

QE3縮小後の厳しい道のり

ー 金融正常化を妨げる2つの構造変化

日本リサーチ総合研究所 調査研究部
主任研究員 藤原 裕之 03-5216-7314
hiroyuki.fujiwara@research-soken.or.jp

FRBは今年18日のFOMCで量的緩和の縮小に着手、市場は好反応を示した。緩和縮小ではあっても金融引き締めを意図したものではない点が評価された形だが、緩和縮小観測に揺れた5~6月と異なるのは、投資家のポジションがニュートラル化したこと、株投中心にリスクマネーが流入したことなどが指摘できる。市場はまだ金融緩和相場のモードにあり、景気回復に応じて金利が上昇、株価も上昇する実体経済回復相場のイメージは持っていない。

実体経済回復相場に移行するにはグローバルマネーの吸収役となる強い資金需要のある国が必要である。今のところもっとも近い位置にいるのが米国であり、米国経済は現在、家計のバランスシート調整が終了局面にある。しかしながら、ストック調整後の景気回復というシナリオは、「消費行動の変化」と「生産年齢人口の低下」というリーマンショック後の構造変化によって実現が妨げられるだろう。足元の景気指標が良くても、構造変化に伴う下押し圧力が見込まれる中では、FRBも簡単には量的緩和を手じまいすることはできない。こうした状態が長引けば、緩和マネーの多くは株や不動産市場に流れバブルが生じやすくなり、金融市場が大きく不安定化する危険性も考えられる。

■ QE3縮小を好感する市場

FRBは今年18日のFOMCで量的緩和の縮小（テーパリング）に着手し始めた。月850億ドルの証券購入額（MBS、米国債）を2014年1月から100億ドル減らす一方、失業率が6.5%（11月7.0%）を安定的に下回るまではゼロ金利政策を継続することを示した。さらにバーナンキ議長は、マクロ経済状況が変われば量的緩和の縮小ペースを落とす可能性にも言及した。時間軸を示すことで、今回の政策変更は緩和縮小ではあっても金融引き締めを意図したものではない点が強調された。市場はこれを好感し、円安・株高が加速した。米国株は史上最高値を更新、日経平均も年初来最高値をつけた。

■ 市場の落ち着いた背景 ～ポジション調整を経て

今年5月~6月の米市場は強めの景気指標が出るたびに緩和縮小の思惑から債券と株価が下落、同時に新興国通貨も売られるというパターンが繰り返された。現在の市場が当時と異なる落ち着いた動きをみせている理由の一つとして投資家のポジション調整の一巡化が挙げられる。CMEの通貨先物ポジションをみると、2012年後半から2013年前半にかけて、ドルキャリアの対象となる通貨（AZ・NZドル、カナダドル、メキシコペソ等）のロングポジションが過去最高水準まで積み上がっていた（図表1）。このため、5月~6月は緩和縮小という思惑だけでドルキャリアのアンワインドが急速に生じたものとみられる。ポジション調整が急速に進んだ結果、新興国通貨のポジションはニュートラル、AZドルやカナダドルはロングからショートに転じており、ポジションの再構築をうかがう状態にある。リスクオンに向けた動きはミューチュアルファンドの資金流入からもうかがえる（図表2）。6月~8月は債券ファンド中心に資金流出が目立ったが、10月と11月は株投中心に資金流入がみられる。米国を巡る資金フローは6月に大幅な資金流出となったが、その後は正常化に向かっている（図表3）。

■ 問われる金融緩和相場から実体経済回復相場への移行

FRBの「緩和縮小はするが引き締めではない」という決定は、投資家のリスクマインドがリスクオンに傾きつつあることでプラス材料として受け止められた。これが5月~6月の状態であればマイナス材料とし

て受け止められた可能性もある。投資家のポジション状態によって材料の受け止め方が異なるのはよくあることだが、少なくとも市場はまだ金融緩和相場を望んでおり、先行き力強い実体経済の姿をまだ描き切れていないことがわかる。

従って次の焦点は、金融市場がこれまでの金融緩和相場から実体経済回復相場のステージへ移行できるかどうかにある。実体経済回復相場とは、景気回復に応じて金利が上昇し、株価も上昇する姿を指す。主役はグローバルマネーの吸収役となる強い資金需要のある国である。リーマンショック前は米国一極集中と言われたように、米国がグローバルマネーの吸収役を果たした。リーマンショック後は中国を中心とする新興国が米国からバトンを受けた。しかし今の中国経済はシャドーバンキングを通じた不動産バブルの処理に苦しんでおり、資金吸収役の中心にはなり得ない。さらに長期的に見ると、中国の生産年齢人口の割合は2015年から低下に転じると予想されており、これまでのような人口ボーナスに伴う成長フェーズは終わりを迎えようとしている。先進国をみても、欧州は徐々に景気回復の兆しが見えているが、イタリアやスペインなどでデフレリスクが懸念されており、本格回復には程遠い。日本も足元の景気は堅調だがデフレ脱却にはまだ量的緩和が必要な状態にある。そうすると消去法的に、異例の緩和策からの出口の先頭に立っている米国が再び資金吸収国としての大役を果たせるかどうか大きなポイントとなってくる。

■ 米国は再びグローバルマネーの吸収国になれるか

- 家計のバランスシート調整は終了局面に

米国経済は足元堅調に推移している。11月の雇用統計は非農業部門雇用者数が20.3万人と2ヵ月連続で20万人台となり、失業率は10月から0.3ポイント低下して7.0%となった。11月の小売売上高は前月比0.7%増と8ヵ月連続で増加、個人消費は底堅く推移している。

好調さを示す景気指標が出ている大きな理由として、家計のバランスシート調整がリーマンショックから5年を経てようやく終了局面にきていることが指摘できる。住宅ローン残高の対可処分所得比をみると、ピークの07年から3割近く低下し、過去のトレンド線を下回るところまできている（図表4）。フローベースでも、住宅ローンは2008年以来、返済が借入を上回るマイナス状態が続いていたが、直近の2013年7-9月期の数値は約5年ぶりにプラスとなった（図表5）。金利低下によるローン借り換え効果もあり、残高の減少に加え、毎月の利払い負担が軽減されていると考えられる。

- 立ち足はだかる2つの構造変化 ～「消費行動の変化」と「人口減」

このようにリーマンショックから5年を経て、家計のバランスシート調整はようやく終了局面まで来た状態にある。景気循環論的に考えると、今後はストック調整後の景気回復局面に入ることになる。しかしながら、筆者は米経済の金融危機後の2つの構造変化を踏まえると、再びリーマンショック前のような状態まで回復するとは思えない。2つの構造変化とは、消費行動の変化、そして生産年齢人口の減少である。

リーマンショック前の米国がグローバルマネーを一極集中で吸収するだけの資金需要を持ったのは個人消費の強さがあったからである。しかし危機後の米消費者の多くは借金体質からの脱皮を図るべく堅実な暮らしを続けている。こうした消費行動の変化を経た現在、米消費者は負債の返済負担が軽くなったことで再び以前の過剰消費体質に戻るものだろうか。バブル崩壊後の日本の消費者のように節約マインドが定着するとまでは言い切れないが、少なくとも米消費者が以前のような消費スタイルに戻るには時間がかかると考えられる。

もう一つの危機後の構造変化である生産年齢人口の減少は中長期の問題と位置付けられるが、潜在成長率に関わる重要な問題である。米国の総人口に占める生産年齢人口（15～64歳）の割合は2005年をピークに2010年から低下に転じており、人口ボーナスから人口オーナス（減少）の時代に入ってきたことを示して

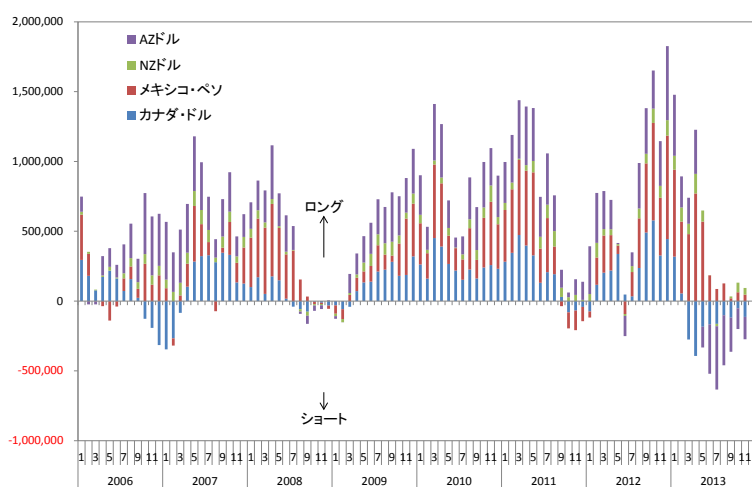
いる（図表6）。日本は1990年代をピークに1995年から急速に生産年齢人口の割合が低下、2000年からは割合だけでなく人口数も減少に転じている。日本はバブル崩壊を機に人口オナーズ期に入ったが、米国もリーマンショックが人口オナーズ期に入るタイミングと重なっている点は単なる偶然とは言い切れない。米国は移民流入もあるため、日本ほど急激な生産年齢人口の減少は想定し難いが、経済構造が同じままだと潜在成長率の低下は避けられない。

■ 来年の金融市場はより不安定化するリスクも

上述したリーマンショック後の2つの構造変化を踏まえると、ストック調整後の景気回復というシナリオを素直に受け入れることは出来ない。QE3縮小を発表したFRBも、米国経済の中期的な見通しや物価動向については慎重な見方を崩していない。足元の景気指標が良くても、潜在成長率の低下が見込まれる中では簡単に量的緩和を手じまいすることはできないだろう。裏を返せば、今の市場がリスクオンに向かいつつあるのは、QE3縮小が粛々と進められるほど米国経済は正常化していないとみていることになる。市場はまだ金融緩和モードの状態にある。

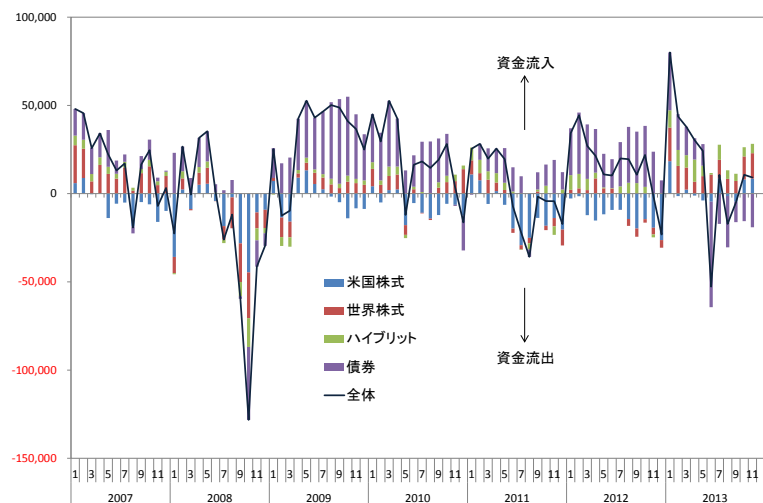
金融緩和相場から実体経済回復相場への移行は難しく資金のアブソーバーが不在となると、緩和マネーの多くは株や不動産市場に流れ、バブルが生じやすくなる。足元の景気回復のスピードが失速するような状況になれば、金融市場はより不安定化する危険性もあり、イエレン次期FRB議長は厳しい舵取りを迫られることになりそうである。

図表1 シカゴIMM通貨先物ポジションの推移



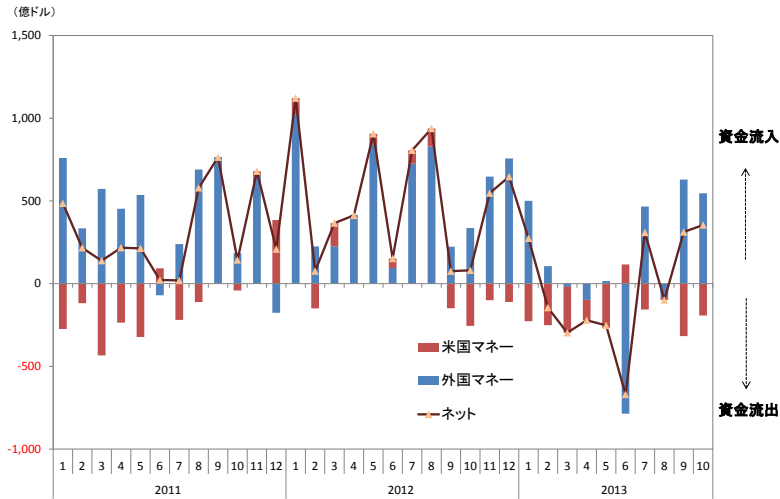
(出所) CFTC

図表2 米ミューチュアルファンドの資金流入の推移



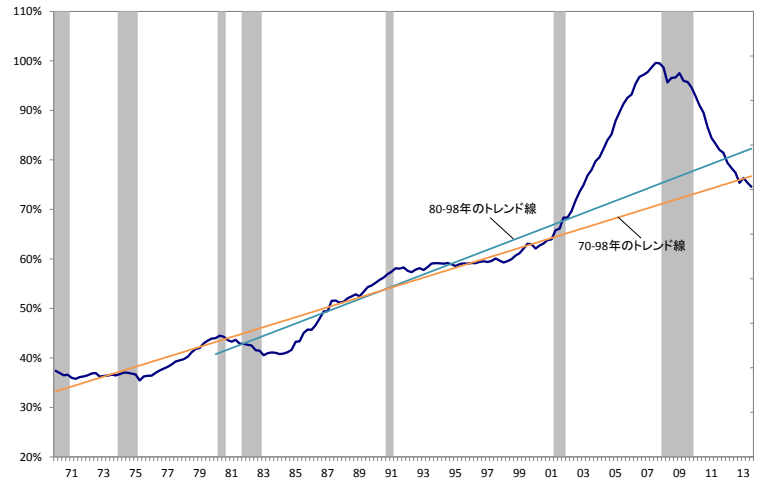
(出所) ICI

図表3 米国を巡る資金流入の推移



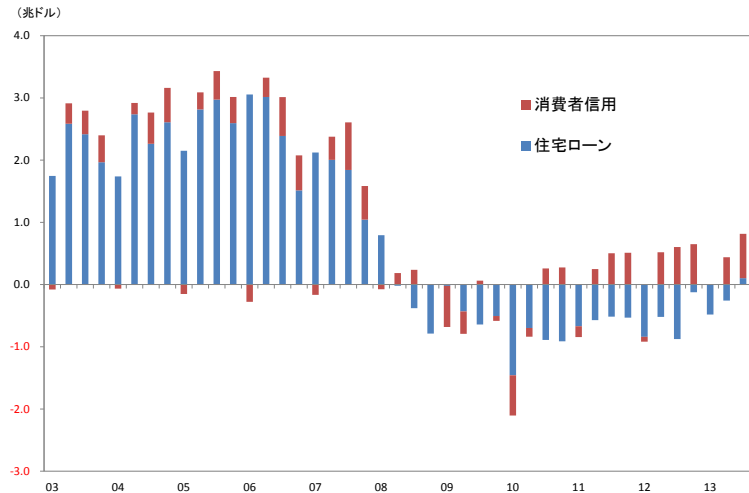
(出所) 米財務省

図表4 住宅ローン対可処分所得比の推移



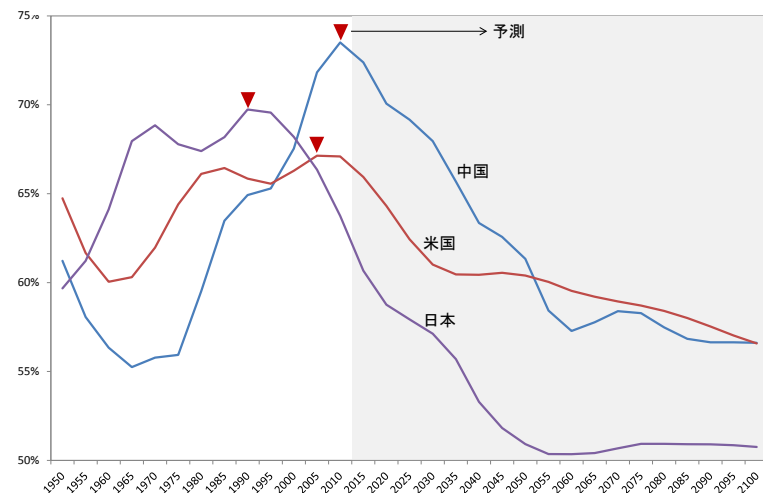
(出所) 米商務省より筆者作成

図表5 米家計部門の負債の増減



(出所) FRB

図表6 総人口に占める生産年齢人口（15-64歳）の割合



(出所) 国連資料より筆者作成