

2022年5月24日 全12頁

米国経済見通し 景気後退の真実味はいかほどか？

現時点で景気後退を確信するのは尚早

ニューヨークリサーチセンター 研究員 矢作 大祐

[要約]

- 米国の主要株価指数は下落局面が続いている。高インフレが続く中で、FRBによる金融引き締めが大掛かりになり、景気を急激に冷やすとの思惑が強まったことが株価下落の背景にある。株式市場は、FRBの金融引き締めに対する前のめりな姿勢や需要抑制に対する意志の強さを受け、先行きの景気後退に身構えているといえる。
- しかし、景気後退を現時点で確信するのは尚早だろう。主要な経済指標は堅調で景気後退に対しては一定のバッファがある。FRBのタカ派的な見解が目につきやすい一方で、景気後退懸念をけん制しようとする声も聞こえるようになってきた。インフレに関しても、コアCPIやPCEを中心に減速傾向が見られている。景気変動を増幅させる金融の不安定性に関しても、2000年代初頭のドットコム・バブルや2000年代後半の不動産バブルに代表される過去の過熱時と比べても抑制されている。
- 仮に景気後退に陥るとすれば、上に挙げた安心材料が全面的に覆される、リスクシナリオという位置づけである。例えば、インフレが今後もさらに加速し、利上げが中立金利を大幅に上回るまで行われることや、現時点で認識されていない金融の不安定性が高まることなどが挙げられよう。

株式市場は金融引き締めによる景気後退懸念から大幅に調整

米国の主要株価指数である S&P500 は、終値ベースで年初の 4,800 弱から 5 月の半ばには 4,000 を割り込んだ。とりわけ、4 月の CPI が市場予想から上振れしたことで、FRB による金融引き締めが大掛かりになり、景気を急激に冷やすとの思惑が強まった。また、足下では S&P500 が 100 週移動平均を下回っている。過去を踏まえれば、これは経済・金融危機を織り込む動き、つまりは米国経済の景気後退を懸念する向きが強まったことを意味する。

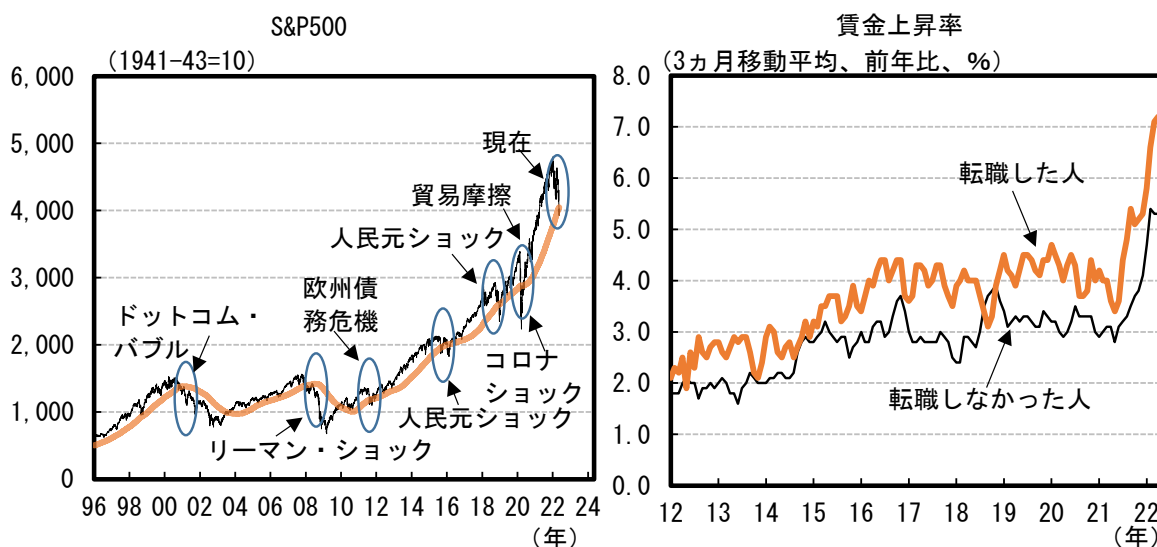
金融引き締めが景気を減速させていくことは当然ながらも、株式市場が景気後退まで懸念し始めたのは、FRB の金融引き締めに対する前のめり感が強まっていることが背景にある。3 月の FOMC の議事録が公表された 4 月半ば以降、5 月の FOMC で 0.50%pt の利上げが実施されることがメインシナリオへと格上げされ、株式市場は FRB のインフレ抑制に対する本気度を目の当たりにしたといえる。また、5 月の FOMC 後の記者会見で、パウエル FRB 議長は 0.75%pt の利上げの可能性を否定するも、6、7 月の FOMC で 0.50%pt の利上げを継続することや、インフレ抑制が不十分であれば中立金利を超えて利上げをする用意があることを示唆した。株式市場は FRB の金融引き締めに対する前のめり感を一層認識するようになったといえる。

加えて、FRB の労働市場の過熱に対する警戒感の高さも株式市場の懸念を強めたといえる。5 月の FOMC 後の記者会見で、パウエル議長は求人件数が失業者数を大幅に上回っていることを取り上げ、賃金上昇圧力がインフレ目標に合致しないほど強まっていると述べ、労働市場の過熱に対応する必要性を提起した。また、5 月半ばに、パウエル議長は金融引き締めを進めることで失業率が上昇し得ると述べ、インフレを抑制する上で雇用環境の悪化を容認する姿勢を示した。金融引き締めを通じた需要の抑制が必要な中で、FRB が労働需給のタイトさに着目することは合理的といえる。というのも、実質賃金が前年比マイナスで推移する中でも、個人消費が大きく落ち込んでいないのは、豊富な求人を背景に人々がより高い賃金の職へと転職することで、インフレ加速による家計への影響を緩和できているからである。

しかし、こうした FRB の発想からは、企業がコスト増を吸収できるようになる上で必要な生産性の向上に関する議論が抜け落ちているといえる。生産性の向上には時間を要すること、FRB が関与しにくい内容であること、そして、生産性の向上を待つことで FRB がビハインド・ザ・カーブに陥っているとの印象を与えうることから、FRB は議論を積極化しにくい。もっとも、生産性に関する議論が抜け落ちれば、FRB が金融引き締めを通じて徹底的に需要を抑え込もうとしているとの印象を与え、結果的に株式市場は景気後退の可能性に対して一層身構えるようになる。

こうした FRB のスタンスを背景に、株式市場において景気にネガティブな情報を気にする確証バイアスが強まり、悲観論に拍車がかかっている。例えば、ブロード・セントルイス連銀総裁が、年内の FOMC では毎回 0.50%pt の利上げを継続し、年末時点で 3%を超える水準まで FF レートを引き上げると発言したことを受け、株価のボラティリティは一層高まった。ブロード総裁は、FRB が実際に取ってきた政策よりもタカ派的なスタンスを示す傾向があることから、本来であれば発言についても割り引いて捉える必要がある。しかし、確証バイアスが強まる株式市場はブロード総裁の発言を真正面から受け止めたといえる。

図表 1 S&P500、賃金上昇率



(注) 左図の太線は S&P500 の 100 週移動平均。

(出所) S&P、アトランタ連銀、Haver Analytics より大和総研作成

現時点で景気後退懸念を確信するのは尚早

しかし、足下の米国経済は株式市場が懸念するほど悪くない。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲1.4%とマイナスに転じたが、その主因は純輸出と民間在庫による押し下げである。一方、米国経済の屋台骨である個人消費や設備投資は堅調な伸びを示した。また、足下で企業や消費者のマインドは悪化しているものの、主要経済指標（雇用、小売、鉱工業生産）は概ね堅調に推移している。こうした景気の堅調さは、インフレ抑制のために大掛かりな金融引き締めが必要と捉えられる一方で、景気後退に対しては一定のバッファがあるともいえる。

FRB のタカ派的な見解が目につきやすい一方で、FRB の執行部からは景気後退懸念をけん制しようとする声も聞こえるようになってきた。例えば、これまで FRB のタカ派化を先導してきたウォラーFRB 理事は、急激な金融引き締めによって景気後退へと陥った 1980 年代初頭のボルカー議長時代と、現在は状況が大きく異なると指摘し、FRB は市場を驚かせ、景気後退へと陥れるようなことはしないと述べている。加えて、ウィリアムズ NY 連銀総裁は、金融環境が既に引き締まってきていることや、コア PCE 価格指数の伸び率が 2022 年末に前年比+4.0%付近まで縮小すると見込んでいることを指摘した。シカゴ連銀が公表する全米金融環境指数も、足下で上昇しており、金融環境は引き締め傾向を強めている。また、コア PCE 価格を明示的に取り上げたことで、エネルギーや食品といった金融引き締めによる効果が及びにくい項目から距離を取る道筋を開いたといえる。3 月の FOMC で公表された FOMC 参加者による経済見通し (SEP) において、2022 年 10-12 月期のコア PCE 価格指数が前年比で+4.1%だったことを踏まえれば、足下のコア PCE 価格指数が大幅な想定外とはなっていないことも確認できる。

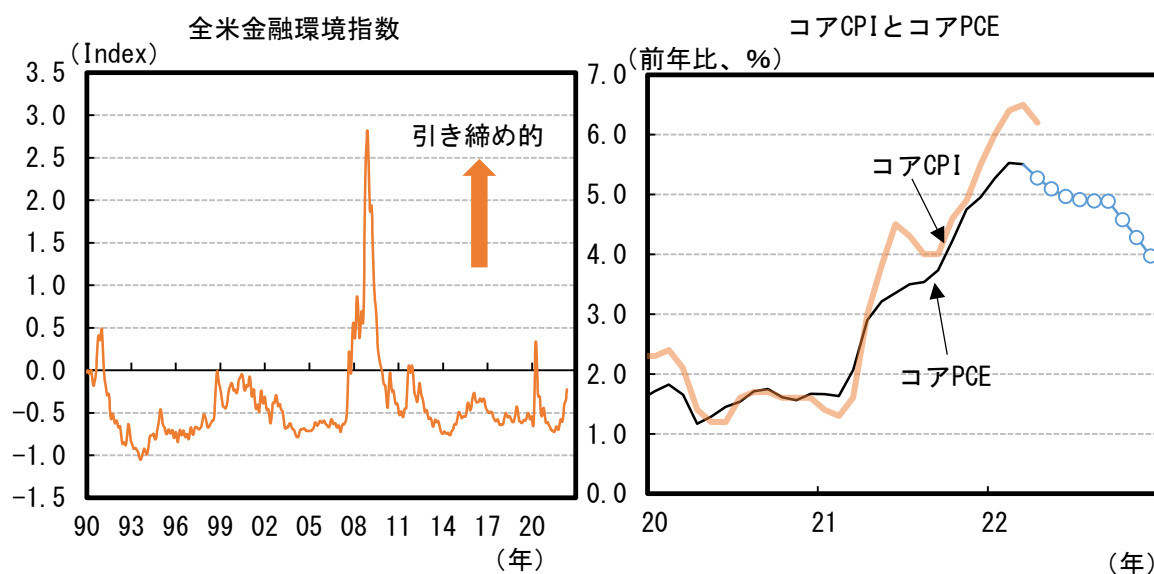
3 月のコア PCE 価格指数は前年比+5.2%と 2 月からわずかに伸びが縮小し、増勢が弱まりつつある。そして、コア CPI は、4 月に市場予想を上回ったものの、前年比で減速した。とりわけ、

前年比ベースを考慮する場合、2021年の4-6月期及び10-12月期の伸び幅が大きかったことで、コアPCEやコアCPIは減速感が出やすい。足下、FRBのタカ派的な見解に目が行きやすい環境にあることは確かであるが、そもそも、主要経済指標が堅調であるとともに、コアCPIやPCEを中心にインフレ率に減速傾向が見られること、そして、FRBの執行部を中心にバランスを取ろうとする動きもあることから、現時点で金融引き締めによる景気後退を確信するのは尚早といえる。

もちろん、ウィリアムズ総裁の想定が実現することは容易ではない。2022年末時点でコアPCE価格指数の伸び率が前年比+4.0%まで縮小するためには、前年比ベースのインフレ率が徐々に減速していくと仮定する場合、4-6月期は前月比+0.4%、7-9月期は同+0.3%、10-12月期は同+0.2%が目安となる。金融政策の効果はタイムラグを伴って発現することから7-9月期に前年比ベースで伸びが減速するかには不確実性が高い。また、2021年7-9月期の伸び幅が大きくなかったことから、期待するほど前年比ベースでは減速感が出にくいことも想定される。現時点で0.50%ptの利上げが明確に示唆されているのは7月のFOMCまでだが、インフレ減速が顕著でない場合、9月のFOMCまでは0.50%ptの利上げを覚悟しておく必要がある。

他方、過去の経験則として、インフレ率はFFレートが中立金利程度まで引き上げられた後に抑制されていく傾向がある。3月のFOMCで示されたFOMC参加者のFFレート長期見通し（≒中立金利）が、中央値ベースで2.4%であったことを踏まえれば、9月まで0.50%ptの利上げを継続すればFFレートは概ね中立金利付近まで引き上げられることになる。中立金利を超えて利上げすることを躊躇しないと明言しているパウエル議長も、5月のFOMC後の記者会見で中立金利付近まで利上げをした上で、インフレ抑制に十分か否かを判断すると述べている。中立金利以上の利上げや景気後退を懸念する前に、まずは今後数回のFOMCでの0.50%ptの利上げを冷静に通過するとともに、金融引き締めの効果を確認する必要があるだろう。

図表2 全米金融環境指数、コアCPIとコアPCE



(注) 右図の白抜きは、コアPCE価格指数が4-6月期に前月比+0.4%、7-9月期に同+0.3%、10-12月期に同+0.2%で推移した場合の経路。

(出所) BEA、BLS、シカゴ連銀、Haver Analytics より大和総研作成

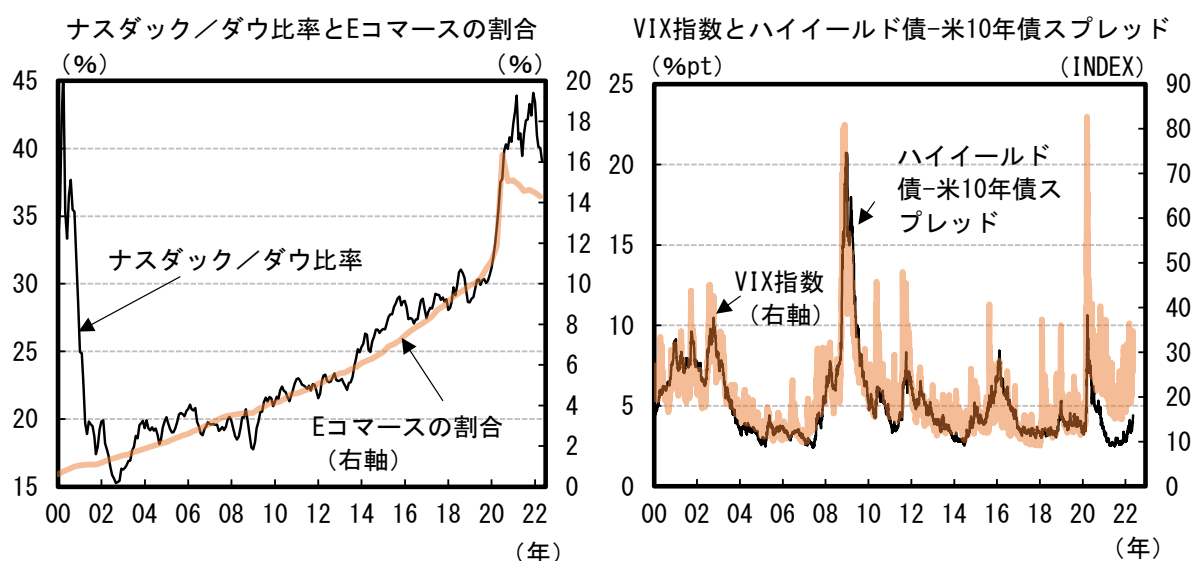
過度な金融の不安定性が見られないことは安心材料

景気が急激に減速するとしても、経済が大幅な調整を強いられるかは金融政策以外の要因によっても左右される。景気変動を増幅させる要因については、金融の不安定性が挙げられる。株式市場は、金融の不安定性として、2000年代初頭に新興IT企業の株価が実体を乖離して上昇したドットコム・バブルと、2000年代後半の不動産バブルの再発、そして崩壊を懸念している。

まず、ドットコム・バブルに関連して、金融引き締めを契機とした企業のバリュエーションの低下やクレジットリスクの高まりが懸念されている。2022年に入り、米国の主要株価指数は下落傾向にあるが、新興IT企業の多いナスダック指数の下落幅が大きいことは、2000年代初頭を彷彿とさせる。もっとも、2000年代初頭に比べて、現在の株価は実体から乖離していない。新興IT企業の多いナスダック指数を製造業や小売業なども含まれるダウ工業株価指数対比（ナスダック／ダウ比率）で見ると、コロナ禍以来トレンドよりも上振れしてきたものの、2000年代初頭ほどの乖離幅ではない。加えて、小売売上高に占めるEコマースの割合が上昇しているように2000年代初頭に比べて、社会のデジタルライゼーションに対する受容度は高まっている。現在はポストコロナへの移行が進み、Eコマースの割合が従来のトレンドへと回帰する中で、新興IT企業の株価も下落しているが、2000年代初頭に比べてナスダック／ダウ比率がEコマースの割合からかけ離れていない点は安心感を与える。

また、ドットコム・バブルの崩壊時は、新興IT企業のバリュエーションが実体から大きく乖離していたことが明らかになる過程で、クレジットリスクが高まった。株価のボラティリティ（VIX指数）とクレジット・スプレッド（ハイイールド債－米10年債スプレッド）は連動する傾向があるが、足下でVIX指数が2000年代初頭に近い水準まで上昇している一方で、クレジット・スプレッドはさほど上昇していない。現在は新興IT企業の期待が一部剥がれたことで株価が下落しているものの、株式市場が懸念するほどクレジットリスクは高まっていないといえる。

図表3 ナスダック／ダウ比率とEコマースの割合、VIX指数とハイイールド債－米10年債スプレッド



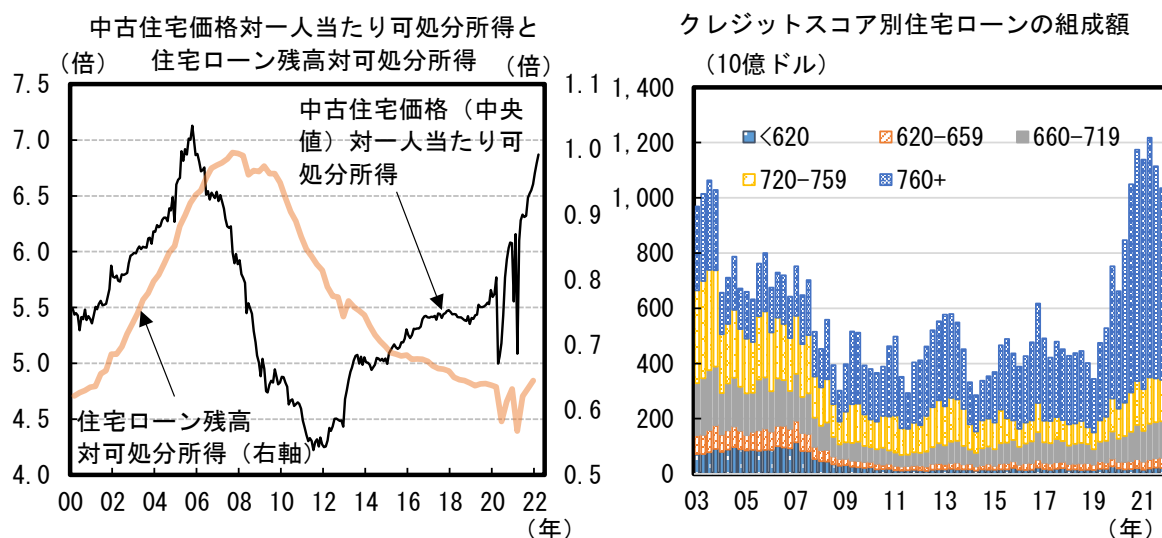
(出所) Nasdaq、S&P、Census、Fred、Bloomberg、Haver Analytics より大和総研作成

続いて、不動産バブルに関連しては、金融引き締めを契機とした住宅需要の減少及び住宅価格の下落、そして、家計のバランスシート調整の可能性が懸念されている。後述の通り、住宅ローン金利の上昇に伴い住宅需要は減少しつつあるものの、依然として住宅在庫が低水準にあり、住宅価格は上昇している。中古住宅販売価格（中央値）対一人当たり可処分所得を見ても、足下は2000年代後半の不動産バブル時に近い水準まで上昇しており、住宅を購入するための家計の負担は増加しているといえる。家計の負担増は住宅ローン借入額の増額等によって賄われることが想定され、住宅ローン金利の上昇時における利払い負担の増加や、景気減速時のバランスシート調整の可能性が高まるといった脆弱性につながり得る。

他方、家計の財務健全性に着目すると、家計の住宅ローン残高対可処分所得は2000年代後半ほど高まっておらず、家計はレバレッジをかけて住宅を購入していないことがわかる。住宅ローン金利が上昇しても利払い負担の増加は相対的に抑制されており、住宅価格が金融引き締めによって下落へと転じても、2000年代後半以降のような家計のバランスシート調整が再発することは考えにくいといえる。また、クレジットスコア別の住宅ローン組成額を見ても、元利払いに問題が生じやすい低クレジットスコア層への住宅ローンの組成は2000年代後半に比べて低水準となっている。金融機関によるハイリスクな投融資が実行されている兆候が見られない点も、不動産バブルの崩壊を契機に金融危機へと帰結した2000年代後半とは異なる部分である。

以上のように、足下の米国の金融不安定性は、ドットコム・バブルや不動産バブルに代表される過去の過熱時と比べても抑制されている。新たなリスクが発現すること自体は否定できないものの、現時点においては、金融引き締めを契機とした金融不安定性の強まりによって、経済が大幅な調整を強いられる可能性が相対的に低い点は安心材料といえるだろう。

図表4 中古住宅価格対一人当たり可処分所得と住宅ローン残高対可処分所得、クレジットスコア別住宅ローンの組成額



(注) クレジットスコアは670以上が良好。

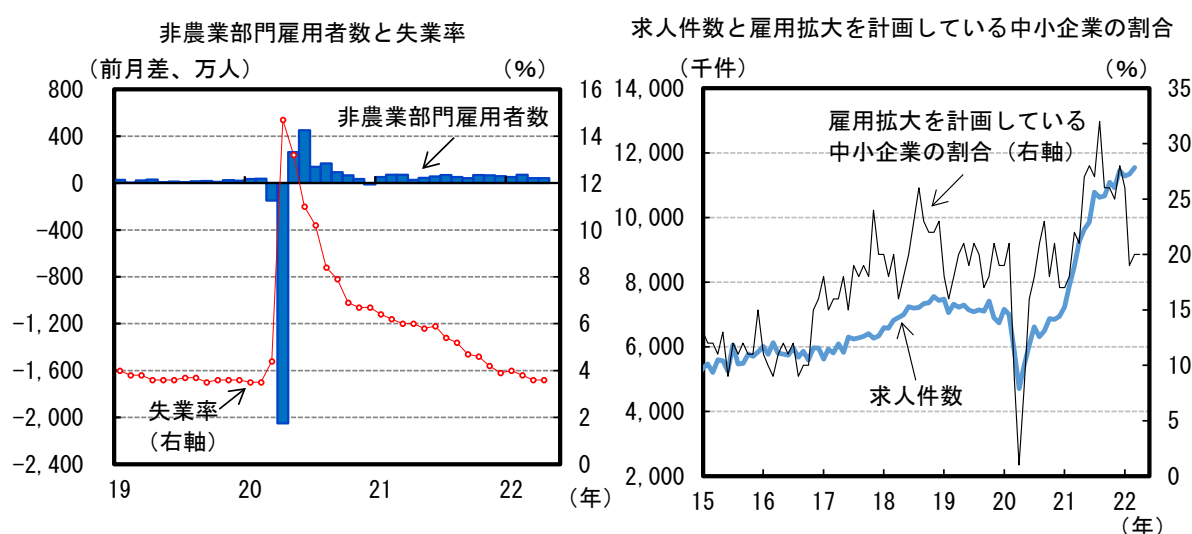
(出所) FRB、NAR、BEA、NY 連銀、Haver Analytics より大和総研作成

雇用環境は堅調も、今後は通常運転へと移行¹

2022年4月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+42.8万人となり、市場予想を上回った。3月時点で既にコロナ禍前の水準（2020年2月：3.5%）に肉薄するまで低下した失業率に関しては、前月から横ばいの3.6%となった。新型コロナウイルスの新規感染者数が低位安定的に推移する中で、ヘッドラインは堅調さを維持したといえる。他方で、横ばいとなった失業率の内訳を見ると、就業者が減少し、非労働力人口が増加する冴えない結果となった。なお、賃金上昇率は小幅に鈍化した。労働参加率や就業率が低下したように労働供給の拡大は一進一退であり、労働需給のタイトさは継続している。足下までの雇用環境を確認すると、新規失業保険申請件数は4月後半まで週当たり20万人台を下回っていたが、4月末以降は20万人を超えて推移している。とはいえ、コロナ禍前も新規失業保険申請件数は週当たり20万人を超えて推移することが多かったことを踏まえれば、現段階で懸念する必要はない水準といえる。

雇用環境の先行きについては、回復ペースが徐々に鈍化していくと予想する。労働供給に関しては、プライムエイジ（25-54歳）の労働力人口は2月にコロナ禍前の水準を回復した後、4月は伸び悩んでいる。非農業部門雇用者数に関しては、4月と同じペースで増加すれば3ヵ月後には概ねコロナ禍前の水準まで回復することから、プライムエイジの労働力人口同様に伸びが鈍化することが想定される。また、労働需要に関しては、求人件数と連動性の高いNFIB（全米独立企業連盟）雇用報告の「雇用拡大を計画している中小企業の割合」は足下で低下傾向にある。求人件数は足下も増加しているが、金融引き締めによって景気が徐々に減速していくことと相まって、こうした企業マインドが反映され、労働需要は抑制されていくと考えられる。ただし、労働供給の伸び鈍化も労働需要の抑制も、コロナ禍からの回復が終盤を迎えるとともに通常運転へと移行する過程といえ、雇用環境が急激に悪化へと向かうことも考えにくいだろう。

図表5 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と雇用拡大を計画している中小企業の割合



(出所) BLS、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

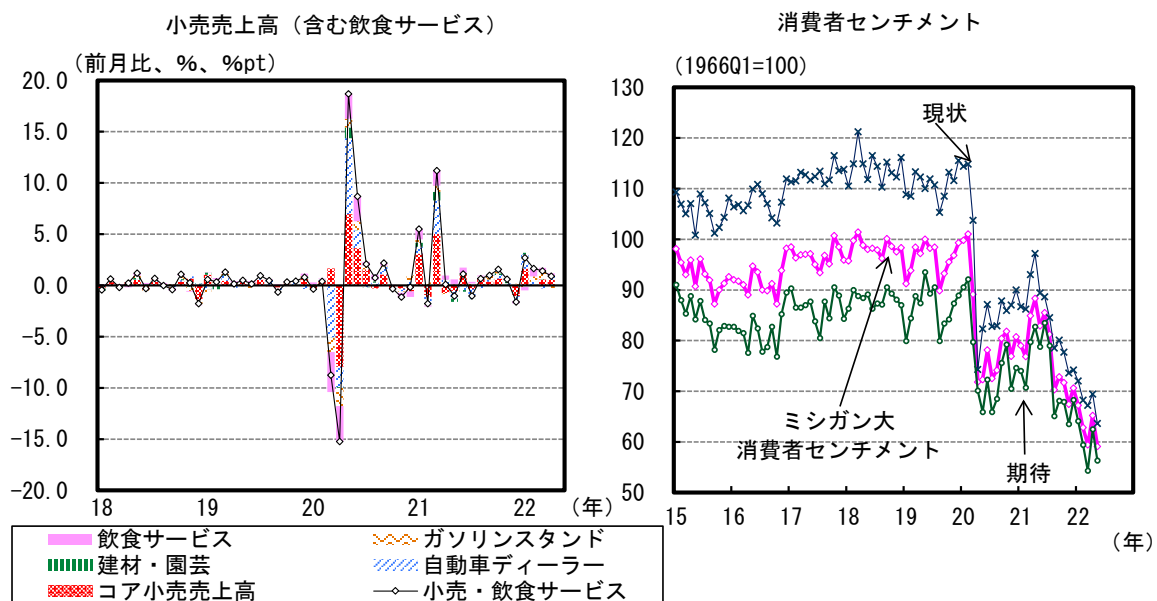
¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「非農業部門雇用者数は前月差+42.8万人」(2022年5月9日) 参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220509_023012.html

小売売上高は堅調さを維持も、消費者マインドは悪化

個人消費の動向を確認すると、2022年4月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.9%と、市場予想(Bloomberg調査:同+0.8%)を上回った。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+1.0%と前月並みの高い伸びを維持した。内訳を見ると、前月に大きく落ち込んだ自動車・同部品(同+2.2%)や無店舗販売(同+2.1%)、飲食サービス(同+2.0%)などが堅調な伸びを示した。他方、ガソリンスタンド(同▲2.7%)は大幅に減少した。4月はガソリン価格が高水準で推移したことから、買い控えがあった可能性があるだろう。なお、実質ベースの小売売上高は同+0.6%と前月から伸びが加速しており、堅調さを維持しているといえる。

他方で、消費者マインドに関しては悪化した。2022年5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▲6.1pt低下し、水準は59.1と、欧州債務危機の余波で景況感が悪化していた2011年8月以来の低さとなった。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同▲5.8pt)、期待指数(同▲6.2pt)のどちらも悪化した。現状指数に関しては、インフレ加速が消費者の財務状況を悪化させたこと、そして、期待指数に関しては、今後1年間の業況予想が大幅に悪化したことが押し下げ要因となった。ミシガン大学は、消費者がインフレに対して否定的な評価を示していると指摘している。もっとも、消費者のインフレ予想に関しては、1年後及び5年後ともに中央値ベースでは前月から横ばいも平均値ベースでは3ヵ月ぶりに低下した。金融引き締めによって消費者のインフレ懸念が緩和していくことは消費者マインドにとってもポジティブといえるが、インフレ抑制は景気が徐々に減速していくことが前提であることを踏まえれば、当面の間、消費者マインドが大幅に改善することは考えにくいだろう。

図表6 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



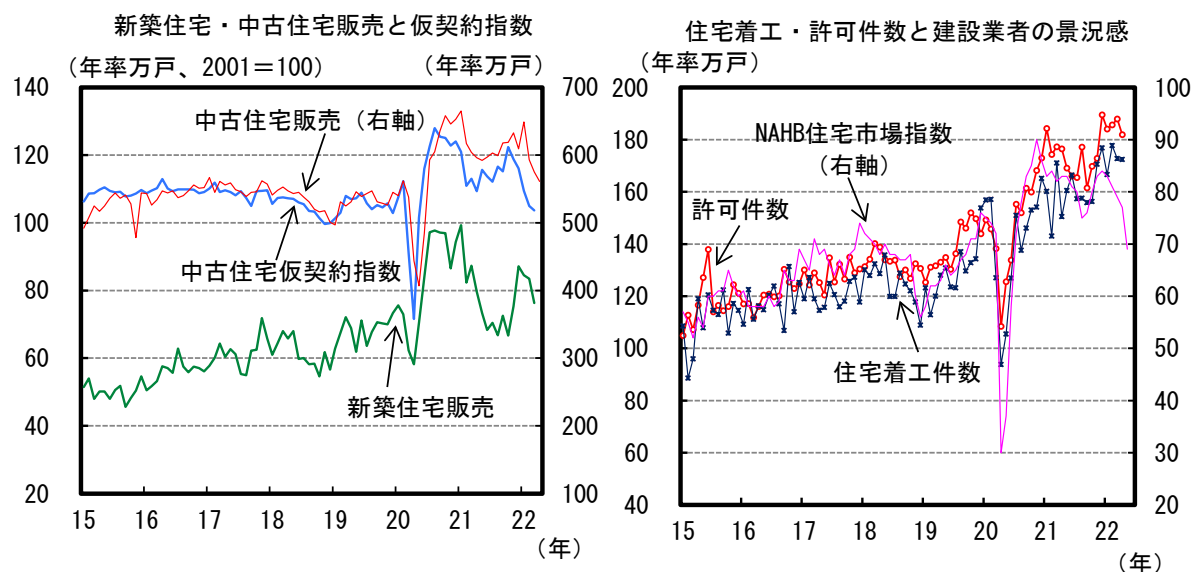
(出所) Census、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

住宅需要は引き続き低下し、住宅供給もピークアウトへ

住宅需要に目を向けると、中古住宅販売（ condominium等含む）に関しては、2022年4月は前月比▲2.4%と3ヵ月連続で減少し、水準は561万戸となった。全米リアルター協会（NAR）は、住宅ローン金利の急上昇と住宅価格の高騰が住宅購入を抑制したと指摘している。米30年固定住宅ローン金利は、4月半ば以来5.0%を超えて推移している。住宅販売が減少する中で、中古住宅の在庫率に関しては2.2ヵ月と前月から上昇したものの依然として低水準にあり、住宅価格は引き続き上昇している。NARは中古住宅販売の先行きに関して、今後数ヵ月はさらに販売は減少していくことが想定され、コロナ禍における需要の急増からコロナ禍前の状態へと戻っていく可能性が高いと指摘している。

続いて、住宅供給に目を向けると、2022年4月の新築住宅着工は前月比▲0.2%と2ヵ月連続で減少した。2月の大幅増からの反動減が続いていると考えられる。また、先行指標である建設許可は同▲3.2%と3ヵ月ぶりに減少した。許可後未着工件数が過去最多まで積み上がっていることから住宅着工を当面は押し上げると考えられるものの、住宅需要が弱含む中で住宅建設も力強さが徐々に失われていくと考えられる。こうした住宅建設の動きは、先んじて悪化している建設業者のマインドとも整合的である。NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2022年5月分は前月差▲8ptの69と、大幅かつ5ヵ月連続で悪化した。NAHBは金利の上昇や建築資材の高騰などが建設業者のマインドを悪化させていると指摘している。サプライチェーンの混乱が継続していることや今後も着々と利上げが進んでいく見込みであることを踏まえれば、建設業者のマインドは改善しづらいことが想定される。住宅供給においても、今後コロナ禍以降の盛り上がり徐々に解消していくことが見込まれる。

図表7 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

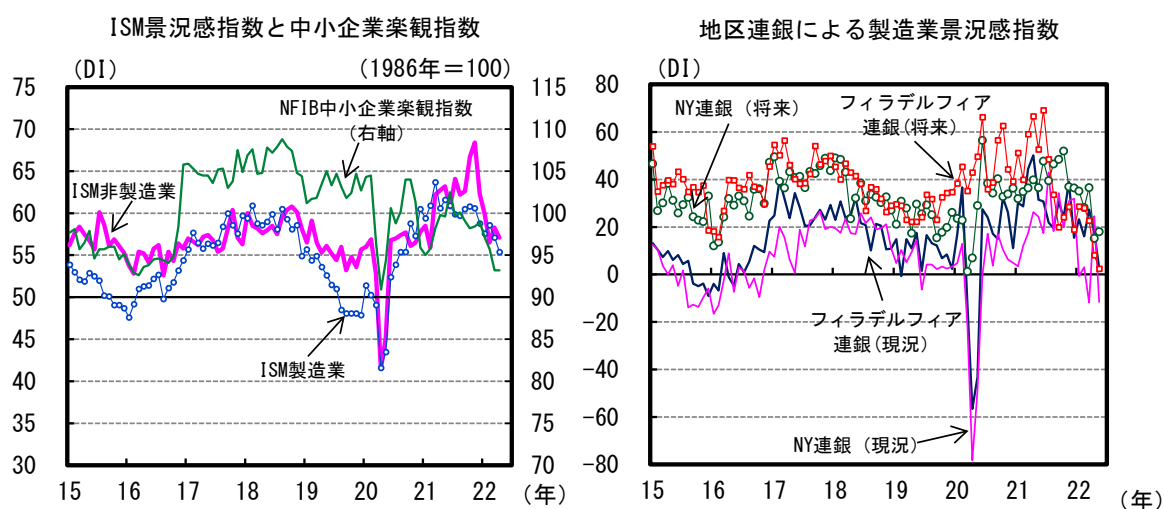
企業マインドは慎重さを増す

2022年4月のISM景況感指数に関して、製造業は前月差▲1.7%ptと2ヵ月連続で低下し、55.4%となった。また、前月マインドが回復した非製造業は同▲1.2%ptと再び悪化し、57.1%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては入荷遅延指数以外（新規受注指数、生産指数、雇用指数、在庫指数）が低下し、非製造業に関しては新規受注指数、雇用指数が低下した。コメントを見ると、製造業に関してはサプライチェーンの混乱に関する懸念は依然継続しているが、需要の強さを指摘する声も目立つ。他方で、非製造業に関してはコスト圧力の高まりや人員不足などネガティブな意見が大半を占める。

続いて、中小企業マインドに関しては、2022年4月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月から横ばいの93.2となった。内訳項目を見ると、在庫状況や事業拡張計画に関しては悪化したものの、実質販売増加に対する期待が改善した。実質販売増加に対する期待が改善したことは、インフレが高止まりする中でポジティブな結果といえるが、前月の大幅な悪化からの反動とも考えられる。実際に、インフレを最も重要な問題と捉える中小企業の割合は32%と前月から上昇しており、NFIBも中小企業がインフレ圧力に対処することに苦労しているとコメントしている。

以上のように、4月の企業マインドに関する各指標は総じて悪化傾向にある。2022年5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（前月差▲36.2pt）、フィラデルフィア連銀（同▲15.0pt）といずれも大幅に悪化した。また、将来指数に関しては、NY連銀（同+2.8pt）は前月の大幅な悪化からの反動と捉えられるが、前月の悪化幅と比較すると改善幅は小さい。フィラデルフィア連銀の将来指数に関しては、同▲5.7ptと4ヵ月連続で悪化しており、将来への不安は継続している。5月に入っても企業のマインド悪化は継続しているわけだが、金融政策や景気を巡る懸念も強く、マインドが改善する目途は立っていないといえる。

図表8 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



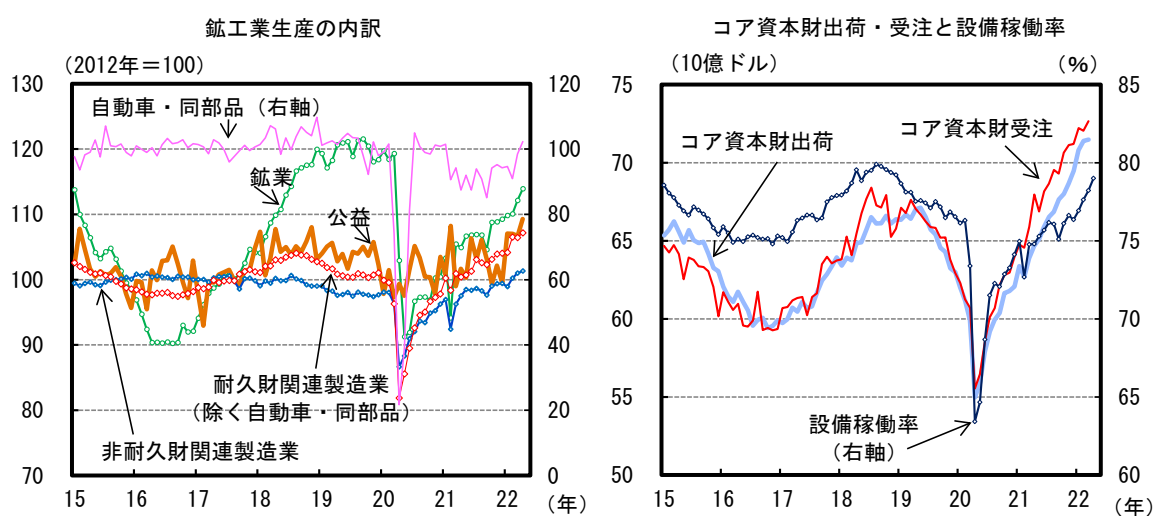
（出所）ISM、NY連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analyticsより大和総研作成

鉱工業生産指数は加速も、金融環境のタイト化が設備投資を徐々に抑制

企業の実体面に関して、2022年4月の鉱工業生産指数は前月比+1.1%となり、市場予想(Bloomberg調査:同+0.4%)を大きく上回った。4月の内訳を見ると、製造業(前月比+0.8%)の伸びは前月から横ばいとなった。製造業の内訳を見ると、非耐久財(同+0.3%)が減速した一方、耐久財(同+1.1%)は加速した。耐久財に関しては、自動車工場の操業停止の影響が引き続き緩和したことで、自動車・同部品(同+3.9%)が改善した。この他、その他輸送用機器(同+2.2%)や一次金属(同+1.4%)、木製品(同+1.1%)も堅調であった。非耐久財に関しては、前月まで堅調であったゴム・プラスチック(同▲0.8%)がマイナスに転じたことや、衣服・革製品(同+0.2%)、紙(同+0.0%)が減速したことで全体を押し下げた。このほか、製造業以外に関しては、鉱業(同+1.6%)が小幅に加速した一方、公益(同+2.4%)は大幅なプラスに転じた。

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2022年3月に前月比+0.1%と減速した一方、先行指標であるコア受注は同+0.9%と大幅なプラスへと転換した。鉱工業生産と同様に4月のコア出荷は再び加速する可能性があるだろう。2022年4月の設備稼働率は前月差+0.8%ptの79.0%と2018年12月以来の高水準となり、設備の稼働状況のひっ迫感はさらに強まっている。設備の稼働状況を踏まえれば、設備投資の必要性は高いと考えられるが、FRBによる金融引き締めを織り込むことで金融環境は急激にタイト化している。こうした中で、設備投資と連動する傾向のあるFRB銀行上級貸出担当者調査の企業向け商工ローンの貸出基準は厳格化している。サプライチェーンの混乱や品不足が続く中で企業の生産活動が急激に冷え込むことは考えにくいものの、金融引き締めの継続が想定される中で金融環境のタイト化が徐々に設備投資を抑制していくことが見込まれる。

図表9 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

2022年1-3月期の実質GDP成長率は、前期比年率▲1.4%と、2020年4-6月期以来のマイナス成長に転じた。しかし、下押し要因となったのは純輸出と民間在庫であり、米国経済の屋台骨である個人消費は加速し、設備投資も堅調であった。足下の経済統計を踏まえれば、個人消費や企業活動は堅調さを維持していることから、4-6月期の成長率は同+3.2%と再びプラス成長へと転じると見込む。

2022年後半に関しては、金融引き締めによって需要は抑制され、実質GDP成長率は減速に転じると考える。株式市場が懸念しているような景気後退へと陥ることは、現時点でメインシナリオとしていない。主要経済指標が堅調であることが支えとなるとともに、コアCPIやPCEを中心にインフレ率に減速傾向が見られること、そして、FRBの執行部を中心にバランスを取ろうとする動きもあることから、現時点で金融引き締めによる景気後退を想定するのは尚早といえる。景気変動を増幅させる金融の不安定性に関しても、ドットコム・バブルや不動産バブルに代表される過去の過熱時と比べても抑制されている。

仮に景気後退に陥るとすれば、上に挙げた安心材料が全面的に覆される、リスクシナリオという位置づけである。例えば、インフレが今後もさらに加速し、利上げが中立金利を大幅に上回るまで行われることや、現時点で認識されていない金融の不安定性が高まることなどが挙げられよう。

図表10 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、%			
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産	6.3	6.7	2.3	6.9	-1.4	3.2	2.5	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5				
〈前年同期比、%〉	0.5	12.2	4.9	5.5	3.6	2.7	2.8	1.6	2.4	2.0	1.8	1.7	-3.4	5.7	2.6	2.0
個人消費	11.4	12.0	2.0	2.5	2.7	4.6	2.6	2.3	2.0	1.8	1.7	1.6	-3.8	7.9	3.5	2.2
設備投資	12.9	9.2	1.7	2.9	9.2	7.0	5.9	3.3	2.4	2.0	1.7	1.4	-5.3	7.4	5.9	3.1
住宅投資	13.3	-11.7	-7.7	2.2	2.1	1.9	1.6	1.4	1.0	0.8	0.5	0.3	6.8	9.2	-0.2	1.1
輸出	-2.9	7.6	-5.3	22.4	-5.9	7.8	4.7	3.8	3.4	3.1	2.8	2.6	-13.6	4.5	4.3	3.7
輸入	9.3	7.1	4.7	17.9	17.7	8.0	4.1	3.4	2.7	2.3	2.1	2.0	-8.9	14.0	10.8	3.1
政府支出	4.2	-2.0	0.9	-2.6	-2.7	-0.7	1.1	1.5	1.9	1.9	2.0	1.9	2.5	0.5	-1.1	1.6
国内最終需要	10.4	8.0	1.3	1.7	2.6	4.0	2.8	2.3	2.0	1.8	1.7	1.6	-2.5	6.5	2.8	2.2
民間最終需要	11.8	10.1	1.4	2.6	3.7	4.9	3.1	2.4	2.0	1.8	1.6	1.5	-3.6	7.9	3.6	2.3
鉱工業生産	4.0	6.5	3.4	3.8	7.6	10.5	4.3	3.2	2.4	2.2	2.0	1.9	-7.2	5.6	6.0	3.1
消費者物価指数	4.1	8.2	6.7	7.9	9.2	8.3	5.2	3.4	3.1	3.3	2.9	3.1	1.2	4.7	7.5	3.7
失業率(%)	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	8.1	5.4	3.6	3.5
貿易収支(10億ドル)	-204	-205	-223	-229	-289	-337	-337	-337	-336	-334	-333	-333	-677	-861	-1300	-1337
経常収支(10億ドル)	-188	-196	-220	-218	-277	-322	-320	-318	-315	-311	-308	-305	-616	-822	-1238	-1240
FFレート(%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.50	2.50	2.75	3.00	3.00	3.00	3.00	0.25	0.25	2.75	3.00
2年債利回り(%)	0.13	0.17	0.23	0.53	1.44	2.66	2.82	2.94	3.02	3.08	3.12	3.13	0.40	0.27	2.46	3.09
10年債利回り(%)	1.32	1.59	1.32	1.54	1.94	2.92	3.06	3.12	3.15	3.18	3.20	3.21	0.89	1.44	2.76	3.18

(注1) 網掛けは予想値。2022年5月23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