

# US Trends

## 量的緩和後の世界

発表日：2014年10月30日(木)

～緩和マネーの肌感覚～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 田中 理

03-5221-4527

- ◇ FRBはQE3の終了を決定。金融危機後に6年余りも続いた緩和マネーの追加供給がいよいよストップする。FRBの米国債保有シェアは今や20%近くに達する。大幅な需給悪化は想定されないが、利上げ開始が視野に入るに連れ、需給要因の変化も徐々に長期金利の上昇圧力として働き始めよう。
- ◇ 量的緩和の終了後も当面はFRBのバランスシートが維持される。金融市場の混乱を避けるため、FRBは“安全運転”を心掛けよう。だが、FRBに代わる緩和マネーの供給主体としてECBや日銀に過度な期待はできない。“世界のカネ回りが悪くなってきた”と感じる日がいずれやってくる。

28・29日のFOMCでは、量的緩和第3弾（QE3）を10月に終了することが決定された（詳しくは桂畑誠治による30日付けレポート「米国QE3終了を決定、利上げは経済情勢次第とのスタンス変わらず」を参照されたい）。今後は経済・物価指標の動向を手掛かりに、利上げの開始時期を模索することになる。2008年秋の金融危機時に開始されたFRBの量的緩和策は、途中2度の中断（2010年7月～同年10月、2011年7月～2012年8月）はあったものの、約6年もの長期に及んだことになる（図表1）。この間、オペレーション・ツイスト（通貨供給量を一定に保ちながら保有国債の年限を長期化、2011年9月～2012年12月）の実施もあり、FRBのバランスシートはほぼ一貫して拡大を続けてきた。大規模な資産購入で国債利回りや住宅ローン金利には低下圧力が及び、緩和マネーの一部が流入した株式市場や商品市況の上昇に弾みがついた（図表2）。

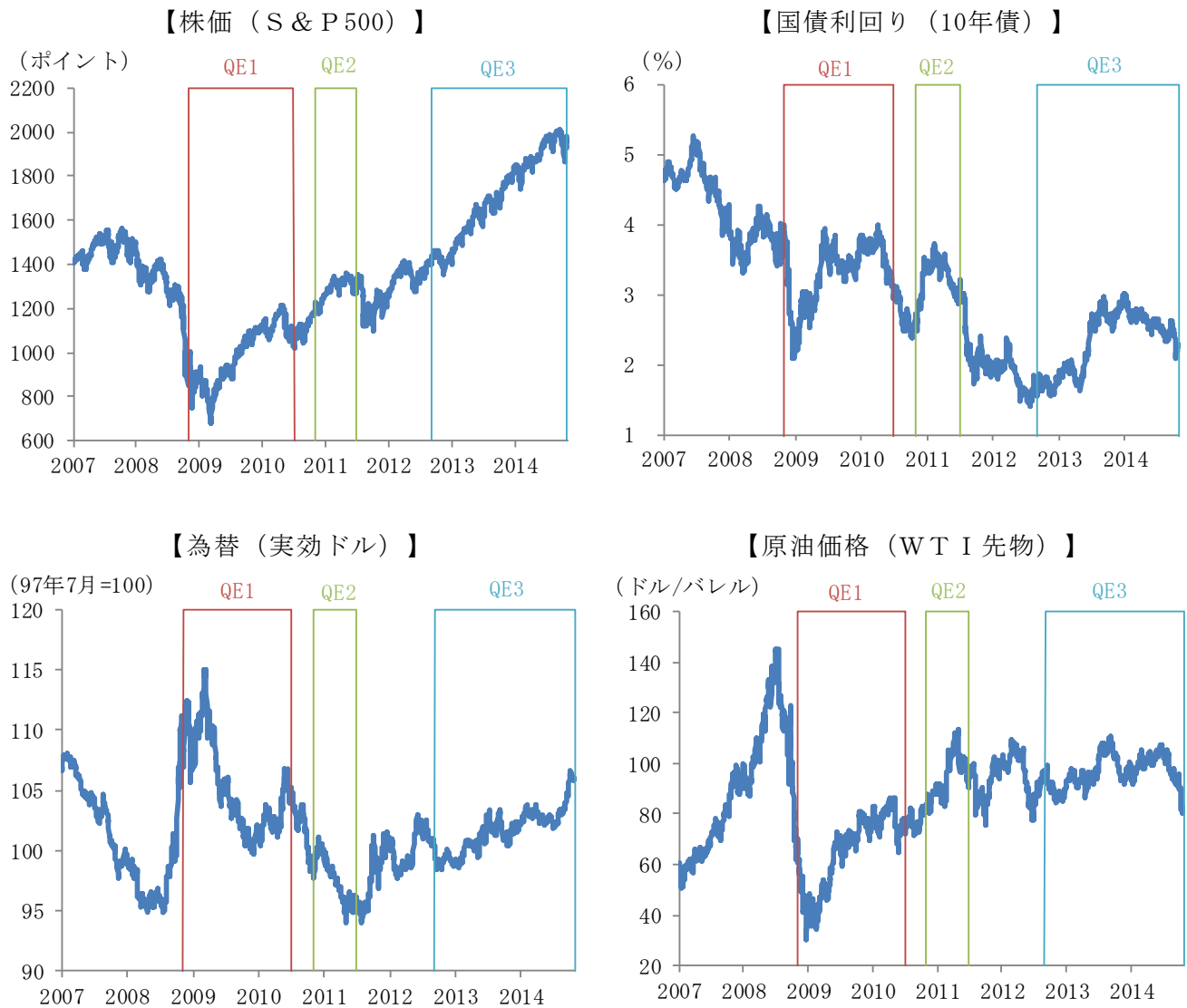
（図表1）米国の量的緩和策の比較

	量的緩和第1弾 (QE1)	量的緩和第2弾 (QE2)	量的緩和第3弾 (QE3)
	2008年11月 ～2010年6月	2010年11月 ～2011年6月	2012年9月 ～2014年10月
米国債	3,000億ドル	6,000億ドル	7,900億ドル
MBS	1兆2,500億ドル	—	8,400億ドル
その他	1,750億ドル	—	—
合計	1兆7,250億ドル	6,000億ドル	1兆6,300億ドル

注：QE1の国債購入は2009年3月から、QE3の国債購入は2013年1月から

出所：FRB資料より第一生命経済研究所が作成

(図表2) 米国の量的緩和前後の主要な金融市場の動き

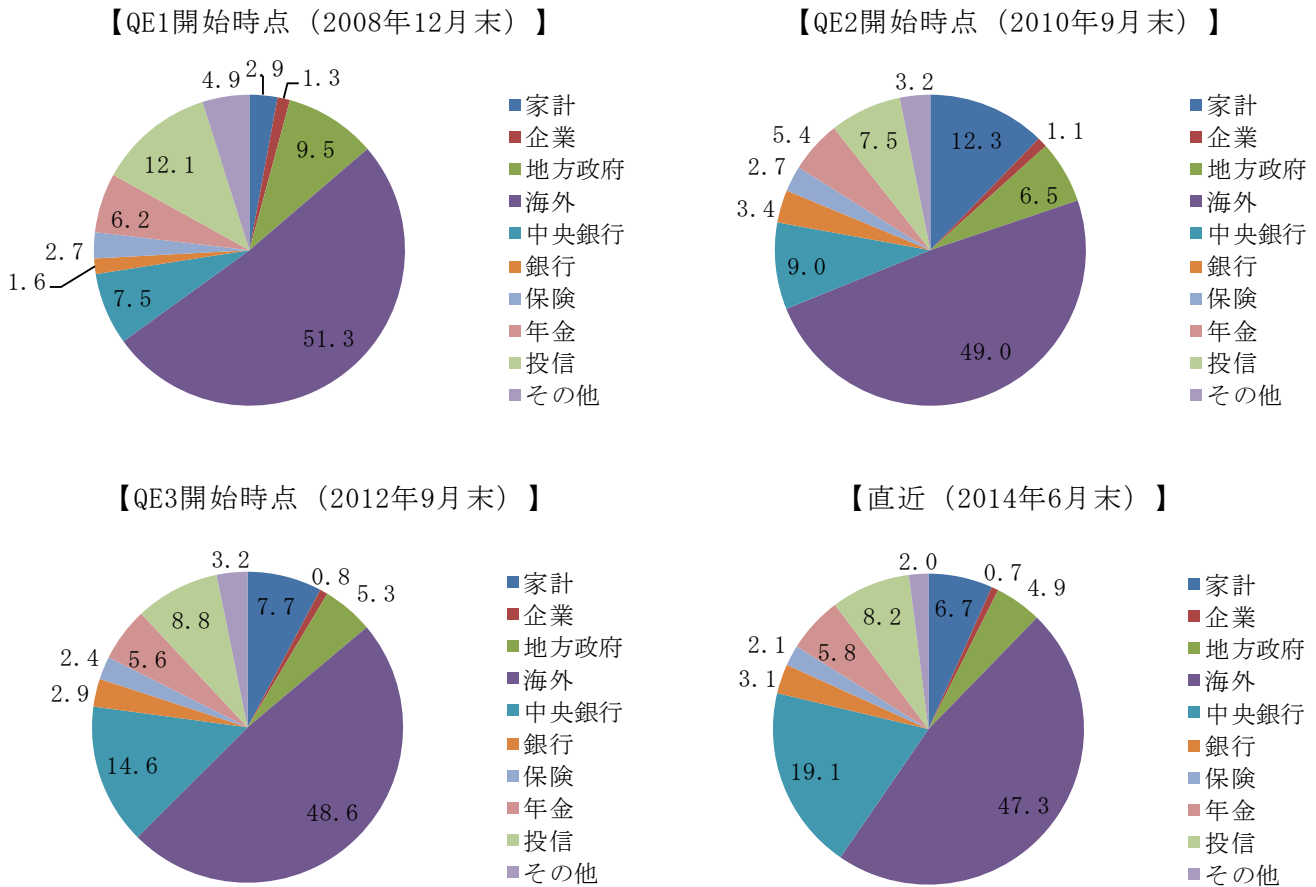


出所：Thomson Reutersより第一生命経済研究所が作成

QE 3による最終的な資産買い入れの規模は1兆6,300億ドル、QE 1とQE 2を合わせた買い入れ総額は3兆9,550億ドルに達し、これは米国のGDPの約23%に相当する(前掲図表1)。このうち半分近い1兆6,900億ドルが米国債の購入に充てられた。大規模な国債購入を続けてきた結果、FRBによる米国債の保有シェアはQE 1開始当初の7.5%から、最新統計が入手可能な2014年6月末には19.1%と大幅に増加している(図表3)。2008年の量的緩和開始以降、米国債の残高は6兆3,382億ドルから12兆5,444億ドルに倍増したが、純増額の約75%が海外部門(2兆6,810億ドル)とFRB(1兆9,247億ドル)によるものだ。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表3) 米国債の主体別保有シェアの変遷



出所：F R B 資料より第一生命経済研究所が作成

F R BはQE3の終了後も少なくとも利上げを開始するまではバランスシート水準を維持する方針を表明している。利上げ開始（ゼロ金利解除）時期は（タカ派と受け止められた昨晩の声明文の変更後も）来年央以降との見方が大勢で、F R Bのバランスシートがすぐさま縮小を開始する訳ではない。量的緩和の減額（テーパリング）開始後も、米国債利回りに上昇圧力はほとんど見られず、“金利低下の謎（コナンドラム）”を呼んでいる。

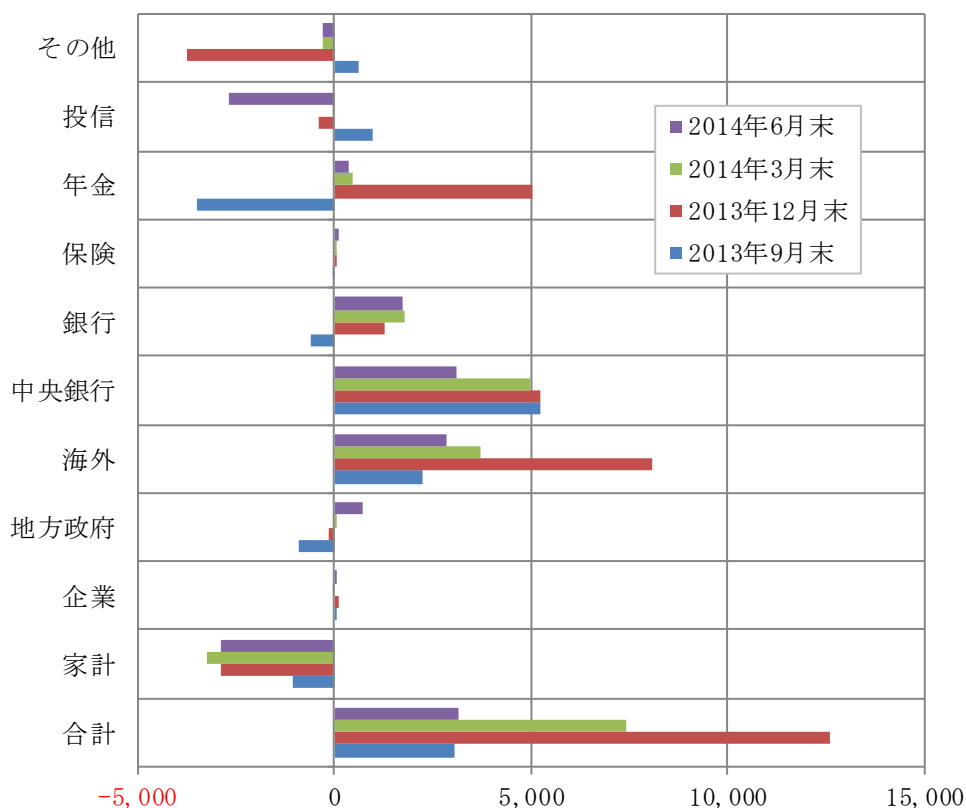
とは言え、これまでF R Bが買い増してきた分を別の購入主体が代替しなければ、国債需給は悪化する。最近の主体別の米国債の保有フローをみると、テーパリングを開始した昨年12月末時点と最新数字が入手可能な今年の6月末時点と比較して、F R Bによる米国債の購入額が2,142億ドル減少した（5,243億ドル→3,102億ドル）。この間、購入額を積み増したり、売却額を縮小させた主体は、ブローカーなどその他（2,026億ドル売却縮小）、地方政府（854億ドルの購入増加）、銀行（461億ドルの購入増加）、保険（49億ドルの購入増加）、家計（39億ドルの購入増加）など（図表4）。1つの購入主体がF R Bの買い入れ減少を穴埋めしてきた訳ではない。

ただ、同時期に米国債の発行額そのものが9,469億ドル減少しており（1兆2,612億ドル→3,143億ドル）、テーパリングによる需給悪化の影響を緩和していた点も見逃せない。F R Bは利上げ開始までの間、金融市場の混乱を回避するため、安全運転を心掛けるであろう。世界経済の低空飛行も金利の上昇圧力にキャ

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ップを掛けると思われる。だが、景気・物価指標が底堅さを増すに連れ、F R B 内部に“安全運転の危険性”を指摘する声が徐々に増えてくることも考えられる。利上げ開始が視野に入る年明け以降は、こうした需給要因の悪化が徐々に長期金利の上昇圧力に結び付いてくる可能性が出てくる。幸い米国の財政状況は改善に向かっており、新規の国債発行額は徐々に減少に向かうと予想されている。米国債の投資魅力が薄れない限り、F R B に代わる買い手は今後も現れよう。大幅な需給悪化を懸念する必要はなさそうだ。

(図表 4) 米国債の主体別の保有増減 (億ドル)



出所：F R B 資料より 第一生命経済研究所が作成

世界の金融市場に潤沢な緩和マネーを供給してきたF R B の量的緩和が終了することで、過剰流動性相場が終焉に近付いてくることも意識されやすくなる。E C B の国債購入開始への待望論は根強いが、これまで発表した一連の政策対応ではドラギ総裁が目標とする「E C B のバランスシートを2012年初の水準に戻す」のは困難に思える。また、景気や物価指標の下振れにもかかわらず、日銀が追加緩和に傾倒する様子も見られない。E C B や日銀がF R B に代わる役割を担うのはいささか荷が重そうだ。少なくとも当面の間は、量的緩和後の世界もこれまでとさほど変わらないように思える。だが、消費増税後に“財布の減りが早い”と感じるのと同様に、“世界のカネ回りが悪くなってきた”と感じる日がいずれやってくる。

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。