

米金融緩和に表れた戸惑い

～QE 2の政策効果にある不安定性～

発表日：2010年11月18日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

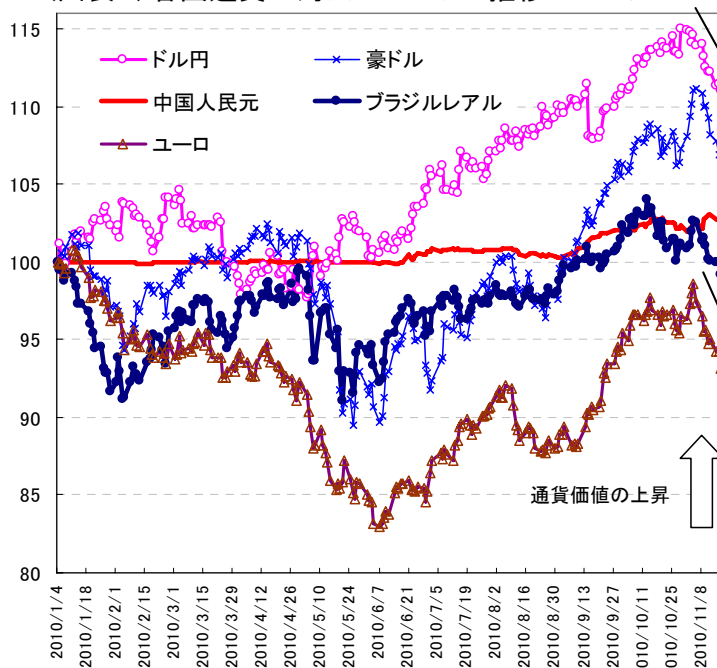
いざ、米国の量的緩和第二弾（QE 2）が始まると、織り込まれ過ぎていた政策効果の反動が表面化している。インフレ予想が長期金利上昇を促し、クラウドディング・アウトの効果も心配される。今後、金融緩和効果が乏しいことに苛立ち、追加措置を加えたとしても、再びオーバーシュートに悩まされるだろう。

QE 2の誤算

米国のQE2が始まった。これで、米国は首尾よく日本型デフレを回避して、資産価格を引き上げられる。そして、米経済は2000年代半ばまでに蓄積されたバランスシート調整圧力をうまく緩和することができる・・・などという机上の作戦通りの運びにはならないだろう。現時点で着地がどうなるかも見えない。山あり谷ありが当分は続きそうだ。

すでに、作戦にはいくつかの誤算があるようにも感じられる。まず、金融緩和の予想が実勢よりも遥かに大きく織り込まれ過ぎている点が挙げられる。ユーロ、円、豪ドル、ブラジルレアルなどの各国通貨が軒並み上昇する流れは、11月3日のFOMC直後の時点をピークに反落する展開になっている（図表1）。欧州の不安再燃、中国の引き締めリスク、ファンドの利益確定売り、など諸々の説明は可能だが、金融緩和期待で売られ過ぎたドル安の調整という見方もできる。

（図表1）各国通貨の対ドル・レート推移(2010年初を100)



機敏に反応した各国政策

筆者は、金融市場に金融緩和を事前に十分に織り込ませる行動が、9月から前倒して行われている間に、ドル安・株高・債券高を助長し過ぎたことへの反動が表れたとみる。思えば、始まりは11月3日のFOMCではなく、8月27日のジャクソンホールでのバーナンキ議長の講演からだ。ここでは長期国債を買い切ることで、大量の流動性供給を行うことが示唆された。これに反応して金融緩和に先んじてドル安が進み、各国通貨高が起こった。

10月23日の韓国・慶州におけるG20財務相・中央銀行総裁会議では「競争的な通貨切り下げを自制する」という言葉が声明文に記された。声明文ににじんでいるのは、QE 2が号砲になって米国のドル安容認が進むことへの各国の強い警戒感であろう。通貨安競争は、米国サイドからみれば、追加緩和の効果としてはドル安を狙うという意図がある。裏返しとして他国通貨高を余儀なくされた国々は、米国の近隣窮乏化政策に対抗しようと、予想外に早

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。

く動き始めたということだろう。

日銀は、米金融緩和に対抗するように、8月30日に総額30兆円へと固定金利オペを拡充し、6カ月物の固定金利オペを創設することを決め、10月5日には包括緩和を実施し、固定金利オペを併せて35兆円の資産買取基金を創設することをアナウンスした。日銀の対応は、QE2を強く意識した対抗措置であることは明らかだ。日本の追加金融緩和は、QE2の荒波が日本経済に襲ってこないような防波堤として、ドル安の副作用を封じようという狙いがある。

日本とは正反対の行動として、11月3日のQE2開始を意識して、前もってカナダ、中国が利上げ、QE2直後にオーストラリア、インドが利上げを行い、遅れて韓国も追加利上げに動いている。9～11月初に進んだ金融相場は、予想外に早かった各国の金融引き締めを驚いて、11月半ばにかけて再調整を迫られたという面はあるだろう。

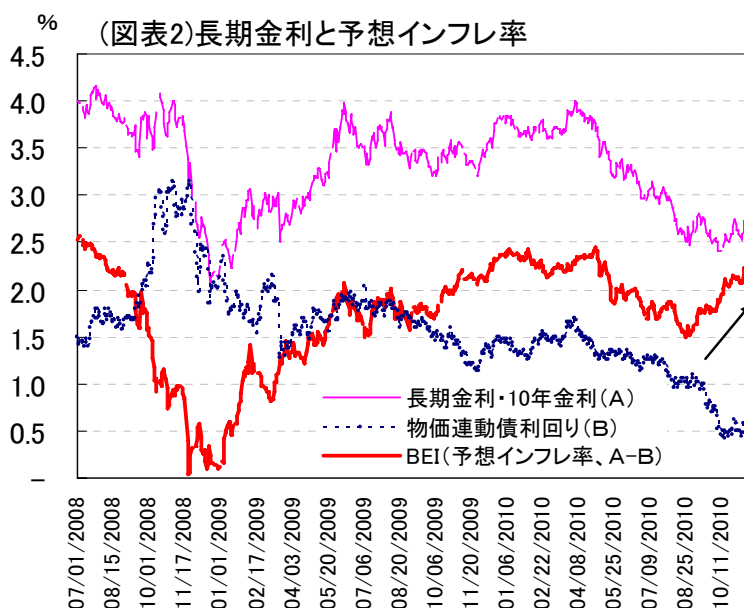
インフレ予想を先取り

QE2は、リフレ政策の一種である。人為的にマネーを増やせば、資産価格が上昇し、物価にも影響が及ぶという発想に基づいている。もっとも、日本における議論からすると、インフレ予想が高まるのに反応して、長期金利が上昇し始めて、経済刺激が相殺されるという副作用がある。この副作用は、資産価格の上昇を阻害し、实体经济への押し上げ効果を減殺するというクラウディング・アウト（押しのけ効果）が心配される。

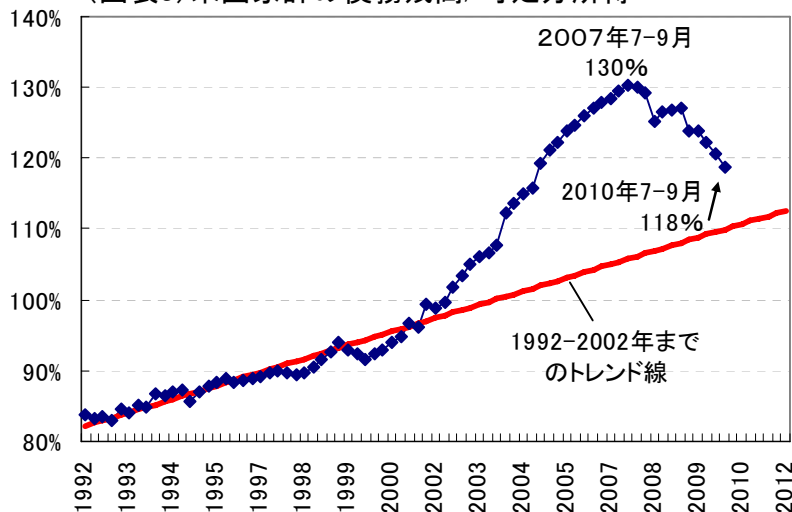
リフレ的手法を信奉する人は、インフレ予想の高まりをインフレ目標の設定で制御できると考えて、副作用よりも経済刺激の大きさの方を喧伝するが、そうした作戦は知的傲慢であろう。金融市場の思惑を制御することなど到底できない。QE2が始まる直前に1.5%まで縮小していたブレイク・イーブン・インフレ率（10年）は2.4%に迫り、ここにきて2008年以降で最も高水準のところに戻ってきている（図表2）。これに応じて長期金利も3%に接近する動きになっている。

需給面で、FRBによる6,000億ドルの長期国債の大量購入が発表されている。8か月間で6,000億ドルを購入するという計画は、米財務省が2010年10-12月、2011年1-3月に合計7,930ドルの国債発行をする分の大方を吸収してしまうほどの大掛かりなものだった。そうした計画を持ってしても、FRBは長期金利の上昇を人為的に抑え込むことはできなかったようだ。

長期金利が上昇すると、实体经济では住宅投資が抑制されてしまう。家計債務のバランスシート調整は、金利が



(図表3)米国家計の債務残高/可処分所得



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。

低下することで借り換えが進んで、利払負担が軽減される。米国の家計債務の残高を可処分所得で割って、その比率の推移をみると、2007年7-9月がピーク（130%）で、そこから直近まである程度は低下してきている（図表3）。このトレンドから考えると、今後金利低下が続いたとしても債務負担が正常の範囲内に収まるのは1~3年ばかりかかるとであろう。もしも、それ以上のペースで実質債務負担を軽減するには、住宅価格を過去のトレンド以上に押し上げるしかない。そのために、QE2を通じて資産価格が上昇する環境をつくろうという意図があったのかもしれない。

同じような景気刺激効果は、企業の資金調達コストを通じてとも言える。長期金利が上昇してきたことで、社債利回りも反転し始めている。結局、長期金利低下効果は、インフレ予想が早く織り込まれてきたことで、9~11月初の短期間で終わってしまった。

ブレーキ不全とアクセル故障

QE2を巡る問題には、①金融緩和が効き過ぎて世界的なバブルを起こすのではないかと心配と、②金融緩和が実体経済を刺激する効果が乏しいのではないかと懸念の2つがある。筆者は、概念を整理するとこの2つは、FRBがバブルを制御できない=ブレーキ不全と、量的緩和が経済をうまく刺激できない=アクセル故障の問題であると考える。

伝統的金融政策は、インターバンクの金融調整で短期金利を完全にコントロールして、物価・経済に影響力を与えようとしてきた。短期金利がゼロ近辺まで低下して、短期金利のチャンネルが効かなくなったので、非伝統的金融政策は、管理可能な政策手段を用いずに、ダイレクトに物価・経済に影響力を与えようとする。ただし、流動性供給を増やせば、物価・経済を刺激できるという発想は、短期金利の刺激効果が失われた因果関係を思考の外に置いている点が論理的弱点である。

問題は、金融市場における流動性拡大が、実体経済に前向きな刺激効果を及ぼせるというシナリオの不確実性である。アクセルを吹かしにくく、ブレーキが利きにくい乗用車を運転するとき、何が起こるかを想像してほしい。短気な性格のドライバーが運転すると、ブレーキを思い切り吹かし、スピードが出すぎたら今度は思い切りブレーキを踏むようなことをするに違いない。金融市場のスピード感と金融政策が実体経済に及ぼす速度の間には大きな乖離がある。だからこそ、伝統的な金融政策の議論では、不確実な未来に対して慎重な運営をした方がよいと教えている。当たり前の話だが、調子の悪い乗用車を運転しようとするときは、慎重な運転に心がける。それは同乗者に対する責任でもある。

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。