

経済レビュー

FRB が QE2（量的緩和第 2 弾）実施へ

【要 旨】

- ◇ 8 月下旬にバーナンキ議長が仄めかして以来、市場の追加緩和観測が急速に強まり、次回 FOMC（11 月 2-3 日開催）で FRB が追加緩和を実施することがほぼ確実視されている。
- ◇ 追加緩和策の選択肢には、①量的緩和、②時間軸強化、③超過準備預金金利引き下げ、④期待インフレに働きかける政策、などがある。このうち、FRB は量的緩和（長期証券の追加購入）に踏み切る構えである。
- ◇ 量的緩和策は、長期金利低下や資産価格の上昇を通して景気浮揚を図る政策である。今年 3 月末で終了した量的緩和第 1 弾（QE1）では、金融市場の流動性が大きく低下していたこともあり、流動性リスクプレミアムの低下も加わって 0.30～1.00% の顕著な長期金利押し下げ効果が認められたとの研究もある。
- ◇ QE2 は、QE1 に比べ金利の押し下げ効果が小さいとみられる上、住宅バブルの後遺症や家計のバランスシート調整などから金利低下による景気浮揚効果もその分減殺され、即効性に乏しいとみられる。このため、しばらく継続実施される可能性が高い。ただし、金融機能の回復や各種構造調整の進展に伴い徐々に実体経済への効果が顕現化すると期待される。
- ◇ なお、QE2 には効果が期待される反面で、金融市場の機能低下、望ましくないインフレ期待の上昇、新たなバブル発生などのリスクもある点には注意を要しよう。

1. ほぼ確実視されるFRBの追加緩和

昨年6月に底打ちした米国景気は回復基調を維持している。ただし、今年に入ってから減速傾向にあり、7-9月期の実質成長率も前期比年率2.0%に止まった。この程度の成長率では戦後最悪の景気後退により大幅に拡大したデフレギャップを縮小させるには不十分で、失業率は歴史的な水準に高止まりしている。大幅なデフレギャップは物価に下押し圧力をかけており、消費者物価上昇率（食料、エネルギーを除くコア）は1960年代以来の水準に低下。この結果、米国も日本型のデフレ均衡に陥るのではないかとの不安をもたらしている。

こうした状況は明らかに連邦準備制度理事会（FRB）の2つの政策目標（物価安定と最大雇用の達成）から外れている。FRB内で危機感が強まった結果、8月下旬にはバーナンキ議長が追加緩和を仄めかし、9月の連邦公開市場委員会（FOMC）声明文では「必要があれば追加緩和策をとる準備がある」ことが明記された。その後も、バーナンキ議長を含め複数のFRB高官が追加緩和に前向きな発言を繰り返したことから、市場の追加緩和観測が高まった（第1表）。現在では、次回11月2-3日開催のFOMCで追加緩和が実施されることがほぼ確実視されている。

第1表：最近のFOMC参加者の主な発言

発言者	発言内容（日付）
バーナンキ議長	◎ 必要なら追加緩和に踏み切る用意がある(10/15)
ダドリー・ニューヨーク連銀総裁	◎ 現在の状況はまったく不満足(10/19)
ピアナルト・クリーブランド連銀総裁	◎ 一段の緩和策が必要ならば利用できる選択肢がある(9/30)
ローゼングレン・ボストン連銀総裁	◎ デフレのリスクは追加緩和を適切とする(10/14)
ブラード・セントルイス連銀総裁	◎ 11月FOMCは難しい会合になるだろう(10/8)
ホーニグ・カンザスシティ連銀総裁	◎ 追加緩和が効果的である有力な証拠はまったくない(10/12)
エバンス・シカゴ連銀総裁	金融緩和政策の程度を増すことが妥当(10/19)
ブロッサー・フィラデルフィア連銀総裁	米国債買い取り策にはリスクがある(10/20)
フィッシャー・ダラス連銀総裁	追加緩和は現時点で効力が明確でない(10/1)
コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁	追加緩和策の実施をさらに十分検討する必要性がある(10/19)
ラッカー・リッチモンド連銀総裁	明確なデフレリスクはない(10/13)
ロックハート・アトランタ連銀総裁	近い将来の一段の金融刺激に好意的だ(10/18)

(注) ◎はFOMCの投票メンバー

(資料) 各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 追加緩和策の本命はQE 2

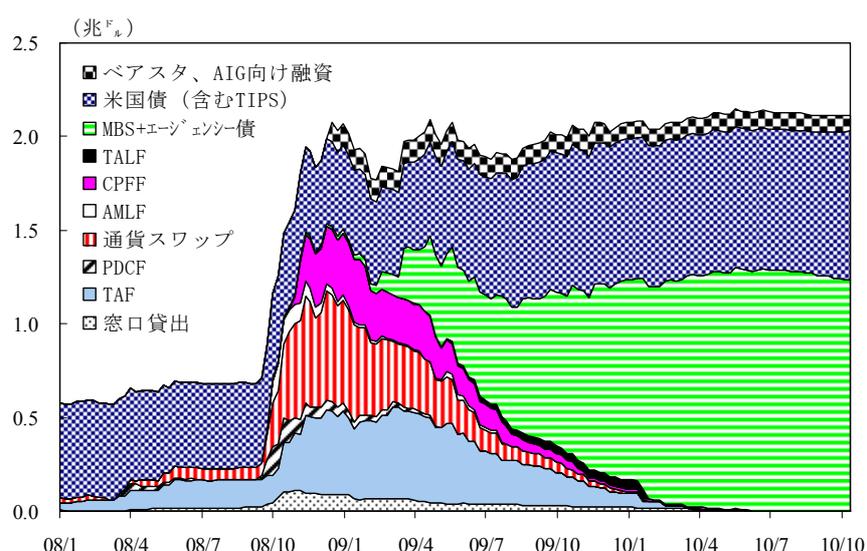
では、具体的にどのような緩和策がとられるのか。政策金利は既にゼロまで下げられており、金融政策は畢竟、非伝統的な領域に踏み込まざるを得ない。ここでは主な選択肢についてみてみよう。

① 量的緩和策（QE 2）

現在、追加緩和策として導入が確実視されているのが長期証券の追加購入、すなわち量的緩和策（Quantitative Easing、以下QE）である。量的緩和策は、既に第1弾（QE 1）が実施済みである。2008年末にスタートし、米国債、住宅ローン担保証券（MBS）、エージェンシー債を合わせて1.7兆ドル強購入して今年3月末で終了した。FRBのバランスシートをみると、QE 1による長期証券の買い入れが、各種流動性供給プログラムの残高減少を補う形となり、資産規模は約2兆ドルで維持されている。この結果、現在では資産の大半が長期証券となっている（第1図）。

長期証券は償還などに伴い残高が時間とともに減少する（米国債については償還分が再投資されており、残高が維持されている）。春頃から景気回復ペースが鈍化する中、FRBはバランスシート縮小による意図せぬ金融引締め効果が出ることを避けるため、今年8月のFOMCでMBS、エージェンシー債の償還資金を米国債に再投資し、保有長期証券の残高を維持することを決定した。

第1図：FRBの資産内容



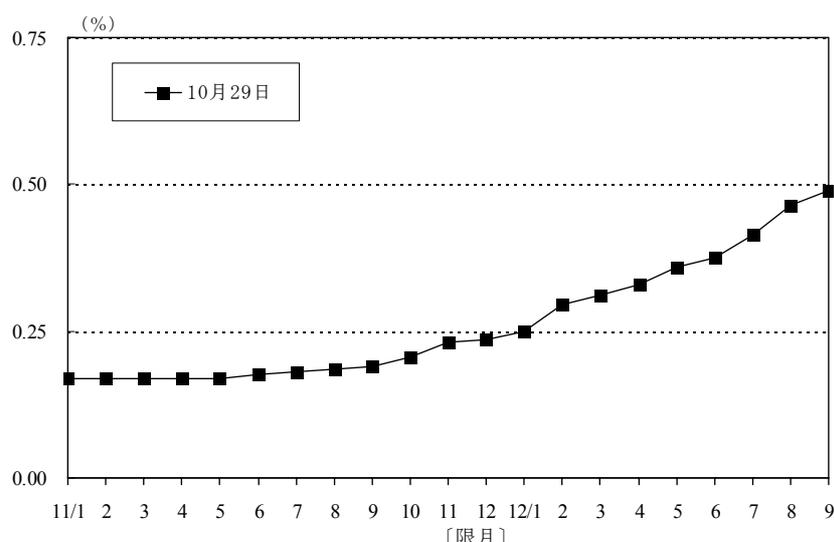
(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

量的緩和策の第2弾（QE2）では米国債の追加購入が見込まれているが、モーゲージ市場などの状況次第ではMBSの購入が再開される可能性もある。購入規模は、QE1では金融市場が強いストレス下にあったため1.7兆ドルと巨額の買い入れが行われた。QE2では、金融市場の安定に加えて金融政策に柔軟性を持たせるため比較的小額で始め、その後、状況に応じて（例えばFOMCごとに）金額を見直す方法がとられる等の観測が出ている。他方、量的緩和の効果をあげるにはある程度まとまった規模が必要との見方もあり、アトランタ連銀ロックハート総裁は「購入額は合理的に大きな規模でなくてはならない」と発言している。市場では地区連銀総裁の発言などをもとに月間1000億ドル、総額5000億～1兆ドル程度の規模が有力視されている。

②時間軸政策の強化（声明文の変更）

現在、FOMC声明文では、いわゆる「時間軸効果」を狙い、長期（for an extended period）にわたって現状の実質ゼロ金利政策を続けることが示唆されている。バーナンキ議長は、声明文を修正することで金融の緩和度合いをさらに強めることが可能と考えている。現在、市場が利上げをフルに織り込んでいるのは2012年の夏以降だが、予想を後ズレさせることで長期金利の低下を促すというものだ（第2図）。次回FOMCでは金利引き下げ効果を強めるため、QE2と同時に声明文の見直しを実施される可能性もある。なお、この政策の欠点はFRBの政策意図が正確に伝わらないリスクがあることだ。実施に際しては市場との対話における透明性の向上が課題となる。

第2図：FF金利先物市場



（資料）Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

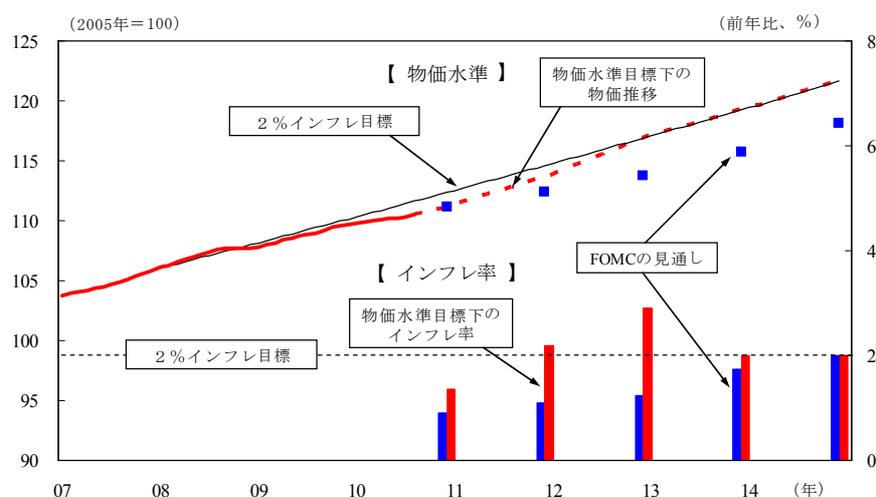
③ 超過準備預金金利の引き下げ

現在、FRBは超過準備預金に金利（現行0.25%）を付与しているが、バーナンキ議長は今年8月の講演で同金利の引き下げを追加緩和策の選択肢の一つとしてあげている。これにより銀行に貸出を増やす誘因を与えようというものだ。しかし、FF金利の実効レートが0.15-0.20%で推移している現状では短期金利の低下余地は極めて小さい上に、金融市場の機能を損なうリスクもある。最近の議長講演では全く触れられておらず、選択肢から外れた可能性が高い。

④ インフレ期待に働きかける政策

一部のエコノミストが提唱しているのがインフレ目標引上げである。FRBは正式なインフレ目標政策を導入していないが、望ましい物価上昇率をコア個人消費デフレーターで1%台後半として暗黙のインフレ目標を掲げている。これを3%、4%に引き上げることで期待インフレ率を上昇させ実質金利を下げることで緩和効果を強めるのが狙いである。しかし、米国経済がまだデフレの状態にはなく、インフレ期待も安定している現状では、効果よりもコストの方が大きいとしてFOMC内では支持されていない。同じくインフレ期待に働きかける政策としてシカゴ連銀エバンス総裁は（物価上昇率ではなく）物価水準を目標とする政策を提唱している。これは、実際のインフレ率が目標を下回った場合、インフレ率を目標水準に戻すだけでなく物価水準の下振れ分を取り戻す政策で、短期的に目標を上回るインフレ率を容認するものだ。このため、インフレ目標政策よりも目標達成のハードルは高い（第3図）。ただし、これもFOMC内での支持は低く、導入の可能性は現段階では低いとみられる。

第3図：物価水準目標の概念図



(資料) Federal Reserve Bank of Chicago より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. QE 2の効果は緩やかに顕現化

以上のうち、ここではQE 2（米国債の追加購入）が実施された場合の効果・影響についてみてみよう。

（1）景気・物価への効果

QE 2は、①米国債購入で債券需給を改善し長期金利を低下させる、②米国債を保有していた投資家が売却資金で代替資産を購入し資産価格全般が上昇する、などの経路を通して景気を刺激する効果が期待される（ポートフォリオ・リバランス効果）。金利低下により住宅販売・設備投資が増加し、低利ローンへの借換えや資産効果で個人消費が刺激されて成長率が高まれば、デフレギャップが縮小して物価下押し圧力が緩和することも期待できる。

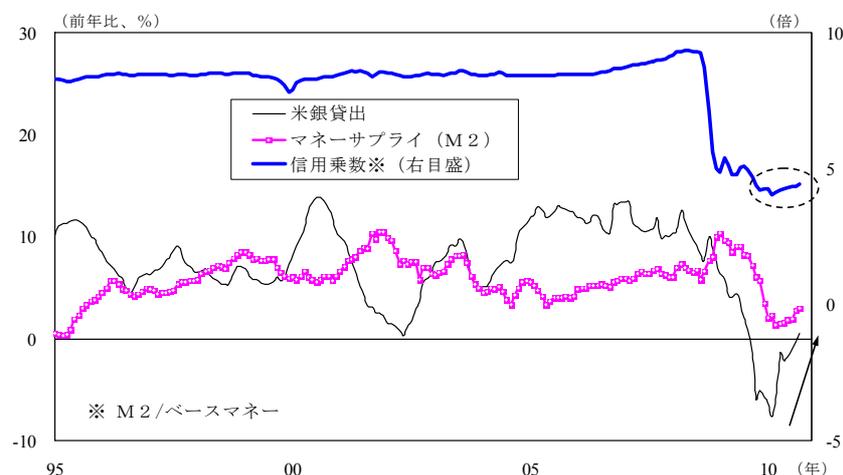
ニューヨーク連銀ではQE 1による長期金利（10年）の押し下げ効果を0.30%～1.00%と試算している。そして、こうして大きな効果が得られたのは、QE 1導入時に市場の流動性が著しく低下していた影響も大きいとしている。証券をいつでもFRBに売却できるとの安心感が市場の流動性リスクを低下させ、投資家の証券購入を促したためである。こうした効果は米国債利回りとのスプレッド縮小を通じてMBSやエージェンシー債市場において、より顕著に現れた。この点、金融市場が安定を取り戻した現状では、QE 2による長期金利の押し下げ効果はQE 1に比べ限定的となる可能性がある。

景気浮揚効果についても過度の期待は禁物である。現在、住宅ローン債務者の約4分の1がネガティブ・エクイティ（住宅価格がローン残高を下回る）の状況にあり、住宅の買換えやローンの借換えが難しくなっている。このため、住宅ローン金利が下がっても、住宅投資や個人消費に対する刺激効果は平時に比べて小さいことが予想される。また、資産価格の上昇についても、家計がバランスシートの修復を優先している下では、消費刺激効果は減殺されよう。景気浮揚効果が小さければ、デフレギャップの急速な縮小も見込めず、物価には低下圧力が残ろう。こうしてみると、QE 2により景気・物価指標が早期に上向くことは期待しにくい。このため、QE 2は導入後しばらく継続実施される可能性が高いとみられる。

他方、明るい材料もある。金融危機により遮断された金融緩和の波及経路が修復されつつあることだ。米銀の貸出態度厳格化に歯止めがかかる中、貸出の伸びは底打ちし、マネーの伸びも回復しつつある。この結果、大幅に低下した信用乗数にも底打ちの兆しが出ている（第4図）。家計・企業の手元流動性が歴史的な高水準にあることから、貸出の本格回復には時間がかかろうが、こう

した金融機能の回復に加えて、家計のバランスシート調整などの各種構造調整が進展するのに伴って、QE2の実体経済への効果が徐々に顕現化すると期待される。

第4図：貸出、マネーサプライと信用乗数



(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

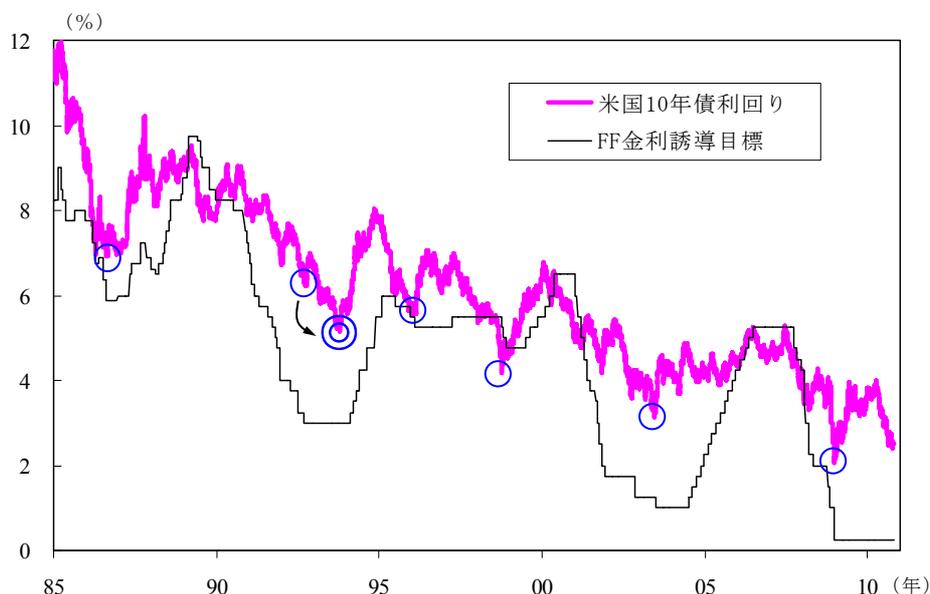
(2) 市場への影響

QE2を織り込む過程で市場では金利低下、株価上昇、ドル安が進んできた。足元では、QE2が市場予想より小規模になるとの報道をうけて調整の動きもみられる。ただし、前述のようにQE2はしばらく継続実施されるとみられることから、当面、短期金利は低位安定が見込まれ、株価には下支え効果が残り、ドルも軟調に推移することが予想される。

長期金利については、QE2実施後に上昇する可能性がある。過去、長期金利は最後の利下げの前後に大底を打つ場合が多かった。今回も2008年12月に実質ゼロ金利政策を導入した直後が直近の長期金利の底となっている(第5図)。例外は1990年代の前半である。当時の経済情勢をみると、米銀のバランスシート毀損を背景とした信用逼迫により景気の本格回復が遅れ、インフレ率も低下傾向にあるなど現在とよく似ている。その時は、1992年9月にFRBが最後の利下げを行った直後に長期金利はいったん上昇したが、その後、景気回復がもたつき、インフレ率も低下が続いたことから長期金利は再び低下基調に戻った。金利が大底を打ったのは利上げ開始の4ヵ月前の1993年10月だった。

今回も長期金利が短期的に上昇する可能性はあるが、景気・物価指標が早期に上向き可能性は小さいとみられるため、早晩、落ち着きを取り戻し、しばらく安定した推移が続くと見込まれる。長期金利が上昇基調に転じるのは、市場がQE2の終了を本格的に織り込み始める頃となろう。

第5図：FF金利誘導目標と米国10年債金利



(資料) Bloomberg より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. おわりに

QE 2には効果が期待される反面、リスク・コストもある。最後にQE 2実施に伴うリスクをあげておこう。

一つは、量的緩和策の経験が乏しいことから長期証券購入の量やスピードに関する効果の分析が不十分で、その効果には大きな不確実性を伴う。結果的に経済に大きな混乱をもたらす可能性も否定できない。

次は、大量の米国債購入により、①民間取引がクラウドアウトされ、自然な金利形成など金融市場が本来持つ機能が損なわれる、②市場から米国債が枯渇して金融市場の厚みが損なわれる、などのリスクである。ニューヨーク連銀の金融市場担当責任者のサック副総裁は、QE 1で週間の購入額が約400億ドルのピークに達した時に、実際、こうしたことが起きたと講演で発言している。

また、QE 2実施によりFRBが円滑に出口政策を発動することが難しくなるとの市場の観測が強まる結果、望ましくないインフレ期待の高まり(インフレ・リスクプレミアム)により長期金利が大きく上昇するリスクもある。この場合、明らかに期待とは逆の効果がもたらされることになり、FRBは難しい対応を迫られよう。こうしたリスクを避けるため、FRBは円滑な出口政策発動のために

これまで十分な準備（リバースオペの取引相手拡大や準備預金を対象とした定期預金制度創設など）を行ってきたことを強調して市場の不安を取り除くなど、市場との対話を丁寧に行うことが求められよう。それでも、QE2実施後の市場の反応に不透明感が残ることは否めない。

さらに、リスクは米国外にも波及する。既に米国の金融緩和に伴うドル安が他国の自国通貨高を防衛する動きを招き、通貨安競争が激化する兆しが見られている（これについては先のG20財務相・中央銀行総裁会議で一応、通貨安競争の回避が合意された）。QE2が長期化すれば、過剰流動性による資源価格高騰、新興国におけるインフレ圧力の高まり、新たなバブル発生、などのリスクを高めよう。また、過去に見られたように、将来、米国が引締めに移る際には国際金融危機が発生しやすいなどの点にも注意を要しよう。

(H22.11.1 山中 崇 takashi_2_yamanaka@mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様自身でご判断下さいますよう、宜しく申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1