

FRBの利上げはなぜ効かなかったのか？

伊豆 久

はじめに

コロナ後の物価上昇に対して、FRBは、二〇二二年三月から利上げを進め、一三年七月には政策金利（上限）を五・五〇％という二二年ぶりの高水準にまで引き上げた。そしてそれを今年九月まで一年以上維持したのであるが、こうした急速かつ大幅な利上げにもかかわらず、米国経済は好調を維持したまま現在に至る。実質GDP成長率は二％以上を維持し、失業率は（足元若干上昇気味とはいえ）四％前後の歴史的低水準にある。インフレ率も、ピーク時よりかなり低下したがいまだ目標とする二％を上回っている。

利上げが効かなかった、少なくとも当初想定された効果を発揮しなかったのはなぜだろうか。FRBやIMFのレポートを紹介しながら、この問題を考えてみたい。⁽¹⁾

1 マクロ的指標の推移

はじめに、米国のマクロ経済指標を確認しておこう。

図表1は、FRBが誘導対象としているFFレート（と長期金利）の推移であるが、今回の利上げが、二〇〇〇年のITバブル期以来のものであることがわかる。

さらに興味深いのが、長短金利の逆転が続いたことである。長短金利の逆転は、不況入りの予兆とされること

が多いが、二二年夏から、通常とは逆に一〇年金利が二年金利より低くなっている（図表2）。債券市場は、「遠からず景気はピークアウトし、FRBは利下げに転じるだろう」と見ていたことになる。そしてそのように考えていたのは市場だけではなく、当のFRB自身もより早い段階での利下げ転換を想定していたのである。

利上げを開始して九カ月がたった二二年末のFOMCは、FFレートの先行きについて、一三年末には五・一％まで上昇し二四年末には四・一％に下がる⁽²⁾と予測していた。しかし実際には、二三年末には五・四％まで引き上げざるを得ず今年末も四・四％までしか下がりが⁽³⁾そうにならない。利上げ幅もその持続期間も自らの想定を超えていたのである。

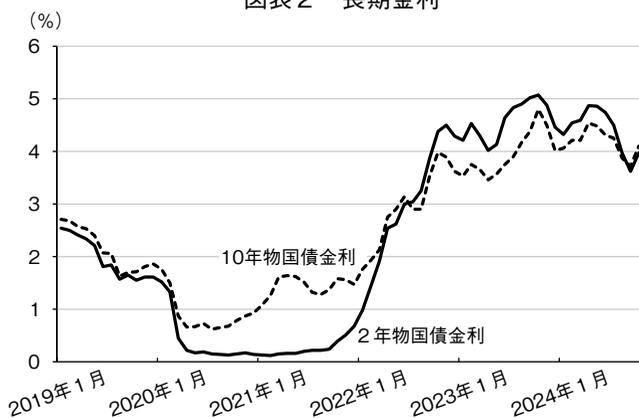
FRBがこのように高金利を続けざる

図表1 FFレートと10年物国債金利



(注) 2000年1月-24年10月、月次。
(出所) FRB, Data, H. 15より作成。

図表2 長期金利



(注) 2019年1月-24年10月、月次。
(出所) 図表1に同じ。

が、二二年末のFOMCは、FFレートの先行きについて、一三年末には五・一％まで上昇し二四年末には四・一％に下がる⁽²⁾と予測していた。しかし実際には、二三年末には五・四％まで引き上げざるを得ず今年末も四・四％までしか下がりが⁽³⁾そうにならない。利上げ幅もその持続期間も自らの想定を超えていたのである。

FRBがこのように高金利を続けざる

を得なかったのは、言うまでもなく、物価と雇用、それらを支える实体经济が予想以上に強かったからである。

図表3・4・5を見ると、①二一年からのインフレ率が第二次石油ショック時以来の高さであったこと、②それを先導したのはエネルギーと耐久消費財であったが、それらの価格は二三年後半には落ち着いていること、③しかしそれらと交代するようにサービス価格が上昇し、それは漸減しつつもまだ4%近い水準で下げ止まり、消費者物価指数全体の低下を妨げていること、がわかる。

サービス価格は、需給両面において賃金動向の影響を大きく受ける⁽⁵⁾。図表6を見ると、コロナ期にはリーマン・

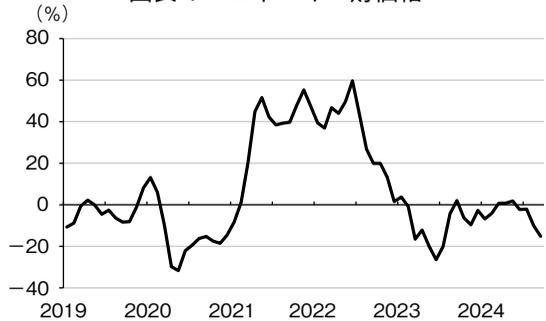
図表3 消費者物価指数 (PCE)



(注) 1981年1月 - 2024年9月、月次。

(出所) Bureau of Economic Analysis, Personal Consumption Expenditures Price Index, Table 2.8.4より作成。

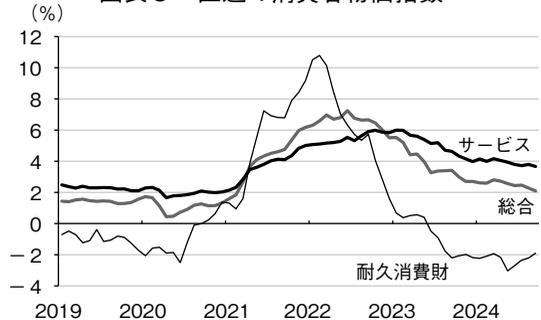
図表4 エネルギー財価格



(注) 2019年1月 - 24年9月、月次。

(出所) 図表3に同じ。

図表5 直近の消費者物価指数



(注) 2019年1月 - 24年9月、月次。

(出所) 図表3に同じ。

ショック時を超えて上昇していた失業率が、その後急速に低下し、現在は上昇傾向に転じたとはいえ〇〇年代半ばの住宅バブル期を下回っていることがわかる。こうした好調の背景にあるのが予想外とも言えるGDPの持続的拡大であることは言うまでもない(図表7)。

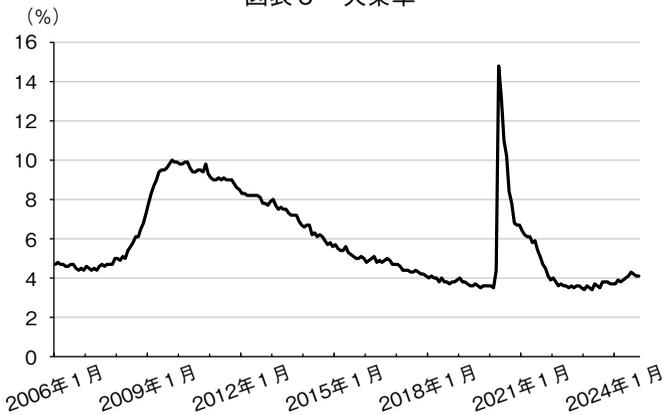
2 中立金利の

上昇?

米国経済が、大幅な金利引き上げにもかかわらずこのように好調を維持してきたのはなぜだろうか。

「現在の金融政策は見かけほど抑制的でないのかもしれない」と題するカンザスシティ連銀のレポート(文献①)は、

図表6 失業率



(注) 2006年1月-24年10月、月次、季節調整済み。

(出所) Bureau of Labor Statistics, Historical News Release Tables, Table A-1. Employment status of the civilian population by sex and ageより作成。

図表7 実質GDP成長率



(注) 2001年第1Q-24年第3Q、四半期ベース(季節調整済み)、対前期比年率。

(出所) Bureau of Economic Analysis, National Income and Product Accounts, Table 1.1.1より作成。

その一つの答えとして中立金利の上昇を指摘し、したがって高金利のさらなる継続が必要かもしれないと論じている。

景気や物価を刺激も引き締めもしない金利を中立金利というが、それが何らかの理由で上昇しているならば、政策金利を引き上げても、 \wedge 政策金利—中立金利 \vee すなわち金利の実質的な引き締め度合いはそれほど上昇していないことになる。

しかし、こうした議論はどこまで有効だろうか。

中立金利をめぐることは、多くの研究者によって様々な推計がなされているが、①中立金利は、いずれの場合も相当の幅をもった数値でしか示せないこと、②過去四〇年見られなかった現在の物価状況を過去のデータを用いて分析する場合、その説得力は低下せざるを得ないことなどを踏まえると、現実的な説明力には疑問が残る。あるいは、結局のところ、「中立金利が上昇している」との指摘は、「現在の利上げが効いていない」の同義反復、言い換えにすぎず、理由の説明にはなっていないようにも思われる。

3 信用スプレッドの低下

「最近の利上げはなぜ経済をもっと減速させなかったのか」と題するカンザシティ連銀の別のレポート（文献②）は、図表8を示し、二二年三月からの利上げ局面において信用スプレッドが縮小していたことを指摘する。信用リスクに応じた金利の上乗せ幅（信用スプレッド）は、金利上昇局面では拡大し低下局面では縮小するのが一般的である。ところが今次の利上げにおいては、逆にスプレッドは縮小しており、その結果、利上げがもたらすはずの企業や家計の金利コストの上昇が想定されたほど生じておらず、引き締め効果が減殺されているので

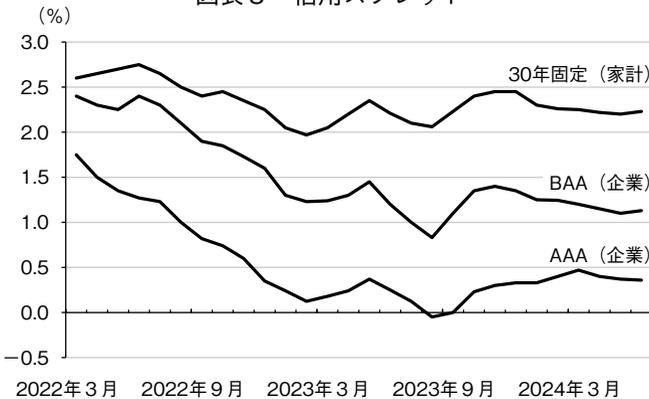
はないか、というのがその主張である。スプレッドのこうした推移が信用リスクの実際を正しく反映しているとするならば、民間部門の倒産確率が（格付とはやや独立して）低下しているということであり、レポートはその理由として企業や家計における潤沢な現金保有の可能性を指摘している。それはどういうことか、別のレポートを見てみよう。

4 利上げ局面における金利コストの低下

IMFは、米国に対する今年の「第四条協議」報告書に、「金利上昇は米国企業にどのような影響を与えたか」と題するコラムを設け（文献④）、利上げが企業の金利コストを上げるどころか逆に低下させた指摘した。

図表9は、過去五〇年の利上げ局面における企業の純利払いの変化を表したものである。横軸にFFレートの変化を、縦軸に利払い額の変化（%）をとり、例えば右上に離れて一つある点はボルカー・シヨックを含む一九七六年から八一年を表しており、約一二%の利上げに対して企業の利払いが一五〇%近く増加したことを示している。それぞれの点は当然ながら右肩上がりに分布しているが（FFRBの利上げ幅と企業の利払額はおおむね比例する）、今回（二〇二一年から二三年まで）の利上げを表す点だけは、利払い増加額

図表8 信用スプレッド



(注) 2年物国債金利に対するスプレッド。

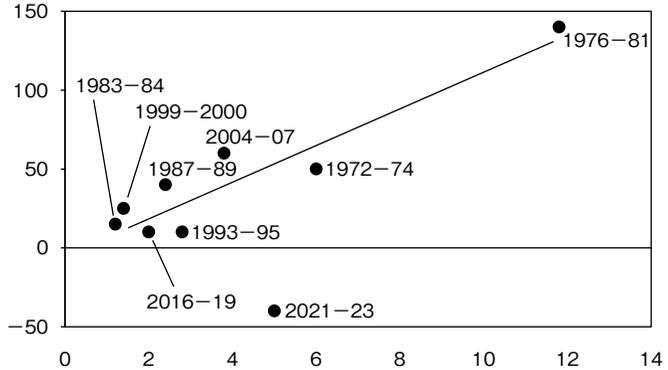
(出所) 文献②

がマイナスとなつてい
る。つまり、約五%の
利上げに対して企業の
利払いは四〇%ほど減
少しているのである。
それを業種別に示した
ものが図表10で、製造
業では一五〇億ドル近
く利払いが減少してい
たことがわかる。

こうした珍しい現象
が生じたのは、①長期
的な傾向として企業の
カネ余りが進んできた
上に、②コロナ期の超
低金利時に多くの企業
が長期固定金利で大量
の資金調達をおこなった結果、

二三年からの利上げの影響を、負債面ではほとんど受けず、③逆に資産面では預

図表9 金融引き締め期の企業の純利払い

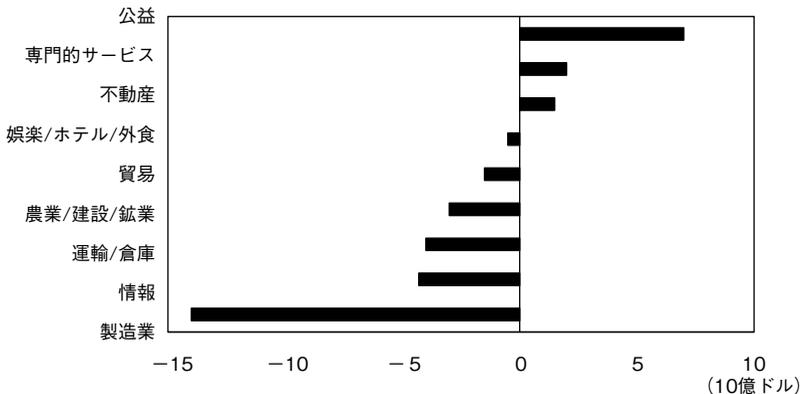


(注) 横軸：FFレートの変化 (%ポイント)

縦軸：純利払い額の変化 (%)

(出所) 文献④

図表10 純金利支払いの変化



(注) 2021年と23年の比較。

(出所) 文献④

金やMMF等からの利回り収入の増大という形で享受したためである。一〇年物国債金利は、リーマン・ショック後のQE政策時にも一・五%を下回ることはなかったが(図表1)、コロナ期にはほぼ一年にわたって一%以下で推移した(図表2)。このチャンス逃さなかった企業は、その後の金利上昇局面で、調達資金コストに影響を受けることなく、むしろプラスの利益を獲得できたのである。だとすれば、FRBの利上げが効かなかったのも当然であろう。

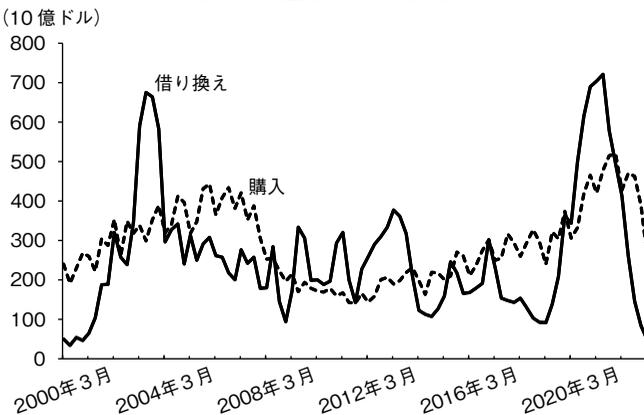
そしてそうした利上げによる金利メリットを享受したのは企業部門だけではなかった。

5 低金利期の住宅ローンの借り換え

図表11は、住宅ローン組成額の推移を示したものであるが、二〇年から二一年のコロナ期に(特に借り換えが)急増し、その後急減していることがわかる。超低金利が生じたタイミングで広く借り換えがおこなわれ、その後の金利上昇局面では新規の住宅購入分を含め住宅ローンは大きく減少している。

この結果、ニューヨーク連銀のレポートによると(文献⑤)、住宅ローンを借り換えた家計部門は年間二四〇億ドルの利払いを節約できたという。その上、住宅価格の上昇が続いたため、借入額を超えた部分を担保とする融資(ホームエクイティローン)も

図表11 住宅ローン融資額



(注) 2000年第1Q-23年第1Q、四半期。
(出所) 文献⑤

増加しており、それが四三〇〇億ドルに達している。また、IMFの別のコラムによれば（文献③）、コロナ後、住宅所有者の消費額は、所得の上昇以上に住宅価格の上昇に反応して増加しているという。こうした住宅ローン・住宅価格をめぐる資金フローの変化が、米国GDPの七割を占める消費を力強く支えているのである。

その一方、中古住宅市場では売出し物件が少なく価格の高騰が伝えられている。住宅価格の高騰は通常なら持ち家の売却、住み替え需要を押し上げるはずであるが、コロナ期に超低金利の住宅ローンを獲得した住宅所有者はローンの返却をともなう住み替えに消極的で、そのことが中古住宅価格の上昇をもたらしめている。

住宅そのものは消費財ではないため、その価格は消費者物価指数に含まれないが、家賃は「サービス」価格の一つとしてカウントされる。その九月の対前年同月比の上昇率は五・一％と高く、PCEサービス価格指数内のウエイトも約二三％と大きい（さらにその八割近くを「帰属家賃」が占める）。図表5でサービス価格が下げ渋っていることを示したが、その理由の一つは、述べてきた事情にもとづく家賃の下げ止まりにあるのである。

おわりに

コロナ禍という異常事態の中で、政府は巨額の財政資金を散布し、FRBも政策金利をゼロ近くに下げ、大量の長期国債を買い入れた。その結果、長期金利は一％以下にまで低下しマネーストックも急増した。⁽⁹⁾こうした緊急対策は、危機的状况にあった金融市場への、また企業や家計の資金繰りへの、一時的な支援を意図していたはずであるが、コロナ後にも大きな、おそらくは想定外の、後遺症を残してしまったのである。

超低金利のタイミングで、企業も家計も大量の長期固定資金を調達できたため、その後の金利引き上げは、資金調達コストの十分な上昇につながらず、むしろ豊富な流動資産からの利息収入を増やすこととなり、結果的に、

期待された需要抑制効果を發揮できなかったということであろう。

しかしながらコロナ期に調達された長期資金も、(企業債務であれば多くは三〜五年満期であり)まもなく満期を迎え、少なくともコロナ期より高い金利での借り換えを余儀なくされるであろう。⁽¹⁰⁾ その時には、政策金利は現在よりも低下していると見込まれるが、その遅れてきた引き締め効果がどのように現れるのか、米国経済にとつて新たな課題となるかもしれない。

注

- (1) "As the Fed cuts: Strangely, America's companies will soon face higher interest rates," *The Economist*, September 14th, 2024参照。
- (2) FRB (FOMC), *Summary of Economic Projections*, December 14, 2022, p. 2. F.F.レート誘導目標レンジ上下限の平均。FOMC全出席者の個々の予測の中央値。
- (3) 本稿執筆時(一二月末)では四・六%であるが、一二月のFOMCで〇・二五%の引き下げが見込まれている。
- (4) 二一年からのエネルギー価格の上昇については①コロナ後の経済活動の再開による需要増加、②「脱炭素」推進を背景とする油田開発の抑制、③二二年三月のロシア・ウクライナ戦争の開始などが、耐久消費財については①同じく経済活動の再開に加えて、②資材価格の高騰、半導体不足、サプライチェーン全体の混乱などが、原因となった。
- (5) 図表3から耐久消費財とサービスの長期の価格動向を見ると、①耐久消費財は、九〇年代半ば以降、マイナス二%程度で推移する一方、②サービス価格が四%近い水準を維持することで、全体としての消費者物価指数が二%前後で推移するという構造となっていたことがわかる。モノについては、①低コストでの生産が可能な輸入(北海道生産)へ

の転換と、②物価測定上は同一性能での比較となるため、技術革新による品質の向上が持続的に価格を押し下げ一方で、サービスは、①輸入も大量生産もできないうえ、②人件費がコストの多くを占めるため、賃金の上昇と並行する形で物価全体を支えてきたのである。

(6) 実際の成長率が潜在成長率と等しくなる実質金利を自然利子率とし、それに予想物価上昇率を加えたものが、(名目の)中立金利となる。ただし、(文脈において明白な場合) 両者を区別しないことも多い。

(7) さらに、中央銀行の金融政策は中立金利に向けて半ば機械的に金利を調整すればよいといった考え方は、③現実の経済は常に様々なショックを受けながらの不均衡の連続であること、④(金利の水準だけでなく) その調整のタイムラグやスピードによって各経済主体の反応は変化しうること、などを踏まえると実践的ではないだろう(氷見野良三「最近の金融経済情勢と金融政策運営」二〇二四年八月二八日、一二頁)。

(8) IMFは、IMF協定第四条の規定(一九七八年四月発効の第二次改正で新設)にもとづき、すべての加盟国に対して毎年経済状況を調査し当該国と協議後その報告書を公表している。

(9) 財政・金融面からのコロナ対応策については、拙稿「FRBのコロナ危機対応策と財政資金」本誌二〇二一年四月参照。

(10) "As the Fed cuts," op. cit.

参考文献

①Marschke Johannes and Alice von Ende-Becker, "Current Monetary Policy May Be Less Restrictive Than It Seems," *Economic Bulletin* (Federal Reserve Bank of Kansas City), May 3, 2024.

- ②Andrew Glover and Johnson Oliyide, "Why Haven't Recent Rate Increases Slowed the Economy More? Look to Unusually Low Private-Lending Spreads," *Economic Bulletin* (Federal Reserve Bank of Kansas City), August 14, 2024.
- ③IMF, "Box 1. Why Has Consumption Been So Strong?" in IMF, *United States: 2024 Staff Report for the 2024 Article IV Consultation*, July 1, 2024.
- ④IMF, "Box 2. How Have Higher Interest Rates Affected U.S. Corporates?" in IMF, *United States: 2024 Staff Report for the 2024 Article IV Consultation*, July 1, 2024.
- ⑤Andrew Haughwout, Donghoon Lee, Daniel Mangrum, Joelle Scally, and Wilbert van der Klaauw, "The Great Pandemic Mortgage Refinance Boom," *Liberty Street Economics* (Federal Reserve Bank of New York), May 15, 2023.
- ⑥Andrew Haughwout, Donghoon Lee, Daniel Mangrum, Joelle W. Scally, and Wilbert van der Klaauw, "Mortgage Lock In Spurs Recent HELLOC Demand," *Liberty Street Economics* (Federal Reserve Bank of New York), August 6, 2024.