

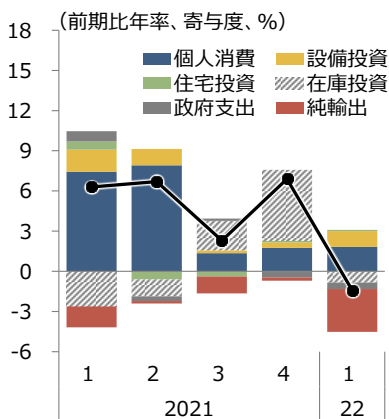
3. 米国経済

22年1-3月期は7四半期ぶりのマイナス成長も、内需は堅調維持

22年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.4%と、20年4-6月期以来のマイナス成長となった(図表3-1)。もっとも、内需は堅調を維持しており、景気の実態は悪くない。個人消費や設備投資、住宅投資の合計寄与をみると、前期よりも成長が加速している。マイナス成長の主因は、純輸出(前期比年率寄与度▲3.2%)である。輸出が前期の反動減もあって落ち込む中、堅調な内需や供給制約の緩和を背景に、輸入が増加したことが背景にある。そのほか、在庫投資や政府支出も下押し要因となった。

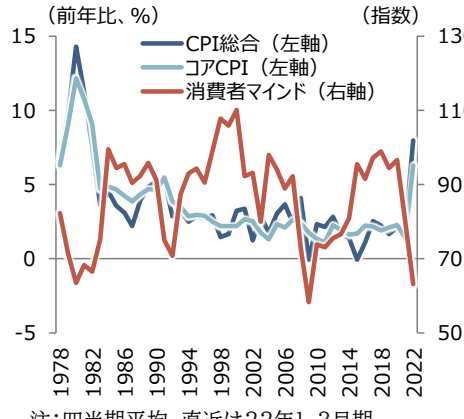
米国では記録的な物価上昇が続いている。22年4月の消費者物価(CPI)は、総合が前年比+8.3%、コアが同+6.2%と、前月(同+8.5%、+6.5%)から伸びは鈍化したものの、高い水準が続いている。価格上昇によって消費者マインドは世界金融危機時と同程度まで悪化しているが(図表3-2)、過剰貯蓄や、1-3月期までの株高が物価高の吸収剤となり、貯蓄を取り崩しつつも消費は堅調を維持している(図表3-3)。

図表 3-1 実質 GDP



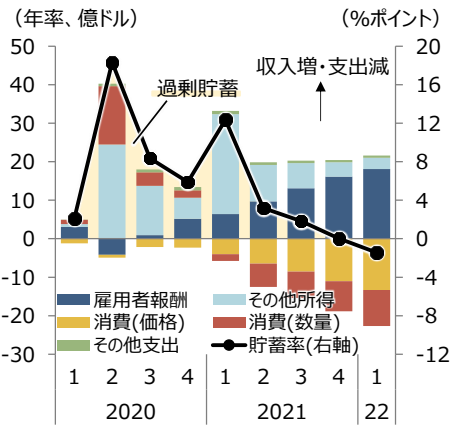
出所: 米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-2 CPIと消費者マインド



注: 四半期平均。直近は22年1-3月期。
出所: 米国労働省、ミシガン大学より三菱総合研究所作成

図表 3-3 家計収支



注: 19年平均との差。
出所: 米国商務省より三菱総合研究所作成

先行きの不確実性高まる米国経済

22年1-3月の米国経済は、全体はマイナス成長ながらも内需は堅調を維持したが、先行きは、①ウクライナ情勢、②インフレ圧力の高まり、③金融政策の修正で、不確実性が高まっており、内需にも下振れ圧力が強まる可能性がある。

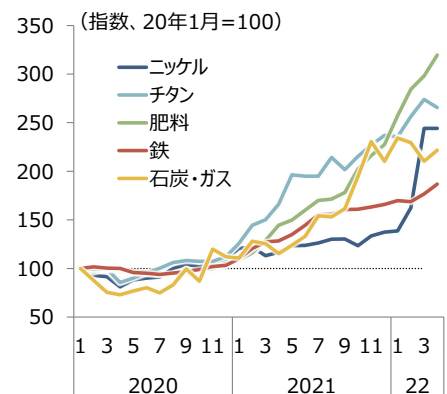
注目点① ウクライナ危機による影響

米国はロシアへの経済制裁を主導している。露主要銀行のSWIFT(国際銀行間通信協会)からの排除や重要技術の輸出規制、石油の輸入禁止や最恵国待遇の除外など多岐にわたる。米国とロシアの経済的なつながりはさほど大きくはないものの、資源・原材料の調達制約・価格上昇が景気下押し圧力となろう。

資源・原材料の調達制約・価格上昇が顕在化

米国のロシア向け輸出シェアはそれぞれ0.4%、直接投資残高では0.2%程度など、米国企業とロシアの直接的な繋がりは金額的には大きくない。ロシア経済停滞による輸出減少やロシア事業の停止・撤退の悪影響は軽微だろう。ただし、ロシア・ウクライナは一部資源や食料などの主要輸出国である。両国からの供給減少や国際供給網の混乱による調達不足・調達コストの上昇が企業活動の制約要因となる。実際、ニッケルや肥料など、ロシアへの依存度が高い素原材料では、既に輸入物価が上昇している(図表3-4)。当面は備蓄で賄える資源もあるが、危機が長期化すれば影響が顕在化しよう。調達先の変更には時間を要するうえ、代替が難しい品目もある。原材料の供給制約やエネルギー価格の高騰が、非エネルギー企業の収益を圧迫し、消費者物価をさらに上昇させる要因となろう。

図表 3-4 輸入物価指数

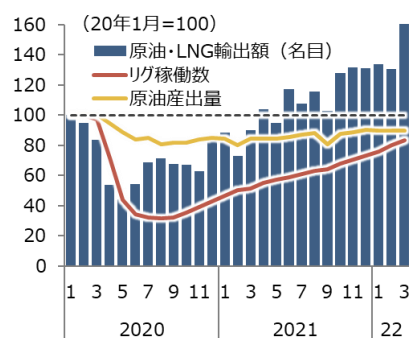


注: 直近は22年4月。
出所: 米国労働省より三菱総合研究所作成

エネルギー産業などではプラスの側面も

一方で、一部セクターではプラスの影響も考えられる。代表例が、従来のエネルギー産業だ。脱ロシアを掲げる欧州に向けて、米国からの天然ガス輸出が増加するなど、代替先としての地位向上が期待できる。脱炭素の潮流に逆行することへの警戒もあり、現時点ではシェール産出量や石油掘削装置(リグ)稼働数はコロナ前を下回る状態にあるが、輸出では資源価格の高騰の恩恵を受けている(図表3-5)。そのほか、安全保障意識の高まりから、米国や同盟国で防衛費を増額させる動きがあり、ウクライナ危機は軍需産業の輸出を拡大させる要因になり得る。シェール産業や軍需産業における利益の増加が、ウクライナ危機による米国経済への下押し効果を緩和させる要因となろう。

図表 3-5 エネルギー産業動向



出所:米国エネルギー省、米国国勢調査局、Baker Hughesより三菱総合研究所作成

注目点② インフレ圧力が継続するか

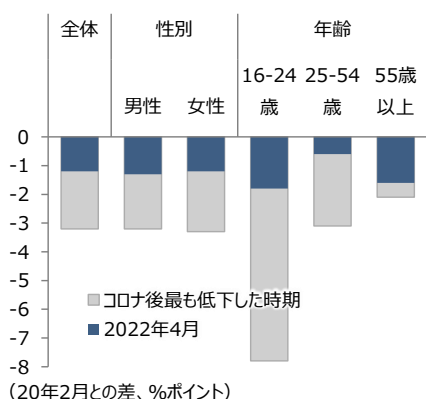
前述の通り、コア物価も上昇している米国では、ウクライナ危機や中国のゼロコロナ政策といった供給ショックによるコストプッシュ型のインフレ圧力に加え、デマンドプル型のインフレ圧力も強い。消費者物価は22年後半にかけて伸びが鈍化していくと見込むが、物価上昇が賃金上昇を上回る状態が続けば消費を下押ししよう。

労働需給の構造的逼迫により、賃金と物価の高い伸びが継続する可能性

労働需給の逼迫による賃金上昇が、デマンドプル型のインフレ圧力になっている。22年4月の失業率は3.6%と、約50年ぶりの低い水準だったコロナ危機前(20年2月)の3.5%近くまで低下。人手不足から時間当たり名目賃金は前年比+5.5%と高い伸びを続けている。先行きも、労働需要の逼迫は継続する見込みだ。労働参加率は、高齢者層の早期引退などから依然としてコロナ危機前を下回っている(図表3-6)。失業率の改善は続いており、求人率も高止まりしている(図表3-7)ことから、人材確保のための賃上げが続くだろう。

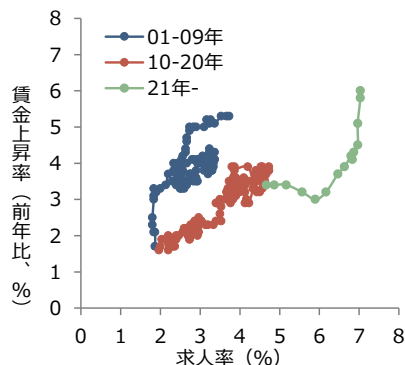
賃金上昇は材料費上昇と併せて企業収益を圧迫している。材料費や人件費の上昇をすべて転嫁できている企業は一部にとどまっており、企業の利益率の回復は21年4-6月期でピークアウトしている(図表3-8)。人手不足が続く中で賃金を下げることは難しいとみられ、今後企業が利益確保のために価格転嫁を一層進めた場合は、デマンドプル型のインフレがさらに加速しかねない。

図表 3-6 属性別の労働参加率



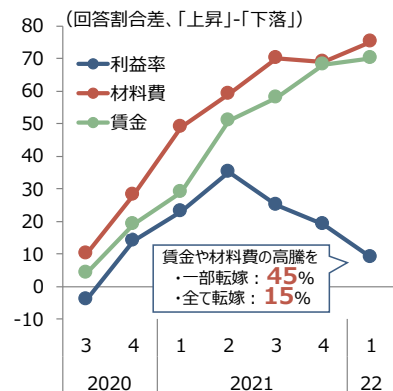
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-7 求人率と賃金上昇率



注:3カ月移動平均。01年1月は欠損値。
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

図表 3-8 賃金・材料費・利益率 DI



出所:全米企業エコノミスト協会(NABE)より三菱総合研究所作成

物価高は低所得層の負担増大になるが、スタグフレーションは回避

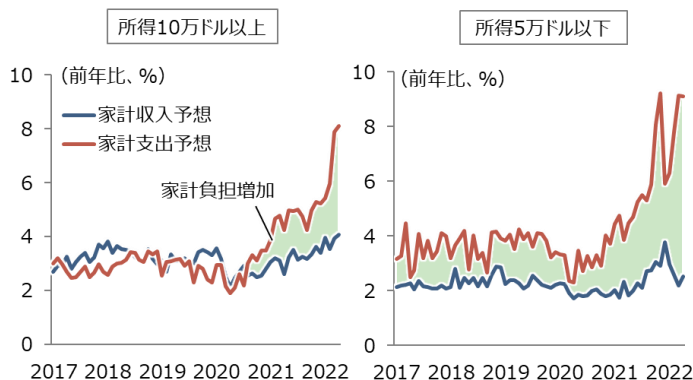
大幅な物価上昇が続けば、実質賃金がマイナスとなり需要を冷やす可能性がある。特に、エネルギーや食料品への支出割合が高い低所得者層では悪影響が大きい。1年後の家計収支の予想をみても、低所得者層では22年入り後に収入予想が低下する一方で、支出予想は物価高を受けて反転増加している(図表3-9)。

先行きは、エネルギー価格の高騰が続くことで、石油危機時のような景気後退と物価上昇が並走する「スタグフレーション」の再来が懸念されているが、シェール革命でエネルギー産出国に転換しているうえ、賃金上昇や過剰貯蓄がバッファとなる。マクロで見れば大きな下押しにはならず、低所得層など一部の層に影響が集中するものと見込まれる。

供給要因による中長期の期待インフレ率の急上昇に警戒

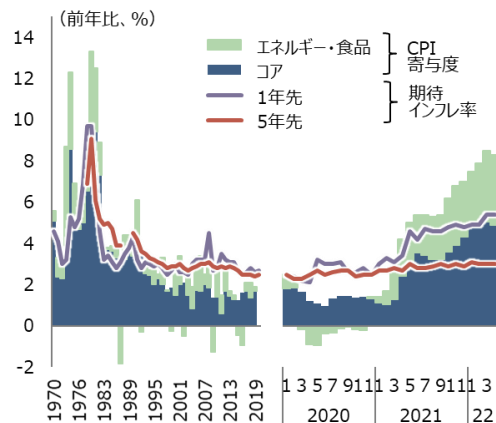
ミシガン大学の調査(22年4月)では、家計の1年先の期待インフレ率は+5.4%と40年ぶりの高水準を維持している。一方、中長期的な期待インフレ率(5年先)は+3.0%と、21年後半以降は横ばいではあるものの、19年平均(+2.4%)に比べれば高い(図表3-10)。コストプッシュによるインフレであっても、それが構造的に継続する可能性が高ければ、中長期の期待インフレ率も上昇し得る。過去の石油危機時には、5年先の期待インフレ率も+9.7%まで上昇した。ウクライナ危機や脱炭素化によって、エネルギー価格などの上昇が継続する可能性が高まれば、中長期的な期待インフレ率も同様に上昇することがリスクとなる。

図表 3-9 家計の1年後の支出・収入予想



注:直近は22年4月。
出所:ニューヨーク連銀より三菱総合研究所作成

図表 3-10 CPIと期待インフレ率



注:92年以前のCPIウエイトは93年で固定。
出所:米国労働省、ミシガン大学より三菱総合研究所作成

注目点③ 金融政策の修正

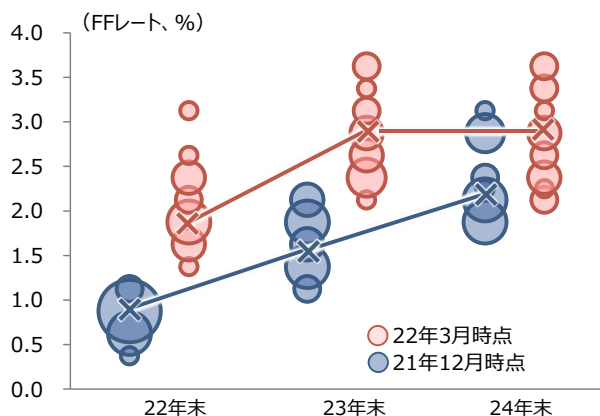
利上げ加速と量的引き締めを同時並行でインフレ抑制を目指すFRB

米国経済が堅調さを維持するなか、FRBのインフレ抑制姿勢が一層強まっている。3月のFOMCで2年ぶりにゼロ金利を解除したのに続き、5月には22年ぶりとなる0.5%ポイントの利上げを実施した。インフレ抑制を最優先とする姿勢を強調し、6・7月のFOMCでも各0.5%ポイントの利上げを行うことも示唆している。3月時点のFOMC参加者の政策金利見通し(中央値)は、22年末で1.9%、23年末で2.8%と、21年12月時点の0.9%、1.6%から大きく上昇している(図表3-11)。中立金利は2-3%と推計されており、それを上回れば金融引き締めとなるが、必要であれば躊躇なく引き締め水準に引き上げる姿勢も示された。

加えて、5月のFOMCでは量的引き締め(以下、QT)の開始も決定した。6月から国債・MBSなどを合わせて毎月475億ドルずつ、9月からは同950億ドルずつ保有資産残高を縮小していく計画だ。前回(17年10月-19年7月)には、当初毎月100億ドルずつ、その後1年かけて縮小額を同500億ドルに増やしており、今回は急速かつ大幅に行う模様だ。これらを受けて、長期金利は3%前後まで上昇している(図表3-12)。

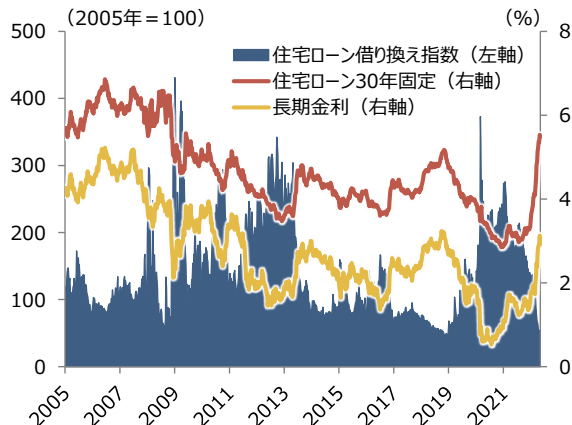
金融政策の効果が薄いコストプッシュ型のインフレ圧力に対しては、バイデン政権が対中関税の見直し検討などを表明している。デマンドプル型のインフレ圧力を金融政策でどこまで抑制できるかが焦点となる。

図表 3-11 FOMC 参加者の利上げ見通し(3月時点)



注:バブルサイズは当該水準が適切と考える人数。×は中央値。
出所:FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-12 長期金利と住宅ローン動向



注:週次ベース。直近は5月13日の週。
出所:米国抵当銀行協会、Bloombergより三菱総合研究所作成

利上げによる大幅な景気減速は回避できる見込み

デマンドプル型のインフレ圧力を抑制するために利上げを実施することは適切であるが、利上げによって需要は下押しされる。景気を過度に冷やさず、かつ過度なインフレや資産バブルを助長しない金融政策の修正がFRBには求められている。

既に住宅市場では利上げの影響が出始めている。長期金利の上昇に伴って住宅ローン金利が上昇し、新築住宅販売が減少しているうえ、ローンの借り換えが急減している(前掲図表3-12)。加えて、5月のFOMC後、株価が急落している。金融政策の修正に伴い、借り入れコストの増加や株価下落に伴う逆資産効果による影響がラグをもって顕在化しよう。

ただし、上述のような金融緩和の縮小ペースであれば、大幅な景気減速は回避できると見込む。FRB/USモデルを用いて、22年に2.0%ポイント、23年に0.5%ポイントの利上げを実施した場合の、GDPギャップへの影響を試算したところ、23年にかけて押し下げ効果は大きくなる(図表3-13)。もっとも、利上げの効果を加味しても需要は堅調だ。GDPギャップはマイナスにはならず(総論P.8、図表1-13)、大幅な景気後退となる可能性は低い。なお、今回の試算では利上げのペース/幅による効果やQTの影響は考慮されていない。急激な利上げやQT前倒しによる金融市場の混乱などが加わると下押し効果は大きくなる。

22年1-3月期の成長率下振れや、利上げペース加速から、23年までの見通しを下方修正

以上を踏まえ、22年の実質GDP成長率は前年比+3.4%、23年は同+2.2%と、潜在成長率を上回る成長を維持するものの、前回3月見通し時の同+3.7%、+2.4%から、それぞれ下方修正する(図表3-14)。22年の内需は堅調さを維持すると見込まれるが、1-3月期の成長率下振れが下方修正要因となった。23年は金融引き締めによる内需下押しの影響が大きい。利上げの効果が顕在化する23年後半にかけて、消費や設備投資・住宅投資の下振れが大きくなる。

なお、今回の予測では、22年内に2.0%ポイント、23年内に0.5%ポイントの利上げを想定、「ビルド・バック・ベター法」は成立が不透明であることから試算に含めていない。

インフレと金融政策が下押しリスクに

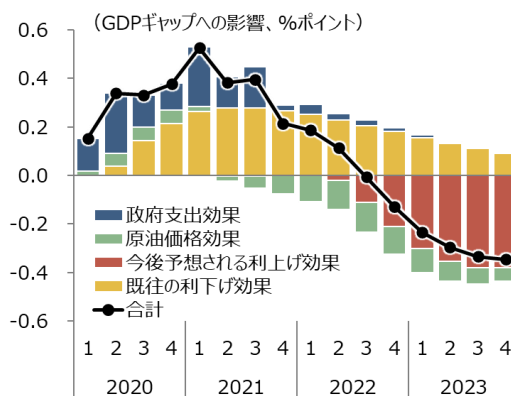
ウクライナ情勢など不確実性が高い状況であり、上記見通しは、幅をもって見る必要があるが、ダウンサイドリスクへの警戒がより必要だ。米国経済が潜在成長率を下回る景気減速となった場合、世界経済全体を下押ししかねない。特に注意すべきリスクは、次の3点である。

第一に、供給制約・物価上昇の深刻化である。これまでのところ、企業在庫や過剰貯蓄によって供給制約や物価上昇による下押しを緩和できているが、ウクライナ情勢や中国のゼロコロナ政策が長期化すれば、国際供給網の混乱の深刻化を通じて、悪影響が顕在化するだろう。

第二に、過度な金融引き締めだ。中立金利を大幅に上回る過度な引き締めは金融市場が動揺するほか、需要を急激に冷やして「オーバーキル」となる可能性もある。ウクライナ情勢の悪化などにより、物価抑制が思うように進まない場合や中長期の期待インフレ率が急上昇した場合などに、利上げペース・利上げ幅の一段の拡大を余儀なくされる可能性がある。過去、石油危機時には、20%まで政策金利を引き上げた結果、失業率は10%を超え、一時的な景気後退を引き起こした。また、急速な利上げに加えて、QTの影響は未知数だ。初のQTだった前回と比べて急速かつ大幅に進めることで、意図した以上の引き締め効果となる恐れがある。

第三に、11月の中間選挙で民主党が大敗することだ。高インフレによってバイデン政権の支持率は低迷している。金融政策などによって中間選挙までにインフレが抑制できなかった場合や、逆に過度な抑制によって景気後退を招いた場合には、中間選挙で民主党が大敗する恐れがある。バイデン政権の求心力が一段と低下し、財政政策などの実現可能性が低下し、成長の下振れ要因となろう。

図表 3-13 GDPギャップへの政策影響



注:FRB/USモデルの波及係数を用いて計算。22年以降、原油価格と政府支出は横ばい、政策金利は22年に2.0%ポイント、23年に0.5%ポイント引上げと想定。
出所:各種統計より三菱総合研究所作成

図表 3-14 米国経済見通し

暦年ベース (前年比、%)	実績		予測	
	2020	2021	2022	2023
実質GDP	▲3.4	5.7	3.4	2.2
個人消費	▲3.8	7.9	3.4	2.7
設備投資	▲5.3	7.4	5.4	2.4
住宅投資	6.8	9.2	0.7	1.2
在庫投資寄与度	▲0.6	0.4	0.9	▲0.1
政府支出	2.5	0.5	0.7	1.0
純輸出寄与度	▲0.2	▲1.4	▲0.2	0.1
輸出等	▲13.6	4.5	7.7	4.7
輸入等(控除)	▲8.9	14.0	6.0	2.5
FFレート誘導水準(年末)	0.0-0.25	0.0-0.25	2.0-2.25	2.5-2.75
物価(CoPCE)	1.4	3.3	4.6	2.6
失業率	8.1	5.4	3.6	3.4

出所:三菱総合研究所