

米国経済：インフレ抑制に向けて、景気の下押し圧力強まる

9月のFOMCで、金融引き締め策が一段と強化される方向性が鮮明となった。株価下落やローン金利の上昇など金融環境が引き締まることで、住宅市場と設備投資には一段と下押し圧力がかかり、夏場にかけて底堅く推移した個人消費も、再び減速するとみられる。また、景気が停滞に向かい労働需要が減少に転じれば、賃金上昇圧力は低下し、サービス価格のピークアウトにつながると考えられる。そうした中、FRBは、経済に対する影響を十分に確認する余裕がなく、急ピッチな利上げに迫られているとみられる。コロナ禍で過剰に蓄積された家計貯蓄が、個人消費の強力なバッファーになると考えられるが、それでも雇用情勢の大幅な悪化が生じた場合は、消費の急減を回避できず、景気後退に陥る可能性があることには注意が必要である。

金融政策：インフレ抑制のために景気を犠牲にする姿勢強まる

9月20～21日のFOMCでは、3会合連続となる0.75%Ptの利上げが決定し、政策金利は3.00～3.25%となった。パウエル議長は、FOMC後の記者会見で、「物価安定のためには、金融引き締め策をしばらく維持する必要がある」と述べたうえで、「景気後退に陥るかどうか、どの程度深刻になるかは分からない。経済のソフトランディングは常に困難」と発言するなど、インフレ抑制のために景気を犠牲にする姿勢を示した。

また、今会合ではFOMCメンバーによる経済見通し（中央値）がアップデートされた（右表）。政策金利の見通しについては、「2022年末で4.4%」と、6月時点の「3.4%」から大幅に上方修正され、2022年11月と12月の2回のFOMCにおける、合計1.25%Pt程度の追加利上げが示唆された。また、「2023年末で4.6%」と、2023年中も追加利上げが実施され、2022年末を上回る政策金利水準が維持される見通しが示された。

2024年にかけて、中央値では「2024年末で3.9%」と利下げを織り込む見通しとなったが、FOMCメンバーの大勢の見通し（central tendency）¹⁾は3.4～4.4%とばらつきが大きく、先行きの不透明感の大きさが窺える内容となった。

経済見通しについては、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）が大幅に下方修正され、2022年から2024年の3年間にわたって景気が「長期」の平均成長率1.8%を下回るペースまで

FOMC参加者の見通し（中央値）

	2022	2023	2024	2025	長期
経済成長率	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
（6月予想）	1.7	1.7	1.9	—	1.8
失業率	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
（6月予想）	3.7	3.9	4.1	—	4.0
PCEデフレーター	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
（6月予想）	5.2	2.6	2.2	—	2.0
コアPCEデフレーター	4.5	3.1	2.3	2.1	—
（6月予想）	4.3	2.7	2.3	—	—
政策金利	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5
（6月予想）	3.4	3.8	3.4	—	2.5

（出所）FRB

（注1）2022～2025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、PCEデフレーターとコアPCEデフレーターは前年比

¹⁾ 上位・下位それぞれ3名を除いた見通しの範囲。

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。

減速することを容認することが示された。その過程で、失業率は8月の3.7%から、2022年中に3.8%まで小幅に上昇した後、2023年中には4.4%まで上昇すると予想された。

物価に関して、FRBが重視する物価指標であるPCEデフレーター（前年比）の見通しは、2022年から2024年にかけて、6月時点から+0.1～+0.2%Ptの小幅な上方修正に止まり、2023年中に2%台まで低下すると見込まれた。ただし、それはエネルギーの見通しが下方修正されたことが大きいとみられ、エネルギーや食品を除いた、コアPCEデフレーター（前年比）の2023年中の見通しは、6月時点からの上方修正幅が+0.4%Ptと大きくなった。FRBの物価の基調に対する見方は、大幅に上方修正されていると考えられる。

新型コロナ: 国民生活をコロナ前に戻す動き続く

新型コロナは、感染拡大ペースの鈍化が続き、新規感染者数（7日平均）は7月下旬の約13万人/日の直近ピークから9月中旬には約6万人/日まで減少、新規死亡者数も減少に転じた。小売・娯楽施設やレストランなど国内の人出への影響は引き続き限定的である。こうした中、国民生活をコロナ前に戻す動きが続いている。NY州がマスク着用義務を撤廃したほか、NY市は企業に課していた新型コロナワクチンの接種義務の撤廃を発表した（11月から実施）。また、米政府は、新型コロナのワクチン接種を数か月ごとから、インフルエンザの予防接種と同様の年1回の推奨に切り替える可能性を示した。

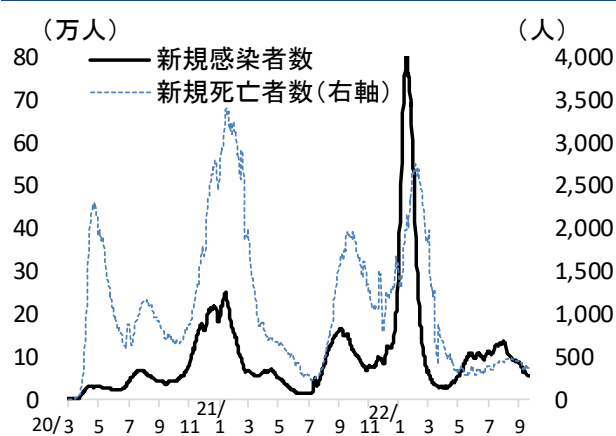
個人消費: ガソリン価格下落を追い風に8月は底堅い展開

8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+0.2%と4か月ぶりにプラスとなった。ガソリン価格の下落を追い風に、自動車や衣料品を中心に比較的幅広い品目で復調した。もっとも、水準としては、年前半を▲0.6%程度下回り、小売売上高の多くを占める財（モノ）への消費が力強さに欠ける状況であることには変わりがない。一方、サービス消費は、7月の個人消費支出（PCE）でレンタカー、交通費、宿泊、運賃など旅行需要と関連の深い業態への支出が全体をけん引し、実質ベースで前月比+0.2%と6月（+0.1%）から加速した。旅行関連は、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、8月も同様の伸びを続けた可能性が高く²、初夏以降に活

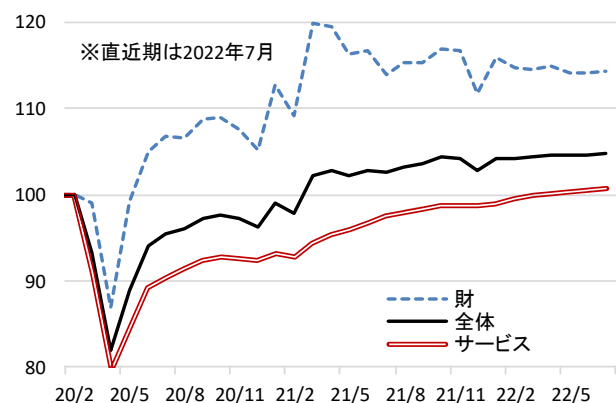
² ホテル稼働率は2019年対比で8月が93%と7月の同95%から幾分低下したものの、航空利用者数は2019年対比で8月が91%と7月の同87%から上昇しており、旅行関連は全体として7月の底堅い状況を維持しているとみられる。

新型コロナ感染者・死亡者数



(出所)WHO 9月23日時点。7日平均。

実質個人消費(2020年2月=100)



(出所)CEIC

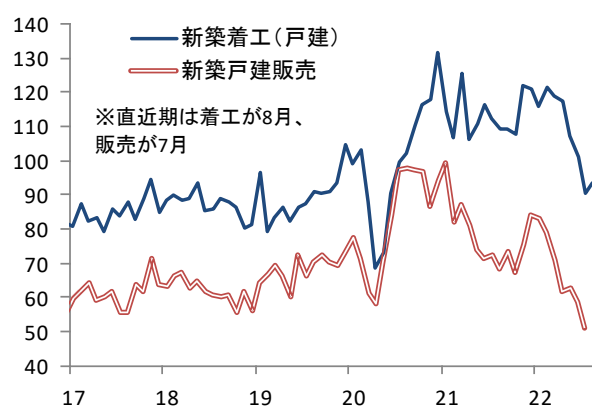
発化したリベンジ旅行需要が、依然底堅さを残していたことが窺える。

消費者マインドをみると、9月のミシガン大学の消費者態度指数が、59.5と8月（58.2）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の下落が寄与したとみられるが、8月中旬以降に株価が再び調整していることもあり、7月から8月にかけての改善（51.5→58.2）と比べて小幅な改善に止まった。今後は、ガソリン価格の下落が一服するも、金融環境の更なる引き締めや、堅調に推移してきた雇用情勢の悪化が想定され、消費者マインドの一段の改善は見込みづらいただろう。

住宅投資：ローン金利の再上昇で下げ止まりが見えず

8月の住宅着工戸数（戸建て）は、前月比+3.4%と7月（同▲10.1%）から反発した。8月上旬にかけて住宅ローン金利が一時的に低下するなど金融環境が緩んだことが、これまでの急速な悪化の一服につながったと考えられる。ただ、先々の新規建設につながる建設許可件数は8月が前月比▲3.5%と減少しており、今後は再び着工件数が減少する可能性が高い。また、販売動向については、8月の中古戸建販売が、前月比▲0.9%と7か月連続で減少し、持ち直す気配がない。販売水準をみても、中古住宅販売は8月時点で2021年平均を約21%下回り、新築戸建販売が7月時点で約35%下回るまで落ち込んでいる。また、中古住宅の在庫水準は、販売件数の3.0か月分と、コロナ前の水準である4か月分程度に近づいており、在庫不足を背景にした新規建設ニーズは弱まっている。

新築戸建ての着工・販売(季節調整値、年率万戸)



(出所)CEIC

9月の住宅市場を取り巻く環境を見ると、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、9月は9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。同調査では、「買い手が付きづらい状況から、住宅価格の引き下げを実施する建設業者が増加している」との報告もなされた。また、フレディマック発表の30年固定住宅ローン金利は、8月上旬にかけて上昇が一服していたものの、その後再び上昇し、9月中旬には2008年11月以来となる6%台に達した。住宅ローン申請件数（米抵当銀行協会（MBA）公表）は、8月中旬から9月上旬にかけて7%程度減少して昨年末比▲55%の低水準であり、9月も住宅販売が低調となる可能性が高い。

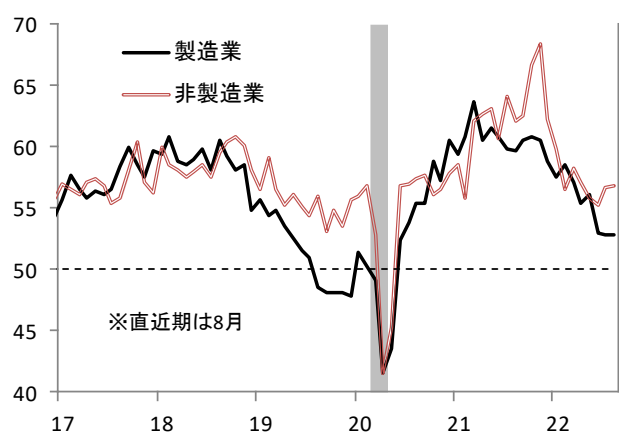
企業部門：8月は景況感の悪化一服も、製造業では生産の増勢は強まらず

企業マインドについては、8月は、ISM製造業指数（7月：52.8→8月：52.8）とISM非製造業指数（56.7→56.9）のいずれも概ね横ばいとなった。両業種ともに、需要の強さを示す「新規受注」が改善（製造業：48.0→51.3、非製造業：59.9→61.8）しており、夏場の個人消費の復調が支えとなったことが窺える。ただ、製造業については、生産状況を示す「生産」が低下しており、企業は夏場の需要持ち直しを短期的なものに見込み、生産をさほど拡大せず在庫圧縮の動きを強めた可能性が示唆される。なお、価格面では、製造業の「仕入れ価格」が2020年の6月以来の水準まで大幅に低下し、物価上昇圧力が一段と緩和していることが確認された。非製造業についても、「仕入れ価格」と「入荷遅延」が高水準ながら4月をピーク

に緩やかに低下を続けており、供給制約の改善が物価上昇圧力に緩和につながる動きが窺える。

そうした中、8月の鉱工業生産指数は、発電などの公益事業（前月比▲2.9%）の低下を主因に、前月比▲0.2%と幾分低下した。製造業は前月比+0.1%と幾分上昇したが、木製品や家具、繊維などを中心に今春の水準を下回る水準にとどまり、設備稼働率も伸び悩む状況が続く。製造業と関係が強い機械投資は、先行指標とされる非国防資本財受注（除く航空機）が、7月は前月比+0.3%と増加したものの、4~6月期の減少（前期比▲0.7%）を補うには力弱い回復となった。財消費は力強さに欠け、製造業の生産も足踏みが続くとみられる中で、利上げに伴う借り入れ負担増により、機械投資の増勢が強まらないことが見込まれる。

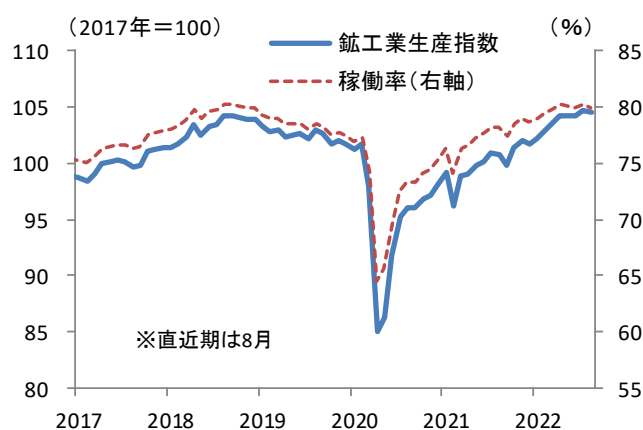
ISM製造業・非製造業指数の推移



(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:労働供給の改善により需給ひっ迫が幾分和らぐ

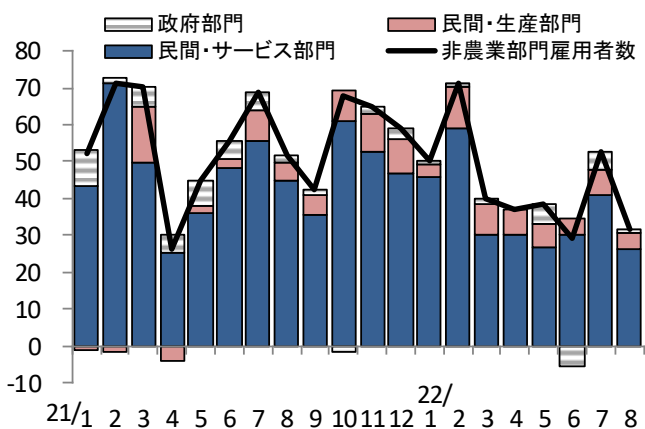
8月の雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+32万人と、7月（+53万人）から増加幅が縮小したものの、雇用環境改善の目安とされる+15~20万人の増加ペースを上回る堅調な労働需要が続いた。業種別には、レジャー（娯楽・飲食・宿泊）と教育・医療は7月の大幅増からの反動で増加幅の縮小が目立ったが、それ以外の多くの業種では小幅な縮小に止まった。一方で、労働供給面をみると、7月の労働参加率が3か月ぶりに上昇し62.4%となった。特に、「プライムエイジ」³と呼ばれる25歳から54歳までの年齢層が82.8%と7月（82.4%）から大幅に上昇し、コロナ前の水準を概ね回復した。労働省の8月の調査⁴によると、コロナの新規感染者数の減少を映じて、働かない理由として、コロナ感染や感染者の世話などを挙げる人数が減少しており、これが労働参加率の上昇の主因と考えられる。このため、全体として労働

³ 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。

⁴ 労働省の8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250万人、②「コロナ感染への懸念」を挙げる人数は160万人であった。6月の①370万人、②270万人と7月の①390万人、②210万人からいずれも減少した。

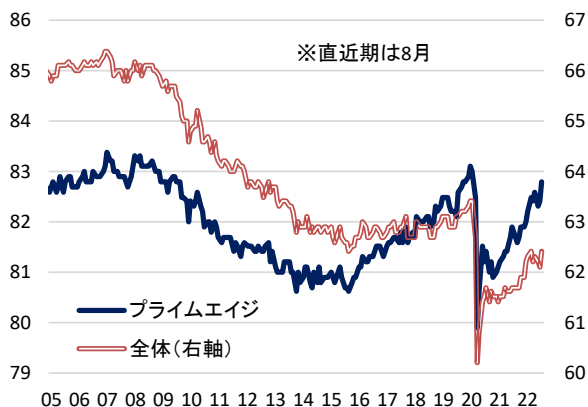
需給が緩和し、8月の失業率は3.7%と7月（3.5%）から上昇した。

非農業部門雇用者数(前月差、万人)



(出所)CEIC

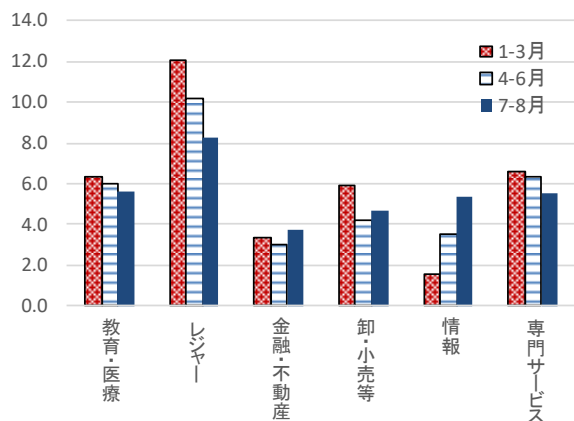
労働参加率(%)



(出所)CEIC

8月の民間部門の時給は、前年比が+5.2%と3か月連続で横ばいとなった。業種別では、製造業の前年比が8月は+3.7%となり、輸送機械などの耐久財を中心として、4月(+4.9%)をピークに一段と伸び幅が縮小した。一方、サービス業は、8月の前年比が+5.4%と7月(+5.3%)から幾分プラス幅が拡大したものの、年前半の平均である+5.5%を下回る伸びにとどまっている。特に、個人消費に占めるウエイトが高く、賃金上昇と物価上昇の関係が深いと考えられる「教育・医療」と「レジャー（娯楽・飲食・宿泊）」については、賃金上昇率が縮小傾向にある。労働需給のひっ迫は続いているものの、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。

サービス業の時給(前年比、%)



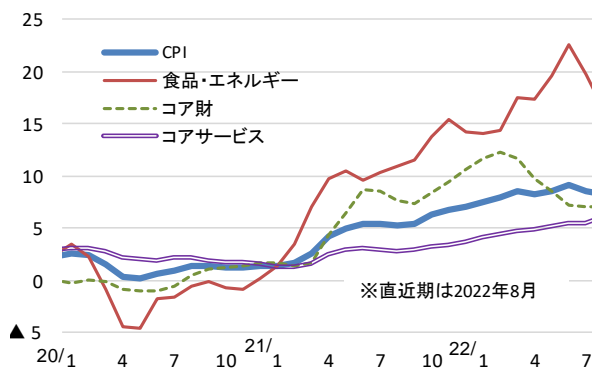
(出所)CEIC

物価: サービス価格の加速がインフレ率を押し上げ

8月の消費者物価指数(CPI)は、ガソリン価格を中心としたエネルギーの下落を受けて、前年比で+8.3%と7月(+8.5%)から低下した。ただし、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数は、前年比で+6.3%と7月(+5.9%)からプラス幅を拡大しており、物価の基調は加速していることが確認できる内容となった。

コア指数のうち、財(モノ)は、アルコール(7月前年比: +4.2%→8月: +4.3%)やタバコ(+7.7%→+

インフレ率の推移(前年比、%)

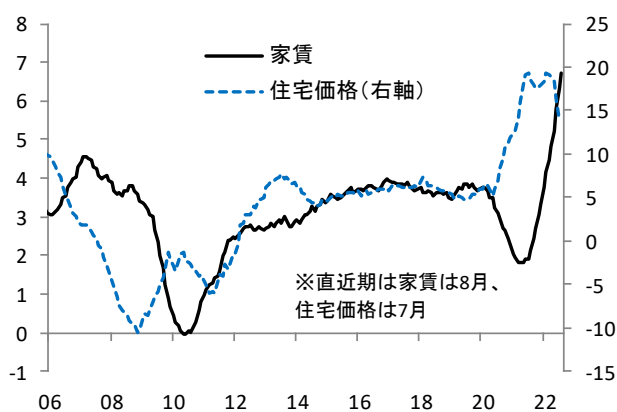


(出所)CEIC
(注)食品・エネルギーは当社試算

8.8%)、パーソナルケア商品 (+5.0%→+6.0%) などが全体を押し上げ、8月の前年比は+7.1%と7月 (+7.0%) からプラス幅が幾分拡大した。8月は財消費が復調したことが、こうした物価上昇につながったと考えられる。しかしながら、前述の通り、財消費は力強さに欠ける状況が続いており、世界的な供給制約も解消に向かっている。今後の動向を注視する必要はあるが、8月のプラス幅拡大は一時的なものに止まると考えるのが自然であろう。

他方、コア指数におけるサービスも、8月は前年比+6.1%と7月 (+5.5%) からプラス幅を拡大した。内訳をみると、サービスの半分強のウエイトを占める住居費が、8月は前年比+6.2%と7月 (+5.7%) からプラス幅を拡大した寄与が大きい。住居費の多くを占める家賃および帰属家賃は、住宅価格の動きから1年~1年半程度遅行して動く傾向があり、2021年に住宅価格の上昇率が高止まりしていた影響が続いているとみられる。住宅価格の前年比は2022年5月頃から明確に低下し始めているが、住居費の前年比のプラス幅が縮小に転じるには1年程度の期間を要するだろう。また、住居費以外のサービスについては、医療費 (+5.1%→+5.6%)、自動車関連 (修理、保険等) (+9.2%→+11.3%) を中心にプラス幅が拡大し、コロナ禍以降の賃金上昇分を、価格に転嫁する動きが続いていることが確認された。ただし、前述の通り、サービス分野の賃金上昇率には一部でピークアウトの兆しがある。今後、景気が減速する中で、賃金上昇率の低下に伴って、住居費以外のサービス価格の上昇率は低下に向かうと考えられる。

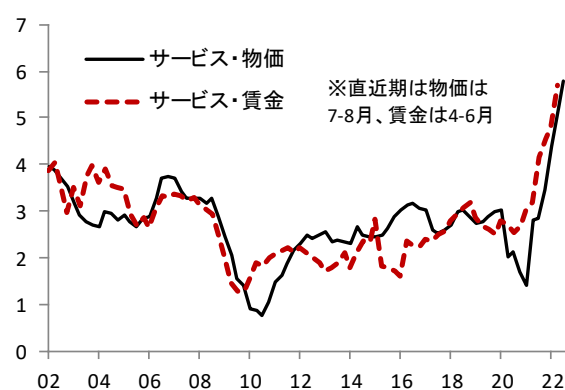
家賃と住宅価格(前年比、%)



(出所)CEIC

(注)家賃はCPIベース、住宅価格はFHFA公表ベース

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

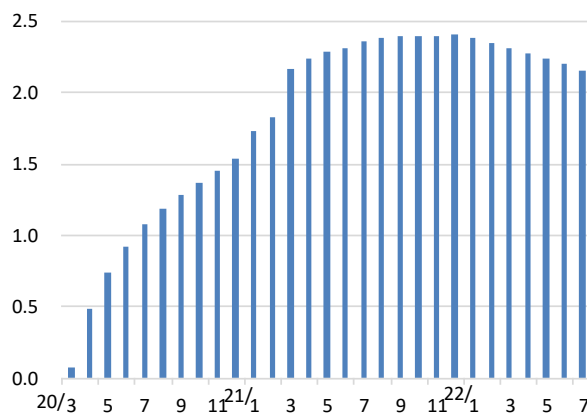
景気見通し: 急ピッチな利上げで景気のオーバーキルの懸念強まる

景気の先行きをみると、FRBの急ピッチな利上げにより、住宅市場の低迷が続き、需要鈍化に対する懸念も背景に企業の設備投資意欲は減退する見通しである。個人消費は、ガソリン価格の下落ペースが鈍化するも、株価下落やローン金利の上昇が逆風となり、再び減速することが見込まれる。また、こうした需要の減速を背景に、堅調に推移してきた雇用情勢は緩やかに悪化し、個人消費に対するさらなる下押し圧力となるだろう。2023年入り後は、利上げの影響が一段と強まり、人手不足が和らぐことで賃金上昇率は低下し、サービス価格の上昇率もピークアウトすると考えられる。国際商品市況や輸送コストがこのまま落ち着き、各国の新型コロナ感染拡大に伴う減産も減少に向かう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するだろう。これらを踏まると、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、2023 年央には+3%台まで低下し、物価目標の目安である+2%が視野に入るまで低下すると予想する。そうしたもとで、FRB は、物価上昇の抑制に目途がついたとして、2023 年後半頃から金融引き締めを徐々に弱め、景気は緩やかに回復に向かうと見込む。

こうした中、景気のオーバーキルの懸念がこれまで以上に増している。FRB は、インフレ抑制を最優先に急ピッチな利上げを続けているが、個人消費や雇用情勢に影響が及ぶスピードは不確実性が高い。また、政策金利が引き締めの領域に入ったかの判断基準となる「中立金利」に関しては、FRB 内部でも意見が分かるとされるが、インフレ抑制を確実なものとするためには、政策金利の最終到達地点を高めを設定する方針が優勢になりやすいだろう。当社では、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」⁵が個人消費のバッファとなり、景気の腰折れ懸念は小さいとの見方を維持する。ただし、これは、労働需要が減少していく中でも、労働者の職種転換も同時に進むことで、失業率の悪化幅がそれほど大きくならないことを前提としている。仮に、利上げの影響のスピードが速まり、雇用のミスマッチが発生したまま雇用情勢が想定以上に悪化する場合は、個人消費の大幅な減少を回避することができず、景気後退に陥る可能性があることには注意が必要である。

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。

⁵ 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、2021年にかけて家計貯蓄は大幅に増加。商務省発表のデータをもとに、2019年の平均貯蓄率(7.6%)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すると、2021年半ば以降は取り崩しが続いたが、7月時点でもGDPの10%に上る約2.2兆ドルが残る。