

2022年11月22日 全12頁

米国経済見通し インフレ減速の期待高まる

しかし、FOMCは期待の高まり過ぎに対して警告を発する

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]

- 10月のGPIが市場予想を下回る軟調な結果となったことで、12月のFOMCでは利上げ幅が縮小するのではないかと市場の期待が高まった。しかし、賃金上昇圧力は弱まりにくく、需要も依然底堅いことから、こうした市場の期待は楽観的過ぎるかもしれない。
- FOMC参加者は市場の期待の高まりに対して警告を発し始めた。たとえ12月のFOMCで利上げ幅が縮小されたとしても、FOMC参加者の先行きのFF金利予想は市場の想定を超えてタカ派的なものとなる可能性がある。市場の期待が高ければ高いほど、タカ派的な結果が出た後の落胆は激しくなり、景気の下振れリスクとなり得る。ウォラーFRB理事が警告したように、市場が「深呼吸をして落ち着く」ことができるかが、インフレを抑制しつつ、景気が大崩れしないために重要になる。
- 11月8日に行われた米国連邦議会の中選挙では、共和党が下院で4年ぶりに多数派を奪還した一方、上院は民主党が多数派を維持した。この結果、2023年1月から始まる第118議会は、上院と下院で多数派が異なるねじれ議会となる。
- ねじれ議会は民主党・共和党間の政策調整が必要となり、法案成立の難易度は高まることになる。民主党がインフレ圧力を高め得る政策を志向することから、下院を主導する共和党がその歯止めをかけるという意味で、ねじれ議会はポジティブな側面も持つ。しかし、危機対応時の政策実現に時間を要し得ることや、2023年度本予算や政府債務上限問題を巡る不確実性を高めるといったネガティブな側面も有する点に注意が必要だろう。

インフレ減速への市場の期待が高まる

11月1・2日に開催されたFOMCでは、4会合連続で政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジが0.75%pt引き上げられた¹。加えて、11月のFOMCでは、早ければ12月のFOMCでの利上げ幅縮小の可能性が示唆された。利上げ幅の縮小は、6月に異常に大幅で一般的ではないとパウエル議長が表現した0.75%ptの利上げがようやく終わることを意味する。同時に、11月のFOMCでは、FFレートの最終到達水準（ターミナルレート）を引き上げる可能性も提起された。ターミナルレートの引き上げを通じて、長期にわたって利上げの継続をコミットすることで、利上げ幅の縮小によって金融環境が過度に緩和することを防ぐことを狙ったものと考えられる。つまり、11月のFOMCを総括すれば、利上げ幅の縮小というハト派的な示唆とターミナルレートの引き上げというタカ派的な示唆をともに提起することで、引き締めでも緩和でもない金融環境を維持する狙いがあったといえる。

FOMCの狙いはともあれ、市場の関心は12月のFOMCでの利上げ幅縮小の可能性如何へと集中した。とりわけ、パウエル議長が記者会見で、利上げ幅の縮小に向けて、インフレの減速を見たいと述べていたことから、11月10日公表の10月のCPIが目下の注目点であった。10月のCPIの結果を端的にまとめると、利上げ幅縮小の可能性を高める軟調な結果となった。ヘッドライン（前年比+7.7%、前月比+0.4%）、コアCPI（前年比+6.3%、前月比+0.3%）ともに、市場予想を下回った。コアCPIの内訳を見ると、コア財価格（前月比▲0.4%）は7カ月ぶりにマイナスに転じ、コアサービス価格（同+0.5%）も減速した。サプライチェーンの混乱緩和を背景にコア財価格が低下していくことは想定されていたが、高止まりが予想されていたコアサービス価格の減速は、市場にとってポジティブサプライズであった。コアサービス価格の減速の主因は医療サービス価格の低下であるが、遅行性があり、ウェイトの大きい家賃の伸びも幾分減速したことで、市場はインフレがついに落ち着き始めるとの期待を高めた。そして、インフレ減速への期待の高まりを契機に、市場は近々利上げ幅が縮小され、遠くない将来に金融引き締めが終わりを迎えることを意識し、金利低下と株価上昇へと帰結した。

しかし、こうした市場の期待は、楽観的過ぎるかもしれない。コアサービス価格と連動性の高い賃金上昇率（アトランタ連銀公表の賃金上昇トラッカー）は、ようやくピークアウトの傾向を示し始めたところである。また、中小企業の賃金引き上げ割合や求人率は、賃金上昇率に先行する傾向があるが、両指標はピークアウトの傾向を強めていた前月から一転して足下で上昇に転じた。労働需要は徐々に緩和し、賃金上昇率は減速し始めていることから、両指標の上昇は単月の振れとも考えられるが、求人件数が高水準である現状において、労働需給の緩和、ひいては賃金上昇圧力の緩和が進展するまで、時間を要することを再認識させる結果といえるだろう。

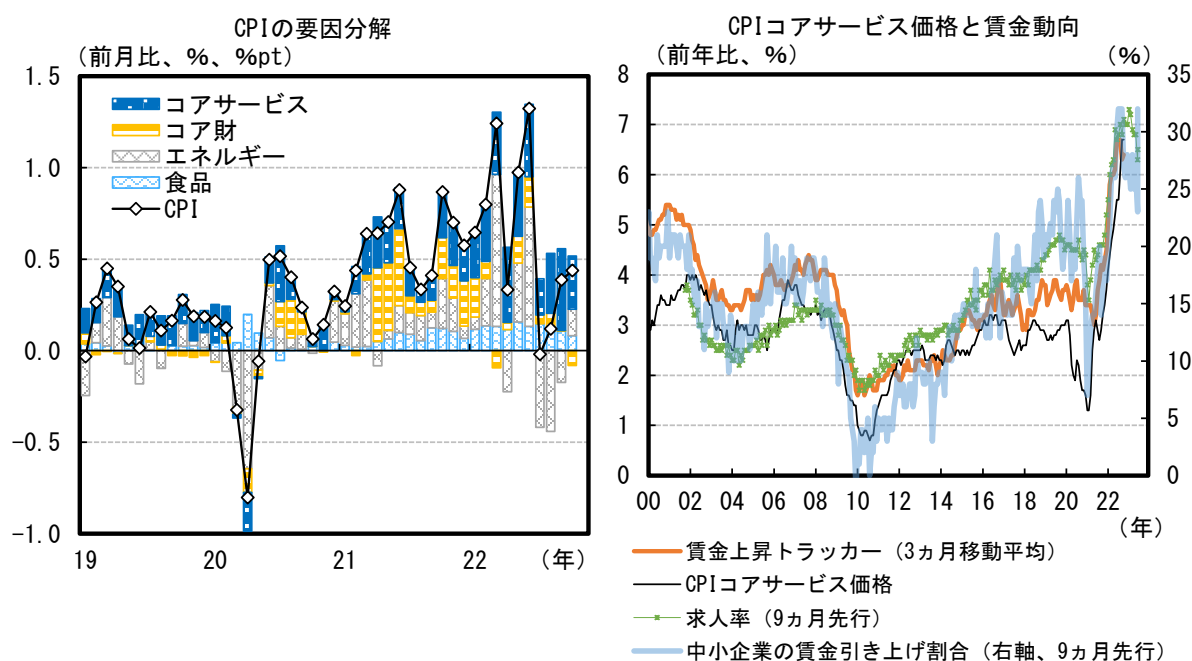
また、消費者マインドや企業マインドにおいて、先行きの景気後退リスクへの懸念が強まる一方で、米国経済の屋台骨である個人消費に関連して、10月の小売売上高が堅調な結果となり、足下の景気は底堅く推移している。アトランタ連銀が公表するGDPNowにおいても、10-12月期

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「FOMC 4会合連続で0.75%ptの利上げを決定」（2022年11月4日）参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20221104_023379.html

の実質 GDP 成長率は前期比年率で+4%以上と予想されている（11月18日時点）。GDP公表月の翌月の GDPNow は、振れが大きいことから割り引いて考える必要があるが、現時点での評価として需要が高いことはインフレ抑制に向けた道のりが長いことを示唆している。

そして、市場のインフレ減速への期待の高まりが、インフレ減速を自己実現的に遅らせる可能性もある。10月のCPI公表後に金利低下と株価上昇が進んだように、米国金融コンディション指数（シカゴ連銀公表）が上昇し、金融環境は緩和傾向に向かったといえる。金融環境の緩和が進めば、需要喚起を後押しし、インフレが高止まりしてしまうリスクも高まることになる。

図表1 CPIの要因分解、CPIコアサービス価格と賃金動向



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

景気・インフレにとって、市場が「深呼吸して落ち着く」ことが重要

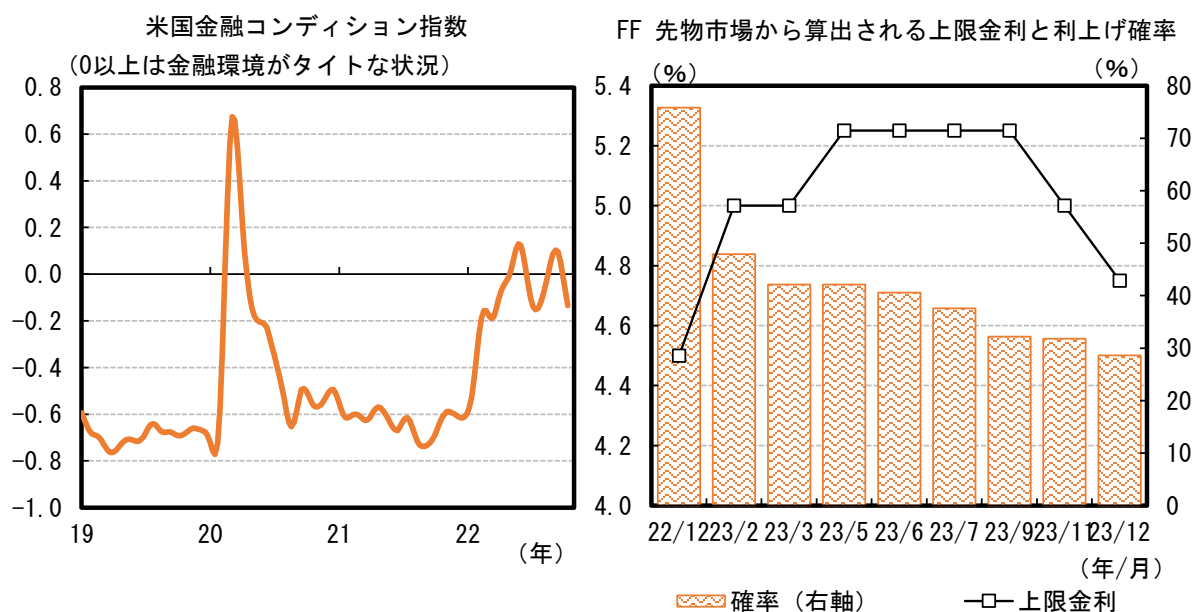
金融環境が緩み始めた中で、FOMC参加者から市場に対する警告が発せられ始めている。11月13日にタカ派のウォラーFRB理事は、10月のCPI後の市場の反応について7月に似ていると述べた上で、市場に対して「深呼吸をして落ち着く」ように促した。ウォラー理事が言及した7月を振り返ると、市場が金融引き締めを終りを意識し、金融環境が緩和し始めた時期であった。結果、金融引き締めの効果が弱まることを懸念したパウエルFRB議長が8月末のジャクソンホールでの講演会で、金融引き締めの継続を再提起することで市場に警告を発し、金融環境は再びタイト化した。7月同様に、市場のインフレ減速に対する期待が高まり、金融環境が緩和してしまえば、FRBは再び市場に対して釘を刺す可能性がある。

焦点はFRBによる釘の刺し方だが、従来通りであれば、12月13・14日予定のFOMCでの0.75%ptの利上げの継続が考えられる。ただし、12月のFOMCで0.75%ptの利上げを継続してしまえば、CPIといった主要物価指標だけに縛られず、景気全体を考慮しながら利上げ幅を修正できる

ことを目的とした利上げ幅縮小の議論が振出しに戻ってしまいかねない。0.75%pt の利上げの継続は、12月13日公表予定の11月のCPIが大幅に加速したり、FRBが看過できないほど金融環境が緩和化してしまった際の最終手段となろう。

もっとも可能性の高い手段としては、12月のFOMCで公表予定のFOMC参加者によるFF金利予想（ドットチャート）で、ターミナルレートを引き上げ、金融引き締め期間の長期化を示すことだろう。直近のドットチャート（9月、中央値）によれば、2022年末が4.375%、2023年末が4.625%となっている。これは、12月のFOMCで0.50%pt、2023年に0.25%ptの利上げを実施すれば達成できる金利水準である。11月のFOMC以来、FOMC参加者はこれまでターミナルレートの具体的な水準に関して言及を避けてきたが、FRBのタカ派化を主導してきたブラード・セントルイス連銀総裁が11月18日に、ターミナルレートは最低でも5.00-5.25%と述べた。加えて、テイラー・ルール（物価上昇率やGDPなどを用いて適正な政策金利水準を算出）を用いて計算した場合、5.00-7.00%程度となることを示し、ターミナルレートがさらに引き上がる可能性も指摘した。

図表2 米国金融コンディション指数、FF先物市場から算出される上限金利と利上げ確率



(注) 右図は11月18日時点。

(出所) CME、シカゴ連銀、Haver Analytics より大和総研作成

ブラード総裁の発言を受け、これまでターミナルレートを4.75-5.00%と見込んでいた市場は、5.00-5.25%の可能性を織り込み始めた。ただし、5.00-5.25%という水準は、12月のFOMCで0.50%pt、2023年2月に0.50%pt、同年3月に0.25%ptの利上げを実施すれば達成できる水準である。依然としてインフレ率が高水準にある中で、市場に対して警告するという意味では、利上げの終わりを意識させないために、5.25-5.50%、もしくはそれ以上のターミナルレートがドットチャートの中央値として示される可能性があるだろう。市場がインフレ減速に期待し、金融引き締めの終わりを意識している中で、予想以上のターミナルレートが示されれば、金

融環境は再びタイト化することが想定される。とりわけ、金融環境が緩和化しているほど、その調整幅は大きくなり得る。金融環境がタイト化することは、インフレを退治するために必要なことではあるものの、その調整が急激であれば、逆資産効果による個人消費の落ち込みなど、景気を急速に冷やしかねない。12月のFOMCに向けて、市場が「深呼吸をして落ち着く」ことができるかが、インフレを抑制しつつ、景気が大崩れしないために重要になるだろう。

ねじれ議会はインフレ抑制にポジティブも、財政リスクを高める

11月8日に行われた米国連邦議会の中間選挙では、共和党が下院で4年ぶりに多数派を奪還した。一方、上院は民主党が多数派を維持した。この結果、2023年1月から始まる第118議会は、上院と下院で多数派が異なるねじれ議会となる。ねじれ議会となれば、政策の実現に向けて民主・共和党間での政策調整が不可欠となる。過去のねじれ議会下においては、法案の成立数は減少する傾向が見られた。近年の両党の対立の激化を踏まえれば、法案成立の難易度は過去のねじれ議会に比べても、一層高まることが想定される。

ねじれ議会によって法案成立が難航することは、高インフレが懸念される現在の米国経済においてポジティブな側面もある。具体的には、民主党はそもそも財政拡張的であり、需要を促進することで、インフレ圧力を押し上げ得る。とりわけ、バイデン政権の後半2年間に残る政策課題としては、最低賃金の引き上げや有給休暇制度の拡充、ギグワーカーの待遇改善といった労働者の権利保護・地位向上が挙げられる。こうした政策は、米国内の格差改善を期待できるという意味で重要な政策といえるが、企業が賃金引き上げや従業員の処遇改善などによるコスト増を価格転嫁することで、インフレ上昇圧力が高まる可能性がある。こうした民主党の施策が実現すれば、FRBが進める金融引き締めと逆行することになりかねない。他方、共和党は財政支出を抑制するとともに、税負担の軽減や規制緩和を通じて企業の負担を引き下げることが志向している。ねじれ議会となる中で、共和党が主導する下院が、上院を主導する民主党の政策をけん制することで、インフレ上昇圧力を抑制することが期待できよう。

他方、ねじれ議会に伴う法案成立の難航に対する懸念が強まるとすれば、景気後退時における時宜を得た政策決定が困難化する可能性があることだろう。2020年のコロナ対策を策定する際にも、ねじれ議会によって政策実現に時間を要したことは記憶に新しい。また、いざという時の政策サポートが遅れ得ることに加え、ねじれ議会による政治の停滞自体が、米国経済を巡る不確実性を高め、景気後退リスクを高める可能性もある。当面のリスクとしては、2022年12月半ばに到来する2023年度つなぎ予算の期限切れであろう。米国の2023年度（2022年10月-2023年9月）の本予算は、2022年9月末までの成立が間に合わず、12月16日までのつなぎ予算の法案成立を通じて、当面の急場をしのいだ。中間選挙を終え、当面の懸案事項は本予算の成立或いは追加のつなぎ予算の成立であろう。仮に、本予算や追加のつなぎ予算の策定に時間を要すれば、政府閉鎖の可能性が高まることになる。議会予算局は、政府閉鎖が発生した2018年後半と2019年前半において、実質GDPが合計110億ドル減少したと推計している。FRBが金融引き締めを通じて、秩序だった需要の抑制を実現しようとする中で、政府閉鎖に伴う景気の急減速

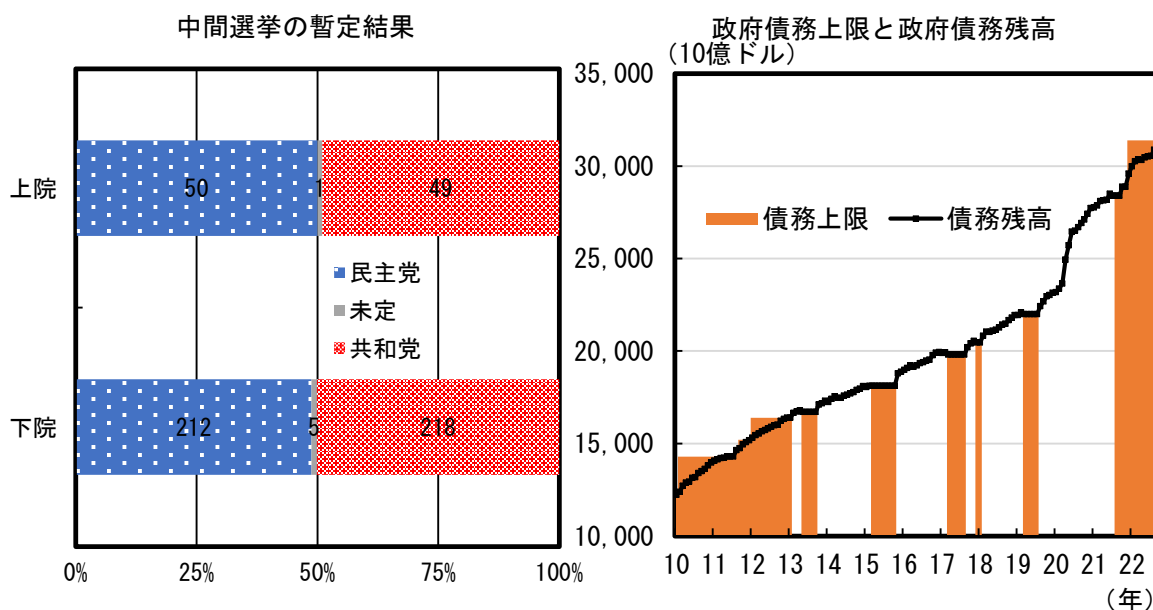
が起きれば、金融政策運営にも影響を及ぼすことになるだろう。

また、2023年に関しては、政府債務上限問題が再燃する可能性がある。2021年12月に債務上限が2.5兆ドル引き上げられたことで、連邦政府の債務上限は約31.4兆ドルとなったが、2022年10月時点の債務残高は31.2兆ドルと上限まで約2,000億ドルとなっている。超党派政策センターによれば、2023年1-3月期に債務残高が上限に達する可能性があると予想している。上限に達した後は、資金の枯渇を防ぐために、財務省が特別措置を通じて資金をやりくりすることが想定される。ただし、こうした資金のやりくりにも限界があり、仮に資金が枯渇することになれば、最悪の場合に米国債等の債務の返済が滞るといったデフォルトが発生することになる。

デフォルトを防ぐためには、債務上限の引き上げや上限の適用一時停止といった議会の合意が必要である。超党派政策センターは、議会の合意が遅れた場合、資金が枯渇しデフォルトする可能性が高い時期として2023年7-9月期を予想している。つまり、債務残高が上限に達し、資金が枯渇するまでの2023年上半期から下半期前半にかけては、債務上限を巡って民主・共和党間の攻防が激しさを増すことになるだろう。

過去を振り返れば、オバマ政権第1期の2011年に政府債務上限問題を巡って議会での議論が膠着したことで、財政リスクが高まったとの判断から米国債の格付けが引き下げられ、市場が大きく混乱した。この2011年の政府債務上限に伴う混乱は、2010年の中間選挙で共和党が下院で過半数を奪還し、ねじれ議会となった後に発生した。足下では、共和党が政府支出の抑制のために、債務上限を活用するという方針を出している。2023年は2011年の政府債務上限問題の再来、そして、それに伴う市場の混乱や景気の下振れリスクが懸念材料となるだろう。

図表3 中間選挙の暫定結果、政府債務上限と政府債務残高



(注1) 現時点で、民主党は上院での獲得議席数は50議席だが、採決の際に賛否が同数になった場合には、ハリス副大統領が賛否を決める。

(注2) 左図は11月18日時点。

(注3) 債務上限の空白期間は適用一時停止期間。

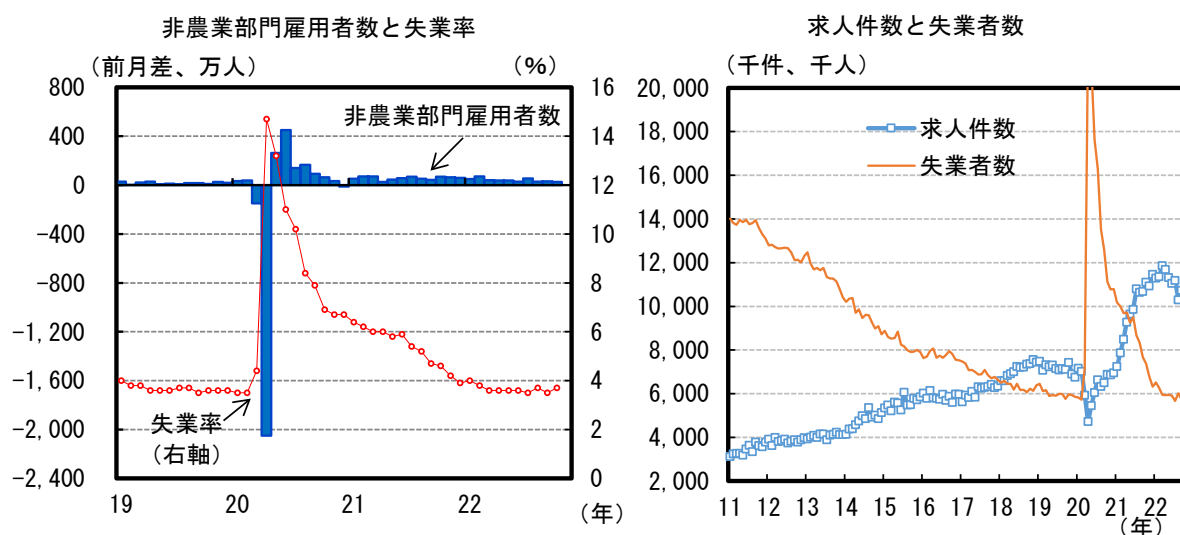
(出所) The New York Times、U. S. Treasury、Haver Analyticsより大和総研作成

雇用環境は緩やかに悪化、労働需給のタイトさの緩和には時間を要する²

2022年10月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+26.1万人と、市場予想を上回る結果となった。他方、失業率は同+0.2%ptの3.7%と市場予想を上回った（悪化）。失業者数の増加に加え、非労働力人口の増加（=労働市場への参入減）も伴っていることから、景気減速に応じて雇用環境が悪化しつつある兆しがうかがえる。最大の懸念材料であるインフレ加速に関して、賃金上昇率や総賃金が前年比でペースダウンしたことはポジティブな結果である。ただし、前月比で見れば、賃金上昇率は加速しており、総賃金も前月並みの伸び幅となっていることから、労働需給がタイトな状況は継続しているといえる。

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（11/6-11/12）は22.2万件となった。失業保険申請件数は9月末以降に増加しつつあるものの、水準は依然として低い。足下では、大手IT企業の人員削減に関する報道が相次いでおり、失業者数の押し上げ要因となることが想定される。しかし、IT関連の雇用者数の規模は小さいことに加え、現段階においては幅広い業種で人員削減が始まったわけではない。また、労働需要に関しては、9月の求人件数が前月差+43.7万件の増加となり、水準は1,071.7万件となった。10月の失業者数が605.9万人であることを踏まえれば、IT企業などで失業者数が多少増加しても、十分に吸収できるほど求人件数は高水準となっている。こうした高水準の求人件数は雇用環境の急激な悪化を抑制すると同時に、労働需給の緩和にも時間を要することを示唆しているといえよう。

図表4 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と失業者数



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

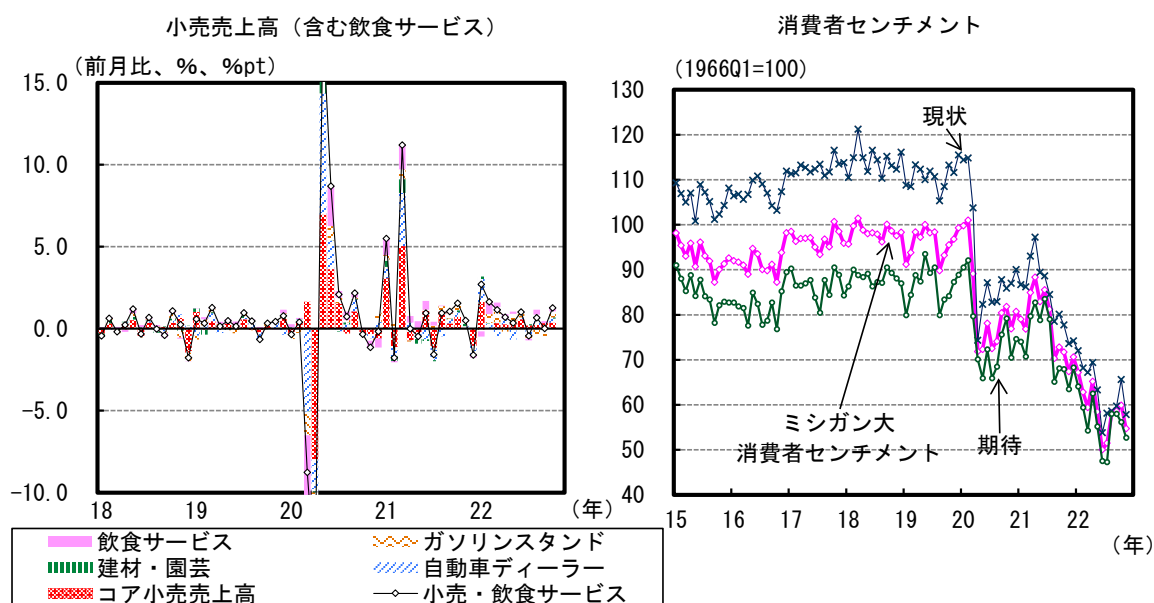
² 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「非農業部門雇用者数は前月差+26.1万人」（2022年11月7日）参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20221107_023383.html

小売売上高は堅調な結果も、消費者マインドは大幅に悪化

個人消費の動向を確認すると、2022年10月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比+1.3%となり、市場予想（Bloomberg調査：同+1.0%）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は、同+0.7%と2カ月連続で加速した。小売売上高（含む飲食サービス）の内訳を見ると、ガソリンスタンド（同+4.1%）や、飲食サービス（同+1.6%）、飲食料品（同+1.4%）など必需品の堅調さが目立つ。他方で、前月までのけん引役であったGMS（総合小売）（同▲0.2%）や衣服・宝飾品（同▲0.0%）は、新学期開始によるバック・トゥ・スクール関連の需要が一服したことで落ち込んだ。ただし、こうしたGMSや衣服・宝飾品に関しても、ホリデー商戦の本格化に伴い、11月以降は再び回復する可能性があるだろう。なお、実質ベースの小売売上高は、CPIが減速したこともあり、同+0.8%と大幅なプラスに転じた。

小売売上高が堅調な伸びを示した一方で、消費者マインドは振るわなかった。ロイター／ミシガン大消費者センチメント（速報値）は、11月が前月差▲5.2ptと5カ月ぶりに悪化した。その結果、水準は54.7と7月以来の低水準となった。構成指数の内訳を見ると、現状指数（同▲7.8pt）、期待指数（同▲3.5pt）ともに悪化した。ミシガン大学は、年齢や学歴、収入、地域、支持政党に関係なく、消費者マインドが悪化したと指摘している。その背景として、国際情勢や中間選挙を巡る不確実性が消費者センチメントを不安定化させたことを挙げている。また、期待インフレに関しては、短期・長期ともに2カ月連続で上昇した。FRBも重視する長期の期待インフレはレンジ内で推移しているものの、上昇トレンドに転換しつつあり、将来にわたってインフレ率が高水準で固定する可能性を示唆している。社会情勢や景気・物価に関する不確実性は依然として高く、消費者マインドの継続的な改善が難しいことを認識させる結果といえる。

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



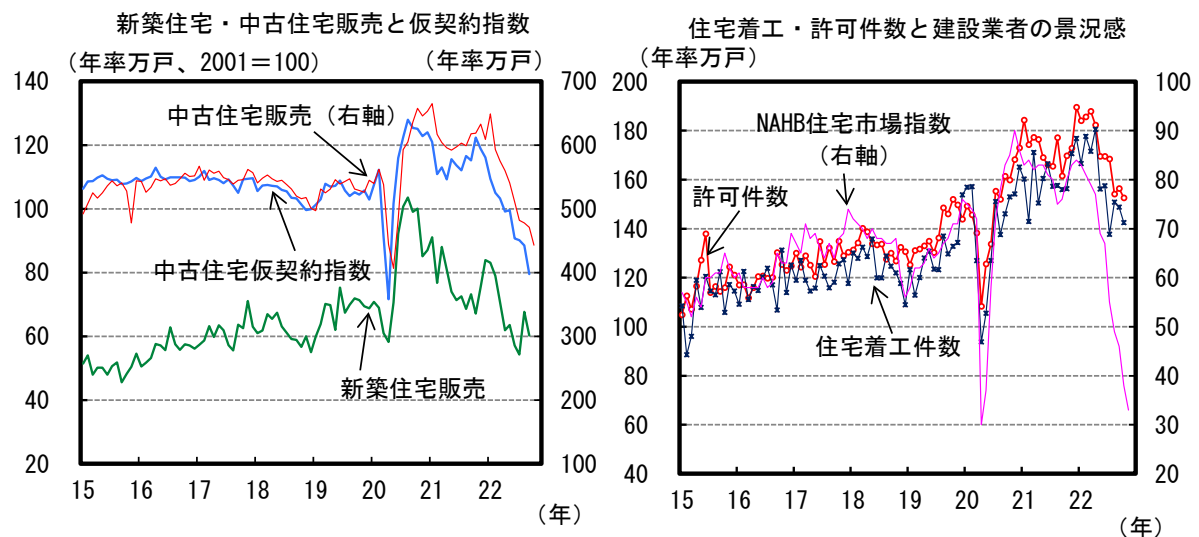
（出所）Census、ロイター／ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

住宅市場はさらに悪化、建設業者のマインドはコロナ禍以来最低値に肉薄

住宅需要に目を向けると、2022年10月の中古住宅販売（コンドミニアム等含む）は前月比▲5.9%と、9カ月連続で減少し、マイナス幅も拡大した。また、2022年9月の新築住宅販売（戸建）は、同▲10.9%と8月の大幅増からマイナスに転じた。中古住宅価格は低下し、新築住宅価格も伸びが緩やかになってきているものの価格水準は高い。また、住宅ローン金利（30年固定）も7%前後と高水準となっており、住宅ローン申請件数も低水準で推移している。金融引き締めが続く中で、住宅需要関連指標はさらに悪化傾向を強めている。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2022年10月に前月比▲4.2%と2カ月連続で減少し、マイナス幅も拡大した。先行指標である建設許可についても、同▲2.4%と再びマイナスに転じた。こうした中で、住宅建設業者のマインドに関しても、一層悪化した。NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2022年11月分は前月差▲5ptと大幅かつ11カ月連続で悪化し、水準も33とコロナ禍直後の最低水準である2020年4月の30に肉薄するほどの低さとなった。NAHBは、高水準の住宅ローン金利が住宅需要を抑制しているとコメントしている。そして、住宅建設業者は、住宅需要を活性化するために、販売価格の引き下げなどのインセンティブを増やしているとも指摘している。ただし、建材や人件費などは、販売価格の引き下げ幅ほど低下しておらず、住宅建設業者が直面する困難は増しているようである。住宅需要そして住宅供給が落ち込んでいるように、住宅市場は悪化が続いており、金融引き締めが終わるまでは回復に転じる見込みは少ないといえよう。

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

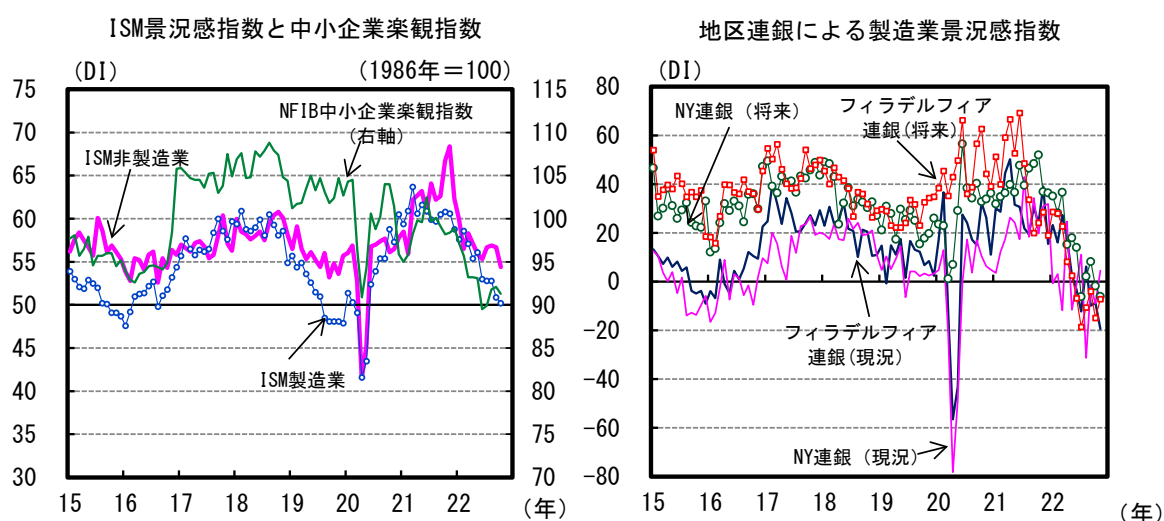
企業マインドは全般的に悪化

2022年10月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲0.7%ptの50.2%と好不況の目安である50%に肉薄した。また、非製造業は同▲2.3%ptと大幅に低下し、水準は54.4%となった。非製造業に関しては、入荷遅延指数が改善した一方で、事業活動指数、新規受注指数、雇用指数が悪化した。また、製造業に関しては成長したと回答した業種が、18業種中8業種と半数以下となった。非製造業に関しては、18業種中16業種が成長したと回答している。コメントを見ると、非製造業に関してはサプライチェーンの混乱がビジネス上の課題として引き続き認識されている一方で、製造業に関しては受注や売上の減少を指摘する声が過去に比べて一層目立つ。

中小企業マインドに関しては、2022年10月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲0.8ptと4カ月ぶりに悪化し、水準は91.3となった。内訳項目を見ると、新規雇用創出のプラス幅が縮小するとともに、実質販売増加に対する期待や景況感の改善に対する期待のマイナス幅が拡大した。NFIBは、中小企業が先行きの売上に対して引き続き悲観的な見方を示している一方で、労働力不足などによって足下の需要に対する供給を増やせないままであることを指摘している。

10月の企業マインドをまとめれば、足下では供給制約が続いている一方で、先行きの景気悪化懸念が強まっているといえる。2022年11月中旬までの動向を含む地区連銀景況感指数（現況指数）を見ると、NY連銀（前月差+13.6pt）が改善した一方で、フィラデルフィア連銀（同▲10.7pt）は悪化した。他方、将来指数はNY連銀（同▲4.3pt）が悪化した一方で、フィラデルフィア連銀（同+7.8pt）が改善した。方向感がまちまちであるものの、夏場以降いずれの指数も概ね0をはさんで±20ptのレンジ内で推移している。とはいえ、金融引き締めが続く中で、当面はプラス幅を拡大していくよりはマイナス幅を深掘りしていく可能性の方が高いだろう。今後-30pt程度のレンジまで悪化した場合、過去の景気後退期と同等の水準となり、企業マインドの観点から米国経済の先行きに黄色信号が灯ることになる。

図表7 ISM景況感指数とNFIB中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



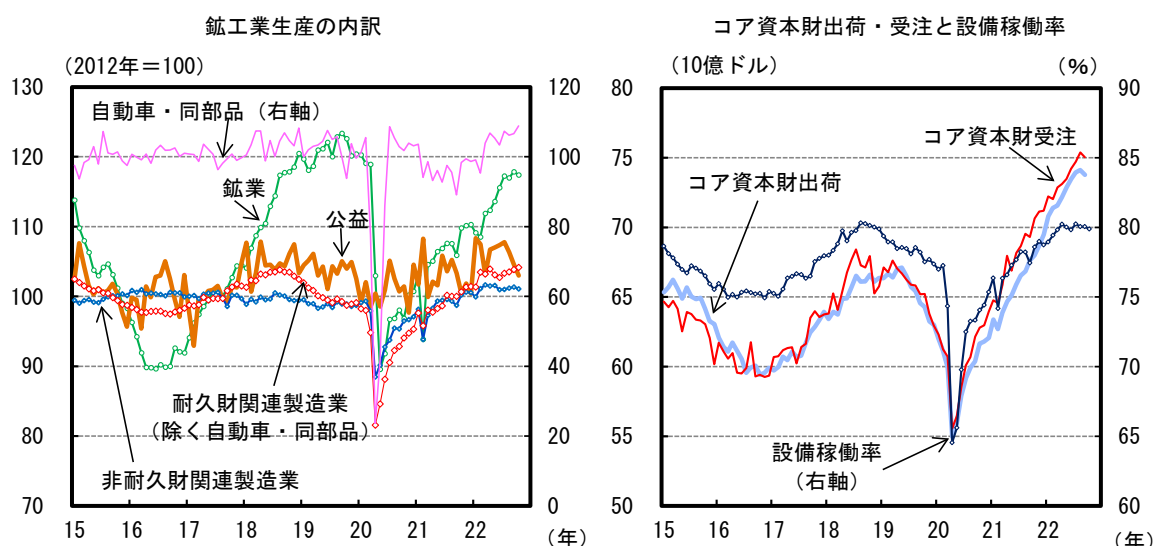
（出所）ISM、NY連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analyticsより大和総研作成

10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10月の鉱工業生産指数は前月比▲0.1%とマイナスに転じ、市場予想（Bloomberg調査：同+0.2%）を下回った。また、過去分に関しても、9月が同+0.4%から同+0.1%へと下方修正されたことも踏まえれば、一層冴えなくうつる。10月の内訳を見ると、製造業（同+0.1%）がプラスを維持したが、公益（同▲1.5%）が3カ月連続で大幅な減少となったことに加え、鉱業（同▲0.4%）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、耐久財（同+0.5%）が加速した一方で、非耐久財（同▲0.3%）が落ち込んだ。耐久財に関しては、自動車・同部品（同+2.0%）や電気機械（同+1.9%）、その他輸送用機器（同+1.9%）、機械（同+1.0%）が堅調であった。他方で、住宅市場が調整する中で木製品（同▲2.5%）はマイナス幅を拡大させ、家具・家事用品（同▲0.5%）もマイナスに転じた。非耐久財に関しては、印刷（同+1.9%）や衣服・革製品（同+1.0%）が高い伸びとなった一方で、石油・石炭製品（同▲1.9%）や紙（同▲0.8%）、繊維・繊維製品（同▲0.8%）が足を引っ張った。

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9月に前月比▲0.5%となり、先行指標であるコア資本財受注は同▲0.4%といずれもマイナスに転じた。9月の鉱工業生産が下方修正されたことを踏まえれば、こうした出荷・受注の落ち込みも理解できる。また、10月の鉱工業生産がマイナスに転じたことを踏まえれば、10月の出荷・受注も引き続き冴えない結果となることが想定される。設備稼働率に関しては前月差▲0.2%pt 低下の79.9%と、4カ月ぶりに70%台へと落ち込んだ。設備稼働率の水準は依然として高いものの、金融引き締めによって景気が減速する中で、製造業を中心にマインドは悪化しており、設備投資意欲は低下することが予想される。

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7-9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.6%と、3四半期ぶりにプラス成長に転じた。設備投資は加速し、米国経済の屋台骨である個人消費は底堅い結果となったものの、金融引き締めの影響を受け、住宅投資が大幅な減少となった。結果、米国経済の自律的な成長を意味する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は同+0.1%と4-6月期（同+0.5%）から伸び幅が縮小し、景気の減速感は強まった。

足下までの経済指標を踏まえれば、10-12月期は住宅投資が引き続き下押し要因となる一方で、個人消費は堅調さを維持し、設備投資もプラスを維持することで全体を押し上げると見込む。個人消費が堅調な中で輸入も増えることで、7-9月期のような純輸出の押し上げは期待しにくい。コロナ禍以降、民間在庫変動は下半期にプラスとなる傾向があるが、一部小売で在庫処分を進めていることから、大幅なマイナスにもプラスにもならないと見込む。結果、10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.2%と7-9月期から減速すると予想する。

12月のFOMCで利上げ幅の縮小を見込んでいるが、FOMC参加者が予想するターミナルレートは2023年に5%を上回る水準へと引き上げられると考える。市場ではインフレ減速に対する期待が強まり、利上げの終わりが意識され始めており、FOMC参加者が予想するターミナルレートは市場の想定以上となる可能性がある。FOMCのスタンスが予想以上にタカ派的であることによって、足下で緩和している金融環境は急激にタイト化し、逆資産効果による個人消費の落ち込みなど、景気を急速に冷やすことが主な下振れリスクである。この他、ねじれ議会が、2023年度予算や政府債務上限問題を巡る混乱を引き起こし、景気を下押しし得ることにも注意が必要である。

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	7.0	2.7	7.0	-1.6	-0.6	2.6	1.2	0.2	0.0	0.3	0.8				
〈前年同期比、%〉	1.2	12.5	5.0	5.7	3.7	1.8	1.8	0.4	0.9	1.0	0.4	0.3	-2.8	5.9	1.9	0.7
個人消費	10.8	12.1	3.0	3.1	1.3	2.0	1.4	2.3	0.9	0.7	0.9	1.1	-3.0	8.3	2.7	1.3
設備投資	8.9	9.9	0.6	1.1	7.9	0.1	3.7	2.0	-0.1	-1.8	-1.9	0.0	-4.9	6.4	3.4	0.2
住宅投資	11.6	-4.9	-5.8	-1.1	-3.1	-17.8	-26.4	-25.6	-17.6	-9.7	-3.1	0.4	7.2	10.7	-10.5	-16.5
輸出	0.4	4.9	-1.1	23.5	-4.6	13.8	14.4	7.9	3.2	1.9	2.2	2.5	-13.2	6.1	7.8	5.6
輸入	7.6	7.9	6.6	18.6	18.4	2.2	-6.9	5.3	1.4	1.0	2.1	2.4	-9.0	14.1	8.9	1.1
政府支出	6.5	-3.0	-0.2	-1.0	-2.3	-1.6	2.4	1.5	1.2	1.2	1.4	1.5	2.6	0.6	-0.9	1.3
国内最終需要	9.9	8.2	1.7	2.0	1.3	0.2	0.5	1.2	0.3	0.2	0.5	1.0	-1.9	6.7	1.6	0.5
民間最終需要	10.6	10.7	2.1	2.6	2.1	0.5	0.1	1.2	0.1	0.0	0.3	0.9	-2.8	8.1	2.1	0.4
鉱工業生産	3.1	6.5	3.5	4.8	4.7	5.1	2.2	0.6	0.4	0.1	0.5	1.1	-7.0	4.9	4.2	1.0
消費者物価指数	4.1	8.2	6.7	7.9	9.2	10.5	5.7	5.0	5.0	4.1	3.2	3.0	1.2	4.7	8.1	4.9
失業率(%)	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.6	3.5	3.7	3.9	4.1	4.3	4.2	8.1	5.4	3.7	4.1
貿易収支(10億ドル)	-197	-204	-219	-225	-283	-253	-209	-206	-202	-200	-200	-200	-654	-845	-952	-802
経常収支(10億ドル)	-189	-206	-226	-225	-283	-251	-205	-200	-194	-190	-188	-186	-620	-846	-939	-758
FFレート(%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.75	3.25	4.50	5.25	5.50	5.50	5.50	0.25	0.25	4.50	5.50
2年債利回り(%)	0.13	0.17	0.23	0.53	1.44	2.72	3.38	4.46	4.68	4.98	4.98	4.85	0.40	0.27	3.00	4.87
10年債利回り(%)	1.32	1.59	1.32	1.54	1.94	2.93	3.11	4.03	4.20	4.48	4.52	4.43	0.89	1.44	3.00	4.41

(注1) 網掛けは予想値。2022年11月21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