

---

けいざい早わかり 2013年度第6号

米国のQE3縮小で何が起きるのか

---

【目次】

- Q1. 米国のQE3の出口戦略が注目を浴びていますね…………… p.1
- Q2. QE3縮小はどのようなペースで進められるでしょうか？ …… p.2
- Q3. 米国の金融マーケットにどのような影響を及ぼすでしょうか？ …… p.3
- Q4. 世界の金融マーケットにどのようなリスクがありますか？ …… p.4

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 研究員 土田 陽介

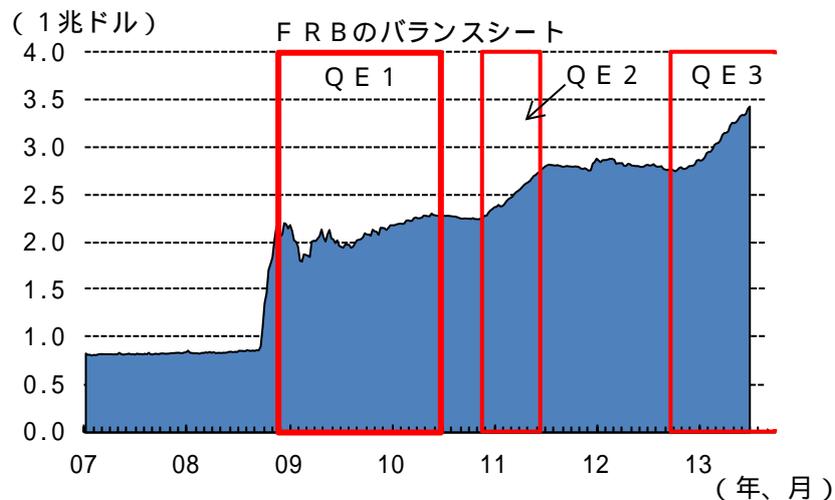
〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL: 03-6733-1070

Q 1 . 米国の Q E 3 の出口戦略が注目を浴びていますね

- ・ 米国の中央銀行である F R B ( 連邦準備制度 ) のバーナンキ議長は、6 月の F O M C ( 連邦公開市場委員会 ) 後の記者会見で、今後発表される経済指標が予測に沿ったものであることを条件に、いわゆる「量的緩和第 3 弾 ( Q E 3 )」として現在行っている月額 850 億ドルの資産買入れの縮小に着手する方針を示しました。議長は、2013 年後半から月次の買入れの減額に着手することが適当であり、その後も経済指標が期待に沿ったものであることを確認しながら、2014 年半ばまでに資産の購入自体を取り止めるというスケジュール観を示しています。
- ・ 2008 年秋のリーマン・ショック以降、F R B は大規模な金融緩和策を実施して、景気や株式・不動産などの資産価格の回復のサポートに努めました。F R B は政策金利 ( F F 金利 ) を年 0.00 ~ 0.25 % に引き下げる実質ゼロ金利政策を採用すると同時に、都合 3 度にわたる「量的緩和 ( Q E )」を実施して、市場に大量の資金を供給してきました。その結果、F R B のバランスシートは、危機前に比べて大きく膨らみ続けています ( 図表 1 )。

図表 1 . 量的緩和を受け拡大した F R B のバランスシート



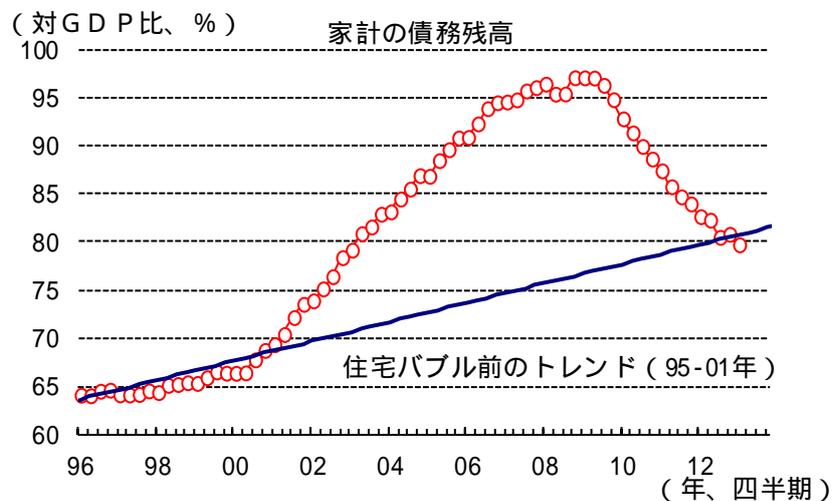
( 出所 ) 米連邦準備制度 ( F R B )

- ・ こうした政策効果もあって、米国では緩やかながらも着実な景気回復が続いています。2013 年 4 ~ 6 月期の実質 G D P ( 国内総生産 ) は前期比年率 + 1.7 % と 1 ~ 3 月期 ( 同 + 1.1 % ) よりも成長が加速しました。雇用情勢も、直近 7 月の非農業部門雇用者数が前月比 16.2 万人増と、緩やかな改善基調を維持しています。
- ・ 加えて、家計部門のバランスシート調整も一巡しています。家計部門の債務の規模を対 G D P 比で見ると、目安となる住宅バブル前のトレンドまで収束しています ( 図表 2 )。

債務の返済に一定の目処がついたことから、米国景気のエンジンである個人消費が拡大を続けていくことが期待されています。

- ・ また金融面でも、ダウ工業平均株価が史上最高値を更新するなど、株価は大きく回復しました。長らく低迷していた住宅市場も、5月のS & Pケースシーラー住宅価格指数が前年比+12.2%と2006年3月以来の高い伸びとなるなど、復調の兆しが鮮明になっています。
- ・ 言い換えれば、景気が緩やかに回復し、金融面でも改善がみられる環境の下で、これ以上強力な金融緩和を継続していけば、資産価格の上昇ペースが高まってバブルの色彩が強まり、経済環境をかえって不安定にしてしまう恐れがあります。こうした状況を総合的に勘案して、バーナンキ議長はQE3の縮小に着手する方針を示したとみられます。
- ・ もっとも、議長が示した方針は、追加的に市場に供給する資金を減額することであり、あくまで金融緩和が行き過ぎないように「修正」を図るものです。買い取り終了後もバランスシートの規模を一定期間維持する方針が示されており、バランスシートそのものの縮小やFF金利の引き上げにはなお時間を要する見込みです。

図表2．調整が一巡した家計部門の債務



(出所) F R B 及び米商務省経済分析局 ( B E A )

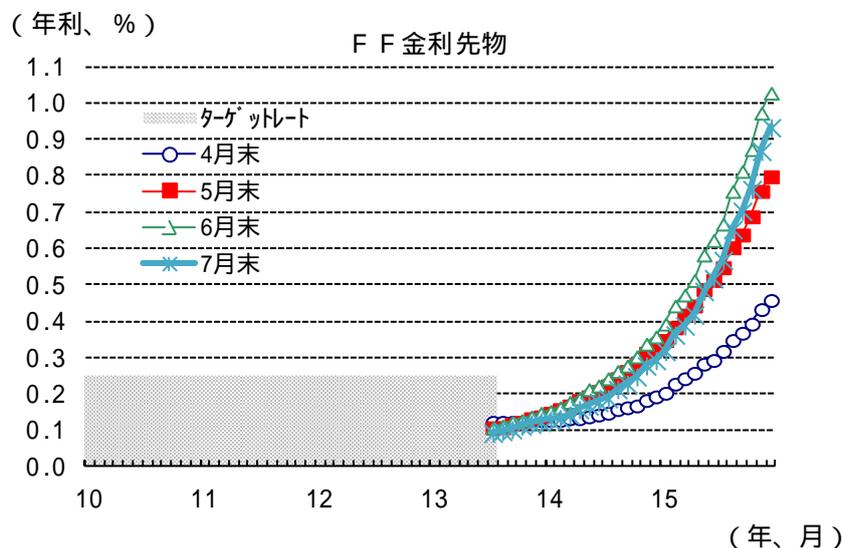
## Q2．QE3縮小はどのようなペースで進められるでしょうか？

- ・ 先に述べたように、バーナンキ議長は6月のFOMC後の記者会見で、早ければ2013年後半から資産買い入れの減額に着手し、14年半ばまでに購入自体を取り止める方針を示しています。7月のFOMCでは踏み込んだ言及がなかったことから、9月ないしは12月のFOMCで、資産買い取り額の減額の条件やスケジュールといったより具体的な内

容が示されるとともに、F R B が買い取りの減額に着手するとの観測が高まっています。

- ・ そうした観測が高まっている背景の 1 つに、バーナンキ議長が 2014 年 1 月の任期満了に伴って退任する公算が大きいことがあります。リーマン・ショック後の米国の大規模な金融緩和策は、経済学者でもあるバーナンキ議長が自らの学説に基づき主導してきたという側面を有しています。議長がその退任までに、自らが導いてきた大規模緩和策の「出口戦略」に対する布石を打ちたいとする意志を有しているとみられます。
- ・ もっとも、後に述べるように、F R B の政策の行方は世界中の金融マーケットの動向を左右します。今後具体的に実施される Q E 3 の縮小を投資家が嫌気すれば、世界的な株安・債券安を誘発しかねません。そうなれば、緩慢なペースにとどまる世界経済の成長を一段と下押ししてしまう危険があります。こうした可能性に配慮し、F R B は、一時的な増額などの可能性も含みつつ、極めて緩慢なペースで資産買い取りの減額を進めていくとみられます。
- ・ F F 金利についても、先物市場では早ければ 2015 年前半にも引き上げられるというシナリオが織り込まれています(図表 3)。ただ F F 金利の引き上げは、あくまで資産買入れ停止後に実施されると考えられるため、そのスケジュールが後ずれする可能性は十分にあります。

図表 3 . 先物市場は 2015 年前半の利上げをほぼ織り込む



(出所) Bloomberg

### Q 3 . 米国の金融マーケットにどのような影響を及ぼすでしょうか？

- ・ 資産買い取りの減額が進めば、市場に追加的に供給される資金の量が減るため、長期金利の水準が徐々に切り上がると予想されます。既に金融市場では、バーナンキ議長が金

融緩和の修正方針を示して以降、そういった動きを先取りするかたちで10年債流通利回りは上昇基調を強めています(図表4)。実際にQE3の縮小が始まれば金利に対する上昇圧力が一段と強まり、公社債などの債券価格は下落することになります。

- ・ 次に、ドル高が進むことになるでしょう。リーマン・ショック後、それまで積極的に買われていたドルは大きな売り圧力にさらされましたが、景気の回復や金利の上昇を反映して、2012年半ば以降、買い戻しの動きが続いています。QE3の縮小により米国の金利が上昇すると見込まれる半面で、日本やドイツなど主要国の金利は今後も低水準で推移するとみられます。そのために米国と主要国間で金利差が拡大し、投資家は米ドルを積極的に購入するものと考えられます。新興国通貨や資源国通貨といった高金利通貨に対しても、金利差が縮小するため、米ドルは強含みで推移する見込みです。
- ・ さらに、株価の上昇ペースが弱まる可能性があります。代表的な株価指標であるダウ工業平均株価は2013年春先にかけて続伸しましたが、バーナンキ議長が金融緩和の修正方針を示して以降、上昇ピッチを大きく鈍化させています。これまでの株価の上昇は、いわゆる「流動性相場(大量の資金供給に支えられた相場)」のなかで実現したものであるため、緩和の修正により追加的な資金流入が先細ることで、株価の上昇テンポは鈍化すると予想されます。もっとも、米景気の力強さが市場で認められれば、いわゆる「業績相場」に移行し、株価は底堅く上昇し続けることができるでしょう。

図表4 . 3%台が視野に入ってきた米国の長期金利



(出所) Bloomberg

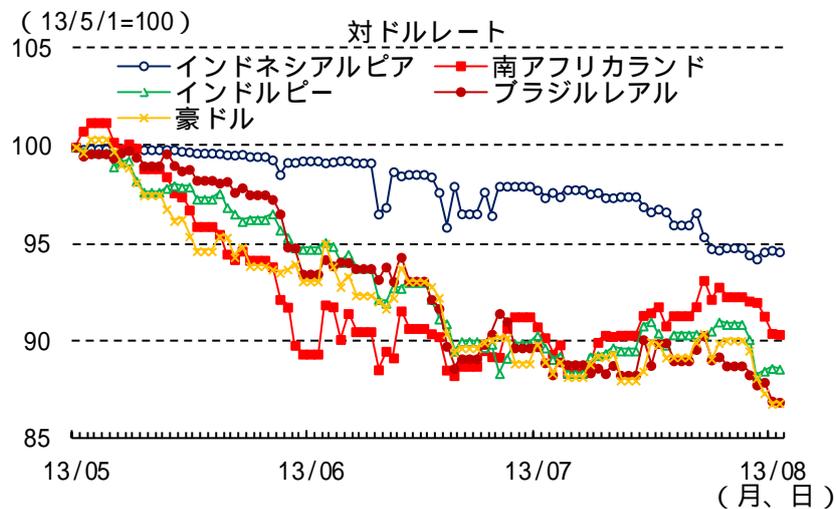
#### Q4 . 世界の金融マーケットにどのようなリスクがありますか？

- ・ 最大のリスクは、FRBによるQE3縮小が投資家の信認を得ることができずに、世界

的な金融不安を呼び起こしてしまう危険性を有していることです。先に述べたように、F R Bは米国の中央銀行である一方で、その政策スタンスの変化は世界中の投資家の行動を左右します。投資家がF R Bの示した緩和縮小の実施に際して、例えばタイミングが早過ぎたり、減額規模が大きかったりすることに対して懸念を強めれば、投資家は米国のみならず、世界中の市場で株式などのリスク資産の売却を進めることになるでしょう。そうなれば、米国の景気回復を反映した金融緩和修正の流れが、世界景気回復を大きく抑制するという皮肉な結果に陥ってしまうと考えられます。

- ・ とりわけ強い影響を受けると考えられるのが、F R Bによる金融緩和によって生まれた資金が活発に流入し、これまで資産価格を押し上げてきたとみられる新興国や資源国です。新興国や資源国の通貨や株式は既に弱含んでいます。それは足元にかけての経済成長のスローダウンに加えて、F R BのQ E 3縮小の動きを先取りした動きと考えられます(図表5)。仮に、F R BによるQ E 3の縮小が市場の想定を上回るテンポで行われれば、投資家による新興国や資源国からの資金の引き揚げが一段と進むことになるでしょう。そうなれば、通貨が一段と下落して金融の不安定性が高まり、新興国や資源国の景気が腰折れしかねません。

図表5 . 弱含みで推移する新興国・資源国通貨



(出所) Bloomberg

- ・ こうした流れは商品(コモディティ)市場にも影響を及ぼすとみられます。F R BのQ E 3修正が投資家に嫌気されれば、リスクマネーが縮小し、代表的な市況品である原油をはじめ、金属や穀物など様々な商品の価格に下落圧力がかかるでしょう。
- ・ 以上で述べたリスクシナリオが顕在化しないためにも、Q E 3縮小を進める方針を示し

ているFRBのバーナンキ議長には、市場との間で非常にデリケートな対話が求められるといえるでしょう。

お問合せ先 調査部 土田 陽介  
E-mail : [chosa-report@murc.jp](mailto:chosa-report@murc.jp)

- ご利用に際して -

- l 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- l また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- l 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- l 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- l 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。