

米国経済：インフレ抑制のための景気・雇用の悪化が進む（改定見通し）

コア CPI 上昇率が 2 か月連続で鈍化し、インフレピークアウトの可能性が高まるが、FRB は高インフレ定着への警戒感を緩めず、2023 年も追加利上げを実施し、インフレ抑制がはっきりするまでは金融引き締めを維持する姿勢を保つ。雇用情勢が次第に悪化することで、個人消費は減速し、さらなる企業の労働需要の減少につながるだろう。2023 年内は米国経済の実力である 1.8%を大幅に下回る成長率が続くと思われる。そうした中、2023 年前半には賃金上昇圧力が和らぐことでサービス価格の上昇率はピークアウトし、2023 年央には PCE デフレーターの前年比が+3%台前半まで低下する見通し。2023 年冬頃には、FRB は景気下支えのために利下げに踏み切り、潤沢な家計貯蓄もバッファーとなって、景気の腰折れは避けられると予想する。

金融政策：FRB はインフレ抑制のために景気を犠牲にする姿勢を保つ

12 月 13～14 日の FOMC では、0.5%Pt の利上げが決まり、政策金利は 4.25%～4.50%となった。11 月 FOMC 時に示唆¹されていた通り、これまでの利上げの累積的な影響を見極めるために、利上げ幅は 5 会合ぶりに 0.75%Pt から縮小された。

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、「2023 年末で 5.1%」と、9 月時点の「4.6%」から上方修正され、2023 年入り後に合計で 0.75%程度の追加利上げを実施することが示唆された。

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、2023 年は 9 月時点の 1.2%から 0.5%に

下方修正された。2022～2023 年と 2 年連続で「長期」の平均成長率 1.8%を大幅に下回る成長率となり、インフレ抑制のために景気を犠牲にする姿勢が改めて示された。その過程で、雇用情勢の悪化が進み、失業率は 2023 年第 4 四半期には 4.6%まで上昇すると予想した。ただ、実質 GDP 成長率はプラスが維持され、景気後退が回避される見通しを維持した。

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 年の実績値が 9 月時点の予想から+0.2%Pt 上振れる見込みとし、これに伴って、2023 年から 2024 年にかけても 9

FOMC参加者の見通し(中央値)

	FOMC参加者の見通し(中央値)					(%)
	2022	2023	2024	2025	長期	
経済成長率	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8	
(9月予想)	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8	
失業率	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0	
(9月予想)	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0	
PCEデフレーター	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0	
(9月予想)	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0	
コアPCEデフレーター	4.8	3.5	2.5	2.1	—	
(9月予想)	4.5	3.1	2.3	2.1	—	
政策金利	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5	
(9月予想)	4.4	4.6	3.9	2.9	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 11 月 FOMC の声明文では「①金融引き締めの累積効果、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り、利上げの影響が今後強まるとの考えが示され、12 月 FOMC 以降の利上げペースの減速が示唆されていた。

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。

月時点から+0.2~+0.3%Pt 上方修正された。一方で、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 年の見通しは、9 月時点からの上方修正幅が+0.4%Pt と大きく、基調的な物価が抑制されるまでに時間がかかることが示唆された。

FOMC 後のパウエル議長による記者会見では、10 月と 11 月の消費者物価指数（CPI）の上昇率の鈍化を歓迎しつつも、「インフレ率が実際に低下傾向にあると断言するためには更なる根拠が必要」、「物価が安定するには長い道になることを理解する必要がある」などと述べ、利上げ継続の方針を示した。ただ、足元の長期金利の低下などの金融環境の緩みをけん制するような発言は目立たず、先行きの金融政策の選択肢を狭めないために、これまでの金融政策の方向性をひとまず保ったとの印象も持たれた。このため今回の FOMC に対する金融市場の反応は薄く、FOMC 後も 2023 年中に利下げが実施されるという市場予想が維持され、FOMC メンバーによる経済見通しと乖離する状況となった。

新型コロナ:新規感染者数は増加するも、経済活動への影響は小さい

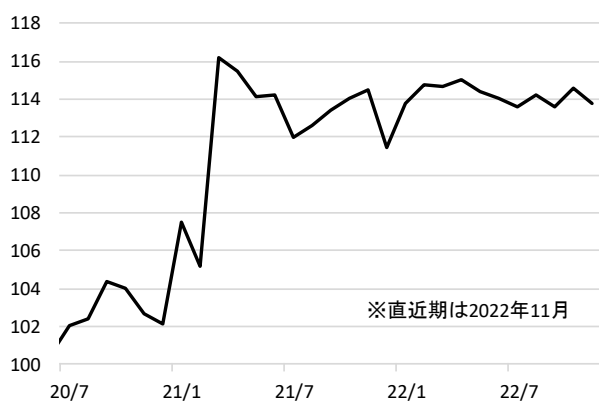
新型コロナの新規感染者数（7 日平均）は、11 月の 4 万人程度／日から 12 月中旬には 6 万人超／日に増加した。11 月下旬の感謝祭からホリデー・シーズンが始まり、人の移動や集会が増えていることが原因とみられる。このため、政府は引き続きワクチン接種促進を呼びかけるほか、自宅用コロナ検査キットの無料配布を再開するなど感染拡大の抑制を図っている。ただ、州政府を含め、マスク着用義務の再開などの規制強化の動きはいまのところ窺えない。新型コロナ感染に対する人々の警戒感も高まっておらず²、経済活動が抑制される状況にはないと考えられる。

個人消費:11 月はぜいたく品への消費抑制鮮明

11 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 ▲0.7%と 10 月（+0.9%）から反落した。内訳をみると、飲食料品やヘルスケアなど生活必需品や外食は増加したものの、自動車、家具・家電製品、建材・園芸など選択的支出（ぜいたく品的なもの）の対象となる財（モノ）の減少が目立った。一部の小売業者が、過剰在庫の一掃に向けて年末商戦を 10 月に前倒した影響が出たとみられるが、10~11 月ならしてみると夏場から概ね横ばいで推移し、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。サービス消費は、10 月の個人消費支出（PCE）で、実質ベースが前月比+0.2%

と 9 月（+0.2%）と同様の伸びを維持した。ただ、サービス業に対するリベンジ消費の典型例である旅行需要は、11 月は、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増勢が鈍化している。リベンジ消費にも一巡の兆しが出ている可能性がある。

小売・外食売上高(実質ベース、2020年2月=100)



(出所)CEIC

² 英誌エコノミストとユーガブが 11 月下旬に実施した世論調査によると、新型コロナ感染を心配していない割合が 6 割程度に上った。また、マスク着用を全くしないと回答した割合が 4 割程度、「コロナワクチンを一度も接種していない」と回答した割合が 2 割程度と、コロナ感染リスクに対する警戒感は薄いと考えられる。

消費者マインドをみると、12月のミシガン大学の消費者態度指数は、59.1と11月（56.8）から上昇した。株価が横ばい圏内で推移する中で、ガソリン価格が再び下落に転じたことが背景とみられる。もっとも、コロナ前（2019年平均：96.0）には遠く及ばない低水準が続いており、今後も、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。サービス業を中心としたリベンジ消費が一巡した後は、消費の増勢が鈍化することが示唆される。

住宅投資：住宅市場低迷により価格が下落基調

住宅市場は、住宅ローン金利の上昇を受けて、販売と建設ともに低迷している。10月時点では、新築戸建販売と中古戸建販売いずれも2021年平均を20%程度下回り、在庫水準も増加傾向にある。このため、新規建設ニーズは弱まっており、新築戸建着工件数も、2021年平均を25%程度下回る水準まで落ち込んだ。

12月の住宅市場を取り巻く環境をみると、長期金利の低下を受けて、フレディマック発表の30年固定住宅ローン金利（11月11日：7.08%→12月9日：6.28%）も低下に転じた。ただ、住宅ローン金利が引き続き2008年以来の高水準であることが家計の住宅購入意欲を削いでいると見られ、住宅ローン申請件数（米抵当銀行協会（MBA）公表）は、11月中旬から12月中旬にかけては低水準のまま横ばいで推移している。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、12月は31ポイントとコロナ禍で最も落ち込んだ2020年4月（30ポイント）の水準に近づいており、住宅販売が持ち直す気配はない。

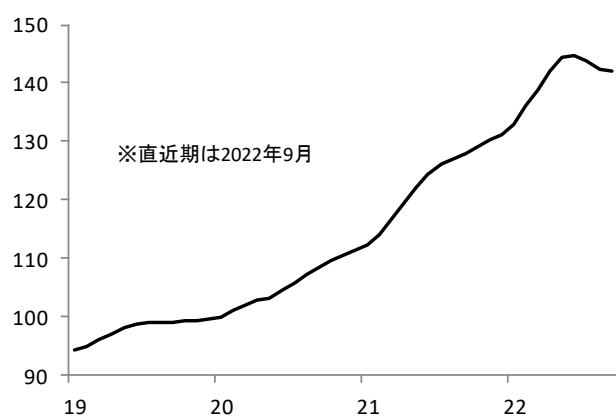
こうした住宅販売の低迷は、住宅価格や家賃にも影響を及ぼしている。米国連邦住宅金融庁（FHFA）公表の全米住宅価格指数は、2022年6月をピークに緩やかな下落を続けている。また、新規契約の家賃についても、米国の最大手不動産ポータルZillowによると、足元で上昇ペースが急速に鈍化している（4～6月平均前月比：+1.0%→7～9月平均：+0.6%→10～11月平均：+0.2%）。住宅価格の本格的な調整が始まった場合は、住宅の販売需要の下支えにつながることを期待される一方で、家計資産の目減りによる個人消費の抑制の可能性も考えられ、今後の動向に注意が必要である。

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

住宅価格（2020年1月=100）



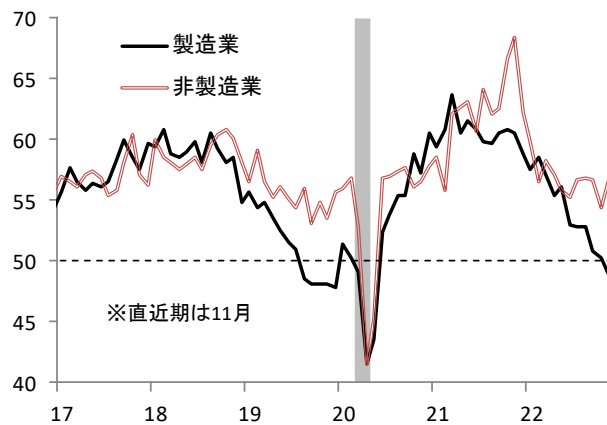
(出所)FHFA

企業部門：製造業と非製造業で景況感の差が拡大

企業マインドは、製造業と非製造業で再び明暗が分かれた。ISM 製造業指数は4か月連続で低下し、11月は49.0と好不況の境目となる50を下回った。需要の強さを示す「新規受注」(10月:49.2→11月:47.2)の悪化が目立ち、一旦持ち直したかに見えた「生産」(52.3→51.5)も再び低下したことが主因である。業種別にも、全体の7割弱が50を下回っており、景況感の悪化が広がっている。一方で、11月のISM非製造業は、「業況」(55.7→64.7)が大幅に改善したことを主因に、11月は56.5と10月(54.4)から上昇した。医療などの業種で雇用が増加し、活動が活発化したことが背景にあると考えられる。価格動向に関して、製造業は、供給制約が解消に向かうもとで、「仕入れ価格」が11月は43.0と2020年5月以来の水準まで低下した。一方、非製造業は、「入荷遅延」(56.2→53.8)と「仕入れ価格」(70.7→70.0)が夏場以降横ばい圏内で推移しており、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。

11月の鉱工業生産指数は、発電などの公益事業(10月前月比▲1.3%→11月+3.6%)が下支えしたものの、製造業(+0.3%→▲0.6%)と鉱業(▲0.7%→▲0.7%)が全体を押し下げ、前月比▲0.2%と10月(▲0.2%)に続いて低下した。輸送機器など一部の財では、10月にかけて世界的な供給制約の改善により生産が回復したが、11月は再び低下した。財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見込みづらい状況にある。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、増勢が弱まると考えられる。

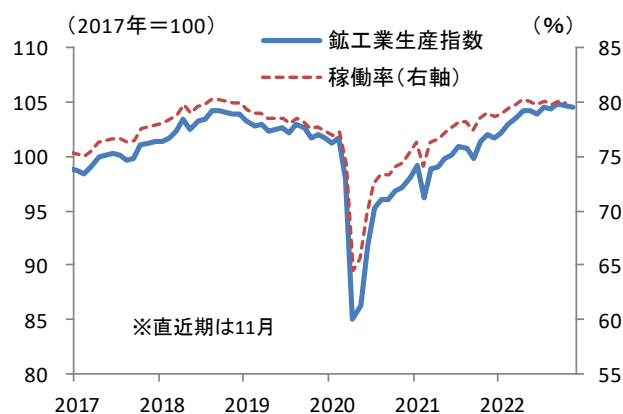
ISM製造業・非製造業指数の推移



(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

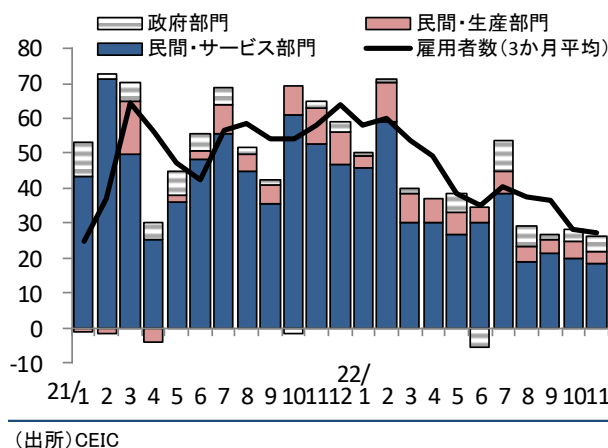


(出所)CEIC

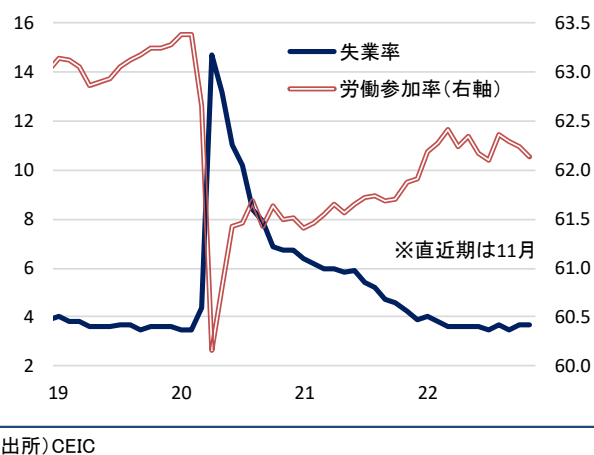
雇用:雇用者数の増加幅と求人数はいずれも緩やかに縮小

11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、10月(+28.4万人)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、2022年前半の+40万人程度から緩やかな減少基調にある。業種別には、製造業や鉱業などの民間の生産部門(10月:+4.7万人→11月:+3.7万人)と民間のサービス部門(+20.1万人→+18.4万人)は、いずれもプラス幅が縮小した。サービス部門の内訳をみると、レジャー(娯楽・飲食・宿泊)(+6.0万人→+8.8万人)や教育・医療(+8.0万人→+8.2万人)が、底堅い消費需要を背景に堅調な雇用増が続く。一方で、企業向けサービスが中心となる専門・事業サービス(+2.6万人→+0.6万人)ではプラス幅が縮小し、財(モノ)消費の伸び悩みを反映して、卸小売・輸送・公共(+0.4万人→▲4.9万人)が減少に転じるなど、サービス部門の中では労働需要の差が拡大している。

非農業部門雇用者数(前月差、万人)



失業率と労働参加率(%)



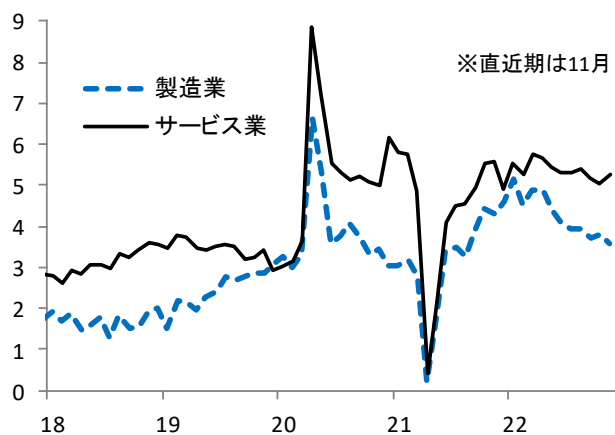
労働供給面をみると、11月の労働参加率は62.1%と10月(62.2%)から幾分低下した。「プライムエイジ」³と呼ばれる25歳から54歳までの年齢層の労働参加率はコロナ前の水準である82%台後半を概ね回復したが、それ以外の年齢層を含めた労働参加率はコロナ前対比で1%程度低いまま伸び悩み、労働力は200万人超少ない状況が続いている。このため、11月の失業率は3.7%と歴史的な低水準が続く、労働需給がひっ迫している状況から脱し切れていない。

11月の民間部門の時給は、前年比が+5.1%と10月(+4.9%)から上昇した。業種別では、製造業の11月の前年比は+3.6%となり、4月(+4.9%)をピークにプラス幅の縮小が続いている。一方、サービス業は、11月の前年比が+5.3%と10月(+5.0%)からプラス幅が再び拡大し、根強い賃金上昇圧力が改めて確認された。ただ、サービス業の中でも、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」(7~9月平均:+5.5%→10~11月平均:+4.4%)と「レジャー(娯楽・飲食・宿泊)」(+8.3%→+6.4%)のプラス幅は縮小基調にある。また、企業の求人数(1~3月平均:1149万人→4~6月平均:1134万人→7~9月平均:1071万人→10月:1033万人)は今年の初めをピークに緩やかに減少し、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。国内の

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。

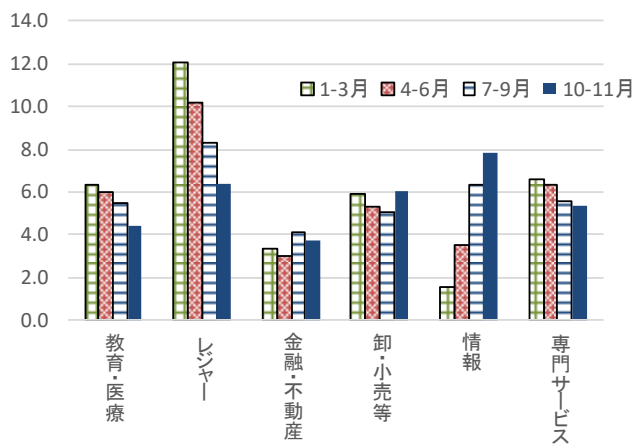
需要が減退する方向にあることを背景に、賃金の伸びが高まりにくい状況が続くとみられる。

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

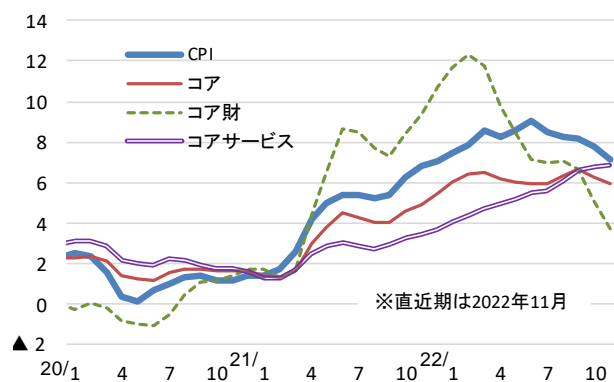
物価：インフレピークアウトの可能性がさらに高まる

消費者物価指数 (CPI) の前年比は、6月の+9.1%をピークに5か月連続で低下し、11月は+7.1%と2021年末以来の水準となった。また、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数も、11月は+6.0%と9月の+6.6%から2か月連続で低下し、基調的な物価の伸びがピークアウトした可能性が高まった。

コア指数のうち、財(モノ)の11月の前年比は+3.7%と、10月の+5.1%から大幅に低下し、2021年春ごろの上昇率に達した。内訳をみると、中古車(10月前年比：+2.0%→11月前年比：▲3.3%)、新車(+8.4%→+7.2%)、家具(+8.8%→+8.3%)を中心に幅広い品目でマイナスに転化ないしはプラス幅が縮小した。前述の通り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⁴ことから、財価格の上昇率は引き続き縮小が続く見込みである。

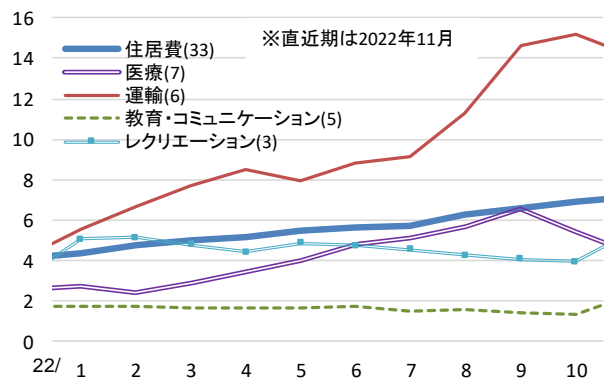
コア指数におけるサービス(コアサービス)は、11月の前年比が+6.8%と10月(+6.7%)からプラス幅が幾分拡大した。ただ、前月比では、9月の+0.8%から、10月の+0.5%、11月の+0.4%と縮小が続いており、

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

⁴ 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 年末以降は改善に向かい、新型コロナ感染拡大前の水準に近付きつつある。

価格上昇ペースは鈍化している。内訳をみると、コアサービスの半分強のウエイトを占める住居費（10月前年比：6.9%→11月：+7.1%）は、前年比のプラス幅が拡大した。もっとも、住居費は住宅価格から遅行して動く傾向⁵があり、足元で住宅価格の前年比が急速にプラス幅を縮めていることを踏まえると、住居費の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中で、レクリエーション（+3.9%→+5.4%）が入場料（映画鑑賞料金等）やケーブルテレビ料金を中心にプラス幅を拡大したものの、運輸関連（自動車関連サービス、公共交通機関運賃など）（+15.2%→+14.2%）と医療サービス（+5.4%→+4.4%）⁶のプラス幅が縮小するなど、全体としては緩やかに伸びが鈍化する方向にある。需要鈍化の懸念が高まるもとの、価格転嫁に慎重姿勢を取る業界が増え始めている可能性がある。

景気見通し：2023 年前半には 0% 台前半の成長率、本格的な景気回復は 2024 年入り後

米国経済の先行きを展望すると、2023 年前半は、利上げの影響が本格化し雇用情勢の悪化も続くことから、景気の停滞色が強まることを見込まれる。個人消費は、物価上昇による実質家計所得の伸び悩みやローン金利上昇の影響から、減速が続くだろう。設備投資は、一部で供給制約の緩和に伴う回復の可能性はあるものの、借入れコストの上昇や需要鈍化懸念を背景に全体としては増勢が鈍化し、住宅市場も引き続き低迷するだろう。2023 年前半の実質 GDP は、前期比年率が+0%に近づき、何とかプラス成長を維持する程度まで減速すると見込む。

国内需要の鈍化が進むもとの、企業の労働需要は減退し、非農業部門雇用者数は前月比+10 万人を下回る水準まで落ち込むと見込む。労働参加率の大幅な改善は見込めないと想定するが、それでも 2023 年央には FRB が長期の失業率とする 4.0%に達するだろう。

労働需給のひっ迫感は次第に解消に向かい、賃金上昇圧力の緩和から、CPI のサービス価格（除くエネルギー関連）の前年比は、足元の+7%弱から 2023 年央には+5%程度まで低下する見通しである。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の縮小も続き、CPI の前年比は 11 月の 7.1%から 2023 年央には+4%程度まで低下し、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 10 月の+6.0%から 2023 年央には+3%台前半になると予想する。そうした中で、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 年冬頃から利下げを開始すると見込む。2024 年入り後には景気が本格的に回復に向かい、実質 GDP 成長率は 2023 年後半の前期比年率+0%台後

米国経済見通し

	2020	2021	2022	2023	2024
GDP	▲ 2.8	5.9	1.9	0.6	1.1
個人消費	▲ 3.0	8.3	2.7	0.7	0.9
設備投資	▲ 4.9	6.4	3.5	1.3	1.4
住宅投資	7.2	10.7	▲ 9.7	▲ 10.2	0.2
在庫投資	(▲ 0.7)	0.2	0.6	(▲ 0.3)	0.0
純輸出	(▲ 0.2)	(▲ 1.7)	(▲ 0.7)	0.4	(▲ 0.1)
輸出	▲ 13.2	6.1	7.5	5.3	4.3
輸入	▲ 9.0	14.1	8.6	1.6	3.2
政府消費	2.2	1.3	▲ 0.4	1.1	1.0
公共投資	3.9	▲ 2.3	▲ 2.2	4.1	5.7
失業率	6.8	4.2	3.8	4.4	4.4
PCEコア	1.4	4.7	4.6	3.2	2.3
長期金利	0.9	1.5	3.6	3.3	3.2

（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

⁵ 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。

⁶ 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を見込まれる。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。

半から、2024 年は+1%台半ばまで上昇する見通しである。

今後の最大の懸念は、FRB の金融引き締めが景気を冷やしすぎる「オーバーキル」だろう。FRB は高インフレが定着することへの警戒感から、金融政策が経済に及ぼす影響を十分に確認する時間的な余裕がなく大幅な利上げを続けてきた。2023 年にかけても利上げが続く方向にあり、インフレ抑制に必要な水準以上に金融引き締めが進む、あるいは利下げに転ずるタイミングが遅れる可能性がある。この場合でも、未だ潤沢に残る家計貯蓄⁷が個人消費をある程度は下支えするとみられる。しかしながら、経済が停滞する中では、エネルギー価格の上昇など外的なショックに脆弱な状況となり、また、必要以上に労働需要が減少する中で、労働者の職種転換が円滑に進まずに、雇用情勢の悪化が深刻化するリスクも高まる。さらに、11 月の中間選挙により 2023 年からはねじれ議会となることが決まり、景気下支えに対して即効性のある財政支援の与野党の一本化に手間取ることが見込まれる。米経済がソフトランディングするパスが狭まる中で、金融政策の誤りは大きなリスクとなろう。

⁷ 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。