

2022年、世界の金融政策の展望と課題

野村総合研究所 エグゼグティブ・エコノミスト

木内 登英



1. 2021年の金融政策正常化の動き

(1) FRBとECBは物価上昇率の上振れを容認する枠組み修正実施

各国で状況に違いはあるものの、2021年には多くの国で物価上昇率が大きく上振れた。また、住宅価格が高騰した国も少なくなかった。それらは、物価と金融システムの安定を使命とする中央銀行にとって看過できないも

のである。そこで、夏場以降、利上げ（政策金利引き上げ）に動く中央銀行が出てきたのである。韓国、ノルウェー、ニュージーランド、メキシコなどでは、中央銀行が相次いで利上げを決めた。

他方、世界の金融市場に大きな影響を与える、主要中央銀行のFRB（米連邦準備制度理事会）、ECB（欧州中央銀行）、日本銀行は、いずれも利上げに動いていない。日本については、物価上昇率の上振れは限られ、また物価上昇率は2%の物価安定目標を大きく下回っていることから、日本銀行は近い将来利上げに動く環境にはない。しかし、米国やユーロ圏では、物価上昇率、住宅価格上昇率ともにかなり上振れた。それにも関わらず、FRB、ECBを利上げが選択肢としていない理由の一つは、金融市場、家計、企業のインフレ期待（予想物価上昇率）を押し上げるために、実際の物価上昇率の上振れを容認するように物価目標政策の枠組みを修正したこと

— 目 次 —

1. 2021年の金融政策正常化の動き
2. 物価高騰はいつまで続くのか
3. 物価高騰へのFRBの政策姿勢と利上げ観測
4. FRBの利上げが引き起こす金融市場の動揺
5. 日本銀行の出口戦略

にある。

FRBは2020年8月にこの枠組み修正を発表した。2%の物価目標は維持する一方、景気後退時に物価上昇率が2%を大きく下回った後には、景気回復時に2%を大きく上回る物価上昇率の上振れを容認し、中長期の平均で物価上昇率が2%程度となることを目指すとした。2008年リーマンショック以降の物価上昇率は、FRBが注目するコアPCE（個人消費デフレーター、除くエネルギー）で1%台半ばと、目標の2%を下回ってきた。物価の実績に連動して期待インフレ率が2%を下回り続けたことが、結局、物価目標の達成を妨げてきた、とFRBは考えたのである。

ECBも2021年7月に、物価目標政策の見直しを発表した。物価目標は従来「中期で2%を下回るがそれに近い水準」とされてきたが、これを「中期で上下に対称的な2%」とした。また、「インフレが一時的な期間、度を超えない程度に目標を上回ることも示唆されうる」との認識も示した。狙いはFRBと同様に、インフレ期待の押し上げである。

(2) コロナ禍での緊急対応を解除へ

FRB、ECBともに早期の利上げには慎重であるが、経済がコロナ禍による悪影響を徐々に脱していく中、金融政策の正常化に向けた歩みは既に進めてきている。

FRBは2021年11月のFOMC（米連邦公開市場委員会）で、資産買い入れの段階的縮小、いわゆるテーパリングの開始を決めた。さら

に、2021年12月のFOMCでは、テーパリングのペースを速めることを決め、2022年3月にテーパリングを終了させる見通しとなった。ECBも、2021年12月の政策理事会で、コロナ禍への緊急対応として導入したパンデミック緊急買入れプログラム（PEPP）を、2022年3月に終了させることを決めたのである。

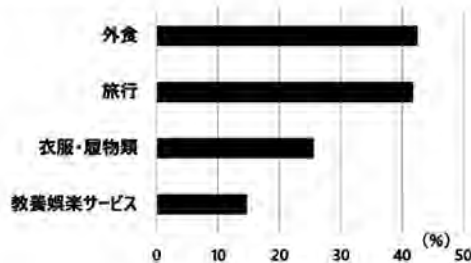
ところで、前回の正常化局面の前の2013年5月には、FRBがテーパリングの実施を示唆したことが金融市場を動揺させる、テーパントラム（癩癪）を引き起こした。米国への資金回帰で新興国市場が混乱し、FRBは強い批判を浴びたのである。

FRBが再びテーパリングを始める中、同様の事態は今のところは見られていない。それは、資産買い入れ策が、かつてほどには重要な政策とFRB、市場ともに考えなくなったためではないか。短期の政策金利を直接動かす金利政策と比べ、資産買い入れ額の調整が長期金利の変化を通じて生み出す政策効果は不確実だ。

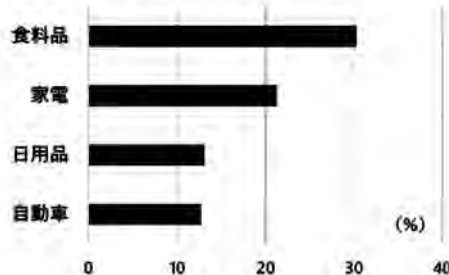
しかし、世界の金融市場に与える影響は、今回はテーパリングではなく、それに続いて実施される利上げの際により大きく出やすいだろう。この点については後に改めて検討しよう。

(図表1) 新型コロナウイルス問題を受けた消費行動の変化

1年前と比べて支出を減らしたものの(3つまでの複数回答)



1年前と比べて支出を増やしたものの(3つまでの複数回答)



(出所) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査(2021年9月調査)」より野村総合研究所作成

2. 物価高騰はいつまで続くのか

(1) 物価高騰の持続と利上げ加速が2022年世界経済のリスク

今後の物価動向が、先行きの世界経済に大きく影響することは間違いない。OECD(経済協力開発機構)は2021年12月の世界経済見通しの報告書で、家計のインフレ期待と賃金上昇期待の際に注目した分析をしている。米国では向こう1年間の家計のインフレ期待は+5%弱であるのに対して、向こう1年間の賃金上昇期待は+3%弱である。両者を合わ

せると、実質賃金が1年間で2%低下する見通しとなり、物価高騰が個人消費にかなりの打撃となっていることが示唆されている。状況は他国でも同様であろう。

さらに物価の高騰が続けば、各国中央銀行の利上げが前倒しで実施され、また利上げペースも速くなる。これも、世界経済にはマイナスの要因となろう。そして利上げが進んだ後に、物価上昇率が低下、インフレ期待も低下していく局面に入れば、政策金利から期待インフレ率を引いた実質金利が上昇することになり、それが経済に下落圧力をかけるのである。

(2) 物価高騰はポストコロナ経済の産みの苦しみ

世界で広がる予想外の物価高騰は、新型コロナウイルス問題を受けた個人の消費行動の変化によって引き起こされた、という側面が強いように思われる。例えば、個人は感染リスクを警戒して外食、旅行、教養娯楽サービスなど対人接触型サービスへの消費を減らす一方で、巣籠り消費の傾向を強める中、家での食事を増やし、また家具、家電、日用品、ネットショッピングなどへの支出を増やしている。新型コロナウイルス問題を受け、消費者は対人接触型サービスへの支出を大きく減らす一方、モノへの消費を増やしたのだ（図表1）。

需要が高まった家電、日用品、自動車などの業種では需要に供給が追いつかず、需給ひっ迫から価格が上昇する。モノを作る製造業の生産活動拡大は、原材料や電力への需要を高め、足元での商品市況上昇、特に原油などエネルギー関連の価格高騰をもたらしている面があるだろう。

さらに、感染リスクによって運転手など物流に携わる労働力の確保が難しく、それが供給制約となって、製品需給のひっ迫とともに人件費も上昇している。それが物流コストを高め、エネルギー関連を含めて多くの製品に価格転嫁されているのである。

世界経済は現在、新型コロナウイルス問題をきっかけに生じた個人の消費行動の変化と、それが引き起こす産業構造の変化の移行

期にある。物価高騰は、その移行期に一時的に生じた、いわば「産みの苦しみ」とも言えるのではないか。

(3) 2022年には物価高騰は一服か

感染リスクが低下していけば、個人の消費行動も一部は元に戻るだろうが、完全にはコロナ禍前に戻らず、それがコロナ後の新しい経済、新しい産業構造を作るだろう。感染リスクや規制措置が長期化した国ほど、個人の消費行動の変化が定着しやすく、やや長い目で見れば産業構造の変化が大きくなりやすい。日本はその中の一つだろう。

価格上昇や賃金上昇によって、企業の生産活動や労働者は新たに消費が傾けられた産業へと移っていき、それが需給のひっ迫傾向を徐々に解消していく。それが、いずれ需給を一致させることになるだろう。その結果、資源価格の高騰、物価・賃金上昇率の上振れも解消されていく。そこに、新たな産業構造と新たな価格体系の均衡が生まれるのである。

実際には、その新しい均衡になかなか移行できずに、需給ひっ迫と物価・賃金上昇率の上振れが長引いているのが現状である。しかし、コロナ禍をきっかけに、価格メカニズムが働かない世界に経済が構造変化を遂げたとは到底考えられない。この点から、物価高騰はコロナ禍によってもたらされた経済の混乱の一端であり、感染リスクが低下し、経済活動が正常化していく中で収束していくはずだ。早ければ、2022年春頃に物価高騰には一

(図表 2) 日米欧の消費者物価（除く食料、エネルギー）上昇率



(出所) OECD (経済協力開発機構) より野村総合研究所作成

服感が見られるのではないか。

ただし、物価高騰は一時的な現象だとしても、それが収束する具体的な時期の見通しには大きな不確実性があることは確かである(図表 2)。

3. 物価高騰へのFRBの政策姿勢と利上げ観測

(1) FRBの利上げ見通しは前倒しに

2021年を通じて、FRBの利上げ時期に関する見通しは、かなり前倒しされた。2021年6月のFOMCで示された参加者の見通し(中央値)では、2022年末までには利上げは実施されない一方、2023年末までに2回の利上げが見込まれていた。ところが2021年9月のFOMCでは、2022年に1回以上の利上げ、2023年末までに合計4回以上の利上げが見込まれた。さらに2021年12月のFOMCでは、

2022年に3回の利上げ、2023年末までに6回の利上げが見込まれることとなった。

前回2015年12月の利上げ開始は、テーパリング開始からちょうど2年後のことだった。これを今回のケースに単純に当てはめると、利上げ開始の時期は2023年末となる。実際にはそれよりもかなり前倒しでの利上げ開始が予想されているのである。

FRB内での利上げ見通しが前倒しされてきたのは、2021年春頃に明らかになった物価の高騰が、予想以上に長引いたことが最大の理由である。既にみたようにFRBは、物価上昇率が一定程度下振れた後には、その上振れを容認し、中長期の平均で2%程度となるよう、2020年に物価目標政策の枠組みを見直している。リーマンショック以降の物価上昇率(コアPCE)が平均で2%程度になるには、2021年、2022年と2年連続で4%程度の高い物価上昇率になることが必要な計算である。

ところが、2021年12月のFOMCの見通しでは、2021年末の物価上昇率は5%強に対して、2022年末の物価上昇率は2%中ばである。新しい物価目標政策の枠組みに照らせば、これでは利上げの条件は満たされていないはずだが、実際にはそうした物価見通しのもとで、2022年末までかなりの回数の利上げが予想されているのである。これは、新しい物価目標政策の枠組みに反する政策姿勢であり、それはFRBの政策の信認を損ねている面もあるのではないか。

実際には、枠組み修正の議論を主導したパウエルFRB議長は、新たな枠組みを尊重し、早期の利上げ実施には慎重とみられるが、FOMC内でのコンセンサスは、早期利上げに一気に傾いていったのである。

(2) 揺れる金融市場のFRB利上げ見通し

2021年は金融市場での利上げ観測も、同様に前倒しされていった。ただし、年末にはその流れに歯止めが掛かる事態も起こったのである。それは、11月末に突如浮上した新たな変異株「オミクロン株」が、感染リスクを再び高めるとの懸念が広まったことと、それを受けて、先行きの物価見通しに大きな影響を与える原油価格が急落したことである。

10月には1バレル80ドル台半ば近くにまで達していたWTI（ウェスト・テキサス・インターメディアイト）原油先物価格は、消費国の石油備蓄放出の観測で70ドル台後半まで下落していたが、「オミクロン株」が経済活

動に打撃を与え、原油需要を抑えるとの観測からさらに10ドル以上下落した。一時はピークから20ドル程度の下落となったのである。

原油価格急落の直前には、金融市場では2022年に3回のFRBの利上げが織り込まれていたが、その後は2回へと修正された。

(3) FRBの利上げ開始は2022年半ばから2023年の間

「オミクロン株」を含め、2022年の感染リスクの動向、原油価格の動向は見通し難い。ただし、FRBの利上げ時期がどんどん前倒しされてきた流れは、一巡するのではないか。そして、利上げが開始される時期は、最短では2022年半ばとなろうが、実際には2023年まで後ずれする可能性もあるだろう。かなり幅を持って予測をしておくことが重要だ。

米国経済の成長鈍化が、利上げ時期を先送りする可能性が考えられる。不動産市場の悪化や電力不足の影響などから中国経済は減速を強め、その影響は2022年の世界経済、米国経済にも及んでくる可能性が高まっている。また、エネルギーを中心とした物価上昇の悪影響やコロナ関連の経済対策の効果が剥落してくることなどが、2022年の米国の成長率を予想以上に下振れさせるのではないか。さらに、既に述べたように、2022年春頃には、世界経済の成長鈍化を受けて、物価高騰に一巡感が見られ始める可能性も考えられる。

ただし、2022年の世界経済、米国経済の成長ペースが鈍化しても、深刻な2番底に陥る

可能性は低いだろう。その下では、遅くとも2023年にはFRBの利上げは実施されると予想される。ちなみに、ECBのラガルド総裁は、2022年中のECBの利上げ開始は考えられないと、2021年12月に発言している。ECBの利上げは2023年以降となる可能性が高い。

既に述べたように、テーパリングでは引き起こされない金融市場の動揺が、こうしたFRBの利上げ局面では引き起こされる可能性には留意する必要がある。それはいわば、「利上げタントラム」である。

■ 4. FRBの利上げが引き起こす金融市場の動揺

(1) コロナショック後に市場の過熱は強まった

2021年には、米国金融市場では過熱とも思われる事象がにわかに多く見られるようになった。個人投資家がSNS上で結託して株価を押し上げたゲームストップ問題、SPAC（特別買収目的会社）の株価高騰、ビットコインの価格急騰、デジタル資産のNFT（非代替性トークン）ブーム、ファミリーオフィスと呼ばれるアルケゴス・キャピタルの巨額損失問題などだ。

2020年のコロナショックで一時的に大きく低下した金融商品の価格や金融機関の資産規模も、早期にその低下分を取り戻したばかりでなく、むしろそれ以前よりも増加ペースを高めたのである。それを引き起こしたのは、

FRBによる異例の金融緩和策だったのではないか。

2020年3月の金融市場の混乱、いわゆるコロナショックに対して、FRBは政策金利を一気にゼロ近傍まで下げるなど、かなり迅速な対応を見せた。これが、金融市場の混乱を比較的早期に収束することに貢献したことは確かである。しかし、この対応は結果的に過剰なものとなり、金融市場の行き過ぎを助長したのではないか。

金融商品で見ると、価格高騰が続くハイイールド債、BBB格社債、CLO（ローン担保証券）、ABCP（資産担保コマーシャル・ペーパー）などに特に過熱のリスクがある。こうした高リスク資産を多く保有しているのが、ヘッジファンド、ETF（上場投信）、投信、プライムMMF、生命保険など、銀行以外の金融機関、ノンバンク（シャドーバンク）である。

高リスク資産の価格下落が生じれば、それはノンバンクに損失をもたらし、保有資産の換金のための投げ売りを誘発する。それが高リスク資産の価格の一段の下落とノンバンクの損失拡大を生じさせるだろう。こうした潜在的な悪循環が、米国および世界の金融リスクの中核をなしていると考えられる。

今後FRBが利上げを進める中では、高リスク資産とノンバンクを中心に、長年、金融市場で形成され、コロナショック後の積極緩和でさらに増幅された歪みが一気に調整されて、世界の金融市場に大きな混乱をもたらす

可能性があると考ええる。

(2) FRBの利上げで3つのシナリオ

さらに、FRBが利上げを進める過程では、新興国などからの資金流出が促されやすいと考えられる。かつてのテーパタントラム以上の混乱が生じる可能性も考えられるところだ。米国経済の影響力低下と感染問題という経済外的要因によって、米国と新興国との間の経済格差は長期化し、それが金融政策姿勢の差を通じて国際資金フローに大きな影響をもたらしやすいためである。

FRBの利上げと金融市場との関係については、大きく3つのシナリオが考えられる。第1は、FRBが利上げを進める中で、金融市場の大きな調整が起こってしまうこと、第2は、金融市場の動揺を回避するために、FRBが着実な利上げの実施をためらい、それが金融市場の歪みをさらに増幅させて、いずれ市場が自律的に大きな調整局面を迎えること、第3は、ある程度の市場の動揺を甘受しつつ、FRBが利上げを着実に進めていく中で、時間をかけて市場の調整が進み、いわゆるガス抜きがされることで深刻な金融市場の混乱が回避されること。

第3が金融市場の中長期的な安定の観点からは望ましいシナリオだが、それが実現する可能性は残念ながら50%以下ではないかと思われる。

5. 日本銀行の出口戦略

(1) 2023年4月の黒田総裁退任後に注目

最後に、FRBの利上げとの関連を含めて、日本銀行の出口戦略を展望しよう。日本銀行は、異例の積極緩和を続けている。しかし、2016年9月のイールドカーブ・コントロールの導入以降は、国債、ETFの大幅な買入れ減額など、副作用の軽減に主眼を置いた「事実上の正常化」の局面が続いているとも言える。

一方、日銀が正式に宣言したうえで金融緩和を縮小していく「正式な正常化」、いわゆる出口戦略へと移行していくきっかけとなるのは、2023年4月の黒田総裁の任期終了だろう。そのため、黒田総裁の任期終了が、金融市場にとっても大きな転機となる可能性が高いのである。

1期目に2%の物価目標を達成できなかった黒田総裁は、2018年に再任されることを望まなかったが、日本銀行の事務方が再任を受けよう黒田総裁を強く説得した、と言われている。

黒田総裁は、副作用を高めかねない追加緩和策の実施にはもはや慎重であるが、2%物価目標へのこだわりは強く、物価目標の見直しや金融緩和の明確な緩和縮小はしたくない。他方で事務方は、副作用に配慮して異例の金融緩和を縮小していく正常化を視野に入

れているとみられる。実際、事務方主導で、今までも事実上の正常化が進められてきたのだろう。

しかし、事務方は、総裁の意向を尊重することが求められるうえ、2018年の再々任に難色を示した黒田総裁に無理に受けてもらった恩義もあり、総裁に正常化を無理強いはできない。こうした構図のもと、黒田総裁の任期中は現状維持の金融政策が継続しやすいだろう。

他方、黒田総裁の退任後は、事務方主導で、金融政策の正常化が模索されよう。後任の総裁が日本銀行出身者であればそれは円滑に進みやすいだろう。

(2) 日本銀行はマイナス金利解除を優先

2023年4月の黒田総裁退任後に予想される日本銀行による金融政策の「正式な正常化」、いわゆる出口戦略は、2013年からFRBが実施した正常化プロセスを参考に進められる可能性が高い。

そこで、まずFRBの前回の出口戦略を振り返ってみたい。2013年12月にFRBは資産買い入れの段階的減額、いわゆるテーパリングを始めた。そこから10か月かけて、2014年10月にテーパリングを完成させた。それから14か月後の2015年12月に政策金利の引き上げを始めたのである。

以上のFRBの出口のうち、既に日銀はテーパリングを事実上実施していると言えるだろう。長期国債の買入れ額は、目標を撤廃し

た2016年9月以降大幅に縮小させた一方、ETFの買入れについては、2021年3月に買入れ目標を撤廃した後は、ほとんど額が増えなくなっている。

FRBの基準に照らすと、日銀は既に正常化、出口戦略を始めていることになるとも言える。その日本銀行が最初に行う正式な正常化策は、マイナス金利の解除だろう。ただし、それを可能にするために日銀がまず行わなければならないのは、2%の物価目標政策の修正だ。今まで日銀は、2%の物価目標を達成するために様々な施策を打ち出し、それを達成するまでは一步も後に引かない、というのが建前だった。緩和措置を明確に縮小する前には、この2%の物価目標の位置づけを修正する必要がある。

(3) 正常化プロセスは次世代に託される

金融機関の収益悪化が、長い目でみて貸出の抑制を通じて経済に悪影響をもたらすことや、金融機関の経営悪化、金融システムの不安定化に繋がることへの警戒を日銀は強めてきている。そこで、マイナス金利の解除を通じて、銀行の利鞘縮小に歯止めをかけようとするだろう。現状の-0.1%の政策金利を+0.1%に引き上げた後には、当面その水準を維持するのではないか。

2%の物価目標政策の修正は2023年中にも実施される可能性があるが、マイナス金利の解除は、金融市場の安定に配慮して、十分に時間をかけて市場にその可能性を織り込ませ

る必要がある。その実施は2024年以降となるのではないかと予想される。マイナス金利解除が長期金利の急騰を招かないように、長期金利の目標はしばらく維持しようが、それも早晚撤廃することになろう。

少なくとも2024年の時点では、FRBはなお利上げ局面にあると思われる。このことは日本銀行が正常化を進める絶好のチャンスである。円高のリスクを抑えつつ、ゼロ金利解除など正常化を進めることができるからだ。日本銀行はこのチャンスを逃さないのではないか。

その後に日本銀行は、オーバーシュート型コミットメントを撤廃したうえで、保有する長期国債の削減を行うだろう。ただし、国債を市場で売却するのではなく、償還見合いで緩やかな削減を図る可能性が高い。削減ペースを緩やかにするために償還額の半分を買入れるオペレーションを行う場合には、保有残高が正常化するまでに15年程度もかかる可能性がある。そして、最後に着手するのがETFの処理である。それは2025年から2026年あたりになるのではないか。日本銀行のバランスシートから外部の受け皿機関へ移管される可能性を見ておきたい。

日本銀行の正常化策、出口戦略には相当の時間を要することになり、それは、次世代への大きなつげとなるのである。

