

### 3. 米国経済

#### 在庫積み増しによって21年10-12月期は前期比年率+6.9%成長

21年10-12月期の米国の実質GDP成長率は、前期比年率+6.9%となった(図表3-1)。そのうち約7割が在庫投資の拡大によるものであったほか、海外渡航客の増加など外需の回復も寄与した。一方で、供給制約やインフレが足かせとなり、内需の寄与は同+1.9%と、感染が落ち着いていた割には控え目にとどまった。

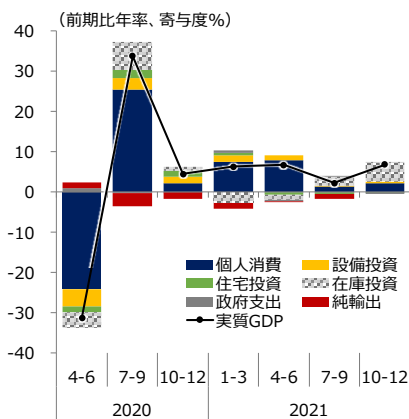
米国では21年末からオミクロン変異株が猛威を振るっており、外出サービス関連の消費減少や感染による人手不足が22年1-3月期の景気を下押しすると見込むが、新規感染者数は減少傾向にあるうえ、経済活動との両立を重視して厳格な防疫措置を導入しておらず、悪影響は比較的短期で収まるだろう。

#### 失業率は完全雇用水準に、労働市場の逼迫から進む賃金上昇

経済活動の再開に伴い労働市場は堅調に回復している。非農業部門雇用者数の伸びは鈍化傾向にあるものの、22年1月の失業率は4.0%と完全雇用水準にまで低下した。

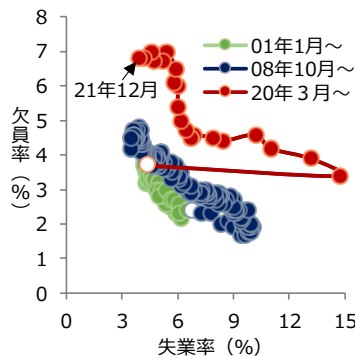
労働市場は逼迫した状況が続いている。低い失業率の背景には、労働参加率がコロナ前と比べて低い状態が続いていることがある。失業率と欠員率の関係を示すUV曲線を見ると、右上にシフトしており、労働需給のマッチングが困難になっている(図表3-2)。企業は人材獲得のために賃金引上げや福利厚生の拡充などを講じていることから、より良い待遇を求めて自発的離職者数は過去最高となっている。さらに、人材流出を防止するために既存従業員の賃金も上昇傾向にある(図表3-3)。先行きも、短期的にはオミクロン変異株の流行が復職阻害要因となるのに加え、中長期的には後述する高齢者層の早期退職やスキルのミスマッチが構造的な要因となることから、労働供給は緩やかな回復にとどまると見込む。人手不足が長引けば、賃金と物価が相乗的に高まる「賃金・物価スパイラル」への警戒感も高まる。

図表 3-1 実質 GDP の推移



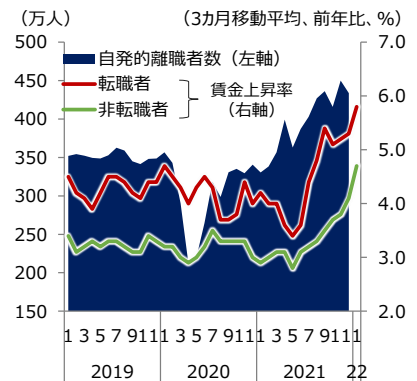
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-2 UV 曲線



注:欠員率は、雇用者数に対する未充足求人割合。○は期間始点。直近は21年12月。  
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-3 離職者数と賃金



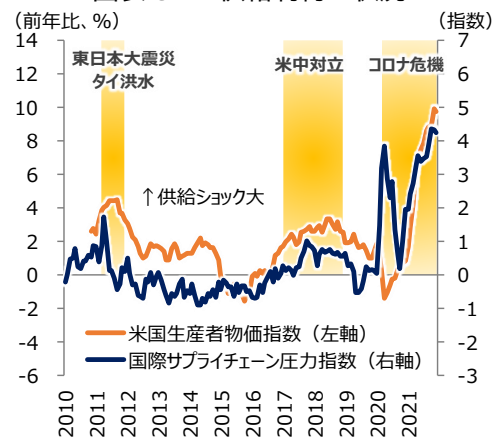
注:直近は離職者数が21年12月。賃金上昇率が22年1月。  
出所:米国労働省、アトランタ連銀より三菱総合研究所作成

#### 供給制約は一部緩和も、解消は22年後半以降か

企業活動を下押ししている供給制約は、原材料など一部については最悪期を脱した可能性がある。国際サプライチェーン圧力指数は依然高水準ながら12月に若干低下、米国の生産者物価指数も伸びが鈍化している(図表3-4)。ただし、供給制約の完全な解消にはまだ時間を要する可能性が高い。全米製造業協会の調査によると、供給網がコロナ危機前の水準にまで回復する時期が22年後半以降になると見込む企業は、全体の3分の2にのぼる。

長期化する供給制約に対して企業も対応を進めている。同調査によると、供給網混乱への対応として、「代替供給先の開拓」や「原材料等の在庫拡大」と回答した企業が7割を超えている。また、リッチモンド連銀の調査では、人手不足に対して「賃金引上げ」に次いで、「自動化の導入」との回答が多かった。半導体や資源、労働力などの不足は当面続くと考えられ、供給制約が企業活動の本格的な回復を抑制する要素となろう。

図表 3-4 供給制約の状況



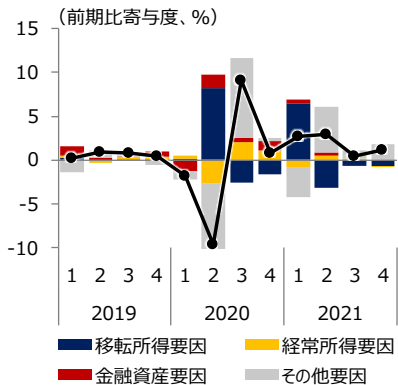
注:国際サプライチェーン圧力指数は各種輸送コスト指数や主要国PMIなど27変数で算出。  
出所:NY連銀、米国労働省より三菱総合研究所作成

## 記録的な物価上昇による消費への悪影響が懸念

供給網のボトルネックに起因する需給の不均衡は、記録的な物価上昇を引き起こしている。22年1月の消費者物価指数(CPI)は前年比+7.5%と40年ぶりの高水準を記録した。今のところ経済活動の再開や労働市場の回復から個人消費は堅調だが(図表3-5)、物価上昇が続けば消費への悪影響が懸念される。幅広い品目で物価が上昇している。特に、ガソリン(同+40.0%)や食料品(同+7.0%)、住居費(同+4.4%)など、低所得層で支出ウェイトが大きな生活必需品目が増加しており、低所得層が直面する実際の物価上昇率は同+8.9%と、高所得層の同+7.9%を上回っている(図表3-6)。賃金は上昇しているものの記録的な物価上昇がそれを相殺しており、消費者マインドも悪化している(図表3-7)。

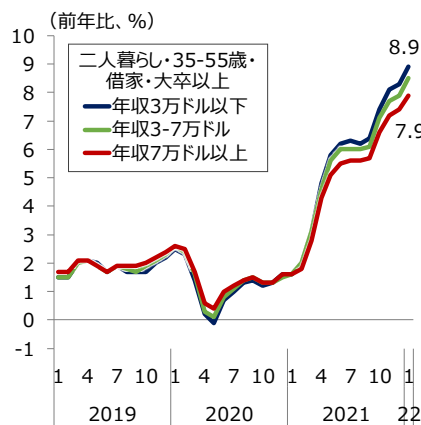
先行きは、供給網の混乱解消や素原材料価格の上昇が一服する22年後半以降、物価上昇圧力は徐々に落ち着くと見込むが、コロナ危機前と比べて高い伸びを継続する可能性には注意が必要だ(総論P.6参照)。

図表 3-5 実質消費支出



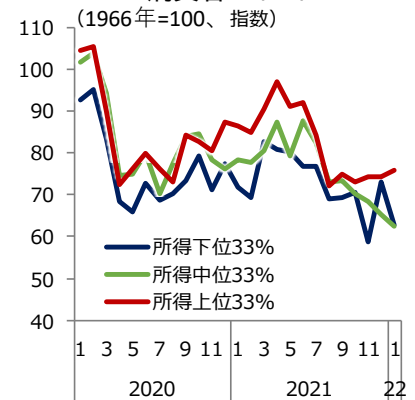
注:21年10-12月期は、その他要因に金融資産要因を含む。  
出所:米国商務省、FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-6 所得別の物価上昇率



注:家計属性ごとの支出ウェイトを基に推計。  
出所:アトランタ連銀より三菱総合研究所作成

図表 3-7 所得階層別の消費者マインド



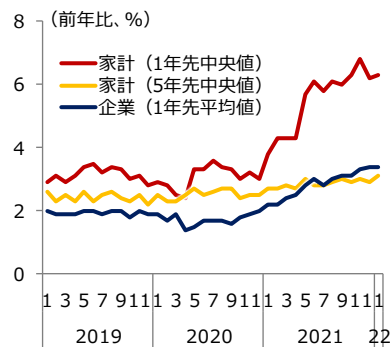
出所:ミシガン大学より三菱総合研究所作成

## インフレ抑制のために正常化を急ぐ金融政策

インフレ高進を受けて、FRBは金融政策の正常化を急いでいる。失業率の改善に加えて大幅な物価上昇が続いており、FRBが注視する消費者の中長期的な期待インフレ率も上昇し、+3%を超えた水準にある(図表3-8)。このような状況を受けて、21年12月のFOMCでは資産購入額の縮小(テーパリング)のペースを加速させ、3月に終了することを決定。22年1月のFOMCでは3月に最初の利上げに着手、量的金融引き締め(QT)にも早い段階で取り組む姿勢を明らかにした。前回の量的縮小開始は、最初の利上げ(15年12月)から2年弱が経過した17年10月であったことを踏まえると、インフレ抑制のために早期のタカ派転換となっている。これを受けて、低水準にとどまっていた長期金利も上昇基調へと転じつつある(図表3-10)。

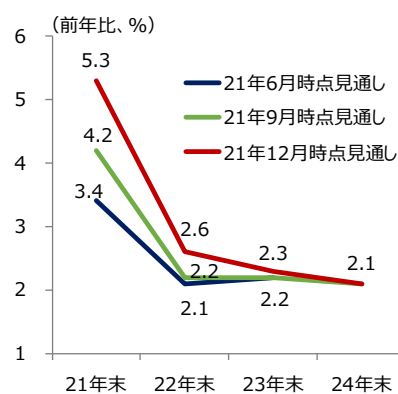
当社の見通しでは、テーパリングが終了する22年3月に最初の利上げ(0.5%ポイント)が行われ、22年内に計1.25%ポイント、23年内に追加で計0.75%ポイントの利上げが実施されると見込む。

図表 3-8 企業・家計の期待インフレ率



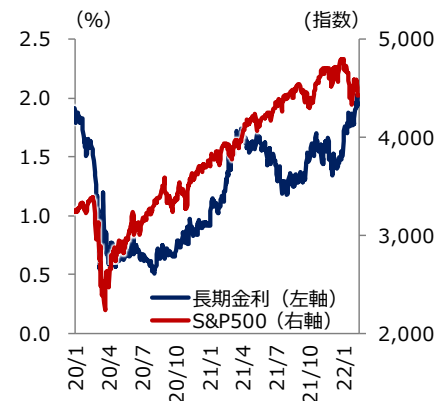
注:企業はアトランタ連銀管轄内。  
出所:ミシガン大学、アトランタ連銀より三菱総合研究所作成

図表 3-9 FOMC 参加者の物価見通し(中央値)



出所:FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-10 長期金利・株価



注:直近は22年2月14日。  
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

## 米国経済の先行き注目点

22年の米国は、総じて経済活動の正常化とポストコロナ期の経済・社会への移行が進む一年になるだろう。コロナ危機下で加速・変化した潮流が、米国経済に与える影響について注目点を3つ紹介する。

### ① 経済の新陳代謝が高まるか

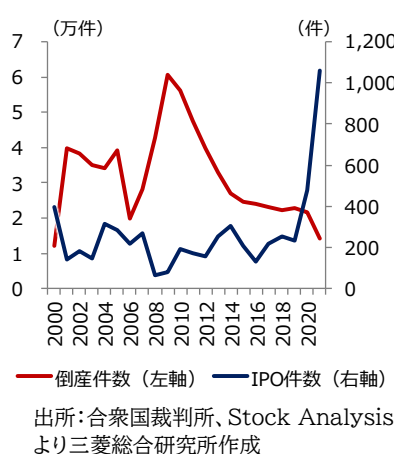
21年はIPO(新規株式公開)件数や起業件数が過去最高になった一方で、倒産企業数は2000年以来の低水準だった(図表3-11)。背景には企業支援等への大規模財政支出や緩和的な金融環境があるが、財政・金融政策の正常化が進む22年以降は企業の新陳代謝も進むだろう。また、コロナ初期にレイオフで雇用調整を行ったことは、足もとの深刻な人手不足を引き起こしているが、一方で成長分野への労働移動も進んでいる。21年10-12月時点のコロナ危機前からの雇用者数をみると、倉庫(19年10-12月比+34.2%)や宅配便・配送サービス業(同+25.8%)、バイオテクノロジー研究開発(同+21.3%)など、コロナ危機下で需要が伸びた産業・業種で雇用が増加している。経済の新陳代謝の高まりは、中長期的な成長に寄与しよう。

### ② 変化する人口動態と労働市場への対応

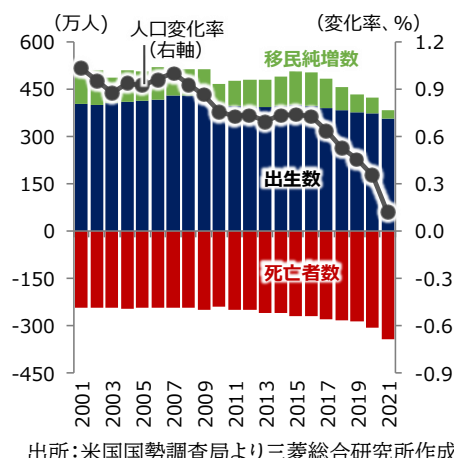
一方で、人口構造や労働市場の変化は長期的な潜在成長率を押し下げる可能性がある。コロナによる死亡者の増加、出生数や移民流入の減少によって、21年は建国以来最低の人口伸び率となった(図表3-12)。感染が収束すれば、人口増加数は一定程度戻ると見込まれるが、趨勢的な出生率の低下や反移民感情の高まり等を踏まえると、10年代のような安定的な人口増加に戻る可能性は低い。

加えて、労働参加率はコロナ収束後もコロナ前の水準には戻らない可能性がある。コロナ危機下では株価上昇などで金銭的余裕ができたこともあり、感染リスクの高い高齢者層の早期引退が進んだ。コロナ前に比べて増加した非労働力人口(55歳以上)のうち95%は現時点で就業意欲がなく、恒久的に労働市場から退出する恐れがある(図表3-13)。セントルイス連銀は、約240万人のベビーブーマー世代(46-64年生まれ)が引退を早めたと推計している。DXや教育投資など、労働投入量低下を見越した生産性向上も重要となろう。

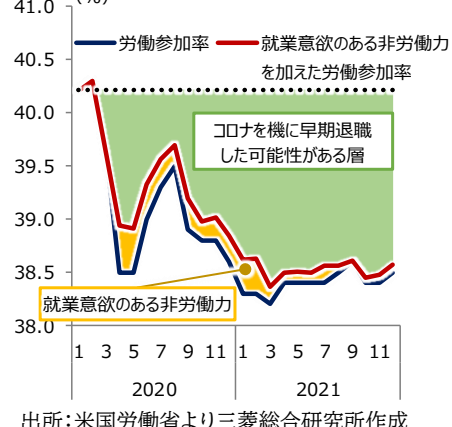
図表 3-11 IPO・倒産件数



図表 3-12 人口変化率



図表 3-13 55歳以上の労働参加率



### ③ 人権問題をきっかけに進むサプライチェーン再構築

米中関係は人権分野で対立が激化している。21年12月上旬には、北京五輪の外交ボイコットの発表や、人権弾圧に悪用される可能性がある技術輸出管理の枠組み「輸出管理・人権イニシアチブ」を米豪など4カ国で立ち上げた。さらに同月下旬には、新疆ウイグル自治区で強制労働によって生産された製品の輸入を原則的に禁じる「ウイグル強制労働防止法」が成立、22年6月に発効される。同区は太陽光パネルの原料であるポリシリコンや、綿花などの主要産地であり、企業は新たな調達先の確保を迫られる。

JETROが在米日系企業を対象に実施した調査では、米国納品先企業から、サプライチェーンにおける人権尊重方針への準拠を求められたことがある企業の割合は、電気・電子機器部品で75%、食料品で51.7%などと高くなっている。販売先としての中国の魅力は不変であるが、供給網における中国依存度を減らす意向を示す企業も多く(図表3-14)、在米企業のサプライチェーン再構築の動きは今後段階的に強まるだろう。

図表 3-14 在米日系企業(製造業)の今後の調達先・生産先・販売先方針

| (拡大・縮小、%ポイント) | 調達先   | 生産先   | 販売先  |
|---------------|-------|-------|------|
| 米国            | 19.1  | 22.6  | 29.5 |
| カナダ           | 2.3   | 0.0   | 13.8 |
| メキシコ          | 24.0  | 22.2  | 25.8 |
| 日本            | -6.9  | -3.2  | 5.7  |
| 中国            | -30.5 | -16.3 | 15.2 |
| 韓国・香港・台湾      | 11.6  | 13.0  | 16.7 |
| ASEAN         | 14.7  | 26.2  | 18.5 |
| EU            | 0.0   | 20.9  | 20.8 |

出所:JETRO「2021年度 海外進出日系企業実態調査 北米編」より三菱総合研究所作成



## 米国経済の先行きリスク

自律的な成長力を高めるには、財政・金融政策の円滑な正常化が欠かせない。しかし、その過程で生じる下記2つのリスクに注意が必要である。

### ① 金融政策正常化のペース次第では実体経済や金融市場の調整が大幅に

景気・労働市場が回復基調にあることから、金融政策の正常化自体は適切であるが、正常化のペース次第では、実体経済や金融・住宅市場の混乱を引き起こすリスク要因となる。インフレリスクを軽視するあまり利上げが遅れれば、後に大幅な引き締めが必要となり景気を冷やしてしまう。一方で、政治的圧力や地政学的リスクが高まるなか、FRBが利上げペースの加速を迫られれば、実体経済や金融市場への悪影響が懸念される。

特に後者について、利上げは足もとの物価上昇の主因となっている供給制約の緩和に対しては効果が薄く、需要縮小による低成長と物価の高止まりが並走する「スタグフレーション」を招きかねない。また、これまでの利上げ局面では、景気が堅調だったこともあり、株価の大幅な下落は起こらなかった。しかし、コロナ危機下での大規模財政支出・金融緩和が続くなかで、株価や住宅価格はバブルの様相を呈しており、利上げペース次第では大幅な調整にもつながりかねない。実際、FF金利先物価格から計算した市場の利上げ回数は、22年中に4回、23年中に3回を織り込み済みであったが、1月のFOMC後には想定以上のFRBのタカ派転換による不確実性の高まりから株価が大きく下落した(前掲図表3-10)。市場も金利の先行きを見定められていない状況であり、市場が織り込む利上げ幅(22年末まで)は、直近わずか1カ月の間に0.75%ポイントも上昇している(図表3-15)。

今後も、ウクライナ情勢悪化による原油価格の高騰など、物価動向とそれに伴う利上げペースの不確実性は高く、金融市場は不安定な動きが続く可能性がある。FRBとしては、物価や実体経済の情勢を睨みつつ、金融市場との慎重な対話を今後も続けていくことが求められる。

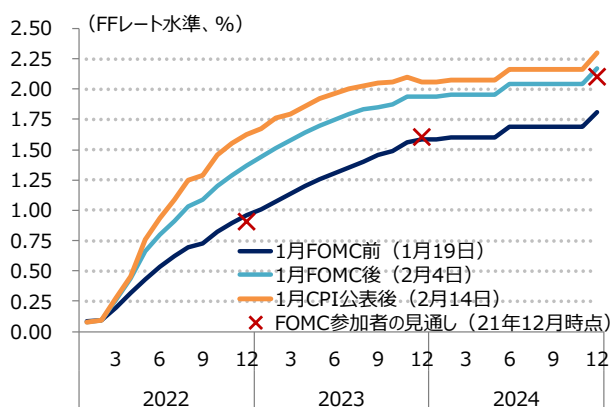
### ② 中間選挙で民主党が上下両院で大敗すれば財政政策運営がより困難に

バイデン政権にとって鬼門となるのが、22年11月に実施される議会中間選挙である。バイデン政権の支持率は低下しており、民主党が上下院ともに過半数をとれない可能性が高い。大統領権限で可能な政策もあるが、富裕層への課税や気候変動対策などの中長期的な投資といった、バイデン政権肝いりの政策の実現可能性がさらに低くなる。中間選挙での大敗を防ぐためには、支持率低下の要因となっているインフレの抑制に加え、無党派層からも支持が厚い「気候変動・社会保障関連歳出法案(ビルド・バック・ベター法案)」の成立を急ぎたいところだが、民主党内からの離反者が出ており難航している。11月に向けてバイデン政権が求心力のさらなる低下を防げるか注目される。

## 自律的な成長にパントアップ需要やインフラ投資が加わり、22、23年は潜在成長率以上の成長に

22年の米国経済は、20、21年のような財政・金融政策の危機対応に下支えされた経済成長から、自律的な成長への土台を固める一年となるだろう。インフレが消費の下押し要因となるものの、過剰貯蓄や雇用環境の回復が消費を下支えするほか、21年11月に成立したインフラ投資計画も下支えしよう。ただし、22年1-3月期はオミクロン変異株の拡大で成長鈍化が予想されること、金融政策の正常化加速に伴う実質金利の上昇が消費・投資の抑制要因となることから、22年の実質GDP成長率は前年比+3.9%と、前回(同+4.2%)から下方修正する(図表3-16)。また、23年は同+2.4%と潜在成長率以上の成長が期待されるものの、中間選挙の結果次第で財政政策が制限される点に注意が必要だ。

図表 3-15 市場の政策金利見通し



注:FOMC参加者の見通しは中央値。  
出所:Bloomberg、FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-16 米国経済見通し

| 暦年ベース<br>(前年比、%) | 実績       |          | 予測       |          |
|------------------|----------|----------|----------|----------|
|                  | 2020     | 2021     | 2022     | 2023     |
| 実質GDP            | ▲3.4     | 5.7      | 3.9      | 2.4      |
| 個人消費             | ▲3.8     | 7.9      | 3.9      | 2.7      |
| 設備投資             | ▲5.3     | 7.3      | 5.2      | 3.3      |
| 住宅投資             | 6.8      | 9.0      | 1.4      | 2.1      |
| 在庫投資寄与度          | ▲0.6     | 0.0      | 0.9      | ▲0.1     |
| 政府支出             | 2.5      | 0.5      | 1.2      | 1.7      |
| 純輸出寄与度           | ▲0.2     | ▲1.8     | ▲0.2     | ▲0.1     |
| 輸出等              | ▲13.6    | 4.6      | 8.4      | 3.2      |
| 輸入等<控除>          | ▲8.9     | 14.0     | 6.4      | 2.6      |
| FFレート誘導水準(年末)    | 0.0-0.25 | 0.0-0.25 | 1.25-1.5 | 2.0-2.25 |
| 物価(CoAPCE)       | 1.4      | 3.3      | 3.5      | 2.5      |
| 失業率              | 8.1      | 5.4      | 3.6      | 3.4      |

注:物価および失業率は年間平均。  
出所:三菱総合研究所