2022 年 7 月 20 日　全 11 頁

米国経済見通し　既に景気後退にあるのか

景気後退リスクが高まる「魔の 6 ヵ月」が控える

ニューヨークリサーチセンター　主任研究員　矢作 大祐

［要約］

■ 金融市場では景気後退懸念が高まっている。7 月末に公表予定の 4-6 月期の実質 GDP 成長率が 1-3 月期に引き続きマイナス成長となれば、金融市場は景気後退と捉えるだろう。もっとも、個人消費や設備投資は堅調と考えられ、金融市場が景気後退と認識したとしても、米国経済が大崩れしたとはいえないだろう。また、景気後退を判断する全米経済研究所（NBER）の基準を用いても、過去の景気後退期と比べて、各種経済指標は堅調であり、NBER も景気後退と判断するのは難しいと考えられる。

■ 現状で景気後退と判断しにくいとはいえ、米国経済は景気が減速する過程にあることは確かである。インフレが終息するまでは FRB の金融引き締めが維持され、タイトな金融環境が継続することで景気を下押しすることが想定される。とりわけ、利上げ開始以後、景況感は悪化傾向を強める一方でインフレ抑制効果がまだ顕在化しない間の「魔の 6 ヵ月」は景気後退リスクが高まりやすい。今回の利上げ局面では、2022 年 9 月から 2023 年 2 月がこの期間に該当する。

■ また、「魔の 6 ヵ月」を乗り越えたとしても、楽観することはできない。5 月の CPI が加速したことを理由に 6 月の FOMC で利上げ幅を拡大したことは、金融政策運営上の大きな転換点となり得る。FOMC が CPI を重視すれば、金融引き締めは大掛かりかつ長期化しかねない。6 月の CPI の加速を基に、7 月末の FOMC で利上げ幅をさらに拡大すれば、先行きに関しても FRB のタカ派化が続く可能性を示唆することになり、経済・金融の不確実性を高めることになるだろう。

大和証券グループ　株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目 9 番 1 号 グラントウキョウノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研と大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

米国経済は既に景気後退にあるのか

2022 年上半期の米国経済は大きな転換点を迎えたといえる。2 月以降、新型コロナウイルスの感染状況に大幅な悪化が見られない中で、雇用者数や失業率といった雇用環境はコロナ禍前の状態まで概ね回復し、経済の正常化が進んだといえる。他方で、サプライチェーンの混乱は継続し、CPI は約 40 年ぶりの水準まで高まった。こうした中、FRB はインフレ加速に対応するために、3 月 FOMC で 0.25%pt の利上げへと踏み切り、5 月の FOMC で 0.50%pt、6 月の FOMC で 0.75%pt と利上げ幅を拡大させた。6 月の FOMC で公表されたドットチャートでは、2022 年 12 月末までに残り 1.75%pt の利上げが見込まれている。

そして、米国経済は足下で更なる変化に直面しつつある。足下は短期的な景気サイクルにおいて減速感が強まる時期に当たるとともに、インフレ高進に伴う家計の消費余力の低下や、急ピッチでの利上げによる金融環境のタイト化などによって、景気後退懸念が強まっている。2022 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率が前期比年率▲1.6%となったことに加え、アトランタ連銀が公表する GDP 予想（GDPNow）では、7 月末に公表される 4-6 月期に関しても、同▲1.6%のマイナス成長が予想されている（7/19 時点）。2 四半期連続でマイナス成長となれば、金融市場は景気後退と捉えるだろう。もっとも、実質 GDP 成長率の内訳を見ると、1-3 月期は純輸出や民間在庫の減少がマイナス成長の主因であり、個人消費や設備投資といった主要項目は堅調であった。また、4-6 月期に関しても、GDPNow では個人消費や設備投資はプラス成長が予想されており、主な押し下げ要因として想定されるのは民間在庫の減少である。個人消費や設備投資が堅調な中で、2 四半期連続でマイナス成長となったとしても、米国経済が大崩れしたとは言いにくいだろう。

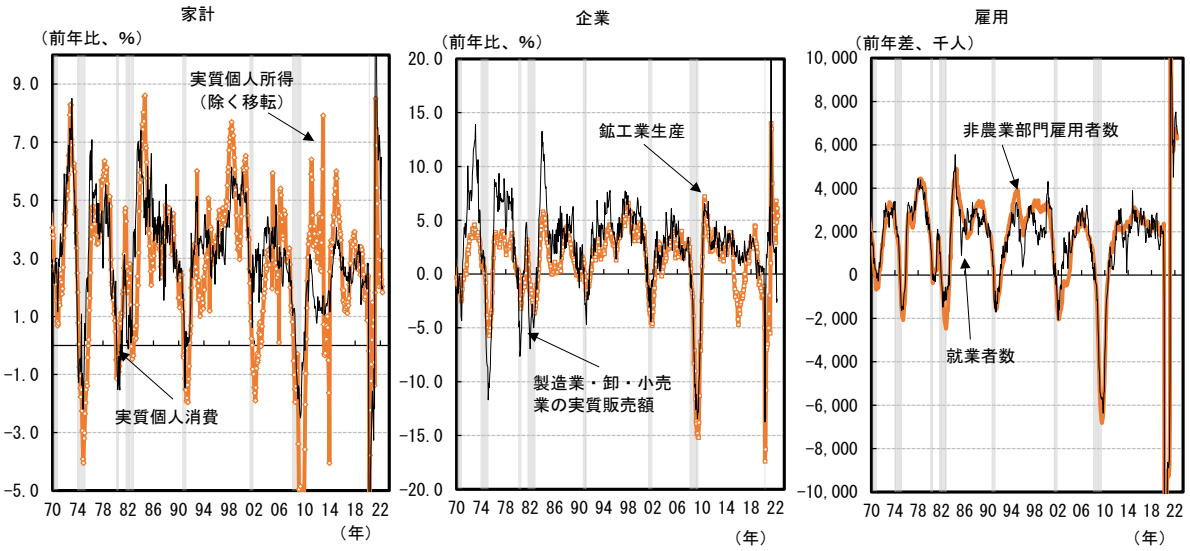
米国において景気後退を判断するのは、非営利・無党派の研究機関である全米経済研究所（NBER）である。NBER は、経済活動全般が数ヵ月以上にわたって相当な下降局面にある場合を、景気後退と定義している。また、景気判断に用いる経済指標として、家計面（実質個人所得（除く移転）、実質個人消費）、企業面（鉱工業生産、企業の実質販売額[1]）、雇用面（非農業部門雇用者数、就業者数（家計調査ベース））の 6 つを挙げている。過去の景気後退期において、これらの指標は前年比或いは前年差でマイナス域に落ち込んでいることが多い。足下では、いずれの指標も下降トレンドにあるが、企業の実質販売額以外の指標はプラス圏にある。雇用面は後述のように堅調であり、急激に悪化することは考えにくい。個人消費に関しては、財消費を中心に弱含んでいるものの、サービス消費は堅調であり、株安による逆資産効果等がなければ大崩れは考えにくい[2]。そして、マイナス圏に落ち込んでいる企業の実質販売額も個人消費が財からサービスへと移行している中で、伸びにくくなっているとも考えられる。鉱工業生産は足下で弱含んでいるようにみえるが、サプライチェーンの混乱による悪影響も考えられる。過去、実質 GDP 成長率が連続でマイナス成長となった場合、景気後退期と認定されることが多いが、参考指標が過去の景気後退期と比べて堅調な中で、NBER が景気後退と判断するのは難しいだろう。

---

[1] NBER は卸・小売の実質販売額を用いているが、長期データが利用できないため、製造業・卸・小売の実質販売額を用いる。なお、過去のデータにおいて両者は概ね同様の動きをしている。

[2] 大和総研　ニューヨークリサーチセンター　矢作大祐「米国経済見通し　ソフトランディングは可能か」（2022 年 6 月 22 日）参照　https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220622_023119.html

図表１　NBER の景気判断に用いられる 6 つの指標（左図：家計、中央図：企業、右図：雇用）



（注）シャドー部分は景気後退期。
（出所）BEA、FRB、BLS、NBER、Haver Analytics より大和総研作成

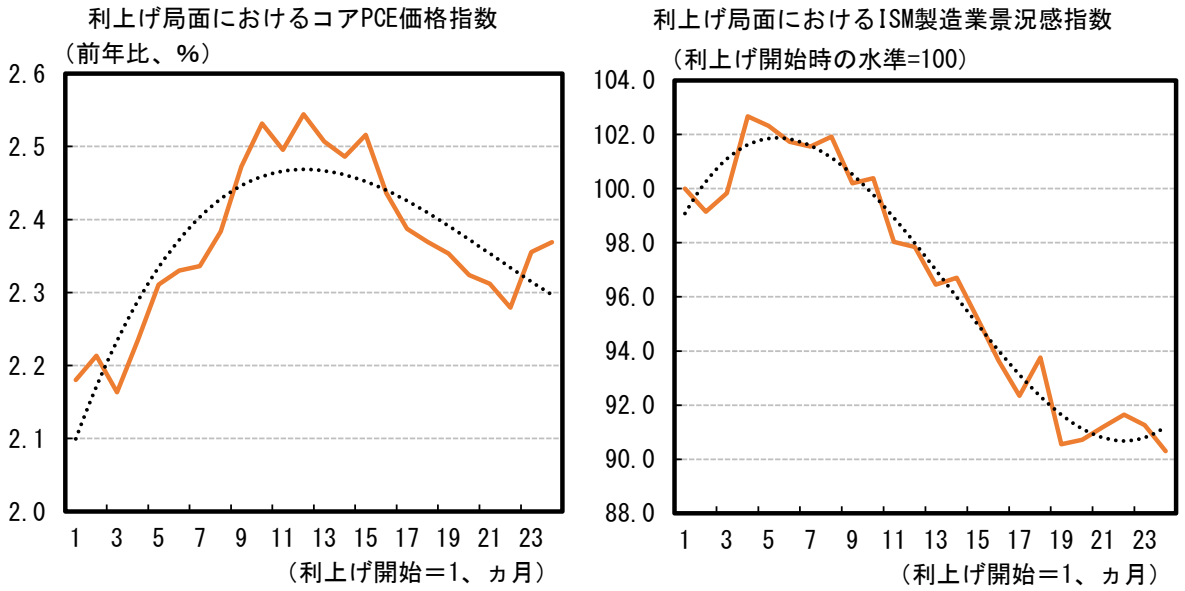
9 月からは景気後退リスクが高まる「魔の 6 ヵ月」

NBER が現時点で景気後退と判断しなくとも、米国経済が短期的な景気サイクルにおいて減速感が強まる状況にあることは確かである。本来であれば、景気が大幅に悪化しないよう経済対策による下支えが期待されるわけだが、インフレが加速する中、政権はそうした対策を打ちづらい。また、インフレが終息するまでは FRB の金融引き締めが維持され、タイトな金融環境が継続することで景気を下押しすることが想定される。つまり、景気後退懸念は続くことが想定され、問題はそうした景気後退リスクがもっとも高まり得るのはいつなのか、ということだろう。

この問いに対する回答は、経済対策を打ちづらくさせ、金融引き締めを継続させる主因であるインフレが落ち着くまでの期間や、景気減速が本格化するまでの期間に拠る。FRB がインフレ指標として重視するコア PCE 価格指数に関して、過去の金融引き締め期間での変化を見ると、利上げ開始から約 12 ヵ月目以降に減速感が強まる。利上げ開始が 2022 年 3 月であったことを踏まえれば、2023 年 3 月頃が目途となるだろう。また、過去の金融引き締め期間での景況感の変化を見ると、ISM 製造業景況感指数は利上げ開始から約 6 ヵ月目以降に悪化傾向が強まる。現在に当てはめれば、2022 年 9 月には景況感の悪化傾向が強まることが想定される。

両者を併せれば、2022 年 9 月から 2023 年 2 月までは、景況感の悪化傾向が強まる一方で、インフレは本格的に減速せず、金融引き締めも継続することになる。つまり、景気後退リスクが高まる米国経済の「魔の 6 ヵ月」といえるだろう。なお、「魔の 6 ヵ月」は、過去の金融引き締め期間に基づいたものであり、現在のような急ピッチでの利上げであれば、景況感の悪化傾向が強まる時期やインフレが本格的に減速し始める時期は早まる可能性もある。実際に ISM 製造業景況感指数も悪化していることから、足下も景気後退リスクに対する警戒を強めるべきだろう。

図表２　過去の利上げ局面におけるコア PCE 価格指数、ISM 製造業景況感指数の推移



（注）1988-2019 年が対象。点線はトレンド線。
（出所）BEA、FRB、ISM、Haver Analytics より大和総研作成

7 月の FOMC は CPI に対する反応度合いを測る場に

「魔の 6 ヵ月」を乗り越えれば、インフレが本格的に減速し始めることで、FRB も引き締めスタンスを転換できるかもしれない。しかし、今回の利上げ局面においては、金融引き締めが急ピッチかつ長期化する可能性があり、「魔の 6 ヵ月」後も楽観視することができない。FRB はこれまでタカ派傾向を強めてきたわけだが、6 月の FOMC は更なるタカ派化に向けた起点となり得る。6 月の FOMC では、直前に公表された CPI や期待インフレ率が予想よりも高い結果となったことで、当初想定されていた 0.50%pt から 0.75%pt へと利上げ幅を拡大した。最大の注目点は利上げ幅ではなく、CPI や期待インフレ率の結果に FRB が機敏に反応したということである。インフレ抑制のために積極的に行動したとも評価できるが、特に CPI に反応したことはウェイトの大きい住宅価格やエネルギー価格によって金融政策運営が左右されやすくなることを意味する。

CPI は PCE 価格指数に比べて上振れしやすい傾向がある。2022 年以降の CPI の上振れ分の内訳を見ると、CPI において住宅価格とエネルギー価格のウェイトが大きいことが主因となっている。住宅価格に関しては、FRB の利上げに伴う住宅ローン金利の上昇によって住宅市場が調整局面を迎えており、主要な住宅価格指標であるケースシラー住宅価格指数もピークアウトの様相を示している。しかし、家賃がその大宗を占める CPI の住宅価格はこうしたケースシラー住宅価格指数から 1.5 年程度遅行する特徴があり、長きにわたって CPI を押し上げ得る。CPI ベースで住宅価格を抑え込もうとするのであれば、利上げが長期化する可能性があるといえる。

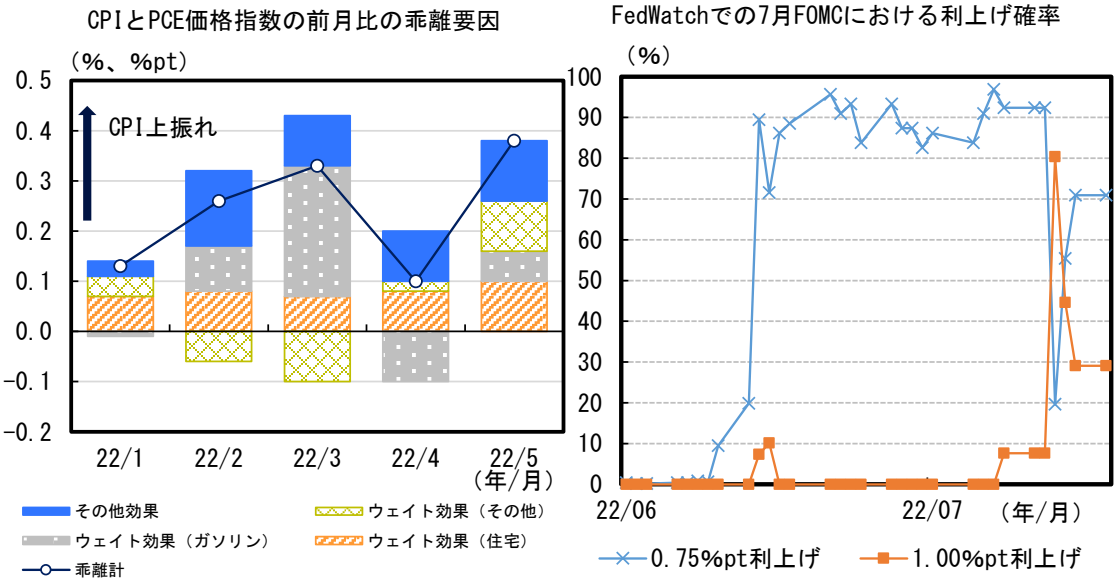
また、エネルギー価格に関しては、足下で WTI がやや下落していることで、7 月以降は CPI の下押し要因となることが想定される。ただし、エネルギー価格は地政学リスクの高まりによって左右されやすい。また、エネルギー価格と食品価格は連動する傾向があり、CPI の変動幅を増

幅させる。こうした FRB のコントロール外である地政学リスクによる物価への影響も抑え込もうとすれば、さらに大掛かりな金融引き締めが必要となるかもしれない。

CPI への注目度が高まる中、7 月半ばに公表された 6 月の CPI は前年比＋9.1%と 5 月の同＋8.6%からさらに加速し、市場予想（Bloomberg 調査：同＋8.8%）を上回った。内訳に関しては、住宅価格とエネルギー価格による押し上げ分が大きかった。6 月の CPI の結果を受け、1.00%pt の利上げも含めて、あらゆる選択肢を検討するとの考えを示す FOMC 参加者も出てきた。金融市場はこれまで 7 月 26・27 日の FOMC において 0.75%pt の利上げを予想していたが、CPI の公表後は 1.00%pt と利上げ幅がさらに拡大するとの予想を強めた。一方、FOMC 参加者の一部からは利上げ幅の更なる拡大に対して慎重な見方も出てきている。既に大幅利上げを実施していることや、7 月のサーベイベースの期待インフレ率が低下したこと、1.00%pt といった急激な利上げが金融・経済の不確実性を高めることなどが理由である。ただし、こうした慎重派の本音は、市場が利上げペースの加速を織り込んだ結果、金融政策運営の裁量が狭まる可能性があったことから、市場がタカ派化を先導しないよう、けん制したともいえるだろう。こうした慎重論を受け、市場における 1.00%pt の利上げ観測は足下で再び低下した（7/18 時点）。

7 月の FOMC で、0.75%pt、或いは 1.00%pt の利上げとなるかは依然として予断を許さない。1.00%pt の利上げとなれば、CPI の結果に金融政策が左右されやすい状況が継続することが示唆される。金融引き締めは長期化・大掛かりなものとなる可能性があり、一部の FOMC 参加者が懸念するように経済・金融の不確実性を高めることになるだろう。他方、0.75%pt の利上げとなれば、金融政策運営が CPI の結果に左右されすぎないことを意味する。コア PCE 価格指数が既にピークアウトしていることや、期待インフレ率が低下したこと、賃金上昇率が減速していることなど、インフレが減速に向けて動き始めていることに目を向けることも可能になる。つまり、景気悪化とインフレ抑制のバランスを取ろうとする FRB の姿勢が示されることになり、米国経済のソフトランディングに向けた道が広がることにつながるだろう。

図表３　CPI と PCE 価格指数の前月比の乖離要因、FedWatch での 7 月 FOMC における利上げ確率



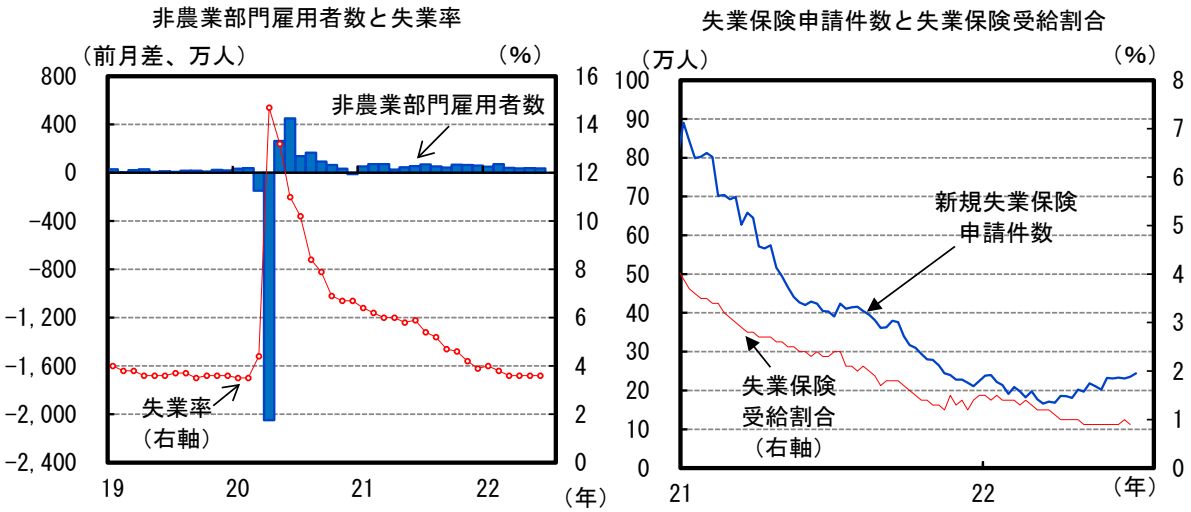
（出所）BEA、BLS、CME、Haver Analytics より大和総研作成

雇用環境は堅調さを維持、先行きは労働需給ともに徐々に鈍化へ[3]

2022年6月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差＋37.2万人となり、市場予想を大きく上回った。失業率は4ヵ月連続で3.6%と低水準で推移しており、非自発的パートタイム就業者などを含む広義の失業率（U-6）は6.7%と統計公表開始以来最低となった。非労働力人口やレイオフによる失業者の増加といった気がかりな部分はあるものの、総じてみれば堅調な結果といえる。最大の懸念材料であるインフレ加速に関連して、注目される賃金上昇率がピークアウトの兆しを強めており、インフレ圧力が徐々に和らいでいくことを期待させる。

雇用環境の先行きに関して、労働需給ともに緩やかに鈍化していくことが見込まれる。企業はコスト上昇圧力に直面しており、雇用関連の企業マインドが低下している。コストカットによる人員削減計画数は増加傾向にあることから、雇用環境が急激に悪化していくのでは、との見方もある。こうした見方は、新規失業保険申請件数が足下で増加傾向にあることにも支えられている。とはいえ、申請件数の水準は引き続き低い。そして、受給割合が上昇していないことを踏まえれば、失業保険加入雇用者数が増加していることで、申請件数も増加していると考えられる。また、企業の労働需要が多少減退しても、高水準の求人件数を踏まえれば、雇用環境が急激に悪化するようなことも考えにくく、むしろ労働需給のタイトさの方が懸念される。こうした中で、国外からの労働者の流入が増えていることは、ポジティブな材料だろう。トランプ前政権の移民排他政策に加えて、新型コロナウイルスの感染状況の悪化によって米国外生まれの労働力人口は2011-2016年のトレンドラインを大きく下回って推移してきたが、足下はトレンドラインまで回復した。こうした米国外からの労働者の流入が続けば、労働需給のタイトさが緩和されることが期待されるだろう。

図表４　非農業部門雇用者数と失業率、失業保険申請件数と失業保険受給割合



（出所）BLS、DOL、Haver Analyticsより大和総研作成

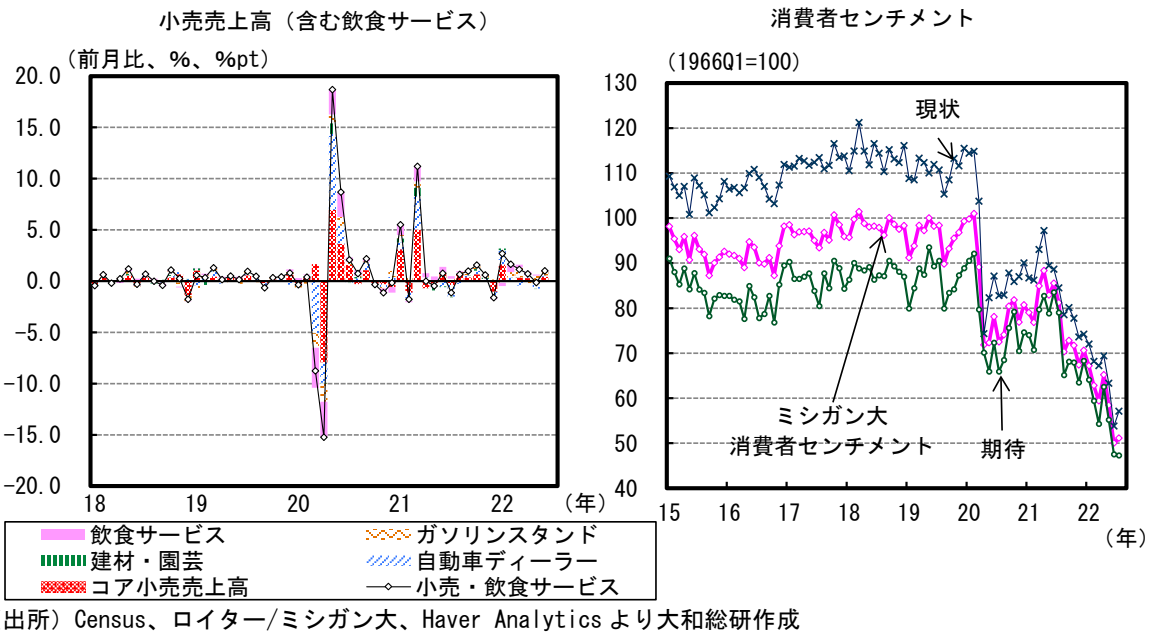
[3] 大和総研　ニューヨークリサーチセンター　矢作大祐「非農業部門雇用者数は前月差＋37.2万人」（2022年7月11日）参照　https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220711_023160.html

消費者マインドは歴史的低水準が続く

個人消費の動向を確認すると、2022 年 6 月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比＋1.0%と増加に転じ、市場予想（Bloomberg 調査：同＋0.9%）を上回った。振れが大きい業種（自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス）を除く、コア小売売上高についても、同＋0.8%と増加に転じた。内訳を見ると、前月に落ち込んだ、無店舗販売（同＋2.2%）や家具・身の回り品（同＋1.4%）、自動車・同部品（同＋0.8%）が増加に転じたことで全体を押し上げた。また、ガソリン価格が高水準で推移したことから、ガソリンスタンド（同＋3.6%）も高い伸びを維持した。この他、飲食サービス（同＋1.0%）が加速しており、サービス消費は堅調に推移していることが示唆される。4-6 月期で見ると、名目ベースの小売売上高（含む飲食サービス）は前期比年率＋9.5%と高い伸びとなった。ただし、実質ベースで見れば同▲0.9%と 3 四半期ぶりに減少に転じており、インフレ加速によって押し上げられた面もある。とはいえ、人々が財消費からサービス消費へと移行を進めている中で、財消費と連動している小売売上高が弱含むことは当然とも考えられる。

前月に統計開始以来の最低水準を記録したロイター／ミシガン大消費者センチメント（速報値）は、7 月に前月差＋1.1pt の上昇に転じた。しかし、水準は 51.1 と依然低いままである。構成指数の内訳を見ると、現状指数（同＋3.3pt）が回復したが、期待指数（同▲0.2pt）は更に悪化した。現状指数の上昇は大型家庭用耐久財購入判断が改善したことが挙げられる。ミシガン大学は、供給制約が改善したことに加え、将来の値上げを回避するために現時点の購入意欲が高まったと指摘した。つまり、消費者は消極的選択として現在の購買意欲を高めたといえ、必ずしも消費者マインドが改善していく見込みが立ったわけではない。消費者がインフレの高進に関して長期戦を覚悟し始めている中で、足下で進むガソリン価格の低下が、消費者マインドの回復につながるかが 8 月以降の注目点となろう。

図表５　小売売上高（含む飲食サービス）、消費者センチメント



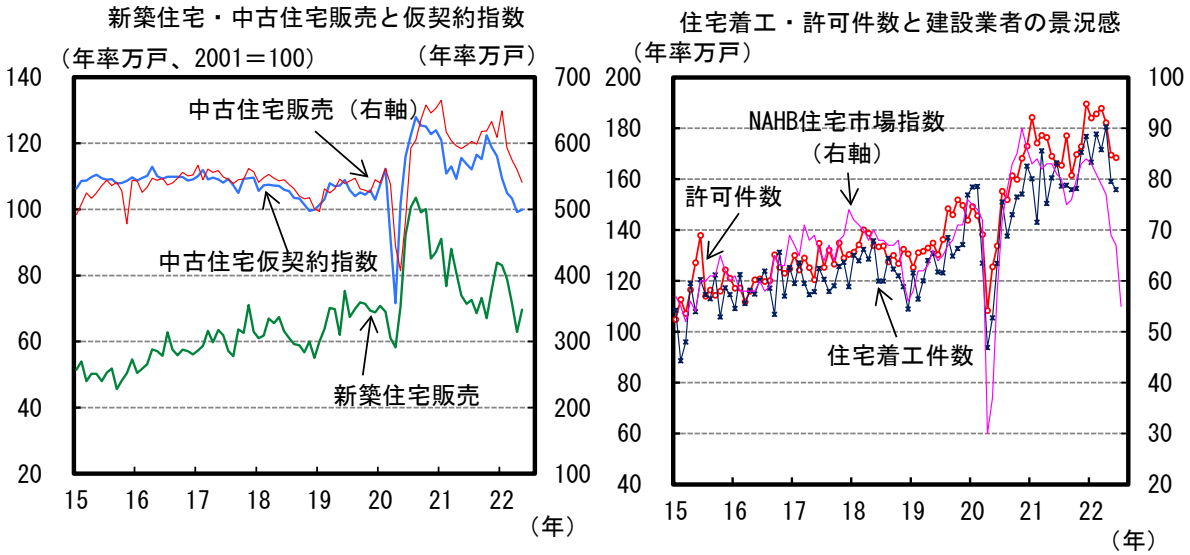
（出所）Census、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

住宅需要は冷え、住宅供給も減少

住宅需要に目を向けると、中古住宅販売（コンドミニアム等含む）に関しては、2022 年 5 月は前月比▲3.4%と 4 ヵ月連続で減少した一方、新築住宅販売（戸建）に関しては、2022 年 5 月は同＋10.7%と大幅に増加し、水準は 69.6 万戸となった。新築住宅販売（戸建）が増加したとはいえ、前月の大幅減からの反動という側面もあり、均してみれば減少トレンドであることに変わりはない。新築・中古住宅ともに販売価格が高水準にあるとともに、金融引き締めによる住宅ローン金利の大幅な上昇を背景に、住宅需要は大きく冷え込んでいるといえる。ロイター／ミシガン大消費者センチメントの住宅購入判断は低水準での推移が続いており、人々の住宅購入意欲は大きく損なわれている。

住宅供給に関しては、2022 年 6 月の新築住宅着工は前月比▲2.0%と、前月の大幅減に引き続き、2 ヵ月連続で減少した。また、先行指標である建設許可は同▲0.6%と 3 ヵ月連続でマイナスとなっており、住宅建設も減少トレンドとなっている。住宅建設業者のマインドも悪化傾向にある。NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2022 年 7 月分は前月差▲12pt と大幅かつ 7 ヵ月連続で悪化し、水準も 55 と 2020 年 5 月以来の低さとなった。NAHB は、住宅価格と住宅ローン金利の上昇によって人々の住宅購入が劇的に抑制されたことが、住宅建設業者のマインドを悪化させたと指摘している。また、一部の建設業者が、販売強化やキャンセル件数を抑制するために、住宅価格を引き下げ始めたとも指摘している。住宅価格が低下すれば、人々の住宅購入意欲は高まるかもしれないが、建築業者にとってはコストの上昇圧力が緩和されない限り、収益面を悪化させる要因となり得る。建設業者が直面するコスト圧力の動向を確認すると、木材価格は一時期に比べて低下したとはいえ、コロナ禍前（2020 年 2 月）を上回っており、建設業の賃金上昇率も高い伸びを維持している。建設業者が直面するコスト圧力が依然として強い中で、安価な住宅供給は難しいと考えられる。金融引き締めが続く中で住宅ローン金利も下がる可能性は低く、当面は住宅需要が回復することは考えにくいだろう。

図表６　新築住宅・中古住宅販売と仮契約指数、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



（出所）Census、NAR、NAHB、Haver Analytics より大和総研作成

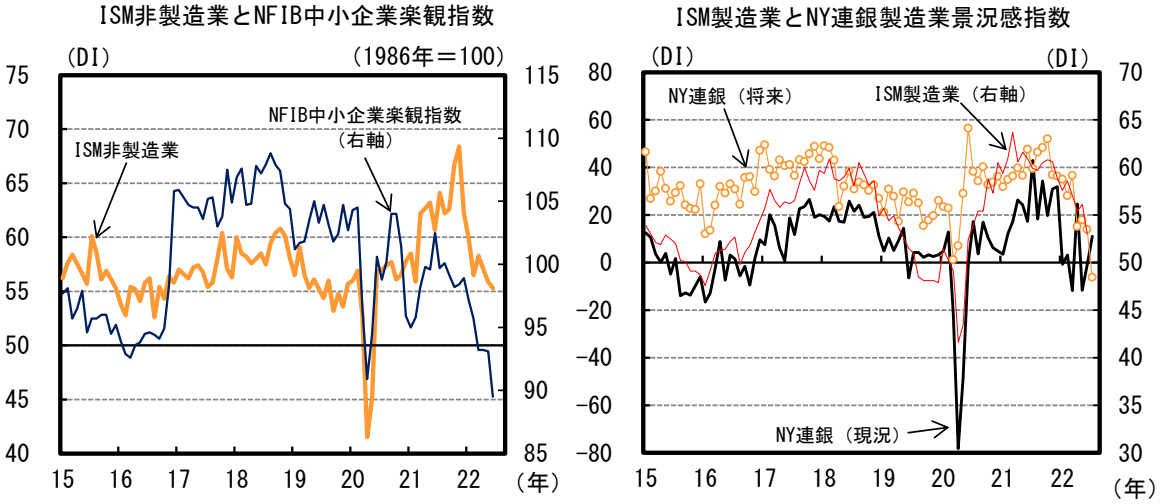
企業マインドは慎重ではあるものの、ばらつきが見られる

2022 年 6 月の ISM 景況感指数に関して、製造業は前月差▲3.1%pt と悪化し、53.0%となった。非製造業は同▲0.6%pt と 3 ヵ月連続で悪化し、55.3%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては新規受注指数、雇用指数、入荷遅延指数が悪化した。非製造業に関しては新規受注指数、雇用指数が悪化した。コメントを見ると、製造業においては、中国におけるロックダウンによる材料・商品調達への悪影響に関する言及が減るとともに、需要の堅調さを指摘する声も多く、指数の悪化ほど印象は悪くない。非製造業に関しては、サプライチェーンの混乱などを指摘する声も多いが、18 業種全てが成長したと回答している。つまり、企業マインドの内容は、数値ほど悪くないといえる。

他方、中小企業マインドに関しては、2022 年 6 月の NFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲3.6pt の 89.5 とコロナ禍の最低水準（2020 年 4 月：90.9）を下回った。内訳項目を見ると、実質販売増加に対する期待、景況感の改善に対する期待のマイナス幅が大きい。これまで相対的に楽観的であった、新規雇用創出や資本支出計画、在庫投資計画も落ち込んでおり、ビジネス活動に対して慎重さを強めている。NFIB は、中小企業は売上に悲観的になっており、在庫の削減を計画していると指摘している、他方で、雇用は堅調なままであることにも言及しており、景況感の減速に相反する状況が継続していることも注目に値する。

以上のように、企業マインドは総じて慎重さを増しているが、内容や程度を見るとばらつきがある。2022 年 7 月中旬までの動向を含む NY 連銀製造業景況感指数を見ると、現況指数は同＋12.3pt と 2 ヵ月連続で改善したが、将来指数は同▲20.2pt と 2 ヵ月連続で悪化した。結果、現況指数の水準はプラス圏へと浮上したが、期待指数はマイナス圏へと落ち込んだ。企業マインドは、現在と将来という観点でも方向感が見えにくい状況となっているといえる。ただし、NY 連銀製造業景況感指数に関しては、現況指数がマイナスとなっても必ずしも景気後退とはならないが、期待指数がマイナス圏に沈んだ場合には景気後退となる場合が多い点は注意を要しよう。

図表 7　ISM 景況感指数と NFIB 中小企業楽観指数、ISM 製造業と NY 連銀製造業景況感指数



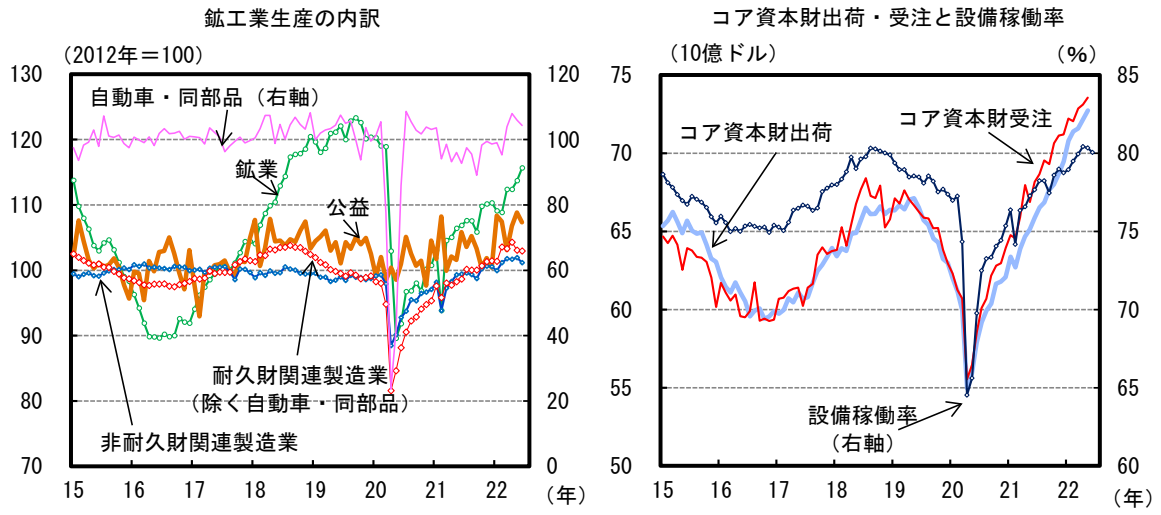
（出所）ISM、NY 連銀、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

6 月の鉱工業生産はマイナスに転じる

企業の実体面に関して、2022 年 6 月の鉱工業生産指数は前月比▲0.2%と 6 ヵ月ぶりに低下し、市場予想（Bloomberg 調査：同＋0.1%）を下回った。内訳を見ると、鉱業（同＋1.7%）が加速した一方で、製造業（同▲0.5%）が 2 ヵ月連続で落ち込み、公益（同▲1.4%）がマイナスに転じたことで全体を押し下げた。製造業の内訳を見ると、非耐久財（同▲0.8%）、耐久財（同▲0.3%）ともに落ち込んだ。耐久財に関しては、一次金属（同▲1.6%）や自動車・同部品（同▲1.5%）、機械（同▲1.1%）が振るわなかった。非耐久財に関しては、衣服・革製品（同＋2.5%）を除いた業種でマイナスとなり、印刷（同▲2.2%）や石油・石炭製品（同▲1.9%）のマイナス幅が大きい。6 月は全体的に減速感が目立つ冴えない結果となったわけだが、短期的な在庫サイクルの観点から生産を抑制的にしているのか、それとも、企業が本格的な景気後退に身構え生産活動に消極的になっているのか、はたまた、中国上海市を中心としたロックダウンによるサプライチェーンの混乱の余波が継続しているのか、7 月以降の結果も併せて、減速感の主因を見極める必要があるだろう。なお、4-6 月期で見ると、鉱工業生産は前期比年率＋6.1%と 1-3 月期の同＋5.1%から伸び幅が拡大した。

設備投資関連の指標について、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷は 2022 年 5 月に前月比＋0.8%と高い伸びを維持し、先行指標であるコア受注も同＋0.6%と加速した。他方で、2022 年 6 月の設備稼働率は前月差▲0.3%pt と 2 ヵ月連続で低下しており、6 月のコア出荷・受注も落ち込む可能性がある。とはいえ、設備稼働率の水準は 80.0%と引き続き高水準にあり、ひっ迫感は強いままである。設備の稼働状況を踏まえれば、設備投資の必要性は高いと考えられる。ただし、FRB による金融引き締めによって金融環境は引き続きタイト化しており、たとえ景気後退を避けられたとしても景気が減速していく過程にあることを踏まえれば、企業の設備投資意欲は徐々に低下していくと考えられる。

図表８　鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



（出所）FRB、Census、Haver Analytics より大和総研作成

経済見通し

大和総研は、現時点において米国経済が堅調さを維持すると見込んでおり、景気後退に陥ることをベースシナリオに置いてはいない。雇用環境が堅調である中で、個人消費は財消費が弱含むものの、サービス消費がけん引すると見込む。サービス消費が堅調である以上、サービス価格は減速しにくい可能性はあるが、財消費が弱含むことで高進している財価格の上昇が沈静化していくことが期待される。インフレ加速が消費者行動の重石となっていることを踏まえれば、インフレ加速が落ち着くことで家計の消費余力も改善すると考えられる。設備投資に関しては、その必要性が高い一方で、金融引き締めが続き、金融環境がタイト化する中で、徐々に減速していくと見込む。住宅投資に関しては、住宅ローン金利の上昇と高水準の住宅価格が住宅需要を抑制することでマイナス成長が続くと予想するが、実質 GDP に占めるウェイト自体は小さいことから、全体を大きく押し下げるような要因にはなりにくいだろう。

こうした認識の下で、2022 年 4-6 月期は前期比年率＋1.0%とプラスに転換すると見込む。ただし、民間在庫が大きな下押し要因となり、結果的に懸念されるような 2 四半期連続でマイナス成長となり、金融市場が景気後退と認識する可能性は残る。仮に、4-6 月期にマイナス成長を逃れたとしても景気後退に対する懸念は、むしろこれから高まっていくだろう。前述の「魔の 6 ヵ月」は前倒しされ、さらには長期化する可能性もある。そのカギを握るインフレ高進に関しては、従来通り PCE を重視するのか、或いは CPI を重視するのか、FRB の中でも揺れているように思われる。6 月の CPI の加速を基に、7 月末の FOMC で利上げ幅をさらに拡大すれば、先行きに関しても FRB のタカ派化は続く可能性があり、経済・金融の不確実性を高めることになるだろう。他方、6 月の FOMC と同様の利上げ幅であれば、FRB が景気悪化とインフレ抑制のバランスを取ることを示唆し、米国経済のソフトランディングに向けた道が広がることにつながるだろう。

図表９　米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2021				2022				2023				2020	2021	2022	2023
	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ				
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産	6.3	6.7	2.3	6.9	-1.6	1.0	1.7	1.5	1.0	0.9	0.8	0.8				
〈前年同期比、%〉	0.5	12.2	4.9	5.5	3.5	2.1	2.0	0.6	1.3	1.3	1.0	0.9	-3.4	5.7	2.0	1.1
個人消費	11.4	12.0	2.0	2.5	1.8	1.1	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4	1.4	-3.8	7.9	2.5	1.6
設備投資	12.9	9.2	1.7	2.9	10.0	6.6	5.7	4.1	2.7	2.0	1.4	1.2	-5.3	7.4	6.0	3.2
住宅投資	13.3	-11.7	-7.7	2.2	0.4	-5.5	-11.6	-7.9	-4.4	-1.0	0.0	0.3	6.8	9.2	-4.3	-4.6
輸出	-2.9	7.6	-5.3	22.4	-4.8	11.1	5.8	3.5	3.0	2.7	2.5	2.4	-13.6	4.5	5.4	3.8
輸入	9.3	7.1	4.7	17.9	18.9	6.4	3.7	3.1	2.7	2.5	2.2	2.0	-8.9	14.0	10.7	3.0
政府支出	4.2	-2.0	0.9	-2.6	-2.9	-1.4	0.4	1.5	1.8	1.9	2.0	2.0	2.5	0.5	-1.3	1.4
国内最終需要	10.4	8.0	1.3	1.7	2.0	1.2	1.8	1.8	1.6	1.6	1.5	1.4	-2.5	6.5	2.0	1.6
民間最終需要	11.8	10.1	1.4	2.6	3.0	1.7	2.1	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3	-3.6	7.9	2.7	1.7
鉱工業生産	3.1	6.5	3.5	4.8	5.1	6.1	4.8	2.9	1.9	1.6	1.3	1.3	-7.2	5.6	4.8	2.6
消費者物価指数	4.1	8.2	6.7	7.9	9.2	10.5	8.7	4.0	3.3	3.5	3.0	3.1	1.2	4.7	8.4	4.5
失業率（%）	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.6	3.6	3.6	3.7	3.8	3.8	3.9	8.1	5.4	3.7	3.8
貿易収支（10億ドル）	-197	-204	-219	-225	-284	-258	-264	-262	-261	-260	-259	-257	-654	-845	-1068	-1036
経常収支（10億ドル）	-189	-206	-226	-225	-291	-265	-268	-264	-261	-259	-256	-253	-616	-822	-1089	-1029
FFレート（%）	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.75	3.00	3.50	4.00	4.00	4.00	4.00	0.25	0.25	3.50	4.00
2年債利回り（%）	0.13	0.17	0.23	0.53	1.44	2.72	3.17	3.44	3.63	3.76	3.70	3.57	0.40	0.27	2.69	3.67
10年債利回り（%）	1.32	1.59	1.32	1.54	1.94	2.93	3.16	3.41	3.60	3.72	3.71	3.60	0.89	1.44	2.86	3.66

（注 1）網掛けは予想値。2022 年 7 月 19 日時点。
（注 2）FF レートは誘導レンジ上限の期末値。2 年債利回り、10 年債利回りは期中平均。
（出所）BEA、FRB、BLS、Census、Haver Analytics より大和総研作成