

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

特集：アフターコロナの米国経済はインフレか？	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
“Pete Buttigieg’s impossible job” 「ブティージェッジの無理難題」	7p
<From the Editor> バイデンさんのお誕生日	8p

\*\*\*\*\*

**特集：アフターコロナの米国経済はインフレか？**

忘れられて久しい経済現象が戻ってきました。それはインフレーション。春頃には「一時的な現象」とみられていた米国の物価上昇は、秋になっても止まるところを知らず、いよいよ「インフレリスク」が意識され始めました。日本でも「リッター170円のガソリン価格」に、危険なものを感じている人は少なくないはずです。

とはいっても、1970年代のような「狂乱物価」の記憶は遠く、今の若い世代には「金利はゼロなのが当たり前」という感覚が定着しているのだとか。それでも世界経済が、「コロナを抜けたらインフレだった」となっている確率は、どうやらゼロではないらしい。今のインフレは本物なのか、そして制御可能なのか。あるいは日本経済への影響はどうか。「米国経済のインフレ」を総点検してみました。

**● 「バイデン流」の人事と市場介入**

バイデン大統領の仕事は、いつも丁寧で念が入っている。しかしその分、どうしても決定が遅くなる。11月23日の石油戦略備蓄放出はその典型で、日本や中国などに協調放出を要請したために時間を必要とした。その間に、大統領の決断はマーケットでは「折り込み済み」となってしまう、石油価格への影響は限定的であった。相場格言に「知ったら終い」とある通り、市場を動かすためにはもっと大胆に行動しなければならない。

それでも11月25日の感謝祭を前にして、「大統領はこんな風に国民生活を気にしていますよ」というメッセージを伝える効果はあった。休暇でドライブに出かける人もいるだろうし、翌日からの”Black Fryday”の年末商戦向けに懐具合が気になる人もいるはずだ。だからこのタイミングで、何らかの行動が必要だった。オーセンティックな政治手法とは、こんな風に面白味には欠ける。いや、筆者はけっして、トランプ時代の「ツイッター政治」を懐かしんでいるわけではないのだが。

11月22日には、もうひとつホワイトハウス発の「遅い決定」が伝えられた。来年2月3日で任期を迎える米連銀議長に、ジェローム・パウエル氏の再任が決まった。ラウル・ブレイナード理事は副議長に昇格する。この人事報道に対し、市場は「株高、金利高、ドル高」で反応した。

事前の見通しでは、パウエル続投とブレイナード昇格はほぼ五分五分という印象であった。パウエル氏は「物価よりも雇用重視」のハト派であり、ブレイナード氏はさらに「ハト派寄り」とみられていた。いずれも「インフレ対応」には不向きな人選であり、どちらを選ぶかはすぐれて政治的な判断であった。

バイデン大統領としては、パウエル続投の方が無難な選択である。ただし党内左派のご機嫌を取る必要があるとみれば、ブレイナード氏を選ぶというチョイスもあった。こんな風に、政界の空気を読みながら決定を下していくのがバイデン流である。パウエル氏ご本人としては、「もっと早く決めてくれよ」と言いたいところであろう<sup>1</sup>。

「国対族」のバイデン氏は、議会の承認手続きという問題も考慮したはずである。共和党員のパウエル氏は、4年前に賛成84票、反対13票で承認されている。再任のハードルは低い。ブレイナード氏は金融規制強化論者なので、共和党が反対に回る恐れがある。今のタイミングでそんなリスクは取れない、というのは常識的な判断であろう。

パウエル氏は、4年前にトランプ大統領が指名した。そのためにイエレン議長（現・財務長官）は1期だけの議長で終わってしまった。ここで民主党がまた議長を交替させると、FRB議長ポストが党派色を帯びることになる。それは長期的には米連銀の独立性を弱め、金融政策への信認が低下する恐れがあった。端的に言えば、「ブレイナード議長が利上げをしても、市場が反応しない」といった事態の可能性である。しみじみバイデンさんは、トランプさんの尻ぬぐいをする役どころが多い。そのことが、かならずしもご自身の政治的得点にはつながらないことは、何とも歯がゆく感じられるところである。

## ●「物価上昇」を見誤ったパウエル議長

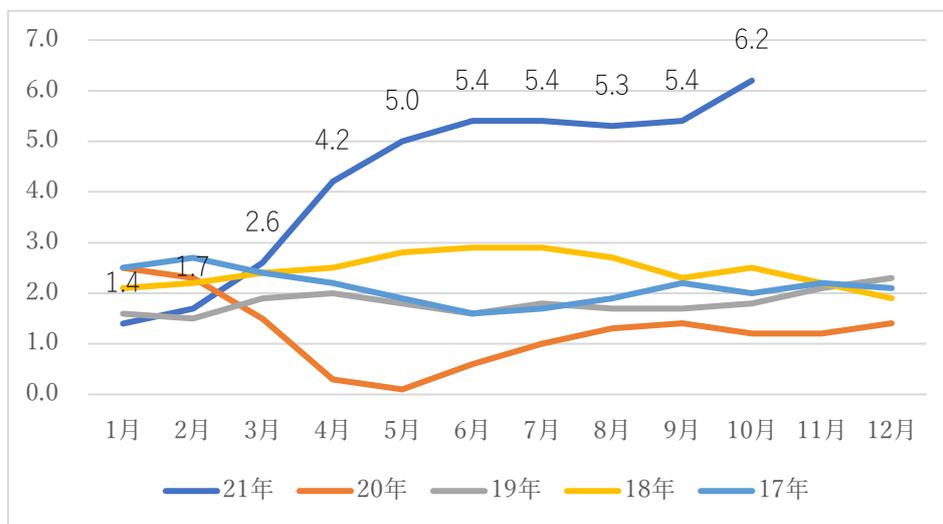
2期目のパウエル議長は、1期目とは打って変わって「インフレ・ファイター」にならねばならないかもしれない。それというのも、パウエル氏は今年の「物価上昇」を読み違えてしまったからだ。

それも無理からぬところがある。CPI（消費者物価指数）は前年比で表される。そして次ページのグラフにある通り、米国の物価は年間を通じてほぼ2%増で推移してきた。ところが昨年、コロナ下で物価はさすがに低迷した（それでもマイナスにはならなかったが）。だとすれば、今年の物価が高めで推移するのは当たり前である。4月に4.2%、5月には5.0%となったけれども、「物価上昇は一時的なもの」という判断に異論は少なかった。

---

<sup>1</sup> 昨年夏の副大統領候補人事では、カーマラ・ハリス上院議員とスーザン・ライス元国家安保担当補佐官のどちらになるか、がなかなか決まらなかった事例を思い起こさせる。どうやらバイデン氏は、「他人の意見を聞く力」があり過ぎて、人事の決定が遅れる癖があるらしい。

## ○米国 CPI の推移



ところがその後も5カ月連続で5%台の物価が続き、**10月のCPIは前年比6.2%増となった**。昨年10月のCPIは1.2%であったから、これではもう「インフレは一時的」とは言えない水準である。

パウエル議長は今年8月のジャクソンホール会合において、物価の先行きに対する楽観論を述べている。その際に、①物価高は一部の商品だけ、②供給制約の問題は時間が解決する、③賃金上昇は見られない、④期待インフレ率の上昇はない、⑤大転換が起きたと見るのは時期尚早、という5つの理由を挙げた。**金融市場ではこれを「ジャクソン・ファイブ」と称しているが、5つの論拠は既に破綻した**と断言していいだろう<sup>2</sup>。

なぜ物価高が止まらないのか。以下の3つの理由が考えられる。

1番目は**個人消費の過熱**である。コロナ下の米国政府は、給付金をはじめとする大盤振る舞いに打って出た。日本の場合は給付金の7割が貯蓄に回ったと言われるが、米国民はそれをしっかり使ったのである。それも外食や旅行、ジム通いなどのサービス消費が止まっていた手前、モノをバンバンと買いまくった。

商品の発注はネットでクリックするだけで済むが、売る側はちゃんと商品を届けなければならない。メーカーが商品を製作して、流通網を使って、最後はエッセンシャルワーカーが自宅まで届けねばならない。つまり需要側はヴァーチャルだが、供給側はリアルなのである。この**需給の「非対称性」が、サプライチェーン問題（供給制約）を引き起こした**。

米西海岸にはアジアから到着したコンテナ船が群れを成し、荷役が滞って消費者の手元にモノが届かない。そしてコンテナが還流しない。今年になって、せつせと空のコンテナをアジアに戻しているけれども、今度は陸送用のトラック運転手が足りないと来ている。もっともこれらは、時間はかかるけれども、いずれは解決するはずの問題である。

<sup>2</sup> さすがに古過ぎたか。幼い頃のマイケル・ジャクソンもメンバーの一員であった。

2 番目の理由は、コロナからの回復過程で国際商品価格の上昇が始まったことである。特にエネルギー価格の上昇が顕著である。なぜそんなことになるかという、性急な「脱・炭素」政策によるところが大きい。ESG 投資が増えたことで、化石燃料の開発にはおカネが回らなくなっている。エネルギー業界としては、長期の開発投資を止めざるを得ない。それで石油や天然ガスの値段は上がる。喜ぶのは OPEC やロシアなどである。他方、再生可能エネルギーの普及には時間がかかる。なおかつ、使い勝手も良くないのである。

燃料価格の上昇は、穀物など他の国際商品の値段にも影響する。日本でも、大豆商品を使った食品価格が軒並み上がっている。COP26 は終わったばかりだが、今のような「直線的アプローチ」の脱・炭素政策を続けている限り、この状況は大きく変わらないだろう。日本経済も輸入インフレを警戒する必要がある、と考えなければならない。

3 番目の理由は、労働コストが上がってきたことだ。米国で雇用回復が遅れているのは、景気対策による失業手当の上乗せ金が多過ぎるからだ、という批判が以前からあった。今年 9 月には、さすがに上乗せ金は期限切れになったのだが、だからと言って労働市場に一気に人々が戻ってくることはなかった。

米国の労働参加率は、コロナ前の水準に戻っていない。ひとつにはコロナを機に、完全にリタイアした高齢者がいる。長引くロックダウン生活で、人生観が変わった人たちもいる。仕事よりも、家族と一緒にいる時間を大切にしたい、通勤はなるべく少なくしたい、もっと条件のいい仕事を探したい、ということで「選択的失業」が増えている。

結果として雇用主は賃金を上げざるを得ない。この辺り、日米の労働事情の違いが嫌でも思い知らされる。賃金の上昇は、本来、市場メカニズムを通じて勝ち取るものであろう。日本も本気で賃上げを目指すのなら、「成長から分配へ」を標榜する「お上」のお慈悲にすぎるのは、心得違いも甚だしいと言わざるを得ない。

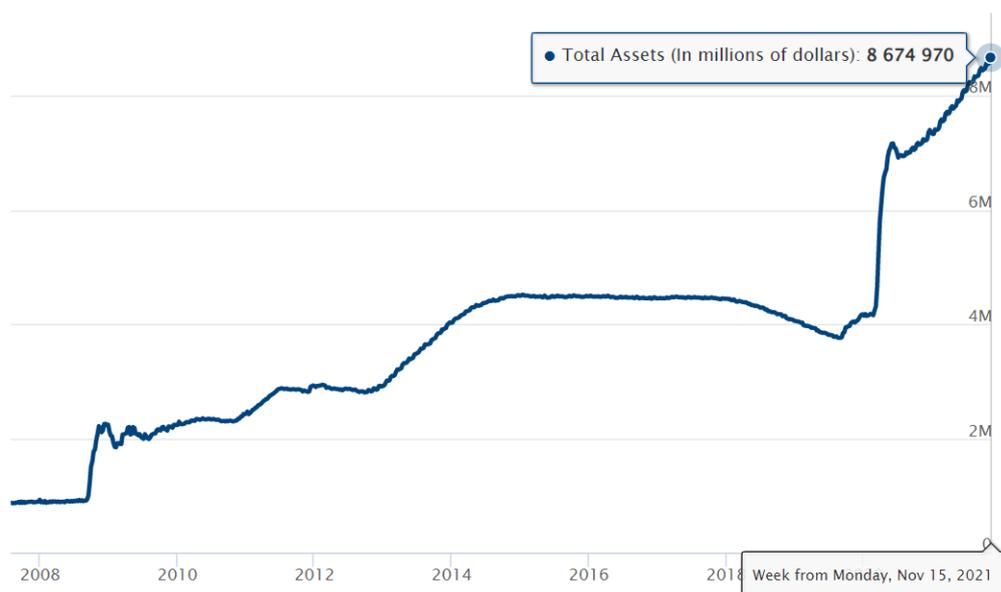
他方、「2~3 年たって貯金が減ってくれば、労働者は職場に復帰するだろう」との見立てもある。賃金インフレが続くかどうかは、今後のコロナの感染状況など、ある程度時間がたってみないとわからない、というのが正直なところだろう。

## ● 「インフレの責任」は政治問題化する

インフレが意識されると同時に、米連銀の超金融緩和策からの出口政策が現実味を帯び始めた。まずはテーパリングで、既に 11 月の FOMC から開始されている。今回の量的緩和政策 (QE) は、来年 6 月には終了する見込みである。

あらためて次ページに米連銀のバランスシートを掲げてみた。直近 (11 月 15 日) の総資産は 8.67 兆ドル。2008 年にリーマンショックを体験するまでは、せいぜい 8000 億ドルに過ぎなかった資産は、度重なる QE 政策ですでに 10 倍以上になっている。前回のテーパリング局面では、総資産は 4.5 兆ドルで頭打ちとなり、その状態が長く続いたものである。今回のテーパリング局面は、おそらくその倍程度でピークを迎える公算が高い。いやはや、はるけくも来たりしものかな、との感慨を覚える。

### ○米連銀のバランスシート<sup>3</sup>



ここまで派手な金融緩和を行っても、今までの米国経済ではインフレが起きなかった。しかるにコロナ下で大規模な財政政策を幾度も組み合わせると、さすがにインフレが生じてしまった、と言えるのではないだろうか。

思えば年初の時点で、インフレに警鐘を鳴らす向きもあった。代表的な論者に、クリントン政権の財務長官、ローレンス・サマーズがいる<sup>4</sup>。最近では「新自由主義者」と見なされているサマーズ氏は、ポール・クルーグマンなどリベラル派の経済学者から総攻撃を受けた。今となっては、「ボク、言いましたよね!？」と言っていい立場である。

そのサマーズ氏は、「失業率は2~3%の問題だが、物価は100%の人々に影響する」と言っている<sup>5</sup>。お説ごもつとも。失業の痛みはごく一部の人のものであるが、それに比べて物価高で得する人は誰もいない。世界経済にとっては、忘れて久しい痛みと言える。

サマーズ氏はまた、こんな警告も発している。「インフレが制御されないという感覚が、リチャード・ニクソンやロナルド・レーガンの大統領選勝利を後押しした。今日のインフレにはドナルド・トランプ復活というリスクもある」と。これもよく分かる。

バイデン政権はこれまでに2つの大型予算を実現した。最初は「レスキュープラン」の1.9兆ドルで、今年3月に成立した。次にBIB (Bipartisan Infrastructure Bill) こと超党派のインフラ法案の1.2兆ドルであり、11月15日に大統領のサインを得て成立した。老朽化した道路や橋梁、鉄道、電力と水道網などの整備や、EV投資などに振り向けられる。

<sup>3</sup> [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_recenttrends.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm)

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

<sup>5</sup> “There is a lesson from the experience of the 1970s, which is [that the] difference between higher and lower unemployment is 2 or 3 percent of the people being unemployed. The difference between higher and lower inflation is 100% of the people feeling they’re being robbed of purchasing power by higher prices. (11月14日、CNN)

さらに民主党は BBB (Build Back Better) 法案で、社会支出と気候変動対策などに 1.8 兆ドルの歳出を目指している。共和党側は、「こんなに膨大な財政出動が、インフレを招いたのではないか」と異議申し立てをすることになる。

## ●「安過ぎる日本」を実感する日々へ？

「コロナ明け」の米国経済を待っているのは、本当にインフレなのか。例えば原油価格は、今年の冬（北半球）の寒さ次第の面もあるけれども、来年春になれば落ち着きを見せるはずである。米国経済自体も、来年になると「財政の崖」効果が生じるので、さすがに減速に向かうだろう。そして米国の労働者も、雇用市場に戻ってきて賃金は低下に転じるかもしれない。CPI がソフトランディングする可能性は十分にある。

その一方で、市場は米国の金融政策が「出口」に向かうことを意識し始めた。テーパリングは来年 6 月に終了するとして、利上げのタイミングはいつなのか。あるいは来年中に何回行われるのか。この辺りは来月の FOMC (12/14-15) において、発表されるドット・チャートがどうなっているかが注目したいところである。

「米国は利上げに向かう」という認識は、世界的なドル独歩高をもたらすことになる。そうなれば、ドル高円安は必至である。現状では 1 ドル 115 円前後で推移しているが、これを受けて早くも「悪い円安」との声が飛び交い始めた。近年はドル円レートがきわめて狭いレンジで推移しており、為替介入も行われなくなって久しいので、小さな動きが大きな反響を呼んでしまうようである。

来年に向けて、ドル円レートが 1 ドル 120 円台に向かうとしたら、それを止める手段は限られていよう。本当に追い込まれてしまうと、「口先介入」はかえって逆効果になってしまう。来年は円安を「痩せ我慢」する日々が続くかもしれない。

このところ「安過ぎる日本」という指摘が多くなっている。デフレ的な状態が長らく続いたために、日本は世界でもっとも物価が安い国になっている。海外からの物価上昇に対しても、なるべく容認しないことを良しとする独自の風土が醸成されつつある。このまま円安が進めば、海外の高級食材などで「買い負け」することが増えて、情けない思いをする機会が増えるかもしれない。

しかるにもっと大変なのは新興国通貨であろう。趨勢的なドル高局面においては、しばしば新興国で通貨危機が起きる。現在はトルコ・リラでそれが生じていて、エルドアン政権の通貨安政策が市場の攻撃を受けている。「いつか来た道」であり、1990 年代後半のアジア通貨危機と基本的な構造は変わっていない。

仮に今後、インフレが本格化したとしても、金利の上昇はそうそう起きないだろう。少なくとも「急騰」といった事態は考えにくい。むしろそれよりも先に、為替相場の変動が早く来る。2022 年、世界が「脱コロナ」に向けて動き出す中で、真っ先に警戒を要するのは新興国市場と考えておくべきだろう。

<今週の”The Economist”誌から>

”Pete Buttigieg’s impossible job”

「ブティージェッジの無理難題」

Lexington

Nov. 20<sup>th</sup> 2021

\*久しぶりに、The Economist 誌の米国政治オタクコラムを取り上げてみました。民主党若手のホープ、ピート・ブティージェッジ運輸長官は今どんな仕事をしているのでしょうか。

<抄訳>

1兆ドルの超党派インフラ法案が成立して、バイデン政治は久々に輝きを取り戻した。ホワイトハウスの南庭に集った両党幹部を前に、「この国を前進させるには妥協と合意あるのみ」と大統領は述べた。ところがこの間にも、保守陣営は運輸長官バッシングに忙しい。

ブティージェッジ氏は先週、「高速道路や地下道は、しばしば白人と黒人を隔てるために建設されてきた」と述べた。保守派 TV 司会者のタッカー・カールソンは、「インフラ法案は気候変動や人種問題ばかり気にしている」とブティージェッジ批判を強めている。

弱冠 39 歳の市長は昨年、見事な大統領選挙を展開した。ハーバードとオックスフォード卒であり、6か国語でのインタビューをこなす。「インフラのレイシズム」という指摘もその通りで、白人家庭が黒人の 8 倍も裕福だという格差を生んでいる原因のひとつである。

右派はインフラ法案を警戒している。仮に今後、さらに 1.85 兆ドルの法案が通るにせよ、この法案はバイデンの中期立法成果の主要部分となる。ブティージェッジ運輸長官の予算は 1.5 倍となる。巨大だが、ワシントンでは目立たない官庁だ。ただし市長時代の経験が役に立つ。バイデン人気低迷の中で、めずらしくインフラ整備が注目を集めている。

民主党にとって惜まれることに、1965 年のメディケア、1981 年のレーガン減税、2010 年のオバマケアなど、全て直後の中間選挙で与党が負けている。インフラ予算の恩恵が感じられるのはずっと後のこととなろう。ブティージェッジ氏の評価もまた同様となるはずだ。

新作映画『ピート市長』では、彼の普通さと周囲の熱狂が対比的に描かれている。アイオワ州などでは他の候補を圧倒していた。同性愛者だと公言したのもさることながら、目立たない中道主義を世代交代というメッセージにして発信した能力に注目すべきだろう。

ブティージェッジ氏は歳出法案のために既に 2 ケタの州を訪れている。ハリス副大統領の人気はイマイチなので、ポスト・バイデンには彼を、との憶測を生んでいる。まだ任期の 1 年も過ぎていない状態では、民主党として破滅的な動きであり、いかにも時期尚早だが。

運輸省は議会の監視の下で、州や市に対して安全基準と予算を回すのが仕事である。かならずしも支出を管理できない。他方、彼が預かる裁量的支出が来年は 420 億ドルとなれば、責任があるとみなされよう。市長時代の経験が役に立つといいのだが。

もうひとつの難点は、現政権が目指す人種的正義である。インフラ工事で破壊された少数派のコミュニティは戻らない。歴史的過ちを糾すつもりがないのなら、期待値を上げて左派と右派の両方を刺激すべきではなかろう。彼への風当たりはもともと強いから。

## <From the Editor> バイデンさんのお誕生日

先週末、11月20日はジョー・バイデンさんのお誕生日でした。なんと79歳です。ちなみに米国人の平均寿命は2020年のデータでは77.3歳で、コロナのせいで前年比1.5歳短縮しているそうです。平均値はとうに超えてしまいました。

ボケてきたんじゃないか、といった指摘は最近ではめずらしくなくて、「米国は台湾防衛の義務がある」みたいな失言を何度もしております。大統領がそれを言うたびに、事務方が訂正（「わが国の政策は変わっておりません」etc.）に追われるわけですが、ここまでしつこいと、「実は意図的な失言なのではないか」との疑いが浮かびます。

それというのも、米台関係は微妙なものがありまして、「米国は台湾を守るとは言わないが、守らないとも言わない」という曖昧戦略を採ってきました。なおかつ米国側には、台湾の国防軍がどれくらい本気で戦うつもりがあるのか（実は大陸に靡いてしまうのではないのか）という疑念があったり、「お前たち、国産の潜水艦を開発する予算があつたら、もっと実用的な兵器を（俺たちから）買えよな」という不満があつたりもする。打算もあれば、腐れ縁もある。これぞ複雑な米台関係と言えましょう。

バイデンさんの場合、1979年に台湾関係法が出来たときには、上院議員としてそれに賛成票を投じている。何しろ若い頃のことだから、中身をキチンと理解していることでしょう。逆に言えば、最近の政策課題は少々怪しいかもしれない。筆者も60代に突入しておりますので、その辺は自覚するところがあります。

ところで1979年といえば、最初の『機動戦士ガンダム』が放送された年であります。最近の筆者は、Amazon PrimeでこのTVシリーズを見返しはじめ、第12話（「ジークジオン！」から「坊やだからさ」のくだり）までたどり着いたところです。

このシリーズ、毎回こんなフレーズで始まります。

「宇宙世紀0079、人類が増え過ぎた人口を宇宙に移民させるようになって、すでに半世紀。地球から最も遠い宇宙都市サイド3は、ジオン公国を名乗り地球連邦政府に独立戦争を挑んできた。1ヶ月余りの戦いでジオン公国と連邦軍は、総人口の半分を死に至らしめた。人々は自らの行為に恐怖した」。

いやー、なんて野蛮なんでしょう。なにしろ当時は冷戦時代ですから、SFものの核戦争なんかでは、本当に人類を滅ぼしたりするんです。今見ると無茶振りもいいところですが、40年前のアニメは絵柄も古いけど、世界観も古いのです。いやもう、「ジャクソン・ファイブ」と同じくらい古い。

そういう時代に駆け出しの上院議員だった方が、今では合衆国大統領なのであります。そして大学時代にガンダムを見た当方は、今では還暦を過ぎているのですから、「あの頃はこうだったんだよ」と、だんだん伝えにくい時代になっているようです。

あらためて考えてみると、バイデンさんの任期はまだ 1 年も過ぎておりません。最初の任期が終わるのが 2024 年、そこから再選を目指してとなると、ため息が出るほど先のこととなります。つくづく身体を大事にしていきたいと思います。

ところでユーチューブ上で変なものを見つけました。あのドナルド・トランプさんが歌っている「ハッピーバースデー、ジョー・バイデン」。11 月 20 日にアップされています。ホントに相変わらずですねえ。

<https://www.youtube.com/watch?v=o-L50GfGHnY>

\* 次号は 12 月 10 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](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com)