

米国経済：FRB が金融緩和の出口戦略を前倒し

米国では、オミクロン株の流行もあってコロナ感染が再拡大し、人々の外出機会の回復やコロナ禍で離職した労働者の復職が阻害されている。インフレの根因である人手不足が長引く恐れが出てきたため、FRB は「高インフレ定着のリスクが高まった」との認識に改めた上で、来年 3 月にテーパリングを終了、4～6 月期から前倒しで利上げを進める方針に大きく舵を切った。もっとも、FOMC で示した「2022 年内に 3 回の利上げ」であれば、景気の腰折れを招くほどの逆風にはならないだろう。今後の米国経済については、「ワクチン接種加速などによりコロナが人流を抑える状況は春までに収束」との想定のもと、①外出機会の回復と潤沢な家計貯蓄を背景に、個人消費がサービス分野を中心に拡大する、②労働者の復職が進み、企業の人手不足も解消に向かう、③供給制約の緩和に伴い、企業が在庫復元のための増産を進める、といった展開が期待される。通年の成長率は 2022 年+4.3%、2023 年+2.2%と予想する。

高インフレが続くリスクに備え、FRB は出口戦略の前倒しに動く

12 月 14～15 日に年内最後の FOMC が行われた。FRB は、政策金利の誘導目標を事実上のゼロ金利である 0.00～0.25%に維持した一方、量的緩和政策の縮小（テーパリング）ペース加速を決定した。FRB はコロナ対応として、2020 年 6 月¹から 2021 年 10 月にかけて米国債や住宅ローン担保証券（MBS）を毎月 1200 億ドルずつ買い入れてきた。そして、11 月以降、買い入れ額を毎月 150 億ドルずつ減額し、来年 6 月に新規買い入れを終了する、というのが従来の計画であった。しかし、今回、パウエル議長が記者会見で言及したように、「インフレ圧力の高まりと労働市場の急速な改善」（声明文ではインフレ圧力が「一時的」とする文言を削除）を受けて、来年 1 月以降の減額幅を毎月 300 億ドルずつとし、テーパリング終了時期を来年 3 月に前倒しする計画に修正した。

今会合でアップデートされた FOMC メンバーの経済見通しでは、2021 年の成長率が下方修正（9 月見通し：5.9%→12 月見通し：5.5%）された一方、失業率（4.8%→4.3%）は改善方向へ修正、インフレ率（4.2%→5.3%）は大幅に上方修正された。そして、特筆すべきは 2022 年見通しで、成長率（3.8%→4.0%）を上方へ、失業率（3.8%→3.5%）を改善方向へそれぞれ小幅に修正する中、インフレ率（2.2%→2.6%）は 2021 年に 5%超となった後も目標の 2%を明確に上回り続けるとの見方が示された。

また、こうした経済見通しを踏まえた FOMC メンバーの政策金利見通し（中央値）は、2022 年末（9 月見通し：0.25%→12 月見通し：0.875%）、2023 年末（1.00%→1.625%）、2024 年末（1.75%→2.125%）といずれも前回の見通しから引き上げられた。すなわち、FRB は「高インフレが定着するリスクが高まっ

FOMC参加者の見通し

	2021	2022	2023	2024	(%) 長期
経済成長率	5.5	4.0	2.2	2.0	1.8
(9月予想)	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8
失業率	4.3	3.5	3.5	3.5	4.0
(9月予想)	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
インフレ率	5.3	2.6	2.3	2.1	2.0
(9月予想)	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0

(出所)FRB

(注)経済成長率は実質GDP成長率、インフレ率はPCEデフレーター

¹ 2020 年 3 月から 6 月までは、コロナ禍の緊急措置として買い入れ額の制限が無かった。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

た」との認識に修正した上で、テーパリング終了後、来年4～6月期から利上げを開始し、利上げのペースも速める方針に大きく舵を切ったと解釈される。

オミクロン株への感染が急速に拡大する一方、ワクチン普及加速による混乱鎮静化への期待も高まる

米国のコロナウイルス感染状況については、今年10月から再び増加に転じ、現在は1日当たり新規感染者数が12万人前後で推移している。今夏の感染第4波を招いたデルタ株の流行を抑え込めていない中、12月に入ってから**感染力が更に強いとされるオミクロン株が急速に拡大している**²。

新規感染者数の拡大が続くもと、**人々の外出機会**の回復は足踏みが続いている。グーグル社調べの小売・娯楽施設への訪問者数（全米ベース、一週間平均）は、感染第4波が生じた夏場に外出を自粛する動きがやや広がり、その後直近にかけてコロナ前（昨年1/3～2/6の平均）から**▲6%前後の水準**にとどまり続けている。

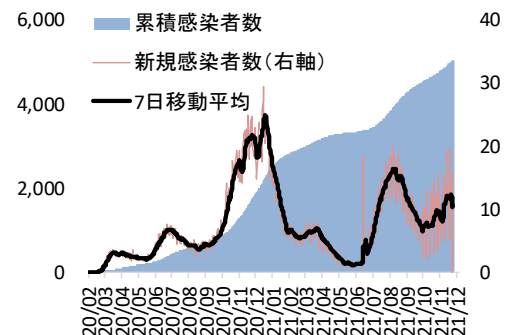
他方、**新型コロナワクチン**は、直近（12/20）で**人口の72.9%が1回以上接種し、61.5%が必要回数（1回または2回）の接種を完了**している。企業や政府機関でワクチン接種を義務付ける動きが広がったことから、成人の1回目接種者が再び増えたほか、11月からは全成人を対象に3回目（ブースター）接種を開始、さらに5～11歳も接種対象に加えられ、**ワクチン普及に向けた取り組みを加速**させている。

1日当たりワクチン接種回数は、ピークの400万回超から今夏には40万回程度まで落ち込んでいたが、上記取り組みの結果、**足元では200万回をうかがう水準まで持ち直している**。そのため、感染が再拡大している状況だが、ワクチン普及による抑え込みへの期待も高まる方向にある。

労働者の復職の遅れで人手不足の解消が進まず、インフレ圧力を高め続ける

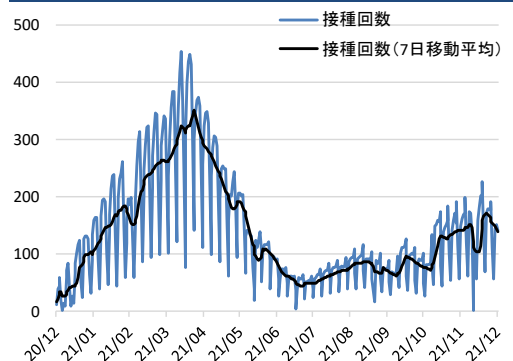
11月の**消費者物価指数**は、前年同月比+6.8%と、10月の同+6.2%から騰勢がさらに強まり、**39年ぶりの伸びを記録**した。原油価格の上昇に伴ってエネルギー価格の伸びが再び高まったほか、食肉価格の伸びが一段と高まり、インフレ率を押し上げた。ただ、変動の激しいエネルギーや食品を除いたコアCPIで見ても、同+4.9%と10月の同+4.6%から騰勢を強めている。中古車価格の大幅上昇が続く中で、家賃、

米国内の新型コロナ感染者数の推移(万人)



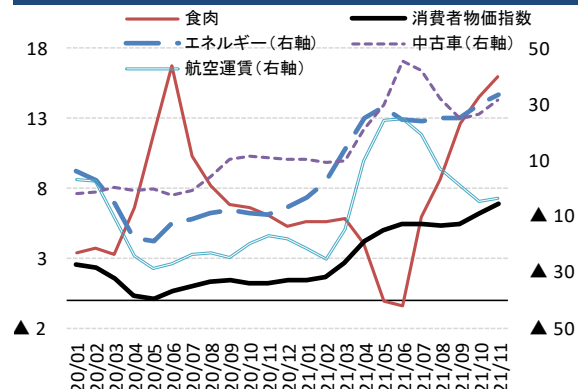
(出所) WHO 12月20日時点。

ワクチン接種回数(万回)



(出所) Our World In Data 直近は12月15日。

インフレ率の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC

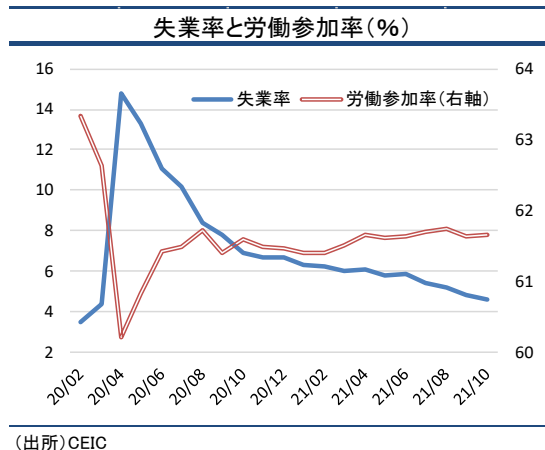
² 12月1日にオミクロン株の感染者を初めて確認して以降急速に広がり、CDC（米国疾病予防管理センター）によれば、直近（12/12～18）の感染者に占めるオミクロン株の割合は73.2%となった。

衣料品など幅広い品目の価格上昇圧力が強まっている。

こうした高インフレの根因として、コロナ禍における企業の人手不足が挙げられる。人手不足は、①生産・物流の停滞を通じて在庫不足をもたらし、需給ひっ迫による値上げ圧力を強める、②企業による人材確保のための賃上げが商品価格に反映される（コストプッシュ）、という2つのルートで、物価を押し上げていると考えられる。従って、インフレ動向の先行きについては、人手不足問題の行方がカギを握る。

人手不足の解消には雇用者数の回復が不可欠だが、11月の雇用統計によれば、**非農業部門雇用者数**は前月差+21.0万人と伸び悩んでいる。

他方、労働市場の需給を表す**失業率**は4.2%と10月(4.6%)から0.4%pt改善した。しかし、労働参加率は61.8%と、前月から0.2%ptの上昇に留まっており、依然としてコロナ禍前を1.5%下回る水準にある。失業保険の追加給付打ち切り(9月)や学校の対面授業再開(今秋からの新学期)によって、コロナ禍で一旦離職した労働者の復職が進むと期待されるが、10月以降の**コロナ感染再拡大が支障となり、今のところ企業の労働需要を満たすまでに雇用者数(労働供給)が回復していない**。まずもって、新型コロナウイルスによる混乱が鎮静化し、人流が回復していくことがインフレ圧力低下の必要条件と指摘できる。



上記のような高インフレにはあるが、小売売上高(実質)は健闘しており、10~11月平均は7~9月平均を1.1%上回っている。年末商戦の前倒しが押し上げている可能性はあるが、10~12月期の伸びは7~9月期の前期比▲2.1%からプラスに転じる可能性が高い。一連のコロナ対策の結果として潤沢に積み上がった家計貯蓄が下支え役となっているのではないかと。

経済見通しを小幅修正: 2022年は+4.3%成長

弊社は先月³、米国経済の見通しを改定した。そこで示した基本的見解は不変であるが、FRBが高インフレに対峙するため出口戦略を早期化する方針に転換したことなどを踏まえ、メインシナリオと成長率予想を小幅に修正したい。改めてシナリオを示すと以下の通りである。

まず、2021年10~12月期については、コロナ感染の広がりや企業の人手不足、供給制約に伴う高インフレといった逆風がある一方、①ワクチン接種の普及によって行動制約の再強化が概ね回避できていること、②コロナ対策における現金給付や失業保険給付の拡充によって積み上がった潤沢な家計貯蓄が今のところ物価高を凌いで個人消費を下支えしていることから、むしろ7~9月期からの成長加速が見込める状況になっている。その結果として、2021年通年の実質GDP成長率は+5.5%と、2020年の▲3.4%から大幅なプラスに転じると予想する。

³ 詳しくは「米国経済：ワクチン普及策強化と雇用情勢の一段の改善で景気再加速へ（改定見通し）」(2021/11/26)を参照。
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2021/2129/>

2022 年については、子どもへの接種開始などワクチン普及に向けた取り組みが加速していることや、ブースター接種も進められていることから、コロナが人流を抑制する状況は春までに収束すると想定できる。その想定のもとでは、春以降、①人々の外出機会が改めて持ち直し、個人消費がサービス分野を中心に拡大するほか、②学校の対面授業再開の広がりや感染リスクの低下を受けて、コロナ禍で一旦離職した労働者の復職が進み、企業の人手不足も解消に向かう、③供給制約の緩和・解消に伴い、企業が在庫復元のための増産を本格的に進めていく、といった展開が期待される。個人消費については、前述の家計貯蓄が潤沢に積み上がっていることが、引き続き強力な押し上げ要因となろう。以上に加えて、2021 年 11 月に成立したインフラ投資計画（新規支出が 5 年間で 5,500 億ドル規模）の効果が 2022 年後半以降顕在化していくことも、成長をサポートしよう。この間、インフレ率は、①人手不足の解消に伴う、サプライチェーンの正常化と企業の増産（供給制約要因の低下）および賃金上昇圧力の緩和（コストプッシュ要因の低下）、②FRB による 2022 年 4～6 月期以降のゼロ金利解除・利上げを背景に、明確に低下していくと見込まれる。一方、FRB が 12 月の FOMC で示した「2022 年内に 3 回の利上げ」（FOMC 参加者の見通し中央値）であれば、景気の腰折れを招くほどの逆風にはならないと考えられる。以上のように見れば、2022 年の米国経済は、インフレ圧力を低下させつつ堅調な景気拡大を続け、+4.3%を確保すると予想される（11 月時点の+4.5%から小幅下方修正）。

2023 年については、潤沢な家計貯蓄が引き続き個人消費を下支えするものの、FRB による利上げがさらに続いて景気により強くブレーキを掛けるようになるため、通年の成長率は+2.2%と、巡航速度に向けたスピード調整の局面となるだろう（成長率予想は変わらず）。

もっとも、繰り返しになるが、上記シナリオはワクチン接種がさらに進んで、2022 年春にコロナによる混乱が経済活動を脅かさない程度まで鎮静化することを前提としている。オミクロン株については感染力や重症化リスクの高さなど、現時点で不明な点が多いほか、さらに新しい変異株が登場するリスクも排除できない。コロナ感染の拡大が続けば、人手不足の解消が進まず、物流・生産の停滞によって在庫不足が継続するほか、賃金のさらなる上昇も相俟って、インフレ圧力が一段と高まりかねない。その場合、FRB による金融政策正常化がさらに速まる可能性もあり、この点からも実体経済が下押しされよう。米国経済の先行きは引き続きコロナ次第であることに留意すべきである。

2023 年までの米国経済見通し

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
GDP	2.9	2.3	▲ 3.4	5.5	4.3	2.2
個人消費	3.0	2.3	▲ 3.1	8.5	4.1	2.5
設備投資	6.5	4.4	▲ 5.2	8.2	4.6	2.2
住宅投資	▲ 0.6	▲ 0.9	6.8	9.1	0.2	1.1
在庫投資	(0.2)	(0.1)	(▲ 0.6)	(▲ 0.2)	0.7	(▲ 0.1)
純輸出	(▲ 0.4)	(▲ 0.2)	(▲ 0.2)	(▲ 1.8)	(▲ 0.0)	(▲ 0.0)
輸出	3.0	▲ 0.1	▲ 13.1	4.5	6.2	4.3
輸入	4.2	1.0	▲ 8.3	13.3	4.0	2.9
政府消費	1.2	2.0	2.0	1.3	0.8	0.8
公共投資	2.2	2.9	4.2	▲ 1.5	0.9	3.7
失業率	3.8	3.6	6.8	4.3	3.8	3.5
PCEコア	2.0	1.6	1.4	4.3	2.5	2.1
長期金利	2.8	1.9	0.9	1.6	2.2	2.7

(出所) CEIC, BEA

(注1) オレンジ色の部分は伊藤忠総研予測

(注2) 在庫投資、純輸出はGDPへの寄与度

(注3) 失業率、PCEコア前年比、長期金利は年末値