

米利上げによる米国経済への影響

—インフレ高止まりが招く悪影響の連鎖に要注意—

信金中央金庫 地域・中小企業研究所主任研究員

鹿庭 雄介

(キーワード) 利上げ、住宅投資、設備投資、個人消費、輸出、高インフレ、住宅価格、家計債務

(視 点)

高インフレが続く中、FRBは2022年3月に利上げに踏み切った。その後も、通常の2倍、3倍のハイペースで利上げを続けていることから、米国経済に悪影響が及ぶのではないかとの懸念が広がっている。本稿では、利上げが米国経済に与える影響を過去2回の利上げ局面（04年局面と15年局面）との比較を通じて明らかにしていきたい。

(要 旨)

- 利上げの影響をGDPの需要項目別に確認すると、金利に左右されやすい住宅投資は過去2回の利上げ局面の双方で伸び率が鈍化している。ただ、足元における実質長期金利の低さや、GDPに占めるシェアの低さから、米国経済に与える直接的な影響は小さいとみられる。
- 他方、設備投資は過去の利上げ局面で減速感がみられない。情報処理機器向けやソフトウェア向けの設備投資が利上げ開始後も堅調に推移したためであり、その後もシェアを高めていることを踏まえると、22年局面でも米国経済の下支え役となる可能性がある。
- 個人消費も過去の局面で大きく落ち込んでおらず、22年局面では失業率の低さが際立っていることから、雇用が消費の後押しとなる可能性すらある。輸出は利上げによるドル高圧力の強まりが下押し要因となるかもしれない。しかし、過去2回の利上げ局面においてドル高基調が定着している様子はみられず、結果として輸出も大きく減少していない。
- このように過去の利上げ局面において米国経済の大幅悪化は確認できず、ゆえに今回22年局面でも設備投資や個人消費で生じる追い風を受けて、景気の拡大基調が維持される可能性はある。ただその一方で、22年局面だけで観察される高インフレには注意が必要である。資源価格の上昇継続などによってインフレ率が想定外に高止まりする事態となれば、購買力の低下を通じて個人消費への下押し圧力がより強まることにもなりかねない。
- そしてインフレ率の高止まりは利上げ期間の長期化や利上げペースの加速にもつながる。量的引締めが急ピッチで進んでいることもあって、金利に左右されやすい住宅投資や設備投資などを中心に悪影響が過去の利上げ局面より大きくなる恐れもある。
- さらに利上げの長期化とペース加速は、家計の債務返済にも影響を与えかねない。足元の家計債務負担率（元利払い/可処分所得）は極めて低いものの、金融引締めの強化によって元利払いが急増すれば、債務返済に窮する家計が増えることにもつながる。また、住宅投資の急減によって、コロナを機に急上昇を続けてきた住宅価格が下落トレンドへ転じれば、逆資産効果を通じた強い下押し圧力が個人消費に加わる可能性もある。

(注) 本稿は2022年8月31日時点の情報を基に作成した。

1. 利上げを急ぐFRB

FRB（米連邦準備理事会）は22年3月のFOMC（米連邦公開市場委員会）で政策金利であるFFレート（フェデラルファンド・レート）を0.25ポイント引き上げ、コロナ禍の危機対応として始めたゼロ金利政策を2年ぶりに解除した（図表1）。続く5月のFOMCでは通常の2倍となる0.50ポイント、6月と7月は通常の3倍となる0.75ポイントの利上げにそれぞれ踏み切っている。ハイペースで利上げを進める背景には急激なインフレがある。FRBがインフレ指標として最も重視しているコアPCEデフレーターをみると、直近6月は前年比+4.6%とピークの2月（同+5.3%）からは幾分低下したものの、なお物価目標である2%の倍以上の水準となっている。物価が高止まりしている現状を踏まえると今後もしばらく利上げは続くと思われる、様々な経路を通じて米国経済に悪影響を及ぼす恐れがある。

2. 米利上げの局面比較（GDP需要項目別）

では、具体的に利上げは米国の国内経済にどういった影響を与える可能性があるのか。ここでは過去2回の利上げ局面（04年局面と15年局面）が米国経済に与えた影響をGDPの需要項目別に分けてみていくことにする。

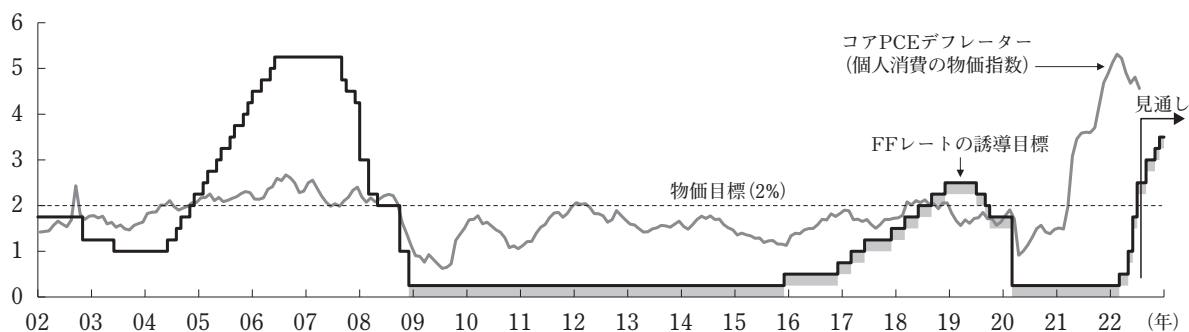
(1) 金利に左右されやすい住宅投資

利上げは長期金利を始めとする様々な金利に上昇圧力を加える。なかでも影響を受けやすいのが住宅投資と設備投資であろう。実際、住宅投資は過去2回の利上げ局面の双方で伸び率が徐々に低下しており、特に04年局面の3年目（06年4～6月期～07年1～3月期）は前年比12.5%減と大きく減少している（図表2）。

そして、住宅ローン金利と連動して動く名目長期金利は04年局面、15年局面とも利上げ開始後しばらくしてから上昇を始めている（図表3）。一方、今回22年局面をみると利上

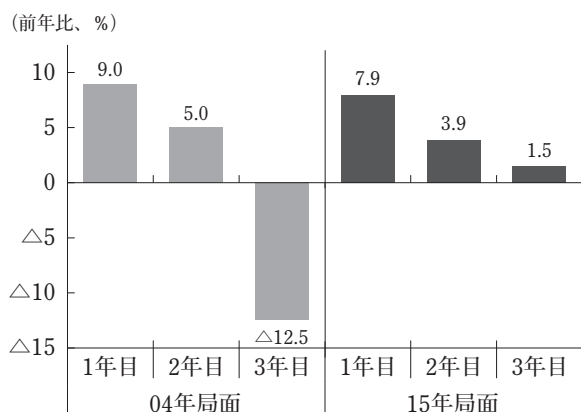
図表1 政策金利とインフレ率（米国）

(%、前年比%)



(備考) 1. 見通しは当研究所の予測
2. FRB資料、米商務省資料より作成

図表2 住宅投資の局面比較



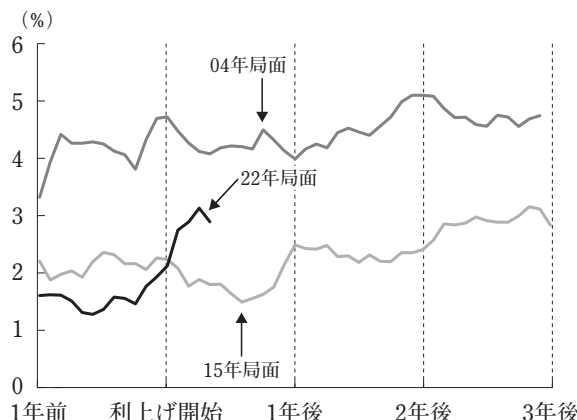
(備考) 1. 04年局面の1年目は04年4～6月期からの1年間を、15年局面の1年目は15年10～12月期からの1年間をそれぞれ起点にして計算 (以下同じ)
2. 米商務省資料より作成

げ開始前からすでに長期金利が急ピッチで上昇しており、水準も15年局面を大きく上回っている。

もっとも実際の投資行動に影響を与えるのは、こうした我々が日々目に触れる名目金利ではなく、物価変動の影響を除いた実質金利である。実質金利は名目金利から人々が将来予測するインフレ率（期待インフレ率）を差し引いて求められる。このため名目金利が高水準であっても期待インフレ率がそれ以上に高ければ実質金利は低くなり、投資を促進する効果が生じることになる。逆に、名目金利が低水準であっても期待インフレ率が極端に低ければ（もしくはマイナスであれば）実質金利は高くなり、投資を抑制する方向に力が働くことになる。

こうした観点から、米国の実質長期金利を反映する10年物価連動債利回りの動きをみると、今回22年局面は利上げが始まった時点でマイナス圏にあったことが分かる（図表4）。

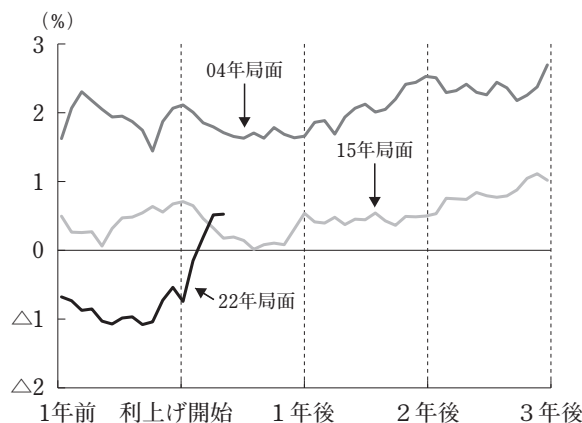
図表3 名目長期金利の局面比較



(備考) 1. 長期金利は10年国債利回り
2. 利上げ開始は04年局面が04年6月、15年局面が15年12月、22年局面が22年3月 (以下同じ)
3. 各種資料より作成

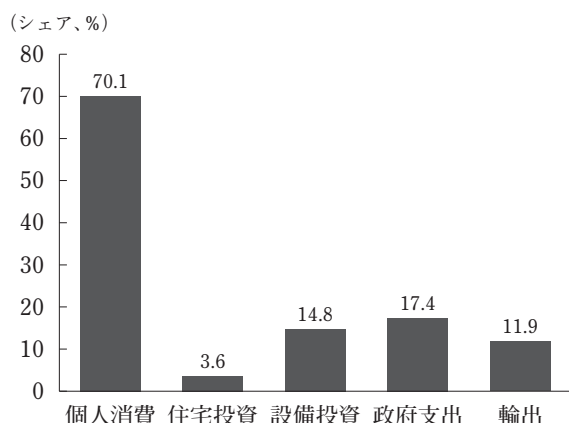
その後、実質長期金利は急ピッチで上昇しプラス圏へと浮上するが、それでも15年局面と同水準程度までにしか達しておらず、現時点では住宅投資を大きく抑制するほどの影響力があるとは考えにくい。もっとも、先行きハイペースでの利上げが見込まれていることから実質長期金利もそれに合わせて大きく上昇する可能性はある。しかし、GDP全体に占める住宅投資のシェア（21年：3.6%）が極め

図表4 実質長期金利の局面比較



(備考) 1. 実質長期金利は10年物価連動債利回り
2. 各種資料より作成

図表5 GDPに占める需要項目のシェア



(備考) 1. 21年の実質GDPに占めるシェアを示す
2. 米商務省資料より作成

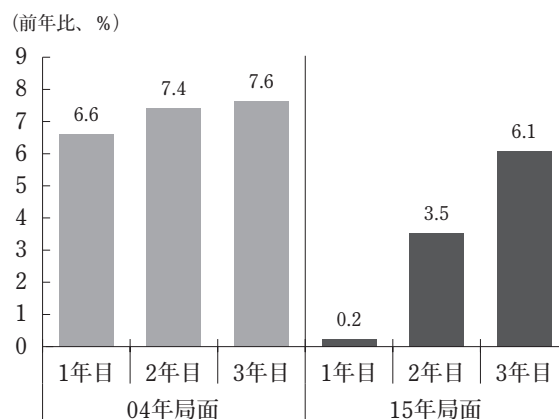
て低いことを踏まえれば、たとえ実質長期金利の上昇によって住宅投資が急減速したとしても米国経済が受ける直接的な影響は小さいと考えられる(図表5)。

(2) 情報処理機器向けとソフトウェア向けが設備投資を下支え

では、住宅投資と同じく金利に左右されやすい設備投資は利上げ局面でどれくらい影響を受けるのだろうか。GDP全体に占めるシェア(21年:14.8%)は住宅投資よりも高く、金利上昇による借入コストの増加で設備投資に下押し圧力が加われば、米国経済全体にも相応のダメージを与える可能性がある。しかし、04年局面をみると、設備投資は利上げ開始後も5%を超える高い伸び率を維持している。また、15年局面も1年目こそ低い伸び率となったものの、利上げが本格化した2年目以降は逆に伸び率を高めており減速感は見られない(図表6)。

利上げ局面で設備投資はなぜ堅調に推移し

図表6 設備投資の局面比較



(備考) 米商務省資料より作成

たのか。その要因を探るため、過去の2局面における設備投資の動きを資産別に示したのが図表7である。これをみると、構築物向けや産業設備向け、輸送用設備向け、その他設備向けの設備投資などは利上げ後の3年間に大きく減速ないし減少に転じる場面が多かったことが分かる。これに対して、情報処理機器向けやソフトウェア向けの設備投資は設備投資全体の伸び率を上回ることが多く、全体のけん引役となっていたことが分かる。これらの設備投資は年々シェアを高めており、さらにコロナ禍でデジタル関連需要が急拡大していることも勘案すると、今回22年局面でも下支え役となることが期待される。

(3) 個人消費は雇用情勢や株価上昇が後押し

他方、個人消費や輸出は住宅投資や設備投資と比べると、金利上昇の直接的な影響を受けにくいと考えられる。まず、GDPの7割を占める個人消費をみると、過去の利上げ局面において大きく減速していないことが分かる

図表7 設備投資の局面比較（資産別）

(前年比、%)	04年局面				15年局面				22年局面
	シェア	1年目	2年目	3年目	シェア	1年目	2年目	3年目	シェア
全体	<100.0>	+6.6	+7.4	+7.6	<100.0>	+0.2	+3.5	+6.1	<100.0>
構築物	<28.3>	+0.8	+2.2	+8.9	<20.9>	▲7.0	+5.1	+3.5	<14.9>
情報処理機器	<10.6>	+10.3	+13.4	+13.7	<16.8>	+5.2	+5.4	+8.8	<22.2>
産業設備	<11.3>	+1.8	+7.6	+7.7	<8.8>	▲0.9	+2.1	+6.0	<9.5>
輸送用設備	<11.0>	+18.2	+9.9	+4.8	<11.6>	▲2.6	▲3.7	+4.3	<6.7>
その他設備	<12.2>	+8.2	+9.3	+1.0	<9.1>	▲7.1	▲2.4	+6.2	<8.9>
ソフトウェア	<9.4>	+11.0	+8.8	+7.1	<14.2>	+8.6	+11.4	+11.2	<20.6>
研究開発	<15.5>	+2.8	+4.0	+9.3	<15.7>	+7.5	+2.7	+4.9	<17.5>

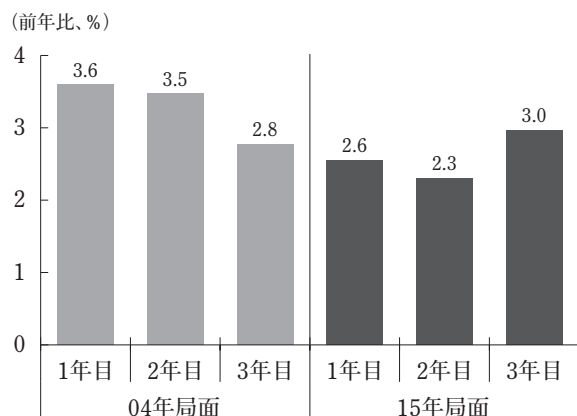
(備考) 1. 各年において伸び率の高い上位2つは白抜きとした。
2. 米商務省資料より作成

(図表8)。個人消費が底堅く推移した要因の一つとして雇用情勢が堅調だったことが挙げられ、失業率は04年局面と15年局面の双方で利上げ開始後も低下を続けている(図表9)。そして、今回22年局面では失業率の低さが際立っている。FRBは先行き失業率の上昇を見込んでいるが、それでも完全雇用の目安の一つである長期見通し(4.0%)程度までしか到達せず、上昇幅は極めて限定的と言える。このため、今回の利上げ局面においても良好な雇用情勢が追い風となることを期待できる

かもしれない。

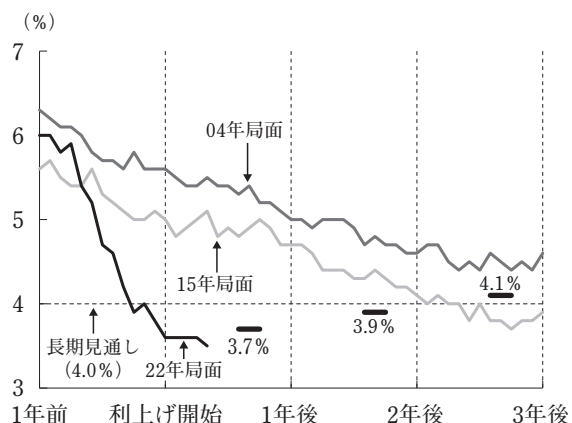
米国の株式市場が利上げ開始後、上昇基調を維持していたことも個人消費の後押しになったと考えられる。過去2局面におけるダウ工業株30種平均の動きをみると、利上げ開始直後こそ、やや弱含んだ動きがみられたものの、その後は一転して上昇基調で推移している(図表10)。特に15年局面の2年目以降はトランプ前大統領の就任時期と重なっており、政策に対する期待感から株価が大きく上昇した。これにより家計が保有する金融資

図表8 個人消費の局面比較



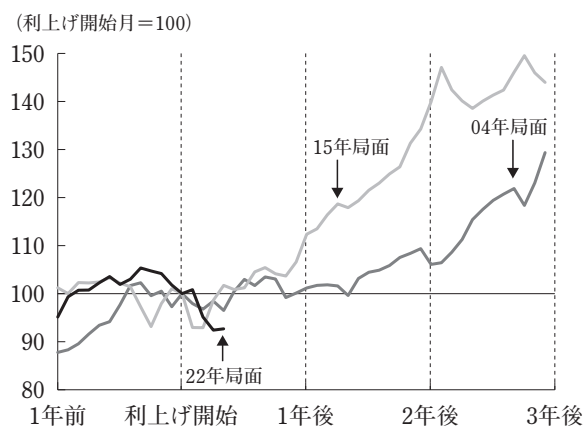
(備考) 米商務省資料より作成

図表9 失業率の局面比較



(備考) 1. 太線3つはFOMC見通しの中央値
2. 米労働省、FOMC資料より作成

図表10 ダウ工業株30種平均の局面比較



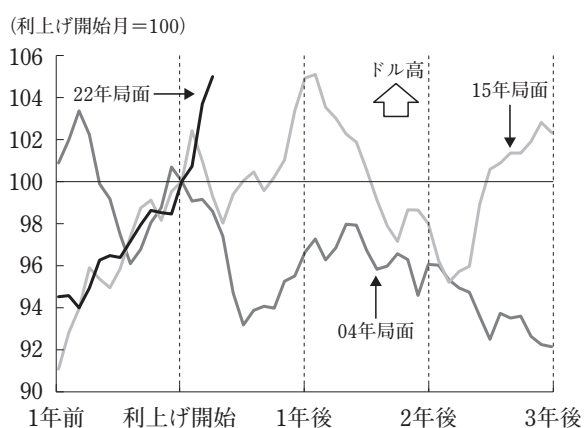
(備考) 各種資料より作成

産の価値が上がり、個人消費の拡大へとつながったと考えられる（資産効果）。

(4) 輸出では利上げ後もドル高圧力は強まらず

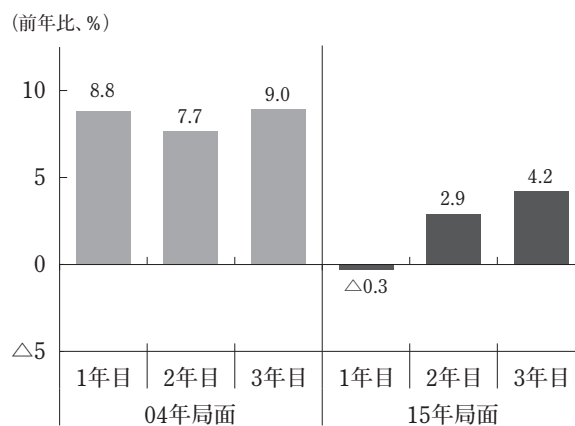
利上げによる輸出相手国との金利差拡大はドル高圧力を強める要因となるため、輸出下押しに作用する可能性がある。ただ、通貨の総合的な実力を示す実質実効レートをみると、過去の2局面においてドル高が大きく進んでいるわけではない（図表11）。むしろ04年局面はドル安気味で推移しており、輸出に

図表11 米ドルの実質実効為替レートの局面比較



(備考) BIS資料より作成

図表12 輸出の局面比較



(備考) 米商務省資料より作成

は追い風が吹いていたと言えよう。実際、04年局面の輸出は利上げ後も高い伸び率を維持しており、15年局面も1年目こそ小幅に減少したものの、利上げが本格化する2年目以降は伸び率を高めている（図表12）。

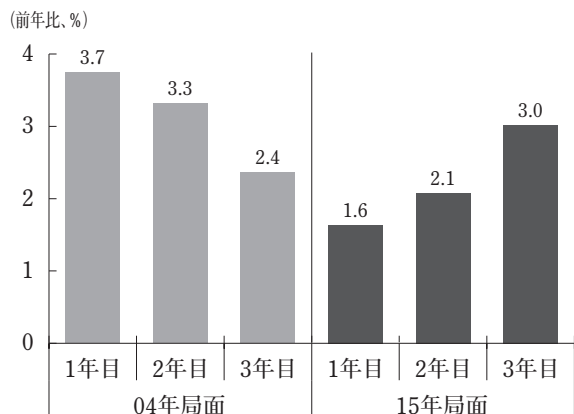
3. 22年局面における下振れリスクの可能性

(1) 今回局面で特徴的な高インフレ

以上みてきたように、過去2回の利上げ局面においてGDPの主要な需要項目が大きく悪化する事態は回避され、結果としてGDP成長率もプラスを維持してきた（図表13）。今回22年局面でも個人消費や設備投資が堅調に推移し、景気の拡大基調が維持される可能性はある。

一方、過去2回の局面では見られなかった22年局面だけの特徴もある。その一つが高インフレであろう。利上げ開始時点におけるコアPCEデフレーターは、15年局面が前年比+1.1%と物価目標の2%を大きく下回り、

図表13 GDP成長率の局面比較

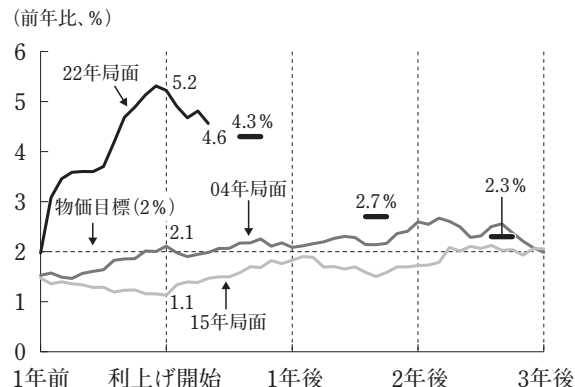


(備考) 米商務省資料より作成

04年局面も同+2.1%とほぼ目標と同水準に留まっていた(図表14)。これに対して、22年局面は同+5.2%と物価目標の2倍を超える高水準でのスタートとなっている。FOMC見通し(中央値)ではコアPCEデフレーターは先行き低下に転じると想定しているが、利上げ開始から3年近くが経ってもなお物価目標を上回る見込みとなっている。そして、当然ながらこの高いインフレ率は家計の実質所得を減少させる要因となる。

また、家計の生活実感により近いのは先述のコアPCEデフレーターに食料やエネルギーなどを加えたPCEデフレーター(総合)である。22年局面の利上げ開始時点で前年比+6.6%とコアPCEデフレーターよりも水準は高く、直近22年7月も前年比+6.3%と高水準を維持していることから、実質所得の下押し圧力はかなり大きくなっていると考えられる(図表15)。食料やエネルギーの価格はウクライナ情勢といった地政学リスクに左右されやすく、利上げを始めとする金融政策ではコントロールが

図表14 コアPCEデフレーター(コア)の局面比較



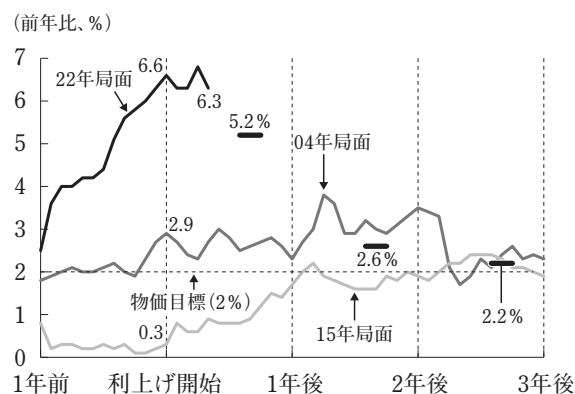
(備考) 1. 太線3つはFOMC見通しの中央値
2. 米商務省、FOMC資料より作成

難しいとされている。ウクライナ情勢の展開次第では、PCEデフレーター(総合)の前年比がさらに上昇し、個人消費への下押し圧力がより強まる可能性も考えられる。

(2) インフレ高止まりが招く、利上げ期間の長期化とペース加速

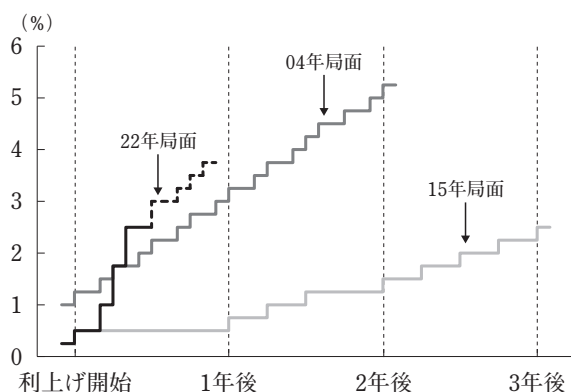
インフレ率の高止まりは利上げ期間の長期化や利上げペースの加速にもつながる。図表16は今回22年局面の利上げ(当研究所見通し)と、過去2回の利上げを比較したものであ

図表15 PCEデフレーター(総合)の局面比較



(備考) 1. 太線3つはFOMC見通しの中央値
2. 米商務省、FOMC資料より作成

図表16 FFレートの局面比較

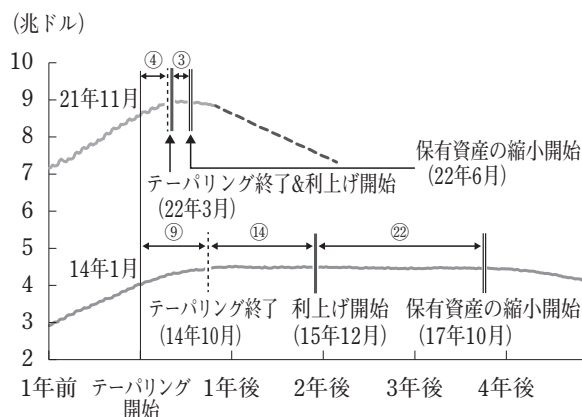


(備考) 1. 点線部分は当研究所の見通し
 2. 15年局面と22年局面はFFレート誘導目標の上限
 3. FRB資料より作成

る。これをみると15年局面は1回目の利上げから2回目の利上げまで1年の期間が空くなど、相対的に緩やかなペースで利上げが進んだことが分かる。他方、04年局面は利上げ期間が約2年と15年局面よりも短い半面、利上げペースは速く、最終的に5%を超える水準に到達している。一方、今回22年局面は当研究所の見通しを前提とすると、利上げ期間が1年程度と最も短くなり、また利上げペース自体は早いものの、利上げの到達点は4%弱と04年よりも低い水準となることから、現時点では利上げによる米国経済への影響は過去の2局面と比べて限定的になると見込んでいる。ただ、インフレ率が先行きFRBの見通しよりも高い水準で留まるような状況となれば、利上げ期間の長期化やペース加速を招き、経済への悪影響が過去の局面よりも大きくなる恐れはある。

また、今回22年局面は15年局面と同じく、利上げとともに量的引締め（QT）を行って

図表17 FRBバランスシートの局面比較
 (テーパリング開始後)



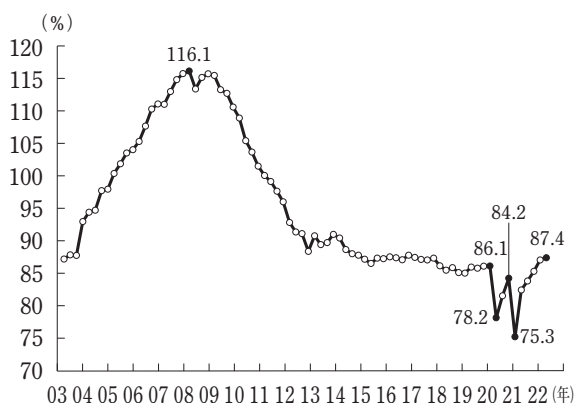
(備考) 1. マル囲みの数字は当該期間の月数を示す。
 2. 点線部分は23年まで月950億ドルずつ縮小した場合の試算
 3. 各種資料より作成

いる。ただ、15年局面では利上げ開始から2年近く経過した後に量的引締めへと舵を切ったのに対し、22年局面では利上げ開始からわずか3か月後に量的引締めを開始している（図表17）。さらに削減幅をみると、22年局面では9月以降、米国債（600億ドル）とMBS（住宅ローン担保証券、350億ドル）の合計で月950億ドル（上限）が予定されている。これは前回15年局面のほぼ倍のペースとなる。利上げ期間の長期化やペース加速に加え、こうした急ピッチでの量的引締めが行われることによって金融引締めの効果が強まり、金利上昇の影響を受けやすい住宅投資や設備投資を中心に悪影響が強まる恐れもある。

(3) 利上げによるローン負担増の可能性

さらに、こうした金融引締めの強化が住宅市場を混乱させる可能性もある。可処分所得対比でみた家計債務残高は直近22年4~6月期に87.4%と、サブプライムローンの急増に

図表18 家計債務残高（対可処分所得比）



（備考）米商務省、FRB資料より作成

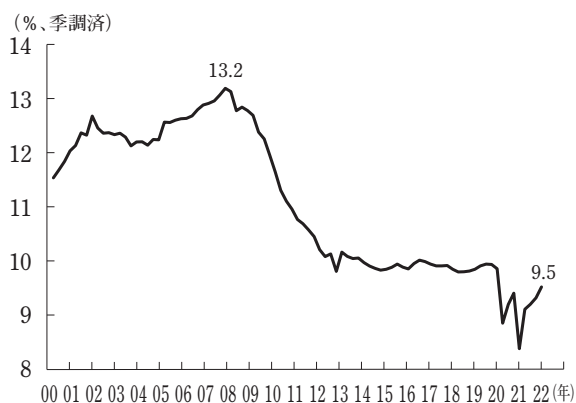
よってピークを付けた08年1～3月期の116.1%と比べて水準は低く、家計が過剰な債務を抱えているとはいえない（図表18）^{（注1）}。また、可処分所得に占める元利払いの負担割合を示す家計債務負担率も、足元22年1～3月期は9.5%と非常に低い水準となっており、今のところ家計はローンの支払いに窮していない様子である（図表19）。

ただ、後者の家計債務負担率については、今後の利上げとそれに伴う住宅ローン金利の上昇などを受けて水準が切り上がる可能性がある。さらにインフレ率の高止まりによって、利上げ期間の長期化やペース加速を招く事態となれば、家計債務負担率が急上昇し、ローンの支払いが厳しくなる家計も増えてくる可能性がある。

（4）住宅価格の下落による個人消費への影響

高インフレとともに、22年局面でもう一つ特徴的なのが急ピッチで進む住宅価格の上

図表19 家計債務負担率



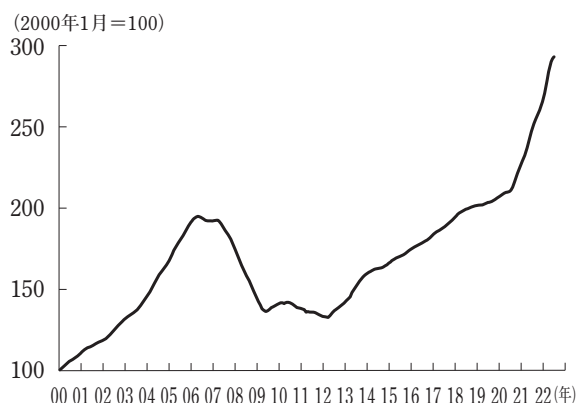
（備考）1. 家計債務負担率＝元利払い／可処分所得
2. 米商務省、FRB資料より作成

昇である。利上げ開始後も住宅価格が上昇を続けていたという点では過去の2局面と22年局面に違いはない。ただ、ケース・シラー住宅価格指数の動きをみると、住宅価格の上昇ピッチは22年局面が最も急になっており、コロナ禍におけるサプライチェーンの混乱や人手不足などによる供給制約が価格を押し上げたとみられる（図表20）。

このように急ピッチで上昇してきた住宅価格が利上げの影響で先行き下落に転じる可能性がある。実際、住宅ローン金利の急上昇によって住宅ローン申請件数が減少に転じ、これを受けて中古住宅販売件数も弱含んでいる（図表21）。コロナ禍での供給制約が徐々に解消に向かう中で、中古住宅販売件数の減少が続くようであれば、住宅価格が下落に転じる恐れもあり、逆資産効果を通じた強い下押し圧力が個人消費に加わる可能性も考えられる。

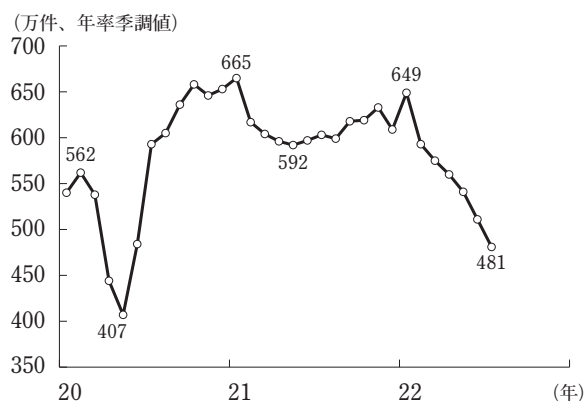
（注）1. コロナショック以降、家計債務残高（対可処分所得比）と家計債務負担率が急低下する局面がみられる。これは米国政府による現金給付が行われたことによって、分母の可処分所得が一時的に大きく増加したためと考えられる。

図表20 ケース・シラー住宅価格指数（米国）



(備考) S&P資料より作成

図表21 中古住宅販売件数（米国）



(備考) 全米不動産協会（NAR）資料より作成

4. 高インフレ継続を起点とした悪影響の連鎖に注意

以上みてきたように、今回22年局面の利上げが米国経済に与える影響をGDPの需要項目別に過去2回の利上げ局面と比較してみると、住宅投資では22年局面における実質長期金利の低さや、GDP全体に占めるシェアの低さからGDP成長率全体に与える影響は小さいと考えられる。また、設備投資は過去の利上げ局面で堅調に推移してきた情報処理機器向けやソフトウェア向けの設備投資が22年局面でも下支え役になると期待される。個人消費も過去の局面で大きく落ち込んでおらず、22年局面では堅調な雇用が消費の後押しとなる可能性すらある。輸出も過去2回の利上げ局面においてドル高基調が定着している様子はみられず、大きな下押し圧力は回避できるかもしれない。こうしたことから、今回22年局面も設備投資や個人消費が堅調に推移し、景気の拡大基調が維持される可能性はある。

ただその一方で、22年局面の特徴の1つである高インフレには注意が必要である。資源価格の上昇継続などでインフレ率が想定外に高止まりするような事態となれば、購買力の低下を通じて個人消費への下押し圧力が強まるかもしれない。また、インフレ率の高止まりは利上げ期間の長期化やペース加速を招くことにもなる。量的引締めが急ピッチで進んでいることも考慮すると、金融引締めによるGDP需要項目への悪影響が過去の局面より大きくなることも考えられる。

さらに金融引締めの強化が住宅市場の混乱につながる可能性もある。足元の家計債務負担率（元利払い/可処分所得）は過去と比べて極めて低い水準にあるものの、利上げの長期化やペース加速により元利払いが急速に膨らめば債務返済に窮する家計が増えることになるかもしれない。また、22年局面のもう一つの特徴である住宅価格の急上昇が住宅投資の急減によって下落トレンドへと転じれば、逆資産効果を通じた強い下押し圧力が個人消費に加わる危険性もある。

22年の利上げ局面は過去の2局面と同じく景気拡大基調が維持されるという期待がある一方、高インフレ継続を起点とした悪影響の連鎖に陥るリスクには十分注意する必要がある。