

金融経済 ニュースの着眼点

株式会社大和総研
金融調査部 主任研究員
長内 智



第32回 米国FRBの「テーパリング」の影響

米国経済は堅調な回復が続いており、米国の中央銀行にあたるFRB（連邦準備制度理事会）は、これまでの非常に緩和的な金融政策を徐々に正常化させようとしています。その出口戦略の第一歩として金融市場関係者が注目しているのが、「テーパリング」と呼ばれる緩和縮小政策です。今回は、テーパリングについて簡単に解説し、その金融市場への影響についても検討します。

① 米国の金融政策は正常化局面へ — ～資産買入額の縮小が第一歩

FRBは、2020年の新型コロナ危機を受けて非常に緩和的な金融政策を打ち出し、景気の下支えや金融市場の安定化を図りました。ただ、足元で米国経済が堅調な回復軌道をたどる中、国内のインフレ率の高まりや雇用環境の改善を背景に、金融緩和政策を正常化させる方向へと徐々にかじを切ろうとしています。

そこで、金融緩和政策の正常化に向けた出口戦略の第一歩となるのがテーパリングです。中央銀行は、金融緩和政策で国債などの金融資産を買い入れており、テーパリングとは、その買入額を徐々に減らすことをいいます。なお、この表記は、徐々に量を減らすことを意味する英語の「tapering」をカタカナで示したものです。

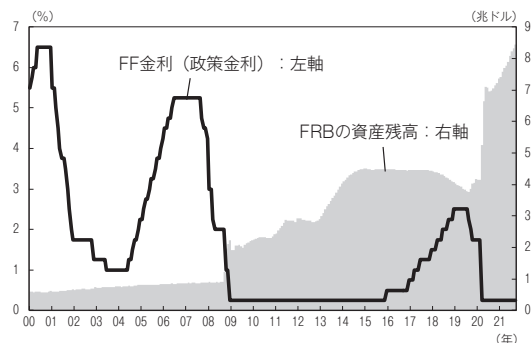
FRBの金融資産の買入動向は、FRBの資産

残高の推移から読み取ることができます【図表】。過去の推移を確認すると、2008年末以降と2012年末以降に資産残高が大幅に増加しており、前者はリーマン・ショック直後の大規模な金融緩和政策、後者は「量的緩和第3弾」(QE3)と呼ばれる追加緩和政策によるものです。

FRBは、経済回復や雇用環境の改善を背景に、2014年1月から同年10月にかけてテーパリングを実施し、それに伴い資産残高の増加傾向は止まりました。また、FRBの政策金利の引き上げ（以下、利上げ）は、テーパリングが終了してから1年以上経過した2015年12月に開始されたということも押さえておきたいポイントです。

2020年の新型コロナ危機以降、前述の大規模な金融緩和政策により、FRBの資産残高は急増しました。それが今後、テーパリング局面に移行することになれば、資産残高の増加ペースは徐々に鈍化し、その後は横ばいで推移することになります。

【図表】FRBの資産残高とFF金利



出所：FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

② テーパリングと利上げ時期は？ — ～FRB議長が利上げ観測をけん制

FRBのパウエル議長は、2021年9月、金融政策を決定する会合であるFOMC（連邦公開市場委員会）後の記者会見で、テーパリングについて、早ければ次回会合（2021年11月2日～3日）で決定する可能性があるとした。本稿執筆時点（10月15日）の米国の経済状況やイン



フレ動向、雇用環境に基づく、2021年11月にテーパリングが決定される可能性が高いと考えられ、実際、金融市場関係者のコンセンサスも同様の見方となっています。

また、米国では高いインフレ率への懸念などから、前回のテーパリング局面とは異なり、かなり早い段階でFRBが利上げを開始し、金融引き締め姿勢を強めるのではないかという見解もありました。しかし、パウエル議長は、利上げを実施するためのハードルは高く、テーパリング完了前に利上げを開始することは想定していないとの認識を示し、急速な金融引き締め観測をけん制しています。

そのため、FRBは、政策金利の誘導目標を0.00～0.25%とする事実上のゼロ金利政策を当面続けると見込まれます。それでは、利上げの時期については、どのように見通せばよいのでしょうか。金融市場関係者が注目しているのが、FOMCの構成メンバーが2021年9月に示した政策金利見通しの分布（ドットチャート）です。

これによると、9月時点で18人のメンバーのうち9人が2022年末までに利上げが行われると予想し、2023年末までの利上げ予想は17人となっています。つまり、米国の景気動向や物価・雇用環境次第では、2022年中の利上げ開始も視野に入り、さらに、2023年中には利上げ局面に入っている可能性が高いとみられます。

③ 金利上昇の金融市場への影響 ～基本はドル高・米国株安を意識

米国の金融政策が正常化に向けて進むと見込まれる中、今後の焦点は米国の長期金利上昇の影響です。特に、為替レートと株価への影響が

注目されます。

まず、米国の長期金利が他国より速いペースで上昇することになれば、通常、為替市場ではドル高が進行します。これは、「金利平価説」と呼ばれる考え方に基づくもので、相対的に金利が高くなる（低くなる）通貨が買われる（売られる）という関係が存在するとされます。

このように、基本的にはドル高シナリオが想定される一方、もし、FRBが金融引き締めペースを速めるなどして金利が急騰し、金融市場が動揺する事態となれば状況は一変します。投資家がリスク回避の動きを強める「リスクオフ」の様相となり、国際的に安全な通貨とされている円やスイス・フランが買われ、ドル円相場では円高ドル安が進行すると想定されます。

次に、株価に関しては、金利上昇で株価の理論値が低下し、実際の株価に対してもマイナスに作用するとの見方が多くあります。これは、理論株価が将来の企業利益等の「割引現在価値」に等しくなるという関係性に基づくものであり、その計算上、金利が上昇（低下）すると理論株価は低下（上昇）することになります。米国の長期金利上昇を受けて、米国株が下落することになると、日本株も連れ安するリスクがある点に注意が必要です。

ただ、投資家がテーパリングの影響を十分織り込んでいる場合や企業利益の成長ペースが予想を上回るケースでは、長期金利が上昇しても株価は大きく下落せず、堅調に推移する可能性もあります。実際、前回のテーパリング局面の米国株は総じて上昇基調が続きました。いずれにせよ、当面は米国の金融政策と長期金利の動向を慎重に見極めていくことが重要です。

おさない さとし 2006年早稲田大学大学院経済学研究科博士課程単位取得退学、大和総研入社（金融資本市場担当）。2008～10年大和証券に転向（海外市場担当）、2010年大和総研に帰任（新興国、日本経済担当）。2012～14年内閣府参事官補佐として経済財政白書、月例経済報告などを担当。2014年大和総研に帰任（日本経済担当）、2018年より現職（金融資本市場担当）。CFP®認定者。執筆書籍：『デジタル化する世界と金融—北欧のIT政策とポストコロナの日本への教訓』金融財政事情研究会、2020年、共著。『トランプ政権で日本経済はこうなる』日本経済新聞出版社、2016年、共著。『リーダーになったら知っておきたい 経済の読み方』KADOKAWA、2015年、共著。