

米国経済：底堅い景気が長期金利の上昇を招き、新たな下押し要因に

米景気の柱である個人消費は、財(モノ)への需要を中心に9月も増勢を維持し、雇用情勢は、労働需給のひっ迫が解消に向かいながら、全体として良好さを保っている。景気の想定以上の底堅さや、増発に伴う国債の需給悪化を背景に、10月下旬にかけて長期金利は大幅に上昇した。このため、住宅市場では住宅ローン金利の上昇が需要を下押しし、企業の資金調達コストはさらに上昇したとみられる。また、個人消費は、可処分所得と比べ高めの水準が続いており、この先調整される可能性が高い。個人消費は、まずは低・中所得層を中心に、①家計貯蓄の減少、②学生ローンを含む各種ローンの返済負担の増加などを背景に減速し、住宅投資の低迷と設備投資の減少も加わることで、年末にかけて景気は停滞すると予想する。

個人消費：9月はサービス消費に増勢鈍化の動きあるも、財消費が再加速

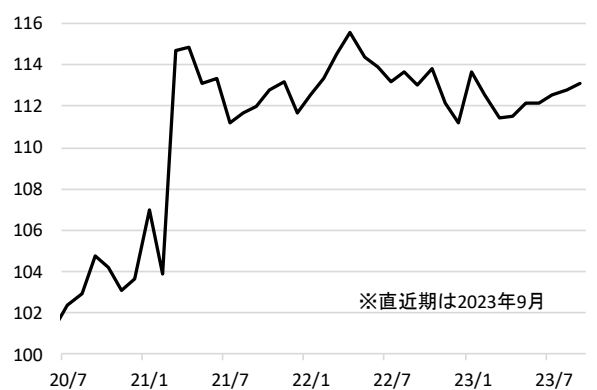
財(モノ)消費が中心となる小売・外食売上高は、インフレの影響を除いた実質ベース(セントルイス連銀試算)で、9月は前月比+0.3%と8月(+0.2%)から幾分伸びを高めた。内訳をみると、外食が堅調となったほか、自動車や飲食料品などへの支出が全体を押し上げたとみられる。財消費は、2021年春頃以降の水準を超えるほどの勢いはないものの、今夏は持ち直しの動きが続いた。

サービス消費について、個人消費支出(PCE)における実質サービス消費をみると、8月は前月比+0.2%と7月(+0.6%)から増勢が鈍化した。レクリエーションや交通サービスが底堅く推移した一方、公共料金関連への支払いが減少し、飲食・宿泊や金融サービスの伸びが鈍化した。9月は、飲食が前述の通り再び伸びを高めるとみられるが、宿泊は、ホテル専門の調査会社STR公表のホテル稼働率が前年からのマイナス幅を幾分広げており、増勢に鈍化の兆しがある。また、旅行需要についても、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8月から横ばいとなり、盛り上がりを欠いている。9月のサービス消費は、増勢が鈍化したことが見込まれる。

足元の底堅い個人消費は、所得水準が比較的高い層けん引しているとみられる。これらの層は、コロナ禍で蓄えられた潤沢な家計貯蓄(いわゆる「強制貯蓄」)が相応に残

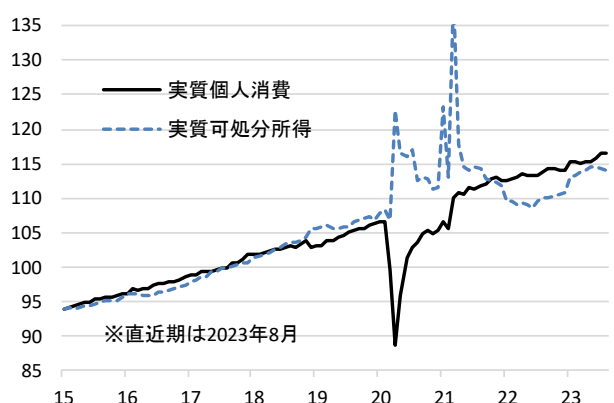
っていると考えられるほか、株価や住宅価格の下落による逆資産効果もさほど強まっておらず、今夏のイベント需要などを強めたと考えられる。ただ、コロナ禍前のバランスを基準とすると、現在の実質個人消

小売・外食売上高(実質ベース、2020年2月=100)



(出所)CEIC

実質個人消費と実質可処分所得(2015~19年=100)



(出所)CEIC

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。見直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。

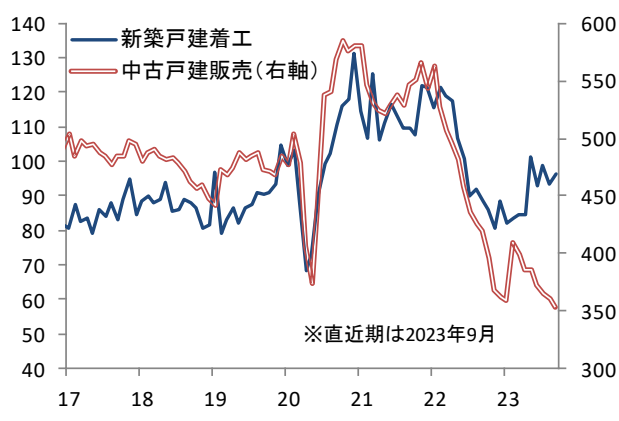
費は実質可処分所得から高い水準にある。すなわち、実質個人消費はコロナ禍前のトレンド線に逸早く復帰した一方、実質可処分所得は、雇用増やインフレ率の低下により今春にかけて一旦増加したが、その後は賃金上昇率が鈍化基調となり、トレンド線を2%程度下回る水準にとどまる。このため、家計全体では、住宅投資や将来のための貯蓄がコロナ禍前より増えづらい状況が続いていると解釈できる。

先行きは、個人消費が緩やかに減速することで、可処分所得との水準調整が進むことが見込まれる。既に低・中所得層では、強制貯蓄による下支えが消えつつあるとみられ、10月のベージュブックなどでも消費活動が鈍っていると報告されている。今後は、利用が増加するクレジットカードなどの返済負担や学生ローンの返済再開¹による下押し圧力が強まり、雇用情勢も緩やかに悪化することで、年末にかけて個人消費は減速すると予想する。

住宅投資:住宅ローン金利の急上昇で、需要は底割れ

9月の住宅市場は、住宅ローン金利の上昇を受けて、需要が一段と落ち込んだ。中古戸建販売は、9月は前月比▲1.9%と8月(▲1.4%)に続き減少し、2月から7か月連続の減少となった。中古戸建販売は直近のボトムであった2023年1月を下回り、悪化に歯止めが掛かっていない。販売不振もあって、中古住宅の在庫水準は、販売件数の3.3か月分と6月の2.8か月分を底に持ち直しているものの、コロナ前(2019年平均3.9か月分)と比べてまだ低い。このため、底堅い住宅供給ニーズが残っているとみられ、住宅着工戸数(戸建て)が前月比+3.2%と、8月(▲5.6%)から持ち直した。

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

10月入り後も、住宅市場に下押し圧力がかけられ続けていると考えられる。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、2000年以来となる7%台半ばまで急上昇している(9月15日:7.2%→10月20日:7.6%)。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、10月中旬にかけて一段と低下し(1~6月平均:215→9月平均:186→10月13日:167)、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10月は40ポイントと9月(44)からさらに低下した。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:9月は製造業が持ち直す一方、非製造業の需要鈍化が懸念

9月の企業マインドは、製造業の改善が続く一方で、非製造業は需要の鈍化を背景に幾分悪化した。製造業のマインドを示すISM製造業指数は、9月は49.0と8月の47.6から引き続き上昇した。内訳を見ると、生産状況を示す「生産」(8月:50.0→9月:52.5)と需要の強さを示す「新規受注」(46.8→49.2)はいずれも改善し、労働需要を示す「雇用」(48.5→51.2)も持ち直した。指数全体では好不況の境目である

¹ 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。

50 に近づいてきており、製造業のマインドは改善傾向にある判断できる。一方、ISM 非製造業指数は、9 月は 53.6 と 8 月の 54.5 から幾分低下した。内訳を見ると、「事業活動」(57.3→58.8) は改善したものの、「新規受注」(57.5→51.8) が大幅に悪化した。「新規受注」の悪化は、夏場の旅行需要やイベント需要が一巡したこと示唆している可能性がある。こうした中、価格動向に影響する製造業の「仕入れ価格」については、上述の通り雇用面の改善や「入荷遅延」(48.6→46.4) の改善などを背景に、9 月は 43.8 と 8 月 (48.4) から大幅に低下し、価格上昇圧力が一段と弱まっている。非製造業の 9 月の仕入れ価格は (49.8→49.8) は横ばいとなったが、輸送費や人件費等のコストが比較的抑えられていることを背景に、価格の伸び鈍化の動きは保たれていると考えられる。

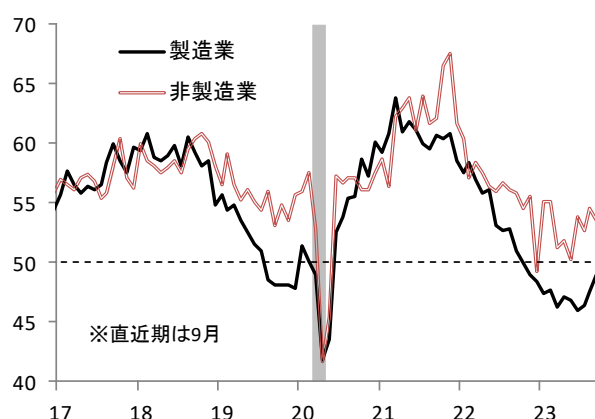
9 月の鉱工業生産指数は、全体の 8 割弱を占める製造業 (8 月前月比: ▲0.1%→9 月: +0.4%) が持ち直したことが主因となり、指数全体で上昇した (+0.0%→+0.3%)。製造業は、財 (モノ) への個人消費が 9 月に復調したことを受けて、耐久財では輸送機器 (▲2.0%→+0.5%)、非耐久財ではプラスチック・ゴム製品 (▲0.2%→+1.7%) などを中心に上昇した。また、世界的な供給不足を補うために原油や天然ガスの輸出が増加し、鉱業の上昇が続いた (+0.2%→+0.4%) ことも全体を押し上げた。

雇用情勢: 労働需要は再び増加するも、過熱感はない

9 月の雇用統計 (事業所調査) では、民間部門 (8 月: +17.7 万人→9 月: +26.3 万人) と政府部門 (+5.0 万人→7.3 万人) のいずれも前月からの雇用者数の増加幅が拡大し、非農業部門全体の 9 月の増加幅は +33.6 万人と、8 月 (+22.7 万人) から拡大した。民間部門は、建設 (+3.6 万人→+1.1 万人) を中心に生産部門 (+4.7 万人→+2.9 万人) のプラス幅が縮小したものの、レジャー (+4.4 万人→+9.6 万人)、卸小売・輸送・公共 (▲1.7 万人→+4.5 万人) などのサービス業の伸びが全体を押し上げた。

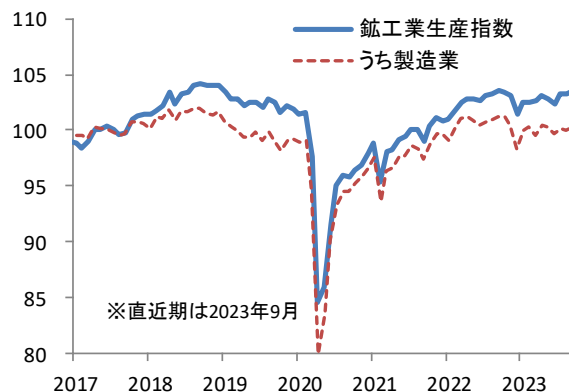
ただ、同時に公表された雇用統計 (家計調査) では、上記の事業所調査と異なり、9 月の雇用者数の増加幅は +8.6 万人と、8 月 (+22.2 万人) から大幅に縮小し

ISM 製造業・非製造業指数の推移



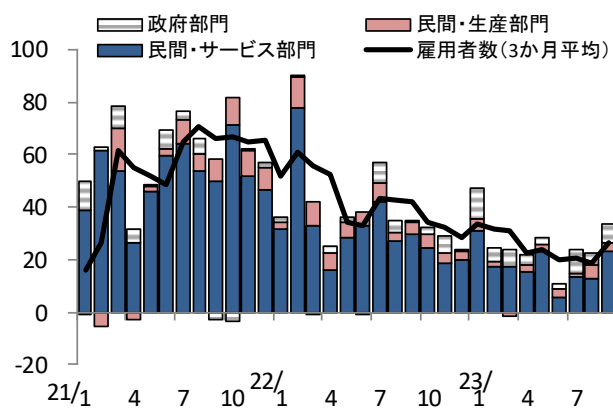
(出所) CEIC
(注) シャドーは景気後退期。

鉱工業生産指数の推移 (2017年=100)



(出所) CEIC

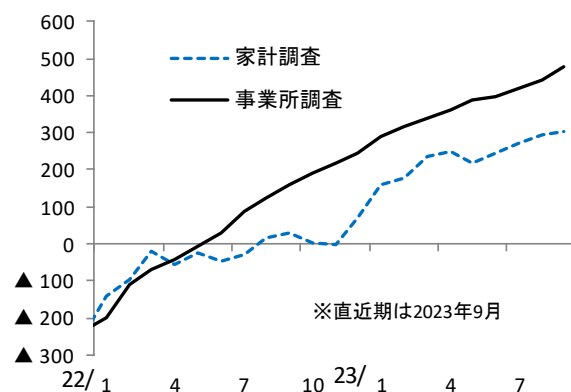
非農業部門雇用者数 (前月差、万人)



(出所) CEIC

た。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ている可能性がある。また、雇用統計（家計調査）によると、7月以降は、パートタイムの社員が増加（7月：+97.2万人→8月：+3.2万人→9月：+15.1万人）する一方で、給与水準が相対的に高いフルタイムが減少（▲58.5万人→▲8.5万人→▲2.2万人）している傾向があり、所得面でも増加ペースが抑えられている可能性がある。事業所調査に示されるほど、9月の雇用情勢は過熱していないと評価できる。

2020年1月からの雇用者数の変化(万人)

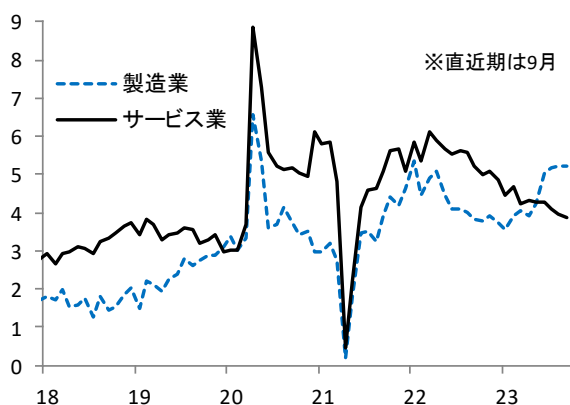


(出所)CEIC

労働需給に関しては、9月の労働参加率は62.8%と8月（62.8%）と同様に比較的高い水準となり、旺盛な労働供給が維持された。この結果、9月の失業率は3.8%と8月（3.8%）から横ばいとなった。企業の求人率（求人件数/＜就業者数+求人件数＞）は、8月は5.8%と7月（5.4%）から上昇したが、2022年春をピークに、コロナ前の水準（2019年平均：4.5%）に向けて低下基調にある（1～3月平均：6.1%→4～6月平均：5.8%→7～8月平均：5.6%）。労働意欲の改善を背景に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。

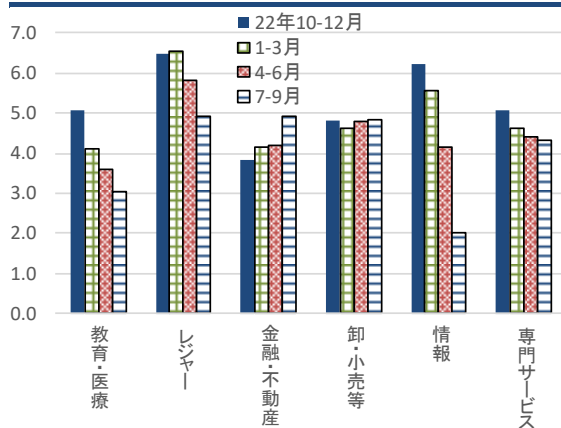
9月の民間部門の時給は、前年比が+4.2%と8月（+4.3%）から幾分低下した。前月比ベースでみると9月は+0.2%（前期比年率+2.5%）と8月（前月比：+0.2%、前月比年率+2.9%）と同様に、コロナ禍前の伸び（前年比の2019年平均：+3.3%）を下回るほど抑制されている。業種別では、製造業の賃金の伸びが横ばい（8月前年比：+5.2%→9月+5.2%）となった一方、サービス価格と関連の深いサービス業の賃金は伸びの鈍化が続いている（+4.0%→+3.9%）。サービス業の内訳をみると、金融・不動産（4～6月平均：+4.2%→7～9月平均：+4.9%）が加速し、卸・小売等（4～6月平均：+4.8%→7～9月平均：+4.8%）は上昇率の鈍化に服感があるが、その他の業種では上昇率の鈍化が続いている。労働需給のひっ迫感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

サービス業の時給(前年比、%)



(出所)CEIC

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/>

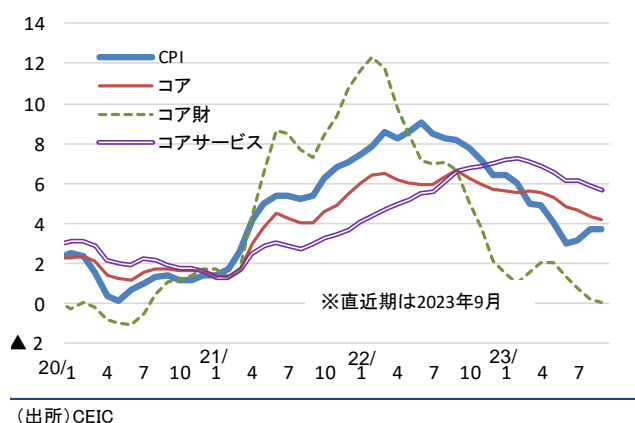
物価：財価格の伸び抑制が寄与し、インフレ鈍化基調続く

消費者物価指数（CPI）の9月の前年比は、多くの品目でプラス幅が縮小したものの、エネルギーのマイナス幅縮小（8月前年比▲3.6%→9月▲0.5%）が全体を押し上げ、指数全体では8月から横ばいとなった（+3.7%→+3.7%）。一方、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数は、9月の前年比が+4.1%と8月の+4.3%から低下した。コア指数の前年比の低下は6か月連続であり、前月比も約+0.3%と比較的低い伸びが保たれていることから、インフレ率は緩やかな低下基調にあると判断できる。

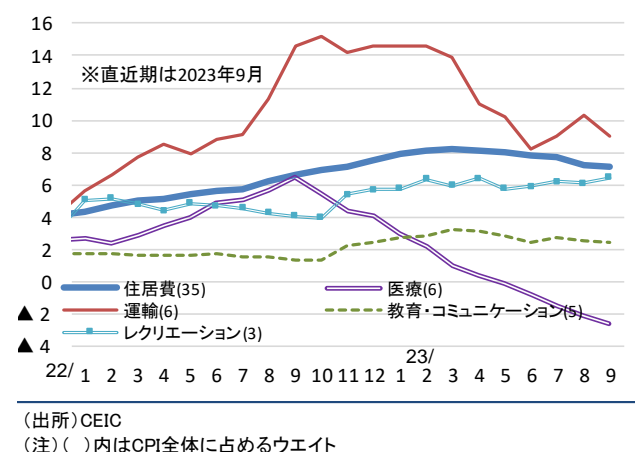
コア指数のうち、財（モノ）の前年比は、9月は+0.0%と8月（+0.2%）から引き続き低下した。前月比で見ると、4か月連続でマイナスであり、物価全体の伸び鈍化に大きく寄与している。衣料品や新車など幅広い品目で価格の伸びが抑えられ、中古車はマイナス幅が拡大した（7月前年比：▲5.6%→8月：▲6.6%→9月：▲8.0%）。世界的な供給制約が解消³し、製造コストが比較的安定していることを踏まえると、財価格の伸びは、FRBのインフレ目標である+2%の上昇率を超えていく可能性は引き続き低いと考えられる。

コア指数におけるサービス（コアサービス）は、9月の前年比が+5.7%と2月の+7.3%を直近ピークとして7か月連続で伸びが鈍化した。ただ、前年比の低下ペースは一段と緩やかになり、前月比では、9月は+0.6%と8月（+0.4%）から加速した。サービス分野のインフレ沈静化に向けては一進一退の状況が続いており、底堅いサービス需要が価格の加速につながらないか、引き続き注意が必要である。内訳を見ると、コアサービスの半分強のシェアを占める住居費（家賃、帰属家賃等）の前年比の伸び縮小が緩やかにとどまった（8月前年比：+7.3%→9月：+7.2%）。もっとも、民間業者が把握する新規契約分の家賃⁴の前年比は、既にコロナ禍前と同様の伸びまで低下している。既存契約分の家賃を多く含むCPI

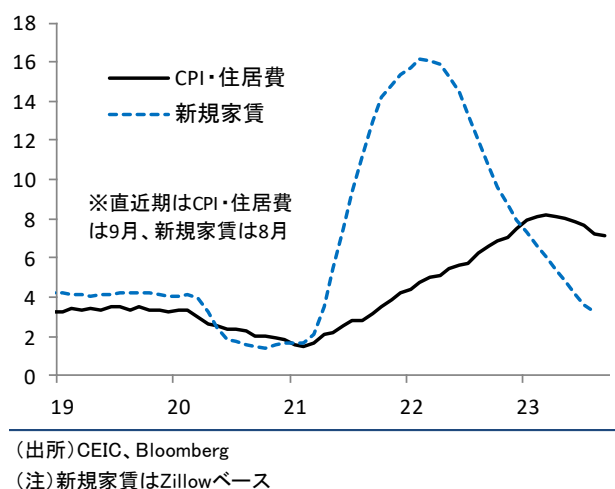
インフレ率の推移(前年比、%)



コアサービス(前年比、%)



住宅価格と新規家賃(前年比、%)



³ 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。

⁴ 米国の最大不動産ポータル Zillow による新規契約の家賃の前年比は、2022年2月の+16.1%をピークに、今年の8月には+3.3%まで低下しており、コロナ禍前（2019年平均）の約4%の伸びを下回っている。

の住居費は、新規契約分の家賃の動きについていく形で、着実にプラス幅を縮めていくとみられる。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（+6.1%→+6.4%）などが伸びを高めたが、賃金上昇率の鈍化などコスト上昇圧力は和らいでおり、需要鈍化に伴って価格の伸びは再び鈍化するだろう。

金融政策：長期金利上昇が金融引き締めを代替するとの考え広がる

FRB 高官からは、最近の長期金利の上昇⁵が FRB による金融引き締めを代替するとして、追加利上げに対して慎重な見方を示す情報発信が増加している。パウエル議長による 10 月 19 日の講演でも、「長期金利の上昇が金融環境を引き締めている」と言及があり、「金融政策運営を注意深く進める」との発言と併せ、金融市場で広がる 10 月 31 日～11 月 1 日 FOMC での追加利上げ見送り観測を追認したと考えられる。

当社では、先行きの金融政策について、追加利上げの実施は見送られ、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。また、FRB は、足元の堅調な景気が高インフレの長期化につながることを懸念しつつも、過度な金融引き締めに関するリスクにも言及し、相反するリスクのバランスを取る姿勢を強めている。長期金利の高止まりが続き、景気下押しの影響が強まる懸念されれば、追加利上げの可能性を排除するなどして先行きの政策金利に関する不確実性を減らし、長期金利の抑制を図る可能性があるだろう。

景気見通し：長期金利上昇も下押し要因となり、年末にかけて景気は停滞

米国経済は、7～9 月期は個人消費の増勢が強まり、実質 GDP 成長率（前期比年率）は、巡航速度である+2%程度を大幅に超える伸びになる見込みである。また、雇用情勢は、労働需給のひっ迫が解消に向かう中で賃金上昇率が鈍化しつつも、雇用者数の伸びが堅調に推移するなど良好さを維持している。これまでの大幅な利上げにもかかわらず、景気は底堅い状況が続いている。

ただ、先行きを展望すると、2023 年末にかけて景気は減速に向かうと予想される。個人消費は、①強制貯蓄の減少、②クレジットカードローンなどの返済増、③10 月からの連邦学生ローン返済再開などがあるも、雇用情勢の悪化に伴って、増勢が鈍化すると見込む。また、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。さらに、長期金利の上昇が、新たな景気下押し要因となる。住宅市場では、住宅ローン金利の上昇が需要を一段と下押しすることが見込まれ、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⁶し始めているとの見方から、長期金利上昇による逆風が強まることが想定される。

以上を踏まえ、2023 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は+0%台まで落ち込み、景気は停滞すると予想する。さらに、景気を下押しするリスク要因として、自動車大手のストライキ拡大・長期化、2024 年度政府予算審議の停滞に伴う政府機関の閉鎖⁷の可能性が燻っている。これらの影響が強まれば、景気が失速する可能性があることには引き続き注意が必要だろう。

⁵ 詳細は 2023 年 10 月 20 日付 Economic Monitor 「米国経済：長期金利急上昇、想定を上回る景気と国債の需給悪化が背景」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2455/>

⁶ 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。

⁷ 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。