

インフレ抑制なくして雇用なし FRB 次期体制と当面の米金融政策の展望

調査部プリンシパル

小野亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ir.co.jp

- バイデン米大統領はパウエルFRB議長の再任とブレイナード理事の副議長昇格を発表。今後、銀行監督担当副議長と2名の理事が新たに決まれば、より厳格で進歩的な金融行政にシフト
- すでに米金融政策はリスクマネジメントモードに移行、インフレのアップサイドリスクに備え始めているが、パウエル、ブレイナード両氏の指名受諾演説もインフレ問題を重視
- インフレの先行きはサプライチェーンと労働参加率の回復次第。特に後者の回復は期待薄、FOMCはテーパリングの加速と共に労働市場の構造変化を認め、利上げのハードルを引き下げると予想

バイデン米大統領は11月22日、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長の再任とブレイナード理事の副議長昇格を発表した。今後、銀行監督担当副議長と2名の理事が新たに決まれば、より厳格で進歩的な金融行政にシフトする。

議長人事に関しては、進歩派の民主党上院議員らが金融規制や気候変動問題への対応の甘さを批判し、パウエル氏の再任に強く反対していた。大統領は、今後数年間のFRBが取り組むべき最優先事項が気候変動対応であることや、暗号通貨の技術革新や規制の緩いノンバンク金融機関の業務などの新たな金融リスクに対応すべく、FRBがより積極的な役割を果たすことを、大統領との面談でパウエル氏が強調したと述べて反対派の懸念を和らげようとした。

加えて大統領は、一方では経済が高い不確実性に包まれ、他方では国内政治が党派性を強める中、FRBには安定性と独立性が求められるとし、それがパウエル氏続投を決断した重要な理由であると説明した。特に独立性に関して大統領は、トランプ前大統領による前例のない政治的干渉にパウエル氏が動じなかったことや、2018年の上院承認時には圧倒的多数の84票の賛成を得たこと、また共和党系の経営者団体のみならず米国最大の労働組合組織からも同氏が尊敬と支持を得てきたことを挙げた。

ブレイナード理事の人事は、銀行監督担当副議長ではなく、より広範な職責を有する副議長への昇格という点で、同氏に対する大統領・民主党からの強い信認と期待が感じられ、将来の議長もしくは財務長官への布石に見える。ブレイナード氏は、マクロ経済学者でありリベラルな政策思想を持つ点でクラリダ現副議長に替わる副議長としての資質を有するばかりでなく、オバマ政権時代に築いた国際的人脈や国際経済・通貨問題に関する実務から得た知見はFRB内で随一と思われる。

ブレイナード氏のリベラルさは、最大雇用への拘りや金融規制緩和への一貫した反対などに表れている。同氏は、金融政策の新たな枠組みの策定において、法律で定められた最大雇用について「広範かつ包摂的」という新たな概念を加える上で重要な役割を担ったとされる。米金融当局がここ数年進

めてきたボルカールールや長期流動性規制の緩和に対し、ブレイナード氏は金融システムの不安定化リスクとなり得る変更に断固反対してきた。同様に、モルガンスタンレーによるEトレード買収や、加トロント・ドミニオン銀行によるチャールズ・シュワブの持ち分比率引き上げに反対するなど、同氏は銀行による合併にも否定的である。ブレイナード氏はまた、他国に比して出遅れている中央銀行デジタル通貨（CBDC）の開発を急ぐべきだと訴えている。その背景には、国際経済担当財務次官としての経験から、ドルの基軸通貨・国際決済通貨としての重要性をFRB内で誰よりも強く感じていることがあるものと推察される。CBDCに包摂的金融の可能性を評価する点もリベラルなブレイナード氏らしい。

FRBの人事はまだ続く。ブレイナード理事の副議長昇格により、クラリダ現副議長は任期である来年1月末をもって退任する。またクオールズ理事（10月13日まで銀行監督担当副議長）が2022年1月末の任期を待たず今年12月末に退任することになっている。現在でも1名の理事が空席となっており、バイデン大統領が今後合わせて3名の理事を指名・上院の承認を得ることができれば、（今回は超党派人事という触れ込みであったが）FRBはリベラル色の濃い体制となる。

大統領は「今後数週間のうちに」追加人事を発表し、FRB内に「新たな視点と新たな声」そして「多様性」を加えることになると述べている。多様性は近年、FRBにとって重要な課題の1つとされるようになった。理事候補としてはこれまで、米労働総同盟・産業別組合会議（AFL-CIO）のチーフエコノミストであるウィリアム・スプリッグス氏や、ミシガン州立大学のリサ・クック教授（国際経済）の名前が挙がっている。いずれも黒人でスプリッグス氏は労働長官候補リストに上ったことがある。クック氏は理事就任が実現すれば黒人女性初となる。ただ両名ともそのバックボーンを見る限り、銀行監督担当副議長としての指名には至らないと思われる。銀行監督担当副議長として誰が指名されるのか大いに注目されるが、金融規制の見直し・再強化でブレイナード氏と共同歩調を取る人物であることは間違いない。

すでに米金融政策はリスクマネジメントモードに移行し、インフレのアップサイドリスクに備え始めているが、パウエル、ブレイナード両氏の指名受諾演説もインフレ問題を重視するものとなった。

11月初めに開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）は、資産購入ペースの削減（テーパリング）を決定し、11月後半から米国債100億ドル、エージェンシーMBS50億ドルを減額（購入額はそれぞれ800億ドルから700億ドル、400億ドルから350億ドル）、12月以降も、毎月同ペースで減額していく方針を示した（12月後半からの購入額は米国債600億ドル、エージェンシーMBS300億ドル）。さらに声明文には、「経済見通しの変化によって正当化されれば、委員会は買い入れのペースを調整する用意がある」との文言を追加した。

11月24日に公表された議事要旨によれば、「リスクマネジメントという考え方に立脚して、適切な政策調整を行うための柔軟性を維持することが、現在の不確実性の高い環境下で政策を行う際の指針となるべき」とされ、上記追加文言によって「労働市場とインフレに関する委員会の見通しの変化に応じて、政策スタンスを適切に調整する柔軟性を維持することが重要と考えている」ことを示したという。

インフレの高まりは一過性とするFOMCの判断は揺らぎ始めている。11月声明文では、9月の「一過性の要因を反映している」という断定的表現から、「一過性のものであると予想される」に修正された。

「インフレの経路についての確かさが低下していることを示すことが適切」（議事要旨）との判断が文言修正の背景にある。

議事要旨によれば、複数年で振り返ってみた平均インフレ率が2%目標をすでに上回っていることや、企業がコスト増を価格転嫁する動き、名目賃金上昇率が雇用情勢への感応度を高めている可能性、緩和的な金融環境など、インフレの高止まりにつながり得る要因を、多くの参加者が指摘するようになった。

こうした中、パウエル、ブレイナード両氏の指名受諾演説も、高インフレが米家計に大きな負担を強いており、その抑制に全力を尽くすという内容となった。特にハト派であるブレイナード氏が、「労働者ファースト」の職務遂行を誓いつつ、現下の労働者ファーストが意味するのは「インフレを抑えることに他ならない」と述べた点は大変興味深い。

高インフレを抑制できなければ結果として急激な金融引き締めが必要となり、景気は後退する。労働者が望むより良い雇用や賃金の改善、FOMCにとっては雇用最大化という目標が達成できないことになる。ブレイナード氏は指名受諾演説を通じ、雇用に重視するからこそインフレファイターに転身する、と宣言したようなものだ。

インフレの先行きはサプライチェーンと労働参加率の回復次第である。特に後者の回復は期待薄であり、FOMCはテーパリングの加速と共に労働市場の構造変化を認め、利上げのハードルを引き下げると予想される。

混乱が続くサプライチェーンと回復が見えない労働参加率の問題は、ともに高い不確実性を有するが、前者がすでに財物価を大幅に押し上げる中、後者が長引けば労働市場のタイト化を一段と深刻化させ、賃金上昇率の加速を招き、サービス物価へと波及していくことが予想される。労働参加率の早期回復がなければ、現在はほとんど起こりえないと考えられる「賃金物価スパイラル」リスクに、FOMCは本気で向き合う必要が出てくる。

議事要旨によれば、労働参加率がコロナ禍前と比べて大幅に低い状況について、大量の引退等に伴う構造的現象と見るFOMC参加者の数と、子供の世話などパンデミック関連の一時的現象とみる参加者の数は拮抗している。7月には「一時的」とみる参加者が過半を占めていたが、9月、11月と会合を重ねるごとにその数は減り、“構造派”が増えてきている様子がうかがえる。

11月FOMC後に発表された10月雇用統計では、改めて労働参加率の回復の鈍さが確認された。同時に、デルタ型変異株の蔓延と人手不足の中でも就業率は着実に上昇している。就業率と労働参加率が今後ともこれまでと同じような経路を辿るなら、失業率は2022年初頭に4%を割り込み、年央には3%にも達する計算である。すでに7~9月期の雇用コスト指数は、コンポジット効果という見せかけではない賃金上昇率の加速が起き始めていることを示している。長年3%が天井だった米消費者の先行き所得期待も、10月にはその閾値を超えるようになった。

労働参加率の低迷と強い労働需要が続けば賃金上昇率はさらに加速しよう。半世紀ぶりの低失業でも賃金上昇率は緩やかだったコロナ前の米労働市場とは全く異なる状況に、FOMCが早晚直面する蓋然性が高まっている。

足元のインフレ状況は一段と悪化している。個人消費支出デフレーターでみた10月のインフレ率は

前年比+5.1%、コアインフレ率は同+4.1%とそれぞれ5%、4%の大台を超えた。刈込平均や加重メディアンといった他の基調的インフレを示す指標も急激な上昇が続いており、インフレ圧力に広がりが見られることを示している。

議事要旨では、高い不確実性のため忍耐強い態度をとるべきだとする参加者がいたが、その忍耐は12月FOMCでも維持されるのか疑問である。11月FOMCでは、テーパリングのペースを150億ドル以上とすべきとの参加者や、テーパリングのペースを加速させることで早期利上げが必要になる場合に備えるべきとの参加者が、忍耐を主張する参加者を上回っていた様子もある。

12月FOMCでは、インフレ上振れリスクに備え、2022年入り後のテーパリング加速が決定される蓋然性が高い。米国債の購入額を毎月120億ドル、MBSの購入額を同60億ドルそれぞれ減額すれば、テーパリングの終了時期を1カ月早めることができる（米国債、MBSの減額幅を毎月150億ドル、同75億ドルにすれば終了時期は2カ月前倒し）。

またFOMCは、上述した労働参加率の状況について構造的低下が起きていることを認めるようになると思われる。すでにパウエル議長は11月の記者会見で、物価面ではフォワードガイダンスに示された2つの条件が満たされている可能性を個人的に認めている。労働参加率の構造的低下をFOMCが認めれば、雇用最大化のハードルの引き下げを意味し、FOMCはインフレリスクに対処するためのさらなる柔軟性を手にすることになる。実際に早期利上げに踏み切るのかどうかはさておき、FOMCは「インフレ抑制なくして雇用最大化なし」という新たなメッセージを発信し始めるのではないかとみられる。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。