

# ジレンマに陥ったFRBの金融政策

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

5月2～3日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）は政策金利であるフェデラルファンドレート（FF金利）を0.25%引き上げ、目標レンジを5.0～5.25%とした。2022年3月にゼロ金利（0%～0.25%）を解除してから、連続10回の引き上げだが、今回の声明文からは前回までの「金融引き締め継続は適切（appropriate）」としていた文面が消えており、取り敢えず今回で利上げの打ち止めを示唆している。これは米金融政策が微妙な段階に差し掛かっていることを伺わせる。以下、米国のインフレ動向、景気動向、金融不安を取り上げて、Fedの金融政策について考えてみたい。

米国のインフレは第1に新型コロナの蔓延とウクライナ戦争を起点とする供給ショック、第2にコロナ収束による需要の急回復、この2つの需給要因で急上昇し、一時は前年同月比が9%に達する異常ぶりであった。まずは資源価格について原油と小麦を例に取って見てみよう。コロナ感染爆発前は1バレル70ドルだったブレント原油（Brent Crude）はコロナによる都市封鎖で一旦、20ドルまで低下したが、その後は右肩上がりの推移となり、21年半ばにはコロナ前の水準を回復し、22年に入るとロシアのウクライナ侵攻を契機として価格がジャンプして120ドルを突破した。

原油価格上昇の原因の1つはコロナ感染拡大による生産現場の操業停止に伴う供給減少だが、コロナが収束した後の需要回復に供給が対応できなかったのも大きかった。理由は脱炭素社会への移行という世界的潮流の中で太陽光、風力、水素など再生エネルギーと関連技術「クリーンテック」に投資の重点が移っ

ているため、エネルギー会社は化石燃料の供給力を増やす気がなかったからだ。2015年頃から化石燃料分野での設備増強投資が手控えられた結果、景気回復に伴う短期的な化石燃料の需要増大に供給が追いつかなかったわけである。もちろん、ロシアによる欧州向け天然ガスパイプライン「ノルドストリーム」を通じたガス供給停止が大きく響いたことは言うまでもない。

一方、小麦はコロナ前は1ブッシェル5ドルだったが、コロナ感染拡大後に8ドルまで上昇を続けた後、22年のウクライナ戦争でウクライナ産小麦の輸出がストップしたために、一気に13ドルまで急騰した。資源価格以外ではサプライチェーン寸断の影響が大きかった。中国やASEANの半導体や各種部品の製造工場がコロナで操業停止に追い込まれ、先進国の自動車、家電の生産工場は部品の入荷が滞って工場を停止せざるを得ない状況に追い込まれた。供給ショックがインフレ加速の根本原因となったのは明白だ。

米国のインフレ動向を見ると、消費者物価（CPI）はコロナ前に2%前後とFedの物価目標近辺で落ち着いていたが、コロナ都市封鎖で需要が激減して、一旦はゼロ%まで低下した。21年になるとコロナ収束で需要が回復したこと、資源価格急騰に伴い原材料価格が上昇したことから、2%物価目標をあっさり超えた。そこに22年のウクライナ戦争という追加的ショックが襲い、22年6月には9.1%という異常な物価上昇率が記録されたのである。米国の場合は自宅待機の労働者向けに週400ドルという潤沢な手当が国から支給されたため、

相応の賃金を払わないと人手を確保できないという事情もインフレ加速に影響している。ちなみにコロナ感染から今日までの賃金上昇率は平均で約5%とかなり高い。

しかし、最近のインフレはエネルギー価格主導からサービス価格主導に様変わりとなっている。エネルギー価格の前年同月比はコロナとウクライナ戦争で上昇を続けて、22年6月に41.6%でピークを付けたが、直近の23年4月には▲5.1%となるなど大幅な変動を見せている。食料は20年1月1.8%だったが22年8月に11.4%のピークをつけるなど急上昇、23年4月も7.7%と依然高い。電気料金は21年4月はゼロ%と安定していたが、その後、エネルギー価格上昇の電気料金への転嫁が進み、22年4月11.0%でピーク、23年4月も8.4%と高止まりしている。サービス価格(除くエネルギー)は21年4月が2.6%、23年1月に7.6%でピークを付けたが、4月も6.8%と高い伸びを維持している。23年3月にコアCPI(除く食料・エネルギー)の伸びとCPI総合の伸びが逆転し、4月はコア5.5%、総合4.9%となっている。

次に米景気だが、需要項目の中で個人消費(商品)と住宅投資の弱さが目立っているのが特徴である。商品消費は22年中は4四半期連続のマイナスとなり、暦年の前年比でも▲0.5%のマイナスと景気の足を大きく引っ張っている。この背景はインフレ加速と消費者心理の冷え込みが原因とみられる。消費者信頼感指数を発表しているコンファレンスボードやミシガン大学の指数を見ると、20年はコロナ感染拡大で急低下、21年はコロナ収束で一旦、回復したが、21年後半以降は下降トレンドを脱し切れていない。インフレの高止まりによる実質所得の目減りと金利引き上げ効果で景気と雇用に対する不安感を反映してのことだと推測される。商品消費は23年1~3月期に5四半期ぶりに6.5%のプラスとなったが、先行きは楽観を許さない。

次にインフレと金融引き締めによる長期金

利上昇の影響をまともに被ったのは住宅市場である。3%程度だった住宅ローン金利は22年に入ると急上昇を始め10月には7%を突破し、現在でも6.5%と高止まりしている。住宅着工戸数(季調済年率)は22年に180万戸をピークに下降トレンドに入って現在は130~140万戸まで低下している。新築住宅販売戸数は20年8月に103.6万戸のピークをつけた後は下降を続け、22年7月には54.3万戸に半減し、23年はやや持ち直してはいるが、依然として60万戸台と弱含みだ。トータルとして住宅投資は21年4~6月期から23年1~3月期まで9四半期連続の減少を記録している。2022年の減少率は▲10.6%と二桁のマイナスとなっている。

但し、金利上昇の中でも設備投資はソフトウェア、研究開発など知的財産投資が支えとなって21年6.4%、22年3.9%のプラスと堅調さを維持している。財政支出はコロナ感染初期はバイデン政権が矢継ぎ早に「米国救済計画」、「米国雇用計画」、「米国家族計画」に基づく財政拡大政策を採用したので、連邦支出の伸びは20年は6.2%と高かったが、コロナ収束後は財政支出の伸びはほぼ横ばいとなっている。

あと、輸出は20年にコロナで▲13.2%と大幅な落ち込みを記録した後は、21年6.1%、22年7.1%と回復している。但し、世界的な金融引き締めの効果がこれから出てくると予想されるので先行きは悲観的にならざるを得ない。輸入も似通った動きだ。貿易・サービス収支の動向は資源価格高騰の影響で22年3月は▲1064億ドルと赤字のピークをつけた後は、最近では▲600~700億ドル/月の赤字幅に落ち着いている。このように需要の動きはまだ模様だが、インフレの収束に時間がかかりそうなこと、また高金利の後遺症が残ることを考えると、しばらく低成長が続くのではないかと予想される。

大きな懸念材料は金融不安だ。3月10日の

シリコンバレー銀行（SVB）、3月12日のシグネチャー銀行、5月1日のファースト・リパブリック銀行の破綻が続いたからである。シリコンバレー銀行は総資産2090億ドル（約28兆円）、顧客はハイテク、ヘルスケアなどのベンチャー企業が多く、流動性不安をきっかけに、これらハイテク企業による大口の預金引き出しが起こり、わずか3日で資金ショートに陥り、カリフォルニア州「金融保護イノベーション局」が銀行閉鎖の命令書を出して破綻してしまった。

シリコンバレー銀行の破綻はFedの利上げが引き金になっている。シリコンバレー銀行自身が破綻の理由としてあげているのは高金利の継続、市況の悪化、預金取付けの3つであるが、そもそもの出発点が金融緩和にありそうだ。2020年、コロナ感染拡大への対応でFedはゼロ金利政策、量的緩和、緊急的な企業金融支援という異次元緩和に再び踏み切った。未上場のベンチャー企業への投資を行い、成長後にEXITしてキャピタルゲインを狙うベンチャーキャピタルにとって金融緩和は極めて有利な環境だ。ベンチャーキャピタルから出資を受けたベンチャー企業の口座の受け皿となったのがシリコンバレー銀行などハイテク企業との取引に特化した銀行である。2019年に600億ドルだった総資産額が3年間で3.5倍に急増した数字を見ると、金融緩和がいかにベンチャー業界を刺激したかが分かる。

シリコンバレー銀行は一気に増えた預金の運用先として安全資産である国債を選択したが、国債は信用リスクがゼロという点で安全であるのは確かだが、金利変動による評価損の発生という市場リスクを抱えていることを忘れてはならない。中央銀行が行っている国債購入のように満期保有が前提であれば問題はないが、銀行の場合は顧客の預金引き出しに応じる必要があるので、満期保有というわけにもいかない。預金の急増に合わせて国債保有を急増させたタイミングで長期金利の上

昇に見舞われたのが不幸だった。20年に0.5%だった長期金利は22年後半には4%を超える水準まで急上昇してしまい、含み損を警戒する大口のハイテク企業は一気に預金引き出しに走り、あっという間に流動性不足で破綻に追い込まれてしまった。店頭に行列が並ぶ取り付け騒ぎ（bank run）ではなく、IT時代を象徴する stealth bank run であった。

シグネチャー銀行の破綻もSVBと構造が似ており、大口顧客が暗号資産企業である。金融緩和で暗号資産企業に大量の投資資金が流れ込み、預金の受け皿であるシグネチャー銀行の資産は1100億ドル（約14兆円）と19年比で2倍に増えていた。22年11月に暗号資産大手のFTXトレーディングの破綻、そしてSVBの破綻を契機とした預金流出により、シグネチャー銀行はSVBの僅か2日後に破綻してしまった。

ファースト・リパブリック銀行のケースは金融緩和局面で住宅・不動産ローンを急拡大させたことが破綻の原因となっている。4月時点の資産は2290億ドル（約28兆円）と19年比で2倍に膨れ上がっており、長期金利の上昇で含み損が拡大した中で、SVB破綻がトリガーになった。ファースト・リパブリック銀行の破綻はリーマンブラザーズに続く全米史上2番目の規模となった。

以上のようにインフレはサービス、末端価格への転化が進んでおり、目標の2%に達するには時間がかかりそうだ。せっかくアンカーされてきたインフレ期待が漂流しかねないので、Fedとしては最大限の警戒を怠れない。しかし、これまでの利上げの累積効果で景気が下押しするリスクを孕んでいる。更に、異次元金融緩和の後遺症とも言える銀行のバランスシート悪化は金融不安の火種として燻り続けるであろう。インフレ収束が遅れば、本来は追加利上げの必要が出てくるが、景気後退と金融不安を招いても困る。Fedは正にジレンマに陥っていると言うしかない。