

# 米国：QE3の効果とコストの顕在化リスク

土屋 貴裕

## 要約

F R B（連邦準備制度理事会）は、2012年9月から総額と期限を定めない資産の買入れを開始し、2014年10月で終了する見込みとなった。

QEに伴うMBS（住宅ローン担保証券）の買入れは、住宅ローンの組成を促し、住宅市場の回復につながった。また、株価や住宅価格の上昇は、資産効果や家計のバランスシート調整に寄与する政策効果があったと考えられる。

一方、信用の緩和によるクレジット市場の過熱や資産価格の上昇は、バブルと断定できないが、超低金利環境とシャドーバンキングの組み合わせが、過剰流動性となり、金融政策の正常化の過程でコストに転化し得る可能性がある。資産価格上昇に利上げで対応することは必ずしも適切ではなく、一つの商品の価格下落は、他の市場や経済に波及し得る。マクロプルーデンス政策の強化が金融政策正常化の必要条件となろう。

経済の回復のカギを握るのは賃金の伸びとなるが、資金需要を新たに作り出すことができない金融政策だけの対応は限界があると考えられる。職業訓練や、設備投資を増やし、生産性を向上させて賃金の引き上げ余地をもたらず経済政策が求められよう。

## 目次

はじめに

1章 政策効果

2章 政策コスト

3章 今後の展望のために

おわりに

## はじめに

QE3（量的緩和第3弾）は、伝統的な金利ではなく、マネーの量を通じた金融緩和策であるため、「量的」緩和（QE：Quantitative Easing）と呼ばれている。2008年の「リーマン・ショック」直後にFRB（連邦準備制度理事会）の資金供給量が増大した政策対応を第1弾のQE1、2010年後半以降の国債購入を第2弾のQE2とし、それぞれ量的な指標を対象とする政策であることから、第3弾はQE3と呼ばれている。LSAP（Large-Scale Asset Purchase：大規模資産購入）と呼ばれることもあるが、本稿では“QE”を用いる。

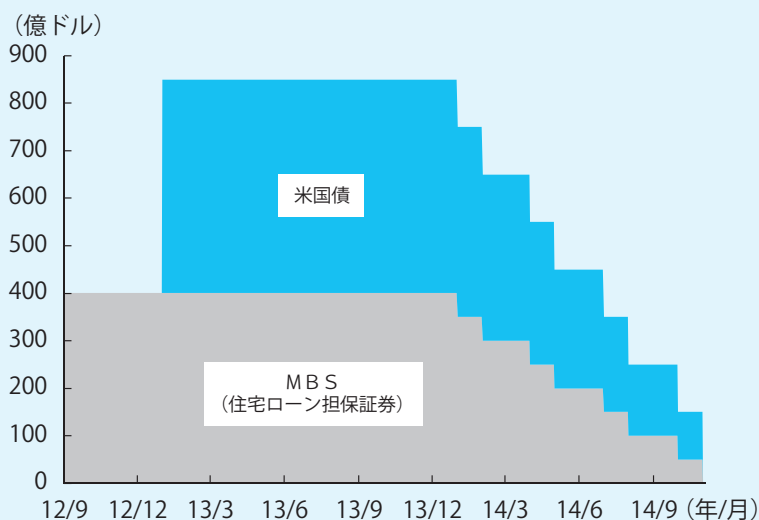
QE3とは、総額も期限も定めずに毎月一定額の資産を購入する政策である。2012年9月から、MBS（住宅ローン担保証券）などの買入れを月間400億ドルのペースで開始した。2013年1月からは、2012年末で期限切れとなったオペレー

ション・ツイストの代替策として、月間450億ドルの規模で米国債の買入れを追加した。以降、合わせて月間850億ドルのMBSと米国債を買入れてきた政策である。2014年1月から資産買入れ規模を徐々に縮小し始め（テーパリング）、FOMC（連邦公開市場委員会）の会合ごとに買入れ規模を100億ドルずつ減らしてきた。2014年10月のFOMCで資産買入れの終了が決定される見込みとなっている。FRBの資産規模はQE3によって、およそ2.8兆ドルから4.5兆ドルに拡大した。

本稿では、資産の買入れが終了するにあたり、QE3を暫定的に評価し、QE3終了後の政策を見通すための論点を検討する。

第1章では、QE3の政策効果として、資金需要が台頭していた住宅ローンの実行を促し、資産価格の上昇が個人消費拡大などにつながった効果があったことを確認する。第2章では、低金利下で短期資金の調達が可能になったことで、レバ

図表1 QE3に伴う資産買入れ規模（月当たり）



(注1) 2012年9月は約230億ドルの買入れであったが、400億ドルとして表示

(注2) 2014年10月で買入れがゼロになるとして描画

(出所) FRBから大和総研作成

レッジをかけた投資の拡大が、政策のコストに転化し得る可能性を挙げる。量的緩和政策からの出口を成功させた中央銀行の例はなく、先行きは見通し難いが、第3章では、不要な金利上昇を警戒しつつ、出口戦略の実行のために踏まえるべき政治、経済、金融面からの論点を挙げる。おわりに、F R Bの出口戦略に向けた論点をまとめる。

## 1章 政策効果

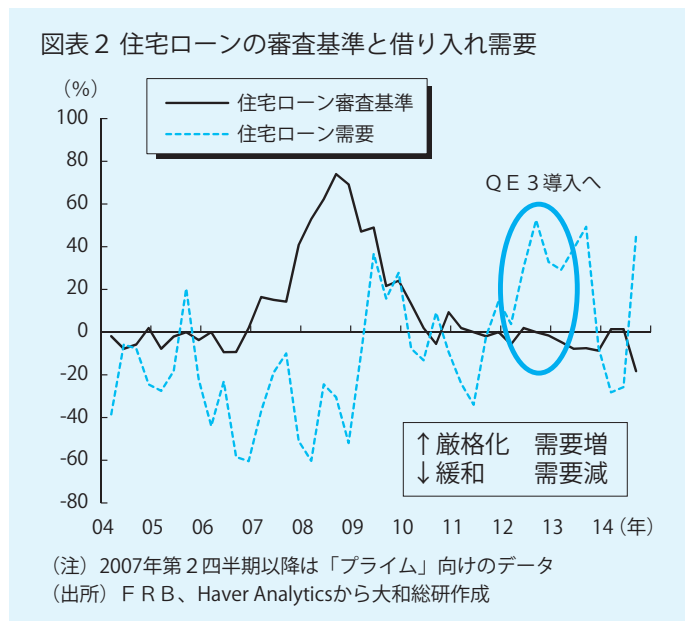
### 1. 住宅市場回復のサポート

リーマン・ショックを含む金融危機以降、米国では危機の背景となった家計が有する過大な住宅ローンの圧縮・調整が課題となっていた。金利は押し下げられ、住宅の差し押さえを回避する施策が実施された。住宅ローンをより低利なローンに借り換えられたことは、家計のバランスシートの調整に貢献し、元利払いを継続して差し押さえを回避することにつながった。これらは、借り手保護の対応となる。QE 3は当初、MBSの買入れ

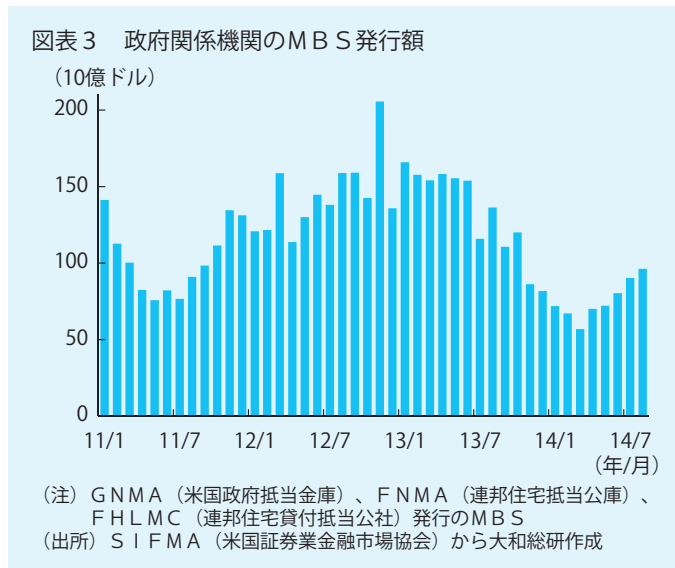
から始まったことから、政策の狙いは住宅市場にあったと考えられる。

この時期、F R Bが主要銀行の融資担当者を対象に実施する調査では、住宅ローン需要が盛り上がってきていたにもかかわらず、銀行の貸出態度は軟化していなかった。サブプライムローン問題で損失を被った銀行は、住宅ローンの供与に消極的で、住宅購入の障害となっていたのである。これは新規の住宅購入だけではなく、住み替えも阻んだ。バーナンキ前F R B議長は、2012年11月の講演で、「サブプライム問題後に貸出基準が厳格化したことは適切だった。しかし、現時点では貸出基準は過度に厳しく、信用力のある借り手も住宅を購入できなくなっている可能性がある」とした<sup>1)</sup>。そこで、F R BがMBSの確実な買い手となることで、MBSの裏付けとなる住宅ローンの組成を促し、F R BによるMBSの買入れが住宅市場の改善を後押しすることになったと考えられる。

政府関係機関によるMBSの発行は、QE 3に



1) Chairman Ben S. Bernanke, "Challenges in Housing and Mortgage Markets", November 15, 2012  
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20121115a.htm>



伴う資産買い入れの縮小が示唆されて金利が急騰し、住宅市場の回復が軟化する2013年の半ばまで高水準で推移した。住宅ローンの組成を促し、住宅市場回復の阻害要因を減らす信用緩和の側面があったと言えるだろう。それでもなお、2014年9月のFOMC後の記者会見におけるイエレンFRB議長や、一部の地区連銀総裁は、信用力に劣る世帯において住宅ローンが借りにくくなっていることにしばしば言及している。事実、住宅ローン残高は漸減傾向が続いており、必ずしも信用の緩和が十分であるとは限らない。

## 2. 資産効果

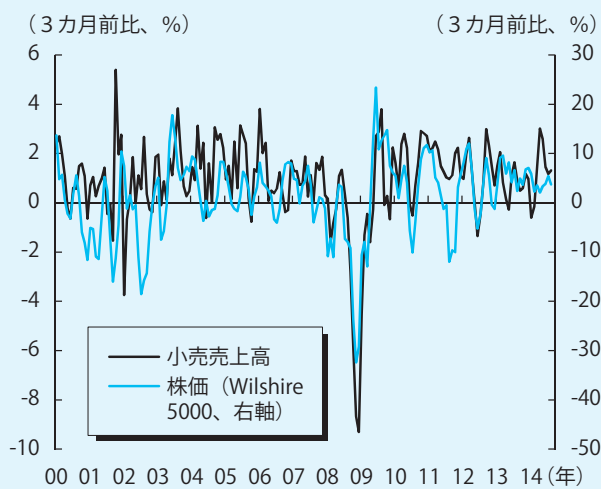
QE3に伴う資産の買入れと足並みを揃える形で、米国の株価指数は史上最高値をしばしば更新するペースで上昇した。量的緩和が資産価格上昇につながる理論的な背景としては、銀行が有価証券投資や貸出を通じてリスク資産の運用を拡大させる、ポートフォリオ・リバランス効果が挙げられる。しかし、こうした効果は確認できず、むしろFRBのバランスシートの拡大にやや先行する形で株価が上昇してきたことを踏まえると、QE

に対する過剰流動性相場への「期待」が株価形成に大きな効果をもたらしたと考えられる。

多くの家計が直接、間接的に株式を保有していることから、株価の上昇が個人消費の増加を促し、株価の上昇に加えて住宅価格も上昇し始めたことで、家計のバランスシート調整をさらに後押しすることになった。資産効果による景気回復は過去の金融政策でも見られたが、住宅は株式以上に幅広い層が保有していることから、住宅価格上昇による資産効果は幅広い層に恩恵をもたらす、転居を伴う転職など、必要に応じた住み替えも可能にした。

QE3開始決定前後は、多くの減税措置などが一度に失効する「財政の崖」問題が2012年末に控えるなどの懸念材料もあって、労働市場の改善ペースも鈍化し、何らかの政策対応が求められていた。財政政策は期待できず、金融政策の対応が期待されていたが、中央銀行はまったく新たに資金需要を生み出すことはできない。個々のセクターの信用の配分に介入すべきではないが、住宅ローン需要という、その時に台頭した資金需要を捉えた対応と言える。

図表4 個人消費と株価



(出所) Census、Dow Jones、Haver Analyticsから大和総研作成

QE 3の政策効果は、信用緩和を通じて住宅市場回復の阻害要因であった住宅ローンの組成を促すことと、資産価格の上昇と要約できよう。住宅購入は、自動車や家具・家電の購入につながり、また民間部門平均を上回る賃金水準である建設業の雇用拡大に貢献した。さらに、資産価格の上昇は個人消費の拡大に加えて、家計のバランスシート調整を加速させたと言える。GDPに占める住宅投資の構成比以上の効果があったと考えられよう。

## 2章 政策コスト

### 1. 資産バブルの可能性

低金利環境が続いてきたことで、金融市場ではより高い利回りを求める“Search for yield”の動きが加速した。しばしばFRB高官からも指摘されてきたように、クレジット市場の過熱感を象徴するのが低格付けのハイイールド債の発行である。企業の前向きな資金需要が盛り上がっていないにもかかわらず、発行額は金融危機前を上回る水準にまで達した。将来の利上げに備えて、低利

での長めの資金調達を進めたとの解釈も可能だが、投資適格債との比較でもハイイールド債の比率は高く、またクレジットスプレッドは歴史的低水準にある。

企業向けでは、銀行でも比較的风险の大きな企業向けの融資を積極化させる動きも見られた。投機的格付けの企業に対する融資であるレバレッジド・ローンが人気化し、懸念したFRBは銀行に審査の厳格化を求め、2013年3月にレバレッジド・ローンの審査に関するガイドラインを発表している。

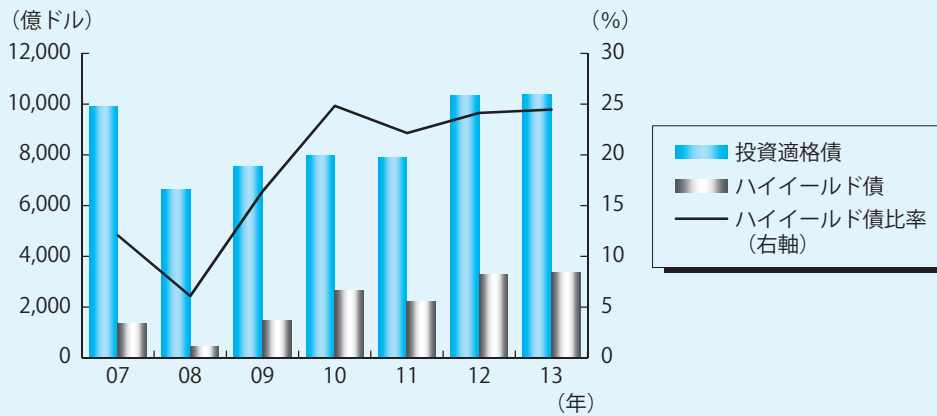
個人は、レバレッジド・ローンの購入者であり、また自動車ローンなどの借り手となった。自動車ローン残高の増加は、堅調な自動車販売を踏まえれば当然であり、90日以上の延滞率も上昇していない。だが、自動車ローンを担保とするABS（資産担保証券）のうち、サブプライム先へのローンを担保とするABSの比率が上昇している。直ちに問題にはなりにくいとしても、自動車ローンは規制強化が進む銀行からではなく、銀行以外の金融機関の融資が過半を占めることから、新たなサブ

プライム問題のリスクを踏まえておくべきだろう。

政策効果でもある住宅価格や株価の上昇も、その上昇ペースの速さは不安視されている対象である。2014年7月のイエレンFRB議長の議会証言では、QE3に伴う資産バブルの可能性を否定したが、一部のセクターでは株価のバリュエーションが割高であるという異例の指摘を行った。バブルではないにしても、警戒が必要であることを認めたことになる。

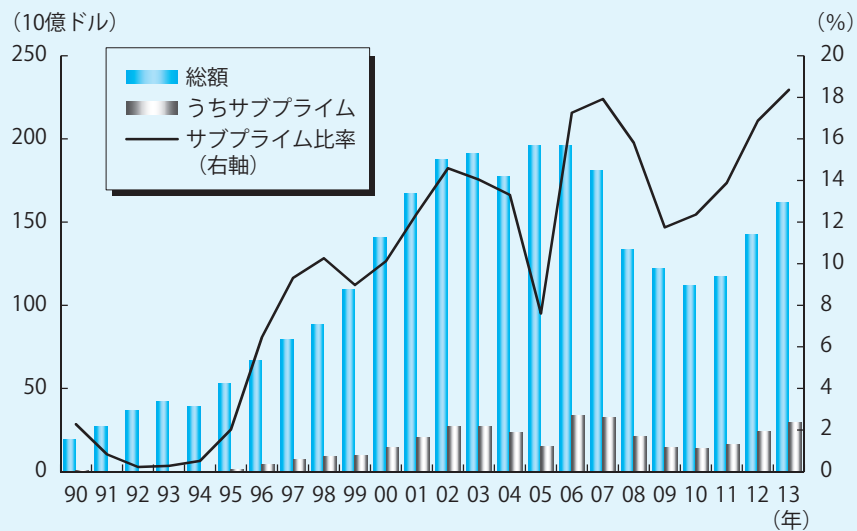
QE3が一定の信用緩和効果をもたらして、クレジット市場が過熱し、また資産価格が上昇していることは、バブルと断定できない以上、資産買い入れが終了する現時点では政策コストとは呼べないだろう。だが、今後の金融政策の正常化の過程で、コストに転化し得る可能性がある。資産価格の上昇は、政策効果と政策コストに転じ得る可能性という二面性を持ち合わせていると考えられよう。

図表5 社債発行額



(出所) S I F M A から大和総研作成

図表6 自動車ローンを裏付けとするABS残高



(出所) S I F M A から大和総研作成

## 2. コストになる可能性があるシャドーバンキング

### 1) リターンを求める投資行動

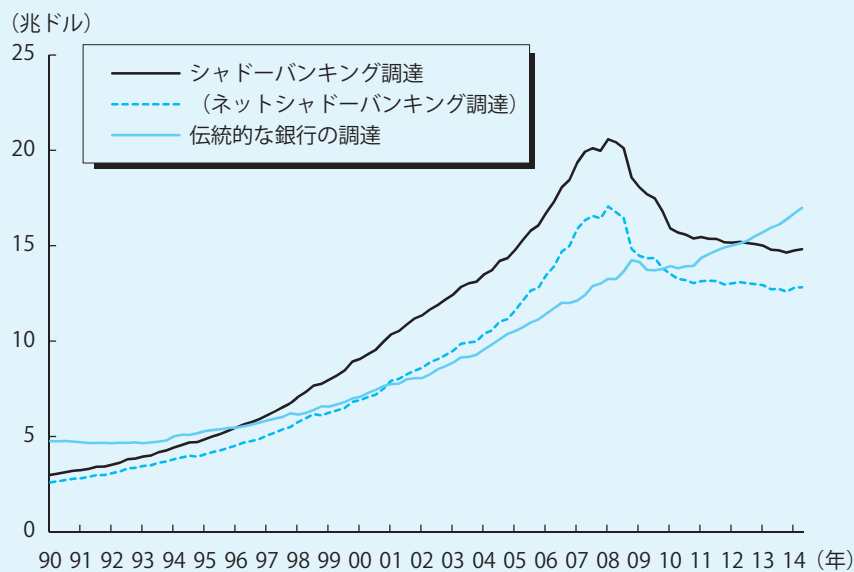
歴史的な超低金利に対して、リターンを求める投資行動には、これまでよりも高いリスクの投資を行うか、同程度のリスクの投資に多くの資金を投入する方法がある。短期金融市場への豊富な資金供給がこうしたこれまでより高いリスクの投資を可能にした可能性がある。

すなわち、シャドーバンキングと呼ばれる、既存の銀行システムとは異なる金融システムが、クレジット市場に過熱感をもたらした資金供給源とされる。シャドーバンキングに明確な定義はない

が、銀行規制の対象とならず、中央銀行との取引がない金融システムである。MMFなどの投資信託やレポ取引などが挙げられる。

銀行部門は国際的にも金融危機の再発防止のため、大手銀行を中心に資本規制や流動性規制が整備され、規制の強化が進んできた。一方で、シャドーバンキングには、中央銀行の「最後の貸し手」機能が及ばず、信用リスクや流動性リスクに対して脆弱であるとされる。ニューヨーク連銀のスタッフペーパー<sup>2</sup>をもとに米国のシャドーバンキングの規模を試算すると、QE 3の実施時期ではその残高は緩やかな減少ペースで、横ばいに近い。

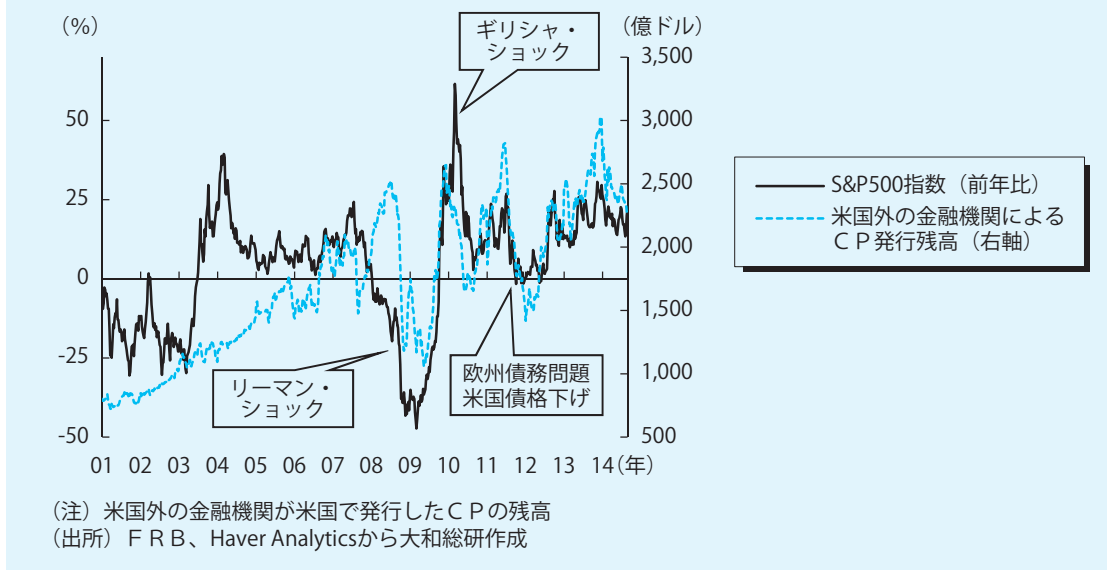
図表7 シャドーバンキングと伝統的な銀行の資金調達



(注) 伝統的な資金調達は、民間預金取り扱い金融機関 (Private Depository Institutions) の資金調達額 (Liabilities)。シャドーバンキングは、Open Mkt Paper、Fed Funds & Security Repurchase Agreements (民間金融機関による資金供給分を除く)、Net Securities Lending、GSE Total Liabilities、GSE Total Pool Securities、Total Liabilities of ABS Issuers、Total Shares Outstanding of MMMFの合計とした。  
ネットシャドーバンキングは、シャドーバンキング調達額から、G S E が保有する他の G S E 発行債券と、A B S による C P 運用を除く  
(出所) F R B、Haver Analyticsから大和総研作成

2) Zoltan Pozsar, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, Hayley Boesky “Shadow Banking”, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 458, July 2010 Revised February 2012  
[http://www.newyorkfed.org/research/staff\\_reports/sr458.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr458.pdf)

図表8 米国外の金融機関のCP発行残高と米国株価指数



## 2) 「過剰流動性」とは

超低金利環境で少しでも高いリターンを求める動きがあり、それはシャドーバンキングそのものでもある。例えばモーゲージREIT（不動産投資信託）などのファンドは高いレバレッジをかけたり、金利リスクや流動性リスクを負った運用をしているが、シャドーバンキングが、レバレッジをかける資金を供給する場合もある。

市場規模は相対的に小さいものの、様々なデータが得られるCP（コマーシャルペーパー）市場もシャドーバンキングの一つであり、リーマン・ショック以降、米国外の金融機関のCP調達残高と株価指数には高い連動性が認められる。QE3の信用緩和効果によって、信用力の高い債務者の資金需要は満たされるはずであることを踏まえると、調達資金は、相対的に信用力が低い債務や資産市場でのリスクテイクに使われている可能性がある。銀行以外からの、こうした短期金融市場での状況が資産価格変動の全てを説明するわけではないが、バブルに向けたリスクの増幅メカニズム

の一つであり、変動幅を大きくしている可能性は指摘できよう。

超低金利環境と規制の緩いシャドーバンキングの組み合わせを、「過剰流動性」と言うこともできるだろう。金利上昇時に、短期調達であれば、調達コストが膨らみ、短期金融市場の流動性環境次第では資金繰りにも影響が出るだろう。MBSなどを対象とする長期運用であれば、投資対象の価格下落が生じることになる。短期調達と長期運用の組み合わせであれば、金利上昇時に両方の影響が同時に及ぶというリスクが蓄積されていることになり、金利リスク、流動性リスクが顕在化し、金融システム不安を招くリスクが潜んでいると言えよう。金利上昇時は、シャドーバンキングからの資金を調達している主体の行動いかんによって、資産価格の下落に拍車がかかる可能性がある。



### 3章 今後の展望のために

#### 1. スウェーデンの事例

2008年の世界的な金融危機に対して、スウェーデンの中央銀行であるリクスバンクは、大幅な利下げを実施した。4.75%まで引き上げていた政策金利（レポレート）を2009年7月の0.25%まで引き下げたのである。リクスバンクの資産規模は3倍超に膨らみ、マネタリーベースの残高は最大で利上げ前の4.5倍以上に達した。ただし、マネタリーベースなどの量の拡大は、金融危機に伴う市場の流動性枯渇に対応することが主眼であって、量の拡大そのものを目指したわけではなかった<sup>3</sup>。

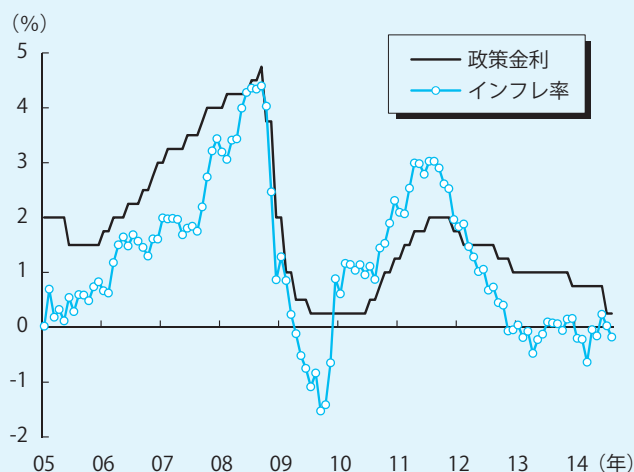
大幅な利下げに伴い、スウェーデンにおける金融機関の与信は拡大した。特に家計向けの与信は住宅取得に向かい、前年比マイナスに落ち込んでいた住宅着工件数と住宅価格は2009年半ばに底打ちし、実質GDP成長率は、消費の回復に支えられて2009年4-6月期に前期比でプラスに転

じた。インフレ率（CPI）が前年比マイナスの伸びから脱し、スウェーデンはインフレターゲット政策（目標値2%）を採用していることと、住宅バブルを懸念して、失業率は8%と高い状況のまま、2010年7月に利上げに踏み切った。

しかし、利上げに欧州債務問題による欧州経済の減速が加わり、リセッションの懸念から2011年12月には再び利下げに転じた。その後も、インフレ率の鈍化は続き、2012年後半以降は前年比ゼロ近傍、ないし小幅ながらマイナスの伸びとなって、デフレが現実のものとなりつつある。さらに、家計の債務残高は、利上げ局面において前年比伸び率は鈍化したものの、所得対比での債務残高が圧縮されることはなかった。2014年も上昇を続ける住宅価格が下落に転じた場合の、家計のバランスシート調整が懸念されるところである。リクスバンクはデフレと住宅価格の下落リスク、家計債務の増大に対処する必要に迫られている。

スウェーデンでは、信用状況改善のための低金

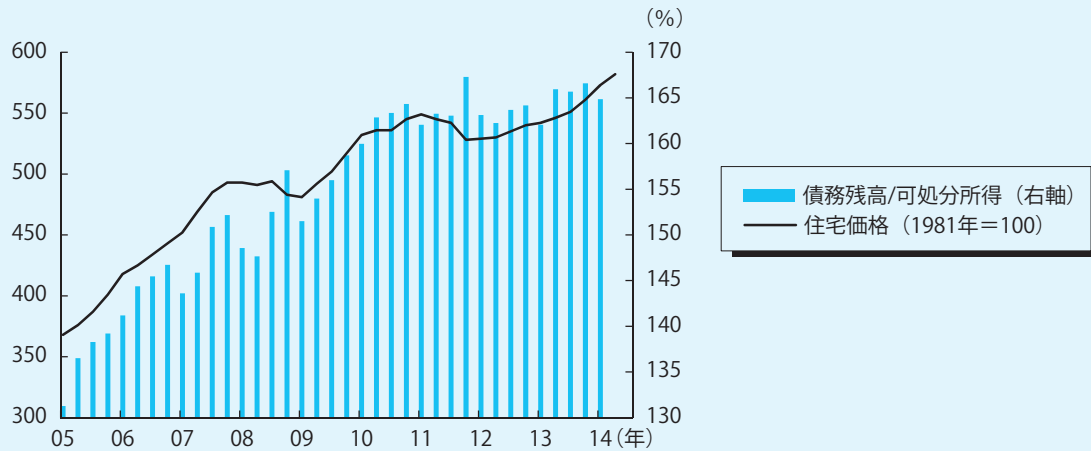
図表9 スウェーデンの政策金利とインフレ率



(注) インフレ率はCPI総合前年比。金利は月末値  
(出所) Riksbank, Statistiska Centralbyran (スウェーデン統計局)、Haver Analyticsから大和総研作成

3) 加藤出「短期金融市場の現場で何が起きたか?」、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』平成22年第1号（通巻第99号）2010年2月

図表10 スウェーデンの家計債務残高と住宅価格



(注) 季節調整はHaver Analyticsによる  
(出所) Statistiska Centralbyran、Haver Analyticsから大和総研作成

利環境が資産バブルを作り出し、利上げの背景の一つに家計債務の積み上がりなど、金融面での混乱への懸念があった。マクロプルーデンス政策として、銀行の自己資本比率が引き上げられていたにもかかわらず、融資が伸びていたのである。

## 2. 金融面の課題

### 1) 米国内の短期金融市場

F R Bによる利上げの先には、膨らんだF R Bの資産の圧縮という話題が控えている。このうち2.9兆ドルは銀行の準備預金であり、多くの銀行が25ベーシスポイントの金利を得つつ、保有する流動性の一部としている。

銀行部門への流動性規制は強化され、大手銀行向けの流動規制は既に最終段階にある。また、タルーロF R B理事によれば、大手銀行の資本規制のさらなる強化を検討するにあたっては、短期ホールセール資金調達への依存度を組み込む可能性が指摘されている<sup>4</sup>。大手銀行の流動性リスク

は低減され、短期的には保有資産の圧縮や収益機会の減少が市場にネガティブな影響を及ぼすとしても、長期的には、金融システム全体の安定に寄与するだろう。

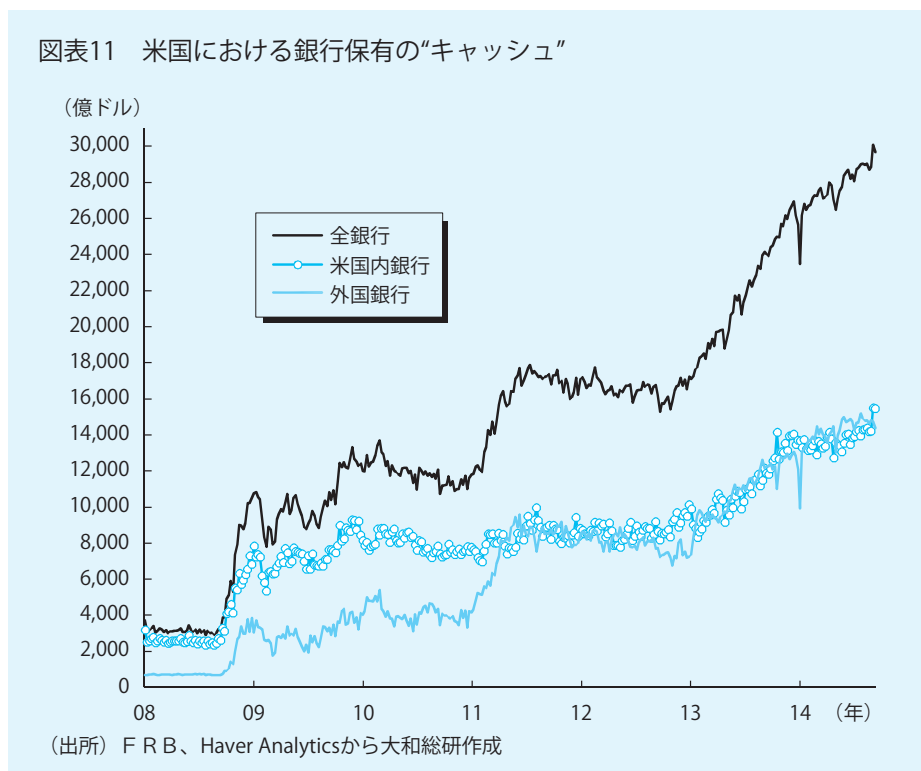
ところが、積み上がった準備預金の半分を保有する米国外の金融機関向けの規制はまだできていない。外国銀行が保有する準備預金の圧縮と市場のデレバレッジが、市場の混乱につながるリスクがあるだろう。さらに、国内の中小銀行や銀行以外の金融機関が流動性をどのように保有する姿勢をみせるかで、F R Bの資産圧縮過程での短期金融市場の逼迫度合いは変わることになり、現時点では見通し難い。

また、銀行部門の規制は進展したが、シャドールバンキングの与信管理は、S E C（証券取引委員会）によるMMF規制改革などが進められているが途上にあり、その進捗は金融規制面からみた出口戦略の先行きを探る要因となろう。

流動性の問題に加えて、市場が利上げをどう織

4) Governor Daniel K. Tarullo, "Dodd-Frank Implementation", September 9, 2014  
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/tarullo20140909a.htm>

図表11 米国における銀行保有の“キャッシュ”



り込んでいるかという問題もある。

QE 3のテーパリングの開始時期は、政府閉鎖などの影響もあったが、市場の2013年の年央という予想と異なり、2013年末に先送りされた。F O M C会合ごとに毎回100億ドルずつという小幅なペースで実施されたことは、市場の予見可能性を高め、市場の混乱を招くことはなかった。

テーパリングの開始と経緯が無難な対応になったのは、2013年の夏にかけて、バーナンキ前F R B議長らがテーパリングを示唆しただけで金利が急騰したことを受けた対応と考えられる。

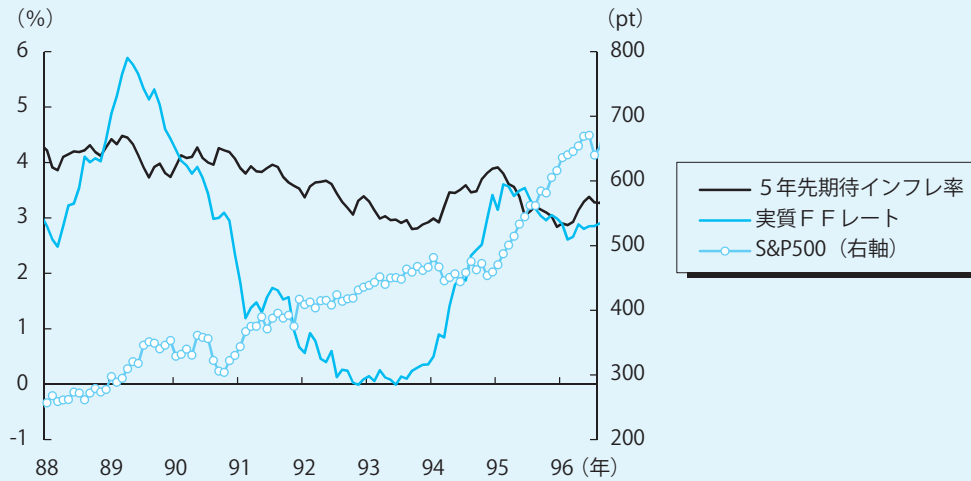
利上げは、テーパリングという金融緩和のアクセルを緩めることではなく、明らかにブレーキを踏むという方向性の違いがある。実際にテーパリングを決定した時と同様に、利上げと利上げの先にある超過準備の削減を見越した動きが生じる可能性を踏まえた対応が必要と言えよう。

## 2) 市場の想定と海外への波及

市場との対話という観点では、1994年のF R Bによる利上げ開始時が想起される。F R Bによる過去の利上げ局面を俯瞰すると1994年を除き、株価が上昇するなど好調な経済動向を背景にした利上げであった。

1994年当時、S & L危機に対応するため、F Fレート誘導目標は3%と6%ポイント以上引き下げられ、インフレ率とほぼ同じで、実質F Fレートはゼロ近傍にあった。インフレ率は落ち着いていたが、期待インフレ率がやや上昇しつつあったことから、利上げはインフレ懸念に対する予防的引き締めとされた。ところが、实体经济は同年に発効するN A F T A（北米自由貿易協定）によって、国内の雇用が奪われるという産業の空洞化懸念がある「ジョブレスリカバリー」と呼ばれた状況で、利上げは市場の想定外であったとみられ金利は急騰した。金利上昇は、カリフォルニア州オ

図表12 1994年前後の経済・金融動向（月次）



(注1) 実質FFレートはCPIコアで実質化  
 (注2) 期待インフレ率はクリーブランド連銀算出  
 (出所) FRB、クリーブランド連銀、S & P、Haver Analyticsから大和総研作成

レンジ郡の破綻につながり、テキーラ・ショックと呼ばれるメキシコの通貨危機へ波及した。2014年1月頃の市場の混乱は、1994年型のリスクが警戒されたのであろう。

こうした事例から、市場が想定していない利上げが行われると、その影響は、1994年当時よりも拡大しているであろうホールセール短期市場を経由して海外経済へ波及する可能性が考えられる。それでも、2013年夏と2014年1月頃の市場の混乱を経て、エマージング市場のファンダメンタルズ改善などの備えの必要性が認識され、シャドバンキングなどへの規制を通じたマクロプルーデンス政策の進展からは、大きな混乱にはなりにくいだろう。市場が織り込んでいないリスクに対して、FRBは経済情勢次第で、利上げ時期が前倒しになることを強調して、市場に織り込ませる必要があると考えられる。

先に見たスウェーデンの例では、利上げで金利上昇期待があったほか、欧州債務問題の最中に、相対的に健全な財政状況であったスウェーデンに

海外から資金が流入した。FRBの利上げ局面において、新興市場などの動揺が限定的であっても、米国へ還流する資金の行方次第では、米国での資産バブルを助長するリスクがある。

新興国もインフレを抑制し、資本逃避を回避する、または為替レート下落を防止するために利上げで対応するのであれば、FRBの利上げ開始時期以上に、利上げのペースや幅によって左右されるだろう。

### 3. 労働市場の分極化への対応

住宅市場などで無理に資金需要を喚起することは、信用バブルにつながる恐れがある。望ましいのは信用緩和の必要性が低下する所得の増加が住宅の購入や消費拡大の原資となることであろう。

労働市場において、非農業部門の雇用者数は危機前を回復し、全体として改善方向にある。業種別にはまちまちで、雇用者数が大きく増えたのは、低賃金の小売や娯楽・レジャーなどの業種である。賃金格差が拡大しているほか、イエレンFRB

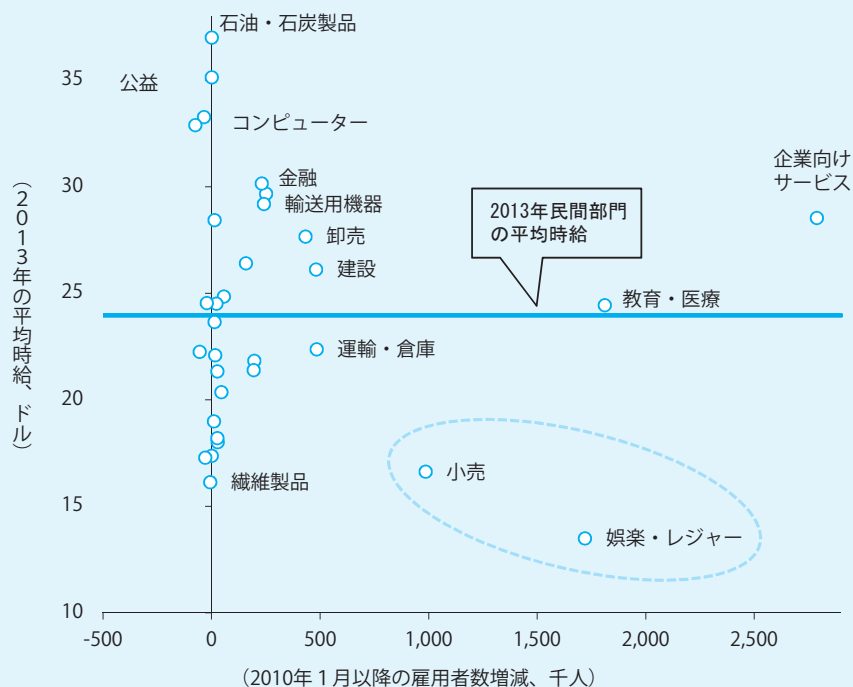
議長が指摘する長期失業者や経済的理由のパートタイム労働者が数多くいること、そして、労働移動の低下などの労働市場の分極化によって回復はまだら模様となっている。住宅ローンの借りやすさの違いは、労働市場で置かれている環境の違いに端を発している面もある。

こうした労働市場に残る課題の背景が循環的要因であれば、金融政策に対応の余地があるが、構造的要因に基づく変化や、所得格差、資産格差の拡大は、中央銀行では必ずしも対応できない。イエレンFRB議長も部分的には、構造的要因によって労働参加率が低下し、失業率の低下要因になっていることを認めており、すなわち、金融緩和の限界を認めていることになる。労働市場の構造問題の一つである、高い失業率と高い欠員率が

併存する「雇用のミスマッチ」の解消には、経済の総需要の拡大と合わせて職業訓練も必要で、例えばニューヨーク連銀のダドリー総裁も職業訓練の必要性を説いている<sup>5)</sup>。

また、近年は、労働生産性の伸びが鈍化しており、その背景には資本装備率の低下がある。すなわち、設備投資の不足が生産性の向上を阻み、賃金の引き上げ余地を限られたものにしてしている可能性がある。企業のマインドが低いわけではないことから、税制対応など、企業の背中を押す政策が求められる。法人税率の引き下げは、2012年の大統領選で、オバマ大統領と共和党のロムニー候補が共に主張していたにもかかわらず、上院と下院で多数党が異なる議会構成で、議論は進んでいない。

図表13 業種別雇用者数増減と賃金

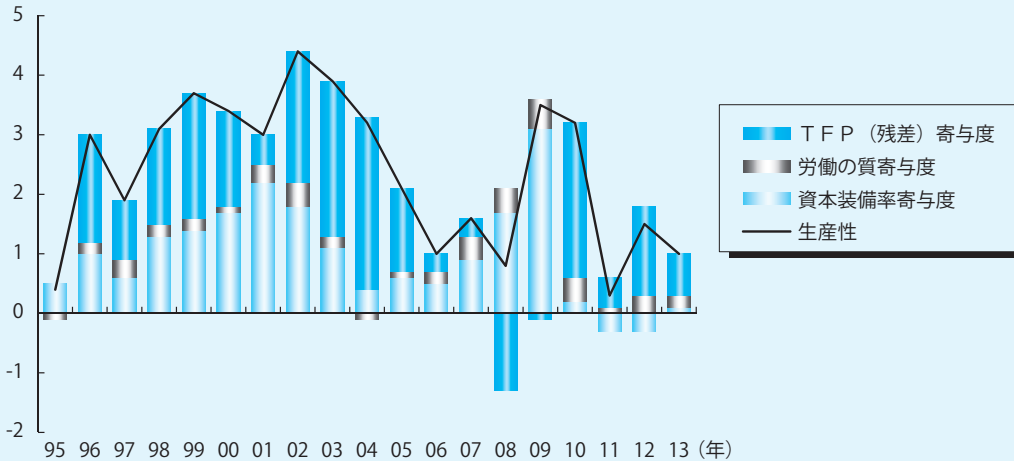


(出所) BLS (米労働省労働統計局)、Haver Analyticsから大和総研作成

5) William C. Dudley, President and Chief Executive Officer, "What Kind of Jobs Have Been Created During the Recovery?", May 21, 2014  
<http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2014/dud140521.html>

図表14 民間部門の労働生産性の伸び

(%、%ポイント)



(注) TFPは全要素生産性で、労働生産性の伸びから労働の質寄与度と資本装備率寄与度の残差として表示  
(出所) BLSから大和総研作成

#### 4. 政治関係のスケジュール

政策課題の解決にあたる連邦議員が決まる中間選挙が2014年11月に行われる。中長期の財政政策や労働市場の分極化対応、移民政策などがどうなるかなどで、金融政策の先行き見通しも変わる。また、2016年の大統領選挙に向けた動きも踏まえなければならない。

短期的には、2015年3月に到来する連邦政府の債務上限問題、2015年10月から始まる2016年度予算の審議などが課題となる。2016年度の予算は民主・共和両党間に何ら合意がなく、議論は一からスタートさせなければならない。強い批判を受けた2013年の政府閉鎖のような事態は避けられるとしても、CBO（議会予算局）による財政赤字の縮小見通しは、2015年度までで、その先は再び赤字が拡大する見通しになっている。短期・中長期の財政問題が経済成長の妨げになるのであれば、QE3のテーパリング開始時期が先送りされたように、利上げ開始時期も先送りされ

る可能性が高まろう。

また、中間選挙で優勢が伝えられる共和党は、裁量的な金融政策に批判的な傾向があり、FRBの廃止論は極論だとしても、2016年の大統領選を見越して、民間金融機関に利子を支払う超過準備やリバースレポへの批判を高める可能性がある。特に準備預金の半分は海外の金融機関が保有していることから、批判の対象としやすいだろう。FRBは出口戦略の遂行に当たり、政治動向も見極める必要があると言えよう。

#### おわりに

FRBの出口戦略に向けた今後のスケジュールは経済情勢次第であることは言うまでもないが、利上げ開始時までには、利上げの先にあるFRBの資産圧縮に備えた体制を整えておく必要がある。

信用を緩和し、借り入れ主体のレバレッジを高めることや資産価格が上昇することは、住宅投資や消費の拡大につながる一定の効果が認められ

る。だが、資産価格の上昇は、バブルにつながるリスクがあり、持続的ではない。スウェーデンの例に見たように、資産価格の上昇に利上げで対応することは必ずしも適切ではなく、マクロプルーデンス政策を強化することが一つの方策となる。FRBは、超過準備の圧縮が金融市場や資産価格の過度な急変動を招くことがないように、金融政策の正常化の必要条件の一つとして、金融規制の強化を進めることを優先するだろう。

ただし、過度に厳しければ借り手にとって信用を引き締めることになり、緩やか過ぎればバブルのリスクが高まることになる。既に信用バブルあるいは資産バブルを警戒しなければならない市場があり、金融政策の正常化には慎重を要する。

また、1994年の利上げが市場の想定外で、不要な金利上昇を招いたことから、市場が利上げや流動性の減少を予見し、対応できることが必要となる。ある一つの金融商品の価格下落は流動性の逼迫を通じて他の商品へ波及し、さらに内外の経済にも波及する可能性がある。その波及経路ともいえるシャドバンキングなどからの投資資金の引き揚げに留意しなければならない。利上げやFRBのバランスシート規模の縮小に際しては、規制強化が進んだ銀行システムではなく、銀行以外の金融システムへの規制強化が主な課題となる。

FRBは雇用の最大化と物価の安定という2つの目標と、金融市場の不安定化リスクという両者のバランスを取る必要があることになる。

適度なインフレ率の達成を含め、カギを握るのは賃金の伸びとなるが、資金需要を新たに作り出すことができない金融政策だけの対応は限界があると考えられる。雇用のミスマッチを解消する職業訓練や、設備投資を増やし、生産性を向上さ

せて賃金の引き上げ余地をもたらす経済政策が求められよう。

政策コストは出口戦略の過程で顕在化する可能性があり、出口戦略は複雑になるだろう。出口戦略が成功して初めてQE全体の評価ができることになる。

【参考文献】

- ・加藤出「短期金融市場の現場で何が起きたか?」、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』平成22年第1号（通巻第99号）2010年2月
- ・土屋貴裕「米金融緩和政策のマネーフロー分析」大和総研 2011年7月22日
- ・Chairman Ben S. Bernanke, “Challenges in Housing and Mortgage Markets”, November 15, 2012
- ・Tobias Adrian, Adam B. Ashcraft, Nicola Cetorelli, “Shadow Bank Monitoring”, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 638, September 2013
- ・Zoltan Pozsar, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, Hayley Boesky “Shadow Banking”, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 458, July 2010. Revised February 2012
- ・FRBウェブサイト
- ・ニューヨーク連銀ウェブサイト
- ・米労働省ウェブサイト
- ・リクスバンクウェブサイト

[著者]

土屋 貴裕（つちや たかひろ）



ニューヨークリサーチセンター  
シニアエコノミスト  
担当は、米国経済全般