

Contents *****

特集：「高圧経済」の米国でインフレは起きないか？	1p
＜今週の”Economist”誌から＞	
“Why the Suez Canal and other choke-points face growing pressure”	
「スエズ運河や他のチョークポイントが圧力に直面している理由」	7p
＜From the Editor＞ 不思議な共和党	8p

特集：「高圧経済」の米国でインフレは起きないか？

ときどき日本と米国は、まったく対照的な動きを見せることがあります。新型コロナウイルスに対する対応が典型で、米国で大変な被害が出ている一方、日本での影響は比較的軽微です。ところが経済活動はといえば、55万人の死者を出した米国の方が活発で、死者9000人の日本が沈滞しているように見える。ワクチンの急速な普及といい、大規模な経済対策の発動といい、米国の思い切りの良さはときに羨ましく見ることがあります。

そして今後の米国は、「高圧経済」という大実験を開始する模様です。超低金利政策を続ける中で、大型の財政政策を出動する。長期金利は上昇しているし、インフレ懸念もないわけではない。そして「ワクチン・オプチミズム」も広がっている。このことはどんな結果を生み、世界経済にどんな影響をもたらすのか。興味の尽きないところです。

● 「コロナ感染」が海上輸送を混乱させている？

3月は呆れるくらいに日本企業に関する「事故」が多かった。単なる「印象論」になってしまうかもしれないが、「コロナ騒動」が1年も続くと、組織のあちこちに疲労が積み重なっているのではないか、と思えるくらいである。

*スエズ運河における正栄汽船の座礁。年間1.9万隻の航海動脈に激震（3/23～30）

——1週間にわたって通行できず、450隻が待機。海上保険の請求額はどれくらい？

*ルネサス（那珂工場）の火災。車載向け半導体不足に拍車（3/19～）

——クリーンルーム内のメッキ工程から出火。3/11震災以来の事態。在庫もひっ迫

*みずほ銀行のシステム障害。4月の頭取交代が白紙に（2/28～）

——同行のATM、5891台のうち7割が停止。2週間で4度の障害。

*東電柏崎刈羽原発でテロ対策不備が発覚。規制委員会が初の「赤」判定。(3/16)

——再稼働が難しくなれば、経済産業省のカーボンニュートラル政策にも暗雲。

*野村HD子会社がNYで約20億ドル損害の可能性。

——ヘッジファンドの投資失敗による損失が拡大。みずほFGも？

なかでもスエズ運河の座礁事故は、世界的な注目を集めることになった。今週の The Economist 誌の解説によれば(本号の P7 を参照)、近年の海上貿易量は一貫して増加を続けている。運河の拡張工事やパイプラインによる迂回、はたまた北極海航路の開拓など、さまざまな努力が行われている。それでも紛争や政情不安もあるから、世界のチョークポイントはますます波乱含みになるだろう、とのことである。

真面目な話、座礁した巨大な船体が目一杯コンテナを積み上げている映像を見たときは、「これでは一度、荷物を降ろさないと船が動かないだろう」と感じたものである。しかるに、こういう巨大船が往来してくれないと、世界経済が回っていかない、というのが国際海運の現状なのである。ともあれ運河封鎖が1週間で済んだのは上出来で、滞船の解消など海上交通の混乱は2週間程度で収束するとのこと。被害額はそれほど巨額にはならないだろうし、物価への影響も限定的にとどまるはずである。

国際物流の世界では、「コンテナが足りない」という事態も起きている。主要な原因は、米国における「巣ごもり需要」と「港湾の混雑」である。今の米国では、「外食にも映画にもジムにも行けない」人々が、ネットショッピングに精を出すからモノ消費が活況を呈している。お陰で米国の貿易赤字は拡大し、昨年上半期は月300~500億ドル台であったものが、下半期は一貫して600億ドル台で推移している。同時にロサンゼルスやロングビーチなど西海岸の港湾には、コンテナが山積みになっている¹。

コロナ感染のために荷役の作業員が足りないことも、物流停滞の原因になっている。そうになると入港できないままに、船が「沖待ち」を強いられることもある。加えて陸送に回ったコンテナも、どうかするとドライバーやトレーラーの不足で戻ってこなかったりする。

結果として米国でコンテナが滞留し、アジアに還流しない。世界的なコンテナ不足によって、コンテナ運賃は既に前年比約3倍程度に急騰している。米国の「巣ごもり消費」が、世界の物流を麻痺させるという構図なのである。

コンテナ船の運賃上昇は、当然のことながら全世界に影響を及ぼす。物流コストは最終製品価格において1割程度を占めるに過ぎないので、これが全世界的なインフレをもたらすということはないだろう。それでも利幅の薄い商品は、輸出をあきらめるケースが出てくるだろうし、サプライチェーンの見直しにつながるかもしれない。特に国際物流の大動脈から外れた国にとっては、まことに「いい迷惑」であろう。

「国際物流の目詰まり」現象は、原因としてはコロナであっても、問題の本質は米国経済の「強過ぎる内需」にあると言えるだろう。

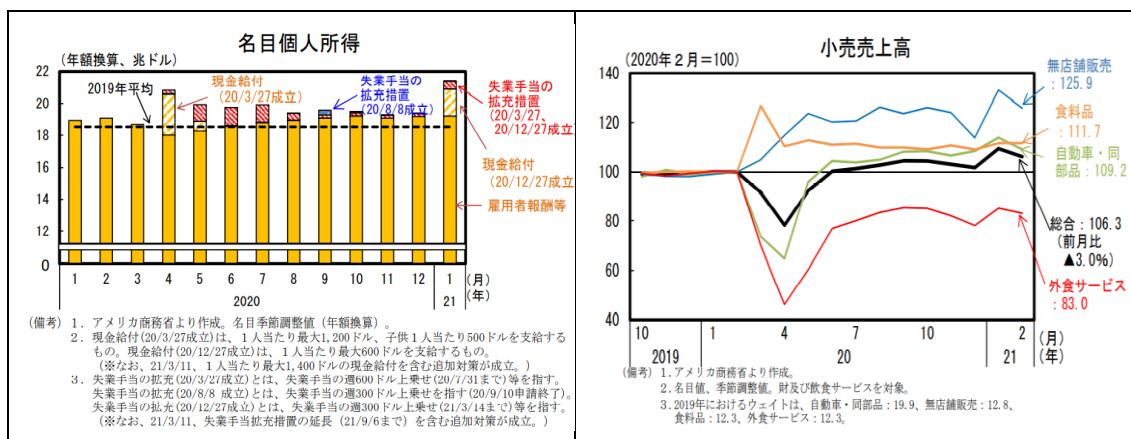
¹ 今朝の日経朝刊(4/2)も「米西海岸アジア貨物急増 港湾混雑で運賃上昇」と伝えている。

●給付金が「巣ごもり消費」を加速している？

今月の月例経済報告（関係閣僚会議資料）において、内閣府が米国経済に関する面白いグラフを紹介している。昨年4月と今年1月、コロナ対策の現金給付があった直後に個人所得が上振れし、そのタイミングで小売売上高が伸びている。

わが国における昨年春の10万円の給付金は、ほとんど貯蓄に回ったという話は、本誌1月22日号「データで見る日本経済の『不都合な真実』」でご紹介済みである。ところが米国の消費者はさすがに消費性向が高い。現金が手元に届くのが早いことも手伝ってか、すぐに支出に回っている。特に無店舗販売の伸びが大きい。

○内閣府、月例経済報告（3月）から



3月11日にはARP法（米国救済計画法）が成立し、新たに1.9兆ドル（約200兆円！）の追加経済対策が加わった。対GDP比で9%もあるので、相当な刺激効果があることは疑いのないところ。今回の対策の目玉は、一人1400ドルの給付金や失業保険の上乗せ（週300ドル）、児童税額控除の拡大など。トランプ政権時代の経済対策は、富裕層や企業に手厚いトップダウン型だったが、バイデン政権ではボトムアップ型であることが売りである。「下位20%の所得層の収入を20%増やす」と言われている。

昨年4月の1人1200ドル、今年1月の600ドルでも小売りが伸びているのだから、今回の1400ドルも間違いなく刺激効果があるはずで、そうなるとまた「巣ごもり消費」を加速することになる。またしても港湾が混雑するのではないだろうか。

そうでなくても最近の米国経済は、ワクチンの急速な普及とともに楽観的なムードが醸成されつつある。ホワイトハウスのHP²を見ると、ワクチン接種の進捗状況が日々更新されていて、4月1日時点の「COVID-19 ワクチンを1回以上受けた成人の比率」は38%であり、政権発足時の1月20日以来1億3700万回の接種が行われている。「既に3人に1人以上!」と考えると、集団免疫の獲得もそう遠い先のことではないように思える。

² <https://www.whitehouse.gov/>

●FOMCの見通しはご都合主義的か？

米国はつくづく極端な国である。コロナ感染で既に55万人以上が亡くなっているが、景気はかなり強い。逆に日本は累計の感染者数でさえ50万人以下、死者もようやく9000人を超えたところである。

3月のFOMCは金融政策の現状維持を決定したが、経済見通しを前回から大幅に上方改定している。その理由は、「ワクチン・オプチミズム」と「ARP法の1.9兆ドル」と言えよう。ただし以下の数字を見ていると、以下のような疑義も生じるところである。

○3月FOMCの経済見通し

		2021年	2022年	2023年
実質GDP成長率	3月(今回)	+6.5%①	+3.3%	+2.2%
	12月(前回)	+4.2%	+3.2%	+2.4%
失業率	3月	4.5%	3.9%	3.5%②
	12月	5.0%	4.2%	3.7%
インフレ率	3月	+2.4%	+2.0%	+2.1%③
	12月	+1.8%	+1.9%	+2.0%
コアインフレ率	3月	+2.2%	+2.0%	+2.1%③
	12月	+1.8%	+1.9%	+2.0%

- (1) 今年のGDP成長率が+6.5%に達するのは結構な話だが、これはARP法によってかさ上げされた数字である。となれば来年は「財政の崖」ができるので、22年の成長率はその分、低下するはずである。そうなっていないのは、来年も大型の財政支出が続くと予想しているのだろうか？
- (2) 2023年には、失業率が3.5%にまで改善することになっている。3.5%といえばトランプ政権時代の最高値であり、確かにそれくらい雇用状況が良くなると、マイノリティの賃金も上がって”Full Employment”(完全雇用)を超えた”Inclusive Growth”(包摂的成長)となるだろう。しかし、今後はコロナ下で労働移動が起きるはず。例えば”Leisure & Hospitality”(娯楽・宿泊)分野が、コロナ前と同じ水準の雇用を必要とするとは考えにくい。他の産業分野が育って、雇用を吸収してくれないと困るのだ。
「再来年には3.5%」という予測は、いささか「欲深」であるように思える。
- (3) そしてインフレ率やコアインフレ率は、足元では少々上がっても長期的には2%前後で安定することになっている。しかしこの間、ゼロ金利は継続することになっているから、株価や住宅などの資産価格はなおも上昇が続くはずである。それでも実体経済は物価安定が続くという見通しである。いくらフィリップスカーブが「寝た」状態になっているとはいえ、本当にこんなことが続くのだろうか？

●バイデン政権は意図的に「高圧経済」に誘導？

ということで筆者の眼には、上記想定シナリオが「ご都合主義」に思えて仕方がない。しかるにこれは、米連銀が中央銀行としては珍しく、「デュアル・マンデート」(物価と雇用の安定)を与えられているという「お立場」がなせる業であろう。物価と雇用を秤にかければ、今は雇用の方が重要であることは自明である。

本稿執筆時点では、今夜発表の3月雇用統計はわからないのだが、米国経済は昨年2月から4月の間に2236万人もの雇用減を体験している。まさしく「コロナ蒸発」と言うべき強烈な現象であった。そして昨年4月から今年2月の間で、雇用は1289万人増加している。まだ947万人も足りない。そしてこの間に、米国の労働参加率は低下しているのである。

経済政策の司令塔であるイエレン財務長官は、「コロナ感染で失われた約1000万人の雇用が回復するまで、強力な財政出動を続ける」と言っている。そしてARP法に続き、バイデン大統領は3月31日に「向こう8年間で2兆ドル」を投資する成長戦略、“The American Jobs Plan”を打ち出した。大型のインフラ投資や気候変動対策、研究開発投資などを通して、雇用を創出する長期計画である。さらに今後は、教育やヘルスケア産業に対して、約1兆ドルを投資する計画を追加する構えである。

これらの政策は、選挙戦で公約した内容そのままなので、特に驚くべきものは入っていない。財源に関しては、法人増税に踏み込んだものの、富裕層増税には言及していない。この辺は、議会内の情勢や中間選挙を睨んだ高等戦術なのであろうが、どう見ても財政赤字やインフレを警戒している気配はない。

バイデン政権としては、「景気対策が小さ過ぎるよりは、大き過ぎて後悔する方がいい」と割り切っているのであろう。ひとつにはオバマ政権のときに、リーマンショック対策で2009年に実施した景気刺激策(7870億ドル)が小さ過ぎた、という反省がある。またイエレン財務長官はかねてから「高圧経済」(High Pressure Economy)という持論があり、景気が過熱するくらいにしないと、雇用が本格的に回復しないと考えている。

米国経済は2008年の国際金融危機以降、長らく低迷状態が続いたので、企業の研究開発投資や労働参加率の低下が慢性化し、供給力が低下してしまった。これを「負の履歴効果」と呼んでいる。おそらくこれは、1990年代の日本経済がヒントになっているのであろう。不良債権問題の解決に時間を要したことにより、日本には「就職氷河期世代」ができるなどして潜在成長力を低下させてしまった。経済が「空白の10年」を経験してしまうと、得てして次の10年も冴えないことになる。

それを考えると、米国経済もこの辺で徹底的な手を打つべきであろう。力強い総需要を喚起して、労働市場がひっ迫するくらいになる「高圧経済」にする必要がある……という理屈は分からないのではないのだが、本当にそれに踏み切るかと言えば話は別である。そして1990年代の日本はかなりの財政出動を実施したけれども、地方都市などに「箱モノ」が増えただけで、あまり効果はなかった、というのが正直な実感である。

●本当に「高圧経済」でもインフレは起きないのか？

「ワクチン・オプチミズム」と景気対策の大盤振る舞いで、米国経済は過熱しないのだろうか。言い換えればインフレは起きないのだろうか。

かれこれ四半世紀というもの、先進国経済でインフレは発生していない。いくら金融緩和が続こうが、財政赤字が拡大しようが、国際商品価格が上昇しようが、持続的な物価上昇には至らなかった。そのもっとも顕著なケースが日本経済であり、インフレよりもデフレの方が怖い存在であった。インフレに警鐘を鳴らす論者は、今までのところは全員が「オオカミ少年」という評価になっている。

今日のエコノミストの中でも、ローレンス・サマーズ教授のような「インフレあり得る派」は少数派のようだ。物価が上昇するとしてもそれは一時的な現象である、むしろ景気の腰折れを心配すべきだ、実際に上がったとしても米連銀が手を打てばよい（つまり起きてから考えればいい）、という論者の方が多い。もっとも本当に金融引き締めが行われる場合には、マーケットは混乱するだろうし、それが上手くゆく保証もないのであるが。

ひとつだけ間違いないのは、1970年代のような賃金インフレが起きにくくなっていることだ。かつての経済は今よりも製造業が中心であり、働き手は概ね男性に限られ、その多くは労働組合に所属していた。ゆえに賃金上昇圧力が働きやすかった。それが今では、①経済はサービス業が中心となり、②女性や高齢者、外国人も含めて働き手が多様化し、③さらに働き方が多様化して、兼業や副業、フリーランスまでが普通のことになっている。④しかも企業側には、「オフショアリング」（海外移転）という選択肢が生じている。これでは賃金の下方硬直性が失われる。つまり賃金が上がらなくなる。この点においても、日本経済は世界の先端を行く課題先進国と言えよう。

ともあれ、バイデン政権は次々と財政支出を拡大し、米連銀は金融緩和を続ける構えである。世界最大の経済大国は、大胆に先端的な政策を取り入れる国でもある。バイデン政権の「高圧経済」は、ことによるとレーガノミクス以来の大実験となるかもしれない。

最後に米国で「高圧経済」の実験が行われた場合、日本など他国の経済にはどんな影響があるのだろうか。

普通に考えれば、対米輸出の増加などを通してプラス効果があるはずだ。実際に最近、米国で長期金利が上昇して為替もドル高円安に向かっている。

それと同時に、一部の新興国は自国通貨を守るために利上げを余儀なくされている。ドル高が対外債務を重くしてしまう、というおなじみの展開である。つまり米国で貧困をなくすための努力が、新興国の経済状況を悪化させる、という皮肉な展開の可能性もある。

米国の「巣ごもり消費」が国際物流を混乱させている、という話を本号の冒頭でご紹介した。米国経済はしばしば世界全体を振り回す。ましてその大実験ということになれば、ますます刮目して見て行かなければならないだろう。

<今週の”The Economist”誌から>

” Why the Suez Canal and other choke-points face growing pressure” Explain

「スエズ運河や他のチョークポイントが圧力に直面する理由」 March 26th 2021

***スエズ運河で座礁したエバーギブン号（正栄汽船所属）は、幸い 1 週間で正常化しました。とはいえ、海上輸送をめぐる状況は「波高し」と The Economist 誌が言っています。**

<抄訳>

お詫びの声は小さかった。今週、日本の正栄汽船は、同社のエバーギブン号がスエズ運河で座礁したとのプレスリリースを行った。23 日火曜日に高波によって進路をそれ、他の船が航行できなくなっている。エバーギブン号が動けないのはともかく、そのところによる経済的打撃は計り知れない。スエズ運河は国際貿易量の 12%が通過し、これを喜望峰周りにすると 1 週間は余計にかかる。こうしたチョークポイントには、他に太平洋と大西洋をつなぐパナマ運河や、ペルシャ湾とオマーン湾をつなぐホルムズ海峡がある。船がエンパイアステートビル級でなかったとしても、こうした箇所は以前にも増して圧力を受けている。

ひとつには Covid-19 以前から海上貿易量は増加している。2010 年に 84 億トンだったが、19 年には 111 億トンに増加した。食料や燃料など死活的商品も含まれる。2000 年には世界の穀物輸出の 42%がチョークポイントを通過していたが、15 年には 55%に増加している。

いくつかは交通量を拡張した。15 年に 80 億ドルの拡張工事により、スエズ運河には 35 kmの新水路が追加され、既存の水路が浚渫されたのでより大きな船が通れるようになった。1 年後にはパナマ運河の拡張工事が完成し、貨物運搬船の 79%が通行可能になった（以前は 45%）。チョークポイントを迂回する手もある。石油なら、SUMED パイプラインが紅海と地中海を結んでいる。しかしすべての商品を陸路で運ぶことはできない。ロシアは北極海航路の開拓に余念がない。しかし年間 3~4 カ月は氷山の状況もあって実現不可能である。

政情不安と紛争も、チョークポイントを避けたい理由となる。2019 年、イエメン内戦を戦うフーシ派は、韓国のリグを曳航するサウジ船を紅海で補足した。イエメン海岸のバブアルマンデブ海峡は、海上輸送される世界の石油の約 1 割が通過する。ソマリアの海賊もこれを狙っている。さらにインドネシアでは、マラッカ海峡の幅は 2.7 キロしかない。

いずれ温暖化により北極圏航路が実用化するかもしれないが、異常気象の増加はチョークポイントを脅かしている。2016 年には中米の異常乾燥により、一部大型船がパナマ運河を通過できなくなった。そして海面の上昇も、港湾の存続を脅かしている。

たった一隻の船が、世界で最も重要な貿易ルートをかたくも長期間止めるとは、誰も考えていなかった。エバーギブン号は、サプライチェーンの脆弱さを改めて思い起こさせる。正常化までには数日、数週間かかるかもしれないが、スエズ運河は年間 1 万 9000 もの船が通過する。しかし将来の海上交通路の混乱は、クレーンや浚渫、タグボートのみならず修理にも及ぶ可能性がある。政府や企業は、先行きはまだまだ波高しと考えなければならない。

<From the Editor> 不思議な共和党

3月27日、東京大学の久保文明教授の最終講義をZoomにて聴講しました。演題は「共和党の過去と現在を考える」でありました。

考えてみれば、米国の共和党とはつくづく変な政党なのである。「小さな政府」と「タカ派外交」と「銃規制に反対」と「強い信仰心」といった政策の組み合わせは、少なくとも日本ではあまり歓迎されないでしょう。というか、よその国でもそんな政党は考えにくい。米国政治ならではの現象なのである。

ところが日本では、安全保障関係者とビジネス界はだいたい共和党支持なのである。筆者の周囲は特にそういう傾向が強いです。しかるに民主党の方が、価値観的には日本人には近いはずなのです。実際にバイデン政権が発足してみると、その目指すところは「持たざる者への共感」や「銃規制強化」、「信仰よりも世俗主義」であって、「多国間主義で軍事より外交重視」であることにホッとするところがある。

逆に共和党は、保守政党と言いながら過激なのである。最終講義ではグローバー・ノーキストの「水曜会」への言及があり、「税金への反乱こそが保守派のDNA」であると紹介されていました。思えば「ティーパーティー」にしても、イラク戦争を扇動した「ネオコン」にしても、米国の保守派はとても過激なのです。さらに今日では「トランプイズム」が誕生している。はてさて、これらをどうやって理解すればいいのでしょうか。

元はといえば共和党はリンカーンの政党で、北部を地盤とする産業資本の利益を代表していた。ロックフェラーのようなお金持ちや、キッシンジャーのような知性を擁していた時期もある。そしてニクソンとレーガンは、いずれもカリフォルニア州知事出身である。今はもうこれらの要素は見る影もありません。

最近の本誌でも、民主党を取り上げる機会が増えました。しかし野党となった共和党も引き続きウォッチしていかなければなりません。2022年の中間選挙では、ドナルド・トランプ一家はどんな役回りを見せるのか。そして2024年選挙は誰が大統領候補に出てくるのか。あるいはトランプ大統領が打ち出した反不法移民や反自由貿易といった主張は、これから誰が受け継いでいくのか……。いや、真面目な話、とっても興味深いじゃありませんか。

* 次号は4月16日（金）にお送りします。

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