

米国経済の今後の動向と課題

～安定化はウクライナ情勢次第～

帝京大学経済学部教授・博士（経済学）
社会貢献公開講義「宿輪ゼミ」代表

宿輪 純一



1. 世界経済の情勢

米国経済も世界経済の一部であり、激流の中にある。その激流の原因は以下の3つである。

(1) ロシアのウクライナ侵攻

今年2月にロシアがウクライナに侵攻した。その進行に際して、西側諸国はロシアに対して経済制裁を発動している。経済制裁は

ロシアの主たる銀行の口座を凍結させた。これは対金融機関と対SWIFTで発出されている。この金融を主とした制裁のため、ロシア経済は隔離されることとなった。その結果として、以前あったような、冷戦のような経済のブロック化が進行している。

ロシアは資源と穀物の輸出が基幹産業である。この資源と穀物を始めとしたモノが西側諸国に“供給”されなくなっている。

さらに「敵の敵は味方」ということで、米国と対立しているロシアは中国との関係が強化されている。

しかも、ロシアはウクライナ侵攻から当面、撤退する様子は見られない。もともとの侵攻のきっかけは、ゼレンスキー大統領率いるウクライナが、反ロシアの軍事同盟であるNATOに加盟しようとしていたことが主たる原因と考えられる。ウクライナはロシアと国境を接している、旧ソ連邦の国であり、その国にNATOの軍備が配備されることは、

〈目次〉

1. 世界経済の情勢
2. インフレからの不景気
3. 中央銀行の金融政策
4. FRBの政策分析
5. 米国の株価
6. 米国の通貨
7. 米国経済の今後

国家的に問題視したといわれている。ミサイルもモスクワまでが射程距離に入ってくるとも聞く。

このロシアのウクライナ侵攻をめぐる情勢はさらに複雑化している。ウクライナに続き、さらに、北欧のフィンランドとスウェーデンもNATO加盟を申請した。これは火に油を注ぎ、新たにこの2か国にロシア侵攻の可能性がある。もしロシアが北欧にも侵攻すると、さらにリスクが大きくなり、世界経済の分断がより進むことになり、世界経済、特に景気にとっては芳しくない状況となる。

(2) 新型コロナウイルスの対策

治療法も進化し、日本では「まん延防止等重点措置」などのコロナ対策規制も終了し、一山越えた感がある。しかし、一部の国で感染者が増加している先もあり油断は禁物、といった状況である。

世界各国はコロナ対策を継続・実施している。工場生産などは落ち込み、サプライチェーンなどもうまく機能せず、景気が悪化しモノの供給が低下している。

さらに「ウィズコロナ」として、以前とは違う行動様式が求められている。景気の観点から見れば、ネガティブな影響（悪影響）があり、経済成長率は下がることになる。

(3) 中国経済の悪化

特に、世界第2位の経済大国“中国”では、もともとコロナが中国の武漢という都市から

流行したという話もあってか、非常に厳格な「ゼロコロナ政策」が行われている。

それは、上海などでは、家（部屋）から一歩も外に出ることができないロックダウン（Lockdown）、いわゆる都市封鎖が行われており、経済に急ブレーキがかかっていた。

これは中国経済に対してネガティブな影響があり、経済成長率が大きく低下している。その中国経済の悪化の影響はニューヨーク証券市場の下落の一因ともなったほどである。

■ 2. インフレからの不景気

これらの3つの現象は、モノの供給が減少することになり、“全般的”なモノ不足による“インフレ”（物価上昇）が発生している。今回は特にインフレが景気に悪影響を与える形である。

先進国はどの国でも、マクロ経済（政策）の“軸”は決まっている。「景気」と「物価」の2つである。

「景気」は、GDP（国内総生産：Gross Domestic Product）の伸びで測り、それが目標値となる。「物価」は、CPI（消費者物価指数）で測る。それぞれの伸び率が目標値となる。さらに、実は先進国であれば、“どの国”でも、景気と物価の目標は“3%”と“2%”と決められている。

中期的には、GDPは、人口×資金×知識と考えられる。その点で、例えば、日本を見てもわかるが、まず人口が減少を始めており、

3%の経済成長率はまず実現が困難となっている。それは人口が増加している米国を除いた欧州諸国も同様である。そのため、経済成長率についての目標は、ほとんどの先進国で重視しなくなっている。

しかし「物価」の目標については、現在も政策目標として“主たる政策目標”として使用されている。目標は変わらず“2%”である。

ちなみに、日本の消費者物価指数は4月で2.1%と目標に近似になっている。片や、景気、すなわち経済成長率（1～3月期）は、前期比0.2%減と、2四半期ぶりのマイナス成長になっており、バランスが悪い。4～6月期以降はプラスに転換はする見込みである。一般的にどの国でも消費者物価指数は毎月、GDPは四半期毎に発表される。

本論のメインテーマである米国では4月の消費者物価指数（CPI：Consumer Price Index）は、なんと8.3%にも上昇した。このCPIの値は非常に高い。経済成長率（速報値）は前期比年率なんとマイナス1.4%となった。米国は日本よりもさらにバランスが悪い。

米国のように、不景気（マイナス成長）で、インフレが進行する状態は「スタグフレーション」（Stagflation）という状態である。通常の経済状況では発生しない。不景気の場合には、通常はデフレとなる。このように、不景気でインフレが同時に発生する場合には、特別な事由がある。今回の場合は、ロシアのウクライナ侵攻である。前述のように経済の

分断がモノの供給を悪化させたためである。

さらに米国の中央銀行FRBはインフレを重視して大規模な金利の引上げを開始している。当然ながら、金利の引上げは景気に対してはネガティブな影響がある。筆者は経済や経済政策の関係を、身体や医療と同じように考えている。医療、例えば薬にしても、効き目と副作用がある。さらに万能薬はない。

■ 3. 中央銀行の金融政策

各国の経済・金融分析をするときに、大事な視点がそれぞれの金融政策である。金融政策は基本的には、各国の中央銀行が所管・担当している。

(1) 中央銀行制度

各国の中央銀行制度は、金融論などの教科書だと、各国同じように「物価」の安定を目標としている、と記してあることが多い。しかし、中央銀行制度は、実際は、国によって驚くほどその制度、特に、その目標が“違う”。

以下に、欧州、日本、米国の中央銀行の物価・景気の目標との関係を一覧表にまとめた。

欧州のECB（欧州中央銀行）は、最も“中央銀行”らしく、物価の安定のみを目標としている。しかも“欧州中央銀行法”に物価安定目標を2%と“明記”している。

米国のFRB（連邦準備銀行）は、一般的な中央銀行とは違い、物価の安定に加え、雇用の責任、しかも、完全雇用を2つ目の目標

(図1) 各国の中央銀行の目標の重点

	物価	景気
ECB：欧州中央銀行：European Central Bank	○	×
BOJ：日本銀行：Bank of Japan	○	△
FRB：連邦準備銀行：Federal Reserve Board	○	○（雇用）

としている。これは中央銀行の中でも、唯一である。

日本の日本銀行は、欧州のECBと米国のFRBの“中間型”で景気、正確には、政府の経済政策に反しないこと、としている。これは、例えば、政府が景気刺激を政策として行っているときに、その政策の効果を打ち消す、景気を引締める利上げなどを行わないということである。

(2) 目標の理由

特に欧州の中央銀行や米国の中央銀行の仕組みがこれだけ違うのには“歴史的”な理由がある。

欧州中央銀行は、物価の安定を唯一の目標として重視している。欧州の歴史上の最大の過ちはナチス（ドイツ）による第二次世界大戦と考えられている。欧州では戦争が多く、親戚同士が残念な戦争を行った。それに対する“反省”は欧州のあらゆる政策に反映されている。

欧州ではこの第2次世界大戦、そして経済・金融面での原因を、物価の上昇・インフレと判断している。つまり、物価の上昇・インフレで、社会や経済が乱れ、ナチスの台頭を

許したと反省し、そのため、物価の安定のみを欧州中央銀行の目標とした。その徹底のため、法律にも物価上昇率の目標数字まで記している。このような国はおそらく他にない。

米国のFRB（連邦準備銀行）では、欧州とは逆に、物価の安定に加え、景気（雇用）の目標までも持っている。米国では歴史上の最大の失敗（反省）は「大恐慌」としている。

大恐慌は現象とすると、株価の大暴落である。株価というものは、企業価値の評価であるが、それは、景気指標^(注1)としても使用されている。その株価の大暴落は経済の崩壊はもちろん、社会に与えた影響も大きかった。世界中にも影響を与えた。

そのため、米国の経済政策の目標は景気を重視し、特に大恐慌の主たる課題であった雇用を中央銀行の目標としても設定した。中央銀行の目標に明確に入っているのはこのような歴史があるからである。

■ 4. FRBの政策分析

現在の経済・金融状況で、米国の中央銀行FRBの最近の政策判断を解説する。

(表2) FOMCの日程

1	1月25日～26日
2	3月15日～16日
3	5月3日～4日
4	6月14日～15日
5	7月26日～27日
6	9月20日～21日
7	11月1日～2日
8	12月13日～14日

(1) 米国物価

直近の数字だと、消費者物価指数（CPI）が8.3%、経済成長率はマイナス1.4%という米国経済の難局に対して、米国の中央銀行FRB（Federal Reserve Board^(注2)：連邦準備制度理事会）は、5月のFOMC^(注3)（Federal Open Market Committee：連邦公開市場委員会）で、政策金利であるフェデラル・ファンド（FF）金利の誘導目標を0.5%に引き上げた。

FRBのFOMCは、年8回開催される。通常の会議などは月次で年12回が多いが、90日間隔で8回である。これは、一年の4期に2回という周期であり、金融界でも珍しい。ちなみに、日本銀行の金融政策決定会合もFRBに合わせ、8回にした。

FRBはコロナ危機後にゼロ金利政策を導入したが、今年3月のFOMCで3年ぶりに0.25%の利上げに転じた。最近の5月のFOMCでは、0.5%の引上げをした。

FRBの政策金利の刻みは0.25%であり、ノッチ（Notch）という単位でいわれる。通常は1ノッチであるが、5月は0.5%：2ノッチ

であり、FRBのやる気が感じられる。

追加になるが、現在の米国の失業率は3.8%である。経済学的には“完全雇用”という状態がある。完全雇用とは、働く意思のある方はすべて働いている状態をいう。現在の米国の雇用状況は、完全雇用の状況と考えられている。

そうなると、FRBとすると、目標の一つの雇用が“問題ない”とみなすことができ、物価だけで、政策判断をすることになる。となると、物価安定の目標は“2%”であるので、現在の消費者物価指数上昇率の“8.3%”は明らかに高い。FRBとすると強い姿勢を示す必要があったというわけである。

(2) 政策決定のタイミング

FRBはそのタイミングや期間も細かく検討している。今回、3月・5月と連続して利上げ、5月は2ノッチの大きい利上げがなされた。そもそも、新型コロナウイルス危機を受け、FRBはゼロ金利政策を2020年3月から2年間続けた。

消費者物価指数上昇率8.3%、失業率3.8%、

という条件では、コロナの状況がタイミングを決したとも考えられる。経済成長率は参考であるが、マイナス1.4%という状況であった。

金利、すなわち金融政策は、財政政策に比べてもそうであるが、経済実態に影響を与えるまでに時間（タイムラグ）がかかる。オカネは経済を身体に例えた場合には血液である。経済政策は医療である。血の巡りをよくしたとしても、胃なり、心臓なり、本当の悪い箇所（患部）を直すことはない。

■ 5. 米国の株価

FRBは中央銀行であり、“基本的に”は、上記の様に、物価と雇用を基にして、“経済学的に”金融政策の決定がなされる。しかし、FRBは仕組みとして、政治の影響を受ける。その源は、FRBの人事の仕組みである。

FRBの仕組みは12ある各地の連邦銀行^(注4)の他に、議長、副議長、そして理事^(注5)が選ばれる。特にFRB議長は、大統領が指名する。形でいうと、中央銀行が完全には独立^(注6)していないということになる。また米国の場合には、経済を評価するときの指標が“株価”重視の姿勢がある。ちなみに、個人資産の運用状況でも米国民は株式重視である。要は、金融政策も物価に加え、株価を参考にする度合いが高い。

以前、1970年代から中央銀行の独立性が課題となったが、近年では政府（財務省）^(注7)

と中央銀行が“協調”して経済政策、特に金融政策を行っている。

■ 6. 米国の通貨

通貨制度は固定相場制から変動相場制まで、そして通貨統合まで、様々な制度がある。変動相場制は為替レートが刻々変動する制度である。そもそも、違いの多い2つの国の経済を結び付けることは非常に難しい。

固定相場制も中長期的には、変動している。その変動の時間の差ということが出来る。その後、為替の変動から解放されるためには、欧州のように通貨を統合：単一通貨にすることしかない。

金融政策（金利）は国内の経済に影響を与えるが、それだけではなく、為替レート（通貨価値）にも影響を与える。先進国をはじめとして為替レート（相場）での変動の要因を見ると、筆者の研究では、約7割が「金利」と考えている。

現在の米国の金融政策はゼロ金利の状態から金利を引き上げている。日本との関係でいうと、当面、日本銀行の金融政策運営では今後も相当程度、ゼロ金利の状態が続く。それは基本的には日米金利差が拡大してドル高円安に向かうことになる。

通貨では、先進国通貨では通貨の変動を国内経済で吸収・調整することにもなる。通貨制度にもよるが、新興国は自国通貨の変動が経済に与える影響は大きい。しかも、新興国

通貨は下落の幅も大きい。変動、特に下落幅が非常に大きいものは通貨危機という。

いままでに、アジアをはじめとして通貨危機は何回か発生している。実は、そのきっかけは、“FRBの利上げ”であることが多い。為替レートは新興国でも対ドルで表示される。新興国通貨の為替レートのコントロール（制御）は困難を極める。

その一因は自国通貨が下落した時に行う“ドル売り・自国通貨買い”の為替介入である。ドル売りの場合に、自国の外貨準備からドルを支払う。外貨準備はその国の当局の預金であり、無限にあるわけではない。

通貨下落が激しくなると、外貨準備を使用する通貨介入だけではなく、金融政策も活用する。金利を引き上げ、資金を引き寄せる。しかし、金利の引上げは経済活動にネガティブに働く、つまり、さらに自ら経済の首を絞めることにもなる。このように為替レートの管理は非常に難しい。

FRBは米国の組織であり、国内の事情を最優先にする。もっといえば、米国はそもそも為替レートを見ていない国である。基軸通貨国ならではの特性でもある。現在も強いドル高、すなわち円安や新興国通貨安の不安定な状況は続く。

■ 7. 米国経済の今後

ウクライナ侵攻、コロナ感染拡大、中国経済の成長率低下という要因によって、世界的

規模でインフレ（物価上昇）が発生している。インフレは不景気をもたらしている。物価上昇と不景気が併存するスタグフレーションの状態である。特にインフレが強い米国では金融政策として引締め：金利の引上げを行っており、景気に対してはネガティブな状態になる。

米国の中央銀行としてFRBの引締めはその組織の“役割”からして正しい判断と考える。しかし、FRBの引締めは株価に関してはネガティブに働く。実際、数か月にわたり不安定な状態となっている。為替レートに関しては金利の引上げはドル高をもたらす。それは新興国通貨や日本円の下落ということになる。その大きな変動が起こっているが、レベルというよりはその変動の“大きさ”と“速さ”が課題である。

コロナ感染は医学的な進歩により、あるいは集団免疫の形で収まりを見せるかと考えている。中国経済に関しては、現在、人民元安に誘導し輸出主導で、景気回復を図っている。最近の米国株安の原因の一つに、中国経済の不安があった。そのために、今回の人民元安については米国政府から為替操作国としてのクレームが来る可能性は低いと見ている。ちなみに、中国人民元は通貨当局である中国人民銀行が為替レートをコントロールできる通貨である。しかも為替レートの変動を通貨政策として活用する国である。残る、もう一つの要因であるウクライナ侵攻の決着の日程がわかりにくい。

それ以外の項目は、年末ぐらいまでに徐々に解決に向かい、それとともに米国経済も安定することになると考えている。

(注1) 筆者は、株価は、半年後の景気を表していると考えている。

(注2) Federal Reserve Bankではない。Federal Reserve Bankとは、米国12の地区に分けられた地区連銀のこと。ボストン、ニューヨーク、フィラデルフィア、クリーブランド、リッチモンド、アトランタ、シカゴ、セントルイス、ミネアポリス、カンザスシティ、ダラス、サンフランシスコにある。

金融政策を司るFederal Reserve Board (System) とはその地区連銀の代表と理事からなる。

(注3) 金融政策を決定する会議。日銀でいうところの、金融政策決定会合。

(注4) 完全ではないが、近い形を日本でいうと日本銀行の国内各地の支店。

(注5) 本部付の役員。

(注6) 現在の日本銀行の総裁：黒田東彦氏は財務省出身（元財務官）であった。

(注7) 安倍元首相が「日本銀行は財務省の子会社」と公的に発言し、論議があった。

