

エネルギー価格高騰に苦しむ米国経済：景気後退は回避できるのか

オックスフォード・エコノミクス
在日代表
長井 滋人



米国では、当初の予想を大きく上回るエネルギー価格の急騰が幅広い品目に及ぶ高インフレに発展している。これは家計の実質所得を大幅に目減りさせるとともに、対応の遅れた中央銀行による金融引締め加速も招いており、米国経済が2023年には景気後退入りする可能性が高まっている。

1. エネルギー価格上昇の影響

コロナ禍勃発後の原油相場を振り返ると、2020年前半にバレル当たり30ドルを割り込んだ後は今年の夏前まで一本調子で上昇を続けて120ドルをうかがう気配を示した（図表1）。その後は緩やかな低下が続いているが、今夏前までのエネルギー価格急上昇は、ロックダウン後のリベンジ消費を原動力に力強い回復を続ける米国経済への強い逆風となっている。

（1）ガソリン価格は米国家計のアキレス腱

エネルギー価格上昇が成長を押し下げる主な波及ルートは、家計の実質購買力が減少することによる個人消費への影響である。特に車社会である米国では、家計平均で可処分所得の4%程度がガソリン購入に充て

られるため、その価格上昇は消費を大きく押し下げる。

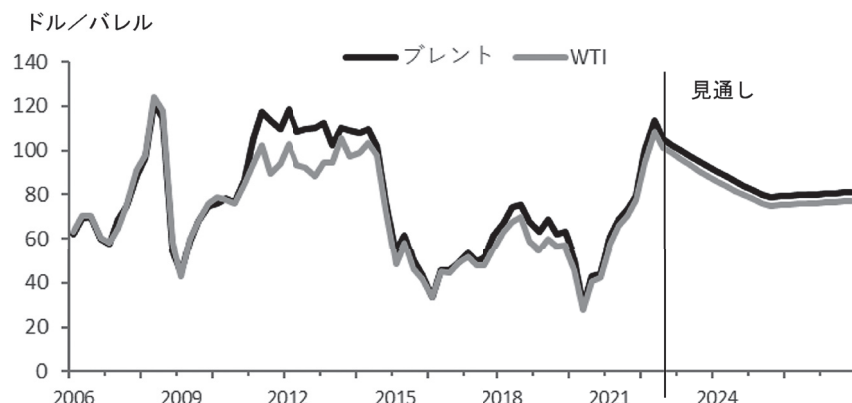
当社モデルによると、年平均で1ガロンあたりガソリン価格が1ドル40セント上昇すると（2022年の平均価格に換算すると4ドル40セントまで上昇）、1家計あたり年間1500ドルの負担増となり、GDPの年間成長率を1%ポイント押し下げる。今年のガソリン価格は一時5ドルを付けたものの、最近では5カ月ぶりに4ドルを割り込んでいる。このまま落ち着けば上記試算ほどは深刻でないにせよ、過去に類をみない大きなダメージではある。

ガソリン価格上昇は、支出に占めるエネルギー費用のシェアが大きい低・中所得層ほどダメージが大きいのが悩ましい。ロックダウンで消費が制限されて積み上がった余剰貯蓄が消費の原資として期待されているが、低・中所得層の助けにはなりにくい。余剰貯蓄はトップ2割の所得層が全体の3分の2を保有するなど高所得層に偏っているためだ。

（2）石油・ガス投資の反応も鈍い

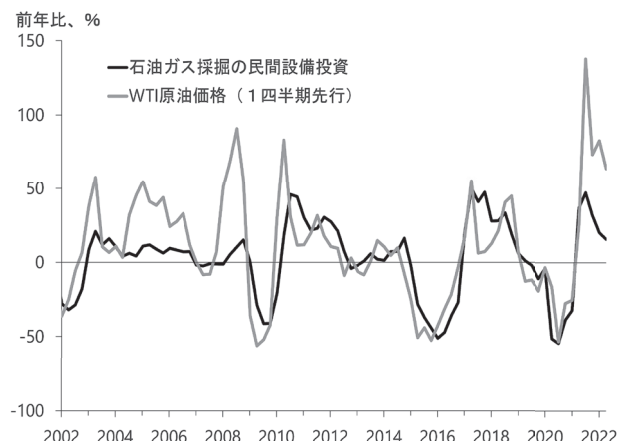
シェール革命以降の米国では、エネルギー価格上昇は石油・ガス産業を勢いづけることで個人消費のマイナスを部分的にオフセットしてきた。ただ、今回はエネルギー価格の上昇幅に比して生産面の反応が鈍い。深刻な設備老朽化やフラッキングに必要な砂などの材料や人手の深刻な不足が影響している。設備投資の増加も期待薄だ（図表2）。脱炭素に向けた動きが本格化するなかで、シェール関連企業はむしろ化石燃料依存からの脱却やバランスシートの縮小を図ろうとしているためだ。

図表1 原油相場の推移と見通し



Source: Oxford Economics/Haver Analytics

図表2 米国：エネルギー投資と原油相場



Source: Oxford Economics/Haver Analytics

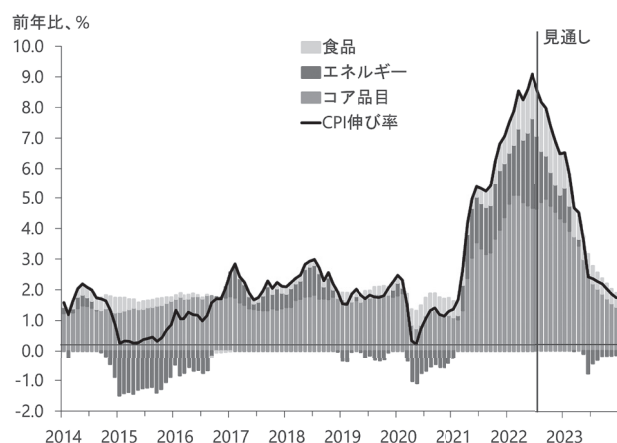
2. インフレの裾野の拡がりや連邦準備制度(FED)のタカ派(物価重視)化

(1) エネルギーだけでは止まらないインフレ拡大

ただ、米国経済がここまで追い込まれて景気後退懸念が高まっているのはエネルギー価格高騰の直接的な影響だけでは説明できない。当初はエネルギー価格が一服すればすぐに収まるとされていたインフレが、品目の裾野を広げつつ拡大していることが事態を深刻化させている。当社の2022年の米国についてのインフレ予測も、年初時点の4%強から直近の8%まで幾度も上方修正を余儀なくされてきた。

品目別の消費者物価指数(CPI)の動きをみると、インフレの裾野の拡大は明らかだ(図表3)。エネルギーに加えて、ウクライナ戦争の影響などもあって食品価格も最近では上押しの寄与度を高めている。より懸

図表3 米国：CPIインフレ率の寄与度分解



Source: Oxford Economics/Haver Analytics

念されるのは、供給ショックで変動しやすいエネルギーと食品を除いたいわゆる「コア品目」の押上げ寄与も高まっていることだ。

コア品目の価格上昇の背景には、ロックダウン後の需要の予想以上の回復の強さがある。ただ、ここでも供給側の一時的な要因が効いていることも確かだ。エネルギーや食品価格の上昇はコア品目にも影響するし、サプライチェーンの混乱による耐久消費財の品不足も効いている。これら供給側の要因の影響はすでに薄れてきており、金融引締めの効果で需要も弱まり始めていることを踏まえると、米国のインフレはコア品目を含めて今後急速に収まっていくと当社は予測している。

(2) FEDの急速なタカ派化の影響

ただ、予想を大きく上回るインフレの拡大は、すでに金融引締めの強化を通じて成長を大きく押し下げている。FEDは当初、インフレはエネルギー価格主導の一過性のものとして本格的な金融引締めは行わない方針を堅持し、物価安定だけでなく、成長・雇用にも配慮するとの姿勢を強調していた。

しかしながら、昨年暮れごろからは高インフレがこのまま定着するリスクが心配になり始め、急速にタカ派化している。この結果、長短金利は急上昇し、住宅投資や設備投資を押下げている。当社はFEDによる今次局面の累積利上げ幅の予想を今年の2月から現在までの間に1.75%も引き上げたが、経済モデル上ではこの上乗せ分だけで来年の米国の成長率を0.3%ポイント押し下げる。

本年入り後のFEDのハト派(景気重視)からタカ派へのあまりにも急激な転換は市場を驚かせた。FEDが懸念し始めたのは、原因が一時的な供給要因であれ何であれ、実際のインフレ率が高い状況が長く続くと人々のインフレ期待が高まり、賃金上昇などを通じて自己実現的に高インフレが定着してしまうという展開だ。

ただ、確かにインフレ期待指標は一時大きく上昇する兆候を示していたが、最近は幾分落ち着きを取り戻している。金融市場で中長期的なインフレのリスクを値付けする物価連動債や家計のインフレ期待を調査するサーベイ指標を見る限り、人々のインフレ期待の低位安定が大きく揺らいでいる可能性は今のところ小さい。また、インフレ期待上昇が自己実現的にインフレ

を招く展開で鍵を握る賃金上昇の動きも次第に収まりつつあるようにうかがわれる。ロックダウン解除後は、対面サービス業などの人出不足に影響された平均労働賃金の急上昇が目立ち、他の職種への拡大が懸念された。こうした動きも、コロナ禍の落ち着きに伴い、労働市場へ働き手が戻り始めたため、落ち着きをみせ始めている。

3. 米国はリセッション入りするのか

エネルギー価格高騰に端を発した米国のインフレ高騰は家計の購買力を毀損すると同時にFEDの急速なタカ派化転換に伴う金利上昇をもたらして景気を急激に悪化させてきた。依然油断は禁物であるが、最近の指標を見る限り、高インフレへの懸念は後退しつつあり、今後の焦点は景気後退を回避できるかに移ってきている。

当社はどうか景気後退を回避できるという軟着陸シナリオの蓋然性が引き続き高いとみている。仮に2四半期連続のマイナス成長というテクニカル・リセッションが発生しても、その底は浅く短期間で回復すると見込む。

そう判断するひとつの理由は、金融危機後と比べて米国の企業と家計のバランスシートがともに健全で、金融面の不均衡もないことだ。それにも増して重要なのは、エネルギー価格やサプライチェーンの混乱といった一時的な供給面からのインフレ圧力が今の調子で収まっていけば、インフレ率が早期に低下していくとみているためだ。

そうなれば市場が想定しているほどFEDが大幅かつ長期の利上げを行う必要がなくなり、むしろ早期に金融緩和に転じることが出来る。当社予測では、FEDは来年初には4%弱で政策（FF）金利の引き上げを停止し、夏場以降に利下げに転じて2%に向けて急速に引き下げていく（図表4）。ただ、今後のインフレとFEDの政策の展開には見通し難い面も多く目が離せない。

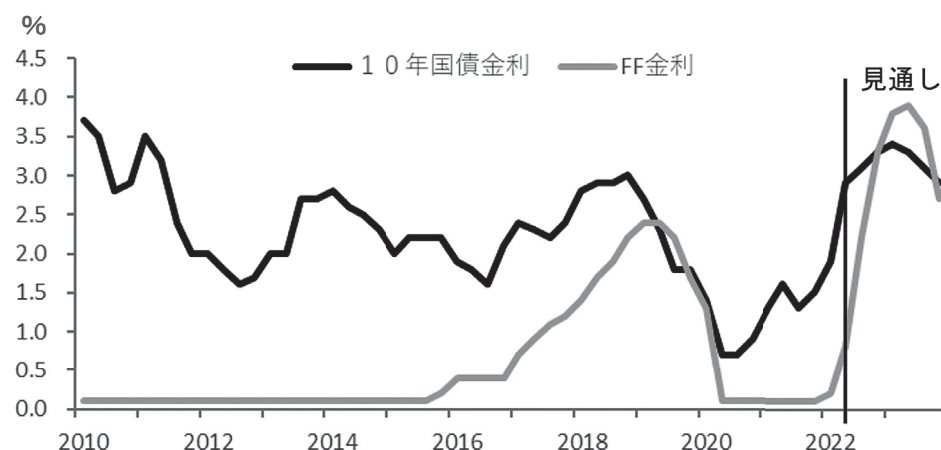
（筆者略歴）

オックスフォード・エコノミクスの在日代表に2017年7月に就任、日本に関する調査を統括すると同時に、海外の金融経済動向に関する同社の見解について日本の顧客やメディアなどに説明を行っている。

現ポジション就任までは日本銀行に勤務、退任前の3年間は国際局長として金融政策決定会合へ参加し、日本銀行の海外経済に関する公式見解の策定に関わった。それ以前は、欧州統括役（ロンドン駐在）、企画局参事役（金融政策の対外コミュニケーション担当）、海外調査担当課長などを歴任。ほかにも、金融政策に関する各種国際会議への参加、アジア金融協力や外貨資産運用といった経験も長い。1993から96年にはエコノミストとしてワシントンDCの国際通貨基金に出向。東京大学経済学部卒業、タフツ大学フレッチャー法律外交大学院で国際関係論修士を取得。



図表4 米国：FF金利と10年債金利の見通し



Source: Oxford Economics/Haver Analytics