

テーマ：QE3縮小開始の市場への影響

発表日：2013年12月19日（木）

～米景気指標睨みながら株高・債券安・円安は徐々に加速へ～

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

## テーパリング開始

F R Bは18日、QE3（量的緩和政策第三弾）における国債とMBS（住宅ローン担保証券）の買取額をそれぞれ50億ドル、計100億ドル減額し、いわゆる“テーパリング”の開始を決定した。市場コンセンサスは“買取規模維持”であったことから予想外のことであったが、最近発表されている米経済指標が軒並み良好な内容であったことや、懸念されていた財政問題に対する議会の議論に急激な進展がみられたことから、今FOMCでのテーパリング開始を予想する向きも増えており、市場は比較的冷静にこれを受け止めた。

テーパリング開始に至ったF R Bの判断としては、雇用統計を中心とした経済統計の回復はもとより、米議会の動きが非常に大きかったものと考えられる。超党派による会合で、中長期的な財政改善策に基本合意、暫定予算が切れる2014年1月16日以降の予算が可決する見込みとなった。同時に、中期財政改善策がまとまらなかったことにより生じていた歳出の強制カットについても、暫くは停止することとなったことも大きい。F R Bは、FOMC声明文において「財政政策が経済成長を抑制している」と、景気下ブレリスクの一因として挙げってきたが、今回の声明文では「財政政策が経済成長を抑制しているものの、その度合いは小さくなっている」としており、今回の判断に影響を及ぼしたと推察される。

## 金利上昇抑制へ

一方で、「インフレ率が2%の長期的な目標よりも低くとどまるようであれば、失業率が6.5%を下回っても、現行のFF金利目標レンジを維持することが適切になるだろう」と声明文で述べた。足元で、米失業率は7.0%まで低下していることから（11月）、比較的早い段階でQE3が終了し、利上げに向かうとの市場の懸念も生じかねない状況にあった。そうなれば、金利が予想以上のテンポで上昇し、場合によっては行き過ぎた金利上昇が景気を冷やすリスクもでてくる。しかし、今回の声明文で低水準のインフレ率が続く間は利上げが見送られるとの考え方を打ち出したことで、こうした市場の懸念を相当程度払拭することに成功したと判断される。

足元の米経済指標をみると、金利の影響が大きい住宅分野については、新築住宅販売（10月）や住宅着工件数（11月）がかなり強い数字となった一方で、住宅ローン申請件数については5月にバーナンキF R B議長がテーパリングに言及したことで金利が上昇して以来水準を大きく切り下げており、中古住宅販売件数も減少している。全体として住宅販売件数が低下したことで、住宅在庫率は上昇傾向にあり、住宅価格にも下落圧力がかかっている。しかし、行き過ぎた金利上昇を抑制し、雇用の回復傾向が維持されれば、一部住宅市場の悪化にもやがて歯止めがかかる公算は大きい。今回のF R Bの政策転換をもって、米経済に変調が生じるリスクは小さいとみていいだろう。

## 今後の市場動向

FOMC終了後の記者会見でバーナンキF R B議長は、テーパリングについて「経済状況の改善が続くのであれば、FOMC毎に少しずつ買取規模を縮小することが可能」とし、それは年後半まで行われる一方で、経済状況次第では縮小の見送りを選択することもあり得るとした。米国債市場からみれば、F R Bによる国債の買取は当面続くとはいえ、大口買い手であるF R Bの需要が徐々に減っていくことで、国債需給面には徐々に悪化の圧力が増してくることは間違いない。したがって、F R Bが出口戦略に成功する、すなわち米国経済はQE3終了後も回復基調を維持するとの見方が強まれば、いずれ金利は上昇する（＝債券価格は下落する）と

の見方も強まろう。その段階で、債券利回りが“長期保有に見合う”水準に達していれば問題はないかもしれないが、“見合わない”と判断する市場参加者が多ければ、“いずれ債券価格は下落するのだから価格の高いうちに益出しを”として、長期ゾーンを中心に金利に水準調整的な急騰局面が訪れる可能性はある。この場合、金利水準は中長期的にみて中立的な水準、実質金利で1.5～2.0%程度に達すると考えられる。QE3が完全に終了する前に、10年債利回りは3.5～4.0%程度まで上昇する可能性がある。一方で、インフレ率が現行程度に収まっている間は、利上げのリスクも小さいため、短期ゾーンの金利の低位安定傾向は保たれよう。したがって、米国債のイールドカーブはスティーピングの度を徐々に強めると考えられる。

一方、FRBがインフレ抑制の間は利上げを行わないと受け取れる声明を出したことは、株式市場にとっては追い風となる。株価にとっては金利はマイナス要因となるため、いずれ長期金利が上昇すれば株価上昇の抑制要因にはなるものの、景気が十分に回復するまではインフレ率の上昇も抑制的なものになると見込まれるため、当面は少なくとも企業業績に見合った株価の上昇が期待できる。

したがって、テーパリングの開始が实体经济に変調をもたらさないとの見方が強まるに連れ、株価は上昇基調を強めるものと考えられる。また、仮に長期金利が急騰する局面があっても、前述したように利上げが見込まれない間は中立的な水準までの上昇にとどまると考えられる。景気の足を引っ張り、悪化に繋がるような水準にまで金利が上昇するとの見方が台頭するまでは、上昇ペースが鈍くなることはあっても、株価の上昇トレンドは維持されよう。

今回の措置は、為替相場にはドル高圧力になる。しかし、FRBが利上げまでのハードルを実質的に高くしたことで、為替相場に影響を及ぼす短期金利の上昇圧力は軽減している。このため、ドル高が今後一気に加速するとも考えにくい。ただし、FRBの金融政策の方向性が確立したことで、対円でのドル安余地はほとんど無くなったと考えられる。したがって、今後は米経済の回復力が強まっていることを示す経済指標が発表される度に、少しずつドル高円安が進もう。

米国経済の回復が順調に進めば、やがて中国などの新興国などを含めた世界的な景気拡大に繋がることから、為替相場は単なるドル高ではなく、高金利通貨高・低金利通貨安の様相を徐々に強めるものと見込まれる。この段階では円は独歩安になると見込まれ、年後半には円安が加速度的に進む可能性も出てこよう。