



米国はインフレになるか ～異次元緩和より興味深い大実験～

みずほ総合研究所

エグゼクティブエコノミスト 門間一夫 2021年3月5日

テーパレス・タントラム

昨年夏、米国の10年国債金利は0.5%台であった。そこからゆっくり上昇傾向をたどり今年初めに1%台を回復したあたりまでは、経済の回復を緩やかに織り込みながらの自然な展開であった。ところが2月に入って上昇ペースが加速し、2月25日にはいったん1.6%台をつけた。この上昇ペースはほとんど誰も予測していなかった。

長期金利は、リスクプレミアムを別にすれば、短期金利の将来パスを巡る市場の予想で決まる。その短期金利を決めるのは金融政策である。したがって長期金利の上昇は多くの場合、金融政策が引き締め方向へと変わる節目で起きる。

2013年5月、米連邦準備制度理事会（FRB）のバーナンキ議長（当時）が、資産買入れのペースを徐々に落とす可能性を示唆したところ、市場はその先の利上げまで織り込み長期金利が急上昇した。国債買入れを次第に減らす（taper）と言われただけで市場がかんしゃく（temper tantrum）を起こす騒ぎとなり、「テーパ・タントラム（taper tantrum）」と呼ばれるようになった出来事だ。

しかし今回、FRBは金融政策の変更を全く示唆していない。パウエルFRB議長は、利上げはもちろん、資産買入れを減らすことも考えていない、とのメッセージをぶれることなく発信し続けている。FRBとは関係なく市場が勝手にパニックになったかのように見えるので、2月の動きは「テーパレス・タントラム」とも言われている。

インフレ懸念の台頭

もちろん市場も、FRBの政策スタンスがすぐに変わると見ているわけではない。ただ、長く展望した場合の政策金利のパスについて、見方をやや上方修正したのである。その主たる理由はインフレが意外に上がる可能性への懸念であり、それには三つほど要因がある。

第一に、世界的な製造業の急回復である。昨年夏以降、製造業は文字通りV字回復となった。モノの需要はコロナに制約されないことが早期に確認されたうえ、巣ごもり関連や情報関連などはむしろ特需に沸いた。予想を超える需要の急回復は、半導体やコンテナの不足など供給サイドのボトルネックを引き起こし、コモディティ価格の上昇とも相まって財価格の上昇圧力となっている。

第二に、サービスに対するペントアップ需要への期待も高まってきた。ワクチン接種のペースは国・

地域により区々であるが、米国では今年後半に経済が正常に近づく可能性も指摘されている。旅行、外食、娯楽など制約されてきたサービス需要が解き放たれば、関連する価格の上昇が予想される。

第三に、バイデン政権の財政支出が過大ではないかとの議論が盛り上がってきたことであり、これが2月の長期金利上昇を決定づけた。発端となったのは、かつて財務長官も務めたローレンス・サマーズ教授（ハーバード大）のワシントンポスト紙への寄稿である¹。まもなく成立が見込まれる1.9兆ドル（当初案）の財政支出は、マクロ的な需要不足の規模に比べてあまりに大きく、これではインフレが上がりすぎるリスクが高いと言うのである。かつてIMFのチーフエコノミストも務めたオリヴィエ・ブランシャール教授（マサチューセッツ工科大学）も同様の警告を発している²。

インフレの持続性が確認できるのはずっと先

これに対しFRBは、2%物価目標の達成すら簡単ではない、という見方を崩していない。パウエル議長は2月末の議会公聴会で、「物価目標の達成には3年以上かかるかもしれない」と述べている。FRBは市場が想像している以上に、①インフレは高まっても持続しない（慎重な物価見通し）、②2%物価目標が達成できない場合のコストは大きい（下振れリスク重視）、と考えている可能性が高い。

前述したインフレ要因のうち最初の二つ、すなわちボトルネックとペントアップ需要は、明らかに一時的な性格のものである。FRBは、それでいったんインフレ率が上がっても、それだけでは「中長期的に安定した2%インフレ」にたどりつけないと考えている。そこには、近年の物価形成メカニズムは70~80年代とは様変わりしており、多少のことでは基調的な低インフレは崩れない、という基本認識がある。

それでも、第三の要因として巨大財政支出が加われば、物価への影響は相当大きくなる可能性がある。米議会予算局（CBO）による2月初めの推計によれば、2021~24年の需給ギャップは名目GDP換算で累計8600億ドルである。つまり、1.9兆ドルという財政支出の規模は、向こう4年間の需要不足額を2倍以上も上回る計算になる。しかも、それ以前の対策による給付金等が家計貯蓄としてまだ残っているし、インフラ投資を中心とした追加対策も別途検討される予定だ。

経済が回復に向かう中でこれだけ拡張的に財政が動けば、伝統的な経済理論で考える限り、インフレになると考えるのが常識である。しかし、近年の物価の動きを伝統的な経済理論で考えてよいのかがそもそも重要な論点であり、この点で最近のFRBは慎重な立場をとる。それは、長期景気拡大と半世紀ぶりの低失業率にもかかわらず2%物価目標を達成できなかった、というコロナ前の経験に根差した認識である。「フィリップス曲線のフラット化」は想像を超えていた、という反省がある。

確かに、フィリップス曲線がフラット（＝インフレ率は需給ギャップの影響を受けない）なら、常識はずれの大規模な財政出動でもインフレにはならない。財政で景気過熱が引き起こされても、景気過熱から物価上昇への最後のリンクが働かないからである。また、財政支出は大規模になるほど、その反動も大きくなる可能性がある。「中長期的に安定した2%インフレ」を目指す観点からは、たとえ財政支出でいったんインフレが高まったとしても、その後の「財政の崖」の影響まで視野に入れなけ

¹ The Washington Post, February 4, 2021 “The Biden stimulus is admirably ambitious. But it brings some big risks, too.”

² Olivier Blanchard 教授の2021年2月7日のツイッター。

ればならない。

結局、ボトルネックやペントアップ需要はもちろんのこと、大規模な財政支出ですら、物価目標の時間軸で見れば「一時的な要因」にすぎない。それらがすべて過ぎ去った後で基調的なインフレ率がどこへ落ち着くのか、物価を巡るFRBの関心事はその一点に尽きると言ってよい。その答えが見えてくるのはずっと先のことであり、その途中でインフレが高まってもFRBは忍耐強く「答え」を待ち続けるであろう。なぜそこまでFRBは慎重なのか、それを次に述べる。

「下方向」の失敗は絶対に許されない

既に強調してきたように、FRBに限らず多くの中央銀行が目指しているのは「中長期的に安定的な2%インフレ」である。これは理論的には「予想インフレが2%にアンカーされている状態」と言われたりもするが、実際に人々が「今年の物価は2%上がるぞ！」などといちいち予想するわけではない。物価目標が達成された世界とは、「意識せずとも2%インフレが人々の日常に溶け込んでいる状態」と言った方がよい。

日銀がある時期までよく言っていた「期待に働きかければ物価は上がる」という考え方は、「予想インフレ」という変数を都合よく使った数式上のファンタジーにすぎない。「期待に働きかける」とは具体的に何をすることなのか、実はつかみどころがない。そして、既に何らかの物価観が人々の日常に溶け込んでいる場合、それは変わりにくいものだということははっきりしている。

「インフレは過去10年起きなかったから今後も起きそうもない」という見方に対しては、「金融危機も起きないと思っていたが起きたではないか」という反論がある。しかし、地震や金融危機などは徐々に不均衡が蓄積していくことで引き起こされる現象であり、逆に低インフレは（あるいは高インフレも）長く続くほど社会に定着していく現象だ。もちろんそれは、「今までインフレにならなかったから今後もならない」ことの証明にはならない。それでも、しばらく起きていないがゆえに起こりやすくなる現象と、しばらく起きていないがゆえにますます起こりにくくなる現象は、一応区別されるべきである。

さらにもう一つ、中央銀行の立場から重要な点は、インフレが上振れた場合は利上げで対応できるが、下振れた場合は対応の余地が限られる、という非対称性である。これは、名目金利に（ちょうどゼロかどうかは別にして）下限が存在することによる根源的な制約である。

アダム・ポーゼン（ピーターソン国際経済研究所長）は、日銀がいくら大胆な金融緩和を続けても日本で2%インフレにならないのは、異次元緩和を始めた2013年よりも前に緩和が不十分だった長い歴史があり、その間に低インフレが定着してしまったからだと言う³。中央銀行が一度デフレの防止にしくじると、その後は何をやっても挽回が難しいと言うのである。

その議論がすべて正しいと筆者には思えないが、これが米国アカデミズムの標準的な理解であろう。だとすれば、低インフレ均衡から抜け出せない日本と類似の状態に米国が陥らずに済むかどうかは、まだ抜け出せるチャンスがある今のうちにFRBが徹底して低インフレを退治できるかどうか、すべてかかっているということになる。失敗した場合FRBは、日本の教訓（必ずしも正しい教訓では

³ Financial Times, November 24, 2020 “Lessons from Japan: High-income countries have common problems.”

ないが) をわかっていながらそれを活かせなかった、という汚名を着せられることになる。

F R Bが「平均インフレ目標」という考え方を持ち出してまで、今度こそ2%物価目標は必達だと躍起になっているのは、低インフレ均衡に陥る失敗は絶対に許されない、少なくとも最善を尽くしたとの証跡は残さなければならない、という危機感に駆られたうえでのことである。F R Bにとって、インフレが行きすぎるという「上方向」のリスクは、日本化に陥る「下方向」のリスクに比べれば、取るに足らないものとさえ言える。

異次元緩和よりずっと興味深い大実験

一方でF R Bは、政策金利を事実上の下限まで下げており、金融政策の限界も感じているというのが正直なところであろう。コロナ禍にあって、F R Bは積極的な財政政策の重要性を説き続けてきた。過大ではないかとの議論を呼ぶほどのバイデン政権の財政出動は、むしろ歓迎すべき展開である。

2%を超えるインフレも積極的に許容する金融緩和に、サマーズやブランチャールなど著名な経済学者が口をそろえてインフレを懸念する財政出動が加わるのだ。これはまさに、未曾有の財政金融政策の実験だと言える。これだけの大実験の結果は、その後の経済論壇に大きな影響を与える。

これだけやって2%物価目標が達成できなければ、物価を巡る伝統的な経済理論はほぼ完全に崩れる。その時は、先進国で低インフレがなぜ続くのか、そしてそれは本当に良くないことなのか、徹底的に突き詰めた研究を進めざるをえなくなるだろう。マクロ経済学にはこの面での進歩の機会が訪れ、2%物価目標の是非を問う議論も生まれる可能性がある。

逆に、サマーズらの心配通りインフレが高進した場合や、F R Bの願う2%物価目標が数年のうちに達成された場合は、「財政金融政策を本気で動員すればやはりインフレは上がる」と総括されるに違いない。F R Bの「平均インフレ目標」も成功したという評価になるだろう。かつての「フラットなフィリップス曲線」についても、実は財政金融政策の本気度が足りないだけのことだった、という評価に変わるのではないか。本当にそうならそれでよい。しかし、別の理由や偶然が作用してインフレが高まった可能性や、甚大な副作用発現まで紙一重であった可能性などが、十分吟味されないまま安易な総括が行われてしまうことは避けるべきである。

日銀の物価目標未達からは「昔の日銀が残した負の遺産」という程度の浅い教訓しか学べなくても、米国で理論に反する事実が明らかになれば、もっと意味のある教訓が学ばれ人々の考え方が進化する。せっかくこれだけ壮大な実験を行っているのだから、「それでもインフレは上がらなかった」という結果が出た方が、人類の知見の蓄積には役立つように思う。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。