

2023年1月20日 全10頁

米国経済見通し 鳴き始めた 「炭鉱のカナリア」

インフレは減速するも、高まる景気後退懸念

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]

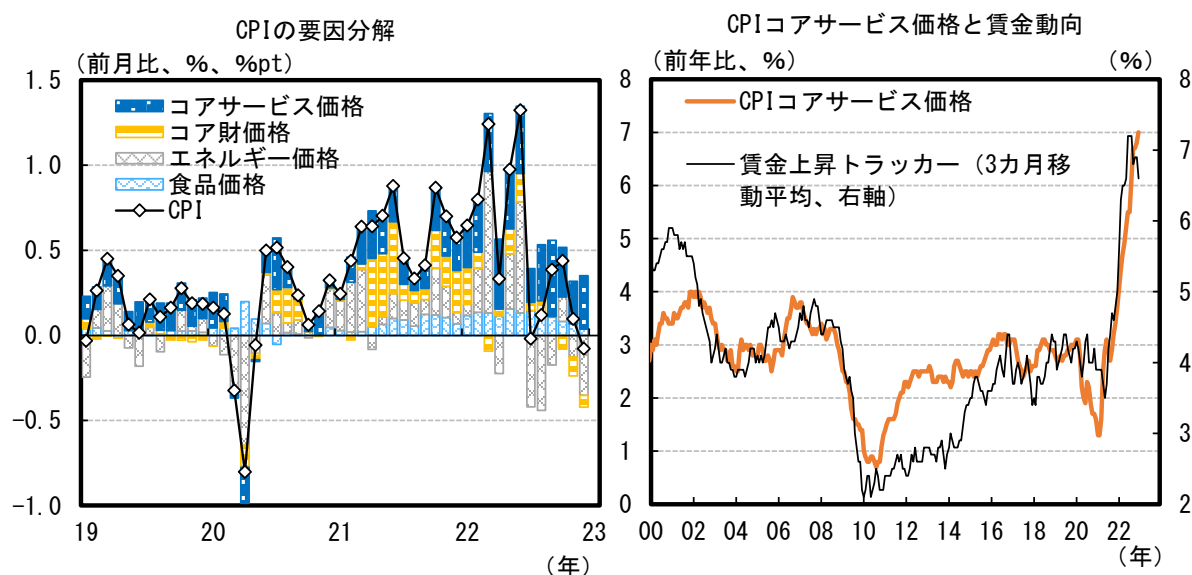
- 足下までの経済統計は雇用環境が堅調さを維持するも、インフレは減速するというポジティブな結果となった。インフレが減速傾向を示す中で、1月31日・2月1日に開催予定の次回FOMCでは、利上げ幅が0.25%ptとさらに縮小することが見込まれる。金融引き締め必要性が低下することで、景気の大規模な調整を経ずとも、インフレが減速していくソフトランディングへの期待が高まることになる。
- ソフトランディングに向けた期待が高まる一方、ISM非製造業景況感指数が好不況の目安である50%を下回った。経験則に基づけば、ISM非製造業景況感指数が50%を下回る期間は、景気後退期であることがほとんどであり、近い将来の景気後退を示唆する「炭鉱のカナリア」が鳴き始めたといえる。
- 労働需要は既に減退している可能性があり、堅調とされる雇用環境が今後悪化する可能性は否定できない。そして、ISM非製造業景況感指数と連動性の高い実質個人消費に関しても、足下の消費関連統計は冴えず、先行きも消費を喚起するイベントの少ない上半期は消費行動が抑制されやすい。2月以降に公表される1月分の経済指標が引き続き悪化したり、雇用環境が悪化の兆しを示す場合には、ソフトランディングへの期待は裏切られることになるだろう。

高まるソフトランディング期待

足下までの経済統計は、雇用環境が堅調さを維持しながらも、インフレは減速するというポジティブな結果となった。雇用環境に関しては、2022年12月の非農業部門雇用者数が市場予想を上回るとともに、失業率は低下した。失業率に関しては就業者数の増加に加え、非労働力人口も減少（＝労働市場への参入増）した。労働供給が増える中で賃金上昇率も減速し、インフレ圧力の低下を期待させる結果となった。インフレに関しては、CPIのヘッドライン（前年比+6.5%、前月比▲0.1%）、コアCPI（前年比+5.7%、前月比+0.3%）ともに、概ね市場予想通りの減速傾向を示した。コアCPIの内訳を見ると、コア財価格（前月比▲0.3%）は3カ月連続でマイナスとなり、需要の減退やサプライチェーンの改善の進展がうかがえる。コアサービス価格（同+0.5%）の伸びは3カ月連続で概ね横ばいで推移している。遅行性があり、ウェイトの大きい家賃がコアサービス価格を押し上げているが、足下での住宅市場の調整を踏まえれば、先行きの減速が見込まれる。また、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）が頭打ちの傾向を強めていることも安心材料といえる。

この他、サーベイベースの期待インフレは5年先が+3.0%と横ばい圏で推移する一方、1年先が+4.0%と減速した。1年先が高止まりすると、一般的に注目される5年先にも上昇圧力がかかりやすくなるため、1年先が減速したことはポジティブな結果といえる。インフレが減速傾向を示す中で、1月31日・2月1日に開催予定の次回FOMCでは、利上げ幅が0.25%ptとさらに縮小することが見込まれる。金融引き締めペースが低下することで、景気的大幅な調整を経ずとも、インフレが減速していくソフトランディングへの期待が高まることになる。

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、アトランタ連銀、Haver Analytics より大和総研作成

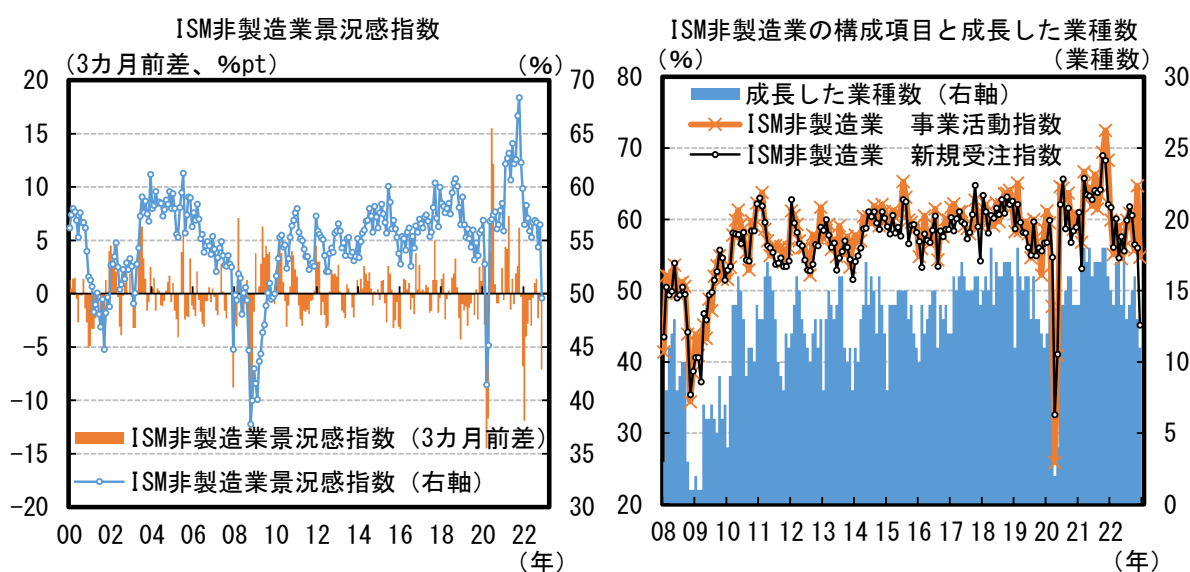
鳴き始めた「炭鉱のカナリア」

ソフトランディングに向けた期待が高まる一方、景気悪化を示唆する経済指標も見られる。具

体的には、12月のISM非製造業景況感指数が急激に落ち込み、好不況の目安である50%を下回ったことが挙げられる。経験則に基づけば、ISM非製造業景況感指数が50%を下回る期間は、景気後退期であることがほとんどであり、近い将来の景気後退を示唆する「炭鉱のカナリア」が鳴き始めたといえる。他方、今回のISM非製造業景況感指数の落ち込みに対して、市場は反応を示さなかった。その背景には、50%を小幅に下回った程度であることや、企業マインドは単月の振れが大きく、均して評価すべきとの認識がある。また、中身を見ても、12月に成長したと回答したのは18業種中11業種と過半となっている。ISM非製造業景況感指数の構成項目についても、全般的なビジネス状況を示す事業活動指数は50%を上回っており、大きく落ち込んだ新規受注指数に関しては、12月後半の歴史的な大寒波に伴う一過性の影響があったとも捉えられる。

そして、ISM非製造業景況感指数と連動性の高い非農業部門雇用者数が、前述の通り堅調であったことも市場に安心感を与えた。高水準の求人件数に見られる豊富な労働需要が、雇用環境の大幅な悪化を防ぐバッファとなっている。大手IT企業や金融機関が人員整理を始めているものの、新規失業保険申請件数が1月初旬まで週当たり20万人前後と低水準で推移しているように、豊富な労働需要が人員整理の対象となった人々を吸収していると考えられる。

図表2 ISM非製造業景況感指数、ISM非製造業の構成項目と成長した業種数



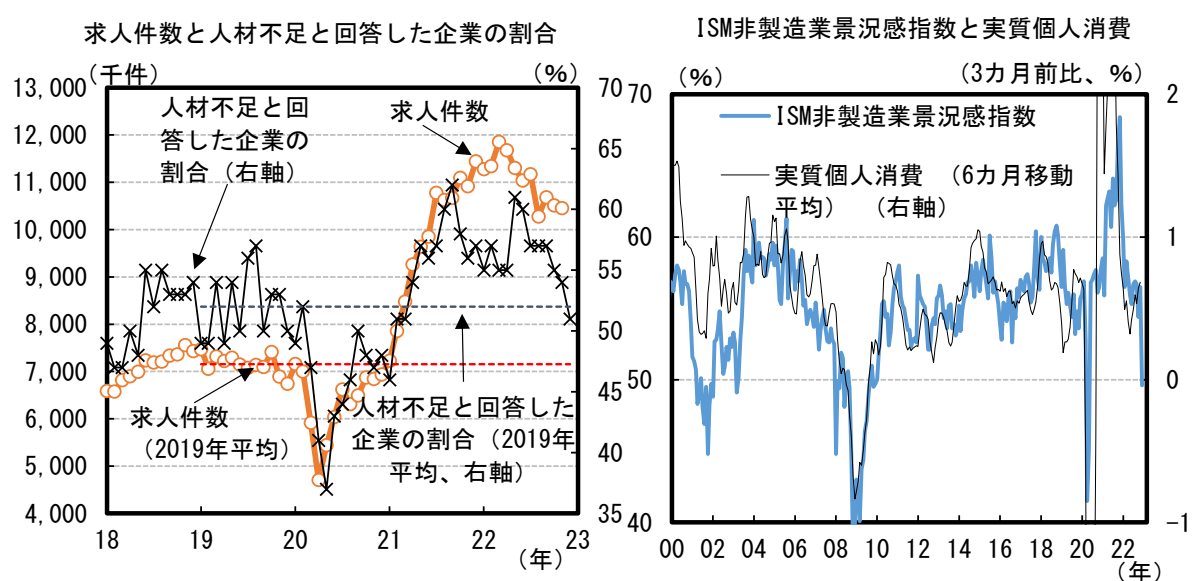
(出所) ISM、Haver Analytics より大和総研作成

しかし、ISM非製造業景況感指数の落ち込みを過小評価すべきではない。過去を振り返れば、こうした大幅な悪化は景気後退期前後に発生しやすい。単月の変動の影響を緩和するために、ISM非製造業景況感指数の3カ月前差を見ると、▲5%ptよりも大きなマイナス幅となったのは、統計開始(1997年7月)以来、今回を除けば、オミクロン株が猛威を振るった2022年1-2月、コロナ禍初期の2020年4-5月、リーマン・ショック前後の2008年1月、10-12月、ドットコム・バブル崩壊直前の2001年1月の9回である。このうち、今回のように50%半ばから大きく落ち込み50%割れとなったのは、景気後退直前(2001年1月)或いは景気後退直後(2008年1月、2020年4月)であり、景気悪化のシグナルとして一定の信頼性はある。

全体的な雇用環境が堅調とはいえ、人材派遣の雇用者数の減少幅の拡大や非自発的パートタイム就業者数の増加など、景気悪化の兆候は見られる。また、賃金上昇率の低下は、労働需給のタイトさが緩和している証左といえる。労働供給は多少増えたとはいえ、労働参加率はコロナ禍前を下回っており、労働需要の緩和が起きている可能性がある。例えば、中小企業の雇用マインド（求人に対して人材が不足していると回答した企業の割合）は、コロナ禍前並みの水準へ低下しており、人材不足は緩和の兆しが見られている。中小企業の雇用マインドはこれまで求人件数と連動していたが足下で乖離しつつあり、求人件数の多さが際立っている。企業が、高い条件で希少性の高い人材の募集を増やしたことで、一部の求人が残り続けており、求人件数がかさ増しされている可能性がある。実際の労働需要は求人件数よりも低いとみられ、今後も雇用環境の悪化を防ぐバッファとして期待できるかは不透明さも残る。今回のISM非製造業景況感指数が示唆したように、企業マインドが急激に悲観的になり、雇用環境が今後悪化する可能性は否定できない。

そして、ISM非製造業景況感指数は米国経済の屋台骨である実質個人消費のトレンドと連動している点も注目点である。足下の個人消費は、金融引き締め効果によって緩やかな減速トレンドにあるが、消費を喚起するイベントの少ない上半期は消費行動が抑制されやすい。本来大幅に売上が伸びやすい2022年10-12月期の小売売上高が前期比年率+0.5%と例年に比べて冴えなかったことも相まって、2023年上半期に消費者行動が抑制されれば、景気の減速感は一層強まることになる。個人消費が減速感を強めれば、連動するISM非製造業景況感指数も市場の期待とは裏腹に近い将来に反発しない恐れがある。市場は1月26日の2022年10-12月期GDP、1月31日・2月1日の次回FOMCに注目している。たとえこれらのイベントを無事に通過したとしても、雇用統計及びISM非製造業景況感指数が発表される2月3日が、米国経済のソフトランディングが可能か否かの分岐点となる可能性があるだろう。

図表3 求人件数と人材不足と回答した企業の割合、ISM非製造業景況感指数と実質個人消費



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

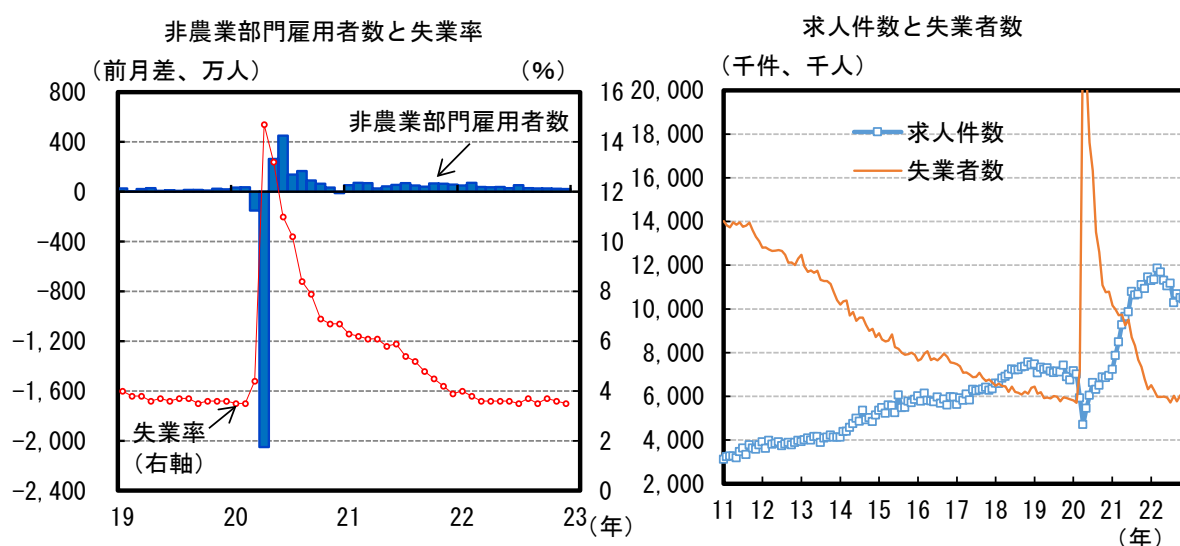
雇用環境は堅調さ維持、賃金上昇率は減速¹

2022年12月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+22.3万人と、市場予想を上回る結果となった。失業率は前月差▲0.1%ptの3.5%と、市場予想を下回った（改善）。人材派遣の雇用者数の減少幅の拡大や、非自発的パートタイム就業者数の増加など、景気減速に伴う影響は一部で見られたものの、全体的には堅調な結果であったといえる。最大の懸念材料であるインフレ加速に関して、賃金上昇率は前月比及び前年比で減速した。非労働力人口も減少（＝労働市場への参入増）しており、労働需給がタイトな中では、ポジティブな要素といえる。

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（1/8-1/14）は19.0万件となった。9月末以降は20万人前後で推移していることから、雇用環境に大幅な悪化は見られない。雇用環境の堅調さは、豊富な労働需要に裏付けられている。11月の求人件数は前月差▲5.4万件と減少したものの、水準は1,045.8万件となった。12月の失業者数が572.2万人であることを踏まえれば、失業者数対比で求人件数は依然として大きいといえる。

他方で、賃金上昇率が減速したことは、労働需給のタイトさが緩みつつあることを示唆している。中小企業の雇用マインド（求人に対して人材が不足していると回答した企業の割合）は2022年後半から低下に転じ、依然として高水準ながら人材不足は緩和の兆しが見られている。こうした中小企業の雇用マインドを踏まえれば、求人件数の数値がかさ増しされている可能性もあり、雇用環境の悪化を防ぐバッファとして期待できるかは不透明さも残るだろう。非農業部門雇用者数と連動しているISM非製造業景況感指数が12月に大幅に悪化したように、企業マインドが悲観的になり、雇用環境が急激に悪化する可能性は否定できない。

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

¹ 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+22.3万人」(2023年1月10日) 参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230110_023540.html

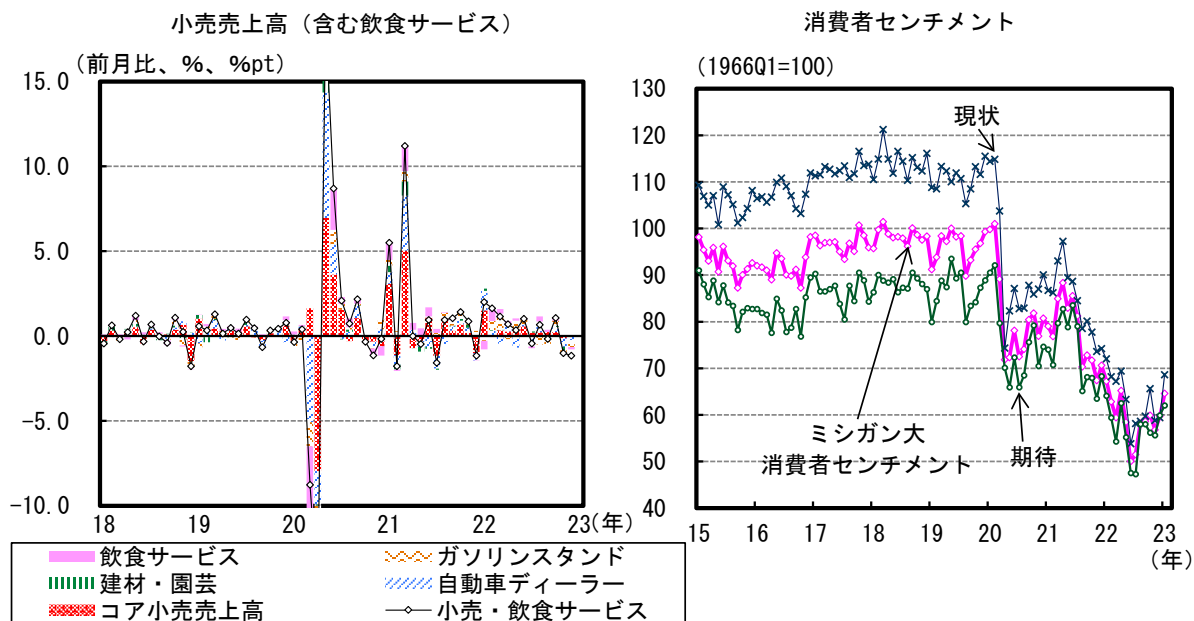
小売売上高は大幅に減少も、消費者マインドは改善

個人消費の動向を確認すると、2022年12月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比▲1.1%と2カ月連続で減少し、市場予想（Bloomberg調査：同▲0.8%）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▲0.7%と2カ月連続で減少した。どちらも過去分が下方修正されたこともあり、弱い結果であったといえる。なお、2022年10-12月期で見ても、小売売上高が前期比年率+0.5%、コア小売売上高が同+1.9%といずれも減速した。例年、家計の消費行動が積極化するホリデー商戦の時期であったことを踏まえれば、弱さが際立つ。

12月の小売売上高（含む飲食サービス）の内訳を見ると、ガソリン価格の下落に伴いガソリンスタンド（前月比▲4.6%）の落ち込みが目立つ。また、家具・身の回り品（同▲2.5%）、自動車・同部品（同▲1.2%）、無店舗販売（同▲1.1%）、家電（同▲1.1%）も大幅に減少した。ホリデー商戦で売上増が期待されたGMS（同▲0.8%）や衣服・宝飾品（同▲0.3%）も冴えない。12月は歴史的な大寒波に伴う消費行動への悪影響もあったと考えられるため、2023年1月の反発も考えられるが、仮に1月も冴えない結果となれば、個人消費に黄色信号が灯る。

小売売上高が振るわなかった一方で、消費者マインドは改善した。ロイター／ミシガン大消費者センチメント（速報値）は、2023年1月が前月差+4.9ptと2カ月連続で改善し、水準は64.6となった。構成指数の内訳を見ると、期待指数（同+2.1pt）に比べて、現状指数（同+9.2pt）の回復幅が大きい。ミシガン大学は、収入の増加とインフレの減速によって家計の財務状況が改善したと指摘している。インフレの減速傾向が消費者マインドを引き続き押し上げると期待される一方で、足下の景気後退懸念の強まりが本格的なマインド回復を妨げると想定される。

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



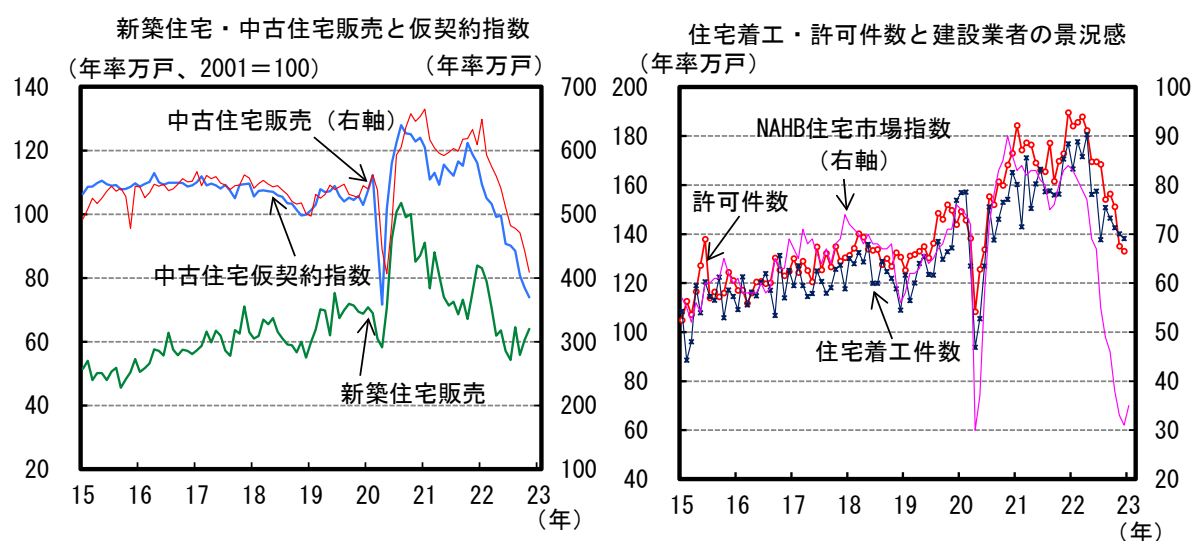
(出所) Census、ロイター／ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

建設業者のマインドは小幅に回復

住宅需要に目を向けると、2022年11月の新築住宅販売（戸建）は、前月比+5.8%と2カ月連続で増加した。10、11月に増加したとはいえ、2カ月間合計で大幅に減少した9月の減少分を回復したにすぎない。また、2022年11月の中古住宅販売（コンドミニアム等含む）は同▲7.7%と10カ月連続で減少し、マイナス幅も3カ月連続で拡大した。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11月に同▲4.0%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が、価格水準は依然として高い。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%強と高水準となっており、住宅ローン申請件数も低調なまま推移している。次回FOMCでの利上げ幅のさらなる縮小が想定されているとはいえ、金融引き締めは継続しており、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12月に前月比▲1.4%と4カ月連続で減少した。先行指標である建設許可についても、同▲1.6%と3カ月連続でマイナスとなった。他方、住宅建設業者のマインドについて、NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2023年1月分は前月差+4ptと2021年12月以来となる改善に転じた。とはいえ、水準は35と極めて低い水準にある。NAHBは、住宅建設業者のマインドは弱気のままであるものの、今回の改善は転換点となり得ると指摘しており、2023年後半には住宅建設の回復が進む可能性があることを指摘した。この背景として、住宅ローン金利や住宅価格が低下傾向を続け、住宅の入手可能性が改善することを挙げている。もっとも、こうした想定はインフレや金融政策運営に左右されることには変わりはない。また、足下では景気悪化懸念が強まっており、家計の住宅購入意欲が高まるかは不透明といえ、住宅市場の回復が本格化するのには利下げが始まるであろう2024年以降と想定する。

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

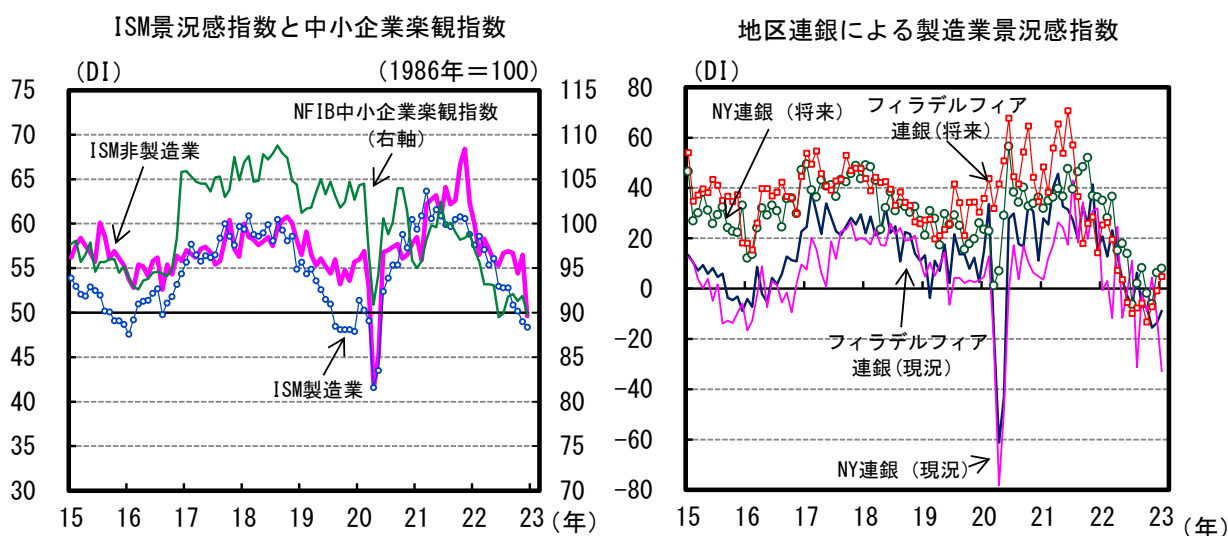
ISM 製造業、非製造業ともに 50%を下回る

2022年12月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲0.6%ptの48.4%となり、好不況の目安である50%を2カ月連続で下回った。非製造業は同▲6.9%ptの49.6%となった。マイナス幅は2020年4月以来の大きさと、50%を下回ったのは2020年5月以来となる。構成項目を見ると、製造業に関しては、雇用指数と在庫指数以外（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、すべての構成項目が低下したが、事業活動指数、新規受注指数のマイナス幅が大きい。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が増え、先行きに対して悲観的な見方が広がり始めた。

中小企業マインドに関しては、2022年12月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲2.1ptと悪化に転じ、水準は89.8と2022年6月以来の低水準となった。内訳項目を見ると、景況感の改善に対する期待や利益に対する期待が大幅に悪化した。NFIBは、中小企業が2023年の売上やビジネスの状況が悪化するとの見方を有していることを指摘している。

12月の企業マインドをまとめれば、製造業、非製造業ともにマインドは悪く、中小企業も悲観的なマインドが強まった。12月末の歴史的な大寒波によるマインドへの悪影響も考えられるため、2023年1月中旬までの動向を含む地区連銀景況感指数（現況指数）が注目された。こうした中で、フィラデルフィア連銀（前月差+4.8pt）は小幅に改善したもののマイナス域で推移している。また、NY連銀（同▲21.7pt）はさらに大きく落ち込んだ。将来指数がNY連銀（同+1.7pt）、フィラデルフィア連銀（同+5.8pt）のどちらも改善したのは救いだが、企業のマインドは12月の大寒波が終わった後も冴えない状況が続いており、一時的ではない様相を示している。

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

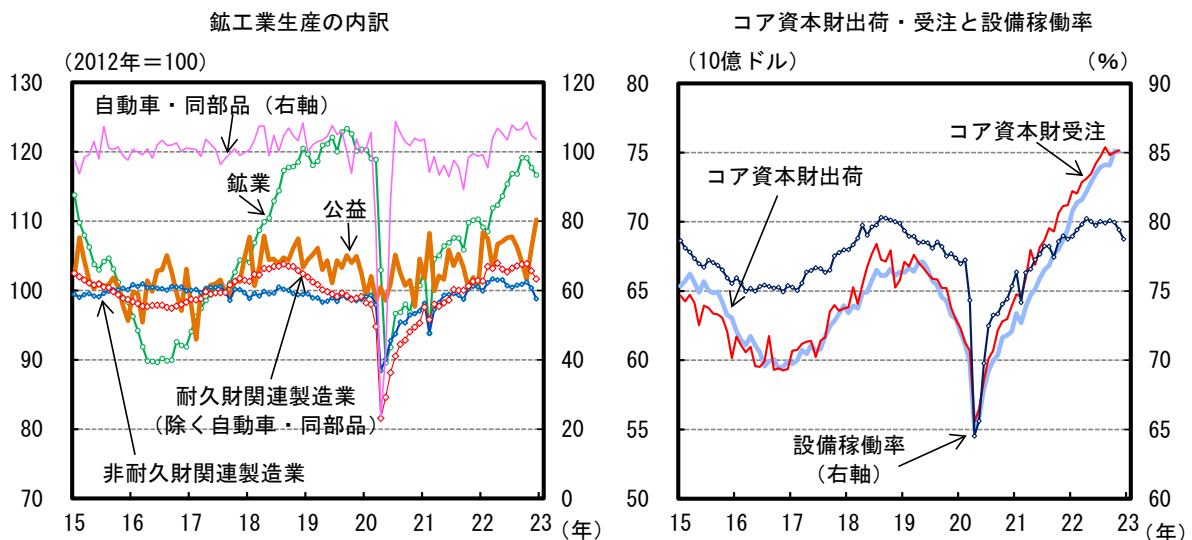
12月の鉱工業生産は2カ月連続でマイナスとなる

企業の実体面に関して、2022年12月の鉱工業生産指数は前月比▲0.7%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。10-12月期は前期比年率▲1.7%と、コロナ禍初期の2020年4-6月期以来となるマイナスに沈んだ。

12月の内訳を見ると、大寒波に伴う暖房需要が強まったことで公益（前月比+3.8%）が大幅増を続けた一方で、製造業（同▲1.3%）と鉱業（同▲0.9%）が2カ月連続で落ち込んだ。製造業の内訳を見ると、耐久財（同▲1.1%）、非耐久財（同▲1.5%）ともに2カ月連続でマイナスとなった。耐久財に関しては、機械（同▲3.4%）や木製品（同▲2.1%）、電気機械（同▲1.5%）の落ち込みが大きい。非耐久財に関しては、印刷（同▲3.4%）、石油・石炭製品（同▲3.1%）、繊維・繊維製品（同▲2.6%）が足を引っ張った。12月の歴史的な大寒波の影響もあるとはいえるが、製造業マインドも悪化していることを踏まえれば、鉱工業生産指数は下降トレンドへの転換が進んでいると捉えるべきだろう。

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11月に前月比▲0.1%となり、2カ月ぶりにマイナスに転じた。出荷に関しては10月の大幅増からの反動減という側面もあるが、先行指標であるコア資本財受注が同+0.1%と減速しており、弱含みつつあるといえる。こうした中で、12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、12月の出荷・受注も一層弱い結果となる可能性がある。設備稼働率に関しては前月差▲0.7%pt低下の78.8%となり、長期平均（1972-2021年：79.6%）を下回った。設備稼働率は低下傾向を強めており、製造業の設備投資意欲も低下していくことが見込まれる。非製造業に関しても、企業マインドが大幅に悪化したことを踏まえれば、省力化投資も見込みにくいかもしれない。資金調達環境がタイトな中で、2023年1-3月期以降は設備投資の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+1.8%と7-9月期からペースダウンすると見込む。個人消費と設備投資は堅調な伸びを維持する一方で、住宅投資と純輸出、民間在庫が全体を押し下げると考える。

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年を通じて各四半期で前期比年率で+1%を下回るペースが続くという見方を据え置く。また、今回から本レポートで公表する2024年に関しては、FRBが利下げへと転じることで、米国経済の自律的な成長を示す民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）が加速すると見込む。ただし、FF金利水準は引き続きFOMC参加者の中立金利（中央値：2.5%）を上回って推移すると考えられ、緩やかな回復ペースに留まると予想している。

堅調な雇用環境と減速するインフレが、米国経済のソフトランディング期待を高める一方で、企業マインドや企業活動は悪化傾向を強め、小売売上高といった個人消費関連統計も軟調になっており、景気後退懸念は強まっている。米国経済の屋台骨である個人消費を考える上で、その裏付けとなる所得、つまりは雇用環境の堅調さが持続するかが景気後退の可能性を測る上でカギを握ることになる。足下の経済指標は12月の歴史的な大寒波の影響を受けているとも考えられるが、仮に2月以降に公表される1月分の経済指標が引き続き悪化したり、雇用環境が悪化の兆しを示す場合には、米国経済のソフトランディングへの期待は裏切られることになるだろう。

図表9 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2022				2023				2024				2021	2022	2023	2024
	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 〈前年同期比、%〉	-1.6	-0.6	3.2	1.8	0.5	0.0	0.2	0.8	1.3	1.5	1.6	1.7				
個人消費	1.3	2.0	2.3	2.8	1.4	0.7	0.9	1.1	1.3	1.5	1.6	1.7	8.3	2.8	1.6	1.3
設備投資	7.9	0.1	6.2	4.4	0.7	-1.6	-2.0	0.0	0.9	1.4	1.9	2.3	6.4	3.9	1.2	0.5
住宅投資	-3.1	-17.8	-27.1	-25.9	-19.3	-6.6	-3.9	0.0	0.6	1.2	1.6	2.1	10.7	-10.7	-16.7	-0.2
輸出	-4.6	13.8	14.6	0.2	0.6	1.1	2.0	2.3	2.8	3.0	3.1	3.3	6.1	7.4	3.3	2.6
輸入	18.4	2.2	-7.3	0.9	0.3	0.9	1.8	2.1	2.4	2.7	2.9	3.2	14.1	8.5	-0.1	2.4
政府支出	-2.3	-1.6	3.7	2.3	1.4	0.9	1.1	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3	0.6	-0.7	1.5	1.4
国内最終需要	1.3	0.2	1.5	2.0	0.7	0.2	0.4	1.0	1.3	1.5	1.6	1.7	6.7	1.8	0.9	1.1
民間最終需要	2.1	0.5	1.1	1.9	0.5	0.0	0.3	0.9	1.2	1.5	1.7	1.8	8.1	2.3	0.8	1.1
鉱工業生産	4.7	5.0	1.8	-1.7	0.8	0.4	0.5	1.0	1.5	1.8	2.1	2.3	4.9	3.9	0.6	1.4
消費者物価指数	9.2	10.5	5.7	3.1	2.6	4.1	3.4	2.8	2.2	2.2	2.1	2.1	4.7	8.0	3.9	2.6
失業率(%)	3.8	3.6	3.5	3.6	3.8	4.1	4.3	4.2	4.1	4.1	4.0	3.9	5.4	3.6	4.1	4.0
貿易収支(10億ドル)	-283	-254	-211	-211	-219	-218	-217	-216	-215	-214	-213	-213	-845	-958	-871	-856
経常収支(10億ドル)	-283	-239	-239	-216	-222	-220	-217	-214	-211	-209	-207	-205	-846	-976	-873	-832
FFレート(%)	0.50	1.75	3.25	4.50	5.00	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25	0.25	4.50	5.25	4.25
2年債利回り(%)	1.44	2.72	3.38	4.39	4.25	4.39	4.41	4.28	4.15	4.00	3.85	3.71	0.27	2.98	4.33	3.93
10年債利回り(%)	1.94	2.93	3.11	3.83	3.68	4.00	4.11	4.05	3.95	3.83	3.71	3.60	1.44	2.95	3.96	3.77

(注1) 網掛けは予想値。2023年1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