

Contents *****

| | |
|--|----|
| 特集：インフレと戦う米国経済の「大人の事情」 | 1p |
| <今週の”The Economist”誌から> | |
| “How high will interest rates go?” 「金利はどこまで上がるのか？」 | 7p |
| <From the Editor> 『物価とは何か』 | 8p |

特集：インフレと戦う米国経済の「大人の事情」

気がつけば米国経済は、7%台の物価上昇と苦闘しています。先進国経済においては、忘れられて久しいインフレーション。むしろデフレの方がよっぽど怖いというのが、この30年間に日本経済が経験したことでありました。ところが目の前のデータが示しているのは、1980年代前半以来のインフレ到来にほかなりません。

FRBは劇的にタカ派に転換し、今年は利上げと量的引き締め(QT)の両方でインフレ退治に取り組む構えです。今回の金融引き締めは、いったいどの程度のものなのか。そしてどの程度の効果を上げ得るのか。それは政治外交日程にどのように影響するのか。金融政策の「大人の事情」に踏み込んで検討してみましょう。

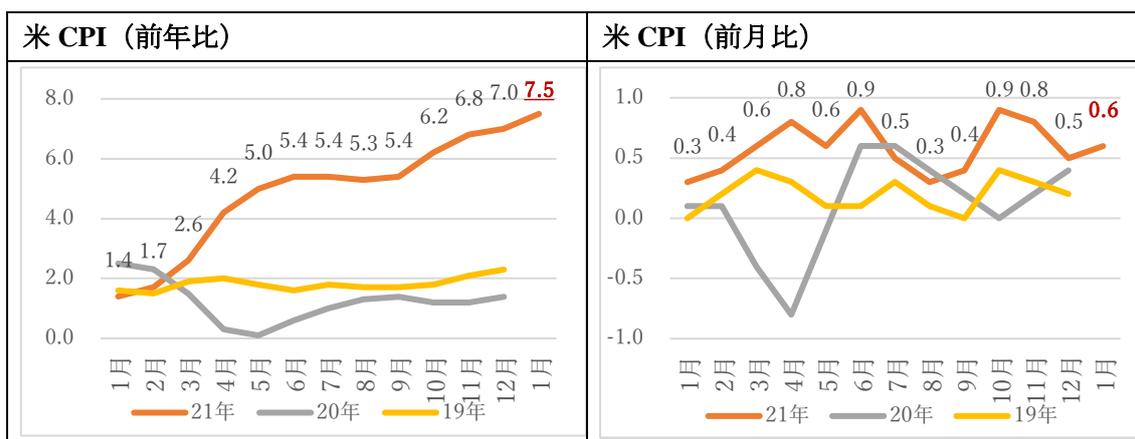
●米国の物価上昇はなおも止まらず

先週1月10日に発表された1月の米消費者物価指数(CPI)は、前年同月に比べて7.5%の上昇となった。1982年2月につけた7.6%以来、約40年ぶりの高さということになる。

「第2次石油ショック後のインフレ」と言われても、ほとんどの人にとっては忘却の彼方であろう。そもそも「7%台の物価上昇」がどんな状況なのか、先進国経済が長らく経験していない事態だけに、まだどこか素直に納得し難いものがある。

次ページのグラフをご覧願いたい。米CPIは昨年5月から5か月連続で5%台、さらに2か月続けて6%台、さらに2か月連続で7%台で推移している。ひとつには前年の2020年春に「コロナ上陸」があり、CPIが低めに推移したため、「前年比マジック」で数字が高めに出ているという事情がある。

ただし念のために「前月比」のグラフを描いてみると、1月CPIは前月比+0.6%となり、一貫して毎月0.5%程度の上昇が続いていることが窺える。この物価高、「まだしばらく続く」と見ておくべきであろう。



CPI が市場予想の 7.3% を超えたことにより、この日の NY 債券市場では長期債相場が下落し、10 年物国債利回りは 2.03% (前日比 +0.09%) と久々に 2% 台を付けた。インフレ圧力の高まりを受けて、NY ダウは 526 ドル下げて 35,241.59 ドルで引けた。また為替レートもドル高となり、ドル円レートは一時 116 円台をつけている。

米国の経済指標も数々あれど、CPI がこれだけ影響を与えることはめずらしい。金融市場では、米労働省が毎月 10 日前後に公表する CPI よりも、米商務省が毎月最終金曜日に公表する PCE 価格指数の方が普通は重視される。PCE とは、GDP を構成する要素としての「個人消費支出」のデフレーターを指し、CPI よりもやや低めに出る¹。都市部の家計調査を中心に計測する CPI に対し、全国の企業調査を対象とする PCE の方が網羅性は高い。特に食品とエネルギーを除いたものを「PCE コアデフレーター」と呼び、FRB がもっとも重視する物価指標とされている。「物価目標 2%」も、CPI ではなく PCE に連動している。

とはいうものの、インフレは既に政治問題になっていて、そうなれば誰もが実感しやすい CPI が脚光を浴びるのは自然な勢いであろう。端的に言えば、「食品とエネルギーを除外する」のは、金融政策を議論する上では妥当であろうが、消費者が実際に困っているのは食料品やガソリン、電気代などの値上げなのである。「コア指数」などというのは、本来、消費者は実感のものではない。そして「失業は数%の人々の問題に過ぎないが、インフレは 100%の人々に影響する」(ラリー・サマーズ教授) のである。

実際に 1 月 CPI の内訳をみると、下記の通りエネルギー価格の上昇が圧倒的である²。

- * All items 7.5%
- * Food 7.0%
- * **Energy 27.0%**
- * All items less food and energy 6.0%

さらに細かく見ると、この 1 年間でガソリン価格は 40.0%、電気代は 10.7%、ガス代は 23.9% も上昇している。なるほど、米国消費者の悲鳴が聞こえてきそうである。

¹ 昨年 12 月分を比較すると、CPI の前年比 7.0% に比べ、PCE は総合で 5.8%、コア指数で 4.9% となる。

² <https://www.bls.gov/news.release/cpi.t01.htm>

しかるにエネルギー価格の上昇に対して、FRB が打てる手は少ない。このところ、原油は WTI 価格で 1 バレル 100 ドルに接近しているが、その理由は短期的にはウクライナ情勢などの地政学リスクであり、長期的には「脱・炭素」に伴う開発投資不足である。これらは中央銀行にとっては担当外の仕事と言えよう。

●それでも FRB は QT を実施する

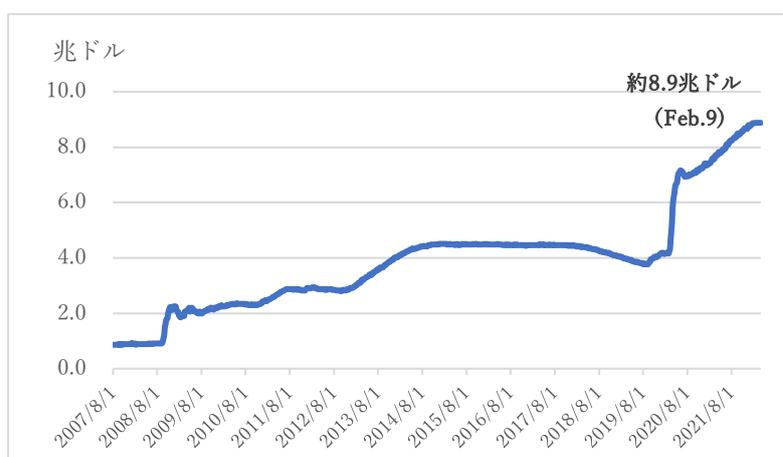
現下の米国経済で起きているインフレは、「80 年代初頭以来」の厳しさである。そのときはポール・ボルカーFRB 議長が、高金利政策で強引に抑え込んだものだ。それはかなりの荒療治となり、厳しい景気後退を招いたし、中南米の累積債務危機などの原因ともなった。他方、そのお陰で 1980 年代は、米国経済の長期拡大の出発点ともなった。

それでは今回はどうなのか。CPI は 7% 台で PCE は 5% 台であり、失業率は 4.0% (22 年 1 月) まで低下している。GDP は 21 年実績が 5.6% 成長で、22 年も 4.0% 成長の見通しである (IMF の 1 月 WEO による)。これはもう誰が見ても、重視すべきは雇用ではなくて物価である。そして 80 年代とは違い、金利はゼロであり FRB の総資産は 9 兆ドル近くもある。

物価上昇の一因となっているのが住宅価格である。米国では「ミレニアル世代」と「ヒスパニック層」という 2 つの巨大な人口クラスターが、「家を持ちたい」時期に差し掛かっている。コロナ下のゼロ金利政策は、住宅ローン金利の低下を促して住宅取得を加速した。さらに在宅勤務ブームが、「郊外の戸建て」建設という新需要を生み出した。かくして日本の輸入木材の価格までもが上昇し、「ウッドショック」と呼ばれる事態を引き起こしている。

住宅ブームの過熱に対しては、明らかに FRB は責任がある。ゼロ金利政策はもちろんのこと、量的緩和政策において MBS (住宅担保証券) を大量に購入しているからだ。その結果、FRB の総資産は 2 月 9 日時点で 8 兆 8780 億ドルに達している。昨年 11 月からテーパリングに踏み切ったのは、やや遅かったのではないかと。あるいは、もっと早い時点で、買入れ資産を国債だけに絞るべきだったのではないかと。——などと思えてくる。

○FRB の総資産



このように考えると、QT (Quantitative Tightening=量的引き締め) の時期が市場予想よりも早まった理由が飲み込めてくる。前回の金融正常化局面は、下記の通り 3 代の FRB 議長に重なる長期のプロセスであった。当時の米国経済はインフレなどまったく無縁であり、むしろ日本型デフレを警戒する必要があった。だからこそ、出口政策には慎重にならざるを得なかったのである。それに引き換え、今回の正常化はインフレ抑制のために急がねばならない。なおかつ FRB の資産規模は、前回の 2 倍に膨れ上がっているのである。

○ 2 つの金融正常化プロセス

| | 前回 (4.4 兆ドル) | 今回 (8.9 兆ドル) |
|------------|-----------------------|-----------------------|
| ① テーパリング開始 | 2014 年 1 月 (バーナンキ II) | 2021 年 11 月 (パウエル I) |
| ② QE 終了 | 2014 年 10 月 (イエレン I) | 2022 年 3 月 (パウエル II) |
| ③ 利上げ開始 | 2015 年 12 月 (イエレン I) | 2022 年 3 月? (パウエル II) |
| ④ QT 開始 | 2017 年 10 月 (イエレン I) | 2022 年 7 月? (パウエル II) |
| ⑤ QT 終了 | 2019 年 7 月 (パウエル I) | ?? |

マーケットの側から見れば、年内に 4 回程度 (≒1%) の利上げがあってもさほど恐れることはない。ところが QT はそうはいかない。利上げの経験は過去に何度もあるが、QT は過去に 1 回しか行われていない。どんな副反応があるか、分からないのである。

前回の QT はイエレン議長の時代に始まっている。このときはトランプ政権が好況下の大減税に踏み切り、景気過熱が懸念されていた時期である。FRB が選んだのは、「満期となった資産の再投資を行わない」という時間のかかる手法であったが、それでも 19 年 7 月までには約 6000 億ドル分の資産が減っている。この間に長期金利は上昇し、NY 株価は何度も調整している³。似たようなことは、今後も起きると考えておくべきだろう。

ゆえにマーケットは QT を警戒している。しかし中央銀行の視点からいけば、「QT は適度なガス抜き手段」ということになるのだろう。

● 「大人の事情」で金融政策を読む

上記のような事情に加えて、今年は中間選挙の年だという政治的思惑が働く。インフレを抑制するには、今年の夏ぐらいまでに成果を挙げなければならない。そうでない場合には、民主党政権に対して厳しい審判が下されよう。そのことは 2024 年に共和党政権、ひょっとするとトランプ大統領の復活を許すかもしれない。FRB としてもそれは避けたいだろう。

FOMC は年内にあと 7 回あるけれども、秋以降に動いてもあまり意味がない。とりあえず 3 月と 6 月 (①と③) の 0.25% 利上げは確定的で、データ次第では 5 月 (②) もありと考えるべきだろう。QT については、6 月までに具体的な手法を議論して、7 月 (④) に開始とみるのが妥当ではないかと思う。

³ イエレン議長が再任されなかったのは、つまるところトランプ大統領の逆鱗に触れたからであろう。

○FOMC と主要政治外交日程

| | |
|-----------|---|
| 2月4～20日 | 北京冬季五輪大会→ 閉会式後はウクライナ情勢に警戒 |
| 2月18日 | 米暫定予算が失効 （その前に2度目の延長へ） |
| 2月18-20日 | ミュンヘン安全保障会議 →カマラ・ハリス副大統領が出席 |
| 2月下旬 | バイデン大統領が最高裁判事に「黒人女性」を指名 |
| 3月1日 | 一般教書演説 |
| 3月1日 | テキサス州予備選挙（全米で最初の予備選） |
| 3月11日 | 米暫定予算が再失効 （ここまでに予算未成立なら3度目の延長へ） |
| 3月15-16日 | ①FOMC →利上げ開始+テーパリング終了 |
| 4～5月？ | 予算教書 （去年は5月28日） |
| 5月3-4日 | ②FOMC →再度の利上げ？様子見？ |
| 5月末～6月前半 | Quad（日米豪印）首脳会議 （日本で） |
| 6月14-15日 | ③FOMC →利上げ+次回からのQT開始を決定か |
| 6月26-28日 | G7サミット（独・エルマウ） →それまでにBBB法案を通したい！ |
| 6月末 | 連邦最高裁が人工妊娠中絶に対して判断→中間選挙のテーマに |
| 7月26-27日 | ④FOMC →QT開始？ |
| 8月 | 各州で予備選シーズン |
| 8月下旬 | ジャクソンホール会合 |
| 9月5日 | レイバーデイ （本格的な中間選挙の始まり） |
| 9月20-21日 | ⑤FOMC |
| 10月1日 | 米新財政年度入り |
| 10月20-21日 | G20サミット （インドネシア・バリ島） |
| 11月1-2日 | ⑥FOMC |
| 11月8日 | 米中間選挙 |
| 12月13-14日 | ⑦FOMC |

恐ろしいことに、このFRBの金融引き締めスケジュールを縫うようにして、綱渡りの政治外交日程が続くことになる。

まず、米国の2022年度予算（21年10月1日～22年9月30日）は未成立であり、暫定予算でここまで引っ張っている。その期限が2月18日に切れるので、今週中に3月11日までの延長が決まる予定である。その間にオムニバス予算を編成しようという狙いだが、**3月に入るとテキサス州などで予備選挙が始まってしまう**。下手をすれば年内は予算編成どころではなくなり、「年末までの暫定予算延長」が現実味を帯びてくるだろう。

バイデン大統領は例年より遅い3月1日に一般教書演説を予定しており、この間に態勢の立て直しを急いでいる。ひとつには83歳で引退するスティーブン・ブライヤー最高裁判事の後任に、「黒人女性」を指名することでリベラル層の支持を集めたい。そしてあわよくば、**昨年未成立に終わった”BBB=Build Back Better 法案”の成立を目指したい**ところである。

ところが最近のバイデン大統領は、つくづくツキに見放されている。民主党のベン・ルーハン上院議員が脳卒中で倒れ、向こう1か月程度は議会に戻れなくなったのだ。この間、上院は民主党49議席対共和党50議席となり、議会運営に支障が生じる。例えば対ロシア制裁法案は超党派で通せるだろうが、最高裁判事の承認手続きは難航するだろう。まして財政調整措置が必要となるBBB法案は、民主党上院議員が1人でも欠ければ成立しなくなる。もちろん、ジョー・マンチン上院議員を説得できた上での話だが。

●インフレを招いた真犯人の正体は？

国際情勢も気になるところである。ロシアがウクライナへ侵攻した瞬間に、石油価格はもう一段の上昇となってインフレを加速するだろう。バイデン大統領はプーチン大統領に対し、その場合は同盟国とともに強力な経済制裁をかけると警告している。しかし新たな対ロ制裁は、新たなインフレ要因を生むことにつながりかねない。

さらにバイデン大統領の手足を縛っているのが「脱・炭素」の呪いである。本来、欧州への LNG 供給には日本の手を借りるなどという迂遠なことをするまでもなく、米国は国産のシェール生産を加速すればいいのである。ところが民主党内の左派がそれを許さない。国内の化石燃料の開発は、彼らの「環境正義」にもとる行為となってしまうからだ。

加えてバイデン大統領には、6月のG7サミットまでに気候変動対策予算を通したいという事情もある。これはBBB予算の中に含まれる予定で、それがない場合は昨年ミラノG20に続き、バイデン大統領は「手ぶら」で独エルマウに向かわねばならない。

しかし、あらためてこれまでに米国議会で成立した経済対策を振り返ってみると、以下の通り6.5兆ドルに達する。米国経済のGDPの3分の1に及ぶ巨大な規模である。思えばコロナ下では現金給付に失業保険の上乗せ金など、大盤振る舞いが続いたものだ。これまで絶えて久しくなかったインフレが米国経済に戻ってきたのは、財政政策によるところが大だったのではないか。

○コロナ後の大型景気刺激策～合計6.5兆ドル？

(トランプ政権時代)

2020年3月27日 2兆1000億ドル コロナ対策(The CARES Act.) 超党派で成立

2020年4月24日 4840億ドル 追加コロナ対策。超党派で成立

2020年12月27日 9000億ドル 現金給付などのコロナ対策。超党派で成立

(バイデン政権時代)

2021年3月11日 1兆9000億ドル American Rescue Plan=財政調整法により成立

2021年11月15日 1兆1000億ドル Bipartisan Infrastructure Bill=共和党議員も一部賛成

2022年 ? ? ? Build Back Better=財政調整法で成立を目指す

もう少し想像を逞しくしてみると、これはつてのイエレンFRB議長が持論としていた「高圧経済」が実現したことを意味するのではないか⁴。そうだとすればもって瞑すべしで、リーマンショック以来の米国経済の需要不足はこれでようやく解決することになる。

リベラル派の経済学者たちは、「インフレは起きてから考えればいい」と豪語していた。そしてとうとうインフレはやってきた。これはもう「因果応報」ではないか。だからこそ、FRBは全力でインフレに立ち向かわねばならないのである。

⁴ 本誌「『高圧経済』の米国でインフレは起きないか？」(2021年4月2日号)を参照。

<今週の”The Economist”誌から>

”How high will interest rates go?”

「金利はどこまで上がるのか？」

Cover story

Feb. 5th 2022

***金利を決定するのは、中央銀行ではなく経済の需給そのもの。長い目で見れば高齢化もあるから、長期金利はそんなには上がらないよ、と The Economist 誌が言っています。**

<抄訳>

J.パウエル議長は、かつて金利設定を天体航行術に例えたものだ。今日のインフレと共に、FRB は道を誤ったとの感が強まっている。金融引締めによって進路を変えようとしていることはわかる。その見通しは株式市場を直撃し、低金利の時代の終焉を予感させている。

実際はもっと複雑だ。FRB の努力はともかく、**長期的には人口の高齢化が金利の上限を維持する**だろう。1970 年代に戻るというよりも、不快なる金融圧縮が続くことだろう。

世界は「金利はタダ」の状態に慣れてしまっている。ここ 10 年、2.5%以上の短期金利を設定した G7 の中央銀行はない。1990 年には全てが 5%超だったのだから。安価な資金調達は先進国経済の特権のように見えた。お陰で政府は巨額の赤字を出すことができ、資産価格を押し上げた。景気の下支えには、量的緩和などの非伝統的な方策を採らねばならなかった。

ゆえに**過去 18 か月間の物価上昇は、FRB や他の中銀にとって驚きであった**。米国の消費者物価は一時的どころか 7%に達し、これでは生活できないとばかりに賃金を押し上げている。米国民間部門の賃金は年間で 5%上昇した。12 月、米消費者物価の中央値は 12 カ月で 6%上昇すると見られている。同様な地域は多く、グローバルインフレ率は 6%だ。

中央銀行は動揺している。昨年は 12 の新興国で金利が引き上げられた。イングランド銀行は 2 月 3 日に再利上げし、まだ上げそうだ。10 年以上金利を上げていない ECB でさえ、年内 2 回の可能性がある。しかるに注目は米国だ。インフレは高く、FRB は出遅れている。

2024 年までに金利を 2%に戻す、ほぼ中立金利だと FRB は言う。しかし遅れるほどリスクは増大する。**インフレ期待は根絶しがたく、実質金利は低下して引き締め効果を相殺する**。向こう 5 年間の借り入れコストは、20 年代半ばでも今より低下しよう。米 1 年物金利が急上昇し、22 年中に 1.75%に達するという予測もある。05 年以降のどの年よりも高い。

長期的にはどうか。資金は数年、数十年単位で借りるもの。金融当局よりも、経済を動かす力そのものを見なければならない。金融政策は中立金利、投資と貯蓄のバランスの上に据えられるものだ。これは中央銀行の支配が及ばない基本的な変数だ。**過去 20 年間で中立金利は低下した**。まずアジア経済の準備増加により、世界的にリターンを求める貯蓄が増加した。他方、07~09 年の国際金融危機により、企業は打撃を受けて投資意欲が減退した。

さて、大勢に変化はあるのか。事業投資は新次元に入っている。パンデミックからの回復は早く、これは大規模な刺激策のお陰もある。技術進歩への楽観論もあり、知的財産への投資が増えて、米国では投資の 3 分の 2 以上を占めている。クリーンエネルギー投資も先進国で増えている。気候変動との戦いが続けば、20 年代の投資は 10 年代を超えるだろう。

だが反対に貯蓄志向も強いままだ。バーナンキの言う「グローバル貯蓄過剰」である。世界の 50 歳以上人口は、25%から 2100 年には 40%に増える。インドと中国における出生率低下によりさらに加速しよう。経験から言って、**高齢化は貯蓄の増加をもたらすものだ。**

さあ、金利の地図を描いてみよう。長い目で見れば上昇幅は小さく、投資の回復は歓迎である。ただし急激な上昇で痛みを伴う可能性もある。世界の債務は GDP 比 355%に達しており、企業や家計は金利上昇に敏感になっている。米国のインフレ率が、景気後退なしに 5%以上に達したのは 70 年も前のことだ。**インフレとの戦いは世界を不況にする。** そうだとしたら、金利がいずれ下がるだろうというのはあまり慰めにはならないかもしれない。

<From the Editor> 『物価とは何か』

渡辺努『物価とは何か』（講談社選書メチエ）を読みました。物価問題の第一人者によるまことにタイムリーな一冊です。まず冒頭のこの一節に痺れます。

物価とは蚊柱である——これが「物価とは何か」という問いに対する、私の最初の答えです。世の中に何十万と存在する個別の商品それぞれが、一匹一匹の蚊にあたるというわけです。猛烈な速度で移動する個体があれば、ゆっくりと移動する個体もあります。早く移動するものは価格が激しく変動している商品、緩やかに動くものは価格が安定している商品だと考えてください。そうした商品の群れから少し距離をとって眺めると、群れ全体が見えてきます。ちょうど蚊柱というひとつの物体があるように。これが物価です。

個々の「蚊」の動きを見ている、「蚊柱」全体を捉えることはできない。例えば「携帯電話引き下げの効果により、CPI が 1.5%引き下げられる」式の議論はよくある間違いで、値下げ分の所得増加はほかのことに使われている。ある商品の物価の変動は、かならず他の消費行動の変化につながってくる。つまり木を見て森を見ず、いや「蚊を見て蚊柱を見ず」になってしまう。物価全体の動きを捉えるのは、思った以上に困難なことらしい。

本書は物価研究の最前線と、最新の経済学についてさまざまな角度から光を当ててくれます。「こんなことまで研究しているのか」「こんな単純なことがまだわかっていないのか」などと何度も感心させられました。「ハイパーインフレーションでも人々の暮らしは意外と安定している」とか、「地震研究とのコラボが行われている」というのも驚きでした。

人間が日々やっていることの原理を、人間が解き明かすことはしみじみ難しい。なかでも最大の難問は、「日本ではなぜ 30 年間も物価が動かないのか」。漠然と「人生 100 年時代」に怯える人々が、キャッシュへの選好を無制限に強めているのだろうなあ、と考えていましたが、どうもそれだけでは説明できない。よく言われる「消費者が値上げを拒絶しているから物価が上がらない」という理屈も、なんだかトートロジーのように思われます。

以前に、あるベンチャー経営者から聞いた話を思い出しました。

「京セラの稲盛さんが、『値付けは経営なり』と言っていた。自社の製品の値段は社長が自分で決める。けっして部下に任せてはいけない。だからその通りにしています」

そんな風に、企業が価格決定力を持っている商品は今はどれだけあるのでしょうか。「画期的な新製品」が出なくなって久しく、企業は似たような商品をたくさん作ったり、「ステルス値上げ」（こっそり数量を減らして実質値上げをする）に走ったりする。B2B で国際価格をそのまま客先に転嫁できる企業と、輸出が主力の企業はいいけれども、B2C で国内向けの商売が主力の企業は苦しい日々が続いている。企業も消費者もしみじみ元気がなくなっているように感じます。

とりあえず 2013 年から始まった「異次元の金融緩和」は、消費者の期待を変えることはできなかった様子。それでは 2022 年の輸入インフレは、蚊柱をどんな風に変えてゆくのか。「そろそろ動くんじゃないか」という予感はあるのでありますが。

* 次号は通常通り 2 月 25 日（金）にお届けします。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-mail: yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com