

## 米国経済：夏場の堅調な景気を経て、秋以降は下押し要因が増加

7～9月期の実質GDPは、堅調な個人消費が全体を押し上げ、+2%程度の巡航速度を上回る成長率で着地するとみられる。ただ、足元の月次指標などからは、増勢が鈍化しつつある姿が窺える。コロナ禍で積み上がった家計貯蓄が減少し、個人消費のバッファがなくなりつつある中、10月以降は、①学生ローン支払い再開、②自動車大手のストライキ、③2024年予算審議停滞による政府閉鎖の可能性などの景気下押し要因も重なり、景気は停滞に向かうとみられる。9月FOMCでは、夏までの想定を超える景気の堅調さを背景に、2024年以降の利下げ幅の予想が大幅に縮小されたが、個々のFOMCメンバーの見通しには大きなばらつきがある。年末にかけてインフレ鈍化と景気減速が進むことで、FRBは現在の政策金利水準が十分に引き締めめであるとの自信を深め、過度な金融引き締めめのリスクに配慮する方向に政策を徐々にシフトしていくと予想する。

### 金融政策：堅調な景気がインフレ沈静化の障害となる懸念から、来年以降の利下げ幅縮小を示唆

9月19～20日のFOMCでは、政策金利を5.25～5.5%に据え置くことを全会一致で決定した。パウエル議長は、会合後の記者会見で「必要に応じて追加利上げをする用意がある」と改めて明言し、今後も会合毎に政策判断をしていく方向性を維持した。ただ、「引き締め過ぎ」と「引き締め不足」の両面のリスクが拮抗しつつあることにも言及し、より注意深く経済データを精査していく局面にあることを強調した。

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)。政策金利の見通しは、現状の底堅い景気を踏まえて、2023年末時点で5.6%と年内0.25%Pt程度の追加利上げを示唆した。さらに、2024年末時点を見通しを5.1%、2025年末時点を見通しを3.9%と、6月時点の予想(それぞれ4.6%、3.4%)からいずれも0.5%Pt上方修正しており、2024年以降の利下げペースを落とし、高い政策金利をより長く維持するとの予想が示された。

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	2026	長期
経済成長率	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
(6月予想)	1.0	1.1	1.8	—	1.8
失業率	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
(6月予想)	4.1	4.5	4.5	—	4.0
PCEデフレーター	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
(6月予想)	3.2	2.5	2.1	—	2.0
コアPCEデフレーター	3.7	2.6	2.2	2.0	—
(6月予想)	3.9	2.6	2.2	—	—
政策金利	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5
(6月予想)	5.6	4.6	3.4	—	2.5

(出所)FRB

(注1)2023～2026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

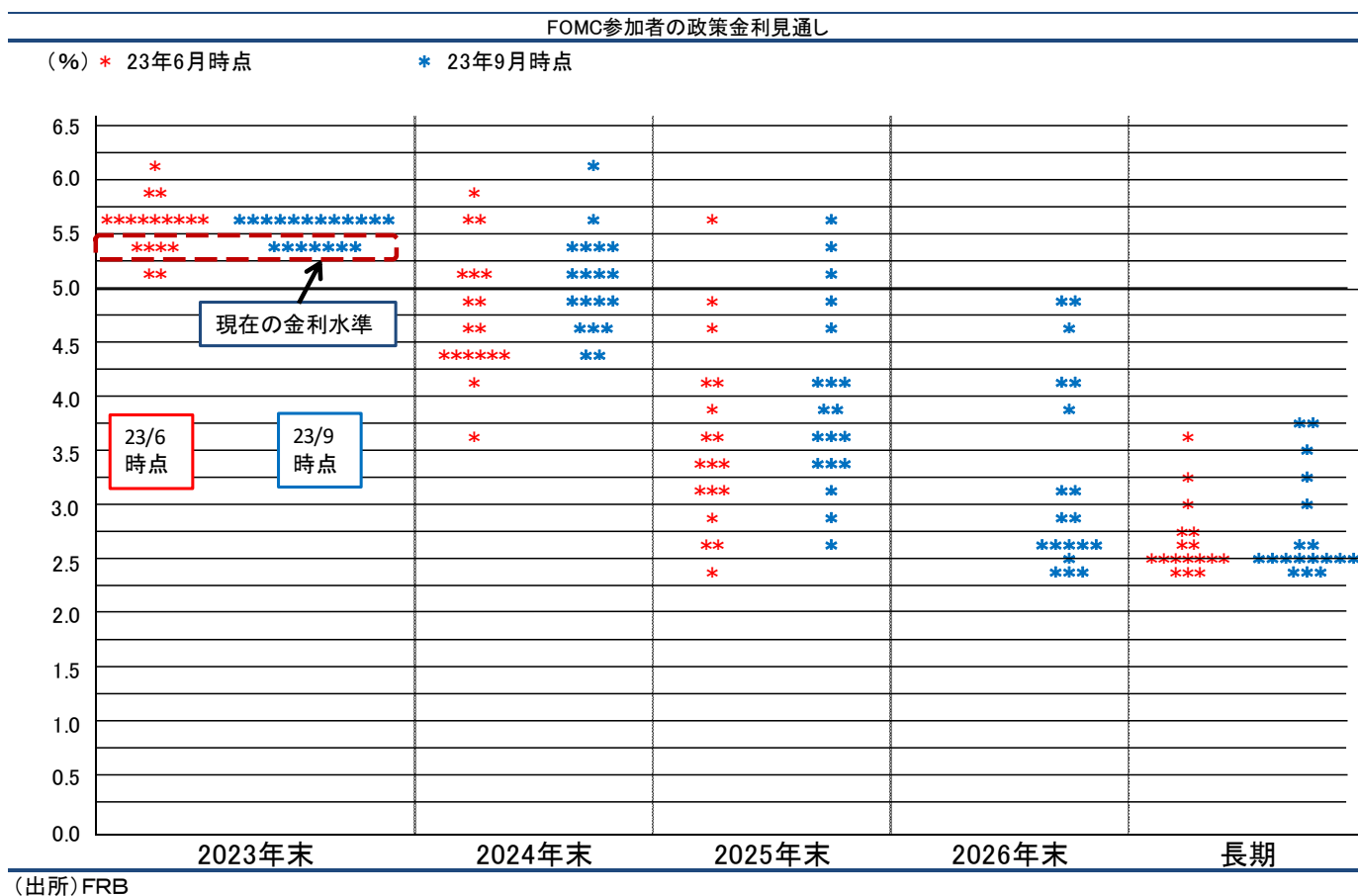
このように、より強い金融引き締めの方角性が示されたにもかかわらず、実質GDP成長率(前年同期比)の見通しについては、2023年第4四半期が+2.1%と6月時点の+1.0%から大幅に上方修正され、2024年第4四半期についても+1.5%と6月時点の+1.1%から上方修正された。また、失業率の見通しは、今年8月の3.8%から、2024～2025年にかけて4.1%までの上昇にとどまり、FRBが長期の失業率として予想する4.0%を幾分超える程度の水準が続くと予想した。金融引き締めめの景気下押し効果が、これまで

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。見通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。

想定していたより小さいと見込んでいることが窺える。

このように、景気見通しが大幅に上方修正された元でも、インフレ率の見通しは6月時と概ね同様に、2024年末に2%台半ばまで低下し、その後も緩やかに鈍化していくというシナリオが維持された。これには、現状確認できる供給面での改善や、労働需給のひっ迫が解消方向にあることなどが、インフレ鈍化に寄与していくことが想定にあるとみられる。

もっとも、2024年以降の政策金利の見通しに関しては、6月時と同様に上下に幅広く分布しており（下図表）、少数のFRBメンバーの予測の変化により、見通しの中央値が変わりやすい状況にある。パウエル議長の記者会見では、学生ローンの返済再開による個人消費への影響に加え、政府機関の閉鎖や自動車大手のストライキ長期化などをリスクとして言及しており、それらの影響の度合いによって、政策金利見通しが修正される可能性が高いことには留意が必要だろう。



当社では、先行きの金融政策について、2023年中は追加利上げの実施を見送り、2024年前半に利下げが開始された後は、概ねインフレ率の低下ペースに沿って利下げが進むと予想する。当社の経済見通し（後述）通り、今年末にかけてインフレ鈍化が着実に進むもとで景気が減速すれば、FRBは現状の政策金利水準が十分に引き締めめであるとの自信を深めると考えられる。引き続き追加利上げの選択肢を残して金融環境の緩和を回避しつつも、先行きにかけて、引き締め過ぎのリスクに配慮するため、金融引き締めめ度を維持するよう、短期の実質金利水準を保つ方向に徐々にシフトしていくと見込む。

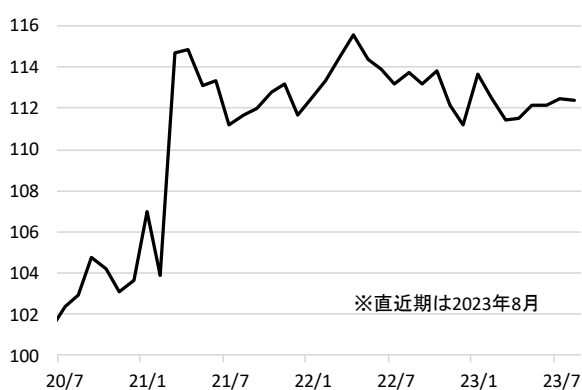
## 個人消費:8月は財消費に息切れ感、旅行需要も鈍化の兆し

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、8月は前月比▲0.1%と7月（+0.3%）から若干の減少に転じた。内訳をみると、大幅な価格上昇でガソリンへの支出が手控えられたほか、スポーツ・玩具や家具などの減少が目立った。7月にかけてはイベント関連需要で、財（モノ）への消費が喚起されたが、その後増勢は鈍化したとみられ、引き続き2021年初以降の水準から頭打ちが続いている。

サービスに関して、個人消費支出（PCE）における実質サービス消費をみると、7月は前月比+0.4%と6月（+0.3%）から伸びが幾分拡大した。住居・公共料金関連への支出が底堅く推移する中で、交通サービスや飲食・宿泊が持ち直したことが背景である。ただ、8月は、これまで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が7月から幾分鈍化し、ホテル専門の調査会社STR公表のホテル稼働率の前年からの伸びは7月から概ね横ばいとなるなど、増勢に鈍化の兆しがある。サービス消費についても、財（モノ）への消費同様、8月入り後はやや鈍化している可能性が窺える。

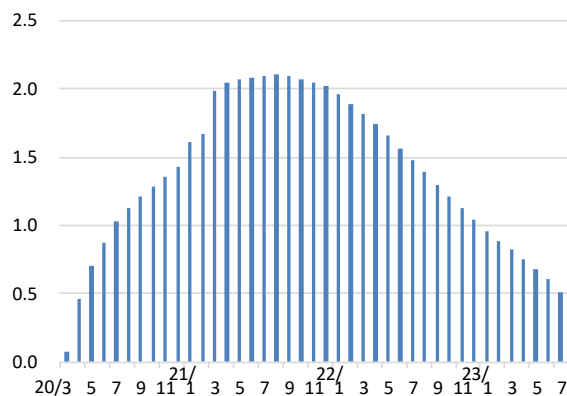
先行きについては、個人消費を支える要因が減っていくことが見込まれる。家計の実質可処分所得（インフレ率を考慮した可処分所得）は、底堅い雇用情勢とインフレ率の低下により持ち直しの動きもみられたが、それを超える堅調な個人消費が続くことで貯蓄率はコロナ禍前を下回る低水準が続いている。このため、コロナ禍で積み上がった家計の過剰貯蓄（いわゆる「強制貯蓄」）は、当社の試算では7月時点で5,000億ドル程度まで減少し、今年中には底をつくとみられる。強制貯蓄は、既に個人消費のバッファとしての効果を弱めつつあるみられ、ベージュブックの「観光以外の支出は伸びが鈍化、多くの地区で消費者ローン残高が増加」のコメントにあるように、ローンに頼らざるを得ない家計が増えているとみられる。さらに、10月以降はコロナ禍で猶予されてきた学生ローンの支払いが再開<sup>1</sup>され、消費下押しの影響が見込まれるほか、雇用情勢も鈍化方向にあることから、年末にかけて、個人消費は減速に向かうと考えられる。

小売・外食売上高(実質ベース、2020年2月=100)



(出所)CEIC

家計の累積過剰貯蓄(兆ドル)



(出所)CEIC

(注)2019年の平均貯蓄率からの乖離を元に試算。

<sup>1</sup> 6月の債務上限問題を巡る与野党合意を受けた財政責任法および連邦最高裁の判決により、これまで免除されてきた連邦学生ローンの支払いが10月から再開。数千万人が毎月平均200~300ドルの返済予定とされ、今後1年間で最大1,000億（名目GDP比0.5%弱）ドルに上るとの試算。

## 住宅投資:金利上昇で下押し圧力続く

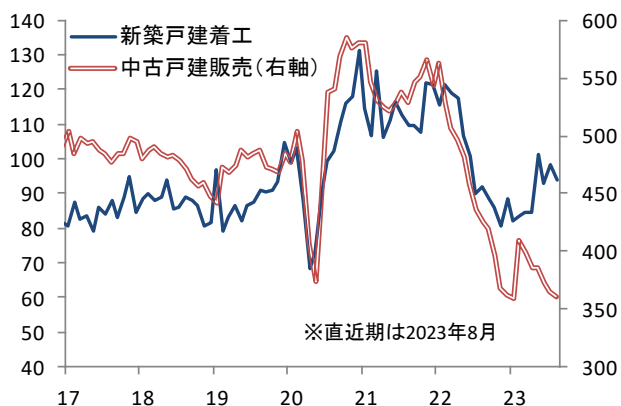
8月の住宅市場は、住宅着工戸数（戸建て）が前月比▲4.3%と、7月（+6.7%）から減少した。住宅ローン金利の上昇を受けて、再び建設需要が抑制される動きが強まっている。また、8月の中古戸建販売も前月比▲1.4%と、7月（▲1.9%）に続き減少し、2月の大幅増（前月比+14.2%）以降は6か月連続の減少となった。中古戸建販売は2023年初めの直近ボトムとほぼ同じ水準まで落ち込んでおり、悪化に歯止めが掛かっていない。

9月入り後も、住宅市場に下押し圧力がかかり続けているとみられる。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は7%を超えて高止まりしている（8月18日：7.1%→9月15日：7.2%）。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、9月中旬にかけて低水準で推移し（2022年7～12月平均：238→2023年1～6月平均：215→9月平均：186）、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9月は45ポイントと8月（50）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つと考えられる。

## 企業部門:8月の企業マインドは製造業と非製造業ともに改善

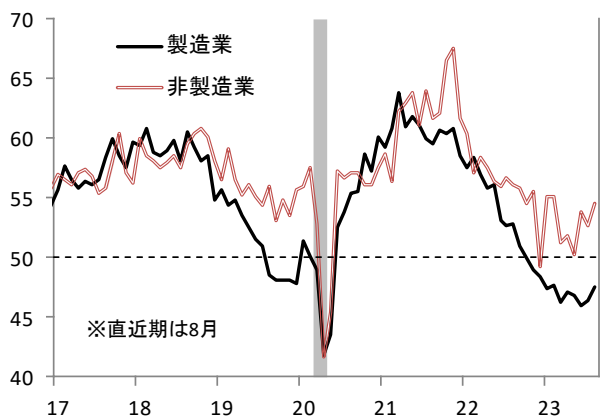
8月の企業マインドは、製造業と非製造業ともに改善した。まず製造業のマインドを示す、ISM製造業指数をみると、8月は47.6と7月の46.4から上昇した。生産状況を示す「生産」が幾分上昇（7月：48.3→8月：50.0）したことに加え、労働需要を示す「雇用」が改善（44.4→48.5）したことが全体を押し上げた。ただ、需要の強さを示す「新規受注」は幾分悪化（47.3→46.8）し、全体でも好不況の境目である50を引き続き下回っていることから、引き続きマインドは低迷している状況にあると考えられる。また、8月のISM非製造業指数は、54.5と7月の52.7から上昇した。内訳を見ると、「新規受注」（55.0→57.5）が上昇したほか、「雇用」（50.7→54.7）の持ち直しが全体を押し上げた。非製造業のマインドは単月の動きが大きく、緩やかな悪化トレンドは続いていると考えられるが、夏場の旅行需要や有名アーティストのツアーなどのイベント需要が景況感を押し上げた可能性がある。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、8月は製造業（42.6→48.4）と非製造業（56.8→58.9）ともに上昇し、根強い価格上昇圧力が引き続き意識された。ただし、輸送費や人件費等のコストは加速しておらず、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。

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

ISM製造業・非製造業指数の推移



(出所)CEIC

(注)シャドローは景気後退期。

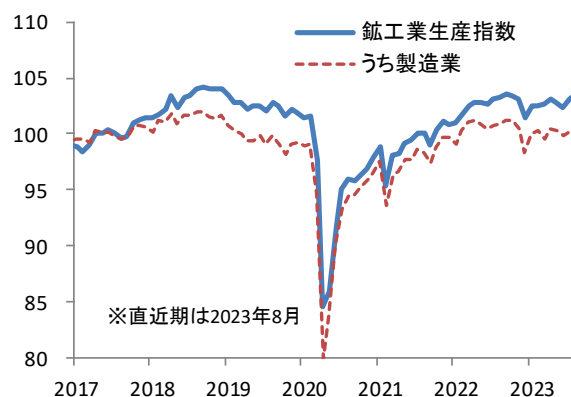
8月の鉱工業生産指数は、全体の8割弱を占める製造業が8月は前月比+0.1%と7月（+0.4%）に続き上昇し、全体でも上昇が続いた（7月前月比：+0.4%→8月：+0.1%）。ただ、製造業の生産指数は、財（モノ）への個人消費の停滞感を背景に、2022年以降の頭打ちした状況を脱する勢いはない。製造業の内訳を見ても、耐久財が、半導体製造装置などのPC・電子機器の生産増（+1.2%→+0.9%）が続いたことで8月は前月比+0.1%と辛うじて上昇したものの、自動車等の輸送機器（+3.3%→▲2.1%）が再び低下に転じるなど品目により区々な内容といえる。また、非耐久財についても、8月は前月比で+0.2%と7月（▲0.0%）からプラスに転じたが、繊維製品（+4.2%→▲2.4%）が再び低下に転じるなど、力強さに欠ける内容となった。

### 雇用情勢:コロナ過前の雇用環境に徐々に近づく

8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、7月（+15.7万人）から増加幅が拡大した。しかしながら、6月分と7月分の増加幅が速報値から下方修正<sup>2</sup>されたこともあり、6～8月の3か月平均でみると+15.0万人と、コロナ前の2019年平均の+16.3万人を下回った。雇用環境改善の目安とされる+15～20万人程度を保つものの、緩やかな減少基調が続いている（2022年6～8月：+43.0万人→2022年12～2023年2月：+32.0万人→2023年6～8月：+15.0万人）。業種別では、製造業を中心とした民間・生産部門（7月：+1.4万人→8月：+3.6万人）と政府部門（+0.2万人→1.3万人）の増加幅が拡大した。一方で、民間のサービス部門は、専門・事業サービス（▲2.0万人→+1.9万人）が増加に転じたほか、教育・医療（+10.2万人→+10.2万人）が引き続き堅調に増加した一方、輸送・倉庫（▲1.0万人→▲3.4万人）の減少幅が拡大したことなどにより、全体では概ね横ばいとなった（+14.1万人→+14.3万人）。ただ、3か月平均で見ると、底堅い労働需要が続く教育・医療とレジャーを除き、多くの業種で雇用者が減少ないしは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。

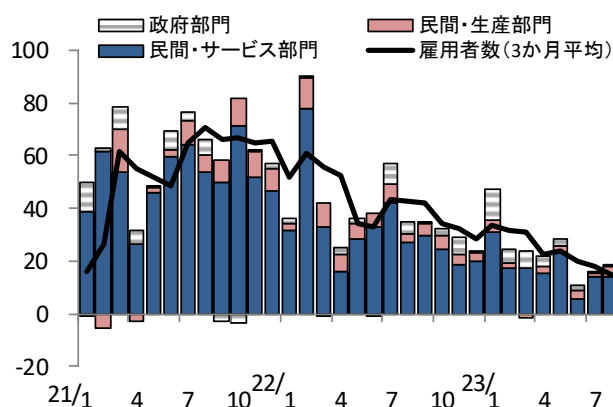
労働需給に関しては、8月の失業率は3.8%と7月（3.5%）

鉱工業生産指数の推移(2017年=100)



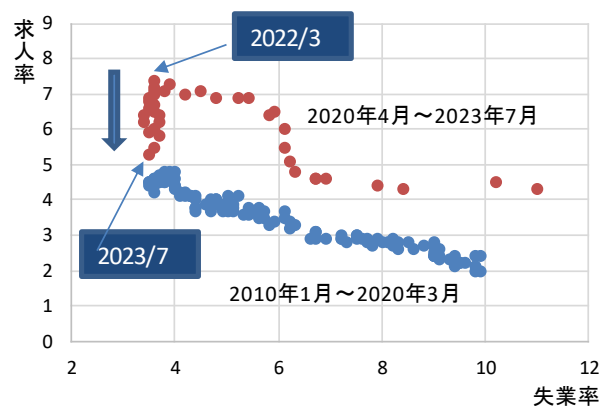
(出所)CEIC

非農業部門雇用者数(前月差、万人)



(出所)CEIC

UV曲線



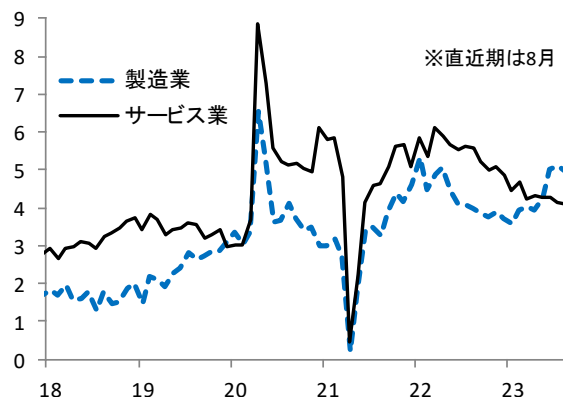
(出所)CEIC

<sup>2</sup> 6月分は+18.5万人から+10.5万人に、7月分は+18.7万人から+15.7万人に、それぞれ下方修正された。

から上昇した。ただ、これは、雇用者数の減少によるものでなく、8月の労働参加率が62.8%と7月の62.6%から上昇したことなどにより、労働供給が増加したことが背景である。また、企業の求人率（求人数／＜就業者数＋求人数＞）をみても、7月は5.3%と6月（5.5%）から低下し、コロナ前の水準（2019年平均：4.5%）に向けて低下基調にある。労働意欲の改善と企業の労働需要の鈍化が重なって、労働需給がひっ迫した状況は解消に向かい、コロナ禍前の雇用環境に戻りつつあると考えられる。

8月の民間部門の時給は、前年比が+4.3%と7月（+4.4%）から幾分低下した。業種別では、製造業（7月前年比：+5.1%→8月+5.0%）と建設業（+5.4%→+5.2%）の賃金の伸びが、幾分鈍化した。また、サービス業の賃金上昇率については、8月は同+4.1%と7月（+4.1%）から横ばいとなったものの、4～6月平均の+4.3%と比べると緩やかな鈍化が続いていることが確認された。サービス業の内訳をみると、金融・不動産（4～6月平均：+4.2%→7～8月平均：+5.1%）が加速し、卸・小売等（4～6月平均：+4.8%→7～8月平均：+4.8%）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。

民間企業の時給(前年比、%)

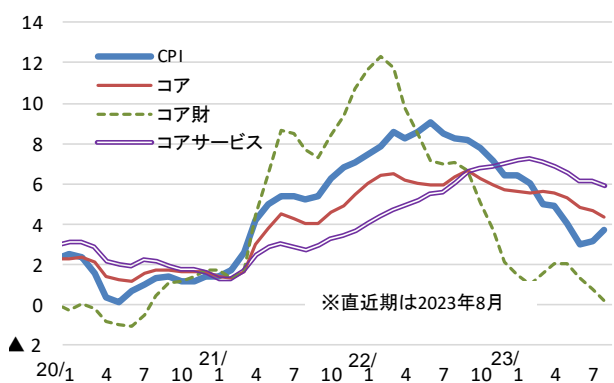


(出所)CEIC

**物価：エネルギー価格や一部の旅行関連が加速も、インフレ鈍化基調は維持**

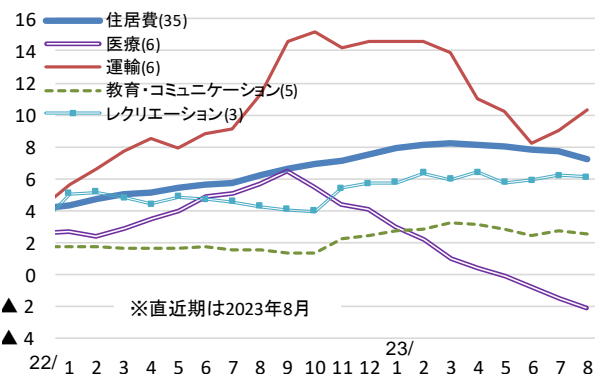
消費者物価指数（CPI）の前年比は、原油価格の上昇を受けてエネルギーのマイナス幅が大幅に縮小（7月前年比▲12.5%→8月▲3.6%）したことから、8月は+3.7%と7月（+3.2%）から上昇した。一方、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数は、8月の前年比が+4.3%と7月の+4.7%から引き続き低下した。コア指数は前月比でも約+0.3%と比較的低い伸びが保たれており、インフレ率の鈍化が続いていると判断できる。

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全体に占めるウエイト

コア指数におけるサービス（コアサービス）は、8月の前年比が+5.9%と2月の+7.3%を直近ピークに緩やかながら6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（6月前年比：+7.8%→7月：+7.7%→8月：+7.3%）。これは、低迷する

住宅市場の影響から、住居費に含まれる家賃（+8.3%→+8.0%→+7.8%）や帰属家賃（+7.8%→+7.7%→+7.3%）の上昇率が低下していることが背景である。一方で、住居費以外のサービスについては、医療サービス（▲0.8%→▲1.5%→▲2.1%）<sup>3</sup>のマイナス幅の拡大が続く一方で、運輸（+8.2%→+9.0%→+10.3%）の伸びが高まるなど、まだら模様となった。運輸の加速は、航空運賃や自動車保険など旅行需要と関係が深い品目が全体を押し上げたことが主因であり、夏場の需要の盛り上がりに影響した短期的なものと考えられる。ただ、底堅い需要がサービス価格の加速につながりやすく、インフレ沈静化に向けては一進一退の状況が続くことが改めて確認された。

コア指数のうち、財（モノ）の前年比は、8月は+0.2%と7月（+0.8%）から低下し、ほぼ前年と同じ水準まで伸びが鈍化した。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、中古車のマイナス幅が拡大した（6月前年比：▲5.2%→7月：▲5.6%→8月：▲6.6%）。世界的な供給制約が解消<sup>4</sup>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引き続き低いと考えられる。

### **景気見通し: 年末にかけて景気は停滞、政府閉鎖や自動車大手のスト長期化などの新たなリスクに注意**

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」）が夏場の個人消費を押し上げ、7~9月期の実質GDP成長率（前期比年率）は、巡航速度である+2%程度を超える伸びになる見込みである。

しかしながら、家計では、実質可処分所得が引き続きコロナ禍前のトレンド対比で低位で推移する中、夏場の堅調な個人消費もあって、強制貯蓄の取り崩しは再び加速したとみられる。個人消費は、この先、①強制貯蓄の減少、②消費者向けローンの利払い増、③学生ローン支払い再開<sup>5</sup>などを背景に、増勢が鈍化すると考えられる。また、一部の企業では、コロナ禍の超低金利で固定していた長期資金の借り換え時期が到来<sup>6</sup>し始めているとの見方から、現在の高金利の逆風が一段と広がるとみられる。企業の設備投資は、初夏にかけて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たが、今後は国内需要の鈍化と厳しい資金調達環境を背景に、減速する見込みである。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と予想する。さらに、景気を下押しするリスク要因として、2024年度政府予算審議の停滞に伴う政府機関の閉鎖<sup>7</sup>、自動車大手のストライキ拡大・長期化<sup>8</sup>の可能性が浮上している。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も変わっておらず、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だろう。

<sup>3</sup> 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。

<sup>4</sup> 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）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。

<sup>5</sup> 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。

<sup>6</sup> 低格付けの企業の借入期間は平均で4年程度との分析があり、2020年初めのコロナ禍発生前後に超低金利で固定した借入分の借り換え時期が到来し始めていると考えられる。

<sup>7</sup> 2018年12月22日からの35日間の政府機関閉鎖の際には、米議会予算局（CBO）の試算によると、2018年10~12月期の実質GDPを▲0.1%ポイント、2019年1~3月期実質GDPを▲0.2%ポイント押し下げるとされた。ただ、予算成立後は、適時的に給与が支払われるとみられるため、年度を通じた経済への影響は限定的。

<sup>8</sup> 10~12月にわたって自動車3大メーカーの全面ストが実施された場合、実質GDPに占める自動車・部品産業のシェア（約1%）および3大メーカーの生産台数のシェア（約40%、販売台数から試算）を踏まえると、10~12月期の実質GDPの前期比年率を▲0.4%程度下押しする可能性がある。