

アメリカ経済見通し

| | | | |
|-----|--------|----|-----|
| 調査部 | 主任研究員 | 井上 | 肇 |
| 調査部 | 副主任研究員 | 松田 | 健太郎 |
| 調査部 | 研究員 | 高野 | 蒼太 |

目 次

1. 現状：景気に減速感がみられる一方、インフレは高進
2. ファンダメンタルズ
 - (1) 人手不足の緩和に伴い、賃金上昇率は鈍化へ
 - (2) 過剰貯蓄が個人消費を下支え
 - (3) 金利上昇でも住宅投資は底堅く推移
 - (4) 設備投資は底堅い伸びを維持
 - (5) 高インフレは2023年には沈静化へ
3. 政策動向
 - (1) 積極的な利上げ後、政策金利は4%に到達
 - (2) インフレ懸念から中間選挙で民主党は劣勢
4. 見通し：景気は減速、高インフレは沈静化へ
5. リスク
 - (1) 高インフレと金融引き締めによる景気後退
 - (2) 逆資産効果が景気悪化を増幅

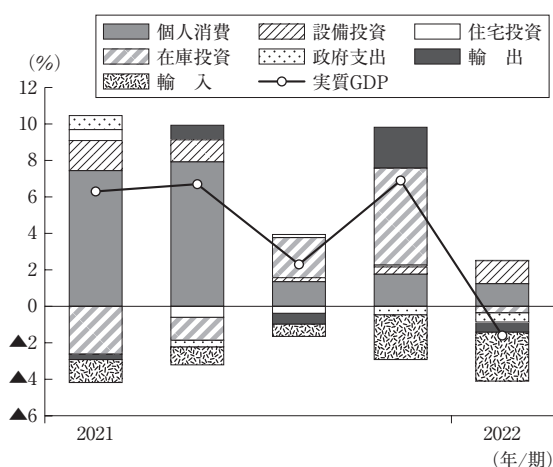
要 約

1. アメリカでは、高インフレや積極的な利上げの影響で景気は減速していく見通しである。政策金利は、2022年秋までに中立金利を上回り、2023年序盤には4%に達すると予想している。これにより需要が抑えられる一方、労働力不足や生産・物流面の供給制約が緩和されることが下支えとなり、2023年の成長率は潜在成長率並みの1%台後半を維持する見込みである。
2. 需要項目別では、個人消費は、過剰貯蓄の取り崩しに支えられ、高インフレ下でも増勢を維持する見込みである。住宅投資は、金利上昇の影響を受けながらも、供給制約の緩和や潜在需要に支えられて底堅く推移すると予想する。設備投資は、人手不足や賃金高騰を受けた省力化投資などを中心に底堅い伸びを維持する見込みである。
3. 高インフレは2023年にかけて沈静化に向かう見通しである。財からサービスへの需要シフトや供給制約の緩和により、財価格の上昇ペースは総じて鈍化傾向が続く見込みである。労働需給の緩和に伴い、賃金の騰勢が和らぐことに加え、住宅価格の上昇一服により家賃の伸びが鈍化することで、サービス価格の上昇ペースも2023年には低下する公算が大きい。
4. もっとも、供給制約が想定通りに緩和されない場合、高インフレが継続することで、金融引き締めが強化され、景気後退に陥るおそれがある。その火種として、①アメリカ国内での労働供給の枯渇、②脱ロシア化に伴う西側諸国の資源不足、③中国のゼロコロナ政策による供給網の混乱、が挙げられる。金融引き締めが続くなかで、株価や不動産価格の下落による逆資産効果が景気悪化を増幅させるリスクにも注意が必要である。

1. 現状：景気に減速感がみられる一方、インフレは高進

アメリカでは、2022年に入って景気の減速感が強まっている。実質GDP成長率は、2021年10～12月期に前期比年率+6.9%と高い伸びとなった後、2022年1～3月期に前期比年率▲1.6%と、輸入急増などによりマイナス成長となった（図表1）。輸出入や在庫投資を除いた国内最終需要は、前期比年率で+2.0%の伸びとなっており、実勢として潜在成長率並みに減速していると判断される。企業の景況感を示す総合PMI（購買担当者景気指数）をみても、好不況の判断の分かれ目となる50を上回っているとはいえ、低下している（図表2）。

（図表1）実質GDP成長率（前期比年率）



（資料）BEAを基に日本総合研究所作成

（図表2）総合PMI（購買担当者景気指数）



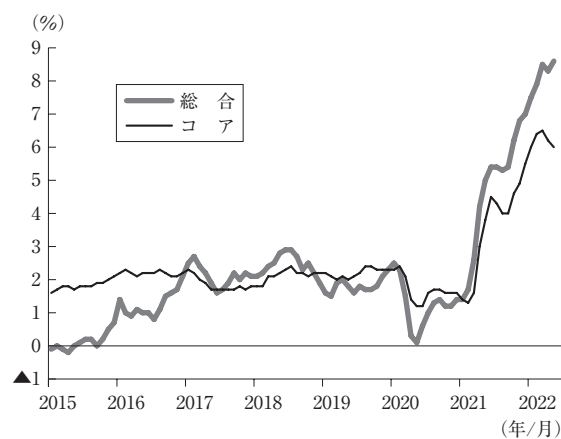
（資料）S&P Globalを基に日本総合研究所作成

インフレ圧力は強い状況が続いている。5月の消費者物価指数（CPI）は前年比+8.6%と1981年12月（+8.9%）以来の高い伸びとなった（図表3）。コア消費者物価指数も前年比+6.0%と高い伸びが続いている。こうした高インフレは、コロナ禍やウクライナ問題などの複数の要因が重なって、様々な分野で需給の不均衡が発生していることが背景にある。

インフレ高進を受けて、連邦準備制度理事会（FRB）は積極的な利上げを進めている。インフレ率がピークアウトするよりも先に景気の減速感が強まっているため、急ピッチな利上げが景気後退を引き起こすとの懸念が浮上している。今後、FRBがインフレの抑制と景気の軟着陸の両立に成功するには、様々な供給制約が緩和に向かうことが不可欠となる。仮に、供給力の回復がなければ、高インフレの沈静化には、FRBは一段の金融引き締めで需要を大幅に減退させる必要がある。

以下では、こうした点を念頭に置きながら、ア

（図表3）消費者物価指数（前年比）



（資料）BLSを基に日本総合研究所作成

アメリカ経済のファンダメンタルズや政策動向について分析したうえで、先行きを展望する。

2. ファンダメンタルズ

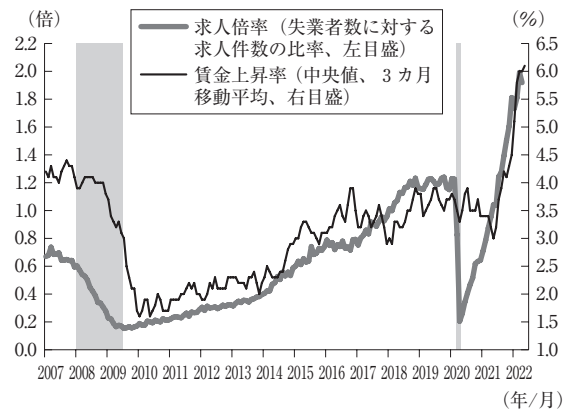
(1) 人手不足の緩和に伴い、賃金上昇率は鈍化へ

労働市場では、深刻な人手不足が続くなか、賃金上昇が加速している。求人件数が失業者数の2倍近くに達するなど、労働需給がひっ迫しており、賃金の伸びは前年比6%程度まで高まっている(図表4)。深刻な人手不足を招いている供給側の要因として、以下の二つが指摘できる。

第1は、コロナ禍における高齢層の早期退職である。アメリカでは、コロナ感染への不安や株高・住宅価格上昇などによる資産効果を背景に、高齢者を中心に多くの人々が2020年に早期退職を選択したとみられる。年齢層別の保有不動産・株式等の増加額をみると、55~69歳がコロナ禍後に

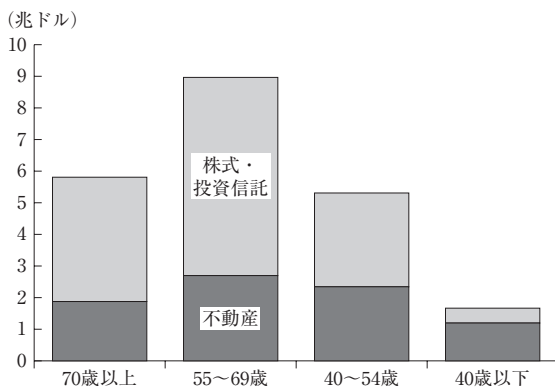
最も資産を増加させている(図表5)。また、年代別の労働参加率をみると、働き盛り世代はコロナ禍前の水準近くまで上昇する一方、高齢層は労働市場への復帰が進まずに低迷している(図表6)。

(図表4) 求人倍率と賃金上昇率



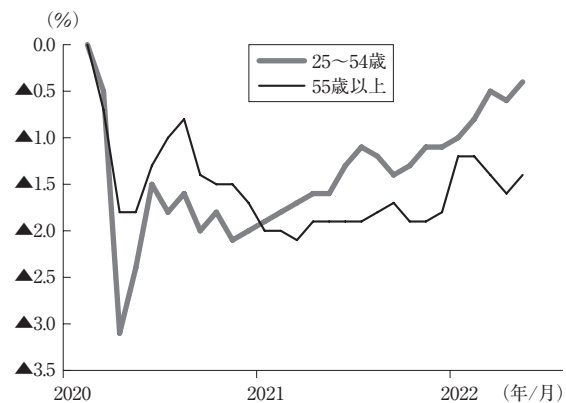
(資料) BLS、アトランタ連銀、NBERを基に日本総合研究所作成
(注) シャド一部は景気後退期。

(図表5) 年齢層別にみた保有不動産・株式等の増加額
(2019年末から2021年末の変化幅)



(資料) FRBを基に日本総合研究所作成

(図表6) 年代別の労働参加率の変化幅
(2020年2月対比)

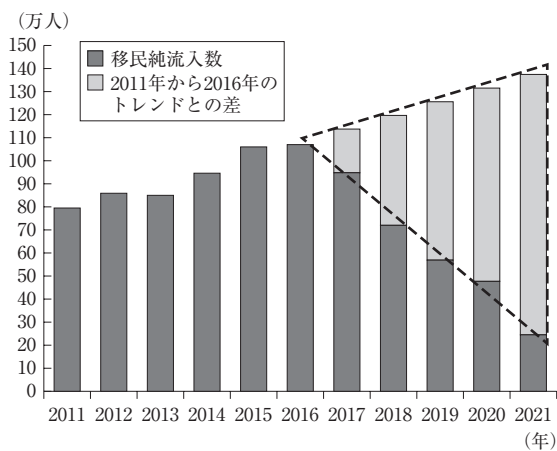


(資料) BLSを基に日本総合研究所作成

第2は、トランプ前政権以降における移民の減少である。アメリカへの移民の純流入者数は2016年をピークに減少傾向が続いている(図表7)。この背景には、2017年初に誕生したトランプ前政権が移民を抑制する一連の政策を推し進めたことに加え、2020年以降はコロナ禍で国際的なヒトの移動が制限されたことが指摘できる。2017年から2021年までの移民純流入数は、2011年から2016年までのトレンド対比で累計300万人超下振れしている。

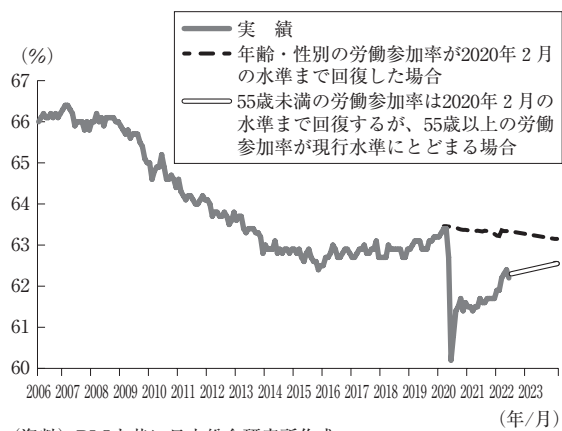
今後は、次の2点を背景に、高齢層の復職と移民の流入増加が労働供給の回復に寄与すると予想している。第1に、足元の物価高や株安などを受けて、早期退職した高齢層の一部が職探しを再開する可能性が高まっている。まず、高齢層の多くが早期退職した2020年時点では予見できなかった物価高が進んでおり、生活費が上昇している。一方、2022年入り後、FRBが積極的な金融引き締め姿勢に転換したこともあって、株価が大きく下落しており、保有資産の価値が減少している公算が大きい。物価高や株安の悪影響を緩和するためにも、復職を検討する高齢層が増加すると予想される。今後の高齢層の復職次第で、労働参加率は63%程度まで上昇する余地があると試算される（図表8）。

（図表7）アメリカの移民純流入数



（資料）U.S. Census Bureauを基に日本総合研究所作成

（図表8）労働参加率のシミュレーション



（資料）BLSを基に日本総合研究所作成

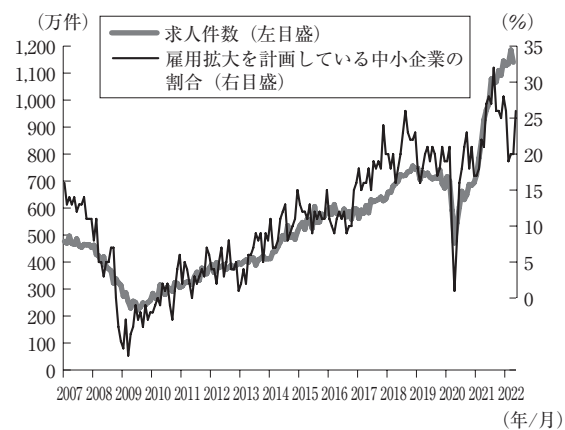
（注）人口構成の変化（高齢化）を加味して試算。

第2に、コロナ規制の緩和に伴い、移民の流入ペースが回復していく見込みである。バイデン政権は、トランプ前政権が新型コロナの感染拡大防止策の一環として導入した移民希望者を即時に強制送還する措置を廃止することなどを発表している。アメリカへの入国を希望する人々がすでに急増している模様である。

一方、金融引き締め政策の効果により労働需要は減少へ向かう見込みである。求人件数と運動性の高いNFIB（全米独立企業連盟）の「雇用拡大を計画している中小企業の割合」は2022年春以降頭打ちとなっている（図表9）。足元の求人件数は高水準にあるものの、今後の景気減速に伴い、雇用拡大に慎重な企業が増加することで、求人件数は減少していくと考えられる。

この結果、労働需給のひっ迫が和らぐとともに、賃金上昇率は次第に鈍化していくと予想される。これまでの求人件数の失業者数に対する比率（求人倍率）と賃金上昇率の関係をみると、足元で2

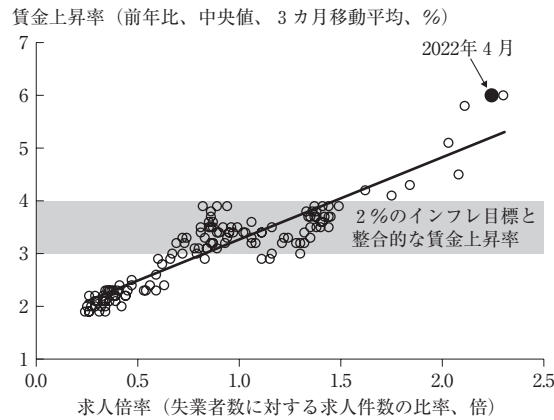
（図表9）求人件数と中小企業の雇用計画



（資料）BLS、NFIBを基に日本総合研究所作成

倍程度まで上昇した求人倍率が1～1.5倍程度に低下すれば、賃金上昇率はFOMCの2%インフレ目標と整合的な3～4%に落ち着く公算が大きい（図表10）。

（図表10） 求人倍率と賃金上昇率の関係



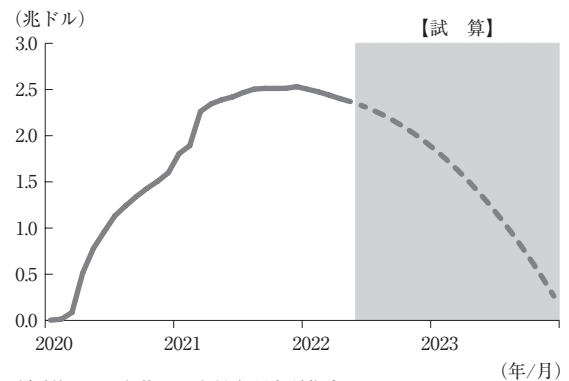
（資料） BLSを基に日本総合研究所作成
（注） 期間は2011年1月以降。

（2） 過剰貯蓄が個人消費を下支え

家計部門では、インフレ高進が購買力を下押ししている。労働需給のひっ迫を背景とした賃金の上昇により、家計の名目所得は堅調な伸びが続いているが、物価の上昇ペースが速く、実質所得は2021年夏頃から前月比マイナス圏で推移している。

もともと、過剰貯蓄の取り崩しを原資に、個人消費は増勢を維持する見通しである。活動制限による消費抑制や政府による現金給付などの経済対策によって、家計の貯蓄が蓄積している。試算によれば、そうした過剰貯蓄額は2兆ドル超にのぼる（図表11）。今後、高インフレが持続した場合でも、貯蓄の取り崩しによって、2023年末にかけて現在の支出増加ペースを続けることができる計算になる。

（図表11） 家計の過剰貯蓄のシミュレーション



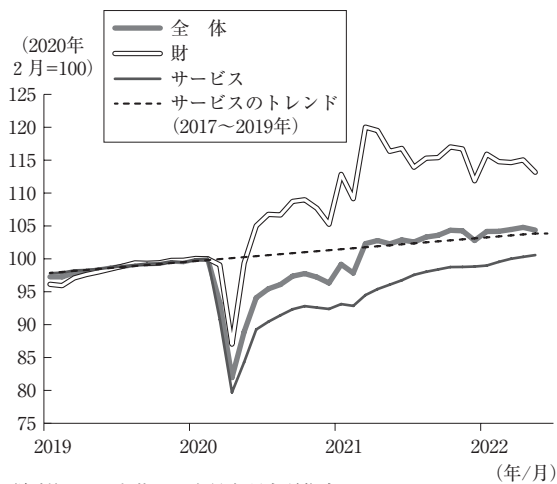
（資料） BEAを基に日本総合研究所作成
（注） 過剰貯蓄は、2020年1月以降の家計貯蓄額のトレンドからの乖離分を累積したもの。試算は、雇用者報酬、個人支出、物価が2021年1月以降のペースで伸び続ける場合。

消費市場では、財からサービスへの需要のシフトが続く見通しである。コロナ禍で急増した財消費は、巣ごもり需要やリベンジ消費の一服により、2021年春から頭打ちとなっている（図表12）。先

行きも、FRBの金融引き締めに伴う金利の上昇が耐久財を中心とした財消費を押し下げる見込みである。一方、サービス消費はコロナ前のトレンドを下回っており、今後の回復余地は大きい。サービス消費のなかでも交通や娯楽の回復が遅れている（図表13）。このうち交通に関しては、テレワークの普及によ

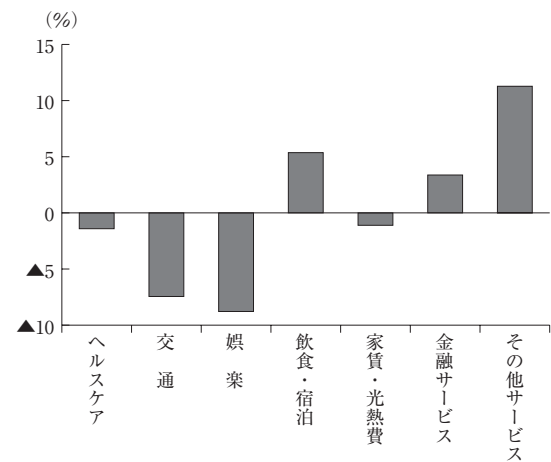
って職場への出勤者がコロナ前の8割弱にとどまっており、今後も弱さが残るとみられる。一方、娯楽に関しては、経済活動の正常化に伴う回復が見込まれ、先行きのサービス消費をけん引する見通しである。

(図表12) 実質個人消費



(資料) BEAを基に日本総合研究所作成

(図表13) 2022年5月の実質サービス消費(対2020年2月)



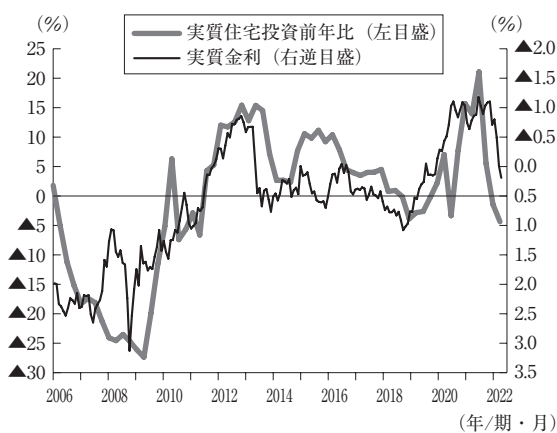
(資料) BEAを基に日本総合研究所作成

(3) 金利上昇でも住宅投資は底堅く推移

FRBによる金融引き締め政策の影響で、住宅投資が抑制されている。住宅投資は金利との連動性が高く、実質金利が2021年末から上昇に転じるなかで、住宅投資が前年割れに転じている(図表14)。

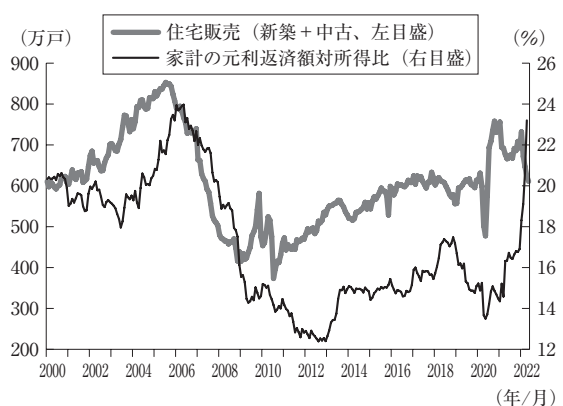
住宅販売は、雇用・所得環境の改善が続くなかで、2021年半ばから持ち直したものの、2022年春から再び減少している(図表15)。この要因として、これまでの住宅価格の高騰に加え、FRBの利上げを映じた住宅ローン金利の急上昇が購入予定者の取得能力や購入意欲を低下させていることが挙げられる。

(図表14) 住宅投資と金利



(資料) BEA、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成
(注) 実質金利は10年インフレ連動債利回り。

(図表15) 住宅販売と家計の元利返済負担



(資料) U.S. Census Bureau、NARを基に日本総合研究所作成
(注) 元利返済額は、中央値に位置する所得の家計が、新たに住宅を購入しようとする場合の元本と利払いを含めた月々の住宅ローン返済額。季節調整は日本総合研究所が実施。

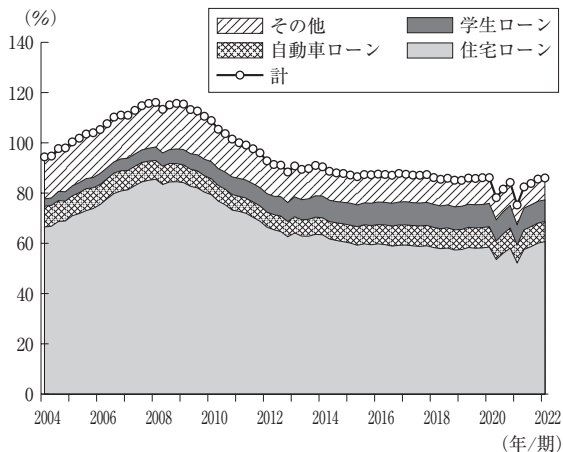
米抵当銀行協会（MBA）によると、30年固定住宅ローン金利は、2020年12月に2.8%台と過去最低水準となった後に反転し、2022年に入ってから急上昇している。全米不動産業者協会（NAR）によると、2022年4月時点で、平均的な所得の家計が新たに住宅を購入しようとする場合、元本と利払いを含めた月々の住宅ローン返済額は所得対比で2割を超えており、コロナ前と比べて急上昇した。これは2006年以來の高水準である。当面、家計の元利返済負担の増加により、住宅販売は減少が続く見通しである。

家計の債務負担は増加しているとはいえ、債務返済に窮する家計は限られる見込みであり、家計債務問題が深刻な景気後退につながる可能性は低い。今回の局面では、2000年代後半の住宅バブル時と比べて、量と質の両面で家計のバランスシートが健全なためである。

量の面では、家計債務の規模が抑制されている。家計債務残高の対可処分所得比は90%程度と、住宅バブル期の約120%をピークに低下が続いている（図表16）。この比率はコロナ禍で大きく変動しているが、現金給付や追加失業保険給付などの政策支援で可処分所得が大きく増減したことが影響しており、家計の債務残高は所得との対比で低位であることに変わりはない。家計はレバレッジを過度にかけることなく住宅を購入してきたといえる。

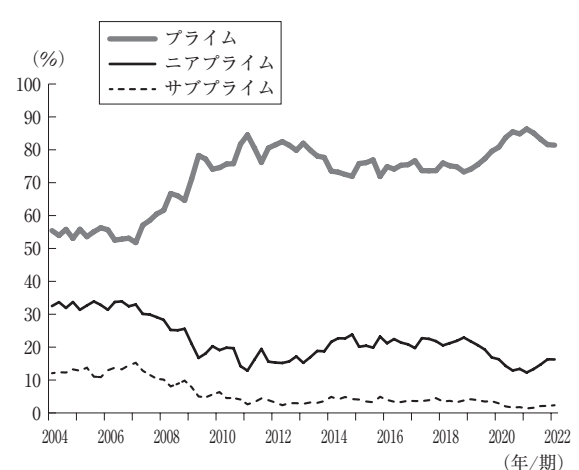
質の面では、住宅ローンを借り入れている家計の多くは信用力が高い区分に属する。ニューヨーク連銀が公表している信用スコア別の住宅ローン組成額をみると、信用力が最も高い「プライム」層が住宅ローン全体に占める割合は2022年1～3月期で81%に達しており、2007年の57%を大きく凌駕している（図表17）。

（図表16）家計債務残高（対可処分所得比）



（資料）ニューヨーク連銀、BEAを基に日本総合研究所作成

（図表17）信用スコア別住宅ローン実行額シェア



（資料）ニューヨーク連銀を基に日本総合研究所作成

以上を踏まえると、今回の局面で住宅ローンが金融面に深刻な問題を引き起こす可能性は低いといえる。2007年時は、価格の高い住宅の購入が信用力の低い階層にも広がり、景気後退を機に多くの家計が債務不履行に陥った。その結果、金融機関の経営が急激に悪化し、それに伴う信用収縮が景気悪化を増幅させた。住宅バブル崩壊後、その教訓を基に金融機関が貸し出し審査を厳格化したことが奏功したといえる。

今後は、住宅販売が弱い割に、住宅着工は底堅さを維持すると予想される。その理由として、以下の3点が指摘できる。

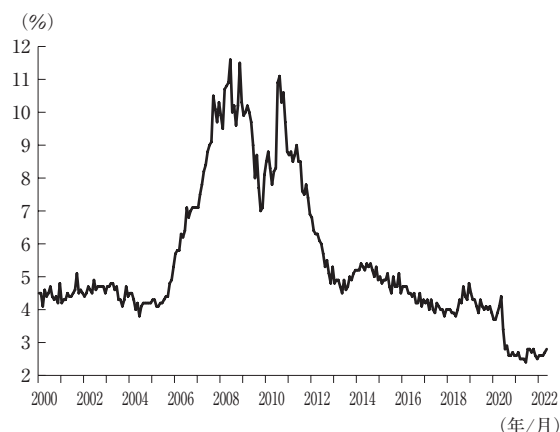
第1に、住宅在庫が不足していることである。新築と中古を合計した在庫率をみると、コロナ禍前は4カ月分程度で推移していたものの、2022年5月時点では3カ月未満と歴史的な低水準に落ち込んでいる（図表18）。在庫不足の一因として、資材の調達難や労働力の不足で建設が進まない点が挙げられる。コロナ禍では、住宅着工の許可が下りたものの、着工が追いつかず、未着工となっている物件数が過去最高水準に達していた。ただし、最近では、資材や労働力の不足が緩和する兆しがある。今後も供給制約の緩和が続くと前提に立てば、住宅販売がある程度減少しても、在庫の復元を目的とした住宅建設は続くとみられる。

第2に、人口動態の面からみた潜在需要が大きいことである。住宅需要は、基本的に世帯数の変化に連動する傾向がある。両者の関係をみると、1980年代後半から90年代前半にかけて、住宅着工件数はおおむね世帯数の増減に見合った水準で推移し、住宅バブルが発生した2000年代半ばにかけては、着工件数が世帯数の増加を大きく上回ったものの、住宅バブル崩壊後は、再び連動性が回復している（図表19）。足元の住宅着工件数は170万戸程度と、過去5年平均でみた世帯数の増加ペースと大差なく、過剰感は小さい。

近年、世帯数が増加している背景として、アメリカで大きな人口割合を占めるミレニアル世代（2000年以降に成人・社会人になった世代）が世帯を形成する年齢層に入っていることが指摘できる。今後も世帯形成は高水準で推移することが見込まれ、住宅着工を下支えすると予想される。

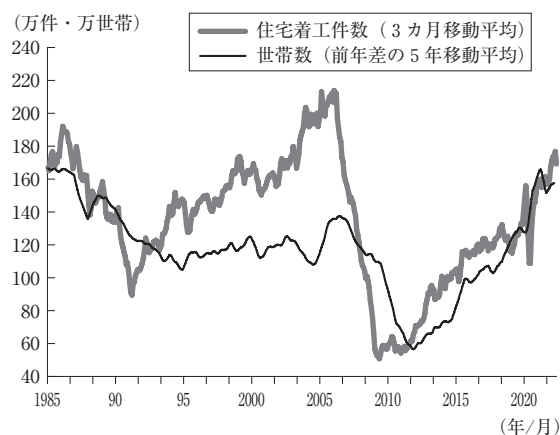
第3に、コロナ禍で生じた住み替え需要が根強いことである。中古住宅販売の仲介会社であるRedfinによると、自分が住んでいる大都市以外で住宅購入を検討している人の割合は、コロナ禍前（2019年）の25%程度から2022年1～3月期に32%へ上昇している（図表20）。背景には、都市部の住宅価格や家賃が大きく上昇していることに加え、コロナ禍で在宅勤務が普及するなど新しい生活様式が定着しつつあることが指摘できる。アフターコロナの局面に移行するなかでも、住み替え需要に対応するために、郊外での住宅供給が続く公算が大きい。

（図表18）住宅在庫率



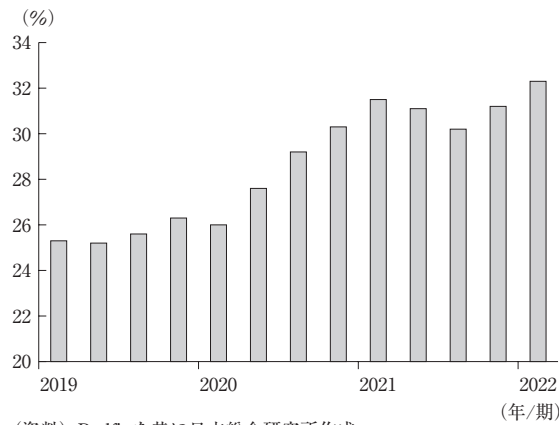
（資料）U.S. Census Bureau、NARを基に日本総合研究所作成
（注）在庫は新築と中古の合計。中古は日本総合研究所による季節調整値。

（図表19）住宅着工件数と世帯数



（資料）U.S. Census Bureauを基に日本総合研究所作成

(図表20) 居住している大都市圏以外での住宅購入を検討している人の割合



(資料) Redfinを基に日本総合研究所作成

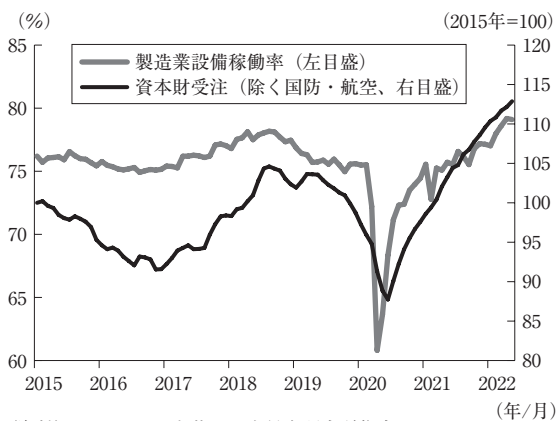
これらを踏まえると、金利上昇の影響を受けながらも、住宅投資は総じてみれば底堅く推移すると予想している。また、在庫不足が緩和するのに伴い、住宅価格の上昇は一服する見通しである。

(4) 設備投資は底堅い伸びを維持

企業部門では、設備投資が底堅く推移する見通しである。2021年後半以降、企業景況感はピークアウトしているものの、製造業の設備稼働率は2007年以来の高水準に達しており、コロナ禍前の2015～2019年平均を大幅に上回っている(図表21)。経済活動の正常化や雇用の回復などが進んだほか、堅調な個人消費などを追い風に、生産が増加しているためである。こうした状況下、設備投資の先行指標となるコア資本財受注は高い伸びを続けている。

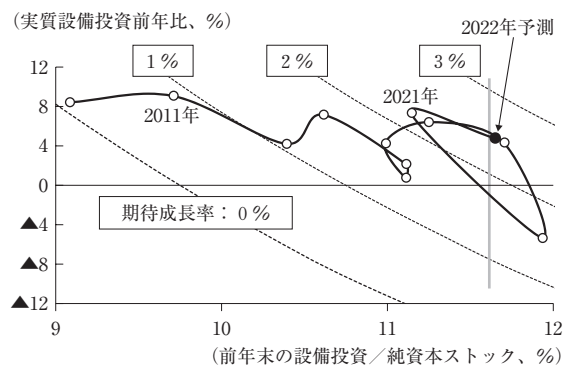
設備投資と資本ストックの関係を示す資本ストック循環によれば、2022年の設備投資は、前年比で鈍化が見込まれるものの、5%弱の底堅い伸びが続くと予想される(図表22)。コロナ後を見据えた企業の設備投資意欲は引き続き強いと考えられる。

(図表21) 資本財受注と設備稼働率



(資料) BEA、FRBを基に日本総合研究所作成

(図表22) 資本ストック循環と期待成長率



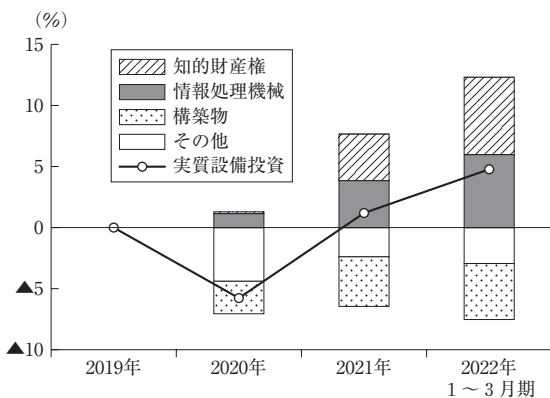
(資料) BEAを基に日本総合研究所作成

(注) 期待成長率の双曲線の算出には、資本ストック係数の変化率と除却率の2011年～2019年の平均を利用。図中の縦線は、2021年末の設備投資/純資本ストック。

設備投資のなかでも、機械投資や知的財産権投資が堅調に推移する見込みである（図表23）。アメリカでは人手不足や賃金高騰が続いており、生産性向上に向けた投資の必要性が高まっている。加えて、コロナ禍でテレワークが普及したことにより、コンピューターなどの情報処理機械や、ソフトウェアなどの知的財産権投資が設備投資をけん引しており、今後もこの流れは続くと思われる。

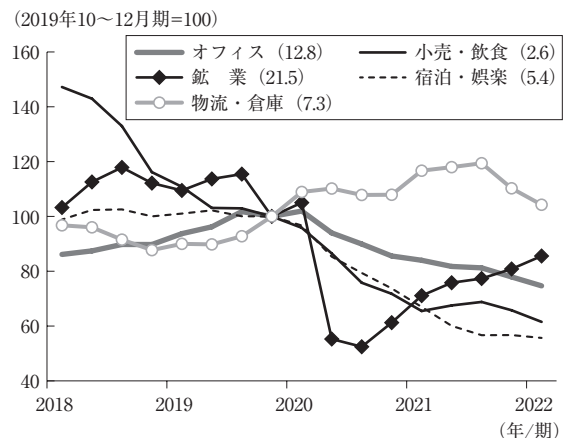
一方、構築物投資の回復ペースは緩やかなものとなる見込みである。原油などの資源価格が上昇するなか、鉱業関連の投資は回復傾向が続いてきた（図表24）。ロシアへの制裁などから供給不安が強まった結果、資源価格が高止まりしているため、今後も能力増強投資は増加する見込みである。加えて、感染拡大から投資が抑制されてきた宿泊や娯楽、飲食などの対面型サービス業でも人流回復により設備投資が持ち直す公算が大きい。一方、テレワークの普及などの生活様式の変化からオフィス建設は低迷が見込まれるほか、オンラインショッピングの普及などを受けて小売などの店舗建設も伸び悩むとみられる。

（図表23）実質設備投資（2019年10～12月期対比）



（資料）BEAを基に日本総合研究所作成

（図表24）主要な構築物投資



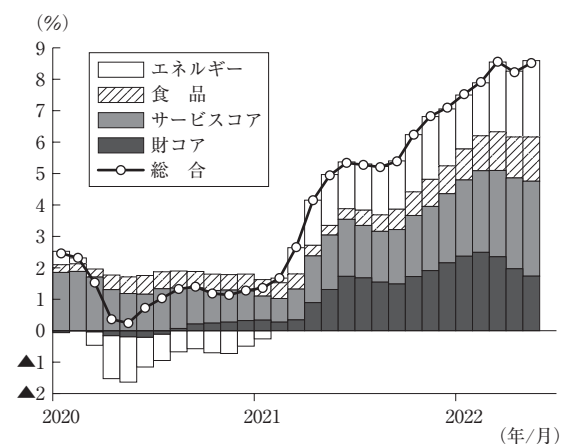
（資料）BEAを基に日本総合研究所作成

（注）括弧内は、2022年1～3月期の構築物投資内のウエート。

（5）高インフレは2023年には沈静化へ

インフレが高進している。消費者物価指数（CPI）の前年比寄与度をみると、ウクライナ危機などの影響で、食品・エネルギー価格の上昇が全体を押し上げている（図表25）。コア品目では、自動車以外の財価格の上昇ペースが総じて鈍化する一方、賃金や家賃の上昇を受けてサービス価格が大きく上昇している。物価上昇は幅広い品目に及んでいる。振れの大きな品目を除外して集計した刈込平均や、物価変動の50パーセントイルの変動率に注目した中央値は上昇が続いている（図表

（図表25）消費者物価指数（前年比寄与度）



（資料）BLSを基に日本総合研究所作成

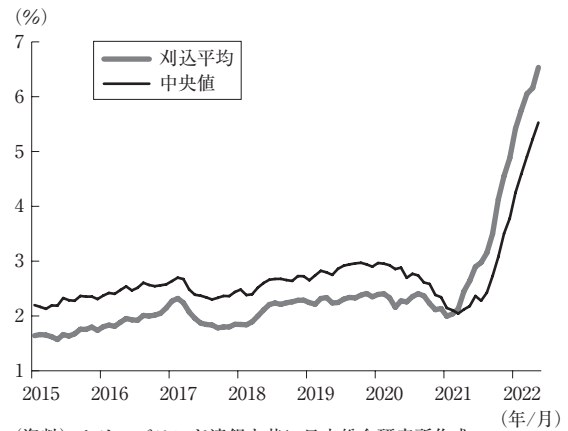
26)。

先行きについては、財からサービスへの需要シフトと供給制約の緩和に伴い、財価格の上昇ペースは一段と鈍化する見込みである。供給制約の緩和は、経済活動の正常化や雇用の回復により生産が増加しているほか、貨物輸送など物流が改善している点を背景としている。アメリカ国内の貨物輸送活動量を示す貨物輸送サービス指数は、2022年入り後にコロナ前の水準を回復した（図表27）。処理能力が大幅に停滞した港湾でも、ロサンゼルス/ロングビーチ港などの主要港における入港待ちコンテナ船舶数が減少している。これにより、アメリカ向けの海上コンテナ輸送費は2021年末ごろをピークに低下するなど、輸入コストもピークアウトしている。ただし、自動車業界に関しては供給制約の改善が遅れている。自動車生産のボトルネックとなっている半導体などの部品供給が、ウクライナ危機や中国のゼロコロナ政策の影響で再び停滞している。これにより、自動車在庫は歴史的な低水準を記録しており、自動車価格は当面高止まりする可能性が高い。

サービス価格はしばらく高い伸びが続く見通しである。住宅価格の高騰を反映して家賃上昇率が前年比5%に達している（図表28）。家賃の上昇は住宅価格の上昇に1年半程度遅行する傾向がみられる。このため、住宅在庫の復元で価格高騰が一服した後も、家賃の伸びが鈍化するまでに時間を要する。また、労働コスト上昇の影響を受けやすい家賃以外のサービス価格の伸びも加速している（図表29）。労働需給が緩和するまで、賃金とサービス価格の伸びは高止まりすると予想される。

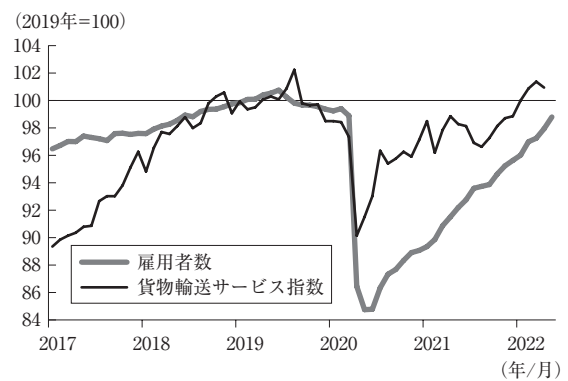
以上を踏まえると、当面はサービス価格がけん引するかたちで高インフレが続く見込みである（図表30）。2023年にかけて、労働市場や住宅市場の需給ひっ迫が緩和し、高インフレは沈静化に向かう見通しである。

（図表26）消費者物価のトレンド指標（前年比）



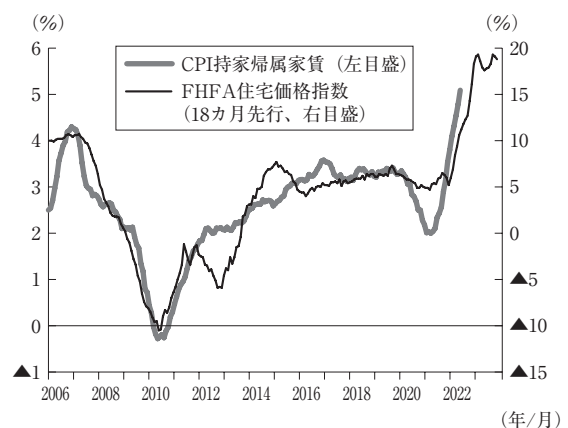
（資料）クリーブランド連銀を基に日本総合研究所作成
（注）到達平均は変動率の高い上位8%と変動率の低い下位8%を除いて算出したもの。

（図表27）物流関連の雇用者数と貨物輸送サービス指数



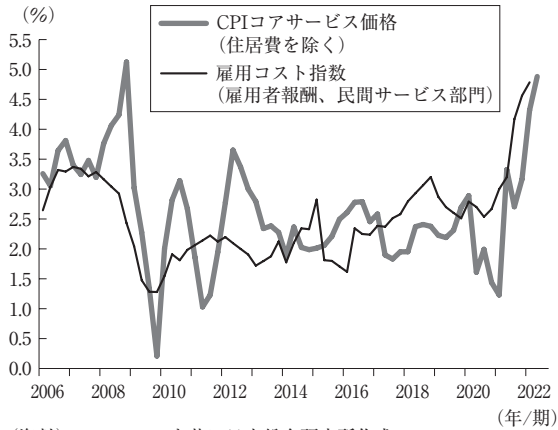
（資料）BLS、Bureau of Transportation Statistics を基に日本総合研究所作成
（注1）雇用者数はトラック・航空・鉄道・海運・その他運輸の合計。
（注2）貨物輸送サービス指数はアメリカ国内のトラック・航空・鉄道・パイプライン・水上貨物輸送サービスの活動量を示す指数。

（図表28）CPI家賃と住宅価格（前年比）



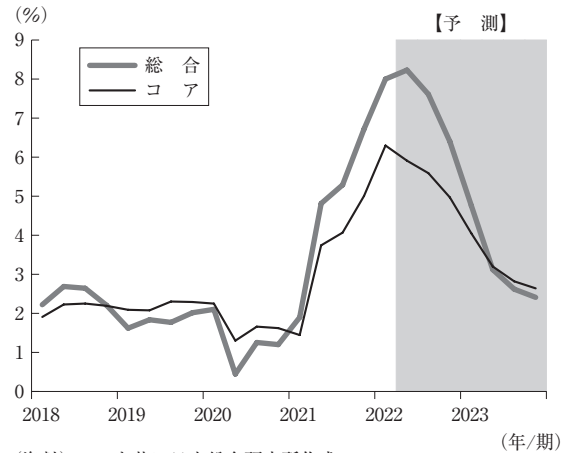
（資料）BLS、FHFAを基に日本総合研究所作成

(図表29) CPIサービス価格とサービス部門の雇用コスト指数 (前年比)



(資料) BLS, BEAを基に日本総合研究所作成

(図表30) 消費者物価指数 (前年比)



(資料) BLSを基に日本総合研究所作成

3. 政策動向

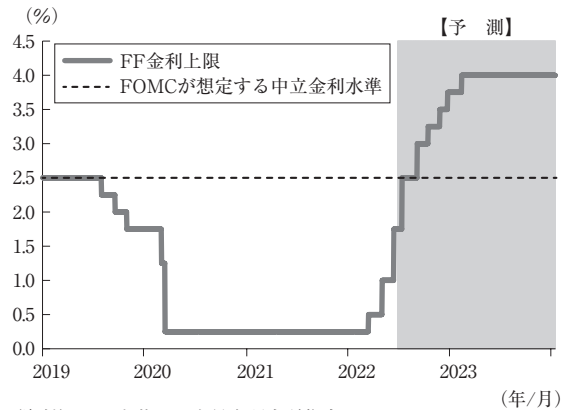
(1) 積極的な利上げ後、政策金利は4%に到達

インフレ高進を受けて、FRBは急ピッチで利上げを進めている。6月のFOMCでは、0.75%の大幅な利上げが実施され、政策金利（上限）は1.75%に達した（図表31）。当面は高インフレの定着を回避するため、積極的な利上げを続ける見通しである。年内は、7月に0.75%、9月に0.5%、11月と12月に0.25%ずつの利上げが実施され、政策金利（上限）は、2022年末に3.5%、2023年序盤に4.0%に達すると予想する。

政策金利は2022年秋までにFOMC参加者が想定する中立金利水準を上回ることになり、需要が相応に下押しされる見込みである。供給制約の緩和や資源高の一服もあって、インフレ率の低下傾向が明確化するのに伴い、FRBは様子見姿勢に転換すると予想している。

FRBは積極的な利上げとともに、バランスシートの縮小によって、金融環境を引き締める見込みである。FRBは保有証券の圧縮を6月から月475億ドルのペースで開始しており、9月からは倍の950億ドルに増額することになっている。計画通りに保有証券の圧縮が進めば、FRBのバランスシート規模の対GDP比は、2022年1～3月期時点の37%程度から2023年10～12月期時点では27%程度へ低下すると予想される（図表32）。FRBが2019年7月に公表した金融政策の代替効果に関する分析に基づく、2023年末までに予想されるバランスシートの縮小は、0.5～0.75%の利上げに相当する（図表33）。

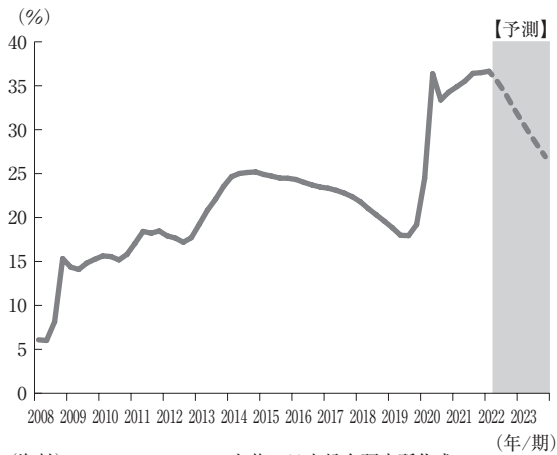
(図表31) 政策金利の見通し



(資料) FRBを基に日本総合研究所作成

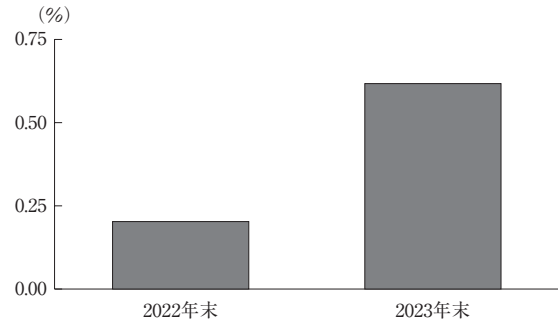
(注) FOMCが想定する中立金利水準は、FOMC参加者の長期の政策金利見通しの中央値（2022年6月時点）。

(図表32) FRBのバランスシート規模 (対GDP比)



(資料) FRB、BEA、CBOを基に日本総合研究所作成

(図表33) FRBのバランスシート縮小を利上げに換算した場合 (試算)



(資料) FRBを基に日本総合研究所作成

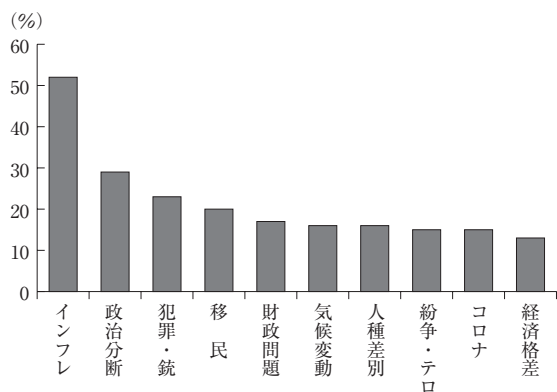
(注) 金融政策の代替効果に関するFRBの2019年7月の分析に基づき、日本総合研究所が試算。

(2) インフレ懸念から中間選挙で民主党は劣勢

バイデン政権にとってインフレ抑制が喫緊の課題となっている。多くの国民が世論調査でアメリカの直面する最も重要な課題として、高インフレを指摘しており、その他の項目への関心を大きく上回っている (図表34)。アメリカでは、経済活動の正常化に伴う需要回復などから、ガソリン価格が過去最高値となる1ガロン5ドル付近に上昇している。バイデン大統領は、2022年春から大規模な戦略石油備蓄の放出を進めているほか、これまで規制を強めてきた国内のシェールオイル企業に増産を要請している。もっとも、ガソリン価格の下落には至っていない。食品やサービス価格なども上昇が続いており、物価高が家計を圧迫している。

バイデン政権は高インフレへの追加対応として、①ガソリン税の一時免除、②トランプ前政権による関税の撤廃、などを検討している。ガソリン税に関しては、9月末までの3カ月間、連邦ガソリン税を一時免除するものである。もっとも、連邦ガソリン税は1ガロン当たり18.4セントに過ぎず、その効果は限定的である (図表35)。バイデン大統領は、連邦ガソリン税よりも高い州・地方政府のガソリン税

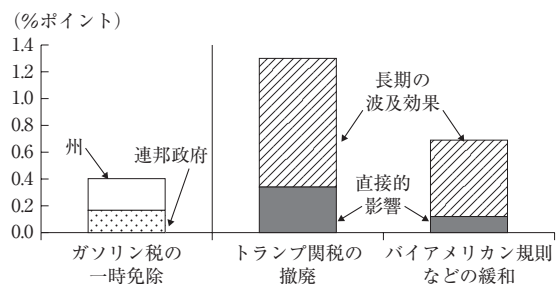
(図表34) アメリカが直面する最も重要な課題



(資料) FiveThirtyEightを基に日本総合研究所作成

(注) 調査期間は5月26日～6月6日。対象は1,691人。上位10項目。

(図表35) 各政策対応による消費者物価の押し下げ効果



(資料) BLS、PIIE、American Petroleum Institute、USTR、各種報道を基に日本総合研究所作成

(注1) 1ガロン当たりのガソリン税は、連邦政府が18.4セント、州が単純平均26.2セント。直近のCPIウエートを基に算出。

(注2) トランプ関税には、対中間税に加え、鉄鋼・アルミ関税を含む。長期の波及効果は、安価な輸入品が国産品と競合することなどから生じる影響。

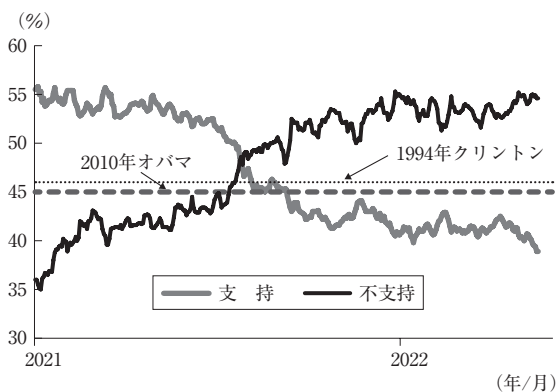
の一時停止を要請しているが、一部の州ではすでに免税されているほか、所得補填などを独自に実施している州もある。このため、議会では野党・共和党だけでなく、民主党のペロシ下院議長なども、連邦ガソリン税の一時免除に消極的なスタンスを示しており、協議は難航するとみられる。

次に、トランプ前大統領が導入した関税の撤廃などが検討されている。対中関税は、消費財などの輸入物価を押し上げているため、家計負担の軽減効果は見込める。2018年7、8月にトランプ前大統領が発動した第1弾と第2弾の対中関税は、影響を受ける産業界からの要望を基に、関税の継続の是非を判断する時期を迎えている。ピーターソン国際経済研究所の試算によれば、トランプ関税の撤廃はインフレ率を直接0.3%ポイント押し下げる効果がある。さらに、間接的な波及効果も含めれば、全体で1.3%ポイントの押し下げ効果がある。ただし、間接的な波及効果は、関税撤廃に伴う安価な輸入品の流入が国内製品の価格下落につながるなどの競争が働くことを前提としており、効果発現までに時間を要する。対中関税の撤廃は大統領権限で可能であるものの、通商代表部（USTR）など政権内でも、関税を引き下げる場合には中国に圧力をかける代替措置が必要といった意見も多い。国民生活に直結する消費財に的を絞るなど、小規模な関税引き下げにとどまる可能性がある。

高インフレへの国民の不満が高まるなか、バイデン大統領の支持率は、就任以来最低となる40%弱まで低下している（図表36）。中間選挙は、現職大統領の2年間の政策運営を評価する「信認投票」としての意味が強い。過去を振り返ると、政権を握る与党が議席を減らす傾向がある。1994年のクリントン政権は上院8議席、下院52議席を失い、2010年のオバマ政権は上院6議席、下院63議席を失う敗北を喫した。中間選挙直前の10月末時点で、クリントン氏は46%、オバマ氏は45%の支持率であり、バイデン大統領はこれを大きく下回っている。

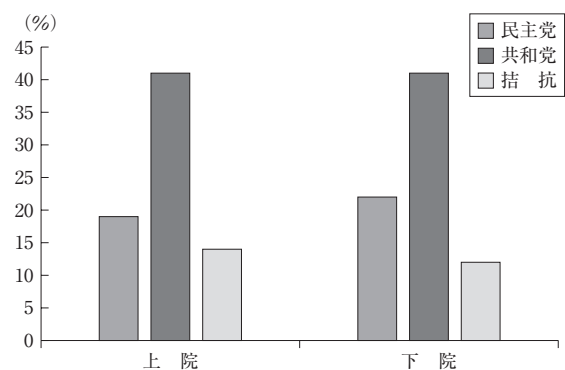
こうした情勢を踏まえると、中間選挙において民主党は、上下院ともに過半数を失う可能性が高まっている。中間選挙に関する直近の世論調査では、上下院ともに共和党が優勢になっている（図表37）。全議席が改選される下院では、民主党のリードはわずか8議席となっているため、過半数を失うことは必至とみられる。全議席の3分の1が改選対象となる上院は、共和党の改選議席数が多いことなどが民主党に有利に働くが、現状の議席数は拮抗しており、共和党が過半数を奪取する公算は大きい。この結

（図表36）バイデン大統領の支持率



（資料）Real Clear Politics、Gallupなどを基に日本総合研究所作成
（注）クリントン大統領、オバマ大統領の支持率は、いずれも就任一期目の中間選挙直前のもの。

（図表37）中間選挙で勝利する政党の予想



（資料）The Economist/YouGov Pollを基に日本総合研究所作成
（注）調査期間は、6月18～21日。対象は1,500人。

果、バイデン政権がレームダックに陥る可能性が高い。中間選挙後は、財政面からの景気支援が必要となる場合でも審議が進まず、政策が停滞するおそれがある。

4. 見通し：景気は減速、高インフレは沈静化へ

以上を踏まえると、高インフレや利上げの影響で景気は減速する見通しである（図表38）。政策金利は、2022年秋までに中立水準を上回り、2023年序盤には4%に達すると予想している。これにより需要が抑えられる一方、労働力不足や生産・物流面の供給制約が緩和されることが下支えとなり、2023年の成長率は潜在成長率並みの1%台後半を維持する見込みである。

(図表38) アメリカ経済成長率・物価見通し

(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

| | 2021年 | | 2022年 | | | | 2023年 | | | | 2021年 (実績) | 2022年 (予測) | 2023年 (予測) |
|------------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|-------|---------------|---------------|---------------|
| | 7~9 | 10~12 | 1~3 | 4~6 | 7~9 | 10~12 | 1~3 | 4~6 | 7~9 | 10~12 | | | |
| | (実績) | | (予測) | | | | | | | | | | |
| 実質GDP | 2.3 | 6.9 | ▲1.6 | 3.7 | 2.6 | 1.9 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 5.7 | 2.7 | 1.8 |
| 個人消費 | 2.0 | 2.5 | 1.8 | 4.6 | 2.9 | 2.1 | 1.9 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 7.9 | 3.3 | 2.1 |
| 住宅投資 | ▲7.7 | 2.2 | 0.4 | ▲1.1 | 0.5 | ▲0.5 | ▲1.1 | ▲1.5 | ▲1.8 | ▲2.3 | 9.2 | ▲1.5 | ▲1.0 |
| 設備投資 | 1.7 | 2.9 | 10.0 | 2.7 | 3.1 | 3.0 | 3.0 | 2.9 | 2.8 | 2.7 | 7.4 | 4.8 | 3.0 |
| 在庫投資（寄与度） | 2.2 | 5.3 | ▲0.4 | ▲1.0 | ▲0.3 | ▲0.1 | ▲0.1 | ▲0.1 | ▲0.1 | ▲0.1 | 0.1 | 0.9 | ▲0.2 |
| 政府支出 | 0.9 | ▲2.6 | ▲2.9 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.2 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 0.5 | ▲0.7 | 1.2 |
| 純輸出（寄与度） | ▲1.3 | ▲0.2 | ▲3.2 | 0.8 | 0.1 | ▲0.2 | ▲0.2 | ▲0.2 | ▲0.2 | ▲0.2 | ▲1.9 | ▲1.2 | ▲0.1 |
| 輸出 | ▲5.3 | 22.4 | ▲4.8 | 6.8 | 4.5 | 4.3 | 4.0 | 3.7 | 3.4 | 3.2 | 4.5 | 4.4 | 4.1 |
| 輸入 | 4.7 | 17.9 | 18.9 | ▲0.2 | 2.1 | 3.5 | 3.5 | 3.3 | 3.2 | 3.1 | 14.0 | 9.2 | 3.0 |
| 実質最終需要 | 0.0 | 1.1 | ▲1.8 | 4.8 | 3.0 | 2.1 | 1.7 | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 5.0 | 1.7 | 2.0 |
| 消費者物価 | 5.3 | 6.7 | 8.0 | 8.2 | 7.6 | 6.4 | 4.8 | 3.1 | 2.6 | 2.4 | 4.7 | 7.5 | 3.2 |
| 除く食料・エネルギー | 4.1 | 5.0 | 6.3 | 5.9 | 5.6 | 5.0 | 4.1 | 3.2 | 2.8 | 2.7 | 3.6 | 5.7 | 3.2 |

(資料) BEA、BLSを基に日本総合研究所作成

(注) 在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。消費者物価は前年（同期）比。

需要項目別では、個人消費は、過剰貯蓄の取り崩しに支えられ、高インフレ下でも増勢を維持する見込みである。住宅投資は、金利上昇の影響を受けながらも、供給制約の緩和や潜在需要に支えられて底堅く推移すると予想する。設備投資は、人手不足・賃金高騰を受けた省力化投資などを中心に底堅い伸びを維持する見込みである。

高インフレは2023年にかけて沈静化に向かう見通しである。財からサービスへの需要シフトや供給制約の緩和により、財価格の上昇ペースは総じて鈍化傾向が続く見込みである。労働需給の緩和に伴い、賃金の騰勢が和らぐことに加え、住宅価格の上昇一服に伴い、家賃の伸びが鈍化することで、サービス価格の上昇ペースも2023年には低下する公算が大きい。

5. リスク

(1) 高インフレと金融引き締めによる景気後退

今後、供給制約が想定以上に長期化する場合、高インフレが持続することで、金融引き締めが強化され、景気後退に陥るおそれがある。その火種として、以下の三つが挙げられる。

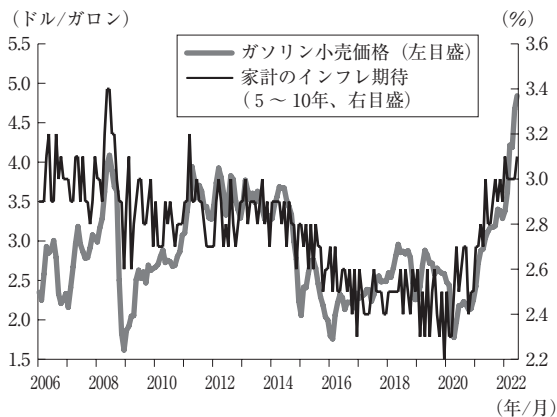
第1は、アメリカ国内での労働供給の枯渇である。バイデン政権・民主党は移民に寛容な政策を目指しているものの、共和党はトランプ前政権時代の移民抑制策を総じて維持することを求めている。このため、移民流入が順調に回復しない可能性がある。また、高齢層の多くが早期退職した2020年から約2年が経過しており、就労意欲を取り戻すことができるかは不透明である。

第2は、脱ロシア化に伴う西側諸国の資源不足である。ウクライナ戦争の終結が見通せないなか、西側諸国がロシア産資源の禁輸措置を強化する可能性がある。今後、欧州による制裁の対象が天然ガスに拡大した場合、西側諸国のエネルギー不足への懸念が資源高を招くおそれがある。

第3は、中国のゼロコロナ政策による供給網の混乱である。中国政府はゼロコロナ政策を継続する意向を示しており、都市封鎖が今後も実施される可能性がある。中国の生産・物流の停滞は、アジアを中心とした世界供給網を混乱させ、アメリカにも悪影響が及ぶおそれがある。

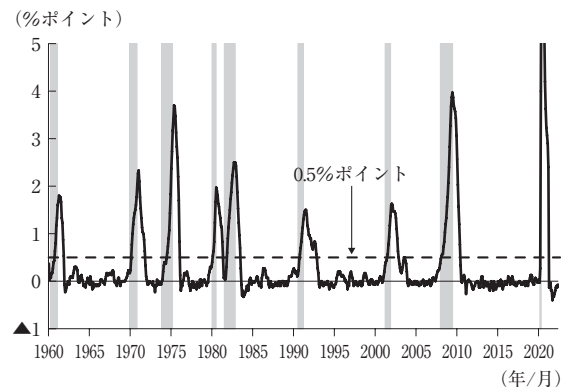
こうした供給面の要因による物価上昇を金融政策で抑えようとする景気後退が生じやすくなる。それでも、FRBは、インフレ期待の不安定化をおそれ、金融引き締めを続ける公算が大きい。すでに、ガソリン価格の上昇などが家計の中長期的なインフレ期待を押し上げ始めていることが、急ピッチな利上げの背景の一つとなっている（図表39）。高インフレと金融引き締めが続けば、雇用環境の悪化は必至である。過去の経験則として、失業率が短期間で0.5%ポイント以上上昇すれば、景気後退に陥る可能性が高い（図表40）。

（図表39）ガソリン価格と家計の中長期のインフレ期待



（資料）アメリカ自動車協会（AAA）、ミシガン大学を基に日本総合研究所作成

（図表40）Sahm Rule 景気後退指標



（資料）BLSを基に日本総合研究所作成
（注）Sahm Rule 景気後退指標は、「失業率3カ月移動平均」から「失業率3カ月移動平均の前月までの直近12カ月の最低値」を引いたもの。シャドー部は景気後退期。

（2）逆資産効果が景気悪化を増幅

コロナ禍におけるFRBの大規模な金融緩和は、家計が保有する金融資産や不動産の価値増大に大きく寄与してきた。先行き、FRBの金融引き締めが想定以上に資産価格の下落を招いた場合、逆資産効果を通じて景気悪化が増幅されるリスクがある。

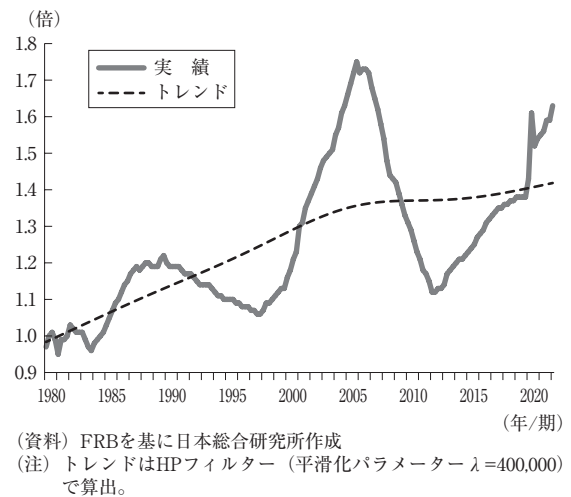
家計が保有する株式が増加していることから、株式市場の動向に注意が必要である（図表41）。主要な株価指数は2022年入り後すでに下落に転じている。金融引き締めによる景気後退が過度に意識された場合、株価が予想以上に下落し、景気を強く下押しする可能性がある。

また、足元で高騰が続いている住宅価格の先行きも注視する必要がある。家計保有の住宅資産は対名目GDP比でトレンドから上方に乖離している（図表42）。今後、住宅価格が予想以上に調整される場合、景気を冷え込ませる要因となる。

（図表41）家計の資産（対総資産比）



（図表42）家計保有の住宅資産（対名目GDP比）



供給制約の長期化リスクや資産価格の急落リスクがあるなか、FRBはインフレの抑制と景気の軟着陸の両立に向けて隘路を進んでいくことになる。FRBは景気よりも物価の安定を優先させる姿勢を示しているだけに、インフレの沈静化が遅れる場合、景気後退に陥る可能性が高まると考えられる。

（2022. 7. 4）