

Weekly エコノミスト・ レター

米国経済の見通し

—底堅い成長持続を予想も、新型コロナにウクライナ情勢も加わり、経済見通しは非常に不透明

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

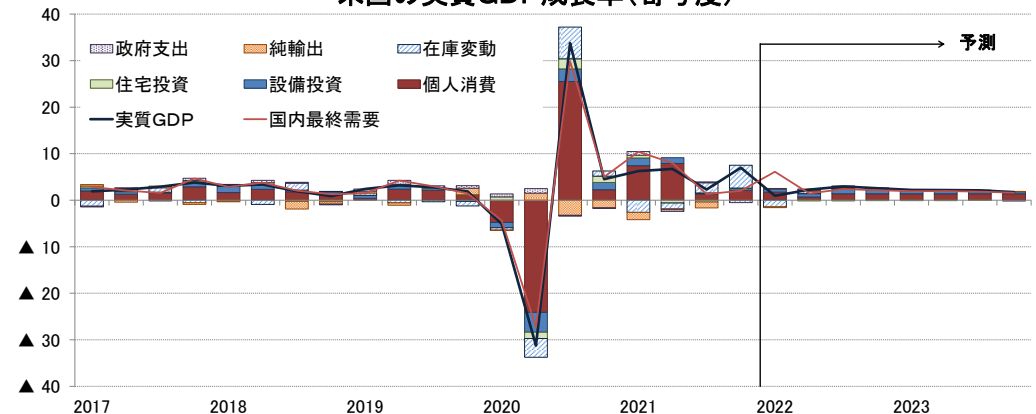
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の21年10-12月期の実質GDP成長率（前期比年率）は+7.0%（前期：+2.3%）と前期から大幅に上昇。個人消費の回復や在庫投資の積み上げが成長を押し上げ。
2. 22年入り後にオミクロン株の感染急拡大に伴う米経済への影響が懸念されたものの、現状で影響は限定的。もっとも、ロシアによるウクライナ侵攻が米経済の新たなリスク要因として浮上。
3. ウクライナ情勢の悪化に伴いエネルギーや小麦価格などが上昇しており、40年ぶりの水準となっている米インフレはさらに悪化へ。また、金融環境の引き締まりが实体经济に影響する可能性。もっとも、今後のウクライナ情勢は非常に流動的だが、貿易や金融システム面からの影響は限定的となる見通し。
4. 米国経済見通しは新型コロナに加え、最近のウクライナ情勢もあって非常に不透明。当研究所は見通し前提として新型コロナに伴う経済活動への影響を限定的としたほか、ウクライナ侵攻により、エネルギー価格などは高止まるものの、米地政学リスクの高まりは限定的とした。その上で、米国経済は労働市場の回復を背景に堅調な個人消費が持続することなどから成長率（前年比）は22年が+3.2%、23年が+2.3%と予想する。
5. 金融政策は22年3月に0.25%の利上げを開始した後、22年はそれぞれ0.25%の5回の利上げを予想する。バランスシートの縮小開始は22年7月となろう。
6. 上記見通しに対するリスクは、新型コロナとウクライナ情勢、インフレ高進、米国内政治が挙げられる。いずれも景気下振れ要因となろう。

(図表1)

(前期比年率、%)

米国の実質GDP成長率(寄与度)



(注) 季節調整済系列の前期比年率

(資料) BEAよりニッセイ基礎研究所作成

(四半期)

1. 経済概況・見通し

(経済概況) 10 - 12 月期の成長率は個人消費の回復や在庫の積み上げなどで前期から大幅に上昇

米国の 10 - 12 月期の実質 GDP 成長率 (以下、成長率) は、改定値が前期比年率+7.0% (前期 : +2.3%) となり、前期から大幅に上昇した (図表 1、図表 6)。

需要項目別では、政府支出が前期比年率▲2.6% (前期 : +0.9%) と前期からマイナスに転じたほか、外需の成長率寄与度が▲0.1%ポイント (前期 : ▲1.3%ポイント) とマイナス幅は縮小したものの、6 期連続のマイナスとなって成長率を押し下げた。

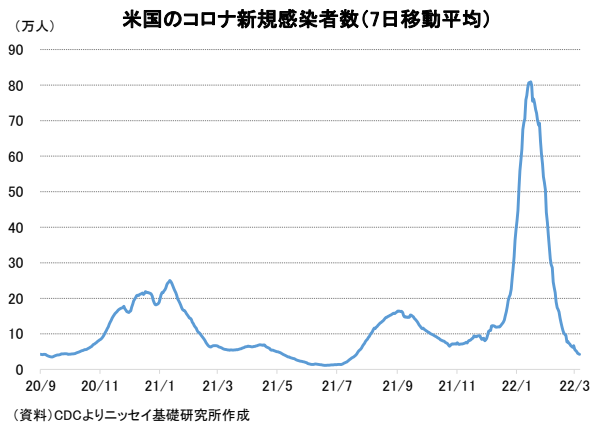
一方、設備投資が前期比年率+3.1% (前期 : +1.7%) と前期から伸びが加速したほか、住宅投資が+1.0% (前期 : ▲7.7%) と 3 期ぶりにプラスに転じた。また、個人消費も年末商戦が好調となったこともあって+3.1% (前期 : +2.0%) と前期から伸びが加速して成長率を押し上げた。さらに、当期は在庫投資の成長率寄与度が+4.9%ポイント (前期 : +2.2%ポイント) と前期から大幅にプラス幅が拡大して成長率を押し上げた。

22 年入り後は、オミクロン株の感染急拡大に伴って新型コロナの新規感染者数 (7 日移動平均) が 1 月中旬に 80 万人と新型コロナ流行以来最高となったことから、米経済への影響が懸念された (図表 2)。しかしながら、新規感染者数は 1 月中旬から急激に減少に転じており、足元では 4 万人台前半まで低下した。また、後述するように労働市場や個人消費は 22 年に入っても堅調を維持しており、実体経済への影響は限定的に留まっている。

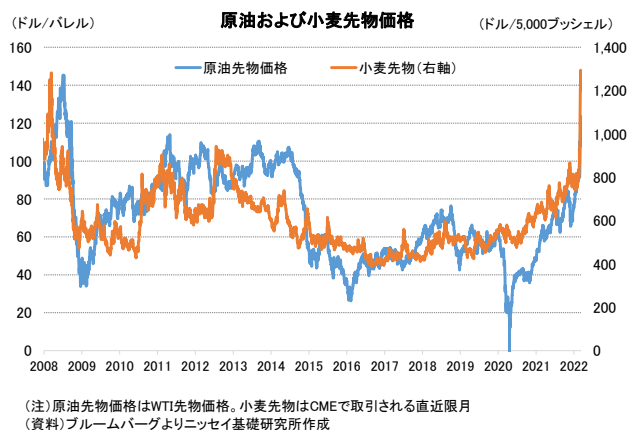
一方、ロシアによるウクライナ侵攻が米経済の新たなリスクとして浮上してきている。ウクライナ侵攻を受けて原油価格は WTI 先物価格が侵攻前の 90 ドル台前半から 3 月 7 日には一時 120 ドル台半ばと 08 年以来の水準に上昇した (図表 3)。また、ウクライナが世界第 5 位の小麦輸出国¹ということもあって、小麦もシカゴ・マーカントイル取引所の先物価格が侵攻前の 800 ドル近辺から一時 08 年以来の水準となる 1,300 ドル近辺まで急騰した。このため、エネルギーや食料品関連の価格上昇に伴うインフレへの影響が懸念される状況となっている。

米国では 22 年 2 月の消費者物価の総合指数が前年同月比+7.9%と 82 年 1 月以来、物価の基調を示すエネルギーと食料品を除いたコア指数も+6.4%と 82 年 8 月以来、いずれもおよそ 40 年ぶりの水準に上昇しており、米国内でインフレ高進が大問題となっている (図表 4)。このような

(図表 2)



(図表 3)

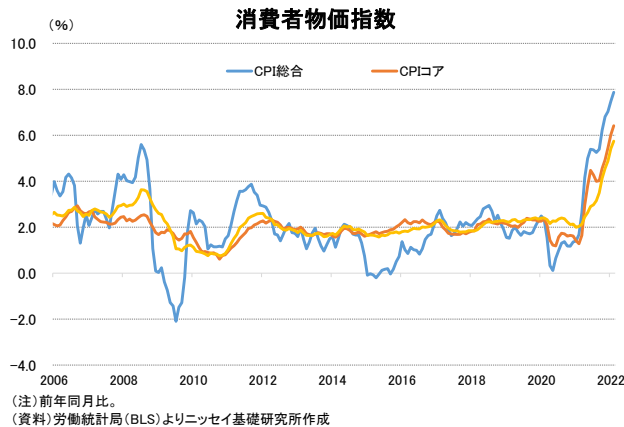


¹ 20 年の小麦輸出額は 36 億ドル (世界シェア 8%)。 <https://www.worldstopexports.com/wheat-exports-country/>

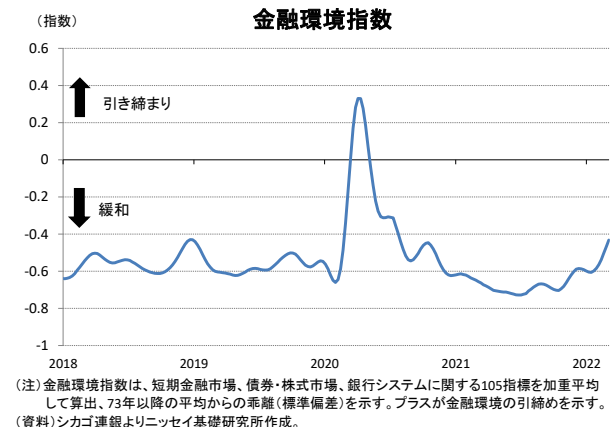
中で、ウクライナ侵攻に絡んだエネルギーや食料品価格の上昇に加え、物流の混乱に伴い供給制約の解消が遅れることも予想され、当面、米国のインフレはさらに加速する可能性が高い。

また、ウクライナ侵攻に伴う金融環境の引き締めも懸念される。短期金融市場や債券・株式市場、銀行システムなどの金融環境を示すシカゴ連銀の金融環境指数は足元では水準としては緩和的な状況となっているものの、21年6月を底に引き締まる方向での動きが続いている（図表5）。今後のウクライナ情勢次第では投資家心理を冷やし、株式市場や高金利債券市場などのリスク性資産から大量の資金逃避が生じる可能性は否定できない。今後金融環境の引き締めが加速する場合には、企業や消費者のセンチメントの悪化なども含めて实体经济に悪影響を及ぼそう。

（図表4）



（図表5）



一方、ウクライナ侵攻がどのような経緯を辿るのか非常に不透明な状況となっており、エネルギーや食料品価格、金融環境への影響を現時点で評価することは困難である。もっとも、ロシアに対して米国が直接軍事行動を行わない場合には、ウクライナ侵攻は米国にとって地政学的なリスクにはならない可能性が高い。また、米国は供給不安が懸念される原油、天然ガスや小麦に関して、原油と天然ガスの生産で世界第1位²となっているほか、小麦生産でも世界第4位³となっており、これらの物資をロシアやウクライナに依存していない。また、財とサービスを合わせた米国の対露貿易全体で見ても20年の輸出シェアが0.4%、同輸入シェアが0.6%と僅かであり、貿易面での関係は希薄である。

さらに、米金融機関のロシア向けの与信残高はBISによれば21年9月末が147億ドル⁴と対外与信全体の僅か0.3%程度に過ぎないことから、ロシア関連の与信悪化に伴う米金融システムへの影響も非常に限定的と考えられる。このため、ウクライナ侵攻に伴う貿易面や米国の金融システム面からの影響は限定的と言えよう。

一方、FRBはインフレ高進に対処するため、3月のFOMC会合で政策金利の引き上げ開始方針を明確にしており、その後も継続的な政策金利の引き上げが予定されている。このような中で、ウクライナ侵攻は前述のようにインフレを加速させる一方、金融環境の引き締めなどを通じて米国経済にネガティブな影響を及ぼす可能性があり、インフレと景気を睨みながらFRBは政策金利の引き上げペースなどで難しい舵取りを迫られよう。

² 20年の原油生産量は1日16.5百万バレル。<https://www.statista.com/statistics/237115/oil-production-in-the-top-fifteen-countries-in-barrels-per-day/> 20年の天然ガス生産量は9,477億立法メートル。<https://www.statista.com/statistics/264771/top-countries-based-on-natural-gas-production/>

³ 17年の小麦生産量は473百万トン。<https://worldpopulationreview.com/country-rankings/wheat-production-by-country>

⁴ <https://stats.bis.org/statx/srs/table/b4?c=RU>

(経済見通し) 成長率は22年が前年比+3.2%、23年は+2.3%を予想

米国経済見通しは、新型コロナに加え、ウクライナ情勢によって非常に不透明となっている。当研究所は見通し前提として、新型コロナに伴う経済活動への影響を限定的としたほか、ウクライナ侵攻によりエネルギー価格などは当面高止まるものの、米地政学リスクの高まりは限定的とした。

これらの前提の下、当研究所は新型コロナからの経済正常化の動きが続き、労働市場の回復を背景に個人消費が堅調となるほか、原油価格の上昇に伴うシェール関連も含めた設備投資の回復や在庫投資の積み上げ継続などから22年の成長率は前年比+3.2%と21年からは低下するものの、2%近辺とみられる潜在成長率を上回る景気回復が持続すると予想する(図表6)。ウクライナ侵攻の影響についてはインフレ加速や金融環境の引き締めなどから、22年の成長率を▲0.4%ポイント程度引き下げると予想している。また、23年の成長率は前年比+2.3%と22年から低下するものの、引き続き潜在成長率を上回ろう。

一方、物価は新型コロナの感染が落ち着くことで、個人消費が財からサービスへシフトすることでコア財価格の下落が見込まれるものの、ウクライナ侵攻に伴うエネルギーや食料品価格の上昇に加え、物流の混乱による供給制約の回復の遅れから、22年前半はインフレの一段の加速を予想する。この結果、当研究所は消費者物価の総合指数が22年は前年比+6.2%と、21年の+4.7%から上昇すると予想する。もともと、通年ではインフレ加速を見込むものの、22年後半以降はインフレが低下に転じると予想しており、23年は前年比+2.5%への低下を見込む。物価見通しのリスクはウクライナ情勢の悪化に伴うインフレの上振れリスクである。

金融政策は、インフレ高進に対処するため、22年3月に0.25%の政策金利引き上げを開始した後、22年は5月、6月、9月、12月にそれぞれ0.25%の利上げと22年は5回の利上げを予想する。バランスシートの縮小開始は22年7月となろう。なお、ウクライナ情勢の悪化などでインフレが上振れする場合には11月にも追加利上げを実施しよう。

長期金利はインフレ率が当面高止まりするほか、政策金利の継続的な引き上げもあって、22年末に2.2%、23年末に2.4%に緩やかに上昇すると予想する。なお、政策金利の引き上げが継続する一方、インフレ率が23年にかけて低下することから、イールドカーブはフラット化しよう。

(図表6)

米国経済の見通し

		2021年	2022年	2023年	2021年				2022年				2023年			
		(実)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (実)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前期比年率、%	5.7	3.2	2.3	6.3	6.7	2.3	7.0	0.9	2.3	3.0	2.6	2.2	2.2	2.1	1.7
個人消費	前期比年率、%	7.9	2.7	1.9	11.4	12.0	2.0	3.1	2.5	1.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
設備投資	前期比年率、%	7.4	4.5	4.5	12.9	9.2	1.7	3.1	4.0	5.0	7.0	5.5	4.0	4.0	3.0	3.0
住宅投資	前期比年率、%	9.1	▲2.7	▲2.7	13.3	▲11.7	▲7.7	1.0	1.5	▲4.0	▲4.0	▲3.0	▲3.0	▲2.5	▲2.0	1.0
政府支出	前期比年率、%	0.5	0.3	1.0	4.2	▲2.0	0.9	▲2.6	1.0	1.5	1.5	1.0	1.0	1.0	1.0	▲1.0
在庫投資	寄与度	0.0	0.8	0.1	▲2.6	▲1.3	2.2	4.9	▲1.5	0.5	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	▲1.8	▲0.3	0.2	▲1.6	▲0.2	▲1.3	▲0.1	▲0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.0
消費者物価(CPI-U)	前年同期比、%	4.7	6.2	2.5	1.9	4.8	5.3	6.7	7.7	7.0	5.8	4.4	3.0	2.2	2.3	2.3
失業率	平均、%	5.4	3.7	3.6	6.2	5.9	5.1	4.2	3.9	3.7	3.5	3.5	3.5	3.5	3.6	3.6
FFレート誘導目標	期末、上限、%	0.25	1.50	2.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	2.25
10年国債金利	平均、%	1.4	2.0	2.4	1.3	1.6	1.3	1.5	1.8	1.9	2.1	2.2	2.3	2.3	2.4	2.4
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.18	1.18	1.12	1.20	1.21	1.18	1.14	1.12	1.10	1.11	1.11	1.12	1.12	1.12	1.13
米ドル(対円)	平均、円/ドル	110	111	118	106	109	110	114	115	115	116	117	117	118	118	119
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	68	109	106	58	66	71	77	98	126	106	106	106	106	106	106

(資料) BEA、BLS、ブルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

上記見通しに対するリスクは、新型コロナとウクライナ情勢、インフレ高進、米国内政治が挙げられる。新型コロナでは新たな変異株の出現などによって経済活動制限が再び厳格化される場合には、景気下振れ要因となろう。

また、ウクライナ侵攻の長期化によるインフレ高進に加え、ウクライナ侵攻がNATO加盟国による直接的な軍事行動にエスカレートする場合には、米国での地政学リスクが意識され金融環境や企業、消費者センチメントを大幅に悪化させることを通じて景気の下振れ要因となろう。

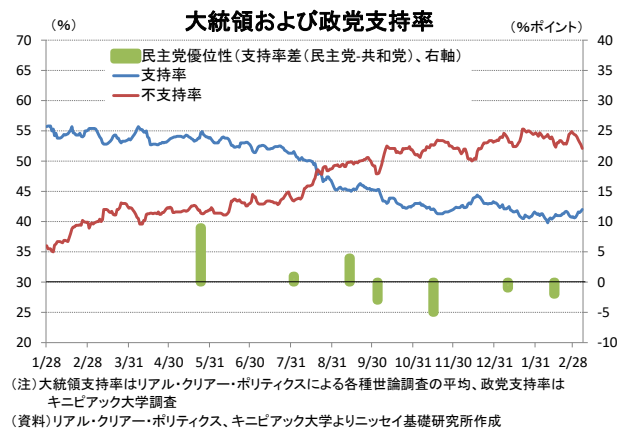
さらに、インフレ率が上振れすることで期待インフレ率の上昇に弾みがかかり、賃金上昇とインフレがスパイラル的なインフレ加速に繋がる場合には、FRBが政策金利の引き上げ幅の拡大や引き上げペースを加速することで、需要抑制を図るとみられることから、景気は下振れしよう。

一方、米国内政治ではインフレ高進などが嫌気されて、バイデン大統領の支持率は42%と不支持の52%を大幅に下回っているほか、21年10月以降は民主党の支持率が共和党を下回る状況が続いている（図表7）。

ウクライナ情勢に対するバイデン政権の対応については、3月上旬のキニピック大学の世論調査⁵で42%が支持する一方、45%が不支持となっており、バイデン大統領の支持率の回復に繋がっていない。

このままバイデン大統領の不人気が続く場合には、現在上下院で多数を占める民主党が22年11月に予定されている中間選挙で両院ともに過半数を割れる可能性が高い。仮に、上下院のどちらかで共和党が多数を占めるねじれ議会や、上下院ともに共和党が多数を占める分割政府となる場合には、任期を半分残す中でもバイデン政権は早くもレイムダック化することが予想され、政治機能不全から景気の下振れ要因となろう。

(図表 7)



2. 実体経済の動向

(労働市場、個人消費) 雇用回復を背景に堅調な個人消費が持続、ウクライナ情勢の影響に注目

非農業部門雇用増加数は21年の月間平均増加ペースが+56.2万人と1950年以降で最高となった。22年は年初からオミクロン株の感染拡大に伴い雇用への影響が懸念されたものの、22年も2月までの平均増加ペースが+58.0万人と21年をさらに上回っており、新型コロナの影響は限定的で堅調な雇用の増加が続いている（図表8）。

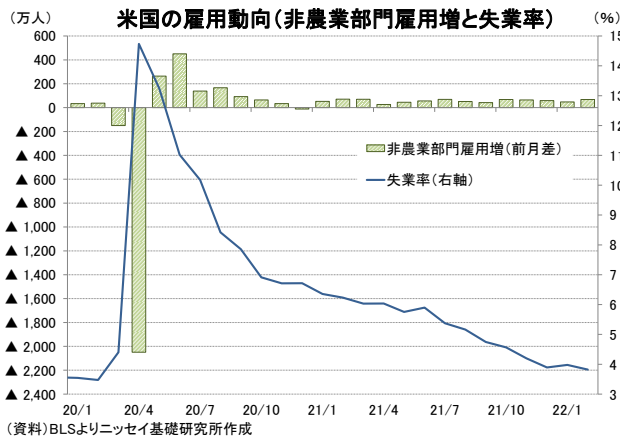
失業率は20年4月に14.7%のピークをつけた後、22年2月は3.8%まで低下しており、新型コロナ流行前（20年2月）の3.5%まで僅か0.3%ポイントと、新型コロナ流行前の水準への回復が視野に入ってきた。

一方、25-54歳のプライムエイジと呼ばれる働き盛りの労働参加率は22年2月が82.2%と新型コロナ流行前を依然として▲0.8%ポイント下回っており、新型コロナで労働市場から退出した人の復職は遅れており、労働需給が逼迫する要因となっている（図表9）。

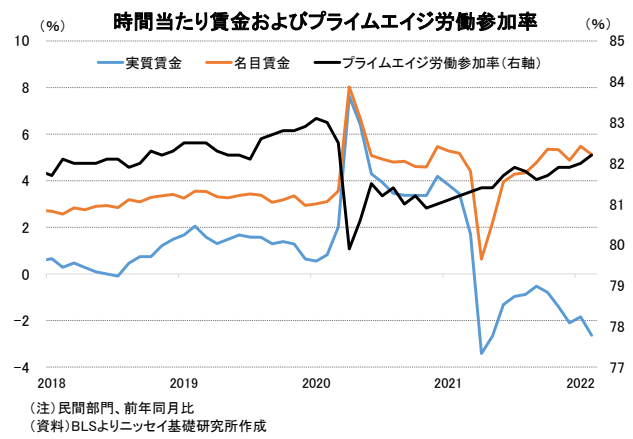
⁵ <https://poll.qu.edu/poll-release?releaseid=3838>

また、労働需給の逼迫を背景に賃金には上昇圧力がかかっている。時間当たり賃金は22年2月が前年同月比+5.1%と新型コロナ流行前の3%台を大幅に上回っている。もっとも、物価を加味した実質ベースでの時間当たり賃金は2月が前年同月比▲2.6%と21年4月以降はマイナスが持続しており、足元で賃金上昇がインフレ高進に追いついていない。

(図表 8)



(図表 9)



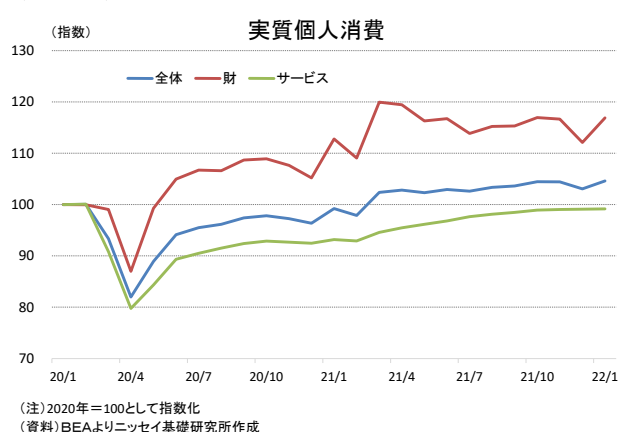
個人消費は22年初からの新型コロナの感染拡大を受けて対面型サービス消費で一部減少がみられたものの、21年の年末商戦が例年より前倒しとなって減少した12月の反動もあって、1月は財消費を中心に堅調な増加を示しており、新型コロナに伴う個人消費への影響は限定的となっている。

また、新型コロナ流行前の20年1月を100として指数化した実質個人消費は、財消費主導で21年3月以降は100を上回っているものの、サービス消費は依然として100を下回っており、サービス消費の回復は遅れている(図表10)。今後、新型コロナの感染が抑制されることで財消費から対面型を中心としたサービス消費にシフトすることが見込まれる。

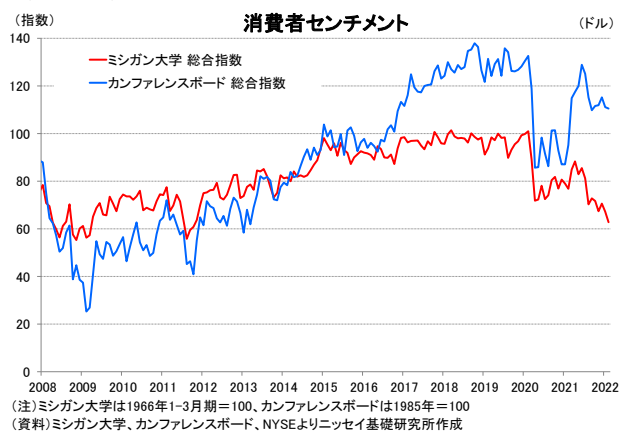
米家計は、経済対策に伴う家計への現金給付などで新型コロナ流行前に比べて21年10-12月期で現預金が5兆ドル程度積み上がっているほか、不動産や株価上昇に伴い純資産が大幅に増加しており、家計には十分な消費余力があるとみられる。

一方、インフレ高進などを背景に消費者センチメントは、20年半ば以降悪化している(図表11)。とくに、ミシガン大学の消費者センチメントは22年2月が62.8と11年10月以来の水準に低下するなど、悪化が顕著となっている。なお、同調査はウクライナ侵攻の影響を反映しておらず、侵攻後のガソリン価格の急騰や今後のウクライナ侵攻への不安などから消費者センチメントがどの程度悪化し、個人消費にどの程度ネガティブな影響を及ぼすのか注目される。

(図表 10)



(図表 11)



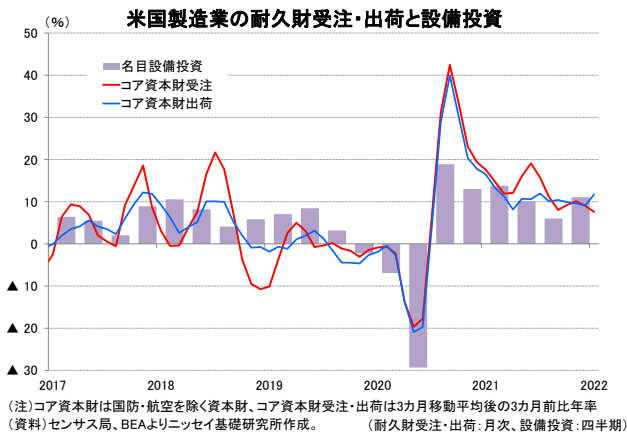
(設備投資) 回復基調は持続、供給制約の改善は足踏み

GDPにおける21年10-12月期の設備投資は小幅ながら前期から伸びが加速した。設備投資の先行指標であるコア資本財受注(3ヵ月移動平均、3ヵ月前比)は22年1月が+7.6%と堅調な伸びを維持しており、22年1-3月期の設備投資も堅調な伸びを維持するとみられる(図表12)。

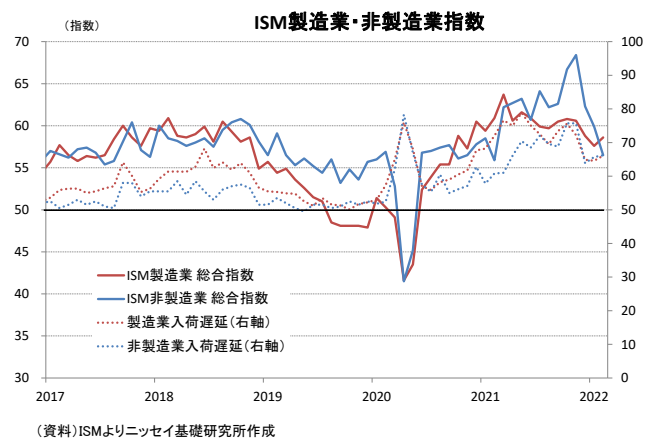
一方、ISM企業景況感指数は製造業と非製造業で明暗が分かれている。ISM製造業景況感指数は22年2月が58.6(前月:57.6)と4ヵ月ぶりに上昇に転じた一方、非製造業景況感指数は56.5と統計開始以来最高となった21年11月の68.4をピークに4ヵ月連続の低下となり、21年2月以来の水準に低下した(図表13)。製造業では新規受注や生産が回復を示したのに対して、非製造業では新規受注が21年2月以来、事業活動に至っては20年5月以来の水準に低下しており、悪化が目立っている。とくに、雇用指数では製造業が50を上回っている一方、非製造業では2月に50を下回っており、非製造業では労働力不足が景況感の悪化を助長している可能性が高い。

また、供給制約に関連する入荷遅延指数については2月の製造業が66.1と4ヵ月ぶりに上昇に転じたほか、非製造業は66.2と2ヵ月連続で上昇しており、供給制約の解消の動きは足踏み状態となっている。今後、ウクライナ侵攻に伴って入荷遅延がどの程度悪化するのか注目される。

(図表12)



(図表13)

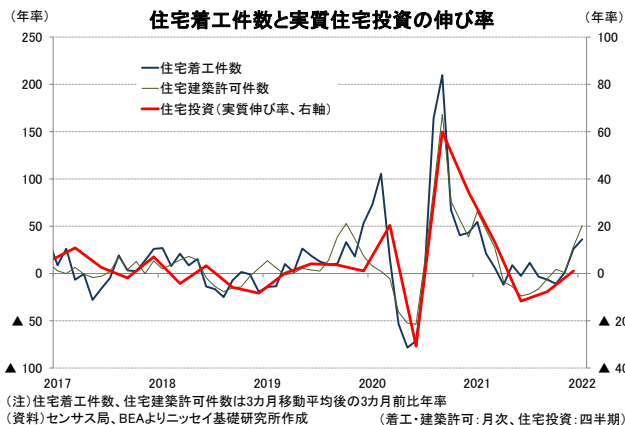


(住宅投資) 住宅市場の回復は長続きしない

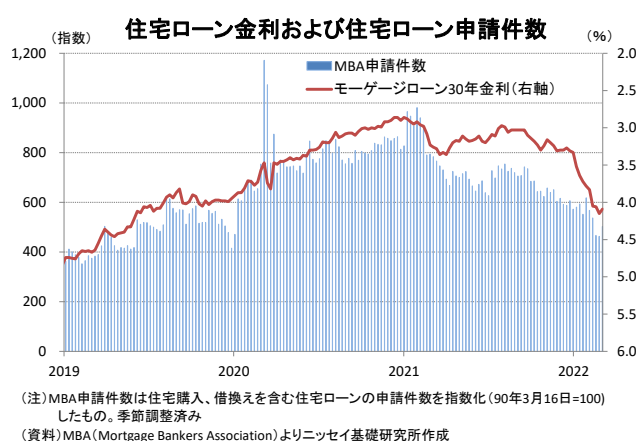
GDPにおける住宅投資は、21年10-12月期に小幅ながら3期ぶりのプラス成長となった。また、住宅着工件数および先行指標である住宅着工許可件数の3ヵ月移動平均、3ヵ月前比、年率は22年1月の着工件数が+36.0%、許可件数が+50.9%と2桁の大幅な伸びとなっており、22年1-3月期も住宅投資の回復基調が持続している可能性が高い(図表14)。

一方、21年後半以降住宅価格の大幅な上昇が持続する中、住宅ローン金利は歴史的な低水準となった20年末の3%割れから足元では4.2%近辺まで急上昇している(図表15)。この結果、住宅価格や販売住宅在庫の不足と合わせて住宅取得のハードルは上がっている。実際に、米国抵当銀行協会(MBA)の住宅購入と借り換えを合わせた住宅ローン申請件数は足元が500近辺と20年1月以来の水準に低下した。このため、住宅投資は足元で堅調な回復が持続しているものの、今後も住宅ローン金利の上昇継続が見込まれる中、住宅投資の回復は長続きしないと予想される。

(図表 14)



(図表 15)



(政府支出) 下院が22年度統合予算を可決、ビルドバックベター法の成立は依然不透明

21年10月からスタートした22年度予算編成作業は、議会が本予算で合意できず、3月11日を期限とする暫定予算で凌いできたが、下院は3月9日に漸く22年度末までの期間をカバーする12本の歳出法案を統合した統合歳出法案を可決、上院も3月10日に可決した。これで暫定予算の期限切れに伴うの連邦政府機関の閉鎖は、年度内は回避されることとなった。

統合歳出法案ではウクライナへの支援として136億ドルの拠出を含む歳出規模1.5兆ドルとなり、21年度に比べて880億ドル(前年度比+6.1%)の増加となった。民主党は当初新型コロナ対策として156億ドルの予算を盛り込んでいたものの、共和党の反対により盛り込むのを断念した。歳出法案の内訳は国防関連が7,820億ドルと前年度比+420億ドル(同+5.6%)となったほか、非国防予算が7,300億ドル同+460億ドル(同+6.7%)といずれも前年度から増加となった。防衛予算を増額したい共和党と非国防予算を増額したい民主党の要望を反映させた結果、22年度も拡張的な予算編成となった。

一方、バイデン大統領が実現を目指す家計支援や教育支援、気候変動対策などを盛り込んだ歳出規模2.2兆ドルの「ビルドバックベター法」は下院で11月15日に成立したものの、可決するために1議席も落とせない上院で民主党のマンチン、シネマの2議員が反対しており、成立の目途は立っていない(図表16)。マンチン議員は賛成する条件として同法案が長期に亘り財政均衡することを要求しており、仮に同議員の要求する方向で見直しが行われた場合、米経済への影響は限定的となる。

(図表 16)

「ビルドバックベター法」(下院可決)の概要

歳出拡大	
主な項目	金額
幼児教育無償化および子育て費用援助	3,800億ドル
有給家族休暇および有給医療休暇の付与	2,050億ドル
気候変動対策(クリーンエネルギー投資控除等)	5,700億ドル
児童税額控除および給付税額控除の1年延長	2,050億ドル
介護支援費用援助	1,500億ドル
医療費税額控除延長等	1,300億ドル
聴力受診費用援助	350億ドル
公営住宅建設支援および住宅購入費用援助	1,750億ドル
労働能力開発支援等	400億ドル
その他(治安対策、サプライチェーン対策等)	1,350億ドル
移民対策	1,100億ドル
合計	2.15兆ドル

(資料)CRFB、CBO、ジェットロよりニッセイ基礎研究所作成

財源	
主な項目	金額
大企業に対する15%の最低税率	3,200億ドル
グローバル企業の海外利益に対する15%の最低税率	2,800億ドル
自社株買いに対する1%の追加税率	1,250億ドル
純投資所得税の3.8%の引き上げ	2,500億ドル
富裕層に対する追加税率	2,300億ドル
高所得事業者が行う損金算入の制限	1,600億ドル
徴税強化による増収	1,300億ドル
処方薬におけるリポートルールの廃止	1,450億ドル
薬価引き下げ	1,600億ドル
州・地方税額控除の上限変更	150億ドル
その他	1,750億ドル
合計	1.99兆ドル

一方、23年度以降の予算編成作業も難航が予想される。11月の中間選挙で上下院ともに民主党が敗北する可能性が高くなっており、共和党が予算編成作業で強硬な姿勢を取る可能性が高いとみられるからだ。また、仮に中間選挙で民主党が敗北し、ねじれ議会となる場合には24年度以降の予算編成作業は共和党主導で緊縮的な予算となる可能性が高いとみられる。

（貿易）ウクライナ侵攻の影響は限定的

実質GDPにおける外需の成長率寄与度は21年10-12月期にマイナス幅は縮小したものの、6期連続のマイナス寄与となった。輸出入の内訳をみると輸出が前期比年率+23.6%（前期：▲5.3%）となった一方、輸入が17.6%（前期：+4.7%）といずれも2桁の伸びとなる中、輸入額の増加が僅かながら輸出の増加を上回った。

また、先日発表された22年1月の貿易収支（3ヵ月移動平均）は季節調整済で▲839億ドル（前月：▲763億ドル）の赤字となり、前月から赤字幅が▲76億ドル拡大した（図表17）。このため、22年入り後も外需が成長を押し下げる構図が持続している。輸出入別では、輸出が▲1億ドル減少したほか、輸入の増加幅が+76億ドルと主に輸入の増加が貿易赤字拡大の要因となった。

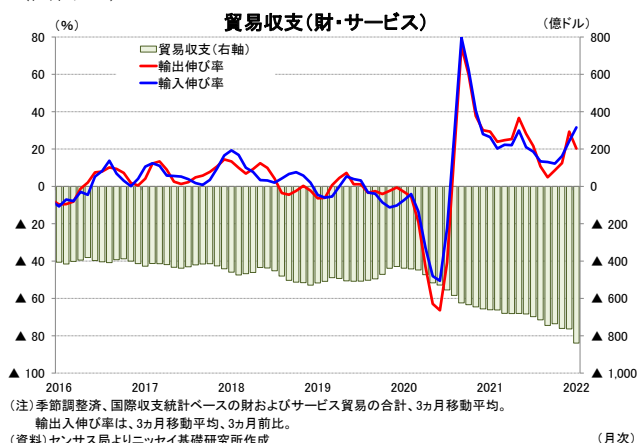
もっとも、今後新型コロナの感染が抑制される中で個人消費が財からサービスにシフトすることが予想されるため、財輸入の減少から22年4-6月期以降は外需の成長率寄与度は小幅ながらプラスに転換しよう。

一方、ウクライナ侵攻に伴い、バイデン大統領はロシア産原油の輸入禁止を決定した。米国エネルギー情報局（EIA）によれば、ロシアからの原油輸入は21年が726万バレルと輸入全体（22億3,000万バレル）の3.3%、石油関連製品を加えた2億4,500万バレルも輸入全体（30億9,090万バレル）の7.9%に留まっており、輸入禁止に伴う貿易や経済への影響は限定的とみられる。

ウクライナ侵攻によって財・サービス輸出の2割を占めるEU向けや世界経済の減速に伴い輸出がどの程度影響を受けるのか注目される。

最後に外需に影響を与えるバイデン大統領の通商政策については、トランプ政権時代に賦課した対中関税を当面継続する方針を示しているほか、中国国有企業に対する補助金に関連して対中交渉手段として新たな対中関税を賦課する方針を示しているため、通商交渉手段として引き続き関税策を活用することが見込まれる。

（図表17）



3. 物価・金融政策・長期金利の動向

（物価）ウクライナ侵攻の影響で22年前半にインフレ加速も、年後半以降は低下へ

消費者物価（前年同月比）は前述のように総合指数、コア指数ともに、およそ40年ぶりの大幅な上昇となっているが、内訳ではエネルギー価格が+25.6%となって物価を大幅に押し上げているほか、コアのうち財価格が+12.3%と2桁の上昇となったことが大きい（図表18）。コア財価格の上

昇はエネルギーを含む原材料価格や物流コストの上昇に加え、個人消費のサービスから財へのシフトの影響、半導体をはじめとしたサプライチェーンの混乱に伴う供給制約の影響が大きい。

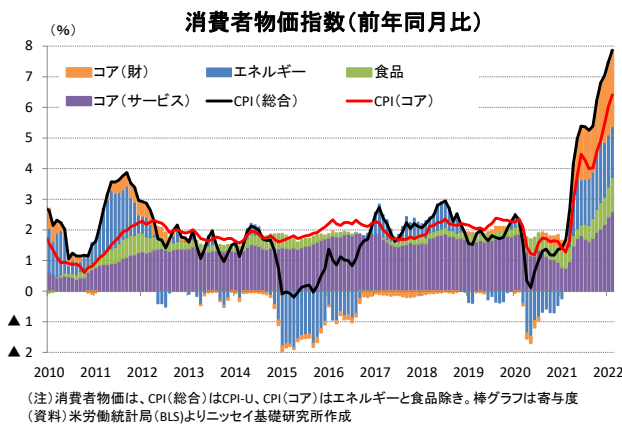
今後は世界的に新型コロナの感染が落ち着くことで、個人消費の財からサービスへのシフトが見込まれるほか、サプライチェーンの混乱に伴う供給制約も解消していくとみられることから、コア財価格は下落に転じ来年にかけて低下が見込まれる。また、当研究所では原油価格が足元の100ドル前半から22年4-6月期に126ドルまで上昇するものの、その後は106ドルまで低下することを予想しているおり、年後半はエネルギー価格の物価押し上げも軽減すると見込んでいる。

これらの結果、当研究所は消費者物価の総合指数（前年比）は、22年前半に7%超の上昇が続くが、年後半以降は低下基調に転じ、通年では22年が+6.2%と、21年の+4.7%から上昇するものの、23年に+2.5%まで低下すると予想する。

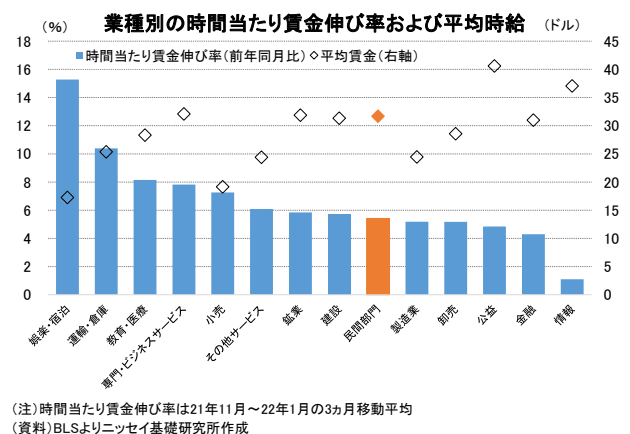
一方、顕著な賃金上昇は足元では娯楽・宿泊業などの一部業種に限られているが、労働需給の逼迫が長期化し、幅広い業種に大幅な賃金上昇の動きが広がる場合には、賃金上昇と物価のスパイラルなインフレ加速となる可能性がある（図表19）。

また、住宅価格の大幅な上昇を受けて、21年入り後に上昇基調に転じている住居費の上昇が長期化する場合には、インフレの押し上げ要因となろう。このため、物価見通しに対するリスクはインフレの上振れである。

（図表18）



（図表19）



（金融政策）22年に5回の利上げ、22年7月のバランスシート縮小を予想

F R Bは、新型コロナによる米国経済、資本市場への影響を軽減すべく、20年3月以降、実質ゼロ金利政策、量的緩和政策など異例の金融緩和政策を実施してきた。量的緩和政策では、F R Bは21年11月に米国債とMBSの買い入れ額を減らすテーパリングを開始し、22年3月上旬に終了する方針を決定した。

3月上旬のパウエル議長の議会証言では、3月のFOMC会合で0.25%の政策金利引き上げ方針が示された。F R Bは40年ぶりの水準となったインフレ高進に対処するため、3月以降政策金利の引き上げを継続する方針を明確にしている。また、1月のFOMC会合後に示された議事要旨では、ほとんどの参加者から今後の利上げペースが前回より早まるとの方針が示された。これは、前回利上げ時に比べて経済見通しやインフレ、労働市場が非常に強いことが背景にある。

一方、ウクライナ侵攻に伴うエネルギーや食料品価格の上昇に伴いインフレ上昇圧力が高まっている一方、金融環境の引き締めやセンチメントの悪化など景気への悪影響も懸念されており、F R Bはインフレと景気悪化のバランスを取るために非常に難しい舵取りを迫られている。

これらの状況を踏まえ、当研究所はF R Bが22年3月に政策金利を0.25%引き上げた後、前半のインフレ高進に対処するため、5月、6月と3会合連続で0.25%の利上げを実施すると予想する。その後は前半に行った利上げの効果も評価しつつ、9月と12月にそれぞれ0.25%の利上げを実施、この結果22年は合計5回の利上げと前回の利上げを大幅に上回るペースでの利上げを予想する（図表6、図表20）。

また、バランスシートの縮小開始は22年7月と予想する。

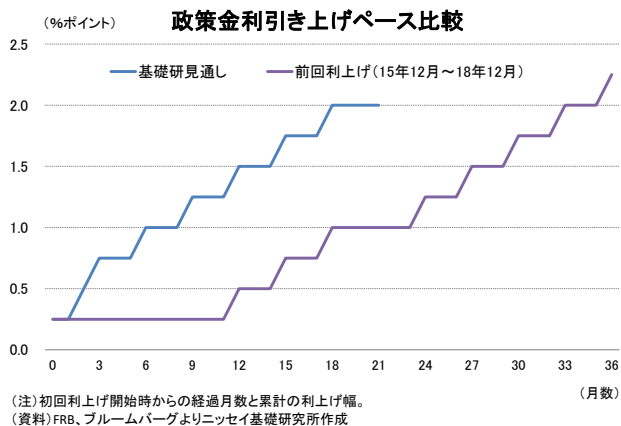
なお、ウクライナ侵攻の影響で原油価格などが当研究所の想定を上回り、年後半も価格の高止まりや一段の上昇となる場合には、F R Bは22年11月にも追加利上げを実施しよう。1回の政策金利の引き上げ幅だが、ウクライナ情勢の緊迫化で資本市場が不安定となっていることもあり、資本市場への影響を考慮して0.5%などの大幅な利上げは見送られよう。

（長期金利）22年末2.2%、23年末2.4%を予想

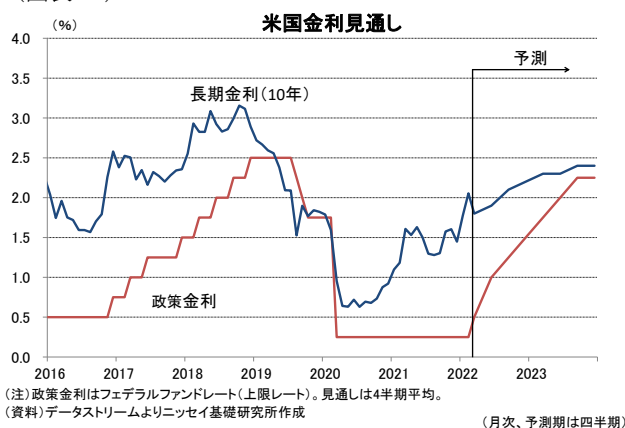
長期金利（10年金利）はインフレ高進や利上げペースの加速懸念などを背景に22年2月中旬に一時2%台を付けたものの、その後はウクライナ情勢で乱高下しつつ、1%台後半で推移している（図表21）。

当研究所は、インフレ率が当面高止まりするほか、F R Bが22年3月以降政策金利の引き上げを継続することもあるとあって、長期金利は22年末に2.2%、23年末に2.4%へ上昇すると予想する。また、政策金利の引き上げが継続される一方、インフレ率が23年にかけて低下することから、イールドカーブはフラット化しよう。

（図表20）



（図表21）



（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。