

米インフレの変遷と今後の展望

福井県立大学 客員教授 中島 精也
丹羽連絡事務所 チーフエコノミスト

米国でインフレ率が上昇している。今年7月の消費者物価（総合）は前年同月比で5.4%とリーマンショック直前の2008年夏以来の高い伸びを記録している。食料とエネルギーを除く消費者物価（コア）も4.3%と高い。これは主にコロナショックによるロックダウンの影響で物価の伸びがゼロに近かった前年の反動という性格が強いからである。しかし、一方で、バイデン政権の「小さな政府」から「大きな政府」への転換、膨れ上がったFRB（米連邦準備理事会）のバランスシート、そしてグローバル化の一巡など、インフレを巡る環境が大きく変わりつつあるのも事実である。よって、現状のインフレ加速が一過性で収まるのか、それともFRBの2%目標を上回る水準にシフトするのか予断を許さない。以下、米国のインフレの歴史を振り返ると共に、今後の見通しについて考えてみたい。

第二次世界大戦終了直後、米国のインフレは戦後需要の急拡大により20%まで上昇したが、1953年に朝鮮戦争が終結して社会が落ち着くと2%に収斂して安定期に入り、1960年代は1%インフレ、5%成長という理想的な経済が実現した。「黄金の60年代」と言われる所以である。しかし、60年代半ばを境に米国は80年代初めまで「忍びよるインフレ（creeping inflation）」からスタグフレーションという経済の病理に悩まされることになる。その契機となったのが1963年に暗殺されたケネディ大統領に代わって就任したジョンソン大統領の政策であった。

ジョンソン政権は「偉大な社会」計画に基づく福祉予算の拡大とベトナム戦争本格介入

による軍事費の増大、いわゆる「大砲もバターも」の積極財政に踏み切ったことで、米経済は需給が逼迫して賃金・物価の上昇が加速し始め、1965年に3%だった賃金の伸びは1970年には6%に、インフレは1%から6%に急加速した。当時は固定相場制であり、米国のインフレ加速は競争力低下に直結し、1964年に68億ドルの黒字だった貿易収支が1971年には22億ドルの赤字に転落してしまった。国際収支の悪化につれて米国保有の金準備は減少を続け、1966年には世界のドル準備総額を下回り、ドルは事実上、金交換性を維持できない事態に陥ってしまった。

そして、1970年には金準備が111億ドルと1949年の245億ドルから半減し、金ドル本位制に基づくブレトンウッズ体制の崩壊は時間の問題となり、明るく1971年8月ニクソン大統領が金ドル交換性の停止を発表するに至った。その後、ドルは4ヶ月のフロート期間を経て、12月のスミソニアン合意で金に対して7.89%切り下げられ、金1オンスは35ドルから38ドルに変更された。更に、1973年2月から為替は全面フロートに移行したが、この間、ドルは対円で1ドル=360円から1973年の260円まで大きく下落することになった。

ドルの大幅下落で輸出依存の高い日独などをはじめ世界経済は大きな打撃を被り、各国は景気対策として財政拡大と金融緩和策の採用に踏み切った。その結果、各国の景気循環のズレにより需給バランスが保たれていた国際商品市況が、景気回復の同時進行（synchronization）による世界的な需要急増で需給バランスが崩れてしまった。折り悪しく、

世界的異常気象による農産物生産の減少という供給不足が追い討ちをかけ、1972～73年の国際商品市況は暴騰し、穀物や金属などの商品価格が2倍以上に上昇した。

悪い時には悪い事が重なるもので、1973年10月に第4次中東戦争が勃発し、石油輸出国機構（OPEC）加盟のアラブ諸国が原油価格の引き上げ、原油生産の削減、イスラエル友好国に対する原油輸出禁止という過激な石油戦略を採用したために、原油の需給が逼迫し、原油公示価格は1973年1月の1バレル＝2.59ドルから1974年1月の11.65ドルへと1年で4倍以上に引き上げられた。石油戦略はイスラエルとの戦いをアラブ有利に導くこと、国際石油資本（メジャーズ）から原油価格決定権を奪還することを意図していたが、一方で、ドルの大幅下落による石油収入の実質減少をカバーする意味もあったと思われる。

ニクソンショックによるドル切り下げと第一次石油ショックによる原油価格高騰のダブルパンチにより米インフレは深刻化し、1972年1月の3.3%から1974年12月には二桁の12.3%まで加速した。その後、FF金利を13%まで引き上げる金融引き締め効果もあってインフレは5%まで鎮静化した。賃金の伸びが6～7%で高止まりして伸縮性が失われるという事態に直面した。これは高いインフレが続いた結果、インフレ期待が従来よりも高まって賃金の下方硬直性が生まれたからだ。

1970年代後半、米経済は石油ショックによる景気下降局面から回復局面に移行したが、貿易赤字が急増して1978年には339億ドルと桁違いの大きさに膨れ上がった。これはドル安が進行しても、賃金と物価の上昇加速で相殺され、競争力強化につながらなかったことを反映している。国際収支の悪化が一段と進行するにつれて、当時のカーター政権に対する市場の不信も高まり、「カーター・ダラー」と揶揄される弱いドルが現出し、ついに米国は1978年11月に協調介入と公定歩合引き上

げがセットになったドル防衛策に踏み切らざるを得なくなった。しかし、1979年にはイラン革命が引き金となって第2次石油ショックが起きて、原油価格は1バレル＝13ドルから30ドルに向けて加速、インフレも再び2桁の伸びに加速していった。

このように70年代は失業率の上昇とインフレ加速が同時進行したスタグフレーションの10年と言える。失業率とインフレ率の和は第1次石油ショック前の70年代前半は10%だったが、後半になると15%に上昇しており、スタグフレーションの度合いが強まったことが分かる。米経済の再生にはインフレの撲滅が必要であったが、1979年にFRB議長に就任したポール・ボルカーはマネーサプライの適切管理のため、それまでのFF金利を操作目標にする方式をやめて、銀行準備を操作目標とする方式に変更した。この結果、FF金利はタガが外れ10%から20%へと2倍に上昇して、マーケットは大混乱となった。

この荒治療はボルカーショックと呼ばれ、強烈な金融引き締めの結果、1983年にかけて失業率は6%から11%近くまで上昇する一方で、インフレ率は14%から3%まで低下し、制御困難だったマネーサプライの高い伸びも83年でようやく峠を超えた。その後、金融が緩和に向かい、失業率は5%まで低下し続けたが、インフレは再加速することなく4%で安定することになった。インフレと失業率の関係を表すフィリップスカーブは失業率が低下すればインフレ率の上昇を招くはずであるが、そうはならなかった。ボルカーの不退転の金融引き締め政策により、期待インフレ率が低下して、フィリップスカーブが下方にシフトする「ディスインフレ」が生じたからである。

1980年代のインフレとの戦いに勝利した米国は1990年以降「インフレなき持続的成長」の安定期を迎えるが、一方で国際情勢に起因する大きな地殻変動が起きつつあった。グローバル化の進展である。1989年にベルリンの壁が崩壊

して旧共産圏諸国で民主化が進んだこと、鄧小平が主導した「改革開放」路線に続き「社会主義市場経済」を中国指導部が強力に押し進めたことである。この結果、それまで東側諸国に閉じ込められていた膨大な労働力が一気に西側資本に開放され、安価で豊富な労働力を求めて新興国向けの直接投資が急増した。

世界の直接投資に占める途上国のシェアは1989年に16%だったが、2008年には37%まで増加している。この結果、途上国の生産能力の急拡大は安価な輸入品の流入という形をとって世界経済に供給ショックをもたらし、また、西側先進国の産業では空洞化が進行して、物価や賃金への下押し圧力が一段と強まることになった。冷戦の終結がもたらしたグローバルな供給ショックというデフレ要因のせいで先進工業国はインフレの時代とは一転して、デフレの脅威に取り組みなければならない事態に直面することになる。

実際、2000年以降今日まで幾多のショックが米国を襲い、米経済はデフレの脅威に晒されることになる。2000年のITバブル崩壊、2001年の9.11の同時多発テロ、2008年のリーマンショック、2020年のコロナショックなどである。これらショックは株価の急落を招いて資産デフレの懸念をもたらし、失業率が急上昇し、賃金の伸びもマイナスに転じるなど深刻な事態を迎えた。しかし、ここでもFRBが雇用最大化と物価安定という2つの使命(dual mandate)達成のために、ゼロ金利や量的緩和など非伝統的政策を含む超金融緩和政策に踏み切って、米経済のデフレ突入危機を未然に阻止することに成功した。

このようにFRBの尽力によりデフレの脅威は概ね過ぎ去ったものの、一方で金融緩和の後遺症としてFRBのバランスシートがリーマンショック直前の1兆ドル弱から8倍の8.2兆ドルにまで膨れ上がっている。明らかに市中への過剰なマネー供給であり、上手く制御しておかないと需要爆発に結びつくリスクがあ

る。そこにバイデン政権のインフラ整備を目的とした「米国雇用計画」と福祉充実を目的とした「米国家族計画」が重なってくる。成立までに紆余曲折があると思われるが、10年で3~4兆ドル規模の財政拡大策であり、実現すればプラスの需給ギャップが長期間続く可能性が高い。

開放経済では国内の需要超過は輸入の増加でカバーされるので、貿易収支は悪化しても、インフレの加速は抑えられるというのが通説である。しかし、冷戦が終了して20年以上が経過して、グローバルな労働環境も大きく変わってきている。安価な労働力が売り物だった中国の賃金(年間)を見ると、2000年の9371元から2020年には9万7379元と10倍になっている。米国の伸びが1.7倍であるので、相対的に中国の労働力はかなり高価になっている。米国の対中直接投資額(フローベース)の動きを見ると、2008年に157億ドルあったものが2013年以降はその半分の70~80億ドル台で推移している。賃金の高騰で中国への直接投資のメリットが小さくなっていることに加えて、米中の覇権争いが激化していることも影響しているようだ。

このように冷戦終結後、旧共産圏・中国の安価な労働力は供給ショックを伴い先進国にデフレ効果をもたらしたが、20年を経過して事情が変わってきている。グローバル化によるインフレ抑制効果が小さくなってきているので、バイデノミクス「大きな政府」に起因するプラスのGDPギャップが長く続けば、アンカーされてきたインフレ期待が上離れて、ストレートに賃金・物価に反映されるリスクがある。FRBは中期的に平均2%のインフレ目標を達成すれば良いとして、暫く2%を上回るインフレを許容する構えだが、インフレの前提条件が変化する可能性を考慮すると、利上げと量的緩和政策の段階的縮小(tapering)という出口戦略に遅滞なく踏み切ることが賢明かと思われる。