

2022年4月7日

Mizuho RT EXPRESS

「困難な調整」が待ち受ける米国経済 ～迅速な引き締めでもインフレ抑制には高い壁～

調査部プリンシパル 小野 亮

080-1069-4672 makoto.ono@mizuho-ir.co.jp

■ 市場への「迅速な引き締め」の織り込み急ぐFOMC

高インフレ抑制を最重要課題として、米連邦公開市場委員会（FOMC）は迅速な利上げと資産縮小によって、金融政策のスタンスを可能な限り早く中立に戻そうとしている。3月FOMC（3/15-16）では十分金融市場に浸透させることができなかったその意図を伝える役割を担ったのが、3月21日のパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長講演、4月5日のブレイナード理事講演、翌6日公表の3月FOMC議事要旨である。

3月21日、パウエル議長は全米ビジネスエコノミスト協会（NABE）年次会合で行った講演で、今後0.5%の利上げも辞さない姿勢を鮮明にした。パウエル議長は冒頭、「金融政策のスタンスをより中立的な水準に戻すために迅速に行動し、物価安定を回復するために必要であれば、より制限的な水準に移行する必要があることは明らかだ」と述べた。講演の後半でも、「1回または複数回の会合で0.25%を超える積極的利上げが適切だと決定すれば、我々はそうする。また、一般的な中立の尺度を超える、より引き締めのスタンスが必要と判断した場合には、それも行う」と繰り返した。

講演の数日前に開催された3月FOMCで示された政策金利見通し（ドットチャート）と照らし合わせてみれば、パウエル議長の発言にサプライズはない。2022年末時点の政策金利の分布中央値は1.75%～2.00%であり、中央値だけをみれば「5月FOMC以降、年内は0.25%ずつの連続利上げ」というシナリオが整合的であり、FF金利先物市場ではそのシナリオに沿った金利形成が進んだ。また2023年、2024年の予測中央値は、中立的と解される「長期」（Longer run）の政策金利を上回っており、その意味で来年以降、パウエル議長が指摘した引き締めスタンスはドットチャートから読み取れた。

しかし、2022年末について中央値を超える政策金利予想を示した「タカ派」のFOMC参加者は7人と、中央値と一致する政策金利予想を示した「中道派」の数（5人）を上回っていた。タカ派は少なくとも年内1回は0.5%の利上げが必要と考えている。昨年10月から1月までの米消費者物価指数（CPI）上昇率が市場予想を上回り続けていることや、賃金上昇圧力は高まる一方であること等に鑑みれば、政策金利パスは早晩タカ派が主流になる可能性が高い。「年内は0.25%ずつの連続利上げ」というシナリオは、予想政策金利パスの下限に過ぎない。

パウエル議長は「迅速な行動」という聞き慣れない言い回しと「0.25%を超える積極的利上げ」という具体的な言及によって、3月FOMCの真のメッセージの浸透を狙ったとみられる。実のところ、「真

のメッセージ」は、3月FOMC後の記者会見の最後に発せられていた。パウエル議長は次のように述べている。「率直に言って、必要なのは、金利を戻すこと、現実的に可能な限り早く、より中立的な水準に戻し、それが適切であると判明した場合には、さらにその先へと進むことだ。」NABE講演が、この発言を反復していることは明らかである。

NABE講演以降、金融市場は積極的な利上げを織り込むように変化した。4月5日時点のFF金利先物をみると、12月FOMC時点で予想される政策金利は2.5%に上昇、少なくとも2回の0.5%の利上げを織り込むようになった。FOMC関係者からも積極的利上げの織り込みを制する発言は皆無である。

■ インフレ抑制が最重課題、利上げと資産縮小（5月開始）で年後半には中立目指す

4月5日、ブレイナード理事は「インフレを抑制することが最も重要」と述べ、議事要旨を先取りする形で資産縮小の5月開始に言及すると共に、金利政策・バランスシート政策両面で今年後半には金融政策スタンスが中立に近づくと述べた。ロシアによるウクライナ侵攻はFOMCにインフレと景気の面で相反する課題を突き付けているが、議事要旨から読み取れるのはブレイナード理事の発言通り、インフレリスクに対する強い警戒感である。

ブレイナード理事は5日の講演で、最近の当局からのコミュニケーションによって「中立的な水準に向けた政策金利の迅速な引き上げと、2017-19年当時と比べてより急速なバランスシートの縮小に対する幅広い市場の期待につながった」と述べ、FOMCと市場の期待の収れんを評価した。

ブレイナード理事は市場の期待修正（誘導）の一環として、「インフレを抑制することが最も重要」と述べるとともに、早ければ次回5月のFOMCでバランスシートの急速な縮小を開始することに触れた。翌6日に公表された議事要旨の内容を先取りした格好である。ブレイナード理事は、前回（2017年～2019年）と比べて急速なペースでバランスシートの縮小を進めることによって、「利上げとの複合効果として、今年後半には政策スタンスがより中立的になる」とも述べた。

議事要旨によれば、今後の資産縮小は毎月の最大縮小額（マンスリーキャップ）が前回のほぼ2倍（米国債600億ドル、MBS350億ドル）、マンスリーキャップに至るまでのフェーズイン期間が1/4（3カ月）に短縮されることが合意された。米国債、MBS共に市中売却ではなく償還分の再投資を調整することで保有残高の削減が図られる。米国債については利付債を中心に削減を行い、マンスリーキャップに不足する部分を米財務省短期証券（T-bill）の償還で補う。MBSについては削減が十分に進んだ段階で、十分な事前通知を行った上で市中売却する方針も合意されている。そして、ブレイナード理事が言及した通り、早ければ5月にも資産縮小を始める用意があることが示された。

議事要旨ではまた、多くのFOMC参加者が、「（ロシアによるウクライナ侵攻がなければ）3月FOMCでは0.5%の利上げを支持」「特にインフレ圧力が高止まりするか、強まる場合には、今後の会合で1回以上の0.5%の利上げが適切」と考えていたことが明らかとなった。「多くの」（many）という用語は「7～8人」を表すことが知られており、ドットチャートで確認できる「タカ派」の数と一致する。

ロシアによるウクライナ侵攻は経済見通しに高い不確実性を加えており、短期的には「引き締め加速」につながるインフレの上振れと、「緩やかな引き締めや様子見」につながる景気の下振れという同時対処が難しい課題をFOMCに突き付けている。議事要旨によれば、3月FOMCでは、金融市場や内外経済動向を考慮しながら、どのような場合にも対応できる用意をしておくリスクマネジメントの重

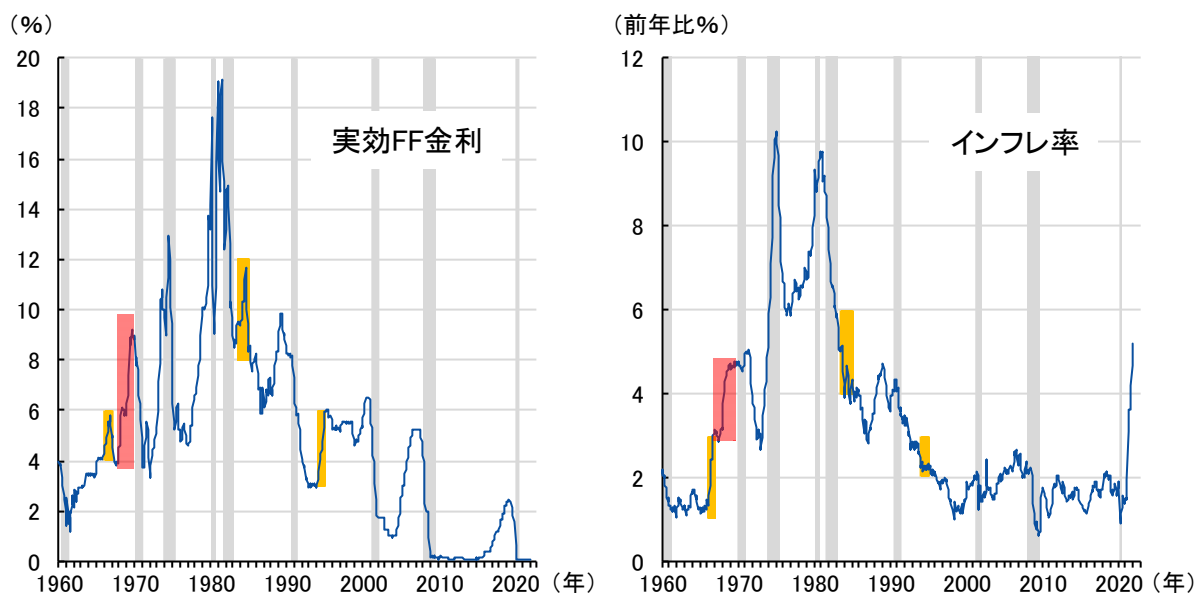
要性と、経済指標や見通しの変化に機敏に対応していく方針が確認されている。ここまでは両論併記であるが、議事要旨には次の文言が続く。「特に、全ての参加者が、インフレと長期的なインフレ期待をさらに押し上げるリスクに注意を払い続ける必要性を強調した。」

■ 高インフレの鎮圧と景気拡大の両立は稀

経験則に従えば、インフレを抑え込もうとするFOMCによる急激な引き締めが景気後退を招く蓋然性は相当大きい。ロシアによるウクライナ侵攻と中国のゼロコロナ政策は、新たなかつ強力な供給サイドからのインフレ要因となっており、インフレ抑制は困難さを増している。FOMCがインフレ期待の上振れやインフレダイナミクスの構造的変化に一段と警戒を強める中で、「景気後退ならFOMCは様子見」と期待するのは楽観的過ぎるだろう。

パウエル議長は3月21日の講演で、1965年、1984年、1994年の大幅利上げ局面を取り上げ、「ソフトランディング、あるいはそれっぽいランディングは比較的好くある」と述べた（図表1）。この3局面を除くケースでは大幅利上げ後に景気後退が続いているが、「行き過ぎた引き締めが景気後退の原因かどうかははっきりしない。」引き締めと景気後退の因果関係は確かに重要であるが、少なくとも1965年（恐らく1966年の誤り）の大幅引き締めをソフトランディングの成功例として挙げるのは間違っている。1965年の引き締めではインフレのコントロールにFOMCは失敗、1967年からの再引き締めに余儀なくされ、その後の景気後退につながった。さらに1984年、1994年のケースは、インフレがすでに低下傾向にあった中での引き締め（前者）、もしくは潜在的なインフレ圧力に対する引き締め（後者）であった。残念ながら、現在のFOMCが直面する環境に近いのは1965年のケースである。

図表1 FOMCは大幅利上げでもソフトランディングに成功するのか



(注) インフレ率は食料・エネルギーを除く個人消費支出デフレーター(コア)ベース

黄色の網掛けは1966年、1984年、1994年の引き締め局面、赤色の網掛けはインフレ抑制に失敗して再引き締めとなった1967～69年
(出所)FRB、米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

大幅な引き締めによる高インフレの鎮圧と景気拡大の両立が稀であることは、FRBが公表している米国経済マクロモデルにも反映されている。同モデルを使って最もベーシックな計算を行うと、FOMCによる1%の利上げは翌年までに米国の実質GDP成長率を0.5%Pt押し下げる。2.5%の利上げなら1.25%Ptの押し下げ幅である。市場予測コンセンサスによれば2023年の米国の実質GDP成長率は2.5%（ブルーチップコンセンサス、2022年3月）なので、2.5%の利上げで来年の成長率は半減するがプラス成長は維持される、というイメージになる。

しかし重要なのは、2.5%の利上げでインフレ率がどれだけ下げられるのかという問題である。上記マクロモデルによれば、1%の利上げによるインフレ率の押し下げ幅は0.03%Pt、2.5%の利上げなら0.1%Ptほどである（食料・エネルギーを除く個人消費支出デフレーター（コア）ベース、以下同じ）。FRBのマクロモデルが示すのは、FOMCにはインフレ率をコントロールする力は期待できないということだ。

利上げ局面と利下げ局面（≒景気後退局面）では、金融政策に対する経済指標（家計・企業行動）の反応は異なるかもしれない。そこで利上げ局面だけを抽出し、政策金利の変化幅と実質GDP成長率やインフレ率の変化幅の相関をみたものが図表2である。1%の金利上昇時、実質GDP成長率は0.6%Pt低下し、インフレ率は0.2%Pt低下する。今後、インフレ率が4%台で高止まりし、それを利上げだけで抑制しようとするなら、1%Ptのインフレ抑制には5%の利上げ、2%Ptのインフレ抑制には10%の利上げが必要かもしれない。

「この先、困難な調整が待ち受けているかもしれない」。そう語ったのは、1979年10月6日、2桁に達するインフレの抑制に向けて急激な引き締めを決めたボルカー議長（当時）である。「困難な調整」とは景気後退を念頭に置いた言葉とされている。ロシアによるウクライナ侵攻と中国のゼロコロナ政策は、サプライチェーン問題の改善による供給サイドからのインフレ低下への期待を挫いている。昨年11月以降、「インフレ抑制なくして持続的成長なし」というスタンスを見せてきたFOMCは、すでに困難な調整を覚悟しているかも知れない。インフレやインフレ期待の高止まりが続く限り、「景気後退なら様子見」と期待するのは楽観的過ぎるだろう。

図表2 米国経済の金利感応度

	1%利上げに対する感応度
住宅投資	▲3.5%Pt
GDP	▲0.6%Pt
失業率	+0.3%Pt
コアインフレ率	▲0.2%

（出所）FRB、米国商務省、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

[参考文献ほか]

- 小野亮（2021）「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～」みずほリサーチ&テクノロジーズ、『みずほインサイト』、11月26日
- （2021）「FRB利上げ加速の背景「インフレ抑制なくして雇用なし」の論理大転換」ダイヤモンド・オンライン、『政策・マーケットラボ』、12月21日
- （2022）「FRBのインフレ退治は「景気後退、株価崩落」を招く アメリカ経済の「雇用バブル」を無視できない」（インタビュー）東洋経済オンライン、『特集』、1月28日
- （2022）「米インフレは抑制可能か」（オンデマンド配信）日経CNBC『昼エクスプレス Insight』、2月18日
- （2022）「米FRBの出口政策、日本は何を学ぶべきか」（会員向け資料）日本経済研究センター、『読むゼミ』、2月22日
- （2022）「3月からFRBの金融政策はどう動いて行くのか アメリカ経済と金融政策に詳しい小野亮氏が解説」（インタビュー）東洋経済オンライン、『市場観測』、3月14日

●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。