

# FRBのタカ派的金融政策：1970年代の失敗と代償の回避が指針に

三菱UFJモルガン・スタンレー証券  
インベストメントリサーチ部 マクロリサーチ・デットストラテジー課  
シニアエコノミスト



森山 昌俊

## はじめに：パウエルFRB議長の ジャクソンホール講演

FRBの金融政策のタカ派化が指摘されて久しいが、その最新のエッセンスが凝縮されているのが、パウエルFRB議長の2022年8

### 〈目次〉

はじめに：パウエルFRB議長のジャクソンホール講演

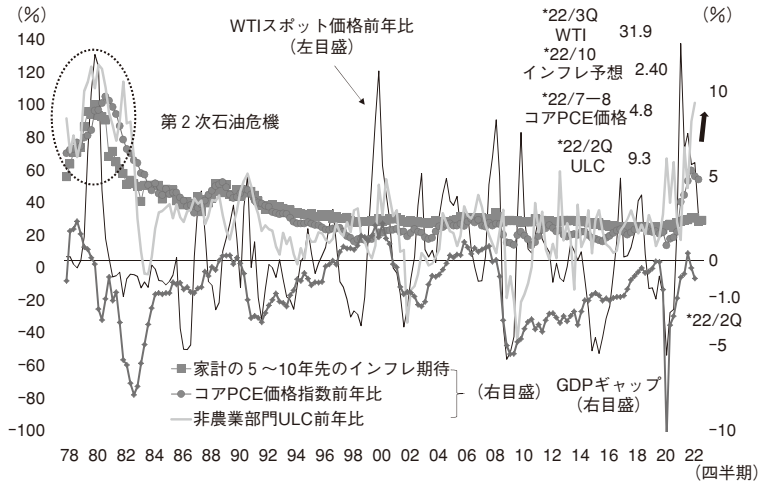
1. 1970年代の失敗とその代償
2. 「十分抑制的政策スタンスの継続」が意味するもの
3. 利上げのペース鈍化・停止・利下げの条件
4. 利上げから景気後退までの平均的パターンと例外

結び：失業の急増なく物価安定の回復は可能か

月26日の「ジャクソンホール講演」（以下、講演）1である。本稿では、同講演及び9月21日のFOMC後の会見（以下、9月会見）2で示された議長のメッセージを改めて整理し、メッセージの背景とそこから想定される具体的な金融政策のオペレーションを考える。

「金融政策と物価安定」と題した僅か8分間の講演で議長が伝えたかったメッセージは、以下の3つに集約できる。すなわち、①物価安定は無条件に追求すべきFRBの義務であり、需要を供給に合わせるのがFRBの仕事である、②それには十分抑制的水準に政策スタンスを引き上げ、それを暫く続ける必要がある、③それによる高金利、潜在成長率未満の成長継続、労働市場状況の軟化は、家計・企業に幾分の痛みとなるが、対応の遅れや失敗は遥かに甚大な痛みをもたらすため、任務遂行を確信するまで対応を続ける、というものだった。議長は9月会見でも、主要な

(図表1) 賃金・物価のスパイラル



(注) インフレ期待はPCE価格ベースに調整 (-0.5ppt)。

(出所) 米商務省BEA、米労働省、米エネルギー情報局 (EIA)、ミシガン大学、議会予算局 (CBO) より、MUMSS作成

メッセージはジャクソンホールから変わっていないことを確認していた。

## 1. 1970年代の失敗とその代償

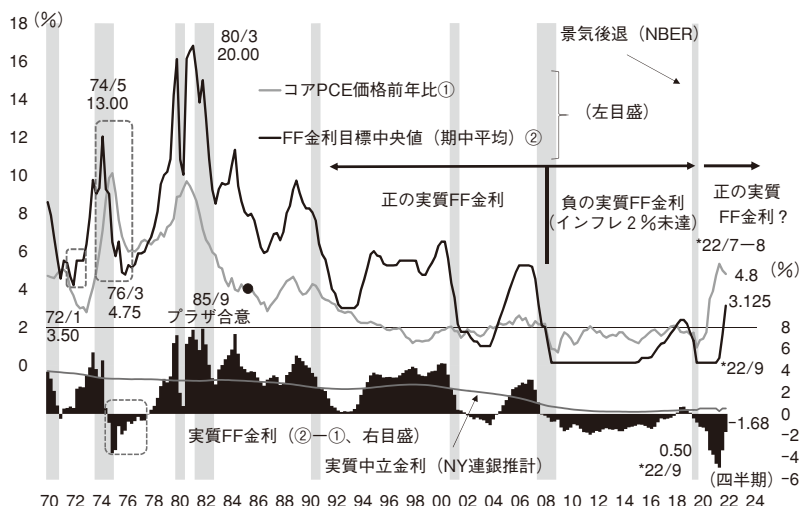
以上の3つのメッセージは、1970年代の高インフレ下の3つの経験から議長が導き出した教訓だった。第1に、FRBはインフレを低下させることが「可能」で、そうする「責任」があるが、当時はこのことが所与でなかった。議長が具体的には述べなかったため例を挙げると、1970年2月から78年1月までFRB議長を務めたバーンズ氏は、当時のインフレをダイヤモンドプル型ではなくコストプッシュ型と判断し、FRBによる利上げでなく、物価・賃金統制という所得政策で対応すべきとニクソン大統領に強く進言した。その

一方で同氏は、大統領選のあった72年の1月、ニクソン大統領の圧力もあり再選支援と取られても仕方のない利下げを実施するなど、度々政治を優先させた。こうしたことが物価安定面でのFRBの信用を失墜させた。

第2に、将来のインフレへの人々の期待が長期的なインフレの行方を決める上で重要な役割を果たすにも拘らず、当時はFRBへの信認失墜やインフレへの誤った対応もあり、インフレ加速や原油高に伴い人々の長期のインフレ予想が上昇。それが、家計や企業の賃金・物価の決定過程に根付き、賃金・物価のスパイラルをもたらした (図表1)。議長は、今はインフレが万人の関心事ゆえ、高インフレが続けば高インフレ期待が経済に根付く可能性が増す特別なリスクがあるとしていた。

第3に議長は、インフレ抑制が遅れるほど

(図表2) 実質FF金利



(注) 足元の実質FF金利は7～8月平均のコアPCE価格前年比と9月のFF金利目標中央値から算出。2020年7～9月期以降の実質中立金利はFOMC長期FF金利見通し中央値－インフレ目標2%で接続。  
 (出所) FRB、米商務省BEA、NY連銀より、MUMSS作成

高インフレ期待が家計・企業の賃金・物価の決定により定着してしまうため、それだけインフレ抑制コストは増大する可能性が高いことを歴史は示しているとしていた。実際、パウエル議長が指摘した「80年代初旬に至る前の15年間になされた複数の誤った対応」により、その後のインフレ抑制コストは膨大になった。補足すると、当時のバーンズ議長は先に紹介した失敗に加え、第1次石油危機後の景気後退期に、コアPCE価格前年比が+10%超の中でFF金利目標を74年5月の13.0%から景気後退終了(75年3月)から1年も経った76年3月にかけて4.75%に引き下げ、実質FF金利を大幅なマイナスにしてしまった。

この「時期尚早の利下げ」(講演)も大いに寄与した第2次石油危機後の高インフレを

沈静化するのに払った代償は、79年8月にFRB議長に就任したボルカー氏(～87年7月)のもとでのFF金利20%(ただし1979年10月～82年9月まではマネーサプライが金融調節のターゲット)、失業率10.8%(82年11～12月、コロナ禍の2020年4月14.7%に次ぐ当時の戦後最高)、景気後退16ヵ月(81年8月～82年11月、金融危機後の18ヵ月に次ぐ当時の戦後最長)だった(図表2)。

## 2. 「十分抑制的政策スタンスの継続」が意味するもの

以上を踏まえた上で冒頭の3つのメッセージに戻ると、やはり気になるのはメッセージ②の「十分抑制的水準」がどこかということ

(図表 3) FOMC経済・金融見通し

指標	全参加者の予想中央値 (22/9/21)				長期
	22/4Q	23/4Q	24/4Q	25/4Q	
実質GDP (前年比、%)	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
22/6見通し	1.7	1.7	1.9	—	1.8
失業率 (期中平均、%)	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
22/6見通し	3.7	3.9	4.1	—	4.0
PCE価格 (前年比、%)	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
22/6見通し	5.2	2.6	2.2	—	2.0
コアPCE価格 (前年比、%) ①	4.5	3.1	2.3	2.1	—
22/6見通し	4.3	2.7	2.3	—	—
FF金利目標 (年末、%) ②	4.375	4.625	3.875	2.875	2.500
22/6見通し	3.375	3.750	3.375	—	2.500
実質FF金利 (年末、%) ②-①	-0.1	1.5	1.6	0.8	0.5
22/6見通し	-0.9	1.1	1.1	—	0.5

(注) 見通しは各人が適切と考える金融政策の下での期待値。長期見通し (5～6年先) は適切な金融政策のもとで収斂すると各人が考える数値 (成長率は潜在成長率、失業率は自然失業率に相当、インフレは目標)。長期の実質FF金利はFF金利目標からインフレ目標2%を引いたもの (MUMSS算出)。2022～25年の予想は19名、長期は18名。年末FF金利予想は各人の誘導目標レンジ中央値 (または目標水準) の中央値。

(出所) FRBより、MUMSS作成

になる。この点について議長は9月会見で、「長期的中立水準 (FOMC予想中央値で名目2.5%) が利上げ終了や一時停止の地点ではない」と明言している。また、当時のFF金利目標レンジ3～3.25%は抑制的領域の「下限」としていた。そうだとすれば、十分抑制的水準とその維持とは、「実質FF金利の早期プラス化と一定のプラス幅の維持」ではないかと見る。9月のFOMC経済・金利見通しの中央値に基づけば、22年10～12月期のコアPCE価格前年比は+4.5%。23年に追加25bpの利上げ (恐らく2月) でFF金利目標を4.625%に引き上げているのは、実質FF金利の年明けプラス化のためである。この水準を維持すれば、インフレ鈍化が続く限り実質FF金利は受動的に上昇する。

ちなみにFOMCの24年10～12月期のPCE価格前年比予想は総合・コアとも+2.3%と

物価安定未達。それでもFOMCのFF金利予想中央値が24年に75bpの利下げを想定しているのは、景気や株式市場に配慮したものである。FOMC予想中央値で見た実質FF金利 (コアPCE価格ベース) は、23年末の+1.5%に対し24年末は+1.6%とむしろ小幅上昇している。これがパウエル議長の言う「インフレを2%に低下させるのに十分抑制的水準」と見られる。FOMCの名目中立金利予想中央値2.5%からインフレ目標2%を差し引いた+0.5%を当局の考える実質中立金利とすれば、+1%台半ばの実質FF金利はその約3倍。この実質金利の水準について議長は物価安定に十分と9月会見で指摘していた。24年に想定されている利下げは、実質FF金利を+1%台半ばに保つ範囲でインフレ鈍化に応じたものに過ぎない (図表3)。

1970年代の失敗の後始末のために登場した

ボルカー議長は、当時の戦後最長の景気後退と戦後最高の失業率の下でも、バーンズ議長と異なり手を緩めることなく大幅なプラスの実質FF金利という「非常に抑制的な政策を長期にわたって維持」（講演）し、高インフレを沈静化させた。ここから得られたのが講演のメッセージ③。パウエル議長は70年代の失敗とその代償を「決意をもって回避するのが目的」で、任務完了を確信するまでこうした姿勢を続けると講演を締めくくっていた。

### ■ 3. 利上げのペース鈍化・停止・利下げの条件

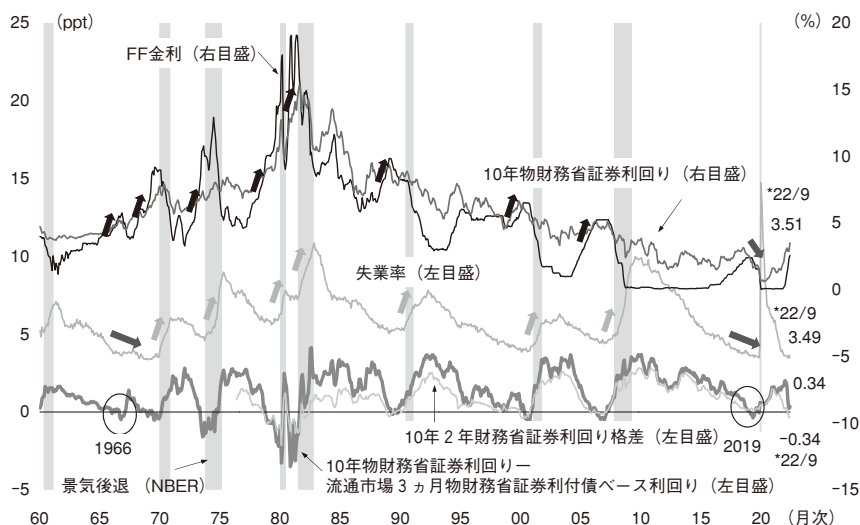
そもそも、金融危機後のマイナスの実質FF金利の常態化は、+2%未満のインフレを押し上げる必要があったためである。それを明確にしたのが、2020年8月27日に公表された「金融政策の戦略枠組みの見直し」3だった。そのもとで、最大雇用については行き過ぎを懸念せず、インフレについては過去の目標未達分を埋め合わせるべく、+2%を超えてもしばらくは容認するという平均インフレ目標が採用された。しかしそれ以前は、1970年代の「時期尚早」のバーンズ議長の大幅利下げ期（74～76年）を除くと、プラスの実質FF金利が通常だった。コロナ禍以降に、一転インフレが目標を大幅に超過した現局面では、FF金利はプラスの実質金利が通常であるべきというのが、マイナスの実質FF金利に慣れた市場にパウエル議長が強く訴えた

かったことだと思われる。FF金利のピークやその後の軌道は、こうした局面では景気や株式市場ではなくインフレ次第。コアPCE価格前年比を一定程度上回るFF金利を維持することが、政策運営の基本となろう。

これらを踏まえた上で、利上げペースの鈍化、利上げ停止、利下げ開始の条件を確認する。パウエル議長は9月会見で、利上げペースの鈍化の条件として、a) 潜在成長率（FOMC予想中央値+1.8%）未満の成長の継続、b) 労働市場の軟化による需給バランス改善、c) インフレが鈍化しているという明確な証拠、を挙げていた。a) の可能性は高いとしつつも、b) については9月FOMC時点で限定的との判断であり、9月雇用統計後も変わっていないはず。c) については、議長が「高過ぎる」としたコアインフレは9月にCPI前年比で+6.6%と40年ぶりの水準に逆戻りしている。利上げペース鈍化には、労働市場の更なる軟化（8月に111万人減少した求人の方々の減少と賃金の伸びの一段の鈍化）と最低でも2ヵ月連続でコアインフレが鈍化する必要がある。

利上げ停止については、政策スタンスが「インフレに有意な下押し圧力をかける水準」に到達し、「インフレ鈍化に自信が持てること」を挙げていたが（9月会見）、これは既に指摘したように、コアPCE価格前年比で見た実質FF金利のプラスを確保できた時と考えられる。利下げについてはインフレが+2%に向っていると強く確信できてからであり、そ

(図表 4) 1960年以降の景気後退入りの平均的パターンと例外



(注) 10年と3ヶ月のイールドカーブはNY連銀による。  
 (出所) FRB、NY連銀、米労働省より、MUMSS作成

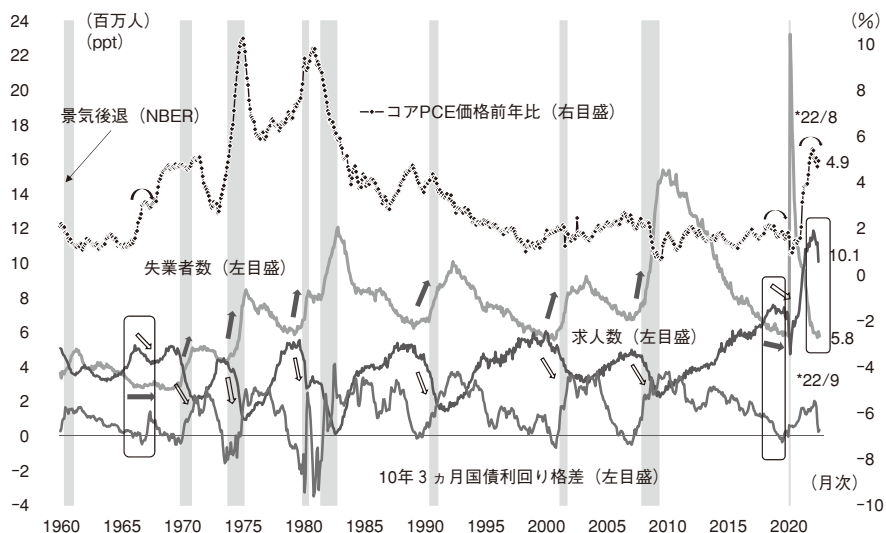
れまでは抑制的水準を維持するとしていた。インフレが持続的に鈍化している明確な証拠が無く、FOMCの想定通りにインフレが鈍化しなければ、利上げペースも鈍化せず、利上げの着地も4.625%を超える。利下げについてもインフレが+2%に向け明確に鈍化していなければ、+1%台半ばの実質FF金利維持のため先送りされる。繰り返しになるがFF金利の軌道はインフレ次第。景気減速や株式市場の下落が利下げの考慮の対象になるのは、それによりインフレが明確に鈍化していると判断される場合のみである（前出、図表3）。

#### 4. 利上げから景気後退までの平均的パターンと例外

講演のメッセージ③から見て今やパウエル議長は、物価安定の回復のためには景気後退も辞さない覚悟であるのは明らかである。景気後退を明示的に予想はしていないが、現在の利上げプロセスが「景気後退を招くのか、招くとすればどの程度深刻なものになるのかは誰にも分らない」とし、「金融政策が一段と抑制的となるか、更に長期にわたり抑制的となる必要があれば、軟着陸実現の確率は低下する」ことを認めていた（9月会見）。

それでも議長は9月会見で失業増を小幅に止める（=景気後退を回避する）という考え

(図表5) 求人、失業、景気後退



(注) 2000年11月以前の求人数はSF連銀の手法を参考にコンファレンスボード (CB) の「求人広告指数」からMUMSSが推計。

(出所) 米労働省、米商務省BEA、NY連銀、SF連銀、CBより、MUMSS作成

を放棄はしていないとも述べていた。5月FOMC後の会見でも述べたように、FRBは依然「過熱する労働市場を冷やし、失業率の急上昇を招かず賃上げを緩和し求人を減らすことを目指している」。これに対し「経験則ではこれらの目標が同時に達成されたことはなく、可能性は低い」と批判をしているのがサマーズ元財務長官である。

そこでサマーズ氏の批判の妥当性を検証すべく、1960年以降のFRBの利上げから景気後退までの平均的パターンを確認すると以下のようなになる。まず、FRBの利上げで10年と3ヵ月の財務省証券利回りが月中平均で最低3ヵ月逆転を続けると、最初の逆イールドから平均1.1ヵ月後に失業率が底を打つ。失

業率の上昇が続けば、失業率のボトムから数えて平均9.9ヵ月後（最初の逆イールドからでは平均11ヵ月後）に景気は山を迎える。

ただ、この平均的パターンには例外がある。1つが1965～66年の利上げで生じた1966年の逆イールド。当時逆イールドは10ヵ月続いたが失業率は殆ど上昇せず、景気後退に至らなかった。これに準ずるもう1つの例外が2015～18年の利上げ。利上げは緩やかだったが18年12月の利上げ後に長期金利が急低下し、19年には逆イールドが5ヵ月続いた。しかし、コロナによる景気後退入り直前の20年2月まで失業率は低下していた。コロナがなければ、このケースも景気後退が回避された例外だったと思われる（以上、図表4）。

注目すべきは、この2つの例外が偶然ではないということである。これは逆イールドが発生した際の労働需要（就業者+求人数）と労働供給（就業者+失業者=労働力人口）の関係を見るとわかる（求人数は2000年12月からしか存在しないため、筆者が遡及推計）。労働需給の関係は求人と失業の関係に集約されるが、逆イールドでも失業率が上昇しなかった2つの例では、求人が失業者を上回っていた。求人が過剰な場合、利上げで需要が抑制されても求人取り下げや空きポジションの補充回避で企業は対応し、すぐに解雇には至らない。いずれの例でも利上げで求人は減少したが、就業者の減少にまで至らず、失業者は増えなかった。逆イールドで失業の顕著な増加が起こった他のケースは、いずれも求人数が失業者を下回っており、求人が失業を上回る前にFRBの予防的引き締めで減少に転じていた（図表5）。

## ■ 結び：失業の急増なく物価安定の回復は可能か

過去2回の例外と今回の労働需要の過剰度合いを「求人・失業倍率」で比べると、今回は22年3月に求人が失業者の1.99倍まで上昇。19年10月の1.24倍はもとより、1966年3月の1.81倍をも上回っていた。つまり、利上げによる需要減少を求人の減少で吸収できる余地が過去2回の例外以上にある。足元の求人率と失業率の関係を見ると、失業率が3.5%

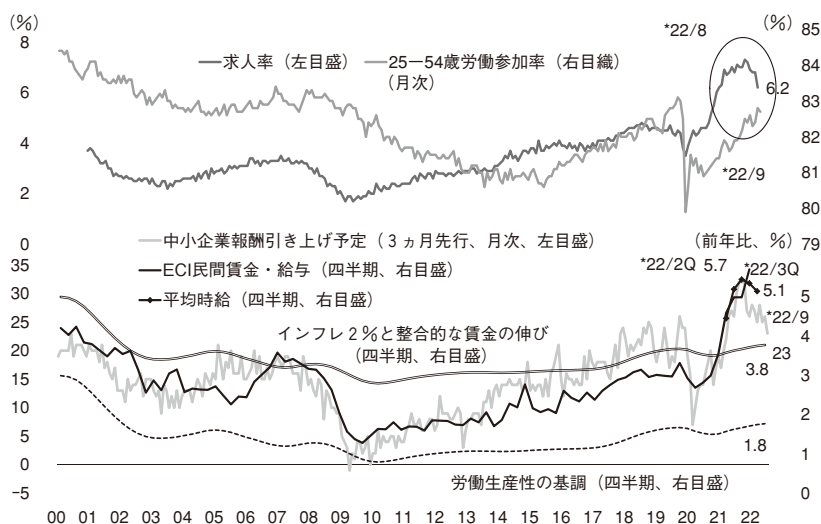
～3.7%の間に求人率が22年3月の7.3%から22年8月の6.2%まで低下。ここまでは1966年や2019年と同様、失業の増加なしに求人は減少している。9月も失業率が3.5%に再度低下する中、求人検索サイト米Indeedの日次データによれば、求人・新規求人は共に減少基調。求人率は低下していた模様である。

今局面で更に注目すべきは、8月から9月にかけて求人が減少し賃金の伸びが鈍化する中で、雇用が堅調で失業が減少している点。こうした現象は、物価高を背景に所得の確保・補填のため就業の必要性が高まった個人に対し、コストを抑制したい企業が追加の賃上げなしで求人を満たすことが容易になりつつあると見れば、説明がつく。雇用が堅調な中で報酬引き上げ予定の中小企業の割合が低下基調にあるのは、人手確保が困難だった中小企業が、追加で賃金を引き上げることなく求人を埋めることが容易になったことを示唆している。25～54歳を中心に労働参加率は足元で改善基調を強めているが、コロナ前を回復できていない分だけ上昇余地がある。

以上を踏まえ、失業率の急上昇＝景気後退を回避しつつ物価安定を回復する可能性を考える。賃金から見た物価安定の条件を確認すると、現在+5～+6%の賃金前年比に対し、労働生産性上昇率の基調を+1.8%（議会予算局〈CBO〉）とすれば、インフレ+2%と整合的な伸びは+3.8%。これに対応する求人率は5%程度と見られるが、単純計算では失業に対する求人の超過分（400万件）の半



(図表6) 求人、参加率、賃金の伸び



(出所) 米労働省、全米独立企業連盟 (NFIB)、CBOより、MUMSS作成

分が解消されるだけで達成できる。供給増の支援もある程度前提にできるのであれば、失業急増を伴わずに物価安定と統合的な賃金の伸び鈍化を実現することは十分可能と見る(以上、図表6)。

このシナリオに対するリスクの第1は、FRBの管轄外の事象でエネルギー・食料価格が再度急騰するケース。この場合、物価安定での信認確保とインフレ期待抑制のため、FRBが過剰需要の抑制以上の利上げも辞さない覚悟なのは言うまでもない。

第2に、財政赤字が再拡大するケース。既に見たように1965~66年の利上げは1966年に10年3ヵ月の逆イールドをもたらしたが、過剰な求人が緩衝材となり失業率は上昇せず景気後退は回避された。ところが、ベトナム戦争の戦費拡大とジョンソン大統領による「偉

大な社会」政策のもと財政赤字拡大が続いたため、FRBは1967年秋に利上げを再開。ジョンソン大統領も増税を約束したが、10%の所得税率引き上げ法に署名したのは1968年6月だった上、時限立法だった増税の引き締め効果は限定的だった。1968年末に失業率が3.4%に低下する中、コアPCE価格前年比は1969年末には+4.8%まで加速。FRBは利上げを加速させたがインフレを抑えられず、1970年1月からの景気後退を招いた。バイデン政権下で成立した「インフラ投資・雇用法」(21年11月15日)、「半導体法」(22年8月9日)、「インフレ抑制法」(同年8月16日)のネットの財政収支への影響はCBOによれば23年度まではほぼ中立だが、8月24日にバイデン大統領が発表した学生ローン減免の影響には注意が必要である。

---

(10月19日脱稿)

(注1) <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20220826a.htm>

(注2) <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20220921.pdf>

(注3) <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm>

