

## FRBは高インフレを制御しつつある

## Topics

- ▶ FRBの金融引き締め効果で、米国経済は巡航速度付近まで減速する一方で、依然高インフレが続いている。景気減速が強まり、高インフレが長引くと金融市場の懸念は根強い。
- ▶ FRBによる高インフレ制御は、通常よりも難しい。ただ、供給制約に起因する財のインフレ圧力は既に峠を越えており、賃金上昇が鈍化しつつあるなど、米国ではインフレ圧力が和らぐ兆候がみられる。
- ▶ インフレを制御する、金融政策の効果は失われていない。FRBは当面インフレ鎮静化を最重要視するとみられるが、22年末から23年にかけて、経済成長に配慮する政策対応に変わるとみられる。

シニアエコノミスト 村上 尚己

## 米国経済は高成長から巡航速度に減速

米国経済は2021年に約6%と、1980年代以来の高成長を謳歌しました。その後、2022年から米国の成長率はペースダウンしています。高頻度データである週次経済活動指数の動きなどを踏まえると、22年半ばには年率換算で2%前後のペースで推移していると試算されます(図表1)。

21年秋口からのFRB(連邦準備理事会)の政策転換をうけて住宅ローン金利が上昇、その後22年初からは住宅販売などが大きく減少、22年半ばには住宅着工も減少し始めました。21年まで経済を押し上げた財政刺激策が剥落したことに加えて、インフレによる実質所得の目減りで、個人消費が22年に年率2%程度の伸びへとブレーキがかかっています。5月の実質個人消費支出は、5か月振りに前月対比でマイナスになりました。高インフレが消費者心理を揺るがし、消費活動を抑制しつつあるとみられます。好調だった企業景況感が22年半ばに停滞しており、企業心理の調査にも経済減速の兆候が現れています。

22年後半は、個人消費など家計の総需要抑制によって、GDP経済成長は更に、潜在成長率とみられる2%を下回る成長ペースまで減速すると、従来から筆者は予測しています。最近の経済指標の動きは、筆者の想定にほぼ沿う格好で、経済成長率が減速していると判断しています。

## インフレ率上振れが続く

一方、米消費者物価コアは、21年10月から年率6%超の極めて高い伸びとなっています。財部門の供給制約を受けた、自動車などの消費財の価格上昇に加えて、21年後半からは、労働市場の逼迫に伴う賃金上昇がもたらす、住宅などサービスセクターの価格上昇が、インフレに大きく影響しています(図表2)。

米国の労働市場において、失業率が3%台半ばまで改善しました。21年までの経済高成長に加えて、新型コロナウイルスの蔓延で健康リスクが高まり労働者の行動が変わったこと、移民流入が大きく減った、などの要因が重なり、労働市場が逼迫化しました。経済正常化とともに、新規ビジネスの立ち上がりなどが起きたので、米国の労働市場においては、対人サービス業を中心に稀にみる人手不足が散見されているとみられます。

2022年に成長率減速と高インフレが併存する状況となり、この状況が長期化するリスクが、22年前半の金融市場での大きな懸念になっています。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

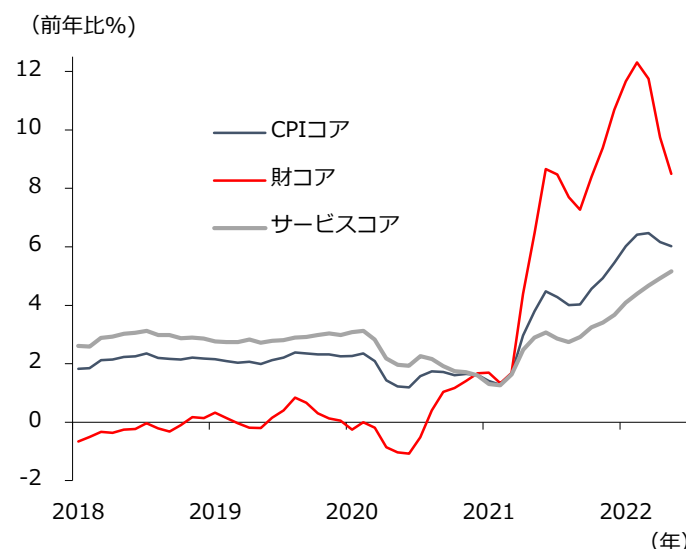
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 米国実質GDPと週次経済活動指数



期間：週次経済活動指数は2018年1月5日～2022年6月24日(週次)、実質GDPは2018年Q1～22年Q1(四半期)、Q2は当社試算(出所)NY連銀、米商務省よりアセットマネジメントOneが作成

図表2 米CPIコアの推移



期間：2018年1月～2022年5月(月次)  
(出所)米労働省よりアセットマネジメントOneが作成

## FRBの政策対応は手遅れ？

FRBが想定する以上に高まったインフレが政治問題化していることもあり、「高インフレは制御できない」との懸念がくすぶっています。パウエルFRB議長やイエレン財務長官などの当局者も、インフレリスクを見誤ったと振り返っています。高インフレをうけて、22年に入り、利上げや量的縮小政策など、引き締め政策ペースを早め、FRBの政策は修正を余儀なくされました。

想定外のインフレを招いた一因は、コロナ対応で繰り出した拡張的な金融財政政策だったので、経済安定化策である金融引き締めは、成長減速とインフレ抑制を実現する有力なツールになりえます。

ただ、今起きてるインフレには複数の要因が影響しており、金融政策がすべてに対応できないので、従来よりもFRBにとって難しい引き締め政策の対応になるでしょう。この意味で、FRBが金融引き締めを進めるにあたり、経済成長率の抑制とインフレ鎮静化を「程よく」実現する難易度は高く、この点についてパウエル議長らも認識しています。

問題は、これまでそして今後のFRBの政策対応で、高インフレが制御できるか、それとも、インフレ圧力が強まり過ぎて制御が難しい深刻な状況に至るかです。この点の判断は難しいですが、今起きてるインフレは、FRBによる金融政策によって制御される可能性が相応に高いと筆者は考えています。

まずは、FRBが21年秋口に、政策姿勢を急転換させました。22年春先に利上げを開始するのに先んじて、引締め効果が顕在化して、前頁で説明したとおり、経済成長を減速させる効果があらわれています。

## サプライチェーンの目詰まり徐々に正常化

また、米国の高インフレの状況は、2022年に変わり始めています。第1に、世界各国の高インフレの引き金となった、製造業のサプライチェーンの目詰まりによる供給制約がもたらす需給逼迫ですが、サプライチェーンの問題が最も深刻だったのは、21年末だったとみられます。

米企業に対するサーベイ（製品の納期期間に関する調査）では、22年初から6月まで改善（納期期間の短期化）が続いています。特に、ISM調査における、製造業の入荷遅延指数は2020年半ば以来の水準まで低下しており、サプライチェーンの目詰まりが、相応に解消されつつあることを示しています（図表3）。

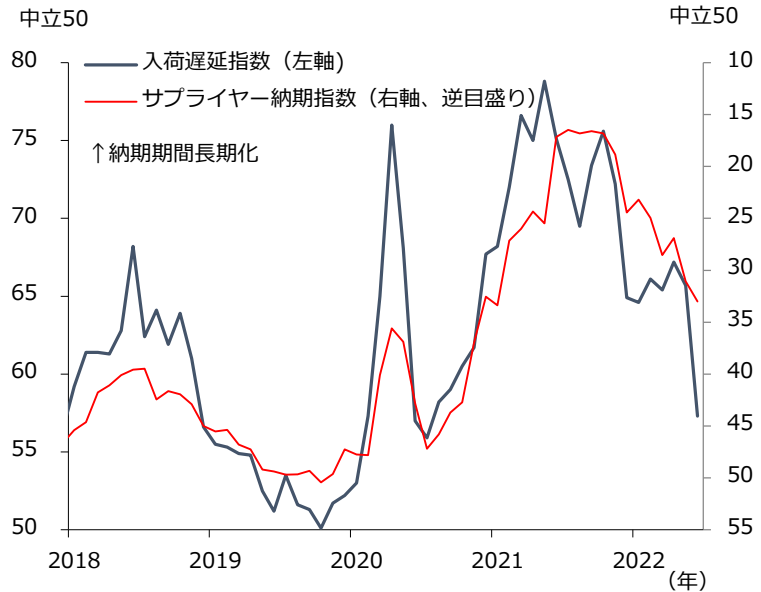
これは、一部業種を除けば米国の製造業においては、部品不足など供給制約は問題ではなくなっていることを示唆しています。むしろ、売上の落ち着きで在庫が過剰になり、一部大手小売り店では、在庫を取り崩す動きもみられます。

半導体部品を含めた広範なサプライチェーンに依存している自動車では、在庫水準がコロナ前の半分程度と低いままで、供給制約の問題が解消されたとは言い難いとみられます。ただ、米国の自動車生産指数は、コロナ禍前の水準まで回復しており、昨年と比べれば、サプライチェーンの目詰まりの問題は緩和しているとみられます。

これらは、コロナ後の高インフレの一因であった、供給制約が深刻だった、財市場での価格上昇圧力が、峠を越えつつあることを示していると言えるでしょう。

図表3

製造業の入荷遅延指数



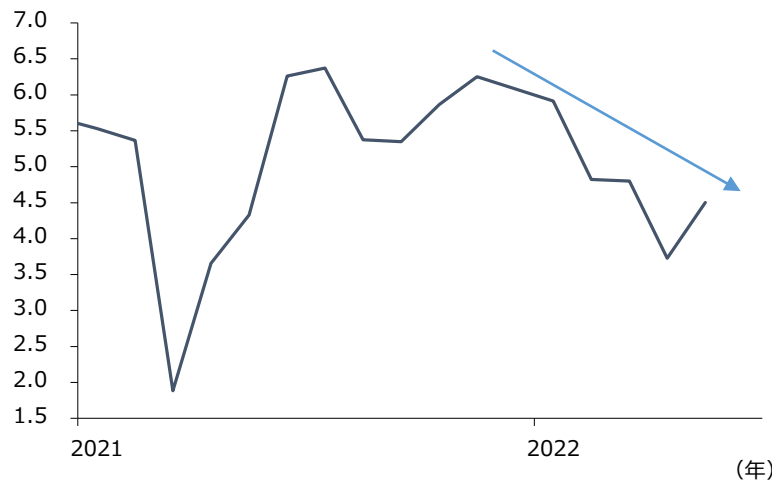
期間：2018年1月～2022年6月（月次）

（出所）ISM、S&PよりアセットマネジメントOneが作成

図表4

平均時給の推移

（3か月前比年率%）



期間：2021年1月～2022年5月（月次）

（出所）米労働省よりアセットマネジメントOneが作成

## 高成長が終わり賃金インフレが落ち着く兆候

第2に賃金上昇率が頭打ちになる兆しがあります。2021年後半に起きた賃金とインフレの上昇は、21年にみられたコロナ後の経済活動のブーム的な高成長がもたらした側面が大きかったと筆者はみています。

実際に労働市場では需給緩和の兆候はほぼありませんが、平均時給の伸びが22年にやや鈍っている兆しがあります（図表4）。この限界的な動きは、FOMC（連邦公開市場委員会）の判断材料になるページブックでも指摘されています。

21年はブーム的な経済の高成長で、人手確保が最優先だったので、企業は賃上げに積極的だったとみられます。2022年に入り経済成長が落ち着くにつれて、企業の賃金設定行動が変わり、生産性に見合った水準への賃金制御を優先させている可能性があるかと筆者は考えています。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

FRBは22年3月FOMCにおいて利上げを開始しましたが、それより前に政策転換を行ったことで、米国経済は22年早々に経済成長が巡航速度に向かい減速しました。成長減速が一因となり、高まっていたインフレ圧力も和らいでいる、と評価できます。

先に説明したとおり、通常よりも制御が難しい高インフレに米国は直面しています。ただ、現在おきているインフレ上昇は、FRBの政策対応で制御することが可能な経済現象に位置付けられる、と筆者は考えています。

## **FRBは、今後インフレと経済の双方に配慮**

FRBは、6月FOMCで75bpsの大幅利上げを決定、政策金利であるFF（フェデラルファンド）金利を1.5-1.75%まで引き上げました。FOMCメンバーの22年末のFF金利予想の中央値は3.25-3.50%となっており、この通りに利上げが行われれば、1年弱で政策金利が3%以上のペースで引き上げられることとなります。

FRBは、インフレ率の上振れで、人々のインフレ期待が揺らぎ、更にインフレが自己実現的に上昇する悪循環を招き、経済活動の弊害になるリスクを、現在最も警戒しています。

当面、大幅な利上げが続くため、年末まではFRBメンバーが想定するとおりに政策金利は、3%台まで引き上げられる可能性が高いとみています。インフレ鎮静化とインフレ期待の安定を、FRBが最も重視する対応は当面変わらないとみられます。

ただ、現在の姿勢が、来年まで全く変わらない可能性は低いとみています。22年末にかけて、これまでの利上げが引き起こす、経済減速の兆候が増えるとみられます。FRBの政策姿勢は、経済成長減速にも目配りする方向に、変わっていくと考えています。

米国経済は、23年にかけて潜在成長率を下回る、経済停滞局面に入るとみられます。ただ、経済成長へ配慮したFRBの政策対応によって、深刻な景気後退は回避されると筆者は予想しています。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。