

パウエル議長は稀代の インフレ・ファイター

三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ
シニアマーケットエコノミスト

鈴木 敏之



パウエル議長は、稀代のインフレ・ファイターになるかも知れない。インフレを抑えこむことこそ任務で、歴代の議長は、それを最優先としてきた。パウエル議長もそれは揺るがないが、その任務を果たす範囲で極限まで、景気拡大にブレーキをかけることを避けようとしている。それが、パウエル議長流のインフレ・ファイティングであるが、その勝算はどうだろうか。

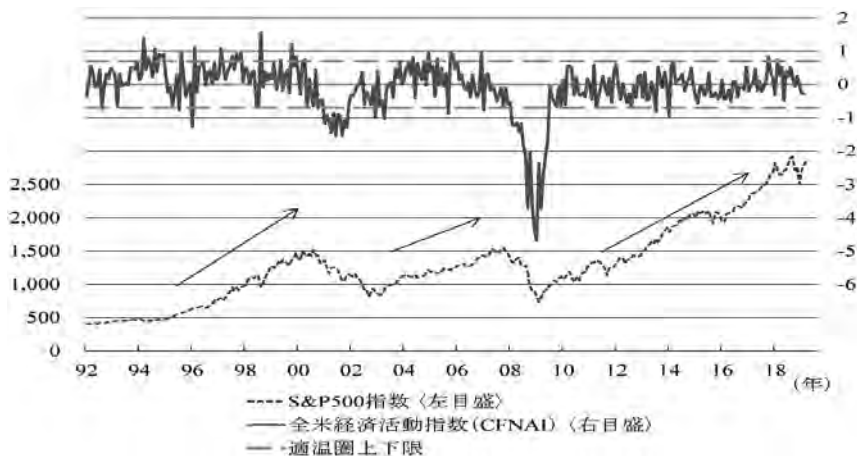
目次

1. 米国経済は良好
2. 内外に下方リスク
3. 成長維持のための金融政策の転舵
4. 成長維持に重きをおく理由
5. パウエル議長のインフレ・ファイティング
6. 結び

1. 米国経済は良好

昨年末から年初にかけて金融市場が荒れ、また、政府機関の閉鎖もあって、統計発表が遅れたなど視界不良になったときもあった。非農業部門雇用者の増加数も四半期平均でみれば鈍っており、一部に経済成長の減速の動きがあることも否めない。それでも米国の経済状態は、マクロでみれば、良好で着実な成長軌道を逸脱しているとは言えない。第1四半期のGDP成長率は、アトランタ連銀のGDP Nowの推計で前期比年率2.3%の成長が見込まれている。第2四半期以降、平均で前期比年率1.6%の成長ができれば、2019年の成長率は、潜在成長率1.8%に達する。無理のない数字であろう。全米経済活動指数(CFNAI)は、米国経済に過熱も冷え過ぎもない適温圏にいることを示している。この適温圏にいるとき、米国の株価は上昇する(第

(第1図) 適温圏と株価指数



(出所) シカゴ連銀、Bloomberg、三菱UFJ銀行

1図)。実際、昨年暮れから年初にかけて荒れた金融市場も、株価は復調をみだし、大きく低下した債券利回りも戻している。

2. 内外に下方リスク

先行きであるが、内外に下降サイドのリスクがある。

(1) 弱含む世界景気

4月9日に、IMFが世界経済見通しを公表した(第2表)。世界経済の先行きが悩ましいことを滲ませている。2019年の世界経済の成長率見通しでは3.3%と低く、グローバル金融危機以来、最も低い数字である。悩ましいのは、2020年にかけての回復見通しである。2020年の世界経済は3.6%成長に回復するとみているが、米国、中国、日本と巨大経済の

成長率は、2020年の方が2019年よりも低い数字をあげている。また、ユーロ圏は、かろうじて2020年を高くしているが、イタリアの2019年の成長率は0.1%で、2020年に強めの回復をみてのことである。中国以外の新興国・途上国が強く回復して、2020年に世界経済の成長が回復するというのが、IMFの見方である。そのIMFも、下降サイドにリスクがあることを言っている。

ここへきての厄介は、世界貿易の動きの鈍さである。米中間の関税賦課、BREXITで駆け込みの輸出入があり、その反動で落ち込んだりしたので、数字は額面通りにみることができないが、世界貿易数量の伸び率が鈍っている。2017年から2018年にかけて、世界的に経済は好調であった。その時期は、久しぶりに世界貿易数量の伸び率が、世界経済の実質成長率を上回ったという特徴があった。今は、

(第2表) IMFの世界経済見通し(4月9日公表)

	2017	2018	2019	2020
世界全体	3.8	3.6	3.3	3.6
先進国・地域	2.4	2.2	1.8	1.7
米国	2.2	2.9	2.3	1.9
ユーロ圏	2.4	1.8	1.3	1.5
ドイツ	2.5	1.5	0.8	1.4
フランス	2.2	1.5	1.3	1.4
イタリア	1.6	0.9	0.1	0.9
英国	1.8	1.4	1.2	1.4
日本	1.9	0.8	1.0	0.5
新興・途上国	4.8	4.5	4.4	4.8
ロシア	1.6	2.3	1.6	1.7
中国	6.8	6.6	6.3	6.1
インド	7.2	7.1	7.3	7.5
ブラジル	1.1	1.1	2.1	2.5
南アフリカ	1.4	0.8	1.2	1.5

実質成長率、単位 %

(出所) IMF、三菱UFJ銀行

それが、逆転して、世界経済のブレーキとなるスロートレード状態に戻っている(第3図)。

3月28日に、クラリダ副議長が講演(Global Shocks and the U.S. Economy)して、米国経済の海外との結びつきが強まっていることを強調し、世界経済の動向を勘案して、米国の金融政策を決める姿勢を示した。

(2) 債務上限問題の紛糾

米国の国内にもショックの芽はある。心配がなされているのが、連邦政府の債務上限の引き上げである。合衆国政府には税収が入るし、一時的には支出に充当できる基金もあるので、目下、日々の支出には応じられているが、やがて行き詰まる。日時は特定できないが、夏場以降は、この問題が出てきて、議会は債務の上限を引き上げなければならない。

先般の政府機関閉鎖は、米墨国境の壁の建設費用の拠出が問題であった。当時、閉鎖された政府機関は全体の一部である。それでも、多くの混乱が起きたが、債務上限の引き上げができない事態は、それとは異なる次元の経済、社会への影響がある。先行きへの不確実性の高まりがあろう。

(3) 米国経済に内包する景気減速、後退のリスク

外的なショックの心配もあるが、米国経済に内包される減速要因である。ひとつは、景気拡大の長期化である。全米経済研究所(NBER)の認定した景気の底は2009年6月である。その後の回復、拡大の足取りをみると、時間の経過でみても、その度合いでみても、成熟に達している(第4図)。

2020年にかけて、2015年12月からの利上げ、

(第3図) 再び、スロートレード問題を抱えだした世界経済



(出所) IMF、オランダ経済政策分析局 (CPB)、三菱UFJ銀行

(第4図) 米国の景気拡大の成熟



(出所) コンファレンスボード、三菱UFJ銀行

量的引き締め (QT) といわれる Fed のバランスシート縮小がブレーキになっていて、それが効いてくる。実際、金利に感応する需要である住宅、自動車販売の勢いが鈍っている。さらに、次の減税が打たれなければ、財政からの刺激も小さくなることへの懸念も持たれ

ている。

3. 成長維持のための金融政策の転舵

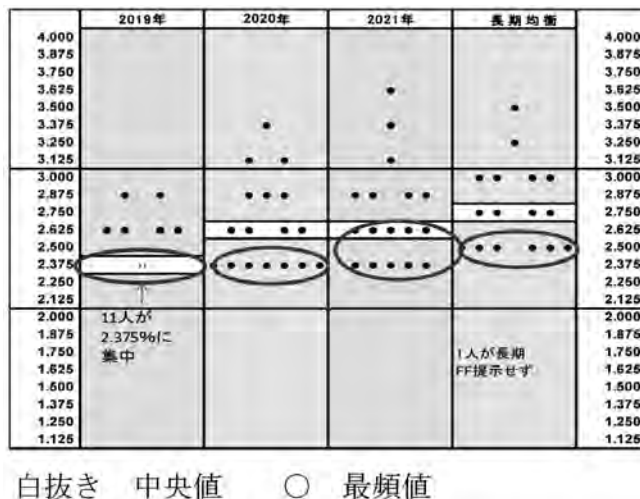
米国の景気拡大は続いていて、米国経済は

(第5表) 金融政策の転舵

2018年12月のFOMC声明	2019年1月からのFOMC声明
段階的利上げの継続	忍耐強い様子見
The Committee judges that some further gradual increases in the target range for the federal funds rate will be consistent with sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective over the medium term.	In light of global economic and financial developments and muted inflation pressures, the Committee will be patient as it determines what future adjustments to the target range for the federal funds rate may be appropriate to support these outcomes.

(出所) FRB

(第6図) FOMCメンバーのFF金利の見方 (ドットチャート)



(出所) FRB、三菱UFJ銀行

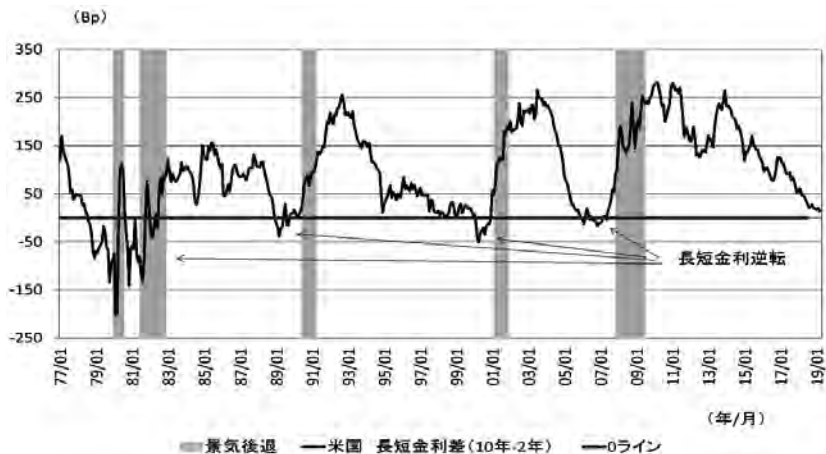
過熱も冷え過ぎもない適温圏内で推移しているが、パウエル議長は、今年に入って、金融政策の舵を切った。

昨年の12月のFOMCまでは、段階的利上げの継続を言っていた。しかし、本年1月4日のアメリカ経済学界(AEA)のイベントで、海外経済の動き、特に中国に懸念があると述べ、1月30日のFOMC声明では、段階的利上げの継続から、忍耐強く、政策金利の決定

を行なうとして、様子見に政策を転舵した(第5表)。海外経済の心配では、中国とともに、欧州の不調も問題視するようになった。また、3月には、バランスシート縮小(QT)のペースを落とし、本年9月には終了することも決定した。

さらに、この3月のFOMCで発表された先行きの見通しの政策金利の見方、いわゆるドットチャートでは、中央値でみて2019年中

(第7図) 長短金利の逆転と景気後退



(出所) NBER, Bloomberg、三菱UFJ銀行

の利上げ再開の見方が消えていた。このドットチャートでは、中央値が参照されるが、今のように、パウエル議長のグリップが強い場合、理事の結束した判断を示す最頻値の意味も重い。この最頻値でみると、中立のFF金利が低く、先行きへの期待形成部分で金利を低く押さえ込む示唆もみえている（第6図）。

■ 4. 成長維持に重きをおく理由

パウエル議長が、成長の維持に関心を寄せている事情として、次があろう。まず、長短金利の接近がある。近年、長短金利の逆転があって、景気後退に至らなかったことはないといってよい。昨年は、長短金利の接近のあったときには、余裕もみせていたが、ここまで接近すると、実際に逆転をみていながら、利上げを続け、その後、景気後退を引き起こ

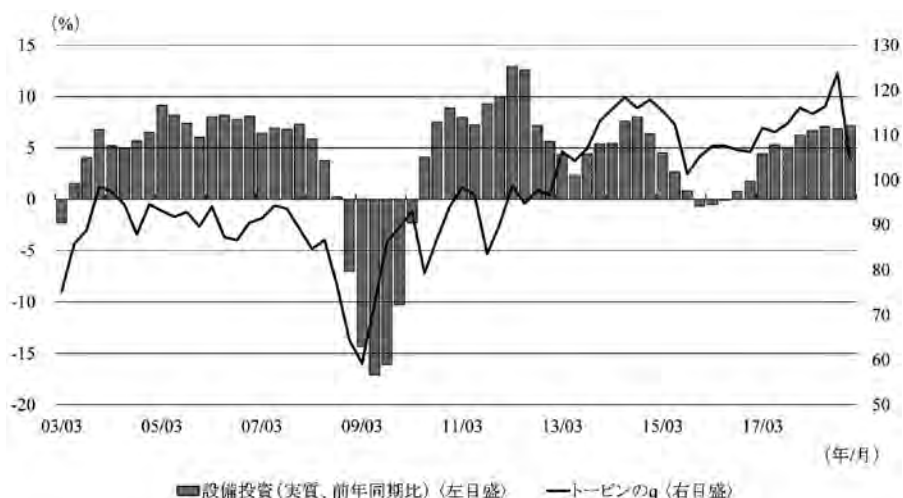
しましたということは、許されるものではない（第7図）。

さらに、パウエル議長は、サプライサイドへの関心が強く、設備投資を高めることにも執着がある。企業の時価総額の価値と資本の再取得価値の比率であるトービンのqは、理論の示唆の通り、米国の設備投資の動きを左右してきている（第8図）。パウエル議長は、生産性の高まりがあつてこそ、賃金上昇があるなど経済の向上になることをみており、その源に設備投資がある。それを妨げる株価の調整は、できる限り避ける動きをしそうである。

■ 5. パウエル議長のインフレ・ファイティング

こうした動きの中で、パウエル議長の金融政策の進め方が見えてきているが、そこでみ

(第8図) 設備投資伸び率とトービンのq



えるのが、インフレへの取り組みである。ボルカー議長が、大きな不況を伴いながらも大インフレ (Great Inflation) を克服し、その後、数十年にわたる経済の安定と成長を続ける経済運営の礎を築いた。グリーンズパン議長は、長期の在任となったが、その前半は、インフレを再燃させないことに集中したという。バーナンキ議長は、物価安定と雇用最大化の任務があるとしても、物価安定があれば、そのもとで経済成長が維持され、ふたつの任務が達成できるという立場であった。イエレン議長は、完全雇用の実現を目指したが、フィリップス曲線の信奉者で、失業率が大きく下がると、毅然と、利上げによる正常化に取り組んだ。共通するのは、インフレは悪いとして、小さな芽でも摘む姿勢である。

パウエル議長のインフレ・ファイティングは、余計なインフレの心配を排除するものと

いえる。そのインフレの見方は、インフレ率が高まりそうだから対処しておこうではなく、証拠がみえるまでは待つのでよいというものである。

フィリップス曲線はフラットであることを言っている (2018年10月2日、第9図)。自然失業率の推計については、不確実性があるとし、自然失業率を下回ったからといって、それに応じてアクションをとることを退けている。

インフレ目標からの乖離についても上下対称を言う。インフレを抑えようとして、下がり過ぎると、それは、とりかえしのつかないことになる問題をみていることになる。

ここへきて、賃金が上昇しているが、これについては、賃金の上昇は良いことであるとし、自分たちの任務は賃金の抑制ではなく、一般物価の安定であると言っている (2019年

(第9図) 2018年10月2日の講演で示されたフィリップス曲線の平坦化



(出所) FRB, 三菱UFJ銀行

3月の記者会見)。実際に、一般物価の上昇率は低く、2%に届くかも怪しげになっている。

また、中立のFF金利についても、FOMCメンバーのそれぞれの推計のレンジの下限に到達したら、それで、中立になったかも知れないとし、結局、利上げを停止させている。

2月の上院の議会証言で、過去の強いインフレは石油ショックで起きたことを指摘した上で、今日、米国は最大の産油国で、原油価格のショックを吸収できる強みがあるという話もした。

バランスシートの縮小も見込まれていたよりも、早期に、縮小規模も小さく終えようとしている。

この通り、口を開くたびに、インフレ懸念にひるまないことを言うインフレ・ファイティングを繰り返してきたのがパウエル議長で

ある。

6. 結び

今後であるが、まず、長短金利差がここまで接近している中で、利上げを再開することはないだろう。また、何か変事があれば、ただちに利下げに動くことも躊躇しないだろう。その動きができるように、量の引き締め(QT)の停止の前倒しもありえよう。利下げとQTは両立しないからである。

パウエル議長は、米国経済はもっと強く成長できるはずで、非現実的なインフレの懸念で、経済にブレーキをかけることはしないインフレ・ファイティングをしていることになる。はたして、後世、稀代のインフレ・ファイターと言われるだろうか。