

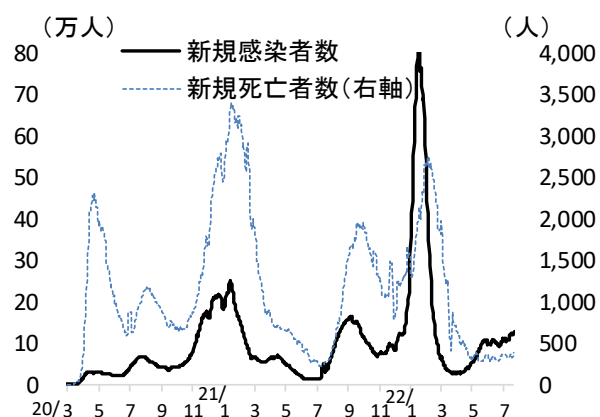
米国経済：高インフレと利上げ加速の影響で減速が続く

米国経済は、高インフレと利上げ加速の影響が広がっている。個人消費はサービス消費の回復に支えられながらも、実質家計所得の伸び悩みなどから増加ペースが鈍化し、住宅市場もローン金利の上昇で悪化が続いている。また、設備投資は増加基調を維持するが、財(モノ)消費に対する鈍化懸念と借入れコストの上昇を背景に、製造業を中心に投資意欲が慎重化しつつあるとみられる。先行きは、潤沢に残る家計貯蓄が個人消費のバッファーとなり続けるが、それでも景気は一層弱まり、2022年内にも米国経済の「巡航速度」を下回る成長率まで低下すると予想する。そうした中、ガソリン価格の高騰などにより6月のインフレ率は加速し、7月のFOMCでも大幅利上げの実施が確実視される。足元ではガソリン価格が低下し始めているが、賃金上昇を価格に転嫁する動きは続き、労働需給ひっ迫の解消が待たれる状況にある。FRBは、インフレ抑制を最優先として利上げを続けることとなるが、一方で、景気悪化が想定以上に加速する懸念もあり、利上げペースに関する難しい判断を迫られる状況が続くだろう。

新型コロナ：新規感染者数が緩やかに増加

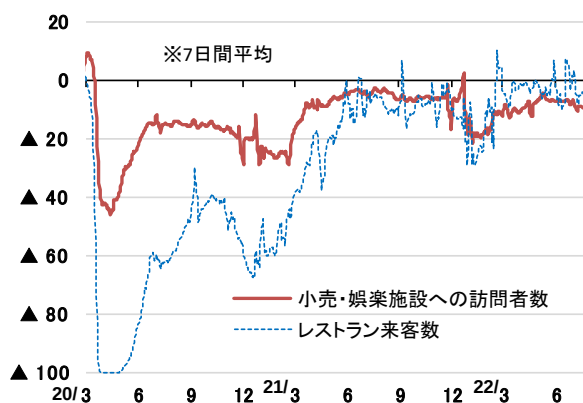
新型コロナの感染者数(7日平均)は、オミクロン変異株の2つの派生型「BA.4」と「BA.5」への置き換わりが進む¹中で、6月平均の約10万人/日から、7月下旬には約12万人と緩やかに増加し、新規死亡者数にも増加の兆しがある。感染拡大が収束しきらないことで、後述する通り、職場復帰の妨げになっている状況が続いているとみられる。もっとも、国内の規制については、一部の教育機関やイベントで自主的にマスク着用を義務付ける動きなどがあるものの、国民一人一人に感染対策を求めながら²、経済活動を重視する政府の方針には変わりがない。このため、小売・娯楽施設への訪問者数やレストラン訪問数への影響は引き続き限定的である。

新型コロナ感染者・死亡者数



(出所)WHO 7月22日時点。7日平均。

米国内の人出(コロナ前比、%)



(出所)CEIC

(注)小売・娯楽施設訪問者数は2020/1/3～2/6、レストラン来客数は2019年が基準。

¹ 米疾病対策センター(CDC)によると、7月初旬の新型コロナの新規感染は、オミクロン型の派生型「BA.4」と「BA.5」が推定で計81%に上った模様である。

² バイデン政権は、中高齢のワクチン未接種者の死亡リスクが高いとして改めて接種を呼び掛けたほか、検査体制の拡充と経口薬の調達などを引き続き進めている。

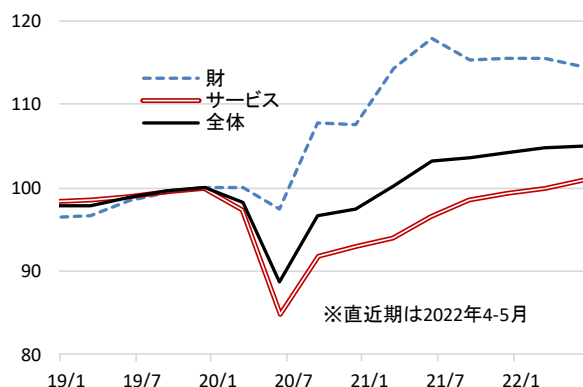
個人消費: サービス消費が支えとなるも、増加ペースは鈍化

6月の小売売上高は、インフレの影響を除いた実質ベース（セントロイス連銀試算）で、前月比▲0.3%と5月（同▲1.1%）からマイナス幅を縮めたものの、2か月連続の減少となった。一方、小売売上高に含まれない旅行や宿泊など、サービス消費は堅調さを維持している。個人消費支出（PCE）におけるサービス消費は、実質ベースで4月、5月いずれも前月比+0.3%と増加しており、6月も、米国運輸保安局（TSA）公表の航空機利用者数やホテル専門の調査会社 STR 公表のホテル稼働率を見る限り同様の伸びを続けた可能性が高い³。

このように、サービス消費の回復が支えとなっているが、それでも個人消費全体の増加ペースは鈍化している。4～5月平均の実質個人消費支出（PCE）は、1～3月平均対比で+1.1%であり、2021年10～12月期の前期比+2.5%、2022年1～3月期の同+1.8%から増勢は弱まっている。高インフレの長期化で実質可処分所得が伸びないことに加え、株価下落により家計資産が減少していることが、消費意欲を削いでいると考えられる。消費者のマインドを示すミシガン消費者信頼感指数をみても、足元のガソリン価格の下落を受けて、7月は51.1と6月（50.2）から幾分改善したが、引き続き歴史的な低水準から脱していない。インフレ率がピークアウトし、株価の底打ち感がはっきりするまでは、個人消費が抑制される状況が続く見込みである。

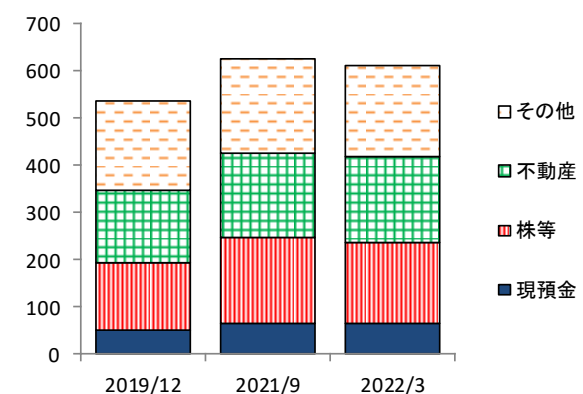
しかしながら、コロナ禍で過剰に蓄積された家計貯蓄、いわゆる「強制貯蓄」⁴が個人消費の減少を防いでいるとみられる。強制貯蓄は、2019年の平均貯蓄率（7.6%）からの乖離を元に試算⁵すると、2021年夏には2.5兆ドル程度、米国民1人当たりの単純平均で約7,500ドル（約100万円）に達した。その後、強制貯蓄を取り崩す動きが続いているが、このペースであれば、取り崩し終わるまで2～3年かかる。今後も、強制貯蓄がバッファとなり、個人消費は勢いが減速すれども腰折れせずという状況が続く

実質個人消費支出（PCE）（2019年10～12月＝100）



(出所) CEIC

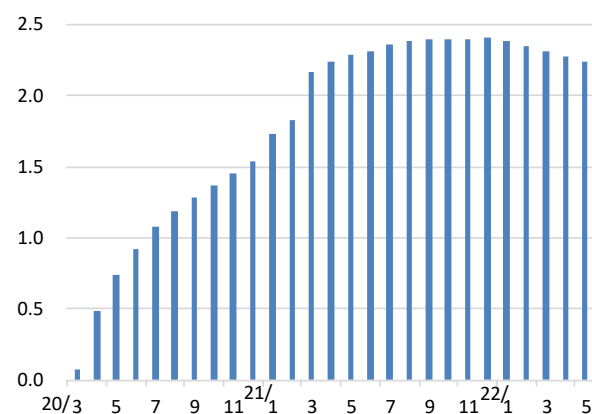
家計資産（ネット、名目GDP比、%）



(出所) CEIC

(注) 家計と非営利団体ベース

家計の累積過剰貯蓄（兆ドル）



(出所) CEIC

(注) 2019年の平均貯蓄率からの乖離を元に試算。

³ 航空利用者数は2019年対比で6月が89%と5月の同90%から概ね横ばい、ホテル稼働率も2019年対比で6月が96%と5月の同95%から概ね横ばいであり、堅調であった2019年5月から6月にかけてと同様の伸びとなったと考えられる。

⁴ 政府による現金給付や失業保険の増額、外出制限を背景とした消費の手控えなどにより、家計貯蓄は大幅に増加した。

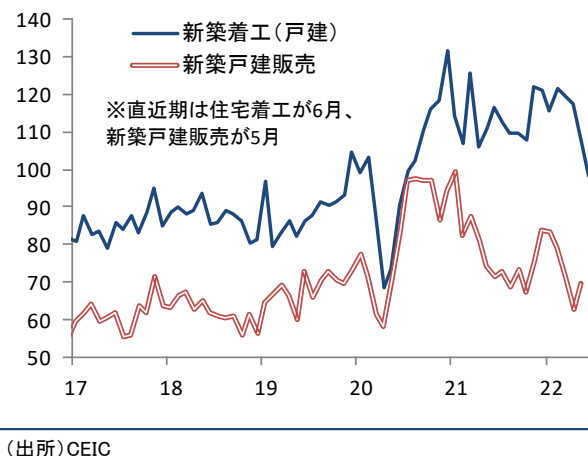
⁵ 商務省発表のデータをもとに、2019年の平均貯蓄率を上回れば過剰貯蓄、下回れば貯蓄が取り崩されたとみなして試算。

と考えられる。

住宅投資:新規建設への慎重姿勢が一段と強まる

住宅市場では、新規建設に対する慎重姿勢が一段と強まる。6月の住宅着工戸数（戸建て）は前月比▲8.1%と、5月（同▲9.0%）に続いて減少し、6月の水準は2021年平均を13.5%も下回った。販売面を見ると、5月の新築戸建販売は、前月比+10.7%と大幅に持ち直したが、住宅ローン金利の上昇を懸念した駆け込み需要であり、6月以降は再び減少に転じる公算が大きい。また、6月の中古戸建販売は同▲4.8%と5か月連続で減少し、6月の水準は2021年の平均を15.7%も下回った。6月の中古住宅の在庫水準は、販売件数の2.7か月分と5月（2.4か月）から上昇し、コロナ前の水準である4か月分程度には至らないが、2022年初の1.8か月を底に回復傾向にある。在庫不足を背景にした新規建設ニーズは弱まりつつある評価できよう。

新築戸建ての着工・販売（季節調整値、年率万戸）



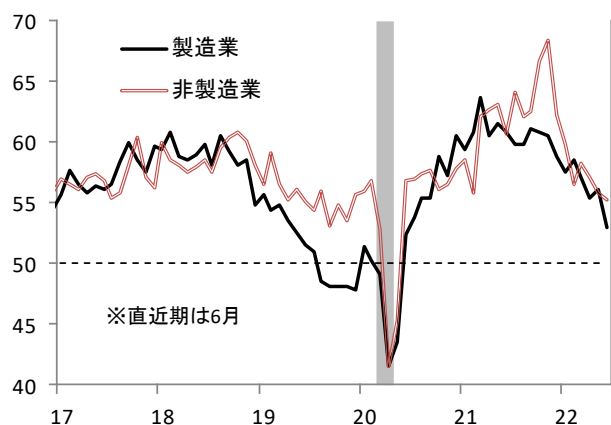
そうした中、新築住宅販売のセンチメントを示す住宅市場指数（全米建設業協会（NAHB）公表）は、7月は7か月連続で悪化し、2020年5月以来の低水準まで落ち込んだ。30年固定住宅ローン金利は、上昇が一服したものの、5%台後半と2008年冬場以来の高水準が続く。住宅ローン申請件数（米抵当銀行協会（MBA）公表）は6月中旬から7月中旬にかけて10%程度減少し、7月15日時点では昨年末比▲51%と22年ぶりの低水準を付け、7月以降も住宅販売が低調となることが示唆される。

企業部門:製造業では需要鈍化の懸念強まる

ISM製造業指数は、6月は53.0と5月の56.1から低下した。内訳項目の「新規受注」が49.2と2020年5月以来初めて好不況の境目となる50を割り込んでおり、需要鈍化を懸念する企業が優勢となった。また、企業から見た雇用環境の良し悪しを示す「雇用」は47.3と3か月連続で低下し、人手不足感と需要鈍化が重なることで、企業が対応に苦慮している姿が窺える。一方、6月のISM非製造業指数は、55.3と5月（55.9）から概ね横ばいとなった。「新規受注」が幾分鈍化したものの、「業況」の改善が全体を支えるなど、底堅い現状が示された。

設備投資に関して、機械投資の先行指標とされる非国防資本財受注（除く航空機）が、5月は前月比+0.5%と3か月連続で増加した。5月の非住宅向け民間建設支出が同▲0.4%と3か月連続で減少し、構造物投資は減少基調にあることが示唆されるが、機械投資と堅調なソフトウェア投資に支えられて、設備投資は増加基調を維持していると考えられる。ただ、6月の鉱工業生産指数は、鉱業（前月比+1.7%）が上昇したものの、製造業（同▲0.5%）が2か月連続で低下し、公益事業（同▲1.4%）も低下に転じたことから、全体では前月比▲0.2%と6か月ぶりに低下した。製造業の生産はハイペースで回復してきたが、財（モノ）への需要鈍化を背景に、足元で一服している。このまま生産の増加ペースが鈍化した場合、金利上昇に伴う企業の借り入れ負担増も背景に、設備投資の増勢は鈍化することが想定される。

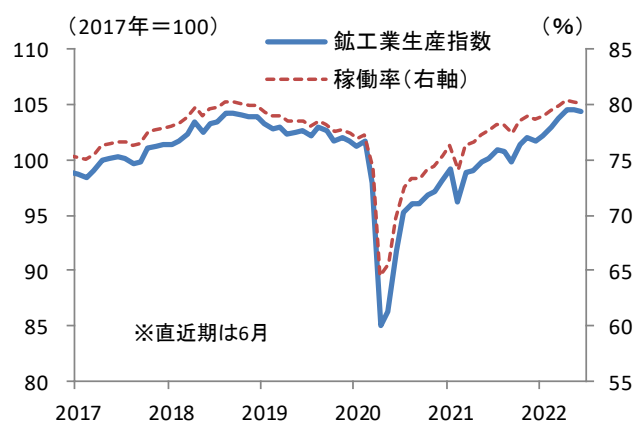
ISM製造業・非製造業指数の推移



(出所)CEIC

(注)シャドーは景気後退期。

鉱工業生産指数、稼働率の推移

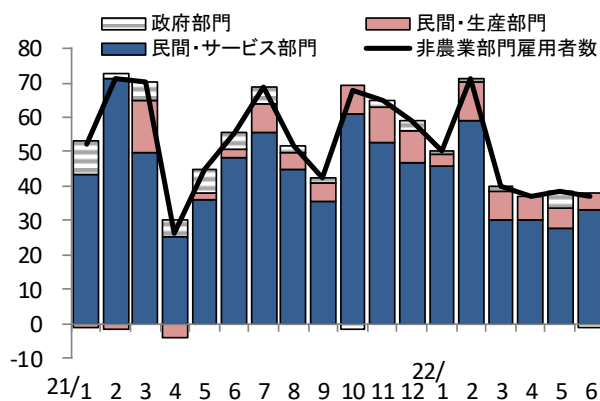


(出所)CEIC

雇用:労働需給のひっ迫感が続く中で、一部業種の賃金上昇が鈍化

6月の雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+37万人となり、雇用環境改善の目安とされる+15-20万人の増加ペースを大幅に上回る堅調な労働需要が続いた。業種別には、政府部門が減少したが、民間部門は、専門・事業サービスや教育・医療など多くのサービス部門で増加幅を拡大し、製造業や建設業などの生産部門も概ね横ばいで推移した。一方、労働供給は、6月の労働参加率が62.3%と4月の62.2%から幾分低下した。これは、「プライムエイジ」⁶と呼ばれる25歳から54歳までの年齢層が、20～30代の女性を中心に、82.3%と5月(82.6%)から低下したことが主因である。労働省の6月の調査⁷によると、働かない理由として、コロナ感染や感染者の世話を理由に挙げる人数が再び増加してきており、労働供給の正常化は一進一退であることが改めて窺える。6月の失業率は3.6%と歴史的な低水準であり、労働需給はひっ迫した状況が続いている。

非農業部門雇用者数(前月差、万人)



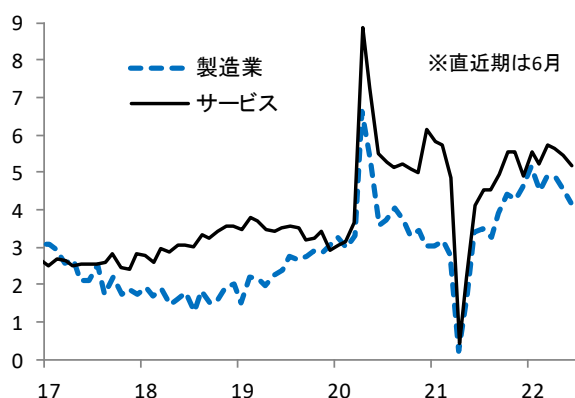
(出所)CEIC

⁶ 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層とされる。

⁷ 労働省の6月の「Household Pulse Survey」によると、働かない理由として、①「コロナ感染または感染者の世話」を挙げる人数は370万人、②「コロナ感染への懸念」を挙げる人数は270万人であった。1月の①880万人、②320万人からは減少したものの、4月の①240万人、②180万人からは増加している。

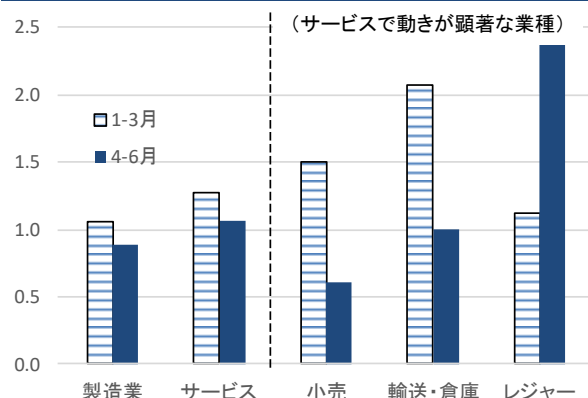
そうした中、6月の民間部門の時給は、サービス業（前年比：5月+5.5%→6月+5.2%）と製造業（+4.5%→+4.2%）で、いずれも前年比の伸びが縮小した。前期比でみても、製造業（1～3月前期比+1.1%→4～6月同+0.9%）とサービス業（+1.3%→+1.1%）は、4～6月にかけて上昇ペースが鈍化した。内訳をみると、製造業は幅広い業種で伸びが鈍化したのに対し、サービス業は、小売と輸送・倉庫が中心であり、財需要の鈍化を見越して、製造業だけでなく、関連するサービス業の賃金上昇圧力が和らいでいる可能性が考えられる。一方で、足元で堅調な旅行や宿泊と関連の深いレジャーの賃金上昇率が加速した。このようにサービス業の賃金動向はまだ模様であるが、今後は需要が減退する方向にあることから、労働力供給が増えるにつれて、賃金の伸びが高まりにくい状況が続くと考えられる。

民間企業の時給（前年比、%）



(出所)CEIC

民間企業の時給（前期比、%）



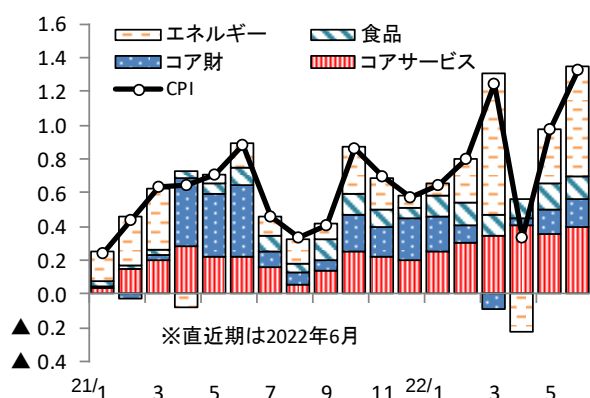
(出所)CEIC

物価:6月はガソリン高騰が全体を押し上げ、コア指数も緩やかな加速が続く

消費者物価指数(CPI)をみると、6月は前年比で+9.1%と前月（+8.6%）から一段とプラス幅を拡大し、40年7か月ぶりの高い伸びとなった。前月比でみても、6月は+1.3%と前月（+1.0%）から加速した。前年比で+2%となるためには、前月比は平均的に+0.2%弱のペースとなるまで減速する必要があるが、これを大幅に上回っている。

CPIの高い伸びは、原油価格の上昇を背景に、エネルギーの伸びが加速したことが主因である。中でも、ガソリン価格は、5月の4.5ドル/ガロンから、6月中旬には5ドル/ガロンを超え、5月比+11.2%と大幅に上昇した。ただし、ガソリン価格は6月中旬をピークに下落している。7月はエネルギーが前月比でマイナスに転じ、その結果、CPIの前年比はピークアウトすることが見込まれる。なお、食品は、外食価格の前年比が拡大したものの、肉価格や非アルコール飲料の価格の伸びが鈍化したことなどから、全体の伸びは概ね横ばいとなった。

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)

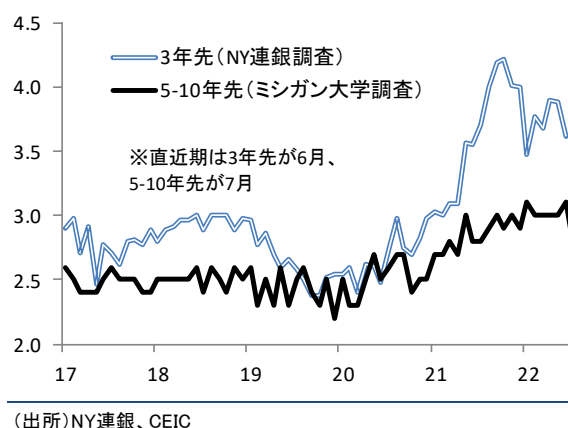
変動の大きいエネルギーと食品を除いた財・サービス、いわゆる「コア指数」は、6月に前月比+0.7%と

5月（+0.6%）から緩やかに伸びが拡大した。この伸びが続くと、1年後にはCPIの前年比は+7%程度と大幅に押し上げられる⁸こととなる。利上げの効果が強まり、コア指数の前月比が明確に縮小に向かうのは2023年以降と見込んでおり、それまではエネルギー以外でもインフレ圧力が残り続けるだろう。内訳をみると、財（除く食品・エネルギー）は、自動車価格の前月からの伸びは鈍化したものの、家具を中心に幅広い品目で上昇した。サービス（除くエネルギー関連）は、家賃の前月比がプラス幅を拡大したことに加え、賃金上昇の価格転嫁が続いているとみられ、自動車関連（修理や保険）や医療など幅広いサービス分野でプラス幅が拡大した。

金融政策：7月は大幅利上げが確実視、9月以降の利上げペースの緩和が焦点に

7月26～27日のFOMCでは、6月に続き大幅な利上げが見込まれる。6月CPI上昇率が市場予想を上回ったことを受けて、一時は1.00%Ptの利上げが実施されるとの見方が広がった。ただ、その後は、タカ派とされるウォラー理事やセントルイス地区連銀のブロード総裁が0.75%Ptの利上げが基本になるとの見解を述べ、また、6月の大幅利上げの一因となったミシガン大学調査などによるインフレ期待も低下したことから、6月同様0.75%Ptの利上げが実施されるとみる向きが優勢となった。

消費者の中長期のインフレ期待(前年比、%)



いずれにしても、7月のFOMC後には、FF金利（政策金利）の上限はFRBが中立水準と見込む2.5%かそれ以上となる可能性が高い。6月のFOMC参加者の見通しに従えば、以降もFRBは利上げを継続し、巡航速度（長期均衡水準）とされる成長率を下回るまで景気が一時的に減速することを容認しよう。一方で、高インフレの長期化と利上げの影響で成長ペースは既に鈍化し始めており、景気後退に陥らないよう配慮する必要もある。7月のFOMCでは、インフレ抑制を最優先とする方針を維持しながらも、9月の次回FOMC以降の利上げペースの緩和など、景気に配慮したメッセージが出されるか注視される。

景気見通し：2022年末にかけて巡航速度を下回る成長率に

景気の先行きを展望すると、借り入れコストが上昇するもとで、住宅市場は一段と悪化、企業は景気減速を見越して設備投資や在庫の積み増しに対する慎重姿勢を強めるだろう。個人消費も、高インフレにより実質家計所得が伸びず、家計資産の増加も見込み難しくなっていることから、増加ペースが鈍化するだろう。2022年末にかけて景気は一層弱まり、実質GDP成長率（前期比年率）は巡航速度とされる+1.8%を下回るペースまで低下すると予想する。もっとも、①比較的堅調な雇用情勢が維持されていることに加え、②潤沢な家計貯蓄がこの先も個人消費を下支えするバッファとなり、③経済が想定を超えて減速した際にはFRBが利上げの停止や利下げを含めて柔軟に政策変更すると想定して、景気の腰折れには至らないと見込む。また、世界経済の減速を織り込み、原油を初めとした商品価格の上昇が一服していることは、インフレ抑制と消費者マインドの改善に寄与しよう。

⁸ コア指数が前月比+0.7%で推移すると、コア指数の前年比は1年後には+9%弱に達する。コア指数がCPIに占めるシェアは8割程度であることから、CPIの前年比は+7%程度押し上げられることとなる。

今後のリスクは、引き続きインフレ動向である。国際商品市況の上昇やサプライチェーンの混乱などの外的要因により、再びインフレ率が押し上げられるようなことがあれば、実質家計所得の減少と消費者マインドの悪化、利上げ加速観測の高まりによる株価調整が重なり、個人消費腰折れのトリガーを引く可能性は否定できない。また、労働供給の改善が足踏みし、FRBが見込む通りに労働需給のひっ迫が解消されないシナリオも想定される。この場合、賃金上昇による過度な物価上昇を抑えるために、FRBは利上げの手を緩められず、結果として景気後退に陥らざるを得ない可能性もあろう。こうした状況が顕在化する兆候がないか、一つ一つの経済指標に注意を払う神経質な状況が続くこととなるだろう。