

米国経済：ウクライナ情勢、利上げ加速が逆風となるが回復基調は維持 (経済見通しの再改定)

ウクライナ情勢悪化による米国経済への主な影響は、①原油など資源価格の一段高による高インフレの長期化および実質家計所得の下振れ、②物価の先行き不透明感の強まりに伴う消費者マインドの慎重化であり、これらが2022年を中心に成長ペースを抑制することが懸念される。また、ウクライナ情勢はFRBの政策金利見通しが大幅に上方修正された大きな要因の一つでもある。もっとも、米国とロシアの貿易関係は薄いため、ロシアへの金融・経済制裁による輸出入や供給網への直接的な影響は限定的と考えられる。従って、ウクライナ情勢は米国経済の基調を変えるほどの要因とはならず、成長率の下振れも小幅にとどまると予想する。国内事情に目を転じれば、コロナ感染が縮小し、人々の外出行動や復職の動きが増えてきている。潤沢な家計貯蓄が高インフレと利上げの影響を吸収し、当面の景気拡大を支えるというシナリオの蓋然性は依然として高いと見る。2022年の成長率は+3.6%を確保できるだろう。

FRBがゼロ金利政策を解除し金融政策が引き締めへ転換

3月15～16日にFOMCが開催され、FRBは政策金利の誘導目標を0.25～0.50%に引き上げ（従来は0.00～0.25%）、コロナ禍のもとで続けてきたゼロ金利政策を解除した。また、量的緩和政策についても、従来の予定通り3月中に終了した。すなわち、米国の金融政策は、コロナ禍による非常対応モードを脱し、引き締めへの転換点を迎えた。

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、2022年の経済成長率が下方修正（昨年12月見通し：4.0%→3月見通し：2.8%）された。①ウクライナ情勢に伴う資源高やサプライチェーンの混乱、②それに伴い高インフレが従来の想定以上に続く可能性が高まっていることが反映されたとみられる。それでも、依然として堅調な景気拡大を見込んでいることに加え、2023年と2024年の成長率は据え置きで、FRBが考える長期の平均成長率1.8%を上回り続けると予想している。

一方、インフレ率の見通しについては、2022年が大幅に上方修正（2.6%→4.3%）された。さらに、2023年（2.3%→2.7%）、2024年（2.1%→2.3%）も小幅ながら上方修正された。徐々に低下する方向感は維持されたものの、今後3年間にわたってFRBの政策目標である2%を上回り続けるとの予想を示した。

そして、FRBは、一連の経済見通しを踏まえた政策金利の見通し（中央値）について「2022年末までに1.9%」とし、昨年12月時点の「0.9%」から大幅に上方修正した。さらに、「2023年末には2.8%」として、FOMCメンバーが「長期均衡」と考える2.5%程度を上回る水準まで利上げしていく可能性が示唆された。

FOMC参加者の見通し

	FOMC参加者の見通し (%)			
	2022	2023	2024	長期
経済成長率	2.8	2.2	2.0	1.8
(12月予想)	4.0	2.2	2.0	1.8
失業率	3.5	3.5	3.6	4.0
(12月予想)	3.5	3.5	3.5	4.0
インフレ率	4.3	2.7	2.3	2.0
(12月予想)	2.6	2.3	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

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。

インフレ率上昇の一方で、コロナ新規感染者数は大幅に減少し、実質個人消費と雇用者数は堅調に拡大

FRB の新しい経済・政策金利見通しの「発射台」となった、足元の実体経済の状況を確認すると、まずインフレ率については、2月の消費者物価指数(CPI)が前年同月比+7.9%と40年ぶりの伸びを記録した。引き続き幅広い品目で価格が上昇しており、食料・エネルギーを除くコアCPIの伸びも同+6.4%と加速している¹。さらに、3月入り後もウクライナ情勢の悪化を受けて原油価格が上昇し、米国内のガソリン価格が過去最高水準に達しているため、3月のインフレ率は一段と上昇する可能性が高い。

もっとも、米国経済には、現下の高インフレやその対応としての利上げによるダメージを吸収し、景気の底堅さを維持できる素地があり、その素地が一段と強まる兆しも窺える。具体的には以下の通りである。

第一は、潤沢な家計貯蓄である。米国ではコロナ禍で3度の現金給付を行ったほか、失業保険の上乗せ給付など政策支援を積極的に行った結果、年間消費の2割近くに当たる2.5兆ドル程度の貯蓄が追加的に積み上がっている。

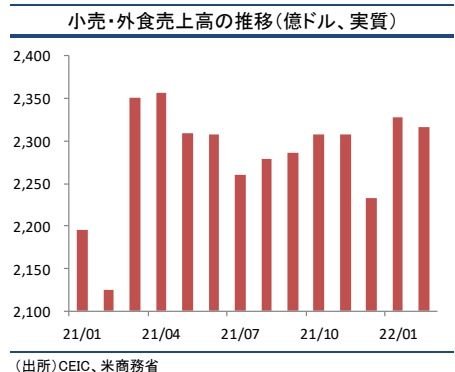
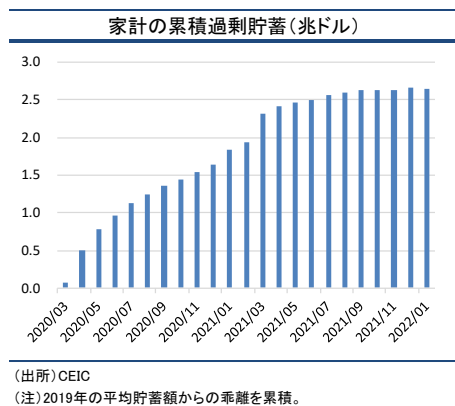
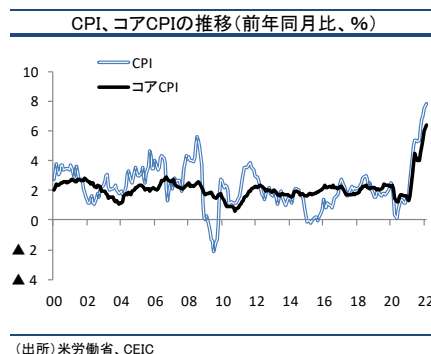
第二は、コロナ感染の縮小である。新型コロナの新規感染者数は1月中旬に1日当たり80万人まで増えたが、直近は3万人前後まで収束している。そして、屋内や学校でのマスク着用義務付けが撤廃され、人々の外出行動が持ち直しつつある。1~2月平均の小売売上高(実質ベース)は、高インフレ下にもかかわらず、昨年10~12月平均比+1.7%と増加しているが、3月以降一層底堅さを増す展開が期待できる。

コロナ感染の縮小と行動制約の実質的な解消は、人々の復職を通じて雇用者数の増勢を強めつつある。非農業部門雇用者数は1月に前月差+48.1万人となった後、2月は同+67.8万人と増加幅が拡大したが、3月以降も強い伸びがなおしばらく続く可能性が高い。

そして、復職者の増加は、企業の人手不足の解消を通じ、供給制約要因による広範な品目分野での価格上昇圧力を次第に低下させていくと考えられる。すなわち、原油高の影響が一巡すれば、米国のインフレ圧力は急速に低下することも十分にあり得る。

ウクライナ情勢を踏まえた米国経済見通しの再改定:2022年+3.6%、2023年+2.1%と小幅に下方修正

弊社は先月に米国経済の見通しを改定²したが、その後、ウクライナ情勢の悪化、バイデン政権による対



¹ FRB が予測の対象としている PCE (個人消費) デフレーターも上昇が続き、直近値 (1 月分) は前年比 +6.1%、コア PCE も同 +5.2% と政策目標である 2% を大幅に上回る状況。

² 「米国経済：利上げ局面に入るが、コロナ収束と潤沢な貯蓄により景気回復基調を維持 (改定見通し) <https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2159/>

露制裁の強化、原油はじめ商品市況の一段高などが生じたため、シナリオおよび成長率予想の再検討を行った。

ウクライナ情勢の悪化が米国経済にもたらす主な影響は、①資源価格の一段高による高インフレの長期化および実質家計所得の下振れ、②資源価格および物価の先行き不透明感の強まりに伴う消費者マインドの慎重化であり、これらが2022年を中心に成長ペースを抑制することが懸念される。

もともと、米国は欧州諸国などに比べ食料やエネルギーの対露依存度が低いほか、輸出に占める対露シェアも小さい³ため、ロシアへの金融・経済制裁による輸出入や供給網への直接的な影響は限定的とみられる。従って、米国経済が堅調に拡大していくとの基本的な見方を変更する必要はなく、成長率の下振れも小幅にとどまるとの結論に至った。

米国経済のメインシナリオを改めて示すと、今年1~3月期は、主に昨年末の在庫急増の反動により、成長率が昨年10~12月期（前期比年率+7.0%）から低下する見込みである。しかし、既に3月の段階でコロナ感染は縮小し、行動制約も概ね解消、今後はコロナ禍による経済活動への悪影響がさらに限定化されていくと想定できる。

従って、4~6月期以降の米国経済は、高インフレの長期化などが響き、当初予想していたペースを幾分下回ることにはなるが、コロナショックの沈静化に伴い人々の外出機会が一段と回復し、潤沢に積み上がった家計貯蓄を活用しつつ個人消費が再拡大する展開を引き続き予想する。また、感染リスクの低減によって、労働者の復職が促進され、企業の人手不足問題も解消に向かうことが期待される。そのため、企業の物流・生産活動が改善し、在庫復元に向けた増産が景気を押し上げていくとの見方も維持する。

今回新たに作成した 2022年暦年の実質GDP成長率予想は+3.6%である。ウクライナ情勢に起因する原油一段高などを考慮し、2月時点の予想（同+3.9%）から0.3%Pt下方修正したが、個人消費や在庫投資をけん引役に+3%台半ばの伸びを確保できると考える。

2023年については、経済正常化後の景気拡大基調が維持されるが、金融引き締め策の影響が次第に強まっていく中で、「巡航速度」に向けたスピード調整が生じ、成長率は+2.1%へ低下すると予想する（2月時点の+2.2%からわずかに下方修正）。

なお、この間のFRBの金融政策であるが、2022年はFOMC参加者の見通し（中央値）の通り、3月の0.25%Ptも含め、年末までに累計1.75%Ptの利上げが行われると想定する。ただし、弊社は従来から同1.25%Ptの利上げを織り込んでいたため、今回の見通し再改定の主要因とは位置付けていない。

一方、2023年の金融政策は、FOMCの見通し（累計約1%Ptの追加利上げ）と異なり、累計で0.50%Pt、

³ 米国の輸入全体に占めるロシアのシェアは1%（2021年）に留まり、食料品では魚介類（5.4%）が若干高いが、穀物（0.1%）など全体的に依存度が低い。さらに、鉱物性燃料（8.2%）は比較的シェアが高いが、世界最大の産油国である米国はシェールの増産によって調達が可能。対露輸出は全体の0.4%に留まる。

米国経済見通し

	2020	2021	2022	2023
GDP	▲3.4	5.7	3.6	2.1
個人消費	▲3.1	8.4	3.2	2.7
設備投資	▲5.2	8.0	4.6	2.1
住宅投資	6.8	9.1	0.2	0.9
在庫投資	(▲0.6)	0.0	0.9	(▲0.4)
純輸出	(▲0.2)	(▲1.8)	(▲0.2)	(▲0.0)
輸出	▲13.1	5.1	7.8	4.3
輸入	▲8.3	14.1	6.0	3.0
政府消費	2.0	1.1	1.4	1.1
公共投資	4.2	▲1.8	0.1	3.7
失業率	6.8	4.2	3.5	3.5
PCEコア	1.4	4.6	3.2	2.2
長期金利	0.9	1.5	2.5	2.9

（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

水準でいえば「長期均衡」と目される 2.5%程度までの利上げにとどまると見る。それは、①インフレの根因である人手不足問題が解消に向かい、インフレ率を徐々に押し下げていく、②今春からの利上げの影響が实体经济に波及していく、といった展開の中で、「長期均衡」の水準を上回るほどの大幅な利上げが不要になると考えられるためである。