

近づく米国金融政策の転換点

米国ではモノの消費が弱含む一方で、サービス消費はパンデミックの反動から急回復を続けており、物価の過熱感が長引いている。しかし、夏の旅行シーズンが終わった秋以降は、実体経済の減速感がより一層鮮明になる可能性があり、金融政策の展開にも細心の注意が必要だろう。

FRBがインフレの対処に苦戦する二つの理由

世界経済は依然として、インフレ率の動向に振り回される展開が続いており、米国の中央銀行、米連邦準備制度理事会（FRB）も物価の伸びを後追いする形で利上げやバランスシート圧縮のペースを加速させている。

FRBを筆頭に、各国の中央銀行がここまでインフレの制御に戸惑っている最大の原因は、今回のインフレを「一時的」なものだとして、初動が著しく遅れた点にある。

だが、苦戦の理由にはもう一つあり、それは物価や景気の行方を見る上で大切な経済指標の動きが、今この瞬間に限っては、パンデミックの影響を受けて普段の経験則とは異なっているという点だ。その結果、FRBも市場参加者も、経済や物価の先行きがいつも以上に読みにくくなっていると考えられる。

低迷するモノの消費、急回復するサービス消費

その一例が、足元の米国の消費行動である。

2年前、世界の多くの国がパンデミックの影響でロックダウンに入った時には、人々は生活を維持する以外の消費活動をほぼ一斉に停止した。しかしその直後には、米国をはじめとして様々な給付金が配られたことに加え、消費を抑制したことで半ば強制的に貯蓄が増え、金利も大きく下がったことから、人々は感染のリスクが高いサービスへの消費を抑える代わりにモノ（＝財）への消費を急増させていった。このモノへの需要の急回復は世界的な物流網混乱の一因ともなり、ウクライナ情勢と相まって足元の物価高騰の引き金ともなった。

図表1 米国の財・サービス別実質消費支出の推移



ところが、足元の米国の実質消費（図表1）の動きを見ると、モノの消費に関しては、コロナ禍後に起きた購買行動の反動に加えて、物流の混乱に伴う物価の高騰や供給不足などから、昨年の後半以降、1年近くにわたってやや弱含みで推移している。

最近では、米総合小売大手などで、物流網の混乱から入荷した商品が売れ筋の時期を逸して在庫が積みあがっているほか、住宅市場では住宅ローンの金利が急上昇したことで新築住宅の在庫が急増している。6月になってから、米製造業に関するマインド指標で予想外の悪化が散見されるが、これらは、上で指摘したモノの消費や住宅投資の鈍化を反映している可能性がある。

その一方で、同国のサービス消費は、ワクチン接種の進展などから新型コロナウイルスへの警戒感が薄れたこともあって、図表1にあるように、コロナ前とは明らかに異なるペースで回復を続けている。実際、夏の旅行シーズンへのニーズも2021年に比べて高まってきており、米ValuePenguin社などの調査¹⁾によれば、夏の旅行プランを持っている米国の消費者は2021年は53%だったが、今年は73%にまで増えてきている。

NOTE

- 1) Papandrea, Dawn, "73% of Americans Have Summer Travel Plans (a Pandemic High) — But Travelers Are Taking Fewer Trips Amid Increased Spending," ValuePenguin, May 23, 2022.
<https://www.valuepenguin.com/summer-travel-plans-survey>

通常の経済指標の読み方なら、金利の上昇で住宅市場の動きが鈍り、小売で在庫が積みあがって製造業のマイナスも悪化傾向となれば、循環的な景気の減速を強く意識するはずである。ところが、今回に限っては、多少価格が上がろうとも、旅行などサービスに関する「リベンジ消費」が今夏にかけて顕在化している途中である可能性があり、この点が、他の経済指標が示唆するよりも物価の過熱感が長引く原因になっているとも考えられる。

実際、今年5月時点での「食料・エネルギーを除く財＝モノの物価」と「エネルギー関連を除くサービスの物価」の二つの動きを見てみると（図表2）、より最近の変化が反映しやすい3か月前比年率換算ベースでは、モノの物価がプラス1.8%とあまり伸びなくなっているのに対し、サービスの物価はプラス8.0%と伸び率も高いうえ、上昇傾向が未だに続いている。

図表2 米国の財・サービス別のインフレ率の推移



リベンジ消費が 過剰な金融引き締めを招く可能性

他方で、米個人の一人当たりの可処分所得に目を転じると、名目では緩やかに増え続けている一方で、物価で

除した実質では、物価負けして昨年後半から緩やかな減少基調にある。貯蓄率も直近5月では5.4%にまで下落してきているが、これはコロナ前の2017年から19年までの平均貯蓄率7.5%に比べて2%ポイント以上低い。いくらコロナ禍で生まれた強制貯蓄が巨額だといっても、インフレで購買力が蝕まれ、貯蓄率の低下に追い込まれている状況は持続可能ではない。

だとすると、夏の旅行シーズンが終わり、今年のクリスマス商戦を迎える時期になると、リベンジ消費の特需が消えて実体経済の減速傾向が今以上に鮮明になるだけでなく、総合小売りなどが抱える過剰在庫の価格低下圧力などが物価統計で一気に表面化する危険性がある。そして、仮にその時まで、FRBが食料・エネルギー価格の高騰やリベンジ消費による物価上昇につられて政策金利を上げ続けると、後日振り返ると米国の実体経済にとって過剰な金融引き締めだったという危険性さえ孕んでいるように思える。

しかし、国内の実体経済が悪化してきたので、金融政策を転換したいとFRBが思っても、仮にその時点でも食料やエネルギーの価格が不安定なまま推移していた場合には、本格的な金融緩和に舵を切っているのか、ためらいが出てくるかもしれない。

そのため、今秋以降のFRBの金融政策は、米国内の景気減速を重視するのか、それとも食料やエネルギー価格を含めた物価全体の制御に重きを置くのかで、その方向性が大きく変わってくると考えられる。

Writer's Profile



佐々木 雅也 Masaya Sasaki

未来創発センター 戦略企画室
 エキスパートエコノミスト
 専門はマクロ経済分析
focus@nri.co.jp