

2013年9月9日 全14頁

経済社会研究班レポート - No.15-1 -

QE3 縮小後の金利・為替・世界経済（前編）

シミュレーションに基づく定量的分析

経済調査部 エコノミスト
小林 俊介

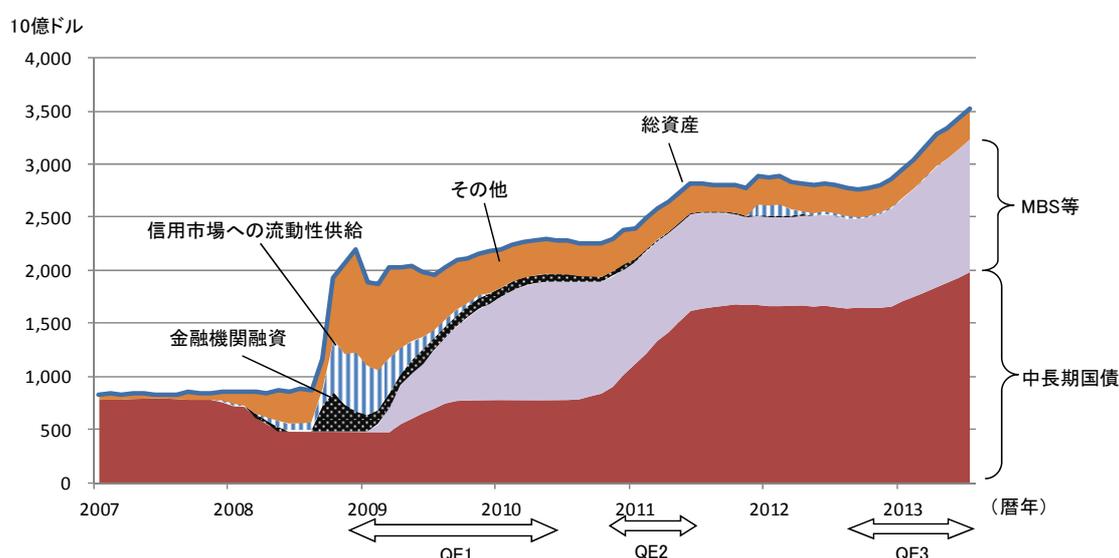
[要約]

- 米国連邦準備理事会（FRB）はゼロ金利制約に直面して以来、資産買取り等の非伝統的政策手段とフォワードガイダンスを通じた時間軸効果により、金融緩和を継続してきた。しかしバーナンキ議長が13年以内に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て以来、この効果は剥落に向かっている。結果、市場予想の変化を通じ、実際に政策の変更が行われる前にもかかわらず米国長期債利回りの上昇やドル実効レートが増価が進んでいる。
- 13年後半の連邦公開市場委員会（FOMC）において予想されている米国の金融政策の変更は、債券・為替市場および実体経済にどのような影響を与えるのだろうか。本稿（前編）ではシミュレーションに基づき、想定しうるケースにおける影響を試算した。
- 試算結果によれば、市場予想を超えるペースでの資産圧縮は米国債長期金利の上昇とドルの増価をもたらすものの、その影響は短期的なショックにとどまることが示唆されている。他方、時間軸効果の剥落を端緒とする長期金利の上昇は比較的大きなドルの増価をもたらすと試算された。また、これらの資産圧縮と長期金利上昇は米国の実体経済（生産・物価）にマイナスの影響を与えるものの、その規模は軽微にとどまると推計された。日本経済への影響も軽微にとどまるとみられる。市場予想よりも緩和的な政策が発表された場合には、これらと逆の効果が発生すると見込まれる。

1. 米国金融政策の推移と出口戦略

米国連邦準備理事会（FRB）は08年12月に政策金利（FF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FRB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、FRB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・MBSの買入れと市場への流動性供給を行ったQE1（08年12月¹-10年6月）、中長期国債の買入れを行ったQE2（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・MBSの買入れ（QE3）が含まれ、図表1で示すようにFRB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。

図表1 FRBのバランスシート



出所：連邦準備理事会、Haver Analytics より大和総研

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、FRB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。たとえばFFレートをゼロに設定した連邦公開市場委員会（FOMC、08年12月）においては、「異例に低水準のFF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。この声明には同年3月のFOMC以降より強い文言が加えられた（for an extended period）。11年8月のFOMC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FOMC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FOMC以降「失業率が6.5%を上回り、1～2

¹ 発表は11月、MBSの買入れ開始は09年1月。

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 FF レートは妥当」と変更されている。いずれにせよ、デフレーション/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、FRB 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。

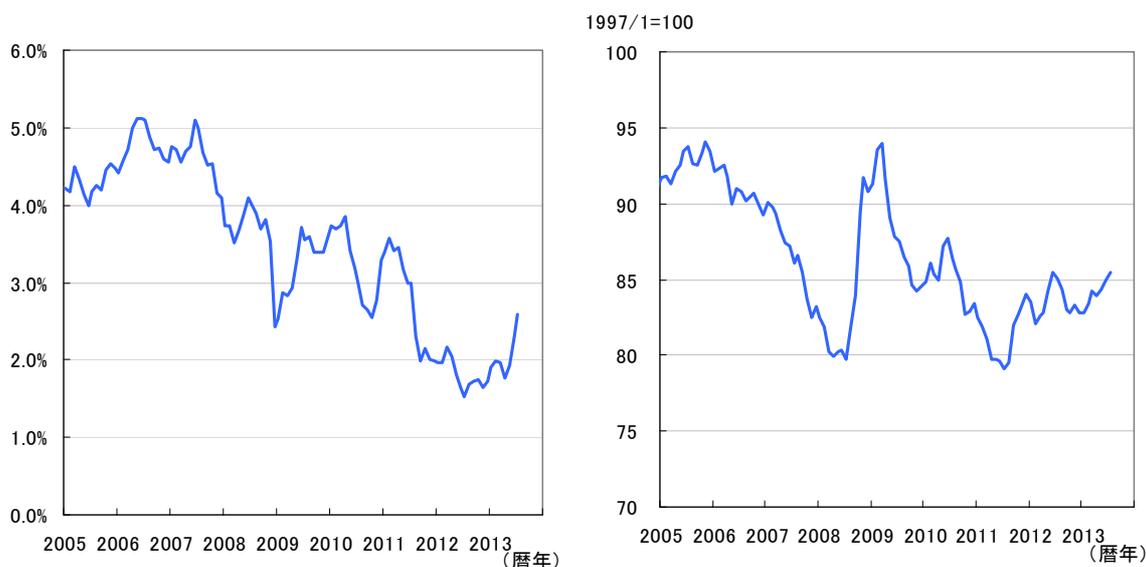
こうしたコミットメントの効果は、前述のような物理的な量的緩和政策との相乗効果と不可分である。なぜならバランスシートの拡張は、単なる口約束にすぎないコミットメントに比べてより可視的で信頼に足る、将来金利に対するコミットメントとしての役割を果たすからである。中央銀行は本格的な利上げを開始する前にバランスシートを圧縮しておくインセンティブを有している。さもなければ金利上昇に伴うキャピタルロスを中心銀行が被ることになり²、中央銀行の政府への財政移転(国庫納付金)が減少するためである。このようなロスを回避するためには、本格的な利上げを開始する前にバランスシートを圧縮しておく必要があり、逆に言えば、巨額のバランスシートを FRB 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 MBS を中心としたバランスシートの拡大は、FRB 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 FRB 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 QE2 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き、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 の金融政策の潮目が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ている。たとえば 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ている。

² もっとも、11 年 6 月の FOMC 議事録において FRB は「エージェンシー債の売却は最初の FF レートの引上げを行った後に行われる公算が高い」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 FRB 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 本節で挙げた以外にも FRB はさまざまな金融緩和政策を導入しており、たとえば 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。

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：連邦準備理事会、Haver Analytics より大和総研

年内のFOMCは9月17-18日、10月29-30日、12月17-18日が残されており、このいずれかにおいてQE3（中長期国債・MBSの買入れ）の減額が発表されることが金融市場では既定路線となっている。本稿の目的は、年内に予定されているFRBの量的緩和政策の変更が、金利・為替および実体経済に与える影響を定量・定性の両面から予測することにある。ここで注意しなければならないのは、QE3規模縮小にバーナンキ議長が言及した5月以降金利が上昇し、実効為替レートが増価していることが示唆するように、金融政策の変更は既に一定程度、市場に織り込まれているということである。従って実際に発表される金融政策の変更が市場を動かすとすれば、それは市場の予想の変化を通じてであり、さらに直接的に言うなれば、金融政策の変更が市場に与える影響の程度は、市場予想からの乖離、サプライズの大きさに依拠していると言えよう。よってFRBの政策変更の影響を検討する前に、本稿ではまず、現時点において金融市場がどの程度の規模の金融政策変更を予想しているかを議論することから始める。

本稿の構成は以下のとおりである。第2節では市場で予想されている金融政策変更の規模を、ニューヨーク連銀が行っているサーベイに基づいて議論する。第3・4・5節ではシミュレーションに基づき、金融政策の（市場予想から乖離した）変更が金利・為替・実体経済に与える影響を定量的に推計する。第3節ではFRBのバランスシートの変更が金利・為替市場に直接的に与える影響、第4節ではフォワードガイダンス効果の剥落（もしくは強化）が金利を変化させた結果として生じる為替レートの変化、第5節ではこうしたFRBのバランスシートや金利が変化した結果として実体経済（生産・物価）に与える影響を分析する。

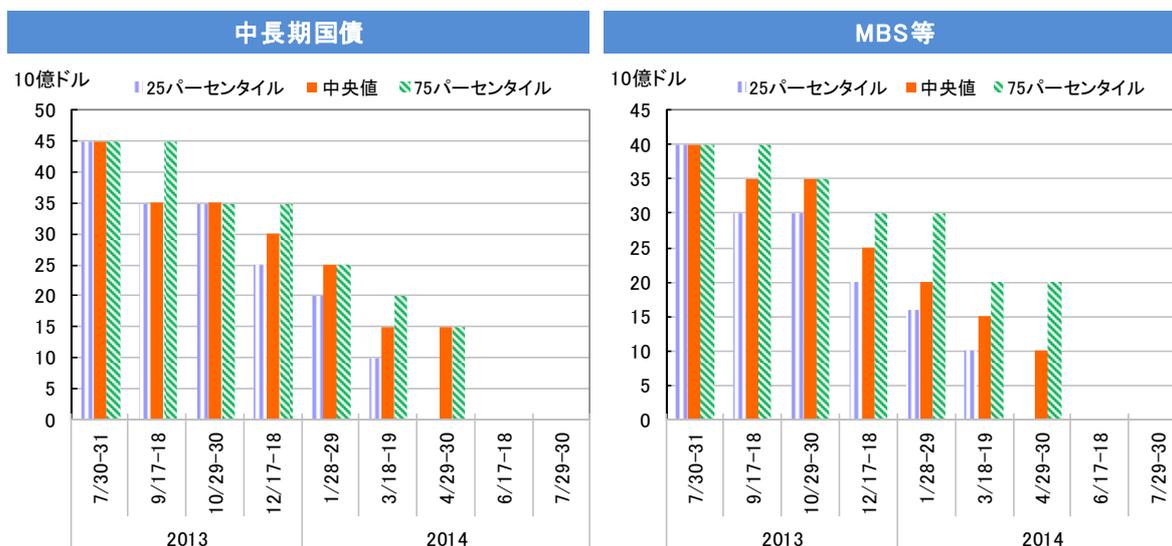
なお、本稿後編ではそれまでの定量的な議論を超え、国際的なマネーフローの基点としてのドルの役割、FRBの金融政策が国際的なマネーフローに与える非対称的な影響を俯瞰的に議論し、過去の経緯を踏まえながら定性面からQE3の縮小およびその発表が金利・為替市場および実体経済に与える影響を議論する。

2. 市場予想の測定

第1節で指摘したように、金融市場はFRBの金融政策の変更を既に一定程度織り込んでいると考えられ、実際の政策変更が市場に与える影響は、予想からの乖離幅に基づいて論じられる必要がある。従って現時点での市場予想がどの程度のものかを把握しておくことが議論の基点となるわけだが、市場予想の評価方法には定まった手段が存在するわけではなく、どのような手段を取ったとしても一定の恣意性を排除できない。このような限界を念頭に置き、一定の幅を持って数値を解釈する必要性を認識しながらも、本稿ではニューヨーク連銀が毎回のFOMCに先駆けてプライマリーディーラー⁴に対して行っているサーベイ⁵に基づいて議論を進める。

同サーベイのうち公表されている最新の回答（7月30-31日に行われたFOMCに先駆けて行われ、7月17日配布・7月22日回収されたもの）のうち、QE3（中長期国債・MBSの買入れ）の減額スケジュールに関するものを図表3に示した。回答の中央値を参照すると、中長期国債の買入れ（純増）金額は現在の月間450億ドルから、13年9月のFOMCにおいて350億ドルに減額され、同12月には300億ドル、14年1月には250億ドル、同3月には150億ドルと追って減額が進み、同6月にはゼロとなると見通されている。MBSの買入れ（純増）金額に関しても同様に、現在の月間400億ドルから、13年9月のFOMCにおいて同350億ドルに減額され、同12月には250億ドル、14年1月には200億ドル、同3月には150億ドル、同4月には100億ドルと追って減額が進み、6月にはやはりゼロとなると見通されている。

図表3 プライマリーディーラーによるQE3資産購入額の縮小見通し



出所：ニューヨーク連銀より大和総研

⁴ 米国債の入札に参加し、ニューヨーク連銀と直接取引ができる、米国政府が公認する証券会社のこと。政府証券の大きな取扱実績（売買実績）、豊富な資金力、マーケットメイク（値付け）の責任などの厳しい条件の下、ニューヨーク連銀がプライマリーディーラーとしての資格を認定する。

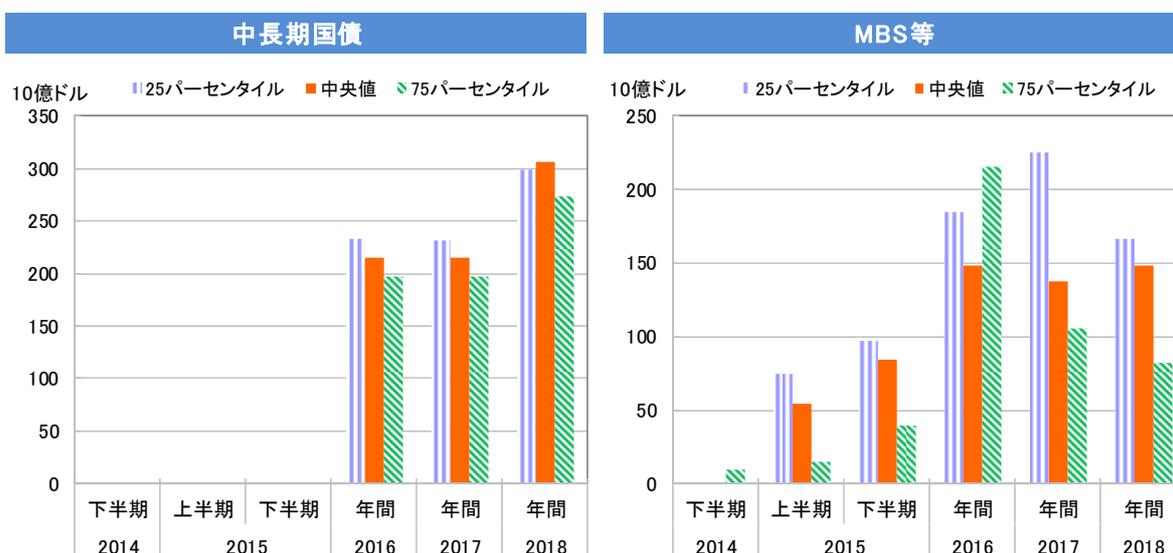
⁵ Primary Dealer Surveys

http://www.newyorkfed.org/markets/primarydealer_survey_questions.html

このような買入れ額の減少と償還による自然減や売却を経て、FRBのバランスシートが圧縮されていくペースに関する回答を図表4に示した。これについても回答の中央値を参照すると、中長期国債保有残高の減少は16年より開始すると見込まれており、16、17、18年にそれぞれ2,150億ドル、2,150億ドル、3,060億ドル減少することが見込まれている。MBSの保有残高の減少は15年上半期より開始すると見込まれており、こちらは15年上半期、15年下半期にそれぞれ540億ドル、840億ドル、15年通年では1,380億ドル減少したのち、16、17、18年にそれぞれ1,480億ドル、1,370億ドル、1,480億ドル減少することが見込まれている。

上述の予想数値を機械的に13年7月末現在のバランスシートの残高に接続し、FRBが保有する他の資産の残高が変化しないと仮定して将来のFRBの保有資産残高（予想）を計算すると、図表5の数値を得ることができる。

図表4 プライマリーディーラーによるFRBバランスシート残高の圧縮見通し



出所：ニューヨーク連銀より大和総研

図表5 プライマリーディーラーが予想するFRBのバランスシート残高の推移

| | 2013 | 2014 | | 2015 | | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 年末 | 上半期末 | 年末 | 上半期末 | 年末 | 年末 | 年末 | 年末 |
| 総資産 | 3,909 | 4,134 | 4,134 | 4,080 | 3,996 | 3,633 | 3,281 | 2,827 |
| 中長期国債 | 2,177 | 2,302 | 2,302 | 2,302 | 2,302 | 2,087 | 1,872 | 1,566 |
| MBS等 | 1,432 | 1,532 | 1,532 | 1,478 | 1,394 | 1,246 | 1,109 | 961 |

出所：連邦準備理事会、ニューヨーク連銀、Haver Analyticsより大和総研試算

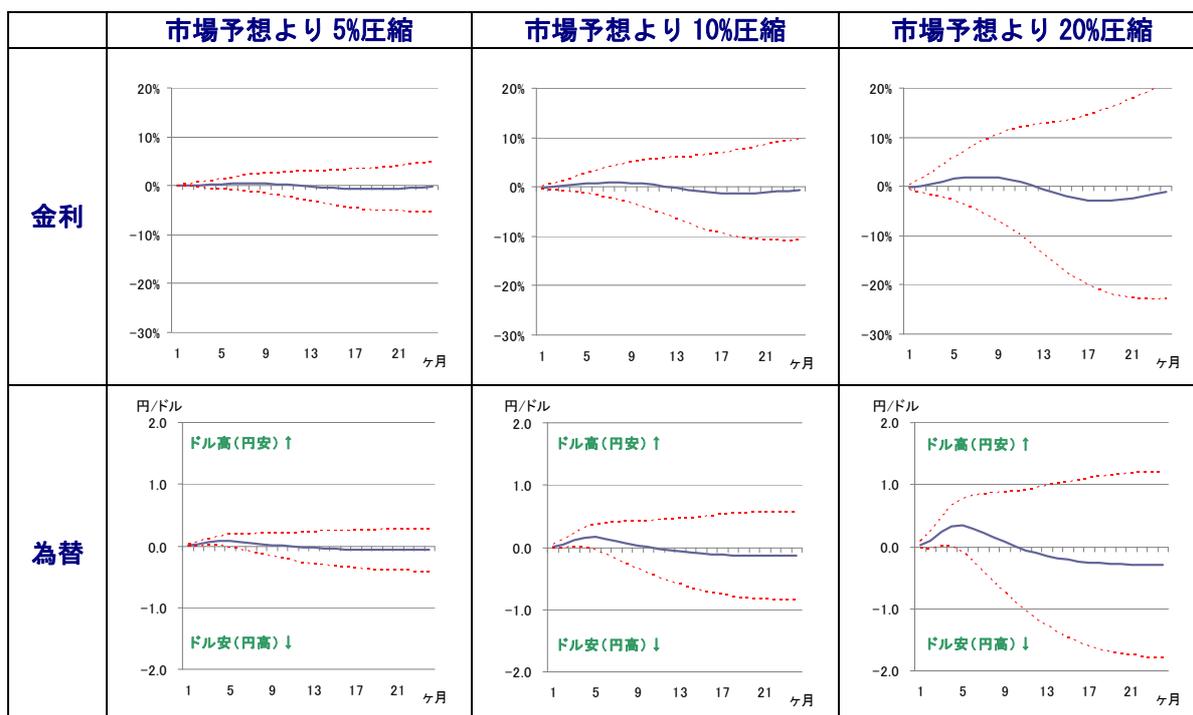
注：単位は10億ドル、原系列（季節調整前）。

3. 市場予想からの乖離が金利・為替市場に与える影響のシミュレーション

さて、第1節でも触れたが、今後の金融市場に決定的な影響を与えるのは、政策変更の規模そのものではない。たとえ政策変更の規模が甚大だったとしても、それが事前に市場で完全に予想されたものであったとしたら、その事後的な影響は瑣末なものとなろう。従って、現在市場で織り込まれている変更の予想規模からの乖離幅という観点から、実際に発表される政策変更の影響を議論すべきである。そして市場が予想する政策変更の規模を推測する上で、第2節ではニューヨーク連銀が行っているサーベイの回答を紹介した。ここで算出されたFRBのバランスシートの残高の予想値を基準として、そこから一定の乖離が生じた際に金利・為替市場がどのような反応を示すのか、本節でシミュレーションを行う。

図表6がシミュレーションの結果である。シミュレーションのベースとなっている分析手法は構造VAR（多変量自己回帰）分析であるが、本稿では詳細は省略する（詳細は13年8月15日付 経済社会研究班レポート No.13「量的緩和・円安でデフレから脱却できるのか？－拡張ドーンブッシュモデルに基づいた構造VAR分析」参照）。ここでは政策変更を受けてFRBのバランスシートが市場予想から±5、±10、±20%乖離⁶した場合の6通りのシナリオに基づいてシミュレーションを行った。

図表6 FRB バランスシートの変化が金利・為替⁷市場に与える影響の試算（前半：引締めケース）

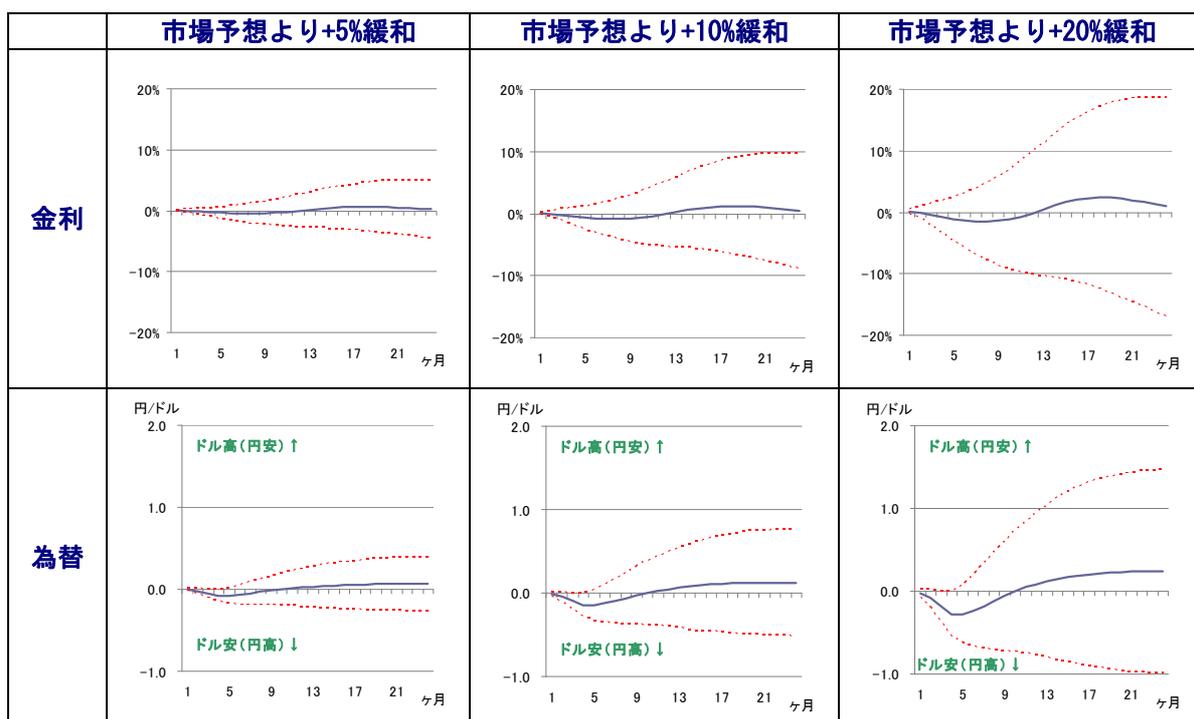


⁶ ここで-10%の乖離とは、たとえば政策変更が発表される前の市場予想が4兆ドルだった場合、発表後の市場予想が3兆6,000億ドルに変化するような（金融引締めめの）ケースを指す。なお、何年何月時点での市場予想からの乖離幅を用いるべきかに関しては明確な指針はなく、各時点での予想からの乖離幅を総合的に勘案しつつ幅を持って政策変更の影響を推測する必要がある。

また、シミュレーションのベースとなる推計においては量的金融指標として銀行準備を用いており、FRBのバランスシートとは異なるが、本稿では両指標が同様の推移をするとの仮定の下でシミュレーションを行った。

⁷ 為替レートは円/ドルレート。

図表6 FRB バランスシートの変化が金利・為替市場に与える影響の試算（後半：緩和ケース）



出所：大和総研試算

注1：詳細なシミュレーション手法は13年8月15日付 経済社会研究班レポート No.13「量的緩和・円安でデフレから脱却できるのか？—拡張ドーンブッシュモデルに基づいた構造VAR分析」を参照。

なお、モデルとの整合性を重視し、同レポートの推計結果4に基づいてシミュレーションを行っている。

注2：推計に当たっては日米経済指標の比率を用いているが、本稿のシミュレーションに当たっては日本の経済指標を始め、FRBの政策変数以外には一切の変化は生じないものと仮定して政策変更の効果を算出している。また、FRBの金融政策にはツイストオペなど、バランスシートの総額の増加には反映されないものの重要な意義を持ったと考えられる政策も含まれるが、推計に当たってはこうした質的な変化を考慮せず、量的な指標のみを用いている。

注3：累積値。青い太線は1標準偏差のショックに対する反応、赤い破線はインパルス応答の推計値の±2標準偏差の区間。

シミュレーション結果によると、FRBのバランスシートが市場予想よりも5、10、20%圧縮（＝引締め）された場合、7ヶ月程度の期間でそれぞれ約0.4、0.9、1.9%程度長期金利を引き上げ、同時に5ヶ月程度の期間でそれぞれ約0.08、0.16、0.34円／ドルだけドルを増価すると試算される。逆に緩慢なバランスシート圧縮（もしくは拡大幅の縮小）の結果、FRBの資産残高が市場予想よりもそれぞれ5、10、20%大きなものにとどまる場合（＝緩和）、7ヶ月程度の期間でそれぞれ約0.4、0.8、1.6%程度長期金利を引き下げ、同時に5ヶ月程度の期間でそれぞれ約0.08、0.15、0.28円／ドルだけドルを減価すると試算された。ただしこれらの効果は短期間においてのみ発現し、時間の経過とともに剥落・反転する。これはFRBのバランスシートの変化を受けて市場における債券需給が変化し、あくまで短い期間においてのみショックが発生すると解釈することができるかもしれない。

4. 金利ショック発生の可能性と為替市場に与える影響のシミュレーション

金利の変化は FRB のバランスシートの圧縮（拡大幅縮小）の直接的な影響によるものに限られないだろう。フォワードガイダンスによる時間軸（コミットメント）効果を通じて抑制されてきた長期金利が、QE3 縮小のタイミングおよびその発表の際の声明文次第では、FRB のバランスシートの予想からの乖離により説明される以上に上昇（あるいは低下）する可能性がある。

第 1 節でも触れたが、FRB は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手段を変更して以来、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。そしてこの時間軸効果は、FRB のバランスシートを拡大するという、単なる口約束にとどまらないコミットメントによって強化されてきた。よってバランスシートの拡大速度の低下、およびバランスシートの圧縮はコミットメントの希薄化を意味する。加えて、これまで緩和方向に向かってきた金融政策が、QE3 の買入れ額縮小を経たのち引締めに向かうことは、政策のレジームチェンジを意味するため、先行きの金融政策を織り込んで動く市場へのインパクトは相応に大きなものとなる可能性が高いだろう。

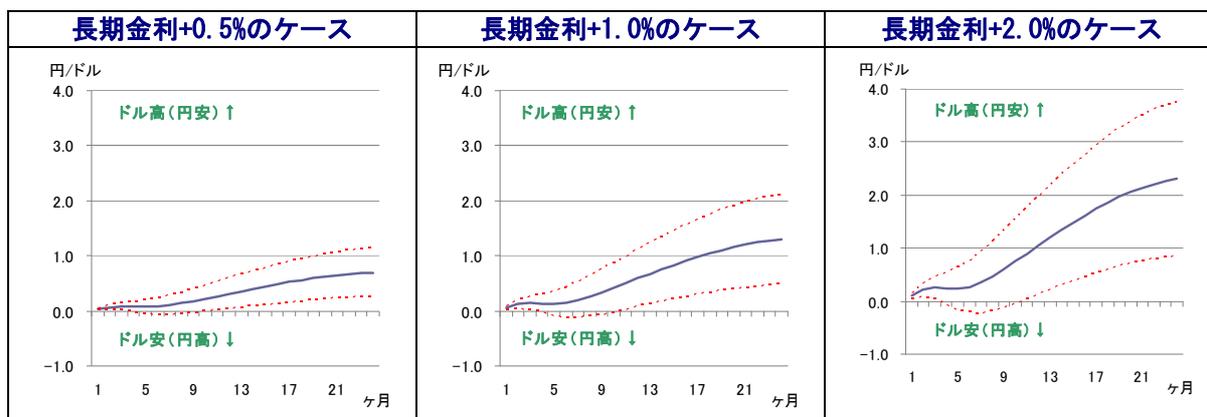
もっとも、バーナンキ議長が量的金融政策と FF レートによる金融政策の調整は独立であると強調している点や、最近の FOMC でも QE3 の縮小がただちに FF レートの引き上げにつながるものではないと表明している点からも、必ずしも二者の間に明確な因果関係が存在しているわけではない。しかし問題は市場がどう受け止めるかであり、QE3 の縮小の決定及びそれに付随する声明文の内容が、先述した時間軸効果を剥落させることにより長期金利を上昇させる可能性は否定できない。事実、市場において米国債金利は QE3 規模縮小にバーナンキ議長が言及した 5 月以降上昇に向かっている。

問題は今後剥落する可能性のある時間軸効果がどの程度かという点にあり、これは測定が非常に難しい。たとえばフォワードガイダンスと平行してバランスシート拡張という目に見えるコミットメントを導入した一連の金融政策を受けた 10 年物国債金利の低下幅は最も大きい時期で 2~3%にのぼる。しかしこれは、市場および FRB が当初見込んでいた以上に景気の停滞が長期化した結果として、先行きの金利見通しが低下した効果を多分に含んでいると見られ、このうちどの程度が時間軸効果によるものか分離することは困難である。そこで IMF が 13 年 8 月 1 日に発表した Spillover Report 2013⁸を参照すると、QE が金利を低下させた効果は 1.0%程度と推計されている。この数値を採用するのであれば、5 月以降の金利上昇で市場は時間軸効果の剥落をほぼ全て織り込んだことになる。しかし今もなお時間軸効果の効用については評価が定まっていないことから、政策のレジームチェンジが発表された後の市場の反応を予見することは難しく、ボラタイルな市場の動きが続く可能性は否定できまい。よって本節のシミュレーションにおいては金利が上昇する場合と下落する場合の両方（10 年物国債金利が±0.5、1.0、2.0%変化した場合の 6 通り）のシナリオに基づいてその影響を試算した。

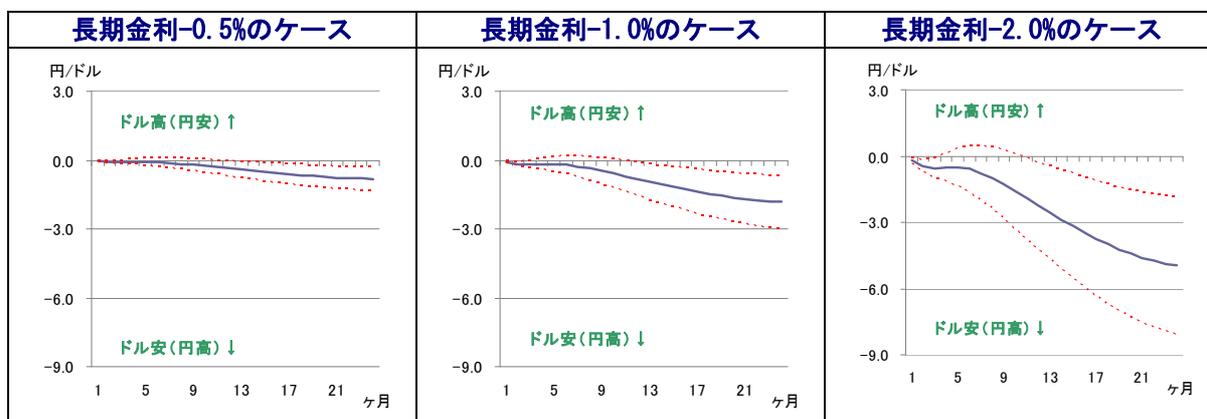
⁸ IMF Multilateral Policy Issues Report, IMF Policy Paper, 2013
<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/070213.pdf>

シミュレーション結果によると、長期金利が前節のバランスシートの変化で説明される以上に0.5、1.0、2.0%上昇した場合、24ヶ月程度の期間でそれぞれ約0.7、1.3、2.3円/ドルだけドルを増価すると試算される。逆に長期金利がバランスシートの変化で説明される以上に0.5、1.0、2.0%下落した場合、24ヶ月程度の期間でそれぞれ約0.8、1.8、5.0円/ドルだけドルは減価すると試算された。このシミュレーション結果に基づくと、短期的なショックをもたらすにとどまるFRBのバランスシートの量的な変化の直接的な影響よりもむしろ、時間軸効果を通じた金利の変化の方が、為替レートに対してより決定的な影響力を持つと考えられる。

図表7 米国債長期金利の変化が為替市場に与える影響の試算（前半：引締めケース）



図表7 米国債長期金利の変化が為替市場に与える影響の試算（後半：緩和ケース）



出所：大和総研試算

注1：詳細なシミュレーション手法は2013年8月15日付 経済社会研究班レポート No.13「量的緩和・円安でデフレから脱却できるのか？—拡張ダウンブッシュモデルに基づいた構造VAR分析」を参照。

なお、モデルとの整合性を重視し、同レポートの推計結果4に基づいてシミュレーションを行っている。

注2：推計に当たっては日米経済指標の比率を用いているが、本稿のシミュレーションに当たっては日本の経済指標を始め、FRBの政策変数以外には一切の変化は生じないものと仮定して政策変更の効果を算出している。また、FRBの金融政策にはツイストオペなど、バランスシートの総額の増加には反映されないものの重要な意義を持ったと考えられる政策も含まれるが、推計に当たってはこうした質的な変化を考慮せず、量的な指標のみを用いている。

注3：累積値。青い太線は1標準偏差のショックに対する反応、赤い破線はインパルス応答の推計値の±2標準偏差の区間。

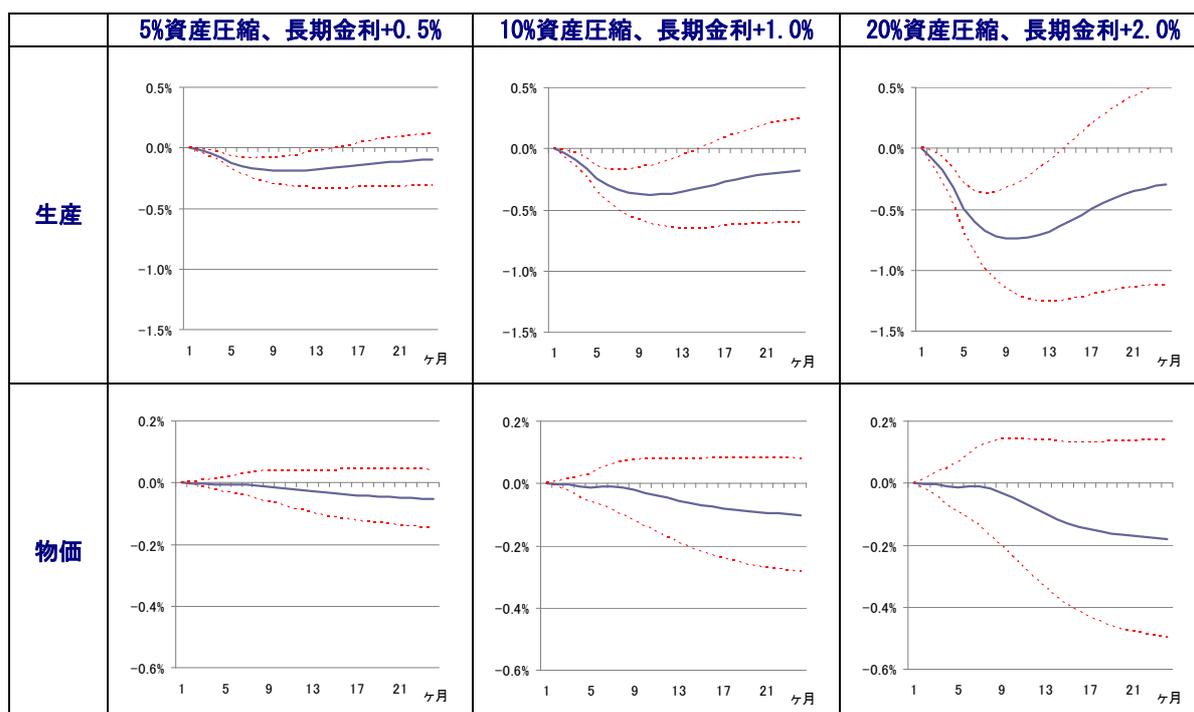
5. 実体経済（生産・物価）に与える影響のシミュレーション

次に、金融政策の変化およびそれを受けた金利・為替のショックが実体経済（生産・物価）に与える影響を考える。図表8はシミュレーションの結果を示しているが、FRBのバランスシートが市場予想よりも5、10、20%圧縮され、さらに長期金利がバランスシートの変化で説明される以上に0.5、1.0、2.0%上昇した場合、生産は10ヶ月程度の期間でそれぞれ約0.19、0.37、0.74%減少し、同時に物価は24ヶ月程度の期間でそれぞれ約0.05、0.10、0.18%低下すると試算される。逆に緩やかなバランスシート圧縮（もしくは拡大幅の縮小）の結果、FRBの資産残高が市場予想よりもそれぞれ5、10、20%大きなものにとどまり、かつ逆に長期金利が前節のバランスシートの変化で説明される以上に0.5、1.0、2.0%下落した場合、生産は12ヶ月程度の期間でそれぞれ約0.20、0.42、0.99%増加し、同時に物価は24ヶ月程度の期間でそれぞれ約0.06、0.12、0.29%上昇すると試算された。

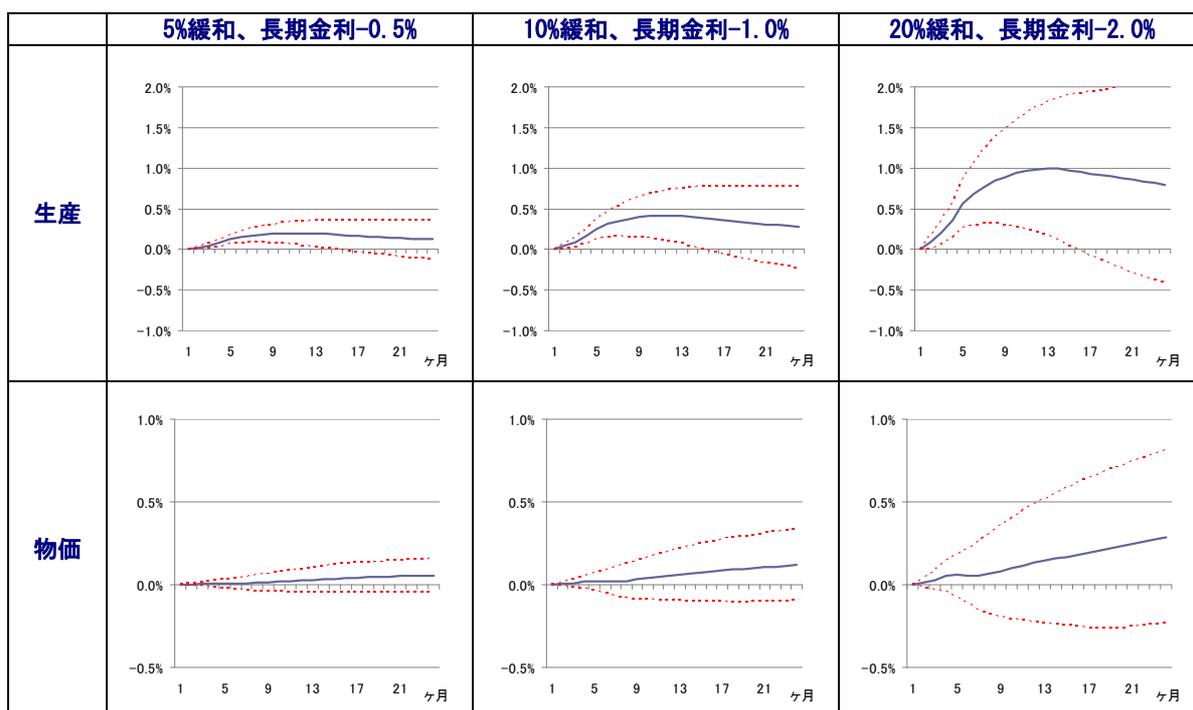
よってシミュレーションの結果から判断する限り、市場予想を上回るペースでのQE3縮小に伴う金利・為替の変化が米国景気に与える影響は、マイルドな生産減速と物価低下圧力にとどまると考えられる（市場予想よりも緩和的な政策が発表された場合には、これらと逆の効果が発生すると見込まれる）。そもそも足元でインフレリスクの顕在化が見られない中、FRBの金融政策の優先順位は景気の腰折れを防ぎつつ出口戦略を模索することに置かれるだろうし、その意味でも、米国景気への影響は軽微なものにとどまる可能性が高い。

－ 上 －

図表8 生産・物価に与える影響の試算（前半：引締めケース）



図表8 生産・物価に与える影響の試算（後半：緩和ケース）



出所：大和総研試算

注1：詳細なシミュレーション手法は2013年8月15日付 経済社会研究班レポートNo.13「量的緩和・円安でデフレから脱却できるのか？－拡張ドーンブッシュモデルに基づいた構造VAR分析」を参照。

なお、モデルとの整合性を重視し、同レポートの推計結果4に基づいてシミュレーションを行っている。

物価指数としては生産者物価指数（米国）・企業物価指数（日本）を採用した。

注2：推計に当たっては日米経済指標の比率を用いているが、本稿のシミュレーションに当たっては日本の経済指標を始め、FRBの政策変数以外には一切の変化は生じないものと仮定して政策変更の効果を算出している。また、FRBの金融政策にはツイストオペなど、バランスシートの総額の増加には反映されないものの重要な意義を持ったと考えられる政策も含まれるが、推計に当たってはこうした質的な変化を考慮せず、量的な指標のみを用いている。

注3：累積値。青い太線は1標準偏差のショックに対する反応、赤い破線はインパルス応答の推計値の±2標準偏差の区間。

注4：シミュレーション結果を解釈する上でひとつ注意が必要なのは、この生産・物価は「日米の比率」で示されているという点にある。すなわち、この値の低下は、米国の生産・物価の低下、日本の生産・物価の上昇、もしくはその両方を示唆する。しかしながら、これは主に米国の生産・物価の低下を示唆していると見てよいだろう。というのも、QE3縮小に伴う米国金利上昇・ドル高（円安）の日本経済への影響としては、①米国景気の減速に伴う輸出の減少、②米国金利の上昇と国際的裁定に伴う国内金利上昇による国内景気抑制効果、③円安に伴う輸出増加効果、などが挙げられるが、③についてはシミュレーションの結果からは有意に検出されておらず、トータルで見ると①②の負の効果が若干上回ると見られるためである。

また、④円安に伴う輸入物価の上昇を受けた物価の上昇（パススルー効果）が日本の物価を上昇させる経路は認められるが、上述のような景気に対する負の影響がそれを相殺することを考えると、日本の物価に与える影響も軽微なものにとどまる可能性が高い。

参考文献

小林俊介「量的緩和・円安でデフレから脱却できるのか？－拡張ドーンブッシュモデルに基づいた構造VAR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/20130815_007564.html

IMF (2013), "Multilateral Policy Issues Report", IMF Policy Paper

<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/070213.pdf>

【経済社会研究班レポート】

- ・ No. 1 神田慶司・鈴木準「「実質実効為替レートなら円安」の意味—コスト削減の企業努力は円高・内需低迷・デフレを生んだ」2010年11月10日
- ・ No. 2 鈴木準・原田泰「財政を維持するには社会保障の抑制が必要—社会保障の抑制幅が増税幅を決める」2010年12月29日
- ・ 鈴木準・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測（2011年6月）—大震災を乗り越え、実感ある成長をめざす日本経済」2011年6月16日
- ・ No. 3 溝端幹雄・神田慶司・鈴木準「電力供給不足問題と日本経済—悲観シナリオでは年率平均14兆円超のGDP損失」2011年7月13日
- ・ No. 4 神田慶司・溝端幹雄・鈴木準「再生可能エネルギー法と電力料金への影響—電力料金の上昇は再生可能エネルギーの導入量と買取価格次第」2011年9月2日
- ・ 溝端幹雄・神田慶司・真鍋裕子・小黒由貴子・鈴木準「電力不足解消のカギは家計部門にある—価格メカニズムとスマートグリッドの活用で需要をコントロール」2011年11月2日
- ・ No. 5 鈴木準「欧州財政危機からの教訓—静かな財政危機に覆われた日本は何を学ぶべきか」2011年12月2日
- ・ No. 6 神田慶司・鈴木準「ドル基軸通貨体制の中で円高を解消していくには—ドル基軸通貨体制は変わらない。長い目で見た円高対策が必要」2011年12月13日
- ・ 鈴木準・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測（2012年1月）—シンクロする世界経済の中で円高・電力・増税問題を乗り切る日本経済」2012年1月23日
- ・ No. 7 溝端幹雄・鈴木準「高齢社会で増える電力コスト—効率的な電力需給システムの構築が急務」2012年4月9日
- ・ 鈴木準「医療保険制度の持続可能性を高めるために—コスト意識の共有を進めながら、国民の健康を増進させよう」2012年4月13日
- ・ 近藤智也・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測（2012年7月）—グローバル化・高齢化の中で岐路に立つ日本経済」2012年7月27日
- ・ No. 8 神田慶司「失業リスクが偏在する脆弱な雇用構造—雇用構造がもたらす必需的品目の需要増加と不要不急品目の需要減少」2012年8月10日
- ・ No. 9 溝端幹雄「超高齢社会で変容していく消費—キーワードは「在宅・余暇」「メンテナンス」「安心・安全」」2012年8月10日
- ・ 近藤智也・溝端幹雄・神田慶司「日本経済中期予測（2013年2月）—成長力の底上げに向けて実行力が問われる日本経済」2013年2月4日

- ・ No. 10 神田慶司「転換点を迎えた金融政策と円安が物価に与える影響－円安だけでインフレ目標を達成することは困難」2012年2月5日
- ・ No. 11 溝端幹雄「エネルギー政策と成長戦略－生産性を高める環境整備でエネルギー利用の効率化と多様化を」2013年2月6日
- ・ No. 12 溝端幹雄「成長戦略と骨太の方針をどう評価するか－新陳代謝と痛みを緩和する「質の高い市場制度」へ」2013年7月25日
- ・ No. 13 小林俊介「量的緩和・円安でデフレから脱却できるのか？－拡張ドーンブッシュモデルに基づいた構造 VAR 分析」2013年8月15日
- ・ No. 14 石橋未来「超高齢社会医療の効率化を考える－IT 化を推進し予防・健診・相談を中心とした包括的な医療サービスへ」2013年8月15日
- ・ No. 15-1 小林俊介「QE3 縮小後の金利・為替・世界経済（前編）－シミュレーションに基づく定量的分析」2013年9月9日
- ・ No. 15-2 小林俊介「QE3 縮小後の金利・為替・世界経済（後編）－グローバルマネーフローを中心とした定性的検証」2013年9月9日