



インフレ抑制に苦悩した米国1970年代の教訓とは？

調査研究部 専門研究員

古金 義洋

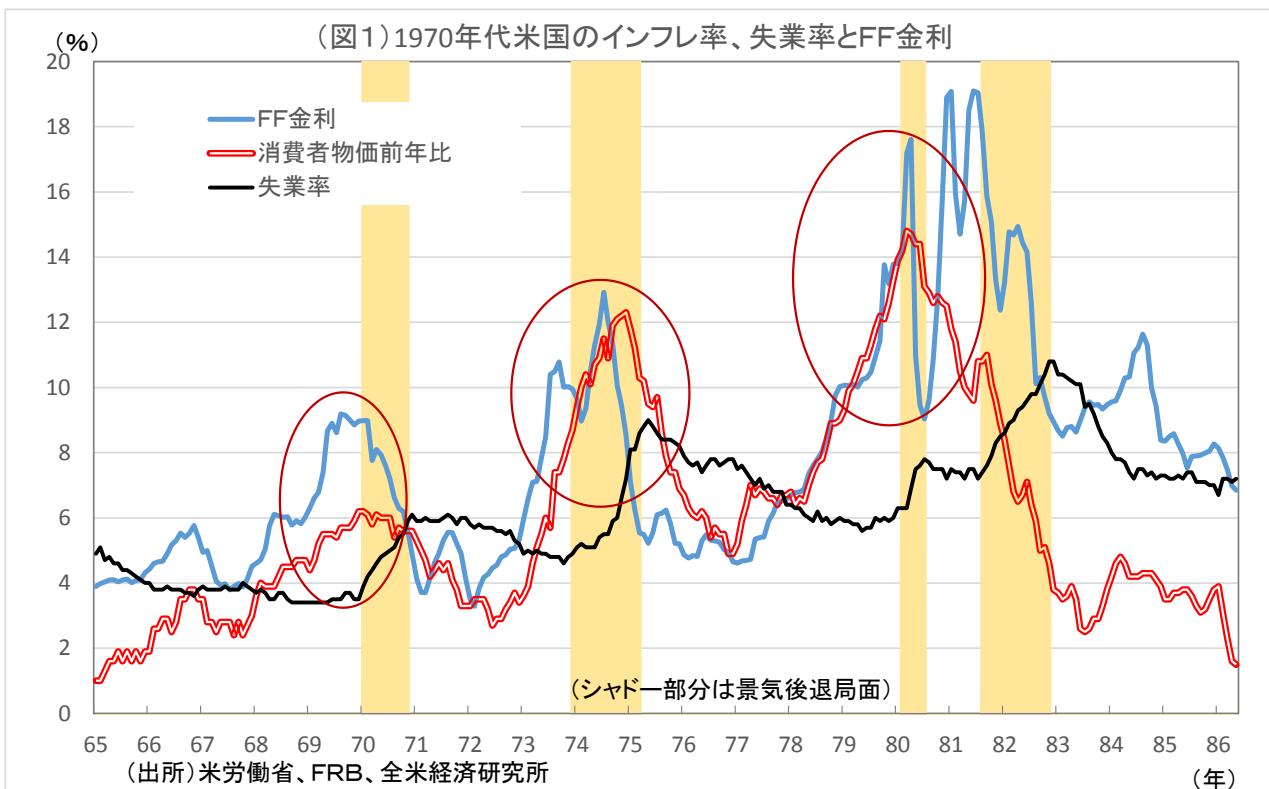
○1970年代は現在と類似するスタグフレーションの経済環境

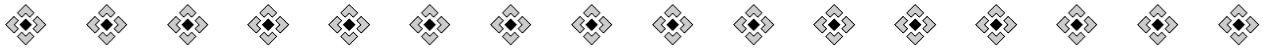
パウエルFRB（米連邦準備制度理事会）議長は8月26日のジャクソンホール会合での講演で「インフレ抑制策は痛みをもたらすが物価の安定を取り戻せなければ、さらに大きな痛みを伴う」と述べ、インフレ抑制を最優先に金融引き締めを続けていく姿勢を明確にした。1970年代の経験を引き合いに出し、その教訓をもとに、インフレ期待の安定を確認できるまで、強力かつ迅速に金融引き締めを行っていかとも述べた。では、1970年代の教訓とは何だったのか。詳しくみてみよう。

1950年代から長くFRB議長を務めたウィリアム・マーチン議長の後を引き継いで、1970年代にFRB議長として金融政策運営を指揮

したのはアーサー・バーンズ議長（1970年2月～1978年3月）、ウィリアム・ミラー議長（1978年3月～1979年8月）、ポール・ボルカー議長（1979年8月～1987年8月）だ。

1970年代当時の米国経済は、ニクソンショック後の継続的なドル安と二度にわたる石油ショックにより、現在と類似するスタグフレーション状況下にあった。そうした環境下で物価安定というFRBとしての責務を十分に果たせなかったとして評判が悪かったのはバーンズ議長だ。とりわけ1972年、76年の大統領選挙などに配慮した金融緩和が問題視された。コロンビア大学教授からの転身だったが、『FRB議長 バーンズからバーナンキまで』（レナード・サントウ著）によれば「政治家からの圧力には必要以上に動揺」する人物だ





ったとされる。これに対し、ボルカー議長はインフレ抑制を最優先し、景気を犠牲にした徹底した金融引き締め策をとった。

以下では、1970年～80年代初頭の経済状況と金融政策について、①高インフレに対してどのような金融引き締めがなされたか、また、リセッション（景気後退）下でも引き締めが維持されたか、②インフレが抑制されるまでの程度の時間がかかったか、③景気面での程度の犠牲があったか、についてみていくことにする。

図1は1960年代後半から80年代前半にかけての、インフレ率（総合消費者物価前年比上昇率の数値）、FF金利、失業率の推移をみたものだ。シャド一部分は全米経済研究所による公式のリセッション時期を示している。

ここでインフレ率の動きに注目すると、図1の赤丸で示した通り、3つの大きな山があった。3つの山のピークはそれぞれ1969年12月の6.2%、74年12月の12.3%、80年3月の14.8%で、徐々に切り上がっていった。

○教訓1…リセッション入りですぐに金融緩和されるとインフレは十分抑制できない

では、高インフレに対応した金融引き締めがどのようなもので、リセッション下でも金融引き締めが維持されたのかをみてみよう。

リーマンショック後はFF金利がインフレ率を下回るマイナスの実質金利状況が続いており、それが当たり前のように思われているが、前述したレナード・サントウ著『FRB議長』によれば、「一般的には、実質FF金利が約3%以上であれば、金融がタイトな状況にあるとみなされたものである。これが1%以下ならば金融緩和状況とされ、2%前後であれば適正であると考えられてきた」。つまり、プラスの実質FF金利が普

通の状態であり、3%以上の実質プラス金利が引き締めだった。

当時のFF金利とインフレ率との関係を見ると、インフレ率の第1の山のピークで、リセッション入り時期に当たる1969年12月時点では、FF金利がインフレ率を3%以上上回っていた。利上げを行っていたのはバーンズ議長の前任のマーチン議長だ。ところが、70年2月にバーンズ議長が就任するや、インフレ率がお高水準ななかで、景気悪化に対応した急速な利下げが実施された。

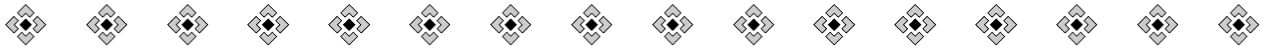
インフレ率の第2の山の近辺でも、リセッション入り前はFF金利がインフレ率を3%程度上回る金融引き締めが実施されていた。石油ショックのため、リセッション入り後もインフレが加速し、しばらくはそれに合わせてFF金利も引き上げられていた。しかし、失業率が急上昇し始めると、高インフレのなかで金融政策は景気配慮型に転換され、急速な利下げが実施された。表1にみる通り、特に1973年11月のリセッション入り後は実質FF金利が急速に低下し、金融政策が急転換されたことがわかる。

インフレ率の第3の山近辺で金融政策に当たったのはミラー、ボルカーの両FRB議長だ。1978年3月から短期間、FRB議長に就いたのは、実業界出身のミラー議長だ。図にみる通り、ミラー議長はインフレ率の上昇に沿ってFF金利を引き上げていった。だが、利上げはインフレの後追い気味で、FF金利

(表1)リセッション入り前後の実質FF金利 (%)

リセッション入り年月	リセッション入り前	リセッション入り後
1969年12月	3.2	2.4
1973年11月	2.9	0.3
1980年1月	0.2	-0.5
1981年7月	6.8	5.4

(注)実質FF金利はそれぞれリセッション前後6か月間の平均値で、FF金利から消費者物価前年比上昇率を差し引いたもの



は消費者物価上昇率とほぼ同水準（つまり実質FF金利はほぼゼロ）だったため、インフレ抑制効果が限定的だったと考えられる。結果的にインフレ率は15%近くまで上昇していた。

インフレに歯止めがきかない状況に対応して、1979年8月にFRB議長となったボルカー氏はそれまでのインフレに甘い政策を大きく転換し、同年10月、マネーサプライを操作目標に置いた、厳しい金融引き締め策の実施に踏み切った。これによって、景気は悪化した。インフレ率は80年3月の14.8%をピークに低下していった。強力な引き締めは長く続けられ、図1にみる通り、1981~82年中、FF金利は乱高下しながらも、インフレ率を5~8%程度と大幅に上回る実質プラス金利状態で推移した。

景気は1980年1月にリセッション入りし、その後、80年7月にいったん回復に転じたが、81年7月から再びリセッション入りするという、深刻かつ長期の悪化となった。ボルカー議長が、景気を犠牲にし、インフレ抑制を最優先した金融引き締めを実施していたことは間違いない。

○教訓2…リセッション入り後もインフレ抑制にはかなりの時間がかかる

次に、3つのインフレの山でそれぞれインフレ抑制にかかった時間がどの程度だったかをみてみよう。ここでは米国経済のリセッション入りからインフレ率が2%台に低下するまでの時間をみることにする。

第1の山で、インフレ率がピークである1969年12月の6.9%から2%台に低下したのは72年6月だ。リセッション入りしたのも69年12月だったが、リセッション入りから4%ポイント程度のインフレ率低下に2年6か月

という長い時間がかかった。景気が悪化したことはインフレ率を低下させた要因だが、その一方で、景気悪化により金融政策が緩和に転換され、インフレ抑制が後回しになったということがインフレ抑制までの期間を長期化させた可能性がある。

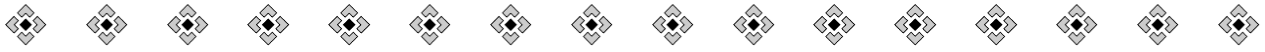
第2の山では、そもそも、インフレは抑制されたと言える状態にまで至らなかった。1973年11月にリセッション入りしてから3年経った76年11月でもインフレ率は4.9%だった。これを底に、結局、インフレ率は反転上昇していった。

この時、インフレ抑制が十分でなかったことが禍根を残すことになる。つまり、実際のインフレ率が高止まりしたまま上向いたことで長期的なインフレ期待が上昇し、そのために賃上げ要求の高まり→賃金コスト上昇→価格転嫁による物価上昇→賃上げ要求、といった悪循環に陥ってしまったと考えられる。

第3の山では、1980年3月に14.8%まで上昇したインフレ率が2%台に低下したのは83年6月のことで、80年1月のリセッション入りから数えると3年5か月かかった。

○教訓3…高インフレを抑制するには景気面での大きな犠牲が必要になる

最後に、パウエル議長が「インフレ抑制策は痛みをもたらすが物価の安定を取り戻せなければ、さらに大きな痛みを伴う」と述べた通り、インフレ抑制には景気悪化（失業率上昇）という犠牲が必要と考えられるが、それがどの程度だったか。3つのインフレの山の低下局面における、インフレ率の低下幅と失業率の上昇幅から、1%ポイントのインフレ率低下に対応して、それぞれ、どの程度の失業率上昇があったのかを計算してみる（表2参照）。



第1の山では、インフレ率は6.2%から2.7%に低下し、失業率は3.5%から6.1%に上昇した。両者の比率から、インフレ率1%ポイント低下に要した失業率上昇は0.74%ポイントだったということになる。

(表2)インフレ率低下と失業率上昇の関係 (%)

	インフレ率の低下			失業率の上昇			B/A
	ピーク	ボトム	低下幅(A)	ボトム	ピーク	上昇幅(B)	
1969年以降	6.2 69/12	2.7 72/06	3.5	3.5 69/12	6.1 70/12	2.6	0.74
1973年以降	12.3 74/12	4.9 76/11	7.4	4.6 73/10	9.0 75/05	4.4	0.59
1979年以降	14.8 80/03	2.5 83/07	12.3	5.6 79/05	10.8 82/11	5.2	0.42

同様に、第2、第3の山でのインフレ率1%ポイント低下に要した失業率上昇幅を計算すると、それぞれ0.59%ポイント、0.42%ポイントだ。

幅はあるが、1%ポイントのインフレ率低下のために、失業率は0.42~0.74%ポイント上昇する必要があったということになる。

○インフレ抑制にはより強力な金融引き締めのほか予想以上の時間と犠牲も必要になる

こうした1970年代の教訓から現状に当てはめてみよう。

第1に、高インフレに対応した金融引き締めが行われているのか。

パウエル議長は確かに、急速な利上げを実施しているが、9月時点ではまだFF金利は3.0~3.25%と消費者物価前年比(8月8.2%)を大幅に下回り、実質FF金利は大幅なマイナスの状況にある。評判の悪かったバーンズ議長でもリセッション前は実質FF金利を3%程度まで引き上げていた。それと比べると昨年秋まで「インフレは一時的」として長くインフレを容認してきたパウエル議長の過去の失点は大きい。

しかも、いざ米国経済がリセッション入りした場合、パ

ウエル議長の政策のかじ取りがどう変わるかについても不透明だ。現在の米国の雇用状況は極めて良好で、金融引き締めを迷う必要はない。パウエル議長がタカ派発言を続けられるのも米国経済が悪くないからだと言えない。1970年代の教訓は、FRB議長としての本当の資質が試されるのは経済がリセッション入りしてからだったことがわかる。リセッション入り後は政治的な圧力も強まるだろう。そうしたなかで簡単にインフレ抑制の姿勢を緩めるのであればFRB議長の信認は保てないだろう。

第2に、インフレ抑制にはボルカー議長が実施したような強力な引き締めでもかなりの時間がかかったことがわかる。

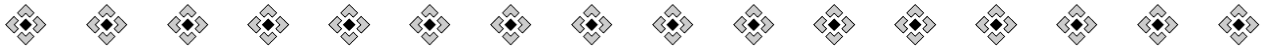
ところが、金融市場ではインフレが急速に収束すると予想されている(表3参照)。9月のFOMC(米連邦公開市場委員会)会合におけるFOMCメンバーの経済・物価予想(メンバーの予想の中央値)によれば、FRBがインフレの目標とする個人消費支出デフレーターの前年比上昇率は7月の6.3%から22年10~12月に5.4%、23年10~12月に2.8%と鈍化する見通しで、インフレ率は来年中に2%

(表3)FOMCメンバーの経済・物価予想(9月FOMC) (%)

	2022	2023	2024	2025
実質GDP	0.2	1.2	1.7	1.8
失業率	3.8	4.4	4.4	4.3
個人消費支出デフレーター	5.4	2.8	2.3	2.0

(注)実質GDP、個人消費支出デフレーターは各年10~12月の前年同期比、失業率は各年10~12月の平均値

(出所)FRB



台に抑制されると見込まれている。米国経済がリセッション入りしてからインフレ率が2%台に低下するまでに2年半～3年5か月かかった1970年代の経験から言えば、この見通しは楽観的過ぎるように思われる。

米国の債券市場はより急激にインフレが鎮静化するとみている。1年もの国債利回りと実質金利に相当する1年もの物価連動債利回りから計算される1年ものブレイクイーブン・レート（＝予想インフレ率）は9月25日時点で1.7%となっている。債券市場は来年9月のインフレ率が前年比1.7%になると予想していることを意味するが、よほど深刻なリセッションでもなければ、今から1年余りでインフレ率が1%台に低下することは考えにくい。

第3に、1970年代の経験からインフレ率抑制には相応の景気悪化あるいは失業率上昇という犠牲が必要だが、FRBはこの点に関しても極めて楽観的だ。

1970年代の失業率とインフレの関係をみると、インフレ率の1%ポイント低下に要する失業率の上昇幅は0.42～0.74%ポイントだった。仮に、現在の8.5%のインフレが6%ポイント低下し2.5%になるとすれば、それに伴う失業率の上昇は2.5%ポイント～4.4%ポイントとなる計算だ。8月時点で3.7%の失業率は6.2～8.2%程度に上昇しなければならないことになる。

これに対して、FOMCメンバーの失業率予想（予想中央値）は22年10～12月が3.8%、23年末が4.4%となっている。確かに失業率は上昇すると予想され、インフレ抑制策による「痛み」が想定されているが、1970年代の経験によれば、3.7%から4.4%程度への0.7ポイント程度の小幅な失業率上昇では、インフレ率はほとんど低下しないだろう。

タカ派に変身した感があるパウエル議長だが、実質FF金利の水準からみると現在の金融政策はなお緩和的で、評判の悪かったバーンズ議長のレベルにも届いていない。また、パウエル議長がボルカー議長のようなインフレファイターになっているかどうかは、米国経済がリセッション入りした後の行動によって判明するだろう。

さらに、米金融当局を含めて金融市場ではインフレが急速に低下し、しかも景気の悪化は最小限にとどまるのではないかという期待が根強いが、1970年代の経験から言えばそうした楽観的な期待は実現しそうにない。今の高水準のインフレを抑制するには、それなりの犠牲と時間が必要と考えられる。