

**Contents** \*\*\*\*\*

特集：米国経済はインフレを克服できるのか	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
”After the recession” 「景気後退の代償」	7p
<From the Editor> 政局の夏？	8p

\*\*\*\*\*

**特集：米国経済はインフレを克服できるのか**

7月 FOMC の利上げは、先月と同じ 0.75% でした。これで 3 月の利上げ開始から、累積で 2.25% の利上げが行われたことになる。いかにも急な動きですが、これでインフレが止められるかどうかはもちろんわからない。景気後退を招くかもしれないけれども、それは「まあ仕方がない」と FRB は腹をくくっているように見えます。

かくして世界経済全体に陰鬱な雰囲気漂っています。いつも言っている通り、①コロナに②インフレに③金融引き締めがあり、④戦争と⑤経済制裁までついてくる。今週はペロシ下院議長の台湾訪問をめぐり、⑥「米中対立」という新たな爆弾も投下されました。

本号では、「米国のインフレ」に焦点を当てて考えてみたいと思います。

●7月版 WEO は総悲観ムード

7月26日、IMF の世界経済見通し”WEO”の最新版が公表された<sup>1</sup>。今回のテーマは”Gloomy and More Uncertain”（陰り見え、不透明感増す）。半年前の予測と比べると、世界経済のヘッドラインが 1% 以上も下方修正される内容となっている。

7月	“Gloomy and More Uncertain”
	▲3.1%（’20）→6.1%（’21）→3.2%（’22）→2.9%（’23）
4月	“War Set Back the Global Recovery”
	▲3.1%（’20）→6.1%（’21）→3.6%（’22）→3.6%（’23）
1月	“Rising Caseloads, A Disrupted Recovery, and Higher Inflation”
	▲3.1%（’20）→5.9%（’21）→4.4%（’22）→3.8%（’23）

<sup>1</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/07/26/world-economic-outlook-update-july-2022>

実はこれだけではなく、今回の WEO にはリスクシナリオもついている。すなわち「ウクライナ戦争の激化」「インフレ抑制の困難化」「新興国における債務危機」「コロナの感染再拡大」「地政学的分断」などのリスクが現実化すると、世界経済の成長率は 22 年は 2.6%、23 年には 2.0% とさらに低下する、としている。まことに悲観的なのである。

○”WEO”7 月版の主要部分

GDP 成長率	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
全世界	-3.1%	6.1%	3.2% (-0.4)	2.9% (-0.7)
米国	-3.4%	5.7%	2.3% (-1.4)	1.0% (-1.3)
ユーロ圏	-6.4%	5.4%	2.6% (-0.2)	1.2% (-1.1)
日本	-4.5%	1.7%	1.7% (-0.7)	1.7% (-0.5)
中国	2.2%	8.1%	3.3% (-1.1)	4.6% (-0.5)
インド	-6.6%	8.7%	7.4% (-0.6)	6.1% (-0.8)
ASEAN5	-3.4%	3.4%	5.3% (—)	5.1% (-0.8)
ロシア	-2.7%	4.7%	-6.0% (+2.5)	-3.5% (-1.2)
世界貿易量	-7.9%	10.1%	4.1% (-0.9)	3.2% (-1.2)
原油	-32.7%	67.3%	50.4% (-4.3)	-12.3% (+1.0)
物価 (先進国)	0.7%	3.1%	6.6% (+0.9)	3.3% (+0.8)
物価 (新興国)	5.2%	5.9%	9.5% (+0.8)	7.3% (+0.8)

気になった点を以下の通りメモしておこう。

- \* 米国経済が大幅に下方修正。前回 4 月版から ▲1.4p (22 年) → ▲1.3p (23 年) も下げている。「景気後退入り」の確率をかなり折り込んでいるように見える。
- \* ユーロ圏も低成長を予想。特にドイツ経済は、1.2% (▲0.9p/22 年) → 0.8% (▲1.9p/23 年) と低迷を見込む。「ロシアからエネルギーを安く買い、中国に工業製品を高く売る」というビジネスモデルが崩壊しているように見える。
- \* 日本は 3 年連続で 1.7% 成長を見込む。23 年末になって、かろうじてコロナ前の水準に届くくらいか。日本の場合は BA5 株の感染急拡大も不透明要因で、本稿執筆時点の累計感染者数 (13.62mil) のうち、直近 28 日以内分 (3.89mil) が 28% を占めている。
- \* 中国経済は今年 3.3% 成長を見込む。国家目標の 5.5% には遠く及ばないが、IMF がここまで「忖度しない」ことも珍しい。
- \* ロシア経済は若干の上方修正となっている。春以降の「対ロ経済制裁に対する過剰な期待感」が剥落しつつある。

## ●わずか4カ月で2.25%もの利上げ

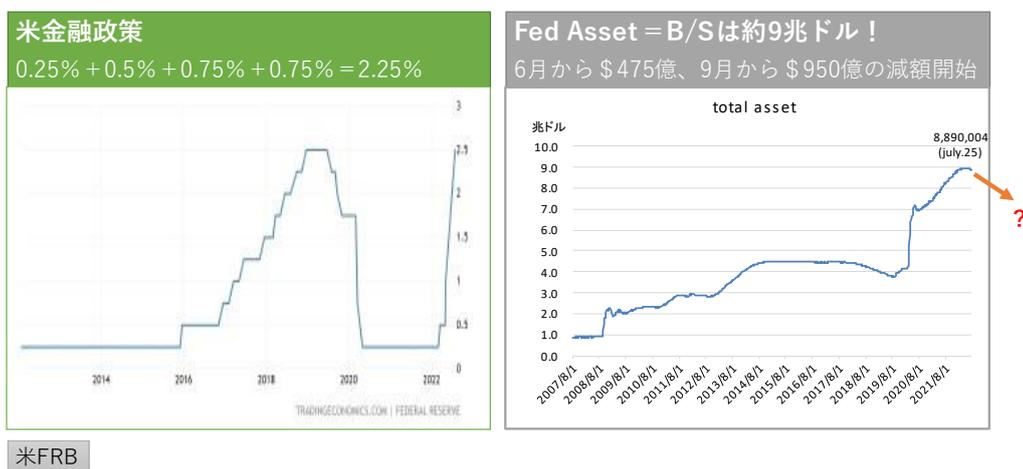
あらためて焦点を合わせるべきは米国経済、そしてインフレ対策である。

下記の通り、政策金利は既に**前回の利上げ局面（2015年～2019年）と同じ高さ（2.25～2.50%）に到達**している。前回は3年以上かけた水準に、わずか4カ月で並んでしまったことになる。だからと言って、打ち止め感があるわけではない。

パウエル議長は記者会見において、「フォワードガイダンス」は明らかにしておらず、次回の利上げはデータ次第とした。おそらく**9月FOMCの方向性は、今月下旬に行われるジャクソンホール会議で明らかにされる**のだろう。

## 米金融政策は強力な引き締めへ

FFレートは中立金利の2.5%に+QT（量的引締め=B/S縮小）も実施中



ただしFRBの態度はハッキリしていて、それは「インフレを止めることが最優先」であるということだ。景気後退にならずにインフレを止められる（ソフトランディング）であればいいが、それは以前よりも”Challenging”になった、とはパウエル議長の言である。私見ながら英語の「チャレンジ」は、日本語では「挑戦」と訳されることが多いけれども、「困難」と理解する方が誤解が少ないのではないかと思う。

もうひとつ、QT（量的引き締め=バランスシート調整）も始まってから1か月以上が過ぎて、グラフがようやく下を向き始めたところである。この後、来月以降は「月950億ドル」のペースで減額が始まるので、そのことによる引き締め効果も出てくるはずだ。

ということで、今後は「データ」をチェックしていくしかない。まずは、今宵公表予定の7月雇用統計が気になるところ。サプライチェーン問題や資源高などの要因は既に一巡しており、目下の最大のインフレ要因は賃金の上昇にあるからだ。その意味では、労働需給が多少なりとも緩和することが望ましい。とはいえ、市場予測はNFPが269Kで失業率は3.4%とかなり強い。いかにも悩ましい結果が出そうな直前情勢である。

## ●米国経済は既に「リセッション」なのか？

ところが株式市場などでは、「景気減速」の兆候をいち早く読み込んで、「これ以上の利上げは限定的」と楽観的に見る動きも出始めている。

それというのも、7月28日に公表された4-6月期GDP速報値が▲0.9%となったことが大きい。第1四半期の▲1.6%に引き続き、2四半期連続のマイナス成長であるから、いわゆる「テクニカル・リセッション」である。

### ○米GDPの寄与度分解

2020-I	2020-II	2020-III	2020-IV	2021-I	2021-II	2021-III	2021-IV	2022-I	2022-II	
-5.10	-31.20	33.80	4.50	6.30	6.70	2.30	6.90	-1.60	-0.90	GDP
-4.79	-24.10	25.51	2.26	7.44	7.92	1.35	1.76	1.24	0.70	個人消費
-1.14	-4.28	2.72	1.57	1.65	1.21	0.22	0.40	1.26	-0.01	設備投資
0.73	-1.36	2.16	1.34	0.60	-0.60	-0.38	0.10	0.02	-0.71	住宅投資
-0.51	-4.01	6.84	1.10	-2.62	-1.26	2.20	5.32	-0.35	-2.01	在庫投資
-0.55	1.53	-3.25	-1.65	-1.56	-0.18	-1.26	-0.23	-3.23	1.43	純輸出
0.63	0.97	-0.19	-0.09	0.77	-0.36	0.17	-0.46	-0.51	-0.33	政府支出

ただしGDPの中身は、もう少し精査する必要があるだろう。

上記のように直近3年間のGDP寄与度を振り返ってみると、当たり前だがブレが非常に大きくなっている。20年3月のコロナ上陸に伴う衝撃、その後に行われた巨額の経済対策などにより、個人消費は急激に落ち込んだ後に強く上振れした。また、在庫投資のブレ幅も非常に大きくなっている。

あらためて22年第2四半期を見ると、①あれだけの物価高にもかかわらず、個人消費はなおも0.70%の伸びを維持している。②金利上昇により、住宅投資はさすがに影響を受け、住宅着工件数などは既に反落している。③全体の足を引っ張ったのは在庫投資の▲2.01%であり（これがなければプラス約1%成長）、それは21年第4四半期の+5.32%の反動が出たものと見なすことができる。

つまり見かけほど内容が悪いわけではない。結果的に今年上半期の米国経済はマイナス成長となったが、それは昨年第4四半期の+6.9%成長の反動が出たという面が強い。昨今のGDP統計は、異常値が出やすくなっている点に注意が必要だ。

変な言い方になってしまうが、インフレを抑制するためには「正しいリセッション」を招き入れる必要がある。そういう点から言えば、現在の米国経済はまだ消費が強過ぎるし、労働需給も逼迫の度が強過ぎる。察するに、まだまだ「脱コロナ」できていないのである。

個人消費についていえば、米国ではコロナ下における異常な「モノ消費」ブームが一段落し、現在は「サービス消費」が持ち直している。つまり外食や旅行などの分野で「リベンジ消費」が行われている。航空運賃などはかなり上昇しているし、空港はどこも人手不足でトラブルも多発しているのだが、だからと言って人々は「久しぶりの旅行」を諦めたりはしない。「欲が薄い」日本から見ていると、この辺が理解しがたいところである。

## ●BBB 法案転じて IRA 法案へ

インフレ抑制が成功するかどうかは、もちろん政策面にも懸かっている。これについては本誌 7 月 8 日号「米中間選挙まであと 4 カ月！」でもご紹介した通り、バイデン大統領の「石油乞い外交」や「対中関税引き下げ工作」は上手くいっていない。

ところがここへきて内政面で、死に体となっていた「BBB 法案」のリカバリーショットが実現しそうだ。”Build Back Better”という文言は取り下げて、**新たに「IRA 法案」(Inflation Reduction Act) という名前で復活する**。ジョー・マンチン上院議員と民主党指導部の間で妥協が成立し、中身は環境対策と医療関係に絞り込むこととし、歳出規模は当初予算の 3.5 兆ドルから 5000 億ドル程度に縮小している。

もうひとりのうるさ型であるカーステン・キネマ上院議員も、いくつかの妥協の上で賛同に回るようなので、財政調整法 (Reconciliation) により本法案は成立する見込みである。

## ○コロナ後の大型景気刺激策～合計 7 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 ? 5000 億ドル **Inflation Reduction Act** = 財政調整法で成立を目指す

ともあれ、これでやっと米国の気候変動対策には 3850 億ドルの予算が付き、医療関係でも 1000 億ドル程度の補助が行われる。同時に法人税の見直しや医療支出の適正化などによって 7900 億ドル程度の増収を見込み、**結果的に財政赤字が 3000 億ドル程度縮小する**。だから「インフレ削減法案」である、という建付けである。

民主党左派は BBB 法案により、当初は「子育て支援」など 6 兆ドルの大盤振る舞いを目指していたことを考えれば、まさしく隔世の感がある。とはいえ、これが本当にインフレ対策になるかと言われると、そこはかなり苦しい理屈付けと言わざるを得ない。

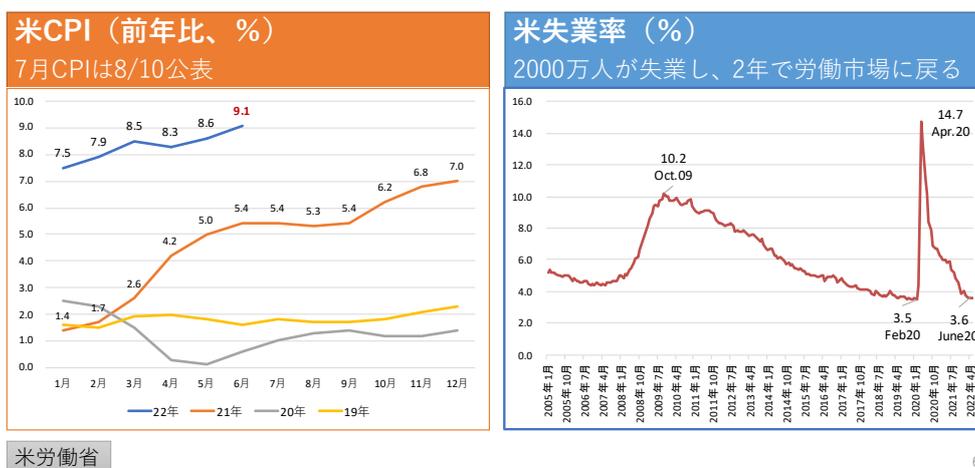
The New York Times 紙の 7 月 28 日記事”Democrats’ Plan to Fight Inflation May Lower Costs Over Time”は、「時間はかかるみたいだが、それでも財政赤字が減るなら…」と、やや甘めの議論を展開している。しかし本気でインフレを止めたいのであれば、それこそ単純に増税を行えばよいはずである。民主党の従来主張を救済するために、**中間選挙を前にアクロバットの的な法案を作っている**と解すべきであろう。ともあれ、「パリ協定には復帰したが、気候変動には予算をつけられない」という事態はどうか避けられそうである。

## ●米国経済を支える雇用市場の柔軟さ

それでは米国経済はインフレを抑制できるのか。来週 8 月 10 日には、注目の 7 月 CPI が公表される。果たして物価上昇に歯止めはかかるのか。その答えは前述のとおり、「労働需給が緩んで、賃金上昇に歯止めがかかるか」に懸かっているとと言えるだろう。

### 米国のインフレはかなり深刻な状況

「サプライチェーン問題」→「資源高」→「賃金上昇」の三重奏



米労働省

6

そこで米国の労働市場についてであるが、本誌では何度も指摘している通り、近年、途方もない柔軟性を発揮している。すなわち、失業率10%分(約2000万人)がコロナ禍とともに失業し、それが2年と少々でほぼ全数が戻ってきたということである。

何はさておき、この変わり身の早さに驚かねばならない。この2000万人は、給付金で「爆買い」をしたり、家族と共に過ごす時間を増やしたり、あるいは大学に通うなどの経験を経たうえで、仕事に戻っている。もちろんこの間に、少なからぬ労働者が職業を変えているはずだ。当然、前と同じ給料では満足しない。「10人に1人が仕事をリチャッフルした」と考えれば、米国経済の生産性向上効果は小さくなかったのではないだろうか。

逆に企業側から見ても、ほんの2年前に「従業員の1割をリストラする」機会があったことになるので、その分、財務体質は改善していたはずである。ゆえに現時点における労賃の上昇は、「賃上げを望む労働者と賃上げが可能な企業」という減多にない組み合わせによって実現していることが分かる。

それでは今後はどうなるのか。今までと同じように、どんどん変化していくと考えるべきであろう。労働市場の柔軟性こそが、他国には見られない米国経済の強さの秘訣なのだから、現在の需給逼迫も一時的な現象と見るべきだろう。つまり、現在のインフレは思ったよりも早く抑制されるのではないだろうか。

## <今週の”The Economist”誌から>

”After the recession”

「景気後退の代償」

Leaders

July 27<sup>th</sup> 2022

**\*インフレが過熱して「景気後退」が現実味を帯びてきた昨今の世界経済。”The Economist”誌によれば、それは恐れるほどのことではなく、メリットもあるのだとのこと。**

<抄訳>

世界同時景気後退を予測する人は空気が読めていない。現時点では、景気後退入りを避けられるという意見が大勢を占めている。米連銀は思い切り金融を引き締めており、**3月以降で2.25%も政策金利を引き上げた**。12月までには更なる引き締めが行われるだろう。欧州では、ロシアからの供給が途絶えて天然ガスが足りていない。中国経済はゼロ・コロナ政策によるロックダウンで急激に落ち込み、脆弱な不動産市況への懸念が高まっている。

かくも雰囲気暗いので、既に傾向後退入りしていると見る投資家は少なくない。が、その答えは難しい。パンデミックは景気指標に影を落とし、インフレは消費者信頼感を急低下させた。それでも懐事情を尋ねれば、人々はまだまだ楽観的だ。米国の4-6月期GDPはマイナス成長となったが、**生産の指標や給与の増大といった他のデータと整合的ではない**。製造業はコロナ後最悪の水準だが、それは消費者がサービス消費を増やし、モノ消費を減らしているからだ。中国経済の減速も、欧州のLNG需要にとって追い風となるかもしれない。

金融引締めと欧州の厳冬を考えれば、来年の世界経済は予測不可能だ。しかるに**高金利とエネルギーショックによって長期的に世界経済が強化される**希望もある。不況のお陰で家計債務が減り、金融システムが守られることもある。現在の家計や企業は強靱に見える。

米国の最貧世帯でさえ、銀行口座は19年比で7割も増えている。新興国の金融不安さえかつてほどではない。ひとつにはドルではなく、現地通貨建ての債務が増えているからだ。

主たる断層線はインフレだ。前回、Fedが劇的に利上げした1980年代に物価は倍になった。今日はまだ1年目なので29%に過ぎない。**既に過熱気味とは言え、インフレ期待はまだ控えめだ**。歴史的に似ているのは、70年代のスタグフレーションより第2次大戦後の物価高騰局面だろう。その後の不況は短く、爪痕は浅かった。今回もマイルドな交代と共に物価は落ち着くだろう。市場では来年の米国物価は3.8%と現在の半分以下に予測されている。

インフレの原動力は食料とエネルギー、供給網の断絶などである。既に緩和しつつある分野もあり、穀物価格は5月の高値から4割下げ、石油価格も低下している。欧州のガス不足は悪化している。必要とあれば、工業生産やGDPはドイツのように急激に低下するだろう。

米国の景気後退がインフレを終わらせるように、欧州もエネルギー供給への慢心を克服するだろう。クリーンエネルギーへの転換は独裁者への依存を緩和する。**再エネへの投資は急増し、原子力への疑念は払拭されつつある**。日本でさえ原発再稼働を目指している。インフレ後の世界が環境に優しいものになれば、苦痛は無意味ではなかったことになる。

## <From the Editor> 政局の夏？

猛暑お見舞い申し上げます。と思ったら、週の後半は日本海側で線状降水帯が発生したりして、近年の天候の変化にはつくづくついていけません。

それでは永田町の夏に訪れるのは、熱波か、冷夏か、大雨か。今週はペロシ下院議長のアジア歴訪により、予想外の台風が持ち込まれた印象もありますね。

### <この夏の政治日程>

8月1日	岸田首相が NPT 再検討会議に出席 (ニューヨーク)
8月3日	臨時国会召集 (~5日まで) →参院議長/副議長人事
8月5日	ペロシ米下院議長と会談 (台湾情勢をめぐり協議?)
8月6日	広島原爆忌
8月上旬	北戴河会議
8月9日	長崎原爆忌
8月15日	全国戦没者追悼式
8月下旬	ジャクソンホール会合
8月25日	安倍晋三元総理の四十九日
8月下旬	岸田首相が中東歴訪 (サウジ、UAE、カタール?)
8月27日	TICAD VIII (チュニジア~28日)
8月末	各省概算要求締め切り
9月上旬	内閣改造+自民党役員人事→第2次岸田改造内閣が発足
9月11日	沖縄県知事+22市町村選挙 (9/11)
9月20日	米 FOMC (~21日)
9月21日	国連一般討論始まる→岸田首相出席?
9月25日	イタリア総選挙
9月27日	安倍元総理の国葬
9月29日	日中国交正常化 50 周年 (日台断交 50 周年でもある)
10月4日	岸田内閣の発足から 1 周年

こうして書き出してみると、ものの見事に主役は全部岸田さんである。内閣改造と党役員人事は、ほとんど決まっているはずなのだが、判明するまであと1か月は待たされる。果たして菅さんは副総理で入閣するのか、茂木幹事長は財務相に横滑りなのか、高市政調会長の処遇はどうするのか、新任の閣僚となるのは誰と誰なのか。待たされるほど、人事の値打ちは上がる。とはいえ、やっぱり安倍さんの四十九日までは動きにくいでしょう。

外交の主役も岸田さんである。今月は NPT 再検討会議で演説し、たぶん来月もまた国連総会でニューヨークへ飛ぶ。8月末にはアフリカと中東も歴訪する。そして安倍国葬に伴う弔問外交がある。果たしてトランプさんは来るのか、中国と台湾からはどのクラスの人が来るのか、日中国交正常化 50 周年との関係はどうなるのか。

9月11日の沖縄県知事選挙も気になるところです。参議院選挙の沖縄選挙区が 3000 票差でしたから、意外といい勝負なのかもしれません。考えてみれば、岸田さんは選挙に強い人のようです。なにしろこの1年以内に、自民党総裁選と衆議院選挙と参議院選挙を3連荘で勝っている。そして国政選挙を6連勝した安倍さんは、もうこの世にはいない。ほかには頼れそうな人がいないのである。

ただし、これでいきなり「岸田一強」時代が訪れるかという、たぶんそんなことにはならないのだと思います。岸田さんにとって、安倍さんは怖い先輩、手強いライバルであると同時に、同期当選の友人であり、相談相手でもあったはず。これから先、いったい誰に相談をして、どうやって物事を決めて行けばいいのか。

自民党という組織も、「橿円の理論」の片方の焦点がぼやけている状態では、本来のレジリエンスが発揮できないのではないかと。「安倍さんが居なくなってしまった夏」は、永田町にどんな化学変化をもたらすのか。いやもう、まるで見当が付きません。

夏が終わる頃には、すっかり景色が変わっていた、なんてことになるのではないかと。ところで来週は、普通の暑さが戻ってきてくれるのでしょうか？

\* 次号はお盆休みを挟んで8月26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](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com)