米国経済金融

3 月 FOMC から利上げ局面入りへ

～新型コロナウイルスとの共生を模索する動きも～

佐古　佳史,CFA

要旨

オミクロン株の感染拡大が 2 ヶ月程度と短期間で収束したため、米国経済への下押し圧力は軽微なものにとどまりそうだ。また、カリフォルニア州はコロナとの共生を前提として、コロナ対応からの出口戦略を発表するなど、徐々に「コロナ後」を模索し、移行する動きもみられる。こうした動きは雇用回復と景気拡大を下支えすることになるだろう。

長引く供給制約や石油価格の上昇などからインフレ率は加速が続いている。FRB は 3 月に利上げを開始するとみられるものの、供給側の問題には対処できないこともあり、難しい利上げ局面となりそうだ。

緊迫化したウクライナ情勢

ウクライナ情勢の緊迫化を受けバイデン政権は 22 日、ロシアに対する第 1 弾の経済制裁を発表した。また、ロシアによるウクライナ侵攻が本格化する場合は輸出規制などの制裁を追加する見通しとなっている。一方で、米国民のウクライナ問題への関心はあまり高くなく、足元の原油価格の高騰やインフレ率の加速に拍車をかけることになりかねない経済制裁の強化に踏み切るのは、バイデン政権としても難しい判断となりそうだ。

景気の現状：オミクロン株感染拡大による影響は軽微

以下、経済指標を確認してみると、経済正常化の進展に伴うペントアップ需要に、供給が追い付いていない状態が継続している。

1 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は 12 月から 46.7 万人増、失業率はほぼ変わらずの 4.0%となった。

コロナ前の失業率が 3.4～3.5%であったことに鑑みると、足元の労働市場は「コロナ禍の下」での完全雇用に接近していると考えられる。なお、サンフランシスコ連銀によると、新型コロナが存在しなかった場合の完全雇用水準を達成するのは、24 年ごろになると推計している。こうした認識のずれの背景としては、コロナによって労働参加率が低下し、労働供給が減少したことが挙げられる。

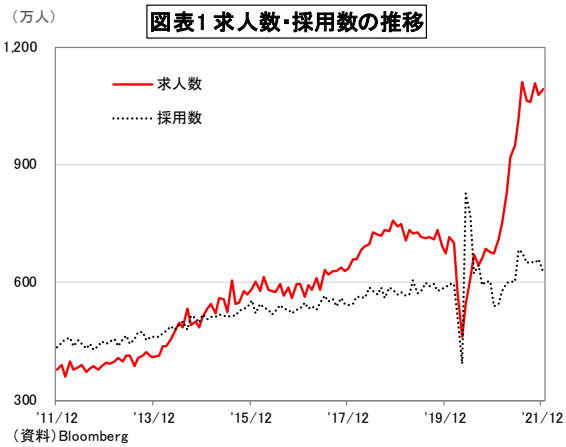
こうしたなか、求人の困難さは解消されていない。12 月の求人労働異動調査によると、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））は 6.8%と高い水準であり、自発的な離職率も高止まりしている。

個人消費をみると、12 月の実質個人消費支出は、財消費は前月

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

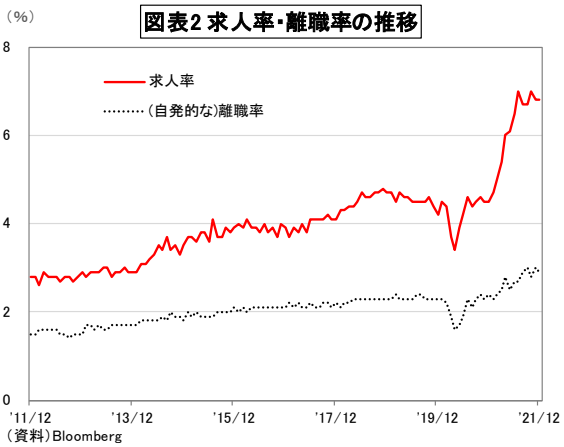
比▲3.1%、サービス消費は同0.1%となり、全体では▲1.0%と2ヶ月連続で減少した。一方で、1月の小売売上高が同3.8%と2ヶ月ぶりに大幅に増加に転じたことで、21年末の個人消費の弱さは年末商戦の前倒しによるものあり、一時的であったと確認できた。

図表1 求人数・採用数の推移



（資料）Bloomberg

図表2 求人率・離職率の推移



（資料）Bloomberg

また、2月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は2ヶ月連続で低下し61.7（現況指数68.5、期待指数57.4）と10年ぶりの低水準となった。ミシガン大学の報告では、消費者マインド指数の低下の原因としては、インフレ率の加速と経済政策への期待の剥落、経済成長への悲観的な見通しを背景とする金銭面の見通しが悪化したことが挙げられている。

図表3 消費者景況感の推移

（資料）ミシガン大学、カンファレンスボード、Bloomberg

20ヶ月連続での拡大を示唆する企業マインド

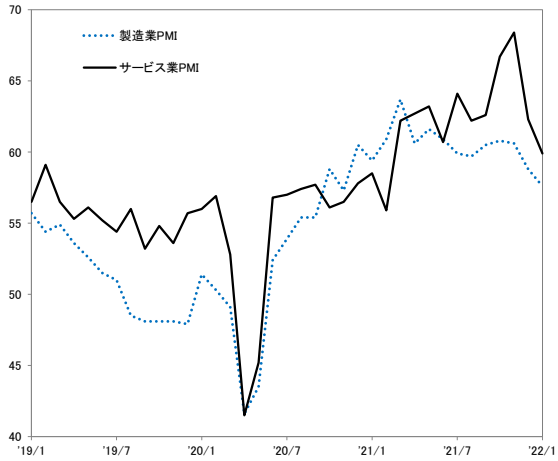
こうしたなか、企業マインドは堅調に推移しており、1月のISM製造業指数（製造業PMI）は57.6%、サービス業指数（サービス業PMI）は59.9%と、いずれも低下が続いているものの20ヶ月連続での企業部門の拡大を示している。

ISM景況感指数からは、21年11月をピークにオミクロン株の影響などから企業の景況感が低下していることがうかがえる。また、

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

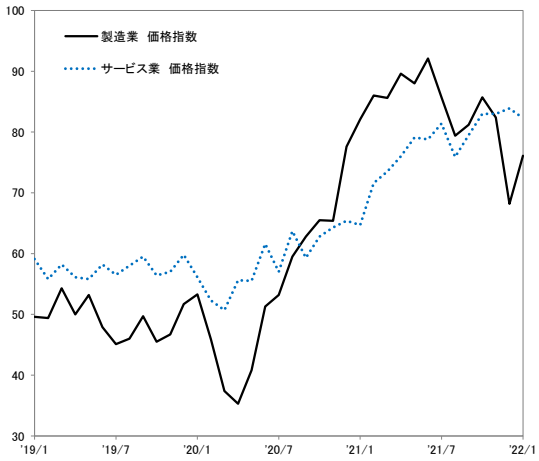
ISM 価格指数からは製造業の前月比でみたインフレ傾向は 21 年 6 月がピークであったのに対して、サービス業のインフレ傾向は継続中とみられる。

図表4 ISM景況感指数の推移



（資料）全米供給管理協会（ISM）、Bloomberg

図表5 ISM価格指数



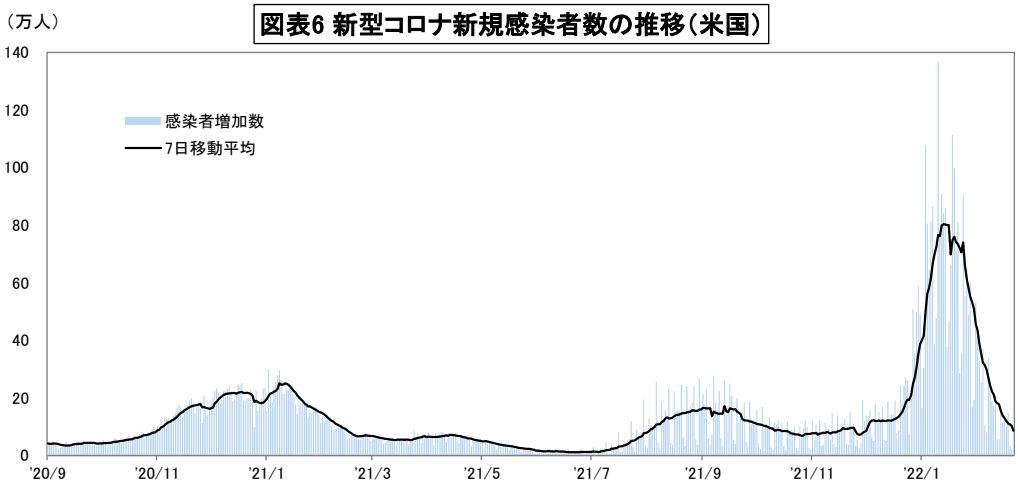
（資料）全米供給管理協会（ISM）、Bloombergより農中総研作成

景気の先行き：コロナとの共生を模索

さて、景気の先行きを考えてみると、やや改善方向にはあるものの、引き続き半導体などの供給不足が景気回復ペースを抑制しているとみられる。一方で、警戒されていたオミクロン株の感染急拡大は短期間で鎮静化したため景気への影響は短期的なものにとどまりそうだ。こうしたことから、高インフレ下であっても、雇用回復に伴い、消費と景気拡大が続くと思われる。

また、カリフォルニア州は 17 日、新型コロナウイルス対策からの出口戦略を発表し、オミクロン株の感染拡大を世界的大流行の「パンデミック」ではなく、特定の地域で感染が広がる「エンデミック」として対処する方針を発表した。こうした新型コロナウイルスとの「共生」を模索する動きは広がっていくだろう。

図表6 新型コロナ新規感染者数の推移（米国）



（資料）Bloomberg

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表7 供給制約はやや改善方向

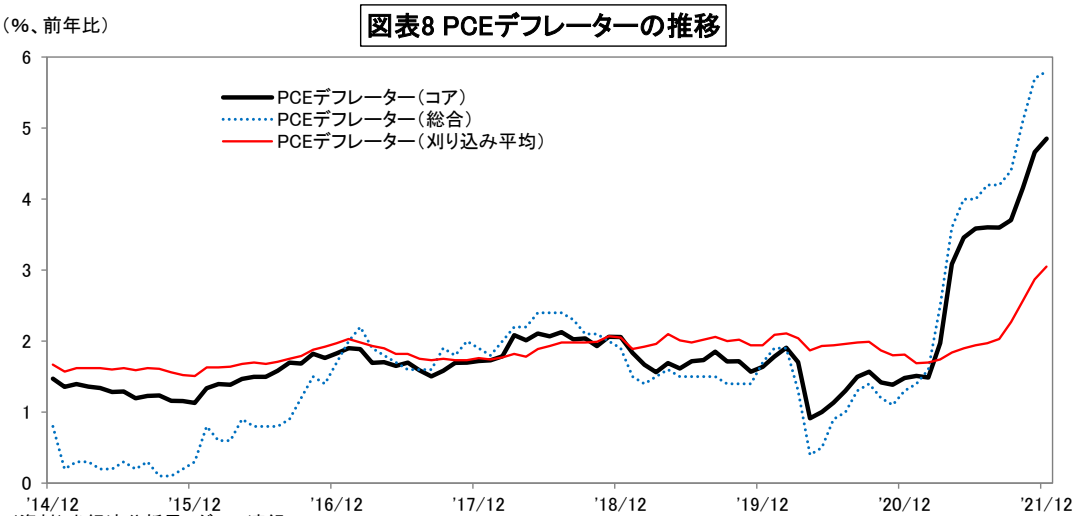
		'20/12	'21/1	'21/2	'21/3	'21/4	'21/5	'21/6	'21/7	'21/8	'21/9	'21/10	'21/11	'21/12	'22/1
ISM 製造業	入荷遅延	67.7	68.2	72.0	76.6	75.0	78.8	75.1	72.5	69.5	73.4	75.6	72.2	64.9	64.6
ISM サービス業	入荷遅延	62.8	57.8	60.8	61.0	66.1	70.4	68.5	72.0	69.6	68.8	75.7	75.7	63.9	65.7
ISM 製造業	価格	77.6	82.1	86.0	85.6	89.6	88.0	92.1	85.7	79.4	81.2	85.7	82.4	68.2	76.1
ISM サービス業	価格	65.4	64.7	71.6	73.5	76.0	79.1	78.8	81.4	75.9	79.5	83.0	83.0	83.9	82.3
ISM 製造業	顧客在庫	37.9	33.1	32.5	29.9	28.4	28.0	30.8	25.0	30.2	31.7	31.7	25.1	31.7	33.0
ISM サービス業	顧客在庫	50.9	50.9	49.9	50.9	46.9	51.1	51.3	49.1	54.0	55.2	56.4	56.3	54.6	53.2
コモディティ価格	前年比%	−3.5	7.0	20.1	34.9	48.4	46.1	45.5	40.2	30.9	42.2	43.9	28.8	27.1	34.7
バルチック海運指数	前月比%	11.3	6.3	15.4	22.1	49.2	−15.0	30.3	−2.7	25.5	25.0	−31.9	−14.2	−26.5	−36.0
耐久財 受注残高	3ヶ月前比%	−0.9	−0.5	0.5	1.3	1.8	1.9	2.2	2.3	2.2	2.1	1.9	1.9	1.7	
在庫売上比率	%	1.35	1.27	1.30	1.26	1.25	1.26	1.25	1.25	1.26	1.26	1.24	1.25	1.29	

（資料）Bloomberg

急騰したインフレ率

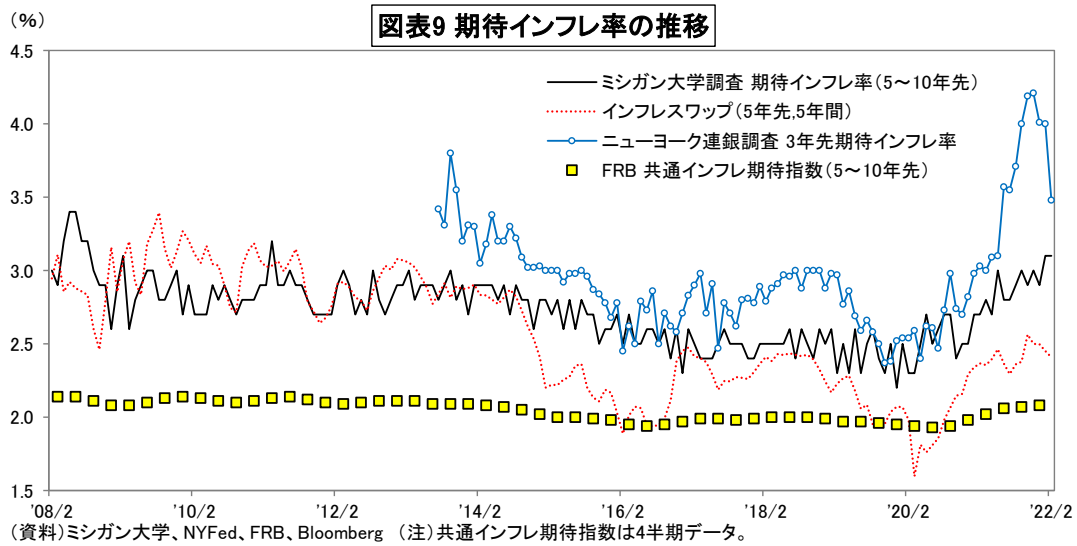
21 年 4 月以降インフレ率は急加速し、12 月のコア PCE デフレーターは前年比 4.9%となった。また、ダラス連銀が公表する刈り込み平均 PCE デフレーターは同 3.1%となり、物価上昇が幅広い分野で確認できる。また、1 月の消費者物価指数（総合）は約 40 年ぶりとなる同 7.5%、コアは同 6.0%と 12 月からさらに加速した。

図表8 PCEデフレーターの推移



（資料）米経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg

図表9 期待インフレ率の推移



（資料）ミシガン大学、NYFed、FRB、Bloomberg （注）共通インフレ期待指数は4半期データ。

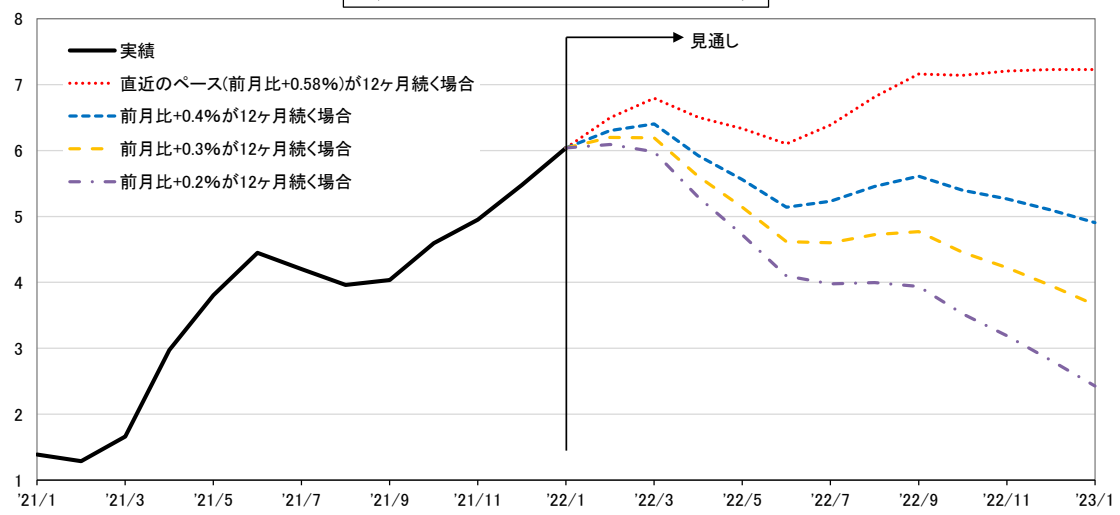
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

インフレ率の見通し：5 月 FOMC 前のインフレ鈍化は期待薄

インフレ率の先行きを考えるため、「前月比の伸び率が一定で 12 ヶ月続く」と仮定し、コア CPI の前年比インフレ率を 4 通り試算した。そのうちの 1 パターンとして、前月比 0.6%（下二桁までみると 0.58%）となった 1 月のコア CPI の伸び率も利用した。

試算の結果としては、①ベース効果があるため、前年比でインフレ率が鈍化するのは早くても 4 月以降になり、5 月 FOMC（3～4 日）時点ではインフレ率の鈍化は確認できない可能性が高いことや、②足元の伸び率が続くと、前年比でインフレ率の鈍化を確認できる期間はほとんどないこと、③仮に前月比 0.2%という理想的な状態になったとしても、22 年半ばのインフレ率は鈍化しないこと、などが確認できた。

図表10 コアCPI上昇率（前年比）の試算



（資料）米労働省統計局、Boloomberg、見通しは農中総研

金融政策：3 月 FOMC から利上げ局面へ

足元では、住宅価格の上昇率はやや鈍化傾向ではあるが、供給制約や原油高が解消されないことにはインフレ率の大幅な鈍化は難しいといえるだろう。こうしたなか、3 月 FOMC（15、16 日）では 25bp の利上げが行われるとみられるが、金融政策では供給側の問題には対処できないため、昨今のインフレ率の高止まりは FRB としても頭痛の種と思われる。

最善手としては、「高いインフレ率を問題視している」という認識を表明しつつ、期待インフレ率が上昇しないように継続して利上げしていくことだろう。一方で、今のところは期待インフレ率が比較的安定していることから、速いペースの利上げで景気回復を腰折れさせ、需要側を抑制してインフレ率に対処する、というような金融政策の運営が行われると想像し難い。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

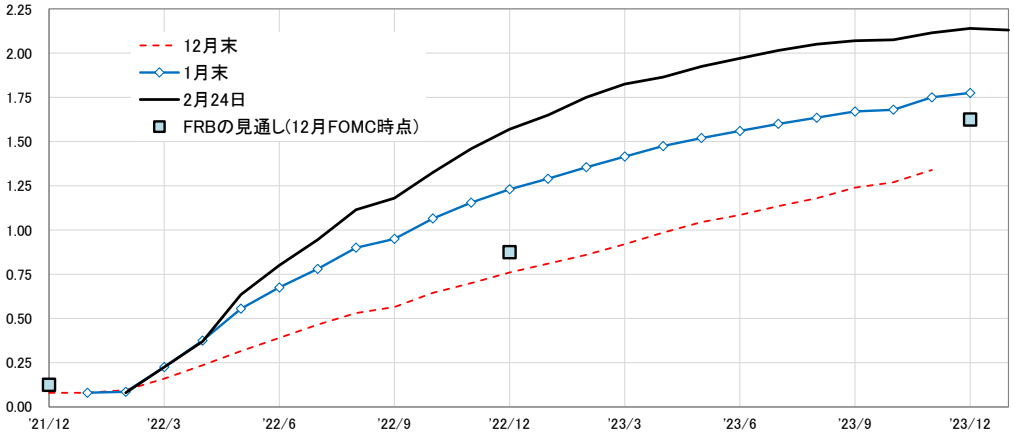
長期金利：2.0%程度での推移を予想

さて、これまでの市場の動きを確認してみると、債券市場では、22 年入り後は、FOMC 参加者のタカ派的な発言や 22 年の利上げ回数の増加、より積極的なバランスシート（BS）縮小を織り込む形で、長期金利（10 年債利回り）は大幅に上昇し、2%を中心に推移している。

先行きについて考えてみると、既に速いペースでの BS 縮小と 22 年内の利上げ回数としては 6 回程度が織り込まれており、金利が急上昇することはなさそうだ。一方で、23 年以降も利上げは継続する見込みから、長期金利の上昇局面は継続すると思われる。以上から、現状と同水準の 2.0%程度での推移を予想する。

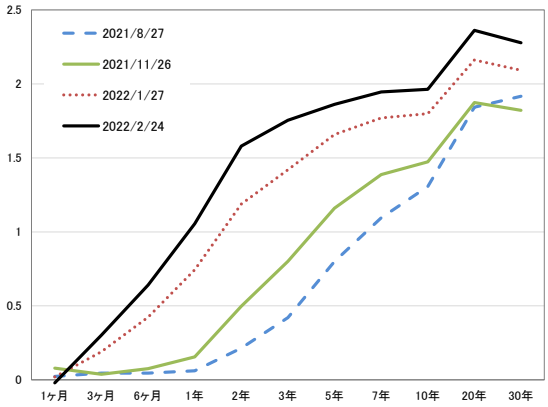
とはいえ、目先はウクライナ情勢の緊迫化によるリスクオフが強まれば金利が低下する可能性がある一方で、対ロシア経済制裁などから原油価格が上昇すれば、インフレ加速懸念から金利が上昇するとも考えられ、複雑な動きになりそうだ。

図表11 FF金利先物が織り込む政策金利見通し



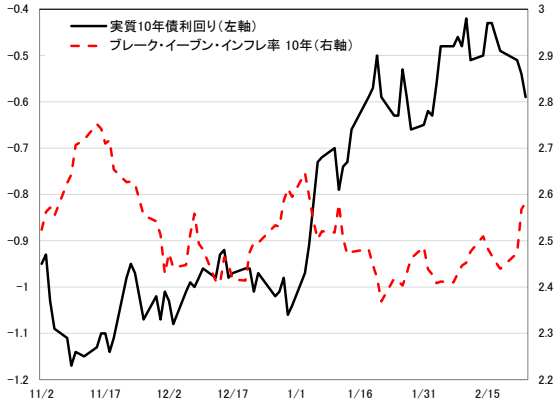
（資料）Bloombergより農中総研作成

図表12 イールドカーブの推移



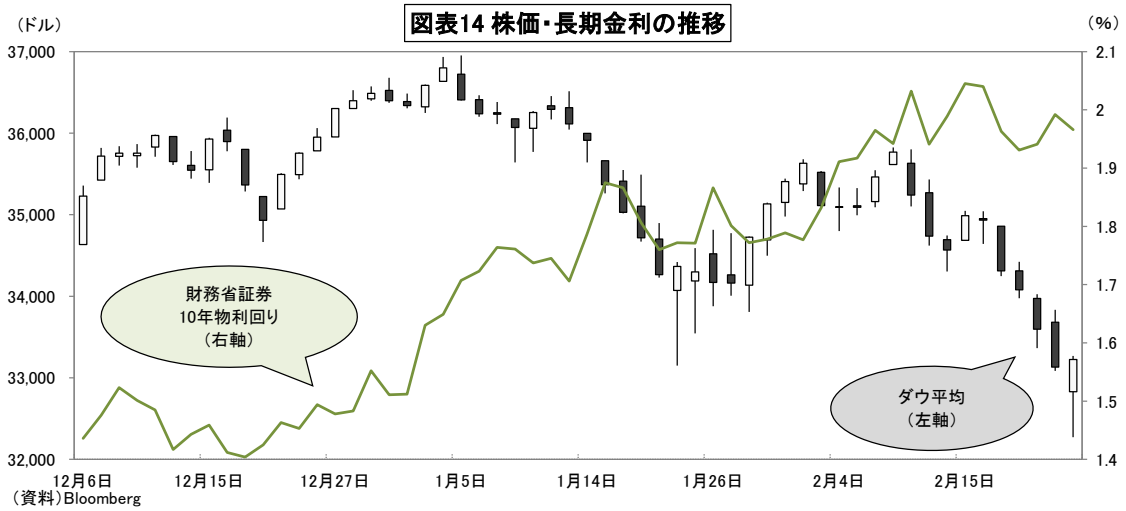
（資料）Bloomberg

図表13 10年債利回りの分解



（資料）Bloomberg

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます



株式市場：ウクライナ情勢をめぐる材料の出尽くし待ち

株式市場では、長期金利の急上昇をきっかけに22年入り後は調整が入りハイテク株を中心に売り込まれる展開となった。また、2月はウクライナ情勢が緊迫化するにつれてリスクオフが強まるなかでも、金利があまり低下しなかったこともあり、ダウ平均は下落基調となっている。

先行きについても、ウクライナ情勢をめぐる材料が出尽くさないことには本格的な反発は難しそうだ。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表15 連銀関係者の発言など

区分	人物	鷹/鳩	日付	発言
投票権あり FOMC委員	パウエル議長	0	3/2	下院議会証言予定
	ウィリアムズ総裁（ニューヨーク）	2	2/18 2/18	3月FOMCにて大幅な利上げをする必要はないと考える 22年末にPCEデフレーターは3%程度に低下予想
	空席　副議長			
	ブレイナード理事	1～2	2/18 2/18	景気回復は力強いため、利上げが適切になるだろう 今後数回のFOMCでBS縮小の開始する用意ができている
	空席　副議長（銀行監督担当）			
	ウォラー理事	2	2/25 2/18	公演予定 景気を過熱気味にすれば労働市場の一部は改善
	ボウマン理事	1～2	2/21	インフレ率が高ければ、3月FOMCで50bpの利上げも検討に値する
	メスター総裁（クリーブランド）	1	2/17 2/17	3月利上げを支持 年央までにインフレ率が下がらなかった場合は速いペースの金融政策正常化を
	コリンズ総裁（ボストン）	?		7/1就任 ハーカー・フィラデルフィア連銀総裁が代理投票
	ブラード総裁（セントルイス）	2	2/17 2/10	インフレ率を下げるには、中立金利を超える水準の利上げが必要なる可能性も 7月初めまでに100bpの利上げを支持
	ジョージ総裁（カンザスシティー）	1	2/14 1/31	7.5%のインフレとタイトな労働市場、ゼロ金利政策は正しい組み合わせではない 積極的な資産縮小により、利上げペースは緩やかで済む可能性も
投票権なし FOMC委員	バーキン総裁（リッチモンド）	1	2/15 2/10	金融政策の正常化に着手する時期に来た 50bpの利上げは選択肢ではあるが、確信が必要
	ボスティック総裁（アトランタ）	0	2/22	現在の金融政策は危機対応であり、終了する必要がある
	デイリー総裁（サンフランシスコ）	2	2/23 2/23	金融緩和を停止する時期である インフレ率は高すぎる、インフレ圧力が広がり始めている
投票権なし FOMC代理委員	エバンス総裁（シカゴ）	1	2/18	現在の金融政策はまごついており、大幅な調整が必要
	ハーカー総裁（フィラデルフィア）	1	2/1 2/1	25bpの利上げを年4回行うことを支持 50bpの利上げ支持にはさらなるインフレの加速が必要
	ブラック暫定総裁（ダラス）	?		
	カシュカリ総裁（ミネアポリス）	−1	2/16	金利を大幅に上げれば、リセッション入りのリスクに

（資料）各種報道　（注）鷹/鳩の評価は農中総研による。+はタカ派、−はハト派の意。

（22.2.24 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます