

ポストコロナの米国経済が直面する苦難

～インフレを克服できるのか？～



グローバルマーケットエコノミスト

鈴木 敏之

米国経済はCOVID-19前のGDPの水準をいち早く回復し、失業率は完全雇用失業率と言える4%まで低下させる強靭さを見せた(第1図、第2図)。それをもたらしたのは、OWS (Operation Warp Speed) でワクチン接種を進めた医療・保健政策、5.1兆ドルを投入した財政発動、株価指数の最高値更新を続けさせた金融緩和の政策効果と言える。ところが、その政策発動に限界、弊害が見えだしている。中でも、想定外であったインフレ圧力の高まりは先行きへの不安を感じさせる

ものとなっている。

1. パンデミック前のGDP水準を瞬く間に回復～積極的経済政策の成果

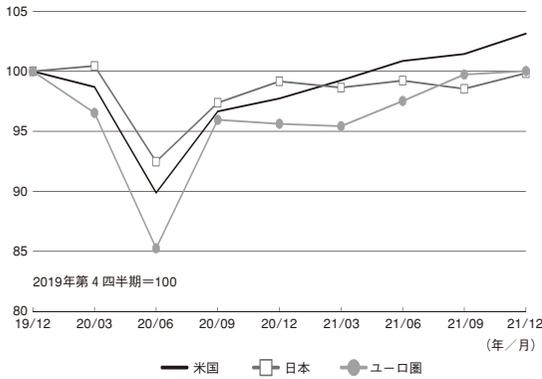
COVID-19の感染拡大で社会経済活動が止まり、米国経済は景気後退に陥り、GDPはCOVID-19前の10.1%も落ち込んだ。2020年3月と4月の2か月で2,199.1万人の雇用が失われた。さらに、政府は税収を失い、企業は売り上げを失い、家計は賃金収入を失ったことで、あらゆる債務者が債務返済の困難に陥ることが見込まれて恐慌に至るのではないかという危惧が持たれた。

米国では、経済政策の発動で、“Too Little Too Late”は避けなければならないことが徹底している。事態の深刻さを見て、一気呵成の政策対応がとられた。第一線は、医療保健政策で、ワクチン開発に費用が投じられた。

〈目次〉

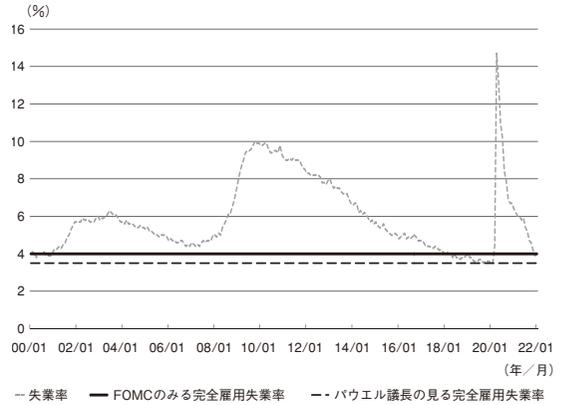
1. パンデミック前のGDP水準を瞬く間に回復～積極的経済政策の成果
2. 政策発動の限界、弊害
3. 新たな「敵」であるインフレへの対応
4. 金融政策の行方
5. インフレ収束を見込めるかの不確実性
結び

(第1図) 日米欧のGDP推移



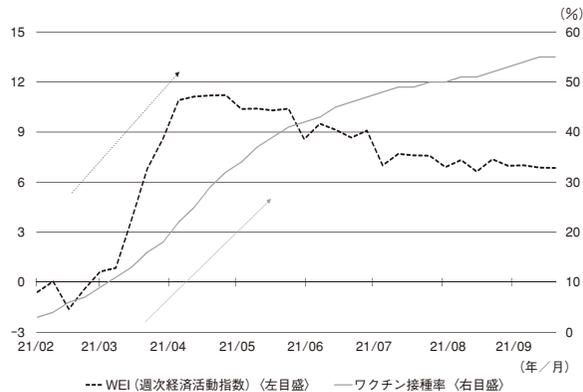
(出所) 日本内閣府、米商務省、Eurostat

(第2図) 完全雇用失業率まで失業率が低下



(出所) 米労働省

(第3図) ワクチン接種と社会経済活動の再開



(出所) ニューヨーク連銀、Bloomberg

その成果は大きく、社会経済活動を再開させた。短時間でワクチンを実用化させ、億人単位の接種も早々にやってのけた科学技術力、その実用化の力が、米国の経済力の根底にあることを見せつけた(第3図)。

第二線は、財政政策である(第4表)。米国は、経済の困難をみると、ただちにケイン

ジアンになる。このCOVID-19の対応でも財政発動は強烈であった。2008年のグローバル金融危機(リーマンショック)でも、経済の落ち込みは深刻とみられて、財政からの対応が行われたが、その倍と言える財政発動がなされた。それも共和党のトランプ大統領の政権でも民主党のバイデン政権でも変わらな

(第4表) COVID-19に対応した財政発動

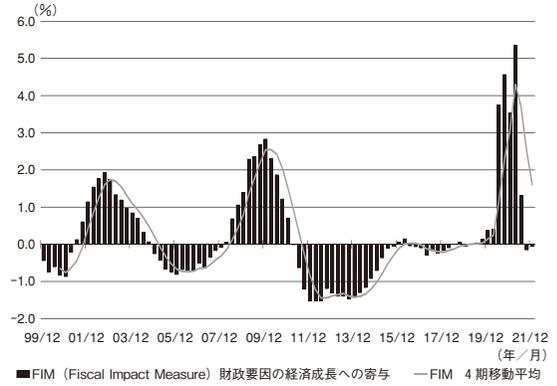
	財政発動	規模
2020/3/6	—	8
2020/3/18	家族第一のコロナ対策	192
2020/3/27	CARES法	1,721
2020/4/24	追加コロナ対策	483
2020/12/27	コロナ対策 現金給付	868
2021/3/11	アメリカ再生計画	1,856
2021/11/15	(インフラ整備)	1,100

金額単位 十億ドル

(注) インフラ整備は、COVID-19対応ではなく、構造改革のための財政発動に位置づけられる

(出所) 議会予算局

(第5図) 財政政策の効果



(資料) 米商務省, Brookings研究所

(第6図) 金融政策の足取り



(出所) FRB, Bloomberg

い積極姿勢であった。その財政発動がGDPという尺度でみる限り、一気に経済をCOVID-19前に戻すことに寄与した(第5図)。

第三線は金融政策である。Fedは、2020年の3月、2回の利下げで一気に事実上のゼロ金利(政策金利のFF金利の誘導目標を0～

0.25%)まで引き下げた。そのゼロ金利を据え置く方針を市中に伝え(フォワードガイダンス)、債務者の返済を支えるプログラムを提示し、さらに、市中の証券を購入することで市中に資金を供給する量的緩和を進めた(第6図)。量的緩和は資産価格の上昇をもた

らした。株価指数は最高値更新が続き、また、住宅価格を上昇させ、米国経済に回復をもたらした。

これらをあわせた政策効果はすさまじいものがあり、恐慌の淵にあった経済を、短時間でCOVID-19前の経済活動水準を回復させた。

■ 2. 政策発動の限界、弊害

その経済政策の成果であるが、2022年を迎えて、その限界と弊害が目立つようになっている。

COVID-19については、ワクチン接種が進むことで、感染拡大は抑制され、収束を見込むところであったが、現実にはオミクロン変異株によるとみられる強い感染拡大をみるに至った。その影響で経済活動の回復は鈍り、“Omicron Soft Patch”と言われている事態を引き起こした。1月のコンファレンスボードの景気先行指数は前月比マイナスに落ち込んだ。21年第4四半期に経済成長率は前期比年率6.9%であったが、在庫投資の寄与が大きく、民間最終需要は弱かった。また、経済成長は、22年第1四半期に1.3%成長（アトランタ連銀のGDP Now 2月17日）への減速が見込まれている。

こうした減速は一時的とみられているが、その背後には、COVID-19への対応でとられた政策による刺激の限界と弊害があることが悩ましい。

(1) COVID-19は克服ではなく共存

まず、COVID-19であるが、ワクチン接種で先行したにもかかわらず、2021年暮れに、オミクロン変異株による感染拡大をみた。もっと、ワクチン接種を進めれば、COVID-19は収束するはずという思いは、現実にはなっていない。

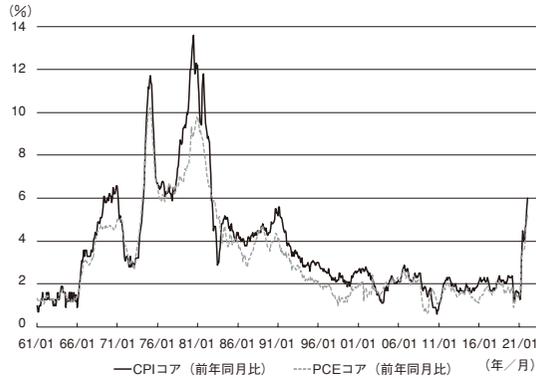
それは、致し方ないが、経済の回復と成長を鈍らせる。感染拡大が続いていると、職場での接触での感染を避けたいという思いが就労を妨げる。受け入れ施設が開かれず、子供の面倒をみるため、あるいは介護のために就労できない人がいる。それらは、労働参加率の上昇を妨げる。すなわち、労働供給の制約となる。人手不足は、供給制約によって経済活動を制限するようになってしまっている。

また、米国で感染拡大が鈍っても、原材料の輸入先でCOVID-19の感染によって生産活動が鈍ると、それが米国経済の供給制約となり、米国の経済活動を鈍らせる問題もある。

(2) 財政の崖

COVID-19の経済ショックから米国経済が立ち直った原動力として、トランプ政権からバイデン政権に引き継がれた積極的な財政発動がある。その刺激策としての財政発動は止まっている。1兆ドルのインフラ法案は成立しているが、長期にわたる支出であるので、当座に支出される金額は、2021年のアメリカ再生計画（ARP American Rescue Plan）が繰り出した1.9兆ドルと比べると少ない。本

(第7図) 許容できないインフレ率の急上昇



(出所) 米労働省、米商務省

来、バイデン政権の看板であるBBB (Build Back Better) の大型財政支出が続くはずであったが、民主党内で反対があり、法案成立は難しくなっている。すなわち、アメリカ再生計画 (ARP) の効果が剥落すると、米国経済は、その分だけ有効需要が減る財政の崖の問題に瀕することになる。

(3) 過剰金融緩和への抵抗

金融緩和にも行き詰まりが見えていた。もとより、インフレ率上昇の動きが最大の問題であるが (後述)、厄介な問題として住宅価格の上昇がある。2008年のグローバル金融危機、リーマンショックの発端は住宅資産にある。バブル破裂をみた住宅資産価格の下落を修復することは当時の至上命題であったが、今回の局面でそれは通用する話ではなかった。Fedが、量的緩和 (QE) として、住宅セクターを支えるMBS購入は妥当な政策ではなかった。結果として、住宅価格が過度に

上昇し、一般庶民が住宅を買えないという問題を言われるようになってしまった。また、株価の上昇が引退を早めさせ、労働供給を確保できない問題も起きている。

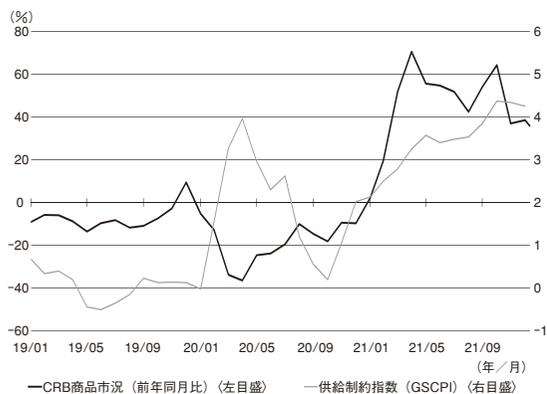
すなわち、COVID-19による経済の落ち込みに、ワシントンは断固たる政策対応をとったが、その政策対応に限界が見え、さらに弊害も見え始めていたことになる。

■ 3. 新たな「敵」であるインフレへの対応

その刺激策の弊害として最も厄介な問題がインフレである。とても許容できないインフレ率に急加速してしまった (第7図)。

パウエルFRB議長は21年8月27日のジャクソンホール講演で、物価上昇のみられる品目は限られる、供給制約は時間の経過で解消する、期待インフレ率は落ち着いている、賃金上昇も限定的である、長く続いた低インフ

(第8図) 供給制約圧力指数 (GSCPI)



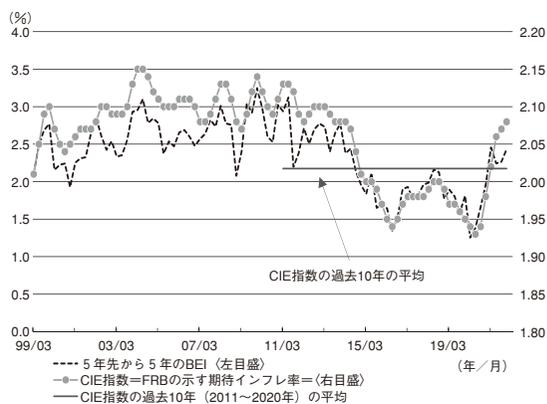
(出所) ニューヨーク連銀

レの構造が変わったという証拠がそろっていないと主張して、インフレは「一時的」であることを言っていた。FOMC声明の経済情勢判断においても、「一時的」という見方が記されていた。

このジャクソンホールで示されたインフレ楽観論の論拠が5つであったので、ジャクソン5と言われたが、次々に崩れた。物価上昇の品目は広がった。供給制約については、ニューヨーク連銀が示す供給制約の指標（GSCPI：Global Supply Chain Index）が、ピークを打っているが、まだ制約が大きい水準を示している。期待インフレ率については、FRBが、CIEという指標を示しているが、この数か月、急上昇している。

何よりも、人手不足が賃金上昇を引き起こしていることが重い。労働省雇用統計の平均時給の前年同月比、アトランタ連銀の賃金上昇トラッカー、そして、福利厚生などを含め

(第9図) 期待インフレ率 CIEの上昇

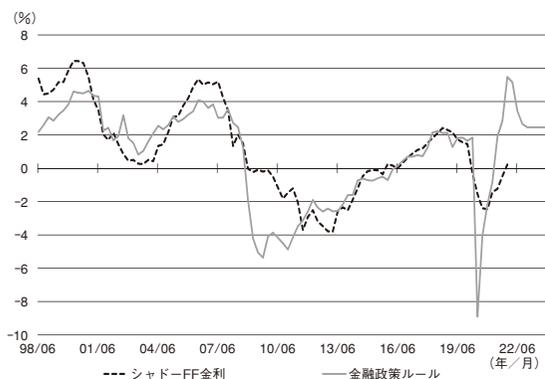


(資料) FRB

た労働コスト全般の指標である雇用コスト指数（ECI）のいずれもが上がりだしている。賃金上昇が一般物価を押し上げ、その上昇が続くことで、期待インフレ率が高まり、次の賃金上昇を引き起こす可能性を傍観できなくなっている。

その中、バイデン大統領がインフレ抑制を重視する立場をとり、パウエルFRB議長の再任承認を審議する公聴会で共和党のトゥーミー上院議員は、インフレを米国の新たな「敵」と位置付ける発言を行った。中間選挙を控えて、インフレ抑制は超党派での要請である。Fedも対応に動き出し、3月16日のFOMCでは、利上げを開始する見込みである。また、年後半（later this year）に量的緩和（QE）を量的引き締め（QT）に切り替えることが示されている。供給要因で起きているインフレに、需要を抑える金融引き締めを発動することに疑問が持たれたが、原因は

(第10図) 金融政策ルールとシャドーフ金利の推移



(出所) FRB, ニューヨーク連銀、Bloomberg

(第11表) SPFから計算されるシャドーフ金利の行方

	SFF金利	自然利子率	PCEコア インフレ率	失業率	完全雇用 失業率
3月22日	5.2	0	4.3	3.7	3.5
6月22日	3.5	0	3.1	3.6	3.5
9月22日	2.7	0	2.5	3.5	3.5
12月22日	2.5	0	2.3	3.4	3.5

単位 %

(出所) フィラデルフィア連銀、シャドーフ金利は筆者計算

供給要因であったとしてもインフレ率が高まっていることを傍観してはならないということで、Fedは行動に移ろうとしている。

4. 金融政策の行方

金融政策はFF金利の変更と、フォワードガイダンス (FG) と量的緩和 (QE) /引き締め (QT) による非通常型の手段でとられている。非通常型の手段はどれだけの強い政策なのかが見えない。そこで、その分をFF金利の動きに換算する工夫がシャドーフ金利である。そのシャドーフ金利でみると、パンデミック前まで、驚くほど忠実にテーラールールをもとにする次の金融政策ルール (反応関数) に従っていた (第10図)。そして、パンデミック前の2019年から2020年の初頭にかけて、インフレの不安を感じない中で、失業率は完全雇用が言われるまでに低下する良

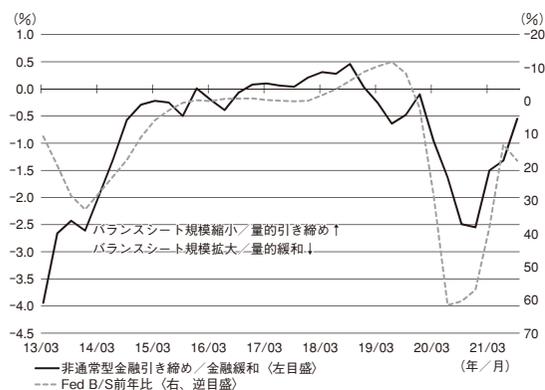
好な経済状態を実現していた。

$SFF = r + \pi + 0.5 \times (\pi - 2.25\%) + 0.5 \times 2 \times (3.5\% - u)$	
SFF	適切なシャドーフ金利 (シャドーフ金利: 非通常型の金融政策分を通常のFF金利変動に加減した金利)
r	自然利子率 (Laubach = Williams)
π	PCEコアインフレ率 (前年同月比)
2.25%	AIT (平均インフレ目標) 下での暗黙の目標
U	失業率
3.5%	パウエルFRB議長のみる完全雇用失業率

フィラデルフィア連銀が民間経済予測を集計する SPF (Survey of Professional Forecasters) のインフレ率、失業率でこの金融政策ルールを計算すると、シャドーフ金利で22年末は2.5%と試算される。これをFF金利の引き上げと、QTで達成することが目安になる (第11表)。

この後、年内7回のFOMCがある。毎回0.25%ずつ利上げすると年内に上げられる幅は1.75%で、FF金利の誘導レンジの上限は2.0%になる。それでは、22年12月の金融政

(第12図) 非通常型金融政策とQE/QT



(出所) FRB, ニューヨーク連銀、Bloomberg

(第13表) 22年の金融政策の行方

	SFF金利	FF金利上限	非通常型	QT : B/S 前年比
3月22日	5	0.5	4.5	—
6月22日	3.4	1	2.4	—
9月22日	2.6	1.5	1.1	-22
12月22日	2.4	2	0.4	-8

単位 %

(出所) 筆者計算

策ルールのコリを2.5%に届かせるとした場合、QTでそれを補う見込みが持たれる。シャドウFF金利と実際のFF金利の差が、非通常型の緩和/引き締めの効果になるが、それはFedのバランスシート規模の変化率を反映している(第12図)。

そのQTであるが、アトランタ連銀のポストイック総裁が、毎月1,000億ドルという数字を言ったことがある。バランスシート規模▲10%が、シャドウ金利0.5%に当たる(第13表)。7月から月1,000億ドル削減したとして、年末の削減額は、6,000億ドル。FedのB/S規模9兆ドルの6.7%になる。すなわち、3月からFOMCごとに毎回0.25%ずつ利上げと、7月から月1,000億ドルのB/S規模を縮小するQTを見込むことができる(第13表)。

5. インフレ収束を見込めるかの不確実性

8月下旬のジャクソンホールでFRB議長がインフレ克服のめどが立ったことを言っ、11月の中間選挙に臨むのが、ワシントンの求める日程である。しかし、そのように物事が運ぶか不確実性がある。

かつてバーンズFRB議長が、インフレ抑制に取り組んだが、その政策は株価下落をもたらし、十分にインフレを抑制できないまま引き締めの手綱を緩めた。結果として、インフレが長引くこととなってしまった。Gabaix & Kojien^(注)が示した1ドル資金が流入すると、その金融資産の時価総額が5ドル上がる関係が注目されている。全てが、株式市場の資金が抜かれるわけではないが、仮に、上記の6,000億ドルが全て株式市場から抜かれ

るとすると、時価総額は3兆ドル減る計算になる。米国の株式時価総額は、約40兆ドルであるので、発行済株式数が一定の場合、株価指数は7.5%下がる計算になる。加えて金利上昇が株価のバリュエーションを下げる。こうした株安、資産価格の下落の中で、Fedは利上げ、QTを続けられるかの疑問が持たれそうである。

(注) Gabaix, Xavier and Koijen, Ralph S. J., In Search of the Origins of Financial Fluctuations : The Inelastic Markets Hypothesis (June 11, 2021). Swiss Finance Institute Research Paper No. 20-91. Available at SSRN : <https://ssrn.com/abstract=3686935> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3686935>

■ 結び

米国経済は、短時間でワクチンを開発し、その接種を進めた科学技術力と断固たる(Decisive) 経済政策の対応で、COVID-19の経済ショックから他の主要経済圏よりも早く、強く立ち直った。しかし、ここへきてその限界、弊害が見えだしている。中でも、インフレの抑制に苦勞する可能性がある。加えて、ロシア=ウクライナ情勢の不穏がある。11月の中間選挙で、世の中が様変わりとなることを想定しておかなくてはならない。

