

## 米国経済：高インフレ・金利急上昇の逆風続くも、内需の回復基調維持

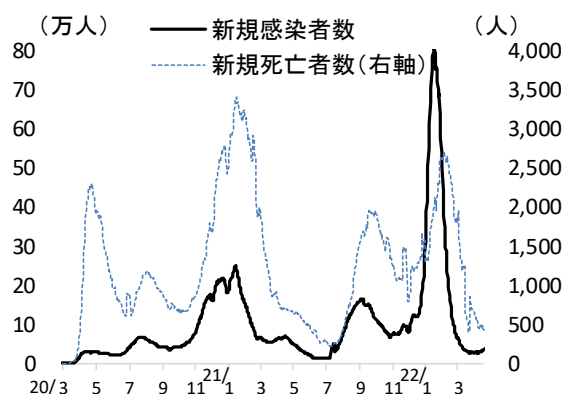
米国経済は、インフレ高進や金利急上昇などを逆風に、3月単月ではやや減速したとみられる。しかしながら、コロナ感染が下火になり人出が増加するも、潤沢な家計貯蓄と堅調な雇用環境を背景に、個人消費の回復基調は維持されている。また、企業のマインドは引き続き良好であり、底堅い設備投資需要が期待できるほか、感染リスク低減を受けた物流・生産活動の改善により、在庫復元に向けた生産増の動きも続く。住宅投資は、金利急上昇の影響で需要に陰りがあるが、在庫不足を埋めるための供給ニーズが下支えすると見込む。なお、ウクライナ情勢を受けたインフレ率の一段高は、消費者マインドの悪化等を通じた個人消費の抑制、FRBの金融引き締めペースの加速を招いているが、景気の腰折れにつながるほどの悪影響を及ぼしていない。これらを総合して、2022年暦年の実質GDP成長率は3%台半ばになるとの従来見通しを維持したい。

### 新型コロナ:オミクロン株を中心とした感染爆発は一旦収束

新型コロナの感染者数は、今年1月中旬に1日当たり平均新規感染者数が80万人と過去最大のペースとなったが、その後急速に減少し、現在は約3万人/日で推移している。オミクロン株を中心とした感染爆発は一旦収束したと評価できるものの、NYなど一部都市を中心に感染再拡大の懸念が燻っており、ブースター接種が人口比30%程度で頭打ち感があることと併せて依然注意が必要である。

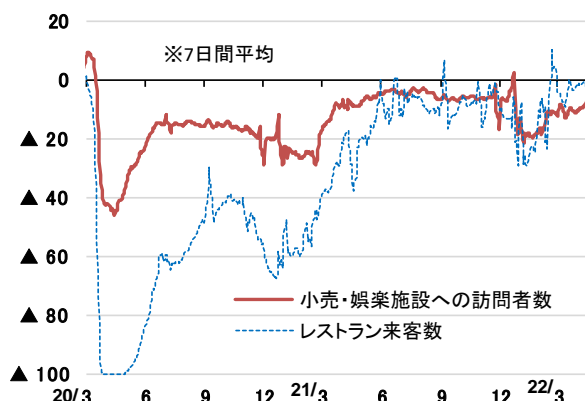
新型コロナ感染が下火になる中で、米政府は新型コロナとの共生に向けた政策「米国における新型コロナウイルス対応計画 (National Covid-19 Preparedness Plan)」<sup>1</sup>の具体化を進めている。3月30日には、無料のマスク配布場所、ワクチン接種施設、治療方法などを検索できる政府公式サイトを立ち上げ、国民一人一人が通常生活の中で対策を取ることを促した。地方政府の中でも、ワクチン接種証明提示やマスク着用義務などの規制を緩める動きが広がる。こうした動きを受けて、米国民は自発的な外出自粛の動きを止め、小売・娯楽施設やレストランへの訪問など外出の機会を増やし始めている。

米国の新型コロナ感染者・死亡者数の推移



(出所)WHO 4月20日時点。7日平均。

米国内の人出(コロナ前比、%)



(出所)CEIC

(注)小売・娯楽施設訪問者数は2020/1/3~2/6、レストラン来客数は2019年が基準。

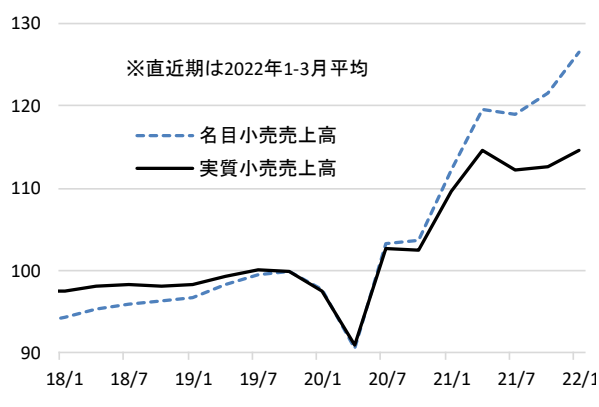
<sup>1</sup> 3月2日に発表。日常生活の中で対策を取る「新型コロナとの共生」のため、①新型コロナウイルス感染防止・治療、②新変異株への備え、③経済・教育活動の停止を防止、④世界でのワクチン普及の4つを大きな目的としている。

## 個人消費:3月単月では減速するも、回復基調は維持

個人消費については、3月の小売売上高が前月比+0.5%と2月（同+0.8%）から幾分減速した。インフレ高進の影響を除くため、セントルイス連銀が試算する実質小売売上高を見ると、3月は同▲0.7%と2月（同▲0.0%）からマイナス幅が拡大した。業種別では、オンライン販売などの無店舗小売業者のほか、自動車ディーラーの減少が目立つ。ただ、1~3月を通してみると、実質小売売上高の前期比は+1.9%と堅調であった。また、3月の自動車販売の不振は、2月までの供給不足が足かせとなった面があるとみられる。個人消費は、インフレ高進や供給制約などの逆風を受けて3月単月ではやや後退したものの、コロナ禍で積み上がった家計貯蓄と堅調な雇用情勢を支えに、回復基調が維持されているとみられる。

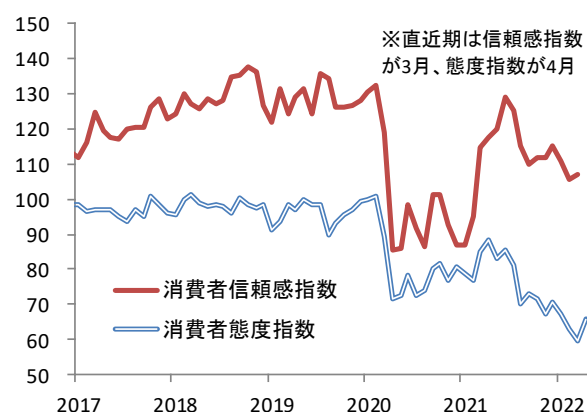
こうした中、4月のミシガン大学の消費者態度指数は、65.7と3月の59.4から改善した。特に、内訳の先行き期待指数は10ポイント近く上昇しており、消費者の不安を強めてきたガソリン価格が下落に転じた影響が大きいとみられる。また、カバレッジの大きいコンファレンスボード消費者信頼感指数は、3月時点で底打ち感が出ていた。今後インフレ率のピークアウトがはっきりすれば、消費者マインドは一段と改善に向かうことが期待できる。

### 小売売上高の推移(2019年1-3月=100)



(出所)CEIC

### 消費者マインドの推移



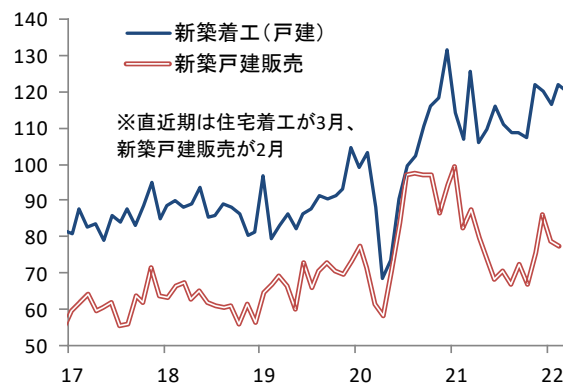
(出所)CEIC

(注)消費者信頼感指数はConference Board、消費者態度指数はミシガン大学。

## 住宅投資:金利上昇により需要回復に陰り

住宅市場は需要の回復に陰りがみられた。2月の新築住宅販売は前月比▲2.0%と1月（同▲8.4%）に続いて減少し、中古戸建販売も、3月には同▲2.7%と2か月連続で減少した。この背景には、2021年後半以降の大幅な価格上昇に加え、足元の住宅ローン金利の上昇が重石となったとみられる。30年固定住宅ローン金利は、2021年12月には3.1%であったが、今年の2月時点で3.8%まで上昇、4月15日時点では5.0%まで一段と上昇した。これを受けて、米抵当銀行協会（MBA）が公表する住宅ローン申請件数は4月15日時点で昨年末比▲35%と激減している。全米建設業協会（NAHB）による戸建て新築

### 新築戸建ての着工・販売(季節調整値、年率万戸)



(出所)CEIC

住宅販売のセンチメントを示す住宅市場指数も、4月は4か月連続で悪化し、足元で需要は一層抑制されているとみられる。

こうした状況の中、3月の住宅着工戸数の戸建ては前月比▲1.7%と減少した。ただ、中古住宅在庫が過去最低水準で推移しており、新築住宅に対する供給ニーズは強いとの見方も多い。今後、住宅販売が減速しても、在庫積み増しニーズが住宅の新規建設（着工）を下支えする状況が続くとみられる。

### 企業部門：良好な企業マインドと生産拡大が続く

企業マインドをみると、3月のISM製造業指数が57.1と2月（58.6）から幾分低下したのに対し、ISM非製造業指数は58.3と2月（56.5）から上昇し、両業種で明暗が分かれた。内訳項目の新規受注において、製造業が2020年5月以来の水準まで大幅に低下した一方、非製造業は60.1と2月（56.1）から復調したことが主因である。新型コロナ感染が下火になり飲食店などに関する規制が緩められる中で、消費者の需要が財からサービスに移る姿が映じられた。もっとも、製造業、非製造業ともに、ISM指数の水準自体は依然拡大・縮小の分岐点である50を大幅に上回り、マインドは引き続き良好である。また、両業種とも、内訳項目である雇用が大きく改善しており、供給制約緩和の進展が確認された。

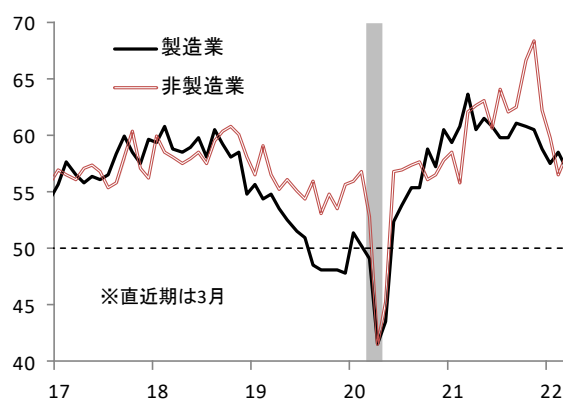
3月の鉱工業生産指数は、前月比+0.9%と3か月連続のプラスとなった。1～3月期でも前期比+2.0%と堅調であり、在庫復元に向けた生産拡大の動きが続く。内訳を見ると、農業・建設用機械、電気機械、家具などの耐久財製造業や、エネルギー価格上昇の後押しを受けた鉱業のプラス幅が大きい。なお、自動車は、1～3月期で見ると減少したものの、3月単月では前月比+12.5%と急回復しており、半導体不足を背景に抑制されてきた生産が改善に向かう兆しがある。

こうした中、設備投資の先行指標となる非国防資本財（航空機除く）の新規受注は、2月が前月比▲0.2%と小幅に減少したが、1～2月をならしてみれば前期比+1.5%と堅調であった。3月の企業の設備稼働率は78%とコロナ前を上回りなお上昇傾向にあり、底堅い設備投資需要が期待できる。

### 雇用・物価：インフレ率ピークアウトの兆しあるが、今後の低下ペースは緩やかになる見込み

雇用環境をみると、3月の雇用統計で非農業部門雇用者数が前月差+43.1万人と大幅に増加した。2月（+75.0万人）に比べプラス幅は縮小したが、雇用環境改善の目安とされる15-20万人の増加ペースを引き続

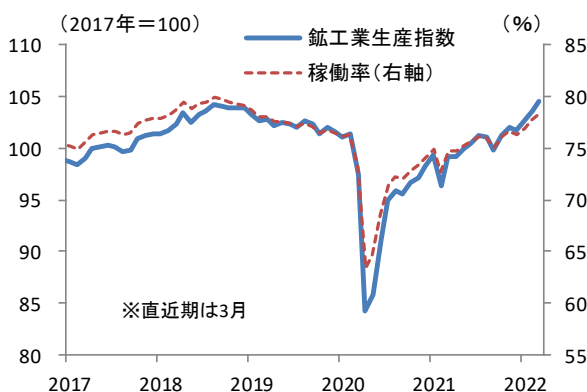
ISM製造業・非製造業指数の推移



(出所)CEIC

(注)シャドーは景気後退期。

鉱工業生産指数、稼働率の推移



(出所)CEIC

き大きく上回っている。製造業やレジャーなどを中心に、幅広い業種で雇用の増加が見られた。一方で、雇用動態調査によると、労働参加率は増加を続けているものの依然コロナ直前を1%程度下回っている。また、高齢化の進展や若年層の大学進学率などの影響を除くため、これらの影響を受けにくい25歳から54歳までの年齢層をみても、コロナ直前の水準を0.5%程度下回っており、現在のペースで改善を続けた場合、労働供給の正常化には半年程度かかることが見込まれる。これらを背景に、失業率は3.6%と2月(3.8%)から一段と低下し、歴史的な低さであったコロナ前の水準である3.5%に近づいた。求人数も2月時点で1100万人超と過去最高水準が続いており、人手不足感は非常に強い。

労働需給の引き締まりを映じ、労働者の賃金は高い伸びを続けている。3月の民間部門の時給は前年同月比+5.6%と前月(同+5.2%)からプラス幅が拡大した。業種別に見ると、サービス業(+5.3%→+5.7%)の上昇ペースが製造業(前年比:2月+4.4%→3月+4.6%)を上回った。サービス業では、輸送・倉庫(+7.5→+7.9%)やレジャー(+11.8%→+11.8%)など、賃金水準が比較的低い業種のプラス幅が大きく、全体を押し上げた。労働供給が正常化するまでは、労働需給がひっ迫した状態が維持され、失業率が上昇に転じることはなく、賃金上昇率の拡大が続くことが想定される。

3月の消費者物価指数(CPI)は、食料・エネルギー価格の上昇を主因に、前月比+1.2%と2月(同+0.8%)から伸びが加速し、前年比でみると+8.5%と40年ぶりの高水準に達した。しかしながら、これまでプラス幅が拡大してきた財(除く食品・エネルギー)が、中古車や家具を中心に低下に転じたほか、エネルギーの半分弱のシェアを占めるガソリンも、3月下旬以降に下落している。このため、CPIは3月がピークとなる可能性が高い。ただ、全体の60%を占めるサービス(除くエネルギー関連)の価格は、家賃や航空運賃を中心に緩やかながら加速している。前述の通り、一部のサービス業では賃金上昇圧力が強く、価格転嫁の動きも続くだろう。サービスの価格は、秋ごろまでに前年比+6%程度まで加速し、その後ようやく労働需給の緩和によりプラス幅が縮小し始めると考えられる。これらを踏まえると、2022年のCPIは、サービスが下支えする形で前年比+4%程度までの低下に止まると予想する。

### 金融政策:金融引き締め策加速の雰囲気強まる

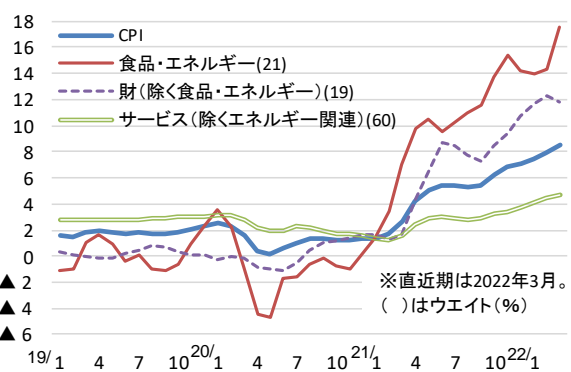
インフレ高進と堅調な雇用情勢を背景に、FRBによる金融引き締め策が加速する雰囲気が強まっている。5月3-4日のFOMCに関しては、パウエルFRB議長が50bp利上げを選択肢に入れることを度々示唆しているほか、ハト派とされるウィリアムズ副総裁を含む複数のFRB高官も同様の発言をしており、現時点では50bpの利上げが決定される公算が大きい。なお、消費者の中長期のインフレ予想は、FRBが昨年末に金融

失業率と労働参加率(%)



(出所)CEIC

インフレ率の推移(前年比、%)

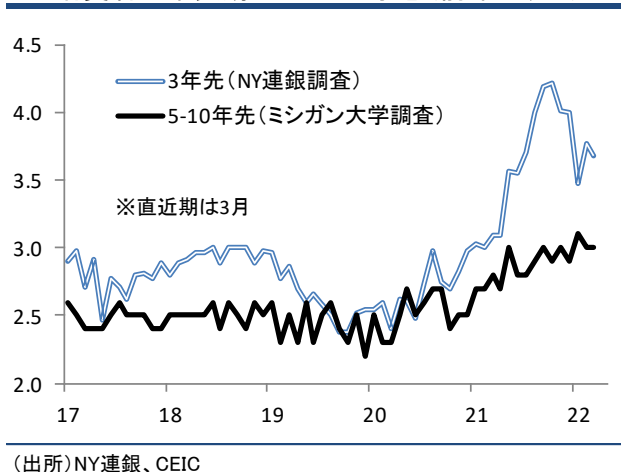


(出所)CEIC

引き締めスタンスに転じたことで上昇を止めたが、そのまま高止まりしている。FRB は、インフレ抑制を確実なものにするために、経済情勢や金融市場へ過度な影響を与えないことに注意しながら、2022 年中は毎回の FOMC で利上げを実施するだろう。2023 年の早い時期までには政策金利を「長期均衡」と目される 2.5%程度まで引き上げ、その後は利上げの効果を確認するスタンスを取ると予想する。

また、3月15-16日に開催された FOMC の議事録では、FRB 保有資産の圧縮計画に関する議論が明らかになった。具体的には、月 950 億ドル（米国債 600 億ドル、住宅ローン証券 350 億ドル）を上限に保有資産を圧縮する方向で概ね合意したとされ、5 月の FOMC で計画が発表される可能性が示唆された。この圧縮ペースは、前回圧縮時（2017～2019 年）のピークである 500 億ドルの約 2 倍のペースである。市場では、早くも、3 年間で資産圧縮が 3 兆ドル程度圧縮するシナリオを織り込み始めており、10 年国債利回りは 2018 年 11 月以来となる 3% 近辺まで大幅に上昇した。

消費者の中長期のインフレ予想(前年比、%)



### 景気見通し: 高インフレ下でも個人消費を中心とした景気拡大が続く

4～6 月期以降の米国経済は、人々の外出機会が一段と回復する中で、潤沢に積み上がった家計貯蓄と堅調な雇用環境を背景に、個人消費の拡大が続く見通しである。設備投資についても、良好な企業マインドと設備稼働率の上昇を背景に、底堅く推移するだろう。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解消に向けた動きも続いている。企業の物流・生産活動も改善することで、在庫復元に向けた増産が景気を押し上げていくとみられる。他方、住宅投資については、金利上昇の影響で需要に陰りがみられるが、在庫不足を埋めるための供給ニーズが下支えすると見込む。なお、ウクライナ情勢はインフレ率の一段高を招き、消費者マインドの悪化等を通じた個人消費の抑制、FRB の金融引き締めペースの加速という形で、米国経済に影響を及ぼしている。ただ、個人消費拡大を腰折れさせるほどではなく、実質 GDP 成長率の押し下げ幅は 0.3%程度にとどまると見込む。これらを総合して、このままコロナ感染者数が低位に推移すれば、高インフレの長期化や金利上昇が回復のペースを抑制しつつも、今後も景気の拡大基調が維持されると見込む。2022 年暦年の実質 GDP 成長率は +3% 台半ばになるとの見通しを維持する。

2023 年については、インフレ動向とそれを受けた FRB の利上げペースに大きく依存する。現時点では、2022 年中にインフレ率の低下基調がはっきりすることで、FRB の政策金利は中立金利水準で据え置かれるとのシナリオを見込んでいる。こうした前提条件のもとでは、経済正常化後の景気拡大基調が維持されるが、それでも金融引き締め策の影響が次第に強まることで、「巡航速度」に向けたスピード調整が生じ、成長率は +2% 程度に低下すると予想する。