

米国経済：利上げ加速で年後半には景気減速感強まる

予想を上回る5月のCPI上昇率とインフレ期待の上昇を受けて、FRBは利上げペースを一段と加速することを決定した。既に、住宅需要は落ち込み、消費者マインドも悪化するなど景気鈍化の兆しが散見されるが、需給ひっ迫を解消するためには、需要をより早期に大幅に抑制する必要性が生じたと考えられる。家計は潤沢に積み上がった貯蓄と堅調な雇用環境に支えられており、個人消費が腰折れることで景気が急速に悪化する可能性は低いが、それでも2022年後半にかけて景気減速感が強まり、2022年通年の成長率は前年比+2%台半ばまで低下すると予想する。2023年も、①比較的堅調な雇用情勢が維持され、②経済が想定を超えて減速した際には早めの利下げが実施されることを見込み、景気の腰折れに至らないと予想する。ただ、ウクライナ情勢等の外的要因により高インフレが長期化する場合など、先行きの不確実性は高く、景気後退に陥るリスクへの警戒を怠れない状況が続くだろう。

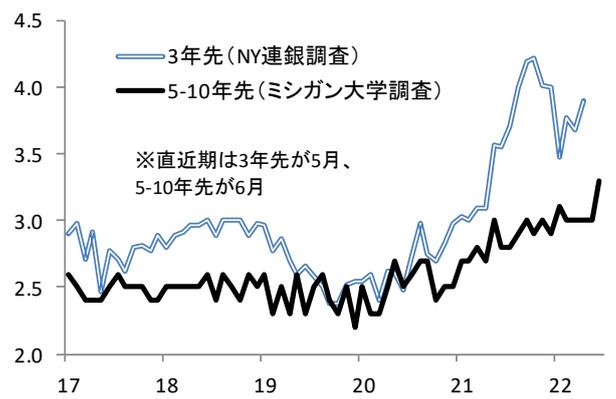
金融政策：高インフレ対応で利上げペースを一層加速

6月15～16日のFOMCでは、政策金利を2022年中にも中立金利を超える水準まで急速に引き上げ、景気を一旦強く抑え込むことでインフレを抑制するスタンスが示された。

まず、政策金利の誘導目標が0.50～0.75%から1.25～1.50%に引き上げられた。パウエルFRB議長は、FOMC後の記者会見で、0.75%Ptもの利上げ幅の理由として、5月のCPI上昇率が予想を超え、インフレ期待を示す各種指標も上昇したことで、FRBの物価見通しを切り上げる必要性が生じたことを率直に認めた。

また、今会合でアップデートされたFOMCメンバーの経済見通し（中央値）では、FRBが目標に用いる第4四半期の実質GDP成長率（前年同期比）が、2022年から2023年にかけて大幅に下方修正された（2022年：3月見通し：2.8%→6月見通し：1.7%、右表）。つまり、FRBは景気が「長期」の平均成長率1.8%を下回るペースまで減速することを容認しているわけである。FRBは、その背景として、個人消費は依然堅調だが、金融環境の引き締めが続く、設備投資や住宅セクターの需要が抑制されることを挙げた。こうしたもと

消費者の中長期のインフレ期待（前年比、%）



（出所）NY連銀、CEIC

FOMC参加者の見通し（中央値）

	（%）			
	2022	2023	2024	長期
経済成長率	1.7	1.7	1.9	1.8
（3月予想）	2.8	2.2	2.0	1.8
失業率	3.7	3.9	4.1	4.0
（3月予想）	3.5	3.5	3.6	4.0
インフレ率	5.2	2.6	2.2	2.0
（3月予想）	4.3	2.7	2.3	2.0
政策金利	3.4	3.8	3.4	2.5
（3月予想）	1.9	2.8	2.8	2.4

（出所）FRB

（注1）2022～2024年の値は政策金利は年末値、それ以外は第4四半期

（注2）経済成長率は実質GDP前年比、インフレ率はPCEデフレーター前年比

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

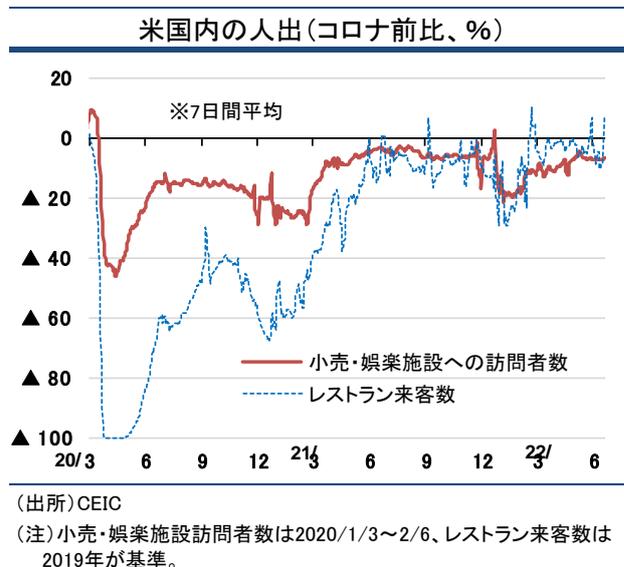
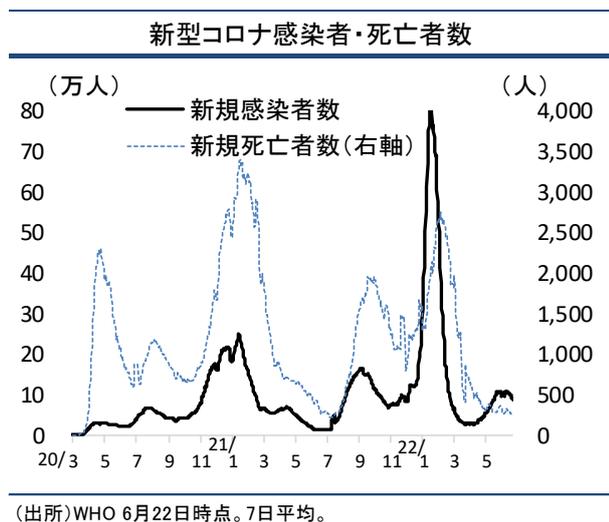
で、労働需給のひっ迫が解消に向かい、失業率は、現在の歴史的に低水準から緩やかに上昇すると予想した。

インフレ率の見通しについては、2022年が一段と上方修正（4.3%→5.2%）された。この理由として、需要が堅調なもとで、ウクライナ情勢の悪化や中国などを起点としたサプライチェーンの混乱などの外的要因の影響が想定以上に強く、価格上昇圧力が広範に渡ったことが挙げられた。一方で、2023年（2.7%→2.6%）、2024年（2.3%→2.2%）は概ね横ばいとし、2023年にかけてはインフレ抑制が進むシナリオを維持した。

そして、一連の経済見通しを踏まえた政策金利の見通しについて「2022年末で3.4%」とし、昨年3月時点の「1.9%」から大幅に上方修正した。2022年中に、FOMCメンバーが「長期均衡」と考える2.5%程度を上回る水準、いわゆる金融引き締め水準まで利上げを進める見通しとなる。さらに、「2023年末で3.8%」、「2024年末で3.4%」と見通し、2023年入り後も利上げを継続し、2023年中ないしは2024年以降に利下げに転じると予想した。

新型コロナ: 人出に大きな変化なく、経済活動への影響は限定的

FRBの政策決定の背景となった経済状況を確認すると、まず新型コロナは、オミクロン変異株の2つの派生型「BA.4」と「BA.5」への置き換わりが進むが、新規感染者数（7日平均）は約10万人/日、死亡者数（7日平均）は約300人/日のまま横ばいで推移している。米国内の人出も大きな変化はなく、経済活動への影響は引き続き限定的である。また、6月12日には、米国への空路入国者に義務付けていた、搭乗1日前までの新型コロナ感染検査の陰性証明の提示が撤廃¹された。感染リスクが低下するも、夏の旅行シーズンに向けてインバウンド需要を促進するための規制緩和といえよう。



個人消費: 耐久消費財から旅行などサービスへのシフトが進む

小売売上高は、5月は前月比▲0.3%と4月（同+0.7%）からマイナスに転じた。インフレの影響を除い

¹ ただし、米国民以外は、引き続きワクチン完了証明の提示が必要となる。

た実質小売売上高（セントルイス連銀試算）では、5月が同▲1.2%と4月（同+0.4%）から大幅に減少した。自動車や家具、家電などの耐久消費財の減少が目立ち、インフレ加速とローン金利上昇を背景に、高額商品の支出が絞られたとみられる。また、これまで消費をけん引してきた外食も鈍化した。一方で、新型コロナの感染リスクが低下することで、小売売上高に含まれない旅行や宿泊に対する繰り越し需要が強まっている可能性が高い。米国運輸保安局（TSA）が公表する航空機利用者数は、5月には2019年対比で90%となり、1～3月の同83%から上昇した。また、ホテル専門の調査会社STRによると、ホテルの稼働率は1～3月には2019年対比で▲10%Pt程度であったが、5月には同▲5%Ptまで回復した。5月は財消費からサービス消費へのシフトが進む形で、個人消費全体としてみれば底堅さを維持したと考えられる。

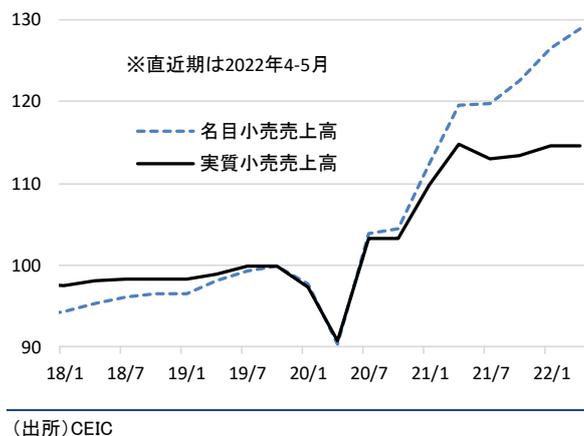
こうした中、6月のミシガン大学の消費者態度指数は、50.2と前月（58.4）から大幅に低下し、1952年の統計開始以降で過去最低水準まで落ち込んだ。幅広い消費者の生活に直結するガソリン価格や食品価格の上昇が、消費者マインドの急速な悪化につながったとみられる。また、FRBによるデータによると、5月のクレジットカード利用など消費者信用残高は、前年比7.5%と約10年ぶりのプラス幅となり、金利上昇への脆弱性が懸念される。個人消費は、コロナ禍で積み上がった家計貯蓄と堅調な雇用情勢を支えに底堅さを維持しているが、消費者マインドの悪化や金利上昇を背景に、鈍化の可能性が高まりつつあることには注意が必要である。

住宅投資：新規建設への慎重姿勢強まる

住宅投資は、5月の住宅着工戸数の戸建てが前月比▲9.2%と、4月（同▲2.9%）に続いて減少し、2021年平均対比で▲7.4%まで落ち込んだ。4月の新築戸建販売は2021年平均対比で▲24.2%、5月の中古販売（戸建て）は同▲11.4%と住宅需要は大幅に減少しており、新規建設（着工）を控える動きが強まったと考えられる。こうした中で、5月の中古住宅の在庫水準は、販売件数の2.4か月分と前月（2.1か月）から上昇し、在庫不足感にも緩和の兆しが窺える。

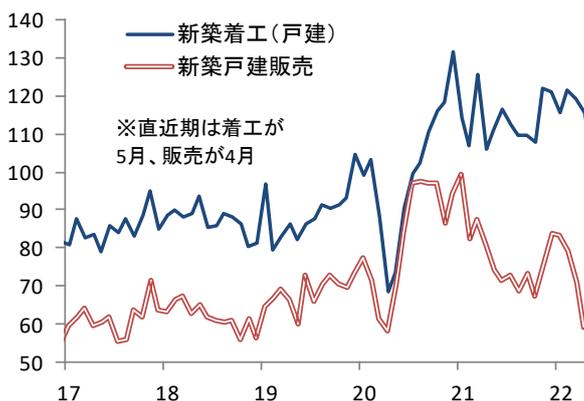
新築住宅販売のセンチメントを示す住宅市場指数（全米建設業協会（NAHB）公表）は、6月は6か月連続で悪化し、2年ぶりの低水準となった。また、30年固定住宅ローン金利が、FRBの利上げ加速を背景に、5月中旬の5.3%程度から6月中旬には5.8%程度まで急上昇した。こうした状況のもとで、住宅ローン申請件数（米抵当銀行協会（MBA）公表）は5月中旬から6月中旬にかけて4%程度減少し、6月10日時点では昨年末比▲46%と22年ぶりの低水準まで落ち込んだ。6月も住宅市場は一段と悪化している可能性が高い。

小売売上高の推移(2019年10-12月=100)



(出所)CEIC

新築戸建ての着工・販売(季節調整値、年率万戸)

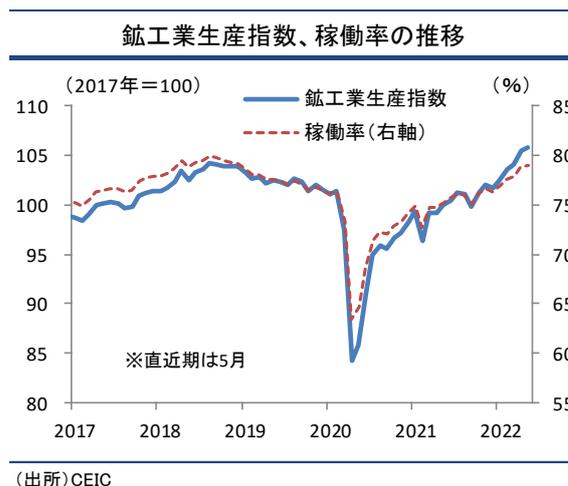


(出所)CEIC

企業部門：製造業の生産増加が一服

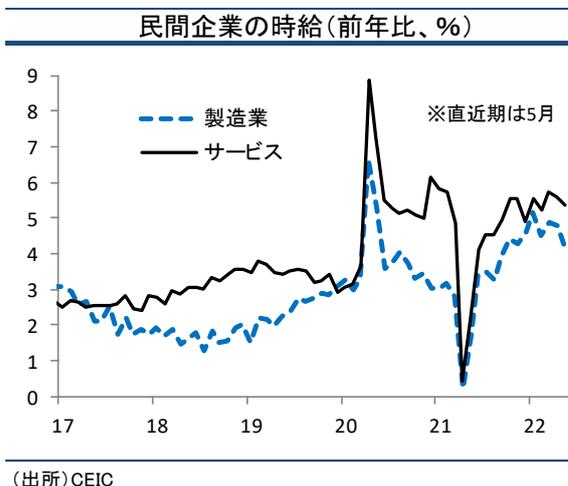
企業マインドは、5月のISM製造業指数が56.1と3か月ぶりに上昇した。「雇用」が50を割り込み人出不足感がさらに強まるものの、「新規受注」や「在庫」の上昇が全体を押し上げた。一方で、5月のISM非製造業指数は55.9と前月（57.1）から低下した。ただ、「新規受注」の改善と「雇用」の底打ちが確認されており悪い内容とは言えない。また、全体を押し下げた「入荷遅延」の低下は、通常は需要減が原因とみなされ、景気の悪化要因と評価するが、5月は港湾の混雑解消によるもの部分が大きいとみられ、好意的に解釈すべきである。そのため、非製造業の企業の景況感も、引き続き良好さを保っていると思われる。

5月の鉱工業生産指数は、鉱業（前月比+1.3%）や公益事業（同+1.0%）が上昇したことから、前月比+0.2%と5か月連続のプラスとなった。もともと、製造業は、木製品や電気機械の低下や、輸送機器の上昇ペースの鈍化を主因に、前月比▲0.1%と4か月ぶりに低下した。5月は、住宅需要が減少し、耐久消費財への支出も絞られる中で、ハイペースで進んできた製造業の生産増加の動きに一服感が出たと考えられる。設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注（除く航空機）は、4月は前月比+0.4%と2か月連続で増加したが、製造業の生産増加のペースがこのまま鈍化した場合は、金利上昇に伴う企業の借り入れ負担増も背景に、設備投資の増勢が弱まることが想定される。



雇用：堅調な労働需要が続くも、賃金上昇にピークアウトの兆し

5月の雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+39万人となり、毎月の生産年齢人口の増加幅である約20万人を大きく上回る、堅調な労働需要が続いている。業種別には、製造業のプラス幅が縮小する一方で、小売業を除く多くのサービス業の増加幅が拡大した。また、5月の労働参加率は62.3%と4月の62.2%から幾分上昇した。高齢化の進展や若年層の大学進学率などの影響を受けにくい「プライムエイジ」と呼ばれる25歳から54歳までの年齢層についても、コロナ前の83%に向けて、5月は82.6%と4月（82.4%）から回復した。堅調



な労働需要の拡大に対し、労働供給も相応に増加したことで、5月の失業率は3.6%と前月（3.6%）から横ばいとなった。

こうした中、5月の民間部門の時給は、サービス業（前年比：4月+5.6%→5月+5.4%）と製造業（+4.8%→+4.2%）は、いずれも2か月連続で前月から伸びが縮小した。サービス業では金融、製造業では繊維や電気機械、輸送機械の鈍化傾向が目立つ。6月のページブックでも、一部で賃金上昇がピークアウトしたとの報告があるなど、賃金の上昇圧力は緩和に向かっている可能性があり、物価抑制の観点からは明るい兆しといえる。

物価：需給ひっ迫を背景に、幅広い品目で物価上昇圧力残る

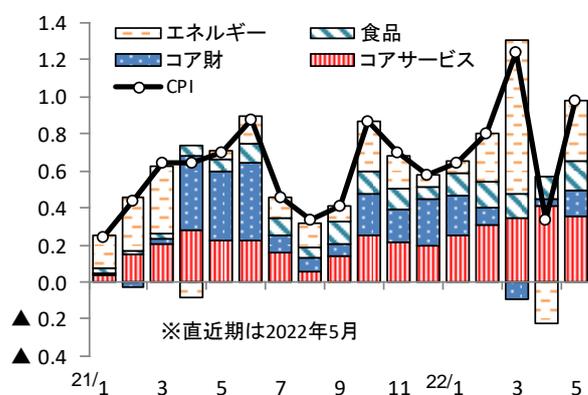
消費者物価指数（CPI）をみると、5月は前年比で+8.6%と前月（+8.3%）から再びプラス幅を拡大し、40年5か月ぶりの高い伸びとなった。前月比でも、5月は+1.0%と前月（+0.3%）から大幅に加速した。また、変動の大きい食品とエネルギーを除いたコア指数についても、5月の前月比は+0.6%と前月（+0.6%）並みの上昇ペースが維持されている。

CPIの上昇ペースが再び加速したのは、①ガソリンを中心としたエネルギーが大幅に反発したことに加え、②外食を含む食品が上昇ペースを維持し、③自動車や衣服など財（除く食品・エネルギー）で再び加速したことが理由である。堅調な需要が続くもとで、ウクライナ情勢の混乱や中国などを起点としたサプライチェーンの混乱など供給制約が解消しておらず、幅広い財で物価上昇圧力が残ることが改めて確認された。他方、全体の6割弱を占めるサービス（除くエネルギー関連）は前月比でプラス幅が縮小し、上昇の勢いが弱まった。もっとも、変動の激しい航空運賃や宿泊費が全体を押し下げており、これらは夏の旅行シーズンに向けて再び上昇が加速する可能性があるほか、家賃や賃金上昇の価格への転化が続く余暇サービス価格などは緩やかに上昇が加速しており、サービス価格がこのまま鈍化すると判断するには早計だろう。

景気見通し：2022年後半には金融引き締め水準に達し、景気減速感強まる

米国経済は、住宅市場などで減速感が深まりつつあるが、GDPの7割を占める個人消費が支える形で、底堅く推移しているとみられる。ただ、前述の通り、インフレ率がピークアウトしていない状況を受けて、FRBはある程度景気が悪化することを容認しつつ、利上げペースを一段と加速することを決定した。2022年後半にも金融引き締め水準に入ることが見込まれ、各種ローンや企業の資金繰りなどの借り入れコストが上昇し、内需を抑える動きが強まるだろう。また、高インフレの長期化で実質家計所得が減少する中で、高額な財を中心に不要不急の支出を抑える動きが広がるなど、消費拡大の勢いが鈍化するとみられる。家計は潤沢に積み上がった貯蓄と堅調な雇用環境に支えられており、個人消費が腰折れる形で景気が急速に悪化するリスクは引き続き低いと予想するが、それでも年後半にかけて景気減速感が強まるだろう。当社は、実質GDPが前期比年率で4～6月期に+3%を超えたあと、10～12月期には+2%を下回るまで減速す

消費者物価指数（季調値、前月比、%）



（出所）CEIC

（注）コア財は財（除く食品・エネルギー）、コアサービスはサービス（除くエネルギー関連）

ると見込む。その結果、2022年通年の成長率は前年比+2%台半ばで着地すると予想する。

2023年の政策金利は、FOMCメンバーが「長期均衡」と考える2.5%程度を約1%Ptも上回る状況が続く見通しである。2023年は、積極的な金融引き締めにより、実質GDPの前期比年率は+1%台半ばと、「巡航速度」と考えられる約2%を下回って推移するだろう。ただし、①比較的堅調な雇用情勢が維持されること、②FRBは、経済データとそれを踏まえた見通しの変化に「機敏(nimble)」に対応することを強調しており、経済が想定を超えて減速した際には早めに利下げに転じると考えられることから、景気の腰折れには至らないと予想する。もちろん、金融引き締めにより景気悪化のスピードが加速する可能性や、ウクライナ情勢などの外的要因により高インフレが長期化する場合など、先行きの経済の不確実性は一層高まっている。景気後退に陥る可能性への警戒を怠れない状況が続くだろう。