

米国経済：2023 年前半にかけて停滞感が一層強まる（改定見通し）

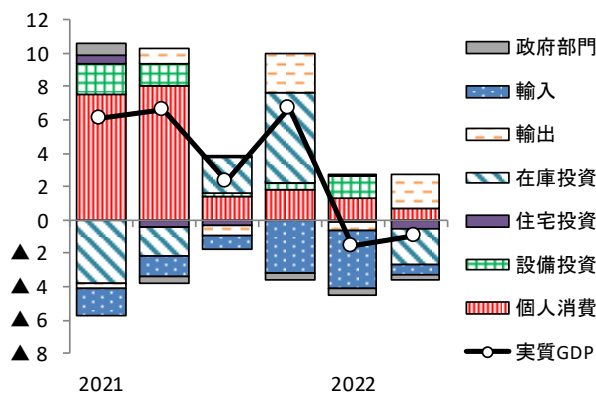
米国経済は、インフレ高進とそれを受けた急ピッチな利上げにより、住宅市場が悪化し、個人消費と設備投資も減速している。今後、一旦はガソリン価格下落が個人消費の追い風となるが、利上げの継続で金融環境が引き締まる中、年末にかけて内需は一段と抑制されることが見込まれる。2023 年前半には、何とかプラス成長を維持する状況まで停滞感が強まり、同時に、これまで堅調に推移してきた労働需要が大幅に減少して、サービス業でも賃金上昇圧力が緩和するだろう。サービス価格の上昇は 2023 年入り後にピークアウトし、国際商品市況やサプライチェーン状況の落ち着きを前提とすると、2023 年央には PCE デフレーターの前年比は 2%台が視野に入ると予想する。そうした中、FRB は景気を重視するスタンスに転換し、2023 年後半頃からは利下げが実施されることで、2024 年にかけて景気が回復に向かうと見込む。これらを踏まえた成長率予想は、2022 年が+1.6%、2023 年が+0.7%、2024 年が+1.6%である。

4～6 月期 GDP:最終需要は底堅さを残す

4～6 月期の実質 GDP 成長率は、利上げ加速の影響による住宅投資（1～3 月期前期比年率：+0.4%→4～6 月期：▲14.0%）の大幅減と、在庫（▲0.1%Pt→▲2.2%Pt）の取り崩しにより、前期比年率▲0.9%と 1～3 月期（▲1.5%）に続きマイナス成長となった。しかしながら、最終需要¹は前期比年率で+1.6%と 1～3 月期（+1.6%）から横ばいであり、GDP のマイナスが示すように景気が落ち込んでいるわけではない。

内需の主な内訳をみても、柱である個人消費（+1.8%→+1.0%）は減速しつつも底堅く推移した。個人消費は、高インフレを受けた実質家計所得の減少から財（モノ）消費（▲0.3%→▲4.4%）が減少したものの、コロナ感染リスクの低減で旅行などのサービス消費（+3.0%→+4.1%）が増勢を強めた。また、設備投資（+10.0%→▲0.1%）は、財需要の鈍化を背景に建設投資（▲0.9%→▲11.7%）や機械投資（+14.1%→▲2.7%）が減少するも、ソフトウェア投資や R&D などの知的財産投資（+11.2%→+9.2%）が高い成長を続け、1～3 月期の水準を概ね維持した。2 四半期連続のマイナス成長はテクニカルリセッションの定義に当てはまるが、後述する通り、雇用情勢も堅調であったことから、景気後退に陥ったとの評価²にはならないと考えられる。

実質GDP成長率(季節調整値、年率、%、%pt)



(出所)CEIC

¹ 最終需要=GDP-在庫+輸入とした。

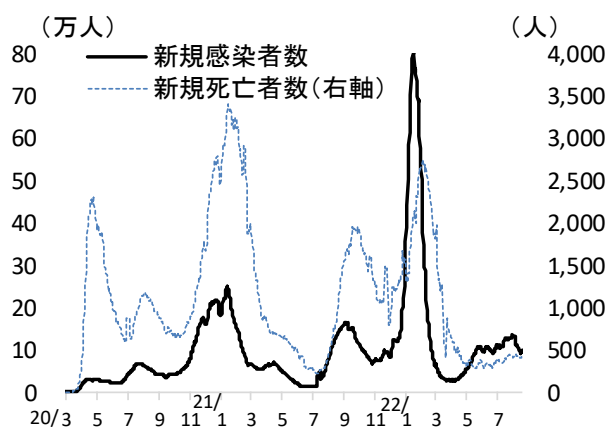
² 景気後退期は、全米経済研究所（NBER）が、実質個人所得や実質個人消費支出、非農業部門雇用者数や鉱工業生産など、様々な経済指標を材料にして判断する。

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。

新型コロナ:経済・社会活動優先の動き続く

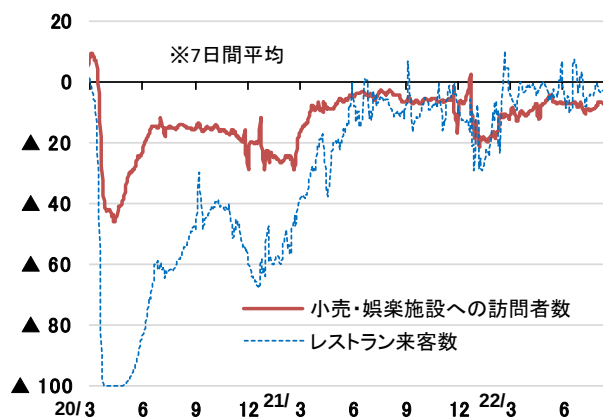
新型コロナの新規感染者数（7日平均）は、オミクロン変異株の派生型への置き換わりが進み、7月下旬にかけて約13万人／日まで増加したが、8月入り後は約10万人／日を下回り、増加ペースが和らいだ。新規死亡者数も概ね横ばいで推移しており、小売・娯楽施設への訪問者数やレストラン訪問数など国内の人出への影響は限定的である。こうした中、米国疾病予防管理センター（CDC）³が、感染者と濃厚接触した場合の隔離基準を撤廃し、学校での定期的な検査推奨も取りやめるなど、経済や社会活動の正常化が優先される動きが続いている。

新型コロナ感染者・死亡者数



（出所）WHO 8月19日時点。7日平均。

米国内の人出(コロナ前比、%)



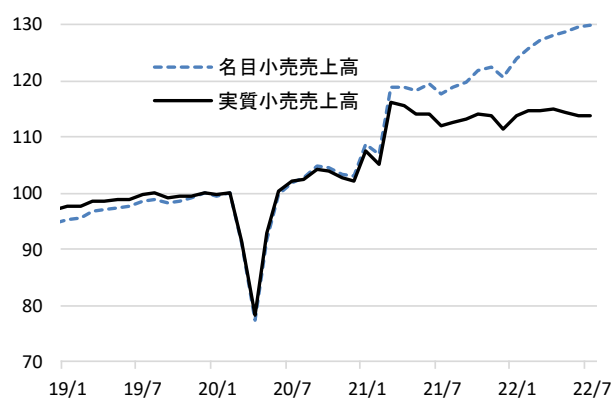
（出所）CEIC

（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。

個人消費:消費者マインド改善も、先行きは減速基調が続く見込み

7月の小売売上高は、インフレの影響を除いた実質ベース（セントルイス連銀試算）で、前月比+0.1%と3か月ぶりにプラスに転じた。ガソリン価格の下落を受けて、これまで控えられてきた家具・家電製品や建材・園芸などが復調した。一方で、サービス消費は鈍化したとみられる。米国運輸保安局（TSA）公表の航空機利用者数は、2019年対比で7月は▲12.7%と4～6月平均の▲10.0%からマイナス幅が広がった。ホテル専門の調査会社STR公表のホテル稼働率も、2019年対比で7月は95%と、4～6月の96%から幾分低下した。リベンジ旅行需要の発現により、例年より早めに旅行需要が活発化した。足元では一服感が出ていると考えられる。

小売売上高の推移(2020年2月=100)



（出所）CEIC

消費者マインドをみると、7月のミシガン大学の消費者態度指数が、55.1と6月（51.5）から上昇した。幅広い消費者の生活に直結するガソリン価格が下落に転じたほか、株価の底入れが消費者マインドの改善

³ CDCが設定した基準は、多くの政府機関や企業、学校などの指標となっている。

につながったとみられる。8 月前半も、ガソリン価格の下落は続き、消費者マインドは一段と回復する見込みであることから、個人消費の減速ペースは一旦和らぐ可能性がある。ただし、高インフレにより実質可処分所得は伸び悩みが続いており、堅調に推移してきた雇用情勢も今後は悪化することが想定される。ガソリン価格の下落が一服した後は、再び減速基調が続くことには変わりがないだろう。

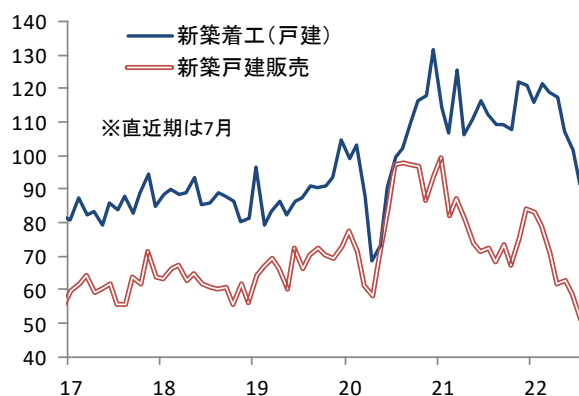
住宅投資：新規建設の減少ペース加速

7 月の住宅市場は、新築戸建販売が前月比▲12.6%と大幅に減少し、中古戸建販売は同▲5.5%と 6 か月連続で減少するなど、悪化が止まらない状況である。水準で見ても、2021 年平均を、新築戸建販売は 34.5%下回り、中古戸建販売は 20.5%下回るまで落ち込んでいる。また、7 月の中古住宅の在庫水準は販売件数の 3.0 か月分と、2022 年初の 1.8 か月を底に 6 か月連続で増加し、コロナ前の水準である 4 か月分程度には至らないものの、在庫不足を背景にした新規建設ニーズは弱まっている。

こうした状況の中で、新規建設の減少ペースも加速している。7 月の住宅着工戸数（戸建て）は前月比▲10.1%

と、6 月（同▲5.0%）に続いて減少し、水準は 2021 年平均を 20%程度下回った。住宅着工は、2022 年前半は住宅在庫の不足感などを背景に底堅く推移したが、その後急速に減少したことで、販売と同程度まで悪化したこととなる。8 月の住宅市場をみると、住宅ローン申請件数（米抵当銀行協会（MBA）公表）が減少し、8 月 12 日時点で昨年末比▲52%と 22 年ぶりの低水準を付けた。また、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）も、8 月は 49 と 8 か月連続で悪化した。8 月も住宅販売が低調となることが示唆されており、新規建設を手控える動きは続くだろう。

新築戸建ての着工・販売（季節調整値、年率万戸）



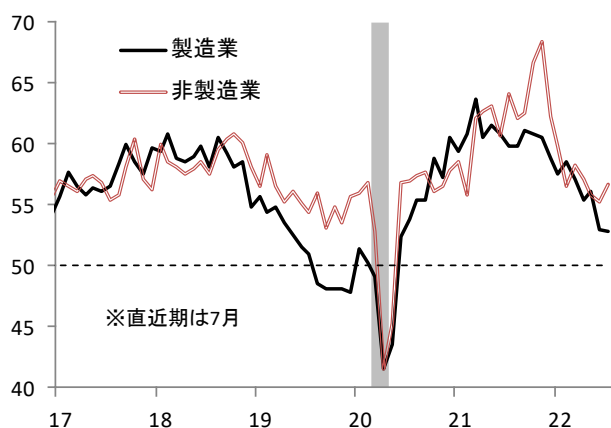
（出所）CEIC

企業部門：製造業と非製造業で明暗分かれる

企業マインドは、製造業と非製造業で明暗が分かれた。7 月の ISM 製造業指数は 52.8 と 6 月（53.0）から概ね横ばいとなったが、内訳項目のうち「新規受注」が 48.0 と 6 月（49.2）に続いて好不況の境目となる 50 を下回り、需要の減速を示唆する内容となった。なお、「在庫」（6 月：56.0→7 月 57.3）の上昇が全体を押し上げたが、需要鈍化を背景にした意図せざる在庫の積み上がりの可能性があり、注意が必要である。一方、7 月の ISM 非製造業指数は、56.7 と 6 月（55.3）から上昇した。「新規受注」と「業況」がいずれも改善し、底堅い現状が示された。また、「入荷遅延」と「仕入れ価格」が高水準ながら低下しており、供給制約が解消に向かう中で物価上昇圧力が緩和する兆しが窺える。

7 月の鉱工業生産指数は、製造業（前月比+0.7%）と鉱業（同+0.7%）の改善を主因に、前月比+0.6%と上昇した。ただ、鉱業が堅調さを維持しているのに対し、製造業は 5～6 月と 2 か月連続で低下した後の上昇であり、2022 年春の水準から改善しておらず、設備稼働率も伸び悩んでいる。製造業と関係の深い機械投資は、前述の実質 GDP で示されている通り、1～3 月期の大幅増（前月比年率+14.1%）から 4～6 月期には減少（同▲2.7%）に転じている。今後も利上げに伴う借り入れ負担増が見込まれる中で、製造業を中心に生産増が足踏みした場合、機械投資の増勢が一段と鈍化することが想定される。

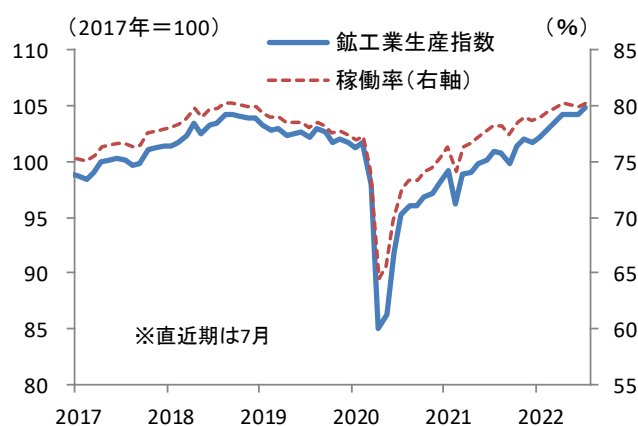
ISM製造業・非製造業指数の推移



(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

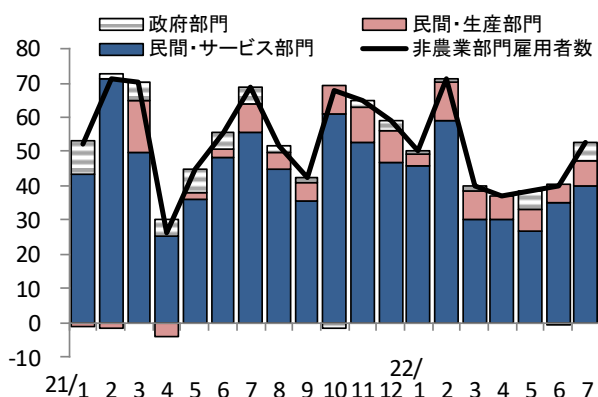


(出所)CEIC

雇用:労働需給のひっ迫感続くも、需要鈍化で賃金上昇一服の兆し

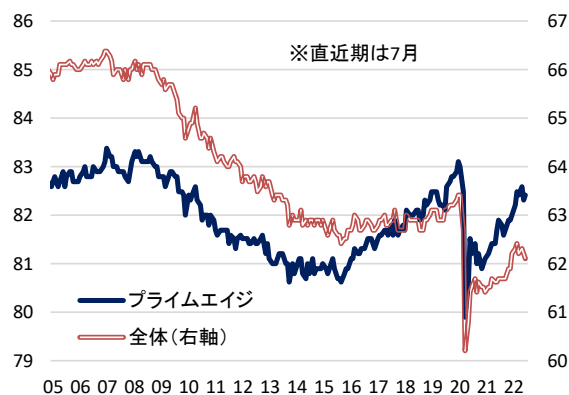
7月の雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+53万人と6月(+40万人)から増加幅を広げ、雇用環境改善の目安とされる+15~20万人の増加ペースを大幅に上回る堅調な労働需要が続いた。業種別には、民間・生産部門が概ね横ばいとなる中で、民間・サービス部門が、教育・医療やレジャーを中心に増加幅が拡大した。一方で、労働供給は、7月の労働参加率が2か月連続で低下し62.1%となった。「プライムエイジ」⁴と呼ばれる25歳から54歳までの年齢層の回復が足踏みする中、振れの大きい16歳から24歳までの年齢層が55.2%と6月(55.6%)からやや大きめに低下したことが主因である。労働省の7月の調査⁵によると、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減少しておらず、労働供給の正常化が遅れている。こうした中、7月の失業率は3.5%と6月(3.6%)から幾分低下して歴史的な低水準が続き、労働需給がひっ迫した状況は解消されていない。

非農業部門雇用者数(前月差、万人)



(出所)CEIC

労働参加率(%)



(出所)CEIC

⁴ 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。

⁵ 労働省の7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390万人、②「コロナ感染への懸念」を挙げる人数は210万人であった。1月の①880万人、②320万人からは減少したもの、4月の①240万人、②180万人からは増加している。

6月の民間部門の時給は、前年比で+5.2%と6月（+5.2%）からプラス幅が横ばいとなった。業種別では、製造業が、輸送機械など耐久財を中心として、7月の前年比が+3.9%と6月（+4.2%）から伸び幅を縮めた。財需要の鈍化を見越して賃金上昇圧力が弱まっている姿が窺える。また、サービス業は、7月の前年比が+5.4%と6月（+5.3%）から伸び幅が幾分拡大したものの、年前半の平均である+5.5%からは縮小した。教育・医療などの賃金上昇圧力は強いが、卸小売りや輸送・倉庫など財需要と関連の深い業種に加え、レジャーなどでもプラス幅も縮小した。上記の通り労働需給はひっ迫しているが、需要が減退する方向にあることを背景に、賃金の伸びが高まりにくい状況になりつつあると考えられる。

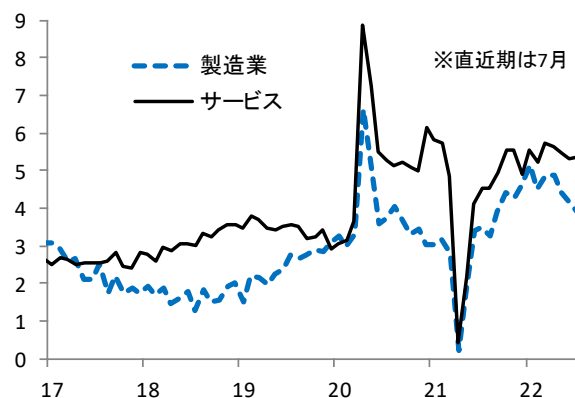
物価：エネルギーと財価格のピークアウト感強まる

消費者物価指数（CPI）は、7月は前年比で+8.5%と前月（+9.1%）から低下した。前月比では▲0.02%と、若干ながら2020年5月以来のマイナスとなった⁶。これは、エネルギーが大幅なマイナスに転じる中、コア指数（変動の大きいエネルギーと食品を除いた財・サービス）のプラス幅が+0.3%と6月（+0.7%）から縮小したことが背景である。

エネルギーの大幅下落は、ガソリン価格が6月中旬の約5ドル/ガロンから7月中旬には約4.5ドル/ガロンまで下落したことが主因である。ガソリン価格は8月も下落を続けており、8月のCPIでもエネルギーは前月比でマイナスに寄与する公算が大きい。食品は、外食価格が幾分鈍化したものの、非アルコール飲料など幾つかの家庭用の品目で価格が上昇したことから、全体の伸びは概ね横ばいとなった。

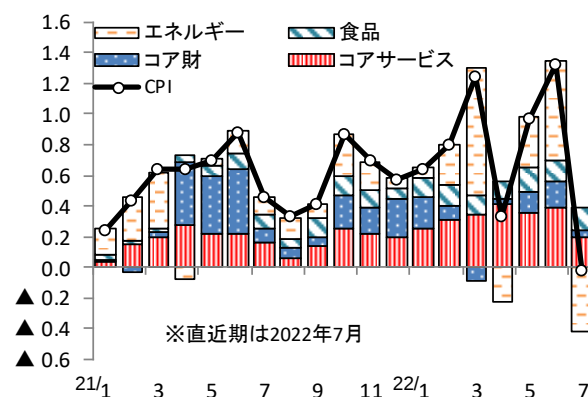
コア指数のうち、財（除く食品・エネルギー）（6月前月比：+0.8%→7月：+0.2%）については、自動車価格の大幅な鈍化や衣料品価格の下落を中心として、前月比の伸びが大幅に縮小した。財需要の鈍化に加え、ニューヨーク連銀の調査⁷では供給網の混乱が解消に向かってい

民間企業の時給（前年比、%）



(出所)CEIC

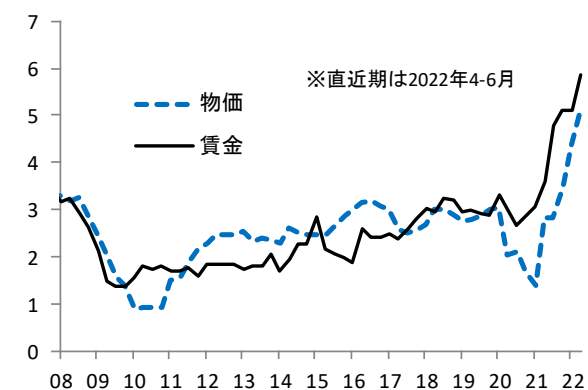
消費者物価指数（季調値、前月比、%）



(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)

サービス分野の物価と賃金（前年比、%）



(出所)CEIC

(注)サービス分野の物価はCPIのサービス(除くエネルギー関連)
賃金は雇用コスト指数

⁶ 前月比が平均的に+0.2%弱のペースを保てば、1年後には前年比で+2%が達成される。

⁷ ニューヨーク連銀が供給網混乱の目安として発表しているグローバル・サプライ・チェーン・プレッシャー・インデックス

ることが示され、財価格の上昇圧力は和らいでいるとみられる。また、サービス（除くエネルギー関連）（+0.7%→+0.4%）の前月比もプラス幅が縮小した。ただし、航空運賃の下落や自動車関連（修理や保険）の価格上昇ペースの鈍化の寄与が大きく、旅行需要の高まりなどを背景にハイペースで価格が上昇してきたことの反動が出たと考えられる。サービス分野は、コロナ禍以降の賃金上昇ペースに物価上昇が追いついておらず、今後も価格転嫁が続くことが見込まれる。

金融政策：金融環境の緩みをけん制する動き続く

7月26～27日のFOMCでは、年前半の物価上昇の加速を受けて、前回6月会合と同様の0.75%Ptの大幅利上げが決定された。声明文では、インフレへの懸念が引き続き強調されるとともに、消費や生産が鈍化したことが指摘され、FRB内で景気減速懸念が認識されていることが示唆された。また、パウエル議長は、会合後の記者会見で、「景気や物価の不透明感が高く、政策運営には十分な柔軟性の確保が重要」として、会合毎に経済指標で判断することを強調した。先行きは、①利上げペースの緩和、②利上げ最終到達点の修正（6月FOMC時は3.8%程度と予想）も視野に入れながら、今後の経済指標を確認したいという姿勢が窺えた。

FOMC後には、マイナス成長となった4～6月期実質GDPなどを背景に景気後退懸念が強まり、7月末にかけて、先行きの利下げ転換まで織り込む形で長期金利が低下し、株価も底打ち感が強まった。そうした中、FRB高官からは、金融市場における先行きの金融緩和期待をけん制するような発言が続き、8月25～27日のジャクソンホールでも、パウエル議長がインフレ抑制に対する積極的な姿勢を改めて示すとの観測が高まっている。今後も、FRBは、金融政策の自由度を確保し、FRBが意図しない形で金融環境が緩和することを回避するため、市場の過度な期待を修正する動きを続けるとみられる。

景気見通し：2023 年前半にかけて停滞感一層強まる

2022年の夏場にかけては、インフレ高進とそれを受けた急ピッチな利上げにより、実質家計所得の減少や借り入れコストの上昇などを通じて、住宅市場が悪化し、個人消費と設備投資は減速した。先行きも、利上げの継続で金融環境が引き締まる中、住宅市場の低迷は続き、設備投資も抑制されることが見込まれる。個人消費は、一旦は、ガソリン価格の下落や株価の底入れが追い風となるものの、実質家計所得の伸び悩みにより増加ペースは再び抑制されることとなるだろう。最終需要は年前半の前期比年率+2.1%から年後半には同+1.3%まで減速し、実質GDP成長率は通年で+1.6%と巡航速度である+1.8%を下回ると予想する。これまで堅調に推移してきた労働需要は減少に転じ、サービス業でも賃金上昇圧力が緩和することが見込まれる。

米国経済見通し（今回見通し）

	2020	2021	2022	2023	2024
GDP	▲ 3.4	5.7	1.6	0.7	1.6
個人消費	▲ 3.8	7.9	2.3	0.8	1.5
設備投資	▲ 5.3	7.4	4.1	1.0	1.5
住宅投資	6.8	9.2	▲ 4.8	▲ 4.0	0.3
在庫投資	(▲ 0.6)	0.1	0.7	(▲ 0.1)	0.0
純輸出	(▲ 0.2)	(▲ 1.9)	(▲ 1.1)	(▲ 0.1)	(▲ 0.1)
輸出	▲ 13.6	4.5	5.6	3.6	4.3
輸入	▲ 8.9	14.0	9.6	2.7	3.2
政府消費	2.0	1.0	▲ 0.7	1.0	1.0
公共投資	4.2	▲ 1.8	▲ 2.1	4.8	5.7
失業率	6.8	4.2	3.9	4.6	4.6
PCEコア	1.4	4.6	4.2	2.4	2.3
長期金利	0.9	1.5	3.1	3.0	2.8

（出所）CEIC, BEA

（注1）オレンジ色の部分は伊藤忠総研予測

（注2）在庫投資、純輸出はGDPへの寄与度

（注3）失業率、PCEコア前年比、長期金利は年末値

（GSCPI）は、7月には港の混雑などの問題の解消を主因に3か月連続で低下し、2021年1月以来の低水準となった。

2023 年入り後は、2022 年中の利上げの影響がさらに強まり、雇用情勢も悪化を続けることで、景気の停滞感が一段と深まるだろう。そうした中、サービス業では、2022 年中に価格転嫁が進捗することで、2023 年初にはサービス価格の上昇率がピークアウトすることを見込む。国際商品市況やサプライチェーンの状況が落ち着いていることを前提とすると、食品・エネルギー価格と財価格の前年比ベースの上昇率は大幅に縮小し、FRB が最も重視する物価指標である PCE デフレーターの前年比は年央には+2%台が視野に入ると予想する。そうしたもとで、FRB は、金融政策が経済に影響を及ぼすまでにラグがあることを踏まえて、景気を重視するスタンスに転換し、2023 年後半頃から利下げを開始すると見込む。2023 年末にかけて内需は回復に向かい、最終需要は 2023 年前半の前期比年率+0.8%から年後半には同+1.4%まで回復し、実質 GDP 成長率は通年で+0.7%程度で着地する見通しである。2024 年にかけては、インフラ抑制法案⁸を受けた投資促進なども支えとなり、実質 GDP 成長率は巡航速度である+1.8%程度に向けて高まるだろう。

⁸ 8月16日に成立。歳出規模は10年で4300億ドルであり、そのうち3690億ドルが気候変動対策に充てられる。電気自動車の購入やクリーンエネルギー関連の投資の際の税額控除が中心。