

新型コロナウイルス感染症以降の金融資本市場の動向と
FRBによる金融政策

参事官（経済財政分析－海外担当）付 三谷 信彦 ※

【概要】

1. 2020年、新型コロナウイルス感染症（以下「感染症」という。）の拡大は金融資本市場に大きく影響を与えた。金融資本市場の動揺を受けて、FRBを始め、世界各国の中央銀行は政策金利の引下げや量的緩和の開始など、相次いで金融緩和政策を導入した。そこで本稿では、感染症の影響を受けた金融資本市場の動向を振り返るとともに、FRBを中心とした各国の中央銀行が実施した金融緩和政策を整理し、21年以降の物価上昇の要因を分析した上で、FRBの今後の政策動向に関する見解について検討した。
2. 金融資本市場に関して、米国の株価は情報技術といったハイテク銘柄がけん引役となり感染症前の水準を上回って推移している一方、金利は経済対策による追加の財政支出への懸念を背景に21年初から上昇に転じている。
3. FRBは感染症拡大を受けて、政策金利の引下げや量的緩和を再開した。FRBの政策により、金融資本市場は落ち着きを取り戻した。一方、18年半ばよりマイナスで推移していた10年物ターム・プレミアムは、追加経済対策による国債の発行増への懸念が高まったことを背景に、21年初にプラスに転じている。
4. かかる中、21年以降、追加経済対策や景気回復による需要の回復等により物価上昇率が上昇に転じ、市場ではFRBが早期に緩和縮小に踏み切るとの期待が高まっている。短期的には物価は一時的要因で上昇した後、徐々に鈍化し、長期的には安定的に推移するといった指摘をFRB等がしているが、緩和縮小への期待が高まる中において、23年に2回の利上げの見通しを示唆したFRBは、市場との対話を更に念入りに行う必要があると考えられる。

※ 本稿の作成にあたり、内閣府政策統括官（経済財政分析担当）付参事官（海外担当）の上野有子氏、同補佐の當麻江美氏、及び海外担当のスタッフから有益な助言及びコメントを頂いた。記して感謝したい。なお、本稿における誤りは全て執筆者に属する。また、本稿の内容や意見は執筆者個人のものであり、必ずしも内閣府の見解を示すものではない。

1. はじめに

2020 年は、感染症の拡大による経済活動の停止といった、これまでに直面したことがない未曾有の危機に直面した。2019 年 12 月に中国で初の感染者が確認されて以降、20 年 1 月 30 日には世界保健機関（WHO）が「国際的に懸念される公衆衛生上の緊急事態」を宣言、その後もヨーロッパやアメリカで感染が急拡大する事態となった。感染拡大に伴い、ヨーロッパの国々で相次いで制限措置が行われ、米国でも 3 月 19 日に世界への渡航中止が勧告されるなどの強い措置が採られた。

各国の都市封鎖及び経済活動の停止は、金融資本市場にも大きな影響をもたらした。3 月 13 日には日経平均株価（以下「日経平均」という。）が前日比 1,128 円下落、3 月 16 日にはダウ平均株価（以下「NY ダウ」という。）も前日比 2,997 ドル下落するなど、株式市場を始め、多くの市場でリスク回避的となった。

金融資本市場の動揺を受け、各国中央銀行は相次いで金融緩和政策を実施した。目的は金融緩和を通じた金融システムの機能と総需要の維持であり、政策金利の引下げや資産買入等を主な手段¹とした。

本稿では、感染症の影響を受けた金融資本市場の動向を振り返るとともに、FRB を中心とした各国の中央銀行が実施した金融緩和政策を整理し、21 年以降の物価上昇の要因を分析した上で、FRB の今後の政策動向に関する見解について検討した。

2. 感染症を受けた金融資本市場への影響

感染症の拡大とそれに伴う都市封鎖等により、金融資本市場は 20 年 2 月以降 3 月にかけて大幅に不安定な動きをみせた。しかし、その後は相次いで実施された経済対策や金融政策が効果を発揮する中、ワクチン開発への期待や接種の開始を背景に、一部の市場では感染症前の水準を上回って推移している。以下では、主要市場の動向を整理することとする。

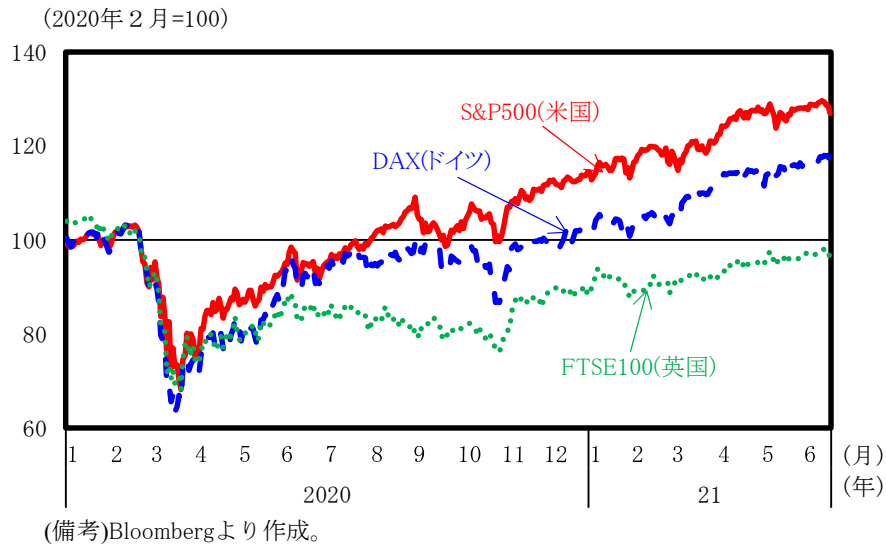
（株式市場の動向）

欧米の株式市場は、感染症拡大とそれに伴う経済活動の制限措置の実施を背景に 20 年 3 月に大きく値を下げ、前月比で S&P500 は約 19%、ドイツ株価指数（以下「DAX」という。）は約 25%、FTSE100 種総合株価指数（以下「FTSE100」という。）は約 22% 下落した。しかし、米国が 3 月に実施した CARES 法（総額 2.2 兆ドル）を始め、矢継ぎ早に経済対策を実施したことや、ワクチン開発への期待が高まる中、8 月 3 日には S&P500 は感染症前の水準を上回った。その後、米国でバイデン政権が誕生したこ

¹ FRB は、政策金利の引下げや資産買入に加え、08 年 9 月以降の世界金融危機時に講じた流動性供給策の再開や大手銀行に対するレバレッジ規制の緩和等を行った（表 1 参照）。

とや、上下両院で民主党が過半数を獲得したこともあり、21年6月18日時点でS&P500は4,166ポイントまで上昇している（図1、図3）。

図1 米国、ドイツ、英国の株価の推移



米国株価の主要3指数をみると、情報技術関連銘柄が多いナスダック総合指数（以下「NASDAQ」という。）がNYダウやS&P500に比べて上昇しており、史上最高値を更新している（図2）。また、S&P500のセクター別の騰落率をみると、情報技術やコミュニケーションサービスといったハイテク銘柄が大きく上昇していることが分かる（図3）。

図2 米国株価の主要3指数の推移

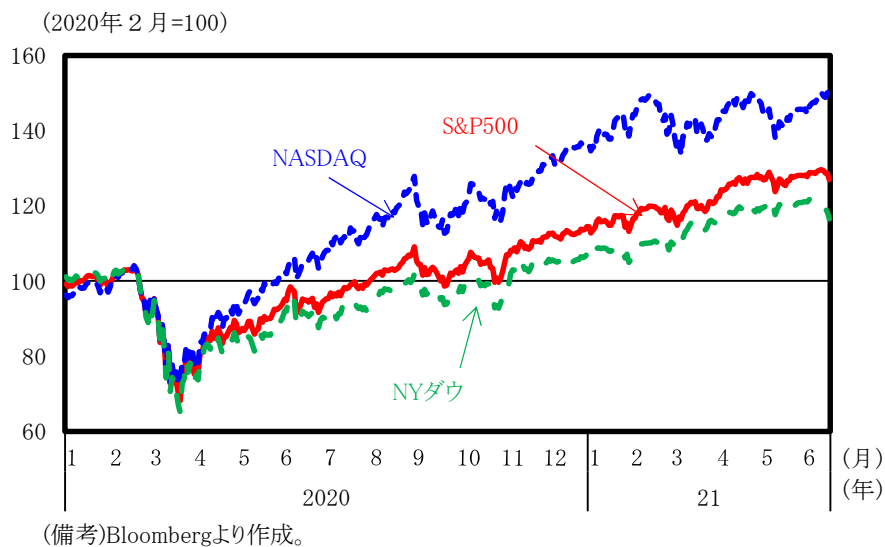
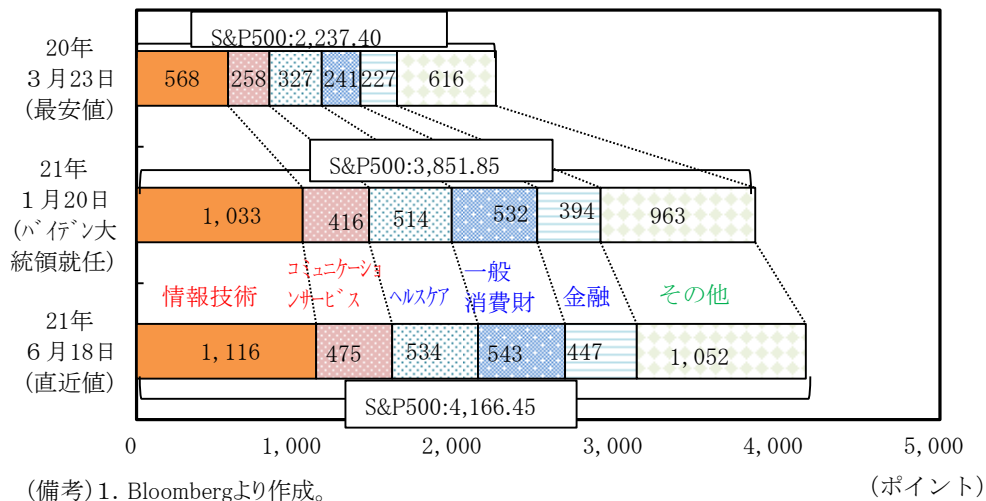


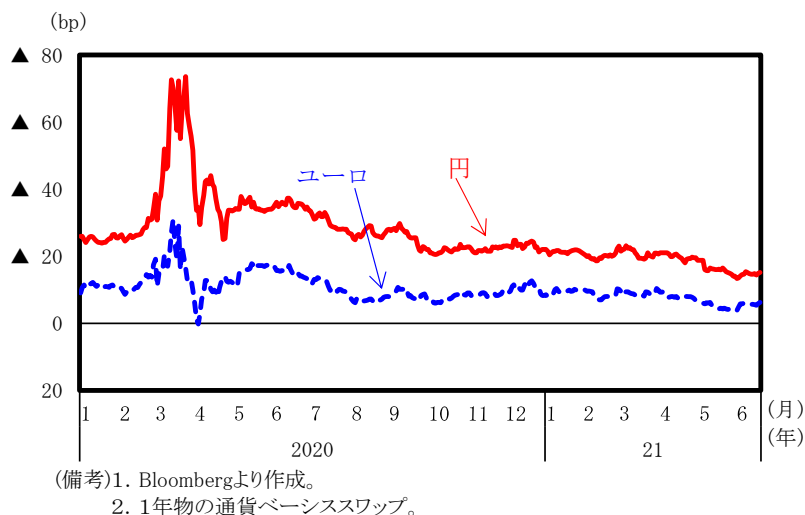
図3 S&P500のセクター別の指数の推移



(為替市場の動向)

ドルの需要を示すドル調達プレミアムは、20年3月、投資家のリスク回避的な動きから一時的に急上昇した。このためドル需要のひっ迫を受け、米国、日本、欧州等の主要中銀は、3月16日、ドルの流動性供給を拡充するための協調行動を行うと発表、その後は市場が落ち着きを取り戻したこともあり、感染症拡大前の水準まで低下している(図4)。

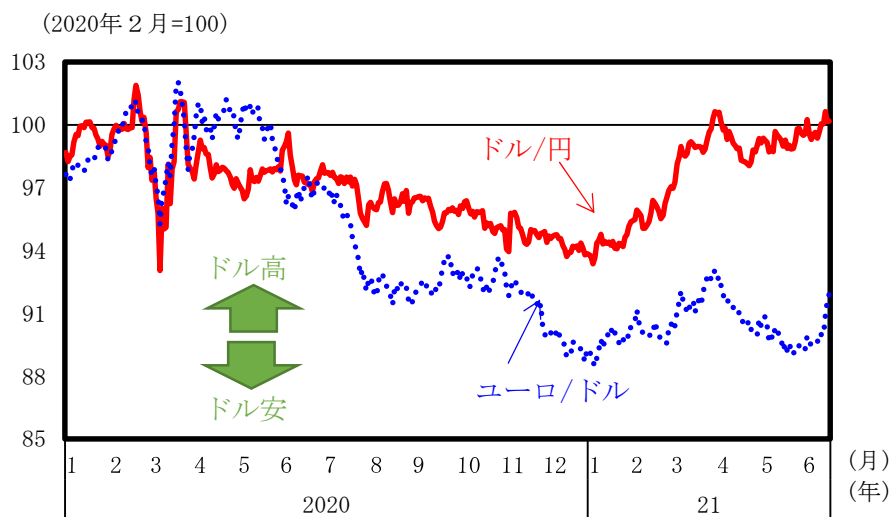
図4 ドル調達プレミアム²の推移



² 本稿ではドル調達プレミアムとして通貨ベーススワップを使用している。通貨ベーススワップとは、異なる通貨(ドルと円等)の変動金利を交換する金利スワップであり、ドルを調達する場合、受け手である金融機関が市場でドルを調達するに当たり、出し手である海外の金融機関に対して支払う調達コストを指す。

為替市場は、20年3月の感染症拡大を背景に市場心理が悪化し、リスク回避からドル需要が上昇したことを受けてドル調達プレミアムが上昇する場面もあったが、FRBによる金融緩和政策が好感され、ドル調達プレミアムは低下し、落ち着きを取り戻した。20年半ばにかけては米国の金利が低水準で推移する中、ドルも対円、ユーロで売られたが、21年1月にバイデン政権が誕生し、議会も上下両院で民主党が過半数を占めることが確定したことを受け、米国の各種政策効果による景気の回復期待等から、21年初からドル高となっている。なお、対ユーロでは欧州各国のワクチン接種の開始と経済の正常化への期待から4月以降はユーロが積極的に買われている（図5）。

図5 ドル/円、ユーロ/ドルの推移

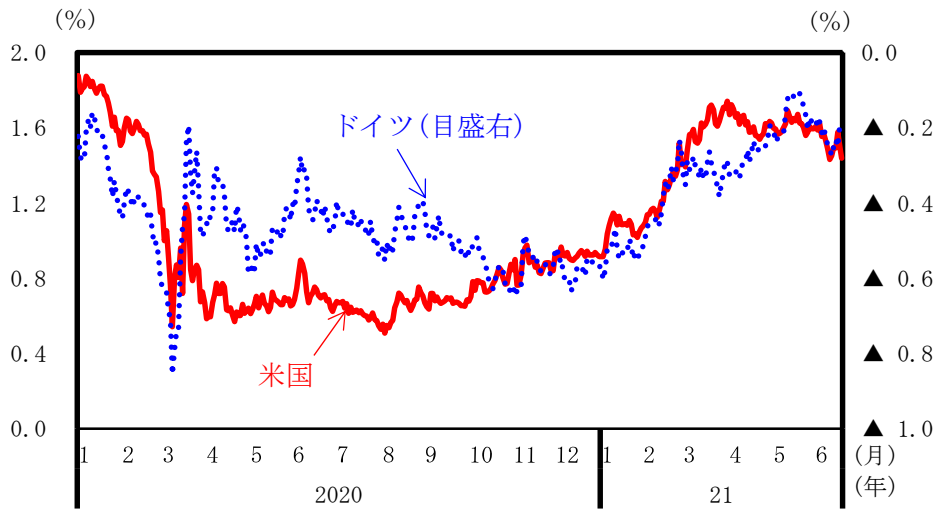


(備考)Bloombergより作成。

(債券市場の動向)

債券市場は、欧米の各国中銀による金融緩和政策を受けて20年8月頃まで金利が低下したが、ワクチン開発の見通し等への期待もあり、21年1月頃から上昇に転じている（図6）。

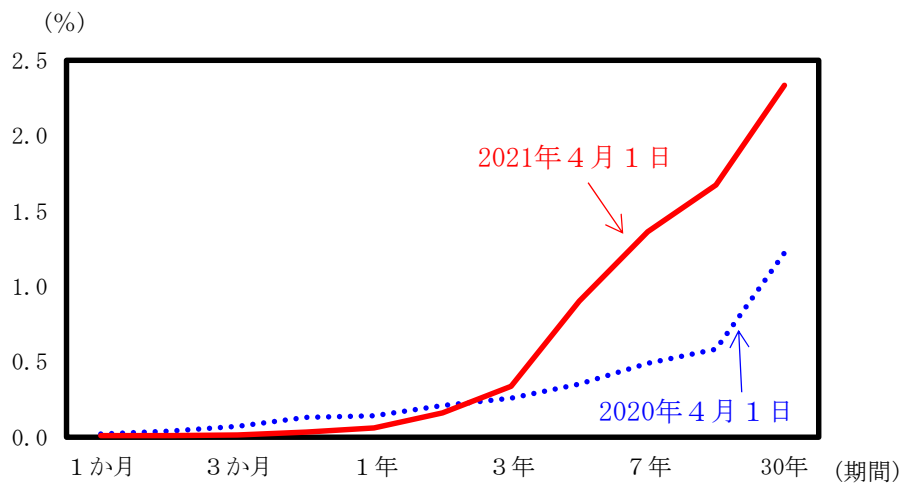
図6 米国、ドイツの10年債利回りの推移



(備考)Bloombergより作成。

米国においては、経済対策による追加的な財政支出による財政赤字拡大への懸念と、経済正常化への期待の前倒しによる期待インフレ率の上昇もあり、長期金利を中心に上昇していることが分かる（図7）。

図7 米国債のイールドカーブの推移



(備考)Bloombergより作成。

(新興国市場の動向)

新興国も欧米同様、感染拡大や欧米の金融資本市場の混乱を受けて、株価が大幅に下落したが、その後は景気回復への期待による投資意欲の改善と、各国の経済対策、金融緩和政策を背景とした資金の流入により、上昇に転じている（図8、9）。

図8 新興国の株価の推移

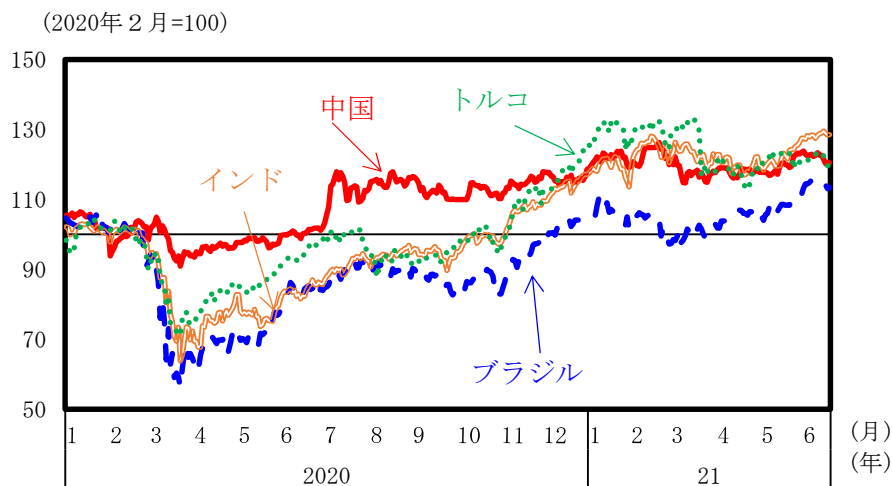
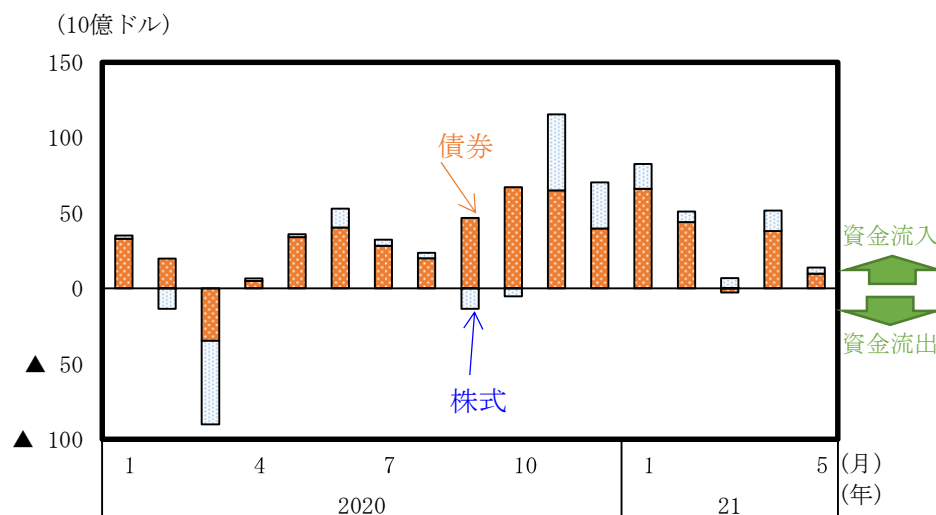


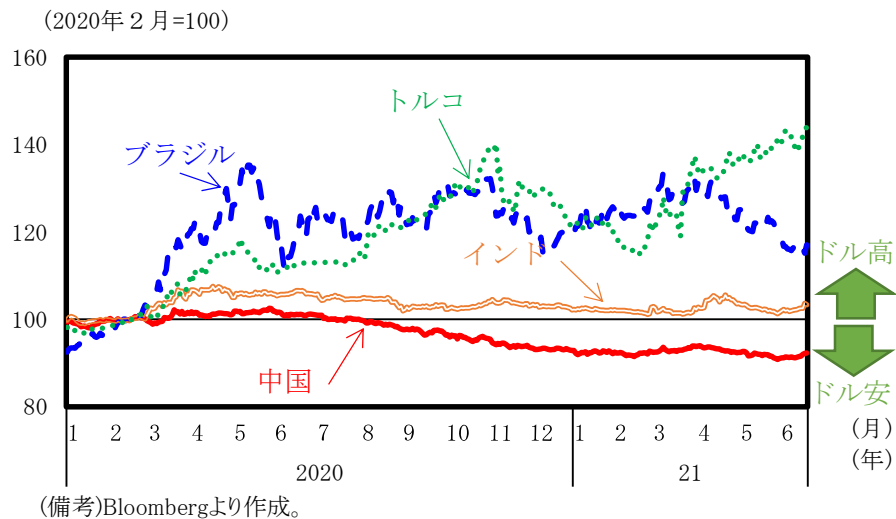
図9 新興国への資金流出入の推移



また、為替市場においても日本や欧州と同様、20年3月にドルの需要の高まりを背景にFRBが3月19日にオーストラリア、ブラジル、韓国、メキシコ、シンガポール、

スウェーデン、デンマーク、ノルウェー、ニュージーランドの中央銀行と新たにドル・スワップ協定を締結したこともあり、一部の国³を除いて落ち着きを取り戻している（図 10）。

図 10 新興国の為替の推移



（金融環境の動向）

ここまで感染症以降の主要市場の動向を概観したが、金融環境全体をシカゴ連銀が作成している金融環境指数⁴でみると、感染症拡大を受け、20年3月から5月にかけて金融環境は引き締まったが、その後は緩和に向かっていることが分かる（図 11）。こうした緩和的な金融環境が持続することによる資本市場への影響については、21年以降にFRBのパウエル議長⁵や米国連銀総裁⁶が会見で発言をしており、注目が集まっている。

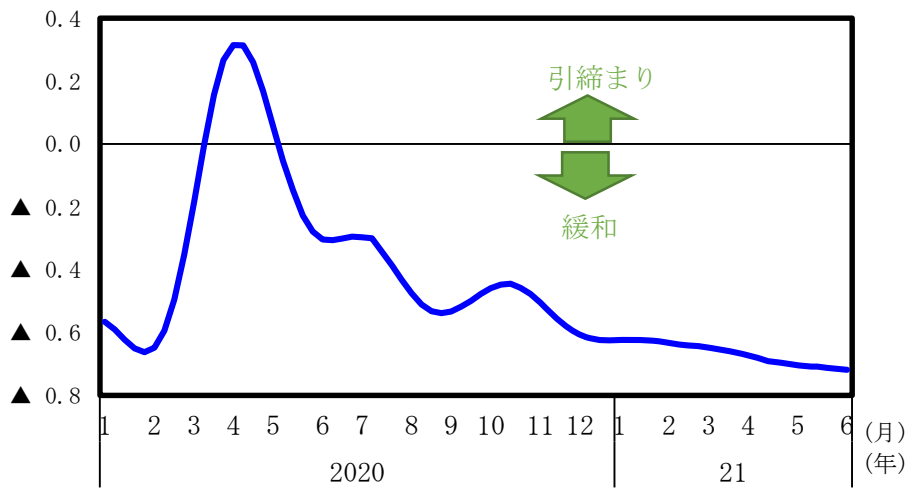
³ ブラジルの通貨であるレアルは、感染者の拡大に加えて、有罪判決を受けた元大統領に関して最高裁が過去の司法手続きを無効とする判決を下したことをきっかけとする政情不安の高まりが、トルコの通貨であるリラは、同国大統領が利下げを主張し、中銀総裁等を相次いで解任したことが嫌気され、対ドルで売られている。

⁴ 金融環境指数とは、市場データ等を基に金融市場の環境を数量的に示した指数であり、シカゴ連銀やセントルイス連銀が公表している。本稿ではシカゴ連銀が公表している「全米金融環境指数」を使用しているが、本指数は、消費者信用やデリバティブ市場における市場データからなる105の参照指標の加重平均で算出されており、本指数がプラスの場合は金融環境の引締め、マイナスの場合は緩和を表す。

⁵ パウエルFRB議長は21年4月のFOMC後の記者会見で「多くの人が資産価格に注目し、株式市場に目を向けている。これは株式市場のフロス（froth）を反映している」、「資産価格の一部は高値で、資本市場は少しフロスとなっているのは事実である」という旨発言している。

⁶ カプラン・ダラス連銀総裁は21年4月の講演で「金融市場に行き過ぎた不均衡がみられる」、「歴史的な株価の高騰、信用スプレッドのタイト化、住宅価格の高騰がみられる」という旨発言をしている。

図 11 金融環境指数の推移



(備考)シカゴ連銀より作成。

3. 欧米中央銀行による金融政策

感染症拡大と都市封鎖を受けて、欧米の各中銀は20年3月に様々な対策を講じた。その手法は、政策金利の引下げをはじめとした従来の緩和政策にとどまらず、量的緩和の再開といった、2008年の世界金融危機時に活用された対策の導入を決定した（表1）。

表1 FRB、ECB、BOEによる主な対策

		FRB	ECB	BOE
政策金利		FF金利（誘導目標範囲）： 1.50～1.75% [2019.10] →1.00～1.25% [2020/3/3] →0.00～0.25% [2020/3/15] ※期限：23年末まで維持	主要リファイナンス金利： 0.00% [2016.3] 限界ファシリティ金利： 0.25% [2016.3] 預金ファシリティ金利： ▲0.50% [2019.9]	バンク・レート（準備預金付利金利）： 0.75% [2018.8] →0.25% [2020/3/10] →0.10% [2020/3/19]
資産購入	量的緩和	米国債： 5,000億ドル [2020/3/15] →上限金額なし [2020/3/23] →月800億ドル [2020/6/10] ・期限：今後数か月間は継続 [2020/6/10] →完全雇用と物価安定の目標達成に向けてさらに著しい進展がみられるまで [2020/12/16]	ユーロ加盟国国債、社債、CP [2020/3/18追加]、カバードボンド、資産担保証券： ①資産購入プログラム： 合計月200億ユーロ [2019.9] +1,200億ユーロ [2020/3/12] →+1,200億ユーロの買入は2020/12/10の声明文で削除 ・期限：1,200億ユーロについては2020.12まで [2020/3/12] →12/10の声明文で削除 ②パンデミック緊急購入プログラム（国債購入比率の柔軟な運用、ギリシャ国債の購入が可能）： 合計7,500億ユーロ [2020/3/18] →13,500億ユーロ [2020/6/4] →18,500億ユーロ [2020/12/10] ・期限：2020.12まで [2020/3/18] →2021.6まで [2020/6/4] →2022.3まで [2020/12/10]	英国債： 4,350億ポンド [2016.8] →6,250億ポンド [2020/3/19] →7,250億ポンド [2020/6/17] →8,750億ポンド [2020/11/4] ・期限：11/4追加分（1,500億ポンド）は2021年末目途 [2020/11/4]
		社債（新発債）： 社債（既発債）： 計7,500億ドル [2020/3/23] ・期限：2020.9まで [2020/3/23] →2020.12まで [2020/7/28]		社債： 100億ポンド [2016.8] →200億ポンド [2020/3/19]
		不動産担保証券： 2,000億ドル [2020/3/15] →上限金額なし（商業用不動産担保証券追加） [2020/3/23] →月400億ドル [2020/6/10] ・期限：今後数か月間は継続 [2020/6/10] →完全雇用と物価安定の目標達成に向けてさらに著しい進展がみられるまで [2020/12/16]		
		CP： 上限金額未公表 [2020/3/17] ・期限：2021.3.17まで [2020/3/17] →2021.3.31まで [2020/11/30]		CP：上限金額設定なし [2020/3/17] ・期限：2021.3まで
		地方債：5,000億ドル [2020/4/9] ・期限：2020.9まで [2020/4/9] →2020.12まで [2020/6/9]※		

	FRB	ECB	BOE
流動性供給	大手証券会社向け [2020/3/17] ・最長90日の資金を公定歩合で融資 ・期限：2020.9まで [2020/3/17] →2020.12まで [2020/7/28] →2021.3まで [2020/11/30]	長期資金供給オペ (TLTRO3) [2019.3] ・満期3年の資金を低利融資 ・金利▲0.25~▲0.75% →▲0.5~▲1.0% [2020/4/30] ・期限：2021.6まで →2022.6まで [2020/12/10]	
	MMF向け [2020/3/23] ・MMFが売却する資産の購入資金を銀行に融資 (金利は公定歩合(担保が国債の場合)) ・期限：2020.9まで [2020/3/23] →2020.12まで [2020/7/28] →2021.3まで [2020/11/30] ABS投資家向け： 1,000億ドル [2020/3/23] ・資産担保証券の保有者に融資(金利は担保内容による) ・期限：2020.9まで [2020/3/23] →2020.12まで [2020/7/28]	パンデミック緊急長期リファイナンス・オペ (PELTRO) [2020/4/30] ・満期21年7月の資金を金利▲0.25%で供給 ・期限：2020.12まで ・21年中に新たに4回のオペ実施を追加 [2020/12/10]	緊急ターム・レポ・ファシリティ [2020/3/24] ・最長3か月の資金を低利融資(0.25%) ・期限：2020.6まで

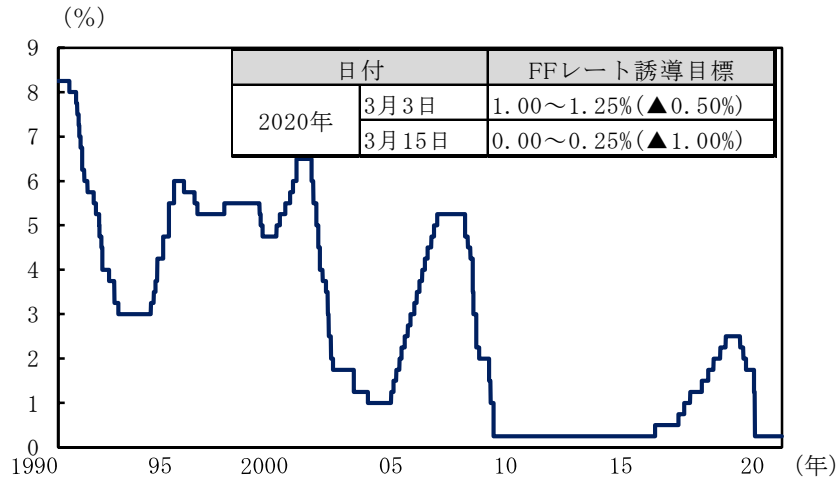
(備考) FRB、ECB、BOEより作成。

(FRBによる金融政策)

FRBは、感染症の拡大を受け、20年3月3日に臨時会合を開催、政策金利であるフェデラル・ファンド金利 (FF金利) の誘導目標範囲を0.50%ポイント引き下げ、1.00~1.25%とすることを公表した (図12)。さらに、3月15日には2回目の臨時会合を開催し、FF金利の誘導目標を1.0%ポイント引き下げ、0.00~0.25%とし、事実上のゼロ金利政策を導入、21年5月時点でこれを維持している (図12)。また、20年3月のFOMC会合の声明文では今後の政策金利について「アメリカ経済が最近の出来事を乗り越え、雇用の最大化と物価の安定という目標の達成に向けた軌道に乗ることを確信するまで、この誘導目標範囲を維持する」とし、当面の間ゼロ金利を維持するという姿勢を示した。なお、9月のFOMC会合では、今後の政策金利について、「労働市場の状況が、委員会が最大雇用と評価する水準に達し、物価上昇率が2%に上昇し、当面の間2%を緩やかに超える軌道に乗るまで、この誘導目標範囲を維持することが適切だと予測する」とした。

また、20年8月にFRBは金融政策の見直しの一環で、平均物価上昇率目標を導入することを公表した。これは、長期的に平均2%の物価上昇を目指すこととし、長期のインフレ目標を安定化させるため、物価が継続的に2%を下回る時期が続けば、当面、2%を適度に上回る物価上昇率の達成を目標とし得るという趣旨である。

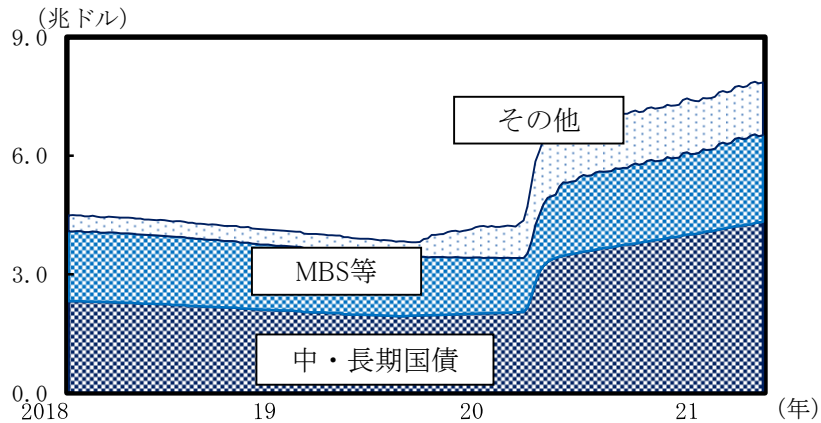
図 12 政策金利の推移



(備考) FRBより作成。

政策金利の引下げに加えて、FRBは20年3月15日のFOMC臨時会合において、米国債と不動産担保証券（MBS）の円滑な市場機能を支えるため、今後数か月にわたり、米国債の保有額を少なくとも5,000億ドル、MBSの保有額を少なくとも2,000億ドル増加させることを決定した。さらに、3月23日のFOMC臨時会合では、米国債及びMBSの保有額について、目安を提示せず無制限化した量的緩和を実施することを決定した。量的緩和について、4月28～29日の会合では「市場が円滑に機能するために必要な水準まで増加させる」とし、6月9～10日の会合では「市場が円滑に機能するため今後数か月は少なくとも現在のペースで増加させる」とし、同日にニューヨーク連銀が公表した声明文等の中で、米国債は月800億ドル、MBSは月400億ドル、今後数か月間は継続して保有額を増加させる予定であることが明示された(図13)。

図 13 FRBのバランスシート（資産側）



(備考) FRBより作成。

（ターム・プレミアムの推移と考察）

ここで、ターム・プレミアムについて考察する。ターム・プレミアムとは短期債に代わり長期債を保有することにより上乗せされる金利⁷を指す (Swanson (2007))。ターム・プレミアムは長期債を保有する期間に対する上乗せ金利であることから、通常プラスとなる。しかし、10年物ターム・プレミアムの推移をみると、感染症以前からマイナスで推移していたことが分かる (図 14)。ターム・プレミアムの低下は長期債に対する需要の強さを意味するが⁸、ターム・プレミアムが低下した背景には、日本銀行による量的・質的金融緩和の開始 (13年4月) や ECB によるマイナス金利政策の導入 (14年4月) 等を背景に日欧の金利が低下したことで、米国債券市場に資金が流入したことや、FRB による政策金利の引下げ (19年3月) 等が影響したと考えられる。一方、ターム・プレミアムは20年半ばに下げ止まり、21年初にプラスに転じている。これは、21年1月のバイデン政権が誕生したことに加え、民主党が上下両院の過半数を獲得したことで、追加経済対策による国債の発行増への懸念が高まったことが要因として考えられる⁹。

ところで、量的緩和による国債の買入が長期金利を低下させる効果があるといった研究¹⁰があり、長期国債の買入がターム・プレミアムを低下させるといった研究¹¹も行われており、2020年3月の量的緩和以降のFRBによる国債 (1年超) 買入額と10年物ターム・プレミアムの相関をとると、相関係数は、▲0.21と負の相関となった。期間が1年程度であり、また感染症によるターム・プレミアムの押下げ効果が測定できないことには留意が必要であるものの、長期国債の買入とターム・プレミアム低下に関連がある可能性が示唆される。なお、2013年5月の「テーパー・タントラム¹²」では、当時のバーナンキ FRB 議長の発言を受けて、ターム・プレミアムの上昇速度が加速した。

⁷ ターム・プレミアムとは、長期債を保有する場合、同一期間の短期債を連続して購入した場合に比べて、価格の変動リスク等が高くなることから、保有期間のリスクに対して支払われるプレミアムを意味する。

⁸ ターム・プレミアムと長期金利の関係について、ターム・プレミアムが長期債を保有することにより上乗せされる金利であり、短期金利の期待値とともに、長期金利の構成要素である。また、ターム・プレミアムはマクロ変数から推計された期待短期金利の流列と長期金利の差で算出される。

⁹ 3月 FOMC の議事録には「ターム・プレミアムの上昇は財政政策と、それに伴う債務残高の増加に加えて、長期金利の上昇に起因している」と記載されている。また、IMF のエイドリアン金融顧問兼金融資本市場局長は、ターム・プレミアムが上昇している要因について、「米国で財政拡大を賄うための国債供給が増加することへの投資家の懸念を反映している可能性」を指摘している

(<https://blogs.imf.org/2021/04/06/an-asynchronous-and-divergent-recovery-may-put-financial-stability-at-risk/>)。

¹⁰ D'Amico and King (2012)、Neely (2015)、Swanson (2014) 等。

¹¹ Andrés et al (2004)、Chen et al (2012)、須藤 (2018) 等。

¹² テーパー・タントラムとは、2013年5月22日、当時FRB議長だったバーナンキが米国議会証言で「労働市場の見通しが実質的かつ持続的に改善した場合、資産の買入額を緩やかに縮小していく」と発言したことをきっかけとする、金融市場の混乱を指す。

図 14 ターム・プレミアムの推移

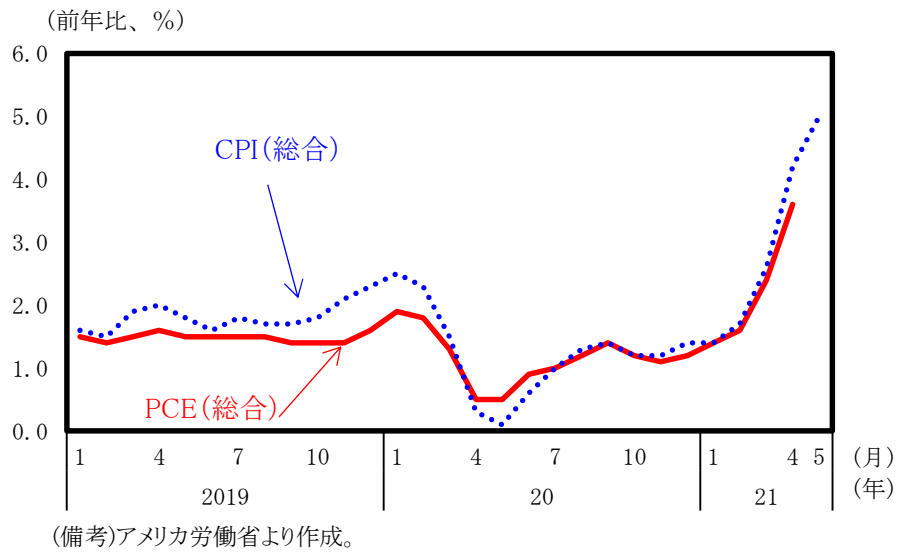


(物価及び期待インフレ率の上昇と資産買入縮小期待の高まり)

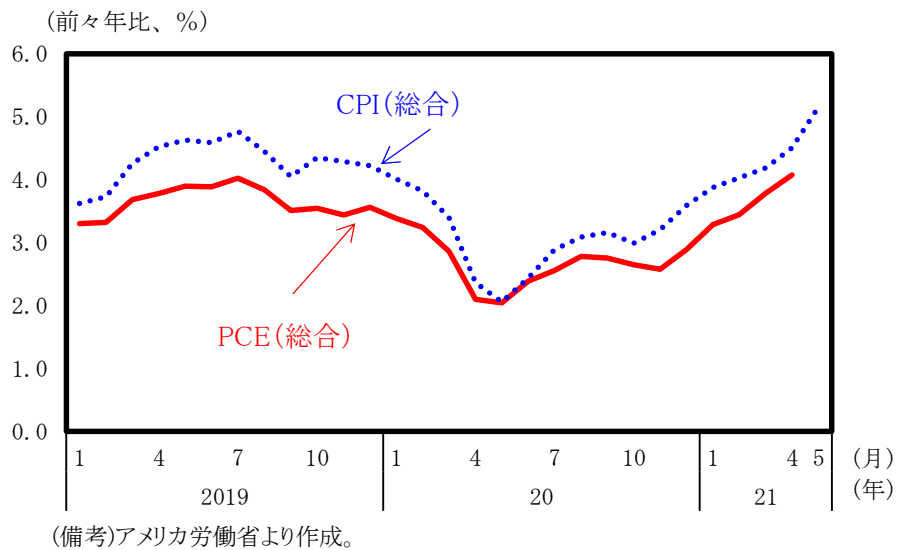
FOMC は金融政策の目標として、雇用の最大化と物価の安定を掲げている。感染症を受けて、労働市場は悪化、物価も下落したが、その後は対策の効果もあり、労働市場は 20 年 5 月以降雇用者数が増加、失業率も 21 年 5 月は 5.8% となった。一方、21 年入り以降物価上昇率は次に述べる要因で上昇 (図 15) しており、インフレ懸念が高まりつつある。

図 15 PCE(総合)、CPI(総合)の推移

(1) 前年比

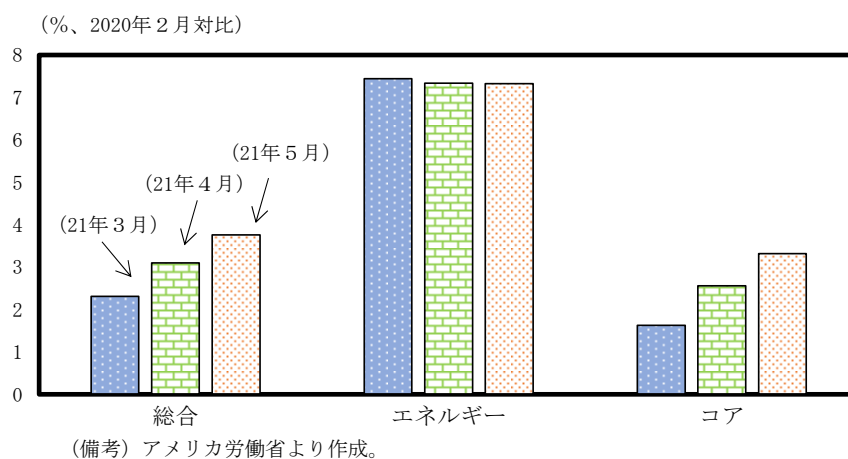


(2) 前々年比



2021年以降、物価上昇率は上昇基調にあり、5月CPIは前年比5.0%増となっている。物価上昇率の上昇要因として、追加経済対策や景気回復による需要の回復に加えて、前年同月が落ち込んだことによる歪み、半導体や木材、農産品といった商品の供給不足、エネルギー価格の上昇といった、一時的要因が指摘されている¹³。3月、4月、5月CPIを項目別にみると、交通財（中古車）、住居費（ホテル宿泊等）、交通サービス（航空運賃）が上昇に寄与している（図16）。

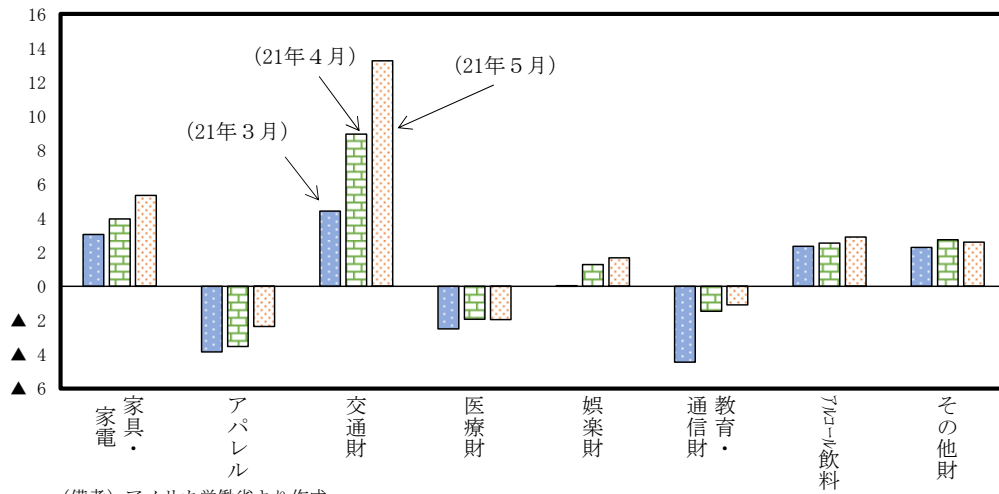
図16 3月、4月、5月CPIの項目別推移
(1) 総合、エネルギー、コア



¹³ パウエルFRB議長は4月29日のFOMC後の記者会見で、「インフレ率は経済再開やエネルギー価格の上昇、供給問題で短期的に上昇している」と発言している。また、ブレイナードFRB理事は、「インフレ率は2020年3月と4月の価格低下、供給問題により上昇するものの、これらは数四半期以内に解消されると予想している」と発言している。

(2) 財

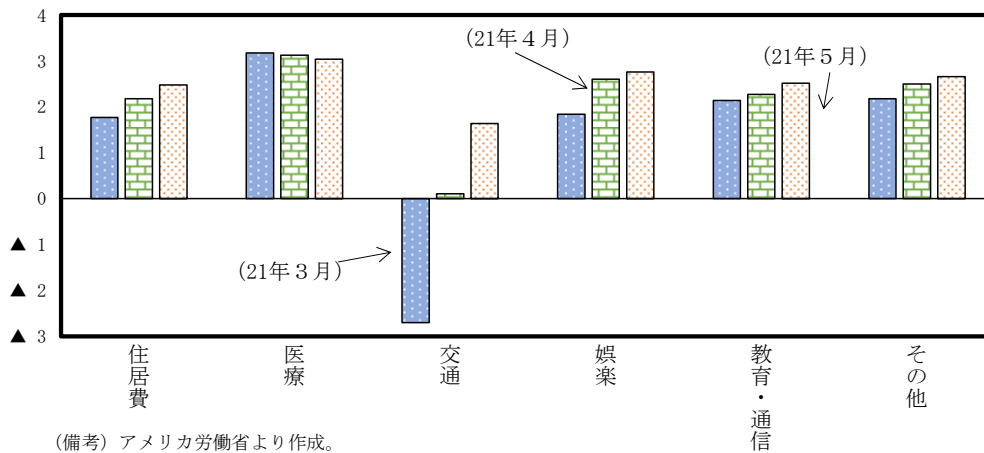
(%、2020年2月対比)



(備考) アメリカ労働省より作成。

(3) サービス

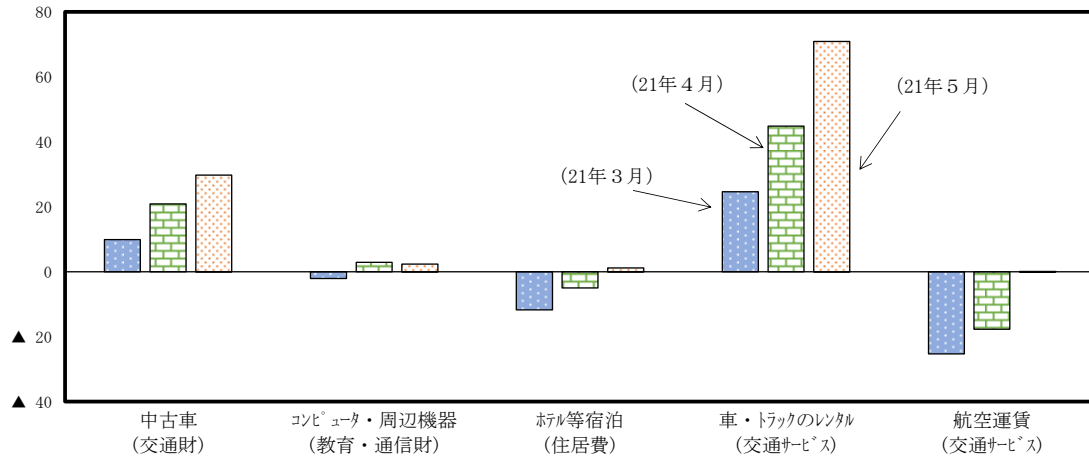
(%、2020年2月対比)



(備考) アメリカ労働省より作成。

(4) 上昇が目立つ項目

(%、2020年2月対比)

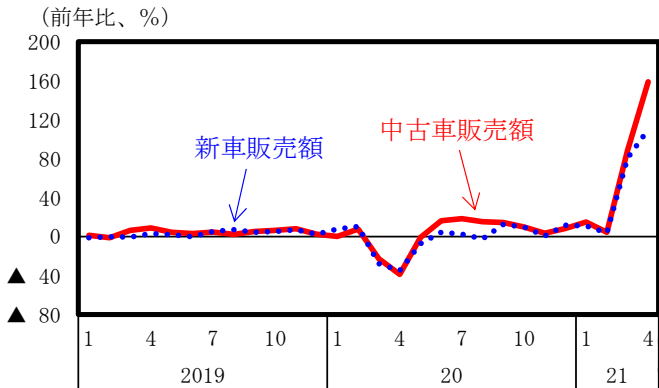


(備考) アメリカ労働省より作成。

例えば、中古車価格は、マイクロチップの供給不足とそれに伴う自動車生産台数の減産を受けた自動車ディーラーによる積極的な在庫確保、現金給付効果による需要増加が上昇要因と考えられ、ブレイナードFRB理事が指摘するように、これらの影響は徐々に低下していくものと考えられる¹⁴ (図17)。

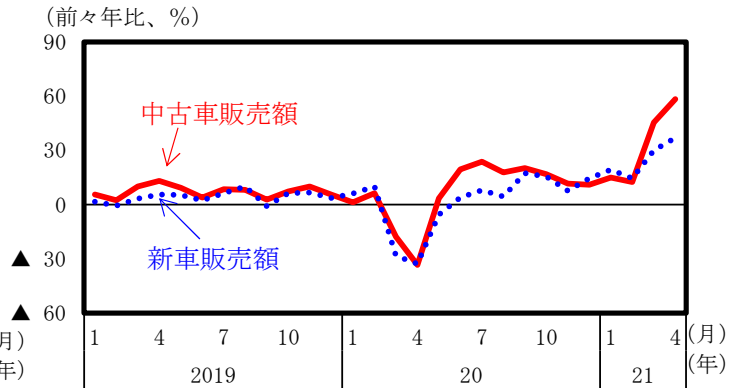
図17 新車、中古車販売額の推移

(1) 前年比



(備考) 1. アメリカ商務省より作成。
2. 名目原数値。

(2) 前々年比

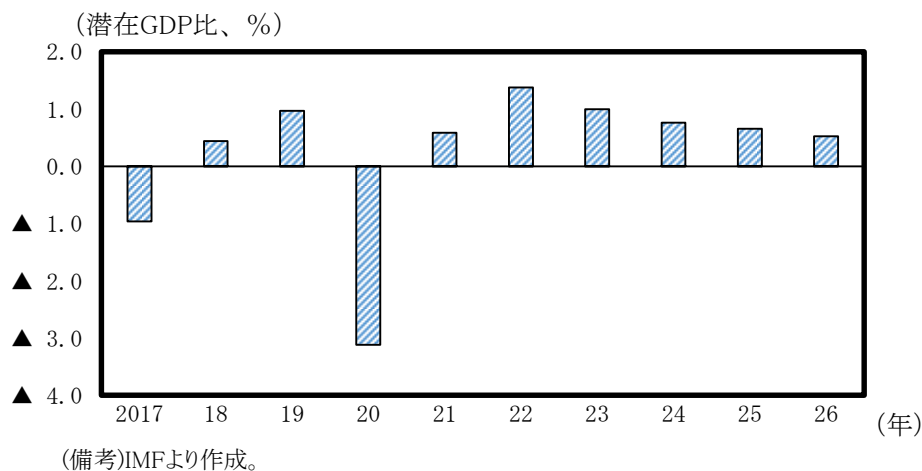


(備考) 1. アメリカ商務省より作成。
2. 名目原数値。

¹⁴ ブレイナードFRB理事は5月11日の講演で「サプライチェーンの問題や経済再開が一時的な要因である限り、それらが単独で持続的に高いインフレを生み出す可能性は低い」と発言している。

物価の今後の見通しは、一時的要因により上昇した後、徐々に鈍化し、長期的な期待に沿って推移するといった指摘がある¹⁵。また、サマーズ元財務長官は、21年3月に実施された1.9兆ドル規模の追加経済対策は、GDPギャップのマイナス幅に比べて過大であり、物価上昇圧力を引き起こすと警鐘を鳴らしている。なお、IMFが4月に公表したWorld Economic Outlookによると、米国のGDPギャップは21年にプラスに転じる見通しである（図20）。

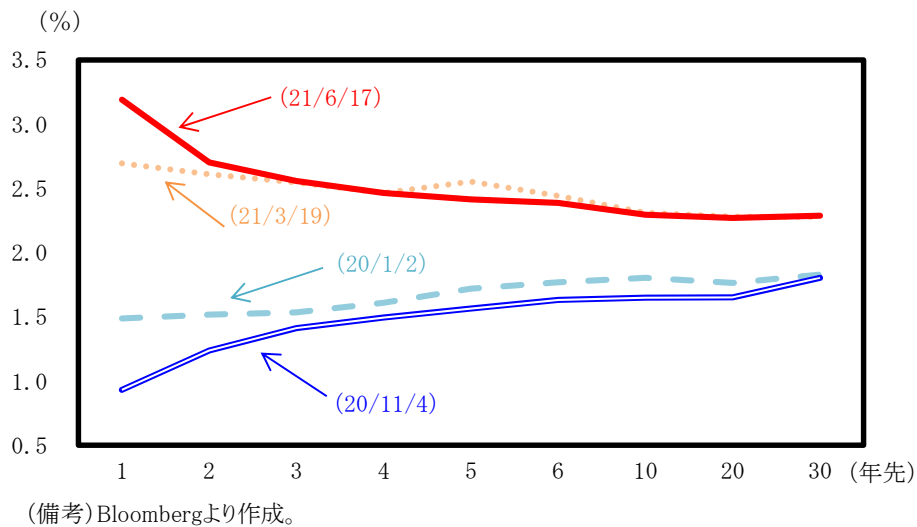
図20 IMFによる米国のGDPギャップ見通し



さらに、市場では物価の上昇に加え、経済活動の再開、バイデン政権による経済対策の財源確保に向けた財政懸念を背景に、期待インフレ率と名目の長期金利が上昇している。特に期待インフレ率はインフレの一時的な上昇を反映して2年までの短期金利が上昇しており、それ以降の年限では低下する動きとなっている（図21）。

¹⁵ 大統領経済諮問委員会のジャレド・バーンステーン委員とアーニー・テデスキ上級エコノミストは、向こう数か月のインフレ率の上昇を引き起こし得る3つの要因（前年同月の低下による歪み、サプライチェーンの混乱による材料価格の上昇、サービスにおけるペントアップ需要）を挙げた上で、それらによりインフレ率は短期的に上昇するものの、その後は制御可能な水準に落ち着くとの見解を示している（<https://www.whitehouse.gov/cea/blog/2021/04/12/pandemic-prices-assessing-inflation-in-the-months-and-years-ahead/>）。

図 21 期待インフレ率のイールドカーブ

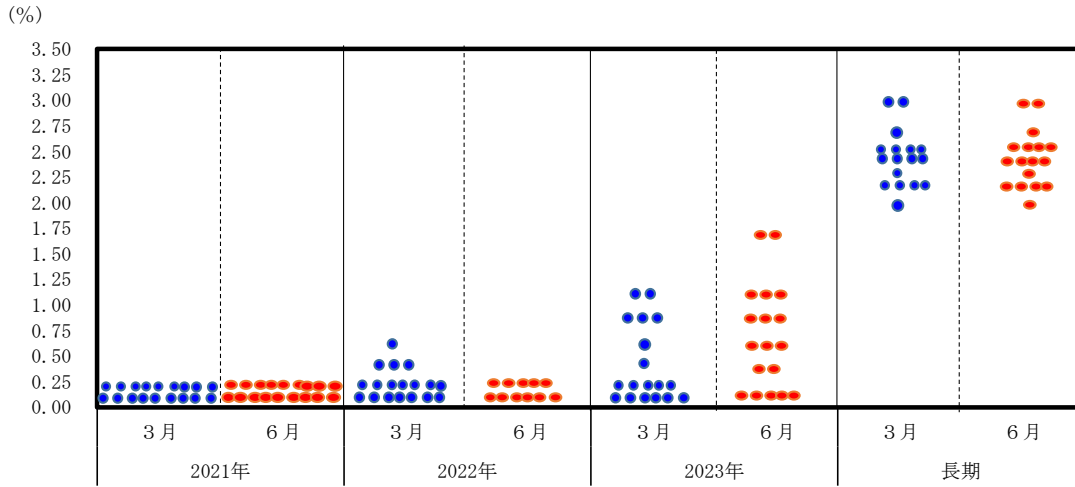


21年4月以降、物価や金利の上昇を背景に、FRBによる金融政策の緩和縮小への期待が高まっている。かかる中、FRBは6月のFOMCで公表した四半期経済予測でインフレ見通しを引き上げる¹⁶とともに、政策金利見通しでは23年に2回の利上げを示唆した¹⁷ (図22)。一方、資産買入縮小に関して、パウエルFRB議長は会見で「基本的には、もっと多くのデータを見てからだが、資産購入縮小について議論することが話題に上がった」と発言するも、具体的な開始時期には言及しなかった。ただし、一部連銀の総裁からは、資産買入縮小の早い時期での開始を支持する、といった意見が出るなど、資産買入縮小に関して、今後さらに注目が集まることが予想される (表2)。

¹⁶FOMC 会合後の会見で、パウエルFRB議長はインフレに関して「インフレは自動車、宿泊、航空運賃などが押し上げている。これらが急上昇し続けるとは考えにくい、短期的にこれらがいつ沈静化するかは不透明だ」と発言している。

¹⁷ FOMC 参加者による2023年の政策金利見通し(中央値)は、3月FOMCでは0.125%であったが、6月FOMCでは0.625%まで引き上げられた。

図 22 FOMC メンバーによる政策金利見通し



(備考) 1. FRBより作成。

2. 3月は2020年3月のFOMC会合での見通しを、6月は同年6月のFOMC会合での見通しをさす。

表 2 FRB 当局者による 21 年 4 月以降の主な発言

発言日、公表日	当局者	発言内容
5月3日	ウィリアムズ ニューヨーク連銀 総裁	現在見られているデータはFOMCが金融政策を変更するほど十分ではない。
5月5日	エバンス シカゴ連銀総裁	資産購入縮小の議論を開始することを私は急いでいない。
	ローゼングレン ボストン連銀総裁	コロナに起因する不均衡が是正されるに従い、今春はインフレ率が一時的に歪められる可能性があるが、その圧力は一時的で政策変更にはつながらない。
5月10日	カプラン ダラス連銀総裁	資産購入縮小の議論は遅いより早いほうが健全。
5月12日	クラリダ FRB副議長	(CPIが予想を上振れたことを踏まえ)物価圧力が一時的ではないと判断されれば行動する用意がある。
5月19日	FOMC (4月28-29日開催) 議事録	幾人かの参加者は経済が委員会の目標に向けて急速な進展を続ければ、今後の会合のいずれかに資産購入ペースの調整に関する計画を協議し始めるのが適切になるかもしれないということを提案した。
6月10日	パウエル FRB議長	<ul style="list-style-type: none"> 資産購入縮小のタイミングについては、基本的には、もっと多くのデータを見てから言えるようになると思う。ただ、今回の会議は、(資産購入縮小について)議論することが話に上がったと思ってもらって構わない。 物価は、今後数か月間は上昇を続けた後、緩やかになると思われる。この上昇の一部は、前年が低水準であることと、過去の原油価格の上昇が消費者のエネルギー価格に転嫁されたことを反映している。加えて、経済の再開に伴う支出の回復や供給のボトルネックによる価格上昇圧力もみられる。ボトルネックの効果は予想以上に大きく、FOMC参加者は今年の物価上昇率の予想を大幅に上方修正した。

(備考) 各種報道より作成。

4. 結び

本稿では、感染症以降の金融資本市場の動向と、それを受けた FRB の金融政策を整理し、21年初以降の物価上昇に対する FRB の見解に関して考察した。

金融資本市場に関して、米国の株価は情報技術といったハイテク銘柄がけん引役と

なり感染症前の水準を上回って推移している。また、為替も年初以降は経済の正常化や政策期待からドルが買われやすい地合いが続いている。一方、金利は経済対策による追加の財政支出への懸念を背景に21年初から上昇に転じている。

FRBは感染症拡大を受けて、政策金利の引下げや量的緩和を再開した。FRBの政策により、金融資本市場は落ち着きを取り戻した。一方、18年半ばよりマイナスで推移していた10年物ターム・プレミアムは、追加経済対策による国債の発行増への懸念が高まったことを背景に、21年初にプラスに転じている。

かかる中、21年以降、追加経済対策や景気回復による需要の回復等により物価上昇率が上昇に転じ、市場ではFRBが早期に緩和縮小に踏み切るとの期待が高まっている。短期的には物価は一時的要因で上昇した後、徐々に鈍化し、長期的には安定的に推移するといった指摘をFRB等がしているものの、緩和縮小への期待が高まる中において、23年に2回の利上げの見通しを示唆したFRBは、市場との対話を更に念入りに行う必要があると考えられる。

(以上)

参考文献

- 須藤直・田中雅樹 (2018) 「日本における市場分断・特定期間選好仮説のDSGEモデルによる検証—ストック効果とフロー効果の定量比較を中心に—」 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 18-J-9
- Adrian, Tobias, Richard K. Crump, and Emanuel Moench (2013) “Pricing the term structure with linear regressions,” *Journal of Financial Economics*, 110, pp.110-136.
- Andrés, J., J. D. López-Salido and E. Nelson (2004), “Tobin’s Imperfect Asset Substitution in Optimizing General Equilibrium,” *Journal of Money, Credit and Banking*, 36(4), pp.665-690.
- Chen, H., V. Cúrdia, and A. Ferrero (2012), “The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programmes,” *Economic Journal*, 122(564), pp.289-315.
- D’Amico, S, English, W, López-Salido, D and Nelson, E (2012): “The Federal Reserve’s large-scale asset purchase programmes: Rationale and effects,” *Economic Journal*, 122(564), pp.415-446.
- Gagnon, Joseph, Matthew Raskin, Julie Remache, and Brian Sack (2011) “The Financial Market Effects of the Federal Reserve’s Large-Scale Asset Purchases,” *International Journal of Central Banking*, March.
- Neely, C J (2015) “Unconventional monetary policy had large international effects”, *Journal of Banking and Finance*, 52(C), pp 101-111.
- Swanson, E (2007) “What We Do and Don’t Know about the Term Premium,” *FRBSF ECONOMIC LETTER*, Number 2007-21, July 20, 2007.
- Swanson, E and J Williams (2014) “Measuring the Effect of the Zero Lower Bound on Medium- and Longer-Term Interest Rates,” *American Economic Review*, 104(10), pp 3154-85.