

## 経済を読む眼

## ニューヨーク、ワシントン出張の印象記

2023年7月4日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

エコノミスト 関東享佑

## 要旨

1. 6月19～24日、ニューヨークとワシントンに出張し、世界/米国経済と金融政策の先行き、世界/米国の金融システムの現状と金融規制のあり方、米国の政治情勢等につき、民間金融機関や国際機関と意見交換を行った。
2. 米国経済の先行きについては、意見が分かれていてコンセンサスがないのが特徴であった。Fedがあと1～2回利上げした後、利下げにはすぐに転じず、米国経済はマイルドなリセッションに短期間陥った後直ぐに回復に転じる、という見方が相対的には多かった。しかし、米国経済がソフトランディングないしはノーランディングするとか、反対にハードランディングするという見方もかなり聞かれた。米国経済の先行きについてこの局面に至ってもコンセンサスができないのは、従来のリセッション直前の状況に比べ、現局面が様々なユニークな特徴を有しているからだろう。
3. 米国ではシリコンバレーバンクの破綻を契機として、金融規制の強化がこれから本格化する。公的な立場からは資本規制の強化が必要との意見が聞かれた一方、民間の立場からは銀行破綻の原因と処方箋が合わないとの意見が聞かれた。また、銀行システムへの信頼感を回復するための規制強化は、地方銀行が応じられなければ理想と現実が相反してしまうとの意見も聞かれた。
4. 米債務上限問題は日本ではすっかり解決したとの印象があるが、ワシントン界限では9月末から政府が閉鎖される可能性を相応の確率で見込んでいることが判明。また、2025年に期限が来る2017年税制改革法を見直すにあたり、2024年の選挙で民主党が勝つか共和党が勝つかで、家計・企業の税率を再び引き上げるのか、引き下げたままにするのかが決まりそうだ。
5. 日本経済に対する先方の関心は、昨年もそうであったが、引き続きインフレの先行きと日本銀行の金融政策の帰趨に集中している観があった。日本経済のこれまでの趨勢的な低成長を映じて、先行きの成長の芽等への関心はそれほど感じなかった。

## 1. はじめに

6月19～24日、米国のニューヨークとワシントンに出張してきた。目的は、ニューヨークでは世界経済、中でも米国金融経済の先行きについて、ワシントンでは世界、中でも米国の金融システムの現状と金融規制のあり方、米国の政治情勢とその影響等について、意見交換を行うためであった。先方からのリクエストに応じて、日本の金融経済の先行きについても説明を行った。訪問先は民間金融機関と国際機関で、25先と多岐にわたった。以下では、意見交換を通じて印象に残った点を述べ、最後に滞在した際の雑感を補足する。

## 2. 米国金融経済の先行き

今回の出張で最も印象に残ったのは、米国の民間金融機関の米国経済の先行きに対する見方が、Fedの利上げが最終局面に近付いている局面に至っても、なお収斂していないことだった。

具体的には、Fedがあと1～2回利上げした後、来年央くらいまで利下げには転じず、その間本年末から来年初にかけて米国経済はマイルドなリセッションに陥った後、直ぐに回復に転じるという見方が、相対的には多かった (*moderate recession view*)。しかし、インフレの *persistence* を懸念する見方からは、Fedが本年下期までFF金利が6%ないしそれを超える程度まで利上げを続け、ECBがユーロ圏でやはり下期まで利上げを続けることで *synchronized* してハードランディングが実現するという見方や、Fedのこれまでの利上げの累積的効果によって、企業が変曲点 (*inflection point*) に達すると雇用の保蔵を止めるので労働市場が急速に悪化し、ハードランディングに陥るという見方も聞かれた (いずれも *hard landing view*)。さらには、実質GDP成長率は潜在成長率を割れるものの1%程度の成長率を維持し、それでもインフレは収束していくという見方すら聞かれた (*no landing view* ないし *soft landing view*)。その中で *moderate recession view* の見方の人でも、どちらかと言えば *soft landing view* に近いという声が多く聞かれた。

米国経済の先行きの見方がこれほど分かれているのには、2つの理由があると感じた。1つは、今回の景気局面では過去にリセッションに陥っていく局面ではみられないことが積み重なっていることだ。具体的には、①家計がこれまでの多額の財政支出によって余剰貯蓄を未だに保有しているほか、リスク資産価格の上昇にも支えられて金融資産を潤沢に保有しているため、利上げが家計にすぐには効かないこと、②企業は、コロナ禍で一度レイオフを行った後に人をなかなか採用できなかった経験から、現在は雇用の保蔵姿勢が強いこと、③更には金融引き締めやシリコンバレーバンク等の破綻に由来して銀行の貸出姿勢が厳格化した一方で、金融市場はストレスがむしろ緩んでおり、両者の食い違いが著しいこと、である。米国経済は実際、現時点でも景気が非連続的に悪化する兆しは窺われていない。

もう1つは、今後のインフレ収束のイメージを聞いてマクロ的に捉え直してみると、今回の高インフレの背景にあるフィリップス曲線の変化に関する解釈がそもそも区々であることだ。具体的には、コロナ禍を経て、フィリップス曲線の傾きがステイプ化したのか（筆者らはこの立場である）、経済の需給や雇用需給が逼迫するところまで来ると傾きが急に屈折しているのか、さらにはフィリップス曲線が上方にシフトしたのか、その場合、コロナ禍でみられた各種供給制約が緩和すると容易に下方シフトするものなのか、それとも一旦上方シフトしたフィリップス曲線はインフレ期待を抑制しないと下方シフトしないのかなどについて、コンセンサスがなかった。

この2つの組み合わせ次第では、景気が十分に減速しなくてもインフレは抑制できるといった一見不思議な見方も形成できてしまう訳だ。

しかし、今回の供給ショックはコロナ禍とロシアのウクライナ侵攻という大きな2大イベントに基づく広範囲なものであり、経済の主要なセクターに影響を及ぼし、しかもインフレ率が目標を超えてインフレ期待にも影響を及ぼしてきたので、過去に見られた原油価格等の1回限りの上昇とは性質が異なる。したがって、供給ショックの緩和だけですぐにフィリップス曲線が下方にシフトするというのはやや安易な考え方にみえる。だからこそ、IMFのGopinath (2023)は、そうした事態では金融政策は供給ショックを一過性のものとして無視するという従来型の対応を捨て、もっと積極的に対応すべきと提言している<sup>1</sup>。そう考えると、フィリップス曲線の傾きがステイプ化した場合はもとより、上方シフトしたという想定に立っても、米国の景気が強くて需給ギャップも引き締まったままインフレは抑制されるというバラ色の議論はやはり疑問であり、上昇してしまったインフレ期待の鎮静化が必要であろう。

米長期金利の帰趨についても、こうした経済・インフレへの見方次第、さらにはFedがどの程度景気の軟化に反応して動くかによって、見方が分かれていた。しかし、景気の先行きの見方の分かれ方に比べれば、最終的にはインフレが抑制されるという前提を置いているので金利の見方の違いの方が小さめとの印象であった。クロスアセット投資戦略上は国債>クレジット>株式の順に推奨する先が多かった。

その中には、no landing view ないし soft landing view を前提としてコアPCEデフレーター上昇率が本年末にまだ3%台半ばであっても、Fedは利下げへの転換をそれほど躊躇わないという意見すら聞かれた。しかし、もしも経済がプラス成長を維持し続けることをFedがそこまで強く望むのであれば、インフレ率の収束が予想以上に時間がかかり、その間は3%程度のインフレなら事実上許容するという経済になる蓋然性が高まるのではないか。マクロ的な観点からインフレの鈍化が遅いことを心配するエコノミストは、だからこそFedが景気をoverkillしてでもインフレを抑制するという発想に立ってhard landing view を掲げるのだろうと、様々な人と議論しながら想像していた。

---

<sup>1</sup> 詳細は G. Gopinath (2023) “Three Uncomfortable Truths For Monetary Policy,” prepared for the ECB Forum on Central Banking を参照。

米国経済の先行きに関する不確実性はかなり大きく、米金利の先行きにも相応の不確実性があるので、米国への投資を考えるうえでは、標準シナリオだけに依拠せず、この不確実性を念頭に置いてリスクシナリオが実現した場合の対応も考えておくべきだろう。

なお、米国以外ではユーロ圏経済、中国経済についても意見交換を行ったが、ユーロ圏は最近の景気回復モメンタムがやや弱いものの、それによってすぐに景気が後退するとの見方は聞かれなかった。むしろ、注目されていたのは、インフレの抑制になかなか成功せず、ECBの利上げが本年下期まで続くことで、最終的にはインフレは収まっても景気が失速するリスクの方であった。また、中国は最近の成長モメンタムが弱いことが判明しているが、本年全体で実質GDPが6%程度の成長と考えていたのが、5%台前半に下方修正したという見方が多く、その程度の修正であれば、世界経済に対して大きな影響は及ぼさないだろうとみていたのが特徴であった。

### 3. 米国金融システムの現状と金融規制の先行き

今回の意見交換では、銀行破綻後の融資条件の引き締めも予想より軽いほか、金融市場も緩和しており、利上げで期待されたほど金融環境は引き締まっていないとの見方が提示されていた。そうした中で、現在、金融規制当局は金融規制の強化に向けて、資本増強を中心に据えながら議論を進めている。ここで面白かったのは、公的な立場からは、Basel III最終化の議論、その下での資本増強の議論を加速させるべきとの意見が聞かれる一方、民間金融機関の立場からは、今回の銀行破綻は当局の監督の不備や、中堅・中小銀行の資産負債の流動性ミスマッチが主因であるのに、大銀行を巻き込んだ資本の増強は方向性がずれているとの不満が聞かれたことだ。他には突如として上院銀行委に出された、経営が悪化した金融機関の役員の報酬を制限する法案が成立する可能性についても議論になったが、議会での審議日程があまりにも窮屈なので、今後の帰趨は不明のようであった。

また、Fedは銀行システムへの投資家や預金者の信頼を回復したいと考えているが、実際に地方銀行が追加で課されるであろうストレステストや、高い資本要件に応じられるかは疑問もあり、理想と現実が相反しているとの指摘も聞かれた。

他にも、NBFI (Non-Bank Financial Intermediary)の潜在的なリスクも高いことを議論した後、必要な監督範囲やいざという時の施策についても意見交換した。例えばFSOC (金融安定監視委員会) がシステミックリスク評価のために必要な場合のノンバンクに対する経営情報供与要請権限を強化しようとしていることや、SECがプライベートファンドのリポーティングを強化するといった動きがみられてはいる。しかし、まずは大きなデータ・ギャップを埋めることが必要である。全体として流動性リスク・レバレッジ・銀行との強い相互関連性をどう弱めるかという課題は、具体策の議論が始まったばかりという印象を受けた。

#### 4. 米国の政治情勢とその影響

次に、米国議会の動向に関連して、筆者らが全くノーマークだったのは、債務上限問題が終わっていない点だった。もちろん、債務上限の延期は決まったのだが、関連する12の法案を議会で可決しないと、10月に政府は閉鎖に追い込まれる。ただし、財務省の国債による資金調達が可能である。議会は夏休みを挟むので9月末までの審議日程が窮屈であり、仮に政府の閉鎖になっても格下げにはならないので緊張感も薄く、結果として政府の閉鎖が実現する可能性はそれなりに高いとの指摘が各所で聞かれた。その後12月末を期限として、債務上限問題で協議した末に合意に至った財政支出1%削減に向けた議論が始まるようだ。

民間の議会担当者が強く意識していたのは、その先の2025年に家計・企業の減税を実現させた2017年税制改革法（通称TCJA、2018年1月1日発効）の期限が来ることであった。TCJAはトランプ政権下において共和党主導で成立したもので、その帰趨は2024年の選挙が大きく作用するため、現時点では、事実上は展開が読めないということであった。具体的には共和党が議会をスウィープする（上下院とも過半数）なら延長が見込まれ、民主党がスウィープするなら増税に転換する可能性が高いようだ。

#### 5. 日本経済への関心

米国側から日本経済への関心は、残念ながらというべきか、日本銀行の金融政策の帰趨と、それが世界の市場に及ぼし得る影響に集中していた。日本経済が先進国の中でも好調を維持していることや、株価の上昇に示唆されるような日本経済の成長の芽といったことへの期待感というものは、それほど感じなかった。

日本銀行の金融政策への関心は昨夏以降非常に高まっていたが、現在の日本銀行が当面は現在の金融緩和を継続する姿勢を繰り返して打ち出しているため、かつての熱狂はみられなくなっていた。これは、政策修正が行われるとしても、当面は小幅の修正にとどまる可能性が高いことが次第に浸透したことも背景にあるようだ。少し前には、日本銀行が動けば世界の金融市場の金利の錨がいよいよ引き上げられるとして、世界に及ぼす影響が大きいという意識が強かったが、現在は、金融為替市場においてはFedの動向の方が相対的に影響が強いとの意識が強まっていた。

筆者からは、日本でもインフレ・ダイナミクスは変わってきているので、日本銀行はイールドカーブ・コントロールの修正だけでもこの7月にも行わないと、大幅な**behind-the-curve**に陥りかねず、その兆候は住宅等資産価格の上昇にまずは出始めている、との見方を示した。また、日本銀行がイールドカーブ・コントロールを撤廃するにはまだ時間がかかりそうであることや、マイナス金利の撤廃にはさらに時間がかかり、日本の賃金上昇率が相応の高さになるとの確証が得られ、しかも米欧が深いリセッションに陥る

ことがないと判断できれば、漸く来年央ないし下期にマイナス金利の撤廃が見込まれるのではないかと説明した。米国の市場関係者の反応をみると、かつては彼らの方が日本の市場関係者よりも日本銀行の政策修正が早く実施されるとみていたのだが、最近は両市場関係者の見方の乖離が縮小している印象を持った。しかし、日本銀行が日本の物価上昇が一時的と思い込むと政策を間違えるのではないかと、マイナス金利の撤廃が来年央以降にずれ込むようでは大幅な **behind-the-curve** を免れないのではないかと、といった疑問が呈された。

### 出張雑感：ビッグマック指数を超える生活費の高さ

今回のニューヨーク、ワシントン出張で改めて実感したのは、当地で過ごす時の費用の高さである。昨年まで、米国ではラーメン一杯が4千円したといった話がよく日本に聞こえてきたのが、最近はそこまでもないとも聞くようになっていたのだが、実際に滞在してみると飲食費はやはり高かった。例えばニューヨークでミーティングの合間に15分で昼食をとろうと、ロンドンでもよくみかけるチェーン店でサンドイッチ2つとコーヒーを買おうと、これだけで4千円もかかった。東京のコーヒーショップでは1~1.5千円くらいのイメージであり、東京で弁当を買うのであれば、1千円もしない。ホテル代に端的に表れているように、米国の中でもニューヨークが特別に高いことも関係しているのだろうとも思ったが、次に私どもがワシントンで宿泊したホテル（決して高級ホテルではなく、他の宿泊客も極めてラフな服装であった）でうっかりオムレツ、フルーツ、ジュースの朝食をとると、6千円くらいしたので再びひっくり返った。また、ミーティングを行った高級ホテルで朝食の価格を好奇心からのぞいてみると、何と8千円くらいしていたので、これにはもっと驚いた次第である。エコノミスト誌が毎年発表しているビッグマック指数（ビッグマック価格の世界比較）で購買力平価をみると、2022年現在で米国は日本の2倍くらいであるが、実感では3倍というイメージだ。逆に言えば日本の飲食費が極端に安いのである。ワシントンでの私的な夕食でも、それ程高級とまでは言えないレストランで一人当たり3万円くらいかかり、やはりひっくり返った。ホテルで推薦されつつも、ここは **overpriced** だぞと言われていたのを真摯に受け止めるべきであった。

はるか昔には、日本から新興アジア諸国に行くと、飲食費だけでなく生活費全般が安かった。シンガポールを例にとると、1970年代前半までは日本から来た会社員は一戸建ての家を借りてお手伝いさんを雇うのが通例であった。これはバラッサ＝サミュエルソン効果といって、為替相場が貿易財価格によって決まるとすれば、貿易財部門の生産性が相対的に下がると貿易財部門の賃金が相対的に下がり、非貿易財部門に労働が移動してその賃金も下げるからだ。しかしその後、新興国が経済成長率を高めると、私どもからみたこうした生活費の安さは解消していった。翻ってかつての日本をみると、貿易財部門の労働生産性が米国よりも高かったことも映じて国内物価も上昇していた。1980年代に空前の海外旅行ブームが来た時には、米欧に旅行すると買い物をして安く感じ

られたものだ。しかし今の日本は、先進国の中でも労働生産性上昇率が相対的に低くなっているため、国内物価が随分安くなった面があるのだろう。日本がいつのまにか途上国のようになってしまうのだなあ、としばし感慨に耽った。

## 著者紹介

### 鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年のFinancial Stability Board 発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月までJPモルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

### 関東享佑

福岡県警察科学捜査研究所を経て、2018年から科学技術振興機構に入構。現在、同資金運用本部に在籍し、経済調査に従事している。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報をを用いて行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくはURL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容はJSTの管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。