

門間 一夫の
経済深読み

米国のインフレは収まるか

～F R Bにも見えない未来～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト 門間一夫 2022年1月17日

激変した米国の物価情勢

米国がインフレに襲われている。F R B（米国連邦準備制度理事会）が金融政策において重視している物価指標は、個人消費支出デフレーターである。それが前年比+5.7%まで上昇している。物価は食料・エネルギー価格の短期変動に振らされる傾向があるため、それらを除いた「コア」もよく注目されるが、そちらで見ても前年比+4.7%である。F R Bが目標とする2%を大きく上回り、約40年ぶりの高インフレになっている。

このような事態は1年前には全く想定されていなかった。1年前、F R Bは2021年末のインフレ率を+1.8%と予測していた。それが実際には前述の通り6%近くになった。先進国の中央銀行が1年後の物価見通しを、これほど大きくはずすのは珍しい。

物価情勢の激変を受けて、F R Bは大急ぎで金融政策の舵を切っている。1年前は、少なくとも2023年末まで政策金利をゼロ近辺に据え置く見通しだったが、実際にはこの3月にも利上げが開始されそうな情勢になってきた。その後の利上げペースも、しばらくは急ピッチかもしれない。年央あたりにはバランスシートの縮小も始まるのではないか。

筆者自身も、昨年3月に「米国はインフレになるか」という文章を本欄に掲載している。1年もしないうちに「米国のインフレは収まるか」という文章を書くことになるだろうとは、全く思っていなかった。

インフレ要因オールスターズ

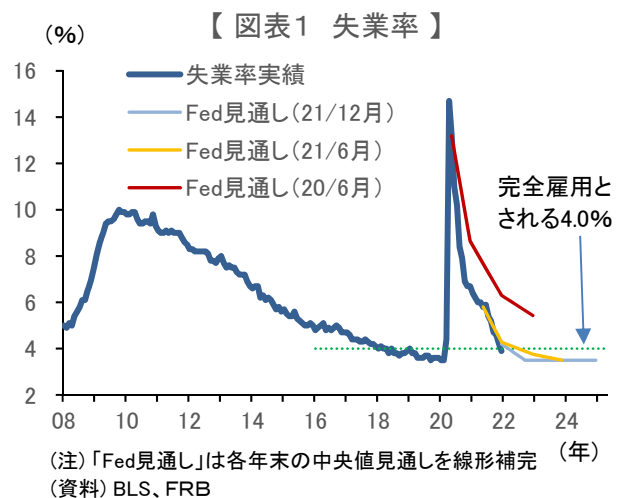
短期間にここまでインフレが高まった背景は複合的である。通常思い浮かぶすべてのインフレ要因がそろったと言ってよい。

第一に、財に対する需要の盛り上がりである。米国の個人消費は、コロナ第1波に伴う落ち込みから急回復し、昨年4～6月以降、コロナ前の「水準」どころか「成長トレンドの延長線上」まで完

全に戻っている。サービス消費はコロナ前の水準にすら戻っていないのだから、財の消費がコロナ前の成長トレンドをはるかに上回っているということである。驚くべき強さだ。米国のインフレについては、供給面に原因があるかのように語られることが多いが、これだけ猛烈に需要が増えれば、供給が正常だったとしてもインフレになっていたに違いない。

第二に、そのうえで供給面の要因も確かにある。これは米国に限らずグローバルな現象だが、生産現場や輸送のオペレーションはコロナ禍の影響で制約されている。半導体の不足もなかなか解消されない。とくに米国の場合、財の消費や調達には輸入への依存度が高いうえに、国土が広大で輸送経路が長いことも、供給問題が起きやすい背景になっているとみられる。

第三に、労働需給の急速な引き締めである。昨年12月の失業率は3.9%まで低下し、FRBが完全雇用の目安としている4.0%をあっさり下回った(図表1)。特筆すべきは低下のスピードである。コロナ前の景気拡大期においても、失業率は50年ぶりの水準まで低下していた。ただ、低下のペースは、完全雇用が近づくにつれてかなり緩やかになった。前回、失業率が6%から4%割れまで低下するのに45か月を要した。富士山の山裾のようになだらかな傾斜であった。ところが今回は、同じ幅の失業率の低下がわずか8か月で起きた。



完全雇用という「地面」に向かって、マッターホルンの壁のごとく落下した。単に失業率が低いというだけでなく、急速なスピードで労働需給がタイト化したことで、賃金に強い上昇圧力が加わっている。

第四に、巨額の財政支出である。米国ではトランプ政権下の2020年に、巨額の給付金が既に支給されていた。それに積み重ねるように、バイデン政権は2021年3月、景気回復が鮮明な中で1.9兆ドルもの巨額支出を決めた(米国救済計画)。当時予想されていた先行き4年分の需要不足を、全部足して2倍にしたよりも大きな金額であった。そんな桁外れの財政を出せば間違いなくインフレになる、と声高に警告したサマーズ教授の見立てが、正しかったということだ。

第五に、国際商品市況の上昇である。これは世界的な現象なので、米国だけでなく欧州や日本でも大きなコスト上昇要因になっている。この面でのインフレ圧力は、LNGなどの価格急騰に直面する欧州の方がむしろ深刻かもしれない。

中長期的なインフレ局面への転換なのか

米国のインフレは今後どうなるだろうか。FRBの見通しでは、2022年末+2.6%、2023年末+2.3%、2024年末+2.1%と緩やかに低下し、目標の2%にソフトランディングするとされている。

しかし、過去1年間で見通しがあれほどはずれたのだから、この局面での先行き見通しはほとんど意味がない。

それでも方向性として、今年はインフレ率が低下傾向をたどりそうだということは、かなりの確からしさで言える。先ほど挙げた様々なインフレ要因には、コロナ禍からの回復に伴う過渡的な性格のものが多いためである。当面オミクロン株の世界的な動向を巡る不確実性は大きいですが、コロナ禍の影響が基調的には弱まっていくと考えれば、供給面の制約は労働市場も含めて、徐々に和らぐ方向であろう。財政支出の効果も薄れていく。財に対する旺盛な需要にも、さすがに減速の動きが見られ始めている。

一方、よくわからないのは、コロナ禍の影響が薄れて経済がほぼ正常化した後、中長期的にどの程度のインフレ圧力が残るのかである。住宅価格の上昇を反映して、家賃の上昇率も高まってきている。家賃の上昇率はいったん高まると、すぐには低下しにくいので、しばらくインフレ全体を押し上げる要因になりうる。労働需給についても、失業率だけでなく求人数や自発的離職率なども踏まえると、足元の状況は歴史的な引き締めであり、これが多少和らぐ程度のことでは賃金上昇率は目立って低下しないかもしれない。70年代のような賃金と物価の激しいスパイラルは起きないだろうが、それでもコロナ前に比べれば両者とも高めの上昇率のまま、新たな均衡に落ち着く可能性は残る。脱炭素へと各国の政策や企業戦略が変化する中で、化石燃料への投資不足が世界的な「グリーンフレーション」を持続させる可能性もある。

他方で、2010年代に多くの先進国が低インフレになった理由として、グローバル化、技術革新、高齢化などの構造要因がよく指摘されていた。それらが突然消えたわけではない。2010年代に根付いた構造的な低インフレが、今はコロナ禍のどさくさに覆い隠されているだけだとすると、2020年代全体という長い時間軸で見れば、やはり低インフレに戻る可能性も十分ある。

F R Bが今、利上げ路線へと急速に舵を切っているのは、上記のうちの高インフレシナリオを予想しているからではない。高インフレシナリオの可能性が高まる場合に備えて、あくまでリスクマネジメントとして、超金融緩和からの軌道修正ぐらいは図っておいた方がよい、と考えているのである。政治家や国民に対して、今この局面でインフレと戦う姿勢を見せないわけにはいかない、というプレッシャーも当然ある。中長期を見据えたフォワードルッキングな金融政策など、理論上の美学にすぎず、現実の中央銀行は目先の対応に追われるのである。

したがって、少し先になれば、F R Bの姿勢は再びいかようにも変わりうる。仮に3月以降何回か続けて利上げしたとしても、今年の後半か来年あたりにインフレの減衰がはっきりしてきたら、F R Bはそれ以上の利上げには相当慎重になるのではないかと考えられる。利下げさえありうる。F R Bにとって、高インフレに備えたリスクマネジメントは重要だが、低インフレに戻らないようにしたいという思いはもっと切実である。「低インフレから抜け出す千載一遇のチャンスだったのに、みずからそのチャンスをつぶした」という結果にだけはならないよう、F R Bは慎重にも慎重を期すだろう。

米国が低インフレ・低金利から中長期的に抜け出すことになるのかどうかは、少なくともあと1～2年はじっくり見きわめなければならない。

GDP成長率の減速に注意

ただ、いずれにしても2%物価目標が存在する以上、2%から大きく乖離したインフレが中長期的に続く可能性は低いと考えられる。2%より少し上が続くのか、少し下が続くのかという違いであり、その違いはFRBにとっては重大でも、本当はどうでもよい話に限りなく近い。

むしろ気になるのは、その2%近辺にインフレが落ち着くためには、今後GDP成長率がどの程度減速しなければならないかである。コロナ前の実質GDPを潜在成長率の1.8%で延ばしたラインを、米国の潜在GDPとしよう。すると、FRBの成長見通しが実現すれば、先行きの実質GDPは潜在GDPを上回り続けることになる(図表2)。これではインフレは収まらないのではないか。

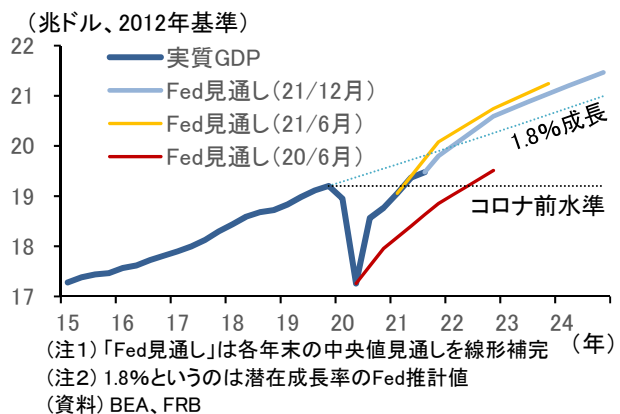
実は、昨年6月時点での見通しから12月時点での見通しへの変化をみると、実質GDPは下方修正になっている。成長率が下振れたにもかかわらず、その6か月の間にインフレが大きく加速したのである。物価が安定するには、もっとはつきりした実質GDPの下方修正が必要になりそうだ。

コロナ禍がもたらした需要と供給のミスマッチは、解消に時間がかかる可能性がある。労働市場では、コロナ禍をきっかけに早期退職を決めた人々が少なくないとも言われている。これらは潜在成長率を低下させる要因である。IT投資などで長期的には潜在成長率の低下は回避できると仮定した場合でも、足元および先行き1~2年程度のインフレ圧力を評価するには、そもそも潜在成長率が1.8%という上記の仮定自体が過大評価である可能性が高い。そうだとすれば、インフレの収束に必要な景気減速の程度は、実は相当大きいのではないか。

株式市場はその可能性を意識しているだろうか。スタグフレーションまで織り込む必要はないにしても、「顕著なスローフレーション」は十分ありうるシナリオである。成長率がそれなりのマグニチュードで下振れた場合、それが自律的なものであれば利上げをきっかけとするものであり、株価は大きめの調整圧力にさらされる可能性が高い。その場合、米国で複数回の利上げがあっても、リスクオフでむしろ円高になる可能性もある。

パンデミックが消えない中でのグローバル経済には、もともと不確実性が大きいと、とりわけ米国のインフレとその影響については、ありうるシナリオを相当広いレンジで想定しておく必要がありそうだ。

【図表2 実質GDP】



●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。