

米国経済：「減速しつつも腰折れせず」のシナリオ維持（改定見通し）

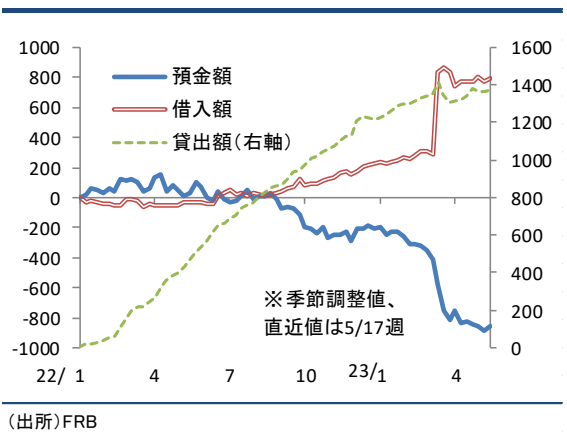
米国経済は、住宅市場と企業マインドが低迷する一方、個人消費が堅調さを保ち、全体として底堅い状況が続いている。ただ、銀行の貸出態度は一段と慎重化し、企業と家計の資金調達環境は悪化している。企業の設備投資は、景気鈍化懸念も背景に年央には減少に転じ、個人消費は、リベンジ需要の一巡などにより次第に減速する見通しである。2023 年後半の実質 GDP 成長率(前期比年率)は+0%程度に落ち込み、本格的な景気回復は、FRB が利下げを開始する可能性が高い 2024 年以降となるだろう。当社は、景気の停滞色が強まる中でも、家計の健全なバランスシートと底堅い雇用情勢が支えとなることで、個人消費の大幅悪化は見込まず、景気が腰折れする「ハードランディング」を予想していない。ただ、過度な金融引き締めが信用収縮を強め、金融市場の混乱なども伴って、景気が冷え込むリスクには引き続き注意が必要だろう。

金融環境：銀行危機は一旦収束、資金調達環境は悪化

米国の商業銀行は、預金の流出ペースが和らぐ中（2022 年初からの累計額<季節調整値>：3 月 1 日週▲3,454 億ドル→4 月 5 日週▲7,539 億ドル→5 月 17 日週▲8,552 億ドル）、借り入れを急増¹（+3,096 億ドル→+7,445 億ドル→+7,981 億ドル）させることで、手元資金の減少を回避できているとみられる。また、上記借り入れの中でも、FRB が銀行不安のために新設した特別融資スキーム（BTFP、Bank Term Funding Program）と既存の窓口貸出制度の利用額は一服しており（3 月 1 日週 44 億ドル→4 月 5 日週 1,487 億ドル→5 月 17 日週 961 億ドル）²、3 月以降の銀行危機はひとまず収束したと判断できる。

ただ、銀行は預金流出への警戒感や先行きの不良債権増加に対する備えを背景に、貸出態度を一段と慎重化させている³。企業の銀行からの借り入れコストは高まっており、先行きの景気悪化懸念も相まって、企業の資金需要も減少しているとみられる⁴。金融市場は比較的安定しており、社債発行や増資を通じた資金調達環境の大幅な悪化は避けられている⁵模様だが、銀行からの借り入れに頼らざるを得ない企業への下押し圧力は一層強まっていると考えられる。

商業銀行の預金・借入・貸出額(22年初からの累計、10億ドル)



¹ 銀行からの預金流出の多くは、MMF を介して連邦住宅貸付銀行（FHLB）の発行債などに投資されているとみられるが、FHLB はそこで調達した資金をもとに、銀行向け貸し出しを増やしているとの見方がある。

² 5 月初旬の連銀窓口貸出の利用額の大幅減少は、JP モルガンに買収されたファースト・リパブリック・バンクによる利用がなくなったため。その代わりに FRB による FDIC への貸出額が増加したが、BTFP と連銀窓口貸出の利用額、FDIC への貸出額の合計でも一服している。

³ FRB が実施する 2023 年 5 月の「銀行融資担当者調査」によると、銀行の企業向けの貸出態度は、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ている。

⁴ 上記の 2023 年 5 月の「銀行融資担当者調査」によると、企業の資金需要は大幅に悪化した。

⁵ 例えば、IMF が、リスクプレミアム等を示す各種金利のスプレッド、株価、住宅価格などの指標を統合して作成する金融環境の悪化度合いを示す FCI (Financial Conditions Index) はさほど上昇していない。FRB の地区連銀や金融機関も IMF と類似の指標を発表しているが、いずれも IMF による指標と同様な動きを辿っている。

今後のリスクとして、商業用不動産市場の悪化を背景に、商業用不動産ローンの借り換えが滞る状況が考えられる。米国では、大手銀行の商業用不動産への貸し出し額は大きくなく、銀行システムを支える大手銀行の経営不安につながる懸念は大きくないと考えられる。また、商業用不動産を担保とした証券（CMBS）は、2008年のリーマンショック後に組成基準が厳格化されているとされ、CMBSの価値が大幅に下落し、金融市場に混乱が広がることも想定しづらい。ただ、商業用不動産ローンの不良債権化が進めば、同融資のシェアが大きい中堅・中小銀行に対する懸念が強まり、銀行預金は再び流出が加速し、銀行不安が再燃する懸念がある。その場合は、銀行の貸出態度が一段と厳格化するだけでなく、金融市場を含めた金融環境の悪化につながる事が予想される。

2023年1～3月期GDP:個人消費が堅調で景気の底堅さを示す

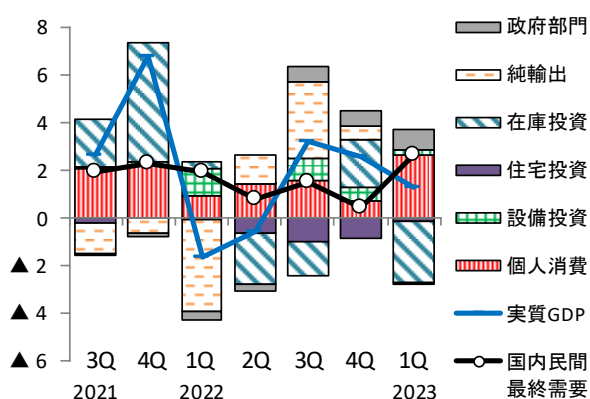
2023年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.3%と前期（2022年10～12月期）の+2.6%から減速した。ただ、これは在庫投資が大幅にマイナス寄与になったことによるもので、国内民間最終需要⁶は+3.0%と、前期の+0.5%からプラス幅が拡大しており、景気は底堅いと判断できる。

主な需要動向をみると、景気の柱である個人消費は、自動車関連の大幅増にけん引された財消費（2022年10～12月期前期比年率：▲0.1%→2023年1～3月期：+6.3%）の持ち直しに加え、金融・保険や飲食・宿泊を中心にサービス消費（+1.6%→+2.5%）のプラス幅が拡大したことにより、伸びが拡大した（+1.0%→+3.8%）。また、住宅投資（▲25.1%→▲5.4%）は、住宅ローン金利の上昇が一服した影響で、マイナス幅が縮小した。一方、設備投資は、輸送機器を中心に機械投資（▲3.5%→▲7.0%）の減少幅が拡大し、建設投資（+15.8%→+11.0%）とソフトウェア等の知的財産投資（+6.2%→+5.2%）の伸びも縮小したことから、全体として伸びが鈍化した（+4.0%→+1.4%）。

個人消費:再び持ち直しの動き

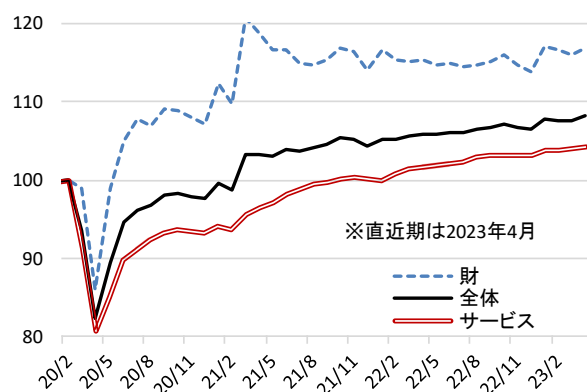
4月の実質ベースの個人消費支出（PCE）は、前月比+0.5%と、3月の0.0%から増加した。財（モノ）への消費は、自動車関連（3月：▲1.4%→4月：+2.2%）や情報機器（+0.4%→+3.0%）などを中心とした耐久消費財が全体を押し上げ、4月は+0.8%と3月の▲0.5%から大幅に増加した。サービス消費についても、自動車関連（3月：▲1.1%→4月：2.2%）とレクリエーション（▲0.6%→+1.3%）が大幅に持ち直し、医療関連（+0.5%→+0.4%）などその他多くのサービスも底堅く推移したことで、4月は+0.3%と3月の+0.2%からプラス幅が幾

実質GDP成長率(季節調整値、年率、%、%pt)



(出所)CEIC

実質個人消費(2020年2月=100)



(出所)CEIC

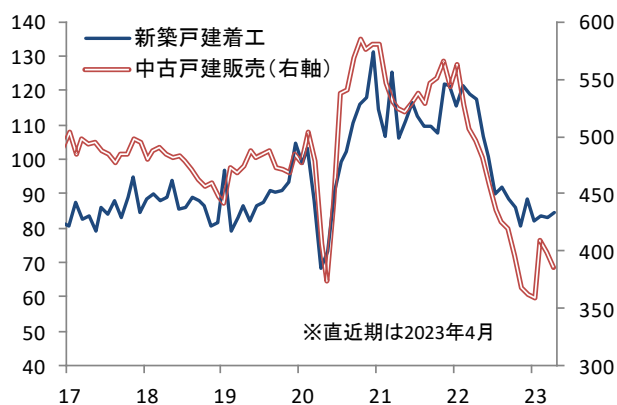
⁶ 国内民間最終需要=個人消費+設備投資+住宅投資とした。

分拡大した。個人消費は、1月の大幅に増加した後、2月と3月は増勢鈍化の動きが続いたが、銀行危機が収束に向かい景況感が改善する中で、4月は消費意欲が再び強まったとみられる。

住宅投資:低水準で底這いの動き

4月の住宅市場は、住宅着工戸数（戸建て）が前月比+1.6%と増加し、2020年以来の低水準ながら底打ちの動きが続いている。また、販売面は、4月の中古戸建販売は前月比▲3.5%と3月（▲2.7%）に続き減少したが、2月（+14.2%）の大幅増の反動減が続いている面が大きいと考えられる。5月入り後は、住宅ローン金利が再び上昇しており、需要の下押し圧力となり得る。ただ、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50ポイントと5か月連続で改善しているほか、住宅価格が下落基調にあることも需要を後押しすることから、底這いの動きが続くとみられる。

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:製造業と非製造業のマインドはいずれも低迷

企業マインドは、製造業とサービス業はいずれも低水準のまま概ね横ばいとなった。4月のISM製造業指数は47.1と3月の46.3から幾分上昇したものの、6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」が45.7と引き続き50を下回ったほか、「在庫」（3月：47.5→4月：46.3）も低下し、在庫圧縮の動きが窺える。また、ISM非製造業指数は、4月は51.9となった。銀行危機により、2月の55.1から3月は51.2と大幅に悪化した。4月は小幅な改善に止まった。ただ、企業の活動状況を示す「事業活動」（55.4→52.0）が低下した一方で、「新規受注」（52.2→56.1）は改善しているなど内訳はまだら模様であり、非製造業のマインドは不安定な状況が続いている。他方、価格動向に影響する企業の4月の「仕入れ価格」については、製造業が53.2と3月（49.2）から上昇したほか、非製造業は59.6と3月（59.5）から高い水準で概ね横ばいとなり、根強い価格上昇圧力が窺える内容になったことには注意が必要である。

4月の鉱工業生産指数は前月比+0.5%と3月（+0.0%）からプラス幅を拡大した。半導体の供給制約の影響を受けてきた、自動車を中心とした輸送機器（3月前月比：▲1.5%

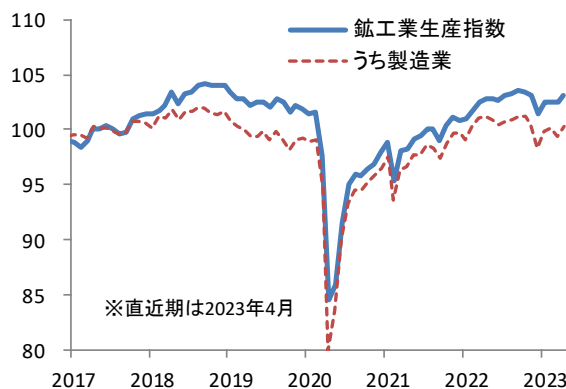
ISM製造業・非製造業指数の推移



(出所)CEIC

(注)シャドウは景気後退期。

鉱工業生産指数の推移（2017年=100）



(出所)CEIC

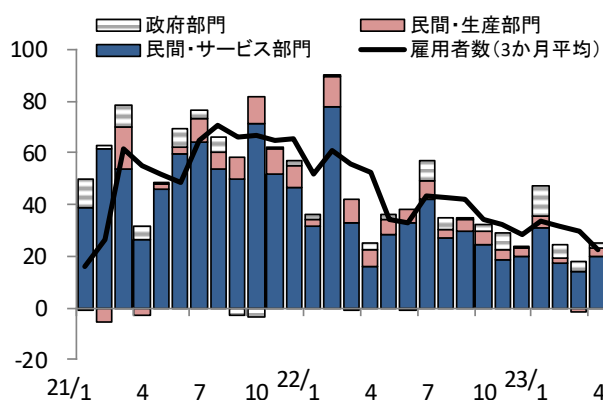
→4月：+5.8%）やPC・電子機器（▲0.9%→+2.1%）などが持ち直しており、世界的な供給網の正常化が進んでいる⁷ことが背景にあるとみられる。もっとも、財（モノ）に対する個人消費は頭打ちの状況が続いており、自動車や電子機器などへのリベンジ需要の勢いも限られると考えられる。そのため、供給の正常化に伴う鉱工業生産の増加は一時的なものに止まり、2022年央の直近ピークを大きく超える勢いはないことが見込まれる。銀行からの借り入れコストの増加の影響も加わり、企業の設備投資需要は弱まると予想する。

雇用情勢：労働需給ひっ迫が徐々に緩和

4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、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（3月：▲1.7万人→4月：+3.3万人）がプラスに転じた。また、民間のサービス部門は、4月は+19.7万人と3月の+14.0万人からプラス幅が拡大した。内訳をみると、小売（▲1.9万人→+0.8万人）、金融活動（▲0.1万人→+2.3万人）が増加に転じたほか、その他の幅広い業種でもプラス幅が幾分拡大した。ただ、過去公表分が民間サービス部門を中心に大幅に下方修正（2月分：+32.6万人→+24.8万人、3月分+23.6万人→+16.5万人）されたことで、3か月平均では縮小トレンドにあり（2022年2~4月：+52.4万人→2022年8~10月：+34.2万人→2023年2~4月：22.2万人）、労働需要の緩やかな鈍化が続いていると考えられる。

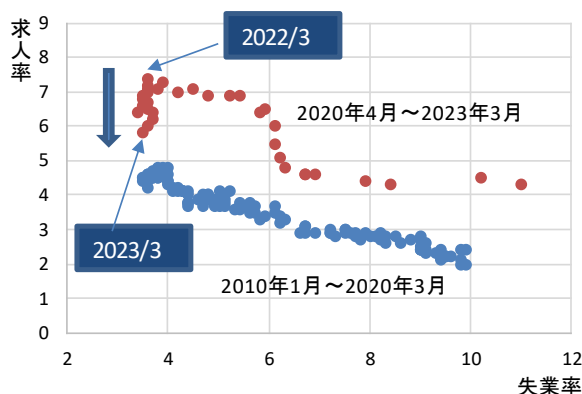
労働供給面をみると、4月の労働参加率は3月から横ばいとなったが（3月：62.6%→4月：62.6%）、「プライムエイジ」⁸と呼ばれる働き盛りの25歳から54歳までの年齢層がコロナ前の水準（2019年平均82.5%）を上回ったまま83.3%まで上昇するなど、改善傾向にある。また、企業の労働需要を示す求人率（求人件数/＜就業者数+求人件数＞）は、2022年3月の7.4%をピークに、2023年3月は5.8%とコロナ前の5%弱に向けて緩やかな低下が続いており、労働者の週当たりの労働時間も減少トレンドにある。4月の失業率は3.4%と、歴史的な低水準のまま横ばい圏内で推移しているものの、労働需給がひっ迫した状況は和らぎつつあると考えられる。

非農業部門雇用者数(前月差、万人)



(出所)CEIC

UV曲線



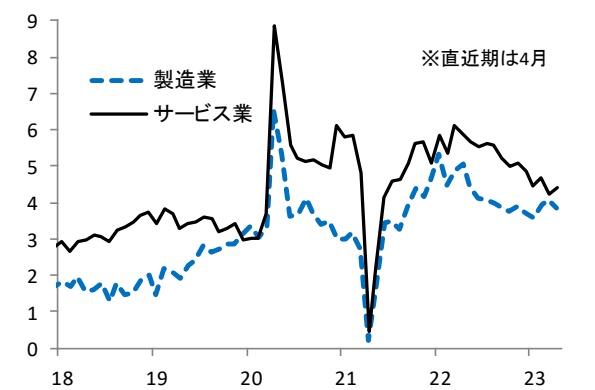
(出所)CEIC

⁷ 世界の供給網のひっ迫度合い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、値が大きいほどサプライチェーンがひっ迫している状況）は、2月にコロナ禍前以来のマイナスとなった後、3月、4月とマイナス幅の拡大が続いており、供給網は一段と正常化していることが示唆される。

⁸ 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。

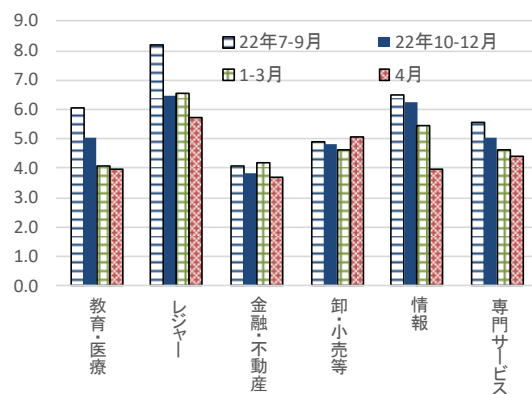
4月の民間部門の時給は、前年比が+4.4%と3月(+4.2%)から上昇した。業種別では、製造業の前年比が4月は+3.9%と3月(+4.1%)から幾分低下した一方、サービス業は4月の前年比が+4.4%と3月(+4.2%)から幾分上昇した。ただ、1~3月平均との比較では、「卸・小売業等」(1~3月平均:+4.6%→4月:+5.1%)は伸び縮小に一服感があるものの、それ以外の多くの業種ではプラス幅の縮小傾向が続いている。雇用のひっ迫が緩和しつつある中で、国内の需要が減退する方向にあることなどを背景に、賃金の伸びが高まりにくい状況が続いているとみられる。

民間企業の時給(前年比、%)



(出所)CEIC

サービス業の時給(前年比、%)



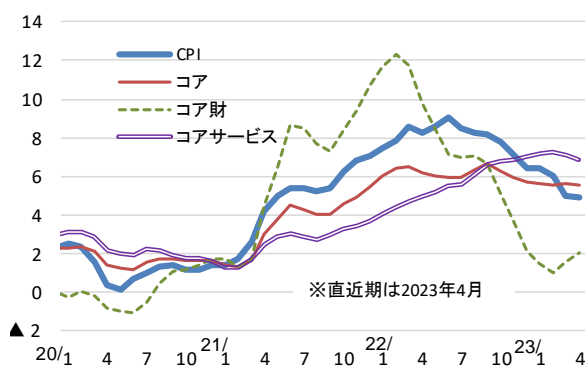
(出所)CEIC

物価: サービス価格の伸びが縮小、インフレ率の緩やかな低下続く

消費者物価指数(CPI)は、4月の前年比が+4.9%と昨年6月の+9.1%をピークに10か月連続でプラス幅が縮小した。また、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数も、2月まで全体を押し上げてきたサービス価格の伸びが縮小したことから、4月の前年比は+5.5%と3月の+5.6%から幾分低下した。

コア指数のうち、財(モノ)の前年比は、4月は+2.0%と3月の+1.5%から上昇した。これは、中古車価格のマイナス幅が大幅に縮小(3月前年比:▲11.2%→4月:▲6.6%)したことが主因である。中古車価格は変動が大きく、今後かく乱要因となることが考えられるが、民間業者のデータでは足元で下落⁹に転じており、コア財の伸びを押し上げ続けることはないだろう。世界的な供給制約は解消していることを踏まえると、財価格の伸びは今後も、FRBのインフレ目標である+2%程度の水準が続くと考えられる。

インフレ率の推移(前年比、%)



(出所)CEIC

⁹ 世界最大の中古車再販業者であるマンハイムが公表する中古車指数は、3月にかけて上昇していたが、4月には下落した。

コア指数におけるサービス（コアサービス）は、4月の前年比が+6.8%と2月（+7.3%）から2か月連続で低下した。前月比ベースも、3月と4月ともに+0.4%と、1～2月の+0.6%程度の上昇ペースから鈍化している。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が、宿泊費の伸び縮小を主因に、4月の前年比が2021年2月以来初めて低下した（3月：+8.2%→4月：+8.1%）。住居費に含まれる家賃や帰属家賃の上昇率は概ね横ばいとなったが、低迷する住宅市場の影響で今後伸びが低下していくことが見込まれる。また、住居費以外のサービスについても、レクリエーション（3月前年比：+5.9%→4月：+6.4%）の伸びが拡大したものの、運輸（+13.9%→+11.0%）や医療サービス（+1.0%→+0.4%）¹⁰を中心に多くの業種でプラス幅が縮小しており、全体として緩やかな伸び鈍化の傾向が続いている。

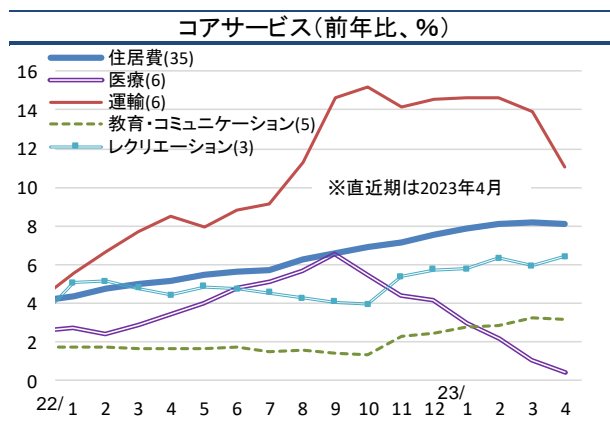
こうした物価の伸び鈍化の背景として、景気鈍化による需要面だけでなく、コスト面からの価格上昇圧力の低下が進んでいることが挙げられる。アトランタ連銀が5月に実施した企業向け調査によると、企業が予想する1年後の労働コスト（人件費）と非労働コストによる物価上昇圧力は、2021年初以来の水準まで低下し、企業が予想する1年後のインフレ率も低下傾向にある。

金融政策：銀行危機が収束に向かう中で、利上げ再検討の公算が高まる

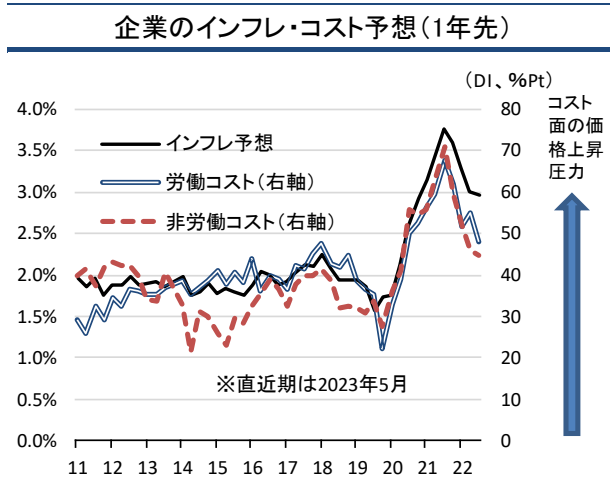
5月2～3日のFOMCでは0.25%Ptの利上げが決まり、政策金利は5.00～5.25%となった。声明文では、追加利上げに関する考えが示されてきた「追加的な政策強化が適切」という文言が削除され、利上げの一時停止が示唆された。また、パウエル議長は、FOMC後の記者会見で、「金融引き締めを累積的な効果が今後経済に及ぶ」ことを改めて述べ、当面は様子見姿勢を続ける可能性をにじませた。一方、利下げに関しても、パウエル議長は「FRBのインフレ率の見通しに従えば年内の利下げは適切ではない」との見方を示し、インフレ率がFRBの見通しを超えたペースで低下する、あるいは、景気が大幅に悪化する状況とならない限りは年内の利下げも考えづらいことが窺えた。なお、銀行不安については、銀行は十分な資本を有し、手元流動性にも改善が見られるとして、引き続き銀行システムの健全性が強調された。

しかしながら、5月24日に公開された5月FOMCの議事要旨では、同会合において、複数の参加者がインフレ率の低下ペースの遅さなどを理由に、6月以降の追加利上げを主張していたことが明らかとなった。実際、FOMC後に銀行危機が収束に向かい、米経済の底堅さを示す経済指標が公表されるにしたがって、FRB高官からは、更なる金融引き締めを示唆するタカ派的な発言が相次いだ。当社は、6月13～14日の

¹⁰ 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、前年比は+2～+3%程度に止まっている。



(出所) CEIC
(注) ()内はCPI全体に占めるウエイト



(出所) アトランタ連銀

FOMC では、直前に公表される雇用・物価指標により状況が変わり得るものの、現在までの経済指標を踏まえると、FRB 内で堅調な個人消費や底堅い雇用情勢がインフレ抑制を遅らせかねないとの判断が優勢になる可能性が高まったと考える。このため、年内は政策金利が 5.00~5.25% で据え置かれるという当社の従来予想から、6 月 FOMC で 0.25%Pt の利上げが決定され、年内は政策金利が 5.25~5.50% で維持されるとの見通しに変更する。

景気見通し: 年後半は景気停滞色が強まるが、ハードランディングは回避と予想

米国経済は、これまでの利上げの影響が、主に銀行の貸出態度の厳格化という形で強まり、企業や家計の資金調達環境は悪化している。企業の設備投資は、借り入れコストの上昇や需要鈍化懸念を背景に減少に転じ、住宅投資も低迷が続くだろう。足元堅調な個人消費も、①サービスを中心としたリベンジ需要の一巡、②労働需要の緩やかな鈍化、③コロナ禍で蓄積された家計貯蓄¹¹（いわゆる「強制貯蓄」）による押し上げ効果の剥落により、次第に減速に向かうと見込む。年後半には、実質 GDP 成長率（前期比年率）が 0% 程度となるまで落ち込み、停滞色が強まると予想する。こうした中で、労働需給ひっ迫の緩和により賃金上昇圧力の低下が続き、年後半にはサービス価格の上昇率も明確にピークアウトするだろう。FRB が重視する物価指標である PCE デフレーターの前年比は、2023 年末には、3% 台半ばまで低下する見通しである。FRB（米連邦準備制度理事会＝中央銀行）は、2024 年以降は利下げに転じ、景気は 2% 弱の巡航速度に向けて本格的に持ち直すと予想する。

当社では、年後半にかけて景気の停滞色が強まると想定するものの、米経済の柱である個人消費が大幅に悪化せず、景気が腰折れする「ハードランディング」は避けられることをメインシナリオとしている。その理由として、一つ目には、家計のバランスシートが比較的健全であることが挙げられる。家計債務は 2008 年の世界金融危機以降に削減が進み、株価や住宅価格の上昇が続いた結果、家計のレバレッジ比率（総負債／純資産）は大幅に低下した（2008 年平均: 22.6% → 2015 年平均: 16.3% → 2022 年平均: 12.9%）。このため、金融引き締めに伴う金利上昇に対して、消費者の耐性は強いと考えられる。二つ目には、失業率が大幅に上昇しづらい状況にあることが挙げられる。現在は、コロナ禍からの景気回復の中で、需要の軸足が、製造業や IT 関連などから、レジャー産業などのサービス業に移りつつある。レジャー産業などのサービス業は雇用吸収力が大きく、求人率の低下に示されるように労働需要が緩やかに減少する中でも、労働移転が比較的スムーズに進み、失業率の上昇が抑制される状況が続いているとみられる。今後も、雇用情勢は過度に悪化せず、消費者マインドが急速に冷え込む状況は避けられると予想する。

米国経済見通し

	2021	2022	2023	2024
GDP	5.9	2.1	1.3	1.0
個人消費	8.3	2.7	1.8	0.8
設備投資	6.4	3.9	1.5	0.7
住宅投資	10.7	▲ 10.6	▲ 12.2	0.3
在庫投資	0.2	0.7	(▲ 0.6)	0.0
純輸出	(▲ 1.7)	(▲ 0.6)	0.5	(▲ 0.0)
輸出	6.1	7.1	4.5	4.3
輸入	14.1	8.1	0.2	3.2
政府消費	1.3	▲ 0.2	2.5	1.0
公共投資	▲ 2.3	▲ 2.1	4.8	5.7
失業率	4.2	3.6	4.0	4.3
PCE コア	4.7	4.8	3.4	2.5
長期金利	1.5	3.8	3.7	3.5

(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

¹¹ 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。

米国経済が底堅く推移することで、インフレ率の低下ペースが遅くなる懸念がある。しかしながら、同時に、FRBの金融引き締めが景気を冷やし過ぎる「オーバーキル」のリスクも依然無視できないと考えられる。3月には、これまでの大幅利上げがきっかけとなり、複数の中堅銀行が破綻し、中堅銀行に対する経営不安が熾る状況が生じた。この先、高インフレの定着を怖れるあまり、インフレ抑制に必要な水準以上に金融引き締めが進んだ場合は、銀行の貸出態度が過度に慎重化することとなろう。そうした状況が、商業用不動産ローンの不良債権化の増加などと重なれば、銀行による更なる貸し渋りを招き、いわゆる「信用収縮」が強まる可能性がある。経済全体の資金供給の減少が加速すれば、金融市場の混乱も伴って、景気の急速な悪化につながるリスクがあり注意が必要である。