

FRBが目指す「ハト的な金融緩和縮小」

経済調査室 岳 梁

1. 米国ではコロナ禍における大規模金融緩和は縮小へ

- 米FRB(連邦準備制度理事会)は、コロナ禍で大きく膨らんだ金融緩和を縮小する方向へ舵を切ろうとしている。その一挙一動は、世界の金融市場から大きな注目を集めている。本稿では、2021年8月のジャクソンホール会議を経て、FRBの金融緩和縮小に関する動きとその展望についてまとめた。
- FRBは、雇用最大化(maximum employment)と物価の安定(stable prices)の2大目標(dual mandate)に向けて、コロナ禍の20年3月に強力な金融緩和を打ち出した。同8月には、近年の低インフレ構造を踏まえて検討を進めてきた目標の運用見直しを行い、緩和長期化姿勢を強めた(図表1-1)。
- 今春以降、ワクチン接種や大型経済対策により景気回復が進む中で、緩和縮小に向けた議論が始まった。パウエル議長は、8/27のジャクソンホール会議で、年内に資産買入縮小(テーパリング)を開始すると表明した。ただし、23年中とする利上げ時期をさらに前倒しする見方をけん制した(図表1-2)。
- 市場見通しによれば、雇用は22年7~9月期にコロナ前の水準を回復する。また、消費者物価の前年比上昇率は、21年中に3%を上回るが、22年後半には2%程度に落ち着き、景気は過熱することなく、順調に回復すると見込まれている(図表1-3)。ただし、8月に入りデルタ株により感染が急拡大している。死者数は抑えられており、ロックダウンが実施されていないため、景気腰折れの可能性は低いが、ワクチン接種率は50%余りで上昇が鈍り、感染は予測を上回るペースで拡大している。消費マインドの悪化、外出自粛などを通じて回復ペースが鈍る可能性があり、FRBはこれを見極めながらテーパリングを判断することになる(図表1-4)。

図表1-1 コロナ禍におけるFOMCの動き

20年3月	ゼロ金利と無制限の量的緩和を導入
8月	政策目標の見直し ・雇用の包摂的な最大化(過熱は許容) ・インフレ「平均」2%目標(低下後の超過許容)
9月	23年末までゼロ金利維持
12月	テーパリングの条件として物価と雇用の「さらなる著しい進展(substantial further progress)」を明記
21年6月	利上げ予想時期を24年以降から23年中に前倒し
7月	ほとんどの委員が年内のテーパリングを支持

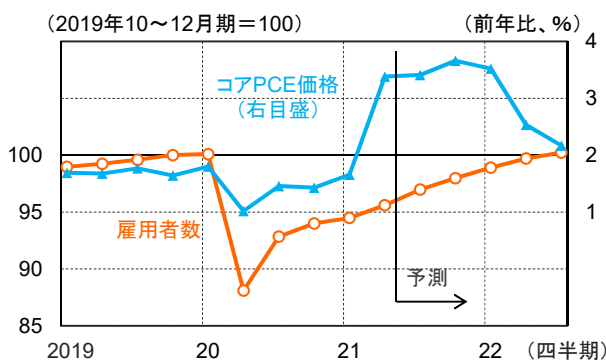
(備考)日本政策投資銀行作成

図表1-2 ジャクソンホール会議におけるパウエル議長の講演

	資産買入縮小(テーパリング)	利上げ
現状判断	<p>雇用</p> <ul style="list-style-type: none"> 雇用者数が堅調に増加し、予想通りに景気回復が進めば、「さらなる著しい進展」を達成 <p>物価</p> <ul style="list-style-type: none"> 2%を超過し、期待インフレも14年以來の低下基調を脱しており、「さらなる著しい進展」を達成済み 	<ul style="list-style-type: none"> 雇用者数や労働参加率は依然コロナ前を下回り、失業率は上回る インフレ高進は一時的 2%持続を見極める必要
政策示唆	<ul style="list-style-type: none"> 年内のテーパリング開始が適切 	<ul style="list-style-type: none"> テーパリングは利上げ時期の直接のシグナルでない 目標達成まで利上げせず

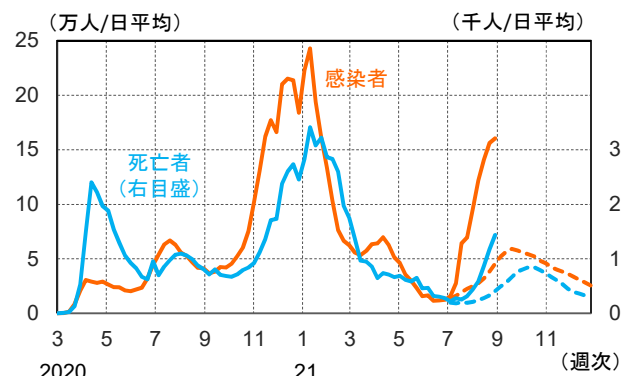
(備考)日本政策投資銀行作成

図表1-3 雇用者数と物価



(備考) 1.米労働省、米商務省
2.予測はフィラデルフィア連銀による市場調査

図表1-4 新規感染者と死亡者

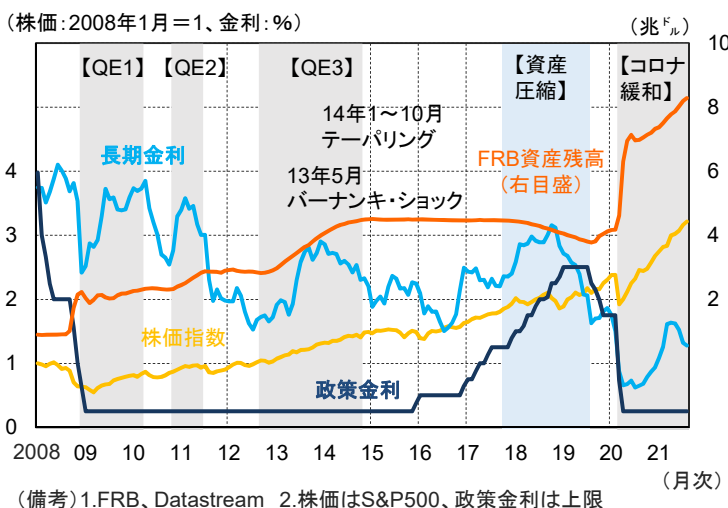


(備考)WHO、破線はCOVID-19 Scenario Modeling Hub(ジョンズ・ホプキンス大学など)による7月上旬の予測

2. 「ハト的な緩和縮小」のままで軟着陸には疑問も

- ジャクソンホールでの議長発言を受け、9/21~22のFOMCでテーパリングを決めるとの観測があったが、8月雇用者数が低調だったことや、9月の失業保険拡充の終了、対面授業の再開など影響を確認する必要性もあり、決定は11月会合に持ち越すとの見方が増えている。リーマン危機後の緩和縮小局面では、13年のバーナンキ・ショックで長期金利が1%上昇し、その後も欧州債務問題や原油価格急落、中国経済減速による株安・金利低下が生じ、テーパリング開始から利上げまでに1年11ヵ月、追加利上げにはさらに1年を要した(図表2-1)。今回は回復ペースが速く、テーパリング開始から1年後の22年末から利上げ局面に移るとみられている(図表2-2)。
- FRBは、インフレは一時的との認識や「ハト的な緩和縮小」の方針を一貫して示してきた。長期金利は、景気回復やインフレを見込んで3月にかけて上昇したが、その後は一服しており、8月のテーパリング示唆後も、金利上昇や株安にはなっていない(図表2-3)。ただし、インフレや資産価格上昇のリスクが過少評価されており、いずれ緩和縮小ペースが想定より速まるとの指摘は少なくない。スタグフレーションとは言わずとも、物価が上昇しやすい構造への変化が生じたとすれば、金融政策の枠組みをタカ派に組み替える必要も生じる。金利が想定以上に上昇すれば、コロナ禍で大きく膨らんだ金融資産や、住宅などの実物資産の調整が生じるほか、債務が拡大した政府や企業には大きなショックが及ぶ恐れがある(図表2-4)。

図表2-1 FRBの資産残高と株価、長期金利

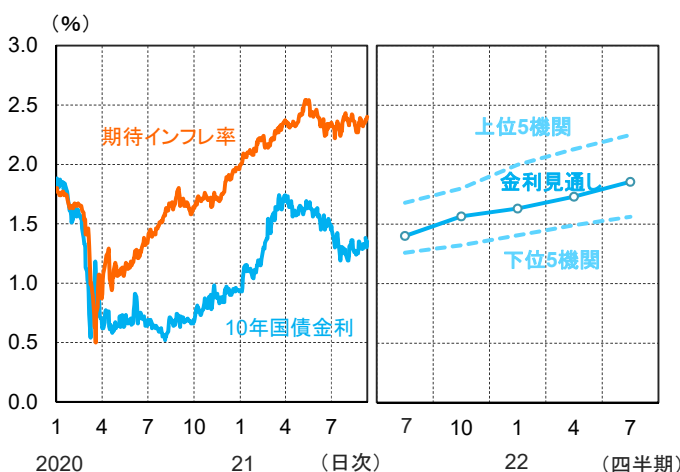


図表2-2 リーマン危機後の緩和縮小と今回の想定

	前回	今回の想定	
テーパリング	示唆	13年5月(バーナンキ・ショック)	21年8月(実績)(ジャクソンホール会議)
	決定	12月	9月見送り、11月か
	開始	14年1月	12月
	終了	10月	22年6~12月
利上げ	15年12月	市場:22年末 FRB:23年中	
資産圧縮	17年10月~19年9月	-	

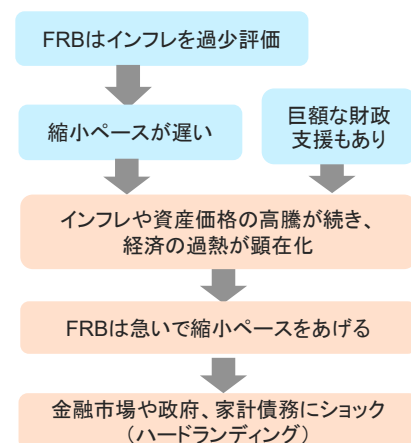
(備考) 日本政策投資銀行作成

図表2-3 長期金利、期待インフレ率



(備考) 1.FRB、期待インフレは10年国債ブレイクイーブンインフレ
2.金利見通しはフィラデルフィア連銀による市場調査

図表2-4 FRBの出口戦略に関する懸念



(備考) 各種報道により日本政策投資銀行作成

©Development Bank of Japan Inc.2021

本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、取引等を勧誘するものではありません。
本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部

Tel: 03-3244-1840

e-mail(産業調査部): report@dbj.jp