

2023年3月22日 全12頁

米国経済見通し 米銀行破綻をどうみるか

信用収縮と金融政策を巡る不確実性の高まりが景気の下振れリスクに

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]

- 3月10日にシリコンバレーバンク、3月12日にシグネチャーバンクが経営破綻に至ったことで、米銀行セクターへの不安が強まった。とりわけ、シリコンバレーバンクに関しては、財務強化策を公表した日の翌日9日に預金の取り付け騒ぎが発生し、翌々日には現金支払いに対応できずに破綻に至るといった急転直下の展開であった。
- これに対し、経営破綻した両行の預金全額保護やFRBによる新たな流動性供給プログラムの創設、そして、米銀行大手11行によるファーストリパブリックバンクへの支援など、官民が協力し、迅速に対応した。こうした初期対応は、両行の経営破綻に伴う混乱が銀行システム全体に拡大することを防いだと評価できる。
- しかし、一度不安心理が高まれば解消することは容易ではない。各銀行は手元流動性の確保に奔走している。また、銀行は市場の標的とならないよう、より安全志向な経営スタンスへと転換することも想定される。加えて、市場における信用リスクの再評価も進むだろう。つまりは、信用収縮が発生することによって、雇用環境や国内需要を急速に冷やすことが景気のリスク要因となる。
- こうした中、一部の市場参加者の中で、FRBが金融政策を緩和的な方向へと修正していくのではないかと期待がある。ただし、FRBが金融緩和へと拙速に修正してしまえば、懸案事項である高インフレが残存するリスクは高まる。FRBは金融不安と高インフレの間で板挟みになっており、金融政策を取り巻く不確実性が高まっていること自体も景気の下振れリスクとなり得るだろう。

シリコンバレーバンクが経営破綻

3月10日、米国の総資産規模2,000億ドル超（2022年12月時点）のシリコンバレーバンク（以下、SVB）が経営破綻した。SVBは、銀行持株会社SVBファイナンシャル・グループ（以下、SVBFG）傘下の銀行であり、カリフォルニア州のサンタクララを本店としている。SVBはテクノロジーやライフサイエンス／ヘルスケア分野のベンチャー企業や、こうした分野に投資するベンチャー・キャピタルを主要な顧客層としており、米国のベンチャー産業を支える金融機関という特徴を有する。

SVBが経営破綻した経緯は以下の通りである（図表1）。3月8日（水）の夕方（米国東部標準時、以下同）、SVBFGが債券投資関連の損失拡大と、その損失を埋めるための増資計画を公表した。SVBは財務強化策を講じたわけだが、これまでにSVBから預金が流出していたこともあり、財務状況に対して人々は不安を募らせた。結果、3月9日のSVBFGの株価は前日比60.4%下落するとともに、預金者が預金引き出しに殺到する取り付け騒ぎに発展した。9日だけで420億ドルの預金引き出しが発生し、SVBは9.6億ドルの債務超過となった。SVBは資金繰りに奔走したが、現金支払いに対応できず、3月10日にカリフォルニア州金融保護イノベーション局は連邦預金保険公社（以下、FDIC）を管財人に指定し、SVBの閉鎖を公表、事実上の経営破綻となった。

SVBの経営破綻の発端となった、債券関連の損失拡大に関しては、金融引き締めによる債券価格の下落が背景にある。ただし、金融引き締めによる債券価格の下落は想定されていたことである。SVBに限らず銀行セクターは時価で評価するトレーディング勘定を減らし、取得価額で評価する満期保有目的勘定を増やしてきた。満期保有目的勘定とすることで短期的な価格変動による銀行の財務状況への悪影響を緩和する。しかし、満期まで保有できずに売却することとなれば、債券価格は時価で評価されることになる。取得価額に比べて債券価格が落ちている場合には損失が発生する。SVBの債券投資関連の損失が拡大したのは、満期保有目的勘定の債券の売却を迫られるほど、手元流動性がひっ迫したことが背景にある。

SVBはベンチャー産業を支える金融機関であり、その預金構造もベンチャー産業の動向に左右されやすかった。まず、金融引き締め後のベンチャー・キャピタルの苦境がSVBの預金獲得を困難にした。また、ベンチャー企業がリストラを行う中で、解雇手当など現金需要の高まりに伴う預金流出が起きやすくなっていたといえる。加えて、トランプ政権時に厳格な規制や監督の対象となる銀行持株会社の基準が、連結総資産500億ドル以上から2,500億ドル以上へと引き上げられたことで、SVBは手元流動性の確保を促す規制の網から抜け落ちていた。SVBに限ったことではないが、SNSなどで不安心理が拡大し、預金流出のペースが加速したことや、ネットバンキングによる資金移動が容易になったことなど、デジタルライゼーションの発展の影響もあるだろう。こうした様々な要因が重なり、SVBは手元流動性がひっ迫する中で、満期保有目的勘定の債券売却が必要になった。結果的に金融引き締め以降の債券価格の下落の影響を受け、SVBは損失を拡大させることになり、財務強化策の発表もむなしく、取り付け騒ぎへと事態は発展していくことになった。

SVBの閉鎖に加え、12日にはニューヨーク州のシグネチャーバンク（以下、SBNY）も経営破綻

に至り、米国の銀行セクター全体に対する不安は強まっていった。SBNYは暗号資産（仮想通貨）関連のセクターに顧客層が集中していた。この他、ビジネスモデルこそ異なるものの、ファーストリパブリックバンク（以下、FRC）など預金構成が一部に集中している銀行の株価が大幅に下落した。米国の銀行セクターに厳しい視線が注がれる中、米政府、中央銀行及び米大手銀行は矢継ぎ早に対応策を講じた。まず、12日に米財務省、FRB、FDICは、SVBおよびSBNYの預金保護の上限を1口座当たり25万ドルから全額保護へと変更する旨を共同声明で発出した。預金を全額保護することで、他行も含めた更なる取り付け騒ぎの予防を狙ったものと考えられる。

また、12日にFRBは預金取扱機関に対し、国債などの適格資産を担保に最長1年間のローンを提供する銀行タームファンディングプログラム（以下、BTFP）の創設を公表した。担保は時価ではなく、額面価格で評価されることから、預金取扱機関の資金繰りをサポートするとともに、資産の投げ売りに伴う市場の混乱を防ぐ意味も有する。そして、16日にはFRCに対する米大手銀行11行による総額300億ドルの預金預け入れが公表された。FRCが経営破綻に至るのを防ぐとともに、米大手銀行の財務状況が健全であることを示したといえる。経営破綻の連鎖を食い止めるために官民が協力して迅速に対応したといえ、政策対応や協力が不足したことで金融システム全体に混乱が波及した2008年のリーマン・ショックの教訓を活かしたと評価できる。

図表1 今般の米銀行破綻及び官民の主な対応

日時	概要
3月8日	SVBの親会社であるSVBFGが債券投資関連の損失拡大及び財務強化策を公表。
3月9日	SVBで預金取り付け騒ぎが発生。
3月10日	SVBは事業を停止。FDICの管理下に入り、事実上の経営破綻に。
3月12日	SBNYは事業を停止。FDICの管理下に入り、事実上の経営破綻に。
3月12日	財務省、FRB、FDICは上記二行の預金を全額保護する旨の共同声明を発出。
3月12日	FRBは預金取扱機関に対し、最大1年間のローンを提供するBank Term Funding Program (BTFP) を創設。
3月13日	FRBは、5月1日までにSVBの失敗を考慮し、規制と監督の見直しを公表すると発表。
3月16日	米大手銀行11行がFRCに対して合計300億ドルの預金をする旨を公表。

(注) 日時は米国東部標準時。

(出所) FRB、カリフォルニア州金融保護イノベーション局、FDIC、財務省より大和総研作成

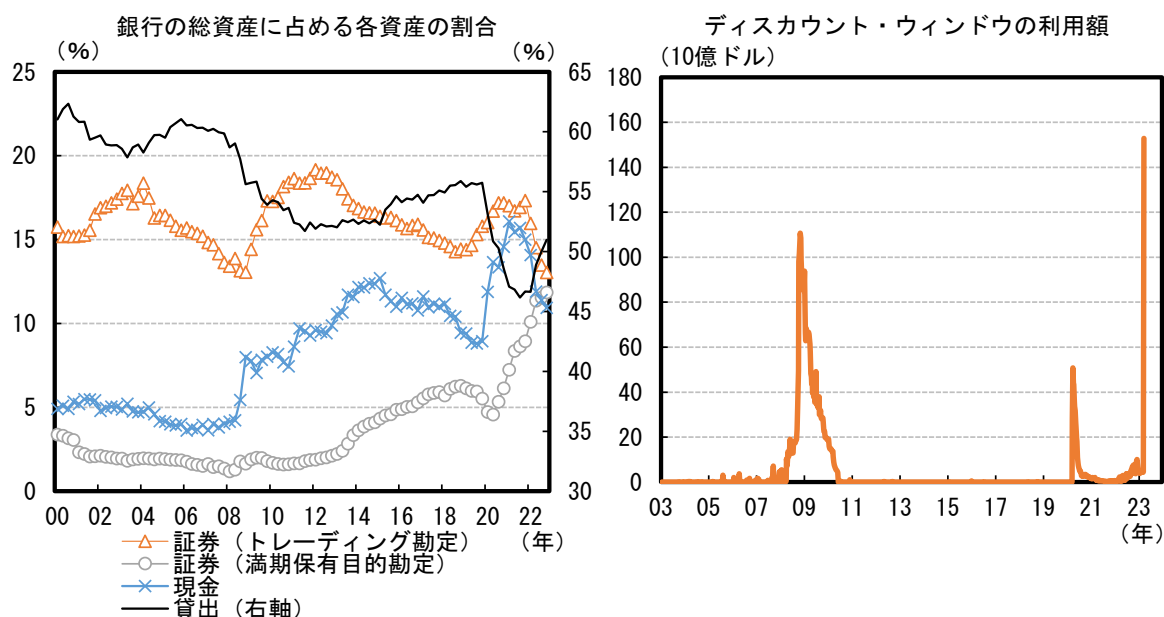
銀行は流動性を高め、安全志向を強める

とはいえ、一度不安心理が高まれば解消することは容易ではない。銀行セクター全体でも、SBNYやSVBほどではないにせよ、総資産に占める現金のシェアは落ちており、手元流動性がひっ迫する可能性はある（図表2左）。また、銀行セクター全体で見ても、有価証券のうち満期保有目的勘定が増加しているのは前述の通りである。そして、SVBが直面した預金の急減は、他の銀行にとっても他人事ではない。金融引き締めによって景気全体が減速し、雇用環境の悪化が想定される中で、リストラに伴う現金需要の高まりは、ベンチャー企業に限らないだろう。そして、前述のデジタルライゼーションの発展は近年各銀行が積極的に取り組んできたことでもある。

各銀行は次なるSVBやSBNYにならないよう、手元流動性の確保へと奔走している。FRBの銀行に対する常設の貸出制度であるディスカウント・ウィンドウの利用額は一週間で1,529億ド

ると、2008年のリーマン・ショック時を上回り過去最大規模となった（図表2右）。リーマン・ショック時に比べて銀行資産残高は大きくなっていることから単純に比較できない。とはいえ、ディスカウント・ウィンドウの利用は伝統的にスティグマ（レピュテーションへの悪影響）があるとされてきたことを踏まえれば、利用額の急増は金融機関の流動性確保に向けた切実さを示しているといえる。また、新設のBTFPの利用額は119億ドルとなった。なお、銀行への流動性供給が増えた結果、FRBのバランスシートは足下で急拡大している。

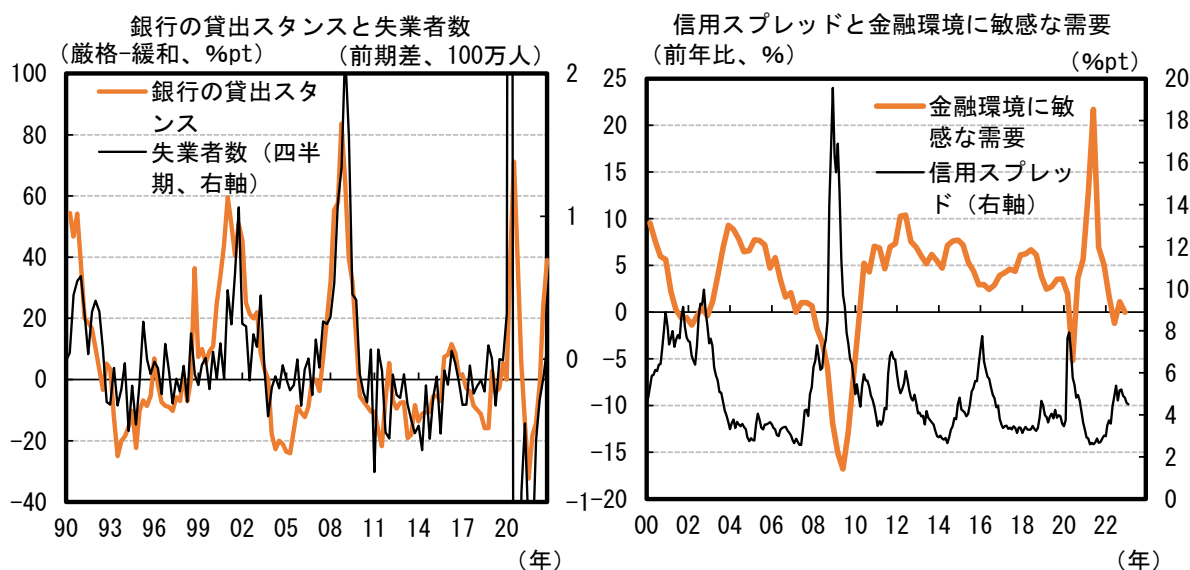
図表2 銀行の総資産に占める各資産の割合、ディスカウント・ウィンドウの利用額



（注）右図はディスカウント・ウィンドウのうち、健全な金融機関を対象としたプライマリー・クレジット。
（出所）FDIC、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

また、今回の経営破綻は手元流動性の不足が主因ではあるが、銀行は市場の標的とならないよう、経営スタンスをより安全志向なものへと転換することも想定される。具体的には、損失を避けるために、ハイリスクな投融資を減らす、つまり、貸出スタンスを厳格化することが挙げられる。銀行の貸出スタンスの厳格化は、企業の資金繰り悪化へとつながる。そして、企業は資金繰り難をコストカットで乗り切る。結果的に、企業は人員削減を積極化させることから、過去に貸出スタンスが厳格化した際には失業者は増加する傾向があった（図表3左）。また、銀行の貸出スタンスの厳格化と時を同じく、市場の信用リスクの再評価も進む可能性がある。銀行の貸出スタンスと信用スプレッド（=ハイイールド債利回り-米10年債利回り）は連動する傾向があるが、銀行の貸出スタンスほど足下の信用スプレッドは拡大しておらず、信用リスクへの警戒度は低い。ただし、前述の共同声明では、株主と特定の無担保債権者は保護されないことも併せて記載された。投資の自己責任原則は当然のこととはいえ、市場参加者に信用リスクの再評価の必要性を強く認識させることになるだろう。市場の信用リスクの再評価が本格化すれば、銀行貸出スタンスの厳格化と相まって、企業の資金調達環境は一層悪化することが想定される。つまりは、信用収縮が発生することによって、金融環境に連動しやすい需要（設備投資、住宅投資、耐久財消費の和）が大きく落ち込むことが示唆される（図表3右）。

図表3 銀行の貸出スタンスと失業者数、信用スプレッドと金融環境に敏感な需要



(注) 信用スプレッド=ハイイールド債利回り-10年債利回り。金融環境に敏感な需要は設備投資、住宅投資、耐久財消費の和。

(出所) セントルイス連銀、FRB、BEA、Haver Analytics より大和総研作成

バランスシートの縮小ペースの減速は一考の余地あり

銀行の経営破綻が発生したことで、3月21・22日開催のFOMCへの注目度は一層高まった。金融引き締めによる債券価格の下落は想定されるものであったとはいえ、急ピッチでの金融引き締めの副作用が出たとの見方もあり、市場の一部には利上げ停止や利下げを望む声もある。また、銀行の経営破綻を契機とした資金調達環境の悪化は、FRBが望むような秩序ある過程を経たものとはならないかもしれないが、需要を抑制し、結果的にFRBの金融引き締めの必要性を低減させることも想定される。CME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、FOMCの開催前（3月20日）の時点で、0.25%ptの利上げが行われる確率は7割強、金利据え置きは3割弱となっていた（図表4左）。

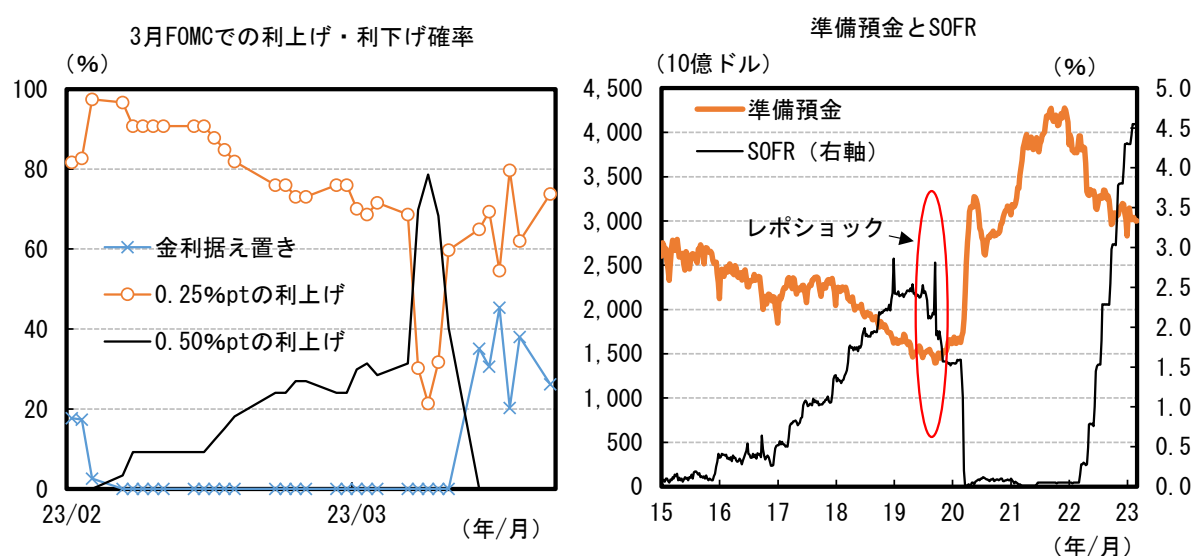
もともと、3月14日に公表された2月のCPIは、ヘッドラインが前月比+0.4%と伸び幅が前月から縮小した一方で、エネルギー・食品を除くコアに関しては同+0.5%と前月から加速し、市場予想を上回った。FRBが注視している雇用環境に関しても、2月は強弱入り交じる結果となったが、労働需給は依然としてタイトなままであり、賃金上昇率の減速は緩やかなものとなっている。需要の減退がインフレの抑制へと至るまでには時間を要することが想定される中、利上げを止めることによるインフレの高止まりリスクは残る。また、FRBには金融リスクに関しては金融規制で対応し、雇用・物価に関しては金融政策で対応するとの原則がある。3月13日には、バーFRB副議長が5月1日までに監督と規制の見直しを公表する予定と発表しており、原則通りの対応を示した。3月のFOMCで利上げの停止や利下げへと拙速に転換してしまえば、今回の銀行の経営破綻が、従来のスタンスを変更するほど金融システムに対する悪影響を有するとFRBが認めることになりかねない。大和総研は、更なる銀行の連鎖破綻や金融システムの急激な混乱が生じない限り、3月のFOMCで0.25%ptの利上げを継続し、FRBがインフレに対する断固

とした姿勢を示すと考えている。ただし、ターミナルレートの据え置き（2022年12月のFOMC時点：5.1%）や、経済・金融の動向によって利上げを止める準備があることを示すことで、タカ派的な印象を抑え、バランスを取ることが予想される。

他方、流動性支援策の一環として、バランスシートの縮小（QT）ペースを減速させることは選択肢として考えられる。更なる利上げ幅の縮小が利上げの停止を意味する一方で、過去のQT（2017年10月-2019年7月、国債の減額キャップは毎月300億ドル）の2倍の規模となっている現在のQT（2022年6月-、国債の減額キャップは毎月600億ドル）には調整の余地がある。また、2022年6月より開始されたQTによって、銀行の準備預金は急ピッチで減少してきた。過去のQTを振り返ると、銀行の準備預金が減少したことや資金需要の季節的な高まりなどから、2019年9月にはレポレート（SOFR）が急騰（以下、レポショック）した（図表4右）。FRBはシステムレポを実施するとともに、短期国債の購入を通じて市場に流動性を供給することとなった。その後、FRBはこうしたレポショックの再発を防ぐために、常設レポファシリティなど流動性供給の仕組みを整備した。足下もFRBによる流動性供給によって銀行の準備預金は増えた。ただし、流動性は、シャドバンキングやFinTechなど幅広い主体に共通して重要である。FRBによる流動性の供給対象が銀行中心であることや今回の銀行破綻を契機に銀行が保守的になる中でマーケットメイキング機能が低下する可能性があることを踏まえれば、市場全体の流動性のひっ迫を抑制するために、QTのペース減速は一考の余地があるといえるだろう。

金融システムの安定は、引き締め的な金融環境を維持しながら、秩序ある形でインフレを減速させる前提条件である。しかし、金融システムの安定のために、金融政策を拙速に緩和的な方向へ修正すれば、高インフレが残存するリスクは高まる。そして、高インフレが残存すれば、引き締め的な金融環境を維持する期間が長期化し、金融システムに長い間負荷をかけることになる。FRBは進退両難な局面に直面しており、市場の思惑も交錯している。資金調達環境の悪化に加え、こうした不確実性の高まり自体が景気を下押しするリスク要因となり得るだろう。

図表4 3月FOMCでの利上げ・利下げ確率、準備預金とSOFR



（出所）CME、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

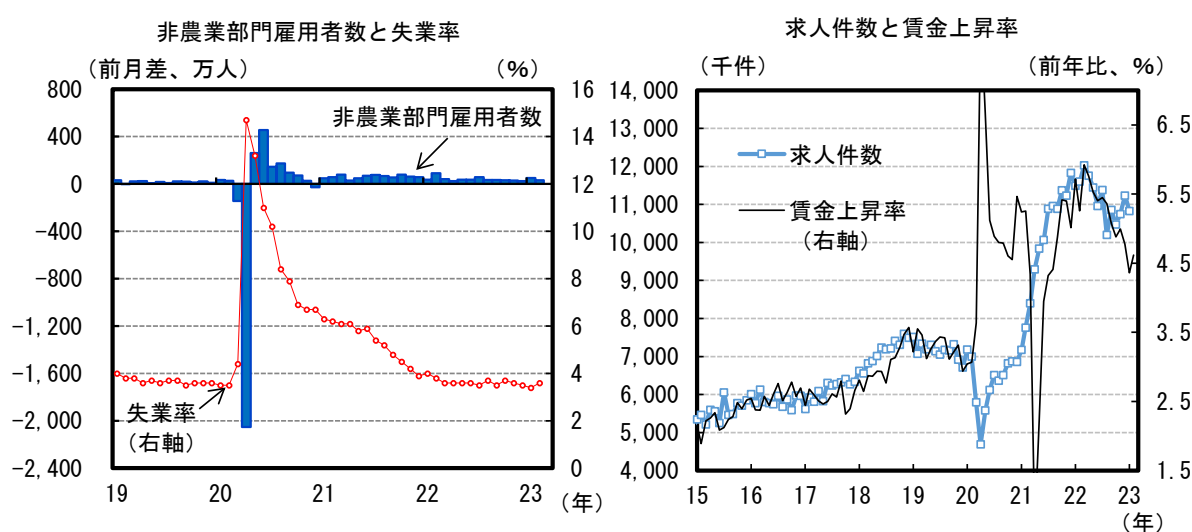
雇用環境は強弱が入り交じるまだら模様¹

2023年2月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+31.1万人と、市場予想を大きく上回る結果となった。他方、失業率は同+0.2%pt 上昇（悪化）し、3.6%となった。内容を見ても、就業者に関しては非自発的パートタイム就業者が4カ月連続で増え、失業者に関してはレイオフ・解雇ともに増加した。また、堅調な結果となった雇用者数についても、内訳を見ると、レジャー・娯楽や教育・医療といった低賃金業種の伸びが堅調である一方、情報や金融など高賃金業種は減速傾向が続いている。1980年以降の過去の景気後退期において、コロナ禍を除けば、低賃金業種の雇用者数の落ち込みは相対的に緩やかであったが、高賃金業種の落ち込みが大きくなる傾向がある。足下では、低賃金業種・高賃金業種ともにプラスを維持していることから堅調といえるものの、コロナ禍を除く過去の景気後退期の構図に近づきつつある。

もともと、労働需要の強さを背景に、雇用環境の悪化ペースは緩やかとなることが想定される。2023年1月の求人件数は前月差▲41.0万件と3カ月ぶりに減少したが、水準は1,082.4万件と高水準のままである。また、新規失業保険申請件数から直近の雇用環境を見ると、直近週（3月5日-3月11日）は19.2万人となった。20万人を上回った前週（2月26日-3月4日）から、再び20万人を下回ったことで、雇用環境は急減速していないとみられる。

この他、最大の懸念材料であるインフレ加速に関して、賃金上昇率は前年比で小幅に加速したが前月比で減速した。非労働力人口の減少に見られるように、労働供給が拡大したことは、賃金上昇率の減速、ひいてはインフレ圧力を抑制するという意味でポジティブな結果といえる。加えて、前述の低賃金業種の雇用者数の伸びの堅調さと、高賃金業種の雇用者数のペースダウンは、賃金上昇率の減速につながっているだろう。ただし、雇用環境の悪化ペースが緩やかとなることが想定される中で、賃金上昇率の減速も急ピッチでは進みにくいことが想定される。

図表5 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と賃金上昇率



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

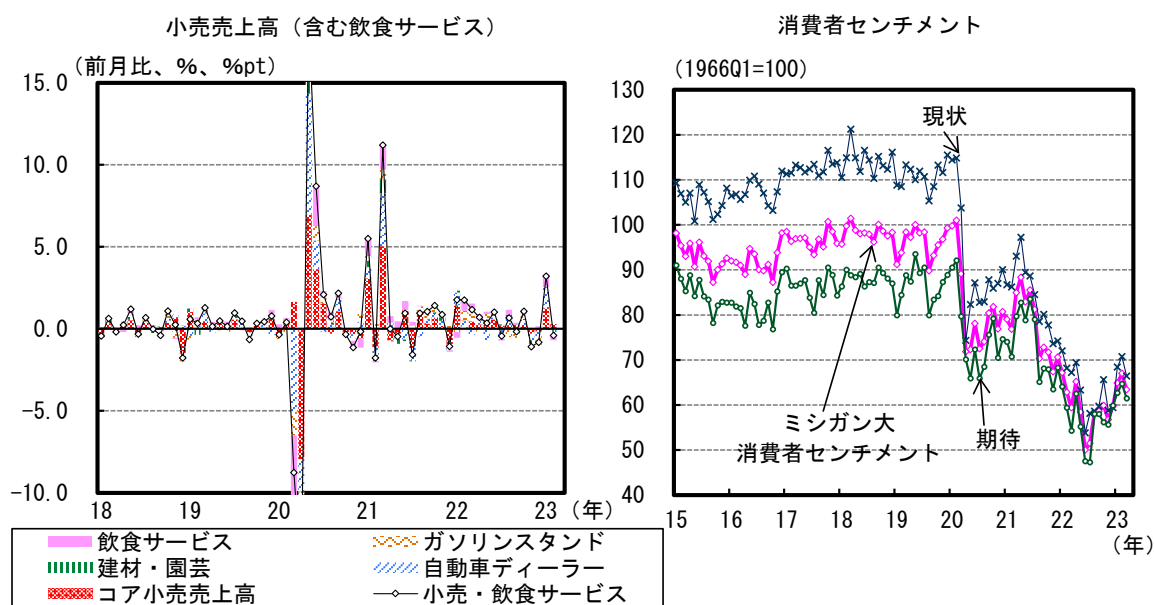
¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「非農業部門雇用者数は前月差 31.1 万人」(2023 年 3 月 13 日) 参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230313_023685.html

小売売上高は減少も悪い結果ではない

個人消費の動向を確認すると、2023年2月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比▲0.4%となり、市場予想(Bloomberg調査:同▲0.3%)を下回った。他方、1月分の急増からの反動減としては減少幅が小さいこと、さらには1月分が上方修正されたことを踏まえれば、必ずしも悪い結果ではない。また、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、コア小売売上高が同+0.5%と2カ月連続で増加したことも合わせて見れば、底堅い結果であったといえる。2月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、前月に急増した家具・身の回り品(同▲2.5%)、飲食サービス(同▲2.2%)、自動車・同部品(同▲1.8%)、衣服・宝飾品(同▲0.8%)が反動減となり、足を引っ張った。他方で、無店舗販売(同+1.6%)やヘルスケア(同+0.9%)、GMS(同+0.5%)などは好調を維持した。

消費者マインドに関して、ロイター/ミシガン大消費者センチメント(速報値)は、2023年3月が前月差▲3.6ptと4カ月ぶりに悪化し、水準は63.4となった。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同▲4.3pt)、期待指数(同▲3.2pt)ともに悪化した。ミシガン大学は、インフレの高止まり懸念が消費者マインドを押し下げたと指摘している。他方で、インフレ期待に関しては、1年先が前月差▲0.3%ptの+3.8%と2021年4月以来の低さとなり、5年先が前月差▲0.1%ptの+2.8%と2022年9月以来の低さとなったことから、インフレに対する消費者の懸念は和らいでいるようにみえる。しかし、ミシガン大学は、1年先・5年先のどちらのインフレ期待もコロナ禍前の水準を上回っていること、そして、銀行セクターの混乱が続く中で、FRBの政策対応の見通しが付きにくいことから、インフレ期待が不安定になる可能性があることを指摘している。インフレへの懸念が残るとともに、銀行の経営破綻に伴う景気への悪影響が消費者マインドの重石となる可能性があるだろう。

図表6 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



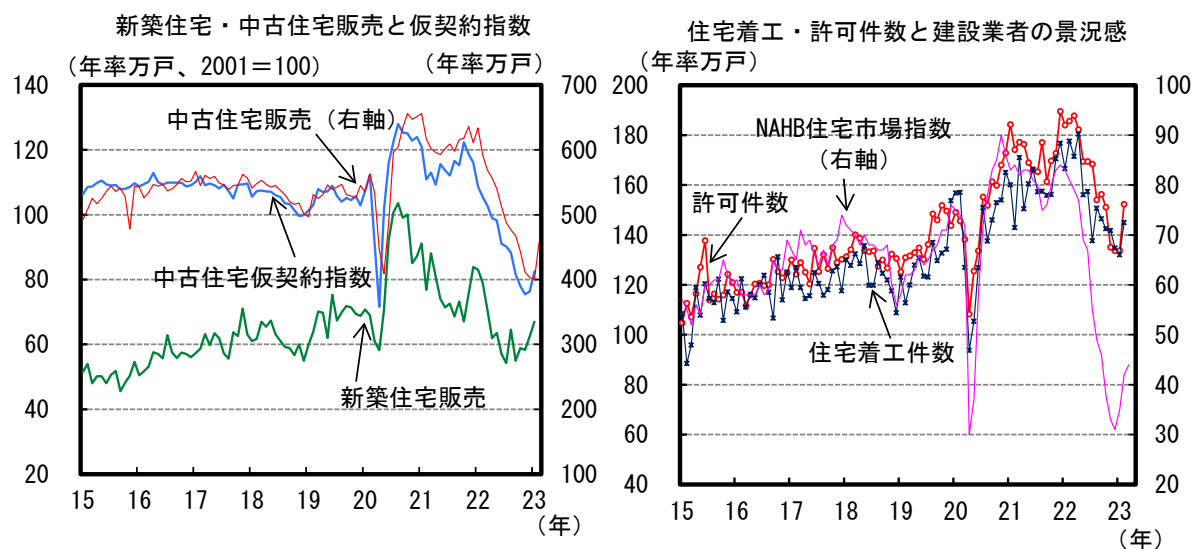
(出所) Census、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

住宅市場はボトムアウトの兆しも、銀行の経営破綻が重石に

住宅需要に目を向けると、2023年1月の新築住宅販売（戸建）は、前月比+7.2%と2カ月連続で大幅な増加となった。販売件数も年率換算で67.0万件と2022年3月以来の水準となった。2023年2月の中古住宅販売（コンドミニアム等含む）に関しては、同+14.5%と大幅に増加し、2022年1月以来となるプラスに転じた。金融引き締めが続く中で住宅ローン金利は高水準にある一方、住宅価格が緩やかながらも減速傾向にある中で、住宅需要はボトムアウトの兆しを示しつつある。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2023年2月に前月比+9.8%と6カ月ぶりに増加した。先行指標である建設許可については、同+13.8%と2カ月連続で増加した。また、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3月分は前月差+2ptと、3カ月連続で改善した。NAHBは、建設コストの高止まりなど住宅建設業者が直面する状況は厳しいものの、力強いペントアップ需要が存在すると指摘している。また、銀行の経営破綻の影響に関しては、足下の長期金利の低下が住宅ローン金利を押し下げ、住宅需要を押し上げるとNAHBは予想している。しかし、銀行の保守化や金融引き締めの影響によって、建設業者向けの資金供給が滞る恐れがあると指摘している。結果的に、手ごろな価格の住宅を供給するハードルが上がり、住宅市場の回復に水を差す可能性があるだろう。

図表7 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

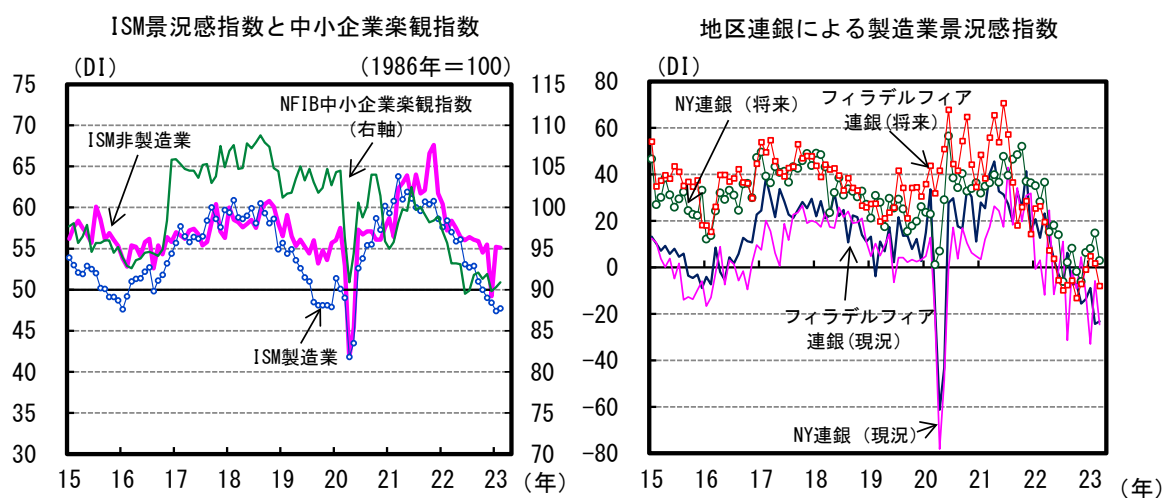
非製造業は底堅いが、製造業は悪いまま

2023年2月のISM景況感指数は、製造業が前月差+0.3%ptの47.7%となり、好不況の目安である50%を4カ月連続で下回った。非製造業は同▲0.1%ptの55.1%と、前月からほとんど変わらず、3カ月連続で50%を上回った。非製造業は底堅いが、製造業は悪いままという構図が続いている。構成項目を見ると、製造業に関しては、新規受注指数が大幅に改善し全体を押し上げたものの、これ以外（生産指数、雇用指数、在庫指数、入荷遅延指数）は悪化した。非製造業に関しては、新規受注指数と雇用指数は改善したが、事業活動指数と入荷遅延指数は悪化した。コメントを見ると、製造業に関しては、足下の受注は底堅いが、先行きの受注に対する懸念が強い。非製造業に関しては、景況感が緩やかに減速しているとの見方が多い。

中小企業マインドに関しては、2023年2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2カ月連続で改善し、水準は90.9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利益に対する期待が改善した。ただし、NFIBは、中小企業が今後数カ月でビジネスが改善するとは考えておらず、高インフレと労働力不足に苦しみ続けていると指摘した。

2月の企業マインドをまとめると、多少の上下動はありながらも、景況感は緩やかに悪化している。製造業に関して、2023年3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▲18.8pt）は大幅に落ち込んだ。また、フィラデルフィア連銀（同+1.1pt）に関しては、小幅に改善したものの、水準は大幅なマイナス域に沈んでおり、製造業マインドは引き続き冴えない。将来指数についてはNY連銀（同▲11.8pt）、フィラデルフィア連銀（同▲9.7pt）ともに悪化しており、先行きに対する悲観的な見方は継続している。なお、今回の地区連銀景況感指数において、銀行の経営破綻の影響に関しては織り込み切れていないことが想定され、今後企業マインドがさらに下振れする可能性がある。

図表8 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

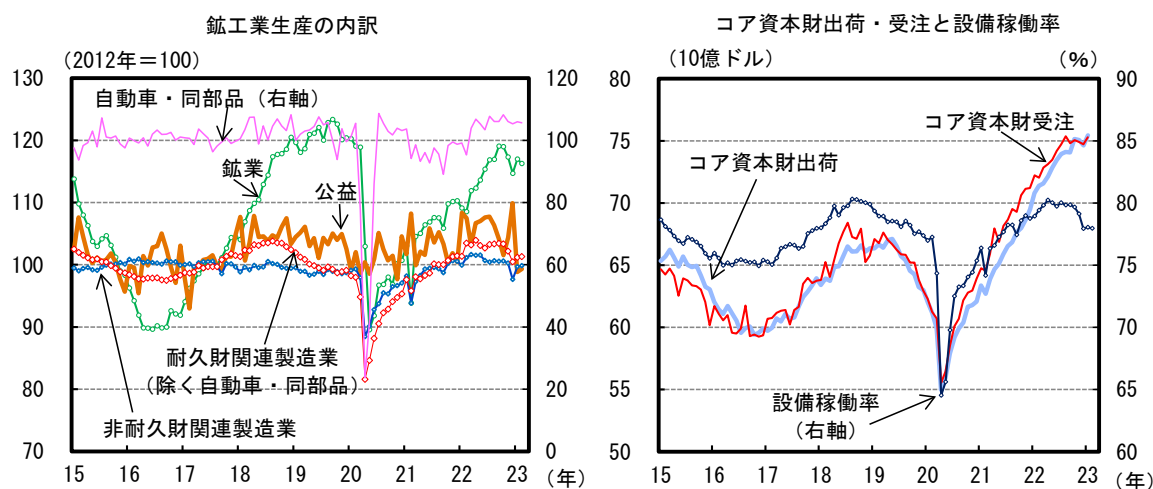
2月の鉱工業生産は前月から横ばい

企業の実体面に関して、2023年2月の鉱工業生産指数は前月比+0.0%となり、市場予想(Bloomberg調査:同+0.4%)を下回った。2023年1月分が上方修正されたとはいえ、2022年12月が下方修正されたことで、前月の水準が切り下がっていたことから、総じて軟調な結果であったといえる。製造業(同+0.1%)は2カ月連続でプラスとなったが、伸び幅は減速した。前月に大幅に落ち込んだ公益(同+0.5%)はプラスに転じたが、鉱業(同▲0.6%)が再びマイナスとなり、全体を押し下げた。

製造業の内訳を見ると、耐久財(前月比+0.1%)、非耐久財(同+0.2%)ともに2カ月連続でプラスとなったものの、伸び幅は縮小した。耐久財に関しては、コンピューター・電子機器(同+1.2%)が5カ月ぶりにプラスに転じるとともに、木製品(同+1.1%)、電気機械(同+0.9%)などがけん引役となった。他方で、1月に大幅に上昇した非金属鉱物(同▲0.5%)や機械(同▲0.4%)が反動で落ち込み、足を引っ張った。非耐久財に関しては、化学(同+1.2%)が2カ月連続で大幅な伸びとなったが、繊維・繊維製品(同▲2.1%)、ゴム・プラスチック(同▲1.8%)、紙(同▲0.9%)、衣服・革製品(同▲0.8%)が冴えない。

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2023年1月に前月比+1.1%、先行指標であるコア資本財受注が同+0.8%と、いずれも3カ月ぶりに増加した。もともと、2023年2月の設備稼働率は前月から横ばいの78.0%となり、長期平均(1972-2022年:79.6%)を大幅に下回ったことから、出荷や受注が継続して増加することは考えにくい。また、製造業マインドの低調さを踏まえても、設備投資意欲は増しづらいとみられる。むしろ銀行の経営破綻を契機とした信用リスクの再評価が本格化すれば、企業の資金調達は難しくなり、設備投資を大幅に抑制する可能性もあるだろう。

図表9 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、2023年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.1%と減速すると見込む。他方、米国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）は、設備投資が減速し、住宅投資が落ち込むものの、堅調な個人消費がけん引役となり、同+2.6%と加速すると見込む。こうした民間最終需要の底堅さは、米国経済が急激な景気悪化を回避するという意味ではポジティブな要因だが、インフレを高止まりさせる可能性があるという意味でネガティブな要素といえる。

もっとも、SVB等の経営破綻を契機に米国経済は下振れリスクが高まったといえる。米国経済を巡る目下のリスク要因は、銀行の貸出スタンスの保守化や市場の信用リスクの再評価、つまりは信用収縮が進むことで、雇用環境や国内需要を急速に冷やすことである。雇用環境の悪化や需要の抑制は、インフレが減速していく上で必要なプロセスであるが、銀行の経営破綻といったショッキングな出来事を発端として景気悪化が急激に進むことは、望ましい結果とはいえないだろう。とはいえ、一部の市場参加者が期待しているように金融政策を緩和的な方向へと拙速に修正してしまえば、高インフレが残存するリスクは高まる。FRBは金融不安と高インフレの間で板挟みになっており、金融政策を取り巻く不確実性が高まっている。そして、その不確実性の高まり自体も景気の下振れリスクとなり得るだろう。

図表 10 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	-1.6	-0.6	3.2	2.7	1.1	0.0	0.1	0.7	1.2	1.4	1.5	1.6				
〈前年同期比、%〉	3.7	1.8	1.9	0.9	1.6	1.7	1.0	0.5	0.5	0.8	1.2	1.4	5.9	2.1	1.2	1.0
個人消費	1.3	2.0	2.3	1.4	3.4	0.8	0.9	1.1	1.3	1.4	1.5	1.6	8.3	2.8	1.8	1.2
設備投資	7.9	0.1	6.2	3.3	1.0	-2.4	-3.1	-0.9	0.5	0.9	1.4	1.8	6.4	3.8	0.7	-0.1
住宅投資	-3.1	-17.8	-27.1	-25.9	-7.8	-6.8	-4.9	-2.6	-0.6	0.3	0.9	1.4	10.7	-10.7	-14.1	-1.4
輸出	-4.6	13.8	14.6	-1.6	11.5	0.7	1.2	1.6	2.0	2.3	2.5	2.7	6.1	7.2	5.4	1.9
輸入	18.4	2.2	-7.3	-4.2	7.6	0.1	0.6	0.9	1.3	1.6	1.9	2.2	14.1	8.2	0.4	1.2
政府支出	-2.3	-1.6	3.7	3.6	1.7	1.5	1.1	1.4	1.4	1.5	1.4	1.2	0.6	-0.6	2.0	1.4
国内最終需要	1.3	0.2	1.5	0.7	2.5	0.2	0.2	0.8	1.1	1.3	1.5	1.6	6.7	1.7	1.1	1.0
民間最終需要	2.1	0.5	1.1	0.1	2.6	0.0	0.1	0.7	1.1	1.3	1.5	1.7	8.1	2.1	0.9	0.9
鉱工業生産	4.7	5.0	1.3	-3.5	-3.1	-1.1	-0.4	-0.1	0.6	0.9	1.6	1.8	4.9	3.8	-1.3	0.5
消費者物価指数	9.2	9.7	5.5	4.2	4.3	4.3	3.6	3.0	2.4	2.3	2.2	2.3	4.7	8.0	4.6	2.7
失業率 (%)	3.8	3.6	3.5	3.6	3.6	3.9	4.4	4.3	4.1	4.0	4.0	3.9	5.4	3.6	4.0	4.0
貿易収支 (10億ドル)	-281	-252	-207	-205	-205	-201	-199	-196	-193	-191	-188	-186	-845	-945	-801	-759
経常収支 (10億ドル)	-283	-239	-217	-210	-208	-203	-199	-194	-190	-185	-181	-178	-846	-948	-803	-734
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	4.31	4.12	4.10	3.93	3.78	3.63	3.48	3.34	0.27	2.98	4.12	3.56
10年債利回り (%)	1.94	2.93	3.11	3.83	3.61	3.66	3.73	3.63	3.51	3.39	3.27	3.16	1.44	2.95	3.66	3.33

(注1) 網掛けは予想値。2023年3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