

米国経済：底堅い景気がインフレ抑制の障壁に（改定見通し）

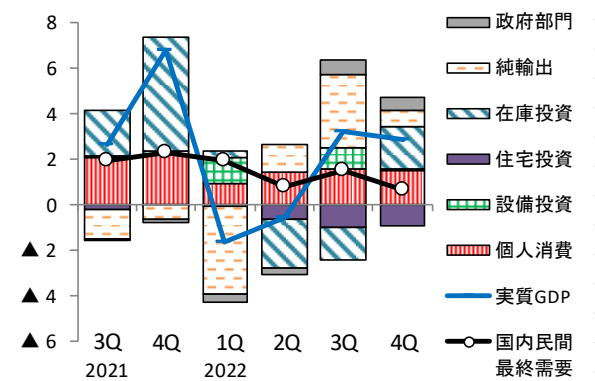
2023 年入り後、個人消費が昨年末にかけての落ち込みから回復し、サービス業のマインドも大幅に改善、堅調な雇用情勢が維持されるなど、景気は想定以上に底堅い状況が続いている。インフレ率は低下基調を維持しつつも、堅調な個人消費を背景に低下ペース鈍化の動きもあり、根強いインフレ圧力が窺える。こうした状況を受けて、依然底堅い景気を抑制するため、金融引き締め策は一段と強められる方向にある。先行きは、サービス消費を中心としたリベンジ需要が一巡するも、個人消費は減速に転じ、年央にかけて景気は停滞すると見込む。そうした中、個人消費を支えてきた家計貯蓄やクレジットカードなどの利用余地が狭まり、これまでの利上げの影響も強まることで、景気失速のリスクが高まっていることには注意が必要だろう。

2022 年 10～12 月期 GDP: 景気は底堅いながらも緩やかな減速方向

2022 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率 +2.9%と、前期（7～9 月期）の +3.2%と同様、堅調な伸びとなった。ただ、国内民間最終需要¹については、10～12 月期は前期比年率 +0.7%と、1～3 月期の +2.2%、4～6 月期の +0.9%、7～9 月期の +1.6%と振れを伴いながら緩やかに縮小し、景気は底堅く推移しつつも減速方向にある。

主な需要動向をみると、景気の柱である個人消費は、金融・保険やヘルスケアを中心にサービス消費（+3.7%→+2.6%）の増勢が鈍化する中で、自動車関連の回復などにより財消費（▲0.4%→+1.1%）がプラスに転じたことで、概ね横ばいで底堅く推移した（7～9 月期前期比年率：+2.3%→10～12 月期：+2.1%）。一方、設備投資（+6.2%→+0.7%）は、堅調なソフトウェア投資が引き続き全体を下支えしたものの、輸送用機械やコンピューター関連などの機械投資（+10.6%→▲3.7%）が減少し、全体としては大幅に伸びが鈍化した。住宅投資（▲27.1%→▲26.7%）は、金利高止まりの影響で、大幅な減少が続いた。また、在庫の積み上がりや輸入の減少など、国内需要の増勢鈍化を示す動きも見られた。

実質GDP成長率(季節調整値、年率、%、%pt)



(出所)CEIC

個人消費: 昨年末の寒波の影響を受けた落ち込みから回復

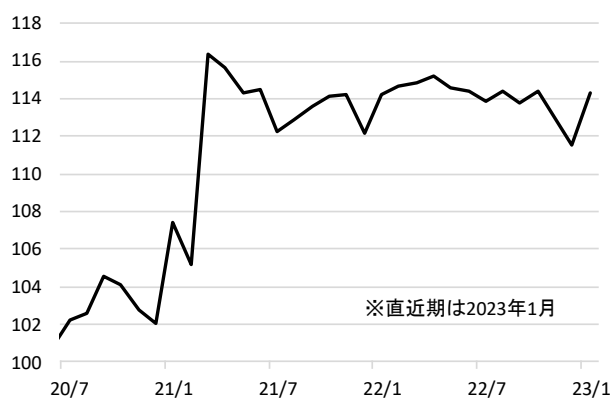
1月の小売・外食売上高は、インフレの影響を除いた実質ベース（セントルイス連銀試算）で前月比+2.4%となり、厳しい寒波の影響を受けた昨年12月（▲1.2%）の落ち込みから回復した。内訳をみると、外食の伸びが大幅に拡大したほか、財（モノ）への消費も自動車関連を中心に幅広い品目で増加したとみられる。昨年末に落ち込んだ選択的支出（ぜいたく品的なものへの支出）は、再び持ち直しの動きがみられ、個人消費の底堅さが窺える結果となった。

¹ 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。

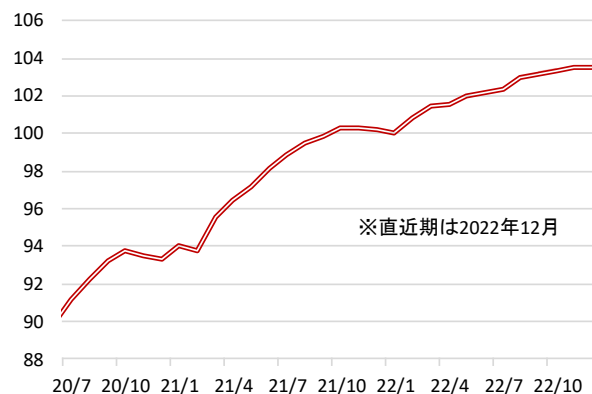
サービス消費を個人消費支出（PCE）で確認すると、昨年12月時点では、実質ベースが前月比+0.0%と、11月（+0.2%）からほぼ横ばいとなった。ヘルスケアや医療費など生活と関係の深いサービスは堅調な伸びが続くものの、寒波の影響を受けて、外食やホテルが不振であったとみられる。その後、1月は、前述の通り外食が大幅に持ち直しており、サービス消費は再び堅調な伸びとなった公算が大きい。ただ、2月入り後は、米国運輸保安局（TSA）公表の航空機利用者数が落ち込み、ホテル専門の調査会社STR公表のホテル稼働率が悪化するなど、旅行需要には増勢鈍化の兆しがある。堅調さを維持してきたサービス消費にはやや不安定な動きが出始めており、リベンジ需要が一巡したか引き続き注視が必要である。

小売・外食売上高(実質ベース、2020年2月=100)



(出所)CEIC

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

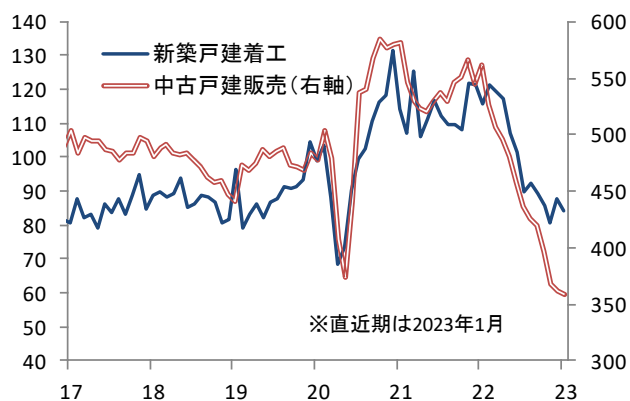
住宅投資:2月は金利が上昇に転じ、住宅市場を取り巻く環境は再び悪化

1月の住宅市場は、住宅ローン金利が概ね横ばいで推移するも、販売面と供給面のいずれも底這いの状況となった。販売動向をみると、中古住宅販売は12か月連続で減少したものの、前月比▲0.8%と小幅なマイナスに止まった。中古住宅の在庫水準も、販売件数の3.4か月分と、昨秋以降概ね横ばいで推移している。また、住宅着工戸数(戸建て)は、前月比▲4.3%と減少に転じたが、昨年12月の大幅増(+8.9%)からの反動減であり、昨秋以降は横ばい圏内で推移していると判断できる。

もともと、2月は、住宅市場を取り巻く環境は再び悪化

したとみられる。2月初旬にかけて金利が安定していたことから、2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42ポイントと2か月連続で改善した。ただ、その後は、金融引き締め長期化観測の高まりを背景に長期金利が上昇し、フレディマック発表の30年固定住宅ローン金利(1月20日:5.95%→2月17日:6.34%)も再び6%を超えて上昇した。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、1月中旬から2月中旬にかけて減少しており、2月の住宅販売は再び軟調になることが予想される。

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

企業部門：サービス業は底堅い需要を受けてマインドが大幅改善

企業のマインドは、製造業とサービス業で再び明暗が分かれた。1月のISM製造業指数は47.4と昨年12月の48.4から低下し、3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」（12月：45.1→1月：42.5）が、50を下回り一段と低下していることが主因である。企業からは、これまでと同様の価格設定では販売の維持が難しくなっているとのコメントがあり、需要の減退が強まっている状況が窺える。一方で、ISM非製造業指数は、内訳の「新規受注」（12月：45.2→1月60.4）が昨夏以来の水準まで回復したことが全体を押し上げ、1月は55.2と昨年12月の49.2から大幅に上昇した。企業からは、ビジネス環境は良好とのコメントが多く、昨年12月の悪化は寒波による一時的な混乱の影響であり、需要は底堅さを維持していると考えられる。

価格動向に関しては、製造業の1月の「仕入れ価格」は44.5と、前月（39.4）からは上昇したものの、引き続き50を下回り価格上昇圧力は和らいでいる。非製造業についても、1月の「仕入れ価格」は67.8と引き続き高水準ながら緩やかな低下が続き、2021年初の水準以来の水準となった。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とみられる。

1月の鉱工業生産指数は、前月比+0.0%と昨年12月（▲1.0%）から横ばいとなった。内訳をみると、厳しい寒波が収まったことで発電などの公益事業（2022年12月前月比：+5.1%→1月前月比：▲9.9%）が低下したものの、製造業（▲1.8%→+1.0%）と鉱業（▲1.2%→+2.0%）が回復した。製造業については、1月の財消費の持ち直しを背景に、非鉄金属を中心とした耐久財、繊維製品を中心とした非耐久財など幅広く上昇した。ただ、それでも製造業の生産は、昨年11～12月の低下により昨秋の水準まで回復しきれておらず、稼働率は2021年夏頃の水準にとどまっている。企業の設備投資は、人手不足を背景とした省力化投資などに対する底堅い需要があるものの、①先行きの景気悪化を懸念した金融機関の貸出態度の厳格化²、②社債金利の上昇などによる借り入れ負担増により、増勢が弱まると考えられる。

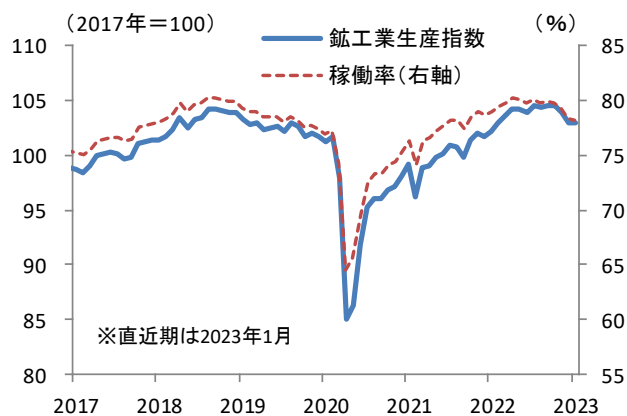
ISM製造業・非製造業指数の推移



(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

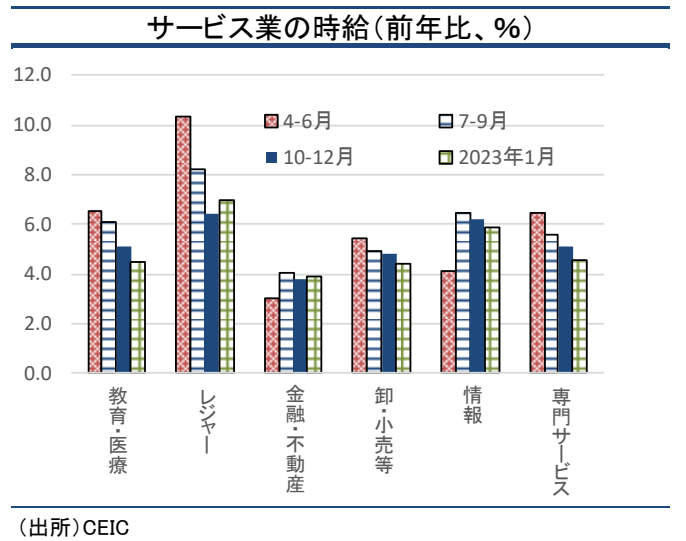
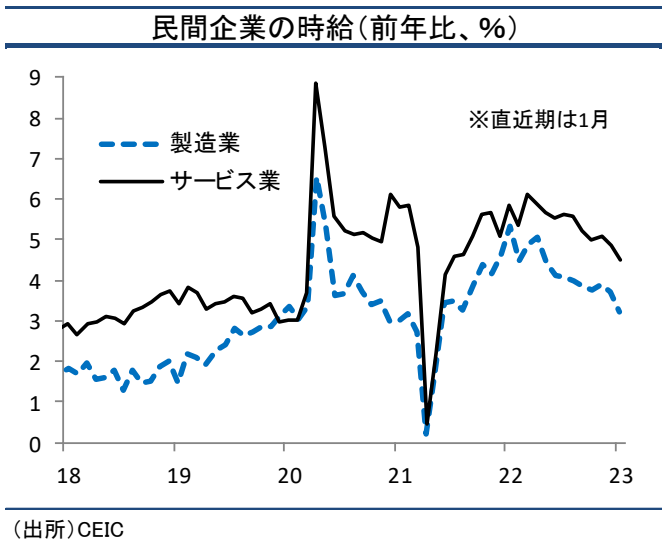
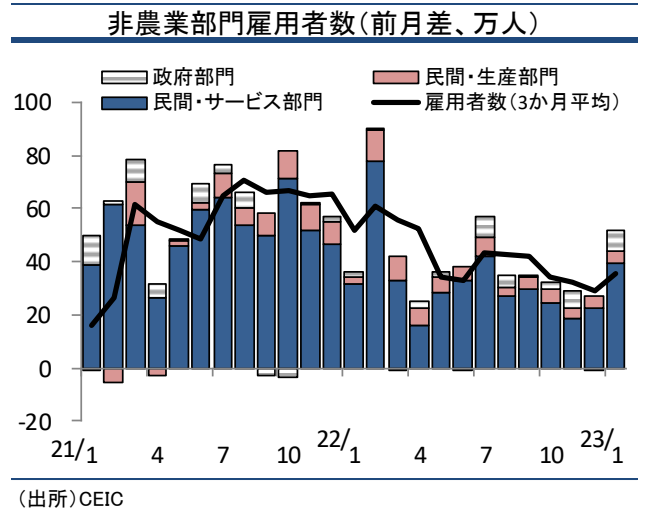
² FRBの「米国金融機関貸出態度」の2023年1月の調査によると、金融機関の大企業向けの貸し出し態度はコロナ感染拡大の影響が最も大きかった2020年央以来の水準まで厳格化した。

雇用情勢: 旺盛な労働需要と賃金の伸び鈍化が併存

1月の雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月比+51.7万人と、昨年12月(+26.0万人)から増加幅が大幅に拡大した³。労働需要は、サービス業を中心に引き続き旺盛であり、足元の景気の底堅さが示唆される結果となった。業種別には、民間の生産部門(12月:+4.3万人→1月:+4.6万人)が概ね横ばいとなったが、ストライキから復帰した州政府職員などの数が反映された政府部門(▲0.9万人→+7.4万人)がプラスに転じたほか、民間のサービス部門(+22.6万人→+39.7万人)が大幅に増加した。民間のサービス部門の内訳をみると、レジャー(娯楽・飲食・宿泊)(+6.4万人→+12.8万人)や教育・医療(+7.6万人→+10.5万人)、小売(+0.1万人→+3.0万人)などの労働集約型サービスの増加幅が再び拡大しているほか、人材派遣サービス(▲4.1万人→+2.6万人)などの増加が目立った。堅調なサービス消費が企業の労働需要の強さにつながっていることが示唆される。

労働供給面をみると、労働参加率は女性を中心に幾分上昇し、昨年12月の62.3%から1月は62.4%となった。ただ、コロナ前比で約1%Pt低いまま横ばい圏内で推移している状況には変わりがなく、失業率はパートタイムや中高齢者などを中心に低下し、1月の失業率は3.4%と53年ぶりの低水準となった。そうした中、労働者に占めるパートタイムの割合は上昇し続けている(2022年4~6月平均:16.3%→10~12月平均:16.7%→2023年1月:17.1%)。前述の通り、パートタイムの占める割合が大きいと考えられる労働集約型サービスの雇用増が続いていることに加え、企業が、先行きの人手不足を警戒し、雇用者数を維持しつつ雇用形態を調整することでコスト削減を図っている可能性がある。

1月の民間部門の時給は、前年比が+4.4%と昨年12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+3.2%となり、直近のピークである昨年4月(+5.1%)からプラス幅の縮小が続いて



³ 統計手法の変更や厳しい寒波に伴う季節調整の難しさの影響から、数字の正確性に懐疑的な見方も一部あるが、それらを割り引いても雇用情勢は堅調との評価。

いる。また、サービス業も、1月の前年比が+4.5%と、昨年3月(+6.1%)以降はプラス幅が縮小基調にある。サービス業では、「レジャー(娯楽・飲食・宿泊)」(昨年10~12月平均:+6.5%→1月:+7.0%)は昨年1月のオミクロン株の感染拡大による賃金抑制の反動で、前年比が拡大したものの、「教育・医療」(昨年10~12月平均:+5.1%→1月:+4.5%)を中心に、多くの業種でプラス幅の縮小傾向が続いている。前述の通り、労働者に占めるパートタイムのシェアが拡大していること、国内の需要が減退する方向にあることなどを背景に、賃金の伸びが高まりにくい状況が続くとみられる。

物価:食品・エネルギーや財のインフレ率の低下に足踏み感

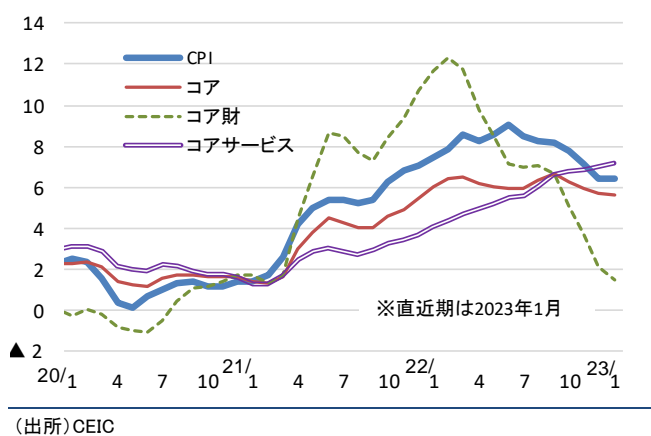
消費者物価指数(CPI)の前年比は、昨年6月の+9.1%をピークに7か月連続で低下し、1月は+6.4%となった。また、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数も、1月は+5.6%と昨年9月の+6.6%から4か月連続で低下した。しかしながら、いずれも前年比の低下幅が0.1%Ptと小幅に止まり、根強いインフレ圧力が窺える結果となった。

食品・エネルギーについて、食品価格の前年比は、鳥インフルエンザの感染拡大により1月にかけて卵の価格が急上昇した影響で、小幅な低下に止まった(昨年12月前年比:+10.4%→1月前年比:+10.1%)。また、エネルギーの前年比は、ガソリン価格が上昇したことを主因に、昨年12月の+7.3%から1月は+8.7%と上昇に転じた。ただ、足元では、卵の価格は需要の落ち込みを背景に下落方向にあり、ガソリン価格も上昇が一服している。2月入り後は、食品・エネルギーの前年比は再び低下基調を辿ることが見込まれる。

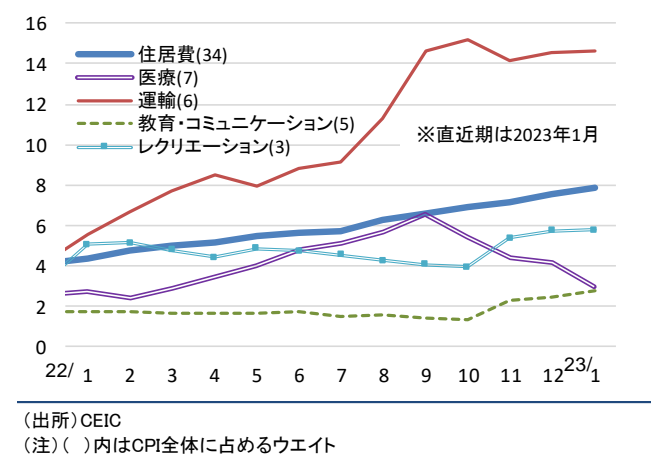
コア指数のうち、1月の財(モノ)の前年比は+1.4%と、FRBのインフレ目標である+2%を下回る水準まで低下した。もともと、前年比の低下幅はこれまでの比べると小幅に止まり、前月比で見ても+0.1%と昨夏ぶりのプラスとなった。アパレル(+2.9%→+3.1%)など前年比が上昇した品目が散見されており、1月の財消費の堅調さが価格の押し上げにつながったと考えられる。

コア指数におけるサービス(コアサービス)は、1月の前年比が+7.2%と12月(+7.0%)から幾分上昇した。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(12月前年比:+7.5%→1月前年比:+7.9%)の前年比の上昇が続いていることが主因である。住居費に先行する傾向⁴を持つ住宅価格が数か月前から下落基調にあることから、住居費の伸びは今年の後半頃からは着実に低下する見込みであり、先行きの懸念は小さい。一方、住居費を除いたサービス価格の前年比

インフレ率の推移(前年比、%)



コアサービス(前年比、%)



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。

については、医療サービス（+4.1%→+3.0%）⁵の伸び鈍化を主因に、全体としては低下した。ただし、教育・コミュニケーション（+2.4%→+2.8%）の前年比が再び上昇しているほか、運輸やレクリエーションなどの伸びも高止まりが続いている。住居費を除くサービス価格は、加速すらしていないものの、需要の底堅さを背景に伸びの鈍化に時間がかかっている。

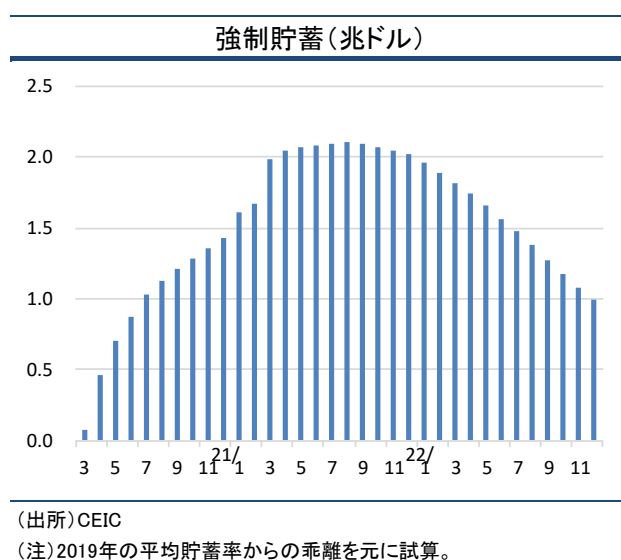
金融政策: 根強いインフレ圧力を示す経済指標を受けて、FRB 高官のタカ派姿勢が再び強まる

1月31日～2月1日のFOMCでは、0.25%Ptの利上げが実施され、政策金利は4.5～4.75%となった。利上げペースは、前々会合の0.75%Pt、前会合の0.5%Ptから2会合連続で減速した。政策スタンスに関しては、賃金上昇と関係が深いサービス価格の上昇圧力に警戒感を示し、インフレ抑制のために「継続的な利上げが適切」との考えを維持した。一方で、声明文では、新たに「インフレがやや和らいでいる」という表現が加わり、パウエル議長による記者会見でも「デイスインフレのプロセスが始まった」との説明がなされるなど、インフレ率の鈍化が進み出していることに自信を持ち始めていることが窺えた。

ただ、その後に公表された経済指標が、根強いインフレ圧力と想定以上に堅調な景気を示すものであったことを受けて、FRB高官からは金融引き締めに関する積極的な発言が続出した。ウィリアムズNY連銀総裁が「労働市場の強さを考えると、高インフレが長期化するリスクがあり、これまでの予想より高い水準に利上げをする必要があるかもしれない」と述べたほか、タカ派とされるクリーブランド連銀のメスター総裁やセントルイス連銀のブラード総裁からは、利上げのペースを再び加速させることもあり得る旨の発言がなされた。今後もインフレ圧力の根強さを示唆するような経済指標が続けば、次回のFOMC（3月21～22日）で公表されるFRBメンバーによる経済見通しにおいて、政策金利の最終到達点が昨年12月FOMC時で予想された5.00～5.25%を超える水準に修正される可能性が高まってきたと言えよう。

景気見通し: 堅調な個人消費により景気は上振れも、先行きの失速リスクはむしろ高まる

先行きは、想定以上に堅調な個人消費を支えに、当面の間、景気は底堅さを維持するとみられる。ただ、足元の個人消費は、①コロナ禍で蓄積された潤沢な家計貯蓄⁶（いわゆる「強制貯蓄」）の取り崩しと、②クレジットカード利用の増加に支えられている面が大きいと考えられる。実際、コロナ前の平均貯蓄率と足元の貯蓄率の乖離を元に試算した「強制貯蓄」は、2021年中央には2兆ドル程度に達していたが、その後急速に取り崩しが進み、2022年12月時点では1兆ドル程度まで減少した。最近の減少ペース（約900億ドル/月）が続けば、強制貯蓄の影響を受けづらいと考えられる超高所得層を除き、年央頃には幅広い所得層で取り崩しが終わり、強制貯蓄による個人消費の押し上げ効果が剥落する可能性がある。さらに、クレジットカード

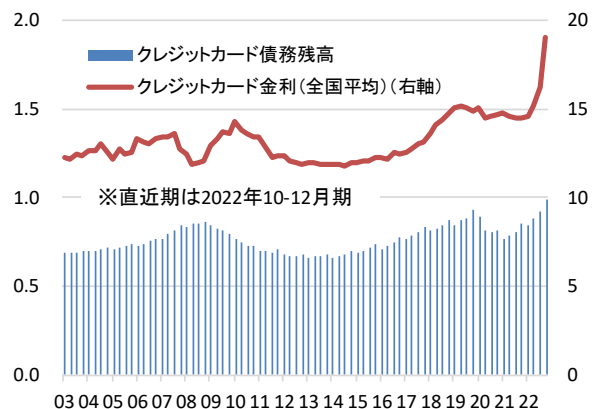


⁵ 医療サービスのプラス幅縮小の主因は、保険会社の利益を元に試算される健康保険の価格がマイナスに転じたことであり、この影響は今後も続くことが見込まれる。ただ、健康保険の影響を除いても伸びは鈍化している。

⁶ コロナ禍の政府による現金給付などの恩恵により、米国の家計に蓄積された過剰貯蓄（コロナ危機前であれば実現されなかったであろう貯蓄）を指す。

ドの債務残高が 2022 年 10~12 月時点で過去最高の 1 兆ドル近くに達し、金利（全国平均）は過去最高の 19% に上昇している。米国ではクレジットカード利用者の相当数が分割払い等を選択しているとされ⁷、今後、金利負担が増すことで、クレジットカード利用の増加余地は限られてくるであろう。このため、個人消費は、今後、サービス消費に対するリベンジ需要が一巡した後は、減速ペースが速まると見込む。さらに、設備投資は、省力化投資などに対する底堅い需要があるものの、利上げによる借り入れコスト負担増や銀行による貸し出し態度厳格化などの下押し圧力が強まることから、引き続き増勢が鈍化するだろう。4~6 月期以降は、国内民間最終需要の前期比年率が +0% 程度まで落ち込み、景気は停滞すると見込む。

クレジットカード債務残高と金利(兆ドル、%)



(出所)FRB

雇用情勢について、先行きの景気鈍化を懸念した労働者の就業意欲の高まりや外国人労働者の増加⁸により、労働者の売り手市場は徐々に薄れてきているとみられる。さらに、2023 年央にかけては、景気が低迷するもとで労働需要は減少し、賃金上昇率は、現在の 4% 台半ばからコロナ前の 3% 程度に向け低下基調を維持する想定である。賃金上昇率と関係の深いコアサービスのインフレ率は、2023 年初の +7% 程度をピークに緩やかに低下し、年央以降は住居費（家賃等）の伸びの鈍化も加わることで、2023 年末には +4% 程度まで低下すると見込む。国際商品相場の落ち着きや供給制約の緩和が続き、食品・エネルギーやコア財の伸びも抑えられるという前提のもとで、インフレ率は CPI、PCE いずれも年末には +3% 近くまで低下すると予想する。FRB は、インフレ率の低下と低迷する景気を受けて、2024 年入り後には利下げに転じ、公共投資等も進捗することで景気は底入れし、2024 年末にかけて実質 GDP 成長率は巡航速度である +1.8% に向けて加速すると見込む。

先行きのリスクは、堅調な個人消費が続くことで景気の減速が遅れ、インフレ率の低下が進まないことであろう。その場合、高インフレの定着や金融環境の緩和を懸念した FRB が、想定以上の利上げに迫られる可能性が高い。現状は、強制貯蓄などによる需要押し上げ要因が剥落していく局面であり、金融引き締めの影響が強まれば、家計の消費意欲が急速に冷え込む可能性がある。先行きの景気が失速する可能性はむしろ高まったと考えられる。

米国経済見通し

	2020	2021	2022	2023	2024
GDP	▲ 2.8	5.9	2.1	1.1	1.1
個人消費	▲ 3.0	8.3	2.8	1.3	1.0
設備投資	▲ 4.9	6.4	3.6	0.8	1.0
住宅投資	7.2	10.7	▲ 10.7	▲ 14.7	0.1
在庫投資	(▲ 0.7)	0.2	0.7	(▲ 0.1)	(▲ 0.0)
純輸出	(▲ 0.2)	(▲ 1.7)	(▲ 0.6)	0.5	(▲ 0.0)
輸出	▲ 13.2	6.1	7.2	4.6	4.3
輸入	▲ 9.0	14.1	8.1	0.3	3.2
政府消費	2.2	1.3	▲ 0.2	1.5	1.0
公共投資	3.9	▲ 2.3	▲ 2.2	3.5	5.7
失業率	6.8	4.2	3.6	4.0	4.3
PCEコア	1.4	4.7	4.6	3.3	2.4
長期金利	0.9	1.5	3.6	3.5	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

⁷ 米国では、クレジットカード利用者の約半分が分割払いやリボルビング払いであり、金利負担が生じているとみられる。

⁸ BLSによると、外国人労働者は 2022 年には 100 万人超増加し、コロナ禍前からの増加トレンドに戻っている。