

インフレターゲットを 3%に引き上げたらどうなる？

I. 人為的なブーム創出

元金融当局シニアスタッフからの提言

政策シンクタンクがひしめくワシントン DC で、経済・金融専門のシンクタンクとして異色を放っているのが、Peterson Institute for International Economics (PIIE) だ¹。現在この PIIE に在籍している、連邦準備制度理事会 (FRB) でシニアスタッフを務めた経験のある 2 名のリサーチャーから、インフレターゲットを現行の 2%から 3%に引き上げるべきだ、という提言が出された。インフレの亢進が懸念されているなか、なぜこのような提言が出されたのか。本稿ではこの提言の背景やその効用、そして米国政治を考えたうえでの実現性などを考えていきたい。

「FRB のインフレターゲットを引き上げるべきもう 1 つの理由：雇用と生産ブーム」 (Another Reason to Raise the Fed's Inflation Target: An Employment and Output Boom) (以降「PIIE 論文」と記す) と題された論文は、2021 年 8 月中旬に公表された。共同執筆者のレイフシュナイダー氏とウィルコックス氏は FRB の研究統計局のシニアポジションを歴任し、前者はイエレン前 FRB 議長の特別アドバイザーも務めていた。「もう 1 つの理由」としているのは、以前よりインフレターゲットの引き上げを主張する議論があったことを受けている。以前からあった議論とは、低成長の時代 (≒自然利子率²の低下) において、インフレターゲットを 2%という低水準に据え置くことは、政策金利の引き上げ幅を自ら制限することとなり、景気後退時に政策金利を引き下げられるバッファが小さくなり、金融

¹ <https://www.piie.com/> 現代表の Adam S. Posen 氏は 2021 年春、「日本の経済財政政策に対する協力及び経済財政分野における日本・アメリカ合衆国間の相互理解の促進に寄与」したとして、旭日中綬章を授章している。

² 自然利子率とは、景気を加速も減速もさせない利子率を指す。正確に観測されるものではなく、概念的に様々な方法で算出される。潜在成長率に近いとされ、低成長となっている米国などの先進国では、自然利子率も低下していると認識されている。

なぜ今、インフレターゲットの引き上げが提言されるのか

政策の実効性を狭めることになるという主張である³。他にも、コロナ前は2%目標が長期間にわたって未達だったことを受け、ターゲット自体の調整が必要という声もあった。

PIIE 論文はこうした主張に加え、インフレターゲットを引き上げることで、時限的に雇用と、生産つまり国内総生産（GDP）のブームを人為的に創出できるとしている。インフレターゲット引き上げにより、FRB が早々に金融引き締めを舵を切ることはないという一種の安心装置が働き、企業は投資と新規雇用に積極的になり、家計は消費を拡大するという構図だ。同論文では、インフレがベースの2%から3%になるまで15年間と予測したうえで、FRB が利上げを開始する5年目までに、GDP 成長率は4%前後、完全失業率は2%前後に達するとみている⁴。こうした、人為的に潜在成長率を上回る経済成長を創り出す「高圧経済」の利点として、PIIE 論文は通常の政策では達成し得ない、労働者のスキルアップや、非労働力の労働力化（退職年齢の高齢化や、専業主婦/夫の労働力化など）などにより、正の「履歴効果」が期待できる、としている。

既述の通り、インフレターゲット引き上げの議論は以前からあった。またヘリコプターマネーや現代貨幣理論（MMT）といった、財政均衡や金融倫理を度外視し、極端な高圧経済を唱える主張もあった。しかしそれらは、コロナ禍前の長期的な低インフレで、2%のターゲットすら達成できない状況であった。今般、コロナ禍からの回復期に、労働力や半導体不足などが重なり、約30年ぶりの高いインフレが記録され、政権の支持率にまで影響を与えるほどになっている状況において、インフレターゲットを引き上げる必要性や正当性はあるのだろうか。

³ 金融政策は、実質金利（政策金利＝名目金利－インフレ率）を自然利子率より低めにすることで景気刺激、高めにすることで、景気引き締めを行うもの。例えば自然利子率が4%で、インフレ率が2%の場合、政策金利は6%前後まで引き上げることが可能で、景気後退となった場合も、十分に引き下げ幅がある。しかし自然利子率が2%、インフレ率が2%の場合、政策金利の引き上げ余地は4%ほどとなり、景気後退となった場合の引き下げ幅は、（マイナス金利政策を除外した場合）限定的となる。PIIE 論文では、1950年からリーマンショックまでの景気後退時のFRBの政策金利（FF金利）引き下げ幅は平均して5%以上であり、現在のFF金利水準では対応できないと指摘。

⁴ PIIE 論文では、FRB に対する信認度合いにより「ブーム」の効用を2つのシナリオに分けている。FRB に対する信認度合いが低い場合、FRB が事前に発する政策の効果が薄く、実際のインフレに対してのみ企業、家計が反応するため、ブームの期間は長くなり、効用は大きくなる。反対の場合、企業、家計はFRB が引き締めに転じることを早く察知するため、ブームの期間は短くなり、効用は小さくなる。

ここで予め明確にしておかなければならないのは、PIIE 論文はあくまでも、現在 FRB が長期的均衡としている状況（インフレ 2%、FF 金利 2.5%）を始点としており、現在のインフレの状況とは直接関係しない。つまり PIIE 論文の提言は、低インフレもしくは高インフレへの処方箋というものではない。しかしながら、こうした提言を、足元の金融環境や米国政治のコンテクストに当てはめてみると、政策当局者にとっては非常に魅力的な提言として映ってくるのではないかと筆者は考える。

II. あらゆる課題に対する「解」となるか

「ターゲットを引き上げればいい」

足元のインフレ動向については、以前のレポートで纏めたが、一時的な要因と構造的な要因の両方があると考え⁵。インフレ上昇について、野党は政権に対する攻撃材料として用い、政権支持率低下の一要因になっているともみられている。FRB は公式見解として、消費者物価の上昇は一時的だとしてきており、確かに直近では消費者物価指数（CPI）の上昇率が鈍化しつつあるが、自動車製造業などは依然として部品不足が解消しておらず、一部の品目では高インフレが続く可能性も残る。インフレがターゲットの 2%を超過している状況は、政権にとっては好ましくない状況といえる。

こうした状況に対し、ウォールストリートジャーナル紙は、PIIE 論文などを引用し、「ターゲットを引き上げればいい。多くのエコノミストが、インフレターゲット引き上げについて議論している」と紹介⁶。繰り返しになるが、少なくとも PIIE 論文は高インフレ時にインフレターゲットを引き上げることを提案しているわけではない。それにも関わらず主要紙でこのように引用されるのは、インフレターゲットが様々なジレンマに対する解決方法のように映るからだろう。

消費者物価が 2%のターゲットを上回る状況が続き、インフレがコントロールできなくなる懸念があるため、FRB は金融緩和策としての国債や住宅ローン債権などの商品資産購入額の減額（テーパリング）といった、金融緩和策の停止を検討する必要

⁵ 丸紅ワシントン報告（2021 年 6 月 14 日）「[米国のインフレを見極めるには](#)」。

⁶ ['How to Deal With Above-Target Inflation; Raise the Target'](#) (2021 年 9 月 1 日、The Wall Street Journal)

長期停滞論の打破につ
ながるか

FRB のデュアルマンデー
トとフレームワークの変更

に迫られ、市場は身構える。それであれば、インフレターゲットを引き上げて、見かけ上はターゲットから乖離していない、従いFRBも金融引き締めに転じることを検討する必要がなくなる、という状況を作りだせばいいのではないか。やや乱暴に言えばそういう事である。

こうした主張の裏腹には、そもそも 2%のインフレターゲットにどれほどの妥当性があるかという懐疑的な見方もあるだろう。また、情報通信技術の進歩と普及などにより、インフレ上昇率が 3%になったからといって、1970 年代のようにコントロールできないほどの高インフレとなり、経済的な弊害が発生する訳ではない、という分析もあるだろう。PIIE 論文も、高インフレによる経済コストや、企業などの過剰債務という潜在的なリスクがあることは認識しつつも、金融政策次第でリスクを最小化することが可能としている。

元財務長官のローレン・サマーズが指摘した、先進国における長期停滞論は、米国においては「アメリカ・ファースト」を生み出す大きな背景になっている。そのトレンドは、政権交代やコロナ禍を経てもなお続いている。そもそも長期停滞の原因は、労働生産性の低下や労働力の減少、教育や政策といった多くの構造的な要因が重なっている。インフレターゲットの引き上げは、既述の通り政府や企業による、人的資本を含めた資本への投資を誘引し、正の「履歴効果」が期待できるだけではなく、経済成長率そのものを短期的に引き上げることも可能としている。「アメリカ・ファースト」を信奉する有権者の支持をどのように取り込むかが米国政治の焦点となっている今般、こうした政策は垂涎の的になってもおかしくない。

もちろん、こうした金融政策の大きな変更が短期的に実現することはない。そもそもFRBが担う「デュアル・マンデート」、つまり雇用の最大化と物価の安定というマンデートから、インフレターゲットの引き上げが妥当なのか、という議論は避けられないだろう。特に物価の安定は、以下に引用している通り、「適度な長期的な金利」を含んだマンデートであり、PIIE 論文が主張するように、現行の 2%ターゲットを達成したうえで、恣意的にターゲットを 3%に引き上げることが、このマンデートに悖らないかという指摘がでてくることは想像に難くない。

“The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of **maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.**”

Section 2 A, [The Federal Reserve Act of 1977](#), November 16, 1977

FRB は 2020 年 8 月に、それまでのフレームワークとしていた、「対称的な」2%ターゲットから、「平均インフレ目標」への変更を伴う、金融政策のフレームワークの見直しを行った。これは 2%のインフレターゲットに対し、インフレ上昇率が一定期間超過することを許容するものだ。それでも足元の急激な消費者物価の急上昇を受け、市場参加者や複数の FRB メンバーが、慌てて金融緩和の縮小を主張する事態を招いている。金融政策フレームワークの変更だけでは、インフレターゲット引き上げのような効用を実現することは難しいのだろう。それでも金融政策の変更は慎重を期するため、現行の金融政策のレビューを行う必要があり、PIIE 論文も次の金融政策の「点検」は早くとも 2023 年ごろだろうと見通している。2024 年の大統領選挙に向け、民主党政権が再選戦略を練る頃である。もちろん、FRB は政権から独立した機関であり、金融政策に政権の意向が反映されることは原則上ないはずだ。しかしインフレターゲットの引き上げというカードが、PIIE や多くの著名エコノミストの支持を得るのであれば、「アメリカ・ファースト」が煽る支持者に対する訴求ポイントとして、こうしたドラスティックな政策変更を促すことも選択肢の 1 つになりえないだろうか。

インフレを巡る金融政策

米国経済、政治においてここまでインフレ亢進が注目されるのは数十年ぶりである。一方で、長期停滞論の根本的な解決方法がとられないまま、「アメリカ・ファースト」と「コロナ禍」の時代に突入し、全く新しいダイナミックスが展開されている。金融政策の変更は一朝一夕に行われるものではないが、今後パウエル FRB 議長が再任されるかどうかを巡り（現在の任期は 2022 年 2 月まで）、インフレ対策や金融政策のフレームワークに関する議論が改めて盛り上がるだろう。足元のインフレ動向と合わせて、こうした構造的な変化の可能性という長期的視点も含めて、注視していきたい。

以上／阿部

本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、丸紅米国会社ワシントン事務所（以下、当事務所）はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。

本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当事務所は何らの責任を負うものではありません。

本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。

本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当事務所の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。