

FRB が直面する社会・経済構造の変化

祖父江 康宏
マーケットエコノミスト
SMBC 信託銀行
投資調査部



2022年11月11日

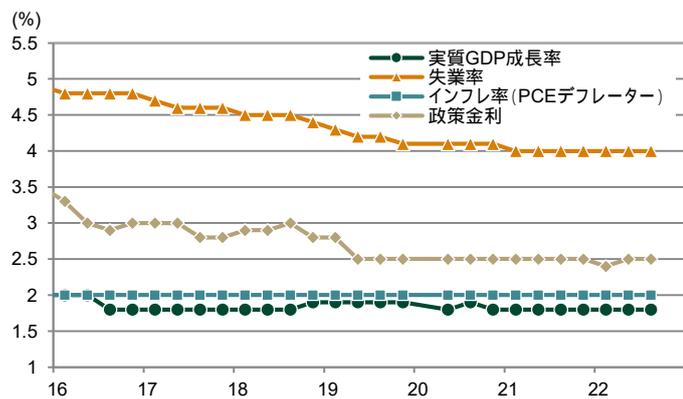
世界各国で金融引き締め効果が表れ始め、7-9月期に急減速したユーロ圏に続いて、10-12月期には米国でも成長ペースの急減速が見込まれている。幅広い品目で物価上昇が確認され、現時点でインフレ鎮静化の明確な兆候は確認できないものの、11月1、2日の米連邦公開市場委員会(FOMC)では政策方針が改められ、これまで急速に進めてきた利上げの影響を見極めるため、徐々に通常ペースの利上げに移行していくことを示唆した。もっとも、パウエル米連邦準備理事会(FRB)議長は、政策金利の到達点が従来の見通しよりも高くなるだろうと述べており、政策方針の見直しが政策転換を意味する訳ではない。

ソーシャル・ディスタンシングや行動制限による生産・物流の停滞、コロナ禍直後の著しい見通し悪化や脱化石燃料の世界的な潮流によるエネルギー生産への過小投資など、需要の正常化に対して供給量が追いつかず、供給面での制約が現在のインフレの主因となっている。金融引き締めによって供給水準に均衡するまで需要を抑制させることが企図されており、利上げペースを緩めることよりも、引き締めの金利水準を長期間継続することの方に政策の主眼が置かれていると推測される。

FRBが四半期ごとに更新する「経済見通し概要(SEP)」をみると、各項目の長期見通しの水準はコロナ禍前後で大きく変わらず、経済需給の不均衡解消後、経済はコロナ禍以前の状態に回帰することが前提となっている印象を受ける(図表1)。生産体制やサプライチェーンの見直し、デジタル化の加速、リモートワークの普及など、不可逆とみられるような変化が生じているものの、アフターコロナの社会・経済構造の変化について、議論はまだ本格化していない。上記はいずれも供給側(生産性、資本ストック、労働力)の変化であり、主に需要面から算出される実質GDP成長率だけでなく、供給面から計測する潜在成長率にも影響が及ぶ要因である。財・サービス生産に用いられる資源(原材料、資本、労働力など)の利用効率(すなわち生産性)低下は、成長会計に基づく潜在成長率の押し下げにつながる*1。実際、米労働市場では構造変化の兆候がみられ、求人倍率が過去最高水準まで上昇するようになった。コロナ禍以前は失業率が4%付近まで上昇すれば、求人倍率は労働需給均衡を示す1.0倍前後への低下が期待できたが、コロナ禍以降の関係性が続く場合は失業率が6%付近まで上昇しなければ、その実現は難しいかもしれない(図表2)。労働投入量水準の低下による潜在成長率の押し下げ、労働需給ひっ迫の常態化に伴うインフレの長期化、FRBの想定を上回る金融引き締め、中立金利水準の変化など、均衡状態での経済の姿が大きく変わりうる要因であり、今後の金融政策運営上、議論は避けられないと考えられる。

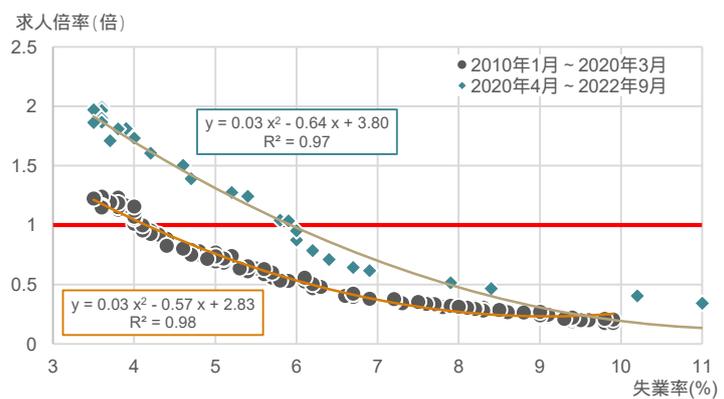
*1 コブ=ダグラス型生産関数に基づく、潜在成長率(Y)は「 $Y = A + K + (1 -)L$ A:全要素生産性、K:資本投入量、L:労働投入量、:資本分配率」と推計される

【図表1】 米国 FOMC参加者長期見通しの推移(中央値)



出所:FRB

【図表2】 米国 失業率と求人倍率の分布



注: 求人倍率 = 求人件数 / 失業者数

出所:米労働省

本資料は、株式会社 SMBC 信託銀行(以下「当行」といいます)が経済や市況、投資環境に関する情報提供のみを目的として作成しており、金融商品取引法に基づく開示資料でも特定ファンドの勧誘資料でもありません。当行はここに記載された情報が十分信頼に足るものとして信じておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来を約束するものではありません。なお、予測や見通しについては、その旨を明記しております。本資料に掲載された予測や見通しは発行時点のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。投資の選択や投資時期の決定は必ずご自身の判断でなさるようお願いいたします。本資料を使用することにより生ずるいかなる種類の損失についても、当行は責任を負いません。なお、本資料の一部又は全部を問わず、当行の許可なく複製や再配布することを禁じます。