

経済を読む眼

嵐の中を航海する米国金融政策の羅針盤¹

2023年1月24日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

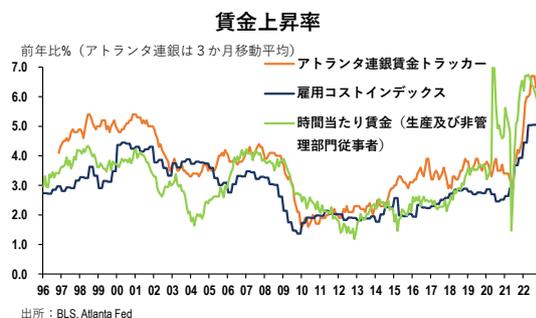
1. 嵐の中を航海する米国金融政策

2022年の米国経済は、ロシアのウクライナ侵攻やサプライチェーンの部品調達難といった供給要因と、コロナ禍対応の財政刺激策による需要増大が組み合わさり、インフレ率が予想以上に加速するという大きな嵐に見舞われた。Fedは、こうした嵐の中を、急ピッチの利上げという手段を用いて航海してきたところだ。内外投資家は米国への投資にあたり、本年に入っても引き続き、Fedがどこまで引き締めを続けるのか、利下げに転じるのはいつかに焦点を当てている。

このところ、米国ではインフレ率のピークアウトが明確化しており、投資家はその先行きを楽観視してきているが、まだ2%に向かって秩序だって収束していくかは予断を許さない。本稿では、今後のインフレの動向と金融政策の対応を考える上での羅針盤として、インフレ率の形成に重要な役割を果たす賃金上昇率とインフレ期待を採り上げ、その動きを鳥瞰したうえで、その下での最適な金融政策のあり方を考察する。

2. 羅針盤1：賃金上昇率

第1の羅針盤としては、雇用指標の中でも雇用需給以上に、賃金上昇率の動向が挙げられる。まず、Fedは現在、コアCPI上昇率を見る際に、コア財（除くエネルギー・食料品）・家賃・コアサービス（除く家賃）に分けてみており、特にCPI家賃とCPIコアサービス（除く家賃）に注目している。サプライチェーンの部品調達難という供給側の財の物価上昇圧力がようやく減退する中で、CPIの今後の推移に大きな影響を与えるのは賃金である。賃金上昇率を各種指標で見ると、ここ30年で最も高水準の

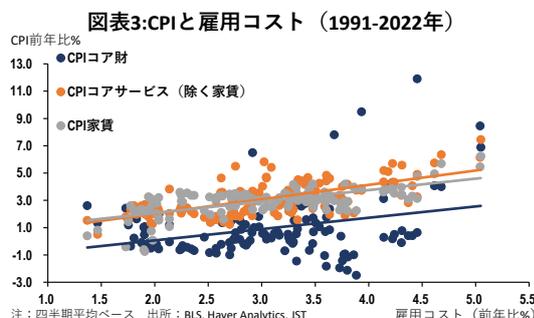
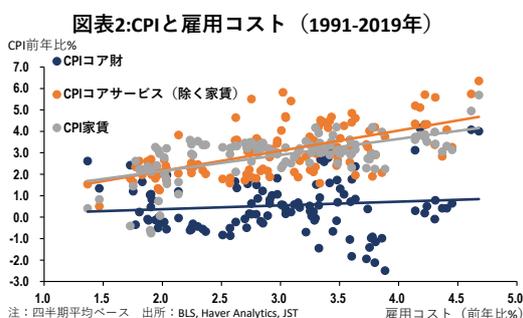


¹ 本稿は、1月16日現在のデータに基づいている。

圏内ではあるが、ようやくピークアウトの兆しが出てきたところだ（図表 1）²。CPI 上昇率に比べ、賃金上昇率の鈍化のスピードはまだ鈍い。

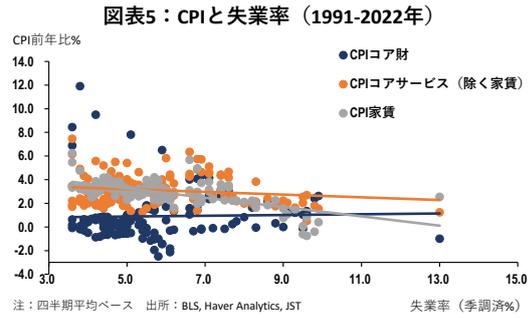
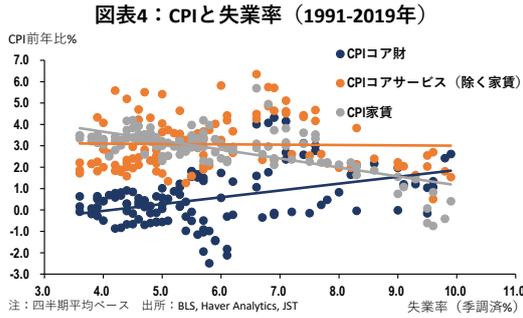
中でも雇用者の福利厚生まで含み、企業の人件費を最も正確に映し出している雇用コストインデックス前年比を採り上げ、上述の 3 種類の CPI 前年比との関係を、コロナ禍が発生する直前の 2019 年まででプロットすると、図表 2 のように正の傾きが認められる。特に CPI 家賃及び CPI コアサービス（除く家賃）で正の傾きが顕著で、それに比べると CPI コア財の傾きはなだらかである。後者は、製造業のコストに占める人件費が非製造業ほど高くないことに起因するとみられる。CPI コア財は他にも輸入価格や原材料コストにも影響されるので、賃金は、主として CPI コアサービス全般をみる際に、重要といえよう。ただし、コロナ禍以降のデータを含めてみると、CPI コアサービス（除く家賃）、CPI 家賃のいずれも傾きが変わらないのに対し、CPI コア財は正の傾きが明確化していることもみてとれる（図表 3）。これは、サプライチェーンの部品調達難を映じて幾つかの財価格が極端に上昇したことを反映している可能性があるが、サプライチェーンの部品調達難が収束しつつある現在、コロナ禍前の傾きに戻るか、それともコロナ禍前よりも正の傾きが大きくなるのかは、今後を見守って判断せざるを得ないだろう。いずれにしても、Fed が CPI コアサービス（除く家賃）と CPI 家賃に注意を払う際には、やはり賃金上昇率がどの程度鈍化するかがポイントになる。

なお、米国では雇用契約を 1 月に改訂することが多いので、過去には 1 月の賃金上昇率はその年の賃金上昇率の 4 割程度を占める傾向があった。したがって、まずは 1 月の賃金上昇率に注目したい。



一方、雇用関連指標の中でも、賃金上昇率に比べると、通常のフィリップス曲線を構成する失業率は、CPI 上昇率との関係は弱いようだ。コロナ禍前でみても（図表 4）、コロナ禍以降を加えても（図表 5）、CPI 上昇率と負の相関がみてとれるのは CPI 家賃だけとなっている。やはり、賃金の方が羅針盤として信頼できるだろう。

² Silver, D. (2023) “US: One labor market, three buckets of core inflation”が同じ手法で 2019 年までの分析を示している。

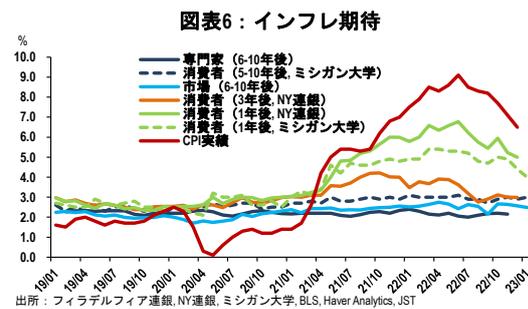


賃金上昇率と金融政策対応

賃金とインフレの関係から得られる金融政策上のインプリケーションは、現在の高い賃金上昇率が3%超に近付いていくようにしっかりと鈍化するまでは、Fedは引き締め姿勢を堅持せざるを得ないということである。3%超の賃金上昇率を目指すのは、これが均衡の姿では2%超のCPIインフレ率（PCEデフレーターでは2%）に1%程度の労働生産性上昇率を加えた値に一致するためである。現在は、賃金の伸び率の鈍化がようやく現れ始めた段階に過ぎないので、引き締めはまだ続く可能性が高く、その後利下げに転じるのにも時間がかかりそうである。その間、今後も引き締めのペースを引き続き積極的に行う必要があるのか、それとも鈍化させられるのかを考えるためには、次の羅針盤が重要になる。

3. 羅針盤2：インフレ期待

第2の羅針盤は、インフレ期待の安定性・水準・不確実性である³。まず、米国の長期（5～10年後）のインフレ期待を専門家・消費者・市場のベースで取り、実際のインフレ率の上昇にどの程度敏感に反応したかをみると（図表6）、この2年間、どれも非常に小さい反応にとどまった。その意味で、安定性は維持されているようだ。しかも、その水準はFedのインフレ目標（2%）から大きな乖離もしていない（同図表）。



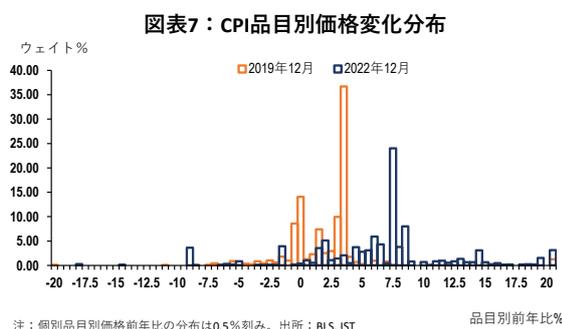
次に、1年後という短期のインフレ期待は実際のインフレ率の上昇・鈍化に沿って強い反応をしているが、3年後という中期インフレ期待になると、1年後に比べて反応が

³ ここでの議論は、かなりの部分を Williams, J. C. (2022) “A Steady Anchor in a Stormy Sea” (<https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2022/wi221109>) に負っている。

かなり弱まり、家計は今回のインフレ率の上昇を短期的なものとする傾向が強いことが示唆されている。

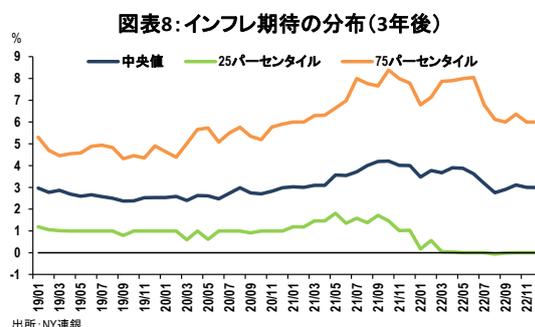
全体として、Fedが中長期的にはインフレ目標を達成できるという信認は維持されているようだ。ただ、短期インフレ期待の水準はまだかなり高い水準となっている点には懸念が残る。また、これに関連して、物価のアンカリングの程度を企業側の価格設定のノルム（inflation norm、皆が当たり前と考える価格変化率）⁴という別

の視点からチェックするため、CPIの個別品目別にみた価格前年比の分布をみてみよう（図表7）。ノルムはインフレ率の過去の値に応じて変化するとは言え、景気循環のような短い時間スケールでの変動ではなく長期の趨勢によって決まるものなので、通常はこの価格変化分布が大きく集中している価格上昇率が特定の水準で長く続いていれば、その辺りがノルムと推定することが可能である。実際、2019年までは、3%超に最も価格改定が集中し、0%程度にもう少し小さい2つめのこぶが来る姿で、全体では2%程度で推移する姿を長く続けてきた。ところが、2022年末の分布をみると、7%超のところに最も価格改定が集中した分布へ変化した。このように企業の価格改定のノルムが崩れているだけに、今後のCPI上昇率の2%程度への収束に時間がかかるリスクがある。ノルムが再び3%台に定着していくのか、短期インフレ期待とともにみていく必要がある。



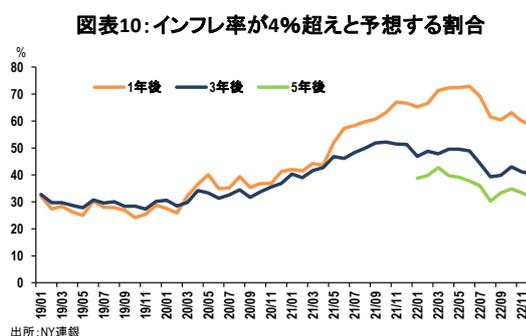
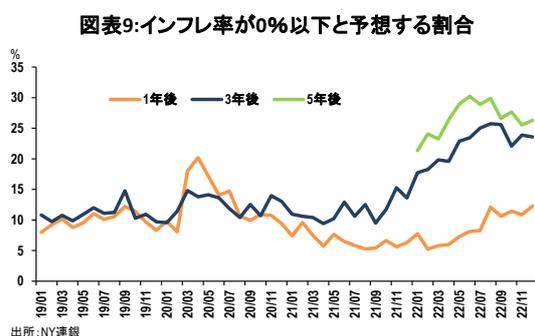
次に、その**不確実性**については、中長期インフレ期待がある程度安定している中では、取り出すのが難しい。将来のインフレの分布についてはオプション取引があれば把握できる可能性があるが、それも現在は取引されていない。そこで、不確実性を直接表すものではないにしても、関係の深いものとして、NY連銀の家計に対するインフレ期待のアンケートで、中央値から離れた見方をしている人の回答の分布をみてみよう。図表8

をみると、先行きのインフレ期待の分布は2021年から明らかに広がっていて、不確実性の高まりを想起させる。しかし、インフレがもっと昂進するとみる先が増えていると同時に、インフレ率が0%ないしは若干のデフレになるとみている先も増えている、上下にほぼ対称的に見方が分かれていることが特徴だ。デフレになるとみている先の増加は驚くべきことである。しかも、米国が将来デフレに陥るとみているかを質



⁴ A. Okun (1981) “Prices and Quantities: A Macroeconomic Analysis” (<https://www.brookings.edu/book/prices-and-quantities/>) が提唱した概念。

問すると、そのシェアは3年後、5年後ではピークに達したものの減少しておらず、1年後に至っては増加基調にある（図表9）。NY連銀の *Armantier et al. (2022)*⁵がこの原因について詳細なアンケートを基に分析しており、デフレと回答した者は経済の先行きにより楽観的であり、経済がこれから悪化するのでデフレに陥るとみている訳ではないようだ」と結論付けている。むしろこれまでのインフレにはコロナ禍やロシア・ウクライナ紛争といった特殊要因が多いので、これから *mean reversion*（平均回帰）を起こすとみているようである。逆にインフレ率が4%を超えと予想する回答の割合は2021年に拡大したものの、2022年に反落している（図表10）。以上からみて、少なくとも、インフレ期待の不確実性の高まりが、インフレ期待をアンカーから外そうと作用している訳ではなさそうである。



インフレ期待と最適金融政策

では、このようなインフレ期待の安定性・水準・不確実性を前提とすると、どのような金融政策対応を採るべきなのだろうか。この点は、人々のインフレ期待がアンカリングされているかどうかに着目し、期待形成が合理的ではなく現実に応じて適応的に学習していくというより現実的な想定で構成したモデル分析を行った ECB の *Gáti (2022)*⁶の整理が役立つ。そのエッセンスを図表 11 にまとめたが、要は、中央銀行は、インフレ期待がアンカーされていない場合には、インフレ期待をアンカリングするために積極的な政策対応を行うことが最適となるが、インフレ期待がアンカーされている場合には、積極的な政策を行う必要は無い、という直感的にも納得できる結果となっている。Fed は、当初は引き締めが遅れを取り戻すことに加え、インフレ期待のアンカーが外れないように急激に引き締めを行ったが、現在は米国の中長期のインフレ期待がかなりアンカリングされているとみなせる以上、積極的な引き締めを続ける必要は無いとの結論にな

⁵ *Armantier, O., G. Kosar, G. Topa, W. van der Klaauw, and J. C. Williams, (2022) "The Curious Case of the Rise in Deflation Expectations"* (https://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr1037) を参照。

⁶ 詳細は *L. Gáti, (2022) "Monetary Policy & Anchored Expectations - An Endogenous Gain Learning Model"* (https://www.snb.ch/n/mmr/reference/sem_2022_03_08_gati/source/sem_2022_03_08_gati.n.pdf) を参照。

る。すなわち、ここまで急ピッチに利上げを行った後だけに、今後は利上げペースを鈍化させることが理論的には最適行動となる訳だ。

それだけではない。同ペーパーではこれらを意識して最適金融政策を解き、興味深い結果を得ている（前掲図表 11）。まず、家計の社会厚生を最大化させるためには、単純化すると、下記のように中央銀行が CPI 上昇率のインフレ目標からの乖離の二乗と現実の GDP の潜在成長力からの乖離（GDP ギャップ）の二

乗の将来にわたる期待値の合計で構成される損失関数を最小化することになる。この想定の下、社会厚生を最大化させるような最適金融政策（以下、ラムゼイ政策と呼称）を計算すると、理論的には最適になるのだが、これは短期的に金利を極端に変動させることでインフレ期待をアンカーさせ、後の金利の変化幅を大幅に抑制するような政策になる。同ペーパーでモデル・カリブレーションを用いて最適金融政策を導出すると、インフレ期待の中央値が僅か 0.05% 上昇すれば、政策金利をいきなり 2.5% 上昇させるような政策対応を行う結果になることに端的に表れているように、金利変動のボラティリティを大幅に拡大させてしまうことが難点である。

$$\text{損失}_{中銀} = E_t \sum_{T=t}^{\infty} \left\{ (\text{インフレ率}_T - \text{インフレ目標})^2 + \lambda (\text{需給ギャップ}_T)^2 \right\}$$

このような極端な金利変動は決して現実的とは言えないので、よりシンプルなテイラールールで代替すればどうなるかも試みている。すなわち、政策金利が、下記のように、
 (1) 現実の CPI 上昇率のインフレ目標からの乖離、(2) 現実の GDP の潜在 GDP からの乖離（GDP ギャップ）、に応じて決まる、と想定する。最もシンプルなテイラールールは (1) と (2) に対応した反応係数を固定するものだ。その際、Fed がテイラールールに基づいた政策運営にコミットすると想定する。このルールを最適化してシミュレーションを行うと、インフレが既に高まっている時に、インフレの抑制には成功するのだが、インフレが一旦アンカリングされると、今度は GDP のボラティリティが大幅に上昇する結果が得られる。

$$\text{政策金利}_t = \psi_t (\text{インフレ率}_t - \text{インフレ目標}) + \psi_t (\text{GDP ギャップ}_t) + \overline{\text{中立金利}_t}$$

これでは、経済にとって適切な結果とは言えないので、今度はテイラールールを、インフレ期待のアンカリングの程度によって政策反応が変わる（すなわち、初期にインフレ期待がアンカリングされていない時には政策反応を大きめにし、その後アンカリング

図表11：インフレ期待のアンカリングと最適金融政策

インフレ期待の性質と金融政策反応	
1. インフレ期待がアンカーされていない場合	インフレ期待をアンカリングするために積極的な政策が最適
2. インフレ期待がアンカーされている場合	積極的な政策を行う必要は無い
これらを意識した最適金融政策	
1. インフレと需給ギャップの損失を最小化し社会厚生を最大化するラムゼイ政策	理論上は最適になるが、短期的に金利の変化幅が大きく後に小さくなるというボラティリティを生む
2. 政策反応が固定的なテイラールール	インフレを抑制できるが、インフレがアンカリングされると経済のボラティリティが上昇する
3. アンカリングの程度を織り込んだ可変的なテイラールール	政策がインフレ期待のアンカリングの程度を織り込んで可変的に反応するテイラールールが適切な可能性が大

出所：L. Gai (2022)

の程度によって小さくしていく) 形に変えると、ラムゼイ政策のような極端な金利のボラティリティを回避しつつも、シンプルなテイラールールのような GDP のボラティリティも回避できる結果を導出することができる。ラムゼイ政策のように社会厚生を最大化するには至らなくても、それに近づける現実的な政策ルールにすることが可能になる訳だ。

以上から得られる政策的含意は、極端な金利の上げ下げを行うのではなく、ある程度スムーズに、しかしインフレ期待がアンカリングされていない初期には政策反応を大きくし、インフレ期待がアンカリングされてくると、政策反応を小さくするような政策対応が最適に近いということだ。現在の Fed に当て嵌めると、現在はインフレ期待がある程度アンカリングされているだけに、スムーズに政策反応（利上げペース）を減速させることが可能ということである。

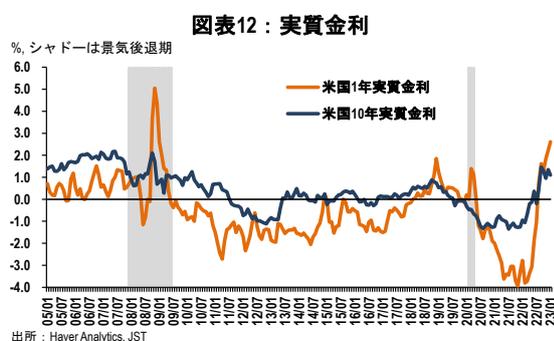
ただし、それでは金融緩和に速やかに転じることができるかと考えると、上述のように企業の価格設定のノルムが崩れているように見える下で短期インフレ期待がまだ高いという観点からも、それらが元に戻っていく自信が高まるまでは難しいだろう。

4. Fed は実体経済への配慮をどの程度行うか？

本稿での分析からは、賃金上昇率とインフレ期待という羅針盤を基にすれば、ペースを減速させながら利上げをもう暫く続けることが Fed にとって適切な政策対応となる可能性が高い、と考えることができる。また、利下げに転じることができる条件を考えるなら、賃金が3%超に向けてははっきりと鈍化していき、かつ、企業の価格設定のノルムが安定化することを確認するために短期インフレ期待も明確に低下していると判断できる状況、ということが挙げられるのではないだろうか。それにはまだ時間がかかると思われるが、市場では早ければ本年央、そうでなくでも本年下半年、というように早期に利下げに転じることを期待する向きが多い。市場は Fed が米国景気のリセッション入り回避に政策の焦点を移すと考えているからであろう。

確かにリセッションを懸念する見方には一理がある。この点を、実質金利に着目して確認しておこう（図表 12）。市場データから見た実質金利を 2005 年以降でみると、現在の 1 年実質金利は世界金融危機時以来の高水準であり、2000 年代半ば頃や世界金融危機以降の景気回復期にはみられなかった水準である。更に、

今回は QT などでも使用しているので、実際の実質金利はもう少し高くなっている可能性が高い⁷。市場が織り込むインフレ率が今後変わらなくなるとしても、Fed がもう少し利



⁷ 詳細は、鶴飼博史 2022 「Fed はどこまで利上げを行うか？—金融政策論的アプローチ—」

上げを続ければ、実質金利は更に幾分上昇する可能性が高い。次に、現在の 10 年実質金利は、やはり世界金融危機以来の高さになっているが、その前の 2000 年代半ば頃にはもっと高い水準の下で景気回復が続いていた。10 年実質金利は、今後 Fed がもう少し利上げを続けても、利上げ停止が近いとみられるため、長期金利のこれ以上の大幅な上昇は見込めないことから、最早それ程上昇しない可能性が高いだろう。米国経済には短期実質金利と長期実質金利のいずれも影響を及ぼすと考えられるだけに、この結果から米国景気に得られる含意は微妙だ。

また、Fed が過去に利下げに転じたタイミングと景気との関係を経験則として見てみよう（図表 13）。今回、仮に Fed が 5 月で利上げを止め、利下げが来年からであるとすれば、最低 8 ヶ月間は利下げに転じないことになる。過去にそうした例は 2001 年 1 月・2007 年 9 月利下げ開始の 2 回しかなく、いずれも 5% 台の FF 金利を維持し、利下げ開始の 2 ヶ月後にはリセッションに入っている。

図表13：Fedの利上げから利下げまでの期間



個人的には、米国経済が本年第 4 四半期にはマイルドなリセッションに陥る可能性が高いとみているが、少なくとも深いリセッションまでは示唆されていないと捉えている。恐らく、Fed は、米国経済が深いリセッションに陥るリスクが高まったと判断しない限り、今回説明した羅針盤に照らしてインフレ率の目標への収束を重視する可能性が高いだろう。幸いにも、2 つめのインフレ期待の羅針盤がインフレ・リスクの低下を示している中で、1 つめの賃金上昇率もこれ以上大きな利上げを伴わずに円滑に鈍化する場合には、米国経済がソフトランディングする芽も出てくると考えられる。

(<https://www.jst.go.jp/fund/dl/researchnote02.pdf>) を参照。

著者紹介：鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年の **Financial Stability Board** 発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月まで **JP モルガン証券** に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を引用して行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。
当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくは URL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。
当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容は **JST** の管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。