

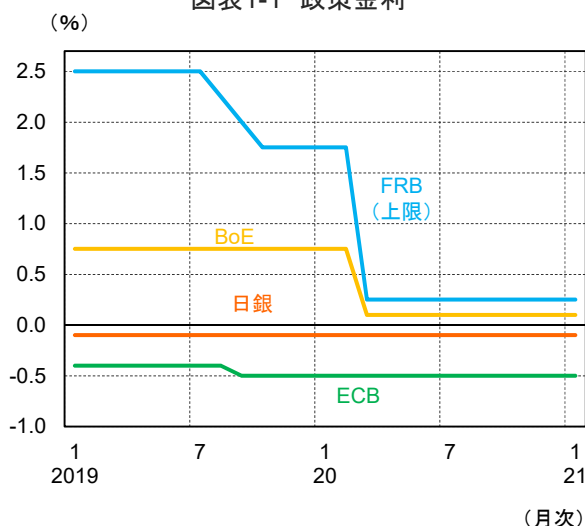
コロナ禍で膨らんだ金融緩和の行方

経済調査室 岳梁、菅野 元希

1. コロナ禍の中で主要国は大規模な金融緩和を推進

- コロナ禍により経済悪化や金融市場の混乱に対し、日米欧の中銀は2020年3月に大規模な緩和を行った。既にマイナス金利としていた日欧に加え、米国がゼロ金利を復活し、英国も史上最低の0.1%まで金利を引き下げた。また、フォワードガイダンス（先行き指針）においても、欧米ではインフレ目標に達するまで、また、日銀は条件を定めず、金利を据え置く方針を示している（図表1-1、1-2）。
- 加えて、量的緩和の強化により、金融市場の安定、長期金利の低下、資金繰り支援に取り組み、主要中銀の資産はGDP比20%前後増加した。米FRBは、20年3月に無制限で国債買入を行ったほか、量的緩和を続けて資産規模が欧米を大きく上回って拡大していた日銀も、国債、ETFなどの買入拡大に加え、コロナ禍で資金繰り支援を行う金融機関向け資金供給を開始した（図表1-3）。
- 各国ともに、GDPはコロナ前の水準を依然下回っているが、実体経済は着実に持ち直している。それ以上に、大規模な金融緩和や経済対策を好感し、株価などの資産価格が上昇している。21年に入っても、ワクチン普及や米国の追加経済対策への期待から株高が一段と進んでいるが、同時に長期金利が上昇しており、金融緩和の修正をめぐる議論も始まっている。

図表1-1 政策金利

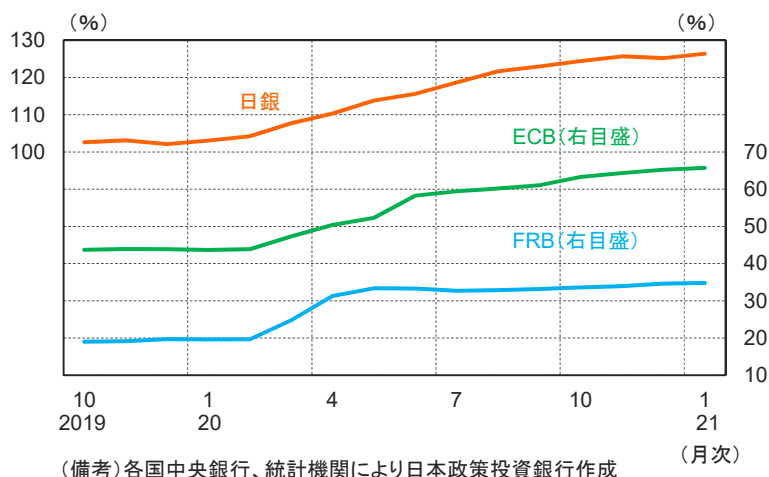


図表1-2 中銀のフォワードガイダンス

FRB	雇用が最大化し、インフレ率が2%を当面上回る状況になるまでゼロ金利を維持 (20/9~)
日銀	(条件なしに)現在の長短金利水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している (20/4~)
ECB	インフレ率が2%未満に確実に収束するまで、現行水準またはそれより低く政策金利を維持する (19/9~)
BoE	インフレ率2%を持続的に達成したと明確に判断できるまでは、金融引き締めに動かない (20/6~)

(備考) 各国中央銀行

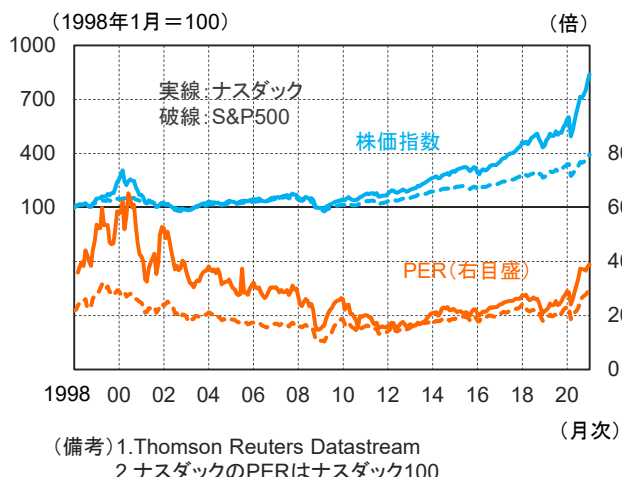
図表1-3 中銀の資産規模(2019年GDP比)



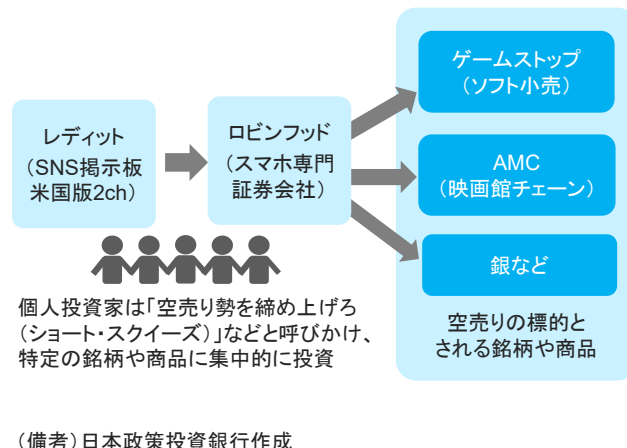
2. 金融緩和や景気回復期待により株価などが上昇

- 米国では、テクノロジー銘柄の多いナスダックを中心に、株高が進んでいる。米上場企業のPER(株価/一株利益)をみると、S&P500は2000年のITバブル時を上回る。新興市場のナスダックはITバブル期には及ばないものの、20年半ばから大きく上昇している(図表2-1)。
- 1月にゲームストップ株の急騰が話題となった。株高とともに、政府の現金給付もあって個人投資が盛況となっていたところ、コロナ禍における格差拡大への不満も背景に、ヘッジファンドらを打ち負かそうとの呼び掛けがSNS上で広がった。これが共謀や虚偽情報による違法な相場操縦にあたるかの判断は難しいとされるが、市場の安定と健全性が脅かされたことで、証券取引委員会(SEC)や議会ではSNS時代に適応したルール見直しが議論されている。また、市場加熱の一端を示す現象との指摘も少なくない(図表2-2)。
- また、米長期金利は年明けに1%を上回り、2月半ばには1.3%まで上昇した。民主党が1/5のジョージア州上院議員決選投票に勝利し、大統領と上下両院を制する「トリプル・ブルー」となったことで、バイデン大統領が1/14に示した1.9兆ドルの追加経済対策や、今後の環境関連インフラ投資により、景気回復や財政悪化(国債増発)が進むとの見方が強まった。大規模な追加経済対策に加え、ワクチン接種の進展もあり、景気回復期待が高まっている。感染減少に伴う需要増を見込んで期待インフレ率が上昇し、代表的な指標である10年物国債のブレイク・イーブン・インフレ率はコロナ前の水準を超えた。財政悪化観測に加えて、景気回復期待と期待インフレの高まりによって金融緩和の正常化が早まるとの見方が出ており、米金利上昇の要因となっている(図表2-3、2-4)。

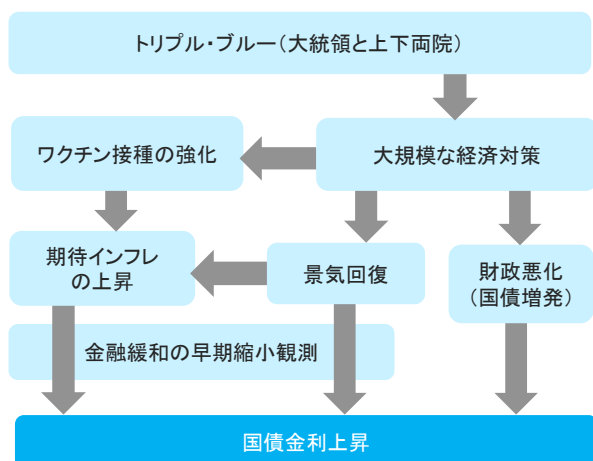
図表2-1 米上場企業の株価とPER



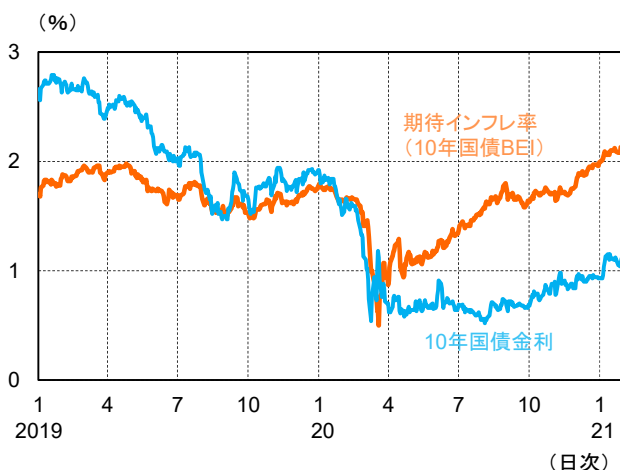
図表2-2 個人投資家の「共闘」



図表2-3 最近の米長期金利上昇の要因



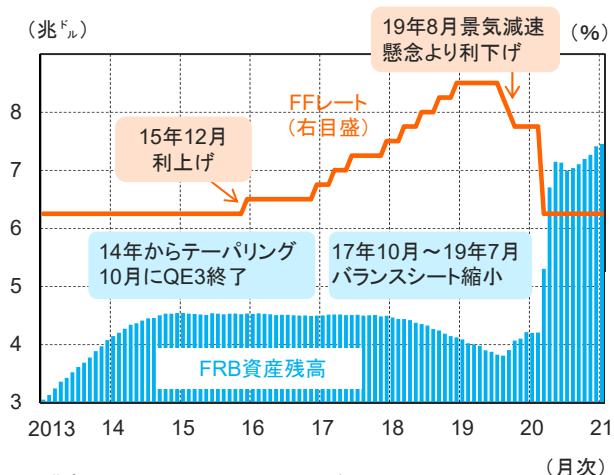
図表2-4 米長期金利と期待インフレ率



3. 米金融緩和は長期化の方針を示すが、年内にテーパリング開始の可能性も

- リーマン危機後の米国では、経済の回復とともに、金融緩和の正常化が課題となった。13年5月に、当時のバーナンキ議長が緩和縮小(テーパリング)を示唆すると、金融市場が世界的に混乱し(テーパー・タントラム)、縮小開始は14年に延期され、かつ緩やかに進められた。続いて15年12月に利上げを行ったが、再び市場が不安定化し、追加利上げは1年待たざるを得なかった(図表3-1)。
- コロナ後の金融緩和について、FRBは物価と雇用の目標を達成するまで継続し、利上げは24年以降との見通しを示している。ただし、景気回復や資産価格の過熱が目立ってきており、市場では23年中の利上げを行うとの見方が勢いを増している。また、量的緩和については、21年後半にもテーパリングを開始する可能性が取り沙汰されている(図表3-2)。
- 一方、21年のFOMC投票権メンバーは、タカ派からハト派筆頭とされるエバンス・シカゴ連銀総裁らに入れ替わった。本部でも、空席だったFRB理事にハト派のウォラー氏が就任し、パウエル議長も、緩和の早期縮小観測に牽制を行うなど、リーマン後の経験も踏まえて、緩和見直しは慎重に戦略を組むものとみられる。また、バイデン大統領は、トランプ前大統領のように利下げを要求することはなく、FRBの中立性を重視する方針を示すが、イエレン財務長官はFRB議長時代にハト派で知られただけでなく、大統領の積極財政に前向きな姿勢を示しており、国債費抑制という観点からも金融緩和を望む可能性があり、FOMC、バイデン新政権ともにハト派色は強まっているともいえる(図表3-3)。

図表3-1 FFレートとFRB保有資産



(備考) 1.FRБ 2.FFレートはレンジの上限

図表3-2 コロナ禍におけるFRBの政策動向

20年4月	無制限の量的緩和とゼロ金利を導入
8月	政策目標の変更 【物価】 2%目標を一定期間平均で実現 長く2%を下回った後は、2%超を目指す 【雇用】 「雇用の過不足」→「雇用の不足」 景気過熱よりも需要不足解消に注力
9月	目標変更を踏まえフォワード・ガイダンス(先行き指針)を緩和化。23年末までゼロ金利維持を示唆
12月	コロナの不確実性が高いとしつつ、ワクチン普及により21年後半から力強く回復の可能性を指摘

(備考) 日本政策投資銀行作成

図表3-3 FOMC投票権メンバーの変更

		スタンス	20年	21年
FRB理事会	パウエル議長	中立	○	○
	クラリダ副議長	ハト	○	○
	クオールズ副議長	中立	○	○
	ブレイナード理事	ハト	○	○
	ボウマン理事	中立	○	○
	ウォラー理事 (20年12月新任)	ハト		○
地区連銀総裁	ウィリアムズ氏(ニューヨーク)	ハト	○	○
	パーキン氏(リッチモンド)	中立		○
	ボスティック氏(アトランタ)	中立		○
	デーリー氏(サンフランシスコ)	ハト		○
	エバンス氏(シカゴ)	ハト		○
	カプラン氏(ダラス)	中立	○	
	カシュカリ氏(ミネアポリス)	ハト	○	
	メスター氏(クリーブランド)	タカ	○	
	ハーカー氏(フィラデルフィア)	タカ	○	

(備考) 日本政策投資銀行作成

4. 日銀は緩和長期化に備え、柔軟で副作用に配慮した政策へ

- 日銀は、次回3/18～19の会合で金融緩和の「点検」を公表する。緩和長期化を念頭に、金融仲介・市場機能への副作用に配慮した見直しを行う見込み。ただし、2%の物価目標や枠組みである長短金利操作付き量的・質的金融緩和(YCC付QQE)は堅持し、インフレ期待の低下や円高進行を阻止すべく、緩和後退や副作用対策ではないことを強調する(図表4-1)。
- 長期金利は変動幅拡大が報じられており、市場機能回復とともに、イールドカーブのスティープ化で金融機関の収益、ひいては仲介機能の改善を図る。ETF(上場投資信託)買入は上限を撤廃し、緩和後退の印象を和らげつつ、必要範囲にとどめる方向へ柔軟化することなどが予想されている(図表4-2)。
- 日銀は、18年7月にも「緩和継続のための枠組み強化」のために変動幅を0.1%から0.2%に拡大し、この時に長期金利は0.1%余り上昇した。今回も、米国の金利上昇や変動幅拡大の報道を受けて金利は上昇しており、日銀の点検結果の受け取り方次第では、先行きも金融緩和の修正を進めるとの見方から、想定を上回って金利が上昇する可能性がある。
- ただし、物価目標の達成、円高回避、国債大量発行など、低金利を志向する論点は健在であるほか、日銀は大規模緩和下でも米国などに比べて金融市場の不均衡は蓄積はしていないと評価する。コロナ禍の最悪期を脱し、副作用を軽減するために超長期など長めの金利を中心に上昇を促すにしても、当面は過度な緩和を修正し、長期金利は18年秋の0.1%台を回復する程度にとどまると考えられる(図表4-3、4-4)。

図表4-1 「2%を実現するためのより効果的で持続的な金融緩和の点検」

目的	2%物価目標や枠組み(YCC付QQE)は堅持も、達成に時間を要する中、持続性向上 1. 副作用と効果のバランス改善 2. 情勢急変時に機動的対応 「緩和後退や副作用対策ではない」
分野	➢ YCCやETF買入の運用弾力的、メリハリ付け ➢ 10年金利の上下変動は金融システムの安定に資する。その資金調達、ひいては経済活動への影響は限定的

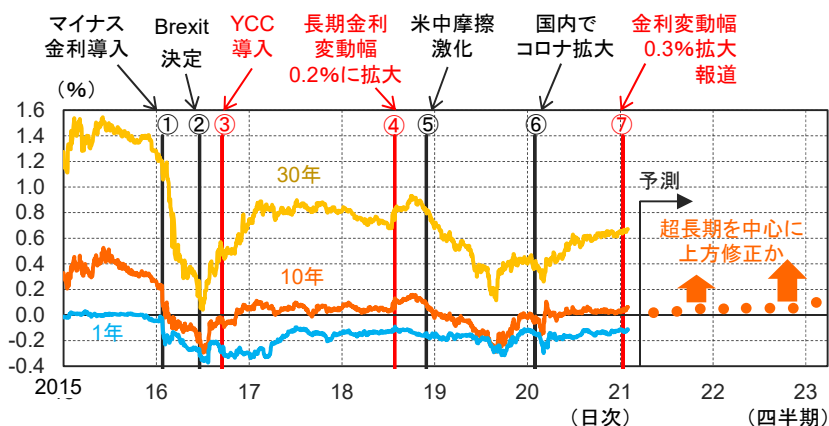
(備考)日本政策投資銀行作成

図表4-2 市場で議論される変更点

対象	現状	変更内容
長期金利	➢ 短期-0.1%に対し、10年金利を0%へ誘導 ➢ 変動幅は0.1%から18年7月に0.2%に拡大	➢ 変動許容幅を±0.3%へ拡大(対象年限の短期化「5年など」は行わず)
ETF買入	➢ 年12兆円上限に変動 ➢ 売却は「時期尚早」	➢ 買入上限額の撤廃 ➢ ETFの銘柄別買入額を変更
日銀当座預金への付利	➢ 残高を階層化 基礎 (付利0.1%) マクロ加算 (0.0%) 政策金利 (-0.1%) ➢ コロナ特別オペ、統合地銀などにプラス付利	➢ プラス金利が適用される基礎残高の比率引き上げ ➢ 3層構造自体の見直し

(備考)日本政策投資銀行作成

図表4-3 年限別の金利と市場予想



(備考)1.財務省、日本銀行、各種資料
2.長期金利予測は各種資料により日本政策投資銀行が集計(20年11月)

図表4-4 金利上昇容認に関する論点

低金利を継続	➢ 物価目標達成の信認堅持 ➢ 円高(輸入デフレ要因)回避 ➢ 国債安定消化、利払費軽減 ➢ 金融不均衡は国内で目立たず
金利上昇を容認	➢ コロナ禍からの回復視野に ➢ 過度な上昇でなければ実体経済への影響は限定的 ➢ 金融システム(仲介・市場)の副作用軽減(金融機関収益)

(備考)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