

高インフレに導いた見えざる手



グローバルマーケットエコノミスト

鈴木 敏之

米国では想定外のインフレが起きて、金融政策が翻弄されている（第1図）。本稿の執筆時点では、銀行の経営破綻も起きている。通常であれば、危機時には金融緩和が発動されて、危機離脱を支えるが、高インフレのもとでは、それが制約されて、先行きの見方を重苦しくさせている。

今回のインフレの高進について注意を向けるべきは、Fedの情勢判断、予測がはずれていることである。この状態が続くと、はたして、金融政策でインフレを目標の2%まで軌

轢なく抑制できるかに疑念が持たれてしまいかねない。

1. はずし続けたインフレについての情勢判断、見通し

パンデミック後、米経済はインフレの高進をみた。その間、Fedはインフレについて重要な情勢判断をしてきたが、結果として妥当な判断ではなかった。

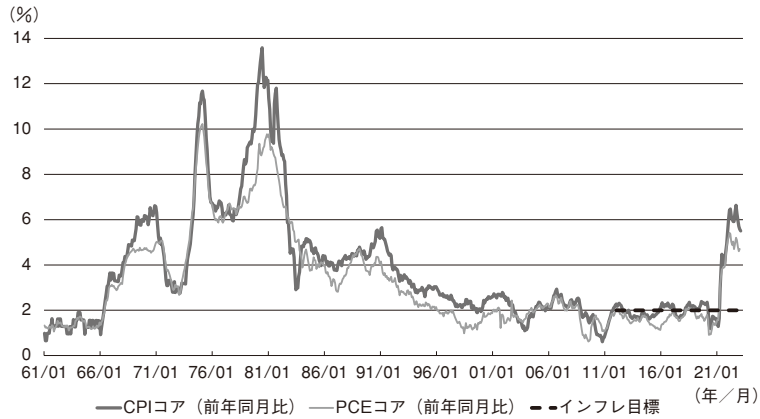
(1) ジャクソン5のインフレ楽観論

21年のジャクソンホールでのパウエルFRB議長の講演は、インフレは短時間でおさまるというインフレ楽観論であった。その論拠として、パウエル議長は、①インフレは一部の品目でしか起きていない、②値上げをもたらしている供給制約はやがて解消する、③雇用コスト指数（ECI）などでみて賃金は安定している、④期待インフレ率は安定して

〈目次〉

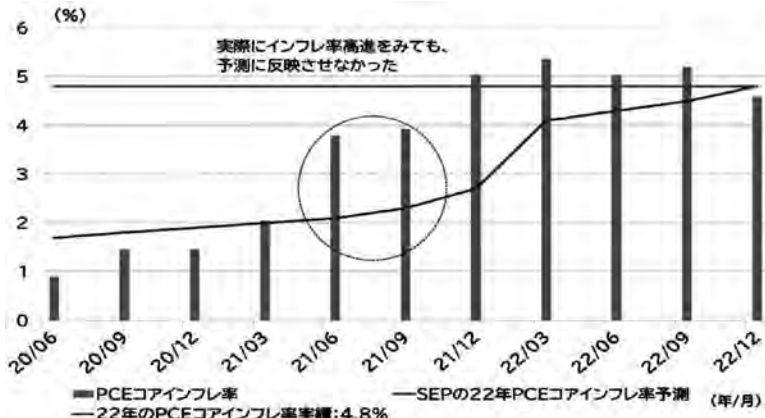
1. はずし続けたインフレについての情勢判断、見通し
2. インフレの源
3. インフレ率を目標の2%まで下げられるのか
4. インフレファイターへの信認確保も課題に

(第1図) 想定外のインフレ率高進



(資料) 米労働省、商務省、FRBより、筆者作成

(第2図) インフレ高進の把握の遅れ (Behind the Curve)



(資料) 米商務省、FRBより、筆者作成

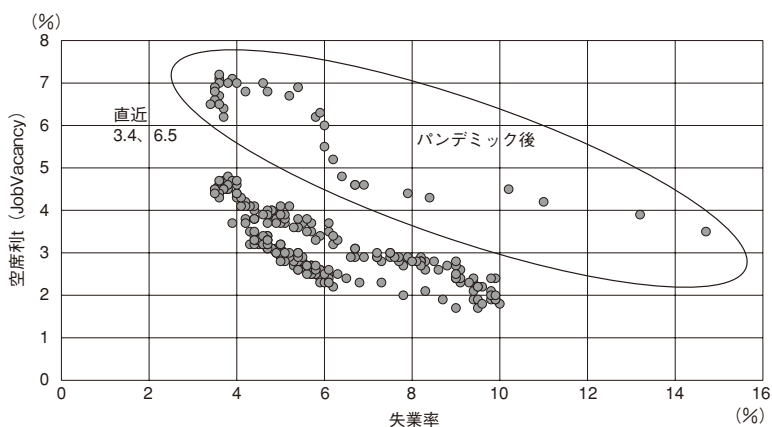
いる、⑤構造的変化が起きて、経済の低インフレ体質は失われたという大転換説が現実であることを示す証拠はないという、5つをあげたので、ジャクソン5と言われるようになった。期待インフレ率の安定などその後も妥当と言える指摘もあるが、インフレの本丸の賃金の見方は正鵠を射たものではなかった。

結局、インフレは短期に終息するという楽観は現実にはならなかった。

(2) SEPの経済予測

FOMCは、四半期ごとに19人の参加者のそれぞれの経済見通しを集計した結果をSEP (Summary of Economic Projections) とし

(第3図) 欠員率が下がっても失業率の上昇は小さくおさまる余地



(資料) 米労働省より、筆者作成

て公表している。インフレについては、民間個人消費価格指数 (PCE) 全体と食料・エネルギー除いたコア指数について、その年の第4四半期の前年同期比の予測が示される。22年の第4四半期のインフレ率は、全体で5.7%、コアで4.8%であった。いつ頃からこの高い数字を、FOMC参加者がみるようになったかであるが、22年に入ってからであった(第2図)。

同年6月15日のFOMC後の議長会見の冒頭で、パウエル議長は、インフレ率引き下げへの決意を言い(“the Fed understand the hardship that high inflation is causing. We are strongly committed to bringing inflation back down, and we’re moving expeditiously to do so.”)、8月26日のジャクソンホール講演では、講演時間を9分弱に抑えて、インフレ抑制への不退転の決意だけを言ったが、この方向転換のタイミングは、“Behind the

Curve”、遅きに失したという批判を受け続けることになった。

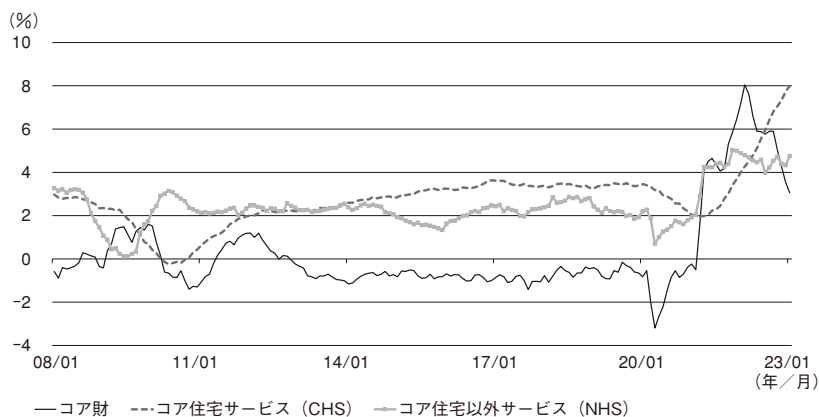
(3) 雇用調整を伴わない労働需要抑制

この高インフレのもとで、Fedが一貫して主張していることとして、ソフトランディング、すなわち、インフレを抑制し、インフレ目標の2%までインフレ率を下げるが、その間に景気後退は引き起こさないということがある。

この主張の理論武装の一つが、22年5月30日のウォラーFRB理事の講演であった。欠員率と失業率の関係を参照して、過熱気味の景気拡大が減速して求人が減って欠員率が下がるとしても、欠員率が非常に高いので、失業率の上昇が限定的にとどまる道筋があることを、ウォラー理事は主張した(第3図)。

この理論分析は妥当で、実際、空席率が下がっても失業率は上がらない動きが起きてい

(第4図) PCEコアインフレ率の3分類の推移



(資料) 米商務省、ニューヨーク連銀より、筆者作成

る。しかし、そもそものところで不都合が出ている。すなわち、求人がさほど減っていないので、空席率がそれほど下がっていない。求人がどう動くかの分析、見通しは十分ではなかったと言える。

(4) 財、住宅サービス、非住宅サービスの三分類論での財インフレの楽観

パウエル議長が22年11月30日に、インフレの見方について講演した。そこでは、PCEコアのインフレ率を、財、住宅関連サービス(HS)、非住宅のサービス(NHS)に分けた。そして、財のインフレ率は低下方向にあることを言った。また、HSのインフレ率は、非常に高いが、23年中に落ち着きだすことをみている。しかし、非住宅サービスNHSの先行きが読めないとして、高インフレ率が続くことへの危惧も持っていた(第4図)。

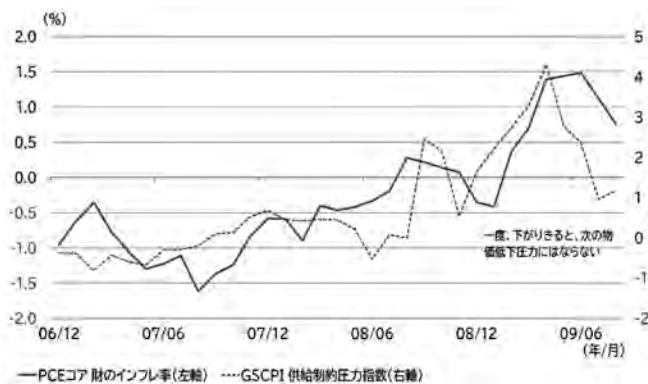
この議論について、Fedの内部から痛烈な

問題提起がなされている。議長は物財インフレの落ち着くことを言ったが、グラス連銀のローガン総裁から、供給制約が緩みだした故の物財の値下がりがあるが、供給制約が緩和するという動きは、1回限りで、やがて、物財のインフレ率低下への寄与はなくなるという問題がつけつけられている(第5図)。

また、22年11月10日に、10月の消費者物価指数が弱めの数字で出て、インフレの先行きへの楽観が広まる「逆CPIショック」が起き、長期金利が低下した。その長期金利低下をみて、NAHB住宅建設業者景気指数は、22年12月を底に反発上昇している。すなわち、住宅景気は底入れの様相であり、住宅サービスNHSが落ち着きだすのかも確たることは言えない。

三分類それぞれにインフレ率が高止まりする可能性をみておかなければならない。

(第5図) 供給制約が緩むことによるインフレ率低下は1回限り



(資料) 米商務省、ニューヨーク連銀より、筆者作成

(5) デイスインフレを強調の直後に景気拡大、インフレの再加速

23年2月1日のFOMC声明に、「インフレは幾ばくか緩んだが、なお高いままである(“Inflation has eased somewhat but remains elevated.”)」という一文が入ったことは衝撃であった。インフレ率が高いという判断と同列にしたが、インフレ率が下がりだしたと声明に書き、記者会見でも議長はデイスインフレに言及した。

その後、3月22日のFOMCの利上げ幅の決定は、データ次第とされ、2回の雇用統計、インフレのデータがあることへ関心を向けた。その統計については、まず、2月3日の1月の雇用統計が、非農業部門雇用者数(NFP)の51.7万人(改訂後50.4万人の増加)、失業率が記録的な3.4%まで低下となった。2月14日に出た1月の消費者物価指数(CPI)ではコアが前月比0.4%の上昇であった。その強さはPCE価格指数にも引き継がれ、前月

比0.6%の異次元の上昇をみた。デイスインフレという見方は瓦解した。

2. インフレの源

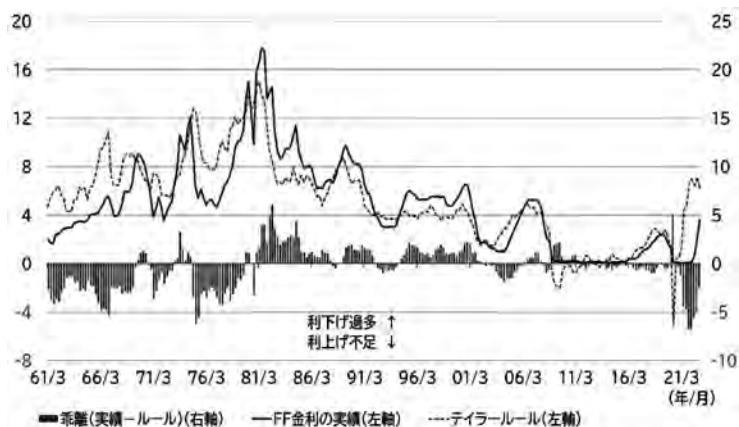
このインフレ率の上昇の要因として、一般の説明には、政策が想定外といえる効果を持ってしまったことへの関心がある。さらに、注目すべきこととして、Fed自身の利上げ不足に注意を向けるべきであろう。

(1) インフレの要因についての一般的な見方

この高インフレが起きたことの要因については、次の4つがあげられている(注)。

- ① パンデミックの非常事態に遭遇し、経済の壊滅的な落ち込みを危惧して、大規模な財政金融政策による刺激策が発動され、過度の需要拡大がはかられた。
- ② 経済にサプライショックがかかっていた

(第6図) テイラールールで計算されるFF金利と実績のFF金利の推移



(資料) 実績はFRB。ルールは、FRB、米商務省、リッチモンド連銀、CBOより、筆者計算。

ところで、需要が出たため、深刻な供給制約の壁ができてしまった。

- ③ パンデミック当初は、サービスから物財への需要シフトがあり、再開(Reopening)が始まると、物財からサービスへの需要シフトが起きた。それぞれが需給のミスマッチを引き起こした。
- ④ パンデミックで人と接する職場へ出ることが回避され、失業保険の給付が手厚くなったため就労しないですむようになった、保育・介護施設の閉鎖でケアのために就労ができなくなった、資産価格の上昇で早期引退が促されたといったことで労働供給の大きな減退があり、労働需給の逼迫が強いのになってしまった。

金融政策はパワフルな物価上昇を抑える効果を持つが、上記のような需要のシフト、労働供給行動に生じた変化が要因であると、金融政策がいかなる経路で、どの程度物価上昇

を抑えられるか定かでないところがある。

(注) Christoffer Koch and Diaa Noureldin, "How We Missed the Recent Inflation Surge", *IMF, Finance & Development* March 2023,

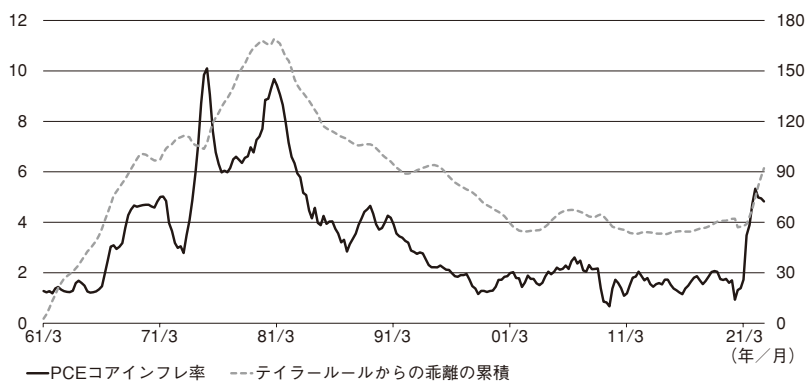
(2) Fedの利上げ不足によるインフレ

このインフレの高進には、Fedの引き締めが足りなかった影響を看過できない。高インフレに導いた見ざる手は、Fed自身の手とすることができそうである。

① テイラールールからの検討

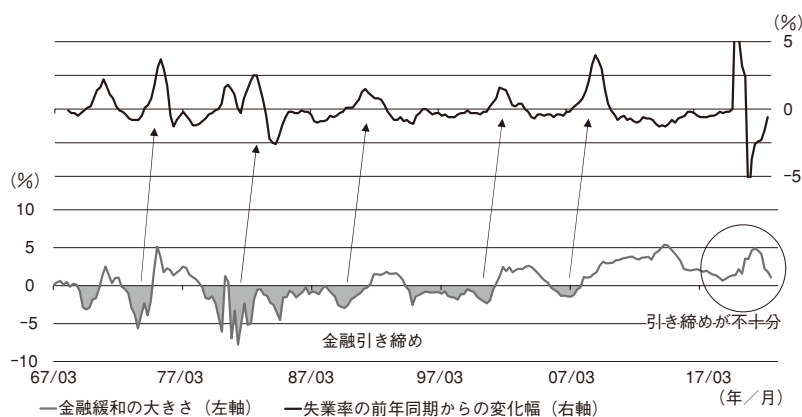
Fedは22年3月16日から利上げに動き出したが、テイラールール(自然利子率を可変としている修正テイラールール)からみた所要FF金利にはるかに及ばない低金利を続けたことになる(第6図)。この実際のFF金利とテイラールールで計算される金利の乖離の累積値と、インフレ率の間には関係が見出せる(第7図)。

(第7図) Fedの利上げ不足とインフレの高進



(資料) 実績は米商務省。ルールは、FRB、米商務省、リッチモンド連銀、CBOより、筆者計算。

(第8図) 失業率を高めるだけの金融引き締めがなされていない



(資料) 米労働省、FRB、リッチモンド連銀より、筆者作成

$$i = r^* + \pi + 0.5 \times (\pi - \pi^*) + 0.5 \times y$$

i : FF金利

r^* : 自然利子率

(リッチモンド連銀のLubik-Matthes算出値)

π : インフレ率 (PCEコア、前年比)

π^* : インフレ目標 (2%)

y : GDPギャップ

(議会予算局CBOの計算値)

この実際のFF金利とテイラールールで計算される金利の乖離の累積値と、インフレ率の間には関係が見出せる (第7図)。Fedの利上げが足りなくて、インフレ率の上昇、高止まりが起きている。また、仮に、この利上げ不足をとりかえすべく、強い利上げを始めれば、経済の落ち込みはおそらく深刻なものとなるであろう。

(第9図) 厳しい労働需給の逼迫と賃金上昇



(資料) 米労働省、アトランタ連銀より、筆者作成

② 自然利子率と実質FF金利の差からの検討

Fedの引き締め不足は次でも見出せる。自然利子率－実質FF金利が正值であれば、大きいほど金融緩和がなされていることになる。負値であれば、マイナス幅が大きいほど金融引き締めがなされていることになる。これまでの推移をみると、大きな金融引き締めを行えば、失業率の上昇がみられた。今回についてみると、十分になされたということができず、そのため、失業率の上昇も限定的にとどまっている(第8図)。

3. インフレ率を目標の2%まで下げられるのか

はたして、2%のインフレ目標までインフレ率を引き下げられるかについて、疑念が持たれる。

非常に悩ましいこととして、異次元の労働

需給の逼迫がある。パウエル議長が頻繁に参照する労働需給逼迫の指標として、労働異動調査(JOLTS)統計の求人件数/失業者数の比率がある。失業者ひとりにいくつの職があるかを示すもので、数字が高いほど労働需給が逼迫をしていることを示す。この数字は、パンデミック下で異次元の上昇をみて、高止まりしていた。さらに、直近、再上昇もみている。また、この比率の上昇が、賃金上昇率と同調している問題がある(第9図、第10表)。

労働供給の拡大があれば、事態は打開されるが、多くを期待できない。移民の受け入れ拡大、労働参加率の引き上げ策など動きはあるが、即効は期待されていない。労働需給の引き締めは、すぐには落ち着かないであろう。

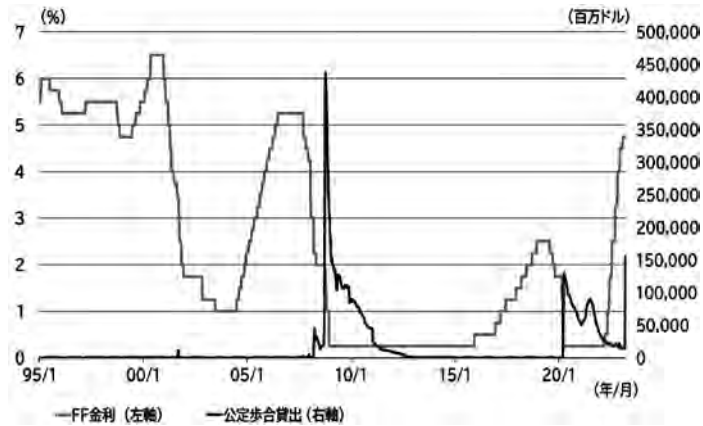
そして、それが賃金上昇を伴っている厄介がある。賃金上昇トラッカーでみて、賃金の上昇率が6%ペースである。いくら生産性の上昇をみても、単位労働コストの上昇は2%

(第10図) 雇用関連の重要指標の推移

	単位	22/10	22/11	22/12	23/1	23/2
非農業部門雇用者 (NFP) 増加数	千人	324	290	239	504	311
改訂前	千人			260	517	
NFP前年同月比 (季節調整前)	%	3.63	3.39	3.05	3.32	2.91
労働参加率	%	62.2	62.2	62.3	62.4	62.5
失業率 (U3)	%	3.676	3.647	3.469	3.434	3.571
失業率 (U6)	%	6.7	6.7	6.5	6.6	6.8
雇用/人口比率	%	60.0	59.9	60.1	60.2	60.2
週平均労働時間	時間	34.6	34.5	34.4	34.6	34.5
労働投入時間指数	—	114.4	114.3	114.2	115.2	115.1
賃金上昇率 (平均時給)	%	4.8	4.8	4.8	4.4	4.6
賃金上昇トラッカー (平準化)	%	6.4	6.4	6.1	6.1	6.1
賃金上昇トラッカー (非平準化)	%	6.3	6.5	5.5	6.2	6.6
JOLTS統計の自発的離職率	%	2.6	2.7	2.7	2.5	未発表
JOLTS統計の求人件数	千人	10,471	10,746	11,234	10824	未発表
失業者数	千人	6,053	6,000	5,722	5,694	5,936
求人件数/失業者数	倍	1.730	1.791	1.963	1.901	未発表

(資料) 米労働省、アトランタ連銀より、筆者作成

(第11図) 公定歩合貸出急増の金融動揺時には、Fedは大幅利下げ



(資料) FRBより、筆者作成

のインフレ目標とは相容れない。

景気後退を伴うことになる強い需要の減退、労働需要の減退をもたらす事態が起きないと、労働需給の逼迫、強過ぎる賃金上昇からの脱却は難しそうである。

■ 4. インフレファイターへの信認確保も課題に

目下、銀行の経営破綻など金融システムに動揺が起きている。パウエル議長は、インフレがある中での金融システムの問題への対処

と言う未曾有の試練に直面している。通常であれば、Fedのプライマリー貸出が急増するようなストレスがかかったときには、大幅利下げがなされて、事態打開に動いていたが(第11図)、強いインフレの中でそれは難しい。景気後退をみながらのインフレ抑制の難事に、パウエル議長がどこまで切り込めるかが見守られることになる。

