

# 利上げ効果の低下とFRBのジレンマ

福井県立大学 客員教授 中島 精也  
丹羽連絡事務所 チーフエコノミスト

新型コロナの感染拡大が始まった2020年から今日までの米国のインフレ動向を見ると、消費者物価の伸びは20年初めの2%から半年でゼロ%まで急低下したが、21年になると経済活動の正常化による需要の拡大とサプライチェーン寸断の後遺症による供給不足から需給が逼迫、更に、22年2月ロシア軍がウクライナに侵攻したことを契機に、原油や小麦など国際商品市況が暴騰して、消費者物価は9%まで上昇してしまった。但し、原油価格は1バレル120ドル、小麦価格は1ブッシェル12ドルをピークに2年半ばかり戻し始め、23年になると侵攻前の水準に近い原油価格80ドル、小麦価格8ドルとなったので、消費者物価の伸びも次第に低下して23年7月時点では3.2%に落ち着いてきている。

しかし、問題はエネルギーと食料を除くコアの消費者物価の伸びが高止まりしていることだ。通常、跳ね上がった国際商品価格は原材料価格を押し上げ、次に製品価格への転嫁が進み、一巡すればコアの消費者物価も次第に落ち着くはずだが、今回はそうっていない。コロナ対策の影響もあってか、労働市場に異変が起きているようで、依然としてコアの消費者物価の伸びは23年7月で4.7%、うちサービス価格（エネルギーを除く）は6.1%と、2%を物価目標としているFRB（米連邦準備理事会）が看過できない伸びとなっている。

労働市場を見ると、失業率はコロナ感染拡大により15%まで上昇した後は低下を続け、Fedが利上げを開始した22年3月時点には3.6%とコロナ前の水準に戻し、それ以降は今日までほぼ横ばい推移となっている。次に雇用者数はコ

ロナ都市封鎖もあって20年3～4月のわずか2ヵ月で2200万人も減少し、コロナ前の水準に戻ったのは2年以上が経過した22年6月、それ以降、今日まで月平均30万人の雇用増を記録するなど好調を維持している。また、賃金については一時8%という異常な伸びを見せたが、総じて5%程度の伸びを続けて、直近の23年7月は4.4%を記録しているが、コロナ前の3%よりも高い伸びとなっているのは明らかだ。

コロナとウクライナ戦争という経済外の要因で物価が一時的に上昇するのはやむを得ないとしても、原材料価格のコスト転嫁が進んだあとも、なおコアインフレが高止まりする事態は問題だ。その状態が長く続けば、せっかく2%にアンカーされていた人々のインフレ期待が漂流しかねないからだ。よって、FRBは金融引き締めによりマクロ需要を冷やすことで、逼迫している労働需給を緩和させて賃金の伸びを落ち着かせ、2%のインフレ期待がアンカーされ続けることを狙っている。

FRBがゼロ金利を解除してから一年半が経過するが、今年7月のFOMC（米連邦公開市場委員会）でFF金利は5.25～5.5%のレンジに引き上げられた。1980年前後に悪性インフレを退治すべく強烈な引き締めをやったポール・ボルカーの時代を除けば、短期間で5%以上も金利を引き上げたのは余り記憶にない。それだけ今回のインフレ加速をFRBが警戒していることの表れだろう。長期金利（10年物米国債利回り）は20年3月の1%から4%に上昇し、住宅ローン金利も3%から7%に大きく上昇している。短期間でこれだけ急激な引き締めをやれば、経験則から景気後退を誘発

するのは当然と思いがちだが、文字通り This time is different で米景気は予想以上に堅調な推移を見せている。

GDP はFRBが利上げを開始した直後の22年1～3月期、4～6月期こそ前期比年率▲1.6%、▲0.6%のマイナス成長を記録したが、それ以降は急激な利上げ局面であるにもかかわらず4四半期連続のプラス成長、しかも平均2.6%成長と極めて堅調な伸びを続けている。目を引くのが個人消費と設備投資の強さであり、利上げ局面で一度も前期比でマイナスになっていない。個人消費の内訳を見てみると、流石に耐久消費財は利上げ局面で前期比マイナスの四半期もあったが、直近の23年4-6月期の前年同期比は3.4%と高い伸びを記録している。サービス消費は期間中ずっとプラスの伸びを続けて、直近の前年同期比は2.6%と安定している。

次に設備投資の中身だが、オフィスビルや工場などの構築物投資は前期比マイナスの四半期を挟みながらも基調は強く、直近の前年同期比は9.1%である。機械設備投資はプラス、マイナスを繰り返しつつも、直近の前年同期比は1.9%とプラスを維持している。ソフトウェア等の知的財産投資は今や設備投資の中で最大のシェアを誇るようになったが、利上げとは関係なく安定した伸びを続けて、設備投資全体のプラスの伸びに貢献している。直近の前年同期比は5.0%と好調である。

利上げの直撃を受けたのは住宅投資であり、利上げ局面では前期比2桁の大きな減少を挟みながら下降を続けて、直近の前年同期比は▲15.8%となっている。但し、住宅投資の対GDP比は2005年前後の住宅バブル期の6%から現在は3%にまで低下しており、景気押し下げの効果はかなり小さくなっている。また、個別の住宅着工や新規住宅販売統計を見ると、22年中に底入れして現在は緩やかな回復局面にあるようだ。財政支出は22年以降の利上げ局面でも平均2%程度の中立的伸びを見せており、金融政策とは違って総需要を抑制しよう

というスタンスは見られない。

このような需要の動きを見ると、利上げが景気抑制に一定の効果があった昔に比べて、金融政策が効きにくくなっているのではないかと思いたくなる。個人消費の強さに関して言えば、もちろん、コロナ対策としてバイデン政権が採用した1.9兆ドルの「米国救済計画」が潤沢な失業給付金などを家計に提供して消費を支えたことは事実だし、労働力不足による賃金上昇が消費の強さの理由になっているのは確かだろう。

しかし、そういう所得効果のほかに、これまでの持続的な株高のおかげで、米国は資産効果がより強く働くような経済構造に変化してきているように思われる。消費関数論の1つにジェームズ・トービンが提唱した流動資産仮説があるが、個人の消費は現在の所得だけでなく、流動資産にも依存している、というものだ。多くの流動資産を保有している人がより多く消費するというのは実感に近い。長期にわたる株価の上昇で家計の流動資産が増大してトービンの流動資産仮説が強く働くようになり、家計の消費行動が利上げの影響を受けにくくなっていると推測される。

ちなみに米家計の金融資産は株価の持続的上昇で2000年は34兆ドルだったが、その後84兆ドル増加して現在は118兆ドルに膨らんでいる。一方、個人所得は9兆ドルから13兆ドル増えて22兆ドルとなっているが、金融資産の増加は個人所得の増加の実に6.5倍にも達する。この結果、金利が少々上がっても、消費行動を変更する家計の割合が昔に比べて減ってきているのではないかと推測される。もちろん、これは今後の実証研究で明らかにされなければならないが。

設備投資に関して言えば、知的財産投資はITやAIなどハイテク技術進歩の恐るべきスピードを勘案すれば、構築物投資や機械機器投資に比べて金利感応度は低くならざるを得ない。この知的財産分野の投資は利上げとは

関係なくシェアを拡大していくものと予想される。このように流動資産仮説に基づく家計の消費行動と知的財産投資のシェア拡大という企業投資行動など大きな構造変化が起きているとすれば、2%のインフレ目標を中長期的に維持したい中央銀行にとっては厄介なことだ。経験則が当てはまらないとすれば、いったいどのレベルまで金利を上げたらインフレ抑制に効くかが不確定だからだ。

FRBが1年半にわたって利上げを続け、その影響で長期金利や住宅ローン金利が跳ね上がったのは事実だが、上記のように肝心の景気抑制効果は余り見えてこない。むしろ、国債価格の急落から金融機関のバランスシートが悪化して、金融不安を誘発する事態を招いてしまったのはFRBにとって想定外だったかも知れない。3月10日の米シリコンバレー銀行（SVB）とシルバークロケットキャピタル、3月12日のシグネチャーバンクの破綻は金融市場に大きなショックを与えた。更にファーストリパブリック銀行にも不安が伝染し、JPモルガンなど米銀が300億ドルの緊急支援を決めた。この米銀の金融不安は欧州にも飛火してスイス金融当局主導でUBSが信用不安に陥ったクレディスイスを買収する事態にまで進展してしまっただけでなく、金融不安の連鎖の怖さだ。

アメリカ史上2番目の規模のSVB破綻の原因は保有資産（債券）価格の急落と大口法人顧客による預金引き出しで資金繰りに窮したことだ。SVBは主にテクノロジー業界のスタートアップ企業やスタートアップ企業に出資するベンチャーキャピタル企業を顧客として取引を行っていたが、預金の運用として保有していた債券が長期金利の上昇で含み損が拡大し、破綻リスクが大きいとして預金引き出しを勧める投資家の助言やSNSが拡散したことにより、わずか24時間で420億ドルの預金が流出する事態となった。デジタル技術の発達で古典的な取り付け騒ぎ（bank run）は見られなかったが、極めて静かに巨額の預金が

引き出されるデジタル・バンク・ラン（digital bank run）という異例の事態となった。

国債、特に米国債についてはデフォルトなどの信用リスクはゼロとみなして差し支えないだろう。8月初めに格付大手のフィッチが米国債の格付けを最上位の「AAA」から「AA+」へと1ランク引き下げたので、国債神話に傷をつけたかも知れないが、イエレン財務長官も「米経済の力強さに照らして不可解だ。決定に強く反対する」と批判し、著名投資家のウォーレン・バフェットも「心配いらない」と格下げを批判しており、フィッチの判断には疑問もつきまとう。

いずれにせよ、信用リスクがゼロか否かは別にしても、米国債の信用力の高さには変わりはないと思われる。但し、注意しなければならないのは米国債といえど価格変動という市場リスクからは逃れられないということだ。金利変動による評価損の発生は満期保有を原則とする中央銀行とは異なり、民間金融機関は常に留意すべきリスクだが、SVBは管理体制が杜撰だったようで、バランスシートの資産（Asset）と負債（Liability）の双方を一元管理（Management）するALMリスク管理が徹底されていたら、破綻を回避できたはずだ。現在でもなお、幾つかの米銀の格下げの可能性が取り沙汰されているのは、SVB以外にも同じ問題を抱えている銀行が多いからだろう。

FRBは連銀法で物価安定と雇用の最大化の2つの法的使命（dual mandate）を課されているが、利上げ効果の低下と利上げが誘発した金融不安に直面して、法的使命の実現は容易ではなさそうだ。4%のコアインフレが続く現状に照らして、FRBが原理主義的に2%物価目標に固執して利上げを続ければ、市場の混乱と景気のオーバーキルを招くリスクが高くなる。現実的な対応としては、2%物価目標は不変とタカ派的な姿勢を強調しつつも、実際は2%超えのインフレには暫く目をつぶるハト派的な柔軟性も必要だろう。