

第2部

金融政策と市場の1年間の動き

東海東京調査センター

チーフグローバルストラテジスト

平川 昇二

第2部 金融政策と市場の1年間の動き

東海東京調査センター チーフグローバルストラテジスト 平川 昇二

第1章 ポストコロナに向けた世界経済

2021年も秋になりやっと新型コロナウイルス感染症（以下「感染症」という。）が落ち着き始めた。ただ、冬にかけて感染の波が到来する公算も高く、世界と我が国の経済社会活動の足かせとなってくる可能性がある。ワクチン接種の進展や新薬の提供といった光明がある一方、変異ウイルスによる感染拡大という新たな問題の発生もあり、その終息時点ははまだ見通せない。感染症との闘いが長期化の様相を強める中で、人々の行動が変わりつつある。2020年の感染拡大から2年目となり、企業においては、従業員の働き方はもとより、感染を踏まえた事業活動の見直しが行われている。こうした状況下にある世界経済、我が国の経済が今年どのような状況にあったのかを振り返ってみたい。まず、20年以降最近までの新型コロナ感染動向を振り返り、その次に世界景気の動向と我が国の経済について概略を解説したい。また、GDP統計等から地域別、国別の経済全体の動向を概観した上で、企業の景況感や生産や貿易の動向に振れ、足もと問題視されているインフレの上昇を背景とした生産、雇用のボトルネックについても言及してみたい。

1. 新型コロナ感染状況とその影響

21年も20年同様新型コロナウイルスの感染拡大は世界経済に大きな影響を及ぼした。ここでは21年の感染の拡大状況と政府の対応などの状況を見ていく。

図1-1、1-2、1-3は世界、日本、米国の日次感染者数と基本再生産数の推移である。また、図1-4が21年の感染症を巡る世界でのイベントを時系列でまとめたものである。19年12月に中国（湖北省武漢市）において初の感染者が確認された新型コロナウイルス感染症は、20年3月中下旬には欧米を中心に、6~7月には米国やインドを中心に感染が拡大した（図1-3）。その後、新規感染者数の増加に一旦落ち着きがみられたが、20年10月から12月にかけて日米欧ともに新規感染者数が急増した。21年に入り、再度一部の国では落ち着きがみられたものの21年3~4月にはブラジル、インドなど新興国に感染が広がり（図1-5）世界日次感

感染者数は昨年来で最高水準に達した。その後、欧米先進国、新興国を中心に感染者が減少したものの、夏にかけて今度はデルタ株を中心に欧州、アジア、米国で再度感染が拡大した。同時期にマレーシア、タイなど世界の製造拠点である東南アジアでの感染が拡大したこともあり（図1-6）、サプライチェーンの問題が深刻化した。ただ、主要国でのワクチン接種率も上昇したことで発症抑制効果があり、重症化するケースが減少し入院患者の増加の勢いが低下した。足元では新興国のワクチン接種率も欧米主要国並みに上昇し9月から世界の日次感染者数が減少に転じた。



図1-4 新型コロナウイルス感染関連のニュース

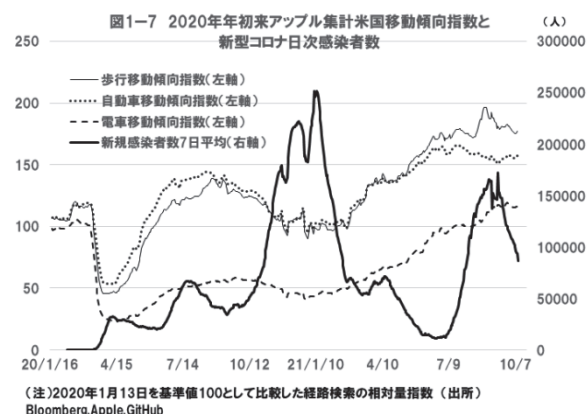
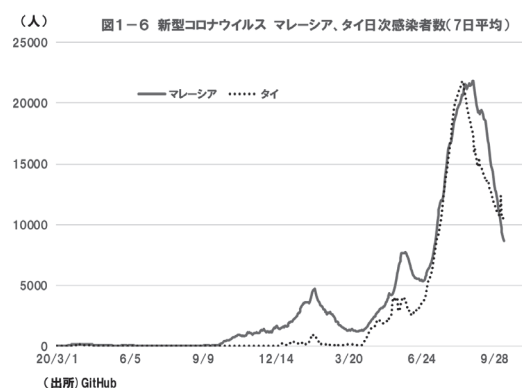
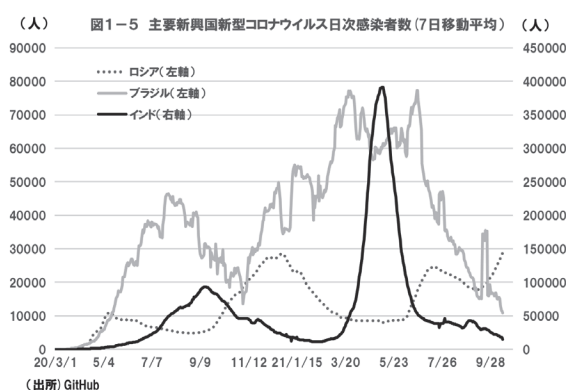
	日本	世界
1月	7日:緊急事態宣言の発出(対象地域:首都圏の4都県、期限:2月7日)、13日:緊急事態宣言の対象地域を拡大(対象地域:愛知県、岐阜県、関西3府県、福岡県、栃木県の7府県を追加、期限:2月7日)、28日:令和2年度補正予算(第3号)が成立	4日:英国、アストラゼネカ製ワクチンの接種開始、6日:EU、モデルナ製ワクチンを販売許可、8日:英国、3回目のロックダウンの開始、16日:英国、モデルナ製ワクチンを承認フランス、夜間外出禁止措置、29日:EU、アストラゼネカ製ワクチンを販売許可
2月	2日:緊急事態宣言の期限を3月7日まで延長(栃木県を除く10都府県)、3日:改正特措法成立、8日:緊急事態宣言の対象地域を縮小(栃木県を解除)、13日:改正特措法・同施行令施行、14日:ファイザー製ワクチンを特例承認、17日:ファイザー製ワクチンの接種開始	5日:中国、シノバック製ワクチンを承認、12日:アメリカ、ニューヨーク市内で飲食店の屋内営業の再開(収容率は最大25%)、15日:WHO、緊急使用リストにアストラゼネカ製ワクチンを追加、26日:カナダ、アストラゼネカ製ワクチンを承認中国、カンシン製ワクチンなど2種を承認、27日:アメリカ、ジョンソン・エンド・ジョンソン(J&J)製ワクチンを承認
3月	1日:緊急事態宣言の対象地域を縮小(愛知県、岐阜県、関西3府県、福岡県を解除)、5日:緊急事態宣言の期限を3月21日まで再延長(首都圏)、22日:緊急事態宣言の解除(首都圏)、26日:令和3年度予算が成立	2日:フランス、アストラゼネカ製ワクチンの65歳以上接種許可、アメリカ、J&J製ワクチンの接種開始、5日:カナダ、J&J製ワクチンを承認、8日:ドイツ、小売店の営業制限緩和、9日:アメリカ、ワクチン接種後のマスク着用などに関する指標公表、11日:EU、J&J製ワクチンを販売許可、15日:イタリア、外出禁止、小売店及び飲食店の営業禁止、19日:アメリカ、ニューヨーク州で飲食店の屋内営業の収容率緩和(最大50%)、28日:英国、J&J製ワクチンを承認、29日:英国、外出制限の解除、30日:イタリア、外出制限の緩和、小売店の営業緩和
4月	5日:まん延防止等重点措置の発出(対象地域:大阪府、兵庫県、宮城県の3府県、期限:5月5日)、12日:まん延防止等重点措置の対象地域を拡大(対象地域:東京都、京都府、沖縄県の3都府県の追加、期限:東京都は5月11日、京都府、沖縄県は5月5日)、20日:まん延防止等重点措置の対象地域を拡大(対象地域:千葉県、埼玉県、神奈川県、愛知県の4県の追加、期限:5月11日)、23日:まん延防止等重点措置の期限を5月11日まで延長(宮城県、沖縄県の2県)、25日:緊急事態宣言の発出(対象地域:東京都、関西3府県の4都府県、期限:5月11日)まん延防止等重点措置の対象地域を拡大(対象地域:愛媛県の追加)	12日:英国、小売店の営業、飲食店の屋外営業の再開、19日:ドイツ、地域別制限に移行 イタリア、飲食店営業の緩和、26日:イタリア、飲食店営業の緩和、30日:WHO、緊急使用リストにモデルナ製ワクチンを追加
5月	7日:緊急事態宣言の期限を5月31日まで延長(東京都、関西3府県)まん延防止等重点措置の期限を5月31日まで延長(埼玉県、千葉県、神奈川県、愛媛県、沖縄県)、9日:まん延防止等重点措置の対象地域を拡大(北海道、岐阜県、三重県の3道県の追加、期限:5月31日)、11日:まん延防止等重点措置の対象地域を縮小(宮城県を解除)、12日:緊急事態宣言の対象地域を拡大(対象地域:愛知県、福岡県の2県の追加、期限:5月31日)、16日:緊急事態宣言の対象地域を拡大(対象地域:北海道、岡山県、広島県の3道県の追加、期限:5月31日)まん延防止等重点措置の対象地域を拡大(対象地域:群馬県、石川県、熊本県の3県の追加、期限:6月13日)、21日:まん延防止等重点措置の対象地域を縮小(愛媛県を解除)モデルナとアストラゼネカ製ワクチンを特例承認、23日:緊急事態宣言の対象地域を拡大(対象地域:沖縄県の追加、期限:6月20日)、24日:J&J製ワクチンを特例承認、28日:緊急事態宣言の期限を6月20日まで再延長(北海道、東京都、愛知県、関西3府県、岡山県、広島県、福岡県の9都道府県)まん延防止等重点措置を6月20日まで再延長(埼玉県、千葉県、神奈川県、岐阜県、三重県の5県)	5日:カナダ、ファイザー製ワクチンの接種対象を12歳以上に拡大、7日:WHO、緊急使用リストにシノファーム製ワクチンを追加アメリカ、ニューヨーク州で飲食店の屋外営業の規制解除、10日:アメリカ、ファイザー製ワクチンの接種対象を12歳以上に拡大、17日:英国、飲食店の屋内営業、大半の屋内娯楽施設の営業の再開、不要不急の海外渡航の許可、19日:アメリカ、ニューヨーク州で飲食店の収容率規制解除 フランス、小売店の営業、飲食店の屋外営業及び大半の屋内娯楽施設の再開、31日:アメリカ、ニューヨーク州で飲食店の屋内営業の規制解除
6月	1日:ファイザー製ワクチンの接種対象を12歳以上に拡大、13日:まん延防止等重点措置の対象地域を縮小(群馬県、石川県、熊本県の3県を解除)、17日:緊急事態宣言の期限を7月11日まで延長(沖縄県)まん延防止等重点措置の期限を7月11日まで再延長(埼玉県、千葉県、神奈川県)、20日:緊急事態宣言の対象地域を縮小(北海道、東京都、愛知県、関西3府県、岡山県、広島県、福岡県の9都道府県)まん延防止等重点措置の対象地域を縮小(岐阜県、三重県の2県)、21日:まん延防止等重点措置へ移行(北海道、東京都、愛知県、関西3府県、福岡県の7都道府県)	1日:WHO、緊急使用リストにシノバック製ワクチンを追加、9日:フランス、飲食店の屋内営業の再開、14日:イタリア、外出制限解除、小売店及び飲食店の営業規制の解除、20日:フランス、外出制限の解除

(出所)各種報道、内閣府資料など

図1-4 新型コロナ感染関連のニュース（続き）

	日本	世界
7月	8日：緊急事態宣言の期限を8月22日まで延長（沖縄県）まん延防止等重点措置の期限を8月22日まで再延長（埼玉県、千葉県、神奈川県、大阪府）、11日：まん延防止等重点措置の対象地域を縮小（北海道、愛知県、京都府、兵庫県、福岡県の5道府県の解除）、12日：緊急事態宣言の対象地域を拡大（対象地域：東京都、期限：8月22日）、30日：緊急事態宣言の期限を8月31日まで延長（東京都、沖縄県）	19日：英国、屋内娯楽施設の再開、23日：EU、モデルナ製ワクチンを12～17歳にも承認
8月	2日：緊急事態宣言の対象地域を拡大（埼玉県、千葉県、神奈川県、大阪府の4府県の追加、期限：8月31日）まん延防止等重点措置の対象地域を拡大（北海道、石川県、京都府、兵庫県、福岡県の5道府県の追加、期限8月31日）、17日：政府は、緊急事態宣言の対象地域に、茨城、栃木、群馬、静岡、京都、兵庫、福岡の7府県を追加し、期間は9月20日から来月12日までとすることを決定した。また、同じ期間、まん延防止等重点措置を、宮城、山梨、富山、岐阜、三重、岡山、広島、香川、愛媛、鹿児島に新たに適用するほか、これに合わせて、9月31日までが期限の6都府県の緊急事態宣言と、6道府県の重点措置の延長も決めた。25日：緊急事態宣言の対象地域に、北海道、宮城、岐阜、愛知、三重、滋賀、岡山、広島、長崎、宮崎の4県に新たに適用することを決めた。	2日：欧州 ワクチン接種証明など 提示義務化の動き広がる、4日：ニューヨーク屋内施設 ワクチン接種証明書提示義務化へ 米で初、5日：世界全体で2億人超え 新型コロナ感染確認「デルタ株」広がる、15日：フランス ワクチン接種や陰性証明提示の義務化反対 大規模デモ、18日：ニュージーランド 国内全域で外出制限導入 市中感染者1人確認、24日：アメリカFDA ファイザーのワクチンを正式に承認
9月	9日：緊急事態宣言 19都道府県で延長を決定 9月30日まで、27日：緊急事態宣言 まん延防止措置 9月30日で全て解除の方針	3日：「ワクチン3回接種が標準の可能性も」米ファウチ首席医療顧問、7日：ブラジル 3回目のワクチン接種開始、14日：チリ 6歳以上の子どもにも中国製ワクチン接種開始、15日：ファイザー「浮遊物はワクチン成分 安全性問題なし」と公表、17日：イタリア 全労働者にワクチン接種証明などの所持義務づけへ、23日：米FDA ファイザーワクチンの3回目接種を許可 65歳以上など対象、25日：米CDC ファイザーワクチン3回目接種の対象発表 医療従事者も

（出所）各種報道、内閣府資料など



これら感染動向は人の移動に大きく影響し、経済に大きな影響を与えた。図1-7が米国の人の移動傾向指数と感染者数の推移である。感染者増加局面で人の移動が減少し、感染者減少局面に入ると人の移動が活発になるというリズムを繰り返していたが、9月以降はデルタ株の感染が落ち着いたに

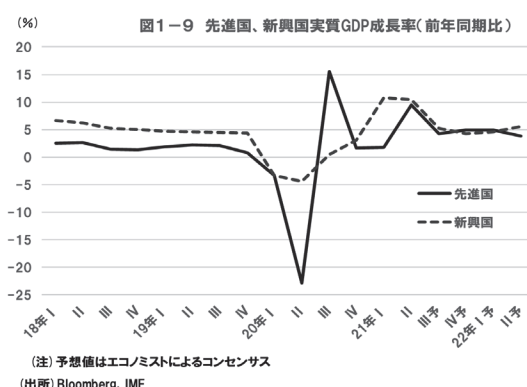
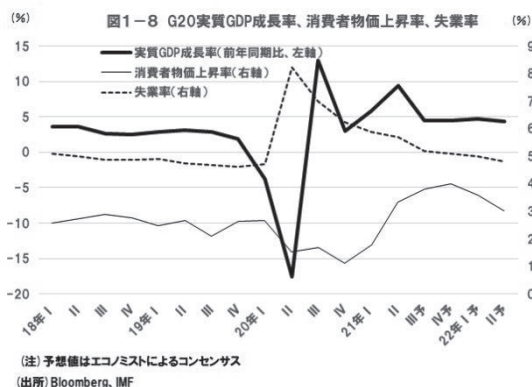
もかわらず冬の感染再拡大を懸念してか人の移動が活発化していない。人の動きが活性化しないもう一つの理由がワクチン接種率の停滞である。ワクチン接種率の上昇スピードが鈍り限界が見え始めており、今後は治療薬の登場に期待が高まっている。

2. 世界経済動向

(1) 世界景気

世界経済は、感染拡大防止のために経済社会活動が制限されたことにより、極めて厳しい状況に陥ったが、2020 年後半から 2021 年前半の主要国・地域の経済は、感染状況の落ち着きに伴う経済活動の再開や大規模な財政措置と金融緩和の実施により、プラス成長を実現した国・地域が多い。こうした世界経済の動きを G20 の実質経済成長率からみると、図 1－8 で示すように感染拡大の影響により、20 年 4～6 月期まで前年同期比でマイナス成長となったが、20 年後半から前年同期比でプラス成長に転換し、主要国の財政金融政策による支援もあり、懸念された割には早期の回復となった。また、併記した失業率は 20 年後半から回復基調となったものの、新型コロナ感染前の水準には戻っていない。また、21 年に入り消費者物価上昇率が上昇し感染拡大以前の水準を大きく上回っている。

ただし成長率に関しては、国や地域により影響を受けた期間は異なる。たとえば、図 1－9 が示すように感染拡大のタイミングの違いなどを背景に先進国が先行し回復したものの 20 年 10～12 月期に減速する一方、新興国は回復が遅延したものの前年比で成長率が加速していることがわかる。また、日米欧中の 4 ヶ国・地域別で見ると図 1－10 のように 20 年 1～3 月期は中国も含めてマイナス成長となったものの、20 年 4～6 月期には中国だけが前年比でプラスに転じた。



しかしながら、米国、ユーロ圏など欧米諸国については、2020 年年間を通じて前年比でプラス成長に戻れず、冬に入って欧米で感染者数が増加したことや、特に欧州では再度制限措置を強化する動きもあり、10~12 月期も引き続き前年比マイナスの水準となった。その後 21 年 1~3 月期まで日欧はマイナス成長が続いたものの、中国の成長率が加速したことでアメリカも 21 年 1~3 月期に前年比プラスとなり、世界全体として前年同期を上回る水準となった。ワクチン接種が進展する中で、経済活動の制限が段階的に緩和され、また、大規模な経済対策が実施されたことなどから、景気の着実な持ち直しがみられている。一方、21 年 4~6 月期になると日米欧がそろって成長率が加速する一方、中国で成長率が低下しやや減速傾向が見られた。年後半になり再度デルタ株の感染が広がったことやインフレ懸念や企業のサプライチェーンの問題が浮上しており図 1-8 で示した G 2 0 成長率のエコノミスト予想コンセンサスは 21 年 7~9 月期以降減速する予想となっている。

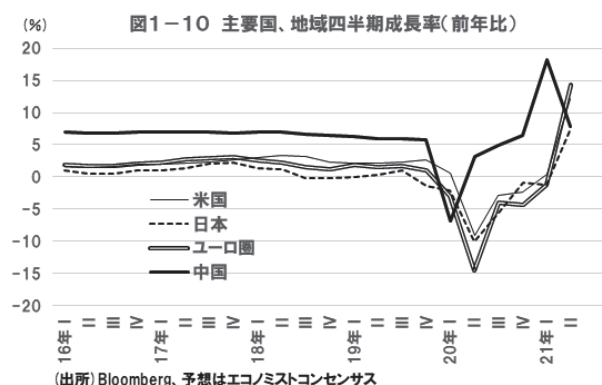


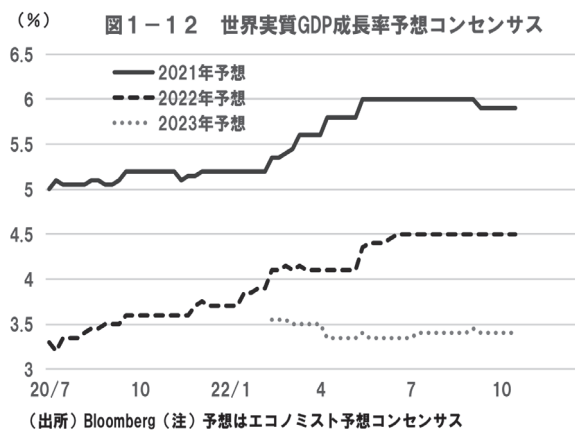
図 1-11 実質GDP成長率実績と予想(前年比、%)

	世界	米国	日本	ユーロ圏	中国
OECD					
2020年	-3.1	-3.4	-4.7	-6.3	2.3
2021年予	5.7	6	2.5	5.3	8.5
2022年予	4.5	3.9	2.1	4.6	5.8
世界銀行					
2020年	-3.1	-3.4	-4.7	-6.3	2.3
2021年予	5.6	6.8	2.9	4.2	8.5
2022年予	4.3	4.2	2.6	4.4	5.4
IMF					
2020年	-3.1	-3.4	-4.6	-6.3	2.3
2021年予	5.9	6	2.4	5	8
2022年予	4.9	5.2	3.2	4.3	5.6

(出所) Bloomberg、予想は21/10/5時点のOECD、世界銀行、IMF予想

また、2021 年の年央までに公表された、OECD、世界銀行、IMF の世界経済見通しが図 1-11 である。世界経済は、先進国を中心としたワクチンの普及とそれに伴う活動制限の緩和や追加的な経済対策の実施、感染が徐々に落ち着いた後のデジタルやグリーン分野への投資や生産拡大を背景に、2021 年には持ち直し、2022 年も引き続きプラス成長が見込まれている。ただし、各試算は、ワクチン接種の着実な進展や感染拡大防止策の緩和を前提としていることから、新たな変異株の出現による感染再拡大やワクチンの供給不足による途上国や新興国における経済活動の抑制等による下方リスクが存在することにも注意が必要である。特に、東南アジアを中

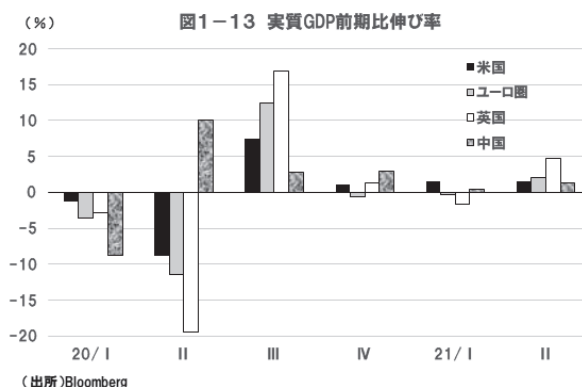
心に感染再拡大がみられており、これらの地域における経済活動の制限が、部品調達などの面で我が国企業のサプライチェーンに影響を及ぼすことにも、警戒感を持って注視していかなければならない。図1-12は世界成長率予想に関するエコノミスト予想コンセンサスの推移を示しているが、21年成長率予想が9月に下方修正され、22年成長率予想も年央に上方修正されて以降、修正されていない。



また、9月に入り中国において不動産会社の信用不安が台頭する一方、米国においても債務上限問題や歳出法案通過の遅延など多くのイベントリスクが発生しており今後も世界景気は不確定要因に左右されると予想されるが、依然、主要国では財政金融政策は景気刺激的であり世界景気の拡大は続くと考えられる。

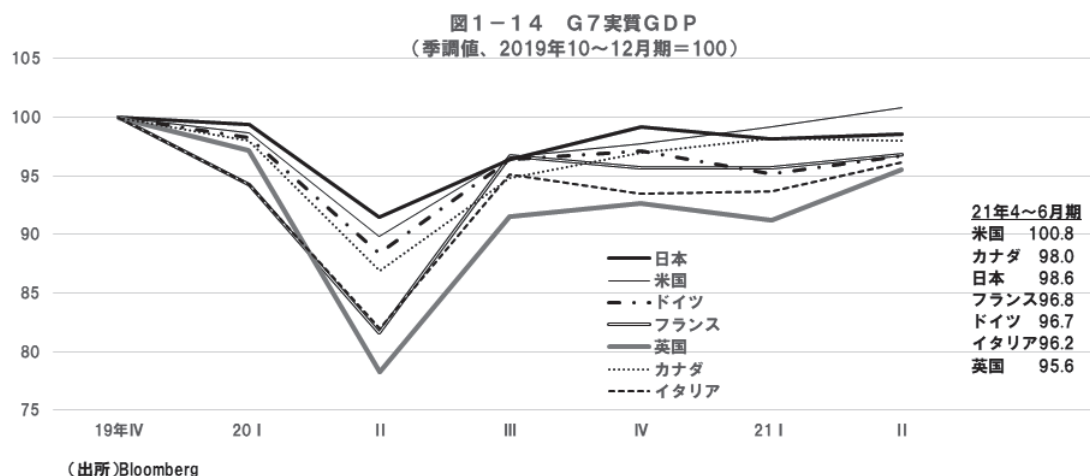
(2) 国・地域別経済の状況

以上のような世界景気の動向を国・地域別に前期比数字でやや詳細に見ていきたい。感染動向の違いとその対応などによって回復の動きが異なっている点が注目される。図1-13は欧米英中の実質GDP前期比であるが20年4~6月期に成長率が大きく落ち込んだ後、7~9月期には前期比でプラスに転じたが10~12月期以降の動向は異なっていることがわかる。米国では10~12月期、前期比プラス成長となったものの、欧州では感染の再拡大に伴い経済活動の再制

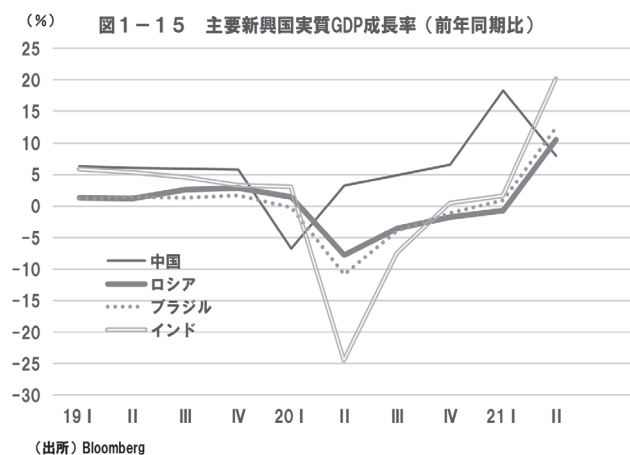


限が行われたことによりユーロ圏 GDP は前期比マイナスとなった。21年1~3月期もアメリカではワクチン接種が広がるなかで経済活動の再開が進展しプラス成長が続いた一方、欧州各国では経済活動の抑制措置が続きマイナス成長となった。また、

21年4~6月期には実質GDPはアメリカでコロナ前の水準を回復し、また、欧州においても経済活動が再開されプラス成長となった。以上の異なった動きをG7諸国の実質GDP水準という尺度で見たものが図1-14である。21年4~6月期の季節調整済み実質GDPが感染拡大前の19年10~12月期水準まで回復した国は米国だけであったことがわかる。



一方、図1-15は新興国、特に通称B R I C s（ブラジル、ロシア、インド、中国）と呼ばれる4ヶ国の成長率の推移を見たものである。中国では20年1~3月期の実質経済成長率が前年比6.8%減と大きく落ち込んだが、4~6月期には同3.2%増となり、その後も回復が続いている。その他の主な新興国をみると、欧米主要国と同様、20年4~6月期に大きく打撃を受けた後、20年7~9月期は前年比のマイナス幅が縮小した。10~12月期は、ブラジルやロシア等では前年の水準には至っていないが、インドでは前年比0.5%増と、前年を上回る水準まで回復した。21年



1~3月期には、ロシアでは前年比0.7%減とマイナス幅が縮小し、インドでは前年比1.6%増とプラス幅が拡大した後、4~6月期にはロシアで前年比10.3%と大きく上昇した。

(3) 主要先進国の需要項目の推移

次に欧米主要国の実質 GDP の動向を需要項目別にみてみたい。図1-16～20は日米独仏英5ヶ国の需要項目をコロナ前の19年10～12月期水準を100にして指数化したチャートである。

家計消費項目を見るとアメリカでは、経済再開の進展に加え、大規模な経済対策の効果もあり21年1～3月期には感染症前の水準を超えていたことがわかる。一方、欧州においては、20年7～9月期には経済の再開に伴い前期から増加したものの、秋以降、経済活動の再制限により、再び減少に転じた。21年春以降は経済活動が再び緩和へと向かい21年4～6月期には増加しているが感染前水準から5%以上下回っている国が多い。一方、日本の家計消費は回復著しい米国と欧州の中間程度の回復となっている。

次に設備投資の動向をみると、アメリカで20年後半以降持ち直し21年4～6月期に感染症前の水準を超えていることがわかる。また、フランスも回復度合いが高いと判断される。一方、英国では感染の再拡大に伴い、21年1～3月期には輸送機器等を中心に減少し、4～6月期には増加に転じたものの低い水準のままととなっている。

また、住宅投資を見ると日本を除くすべての国で21年4～6月期水準が感染前水準を上回っており金融緩和、長期金利低下により住宅需要の増加が景気を支えていたことがわかる。また、輸出入の動向をみると、アメリカでは20年後半以降、輸入が堅調な内需を背景に拡大が続き感染前の水準を上回っている一方、輸出はサービス輸出の回復の遅れに加え、半導体不足を背景とした自動車及び同部品の輸出の低迷もあり、21年4～6月期においても感染拡大前より約1割程

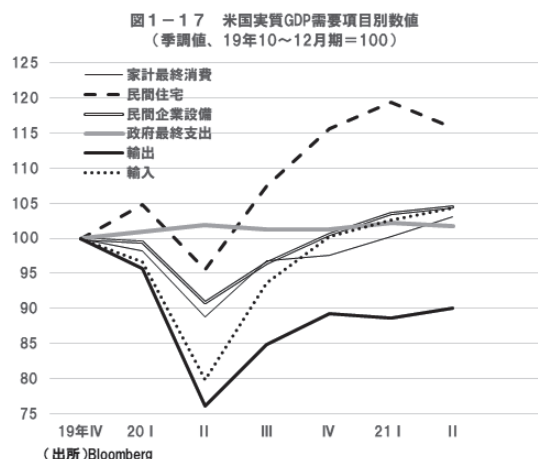
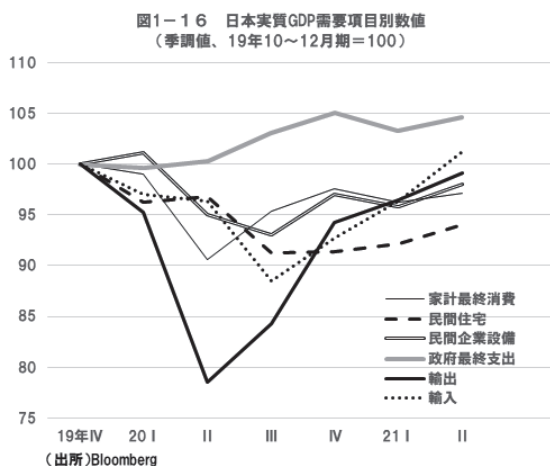
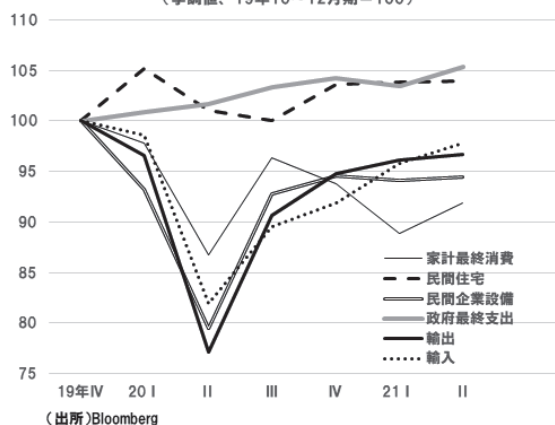
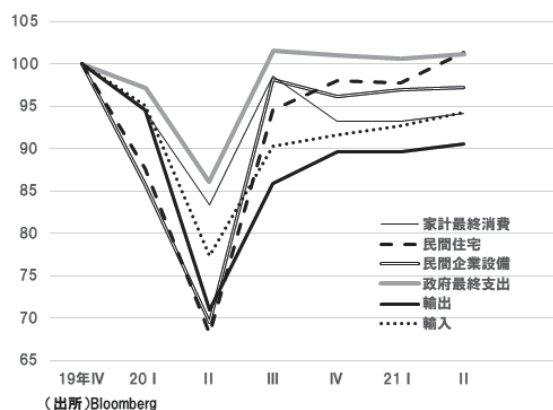
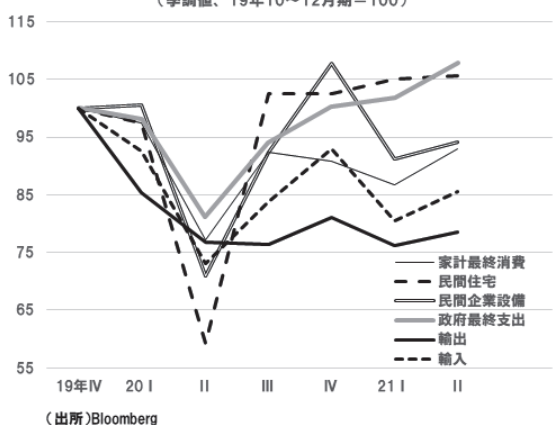


図1-18 ドイツ実質GDP需要項目別数値
(季調値、19年10~12月期=100)図1-19 フランス実質GDP需要項目別数値
(季調値、19年10~12月期=100)図1-20 英国実質GDP需要項目別数値
(季調値、19年10~12月期=100)

度低い水準となっている。欧州では、輸出入ともに、ドイツやフランスと比較して英国の低調さが目立つが、背景には、英国の EU 離脱の移行期間が 20 年 12 月末をもって終了したこともあると考えられる。一方、日本でも米国同様、現金給付政策などで内需が比較的堅調であったことを受け、21 年 4～6 月期の

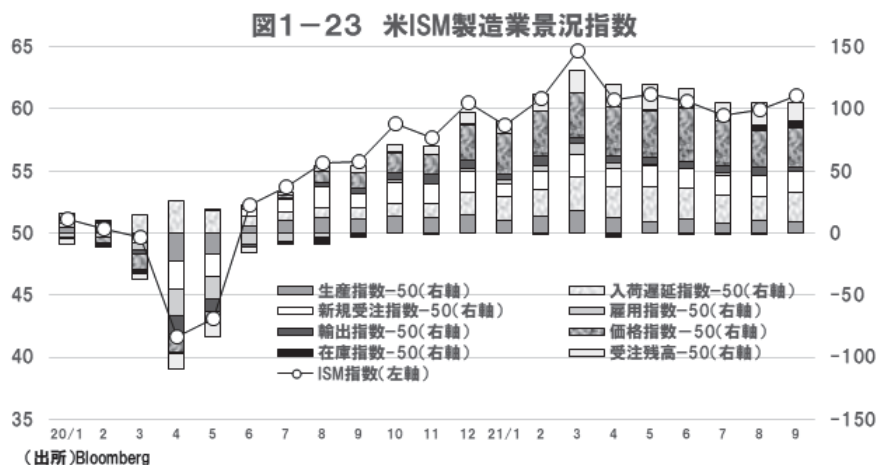
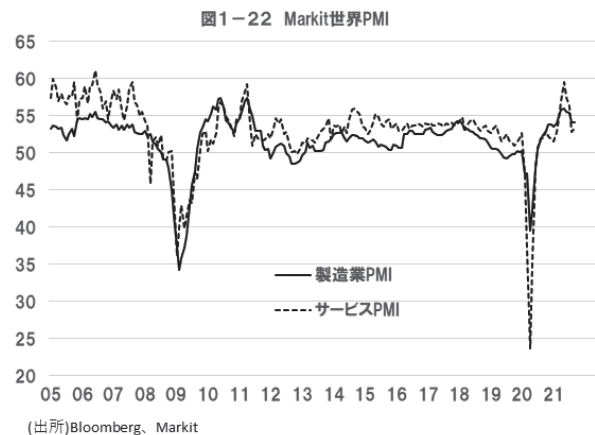
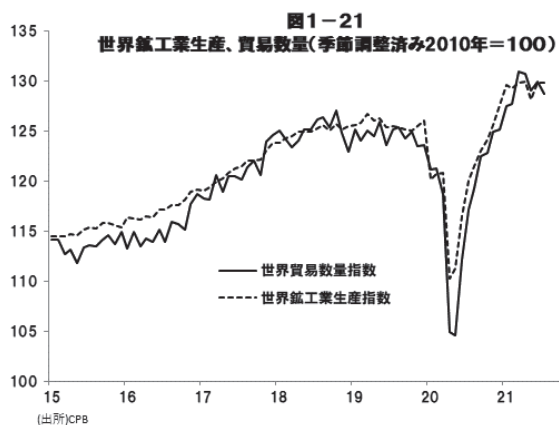
輸入水準は感染前の水準を上回った。ただ、輸出は各種サプライチェーンの問題もあったにもかかわらず比較的堅調であり 21 年 4～6 月期の輸出水準はほぼ感染前の水準程度まで回復した。

(4) 世界の鉱工業生産、貿易量の推移と企業の景況指数

図1-21は世界の貿易量や鉱工業生産数量を指数化したチャートである。両者は意外にも早い段階で感染前の水準を上回る回復を見せたことがわかるが、その後のデルタ株の感染拡大などで労働力の供給が細り雇用のボトルネックが起きている上、感染を背景としたインフレ上昇、サプライチェーンのインバランスの結果、半導体などの部品調達が困難となり生産も貿易量も春以降横這いの状況が続いていることがわかる。また、同様に Markit が発表している世界企業の景況指数も図1-22で示すように 20 年春から 21 年春まで勢いよく好転し、高水準で維持されているものの春をピークに低下傾向が続いていることがわかる。

一方、米国企業の景況感を示す ISM 製造業景況指数は図1-23のような推移を描いている。こちらは 3 月にピークを打ち 7 月まで低下、その後 8、9 月と回復基調となっているが、その構

成を見ると生産指数や雇用指数の回復感が乏しい一方、価格指数や入荷遅延指数などが全体を押し上げておりボトルネックが起きていることがわかる。しかし生産拠点となっている東南アジア諸国でも新型コロナ感染者数が減少に転換していることから工場が正常化の方向に進む可能性が出てきており生産のボトルネックが好転に向かう可能性がある。また、世界の感染者数も減少が続いており需要の増加に加え供給側の問題も解決することで景気は再加速する可能性もあろう。

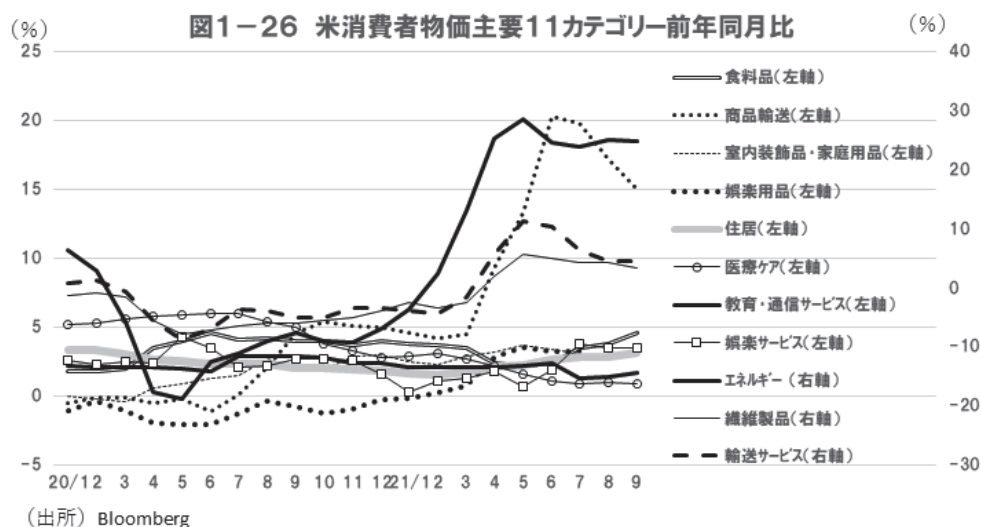
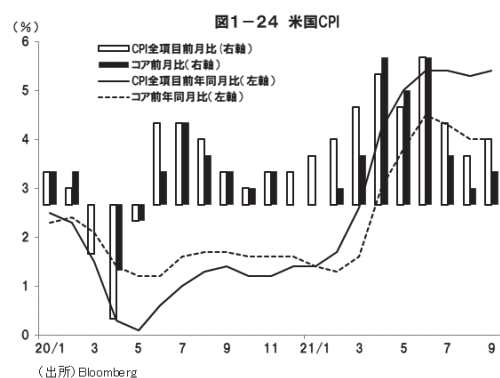


(5) 高い水準に留まるインフレ

米国を中心とするインフレ上昇は想定以上に高く長引いている。米 FRB（連邦準備理事会）は今回のインフレを当初一時的な現象と捉えていたが、供給側の問題が長期化するリスクからやや警戒的に見方を変えている。

図1-24が米国消費者物価上昇率の推移である。前月比ではピークアウトしている模様だ

が、前年比水準は高水準のままである。図1-25が示すようにCPI（消費者物価上昇率）は原油先物価格前年比と連動しているため足元のように原油先物価格が急騰するケースではCPI上昇率の再加速の可能性もあろう。ただ、図1-26が示す11カテゴリー別物価上昇率の推移を見ると、9月CPIでは先行して急上昇した商品輸送、輸送サービス、エネルギーの上昇率が低下する一方、住宅（賃貸）や食料品がやや加速していることがわかる。ただ、娯楽サービスや医療ケアなどは相変わらず低下していることがわかり、今後5%インフレを維持するのは難しいようだ。また、インフレ予想値としてミシガン大学のサーベイ結果による今後のインフレ期待値が注目されるが、CPIやPCE（個人消費支出）デフレーターは上昇継続だがインフレ期待値はやっと高水準ながらも横這い加速感がなくなってきた。今後、ワクチンに続く治療薬の登場でコロナの感染が落ち着くのであれば供給側の問題が解決され物価上昇が止まると予想される。当面、インフレ動向が市場の注目となろう。



2. 日本経済動向

(1) 感染拡大続く中、景気は回復基調を維持

日本経済の動向を実質GDPの推移でみると図1-27、28が示すように2020年1-3月期以降、感染拡大の影響を受け始め、2020年度は政府の経済対策が発動されたものの前年度比-4.4%と1995年度以降で年度としては最大の落ち込みとなった。この時期を四半期別にみると、2020年4-6月期は海外でロックダウンが実施される中、国内でも全都道府県を対象として緊急事態宣言が発表され、様々な分野の経済活動の抑制や外出自粛や学校の臨時休業の延長などが実施されたことにより、個人消費や外需が不振となり前期比-7.9%（年率-28.1%）と大幅な落ち込みとなった。ただ、その後は国内外で財政政策を伴う景気対策や量的金融緩和などの金融緩和措置などコロナ対策が実施された上、また感染動向も一時的な落ち着きがみられたことにより国内では社会経済活動の段階的引上げが図られ、海外ではロックダウンの緩和や解除が進んだことから、7-9月期及び10-12月期は、それぞれ前期比5.4%、2.8%（年率23.2%、11.9%）とプラス成長となった。

図1-27 実質GDP成長率（年度、前年比寄与度、%）

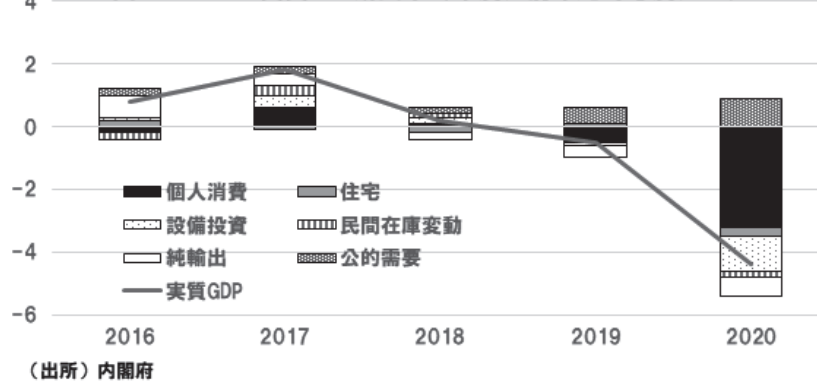
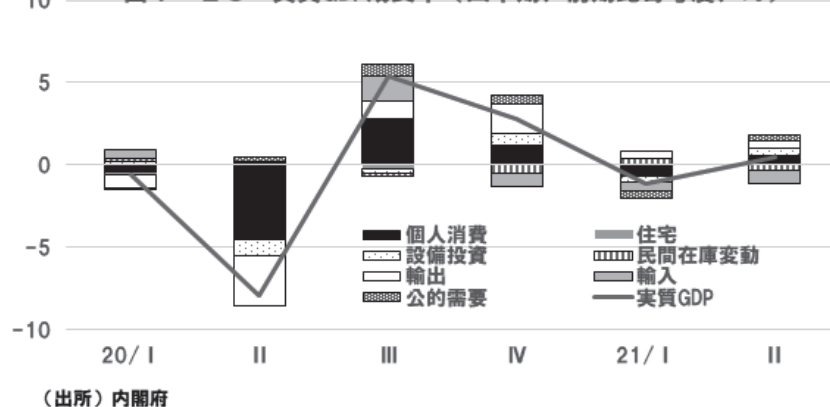


図1-28 実質GDP成長率（四半期、前期比寄与度、%）

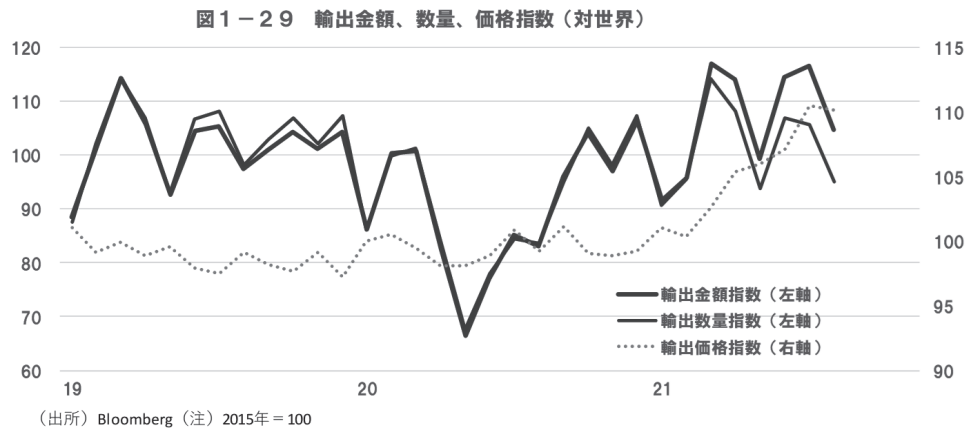


しかし、2020年秋以降は再度新規感染者数が増加傾向に転じ、地域レベルでは病床等の医療提供体制にひっ迫感が増したことに伴い、再度、経済活動の制限措置が講じられた。2021年1月には、2020年年末に感染者数の記録的な増加と医療提供体制のひっ迫が確認されたことを受け、一部地域を対象に、飲食店に対する営業時間短縮要請を中心とした第2回目の緊急事態宣言が発動された。この結果、2021年1－3月期の実質GDPは、前期比－1.1%（年率－4.2%）と再びマイナスに転換した。緊急事態宣言は3月に解除されたものの、再度の新規感染者数の増加等を受け、4月23日には3回目の緊急事態宣言が4都府県に発動された。その後も対象地域の拡大や期間延長が行われ、一部地域では宣言解除後にまん延防止等重点措置の対象となった。この結果、4－6月期においても、対象地域を限定し、酒類を提供する飲食サービスや一定数の人員を伴うイベントを中心とした断続的な経済活動の抑制が実施された。ただ、このような行動規制が実施されたにも関わらず消費意欲は旺盛のままであり、4－6月期の個人消費は若干のプラスに転じ、設備投資や住宅投資のプラス寄与も伴って全体としては、前期比0.5%（年率1.9%）と、小幅ではあるが、2四半期ぶりのプラス成長となった。その後7月に入り東京など主要都市でデルタ株の感染が進み緊急事態宣言が再発令され、オリンピックは首都圏1都3県において無観客開催となった。デルタ株の感染者増加は9月まで続く一方、菅首相が辞任意向を表明するなど政治面でも混乱が生じた。9月に入りやっとデルタ株感染者が減少に転換し9月末で緊急事態宣言が解除されたがエコノミスト予想コンセンサスによれば2021年7－9月期はデルタ株感染拡大により消費が前期比マイナス成長となり実質GDP全体も前期比年率で1.4%程度に減速した可能性が高い。

（2）輸出入も増勢へ

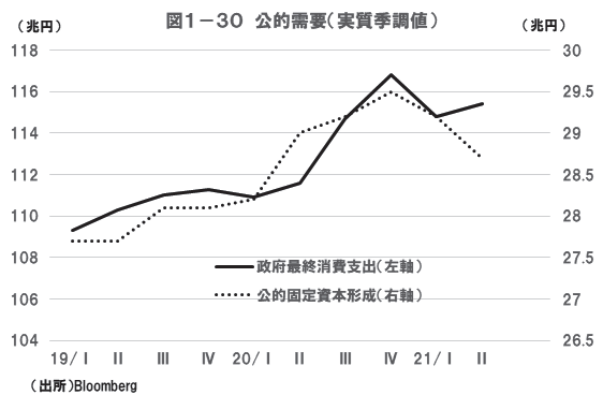
一方、輸出は図1－29のように緩やかに増加した。対世界の輸出数量は、2021年4－6月期の段階で、既に感染拡大前の2020年1月水準を超えるまでに回復している。特に、輸出金額全体の6割近くを占めるアジア向け輸出が全体を押し上げており、中でも対中国の輸出数量はコロナ前の2020年1月水準を4割近く上回るようになった。また、国内景気の持ち直し基調や輸出の増加が続いていることもあり、輸入にも上向きの動きが続いている。輸出と同様に、全体をけん引してきたのはアジアからの輸入であったが、2021年にはEUやアメリカからの輸入も増加している。また、数量ベースの堅調な伸びに加え2021年以降は輸出価格の上昇が続いてお

り、輸出額の増加に寄与している。



（3）政策効果の表面化

2020 年度の実質 GDP 成長率が大幅マイナスになる中で、補正予算等の効果もあり図 1-27 が示すように公的需要（公的固定資本形成と政府最終消費支出、公的在庫変動の和）の前年度比寄与は 0.9% とプラスとなった。四半期ベースで 2020 年度以降の公的固定資本形成の動きをみると、図 1-30 が示すようにその大半の期間で GDP を押し上げる方向に働いていることがわかる。災害復旧・復興関連工事や国土強靱化関連工事等の公共事業予算が着実に執行されていた結果であると考えられる。また、政府最終消費支出は 2020 年 7-9 月期及び 10-12 月期に大きく増加した。主たる要因としては、同年 4-6 月期において、感染拡大や緊急事態宣言発出を受けた受診抑制等の動きによって、一時的に減少していた医療費（現物給付）が回復したことに加えて、Go To トラベル事業費が執行されたことなどによるものと考えられる。逆に 20 年年



末から 21 年年初にかけて新型コロナ感染者数が再度増加傾向になったことを受けて 2021 年 1-3 月期は Go To トラベル事業が一時停止されたことによる反動もあり減少したものの、感染動向の落ち着きとともに 4-6 月期には 2 四半期ぶりのプラスとなった。

(4) 個人消費は一進一退

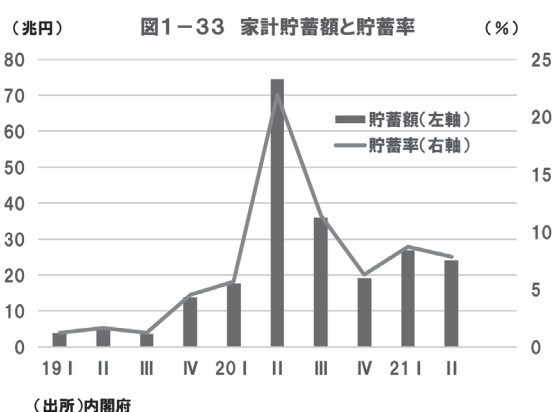
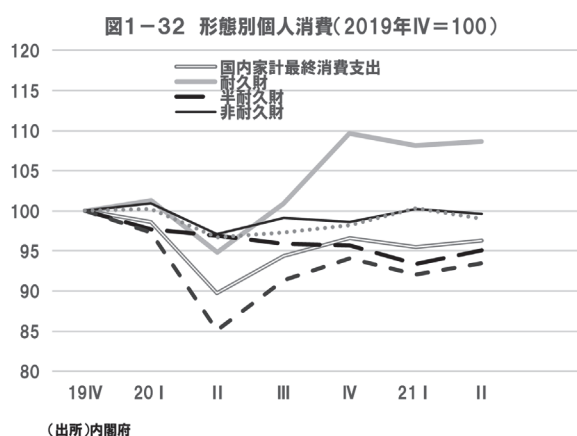
一方、個人消費は一進一退の動きであった。まず、雇用者所得であるが図1-31が示すようにコロナ感染以降、雇用者数の戻りは鈍く、ボーナスも弱く足踏みしているが、定期給与を中心に全体としては持ち直しの基調が続いている。ただ、個人消費は定期給与を中心とした雇用者所得の回復を背景に2020年後半は増加したものの、2021年に入り、再び弱い動きに転じている。

また内閣府が分析した形態別の実質個人消費の動きをみると、図1-32が示すように耐久財や食料品等必需品の非耐久財は2021年上半期も底堅く推移しているが、衣料品等の半耐久財やサービス支出は外出自粛等の影響から依然として弱いことがわかる。ただ、特別定額給付金の支給もあり、2020年の家計貯蓄率は11.4%と大幅に上昇し、貯蓄額も前年の6.9兆円から36.0兆



円へと約30兆円の増加となった。また、四半期ベースの推移が図1-33であるが21年4~6月期においても、家計貯蓄率は7.8%、貯蓄額は24兆円と高い水準を維持している。

このような膨大な貯蓄は経済活動の抑制措置が緩和された際の家計支出の増加につながるものと期待される。

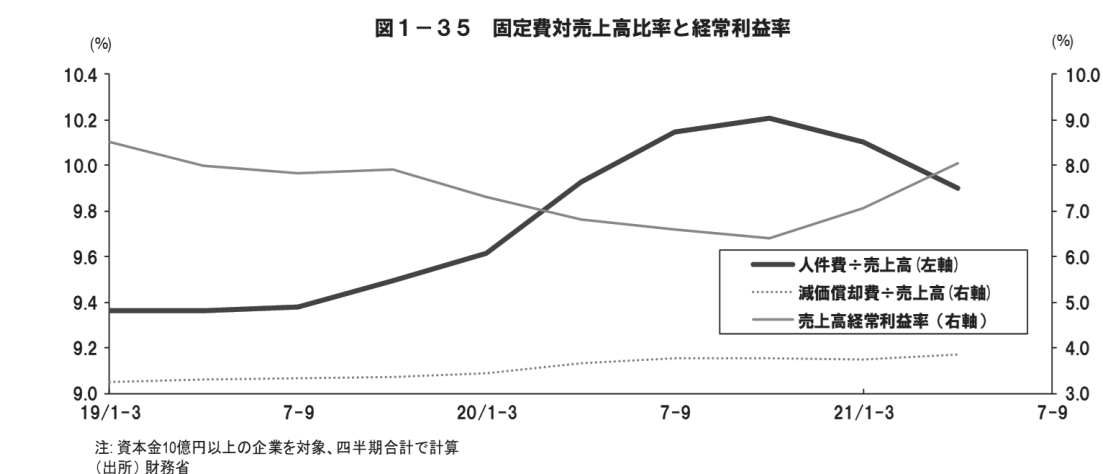
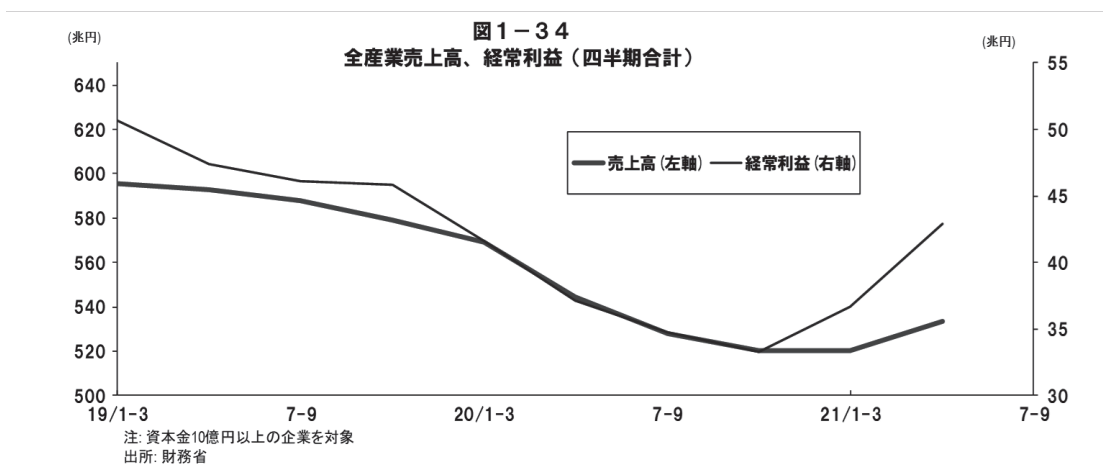


(5) 企業収益の状況

景気の回復に沿って日本企業の業績も、2020年4-6月期に大きく低下し、それ以降は好転

している。ただし、増加基調を維持しているのは主に製造業であり生産活動の持ち直しを受けて高い伸びを示しており、水準も既に2020年の感染拡大前を上回っている。一方、コロナ感染が続き非製造業は伸び悩みがみられる。

図1-34は法人企業統計から、ほぼ上場企業決算に相当する資本金10億円以上の企業群を対象に集計した売上高、経常利益の推移である。四半期合計値で計算すると売上、経常利益ともに回復は2021年に入ってからである上、売上高の回復が鈍いことがわかる。図1-35は固定費対売上高比率と経常利益率の推移であるが、2021年以降人件費を中心に固定費対売上高比率が低下する形で経常利益率が上昇していることがわかる。新型コロナウイルス感染により企業の行動様式にも変化が起きており労働生産性上昇につながっていると解釈したいが売上高の更なる回復が期待されるところである。



第2章 政府の対応

21年の金融市場の動向を振り返るにあたり、新型コロナ感染の拡大動向やその影響について触れないわけにはいかない。感染による景気悪化懸念を背景に主要国は様々な政策を実施してきた。以下では20年秋以降に成立、実施された施策を中心に整理してみた。

(1) 米国

米国では、20年春コロナ対策として経済対策が実施された。5月以降は、共和党と民主党間で合意ができず追加対策の成立は見送られていたが、20年12月になると、失業手当の拡大措置の期限が近付いたことなどから、超党派議員による追加対策案が公表され12月27日には、8,677億ドルの追加対策が成立した(図2-1)。この対策の中には1人当たり最大600ドルの現金給付の再実施や失業手当の週300ドル上乗せ等の拡充措置、雇用維持により返済免除となる中小企業向け融資[PPP = Paycheck Protection Program (給与保護プログラム)]の再実施などが含まれていた。また、翌21年には政権がバイデン大統領に代わり3月11日には新政権の下で、総額1.9兆ドル規模の「米国救済計画(ARP : American Rescue Plan)」(図2-2)が成立した。本対策には、20年12月に成立した失業手当の拡充措置の更なる延長や現金給付(1人当たり最大1,400ドル)の再実施、児童税額控除の拡大等が盛り込まれた。

現在、米議会は追加財政政策として1.2兆ドルのインフラ法案、3.5兆ドルのバイデン政権が目指すBuild Back Better(よりよく米国を再建する)という「果敢な政策」を審議している。歳

図2-1 米国追加経済対策(2020年12月27日成立)の概要

個人向け給付	1635億ドル	・1人当たり最大600ドル 年収75000ドル以上の者は減額、同87000ドル以上は給付対象外
失業手当の拡充	1192億ドル	・失業手当の週300ドル上乗せ[21年3月14日まで] ・自営業者等への対象拡大措置の期限(20年12月)の延長 [21年4月5日まで] ・給付期間延長措置(26週間→39週間)の再延長(39週間→50週間) [21年4月5日まで]
中小企業支援	3250億ドル	・給与保護プログラム(PPP:雇用維持により返済免除となる中小企業向け融資)の再実施(2840億ドル)等
航空会社、空港 交通機関向け支援	450億ドル	・自社株買いや配当の禁止等を条件に、航空会社従業員の給与 支払を支援(補助金)150億ドル、21年3月31日まで)
その他	3785億ドル	教育、家賃補助、ワクチン開発、検査費用
総額	8677億ドル	

(出所)CBO、各種報道

出法案は①コロナ苦からの救済 (Rescue Plan)、②大規模インフラ投資と雇用拡大 (Jobs Plan)、③教育・チャイルドケア強化等による家族支援 (Families Plan)、④財源確保のための税制改正から成っており、議会で採決されるならばやや減速気味の米国景気の再加速要因になると考えられ注目される。

図2-2 追加経済対策(2021年3月11日成立)の概要

個人向け給付	4106億ドル・1人当たり最大1400ドル 20年12月実施の給付と合わせて最大2000ドル 年収75000ドル以上の者は減額、同80000ドル以上は給付対象外
失業手当の拡充	2033億ドル・失業手当の週300ドル上乗せ延長[21年9月6日まで] ・自営業者等への対象拡大措置の期限(20年12月)の延長 [21年8月29日まで] ・給付期間延長措置の延長期間拡大(50週間→74週間) [21年8月29日まで]
児童税額控除の拡大	1092億ドル・6歳以上18歳未満の子供について、児童税額控除を1人当たり 3000ドルの引き上げ、6歳未満の子供について、児童税額控除を 1人当り3600ドルに引き上げ ・納税額が控除額を下回った場合、差額を全額還付
中小企業支援	536億ドル・飲食店向け支援250億ドル 20年と19年の収入の差額を支給 (1企業当たり最大1000万ドル) ・経済損失災害ローンアドバンス再開(150億ドル)
その他	・州、地方政府向け支援 ・中小企業向け支援 ・教育機関向け支援、ワクチン普及・検査体制強化など
総額	1.9兆ドル
(出所)CBO、各種報道	

(2) 欧州

①ドイツ

ドイツ政府は、段階的な経済活動の再開以降も、感染症の影響を受ける企業や自営業者を支援するため、対象月の売上が一定以上減少した企業に対して、固定費の一定割合を給付する制度であるつなぎ支援や11月、12月臨時経済支援をはじめとする対策を実施した。20年6~8月を対象期間とした第1期では、原則として4~5月の平均売上が前年比60%以上減少した中小企業が対象であり、その総資産、売上規模、従業員数など規模の基準に沿って経済安定化基金(WSF)から固定費の一定比率が支給された。また、20年9~12月を対象期間とした第2期では第1期から給付要件の緩和及び支給額の拡充がなされた。第3期は第2期と比べて支給期間の長期化、

支給上限額が引き上げられた他、支給要件が簡素化された。その後、支給対象期間を21年7~9月まで延長する第4期の実施も公表された。

②英国

英国政府は、20年初秋以降も、感染者数が再び増加する中で、雇用維持と医療強化を目的とした追加の経済対策を行っている。2度目の都市封鎖実施が表明された10月31日、10月末で終了を予定していた雇用維持スキームを11月末まで延長拡充することが併せて表明された。人件費の政府補助率や上限額も段階的に引き上げられた。また、自営業者に対しても同様に、20年11月2日及び5日、所得補助スキームを拡充した。また、その他の雇用維持支援や企業の資金繰り支援として、20年秋頃より休業措置対象事業者に対する助成金の給付等を行っている。加えて、21年1月6日からのイングランドでの都市封鎖時には1回目には42日間で最大4,500ポンドを、2回目には44日間で最大4,714ポンドの給付を行った。さらに1月の都市封鎖を受けて課税評価額に応じて最大9,000ポンドの給付の他、食事を提供しないパブ向けの支援として12月に1000ポンドの給付を実施し、4月以降の事業活動再開に向け、飲食、娯楽向けに最大18000ポンド、生活必需品以外を扱う小売店向けに最大6000ポンドの給付を行っている。さらに、11月25日、歳出計画において医療体制強化等の公共サービスに、20年度中に380億ポンドを、21年度に550億ポンドの追加支出をすることを決定。続けて21年3月3日には、21年度予算において、650億ポンドの追加経済対策を表明した。

③EU

EUは20年7月「次世代のEU」と称する7,500億ユーロ規模の復興基金を設定した。この基金のうち、中核を成す部分は「復興強靱化ファシリティ」と呼ばれる加盟各国のコロナ危機からの経済復興と構造改革を促進するための基金であり、7,500億ユーロのうち6,725億ユーロ（うち補助金3,125億ユーロ、融資3,600億ユーロ）が加盟国に配分されることになった。各国は、復興強靱計画を作成し、欧州委員会の承認を受けることにより、経済規模等の指標を元に定められた国別割当額の範囲内で、EUから資金提供を受けることができる形。また、EUは、同基金と21~27年の次期中期予算を織り込んだ1兆8,000億ユーロ規模のEU復興パッケージを活用し、グリーンディール政策やデジタル政策といったEU共通の重要課題に対して積極的に

投資する計画を発表した。財源となる共同債の返済原資となる EU 予算の拠出金は国によって負担が違ふことから合意が難しかったものの 21 年 7 月理事会で内容を一部見直し基金の規模、使途等について合意した。その他、同基金を構成する返済不要の補助金と要返済の融資の割合などの問題が噴出したものの 12 月の欧州議会及び EU 理事会において最終的に承認され、21 年 1 月より執行されることが決定した。

第3章 中央銀行の対応

20 年の先進諸国の金融政策は新型コロナ感染という異常事態を受けて昨年 3 月から緊急的に様々な対策が講じられてきた。その手法は、政策金利の引下げを始めとした従前からの金融政策手法のみならず、2008 年の世界金融危機時に活用された手法を今回の危機に適用したもの、さらには、中央銀行が政府と連携して中小企業向け金融仲介を開始するといった新たな取組も開始された。

21 年は、まずその実施された政策を維持することで景気を支えることが第 1 目標とされた。政策効果もあり景気が拡大基調を続けたものの、新型コロナの感染継続で経済の供給面での好転が遅延し需給がタイトになる業種が表れ始め、価格の上昇が顕著となった。FRB（連邦公開市場委員会）を中心とする中央銀行は物価高に対して一時的との見方を示したが、年央になってもコロナ感染が拡大し需給のタイト化は収まらず物価が高止まりする中、FRB はテーパリング（中銀によるリスク資産購入額の段階的引き下げ）の議論を開始した。市場では 21 年年末から 22 年年央までテーパリングを実施する見通しがコンセンサスとなっている。一方、景気の方もコロナ感染の長期化でやや減速気味となっており、長引く物価高と合わせて中央銀行が採るべき次の政策に注目が集まっている。以下、昨年以降の日米欧中央銀行の金融政策について詳細を見てみたい。

(1) FRB（連邦準備理事会）

FRB は、20 年 2 月以降、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大と、更なる米国経済の減速懸念の高まりを受け、20 年年央にわたり図 3-1 のような緊急対応措置を実施した。

図3-1 FRBによる感染症拡大の影響への初期の対応

月日	FRBによる対応
3月3日	FF金利の誘導目標範囲を0.50%引き下げ1.00～1.25%に
3月15日	FF金利の誘導目標範囲を1.00%引き下げ0.00～0.25%に
3月17日	CP資金調達ファシリティ、プライマリーディーラー信用ファシリティの設立を公表
3月18日	MMMF流動性ファシリティの設立を公表
3月23日	FOMC臨時会合において、量的緩和無制限化、商業用不動産担保証券の資産購入対象への追加、プライマリー市場企業債券ファシリティ、セカンダリー市場企業債券ファシリティ、ターム物資産担保証券ローンファシリティの設立を公表
4月6日	給与保護プログラム流動性ファシリティの設立を公表
4月9日	地方自治体流動性ファシリティ、中小企業等融資プログラムの設立を公表
6月10日	FOMCで資産購入について「今後数ヶ月間は少なくとも現在のペースで増加させる」ことを公表（NY連銀は米国債月800億ドル、不動産担保証券（MBS）月400億ドル、それぞれ保有額を増加させる予定であることを明示）
7月28日	プライマリーディーラー信用ファシリティ、MMMF流動性ファシリティ、プライマリー市場企業債券ファシリティ、セカンダリー市場企業債券ファシリティ、ターム物資産担保証券ローンファシリティ、給与保護プログラム流動性ファシリティ、中小企業等融資プログラムの期限を12月31日まで延長することを公表

（出所）FRB

感染症の拡大を受け、2月28日、パウエル議長が「政策ツールを用いて、経済を支えるために適切に行動する」とする旨の緊急声明を公表し、3月3日、FRBは、臨時のFOMC（連邦公開市場委員会）を開催し、FF金利の誘導目標範囲を0.5%ポイント引き下げ、2月の緊急声明と同様、「適切に行動する」として、更なる利下げも辞さない姿勢を示した。3月15日、FOMCは2回目の臨時会合を開催し、FF金利の誘導目標範囲をさらに1.0%ポイント引き下げて事実上のゼロ金利政策を導入した。量的緩和に関しては3月12日、米国債の購入について、短期債に限定されていた対象を、中長期債に拡大することを決定。3月15日のFOMC臨時会合においては、米国債とMBS（不動産担保証券）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。また、会合の声明文では今後の政策金利について「米国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すことで、市場の期待に働きかけた。

その後、3月23日のFOMC臨時会合では米国債及びMBSの保有額を、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て、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とともに、資産購入対象にCMBS（商業用不動産担保証券）を追加することを決定した。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、続く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間は少なくとも現在

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それぞれ保有額を増加させる予定であることが明示された。一方、FF 金利の誘導目標範囲は据え置いている。

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、8 月に決定した平均物価上昇率目標を声明文に盛り込んだ。9 月の FOMC 会合においては、参加者による政策金利見通しが公表され、参加者 17 人中 13 人が、23 年末まで現在の政策金利の誘導目標範囲の水準が維持されることが適切との見通しを表明した。今後の政策変更の新条件として「完全雇用」「2% のインフレ」「しばらくの間 2% を緩やかに上回るインフレ」をあげた。また、声明文では債券購入の役割について「市場機能の円滑化」に加えて「緩和的金融コンディションの支援」を明示した。

11 月の FOMC では「もう間もなく」新たな資産購入のガイダンスを導入したいと多くの参加者が判断。4 通り（①購入ペース引き上げ、②購入ペース据え置き & 長期シフト、③現状の枠組みをより長期間継続、④購入ペース減額、長期シフト）の資産購入策を議論し、利上げを始めるしばらく前に資産購入をテーパリング・停止することを発表した。

12 月の FOMC では 7~9 月期の高成長や足元の失業率の急低下を受け、2021 年の見通しを上方修正し、「最大雇用と物価安定の目標に向けて実質的にさらなる進展がみられるまで資産購入を継続」と発表した。「雇用や物価の目標に大幅に近づくことが期待されるようになって初めて資産購入を調整する」という意味と説明し、追加緩和（資産購入額の拡大や購入対象のデュレーション長期化等）は議論のみであった。

21 年 1 月の FOMC 声明文では下振れリスクの焦点を中期（文言削除）から短期にシフト（ワクチン供給制約、変異種、感染拡大）し、今年後半の米国経済を従前よりも楽観的に評価した。特にワクチン普及、マスク等の感染防止策、財政政策、リモートワーク等の企業や家計の適応的経済行動が経済を押し上げている点を強調した。ただ、一方で雇用情勢やインフレ率の先行きには引き続き慎重な見通しを示した。また、市場が懸念するテーパリングに対しては「議論は時期尚早」と改めて早期テーパリング観測を否定した。テーパリングの条件として以下 3 点を挙げて

いる。第1点は雇用。たとえ堅調な改善が進んでも「広範かつ包摂的な完全雇用」には時間がかかるとの見方をしている。第2点はインフレだが、短期的上振れと基調変化の区別の重要性を確認している。第3点は金融安定性。構造的脆弱性には規制での対応が重要と考え、株高の一因に個人投資家の取引が影響している可能性などを考慮しているとのことであった。

21年3月のFOMCは金融政策・ガイダンスを据え置いた。金利調節ではIOER（超過準備預金金利）、リバースレポ金利は据え置くも、後者の取引相手ごとの受け入れ額を300億ドルから800億ドルに拡大、フロア金利（ゼロ%）のサポートを強化した。また、経済見通しはワクチン接種拡大と追加景気対策の成立を反映し2021年を中心に上方修正した。ただし2022・23年は小幅修正に留まり、政策金利の中央値については予想分布が上方シフトしたが変わっていない。パウエル議長は、従来通り「経済予測の改善」ではなく目標に沿った「実績の改善」を待って政策変更する方針を強調した。今後の引き締め判断の条件の一つになる最大雇用に関しては「経済見通しは、FOMCが注目している指標を全て盛り込んでいるわけではない」とコメントし、利上げ条件の一つ「インフレ率が緩やかに2%を上回り続ける」については「具体的な議論を避けている。難しいからだ」とコメントしている。また、3月FOMC議事要旨からはFOMC参加者は先行き楽観的ながらも、以下の下振れ、上振れリスクを考慮しながら目標達成に向けた経済の進展を見極めるスタンスであることが示された。上振れリスクとしては財政、家計の貯蓄取り崩し、ワクチン普及と社会的距離制限の緩和による支出と雇用の上振れ、下振れリスクとしてはウイルスの感染力、ワクチン普及への障害、ソーシャルディスタンシング疲れなどが挙げられた。また、翌日物短期金利の低下圧力が増大すれば、FOMCもしくはインターミーティングで超過準備付利もしくはリバースレポ金利の調整を行う可能性が判明した。資産購入と連邦政府の連銀口座残高の削減で超過準備が急増する影響に対処する模様である。

6月FOMCでは金融政策の見通しが激変した。まず、経済見通しであるが図3-2で示したようにワクチン接種拡大と追加景気対策等を反映し2021年の成長率を上方修正、2022・23年の成長率はほぼ不変であったが、21年インフレ率、コアインフレ率予想をともに大きく上方修正し、22年、23年のインフレ予想も引き上げた。加えて、FRB関係者の金利見通しを示すドットチャートの加重平均は図3-3のように3月実施FOMCから2022、2023年ともに大きく上

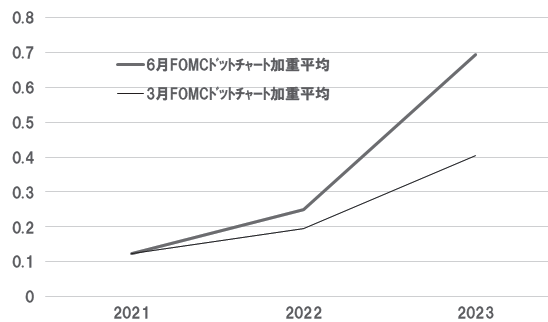
方修正された。2022 年利上げ開始も視野に入るほか、2023 年は見通しが広く分布した。パウエル議長は 2023 年のドットチャートを「数年先は不確実」「利上げの議論は時期尚早」と述べて市場の懸念材料を払拭しようとしたが、その後発表された議事要旨を見る限り、テーパリング開

図3-2 FRB経済見通し比較(21年3月時点と21年6月時点)

各年10～12月期		2021年	2022年	2023年
実質GDP成長率 (前年比、%)	3月時点予想	6.5	3.3	2.2
	6月時点予想	7	3.3	2.4
失業率 (%)	3月時点予想	4.5	3.9	3.5
	6月時点予想	4.5	3.8	3.5
インフレ率 (%)	3月時点予想	2.4	2	2.1
	6月時点予想	3.4	2.1	2.2
コアインフレ率 (%)	3月時点予想	2.2	2	2.1
	6月時点予想	3	2.1	2.1

(出所)FRB

図3-3 FOMCドットチャート加重平均比較(21年3月と6月)



(出所)FRB

始に向けた評価の漸進度合いや、利上げに関する議論をした模様。特に、昨年12月の資産購入ガイダンス採択以降の進捗状況について議論を行ったことを公式に表明した。また、経済再開による不確実性が後退するのを待つスタンスを説明し「慎重なプランニングの問題」として、テーパリングの準備の重要性を示した。ただ、利上げ前倒しの指摘は少数に留まり、政策反応関数は変わっていないことを強調すべきという指摘があった模様である。

7月FOMC議事要旨によればデルタ株の影響による経済・雇用への深刻な影響がないことが確認できれば年末にテーパリングに着手することが示された。11月FOMCでテーパリングを開始する可能性も大だが、デルタ株の影響の見極めに時間を要するとの見方もあった。利上げ開始の条件達成前にテーパリングを終了するようペース配分することや米国債とMBSは比例的テーパリングを実施する旨などがコメントされた。

9月FOMCではFF金利据え置きと債券購入プログラムのテーパリングを近く開始する可能性が高いことを示唆した。また、FRB当局者は2022年利上げ開始に傾いていることが示された。9月の雇用統計などの統計が悪化しない限り11月にもテーパリングを開始し、22年半ばまでに完了する可能性が高くなった。まず、図3-4が経済予測中央値の推移。景気に対しては6月時点見通しよりも下方修正したものの、インフレ見通しが上方修正され、FF金利予想中央値は22年に初回利上げ予想に修正された。PCE長期見通しが2.1に上方修正されPCEコアが24年まで2%を下回らない予想となった点やこの見通しを受けてFF金利が1回25ベースス換

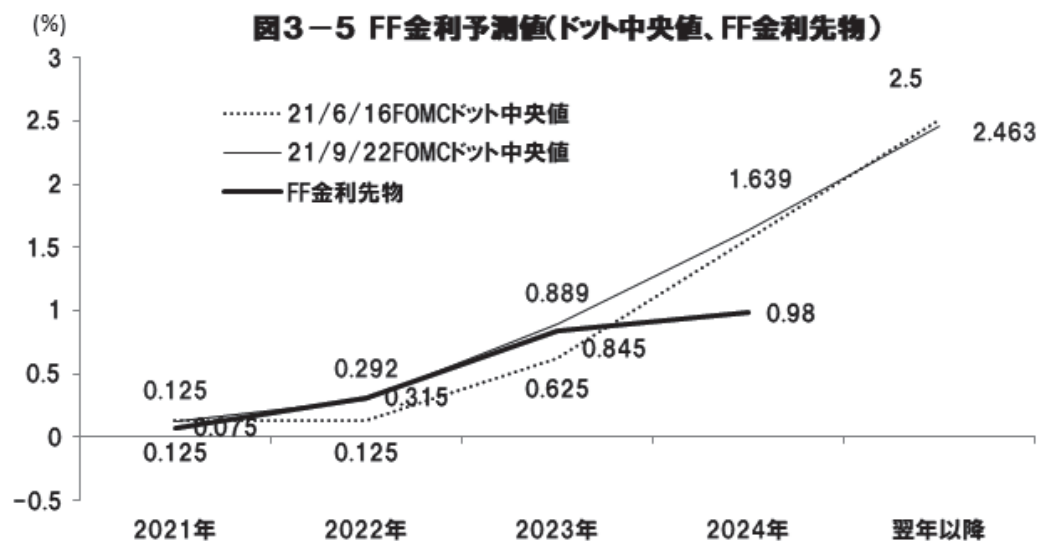
図3-4 FRB経済予測(数値はメジアン、中央値)

(%)

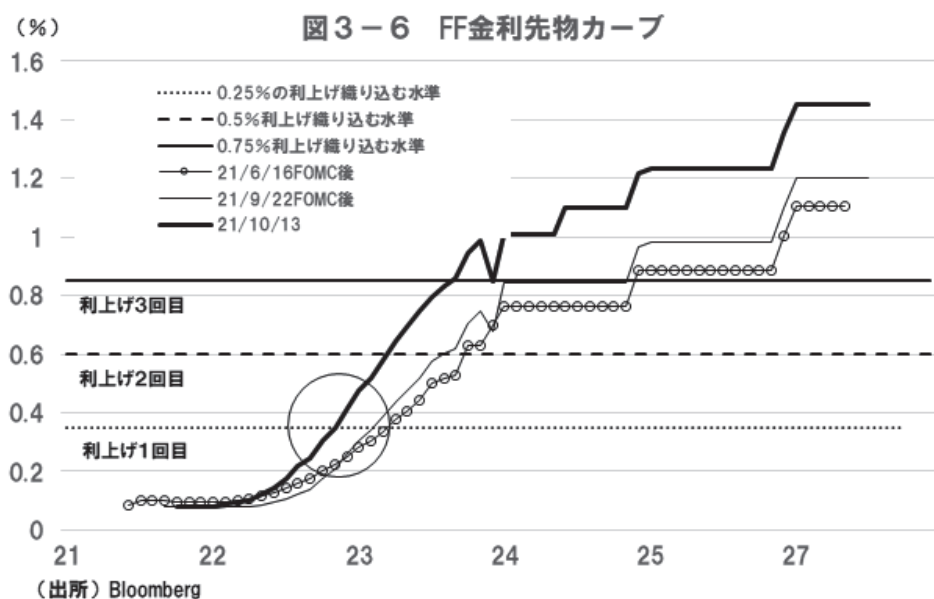
項目	予想時点	2021年	2022年	2023年	2024年	長期見通し
GDP成長率	20/12	4.2	3.2	2.4		1.8
	21/3	6.5	3.3	2.2		1.8
	21/6	7	3.3	2.5		1.8
	21/9	5.9	3.8	2.5	2	1.8
失業率	20/12	5	4.2	3.7		4.1
	21/3	4.5	3.9	3.5		4
	21/6	4.5	3.8	3.5		4
	21/9	4.8	3.8	3.5	3.5	4
PCE	20/12	1.8	1.9	2		2
	21/3	2.4	2	2.1		2
	21/6	3.4	2.1	2.2		2
	21/9	4.2	2.2	2.2	2.1	2.1
PCEコア	20/12	1.8	1.9	2		
	21/3	2.2	2	2.1		
	21/6	3	2.1	2.1		
	21/9	3.7	2.3	2.2	2.1	
FF金利	20/12	0.1	0.1	0.1		2.5
	21/3	0.1	0.1	0.1		2.5
	21/6	0.1	0.1	0.6		2.5
	21/9	0.1	0.3	1	1.8	2.5

(出所) FRB

算で22年に1度、23年、24年に各々3回利上げする予想が新たな情報である。図3-5はFF金利予想について当局者見通しを示すドットチャートの中央値を前回の中央値水準や現在FF先物が織り込んでいるFF金利予想値と比較したチャートである。また、テーパリングについては今回の発表内容を受け12月から米国債購入を100億ドル、MBS購入を50億ドルずつ減らし、7月にはちょうど購入がゼロに収まる形となる。仮にこのペースのテーパリングが実施されるのであればFRB総資産は22年6月末9兆ドル強まで増加したあと横這うパスを描くだろう。また、市場での次の注目はテーパリング後の最初の利上げ時期となっている。図3-6が示すようにFF金利先物は22年にも最初の利上げが実施されることを示唆しており今後の動向が注目される。



(出所) FRB



(2) ECB（欧州中央銀行）

ECBは、20年2月以降、感染症の世界的な拡大と、更なる世界経済の減速懸念の高まりを受け金利の引下げこそ行っていないものの、資産購入枠の拡大やその他の流動性供給の拡大といった様々な緊急の緩和措置を実施した。

20年3月12日、ECBは、感染症拡大が続き、不確実性が高まる中で良好な資金調達環境を維持するため、20年末までの一時的措置として民間資産の購入を主体に1,200億ユーロ規模の資産購入を実施すると決定した。3月18日には緊急会合を開催し、新たな追加対策として、PEPP: Pandemic Emergency Purchase Programme（パンデミック緊急購入プログラム）を導入することを決定した。PEPPによる購入資産規模は、7,500億ユーロとし、期間は感染症の危機が去ったと判断されるまで実施するとした。また、購入の対象資産は、民間、公的資産の両方が対象であり、購入資産としてこれまで適格担保要件を満たさなかったギリシャ国債や非金融部門のCP（コマーシャルペーパー）を追加した。なお6月4日の定例会合で、PEPPによる購入資産規模を6,000億ユーロ増額の1兆3,500億ユーロに拡大した。

従前から行われているMRO: Main Refinancing Operations（主要リファイナンス オペ）やLTRO: Longer Term Refinancing Operations（長期リファイナンス オペ）のほか、非伝統的な手段であるTLTRO: Targeted Longer Term Refinancing Operation（貸出条件付長期資金供給

オペ)が実施されており、現在は第3弾となる TLTRO - III が 19 年 9 月から行われている。LTRO については、感染症が拡大する中、ECB は、20 年 3 月 12 日の定例会合で、必要に応じて即時に流動性を供給できるよう、20 年 6 月までの間、金利を引き下げ、一時的に預金ファシリティ金利(-0.50%)で実施(通常は政策金利)することとした。TLTRO - III については、同日の定例会合において、20 年 6 月から 21 年 6 月までの間、(i) 適用金利を -0.25%、特に貸出量の基準を満たしている銀行に対しては -0.75% (預金ファシリティ金利を 0.25%ポイント下回る水準)とする、(ii) 融資限度額を 19 年 2 月 28 日時点の貸出残高の 50% (従来 30%)まで引き上げる、とした。また、4 月 30 日の定例会合では、適用金利を引き下げ、-0.50% (政策金利を 0.50%ポイント下回る水準)、特に貸出量の基準を満たしている銀行に対しては -1.00% (預金ファシリティ金利を 0.50%ポイント下回る水準)とした。

さらに、4 月 30 日の定例会合において、十分な流動性と円滑な金融市場を維持するため、PELTROs : Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations (パンデミック緊急長期リファイナンス オペ)を新たに導入した。PELTROs は、20 年 5 月から年末までの間、金利を引き下げ、適用金利を -0.25% (政策金利を 0.25%ポイント下回る水準)とした。

また、6 月の定例会合では PEPP の 6,000 億ユーロ増額と、6 カ月間の期間延長という追加緩和を決定した。PEPP は総額 1 兆 3,500 億ユーロ、2021 年 6 月末までのプログラムとした。ECB は、景気見通しの悪化と物価見通しの下方修正を PEPP 増額の理由として、表明し更なる延長にも含みを持たせた。3~5 月の国別累積公債購入額をみると、イタリア公債の購入額が最大であった。その後、7 月ラガルド総裁は、英 FT 紙とのインタビューの中で「評価する時間が少し必要」とコメントし、その後は政策効果を確認するステージとなった。ECB のチーフエコノミストであるレーン理事は 8 月、7~9 月期 GDP のリバウンドの可能性に言及するも先行きに大きな不確実性が残っている点に言及し、同時に PEPP の持つ市場安定機能の有効性を強調した。

9 月の定例会合では金融政策を据え置いた。レーン理事はユーロ圏の経済状況は「概ね予想通り」と認識しユーロ高について注視している旨を表明した。他方で、景気回復の緩慢なペースを踏まえると、現状 2021 年 6 月までとされる PEPP の増額・延長は不可避との見通しが示された。PEPP 延長のタイミングとしては、2023 年までの ECB スタッフ予測が発表される 2020 年

12月の政策理事会が予想され600億ユーロ程度、半年間のPEPP増額・延長を予想する向きが増加した。ECB ラガルド総裁、レーン理事の発言から次回12月の政策理事会における追加緩和（PEPP再延長）の可能性が高まった。資産購入（PEPP）の2021年末までの半年延長と、5000億ユーロの増額が予想コンセンサスとなった。

12月の定例理事会では、まず、2021年の成長率見通しを▲1.1%ポイント下方修正（前年比+3.9%）し、感染第二波からの回復ペースを緩慢なものと予想。コア物価は2020年から2022年まで、それぞれ▲0.1%ポイント下方修正した。政策としては感染再拡大と景気回復の不透明性の高さを背景に資産購入（PEPP）の9カ月間延長と5,000億ユーロの増額、TLTRO3（長期流動性供給オペ）の2021年末までの追加実施などを決定した。

21年1月の政策理事会ではECBは金融政策を維持した。ECBは引き続き物価上昇圧力が弱いとの見方を確認。景気見通しに対する慎重論や、一時的な物価上昇と持続的な物価上昇との区別、ユーロ高への警戒などが指摘された。景気情勢が概ね12月の見通しに沿った動きであるものの、不確実性が高く、リスクは下方にあるとの認識が発表され、1兆8,500億ユーロのPEPPを、全て使い切る必要はないが、必要であれば増やすこともできるとした。また、全てのセクターに対して「良好な金融環境（favourable financing conditions）」であることが今後の判断基準であることも示された。

3月の政策理事会で、市場金利の上昇に対する懸念などを背景に今後のPEPPによる購入ペース加速を決定した。経済見通しは当初のGDP見通しを概ね維持。足元の感染再拡大長期化に伴う下振れを、今後の加速が相殺する見通し。コアインフレ率を、小幅に上方修正したものの、引き続き物価目標を大きく下回る水準と判断している。

4月の理事会では景気・物価は3月見通しに概ね沿った動きとの評価となり、緩和的な金融政策を維持することが決定された。また、次回6月に理事会ではワクチン普及などに伴う景気回復の力強さや市場動向を踏まえ、PEPPの資産購入ペースが改めて検討される予定となった。

6月の政策理事会の決定事項の要約は図3-7である。次の四半期におけるPEPPの購入方針を維持した。現段階で市場金利の上昇が続くことは、景気回復途上のユーロ圏にとって時期尚早（下方リスク）と判断した。また、経済見通しに関してはGDP・物価見通しは上方修正されたものの、コア物価は、2023年まで引き続き2%を下回る見通しと物価高は一時的との予想は不変。21年GDP（前年比+4.6%）は、+0.6%ポイント上方修正した。また、次回見直し改定が行われる9月の政策理事会では、景気回復基調の確認が可能となり、PEPPの購入ペースの減速は、9月に判断される見込みとなった。

図3-7 ECB政策理事会要旨(21年6月10日)

経済見通し	2021・22・23年の成長率は各+4.6%、+4.7%、+2.1%。 (3月見直し:+4.0%、+4.1%、2.1%) インフレ率は、+1.9%、+1.5%、+1.4% (3月見直し:+1.5%、+1.2%、1.4%)
景気現状	・サービス業は、サーベイによると力強い回復を示唆している。製造業も堅調。ただし、短期的には供給制約が問題 ・感染動向とロックダウン解除後の経済の反応(貯蓄の取り崩し)など、不確実性は残っているものの、見直し上のリスクは概ね上下方向にバランス(前回見直し対比改善)
物価	・この数ヶ月、物価は、一過性要因やエネルギー価格の上昇等により、上がっている。年後半は、一過性要因が剥落するまで、さらに上がる見込み ・見直し期間中、コア物価も緩やかに上昇する見込みだが、労働市場のスラックが問題
金融市場	・概ね良好だが、市場金利がさらに上昇した。一部は景気回復見込みを反映したためだが、市場金利の持続的な上昇は、金融環境の引き締めにつながりうる。金融引き締めは、時期尚早であり、進行中の景気回復とインフレ見通しのリスクとなりうる
パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)	・次の四半期は、年初に比べ、購入ペースを明確に加速(前回から不変)。購入ペースに季節性の影響(夏の流動性低下に伴う購入量の減少)はありうる ・PEPP縮小の議論は時期尚早で、議論せず

(出所)ECB、Bloomberg

ECBは7月、物価目標や気候変動対応など、金融政策戦略の見直しを発表した(図3-8)。物価目標は「中期にわたり2%未満だが2%近傍」から「中期にわたり2%」に明確化。「平均インフレ目標」ではないものの、2%からの緩やかな上振れを許容するなど、金融緩和の長期化を示唆した。HICP(ユーロ圏の統一基準消費者物価指数)に、帰属家賃の反映を勧告。HICPは、帰属家賃の反映で、上下方向に振れる公算が大きい。ECBの見直し期間中、2%を持続的に上回るには至らない見込みと発表された。

図3-8 ECB金融政策戦略見直し概略(21年7月8日)

物価	・中期にわたり2%未満だが 2%近傍	・中期にわたり2% ・物価目標からの上振れ、下振れに対照的に 対応してゆく点を強調
分析手法	・物価指標にHICPを使用 ・経済分析と金融分析を、それ それぞれ独立して分析し検証	・複数年かけ、HICPに帰属家賃価格を反 映。当面は現状のHICPを主に活用 ・経済分析と金融分析を統合(金融環境 の安定性をより重視)
気候変動	・2021年から、サステナビリ ティ・リンクド・ボンドを、適 格担保に受け入れ開始	・2024年までの気候行動計画を策定・コ ミット。気候リスクのモニタリング体制 の整備や、担保受け入れ・資産購入時の 気候リスクの開示を求めている予定
戦略見直し		・戦略見直しを定例化。次回は2025年を予定

(出所)ECB、Bloomberg

また、7/22のECB政策理事会では、新戦略・対称的2%目標に沿って、政策金利のフォワードガイダンスを修正した(図3-9)。ラガルド総裁は「時期尚早のタイト化をしない」との考えを示した。フォワードガイダンスは、①見通し期間の中間点でインフレ見通しが2%に達し、②その後も2%程度を維持すると見込まれ、さらに③コアインフレの実績が見通しと整合的に推移するまで、政策金利を維持するものとした。また、PEPPの購入ペースや増枠・延長などに関しては議論はなされず、9月の経済見通しを踏まえて、改めて判断する方針となった。

図3-9 ECB金融政策理事会の概要の中でフォワードガイダンス部分の修正(21年7月22日)

政策金利に関する旧フォワードガイダンス	インフレ見通しが「中期にわたり2%未満だが2%近傍」 に十分に近い水準まで上昇し、 インフレ見通しが目標に収れんする確度がしっかりとし、 収れんがコア・インフレ率の動きに一貫して反映されるまで、 金利を現状または現状以下にとどめる
政策金利に関する新フォワードガイダンス	インフレ見通しが、予測期間の中間点で「2%」に達し、 その後の予測期間も持続的に「2%」で推移すると予測され、 コア・インフレ率の実績が、中期的に「2%」で推移するとの予測と 整合的に、しっかりと推移していると確認できるまで、 金利を現状または現状以下にとどめる

(出所)ECB、Bloomberg

ECB は 9/9 の政策理事会では、ワクチン普及に伴う、足元の景気回復進展を背景に 10～12 月期における PEPP の資産購入ペースを「適度に低いペース」に減速することを決定（図 3－10）。2021 年 GDP 見通しは前年比+5.0%と、前回 6 月見通しから+0.4%ポイント上方修正し、物価も上方修正され、供給制約の長期化に起因する上振れリスクに言及した。PEPP の購入期限終了後の運営などに関しては、12 月の政策理事会で議論される見込みとなった。

図3－10 ECB政策理事会要旨(21年9月9日)

経済見通し	・2021・22・23年の成長率見通しは各+5.0%、+4.6%、+2.1%。 (6月見通し:+4.6%、+4.7%、+2.1%)
	・景気回復が進展。ワクチン接種が進み、経済が再開
	・経済は年内にコロナ危機前水準に回復する見込み
物価	・2021・22・23年のインフレ率見通しは、各+2.2%、+1.7%、+1.5% (6月見通し:+1.9%、+1.5%、+1.4%)
	・足元の物価上昇は、主に一過性要因によるもの
	・供給制約が長期化し賃金上昇につながった場合は物価の高止まり要因に
金融市場やパンデミック 緊急購入プログラム(PEPP)	・インフレ見通しと金融環境が小幅ながら改善したことを受け、PEPPの購入ペースを 適度に減速しても、良好な金融環境を維持できる
	・購入ペースの減速はテーバリングではない
	・四半期ごとの見直しによる調整
	・PEPPの運営等については、12月に議論の予定

(出所)ECB、Bloomberg

(3) 日銀

日銀は新型コロナ感染拡大による景気悪化を支援する目的で 20 年 3～5 月に図 3－11 が示すような CP・社債等買入れの増額、及び新型コロナ対応金融支援特別オペの拡充を決定した。また、5 月の臨時会合において、中小企業等の資金繰りのための新たな資金供給手段を導入。貸付対象先を系統金融機関など大幅に拡充。日銀は、低位の資金供給を行う金融機関を拡充することにより、企業等の資金繰りを支援するとともに、金融市場の安定維持を図るスタンスを示した。

また、6 月の金融政策決定会合（6/15・16）では、企業の資金繰り支援策等の総枠を 75 兆円から 110 兆円に拡充（CP・社債等買入れ：20 兆円、新型コロナ対応特別オペ：90 兆円）した。これは政府の第 2 次補正予算での民間の無利子融資の事業規模拡大を踏まえた措置となった。また、景気の現状判断を「きわめて厳しい状態にある」と下方修正。企業の業況感に加え企業収益の増勢鈍化の明確化を指摘し、黒田総裁は FRB が 2022 年まで利上げを行わない場合、日銀も政策変更は困難との見方を示した。7 月の金融政策決定会合（7/14・15）は政策を据え置いた。

図3-11 20年3～5月会合で決定された金融緩和策

CP・社債、ETF等の 買い入れの増額	・ETF、J-REIT:当面、各年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ベースを上限に買い入れ(残高上限約20兆円) (これまではETF:6兆円、J-REIT:900億円) ・CP等・社債等:各約2兆円、約3兆円の残高を維持。これに加え、2021年3月末までの間、それぞれ7.5兆円の残高を上限に追加の買い入れ (これまでは、CP等:2.2兆円、社債等:3.3兆円の残高を維持)
新型コロナ対応 金融支援特別オペ (3月会合)	・家計債務を含めた民間債務全般を対象担保とする資金供給(利率ゼロ%。対象担保:約25兆円<4月末>) ・利用残高の2倍の金額をマクロ加算残高に加算。利用残高に相当する当座預金へ付利(+0.1%)
緊急経済対策における 無利子・無担保融資を 中心とする適格融資 (5月臨時会合)	・緊急経済対策における無利子・無担保融資や新型コロナウイルス感染症対応として信用保証協会による保証の認定を受け実行した融資等を対象とする資金供給(利率ゼロ%。対象担保:約30兆円) ・利用残高の2倍の金額をマクロ加算残高に加算。利用残高に相当する当座預金へ付利(+0.1%)
国債の更なる積極的な買い入れ	・当面、長期国債、短期国債ともに、さらに積極的な買い入れを行う(保有増加額80兆円をめどとの記載を削除)

(出所)日銀、Bloomberg

9月会合でも政策を維持。コロナ対応策の効果を強調し、菅政権のもとで、政府と協調して政策を進める姿勢を示した。景気判断を全般的に上方修正する一方、設備投資や雇用・所得環境には慎重な見方を維持、感染症の影響長期化による企業や家計の中長期的な成長期待低下や金融システムへの影響を注視するとした。黒田総裁は、日銀が行うオーバーシュート型コミットメントについて、米国と同様に物価が平均2%に達するまで緩和を行うスキームと説明。欧米金融政策が緩和スタンスを強める中、円高リスクが高まる場合、物価のモメンタムが回復するまで低金利を維持するフォワードガイダンスに変更する選択肢も示された。

10月会合でも政策を維持。展望レポートでは2020年度の成長率見通しを下方修正し、感染症の影響長期化による企業や家計の中長期的な成長期待低下や金融システムへの影響を注視するとコメント。11月の名古屋金融経済懇談会(11/4)後の会見で黒田総裁はコロナ収束後も2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、現在の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みを維持する姿勢を示した。11月10日に日銀は地域金融強化のための特別当座預金制度を導入した。

12月金融政策決定会合(12/17・18)では、①「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」の期限延長と②「2%の『物価安定の目標』を実現する観点から、より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」を行う事を決定した。①の期限は2021年3月から2021年9月

(必要があれば、さらなる延長を検討)の上、運用面も若干見直し、②については、『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』の枠組みは変更しないと言及した上で、各種の施策を「点検」の上、3月会合をめぐり結果を公表するとしている。「点検」に基づき、最終的に「ETF(上場投資信託)等の買入れ」の運営(買入れの配分額等)や「成長基盤強化を支援するための資金供給」の変更などにつながる可能性があることが示された。

21年1月金融政策決定会合(1/20・21)では、金融政策について、現状維持を決定した。「貸出増加を支援するための資金供給」、「成長基盤強化を支援するための資金供給」を1年間延長した。

3月18、19日の金融政策決定会合では、持続的な形で、金融緩和を継続していくとともに、経済・物価・金融情勢の変化に対して、躊躇なく、機動的かつ効果的に対応していくことが重要であると判断し、図3-12のような対応を決定した。基本的には、①金融仲介機能への影響を配慮した上での、政策金利の深掘り余地の確保、②長期金利の変動幅 $\pm 0.25\%$ と明確化、③ETF・J-REIT(不動産投資信託)買入れの柔軟化を図るものである。「貸出促進付利制度」については、短期政策金利(の絶対値)と連動することから、金融仲介機能への影響に配慮しつつ、より機動的に政策金利の引き下げを可能とするものである。また、当面の運営としてイールドカーブ全体を低位で安定させることを優先しており、金融緩和スタンスを維持した。

図3-12 YCCの運営とETF・J-REIT買入れについて

YCCの運営

「貸出促進付利制度」の創設(下図)

金利引き下げ時の金融機関収益への影響を貸出状況によって和らげる。

各カテゴリーの付利水準や対象資金供給は今後の状況に応じ決定。

	付利金利	対象資金供給
カテゴリーⅠ	0.20%	コロナオペ(プロパー分)
カテゴリーⅡ	0.10%	コロナオペ(プロパー以外)
カテゴリーⅢ	ゼロ	貸出支援基金・被災地オペ

長期金利の変動幅明確化($\pm 0.25\%$ での変動を想定)

一定期間、連続して指値オペを行う「連続指値オペ制度」の導入

イールドカーブ全体を低位で安定させることを優先

ETF・J-REIT買入れ

年間増加ベースの上限(ETF12兆円、J-REIT1800億円)

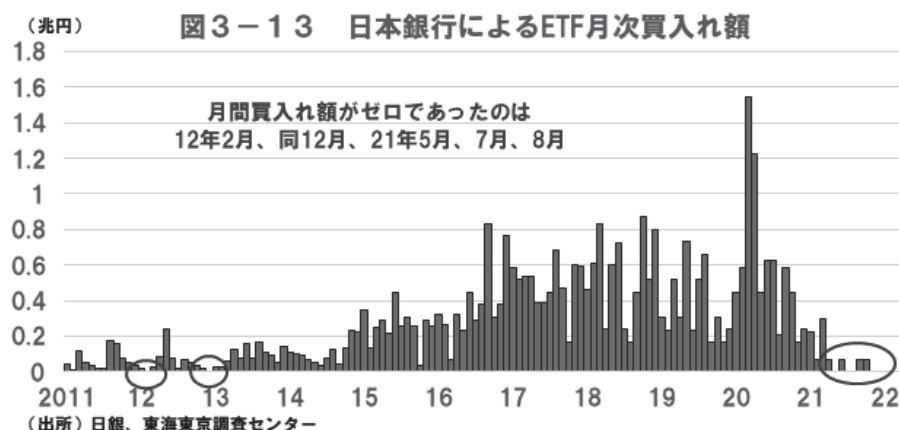
感染症終息後も継続し、必要に応じて買入れ

ETFはTOPIX連動のみ買入れ

(出所)日銀、Bloomberg

4月の金融政策決定会合では、金融政策について、現状維持を決定した。今後も現状の金融緩和の枠組みを長期的に継続する可能性が高まった。また、展望レポートでは、携帯通信料の引き下げの影響を加味し、2021年度の物価見通し（中央値）を+0.1%に引き下げた。2022年度、23年度の物価見通し（中央値）はそれぞれ、+0.8%、+1.0%とし23年4月の黒田総裁任期内では2.0%という「物価安定の目標」達成できないとの見通しになった。

6月の決定会合でも金融政策の現状維持を決定した。同時に新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムの期限を2022年3月末へ半年間延長するとともに、気候変動対応投融资をバックファイナンスする新たな資金供給制度導入を決定した（7月会合で骨子公表、年内目途に実施予定）。一方、5月、日銀はETFの買入れを行なわなかった。図3-13が示すように月間で買入れがなかったのは2012年12月以来の約8年半ぶりであった。



7月金融政策決定会合では金融政策の現状維持を決定した。また、6月に導入を決定した気候変動対応オペの骨子を発表した（図3-14）。気候変動オペは原則2030年度まで実施、マクロ加算残高への2倍加算や付利金利ゼロ%の対象とした。また、成長基盤強化支援オペではエネ

図3-14 気候変動対応オペの概要

原則として2030年度まで実施、21年9月22日から公募開始。

円貨貸付

貸付利率はゼロ%

対象は一定の開示を行っている金融機関
（一定の開示＝気候関連財務情報開示タスクフォースの提言する4項目であるガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標と投融资目標、実績を開示する金融機関）

日本の気候変動対応に資する投融资がバックファイナンスの対象

貸出期間は原則1年。ただし、借り換え利用可。

マクロ加算残高への「2倍加算」を適用

付利金利ゼロ%（カテゴリーⅢ）の対象

（出所）日銀、Bloomberg

ルギー関連企業も対象となっていたため、新たな枠組みとして創設。間接金融による資金調達が中心の日本において融資判断を金融機関が負う形とし、すぐに取り組みを開始できる格好になった。また、展望レポートでは、コロナの影響から2021年度の成長率が前回見通しに比べ下方修正される一方、22年度は上方修正となった。エネルギー価格の上振れなどから2021年度の物価が上方修正。物価見通しは、下振れリスクが大きいとの評価となった。日本銀行によるETF買入れは、3月会合以降大幅に縮小。ETF月間買入れ額は5月に続き、7月もゼロとなった。

9月会合(9/20・21)では金融政策の現状維持を決定した。また、気候変動対応オペの制度設計の詳細「基本要領」を公表した。気候変動対応オペの基本要領では、7月会合で示した骨子の詳細を決定。資金供給対象先の金融機関の開示基準を、「気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)」の提言する4項目(ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標)および投融資目標・実績と明確化したほか、バックファイナンスの対象となる投融資基準について明示した。日本銀行によるETF月間買入れ額は7月に続き8月もゼロであった。

第4章 ここ1年の市場動向

(1) 債券市場

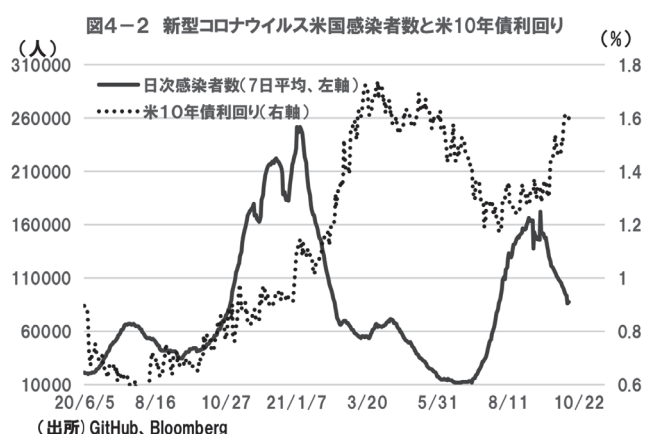
①新型コロナ感染、景気モメンタム、商品市況がキーに

2021年の債券市場はやや軟調な展開となった。図4-1が日米独10年債利回りの推移であるが利回りのピークタイミングが国・地域で若干違っているものの、総じて年初から春に向けての上昇局面、その後夏にかけての低下局面、そして最近までの再上昇局面を描いていることがわ



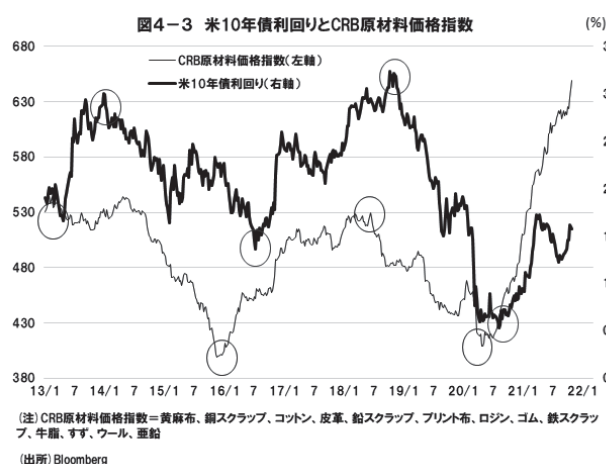
かる。背景には以下3つの要因があったと考えられる。

第1は昨年からはまった新型コロナ感染動向による影響である。図4-2は新型コロナ感染者数と米長期金利の推移であるが年初から春にかけて感染



者が一時減少した局面で長期金利が上昇していることがわかる。経済再開による景気好転を織り込んだ結果であろう。両者はその後、様々な要因が浮上したことできれいな逆相関ではなくなったが長期金利に影響した要因であることに間違いはない。

第2の要因は景気モメンタムである。新型コロナ対策としてバイデン政権は20年12月に8677億ドルの景気対策を決定し、21年3月には総額1.9兆ドル規模の「米国救済計画」を発表している。3月までの長期金利上昇はこれら追加景気対策に対する期待が織り込まれた結果であると考えられる。

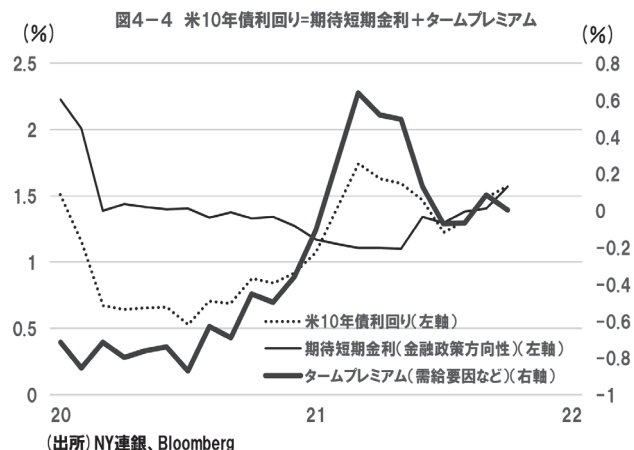


第3の要因は商品市況の高騰である。商品価格は世界景気動向の先行指標である上、インフレの原因でもあり長期金利とのつながりが強い。中でも図4-3で示したCRB基礎原材料価格指数は米10年債利回りに半年程度先行しており長期金利上昇の背景の一つとなっている可能性が高い。

②長期金利上昇要因

一般に長期金利は期待短期金利と時間の経過に対して上乗せされる金利部分であるタームプレミアムで構成されている。NY連銀は特定のモデルを使いその推定値を発表しており図4-4のような推移となっている。

このチャートでわかることは20年秋から21年春までの上昇は主に債券の需給を映したタームプレミアム中心の上昇であったことである。13年に当時FRB議長であったバーナンキ氏がFRBのテーパリング（資産購入の段階的な縮小）を唐突にアナウンスし長期金利が急上昇した



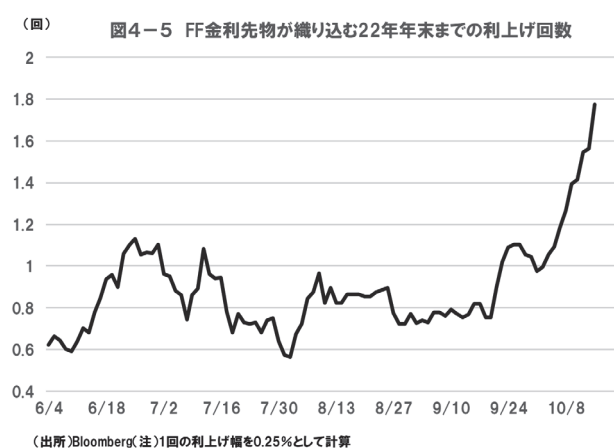
局面があった。当時もタームプレミアム中心の上昇あったが、今回の上昇局面もタームプレミアム主導であるのでおそらく大規模景気対策による債券の需給の悪化懸念が背景であろうと考えられる。

また、図4-4からわかる興味深い

点は21年8月以降の長期金利上昇はタームプレミアム上昇ではなく期待短期金利の上昇によるものであることだ。近い将来の利上げを織り込む長期金利上昇局面というわけだ。

③テーパリング、利上げ見通し前倒し

パウエルFRB議長は今回の高いインフレはサプライチェーン不均衡などによる一時的な現象であると説明している。しかし、各種インフレ指標からは高いインフレが想定よりも長期化する或いは下がっても比較的高位に位置するリスクを示している。この結果6月のFOMC以降、市場は早期テーパリング、早期利上げを織り込み始めた。図4-5はFF金利先物市場が22年末までに何度(利上げ1回=0.25%換算)利上げを織り込んでいるかをチャートにしたものである。市場は足元、年末までにテーパリングが開始され22年年央近辺で終了し、22年年末まで



に1.8回利上げすることを織り込んでいる模様だ。今後は新型コロナの落ち着きに加え、治療薬の登場や米バイデン政権の追加景気対策議会通過の可否、中国の規制強化による景気への影響度合いが長期金利の変動要因として注目されよう。

④月別動向

以下が今年年初から9月までの債券市場の動向をまとめたものである。

【21年1月】

主要先進国の国債利回りは上昇した。新型コロナの感染拡大の影響により個人消費が失速した一方で、設備投資や住宅投資などが堅調に推移したものの、一方でバイデン新政権が発表した追加経済対策を受けて、景気回復期待や国債増発への懸念から利回りが上昇した。日本でも米長期金利の上昇に連れ利回りが上昇した。

【21年2月】

2月の主要先進国の国債利回りは上昇。米国ではISM製造業景況指数など発表される各種マクロ指標の好転が続いていることやバイデン大統領の追加経済対策やさらなる景気回復への期待を背景にインフレ懸念が高まり、長期金利が上昇した。日本でも米長期金利の上昇に連れて利回りが上昇した。

【21年3月】

3月の主要先進国の10年国債利回りはまちまちの動き。米国では追加景気対策が可決されたことなどから景気回復期待が強まり長期金利が大幅に上昇した。日本では2020年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+11.7%と、2期連続のプラス成長となったものの、日銀の金融政策決定会合で大規模金融緩和策に対する政策の点検結果が示され、概ね市場の予想通りであったことから警戒感が薄らぎ長期金利が低下する結果となった。

【21年4月】

4月の主要先進国の10年国債利回は3月同様まちまちの動きとなった。米国では更なる景気回復期待が高まったものの、27~28日実施の連邦公開市場委員会（FOMC）で、早期の量的緩和縮小に関しては、改めて否定し市場の観測を打ち消し、ゼロ金利政策を含む大規模な金融緩和政策を維持したことで長期金利は低下。日本では3回目となる緊急事態宣言が発表されたが、日銀の金融政策決定会合が市場の予想通りだったことなどから、長期金利は小動き。

【21年5月】

5月の主要先進国の10年国債利回りはまちまち。米国で雇用統計が市場予想を下回る内容であったことから景気減速懸念が浮上。また、特にFRB理事がインフレ上昇は一時的との見方を示したことなどから長期金利が低下した。日本では3回目となる緊急事態宣言がさらに延長さ

れることが発表され長期金利はわずかながら低下。

【21年6月】

6月の主要先進国の10年国債利回りは低下した。米国では根強いコロナ感染拡大傾向を受け原材料価格の上昇や一部部品調達が困難となり生産のボトルネックが長引いたことでISM景況指数の低下が続く、景気減速懸念が長期金利の低下圧力となった。イールドカーブはフラット化。日本でも金融政策決定会合で大規模緩和が維持されるなか、長期金利は低下した。

【21年7月】

7月の主要先進国の10年国債利回りは低下基調。FRBは7月27～28日のFOMCでテーパリングについて議論したことを明らかにしたが、足元の物価の上昇加速は一時的とみており、債券購入を減額する時期はデータ次第として、金融緩和を粘り強く続ける姿勢を示し米10年債利回りは低下。日本ではいくつかのマクロ指標が市場予想を下回る内容となったほか、日銀が金融政策決定会合で大規模緩和を維持したこともあり長期金利は低下した。

【21年8月】

8月の10年債利回りは総じて上昇。7月のFOMCでテーパリングについて、ほとんどの参加者が年内に資産購入額の減額を始めることが適当と判断していることが明らかになったことで長期金利は一時大きく上昇した。日本ではコロナ感染拡大が続くなか、日銀の大規模な金融緩和と政策が長期化するとの見方を背景に長期金利はほぼ横ばいだった。

【21年9月】

9月の主要国の長期金利は上昇。米国では利上げ時期の前倒しを示唆したFOMCやインフレ懸念などから長期金利は上昇基調。日本の10年国債利回りも上旬に菅首相の辞任により、次期政権の経済対策への期待が高まり、株価が大幅に上昇したことを受けて、上昇した。

(2) 株式市場

①様々なリスクを乗り越え堅調な展開に

21年の世界株式は新型コロナデルタ株の感染拡大、企業のサプライチェーン問題、FRBテーパリング（リスク資産購入額の縮小）、米国を中心とするインフレ懸念と景気減速、そして夏か



らは中国の不動産会社の信用不安、米国債務上限問題など多くのリスクを抱えながらも図4-6が示すようにOECD世界景気先行指数に沿って堅調に上昇基調が続いている。図4-7は主要な

金融資産の年初から10月15日までのパフォーマンスランキングを示しているが主要国株価指数は総じて債券よりも良好なパフォーマンスを達成していることがわかる。また、図4-8、9が主要日米株価指数の推移であるが、日本では大型株、REIT指数のパフォーマンスが相対的に好調、米国でも規模は大型ながらもナスダック指数など成長株系の指数が相対的に好調であったことがわかる。

図4-7 主要世界金融資産パフォーマンス（年初～10/15）

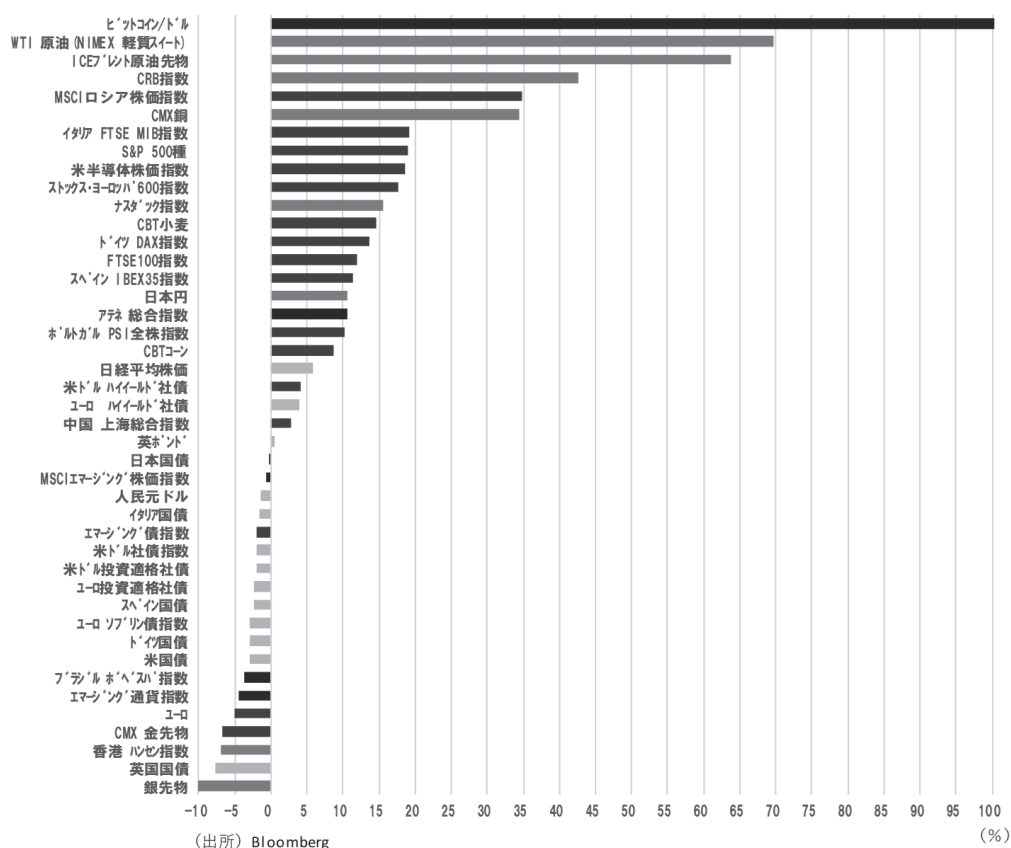


図4-8 日本株指数(2020年初=100)

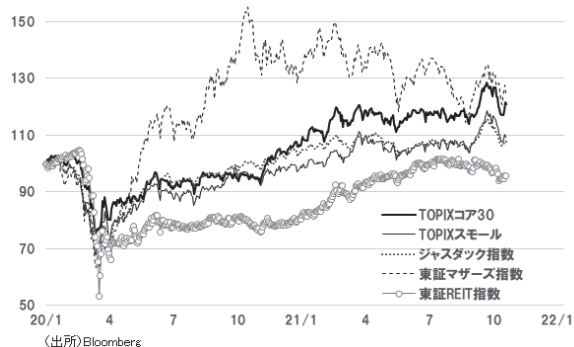


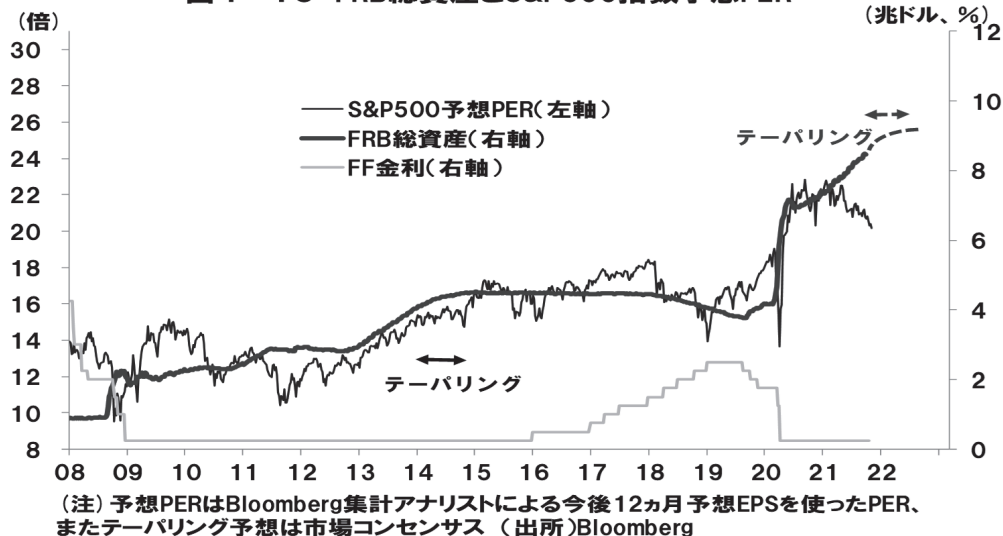
図4-9 米国株指数(2020年初=100)



②インフレ懸念を背景にテーパリング早期実施、利上げ前倒しを織り込む展開

21年の株式相場で注目された点はFRBの政策動向である。年初から景気対策により回復した需要に対し、新型コロナの感染拡大継続を背景とした雇用や生産のボトルネックが供給制約となり物価が上昇。FRBは当初、物価上昇は一過性と表明していたが、6月FOMC辺りから長引くサプライチェーンの問題や求人増環境下でも鈍い増加の雇用などを理由に、インフレが当面継続する見通しに変更し、市場はテーパリング実施時期の前倒しを織り込んだ。このテーパリングや利上げの前倒し観測を懸念し図4-10が示すようにS&P500指数の予想株価収益率(以下PER)は低下した。また、原材料、部品、輸送費価格上昇で企業のマージン悪化が懸念され9月以降は予想1株当たり利益(以下EPS)も伸び悩み指数調整局面を迎えた。ただ、その後予想EPSは再度上方修正されている。

図4-10 FRB総資産とS&P500指数予想PER

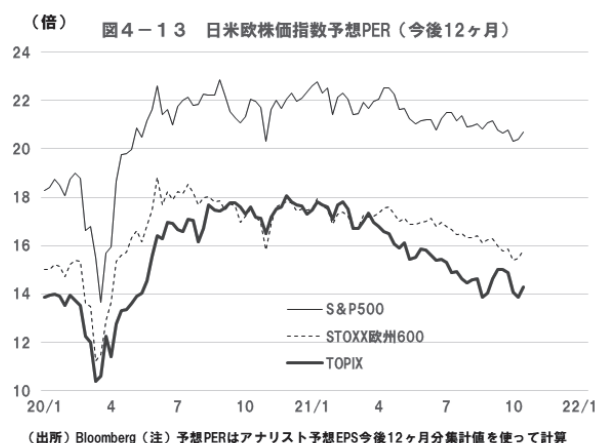
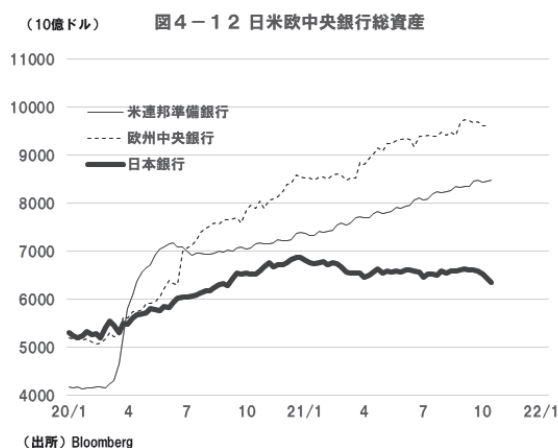


③日銀、政府で揺れる日本株

日本株は日銀、政府の動向を受け欧米株価指数と違う動きとなった（図4-11）。3月までは欧米株式と同様上昇基調を続けたが、図4-12が示すようにその頃から日銀のリスク資産購入額が減少し、ドル換算日銀総資産が減少。その流動性縮小が図4-13が示すように日本株の予想PERを押し下げた形となった。また、政治要因も株価を大きく動かした。9月3日菅首相の辞意発表を受け、次期政権への期待が先行し、海外投資家の買いにより日経平均は9月14



日まで約3000円上昇した。しかし、9月29日開票となった自民党総裁選で岸田氏が選ばれたことを嫌気し急落。結局、日経平均は海外投資家の失望売りで菅首相辞任を契機に上昇した起点水準まで下落した。ただ、一方で米長期金利の落ち着き、円安などを好感し日経平均は反転上昇している。



④月次動向

以下が株式市場の月次動向をまとめたものである。

【21年1月】

1月の株式市場はまちまちの展開となった。1.9兆ドルの追加経済対策への期待を背景に米株価指数は上昇。NYダウは20日、S&P500種指数とナスダック総合指数は25日に史上最高値を

更新。ただ、月末にかけては個人投資家による投機的な売買の影響で相場の変動性が高まったことから、調整色が強まった。日本株は緊急事態宣言が再発令される中、25日、日経平均株価は約30年ぶりの高値（2万8,822円）をつけたが、その後米国株式市場の調整などを受けて、29日は2万7,663円で引けた。

【21年2月】

2月の株式市場は、月半ばまで堅調に推移した後、調整色を強める展開となった。月を通じては上昇基調を維持した形で引けた。米国では、業績回復が続く中、追加経済対策期待や新型コロナワクチン普及による景気回復期待を背景に株価指数が上昇。しかし月後半は25日に米10年債利回りが一時1.61%に上昇したことを受け、調整色が強まった。特に米政府による財政支出拡大観測やFRB高官による金利上昇を容認する発言で長期金利が上昇したことが響いた一方、日本株式市場も日経平均株価が15日に30年6カ月ぶりの一時3万円台となった。

【21年3月】

3月の株式市場は上旬に米長期金利上昇への懸念から下落する局面があったもののFRBがFOMCで緩和的な金融政策の継続を示したことや米国の19兆ドルの追加景気対策、新型コロナワクチン普及による景気回復期待などから持ち直し堅調な展開。日本では日銀が日経平均型のETFを買い入れ対象から外すと発表し伸び悩んだが大枠で金融緩和政策の持続が確認されたことなどで安心感が広がり月間では堅調な展開となった。

【21年4月】

4月の主要国の株式市場は一部を除いて概ね堅調に推移した。米国では8日にパウエルFRB議長が経済回復について不完全かつ不均一と述べたことから長期金利の先高感が後退したことや、23日にISM製造業景況指数が統計開始以来の最高を記録する等、良好な経済指標を受けて、堅調に推移した。一方、日本株は米国の景気・業績回復と長期金利の落ち着きを好感して月上旬は堅調に推移したが、新型コロナ感染拡大に伴う3度目の緊急事態宣言を受けて、下落に転換。

【21年5月】

5月の主要国の株式市場は概ね堅調に推移した。米国株式市場は、上旬良好な決算や経済指標を受けて上昇した。下旬に入ると新型コロナの新規感染者数が減少したことやワクチン接種

の進展、22年度予算案が6兆ドル規模になるとの報道などを受け、堅調に推移。日本株は、米国の景気・業績回復と長期金利の落ち着きを好感して堅調に推移したが、下旬は新型コロナの感染者数の増加や緊急事態宣言の延長の可能性が高まったことなどが重石となった。

【21年6月】

6月の主要国の株式市場は概ね底堅く推移。米国では早期テーパリング見込み、利上げ前倒し予想が示され長期金利が上昇し、一時下落したがバイデン米大統領がインフラ投資で超党派の上院議員と合意に至ったとの発表も好感され堅調に。日本株はFOMCのタカ派的内容を受けて一時急落したことに加え、新型コロナウイルスの感染再拡大懸念から頭の重い展開となった。

【21年7月】

7月の主要国の株式市場は高安まちまちの展開。米国では、変異ウイルスの感染拡大が懸念されつつも、量的緩和の早期縮小観測が後退したことで株価が上昇。特に、グロース株を中心に高値を更新する展開。日本では、変異ウイルスの感染急増が嫌気され、緊急事態再宣言懸念から株価が軟調に推移。また、中国において政府の企業への規制強化を受けて上海総合指数や香港ハンセン指数が大幅に下落したことも日経平均株価の下げの背景となった。

【21年8月】

8月の主要国の株式市場は概ね上昇。米国株式市場は、上旬は総じて好調な決算、中旬は1兆ドルのインフラ投資法案の上院通過、下旬は新型コロナウイルスワクチンの正式承認など多くの好材料に支えられ主要株価指数が過去最高値を更新。日本株は4-6月期決算が想定を大きく上回ったことから好決算銘柄中心に上昇相場となった。

【21年9月】

9月の主要国株価指数は総じて調整。新型コロナウイルス（デルタ株）の感染拡大による米景気に対する不透明感や下院民主党による法人税引上げ案などを受け下落基調で推移した。中国大手不動産企業のデフォルト懸念の浮上やインフレの高止まりや債務上限引き上げに関する懸念から長期金利が上昇したことが嫌気され、再び下落に転じた。日本株は乱高下。菅首相による衆議院解散の観測などを受けて新政権への期待から株価急上昇。中旬には1990年8月以来約31年ぶりの高値を更新。下旬は中国不動産大手の経営危機に対する警戒感や米国株の大幅安など

で大きく下落した。

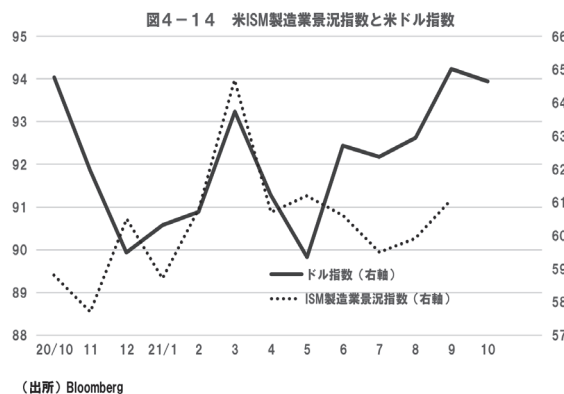
(3) 為替相場

① 3局面に区分されるドル相場

2021年の為替市場は米国の景気動向や金融政策の方向に左右された1年だったと総括されよう。ドルレートの推移をそのトレンドで分類すると年初から春までの景気好転と米長期金利上昇によるドル高局面、4月から6月初旬までの新型コロナ感染下での景気回復の弊害が表面化したドル安局面、高インフレ、F R B金融引き締め前倒しなどを織り込んだ長期金利再上昇を背景としたドル高局面の3つの局面に分けることができると考えられる。

② 景気好転、長期金利上昇を背景としたドル高局面

第1の局面は年初から春までの景気好転と米長期金利上昇を背景とした金利差によるドル高円、ユーロ安局面である。米国は20年春の景気対策に加え20年12月にも8677億ドルの追加経済対策発表実施、金融政策も量的金融緩和を進め景気が大きく回復した。図4-14はISM製造業景況指数とドル実効レート



が続いていることがわかる。また、長期金利も上昇し図4-15のヘッジコスト考慮後の日米長期金利差、図4-16の米独実質長期金利差など両者とも拡大しドル高円安、ユーロ安要因となったことがわかる。

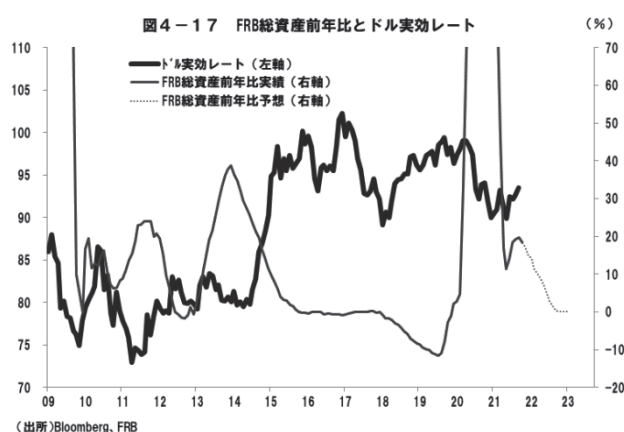


③新型コロナ感染下での新たな問題がドル安要因に

第2の局面は新型コロナ感染下での大規模景気対策の弊害が表面化した4～6月のドル安局面である。図1-23のISM製造業景況指数の各項目を見ると4月以降生産指数や雇用指数が伸び悩み、ISM景況指数が低下していることがわかる。これはコロナ感染下で急激な需要喚起策を打った結果、サプライチェーンに不均衡が生じ原材料、部品の入手が困難となり原材料、部品価格が急上昇したため生産にボトルネックが生じた結果であると考えられる。また雇用のボトルネックも景気対策の一つであった失業保険手当増額の結果、十分な労働者が市場に還流していないために生じた弊害と考えられる。この2つのボトルネックの結果、景気に減速感が浮上り長期金利が低下、金利差縮小からドル安となった。

④インフレ上昇と利上げ前倒し観測によるドル高

第3の局面はインフレ上昇と金融引き締め前倒しを背景とするドル高局面である。FRBや市場はサプライチェーン問題による供給側の問題を背景としたインフレが想定以上に長引きそうだとの見通しにシフトし、テーパリング（リスク資産購入額の段階的縮小）が予想以上に早く実施されるとの見通しが浮上した。その結果、図4-5が示すように6月の段階でFF金利先物は22年年末まで1回（1回＝0.25%利上げ換算）利上げすることを織り込み金利差からドル高要因になったと考えられる。現段階でもFF先物は22年年末までに1.8回の利上げを織り込んでおり図4-15、16が示すように金利差拡大からドル高が進展している。また、FRBの流動性とドル実効レートという視点ではテーパリングによる流動性減少がドル高要因となりそうだ。図4-17はFRB総資産前年比とドル実効レートの推移である。テーパリングが21年年末ま



で実施され市場コンセンサス通り22年年央に終了する前提で計算するとFRB総資産前年比は低下する見込みであり、一定の逆相関であるドル実効レートは上昇する可能性が高そうだ。以上がドルを中心とした2021年の為替市場の相場概観である。

⑤月次動向（主に円ドル動向）

【21年1月】

1月のドル円相場は、上旬に、米ジョージア州上院決選投票での民主党勝利に伴い大規模な財政出動に対する期待が高まったことから米金利が急上昇し、一時104円台へドルが上昇。中旬以降は、103円台後半を中心に小動き。月末にかけては、本邦企業の実需の円売りなどから104円台後半へドルが上昇。

【21年2月】

2月のドル円相場は米追加経済対策への期待が高まったことから米金利が上昇し、一時105円台半ばへ上昇。その後は米雇用統計が市場予想を下回ったことで104円台半ばへ下落するものの、日経平均株価が3万円台に達するなど世界的な株高によりリスク選好の動きが強まり一時106円台に乗せた。

【21年3月】

3月は上旬に米長期金利上昇への具体的な対応を示唆しなかったパウエル議長の議会証言や市場予想を上回る米雇用統計、米追加経済対策の成立期待などから、ドル円相場は109円台へと上昇。中旬は、米FOMCや日銀の金融政策決定会合を控えるなか、109円前後で方向感を欠く展開となったものの、月末にかけては、米国内でのワクチンの早期普及やバイデン政権のインフラ投資計画への期待が高まり、110円台後半へドルが上昇した。

【21年4月】

4月のドル円相場は、複数のFRB高官が強力な金融緩和を維持する姿勢を示したことや、バイデン政権によるキャピタルゲイン増税に対する警戒が強まったことなどからドル軟調地合いとなり、一時107円台半ばへ。月末にかけては、良好な米経済指標などを受けて、一時109円台まで円安・ドル高が進行。

【21年5月】

5月は前半に米国で雇用統計が市場予想を下回った一方、13日のCPIが上振れるなど経済指標がまちまちとなったことなどから、109円を挟んで方向感を欠く展開となった。月後半は米経済指標の下振れが相次いだことから、早期の金融緩和縮小観測が徐々に後退し、108円半ば近

くまでドルが弱含んだものの、月末にかけては、バイデン政権のインフラ投資を巡る思惑から109円台へドルが上昇。

【21年6月】

6月のドル円相場は、上旬の米雇用指標がまちまちの結果となったほか、月半ばにFOMCを控え、109円台半ばを中心に方向感を欠く展開。月後半は、16日のFOMCでタカ派的な姿勢が示されたことや、超党派によるインフラ投資計画が合意に達したことなどを手掛かりに、111円台までドルが強含んだ。

【21年7月】

7月のドル円相場は、上中旬にかけて、市場予想を下回る米経済指標や新型コロナのデルタ株感染拡大懸念などから、一時109円台前半へ下落。下旬は、良好な企業業績が相次いだことなどを受けて主要株価指数が過去最高値を更新したことからリスク選好の動きが強まり、一時110円半ばへドルが上昇。月末にかけては、中国政府による企業規制強化を巡る思惑などからリスク回避の動きが強まり、109円台半ばまでドルが反落。

【21年8月】

8月のドル円相場は上旬に良好な米雇用統計やFRB高官のタカ派的な発言を手掛かりに110円台半ばへ上昇した。中旬には、新型コロナの変異株の感染拡大を受けて景気減速懸念が広がるなか、リスク回避の動きが強まり、一時109円台前半まで円高が進行した。その後は、109円台を中心に一進一退となった。

【21年9月】

9月のドル円相場は、上中旬に米経済指標が強弱入り混じる結果となったほか、22日の米FOMCの結果を見極めたいとの思惑などから109円台後半を中心に一進一退。その後は、米FOMCで金融政策についてタカ派的な姿勢が示されたことなどから、月末にかけて一時112円台までドル高・円安が進行した。

(4) 商品相場

①エネルギー中心に堅調に推移した商品相場

2021年の商品市況は図4-18のブルムバーク商品指数が示すように右肩上がりの上昇基調が続いた。新型コロナ感染の再拡大やワクチン接種の遅れなど悪材料がでたものの、基本的にはワクチン接種の進展や経済正常化への期待が維持され、また世界的な景気拡大による需要増加への期待が高く上昇基調を維持した。

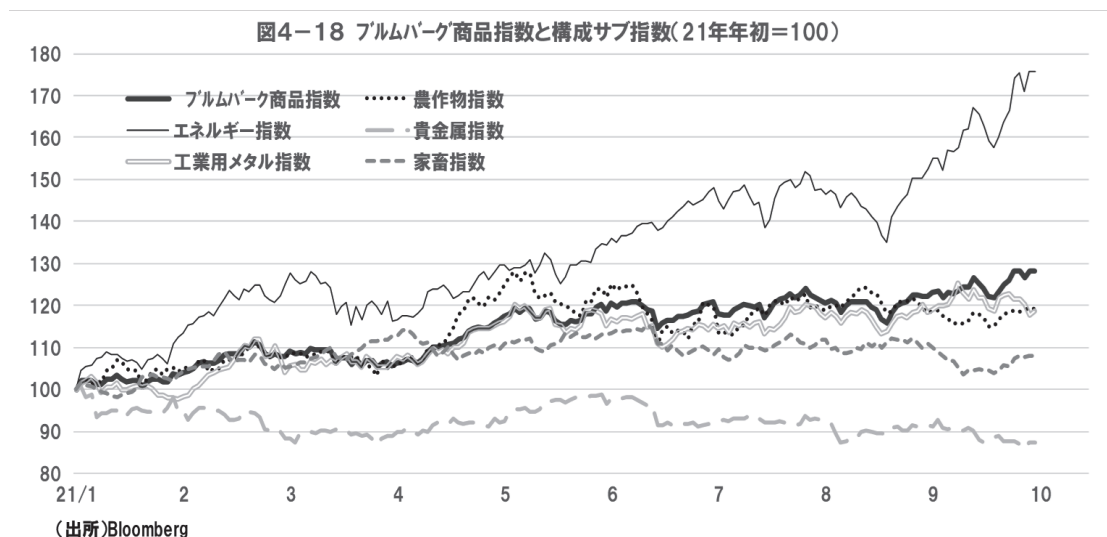
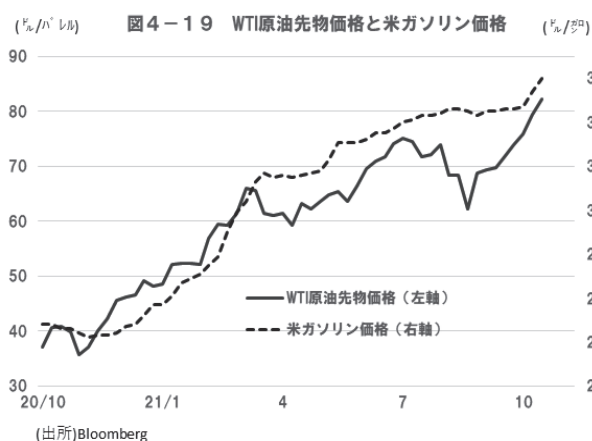


図4-18の5つのサブ指数を見ると原油などを中心としたエネルギー指数が最も上昇率が高いことがわかる。特に図4-19が示すように原油先物価格は年初から約6割程度上昇している。背景には景気回復による需要増大期待に加え、米国やOPEC（石油輸出国機構）の減産が一定程度の需給好転につながったと考えられる。また、併記した米ガソリン価格も年初から3割程度上昇した。一方、金などを中心とした貴金属指数が調整基調となった。これは米景気好転、インフレ上昇を背景とした長期金利上昇で金利差が拡大しドル高が進展したことで、逆相関（図4-20）となっている金など貴金属価格への投資妙味が低下したと考えられる。



今回は2021年にもっとも上昇したエネルギー指数の中心である原油相場について月次でその動向を追ってみた。米国を中心に未だ金融財政政策は景気刺激的になっていることもあり原油などエネルギーへの需要は増加基調が続く可能性が高そうだ。

②月次原油相場動向

【21年1月】

1月のWT I 原油先物価格は、月前半にOPECプラスが3月までの減産継続姿勢を示したことで20年2月以来となる50ドル台まで上昇。OPECプラスは2、3月の減産幅の縮小を、20年12月の合意内容よりも小幅にとどめることを決定。その後は、米国の原油在庫が市場予想を上回って大きく減少した一方、中国での新型コロナの感染再拡大による需要減少懸念の高まりなど強弱の材料が入り混じり、50ドル台前半で一進一退となった。

【21年2月】

2月のWT I 原油先物価格は、上昇傾向が続き、新型コロナが世界的に流行する前の水準へ回復。上旬は市場予想を上回る米経済指標や米国の原油在庫の減少、バイデン新政権による追加経済対策への期待などから50ドル台後半まで上昇。中旬に入ってから、米テキサス州での寒波による原油生産の停止などを手掛かりに、上昇傾向が続き60ドル台に乗せた。その後は、高値警戒感などから一時50ドル台まで弱含んだものの、月末にかけては、リスク選好の動きが続くなか、60ドル台前半へ上昇した。

【21年3月】

3月のWT I 原油先物価格は、上旬に開催されたOPECプラス会議で4月の協調減産幅を概ね据え置いたほか、サウジアラビアが自主減産を継続したことを受けて、一時60ドル台後半へ上昇。中旬にはOPECによる需要見通しの引き下げや米原油在庫の増加、欧州での新型コロナの感染再拡大による需要懸念などから調整した。その後は60ドル近辺で横這い。

【21年4月】

4月のWT I 原油先物価格はOPECプラスの段階的な増産が決定したほか、イラン核合意を巡る協議が進展したことを受けて、制裁緩和が同国の原油生産を拡大させるとの思惑が価格

を押し下げた。中旬はイエメンのフーシ派によるサウジアラビアの石油施設への攻撃や米国の原油在庫の大幅減少から需給のタイト化が予想され、60ドル台半ば近くまで上昇。月末にかけては良好な米経済指標を受けてガソリン需要拡大への期待などから65ドルへ戻した。

【21年5月】

5月のWTI原油先物価格は、月前半に、米欧での新型コロナワクチン接種の進展などから経済正常化への期待が高まった一方、インドでの感染再拡大やOPECの需要見通しの下方修正が重石となり、65ドルを挟んで一進一退の展開。月後半は、イラン核合意の協議進展により原油需給が緩和するとの思惑で一時60ドル近くまで下落したが、世界株高によりリスク選好の動きが強まり60ドル台後半へ上昇。

【21年6月】

6月のWTI原油先物価格は上昇基調。上旬に、新型コロナワクチン接種が進展する欧米などで景気回復期待が高まり、その後も、コロナ感染の落ち着きやOPECが21年の米シェールオイルの生産回復は限定的との見方を示したことで月末にかけて70ドル台半ばへ上昇。

【21年7月】

7月のWTI原油先物価格は、月前半に、70ドル台後半へ上昇。月半ば以降は、新型コロナの変異株に対する懸念や、OPECプラスの8月以降の増産合意を受けて一時60ドル台後半まで急落。下旬にかけては、世界的な株高などリスク選好の動きが強まり70ドル台前半へ反発。

【21年8月】

8月のWTI原油先物価格は、中旬にかけて米国にて新型コロナのデルタ株の感染が拡大したことや、IEAによる需要見通しの下方修正、シェールオイル企業のリグ稼働数の増加などで一時61ドル台へ急落。下旬以降は米原油在庫の取り崩しが市場予想以上だったことで上昇。

【21年9月】

8月末のメキシコ湾へのハリケーン襲来で7月以来の高値である70ドル台半ばへ上昇。10月OPECプラス会合では増産ペース現状維持となりそうなことや、米国のシェールオイル生産回復の遅れ、欧州に端を発する天然ガス価格上昇により、当面は原油価格の上昇が続くそう。