

利上げによる景気のピークアウトも

～対ロシア制裁から、高インフレはさらに長期化する見込み～

佐古 佳史

要旨

新型コロナウイルス感染者数が落ち着き、雇用が順調に回復しているため、米国経済は堅調に推移していると判断できる。一方で、既に問題化している高インフレは、ウクライナ侵攻と対ロシア制裁の影響からさらに長期化すると見込まれる。

3月FOMCにて示唆された22～23年にかけての速いペースでの利上げにより、景気がピークアウトする可能性も考え始めても良いかもしれない。

対ロシア経済制裁を強化

ロシアのウクライナ侵攻を受け、米国はG7など西側諸国と協調しつつ、ロシア中銀が保有する外貨準備の凍結、主要行の国際銀行間通信協会（SWIFT）からの排除、ロシア産資源の全面禁輸、プーチン大統領と新興財閥幹部（オリガルヒ）の資産凍結などの対ロシア経済制裁を発動した。また、ウクライナを支援するために、対戦車ミサイルや攻撃用ドローンなどを提供したほか、防空システムの補充なども行っている。

米国経済への直接的な影響は小さい可能性

米国とロシア、ウクライナ間の貿易は規模が小さく、21年のデータでは米国の輸出に占める割合はそれぞれ0.36%、0.14%、輸入に占める割合は1.05%、0.07%となっており、ウクライナ侵攻と対ロシア制裁による米国経済への直接的な影響は小さいと思われる。しかし、世界的な景気下押し圧力や供給網の再構築などの影響は米国にも波及するだろう。また、ロシアへの依存度が高い石油製品やウランなどの代替輸入先も検討する必要がある。

景気の現状：雇用回復は進むものの、人手不足は継続

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、供給が追いついていない状態が継続している。

2月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は1月から67.8万人増、失業率は3.8%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、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。

こうしたなか、求人者の困難さは解消されていない。1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%と高い水準であり、自発的な離職率も高止まりしている。

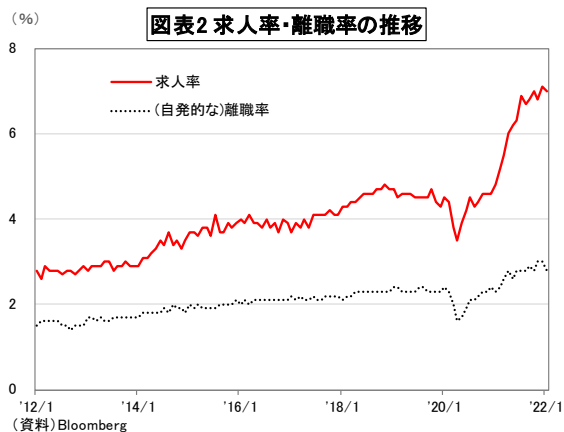
個人消費をみると、1月の実質個人消費支出は、財消費は前月比

4.3%、サービス消費は同 0.1%となり、全体では 1.5%と 3 ヶ月ぶりに増加した。一方で、2月の小売売上高は同 0.3%とやや弱かった。全体としてみれば、景気は堅調に推移しているといえるだろう。

図表1 求人数・採用数の推移

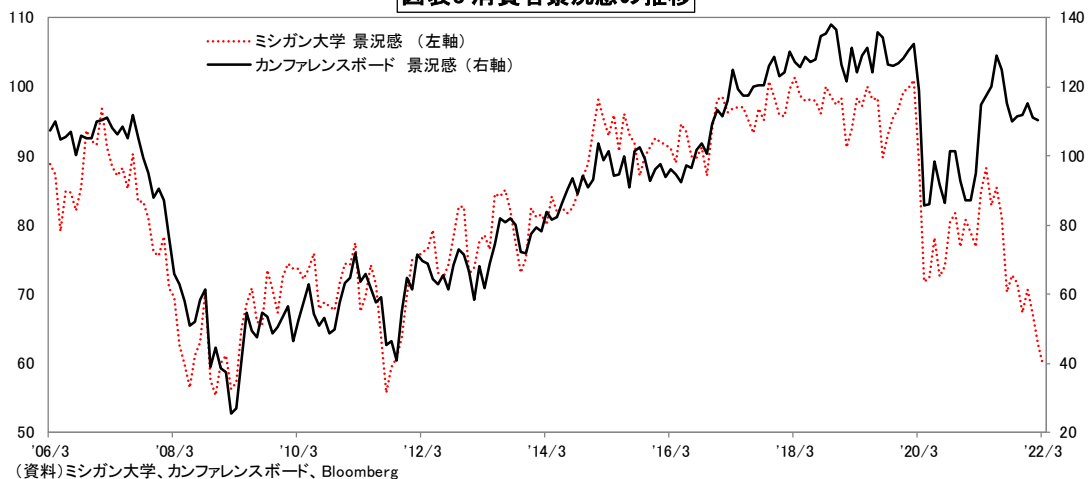


図表2 求人率・離職率の推移



また、3月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は3ヶ月連続で低下し、59.7（現況指数 67.8、期待指数 54.4）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、インフレ調整後所得の減少とウクライナ侵攻による燃料価格の上昇が挙げられている。

図表3 消費者景況感の推移

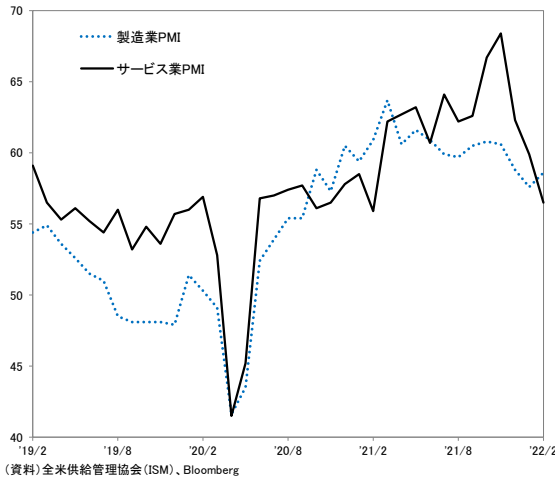


21ヶ月連続での 拡大を示唆する 企業マインド

こうしたなか、2月のISM製造業指数（製造業PMI）は58.6%、サービス業指数（サービス業PMI）は56.5%と、企業マインドは21ヶ月連続での企業部門の拡大を示している。

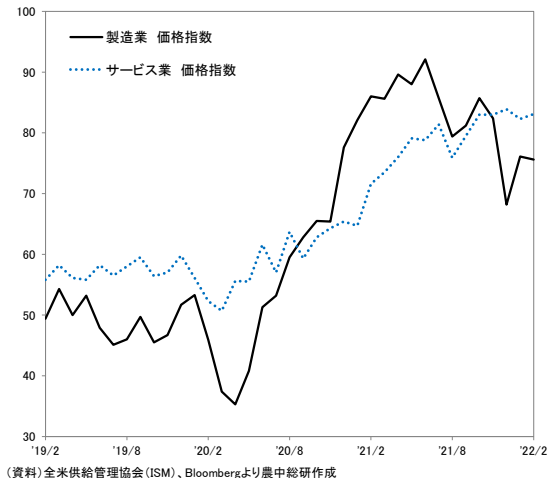
ISM価格指数からは製造業の前月比でみたインフレ傾向は21年6月がピークであったのに対して、サービス業のインフレ傾向は収まっていないことがうかがえる。

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

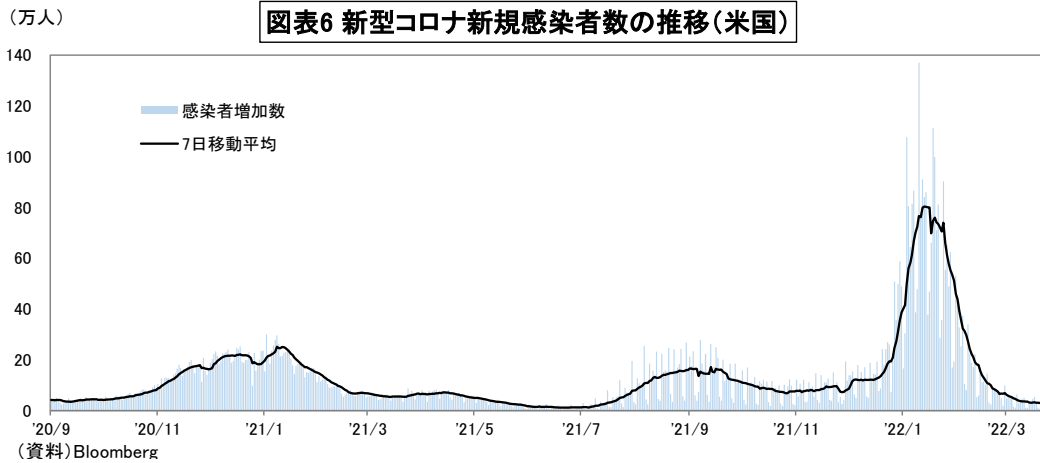


(資料)全米供給管理協会 (ISM)、Bloombergより農中総研作成

景気の先行き：
利上げペース次第で景気腰折れリスクも

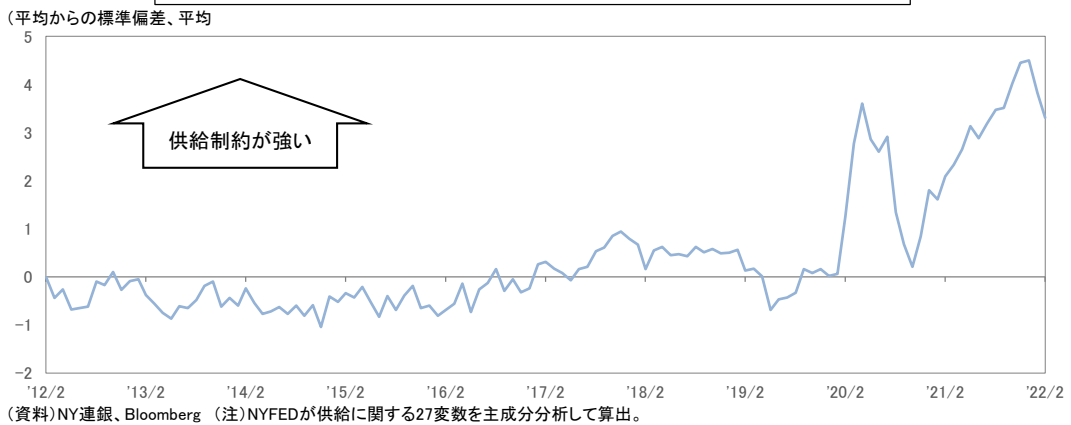
さて、景気の先行きを考えると、やや改善方向にあった供給制約がロシアによるウクライナ侵攻で悪化するとみられることから、景気回復ペースは抑制されるだろう。もっとも、新型コロナウイルスの感染が落ち着いていることもあり、基調としては雇用回復に支えられた景気拡大が継続すると思われる。

図表6 新型コロナ新規感染者数の推移(米国)



(資料)Bloomberg

図表7 グローバル・サプライ・チェーン・プレッシャー・インデックス(GSCPI)



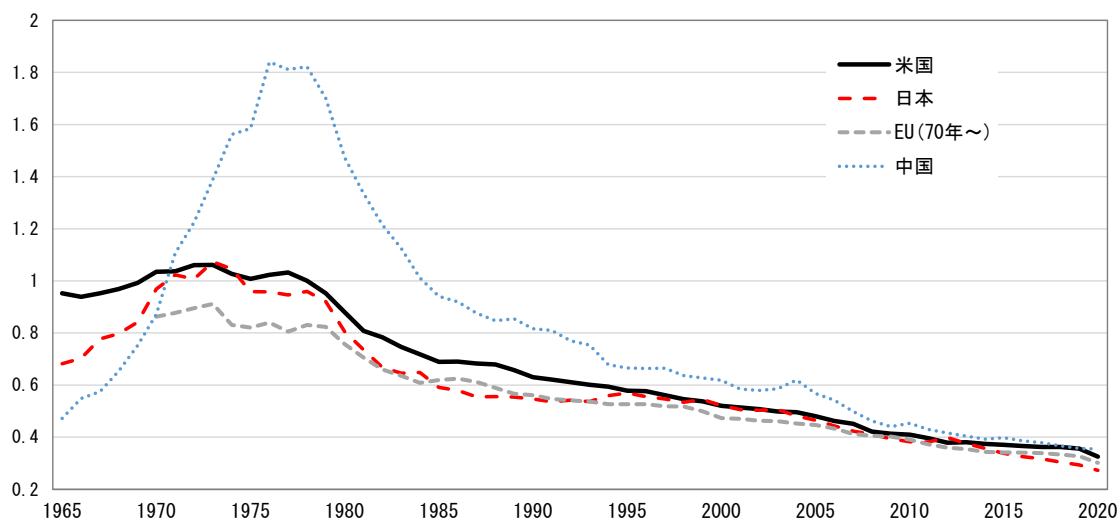
(資料)NY連銀、Bloomberg (注)NYFEDが供給に関する27変数を主成分分析して算出。

リスク要因としては、3月FOMCにて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景気を腰折れさせる可能性に注意が必要になるだろう。

なお、対ロシア制裁を契機に原油価格が急上昇したことから、石油危機が発生するのではとの懸念もみられるが、省エネルギー化や産業構造の変化などから、GDPで測った石油への依存度は70年代と比較すると3分の1程度に低下しており、当時ほどの景気の落ち込みにはならないと思われる。

(バレル/GDP\$1000)

図表8 実質GDP1000ドルあたりの石油消費量



(資料) BP Statistical Review of World Energy (2021)、OECDより農中総研作成 (注) GDPは2015年米ドル。

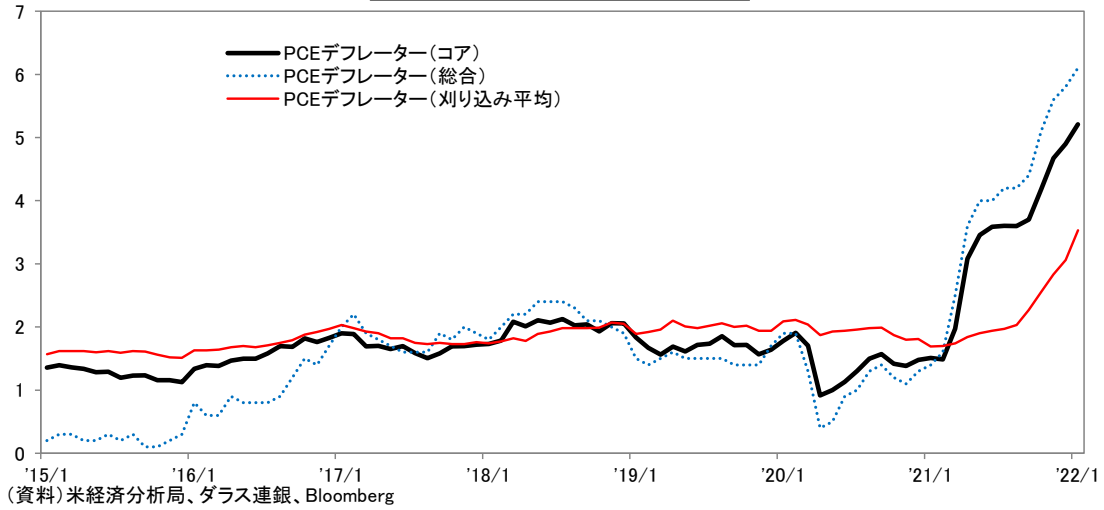
高止まりがさらに長期化する見込みとなったインフレ率

21年4月以降インフレ率は急加速し、1月のコアPCEデフレーターは前年比5.2%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3.5%となり、物価上昇が幅広い分野で確認できる。なお、2月の消費者物価指数(総合)は約40年ぶりとなる同7.9%、コアは同6.4%と1月からさらに加速した。

先行きについても、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。供給制約の緩和とベース効果の剥落から、22年後半にかけてインフレ率は鈍化するとの見通しは、ウクライナ侵攻によって望み薄となったといえるだろう。

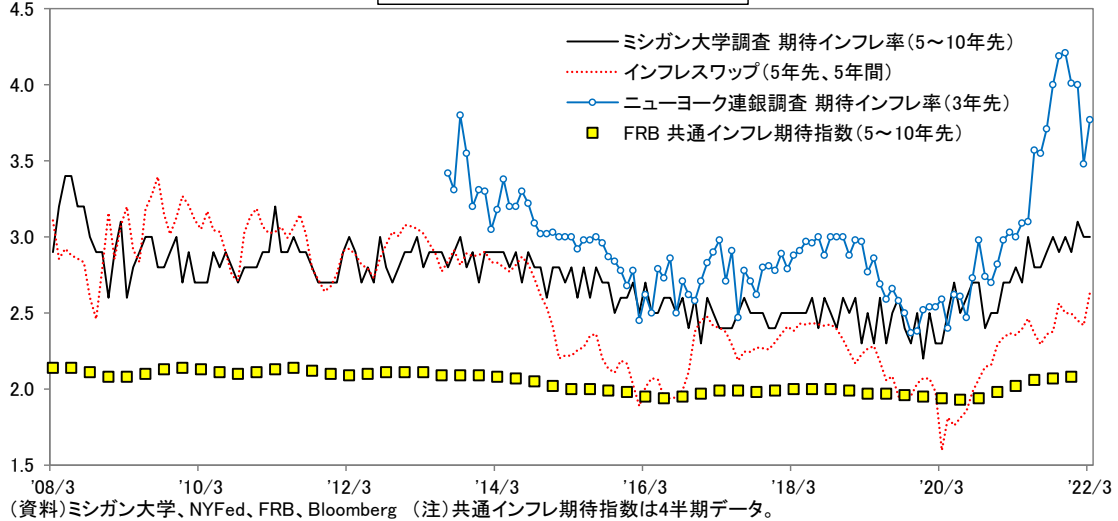
(%、前年比)

図表9 PCEデフレーター推移



(%)

図表10 期待インフレ率推移



速いペースでの 利上げを示唆し た3月FOMC

3月FOMC(15~16日)では、市場の予想通り0.25%の利上げが決定され、コロナ禍への対応として実施されていたゼロ金利政策は2年ぶりに解除された。声明文には、5月FOMC(3~4日)にてバランスシートの縮小を開始する可能性も示された。また、ロシアによるウクライナ侵攻が、インフレを一層加速させ、経済活動の下押しにつながる可能性も記載された。

FOMC後に公開された政策金利の見通しをみると、22年末は1.875%(中央値)と、22年内はさらに150bpの利上げが示唆されている。また、23年も3~4回の利上げが見込まれている。22~23年にかけて利上げを進め24年以降のインフレ率を安定させ、その後、政策金利を中立的な水準にまで低下させることによって、経済のソフトランディングを目指す見通しとなっているが、実現す

れば奇跡的ともいえるだろう。

実際には、FOMC 参加者の最近の発言から考えると 50bp の利上げを含めて利上げペースはより速まる可能性が高そうだ。このため、政策金利の上げ過ぎによって 23 年末頃に景気がピークアウトするというシナリオを考え始めても良いかもしれない。

図表11 FRB大勢見通し(3月時点)

		2022年	2023年	2024年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	2.5~3.0	2.1~2.5	1.8~2.0	1.8~2.0
	12月時点 (%前年比)	3.6~4.5	2.0~2.5	1.8~2.0	1.8~2.0
失業率	(%)	3.4~3.6	3.3~3.6	3.2~3.7	3.5~4.2
	12月時点 (%)	3.4~3.7	3.2~3.6	3.2~3.7	3.8~4.2
PCEデフレーター	(%前年比)	4.1~4.7	2.3~3.0	2.1~2.4	2.0
	12月時点 (%前年比)	2.2~3.0	2.1~2.5	2.0~2.2	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	3.9~4.4	2.4~3.0	2.1~2.4	
	12月時点 (%前年比)	2.5~3.0	2.1~2.4	2.0~2.2	
政策金利(中央値)	(%)	1.875	2.750	2.750	2.375
	12月時点 (%)	0.875	1.625	2.125	2.50

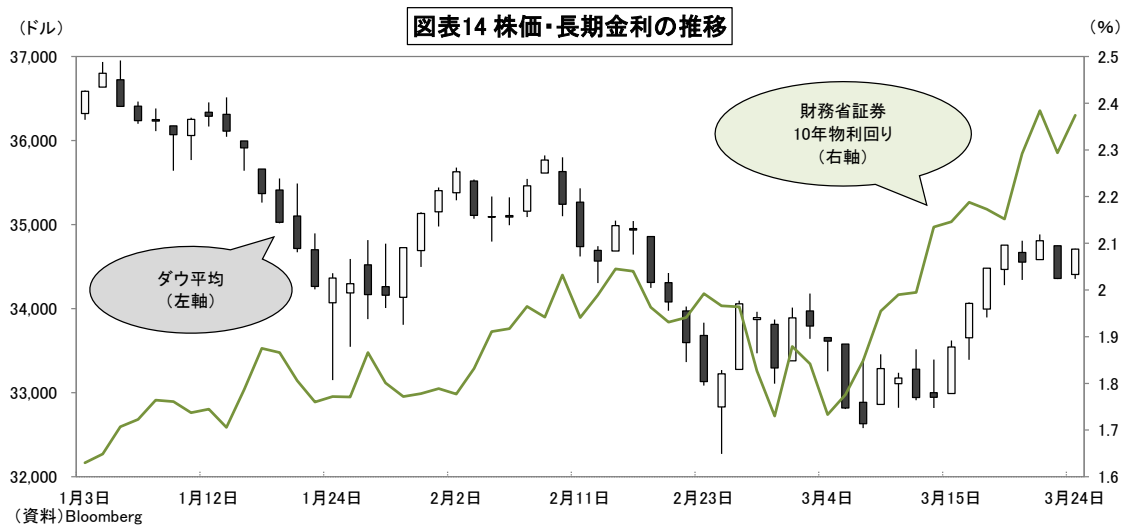
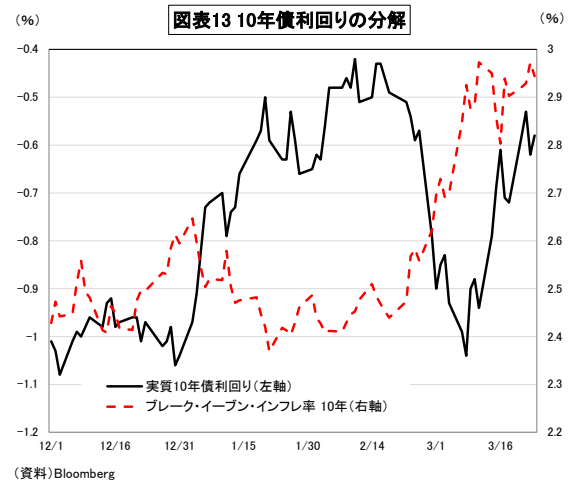
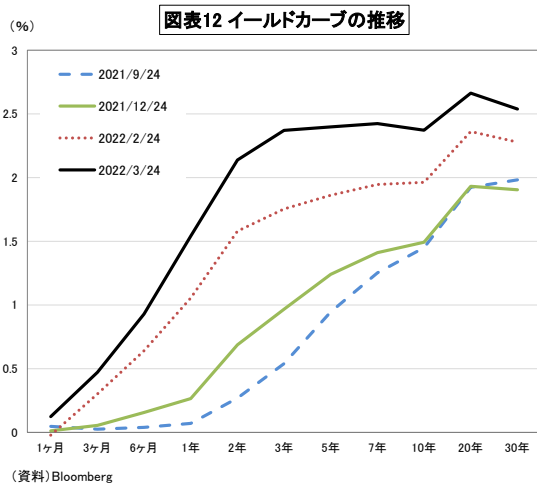
(資料)FRBより作成

(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

長期金利：上昇局面は継続を予想

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、22 年入り後は、FOMC 参加者のタカ派的な発言や 22 年の利上げ回数増加、より積極的なバランスシート (BS) 縮小などを織り込む形で、長期金利 (10 年債利回り) は大幅に上昇した。

先行きについて考えてみると、5 月 FOMC にて公表される可能性のある BS 縮小ペースが次の焦点となりそうだ。また、利上げペースの加速も考えられるため、長期金利の上昇局面は継続すると思われる。以上から、2.3%~2.5%程度での推移を予想する。



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。2月以降はウクライナ情勢の緊迫化と、ロシアによるウクライナ侵攻を受け、ダウ平均は一旦下落。3月半ば以降は、FRBがインフレ抑制のために利上げ方針を示したことや、ロシア・ウクライナ間での和平交渉が継続されていることなどが好感され、上昇傾向となった。

先行きについては、和平交渉は継続しているとみられるものの、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いと思われる。また、さらなる利上げ観測により、景況感が悪化する可能性にも注意したい。

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	2	3/21	インフレ率を抑制するために、FRBは必要な措置をとる
			3/21	現在予想されているよりも、早いペースでの利上げをする可能性も
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	2	3/22	ステーブルコインの決済における有益性を表明
	空席 副議長			
	ブレイナード理事	1~2		
	空席 副議長 (銀行監督担当)			
	ウォラー理事	2	3/24	金融政策を判断する際に米住宅市場の状況を考慮すべき
			3/24	住宅価格の上昇は、過剰な債務や融資の容易さによるものではない
	ボウマン理事	1~2		
	メスター総裁 (クリーブランド)	2	3/23	複数回の50bp利上げを含む利上げでインフレ率を抑制することを支持する
		3/23	迅速により積極的な利上げをする必要がある	
	コリンズ総裁 (ボストン)	?		
	ブラード総裁 (セントルイス)	2	3/22	2022年内に中立的な水準である2.5%まで金利を引き上げるべき
			3/22	早く行動する方がよい
	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	2		
投票権なし FOMC委員	パーキン総裁 (リッチモンド)	1~2	3/18	50bpの利上げに対してきわめてオープン
			3/18	インフレの抑制は必要だが過剰反応は避けるべき
	ポスティック総裁 (アトランタ)	1	3/21	2022年の25bpでの6回利上げを支持
			3/21	ウクライナ侵攻で不確実性が増したため、利上げの積極性をやや控えてはどうか
	デイリー総裁 (サンフランシスコ)	2	3/23	必要ならば50bpの利上げも
			3/23	物価の安定に資することは何でもやる準備ができている
投票権なし FOMC代理委員	エバンス総裁 (シカゴ)	1~2	3/24	50bpの利上げも必要ならば行うべき
			3/24	全てのFOMCで25bp利上げに賛成
	ハーカー総裁 (フィラデルフィア)	1		
	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	3/24	インフレ抑制に向け年内に25bpの利上げが7回実施することを支持
		3/24	過去半年間でインフレに対する見解が劇的に変化した	

(資料)各種報道 (注)鷹/鳩の評価は農中総研による。

(22. 3. 25 現在)