

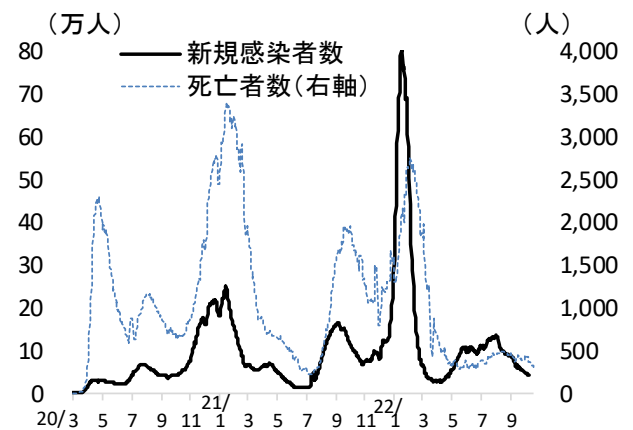
米国経済：金融環境が一段と引き締め内需を抑制

9 月 FOMC 以降、金融引き締め策が長期化すると観測から長期金利の上昇が続き、株価下落やローン金利の上昇など金融環境は一段と引き締まった。こうしたもと、2022 年末にかけて、住宅市場はさらに悪化し、夏場に底堅く推移した個人消費や設備投資も、再び減速に向かうとみられる。物価は、サービス分野における賃金上昇分の価格転嫁の動きが根強く、上昇率の低下がはっきりするのは、景気が停滞色を強める 2023 年前半となる見込みである。先行きのリスクは、FRB の急速な利上げに伴う、景気のオーバーキルの可能性である。雇用関連を中心に、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。

新型コロナ：冬場の拡大懸念残るも、規制強化の動きみられず

新型コロナの新規感染者数（7 日平均）は、9 月中旬の約 6 万人／日から、10 月中旬には 4 万人弱／日まで減少、死亡者数も減少が続いている。こうした中、米疾病対策センター（CDC）の報告によると、オミクロン変異株の新たな派生型への置き換わりが進んでいる模様である。感謝祭やクリスマスなどイベントが増加する冬場にかけて、感染再拡大の可能性のあることには注意が必要だが、現状、政府が規制を強める動きはなく、小売・娯楽施設やレストランなど国内の人出への影響も限定的となる見込みである。

新型コロナ感染者・死亡者数

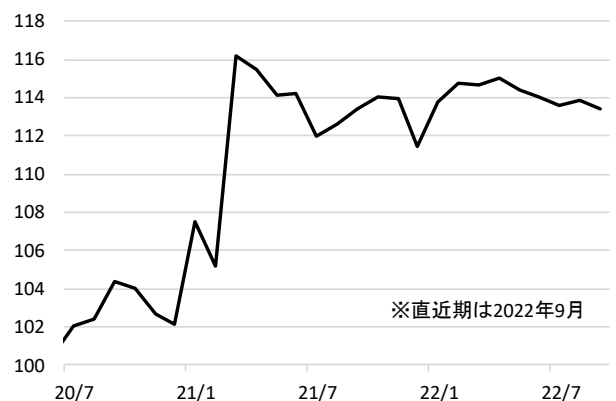


(出所)WHO 10月20日時点。7日平均。

個人消費：旅行などサービス消費の底堅さ続く

9 月の小売売上高（外食を含む）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 ▲0.4%とマイナスとなった。内訳をみると、自動車や家具・家電などの耐久消費財の減少が目立ち、小売売上高の多くを占める財（モノ）への消費は鈍化が続いている。一方、サービス消費は、8 月の個人消費支出（PCE）で、実質ベースが前月比+0.2%と 7 月（+0.2%）と同じ伸びとなった。ヘルスケアに加え、旅行需要と関係の深い交通費が引き続き全体をけん引した。9 月の旅行需要も、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堅調であった可能性が高い¹。ただ、9 月下旬以降は、

小売・外食売上高（実質ベース、2020年2月=100）



(出所)CEIC

¹ 航空利用者数は 2019 年対比で 9 月が 94%と 8 月の 91%から上昇したが、9 月後半以降は低下し、10 月は中旬時点で同 92%。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。見直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。

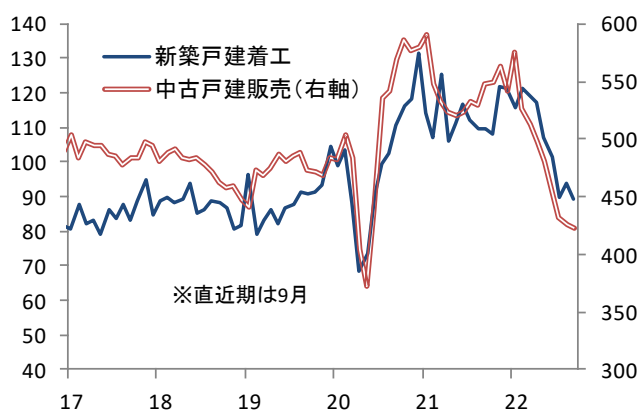
航空機利用者数とホテル稼働率が幾分悪化するなど旅行需要に一巡の兆しがあり、今後の動向が注視される。

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、59.8と8月（58.6）から上昇した。9月は株価下落などにより家計資産が減少したものの、幅広い消費者の生活に直結するガソリン価格の下落が、消費者マインドの改善につながったとみられる。もともと、足元では原油価格が底打ちし、ガソリン価格の下落も一服している。今後は、堅調に推移してきた雇用情勢の悪化も想定され、消費者マインドの一段の改善は見込みづらいだろう。

住宅投資：ローン金利の再上昇を受けて、需要への下押し圧力続く

9月の住宅着工戸数（戸建て）は、前月比▲4.7%と8月（+4.0%）から減少に転じた。8月下旬以降に住宅ローン金利が再び上昇し、需要鈍化懸念の強まりから、新規建設を控える動きが再燃しているとみられる。販売動向についても、9月の中古戸建販売が、前月比▲0.9%と8か月連続で減少し、2021年平均を約22%下回る水準まで落ち込むなど悪化が続いている。また、中古住宅の在庫水準は、販売件数の3.1か月分と、コロナ前の水準である4か月分程度に向けて増加傾向にあり、在庫不足を背景にした新規建設ニーズは弱まっている。

新築戸建着工と中古戸建販売（季節調整値、年率万戸）



（出所）CEIC

10月の住宅市場を取り巻く環境を見ると、10月の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38ポイントと10か月連続で悪化し、新型コロナの感染拡大で大幅に落ち込んだ2020年5月（37ポイント）の水準に近づいた。また、フレディマック発表の30年固定住宅ローン金利は、11月中旬には2002年4月以来の高水準となる6.92%まで上昇した。住宅ローン申請件数（米抵当銀行協会（MBA）公表）は、9月中旬から10月中旬にかけて23%程度的大幅減となり、10月の住宅販売は大きく落ち込むことが見込まれる。

企業部門：製造業の景況感が一段と悪化

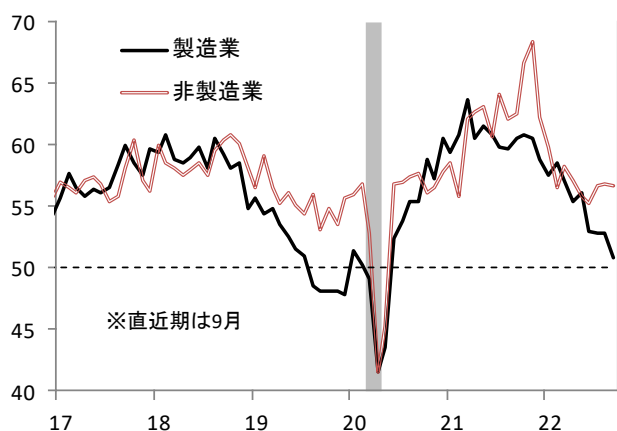
企業マインドは、製造業と非製造業の明暗が分かれた。9月のISM製造業指数（8月：52.8→9月：50.9）は、好不況の境目となる50目前の水準まで低下した。内訳をみると、需要の強さを示す「新規受注」（51.3→47.1）が、家具製品や木材製品などの業種を中心に大幅に低下しており、低迷する住宅市場の影響が広がっていることが確認された。一方、ISM非製造業指数は、9月は56.9と8月（56.7）から概ね横ばいとなった。新規受注（61.8→60.6）は、低下しつつも高水準にとどまり、底堅い需要が続いていることが窺える。なお、供給面と価格面について、製造業は「入荷遅延」（55.1→52.4）が2019年の水準まで低下する中で、「仕入れ価格」（52.5→51.7）が景気後退の影響が強く残っていた2020年5月以来の水準まで低下した。また、非製造業も「入荷遅延」（54.5→53.9）が2020年2月の水準まで低下し、「仕入れ価格」

である。ホテル稼働率は2019年対比で9月が99%と8月の93%と大幅に上昇したが、9月下旬から幾分悪化の兆しがある。

(71.5→68.7) が高水準ながら低下基調にある。製造業と非製造業は、いずれも供給制約の改善が物価上昇圧力の緩和につながる動きが窺える。

9月の鉱工業生産指数は、製造業（前月比+0.4%）の生産増を主因に、前月比+0.4%と上昇した。業種別では、PC・電子機器や輸送機器の上昇が目立ち、世界的な供給制約の改善²に伴う生産回復の動きが全体を押し上げたと考えられる。しかしながら、財（モノ）への消費は頭打ちし、製造業のマインドも落ち込んでいることから、この先、製造業の生産拡大の動きは力強さに欠ける見込みである。企業の設備投資についても、需要減速懸念と急速な利上げを受けた借り入れ負担増から、年末に向けて増勢が弱まっていく可能性が高い。

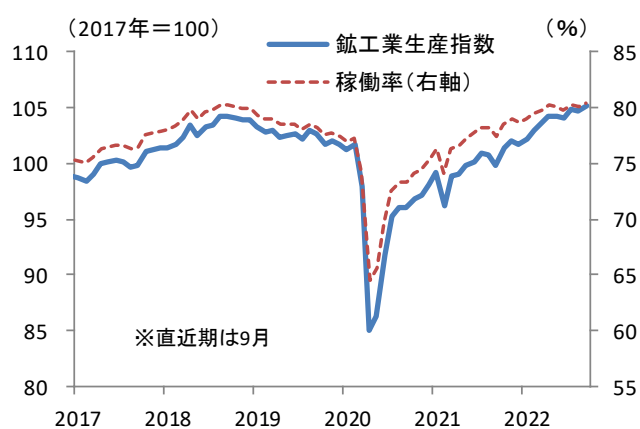
ISM製造業・非製造業指数の推移



(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

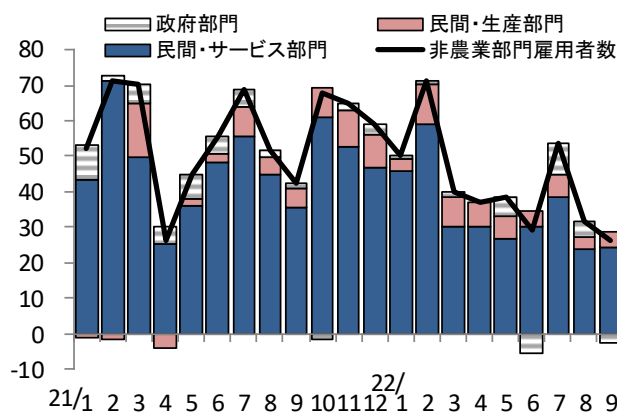


(出所)CEIC

雇用: 良好な雇用情勢が続く一方、賃金上昇の伸びは緩やかに低下

9月の雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+26.3万人と、8月（+31.5万人）から増加幅が縮小した。前半の+40万人程度から緩やかな減少が続いているものの、雇用環境改善の目安とされる+15~20万人を上回る増加幅が保たれている。業種別には、レジャー（娯楽・飲食・宿泊）（8月：+3.1万人→9月：+8.3万人）や教育・医療（7.5万人→9.0万人）など、サービス業の堅調な増加が引き続き全体をけん引した。労働供給面では、9月の労働参加率は62.3%と8月の62.4%から低下した。「プライムエイジ」³と呼ばれる25歳から54歳までの年齢層の労働参加率は概ねコロナ前

非農業部門雇用者数(前月差、万人)



(出所)CEIC

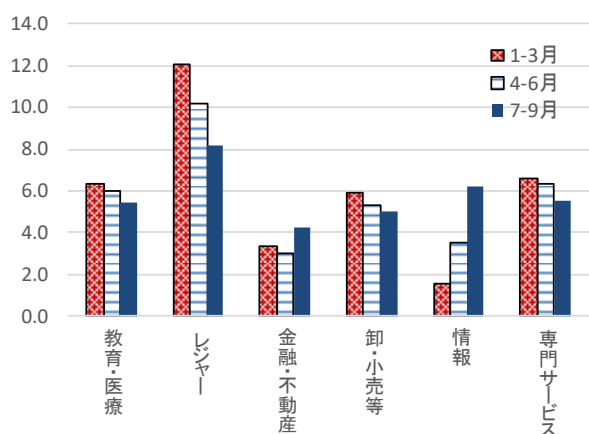
² 米国内や国際的なサプライチェーンにどれだけ圧力や混乱が生じているかを表す指標として、輸送コストを示すバルチック海運指数や各国の製造業 PMI などをもとに NY 連銀が算出した「GSCPI」が存在する。この指標は、2021 年をピークに改善し、2022 年 9 月には新型コロナ感染拡大が本格化する前の 2020 年 2 月の状況まで改善した。

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。

の水準である 82% 台後半に達したが、それ以外の年齢層の労働参加率は伸び悩んでいる。このため、全体として労働需給のひっ迫が強まり、9 月の失業率は 3.5% と 8 月（3.7%）から低下した。

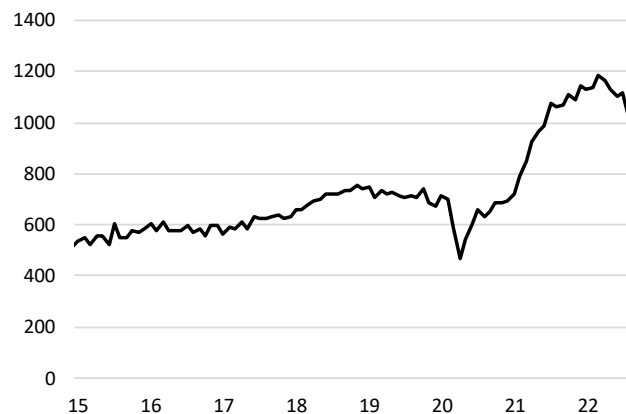
そうした中、9 月の民間部門の時給は、前年比が +5.0% と 8 月（+5.2%）から低下した。業種別では、製造業の 9 月の前年比は +3.7% となり、機械機器や電気機械などの耐久財を中心に、4 月（+4.9%）から 5 か月連続でプラス幅が縮小した。また、サービス業も、9 月の前年比が +5.1% と 8 月（+5.3%）からプラス幅が縮小した。個人消費に占めるウェイトが大きく、賃金上昇と物価上昇の関係が深いと考えられる「教育・医療」と「レジャー（娯楽・飲食・宿泊）」を中心に、3 月（+5.7%）を直近のピークとして緩やかな縮小傾向にある。この背景には、企業の求人数（4~6 月平均：1134 万人→7 月 1117 万人→8 月 1005 万人）が、8 月に大幅に減少するなど、賃金上昇圧力の原因となってきた企業の強い採用意欲に陰りがあることが考えられる。今後も、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が続くとみられる。

サービス業の時給(前年比、%)



(出所)CEIC

求人数(万人)



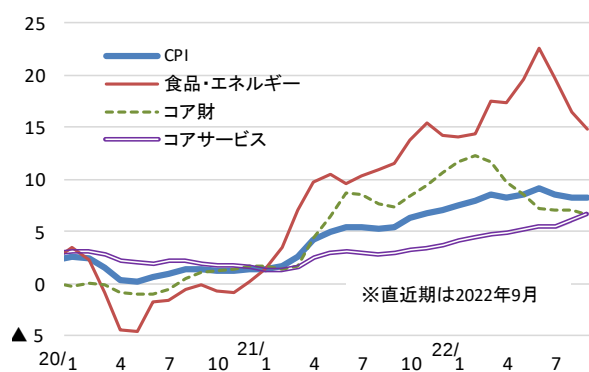
(出所)CEIC

物価: サービス価格を中心に、基調的な物価の加速が続く

9 月の消費者物価指数 (CPI) は、ガソリン価格などエネルギー（8 月前年比 +23.8% → 9 月 +19.8%）の前年比のプラス幅縮小を主因に、前年比で +8.2% と 8 月（+8.3%）から幾分低下した。一方で、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 +6.6% と 2 か月連続でプラス幅を拡大しており、基調的な物価の加速が続いている。

コア指数のうち、財（モノ）は、9 月の前年比が +6.6% と 8 月（+7.1%）からプラス幅が縮小した。内訳をみると、中古車（+7.8% → +7.2%）や家具（+9.9% → +9.3%）、医薬品（+4.1% → +3.7%）などを中心に幅広い品目でプラス幅が縮小した。財消費は力強さに欠ける状況が続く、世界的な供給制約も解消に向かっていることから、財価格の上昇率は引き続き縮小していくことが見込まれる。

インフレ率の推移(前年比、%)



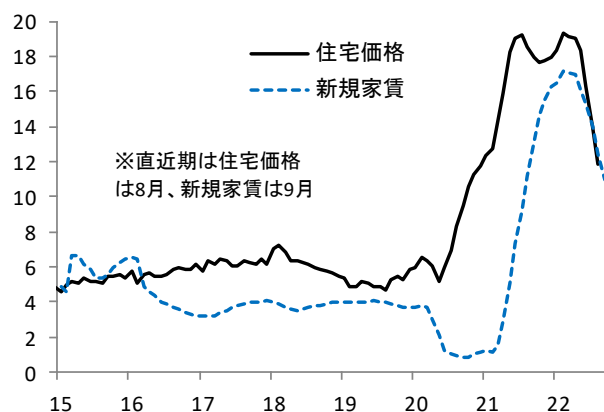
※直近期は2022年9月

(出所)CEIC

(注)食品・エネルギーは当社試算

コア指数におけるサービス（コアサービス）は、9月の前年比が+6.7%と8月（+6.1%）からプラス幅が拡大した。この主要因として、コアサービスの半分強のウエイトを占める住居費（+6.2%→+6.6%）のプラス幅の拡大が続いていることが挙げられる。住居費は、その多くを占める家賃および帰属家賃が、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、2023年央頃までは高い伸びが続くとみられる。ただ、足元の住宅市場の低迷を映じて、住宅価格や民間業者が把握する新規契約分の家賃⁴の前年比は急速にプラス幅を縮めている。CPIにおける住居費は、伸びが一旦ピークに達した後は、着実にプラス幅を縮める見通しである。他方、住居費以外のサービスについては、医療費（+5.6%→+6.5%）や運輸関連（自動車関連サービス、公共交通機関運賃等）（+11.3%→+14.6%）などでプラス幅の拡大が目立った。堅調な旅行需要を反映した価格上昇に加え、賃金上昇分の価格転嫁の動きが根強いことが窺える。

住宅価格と新規家賃（前年比、%）



(出所)CEIC、Bloomberg

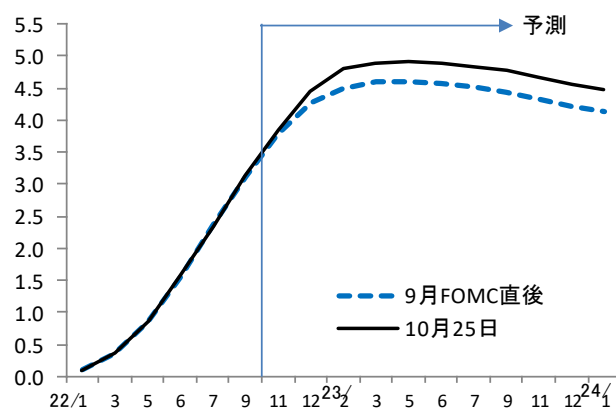
(注)住宅価格はFHFA公表ベース、新規家賃はZillowベース

金融政策：先行きの利上げに関するFRB高官の情報発信続く

9月FOMC（9月20～21日）以降、先行きの利上げに関連したFRB高官の情報発信が活発化している。金融引き締めに向き「タカ派」とされるFRB高官からは、ミネアポリス連銀のカシュカリ総裁による「物価上昇圧力が収まらなければ4.5～4.75%の政策金利で利上げを停止する理由はない」との講演時の発言など、利上げ継続の長期化を示唆するものが多くみられる。また、「ハト派」とされる高官からも、クック理事の「コアインフレ率は驚くほど高く、利上げ継続が必要」との発言など、追加利上げを容認する見方が散見される。一方で、ブレイナード副総裁による「利上げの効果が経済全体に伝わるにはしばらく時間がかかる。利上げ継続には慎重姿勢が重要」との発言や、エバンス理事の「9月FOMC時の想定を超えた利上げが必要となれば、景気後退に陥る恐れがある」との発言のように、利上げ継続への懸念も、少数ながら深刻さを増している印象である。

こうしたFRB高官の情報発信や経済指標の結果を受けて、金融市場が見込む政策金利は、9月FOMC以降に水準が幾分切り上がった。10月25日時点では、11月FOMC（11月1～2日）で4会合連続となる0.75%Ptの利上げが確実視され、政策金利は、2022年内にもFOMCメンバーが9月にピークと予想した4.6%程度に近づくと見込まれている。11月FOMCは、先行きの方向性に向けた地ならしが必要なタイミングにあり、利上げペースの減速の要否だけでなく、利上げペースの減速が長期金利の低下など金融環境の緩みにつながらないため

市場が見込む政策金利(%)



(出所)FF金利先物をもとにBloombergが試算

⁴ 米国の最大手不動産ポータル Zillow による新規契約の家賃の前年比は、2022年2月の+17.2%をピークに、9月には+11.0%まで低下している。CPIの家賃は既存契約の割合が多く、新規家賃の状況が反映されるにはラグがあると考えられる。

に、金融市場とのコミュニケーションをどう図るかが議論されることとなる。FRB が、先行きの金融政策の裁量を確保しつつ、金融市場の過剰な反応を招かないために、政策金利のピークの上方修正を示唆しながら利上げペースを減速していくことなどが考えられよう。

景気見通し: 金融環境が一段と引き締め、国内需要の下押し圧力強まる

景気の先行きを展望すると、大幅利上げの継続で、借り入れコストの上昇など金融環境が一段と引き締まるもとで、住宅市場はさらに悪化し、企業は景気悪化を見越して設備投資に対する慎重姿勢を強めるとみられる。また、個人消費は、株式や不動産など家計資産の増加が見込み難くなり⁵、各種ローン金利も高止まりするもとで、年末にかけて減速する見通しである。さらに、輸出は、欧州を中心とした海外経済の大幅な減速が見込まれる中で、急速に進んだドル高も逆風となり鈍化するだろう。こうした内外の需要の減速により、雇用情勢は悪化に転じ、個人消費にはさらなる下押し圧力となることが見込まれる。2023 年前半にかけては、辛うじて実質 GDP 成長率（前期比年率）がプラス成長を維持する程度まで、景気は停滞色を強める見通しである。

そうした中、FRB の急速な利上げによる、景気のオーバーキルの可能性には注意が必要である。FRB は、高インフレが定着することへの警戒感から、経済に及ぼす影響を十分に確認する余裕がなく、大幅な利上げに迫られているとみられる。また、潤沢な家計貯蓄は、個人消費のバッファーとなる一方で、利上げの効果を測りづらくさせている面がある。過度な金融引き締めにより、雇用情勢が大幅に悪化した場合などは、利下げなどの景気下支え策を実施しても手遅れになる可能性がある。インフレ抑制だけでなく、景気のオーバーキルの兆候がないか、雇用関連指標を中心に、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。

⁵ S&P500 の「イールドスプレッド」（株式益回り－10 年国債利回り）は、10 月中旬以降 2%弱と過去の標準的な水準である 3%～5%を大幅に下回り、株価は割高水準にある。金利が低下基調とならない限りは、さらなる株価上昇は見込み難い。住宅価格は 7 月以降、前月比でマイナスに転じており、今後も価格下落が続く見込み。