

高インフレに対峙する米国金融政策

～景気配慮の金融引締めではインフレ抑制効果は限定的～

<要旨>

米国のインフレ率(CPI)は、2022年6月に前年比+9.1%に達した。FRBが高インフレに対峙し、インフレ抑制を優先させた金融引締めを実施するのは、1980年代前半のボルカー議長時代以来となる。FRBは景気に配慮する姿勢も滲ませるが、果たしてインフレ抑制と失業率を限定的な上昇に留めることは両立可能なのだろうか。

ボルカー議長時代のFRBは、10%を超えるインフレ率に対して、金利が15～20%程度まで上昇するほどの厳しい金融引締めを実施した。その結果、失業率が10%を超えるほどの景気悪化を経て、インフレ率を低下させた。この間、期待インフレ率も現実のインフレ率に伴って上昇し、大幅な失業率の悪化を以ってしても、インフレ抑制には3年程度の時間を要した。

時系列分析の結果によれば、失業率の上昇がインフレ率を低下させる効果はそれほど大きくはない。また期待インフレ率の上昇は、インフレ率を長期に亘って押し上げる。

FRBが6月FOMCにおける見通しで示した4.0%台前半程度への失業率の上昇では、インフレ抑制効果は限定的である。そのため、先行きのインフレ率は、金融政策の及ばないコモディティ価格や供給制約など供給側の要因に左右される度合いが大きくなる。今後、労働参加率がコロナ禍前に戻らず労働需給のひっ迫が続く中、エネルギー・食料を除くコアCPIを構成する広範な財・サービスの価格上昇が加速し、FRBが目標とする2.0%まで短期でインフレ率を低下させることが出来ない可能性がある。

1. はじめに

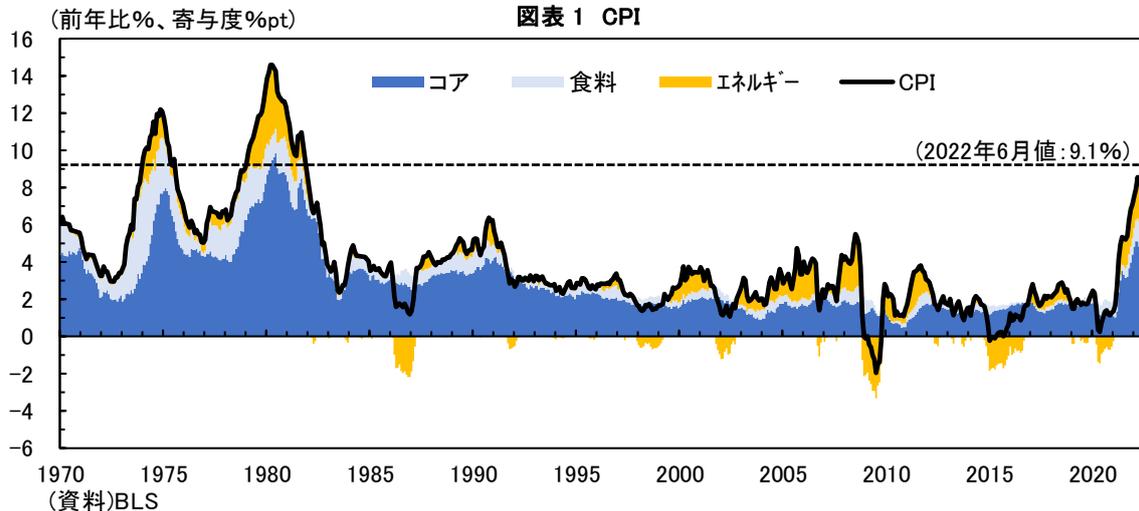
米国のインフレ率(CPI)は、2022年6月時点で前年比+9.1%と1980年代以来の水準まで高まっている(次頁図表1)。足下、ピークアウトの時期を探る見方もあるが、FRBがインフレターゲット¹とする2%からは大幅に乖離する水準となった。FOMCの声明では、2021年11月時点までインフレ率の高まりは一時的要因(transitory factors)によると判断されていたものの、2021年末以降はインフレへの警戒を強めていき、2022年3月の利上げ開始以降も、金融引締めペースを加速させてきている。6月FOMCのSEP(Summary of Economic Projections)では、政策金利(FFレート)が長期水準2.5%を上回る水準(2022年末3.4%、2023年末3.8%)まで引き上げられ、失業率は長期水準4.0%を上回る水準(2024年末4.1%)まで上昇するとの見通しが示された。

FRBのインフレ抑制を優先させる金融引締め姿勢を背景に、金融市場を中心として景気後退懸念が高まっている。パウエル議長は、6月22日の議会証言にて、無条件(unconditional)でインフレ抑制に取り組む姿勢を示しつつ、景気後退(失業率の上昇)の可能性のあることにも言及した。加えて、インフレはFRBがコントロールできない要因にも左右されるため、インフレ率を目標とする

¹ インフレターゲットの対象とされるのは、PCEPI(the price index for personal consumption expenditures)であるものの、公表時期の早さなどから一般には消費者物価指数(CPI)の注目度が高い。

2.0%へ低下させながら、景気後退も回避させるソフトランディングは難しいとの見解を示した。

しかし、SEP やパウエル議長が示唆する失業率の上昇は、歴史的な低水準となっている足下の3.6%から4.0%程度への上昇である。果たしてインフレ抑制と限定的な失業率の上昇は両立可能なのだろうか。本稿では、高まったインフレ率を目標とする水準に低下させるインフレ抑制政策の理論的枠組みを確認しつつ、FRB が高インフレと対峙した歴史、時系列分析が示唆する失業率とインフレ率の関係、米国インフレの先行きについて考察したい。



2. インフレ抑制政策の枠組み

インフレ率は、教科書的には①期待インフレ率と、②(現実の)失業率と自然失業率の乖離幅、によって決定される²。自然失業率とは、現実のインフレ率が期待インフレ率に等しくなるような失業率、また一定の仮定の下でインフレ率を一定にする失業率となる。インフレ抑制政策において、高まったインフレ率を低下させようとするれば、期待インフレ率を低下させるか、失業率を自然失業率よりも高めるか、もしくはその組み合わせを考える必要がある。

仮に、インフレ抑制に対するFRBへの信認(credibility)が高ければ、FRBのインフレ抑制を優先させた金融引締め姿勢に反応して期待インフレ率は低下し、大幅な失業率の上昇を伴わなくてもインフレ抑制に成功する可能性がある。FRBが、実際に利上げをするかどうかは別にして、ドットチャートなどで長期水準を上回るような政策金利見通しを提示し、パウエル議長が議会証言などでインフレ抑制を優先させる姿勢を示す背景には、そのような事情もあろう。

しかし、インフレ抑制に対するFRBへの信認が低く、期待インフレ率が現実のインフレ率に左右される(適応的な期待形成)度合いが強ければ、FRBが金融引締め姿勢を鮮明にしても期待インフレ率は思ったほど下がらない。その場合には、実際に厳しい金融引締めによって景気を悪化させ、失業率を大幅に高めなければ、短期間でインフレ率を目標とする2.0%まで低下させることは出来ない。そのため、FRBは期待インフレ率が2.0%のアンカーを外れていないかを注視する。

² インフレ率、期待インフレ率、失業率の関係について、下記の枠組みを想定している。

$$\pi_t = \pi_t^e - \alpha(u_t - u_n)$$

但し、 π_t はt期のインフレ率、 π_t^e はt期の期待インフレ率、 u_t はt期の失業率、 u_n は自然失業率、 α は失業率がインフレ率に及ぼす効果を表す。

3. 多大な犠牲を伴ったボルカー議長時代のインフレ退治

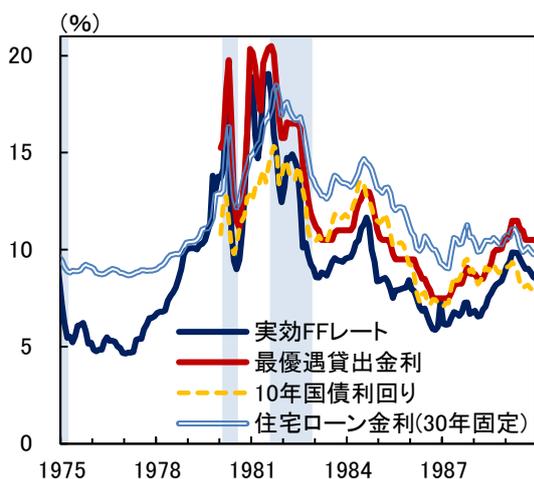
ここで、FRB が実際に高インフレに対峙し、景気よりもインフレ抑制を優先させた金融引締めに取り組んだ過去を振り返りたい。1977年の連邦準備改革法によって、FRBには「雇用の最大化」と「物価の安定」という使命(いわゆるデュアルマニデート³)が課された。そして、1970年代における2度の石油危機などを背景に10%を超える高インフレに悩まされた米国において、1979年8月に就任したボルカー議長の下、インフレ抑制を目的とした厳しい金融引締め政策が実施された。

ボルカー議長は、就任早々に利上げに踏み切ったうえ、通貨供給量(マネーサプライ)の拡大抑制を管理目標とし、銀行に対して追加の準備預金積み上げを要求した他、投機的な融資の打ち切り要請などを実施した⁴。その結果、短期金利(FFレート)は市場に委ねられ、1980年～1982年にかけて住宅ローン金利や最優遇貸出金利など金利水準は15～20%程度まで上昇した(図表2)。

激しい金利上昇を受けて、1980年前半には景気後退入りし、その後1982年になって漸くCPIは10%を下回り、7月には金融緩和へと政策の方向性が転換された。この間、期待インフレ率は一時10%程度まで上昇した他、失業率は1982年後半に10%超まで上昇した(図表3)。

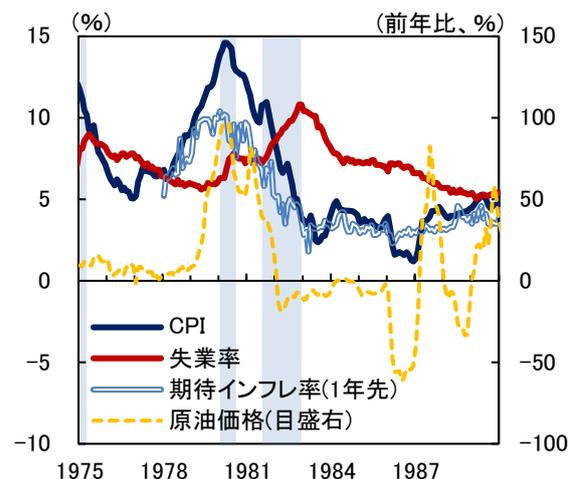
FRBは、ボルカー議長就任後から厳しい金融引締めによってインフレ抑制に取り組む姿勢を明確に打ち出していたと推察されるが、期待インフレ率は現実のインフレ率(CPI)の動きに概ね連動して変動し、原油価格が下落に転じた後も低位で安定するまでには時間を要した。金融政策への信認を得ることの難しさが窺われる。結果として、インフレ率は原油価格の伸び率と時期を同じくしてピークアウトしたものの、インフレ率を低位安定させるまでには失業率の大幅悪化という多大な犠牲を払い、インフレ抑制には3年近くを要した。期待インフレ率が大幅に上昇し、高インフレ時期が長く続くと、容易にはインフレ抑制を果たすことは出来ず、景気後退(失業率の上昇)のインフレ抑制効果も期待するほど大きくないことが示唆される。

図表2 金利水準



(注)網掛けは景気後退期
(資料)CEIC

図表3 CPI・期待インフレ率・失業率・原油価格



(注)網掛けは景気後退期
(資料)CEIC、BLS、University of Michigan、EIA

³ 実際には、「安定した長期金利」という第3の目標もあるが、インフレ率を低く抑えることが、結果的に長期金利を安定させることに繋がることから、「物価の安定」に含めて語られることが一般的となっている。

⁴ 1980年3月にマネーサプライの急減が発生したことから、一時金融緩和に動く局面もあったが、マネーサプライが再び増加に転じたことから9月には再び金融引締めに向いている。

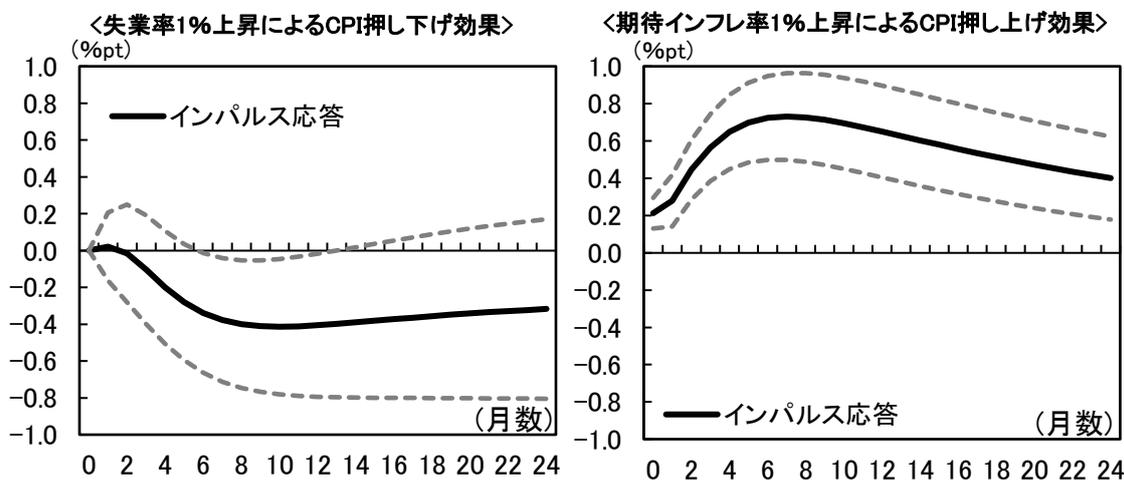
4. 時系列分析からのインプリケーション

ここで、失業率の上昇によるインフレ率の押し下げ効果や、期待インフレ率が上昇した際のインフレ率への影響、期待インフレ率の決定要因について、時系列分析の手法でも確認したい。①期待インフレ率、②CPI、③コモディティ価格、④失業率、⑤3ヵ月物財務省証券(T-Bill)、⑥原油価格急騰ダミーの6変数による構造型VARモデルを推計した(詳細は補論参照)。

ある変数へのショックがどのようにモデルの各変数に波及するかをインパルス応答で確認すると、失業率の1%上昇は約半年から1年後のCPIを有意に押し下げ、その効果は▲0.4%pt程度となる(図表4)。但し、1年先以降については、失業率のCPIを押し下げる効果は有意ではない。

また期待インフレ率の1%上昇は、CPIを有意に押し上げる。その効果は、約半年後に+0.7%pt程度と最大になり、徐々に減衰していくものの、2年先においても完全には無くならず、持続的にCPIを押し上げる。

図表4 失業率・期待インフレ率へのショックによるCPIへの影響

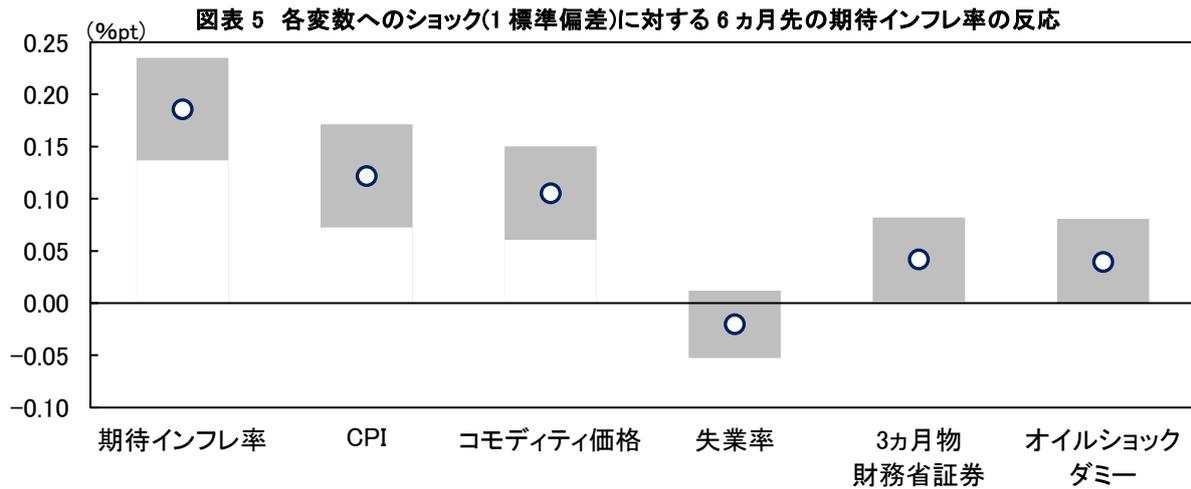


(注)期待インフレ率、CPI、コモディティ価格、失業率、3ヵ月物財務省証券、原油価格急騰ダミーの6変数による構造型VAR(ショックの識別は上記順のコレスキー分解)。次数はSICに従い2期。破線は95%信頼区間。サンプルは1979年8月～2019年12月まで。
(資料)調査部による推計

加えて、期待インフレ率の決定要因について確認したのが次頁図表5である。各変数へのショック(1標準偏差)に対する6ヵ月先の期待インフレ率のインパルス応答を比較した。期待インフレ率自身へのショックの影響が最も大きく⁵、それに次いで現実のCPIやコモディティ価格の上昇が期待インフレ率を押し上げる効果が大きい結果となった。

なお金融政策の動きを捉えるための3ヵ月物財務省証券は、期待インフレ率に対してプラスの効果を示しており、金融引締めが期待インフレ率を押し下げるといふ金融政策の意図する方向とは矛盾する結果となった。1980年代後半以降、比較的安定した物価情勢が続く中、景気拡大と並行して利上げが実施されてきたことから、理論にて想定されるような金融引締めの効果をモデルにて捉えられなかった可能性が考えられる。

⁵ 期待インフレ率自身へのショックの影響には、本稿モデルに含まれていない変数の影響も含まれる。

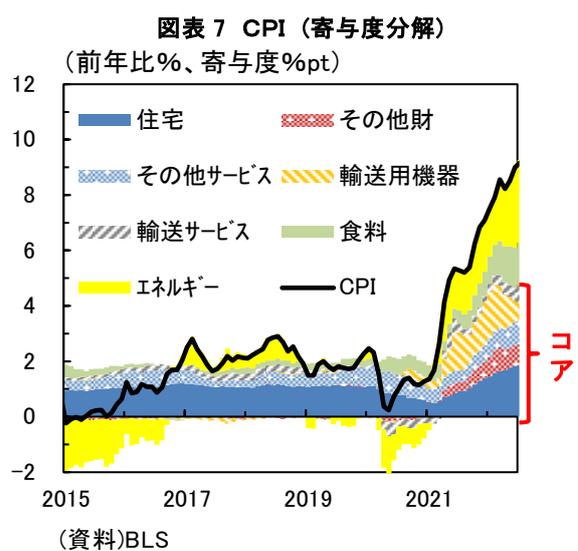
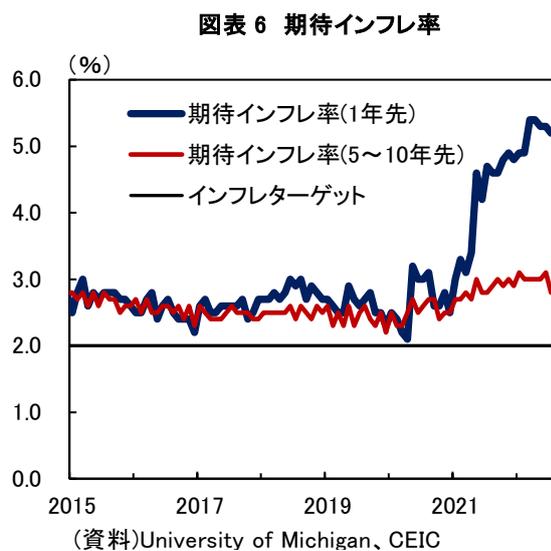


(注)推計モデルは図表4に同じ。図中の灰色ボックスは95%信頼区間。
 (資料)調査部による推計

以上の時系列分析の結果をまとめると、失業率の上昇は約半年から1年後のインフレ率を有意に押し下げるものの、その効果は大きくはない。また期待インフレ率の上昇は、有意にインフレ率を押し上げ、その効果は約半年後に最大となる上に2年先でも持続する。加えて、期待インフレ率には、現実のCPIやコモディティ価格の影響が大きい。

5. 米国インフレの先行き – 高インフレのまま失業率が上昇か –

本稿での分析を踏まえて、米国インフレの先行きについて展望したい。2022年3月より利上げが開始されたが、足下の期待インフレ率は2.0%の水準から乖離し高止まりしている(図表6)。また6月の失業率は3.6%と、米国の労働市場は依然として堅調であり、雇用ひっ迫は引き続きインフレ圧力となっている。現時点では、3月に開始された利上げは、米国の労働需給の緩和にもほとんど影響を与えていない。



パウエル議長は、インフレ抑制を優先させながらも、景気に配慮する姿勢も滲ませている。ボルカー議長時代の経験や時系列分析の結果を踏まえると、6月FOMCのSEPで示された4.0%台前半程度への失業率の上昇では、インフレ率を低下させる効果は限定的とみられる。

そのため、米国インフレの先行きは、コモディティ価格や供給制約など金融政策の及ばない供給側の要因に左右される割合が大きいと言えよう。原油価格は高止まりしているものの、一段の上昇が無ければ、エネルギーや食料の価格上昇による押し上げ効果は剥落し、いずれインフレ率(CPI)はピークアウトしよう(前頁図表7)。

但し、CPIのコア部分について、原油価格や供給制約の影響を受けて寄与を高めた輸送サービスや輸送用機器を除くと、広範な項目(住宅・その他財・その他サービス)について引き続き寄与を高めつつある。今後、労働参加率がコロナ禍前に戻らず労働需給のひっ迫が続く中、賃金上昇に伴ってコア部分のインフレ率が高まっていき、6月FOMCのSEPにおいて想定が置かれる2024年までに2.0%付近までインフレ率を低下させることは出来ない可能性がある。FRBの金融引締めによるインフレ抑制効果に過度な期待を持つことはできない。

(調査部 シニアエコノミスト 岩橋 淳樹)

＜補論：構造型 VAR モデルを用いた分析＞

本稿にて、失業率の上昇によるインフレ率の押下げ効果や、期待インフレ率の上昇によるインフレ率の押し上げ効果、期待インフレ率の決定要因について分析した構造型 VAR モデルの詳細は図表 8 に示す通りである。変数選択においては、「Yash P. Mehra and Christopher Herrington, 2008. “On the sources of Movements in Inflation Expectations: A Few insights from a VAR Model.” FRB Richmond Economic Quarterly, Vol. 94, No.2, Spring 2008, pp.121-146.」を参考資料とした。参考資料では期待インフレ率として Livingston survey(半年調査)を用いているが、より頻度の高いデータでの波及パスを確認するため、ミシガン大学の Surveys of Consumers(月次調査)の結果を用いた。また金融政策ではより長期の期待インフレ率が重視されるが、1980 年代のサンプルを確保するため、1 年先の期待インフレ率を用いた。

図表 8 推計モデルの説明

推計モデルの概要			
①期待インフレ率、②CPI、③コモディティ価格、④失業率、⑤3ヵ月物米国財務省証券、⑥オイルショックダミーの6変数(月次データ)からなる構造型VARを推計。ショックの識別は上記順のコレスキー分解(再帰的構造の仮定)による。サンプル期間は1979年8月から2019年12月まで。SICに従いラグ次数は2期。			
使用データ	加工・処理	出所	備考
① 期待インフレ率(1年先)	—	University of Michigan	—
② CPI	—	Bureau of Labor Statistics	—
③ コモディティ価格	対数変換	Commodity Research Bureau	—
④ 失業率	—	Bureau of Labor Statistics	—
⑤ 3ヵ月物米国財務省証券	—	Federal Reserve Board	—
⑥ 原油価格急騰ダミー	Hamilton Net Oil Price Increase(3年)	Energy Information Administrationの公表する原油 価格より作成	原油価格が過去3年の最大値を上回った際に、その時の上昇率を取り、それ以外の場合にはゼロを取るダミー変数

(注)データは CEIC より取得。

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。