

## 米国経済：インフレ鈍化が着実に進み、景気鈍化の動きも散見

米国経済は、10月以降、個人消費、住宅市場、企業のマインドや生産動向など、幅広く景気鈍化の動きが確認される。夏場の過熱気味の需要増からの反動減に加え、自動車大手のストライキが寄与したとみられるが、それらの影響を除いても景気の増勢は弱いと考えられる。今後も、①雇用情勢の悪化による可処分所得の伸び鈍化、②家計や企業の厳しい資金調達環境などにより、景気減速が続くだろう。ただし、雇用情勢の悪化は緩やかで、消費性向に影響する家計資産の価値下落も軽微にとどまることから、米国経済の柱である個人消費の腰折れは避けられると見込む。こうした中、物価は、財(モノ)とサービスのいずれも、伸びの鈍化が着実に進む。FRBは、高インフレが長期化するリスクへの警戒感を維持するが、ソフトランディング実現のため、過度な金融引き締めリスクとのバランスを取る姿勢を強めていくと予想する。

### 7～9月期 GDP: 堅調な個人消費を背景に加速

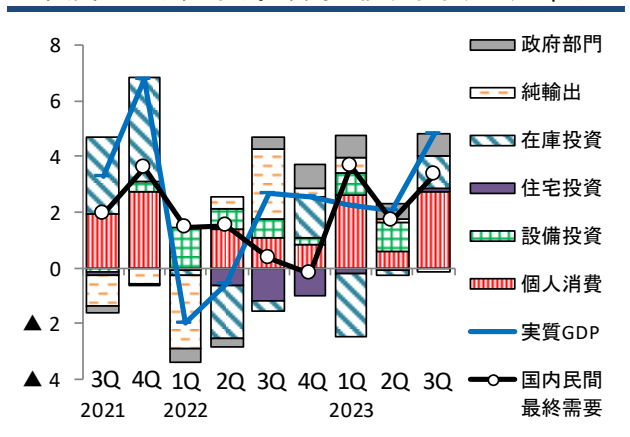
7～9月期の実質GDP成長率は、前期比年率で+4.9%と4～6月期の+2.1%から加速し、米国の巡航速度(+2%程度)を大幅に上回った。また、国内民間最終需要<sup>1</sup>も、7～9月期は+3.3%と4～6月期の+1.7%から増勢が強まり、堅調な伸びとなった。

主な需要動向をみると、景気の柱である個人消費は、夏のイベント関連需要が全体を押し上げ、7～9月期は+4.0%と4～6月期の+0.8%から大幅に加速した。個人消費の内訳は、サービス消費(4～6月期前期比年率+1.0%→7～9月期+3.6%)が、飲食や海外旅行費、光熱費などを中心に底堅く推移したほか、財消費(+0.5%→+4.8%)も、自動車関連や衣服、娯楽品の持ち直しやAV機器などに対する堅調な需要を背景に加速した。また、住宅投資は、在庫不足を補う動きから持ち直した(▲2.2%→+3.9%)。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の優遇税制措置などに関連した需要の伸びが一服し、幾分減少した(+7.4%→▲0.1%)。

### 個人消費: ローン金利上昇の影響などから財(モノ)の消費が減速

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、10月は前月比▲0.2%と9月(+0.5%)から減少した。4月以降に6か月連続で増加してきたが、2021年春以降の水準を超える勢いはなく、頭打ちとなった。内訳をみると、ヘルスケアや飲食料品などの増加が続いたものの、外食の増勢が弱まったほか、家具、スポーツ・玩具、自動車関連が減少しており、全体として消費者の慎重姿勢の強まりが窺える。家計の利払い負担が増加している中で、ローン金

実質GDP成長率(季節調整値、年率、%、%pt)



(出所)CEIC

<sup>1</sup> 国内民間最終需要=個人消費+設備投資+住宅投資とした。

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。

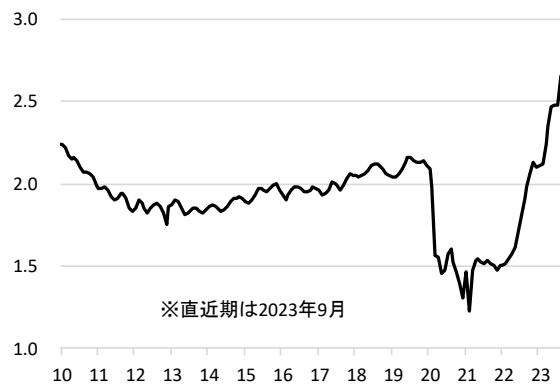
利の高止まりが続いていることも、自動車や家具などの高額商品への消費手控えを招いているとみられる。

小売・外食売上高(実質ベース、2020年2月=100)



(出所)CEIC

家計の利払負担(対可処分所得比、%)



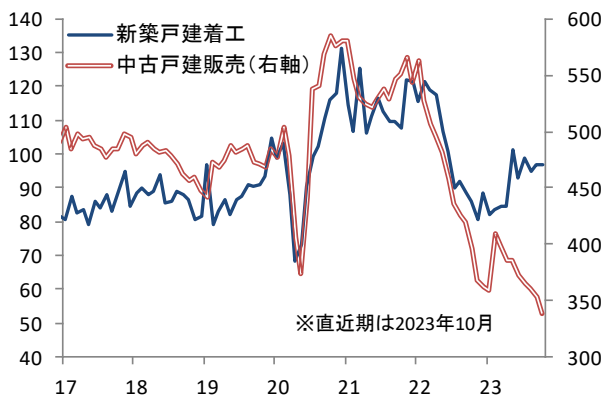
(出所)CEIC

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、9月は前月比+0.3%と8月（+0.1%）から増勢が強まった。海外旅行費や飲食、ヘルスケアが堅調で全体を押し上げた。ただ、10月は、サービス消費を押し上げてきた旅行関連に関して、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、宿泊サービスに減速の兆しがある。また、航空需要は、米国運輸保安局（TSA）公表の10月の航空機利用者数の前年からの伸びが9月と概ね同じであり、加速感はない。10月のサービス消費は、堅調であった9月の反動もあり、増勢が鈍化していると考えられる。

### 住宅投資：在庫不足による供給ニーズと対照的に、販売の悪化続く

10月の住宅市場は、住宅ローン金利の上昇を受けて一段と悪化した。中古戸建販売は、10月は前月比▲4.2%と2月から8か月連続の減少となり、落ち込みに歯止めが掛からない状況にある。販売不振もあって、中古住宅の在庫は、販売件数の3.5か月分と6月の2.8か月分を底に急速に持ち直しているものの、コロナ禍前（2019年平均3.9か月分）と比べてまだ低い水準にある。このため、底堅い住宅供給ニーズが残っているとみられ、10月の住宅着工戸数（戸建て）は前月比+0.2%と、9月（+2.1%）に続いてわずかに増加した。

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

11月入り後も、住宅市場には下押し圧力が続いている。国債の長期利回りの上昇が一服したことを受けて、30年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）は幾分低下したものの（10月20日：7.6%→11月17日：7.4%）、依然として2000年以来となる高水準にある。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月中旬から低位のまま推移し（1～6月平均：215→9月平均：186→10月13日：167→11月10日：171）、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11月は34ポイントと10月（40ポイント）から一段と悪化した。住宅市場の改善は、住宅ローン金利の低下を待つ必要がある。

## 企業部門：製造業のマインドが再悪化、非製造業も引き続き不安定な状況

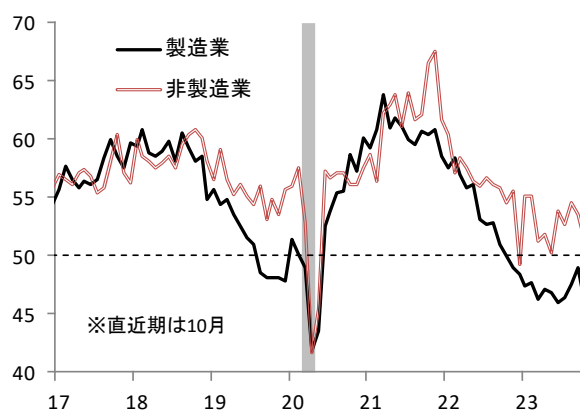
10月の企業マインドは、製造業と非製造業のいずれも悪化した。製造業のマインドを示すISM製造業指数は、10月は46.7と9月の49.0から悪化した。内訳を見ると、生産状況を示す「生産」（9月：52.5→10月：50.4）と需要の強さを示す「新規受注」（49.2→45.5）はいずれも悪化し、労働需要を示す「雇用」（51.2→46.8）も悪化した。ISM製造業指数は、9月にみられた持ち直しの動きが止まり、好不況の境目である50を1年連続で下回りマインドの冷え込みが長期化している。また、ISM非製造業指数も、10月は51.8と9月の53.6から低下した。内訳を見ると、「新規受注」（51.8→55.5）は改善したものの、「事業活動」（58.8→54.1）と「雇用」（53.4→50.2）の低下が全体を押し下げており、夏場の旅行需要やイベント需要が一巡したことの影響が出ていると考えられる。こうした中、製造業では、価格動向に影響する「仕入れ価格」が10月は45.1と6か月連続で50を下回り、価格上昇圧力の弱まりが続いている。非製造業の10月の仕入れ価格は58.9と9月（58.6）から概ね横ばいであったが、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。

10月の鉱工業生産指数は前月比で▲0.6%と9月（+0.1%）から低下した。これは、自動車大手のストライキを受けて輸送機器（▲0.2%→▲6.0%）が大幅に落ち込み、全体の8割弱を占める製造業（9月前月比：+0.2%→10月：▲0.7%）が落ち込んだことが主因である。このため、ストライキが終了した11月以降はある程度の反発が見込まれる。ただ、製造業では耐久財と非耐久財ともに全体として伸びが鈍化ないしは低下しており、半導体の供給制約解消により回復を続けるPC・電子機器を除き、製造業の生産の増勢は弱いと考えられる。

## 雇用情勢：労働需要と賃金の伸びがともに鈍化

10月の雇用統計（事業所調査）では、民間部門（9月：+24.6万人→10月：+9.9万人）の増加幅が縮小したことを主因に、非農業部門全体の10月の増加幅は+15.0万人と、9月（+29.7万人）から縮小した。良好な雇用情勢を示す15～20万人程度の伸びが続いているが、労働需要が再加速し、労働需給のひっ迫が長引く懸念は和らいだ。内訳をみると、民間部門は、自動車大手のストライキの影響もあり製造業（+1.4万人→▲3.5万人）が減少し、生産部門（+2.8万人→▲1.1万人）がマイナスに転じた。また、サービス部門でも、レジャー（+7.4万人→+1.9万人）、卸小売・輸送・公共（+4.3万人→▲0.1万人）を中心に、幅広い部門で増加幅が縮小ないし減少に転じており、サービス部門全体における10月の増加幅は+11.0万人と9月（+21.8万人）から大幅に鈍化した。

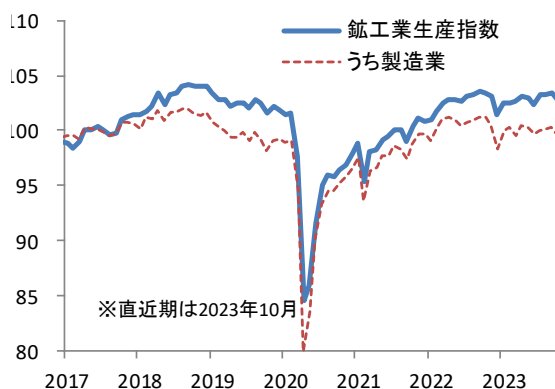
ISM製造業・非製造業指数(%)



(出所)CEIC

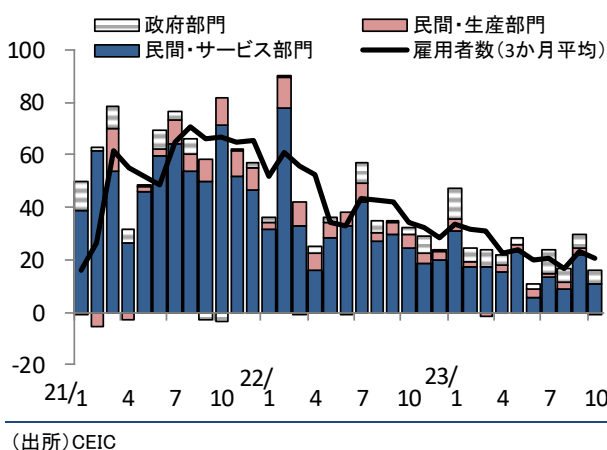
(注)シャドーは景気後退期。

鉱工業生産指数の推移(2017年=100)

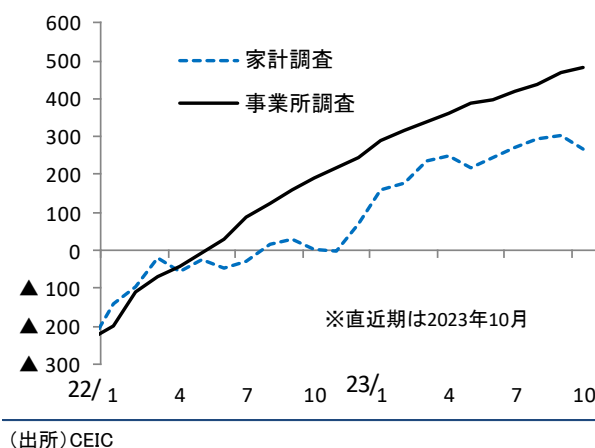


(出所)CEIC

非農業部門雇用者数(前月差、万人)



2020年1月からの雇用者数の変化(万人)



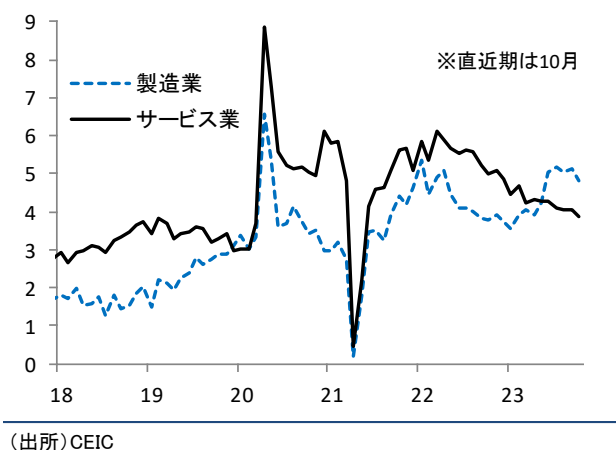
また、同時に公表された雇用統計(家計調査)では、上記の事業所調査と異なり、10月の雇用者数は9月対比▲348万人と大幅に減少した。家計調査の雇用者数の伸びは事業所調査を大幅に下回る状況が続いているが、家計調査は事業所調査と違い自営業者も計上するなどの特徴がある<sup>2</sup>ことから、自営業を廃業して企業での働き口を求める動きがスムーズに進んでいないことが考えられる。雇用情勢は、事業所調査で示された結果より悪化している可能性があることには注意が必要であろう。

労働供給について、10月の労働参加率は62.7%と9月(62.8%)から幾分低下したものの、比較的高い水準を維持した。旺盛な労働供給に対して労働需要が鈍化したことから、10月の失業率は3.9%と9月(3.8%)から幾分上昇した。失業率は今年前半の3.5%程度から年後半入り後は緩やかに上昇しており、雇用情勢が徐々に悪化している。また、企業の求人率(求人件数/〈就業者数+求人件数〉)は、9月は5.7%と8月(5.7%)から横ばいとなったが、2022年春の7%超をピークに、コロナ禍前の水準(2019年平均:4.5%)に向け低下基調を維持している(1~3月平均:6.1%→4~6月平均:5.8%→7~9月平均:5.6%)。労働意欲の改善を背景に、労働需給のひっ迫は解消に向かい、コロナ禍前の雇用環境に戻りつつあると考えられる。

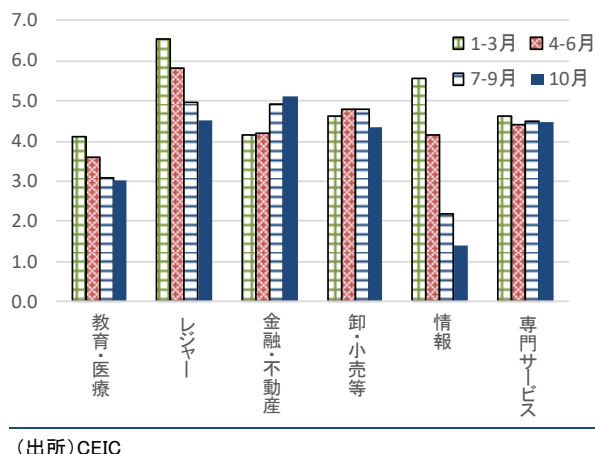
10月の民間部門の時給は、前年比が+4.1%と9月(+4.3%)から低下した。10月の時給は前月比年率では+2.5%と低く、3か月前比年率でも+3.2%と、コロナ禍前の伸び(前年比の2019年平均:+3.3%)と同様の伸びとなった。業種別では、製造業の賃金の伸びが低下し(9月前年比:+5.1%→10月+4.8%)、サービス価格と関連の深いサービス業の賃金の伸びも鈍化した(+4.1%→+3.9%)。サービス業の内訳をみると、金融・不動産(7~9月平均:+4.9%→10月:+5.1%)や専門サービス(+4.5%→+4.5%)は上昇率の鈍化に一服感があるが、その他の業種では伸びの鈍化が続いている。労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。

<sup>2</sup> 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/>

民間企業の時給(前年比、%)



サービス業の時給(前年比、%)



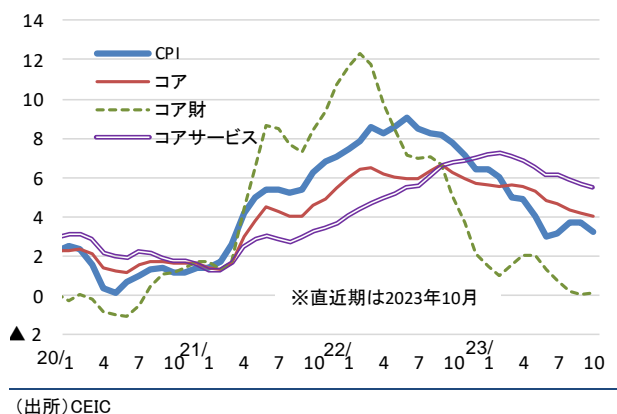
**物価：サービス価格の伸び鈍化が進む**

消費者物価指数 (CPI) の10月の前年比は、エネルギーのマイナス幅が再び拡大 (9月前年比▲0.5%→10月▲4.5%) したことが全体を押し下げ、指数全体では9月から低下した (+3.7%→+3.2%)。また、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数も、10月の前年比が+4.0%と9月の+4.1%から幾分低下した。コア指数の前年比の低下は7か月連続であり、前月比も約+0.2%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、10月は+0.1%と9月 (+0.0%) から幾分上昇したものの、引き続き低水準となった。前月比で見ると、10月は▲0.1%と5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。中古車や新車の価格が前月から下落したほか、衣料品など幅広い品目で価格の伸びが抑えられた。世界的な供給制約が解消<sup>3</sup>し、原油価格が落ち着くなど製造コストが安定していることを踏まえると、財価格の伸びが、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。

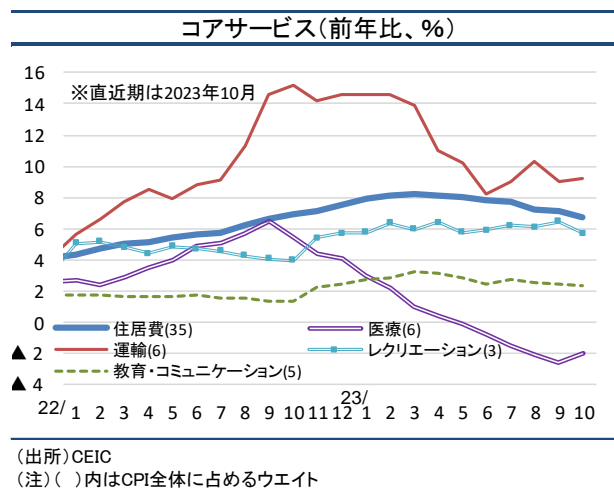
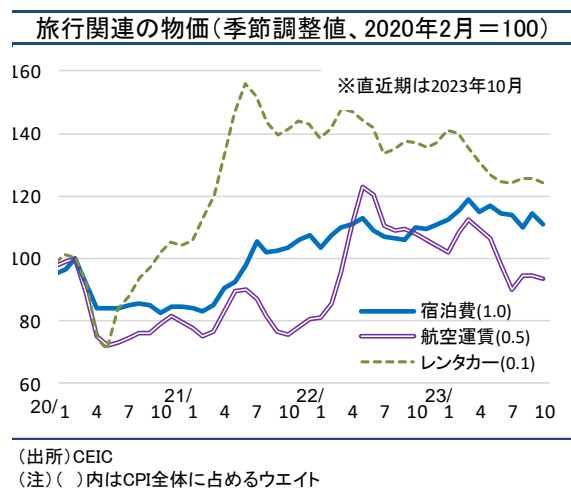
コア指数におけるサービス (コアサービス) は、10月の前年比が+5.5%と9月 (+5.7%) から低下した。2月の+7.3%を直近ピークとして7か月連続の伸び鈍化となり、前月比でも、10月は+0.3%と6月以来の低い伸びとなった。内訳を見ると、宿泊費 (9月前年比：+8.0%→10月：+0.8%) の前年比が大幅に低下したほか、レンタカー (▲8.6%→▲9.6%) や航空運賃 (▲13.4%→▲13.2%) などは大幅なマイナスが続き、旅行関連の需給ひっ迫が解消に向かい価格が落ち着きつつあることが窺える。また、コアサービスの半分強のシェアを占める住居費 (家賃、帰属家賃等) は、前述の宿泊費の伸び鈍化に加え、住居費の多くを占める家賃、帰属家賃も緩やかに伸びが鈍化したことで、10月の前年比は+6.7%と9月 (+

インフレ率の推移(前年比、%)



<sup>3</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き、10月は過去最低となる▲1.74となった。

7.2%) から低下した。民間業者が把握する新規契約分の家賃の前年比は既にコロナ禍前と同様の伸びまで低下しており、既存契約分の家賃を多く含む CPI の住居費は、新規契約分の家賃の動きについていく形で、今後も着実にプラス幅を縮めていくとみられる<sup>4</sup>。さらに、住居費以外のサービスについても、医療サービスは全体を押し下げてきた医療保険<sup>5</sup>の価格下落の影響が一巡したことでマイナス幅が縮小したものの、それ以外の品目は、レクリエーション (+6.4%→+5.7%) を中心に伸びが縮小ないしは概ね横ばいとなった。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が鈍化基調にあると考えられる。



## 金融政策：11月FOMCは2回連続となる金利据え置き、長期金利など金融環境の影響にも配慮

10月31日～11月1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。政策金利の据え置きは9月FOMCに続いて2回連続となる。声明文では経済および雇用情勢の評価が上方修正されたほか、FRBのパウエル議長はFOMC後の記者会見で、「金融政策が十分に景気抑制的であるとは確信していない」とも述べ、追加利上げの可能性を残した。また、「焦点は金融政策がどのくらいの期間、景気抑制的であり続けなければならないか」と述べ、金融引き締め期間の長期化を示唆した。

一方、パウエル議長は「長期金利の上昇やドル高、株安などの金融環境の引き締めは、将来の金融政策に影響を与え得る」と述べた。これは、複数のFRB高官が述べている「大幅な長期金利上昇が追加利上げの代替となり得る」と同様な考えであり、これまで示してきた「累積的な利上げの効果を精査する必要がある」の方針と併せて、今回のFOMCにおける追加利上げ見送りの理由になったと考えられる。

FRBは、底堅い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。当社では、FRBは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、過度な金融引き締めが景気を必要以上に損ねるリスクに配慮し、結果的に追加利上げの実施を見送ると予想する。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見込む。

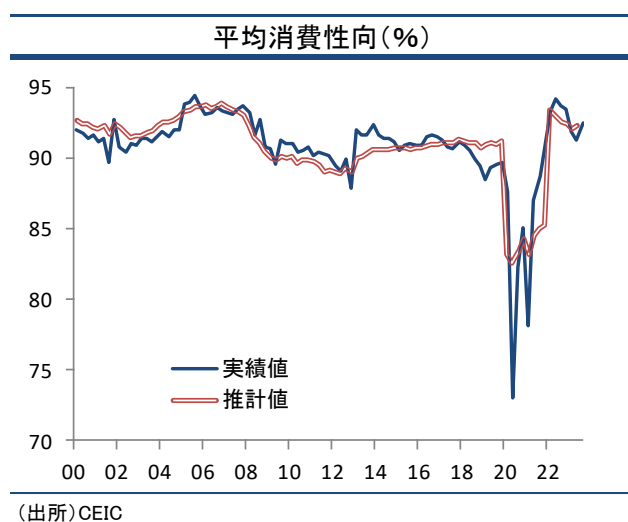
<sup>4</sup> 詳細は、2023年10月25日付 Economic Monitor 「米国経済：底堅い景気が長期金利の上昇を招き、新たな下押し要因に」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2460/>

<sup>5</sup> 医療保険は保険会社の利益を元に試算され、昨年10月から価格下落が続いてきた。今年の10月はその影響がなくなるほか、算出方法も変更されたことから、医療保険は価格が上昇した。

## 景気見通し：米国経済の柱である個人消費が緩やかに減速

米国経済を展望すると、夏場まで底堅く推移してきた国内需要が減速に転じ、今年末から 2024 年前半にかけて景気は停滞すると予想する。

まず、国内需要の大半を占める実質個人消費について、これを構成する、①実質可処分所得と②消費性向（所得に占める消費の割合）のいずれも下押し方向に寄与していくと見込む。①実質可処分所得は、(a) 雇用者数に (b) 1 人当たりの実質賃金を乗じて算出できるが、(a) 雇用者数の前月からの伸びは、雇用者数全体と比べて前期比年率で+1%強となる+15 万人程度まで落ち込むだろう。また、(b) 1 人当たりの実質賃金についても、このところの賃金の伸び鈍化の動きを受けて横ばいが続き、(a) と併せて、①実質可処分所得の伸びは前期比年率で+1%強が続くと予想する。また、②消費性向は、(c) 実質可処分所得と (d) 実質家計資産とある程度のある関係があることが統計的に確認できる（下図表）<sup>6</sup>。このうち、(c) の実質可処分所得の増加が緩やかに消費性向を押し下げる（ラatchet効果）中で、(d) 実質家計資産の内訳となる株式等の実質ベースの資産価値が足元で調整したことで、消費性向には下押し圧力がかかっていると考えられる。また、これとは別に、前述の家計の利払い負担の増加も消費性向を低下させる。



### 消費性向における各決定要因の弾性値

2010/1Q~2023/2Q	
定数項	2.38 ***
実質可処分所得	-0.16 ***
株式等の家計資産	0.05 ***
不動産の家計資産	0.06 ***
コロナダミー (20/1Q~21/4Q)	-0.04 ***
補正R <sup>2</sup>	0.642

(注)CEICを元に伊藤忠総研作成  
株式等と不動産の家計資産はCPIを用いて実質化  
各変数は対数値により回帰  
「\*\*\*」は1%有意

一方で、実質個人消費が大幅に減少することは避けられると見込む。コロナ禍に積み上がった過剰貯蓄は減少し、個人消費のバッファーとしての効果は薄れている。ただ、雇用情勢はコロナ禍でひっ迫した労働需給が解消に向かう過程であり、雇用者数の減少や賃金の伸びが大きく落ち込むことで、実質可処分所得が減少する可能性は低いだろう。また、住宅価格は住宅不足を背景に底堅く推移しており、家計資産の価値が大崩れして消費性向が落ち込む可能性も低い。このため、実質個人消費は、前期比年率で+1%程度まで鈍化するが、減少に転じる状況は回避すると予想する。

住宅投資と企業の設備投資は、銀行の貸し出し姿勢の慎重化や長期金利の高止まりなど、家計と企業の厳しい資金調達環境が続くことで、いずれも減少に向かうと考えられる。景気は今年末から 2024 年前半にかけて停滞感が強まり、本格回復は、①来年前半と予想する利下げ開始で資金調達環境が改善し、②インフレ鈍化が進捗することで実質可処分所得が増加する 2024 年後半になると見込む。

<sup>6</sup> 基本的な考え方は、2023年3月9日付 Economic Monitor「日本経済：物価上昇は消費支出にマイナスの影響、物価上昇の鈍化と強制貯蓄の取崩しで消費の拡大続く」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2311/>