

## QE3 が住宅市場と北米航路荷動きに与える影響

掲載誌・掲載年月：日刊 CARGO1211

日本海事センター企画研究部

研究員 松田琢磨

米国の連邦準備制度理事会（FRB）は 12 年 9 月 12 日から 13 日に行われた連邦公開市場委員会（FOMC）において追加的な金融緩和政策を発表した。著者は以前に「米国の金融政策が北米航路荷動きに与える影響について」というレポート（11 年 6 月 14 日号参照）のなかで、QE2 後の政策について「FRB は購入した証券の償還の再投資の終了、保有証券の売却を進め、総資産規模の縮小を図っていくことになるが、実際にどのように進められていくかは今後の米国経済が自律的な回復を実現するかどうにかかっている」と結んだ。しかし、1 年半近くが過ぎたものの、米国経済が完全な回復に至っているとは言いがたく、バーナンキ議長も 8 月に行われたジャクソンホールでの講演で「ポジティブな兆候はあるものの、現在の経済状況は満足といえる水準からはかけ離れている」と述べており、今回の緩和措置へと至っている。

今回のレポートでは、米国の金融政策を簡単に振り返ったのち、QE3（量的緩和政策第 3 弾）の内容と米国経済、住宅市場との関わり、さらに北米往航コンテナ荷動き量への影響について述べることにしたい。QE3 はこれまでの量的緩和政策と比べ住宅市場への波及をとくに意識した政策である。また、北米往航コンテナ荷動きは住宅関連品の荷動きが全体の約 2 割（11 年は 21.3%）を占めていることから、この政策が与える影響について考えることは意義があると思われる。

### 米国における金融政策の概要

#### 米国の金融政策

本来、金融政策は、「中央銀行の政策立案者による貨幣供給の調節」であり、米国で言えば FRB が、政策金利目標の設定や民間との債券の取引（公開市場操作）などを通じて行う貨幣供給量の調節を指す。緩和型の金融政策とは貨幣供給量を増やす政策を指しており、貨幣供給量を減らす政策は引き締め型の金融政策と呼ぶ。

ただし、現在の米国においては政策金利を引き下げる余地はすでになくなってきている。リーマン・ショック後の 08 年 12 月 16 日に FF（フェデラル・ファンド）レートの誘導目標が 0～0.25% に設定され、実質的なゼロ金利政策が現在でも維持されているためだ。

そこで、最近では、非伝統的金融政策と呼ばれる政策が採用される。その内容は時間軸政策、流動性供給、資産買い取りの 3 つに分けることができる。

時間軸政策とは、中央銀行が金融政策を公表する際、政策目標だけでなく、

政策の継続期間（時間軸）を同時に約束し、その間一定の政策スタンスをとり続けることを約束する（コミットする）政策である。この政策は 09 年 3 月から採用されている。債券市場で取引を行う人々の予想のぼらつきを小さいものにするとともに、通常は利子率が高くなる満期の長い債券の利子率を低下させる効果がある。

流動性供給は健全な金融機関への資金供給や市場に対する資金供給措置を指す。

資産買い取りには、08 年 11 月から 10 年 3 月にかけて行われたファニーメイやフレディマックなど住宅関連の金融機関が発行・保証する債券・証券の買い取り、09 年 3 月から 10 年 3 月まで行われた長期金利の低下を狙った長期国債の買い取りなどが含まれる。このときの購入金額は 1.7 兆ドルに上った。

### **量的緩和政策**

近年、米国において採用されている量的緩和政策（Quantitative Easing; QE）は、上記の非伝統的金融政策の組み合わせとなっている。これらの方法を用いて民間に供給される貨幣供給量を増やしたり、長期的な利子率を押し下げたりする。近年では、まず、08 年 11 月から 10 年 3 月に流動性供給と上述した資産買い取りを通じて貨幣供給量を増加させる量的緩和政策が実現した。これは QE1（量的緩和政策第 1 弾）と呼ばれている。

さらに FOMC は 10 年 11 月 2 日から 3 日に開催された定期会合で、保有する証券からの償還資金を米国債に再投資する政策の維持と米国債の追加購入を決定した。これが QE2（量的緩和政策第 2 弾）と呼ばれる政策であり、11 年 6 月末までに 6,000 億ドル、月間 750 億ドルの購入ペースで国債を追加的に購入した。

### **QE3 の概要と背景**

#### **QE3 の概要**

QE3 の内容は資産買い取りと時間軸政策の強化が中心となる。前者については月間 400 億ドルの購入ペースで住宅ローン担保証券を購入することとなる。買い取りの対象を国債などではなく、住宅ローン担保債券に絞ったことはこれまでの量的緩和政策との大きな違いのひとつである。また、毎月 450 億ドルの短期国債を売って長期国債に買い替えるツイストオペの 12 月までの延長も決まっており、合わせて 850 億ドル分の資産買い取りが行われることとなっている。

後者の時間軸政策の強化について FRB は労働市場の見通しが明らかな改善を見せるまで上記の証券買い取りを続けると述べている。すなわち、政策による購入ペースを示しつつ、終了時期を明確にしないオープンエンド型の政策となっている。これも QE2 との大きな相違点のひとつである。また、政策金利である FF レートの水準についてもこれまでの 14 年後半から、早

くとも 15 年半ばまで維持するとしたことも時間軸政策の強化となっている。

資産買い取りの対象を住宅ローン担保債券に限ったことは住宅市場の状況が米国経済にとって逆風のひとつと考えられていることが理由だ。バーナンキ議長も長期的な構造要因よりも、住宅市場、財政問題、欧州の債務問題の 3 つが経済成長の足を引っ張っているとの見解を示している。財政問題や欧州の債務問題は別として、住宅市場にはテコ入れを行う余地があり、金融緩和政策による刺激が正当化されうると判断していると考えられる。

住宅市場についてバーナンキ議長は、いくつかの指標が改善のしるしを見せているとしつつも、市場の水準はまだ低調であり、景気の回復に本来期待されるほどの貢献が見られていない、としている。

## 住宅市場と北米航路荷動き量の動向

### 住宅着工件数と許可件数

まずは、住宅市場と北米航路荷動き量の関係を確認して見ることにしよう。図 1 では米国における住宅着工件数、住宅許可件数と北米往航荷動き量の動向を示している。

住宅着工件数、住宅許可件数はリーマン・ショック後の 09 年初めから 11 年半ばにかけて月あたり 60 万戸（季節調整後）前後を上下していた。しかしながら、11 年中ごろからは回復傾向を示している。また、直近の上昇は大きく、9 月には着工件数が前月比 15.0%、許可件数が前月比 11.1%の伸びとなっている。

一方で北米往航荷動き量はリーマン・ショック後の 09 年に荷動き量が大きく減少してから 10 年に荷動きが回復した。しかし、11 年になってから荷動き量はあまり回復しておらず住宅市場とは歩調を合わせていない。荷動き量と着工件数、許可件数との間で相関係数をとってみても 0.3 程度にとどまっている。

### 米国における住宅価格の動向

次に、住宅価格について確認する。図 2 では米国における住宅価格の動向を示すケース・シラー指数（そのうちの 20 大都市圏住宅価格指数）を示している。

リーマン・ショックが過ぎた 09 年初頭から 5 月まで、住宅価格は低下していたが、その後 1 年は住宅購入者に対する税額控除もあって上昇を続けた。しかしながら、以降は 12 年 1 月まで低下を続け、回復の兆しも見えていなかった。

しかし、今年に入ってから住宅価格も上昇に転じており、今もその傾向が続いている。

## QE3 の効果

### GDP に与える効果

一般的に量的緩和政策は、民間銀行に対して更なる貸し出しを促し、貨幣供給量を増加させる効果がある。

過去に行われた量的緩和政策の効果について、バーナンキ議長は 8 月に行われた演説において肯定的な評価を行っている。その際には FRB のエコノミストであるヘス・チュン氏らのシミュレーションに基づく試算結果を引用し、QE1 と QE2 によって、GDP（国内総生産）が 3%押し上げられ、200 万人の雇用が押し上げられたと述べた。QE2 の効果に限ると、0.6%の押し上げ効果を持ったとのことである。

量的緩和政策による経済効果自体は存在するというのが大勢ではあるものの、の大きさについては必ずしも定まった評価があるわけではない。たとえば、QE2 が GDP に与える効果についてみても、0.5%を超えないとする研究や逆に 3%を超えるものまである。

ただし、QE3 はオープンエンド型という特徴を持つことから、資産買い取り規模も大きくなることが見込まれるため、経済を刺激する効果もそれに合わせてある程度大きくなる可能性がある。

#### **住宅市場と荷動きに与える効果**

さらに QE3 は先述したとおり、住宅市場の側面支援という意味を持っている。住宅ローン担保債券が購入されると債券価格が上昇するため、債券の利回りが低下し、住宅ローンの利率低下につながる。これによって人々の住宅ローンを利用した住宅購入を促進することになる。また、住宅購入量を増やすことで住宅価格を下支えして、消費者に対して資産価値が落ちないという信頼感を与えることも目的の一つであると考えられている。

このようにして住宅市場が下支えされると、新築や改築のための建築資材、さらには家具などの荷動きを増やす効果がある。以前の筆者の試算では、ケース・シラー指数の 1%の上昇に対して、住宅関連品目の荷動きが約 1.5%増加するという結果が見られている。住宅関連品目は北米往航荷動き量の約 2 割のシェアであることから、荷動きの押し上げ効果は約 0.3%程度であるということになる。ただし、先にも北米往航荷動き量と住宅着工件数、許可件数の間で相関係数が低いことを述べたが、図 1 から判るように北米往航荷動き量全体に及ぼす影響はほかの要因によるところが大きいと考えられる。

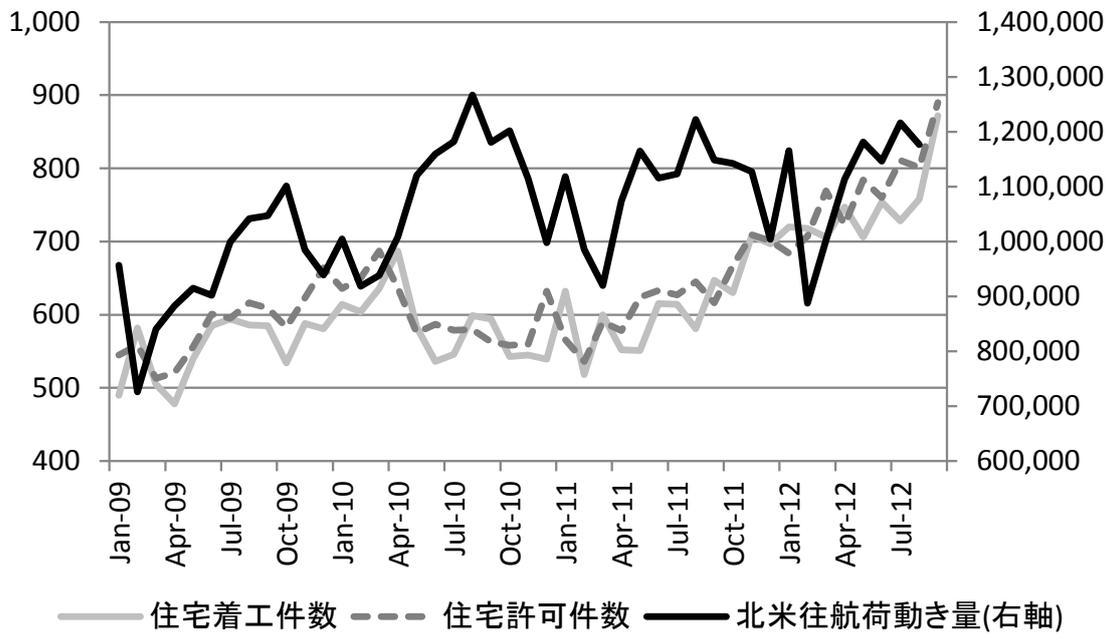


図1：米国の住宅、着工件数、許可件数と北米往航荷動き量

(2009年1月～2012年9月、単位：1000戸(左軸)、TEU(右軸))

データ出所：米国商務省センサス局、PIERS

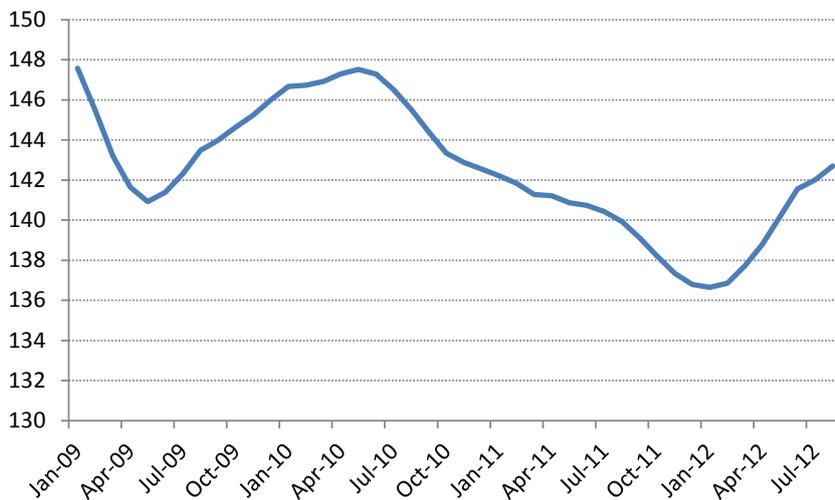


図2：ケース・シラー住宅価格指数(20大都市圏指数)の推移

(2009年1月～2012年8月)

データ出所：Standard & Poor's