

米国に忍び寄るリスク

～米国経済 2022 年 4 月～

調査レポート

2022 年 4 月 12 日
経済部 シニアエコノミスト
鈴木 将之

概要

米国経済は、緩やかに回復している。半導体不足など供給網のボトルネックや人手不足は継続しているものの、感染対策が徐々に緩和されており、経済活動は再開している。消費者物価上昇率は約 40 年ぶりの高水準であり、金融引き締めが加速する公算が大きい。一方で、ウクライナ危機によって先行き不透明感が強まった。それらの悪影響が今後波及する中で、金融引き締め策が思いのほか効きすぎってしまう恐れがある。想定外のリスクが忍び寄っていることに注意が必要だ。

1. 現状：緩やかな回復

米国経済は、緩やかに回復している。半導体不足など供給網のボトルネックや人手不足は継続しているものの、感染対策が徐々に緩和されており、経済活動は再開している。約 40 年ぶりの物価上昇率となり、50bp 利上げやバランスシート縮小開始など、さらなる金融引き締め策も視野に入った。一方で、住宅ローン金利の上昇に伴う住宅市場の変調の兆しや、ウクライナ危機など、景気減速懸念があることも事実だ。実際、米 2・10 年債利回りが逆転するなど、忍び寄るリスクへの警戒を怠れない。

2. 雇用回復と物価上昇の加速

足元の経済環境について、需給要因などから現状を確認しておく。

- 個人消費**は、増加しつつある。2 月の小売売上高は前月比 +0.3%と 2 か月連続で増加した。自動車・部品・ガソリンなどを除く小売売上高は▲0.4%と 2 か月ぶりのマイナスであり、変調の兆しにも見える。その一方で、2 月の個人消費支出は名目で +0.2%とプラスを維持したものの、物価変動を調整した実質では▲0.4%と 2 か月ぶりのマイナスになった。足元にかけて消費者マインドも悪化しており、物価上昇の痛みがじわりと現れ始めているようだ。先行きにかけて、個人消費は底堅く推移すると期待されるものの、物価上昇の痛みが懸念材料として大きくなっている。
- 設備投資**は、拡大している。2 月の非国防資本財出荷（除く航空機）は前月比 +0.3%と、12 か月連続で増加しており、設備投資は堅調に推移しているとみられる。また、非国防資本財受注（除く航空機）は前月比▲0.2%と、1 年ぶりのマイナスとなった。先行きについて、設備投資は当面底堅く推移するとみられるものの、ウクライナ情勢や金融引き締めなど、局面が変化する可能性があるため、今後の動向が注目される。
- 輸出**は、足踏みしている。2 月の輸出は 2 か月ぶりのプラスとなる前月比 +1.8%だった。ここ半年間、ならしてみれば増加しているものの、勢いを欠いてきた。また、前年同月比では +21.5%と水準を切り上げた中で、対中輸出は 3 か月ぶりに +23.2%とプラスに転じた。1～2 月は春節と 2021 年の反動もあって、マイナスだった。また、米中第 1 段階の合意を履行できていないため、今後の協議が注目される。先行きについて、緩やかに増加すると期待される中で、欧州向けエネルギーなどが増加するだろう。
- 生産**は、持ち直している。2 月の鉱工業生産指数は前月比 +0.5%と、2 か月連続の増産となった。産業別にみると、自動車・同部品が▲3.5%と 3 か月連続の減産だった一方で、非鉄金属製品や一般機械、電子部品、食料品や紙・パルプ、プラスチック・ゴム製品などが増産基調を維持し、全体の生産を下支えた。また、2 月の稼働率も 77.6%と、2020 年 2 月の 76.3%を上回った。ただし、半導体等原材料不足や供給網のボトルネック、人手不足などが下押し圧力になっている。3 月の米供給管理協会（ISM）の製造業景気指数（PMI）が 57.1 で、前月から▲1.5pt と低下したように、先行きへの懸念が高まりつつある。
- 物価**は、上昇ペースを加速させている。2 月の個人消費支出（PCE）デフレーターは前年同月比 +6.4%と、1982 年 1 月以来の高い伸び率となった。エネルギー価格の上昇が目立つ半面、財価格が +9.6%、サービス価格が +4.6%と上昇しており、連邦準備制度理事会（FRB）が指摘しているように、価格上昇圧力が広範にみられる。当

面、物価上昇圧力が継続し、FRB のインフレ退治も加速する公算が大きい。

・ **雇用**は、回復している。3 月の非農業部門雇用者数は前月比 43.1 万人増となり、失業率は 3.6%まで低下し、ほぼ完全雇用に近づいたようだ。実際、連邦公開市場委員会（FOMC）参加者の見通しによると、長期の失業率は 4.0%とされている。ただし、労働参加率は 62.4%と感染拡大前から 1pt ほど低い。コロナ禍の中で早期に引退した人がいるといわれており、雇用の回復状況には懸念も残る。

3. 動かない財政政策、動く金融政策

財政政策について、民主党内の反対の声もあり、バイデン政権の目玉政策だった 1.75 兆ドル規模の歳出・歳入法案の成立は事実上、頓挫している。また、中間選挙までは目立った財政政策は実施しづらい状況になった。ウクライナ危機など、先行き不透明感が高まっている中でも、財政出動のハードルは高まっている。

金融政策については、次回 5 月の FOMC では、追加利上げとバランスシートの縮小計画の発表が予想されている。足元までの、FRB 高官のタカ派的な発言を踏まえて、今後、50bp 利上げが複数回ありうると、市場は期待を膨らませている。言い換えると、それほど消費者物価の上昇が耐えられないということだ。実際、4 月 6 日に公表された 3 月の FOMC 議事要旨では、多くの FOMC 参加者が 50bp 利上げを望ましいとしていたものの、ウクライナ危機に伴う不確実性の高まりから、25bp 利上げで様子見したことが明らかになった。今後、50bp 利上げをする場合、25bp に縮小する理由付けも必要になる。例えば、消費者物価指数の上昇幅の縮小や、政策金利の中立金利までの引き上げなどが注目されることになるだろう。

また、バランスシート縮小について、正式には決まっていなかったものの、3 月 FOMC で議論が進んだ。国債月額 600 億ドル、住宅ローン担保証券（MBS）同 350 億ドルの計 950 億ドルずつバランスシートが縮小される可能性がある。前回 2017 年以降のバランスシート縮小時には最大 500 億ドルだったため、当時の 2 倍弱の縮小ペースになる計算だ。しかし、月額 950 億ドルならば、年間で 1.1 兆ドル超であり、約 9 兆ドルまで拡大したバランスシートを縮小するには数年間はかかるだろう。その間、景気が持ちこたえられなければ、再びバランスシート縮小を停止せざるを得なくなる。

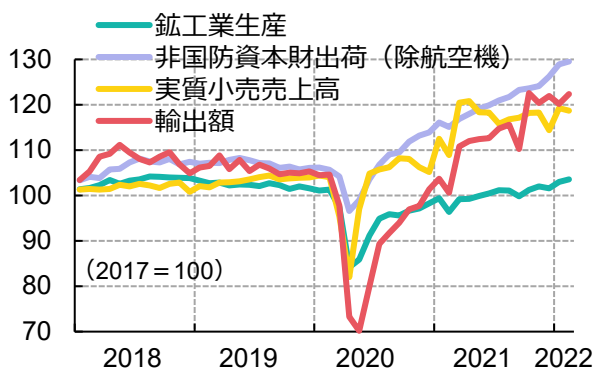
現在、強気の金融引き締め政策が語られている背景には、物価抑制を優先できるほど、雇用環境が改善していることがある。金融引き締めの悪影響が過小評価されている面もあり、景気減速への警戒も必要だ。FRB 高官らも少なくとも景気減速を覚悟しているものの、景気後退までは想定していない。仮に、景気後退となれば、これまで堅調だった雇用環境も悪化することは間違いない。そうなれば、金融引き締めを実施する前提条件が崩れることになりかねない。

4. 先行き：忍び寄るリスク

先行きについて、緩やかな景気回復が続くと期待される。しかし、ウクライナ危機に伴う不透明感の高まりや、金融引き締めの悪影響など懸念材料も少なくない。本来であれば、先行き不透明な状況では、金融政策は緩和的な姿勢で経済を下支えしたいところだ。

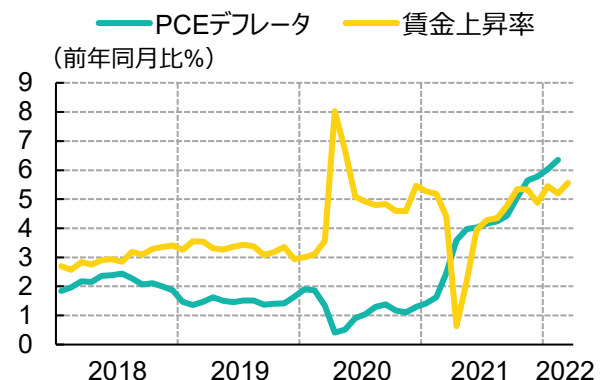
しかし、加速する物価上昇がそうした緩和姿勢を許してくれない。ウクライナ危機など悪影響が波及する中で、金融引き締め策が思いのほか効きすぎてしまう恐れがあるなど、想定外のリスクが忍び寄っていることに注意が必要だ。

図表① 需給の経済指標



(出所：BEA, FRB, St.Louis Fed, 米商務省より SCGR 作成)

図表② 物価・雇用指標



(出所：BEA, BLS, St.Louis Fed より SCGR 作成)

以上