

高インフレで波乱含みの米国経済

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

新型コロナ感染が急速に拡大した2020年の米国経済はロックダウンの影響もあって、実質経済成長率は前年比マイナス3.4%となり、特に4～6月期は前期比年率マイナス31.2%、続く7～9月期はプラス33.8%と激しいアップダウンを見せた。しかし、2021年はワクチン接種が進み、感染者数が減少して経済活動の正常化が進んだことから、1～3月期6.3%、4～6月期6.7%、7～9月期2.1%と落ち着いた回復軌道を迎えることになった。特筆すべきは実質GDPの水準が2021年4～6月期にコロナ前のピークを上回ったことである。日本やユーロ圏のGDPが2021年7～9月期になってもまだコロナ前の水準に回復していないのに比べると大きな違いである。これは経済活動の正常化に加えて、巨額の財政刺激策が採られたこと、また米連邦準備理事会（FRB）が異次元の金融緩和に踏み切ったことなどが理由としてあげられる。

財政政策に関しては2020年にトランプ政権下で5回にわたり総額3兆7750億ドルのコロナ対策が発動され、2021年3月にはバイデン大統領が1.9兆ドル規模の「米国救済計画」を成立させ、更にポスト・コロナを見据えて米国の再生を目的に2.3兆ドルの「米国雇用計画」、1.8兆ドルの「米国家族計画」を発表した。その後、「米国雇用計画」から環境投資を切り離して、1.2兆ドル規模のインフラ投資法を11月に成立させている。そして、この切り離された環境投資と家族計画を合わせた3.5兆ドル規模の社会福祉法案を提示したが、法案成立を優先させるために、規模を1.75兆ドルに半減させて議会通過を目指している。

金融政策についてはリーマンショックの時

もそうであったが、危機に直面した時のFRBの反応は実に早い。コロナ感染の拡大が認められた2020年3月には0.5%、1.0%と矢継ぎ早に利下げを実施して、ゼロ金利政策に踏み切った。以後、今日までFF金利は0～0.25%で据え置きとなっている。また、FRBの資産保有残高を7000億ドル、即ち国債を5000億ドル、住宅ローン担保証券（MBS）を2000億ドル増やすという量的緩和政策（QE）の採用も併せて決めた。

更に追加措置として3月後半から4月にかけては企業の資金繰り支援のためのコマーシャルペーパー購入基金（CPFF）、プライマリーディーラーの資金繰り円滑化のための信用基金（PDCF）、短期金融市場の流動性支援のためのマネーマーケット・ミューチュアルファンド流動性基金（MMFL）、新発債や既発債のマーケットにおける流動性確保のためのプログラム（PMCCF、SMCCF）、中小企業の雇用維持支援プログラム（PPPLF）、中小企業への貸出買取りプログラム（MSLP）などを新設した。そして、消費者ローン、住宅ローン、中小企業向けの信用供与プログラム（TALF）への支援や地方公共団体の資金繰り支援プログラム（MMLF、CPFF）への信用供与も実施するなど、打てる手は全部打つという姿勢を示した。

このように米政府とFRBは政策を総動員してコロナに起因する急激な景気の落ち込み、企業倒産の増加、雇用情勢の悪化を回避しようと努めた。この結果、経済成長率に関しては既に触れたように順調な回復軌道歩んでいる。企業倒産については米連邦破産法11条（Chapter11）に基づく破産件数（米国破産協

会調査)は2020年は7129件で前年比29.2%増加したが、2021年は大幅に改善して前年の半分程度に減る見込みである。一方、雇用は2020年3、4月に2236万人も減少したが、その後は緩やかに回復を続け、2021年11月時点で減少幅は391万人までに縮小してきている。

このようにコロナ感染拡大による経済への悪影響は何とか政策努力で回避され、2021年の成長率はプラス5.5%程度に回復する見込みである。景気循環的には2022年の米国経済は引き続き回復軌道を歩み、その後、徐々に潜在成長率の2%に向けて軟着陸のプロセスを辿るものと思われる。特に2022年についてはバイデン大統領肝いりのインフラ投資法や社会福祉法などの大型財政刺激策の効果が見込まれることから、潜在成長率を上回る3.5%程度の高い伸びを予想することができる。しかし、この楽観的なシナリオの実現を阻むリスク要因としてインフレの高止まりに言及しておかなければならない。

コロナ感染が始まってからのインフレの動きを振り返ると、消費者物価(CPI)総合の伸びはコロナ前の2020年1月が2.5%、コロナ感染拡大の影響から5月にかけて0.1%まで低下し、その後2020年いっぱい1%台の緩やかな上昇を見せていたが、2021年に入ると急に加速し始め、直近の11月には6.8%という高い伸びを記録した。CPI上昇率が6%台をつけるのは1991年1月以来実に30年ぶりのことである。また、FRBがインフレ指標として注視している食料とエネルギーを除くコアの個人消費支出(PCE)デフレーターも10月は4.1%とインフレ目標の2%を大きく上回っている。

インフレが加速している要因としては、①マイナスのGDPギャップが大きく縮小ないしプラスに転じたこと、②需給逼迫によりエネルギーなど一次産品価格が急騰したこと、③コロナに起因するサプライチェーンの寸断、④港湾など労働力不足による船舶、物流の停滞、などがあげられる。第1のGDPギャップ

は各種試算を総合すると、2020年はマイナス4%前後まで落ち込んだとみられる。その後、コロナ対策としての財政刺激策の効果で現在はゼロないしプラスに転じていると推測される。先行きはインフラ投資、社会福祉関連の財政支出が追加されることを想定すると、しばらくプラスのGDPギャップが続くだろう。潜在GDPを上回るGDPの動きによりインフレ圧力は続くと予想される。

第2にコロナ禍でインフレ加速に最も寄与したのが一次産品価格の急騰である。原油価格は2020年1月の1バレル60ドルから4月の20ドルまで急落した後、年内はおよそ40ドル近辺で推移、2021年に入ると上昇加速して10月には85ドルをつけた。また、天然ガス先物価格は2020年初めに100万BTU(英国熱量単位)当たり2ドルだったものが2021年10月には6ドル超えと3倍に上昇している。コロナ収束により経済活動が正常化して、エネルギー需要が増加したことに加えて、肝心の供給が需要増に追いつかないことが原因である。コロナでエネルギー生産基地の稼働が充分でないこと、脱炭素の潮流の中で2015年頃から化石燃料分野での設備投資が手控えられたことが響いている。エネルギー需給の逼迫は必ずしも一時的要因で起きたものではないことに留意すべきだ。

第3のサプライチェーンの寸断については、コロナで新興国の部品製造拠点が稼働停止に追い込まれた結果、先進工業国でも生産に大きな影響が出た。特に半導体不足により自動車メーカーが生産縮小に追い込まれたのは衝撃的であった。しかし、半導体不足には米中貿易戦争という政治的要因も絡んでいる。2018年以降の米中貿易戦争の激化から半導体製造メーカーが増産投資を控えてしまったうえに、半導体の委託生産を請け負っていた中芯国際集成电路製造(SMIC)に対して米国が制裁を課したのでグローバルな半導体需給バランスが壊れてしまったからである。こうい

う事情に加えて、コロナ拡大や半導体製造メーカーの工場火災などの不運も重なり供給が一段と絞られることになった。

一方、需要サイドではコロナ禍でのテレワークの拡がり、デジタル・トランスフォーメーション（DX）の推進、EVシフトの加速化で半導体需要が急増しており、需給が緩む兆しはない。また、米中対立以外にもコロナの原因究明を巡って生じた豪中対立で豪州炭の輸入が減少した結果、中国は石炭火力発電所の稼働率が低下して電力不足に直面、工場がストップしてサプライチェーンの寸断を招くなど皮肉な結果をもたらしている。バイデン大統領は同盟国に呼びかけて、中国に依存しない新たなサプライチェーンの構築を提案しているが、しばらくは供給不足でインフレの高止まりが続くことが予想される。

第4はコロナでレイオフされた労働者が経済が正常化しても職場に戻ってこない事態である。特に西海岸の港湾労働者不足は深刻で荷降ろしが進まない結果、多くの船舶が入港できず、海上停泊を余儀なくされた。これは港湾労働者が受給するコロナ対策失業給付金が賃金と比較して潤沢であるので、職場復帰のインセンティブが働かないことが影響している。更に米中貿易戦争を受けてコンテナ生産が大幅に低下したことが災いして、需要が回復してもコンテナの供給が追いついていない。また、ドライバー不足による国内のコンテナ輸送にも滞りが出ている。このように港湾処理能力の低下とコンテナ不足の結果、海上運賃のコンテナ価格はコロナ前に比べて6倍近く跳ね上がっている。このように物流は構造的な問題を抱えており、この方面からのインフレ圧力は根強いと思われる。

以上の4つの要因を見ると、GDPギャップのプラスというマクロの需要超過が続く一方で、それ以外の3つの要因はいずれも供給サイドに問題を抱えている。よって、現状の高いインフレ率がインフレ目標の2%に早期に収

斂するのは容易ではない。そこで注目されるのは賃金の動向である。コロナ以降の賃金の伸びを見ると、20年1月3%だったが、4月に8.2%のピークをつけた後、21年はおよそ5%程度で推移している。コロナで賃金が上昇したのは低賃金労働者のレイオフが大量に発生したという統計技術的な要因である。問題は物価の高止まりでインフレ期待に変化が出る可能性がある点である。

例えば2008年には原油価格が150ドル近くまで急騰したが、コアのインフレ率は2%台で落ち着いていた。これは原油価格急騰が一時的とみなされインフレ期待に影響を与えず、賃金の伸びが落ち着いていたからだ。しかし、今回の高いインフレは供給サイドに原因があるので容易には収まらず、アンカーされていたインフレ期待が上昇して、賃金に火がつかかねない。政策対応として、バイデン政権の財政政策は米国再生という長期的視野に立っているため政策変更は考えにくい。よって、FRBの金融政策が重要な鍵となる。

既に2021年11月にFRBは毎月1200億ドル（国債800億ドル、MBS400億ドル）の資産購入の終了を宣言し、購入額を減らすテーパリングを決めたが、12月には11月に決めた減額ペースの2倍に当たる毎月300億ドル（国債200億ドル、MBS100億ドル）に加速することを決めた。インフレ高止まりを前提とすると、早期の利上げも待たない。これはゼロ金利と量的緩和を前提に動いていた経済に大きなショックを与える。金融引き締めは先ず、債券安（長期金利上昇）、ドル高、株安、一次産品価格下落をもたらすと思われるが、いずれにせよマーケットが荒れる展開が予想される。問題は過去のショック時には金融緩和で対応できたが、高インフレ下のショックには金融緩和で対応できにくい点である。FRBは物価目標との板挟みでジレンマに陥るだろう。2022年の米国経済は当初予想の3.5%より下振れるリスクに警戒が必要かと思われる。