

米国経済：金利上昇・株価下落が内需を下押しする見込み（改定見通し）

1-3 月期の実質 GDP 成長率は、輸入の大幅増を主因に前期比でマイナス成長となったものの、内需は引き続き堅調であり、経済の底堅さが示された。4 月以降も、個人消費は堅調さを維持し、企業の生産も回復し続けている。ただ、FRB による利上げペースの加速と量的緩和縮小が市場で織り込まれ、長期金利は急上昇し株価も大幅に下落した。今後は、①住宅ローン金利の上昇を通じた住宅投資需要の冷え込み、②逆資産効果を通じた個人消費の拡大抑制が見込まれることなどを踏まえ、2022 年の成長率予想を 3 月時点の+3.6%から+3.1%と下方修正した。雇用情勢に関しては、労働需要が堅調さを保つ一方、4 月は労働参加率が幾分低下し、企業マインドも人手不足を背景に悪化した。当社では、感染リスクが低下し、育児に伴う就労阻害も払しょくする中で、人手不足が解消に向かうことを想定するが、回復ペースの不確実性の大きさには引き続き注意が必要であろう。

1-3 月期 GDP: 堅調な内需を輸入増が補う

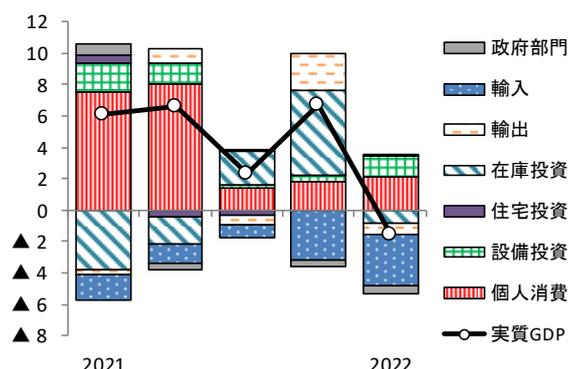
2022 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率▲1.5%と、大幅なプラス成長となった 2021 年 10-12 月期（同+6.9%）から減少に転じた。マイナス成長は 2020 年 4-6 月以来である。

ただし、最終需要¹は前期比年率+2.2%と増加しており、景気が冷え込んだわけではない。内需の柱である個人消費

（2021 年 10-12 月期：+2.5%→2022 年 1-3 月期：+3.1%）は引き続き堅調である。個人消費は、価格高騰によりガソリン購入を手控える動きがあったが、3 月にかけてコロナの感染拡大が収束に向かい、人出が回復するもとの、潤沢な家計貯蓄を背景にサービス消費（+3.3%→+4.8%）が増勢を強めた。また、設備投資（+2.9%→+9.2%）は、良好な企業マインドと設備稼働率の上昇を受けてプラス幅を大幅に拡大したほか、住宅投資（+2.2%→+0.4%）も増加した。前期（2020 年 10-12 月期）の大幅増の反動が出た在庫投資（+5.3%pt→▲0.9%pt）を除き、内需の回復基調は維持されている。

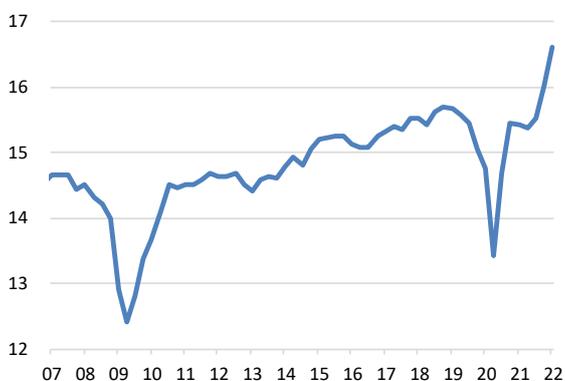
そうした中で国内総生産（GDP）が減少したため、最終財や投資財を中心に輸入が大幅に増加した（+17.9%→+18.3%）。すなわち、1-3 月期のマイナス成長は供給制約から国内生産が落ち込んだことを示しているに過ぎず、内需は輸入の拡大により堅調な拡大を続けた。むしろ、供給力を上回って需要が拡大するほどに景気は過熱しているとみ

実質GDP成長率(季節調整値、年率、%、%pt)



(出所) CEIC

最終需要に対する輸入(%)



(出所) CEIC

(注) 最終需要(GDP-在庫+輸入)に対する輸入

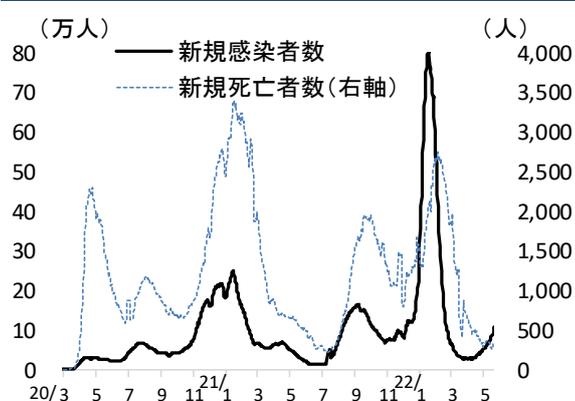
¹ 最終需要=GDP-在庫+輸入とした。

るべきであろう。

新型コロナ:感染者増の経済活動への影響は限定的

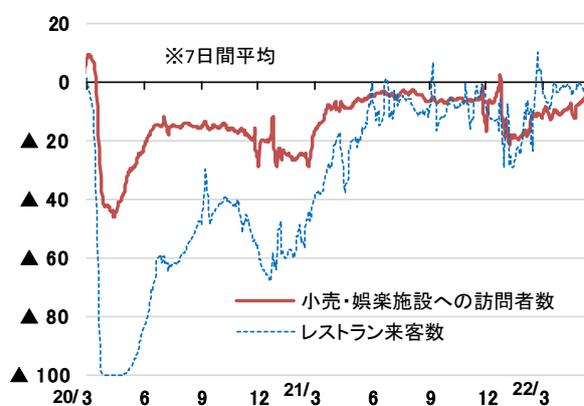
新型コロナは、感染力がより強い「BA. 2」系統への置き換わりが進む中で、ブースター接種率の低さと人出の増加を背景に感染が再び拡大傾向にある。コロナの新規感染者数は、4月下旬の約3万人/日から5月下旬には約10万人/日まで拡大し、死者数も5月以降は約300人/日の水準で下げ止まっている。ただ、米政府が新型コロナとの共生に向けた政策「米国における新型コロナウイルス対応計画（National Covid-19 Preparedness Plan）」²を推進していることから、米国内の人出が減少する兆しは今のところ見られない。今後の感染拡大の勢いには引き続き留意が必要ではあるが、現時点の経済活動への影響は限定的といえる。

米国の新型コロナ感染者・死者数の推移



(出所)WHO 5月20日時点。7日平均。

米国内の人出(コロナ前比、%)



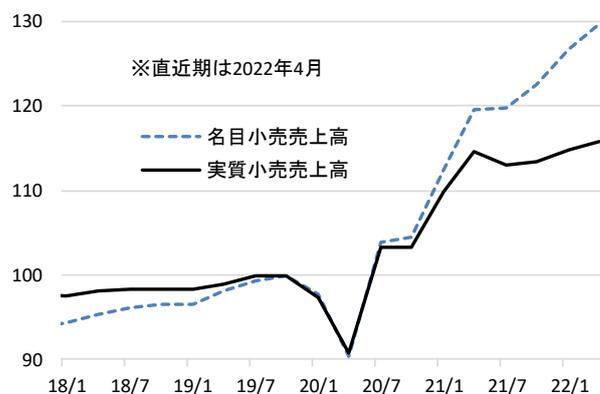
(出所)CEIC

(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。

個人消費:4月以降も堅調さを維持

4月の小売売上高は、前月比+0.9%と3月(同+1.4%)から減速したものの、引き続き高い伸びを続けた。インフレの影響を除いた実質小売売上高(セントルイス連銀試算)では、4月が同+0.6%と3月(同+0.2%)から増勢を強めた。業態別では、オンライン販売などの無店舗小売業者や自動車ディーラーが復調するなど、幅広い分野で増加した。一方で、5月のミシガン大学の消費者態度指数は、ガソリン価格が再び上昇に転じたことを映じて、59.1と4月の65.2から低下した。個人消費は、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堅調さを維持しているが、高インフレは消費者マインドに悪影響を及ぼしており、今後思わぬ消費鈍化のリスクが残ることには注意が必要である。

小売売上高の推移(2019年10-12月=100)



(出所)CEIC

² 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。

住宅投資:金利上昇の悪影響が強まる

住宅市場は、住宅ローン金利上昇による需要鈍化の動きが強まった。30年固定住宅ローン金利は、4月に5%に達した後も上昇を続け、5月中旬は5.3%程度で推移している。高金利を背景に、住宅ローン申請件数（米抵当銀行協会（MBA）公表）は4月中旬から5月中旬にかけて15%程度減少し、5月13日時点では昨年末比▲44%と大幅な減少幅となった。このため、4月の新築戸建販売は前月比▲16.6%と3月（同▲10.5%）に続き大幅に減少、4月の中古戸建販売も同▲2.4%と3か月連続で減少した。全米建設業協会（NAHB）による戸建て新築住宅販売のセンチメントを示す住宅市場指数も、5月は5か月連続で悪化した。

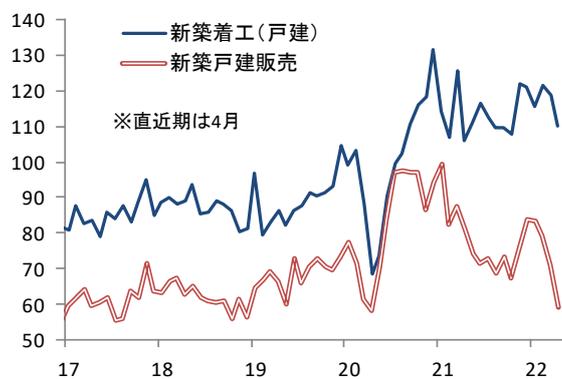
そうした中、供給面をみると、4月の住宅着工戸数の戸建てが前月比▲7.3%と、3月（同▲2.1%）に続いて減少した。4月の中古住宅の在庫水準は、販売件数の2.1か月分とコロナ前の約4か月分に比べ半分にとどまっており、在庫不足から住宅建設ニーズは引き続き強いものの、販売が明確に減速してきているため、新規建設（着工）の動きが慎重化しているとみられる。

企業部門:良好な企業マインドに人手不足が水を差す

企業マインドは、4月のISM製造業指数が55.4と2か月連続で低下し、2020年9月以来の低水準となったほか、4月のISM非製造業指数も57.1と前月（58.3）から低下した。製造業、非製造業ともに依然拡大・縮小の分岐点である50を大幅に上回るものの、景気拡大ペースは鈍化傾向にあることが窺える。内訳項目をみると、両業種とも「雇用」が50程度まで低下した影響が大きい。3月の「雇用」は大幅に改善していたが、人出不足の解消が一筋縄にいかず、4月には企業の懸念材料となりつつある。また、非製造業では、価格上昇が需要を抑制したとみられ、「新規受注」の低下が目立った。

4月の鉱工業生産指数は、前月比+1.1%と4か月連続のプラスとなり、堅調な内需を背景に生産拡大が続く。内訳を見ると、鉱業のプラス幅は幾分低下したが、産業用機械などの耐久財製造業のプラス幅拡大が全体を押し上げた。また、自動車は同+5.7%と、3月の同+13.5%から減速したものの引き続き高い伸びを維持し、半導体不足を背景に抑制されてきた生産は改善方向にある。こうした中、稼働率は2018年12月以来の高水準に達しており、設備投資需要は強まっていると考えられる。

新築戸建ての着工・販売(季節調整値、年率万戸)



(出所)CEIC

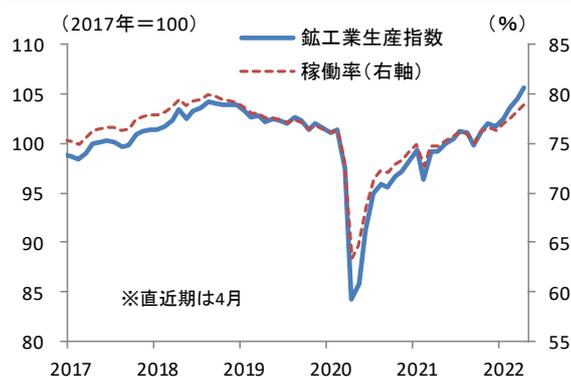
ISM製造業・非製造業指数の推移



(出所)CEIC

(注)シャドウは景気後退期。

鉱工業生産指数、稼働率の推移



(出所)CEIC

雇用・物価：労働供給の正常化は一進一退、サービス価格の加速続く

4月の雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+42.8万人となり、12か月連続で+40万人を超えた。毎月の生産年齢人口の増加幅である約20万人を大きく上回り、労働需要の強さが引き続き窺える。内訳をみると、サービス業でシェアの大きいレジヤの増加幅が前月から減少したが、輸送・倉庫や製造業などの増加が全体を押し上げた。一方、労働供給面を見ると、4月の労働参加率は62.2%と3月の62.4%から幾分低下し、高齢化の進展や若年層の大学進学率などの影響を受けにくい「プライムエイジ」と呼ばれる25歳から54歳までの年齢層についても、3月の82.5%から4月の82.4%と低下した。プライムエイジの労働参加率は、平均的には約+0.1%pt/月の上昇ペースが続いてきたが、コロナ前の83%への回復に向けて一進一退の状況にある。そのため、失業率は3.6%と引き続き歴史的な低水準であり、労働需給のひっ迫が続いている。

こうした中、4月の民間部門の時給は、サービス業（+5.7%→+5.6%）と製造業（前年比：2月+4.4%→3月+4.6%）が、いずれも前月から概ね横ばいの伸びとなった。業種別で見ると、輸送・倉庫やレジヤなど、これまで高い伸びを続けてきた業種で鈍化傾向にある。賃金上昇の加速は単月では一服したように見えるが、上記の通り労働需給のひっ迫が続いており、賃金上昇圧力は依然として高い。

4月の消費者物価指数（CPI）は、前年比で+8.3%と前月（+8.5%）から8か月ぶりに低下した。季節調整済みの前月比でも、4月は+0.3%と前月の+1.2%から大幅に減速した。エネルギーが前月比▲2.7%と低下したことに加え、食品・エネルギーを除く財が、中古車や衣服の価格下落を主因に同+0.2%に止まったことが主因である。一方、全体の約6割を占めるサービス（除くエネルギー関連）は、同+0.7%と前月の+0.6%から幾分加速した。家賃の上昇が続いているほか、国内旅行の回復により航空運賃が大幅に上昇したことが寄与した。サービス業では、足元の需要の強さと高い賃金上昇圧力を背景に、価格転嫁の動きが続いているとみられる。

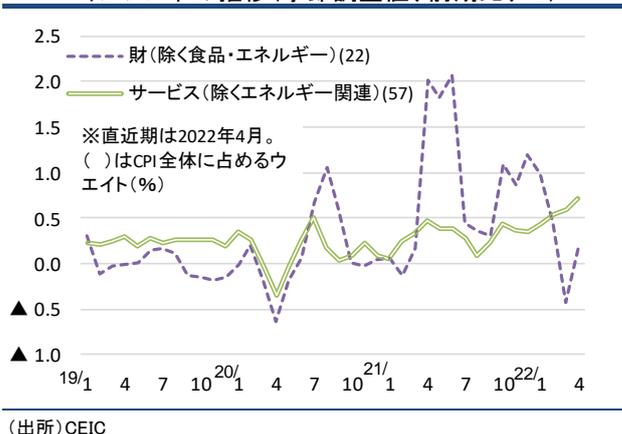
金融政策：5月FOMCでは予想通りの結果、今夏にかけて利上げ加速見込み

5月3-4日に開催されたFOMCでは、市場予想通り50bpの利上げが実施された。パウエル議長は会合後の記者会見で、75bpの利上げに否定的な見方を示すとともに、「今後の2回程度の会合で50bpの利上げを選択肢とする」と述べ、市場では6月と7月の2回における50bpの利上げが概ね織り込まれた。もっとも、パウエル議長は、ウクライナ情勢や中国ゼロコロナ政策のサプライチェーンに及ぼす影響等がインフ

民間企業の時給(前年比、%)



インフレ率の推移(季節調整値、前期比、%)



レ圧力を高める点に懸念を示し、また、供給制約の解消には労働参加率の改善等を期待せざるを得ない点を認めるなど、インフレ動向の不確実性の大きさを強調している。

FOMC 後には、利上げ加速が再び懸念されて株価が大幅に下落するなど、金融市場の混乱も大きくなりつつある。FRB は、インフレや金融市場の動向を見極めながら、今後も利上げペースを慎重に調整せざるを得ないだろう。当社は、FRB がインフレ抑制を確実なものとするため、2022 年中に政策金利を「長期均衡」と目される 2.5%程度まで早いペースで引き上げると見込む。そうした中、2022 年秋には供給制約の解消の目途が立ち、インフレ抑制の確度が高まるとの想定のもと、2023 年は 2022 年中の利上げの効果を確かめるスタンスを取ると予想する。

なお、5 月 FOMC では、FRB 保有資産の圧縮計画の詳細も公表された。3 月 FOMC の議事録で明らかになった内容と概ね同じで、6 月から 8 月までは月 475 億ドル（米国債 300 億ドル、住宅ローン証券 175 億ドル）、9 月以降は月 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予定とされた。この内容は既に市場で織り込まれており市場の混乱はないが、実際に資産圧縮が始まる 6 月以降に需給面で市場が不安定化しないか留意が必要である。

景気見通し: 金利上昇・株価下落と輸入増の影響から 2022 年見通しを下方修正

2022 年中は、堅調な内需をけん引役に、景気回復が続くこととなろう。個人消費は、コロナ感染にかかる行動規制が概ね撤廃された中で、雇用の拡大や賃金の上昇、潤沢な家計貯蓄が加わり、堅調さを保つ。また、企業はこうした需要に応えるべく、設備投資を増やしつつ、人手不足が解消に向かうもとで生産活動を拡大させるだろう。もっとも、①金利急上昇による住宅投資の減速、②株価下落を受けた逆資産効果による個人消費の抑制、③国内の供給制約に伴う一時的な輸入急増などにより、景気回復の動きは以前の想定³より弱まったとみられる。このため、2022 年の成長率見通しを、3 月時の +3.6%から +3.1%に下方修正した。

2023 年については、3 月時の成長率見通しの +2.1%を維持する。コロナ禍からの持ち直し局面は 2022 年中に一巡し、FRB の利上げが景気をスピード調整に入る見込みである。ただし、堅調な雇用情勢を背景に個人消費が底堅く推移するほか、バイデン大統領のインフラ投資計画（2021 年 11 月成立済み）が下支えし、引き締め局面でも景気は腰折れせずソフトランディングすると見込む。

今後最も注意すべきは、やはりインフレ動向だろう。高インフレが長期化すれば、実質家計所得の減少が続くことで個人消費の腰折れを引き起こしかねないほか、FRB の利上げ加速により景気のオーバーキルも

米国経済見通し（今回見通し）

	2020	2021	2022	2023
GDP	▲ 3.4	5.7	3.1	2.1
個人消費	▲ 3.1	8.4	3.1	2.7
設備投資	▲ 5.2	8.0	4.3	1.1
住宅投資	6.8	9.2	▲ 0.4	0.8
在庫投資	(▲ 0.6)	0.1	0.9	(▲ 0.5)
純輸出	(▲ 0.2)	(▲ 1.9)	(▲ 0.7)	0.2
輸出	▲ 13.1	5.0	5.2	4.7
輸入	▲ 8.3	14.1	7.0	2.0
政府消費	2.0	1.0	0.4	1.4
公共投資	4.2	▲ 1.8	0.0	4.9
失業率	6.8	4.2	3.5	3.5
PCEコア	1.4	4.6	3.8	2.3
長期金利	0.9	1.5	3.0	3.1

（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

³ 詳細は 2022 年 3 月 28 日付 Economic Monitor 「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）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2175/>

現実味を増すこととなる。インフレ抑制のためには、ウクライナ情勢の悪化や中国などを起点としたサプライチェーンの混乱など外的要因のほか、人手不足といった国内要因の解消が重要となる。当社では、感染リスクが低下し、育児に伴う就労阻害も払しょくする中で、人手不足が解消に向かうことを想定している。ただ、4月の労働参加率が予想に反して低下したように、回復ペースには不確実性が残る。賃金と物価への波及度合いを含めて、引き続き注意してみていく必要がある。