

2022年12月20日 全12頁

2023年の米国経済見通し

①インフレ高止まり、②政治不安、③FOMCの尚早なハト派化がリスク

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]

- 2022年の米国経済は、高インフレとFOMCの金融引き締めにより振り回された一年であった。高インフレが続く中で、急ピッチでの金融引き締めが進み、米国経済は減速傾向を示している。2023年も引き締めの金融環境は続き、実質GDP成長率は前年比+0.7%と減速感はいつそう強まるだろう。先んじて落ち込んだ住宅投資に加え、設備投資も大幅に減速すると考えられる。雇用環境が徐々に悪化することで、米国経済の屋台骨である個人消費もペースダウンし、米国経済の下支え役としては期待しにくくなるだろう。
- 雇用環境の悪化は、労働需給のタイトさを緩和させ、賃金上昇圧力を抑制することで、インフレを減速させていく。大和総研は、GPIに関して2022年11月の前年比+7.1%から、2023年6月には同+4%前後、同年12月には同+3%前後まで低下すると見込んでいる。インフレが順調に減速していけば、2023年下半年には実質時給がプラスに転じ、個人消費への下押し圧力が和らぐ。また、インフレが減速すれば、2024年以降の利下げを織り込み、市場金利が低下することで、2023年下半年には設備投資や住宅投資もボトムアウトしていくと考えられる。
- 他方で、2023年の米国経済は三つのリスク要因が想定される。第一に、労働需給のタイトさが長期化し、インフレが高止まりするリスクである。第二に、政府債務上限問題を背景とした市場の不安定化による景気後退リスクの高まりが懸念される。第三に、両リスクが同時に顕在化する、つまり、インフレが高止まりしている時期に景気後退が発生することで、FOMCはインフレ対策（引き締めの金融環境）と景気のテコ入れ（緩和的な金融環境）という二者択一を迫られるリスクである。とりわけ懸念されるのは、高インフレの中でも金融緩和を優先することで、高インフレが定着し、後々に急激な金融引き締めと景気の大規模な調整が必要となった1970年代後半から1980年代前半の状況の再発可能性が高まることだろう。

引き締めの金融環境が続く、2023 年も低成長が継続

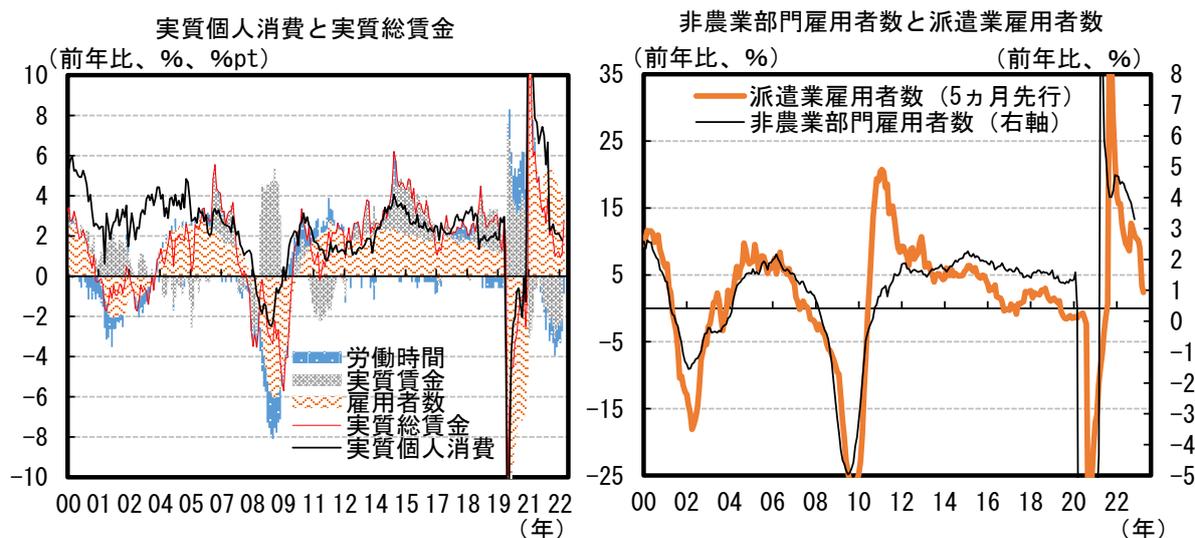
2022 年の米国経済を振り返れば、高インフレと FRB による金融引き締めにより振り回された一年であった。6 月に前年比+9.1%と約 41 年ぶりの高い伸びとなった CPI は、その後減速傾向にあるものの、11 月は同+7.1%と依然高水準にある。インフレを抑制するために、FRB は 3 月から利上げを、6 月からバランスシートの縮小 (QT) を開始した。高インフレが続く中で、3 月の FOMC において 0.25%pt で始まった利上げは、5 月の FOMC では 0.50%pt、6、7、9、11 月の FOMC ではそれぞれ 0.75%pt の利上げへとペースアップした。12 月の FOMC では、5 会合ぶりに 0.50% の利上げを決定し、今回の利上げフェーズで初めて利上げ幅を縮小したわけだが、大幅利上げであることに変わりはない¹。金融引き締めが進み、住宅ローン金利が上昇する中で、住宅投資が大幅に落ち込み、米国経済は減速傾向を示している。純輸出や民間在庫による押し下げもあったものの、実質 GDP 成長率は 1-3 月期、4-6 月期と 2 期連続でマイナス成長となり、市場はテクニカル・リセッションと認識した。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）はプラスを維持したものの、1-3 月期の前期比年率+2.1%から 4-6 月期及び 7-9 月期はそれぞれ同+0.5%と減速した。

米国経済の前提となる金融環境に関しては、2023 年も引き締めの状況が続くことが想定される。2022 年 12 月の FOMC で公表された、FOMC 参加者による FF 金利予想（ドットチャート）の中央値は 2023 年末が 5.125%となり、2023 年内は計 0.75%pt の利上げが予想される。2023 年 1 月 31 日・2 月 1 日の次回 FOMC で 0.50%pt の利上げが行われれば、同年 3 月の FOMC で 0.25%pt の利上げを実施することで利上げは打ち止めとなる。あるいは、各会合で 0.25%pt の利上げとなれば 2023 年 5 月の FOMC で利上げが打ち止めとなる。いずれにせよ、今回のドットチャートに基づけば 2023 年上半期での利上げ完了が基本路線だろう。ただし、パウエル FRB 議長は 12 月 FOMC 後の記者会見で「十分に引き締めの金融政策スタンスをしばらくの間維持する」ことを強調しており、2023 年下半期も FF 金利は 5%を超える水準で推移すると予想される。

2023 年上半期に利上げが続く可能性が高いことに加え、これまでの金融引き締めの累積的な効果が発現し、2023 年の米国経済は減速感が一層強まると見込む。実質 GDP 成長率に関しては、2022 年を前年比+1.9%と見込むのに対し、2023 年は同+0.7%と予想する。主な需要項目に関しては、高水準の住宅ローン金利が住宅投資を引き続き抑制するとともに、これまで底堅く推移してきた設備投資に関しても資金調達環境のタイト化などを反映し、大幅に減速すると考えられる。また、米国経済の屋台骨である個人消費に関しては、雇用環境が緩やかに悪化することで、ペースダウンしていくことが予想される。2022 年は、実質個人消費と連動性の高い実質総賃金のうち、実質時給が落ち込む一方で、雇用者数の伸びが下支えしてきた。しかし、雇用者数に先行する傾向のある派遣業の雇用者数が既に落ち込む中で、雇用者数も先行き減速傾向を強めていくと考えられ、個人消費の下支え役としては期待しにくくなるだろう。

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「FOMC 0.50%pt に利上げ幅を縮小」（2022 年 12 月 15 日）参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20221215_023488.html

図表1 実質個人消費と実質総賃金、非農業部門雇用者数と派遣業雇用者数



(出所) BEA、BLS、Haver Analytics より大和総研作成

こうした雇用環境の悪化は、個人消費の減速を通じた需要の抑制に加えて、インフレ圧力の緩和をもたらす。パウエル議長は、インフレについて、コア財価格の減速傾向が顕著となり、住宅価格も減速の兆しが見られる一方、コアサービス価格（除く家賃）は高止まりしていると指摘している。コアサービス価格（除く家賃）は賃金上昇率と連動する傾向があり、労働需給のタイトさが緩和していけば、インフレ圧力は低下していくことになる。大和総研は、CPI に関して 2022 年 11 月の前年比 +7.1% から、2023 年 6 月には同 +4% 前後、同年 12 月には同 +3% 前後まで低下すると見込んでいる。インフレが順調に減速していけば、これまで実質総賃金を押し下げてきた実質時給が 2023 年後半にはプラスに転じることが想定され、個人消費への下押し効果は和らいでいくことが想定される。

また、インフレが落ち着いてくれば、次第に利下げムードが強まってくることになる。12 月のドットチャートでは、2024 年に 1.00%pt、2025 年に 1.00%pt の利下げが見込まれており、2023 年後半には市場での利下げの織り込みが進み、市場金利に低下圧力がかかるだろう。12 月のドットチャートの予想期間において、FF 金利は FOMC 参加者の長期見通し水準（中央値 2.5%）を上回ったままであることから、引き締めの金融環境は継続するが、家計・企業の資金調達環境が幾分改善し、住宅投資や設備投資も徐々にボトムアウトしていくと考えられる。

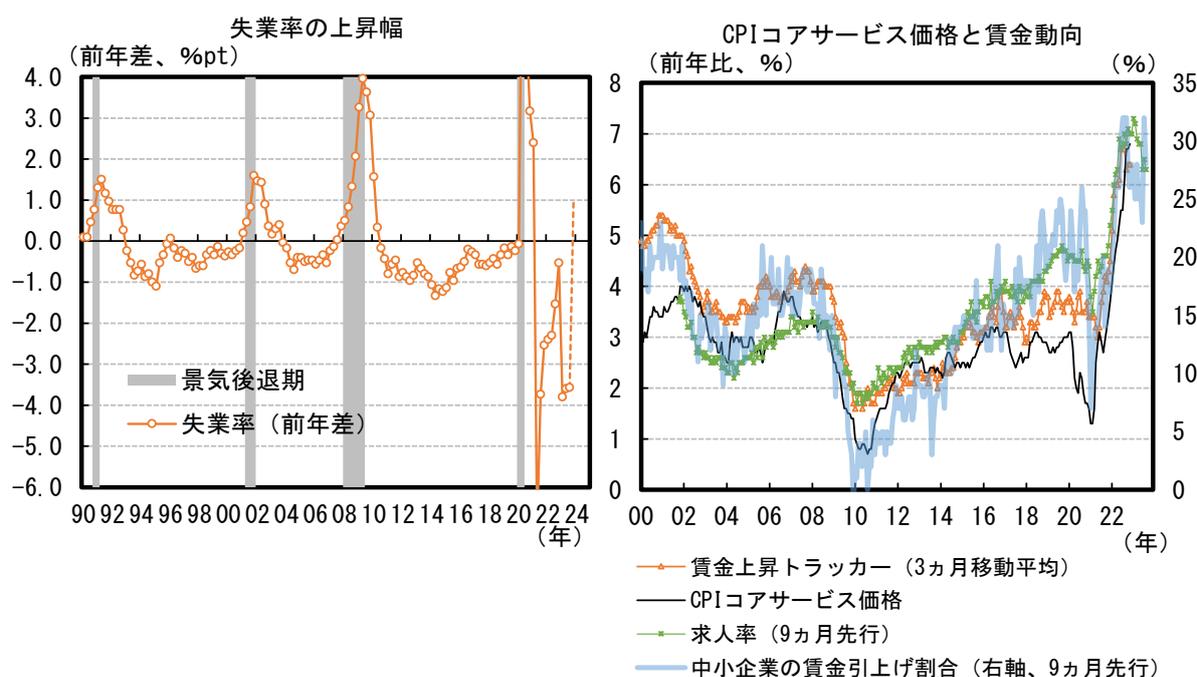
2023 年の米国経済を取り巻く三つのリスク

以上がベースシナリオであるが、先行きの米国経済を巡っては主に三つのリスク要因が考えられる。第一に、労働需給のタイトさが継続し、インフレが高止まりするリスクである。前述の通り、コアサービス（除く家賃）価格が減速する上で、賃金上昇率の低下が肝要となる。賃金上昇率の低下に向けては、景気が減速することで労働需給のタイトさが緩和していく必要があり、

そのシグナルとして失業率の上昇が挙げられる。FOMC 参加者の失業率見通し（2022 年 12 月時点、中央値）では、2023 年末の失業率が前年差で 0.9%pt 上昇することを見込んでいる。こうした失業率の上昇幅は、成長率が大幅に落ち込む景気後退期に見られるが、2023 年にマイナス成長を予想する FOMC 参加者は少数派となっている。つまり、FOMC 参加者は景気後退期のようなマイナス成長はないものの、失業率は景気後退期並みに上昇するという過去にあまり見られない将来像を描いていることになる。こうした FOMC 参加者の見方に対し、求人件数が失業者数を大幅に上回る足下の労働需要の強さを踏まえれば、労働需給の緩和には時間を要する可能性がある。例えば、CPI の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兆候を示しつつあるものの、高水準で推移している。つまり、景気が多少減速したとしても、インフレ圧力の緩和には時間を要する可能性がある。

インフレ圧力が長期化すれば、2023 年の利上げ幅も 12 月のドットチャートから上振れし得る。12 月のドットチャートでは、2023 年に中央値よりも多くの利上げを見込んだ FOMC 参加者の方が、少ない利上げを見込んだ FOMC 参加者よりも多い。また、利下げフェーズへの移行が想定される 2024 年に関しても、中央値よりも低い金利を予想する FOMC 参加者は 5 名であり、高い金利を予想する FOMC 参加者の 7 名と比べて少数派となっている。つまり、FOMC 参加者もインフレの高止まりリスクを懸念しており、金融引き締めが長引く恐れがあるだろう。インフレ圧力が長期化すれば、実質賃金のプラス転換が遅れ、個人消費の回復が先送りされることに加え、追加的な金融引き締めによって住宅投資や設備投資のボトムアウトも遅延することになる。

図表 2 失業率の上昇幅、CPI コアサービス価格と賃金動向



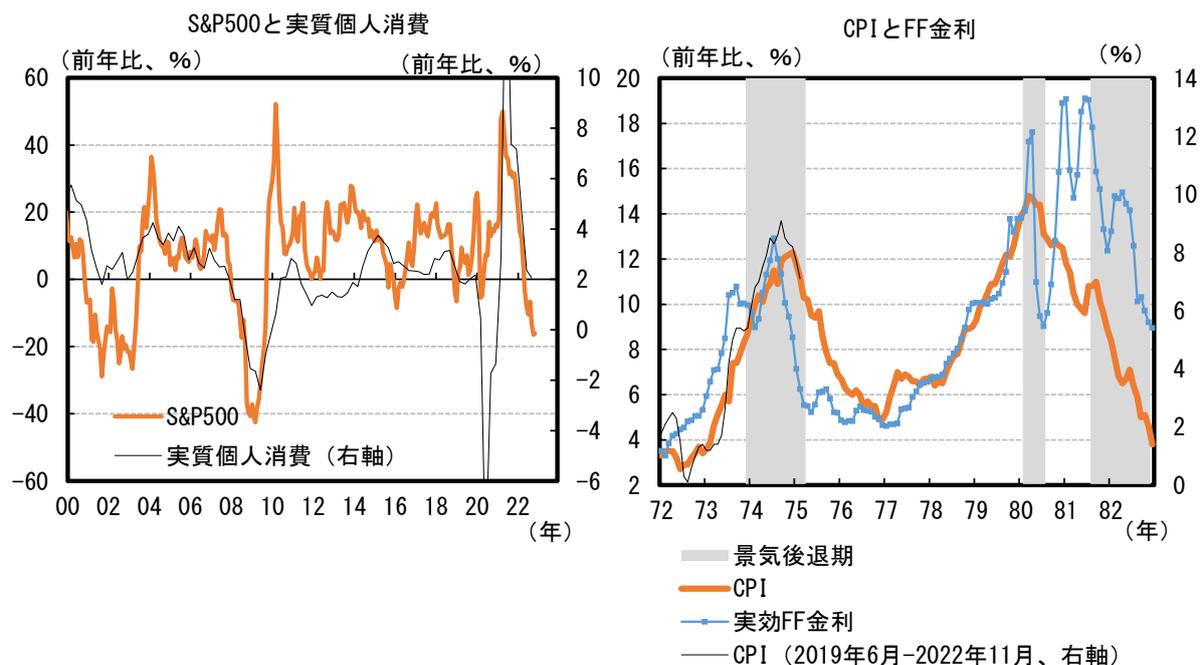
(注) 左図の点線部分（2022 年 10-12 月期、2023 年 10-12 月期）は、12 月 FOMC で示された FOMC 参加者の失業率予想（中央値）を基に算出。

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

第二に、米国政治を巡る不確実性がもたらす景気の下振れリスクである。11月の中間選挙の結果、2023年1月から始まる第118議会は上院（民主党）と下院（共和党）で多数派が異なるねじれ議会となる。ねじれ議会では、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。過去のねじれ議会において、法案成立数が減少する傾向が見られたことから、2023年においても法案成立の難易度は高いことが想定される。こうしたねじれ議会による政治の停滞によって、2023年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11月時点での債務残高は約31.3兆ドルとなり、上限まで400億ドルを割り込んだ。2023年1-3月期には債務残高が上限に達する可能性が高い。

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が、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となる。仮に合意に失敗した場合、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月期が想定される。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、米国債等のデフォルトリスクが高まる可能性がある。最終的にデフォルトを回避できたとしても、2011年に政府債務上限問題を契機に米国債の格付けが引き下げられた時のように、市場が大きく混乱する可能性は残る。個人消費は株価（S&P500）と連動する傾向があり、前年比で▲20%以下となると冷え込む傾向がある。金融引き締めによって株価が落ち込む中で、市場が大きく混乱すれば、株安によって逆資産効果をもたらし、景気の下振れリスクとなり得るだろう。

図表3 S&P500と実質個人消費、CPIとFF金利



(注) 右図の黒線のみ2019年6月から2022年11月。

(出所) BEA、BLS、FRB、S&P、NBER、Haver Analyticsより大和総研作成

第三にインフレの高止まりリスクと景気後退リスクの高まりを背景とした、金融政策の分断リスクが挙げられる。そもそも金融引き締めによって成長率が抑制されている中で、マイナス成長に転じるハードルは低く、上述の政治を巡る不確実性も相まって、景気後退リスクは高い。景気後退に陥れば、需給ギャップが緩和し、労働需給が緩和することで、タイムラグをもちながらインフレが減速していくことが想定される。仮にインフレが落ち着いてきた時期であれば、景気後退が発生しても引き締めの金融環境を転換させることも選択肢となり得る。しかし、インフレが高止まりしている時期に景気後退が発生すれば、FOMC はインフレ対策（引き締めの金融環境）と景気のコイン投入（緩和的な金融環境）という二者択一を迫られ得る。

パウエル議長は、金融緩和へと転じることが時期尚早であったために、インフレが高水準で定着してしまった 1970 年代を取り上げ、インフレ対策を最優先事項とすることをこれまでも繰り返している。他方、いざ景気後退に直面した場合に、FOMC が一致団結して金融引き締めを継続できるかは不透明である。積極的な金融引き締めでインフレ抑制に成功したと評価されている 1980 年代初頭においても、景気後退リスクが高まった際に FOMC においてインフレ対策を優先することで一枚岩となることは難しく、金融環境が急激にタイト化した際には一時的に利下げに転じざるを得なかった。12 月の FOMC での利上げ幅の縮小は、急ピッチでの金融引き締めが景気を過度に冷やすことへの警戒が一つの根拠となっている。利上げ幅の縮小は、景気後退を回避し、秩序立ったインフレの抑制を目指すという意味で、金融引き締めの継続性に寄与すると考えられる一方で、景気後退リスクが高まった場合に FOMC 参加者が金融引き締めの継続に躊躇する可能性も示唆している。

前述の通り、ドットチャート上はターミナルレートが引き上げられやすい状況にあるが、FOMC での投票権構成を踏まえれば印象は異なる。2022 年はタカ派がハト派に比べて多く、中立派もタカ派化しやすい構造にあったが、2023 年はハト派がタカ派に比べて多くなり、中立派はハト派に誘導されやすい可能性がある²。つまり、2023 年は FOMC 参加者の中でも意見の相違が激しくなり得る。2022 年は高インフレに悩まされたわけではあるが、景気が強い中で FOMC が金融引き締めを進めやすい環境であった。しかし、2023 年は高インフレリスクと景気後退リスクを両にらみするという、難しい局面で金融引き締めを継続することになる。図表 3 の右図のように、インフレは減速しつつあり、1970 年代半ばの状況に類似しつつある。そして、近い将来景気後退に落ち込み、FOMC 参加者内で金融引き締めと金融緩和で意見が二分したり、時期尚早に金融緩和へと転換してしまえば、パウエル議長が懸念していた、高インフレの定着に伴い後々に急激な金融引き締めと景気的大幅な調整が必要となった 1970 年代末から 1980 年代前半の再発可能性が高まることも想定されるだろう。

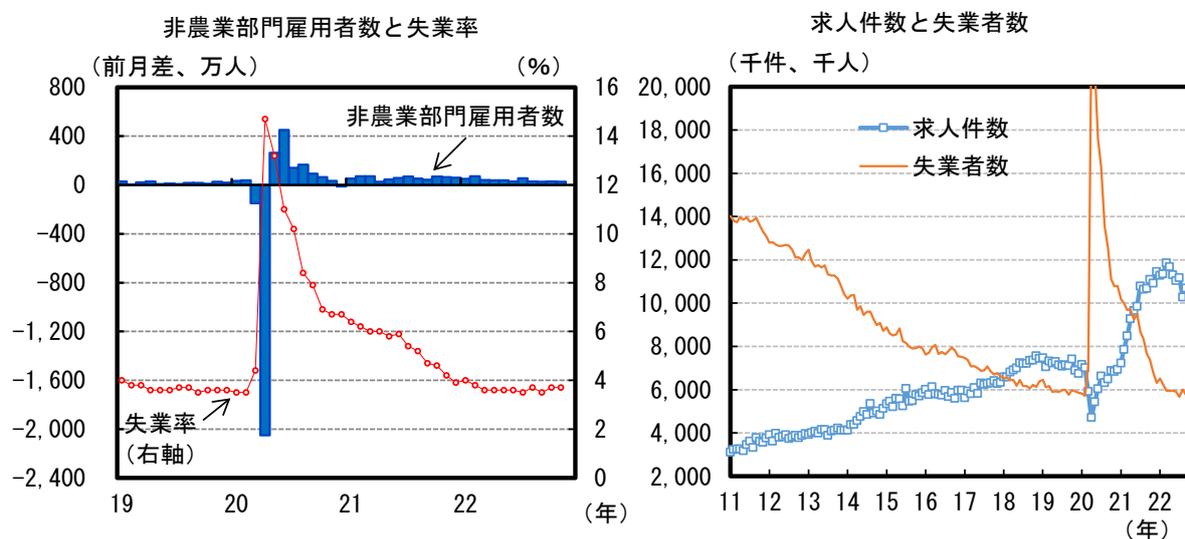
² 2023 年の輪番制による地区連銀総裁の投票権は、エバンス・シカゴ連銀総裁、ハーカー・フィラデルフィア連銀総裁、カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁、ローガン・ダラス連銀総裁が有する。結果、ハト派は 2022 年の 1 人から 3 人へと変わる。

労働需給はタイトなままで、賃金上昇圧力の緩和には時間を要する³

2022年11月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+26.3万人と、市場予想を上回る結果となった。失業率は前月から横ばいの3.7%と、市場予想通りとなった。雇用者数や失業率が堅調な結果となった一方で、非自発的失業や非自発的パートタイム就業者が増加したことから、景気減速の影響も見受けられる。最大の懸念材料であるインフレ加速に関して、賃金上昇率は前月比及び前年比で加速した。非労働力人口が増加するなど、労働需給のタイトさは継続しており、最大の懸念材料であるインフレ加速に関しては、収束が見通しにくい状況が続いている。

足下の雇用環境について、大手IT企業に加え、金融機関や一部の事業会社での人員削減に関する報道が見られており、失業者数の押し上げ要因となることが想定される。他方で、新規失業保険申請件数を確認すると、直近値(12/4-12/10)は21.1万件となり、9月末以降は20万人前半での推移している。労働需要に関しては、10月の求人件数は前月差▲35.3万件と減少したものの、水準は1,033.4万件となった。11月の失業者数が601.1万人であることを踏まえれば、失業者数対比で豊富な労働需要が、人員整理の対象となった人々の受け皿となっていると考えられよう。こうした高水準の求人件数が雇用環境の急激な悪化を抑制するバッファーとなっている一方で、失業率の上昇に見られるような労働需給の緩和、ひいては賃金上昇圧力の緩和には時間を要するというところだろう。

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

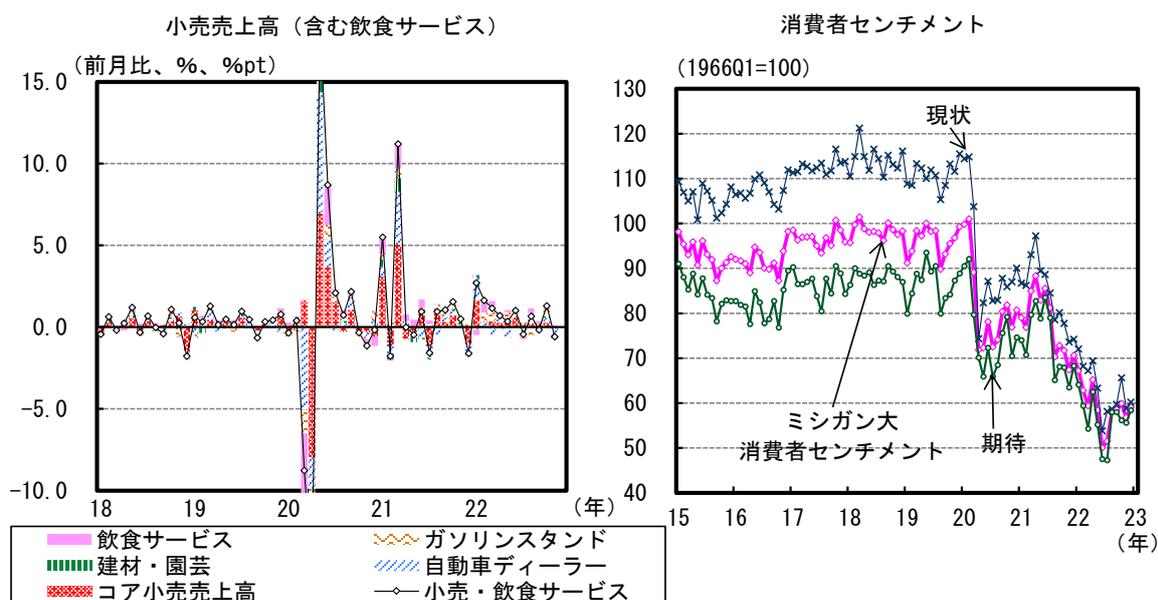
³ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「非農業部門雇用者数は前月差+26.3万人」(2022年12月5日) 参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20221205_023453.html

小売売上高は減少も、消費者マインドは小幅に改善

個人消費の動向を確認すると、2022年11月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比▲0.6%となり、市場予想（Bloomberg調査：同▲0.2%）を下回った。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▲0.2%とマイナスに転じた。小売売上高（含む飲食サービス）の内訳を見ると、飲食サービス（同+0.9%）、飲食料品（同+0.8%）、ヘルスケア製品（同+0.7%）が堅調だったものの、それ以外のほとんどの項目はマイナスとなった。中でも、家具・身の回り品（同▲2.6%）や建材・園芸（同▲2.5%）、自動車・部品（同▲2.3%）の落ち込みが大きい。いずれも10月に大幅に増加した項目であり、反動減という側面もあるだろう。また、ホリデー商戦到来に伴い、本来売上が期待されるGMS（同▲0.1%）や衣服・宝飾品（同▲0.2%）は、期待外れの結果となった。GMSや衣服・宝飾品といったホリデー商戦関連消費の不調は、景気悪化の兆しともいえる。ただし、原数値ベースでは堅調さを維持しており、季節調整による歪みの影響も考えられる。ホリデー商戦を考える上では、単月の結果で一喜一憂するのではなく、来月も併せた10-12月期の結果を見るべきだろう。

小売売上高が振るわなかった一方で、消費者マインドは小幅に改善した。ロイター／ミシガン大消費者センチメント（速報値）は、12月が前月差+2.3ptと改善に転じ、水準は59.1となった。構成指数の内訳を見ると、現状指数（同+1.4pt）、期待指数（同+2.8pt）ともに改善した。ミシガン大学は、消費者の高インフレに対する懸念が幾分緩和したと指摘している。CPIが減速傾向を示す中で、短期の期待インフレに関しても、2カ月連続で低下した。インフレの減速傾向は、消費者マインドを押し上げる一方で、足下の景気後退懸念の強まりがマインドを押し下げることから、当面は消費者マインドが本格的に改善することは期待しにくいだろう。

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



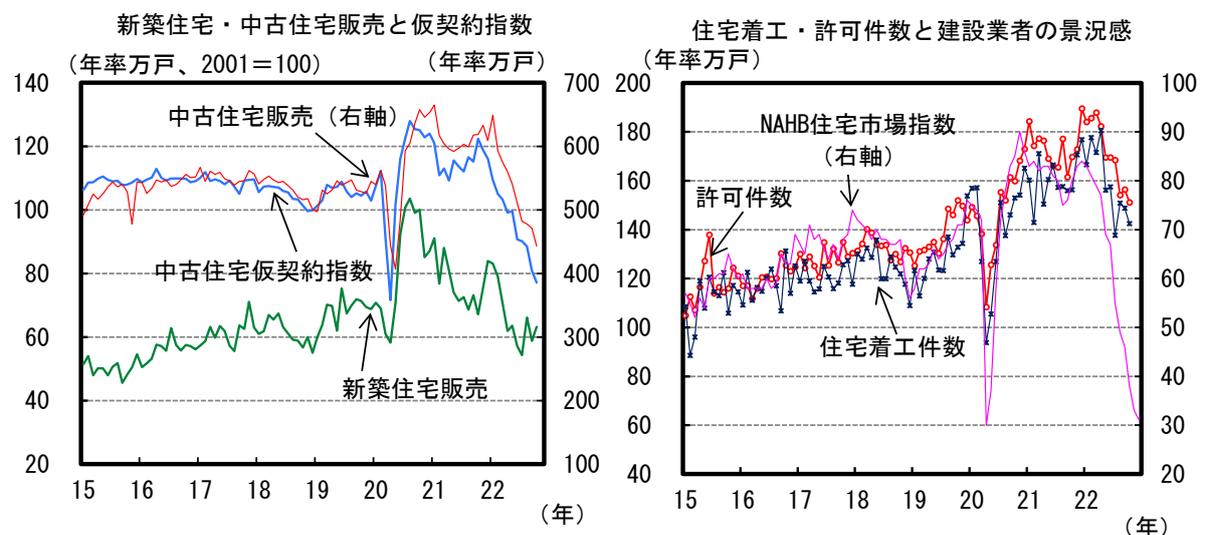
(出所) Census、ロイター／ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

建設業者のマインドは1年を通じて悪化し、水準はコロナ禍直後並み

住宅需要に目を向けると、2022年10月の新築住宅販売（戸建）は、前月比+7.5%と9月の大幅減からプラスに転じた。増加したとはいえ、減速傾向の中での単月の振れであろう。2022年10月の中古住宅販売（コンドミニアム等含む）は同▲5.9%と、9カ月連続で減少し、マイナス幅も拡大した。また、中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数は10月に前月比▲4.6%となった。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はいるものの価格水準は高いままである。住宅ローン金利（30年固定）も11月初旬の7%強から徐々に低下しているものの、6%半ばと依然として高水準となっており、住宅ローン申請件数も低調である。利上げ幅が縮小したとはいえ、金融引き締めが続いていることに変わりはなく、住宅需要関連指標は引き続き悪化している。

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▲3.3%と再びマイナスに転じた。住宅建設業者のマインドに関しても、足下まで悪化の一途である。NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2022年12月分は前月差▲2ptの低下となり、1年を通じて悪化し続けたことになる。また、水準も31とコロナ禍直後の最低水準である2020年4月の30とほとんど変わらない。NAHBは、高水準の住宅ローン金利や建材などのコスト高による安価な住宅購入の難しさが住宅需要を抑制しているとコメントしている。また、住宅建設業者は、住宅需要を活性化するために、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、建材や人件費などのコストは高止まりしており、住宅建設業者が住宅価格を引き下げる余地はほとんどないと指摘している。住宅価格の引き下げ幅が限定的となれば、住宅需要も抑制される。NAHBによれば、住宅建設業者は2024年以降のFOMCでの利下げに期待しているようだが、裏を返せば、引き締め的な金融環境が続く2023年は低調さを維持する可能性があるということだろう。

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

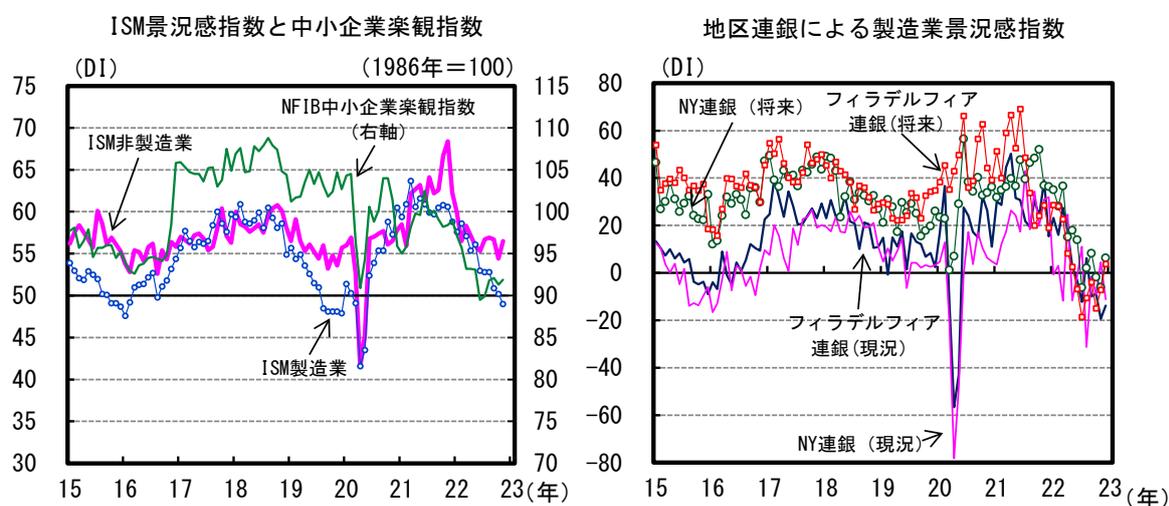
企業マインドは好悪入り混じる

2022年11月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲1.2%ptの49.0%となった。好不況の目安である50%を下回ったのは、コロナ禍初期の2020年5月以来となる。他方で、非製造業は同+2.1%ptと3カ月ぶりに改善し、水準は56.5%となった。製造業に関しては、入荷遅延指数以外（新規受注指数、生産指数、雇用指数、在庫指数）が悪化した。非製造業に関しては、事業活動指数、雇用指数が改善した一方で、新規受注指数、入荷遅延指数が悪化した。コメントを見ると、製造業に関しては、受注や売上の減少を指摘する声はさらに強まっている。他方で、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、ビジネスに関しては堅調という指摘が多い。

中小企業マインドに関しては、2022年11月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差+0.6ptと改善に転じ、水準は91.9となった。内訳項目を見ると、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が改善した。NFIBは、中小企業は労働力不足やサプライチェーンの混乱や、高インフレを何とか対処しており、ビジネスは回復していると指摘している。

11月の企業マインドをまとめれば、製造業のマインド悪化が顕著な一方で、非製造業や中小企業ではマインドが回復しており、ばらつきが見られる。2022年12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▲15.7pt）は悪化した一方で、フィラデルフィア連銀（同+5.6pt）は改善した。現況指数はまちまちとなったが、将来指数はNY連銀（同+12.4pt）、フィラデルフィア連銀（同+10.9pt）のどちらも改善した。両指数は振れが大きいので、解釈が難しいところではあるが、現況指数がマイナス圏で推移している一方で、将来指数はプラス圏へと転じつつあり、先行きに対して幾分光が差し始めているようにも映る。インフレ減速が企業の先行きに対するマインドを楽観的にさせている可能性があるだろう。とはいえ、景気が減速していく中でマインド改善の本格化はハードルが高いといえるだろう。

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



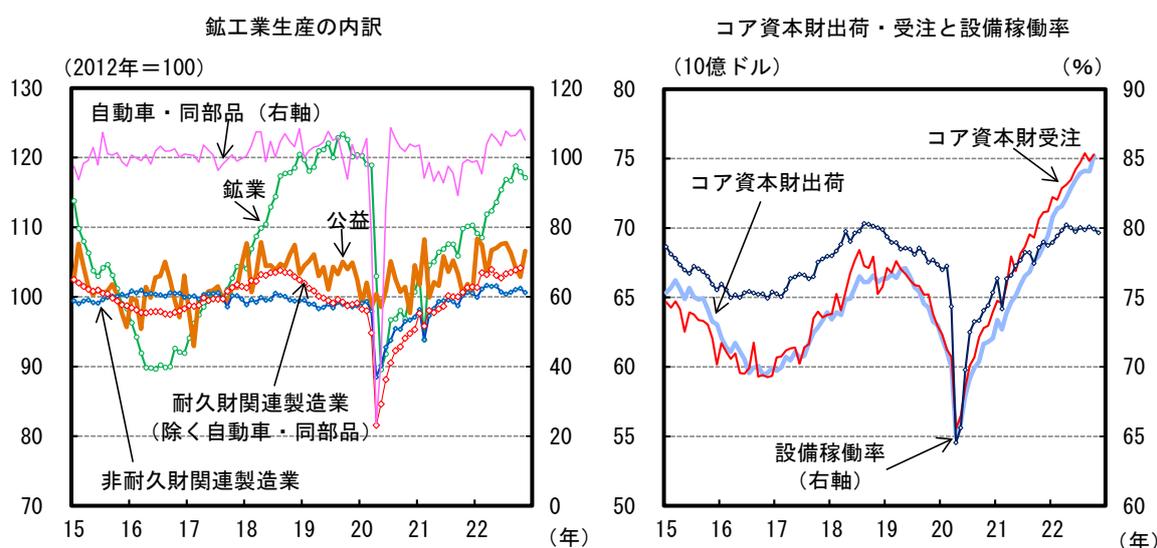
(出所) ISM、NY連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

11月の鉱工業生産は2カ月連続でマイナスとなる

企業の実体面に関して、2022年11月の鉱工業生産指数は前月比▲0.2%と2カ月連続でマイナスとなった。市場予想（Bloomberg調査：同+0.1%）を下回る軟調な結果といえる。11月の内訳を見ると、公益（同+3.6%）が4カ月ぶりに増加した一方で、鉱業（同▲0.7%）が2カ月連続で減少し、製造業（同▲0.6%）も5カ月ぶりに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▲0.6%）、非耐久財（同▲0.6%）ともに落ち込んだ。耐久財に関しては、自動車・同部品（同▲2.8%）や電気機械（同▲2.4%）、一次金属（同▲1.4%）などの落ち込みが大きい。前月の大幅増からの反動減という側面もあるだろう。非耐久財に関しては、印刷（同+1.6%）を除いたすべての業種でマイナスとなった。中でもゴム・プラスチック（同▲1.8%）や、繊維・繊維製品（同▲1.0%）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10月に前月比+1.5%となり、先行指標であるコア資本財受注は同+0.6%といずれもプラスに転じた。他方で、11月の鉱工業生産が2カ月連続でマイナスとなったことを踏まえれば、11月の出荷・受注も軟調な結果となる可能性がある。設備稼働率に関しては前月差▲0.2%pt低下の79.7%となり、長期平均（1972-2021年：79.6%）に肉薄している。設備稼働率は横ばいから緩やかな低下傾向にあることから、製造業の設備投資意欲も徐々に低下していくだろう。非製造業を中心に、省力化投資などの需要は残ることから、10-12月期の企業の設備投資は底堅く推移すると考えられるものの、金融引き締めによって資金調達環境がタイトな中で、2023年1-3月期以降はペースダウンが顕著になると予想される。

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

足下までの経済指標を踏まえれば、2022年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.4%と7-9月期からペースダウンすると見込む。ホリデー商戦の中で個人消費は改善するも、住宅投資の大幅な減少が続くとともに設備投資が減速することで足を引っ張ることが予想される。

2023年も引き締めの金融環境が続く中で、米国経済は減速していくと考えられる。実質GDP成長率に関しては、2023年を通じて前期比年率で+1%を下回るペースが続くことが想定される。米国経済の屋台骨である個人消費も、雇用環境が徐々に悪化することで減速し、これまでのように米国経済の下支え役としては期待しにくくなる。他方で、雇用環境の悪化は、労働需給のタイトさを緩和させ、賃金上昇圧力を抑制することで、インフレを減速させていく。CPIに関して2023年6月には前年比+4%前後、同年12月には同+3%前後まで低下すると見込んでいる。インフレが順調に減速していけば、2023年下半年には実質時給がプラスに転じ、個人消費への下押し圧力が和らぐことになろう。また、インフレが減速することで、2024年以降の利下げを織り込み、市場金利が低下することで、2023年下半年には設備投資や住宅投資もボトムアウトしていきと考えられる。

他方で、労働需給のタイトさが長期化し、インフレが高止まりするリスクや、政府債務上限問題などを背景とした市場の不安定化による景気後退リスクの高まりが懸念される。両リスクが別々の時期に顕在化すれば、それぞれに対応することが可能だが、インフレが高止まりしている時期に景気後退が発生すれば、FOMCはインフレ対策（引き締めの金融環境）と景気のコ入れ（緩和的な金融環境）という二者択一を迫られ得る。とりわけ懸念されるのは、高インフレの中でも金融緩和を優先することで、高インフレが定着し、後々に急激な金融引き締めと景気的大幅な調整が必要となった1970年代後半から1980年代前半の状況の再発可能性が高まることだろう。

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	7.0	2.7	7.0	-1.6	-0.6	2.9	1.4	0.2	0.0	0.2	0.7				
〈前年同期比、%〉	1.2	12.5	5.0	5.7	3.7	1.8	1.9	0.5	1.0	1.1	0.5	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	1.7	2.8	1.0	0.8	0.9	1.1	-3.0	8.3	2.8	1.4
設備投資	8.9	9.9	0.6	1.1	7.9	0.1	5.1	2.7	-0.9	-1.7	-2.5	-0.5	-4.9	6.4	3.6	0.2
住宅投資	11.6	-4.9	-5.8	-1.1	-3.1	-17.8	-26.8	-25.5	-17.8	-9.7	-3.8	0.2	7.2	10.7	-10.6	-16.6
輸出	0.4	4.9	-1.1	23.5	-4.6	13.8	15.3	2.5	1.9	1.2	2.2	2.5	-13.2	6.1	7.6	4.2
輸入	7.6	7.9	6.6	18.6	18.4	2.2	-7.3	3.6	1.4	1.0	2.0	2.4	-9.0	14.1	8.7	0.8
政府支出	6.5	-3.0	-0.2	-1.0	-2.3	-1.6	3.0	2.9	2.3	1.5	1.5	1.6	2.6	0.6	-0.7	2.0
国内最終需要	9.9	8.2	1.7	2.0	1.3	0.2	0.9	1.9	0.4	0.3	0.4	0.9	-1.9	6.7	1.7	0.7
民間最終需要	10.6	10.7	2.1	2.6	2.1	0.5	0.5	1.7	0.1	0.0	0.2	0.8	-2.8	8.1	2.2	0.5
鉱工業生産	3.1	6.5	3.5	4.8	4.7	5.0	1.7	0.5	0.4	0.3	0.5	1.0	-7.0	4.9	4.1	0.9
消費者物価指数	4.1	8.2	6.7	7.9	9.2	10.5	5.7	3.7	3.7	3.6	3.1	2.8	1.2	4.7	8.0	4.2
失業率(%)	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.6	3.5	3.7	3.8	4.0	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	-254	-211	-229	-228	-227	-227	-227	-654	-845	-976	-908
経常収支(10億ドル)	-189	-206	-226	-225	-283	-251	-206	-223	-219	-216	-215	-213	-620	-846	-963	-864
FFレート(%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.75	3.25	4.50	5.25	5.25	5.25	5.25	0.25	0.25	4.50	5.25
2年債利回り(%)	0.13	0.17	0.23	0.53	1.44	2.72	3.38	4.39	4.40	4.53	4.54	4.41	0.40	0.27	2.99	4.47
10年債利回り(%)	1.32	1.59	1.32	1.54	1.94	2.93	3.11	3.82	3.89	4.26	4.35	4.29	0.89	1.44	2.95	4.20

(注1) 網掛けは予想値。2022年12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