

2022年8月19日 全11頁

米国経済見通し インフレ頭打ちは本当か

インフレが高止まりするリスクは残り、大幅利上げは継続する可能性

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]

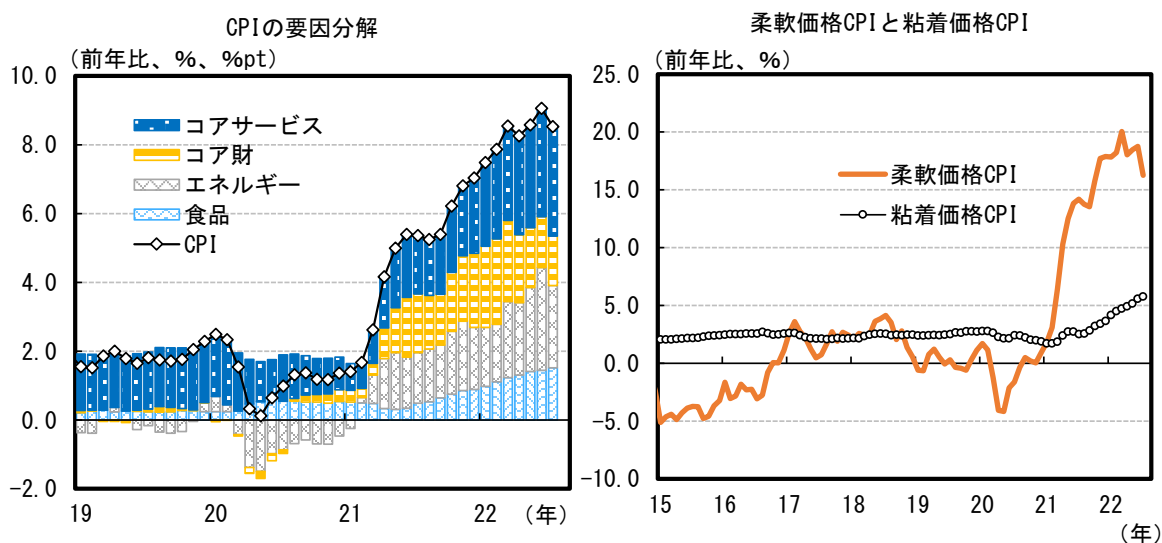
- 7月の主要物価指標が市場予想を下回ったことで、市場ではインフレが頭打ちしたとの認識が広まりつつある。とりわけ、CPIに関しては、ヘッドラインに加えて、コアも減速したことで、市場に安堵感が生まれたわけだが、今後も順調に減速していくと楽観視するのは尚早だろう。住宅価格を含む、短期的に価格変動しにくい品目を集めた粘着価格CPIは上昇し続けている。粘着価格CPIが減速しなければ、消費者の期待インフレが高水準で定着し、インフレが高止まりするリスクは残ることになる。
- インフレ頭打ちとの認識が広まる中で、9月のFOMCで利上げ幅が0.50%ptに縮小されるとの観測が強まっている。もっとも、インフレが高止まりするリスクは残っており、利上げ幅の縮小は予断を許さない。利上げ幅が縮小されるのは、米国経済の屋台骨である個人消費が腰折れし、景気後退リスクが高まる場合である。他方、足下の雇用環境の堅調さを踏まえれば、短期的には所得面主導で個人消費が大きく落ち込むことは考えにくい。
- FOMC参加者は、7月のCPIが予想よりも減速したことを望ましい傾向と評価する一方で、インフレが高止まりするリスクに関しては共通して懸念を示しており、利上げ幅の縮小に向けたハードルは高い。FRBがインフレ抑制に関するリスク管理の観点から大幅利上げを前倒して実施してきたこれまでの経緯を踏まえれば、インフレが依然高水準にある中では、利上げができる経済状況において、0.75%ptの大幅利上げを継続することが選好される可能性があることを市場は過小評価してはならないだろう。

インフレ頭打ちは本当か

米国経済は高インフレと景気悪化リスクの高まりという懸念に直面しているが、足下の経済指標はこうした懸念を和らげる結果となった。まず、インフレに関しては、7月のCPI、PPI、輸入物価といった主要物価指標のヘッドラインが市場予想を下回った。とりわけ、注目されたCPIに関しては、ヘッドライン（前月比+0.0%（市場予想：同+0.2%）、前年比+8.5%（市場予想：同+8.7%））に加え、コアCPI（前月比+0.3%（市場予想：同+0.5%）、前年比+5.9%（市場予想：同+6.1%））も市場予想を下回った。原油価格の下落によってエネルギーがヘッドラインの伸びを抑制することは想定されていたが、エネルギーが含まれていないコアCPIも減速したことは市場にとってポジティブサプライズであったといえる。

コアCPIの内訳を見ると、コア財（前月比+0.2%）、コアサービス（同+0.4%）ともに伸び幅が縮小した。財価格の減速に関しては、個人消費が財からサービスへと移行したことで需要が抑制されつつあるとともに、中国でのロックダウンの緩和などによってサプライチェーンの混乱に改善が見られたことなどが背景としてはあるだろう。また、サービス価格に関しては、エネルギー価格の下落やバケーション需要の一服によって、航空料金といった輸送サービス価格が落ち込んだことが全体を押し下げた。

図表1 CPIの要因分解、柔軟価格CPIと粘着価格CPI



(出所) BLS、アトランタ連銀、Haver Analytics より大和総研作成

7月の主要物価指標の結果を受け、市場ではインフレの頭打ちが意識されつつある。しかし、たとえ頭打ちとなったとしても、今後も順調に減速していくと楽観視するのは尚早だろう。7月にインフレの抑制要因となったエネルギー価格に関しては、ウクライナ・ロシア間の紛争のように地政学リスクの状況によって左右される。また、サプライチェーンの混乱が引き続き改善していくかは、新型コロナウイルスの感染状況次第ともいえる。そして、コアサービスに関しては、ウェイトの大きい住宅価格がカギを握る。FRBの利上げを背景とした住宅ローン金利の上昇などによって住宅市場は調整が進んでいるが、住宅価格はタイムラグをもって変動する傾向が

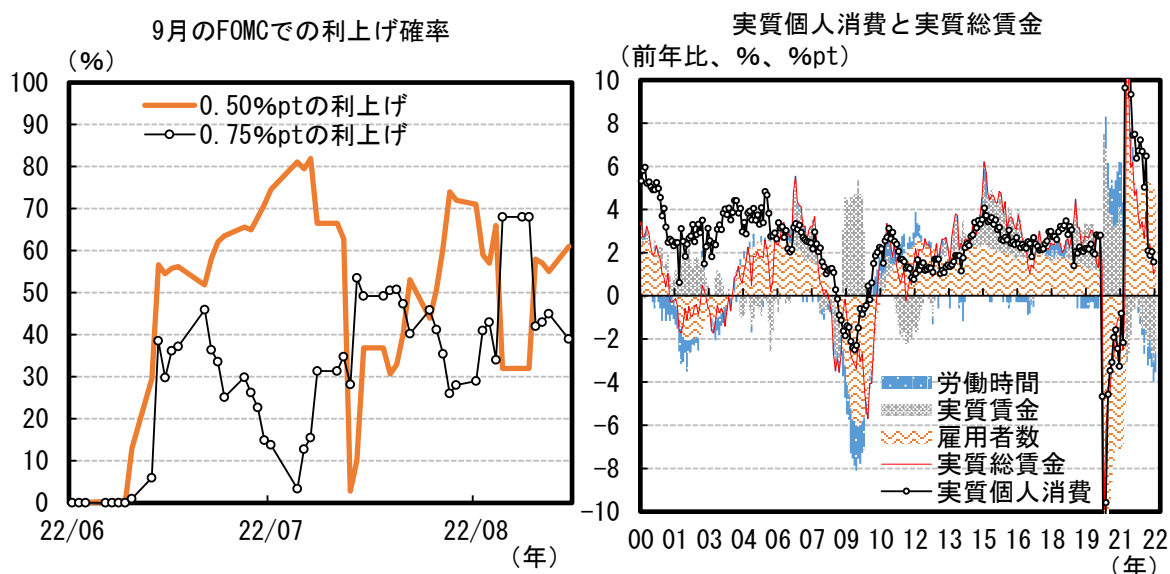
あり、依然として高止まりしている。足下で減速傾向にあるのは、短期的に価格変動しやすい品目を集めた柔軟価格 CPI（アトランタ連銀公表）であり、住宅価格を含む、短期的に価格変動しにくい品目を集めた粘着価格 CPI（同上）は上昇し続けている。両者のウェイトを見ると、柔軟価格 CPI が約 3 割と小さく、粘着価格 CPI は約 7 割となっている。当面、柔軟価格 CPI が減速しても、粘着価格 CPI が減速しなければ、消費者のインフレ見通し（期待インフレ）が上昇しかねない。期待インフレが高水準で定着すれば、物価は高止まりするリスクは残る。

雇用環境は依然堅調、9 月 FOMC での利上げ幅縮小のインセンティブは低い

7 月の各種物価指標が頭打ちの兆候を示したことで、市場では利上げ幅の縮小観測が強まっている。CME（シカゴ・マーカンタイル取引所）が算出する FedWatch（FF 先物市場から算出される利上げ・利下げ確率）によると、直近では 9 月の FOMC の利上げ幅の縮小（0.50%pt へ）が 6 割前後、維持（0.75%pt）が 4 割前後と、利上げ幅の縮小が市場では優勢といえる。しかし、前述の通り、インフレが高止まりするリスクは残っており 9 月 FOMC での利上げ幅の縮小は予断を許さない。9 月の FOMC での利上げ幅を考える上では、景気が大きく落ち込むリスク（利上げ幅の縮小）と、インフレが高止まりするリスク（利上げ幅の維持）を比較衡量する必要が出てくるだろう。

足下の景気を確認すると、4-6 月期の実質 GDP 成長率が 2 四半期連続でマイナス成長となったことで、市場基準では景気後退（テクニカル・リセッション）となった¹。設備投資や住宅投資がマイナスとなったことが押し下げ要因となり、民間最終需要も前期から横ばいと減速感強い。ただし、個人消費は底堅いままであり、本格的な景気後退には至っていない。仮に景気が利上げ幅の縮小を促すとすれば、米国経済の屋台骨である個人消費が腰折れする場合となる。

図表 2 9 月の FOMC での利上げ確率、実質個人消費と実質総賃金



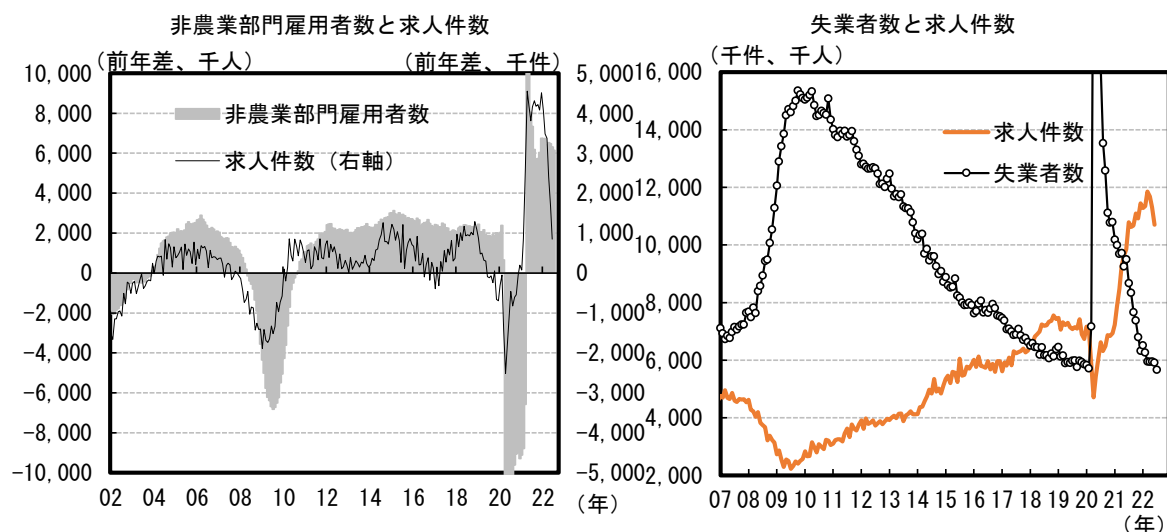
(出所) CME、BEA、BLS、Haver Analytics より大和総研作成

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「米 GDP 2 四半期連続のマイナス成長」(2022 年 7 月 29 日) 参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220729_023195.html

個人消費の裏付けとなる雇用・所得環境を確認すると、7月は雇用者数の伸び幅が拡大し、賃金上昇率が前月比で加速したことからわかるように、堅調さを維持したといえる。これら（雇用者数、賃金）に労働時間を加え、物価上昇分を控除した実質総賃金を見ると、前年比で減速しつつもプラス域で推移しており、実質個人消費と概ね連動していることが見て取れる。内訳を見ると、高インフレが実質賃金を押し下げる一方で、雇用者数の伸びの高さが実質総賃金のプラス幅を維持する上でのバッファーとなっている。景気後退期においては、雇用者数の伸びがマイナスに転じ、個人消費を押し下げる傾向があるが、足下の雇用者数の伸びの高さを踏まえば、短期的には所得面主導で個人消費が大きく落ち込むことは考えにくい。7月の小売売上高が実質ベースで増加したことは、堅調な雇用環境とインフレの減速が家計の消費余力を押し上げ、個人消費が大きく落ち込みにくいことを示しているといえる。

では、今後雇用者数の伸びが大幅に縮小し、マイナスに転じることは考えられるのだろうか。これまでに実施してきた金融引き締め等の影響もあり、企業の雇用マインドの悪化や求人件数の減少に見られるように労働需要は低下している。過去の景気後退期を振り返ると、景気が悪化する中で、まず求人件数が前年差でマイナスに転じ、その後に失業者数の前年差での増加、及び雇用者数の前年差での減少という過程を経ることが多い。求人件数（前年差）を見るとプラス幅は縮小しており、遅かれ早かれマイナスに転じることが想定される。しかし、求人件数の水準は失業者数を大きく上回っており、コロナ禍前にも見られないほどの労働需要の強さとなっている。求人件数（前年差）がマイナスに転じたとしても、過去の景気後退期のような失業者数の大幅な増加や雇用者数の大幅な減少といった雇用環境の大崩れが発生することは当面想定しづらい。

図表3 非農業部門雇用者数と求人件数、失業者数と求人件数



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

雇用環境が大崩れしにくい状況にあることは、個人消費を引き続き下支えすることで景気後退懸念を和らげる。同時に、大幅利上げの継続を米国経済が許容できることを示唆している。加えて、雇用環境の堅調さがインフレを高止まりさせる可能性もある。具体的には、労働需要が高

い中で、国内の55歳以上の世代が引退等により労働供給の拡大を抑制していることから、労働需給のタイトさが継続し、賃金上昇率が高止まりする恐れがある。そして、足下では生産性が伸び悩んでいることから、賃金上昇率の高止まりがインフレ圧力へとつながりやすい。こうした雇用環境の堅調さが、インフレを高止まりさせるリスクを含むことも踏まえれば、9月のFOMCで利上げ幅を縮小するインセンティブは、市場が期待するほど高くないといえるだろう。

大幅利上げができるうちが花

9月のFOMCまで1ヵ月程度の時間があり、その間には8月の雇用統計やCPIの公表が予定されている。8月の雇用統計及びCPIが減速傾向を示せば、市場は9月FOMCでの0.50%ptの利上げ予想を一層強めることが予想される。他方で、FOMC参加者にとっては、雇用者数やCPIが多少の減速にとどまる場合（大幅なマイナスへと転換しない限り）は、利上げ幅の縮小を決断することに消極的になる可能性がある。FOMC参加者は、7月のCPIが予想よりも減速したことを望ましい傾向と評価する一方で、前述のインフレが高止まりするリスクに関しては共通して懸念を示しており、利上げ幅の縮小に向けたハードルは高い。

また、0.75%ptの利上げを主導してきたブラード・セントルイス総裁は、8月9日のインタビューで、9月のFOMCで0.75%ptの利上げを継続し、その後のFOMCで利上げ幅を縮小するのか、9月以降のFOMCで利上げ幅を均等にするのかについては、戦略的な決定となるとの見解を示した。その上で、ブラード総裁自身は前倒しでの利上げを好むと述べた。市場参加者にとっては更なる0.75%ptの利上げは、金融環境をさらに大幅にタイト化させ、景気を一層冷やし得ることから短期的には歓迎されるものではないかもしれない。しかし、大幅利上げができるということは、少なくとも景気が悪くない状況であるということも再認識すべきだろう。つまり、大幅利上げができるうちが花、といえるのかもしれない。

堅調な雇用環境が個人消費、ひいては米国経済をサポートするとはいえ、これまでに実施してきた金融引き締めが景気を冷やしていくことが想定されるとともに²、今後は気温が低下していく中で新型コロナウイルスの感染状況が再び悪化し、サービス消費が再び落ち込む可能性も否定できない。また、9月に予定されるバランスシート縮小（QT）の加速が金融環境を急激にタイト化させ、株価といった資産価格の下落をもたらすことで、逆資産効果³が生じる恐れもある。FOMCがインフレ抑制に関するリスク管理の観点から大幅利上げを前倒しで実施してきたこれまでの経緯を踏まえれば、インフレが依然高水準にある中で、利上げができる経済状況において、0.75%ptの大幅利上げを継続することが選好される可能性があることを市場は過小評価してはならない。そして、雇用環境が堅調な中で0.75%ptの利上げを継続しておけば、万が一景気が急激に落ち込んだ際に、インフレ抑制的な中立金利以上の水準を維持しながら利下げへと踏み切るための裁量を確保できる点にも注目すべきだろう。

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 既に景気後退にあるのか」（2022年7月20日）参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220720_023177.html

³ 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

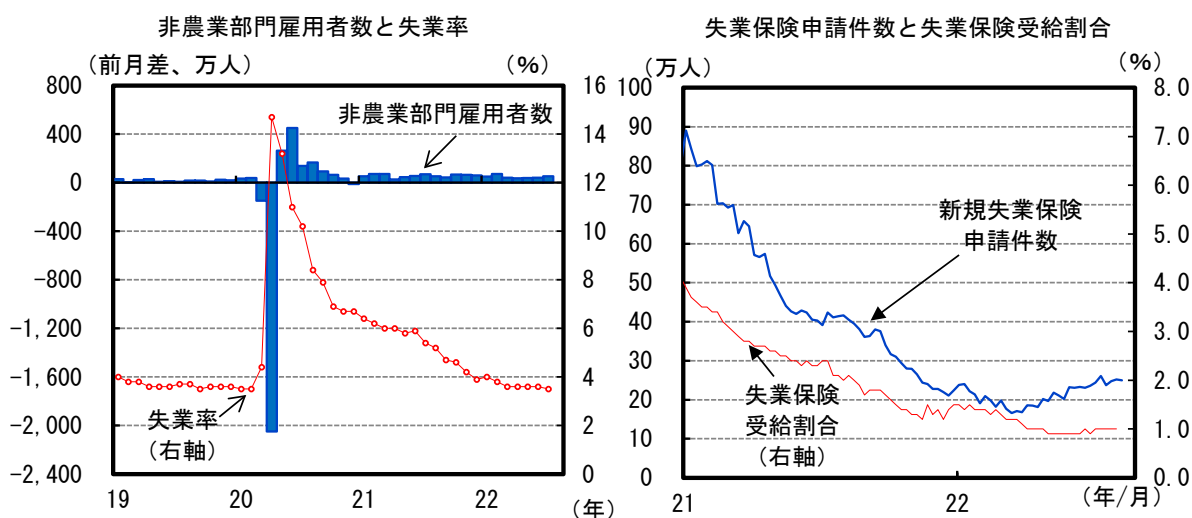
雇用環境は堅調、労働需給はタイトなまま⁴

2022年7月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+52.8万人と加速し、市場予想を大きく上回った。また、失業率は同▲0.1%ptの3.5%とコロナ禍前の最低水準まで低下した。雇用者数、失業率ともに改善したことを踏まえれば、雇用環境は堅調さを維持している。他方、最大の懸念材料であるインフレに関連して、賃金上昇率が高止まりする結果となった。非労働力人口が増加するなど労働供給が伸び悩んでおり、賃金上昇圧力、ひいてはインフレ圧力が和らぎにくいことを示唆しているといえよう。

足下の雇用環境について新規失業保険申請件数を確認すると、直近値(8/7-8/13)は25.0万件の増加となった。失業保険申請件数は緩やかな増加傾向を示しつつあるものの、失業保険受給割合が大幅に上昇していないことから、足下の雇用環境が大きく悪化している気配はない。雇用環境の先行きについても、急激に悪化することは考えにくい。

労働需要に関しては、6月の求人件数が前月差▲60.5万件と大幅に減少したが、依然として失業者数を大きく上回っている。また、6月の1,070万件という求人件数の水準は、広義の失業者数(失業者+潜在的失業者+非自発的パートタイム就業者)とほぼ同水準であり、コロナ禍前にも見られないほどの労働需要の強さとなっている。他方で、労働供給に関しては、米国外からの労働者の流入が労働供給を押し上げている一方で、米国生まれの55歳以上の世代を中心とした労働参加が伸び悩んでいる。この世代には、引退等による労働市場からの退出者も含まれていることを踏まえれば、今後も労働供給の抑制要因となることが想定される。以上を踏まえれば、労働需要の強さが堅調な雇用環境をサポートする一方、労働供給が伸び悩んでいることで、労働需給のタイトさが長期化する可能性があるだろう。

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

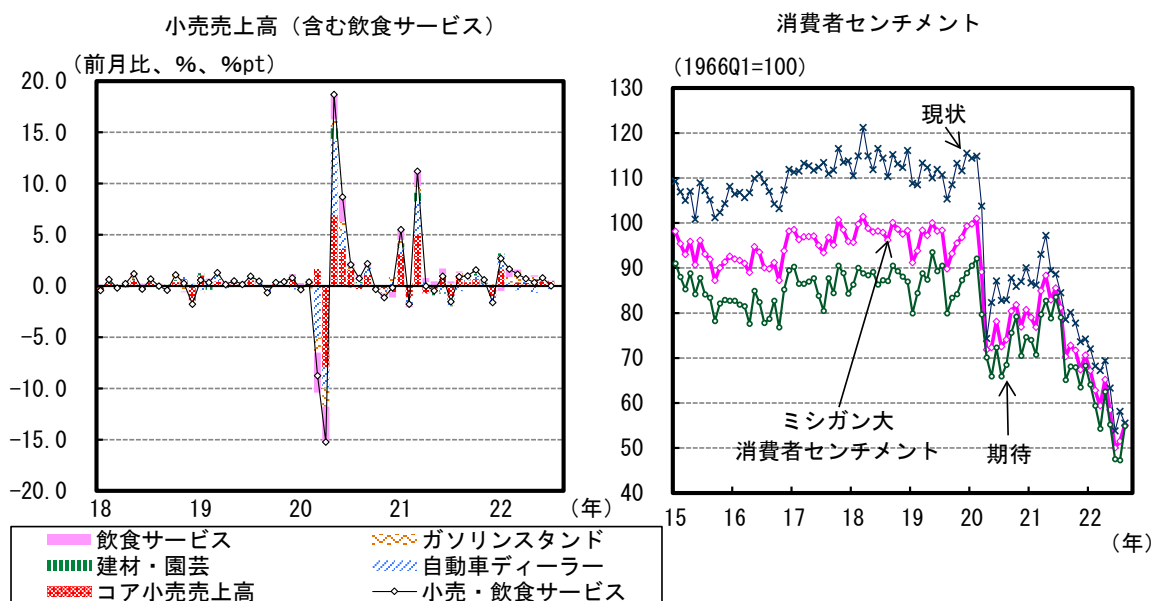
⁴ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「非農業部門雇用者数は前月差+52.8万人」(2022年8月8日) 参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220808_023205.html

小売売上高は実質ベースで3ヵ月ぶりにプラスに転じる

個人消費の動向を確認すると、2022年7月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.0%と減速し、市場予想(Bloomberg調査:同+0.1%)を下回った。内訳を見ると、ガソリン価格の下落を背景としたガソリンスタンド(同▲1.8%)、在庫不足が続く自動車・同部品(同▲1.6%)が主な下押し要因である。この他、GMS(総合小売)(同▲0.7%)や衣服・宝飾品(同▲0.6%)も振るわなかった。他方で、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は、同+0.8%と小幅に加速したことから、基調としては堅調さを維持している。とりわけ、アマゾン・プライムデーの影響もあり、無店舗販売(同+2.7%)が大幅に加速したことがけん引役となった。また、名目ベースの小売売上高が減速したとはいえ、実質ベースで見れば同+0.1%と3ヵ月ぶりにプラスに転じた。堅調な雇用環境とインフレの減速が家計の消費余力を押し上げた結果といえる。気がかりなのは、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、飲食サービス(同+0.1%)が小幅な伸びにとどまり、息切れ感が出始めた可能性があることだろう。

続いて、消費者マインドを見ると、ロイター／ミシガン大消費者センチメント(速報値)は、8月が前月差+3.6ptと2ヵ月連続で改善した。しかし、水準は55.1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▲2.6pt)は悪化した一方で、期待指数(同+7.6pt)は大きく改善した。ミシガン大学は、低所得層のマインドが改善した一方で、高所得層のマインドが悪化したとコメントしている。低所得層はインフレ・雇用動向の影響を受けやすいことから、足下のガソリン価格の低下に見られるインフレの減速や堅調な雇用環境を背景にマインドが改善したと考えられる。他方で、高所得層は、景気減速に対する懸念を強めた可能性がある。もっとも、足下では株価が上昇基調にある点は、資産効果が波及しやすい高所得層にとっては、マインドをさらに悪化させないバッファーとなり得るだろう。

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

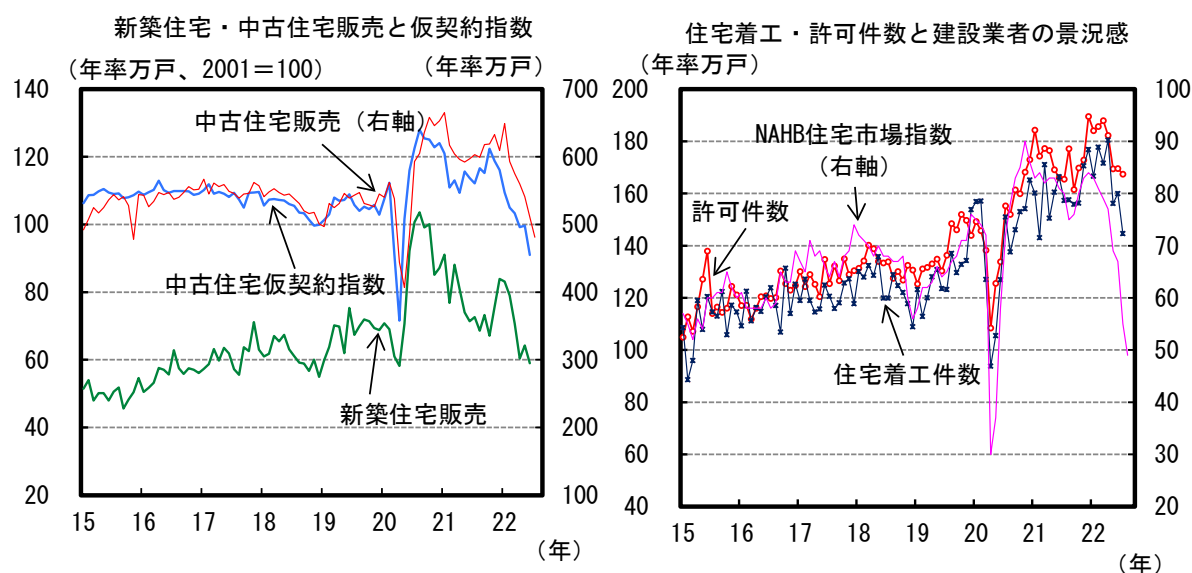
住宅市場は調整を続け、建設業者のマインドは大幅に悪化

住宅需要に目を向けると、中古住宅販売（ condominium等含む）に関しては、2022年7月は前月比▲5.9%と6ヵ月連続で減少した。新築住宅販売（戸建）に関しては、2022年6月は同▲8.1%と大幅なマイナスに転じた。新築・中古住宅販売ともに急激に冷え込んでいるといえる。住宅ローン金利は高止まりし、住宅価格も高水準にある中で、住宅取得能力指数は1989年6月以来の低水準となった。住宅を購入する環境は悪化しており、人々の住宅購入意欲は大きく損なわれているといえる。

また、住宅供給に関しては、2022年7月の新築住宅着工は前月比▲9.6%と大幅なマイナスに転じた。また、先行指標である建設許可は同▲1.3%と2ヵ月ぶりに減少しており、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に関しても、悪化が著しい。NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2022年8月分は前月差▲6ptと大幅かつ8ヵ月連続で悪化し、水準も49と2020年5月以来の低さとなった。NAHBは、金融引き締めと持続的な建設費の上昇が、住宅不況を引き起こしたと指摘している。

住宅需要の冷え込みに応じて、住宅供給及び建設業者のマインドが悪化しているわけだが、住宅建設が増えなければ、住宅価格の落ち込みは緩やかなものとなるかもしれない。NAHBは2022年の一戸建て住宅の着工数は、2011年以來の前年比減少に転じる可能性を指摘している。住宅価格が落ち込まなければ、インフレを高止まりさせ得る。また、金融引き締めが終盤に近付き、住宅購入を再び検討するフェーズへと移行した際にも、手ごろな住宅が豊富になれば、住宅購入意欲は回復しづらい可能性も考えられるだろう。

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

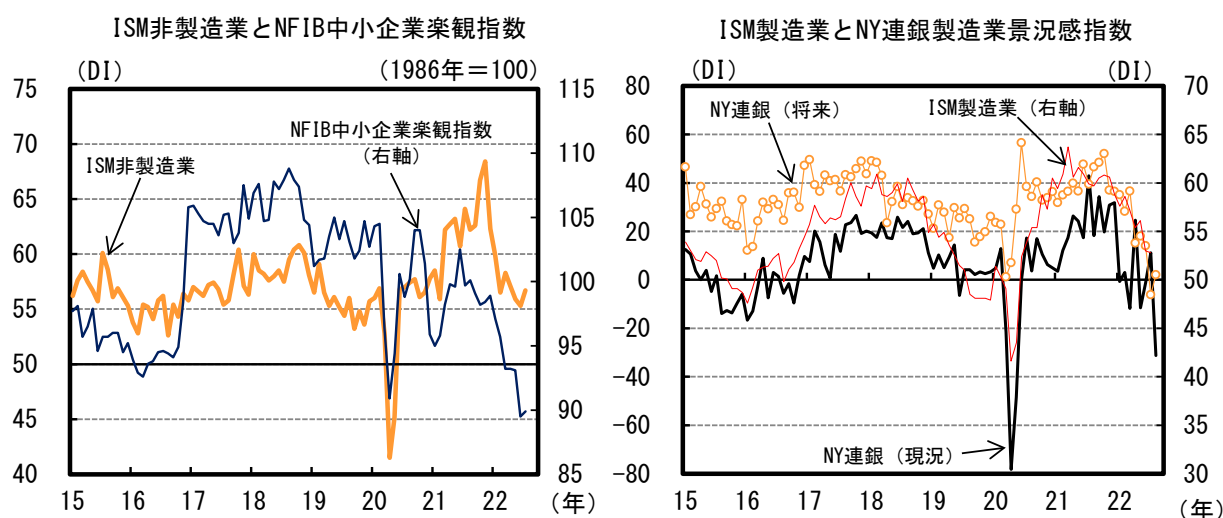
7月の企業マインドは数値では小康状態も、景気後退に対する懸念が強まる

2022年7月のISM景況感指数に関して、製造業は前月差▲0.2%ptと小幅に悪化し、52.8%となった。他方、非製造業は同+1.4%ptと4ヵ月ぶりに改善し、56.7%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、生産指数、入荷遅延指数が悪化した。非製造業に関しては、入荷遅延指数以外が改善した。製造業・非製造業ともに数値自体はまずまずの結果といえるが、コメントを見ると、製造業・非製造業ともに、コスト高に悩む声が根強いことに加え、景気後退リスクを指摘する声が上がりはじめた。また、成長したと回答した業種は、製造業が18業種中11業種、非製造業が13業種といずれも減少し、2020年5月以来の少なさとなった。

中小企業マインドに関しては、2022年7月のNFIB(全米独立企業連盟)中小企業楽観指数は、前月差+0.4ptと小幅に改善したが、水準は89.9とコロナ禍の最低水準(2020年4月:90.9)を2ヵ月連続で下回っている。内訳項目を見ると、景況感の改善に対する期待のマイナス幅が縮小したが、水準は極めて低いままである。NFIBは、中小企業は高インフレや労働力不足、サプライチェーンの混乱への対応を続けているとともに、景気後退リスクといった先行きの不確実性に直面していると指摘している。

7月の企業マインドは数値で見れば小康状態といえるが、調査でのコメントや内容を見れば、企業は景気後退懸念を強めている。また、2022年8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、現況指数は前月差▲42.4ptと大幅に悪化した。元々振れの大きい経済指標だが、単月での落ち込み幅は2020年4月(同▲56.7pt)以来の大きさである。現況指数をISM製造業景況感指数ベースに換算すると、45.9%と2020年8月以来初めて50%を下回った。他方、7月にマイナス圏に沈んだ将来指数は同+8.3ptと改善し、プラス圏へと浮上した。NY連銀製造業景況感指数は、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ことから、将来指数がプラス圏へと戻ったことは救いといえる。しかし、現況指数の落ち込み幅が景気後退並みの大きさであることを踏まえれば、将来指数の改善は気休め程度といえる。

図表7 ISM非製造業と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



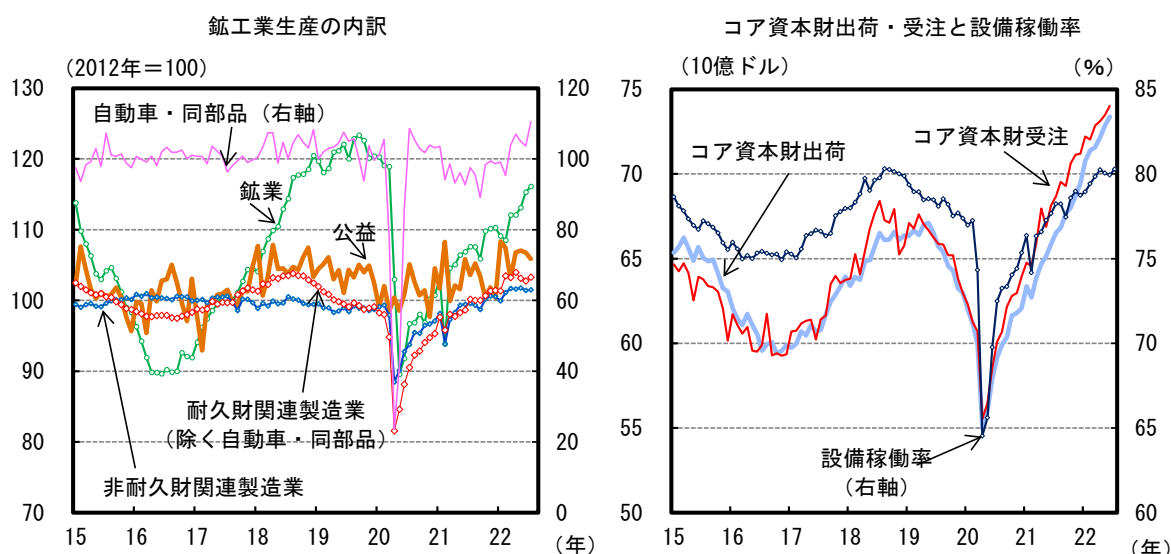
(出所) ISM、NY連銀、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

7月の鉱工業生産はプラスに転じる

企業の実体面に関して、2022年7月の鉱工業生産指数は前月比+0.6%とプラスに転じ、市場予想（Bloomberg調査：同+0.3%）を上回った。内訳を見ると、公益（同▲0.8%）がマイナス幅を拡大させ、鉱業（同+0.7%）が減速したものの、製造業（同+0.7%）が3ヵ月ぶりにプラスに転じたことで全体を押し上げた。製造業の内訳を見ると、耐久財（同+1.3%）、非耐久財（同+0.1%）ともに増加に転じた。耐久財に関しては、自動車・同部品（同+6.6%）や金属製品（同+2.1%）、その他輸送用機器（同+1.5%）が大幅なプラスに転じた。なお、家具・家事用品（同▲1.6%）、電気機械（同▲1.4%）は振るわなかった。非耐久財に関しては、印刷（同▲1.7%）や石油・石炭製品（同▲0.9%）のマイナス幅が大きい一方で、ゴム・プラスチック（同+1.3%）や衣服・革製品（同+1.6%）が高い伸びとなったことで全体を押し上げた。5、6月に引き続き7月の結果も冴えなければ、企業活動の減速感が顕著となる恐れがあったが、7月の結果はそうしたネガティブな予想を覆す強い結果となった。5-6月が落ち込んだのは、中国でのロックダウンに伴うサプライチェーンの混乱による短期的な影響もあったと考えられる。

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6月に前月比+0.7%と高い伸びを維持し、先行指標であるコア受注も同+0.7%と加速した。ただし、6月の鉱工業生産が落ち込んだ中で、出荷・受注が増加したのはインフレ加速による押し上げであったと考えられる。7月は鉱工業生産も大幅なプラスに転じたことから、コア出荷・受注も堅調な伸びを示すことが想定される。また、設備稼働率は前月差+0.3%pt上昇の80.3%と高水準にあり、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、当面の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、8月になって企業マインドは冴えない。サプライチェーンの混乱等の悪影響が緩和したことで7-9月期は設備投資が再び活性化すると見込む一方、10-12月期以降は企業の設備投資意欲が再び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

2022年4-6月期の実質GDP成長率は、前期比年率▲0.9%と、2四半期連続のマイナス成長となった。2四半期連続でマイナス成長となったことで、市場基準では景気後退（テクニカル・リセッション）と認識される。最大の下押し要因となったのは民間在庫であるが、住宅投資や設備投資もマイナスに転じたことから、民間最終需要が前期から横ばいとなるなど、減速感強い。もともと、米国経済の屋台骨である個人消費は底堅く推移していることから、本格的な景気後退に至っていない。

足下の経済指標を踏まえれば、7-9月期は住宅投資が引き続き減少すると想定される一方で、個人消費は堅調さを維持し、設備投資も再びプラスに転じると見込む。また、コロナ禍以降は、民間在庫変動が上半期にマイナスとなり、下半期にプラスとなる傾向がある。足下では、景気減速を背景に小売業を中心とした在庫調整が進められており、下半期も大幅なプラスへと転換することは考えにくい。しかし、下半期は年末商戦などがあり、在庫の解消一辺倒ではないことや、在庫不足が指摘される自動車などの生産が増加していることから、4-6月期のような大幅なマイナスとなることは想定していない。結果として、7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.8%とプラスに転じることを想定する。7-9月期は米国経済が堅調さを維持することを背景に、現時点では9月のFOMCでは0.75%ptの利上げを想定している。他方、10-12月期以降は、金融引き締め効果により実質GDP成長率は減速傾向を強めると見込んでおり、利上げ幅の縮小を想定している。

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	-0.9	1.8	1.1	0.8	0.6	1.1	1.3				
〈前年同期比、%〉	0.5	12.2	4.9	5.5	3.5	1.6	1.5	0.1	0.7	1.1	0.9	0.9	-3.4	5.7	1.7	0.9
個人消費	11.4	12.0	2.0	2.5	1.8	1.0	2.5	1.4	1.1	0.9	1.2	1.5	-3.8	7.9	2.5	1.3
設備投資	12.9	9.2	1.7	2.9	10.0	-0.1	2.6	2.3	1.7	1.0	1.5	1.9	-5.3	7.4	4.2	1.7
住宅投資	13.3	-11.7	-7.7	2.2	0.4	-14.0	-15.1	-7.7	-4.2	-0.8	0.1	0.6	6.8	9.2	-6.4	-5.6
輸出	-2.9	7.6	-5.3	22.4	-4.8	18.0	3.6	2.7	2.5	2.3	2.7	3.0	-13.6	4.5	6.2	3.6
輸入	9.3	7.1	4.7	17.9	18.9	3.1	2.2	2.0	1.8	1.6	2.5	2.7	-8.9	14.0	9.8	2.1
政府支出	4.2	-2.0	0.9	-2.6	-2.9	-1.9	3.2	1.4	1.5	1.3	1.5	1.4	2.5	0.5	-1.1	1.4
国内最終需要	10.4	8.0	1.3	1.7	2.0	-0.3	2.0	1.2	1.1	0.9	1.3	1.5	-2.5	6.5	1.7	1.2
民間最終需要	11.8	10.1	1.4	2.6	3.0	0.0	1.8	1.2	1.0	0.9	1.2	1.6	-3.6	7.9	2.3	1.1
鉱工業生産	3.1	6.5	3.5	4.8	4.8	5.4	3.7	2.0	1.2	0.9	1.3	1.6	-7.0	4.9	4.5	1.9
消費者物価指数	4.1	8.2	6.7	7.9	9.2	10.5	6.1	3.7	3.3	3.4	3.0	3.1	1.2	4.7	8.1	4.1
失業率(%)	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.6	3.5	3.6	3.7	3.7	3.6	3.6	8.1	5.4	3.6	3.6
貿易収支(10億ドル)	-197	-204	-219	-225	-284	-251	-249	-244	-241	-238	-237	-236	-654	-845	-1028	-952
経常収支(10億ドル)	-189	-206	-226	-225	-291	-257	-253	-247	-242	-237	-234	-232	-620	-846	-1049	-945
FFレート(%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.75	3.25	3.50	3.50	3.50	3.25	3.00	0.25	0.25	3.50	3.00
2年債利回り(%)	0.13	0.17	0.23	0.53	1.44	2.72	3.12	3.25	3.35	3.20	3.16	3.10	0.40	0.27	2.63	3.20
10年債利回り(%)	1.32	1.59	1.32	1.54	1.94	2.93	2.84	2.88	3.02	3.18	3.19	3.13	0.89	1.44	2.65	3.13

(注1) 網掛けは予想値。2022年8月18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