米国経済金融

向かい風が強まりつつある米国経済

～FRB はバランスシート縮小に着手へ～

佐古　佳史

要旨

ガソリン価格上昇など対ロシア制裁の影響が米国経済にも及ぶなか、FRB の速いペースでの利上げや可処分所得の減少、高インフレの長期化など、景気への向かい風は多い。

こうしたなか、FRB は 5 月 FOMC にて 50bp の利上げとバランスシートの縮小に着手するとみられる。引き続き、インフレ動向と利上げペースが、先行きを考える上での焦点となるだろう。

国内への影響もみられる対ロシア制裁

ロシアによるウクライナ侵攻が続くなか、原油価格が上昇したことで、全米平均レギュラーガソリン価格が前年比約 50%上昇し、1 ガロン（約 3.8 リットル）あたり 4 ドル超となったことからも、対ロシア制裁の影響が米国民の生活にも及んでいる状況がうかがえる。こうしたなか、バイデン政権は石油戦略備蓄を放出してエネルギー価格の上昇を抑制するなどの対応に追われている。

景気の現状：人手不足と雇用回復

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。

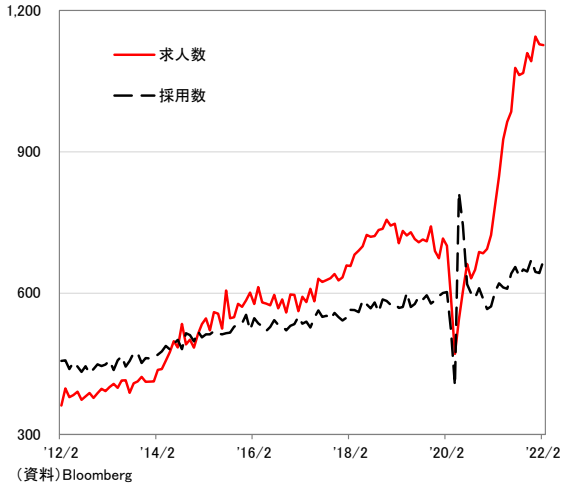
3 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は 2 月から 43.1 万人増、失業率は 3.6%へと低下した。コロナ前の失業率が 3.4～3.5%であったことに鑑みると、失業率だけで判断すればほぼ完全雇用といえそうだ。今後はコロナ禍で退出した労働者が再び労働市場に参加することで、低い失業率を維持しながら雇用が増加するとみられる。

一方で、求人の困難さも継続しており、2 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 7.0%、自発的な離職率は 2.9%といずれも統計開始以来ほぼ最高の水準で推移しており、労働市場のひっ迫度合がうかがえる。

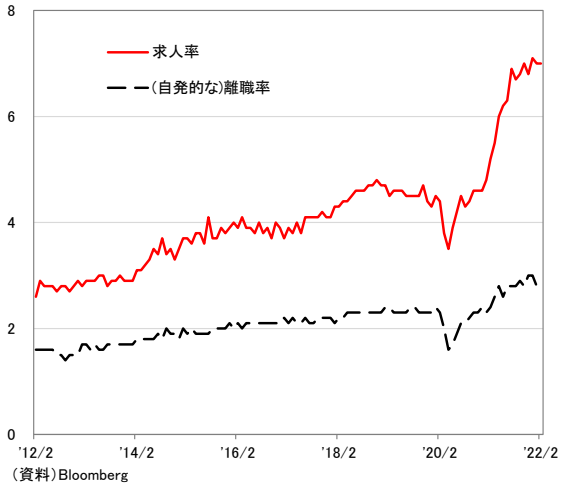
個人消費をみると、2 月の実質個人消費支出は、財消費は前月比▲2.1%、サービス消費は同 0.6%となり、全体では▲0.4%と 2 ヶ月ぶりに減少した。一方で、3 月の小売売上高は同 0.5%、2 月は同 0.3%から、同 0.8%へと上方修正されたことで、全体としてみれば消費は特段弱いわけではないが、増加ペースは徐々に減速している印象を受ける。

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1 求人数・採用数の推移

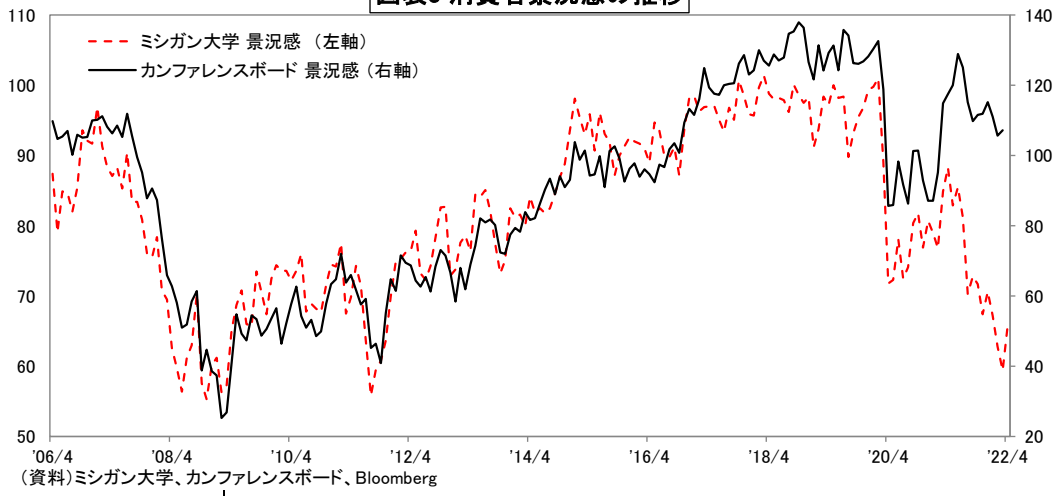


図表2 求人率・離職率の推移



また、3 月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は 4 ヶ月連続で上昇し、65.7（現況指数 68.1、期待指数 64.1）となったが、引き続き 10 年ぶりの低水準での推移が続いている。ミシガン大学からは、今回の消費者マインド指数の上昇は予想外だったものの、その要因としてはガソリン価格の上昇が 3 月で一旦落ち着いたことに安心感を覚えた消費者が多かったことなどが報告されている。

図表3 消費者景況感の推移

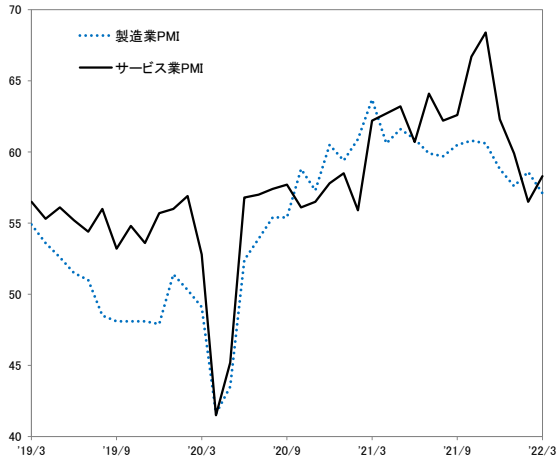


21 ヶ月連続での拡大を示唆する企業マインド

こうしたなか、3 月の ISM 製造業指数（製造業 PMI）は 57.1%、サービス業指数（サービス業 PMI）は 58.3%と、企業マインドは 22 ヶ月連続での企業部門の拡大を示した。しかし、内訳をみると対ロシア制裁やサプライチェーン混乱の影響が確認される内容となっており、製造業での新規受注が 53.8%と 2 月から大幅に低下したことや、インフレ傾向が再び強まったことがうかがえる。

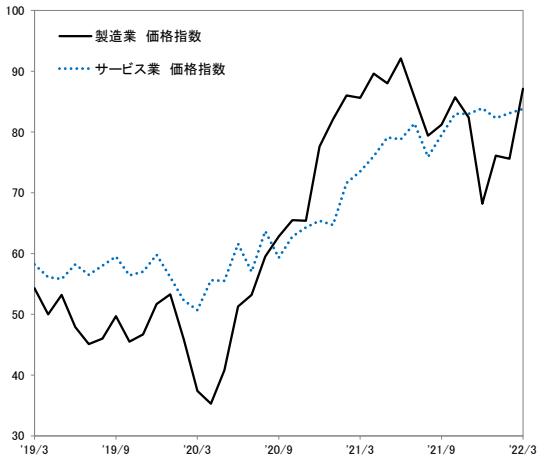
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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

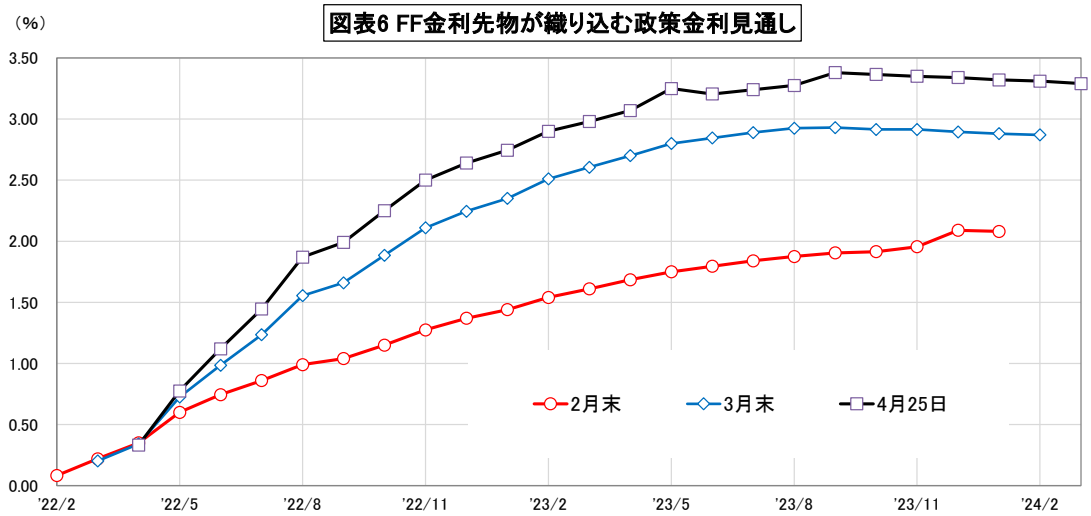
景気の先行き：金融政策による景気下押し圧力

さて、景気の先行きを考えてみると、やや改善方向にあった供給制約がロシアによるウクライナ侵攻や、中国のロックダウンで再び悪化しそうであり、景気回復ペースは抑制されるだろう。

また、インフレ抑制スタンスを明確化した FRB による速いペースでの利上げが懸念材料といえる。FF 金先などからは、景気に対して中立的と考えられる 2.25%程度を超えて、3.5%まで利上げする見通しが織り込まれ始めているが、実現すれば、1%以上の引き締め的な金融政策を 1 年ほど行うこととなり、景気下押し圧力はかなり強まるだろう。

こうした見通しの下では、高インフレが長期化してさらなる利上げが必要となる場合や、新型コロナウイルスの変異株が新たな脅威となる場合など、想定外の事態に対しても脆弱な状態となりそうだ。

図表6 FF金利先物が織り込む政策金利見通し

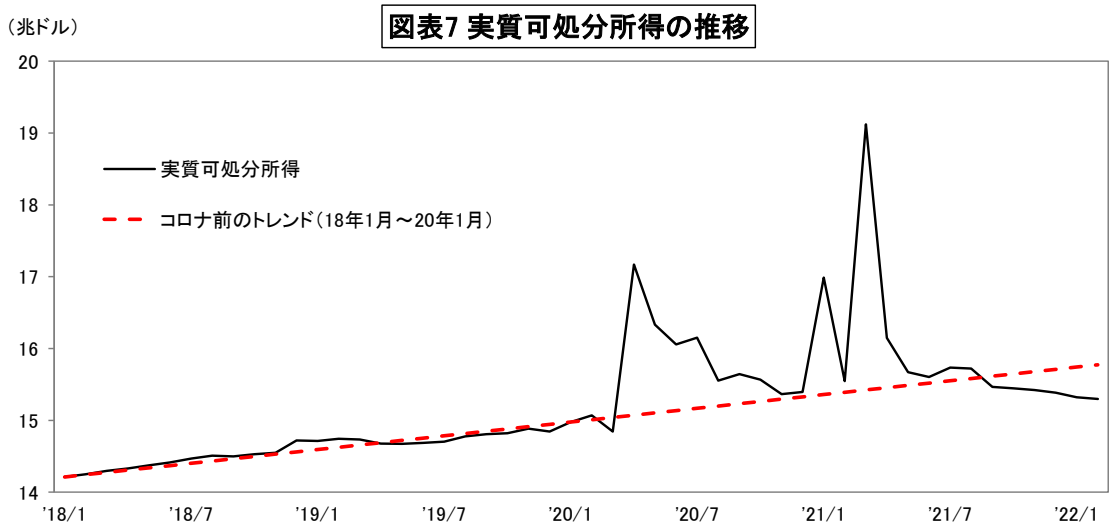


（資料）Bloombergより農中総研作成

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

足元では、インフレ率に賃金上昇率が追い付いていないことから実質可処分所得の減少が続いている。このため、個人消費支出の増加ペースは徐々に減速するとみられ、当面の景気下押し圧力になりそうだ。

図表7 実質可処分所得の推移



（資料）米商務省経済分析局、Bloomberg

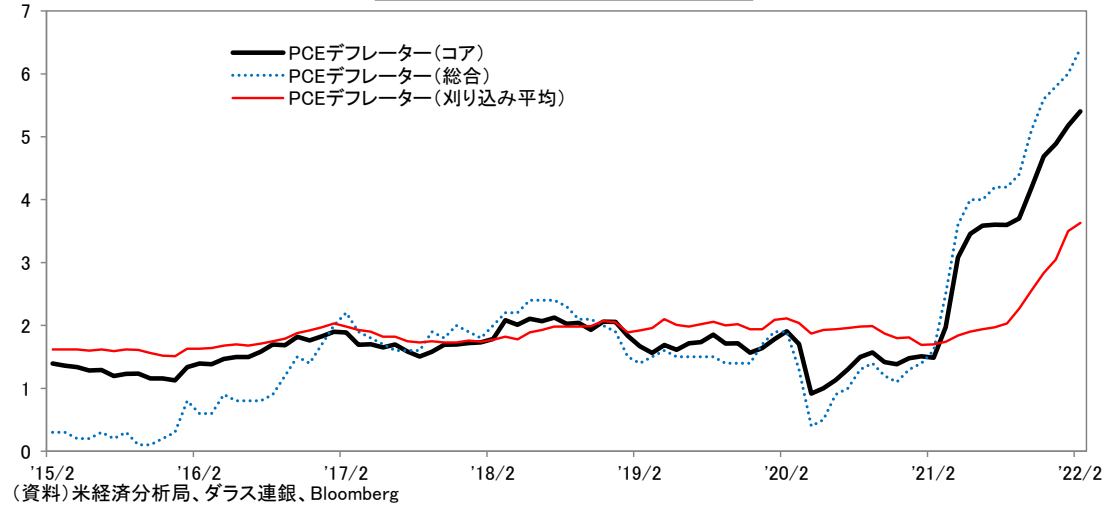
高止まりがさらに長期化する見込みとなったインフレ率

21 年 4 月以降インフレ率は急加速し、2 月のコア PCE デフレーターは前年比 5.4%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 3.6%となり、物価上昇が幅広い分野で確認できる。なお、3 月の消費者物価指数（コア）は約 40 年ぶりとなる同 6.5%となったが、前月比でみるとインフレ率が鈍化する兆しも確認できた。

先行きについては、原油価格の高騰や対ロシア制裁の影響からインフレ率の高止まりが予想される。ベース効果の剥落はあるものの、ウクライナ侵攻や中国のロックダウンなどからサプライチェーンの混乱が継続する可能性が高く、22 年後半にかけてインフレ率は鈍化するとの従来の見通しは、再考を迫られそうだ。

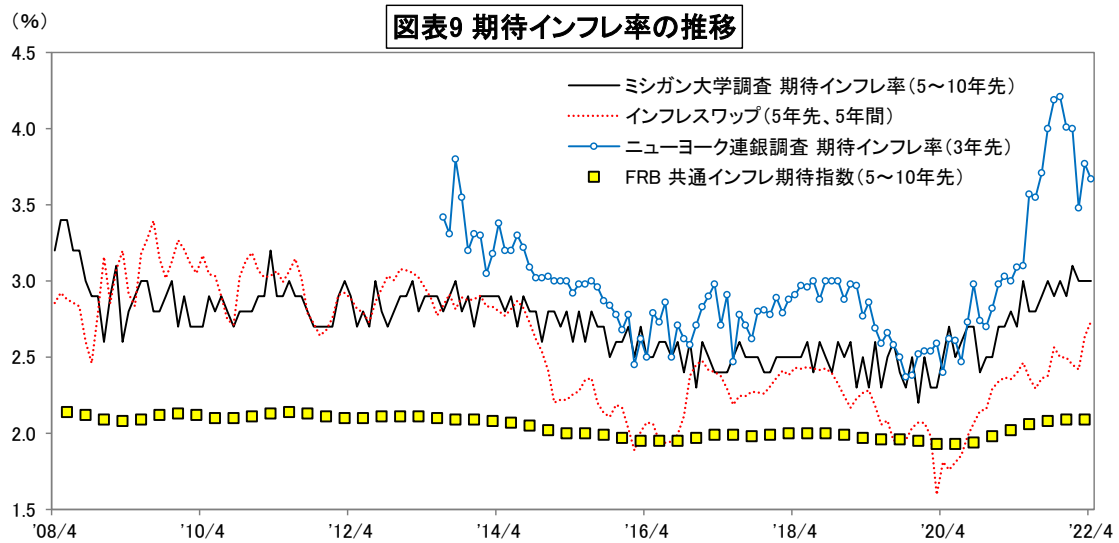
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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。

5 月にも開始される見通しとなった BS 縮小

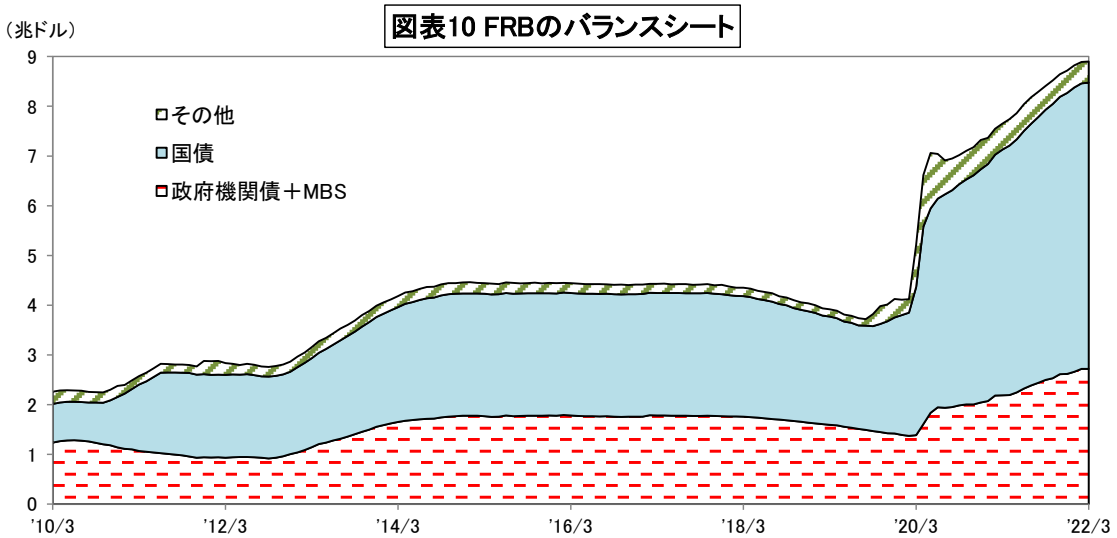
6 日に公表された 3 月 FOMC の議事要旨からは、高インフレに対処すべく金融政策正常化ペースの加速が話し合われたことが明らかとなった。政策金利については、今後は複数回の 50bp 利上げを含め、2.00～2.50%程度と考えられている中立的な水準までは迅速に（expeditiously）利上げしていくことが適切であり、状況によってはより引き締め的な水準へと利上げすることも正当化されるとの見解で FOMC 参加者の見解が一致している。

また、バランスシート（BS）縮小について、早ければ 5 月から再投資額の上限を定め、17～19 年の BS 縮小よりも速いペースで実行すべきとの見解で一致したことが明らかとなった。米国債と MBS の再投資停止額は段階的に引き上げられるとみられるが、それぞ

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

れ最大で月額 600 億ドル、350 億ドルが妥当との見解となっており、1 月あたり最大 950 億ドル、年間 1.14 兆ドルの縮小ペースとなりそうだ。

図表10 FRBのバランスシート



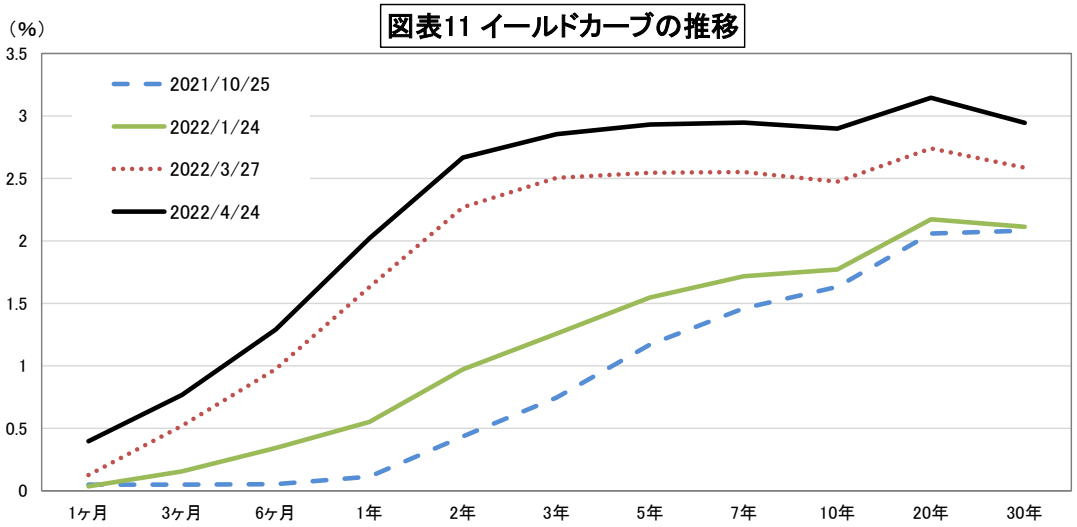
（資料）FRB、Bloomberg

長期金利：上昇局面の継続を予想

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、FOMC 参加者のタカ派的な発言や 22 年の利上げ回数の増加などを織り込む形で、長期金利（10 年債利回り）の大幅な上昇が継続している。また、5 月 FOMC（3、4 日）では 50bp の利上げが実施される見込みとなっている。

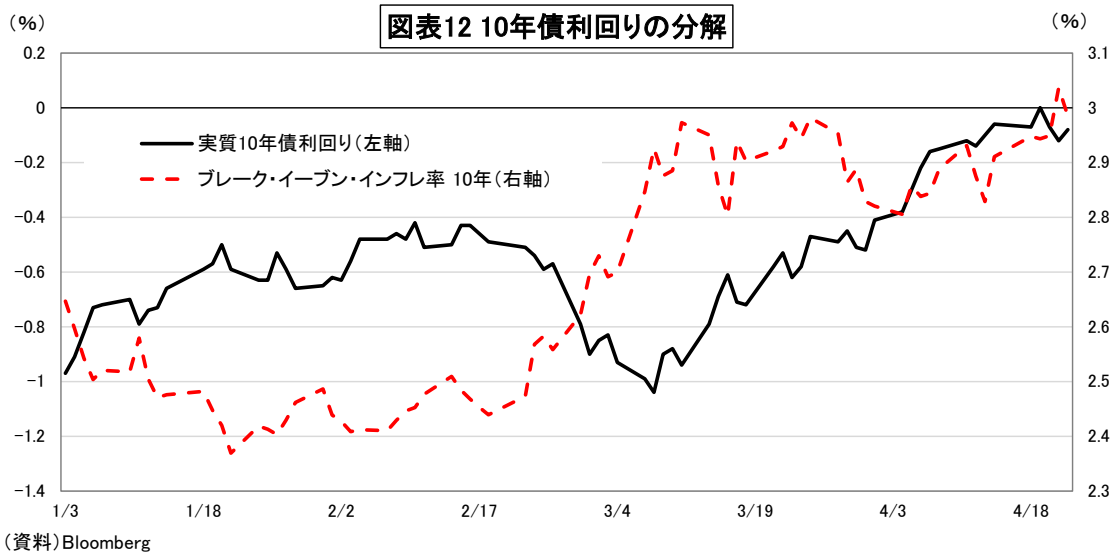
先行きについて考えてみると、さらなる利上げペース加速の有無や、利上げ終了となる政策金利（ターミナルレート）に注目が集中することで、長期金利の上昇局面は継続すると思われる。以上から、3.0～3.5%程度での推移を予想する。

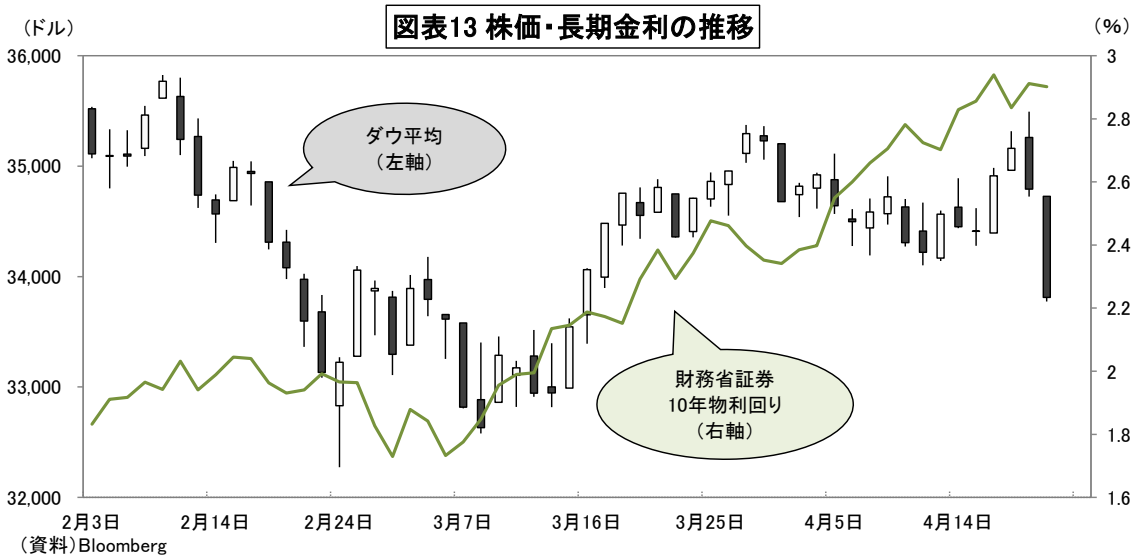
図表11 イールドカーブの推移



（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：悪材料が多く上昇は困難か

株式市場では、FRB の金融政策の見通しと、長期金利の急上昇をきっかけとする調整局面が継続している。

先行きについては、ウクライナ侵攻の長期化懸念や、利上げ織り込みの上方修正、長期金利の上昇などが悪材料となり株価の本格的な上昇は難しいように思われる。とはいえ足元は、22 年 1～3 月期決算も注目材料となるだろう。

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14 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	2	4/21	3月FOMCにて50bp利上げも検討される
	ウィリアムズ総裁（ニューヨーク）	2	4/14	0.5ポイント幅を含めた利上げペースの加速は「妥当な選択肢」
			4/14	中立金利は2－2.5%の範囲内
	空席　副議長			
	ブレイナード理事	1～2	4/12	「整然とした」引き締めで政策を中立水準へ
			4/5	バランスシート縮小は5月にも急ピッチで始める
	空席　副議長（銀行監督担当）		4/15	現ミシガン大学公共政策大学院長のマイケル・バー氏を指名する計画
	ウォラー理事	2	4/13	5月FOMCでの50bpの利上げ支持
			4/13	50bpの利上げは6月と7月もあり得る
	ボウマン理事	1～2		
	メスター総裁（クリーブランド）	2	4/22	「整然とした」利上げを支持、75bpに反対
			4/14	インフレ抑制のため景気支援策解除へ
	コリンズ総裁（ボストン）	?		7/1以降FOMCに参加予定
	ブラード総裁（セントルイス）	2	4/18	必要なら75bpの利上げも
			4/7	2022年内に3－3.25%への利上げを支持
	ジョージ総裁（カンザスシティー）	2	4/5	5月FOMCでは50bpの利上げが選択肢になる
			4/5	利上げの程度はBS縮小と関連付けて検討されるべき
投票権なし FOMC委員	バーキン総裁（リッチモンド）	1～2	4/12	中立水準まで迅速に引き上げ必要
			4/12	必要ならさらに行動する可能性がある
	ボスティック総裁（アトランタ）	1	4/19	中立水準を超えていきたいと表明することには二の足
			4/19	75bp利上げは念頭にない
	デイリー総裁（サンフランシスコ）	2	4/20	5月FOMCでは50bpの利上げが堅実
			4/5	米経済の成長は鈍化するだろうが、リセッション（景気後退）には陥らない
投票権なし FOMC代理委員	エバンス総裁（シカゴ）	1～2	4/19	政策金利はいずれ中立金利上回ると予想
			4/19	政策金利が中立金利を超えるかはインフレが沈静化するかどうかに依存する
	ハーカー総裁（フィラデルフィア）	1	4/14	22年に慎重で整然とした一連の利上げ予想
			4/14	過度な利上げは望まない
	ブラック暫定総裁（ダラス）	?		
	カシュカリ総裁（ミネアポリス）	0	4/20	供給面の制約続けば追加措置が必要にも
			3/18	ミネアポリス連銀のHPにインフレ見通しの判断ミスを掲載

（資料）各種報道　（注）鷹/鳩の評価は農中総研による。

(22.4.25 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