

米国経済：底堅い家計と低調な企業活動の「まだら模様」

米国経済は、個人消費が底堅さを保ち、バイデン政権の各種産業政策によって、製造業の建設投資の増勢も続いている。しかしながら、先行きの景気鈍化懸念に加え、厳しい資金調達環境などを背景に、企業マインドの悪化は非製造業まで及んでいる。賃金の伸びが抑制され、コロナ禍で蓄えられた家計貯蓄による下支えも弱まることで、個人消費は年後半には減速するだろう。7月FOMCでは0.25%Ptの利上げが実施される可能性が高いものの、8月以降は景気減速が進むことで追加利上げの必要性は薄れていくと見込む。こうした中、FRBの特別融資スキームの利用額は緩やかな増加が続いており、一部の銀行で流動性不安が煽っている可能性がある。過度な金融引き締めが銀行の貸し渋りを招いた場合、各種融資・ローンの不良債権化が進むことも相まって、経済全体の資金供給の減少が加速する状況につながることは引き続きリスクである。

金融政策：政策金利を据え置きつつ、先行きの追加利上げを示唆

6月13～14日のFOMCでは、政策金利を5.00～5.25%に据え置くことを全会一致で決定した。2022年3月のFOMC以降、2023年5月にかけて10回連続で続いてきた利上げを一旦停止した。ただ、今回の政策金利据え置き理由に関し、パウエル議長は会合後の記者会見で「昨年的大幅利上げの後、利上げのペースを鈍化させてきた。いったん利上げを見送ることで、銀行危機の影響を含む多くの情報を精査し、次の決定をする狙いがある」と述べ、政策金利がピークを付けたという意味をもち、今後も会合毎に政策判断をしていく方向性を示した。

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）。経済見通しについては、2023年第4四半期は、実質GDP成長率（前年同期比）が+1.0%と3月時点の+0.4%から上方修正され、失業率は3月時点の4.5%から4.1%に引き下げられた。3月見通し時と比べて、2023年の景気が底堅いことを反映して、FRBが重視する物価指標であるコアPCEデフレーターの前年比は、2023年第4四半期は+3.9%と、3月時点の+3.6%から引き上げられ、根強いインフレ圧力を見通す形となった。

FOMC参加者の見通し（中央値）

	FOMC参加者の見通し（中央値）			
	（%）			
	2023	2024	2025	長期
経済成長率	1.0	1.1	1.8	1.8
（3月予想）	0.4	1.2	1.9	1.8
失業率	4.1	4.5	4.5	4.0
（3月予想）	4.5	4.6	4.6	4.0
PCEデフレーター	3.2	2.5	2.1	2.0
（3月予想）	3.3	2.5	2.1	2.0
コアPCEデフレーター	3.9	2.6	2.2	—
（3月予想）	3.6	2.6	2.1	—
政策金利	5.6	4.6	3.4	2.5
（3月予想）	5.1	4.3	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

政策金利の見通し（中央値）は「2023年末時点で5.6%」であり、今年中に0.5%Pt程度の追加利上げを実施することが示唆された。ただ、FOMC参加者18人は、0.5%Ptの追加利上げを見込んだ9人を除き、3人が0.75%Pt以上の追加利上げと予想した一方で、6人が0.25%Ptの追加利上げあるいは追加利上げなしと見通しており、0.25%Pt以下の追加利上げで十分とする見方が根強いことが窺える。

先行きの金融政策について、当社では、7月に0.25%Ptの追加利上げが実施（政策金利は5.25～5.50%に）された後は、2023年中は更なる利上げは実施されないと予想する。足元の個人消費や雇用情勢は底堅く、銀行不安が一旦収束し金融環境が緩和しつつある中では、0.25%Ptの追加利上げの必要性が増していると考えられる。6月FOMCでは利上げペースを落とす目的で金利が据え置かれたが、経済情勢に大幅な変化がなければ、7月FOMCで0.25%Ptの利上げが実施される可能性は高い。その後については、年末にかけて景気が停滞するという当社の経済見通しを前提とすれば、商業用不動産ローンの不良債権化が進み銀行不安が散発的に強まる可能性があることもあって、追加利上げの必要性は薄れていくだろう。ただ、その間も、金融環境が緩むことを避けるためにも、FRBは追加利上げを続ける姿勢を維持することが見込まれる。

個人消費：財・サービスともに底堅い状況

5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+0.2%となり、4月（+0.0%）からプラス幅が幾分拡大した。内訳をみると、ガソリンの減少幅が拡大したものの、自動車関連や家具・家電などの耐久消費財の持ち直しが全体を押し上げた。財（モノ）への消費は増勢こそ強まらないものの、底割れする状況も避けられ、2021年春から同水準を維持している。

サービス消費を個人消費支出（PCE）の実質ベースで見ると、4月は前月比+0.3%と3月（+0.2%）からプラス幅が拡大し、底堅さを維持していた。5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の前年から伸びは4月からほぼ変わらず、ホテル専門の調査会社STR公表のホテル稼働率も4月から概ね横ばいで推移している。サービス消費は、旅行需要などがリベンジ消費の一巡により減少に転じる動きは今のところ窺えず、底堅さを維持している。

住宅投資：底入れの動き鮮明

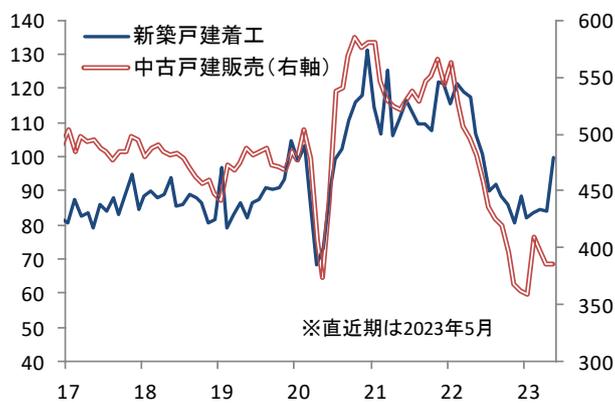
5月の住宅市場は、住宅着工戸数（戸建て）が前月比+18.5%と大幅に増加し、2022年6月以来の水準に達した。①住宅供給の大幅減が続き在庫水準が再び低水準になっていたこと、②5月上旬にかけて住宅ローン金利が比較的落ち着いて推移していたことなどが影響し、短期的に着工件数が増加したと考えられる。また、販売面は、5月の中古戸建販売（戸建て）は前月比▲0.3%と4月（▲3.3%）からマイナス幅を縮小した。2月に前月比+14.2%と大幅増となったことの反動減が収まったと考えられる。需要の底打ちを背景に、2023年春にかけて下落基調にあった住宅価格も足元では上昇に転じている。

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

6月入り後も、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55ポイントと6か月連続で改善し、2022年7月以来の水準まで改善している。住宅ローン金利が再び水準を切り上げていることが需要の下押し圧力となるが、景況感の改善が支えとなって、需要が底割れすることはないとみられる。

企業部門：非製造業でもマインド悪化が進む

企業マインドは、悪化が続いてきた製造業だけでなく、非製造業の冷え込みも進んでいる。5月のISM製造業指数は46.9と4月の47.1から概ね横ばいとなり、7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42.6と50を大幅に下回ったほか、「在庫」（4月：46.3→5月：45.8）が低下し、在庫圧縮の動きが続いていることが窺える。また、ISM非製造業指数は、5月は50.3と4月の51.9から低下した。非製造業は、銀行危機の影響で3月に大幅に悪化し、その後も改善の動きがなく、50に迫る水準まで落ち込むこととなった。内訳を見ると、4月に一旦改善した「新規受注」は5月に再び落ち込んでおり（56.1→52.9）、企業の活動状況を示す「事業活動」（52.0→51.5）と併せて、非製造業の業況の冷え込みが示唆される。また、価格動向に影響する企業の「仕入れ価格」については、5月は製造業（53.2→44.2）と非製造業（59.6→56.2）ともに低下し、業況の悪化が、価格上昇圧力の緩和につながるということが窺える結果となった。

5月の鉱工業生産指数は前月比▲0.2%と4月（+0.5%）からマイナスに転じた。製造業は5月が+0.1%と4月の+0.9%から伸びが鈍化し、鉱業は5月が▲0.4%と4月の+0.3%からマイナスに転じた。製造業の内訳を見ると、自動車を中心とした輸送機器（4月前月比：+5.6%→5月：+1.0%）の伸びが大幅に縮小し、PC・電子機器（+1.0%→▲0.8%）はマイナスに転じるなど、半導体の供給不足の解消を背景とした、4月の生産増の動きが一部剥落したとみられる。今後も、財（モノ）に対する個人消費は頭打ちの状況が続いており、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。

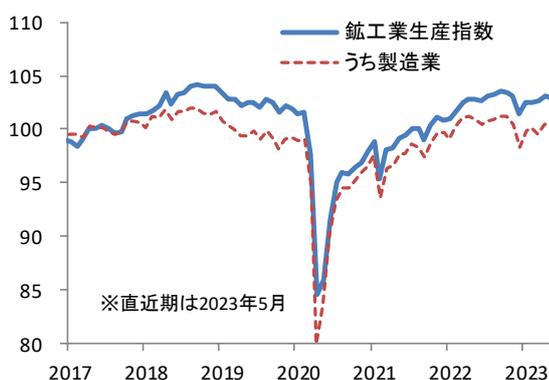
ISM製造業・非製造業指数の推移



(出所)CEIC

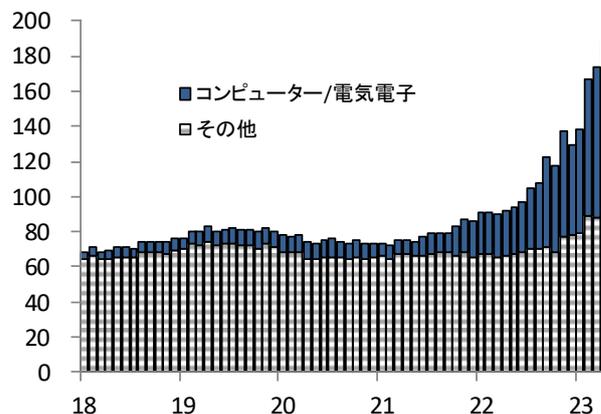
(注)シャドーは景気後退期。

鉱工業生産指数の推移(2017年=100)



(出所)CEIC

製造業の建設投資(10億ドル)



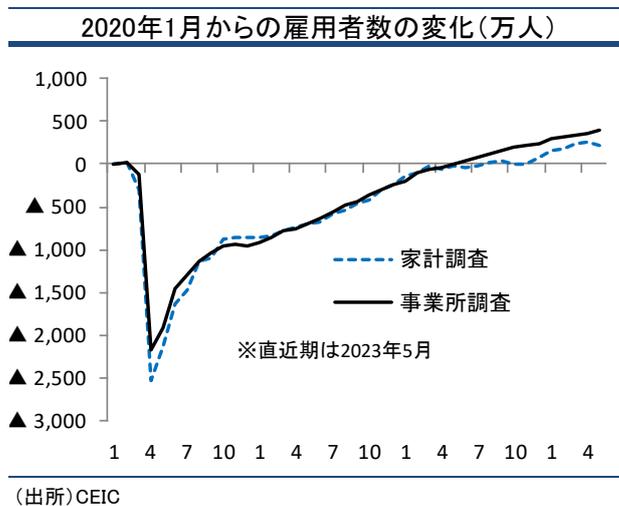
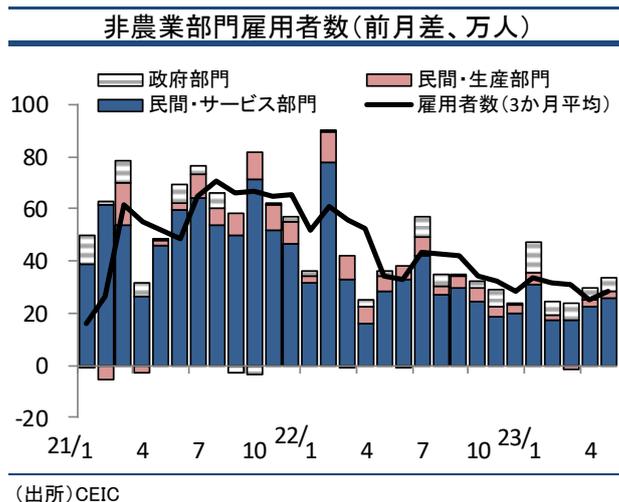
(出所)CEIC

企業の設備投資は、足元では、バイデン政権の各種産業政策¹が奏功しているとみられ、製造業を中心とした建設投資の急増が全体を押し上げる状況が続いている。しかしながら、財（モノ）に対する個人消費は頭打ちの状況が続いていることに加え、銀行からの借入れコスト増加の影響は強まっており、企業の投資意欲は弱まっていると考えられる。製造業の建設投資が一巡した後は、企業の設備投資は減少に転じると予想する。

雇用情勢：労働需要は底堅いが、賃金などの雇用情勢は緩やかに悪化

5月の雇用統計（事業所調査）では、非農業部門雇用者数の前月からの増加幅が+33.9万人と、4月（+29.4万人）から拡大した。3か月平均は緩やかな鈍化傾向（2022年3～5月：+34.4万人→2022年9～11月：+32.1万人→2023年3～5月：+28.3万人）にあるものの、雇用環境改善の目安とされる+15～20万人を上回る増加幅が続いている。業種別では、製造業（4月：+1.0万人→5月：▲0.2万人）がマイナスに転じたものの、建設（+1.3万人→+2.5万人）の増加幅が拡大し、民間の生産部門全体では概ね横ばいとなった（+2.8万人→+2.6万人）。民間のサービス部門は、幅広い業種で雇用増が続く中で、旅客輸送（▲1.2万人→+1.2万人）が増加に転じたほか、教育医療（+8.5万人→+9.7万人）のプラス幅が拡大したことが寄与し、全体でもプラス幅が拡大した（+22.5万人→+25.7万人）。

一方、雇用統計（家計調査）では、5月の失業率は3.7%と、4月（3.4%）から上昇した。これは、失業率の算出に用いる家計調査の雇用者数が、上記の事業所調査と異なり5月は▲31.0万人と減少したことが背景である。家計調査の雇用者数は、事業所調査と違い自営業者も計上するなどの特徴がある²ことから、自営業を廃業して企業での働き口を求める動きが出る中で、失業する人員が増加した可能性がある。また、労働者の週当たりの労働時間も減少トレンド（2022年3～5月：34.6時間→2022年9～11月：34.5時間→2023年3～5月：34.4時間）にある。4月の求人率（求人件数／<就業者数+求人件数>）が6.1%と3月（5.9%）から幾分上昇するなど、企業の労働需給に関する指標は強弱入り混じるものの、全体として雇用情勢は緩やかに悪化していると考えられる。

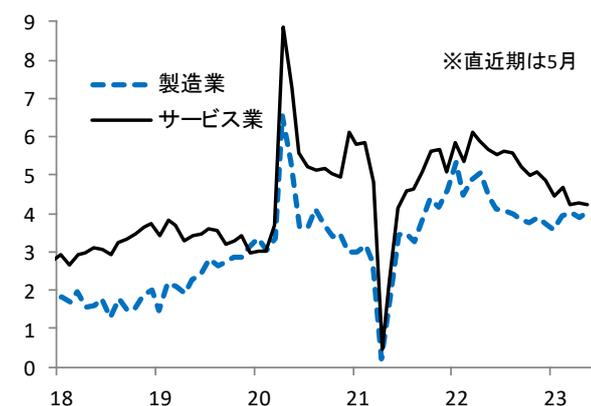


¹ 2021年のインフラ投資・雇用法に加え、2022年8月に成立したCHIPSプラス法とインフレ抑制法が、コンピューターや電気電子を中心とした工場建設などを喚起しているとみられる。

² 詳細は2022年11月24日付Economic Monitor「米国経済：インフレにピークアウトの兆し」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2263/>

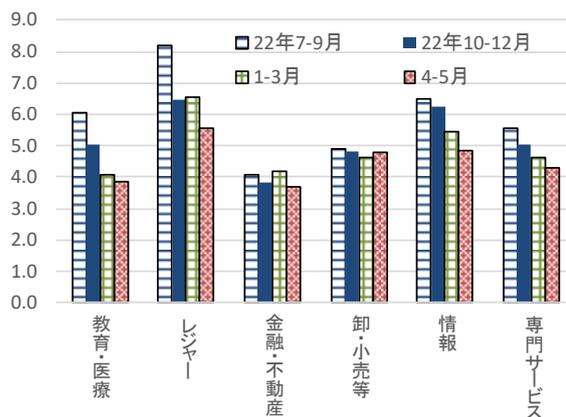
5月の民間部門の時給は、前年比が+4.3%と4月(+4.4%)から幾分低下した。業種別では、製造業の前年比が5月は+4.1%と4月(+3.9%)から幾分上昇した一方、建設業(4月前年比:+5.3%→5月5.1%)や鉱業(+7.0%→+6.3%)が低下した。また、サービス業は5月の前年比が+4.3%と4月(+4.3%)から横ばいとなった。ただ、4~5月で見ると、卸・小売業等(1~3月平均:+4.6%→4~5月平均:+4.8%)は伸び縮みに一服感があるものの、それ以外の多くの業種ではプラス幅の縮小傾向が続いている。雇用のひっ迫が緩和しつつある中で、国内の需要が減退する方向にあることなどを背景に、賃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、%)



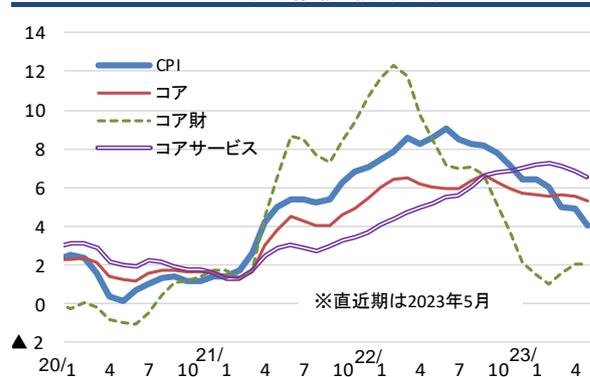
(出所)CEIC

物価:家賃・帰属家賃の伸びがピークアウト、サービス価格の緩やかな伸び鈍化が続く

消費者物価指数(CPI)は、ガソリンを中心としたエネルギーが大幅に低下したことを主因に、5月の前年比が+4.0%と4月(+4.9%)から大幅に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、5月の前年比は+5.3%と4月の+5.5%から幾分プラス幅が縮小し、インフレ抑制が緩やかに進んでいることが確認された。

コア指数のうち、財(モノ)の前年比は、5月は+2.0%と4月(+2.0%)から横ばいとなった。中古車価格のマイナス幅の縮小(4月前年比:▲6.6%→5月:▲4.2%)が引き続き全体を押し上げたものの、新車(+5.4%→+4.7%)や家具・寝具(+4.8%→+4.1%)のプラス幅が縮小した。中古車価格の変動が大きくなっているが、民間業者のデータは足元で下落³に転じており、指数全体を押し上げる動きは短期的と見込まれる。世界的な供給制約が解消⁴していることを踏まえると、財価格の伸びは、FRBのインフレ目標である+2%程度を

インフレ率の推移(前年比、%)



(出所)CEIC

³ 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、5月は2か月連続で下落した。

⁴ 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、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。

超えていくことはないと考えられる。

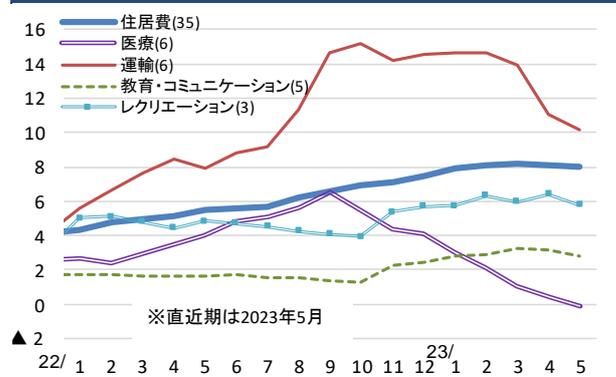
コア指数におけるサービス（コアサービス）は、5月の前年比が+6.6%となり、2月の+7.3%を直近ピークに3か月連続で低下した。内訳をみると、コアサービスの半分強のウェイトを占める住居費の伸びが、緩やかながら2か月連続で縮小した（4月前年比：+8.1%→5月：+8.0%）。住居費に含まれる家賃（+8.8%→+8.7%）や帰属家賃（+8.1%→+8.0%）の伸びにピークアウトの兆しがあり、低迷する住宅市場の影響がようやく顕在化してきたことが窺える。また、住居費以外のサービスについても、医療サービス（+0.4%→▲0.1%）⁵や運輸（+11.0%→+10.2%）を中心に、ほとんどの業種でプラス幅が縮小ないしはマイナスとなっており、全体として緩やかな伸び鈍化の傾向が続いていることが確認された。

金融環境：一部銀行で流動性不安が煽っている可能性

米国の商業銀行の預金額は幾分持ち直しており（2022年初からの累計額<季節調整値>：5月17日週▲8,553億ドル→6月14日週▲7,852億ドル）、銀行全体としては手元資金の確保に困る状況は和らいでいると考えられる。また、FRBによる、破綻銀行を管理する米国連邦預金保険公社（FDIC）向けの貸出金額は減少が続き（5月17日週2,085億ドル→6月21日週1,723億ドル）、破綻銀行に関する対応が進捗していることが窺える。しかしながら、FRBが3月の銀行危機時に新設した特別融資スキーム（BTFP、Bank Term Funding Program）の利用額は緩やかに増加しており（870億ドル→1,027億ドル）、一部の銀行では流動性不安が残っている可能性が示唆される。

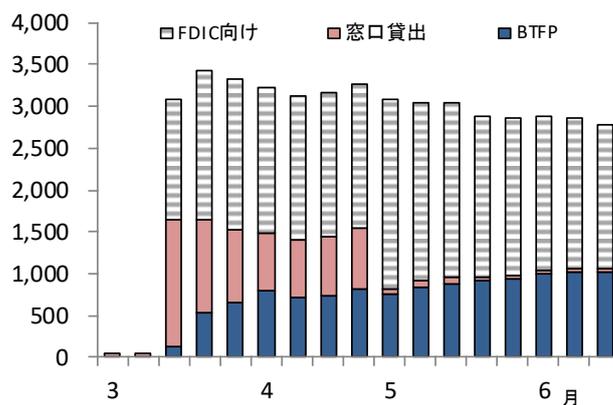
なお、商業用不動産ローンの不良債権化が進むことで、同ローンを多く保有する中堅・中小銀行の破綻が続くなどの、銀行不安の再燃につながる動きは今のところ顕在化していない。ただ、金融市場の商業用不動産に対する見方は厳しく、商業用不動産ローンを証券化したCMBS（商業用不動産担保証券）に関し、格付けの低い証券の信用スプレッドが2020年以来の水準で高止まりしている。オフィスなどの需要に改善の動きが見られない中で、商業用不動産市場における借り入れコストの増大も相まって、不良債権化が進みやすいことには引き続き注視が必要である。

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

FRBによる緊急融資制度利用額(億ドル)



(出所) CEIC
(注) 5月はファーストリパブリックバンク破綻に伴い、窓口貸出の多くがFDIC向け貸出に振り替わった。

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、前年比は+2~+3%程度に止まっている。

景気見通し: 4~6 月期実質 GDP は底堅い伸びを維持、年後半は景気停滞色が強まる

米国経済は、個人消費の底堅さが雇用情勢の大幅な悪化を防ぎ、それがまた個人消費を支えるという好循環が続いている。企業の設備投資も、前述の通り、バイデン政権の各種産業政策を背景に、製造業の建設投資の増加が全体を押し上げている。現時点では、2023 年 4~6 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率で+1%台半ばと底堅い伸びを維持すると予想する。

しかしながら、金融引き締めの影響や銀行危機の後遺症から、企業の資金調達コストは上昇し、企業のマインドは悪化している。人手不足への警戒感から底堅い労働需要が維持されているが、賃金の伸びが抑制されることで、家計の所得環境の悪化が続くと考えられる。また、コロナ禍に蓄積された家計貯蓄（いわゆる「強制貯蓄」）の減少は続き、個人消費を下支えする力は弱まっていくとみられる。夏場以降には個人消費は減速し、年末にかけては停滞すると予想する。企業の設備投資についても、足元の製造業の建設投資の伸びが一服すれば、借入コスト上昇の影響と個人消費の減速懸念を背景に減少に転じると考えられる。住宅投資は、住宅ローン金利の高止まりを背景に、低水準のまま推移するだろう。2023 年後半の実質 GDP 成長率は、前期比年率で+0%程度に落ち込むと予想する。このように、2023 年後半にかけて景気の停滞色が強まることで、賃金上昇圧力の低下が続き、物価上昇率を押し上げてきたサービス価格の伸びも明確にピークアウトすることが見込まれる。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。

今後のリスクとして、過度な金融引き締めにより、銀行の貸出態度が一段と慎重化する可能性があることには引き続き注意が必要である。こうした状況が顕在化すれば、企業向け融資や不動産ローンなどの不良債権化の増加を招く懸念があり、銀行による更なる貸し渋り、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。