

テーマ：長期化見込まれるFRBの緩和政策

発表日：2011年5月30日（月）

～流動性相場の継続を予想も商品高招く恐れも～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

## 米国経済の弱さは想定内+震災の影響

マーケットの米国経済に対する見方が、再びやや慎重なものとなっている。5月半ば頃から発表された経済指標の多くが市場コンセンサスを下回ったことによる。

2010年の米国経済は住宅購入促進策の打ち切りを筆頭に各種景気対策の効果が息切れし、超大型の景気対策によって押し上げられた前年に比べて景気の勢いに陰りが見えていた。こうしたなかでFRBが採った政策がQE2であった。巨額のマネーを用意して米国債をFRBが市場から買い取るという政策は11月のFOMCで決定、その後実行されたものだが、こうした政策を考えているとのメッセージを打ち出した夏頃から、米国株は上昇基調を強め始めた。これが、高額品などが牽引する格好で好調な結果となった今年のクリスマスセールに繋がったと考えられる。同時に、ブッシュ減税が延長されたこともあって消費者の財布の紐は比較的幅広い所得層で緩み、今年春頃までの消費の好調さに寄与した可能性が大きい。

しかし、3月に入ると実質小売売上高には急ブレーキがかかった。ガソリン価格の高騰などが影響したと考えられる。米ガソリン価格は、その後も高止まりが続いており、中低所得者層を中心に消費の足を引っ張ることが懸念されている。そもそも、ブッシュ減税延長は拡充分がわずかであったために、実体面には消費押し上げ効果はほとんどないはずであり、期限切れ寸前で延長されたというインパクトのみで財布の紐を緩める効果は限定的であったと考えられる。一方、高所得者層の消費意欲を喚起したと考えられる株高による資産効果についても、5月入り後は上昇に歯止めがかかり、足元までは調整傾向が続いている。こうした傾向が続くようであれば、米個人消費はその推進力を大きく損なう可能性がある。

ただし、こうした消費の脆弱さは想定内のものである<sup>1</sup>。金利が歴史的な低水準にあるにもかかわらず、住宅需要の低迷に象徴されるように家計の資金需要が喚起されないのは、専ら家計のバランスシートが住宅バブル崩壊により毀損しているためである。これまでの株価の上昇によって多少は改善したものの、一方で住宅価格の下落による不動産資産価値の目減りは続いており、足元でもバランスシートの改善は十分ではない。

一方、想定外の現象は東日本大震災により、自動車など一部の産業を中心に生産活動に一旦ブレーキがかかったことである。脆弱性を併せ持っている個人消費とは裏腹に、企業の生産活動は好調さを保ってきた。ドル安などにより輸出が好調に推移したことなどが背景にあり、製造業の景況感は過去のピーク水準にまで達している。しかし、東日本大震災の影響によってサプライチェーンが毀損、日本からの基幹部品の供給が滞ったために、4月の米鉱工業生産統計においては製造業生産が前月比▲0.4%と10ヶ月ぶりの減少を記録した。もう暫くはこうした影響が続くと見込まれ、米生産活動においても震災は足かせ要因となっている。もっとも、日本のサプライチェーンは急速に回復しており、マイナスの影響は一時的なものにとどまると見込まれる。ただし、今後は緊縮財政政策の影響で一部の国を除き欧州では内需に陰りが見えつつあること、インフレや利上げの影響が懸念される新興国経済など、輸出環境は不透明であり、これまで同様に好調な伸びを維持できるとは言い難い側面もある。

## 株高維持のためにFRBの量的緩和は長期化、場合によってはプラスαも

そもそも、米国経済はその牽引車として個人消費の十分な伸びを必要としている。個人消費が高い伸びを維持し、需給ギャップが改善傾向を辿っていかなければ雇用の回復も持続的なものとはならない。雇用が持続的

<sup>1</sup> 筆者はかねてより、米国個人消費部門の脆弱性について述べてきた。過去のレポートを御参照。

に回復せず、失業率水準も極めて高い足元のような状況では、中低所得者層の消費は脆弱である。こうした状況では消費を刺激する外部的な要因、すなわち株価の持続的な上昇などによる資産効果の継続が必要となる。言い方を変えれば、株価の上昇に歯止めがかかれば消費の拡大も限定的なものにとどまり、それによって経済成長率が潜在成長を上回ることができなければ需給ギャップは縮小せず、雇用改善にも歯止めがかかることになる。

したがって、現状では内需という持続的な成長エンジンを稼働させるためには、株などの上昇による資産効果を通じて主に高所得者層の消費を刺激し、企業収益の拡大による雇用拡大→中低所得者層の消費刺激というパスをしばらくの間続けざるを得ない。それを狙いとした政策がQE2の本質であることを勘案すれば、雇用が一定程度改善して消費マインドが十分に回復し、消費が安定的に拡大できるような状況になったと見極められるまでは、株価の下落に繋がりにくい流動性の回収をFRBが実施するとは到底考えられない。不動産を含めた家計の資産残高がバブル時のピーク

(07年9月末)から▲8.8兆ドルも目減りしたのに対し、負債はピーク時(08年9月末)から▲0.6兆ドルしか減少していない。資産負債倍率はバブル時に急騰した後、足元では低下に転じているもののバブル前の水準からは大きく乖離した状態にとどまっている。消費者のマインドも過去に米個人消費が景気の牽引車として自律的な回復に至った水準からはかなり低い。これらのことを勘案すれば、今後も好調な外需環境に支えられたとしても、FRBが出口を模索するタイミングは来年以降にずれ込もう。

むしろ、株価が継続的に下落するなどして家計への資産効果が途切れかねなくなれば、FRBは再び流動性供給を再開することが求められよう。バーナンキ議長をはじめとしたFRB関係者のこれまでのコメントなどからは、QE2期限となる6月末をもって新規の資金で市場から米国債を購入するような流動性供給策は停止するものの、保有MBSや国債などのうち今後償還される分については、その償還金で新たに米国債を購入するような形で、市場に供給した流動性の残高を維持するような政策をしばらく継続する方針のようだ。これにより、事実上量的緩和政策が継続され、早期利上げや早期動性吸収リスクが遠のき、株などのリスク性資産市場では安心感が高まった。しかし、新たな流動性が供給されないなかでは、市場はQE2下に比べればリスクに敏感になる。足元ではギリシャの債務再編が意識され、ギリシャばかりでなくアイルランドやポルトガルにおいても国債利回りが二桁に乗せて上昇傾向をなお強めているなど、欧州財政問題に対する市場の懸念は一層深刻なものとなっている。あるいは、新興国や資源国では利上げが続いているが、これによって当該国の景気が減速し、世界経済の推進力が失われて主要国にも波及するとの見方も一部にある。こうした地域での利上げはまだ継続する公算が大きく、新興国景気に対する市場の見方も徐々に敏感なものになっていこう。5月入り後の米株式市場の不安定な動きは、QE2後が意識されてくるなかで、こうしたリスク要因に翻弄されやすくなってきたことを示唆するサインであると言えよう。万一、ファンダメンタルズ自体に大きな変化がないにもかかわらず、これらリスク要因によって市場が不安定な動きを強め、あるいはリスク性資産から安全性資産への資金シフトが継続的なものになるならば、その流れを元に戻すには流動性の再供給(QE3)が必要となる。バーナンキ議長をはじめ、FRB内ハト派に属すると市場で受け止められている委員<sup>2</sup>がこれまで主張してきた論調からすれば、かかるような事態となればQE3の必要性を説く可能性は十分にあると言えよう。

米家計の資産に対する負債の比率



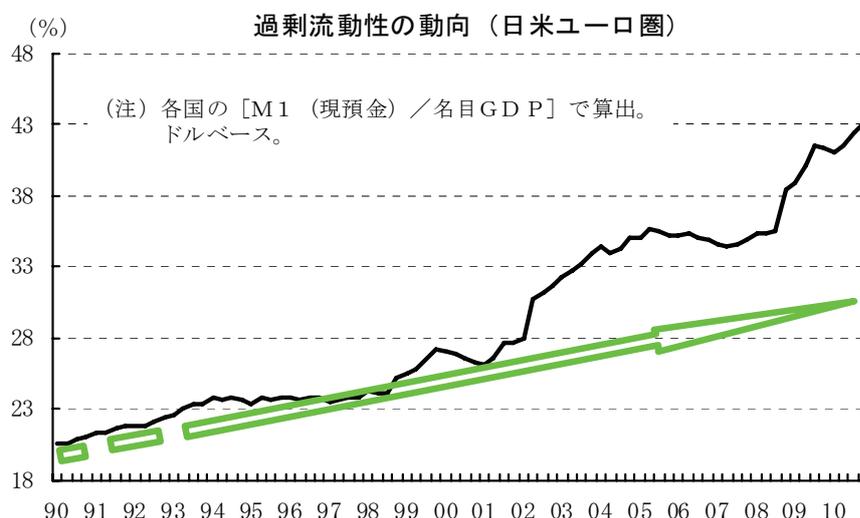
<sup>2</sup> バーナンキ議長、イエレン副議長、ダドリーNY連銀総裁が中心

## 年後半は日銀の緩和拡充もあり主要国の過剰流動性は継続

08年のリーマンショックによる金融市場の混乱、世界的な景気の失速を受けて、一時的に世界の金融政策はかつて無いほどの緩和的なスタンスを取った。こうして発生した過剰流動性は、その後のマネーフローを大きく変え、リスク性資産価格のスムーズな持ち直しを演出した。世界のマネーフローという観点では、日米ユーロ圏の主要三地域の影響が特に大きい。主要国の金融緩和と政策の長期化は流動性の過剰度合いをかつて無いほどに押し上げてきた。

しかし、4月以降ECBは利上げに転じ、今後も複数回の利上げを実施して政策金利を景気に対して中立的な水準近くまで押し上げていくと見込まれており、流動性には吸収圧力が生じる。また、米FRBも流動性の残高維持は行うものの、残高の拡大に繋がるような供給は7月以降は行わないと見込まれており、経済規模との比較における流動性の大きさは緩やかに減衰していくことになる。

一方で、日銀は今後流動性の供給を増やしていくものと予想される。東日本大震災からの復興が本格化するにつれ、民間部門の資金需要も強まってくるものと判断される。また、政府はより踏み込んだ復興を目指す二次補正予算を組むことになる。この財源について様々な意見が出ており、そのうちのひとつとして消費税、あるいは所得税の引き上げなどが検討されている。ただし、今後どのような形で議論が進むかは予断を許さず、場合によっては多くを債券の発行で賄う可能性もある。このように、年後半は政府も民間部門も資金需要が強まると考えられ、金利には上昇圧力がかけやすくなる。しかし、復興が軌道に乗れば経済成長率もプラスに転じ、景気は好転するとはいえ、この場合の需要、および資金需要の拡大はあくまでも震災からの復興によるものが大きい。そのため、いたずらに金利が上昇することは抑制するべきだろう。そのためには、日銀は現在行っている国債などの買い取り枠を拡大し、短期ゾーンから長期ゾーンまで金利の低位安定を保つような政策が求められよう。現在、金融政策決定会合では西村副総裁による買い取り枠の拡大意見を否決しているが、年後半には5兆円程度の拡大を実施するものと予想される。



## 過剰流動性は引き続き商品にも向かいやすい

このように、ECBの利上げ、およびQE2の終了により、欧米からの流動性供給は年後半には細ることになるが、一方で日本の流動性拡大が実施される可能性が高い。このため、米欧の金融政策の微妙な転換それ自体が投資家のリスク許容度を過度に低下させて市場を混乱させるような事態は避けられるものと考えられる。逆に、足元で市場の懸念材料として注目を浴びている欧州の財政問題や、米国経済に対する失望（楽観的な見方からの修正）が落ち着き、QE2が終了する年央以降も流動性が過度に収縮するわけではないことが明らかとなれば、市場のリスク許容度は再び高まることが期待される。秋頃には日本において夏場の電力需要最盛期を乗り切り、サプライチェーンも相当程度回復すると見込まれることも、世界のマネーフローに影響を与えよう。

もっとも、リスク許容度が回復したマネーは、07年から08年にかけての時期や、昨年半ば以降の時期と同様に、株だけでなく商品市場にも多く流入する可能性が高い。景気面への配慮から量的緩和政策の継続を余儀なくされている日米だけでなく、ユーロ圏においてもドイツなど中核国にとっては“低すぎる”金利水準が強

いられている。一方、利上げを繰り返している新興国ではあるが、こちらも実質政策金利水準でマイナス圏にとどまっている国が数多く見られるなど、インフレ抑制という観点では金利水準は決して高いとは言い難い状況にある。加えて、主要国、新興国問わず、08年のリーマン・ショック後に執られた超大型の景気テコ入れ策もあって悪化した財政状況の改善に手間取っている。こうした状態を“ノーマルに”解釈すれば、世界的にはインフレ懸念が極めて高い——と評することができ、インフレヘッジ目的で投資対象となる商品市況には資金が流入しやすい。

中長期的な観点からも、需給という価格変動要因が発生する商品には資金が流入しやすい。リーマン・ショック以来、主要各国経済が何らかの問題を抱えながら総じて停滞気味に推移しているのに対し、中国やブラジルを筆頭に新興国経済はいち早く高成長軌道を取り戻した。中国などの一人あたりGDPは、国内の購買力が十分に増して生活水準を引き上げるための消費が景気を牽引しうる水準に達しており、世界最大の人口を抱えていることもあって、今後多くの資源で需給が更に逼迫、価格は押し上げられると見込まれている。

一方で、株式市場においては、いくつかの制約条件が重石となる。一つは、主要各国の成長期待が限定的にとどまるであろうということだ。欧州ではギリシャなど一部の国の財政問題がリスク要因となり続けるだけでなく、各国で執られている財政改善策が内需の抑圧に繋がる。米国では引き続き消費の本格回復は見えてこない。日本は震災からの復興による一時的な成長加速は見込まれるものの、一方でデフレや人口制約などから低成長懸念は根強い。これに対し、新興各国では成長期待は高いものの、インフレ加速懸念も同時に高いほか、各国毎に政治・政策リスクが常に意識されていることが制約要因となる。政策金利が徐々に引き上げられるなかで、新興国の株式市場に流入するマネーは、常に景気減速のリスクを秤にかけながら“ヒット・アンド・アウェイ”的な不安定なマネーに翻弄されやすい状況が続こう。

このように、米国経済の現状を考えればFRBの実質的な量的緩和政策は、QE2終了後も長期化する可能性が高い。また、日銀も国債買い取り枠の拡大など追加の流動性供給策を実施せざるを得なくなると考えられる。したがって、QE2終了後の年後半も過剰流動性が市場を支える効果は十分に期待される。ただし、足元で市場のリスク許容度を低下させている欧州の財政問題などが一定程度クリアされることが条件である。一方で、過剰流動性相場の再来が期待できるものの、FRBの望み通り株式市場に向かうだけでなく、これまで同様商品市場にも多く向かうと考えられ、FRBは景気の本格回復を目指す緩和策が世界のインフレ懸念に繋がるというジレンマに今年後半も悩みそうだ。