



エコノミスト・ストラテジストレポート

情報提供資料  
2022年9月7日

## FRB はデュアルマンドート達成に向け フィリップスカーブの形状変化を見定める

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

世界経済の最大の問題はインフレである。しかし、その原因を究明する調査研究は極めて少なく、包括的なものは実はほとんど存在しない。この事実がFRBの金融政策、それを受け止める市場に混乱をもたらしている。

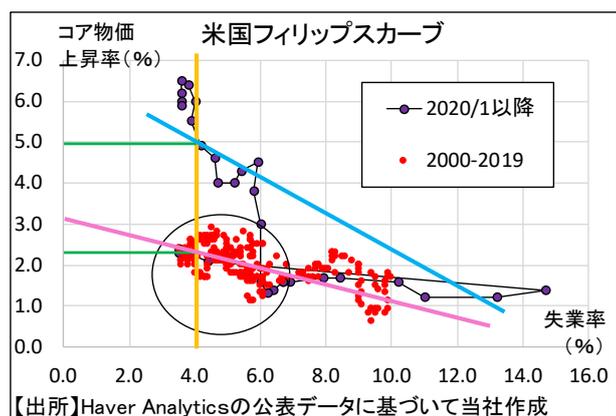
FRBにはデュアルマンドート(2つの目標)として雇用の最大化と物価の安定が課せられている。この2つの目標を達成するための手段が金融政策だ。金融政策で実現可能なのは総需要の抑制だ。利上げで半導体の供給が増えるわけがない。インフレの原因が総供給を超過する総需要、つまり総需要>総供給だけなら、FRBによる金融引き締めでインフレの抑制は可能だ。しかし、どう考えてもそうではない。インフレ率を押し上げている要因には、コロナ禍による半導体やトラック輸送など供給能力の制約、脱炭素のためのコスト増加、児童労働防止など人権遵守のためのコスト増加、エッセンシャル・ワーカーに報いるための賃上げコストの売値への転嫁、などもっと広範な他の要因が存在する。また、反グローバル化、経済安全保障、サプライチェーンの組み換えも大きなコスト増加をもたらす。これらのコストを企業が売値に転嫁すれば、当然インフレ率を押し上げる。これら要因の中には、コロナ禍がもたらした一時的なものもあれば、行き過ぎた株主資本主義の反動や反グローバル化から生じる長期に亘り続く想定される要因もある。

FRBには経済の先行きを予測するマクロ計量モデルがあり、公開もされている。このモデルが、コロナ禍、株主資本主義の反動、反グローバル化がもたらした上記の要因で機能しなくなった。これが「インフレは一時的」というFRBが繰り返し表明した見通しが外れた原因だ。将来を予測するモデルが機能しなくなれば、悪く言うと、金融政策も成り行き任せにならざるを得ない。FRBがフォワードガイダンスをやめてデータ次第に切り替えたのは当然の帰結だ。

にもかかわらず、8月26日のジャクソンホール会合でパウエルFRB議長は、さもフォワードガイダンスを蘇らせたがごとく発言した。この発言を受けて株式市場は大きくネガティブに反応した。普通に考えれば、フォワードガイダンスが何の説明もなく復活するとは考えにくい。パウエル議長の真意は、株価上昇による資産効果を牽制すること、期待インフレが再び上昇しないよう釘を刺すこと、リスク管理として物価下振れは無くても上振れはあり得るというリスクの非対称性に備える準備を促すこと、だと考えられる。

今のFRBは、失業率が3.5%と雇用が好調でインフレだけが問題となっているため、シングルマンドートの状態にある。しかし、失業率がFRBの長期レンジである4%を超えると、状況は変わる可能性が高い。

そこで大事なのが物価と雇用をプロットする図表のフィリップスカーブである。赤いドットは、2000年からコロナ禍の前の2019年までで非常に安定しており、ピンクが傾向線だった。しかし、紫のドットのコロナ禍以降は状況が一変した。



例えば、2000-2019年の間なら、失業率4%なら物価上昇率は2.0-2.5%となった。正に雇用の最大化と物価の安定が同時に達成できていたわけだ。しかし、コロナ禍以降のフィリップスカーブは、供給制約などにかく乱されて安定していない。FRBの言うデータ次第を、デュアルマンドートの同時達成に向けた文脈に置き直せば、フィリップスカーブがどこに落ち着くかを見定めるという意味に理解して良いだろう。フィリップスカーブは、これまでも時代に応じてシフトし続けた。おそらく今後は、少し上方にシフトして新しい均衡を形成するだろう。1980年代前半を最後に下方にシフトし続けたので、上方シフトは40年ぶりのこととなる。(脱稿 8月31日) 以上

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。