

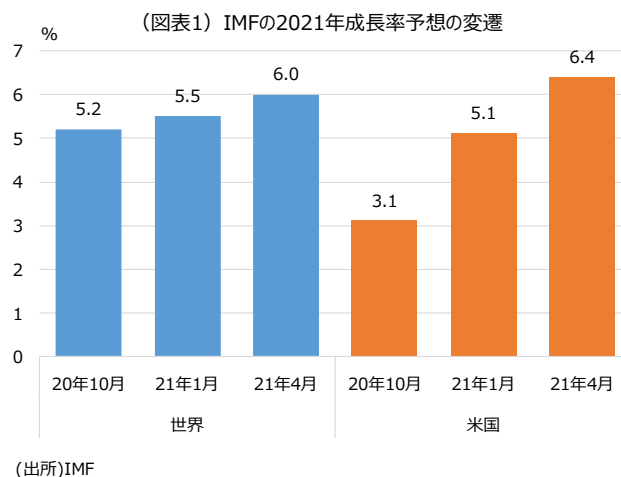
試される FRB の忍耐力

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. IMF は米財政政策を評価

IMF が 4 月 6 日に発表した新しい世界経済見通しでは、米国の 2021 年の経済成長率が前年比 +5.1% から同 +6.4% まで上方修正された。昨年 10 月時点の見通しでは同 +3.1% だったので、半年間で 3% を超える上方修正がなされたことになる（図表 1）。

今回の米国の見通しの上方修正は、1.9 兆ドルの景気対策の議会通過を評価した面が大きい（図表 2）。米民主党にとっては、大統領職に加え、上下両院も制した「トリプルブルー」の効果が早速現れた形である。特定期間の義務的経費の増減に関しては、財政調整措置のもと、上院ではフィリバスター（議事妨害）に合うことなく過半数で可決できる。こうした事情があるにしても、共和党の抵抗が思いのほか弱かった印象があるが、トランプ前大統領の誕生以降、小さな政府にこだわる伝統的な共和党員は減っている模様である。感染症の拡大もあり、歳出拡大に関しては、党派を超えたコンセンサスが以前より得やすくなっている面はあるだろう。



（図表2）米国の追加経済対策概要
◎ 昨年12月末成立の追加経済対策の概要

失業保険給付拡充（週300ドル上乗せ）
給与保護プログラム（PPP）延長
家計への現金給付（1人600ドル支給）
教育学校関連補助
コロナ検査ワクチン補助
航空業界支援
立退きに直面する賃貸人向け支援等
合計 約0.9兆ドル

◎ 3月成立の追加経済対策の概要

家計への現金給付（追加で1人1,400ドル）
州・地方政府支援
パンデミック失業給付拡充（週300ドル⇒週400ドル）
有給病気休暇の拡充
学校再開、その他教育財源
ワクチン接種、検査体制強化
家賃支援、緊急住宅支援等
合計 約1.9兆ドル

（出所）各種報道資料等

2. バイデン米大統領は追加策を準備

財政政策の効果一巡に伴う景気失速を懸念する向きもある。確かに、これ程の規模の財政政策はそう何度も打ち出せるものではない。しかし、向こう 1~2 年はむしろ景気過熱を警戒したほうが良さそうである。

バイデン大統領は、歴代新大統領にとっての鬼門である、就任後最初の中間選挙を乗り越える必要がある。感染症の克服と力強い景気回復は、最大のアピールポイントになるはずで、それまでは財政の息切れによる景気減速を座視して見過ごすとは考えられない。足りないと思えば（足りていても）、二の矢三の矢をつがえる構えを見せるだろう。

すでに総額 2.3 兆ドルのインフラ投資計画が狙上に載っている。これだけでも、景気過熱をもたらすに十分な規模に見えるが、今月中には、育児や医療、教育に関する二つ目の投資計画も発表される予定である。インフラ投資と合わせ、10 年間で計 3 兆~4 兆ドルに上るとの報道もある。問題は財源で、バイデン氏は法人増税や富裕層の増税で賄うとしているが、こちらはさすがに共和党の強い抵抗が予想される。結果として、国債増発で賄う

ということになれば、国債需給の悪化懸念とインフレ懸念で長期金利に一段の上昇圧力がかかり、株価に悪影響を及ぼす可能性がある。

また、足元では一次産品価格が広範に上昇、これがコストプッシュ的なインフレ圧力になっている（図表3）。インフラ投資計画案が大きな修正なく議会を通過すれば、原油をはじめ、銅やアルミ、ニッケル等の工業金属価格が一段高となるだろう。バイデン大統領がトランプ前政権の保護主義的政策を踏襲、あるいは一段と強化する路線を選ぶのであれば、マクロの供給面のボトルネックがインフレ圧力として働く可能性も出てくる。需要面、供給面、財政面と、多方向からインフレ圧力がかかれば、人々のインフレ期待に非連続的な変化をもたらすリスクがある。

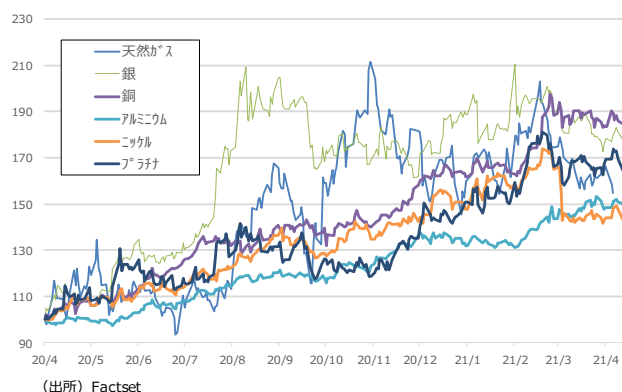
3. FRB は高圧経済を実践か

問題になるのが、FRB（米連邦準備制度理事会）の対応である。金融政策に対する市場の注目度は、株式市場のターニングポイントになりうるイベントのなかでも群を抜いて高い。直近のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、2023年いっぱい、政策金利はすえ置かれる可能性が高いとの見通しが示されている（図表4）。これが割高ともいえる株式市場を支える安心感につながっている。

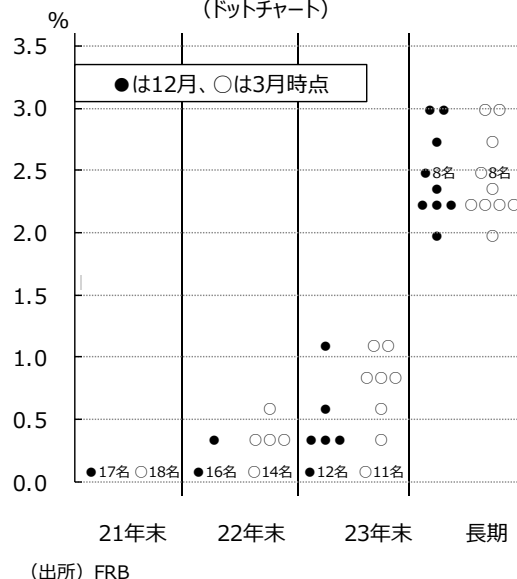
IMFの予想通り、2021年に6.4%の成長を記録したとして、あと1年以上利上げをしないというのはかなりの忍耐を必要とするように見える。ただ、FRBは昨年8月以降、平均物価目標の概念を採用している。消費者物価指数が目標値の前年比2%に達しても、しばらくは引き締めに動かないとの方針で、ある程度の景気過熱を容認するスタンスである。

雇用が回復基調にあるといっても、コロナ前と比べれば800万人超の雇用が失われたままであり、現時点のスタンスとしてはこれはおそらく正しい。3月の非農業部門雇用者数は前月比+91.6万人と、市場予想を大きく上回ったが、これまでに失われた雇用量と比べれば、これでも微々たる量である（図表5）。また、失業者のうち27週以上失業している人の割合が約4割を占める。こうした長期失業者は、スキルや意欲が失われるため容易に再就職できず、この結果景気低迷下での高失業率が景気回復後も定着するリスクがある。元米財務長官のL. サマーズ氏が唱えた「ヒステレシス効果」で、サマーズ氏はこれを前提に「長期停滞論」を展開した。これを克服する手段のひとつが、こうした失業者にも問題なく仕事が回るレベルにまで、景気を「噴かす」ことである。「高圧経済」と言われるもので、レベル感とは

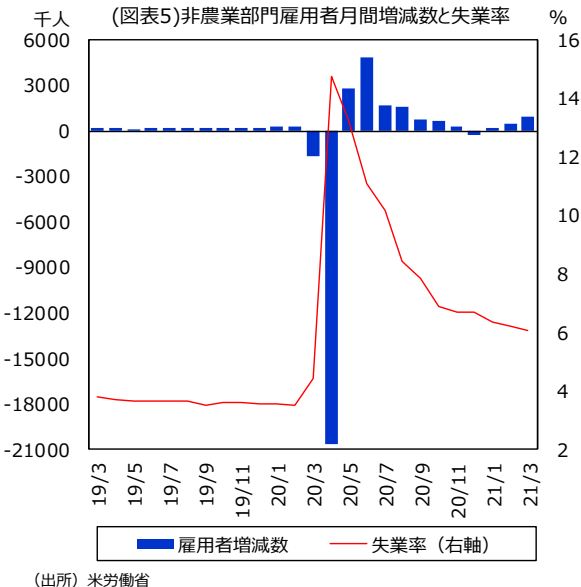
（図表3）主要一次産品価格の推移（20/4/1=100）



（図表4）FOMCメンバーの政策金利見通し（ドットチャート）



（図表5）非農業部門雇用者月間増減数と失業率



もかく、パウエル FRB 議長の視野にもある程度入っていると考えられる。ただ、これまで財政出動の意義を主張した当のサマーズ氏が、バイデン財政については過剰な規模だとして批判している。また、実際に「噴きあがった」あとは、FRB のインセンティブが変わる（引き締めへの誘因が増す）という「時間的非整合性の問題」に直面する。パウエル議長は平均インフレ目標の、「平均」を取る期間を明らかにしていないが、これが思いのほか短くなる可能性は捨てきれない。

4. 燃えるインフレ懸念

パウエル議長は、景気過熱によるインフレの可能性を否定している。米国経済のインフレへの耐性がどのくらいあるのかは、実際のところ試してみないとわからない。雇用市場の現状を考えれば、少なくともまだ大きなデフレギャップが残っている。日本のようにデフレ下にあった国とはレベルが違うにしろ、米国も本格的なインフレは長い間経験しておらず、日銀が物価目標未達の理由の説明に使う「適応的期待」が米国でも低インフレ期待としてある程度定着している可能性もある。

かといって、明確なインフレの足音が統計から確認できるまで、景気刺激策を続けるというのでは、政策修正が手遅れになる可能性が高まる。閾値を見極めるのは困難で、早めに動く必要がある。FRB の忍耐が意外に早く試される機会が訪れても不思議ではない。

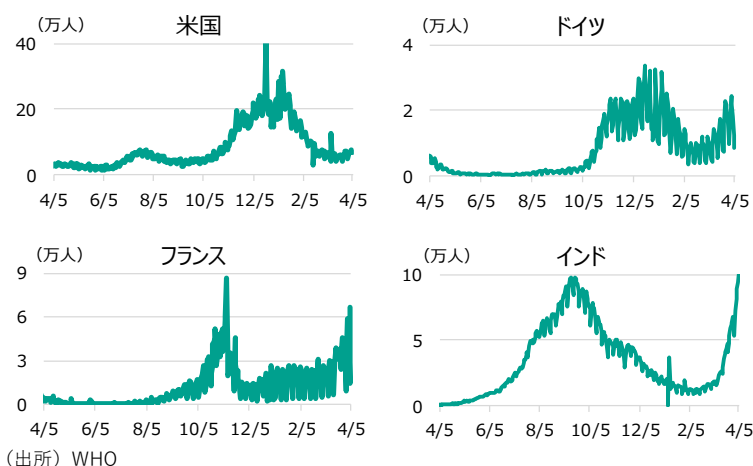
当社では今のところ、FRB の利上げ時期を 2023 年前半とみている。もっとも、FRB は、これまで同様、テーパリング（資産買入額の縮小）、買入れ終了、利上げ、バランスシート縮小の順で正常化への道を歩むことが想定されており、最初のターニングポイントはテーパリングの開始時期である。2013 年 5 月に、当時のバーナンキ議長がテーパリングを示唆したときは、長期金利が急騰するという、「テーパータントラム」に見舞われた。この経験から、同様の措置を取る際は、相当前から慎重に織り込ませるとみられている。パウエル議長の任期が 2022 年 2 月までであることも考慮する必要があるだろう。続投かどうかはまだしばらく明らかにならないが、任期前にテーパリングが始まる可能性も低くない。

5. テーパリングの「示唆」はいつか

パウエル議長は、11 日に放送された TV インタビューで、米経済は成長や雇用が先行き一段と力強くなる「変曲点」にあると指摘した。一方で、感染症が引き続き脅威だとの見解も示しており、まずはその動向の見極めが必要となる。ドイツやフランス、インドなど、いったん収束したように見えた後で再び感染が拡大する例は多い（図表 6）。チリのように、ワクチン接種が世界でもっとも進んでいる国のひとつにもかかわらず、感染者数が急拡大してロックダウンに追い込まれた例もある。チリでは、人々が安心して繁華街へ繰り

出したのが要因と言われているが、米国でもワクチン接種が進むにつれ、人々の往来が回復、夏の旅行の予約も急拡大している模様である。もし、夏場にかけて再び感染者が爆発的に拡大するようなことがなければ、「変曲点」を早期に超えていく可能性が高まる。その場合、定例の 8 月末のジャクソンホール会議あたりでテーパリングの示唆があっても不思議ではない。市場がそこから利上げの時期をどう読み取るかが次なるポイントとなる。

（図表6）各国の新規感染者数の動向



※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。
掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411