

米国経済：底堅い景気の元でも、着実に進むインフレ鈍化

米国経済は、個人消費の増加が続いているほか、バイデン政権の経済政策の後押しにより設備投資も増加しているとみられ、底堅い状況が続いている。一方、こうした中でも、インフレ率は低下基調にある。財(モノ)の価格は、供給制約が解消したことで安定し、サービス価格も、賃金の伸びが高まりづらいことを背景に、上昇率が鈍化し始めている。FRB は必要に応じて追加利上げに踏み切る姿勢を維持し、景気の再加速がインフレ率の再上昇につながる可能性は排除されると見込む。ただ、これは同時に、過度な金融引き締めがなされるリスクを伴う。家計の実質可処分所得は、コロナ禍前と比べて低い水準にとどまり、コロナ禍で積み上がった家計貯蓄の取り崩しが続いている。この先、景気を支えてきた個人消費が減速に転じることが想定され、これに、金融引き締めの影響が加わることで、景気が想定以上に悪化する状況には引き続き注意が必要だろう。

金融政策:7月 FOMC では 0.25%Pt の追加利上げを決定、景気後退なしのインフレ抑制に自信

7月25～26日のFOMCでは、0.25%Ptの利上げを決め、政策金利は5.25～5.5%と22年ぶりの高水準となった。会合後の記者会見では、パウエル議長は「経済指標次第では次回の9月FOMCでも追加利上げを決定する可能性がある」と述べた一方、利上げ見送りの可能性にも触れ、これまで通り全ての政策可能性を残す答弁となった。ただ、FRBスタッフの見通しは「景気後退なし」のシナリオに変わったことを明かし、また、6月CPIの上昇率の鈍化(後述)はあくまで1か月の動きとしつつも、「需給の正常化と金融引き締めの両面からインフレ率の鈍化が起きている」と述べるなど、景気が腰折れせずにインフレ抑制が進む道筋への自信を強めた。さらに、現在の政策金利は既に引き締めのことを明言し、インフレ率が鈍化すれば、政策金利を引き下げることも可能となると述べた。金融市場で広がる、「年内は追加利上げなし、来年以降は大幅利下げに転じる」という見通しを強く牽制することはなかった。

当社では、先行きのFRBの金融政策について、2023年中は政策金利が据え置かれるとの予想を維持する。足元の景気は底堅いものの、この先、国内需要の減速を背景にインフレ率の鈍化が進むという当社の経済見通し(後述)を前提に、追加利上げの必要性は薄れていくと見込む。もっとも、長期金利の低下とそれに伴う株価の上昇など金融環境の緩みをけん制するため、インフレ抑制が想定以上に進む状況とならない限りは、年内はいつでも追加利上げを実施する姿勢を保つと予想する。

個人消費:サービス中心に緩やかな増加基調

財(モノ)消費が中心となる小売・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、6月は前月比+0.0%となり、5月(+0.4%)から伸びが鈍化した。内訳をみると、家具・家電製品や衣料品などが伸び幅を高めた一方、建材・園芸や飲食料品、ヘルスケアなどが全体を押し下げた。

足元では、耐久消費財への支出が回復傾向にあるが、その分、日常的な消費財の購入を抑制する動きが強まっているとみられ、財（モノ）への消費全体としては引き続き伸び悩んでいる。

一方、サービスについては、個人消費支出（PCE）の実質サービス消費は、5月は前月比+0.2%と4月（+0.1%）からプラス幅が幾分拡大した。6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5月から幾分高まり、ホテル専門の調査会社STR公表のホテル稼働率も5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：低位で膠着状態

6月の住宅市場は、住宅着工戸数（戸建て）が前月比▲7.0%と減少した。住宅供給の大幅減で在庫水準が再び落ち込んでいたことなどを背景に、5月には前月比+18.5%と大幅に増加したが、その反動が出た形である。また、6月の中古戸建販売（戸建て）が前月比▲3.4%と、2月の大幅増からの反動により、4か月連続で減少した。供給と販売いずれも2023年入り後に底入れしたが、その後の増勢は弱い。

7月入り後も、住宅市場を取り巻く環境は大きな変化がない。長期金利は変動を繰り返しながらも、足元1か月を通じては概ね横ばい圏内で推移しており、フレディマック発表の30年固定住宅ローン金利（6月16日：6.7%→7月21日：6.7%）も6.5～7%のレンジ内で推移している。これを受けて、住宅ローン申請件数指数（米抵当銀行協会（MBA）公表、1990年3月=100）は、6月中旬から7月中旬にかけて低位で横ばい（6月16日：210→7月14日：211）で推移し、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）も7月は56ポイントと6月（55）から概ね横ばいとなった。住宅市場は7月も持ち直しの勢いがなく、低調な状況のまま横ばいを続けているとみられる。

企業部門：製造業のマインドは一段と悪化、非製造業は不安定ながら持ち直し

企業マインドは、製造業と非製造業で再び明暗が分かれた。6月のISM製造業指数は46.0と5月の46.9から低下し、2020年5月以来の低水準となった。需要の強さを示す「新規受注」が45.6、生産状況を示す「生産」が46.7といずれも好不況の境目である50を下回ったほか、「在庫」（5月：45.8→6月：44.0）

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）



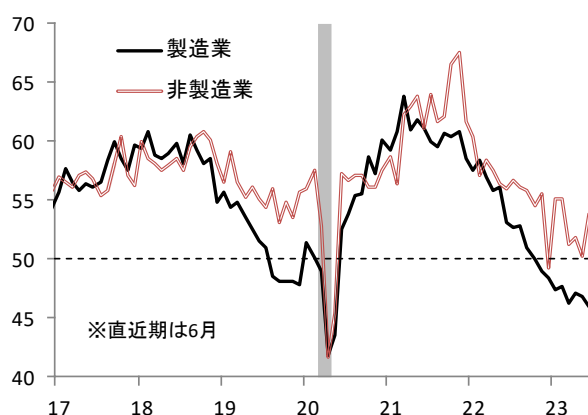
(出所)CEIC

が低下し、在庫圧縮の動きが続いていることが窺える。一方、ISM 非製造業指数は、「事業活動」(51.5→59.2)の改善が全体を押し上げ、6月は53.9と5月の50.3から改善した。3～5月は銀行不安再燃に対する警戒感から落ち込んでいたが、それが薄れ、企業心理の改善につながったと考えられる。ただ、非製造業のマインドは頻繁に変化する不安定な状況にあり、引き続き注意が必要である。他方で、価格動向に影響する企業の「仕入れ価格」については、6月は製造業(44.2→41.8)と非製造業(56.2→54.1)ともにさらに低下した。輸送や人件費等のコスト上昇圧力の緩和が、全体として価格上昇鈍化につながっている姿が窺える。

6月の鉱工業生産指数は、全体の8割弱を占める製造業(5月前月比:▲0.1%→6月:▲0.3%)の低下が続き、全体でも6月は前月比▲0.5%と5月(▲0.5%)に続き低下した。製造業の内訳を見ると、コンピューター・電子機器(▲0.3%→+1.3%)など一部で持ち直しの動きがみられたが、自動車を中心とした輸送機器(+1.1%→▲1.4%)や食料・飲料や繊維製品などの非耐久財(▲0.3%→▲0.6%)が全体を押し下げた。製造業の生産指数は、頭打ち感のある財(モノ)への個人消費を背景に、2022年以降は緩やかな低下基調にある。

しかしながら、上記のように、製造業のマインドの冷え込みや生産の減速という状況があるにもかかわらず、足元の設備投資は増加している可能性が高い。設備投資の先行指標となる非国防資本財(航空機除く)の新規受注は、5月が前月比+0.7%と4月(同+0.7%)から堅調に増加し、出荷も、4月が前月比+0.5%、5月が同+0.3%と増加が続いた。これらは、バイデン政権の各種経済政策¹を背景に、製造業を中心とした工場建設が急増したことに伴うものと考えられる。このため、当面は、設備投資は底堅さを維持する可能性があるが、その後は、資金調達環境の悪化と、それに伴う企業マインドの冷え込みにより、需要は下押しされることとなる。

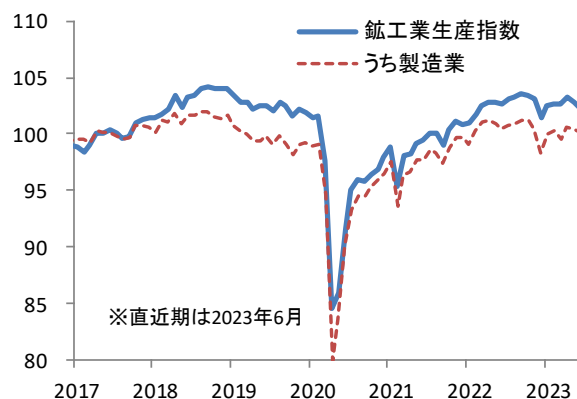
ISM製造業・非製造業指数の推移



(出所)CEIC

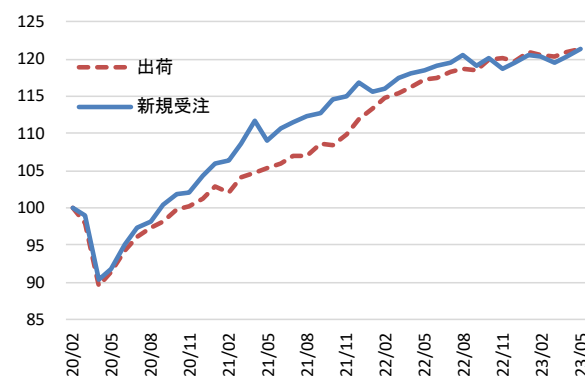
(注)シャドーは景気後退期。

鉱工業生産指数の推移(2017年=100)



(出所)CEIC

非国防資本財(航空機除く)の受注・出荷(2020年2月=100)

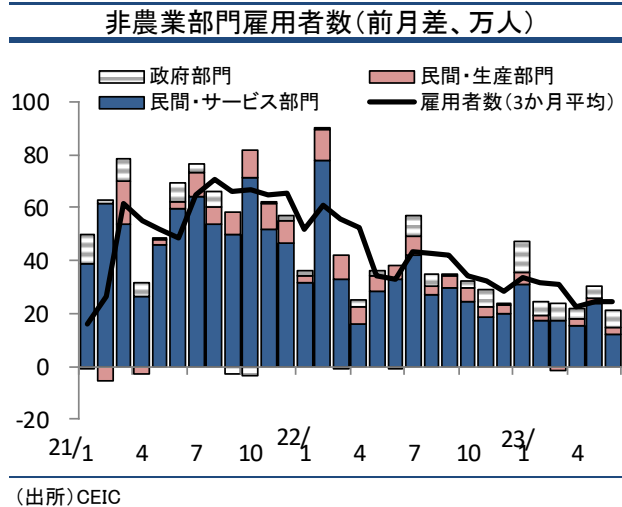


(出所)CEIC

¹ 2022年8月に成立したCHIPSプラス法とインフレ抑制法には、半導体分野や再生エネルギーなどの分野で多額の投資補助や優遇精製措置が盛り込まれており、足元では、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。

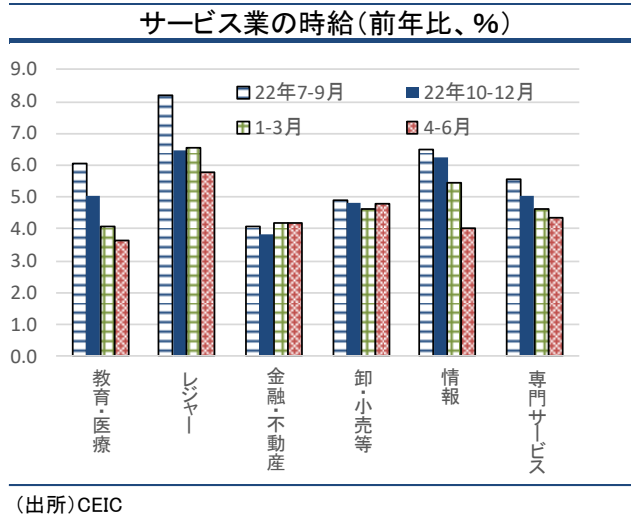
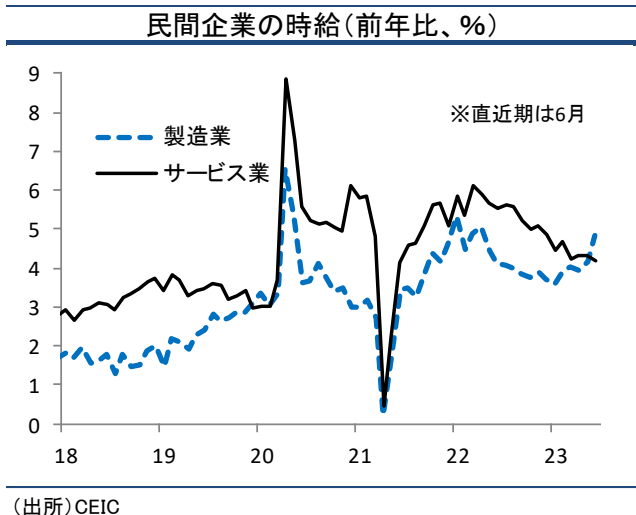
雇用情勢:企業の労働需要は緩やかに鈍化

6月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の前月からの増加幅が+20.9万人と、5月(+30.6万人)から縮小し、2020年12月ぶりの低水準となった。業種別では、政府部門(5月:+4.7万人→6月:6.0万人)の増加幅が拡大した一方、民間(+25.9万人→+14.9万人)の増加幅は大幅に縮小し、中でも、サービス部門(+23.6万人→+12.0万人)の増加幅の縮小が目立った。サービス部門の内訳を見ると、教育医療(+8.0万人→+7.3万人)はプラス幅を幾分縮小しながらも堅調な伸びを維持したものの、専門・事業サービス(+6.1万人→+2.1万人)のプラス幅が大幅に縮小し、卸小売(+2.7万人→▲1.5万人)や輸送(+1.7万人→▲0.7万人)が減少に転じるなど、幅広い業種で雇用増の鈍化が確認された。ただ、雇用環境改善の目安とされる+15~20万人を上回る増加幅は引き続き維持されており、3か月平均でも減少ペースは緩やかである(2022年4~6月:+32.9万人→2022年10~12月:+28.4万人→2023年4~6月:+24.4万人)。雇用者数の伸びは底堅さを保ちつつ、緩やかな鈍化が続いていると評価できる。



雇用者数の底堅い伸びを背景に、6月の失業率は3.6%と5月(3.7%)から幾分低下し、歴史的な低水準が続いている。また、労働者の週当たりの労働時間は、2021年春の34.9時間を直近ピークに減少が続いてきたが、6月は34.4時間と5月の34.3時間から幾分増加し、コロナ前の水準(2019年平均:34.4時間)に戻った後は横ばいで推移している。一方で、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、5月は5.9%と4月の6.2%から低下した。企業の労働需給に関する指標は強弱入り混じる中で、全体として雇用情勢は緩やかに鈍化していると考えられる。

6月の民間部門の時給は、前年比が+4.4%と5月(+4.4%)から横ばいとなった。業種別では、サービス業が6月は同+4.2%と5月(+4.3%)から幾分鈍化したほか、建設業(5月前年比:+5.0%→6月4.7%)や鉱業(+7.1%→+6.0%)の伸びが低下したものの、製造業の前年比が6月は+4.9%と5月(+



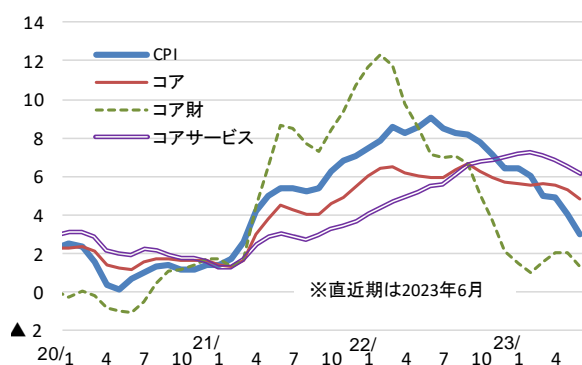
4.2%) から拡大したことが全体を押し上げた。物価上昇率と関係の深いサービス業の賃金上昇率については、3 か月平均では、4~6 月平均の前年比は+4.3%と 1~3 月平均の+4.4%から幾分縮小し、賃金の伸びが高まりにくい状況が続いているとみられる。業種別では、卸・小売業等 (1~3 月平均: +4.6%→4~5 月平均: +4.8%) や金融・不動産 (+4.2%→+4.2%) は伸び鈍化に一服感があるものの、その他多くの業種ではプラス幅の縮小が続いている。雇用のひっ迫が緩和しつつある中で、賃金の伸びが高まりにくい状況が続いているとみられる。

物価: サービス価格の上昇圧力弱まり、コア CPI の伸び鈍化が進む

消費者物価指数 (CPI) は、6 月の前年比が+3.0%と 5 月 (+4.0%) から大幅に鈍化し、2021 年 3 月以来の低い伸びとなった。また、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数は、6 月の前年比が+4.8%と 5 月の+5.0%から鈍化し、2021 年 10 月以来の低い伸びとなった。コア指数は、前月比で見ても 6 月は+0.16%と、年率換算で+2%を下回る伸び率となり、インフレ抑制が着実に進んでいることが確認された。

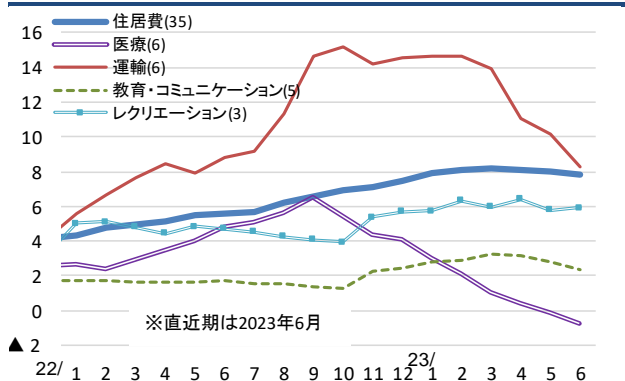
コア指数におけるサービス (コアサービス) は、前年比の縮小ペースが速まり (4 月前年比: +6.8%→5 月: +6.6%→6 月: +6.2%)、前月比で見ても、6 月は+0.3%と 2021 年 9 月以来の低い伸びとなった。内訳をみると、コアサービスの半分強のウエイトを占める住居費の伸びが、緩やかながら 3 か月連続で鈍化した (+8.1%→+8.0%→+7.8%)。これは、低迷する住宅市場の影響が顕在化し、住居費に含まれる家賃 (+8.8%→+8.7%→+8.3%) や帰属家賃 (+8.1%→+8.0%→+7.8%) の上昇率が明確にピークアウトしたことが背景である。また、住居費以外のサービスについても、運輸 (+11.0%→+10.2%→+8.2%) や医療サービス (+0.4%→▲0.1%→▲0.8%)² を中心に、多くの業種でプラス幅が縮小ないしはマイナス幅が拡大した。この結果、サービスから住居費関

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全体に占めるウエイト

住居費関連を除くサービス価格(前年比、%)



(出所)CEIC
(注)米労働省が公表する、サービス価格(エネルギー関連を含む)から、住居費(住宅保険を除く)を除いたベース。

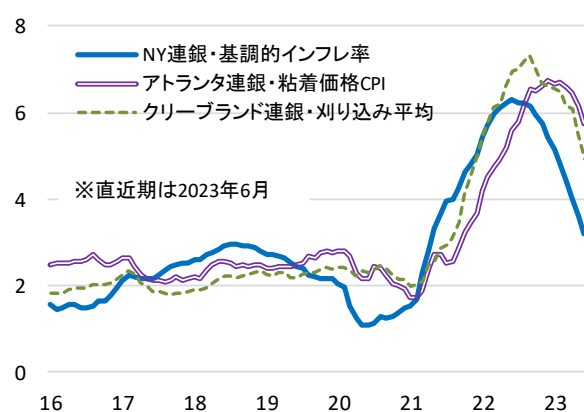
² 医療サービスのプラス幅縮小の主因は、保険会社の利益を元に試算される健康保険の価格がマイナスに転じたことであり、この影響は今後も続くことが見込まれる。ただ、健康保険の影響を除いても、前年比は+2~+3%程度に止まっている。

連を除いた指数³は、前年比で+3.2%まで低下し、インフレ率の鈍化が急速に進んでいることが窺える。

コア指数のうち、財（モノ）の前年比は、6月は+1.3%と5月（+2.0%）から鈍化した。価格変動の激しい中古車の前年比のマイナス幅が拡大に転じたほか（4月前年比：▲6.6%→5月：▲4.2%→6月：▲5.2%）、家庭用家具・用品（+4.8%→+4.1%→+3.2%）や娯楽商品（+2.9%→+2.7%→+2.0%）を中心に幅広い品目で伸びが鈍化した。世界的な供給制約が解消⁴し、製造コストとなるエネルギーの価格が比較的安定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%程度を超えていく可能性は低いと考えられる。

なお、FRBの地区連銀がインフレ動向の正確な把握のためにそれぞれ開発してきた代替インフレ指数も、上昇率の鈍化を示唆している。NY連銀が試算する「基調的インフレ率」（Underlying Inflation Gauge, UIG）の前年比は、昨年6月の+6.3%をピークに、今年の6月には+3.2%まで鈍化した。UIGは、CPIや企業物価指数の価格指標に加え、物価に関連する経済・金融指標⁵をもとに試算されており、これまで物価動向の転換期に先行性を持つことが多く、インフレ抑制に向けて進んでいることが示唆される。また、アトランタ連銀による「粘着価格CPI」やクリーブランド連銀による「刈り込み平均」は、物価動向のトレンドの把握のために、いずれも変動が大きい品目・項目を除き算出⁶されたものだが、昨秋をピークにプラス幅を縮めている。まだ、上昇率の水準は高いが、鈍化トレンドにあることははっきりしてきたといえよう。

地区連銀による代替インフレ指数(前年比、%)



(出所)CEIC、NY連銀、アトランタ連銀

(注)NY連銀の基調的インフレ率は、CPIやPPIなどの価格指標に加え、ISM指数等の経済関連指標、為替レート等の金融指標をもとに試算。アトランタ連銀の粘着価格CPIは大きく変動しにくい品目で算出。クリーブランド連銀の刈り込み平均は変動の大きい項目を除き算出。

景気見通し: 国内需要はこの先停滞、インフレ率の鈍化が続く

米国経済は、6月にかけては、個人消費が底堅く推移し、設備投資も、昨夏に成立したCHIPSプラス法やインフレ抑制法における投資補助や優遇税制措置を追い風に、製造業の工場建設とそれに関連する機械投資を中心に増加が続いたとみられる。2023年4~6月期の実質GDP成長率は、+1%台半ばの底堅い伸びが保たれると予想する。

³ サービス価格（エネルギー関連を含む）から住居費関連（住居費から住宅保険を除く）を除いたベース。米労働省が、消費者物価指数の内訳として毎月公表。

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。

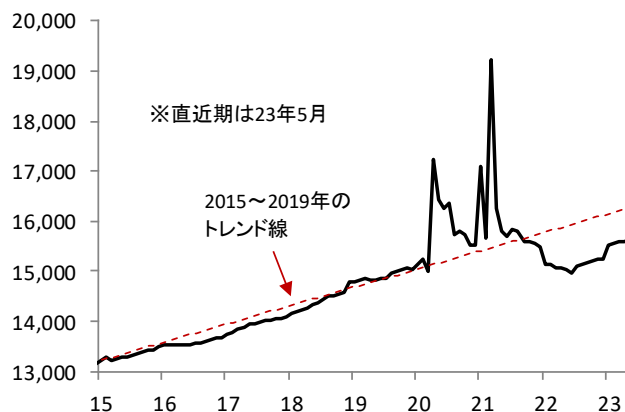
⁵ 物価と関係がある、ISM指数の構成項目や雇用関連指標などの経済関連指標、為替レートや株価・金価格などの金融指標を組み込んで試算している。

⁶ アトランタ連銀の粘着価格CPIは、CPIの構成項目のうち「価格粘着的」な品目のみで集計。クリーブランド連銀の刈り込み平均CPIは、各月ごとに構成項目の価格変化率分布の上位と下位のデータの一定割合を除いて計算。

もつとも、金融引き締めの影響や今年3月の銀行危機の後遺症により、与信環境が引き締まるなど企業の資金調達コストは上昇し、製造業を中心に企業のマインドは冷え込んでいる。先行きは、経済政策を受けた工場建設関連が一巡した後は、企業の設備投資は減少に転じると予想する。また、企業の労働需要は緩やかに減速しており、賃金の伸びを抑制する動きは広がっていくと見込まれる。実質可処分所得は引き続き低位で推移し、コロナ禍で積み上がった家計の過剰貯蓄⁷（いわゆる「強制貯蓄」）が減少するも、個人消費も減速するだろう。今後、内需は減速ペースを速め、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。

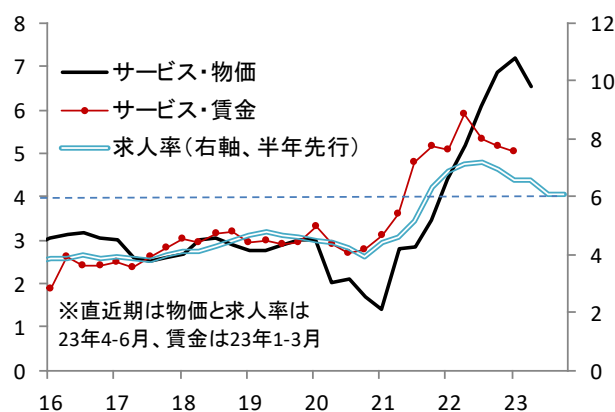
物価については、インフレ率を押し上げてきたサービス価格の上昇率の鈍化が続き、今年末にはコアCPIとコアPCEデフレーターがいずれも前年比で+3%台半ばになるとの見通しを維持する。前述の通り、家賃などの住居費を除いたサービスの価格は足元で伸びが急速に鈍化しているが、この背景には、サービス価格と関係の深い賃金の上昇率が高まりづらくなっていることが背景にあると考えられる。賃金上昇率は、労働需要を示す求人率の低下に伴って、半年程度遅れる形で伸びが鈍化してきた。求人率は足元6%程度まで低下しており、過去の求人率と賃金上昇率の関係をもとにすれば、賃金上昇率は年末には前年比で+4%程度までプラス幅を縮めるだろう。この結果、サービス価格の上昇率も、低迷する住宅市場の影響が顕在化して家賃などの住居費の押し上げが剥落することが重なって、年末には前年比で+4%程度まで伸び幅が縮まると予想する。財（モノ）の価格は前年比が+2%程度で推移している可能性が高く、コアインフレ率は年末には+3%台半ばまで伸びが鈍化するだろう。

実質可処分所得(2012年基準、10億ドル)



(出所)CEIC

求人率(%)とサービス分野の物価・賃金(前年比、%)



(出所)CEIC

 (注)サービス分野の物価はCPIのサービス(除くエネルギー関連)
賃金は雇用コスト指数

⁷ コロナ禍の政府による現金給付などの恩恵やコロナ禍の行動制限等により消費が抑制されたことを背景に、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つたであろう貯蓄）を指す。コロナ禍前後の貯蓄率を元にした当社試算では、2021年央の2兆ドル超をピークに、足元では5,000億ドル程度まで減少している。