

フリードマン vs ウッドフォード

ミルトン・フリードマン教授は、金融政策について私たちにあらゆることを教えてくれました。しかし、どういうわけか、経済学者たちや米連邦準備制度理事会（連銀、FRB）は、彼の教えを無視することに決めてしまったようです。

その理由は二つあると考えられます。第一に、フリードマン氏は古典的自由主義者（Classical Liberal）でした。今日の言葉で言えば、保守主義者に相当します。彼は小さな政府と自由を信奉していました。しかし、現在の学界には、こうした考え方を支持する研究者はほとんど残っていないようです。

第二に、フリードマン氏は、連銀の金融政策を人間が運営するよりも、コンピューター・プログラムに任せてマネーサプライ（通貨供給量）を一定のペースで増加させる方が望ましいと主張しました。当然ながら、連銀で働く人々にとって、この考え方は到底受け入れられるものではありません。だからこそ、彼の教えを無視するのです。

フリードマン氏は、1970 年代にインフレが発生した理由を明確に説明していました。それは、過剰な通貨発行です。新型コロナ・ウイルスのパンデミック期にも、まったく同じことが起きました。マネー・サプライが急増し、それに伴ってインフレも急騰しました。現在、我々はこの失敗した金融政策の実験が残した後遺症の中で暮らしています。そして連銀は、インフレを再び制御するために何をすべきか、その判断に非常に苦慮しています。

毎日のように、大勢のアナリストが金利を引き上げるべきか、引き下げるべきかを議論しています。また、連銀の政策担当者が発言しても、いつ、何回の利上げあるいは利下げに賛成するのかを明らかにしない限り、ニュースの見出しにはならないようにさえ見えます。

歴史的に見れば、こうした金利に関する議論には重要な意味がありました。なぜなら、2008 年以前の金融政策体制では、マネー・サプライと金利が直接結びついていました。当時の連銀は、準備預金希少型制度（Scarce Reserve System）の下で金融政策を運営していました。連銀が金利を引き下げたいと表明した場合、それは実際には銀行システム内の準備預金を増やすことを意味していました。逆に、フェデラル・ファンド金利（FF 金利）を引き上げたい場合には銀行システム内の準備預金を減らしていました。

当時、銀行は互いに準備預金を貸し借りしていました。各銀行にはフェデラル・ファンド取引を担当する専門部署があり、準備預金を取引する実際の市場が存在していました。この制度の下では、金融政策が引き締めのものか、緩和的なのかを判断する方法が二つありました。第一は、マネー・サプライの伸び率を見ることです。マネー・サプライが経済成長率を上回るペースで増加していれば、インフレが加速する可能性が高い。これは、フリードマン氏の時代から知られている「少なすぎる財を、過剰な通貨が追いかける」という古典的なインフレの説明です。

第二は、金利を名目 GDP 成長率と比較する方法です。

名目 GDP 成長率は、経済全体の各部門の成長を総合的に示す指標であり、「実質成長率」と「インフレ率」の両方を含んでいます。資金を貸し出す場合、貸し手はインフレによる貨幣価値の目減りを補償される必要があります。それに加えて、貸し倒れなどのリスクを負うことや、別の投資機会を見送ることに対する実質的なリターンも必要となります。したがって、名目 GDP 成長率は、金利の適切な水準を考えるうえで有効な目安となります。

経済学者たちは、この考え方に代わるさまざまなルールも考案してきました。その一つが、ジョン・テイラー氏によって提唱されたテイラー・ルールです。テイラー・ルールは名目 GDP 成長率そのものを目標とするものではありませんが、その考え方は近いものです。これらの手法はいずれも、マクロ経済の基礎的な指標を用いて、実質金利とインフレ率を踏まえた適切な金利水準を算出し、金融政策を中立的な状態に保とうとするものです。つまり、過度な引き締めにも、過度な緩和にもならない水準を目指すことです。

こうしたルールを用いれば、1960 年代から 1970 年代の金融政策がインフレを引き起こした一方、1980 年代から 1990 年代のポール・ボルカー氏およびアラン・グリーンスパン氏の政策が同様のインフレを招かなかった理由を明確に説明できます。

1960 年代から 1970 年代にかけて、金利は名目 GDP 成長率を大幅に下回る水準に維持されていました。連銀がそのような低金利を維持できたのは、銀行システムに資金を供給し続けたからです。つまり、低金利と過剰なマネー・サプライの増加は、同じ現象の表裏でした。

これに対し、ボルカー氏とグリーンスパン氏は、金利を名目 GDP 成長率に近い水準に維持しました。その結果、マネー・サプライの伸び率も経済成長とおおむね整合的なものとなりました。これこそが、1970 年代にインフレが制御不能となった一方、1980 年代から 1990 年代にはインフレ率が低下し、その後も低水準にとどまった理由です。

こうした仕組みは、2008 年に一変した。当時の連銀議長ベン・バーナンキが、金融政策の運営体制を準備預金潤沢型制度（Abundant Reserve System）へと転換したのです。具体的には、量的緩和（Quantitative Easing : QE）を通じて連銀は銀行システムに大量の準備預金を供給しました。その結果準備預金はもはや希少なものではなく、銀行同士が準備預金を取引する必要もなくなりました。かつて存在したフェデラル・ファンド取引部門は、すべて姿を消しました。これは、準備預金の実質的な取引市場が消滅したことを意味します。その結果、金利とマネー・サプライの伸び率の結びつきが断たれ、両者はそれぞれ独立して決定されるようになりました。連銀は、短期金利を自らが望む水準に設定するだけになったのです。これを「価格統制」と呼んできました。なぜなら、そこにはもはや市場の需給を反映する仕組みが存在し

ないからです。連銀が金利をゼロに維持したいと思えば、単にそうするだけでよいのです。

では、なぜ連銀はこのような制度変更を行ったのだろうか。その理由の一つは、最近ノーベル経済学賞を受賞したマイケル・ウッドフォード氏の理論的研究にあります。多くの経済学者や報道関係者が彼の研究を称賛しています。しかし、弊社はそうは考えていません。

ウッドフォード氏にとって、金融政策とは、現在実施されている政策そのものだけではなく、将来の金融政策に対して人々がどのような期待を抱くかという問題でもあります。例えば彼は世界金融危機の後、連銀は長期間にわたって低金利を維持することを約束すべきだと考えました。連銀は新型コロナ・ウイルスのパンデミック期にも同様の政策を繰り返し、その結果、深刻なインフレを引き起こしました。また、連銀が数千億ドル、最終的には数兆ドル規模の米国債を購入する量的緩和は、フォワード・ガイダンス（将来の金融政策方針の事前提示）を実行するための手段となりました。

しかし、危機を乗り越えて経済成長を支えるために、低金利の維持と追加的な資金供給をあらかじめ約束することは、連銀が経済の実際の長期的な動向をそれほど重視していないというメッセージにもなります。つまり、将来的に誤った政策となる可能性があるにもかかわらず、その政策を事前に約束してしまうものです。もし連銀が将来の経済動向を完全に予測できるのであれば、そもそも経済がさまざまな問題に直面することもなかったはずで、フォワード・ガイダンスは、予期せぬ事態が発生する可能性を過小評価しています。

現在でも、フォワード・ガイダンスが世界金融危機への対応に役立ったと考える人々がいます。しかし、連銀が短期金利を底まで引き下げ、量的緩和を開始した後も、株式市場は長期間にわたって下落を続けました。むしろ、景気回復の真のきっかけとなったのは、過度に厳格な時価評価会計

（Mark-to-Market Accounting）の適用を緩和したことでした。これによって金融機関には一定の余裕が生まれ、経営を立て直すための時間が与えられました。この事実が広く認識されない限り、連銀は今後も同じような過ちを繰り返すでしょう。

ここで冒頭の議論に戻しましょう。ミルトン・フリードマン氏が目指したのは、人間の弱さや判断ミス、そして政治的圧力を金融政策から排除することでした。しかし、バーナンキ氏、イエレン氏、パウエル氏、さらには任期末期のグリーンズパン氏までもが、ウッドフォード氏らの理論に影響を受けました。彼らは、連銀が将来の政策行動に関する市場や国民の期待を管理することによって、経済全体を完全にコントロールできると考えるようになったのです。

しかし、金融政策を誤ることは、国家が犯し得る最も重大な失敗の一つです。国家の通貨の購買力を安定させることは、経済にとって憲法と同じくらい重要な意味を持ちます。そして、近年行われてきた金融政策の実験は、明らかに完全な失敗でした。

この事実を早く認識すればするほどいいことです。残念ながら、官僚機構が一度手に入れた権限を取り上げることは容易ではありません。

準備預金潤沢型制度の生みの親ともいえるウッドフォード氏にノーベル経済学賞を授与することは、この金融政策体制に学術的なお墨付きを与えることになります。フリードマン情報提供のみを目的としています。投資家向けではありません。ここに掲載されている情報は、投資活動への招待、申し出、勧誘、推奨を意味するものではありません。

コンセンサス予測はブルームバーグ社が提供するものです。このレポートは、First Trust Advisors L.P.によって作成されたものであり、著者の意見を反映したものです。正確且つ信頼できる情報源とデータに基づいたものです。意見および将来の見通しに関する記述は、予告なしに変更される場合があります。この情報は、証券の売買の勧誘または売り出しを目的とするものではありません。

氏もまた、その研究によってノーベル経済学賞を受賞しました。しかし、彼の理論は人間による金融政策運営そのものを批判するものであったため、連銀はそれを無視したがつているのです。実際、パウエルは、M2（広義通貨供給量）とインフレの関係について、もはや「成立しない」と述べ、その関係についての従来の理解を「捨て去らなければならない」とさえ発言しました。

しかし、コロナ禍にM2が42%も増加し、その後インフレ率が9%に達したことを見れば、彼の考えが間違っていたことが示唆されます。それにもかかわらず、現在のインフレについて別の説明を持ち出し、マネー・サプライは重要ではないという考え方に固執する人々が依然として数多く存在します。

弊社が現在の金融政策体制に批判的であることは明らかです。新議長に就任したケビン・ウォーシュ氏も、この体制に対して批判的な立場を取っています。しかし、少なくとも近い将来、金融政策の仕組みが全面的に変更される可能性は低いように思われます。したがって、当面は連銀が自ら適切と考える水準に金利を設定しなければならない制度の下で暮らしていくことになります。では、連銀はどのようにして適切な金利水準を判断すべきなのでしょう。

答えは、FF金利を名目GDP成長率に近い水準に維持することです。1980年代から1990年代には、この方法はうまく機能していました。しかし、グリーンズパン氏は任期の終盤に過ちを犯しました。ITバブル崩壊後、金利を低すぎる水準に長期間維持したのです。これが住宅バブルの膨張を後押しし、最終的には世界金融危機を引き起こす一因となりました。その後、連銀は数年間にわたり、金利をほぼゼロという極めて低い水準に維持しました。確かに、長期間の低金利にもかかわらず、インフレ率は比較的落ち着いていました。しかし、それは主として、時価評価会計に起因する金融市場の混乱によって銀行が自己資本を毀損し、その再構築を余儀なくされたこと、さらに、その後に導入された厳格な自己資本規制への対応が必要だったためです。

ところが、2021年から2022年にかけて、名目GDP成長率が再び短期金利を大幅に上回るようになると、世界金融危機後とはまったく異なる結果が生じました。今度はインフレが急騰したのです。1960年代から1970年代に見られた低金利とインフレの関係が、猛烈な勢いで復活しました。

もし連銀が本当に、マネー・サプライよりも金利の方が重要だと考えているのであれば、説明すべきことがあります。なぜ約7年間にわたるゼロ金利政策ではインフレが発生しなかったのに、わずか2年間のゼロ金利政策ではインフレが急騰したのでしょうか。

こうした議論を突き詰めると、いくつかの単純な真実に行き着きます。連銀が自らの判断で金利を設定するのであれば、その水準はマクロ経済の基礎的な動向に基づいて決定されるべきです。また、金利とマネー・サプライの伸び率が連動していないのであれば、連銀はマネー・サプライが急増したり、急減したりすることを許してはなりません。

金利については、名目GDP成長率を目安とすべきです。過去2年間、第2四半期までの名目GDP成長率は年率5.5%となっています。これは、現在のFF金利の誘導目標である3.875%が、おそらく低すぎることを示しています。

選挙が目前に迫っていることから、連銀が来週利上げを実施する可能性は低いと思われます。しかし、弊社は年内に利上げが行われると予想しています。最も可能性が高いのは12月でしょう。一方、マネー・サプライについては、年間5.5〜6.0%程度の伸び率が適切だと考えられます。

金利を考えるうえで最大の問題は、今後、名目GDPがどの程度の速度で成長するかということです。AI関連投資の急拡大、そしてイランとウクライナにおける戦争が、あらゆる経済指標に影響を及ぼしています。名目GDP成長率は再び加速し始めている可能性があります。小売売上高は前月比0.8%増、鉱工業生産は同0.7%増、生産者物価は同1.3%上昇と、いずれも大幅な伸びを示し、市場予想を上回りました。消費者物価も0.6%と大きく上昇したが、こちらは市場予想どおりでした。

来週にはGDP統計が発表されます。現時点では、実質GDP成長率は年率約3.3%、名目GDP成長率は同約5.3%になると予想しています。これは過去2年間の成長ペースとほぼ一致します。また、9月の力強い経済指標は、第4四半期に向けて景気の勢いがさらに強まっていることを示唆しています。

一方、新議長のケビン・ウォーシュ氏は、過去約20年間にわたって連銀が続けてきた、将来の金融政策について過剰なフォワード・ガイダンスを提供する慣行から脱却しようと

しています。ウォーシュ氏は、連銀が時として、本来の政策目標を達成するために最も適切な政策ではなく、金融市場がすでに期待している政策を実行せざるを得ない状況に陥ってきたと考えています。つまり、金融市場の期待を誘導するはずの連銀が、逆に市場の期待に縛られてしまっているのです。

残念ながら、フォワード・ガイダンスという政策手法は、現在でも一部の人々から強い支持を受けています。特に、最近のノーベル経済学賞受賞者の存在によって、その支持は一段と強まっています。こうした状況は、本来必要とされる以上に、将来の金融政策を不確実なものにしています。

結論として、新たな金融政策体制の下で、連銀は実体経済とのつながりを失ってしまいました。銀行間のフェデラル・ファンド取引を事実上消滅させたことによって、市場から得られる重要な情報やフィードバックの多くが失われました。さらに、金利とマネー・サプライの伸び率を切り離してしまいました。連銀は国民や市場の期待を管理しようとしてきましたが、今ではその期待とのつながりさえ失いつつあります。ミルトン・フリードマン氏は正しかったのです。人間の裁量によって金融政策を運営することは、長期的に重大な政策ミスを犯すリスクを高めるのです。

発表日時 (米国中部時間)	米国経済指標	コンセンサ ス	ファースト トラスト予測	発表結果	前回
10-20 / 7:30 am	住宅着工 - 9 月	1.300 百万	1,310 百万		1.275 百万
10-22 / 7:30 am	新規失業保険申請者数 - 10 月 17 日	200,000	199,000		199,000

情報提供のみを目的としています。投資家向けではありません。ここに掲載されている情報は、投資活動への招待、申し出、勧誘、推奨を意味するものではありません。

コンセンサス予測はブルームバーグ社が提供するものです。このレポートは、First Trust Advisors L.P.によって作成されたものであり、著者の意見を反映したものです。正確且つ信頼できる情報源とデータに基づいたものです。意見および将来の見通しに関する記述は、予告なしに変更される場合があります。この情報は、証券の売買の勧誘または売り出しを目的とするものではありません。