

FRB の QE3 と Tapering, 及び日銀の QQE

小林 正 宏

2008年9月のリーマン・ブラザーズ破綻後、FRBは果敢な金融緩和により米国経済がデフレに陥るのを回避する一方、日本では、1990年代のバブル崩壊と金融危機を経て、金融システムが強化され、今回の世界金融危機においても直接的な影響は軽微と見る向きもあった。しかし、日米の金融緩和の差は外国為替市場における急激な円高・ドル安の進行という別のルートで日本経済に波及することとなった。2012年9月にはFRBは量的緩和第3弾(QE3)を導入したが、2013年4月、日銀も「量的・質的緩和(QQE)」と呼ばれる「異次元金融緩和」を導入した。そうした中、アメリカではQE3の減速、所謂テーパリング(Tapering)の議論が沸き上がり、日米の金融緩和の姿勢が逆転し始めた。本稿においては、そのような日米の金融緩和のダイナミズムが市場にどう影響し、今後どう展開していくのか、その際に留意すべき点について考察する。

1. はじめに

2008年9月15日に当時の資産規模で全米第4位の投資銀行、リーマン・ブラザーズが連邦破産法第11条、いわゆるチャプター・イレブンを申請して実質的に破綻したことを契機に、世界経済は「100年に一度の津波」(Greenspan [2008])に見舞われた。リーマン・ブラザーズ破綻の遠因となったのはサブプライムローンを担保として組成された証券化商品の市場流動性の蒸発であり、そのような流動性の低い証券を多く保有していた同社が資金繰りに行き詰まったことが破綻の引き金となった。同年3月には、同全米第5位のベアー・スターンズが同様の状況にあったが、ニューヨーク連邦準備銀行の仲介により、JPモルガン・チェース銀行に吸収合併され、無秩序な破綻は回避された(倉橋・小林 [2008])。その救済劇は、「大き過ぎて潰せない(Too Big To Fail)」という金融秩序維持の黄金律が再確認されたと見る市場関係者も多く、同様の措置がリーマン・ブラザーズにも適用されると期待する向きは多かった。しかし、そのような安易な救済期待はモラルハザードを惹起することに加え、ベアー・スターンズと比較し、リーマン・ブラザーズの保有していた資産内容は遙かに悪く、同じ対応は困難と当局は判断し(Paulson [2010])、市場関係者にとっては想定外の「ブラック・スワン」が舞い降りることとなった。

サブプライム証券化商品は住宅価格が上昇を続けていれば、あるいは損失の実現が先延ばしされたかもしれない。しかし、いかに人口が増加を続けているアメリカと云えど、住宅価格が未来永劫上昇を続けるということはありえず、バブル崩壊によりサブプライムローンのデフォルトが急増し、住宅価格下落により差押物件からの回収率も低下し、原債権の焦げ付きが急増した（小林 [2012a]）。もとより、バブルに対する中央銀行の対処方針には、バブルを未然に防ぐべきという BIS（国際決済銀行）ビューと、崩壊後に金融緩和で対応すればよいという FED（Federal Reserve）ビューが対立していたが、今回の危機の震源地がアメリカの住宅市場であったということもあり、FRB は住宅価格が既に下落に転じ、サブプライム問題が顕在化し始めた2007年に入っても比較的状況を楽観視していた（小林・大類 [2008]）。

この危機の局面における当時の FRB の議長はベン・バーナンキ氏であり、氏は大恐慌の研究家として高名であるばかりでなく、日本のバブル崩壊後の対応についてもプリンストン大学教授の時代から厳しい批判を行っており、自らの母国であるアメリカで住宅バブルが崩壊した後の政策対応について、強烈的な金融緩和を実施すれば対応可能という持論を実践することとなった（小林・中林 [2010]）。

一方、日本では、1990年代のバブル崩壊と金融危機を経て、金融システムが強化され、今回の世界金融危機においても直接的な影響は軽微と見る向きもあった。しかし、リーマン・ブラザーズ破綻後に、金融システム安定化のために巨額の流動性供給を実施したアメリカと比較し、金融システムが相対的に安定していた日本では同様の措置が採られる必然性はなかったとはいえ、金融緩和のスタンスの差は外国為替市場における急激な円高・ドル安の進行という別のルートで日本経済に波及することとなった。既に長年のデフレにより疲弊していた経済体質に円高圧力が加わり、更に2011年3月11日には東日本大震災に見舞われたが、震災直後には復興資金需要のために本邦機関投資家が保有する外貨建て資産を売却するのではという思惑から、円高が進行した。これには、各国の協調介入が実施されたが、その後も円高のトレンドが続いた。

購買力平価の考えでは、日本経済がデフレ体質にあり、アメリカが2%程度の物価上昇を続けていれば、基本的に円高基調は維持されることになる。円高により国際競争力が低下し、これを是正しようと雇用調整や賃金カットで対応すると国内での購買力低下により内需が低迷し、需給ギャップ拡大により一層物価に低下圧力がかかり、デフレの進行により円高が続く悪循環から抜け出せない。そうした中、日銀に対し、デフレ脱却に向けて一層の金融緩和を実施するよう求める声が強まった（小林 [2012b]）。

日銀に対しては、インフレ・ターゲットの導入、量的緩和の拡大、日銀券ルールの撤廃、保有国債の満期延長等を要請する声が高まったが、当時の白川総裁は、デフレ脱却に全力を

尽くすものの、金融政策のみではデフレからの脱却は困難で、成長戦略の実施が根本的な解決策だというスタンスを堅持した。2013年3月、任期を1ヶ月残して、副総裁の任期満了に合わせて退任したが、その後任には元財務官でアジア開発銀行（ADB）総裁の黒田氏が就任した。

2013年3月21日に黒田氏が日銀総裁に就任して最初の政策委員会・金融政策決定会合は同年4月3・4日に開催された。就任から日が経っていないことから、他の審議委員との調整等に十分な時間がないと見る市場関係者も多かったが、4日に発表された〈「量的・質的金融緩和」の導入について〉と題する緩和策は、市場関係者の事前の想定を大きく超える内容であった。「戦力の逐次投入はせず、2年間で2%の物価目標水準を達成するために必要な措置は全て講じ」ることで、市場にポジティブ・サプライズを与えた。2年間でマネタリーベースを138兆円から270兆円へ2倍にし、保有する国債の加重平均年限も3年から7年へ2倍に伸ばすという、単純明快な説明に、市場は円安・株高・債券高で反応した。債券市場においては、「異次元金融緩和」の発表直後、10年国債の利回りが一時0.315%と史上最低を更新した後、乱高下したが、2013年後半にかけて安定を取り戻した。

一方、アメリカでは累次の量的緩和によりFRBのバランスシートが大きく膨らみ、いつまで金融緩和を続けるのか、議論が尽きなかった。2013年5月にバーナンキ議長が資産購入のペースの減速、いわゆるテーパリング（Tapering）に言及すると、世界の金融市場は大きく動揺し、日本でも日経平均株価が1,143円急落した。その後、アメリカの実体経済の回復が意識される中で、量的緩和の縮小はそれが不必要いほどに実体経済の腰が強いからだ、という楽観論が広がり、テーパリング実施に対する地ならしが進み、2013年12月のFOMCでついに量的緩和第3弾（QE3）による米国債・Agency MBS¹⁾の購入額を各50億ドル/月減らす声明が出された。そして、翌2014年1月末にバーナンキ氏は退任し、後任のFRB議長にはイエレン副議長が昇格した。FRBの歴史上初めての女性の議長であり、かつ、副議長からの就任である。イエレン氏は当面、バーナンキ氏の路線を踏襲すると見られるが、2014年末から2015年にかけてのどこかの時期で、QE3の幕引きと利上げという出口戦略を実施する重責を担うことになると見られている。

日本では2014年に入り、株式市場、外国為替市場とも若干調整局面に入ったと見られ、円安の効果についても、疑問視する向きも始めている。とはいえ、折からの円安・株高に加え、2020年の東京オリンピック・パラリンピック開催に向け、国民のマインドは大きく改善しており、長年苛まれたデフレからもようやく脱却しつつある。本稿では、金融政策の「レ

1) ファニーメイ、フレディマック、ジニーメイという政府系の住宅金融機関が発行・保証するMBS（Mortgage Backed Securities：住宅ローン担保証券）の総称。

ゲーム・チェンジ」がどのような波及経路を辿りうるのかについて、日米の比較を行いながら考察したい。

2. FRB の金融緩和

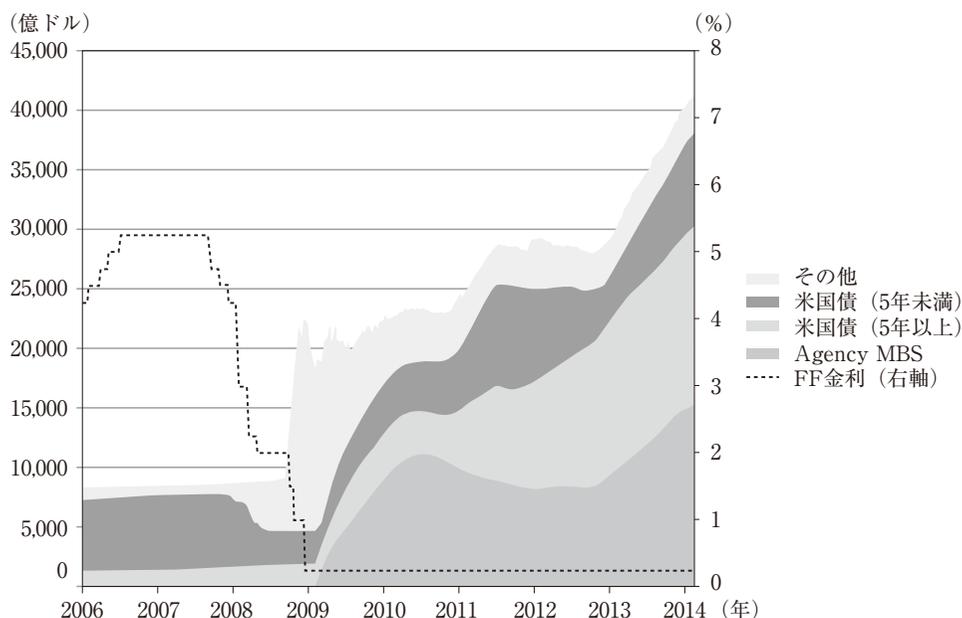
今回の金融危機が本格化したのは2007年8月のパリバ・ショックで、現場のECB（欧州中央銀行）は即座に948億ユーロという当時としては巨額の流動性供給を実施した。FRBは同年8月17日のFOMC（連邦公開市場委員会）において、公定歩合（primary credit rate：厳密には公定歩合という表現は正しくないが、金融機関に対する最後の貸し手〈Lender of Last Resort〉としての機能という意味で同じであり、日本人には分かり易い表現なので、以下公定歩合という表現を続ける）を50bp引き下げたが、政策金利であるFF金利（Federal Fund Rate）の誘導目標水準は変更しなかった。

公定歩合は、インターバンク市場で資金を調達できない金融機関に対し、最後の貸し手として資金を融通するものであるが、安易に公定歩合での借り入れを認めると金融機関のモラルハザードを引き起こす、という観点から、公定歩合の利率はFF金利よりも高めに設定されている。また、公定歩合で借り入れを行うことは、金融機関にとっては市場から資金を調達できなかったという「烙印」を押されるという意味で「Stigma」と呼ばれ、忌避される傾向にあった。

しかし、インターバンク市場が正常に機能している場合はともかく、今回のサブプライム問題における短期金融市場のような流動性逼迫が起こった場合にも利用されないのでは、「伝家の宝刀」が「張子の虎」になってしまう。そのため、公定歩合とFF金利の差を徐々に縮小していった。その後、2007年9月18日にFF金利を5.25%から4.75%へと50bp引き下げ、最終的には2008年12月16日にFF金利の誘導目標水準を0～0.25%のレンジとする実質的な「ゼロ金利政策」に突入した。

こうした中、FRBは利下げに加え、流動性を供与するスキームについても拡充する措置を講じてきた。第1弾が、2007年12月12日に公表された期間物入札方式（Term Auction Facility：TAF）である。TAFの特徴は、入札方式で匿名性を保つことにより、「烙印（Stigma）」の弊害を回避しつつ、やや長めのターム物の資金を供給することにある。その後、Term Securities Lending Facility（TSLF）、Primary Dealer Credit Facility（PDCF）、Commercial Paper Funding Facility（CPFF）、Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility（AMLF）、Money Market Investor Funding Facility（MMIFF）、Term Asset-Backed Securities Loan Facility（TALF）等の多様な流動性供給スキームを導入していった。また、欧州系金融機関がインターバンク市場でのドル資金調達に困難を来し始めたことから、ECBを始めとする各国中央銀行とのドルスワッ

図 2-1 FRB のタイプ別保有資産残高と政策金利 (FF 金利) の推移



(注) 2008年12月16日以降のFF金利は0~0.25%の上限値を表示。

(出所) FRB より。

プ契約 (Bilateral Currency Swap Agreements) も締結した。

これらの対応は、基本的に金融市場の機能低下を補完するもので、リーマン・ショックの前から導入されたものもあるが、リーマン・ブラザーズ破綻を契機に利用が急増した。リーマン・ショック直後からFRBのバランスシートが急拡大したのはこれらの流動性供給措置によるものであり、当時、米国債を大量に購入したわけではない(図2-1)。しかし、これらの措置により潤沢な資金を供給することで、市場のパニックを抑制することに成功した。

FRBは金融危機後、利下げと量的緩和という「質」と「量」の両面で金融緩和を推進してきたが、利下げについては、2008年12月に実質的なゼロ金利政策を導入し、2011年8月にはフォワード・ガイダンス (Forward Guidance) の一類型である「時間軸政策」も導入し、その後もゼロ金利政策が適用される期間を延長する等してきた。更に、2012年12月のFOMCにおいて、ゼロ金利政策の適用される期間を特定の時期とする「時間軸政策」から、「失業率が6.5%以上かつ1~2年先のインフレ率が2.5%以下で長期的なインフレ予想が安定」という数値基準に変更した。雇用の極大化と物価の安定という二重の責務 (Dual Mandate) が設立準拠法である連邦準備法 (Federal Reserve Act²⁾) で規定されている

2) 同法の Section 2A. Monetary Policy Objectives では、“The Board of Governors of the Federal

FRB ならではの数値基準と言える。毎回の FOMC の声明文の発表と併せ、委員による見通しを発表することで、低金利が継続する期間について市場参加者が合理的な期待を形成できるようにすることで、より確実な政策効果を発揮することを意図した政策である。

一方、量的緩和 (Quantitative Easing : QE) については、MBS や米国債を順次購入すると同時に、満期を延長 (Maturity Extension) する方向性も打ち出した。また、フォワード・ガイダンスは金利の引き上げについての見通しであり、量的緩和の解除には適用されないと解されてきた (白井 [2014])。量的緩和が終了して、相当な時間が経過した後に金利を引き上げるという FRB の出口戦略に関し、その「相当な期間」をフォワード・ガイダンスにより市場とコミュニケーションを図るものであり、量的緩和の解除自体は先に終了することが想定されていた。

FRB は2008年11月25日に Agency MBS を5,000億ドル購入すると発表し、翌2009年初から実際の買入を開始した。当初、バーナンキ議長は、これは FRB のバランスシートの左側、すなわち資産サイドを意識して、特定の資産クラスのプレミアムを圧縮する「信用緩和 (Credit Easing)」であり、日銀が2000年代前半に実施した「量的緩和」とは異なると説明してきたが、累次の量的緩和が導入される中で、信用緩和と量的緩和の区別は余り議論されなくなった (表 2-1)。

FRB のバランスシートの規模は2008年前半は9,000億ドル前後で推移していたが、流動性供給や量的緩和により拡大を続け、2008年後半には2兆ドルを突破、更には QE3 で Agency MBS を毎月400億ドル³⁾、長期国債を毎月450億ドル購入することとし、2013年12月には4兆ドルを突破した。2014年6月11日時点で FRB が保有する米国債は2.38兆ドル、Agency MBS の残高は1.64兆ドルを超えている。FRB は保有する有価証券を時価評価しないが、発生する利息収入は毎期の収益として認識され、巨額のポートフォリオから膨大な収益が発生しており、2013年分は796億ドルを国庫納付した (図 2-2)。これは通貨発行権益 (シニョレッジ) の対価として支払われる性質のものであり、FRB は利益のほとんどを国庫納付することから、資本金の他には金利変動等のリスクに対して巨額の準備金を積むことをしていない。4.38兆ドルのバランスシートに対し、自己資本は563.1億ドル (2014年6月11日現在) である。

Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.” とされている (下線は筆者)

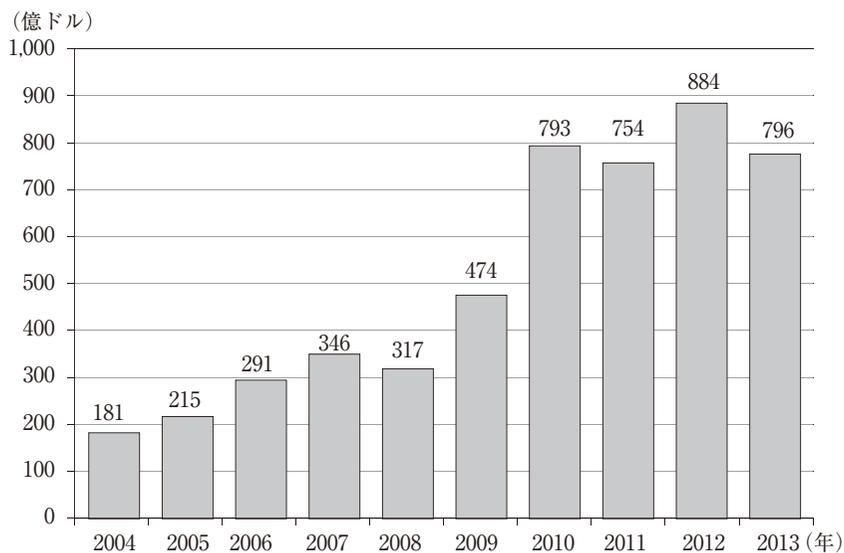
3) 2012年9月は230億ドル。

表 2-1 FRB の量的・質的緩和の変遷

	量 (Large-Scale Asset Purchases : LSAPs)		質
	MBS 購入	国債購入	ゼロ金利政策とその適用期間等
2008年11月25日	5,000億ドル購入と発表 (QE1)		
2008年12月16日			FF 金利の誘導目標水準を0~0.25%に設定 (ゼロ金利政策の導入)
2009年3月18日	購入額を1兆2,500億ドルに拡大	3,000億ドル購入	
2010年11月3日		6,000億ドル購入 (QE2)	
2011年8月9日			時間軸政策の導入 (2013年半ばまで)
2011年9月21日	償還金を MBS に再投資	短期国債の償還金を長期国債に再投資 (オペレーション・ツイスト)	
2012年1月25日			(インフレ目標 2% 導入)
2012年9月13日	400億ドル/月 (QE3)		
2012年12月12日		長期債450億ドル/月 (短期債はロールオーバー再開)	時間軸政策から失業率目標へ ・失業率が6.5%以上かつ ・インフレ率が2.5%以下
2013年12月18日	MBS の購入額を翌月から50億ドル減額 (テーパリングの開始)	米国債の購入額を翌月から50億ドル減額	
2014年3月19日			数値目標の撤廃

(出所) FRB より。

図 2-2 FRB の国庫納付額



(出所) FRB より。

3. 日銀の金融緩和

3-1 白川総裁まで

日本では1999年2月にいわゆるゼロ金利政策が導入され、2000年8月に解除されたが、その後紆余曲折を経て、2008年12月に無担保コール翌日物の誘導目標水準を0.1%として、それ以降、今日に至るまで事実上ゼロ金利政策が実施されている。

一方、量的緩和については、2001年3月に導入⁴⁾し、2004年1月には日本銀行当座預金残高の目標値を、「30～35兆円程度」にまで引き上げた⁵⁾後、2006年3月には金融市場調節の操作目標を日本銀行当座預金残高から無担保コール翌日物に戻した。その後、2010年10月には、「資産買入等の基金（以下、単に「基金」と表記）」を創設し、その規模を順次拡大していった。

日本銀行は2012年1月22日の金融政策決定会合で「物価安定の目標」と「期限を定めない資産買入方式」の導入を決定し、デフレ脱却について政府と共同声明を出した。物価安定の目標については、消費者物価の前年比上昇率で2%とした一方、基金の買入については枠を定めないオープンエンド式に移行するものの、緩和の速度が鈍るとの見方もあった。日本銀行は、「財政ファイナンス」との誤解を避けるため、通常の資金供給（輪番オペ）とは別に「資産等買入基金」を設置し、当該分は「銀行券ルール」の適用除外としつつ、買入れる国債の年限を3年以内に限っていた。

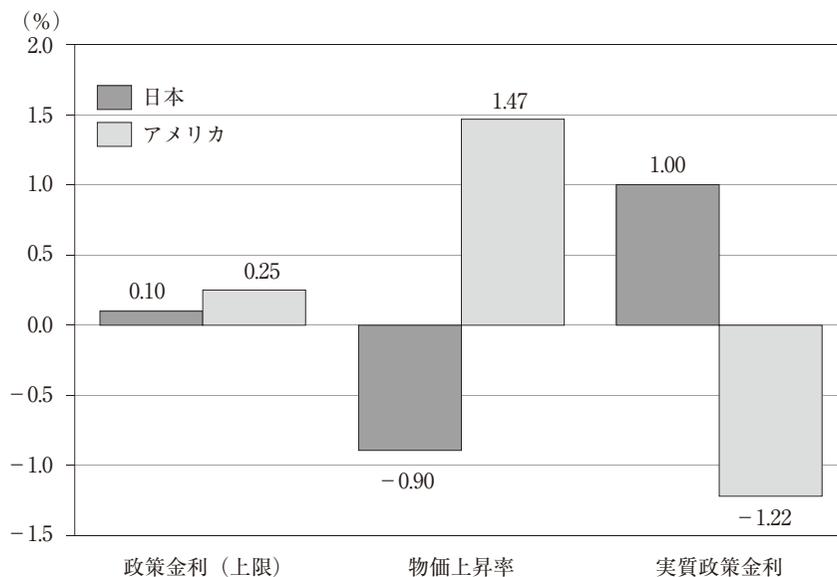
金融政策の基本は質（金利）か量（マネタリーベース）か、という議論は長年の論争的であったが、当時の日銀は金利が基本であるというスタンスであった。金利の中でも、金融政策の基本は短期の市場金利の誘導であり、それを基点として、中央銀行の発するメッセージを市場が読み取り、長期に渡る金利の期間構造が調和的に形成されていくというのが現代の金融政策の哲学とされた（白川 [2008]）。長期金利は市場において価格形成されるもので、中央銀行が直接的にコントロールするものではないと考えられてきた。

しかし、日本経済は長年のデフレに苛まれ、結果として、日米の政策金利について消費者

4) 2001年3月19日に発表された「金融市場調節方式の変更と一段の金融緩和措置について」の3.(1)金融市場調節の操作目標の変更では、「金融市場調節に当たり、主たる操作目標を、これまでの無担保コールレート（オーバーナイト物）から、日本銀行当座預金残高に変更する。この結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）の変動は、日本銀行による潤沢な資金供給と補完貸付制度による金利上限のもとで、市場に委ねられることになる。」とされている。

5) 当時、外国為替市場では日本政府が大量の円売り・ドル買い介入を実施しており、その介入資金を調達するために政府短期証券（為券）を発行していた。通常であれば、そのような介入が金融政策に対して中立となるよう不胎化するオペを実施するが、当時は量的緩和により非不胎化されていた。

図3-1 日米の実質政策金利 (2013年3月)



(出所) FRB, 日本銀行, 米労働省, 総務省統計局「消費者物価指数」より。

物価指数 (CPI: 総合) の対前年比を控除した実質値で見ると、アメリカではCPIがプラスのため、実質政策金利はマイナスとなっているのに対し、日本では実質金利が高かった (図3-1)。

マネタリーベースの供給についても、日銀は対GDP比で見れば日銀はFRBよりも大きいと主張していたが、リーマン破綻後にFRBが急激に膨らませたこととの対比で、日銀の金融緩和はアメリカと比較して「緩和負け」しているという批判は多かった。日銀の金融緩和が不十分であるがために日本経済はデフレから脱却できず、円高に苦しめられているのだという批判が、特にリフレ派の学者を中心に展開された。

また日本銀行は、財務の健全性が通貨の信認の背景にあるとの考えから、保有する長期国債を発行銀行券残高以内とする「日銀券ルール (銀行券ルール)」を適用してきた (「基金分」を除く)。FRBは量的緩和策で大胆に長期国債を購入し、早々に「日銀券ルール (銀行券ルール)」違反の状態となったが、FRBは全く気にせず、デフレ回避のために大胆に行動した。FRBの内規には銀行券ルールに準じるものではなく、各銘柄の発行額に対し、35%までという基準 (現在は71%まで緩和) があるだけで、「日銀券ルール (銀行券ルール)」は日本独自のものとも言われてきた。

更に、日銀のマネタリーベースの対GDP比はFRBに引けを取らないとしても、日銀の保有する国債は年限が短く、長期ゾーンに強力に働きかけているFRBと比較すると「自分

の庭先をきれいにする」傾向が強いとの批判も一部にはあった。

日銀が保有する固定利付き国債（1年未満のものを除く）の加重平均年限は、2012年3月末から2013年3月末にかけて4.22年から3.81年に短期化したのに対し、Maturity Extensionを目指すFRBは7.70年から10.10年へと長期化していた。日銀は基金で買い取る年限を3年以下としていたため、基金の比率が輪番オペに対し高まるにつれ、加重平均した年限が短期化する構図となっていた。

3-2 黒田総裁の「異次元緩和」

日本銀行は4月3・4日、黒田新総裁の下で初の会合となる政策委員会・金融政策決定会合を行い、「量的・質的金融緩和」（Quantitative and Qualitative Easing：QQE）の導入を発表した。CPI前年比上年率2%の「物価安定の目標」を2年程度で達成するため、マネタリーベース等を2年間で約2倍に拡大することを柱とする以下の「量・質ともに次元の違う金融緩和」を行うとしている。

1. マネタリーベース・コントロールの採用

金融政策の目標を金利から量に変更。マネタリーベースを年間60～70兆円程度増やす。→2年間でマネタリーベースを2倍にする。

2. 長期国債買入れの拡大と年限長期化

イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債を年間約50兆円増加させる。

また、40年債も対象とし、買入れの平均残存期間を、現状の3年弱から7年程度に延長する。→長期国債の保有を2倍にし、平均残存期間も2倍にする。

3. ETF、J-REITの買入れの拡大

ETFは年間1兆円、J-REITは年間300億円増加。

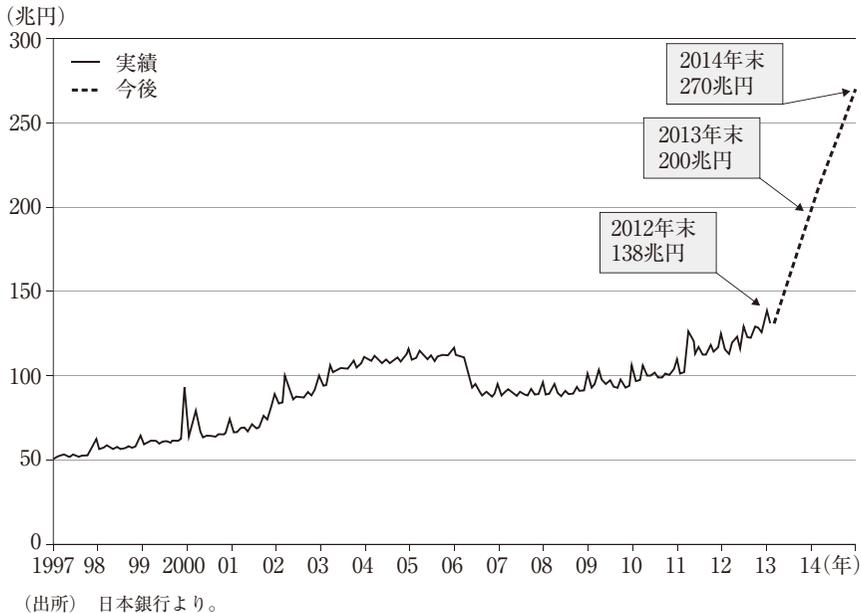
4. 「量的・質的金融緩和」の継続

2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。

※なお、これに伴い、資産買入等の基金を廃止し、「銀行券ルール」の一時適用停止を行う。

マネタリーベースは、2012年末時点で約138兆円の実績となっていたが、これを2013年末に200兆円、2014年末に270兆円へと、2年間でほぼ倍増する予定とされた（図3-2）。なお、バランスシート全体の規模はこれに約20兆円プラスの水準になる。市場予想に対しほぼ「満

図3-2 日銀のマネタリベースの実績と今後の予定 (2013年4月当時)



額回答」となった同日午後1時40分の発表を受け、市場は大きく反応した。日銀の金融政策は欧米の標準に近づいたと評価する声が多くなった。

なお、戦力の逐次投入を行わない、としたことから、2013年中は、その後の金融政策決定会合では追加の緩和策は発表されてこなかった⁶⁾。

4. 金融緩和の効果

4-1 アメリカ

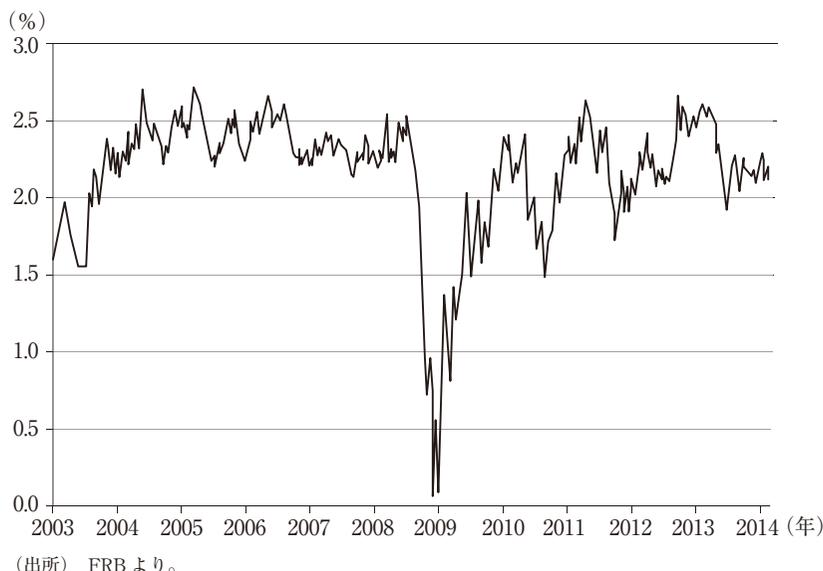
アメリカの物価連動国債から逆算されるブレイクイーブンインフレ率 (BEI) を見ると、リーマン・ショック直後に急降下し、10年物で試算した場合はゼロ近傍の領域にまで低下したが、FRBの大胆な金融緩和によりデフレの「意図せざる均衡⁷⁾ (Unintended Equilibrium)」を回避し、プラス領域を維持し、その後の量的緩和等により、2%前後の水準で推移している (図4-1)。

アメリカは今回の世界金融危機の震源地であったが、FRBの果敢な金融緩和により、先進国の中では最も早く経済が回復した部類に属する。GDPは実質 (2009年価格)、名目とも

6) 2014年2月の追加緩和については第6章で触れる。

7) セントルイス連邦準備銀行のブラード総裁の論文 (Bullard [2010]) が有名。

図 4-1 10年国債から推計されるブレイクイーブンインフレ率



にリーマン・ショック前の水準を回復し（図4-2）、鉱工業生産指数も日本やドイツを遙かに上回る高い水準にまで回復しており、ニューヨークダウは史上最高値を更新した。

好調なアメリカ経済にあって回復が遅れているのが雇用情勢と住宅市場だが、失業率はピーク時には10%を超えていたのが2014年5月には6.3%にまで低下してきている。労働参加率の低下や長期失業を問題視する向きもあるが、2008年1月から2010年2月にかけて871万人減少した非農業部門の雇用者数は、2014年5月にかけてその全てを取り戻し、過去最高を更新した（図4-3）。

住宅市場については、2013年（暦年）の新築住宅着工戸数が92.49万戸と6年ぶりの水準にまで回復している。2014年初は寒波の影響で低迷したが、足下では季節調整済み年率換算値で100万戸を超える水準で推移している（図4-4）。

ただし、人口が年間250～300万人増えているアメリカでは、住宅着工は年間150万戸が巡航速度と言われ、その水準にはまだ到達していない。また、着工の回復を牽引しているのは主に賃貸住宅を中心とする共同建てであり、主力の戸建て住宅の着工は、銀行の融資審査が厳しくローンが借りにくい等の理由もあり、まだ本格的回復には程遠い（小林 [2014]）。

それでも住宅市場の回復が経済全体に明るい影響を及ぼしているのは間違いなく、特に住宅価格が回復してきたことは、個人にとって大きな資産であるため資産効果が大きいと同時に、ローン残高よりも住宅の時価評価額が低い（Underwater）ために銀行が借換に応じなかったような債務者が足下の低利の住宅ローンに借換できるようになれば、返済余力が増す

図4-2 アメリカのGDPの推移(季節調整済み年率換算値)

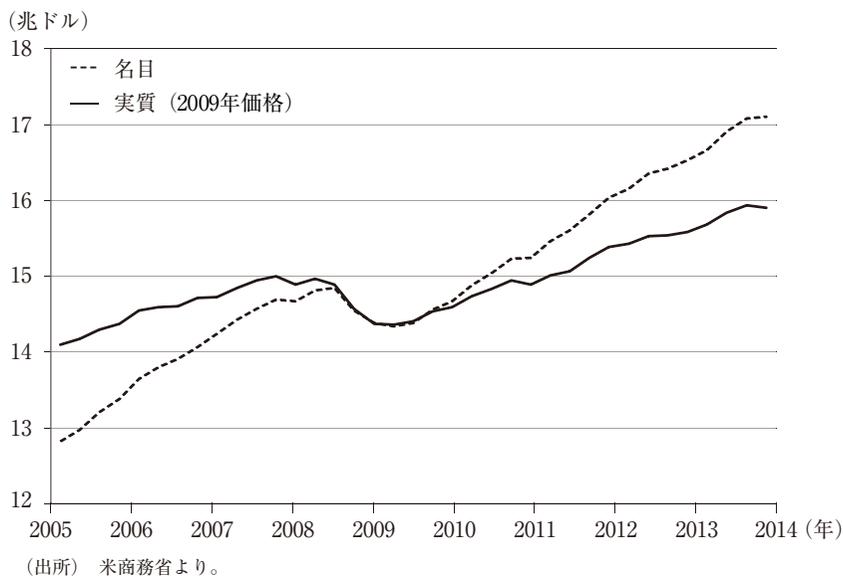


図4-3 アメリカの雇用統計(季節調整値)

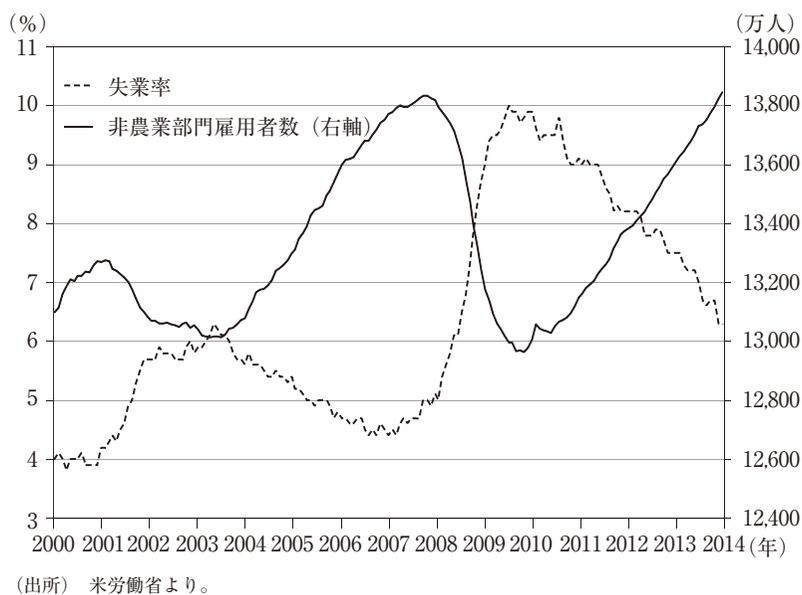
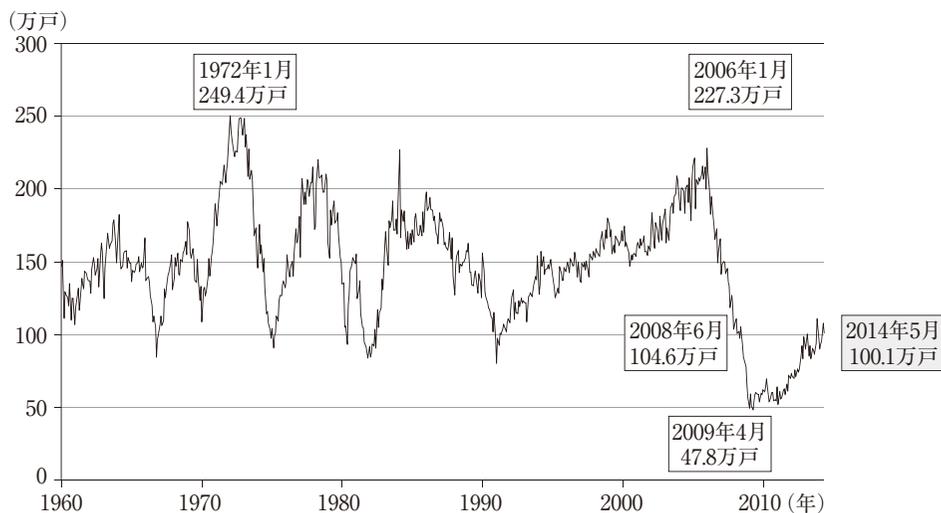


図 4-4 アメリカの住宅着工戸数（季節調整済み年率換算値）



(出所) 米商務省より。

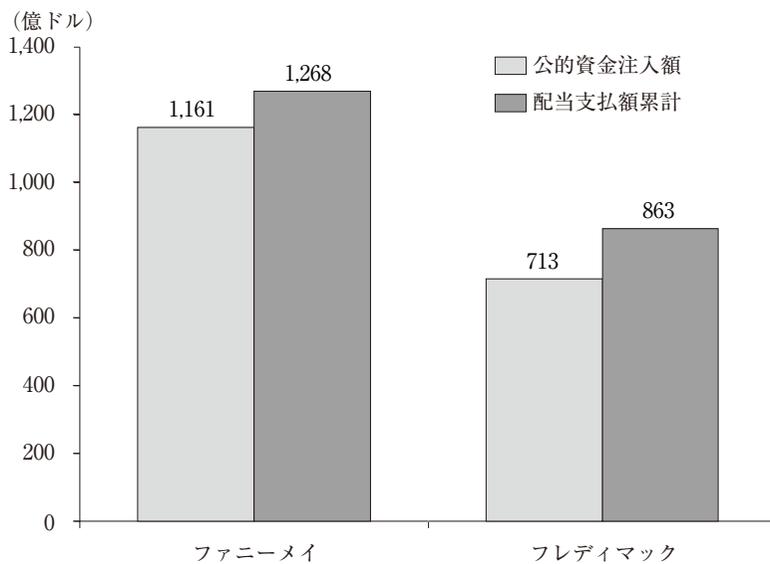
ことからデフォルトが減ることに加え、個人消費に回せるお金も増えることが期待される。

また、住宅市場が回復してきたことにより、2008年に実質的に破綻して公的管理下で巨額の公的資金を投入された政府支援企業（GSE）であるファニーメイとフレディマックの業績も急回復してきている。2012年8月に米財務省とのシニア優先株出資契約を更新し、公的資金注入に対する配当として従来は年率10%を支払う契約だったところ、期末の純資産から一定額（2013年は30億ドル）を控除した金額全額を配当として支払うという内容に変更したところ、2013年には黒字基調が定着したことから繰延税資産の評価性引当金を取り崩し、巨額の利益が米財務省に配当として支払われることとなった⁸⁾。この結果、ファニーメイ、フレディマックとも注入された公的資金を上回る金額を米財務省に配当として支払うこととなった（図4-5）が、この配当支払いにより、債務上限問題に苦しんでいた連邦政府の財政収支も一時的に改善し、米国債のデフォルトの危機を回避できたという副次的効果も生じた。

更に、FRBの統計（Financial Accounts of the United States）によれば、2014年3月末時点のアメリカの住宅資産総額は20.17兆ドルで、これから住宅ローン残高9.35兆ドルを控除した実質持分（Home Equity）は10.82兆ドルとなっており、Home Equityは2009Q1の6.10兆ドルから約4.72兆ドル回復している（図4-6）。一般的に、アメリカの中低所得者層にとって住宅は最大の資産であることが多く、Home Equityの増減は個人消費にも影響を及ぼ

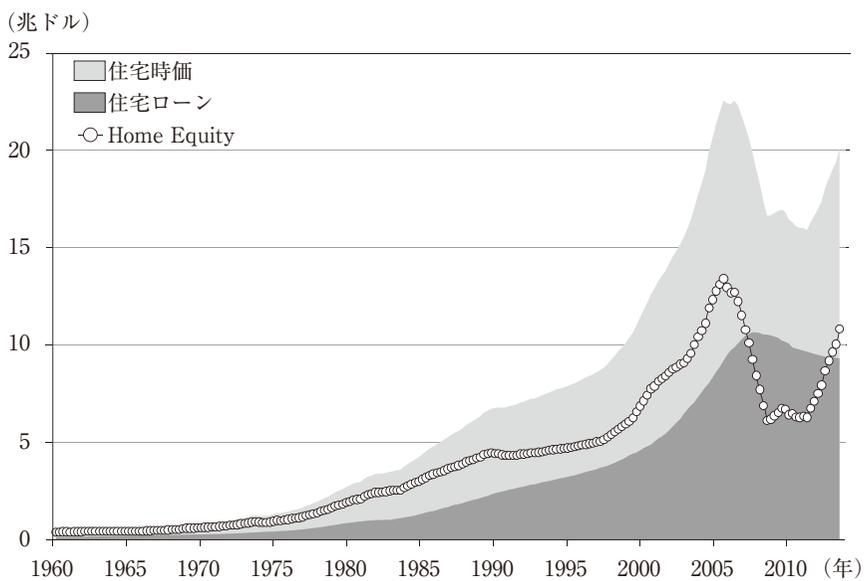
8) ファニーメイは2013年第1四半期に506億ドル、フレディマックは同第3四半期に239億ドルの評価性引当金を取り崩した。

図 4-5 GSEの公的資金注入額と配当支払額の累計(2014年Q1分まで)



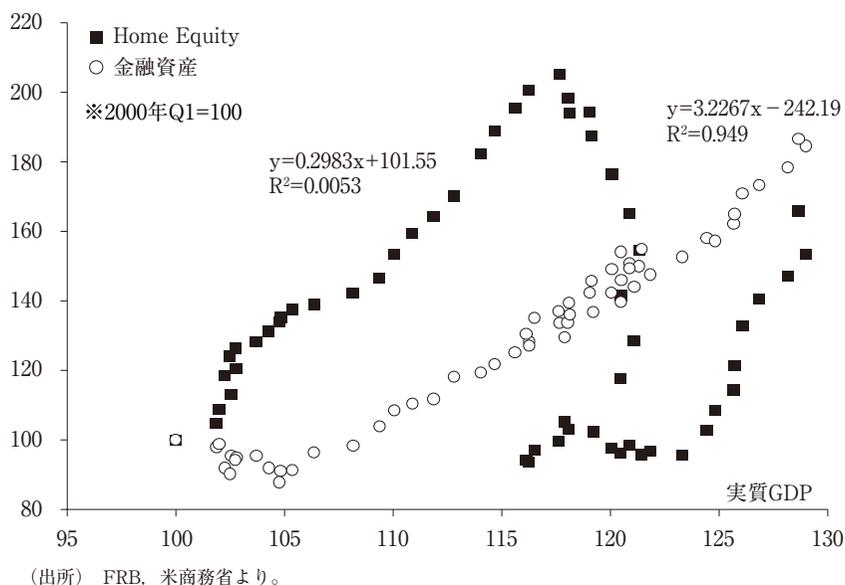
(出所) ファニーメイ, フレディマック決算公表資料より。

図 4-6 アメリカの住宅資産総額とローン残高と Home Equity



(出所) FRBより。

図 4-7 アメリカの実質 GDP と Home Equity 並びに金融資産 (2000年～2014年 Q1)



すとされる。議会予算局 (CBO) の試算では、個人消費支出の弾性値は最大 7% 程度あるとされ、4.72兆ドルの Home Equity 回復は個人消費支出を 3,300 億ドル、GDP を約 1.9% 押し上げる効果がある。

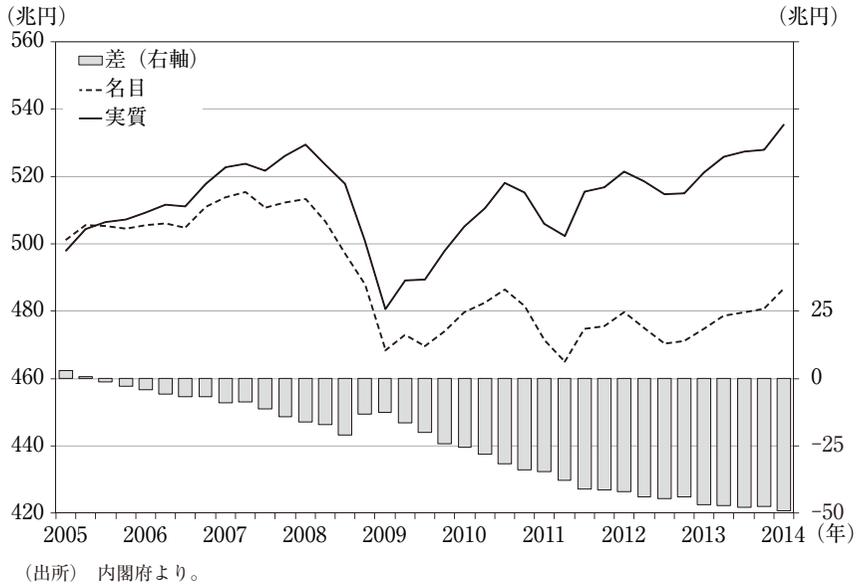
ただし、多くの先行研究が示すように、資産効果は住宅よりも株価の方が大きい。中低所得者にとっては住宅が最大の資産であることが多いにしても、家計部門全体で見れば、金融資産の方が遙かに大きい。2014年 3 月末時点で、家計部門の保有する総資産 95.55 兆ドルのうち、住宅は 20.17 兆ドルに対し、金融資産は 67.22 兆ドルある。アメリカの家計部門の金融資産について、2000 年第 1 四半期からの増分を分解すると、現金・預金と債券が順調に伸びているのに対し、株式等は市況により大きく上下している。また、2000 年代を通じて、住宅価格も金融資産時価も大きく変動したが、これらの指標について実質 GDP との相関を見ると、Home Equity よりも金融資産の方が相関が強い (図 4-7)。

総じて言えば、アメリカの金融緩和は、金融システムの崩壊を抑止し、リーマン・ショックに伴う急激な景況感の悪化に一定のところで歯止めをかけることで、デフレへの転落を防止し、資産価格の回復をテコにして実体経済の回復を図るというアプローチであったと分析されよう。

4-2 日 本

「失われた 20 年」、「15 年のデフレ」に苛まれた日本経済も、2013 年は円安と株高の進行で

図 4-8 日本の GDP (季節調整済み年率換算値)



景況感が改善した。2014年第1四半期には実質 GDP (2005年価格) もリーマン・ショック前の水準を回復した。ただし、アメリカと異なり、GDP は名目ではリーマン・ショック前の水準を回復していない。また、アメリカを含む多くの国と異なり、名目 GDP の水準が実質 GDP の水準を大きく下回っている (図 4-8)。

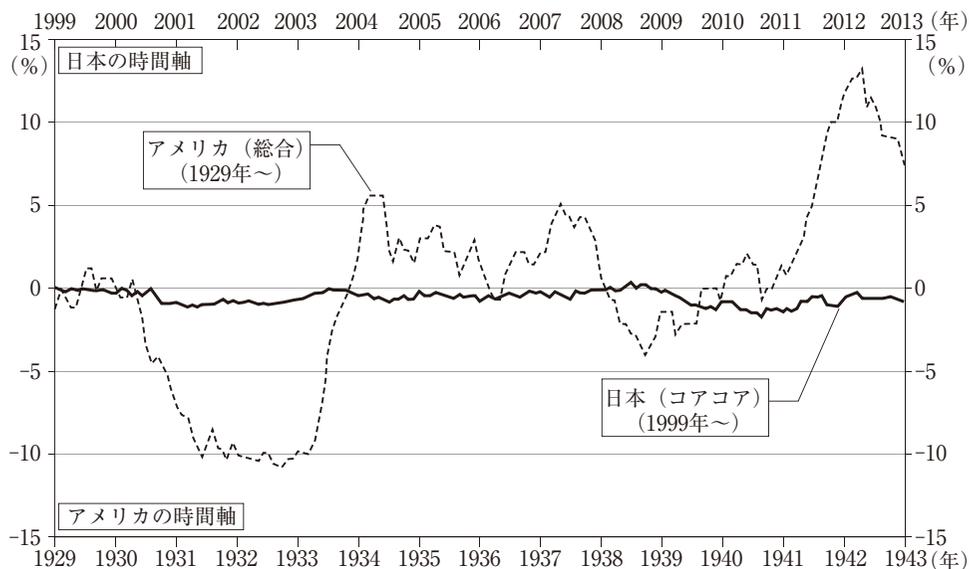
足下では、名目 GDP と実質 GDP の成長率の「名実逆転」は解消しつつあるが、水準としては、名目 GDP は実質 GDP を50兆円近く下回っている。これは、長年にわたりデフレが継続したことに加え、交易条件の悪化もかなり影響している。後者については後述するが、日本のデフレは、マイルドながら長期間にわたって継続した点が、大恐慌時のアメリカと異なる (図 4-9)。

大恐慌時のアメリカでは消費者物価指数の前年比が2桁のマイナスという深刻なデフレに陥ったものの、1933年後半にはプラスに転じているのに対し、日本では1997年の消費税率引き上げに伴うノイズ並びに2008年の資源価格高騰の時期を除き、2012年まで15年にわたりコアの消費者物価指数 (食料 (酒類を除く) 及びエネルギーを除く総合) はほぼ一貫してマイナスの領域に沈んでいた。

2003年から2006年にかけて実施された量的緩和の時期にも、消費者物価上昇率はゼロ近傍で推移しており、この点を踏まえ、量的緩和のみではデフレ脱却は困難という認識が日銀には根強かったとされる。

また、日本経済がデフレ体質から脱却できないことで、購買力平価の観点からも、円が対

図 4-9 大恐慌時のアメリカと1990年代後半からの日本の消費者物価上昇率



(出所) 米労働省、総務省統計局「消費者物価指数」より。

米ドルで上昇を続けることは不可避との見方もあった。そして、円高対策で企業がリストラを推進することで雇用者報酬が減少し、内需が弱くなることで、一層デフレ体質が強まり、円高を加速するという悪循環から如何にして脱却するかを巡り、より大胆な金融緩和を推進すべきという意見と、金融緩和のみでなく、成長戦略が必要だという意見が対立していた(図 4-10)。

内閣府「国民経済計算」に基づく名目 GDP は、その構成要素の多くを占める雇用者所得の増減とほぼ平行に動いている。国税庁「民間給与実態統計調査」に基づく給与総額について、ピークの1997年を基準として給与総額の減少額を見ると、全体の約1割を占める「1年勤続者のうち資本金10億円以上の企業の男」の給与総額が全体の減少額約26兆円(1997年→2012年)の半分弱を占めている(図 4-11)。

同じ国税庁「民間給与実態統計調査」に基づき、ピークの1997年を基準とした給与総額の減少額の要因分解をすると、「1年勤続者のうち資本金10億円以上の企業の男」はリーマン・ショック直前までは平均給与が維持されていたものの、リーマン・ショックで急激に給与調整された一方で、雇用者数については継続的に削減されてきた。それ以外の階層については、平均給与は継続的に下落する一方、雇用者数は増加している。日本においては、中小企業が雇用調整の受け皿として重要な位置を占めていることを示すと同時に、経済全体への影響という観点からは、輸出企業を中心とした大企業の賃金動向が重要な比重を占めている

図4-10 円高とデフレのスパイラル

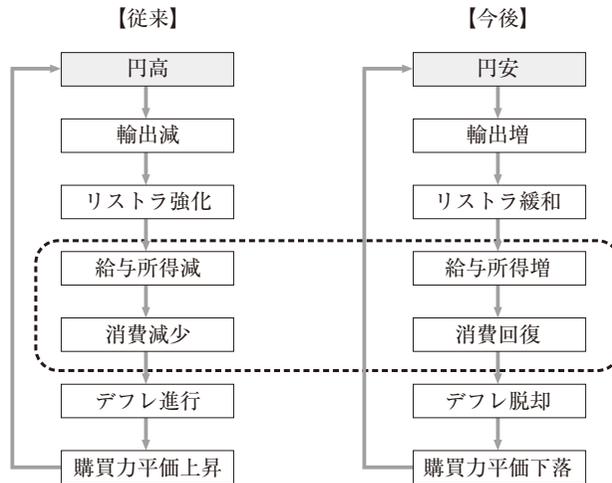
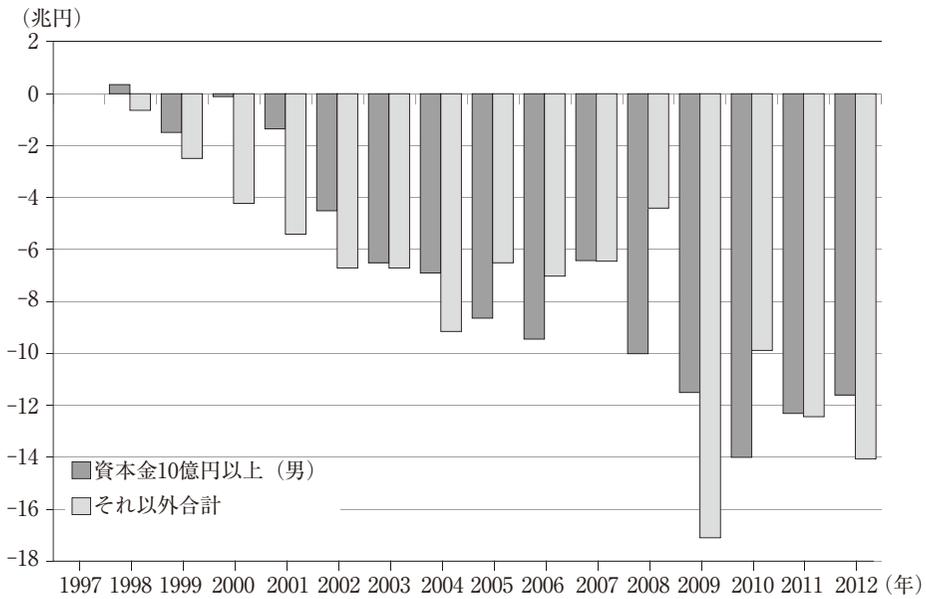


図4-11 日本の給与動向(対1997年比)

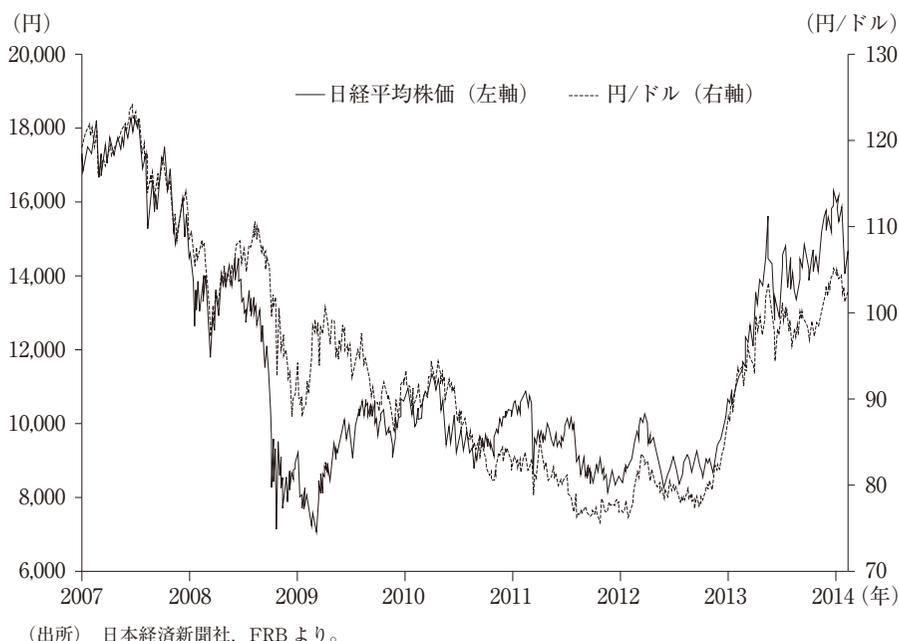


(出所) 国税庁「民間給与実態調査」より。

ことを窺わせる。

大企業や富裕層の所得が増加すればそれが中小企業や中低所得者層にもいずれ波及するという「トリクルダウン効果」について、スティグリッツ (Stiglitz [2012]) は否定しているが、日本の賃金市場やアメリカの資産市場と実体経済の関係を見てくると、ある程度、大企

図 4-12 為替と株価



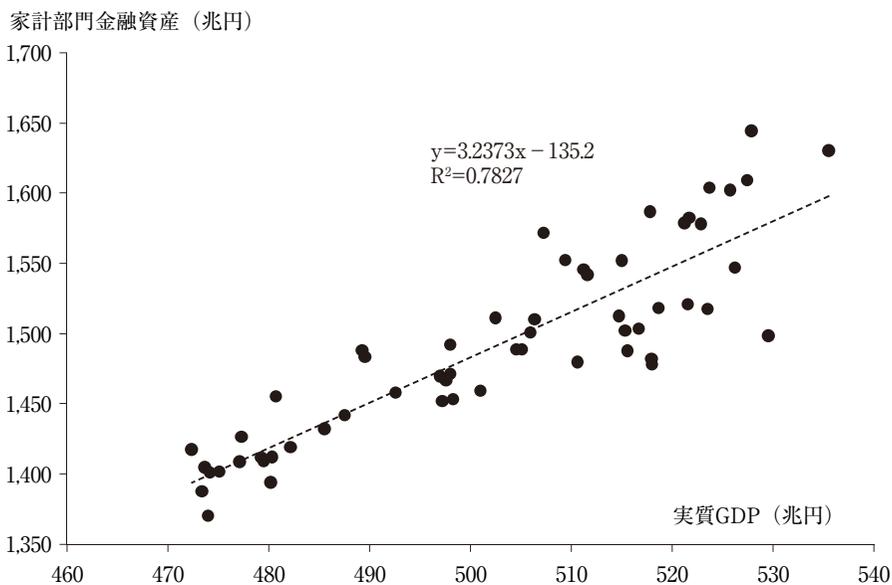
業や富裕層を意識した政策にも効果が観測されるようにも見える。逆に言えば、これまでの日本の内需が芳しくなかったのは、円高により輸出産業を中心とした大企業の雇用者の所得が伸びず、それが中小企業にも波及した結果だとも考えられる。

このように見てくると、デフレからの脱却と行き過ぎた円高の是正は表裏一体の関係にある。今後、従来の円高トレンドが修正された場合、輸出の回復に伴いリストラが緩和され、給与所得が増えて個人消費が回復し、デフレから脱却して（インフレ率の高まりで）購買力平価が下落して円安が続くような循環が形成されるか否かが日本経済回復の鍵となるが、最も重要なのは給与所得と個人消費の回復と見る市場関係者は多い。そして、政府からも経済団体に対し、賃上げについて強い要請が出されている。

2013年を通じて、為替が円安方向に振れることで、株価も回復した（図 4-12）。

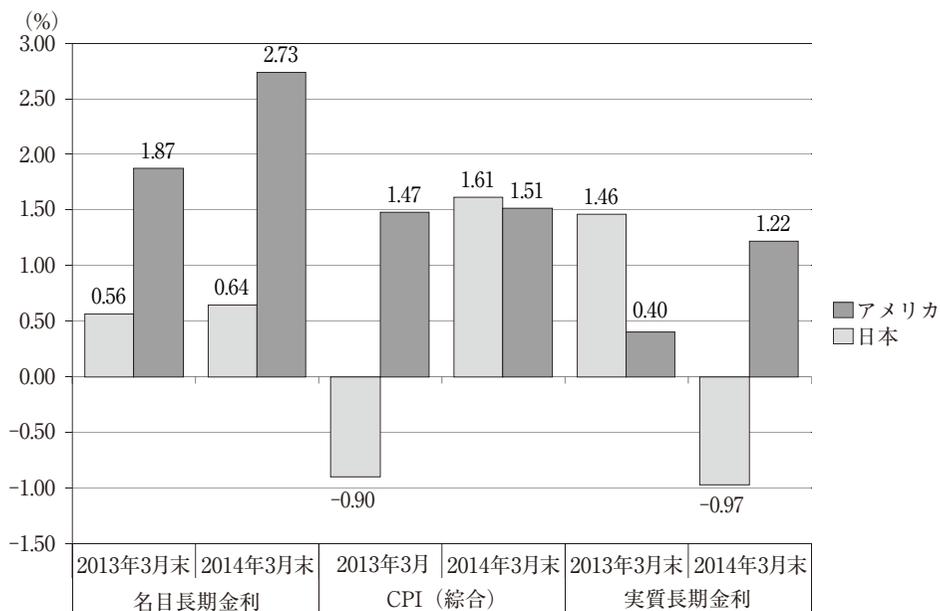
当面、1ドル100円前後の円安水準で推移して株価も堅調に回復を続けられれば、アメリカで見られたような資産効果を通じて個人消費を刺激するチャンネルが作動する可能性も期待できないではない。日米の個人金融資産に占めるリスク性資産の比率には大きな差異があることから、アメリカほど顕著ではないにしても、年金等の運用資産に組み入れられている部分も相当あり、その収支改善により社会保障制度の持続可能性にも改善が期待されれば、それも個人のマインドにプラスに作用することが期待される（図 4-13）。

図 4-13 日本の家計部門金融資産と実質 GDP の相関 (2000年～2014年 Q1)



(出所) 米商務省, FRB, 内閣府, 日本銀行より。

図 4-14 日米の実質長期金利



(出所) 米労働省, FRB, 財務省, 総務省統計局「消費者物価指数」より。