



## 正常化テンポを速める米金融政策

調査研究部 専門研究員

古金 義洋

### ○FRB、バイデン政権ともにインフレ抑制が最優先課題に

米国はコロナショックに対応して実施されたゼロ金利政策、量的金融緩和などの金融緩和策の正常化を速めている。

1月25～26日のFOMC（米連邦公開市場委員会）後に発表された声明では、ゼロ金利政策について「インフレ率が2%を大きく上回り、労働市場に力強さがみられる状況で、委員会はFF（フェデラルファンド）金利の誘導目標レンジ引き上げが近く適切になると見込んでいる」と述べた。

また、量的金融緩和については、前回12月のFOMCで今年半ばまでにテーパリング（量的緩和政策による金融資産の追加購入額をゼロに向けて減額していくこと）を終えると述べていたが、今回はさらに一歩進め「FF金利誘導目標レンジの引き上げプロセスを開始した後に（購入した金融資産残高の削減を）実施する」と述べ、量的金融引き締め（Quantitative Tightening、QT）を始める方針を示した。

3か月に1回発表されるFOMCメンバーの経済・金利予想によれば、前回12月FOMC会合での2022年末FF金利予想は0.875%となっていた。0.25%の利上げが年内3回相当実施されることが見込まれていたわけだが、今回、パウエルFRB議長はFOMC後の記者会見で「委員会は3月会合でFF金利を引き上げることを意識している」と述べ、毎会合で利上げを決定する可能性も排除しなかった。

このような金融政策正常化に向けた動きの

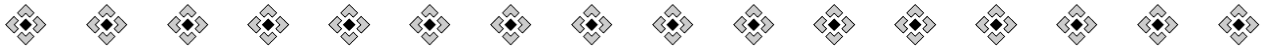
背景には、FOMC声明で述べられている通り「インフレ率が2%を大きく上回り、労働市場に力強さがみられる」ことがある。FRBには最大雇用と物価安定という2つの責務があるが、前者の最大雇用については達成されつつあり、これに対して、インフレ率が目標の2%を大きく上回る状態が続いている。当然、FRBとしては後者の物価安定に政策の重点を置く必要がある。

昨年秋頃までインフレが一時的として容認してきたFRBへの政治的な圧力も強まっている。国民世論が物価上昇に対して反発を強めるなか、来年11月に中間選挙を控えたバイデン政権にとって、インフレ抑制が最優先課題になっているためだ。

今回、パウエルFRB議長が再任され、ブレイナード理事が新たに副議長に指名された。ブレイナード理事は、雇用重視のハト派として知られるが、1月13日の米上院委員会の指名承認公聴会では「インフレ率は高過ぎて、全米の勤労者は自分たちの給与がどの程度までそれを反映することになるのか心配している」「当局の金融政策運営は誰も置き去りにすることのないような景気回復を維持しつつ、インフレ率を2%に落ち着かせることに重点を置いている」と述べ、労働者の立場からもインフレ抑制が必要との考えを示した。

### ○失業率4%割れで賃金インフレの懸念が高まっている

2021年12月の米雇用統計によれば失業率は3.9%に低下した。「最大雇用」について、ク



ラリダFRB前副議長は21年8月の講演で「失業率が3.8%に低下するとFOMCが予想する22年末に最大雇用が達成されるだろう」と述べ、間接的に「失業率3.8%」を最大雇用の目安として示していた。FRBの責務の一つである最大雇用の状況に近づいていることは確かだろう。

失業率低下に伴い、賃金上昇率は加速している。12月の時間当たり賃金前年比は4.7%と前月の5.1%から鈍化したが、これは前年12月が感染拡大の影響でヘルスケアサービスの賃金が急上昇し、その反動によるものだ。3か月年率換算での12月の賃金上昇率は6.2%と高水準で推移している。

図1は失業率と賃金上昇率（前年比）の関係を描いたフィリップス曲線だ。景気拡大局面では失業率が低下（労働需給が逼迫）し、それに伴って賃金上昇率は加速していく。つまり、景気拡大局面では時間の経過とともに、図のなかでの両者の組み合わせとなる点は、徐々に左上方向に動いていくのが普通だ。

コロナショック前の2019年までの両者の関係をみると、失業率が低下するなかでも賃金上昇率がほとんど高まらず、フィリップス曲線は水平になったとの見方も増えた。

だが、失業率4%未満での両者の関係はコロナショック前とは違ったものになる可能性がある。1960年代後半においては、失業率が3.4~3.5%程度に低下するなかで、賃金上昇率は7%近くに急加速し、垂直に上がってい

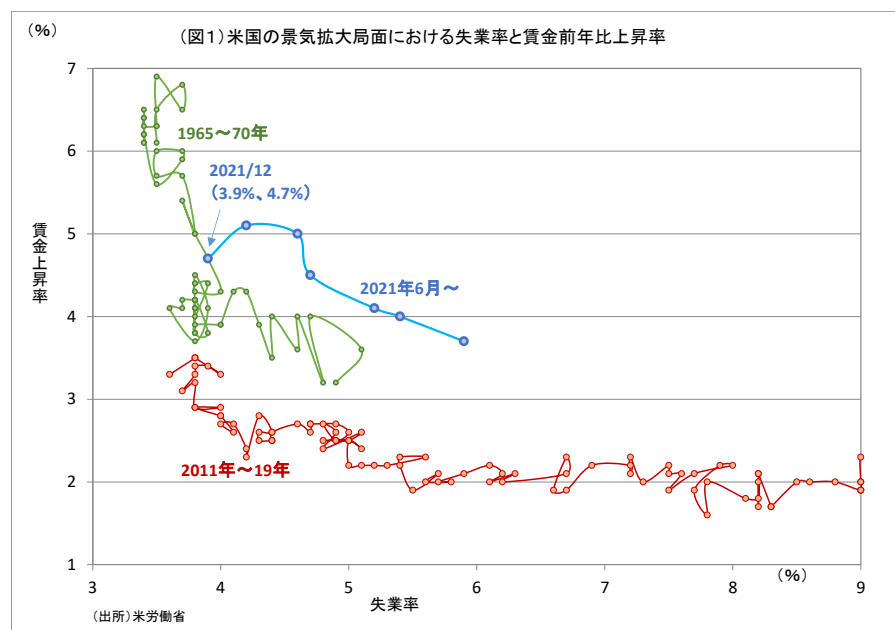
った。今や3%台の低失業率下の1960年代後半のような賃金上昇がコストプッシュインフレを招き、さらにインフレ期待が賃金を押し上げるといった悪循環になるおそれができている。

過去の経験では、いったん利上げが始まると、FOMC会合ごとに、年2~3%ポイントのペースで急速な金利引き上げがなされるのが普通だ。

利上げペースが緩やかだったのは、前回リーマンショック後の2015年12月~18年12月のケースだが、あくまでもこれは例外的だった。この時は、インフレ率が目標の2%に達しておらず、一方、労働市場には「スラック（余剰）」があったため、様子見しながらの緩やかな利上げがなされた。政策スタンスがインフレ抑制重視になっているとすれば、過去の一般的なケースのように毎会合での利上げがなされても不思議ではない。

### ○本当にインフレを抑制しようとするればより強力な引き締めが必要になる可能性も

1990年代以降、グローバル化の影響などに





より低インフレが定着し、インフレを抑える必要性は薄れていたが、引き締め政策などであえてインフレを抑制しようとした場合、その影響は意外に大きい。

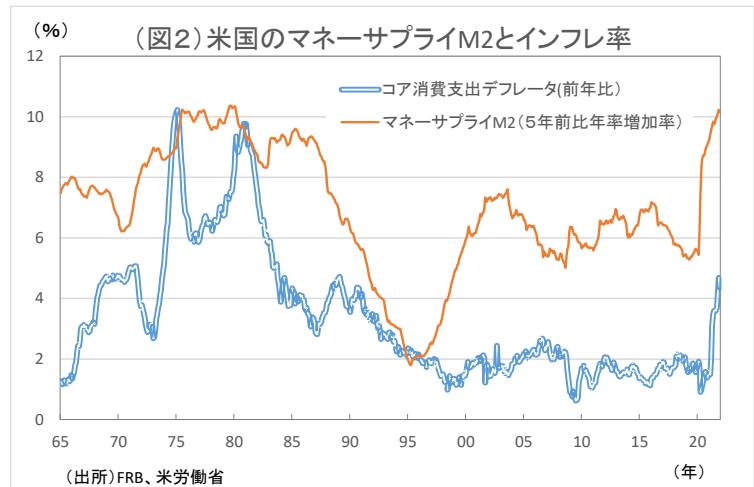
1%を抑えるために犠牲となるGDPがどの程度かを示した数字が、Sacrifice Ratio（犠牲比率）と呼ばれる。Bomfim (1997)が集計した、米国の過去のSacrifice Ratioの推計値をみると、インフレ1%低下のために犠牲になるGDPは2%弱～4%という推計値が多い。

仮に、3%として、直近の4.7%のコア消費支出デフレーター前年比をFOMCの22年末予想通り2.7%に低下させようとするれば、GDPを6%減少させなければいけない計算になる。

6%のGDP減少は言うまでもなくリセッションに相当する。つまり、リセッションにならないければインフレを沈静化させることはできないということになる。ここまでインフレを容認してしまった以上、それを落ち着かせるための犠牲は極めて大きい。

量的引き締め（QT）のインフレ抑制効果も不透明だ。コロナショックに対応してばらまかれたお金がQTで吸収されるわけではないからだ。今回の量的金融緩和は、大盤振る舞いの財政支出をFRBのバランスシート拡大でファイナンスするものだった。そのため、FRBのバランスシート（マネタリーベース）だけでなく、民間銀行組織のバランスシート（マネーサプライ）も拡大し、企業や家計も銀行預金などの形で過剰なお金を持つようになった。

FRBは、購入した国債が満期になったあと再投資を行わないという形で、比較的、簡



単にFRB自身のバランスシートを縮小させていくことができる。だが、それはマネーサプライを減らすわけではない。QTが行われても、市中の過剰流動性は変わらず、それが根強いインフレ懸念につながる。

1979年に当時のボルカーFRB議長は、インフレ抑制のために、マネーサプライをターゲットにしてそれを抑制する政策をとった。マネーサプライを減らすには、少なくとも民間から資金を吸い上げるなど、より強力な引き締め策が必要で、当時も、そのために金利は大幅に上昇した。

米国のインフレはFRBの金融緩和政策が一因だ。腰の入った姿勢で緩和政策を正常化し、さらに引き締めていかなければインフレは抑制できない可能性がある。

#### 参考文献

Bomfim, Tetlow, Muehlen & Williams (1997)  
 "Expectations, learning and the costs of disinflation"