

ただし、金融政策はあくまで国内の景気対策として活用されるものであり、為替切り下げにより輸出を促進する近隣窮乏化政策であってはならない、というのは国際的にもコンセンサスとなっている。円安の効果が波及して外需のみならず内需も刺激するような伝達経路が実現することが持続可能な成長の鍵となる。日銀が意図したとおり、実質金利は大きく低下しており、日米で逆転している（図4-14）。

## 5. 潜在的なリスク

### 5-1 アメリカ

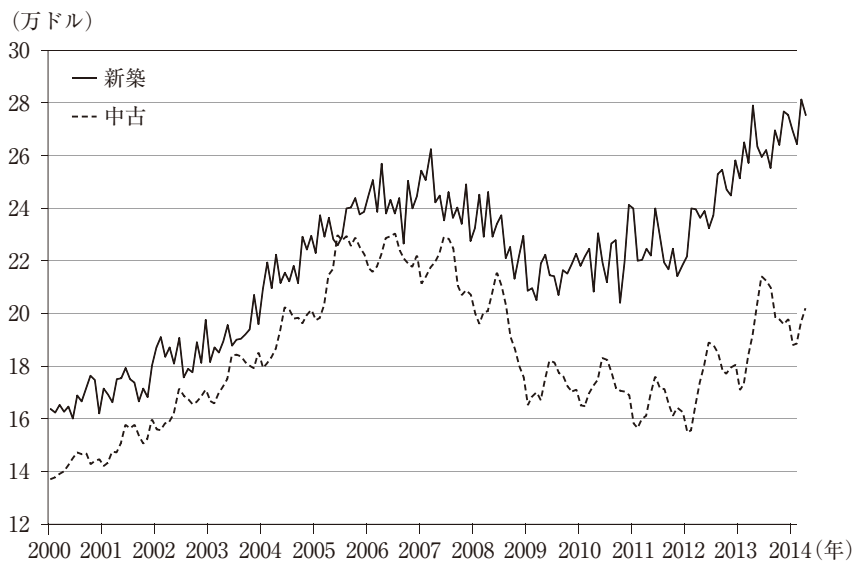
#### (1) 国内のインフレとバブル再燃の懸念

ヨーロッパではドイツが反インフレで有名だが、アメリカでは共和党がインフレに対するアレルギーが強いと言われる。アメリカでは実際、1980年代前半に貿易赤字と財政赤字の「双子の赤字」の時期に2桁のインフレ（Double Digit Inflation）を経験しており、その記憶はなおも生々しいと言われる。

アメリカの消費者物価動向はなお年2%前後の上昇率で安定しており、量的緩和により顕著に上昇していない。一方、住宅価格については、家計部門の資産効果という形でプラスの影響が期待される傍ら、一部地域では急騰しており、バブルの懸念も強まっている。

実際、新築住宅の販売価格は既にバブル崩壊前の高値を抜いており（図5-1）、一部地域では売り惜しみにより供給が抑制されているとまで言われる。ただし、2014年に入り金利上

図5-1 住宅価格の推移（中央値）



（出所）米商務省、NARより。

昇の影響もあり、住宅価格の伸びは鈍化しており、現時点でバブルの再燃を警戒するのは時期尚早という声も多い。

サブプライム問題で世界金融危機を引き起こしたアメリカの金融市場を監督する立場にあるFRBにはマクロプルーデンス上の要請は高いだろう。しかし、インフレ率が2%という長期目標を下回っている現状では、まだデフレに転落するリスクの方が大きいと判断していると見られる(Yellen [2014])。

## (2) FRBの財務への影響

FRB内部でも量的緩和の効率性やコスト、リスクを警戒する意見は根強いが、FRBの財務への影響については、FRBスタッフのワーキングペーパー(Carpenter [2013])において、一定の前提の下での推計が公表されている。

FRBは日銀同様、一般会計原則(GAAP)は適用されず、保有する有価証券の時価が下落しても、評価損を損益計算書に反映する必要はない。理論的には、銀行券をほぼ0のコストで発行できる(シニョレッジ)ので、市場金利高騰で低クーポンの国債の時価が暴落しても、保有し続けている限りは、損益計算上は利息収入が入る分だけプラスに作用する。勿論、ギリシャのようにヘアカットが適用されるような形で元本が毀損すれば実現損が発生するが、価格変動リスクからは原則的に遮断されている。

しかし、量的緩和を解除する際に、保有する有価証券の時価で売却するような場合は別である。FRBは、2013年に796億ドルを国庫納付したが、最悪の場合、数年間国庫納付がゼロになる可能性を同ペーパーは指摘している。更に、未実現の損失(Unrealized Losses)として、数値は明記されていないものの、図表からは最大3,500億ドル程度の評価損が発生しうることも分析されている。2014年4月にニューヨーク連邦準備銀行が公表した資料では、2012年末には保有する有価証券の未実現益が2,150億ドルあったものの、2013年末には金利上昇により530億ドルの未実現損に転落したことも明らかにされている。

ただし、FRBの幹部は量的緩和そのものについて必ずしも否定的ではない。例えばイエレン副議長(当時)は実体経済への影響も鑑みれば、緩和を推進しない方がコストが大きいと反論している(Yellen [2013])。

2014年3月末時点における日銀とFRBの保有する満期1年以上の固定利付国債の残高はそれぞれ約146.4兆円、2兆2,031億ドルとなっている。満期までの残存年数を加重平均すると、日銀は5.68年、FRBは9.83年とFRBの方が依然長い。加重平均年限(WAL)から金利が平行に1%上昇した場合の損失額を計算すると、日銀は約8.3兆円、FRBは2,165億ドルとなる。自己資本比では、引当金を積んでいる日銀の方が金利耐性が高い一方、保有する国債から発生する金利収入は満期まで保有した場合、日銀は11.1兆円、FRBは8,026億ドルとなり、これを加算するとFRBの方が金利耐性は高いという結果となる(表5-1)。

表 5-1 日銀とFRBの固定利付国債（満期1年以上）の保有状況（2014年3月末）

	日銀（億円）	FRB（億ドル）
固定利付国債保有残高	1,463,994	22,031
同加重平均残存年限	5.68	9.83
金利1%上昇による損失	83,138	2,165
自己資本等	65,357	561
金利耐性①	0.79%	0.26%
保有国債からの金利収入	111,013	8,026
保有国債からの金利収入+自己資本等	176,370	8,587
金利耐性②	2.12%	3.97%

（出所） ニューヨーク連邦準備銀行、日本銀行、日本証券業協会より。

ただし、ここでは国庫納付は考慮しておらず、実際には期中に発生する金利収入から利益が生じればその大半を国庫納付することから、金利変動が生じるタイミングによっては、引当を積むこともできず、金利耐性の計算に算入するのが適切でないという考えもあろう。また、FRBは米国債に加え、巨額の Agency MBS も保有しているが、ここでは含めていない。MBSのWALは2012年の3.3年から2013年は6.5年に伸びている。

なお、FRBにとって、実際に売却損が発生する局面として想定されるのは、インフレが昂進し、金融を引き締めへ転じなくてはならなかった局面においても、なお巨大なバランスシートを抱え続けている状態である。市場に巨額の流動性が存在する中では、政策金利を有効に引き上げることができず、バランスシート縮小のために保有する証券をアンダーパーでも売却しなければならない事態が発生するか否か、という問題である。

準備金、特に超過準備はFRBの負債の最大項目となっている。バランスシートは左右で一致しなければならない。紙幣に対する需要が急激に変化することは一般的ではないことから、素直に考えれば、超過準備を縮減するには資産サイドの米国債・Agency MBSを売却せざるをえないようにも考えられる。金利が上昇して時価が下落してもFRBがそれらの債券を保有し続ける限りはFRBの財務への影響はないが、実際に市場で売却して実現損が発生すれば、損失を会計上も認識し、国庫納付額にも影響することになる。

FRBにとっては、準備率を引き上げて超過準備を法定準備に振り替えるという方策もあるだろうが、銀行にとっては合理性のない規制強化であり、金融抑制（Financial Repression）と批判する向きもある。そう考えると、資産サイドは圧縮せずに超過準備を吸収する方法としては、別の負債項目に振り替える選択肢が現実的で、FRBが言及しているのは、リバースレポやタム物預金である。それらの手段の有効性については今後、実行しながら検証されていくことになると思われるが、資金を誘導するには一定に魅力的な利回り

を提供する必要がある、FRB の金利支出は増大することになる。超過準備への付利水準引上げも同じ影響が生じる（これには銀行への不当な利益供与だという批判もある）。

FRB は、大規模なバランスシートを抱えたままでも政策金利の高め誘導は可能という判断に傾きつつあるようにも見えるが、最終的には、MBS の償還（繰上償還）速度、米国債・Agency MBS の時価と超過準備吸収の代替負債のコスト等を勘案しつつ、市場環境を睨みながら試行錯誤するのではないかと思われる。

### (3) 途上国や国際商品市場のバブル誘発懸念

途上国では自国の金融システムが未発展で、外資の流入により国内の金融市場が攪乱されることへの懸念は根強い。特に、アジア通貨危機を経験した諸国では、巨額の資金フローの変動を経験し、予防的な外貨準備を積み上げてきたが、それが2000年代前半のアメリカの住宅バブルの遠因となったという見方もある（Bernanke [2010]）。

また、先進国の金融緩和により、原油や金、穀物等の国際商品市場に投機マネーが流入し、資源価格バブルを煽るとの批判もある。穀物価格については、2008年の小麦やトウモロコシ価格の高騰が途上国においては、格差問題と相俟って貧困層の飢餓問題にも発展したこともあり、特に敏感である。

足下においては、それらの価格の顕著な高騰は観測されていない。2008年には原油価格は一時147ドル/バレルまで高騰したが、その後30ドル台にまで急落しており、資源価格バブルは持続可能ではないという判断も政策担当者の間にはあるのかもしれない。実際、FRB のバーナンキ前議長は、資源価格が高騰した2008年にもいずれバブルが崩壊するとの予想の下で、資源価格バブル退治のために金融引き締めは行わなかったと発言している。

むしろ、量的緩和の解除により新興国から資金が流出することで、それらの国のマクロ経済動向が悪化するリスクの方が意識されるようになってきている。

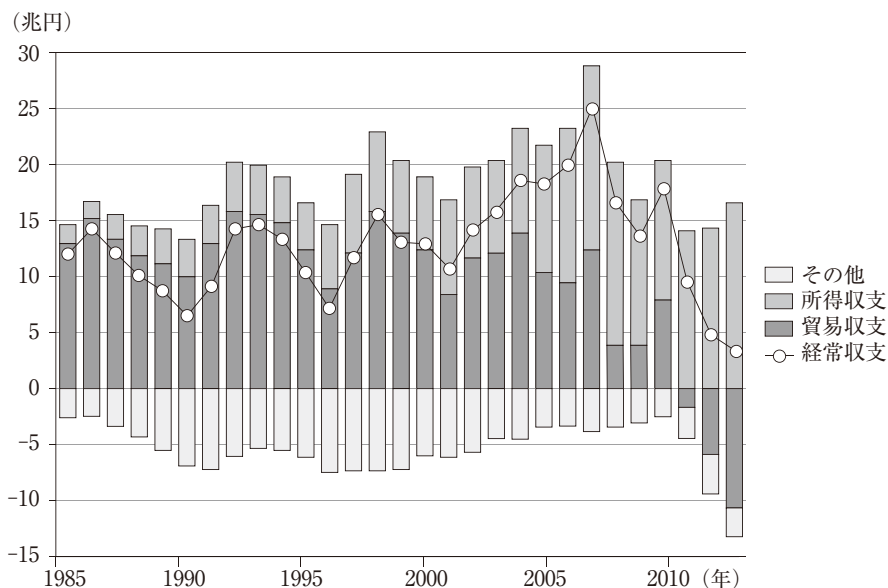
## 5-2 日 本

### (1) 国債市場のボラティリティー

日銀は2013年4月4日の「質的・量的金融緩和」により、長期ゾーンを中心に国債の買入ペースを加速すると発表し、発表の翌日には10年国債利回りは一時0.315%にまで低下したが、その後はテクニカルな要因も加わり、0.6%台に急反騰した。5月に黒田総裁が長期金利はコントロールできない旨の発言をしてから乱高下する局面もあったが、その後は国債の利回りは安定的に推移している。

当面は日銀の金融緩和により低金利が継続すると考えられるものの、2%の物価上昇率目標の達成が視野に入ってくるにつれ、期待インフレ率は高まっていくことになる。国債の利回りは理論上は自然利子率+期待インフレ率+リスクプレミアムで構成されるが、市場実勢

図 5-2 日本の経常収支（暦年）



(出所) 財務省「国際収支総括表」より。

が0.6%前後で推移している現況においては、リスクプレミアムはほとんど意識されていないと考えざるをえない（この点は日銀の「金融システムレポート」（2013年4月）でも同じ見方となっている）。

公的債務の対GDP比が200%超と先進国最悪の状態であるにもかかわらず、名目長期金利が低位で安定している理由として、日本国債の9割以上が国内投資家により保有されており、経常収支も縮小しつつも黒字を維持していることを挙げる向きは多い（図5-2）。

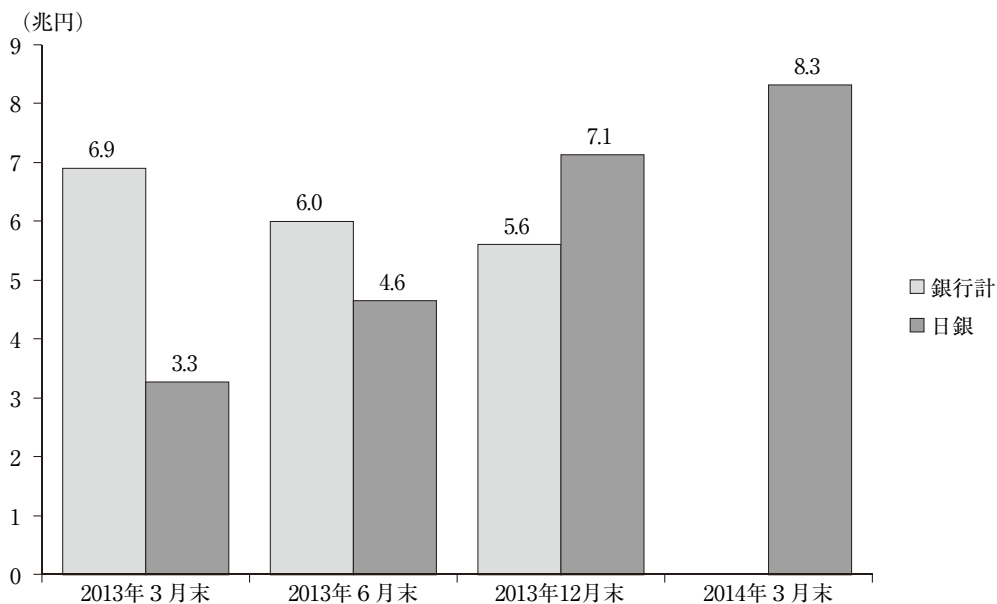
ただし、単月ベースでは2013年10月（原数値の場合：季節調整値では11月）から経常収支も赤字に転落する月が始めており、今後の動向が注視される。

一方で、国内消化比率が高い裏の側面として、銀行システムが国債の価格変動に対し脆弱である点も指摘される。日本銀行は「金融システムレポート」で金利が1%上方にバラレルシフトした場合、銀行部門全体で5.6兆円の評価損が発生しようと試算している（2013年12月時点）。ただし、銀行部門の国債保有は主に大手行が長期のレンジの国債を売却してきたことから金利リスク総量は減少してきている。一方で、日銀自身による国債保有が増え、年限も長期化していることから、国債保有にかかる金利リスクは銀行部門から日銀に移るとも言える（図5-3）。日銀の財務への影響については次節で論じる。

## (2) 日銀の財務への影響と通貨の信認

日銀の保有する満期1年以上の固定利付き国債の残高は2013年3月末から2014年3月末に

図 5-3 金利上昇に伴う債券時価の変動 (理論上の評価損)



(出所) 日本銀行, 日本証券業協会より。

表 5-2 日銀の保有する国債の残高と加重平均年限 (2013年3月末と2014年3月末)

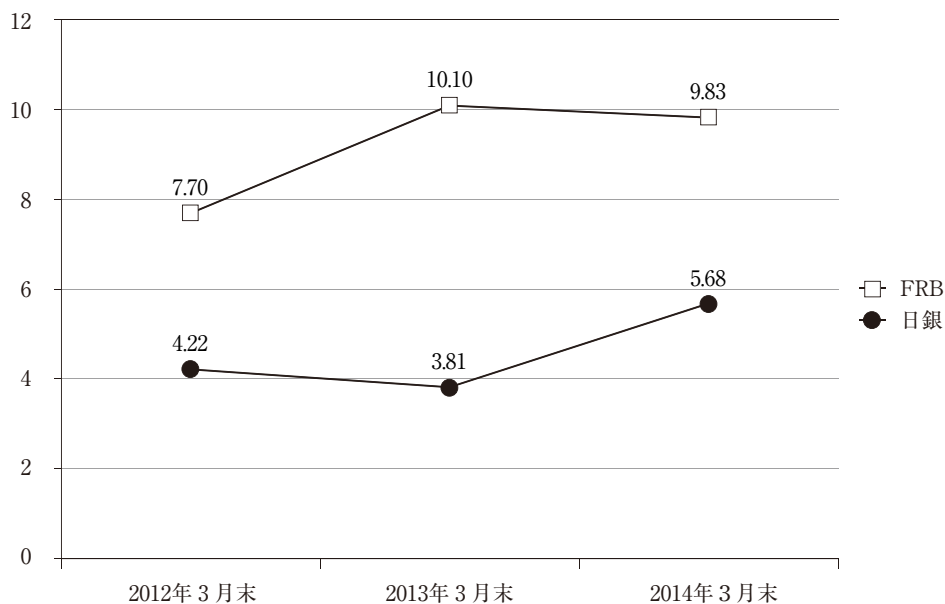
	2013年3月末			2014年3月末		
	残高 (億円)	構成比 (%)	WAL (年)	残高 (億円)	構成比 (%)	WAL (年)
銘柄 (2年債)	190,915	22.2	0.93	185,466	12.7	0.92
銘柄 (5年債)	220,229	25.6	1.80	431,916	29.5	2.53
銘柄 (10年債)	284,048	33.1	3.71	559,651	38.2	5.77
銘柄 (20年債)	156,728	18.2	9.45	255,260	17.4	11.40
銘柄 (30年債)	7,412	0.9	22.17	24,122	1.6	25.64
銘柄 (40年債)				7,579	0.5	38.66
合計	859,332	100.0	3.81	1,463,994	100.0	5.68

(出所) 日本銀行, 日本証券業協会より作成。

かけて60.5兆円増え、加重平均年限も長期化したため、金利1%上昇による理論上の評価損は3.3兆円から8.3兆円に増えた(表5-2)。FRBが保有する国債の年限を短期化に転じたのに対し、日銀は長期化している(図5-4)。

現時点ではデフレ脱却に向けて第一歩を踏み出したばかりであり、出口戦略の具体策について議論するのは時期尚早かもしれない。白川総裁時代には、日銀の財務の健全性は通貨の信任という通貨の番人としての中央銀行の使命の根幹に関わる問題と考えられてきたかもし

図5-4 日銀とFRBの保有する固定利付き国債（1年以上）の加重平均年率



(出所) FRB, 日本銀行, 日本証券業協会より。

れないが、黒田総裁は日銀の財務より日本経済のデフレ脱却を優先しているようにも見受けられる。

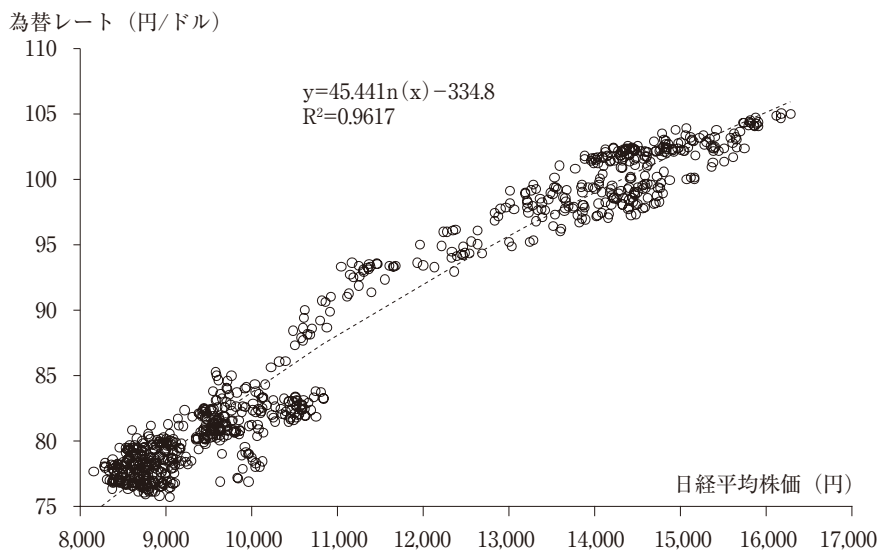
ただし、財務の健全性確保の観点から、「剰余金の処分については、日本銀行法第53条第1項により当期剰余金の5%相当額（362億円）を法定準備金に積み立てることが義務付けられているが」、第129回事業年度（平成25年度）決算において、「これを超える1,448億円（当期剰余金の20%相当額）を、同条第2項に基づく財務大臣の認可を受けたうえで、法定準備金に積み立てることとした」としており、財務の健全性にも一定に配慮しているスタンスを示している。

### (3) 為替と株価への影響

日銀の異次元金融緩和により、2013年末には為替は1ドル105円台、日経平均は1万6千円台にまで回復した。これをバブルと見る向きもある一方、デフレの下で抑圧されてきた資産価格の調整過程に過ぎないと見る向きもある。ただし、株価の上昇を牽引しているのは円安であり、円安の流れが止まって反転上昇すれば株価の回復も腰折れとなるリスクがある。実際、2011年以降の株価回復はほとんど全てを円安により説明できる（図5-5）。

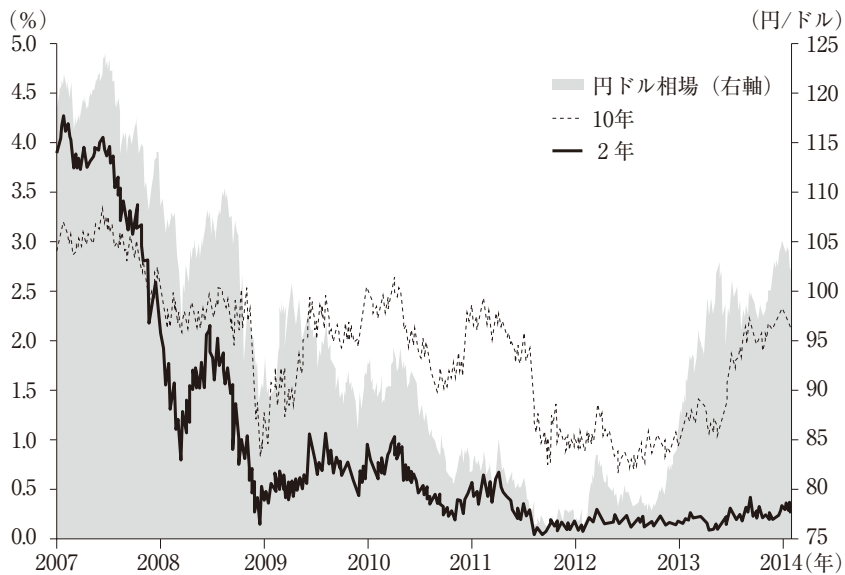
短期的に外国為替相場に影響を与えると見られてきた日米の2年物の金利差については、足下では特段拡大はしておらず、過去の経験則が当てはまらなくなっている（足下では10年の方が説明力が高くなっている）（図5-6）。為替だけが一方的に円安に動いていることには

図 5-5 日経平均株価と円ドル相場 (2011年～2014年 5月)



(出所) 日本経済新聞社, FRB より。

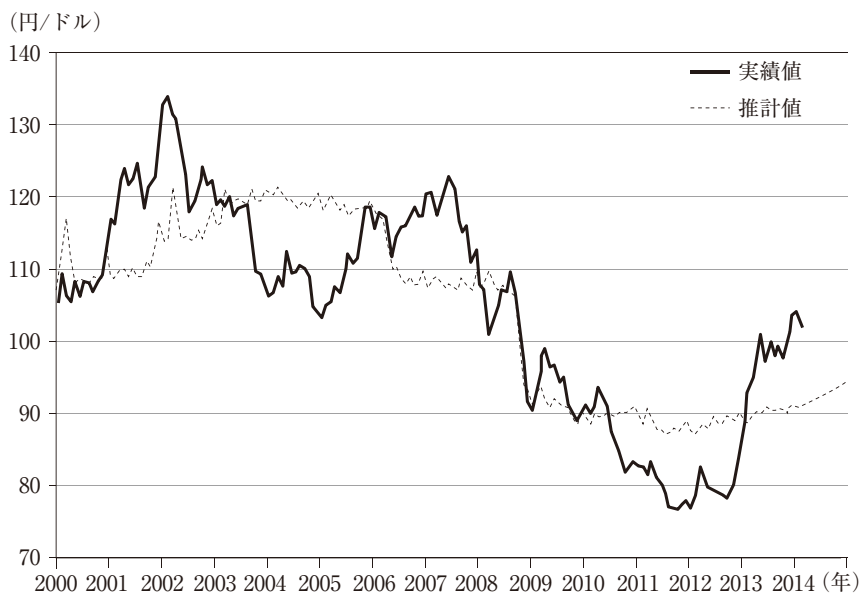
図 5-6 日米金利差と外国為替相場



(出所) FRB, 財務省より。



図 5-7 日米のベースマネー比率による為替相場の推計



(出所) FRB, 日本銀行より。

留意が必要であろう。

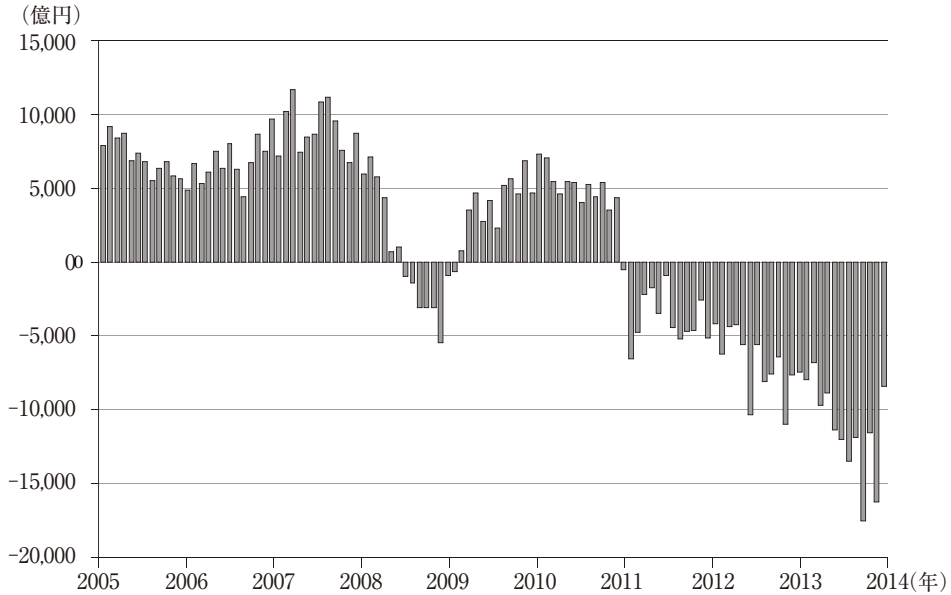
やや中期的なレンジでの円ドル相場の説明として、日米の中央銀行のベースマネー（マネタリーベース）比率で説明する図を、著名投資家ジョージ・ソロス氏にちなみ「ソロス・チャート<sup>9)</sup>」と呼ぶが、その「ソロス・チャート」に基づき、足下の為替水準を試算すると、既に2014年末までの日米の金融緩和<sup>10)</sup>を織り込んだ水準よりも円安となっている（図5-7）。

より長期の為替相場に影響を及ぼすとされる購買力平価について、日米のケースを見ると、90年代以降日本ではデフレ基調に陥っていたのに対し、アメリカでは継続的な物価上昇が観測され、結果的に相対的な物価がアメリカの方が高くなっていった。そのため、「一物一価の法則」に従い、為替が調整され、円高トレンドとなっていった。IMF（国際通貨基金）は2012年の対日4条審査で、日本円はやや割高（moderately overvalued）だと指摘した。IMFの「世界経済見通し（World Economic Outlook：WEO）」のデータベースでは、2011年の日本円の購買力平価は100円をやや超えており、70円台後半の円高は、かなりの円高だ

9) 市場参加者の間では、超過準備を調整した「修正ソロス・チャート」も広く流布しているが、ここでは便宜上、単純なベースマネー比率による回帰分析の結果を適用した。

10) 日銀は2014年末にマネタリーベースを270兆円に積み増すとしている。一方、FRBはTaperingの速度次第だが、ここでは、2014年の毎回のFOMCの都度、翌月から100億ドル購入ペースをダウンするという仮置きで推計している。

図5-8 日本の貿易収支(季節調整値)の推移



(出所) 財務省「貿易統計」より。

ったことになる。しかしながら、100円を超える円安の水準は既に購買力平価にかなり近接してきており、ここから一段の円安進行はファンダメンタルズを乖離した「オーバーシュート」として「行き過ぎた円安」との批判を招くリスクも高まる。

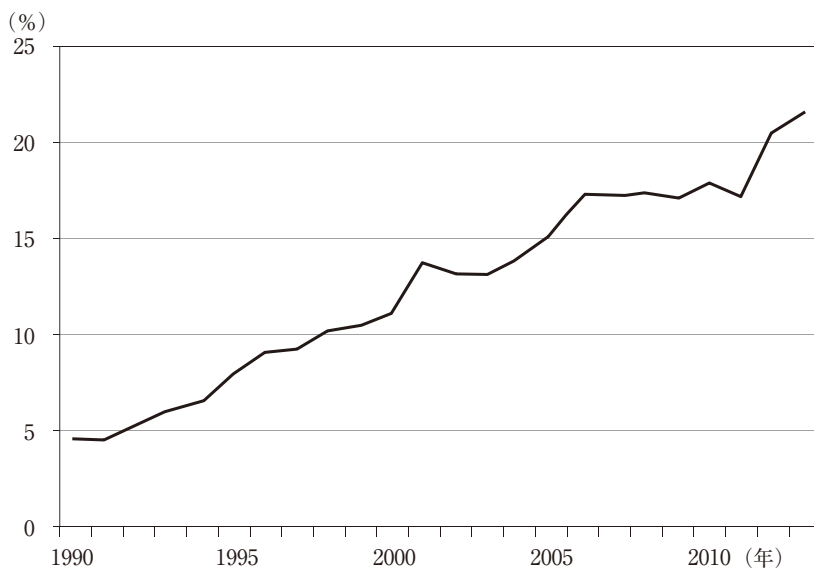
#### (4) 貿易赤字の拡大とインフレ率上昇への抵抗

日本の経常収支の悪化の主な原因は貿易収支の悪化であり、「平成26年1月分貿易統計(速報)の概要」によれば、同月の貿易収支は過去最大の2兆7,900億ドルの赤字となった。季節要因もあるが、季節調整値で見ても、過去最大の赤字であることに変わりはなく、その後も赤字基調が続いている(図5-8)。

貿易収支の悪化は原発事故の影響で鉱物性燃料の輸入額が増えたことが大きな要因であるが、円安が進行しても思ったほど輸出が増えていないという事実に着目する向きも増えている。その理由の一つとして、これまでの円高局面で企業の海外現地生産比率が高まり(図5-9)、円安に転じたからといって、すぐに日本からの輸出に切り替えることが困難であるからだとの説明も聞かれる。電機製品を中心に、日本企業のブランド力が低下しているといった指摘や、欧州経済の低迷、あるいは中国・韓国との関係悪化などを指摘する向きもあるが、原因はともかく、円安にもかかわらず輸出が従来のように回復していないのは事実であろう。

また、企業の海外進出により、配当として国内に還流する資金が増えれば、所得収支の改

図 5-9 海外現地生産比率（製造業）



(出所) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」より。

善として経常収支にも好影響を及ぼすが、輸入額の増加を埋めるには至っていない。そうした中で、資源価格の高騰も反映し、消費者物価は徐々に上昇に転じつつある(図5-10)。もとより、デフレからの脱却がQQEの本来の目的であり、物価が上昇することは望ましい現象であるはずだが、所得が改善せずに物価だけが上昇する状況が続くと、何のためのデフレからの脱却なのか、といった批判が出てくることも懸念される。実際、日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」においても、「物価上昇についての感想」では「どちらかと言えば、困ったことだ」という回答が多い。

国民経済計算上、実質GDPには交易条件の悪化はカウントされない(名目GDPや実質GNIではカウントされる)。その交易条件が著しく悪化していることが、実質GDPをベースに語られる「マクロ経済指標」と「生活実感」の乖離を生んでいるとも考えられる。賃金の引き上げが大企業にとどまり、中小企業にも波及していかなければ、格差の拡大と相俟って、「デフレからの脱却」という政策目標自体が疑問視され、QQEに対する世論の支持も低下することは一つのリスクシナリオとして想定しておかねばならないだろう。

不動産市場においても、例えば首都圏のマンション価格は上昇基調にあるが、地域別に見ると着実に上昇しているのは東京都区部のみ<sup>11)</sup>となっている(図5-11)。毎月の変動が激し

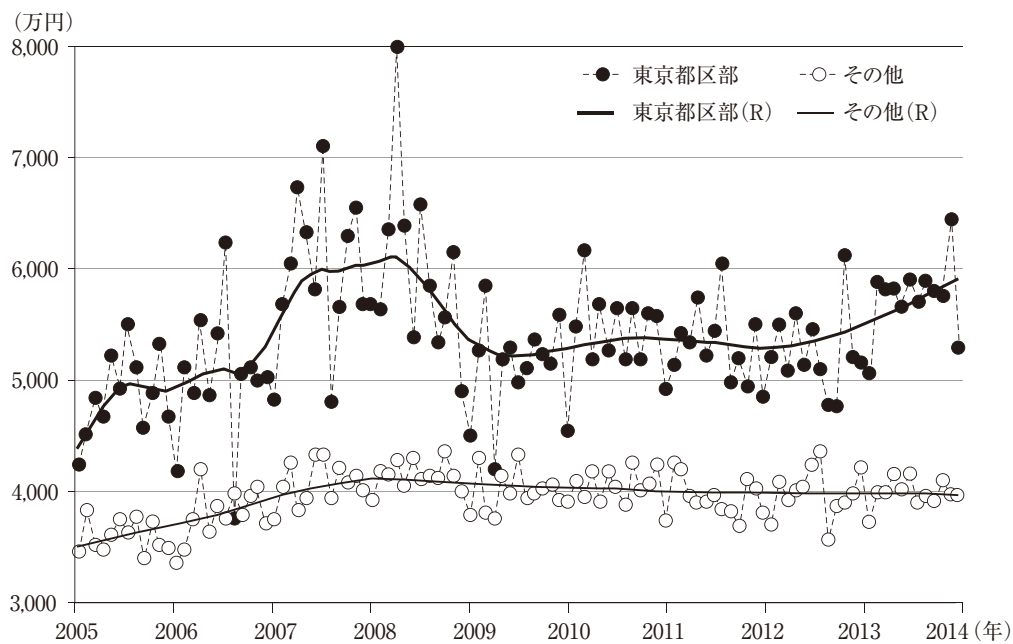
11) 東京都区部以外については、2011年～2014年1月の供給戸数のウェイトで固定してヘドニック的に加重平均している。

図 5-10 日本の消費者物価の動き (前年同月比)



(出所) 総務省統計局「消費者物価指数」より。

図 5-11 首都圏のマンション価格の推移



(出所) 不動産経済研究所「首都圏マンション供給動向調査」より。

いので、図5-11ではRという統計ソフトのスーパー smoother でトレンドを図示している。都心部では、円安による海外投資家から見た割安感の強まりや、日米の金融緩和による投機マネーが潤沢にあることなども反映してか、価格上昇が顕著であるが、同じ首都圏でも都心部以外ではそうでもなく、むしろしだれてきている印象すら受ける。こうした「まだら模様の回復」が、世論にどう影響するかは注視しなければなるまい。

## 6. QE3 のテーパリング (Tapering)

### 6-1 テーパリングのプロセス

2013年4月の日銀のQQE発表後、世界の金融市場の関心はFRBのQE3のテーパリング(Tapering)に移った。FRBの異常な金融緩和(Extraordinary Monetary Accommodation)を正常化するプロセスとしては、2011年6月のFOMCで確認された出口戦略の原則<sup>12)</sup>において、

- ① SOMA (System Open Market Account) の元本償還の再投資を止める。
- ② FF金利のフォワード・ガイダンスを修正し、準備金の削減に着手
- ③ FF金利の誘導目標水準の引上げ。超過準備への付利、準備率の調整。
- ④ 最初のFF金利引き上げの後に Agency 債の売却開始
- ⑤ 3年から5年で Agency 債を売却し、2年から3年でSOMAの債券保有を正常化させ、準備金を効率的な金融政策の実施と統合的な最低水準にまで引き下げる。

とされていた。

ここでは、米国債とMBSについて明記されていないが、当時の想定では、準備金をある程度削減してからFF金利を引き上げ、その後に債券保有をたたむ、というイメージであったように見受けられる。しかし、当時はまだ「頭の体操」というレベルであったような印象を受ける。現実味を帯び始めたのは2013年5月からと言ってよいだろう。

2013年5月22日の議会証言後の質疑応答でFRBのバーナンキ議長がQE3のテーパリングに言及したことで、翌日の日経平均株価は1,143円急落、世界の株式市場で同様の現象が起こった。当時、バーナンキ議長は、QE3を止めると言ったわけではなく、経済情勢によっては購入のペースを緩めることもあれば強めることもある、と、額面通りに聞けば極めて一般論的なことを言ったに過ぎなかったが、市場は緩めるという表現にのみ注目し、いよいよ出口が模索され始めたという印象を受け、調整局面に入った。

その後、市場は徐々にテーパリングを織り込み始め、9月18日のFOMCではテーパリング開始が発表されるのではないかとの見方が強まっていた。しかし、9月の時点でのテーパ

---

12) Minutes of the Meeting of June 21-22, 2011, p. 3より。

表 6-1 FRB の資産購入ペース

FOMC 声明	2012/9/13	2012/12/12	2013/12/18	2014/1/29	2014/3/19	2014/4/30	2014/6/18	変更
適用時期	2012年10月～	2013年1月～	2014年1月～	2014年2月～	2014年4月～	2014年5月～	2014年7月～	
Agency MBS	400億ドル※	400億ドル	350億ドル	300億ドル	250億ドル	200億ドル	150億ドル	▲50億ドル
米国債		450億ドル	400億ドル	350億ドル	300億ドル	250億ドル	200億ドル	▲50億ドル
合計		850億ドル	750億ドル	650億ドル	550億ドル	450億ドル	350億ドル	▲100億ドル

※ 9月 は 230億ドル。

(出所) FRB より。

リングは見送られた。アメリカの連邦政府の債務上限問題や2014会計年度の連邦政府予算を巡る政治情勢の不透明感が漂う中、政府機関の一部閉鎖等に伴う経済活動の混乱を事前に一定に抑止するため、金融市場の緩和的環境を維持することが必要、という判断だった（そして実際、10月1日から16日まで政府機関は一部閉鎖されることとなった）。

しかし、12月18日のFOMCでは、遂にテーパリングを発表することとなった（表6-1）。かなり長い期間、テーパリングが意識されることで、市場ではその影響について織り込み済みという空気が漂ってきたことに加え、テーパリングを実施できるという判断の根拠が、米国経済の回復が確固たるものとなってきたという実体経済面の改善に裏打ちされた判断であるという点が前向きに評価され、ドル買いが進み、外国為替市場では1ドル100円を超え、2013年末には一時1ドル105円台に乗せた。円安の進行を好感し、日経平均株価も1万6千円台を回復し、2013年の東京株式市場は先進国で最も活気を呈した市場となった。

フォワード・ガイダンスを組み合わせた金融政策運営においては、より一層のコミュニケーションの向上が必要であり、2013年5月の当初は、その点が不十分だった、とも言える。今後の購入ペースについては、「労働市場の改善と長期的な物価安定の目的に即してインフレ率が動くというFOMCの期待を概ね支持するような経済指標が入ってくれば、今後の会合において段階を踏んで更に購入のペースを落とすだろう」と発表しつつも、「資産購入は事前に定められた規定路線があるわけではなく、労働市場とインフレ率の見通し及び購入の費用対効果の評価に依存することによって変わりない」とされた<sup>13)</sup>。

仮に、今後のFOMCで毎回、同じペースで購入を縮小していけば、QE3は2014年の後半には終了することになる。2013年後半にかけては、QE3のテーパリングへの懸念から長期

13) 原文は、If incoming information broadly supports the Committee's expectation of ongoing improvement in labor market conditions and inflation moving back toward its longer-run objective, the Committee will likely reduce the pace of asset purchases in further measured steps at future meetings. However, asset purchases are not on a preset course, and the Committee's decisions about their pace will remain contingent on the Committee's outlook for the labor market and inflation as well as its assessment of the likely efficacy and costs of such purchases.

金利が上昇し、同年末には10年米国債利回りは3%台に乗せたが、その後は徐々に低下した。市場とのコミュニケーションはまだ試行錯誤の段階なのかもしれない。

## 6-2 テーパーリングの影響

米国債とMBSの購入ペースを抑えることは、両資産の市場での需給関係に影響を及ぼす。一般論として言えば、FRBが購入を抑えれば需給関係が悪化し、長期金利及び住宅ローン金利が上昇することになる。短期金利はゼロ金利政策を継続している間は抑制されるため、イールドカーブはベア・スティーブ化することになる。

実際、2013年5月以降、長期金利が上昇し、2013年末には10年物米国債の利回りは3%台に乗せた。しかし、実際に購入ペースを緩和して以降は2%台後半で落ち着いており、顕著な混乱は観測されていない。これは、市場がテーパーリングを「織り込み済み」としたことに加え、アメリカの財政赤字が縮小し、米国債の新規発行額が今後は減っていくのではないかと、という供給サイドの要因も影響していると見られる。もとより、景気が回復し、個人所得や企業利益が拡大することで税収が増大する局面では期待インフレ率も高まり、名目金利も上昇するはずであるが、2014年春時点ではまだそのような動きにはなっていない。

また、MBSの購入縮小は住宅ローン金利に直接的に影響を及ぼすと考えられるが、MBSのプライシング自体、米国債を基準とすることから、米国債の利回りの影響を相当程度受ける(Diana and Passmore [2014])。住宅ローン金利は2013年後半以降、10年物米国債の利回りとほぼ平行に動いている。米国債購入のペースダウンに加え、MBS購入もペースダウンすれば、ダブルパンチで住宅ローン金利に影響を及ぼしそうであるが、米国債同様、MBS市場においても、需給関係に動きが出てきた。

米国のMBS市場では、金利の上昇により借換のブームが終了したこともあり、新規の発行額が減少基調にあり、2014年1月にはFRBが購入額を50億ドル減額したにもかかわらず、FRBの購入比率は5割近くに高止まりしている(図6-1)。アメリカでは住宅ローンの9割程度が全期間固定金利となっている。固定金利で借りて、金利が上昇すれば低いうちに借りておいてよかったということになり、逆に金利が低下すれば、低利のローンに借り換えるという行動パターンが一般的である。

そして、2013年半ば頃から、FRBの量的緩和縮小観測が広がり住宅ローン金利が反転上昇し始めるのと同時に、住宅ローンの借換ブームも終焉し、新規の貸出額も減少、MBSの新規発行額も低下し始めた。データが利用可能な1995年から2013年12月までの期間について住宅ローン金利(30年固定)と借換のシェアの相関を観測すると、決定係数で0.7603と強い相関が観測される(図6-2)。

一方、米国の金融政策はアメリカが世界最大の経済大国であることに加え、ドルが基軸通

図 6-1 MBS の発行額と FRB による購入比率

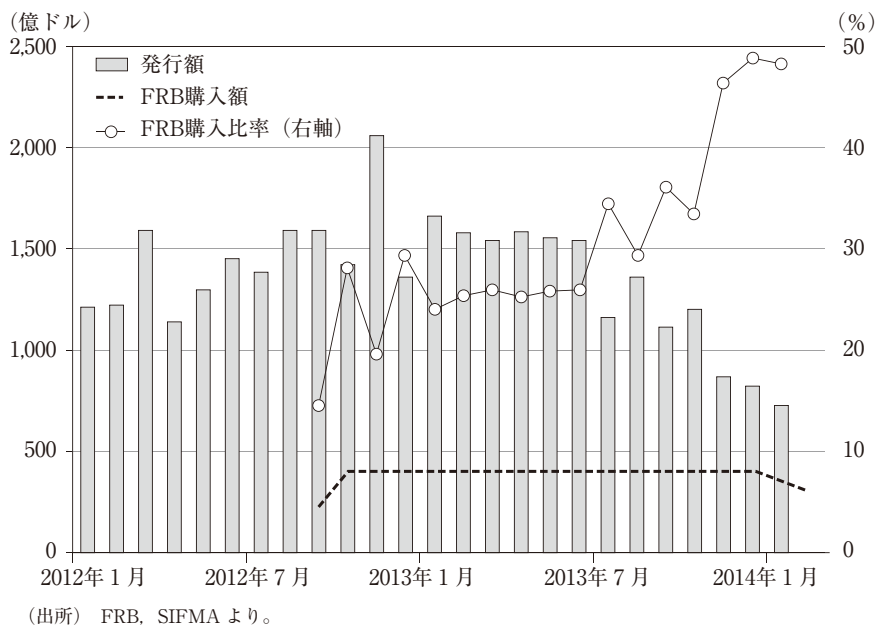


図 6-2 住宅ローン金利と借換のシェア

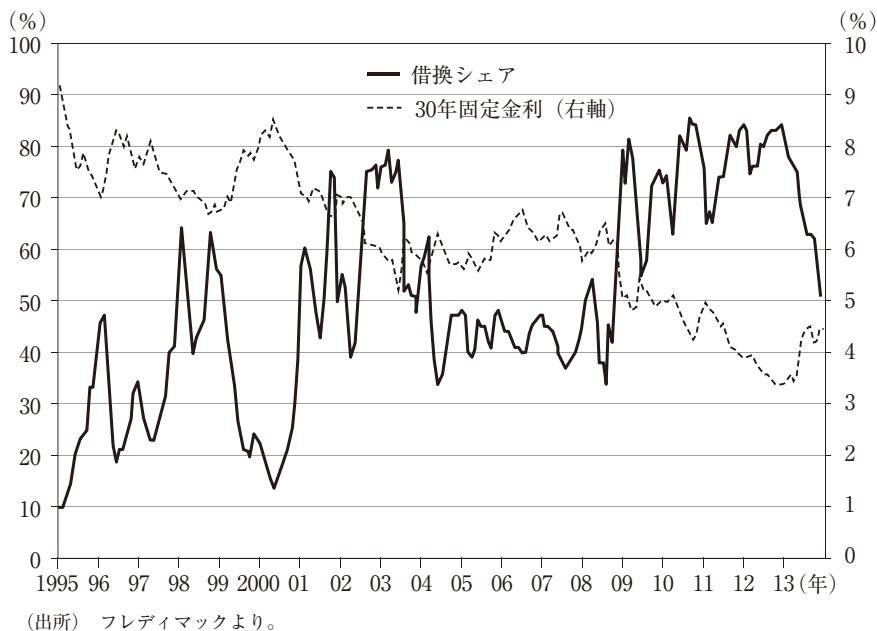
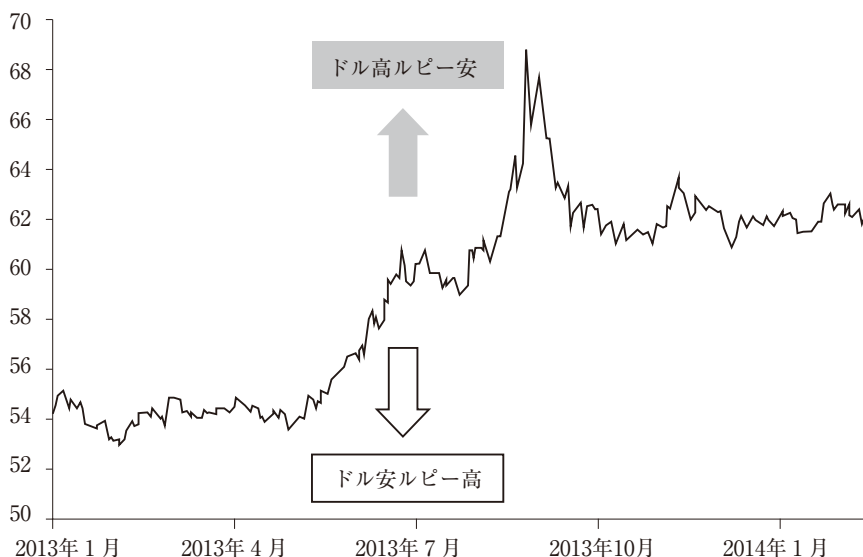




図 6-3 インドルピーの下落



(出所) FRB より。

貨であることもあり、世界経済にも大きな影響を及ぼす。当初、量的緩和を実施していた間は、新興国への資金流入がバブルを誘発するといった批判があったが、テーパリングが現実味を帯び始めるに従い、逆にそれらの国から資金が流出し、経済を混乱させるのではないかという懸念が強まり始めた。実際、新興国の中でも経常収支が赤字のインドやインドネシアでは通貨が対米ドルで下落した（図 6-3）。

### 6-3 日銀の追加緩和

日本銀行は、2014年2月18日の政策委員会・金融政策決定会合において「貸出増加を支援するための資金供給」と「成長基盤強化を支援するための資金供給」について、規模を2倍としたうえで、1年間延長することを決定した。

「貸出増加を支援するための資金供給」については、金融機関が貸出を増加させた額の2倍まで、日本銀行から資金供給を受けられることとし、「成長基盤強化を支援するための資金供給」については、本則の総枠を3兆5,000千億円から7兆円に倍増することとした。また、両資金供給について、固定金利0.1%で4年間（現在は1～3年間）の資金供給を受けられることとした。

日本では2014年4月からの消費税率引き上げに伴う景気減速への懸念もある中、2014年2月22・23日の『20か国財務大臣・中央銀行総裁会議声明』では、「今後5年間で、我々全体のGDPを現行の政策により達成される水準よりも2%以上引き上げることを目指し」、「多

くの先進国において金融政策は引き続き緩和的である必要があると同時に、物価安定と経済成長の見通しを踏まえ、然るべきタイミングで正常化すべきであることを認識する」とされた。

日本経済の先行きについては、消費税率引上げ直後の2014年第2四半期は、引上げ前の駆け込み需要の反動減もあり、減速するものの、反動減の影響は1997年の引上げ当時ほどは大きくなく、徐々に回復していくという見方が多い。ただし、仮に日本の景気減速が鮮明になれば、追加的な金融緩和の圧力も高まると推察され、日銀が更なる追加緩和を実施すれば、テーパリングを遂行中のFRBとの金融政策のスタンスの違いは一層際立つことになる。

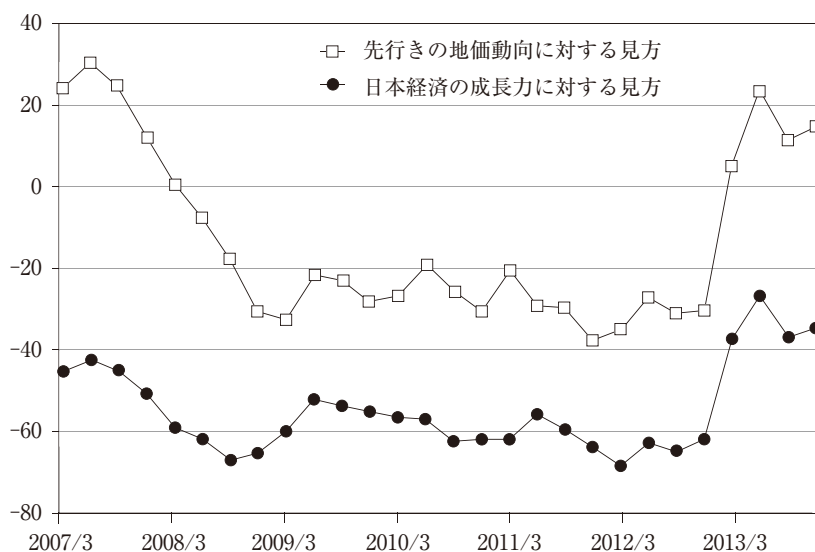
## 7. むすびに代えて

FRBと比較して緩和の本気度が足りないと思われた日銀も2013年4月4日の「質的・量的緩和」という従来とは次元の異なる金融緩和を実施することで、ようやくアメリカと対等な緩和水準に近づきつつある。金融緩和の反射として、外国為替市場では円安が進行し、それに伴い株価も大きく上昇した。日本の金融緩和が為替誘導・競争的通貨切り下げ・近隣窮乏化政策なのではないかとの批判も一時見られたが、先駆的に金融緩和を実施していたアメリカとしては、日銀への批判が自身への批判に跳ね返るリスクもあることから公然とは批判せず、国際社会の場（G7、G20等）において、日本の金融緩和はデフレからの脱却を目的とする、国内向けの政策であり、国内の手段を用いたもの（外債購入は見送り）として一定の理解を得られた。そしてアメリカはQE3のテーパリングにより出口戦略を実行に移し始めたのに対し、日本は引き続き強力な金融緩和を推進中で、更に、2014年2月には追加の緩和策も打ち出すなど、日銀の緩和姿勢がより鮮明となる構図に移りつつある。

日本は長年のデフレに苛まれ、国民の間にもデフレからの脱却は困難だ、特に人口減少社会に転じている日本ではむしろデフレは不可避だという認識すら広まりつつあったように思われる。そのような意識が蔓延している中でデフレから脱却するには、アメリカよりも「アクセルをふかす」必要があったと考えられる。黒田総裁のQQEにより、日本の消費者物価指数もプラスの領域に浮上しつつあり、日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」でも、今後の地価動向や日本の潜在成長力について前向きな見方が広がっていることは、人々のマインドが変化しつつあることも示唆している（図7-1）。

今後の日本経済の動向を占う上で重要な要素は多々あるが、敢えて言えば、賃金の上昇と金利動向であろう。前者については既に触れたが、後者については、日本単独の問題ではない。日本の長期金利はアメリカの長期金利の動向の影響を強く受け、少なくとも足下10年間程度の月次データでは0.9程度の高い相関係数が出ている。これは国際金融市場の連動性（Interconnectedness）が強まっていることの証左であろうが、日銀の金融緩和により金利

図 7-1 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」D. I.



(出所) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」より。

の下押し圧力が加わる一方で、テーパリングによりアメリカの金利には基本的に上昇圧力が加わり<sup>14)</sup>、その綱引きの中で、市場のリスク選好度やセンチメントにより、日本の長期金利が動いていくことになる。日銀が2014年末のマネタリーベースの目標を270兆円のまま変えない場合、アメリカの長期金利が年率で1%程度上昇したとしても、なお日本の長期金利は低下を続ける計算となる(図7-2)。アメリカの長期金利が年率3%上昇した場合に2014年末の日本の長期金利が1%を超える計算となるが、追加の緩和があれば、更に余裕が出来ることになる。

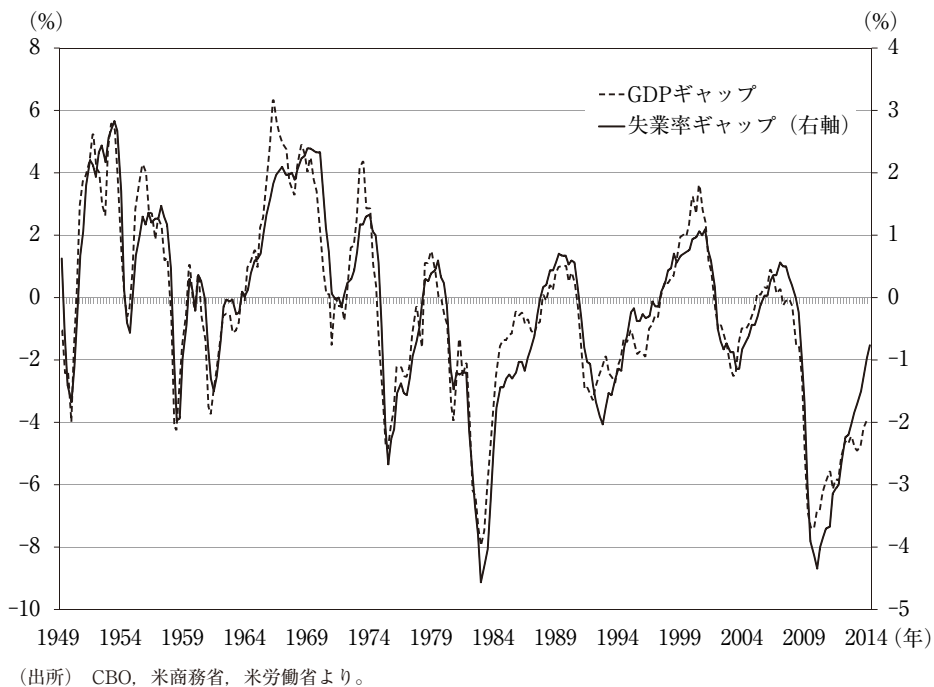
QE3のテーパリングについては、2014年秋には終了するという見方がほぼ市場のコンセンサスになりつつあるが、FF金利の引き上げ時期についてはなお見方が分かれている。その最大の要因はアメリカ経済に対する現状認識の違いということになるが、2012年12月のFOMCで閾値として示された失業率6.5%という水準については、既に2014年4月に6.3%にまで低下しており、それに先んじる同年3月のFOMCで数値目標を撤廃した。労働参加率の低下や長期失業者の高止まり、非正規雇用の多さなど、失業率が労働市場の実態を反映する指標として適切ではなくなっているという判断もあると見られるが、実際、議会予算局(CBO)が試算したGDPギャップと失業率ギャップの関係を見ても、失業率だけがー

14) アメリカの潜在成長力が低下しているため、長期金利に上昇圧力が加わりにくくなっているという分析も散見される。

図7-2 日本の長期金利の実績値と推計値



図7-3 GDPギャップと失業率ギャップの関係



方的に改善している状況となっている（図7-3）。その意味で、機械的に数値目標で政策金利を変更するよりも適切な判断だったと見られる一方で、金融政策の透明性は低下したとも言える。かつてニューヨーク連邦準備銀行のコリガン総裁は金融政策には「建設的な曖昧さ（Constructive Ambiguity）」が必要だ、と語ったが、そのような時代に回帰しているのだろうか。

いずれにせよ、日米ともに壮大な社会実験を実施している最中であり、その帰趨についてはなお断を許さない。我々研究者としては、この社会実験が展開するプロセスをリアルタイムで追うことができる環境にある。どのような力学でどのような帰結となるのか、詳細にモニタリングして解析することが次世代に引き継ぐべき責務であろう。

付記 本稿は、中央大学経済研究所 Discussion Paper No. 205「FRBのQE3と日銀の異次元緩和」をベースに、主に2013年以降の動きを加筆したものである。本稿において意見に係る部分は執筆者個人のものであり、執筆者が所属・関係する団体のものではない。

#### 参考文献

- 倉橋透・小林正宏（2008）『サブプライム問題の正しい考え方』（中央公論新社）。
- 小林正宏・大類雄司（2008）『世界金融危機はなぜ起こったのか』（東洋経済新報社）。
- 小林正宏・中林伸一（2010）『通貨で読み解く世界経済 ドル、ユーロ、人民元、そして円』（中央公論新社）。
- 小林正宏（2012a）「アメリカの住宅市場動向と住宅金融市場改革の行方」（中央大学経済研究所『ディスカッション・ペーパー』Series No.181）。
- 小林正宏（2012b）『通貨の品格 円高・円安を超えて』（中央公論新社）。
- 小林正宏（2014）『海外レポート第6号 アメリカの住宅市場と金融政策の動向』（2014年6月12日）。
- 白井さゆり（2014）「非伝統的な金融政策環境の下でのコミュニケーションとフォワードガイダンス」（米国金融政策フォーラム，2014年2月28日）。
- 白川方明（2008）『現代の金融政策 理論と実際』（日本経済出版社）。
- 日本銀行（2013）「金融システムレポート」（2013年10月号）。
- Bernanke, Ben S. (2010), "Monetary Policy and the Housing Bubble" January 3, 2010.
- Bullard, James (2010), "Seven Faces of "The Peril"" Federal Reserve Bank of St. Louis, REVIEW, September/October 2010, Volume 92, Number 5.
- Carpenter, Seth B. et al. (2013), "The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A primer and projections" January 2013.
- FRB (2014a), "FOMC Statement" January 29, 2014.
- FRB (2014b), "Monetary Policy Report" February 2014.
- Greenspan, Alan (2008) "Statement of Alan Greenspan" at the Hearing before the Committee on Oversight and Government Reform, House of Representative, October 23, 2008.
- Hancock, Diana, and Wayne Passmore (2014) "How the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases (LSAPs) Influence Mortgage-Backed Securities (MBS) Yields and U.S. Mortgage Rates," Finance

- and Economics Discussion Series 2014-12. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- IMF (2012), "Global Financial Stability Report" October 2012.
- Markets Group of the Federal Reserve Bank of New York "Domestic Open Market Operation during 2013" April 2014.
- Paulson, Henry (2010) "On the Brink" Business Plus, February 2010.
- Stiglitz, Joseph (2012) "The Price of Inequality" W.W. Norton & Company, Inc.
- US Department of the Treasury (2013), "Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies" April 2013.
- Yellen, Janet L. (2013), "Challenges Confronting Monetary Policy", March 4, 2013.
- Yellen, Janet L. (2014) "Monetary Policy and the Economic Recovery" April 16, 2014.