

米国経済：ソフトランディング期待高まる（改定見通し）

4～6 月期の実質 GDP は底堅い国内需要を示し、7 月の月次指標からも景気の底堅さが窺える状況にある。一方で、インフレは引き続き鈍化基調にあり、景気後退を回避しつつ高インフレが沈静化する「ソフトランディング」のシナリオが現実味を増す。FRB も、高インフレに対する警戒感と共に、過度な金融引き締め懸念に関する情報発信が以前より増えており、ソフトランディングの実現を視野に景気への配慮を強めていると考えられる。当社は、景気見通しを幾分上方修正し、今夏は景気が底堅く推移すると見込む。しかしながら、足元の国内需要は、①コロナ禍で積み上がった家計貯蓄の取り崩し、②投資需要の先食いに支えられたものであり、秋以降はその反動から増勢が弱まり、年末にかけて景気は停滞すると予想する。こうした状況のもとで、金融引き締めの効果が強まり、景気が想定以上に悪化する可能性は引き続き注意すべきであろう。

4～6 月期 GDP: 設備投資の大幅増も加わり、底堅い国内需要が続く

4～6 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率+2.4%と前期（1～3 月期）の+2.0%から幾分加速し、堅調な伸びとなった。また、国内民間最終需要¹は+2.3%と、前期の+3.2%から減速したものの、引き続き底堅く推移した。

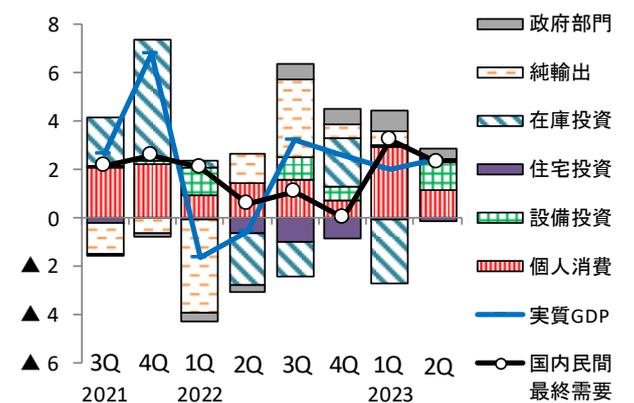
主な需要動向をみると、景気の柱である個人消費は、自動車関連の反動減を主因に財消費（1～3 月期前期比年率：+6.0%→4～6 月期：+0.7%）の伸びが大幅に縮小したことに加え、飲食・宿泊の減少などによりサービス消費（+3.2%→+2.1%）が減速し、全体では伸びが鈍化した（+4.2%→+1.6%）。また、住宅投資（▲4.0%→▲4.2%）は、住宅ローン金利の高止まりが続く中で、引き続き減少した。一方で、設備投資は、昨夏に

成立した CHIPS プラス法やインフレ抑制法における優遇税制措置などを追い風に、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、大幅に加速した（+0.6%→+7.7%）。

個人消費: 節約志向と底堅い消費意欲が併存

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、7 月は前月比+0.6%と 6 月（+0.1%）から伸びを高めた。内訳をみると、オンライン販売などの無店舗小売、スポーツ・玩具等、建材・園芸、飲食などが全体をけん引した。Amazon の会員向け年次大型セール²や有名アーティストのツアー³などの関連が一時的に消費を喚起した面があるものの、そ

実質GDP成長率(季節調整値、年率、%、%pt)



(出所)CEIC

¹ 国内民間最終需要=個人消費+設備投資+住宅投資とした。

² 7 月中旬に実施されたアマゾンの夏季セール「プライムデー」は、例年よりも割引率を拡大することで、家庭用品や生活必需品を中心に前年比+6.1%の 127 億ドルの売上高に達したとの試算。

³ 例えば、8 月初旬に終了したテイラー・スウィフトの全米ツアーの地域への経済効果は 46 億ドルと試算される。

うしたイベントに応える消費意欲の底堅さが窺えた。一方で、家具・家電製品や自動車・関連部品などの耐久消費財は反落しており、ローン金利の上昇により購入が手控えられている姿も確認された。

サービスに関して、6月の個人消費支出（PCE）における実質サービス消費は、交通サービスや飲食・宿泊が減少に転じたことなどから、前月比+0.1%と5月（+0.2%）から伸びが幾分鈍化した。ただ、7月は、サービス消費のけん引役となってきた旅行需要に関しては、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6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は6月から概ね横ばいとなるなど、底堅さを維持しているとみられる。サービス消費は、リベンジ消費の一巡により減速する兆しは窺えるが、引き続き増加基調を保っている。

住宅投資:金利上昇で再び不安定化

7月の住宅市場は、住宅着工戸数（戸建て）が前月比+6.7%と、6月の▲9.0%から増加に転じた。住宅在庫は引き続き低水準であり、それを補う動きが度々みられている。一方、7月の中古戸建販売（戸建て）は前月比▲1.9%と、2月の大幅増（前月比+14.2%）からの反動により、5か月連続で減少した。2023年初めのボトムを下回ることはないものの、引き続き住宅販売の増勢は弱い。

さらに、8月入り後は、住宅市場に再び下押し圧力がかかっているとみられる。国債の長期利回りの上昇に伴って、フレディマック発表の30年固定住宅ローン金利（7月21日：6.8%→8月18日：7.1%）も上昇している。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月中旬にかけて減少し（7月14日：211→8月11日：193）、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8月は50ポイントと7月（56）から低下した。足元で上昇圧力がかかる長期金利の動向が落ち着きを取り戻すまでは、住宅市場の改善が見込みづらいと考えられる。

企業部門:企業マインドは低迷し、労働需要の鈍化が窺える

企業マインドは、非製造業が製造業を上回る状況が続くが、いずれも低迷している。7月のISM製造業指数は46.4と6月の46.0から幾分上昇したものの、好不況の境目である50を下回り、新型コロナ感染拡大の第一波に見舞われた2020年春以来の低水準で推移している。需要の強さを示す「新規受注」と生産状況を示す「生産」は幾分上昇（新規受注：6月45.6→7月47.3、生産：46.7→48.3）した一方、労働需要の鈍化で「雇用」が悪化（48.1→44.4）したことが全体を押し下げた。7月のISM非製造業指数は、52.7と6月の53.9から低下した。非製造業のマインドは単月の動きが大きいだが、緩やかな悪化トレンドが続

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

いている。内訳を見ると、「事業活動」(59.2→57.1)が悪化したことに加え、「雇用」(53.1→50.7)の悪化が全体を押し下げた。また、サービス提供に要する時間を示す「入荷遅延」は、48.1と昨年7月の57.8から明確に水準が切り下がっており、人手の充足などを背景に、サービス提供がしやすくなっている状況が窺える。こうした中、価格動向に影響する企業の「仕入れ価格」については、7月は製造業(41.8→42.6)と非製造業(54.1→56.8)ともに上昇し、根強い価格上昇圧力には注意が必要である。ただし、輸送費や人件費等のコストは加速していない状況から、全体としては価格の伸び鈍化の動きは保たれていると考えられる。

7月の鉱工業生産指数は、全体の8割弱を占める製造業(6月前月比:▲0.5%→7月:+0.5%)が上昇し、全体でも7月は前月比+1.0%と6月(▲0.8%)から上昇に転じた。製造業の内訳を見ると、半導体製造装置などのPC・電子機器の生産増(+1.5%→+1.0%)が続いているほか、自動車等の輸送機器(▲2.1%→+3.5%)の持ち直しにより耐久財が3か月ぶりにプラスに転じた(▲0.4%→+0.8%)。また、非耐久財も、繊維製品(▲2.8%→+3.1%)の持ち直しなどにより、7月は+0.1%と3か月ぶりにプラスに転じた。ただ、製造業の生産指数は、財(モノ)への個人消費が頭打ちにあることを背景に、2022年以降の緩やかな低下基調を脱する勢いはない。

雇用情勢:労働需要は緩やかな鈍化基調

7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+18.7万人と、6月(+18.5万人)から概ね横ばいとなった。3か月平均でみると、現状は雇用環境改善の目安とされる+15~20万人程度の増加幅を保ちつつも、緩やかな減少基調にある(2022年5~7月:+43.4万人→2022年11~2023年1月:+33.4万人→2023年5~7月:+21.8万人)⁴。業種別では、政府部門(6月:+5.7万人→7月:1.5万人)と製造業を中心とした民間・生産部門(+3.1万人→+1.8万人)の増加幅が縮小した。一方で、民間のサービス部門(+9.7万人→+15.4万人)は、卸小売(▲2.2万人→+2.6万人)が増加に転

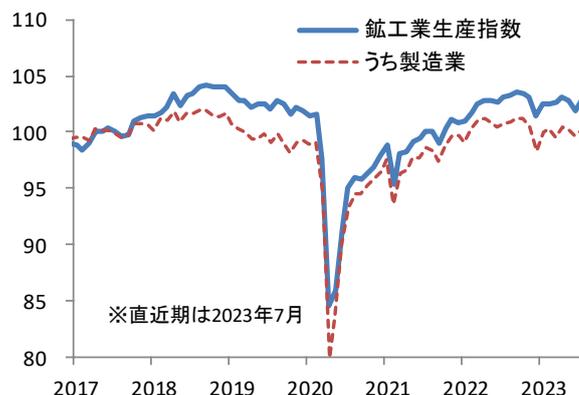
ISM製造業・非製造業指数の推移



(出所)CEIC

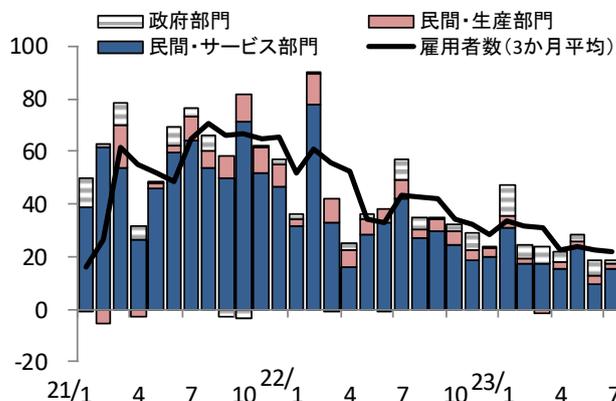
(注)シャドーは景気後退期。

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

⁴ また米労働省の8月23日公表の推計によると、2023年分の雇用者数は30.6万人程度の方下修正がなされる可能性が高い。

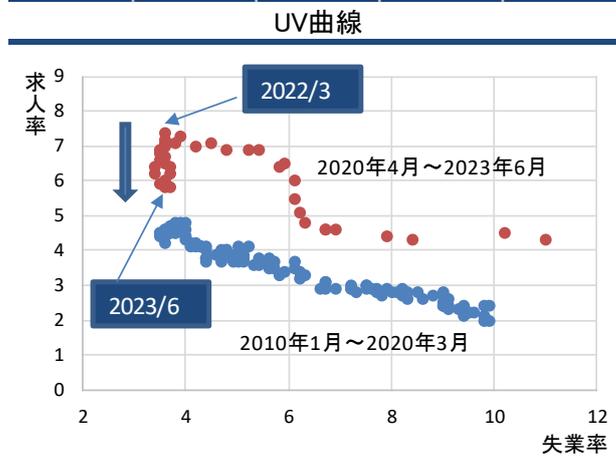
じたほか、教育医療（+7.1万人→+10.0万人）の伸びが高まったことにより、全体でもプラス幅が拡大した。しかしながら、3か月平均で見ると、堅調な労働需要が続く教育医療を除き、ほとんどの業種で伸び縮小が続いており、サービス部門でも労働需要の鈍化が広がっていると評価できる。

労働需給に関しては、7月の失業率は3.5%と6月(3.6%)から幾分低下し、歴史的な低水準が続いている。ただ、労働者の週当たりの労働時間は、2021年春に34.9時間と直近ピークとなった後に減少し、7月は34.3時間とコロナ前の水準(2019年平均:34.4時間)で推移している。また、企業の求人率(求人件数/＜就業者数+求人件数＞)は、6月は5.8%と5月(5.8%)から横ばいとなったが、2022年3月の7.4%を直近ピークに、コロナ前の水準(2019年平均:4.5%)に向けて低下基調にある。企業の労働需給に関する指標は強弱入り混じるが、全体としてコロナ前の状況に向けて、ひっ迫した状況が和らぎつつあると考えられる。

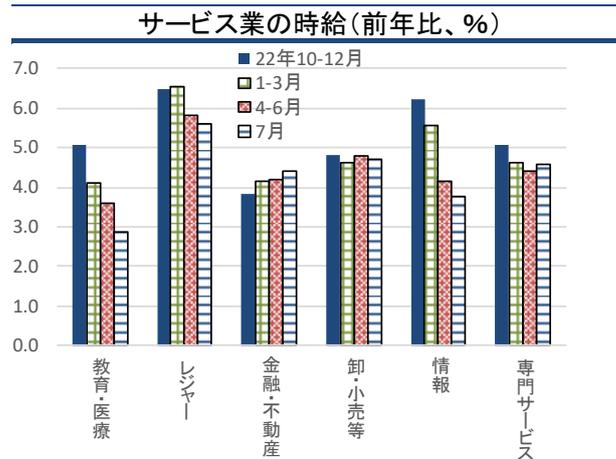
7月の民間部門の時給は、前年比が+4.4%と6月(+4.4%)から横ばいとなった。業種別では、製造業(6月前年比:+5.1%→7月+5.1%)の伸びが高止まる中で、建設業(+4.9%→+5.4%)が加速したことが全体を押し上げた。サービス価格の上昇率と関係の深いサービス業の賃金上昇率については、7月は同+4.2%と6月(+4.3%)から幾分鈍化し、4~6月平均の+4.3%と比べても幾分縮小した。サービス業の内訳をみると、卸・小売等(4~6月平均:+4.8%→7月平均:+4.7%)や金融・不動産(+4.2%→+4.4%)、専門・事業サービス(+4.4%→+4.6%)は伸び鈍化に一服感があるが、その他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:インフレ鈍化が着実に進む

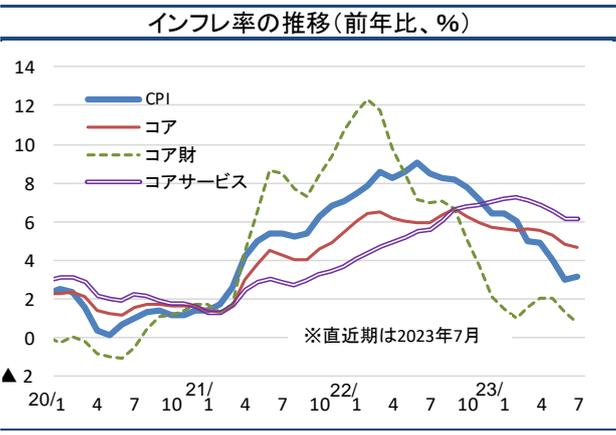
消費者物価指数(CPI)は、昨年7月に伸びが大幅に低下したことによるベース効果で、7月の前年比が+3.2%と6月(+3.0%)から幾分上昇し、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数も、7月の前年比が+4.7%と6月の+4.8%から幾分低下にとどまった。しかしながら、7月の前月比は、CPIが+0.17%(6月は+0.18%)、コア指数では+0.16%(6月は+0.16%)と年率換算で+2%程度の低い伸びが維持されており、インフレ抑制



(出所)CEIC



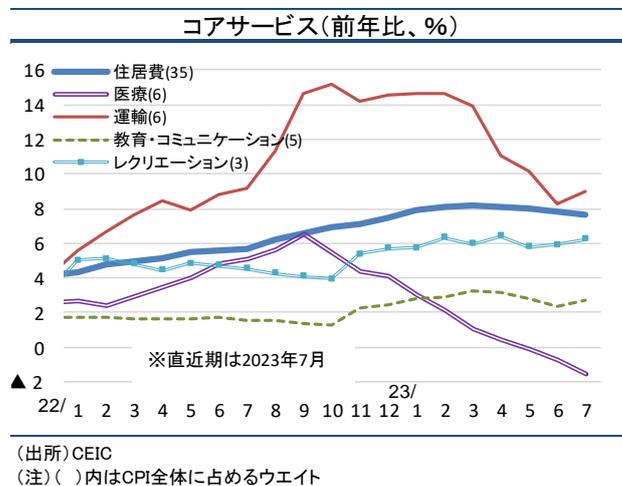
(出所)CEIC



(出所)CEIC

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、7月の前年比が+6.1%と6月の+6.2%から幾分低下し、2月の+7.3%を直近ピークに5か月連続で伸びが鈍化した。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縮小が続いている（5月前年比：+8.0%→6月：+7.8%→7月：+7.7%）。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（+8.7%→+8.3%→+8.0%）や帰属家賃（+8.0%→+7.8%→+7.7%）の上昇率が低下していることが背景である。また、住居費以外のサービスについては、7月は伸びの鈍化が一服した業種が多かったものの、医療サービス（▲0.1%→▲0.8%→▲1.5%）⁵のマイナス幅の拡大が全体を押し下げた。賃金の伸びが高まりにくくなっていることもあり、サービス業のインフレ率は全体として鈍化基調にあることが窺える。



コア指数のうち、財（モノ）の前年比は、7月は+0.8%と6月（+1.3%）から低下し、7月連続で+2%以下の伸びとなった。衣料品や新車など幅広い品目で価格の伸びが抑えられる中、価格変動の激しい中古車のマイナス幅が拡大した（5月前年比：▲4.2%→6月：▲5.2%→7月：▲5.6%）。世界的な供給制約が解消⁶し、エネルギー価格などの製造コスト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。

金融政策：議論の軸足は、追加利上げの有無から金融引き締め期間に

8月16日に公表された7月FOMCの議事要旨からは、高インフレに対する強い懸念が窺えるものの、一部の参加者の中では、過度な金融引き締めが景気の失速につながることへの警戒感が強まっていることが確認された。8月入り後のFRB高官の情報発信も、景気の上方リスクと下方リスクの両方の見方が混在している。7月FOMC後の記者会見でパウエル議長が述べたように、FRBの中では、現在の政策金利は十分な引き締め水準にある、ないしはその水準に近いとの見方は多いと考えられ、今後の議論の軸足は金融引き締めをどの程度の期間維持すべきかに移りつつあるとみられる。また、8月25日に予定されているジャクソンホール会議におけるパウエル議長の講演でも、景気の強さを理由に追加利上げの可能性を残しつつも、昨年のような金融引き締めを一層強めていく姿勢が改めて示されることはないと予想する。

当社では、先行きのFRBの金融政策について、「2023年末にかけては、国内需要は減速し、同時にインフレ鈍化が進む」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。その後は、2024年春ごろから利下げが開始され、インフレ率の低下に合わせて、緩やかに利下げが進められると予想する。もっとも、FRBは、長期金利の低下とそれに伴う株価の上昇などの金融環境の緩みをけん制するため、いつでも追加利上げを実施する姿勢を保つだろう。

⁵ 医療サービスは、価格を押し下げている健康保険の価格下落の影響を除いても、前年比は+2%程度まで低下している。

⁶ 世界の供給網のひっ迫度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）は、2月以降は供給制約が解消した状態であることを示すマイナスが続いている。

景気見通し：足元底堅い国内需要は年末にかけて一旦停滞へ

米国経済は、コロナ禍で積み上がった家計の過剰貯蓄（いわゆる「強制貯蓄」）やバイデン政権の経済政策が国内需要を押し上げ、景気は底堅さを維持している。現時点では、7～9月期の実質GDPは、堅調な個人消費に支えられ、巡航速度である前期比年率+1.8%に近い伸びとなる見通しである。

しかしながら、実質可処分所得は引き続き低位で推移し、強制貯蓄の取り崩しは続いているとみられる。個人消費は、この先、①家計貯蓄の減少、②消費者向けローンの状況悪化、③学生ローン支払い再開⁷などを背景に、増勢が鈍化すると考えられる。また、設備投資は、バイデン政権の経済政策を追い風に需要が押し上げられているが、それが一巡した後は、国内需要の鈍化と厳しい資金調達環境を背景に、減少に転じる見込みである。2023年末にかけては、実質GDP成長率が+0%程度まで落ち込み、景気は停滞感を深めるだろう。

こうした中でも、人手を必要とするサービス産業が回復局面にあることから、雇用情勢の大幅な悪化は避けられ、景気後退は回避されると予想する。ただし、最も注意すべきリスクは、過度な金融引き締め効果が遅れて顕在化して、景気を下押しする状況である。特に、景気が短期的にでも堅調に推移すれば、FRBは利上げの実施や金融引き締めの長期化を示唆せざるを得なくなることが想定される。一方で、今春の銀行危機の後遺症で銀行の貸出態度が厳しくなっている状況は変わっておらず、金融引き締め効果の強まりが重なることで、景気が失速する可能性には引き続き注意が必要である。

物価については、インフレ鈍化は着実に進んでいる。労働需給のひっ迫は依然残るものの、前述の通り、企業の求人率（求人情数／（就業者数+求人情数））が、コロナ前の水準（4%台半ば）に向けて昨春をピークに低下するなど（2022年3月：7.4%→2023年6月：5.8%）、ひっ迫度合いは和らいでいると考えられる。そのため、労働コストは落ち着きを見せ、現在の高インフレの中心であるサービス価格の伸びも抑制され始めている。サービス価格は前月比で+0.2%台の伸びを維持し、2023年末には前年比で+4%台半ばまで低下すると予想する。消費者物価の前年比は、足元の+3%程度から緩やかに伸びを縮め、2025年には+2%に近づくまで低下する見込みである。

このようにインフレ率が低下し実質金利が上昇することで、金融引き締め効果が強まっていくことが想定される。2023年末にかけて景気減速とインフレ鈍化が併存する中では、需要をこれ以上抑制する必要性が薄れ、FRBは2024年春にも利下げに転じると予想する。この結果、企業の金融環境は改善に向かい、雇用情勢の悪化にも歯止めがかかることで、景気は回復に向かうだろう。2024年後半には、実質GDPの前期比年率は米経済の巡航速度である+1.8%程度まで伸びを高める見通しである。

米国経済見通し

	2022	2023	2024	2025
GDP	2.1	1.9	0.8	2.0
個人消費	2.7	2.1	0.8	2.0
設備投資	3.9	3.0	0.6	2.8
住宅投資	▲10.6	▲12.0	0.2	1.1
在庫投資	0.7	(▲0.6)	0.0	0.0
純輸出	(▲0.6)	0.7	(▲0.0)	(▲0.2)
輸出	7.1	2.2	3.3	4.9
輸入	8.1	▲2.4	2.5	4.1
政府消費	▲0.2	2.5	1.0	1.0
公共投資	▲2.1	4.9	2.6	4.3
失業率	3.6	3.8	4.3	4.2
PCEコア	4.8	3.6	2.5	2.2
長期金利	3.8	3.9	3.6	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

⁷ 債務上限問題を巡る与野党合意により、免除されてきた連邦学生ローンの月次支払いが10月から再開予定。