

第2回 「QE3 縮小」の日本および新興国経済への影響

■QE3の縮小

2014年1月から、QE3の規模が縮小されたが、その影響はどのようなものであろうか。

先ずQE3の導入の経緯であるが、米国では金融危機後に量的緩和政策(QE1、QE2)を実施したものの、金融政策の最終目標の一つである雇用部門の低迷が続いたため、2011年9月に量的緩和政策の第3弾として、QE3をスタートさせた。QE3では大量の住宅ローン債権(MBS)を買い入れることで、住宅市場の改善が、住宅需要の顕在化および住宅価格の上昇に現れた。こうした中、雇用、個人消費等の経済指標も改善が続き、QE3の縮小が決まった。また、縮小開始の理由の一つに、市場参加者の過剰なリスク・テイクへの懸念があったことが2013年12月のFOMC議事要旨から分かる。

なお、2月1日にFRB議長に就任するイエレン氏は、物価安定と雇用の最大化という2つの使命を持つFRBにおいて、雇用最大化を重視するハト派として知られており、今後も雇用回復が順調に進めば、年内にも量的緩和を終えるという展望も開ける。

しかし、未曾有の規模の緩和策が実施されていながら、米経済の回復の足取りはいま一つ重い。失業率は低下傾向にあるものの、その主因は労働参加率の低下にあり、高齢化要因を割り引いても、職探しを諦めた非労働力人口が増加していることを考慮する必要があるだろう。失業率と並び注視される非農業部門雇用者数についても、2013年12月時点で前月から7.4万人増と低水準にとどまった(図表1)。また、物価上昇率は長期目標の2%を下回る水準が続いており、経済活動の停滞感も懸念される。さらに、バーナンキ議長がQE3縮小に言及した直後から、資金が新興国から流出しているが、この動きが今後加速する可能性もある。こうしたことから、FRBは、米国の労働市場、物価動向、新興国の市場動向等を注意深く観察しつつ、量的緩和を終わらせるものと考えられる。

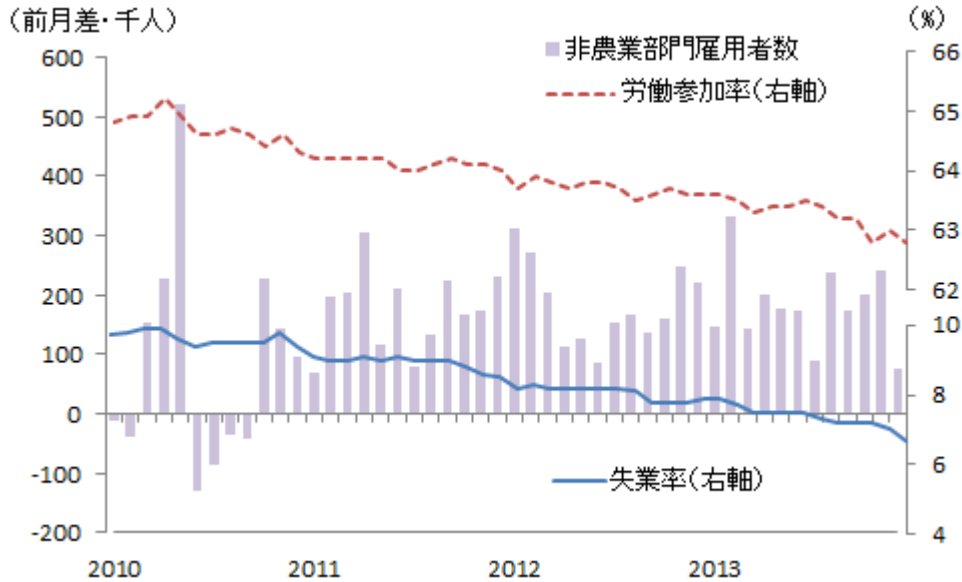
■新興国経済への影響

米国の量的緩和の縮小に伴い、新興国に流入していた投資資金が引き揚げられ、それが新興国経済に悪影響を及ぼすことが懸念される。

米国の金融引き締めをきっかけに発生した1990年代後半のアジア通貨危機が思い起こされるが、近時、新興国は変動相場制へ移行し、また外貨準備も90年代と比較すると潤沢に積み上がっていることから、QE3の縮小を起点に新興国が通貨危機に陥る可能性は低いと考えられる。しかし、2013年5月に量的緩和の早期縮小の可能性を示唆したバーナンキ議長の発言を契機に、米国金利が大幅に上昇し、これをきっかけに新興国通貨は大幅に下落し、インド、ブラジル等を中心に通貨が下落した(図表2)。さらに、通貨の下落はインフレを招いた。その後、QE3の縮小の観測が織り込まれていく中で、為替レートの持ち直しの動きも見られるが、巨額の経常収支赤字を抱える国では、通貨の下落傾向が続いている。この急激な通貨安やインフレを抑えようとすれば、為替介入による高金利、低成長を生

むが、インフレが続くことによる代償が大きいことが広く認識されているため、高金利、低成長を甘受することはある程度やむを得ないものと考えられている。

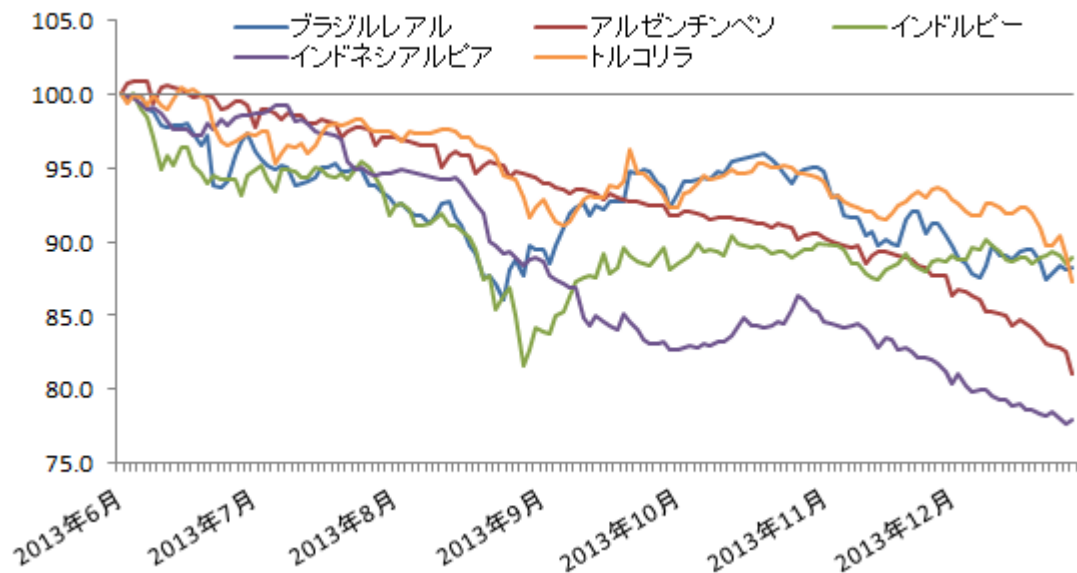
図表 1. 米国の労働市場



(出所) 米国労働統計局

図表 2. 新興国の為替レート推移 (対 SDR)

(2013年6月3日 = 100)



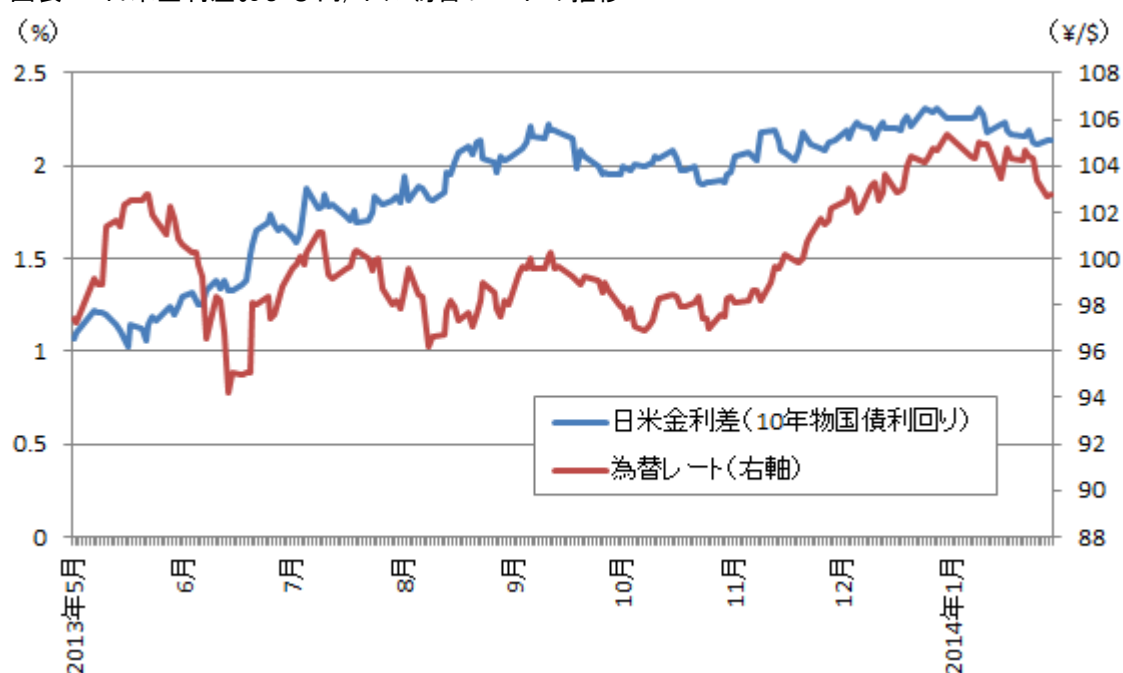
(出所) IMF「International Financial Statistics」

(注) アルゼンチンペソおよびトルコリラは対米ドル

■日本の経済、不動産市場への影響

2013年5月以降、米国の10年物国債利回りは、緩やかな上昇傾向にあり、2014年1月末現在では2.7~2.8%程度を推移している。今後、QE3縮小により米国の長期金利はさらに上昇することが予想される。一方、日本の10年物国債利回りは、2013年5月以降、0.6~0.8%の範囲でほぼ横ばいで推移しているが、日本銀行は、2%のインフレ目標を達成するために今後も緩和策を継続していくことから、日本国債に対する信認が損なわれない限り、日米間の長期金利差は拡大していくと考えられる。結果として、2013年12月18日のFOMCでQE3縮小が発表された後、対ドル為替レートは、約5年ぶりの円安水準となる104円台まで下落した。日米金利差を考慮すると、今後も円安基調が見込まれている(図表3)。

図表.3 日米金利差および円/ドル為替レートの推移



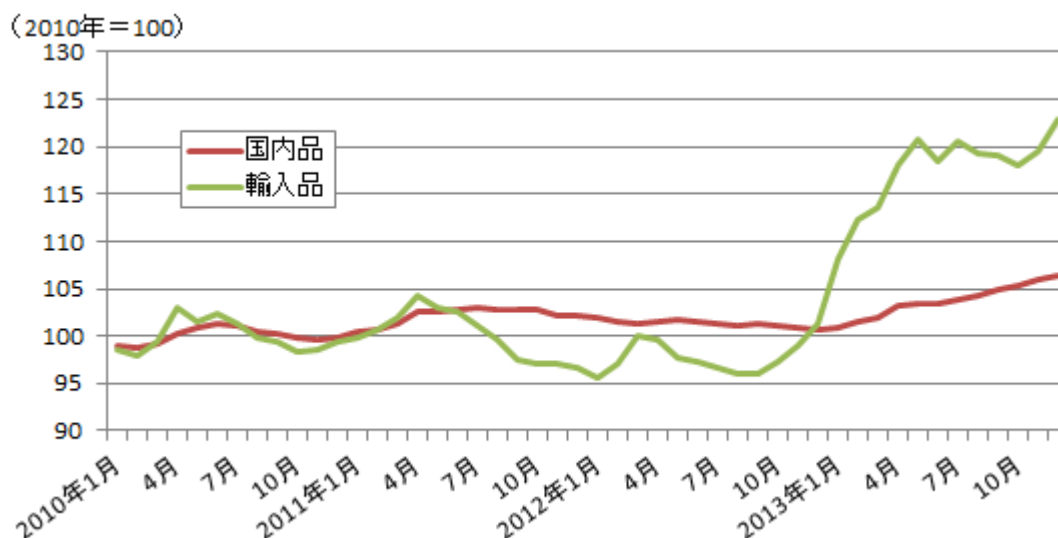
(出所) 日本銀行、財務省、FRB

通常、円安で期待されるのは輸出および貿易黒字の拡大であるが、現在の日本では必ずしもその通りの動きになっていない。その理由として、輸出価格の維持、生産拠点の海外移転、Jカーブ効果等のために輸出額が伸びず、一方で、輸入額が拡大していることがあげられる。

円安の進行により、外国資本が日本の不動産市場に流入しやすい状況にあるうえ、日本の質的・量的金融緩和の影響も重なり、2013年のJ-REITを介した不動産市場への資金流入額は2兆2,334億円と過去最高になっている。こうしたことから、日本の不動産を含む資産価格は大都市を中心に上昇局面にあると見られる。さらに、円安により原材料の輸入費用が上がっていることに加え、消費増税前の駆け込み需要、震災復興事業や東京オリンピックの影響による建設資材の需要増により、今後も建設費用の上昇が続くことが見込まれる(図表4)。

米国のQE3縮小、および日本の質的・量的金融緩和は、不動産価格および建設費用の変動を通じて日本の不動産市場、住宅市場にも影響を与えている。

図表. 4 建設用材料価格の推移



(出所) 日本銀行「企業物価統計」

■QE3の出口

2014年1月29日のFOMC後の声明において、市場の予想通り総計100億ドル規模の縮小が発表された。2月から、現在1カ月あたり350億ドルとしているMBSの購入額を300億ドルとし、長期米国債購入額は現在の400億ドルを350億ドルとして追加購入していくことになる。QE3の縮小は今後も段階的に進められていくと思われるが、2013年12月および2014年1月のFOMCと同規模の縮小が今後も続けば、2014年中にQE3を終わらせることになる。上述の通り、2013年12月の非農業部門雇用者数は7.4万人増と予想を大きく下回ったが「労働市場はまだ模様だが、一段の改善を示した」との見解を示した。また、少なくとも失業率が6.5%を上回り、1~2年先のインフレ予測が2.5%を上回らない限りは、現在の0.0~0.25%のFF金利を維持する可能性が高いことが再確認された。なお、QE3の縮小が一定の影響を与えたとみられる新興国市場についての言及はなかったが、今後も新興国の動向を注視しつつQE3の縮小を進めていくであろう。

今後FRBの資産買入れ規模は、FOMCで毎回減額されていくことが予想されるが、今後の課題は膨張した保有資産をいかに減らし、ゼロ金利政策を解除し金融政策を正常化するかにある。つまり、保有資産残高を減らすために、すぐにあるいは順次売却するのか、満期が来るのを待つのかという問題がある。

この問題について、加藤出氏(東短リサーチ株式会社 社長)は2014年1月23日の日本経済新聞朝刊において、「FRBの資産はQE3の減額が順調に進み、年内に終了すれば4.5兆ドル近い額になるが、FRBは、各種リスクの存在から、保有証券を売却して超過準備を吸収する手法をとらず、償還による自然減を選択しようとしている。しかしそれには数十年を要する。その間に景気後退が生じ、QE4、QE5が必要になれば、FRBのバランスシートは永久に正常化しないとの見方が増え、インフレ期待の不安定化や資産バブルが起きやすくなる」という趣旨の警告していることに、同種の事態を招来する可能性を持つ日本としても十分留意する必要がある。

(荒井 俊行・大越 利之)