

経済を読む眼

Fed の大幅な金融引き締めはなぜ効いていないのか？¹

2024 年 5 月 21 日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

上席運用専門員 丸山泰斗

エコノミスト 関東享佑

要旨

1. 米国では、Fed が 2022 年から急激に FF 金利を引き上げ、2023 年 5 月以降はそのまま長い間据え置く high-for-long 政策を採っているが、景気はリセッション入りせずインフレも急激な鈍化をみせない等、収束に時間がかかっている。金融引き締めが予想された程の効果をあげていないようだ。
2. その背景には、以下の理由が組み合わさっていると考えられる。
 - (1) 出発点として、家計・企業共に、利上げに入る直前の段階でも財務がかなり健全であった。
 - (2) 今回の急激な引き締めは 2020～21 年の大規模な金融緩和の後に実施されたため、大幅な緩和期の緩和効果が残っていた。具体的には、モーゲージ借り入れの低利での固定、インフレの招来と QE 効果の残存で実質金利がなかなか上昇しなかったこと、資産価格が大規模緩和時に大きく上昇したため、現在でもコロナ禍前よりも資産の価値が増大しており、資産効果が働いている。
 - (3) 過去とは異なり、コロナ禍を経て、景気回復期になっても大幅な財政支出を続けてきたことが、金融引き締めの効果を減殺してきた。
 - (4) Fed は急激な引き締めを行った後、緩和に転換する展望を市場と早めにコミュニケーションしたため、金融環境が早めに引き緩んだ。
 - (5) 自然利子率が上昇し、金融引き締め効果を減殺している可能性が高い。
3. Fed にとって、コロナ禍と地政学的リスクの組み合わせ等、過去に殆ど経験がない経済情勢への異例の対処のラグを伴う影響と、その後の手仕舞いの難しさが顕在化したということだろう。また、2020 年の Fed の政策目標の見直しで、Fed に当初高インフレを許容させたばかりか、インフレの加速が止まったところで金融緩和方向へのバイアスを早く掛けさせているとみられる。

¹ 本稿は、2024 年 5 月 17 日現在のデータに基づいている。

1. はじめに～問題意識

今次局面で、Fed は 2022 年 3 月から急激な金融引き締めを開始し、2023 年 5 月には FF 金利を上限 5.5% まで引き上げた後、現在に至るまで高金利を据え置いている。利上げが止まってから 1 年以上経っても利下げに転じないのは 1960 年代以降の米国の金融政策の歴史をみても異例である。この high-for-long の政策運営姿勢によって、当初は米国経済のリセッション入りが懸念されたのだが、実際には国内経済は 2023 年から本年初にかけて高い成長を続け、インフレも本年に入り 1Q24 にはむしろ再加速した。2% のインフレ目標の達成に向けたインフレの収束に時間がかかっており、2Q に入ってから漸く経済成長に減速感が出てきたことを映じてインフレも再び鈍化し始めたところである。

金融政策の効果波及のタイムラグは通常 1~2 年と言われる。歴史的に見ても、住宅投資と耐久財消費には 1 年以内に大きな効果を及ぼす一方、企業の投資には徐々に効いてくるので効果が明確化するには 1 年以上のタイムラグがある。しかし現在は、Fed が利上げを開始してから 2 年を超え、本格的な引き締めに移行してからも 1 年を優に超えている。Fed の急激な金融引き締めが、当初予想された程効いていない理由として、金融引き締めの効果は既に出ているが、効きにくくなっているという考え方 (IMF)² と、これから金融引き締めの効果が出てくる (Fed)³、という 2 つの見方がある。結論を先取りすれば、今回は効きにくくなっているとみられる。本稿ではその背景を詳細に検証する。

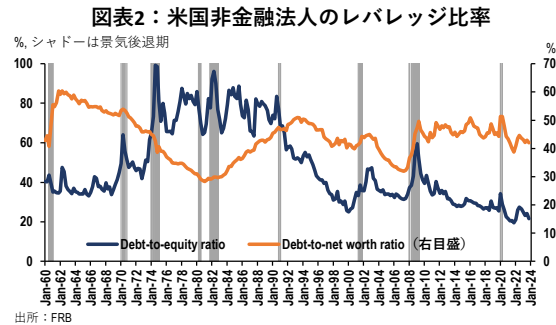
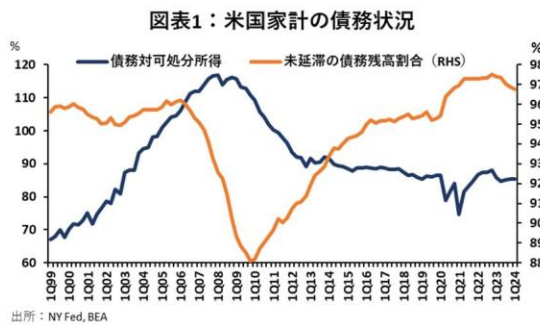
2. 金融引き締めが効きにくくなっている背景

(1) 通常の利上げ直前の時期とは異なり、家計・企業共に財務が健全

以下では、我々がなぜ金融政策の効果波及が弱まっていると考えているのかを、要因別に議論しよう。第 1 は、Fed が金融引き締めに入る前に、家計・企業ともに財務が健全であったことだ。通常は金融緩和で景気の回復が続くと、家計・企業ともに債務を増やしていくものであるが、世界金融危機（以下、GFC）後に家計は債務を大幅に削減してきたほか、企業もコロナ禍に直面しても資本対比では債務を大幅には増やさず、一方で現金も手厚く保有するなど、健全性を維持してきた（図表 1、2）。

² Gopinath IMF 筆頭副専務理事は、2024 年 1 月のダボス会議において、「我々の試算では、米国の金融引き締めの波及効果は 2023 年末までに全体の 3/4 が出尽くしている」と述べたほか、同会議開催中に行われた FT 誌でのインタビューにおいて、中銀は市場の利下げ期待を増幅して利上げ効果を損なわないように慎重に行動すべき、と語っている。

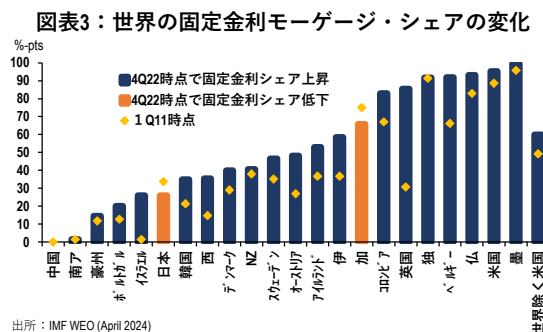
³ Powell FRB 議長は、例えば、2023 年 12 月にアトランタの Spelman College の対談において、「金融政策はラグを伴って効果が波及すると考えられ、我々の金融引き締めの効果はまだ十分に出ている状況にないようだ」と述べている。



また、これに付随する点として、GFC を経て金融当局が銀行に対してプルーデンス政策を厳格化したことも、銀行から家計や企業への貸出をそれほど緩めず、特に住宅投資向け貸出を節度あるものとしたことで、金融引き締めの住宅市場への影響を軽減したことも挙げられる。

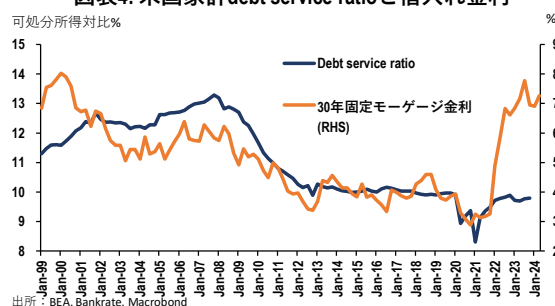
（２）今回の急激な引き締めは 2020～21 年に大規模に金融緩和した後に実施されたため、大幅緩和期の影響が発現

第 2 に、今回の引き締めに先立つ大幅な金融緩和の残照としての影響がある。代表的なものを効果波及の経路別にみると、まず、A) 米国の家計が低金利期に多額のモーゲージ借入れを低利で固定したことが挙げられる。米国では住宅投資において 30 年等の長期の固定金利で借入れるシェアが世界的に見ても高い（図表 3）。これを利上げ前の低金利期に積極的に行ったため、2022 年から Fed の金融引き締めによってモーゲージ金利が大幅に上昇しても、利払い費が嵩まなかった。この点は家計の Debt Service Ratio（可処分所得に占める債務返済額のシェア）をみても、過去にはモーゲージ金利の変動と共に増減してきたのに対し、今次局面ではモーゲージ金利が急騰している下で全く増加していないことから窺われる（図表 4）。このため、家計のモーゲージ借入れの延滞率も、高金利が維持されているにも拘らず、現在に至るまで歴史的な低さになっており、これが延滞率全体を引き下げている（図表 5）。しかも、ここに GFC 以降住宅投資は抑制されてきたために生じた住宅の不足、コロナ禍以降に在宅勤務が増えたことに因る住宅需要、移民の流入⁴による住宅需要が重なっている。このため、最近では住宅需要は低位ながらも回復してきている。

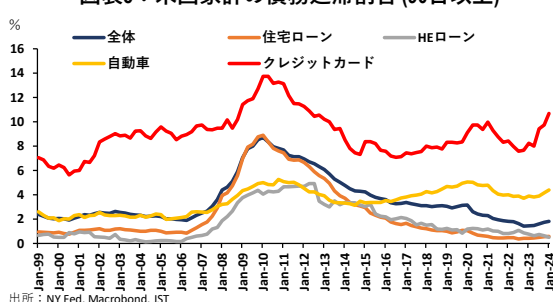


⁴ 詳細は鶴飼博史・関東享佑（2024）「移民が米国経済を活性化」経済を読む眼第 22 回、科学技術振興機構を参照。

図表4: 米国家計debt service ratioと借入れ金利

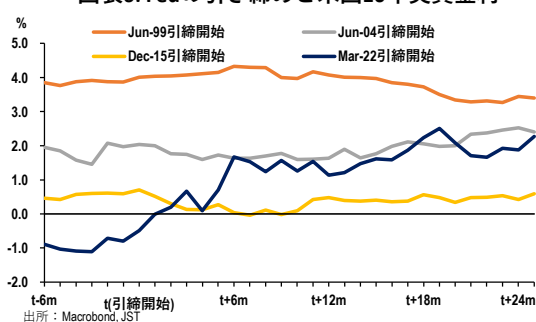


図表5: 米国家計の債務延滞割合(90日以上)

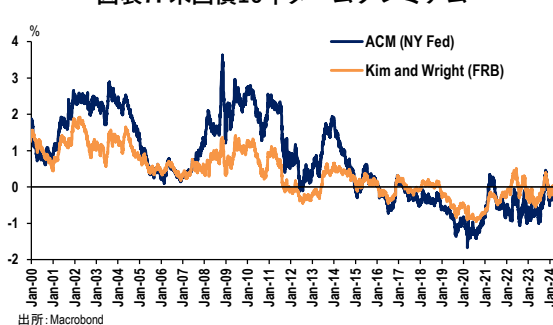


もう一つ、B) Fed が 2022 年から利上げに移行した際、これまでの緩和の結果としてインフレ率の上昇が急激に進んだため、10 年金利の実質金利は、過去の引き締め局面と比べても、暫くは 0%近傍と特に低めに推移したことも挙げられる（図表 6）。しかも、これまでの大規模な QE によって保有した長期債券の残高を QT によって徐々に縮小しているの、債券保有のストック効果によってつぶれた長期金利のタームプレミアムは、未だに 0%近傍で推移していることも、実質金利の低下に寄与している（図表 7）。現在のタームプレミアムを過去の引き締め局面と比べると、その低さが際立っている。米国では、日本とは異なり、金融政策の効果は主として長めの金利を通じて経済に波及することを踏まえると、FF 金利の引き上げ幅から連想されるほど引き締めが強くはないことが窺われる。

図表6: Fedの引き締めと米国10年実質金利

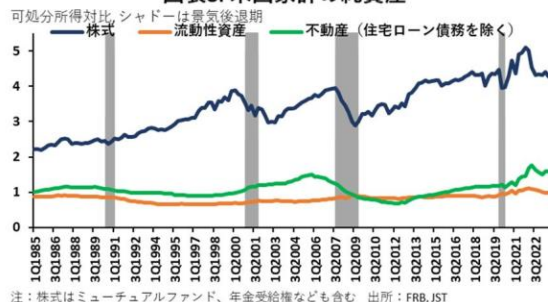


図表7: 米国債10年タームプレミアム



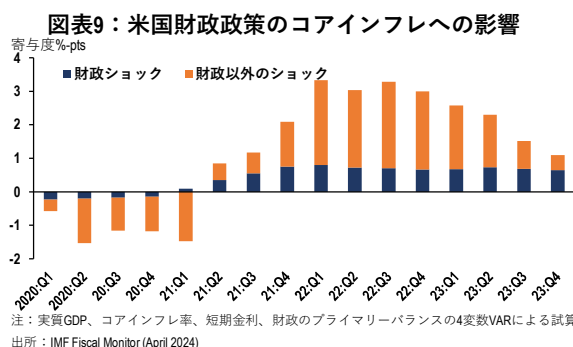
更には、C) 今次引き締め局面に入る前の大幅な金融緩和期に株価や住宅価格が上昇し、引き締め開始後もこの傾向が続いたことも大きい。これによって、家計には資産効果が働き、消費を支援した（図表 8）。現在でも、株式資産、不動産ともにコロナ禍前よりも価値が大きい。これも金利引き上げの効果を減殺する要因となっている。

図表8: 米国家計の純資産

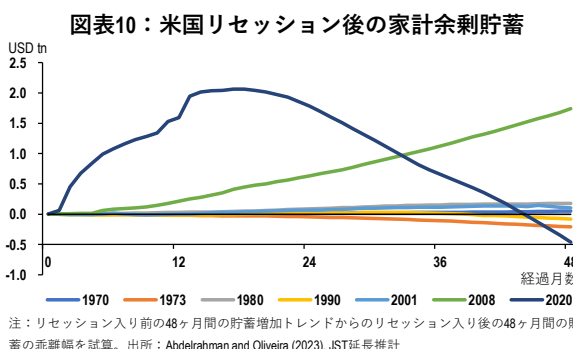


(3) コロナ禍対策として景気回復期でも大幅な財政支出を継続

第3に、過去の景気成熟局面での財政政策とは異なり、今回は景気が強い回復をみせても、米政府は債務の削減に乗り出していないことが、金融引き締め効果を減殺している。米政府はネット財政支出をコロナ禍への対応で大幅に増やした後、現在でもコロナ禍前の趨勢まで削減していない。このため、IMFの分析をみても、政府のプライマリーバランスの悪化が、2023年末現在でも、コアインフレを概ね0.5%-pts押し上げたままとなっている（図表9）。



政府支出の内訳をみると、まず、A) 失業者に対する多額の失業保険給付等により、政府から家計に多額の所得が移転された。これによって家計の余剰貯蓄（ここでは SF Fed の試算に則り、その直前 48 か月間の貯蓄増加トレンドからの上方乖離幅を余剰貯蓄と定義⁵⁾）が生み出され、2023 年の終わり頃まで、個人消費を支え続けた（図表 10）。なお、過剰貯蓄の計算方法には、直前の一定期間の貯蓄の増加トレンドの取り方や、直前の貯蓄額で横這いと仮定する方法等、様々なバリエーションがあるので、大きな流れをみることにとどめておきたい。



次に、B) バイデン政権が家計の所得対策として、HEROES 法を根拠に大統領令で、負担の大きい学生ローンの返済負担免除策を打ち出した。これは当初、最大 2 万ドルまでの返済免除を含み、CBO の試算では学生ローン残高約 1 兆 6,000 億ドルのうち約 4,300 億ドルが免除される大掛かりなものであった。しかし、このプランが 2023 年 6 月に最高裁で違憲と判断されたため、2023 年 9 月末に向けて一旦は通常の返済に戻ったものの、その後、矢継ぎ早に新たな対策（毎月所得の一定割合を返済する所得連動型返済プラ



⁵ Abdelrahman, H., and L. E. Oliveira (2023) “Data Revisions and Pandemic-Era Excess Savings,” SF Fed blog を参照。その後、Abdelrahman, H., and L. E. Oliveira (2024) “Pandemic Savings Are Gone: What’s Next for U.S. Consumers?” SF Fed blog で 2024 年に入り、excess savings がなくなったことを論じている。我々とは仮定の置き方が若干異なるため、excess savings がなくなる時期も我々の推計よりも若干遅くなっている。

ンで 20 年ないし 25 年返済した場合、公共部門で勤務し 120 回＜10 年＞の返済を終了した場合にその後の支払いを免除、借り手に有利な返済プランの創設）を策定し、これによって当初プランの 1,600 万人の債務帳消しとはいかずとも 400 万人の債務が帳消しになっていると、バイデン政権が述べている（図表 11）。更に、本年 4 月 8 日、バイデン政権は、学生ローンの負担軽減に向けた新たな計画を発表した。計画実施の規則は今後数カ月の間に順次提示していく予定で、全て実施された場合、これまでに債務免除された人を含めて 3,000 万人以上が債務減免の対象になると説明している。

また、バイデン政権下で実施された財政政策は、家計向けだけでなく、企業に対しても、構造的な設備投資を誘発するような施策を手当てしてきた。例えば、Infrastructure and Investment Act（2021 年 12 月成立）がインフラ投資を手当てしたほか、Inflation Reduction Act（2022 年 8 月成立）が脱炭素投資を促し、さらには CHIPS and Science Act（2022 年 8 月成立）が半導体投資を促している。これら一連の施策による投資誘発効果もみられている。

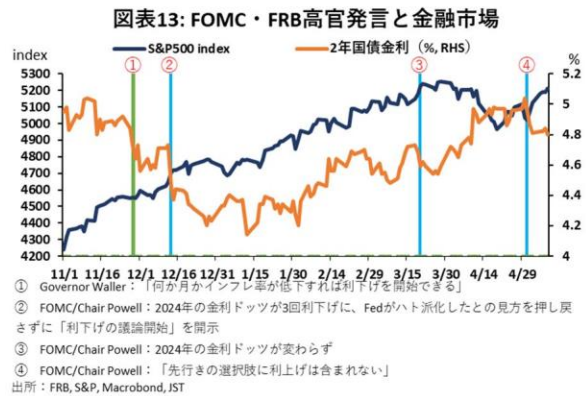
（４）Fed は急激な引き締めを行った後、緩和に転換する展望を市場と早めにコミュニケーションしたため、金融環境は早めに引き緩み

第 4 に、Fed が金融を急激に引き締めた後、金融緩和のシグナルを早めに出したために、金融市場が早期に引き緩み、Fed が想定していた程の引き締めになっていないことが挙げられる。今次局面では Fed は利上げにあたって市場と密接にコミュニケーションしてきたので、これだけの利上げ幅の割に金融環境全般に及ぼしたストレスが小さい。Chicago Fed の Adjusted National Financial Conditions Index でみると、2023 年春以降はむしろ緩和され、4Q23 には一段と緩和しており、現在は 2022 年 3 月の利上げ開始時よりも緩和している（図表 12）。Fed の市場との密接なコミュニケーションは、本来、民間の支出やプライシングが金利の将来の経路に関する市場の予想に大きく依存しているだけに、金融政策の効果を円滑に浸透させるために不可欠な要素である⁶。ところが、2023 年 11 月以降、インフレ率の鈍化が展望されると、Fed は早々と将来の利下げについて市場とコミュニケーションを開始したことが、必要以上に金融環境を緩めたと考えられる。

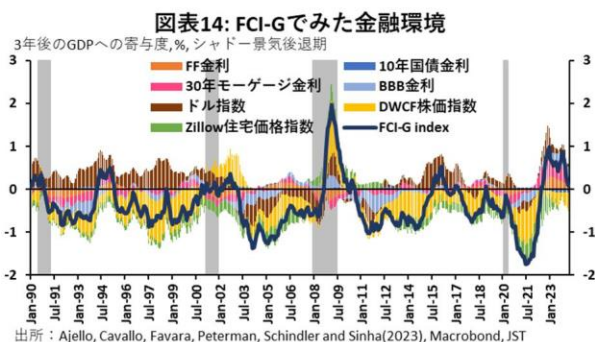


⁶ 中央銀行が金融政策に関して市場とコミュニケーションを行うことの重要性に関する理論的整理は、M. Woodford (2003) Interest & Prices, Foundations of A Theory of Monetary Policy, Princeton University Press を参照。

実際、この間の Fed のスピーチ等による政策コミュニケーションをみると、2023 年 11 月 28 日に Waller 理事が「後何か月かインフレ率が低下すれば利下げを開始できる」と近い将来の緩和を匂わせるスピーチを行ったほか、同年 12 月 13 日の Powell FRB 議長の FOMC 後の記者会見で Fed がハト派化したとの見方を押し返さず、利下げの議論を開始したことまで開示した。こうしたコミュニケーションによって、市場は Fed の利下げを積極的に織り込みに行き、資産価格に大きな影響を与えたことがみてとれる（図表 13）⁷。



波及経路を具体的にみると、Fed 高官の発言で民間の金融政策の見通しを変化させると、金融仲介機関、機関投資家、家計のリスクテイク行動や、資産価格のリスクプレミアムに影響を及ぼす⁸。もっとも見え易いところでは、株価の上昇、モーゲージ金利の低下、クレジットスプレッドの圧縮等が早々と発生し、これが金融引き締め効果を減殺してきた。実際、こうしたことを反映し、Fed が開発した、金融環境の GDP 押し下げ効果を測る FCI-G⁹の最近の推移をみると、上述の各種資産価格の変化を通じて、2023 年 10 月をピークに低下し始め、本年 3 月には GDP 押し下げ効果がほぼゼロまで低下している（図表 14）。3 月の FOMC の議事要旨をみても、数人の参加者から、金融環境全般が予想より緩和しており、これが需要を押し上げ、インフレ圧力を高める可能性が指摘されていた。



本年に入り、インフレ指標が加速したことで、データ次第との姿勢にある Fed の利下げ織り込みがどんどん小さくなり、かつ後ずれしてきた。しかし、Powell FRB 議長は本年 5 月の FOMC 後の記者会見でも、雇用が悪化するようならインフレが鈍化しな

⁷ 金融政策のこうした波及経路については、例えば、Swanson, E., and V. Jayawickrema (2023) “Speeches by the Fed Chair Are More Important than FOMC Announcements: An Important High-Frequency Measure of U.S. Monetary Policy Shocks,” unpublished manuscript, University of California, Irvine を参照。

⁸ こうした金融政策の risk-taking channel は BIS を中心に古くからその存在が議論されてきたが、最近では Bauer, M., Bernanke, B., and E. Milstein (2023) “Risk Appetite and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy,” Journal of Economic Perspectives Vol.37, No.1 が理論と実証をもってその存在を明らかにしている。

⁹ Sack, B., and E. Swanson (2023) “The Impact of Federal Reserve Policy on the Fed’s Financial Conditions Index,” Brookings Institution, Commentary は、FCI-G は Fed の金融政策の先行き期待に大きく反応することを明らかにしている。具体的には、金融政策の予想を反映して動く 2 年金利の変化に 80% 反応し、そこに経済成長やインフレの見通しを変える情報を市場が更に織り込む効果も加わって、全体で約 1 四半期後には 100% 以上反応することが明らかにされている。

くても緩和する可能性がある」と述べて、市場の利下げ期待を繋ぎとめている。どうも、Fed が 2020 年に金融政策の目標を、物価については柔軟な平均インフレ目標政策へ転換し、2%目標に対してインフレ率の扱いが上下非対称になっているようにみえることや、雇用については最大雇用からの **shortfalls** のみ考慮するという非対称な方向に転換したことが、結果的に高いインフレを許容してしまっただけでなく、4Q23 以降の緩和を示唆する政策運営姿勢にも響いているように窺われる。

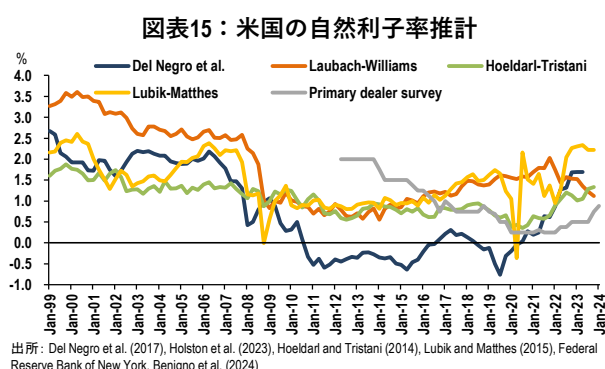
ただし、FCI-G は、Fed からのコミュニケーションのみならず、市場が Fed の政策姿勢に照らしながら現実のマクロデータを織り込む動きも強まっている¹⁰。本年入り後の強い景気・物価指標が FCI-G を再び引き締め的な方向に押し戻すのかにも注目したい。

（５）自然利子率の上昇

最後に、自然利子率が上昇している可能性が高いことが挙げられる。自然利子率が上昇すれば、それだけ金融政策の引き締め効果が顕在化しなくなる。

自然利子率については、昨年春・秋に既に、短期的にも中長期的にも上昇している可能性が高いことを我々は論じてきた¹¹。その際には、特に中期的な要因として、人口高齢化や財政赤字拡大によって IS バランスが逼迫していること、国債の大幅な増発によってコンビニエンスイールドが低下していること、世界的な財政赤字の拡大も米国に影響していること、**de-risking** によってインフレ圧力が高まり易くなっていること等により、自然利子率は上昇していることを論じてきた。それに加え、**de-risking** には金融のグローバル化が進展するにつれて世界の過剰貯蓄が米国に及ぼす影響を減殺しつつある可能性も否定できない。更に、最新のデータに基づくと、前述したように移民の流入がこの数年急増し、これが米国経済の潜在成長率を上昇させている可能性が高いことも挙げられる。

実際、米国の中長期の自然利子率に関する各種の推計をみても、最近では総じて上昇してきている（図表 15）。この中で自然利子率が唯一上昇していないのが Laubach-Williams による推計である。しかし、この推計は背後でマクロの需給ギャップが現在 0%と推計されている。2023 年央以降にこれだけの経済成長を遂げている



¹⁰ Bauer, M., and Z. Arnaut (2024) “Monetary Policy and Financial Conditions,” FRBSF Economic Letter では、特にインフレに関する情報等のマクロデータが金融市場（FCI）に及ぼす影響が大きくなっていると分析している。

¹¹ 鶴飼博史 (2023) 「米国の自然利子率が上昇している可能性」経済を読む眼第 6 回、科学技術振興機構、及び鶴飼博史・関東享佑 (2023) 「米国の r^* はやはり上昇している」経済を読む眼第 16 回、科学技術振興機構を参照。

中で、マクロの需給ギャップがゼロという推計結果には首肯し難いものがある。

3. おわりにかえて～政策的含意

今回の金融政策の効果波及の評価を通じて、大規模緩和が続いたことの残照が、その後も大きな影響を及ぼしたことを実感できる。金融引き締め効果を考える際には、政策効果波及のタイムラグを考えると、それ以前のコロナ禍に対応した未曾有の大規模緩和の影響まで織り込む必要があるということだろう。

これに関連して、金融政策と財政政策のポリシーミックスのあり方についても再考の必要があろう。コロナ禍という未曾有の事態への対応に端を発し、金融と財政を一斉に大幅に緩和し、金融政策が引き締めに移った後も財政政策が緩和的であり続けた。コロナ禍前のように、景気が回復軌道に乗れば財政政策は緊縮策に移行するというプロセスをもう一度復活させる必要があろう。

また、Fedの市場との密接なコミュニケーションは金融政策の効果を円滑に浸透させるために不可欠とは言え、2023年11月以降、Fedは金利低下を期待したい市場に優しいコミュニケーションを行い過ぎたため、金融政策の引き締め効果を損なう事態を招いている。FRBのこうした姿勢は、市場からPowell putという呼称がつくことにも表れてきた。これが続くことで結果として市場を過熱させてしまえば、そうした事態を穏やかに解消するような対応が難しくなるリスクに注意したい。Fedがこうした対応を採る背景には、やはりFedが2020年に政策目標を見直して高めのインフレを許容しがちになることがあるのだろう。

最後に、Fedが大規模金融緩和後の金融引き締めの強さを見誤った結果、金融緩和のシグナルを早く出し過ぎ、インフレの収束を遅らせていることは、政策運営の失敗とみなされるのであろうか。インフレの加速が止まらず、Fedが再利上げに追い込まれるならば、失敗であろう。難しいのは、利上げをせずにhigh-for-longの姿勢を強めただけで、米国経済がリセッションに向かわず、インフレが時間がかかっても収束する場合だろう。厳密な評価は後世に委ねられようが、そもそもこれ程のインフレになるまで金融緩和を続けなければ、これほどの苦労はなかったことは忘れてはならないだろう。

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）。

丸山泰斗

損害保険ジャパンにおいて、債券ポートフォリオの運用やアセットアロケーション業務を経験。その後、ニッセイアセットマネジメントに在籍し、チーフ・ポートフォリオ・マネジャーとして債券のアクティブファンド等の運用を担当した。2022年11月より現職。債券・為替投資業務を行う債券ユニットの総括に加え、経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

関東享佑

福岡県警察科学捜査研究所を経て、2018年から科学技術振興機構に入構。現在、同資金運用本部に在籍し、経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

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利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。