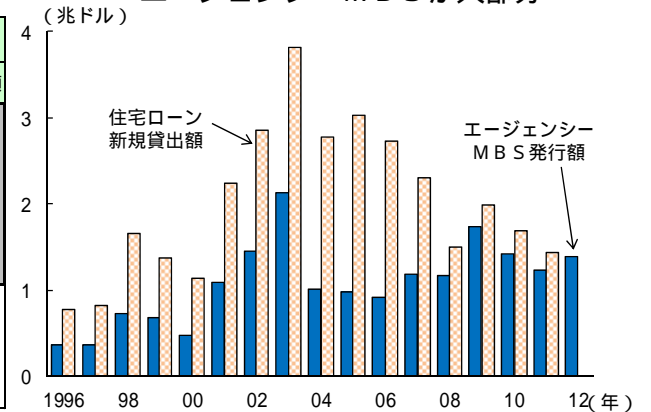


第1-4-33表 住宅ローンの種類

区分	融資市場 (一次市場)	証券化市場 (二次市場)		
	名称	証券化機関 (発行機関)	元利金 支払い保証	MBS種類
公的保険・保証付 ローン (ノン・コンベン ショナル)	連邦住宅局(FHA) 保険ローン	民間金融機関	政府抵当金庫 (ジニーメイ)	エージェン シー-MBS
	退役軍人庁(VA) 保険ローン			
コンベンショナ ル・ローン	コンフォーミング ローン(プライム)	ファニーメイ フレディマック	ファニーメイ フレディマック	エージェン シー-MBS
	ジャンボ・ローン (高額ローン)	民間投資銀行 民間金融機関	優先劣後構造 第三者保証	
	Alt-Aローン (書類不備ローン)			
	サブプライム ・ローン			

(備考) 1. 各種資料より作成。
 2. ジャンボローンは、コンフォーミングローンの上限を上回るローン。
 3. 優先劣後構造は、証券化商品を優先債・劣後債に分け、原債からの回収金をまず優先債の元利払いに充当し、劣後債の元利払いを優先債に劣後させるもの。

第1-4-34図 住宅ローンの組成金額：
エージェンシーMBSが大部分



(備考) 1. MBSA、アメリカ証券業金融市場協会(SIFMA)より作成。
 2. 住宅ローン新規貸出額は1戸建向け物件のみ。一方、エージェンシーMBSは集合住宅向けMBSも含む。なお、残額ベースでは集合住宅MBSのシェアは4%未満。
 3. 12年のエージェンシーMBS発行額は、1~10月時点までの累計。

GSEである連邦住宅抵当公庫(ファニーメイ)及び連邦住宅貸付抵当公社(フレディマック)の両社は06年以降に経営が悪化した。しかし、両社の経営悪化が住宅金融市場全体のローン供給機能を低下させ、住宅市場の更なる停滞を招くおそれがあるとして、財務省は両社に対し無制限に公的資金を注入してこれまで支えてきた。

その結果、資本注入された公的資金は累計1,880億ドル以上にのぼっており、連邦政府財政にも大きな影響を与えていることから、政府はMBS市場への関与の縮小を目指し、12年末には財務省のGSEに対する資本注入額に上限が設けられることになっている。GSEの存廃やそのあり方をめぐってアメリカ連邦議会ではこれまでも議論が進められてきたが、与野党間の意見の隔たりも大きく、改革の先行きは不透明である。

住宅価格が上昇し不良債権の損失も減少する中、12年4~6月期決算では、両社ともに黒字に転換しており、公的資金の上限設定がもたらす影響は大きくないと考えられる。しかし、こうした住宅金融の先行き不透明感とともに、住宅ローンを家計に融資する金融機関やMBSを購入する投資家等に対し、MBSの信用性や流動性に関わる懸念を招く恐れもあり、住宅市場をめぐる動向については今後も注意が必要である。

2. 財政・金融政策による対応

世界金融危機への対応に伴う財政支出により財政赤字は09年度に急激に拡大した。10年度以降、財政赤字は減少に転じたものの、ブッシュ減税等の延長措置により歳入が伸び悩み一方、社会保障や医療関係費、軍事費の拡大により歳出削減は進まず、4年連続で1兆ドルを超える水準となっている。

こうした中、世界経済の減速とあいまってアメリカの景気回復は緩やかなものにとど

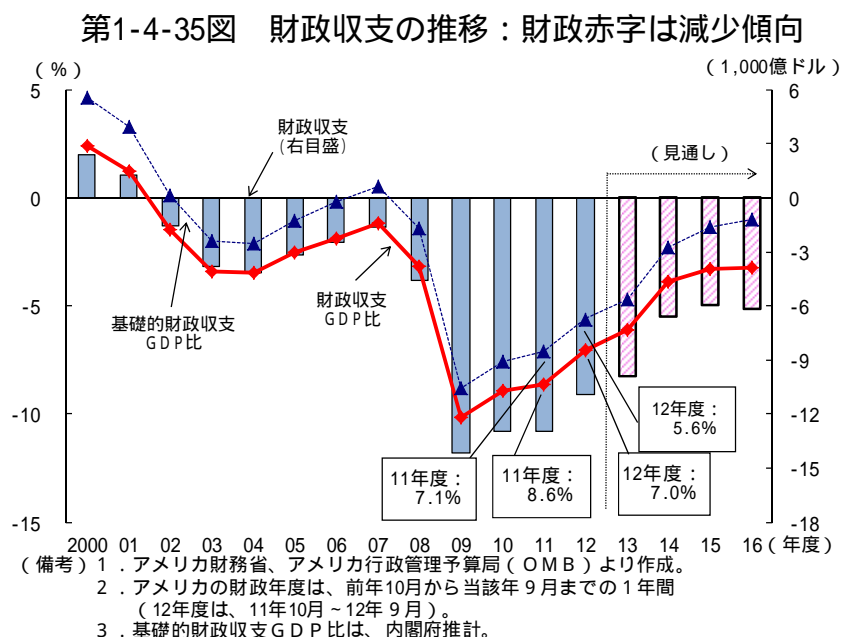
まっているが、財政支出による景気対策の余地は限られており、金融緩和による景気下支えが続いている状態となっている。

(1) 緊縮財政による短期的な景気下押しリスクと中期的な財政健全化に向けた取組

(i) 財政赤字の拡大と削減への取り組み

連邦政府の財政赤字は09年度に急増し、約1.4兆ドルに達したが、それ以降は減少を続けている。行政管理予算局(OMB)によれば、12年度は個人所得税の減税措置等が延長されたものの、法人所得税が増加したことなどにより歳入が伸びた。一方、すでに実施されている歳出削減策⁷¹等により歳出額が抑制されたことなどから、財政赤字はGDP比8.6%から同7.0%に縮小した。

11月6日に実施された大統領選挙では事実上オバマ大統領が再選を果たし、基本的には13年度以降も現在の施策が継続されるとみられる。こうしたことから、13年度には年収25万ドル以上の層に対する個人所得税減税措置の失効や医療制度改革等により歳入が増加する一方、引き続き歳出削減策が採られることなどから、財政赤字はGDP比6.1%に縮小する見込みとなっている。(第1-4-35図)。

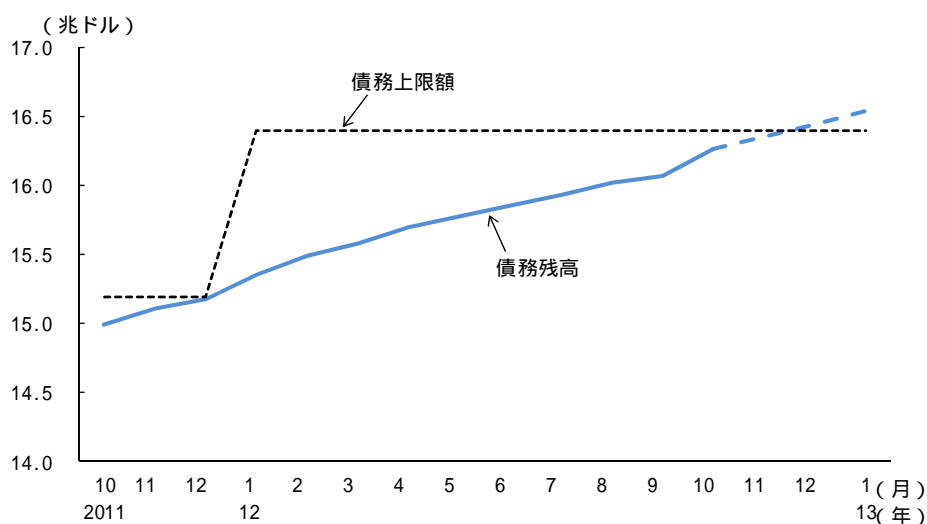


12年度の財政赤字は前年度に比べ、GDP比で1.7%縮小したとはいえ、09年度以降4年連続で1兆ドルを超える水準となっており、連邦政府の債務残高は法定上限に近付い

⁷¹ 11年8月2日に成立した2011年予算管理法では、10年間で9,170億ドルの歳出削減が法定されている。詳細は内閣府(2011b)を参照。

ている⁷²。このため、12年末から13年初にかけて債務上限に達する可能性があるが、11月6日の大統領選挙及び上下両院選挙の結果、下院では再び共和党が過半数を確保したことから、債務上限引き上げをめぐり、大統領と議会との間で緊迫した協議が行われることが予想される⁷³（第1-4-36図）。

第1-4-36図 債務残高と債務上限：近い将来債務上限に達する可能性



(備考) 1. アメリカ財務省、アメリカ行政管理予算局(OMB)より作成。
 2. 12年10月までは実績。11月以降については、12財政年度(11年10月～12年9月)の平均財政赤字額で延長推計。
 3. 財政年度は前年10月～当該年9月までの1年間。

(ii) 財政の崖

オバマ大統領の再選により、13年度は、12年末で失効予定の高所得層を除く減税措置等の延長といったオバマ大統領が現在主張している政策が基本になると考えられる。しかしながら、下院の過半数を確保した共和党は所得制限を設けずに現行所得税減税措置等の延長を訴えており、引き続き議会との対立構造が残ったままとなっている(第1-4-37表)。オバマ大統領は大統領選挙後の勝利演説等の中で共和党に対して融和を訴えているが、今後12年末に向けて双方の歩み寄りが図られるかどうかは予断を許さない状況が続くとみられる。

⁷² 債務残高が法定上限を超えると、国債の新規発行を行うことができず、歳出や国債の元利払い等に支障が生じることとなる。詳細は、内閣府(2011b)を参照。

⁷³ なお、11年には、8月2日に債務上限に達する見通しとなっていたが、民主・共和両党間の協議が長期化し、8月2日当日になってようやく債務上限引き上げ(少なくとも2.1兆ドルの債務上限引き上げを2段階で実施)に関する法案が成立した。

第1-4-37表 民主党・共和党の政策比較（主なもの）

オバマ大統領（民主党）	共和党
個人所得税の税率引き下げ等（ブッシュ減税）	
年収25万ドル以下の層についてブッシュ減税を延長	現行ブッシュ減税を継続（所得による制限は設けない）
歳出（国防費）削減	
裁量的経費に上限を設け、今後10年間で約1兆ドルの債務削減。国防費は今後10年間で4,870億ドル抑制。	歳出削減の一方、国防費の削減は反対。
医療改革法	
事実上の国民皆保険の導入	オバマケア（医療改革法）の廃止
財政赤字	
2017年度の財政赤字（GDP比）：2.9%	2017年度の財政赤字（GDP比）：0.9%

（備考）各種資料により作成。

こうした協議が不調に終わり、仮に何ら解決が図られなかった場合、個人所得税の減税措置等すべてが失効し、また、11年予算管理法による強制的な歳出削減措置等が実行される。その影響について議会予算局（CBO）は、「一連の緊縮財政により、12年度に比べ13年度には6,070億ドル（GDP比4.0%）の財政収支の改善が図られる⁷⁴一方、ゼい弱な成長の経済への悪影響が懸念される」と指摘している（第1-4-38表）。

第1-4-38表 「財政の崖」の影響（13年度財政収支額）：
経済に与える影響は大きい

		(10億ドル)
歳入		399
個人所得税の税率引き下げの失効等		221
給与税減税の失効		95
設備投資減税の失効等		65
医療保険改革		18
歳出		103
2011年予算管理法による歳出削減		65
緊急失業保険給付の失効等		38
その他の措置		105
計（フィードバック効果を除く）		607
フィードバック効果 ^{注）}		47
計		560（487）

（注）「財政の崖」により景気が悪化することで、税収が減少するなどのため財政赤字が拡大すること。
備考）1. 議会予算局（CBO）（2012年5月）より作成。
2. は8月時点の公表値より作成。5月時点と比べ、12年度の歳出見込みが下方修正されたこと等により、財政収支の改善額が下方修正された。

⁷⁴ 行政管理予算局（OMB）の財政見通し（7月27日）では、年収25万ドル以下の層に対する個人所得税減税措置の延長等がなされるため、財政収支の改善額は2,200億ドルとなっている。

「財政の崖」をめぐる実質的な協議は今後進められることになると考えられる⁷⁵が、CBOは、個人所得税の税率引下げ措置や設備投資減税等の延長が実施され、また、11年予算管理法による強制的な歳出削減が見送られるといった場合のシナリオについて試算している。それによると13年の実質経済成長率は1.7%（13年第4四半期の12年第4四半期比）となっている。一方、これらの施策が実施されず、現行法により各種減税措置の失効や歳出削減等が図られた場合、マイナス成長が予想されている（第1-4-39表）。

第1-4-39表 「財政の崖」の影響（実質経済成長率）：

13年は大きく下押し

種々の政策下での実質経済成長率の押し上げ効果	12年	13年
	(12年第4四半期の 11年第4四半期比)	(13年第4四半期の 12年第4四半期比)
現行法における財政政策下（「財政の崖」のケース）	+2.1%	0.5%
代替シナリオ ^注		（上記成長率への加算）
国防費の強制歳出削減の先送り		+0.4%
非国防費の強制歳出削減の先送り		+0.4%
a 個人所得税の税率引下げの失効等の延長		+1.4%
b 年収25万ドル以下の層の個人所得税の税率引下げの失効等の延長		+1.3%
給与減税、緊急失業保険給付失効の延長		+0.7%
+ + a		+2.2%
+ + a+		+2.9%

(注) 代替シナリオは、現行法における財政政策下の実質経済成長率に対して、どの程度上方にシフトするか推計したもの。

(備考) 議会予算局（CBO）（12年11月等）より作成。

こうした状況ではあるが、多くの民間エコノミストや消費者は「財政の崖」について、現在の減税措置や強制的な歳出削減のかなりの部分が延長・先送りされるとみていると考えられ、後述するように、13年の実質経済成長率の民間エコノミストの予測は2.0%となっている。このような動きは、企業側のマインド調査で「財政の崖」を理由として設備投資を控えているのとは対照的である。アメリカの財政状況はひっ迫しており、財政再建が喫緊の課題となっている中、「財政の崖」を構成する項目のほとんどが延長や先送りされる蓋然性は低いと考えられ、企業側がこうした事情を慎重に踏まえた上で需要見通しを検討している可能性がある。

⁷⁵ 11月6日の連邦議会選挙に当選した議員を含めて議会が開かれるのは13年1月となる。それまでの間は、いわゆる「レームダック」期間になり、「財政の崖」等に対する本格的な議論等は新しい議会の下で進められる可能性がある。その場合には、例えば、減税の失効、強制歳出削減の実施の期日を先送りすることにより暫定的に「財政の崖」を回避するための措置を図っておき、新議会の下で債務上限の引き上げを含めて本格的な議論等が行われる可能性がある。

(2) 金融政策による対応

(i) 追加金融緩和 (いわゆるQE3) の実施

前述のように、「一段の政策緩和がなければ経済成長が労働市場の持続的な改善を実現するためには十分な強さとならない可能性があること」を懸念し、FRBは9月のFOMCにおいて追加の金融緩和を決定した。

具体的には、まず住宅ローン担保証券(MBS)を毎月400億ドルのペースで追加購入することを決定した。また、声明文では「労働市場の見通しが著しく改善しない場合、物価安定の下で、そうした改善を実現できるまで、委員会はMBSの購入を継続し、追加の資産購入を実施するとともに、必要に応じてほかの政策手段を活用する。」との方針が示され、今回のMBSの買取りについては、期限や規模を明示しない、いわゆる「オープン・エンド型」の資産買い取り策が採られた。そのほか、異例に低水準のFF金利が妥当となる期間として、「今のところは、少なくとも15年半ばまでと見込んでいる」とし、8月までの「少なくとも14年遅く」から時間軸が延長された。さらに、雇用最大化と物価安定に向けた継続的な進展を支えるため、委員会は「景気回復が強まった後の相当な期間において、非常に緩和的な金融政策スタンスが引き続き適切になると予想している」とし、政策金利が長期にわたり異例の低水準に維持される可能性を示唆した。9月の決定で採られた政策は、過去の措置と同様のものであるが、「オープン・エンド型」の資産買取り策である点、政策金利に関して、時期を明示せずに「景気回復が強まった後の相当な期間」までと時間軸をさらに長期化したという点で、FRBとして新たな取り組みを始めたといえる。

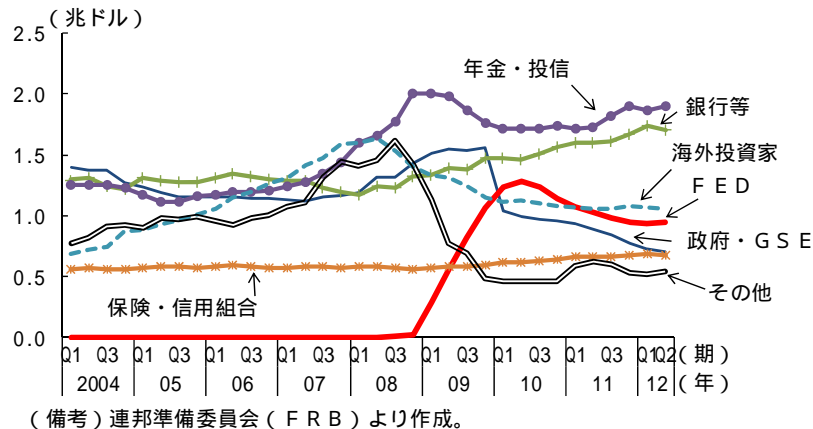
(ii) 9月のFOMCにおいて新たに決定されたMBSの買取り策

12年9月に決定されたMBSの買取りは、期限や最終的な規模を明示していない点などを除き、09年1月から10年3月にかけて信用緩和策の一環として実施されたものと基本的には同じもので、エージェンシーMBSを毎月一定額買入れるものとなる。ここでは、今回のMBS買取り策について、09年時と比較しながら概観したい。

まず、エージェンシーMBSは、前述のとおり、GSEや政府系住宅機関が保証するMBSであるが(前掲第1-4-33表)、その発行残高は政府機関債(エージェンシー債)と合わせると7.5兆ドルを上回る規模となる。政府機関債とエージェンシーMBSの保有構造を見ると、商業銀行のような金融機関以外にも、国債に匹敵する信用力が高い債券として年金・投資信託や海外投資家等、幅広い機関に保有されてきた(第1-4-40図)。金融危機以降、海外投資家等の保有残高が減少する中、09年1月から10年3月にかけてFRBが総額1.25兆ドルにおよぶMBSの買取りを行うと、10年4~6月期には、連邦準備制度(FED)の保有残高は1.3兆ドル程度まで増加した。保有残高は、その後減少した

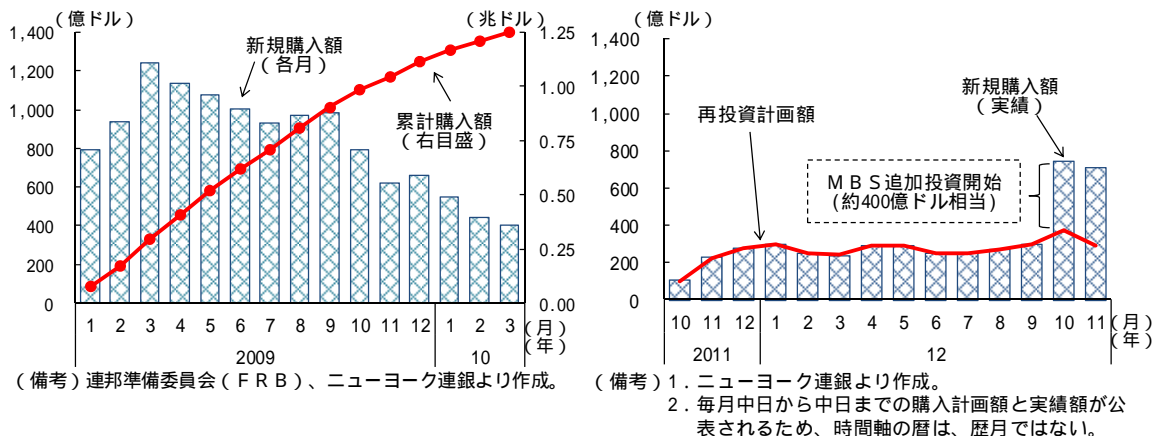
が、11年10月からのMBS元本再投資以降下げ止まり、今回のMBS買取り措置を受けて、11月初時点の保有残高は9,300億ドルとなっている。

第1-4-40図 政府機関債・エージェンシーMBSの保有残高：
FEDの保有額は再び増加



12年9月から開始された本措置は、月あたりの購入額が1,000億ドルを超えていた09年に比べると、単月投資額としては規模が小さいものの(第1-4-41図)、今回は期限や最終的な規模が明示されていないため、総額規模は比較ができない。11年10月から開始された250億から300億ドルの元本再投資分と9月に発表された毎月400億ドルの新規の買入れ額を合わせると、月間700億ドル近いMBSが毎月買入れられることになる。このペースが続けば、13年10月には11年10月のMBS元本再投資額以降の累計額が、前回のMBS投資総額(1.25兆ドル)を上回る計算となる。なお、アメリカ証券業金融市場協会(SIFMA)によると、エージェンシーMBSは毎月1,400億ドル程度(12年平均)が新規に発行されているが、FRBの購入額はこうした新発債の50%程度に相当し、MBSの流動性を支えることとなる。

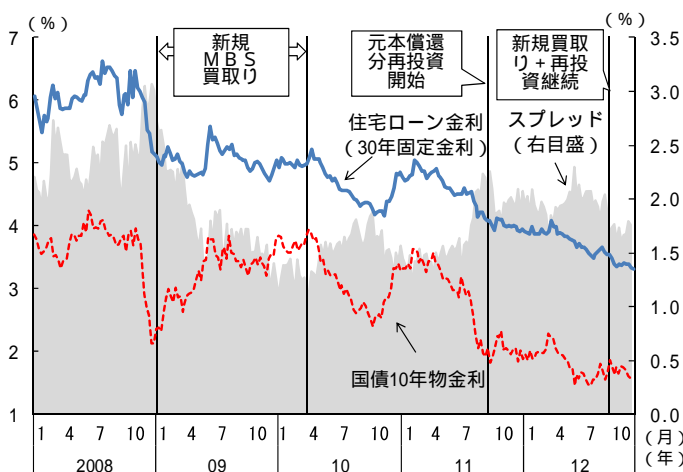
第1-4-41図 FRBによるMBS買取り額： 単月では規模が小さい
(1) 09年1月～10年3月 (2) 11年10月以降



この買取り策はエージェンシーMBSの購入によって、住宅ローン金利に直接作用させようとするもので、実際に09年の場合には、拡大していた住宅ローン金利と国債利回りのスプレッドを縮小させ、その後長期金利が上昇する局面では、住宅ローン金利の上昇分を吸収した。今回のMBSの追加買取りでは、QE3でのMBS買取りを事前に織り込む形でスプレッドを縮小させ、実施後はおおむね横ばいで推移している。なお、30年固定金利の住宅ローン金利は、10月初には3.36%と過去最低水準を大きく更新している（第1-4-42図）。

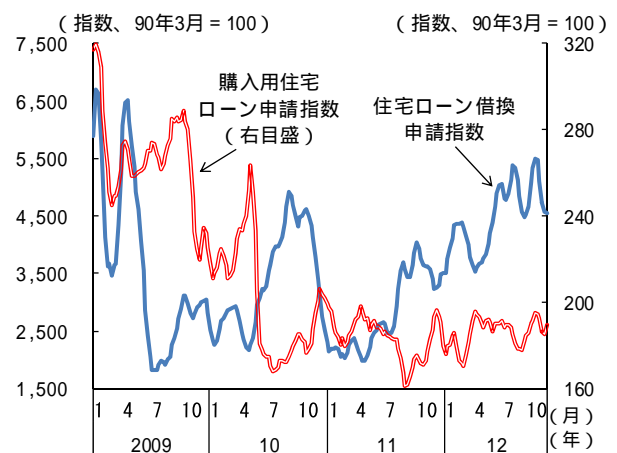
金利低下は住宅ローンの借換え需要を増加させる。今回のMBSの追加買取り開始後には、住宅ローンの借換え申請指数が一時的に09年来の水準まで達した（第1-4-43図）。フレディマックによれば、12年4～6月期中に住宅ローン20万ドルを借換えた者は、年間約2,900ドルの利払いを削減できたという試算を示しており⁷⁶、こうした借換への促進が今後バランスシート調整を後押しすることが期待される。ただし、前述のとおり、金融機関による住宅ローンの貸出態度は依然厳しく、現在のところ新規購入用のローン申請の増加にはつながっていない。

第1-4-42図 住宅ローン金利の推移：
金利を低下させる効果



(備考) 1. ブルームバーグより作成。
2. 住宅ローン金利はフレディマックの30年固定金利。スプレッドは国債10年物金利とのスプレッドをさす。

第1-4-43図 住宅ローン申請指数の推移：
借換え申請指数が急増



(備考) 全米抵当銀行協会 (MBA) より作成。

9月の追加金融緩和策を決定した際、FOMC声明文において、「追加金融緩和によって長期金利に対して下方圧力を加え、モーゲージ市場を支援するとともに、より広範な金融状況をより緩和的にする一助となるだろう」とされた。前述のとおり、今回決定さ

⁷⁶ フレディマックが、12年4～6月期の住宅ローン借換えに関わる分析結果として公表。

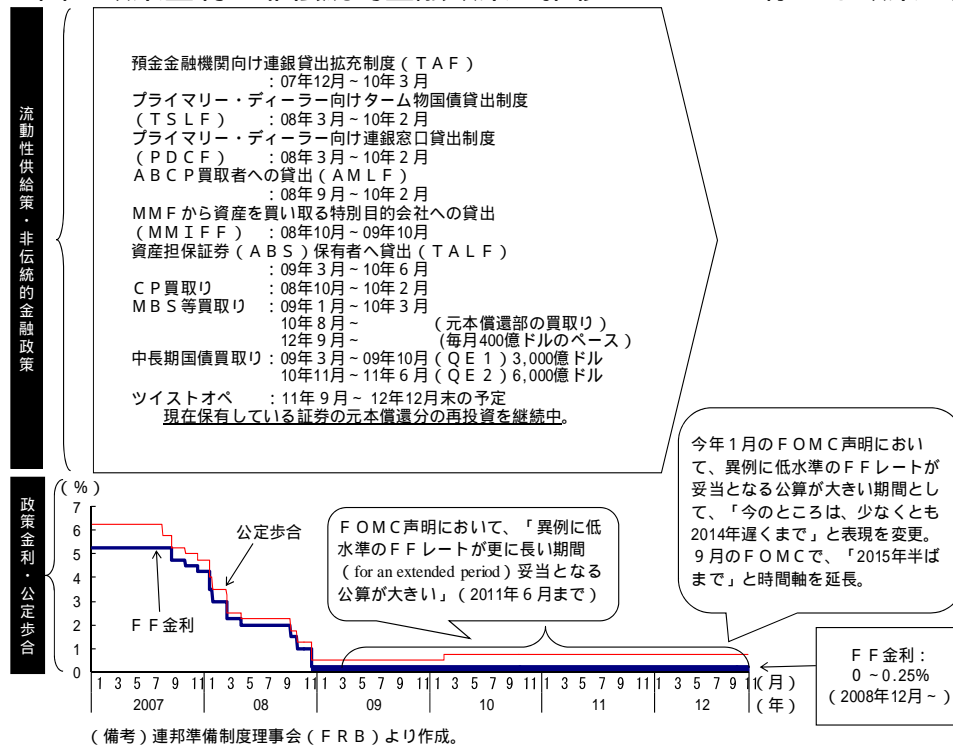
れた追加金融緩和策は、09年に行われたものと同様に、大規模資産購入プログラム⁷⁷の一環として実施されており、F R Bによって行われた政策としては、Q E 1 及びQ E 2 と比較することも可能である。以下では、過去に実施されたF R Bの金融政策と比較しながら、今回の追加金融緩和の決定が金融資本市場および実体経済に対してどのような影響を与えたかについてみていく。

(iii) 金融資本市場への影響

まず、F R Bが行ってきたリーマンショック後の金融政策について、簡単に振り返っておきたい。

F R Bは08年12月に政策金利をそれまでの1.00%から異例に低水準となる0~0.25%に引下げたのを最後に、政策金利の誘導目標の操作という形での伝統的な金融政策を実施していない(第1-4-44図)。それ以降、現在においても、F F金利の誘導目標は0~0.25%の範囲で据え置かれている。一方で、08年12月のF O M Cにおいて、今後の金融政策の重点を「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(伝統的金融政策以外の)ほかの手段を通じて、金融市場の機能を支援し、経済を刺激すること」に置く、と表明した。

第1-4-44図 政策金利・非伝統的金融政策の推移：F R Bは様々な政策を打ち出す



⁷⁷ バーンキF R B議長は、講演等でQ E 1、Q E 2も含めて、これらの政策をL S A P s (Large-scale asset purchases) といっている。

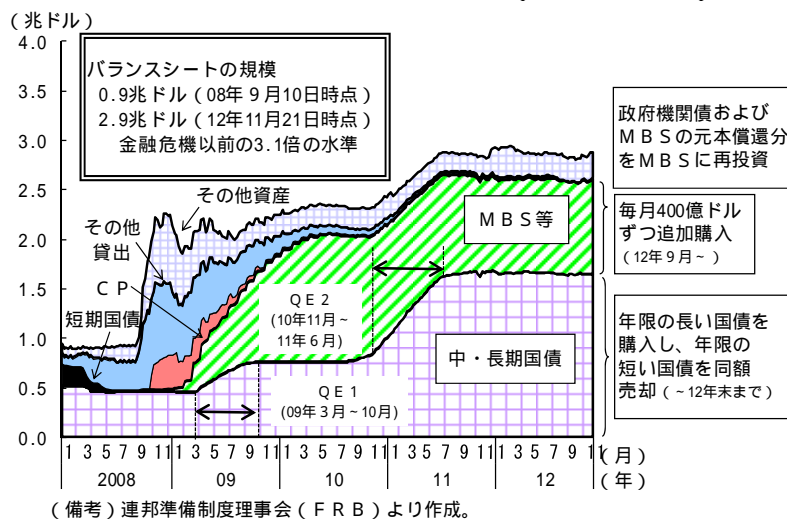
09年以降、F R Bの金融政策は非伝統的な金融政策へと移行していった。非伝統的な金融政策が実施され始めた09年以降における、金融政策の大きな内容の変化は以下のよう

一つ目が「F R Bのバランスシートの維持・拡大」である(第1-4-45図)。バランスシートの維持・拡大については、09年1月～10月にかけての信用緩和(政府機関債およびM B Sの買取り)も含めた広義のQ E 1が、10年11月～11年6月にかけて主に中・長期国債の買取りが行われたQ E 2が、そして12年9月からはM B S買取りによる資産買い取りプログラム、いわゆるQ E 3がそれぞれ実施されている。この間、バランスシートの規模の維持等を目的として、元本償還分の再投資やツイスト・オペも実施されている。実際のバランスシートの動向をみると、信用緩和前の08年半ばに急激に拡大したが、狭義のQ E 1の間はそれ以上の拡大はみられない。Q E 2実施時には、10年末から11年央にかけて、既に大きく拡大していたバランスシートがさらに拡大した。

二つ目は、「時間軸政策の導入および強化」である。非伝統的な金融政策に移行した後、初めて行われた09年1月のF O M Cにおいて、政策金利に関する表現については、「異例に低水準のF F金利が当面は妥当となる公算が大きい」とされた。その後、同年3月には「さらに長い期間(for an extended period)」と表現が変更され、この表現は11年6月のF O M Cまで維持された。その後、同年8月のF O M Cにおいて「今のところは、少なくとも13年半ばまで」と表現が変更され、F O M C声明文の中で、ゼロ金利政策の継続期間について具体的に明示するようになった。直近、10月に行われたF O M Cでは「今のところは、少なくとも15年半ばまで」と、時間軸がさらに延長されるとともに、非常に緩和的な金融政策が「景気回復が強まった後の相当な期間において」引き続き適切になるとした。

三つ目は、F R Bの法的責務の一つである「物価の安定」について、「個人消費支出(P C E)デフレーターの前年比で2%が長期的にみたF R Bの法的責務と合致」と、目標数値が明確化されたことである。

第1-4-45図 F R Bのバランスシート(資産サイド): 維持・拡大が継続



これら3つの大きな内容の変化を踏まえたうえで、まずは、FRBによる非伝統的な金融政策の実施による金融資本市場への影響について、金融資産ごとに具体的にみていく。

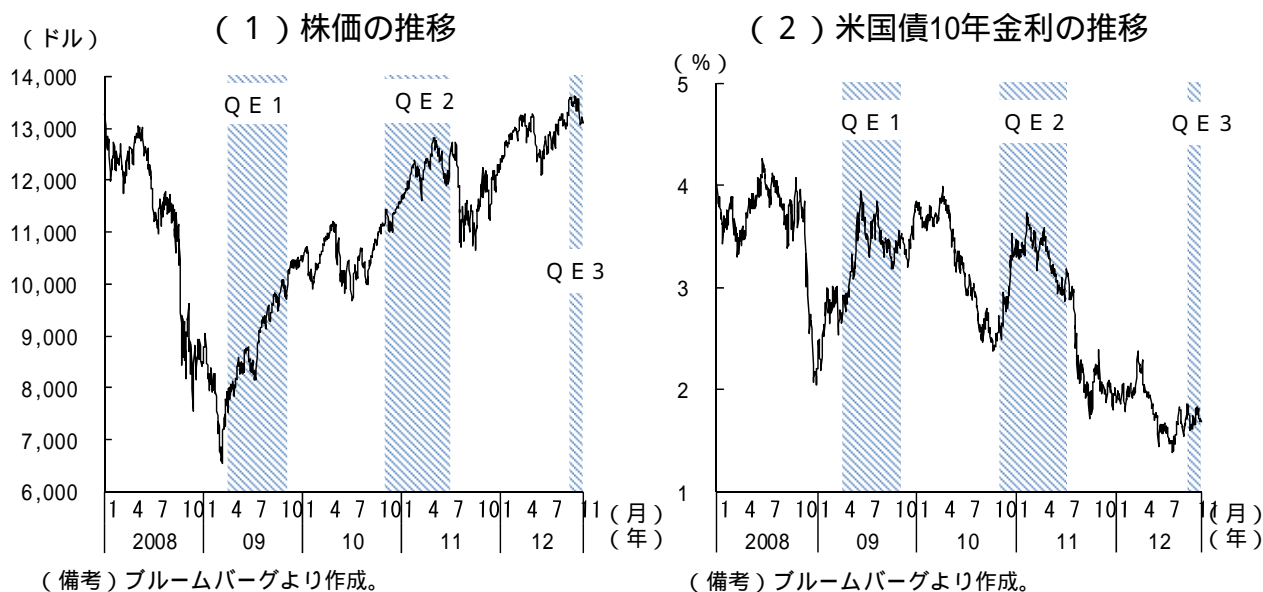
まず、株価の上昇が挙げられる。QE1実施後は、09年3月につけた世界金融危機後の最安値から反転上昇した。また、QE2の時には、バーナンキFRB議長がジャクソンホール講演においてQE2を示唆した10年8月から株価は上昇し、11年初頭にかけて上昇局面が継続した。価格変動も大幅に低下し、市場が安定化した。高所得層を中心として、資産効果により消費が押し上げられた可能性がある。一方、QE3の時には、株価は、追加金融緩和を織り込みFOMC前から上昇していた。その後はおおむね横ばいで推移し、それ以降は米企業決算の内容を悲観し、下落している(第1-4-46図(1))。

続いて、米国債の利回りについては、QE1実施時には、リーマンショック後急低下していた金利が08年末のゼロ金利政策や09年初の信用緩和とともに反転し、狭義のQE1実施時には一時的に低下したものの、その後は再び上昇した。QE2実施時には、バーナンキFRB議長の発言後も金利は低下していたが、実際にQE2が実施されると上昇に転じた。QE3実施時には、その前まで低下していた金利が上昇した(第1-4-46図(2))。これについては、FRBが金融緩和の実施を決定する前の段階では、アメリカの経済指標やマインドが悪化していると考えられ、アメリカ景気の悪化を織り込むように金利が低下し、金融緩和決定後については、FRBの緩和策による景気回復期待あるいは、物価上昇期待から、金利が上昇していると考えられる。なお、QE1、QE2と比較すると、QE3実施後の金利上昇が限定的となっている。この背景には、前述のとおり、株価が下落していることに加え、非伝統的金融政策下における二つ目の内容の変化と関係するが、時間軸政策がより強化されていることも挙げられる。特に、ゼロ金利政策の継続期間について具体的に時期を明示していることに加え、9月のFOMC声明文

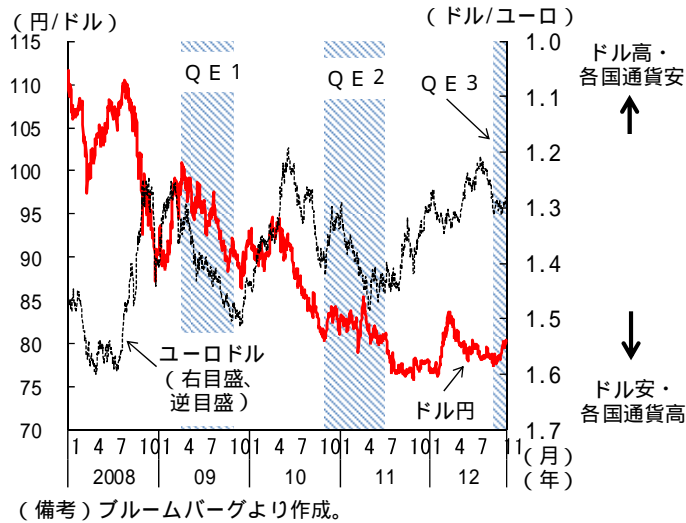
において、「景気回復が強まった後の相当な期間」においても非常に緩和的な金融政策が引き続き適切になると予想しているとされたことが、影響していると思われる。なお、QE 1、QE 2の効果について、バーナンキFRB議長は、12年8月31日に開かれたジャクソンホール講演において、「QE 1を含む信用緩和策については長期金利を40～110bp、QE 2については長期金利を15～45bp引下げた効果があった」と発言している。

最後に、為替レートについては、QE 1実施時には、信用緩和を受けて一時ドル高になったものの、狭義のQE 1実施に伴いドル安に転じた。QE 2実施時には、それまで進行していたドル安が一時足踏みしたものの、その後再びドル安となった。QE 3実施後は、対ユーロではおおむね横ばい、対円では日銀に対する金融緩和期待もあり、円安ドル高となっている(第1-4-46図(3))。また、市場参加者の学習効果によるものなのか、QE 1は金融緩和実施後の反応が大きかったが、QE 2及びQE 3については、実施前にドル安が進行している。

第1-4-46図 金融資本市場の反応：各金融資産の動きは様々



(3) 為替レートの推移



(iv) 実体経済に及ぼした影響

非伝統的な金融政策が実体経済に与える影響については、12年8月のジャクソンホール講演において、バーナンキFRB議長は、「アメリカやほかの先進国で、非伝統的な金融政策の導入から既に数年経過していることから、こうした政策がどのように機能するか、われわれは既に知っている。これまでの経験に基づくと、こうした政策には効果があり、実施されなかった場合、07～09年にかけての景気後退は一段と深刻化し、現在みられる景気回復も今より緩慢なものになっていたことは明確だ」と一定の評価をしている。

ただ一方で、「非伝統的な政策が、経済活動と物価上昇に及ぼす効果の推計は不明確だ。非伝統的な政策は、より一般的に金融政策の限界に直面する。その限界とは、より広範でバランスのとれた経済政策の組み合わせを用いて達成できることを、金融政策のみでは達成できないということだ。また特にその国が直面する財政、および金融上のリスクを、金融政策で中和することはできないということだ。さらに、明らかに経済への成果を微調整することもできない」とも発言している。

バーナンキFRB議長も指摘しているように、FRBの追加金融緩和により、実体経済にどの程度影響を与えたかを推測することは容易ではないが、ここでは、物価動向及びマネー関連指標にどのような変化があったのかをみていく。

まず、物価については、期待インフレ率の動きも合わせてみていくこととする。

ここで使用している期待インフレ率は今後10年間に渡って金融資本市場が予想する物価上昇率の年率換算値であるため、FRBによる追加の金融緩和による将来の物価上昇効果を織り込んでおり、QE1、QE2、QE3ともに、実際の物価上昇率の動きよりも期待インフレ率の方が反応は大きくなっている。

期待インフレ率は、QE1実施時には、08年末のゼロ金利政策と09年初の信用緩和に

伴い反落し、狭義のQE 1実施後は上昇を続けた。QE 2実施時には、バーナンキFRB議長の発言とともに反転上昇した。これは、金融緩和によって経済成長率が高まると期待されたことが背景にあるとみられる。一方、依然として需給ギャップが残っていることもあり、物価上昇圧力は限定的となり、実際の物価は落ち着いて推移した。コアPCEデフレーター及びコア消費者物価上昇率共に、12年9月時点でも08年の世界金融危機直後の水準を回復していない。また、FRBは、QE 2を行った理由として、デフレ懸念の払しょくを挙げているが、実際の物価もラグはあるものの、前年比での伸び率が上昇しており、FRBの非伝統的な金融政策がデフレ回避という目標に対して一定の効果を発揮したといわれている。ただし、この時期の物価上昇については原油価格の上昇による影響もあった点には、注意が必要である。

QE 3後の期待インフレ率及び実際の物価の動きについては、QE 1及びQE 2とはやや異なっている。期待インフレ率は追加金融緩和直後こそ上昇したものの、その後は落ち着いた動きをしている。直後の反応は、QE 1及びQE 2と同様の理由によるものと考えられるが、その後の落ち着いた動きについては、後に発表された経済指標や企業決算が悪かったこともあり、景気減速懸念が高まり、期待インフレ率上昇にはつながっていない可能性がある。実際の物価についても、今後発表される関連指標の動きが注目されるが現在のところ安定している（第1-4-47図）。

第1-4-47図 期待インフレ率と物価上昇率の推移：



(備考) 1. アメリカ商務省、労働省、ブルームバーグより作成。
2. 期待インフレ率は、「国債(10年物)利回り - 物価連動国債(10年物)利回り」により作成。

次に、マネーの動きをみていく。

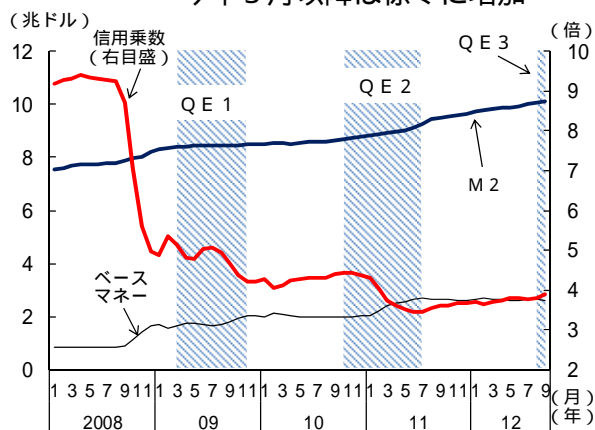
ベースマネーは、リーマンショック後の金融市場の機能不全に対応するためにバランスシートを急拡大した08年後半に大きく増加した。その後、FRBが非伝統的な金融政策に着手した09年以降、ベースマネーは緩やかな増加傾向が続いている（第1-4-48図）。ただし、QE 1とQE 2実施時のベースマネーの前年比での伸びを比較すると、QE 2

実施時は実施後ラグを伴ってではあるが、伸びが拡大しているのに対して、QE 1 実施時は大幅に拡大された前年水準が維持されたため、伸び幅では大幅に縮小している（第1-4-49図）。なお、QE 3 については、現時点では顕著な伸びはみられていない。

一方、マネーサプライについては、ベースマネーの増加と比較すると、増加のペースは小さく、QE 1、QE 2 実施時共に必ずしも実際のマネーサプライの増加や信用乗数の上昇には結び付いていない。これについては、世界金融危機によって金融機関のリスク許容度が低下したことや、そもそも経済成長率が高まらない中で資金需要の伸びが限定的だったこと等が指摘されている。ただし、12年3月以降は、マネーサプライの前年比の伸びがベースマネーの伸びを上回って推移しており、信用乗数は非常に緩やかではあるが改善傾向にある（第1-4-48図、第1-4-49図）。

第1-4-48図 信用乗数の推移

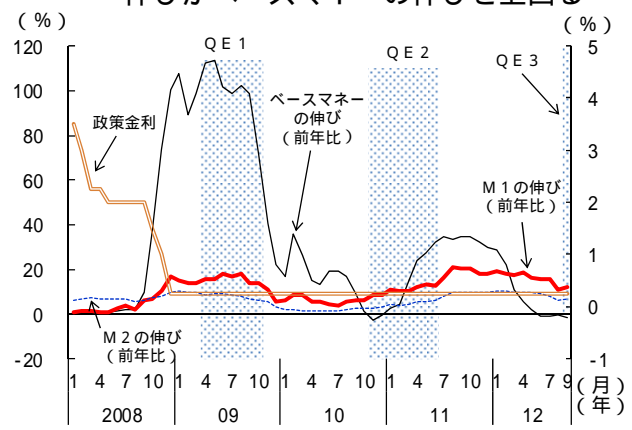
：信用乗数は低下傾向だが、今年3月以降は徐々に増加



（備考）連邦準備制度理事会（FRB）より作成。

第1-4-49図 マネー関連指標の伸び

：今年3月以降は、マネーサプライの伸びがベースマネーの伸びを上回る



（備考）連邦準備制度理事会（FRB）より作成。

(iii) (iv) でみてきたように、FRBの追加金融緩和に対する金融資本市場や実体経済への影響については、QE 1及びQE 2実施時と、QE 3実施時では、いくつかの異なる点がある。しかしながら、これらの政策が決定された際の目的やその時の経済状況も異なるため、それらを単純に比較することには留保が必要である。すなわち、QE 1はリーマンショック後の経済成長率の大幅な落ち込みや、金融市場の緊迫化の中で、バランスシートを高水準に保つ政策の一環として、民間信用市場の改善を目的としたものであった。QE 2は、経済の回復傾向の鈍化や物価上昇率の低下といった下方リスクを払しょくすることを目的としたものであった。一方、QE 3は、物価が安定する中で労働市場の持続的な改善を実現させることを目的としたものである。

それらの影響についても、QE 1はその直前のゼロ金利政策や信用緩和の影響と重なっていたり、QE 2は原油価格上昇の影響と重なるなど、純粋に量的緩和政策だけの影

響を抽出することは容易ではない。また、信用緩和を含む広義のQE 1やQE 2は株価・金利やインフレ期待に影響を与えた面はあるものの、実体経済に対する影響は必ずしも明確ではない。ちなみに、QE 1やQE 2の実施によっても、ベースマネーやマネーサプライが必ずしも大きく増加したわけではないことに注意する必要がある。

QE 3については、FOMCの声明文の中で「長期金利に下方圧力を加え、モーゲージ市場を支援するとともに、より広範な金融状況を一段と緩和的にする一助となるだろう」としている。なお、QE 3が実体経済や金融資本市場へ与える影響については、FOMC参加者の中で見方が分かれている⁷⁸。いずれにせよ、今回のQE 3では、今後の資産購入ペースや継続期間の明示がされていないため、その実体経済や金融資本市場へ与える影響については、こうした目的の違いやその時の経済状況に違いも踏まえながら、引き続き注視する必要がある。

() 今後の金融政策動向の注目点

以上、12年9月に決定された金融緩和策を過去の事例と比較し、金融資本市場及び実体経済に与えた影響について見てきたが、最後に今後の金融政策の動向について、注目されている点について触れておきたい。

まず、1点目は、12年末に期限を迎えるツイスト・オペ⁷⁹を予定とおり終了するのか、あるいは延長するのか、という点である。ツイスト・オペの延長を決定した6月のFOMCの際に、実際のオペレーションを担当するニューヨーク連銀が公表した資料によると、12年12月末時点で、16年1月までに償還を迎える米国債、すなわち残存期間約3.5年以下の国債を全く保有しなくなるという。年限3.5年以上の国債の売却をしてでもツイスト・オペが延長されるかどうか注目されている。

2点目が、時間軸政策の強化である。現在のFRBの政策においては、ゼロ金利政策の継続期間についての明確化と、非常に緩和的な金融政策が「景気回復が強まった後の相当な期間において」引き続き適切になると予想している、とし、政策金利が長期にわたり異例の低水準に維持される可能性を示唆している。しかし、9月及び10月のFOMCの議事録では、ゼロ金利政策の時間軸について、現在のような日付ではなく、「労働市場と物価指標に関する数値的水準」といった経済指標の目標を設定する方法を検討して

⁷⁸ QE 3の実施を決定した9月のFOMCの議事録を見ると、QE 3の影響についてはFOMC参加者の意見が割れていることが確認できる。多数(many)の参加者が「QE 3が長期金利の押下げや金融状況の緩和を通じて景気回復を支援できる」とした一方で、多く(a number)は「金融市場や実体経済に対する影響は不確実」とした他、少数(several)は「追加の資産購入が出口戦略を複雑化させる」と指摘し、1名(one)は、過剰なリスクテイクへの懸念を示している。ただ、大半(most)は「こうしたリスクは管理可能だ」との見方を示した。

⁷⁹ 残存期間6～30年の国債を購入し、同時に残存期間約3年以下の米国債を売却もしくは償還させる政策のことを指す。