

みずほマーケット・トピック(2021年2月16日)

アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争

ワクチン接種の進捗と新規感染者数のピークアウトが鮮明になる中、米国では「現行の経済政策はインフレを招くのか否か」の論争が見られ始めている。論争の火付け役はサマーズ・ハーバード大学教授。「長期経済停滞論(セキュラー・スタグネーション)」で知られる同氏が、経済対策規模の過剰さを指摘したことは直感的に意外感があり、世間の耳目が一気に集まった。一方、イエレン米財務長官は「パッケージが不十分であれば、雇用と経済の回復は遅れる恐れ」を指摘。実際、長期失業者割合や労働参加率は悲惨な数字が続いており、現時点でタカ派な主張は支持を得にくいと言える。とはいえ、失業保険の上乗せ給付などは逆に長期失業者を増やしているのではないかと懸念も。また、実体経済の方向感が改善で見えている以上、タカ派の論陣に与するような雰囲気は少しずつ強まるだろう。とすれば、市中金利の上昇とそれに伴うドル買いの盛り上がりにも構えておくのが無難というのが筆者の基本認識である。

～サマーズ教授が一石を投じたインフレ論争～

ワクチン接種の進捗と新規感染者数のピークアウトが鮮明になる中、米国では拡張財政路線について論争が起きている。争点は「アフターコロナが視野に入り始めている中、現行の経済政策はインフレを招くのか否か」である。この点に関し、有力な経済学者や閣僚がそれぞれのポジションから様々な主張を放ち、様々な報道が見られている。後述するように、こうした動き自体はアフターコロナが近づいていることを予感させる前向きな兆候と言えるだろう。

論争の火付け役はサマーズ・ハーバード大学教授と見受けられる。サマーズ教授は米ワシントンポスト紙への寄稿で「通常のリセッション(景気後退)のレベルを超え、第2次世界大戦時のレベルに近い規模のマクロ経済対策は、過去一世代に経験することがなかったようなインフレ圧力を引き起こす可能性がある」、「リセッションを招かずに急激なインフレを抑制することはこれまでよりさらに困難ではないかと心配している」などと警鐘を鳴らした。「長期経済停滞論(セキュラー・スタグネーション)」で知られる同氏が、経済対策規模の過剰さを指摘したことは直感的に意外感があり、世間の耳目が一気に集まった。また、サマーズ教授と言えばクリントン政権では財務長官、オバマ政権では国家経済会議(NEC)委員長を歴任した民主党の経済政策立案における重鎮中の重鎮である。ゆえに現政権への批判的な目線が注目を集めた部分もありそうだ。

もちろん、サマーズ教授も財政出動規模に関し「小さ過ぎるリスク」は「大き過ぎるリスク」よりも重大だという点でバイデン政権への理解もある程度示しており、拡張財政路線を止めろという立場ではない。だが、無限に続けられるかのように思われてきた財政出動に一石が投じられた意味は大きい。確かに、市場ベースで見ても、調査ベースで見ても、米国のインフレ期待は腰折れするどころか、上昇に転じている¹。実体経済の悲惨な状況について異論の余地はないが、「にもかかわらず、

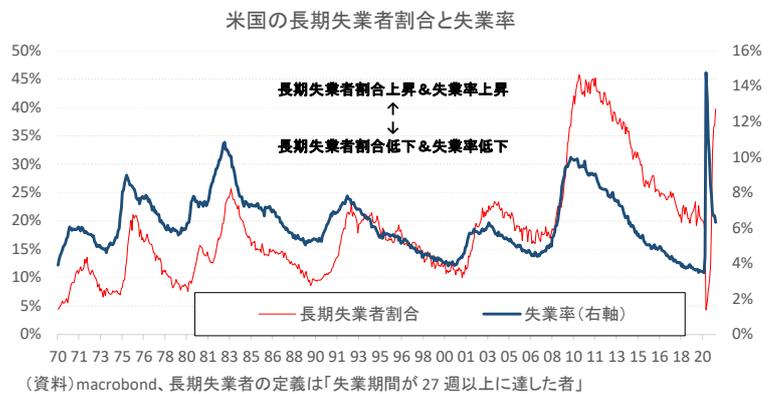
¹ 本欄 2021年2月12日号『下がる実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～』をご参照下さい。

インフレ期待が落ちてこない」という「ねじれ」を前に「悪いインフレ」に構える胸中は理解できる。サマーズ教授のほかにも「拡張財政は必要だが、もう形振り構わない支出は止めるべき」という論調は散見されている。例えば手厚さで知られる失業保険の上乗せ額については漸減案が指摘され、新たな経済対策に含まれる予定の現金給付(1400ドル)の受給資格も年間所得(現行案は7.5万ドル以下の個人および15万ドル以下の世帯に限定)の制限をより厳格化すべきとの声が出ている。

～止まらない長期失業者割合の上昇傾向～

上述したようなサマーズ教授の主張に対抗する論陣は多いが、筆頭はいエレン米財務長官だろう。同長官はサマーズ教授の寄稿を受けて「十分な規模の積極的な追加経済対策パッケージが実行されれば、米国は2022年に完全雇用に復帰し得る」が、「パッケージが不十分であれば、雇用と経済の回復は遅れる恐れがある」と抗弁している。いエレン財務長官もインフレリスクは一定程度認めてはいるが、「そうなれば対応できる政策手段がある」と述べ、むしろ対策を出し渋れば「失業率が4%(≒完全雇用)まで下がるのは2025年になる」と懸念を示している。

いエレン財務長官が政権幹部であることを思えば、現行政策の擁護は当然だが、筆者も同じ基本認識だ。とりわけ、FRB議長時代にいエレン財務長官が重視していた長期失業者や労働参加率の動向に照らせば、現状は全く予断を許さない。図(上)に示されるように、目下失業率ははっきりと低下傾向だが、失業期間が27週以上に達した長期失業者の割合は上昇傾向にあり、1月時点で40%に到達している。そして、図(下)に示されるように、高止まりする長期失業者割合の裏では労働参加率が歴史的な低水準に張り付いたままである。「失業が長期間に及ぶ→就労意欲やスキルの低下→労働市場からの退場→統計上は失業者数が減少し、失業率は低下→労働参加率低下→潜在成長率低下」という展開が明確に懸念されるのが現状である。裁量的なマクロ経済政策の撤回は難しいと考えるのが基本だろう。労働市場の専門家であるいエレン財務長官であればこそ、尚のこと、そう考えているはずだ。



～論争過熱はアフターコロナが近づいている証拠～

もっとも、大戦並みと形容されるGDP比20%を超える財政出動に継続性を期待するのも無理筋であり、政策観の違いを脇に置いたとしても、財政支出の用途に関し慎重な検討が進められてくる

のは当然だろう。実際のところ、「規模を絞るべき」という論陣にも理はある。例えば、手厚過ぎる失業保険が就労意欲を低下させ、結果的に長期失業者を生み出してしまっているという指摘は説得力がある。いきなり上乘せ部分が撤廃されることはないだろうが、漸減の検討自体は合理的に思う。

バブルは崩壊するまでバブルとは分からず、インフレ高進も事後的にしか分からないという意味で似たような部分があるので今見られている論争の決着はまだ先の話だろう。ただ一つ確実に言えることは、冒頭述べたように、財政出動規模に議論の余地が生じていること自体、アフターコロナの接近を感じさせるものだということだ。「いくら対策しても景気減速を止められない」という新型コロナウイルスに関する底知れぬ恐怖感が少しずつ和らぐ中、今後、財政・金融政策に関するタカ派寄りの主張は増えることはあっても減ることはないだろう。一方で、最も重要な雇用・賃金関連の計数はバックワードルッキングにしか改善しないだろうから、ハト派の論陣も安易に譲れない状況は続くことが予想される。しかし、実体経済の方向感が改善で見えている以上、タカ派の論陣に与するような雰囲気が少しずつ強まるはずである。とすれば、米 10 年金利を筆頭とする市中金利の上昇とそれに伴うドル買いの盛り上がりには構えておくのが無難ではないかと筆者は考える。

市場営業部・金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場需給環境～貿易均衡圏という新常态～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか?～過性のまやかかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに?～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか?
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC?～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか?
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか?
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか?～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のプレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か?～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「収穫逡減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とプレグジット交渉の行方
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三種の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか?
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要があるのか?
2020年11月10日	アフターコロナ & アフターランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和仕草～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか?～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか?～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・プレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見るリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか?
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	プレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か?～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか?～「インフレの芽」なのか?～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか?～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか?
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか?～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～