

## 正常化に向かう米国の金融政策

専門研究員 古金 義洋

### 1. コロナショックに対応した米国の金融緩和の特徴とその影響について

コロナショックに対応して米FRB（連邦準備制度理事会）は政策金利であるFF（フェデラルファンド）金利をゼロに引き下げるとともに、金融資産の購入を増やす形での量的金融緩和を実施した。しかし、今回11月のFOMC（連邦公開市場委員会）は、テーパリング（量的緩和政策による金融資産の購入をゼロに向けて減額していくこと）について、11月から開始し2022年半ばまでに終える方針を表明した。また、金利については、3か月ごとに発表されるFOMCメンバーの政策金利見通しによれば、6月時点で2022年末まで利上げなしとする見方が大多数だったが、9月の予想ではメンバー18名のうち22年末までに利上げなしが9名、0.25%利上げが6名、0.5%利上げが3名と利上げ予想が増えた。

では、テーパリングやおそらくその後に実施されるであろう利上げなど今後の金融政策正常化はどのようなプロセスで実施され、また、マーケットにどのような影響をもたらすのか。それを考える前に、昨年以降のコロナショックに対応した金融緩和策がどのようなものだったかを振り返ってみよう。

昨年初めからのパンデミックに際して各国では財政金融政策も有事の体制が敷かれた。感染拡大を止めるためロックダウンなどの行動制限措置が実施されたが、そのために企業活動はストップし、労働者は収入が得られなくなって、国民所得が大幅に減少した。

そこで必要になったことは政府が減少し

た国民所得を補うことだった。政府は国債を発行しそれで得られたお金を国民全体に支給した。中央銀行もその手助けをした。政府の負担をできるだけ軽くするために政策金利をゼロにしたうえで、発行する国債の多くを中央銀行が購入し、政府の資金調達を助けた。

そうした点で、コロナショックに際して実施された金融緩和策は財政ファイナンスの意味合いが強かったと言える。2008～09年のリーマンショックに際して実施された金融緩和策は、金融危機によって滞ったお金の流れを円滑化するものだったが、今回の金融緩和策はそれとは性格がかなり異なるものだったと言える。

中央銀行が増発された国債を買っていただけとすると、債券需給に関しては中立で、需給面からみると、本来、長期金利を低下させる要因ではない。ところが、マーケットのとらえ方はかなり違っていた。量的金融緩和とゼロ金利政策という強力な金融緩和策を実施する「FEDには逆らうな」との格言に沿って、投資家の債券買いが増え、債券利回りは低下した。

実質長期金利（物価連動債利回り）はマイナス域に急低下した。10年もの物価連動債利回りは今もマイナス1%近い水準に低下したままだ。実質長期金利低下は株価や不動産価格などを押し上げた。

### 2. 実体経済の最悪期脱出と物価上昇で高まる金融政策正常化の必要性

このようにコロナショックに対応した米



国の金融緩和策は大きな影響を及ぼしたが、経済状況はこの1年間で大きく変わってきている。平時に戻ったとは言えないまでも最悪期は脱したと言える。ワクチン接種の拡大によって、感染者が増えてもそれがすぐにロックダウンなど行動制限措置につながりにくくなっている。

米国のGDPはすでにコロナショック前の2019年後半の水準を上回っている（図1参照）。一部の対面サービス需要は元に戻ったわけではないが、全体的にみると経済活動は正常化し始めている。

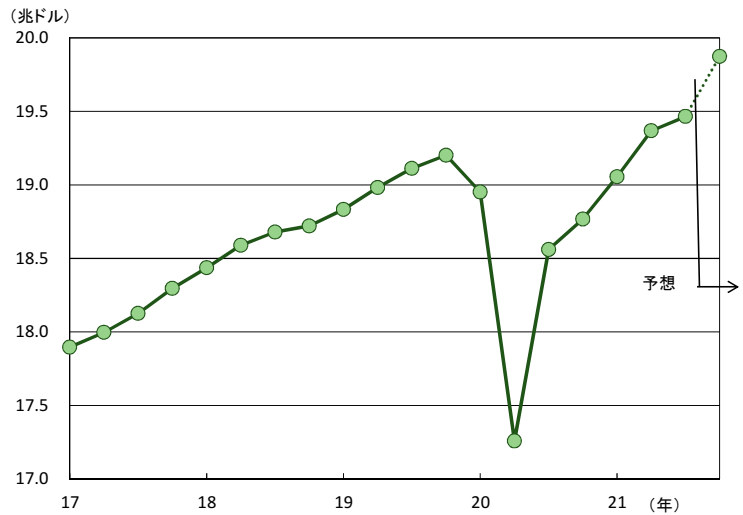
減少した国民所得を補うための財政支出の必要性は低下しており、9月には失業保険給付の上乗せ措置もなくなった。米国の連邦財政赤字の動きをみると、すでに赤字幅の拡大に歯止めがかかっている（図2参照）。2021年度（2020年10月～21年9月）の財政赤字は2兆7,720億ドルと20年度の3兆1,320億ドルから赤字幅は縮小した。

2022年度以降も赤字幅は縮小する見込みだ。巨額なインフラ投資などの財政出動を織り込んだバイデン大統領の予算教書でも財政赤字は22年度1兆8,370億ドル、23年度1兆3,720億ドルと縮小する見込みだ。7月のCBO（米議会予算局）の予測によれば、赤字幅は22年度1兆1,530億ドル、23年度7,890億ドルと23年度にはコロナ前の19年度の赤字幅（9,844億ドル）を下回ると予想されている。

財政赤字の多くをファイナンスしていたFRBの国債購入のテンポも財政赤字幅縮小に見合っ

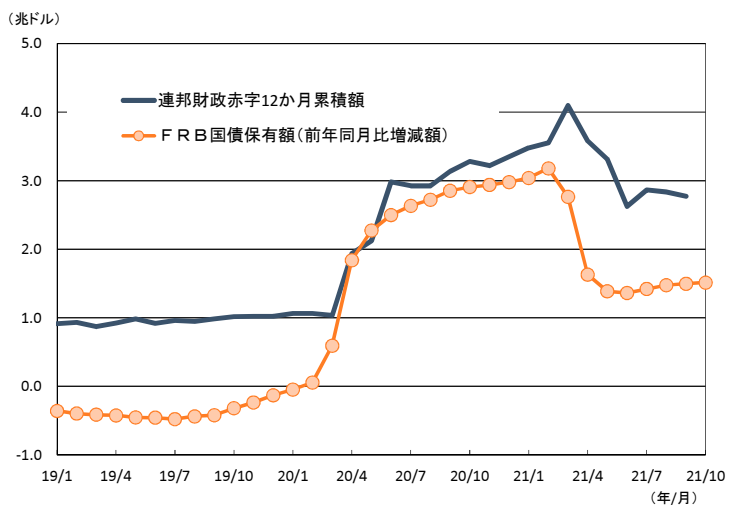
て減額されるのが既定路線だと考えられる。一方、ここまでの大規模財政出動による景気回復は需給ギャップを縮小させ、物価を押し

（図1）米国の実質GDP



（出所）GDP実績は米商務省、予想はFOMC予想

（図2）財政赤字と量的金融緩和



（出所）米財務省、FRB

上げた。昨年前半は感染拡大がサービス消費などの需要を一時的に急減させたが、財政で支給されたお金は、感染が拡大するなかでも、感染の心配の少ないオンライン消費などに向かい、消費需要を増加させた。最近では感染拡大が需要に及ぼす影響は小さくなり、むしろ供給面に悪影響を及ぼしている。

米国では感染懸念から働くのをあきらめ



たり、早期退職したりする人々が増え、労働力不足が賃金を押し上げている。米中摩擦などもあって年初来続いている半導体不足に加え、ワクチン接種の遅れで感染が拡大した東南アジアなどでは電機、自動車などの工場が操業停止し、国際的なサプライチェーンが混乱する事態が発生している。一方、温暖化対策のため石油開発業者が新規投資を手控えたり、石炭から天然ガスに切り替えたりする動きが石油や天然ガスの価格を高騰させている。コロナショックだけでなく米中摩擦や脱炭素など複合的な要因による供給制約が物価を押し上げている（図3参照）。

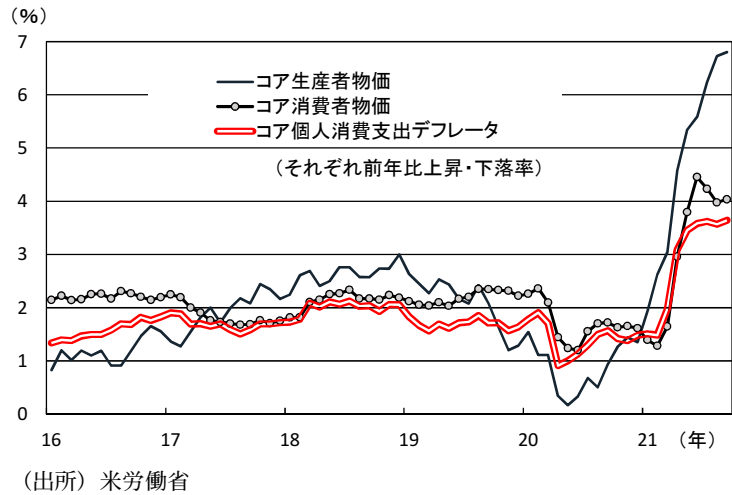
### 3. リーマンショック後の例からみた今回の金融政策正常化と金利動向

テーパリングは11月から来年半ばにかけて実施され、その後、ゼロ金利政策も解除されるとみられる。こうした政策変更は、市場金利を押し上げる要因になるはずだ。

リーマンショック後のテーパリングが金利にどのような影響を及ぼしたかを振り返ってみよう。2013年5月にバーナンキFRB議長（当時）がテーパリングを示唆する発言を行った。発言がやや唐突だったこともあり、長期金利は急上昇し、マイナス1%程度で推移していた実質長期金利（10年もの物価連動債利回り）はプラス1%近くまで跳ね上がった。

実際にテーパリングが実施されたのは2014年1月から同年10月までだ。テーパリングが始まると、米長期金利は低下していったが、テーパリングが実施された後の実質長期

（図3）米国の物価動向



（図4）米国の物価連動債利回り（実質長期金利）



金利はゼロ～プラス1.0%程度のレンジで推移している。バーナンキ議長の発言前に比べると、1.0～1.5%程度高い水準で推移していたことになる（図4参照）。

ニューヨーク連銀の推計によれば、自然利子率（経済がインフレにもデフレにもならない中立的な実質金利の水準）は、潜在成長率低下や投資不足などにより2000年代以降低下傾向を辿っていたとみられるが、コロナショ



ック前でもプラス1%程度だった(図5参照)。实体经济が正常化しつつあるなかで、現実の実質長期金利は大幅なマイナス域のままだが、今後の金融政策正常化の過程で、この低すぎる金利については水準訂正が予想される。米国経済がインフレ気味なのは、実際の金利が「経済がインフレにもデフレにもならない中立的な水準」を下回っているためであり、ある意味、当然のことと言える。

ゼロ金利解除については、テーパリング終了後で、2022年半ば以降になるとみられる。

政策金利をどのタイミングでどのように引き上げていくかについて、リーマンショック後の例をみてみよう。リーマンショック後の利上げは時間をかけて実施された。テーパリング終了は2014年10月だったが、最初の利上げは2015年12月だった。

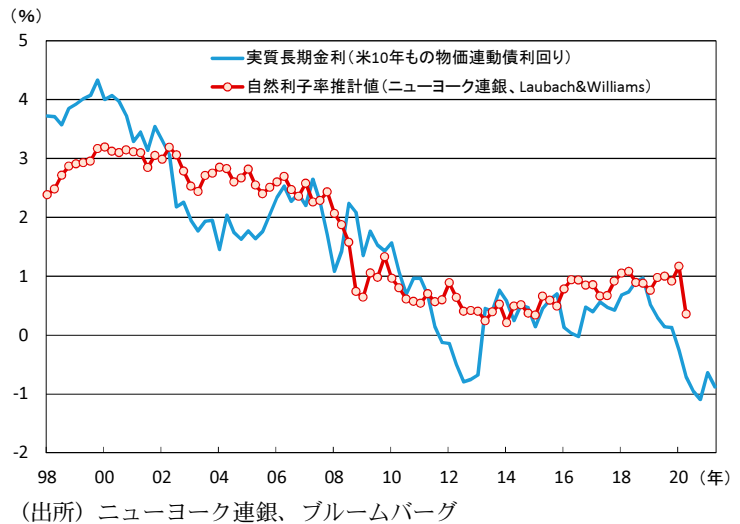
テーパリング終了から最初の利上げまで1年以上の期間が開いたのは、①米国のインフレ率が目標の2%に達していなかったこと、②労働市場のスラック(余剰)、③中国景気を中心とする世界経済減速などが理由だった。

また、①、②の理由から、その後の利上げペースも緩やかなものだった。

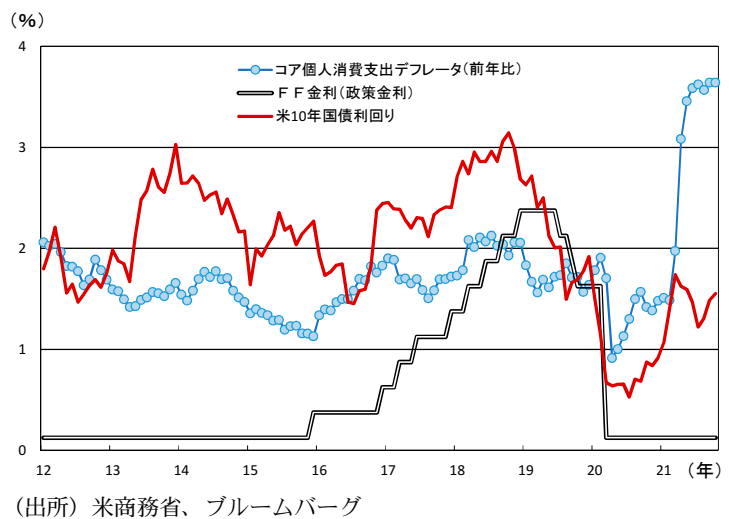
ITバブル崩壊後の2004年から2006年にかけての利上げは年8回実施されるFOMC会合ごとに0.25%の利上げが実施されたが、リーマンショック後の2015年12月からの利上げはほぼFOMC会合1回おきに0.25%の利上げだった。

リーマンショック後と現在の経済環境の大きな違いは物価動向だ(図6参照)。今回の

(図5) 米国の実質長期金利と自然利子率



(図6) 米国の物価と金利



金融正常化のペースがリーマンショック後同様、緩やかなものになるかどうかについては現在の高いインフレが落ち着くかがカギになる。複合的な供給制約要因によりインフレは容易に鎮静化しないおそれがあり、来年になってもインフレ率が目標の2%を上回る状況が続いた場合、利上げペースは急なものになる可能性がある。