

FRBバランスシート圧縮へ—米長期金利を高め誘導できるか？

作成日 2021年12月27日

完全雇用に近い景気過熱による物価高騰ゆえ、利上げ直後にバランスシート圧縮を始めそうです

■ 前回の利上げ局面と異なる景気過熱／物価高騰

■ パウエルFRB（米連邦準備制度理事会）議長は12月FOMC（連邦公開市場委員会）の会見で、①テーパリング（量的金融緩和の縮小）が完了したら速やかに利上げを開始すべきこと、②（これまでの量的金融緩和で市場から買い取った大量の国債等で膨れ上がった）FRBのバランスシートを圧縮始めるタイミングは、テーパリング完了ないし利上げ開始の直後となる可能性があること、を示唆しました。

■ ②に関し、前回の利上げは2015年12月開始、バランスシート圧縮は2年近く後（2017年10月～）でした。「前回の利上げ局面と異なる今の情勢（＝景気過熱による物価高騰）を踏まえ決めるべき」とパウエル議長は述べ、バランスシート圧縮スタート時期を「テーパリング完了時期ないし利上げ開始時期と関連付けて決める」（in relation to when either liftoff happens or the end of the taper）意向を示しました。

■ 利上げ開始と同時にバランスシート圧縮開始か

■ 8月のジャクソンホール講演で1970年代のオイル・ショックに言及、行き過ぎた物価高ならば断固阻止すると表明したパウエル議長が、それまで重用したウィリアムズNY連銀総裁の「忍耐強い緩和継続」論に代え、新たに採用したのはウォーラーFRB理事の考えと推測されます。同理事は「利上げの（物価高抑制）効果を見極め夏場にはバランスシート圧縮をスタートすべき」（ロイター、12月17日）と主張します。

■ もっともパウエル議長は、ウォーラー理事の以前の主張「来年1月にテーパリング加速を決めるべき」を前倒して今月、加速を決めました。同様にパウエル議長がウォーラー理事の主張「夏場」を前倒して「利上げ開始と同時に」にバランスシート圧縮をスタートする公算もあり得ると考えられます。

■ グリーンスパン議長が語った「謎」の教訓を生かす

■ かつて利上げ開始（2004年）にもかかわらず2年間近く長期金利（10年国債利回り）が本格的に上昇せず、グリーンスパンFRB議長（当時）は「謎（conundrum）である」と語りました。長期金利は住宅ローン金利や企業向け貸出金利を左右することから、利上げして翌日物金利を引き上げることで、長期金利の上昇を促し、家計や企業の借入意欲を削ぎ、景気過熱や物価高を抑えるのが伝統的な金融政策です。

■ このためパウエル議長は会見で「利上げすれば短い年限の金利は上昇しても、長期金利など長め年限で金利上昇するとは限らない」との認識を示しました。「日本やドイツの国債と異なり利回りが高く、安全資産として米国の国債に対する根強い投資家の需要」等が長期金利の低下（債券価格の上昇）要因と指摘したのです。景気過熱や物価高を抑える長期金利の高め誘導には、買い取った国債等を市場で売却するバランスシート圧縮が不可欠と考えられます。

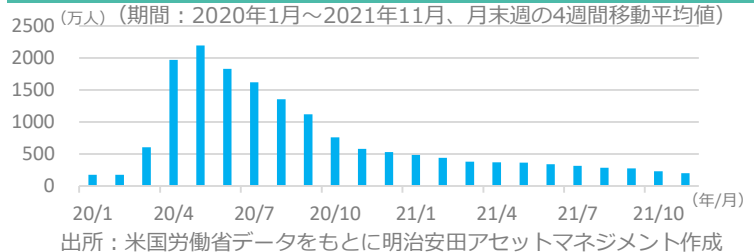
●当資料は、明治安田アセットマネジメント株式会社がお客さまの投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。また、法令にもとづく開示書類（目論見書等）ではありません。当資料は当社の個々のファンドの運用に影響を与えるものではありません。●当資料は、信頼できると判断した情報等にもとづき作成していますが、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらに関する著作権等の一切の権利は、それらを作成・公表している各主体に帰属します。●当資料の内容は作成日における筆者の個人的見解に基づいており、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また予告なしに変更することもあります。●投資に関する最終的な決定は、お客さま自身の判断でなさるようお願いいたします。

■ 「2022年後半に物価高が収束」しないリスク

■ 12月FOMCで18名の委員それぞれが考えた向こう3年間の物価見通し集計値は、『2021年末に5.3%もの物価高が2.6%、2.3%へ収束していく』と想定しています。パウエル議長は「この想定がFRBのメイン・シナリオではあるが、想定通りにならないリスクが高まっている」と強調しました。

■ その理由は「完全雇用に急速に近づいているため」であり、今はまだ物価押し上げ要因としては弱い賃金上昇が、本格的に物価を押し上げ始める事態を警戒しているのです。ウォーラー理事も「コロナ禍で失職した2200万人の復職は残り約150万人となり政策目標である雇用最大化達成が目前」と述べました（12月17日）。確かに失業保険の継続受給者数もコロナ禍前にほぼ戻りつつあります（図表参照）。

【図表】米国の失業保険継続受給者数



■ 「労働参加率の回復まで待てない物価高騰」

■ 物価高騰は断固阻止するとの決意は、パウエル議長の次の言葉にも表れています。「労働参加率（＝〔職探しをしている人数＋就労者数〕÷働ける年齢層の人口）は、コロナ禍で学童等を自宅で世話する人々が職探しをしていない等のためFRBの想定に反しコロナ禍以前のレベルに戻っていない。だが、戻るまで待っては、目の前の2%物価目標を上回る物価高に対処できない」と迅速な行動を訴えたのです。

■ さらにテーパリング加速で利上げ前倒しへ

■ ウォーラー理事は、テーパリング加速を決めた12月FOMCの後、「今後、数週間でコロナ変異株オミクロンの経済的打撃を見極めて金融緩和縮小のさらなる加速が必要か否か判断すべき」（12月17日）と主張します。パウエル議長も会見で「今後3～6週間で変異株オミクロンの影響が判明する」、「感染再拡大の波が訪れる毎に経済的打撃は小さくなっている」とも述べています。つまり次回2022年1月FOMCでさらなるテーパリング加速が決定されたり、FRBバランスシート圧縮の道筋が示される公算があると考えられます。景気過熱や物価高を抑える長期金利を高めに誘導できるのか、パウエル議長の手腕が注目されます。

筆者：チーフストラテジスト 杉山 修司
東京大学経済学部卒、ロンドン大学LSE修士
日本銀行調査統計局、為替課勤務のち、格付会社S&P、ドイツ・アセット・マネジメントを経て、2016年から現職