

米国経済：インフレにピークアウトの兆し

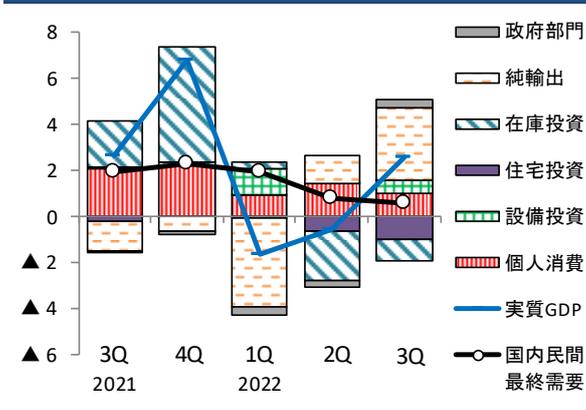
10月CPIでは、財(モノ)の価格は供給制約が解消に向かう中ではっきりと前年比の伸びが低下し、サービス価格も幅広い分野で上昇率が鈍化するなど、インフレのピークアウトを期待させる結果となった。物価と関連の深い雇用情勢は良好さを保つものの、景気鈍化を背景に雇用増のペースが緩やかな縮小トレンドにあり、賃金上昇率は高まりづらい状況が続いている。そうした中、インフレ抑制への道筋を確かなものとするため、FRBは11月FOMCで4会合連続となる0.75%Ptの利上げを実施し、2023年にかけても利上げを継続する見込みである。借入れコストの上昇により、住宅投資は一段と悪化し、底堅さを残す個人消費への影響も徐々に強まることで、2023年前半には景気の停滞感が強まるだろう。

7～9月期GDP: 内需の鈍化続く

7～9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.6%と3四半期ぶりのプラス成長となった。供給制約の改善¹を背景に、輸出増加と輸入減少が重なったことが主因である。国内民間最終需要²については、7～9月期は前期比年率+0.6%と、1～3月期の+2.2%、4～6月期の+0.9%からプラス幅を緩やかに縮小しており、景気は徐々に鈍化している。

内訳をみると、内需の柱である個人消費(4～6月期前期比年率: +2.0%→7～9月期: +1.4%)は、旅行需要などサービス消費(+4.6%→+2.8%)の増勢がやや弱まったことから、全体でもプラス幅を縮小した。また、住宅投資(▲17.8%→▲26.4%)は、大幅利上げの影響で減少幅が大幅に広がった。一方、設備投資(+0.1%→+3.7%)は、輸送用機械やコンピューター関連などの機械投資を中心に持ち直した。ただ、これは夏場にかけての世界的な供給制約の改善と生産回復を受けて、それまで抑えられてきた投資が進んだものと考えられる。この先は需要のさらなる鈍化が見込まれるもとの、企業の投資意欲は限られるだろう。

実質GDP成長率(季節調整値、年率、%、%pt)



(出所)CEIC

新型コロナ: 新規感染者数は横ばい推移、国民生活の正常化進む

新型コロナの新規感染者数(7日平均)は、4万人弱/日で横ばい推移しており、オミクロン変異株の新たな派生型への置き換わりが急速に進んでいるものの、今のところ感染拡大の兆候はない。政府は、冬の感染拡大を警戒するも、これまで通りワクチン接種を推奨するにとどまり、国内の人出への影響は引き続き限定的とみられる。こうした中、NY市が全ての民間企業・個人事業主に義務付けていた従業員に対するワ

¹ 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。

² 国内民間最終需要=個人消費+設備投資+住宅投資とした。

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。

クチン接種義務を終了するなど、引き続き国民生活の正常化を進める動きが目立つ。

個人消費:サービス消費の増勢一服

10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+0.8%と増加した。内訳をみると、外食の堅調さが続いたほか、自動車や飲食料品など幅広い品目が持ち直した。もっとも、小売売上高は、2021年春の水準を超えておらず、小売売上高の多くを占める財（モノ）への消費は力強さに欠ける状況が続く。また、サービス消費は、9月の個人消費支出（PCE）で、実質ベースが前月比+0.3%と8月（+0.5%）から伸びが鈍化した。金融・保険サービスが減少したほか、旅行需要と関係の深い交通費も伸びが鈍化したことが主因である。10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、9月と同程度の伸びが見込まれ³、夏場にかけて個人消費を押し上げてきたリベンジ旅行の増勢が一服した可能性がある。

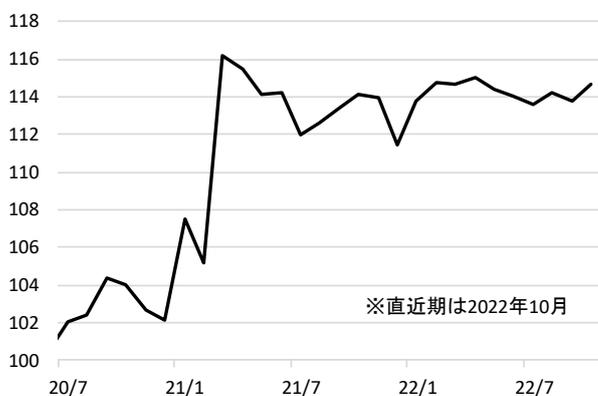
消費者マインドをみると、11月のミシガン大学の消費者態度指数は、56.8と9月（59.9）から低下し、4か月ぶりの低水準となった。11月初旬にかけて株価が軟調に推移し、ガソリン価格も底打ちしていたことが背景とみられる。11月中旬以降は株価が上昇に転じたことから、消費者マインドも一時的に下げ止まる可能性があるが、雇用情勢の緩やかに悪化を背景に、一段の改善は見込みづらいだろう。

住宅投資:販売と市場センチメントはコロナ禍の最低水準近くまで悪化

10月の住宅着工戸数（戸建て）は、前月比▲6.1%と9月（▲1.3%）から減少が続いた。10月は住宅ローン金利の上昇が続き、需要鈍化懸念が強まったことから、新規建設を控える動きが強まったとみられる。販売動向についても、10月の中古戸建販売が、前月比▲6.4%と9か月連続で減少し、コロナ禍で最も落ち込んだ2020年5月の水準に近づいた。中古住宅の在庫水準は、販売件数の3.2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。

11月の住宅市場を取り巻く環境を見ると、長期金利の低下により、フレディマック発表の30年固定住宅ローン金利（10月28日：7.08%→11月18日：6.56%）

小売・外食売上高(実質ベース、2020年2月=100)



(出所)CEIC

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

³ 航空利用者数は2019年対比で10月が95%と9月の94%からほぼ横ばい、ホテル稼働率も2019年対比で10月が98%と9月の99%とほぼ横ばいとなった。

も低下に転じた。これを受けて、住宅ローン申請件数（米抵当銀行協会（MBA）公表）は、10月下旬から11月中旬にかけて若干増加しており、11月の住宅販売は一時的に底打ちする可能性がある。しかしながら、11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、33ポイントと11か月連続で悪化し、コロナ禍で最も落ち込んだ2020年4月（30ポイント）の水準に近づいた。住宅購入意欲は大幅に冷え込んでおり、先行きの更なる販売減は避けられないだろう。

企業部門：製造業のマインドは不況目前の水準に

企業マインドは、製造業と非製造業のいずれも悪化した。10月のISM製造業指数は50.2と9月（50.9）から幾分低下し、好不況の境目となる50とほぼ同水準まで落ち込んだ。指数低下の主因は、「在庫」（55.5→52.5）が低下したことであり、先行きの受注減を見越して企業が在庫積み増しを手控える動きが広がったと考えられる。ISM非製造業については、「新規受注」

（60.6→56.5）と「業況」（59.1→55.7）の低下を主因に、10月は56.7と9月（54.4）から低下した。良好な状況を維持してきた非製造業も、需要が鈍化傾向にあるとみられる。また、価格動向に関しては、10月は製造業と非製造業で異なる動きとなった。製造業は「入荷遅延」

（52.4→46.8）と「仕入れ価格」（51.7→46.6）が大幅に低下し、供給制約が解消に向かうもとで物価上昇圧力のさらなる緩和が確認された。一方で、非製造業は、「入荷遅延」（53.9→56.2）と「仕入れ価格」（68.7→70.7）がいずれも上昇に転じ、人手不足など供給制約の改善が足踏みし、価格上昇圧力が根強いことが確認された。

10月の鉱工業生産指数は、製造業（9月前月比+0.2%→10月+0.1%）の伸び鈍化と鉱業（+0.7%→▲0.4%）の低下を受けて、前月比▲0.1%と9月（+0.1%）から低下に転じた。業種別では、輸送機器が世界的な供給制約の改善を受けて回復したものの、その他の耐久財や飲料・食品や繊維製品などの非耐久財は、低下ないしは伸びが鈍化した。財（モノ）に対する消費が頭打ちし、企業マインドも落ち込んでいることから、製造業の生産拡大は力強さに欠ける状況である。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、増勢が弱まるだろう。

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

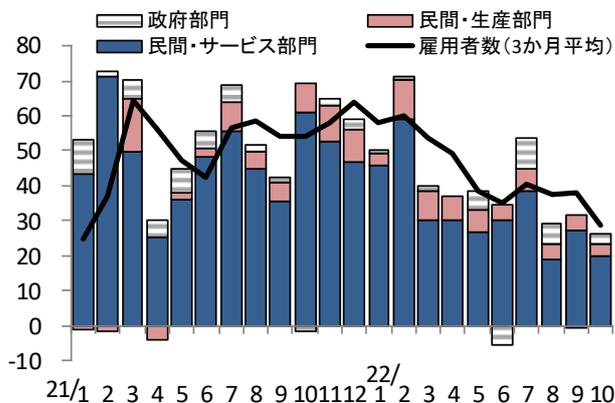
雇用:労働需要は緩やかに減少、賃金上昇率の低下続く

10月の雇用統計(事業所調査)では、非農業部門雇用者数は前月比+26.1万人と、9月(+31.5万人)から増加幅が縮小した。雇用環境改善の目安とされる+15~20万人を上回る増加幅となったものの、年前半の+40万人程度から緩やかな減少トレンドにある。業種別には、卸売・輸送・公共(9月:▲0.7万人→10月:+3.1万人)が9月の減少からの反動で増加に転じた一方、レジャー(娯楽・飲食・宿泊)(9月:+10.7万人→10月:+3.5万人)や教育・医療(9.1万人→7.9万人)など幅広い業種で増加幅が縮小した。

他方で、雇用統計(家計調査)では、10月の失業率が3.7%と9月(3.5%)から上昇した。これは、失業率の算出に用いる家計調査の雇用者数が、上記の事業所調査と異なり、9月から10月にかけて約33万人減少したことが主因である。家計調査による雇用者数は、このところ事業所調査との乖離が目立ち、2022年入り後はほぼ横ばいで推移している。家計調査の雇用者数は、事業所調査と比べてサンプル数が少ないという留意点がある一方で、①1人で複数の企業から給料を得た場合は重複して計上しない、②自営業者も計上するなどの特徴がある。家計調査は、各世帯に収入源があるかをより正確に示している可能性があり、雇用情勢に変調がないか、事業所調査と併せて注視する必要がある。

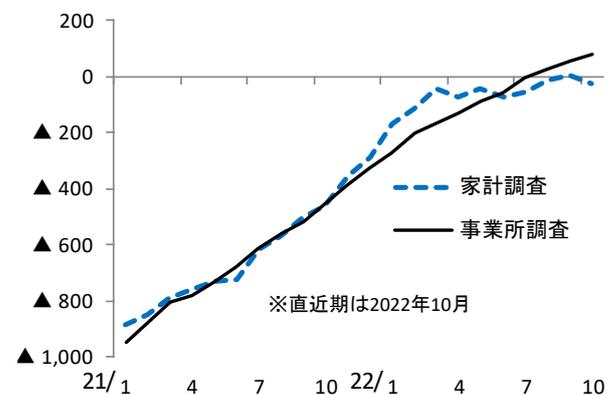
10月の民間部門の時給は、前年比が+4.7%と9月(+5.0%)から低下した。業種別では、製造業の10月の前年比は+3.6%となり、4月(+4.9%)から6か月連続でプラス幅が縮小し、コロナ禍直前の前年比+3%程度に向けて低下基調が鮮明である。また、サービス業も、10月の前年比が+4.8%と8月(+5.4%)から2か月連続でプラス幅が縮小した。サービス業は、個人消費に占めるウエイトが大きく、賃金上昇と物価上昇の関係が深いと考えられる「教育・医療」と「レジャー(娯楽・飲食・宿泊)」のプラス幅縮小が全体を押し下げた。企業の求人数(1~3月期1149万人→4~6月1134万人→7~9月1072万人)は、今年の初めをピークに緩やかに減少しており、賃金上昇圧力の主因ともいえる企業の採用意欲は低下の兆しがある。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

非農業部門雇用者数(前月差、万人)



(出所)CEIC

コロナ直前からの雇用者数の変化(万人)

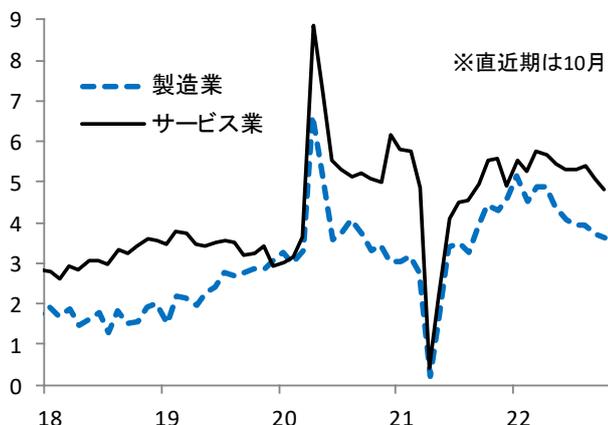


(出所)CEIC

(注)コロナ直前(2020年2月)の雇用者数からの増減。

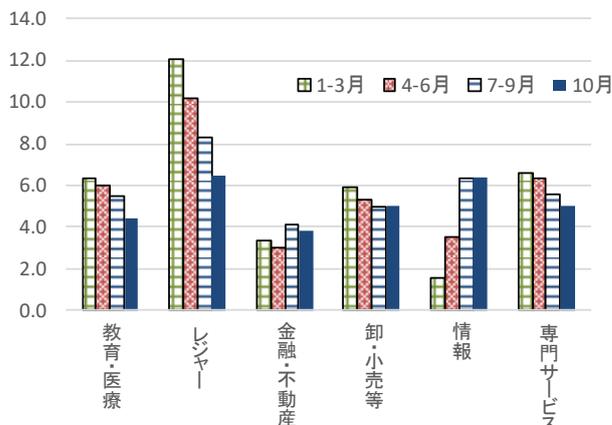
とみられる。

民間企業の時給(前年比、%)



(出所)CEIC

サービス業の時給(前年比、%)

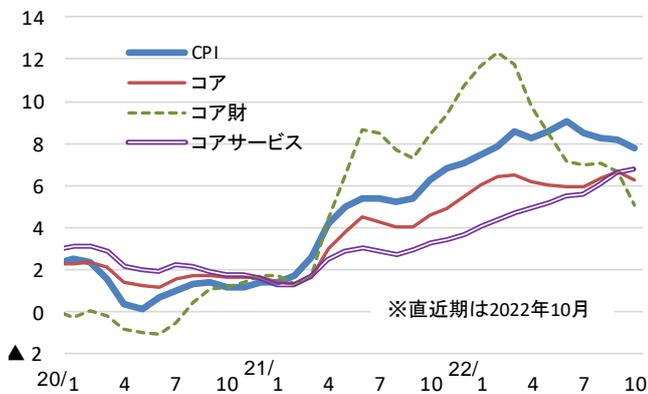


(出所)CEIC

物価:インフレにピークアウトの兆し

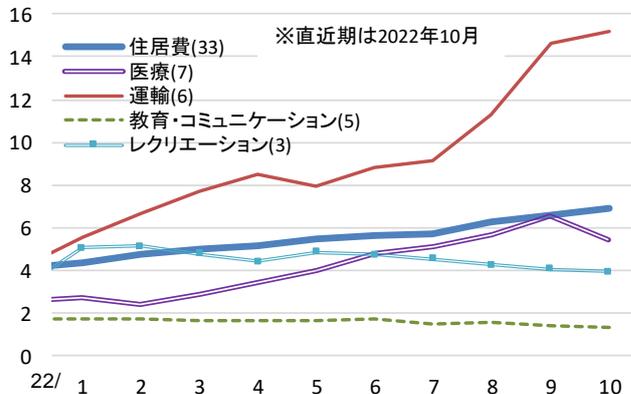
10月の消費者物価指数(CPI)は、前年比で+7.7%と9月(+8.2%)から低下した。また、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数も、前年比で+6.3%と9月(+6.6%)からプラス幅が縮小に転じ、基調的な物価の伸びがピークアウトした可能性が示唆された。

インフレ率の推移(前年比、%)



(出所)CEIC

コアサービス(前年比、%)



(出所)CEIC

(注)()内はCPI全体に占めるウエイト

コア指数のうち、財(モノ)は、10月の前年比は+5.1%と9月(+6.6%)からプラス幅が大幅に縮小した。内訳をみると、中古車(+7.2%→+2.0%)や衣料品(+5.5%→+4.1%)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き、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。

コア指数におけるサービス(コアサービス)は、10月の前年比が+6.7%と9月(+6.7%)からプラス幅が横ばいとなった。コアサービスの半分強のウエイトを占める住居費(+6.6%→+6.9%)は、住宅価格

から遅行して動く傾向⁴があり、住宅価格が今年前半にかけて上昇していたことを背景に、10月もプラス幅が拡大した。ただ、住宅価格の前年比は急速にプラス幅を縮めており、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。このため、住居費以外のサービス価格に注目が集まるが、旅行需要と関係が強い運輸関連（自動車関連サービス、公共交通機関運賃など）（+14.6%→+15.2%）は伸びが拡大したものの、医療サービス（+6.5%→+5.4%）⁵を中心に多くのサービスでプラス幅が縮小した。賃金上昇率がピークアウトし需要鈍化の懸念が高まるも、価格転嫁に慎重姿勢を取る業界が増え始めた可能性がある。

金融政策：12月以降の利上げペース減速を示唆

11月1～2日のFOMCでは、4会合連続となる0.75%Ptの大幅利上げが決定され、政策金利は3.75～4.0%となった。今後の利上げペースに関し、声明文では、「①金融引き締め of 累積効果、②金融政策が効果を発揮する時間差を考慮する」など文言が新たに加わった。すなわち、FRBは、利上げの影響が今後強まるとの考えを示すことで、12月FOMC以降の利上げペースの減速を示唆したと考えられる。一方で、会合後のパウエル議長の記者会見では、最近の経済データから判断して、政策金利のピークを、9月時のFOMCメンバーの予想である4.6%より高くする必要があることを示唆した。また、「利上げの休止を考えるのは時期尚早」とも述べ、金融引き締めが長期化することも強調した。この結果、金融市場では、利上げペースの減速と同時に、政策金利のピークが幾分切り上がることが織り込まれ、先行きの金融緩和期待が過度に高まるなどの市場の混乱は避けられた。

その後、10月CPIでインフレのピークアウトが意識され、長期金利が低下し株価も底打ちするなど金融環境は緩和した。これに対し、FRB高官からは、セントルイス連銀のブラード総裁が「政策金利のピークを最低でも5.0～5.25%に引き上げるべき」と述べるなど、金融市場をけん制するような発言が増えている。ただ、先行きの利上げペースの減速を強調するFRB高官の発言も散見され、足元の物価動向を巡っては、FRB内で見方が分かれている模様である。FOMCメンバーによる経済予想が公表される12月13～14日の次回FOMC会合までは、金融市場における政策金利の織り込みは不安定な状況が続くだろう。

景気見通し：2023年前半は停滞色が強まり、FRBは利上げ停止に

景気の先行きを展望すると、大幅な金融引き締めの影響が強まり、国内需要の鈍化が続く見込みである。米経済の柱である個人消費は、潤沢な家計貯蓄⁶がバッファーとなり腰折れ懸念が依然小さいものの、旅行を中心としたリベンジ消費が一巡するも、雇用情勢の悪化や各種ローン金利の上昇を背景に支出抑制の動きが広がるだろう。企業の設備投資は、半導体など一部の業種で供給制約の緩和に伴う投資需要が続くが、景気減速と借入れコストの上昇を受けて、全体としては慎重姿勢が強まるとみられる。さらに、住宅市場は、住宅ローン金利の高止まりにより、一段と悪化することが見込まれる。2023年前半には、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。こうした需要減速が続くも、サービス業の価格転嫁は抑制され、CPIにおけるコアサービス（エ

⁴ 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る。

⁵ 医療サービスのプラス幅縮小の主因は、保険会社の利益を元に試算される健康保険の価格がマイナスに転じたことであり、この影響は今後も続くことが見込まれる。ただ、健康保険の影響を除いても伸びは鈍化しており、賃金上昇率の鈍化の影響が出てきている可能性がある。

⁶ コロナ禍の政府による現金給付などの恩恵により、米国の家計には、現時点でも、過剰貯蓄（コロナ危機前であれば実現されなかったであろう貯蓄）が少なくとも1兆ドル（名目GDP比で約4%）は残る試算。

エネルギー関連を除くサービス)の上昇率は、2023年1~3月には前年比で+6%程度まで低下すると予想する。また、国際商品相場が落ち着き供給制約は解消に向かうも、財価格の伸びが一段と低下する見通しである。コアCPIは、現在の+6%超から2023年1~3月には+5%程度まで低下し、インフレのピークアウトがはっきりすることで、FRBは2023年春には利上げ停止を視野に入れるだろう。

今後の最大のリスクは、過度な利上げによる景気のオーバーキルである。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きた。潤沢な家計貯蓄は、個人消費のバッファとなる一方で、利上げの効果を測りづらくさせている面も考えられる。このため、必要以上に金融引き締めが進んでいる可能性があり、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懸念がある。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注意が必要である。