



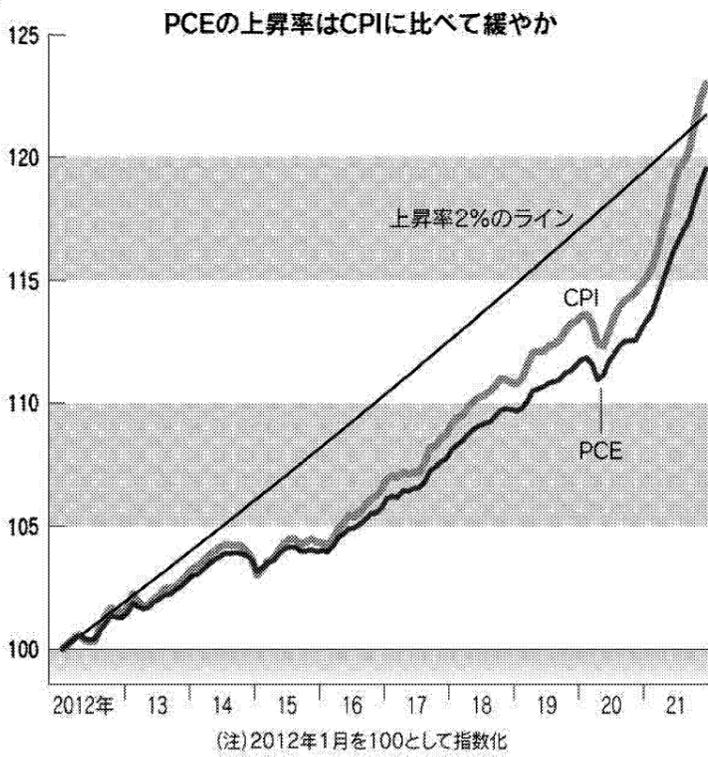
いとう・たかし 50年生まれ。ハーバード大博士。専門は国際金融。兼政策研究大学院大客員教授

米国のインフレ率が急上昇している。2021年12月の消費者物価指数(CPI、総合)の前年同月比上昇率は7.0%に達した。1982年以来の高い水準だ。実体経済も好調で、21年10~12月期の経済成長率(前期比年率換算)は6.9%となった。失業率も12月には3.9%と、ほぼコロナ前の水準に近付いた。インフレ率の急上昇や実体経済の過熱感に对应し、金融の引き締めを急ぐ必要があると指摘する政策担当者や専門家も増えてきた。

米インフレと金融政策 ①

伊藤隆敏 コロンビア大学教授

「引き締め遅れ」指摘当たらず



ポイント

- 半年前主流だったハト派の見立て外れる
- タカ派、70年代の物価・賃金高の再来懸念
- 拙速な引き締めは市場の混乱を招く恐れ

示唆した。量的緩和(資産購入)の縮小、いわゆるテーパリングは3月の利上げ前に完了する。資産購入の終了と同時に利上げというシナリオになる。

インフレ率の上昇を受けて専門家の間では、金融引き締めを急ぐべきだというタカ派と、金融引き締めはゆっくりでよいというハト派が盛んに意見を戦わせている。次第にタカ派の説得力が増しているが、利上げのペースを巡ってはまだまだ意見の対立がある。

21年夏時点では、インフレ率の上昇は一時的なものだという見解が、政策担当者やエコノミストの間で主流だった。だがその後、需要が急速に回復する一方で、供給は労働者不足とサプライチェーン(供給網)の問題から停滞し、インフレ率が上昇してきた。

ハト派は21年夏ごろ、新型コロナウイルス対策の失業保険の上乗せ措置が終了する9月以降、労働者は職場に戻り、労働者不足は解消に向かうとみていた。サプライチェーン問題は、中国やベトナムのコロナ対策により製品

や部品の製造が遅れ気味ではあるが、近い将来解消するとみていた。上昇を続けるエネルギー価格についても、いずれは頭打ちになり、インフレ率への寄与は小さくなると考えていた。

だがこうした見立ては大きく外れた。失業率が急速に下がってきても、失業保険の上乗せ措置が終わっても、なかなか労働力不足が解消しない。新型コロナウイルスで大打撃を受けた業種で解雇された労働者が、早期退職をして悠々自適な生活に入ったとする見解もある。全

国の労働参加率がコロナ前の水準に戻りそうにないことも明らかになっている。今後の利上げと量的引き締めはシナリオはいくつかあるが、どれになるかは今後のデータ次第だ。タカ派は、市場が想定する利上げのスピードが遅すぎるとして次のように主張する。

例えば、適切な政策から既に遅れていることを考えると、最初の利上げは0.5%にして累積利上げ幅を大きくすることが妥当だ。もしくは年内の残り7回のFOMCで毎回利上げをすれば、累積で年末までに1.75%の利上げが可能になる。さらにインフレを抑え込むには3月の資産購入の終了後、資産残高維持の期間を短縮し、残高削減を開始するのが適切だ。

インフレ抑制に失敗すればインフレ率の高進が賃金上昇を引き起こし、それがさらに物価上昇に結び付く「物価・賃金の同時上昇」という1970年代の悪循環がよみがえるリスクがあると考えている。

一方、ハト派は、利上げのペースはゆっくりとすべきだと考える。急激な利上げは長期金利の急上昇や株価急落などを招き、金融市場を混乱させ実体経済を不安定にする可能性がある。インフレ率についても、このままどんどん上昇を続けることはないと考えている。

期待インフレ率も、2%のアンカー(いかり)が外れるような様子はまだない。

そもそも米連邦準備理事会(FRB)が重視する物価指数はCPIではなく、個人消費支出(PCE)物価指数だ。12月のPCE上昇率は総合で5.8%、食品とエネルギーを除くコア指数で4.9%であり、同月のCPI総合の7.0%とはかなり印象が違う。12年1月のFOMCで、PCE物価指数で測定したインフレ目標を2%に設定した。当時のバーナンキ議長は、上下対称的に運用される(2%超でも2%未満でも同程度の強さで引き締めもしくは緩和すること)ことを明確にしていた。その後インフレ率は2%目標を下回る状況が続いてきた。

20年8月にはパウエル議長が2%のインフレ目標政策について「平均的に2%を目標とする」と修正した。平均とは2%を下回るインフレ率が継続した後は2%を超えるインフレ率(オーバershooting)を許容することを意味する。まさにコロナ禍の下でインフレ率が急落したタイミングで、パウエル議長はこの点を強調して緩和と継続を約束したかったのだらう。金融緩和効果を高めようとするフォワードガイダンス(先行き指針)といえる。

そして21年後半に、この約束の真価が問われることになった。忍耐強く金融緩和を継続するのは問題ないとハト派は考える。引き締めを急いで金融市場が混乱して成長率が低下しては元も子もないというわけだ。年初来、年内の利上げ回数が増えるのではないかと臆測から株価が大きく下落したことから、一気に大幅な利上げはするのは難しいだろうと筆者は考える。

ここで平均を計算するにあたり、どれくらいの期間の平均をとることが適切なのかポイントになる。一つの方法は平均インフレ目標を「価格レベル目標政策」と同義と解釈することだ。2%の平均インフレ目標とは、価格レベルが2%で上昇する線を描いて、その線に乗るように金融政策を運営することだといえる。

図には、2%インフレ目標政策を宣言した12年1月を基点として、年率2%で上昇するライン、CPIレベルの線、PCEレベルの線を描いている。CPIレベルは12年以降、2%ラインの下に位置していたが、21年夏以降のインフレ率の急上昇を受け、10月には2%ラインを突き抜け、平均目標から離れて上昇を続けている。CPIレベルで見ると、既に緩和は長すぎたということになる。

タカ派はこの図を見て、引き締め開始が遅きに失したと言っている。一方、ハト派は、FRBが重視するPCEでみるべきだと主張する。確かにPCEレベルで見ると21年12月時点でまだ2%ラインには届いておらず、これからの引き締めでも手遅れではない。2%ラインに軟着陸させられそうだ。

平均2%のインフレ目標の枠組みで考えると、FRBがPCEを重視することから、筆者はハト派の立場が正しいと思う。ただし金融政策は効果が出るまでに時間がかかるので、株式相場が大きく崩れなければ、年前半に2~3回利上げしてその後は様子を見るのが適当ではないかと考える。
