

---

# コロナ禍下のアメリカ経済

## 現状と展望

井村 進哉

Imura Shinya

---

### はじめに

新型コロナウイルス感染問題（以下、「コロナ禍」）終息後のアメリカ経済全体を見通すことは、感染それ自体の終息が見通せない現時点では至難の業である。加えて11月3日の大統領選挙の結果いかんは、経済・外交政策、とりわけ対中戦略に重大な影響を及ぼすとされる。筆者は、アメリカ金融史から研究を始め、住宅金融を中心に財政金融機構の再編過程に関心をもってきた。グローバル経済の基本的な枠組みを考えつつ、コロナ禍の下でのアメリカ経済の現状と展望を考えてみたい。

本稿では、まずコロナ禍の下で1930年代以来の経済的落ち込みを経験しているアメリカの国内的側面を、その消費・金融主導型の成長メカニズム、雇用、消費に着目し、特に株式・住宅市場の動向に注目しながら論じてみたい。また今年（2020年）3月以来、リーマンショック時を上回る大規模な財政金融政策が総動員されてきており、連邦財政の出動と連邦準備制度理事会（FRB）による金融政策がアメリカ独自の論理をもって、新たな展開をみている。財政と金融の相互依存、絡み合い、そして未曾有の肥大化が現われている。国際的視野を含めたドル体制の帰趨を展望することは最も難しいことではあるが、アメリカの内外のさまざまな力関係がコロナ禍の下でどのように変化し、加速しているのか、どのように形成されていくのかを考える一助としたい。以下では、まず、国内側面から検討してみよう。

### 1 危機のアメリカ的特質

コロナ禍がアメリカ経済にもたらした打撃の特質を考えるには、コロナ禍そのものの特質とアメリカ経済の構造的な特質、および両者の絡み合いをみておく必要がある。

#### (1) コロナ禍の外部性・全面性・持続性

コロナ禍は、何よりもまず、大規模地震や津波などの自然災害と同様、経済外部の要因によるものだ。コロナ感染は、局地的かつ物理的な損害ではなく、目に見えないウイルスが、グローバル化した経済社会の人間の行き来を通じて、極めて短期間のうちに世界に流布した。その特質は、外出自粛・禁止、都市・国境封鎖など、人間の移動に対する各種の規制を誘発するなかで、ロボットないしは自動化された生産・流通・消費行程を除いて、すべての経済段階・過程における全面的な活動停止を同時に引き起こしたことにある。国際通貨基金（IMF）はこれを‘Great Rockdown’と呼んだが、元IMFエコノミストで『フィナンシャルタイムズ』

のコメンテーター、マーティン・ウルフは、これを「大遮断（‘Great Shutdown’）」と呼んだほうがよいという<sup>(1)</sup>。同感だが、その表現には、まさに世界的な規模での疫病の流布（パンデミック）が与えた打撃の「突発性」「外部性」「同時性」、そして「全面性」が含まれているように思われる。

これはもちろん中世欧州を襲ったペストのように、全人口の過半に及ぶ死者を出すようなものではない。しかしワクチンなどの開発による克服のめどが立っていない今日、既存の接触型・対面型の社会・経済活動を一定期間、大きく制約する「持続性」も否定できない。

「外部性」は、1929年大恐慌や1930年代大不況をはじめ、2007年以降のサブプライム金融危機、リーマンショック、そしてそれに続く欧州を巻き込んだ経済・金融危機と比較する際にも重要である。例えば経済内部から発生したバブルの要因をどこに求めるかは別としても、その崩壊によって過剰な価値・資本が破壊され、一定の沈滞後に再び拡大を始めると考えられる。しかしパンデミックはそれ自体が外部性を有する要因なのであるから、それが克服されたという認識が人々の間で共有されない限り、経済的な「V字回復」も考え難い。失われた価値も、繰延需要をもってしても埋め合わせはできないと考えられる。

## (2) 突出する落ち込みと低迷

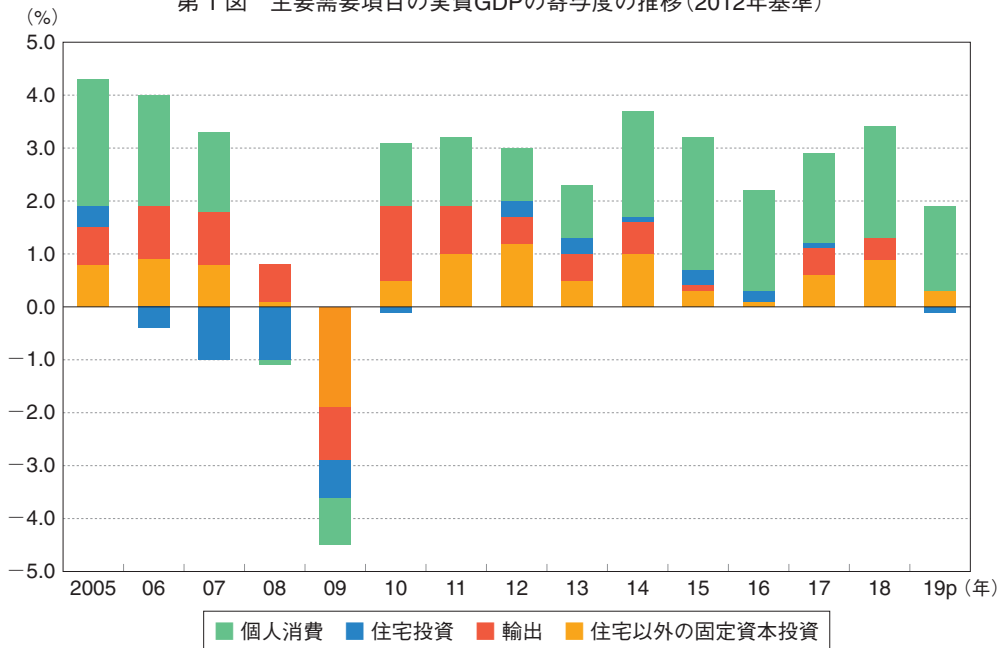
大づかみにみるとアメリカ経済は、リーマンショックを契機とした世界貿易の減速、次世代移動通信システム（5G）などの情報通信（ICT）企業間の激しい経済覇権闘争を底流とした米中貿易摩擦が、軍事的緊張を交えて激化し、「新冷戦」様相を深めるなか<sup>(2)</sup>、昨年（2019年）より成長鈍化を顕在化させていた。ここにコロナ禍が襲った。

シャットダウンと雇用急減は、消費支出を直撃し、第2四半期（4—6月期）には、諸外国にはみられないような落ち込みとなった。実質国内総生産（GDP、前期比、季節調整値、年率、以下同じ）は32.9%の減少となった。これはリーマンショック直後の2008年10—12月期の8.4%減を大きく上回り、統計のある1947年以降最大の落ち込みだ。最大の構成要素である個人消費支出は、GDPとほぼ同じ落ち込みで、6月には6.2%の増加となったが、7月は1.9%増と大幅に鈍化した。企業の設備投資は27.0%減となり、輸出に至っては64.1%減で、リーマンショック後の2009年1—3月期の28.6%減を大幅に上回る落ち込みだ。6月以降に感染者が急増した西部や南部の影響もあり、感染終息は大幅に遅れ、コロナ禍からのV字回復の見通しを立てるのは極めて難しい<sup>(3)</sup>。

アメリカ経済の構造的特徴をGDPの構成（第1図）でみよう。リーマンショック10年を経て、ますます消費主導の性格を強めており、またトランプ政権の下での宇宙軍の創設にみられるように連邦財政支出の比重を高めてきた<sup>(4)</sup>。

景気後退が始まると即座に雇用悪化が始まるのがアメリカであるが、その悪化スピードも過去に例をみないものだ。失業率も、スペインを下回るとはいえ、4月にはイタリア、フランスを大幅に超えて14.7%に達し、8月にもなお8%超の水準だ<sup>(5)</sup>。3月時点のアメリカの労働力人口1億6300万人のうちわずか2ヵ月弱で3600万人が一時帰休・解雇となり、5人に1人が離職した。経済活動の再開で雇用は、4月の前月比15%減から、5月と6月にそれぞれ3%増、4%増と半分戻したが、7月は1%増にとどまり、なお削減された雇用は半分も回復していな

第1図 主要需要項目の実質GDPの寄与度の推移(2012年基準)



(出所) *Economic Report of the President, 2020, TABLE B-2. Gross domestic product, 2000—2019* より筆者作成。

い<sup>(6)</sup>。

### (3) 世界最大の感染者・死亡者

コロナ禍の最大のアメリカ的特質は、アメリカが突出した感染国となったことにある。世界の累計感染者は2700万人、アメリカが約4人に1人の630万人、死亡者も世界の89万人に対して同19万人で突出している(9月9日現在)。なぜ世界の最先端医療技術を誇るアメリカでこのような突出した感染者、死亡者が出るのか。

その理由として、1月末の中国渡航禁止、中国からの入国拒否・帰国者の隔離命令後、約1ヵ月以上にわたるトランプ大統領の「慢心」、急ぎすぎた経済活動の再開、人種差別問題・格差の拡大・社会的分断が指摘されている<sup>(7)</sup>。ここでは、より制度的で、構造的な問題、皆保険制度の欠如や公衆衛生上の欠陥を厳然たる事実として取り上げておきたい。

筆者には包括的で正確な資料は紹介できないが、「カイザー・ファミリー財団」発表では、雇用主提供保険(ESI: Employer-Sponsored Insurance)の喪失者は約2700万人に達したとされる<sup>(8)</sup>。1000万人を超えるとされる不法移民をはじめ、無保険者が5000万人に達する状況下で、オバマ政権が成立させたのが通称「オバマケア」法(2010年)だが、その廃止に執念を燃やすトランプ政権の下で再び無保険者が急増した<sup>(9)</sup>。各種報道・調査ではコロナ禍の下でも在宅勤務できる職種に就ける比率が低く、生活のために外で働き、帰宅すれば狭小な住居内で家族内感染が広がりやすく、医療保険がないため検査・治療をためらう黒人、ヒスパニックなどに感染者が多く、死亡者数は人種によって2倍の差があるとされている。社会的、経済的弱者にコロナ禍が格段に深刻な打撃を与え、アメリカ社会を分断し、世界最大の感染者・死亡者を出す一因となっている<sup>(10)</sup>。

## 2 消費・金融主導経済の行方

### (1) 実体経済と乖離する株価高騰

以上のような経済実体と対極をなしてきたのが株価の高騰だ。3月20日に底を打ったニューヨークダウ平均株価は、6月上旬に2万7000ドルに達し、2月後半の3万ドルに迫る動きとなった。とりわけナスダック時価総額に連動する株価指数連動型上場投資信託（ETF）は、7月末までの約3ヵ月で50%を超えるITバブル以来の上昇率となった。次節にみるように、日本銀行に支えられた東京市場と同様、3月からのFRBによる大規模金融緩和に主導され、行き場を失った資金が流入した結果で、以下の企業業績をみればその人為性は明らかだ。

企業業績は、4—6月期の売上高が前年同期比で4割伸びたAmazonをはじめ通販などの電子商取引（EC）を尻目に、外食、ホテル、店舗型の小売り、空・陸運は急減し、世界主要企業約4500社のうち、3社に1社が最終損益赤字となった。4—6月期の業種ごとの損益合計では電子機器や情報通信がそれぞれ5000億ドル、7000億ドルの利益を出しているのに対して、RDシエルの181億ドルを筆頭に素材エネルギー、自動車、空運は軒並み赤字となった。3月の株価の底こそは「買い場」とばかり、かつてない勢いでグローバル資金が、加速する次世代ICT、EC企業や、電気自動車（EV）・自動運転開発の先陣を切るテスラ、GAFA（Google、Apple、Facebook、Amazon）などのプラットフォーマーへの期待を懸けて、ニューヨーク市場に還流し、株価を押し上げてきた<sup>(11)</sup>。

背後にある財政出動、FRBの緊急対策内容の検討は次節に譲るが、財政ルートや中央銀行ルートで供給された資金は、パンデミックの下で突然かつ大規模に発生した広範な家計、企業、そして金融機関の現金需要を一時的には満たした。しかし新規投資需要の消滅、貯蓄率の急上昇のなかで、資金は富裕層を先頭に株式市場に流入していく。株価が急上昇しても、新規投資に回り、雇用を生み出し、所得を増加させるわけではない。高株価は格差の象徴であり<sup>(12)</sup>、実体経済と乖離した株価、資産価格の上昇がバブルと言われるゆえんでもある。もうひとつの資産領域である住宅市場の動きをみてみよう。

### (2) ミニ住宅バブルの兆候

一般に資産価格の上昇は、富裕層を中心に資産効果を生み出し、年金基金などを通じて国民の将来所得にも影響する。同様のことは住宅価格にも言える。住宅市場の動向は、住宅着工統計や新規住宅販売を除けば、直接的にはGDP上の住宅投資としては現われない。しかし平時でもアメリカの中古住宅販売戸数は、新規住宅建設戸数の5倍以上あって、不動産業、関連産業、住宅ローン市場を活性化させて、消費、その他の需要を喚起する側面も看過できない。関連需要の範囲のとり方によっては、その付加価値額はGDPの20%を大きく超え、波及効果は極めて大きい。主要都市の住宅市場は、ロックダウン解除を前後して6月に入ると、一時的とはいえミニバブルの様相を呈した。

リーマンショック後、新築住宅販売が2017年までに60万戸を超え、中古住宅販売も同じく550万戸水準まで回復し、ローン残高も10兆ドルを回復してきた<sup>(13)</sup>。このようななかコロナ禍で、まず住宅市場、住宅ローン市場ともに大きく落ち込んだ。しかし住宅ローン金利の

3.24%への低下（30年固定金利5月15－22日平均、1971年以来の水準）が反転の契機となった。

5月に住宅ローンの申請件数がコロナ前の水準に戻ってプラスとなり、6月の住宅市場では着工戸数、新築住宅販売戸数が、前月比でそれぞれ17.3%増（年率118万戸）、13.8%増（年率77.6万戸）と急増に転じた。7月には中古住宅販売も24.7%増（年率586万戸）というサブプライム金融問題発覚前の2006年12月以来の高水準に達したのだ<sup>(14)</sup>。

月次統計をそのままトレンドとしてみていくと、まずローンの借り換え需要、および株価反転による資産効果が富裕層を中心に顕在化して住宅購入需要もが拡大しているというストーリーとなる。しかも今回は、コロナ禍による在宅勤務シフト、都市部から郊外への住宅の買い換え需要、そして住宅価格の上昇を生み出したとされる。リーマンショック以降、GDPに占める住宅投資それ自体の比重は半減したが、消費主導型のアメリカ経済の成長軌道の形成要因となりうるというのである<sup>(15)</sup>。

### (3) ミニバブルはマクロ的な成長軌道を作れない

以上のことは、このような住宅需要が、マクロ的にも成長軌道を形成し、かつ持続的に作用しうるか否かの問題を提起する<sup>(16)</sup>。この点、現時点での筆者の見立ては否定的である。

直近の市場動向に関する優れた分析がある。8月に入り、第3四半期が半ばを過ぎた時点での市場トレンドのポイントは、中古住宅は7月がよすぎて需要はあっても在庫が枯渇してしまったことだ。新築住宅販売、住宅着工ともに6月のジャンプがあった。しかしそれ自体はコロナ禍前の水準である。中古住宅の枯渇は、住宅着工を促進するはずだが、第3四半期の住宅着工戸数予測は下方修正で、新築住宅販売も微増にとどまっている。

要するに4月の著しい落ち込みからの増加率を単月でみて判断すべきではないということになる。また在宅勤務の定着、住宅密集地域から郊外への住宅の買い換え需要も、逸話的事例以上のトレンドになりうるかどうか疑問を呈する向きもある。さらにアメリカ特有の借り換えの容易性もあり、住宅ローン金利の歴史的低下の下で借り換えインセンティブが顕在化すると住宅ローン組成額が増加して、それにつれて住宅購入額も1.8%の押し上げ効果があるという予測もある。しかし、これも経済回復が持続的であることが前提だ。超低金利がどのような需要を形成するかも注視する必要がある。しかし、これもいつか来た道である<sup>(17)</sup>。

視点をズームアウトしマクロ的にみると、4月に2111万人の雇用が失われたが、5－7月の3ヵ月で925万人しか回復していない。高い労働力市場の流動性（大量の転職・再就職）が存在するといっても雇用はまだ半分も戻っていない。また低所得階層の少なからぬ部分が家賃も払えず、持家階層でも住宅ローンの延滞、破産が急増するなかで、給付金再支給の法案も未成立で、失業保険給付の加算額も打ち切られたままだ。次節にみるように、大規模財政出動もその「政策効果の剝落」が指摘されている<sup>(18)</sup>。

住宅市場における賃貸階層と持家階層の極端な格差、持家階層でも富裕層、郊外への買い換えが可能な層、職を失い住宅ローン破産の淵に立たされながら借り換えも買い換えもかなわない階層が分断された状態で併存している。これらの階層が形成する市場は、それぞれ独自のベクトルをもち、相互に絡み合い、打ち消し合いながらマクロ市場を形成する。そこでは「合成の誤謬」さえ生まれうる。リーマンショック後の不動産市場の回復には長期間を必

要とした。根本は雇用だが、それも現時点で「二番底」が危惧され、回復には長い時間がかかる可能性が高い。社会の分断・分裂、二極化・格差拡大は、マクロ経済成長の軌道を破壊するに至ったのではないか。

原稿執筆時点で大統領選挙投票日まで1ヵ月半。政策の争点のひとつは減税中心か、それとも富裕層への課税強化・7000億ドルの財政支出による製造業、環境・インフラ投資の推進かにみえる。しかしどちらも、雇用創出が1000万人程度という政策提起では、失われた雇用の回復には至らないのではないか。節を改めてこれまでの財政金融政策の現状、今後の展望について検討してみよう。

### 3 政策総動員と公的信用膨張

トランプ大統領は、2月末のサンフランシスコ市の非常事態宣言、株価や長期金利の急落に対応した3月2日のFRBの大幅利下げを契機に、態度を急変させた<sup>(19)</sup>。欧州からの渡航禁止、3月13日には国家非常事態宣言、国防生産法を適用し、自らを「戦時下の大統領」と宣言し、議会は、民主党を含む超党派で大規模な予算措置を次々と打ち出した。またFRBもすでに述べたように大規模な金融緩和策を打ち出し、リーマンショック時以来の「ゼロ金利」の復活、7000億ドルにのぼる国債・モーゲージ担保証券の買入れなどもわずか数週間のうちに決定した。以下では、まず財政政策からみてみよう。

#### (1) 初の個人給付・雇用維持主眼の財政出動

##### ① コロナ対策の中心は個人向け給付

連邦政府の大規模な財政出動は、戦後のマーシャルプランなどの対外援助を除けば、1989年の貯蓄貸付組合(S&L)処理を目的とした整理信託公社(RTC)を通じた公的資金投入、2008年のリーマンショックに対応した不良資産救済プログラム(TARP: Troubled Asset Relief Program)に続くもので、コロナ禍対策は3度目となる<sup>(20)</sup>。筆者自身は、これまでのアメリカの公的資金投入を、金融機関、その他企業の破綻阻止とそのアナウンス効果、自己資本比率引き上げと付随するリスク負担能力の増強政策として位置付けてきた<sup>(21)</sup>。またリーマンショック後の連邦政府による優先株の購入先は金融機関が中心で、また住宅ローンなどを組み込んだ証券化商品そのものを差し押さえができないようにする「市場隔離」機能を、FRBとともに連携して果たしたとしている。結果として2015年末までにすべてのTARP資金は回収された。しかし、その間の財政資金は接收機関の損失補填、国債利払い費用などが実質的な納税者負担となった。

今回の危機では、シャットダウン状況の下、生産、流通、消費のあらゆる段階での売上高、企業、家計の資金需要が発生した。財政支出も、まず金融機関に対するものではなく、中小企業や勤労者に対する現金給付や所得補償が中心で、しかも未曾有の規模となっている。

予算総額は、3月6日の新型コロナウイルス感染者への治療法の研究、医療体制支援、中小企業支援を決めた83億ドルの緊急補正予算を皮切りに、4月の同様の追加補正予算を含めると4次にわたり、総額3兆ドルに近い規模に拡大した。そのうち最大の経済対策となったのが2兆2800億ドルの「コロナウイルス支援・救済・経済安全保障法(CARES Act)」であった。

CARES Actの財政支出の最大項目は、予算2924億ドルの個人向けの直接的な現金給付で、大人1人当たり1200ドル、17歳未満の子供1人当たり500ドルを所得制限付き（調整後総所得で単身者は7.5万ドル以下、夫婦は15万ドル以下）で給付するものであった。6月末までに9割以上が支出済みとなっている。

予算規模ではそれに次ぐのが2620億ドルの失業対策だ。自営業者、独立契約労働者を含めた対象に、国の失業保険給付に週600ドルを13週間追加給付するもので、6月末までに1922億ドルが支出されている。

以上が個人向けで、6月末での支出でほぼ5000億ドルに達する。企業向けでも給与保護プログラム（PPP）が際立っている。これは中小企業庁（SBA）が100%保証のうえで民間金融機関が中小企業に融資し、雇用維持などの一定要件を満たすことを条件に返済金の全額または一部を免除するもので、予算では6590億ドルと最大項目となった。6月末実行額では80%近くの融資（政府保証）が実行されている。予算546億ドルの企業向けの雇用維持税額控除をも勤労者・自営業者を含む個人向けとすると、CARES Act予算のうち約半分が個人向けの現金給付をはじめとする所得補償に向けられていることになる。

その他の企業向けは、予算規模5100億ドルだが、そのうち4500億ドルは、FRBの連邦準備法第13条第3項（以下、「13条(3)」）に基づく「緊急貸付枠」のための基金への拠出金で、次項で詳しくみる。残り600億ドルは航空会社向けや安全保障上重要な企業向けの融資予算だ。そのうち最大のものは、真っ先にトランプ大統領が救済を言明したボーイング社だが、航空会社ではなく、航空機製造会社で、コロナ感染問題以前に導入した最新鋭機の墜落事故、欠陥問題が表面化し、出荷停止、売上高急減で、事実上の破綻状態にあった企業である<sup>(22)</sup>。その意味でコロナ禍への対応としての予算に入れたのは問題なしとしない。またCARES Actでは、州・地方政府へのコロナ対策への補助金が1500億ドル計上されており、6月末までの執行率も1495億ドルと極めて高い。

## ② 剝落する政策効果

問題は政策効果とその持続可能性であろう。大人1人1200ドル、17歳未満の子供1人500ドル、失業保険の加算額を週600ドル、13週にわたる加算給付などで、可処分所得は4—6月期で第1四半期を基準として、これを10%程度を押し上げたとの推計がある。加えてSBAのPPPで中小企業従業員全体（約6000万人）の8割に相当する5100万人の雇用が維持されたとしている<sup>(23)</sup>。

これらの給付・補助金なしにはシャットダウンを乗り切ることができなかったのは当然だが、先の7月までの雇用統計では、4月の雇用喪失の半分を回復したにすぎない。むしろ経済活動を再開した6月から感染者が急増し、7月の消費支出の回復ペースも鈍化していることがポイントだ。そして今回の公的資金はかなりの部分が給付で、融資・信用保証も返済免除規定を含むものが中心であることから、これまで以上に財政赤字を拡大する要因となる。こうした財政出動も、追加予算が決まらないままとなり、7月末をもって失業保険の加算措置も失効した。政策効果は息切れが明らかだ。これらの財政支出は基本的には1度きり、または期限付きであり、それを契機に自律的な成長軌道が形成されない限りは、景気の底割れを防

ぐにとどまる極めて限定的な政策効果とならざるをえないであろう。

## (2) 中央銀行信用膨張のアメリカ的特質

### ① ゼロ金利復活とQE4

大規模な財政出動に先立って、FRBはまず4年ぶりにゼロ金利を復活させた<sup>(24)</sup>。また国債(5000億ドル)とモーゲージ担保証券(MBS、2000億ドル)合わせて7000億ドルの購入を決め、巨額の資金供給を展開した。さらに3月23日には国債とMBSの買入額の無制限化を決め、加えて銀行以外の金融機関、企業、ファンドなどへの貸付を可能にする13条(3)をも発動することを決めた。

### ② リーマンショック対応との異同

まずゼロ金利の復活は、何か新たな政策を採用したという話ではない。また7000億ドルの国債・MBSの買入額も、リーマンショックから数えて4回目の量的緩和(Quantitative Easing)政策という意味で「QE4」と呼ばれており、FRBのバランスシートはわずか1ヵ月で8年にわたるテーパリング(保有純増額の引き下げ)を振り出しに戻すものとなった<sup>(25)</sup>。さらに13条(3)の発動も、2008年11月に7100億ドルのピークに達したものを新たなかたちで復活させたものだ<sup>(26)</sup>。

ただゼロ金利の復活は、通常は0.25%ずつの金利操作だが、3月3日0.5%、15日1.0%と、わずか10日余りで、1.5%の「のり代」を使い果たす対応でもあった。今回の株価急落、流動性危機がいかに凄まじいものであったかを示す<sup>(27)</sup>。

また今回のQEは、パウエルFRB議長が「市場の流動性に強いストレス」があると説明しただけで、3月23日には国債・MBSの買入額を無制限とした。そしてQE4では、2.3兆ドルの財政出動と機を一にして、FRBが発行国債を無制限に購入しうる措置をとった。「国債のマネタイゼーション」、「財政ファイナンス」の本格化である<sup>(28)</sup>。

### ③ 連邦準備法13条(3)の原則

さらにFRBは、投資適格社債や株式を組み込んだETFの購入などリスク資産の本格的購入に踏み込んでいく。しかしそれらは、基本的には13条(3)による6つの緊急貸出枠(Emergency Lending Facility)を利用したものである<sup>(29)</sup>。

リーマンショック時との違いは以下の諸点にある。まず第1表で、7月末で1000億ドルの残高の7割をSBA保証が付いた従業員給与支払目的・雇用維持のための流動性供与枠が占めていることが注目される。表のG・H項目がメインストリート金融機関に対するものだが<sup>(30)</sup>、その目的は中小企業の従業員給与支払であった。3月の株価暴落時以降の13条(3)を利用した銀行外金融機関向けの貸し出しは、C項目のMMMFLFやA項目のPDCFなどでの利用残高もみられるが、これらは、今のところ、短期の流動性供給で済んだことを示すものと考えられる<sup>(31)</sup>。

13条(3)で注目すべきことは、CARES Act最大の予算項目であったPPPによる財政資金の供給・政府保証と同時並行で、FRBがこの権限を使ってメインストリート金融機関に流動性を供給したことだ。FRBの信用リスクを負担しないという原則に基づく措置で、それ自体は基本的にその他の緊急貸出枠も変わりはない。しかし今回は、予算外予算(オフバジェット)



第1表 コロナ禍(連邦準備法13条(3))でのFRB貸出枠の運用状況(2020年7月31日時点貸出残高)

プログラム名(略称)	2020年 導入日	貸出残高 (100万ドル、%)		提供担保額 (100万ドル)	徴収金利・ 手数料等 (%)	備考
A プライマリーディーラー向け (PDCF)	3月17日	1,187.6	1.2	1,351.4	12.2	FRBに対するリスク軽減措置あり
B コマーシャルペーパー関連 (CPFF)	3月17日	335.7	0.3*1	10,396.5*2	1.0	プライマリーディーラーが扱う3 ヵ月物CP、SPV経由
C マネーマーケットミューチュアル ファンド関連(MMMFLF)	3月18日	13,687.7	13.6	13,692.5	145.8	預金金融機関、銀行持ち株会社が MMMFからの資産購入を支援する 資金供給
D 大企業向け(CCF： ①PMCCF新規社債発行：②SMCCF)	n.a.	12,022.6	11.9*3	49,861.6	38.3	NY連邦準備銀行設立のSPV経由
E ターム物資産担保証券向け(TALF)	3月22日	1,619.5	1.6*5	11,622.7	1.7	新規組成の消費者ローン*4・事業 ローンを組み込んだAAA格のABS を担保にしたアメリカ企業への貸出
F 地方政府向け(MLF)	4月8日	1,200.0	1.2	18,711.0	0.2	SPV経由、FRBに対するリスク軽 減措置あり
G 中小企業従業員給与支払向け (PPPLF)	4月8日	70,714.8	70.1*6	70,814.8	50.1	FRBに対するリスク軽減措置あり
H メインストリート金融機関 中小企業NPO貸出向け(MSLP)	n.a.	87.6	0.1	37,593.4	0.0	SPV経由、FRBに対するリスク軽 減措置あり
合計		100,855.58	100.0			

(注) \*1 SPVに対する貸付。\*2 財務省からの100億ドルの出資金を含む。\*3 すべての貸付は②によるもの。\*4 ABSの担保には、民間学生ローン、自動車ローン、リース、個人・法人のクレジットカード受取勘定を対象。\*5 NY連銀によるSPV経由貸付。7月23日、FRBは適格借入機関にプライマリーディーラー以外のTALFエージェントに勘定を保有する企業を付加。\*6 預金金融機関、クレジットユニオンなどを通じたSBA、農業信用システム加入機関など適格金融機関経由の貸出。

(出所) FRB(2020.8.8)より筆者作成。Periodic Report: Update on Outstanding Lending Facilities Authorized by the Board under Section 13(3) of the Federal Reserve Act.

枠にある為替安定化基金(ESF)<sup>(32)</sup>を原資として、財務省経由で300億ドルを引き出し、それぞれFRBの特別目的事業体(SPV)に出資し、損失が生じた場合にはそれをFRBが担保とみなして、優先的に資金を回収することでFRBのリスクを軽減しているとしている。

さらに2010年ドッド=フランク法(「ウォール街改革および消費者保護法」)は、13条(3)について破綻企業への支援をやめさせる意図でより厳格な基準を導入し、実施プログラムに対する会計検査院(GAO)の監査も義務付けている。その点ではFRBは「最後の貸し手」たることには変わりがない<sup>(33)</sup>。しかし今回の13条(3)貸付は財政出動と一体となった流動性供給であると言えよう。しかも財政との合わせ技という意味では、議会の承認が不要なオフバジェットを含めた連邦信用計画(財政投融资プログラム)を利用しながら財政出動が大規模に進むなか、FRBがそれと一体となったかたちで13条(3)を発動することとなった。財政と金融の絡み合いは極限に至った。

もちろんFRBの信用供与全体をみると、13条(3)以外の既存のFRB権限、すなわち加盟銀行への窓口貸出、国債・MBSの大規模買い取りが中心をなす。FRBは、今や財政出動の財源となる国債を、また同時に政府保証付きMBSを無制限に購入しながら、大規模、かつ複雑に絡み合った公信用(財政金融政策)と中央銀行信用(金融政策)の一体化、肥大化を進めてきた。

#### ④ 国際的ドル供給と還流

コロナ禍へのFRBの対応で、国際的にみて最も際立った側面は、各国中央銀行に対するド

ドル資金の供給であろう。これはサブプライム金融危機が本格化した2007年11月、FRBと各国中央銀行との間で締結された為替スワップ協定によるものだが、当時の最大の利用者は欧州中央銀行（ECB）であった。欧州への金融危機の伝播は、サブプライムローンを組み込んだドル建てのMBSを大量に保有する欧州の金融機関が、国際債市場でのドル建てMBS市場の崩壊により、インターバンク市場でのシステミックリスクに見舞われた。そこでFRBが各国の通貨を担保に主要中央銀行経由で各国の民間銀行にドル資金を供給するシステムが構築されたのである<sup>(34)</sup>。

自国通貨＝ドルが国際通貨として世界の決済の6、7割を占める「とてつもない特権」を有するアメリカだが<sup>(35)</sup>、今回も民間ベースでのドル資金調達に支障が生じ、3月中旬から為替スワップによるFRBのドル供給が始まった。6月に市場が落ち着きを取り戻すまでFRBによる供給残高は4000億ドルを超える巨額なものとなったが、今回は、日本銀行がECBを上回って全体の過半を占め、最大の利用者となった。

長らく続く超低金利環境のなかで、欧州、日本の銀行、機関投資家は、高利回りを求めて資金運用をドル建て資産に傾斜させてきた。特に日本の銀行、機関投資家は、欧州の金融機関が相対的に対外ポジションを縮小するなかで、間隙を縫ってドル建て資産運用への依存を強め、それが日銀の供給するドルに依存することとなり、その利用も長期化している<sup>(36)</sup>。

以上を、アメリカからみれば、このような危機下にあってドル資金が不足してアメリカへの資金還流、株価維持、国債市場維持に支障が出てはアメリカ自身の損失となる。FRBの資金供給はまた、為替スワップを通じて日銀によって供給された円の東京市場への還流、東京の株式市場・国債市場維持をも支える支柱でもある。「失われた30年」の下、長らく超低金利・マイナス金利を続ける日本市場では、「外国人投資家」によるキャリーオーバーが繰り返され、「安全資産の国＝円圏」としてドル体制の補完市場を形成してきた。その東京市場も異次元金融緩和政策の出尽くし感が定着するなかで、アメリカもゼロ金利に復帰し、金利格差は低下した。しかし日本の経常収支黒字が維持される限りはドル体制を補完する市場として、またキャリーオーバーの経由地として東京市場が位置付けられることになる。

### むすびにかえて

本稿では、国内面では消費主導・金融主導のアメリカ経済のコロナ禍からの回復の可否を、消費、雇用、株式市場、およびそれと並ぶ資産市場としての住宅市場、住宅ローン市場に即して検討した。また以上に対応する財政出動とFRBの政策展開の内容を検討した。筆者の現状に対する見立てではコロナ危機からの回復スピードはすでに鈍化しており、政策効果も剝落し始めた。加えて9月上旬からの株価の調整が加わっており、歴史的超低金利の下での住宅ローン借り換え、住宅投資の力強い復活、消費所得の拡大というシナリオの成立は困難だという点にある。人種間を含む格差の拡大を基礎に、「大遮断」でさらに分断を強めたアメリカの病理は、経済全体の成長軌道の形成を阻害するに至ったのではないかとみている。コロナ禍の「大遮断」を掻い潜り、成長期待が寄せられたICT、EC、EVなどに付言すれば、デジタル経済化（DX）は、むしろ雇用排除の要因をもっており、マクロ効果需要波及効果は大きいと

は言えない点も強調しておきたい。

前回の危機＝リーマンショックでは、消費主導・金融主導経済の主軸をなし、もともと分散的なアメリカの金融システムが1970年代以降の住宅ローン市場の自由化・証券化を通じて統合が進展し、グローバルインバランスをもつなぐ国際市場となったMBSの金融連鎖が崩壊した。今回の財政金融政策の出動規模はリーマンショック時をはるかに上回るものとなった。財政出動は、雇用、消費の下支えを主眼とするものとなり、その形態も、一般会計（連邦基金）と連邦信用計画とのより高次の絡み合い、相互負担転嫁を進めながら進展し、第2次大戦終結時を上回る巨額の財政赤字、国債累積を生み出しつつある。また中央銀行＝FRBも、無制限の国債・MBSの購入を軸に、各種の財政支出、公的金融プログラムと複雑に絡み合いながら肥大化し、財政赤字・国債の累積、中央銀行資産の肥大化が進んできた。政府の負債と中央銀行の通貨供給が一体化しつつ、もはや将来の税収を担保に発行される国債が成長の果実によって償還されるという「自償性」はすでに喪失して久しい。

また対外的には、FRBによる国際的ドル供給と還流機構が重要性を増している。リーマンショック時と同様に中央銀行間の為替スワップの発動で危機に対応し、今回は、ドル建て資産への依存度が高い日本の日銀を経由した利用が多く、ニューヨークと東京の株式市場、国債市場を支えるものとなった。もちろん為替スワップ協定、ドル供給に対するアメリカのスタンスはすべての国に対して一様ではない。1980年代から顕在化したグローバルインバランスの下での国際的なドル供給・還流の意識は高まっており、むしろドル依存は、危機において強まり、「ドル化」が進展しているとも考えられる。

グローバルインバランスそれ自体は、アメリカの多国籍企業・多国籍銀行が歴史的に形成してきたものであり、中国の世界貿易機関（WTO）加盟以降、アメリカ自身の‘Chimerica’政策のもと、中国、アジアにおけるグローバルなサプライチェーンが形成され、トランプ政権は米中の経済覇権闘争を「新冷戦」化させた。この潮流は、11月3日の大統領選挙で、どちらが勝利したとしても、大きく方向転換するとは言い難い。また国内外の「大遮断」を通じた格差・分断の顕在化が国内においてもグローバルなレベルでも成長軌道の阻害要因となり続け、ドル体制下で散布されたグローバルマネーはますます肥大化し、各国、各市場でのバブル形成と崩壊を繰り返す要因となる可能性が高まっている。ここで、L・ランダル・レイなどの「現代貨幣理論（MMT）」に論及する余裕はない<sup>(37)</sup>。その理論的な是非は別としても、現実が「MMT」化していることだけは確かだと言える。しかしインフレ抑制に対する楽観視はグローバルなレベルでのバブル膨張と崩壊の繰り返しにつながり、経済崩壊に陥った国において、ハイパーインフレをも巻き起こす市場の歪みを拡大させる可能性もはらんでいられると思われる。

- (1) マーティン・ウルフ「〈FT〉世界経済に『大遮断』の危機」『日本経済新聞電子版』2020年4月17日、<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO58123360W0A410C2TCR000/>。
- (2) 奥村（2020）。
- (3) 『日本経済新聞』2020年7月30日、8月28日、8月31日付記事。
- (4) 西川（2020）。

- (5) 独立行政法人労働政策研究・研修機構「新型コロナウイルス感染症関連情報」を参照。
- (6) 『日本経済新聞』2020年5月14日、6月11日、6月18日、8月14日、8月28日付記事。
- (7) 滝田 (2020)、特に第3章参照。分断国家アメリカの特質については小竹 (2019) を参照。5月25日のミネソタ州での警察官による黒人殺害事件とそれを契機とした全米での抗議行動に対してトランプ大統領が「法秩序維持」を名目に「連邦軍」の投入も辞さないと言明したことで、分断が社会的混乱を増幅させるものだとなっている。舟津 (2020) (英語版は2020年7月7日) は、こうした政治的分断が、ひるがえって経済的分断を深め、経済回復の阻害要因となっているという点を指摘している。
- (8) 萩原 (2020)。
- (9) 同上。またオバマケアの内容に関して、詳しくは桜井 (2016) を参照。
- (10) 滝田 (2020)、217-218ページ。
- (11) 『日本経済新聞』2020年7月31日、8月28日、8月31日付記事。
- (12) ロバート・アームストロング (2020)。
- (13) 三井住友銀行・コーポレート・アドバイザー本部 (2019)、資料。
- (14) 『日本経済新聞』2020年4月17日、5月27日、6月10日、6月17日、7月9日、7月17日、7月24日、8月4日、8月22日、8月26日付記事。
- (15) 『日本経済新聞』2020年8月4日。
- (16) 井村 (2007)。
- (17) Swanson (2020)。住宅ローンの組成額は、FRBの金融消費者保護局 (CFPB) が公表している住宅ローン情報公開法 (HMDA) に基づくデータでは、2019年に前年比6.8%増の2.5兆ドルで、そのうち新規住宅購入ローンは過半の1.3兆ドル (前年比2.7%増) で、借り換え (リファイナンス) は1.1兆ドル (前年比12.1%増) であった。予測はあくまでも現在のトレンドの延長線上にあるが、8月の第1週には30年固定金利住宅ローン金利は2.88%となり、ローン残高を有する家計の65%が0.5%以上の金利を払っていることになる。アメリカでは金利0.5%で借り換えのインセンティブが有意な人たちで現われる。1990年代はローンの借り換えによる金融機関からのキャッシュバックと7000ドルのパーベキューセットが話題になり、サブプライムローンの大量導入の契機ともなった。
- (18) 窪谷 (2020)。
- (19) 2020年1月末の中国訪問者入国拒否、‘China Virus’も「4月に暖かくなれば影響はなくなる」としていたトランプ大統領が態度を急変させた経緯については、滝田 (2020)、74-76ページ。
- (20) 連邦政府が初めて本格的に公的資金を投入したのは、1989年のS&L救済・整理を遂行するための法律 (FIRREA) で、当時で45億ドルの公的資金を投入した。FIRREAについては、井村 (2002) を参照されたい。リーマンショック時は2回目に当たり、2008年10月、ブッシュ政権下でTARPを創設した緊急経済安定化法が経済危機・金融危機時の財政資金投入 (7000億ドル) となる。当初の資金投入先は、大恐慌期以来とされる金融危機下であり、AIGをはじめとする金融機関、銀行の優先株購入であった。翌年2月からのオバマ政権期には、その規模は4250億ドルに減額されたが、対象は自動車産業、その他に拡大された。
- (21) 2008年緊急経済安定化法 (Emergency Economic Stabilization Act of 2008) およびその後の法改正、以下の叙述では連邦準備法13条(3)に基づくFRBのターム物資産担保証券貸出制度 (TALF: Term Asset-Backed Securities Loan Facility) プログラムとの連動性などについては米財務省のHPを参照。またKiel (2009) を参照。
- (22) 航空機産業の産業組織、経営戦略については、閑林 (2020) に詳しい。
- (23) 窪谷 (2020)、3ページ。
- (24) FRBは、2月20日すぎから、株式市場の変調、ニューヨークダウ平均株価の大幅下落、10年国債の1%台前半までの下落、ドル安が進むなか、3月2日にビデオ会議で開催された連邦公開市場委員

会（FOMC）が政策金利（加盟銀行間の準備預金の貸出レートであるフェデラル・ファンドレート〔FFレート〕）を緊急に0.5%引き下げたのをはじめ、3月15日にも前倒しのFOMCを開催し、政策金利を1%も引き下げた。

- (25) 伊豆（2020）。FFレートが2008年から2015年12月に至るまで長期にわたってゼロ近傍に維持されていたが、FRBは金融正常化に向けて2015年以来長い間かけて金利を引き上げてきていた。
- (26) CRS（2020）。
- (27) 伊豆（2020）。
- (28) 滝田（2020）、130–133ページ。
- (29) 2008年から発動された、証券化商品を取り扱うベアスターズなどの証券会社・投資銀行への緊急資金供給やクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）を取り扱うAIGなどの保険会社への流動性供給を主眼としたものであった。CRS（2020）。
- (30) ウォールストリートに対するメインストリート金融の対比、主たる担い手のひとつである「Sコーポ銀行」について、詳しくは内田（2009）、特に第5章を参照されたい。
- (31) 伊豆（2020）、31–38ページ。
- (32) US OMB（2020）、p. 247.
- (33) CRS（2020）。
- (34) 伊豆（2020）、19–23ページ、および伊豆（2016）、特に第2章を参照。
- (35) アイケングリーン（2012）。
- (36) 伊豆（2020）、徳勝（2015）。
- (37) レイ（2019）を参照。

#### ■参考文献

- アイケングリーン、バリー（2012）『とてつもない特権——君臨する基軸通貨ドルの不安』（小浜裕久監修）、勁草書房。
- アームストロング、ロバート（2020）「〈FT〉株高と格差、根は同じ」『日本経済新聞』6月12日。
- 伊豆久（2016）『金融危機と中央銀行』、九州大学出版会。
- （2020）「FRBのコロナ危機対応策——リーマン危機との比較」『証研レポート』No. 1719（4月）。
- （2020）「日本銀行のコロナ危機対応策」『証研レポート』No. 1721（8月）。
- 井村進哉（2002）『現代アメリカの住宅金融システム——金融自由化・証券化とリーテルバンキング・公的部門の再編』、東京大学出版会。
- （2007）「アメリカにおける住宅金融市場の証券化の歴史と現状（下）」『季報住宅金融』秋号（9月、住宅金融支援機構）。
- 内田聡（2009）『アメリカ金融システムの再構築——ウォールストリートとメインストリート』、昭和堂。
- 奥村皓一（2020）『米中「新冷戦」と経済覇権』、新日本出版社。
- 閑林亨平（2020）『アヴィエーション・インダストリー——航空機産業の経営戦略』、文眞堂。
- 窪谷浩（2020）「求められる米国の追加経済対策」『Weeklyエコノミスト・レター』8月4日（ニッセイ基礎研究所）。
- 小竹洋之（2019）『迷走する超大国アメリカ』、日経プレミアシリーズ、日本経済新聞出版。
- 桜井潤（2016）「医療保障政策——市場に潜む不安定性と『リヴァイアサン』」、河音琢郎・藤木剛康編著『オバマ政権の経済政策——リベラリズムとアメリカ再生のゆくえ』（第4章所収）、ミネルヴァ書房。
- 滝田洋一（2020）『コロナクライシス』、日経プレミアシリーズ、日本経済新聞出版。
- 徳勝礼子（2015）『マイナス金利——ハイパー・インフレよりも怖い日本経済の末路』、東洋経済新報社。
- 西川純子（2020）「トランプ政権と軍需産業——宇宙軍創設と中国脅威論」『経済』No. 299（8月）。

- 舟津奈緒子 (2020) 「二つの混乱に揺れる米国」『国問研戦略コメント』(2020-12) 6月19日。
- 萩原伸次郎 (2020) 「コロナ危機・人種差別抗議で揺れるアメリカ」『経済』No. 299 (8月)。
- レイ、L・ランダル (2019) 島倉原監訳、鈴木正徳訳『MMT 現代貨幣理論入門』、東洋経済新報社 (Wray, L. Randall, *Modern Money Theory, A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, Second Edition, Palgrave Macmillan)。
- Kiel, Paul, et al. (2009) “Show Me the TARP Money,” *ProPublica*, Retrieved February 9.
- Swanson, Jann (2020) “Economists Upbeat on Q3, Home Sales Growth Is Too Good To Last,” *Mortgage News Daily*, August 17.
- 独立行政法人労働政策研究・研修機構「新型コロナウイルス感染症関連情報」、<https://www.jil.go.jp/tokusyu/covid-19/index.html?mm=1576>。
- 三井住友銀行・コーポレート・アドバイザリー本部 (2019) 「米国住宅市場の動向」(資料)、4月。『日本経済新聞』各日付。
- Congressional Research Service (CRS) (2020) *R44185, Federal Reserve: Emergency Lending*, <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R44185>, March 27.
- FRB (2020) *Periodic Report 8.8.: Update on Outstanding Lending Facilities Authorized by the Board under Section 13 (3) of the Federal Reserve Act*, <https://www.federalreserve.gov/publications/files/nonlf-noelf-pdcf-mmlf-cpff-pmccf-smccf-talf-mlf-ppplf-msnelf-mself-msplf-8-10-20.pdf>.
- Mortgage Daily*, <http://www.mortgagenewsdaily.com>.
- US Department of Treasury, <http://www.treasury.gov/initiatives>.
- US Office of Management and Budget (OMB) (2020) *Budget of the U.S. Government, Analytical Perspectives, FY2021*, February.

---

いむら・しんや 中央大学教授

<https://researchers.chuo-u.ac.jp/Profiles/7/0000652/profile.html>  
simura.01m@g.chuo-u.ac.jp