



2022年12月2日

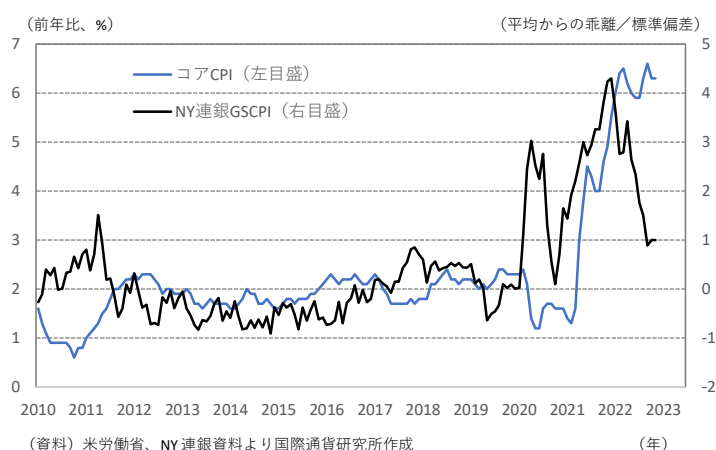
来年の米国経済とインフレの組み合わせ

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部長 岩岡 聰樹

米国のインフレ率が急激な上昇局面に入ってから約1年半が経過した。足元のインフレ率は前年比+6%超と依然高水準にあり、この先、高止まりするのか、低下していくのか不透明感はウクライナ紛争の行方もあり強いものの、来年の方向感としてはインフレ率の低下傾向が期待できる時間帯に入ってきたように思われる。

その理由として大きいのは、供給サイドで物価の押し上げ要因となってきたサプライチェーン混乱の緩和だ。世界のサプライチェーンは、2020年初からのパンデミックを背景にかつてない混乱を余儀なくされた。しかし、NY連銀が試算するGSCPI（Global Supply Chain Pressure Index）でサプライチェーン起因の物価上昇圧力をみると、ロシアのウクライナ侵攻に伴う悪影響も一部あるものの、足元ではその低下傾向が明確になってきている（図表1）。今後、ラグをもって財価格を中心にインフレ圧力の低下に繋がってくるだろう。

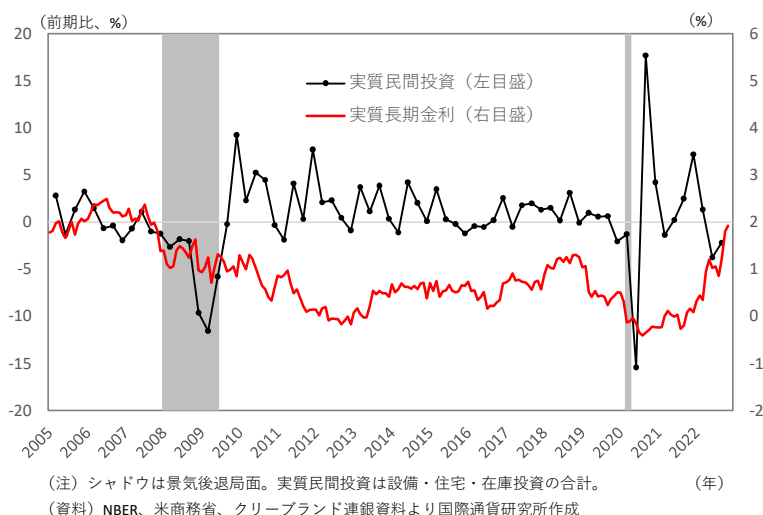
図表1：米コアインフレ率とGSCPI



また、需要サイドでは、FRBの急速な利上げの効果が徐々にだが着実に浸透してきている。クリーブランド連銀が算出する実質長期金利は足元2%程度まで上昇、銀行貸出態度も厳格化するなど金融環境は引き締まってきている。こうしたなか、個人消費こそ政

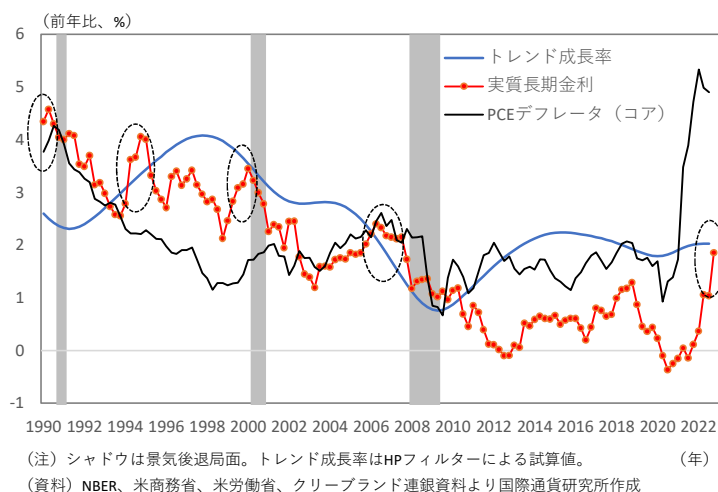
府の所得支援策や労働市場の堅調さを背景に底堅く推移しているが、実質金利への感応度が高い民間投資は住宅セクターを中心に減速ないし減少基調が明らかだ（図表 2）。来年のインフレ率はサプライチェーンの安定化を主因に、投資需要抑制も加わって徐々に低下傾向を辿ること自体は見えてきている。

図表 2：実質長期金利と実質民間投資の推移



ただし、来年の米国経済が景気後退には至らない減速とインフレ鎮静化という、いいとこ取りの組み合わせを実現するのはかなりのナローパスだろう。過去の米国の景気循環と実質長期金利の関係をみると（図表 3）、実質長期金利がトレンド成長率近辺まで上昇した局面ではその後大幅な景気後退を余儀なくされてきた。1995 年にかけて利上げ局面は例外だが、これは所謂 IT 革命で成長率が持続的な上昇局面にあったことや、構造的にインフレ圧力が低下傾向を辿る環境下で予防的な利下げも行った結果である。また、同図からも分かる通り、そもそも実質長期金利とインフレ率の関係はかなり不安定・不確実であり、インフレ率が顕著に低下するのは、金融引き締めによりそれまでに蓄積された経済・金融面の歪みが一気に崩れ景気後退に入った場合だけとも言える。

図表 3：トレンド成長率と実質長期金利、インフレ率の推移



したがって、景気後退を回避出来るかどうかは、FRB が歴史的に高インフレが徐々に落ち着いてくるのをどれだけ忍耐強く待てるかにかかってくるが、中銀としては、方向は低下傾向でも、高水準のインフレ率を長期間容認することでインフレ期待のアンカーが外れてしまうリスクを抱え続けることはハードルが高い。足元の金融市場は利上げペースの減速見込みを好感する動きとなっているものの、これは FRB の意図とは逆であり、結果的に利上げと QT は続けざるを得ないだろう。

米国経済は、潜在成長率の低下に加え、不動産価格高騰や、ノンバンクを通じた高レバレッジ、歴史的ドル高、等の歪みも抱えている。仮に景気後退に入った場合、FRB が過去の様な急速な金融緩和には動けないであろうことも踏まえると、来年の米国経済についてはインフレよりむしろ景気後退とその長期化リスクを視野に慎重に見ていく必要があるのではなかろうか。

以 上

Copyright 2022 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋本 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話：03-3510-0882 (代)

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。