

米国金融政策の出口に向けた課題と展望

土屋 貴裕

要約

F R B（連邦準備制度理事会）による量的緩和の第3弾であるQ E 3は、2014年10月に終了した。F R Bは市場にショックを与えないよう、F O M C（連邦公開市場委員会）の声明文を徐々に修正し、利上げに向けた環境整備を進めている。

米国の労働市場の改善は進み、残る賃金上昇などの課題はばらつきがあって、さらなる改善には、金融政策だけでは対応し難い状況に達しつつあり、政策対応のバトンは議会に引き継がれるべき状況と言えよう。インフレ率は鈍化しているが、原油以外のコモディティ価格も同時期に下落し、過剰流動性の巻き戻しの影響が一部含まれている可能性がある。

利上げに際して、過去の事例から長期金利の急上昇あるいは資産価格急落のリスクがあること、逆に利上げ局面においても長期金利が上昇せずに引き締め効果がもたらされない結果につながるものが想定される。海外からの資金を中心に、資金流入と過剰流動性の巻き戻しという両面からの影響が及ぶ可能性がある。F R Bは市場動向とバブルリスク、議会動向をにらみながら、利上げを進め保有資産を減らす、という金融政策の正常化を進める必要があるだろう。

目次

はじめに

1章 米国経済動向

2章 何に注意して利上げを進めるか

3章 海外経済との相互作用

おわりに

はじめに

2008年の「リーマン・ショック」以降、FRB（連邦準備制度理事会）の資金供給量が増大した3度の政策対応は、様々な資産を買い取り、その量が注目されたことから「量的」緩和（QE：Quantitative Easing）と呼ばれ、それぞれQE1～QE3と付番されている。

量的緩和の第3弾であるQE3は、2014年10月に終了した。FRBは、先立つ同年9月のFOMC（連邦公開市場委員会）において、量的緩和政策からの出口戦略として「政策正常化の原則と計画」を公表し、買い取った資産の取り扱いや、政策金利の確認、金利の誘導方法などの方針を示した。FOMCの声明文は、徐々に修正され、同年12月のFOMCで金融政策の正常化を開始するまで「忍耐強く」（patient）なれる、という表現に変更された。さらに、2015年1月のFOMCでは、それまでであった事実上のゼロ金利政策を「相当な期間（considerable time）継続する」との文言を、3月には「忍耐強く」（patient）なれる、という表現をそれぞれ外し、利上げに向けた環境整備が徐々に進んでいる。

本稿では、出口戦略に控えるリスク¹を踏まえつつ、利上げという金融政策正常化のための課題と今後の展望を考察する。

あらかじめ結論を述べると、米国の労働市場の改善は進み、残る賃金上昇などの課題はばらつきがあって、さらなる改善には、金融政策だけでは対応し難い状況に達しつつある。格差の問題や長期的な米国経済の供給力を含め、政府・議会に政策対応のバトンが引き継がれるべき状況と言えよ

う。だが、政治情勢が混迷を続けている以上、FRBも緩和的にならざるを得ない。

一方、利上げに際して、過去の事例から長期金利の急上昇あるいは資産価格急落のリスクがあること、逆に利上げ局面においても長期金利が上昇せずに引き締め効果をもたらされない結果につながるものが想定される。海外からの資金を中心に、資金流入と過剰流動性の巻き戻しという両面からの影響が及ぶ可能性がある。インフレ率の変動も一部にQEに伴う過剰流動性がコモディティ価格の動向に影響を与えているのであれば、FRBは市場動向とバブルリスク、議会動向をにらみながら、利上げを進め保有資産を減らす、という金融政策の正常化を進める必要がある。

1章 米国経済動向

本章では、FRBの二大目標である雇用の最大化と物価の安定を中心に米国経済の動向を確認する。

1. 労働市場

2010年ごろから政府支出が米国経済の逆風となったにもかかわらず、金融緩和政策は、米国経済の回復を後押しした。非農業部門の雇用者数は2010年の終わりころから増加を続け、2014年の4月には金融危機前の水準を上回った。労働市場における量的な改善は大いに進展したと言えるだろう。

ただし、業種別では雇用者数の増加はサービス業が中心で、サービス業のなかでも小売、娯楽・レジャーなどの相対的な低賃金業種で大幅に雇用が増えて、賃金格差の拡大につながったとみられ

1) 土屋（2014）

る。また、減少したとは言え、パートタイム就業者と長期失業者はまだ多いことや賃金の伸び率が低く、質的改善にはばらつきが多く観測される。

F R Bが公表するページブック（地区連銀景況報告）では、雇用の堅調な増加を指摘しつつ、賃金上昇は緩やかで、高い技術を持った労働者について賃上げが進んでいることが報告されている。特に中小企業では、熟練労働者の確保が深刻な課題になっており、熟練労働者の不足は売上不振を上回っている。例えば、管理者を除く時給の伸びは管理者を含む全雇用者の賃金の伸びを下回り、管理者の時給の伸びが高いことを示している。徐々に自発的な離職者が増加するなど明るい点も散見されるが、非熟練労働者の賃金の伸びは限定的で、労働市場は改善の途上にあると言えよう。

労働者のスキル向上は、中長期的に生産性を改善させ、さらなる賃金上昇への好循環につながる期待があるが、反対に生産性の改善を伴わない賃金上昇は、好ましくないインフレの懸念が想起される。

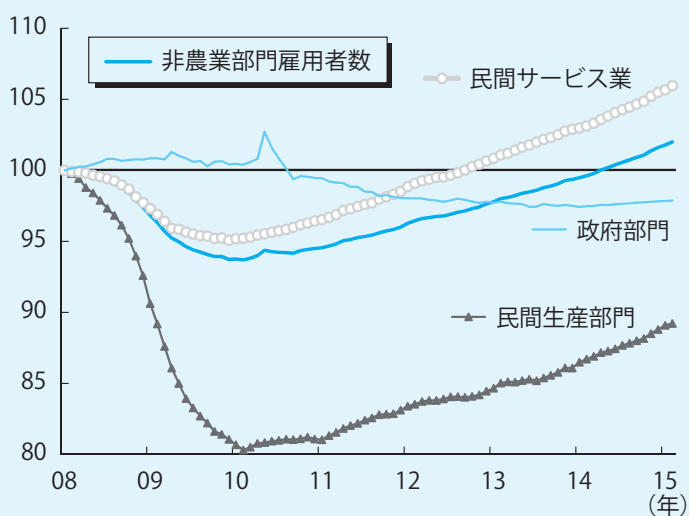
企業が求めるスキルを労働者が持ち合わせていないという雇用のミスマッチの他に、賃金の伸びが低位にある理由として、ベビーブーム世代が退職した後を埋めた若年層の賃金が相対的に低いこと

や、より良い職を見つけるための転職にリスクを感じて労働市場の流動性が失われていることなども指摘される。

量的な雇用拡大と資産効果は消費拡大につながったが、いずれにしても金融政策で低賃金の問題や賃金格差を解決する効果は限定的だろう。そ

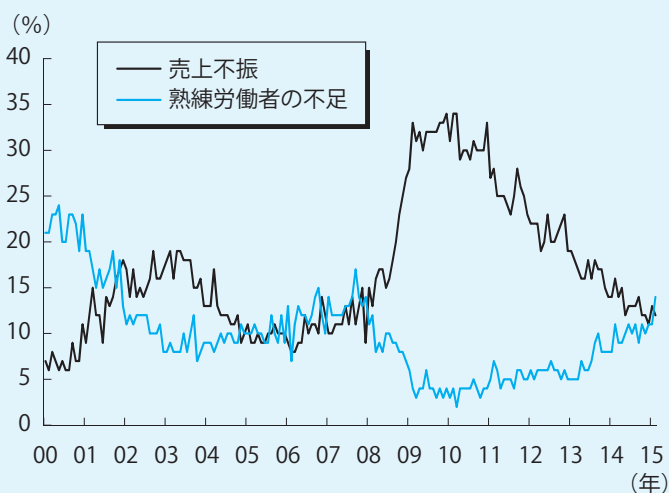
図表1 非農業部門雇用者数の回復動向

(2008年1月=100)



(出所) B L S、Haver Analyticsから大和総研作成

図表2 中小企業にとって最も深刻な課題



(注) 中小企業にとって最も深刻な課題は10項目からの選択で、熟練労働者の不足よりも高い回答項目には、規制や税金がある
(出所) N F I B、Haver Analyticsから大和総研作成

の結果、多くのF R B高官から職業訓練などの必要性などが語られ、金融政策の限界に触れられてきた。

F R Bのイエレン議長は2014年2月、下院での議会証言の質疑応答にて、労働者の技能向上が失業率の押し下げに重要で、議会にできる失業対策だとした²。同年5月、ニューヨーク連銀のダドリー総裁は、企業が求める労働力は危機前と変化し、労働者はもっと教育や職業訓練が必要だと述べた³。F R Bのタルーロ理事は、同年10月の国際金融協会の講演で、米国の生産性向上が低迷している懸念の背景として、労働者が適切な技術を持ち教育を受けることが重要だとした⁴。2015年2月にはリッチモンド連銀のラッカー総裁が、熟練労働者が必要に応じたペースで増えず、技術格差が経済格差につながっていることなどとした⁵。この他、ダラス連銀のフィッシャー総裁(当時)は、2014年2月に、テキサスで行われた講演会で、連邦政府が財政政策や規制改革を用いて資金が経済に流れる対応が必要だとした。

いずれも金融政策に限界があることを示した発言となる。F R Bの政策目標を物価の安定のみに限定すべきとの意見⁶や、2014年10月のイエレン議長が、講演で格差の拡大を懸念する発言を行った⁷ことなどを含め、労働市場の質の問題の解決に金融政策が貢献できないという認識が背景の一つだと考えられる。

2. インフレ動向

2014年後半以降の原油価格の下落は、シェールオイルなどの非在来型の原油生産の増加という供給増に加えて、世界経済の減速懸念による需要鈍化が指摘される。もっとも、シェールオイルの供給増加は以前から予想されていたはずで、原油以外のコモディティ価格は、原油ほどの下落幅ではないが、揃って低下傾向にある。QE3終了がほぼ確実視されるようになった頃から本格的に下落し始め、需給要因のみならず、QEが価格を押し上げていた部分があるとすれば、QE3の終了と米国の利上げを念頭に置いた過剰流動性の巻き戻しもコモディティ価格の低下に寄与した可能性があろう。

結果として、インフレ率は低下し、食品とエネルギーを除くコア指数でも伸び率は鈍化している。期待インフレ率もまた低下した。債券市場参加者の期待インフレ率である、B E I (Break Even Inflation rate) が大幅に低下し、F R Bが重視しているとされるロイター/ミシガン大調査による家計の5～10年の長期期待インフレ率は安定しているが、低下気味である。

一方、インフレ率変動の大きな要因である賃金の上昇ペースは緩慢で、少なくとも大きなインフレ圧力にはなっていない。クリーブランド連銀が算出する、変動が激しい品目を除去した刈り込み平均のC P I (消費者物価指数)などは落ち着い

2) <http://www.reuters.com/article/2014/02/11/us-usa-fed-highlights-qa-idUSBREA1A1IW20140211>

3) <http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2014/dud140521.html>

4) <http://www.reuters.com/article/2014/10/11/us-fed-policy-tarullo-idUSKCN0I00H020141011>

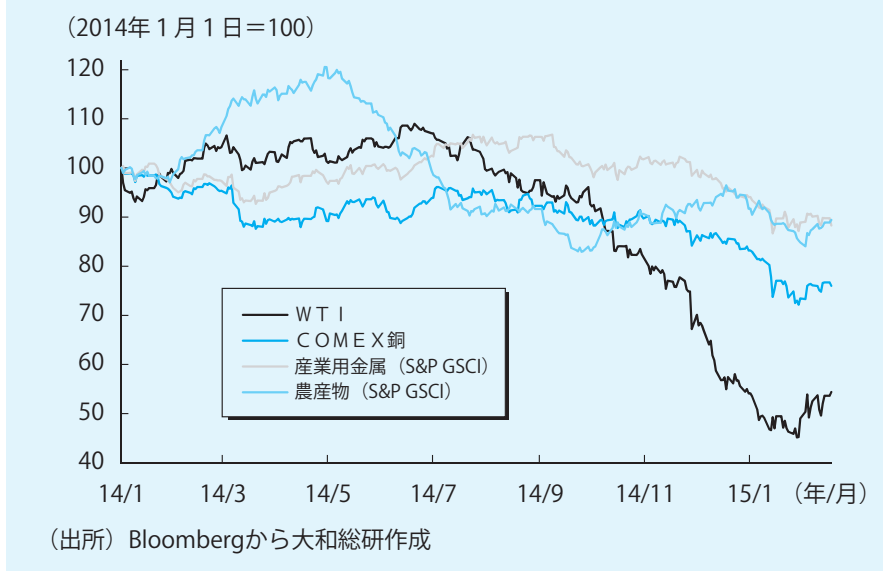
5) http://www.richmondfed.org/press_room/speeches/president_jeff_lacker/2015/lacker_speech_20150210.cfm

6) 例えば、フィラデルフィア連銀のプロッサー総裁(当時)など。

<https://www.philadelphiafed.org/publications/speeches/plosser/2014/10-10-14-sabew.cfm>

7) <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20141017a.htm>

図表3 コモディティ価格の下落



た推移となっており、総じてインフレ率の変動は抑制されていると言えよう。

エネルギー価格は2014年の秋ごろから下落し始め、当面は前年との比較でインフレ率の押し下げに寄与し続けることになる。2015年末ごろのエネルギー価格次第で、インフレ率の押し上げ寄与にも押し下げ寄与にも転じ得ることになる。2015年3月時点のFOMCメンバーの予想は、食品とエネルギーを除いたコアPCE（個人消費支出）価格指数で、2015年10～12月期の前年同期比が1.3～1.4%上昇、2016年10～12月期は同1.5～1.9%上昇となっており、2014年12月時点の予想から下方修正された。もっとも、FOMCメンバーの予想はこれまでも実績の後追いに近く、経済指標の実績に従って修正されてきたことから、長期を見通すには参考にしにくい。

2015年1月のFOMCの議事録では、エネルギー価格低下による消費の押し上げ効果が剥落し

た後、設備投資が減速して経済全体に波及する可能性に触れられている。エネルギー価格の低下は、強弱両面の効果をもたらし、今後は結局のところ、市場次第ということになるが、FRBの利上げを踏まえたコモディティ価格の下落であれば、市場がFRBの行動を先読みして、FRBが実際に行動に移さなくても、政策目標の一つであるインフレ率が内生的に変動することになる。

ただし、米国西部での干ばつが4年連続となって食品価格の上昇率が高めに推移していることや、住宅取得が困難な家計にとって、家賃上昇の負担が増していることは留意点となろう。低金利環境を活かして住宅を購入したり、住宅投資を行える家計で事情は異なり、それは企業においても同様で、信用へのアクセス動向が異なる主体によってインフレの影響は異なっている。

2章 何に注意して利上げを進めるか

量的緩和の効果の波及経路が明確に語られてこなかったのは、金利をコントロールする伝統的金融政策と同じ金利低下以外では、おそらくはっきりしないからだろう。金融緩和とは、低金利で誰かが借金を増やしやすくなる環境をつくることである。

QE 3は住宅ローン需要が台頭していたことを支援するためにMBS（住宅ローン担保証券）の買入れから始まった⁸。信用の拡大を阻害していた銀行の厳しい貸出態度に介入して住宅市場の回復につなげたと言えるだろう。だが、信用の拡大は家計部門だけではなく、海外を含めて広く金融市場調達が増えた。すなわち過剰流動性の発生である。

QEによってインターバンク市場での資金調達ニーズがなくなり、資金の出し手がリスクを取って同じ短期金融市場を通じて、銀行以外に与信を拡大させることで過剰流動性が生み出される。平時の銀行などは日々の限界的な資金繰りをFF（フェデラルファンド・レート）市場などに依存するが、そうしたインターバンク市場での銀行の資金需要は、FRBからの資金供給によって満たされることになる。そうすると、資金の出し手であるMMF（マネー・マーケット・ファンド）などは、いくらかの金利を求めて運用先を探し、資金需要があるところに資金を供給することになる。その先がリスクを取って投資を行う主体であれば、資産価格の上昇につながると考えられる。

QEとは、リスクを取る主体に資金が流れることと、そうした主体に資金が流れる期待を通じて資産価格を押し上げる政策と言えよう。

1. 利上げペースを左右する過剰流動性

過去の利上げ局面を振り返ると、前回、2004年からの利上げ局面の問題点は、政策金利の誘導目標を1.00%から5.25%まで引き上げたにもかかわらず、長期金利が上昇しない「謎」が起きたことであろう。ニューヨーク連銀のダドリー総裁によれば、引き締め効果が不十分となり、住宅バブルへつながったとされる⁹。アジア通貨危機を受けて外貨準備の積み増しを進めたアジアの中央銀行等、海外からの資金流入が長期金利上昇を抑制したとみられる。

2000年代の利上げペースが分かりやすく、市場が織り込みやすい対応となったのは、1994年の利上げが市場にサプライズをもたらし、メキシコ通貨危機など、内外の市場に動揺をもたらした経験を踏まえたものである可能性がある¹⁰。

FRBが金利の先行きの指針となるフォワードガイダンスでゼロ金利政策を維持する期間をかなり具体的に述べるようになったのは、2011年8月のFOMCからで、「低水準の資源活用と中期的なインフレ見通しを含む経済状況が、異例に低水準のFF金利を少なくとも2013年半ばまで正当化する」とした。ゼロ金利政策を維持する期間は、「2013年末まで」「2014年末まで」「2015年半ばまで」と延長が繰り返された。その後は、2012年12月のFOMCで「失業率が6.5%超にとどまり、1～2年先のインフレ予想が長期目標

8) 土屋 (2014)

9) <http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2014/dud141201.html>

10) 土屋 (2014)

の2%から0.5%ポイント以内に収まり、長期的なインフレ期待が十分に抑制されている限り」と変更され、冒頭で述べたように、2015年3月のFOMCで、市場参加者が利上げ時期を予想する手がかりとしてのフォワードガイダンスは、極めて曖昧な表現になった。

最初の利上げのタイミングは、その後の利上げと、ゴール地点をどうするかを合わせて考えなければならない。だが、その過程は市場の反応次第となる。長めの金利が大幅に上昇すれば、住宅ローンや企業の資金調達などが難しくなり、あまり上昇しなければ、過剰な信用創造につながる恐れがある。金利の変動そのものが大きいと、将来の計画が難しくなり、信用創造が阻害されることになる。同様にインフレはFRBの利上げを見越したコモディティ価格の変動によって左右され、為替レート次第で輸入物価を通じた国内インフレに反映される。

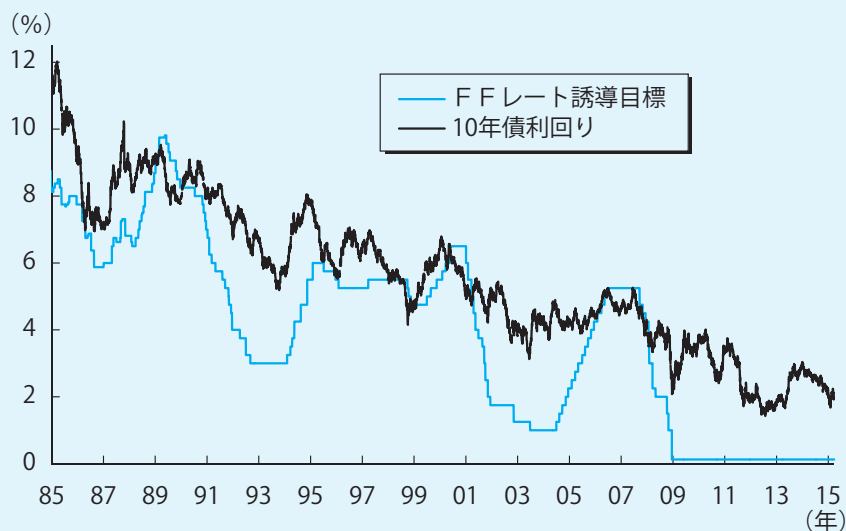
さらに、ゼロ金利のみならず、QEによって過剰流動性が創出された。米国経済動向に加えて、

資産価格や金利の変動に影響する過剰流動性の縮小動向に配慮する必要がある。これまで農地価格やレバレッジドローン、ハイイールド債など、価格上昇が目立っていた一部の資産については、FRBの高官らがそれぞれ価格上昇のリスクを指摘してきたことで、バブルに至る前のフロス（泡）を減らすことにはある程度成功した可能性がある。

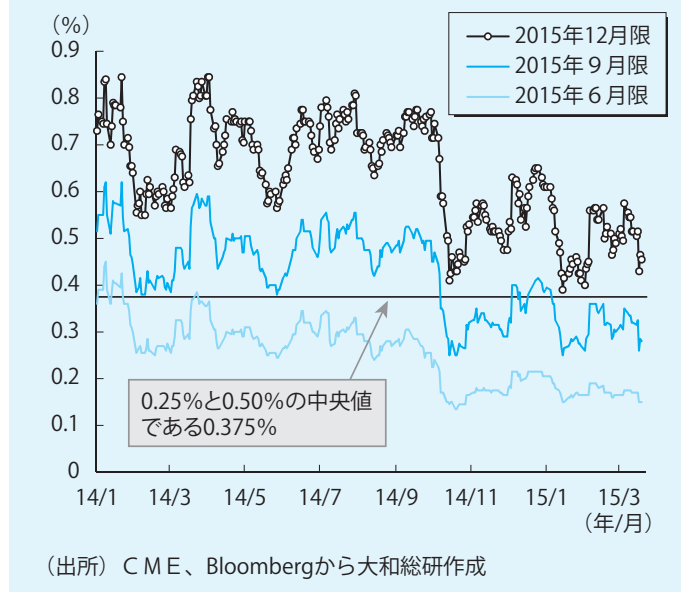
だが、FRBと市場の間には、金利の見通しを巡る乖離がある。2015年中の利上げ開始が予想されているにもかかわらず、長期金利はなかなか上昇せず、FF先物市場では、2015年中の利上げ開始は織り込んでいるとみられるが、FOMC参加者の政策金利見通しほどには利上げが進むことは織り込まれていない。

FRBの利上げが早すぎたという結果になれば、経済への悪影響が懸念されることになり、FRBと市場の解釈との溝が埋まらないまま利上げが実施された場合、市場の混乱が生じる。過去の事例として、2010年にスウェーデンの中央銀行

図表4 FFレート誘導目標と10年債利回り



図表5 F F 金利先物市場動向



であるリクスバンクは利上げに踏み切った後、再び利下げし、現在、政策金利はマイナスにまで低下している。2006年に日本銀行がゼロ金利政策を解除して利上げした後、2008年には再びゼロ金利に戻った例もあり、F R Bも、経済情勢に影響を及ぼす市場との対話次第で、再び利下げを迫られることがないように利上げを進めていく必要がある。曖昧になったフォワードガイダンスは、金融政策変更の自由度を高めると同時に、ショックが起きないように市場との対話を進める必要性を高めたと言えよう。

2. 出口戦略の一部を占めるF R Bのバランスシートの圧縮

F R Bが保有する米国債のうち、2015年に満期を迎える銘柄は極めて少ないが、2016年以降はかなりの規模で満期を迎える。2016年は2,000億ドル以上、2017年は2,000億ドル弱、2018年は3,700億ドル以上となる。米国の財政赤字は2014年度(2013年10月から2014年9月)が

4,834億ドルで、議会予算局の見通しでは、当面は同程度の規模が続くと予想されている。F R B保有米国債の満期額は、財政赤字額と比較してもかなりの規模になる。

F R Bが2014年9月に作成した出口戦略である「政策正常化の原則と計画」では、これまでの資産買い入れで保有額が増えた債券は満期が来るとたびに再投資を行っているが、この再投資は利上げ開始後に、経済状況に応じて予想可能な方法で段階的に縮小し、終了させること、ただし、M B Sは売却しない方針とされている。

段階的な再投資縮小であっても、米国債の需給に影響を及ぼすことになる。現実には再投資のペースを利用して長期金利の変動に影響をもたらすことができることになる。利上げ開始後に金利が急上昇した場合、逆に上昇しない場合に、F R Bが保有する債券の取り扱いをどうするかがポイントとなろう。Q Eについて、債券の保有が緩和効果をもたらすのか、低金利の長期化見通しが効果をもたらすのか、議論の決着を見ていないが、

F R Bは債券保有が緩和効果をもたらすとしてきたことから、計画的であっても債券保有額の減少は、引き締め効果をもたらすことになるはずだ。また、米国債の供給ペースは、予算を作成する議会動向の影響を受けることになる。予算規模や連邦政府の債務上限額が引き上げられない、などの債券需給に影響を及ぼす要因を踏まえた対応も迫られる可能性がある。

また、出口戦略では、政策金利としてはF F レートを継続して用いるが、誘導目標は一つの数値ではなく、現在の0～0.25%のようにレンジで示される。利上げに際しては、超過準備預金金利（I O E R）と、補完的に翌日物リバースレポなどを金利の調整に活用することになった。

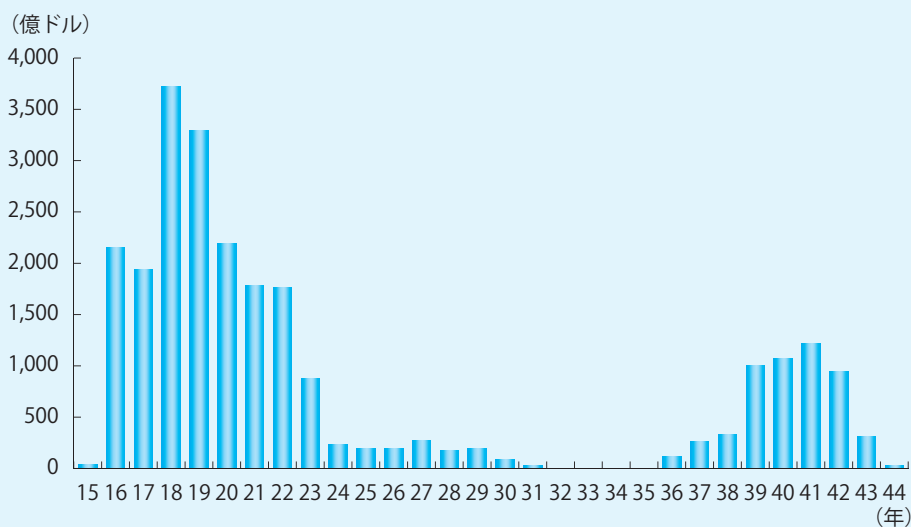
だが、民間金融機関に金利を支払うリバースレポを大規模に行うと、裁量的な金融政策に批判的な、主に共和党議員などからの批判が先鋭化する可能性もある。F O M C参加者などはリバースレポの利用は補助的なものにとどめるとしているが、F R Bが保有する債券の規模をあまり圧

縮せずに利上げを進めるのであれば、リバースレポで運用できない余剰資金が短期金融市場に流入して、実効F F レートを下振れさせ、過剰流動性が縮小しないこともあろう。実効F F レートの下振れは技術的だとしてある程度容認されたとしても、政策金利の誘導目標のレンジが引き上げられるにつれて、政策金利誘導目標や政策効果への信認にかかわることになる。

I O E Rについて、利上げに伴って引き上げられていくと、民間金融機関に支払われる金利も増えることになる。現在、F R Bの準備預金の半分程度は海外の金融機関が保有しており、F R Bの金利負担が増加すると、F R Bから国庫への納付金が増加しているにもかかわらず、金融機関への補助金、あるいは海外への富の流出であるとして、議会から批判を招く可能性があるだろう。

金利が急上昇することは、過度な引き締め効果をもたらすことになる一方で、金利が抑制されたままだと、適切な引き締め効果が得られないことになる。F R Bが保有する債券の取り扱い、技

図表6 F R Bが保有する米国債の満期償還予定額



(注) 2015年3月11日時点の保有債券
(出所) N Y連銀から大和総研作成

術的な話題であるが、政策効果にも直結する検討課題だと言えよう。議会からの批判にも配慮しつつ、F R Bはバランスシートの縮小を進める必要がある。

3章 海外経済との相互作用

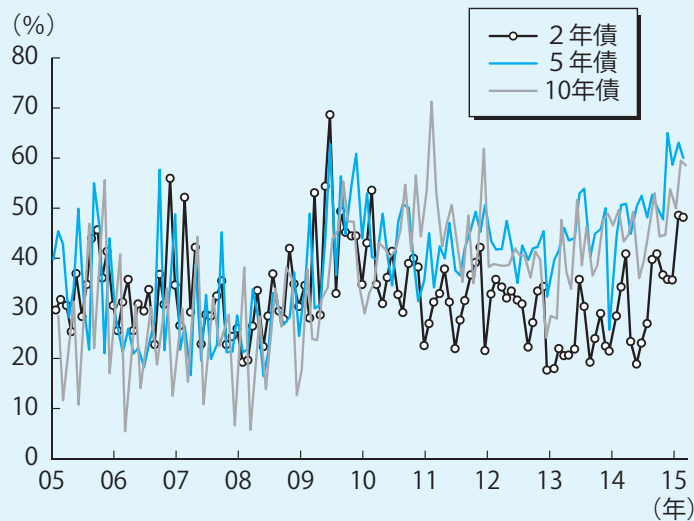
海外から米国債への需要を示すとされる米国債入札時の間接入札者比率は歴史的な高水準に上昇した。米国以外の多くの中央銀行が金融緩和に向かい、世界的に金利が低下していることで、米国債の利回りが低位であっても相対的に魅力的になり、米国への資金流入が増えている。

新興国通貨は、原油価格などと同様に2014年の後半から下落が目立ち始め、2015年の年初あたりからは下げ足を速めた。想起されるのは、1997～98年のアジア通貨危機時において、原油価格の急落とドルの上昇が起き、その後ITバブルにつながったことであろう。現在は、90年代終わり頃の米国市場動向と類似しており、ドル

にペッグした通貨が少なくなっていることや、当時よりも新興国の財政収支は改善し、外貨準備が増えていることなど、事情は同じではないが、米国の低金利と米国への資金流入の組み合わせは、新興国からの資本流出を招き、アジア通貨危機と類似したリスクを抱える可能性がある。2013年5月には、当時のバーナンキF R B議長がQE3に伴う資産買入れ規模の縮小を示唆しただけで、市場が混乱したのである。新興国の民間債務はGDP比で増加していることから、米国外で急速な信用の縮小が起きた場合に、米国経済の力強い拡大がネガティブショックを吸収できるかどうか留意点になる。

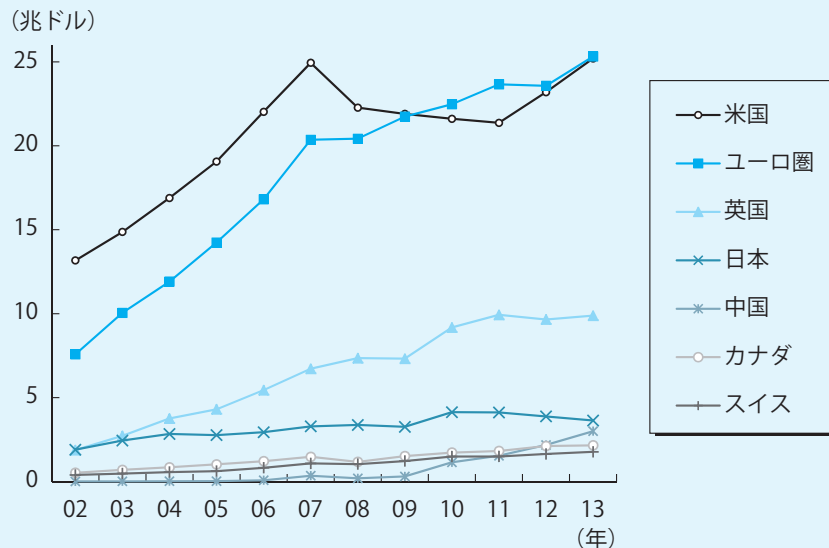
だが、必ずしも米国に資金が流入し続けるとは限らない。海外資金の流出が米国金利を左右する可能性がある。例えば、F R Bの準備預金の半分程度は米国外の金融機関が占めている。加えて、F S B（金融安定理事会）によれば、銀行、保険、年金、公的金融機関以外のその他の金融機関には様々な投資会社などが含まれ、その資産残高は米

図表7 間接入札者比率



(出所) 財務省、Bloombergから大和総研作成

図表8 その他金融仲介機関の資産規模



(注) 2013年時点の上位7つの国と地域
(出所) F S Bから大和総研作成

国やユーロ圏で増加し、金融危機前を上回っている。いわゆるシャドーバンキングとして、過剰流動性の一部になっていると考えられるが、こうした内外の投資主体によるレポ調達など、市場からのドル建て短期資金調達が変動することは、資産価格を大きく変動させるリスクになり得る。米国外における資金繰りの問題が、銀行以外の金融機関の市場取引を通じて米国に伝播し、実体経済に波及するリスクが考えられる。

海外の資金の動向は、金利上昇を抑制する要因にも、金利急騰をもたらす要因にもなり得る。

危険なのは資産価格が下落した場合、資産保有主体の負債サイドに過大なレバレッジがかかっている時の資金繰り問題であり、IMF（国際通貨基金）は、2014年10月の国際金融安定性報告書で、銀行への規制強化が進むことで、規制が相対的に緩く、高レバレッジもしくは高リスクの

シャドーバンキングが成長する要因になっていると指摘している。いわばリーマン・ショックと同じメカニズムで、様々な資産クラスに問題が波及し、価格が急落する可能性が秘められていることになる。過剰なレバレッジを避けるグローバルなマクロプルーデンス政策が求められるが、各国で制度も異なり、国際的な協調は容易ではない。

米国内だけでも、FRBのブレイナード理事は、銀行と銀行以外の金融機関の活動について、データを全て揃えられる監督機関はないとし¹¹、ニューヨーク連銀のダドリー総裁も、金融市場の監督のためのデータ整備を進めているとしている。米国外の金融監督機関との情報共有、連携を進めているとしたが、監督権限や手法を含めて監督体制が不十分だろう。

現在は、1990年代末のアジア通貨危機のように、米国への資金流入が加速して新興国不安が生

11) <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20141203a.htm>

じることや、米国の長期金利が上昇しない、あるいは資産価格が上昇しすぎてしまうことが主だった懸念材料となる。だが、QEによって生み出された過剰流動性の巻き戻しが生じると、リーマン・ショックと同じように、様々な資産価格が急落するリスクも同時に秘めていると言えよう。

ただし、米国への直接的な資金流入を伴わなくても、コモディティ価格を通じて米国経済に波及することになる。原油価格下落の物価押し下げ効果剥落後には、米国に追随して利上げを必要とする中央銀行が増える可能性もあろう。

おわりに

QEとは、リスクを取る主体に資金が流れることと、そうした主体に資金が流れる期待を通じて資産価格を押し上げる政策だとすれば、従来の利上げ局面と同じリスクに加えて、積み上げられたFRBの保有資産の縮小という正常化のコストもある。過剰流動性の多くは金融市場を通じて伝播することから、金融政策を正常化するにあたり、FRBが求めていることは、①市場が過剰反応しないことと、②政策変更の柔軟性の確保、と考えられる。市場が過剰反応しないようショックを与えないことはバブルを招くリスクにつながり、他方、政策変更の柔軟性を確保する引き締め政策を行うことは、市場にショックを与えるリスクを含むことから、両者は二律背反の関係にある。

過剰流動性あるいはシャドーバンキングの一部でもあるレポ市場では、米国銀行の存在感は低下し、海外部門、外国銀行、REIT（不動産投資信託）やMMF、投信などが資金の出し手として

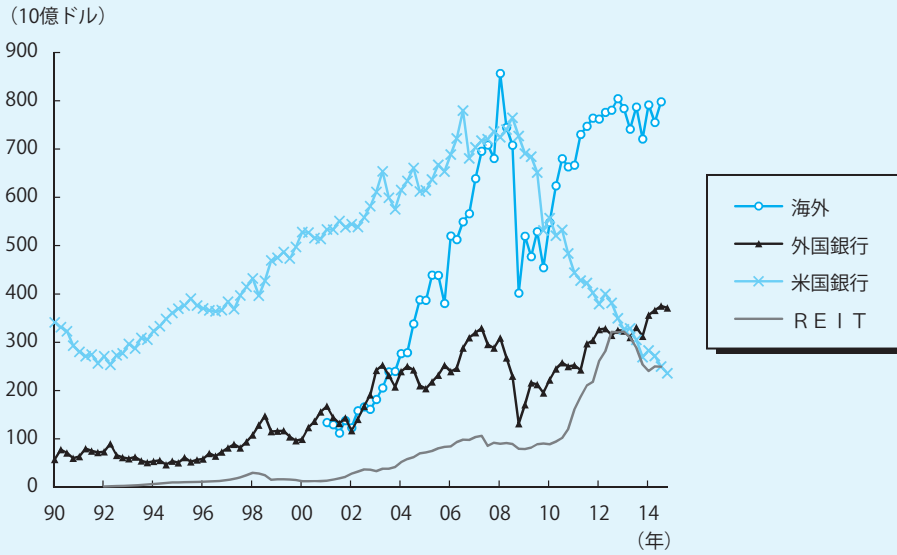
も、取り手としても大きな存在になっている。いずれも規制強化の主な対象ではないか、または対象外であり、FRBにとっては情報を集めることも、コントロールすることも難しい対象にもかかわらず、利上げ時にその動向に着目しなければならない。

長期的には、FRBは米国経済の供給力（設備投資、労働投入量、労働者の質からの生産性向上）という課題には直接影響を及ぼさない。政策対応のバトンは、FRBから政府と議会に移っていても言えよう。政府と議会から、単純な再分配政策ではなく、低賃金に甘んじている非熟練労働者の能力向上を通じた供給力強化策がなければ、金融政策にかかる政策対応の負担は軽減されにくい。だが、議会共和党には、FRBへの監査導入や仕組みそのものの、役割変更を求めるFRBに批判的な意見があり、FRBから議会サイドに政策対応を要求することは困難だと言えよう。FRBはグローバルな市場動向と議会動向を気にしながら利上げを進める必要がある。政府と議会の対応が限られている以上、景気の下支え役としての金融緩和が必要で、緩やかであっても、利上げを進めることは容易でないだろう。

政府サイドでは、ルー財務長官が、英国のオズボーン財務相と連名で米ウォール・ストリート・ジャーナル紙に寄稿し¹²（2015年2月8日）、金融政策だけで経済成長を達成することはできず、教育やインフラ投資、小企業への支援、規制改革などを含んだ包括的な経済の計画が必要であるとした。議会の迷走は続いているが、金融政策とかみ合った構造改革が進展する期待はある。

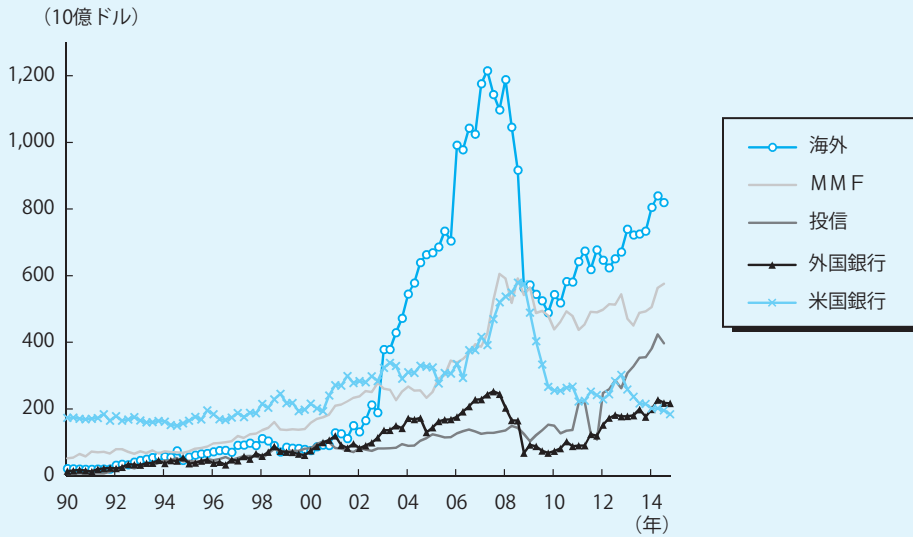
12) <http://jp.wsj.com/articles/SB11815783148186973545804580450910303979490>

図表9-1 レポ市場（F F市場含む）の資金の主な取り手と残高



(注) 主な取り手のディーラー・ブローカーを含めていない
(出所) F R B、Haver Analyticsから大和総研作成

図表9-2 レポ市場（F F市場含む）の資金の主な出し手と残高



(注) 主な出し手のディーラー・ブローカーを含めていない
(出所) F R B、Haver Analyticsから大和総研作成

【参考文献】

- ・鈴木利光（2011）『『シャドーバンキングシステム』に対する規制の議論』大和総研調査季報 2011 年秋季号 Vol.4
- ・土屋貴裕（2014）「米国：QE3の効果とコストの顕在化リスク」大和総研調査季報 2014 年秋季号 Vol.16
- ・FSB “Global Shadow Banking Monitoring Report 2014”, 30 October 2014
- ・IMF “Global Financial Stability Report”, 8 October 2014
- ・FRBウェブサイト
- ・ニューヨーク連銀ウェブサイト
- ・Wall Street Journal
- ・ロイター
- ・Bloomberg

[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