

## 米国経済：悪化する資金調達環境が景気の下押しに

3月中旬に強まった銀行不安は、懸念されていた中小銀行の預金流出に歯止めが掛かり、事態は収束方向にある。ただ、3月下旬に銀行の貸出残高の減少が続くなど、早くも資金調達環境に悪化の兆しがある。今後は企業の設備投資が減少し、雇用情勢も悪化することが見込まれる。また、底堅く推移してきた個人消費も、家計貯蓄による下支えが次第に弱まり、サービスに対するリベンジ需要が一巡することで減速ペースが速まり、実質 GDP 成長率(前期比年率)は+0%程度に落ち込む見通しである。今後のリスクは、資金調達環境の悪化が加速することだろう。そうした状況に陥る前には、FRB は金融引き締めを修正することが想定されるが、インフレ率が十分に低下していない場合は、政策判断が遅れる懸念があることに注意が必要である。

### 金融環境：銀行不安は一段と和らぐが、資金調達環境は悪化方向

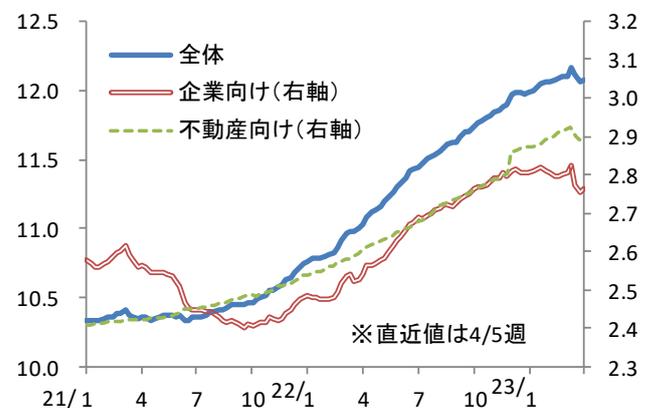
3月中旬に強まった銀行不安は、懸念されていた中小銀行の預金流出に歯止めが掛かり（預金残高の前週差：3月15日週 ▲1845億ドル→4月5日週 +282億ドル）、事態は収束方向にある。このことは、事態収束のために FRB が導入した特別融資のスキーム「BTFP」（バンク・ターム・ファンディング・プログラム）<sup>1</sup>と、既存の割引窓口貸出制度（ディスカウント・ウィンドー）の合計の利用額が足元で減少し始めていることから示唆される（3月15日週 1648億ドル→4月5日週 1487億ドル）。さらに、大手銀行の1～3月期決算はおおむね順調な結果であり、銀行システムの健全性は保たれていると考えられる。

しかしながら、企業や家計の資金調達環境は悪化方向にあると考えられる。銀行の預金量は、減少が一服したとはいえ、3月上旬以前の水準に戻る動きまでは窺えない。このため、銀行の貸し出し余力の低下から、貸出残高は3月下旬に2週連続で減少するなど頭打ち感が出ている。

今後も、金融規制が強化される可能性の高い中堅銀行<sup>2</sup>、財務基盤の弱さから預金の流出懸念が燦る中小銀行を中心に、貸し出しに対する慎重姿勢が続く公算が大きい。中堅銀行や中小銀行は、中小企業向けや、懸念が大きいとされる商業用不動産セクター向けの貸し出し

に占めるシェアが大きい。資金調達環境の悪化により不良債権が増加し、銀行の更なる貸し渋りにつながる可能性がある。こうした、いわゆる「信用収縮」が強まった場合は、FRB が利下げに転じるなど金融引き締めの修正を図っても、状況の悪化に歯止めが掛からなくリスクがあり注意が必要だろう。

商業銀行の貸出残高(季節調整値、兆ドル)



(出所)CEIC

<sup>1</sup> 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・ウィンドー）の利用条件も緩和した。

<sup>2</sup> 2018年に金融規制改革法が改正されたことを背景に、連結総資産1,000億ドルから2,500億未滿の銀行に対する規制が緩和されていたが、今回の銀行不安をきっかけに規制が再強化される方向にある。

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。

## 個人消費:2月以降は増勢鈍化が続く

3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▲1.0%となり、2月（▲0.6%）からマイナス幅が拡大した。内訳をみると、外食は底堅く推移したものの、年初に大幅に増加した自動車関連や家具・家電製品などの耐久消費財を中心に、幅広い財（モノ）で反動減が続いた。小売・外食売上高は、2021年春以降の水準を保つが、足元ではやや不安定な動きが目立つ。

また、サービス消費を個人消費支出（PCE）で確認すると、2月時点では、外食の減少を主因に、実質ベースが前月比▲0.1%と1月（+0.7%）から小幅に減少した。3月も、サービス消費のけん引役である旅行需要に関し、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2月から横ばいで推移するなど、力強さに欠ける状況である。サービス消費は、年初の大幅な回復により1～3月期では堅調に推移した公算が大きいが、単月で見ると2月以降は増勢が鈍化しており、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:底入れ感が強まる

3月の住宅市場は、住宅着工戸数（戸建て）が、前月比+2.7%と増加しており、底入れ感が強まっている。販売面を見ても、3月の中古戸建販売は前月比▲2.7%と減少したが、2月（+14.2%）大幅増の反動減という面が大きい。4月も住宅市場をみても、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）が45ポイントと4か月連続で改善し、7か月振りの高水準となった。フレディマック発表の30年固定住宅ローン金利は6.3%程度で底打ちの動きが出てきているものの、3月初旬の6.7%程度からは水準が切り下がり、住宅ローン申請件数も2月頃と比べ多い水準が続く。住宅価格が低下基調にあることも加わって、需要は底堅い動きが続くと見られる。

## 企業部門:銀行不安を背景にサービス業のマインドが悪化

企業のマインドは、製造業とサービス業がいずれも悪化した。3月のISM製造業指数は46.3と2月の47.7から低下し、5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」（2月：47.0→3月：44.3）が引き続き50を下回ったほか、「雇用」（49.1→46.9）が2020年央の水準まで低下して、雇用情勢の悪化が進んでいるとみられる。また、3月のISM非製造業指数は51.2と、好不況の境目である

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

50 をわずかに上回ったものの、2月の55.1から大幅に低下した。内訳をみると、「事業活動」(56.3→55.4)が幾分低下しつつも引き続き高水準にとどまった一方、「新規受注」(62.6→52.2)の大幅な低下が全体を押し下げた。3月中旬の銀行不安が需要鈍化懸念の主因と考えられるが、非製造業の景況感是不安定さを増している。

価格動向については、製造業の3月の「仕入れ価格」は49.3と2月(51.3)から低下し、価格の伸び鈍化が続いている。また、非製造業は、3月の「仕入れ価格」が59.5と2月(65.6)から大幅に落ち込み、5か月連続の低下となった。非製造業は、3月の「雇用」が51.3と50を超え労働供給の回復も続いているとみられ、コスト面からの価格上昇圧力は緩和しつつあると考えられる。

3月の鉱工業生産指数は前月比+0.4%と2月(+0.2%)からプラス幅を拡大した。ただし、これは、気温低下による暖房需要から公共事業(2月前月比:▲0.7%→3月:+8.4%)が大幅に上昇したことが主因である。製造業は、耐久財の生産減少を中心に低下しており(+0.6%→▲0.5%)、3月入り後に状況が悪化したことが示唆された。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、金融機関の貸出態度が厳格化<sup>3</sup>して借り入れ負担が増加することで、増勢が弱まることを見込まれる。

### 雇用情勢: 良好な雇用情勢と賃金の伸び鈍化が同時進行

3月の雇用統計は、非農業部門雇用者数の前月比からの増加幅が+23.6万人と、2月(+32.6万人)から縮小したものの、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を維持した。業種別には、民間の生産部門全体(2月:+1.1万人→3月:▲0.7万人)が2021年春以来の減少に転じ、その内訳の製造業(▲0.1万人→▲0.1万人)が2か月連続で減少するなど労働需要が減退している。一方、民間のサービス部門は、3月は+19.6万人と2月の+25.5万人からプラス幅が縮小したものの、昨秋以降の水準から大きくは変わらず、全

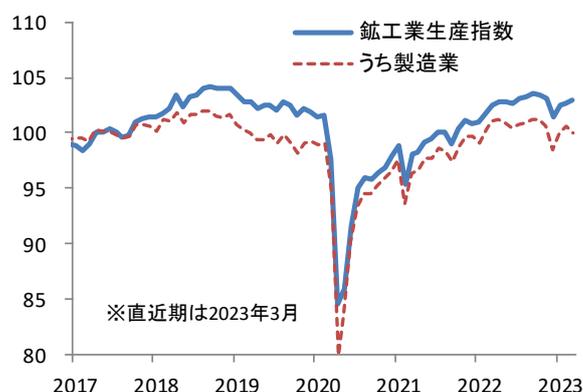
ISM製造業・非製造業指数の推移



(出所)CEIC

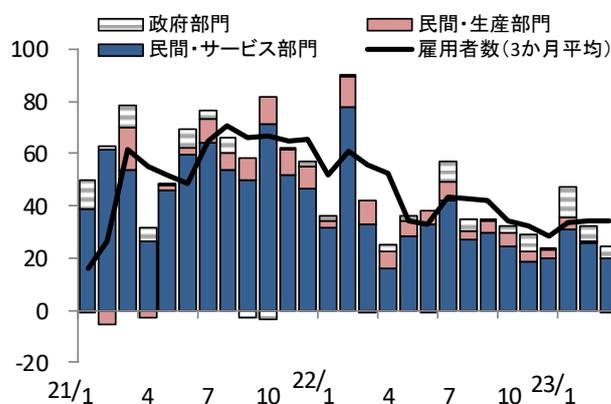
(注)シャドーは景気後退期。

鉱工業生産指数の推移(2017年=100)



(出所)CEIC

非農業部門雇用者数(前月差、万人)



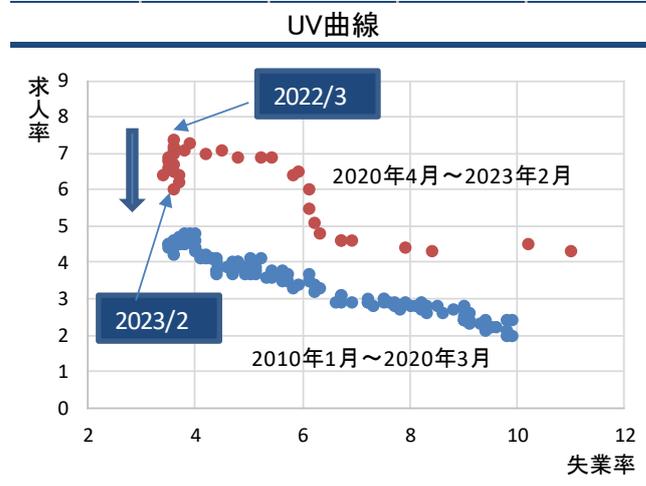
(出所)CEIC

<sup>3</sup> 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が、足元では、3月の銀行不安をきっかけにさらに慎重化しているとみられる。

体としては良好な雇用情勢が保たれている。内訳をみると、小売（+4.1万人→▲1.5万人）は再び減少に転じ財需要の減速が意識される内容であるものの、レジャー（娯楽・飲食・宿泊）（+9.0万人→+7.2万人）、教育・医療（+8.5万人→+6.5万人）、専門・事業サービス（+5.5万人→+3.9万人）は緩やかなプラス幅の縮小に止まった。

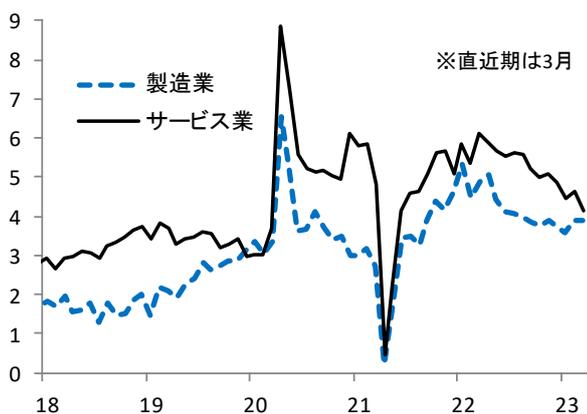
労働供給面をみると、労働参加率は2月の62.5%から3月は62.6%と引き続き上昇し、「プライムエイジ」<sup>4</sup>と呼ばれる25歳から54歳までの年齢層はコロナ前の水準を上回った。3月の失業率は3.5%と歴史的な低水準が続いているものの、企業の労働需要を示す求人率（求人件数/＜就業者数+求人件数＞）は、2月は6.0%と2022年3月の7.4%から徐々に低下してきており、ひっ迫した労働需給は和らぎつつある。

3月の民間部門の時給は、前年比が+4.2%と2月（+4.6%）から低下した。前月比でみると足元3か月は+0.2~0.3%程度の低い伸びが続いており、3か月前比年率は+3.2%とコロナ前の2019年とほぼ同水準まで低下している。業種別では、製造業の前年比が3月は+3.9%と2月（+3.9%）から横ばいとなり、2022年初以来の低下に一服感がみられる。一方で、サービス業は3月の前年比が+4.2%と2月（+4.6%）から低下した。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%→1~3月平均：+6.6%）が、昨年1~2月にオミクロン株の感染拡大を背景に賃金の伸びが鈍化したことの反動で前年比が幾分拡大したものの、「教育・医療」（+5.1%→+4.2%）など多くの業種でプラス幅の縮小傾向が続いている。労働需給が緩和しつつある中で、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。



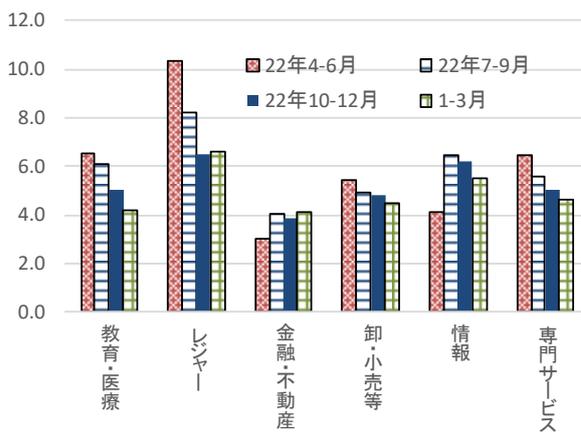
(出所)CEIC

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

<sup>4</sup> 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。

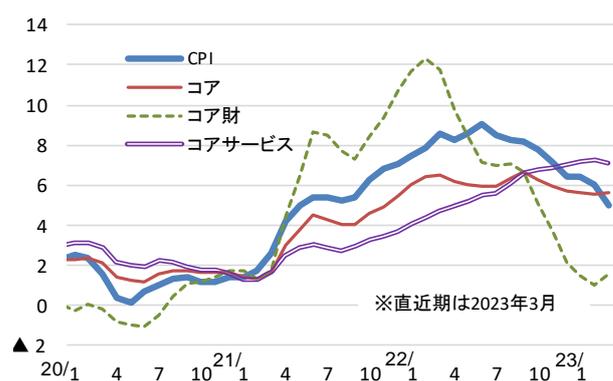
## 物価:コアインフレ率は幾分上昇も、サービス価格の伸びは鈍化

消費者物価指数 (CPI) は、3月の前年比が+5.0%と昨年6月の+9.1%をピークに9か月連続でプラス幅が縮小した。これは、エネルギーの上昇率が3月は▲6.4%と2月 (+5.2%) からマイナスに転じたことが主因であり、昨年3月のロシアによるウクライナ侵攻に伴う原油高の反動が出た形である。変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数は、3月の前年比が+5.6%と2月の+5.5%から幾分上昇したが、後述の通りサービス価格の伸びが鈍化しており、インフレ抑制の進展が窺える内容となった。

コア指数のうち、財 (モノ) の前年比は、中古車価格のマイナス幅が縮小 (2月前年比: ▲13.6%→3月: ▲11.2%) したことなどを背景に、3月は+1.5%と2月の+1.0%から上昇した。ただ、世界的な供給制約は解消<sup>5</sup>していることから、財価格が加速する懸念は小さく、FRBのインフレ目標である+2%を下回る水準が続くと考えられる。

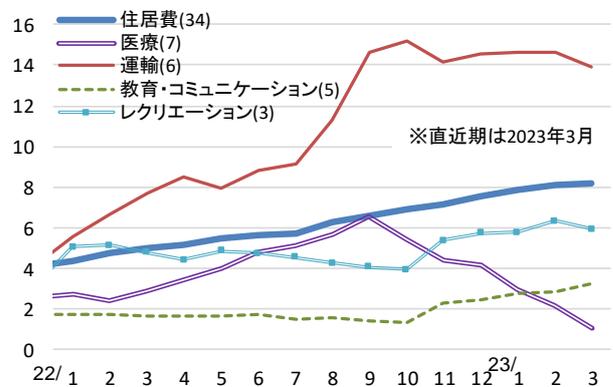
コア指数におけるサービス (コアサービス) は、住居費を除いたサービス価格の伸び鈍化を主因に、3月の前年比が+7.1%と2月 (+7.3%) から低下した。コアサービスの前年比の伸び低下は19か月ぶりとなる。内訳をみると、教育・コミュニケーション (2月前年比: +2.9%→3月: +3.3%) はプラス幅の拡大が続いたものの、医療サービス (+2.1%→+1.0%)<sup>6</sup>や運輸 (+14.6%→+13.9%)、レクリエーション (+6.3%→+5.9%) のプラス幅が縮小した。3月の企業マインドの悪化が、人件費等の価格転嫁の動きを抑制したとみられる。また、コアサービスの半分強のウェイトを占める住居費は、3月の前年比が+8.2%と2月の+8.1%から0.1%Ptの上昇にとどまった。住居費は、前月比で見ても3月は+0.6%と2月の+0.8%から縮小するなど、上昇ペースに鈍化の兆しがある。住居費に先行する傾向<sup>7</sup>の住宅価格は数か月前から下落基調にあり、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たが、低迷する住宅市場や賃金の鈍化などを背景に、伸びが低下に転じる時期が早まることと期待される。

### 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>5</sup> 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。

<sup>6</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いる。

<sup>7</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。

## 金融政策:5月の0.25%Ptの追加利上げ後、FRBは様子見姿勢に

銀行不安が一旦落ち着きつつあるもと、FRBは再びインフレ抑制に注力する姿勢を強めている。FRB高官による情報発信に関し、シカゴ連銀のグールズビー総裁は「銀行の与信環境を見極めるまで利上げは慎重であるべき」とのスタンスをとるが、ウィリアムズ副議長をはじめ多くの高官は、インフレ抑制のために0.25%Pt程度の追加利上げが適当との見方を示している。今後、まずは5月FOMCで0.25%Ptの追加利上げを決定し（FF金利は5.00～5.25%に）、2023年中は様子見姿勢をとることが基本路線となるだろう。

ただ、3月のFOMCでは、銀行不安をきっかけに、銀行の貸出態度がどの程度慎重化し、どの程度の金融引き締め効果を持つか様々な意見が出たとみられる。今後、FRBが現時点で想定する以上に資金調達環境が悪化した場合は、当然ながら、早めに金融引き締めの修正が実施される可能性があるだろう。FRBは、インフレ抑制に向けた姿勢を強調しつつも、同時に、資金調達環境に関する警戒感も示し続けることで、金融政策の柔軟性を維持することが考えられる。

## 景気見通し:年央に向けて停滞、信用収縮の強まりがリスク

1～3月期の実質GDP成長率は、個人消費が底堅く推移したことで、前期比年率で+2.0%程度の巡航速度を維持したとみられる。ただ、足元では、FRBによる金融引き締めと3月の銀行不安の影響で、銀行の貸し出し姿勢が一段と慎重化して、企業や家計の資金調達環境が悪化した可能性が高い。今後は、企業の設備投資は減少に転じ、雇用情勢も悪化することが見込まれる。また、個人消費も、コロナ禍で蓄積された家計貯蓄<sup>8</sup>（いわゆる「強制貯蓄」）の下支えが弱まるもとで、サービスを中心としたリベンジ需要が一巡して、減速ペースが速まると考えられる。実質GDP成長率（前期比年率）は、年央にかけて+0%程度まで落ち込み、景気の停滞が深まるだろう。こうした中、インフレ動向は、加速が続いてきたサービス価格の伸びがようやく低下し、物価と関係が強い賃金の伸びも鈍化傾向にあるなど、インフレ抑制は進展している。年末に向けては、労働需給のひっ迫が一段と緩和し、インフレ率は3%台半ばまで低下すると予想する。

今後のリスクは、信用収縮が強まり、企業の経営状況の悪化を通じて、設備投資の大幅減や雇用情勢の大幅悪化を招く状況だろう。3月の銀行不安をきっかけに、銀行は安全志向を強めているとみられる。今後、銀行の貸出額が減少する過程で、融資先が資金繰りに窮し、企業向け融資や不動産向けの債権が不良債権化する可能性がある。そうなれば、銀行は貸出態度を一段と厳しくする、いわゆる「信用収縮」が強まることとなるだろう。こうした状況に陥る前に、FRBは金融引き締めに修正することが想定されるが、インフレ率が十分に低下していない場合は、政策判断が遅れる懸念がある。行き過ぎた金融引き締めによる、景気のオーバーキルのリスクには、引き続き注意が必要だろう。

<sup>8</sup> 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だろう貯蓄）を指す。