

2023年9月22日 全9頁

米国経済見通し まだハト派にはなれない

従業員の待遇改善を求める動きが活発化、インフレ圧力は高止まりか

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]

- 2023年9月19日・20日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）における注目点は、2023年内の追加利上げの可能性と、2024年以降の利下げのタイミングであった。ドットチャート（FOMC参加者のFF金利見通し）の中央値によれば、2023年末は5.6%、2024年末が5.1%となった。2023年に関しては、前回（6月13日・14日）のドットチャートから据え置きとなり、残り2会合で0.25%ptの追加利上げが見込まれている。2024年に関しては、前回のドットチャートで合計1.00%ptの利下げが予想されていたが、合計0.50%ptへと利下げ幅が縮小し、利下げのタイミングが後ずれする可能性を示唆するものとなった。市場の想定と比べて、今回のFOMCはタカ派的な印象が強いといえる。
- もっとも、追加利上げも利下げタイミングの先送りも、FOMC参加者でコンセンサスを得ているというよりは、オプション的な意味合いがあるかもしれない。結局のところ、金融政策の先行きは、インフレの減速と労働需給のタイトさの緩和の進捗次第といえる。一定の進捗は見られるものの、足下で従業員の待遇改善を求める動きが活発化しており、賃金上昇率が下がりにくくなる恐れがある点は懸念材料だ。UAW（全米自動車労働組合）によるストライキなど、企業の生産活動が混乱することになれば、財価格の上昇をもたらす可能性もある。インフレの高止まり懸念が強まれば、追加利上げや利下げ先送りといったオプションは、より現実味を帯びることになる。市場参加者もハト派的になるのは時期尚早だろう。

2023 年は追加利上げ、2024 年は利下げ先送りとタカ派的な 9 月の FOMC

2023 年 9 月 19 日・20 日に開催された FOMC（連邦公開市場委員会）では、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、従来の 5.25-5.50% で据え置かれた¹。今回の金利据え置きは、市場参加者にとってサプライズとはならなかった。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（9 月 18 日）の時点で、据え置きの確率は 99% となっていた。タカ派のウォラーFRB 理事が、今回の FOMC での金利据え置きを示唆していたことで、市場の織り込みが進んでいたといえる。

金利据え置きが想定内であったことから、焦点は追加利上げの可能性と利下げまでの距離感となった。FedWatch によれば、FOMC 前の時点（9 月 18 日）で、11 月、12 月の FOMC でも金利が据え置かれる可能性が過半となり、7 月の FOMC での利上げが最後との見方が市場の中で主流であった。また、利下げに関しては、2024 年 6 月の FOMC 或いは 7 月の FOMC で実施されるという見立てが市場では相対的に多かった。他方、今回の FOMC で公表された FOMC 参加者の FF 金利見通し（ドットチャート）における中央値は、2023 年末が 5.6%、2024 年末が 5.1% となった。2023 年に関しては、前回（6 月 13 日・14 日）のドットチャートから据え置きとなり、残り 2 会合で 0.25%pt の追加利上げが見込まれている。2024 年に関しては、前回のドットチャートでは合計 1.00%pt の利下げが予想されていたが、合計 0.50%pt へと利下げ幅が縮小し、利下げのタイミングが後ずれする可能性を示唆するものとなった。市場の想定と比べて、今回の FOMC はタカ派的な印象が強いといえる。

こうしたタカ派的な結果となった背景には、景気の堅調さに伴いインフレが沈静化するまで時間を要するとの FOMC 参加者の認識がある。もっとも、追加利上げも利下げ先送りもデータ次第である。追加利上げに関して、パウエル議長はデータに基づいて慎重に判断すると述べており、FOMC 参加者内でのコンセンサスというよりはオプション的な意味合いがあるかもしれない。また、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 9 名、中央値よりも高い金利を予想する FOMC 参加者は 6 名となり、形状は中央値に比べてややハト派的に映る。

インフレは減速し、雇用は悪化しているが、賃金の高止まりリスクは継続

FOMC が追加利上げを実施するか否か、利下げタイミングを先送りするか否かは、結局のところインフレの減速と労働需給のタイトさの緩和の進捗次第といえる。FOMC がインフレ目標の基準としている PCE（個人消費支出）価格指数を確認すると、7 月に 2 カ月連続で前月比 +0.2% となり、前年比でも +3.3% となった。前月比 +0.2% という伸びは、FOMC のインフレ目標である前年比 +2% の達成に近づくペースといえる。また、FOMC がインフレの基調判断に用いるコア PCE 価格指数に関しては、前年比 +4.2% と、依然として高水準にある。しかし、前年比というのはインフレのトレンドを見る上では有用だが、短期的な動きは見えづらい。短期的な動きを見る上で、3 カ月前比年率や 6 カ月前比年率に注目すると、コア PCE 価格指数の 3 カ月前比年率

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「FOMC ドットチャートはタカ派的」（2023 年 9 月 21 日）参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230921_024003.html

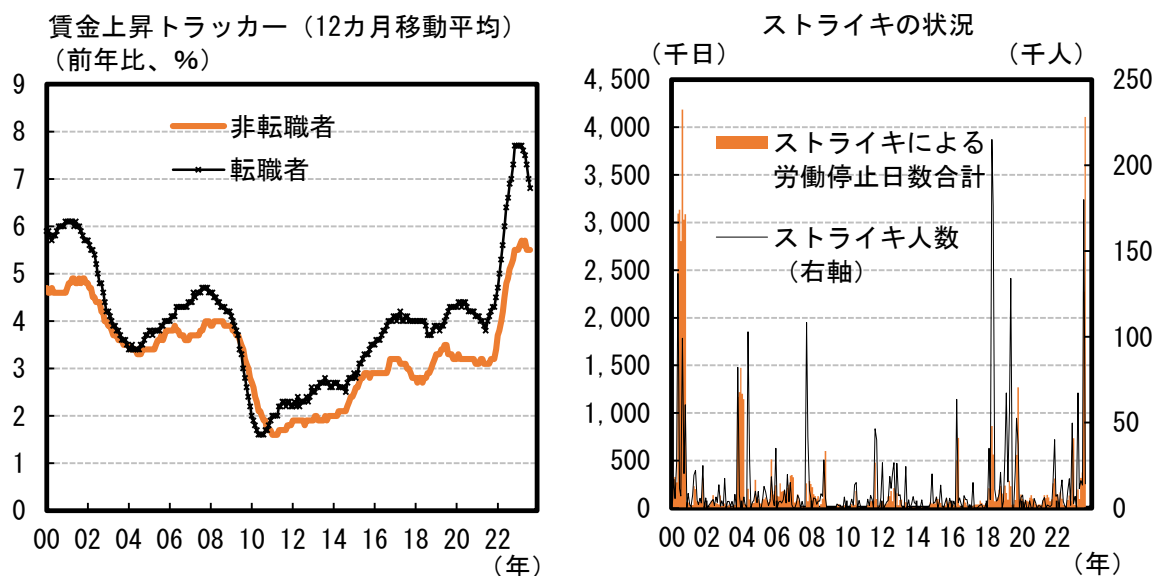
は7月が+2.9%、6カ月前比年率は+3.4%と、前年比に比べて減速している。

雇用環境に関しては、非農業部門雇用者数の伸びが減速し、求人情数が減少しているのは、後述の通りである。とりわけ、求人情数は2023年に入り7カ月間で合計240.7万件減少した。2022年の求人情数が合計59.2万件の減少であったことと比べて、労働需要の減少ペースは加速している。労働需給のタイトさの緩和は着実に進展しており、賃金上昇率、ひいてはコアPCE価格指数の減速を期待させる。

他方で、足下では従業員の待遇改善を求める動きが活発化しており、賃金上昇率が下がりにくくなる恐れがある。例えば、輸送大手のUPSは労使交渉の結果、パートタイム労働者の待遇改善として今後5年で現在の時給を少なくとも40%以上（例：時給18.25ドル→25.75ドル）引き上げることを承諾した。また、UAW（全米自動車労働組合）も米3大自動車メーカーに対して大幅な賃上げを要求しており、交渉期限までに交渉がまとまらなかった結果、9月15日よりストライキに発展した。労働組合による待遇改善要求は米国全体で活発化しており、足下のストライキによる労働停止日数は2000年以来最も高い水準になった。労働需要の減少に伴い転職者の賃金上昇率は減速しているが、従業員の待遇改善を求める動きの拡大によって非転職者の賃金上昇率は高止まりしており、インフレ圧力が長引く可能性がある。

労働者の賃金上昇といった待遇改善は、人々の生活水準を引き上げ、消費余力の向上を促し、米国経済を活性化させ得る。しかし、インフレの高止まりリスクが懸念される現在においては、米国経済を活性化させることも、賃金上昇率が減速しないことも、ネガティブな意味合いを有する。また、ストライキが続けば、企業の生産活動に混乱をもたらす。コロナ禍においてサプライチェーンの混乱が財価格の上昇に帰結したことは記憶に新しい。インフレの高止まり懸念が強まれば、追加利上げや利下げ先送りといったオプションは、より現実味を帯びることになるだろう。

図表1 賃金上昇トラッカー（12カ月移動平均）、ストライキの状況



（注）労働停止日数はストライキに参加した労働者数と、実際に労働に従事しなかった日数の積。

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

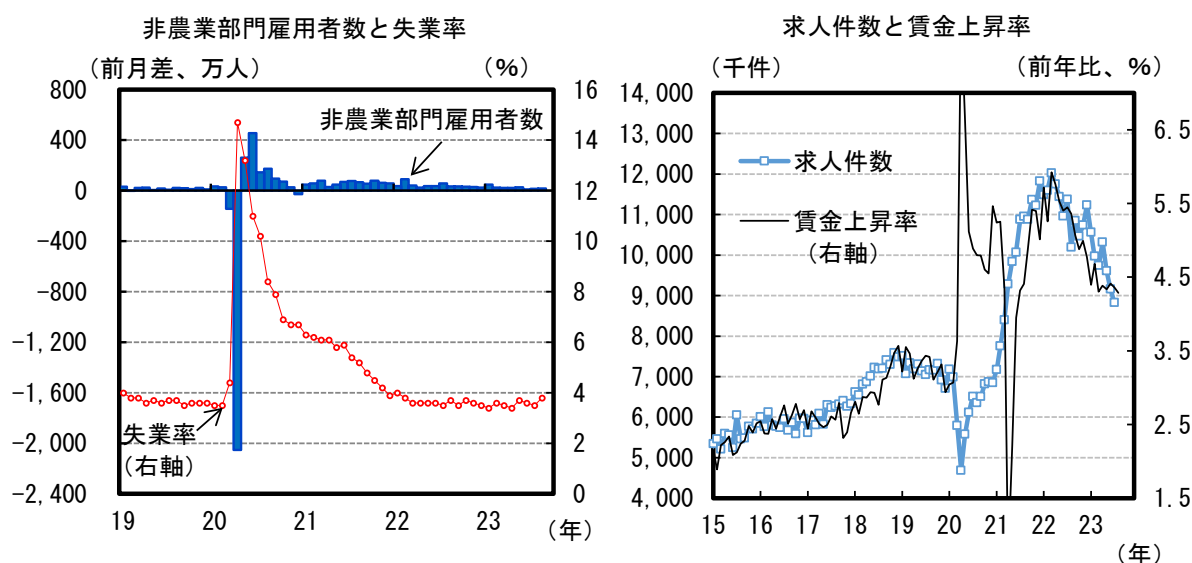
雇用環境は緩やかに悪化し、労働需給のタイトさも緩和へ

2023年8月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+18.7万人と市場予想（Bloomberg調査：同+17.0万人）を上回った。しかし、過去分が大幅に下方修正されたことや、雇用者数の伸び幅が好不調の境目となる+20.0万人を3カ月連続で下回ったことから、雇用者数は減速感が強まっている。また、失業率に関しては同+0.3%ptと3カ月ぶりに上昇し、3.8%となった（悪化）。失業率の内訳を見ると、失業率の押し上げは非労働力人口の減少及び失業者数の増加によるものである。失業者の内訳を見ると、非自発的失業者のうちレイオフ、解雇による失業者数ともに増加し、就業者に関しても景気に敏感な業容縮小の影響によるパートタイム就業者が増加した。また、非労働力人口の減少に関しても、労働市場への参加を意味することから、労働需給のタイトさの緩和を意味する。労働供給が拡大する中で、賃金上昇率は前年比+4.3%と減速した。8月の雇用統計をまとめれば、雇用環境が緩やかに悪化していることを確認できる結果であったといえる。

その他の雇用関連指標を見ると、2023年7月の求人件数は前月差▲33.8万件と3カ月連続で減少した。また、過去分が下方修正されたことで求人件数の水準は882.7万件と、900万件を2021年3月ぶりに下回った。また、新規失業保険申請件数を確認すると、9月10日-9月16日は20.1万人となった。8月前半の25万人前後と比べて、8月半ば以降は20.1万人-23.2万人と水準が下方シフトしたことから、雇用環境が急激に悪化しているような兆しは見られない。

雇用環境が緩やかに悪化する中で、労働需給のタイトさが緩和し、賃金上昇率も減速したことは、インフレ抑制の観点から望ましい結果といえる。ただし、UPSやUAWの労使交渉で大幅な賃上げ要求がなされたように、既存社員の待遇改善の波が押し寄せている。労働需給のタイトさが緩和しつつあるとはいえ、こうした賃上げ交渉が他の企業やセクターにも波及し、賃金上昇圧力が継続する可能性があるだろう。

図表2 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と賃金上昇率



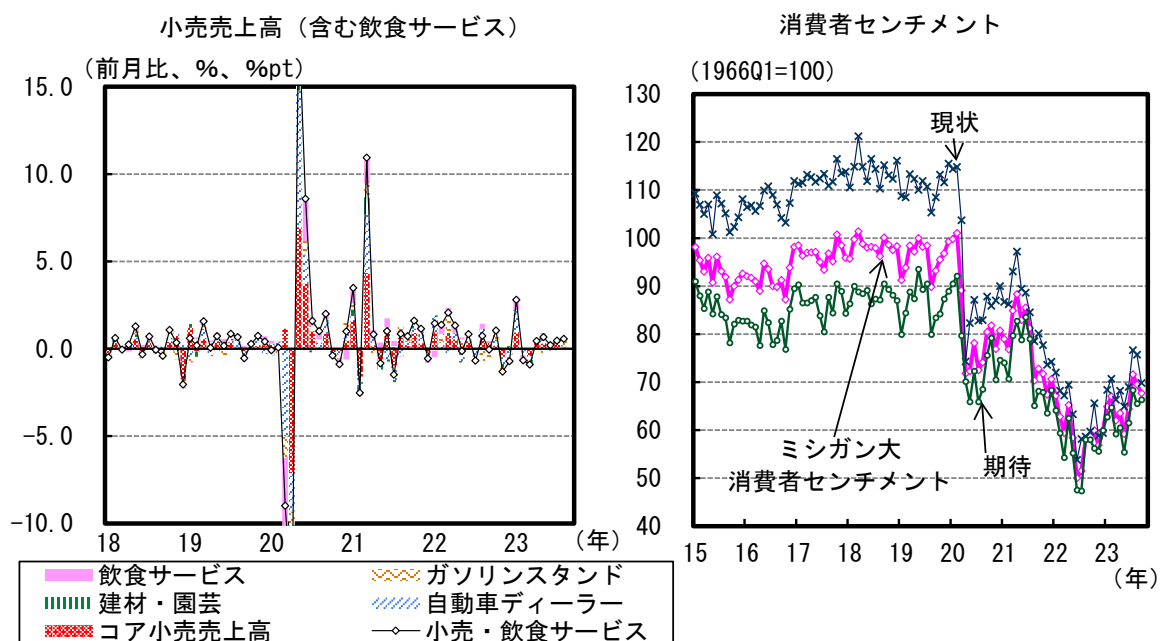
(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

小売売上高は強くも弱くもない結果、消費者センチメントは悪化

個人消費の動向を確認すると、2023年8月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.6%と前月から伸び幅が加速し、市場予想(Bloomberg調査:同+0.2%)を上回った。他方で、過去分が下方修正されたことや、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、コア小売売上高は同+0.1%と減速したことを踏まえれば、強くも弱くもない結果といえる。8月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、ガソリン価格の上昇により、ガソリンスタンド(同+5.2%)が大幅増となった。この他に、衣服・宝飾品(同+0.9%)や家電(同+0.7%)の伸び幅が大きい。他方で、アマゾン・プライムデー(7月11日-12日)の開催に伴い、様々な小売店がセールイベントを開催した前月からの反動で、レジャー・娯楽用品(同▲1.6%)は前月比マイナスに落ち込み、無店舗販売(同+0.0%)も大幅に減速した。

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は、2023年9月(速報値)が前月差▲1.8ptと2カ月連続で低下し、水準は67.7ptとなった。構成指数の内訳を見ると、期待指数(同+0.8pt)は小幅に改善したが、現状指数(同▲5.9pt)は悪化した。全体の数値自体は低下したものの、ミシガン大学は消費者の経済環境に対する短期的及び長期的な期待が緩やかに改善したと指摘している。もっとも、2024財政年度の予算を巡る民主党・共和党の議論が激しさを増す中で、本予算だけでなくつなぎ予算も成立しなかった場合は、政府機関の閉鎖となる可能性がある。ミシガン大学は、こうした政府機関の閉鎖について消費者は今のところ懸念していないが、現実味を帯びてくれば経済に対する期待は低下し得ると指摘している。10月から始まる学生ローンの返済再開や雇用環境の緩やかな悪化に加えて、政府機関の閉鎖が消費者センチメントの重石となり得るだろう。

図表3 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



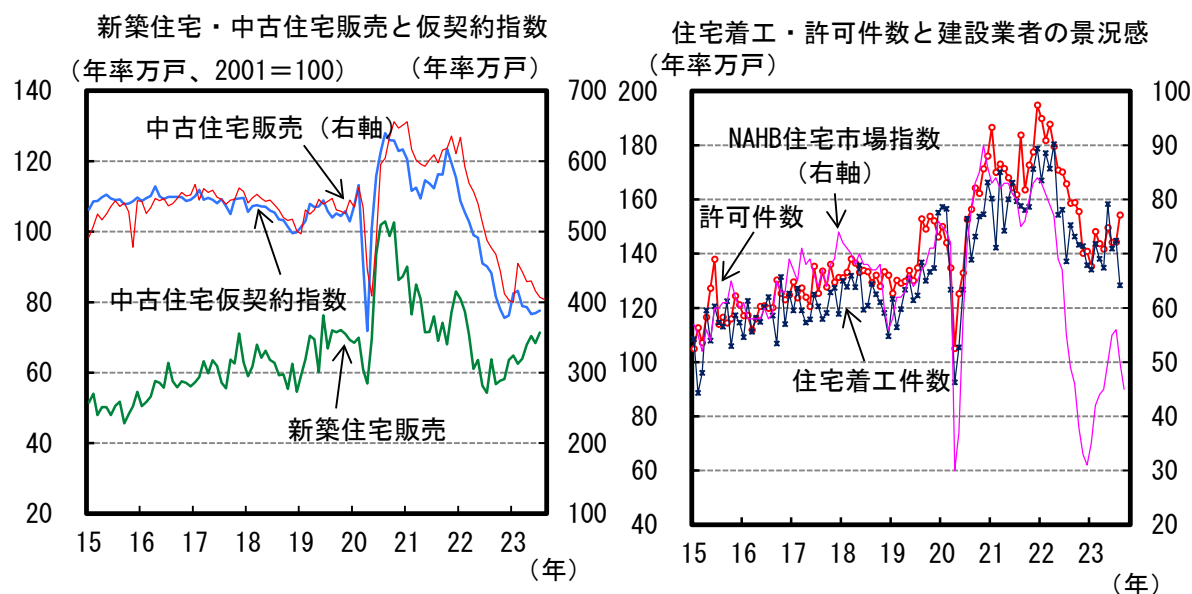
(出所) Census、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

住宅ローン金利の上昇が住宅市場の重石となる状況は継続

住宅需要に目を向けると、2023年7月の新築住宅販売（戸建）は、前月比+4.4%と増加に転じた。他方で、中古住宅販売（コンドミニアム等含む）に関しては、8月が同▲0.7%と3カ月連続で減少した。中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数が、7月に同+0.9%と2カ月連続でプラスとなったことからプラス転換も予想されていたが、期待外れの結果となった。中古住宅販売と新築住宅販売の間で方向感の違いが顕著になっている背景として、中古住宅の在庫は少しずつ増加しているものの、依然として低水準なままであり、購入の際の選択肢が少ないことが中古住宅販売を抑制していると考えられる。また、新築住宅価格（中央値）が中古住宅価格（中央値）を上回るという関係は変わっていないものの、在庫不足で需給がタイトになっている中古住宅価格が上昇傾向である一方、新築住宅価格は下落している。この結果、新築住宅と中古住宅の間の価格差が小さくなり、これまでに比べて新築住宅が選好されやすくなっている。とはいえ、住宅ローン金利が上昇する中で、ロイター／ミシガン大消費者センチメントの住宅購入判断は低下しており、新築住宅販売の先行きも楽観視できないだろう。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2023年8月に前月比▲11.3%と大幅に減少した。西部での着工が大幅に落ち込んだことが全体を押し下げたわけだが、これは8月後半にカリフォルニア州に到達した大型ハリケーン・ヒラリーによる大雨や洪水による悪影響が要因として考えられよう。なお、新築住宅着工の先行指標である建設許可は、同+6.9%と大幅に増加したことから、9月の新築住宅着工は増加に転じるとみられる。もともと、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9月分は前月差▲5ptと2カ月連続で大幅に悪化した。NAHBは住宅ローン金利の上昇が人々の住宅購入意欲を押し下げ、それに伴い、住宅建設業者のマインドも悪化したと指摘している。住宅ローン金利が低下するまでは、住宅市場の本格的な回復は期待しにくいといえよう。

図表4 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



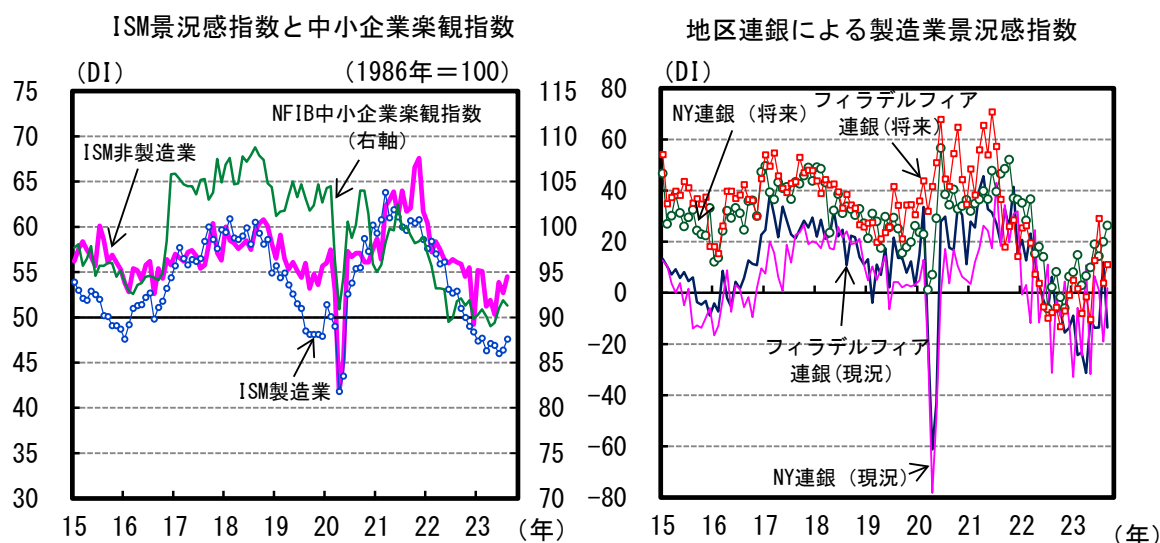
(出所) Census、NAR、NAHB、Haver Analytics より大和総研作成

企業マインドは改善も、底打ちするかは予断を許さない

2023年8月のISM景況感指数は、製造業が前月差+1.2%ptの47.6%と2カ月連続で改善した。また、非製造業は同+1.8%ptと改善に転じ、水準は54.5%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、新規受注指数と在庫指数が悪化した。雇用指数、入荷遅延指数、生産指数は改善した。非製造業に関しては、事業活動指数、雇用指数、新規受注指数、入荷遅延指数のいずれもが改善した。企業のコメントを見ると、非製造業は景気減速の影響はありながらも需要は底堅いという認識が主流である。他方で、製造業は受注の鈍化や業績の悪化といった指摘が目立つ。製造業は顧客の在庫の解消が進んだ一方で、在庫の積み上げが再開するかは不透明な点を懸念している。顧客が景気の先行きに懸念を有していることや、サプライチェーンの混乱の改善が進んだことで、在庫の積み増しニーズが低下しているとの指摘もある。

中小企業マインドに関しては、2023年8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、利益に対する期待が改善した一方で、景況感に対する期待や実質販売の増加に対する期待が悪化した。NFIBは、景気の先行きに対する見通しが暗い中で、中小企業は今すぐ雇用を増やし、好調な個人消費の恩恵を得ようとする動きがあるとの見解を示している。足下の企業マインドをまとめると、ISM景況感指数が製造業も非製造業も改善しており、数値上は景況感に底打ちの兆しが見られる。2023年9月中旬までの動向を含む地区連銀製造業景況感指数を見ても、NY連銀は現況指数(前月差+20.9pt)、将来指数(同+6.4pt)ともに改善した。フィラデルフィア連銀は現況指数(同▲25.5pt)が前月の大幅上昇から低下に転じた一方、将来指数(同+7.2pt)は改善した。もっとも、企業のコメントは決して楽観的なものばかりではなく、とりわけ製造業や中小企業では先行きに対する慎重な声も多い。引き締め的な金融環境は継続しており、政府機関が閉鎖する可能性や労使交渉の増加など企業運営における課題は多いことから、企業マインドが底打ちするかは予断を許さない。

図表5 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

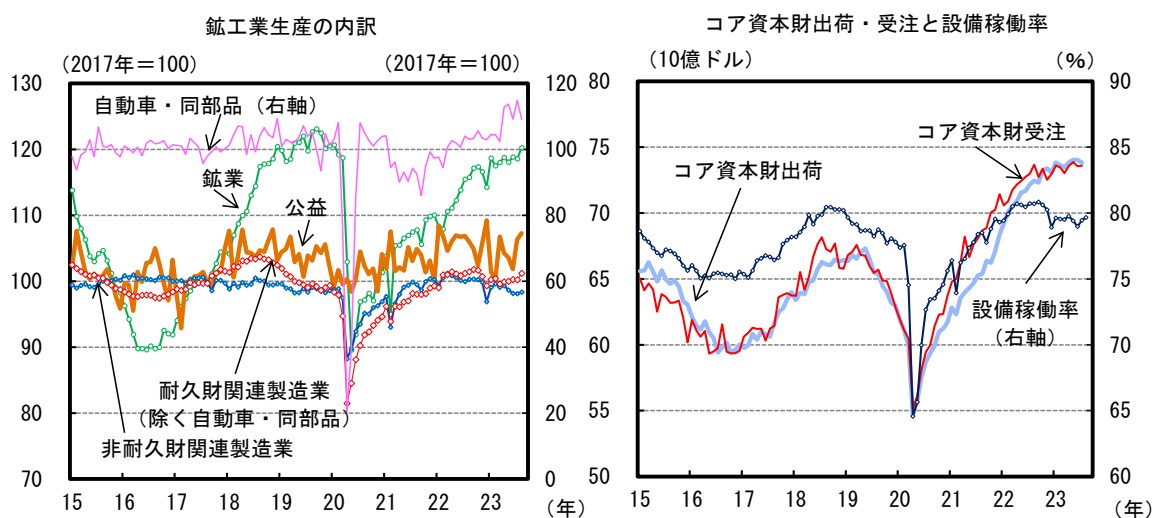
8月の鉱工業生産指数は上昇も、先行きは自動車関連のストライキが重石に

企業の実体面に関して、2023年8月の鉱工業生産指数は前月比+0.4%と2カ月連続で上昇し、市場予想（Bloomberg調査：同+0.1%）を上回った。過去分の改訂に関しては、7月分はプラス幅が縮小したものの、5、6月のマイナス幅が縮小したことで、合わせて見れば水準が上方修正された。8月の結果や過去分の改訂を踏まえれば、ポジティブな結果といえる。

鉱工業生産指数の内訳を見ると、製造業（前月比+0.1%）、鉱業（同+1.4%）、公益（同+0.9%）といずれも上昇した。製造業の内訳を見ると、耐久財（同+0.1%）が減速したものの、非耐久財（同+0.2%）は加速した。耐久財に関しては、前月に大幅に上昇した自動車・同部品（同▲5.0%）が反動減となった。他方で、自動車・同部品を除く耐久財（同+1.0%）は堅調な伸びとなった。その他輸送用機器（同+3.3%）や機械（同+2.0%）、一次金属（同+1.6%）、家具・家事用品（同+1.3%）などがけん引役となった。非耐久財に関しては、衣服・革製品（同▲3.5%）や繊維・繊維製品（同▲2.4%）が足を引っ張ったが、印刷（同+1.3%）や化学（同+1.0%）が全体を押し上げた。

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2023年7月に前月比▲0.3%と4カ月ぶりにマイナスに転じた。他方で、先行指標であるコア資本財受注が同+0.1%となったことや、8月の鉱工業生産指数が上昇したことを踏まえれば、8月のコア資本財出荷はプラスに転じることが想定される。続いて、2023年8月の設備稼働率に関しては、前月差+0.2%ptと2カ月連続で上昇し、長期平均（1972-2022年：79.7%）と同水準になった。設備の稼働状況が過去と比べてひっ迫しているとははいえないことや、銀行の貸出態度が厳格化し、商工業向けローン残高が緩やかに減少していることを踏まえれば、設備投資が活性化するような見通しはつきにくい。また、UAWと米自動車大手との労使交渉がまとまらなかったことで、9月15日より特定の生産現場で順次ストライキが行われることとなった。交渉妥結までに時間を要すれば、生産活動や設備投資の重石となることが危惧される。

図表6 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7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.4%と、4-6月期から加速すると見込む。米国経済の屋台骨である個人消費は加速する公算が大きい一方で、金融引き締めの影響を受けて住宅投資はマイナス幅が拡大すると見込む。また、銀行の商工業向けローンが緩やかに減少する中で、設備投資は減速することが想定される。UAWのストライキが長引けば、生産活動や設備投資の重石となり、設備投資がマイナスに転じる可能性もある。

他方で、景気がインフレを加速させるような堅調さを見せれば、金融引き締めの長期化へと帰結し得る。9月のFOMCで公表されたドットチャート（中央値）が追加利上げと利下げタイミングの先送りを示唆する結果となったのも、足下の景気の堅調さによってインフレ沈静化まで時間を要すると考えられているからであろう。

もっとも、追加利上げも利下げタイミングの先送りもFOMC参加者でコンセンサスを得ているというよりは、オプション的な意味合いを有するかもしれない。結局のところ、金融政策の先行きは、インフレの減速と労働需給のタイトさの緩和の進捗次第といえる。一定の進捗は見られるものの、足下で従業員の待遇改善を求める動きが活発化しており、賃金上昇率が下がりにくくなる恐れがある点は懸念材料だ。UAWによるストライキなど、企業の生産活動が混乱することになれば、財価格の上昇をもたらす可能性もある。インフレの高止まり懸念が強まれば、追加利上げや利下げ先送りといったオプションは、より現実味を帯びることになる。市場参加者もハト派的になるのは時期尚早だろう。

図表7 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	2.6	2.0	2.1	2.4	0.6	0.1	0.4	1.0	1.4	5.9	2.1	2.1	0.9
個人消費	1.3	2.0	2.3	1.0	4.2	1.7	3.3	1.4	0.8	1.1	1.3	1.6	8.3	2.7	2.4	1.5
設備投資	7.9	0.1	6.2	4.0	0.6	6.1	1.0	-2.5	-4.7	-3.4	-1.3	0.3	6.4	3.9	2.8	-2.0
住宅投資	-3.1	-17.8	-27.1	-25.1	-4.0	-3.6	-5.0	-3.0	-1.6	0.7	1.5	2.1	10.7	-10.6	-12.6	-1.4
輸出	-4.6	13.8	14.6	-3.7	7.8	-10.6	5.4	1.3	0.7	1.0	1.3	1.7	6.1	7.1	2.3	0.8
輸入	18.4	2.2	-7.3	-5.5	2.0	-7.0	2.3	1.0	0.5	0.8	1.1	1.3	14.1	8.1	-2.4	0.5
政府支出	-2.3	-1.6	3.7	3.8	5.0	3.3	1.1	1.2	1.4	1.5	1.3	1.1	0.6	-0.6	3.1	1.4
国内最終需要	1.3	0.2	1.5	0.7	3.5	2.3	2.4	0.7	0.1	0.5	1.0	1.4	6.7	1.7	2.0	0.9
民間最終需要	2.1	0.5	1.1	0.0	3.2	2.1	2.6	0.6	-0.2	0.3	0.9	1.4	8.1	2.1	1.7	0.8
鉱工業生産	3.7	4.1	2.1	-2.5	-0.3	0.7	0.5	0.0	-1.2	-0.5	0.9	1.6	4.4	3.4	0.0	-0.1
消費者物価指数	9.2	9.7	5.5	4.2	3.8	2.7	3.5	4.0	2.5	2.3	2.3	2.4	4.7	8.0	4.2	2.9
失業率（%）	3.8	3.6	3.5	3.6	3.5	3.5	3.7	4.0	4.3	4.5	4.5	4.4	5.4	3.6	3.7	4.4
貿易収支（10億ドル）	-276	-251	-211	-214	-202	-204	-193	-193	-192	-191	-191	-191	-842	-951	-792	-765
経常収支（10億ドル）	-284	-249	-223	-216	-214	-212	-199	-197	-194	-191	-189	-187	-831	-972	-823	-761
FFレート（%）	0.50	1.75	3.25	4.50	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75	0.25	4.50	5.50	4.75
2年債利回り（%）	1.44	2.72	3.38	4.39	4.35	4.26	4.91	4.90	4.75	4.60	4.45	4.30	0.27	2.98	4.61	4.53
10年債利回り（%）	1.94	2.93	3.11	3.83	3.65	3.59	4.12	4.11	3.98	3.89	3.80	3.71	1.44	2.95	3.87	3.85

（注1）網掛けは予想値。2023年9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