

2022年2月21日 全9頁

米国経済見通し

過度な利上げ懸念はやめよう

足下の景気は悪くなく、FRBも景気に配慮し、バランス取りに注力

ニューヨークリサーチセンター 研究員 矢作 大祐

[要約]

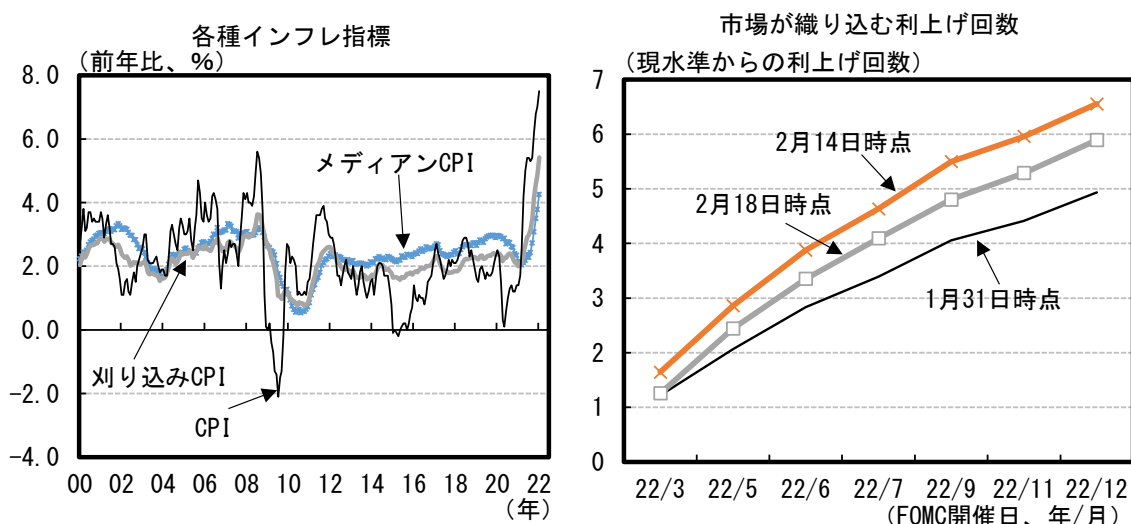
- 2022年1月の物価関連指標が予想を上回り、市場にサプライズをもたらした。インフレ加速が一層進む中で、市場参加者は2022年内に6回程度の利上げが実施されるとの見立てとなっている。そして、利上げが急激に進むとの予想の下で、1年先OISの10-2年スプレッドは足下で逆イールド化しており、市場参加者は景気後退を懸念している。
- 利上げが実施され始めれば、タイムラグを伴いつつ、2022年下半年以降、景気は緩やかに減速していくことが想定される。しかし、出発点となる足下の景気が堅調であること、そして、FOMCが過度にタカ派にならないよう景気に配慮していることを踏まえれば、現時点で景気後退を織り込むのは早計だろう。利上げを過度に恐れず、米国経済の地力を信じる余裕を持つべきといえる。

市場参加者は 2022 年内に 6 回の利上げ、2023 年には景気後退を織り込む

米国では足下でインフレ加速が一層進み、市場にサプライズをもたらしている。2022 年 1 月の CPI は前年比+7.5%（Bloomberg 調査：同+7.3%）と前月からさらに加速し、1982 年 2 月以来の高い伸びとなった。また、変動が特に大きい品目を取り除いた刈り込み CPI は 1 月が同+5.4%と 1983 年 12 月の統計開始以来、インフレの基調を判断する際に重視されるメディアン CPI は同+4.2%と 1991 年 6 月以来の高水準となった。このほか、PPI も 1 月は同+9.7%（同調査：同+9.1%）、輸入物価も同+10.8%（同調査：同+10.0%）と市場予想を上回った。

インフレ加速が一層進む中、FOMC 参加者によるタカ派的な発言が目立った。例えば、ブラード・セントルイス連銀総裁は、講演会でインフレとの闘いに関する FOMC の信頼を確実にすべきとの姿勢を表明し、7 月 1 日までに政策金利を合計で 1.00%pt 引き上げるべきとの認識を示した。市場参加者は 1 月末時点で 2022 年内に 5 回の利上げを予想していたが、こうした FOMC 参加者のタカ派的な発言を受け、足下では年内 6 回程度の利上げを織り込んでいる。

図表 1 各種インフレ指標、市場が織り込む利上げ回数



(注) 市場が織り込む利上げ回数は FF 金利先物から算出。

(出所) BLS、クリーブランド連銀、Haver Analytics、Bloomberg より大和総研作成

そして、利上げが急激に進むとの予想の下で、市場参加者は景気の下振れを懸念している。例えば、景気後退のシグナルとして注目される米国債の 10 年-2 年スプレッドは急激に縮小しつつある。また、1 年先 OIS の 10 年-2 年スプレッドは既にマイナス化（逆イールド化）しており、1 年後の景気後退を織り込んでいる。景気の先行きに対する懸念は、説得力を有する面もある。バイデン政権の成長戦略である“Build Back Better”計画はお蔵入りの様相を呈しつつあり、財政政策によるサポートは見込みにくい。ロイター／ミシガン大消費者センチメントを見てみると、政府の経済政策に対する評価 DI は足下で急激に低下している。こうした政策サポートの少なさが消費者マインドを悪化させる一つの要因となっていることから、米国経済の屋台骨である個人消費に黄色信号が灯っているとも捉えられる。

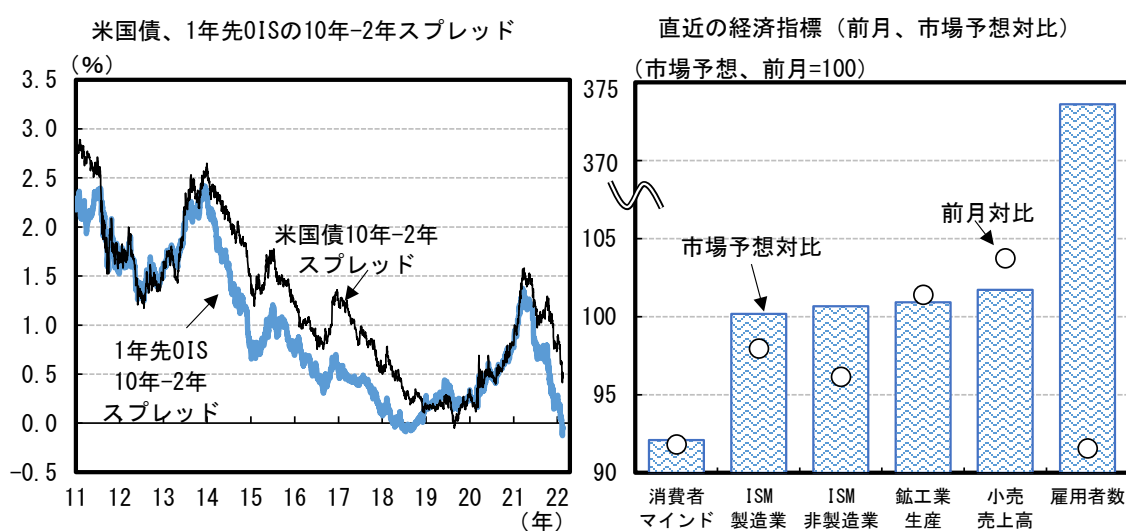
しかし、急激な利上げを前提とした先行き 1 年後の景気後退を懸念するのは、現時点では早

計である。そもそも 2022 年の実質 GDP 成長率は 3% 台後半が見込まれており、約 2% 程度とされる潜在成長率を踏まえれば高い成長率といえる。また、足下の経済指標に関してもオミクロン株による感染状況の悪化に伴い、前月対比で多少の下振れは見られるものの、消費者マインドを除けば概ね市場予想対比でまずまずの結果となっている。2020-2021 年にかけては、「新型コロナウイルスの感染状況の悪化＝景気減速」であったが、ワクチン接種の進展や経口治療薬の登場に加え、米国社会のウィズコロナへの対応が進んだことで、市場の想定に比べて感染状況の悪化に対する景気の耐性が強まったとも考えられる。インフレ加速に目が向きがちだが、利上げへと踏み切ることが可能な経済環境が整っているとも捉えることができるだろう。

また、市場で急激な利上げによる景気の下振れ懸念がある中、FOMC は過度にタカ派的な印象を与えないようにしている。2 月 16 日に公表された 1 月の FOMC の議事録では、利上げに関して、大半の参加者が 2015 年以降の利上げペース（四半期に 0.25%pt の利上げ）よりも速いペースでの利上げが妥当であると指摘し、3 月、5 月、6 月の FOMC での 0.25%pt ずつの利上げが示唆されたが、大幅な利上げ（0.50%pt 以上）に関する指摘はなかった。議事録では、幾人かの参加者が急速な引き締め策の実施によって金融環境がタイト化するリスクを指摘するとともに、少数の参加者が経済見通しやリスク、金融政策の道筋を効果的に伝達することで、こうしたリスクが回避され得る旨を指摘した。議事録が FOMC が市場参加者に対して効果的に伝達するための重要なツールであることを踏まえれば、3 月の FOMC で大幅な利上げをする場合、何らかの示唆があると考えられた。特段の示唆がなかったことを踏まえると、7 月 1 日までの 1.00%pt の利上げというタカ派的な見解は FOMC 内で多数派ではないということだろう。

利上げが実施され始めれば、タイムラグを伴いつつ、2022 年下半年以降、景気は緩やかに減速していくことが想定されるものの、出発点となる足下の景気が堅調であること、そして、FOMC のバランス感覚を踏まえれば、景気後退を織り込むのは尚早だろう。利上げを過度に恐れず、米国経済の地力を信じる余裕を持つべきといえる。

図表 2 米国債、1 年先 OIS の 10 年-2 年スプレッド、直近の経済指標（前月、市場予想対比）



(注) 右図のうち、ロイター／ミシガン大消費者センチメントのみ 2022 年 2 月分で、それ以外は 1 月分。

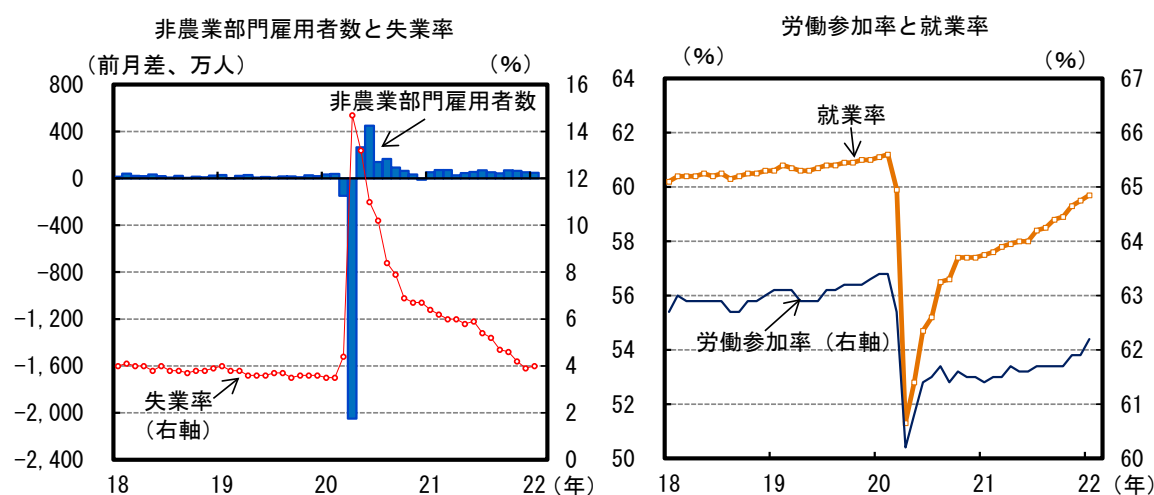
(出所) ISM、ロイター／ミシガン大、BLS、Census、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

雇用者数は堅調も、労働需給はタイトなまま¹

2022年1月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+46.7万人となった。新型コロナウイルスの感染状況の悪化によって1月の雇用統計は弱含むことが想定されていたが、市場予想（Bloomberg調査：同+12.5万人）を大きく上回るポジティブな結果であった。なお、今回の雇用統計では年次改訂が行われ、2021年の雇用者の伸びは4月を除いて同+40万人から同+70万人台で推移していたことが示された。1月の堅調な結果もこうした2021年の雇用環境の回復の延長線上にあると捉えるべきだろう。失業率に関しては、同+0.1%ptの4.0%となり、市場予想（Bloomberg調査：3.9%）を上回った（悪化）。ただし、失業率はコロナ禍前の水準付近まで既に低下しており、低下余地は小さい。また、失業者数の増加は主にレイオフによるもので解雇には至っていないことを踏まえれば、過度に悲観的に捉える必要はないだろう。

他方、労働参加率や就業率はコロナ禍前を大きく下回る状況が続いている。労働需給は一層タイト化しており、2022年1月の民間部門の平均時給は前月比+0.7%と、市場予想（Bloomberg調査：同+0.5%）を上回った。新型コロナウイルスの1日当たり新規感染者数（7日移動平均）は1年半ばに約80万人でピークを打ち、足下では20万人を下回るまで減少しており、感染悪化による雇用環境への悪影響は緩和しつつあるといえる。実際に、新規失業保険申請件数も1年半ばの週当たり29万人から2月初旬には週当たり23万人程度まで減少した。とはいえ、若年層の感染は依然高水準にある。米国でオミクロン株による感染拡大が本格化する前の11月末時点では、若年層の週当たり新規感染者数は10万人強であったが、2月初旬は60万人強となっている。子育て世代が育児や介護から解放され、職場復帰を進めるには時間を要するだろう。他方、労働需要に関しては2021年12月の求人件数が1,092.5万件と極めて高い水準にあり、企業の採用意欲は高い。労働需給がタイトな中で労働供給が雇用環境の更なる回復に向けたボトルネックとなる構図は当面の間継続すると考えられる。

図表3 非農業部門雇用者数と失業率、労働参加率と就業率



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

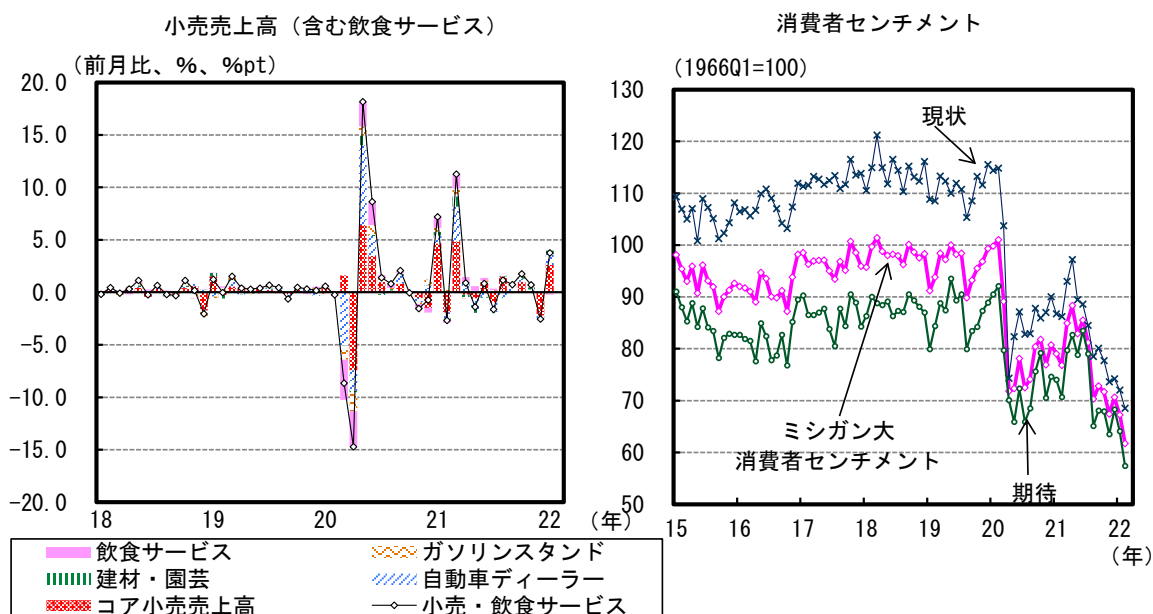
¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「雇用者数は前月差+46.7万人と予想を上回る」(2022年2月7日) 参照。 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220207_022832.html

小売売上高は大幅増も、消費者マインドは低迷

個人消費の動向を確認すると、2022年1月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+3.8%、また、振れが大きい業種(自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス)を除く、コア小売売上高については、同+4.8%と大幅に増加した。大幅減となった2021年12月からの反動増や季節調整の歪み、未計上であった売上の計上が進んだことなどが背景にあると考えられる。内訳を見ると、無店舗販売(同+14.5%)や家具・身の回り品(同+7.2%)、自動車・同部品(同+5.7%)などが堅調な伸びを示した。他方、新型コロナウイルスの感染状況に左右されやすい飲食サービス(同▲0.9%)は2ヵ月連続で減少するとともに、マイナス幅が拡大した。ただし、感染状況が改善に転じた1年半ば以降、レストラン予約も底打ちしており、飲食サービスの悪化も一時的と考えられる。

根深い問題となっているのは消費者マインドの低迷である。2022年2月のロイター/ミシガン大消費者センチメント(速報値)は前月差▲5.5ptの61.7となり、コロナ禍以降の最低水準を2ヵ月連続で更新した。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同▲3.5pt)、期待指数(同▲6.7pt)といずれも低下した。ミシガン大学によれば、インフレ加速や政府の政策に対する期待の低下、そして家計の財務状況の見通しが悪化したことが消費者センチメントを押し下げたと指摘している。また、個人消費の大勢を決める高所得世帯層のマインド悪化が著しい点は気がかりであろう。ただし、ミシガン大学も認めるように、現金給付等を含め家計資産が蓄積されてきたことや、感染状況の悪化によってサービス消費など支出先が限定されたことなどによって、消費者マインドと実際の個人消費が連動しにくくなっている可能性がある。「消費者マインドの悪化=個人消費の不振」とは必ずしもならないことも想定しておくべきだろう。

図表4 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



(出所) Census、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

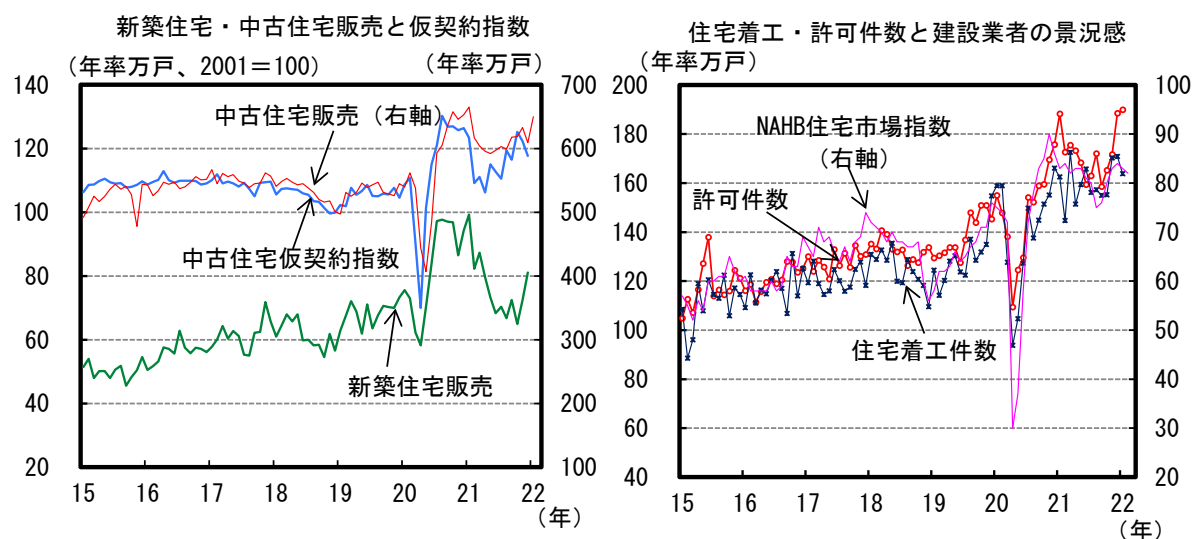
住宅市場は需要面が堅調も、サプライチェーンの混乱が供給面の重石に

住宅需要に目を向けると、中古住宅販売（コンドミニアム等含む）に関しては、2021年12月が前月比▲3.8%と落ち込んだものの、2022年1月は同+6.7%と増加した。水準も650万戸と2021年1月以来の高水準となった。また、2021年12月の新築住宅販売（戸建）は前月比+11.9%と2ヵ月連続で大幅に増加した。水準も年率換算81.1万戸と2021年3月以来の高水準となった。他方で、住宅在庫は極めて低水準となっている。中古住宅の在庫率は1.6ヵ月と統計開始以来最低となり、新築住宅の在庫率は6.0ヵ月と中古住宅に比べて幾分余裕はあるが、2ヵ月連続で大幅に低下した。在庫不足によって住宅価格は高止まりするとともに、足下の住宅ローン金利の上昇によって、住宅取得能力指数は低下傾向にあり、人々にとって住宅購入のハードルは高まっている。

続いて、住宅供給に目を向けると、2022年1月の新築住宅着工は前月比▲4.1%と4ヵ月ぶりに減少した。2021年11月が大幅に増加したことからの反動、新型コロナウイルスの感染状況の悪化や寒波に見舞われたことが影響したと考えられる。また、先行指標である建設許可は同+0.7%と減速した。建設許可も12月の大幅増からの反動という側面もあるが、許可後未着工が同+4.9%と大きく増加しており、着工の停滞が建設許可の重石となったとも考えられる。

建設業者のマインドを表すNAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2022年2月分は前月差▲1ptの82と2ヵ月連続で悪化した。NAHBはサプライチェーンの混乱が深刻化しており、多くの建設業者が建設資材の調達に何ヵ月も要しているとの見解を示した。また、調達の遅れは工期の遅れへとつながり、住宅建設費が前年比+21%増加したとも指摘している。感染状況が改善したことでサプライチェーンの混乱が緩和していくとも考えられるが、木材価格や建設業の賃金上昇率は高水準にあることから、当面は住宅建設費が低下していくことは考えにくい。住宅供給が住宅市場のボトルネックとなる状況が継続することが想定されよう。

図表5 新築住宅・中古住宅販売と仮契約指数、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



(出所) Census、NAR、NAHB、Haver Analytics より大和総研作成

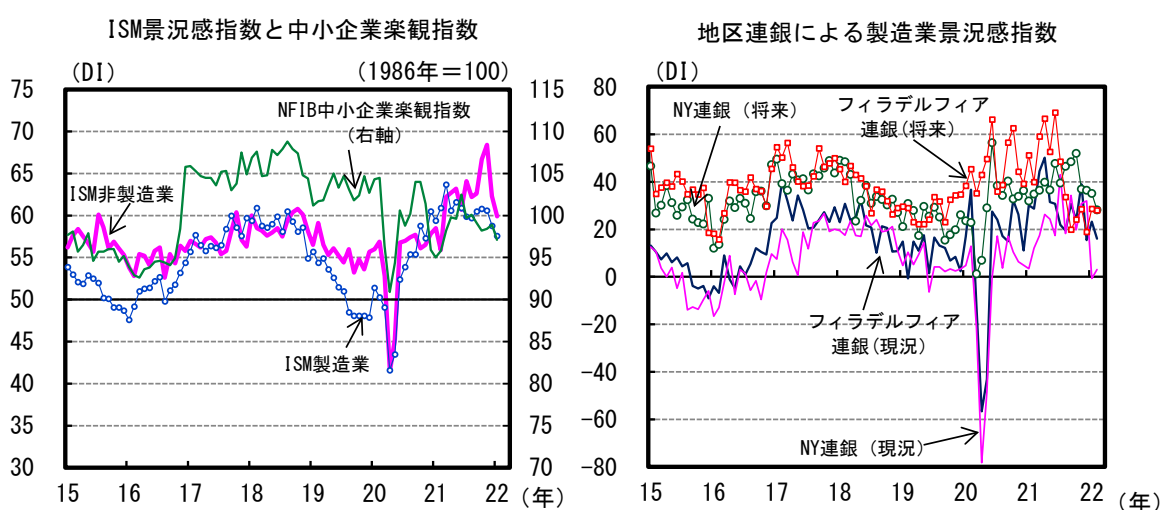
コスト高が企業マインドの重石となる構図は続く

2022年1月のISM景況感指数に関して、製造業は前月差▲1.2%ptの57.6%と3ヵ月連続で悪化し、非製造業は同▲2.4%ptの59.9%と2ヵ月連続で悪化した。構成項目を見ると、製造業に関しては2ヵ月連続で雇用指数以外の項目（新規受注指数、生産指数、入荷遅延指数、在庫指数）が低下し、非製造業に関しては入荷遅延指数以外の項目（事業活動指数、新規受注指数、雇用指数）が低下した。コメントを見ると、製造業、非製造業ともにオミクロン株によって人手不足が一層悪化していることやサプライチェーンの乱れによるコスト上昇を懸念視している。

中小企業マインドに関して、2022年1月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲1.8ptの97.1と3ヵ月ぶりに悪化した。内訳項目を見ると、実質販売の増加に対する期待が大きく落ち込んでおり、中小企業は収益性の悪化を不安視しているといえる。NFIBは中小企業が値上げを進めるとともに、人手不足を補うために賃金を引き上げており、いわゆる賃金インフレに直面している可能性があるという指摘している。

1月の企業マインドは総じてやや冴えないが、2022年2月中旬までの動向を含む各地区連銀製造業景況感指数（現況指数）を見ると、NY連銀は前月差+3.8pt、フィラデルフィア連銀は同▲7.2%となった。とりわけ、NY連銀に関しては、前月が大幅なマイナスであったことを踏まえれば、その上昇幅は物足りない。NY州では新型コロナウイルスの感染状況がいち早く改善したことで景気の急激な落ち込みに対する懸念は軽減された一方、コスト上昇が企業マインドの重石となっている状況は変わらないということだろう。期待指数に関しては、NY連銀は前月差▲6.9pt、フィラデルフィア連銀は同▲0.6%といずれも悪化した。インフレ加速への対応としてFRBの利上げによって景気が減速していくことが想定される中で、売上の伸び悩みなど将来への期待が低下していると考えられよう。

図表6 ISM景況感指数とNFIB中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



（出所）ISM、NY連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analyticsより大和総研作成

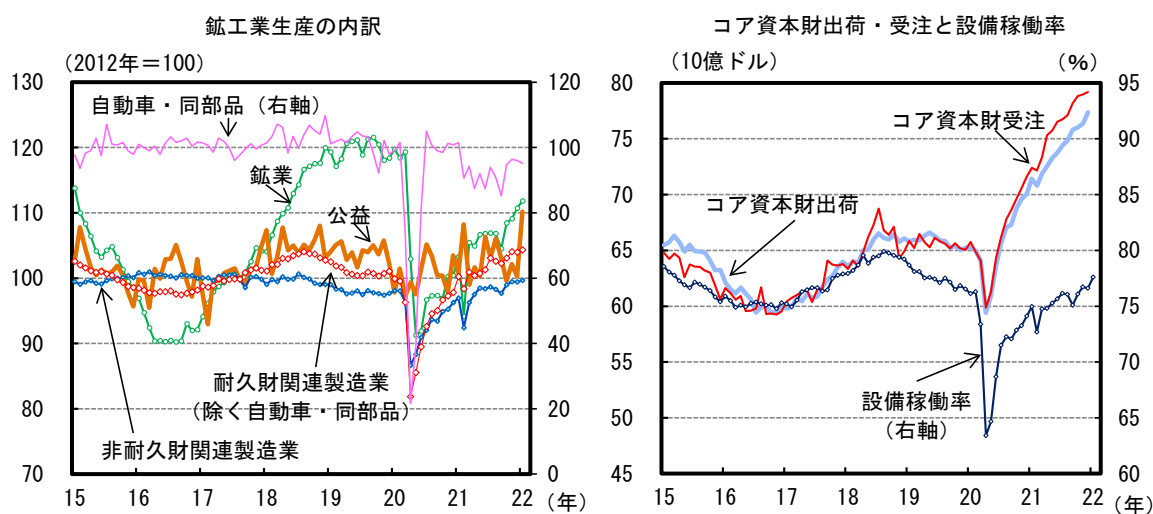
鉱工業生産指数は大幅上昇

企業の実体面に関して、2022年1月の鉱工業生産指数は前月比+1.4%と大幅なプラスへと転じ、市場予想(Bloomberg調査:同+0.5%)を大幅に上回った。内訳を見ると、鉱業(同+1.0%)が堅調さを維持するとともに、公益(同+9.9%)が大幅なプラスへと転じた。FRBは、公益に関して、2021年12月は相対的に温暖であったことから伸び悩んだが、2022年1月は寒波に見舞われたことで活況であったと指摘している。なお、鉱工業生産の75%を占める製造業(同+0.2%)も増加に転じた。

製造業の内訳を見ると、耐久財、非耐久財ともに前月比+0.2%となった。耐久財に関しては、自動車・同部品(同▲0.9%)や、非金属鉱物(同▲0.7%)、家具・家事用品(同▲0.5%)が振るわなかったが、機械(同+1.1%)やその他輸送用機器(同+0.9%)、電気機械(同+0.7%)が堅調であった。非耐久財に関しては、石油・石炭製品(同▲1.5%)、印刷(同▲1.4%)が2ヵ月連続、衣服・革製品(同▲0.6%)が3ヵ月連続でマイナスとなった。他方、繊維・繊維製品(同+1.4%)や紙(同+0.8%)は堅調さを維持した。

設備投資関連の指標について、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷は2021年12月に前月比+1.3%、先行指標であるコア受注は同+0.3%となった。受注は2ヵ月連続で小幅な増加にとどまっておろ、出荷も受注のペースに合わせて緩やかになっていくものと考えられる。なお、2022年1月の設備稼働率は前月差+1.0%ptの77.6%と2019年3月以来の高水準となり、設備の稼働状況のひっ迫感が強いことを受け設備投資が一層進むとの解釈も可能だが、気候要因による公益の設備稼働率の急上昇があったことを差し引いて考えるべきだろう。むしろ、インフレ加速への対応として利上げが急速に実施されれば、設備投資のための資金調達環境は悪化していくことが想定される。金融政策の効果にはタイムラグがあることを踏まえても、2022年下半年以降は設備投資が徐々に抑制されていくと想定しておくべきだろう。

図表7 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



(出所) FRB、Census、Haver Analytics より大和総研作成

経済見通し

2021年10-12月期の実質GDP成長率は、前期比年率+6.9%と7-9月期（同+2.3%）から大きく加速した。ただし、最大のけん引役となったのは民間在庫であった。主要項目のうち、個人消費は堅調も、設備投資や住宅投資は冴えず、国内最終需要は伸び悩んだ。もっとも、供給不足が設備投資や住宅投資のボトルネックとなったことを踏まえれば、民間在庫の伸びが加速したこと自体はポジティブといえる。

足下の経済統計を踏まえ、2022年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.8%と10-12月期から減速すると見込む。しかし、ヘッドラインが伸び悩むのは民間在庫による押し上げが見込みにくいことが主因であり、個人消費は堅調さを維持し、設備投資や住宅投資は持ち直し、国内最終需要は加速すると見込む。ワクチン接種の進展等によって、感染状況が悪化しても景気の下振れ幅は抑制されると想定している。

インフレ加速が続く中、米国経済の堅調さを裏付けに、FRBは利上げを進めていこう。大和総研は3月、5月、6月、9月、12月と年内計5回の利上げを予想している。FRBによる利上げはタイムラグを伴って消費や投資を抑制し、2022年下半期の成長ペースを減速させると考える。もっとも、市場参加者が織り込む景気後退に関しては、可能性は低いと想定している。出発点となる足下の景気が堅調であること、そして、FOMCが景気に配慮していることを踏まえ、2023年以降は潜在成長率前後の成長ペースに収束していくと見込む。

図表8 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2021				2022				2023				2020	2021	2022	2023
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	前年比、%			
国内総生産	6.3	6.7	2.3	6.9	2.8	3.4	2.9	2.5	2.2	2.1	2.2	2.3				
〈前年同期比、%〉	0.5	12.2	4.9	5.5	4.7	3.8	4.0	2.9	2.7	2.4	2.2	2.2	-3.4	5.7	3.8	2.4
個人消費	11.4	12.0	2.0	3.3	3.2	4.2	3.4	2.9	2.3	1.8	1.9	2.0	-3.8	7.9	3.8	2.5
設備投資	12.9	9.2	1.7	2.0	4.7	5.1	4.3	3.7	3.4	3.6	3.7	3.9	-5.3	7.3	4.1	3.8
住宅投資	13.3	-11.7	-7.7	-0.8	5.5	3.9	2.5	2.1	1.8	1.6	1.6	1.8	6.8	9.0	0.6	2.0
輸出	-2.9	7.6	-5.3	24.5	6.4	3.8	3.4	3.2	3.0	2.9	2.7	2.6	-13.6	4.6	7.0	3.0
輸入	9.3	7.1	4.7	17.7	7.0	4.1	3.1	2.9	2.7	2.6	2.5	2.3	-8.9	14.0	7.3	2.8
政府支出	4.2	-2.0	0.9	-2.9	0.8	2.0	2.7	2.5	2.5	2.5	2.6	2.5	2.5	0.5	0.5	2.5
国内最終需要	10.4	8.0	1.3	1.9	3.1	4.0	3.4	2.9	2.4	2.2	2.3	2.4	-2.5	6.5	3.1	2.7
民間最終需要	11.8	10.1	1.4	2.8	3.5	4.4	3.5	3.0	2.4	2.1	2.2	2.3	-3.6	7.9	3.6	2.7
鉱工業生産	4.0	6.5	3.5	4.0	8.2	4.9	4.2	3.5	2.8	2.6	2.7	2.8	-7.2	5.6	5.2	3.2
消費者物価指数	4.1	8.2	6.7	7.9	6.9	4.9	3.2	2.1	2.0	2.7	2.3	1.7	1.2	4.7	6.0	2.5
失業率(%)	6.2	5.9	5.1	4.2	3.9	3.7	3.5	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4	8.1	5.4	3.7	3.4
貿易収支(10億ドル)	-204	-205	-223	-227	-233	-235	-233	-231	-230	-228	-227	-226	-677	-859	-933	-910
経常収支(10億ドル)	-189	-198	-215	-217	-222	-222	-219	-214	-211	-207	-204	-201	-616	-819	-877	-822
FFレート(%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.00	1.25	1.50	1.75	1.75	2.00	2.00	0.25	0.25	1.50	2.00
2年債利回り(%)	0.13	0.17	0.23	0.53	1.23	1.48	1.63	1.78	1.93	2.08	2.23	2.37	0.40	0.27	1.53	2.15
10年債利回り(%)	1.32	1.59	1.32	1.54	1.88	2.05	2.15	2.24	2.30	2.36	2.42	2.48	0.89	1.44	2.08	2.39

(注1) 網掛けは予想値。2022年2月21日時点。

(注2) FFレートは誘導レンジ上限の期末値。2年債利回り、10年債利回りは期中平均。

(出所) BEA、FRB、BLS、Census、Haver Analyticsより大和総研作成