

リセッションのシナリオ ～気味の悪いハリケーンとは？～

I. 米国はリセッションに陥るのか！？

構え始めた米産業界

米国経済のリセッション（景気後退）懸念が俄かに噴出している。JP モルガン・チェースのダイモン CEO（最高経営責任者）が 6 月 1 日に「ハリケーンはすぐそこにある、我々の方に向かってやってくる（中略）備えた方がいい」と警戒を発すると、翌日にテスラ社のマスク CEO は経営幹部に対し、「経済状況は非常に気味が悪い（super bad feeling about the economy）」として、世界中でライン作業員などを除き採用を停止し、10%の人員削減を示唆したと伝えられている。ウェルズファーゴのショーフ CEO は 5 月中旬時点で、米経済が下り坂に向かっているのは「間違いない。何らかのリセッションを回避するのは非常に難しい」と言い切っている。上記以外にも、多くの金融界トップがリセッション懸念に言及し始めている他、カンファレンスボードが 5 月に世界各地域で行った調査（回答企業数約 450 社）によれば、3/4 超の CEO が 2023 年末までに主要事業地域でリセッションに陥るとみている¹。久しく聞かれなかった、低成長（スタグネーション）とインフレ（物価上昇）が併存するスタグフレーションに留まらず、リセッションとインフレが併存する「インセセッション」という懸念する出てきている。

ダイモン CEO は財政出動による人工的な成長とその後の金融引き締め、それに加えウクライナ情勢の 3 点を懸念の背景に挙げている。マスク CEO の発言の意図は正確には分からないものの、同 CEO は 2021 年末時点からリセッションの観測を発信していた。その背景としてはいわゆる緩和マネーによってゾンビ企業が生きられており、リセッションによってこれら企業は淘汰されるべき、という考えがある模様だ。

¹ CFO（最高財務責任者）の回答では 6 割超に留まっており、CFO は CEO よりリセッションへの警戒心が高いのは興味深い。

リセッションのパターン

これら 2 人に共通しているのは、パンデミック救済策によってもたらされた超緩和的金融状態からの急激な引き締めがリセッションを引き起こすという事である。そして今日、そのペースは 40 年ぶりの高水準となっているインフレ率により、さらに加速することが予想されている。その結果、米国経済は本当にリセッションに陥るのか？もし陥った場合、どのような対応策があるのか？

本稿ではまず過去のリセッションの局面を振り返り、改めて現状を把握したうえで、今後の見通しを考えていきたい。

第二次世界大戦終結後からこれまでの約 77 年間、米国経済は 12 回のリセッションを経験している（第二次世界大戦中のリセッションは除く）。それぞれの要因や状況は異なるため大雑把な分類となるが、そのうち 5 回は戦争や紛争が要因の 1 つと考えられ、またオイルショックやバブル崩壊など、戦争以外のショックイベントが要因の 1 つと考えられるリセッションも 6 回発生した。またリセッション前に CPI（消費者物価指数）の大きな上昇が確認されたのは 8 回あり、物価上昇やその予防を背景とした大幅な利上げが確認されるのは 9 回ある。また失業率は何れもある程度の上昇がみられ、20 年のパンデミックによるリセッションを除く失業率上昇率の平均は 2.8%となっている。時代別にみると、1990 年代までのリセッションは、戦時の過熱した経済や、中東紛争や革命などによる急激なコスト上昇による物価上昇、そしてそれらに対応するための利上げがリセッションを引き起こしているケースが多い。他方 21 世紀に米国で起こったリセッションは、バブル経済やパンデミックといった紛争以外のショックが引き金となっている（図表 1）。

[The Economist 紙](#)は、現状のリセッション懸念が、1980 年代の高インフレ時や 1970 年代のオイルショック時、さらに 2000 年代のドットコムバブルにそれぞれ類似する点があるものの、現在の状況や経済構造が当時と異なる点も多くあり、今日のリセッションは今日の状況と経済構造から判断する必要性を指摘している。

図表 1：米国経済の過去のリセッション

	ピーク (リセッション 開始)	トラフ (リセッション 終了)	背景、起因	GDP増減	失業率		CPI (総合)			政策金利(*)			戦争	ショ ック	イン フレ	利上 げ
				年率	開始時	終了時	前後ピーク	開始時	終了時	前後ピーク	開始時	終了時				
1	1948/11	1949/10	世界大戦終了後の旺盛な消費の縮小、金融引き締め	-1.1%	3.8	7.9	10.2	4.8	-2.6	1.2	1.1	1.1	○		○	
2	1953/07	1954/05	朝鮮戦争時のインフレ対策の影響、FRBの政治からの独立が明確化、金融引き締め	-1.9%	2.6	5.9	3.0	0.4	0.9	2.2	2.0	0.8	○		○	○
3	1957/08	1958/04	金利高などによる前年までの自動車、住宅市場の悪化、アジアかぜ	-2.0%	4.1	7.4	3.7	3.6	3.6	3.5	3.2	1.3		○	○	○
4	1960/04	1961/02	米自動車産業不振、前年の金融引き締め	-0.5%	5.2	6.9	1.9	1.9	1.5	4.0	3.9	2.5				○
5	1969/12	1970/12	ベトナム戦争により増加した財政赤字の緊縮とインフレ上昇	-0.5%	3.5	6.1	6.4	5.9	5.6	9.2	9.0	4.9	○		○	○
6	1973/11	1975/03	1971年の金本位制廃止、大型財政出動、1973年の第4次中東戦争による第1次オイルショック	-1.3%	4.8	8.6	12.2	8.3	10.5	12.9	10.0	5.5	○	○	○	○
7	1980/01	1980/07	1979年のイラン革命による第2次オイルショック、高インフレへの対策としての金融引き締め	-2.5%	6.3	7.8	14.6	13.9	13.2	17.6	13.8	9.0		○	○	○
8	1981/07	1982/11		-0.8%	7.2	10.8	11.0	10.8	4.5	19.1	19.0	9.2		○	○	○
9	1990/07	1991/03	高金利、債務増、貯蓄貸付組合(S&L)危機、湾岸戦争による原油ショック	-1.3%	5.5	6.8	6.4	4.8	4.8	9.2	8.2	6.1	○		○	○
10	2001/03	2001/11	ドットコムバブル、9/11同時テロ	0.2%	4.3	5.5	3.7	3.0	1.9	6.5	5.3	2.1		○		○
11	2007/12	2009/06	サブプライム住宅ローンバブル	-1.9%	5	9.5	5.5	4.1	-1.2	5.3	4.2	0.2		○		
12	2020/02	2020/04	パンデミック	-19.2%	3.5	14.7	2.5	2.3	0.4	2.4	1.6	0.1		○		

出所：全米経済研究所（NBER）、米労働省、連邦準備経済統計（FRED）などからワシントン事務所作成

(*) 政策金利は1954年6月まで3カ月物国債利回り。それ以降はFF（フェデラルファンド）金利の実効金利
CPIと政策金利の前後ピークは、リセッション開始前後1年の間のピーク

ソフトランディング は可能なのか？

FRB（連邦準備制度理事会）高官はパウエル議長始め、多くがソフトランディングもしくはソフトリセッションは可能と主張している。6月のFOMC（連邦公開市場委員会）後の記者会見でも、ソフトリセッションの可能性について聞かれた際、同時に公表されたSEP（FOMCメンバーによる経済見通しまとめ）を参照し、「2024年までにインフレ率が2%近くまで下がる一方、失業率は4.1%に留まるとの見方自体が、（ソフトリセッションは）可能だと認識している証左。我々はそれを目指している」と、回答している。もちろん、金融当局トップとして自信を示さなければならない場面で

あり、過去においても FRB がソフトランディングに成功した事例もないことはない。

ソフトランディング、ソフティッシュランディングのそれぞれの明確な定義は難しいが、前者はリセッションを引き起こさずに金融引き締めを完遂すること、後者は軽微なリセッションを伴うものと理解するのは妥当だろう²。上記の通り戦後 9 回のリセッションは FRB の利上げに伴ったものだが、これ以外に 3 回の利上げサイクルではリセッションを引き起こさなかった。それが図表 2 にある 1965-66 年、1983-84 年、1993-95 年のサイクルだ。現在の FRB もこの成功例の再現を目指しているのかもしれない。ただこの 3 回の成功例は何れも予防的利上げの意味合いが強く、利上げ開始時の CPI 水準は決して高くない。足元の年率 8% 越えのインフレとは状況が大きく異なる。WSJ（ウォールストリートジャーナル）紙の首席経済コメンテーターを務めるイップ氏は、「FRB はインフレ上昇の予防ではソフトランディングの成功事例はあるが、インフレ押し下げには必ずリセッションが伴っている」と分析、ソフトランディングを目指すには既に手遅れと指摘している。

図表 2：ソフトランディングの成功例

金融引き締め		CPI		FF金利	
開始	終了	開始	終了	開始	終了
1965/09	1966/11	1.7	3.6	4.0	5.8
1983/02	1984/08	3.5	4.3	8.5	11.6
1993/12	1995/04	2.8	3.1	3.0	6.1

出所：World News Era、労働省、FREDなどからワシントン事務所作成

ソフティッシュランディングは実現的？

他方、緩やかなリセッションを伴うソフティッシュランディングを含めると、FRB の成功事例はさらに増えることになる。ブ

² ソフティッシュランディング（Softish Landing）は、クリントン政権時代に FRB 副議長を務めたアライン・ブラインダー氏が使い始めたと言われている。同氏は着陸の瞬間すら分からない「ソフトランディング」はほぼ稀であり、深刻なリセッションを除けば、多くがソフティッシュランディングだと考えている。

ラインダー元 FRB 副議長が 22 年 2 月に 1965 年から今までのリセッションを振り返った [ウェビナー](#) では、上記図表 1 の 5、9、10、11 は、金融引き締めという観点からは「ソフト」の部類に入り、6、7、8 は逆にソフトランディングの意図はなかったと分析している。パンデミックによりリセッションとなった 12 に至っては、引き締めというよりも緩やかな正常化プロセスであったとしている。要は FRB にとって短期間でもリセッションになれば金融政策の失敗というものではなく、傷を最小限に留めつつ物価の安定化をもたらせばいいという、元 FRB 高官の見立てであり、過去のリセッションのパターンを見ても、こうしたソフトランディングが一番見られるパターンとも言える。

II. では、現状は？

パンデミックから始まったインフレ

では現状は多くの CEO が予想している通りリセッションに陥るのか？ その場合、過去のパターンの何れかに当てはまるのか。それとも全く新しいパターンとなるのか。まずは簡単に現状の分析を行う。

今回のインフレ高進の原因を巡っては、政治的な思惑もありワシントンでは冷静な議論がまだ出来る状況とはいえ、元を辿ればパンデミックがきっかけになっている事は間違いないだろう。未曾有のロックダウンを受け、最大 US\$3,200/人の直接給付を含む総計約 6 兆ドルにものぼる財政出動、2 週間という短期間で FF 金利（フェデラルファンド金利）を 1.5% 引き下げゼロ金利に戻し、約 5 兆ドルの国債、住宅ローン債権などの資産を積み増した他、PPP（貸金保護プログラム）や複数の社債購入プログラムにより、市場や企業に莫大な資金と信用を提供した。この他にも、学生ローン返済のモラトリアムなどは現在も続いている。こうした支援に加え、パンデミックからの急激な回復を受けた株式相場の上昇もあり、家計の純資産はパンデミック前から 2 年間で 26% の増加となっている。特に、絶対的な金額としては多くはないものの、流動性が高い決済性口座預金及び現金（checkable deposits and currency）は、パンデミック前から 2.5 倍超、金額にして 3 兆ドル超膨れ上がっている。パンデミック初期はロックダウンにより消費が極端に抑えられるなか、流動性の高い現金が米国家計に押し込まれた結果、米国消費者はあぶく銭を抱えることになる（図表 3）。これにより

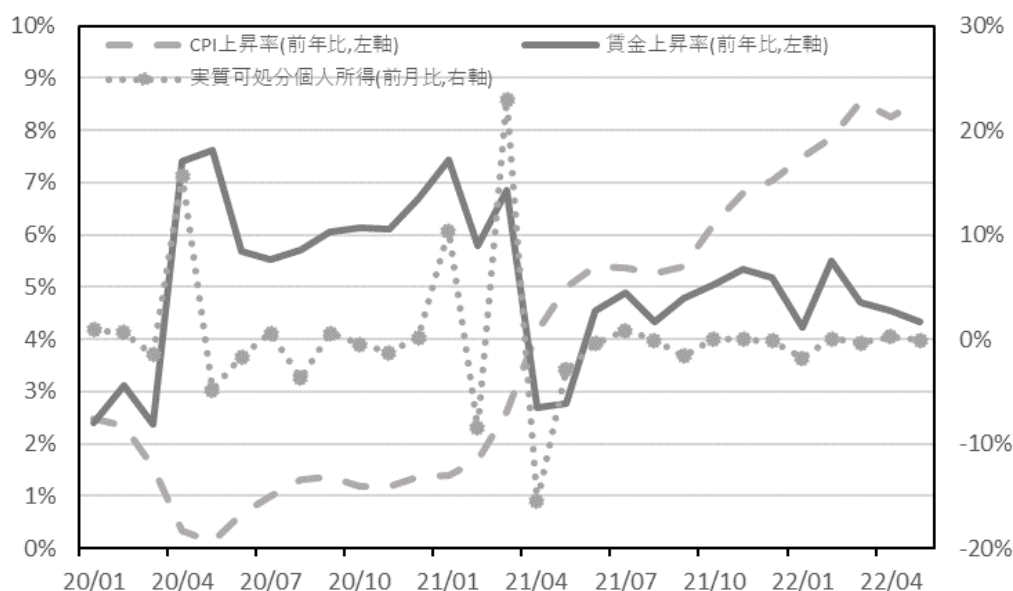
た米国での製油能力は 17.9 百万バレル/日と、5%以上減少している。2021 年年明けまで前年比でマイナスが続いていたガソリン価格は急激な経済活動再開を受け、同年 4 月には前年同月比+50%超と急激な上昇傾向が始まった。

労働市場については、以前の[レポート](#)でも詳しく分析したが、パンデミック初期では大量の一時帰休、レイオフが発生。感染状況が改善すると、今度は手厚い失業保険、学校閉鎖などによる育児、感染を懸念するマインドなどで、労働者はすぐに職場に復帰することはなかった。そこからさらに「大離職」と呼ばれる構造的現象的要因により、月間 400 万人以上が自ら離職するという状況が生まれている。雇用者数は依然パンデミック前の水準に留まる一方で（20 年 2 月：152.5 百万人、22 年 5 月 151.9 百万人）、雇用需要（雇用者数+求人数）は 21 年 11 月時点でパンデミック前の水準を上回っており、このギャップが 11 百万人超という稀に見る求人数となっている。

タイトな労働市場は当然賃金上昇の圧力を強める。賃金上昇がさらなるインフレを引き起こす、いわゆる「賃金インフレ」が米国で起こっているかどうかは議論が分かれる。パンデミック初期は低賃金労働者の大量レイオフなどにより、賃金上昇率は 21 年 3 月まで前年比+6~8%と高い水準が続いた。その後、ベース効果³もあり、一時期 2%台まで低下するも、その後のインフレ高進や「大離職」現象などで、再度 5%前後の水準まで上昇。パンデミック開始以降の 17 カ月間平均では、CPI 上昇率が前年比+6.7%なのに対し、賃金上昇率は同+7.3%と、CPI を上回っている。ただ直近 1 年間に限定すると、CPI は+6.9%、賃金は+4.8%と賃金上昇率が大きく見劣りしている。インフレを加味した実質可処分個人所得は、21 年 7 月からほとんど毎月減少している。足元ではインフレにより消費者の購買力が徐々に削がれ始めている（図表 4）。

³ 前年の上昇率が高いと、翌年の上昇率は相対的に高い上昇率になりにくい効果。

図表 4：CPI、賃金の上昇率（前年比）と実質可処分個人所得（前月比）



出所：労働省、商務省よりワシントン事務所作成

追い打ちをかけるパンデミック以外の要因

パンデミックの要因が収まらないうちに、それ以外の要因がさらにインフレ圧力を強めている。最たるものは 22 年 2 月に勃発したロシアによるウクライナ侵攻であり、エネルギー（原油、天然ガス、石炭）、穀物（小麦、コーン、肥料、油脂性食物）、肥料（カリウムなど）さらには金属（アルミ、パラジウム）や半導体の原材料（ネオン、クリプトン、キセノンといったレアガス）の供給に影響を与えている。

それだけではない。2020 年夏から現在にかけて米国では 2012～13 年時のような記録的な干ばつが続いており、局所的な山火事や熱波も発生。穀物価格や食肉価格、さらには木材価格の上昇圧力となり、住宅や家具の価格にも影響を与えている。また高病原性の鳥インフルエンザ H5N8 型が 22 年 2 月から米国でも猛威を奮っており、36 州で 4 千万羽以上の被害が出ており、鶏肉、鶏卵価格上昇の要因となっている。

需要か供給か

今回のインフレの原因は過剰需要か過少供給かという議論がよく行われている。FRB のパウエル議長は断定的な表現は避けながらも、足元の歴史的に強いインフレ圧力は、ロシアのウクラ

パーフェクトストーム

イナ侵攻や半導体不足など、異常な供給サイドの状況があるからだと考えている。サンフランシスコ連銀による最近の[分析](#)によれば、価格と購買量が共に増加している項目を需要要因、価格は上昇しているが購買量が減少しているものを供給要因として分けた場合、個人消費支出（PCE）⁴の半分以上は供給要因、1/3 が需要要因に分類される（残りは明確に分類できず）。他方、エネルギーと食料を除くコア PCE では需要要因のほうが多く、一概にどちらが高インフレを引き起こしているとは確定するのは難しいとも考えられる。

こうしてみると、現状はダイヤモンド CEO が述べたように、悪い事態が重なったパーフェクトストーム級のハリケーンのようにも見える。稀に見るパンデミックにより端を発した経済活動停止と、その対応が生み出した需給バランスの大きな歪み。まだパンデミックの影響が完全に払しょくできないものの、歪みの是正のために未曾有の金融引き締めを迫られ始めた直後に、エネルギー、農業大国が当事者となる戦争が勃発。気候変動が原因かどうかはさておき、自然災害も供給制約を増やしている。表 1 で言うと、戦争もショックもインフレも利上げも全て存在している、近年例にないリセッションになる可能性すらある。

III. FRB と米国経済はパーフェクトストームを乗り切れるか

水先人に責任を転嫁する船長

インフレ高進などを受け、支持率が同時期のトランプ前大統領よりも[下回っている](#)⁵バイデン大統領は、側近に対しインフレ対策に不満を[募らせつつ](#)⁶、ウォール・ストリート・ジャーナル紙にインフレ対策に関して[寄稿](#)した。冒頭 2 文目で、昨今のインフレは「プーチンのウクライナでの戦争によってさらに悪化させられた」と前打ったうえで、インフレ対策の計画として 3 点を挙げた。その 1 点目が「FRB がインフレコントロールの主たる責任を持つ」というものだ。つまり、インフレ対策は政権が主たる責任を負うものではなく、独立機関である FRB が責任をもつということを明確にした。トランプ前大統領による FRB の金融政策への口先介入と対比させる意図であろうが、果

⁴ 商務省が公表する物価指標。労働省が公表する CPI と並んで、米国の代表的な物価指標。

⁵ クック・ポリティカル・レポートによれば、就任 469 日目（就任 2 年目の 5 月 3 日）でバイデン大統領の支持率は 41.89%、トランプ前大統領は 42.09%と逆転。足元ではそれぞれ 40.22%、41.61%とさらに差が広がっている。

⁶ ワシントン・ポスト紙の報道による。

外傷を治療しようと する内科医師

キーは着地点と引き 締めペース

たしてこれが最優先課題としているインフレ対策の 1 番目に掲げる事項なのだろうか、という印象は拭えない。

公平にみても、船舶が難所に差し掛かったところで、水先人に主たる責任を任せる船長という具合だろうか。2 点目に挙げたクリーンエネルギー税控除や薬価引き下げ、3 点目に挙げた連邦政府債務圧縮についても、立法の目途がたっていない、かつ中長期的な効果しか望めない計画であり、インフレが喫緊の課題という認識が薄い印象すら覚える。

確かに「物価の安定」は FRB が 1977 年の連邦準備法によって負うダブルマンデートの 1 つであり⁷、政策金利の上げ下げを含む金融政策の裁量という絶大な権力を持つ FRB がインフレ対策の先頭に立つ事は自然だ。やろうと思えば 1980 年前後のボルカー元 FRB 議長のように FF 金利を短期的に大幅に引き上げ、半ば強引にインフレを抑制することも可能だ。しかしその舵取りを担うパウエル議長は前述の通り、異常な供給要因がインフレを悪化させており、FRB は需要を抑制できるが、供給要因はコントロール外だと、繰り返し述べている。

これまた職業に例えるのであれば、外的重傷を負い出血が酷い患者に、「私はあなたの担当医だが内科医師だから、外科手術は出来ない」として、血液凝固剤を投薬し続けるようなものだろうか。需要を減らすことでインフレは抑制することは出来るだろうが、それは大きな問題を抱える低い供給水準に需要水準を合わせる対症療法であり、原因に対応した適切なアプローチとは言えない。

安心材料と言える事は、バイデン政権も FRB もインフレは抑制すべきだと認識しており、ベネズエラなどのハイパーインフレはもちろん、アルゼンチンのような 50-60% の高インフレを放置する政治体制にはないという事だ。パウエル議長は、物価安定は経済の持続的な成長の大前提という認識を強く持っており、供給側へのコントロールを持たないながらも、自らが持ち得るツールボックスを用いて、需要を適正と考える水準まで落とすだろう。ここでキーとなるのが、その対症療法の着地点とペースだ。

⁷ 同法では、FRB および FOMC は最大雇用（maximum employment）、安定物価（stable prices）、適度な長期金利（moderate long-term interest rates）の目的を効率的に促進するとされている。

インフレを変動させるためにどれほどの経済生産の調整が必要かという指標として、犠牲率 (sacrifice ratio) というものがある。単純に言えば、インフレ率を 1% 下げるのに、国内生産 (≡GDP) をどれほど下げる必要があるかという数値になる。オバマ政権で CEA (経済諮問委員会) 委員長を務めたファーマン氏は、この犠牲率を 5-6 あたりと推測している⁸。つまりインフレを 1%pt 引き下げるには、GDP が 5-6% 低下するという事になる⁹。CPI よりも低い数値となる PCE コアインフレ率 (2022 年 5 月: 前年比+4.7%) を基準としても、FRB が目指す 2%インフレに到達するには 15%前後の GDP 低下が理論上必要となる。

もちろん、あくまでも理論上の計算であり、正確な現在の犠牲率は特定できないし、供給面での改善が犠牲率を低下させる可能性もある。ただ現在の不完全な供給を所与のものとした場合、これほどの「犠牲」をどれほどまで抑えて (着地点)、どれぐらいの期間をかけて負担するか (ペース) が、米国経済がリセッションとなるか、またリセッションになったとしても軽微なものに留まるかどうかを左右する。

まず着地点としては、FRB は 2%ターゲットを公に維持している。SEP においても、長期インフレ率 (PCE ベース) は暫く 2%のまま維持¹⁰されているが、最新の SEP では 2024 年末でも 2.2%と、長期インフレ率よりは高い見通しとなっている。インフレ専門家の間では、インフレターゲットを 3%に引き上げるべきという声もある他、前出のファーマン元 CEA 委員長は、4%程度が適切と主張している。2%というインフレターゲットは、低インフレ低成長の環境において、経済活動を刺激するためのいわば指標として掲げられていた意味合いが多分にある。もし低インフレの要因の 1 つがグローバリゼーションや最適化された供給網にあるとすれば、パンデミックやロシアのウクライナ侵攻、さらに部分的ながらも米中間のディカップリングを受け、グローバリゼーションの後退や供給網強靱化、つまり万が一に備えた余剰性を抱えるというコストが高い供給網の構築は、逆の効果となり先進国でも潜在的なインフレ圧力を高めることになる。そうした新たな環境においても、2%のイン

⁸ 全米企業エコノミスト協会 (NABE) 主催のウェビナーでの発言 (2022 年 6 月 28 日)

⁹ GDP ではなく失業率の変化を見る場合もある。

¹⁰ しかも全 FOMC メンバーが 2.0%で満場一致している。

フレターゲットが適切かどうかという議論が、これから FRB が金融引き締めを行っていくなかでさらに展開されてもおかしくはない。

次にペースであるが、FRB がどれほどの期間をかけてインフレの抑制を完了させるか（≡いつ利上げを停止するか）という事であるが、最新の SEP の FF 金利見通しの範囲（range）を見てみると、2022 年末：3.1-3.9%、2023 年：2.9-4.4%、2024 年：2.1-4.1%となっている。トレンドとしては 2023 年中に FF 金利がピークを迎えることを示唆している。やや幅のある分析となってしまうが、22 年 3 月に利上げ開始してから 2 年未満という期間でインフレ対応が完了すると考えられている。図表 2 で示したソフトランディングの成功例でも、約 2 年弱という期間で FF 金利を約 3%引き上げというペースを辿っている。反対に 1980 年初頭のリセッションでは、約 1 年半で 8%以上の引き上げ、次のリセッションでは半年間で約 10%という、非常に速いペースで引き締めを行っている。もし FRB が 2023 年後半にかけてのピークアウトを目指しているのであれば、成功事例に近いペースといえる。

FRB は経済指標をにらみながら、こうした着地点とペースを機敏に（nimble）に調整していくことになるだろう。インフレ対策への確固たる意志と合わせて、こうした FRB の機敏さも市場から一定程度の信頼を得ている事は、安心材料ともいえる。

しかしながら、不安材料のほうが遥かに多いと言わざるを得ないのが現状だ。パンデミックは完全な終息とまでは至らず、ロシアのウクライナ侵攻も長期化の様相を示している。米国内での天候不順や家禽伝染病も依然続いている他、西海岸主要港での労使協議が平行線を辿っており供給網に影響を与えかねない。視界不良のパーフェクトストームはしばらく晴れる兆しが見えない。

さらに FRB の金融政策が需要や実体経済に効果を生むのは時間差がある。パウエル議長は 22 年 3 月の利上げ開始時に、成長率などに影響が出てくるのは 23 年、24 年だろうと述べている。現在は潤沢なあぶく銭がまだ手元に残っており、記録的なインフレのなかでも消費が急激に腰折れはしていないものの、消費者センチメントは明らかに悪化している。既述の通り実質可処分所得は減少傾向にあり、貯蓄率は 2022 年に入って平均

ただし視界不良、即効薬なし

5.5%と、パンデミック前 5 年間平均と比べ 1.9%低い。単純化した試算だが、この 1.9%分は全家計で年間約 4.1 兆円相当になり、これをあぶく銭から取り崩しているとすれば、膨れ上がった決済性預金は 2022 年中に優に全て食いつぶし、2023 年には「家計の崖」に直面する可能性がある。他方、インフレ指標にも時間差を伴って現れてくる項目がある。それが住居費 (Shelter) だ。家賃更新のタイミングなどの関係で、現在の住宅価格が CPI に反映させるのは、長くて 18 カ月後にもなると言われている。つまり、パンデミック後に急上昇した住宅価格が物価指標として出てくるのはこれからであり、今年末頃には CPI における住宅価格は前年比 8%並みの高い上昇率となっている可能性がある。FRB が今後積極的な需要抑制を行ったとしても、公表される CPI はなかなか下がらない事態が予想される。FRB は特効薬を持たない上に、これから発症する、もしくはさらに悪化する病巣を抱えた患者を目の前にしていることになる。

リセッションに陥った際にソフティッシュランディングに留められるかどうかは、その時の金融政策と財政政策の出動余地によるところもある。図表 1 にある通り、1960 年代以降のリセッションでは、直近のパンデミックによるものを除けば、リセッション開始時の FF 金利はほとんどが 4%以上の水準で、リセッション終了までの引き下げ幅は平均 4.2%に達する。現時点での FRB での見通しでは、FF 金利は 4%にまで引き上げられる可能性は小さく、引き下げ幅も大きく取れないことになる。また、パンデミック後の未曾有の財政、金融緩和が今回のインフレの原因となったという指摘が正当化されつつあるなかで、次にリセッションに陥ったとしても、積極的な緩和政策が取りにくい状況も予想される。例えば十分な資産圧縮がされないなか、再度大規模な量的緩和には踏み出しにくいのではないだろうか。さらに今年 11 月の中間選挙後に共和党が上下院どちらかでも多数党となれば 2024 年までは、民主党大統領を助けることになる積極的な財政出動法案などは通しにくくなるだろう。つまり、FRB がいくら機敏に動いたとしても、リカバリーショットのツールが限定されている恐れがある。

リセッションになる
どうかの議論のその
先を

こうして見れば変動要因は大きいものの、リセッションになり、かつリカバリーショットが打ちにくい状況に陥る可能性は決して小さくはない。ましてや、ここまでリセッション懸念が

拡がり、採用停止や在庫圧縮などの動きが拡がれば、自己実現的にリセッションを早める事にもなるだろう。ただ企業としてはこうしたリセッションの懸念を正確に把握し、いざ実現したとしても冷静に対応する準備が必要だろう。そのためには米国の金融当局が実際に需要抑制に走っていること、リセッションに陥っても政策には大きく期待できないこと、新たなインフレ/デイスインフレ環境が待ち構えている可能性などを踏まえ、ポートフォリオや事業計画のレビューを行うことが肝要だ。

以上/阿部

本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、丸紅米国会社ワシントン事務所（以下、当事務所）はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。

本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当事務所は何らの責任を負うものではありません。

本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。

本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当事務所の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。