

米国発マネーの逆回転は続く

発表日：2013年6月21日（金）

～QE3は終わりの始まり～

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

バーナンキ議長は、FOMC後の記者会見で年内に資産買入規模を縮小すると語った。出口論への言及である。5月22日に議会証言で質問に答えて出口論に触れたことは、今考えてみれば意図的な発言だったということになる。為替は、当初、ドル資金の巻き戻しによって、ドル高・円安になっていても、一段とアジア・新興国株が下落した場合にリスク回避の動きを背景に、円高が進むリスクがある。激震が続くことへの警戒を怠ってはいけぬ。

出口論へと動いたバーナンキ議長

バーナンキ議長は、もっとマーケットに優しいかと思っていた。6月19日のFOMC後の記者会見は、そうした希望的観測を覆して、はっきりと出口に向かって前進する構えを見せた。基本的なスタンスは、金融緩和の目処を曖昧にしながら過剰反応を警戒し続けるよりは、厳格に金融緩和を手仕舞っていくことだ。量的緩和の終了が、経済指標次第でやってきそうなことを、市場参加者に考えさせる方が好ましいと判断したのであろう。

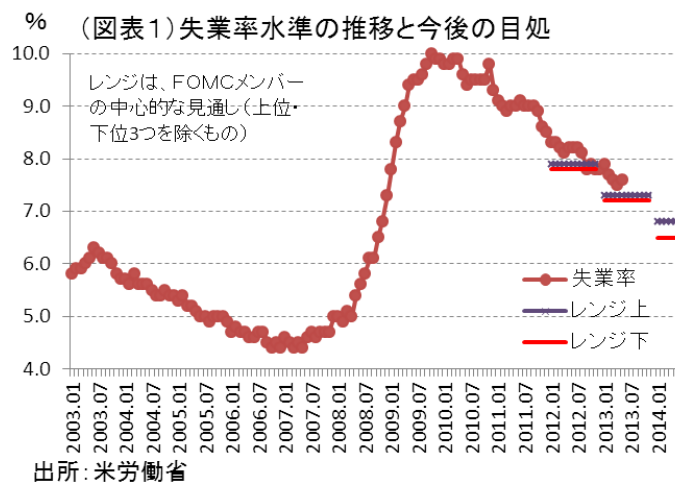
今、バーナンキ議長は、出口論の重要性に関して、人一倍規律を持って臨もうとしている。この背景には、バーナンキ議長自身の退任が2014年1月末と期日が決まっていることにある。議長は、自分の在任中に、QE3の終了に着手して、今からそのための線路を引いて置きたいのだろう。そうすれば、後任の次期FRB議長に対してある程度の政策の自由度が与えられる。

バーナンキ議長の胸のうちを推察すると、出口論をはっきりさせないままQE3を開始したことはいくらか後悔の念はあったのだろう。2012年9月からのQE3は、毎月850億ドルと終わりを決めることなく開始した。当初は、期限のない無制限緩和という体裁が好ましかったのかもしれないが、いつまでも無制限緩和で居られる訳ではない。景気拡大がある程度進んできた段階に至ると、金融緩和の修正が必要になってくる。

5月2日に雇用統計のデータが良くなって以降、バーナンキ議長は、いよいよ過剰な金融緩和への期待と決別すべきタイミングが近づいたと考えたのかもしれない。そして、いつか必要になってくる無制限緩和の方針転換について、そのビジョンを示したのが、6月のFOMCだった。いつまでの金融緩和に対する過剰な期待と付き合いしていくことは重荷であり、それと決別しようとしたのだ。

反面、無制限緩和を歓迎してきた金融緩和期待を落ち着かせるのは難しい。「利上げではなく、単に資産買入の規模を縮小するだけ」と言っても、その真意が全く通らない。市場の期待は、常にオーバーシュートしがちだから。期待形成を操ることは、机上の作戦地図には「可能」と描かれていても、字面にあるほど容易ではない。

バーナンキ議長がどう困難な出口に向き合ったかともみると、まず、あえて雇用に関して強気の見方を前提にした。FOMCのメンバーは、現在の7.6%（5月）の失業率が、2013年に7.2～7.3%（中心値）、2014年に6.5～6.8%へと移行する見方を持っている（図表1）。



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。

そして、「今後発表される経済指標が見通しと概ね一致すれば、資産買入規模を年内（2013年中）に縮小させることが適正である」と宣言する。そのうえで、2014年上期に慎重なペースで買入規模を縮小していき、2014年央までに買入を停止すると、緩和のスピード調整を行う予定を示す。現時点では、その先の利上げに関しては、多くのメンバーが2015年中に利上げに転じるというシナリオを描く。

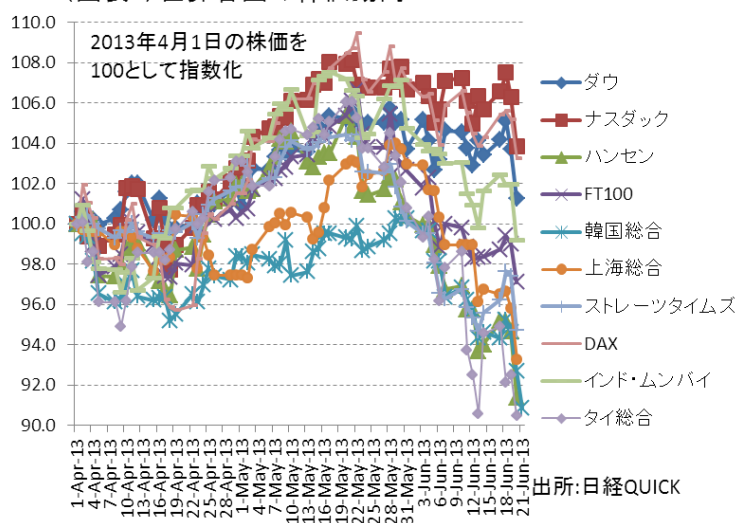
こうした手法は、よく考え抜かれている。もしも、この強気の想定どおりに雇用改善が進まなければ、逆に金融緩和の観測は強まることになる。景気改善が足踏みするほど、今後、金融緩和の浸透力は強まる。一方、雇用改善が強まれば、資産買入の規模縮小はやむなしという見方に傾き、利上げに移行するショックにも慣れてくる。経済指標次第と説明することで、今後は徐々に、金融緩和の予想には自動制御のコントロールを利いてくるだろう。

バーナンキ議長の決断は、現時点ではややリスクをとりながら、セカンドベスト戦略として、金融緩和を自動制御できる仕組みを敷いたことにあるというのが、筆者の見方もある。

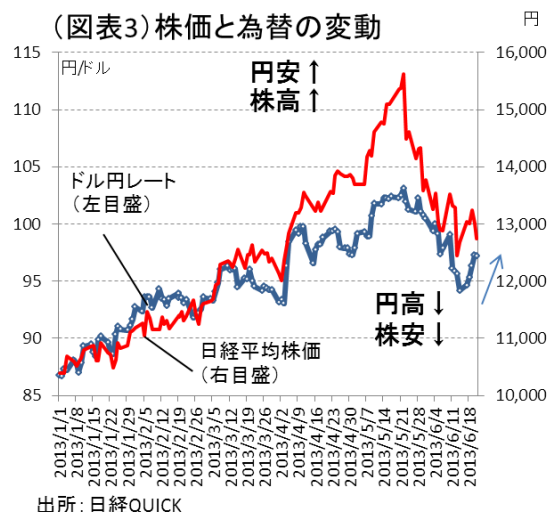
アジア・新興国株の連鎖反応

筆者が警戒したいのは、たとえ利上げでなくても量的緩和の規模縮小が、拡散しているドル資金の巻き戻しを誘発することである。すでに、日経平均株価だけでなく、アジア・新興国株はこの約1か月間は下落の憂き目に遭っている（図表2）。ちょうど5月23日の株価急落が、前日のバーナンキ議長の議会証言と、中国のPMIの低下によって引き起こされたことが思い出される。6月20日午前に発表された6月の中国のPMI（HSBC）は前月比▲0.9%となった。奇妙な符号が、5月23日と6月20日にはある。

（図表2）世界各国の株価動向



（図表3）株価と為替の変動



反面、1か月前との差は、株価の過剰反応の度合いが小さくなったことである。5月23日の日経平均株価は、前日比▲1,134円もの暴落になったが、6月20日の時点ではまだ限定的である。

一方、為替は1ドル97~98円台と一旦は円安に向かった（図表3）。数日前の93~94円への円高に向かっていたので、ここに来て円高から円安へと振れが変わった印象もある。その背景には、株価・為替の逆回転が起きているときは、当初はドルの巻き戻しの作用によるドル高・円安が起こる。アジア・新興国株を売って、ドル資金が還流（またはドルキャリーの解消）することを通じたドル高圧力である。5月23日からしばらく時間が経過するまでは、円資金への還流までは発展せず、ドル資金の還流に止まっていたのと似ている。

しかし、その流れは、タイムラグを置いて、アジア・新興国の株安、円資金への還流へとつながる可能性もある。そこは要注意である。

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。見通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。

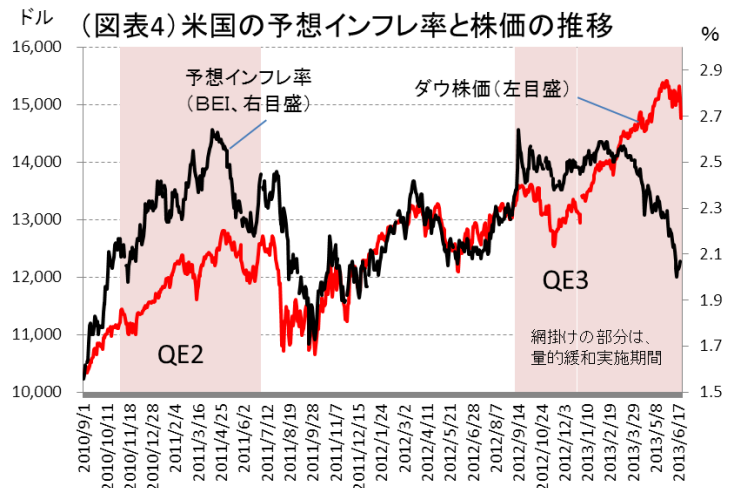
なお、ここでFRBが出口のことに言及せず、「忍の一字」でQE3 延長を語ればよかったという見方もできる。しかし、米国の予想インフレ率はすでに4月から低下しており、QE3の賞味期限切れに向かっている(図表4)。達観すれば、バーナンキ議長は、騙し騙しQE3への期待をつなぐことを選ばずに、出口に舵を切ったと言える。

いつまでも金融緩和を延長することは、必ずしも良いことばかりではない。どんなに金融緩和を延長しても、景気が良くなった場合には長期金利は上昇する。そのとき、金融緩和をストップすれば、株価が下落して、景気拡大に伴う長期金利上昇が残る(図表5)。株安になっても長期金利が高止まりすることは、金融環境としては好ましくない。ちょうど、クラウドディング・アウトのような状態で、金融緩和のプラス効果が消えて金利上昇の弊害だけが残ることとなる。そうした中長期の視点でも、バーナンキ議長はそれなりの決断をしたと言える。

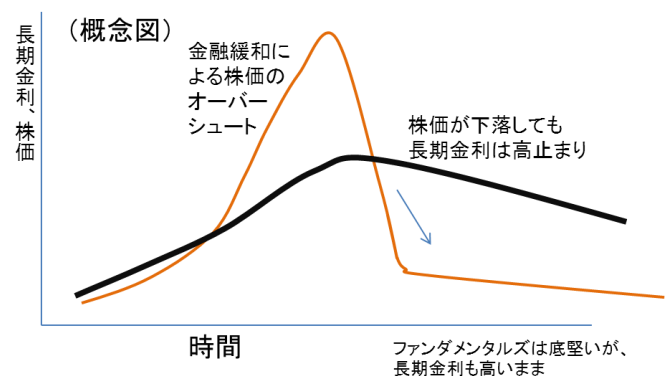
日本にとってプラスか、マイナスか

従来、日本の金融マーケットは、米金融政策に大きく揺さぶられることが繰り返されてきた。その背景には、日本市場における海外マネーの存在感が大きくなっていることがある。このことは、国内における国内投資家が大きく育てていないことの裏返しでもある。アジアの株式市場における株価下落も、海外マネーの存在感が大きい市場ほど、激震の度合いがきつくなっている。FRBが出口に向けて方針転換したことは、日本のマーケットを混乱させているという点ではマイナスである。一方、長い目でみると、必ずしもそうは言えない点もある。今回、ドルの元締めであるFRBが引き締めの方に舵を切ったことで、世界的な金融緩和競争に対して一定のブレーキがかかることになる。一頃話題になっていた各国間の通貨切り下げ競争のリスクが、FRBの出口政策によって大幅に後退することになる。これは広い視野で見ればプラスである。

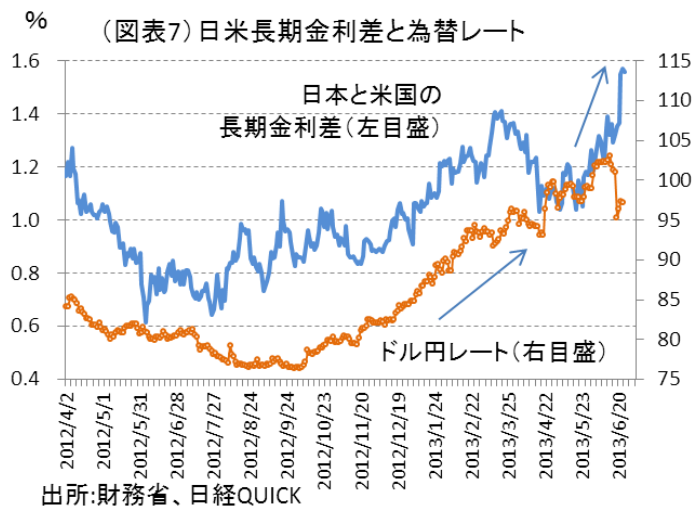
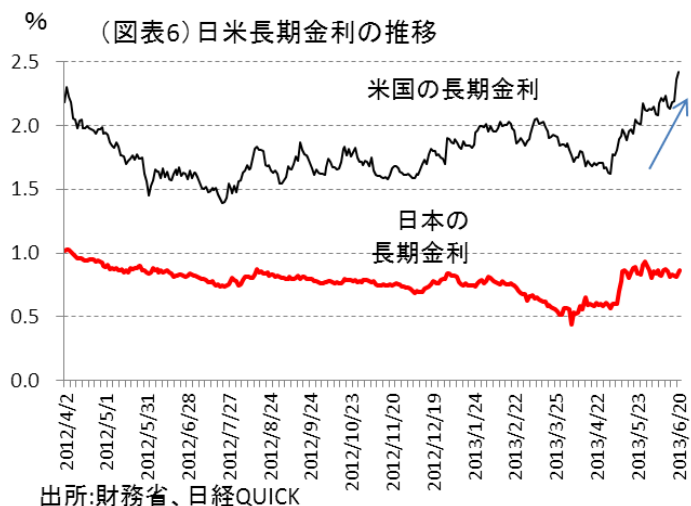
仮に、ドルやユーロとの間での通貨切り下げ競争が起こらないということになれば、日本が金融緩和を通じて円安を促すことの効果も発揮されると考えられる。つまり、将来において日銀が低金利の据え置きを長く続けるほどに、円安効果が発揮されるとみられる。現時点では、前述のドルの巻き戻しなどの影響で為替レートは乱高下を続けるだろうが、それが沈静化した後では、日米金利差の拡大に伴う円安傾向が定着すると考えられる(図表6、7)。その点は、プラスだと理解できる。



(図表5)金融緩和のオーバーシュートと長期金利



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。



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。