

米国経済：景気底堅く、先行きのインフレ再燃懸念くすぶる

10～12月期の米国経済は、ガソリン価格の下落や金利低下を受けた株高を背景に、個人消費の増勢が続く、実質 GDP は前期比年率で+2%程度の底堅い伸びとなったとみられる。また、足元では、雇用情勢の悪化に一服感が窺える。こうした中、インフレ鈍化は着実に進んでいるものの、底堅い景気による先行きのインフレ再燃の懸念がくすぶり、FRB から、利下げは慎重に進めるべきとの情報発信が増えつつある。当社は、この先、雇用情勢が緩やかに悪化するもとで個人消費は減速し、設備投資などに対する金融引き締めの影響が強まることで、今年前半の経済成長率は+1%程度まで鈍化することをメインシナリオとしている。しかしながら、インフレ再燃懸念が払しょくしきれない状況が続いた場合は、金融引き締めが必要以上に長期化し、先行きの景気が犠牲となるリスクが増すことには注意が必要だろう。

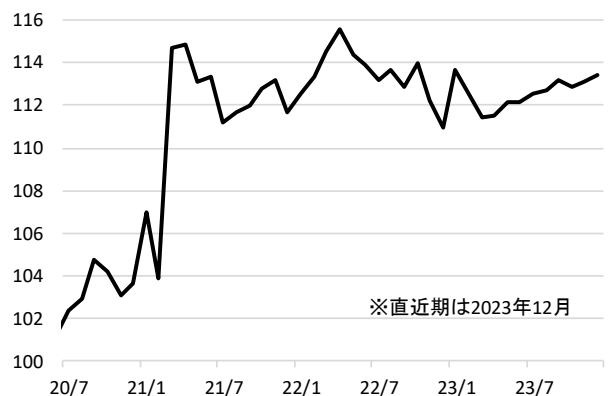
個人消費：昨年末にかけて減速しつつも底堅さを維持

12月の個人消費は、減速しつつも底堅い伸びを維持したとみられる。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、12月は前月比+0.2%と11月（+0.3%）から幾分伸びが鈍化したものの、増勢を維持した。品目別（販売業態別）をみると、家具や医療などが減少した一方、ストライキの収束で供給制約が解消した自動車・部品の販売が持ち直したほか、オンライン、衣料品などが増加して全体を押し上げた。

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、11月は前月比+0.2%と10月（+0.2%）から引き続き底堅く推移した。内訳となるヘルスケアの伸びが鈍化し、旅行関連である交通費が減少した一方、飲食・宿泊などが持ち直した。ただ、12月入り後は、サービス消費は、幾分伸びが鈍化したとみられる。小売・外食売上高に含まれる外食サービスが減速（名目ベース：11月前月比+1.7%→12月+0.0%）したほか、サービス消費を押し上げてきた旅行関連についても、ホテル専門の調査会社 STR 公表のホテル稼働率が幾分悪化し（11月前年比▲1.2%→12月▲1.8%）、米国運輸保安局（TSA）公表の航空機利用者数の伸び鈍化も続くなど（11月前年比+10.6%→12月+9.7%）、伸び鈍化の動きが散見された。

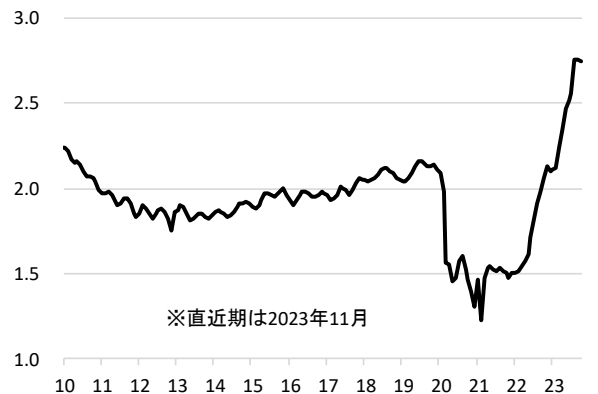
昨年末にかけての個人消費の底堅さは、①ガソリン価格

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

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。

の下落などでインフレ鈍化が進み、実質可処分所得の堅調な増加が続いたこと（10月前月比+0.3%→11月+0.4%）、②株価や不動産価格が上昇し、資産効果により高い消費性向¹が維持されたこと（2019年平均89.2%→2023年1~6月平均91.6%→7~9月平均92.0%→10~11月平均92.0%）が背景にある。ただ、インフレ率の低下ペースは足元で再び緩やかとなっており、この先、実質可処分所得の伸びは鈍化すると考えられる。また、金融市場における大幅な利下げ観測が修正されつつあるも、株価上昇には一服感があり、消費性向もこれ以上に水準が切り上がることは見込みづらい。さらに、消費者向けローンの金利は高水準で推移し、家計の利払い負担は高止まりしている。今後は、個人消費は減速基調を辿ると予想する。

住宅投資:住宅ローン金利低下を背景に、底入れの動き続く

12月の中古戸建販売は、前月比▲0.3%と11月（+0.9%）から幾分減少した。住宅ローン金利は低下傾向にあるが、コロナ禍前と比べて依然高い金利水準にあることから、住宅購入に躊躇する動きが続いている可能性がある。また、住宅着工戸数（戸建て）も、11月の大幅増（前月比+15.4%）の反動から、12月は前月比で▲8.6%と減少した。ただ、中古住宅の在庫は、12月は販売件数の3.7か月分とコロナ禍前（2019年平均3.9か月分）と比べると在庫不足感がある。需要底入れ期待のほか、底堅い住宅供給ニーズがあることから、住宅着工戸数は、昨年初めごろと比べて2割程度高い水準が維持されている。

1月入り後も、住宅市場は底入れに向けた動きが窺える。住宅市場の景況感については、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）が、1月は44ポイントと12月（37ポイント）から改善が続いた。また、30年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）が昨年5月下旬の水準まで低下（12月15日：7.0%→1月19日：6.6%）していることを受けて、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、12月中旬から上昇した（11月平均：172→12月15日：192→1月12日：211）。住宅ローン金利が落ち着いて推移すれば、徐々に販売は持ち直すことが期待できる。

企業部門:非製造業にも景気悪化の兆し

企業の景況感に関して、製造業のマインドを示すISM製造業指数は、12月が47.4と11月の46.7から幾分上昇したものの、引き続き好不況の境目である50を下回り、マインドの冷え込みが長期化している。内訳を見ると、生産状況を示す「生産」（11月：48.5→12月：50.3）と労働需要を示す「雇用」（45.8→

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

¹ 個人が消費に費やす可処分所得の割合。ここでは、名目個人消費を名目可処分所得で除したものを消費性向とした。

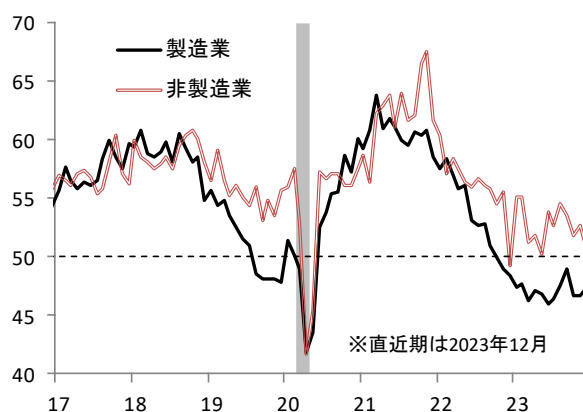
48.1) が改善したが、先行きの需要の強さを示す「新規受注」(48.3→47.1) は 50 を下回ったまま一段と悪化し、需要鈍化の懸念は根強い。一方で、ISM 非製造業指数は、12月 は 50.6 と 1月 (52.7) から 50 に近づくまで悪化した。内訳を見ると、12月の「事業活動」は 56.6 と 11月の 55.1 から改善したものの、「新規受注」(55.5→52.8) と「雇用」(50.7→43.3) は低下しており、サービス業にも景気悪化の動きが及んでいることが窺える。こうした中、価格動向を示す「仕入れ価格」は、製造業が 12月 は 45.2 と 11月の 49.9 から大幅に低下し、非製造業も 12月 は 57.4 と 11月 (58.3) から低下するなど、価格上昇圧力の弱まりが続いている。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が続いていると考えられる。

12月の鉱工業生産指数は前月比で+0.1%と、11月 (+0.0%) から幾分上昇した。ただ、全体の8割弱を占める製造業(11月前月比: +0.2%→12月: +0.1%) は、輸送機器(+4.9%→+1.0%) のストライキ収束後の回復の勢いが鈍化したことを背景に、全体でも伸びが縮小した。また、輸送機器以外についても、非耐久財が反発したものの、耐久財が、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、全体として伸びが鈍化ないしは低下した。鉱工業の生産の増勢は、製造業を中心として引き続き弱い。

雇用情勢: 12月の労働需要強まり、需給緩和の動きは一服感

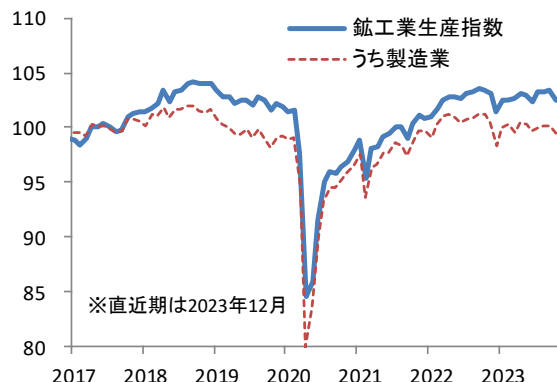
12月の雇用統計(事業所調査)は、非農業部門全体が+21.6万人と11月(+17.3万人)から伸びが拡大した。3か月平均では、増加幅は振れを伴いながらも緩やかな鈍化基調にあるが(2023年4~6月平均+20.1万人→7~9月+22.1万人→10~12月+16.5万人)、12月単月の労働需要はやや過熱しており、この先伸びが再び高まらないか注意が必要である。内訳をみると、政府部門(11月: +3.7万人→12月: 5.2万人)と民間部門(+13.6万人→+16.4万人)いずれも増加幅が拡大した。民間部門のうち、生産部門は、製造業(+2.6万人→+0.6万人)の伸びが縮小したことを主因に、12月は+2.2万人と11月(+3.0万人)から増加幅が縮小した。一方、サービス部門は、教育・医療(+10.9万人→+7.4万人)が底堅い労働需

ISM製造業・非製造業指数(%)



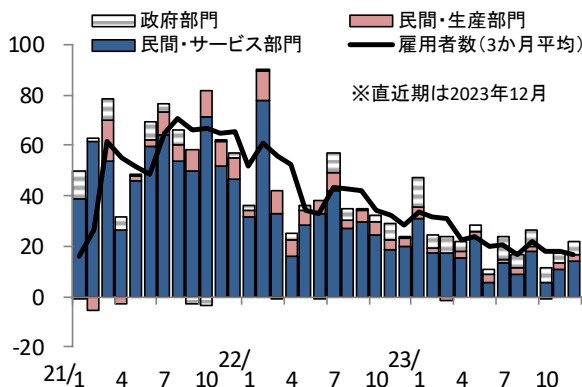
(出所)CEIC
(注)シャドーは景気後退期。

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)



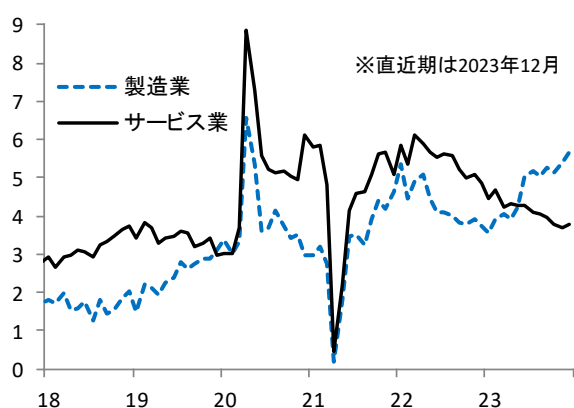
(出所)CEIC

要を保ちつつも伸びが幾分鈍化したものの、レジャー（+1.2万人→+4.0万人）が伸びを高め、専門サービス（▲1.9万人→+1.3万人）がプラスに転じたことから、サービス部門全体の増加幅は12月が+14.2万人と11月（+10.6万人）から拡大した。

一方で、雇用統計（家計調査）では、雇用者数が▲68.3万人と大幅に減少した。内訳をみても、パートタイムが+76.2万人となった一方、フルタイムは▲153.1万人と大幅に減少している。家計調査はサンプル数が少なくデータの信頼性に劣るが、自営業者も計上するなどの特徴²があることから、事業所調査が捉え切れていない家計の所得環境の悪化が反映されている可能性がある。このため、労働供給については、12月の労働参加率が62.5%と11月（62.8%）から幾分低下したが、家計調査の雇用者数は減少したことを受けて、12月の失業率は3.7%と11月（3.7%）から横ばいとなった。失業率は今年前半の3.5%程度から緩やかな上昇基調にあるものの、足元で上昇が一服するなど一進一退の状況が続く。

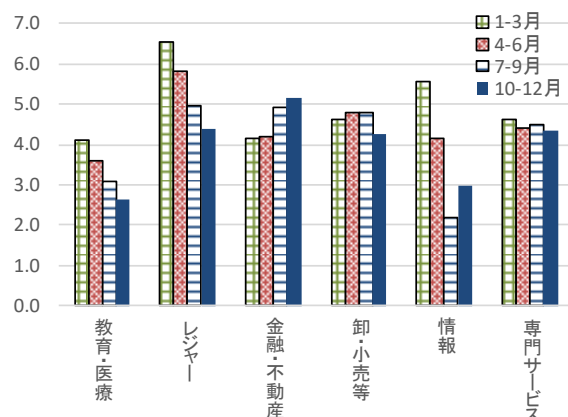
12月の民間部門の時給は、前年比が+4.1%と11月（+4.0%）から幾分上昇した。12月は3か月前比年率でみても+4.3%と、コロナ禍前の伸び（2019年前年比：+3.3%）を超えており、12月単月では時給の伸びに加速感があつたことには注意が必要である。業種別では、製造業が引き続き高まったことに加え（11月前年比：+5.4%→12月：+5.7%）、サービス業も小幅ながら8か月ぶりに上昇した（+3.7%→+3.8%）。ただ、サービス業の時給の基調的な動きを捉えるために、3か月平均の動きをみると、金融・不動産（7～9月平均：+4.9%→10～12月：+5.1%）と情報（+2.2%→+3.0%）の上昇率が高まった一方、その他の業種では卸・小売等（+4.8%→+4.3%）を中心に伸びの鈍化が続いている。また、労働時間は週平均で12月は34.3時間と11月（34.4時間）から幾分減少し、コロナ禍前よりも低位（2019年平均：34.4時間）となったことから、労働時間も加味した雇用者報酬の伸びは、前年比で+3.8%、3か月前比年率でみても+3.1%とコロナ禍前と同様の伸び（2019年前年比：+3.0%）にとどまった。12月の雇用者報酬の伸びは比較的落ち着いており、賃金面からの景気押し上げの影響は強まっていないと考えられる。

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

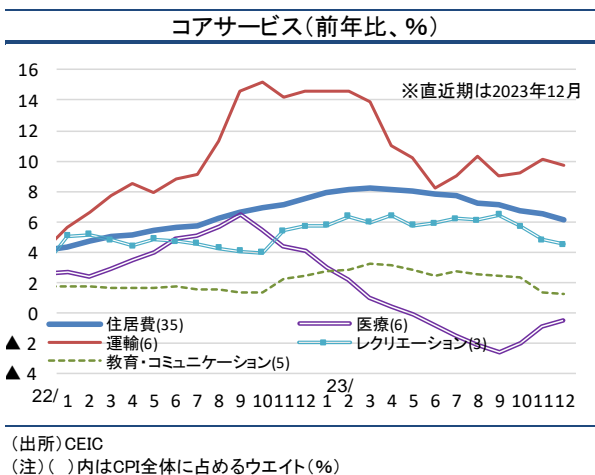
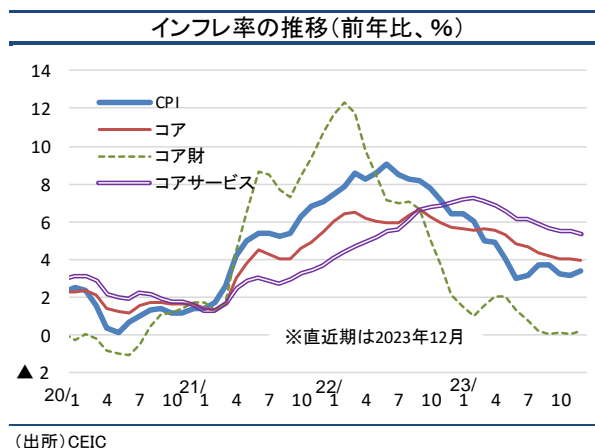
² 詳細は2022年11月24日付 Economic Monitor 「米国経済：インフレにピークアウトの兆し」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2263/>

物価: サービス価格の伸びは緩やかな鈍化基調を維持

消費者物価指数（CPI）の12月の前年比は、エネルギーのマイナス幅が縮小（11月前年比▲5.4%→12月▲2.0%）したことを背景に、指数全体では11月から上昇した（+3.1%→+3.4%）。一方、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数は、12月の前年比が+3.9%と11月の+4.0%から幾分低下し、2021年5月以来の+3%台となった。コア指数の伸びは、3か月前比年率でみても+3.3%と+3%台前半まで低下しており、インフレ率は引き続き緩やかな低下基調にあるとの見方には変わらない。

コア指数のうち、財（モノ）の前年比は、12月は+0.2%と11月（+0.0%）から幾分上昇した。前月比でみても、12月は+0.0%と7か月ぶりに横ばいとなり、財価格は底入れの兆しがある。内訳をみると、家具・家電や娯楽用品を中心に多くの品目で伸びが鈍化したものの、中古車価格の持ち直しが全体を押し上げた。ただ、財価格は+0%程度の低い伸びが続いており、世界的な供給制約が解消³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、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、12月の前年比が+5.3%と11月（+5.5%）から低下した。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が、主要品目である家賃と帰属家賃の緩やかな伸び鈍化により、12月の前年比が+6.2%と11月（+6.5%）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遅れて、今後も着実にプラス幅を縮めていくとみられる⁴。また、住居費以外のサービスについては、医療サービスが医療保険⁵の価格下落の影響一巡によりマイナス幅が縮小したが、それ以外の品目は、レクリエーションを中心に伸びが縮小ないしは概ね横ばいとなった。なお、運輸サービスは、人件費や部品価格の上昇を受けた自動車保険の高騰が全体を押し上げているものの、需給ひっ迫が解消に向かいつつある旅行関連を中心に伸びが鈍化していくと考えられる。サービス分野の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、サービス価格の伸びが鈍化基調にあるとみられる。



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、2023年2月以降は、11月を除いて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 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/>

⁵ 医療保険は保険会社の利益を元に試算され、2022年10月から価格下落が続いてきた。2023年10月から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、医療保険は価格上昇が続いている。

こうした中、企業間の価格変動を示す、卸売物価指数（PPI）は、変動の激しいエネルギー、食品、運搬サービスを除いたコア指数の前年比が、12月は+2.5%と11月（+2.4%）から幾分上昇した。ただ、前月比でみると+0.2%程度の低い伸びが続いており、インフレ圧力が高まっている状況にはない。また、企業が想定するインフレ率は、アトランタ連銀が実施した企業向け調査（1年先のインフレ予想）をみると、12月は2.2%と2021年春の伸び率まで鈍化した。企業活動における物価や物価見通しの伸びがいち早くコロナ禍前の伸びに近付いたことで、物価上昇圧力は確実に弱まっていると考えられる。

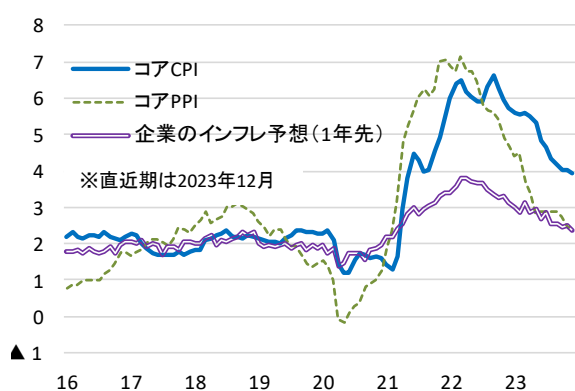
金融政策：利下げとQT見直しの検討が並行して進む

今後の政策金利の方向性について、最近のウィリアムズ NY 連銀総裁の「現在の政策金利は十分な高さにある」の発言などに示されるように、現時点では追加利上げの可能性は小さく、FRBは現行の政策金利を維持する期間や、その後の利下げペースを調整することで、インフレ抑制を図っていくものと考えられる。

こうした中、足元の経済指標は、インフレ鈍化の着実な進捗を示すものの、景気や雇用情勢は引き続き底堅く、先行きのインフレ再燃のリスクを払しょくしきれないと考えられる。ウォラー理事による「利下げは急ぐべきではない」などの発言のように、FRBとしては、インフレ再燃のリスクが小さくなったと判断するまでは、利下げが正当化しづらいだろう。当社は、インフレ鈍化が続き、同時に1~3月期実質GDPで景気の減速が確認されるであろう5月頃に利下げが開始されると予想する。2024年を通じては、FRBがインフレ指標として重視するコアPCEデフレーター前年比の低下幅に沿って、1%Pt程度の利下げが実施されると見込む。

また、現在の債券市場は、FRBによるQT（量的引き締め）と国債の増発が重なり、需給面から金利上昇圧力がくすぶっている。さらに、国債購入に充てられる民間資金が増加するも、金融機関やMMF（マネー・マーケット・ファンド）の余剰資金が減少して、金融機関などが資金繰りを行う短期金融市場が混乱する懸念も強まっている。具体的には、今年央頃には、MMFの余剰資金が滞留していた「リバースレポ」⁶の残高が尽き、銀行の余剰資金が滞留する「準備預金」の減少が始まることで、市場の流動性不安が高まる可能性が指摘されている。今後は、FRBは、QTについても議論を進め、今年央ごろまでに、QTのペースの減速に踏み切ると見込む。その後も、債券市場や短期金融市場の混乱を回避するよう、QTの終了も視野に入れて政策検討を進めていくと予想する。

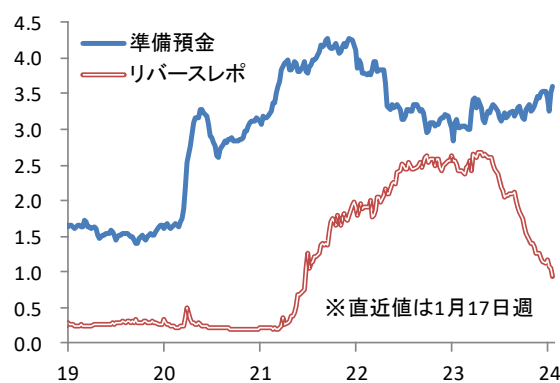
PPIと企業インフレ予想（前年比、%）



（出所）CEIC、アトランタ連銀

（注）コアPPIは、全体から、変動の激しいエネルギー、食品、運搬サービスを除いたもの。

準備預金とリバースレポの残高（兆ドル）



（出所）FRB

⁶ 家計や機関投資家の資金はMMFなどに流入し、昨年央頃までは余剰資金としてFRBが短期金利を管理するための「リバースレポ」に多く滞留していた。ただ、その後、MMFは短期国債の購入を増加させ、リバースレポの規模は縮小基調にある。

景気見通し:2023年10~12月は堅調拡大、2024年前半は減速

2023年10~12月期は、労働需要の鈍化が緩やかにとどまり、ガソリン価格の下落や金利低下を受けた株高も背景に、個人消費は堅調に増加した可能性が高い。10~12月期の実質GDP成長率は、引き続き個人消費が押し上げる形で、過熱感のあった夏場から減速しつつも、前期比年率で+2%程度と底堅く推移したとみられる。

先行きについては、労働需給の緩和が続くも、雇用者数と賃金の伸びが鈍化することが見込まれる。また、株価は、徐々に景気減速による業績悪化懸念が勝る形で下落圧力がかかるだろう。個人消費は、①可処分所得の伸び鈍化、②資産価格下落による消費意欲の低下に加え、③コロナ禍で蓄えられた家計貯蓄の減少と④消費者向けローンの支払い増により、減速する見込みである。さらに、企業の設備投資については、バイデン政権の経済対策の影響が一巡するも、金融市場においても、銀行借入れにおいても、企業の資金調達環境悪化の影響が顕在化すると考えられる。特に企業の社債はコロナ禍の低金利で固定されたものの高金利での借り換え増が見込まれており⁷、企業に対する逆風はますます強まり、設備投資は減少に向かうだろう。2024年前半の実質GDP成長率は、前期比年率で+1%程度まで減速すると予想する。

一方で、景気減速が遅れた場合は、インフレ再燃の懸念が払しょくしきれないことにも注意が必要である。雇用情勢は、教育・医療やレジャーなどのサービス業を中心に労働需要が残っていると考えられるが⁸、雇用者数の伸びが再び高まるようなことがあれば、可処分所得の底堅い伸びを背景に、個人消費の堅調な拡大が続く可能性がある。それでも、インフレ率は、当面は供給制約の解消や賃金コストの伸び鈍化により、緩やかな低下が続くことが見込まれるが、このまま景気が底堅く推移した場合は、先行きのインフレ再燃の懸念からFRBの利下げの判断が遅れることとなろう。その場合、金融引き締めは必要以上に長期化し、先行きの景気が犠牲となるリスクが増すことには注意が必要だろう。

⁷ ブルームバーグのデータをもとにした当社試算では、2023年の社債の償還額は6,000億ドル弱であったのに対し、2024年は8,500億ドル弱まで増加する見込み。

⁸ 求人率が現在の5.3%からコロナ禍前の約4.5%まで低下するのに、130万人程度の求人が満たされる必要がある。景気減速により企業の採用意欲が減退する分を差し引いても、100万人程度の労働需要が残ると考えられる。