

米国金融政策の変化が 世界経済に与えるもの

小林 俊介

要 約

米国連邦準備理事会（F R B）はゼロ金利制約に直面して以来、量的緩和とフォワードガイダンスにより金融緩和を継続してきた。しかしバーナンキ議長が量的緩和の規模を縮小し、終了する可能性に言及して以来、この効果は剥落に向かっている。

米国金融政策の変調は、国際的な流動性供給の縮小や、国際的裁定を通じた要求収益率の上昇を通じて世界経済に大きな影響をもたらし得る。この懸念が金融市場の「リスクオン」ムードを「リスクオフ」に転換させた結果、リスク資産の価格低下を招いてきた。

この点に鑑みると、9月の連邦公開市場委員会（F O M C）の決定は市場の懸念を後退させるものだったと評価できる。緩和の継続が維持されたことそのものよりも、景気への配慮や長期金利の急速な上昇に対する懸念が緩和継続の理由として示されたことが、市場の懸念を後退させる効果を持っためである。

無論、遠からぬ先に米国の金融政策の転換が見込まれる以上、米国の長期金利はいずれ再び上昇に転じる可能性が高いし、金融政策の緩和スタンスをF R Bが継続するかは引き続き注視しておく必要がある。米国の金融政策は今後も世界経済および金融市場に決定的な影響を及ぼし続けていくだろう。

目 次

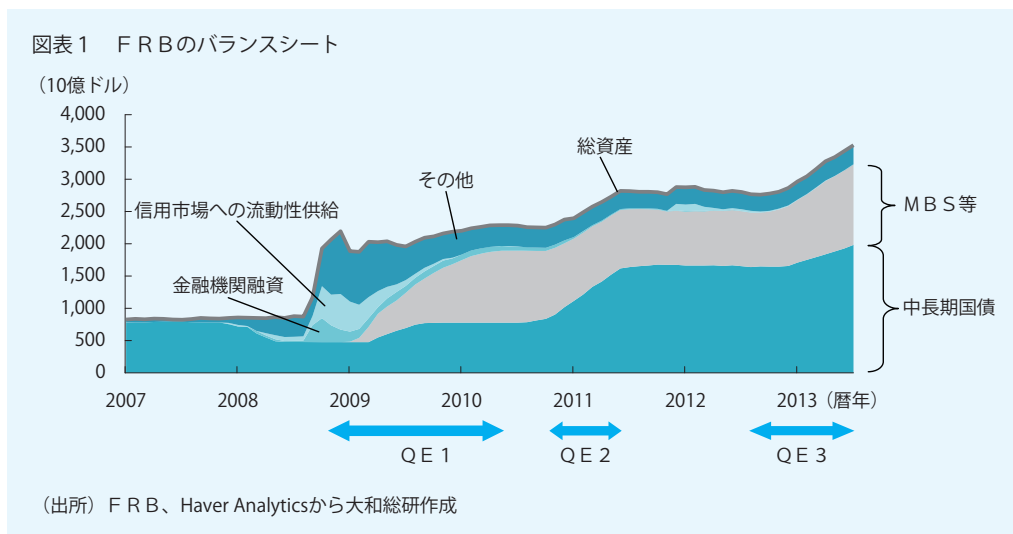
- 1 章 米国金融政策の出口戦略
- 2 章 世界経済への影響
- 3 章 金融市場への影響

1章 米国金融政策の出口戦略

米国連邦準備理事会（F R B）は2008年12月に政策金利（F F レート）を0～0.25%に引き下げて以来、さらなる金融緩和を実施する目的で、金利の操作という伝統的な金融政策ではなく、公開市場操作やF R Bのバランスシートの資産規模を高水準に保つ等の非伝統的な政策手段に重点を置いてきた。09年以降実施されてきた非伝統的な金融政策としては第一に、F R Bのバランスシートの拡大が挙げられる。これには政府機関債・M B Sの買入れと市場への流動性供給を行ったQ E 1（08年12月^{1）}～10年6月）、中長期国債の買入れを行ったQ E 2（10年11月～11年6月）、および12年9月以降行われている中長期国債・M B Sの買入れ（Q E 3）が含まれ、図表1で示すように、F R Bのバランスシートは08年8月の8,700億ドルから13年7月時点で3兆5,288億ドルにまで拡大した。

こうした物理的な政策手段と同時に追加的な金融緩和効果を狙った政策手段として重要な役割を果たしてきたのが、いわゆる「フォワードガイダ

ンス」である。金利操作という伝統的な金融政策から量的な緩和へと政策目標を変更して以来、F R Bは声明文等を通じてコミットメントを表明することで、時間軸効果を働かせてきた。例えばF F レートをゼロに設定した連邦公開市場委員会（F O M C、08年12月）においては、「異例に低水準のF F レートが当面は妥当となる公算が大きい」と表明することで、より長期の金利見通しを抑制する働きかけを行った。この声明には09年3月のF O M C以降より強い文言が加えられた（for an extended period）。11年8月のF O M C以降は「少なくとも13年半ばまでは」というように具体的なスケジュールにも言及するようになり、この時間軸には延長が重ねられ、12年9月のF O M Cにおいては「景気回復が強まった後の相当な期間において」「少なくとも15年半ばまで」ゼロ金利に対するコミットメントが表明された。こうしたコミットメントは12年12月のF O M C以降「失業率が6.5%を上回り、1～2年先のインフレ見通しが2.5%にとどまり、インフレ期待が抑制されている状況下において」、異例に低水準のF F レートは妥当と変更されている。いずれにせよ、デフ



1) 発表は11月、M B Sの買入れ開始は09年1月。

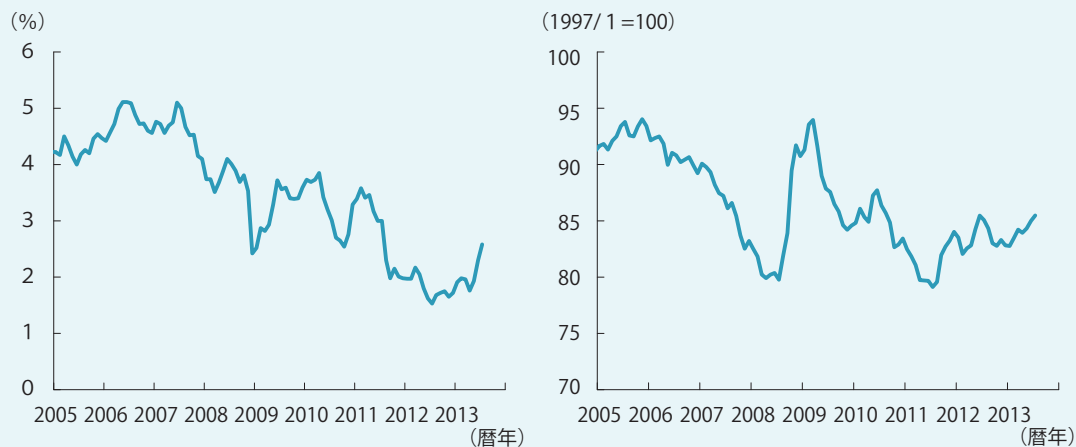
レーション／ディスインフレーション傾向が続く中、具体的な目標数値を明確化することで、F R Bは政策金利を長期的に低位に据え置くというコミットメントをサポートしてきたと考えられる。

こうしたコミットメントの効果は、前述のような物理的な量的緩和政策との相乗効果と不可分である。なぜならバランスシートの拡張は、単なる口約束にすぎないコミットメントに比べてより可視的で信頼に足る、将来金利に対するコミットメントとしての役割を果たすからである。中央銀行は本格的な利上げを開始する前にバランスシートを圧縮しておくインセンティブを有している。さもなければ金利上昇に伴うキャピタルロスを中心銀行が被ることになり²、中央銀行の政府への財政移転（国庫納付金）が減少するためである。このようなロスを回避するためには、本格的な利上げを開始する前にバランスシートを圧縮しておく

必要があり、逆に言えば、巨額のバランスシートをF R Bが維持している以上、本格的な利上げの開始は近くないと予想することが可能になるわけである。平たく言えば、中長期債やM B Sを中心としたバランスシートの拡大は、F R Bが一投資家として長期間の低金利を前提としたポートフォリオアロケーションを組んでいるというメッセージに他ならず、そうしたポジションを抱えるF R Bが政策金利を決定する以上、巨額のバランスシートを抱えたままで拙速な利上げを行うことは考えにくく、市場参加者が長期的な低金利にベットした投資行動を取りやすくなる効果を持つと考えられるということである。結果として、図表2（左図）に見られるように、米国債の長期金利はとりわけQ E 2の実施が発表された10年末から13年初にかけて大きく低下した³。

しかし上述したようなフォワードガイダンスの

図表2 米国債10年物金利（左図）とドルの名目実効為替レート（右図）の推移



（出所）F R B、Haver Analyticsから大和総研作成

2) もっとも、11年6月のF O M C議事録においてF R Bは「エージェンシー債の売却は最初のF F レートの引上げを行った後に行われる公算が大きい」と述べており、13年6月の議事録においてもこの出口戦略の基本方針は大枠で維持すると述べていることから、正確に言えば最初の利上げは資産売却の開始よりも先になる可能性が高い。また、バーナンキF R B議長が主張するように、購入債券を満期保有することや、準備預金に付利することなどによってバランスシートを維持したまま金融引き締めを開始することは可能である。

3) 本章で挙げた以外にもF R Bは様々な金融緩和政策を導入しており、例えば11年10月～12年末に行われたツイストオペ（保有国債の平均残存期間の長期化）などは、市場の国債需給に直接働きかけることで、バランスシートの拡大を伴わずに長期国債金利を低下させる効果を持ったと考えられている。

効果は剥落しつつある。13年5月の議会証言においてバーナンキFRB議長は、FOMCメンバーの見通しに沿って経済成長と労働市場の改善が続く、インフレ率がFRBの長期目標である2%に近づいていく中でという条件付きではあるが、QE3による資産買入れ規模の縮小を開始し、14年中頃に買入れを終了する可能性に言及した。さらに同議長は6月のFOMC後の記者会見においても、13年後半からのQE3縮小の可能性を明らかにしている。こうしたFRBの金融政策の潮目に変化してきたことを受け、実際に政策の変更が行われる前にもかかわらず米国の金利は上昇に向かった。例えば10年物の国債金利はQE3規模縮小にバーナンキ議長が言及した5月以降、それまでの約1.7%の水準から8月末時点では約2.8%と、大きく上昇した。この金利上昇は市場におけるFRBの政策に対する期待（予測）の変化を受け、フォワードガイダンスの効果が希薄化

している結果に他ならない。また、米国金利の上昇を受け、図表2（右図）に見られるように、米ドルの名目実効為替レートも上昇に向かった。

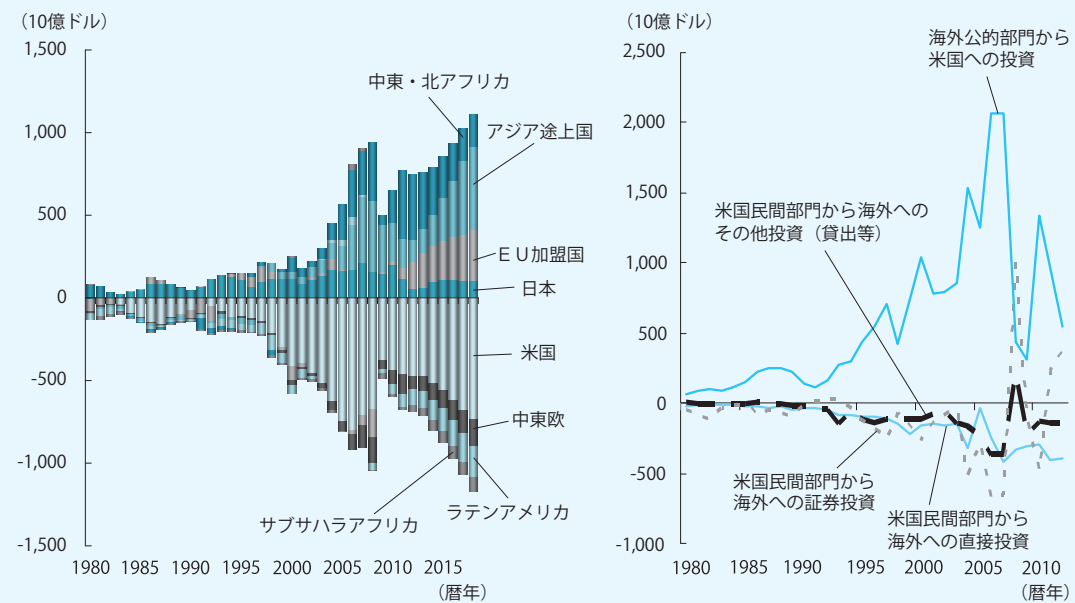
2章 世界経済への影響

こうした米国金融政策の変調は、世界経済にどのような影響を及ぼすのだろうか。

基軸通貨であるドルの供給量を左右する米国の金融政策は国際的なマネーフローおよび金融市場のリスク許容度・要求収益率を左右するとみられ、結果として世界経済に非対称な影響を与える可能性が高い。この点に鑑みて、本章ではマネーフローの変調が世界各国・地域に与え得る影響について、先進国・新興国のストック・フロー両面の国際収支から網羅的な検証を行う。

図表3が示すように、基軸通貨ドルを有する米国は世界から（主に外貨準備など公的部門から米

図表3 グローバルインバランス（左図）と米国を軸にしたグローバルマネーフロー（右図）



国債などへのリスクフリーな)投資を集め、これと国内流動性の一部を世界の(株式・直接投資・貸出といったリスク資産への)投資として海外に還流させている。

この米国を軸とした国際マネーフローに対するQ E 3縮小の影響としては、①流動性供給の縮小(もしくは増加速度の低下)、②(米国債というリスクフリーな)金利の上昇と国際的裁定を通じた他資産に対する要求収益率の上昇、③ドルの実効レート上昇に伴うドルペッグ国の為替・金融政策の維持困難化――が挙げられる。

1. 流動性供給の縮小

①については自明であるが、ひとつ注意が必要なのは、金融政策による流動性供給量の変化と、市場や民間金融機関を通じたマネーフローには必ずしも一対一の関係が成立するわけではないという点である。とりわけ景気後退期には金融緩和を行っても資金需要が増加せず、貨幣乗数が低下する傾向が強く見られた。しかしながら景気回復・拡大期における金融引き締めとなると話は異なってくる。過去数年間における世界的な資産価格の上昇や景気回復・拡大が示唆するように資金需要は拡大に向かっており、このような状況下での流動性供給量の縮小(もしくは増加速度の低下)は、マネーストックの天井を形成し、資金の選別性を高める可能性が高いだろう。

2. 要求収益率の上昇

②は国際的な裁定条件を通じて引き起こされる現象である。すなわち、米国債というリスクフリーな資産の金利が上昇することで、全ての資産クラ

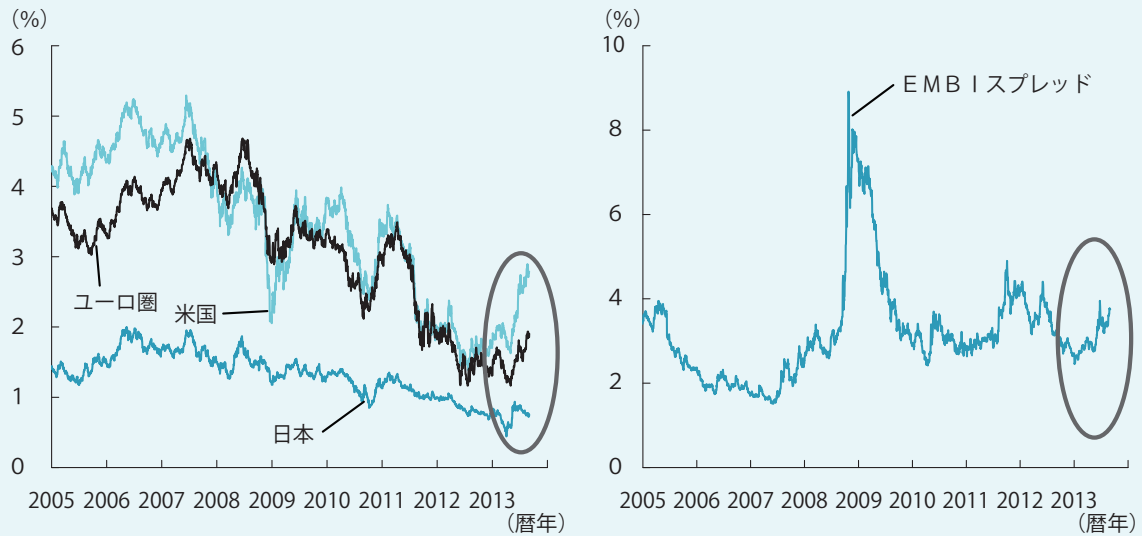
スに対する要求収益率が上昇する。もし他資産の期待収益率が一定のままなら、相対的に米国債の需要が増加し、他資産の需要が減少すると見込まれるが、この相対的な需要の変化は要求収益率の収斂を通じて均衡に向かうためである。このマーケットメカニズムを念頭に置くと、多くの国・地域の債券市場で金利の上昇もしくはリファイナンスの困難化が生じると考えられよう。ただし、米国金利上昇を受けた要求収益率の感応度は、各資産の米国債との代替性の高さに依存すると考えられ、この観点に立てば、国レベルで見たときに米国債金利の上昇から受ける影響が高いのは、国際ファイナンスに対するエクスポージャーの高い国々と考えることができよう。

図表4(左図)が示すように、(量的・質的緩和により長期金利の上昇を抑制している日本を除き)5月のF R B議長によるQ E 3縮小発言を端緒として主要先進国の長期国債金利は上昇に向かっており、国際的な裁定を通じた②要求収益率の上昇が地域を越えて広がっている。新興国も例外ではなく、E M B I スプレッド(図表4(右図))の拡大が示すように、先進国以上の金利の上昇が発生している。

②の影響を左右すると見られる各国の国際ファイナンスに対するエクスポージャーを測る上で、先進各国の国全体としてのバランスシートを確認したものが図表5である。左図が各国の対外資産・負債のG D P比、右図が対外純資産のG D P比を示しているが、ここではいわゆるG I I P S諸国⁴が総じて大規模な対外純債務を抱えている様子が確認できる。これらの国々では財政の問題が取り沙汰され続けているが、根本の問題は国内の貯蓄

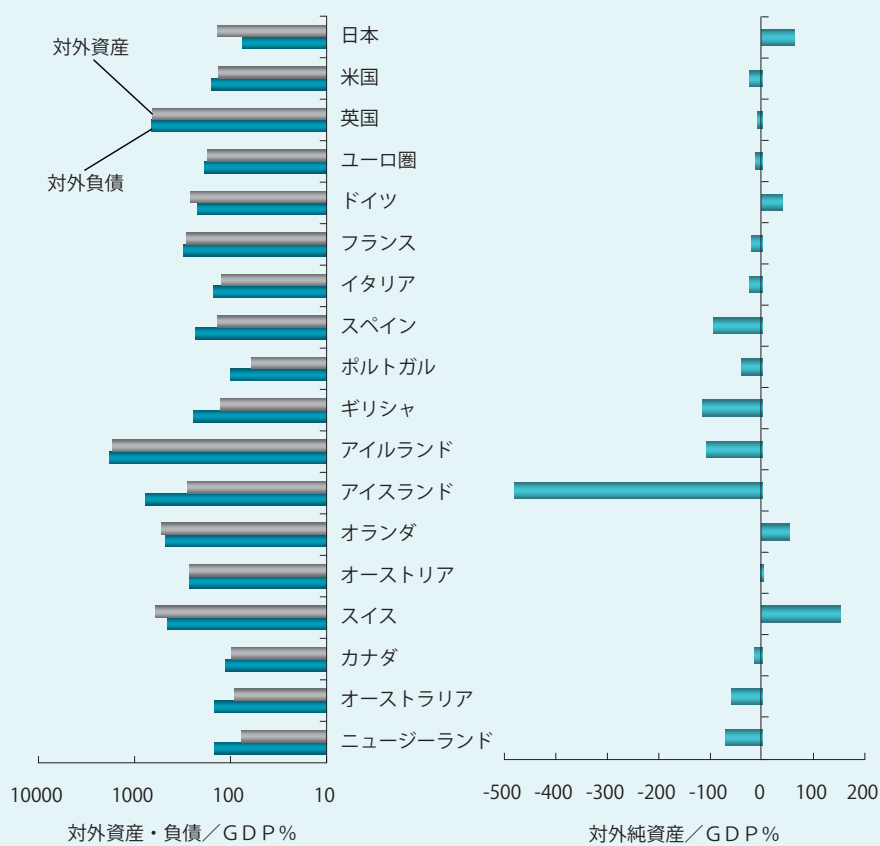
4) ギリシャ、イタリア、アイルランド、ポルトガル、スペイン

図表4 主要先進国の10年物国債利回り（左図）とEMBIスプレッド（右図）



(出所) Bloombergから大和総研作成

図表5 先進各国のバランスシート



(注) 左図横軸（対外資産・負債／GDP%）は対数目盛

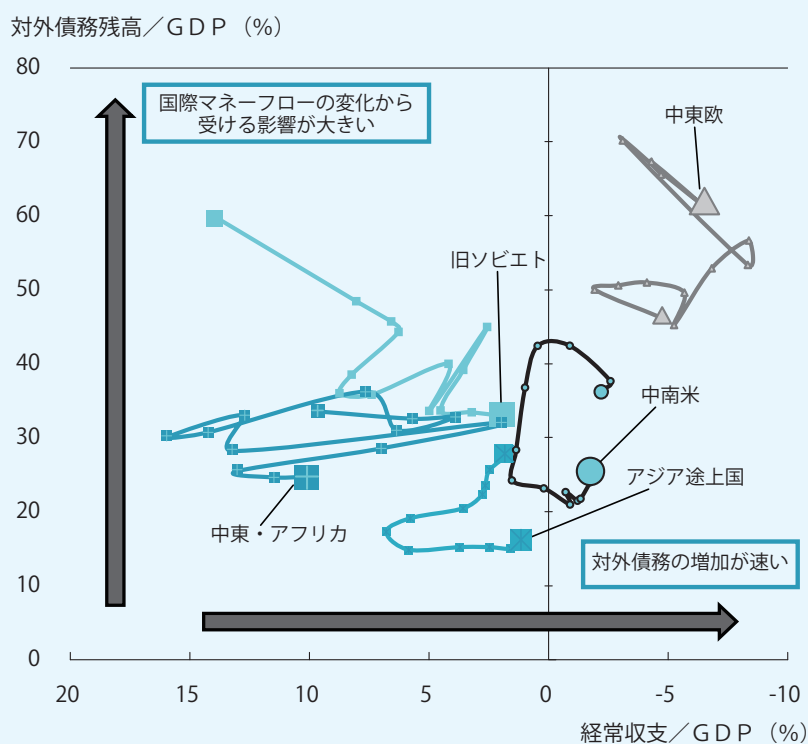
(出所) 各国統計、Haver Analyticsから大和総研作成

不足を海外からの資金フローでファイナンスしてきたことにある。この点に鑑みると、これらの国々の財政危機処理においては、今後の財政健全化プロセスや欧州連合による救済といった欧州圏内の事情のみならず、国際的な裁定を通じて市場が要求する利回りの変化、および結果として生じる財政収支見通しの変化にも慎重に目を配っておく必要があるだろう。

先進国のみならず新興国についても国際ファイナンスに対するエクスポージャーの大きさを測るべく、新興各地域のストックとフローの海外資本依存度の2000年以降の推移を示したものが図表6である。ここでは縦軸にストックの海外資本依存度（対外債務残高のGDP比）、横軸にフロー

の海外資本依存度（経常収支のGDP比）、すなわち対外債務残高の増加速度を示している。足元のエマージング市場においては、経験則に基づいた心理要因が働いているためか、為替・株式ともに過去に危機を経験したアジアや中南米の国々の下落が激しい。しかしアジア・中南米など過去に危機を経験した地域のバランスシートは、地域全体として見ると2000年代を通じておおむね改善方向に向かっている。②国際的な要求収益率の上昇から受ける影響という観点からは、むしろユーロ圏経済の拡大を背景とした資金流入を受け、地域全体としては中東欧のバランスシートが悪化している点に留意が必要であろう。

図表6 新興各地域のストックとフローの海外資本依存度



(注) 対外債務残高はグロスペース、横軸（経常収支/GDP）は逆目盛。
2000～12年の推移。大サイズのマーカ―は12年時点の数値、中サイズのマーカ―は2000年時点の数値
(出所) IMF “World Economic Outlook”から大和総研作成

3. 為替・金融政策の維持困難化

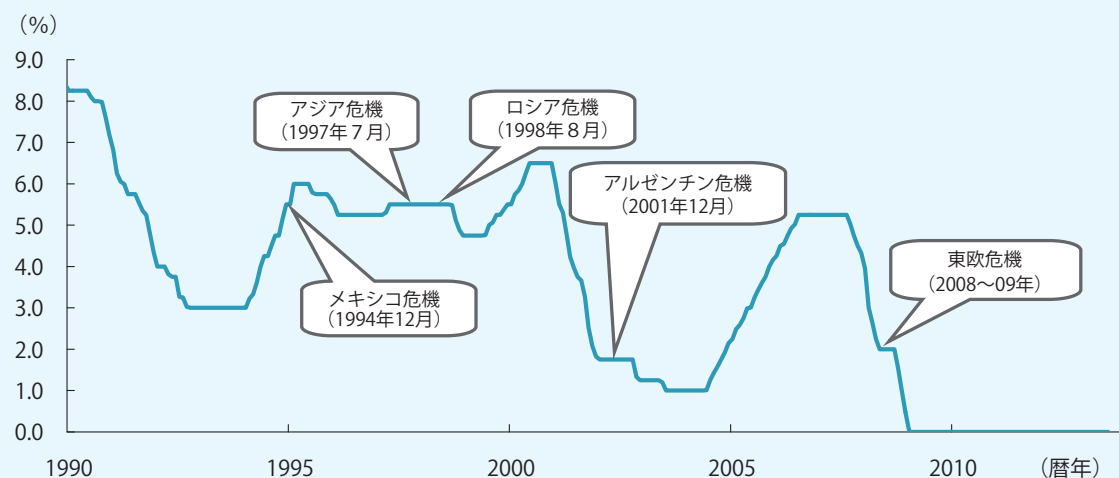
③について考えると、例えば米国金融政策が拙速な引き締めに向かい、ドルが大きく増価に向かった場合、硬直的な為替制度を採用している国は苦境に陥りやすい。ドルの増価は自国通貨の増価に直結するため輸出の競争条件が悪化する。より重要なことに、そうした国は米国金利の上昇を受け、為替レートを防衛するためには自国金利を引き上げるか、外貨準備を消費して（同時に自国通貨を吸収して）為替介入を行うか、その両方を行う必要に迫られる。さらに、通貨防衛に失敗した場合にはそれまでの資金流入の前提が崩れることから、金融危機を伴う通貨危機に発展する可能性があるだろう。このような要因が相まって、過去にもF R Bの金融引き締め局面においては、例えば1994年のメキシコ危機、97年のアジア危機、98年のロシア危機など、危機発生事例が見られた（図表7）。

ただし本質的には、硬直的な為替政策を採用していることが、外的なマネーフローから受ける政

策および経済の不安定性を（高めはするものの）致命的に左右するわけではない。極端な話をすれば、硬直的な為替政策を採用していても、対外負債の流出に耐え得る外貨準備を有しており、健全な経常収支を保っている国は（非不胎化為替介入を行った場合は金融引き締めにつながってしまうものの）、海外資本の流出に対して耐久力を有していると判断される。逆に柔軟な為替政策を採用していても、急激な資本流出を受けて為替レートが大きく減価した場合、金融セクターを安定させる目的や輸入物価の上昇に伴うインフレを防止する目的に沿って介入・金融引き締めを行うことは十分に考えられ、この点において外貨準備の残高は重要な意味を持つ。

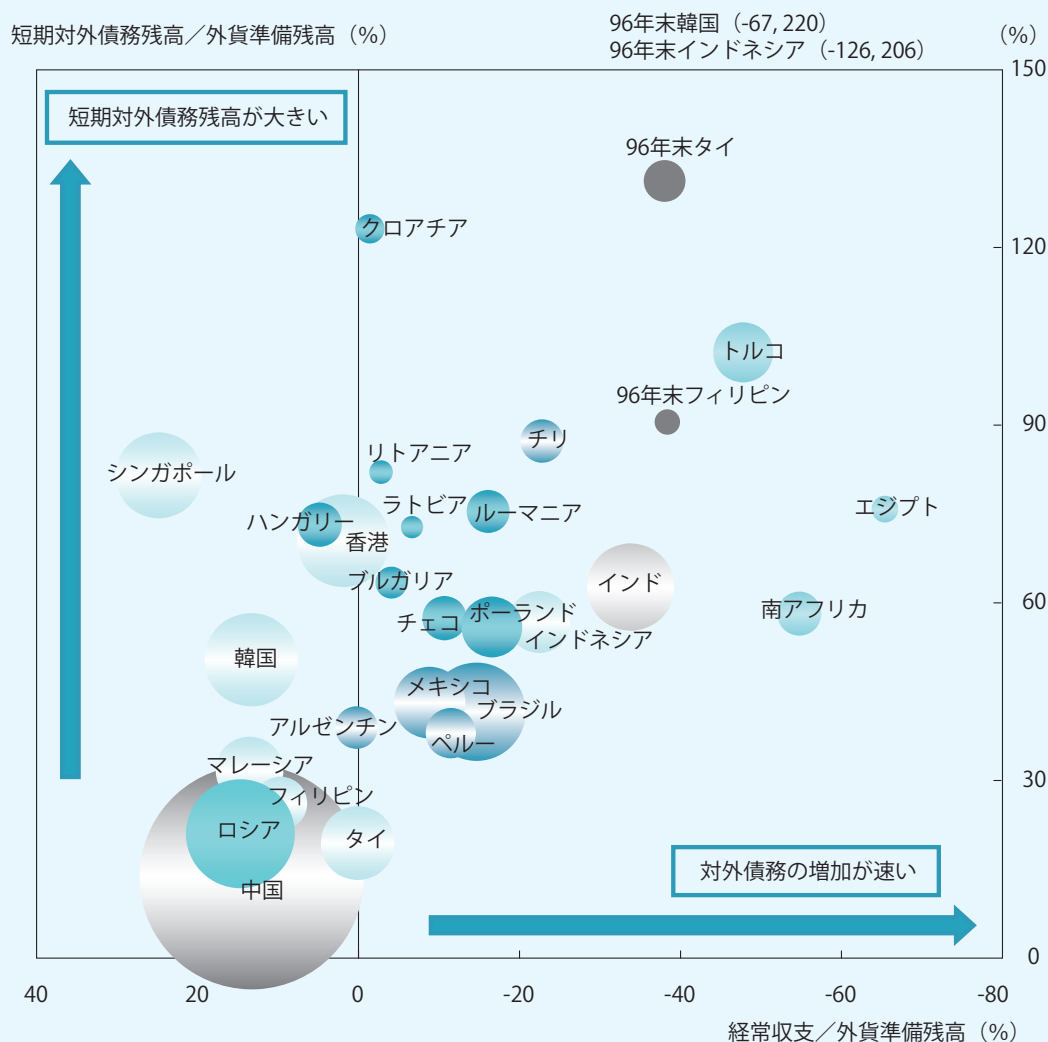
この点を鑑みて、図表8は新興各国・地域の、外貨準備残高に対する短期対外債務残高（縦軸）と経常収支（横軸）の比率を示している。ここで短期対外債務残高は公的部門のみならず民間部門も含めた数値であり、これに対応するのは外貨準備のみではなく、国全体としての対外流動資産である。しかし政策による対応能力を測る上で外貨

図表7 F F ターゲットの推移と過去の危機の発生時期



(出所) F R Bから大和総研作成

図表8 短期対外債務と経常収支の対外貨準備比



(注) 12年末時点、円の直径は外貨準備の規模に比例。横軸（経常収支／外貨準備残高）は逆目盛
(出所) 世界銀行、各国統計、Haver Analyticsから大和総研作成

準備残高は決定的な意味を持つことや、容易に把握可能な数値として市場の注目度が高いことを踏まえば、これらの指標を確認することは重要な意味を持つ。図表8を確認すると、通貨危機が発生した97年のアジア諸国に比べると総じて新興各国・地域は健全な状態を維持しているものの、一部の国において外貨準備残高に対し高水準の短期対外債務残高と経常収支赤字が見られる点には留意が必要である。

3章 金融市場への影響

1. 「リスクオン／オフ」のスイッチ

もちろんこれらの国・地域の経済構造や外部環境は過去と同じではなく、各国・地域の耐久力は個別の分析を通じて判断されるべきであろう。よって本稿ではあくまで可能性の一つとして指摘するが、仮にいずれかの国・地域で流動性懸念が台頭し、金融市場の信用不安が伝播した場合、世

界的に投資のリスク許容度が低下し、先述したような米国を基点としたマネーフローは逆流に向かうか、逆流にまで至らずとも、フロー活性化の速度は低下する。そしてそのようなシナリオの下においては、ドルは対リスク通貨⁵で増価、対安全通貨で減価が進むだろう。

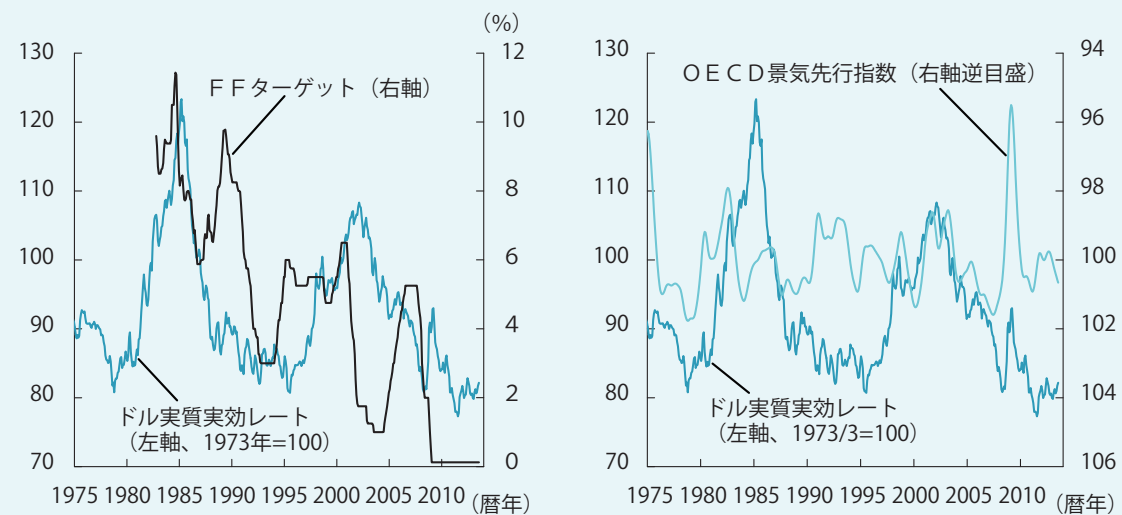
このように市場の懸念が膨らむ中でリスク資産への資本流入が細る状態は「リスクオフ」と呼ばれる。5月以降進んできた新興国株安や新興国通貨安・先進国通貨高は、緩和的だった米国金融政策を背景とした「リスクオン」のムードから、引き締めおよびそれに伴う世界景気の悪化懸念を背景とする「リスクオフ」のムードへと、金融市場がスイッチしたことを受けたものであると解釈できよう。

図表9（左図）に示すように、米国の政策金利

であるFFレートの推移はドルの実質実効レートに対して一定の一致性を有しているように見える。しかし見落とすべきでないのは、米国の金融政策の変更が上述したような経路から国際的なマネーフローと世界の景気に影響を及ぼし、結果として各国リスク資産に対する要求収益率を変化させ、また、安全資産たるドル（および米国債）に対する選好度を変化させているという点である。

図表9（右図）はドルの実質実効レートとOECD景気先行指数（逆目盛）の推移を並べたものであるが、こちらにも一定の一致性が見られる。つまりドルの為替レートは、米国景気→米国金融政策→ドル為替レートの経路のみから決定されているわけではなく、米国金融政策→世界景気→ドル為替レートという経路も含めた、複合的な要因で決定されているとみるべきである。従って為替

図表9 ドルの実質実効レートとFFターゲット（左図）、世界景気（右図）



（出所）FRB、OECD、Haver Analyticsから大和総研作成

5) ここでリスク通貨とは資金受容国の通貨、安全通貨とは資金供出国の通貨を指す。

なお、各国国際収支の動きから確認する限り、景気後退期に安全通貨が「買われる」と表現することは必ずしも正しくない。むしろ、資金供出国のリスクアペタイトが低下する中で海外投資のアンwindが生じた結果として、リスク通貨が買われる額が減少し、場合によっては資金需要国から資金供出国への資金の逆流が進む中で安全通貨が増価するケースがより一般的であると考えられる。

レートの先行きを占う上では、単純な金利差に着目するだけでなく、これまで述べてきたような国際的なマネーフローの変調を受けて世界景気がどの程度の影響を受けるのかという点が、決定的に重要な意味を持つ。

5月以降の新興国における通貨価値および資産価格の下落、そしてその裏側にあるドル（+安全通貨）の実効レートの増価は、これまで述べてきたような米国の金融政策が世界（とりわけ新興国）の景気に与える悪影響を市場が織り込んでいる結果とみられる。

こうした市場予想の変化を通じて日本円の為替レートが受ける影響を考えると、国際収支上の資金の出し手である日本の通貨は安全通貨として位置づけられる。従って米国金融政策の変化が市場予想以上に引き締め方向に傾き、世界景気の悪化が見込まれる場合、日本円はドルを含め多くの通貨に対して増価する可能性が高いだろう。逆にこうした懸念が払拭されるような市場予想よりも緩和的な政策変更および声明文が発表された場合には円安圧力が働くだろう。

以上を端的に体系化すると、F R Bの金融政策が①市場予想よりも緩和的であった場合にはドル実効レートの減価と日本円の対ドルでの増価が見込まれ、②引き締めのものではあるものの市場予想から大きく乖離しないマイルドなものにとどまる場合、ドルの実効レートは増価し、日本円は対ドルでの減価が見込まれるが、③市場予想を大きく上回る引き締めが国際的なマネーフローの変調を通じて世界景気の腰折れにつながるような場合、ドルの実効レートが大きく増価すると同時に、安全通貨である日本円が対ドルでも増価に向かうと予想される。

2. 今後の見通し

最後に、ここまでの議論を踏まえた上で、足元までの金融市場に米国金融政策が与えてきた影響を整理しつつ、今後の見通しについて議論する。

図表10は、5月までの緩和的な米国金融政策が世界の経済と金融市場に与えてきた影響を大まかにまとめたものである。緩和的な金融政策は米国の金利を低下させ、また、潤沢な流動性供給を背景とした世界経済の回復・拡大を根拠として「リスクオン」、すなわちリスク資産選好が進んできた。これらはいずれもドル安・新興国通貨高と世界景気の底上げ効果をもたらしてきたと考えられる。

しかし5月のF R B議長によるQ E 3縮小発言により、金融市場は将来の金融引き締めを織り込み始め、フォワードガイダンスおよび量的緩和による金利低下効果が剥落した。これを受けて、図表11にまとめているように、それまでの緩和的な金融政策の効果が反転し、米国の金利は上昇し、新興国を中心とした景気後退懸念から市場のムードは「リスクオフ」へとスイッチした。結果としてドル高・新興国通貨安が進み、新興国への資本流入が細る中で、半ば自己実現的に世界景気に対する懸念を高めさせた。

このような流れの中であって、9月17～18日に行われたF O M Cは市場に注目された。「リスクオフ」のトレンドが継続するか否かは、Q E 3縮小の発表およびそれに付随したF O M Cの声明文を受け、市場が予想している以上に新興国および世界経済のファンダメンタルズの悪化が見込まれるか否かにかかっているためである。逆に米国金融政策の変化がファンダメンタルズに与える影響が市場予想よりも軽微なものにとどまるとの

図表10 5月までの金融市場・世界経済

	「米国の金利低下」	「リスクオン」	総合効果
米国の国債金利	低下↓	-	低下↓
ドルの為替レート	減価↓	減価↓	減価↓
新興国の為替レート	増価↑	増価↑	増価↑
日本円	増価↑	減価↓	もみ合い (小幅減価)
世界経済・株式市場	米国↑	新興国↑↑	全般↑

(出所) 大和総研作成

図表11 5月以降の金融市場・世界経済

	「米国の金利上昇」	「リスクオン」→「リスクオフ」	総合効果
米国の国債金利	上昇↑	-	上昇↑
ドルの為替レート	増価↑	増価↑	増価↑
新興国の為替レート	減価↓	減価↓	減価↓
日本円	減価↓	増価↑	もみ合い (小幅増価)
世界経済・株式市場	米国↓	新興国↓↓	全般↓

(出所) 大和総研作成

図表12 9月以降の金融市場・世界経済

	「米国の金利低下」	「リスクオフ」→「リスクオン」	総合効果
米国の国債金利	低下↓	-	低下↓
ドルの為替レート	減価↓	減価↓	減価↓
新興国の為替レート	増価↑	増価↑	増価↑
日本円	増価↑	減価↓	もみ合い (小幅減価)
世界経済・株式市場	米国↑	新興国↑↑	全般↑

(出所) 大和総研作成

見通しが広まる場合には、市場の懸念が払拭されドル（+安全通貨）高、新興国通貨安の「リスクオフ」トレンドは止まる。

この点に鑑みると、9月のFOMCの結果は、「リスクオフ」の流れを「リスクオン」に引き戻すものであったと評価できよう。市場予想では9月からQE3縮小が開始されるとの見通しがコン

センサスとなっていたが、FRBは市場予想に反し、QE3による緩和の継続を決定・発表した。これを受けて先述したような5月以降の「リスクオフ」のトレンドは止まった。緩和継続の背景としては、当初FRBが見込んでいたほどには強くなかった景気指標や財政要因⁶による景気の下振れリスクに加え、5月のQE3縮小に関わる発言

6) 2014 会計年度が始まる10月1日までに新年度予算（もしくは暫定予算）が成立せず、連邦政府は予算執行の法的な裏付けを失い、10月15日現在で米国は政府機関の一部閉鎖状態にある。さらに予算に関連した上下院の対立から連邦債務上限の引き上げが可決されておらず、こう着状態が長引けば10月中下旬に米国債がデフォルト状態に陥る可能性が指摘されている。

により急速に長期金利が上昇してしまったこと、などが挙げられた。単純に量的な緩和が継続されたことのみならず、こうした緩和継続の背景に関するF R Bの認識が、市場の安心感を醸成したと考えられる。すなわち、弱い景気指標や景気の下振れリスクへの配慮が示されたことから、F R Bは今後も景気を腰折れさせないよう十分な注意を払いながら緩和政策の出口を模索していくことが示されたと言えよう。先述した「失業率が6.5%を上回り、1～2年先のインフレ見通しが2.5%にとどまり、インフレ期待が抑制されている状況下において」、異例に低水準のF F レートは妥当との文言も、修正されることなくF O M Cの声明文に残された。また、急速な長期金利の上昇を理由に緩和的な政策が維持されたことから、今後もF R Bが長期金利の急激な上昇を伴うような拙速な金融引き締めを行う意向を持っていないことが示唆され、このことも市場の懸念を後退させる材料となったと考えられる。

こうした要因から、フォワードガイダンス効果の剥落は部分的に相殺された。結果として図表12に示すように、金融市場は再び、「米国金利低下」+「リスクオン」の相場に回帰したと考えられる。無論、遠からぬ先に米国の金融政策の転換が見込まれる以上、このうち「米国金利低下」の要因は、いずれ再び「米国金利上昇」に転じる可能性が高いだろう。また、「リスクオン」のトレンドが継続するか否かは、先述したような金融政策のスタンス（景気に配慮し、金融市場の混乱を回避するため、拙速な引き締めに踏み切らないスタンス）をF R Bが継続するか否かにかかっている。9月のF O M Cの決定は、景気と市場の懸念に配慮した結果、Q E 3縮小の条件に対するハードルを高めてしまった側面がある。これをもって

量的な緩和政策が長期化すると見込むこともできよう。しかし他方で、緩和が長期化することのコストを懸念するF R Bが比較的小粒な要因（例えば財政懸念の後退や経済指標の小幅な改善など）を理由に緩和縮小に踏み切る可能性も、現時点では捨て切れない。そしてこのように市場予想に反した決定が行われた場合、先述したような緩和的な政策スタンスの継続性に疑義が生まれ、再び「リスクオフ」の展開へ再帰する可能性も捨て切れないだろう。

このように、「金利」と「リスクオン／オフ」の2つの要因を左右する米国の金融政策は、今後も世界経済および金融市場に決定的な影響を及ぼし続けていくだろう。

【参考文献】

- ・小林俊介「QE3縮小後の金利・為替・世界経済（前編）
ーシミュレーションに基づく定量的分析」大和総研、経
済社会研究班レポート、2013 年
[http://www.dir.co.jp/research/report/japan/
mlothers/20130909_007663.html](http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20130909_007663.html)
- ・小林俊介「QE3縮小後の金利・為替・世界経済（後編）
ーグローバルマネーフローを中心とした定性的検証」大
和総研、経済社会研究班レポート、2013 年
[http://www.dir.co.jp/research/report/japan/
mlothers/20130909_007664.html](http://www.dir.co.jp/research/report/japan/mlothers/20130909_007664.html)

[著者]

小林 俊介（こばやし しゅんすけ）



経済調査部
エコノミスト
担当は、日本経済（中期予測）、
社会経済構造分析