

## 米国経済：インフレ低下と並行して本格的な景気悪化の兆し

財(モノ)の価格上昇率の低下が鮮明となり、サービス分野も賃金上昇の鈍化を示す経済指標が続き賃金インフレの懸念が和らいだことで、インフレピークアウトへの期待が一段と高まる。一方、景気は、製造業が減産に転じ、非製造業では急速にマインドが冷え込むなど、本格的な悪化の兆しがある。これらを受けて、FRBからは利上げペースの減速を示唆する情報発信が増え、金融市場では先行きの利下げも織り込む形で金利の低下が進んだ。住宅ローン金利の低下など金融環境は幾分緩和し、住宅市場は一旦底打ちの動きがある。しかしながら、2022年中の大幅利上げの経済への影響は、雇用情勢の悪化などを通じて一層強まると考えられる。景気は、2022年第4四半期は比較的堅調であったとみられるが、2023年前半に失速する可能性が高まっていることには注意が必要だろう。

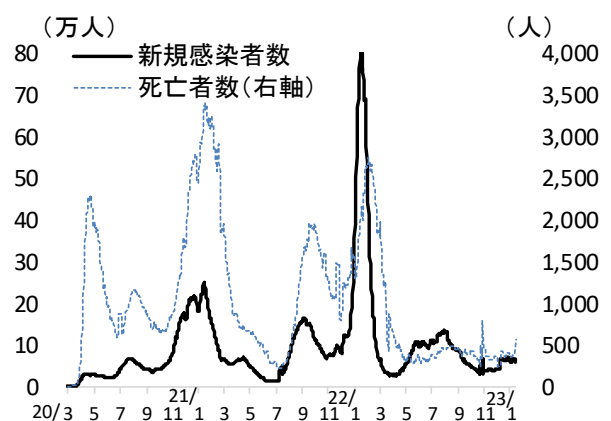
### 新型コロナ:オミクロン派生型の経済への影響は限定的

新型コロナの状況を見ると、感染力が高いとされるオミクロン派生型への置き換わりが進んでいる。しかしながら、新型コロナの新規感染者数(7日平均)は約6万人/日で横ばい推移が続き、死亡者数の増加も限られていることから、過去の感染拡大と比べると抑制されていると評価できる。こうした中で、バイデン政権や州政府は、引き続きワクチン接種促進の呼びかけや医療体制の拡充を進めることで、国民生活の正常化を進めている。流行するインフルエンザの対策のためにも一部の学校ではマスク着用を義務付ける動きが出ているが、本格的な行動規制の強化の動きは今のところ窺えず、経済活動が滞る状況にはないと考えられる。

### 個人消費:サービス消費が全体を支える構図が続く

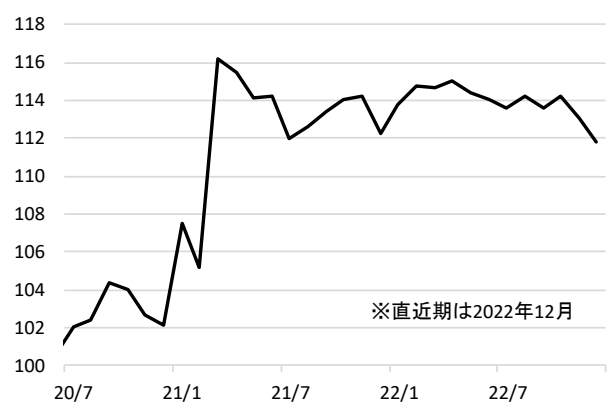
昨年12月の小売売上高(外食を含む)は、インフレの影響を除いた実質ベース(セントルイス連銀試算)で前月比▲1.1%となり、11月(▲1.1%)に続いて減少した。内訳をみると、家具・家電製品を扱う店舗や百貨店での減少が目立ち、選択的支出(ぜいたく品的なもの)の対象となる財(モノ)への減少が全体を押し下げたとみられる。昨年の年末商戦は、一部では小売業者による販売の前倒しや値引き販売などが消費を喚起しているとの見方もあったものの、10~12月平均で見ると7~9月平均比で▲0.6%と幾分減少し、財への消費が抑えら

新型コロナ新規感染者・死亡者数



(出所)WHO 2023年1月13日時点。7日平均。

小売・外食売上高(実質ベース、2020年2月=100)



(出所)CEIC

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。

れる姿が改めて確認された。

一方で、サービス消費は、昨年11月の個人消費支出(PCE)で実質ベースが前月比+0.3%と、10月(+0.3%)に続き堅調な伸びを維持した。内訳をみると、アミューズメントなどの娯楽に対する消費は増勢が鈍化したものの、パーソナルケアや旅行需要関連のホテルなどは堅調となった。12月についても、ホテル専門の調査会社STR公表のホテル稼働率は堅調であったほか、米国運輸保安局(TSA)公表の航空機利用者数は11月と状況が変わらず、旅行需要は底堅く推移したと考えられる。ただ、今年の1月以降は、航空機利用者数は堅調である一方で、ホテル稼働率は悪化しており、旅行需要の増勢が鈍化し始めている可能性がある。

### 住宅投資:金利低下により住宅市場を取り巻く環境は幾分改善

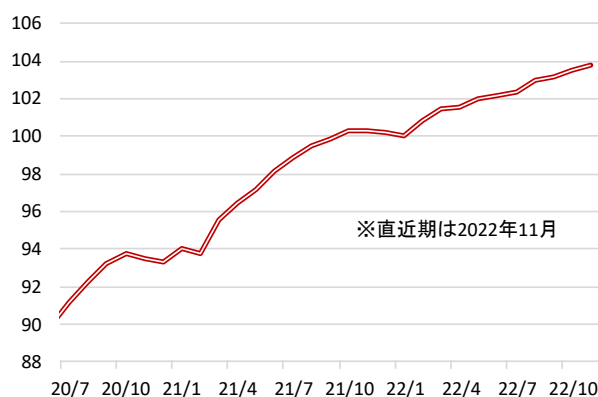
昨年12月の住宅市場は、販売面と供給面で明暗が分かれた。販売動向をみると、中古住宅販売が前月比▲1.1%と11か月連続で減少し、コロナ禍で最も落ち込んだ2020年5月の水準を下回った。中古住宅の在庫水準は、販売件数の3.4か月分と、コロナ前の水準である4か月分程度に向けて増加傾向にあり、在庫不足は和らいでいる。一方、住宅着工戸数(戸建て)は、前月比+11.3%と4か月ぶりに増加した。12月は住宅ローン金利が低下したことから、先行きの需要鈍化懸念が和らぎ、これまで大幅に抑制してきた新規建設を再開する動きが出たと考えられる。

今年の1月も、住宅市場を取り巻く環境は幾分改善した。金融市場では、先行きの景気悪化懸念に加え、利上げペース減速の織り込みが進んだことなどを背景に、長期金利が幾分低下し、フレディマック発表の30年固定住宅ローン金利(12月16日:6.17%→1月20日:5.95%)も2022年9月以来となる5%台まで低下した。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、12月中旬から1月中旬にかけて概ね横ばいとなり、1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35ポイントと13か月ぶりに改善した。住宅販売は引き続き低水準であるものの、1月は底這いの動きとなるとみられる。

### 企業部門:マインドの悪化が一段と広がる

企業のマインドは悪化が続いている。昨年12月のISM製造業指数は48.4と11月の49.0から低下し、2か月連続で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」(11月:47.2→12月:45.2)が4か月連続で低下し、「生産」(51.5→48.5)も50を下回るまで低下した。全体の9割弱の業種が不況

サービス消費(実質ベース、2020年2月=100)



(出所)CEIC

(注)個人消費支出(PCE)におけるサービス消費

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

を感じていると回答しており、景況感の悪化が製造業全体に広がっている。また、これまで底堅さを維持してきたISM非製造業指数も、11月の56.5から12月は49.6と50を下回るまで大幅に低下した。「新規受注」が11月の56.0から12月の45.2まで急速に悪化したことが主因であり、厳しい寒波を受けた移動の混乱や停電の発生が影響しただけでなく、景気悪化が非製造業にも及んできていることが示唆された。また、賃金上昇を問題点として挙げる業種も散見され、需要が伸び悩む中で人件費が経営を圧迫し始めている姿が窺える。

なお、価格動向に関して、製造業の12月の「仕入れ価格」は39.4となり、2020年春頃の水準まで低下した。

エネルギー価格の上昇一服や供給制約の緩和を背景に、価格上昇圧力が明確に和らいでいる。非製造業についても、「入荷遅延」(53.8→48.5)が改善するもとで、12月の「仕入れ価格」は67.6と引き続き高水準ながら11月の70.0から低下した。雇用者数の堅調な増加が続くことで人手不足などの供給面が改善し、価格上昇圧力が緩和に向かっていることが確認された。

昨年12月の鉱工業生産指数は、前月比▲0.7%と11月(▲0.6%)に続いて低下した。内訳をみると、厳しい寒波を受けて発電などの公益事業(11月前月比: +4.5%→12月前月比: +3.8%)が上昇したものの、製造業(▲1.1%→▲1.3%)と鉱業(▲1.2%→▲0.9%)が全体を押し下げた。製造業については、電子機器を中心とした耐久財に加え、食料・飲料や繊維製品などの非耐久財まで幅広く低下しており、財消費の伸び悩みの影響が広がっている。今後も、製造業の生産拡大は見込みづらく、急速な利上げを受けた借り入れ負担増も加わって、設備投資の増勢は弱まると考えられる。

### 雇用:賃金の伸び鈍化が続く

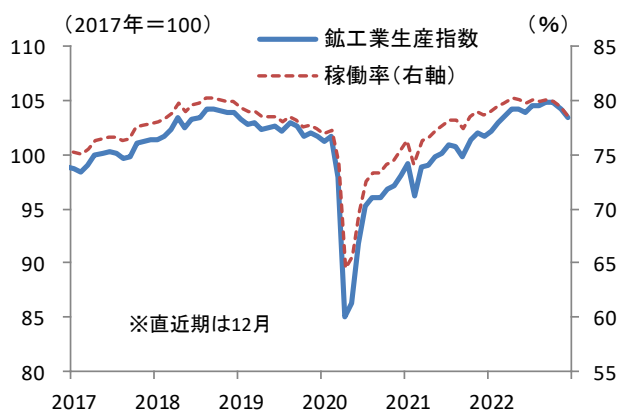
昨年12月の雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+22.3万人と、11月(+25.6万人)から増加幅が縮小した。雇用環境改善の目安とされる+15~20万人を上回る増加幅を維持したが、引き続き昨年前半の+40万人程度から緩やかな減少基調にある。業種別には、建設部門を中心とした民間の生産部門(11月: +2.7万人→12月: +4.0万人)のプラス幅が拡大した一方、政府部門(+5.4万人→+0.3万人)のプラス幅が大幅に縮小し全体を押し下げた。また、サービス部門(+17.5万

ISM製造業・非製造業指数の推移



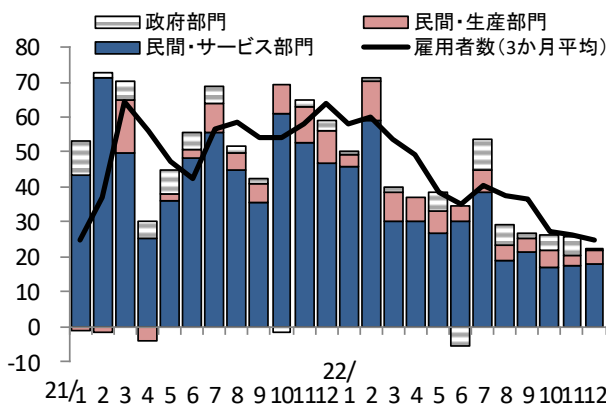
(出所)CEIC  
(注)シャドーは景気後退期。

鉱工業生産指数、稼働率の推移



(出所)CEIC

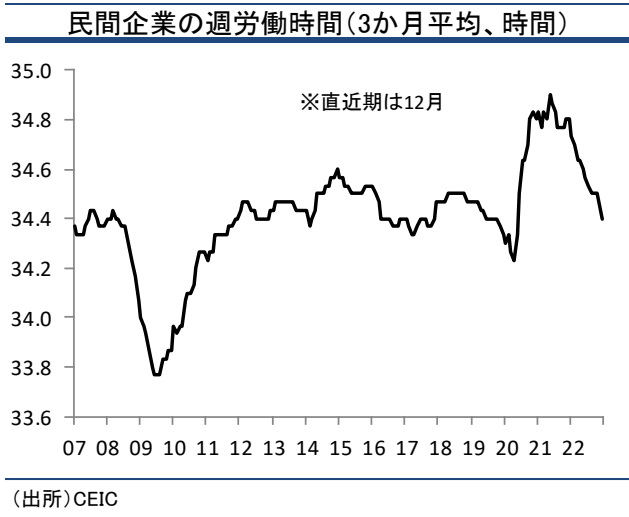
非農業部門雇用者数(前月差、万人)



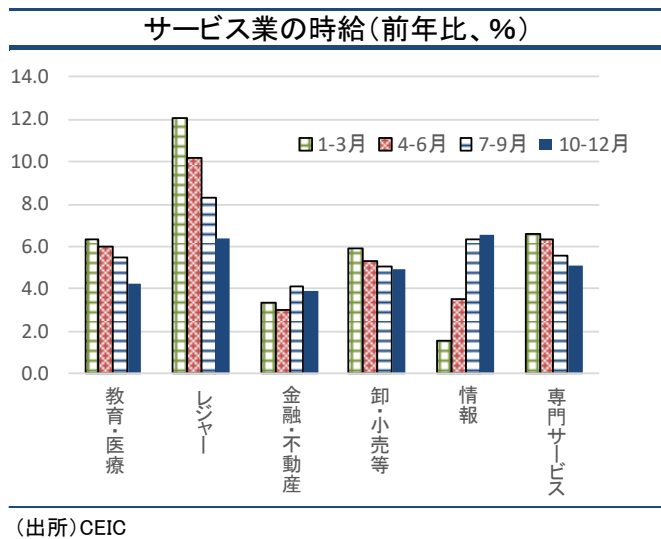
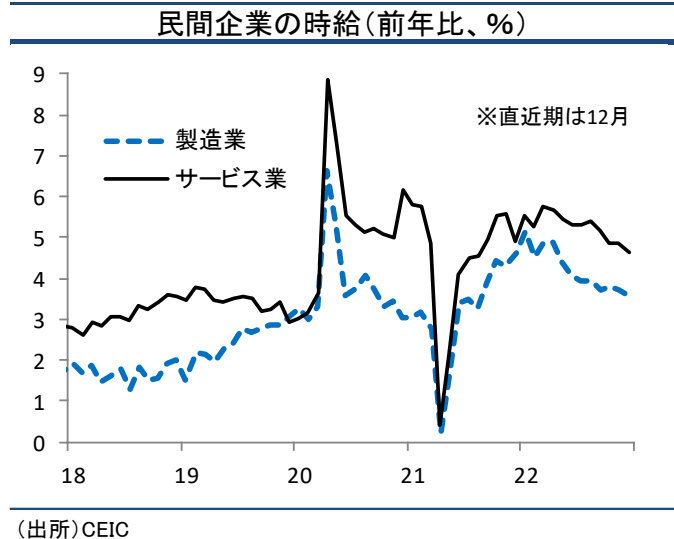
(出所)CEIC

人→+18.0万人)は、卸小売・輸送・公共(▲4.1万人→+2.7万人)で前月の減少分を埋める動きがあったが、これまで堅調な労働需要が続いてきたレジャー(娯楽・飲食・宿泊)(+7.9万人→+6.7万人)や教育・医療(+9.0万人→+7.8万人)の増加幅が縮小するなど、労働需要の鈍化の兆しがある。

労働供給面をみると、昨年12月の労働参加率は62.3%と11月(62.2%)から幾分上昇したものの、コロナ前比で1%程度低いまま横ばい圏内で推移している。このため、12月の失業率は3.5%と歴史的な低水準が続き、労働需給がひっ迫している状況が続く。ただ、民間企業の週の労働時間をみると、2021年末には歴史的な高水準となったが、その後はサービス業を中心に急速に減少し(2021年10~12月平均:34.8時間→2022年10~12月平均:34.4時間)、足元ではコロナ前の水準(2019年平均:34.4時間)に戻っている。また、労働者に占めるパートタイムの割合も足元で上昇している(2022年4~6月平均:16.3%→10~12月平均:16.7%)。企業は、人手不足への警戒感から雇用者数を維持しつつも、労働時間や雇用形態を調整することでコスト削減を図ってきたとみられるが、今後は、景気減速が深まるにつれて、雇用者数の減少が進むことが示唆される。



昨年12月の民間部門の時給は、前年比が+4.6%と11月(+4.8%)から低下した。業種別では、12月の製造業の前年比は+3.6%となり、直近のピークである4月(+4.9%)からプラス幅の縮小が続いている。また、サービス業も、12月の前年比が+4.6%と8月(+5.4%)から4か月連続でプラス幅が縮小した。サービス業では、「教育・医療」(7~9月平均:+5.5%→10~12月平均:+4.3%)と「レジャー(娯楽・飲食・宿泊)」(+8.3%→+6.4%)のプラス幅の縮小が目立っており、これらはサービス消費に占めるウェイトが大きいことから、サービス価格の抑制につながると考えられる。なお、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→10~11月平均:1049万人)は2022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弱まる兆しがある。国内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が続くとみられる。



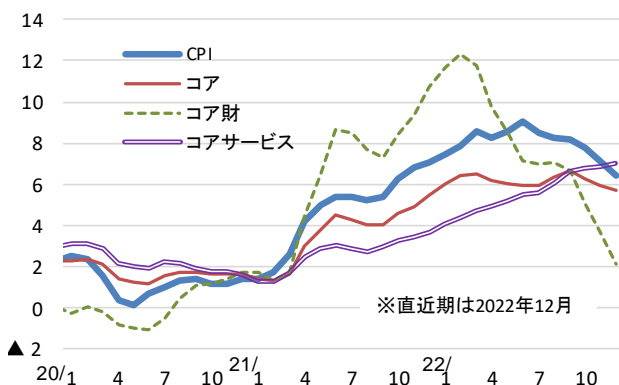
## 物価:財(モノ)を中心にインフレ率の低下が進む

消費者物価指数 (CPI) の前年比は、エネルギー価格の伸びが大幅に縮小 (2022 年 6 月: +41.6% → 12 月: +7.3%) したことを主因に、昨年 6 月の +9.1% をピークに 6 か月連続で低下し、12 月は +6.5% と 2021 年秋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、12 月は +5.7% と 9 月の +6.6% から 3 か月連続で低下した。インフレはピークアウトした可能性が一段と高まった。

コア指数のうち、財(モノ)の前年比は 2 月の +12.3% をピークに低下が続き、12 月は +2.1% と高インフレの状態から脱却した。内訳をみると、中古車 (11 月前年比: ▲3.3% → 12 月前年比: ▲8.8%) のマイナス幅が拡大したほか、新車 (+7.2% → +5.9%) や家具 (+8.3% → +7.3%)、アパレル (+3.6% → +2.9%) など幅広い品目でプラス幅が縮小した。前述の通り、財消費は伸び悩みが続き、供給制約も解消に向かっている<sup>1</sup>ことから、財価格の上昇率は引き続き縮小することが想定される。

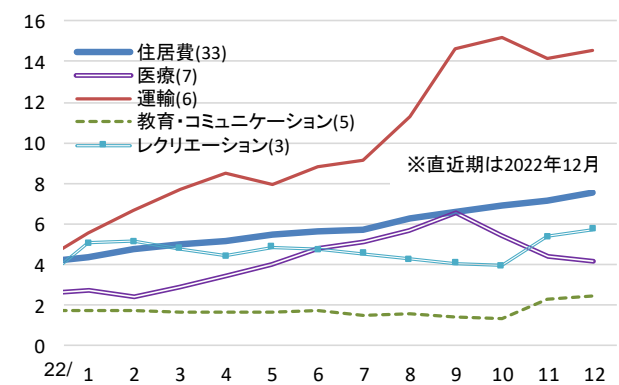
コア指数におけるサービス (コアサービス) は、12 月の前年比が +7.0% と 11 月 (+6.8%) からプラス幅が幾分拡大した。これは、コアサービスの半分強のウェイトを占める住居費 (11 月前年比: +7.1% → 12 月前年比: +7.5%) の伸びが拡大したことが主因である。もっとも、住居費は住宅価格に遅行して動く傾向<sup>2</sup>があり、住宅価格が数か月前から下落傾向にあることを踏まえると、住居費も今年の後半頃からは着実にプラス幅を縮める見通しである。一方で、住居費を除いたサービス価格については、全体としては伸びが概ね横ばいにとどまった。レクリエーション (+5.4% → +5.7%) が入場料 (映画鑑賞料金等) を中心にプラス幅を拡大したほか、運輸関連 (自動車関連サービス、公共交通機関運賃など) (+14.2% → +14.6%) も伸びが拡大したものの、医療サービス (+4.4% → +4.1%)<sup>3</sup>やその他個人サービス (+6.5% → +5.5%) ではプラス幅の縮小が続いた。サービス業でも、需要の鈍化懸念を背景に、価格転嫁に慎重姿勢を取る業界が次第に増えているとみられる。

### 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全体に占めるウェイト

<sup>1</sup> 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、新型コロナウイルス感染拡大前の水準に近付きつつある。

<sup>2</sup> 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。

<sup>3</sup> 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。

## **金融政策:利上げペース減速を示唆する FRB の情報発信が増加**

FRB からは、利上げペースが 0.25%Pt に減速することを示唆する情報発信が増加している。金融政策の方向性について、FRB は昨年 12 月の FOMC で、「2023 年中に政策金利が 5%を少し超える程度まで利上げして、その後はその水準を据え置く」という予想を示した。この方向性を修正する動きは強まっていないものの、ダラス連銀のローガン総裁やフィラデルフィア連銀のハーカー総裁など複数の FRB 高官からは、「景気の先行きに不透明感がある中では、急ピッチな利上げを止めて 0.25%Pt に減速すべき」との発言がなされている。さらに、ウォラー理事からは、「金融引き締めが行き過ぎが分かった場合は、利下げをすることは容易」との踏み込んだ発言もなされた。これに対し、セントルイス連銀のブラード総裁は、「大幅利上げはこれまでのインフレ低下に効果的であり、継続が望ましい」とするが、こうした意見は少数になりつつある。

これらを踏まえると、まずは、次回の 1 月 31 日～2 月 1 日の FOMC では利上げ幅が 0.25%Pt に縮小される公算が大きい。さらに、インフレ関連の経済指標の伸び率低下が続き、景気の悪化を示す経済指標が増えれば、今春にも利上げを停止する可能性が高まるだろう。ただ、FRB は金融環境が緩和して金融引き締め効果が薄れることは引き続き懸念しているとみられる。ハーカー総裁が述べている通り、政策金利の最終到達点を固定するような情報発信は避け、必要があれば小刻みの利上げを続けるとの姿勢を示すことで、金融市場をけん制することが考えられる。

## **景気見通し:2023 年前半は景気悪化とインフレ率の大幅低下が同時進行**

米国経済は、2022 年の第 4 四半期を通じてみると、サービス消費の回復や供給制約の緩和を受けた設備投資需要が続いたことで、+2%超の堅調な成長率が維持されたとみられる。しかしながら、2022 年末にかけては、月を追うごとに、財（モノ）への消費が減少し、製造業の減産が続いたほか、企業のマインドも急速に悪化するなど、景気は減速したと考えられる。

今後、2023 年前半は、利上げの経済への影響が本格化し、景気の停滞色が強まる中で、企業の労働需要は減少が続くと予想する。こうした雇用情勢の悪化を背景に、堅調な回復を続けてきたサービス消費も増勢が鈍化するだろう。また、金利の高止まりを背景に、住宅投資は低水準で推移し、設備投資は一部で供給制約の緩和に伴う回復に支えられながらも、需要鈍化懸念と借入れコストの増加から減速すると考えられる。2023 年前半の景気は抑制され、マイナス成長となることもあるだろう。

そうした中、物価に関しては、人手不足が解消に向かい、賃金の上昇圧力が緩和することで、サービス価格の前年比ベースの上昇率もピークアウトすると見込む。また、食品・エネルギーと財（モノ）の価格は、国際商品相場やサプライチェーンの状況が引き続き落ち着いていることを前提とすると、プラス幅の縮小が続く可能性が高い。2023 年央のインフレ率は、CPI ベース、PCE デフレーターいずれも +3%台に達し、低下トレンドが鮮明となろう。景気悪化とインフレ低下が同時に進む状況を受けて、FRB は「物価抑制のために景気を犠牲にする」という現在の政策スタンスの修正を図り、2023 年冬頃には利下げを開始すると見込む。2024 年にかけては、インフレ率の低下により実質可処分所得も改善し、景気は回復に向かう見通しである。