First Trust
Weekly OUTLOOK

Brian S. Wesbury – *Chief Economist*
Robert Stein, CFA – *Dep. Chief Economist*
Strider Elass – *Senior Economist*
Andrew Opdyke, CFA – *Senior Economist*
Bryce Gill – *Economist*
Nate Gerze, CFA – *Economic Analyst*

www.ftportfolios.jp • 2026 年 11 月 16 日

金融政策の混迷

米連邦準備制度理事会（FRB）は 3 週間後に金融政策決定会合を開催します。現時点で、先物市場は少なくとも 0.25%、場合によっては 0.50%の利上げを織り込んでいます。なぜでしょうか。それは、インフレ率が依然として FRB の目標である 2%を大きく上回っている一方、雇用市場が予想以上に堅調だからです。

FRB は、フィリップス曲線に代表されるケインズ経済学的な考え方に強く傾倒しており、経済成長の加速（および雇用の増加）がインフレ率の上昇を引き起こすと考えています。そして、大多数のアナリストや投資家も同様の見方をしています。弊社は、この状況を非常に残念に思っています。なぜなら、レーガン氏、ケンプ氏、フリードマン氏、ボルカー氏、ラッファー氏、クドロー氏らは 1980 年代に、経済成長の加速は、実際にはインフレ率の低下につながることを我々に教えてくれたからです。

1980 年代と 1970 年代の GDP 成長率とインフレ率を比較してみればいいと思います。その証拠は明白です。1980 年代初頭、米国はマネーサプライの伸びを抑制し、金利を引き上げる一方で、所得税の限界税率を引き下げました。すると、どうなったでしょうか。見事な成果が生まれたのです。より少ないドルに対して、より多くの財（モノ）が供給されるようになり、その結果、インフレ率は人々の生活を根本から変えるほど大幅に低下しました。

しかし現在では、この考え方を信じる人はほとんどいません。どういうわけか、経済学の議論は驚くほど単純化されてしまい、人々は中央銀行が政策金利を 25bps（0.25%）ずつ引き上げたり引き下げたりすることで、経済全体をコントロールできると本気で考えるようになってしまったのです。

しかし、これは現在も過去も、そして歴史を通じても、決して正しい考え方ではありません。確かに、ボルカー氏の政策によって金利は上昇しました。しかし、それは彼の政策の「結果」であって、「目的」ではありませんでした。ボルカー氏の真の目的は、マネーサプライの伸びを抑制し、インフレを終息させることだったのです。

当時は、金利とマネーサプライの間に密接な関係が存在していました。FRB が経済により多くの資金を供給すれば、金利は低下しました。ボルカー氏が行ったのは、FRB が経済に追加供給する資金の量を絞り込むことでした。その結果、金利は急激に、しかも大幅に上昇しました。しかし、インフレ率を低下させたのは金利の上昇そのものではなく、マネーサプライの伸びが抑制されたことでした。先ほど述べたように、より少ない貨幣に対して、より多くの財（モノ）が供給されるようになったのです。

ところが、現在では、このようなメカニズムはもはや機能しません。なぜでしょうか。それは、ベン・バーナンキ氏が量的緩和（QE）を開始して以来、マネーサプライと金利の結びつきが断ち切られてしまったからです。FRB が利上げを行う場合、その狙いは銀行に準備預金をより多く保有させ、貸出を減少させることで需要を抑制し、インフレを沈静化させることにあります。しかし、FRB が金利を引き上げると同時に、マネーサプライの伸びを加速させてしまえば、こうした効果は実現せず、むしろインフレが悪化することになります。

さらに、FRB がマネーサプライを増やさなかったとしても、利上げによって経済成長が鈍化すれば、インフレが悪化する可能性すらあります。例えば、経済全体に 10 ドルの貨幣と 10 個のリンゴが存在する状況を想像してください。この場合、リンゴ 1 個の価格は 1 ドルです。ところが、金利の引き上げによってリンゴ農園の一つが廃業し、リンゴの供給量が 5 個に減少したとしましょう。すると、リンゴ 1 個の価格は 2 ドルになります。実際、金利の引き上げは住宅購入の負担能力を確実に悪化させ、住宅供給の拡大を妨げてきました。

弊社が FRB、そして著名なアナリストや学者たちに対して強い不満を抱いているのは、まさにこの点です。彼らは、FRB が金利を少し引き上げるだけでインフレ問題を解決できるかのような考えを、人々に信じ込ませています。しかし、これほど真実からかけ離れた考え方はありません。もしそれが正しいのであれば、低金利は必ずインフレを引き起こすはずです。確かに、ジェイ・パウエル氏が政策金利を 2 年間にわたって 0%に据え置いた際には、インフレが発生しました。しかし、ベン・バーナンキ氏が政策金利を実に 7 年間も 0%に据え置いた際には、同じようなインフレは発生しませんでした。もし金利がそれほど強力な政策手段なのであれば、なぜこのような違いが生じたのでしょうか。

その答えは、バーナンキ氏の下ではマネーサプライの伸びが落ち着いていた一方、パウエル氏が政府債務をマネタイズした際には、マネーサプライが急増したことにあります。弊社は、FRB が金利とマネーサプライの関係を切り離したことによる影響を、直接検証すべきだと考えています。そして、ウォーシュ氏が新たに設置したタスク・フォースが、まさにこの問題に取り組む可能性があります。ウォーシュ氏はすでに、COVID-19 の流行期に発生したインフレの急騰は、FRB の政策判断によって引き起こされたと述べています。

一方、パウエル前議長は、当然ながら自身の政策判断と従来の金融政策の枠組みを擁護するでしょう。弊社は、先日の選挙結果が、パウエル氏を来年初めまでに退任させる十分な契機となることを期待しています。そうなれば、新たな FRB の体制の下で、過去の金融政策を本格的に検証することが可能になります。

FRB は、金融システムに大量の準備預金を供給することによって、事実上、金利の「価格決定者」となってしまいました。つまり、FRB は短期金利を文字どおり自らの望む水準に設定できるようになったのです。弊社は、3 週間後の会合で利上げが実施されると予想しており、50bps（0.50%）の利上げも、今や十分に現実的な選択肢になっていると考えています。市場もまた、同じ見方を示しています。

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	実績	前回
11-16 / 7:30 am	ニューヨーク連銀製造業景気指数 - 11 月	18.0	**15.8**	7.8	25.5
11-17 / 7:30 am	小売販売 - 10 月	+0.2%	**+0.1%**		+0.8%
7:30 am	小売販売（除く自動車）- 10 月	+0.4%	**+0.3%**		+0.9%
7:30 am	輸入価格 - 10 月	+0.7%	**+0.4%**		+1.1%
7:30 am	輸出価格 - 10 月	+0.4%	**+0.3%**		+2.2%
8:15 am	鉱工業生産 - 10 月	+0.1%	**-0.1%**		+0.7%
8:15 am	設備稼働率 - 10 月	76.8%	**76.8%**		76.9%
9:00 am	企業在庫 - 9 月	+0.5%	**+0.5%**		+0.4%
11-18 / 7:30 am	住宅着工 - 10 月	1.250 百万	**1.251 百万**		1.221 百万
11-19 / 7:30 am	新規失業保険申請者数 - 11 月 14 日	198,000	**198,000**		200,000
7:30 am	フィラデルフィア連銀製造業景気指数 - 11 月	21.0	**26.2**		20.9

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。