

米国経済：銀行不安は和らぐも、資金調達環境の悪化で停滞する見通し

米国では、3月中旬のシリコンバレーバンクの破綻をきっかけに、銀行不安が急速に強まった。当局による預金保護拡充や流動性供給などの迅速な対応により事態は収束に向かうものの、当面は財務基盤が弱い中小銀行の経営不安が煽るとみられる。今回の銀行不安を受けて、FRBは追加利上げに慎重になることが想定される一方、銀行の貸し出し姿勢が一層慎重化することが見込まれ、設備投資は減少するだろう。個人消費も、コロナ禍で蓄積された家計貯蓄の取り崩しが進むも、サービスを中心としたリベンジ需要が一巡すれば減速ペースが速まると考えられる。先行きは、銀行不安が景気に及ぼす影響の不確実性が大きい。現時点では、4～6月期以降は何とかプラス成長を保つ程度まで減速し、停滞を深めるといった従来見通しを維持したい。

金融環境：SVB 破綻に伴う銀行不安は、当局の素早い対応で混乱和らぐ

米国では、SVB（シリコンバレー・バンク）が3月10日に破綻したことをきっかけに、3月中旬にかけて、銀行不安が急速に強まった。SVBは、①預金者の多くがスタートアップを中心とする企業であり通常の預金保護対象である25万ドルを超える預金をしていたこと、②資産の多くが長期保有目的の国債やMBS（住宅ローン担保証券）であり金利上昇により大幅な評価損が発生していたという特徴があった。そのため、これを不安視した預金者が一斉に預金を引き出したことで急速に資金繰りが悪化し、破綻に追い込まれる結果となった。SVBの破綻直後も、預金流出などを背景に、仮想通貨に強いとされるシグネチャー・バンクが当局により事業停止となった。

ただ、当局の対応は早く、3月12日には、破綻2行に対して、25万ドルを超える預金を含む全預金者を保護することを決定した。また、FRBも、銀行システムが揺るがないための措置として、特別融資のスキーム「BTFP」（バンク・ターム・ファンディング・プログラム）¹を創設して流動性を大量に供給することを決定した。上記の破綻2行は実際に損失が発生し資本が毀損する経営危機が発生していたのではなく、不安心理による預金流出という取り付け騒動が発生したことが破綻の主因であった。このため、今後はそうした状況が発生することを防ぐべく当局が実施した対応は、適切かつ迅速であったといえる。

その後も、中堅銀行であるファースト・リパブリック・バンクが、大口の法人預金の多さや保有資産の評価損が嫌気されて預金流出に見舞われるが、JPモルガンやバンク・オブ・アメリカなど複数銀行が300億ドルを預金するなどして同行の資金繰りを支え、その後は政府主導で財務基盤の立て直しが図られているとされる。欧州にも銀行不安が飛び火したことで金融市場の混乱は続いているが、米国では当局の厳しい金融規制下にあった大手銀行に対する懸念が小さく、2018年に規制が緩和²された中堅銀行も、上記のファースト・リパブリック・バンクを除き、バランスシート上で特に懸念が強まっている先はないとみられる。今後、財務基盤の脆弱な中小銀行では資金流出が続く可能性があるが、銀行システム全体に与える影

¹ BTFPでは、国債とエージェンシーMBSの担保価値を時価でなく額面で評価したうえで、低金利で融資（最長1年）する扱いとした。また、既存の割引窓口貸出制度（ディスカウント・ウィンドウ）の利用条件も緩和した。

² 2018年に金融規制改革法が改正され、FRBによるストレステスト（健全性審査）の対象銀行の要件が緩和。連結総資産1,000億ドルから2,500億未満の銀行は、ストレステストが2年に1度に減らされ、テストの内容も緩和された。

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。

響は大きくないことを踏まえれば、銀行不安は徐々に収束に向かうと考えられる。

金融政策: 銀行不安へ留意しつつも、インフレ抑制のための利上げが継続

3月21～22日のFOMCでは、0.25%Ptの利上げが決まり、政策金利は4.75%～5.00%となった。前述の銀行不安が煽るもとでも、インフレ抑制を重視する姿勢が維持された。ただし、声明文では、「目標達成を妨げるリスクが現在化した場合は、金融政策スタンスを調整する」の文言が加わるなど、銀行不安の動向を注視していることが窺われる内容となった。

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、12月時点から変わらず、今年中に0.25%程度の追加利上げを実施することが示唆された。銀行不安の影響について、FOMC後のパウエル議長による記者会見では、銀行の貸し出し環境が慎重化すれば利上げと同等な効果を及ぼすとの考えを示された。ただ、「銀行の状況を見極めて政策決定に反映していく」とも述べられており、銀行不安の影響を限定的に織り込んだものの、先行きの不確実性が高いことが強調された。

FOMC参加者の見通し(中央値)				
	(%)			
	2023	2024	2025	長期
経済成長率	0.4	1.2	1.9	1.8
(2022年12月予想)	0.5	1.6	1.8	1.8
失業率	4.5	4.6	4.6	4.0
(2022年12月予想)	4.6	4.6	4.5	4.0
PCEデフレーター	3.3	2.5	2.1	2.0
(2022年12月予想)	3.1	2.5	2.1	2.0
コアPCEデフレーター	3.6	2.6	2.1	—
(2022年12月予想)	3.5	2.5	2.1	—
政策金利	5.1	4.3	3.1	2.5
(2022年12月予想)	5.1	4.1	3.1	2.5

(出所)FRB

(注1)2023～2025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デフレーターは前年比

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0.4%と12月時点の0.5%から概ね横ばいであった一方、2024年は1.2%と12月時点の1.6%から下方修正され、インフレ抑制のために景気を犠牲にする期間が一段と長期化する見通しが示された。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4.5%と長期平均とする4.0%を超える水準まで上昇し、2024年から2025年にかけてその水準が続くとした。こうしたもとで、FRBが重視する物価指標であるPCEデフレーターとコアPCEデフレーターの前年比は、いずれも2023年第4四半期は3%台半ばとなり、2%台半ばに低下するのは2024年第4四半期と予想した。

個人消費: 年初の急回復からは一服

2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▲0.8%となり、1月（+2.7%）から減少した。内訳をみると、外食や自動車関連など、1月に増加が目立った品目を中心に減少に転じており、年初の急回復が一服したことが分かる。財を中心とした消費は、2021年春以降の水準から大きく変わらず、頭打ち感があるものの、腰折れの動きはまだ窺えない状況といえる。

小売・外食売上高(実質ベース、2020年2月=100)



(出所)CEIC

また、サービス消費を個人消費支出（PCE）で確認すると、1月時点では、実質ベースが前月比+0.6%と昨年12月（+0.0%）から大幅に増加し、2021年以降の増加基調を維持した。寒波の影響を受けて不振であった外食が、大幅に持ち直したことが主因である。ただし、2月は、前述の通り外食の伸びが一服するなど、サービス消費の増勢は弱まった可能性がある。3月入り後も、サービス需要をけん引していると思われる旅行需要は、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も横ばいで推移するなど、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ていないか引き続き注視が必要である。

住宅投資：住宅価格の低下を背景に一旦底打ち感強まる

2月の住宅市場は、住宅価格が低下基調にあることが追い風となり、中古戸建販売が前月比+15.3%と大幅に増加したほか、新築戸建販売も前月比+1.1%と小幅ながら増加した。供給面を見ても、住宅着工戸数（戸建て）は、前月比+1.1%と増加しており、昨秋以降横ばいで推移している。こうした状況を受けて、3月も、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44ポイントと3か月連続で改善し、景況感は改善傾向にある。前述の銀行不安を背景に、長期金利が大幅に低下していることもサポート材料となって、住宅市場は一旦底打ち感が強まるとみられる。

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：サービス業の堅調さが続く

企業のマインドは、軟調な製造業と堅調なサービス業という明暗が分かれた状況が続いた。2月のISM製造業指数は47.7と1月の47.4から幾分上昇したものの、4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」（1月：42.5→2月：47.0）が引き続き50を下回ったほか、「雇用」（50.6→49.1）も50を下回り、労働需要の減速が示された。一方で、2月のISM非製造業指数は55.1と、好不況の境目である50を上回り、1月の55.2からほぼ横ばいとなった。企業からは、人件費の上昇などのコスト高に悩まされつつも、需要は堅調であるとのコメントが多くみられた。実際、内訳の「新規受注」（1月：60.4→2月62.6）も50を上回る水準で上昇しており、堅調な需要に支えられる状況が続いているとみられる。

ISM製造業・非製造業指数の推移



（出所）CEIC

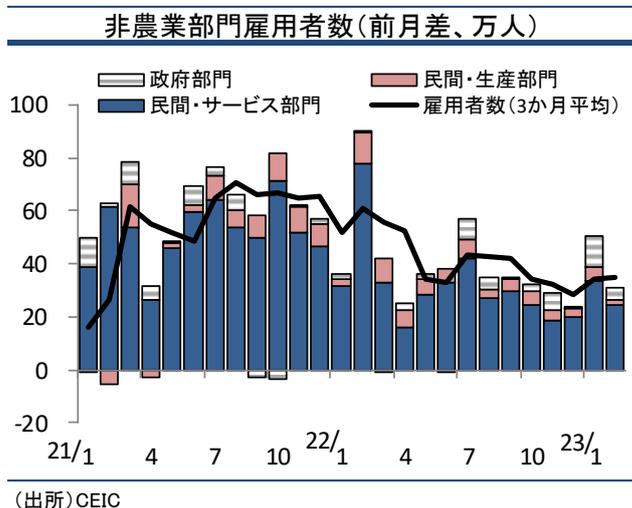
（注）シャドーは景気後退期。

価格動向に関しては、製造業の2月の「仕入れ価格」は51.3と1月（44.5）から上昇し、5か月ぶりに50を上回り、価格の伸び鈍化に一服感が出てきたと考えられる。一方、非製造業については、2月の「仕入れ価格」は65.6と、高水準ながら昨年10月以降4か月連続で低下している。非製造業の「雇用」は54.0

と増加方向にあることを示しており、雇用者数の増加が人手不足などの供給面の改善につながり、価格上昇圧力が緩和に向かっていると考えられる。

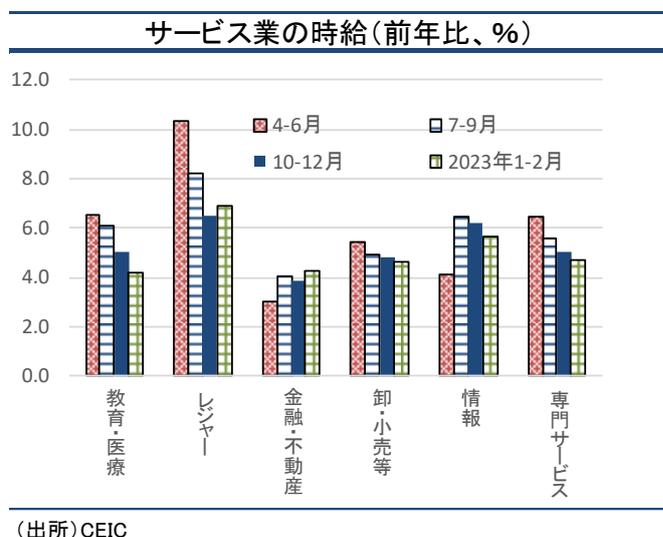
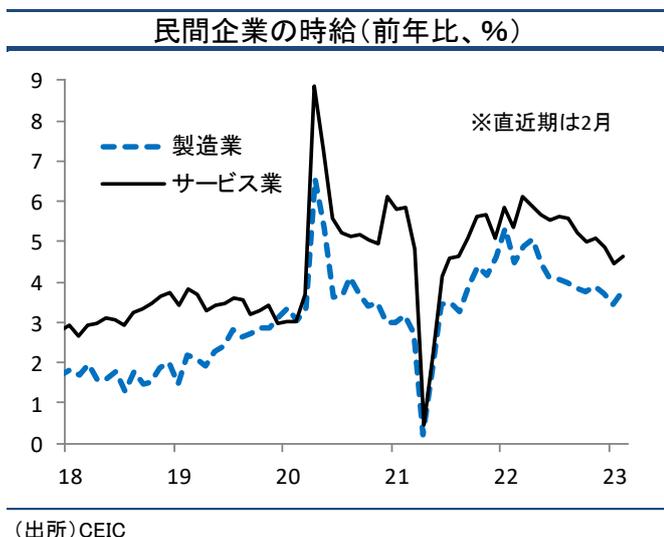
雇用情勢:労働供給が高まり、賃金の伸び鈍化も続く

2月の雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月比+31.1万人と、1月(+50.4万人)から増加幅が縮小したものの、引き続き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。業種別には、製造業(1月:+1.3万人→2月:▲0.4万人)が2021年4月以来の減少に転じており、民間の生産部門全体(+5.1万人→+2.0万人)でも増加幅が縮小した。民間のサービス部門(+33.5万人→+24.5万人)は、増加幅が縮小しつつも堅調な増加を維持した。ただ、サービス部門は業種別では明暗が分かれ、レジャー(娯楽・飲食・宿泊)(+11.4万人→+10.5万人)や教育・医療(+10.7万人→+7.4万人)、小売(+3.4万人→+5.0万人)などが堅調な増加を維持する一方で、輸送・倉庫(+1.6万人→▲2.1万人)、情報(▲2.0万人→▲2.5万人)は減少した。



労働供給面をみると、労働参加率は「プライムエイジ」³と呼ばれる25歳から54歳までの年齢層を中心に上昇し、1月の62.4%から2月は62.5%と幾分上昇した。この結果、労働需給は幾分緩和し、2月の失業率は3.6%と1月の3.4%から上昇した。なお、労働者に占めるパートタイムの割合は1月から幾分低下したものの、引き続き高水準が保たれており(2022年4~6月平均:16.3%→10~12月平均:16.7%→2023年1~2月:17.0%)、労働集約型のサービス産業での労働需要が強いことが窺える。

2月の民間部門の時給は、前年比が+4.6%と1月(+4.4%)から幾分上昇した。ただし、前年比のプラス幅拡大は、昨年2月が労働供給の回復を背景に賃金上昇が鈍化したことの反動が出たことが主因である。



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。

実際、2月の前月比は+0.2%と1月の+0.3%から低下しており、賃金の伸びは鈍化していると評価できる。業種別では、2月の製造業の前年比は+3.7%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基調が続いている。また、サービス業も、2月の前年比が+4.7%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%→1～2月平均：+6.9%）が、上述の通り昨年1～2月に賃金の伸びが鈍化したことの反動で前年比が拡大したものの、「教育・医療」（+5.1%→+4.2%）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。労働者に占めるパートタイムのシェアが大きくなっていること、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。

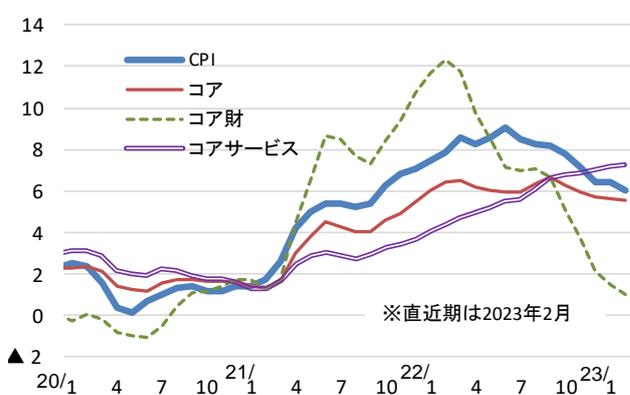
物価：サービス価格で根強いインフレ圧力

消費者物価指数（CPI）の前年比は、2月は+6.0%と、昨年6月の+9.1%をピークに8か月連続で低下した。また、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数も、2月の前年比は+5.5%と、昨年9月の+6.6%から5か月連続で低下した。ただし、コア指数の2月の前年比は、1月（+5.6%）からの低下幅が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。

コア指数のうち、財（モノ）の前年比は、2月は+1.0%と1月の+1.4%から低下した。中古車などを中心に伸びが鈍化しており、FRBのインフレ目標である+2%を下回る水準に達している。供給制約の解消⁴や、エネルギー価格の落ち着きを背景に、財価格が再び上昇に転じる懸念は小さいと考えられる。

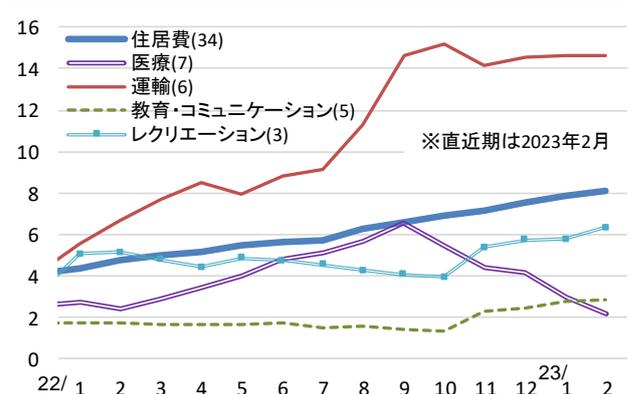
コア指数におけるサービス（コアサービス）は、2月の前年比が+7.3%と1月（+7.2%）から幾分上昇した。コアサービスの半分強のウェイトを占める住居費の前年比が、2月は+8.1%と1月（+7.9%）からプラス幅が拡大したことが主因である。ただし、住居費に先行する傾向⁵がある住宅価格は数か月前から下落基調にあることから、住居費の伸びは今年の後半頃から低下することが見込まれている。一方で、住居費を除いたサービス価格が、価格上昇の伸びの鈍化に時間がかかっていることは引き続き注意が必要である。医療サービス（1月前年比：+3.0%→2月：+2.4%）⁶は伸び鈍化が続いているものの、運輸（+14.6%→+

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

⁴ 世界の供給網のひっ迫状況を数値化した指標である「グローバル・サプライチェーン圧力指数（GSCPI）」（NY連銀公表）は、2月はコロナ禍前以来のマイナスとなり、供給網は正常化したことが示唆される。

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。

14.6%)は高止まりが続き、レクリエーション(+5.8%→+6.3%)と教育・コミュニケーション(+2.8%→+2.9%)はプラス幅が拡大した。堅調なサービス需要を背景に、人件費等のコストを価格に転嫁する動きが続いているとみられる。

景気見通し: 資金調達環境は悪化し、設備投資の減少を主因に景気は停滞に

1～3月期は、米経済の柱である個人消費が堅調に推移し、巡航速度である+2.0%程度の成長が維持されたとみられる。しかしながら、個人消費は、コロナ禍で蓄積された潤沢な家計貯蓄⁷(いわゆる「強制貯蓄」)の取り崩しが進むもとの、サービスを中心としたリベンジ需要が一巡すれば、減速ペースが速まると考えられる。また、FRBによる大幅な追加利上げの可能性は薄れたものの、今回の銀行不安をきっかけに銀行の貸し出し姿勢が一層慎重化⁸することが見込まれ、設備投資は減少するだろう。4～6月期以降の実質GDPは、前期比年率が+0%程度まで落ち込み、景気は停滞するという従来見通しを維持する。

ただ、金融引き締めを遠因に銀行不安が発生したことで、景気後退のリスクは以前より高まった。すなわち、今後、中小銀行などの破綻が散発的に続くなどして銀行不安の収束に時間を要する場合は、企業や家計の資金調達環境が想定以上に悪化し、企業の設備投資や住宅投資の大幅減を招く可能性がある。そうした中で、企業の業績が悪化すれば、銀行の貸出が劣化して更なる信用収縮を招くほか、雇用情勢が悪化する懸念もある。FRBはこうした景気腰折れリスクを踏まえ、利上げの早期停止も視野に入れつつ注意深く政策判断をしていくこととなろう。

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。

⁸ FRBが2月6日に公表した2022年10～12月期の銀行融資担当者調査では、銀行の貸出態度は、2020年春の新型コロナ発生初期を除けば、リーマン・ショック(2008年)以降で最も厳格な基準に達していた。