

## 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如何は、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。報告者は、アメリカの金融史を軸として、住宅金融を中心に財政金融機構のアメリカ的展開の特質に関心を持って研究してきたが、少し視座を広げ、グローバル経済の基本的な枠組みを考えつつ、コロナ禍のもとでのアメリカ経済の現状と展望を考えてみたい。

小稿では、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はるかに上回る大規模な財政金融政策が総動員されており、連邦財政の出動とFRBによる金融政策がアメリカ独自の論理をもって、新たな展開を見ている。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、アメリカの内外の様々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見ておく必要がある。

#### (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中で、ロボットや自動化された生産・流通・消費行程を除いて、全ての経済段階・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。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のコメンテーター、マーチン・ウルフ氏は、「大遮断'Great Shutdown'」と呼んだ方が良いという。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。<sup>1</sup>

これはもちろん中世ヨーロッパを襲ったペストのように、全人口の過半に及ぶ死亡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目途がたっていない今日、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ローン金融危機、リーマンショック、そしてそれに続くヨーロッパを巻き込んだ経済・金融危機との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。失われた価値は、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。

<sup>1</sup> マーティン・ウルフ(2020.4.17) 「(FT) 世界経済に『大遮断』の危機」『日本経済新聞』(以下日経)掲載論文。

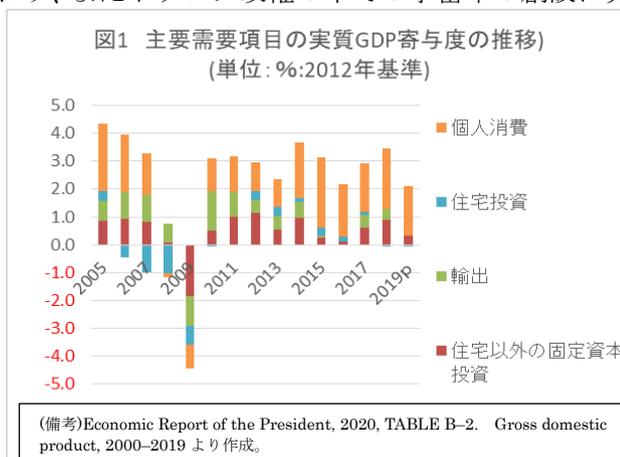
## (2) 突出する落ち込みと低迷

大づかみに見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、5G等の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」様相を深める中、<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、諸外国には見られないような落ち込みとなった。実質GDP(前期比、季調値、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%の増加率となったが、7月は1.9%増大幅に鈍化した。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、感染収束は大幅に遅れ、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。(以上、いずれも年率)<sup>3</sup>

アメリカ経済の構造的特徴をGDPの構成(図1)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見られるような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。その悪化スピードも過去に例を見ないものだ。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カ月弱で3,600万人が一時帰休・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4,000万人に近づき、アメリカが約4人に1人を上回る810万人、死亡者も世界の110万人に人に対約22万人で突出している。(10月18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カ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

<sup>2</sup> 奥村皓一(2020.7)。

<sup>3</sup> 日経、7月30日、8月28日、8月31日付記事。

<sup>4</sup> 西川純子(2020.8)。

<sup>5</sup> 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」。

<sup>6</sup> 日経新聞、5月14日、6月11日、6月18日、8月14日、8月28日付記事。

<sup>7</sup> 滝田洋一(2020.5)特に第3章を参照。分断国家アメリカの特質については小竹洋之(2019.2)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は、分断が社会的混乱を増幅させるものとなっている。舟津奈緒子(2020.6.9)(英語版<2020.7-7>)の認識は、こうした政治的分断が翻って、経済的分断を深め、経済

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。

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 2,700 万人に達したとされる。<sup>8</sup> 1,000 万人を超えるとされる不法移民をはじめ、無保険者が 5,000 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もと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

以上の様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株価平均は、6月上旬に 27,000 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 ETF は、7 月末までの約 3 カ月で 50% を超える IT バブル以来の上昇率となった。次節に見るように、日銀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、以下の企業業績を見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、通販等の 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 4,500 社のうち、3 社に 1 社が最終損益赤字となった。業種毎の損益合計では電子機器や情報通信でそれぞれ 5,000 億ドル、7,000 億ドルの利益を出しているのに対して、RD シェルの 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、EV・自動運転開発の先陣を切るテスラや GAF A などのプラットフォーマーへの期待を賭けて、ニューヨーク市場に還流し、株価を引き上げてきた。<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、貯蓄率の急上昇の中で、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、新規投資に回わり、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所以でもある。もう一つの資産領域である住宅市場の動きを見てみよう。

### (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すし、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

回復の阻害要因と指摘している。

<sup>8</sup> 萩原新次郎(2020.8)

<sup>9</sup> 同上。またオバマケアの内容に関して、詳しくは桜井潤(2016.11)を参照。

<sup>10</sup> 滝田洋一(2020.5)、217-218 ページ。

<sup>11</sup> 日経新聞、7月31日、8月28日、8月31日付記事。

<sup>12</sup> ロバート・アームストロング(2020.6.12)。

できない。関連需要の範囲の取り方によっては、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。ロックダウン解除を経て 6 月に入ると主要都市の住宅市場が一時的とはいえミニバブルの様相を呈したのである。

リーマンショック後、新築住宅販売が 2017 年までに 60 万戸をこえ、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> このような中コロナ禍で、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% 増（同、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見ていくと、まずローンの借換え需要、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、現時点での報告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 月が良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にとどまっている。中古住宅の枯渇が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過ぎない。

要するに 4 月の著しい落ち込みからの増加率を単月で見ると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。さらに住宅ローン金利の歴史的低下のもとで、アメリカ特有の借換えの容易性もあり、住宅ローンの組成額が増加すると住宅購入額も 1.8% の押し上げ効果があるとされ、ローン組成で借換えインセンティブが顕在化するという予測が出されている。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見ると、4 月に 2,111 万人の雇用が失われたが、5-7 月、3 カ月で 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、破産が急増する中で、給付金再支給の

<sup>13</sup> 三井住友銀行・コーポレート・アドバイザー本部（2019.4）、資料。

<sup>14</sup> 日経新聞、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。

<sup>15</sup> 日経新聞、2020 年 8 月 4 日付記事。

<sup>16</sup> 井村進哉（2007.9）。

<sup>17</sup> Swanson, Jann（2020.8.17）。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（HMMA）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、借換え（リファイナンス）は 1.1 兆ドルで前年比 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% で借換えのインセンティブが有意な形で現れる。90 年代はローンの借換えによる金融機関からのキャッシュバックと 7,000 ドルのバ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。

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。次節に見るように、大規模財政出動もその「政策効果の剥落」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換えも買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持ち、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。

報告原稿執筆時点で大統領選まであとわずか。経済政策の争点のひとつは、共和党らしく減税中心でいくトランプ氏か、それとも富裕層への課税強化を含めて7000億ドルの財政支出による製造業、環境・インフラ投資を推進するバイデン氏かとされている。しかしどちらも、雇用創出1,000万人の提起では、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の前倒しでの大幅利下げを契機に、それまでの楽観的態度を急変させた。<sup>19</sup> ヨーロッパからの渡航禁止、3月13日には国家非常事態宣言、国防生産法の適用で、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、まず財政政策から見てみよう。

#### (1) 初の個人給付・雇用維持主眼の財政出動

<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)の処理を目的とした整理信託公社(RTC)を通じたもの、そして2008年のリーマンショック対応の不良資産救済プログラム(TARP)に続くもので、コロナ禍対策は3度目となる。<sup>20</sup> 報告者自身は、これまでのアメリカの公的資金投入を、金融機関、その他企業の経営金融機関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づけてきた。<sup>21</sup> またリーマンショック後も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押えができないようにする「市場隔離」機能を、FRBとともに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。

<sup>18</sup> 窪谷浩(2020.8.24)。

<sup>19</sup> 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の態度急変については、滝田洋一(2020.5)74-76ページ。

<sup>20</sup> 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、井村進哉(2002.2)。リーマンショック時は、2回目に当たり2008年10月、ブッシュ政権下で不良資産救済プログラム(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(7,000億ドル)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や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4,250億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。

<sup>21</sup> 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第13条(3)項に基づくFRBのTALF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, Paul (February 9, 2009)。

今回の危機では、シャットダウン状況のもと、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を含め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2兆2,800億ドルの「新型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2,924億ドルの個人向けの直接的な現金給付で、大人1人当たり1,200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、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2,620億ドルの失業対策だ。自営業者、独立契約労働者を含めて対象に、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1,922億ドルが支出されている。

以上が個人向けで、6月末までの支出でほぼ5,000億ドルに達するが、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%保証の上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融資に減額または一部を免除するもので、予算では6,590億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予算のうち2.2兆ドル予算の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5,100億ドルだが、そのうち4,500億ドルは、FRBの連邦準備法第13条第3項「緊急貸付枠」のための基金への拠出金で、次項で詳しく見る。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、事実上の破たん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では、州・地方政府へのコロナ対策への補助金が1,500億ドル計上されており、6月末までの執行率も1,495億ドルと極めて高い。

**<剥落する政策効果>** 問題は政策効果とその持続可能性であろう。大人1人1,200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、4-6月期の可処分所得は第1四半期のそれを10%程度押し上げたとの推計がある。加えてSBAの給与保証プログラム(PPP)で中小企業従業員全体(約6,000万人)の8割に相当する5,100万人の雇用が維持されたとされている。<sup>23</sup>

これらの給付金・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、先の雇用統計では、4月の雇用喪失の半分を回復したに過ぎない。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、返済免除規定を含む融資・信用保証が中心の公的資金投入は、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、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得ないであろう。

<sup>22</sup> 航空機産業の産業組織、経営戦略については、閑林亨平(2020.1)に詳しい。

<sup>23</sup> 窪谷浩(2020.8.24)3ページ。

## (2) 中央銀行信用膨張のアメリカ的特質

<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①4年ぶりにゼロ金利を復活させた。<sup>24</sup> また②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③3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連邦準備法第13条第3項をも発動することを決めた。

<リーマンショック対応との異同> まず①のゼロ金利の復活は、何かあらたな政策を採用した話ではない。また②7,000億ドルの国債・モーゲージ担保証券(MBS)の買入額もリーマンショックから数えて4回目という意味でQE4と呼ばれており、FRBのバランスシートはわずか1カ月で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③13条第3項の発動も、2008年11月に7,100億ドルのピークに達したものを新たな形で復活させたものだ。<sup>26</sup>

ただ①について、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②のQEについては、今回は、パウエル議長が「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、発行国債を無制限にFRBが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>

<連邦準備法第13条第(3)項の原則> さらにFRBは、日銀と同様に投資適格社債や株式を組込んだ上場投資信託(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、基本的には連邦準備法第13条第(3)項による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点にある。まず表1で、7月末で1,000億ドルの残高の7割をSBA保証が付いた「従業員給与支払目的・雇用維持」のための流動性貸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となった。3月の株

表1 連邦準備法第13条(3)によるコロナ対策貸出枠の運用状況  
(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(7月31日時点)	提供担保額	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(OPPF)	3月17日	335.7	0.3%	10,396.5	2)	1.0	プライマリーディーラーが撤去3カ月物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MMMM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%	49,861.6	38.3		NY連銀設立のSPV経由
E タム物資担保証券向け(TALF)	3月22日	1,619.5	1.6%	11,622.7	1.7		新規組成の消費者ローン 4)・事業ローンを組込んだ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%	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		100,855.5	100.0%				

(資料)FRB(2020.8.8)より作成。Periodic Report: Update on Outstanding Lending Facilities Authorized by the Board under Section 13(3) of the Federal Reserve Act.  
(備考) 1) SPVに対する貸付。2) 財務者からの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は連邦準備法第13条(3)に定める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。

<sup>24</sup> FRBは、2月20日過ぎから、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、ドル安が進む中、3月2日(日)にビデオ会議で開催された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、以下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。

<sup>25</sup> 伊豆久(2020.4)。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年以来長い間掛けて金利引き上げてきた。

<sup>26</sup> Congressional Research Service(CRS) (March 27, 2020)。

<sup>27</sup> 伊豆久(2020.4)。

<sup>28</sup> 滝田洋一(2020.5)、pp.130-133。

<sup>29</sup> 2008年から発動された、証券化商品を取り扱うベアスターンズなどの証券会社・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の取り扱うAIG等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 (March 27, 2020)。

<sup>30</sup> 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、詳しくは内田聡(2009.4)、特に第5章を参照されたい。

価暴落時以降の第 13 条(3)項を利用した金融機関向け貸出には、MMMFLF や PDCF などの利用も見られるが、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している。

31

13 条(3)項で注目すべきことは、CARES 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 が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)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 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=フランク法は、破綻企業への支援をやめさせる意図で第 13 条(3)に対して、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予算外予算(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中、FRB がそれと一体となった形で 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、第 13 条(3)項以外の既存の 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。

<国際的ドル供給と還流> コロナ危機への FRB の対応で、国際的に見て最も際立った側面は、各国中央銀行に対する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 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込んだドル建ての MBS を大量に保有するヨーロッパの金融機関が、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ムリスクとして顕在化した。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。<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 4,000 億ドルを超える巨額なものとなったが、今回は、日銀が 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中で、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中で、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、アメリカから見れば、このような危機下にあつ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もなる。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

<sup>31</sup> 伊豆久(2020.4)、31-38 ページ。

<sup>32</sup> Budget of the U.S. Government, *Analytical Perspectives, FY2021*, (2020.2), p.247.

<sup>33</sup> CRS (March 27, 2020).

<sup>34</sup> 伊豆久(2020.8)、19-23 ページ。伊豆久(2016.4)特に第 2 章を参照。

<sup>35</sup> アイケングリーン(前掲書)。

<sup>36</sup> 伊豆久(2020.8)、徳勝礼子(2015)。

京の株式市場・国債市場維持をも支える柱でもある。「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中で、アメリカもゼロ金利に復帰し、金利格差は低下した。しかし東京市場は、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位置付けられることになる。

### むすびにかえて

小稿では、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、まず雇用、消費、および株式市場、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。報告者の現状に対する見立て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、政策効果も剥離し始めた。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見ている。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 等に付言すれば、デジタル経済化 (DX) は、むしろ雇用排除の要因を持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、住宅ローン市場を一つの軸として自由化・証券化・市場統合を本格化させた。1980 年代以降はこの市場統合は、巨額な経常収支赤字の形成によるグローバル規模でインバランスを形成しながら進展したが、それはリーマンショックとして帰結した。

しかし今回のコロナ禍に対応する財政金融政策の出動規模は、リーマンショックをはるかに上回る規模となった。もので、しかも容易に終息が見通せないまま、雇用、消費の下支えを主眼とするものとならざるを得ず、失われた所得、消費を回復させる成長軌道の形成も見通せない中、巨額の財政負担に直面している。

このような中、財政金融機構は、一般会計(連邦基金)と連邦信用計画との間で複雑に絡み合いながら、また相互に負担を転嫁しながら肥大化し、第二次大戦終結以来の、そしてそれ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絡み合いながら肥大化している。政府の負債と中銀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・還流機構も肥大化し重要性を増している。今回も、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が発動され、ドル建て資産への依存度が高い日本の日銀を経由したドル資金供給が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に対するアメリカのスタンスは全ての国に対して一様ではない。経常収支赤字などで著しい通貨下落に見舞われ、ドル建て債務の返済猶予が不可避となっている新興国も存在する。1980 年代から顕在化したグローバルインバランスの下で国際的なドル供給・還流システムの意義は高まっており、むしろ危機の時代においてドル依存が強まり、「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、2002 年の中国の 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てきた。トランプ政権は、米中貿易戦争を仕掛ける形でこの戦略を転換し、「新冷戦」と呼ばれる事態を招いている。米中の経済覇権闘争を軸とするグローバリゼーションの転機を示す潮流は、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。またコロナ禍での大遮断を通じた格差・分断の拡大は、アメリカの国内レベルにおいても、グローバルなレベルにおいても経済活動の阻害要因となり続けざるを得ない。

そして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、市場の歪みが生じた地域、国、市場でのバブル形成と崩壊を繰り返す要因とならざるを得ないと難が得られる。ここで、L・ランドル・レイ等の「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、現実の経済、財政金融機構それ自体が「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繋がり、経済崩壊に陥った国ではハイパー・インフレをも巻き起こす可能性を孕んでいると思われる。

#### <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』勁草書房。  
アームストロング、ロバート (2020.6.12)、「株高と格差、根は同じ」(FT) (日経新聞、同日付)  
伊豆久 (2016.4)『金融危機と中央銀行』九州大学出版会。  
伊豆久(2020.4)「FRBのコロナ危機対策～リーマン危機との比較」『証研レポート』No.1719。  
伊豆久(2020.8)「日本銀行のコロナ危機対応策」『証研レポート』No.1721。  
井村進哉 (2002.2)『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。  
井村進哉(2007.9)「アメリカの住宅金融の証券化の歴史 (下)」住宅金融支援機構『季報住宅金融』秋号。  
内田聡(2009.4)『アメリカ金融システムの再構築』、昭和堂。  
奥村皓一 (2020.7)『米中「新冷戦」と経済覇権』、新日本出版社。  
閑林亨平 (2020.1)『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』文真堂。  
窪谷浩 (2020. 8.24)、「求められる米国の追加経済対策」、『Weekly エコノミスト・レター』ニッセイ基礎研究所。  
小竹洋之 (2019.2)『迷走する超大国アメリカ』日経プレミアシリーズ。  
桜井潤 (2016.11)「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』、ミネルヴァ書房 (第4章所収)。  
滝田洋一(2020.5)『コロナクライシス』日経プレミアシリーズ。  
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 (2020.8)「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。  
舟津奈緒子 (2020.6. 9)「二つの混乱に揺れる米国」(『国問研戦略コメント』(2020-12)  
萩原伸次郎 (2020.8)「コロナ危機・人種差別講義で揺れるアメリカ」『経済』No.299。  
レイ、L・ランドル著、島倉原監訳、鈴木正徳訳 (2019.2)『現代貨幣理論入門』、東洋経済新報社。(Wray, L. Randall, Modern Monetary Theory, A Primer on Macroeconomics for Sovereign Money Systems, Second Edition, Palgrave Macmillan.)  
Kiel, Paul (February 9, 2009). "Show Me the TARP Money". *ProPublica*. Retrieved.  
Swanson, Jann (2020.8.17), "Economists Upbeat on Q3, Home Sales Growth Is Too Good To Last", *Mortgage News Daily*.  
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」<http://www.Jili.go.jp>  
三井住友銀行・コーポレート・アドバイザリー本部 (2019.4)、『米国住宅市場の動向』(資料)。  
日本経済新聞、各日付。  
Congressional Research Service(CRS) (March 27, 2020) , *R44185, Federal Reserve : Emergency Lending*, <https://crsreport.congress.gov>.  
FRB, *Periodic Report(2020.8.8)*, : *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 News Daily*, <http://www.mortgagenewsdaily.com>.  
US Department of Treasury, Website, <http://www.treasury.gov/initiatives>.  
US Office of Management and Budget, (2020.2) *Budget of the U.S. Government, Analytical Perspectives, FY2021*.

<sup>37</sup> レイ、L・ランドル著、島倉原監訳、鈴木正徳訳 (2019.2)。