

2023年10月20日 全9頁

米国経済見通し 長期金利上昇×金融 引き締め長期化の帰結は？

金融システムへの負荷を増やし、景気の調整幅を大きくする可能性

経済調査部 主任研究員 矢作 大祐

[要約]

- 足下の米国経済に関する最大の注目点は、米10年債利回りの上昇だ。堅調な景気と金融引き締めの長期化観測を背景とした期待短期金利の高止まりに加え、国債需給の悪化を契機としたタームプレミアムの上昇によって米10年債利回りは10月19日にほぼ5.0%まで上昇した。こうした中、FOMC参加者内で、長期金利の上昇によって追加利上げの必要性が低下しているとの認識が共有されているようだ。
- しかし、9月のGPIやPPIのヘッドラインが市場予想を上回ったように、インフレの高止まり懸念は根強い。長期金利の上昇によって景気が減速し、需給ギャップが緩和すると想定しても、従業員の待遇改善要求に伴う賃金上昇率の高止まりや地政学リスクの高まりによるエネルギー価格上昇などが、インフレの減速ペースを遅らせるかもしれない。
- 当面のFOMCの基本シナリオとしては、追加利上げが必要か様子見をしつつ、インフレが順調に減速していくよう引き締めの金融環境を維持するために、政策金利をより長期間にわたって高水準に維持することが現時点の選択肢として優勢のようだ。しかし、引き締めの金融環境を長期間にわたって維持することは、金融システムに負荷をかけ得る。結果的に2006年から2008年にかけてのように、景気の調整幅が大きくなる可能性に注意が必要だ。

米 10 年債利回りの上昇によって追加利上げの必要性は低下か

足下の米国経済に関する最大の注目点は、米 10 年債利回りの上昇だ。米 10 年債利回りは、銀行不安に伴い今年 3 月～4 月に 3.3%程度まで低下したが、金融システム全体の不安定化には至らなかったことで、5 月以降は上昇トレンドへと転じた。その後、足下までの堅調な景気と金融引き締め長期化観測を背景とした期待短期金利の高止まりに加え、国債需給の悪化を契機としたタームプレミアムの上昇によって 10 月 19 日にほぼ 5.0%まで上昇した¹。

こうした中、足下の長期金利の上昇によって景気が抑制されることで、追加利上げの必要性が低下するとの観測が強まっている。ローガン・ダラス連銀総裁はタームプレミアムによって長期金利が上昇しているのであれば、政策金利を引き上げる必要性は低くなるかもしれないとの見解を示した。デイリー・サンフランシスコ連銀総裁はさらに踏み込んで、今般の長期金利の上昇が利上げ 1 回分に相当し得ると指摘した。これまで FRB のタカ派化をけん引してきたウォラーFRB 理事も、10 月 11 日には「金利上昇が FRB の代わりに仕事をしてくれる」と述べている。FOMC 参加者内でも、追加利上げの必要性の低下という認識が共有されているようだ。FOMC 参加者の発言を背景に、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) において、10 月 30 日・11 月 1 日の FOMC での政策金利の据え置き確率は 9 割を超え、12 月 12 日・13 日の FOMC においても 6 割弱となっている (10 月 19 日時点)。

長期金利上昇×金融引き締めの長期化＝？

しかし、9 月の CPI や PPI のヘッドラインが市場予想を上回ったように、インフレ高止まり懸念は根強い。7-9 月期の実質 GDP 成長率はさらに加速すると見込まれており、需給ギャップがひっ迫し、インフレ圧力となり得る。長期金利の上昇により景気が減速し、ゆくゆくは需給ギャップが緩和すると想定しても、インフレが順調に減速していくかは予断を許さない。例えば、従業員の待遇改善要求の聲が高まる中で、賃金上昇率の減速ペースは緩やかになる可能性がある。その場合、人件費と連動しやすい CPI のコアサービス (除く家賃) 価格が落ち着くまでには時間を要することとなる。加えて、イスラエル・パレスチナ紛争を契機とした中東地域での地政学リスクの高まりにより、エネルギー価格が高水準で推移することも考えられる。CPI のエネルギー価格は、WTI と連動する傾向がある。米エネルギー情報局 (EIA) の WTI に関する予想を基にすれば、CPI エネルギーは 2024 年にわたって CPI 全体の押し上げ要因となり得る (図表 2 左図)。そして、エネルギー価格は消費者の期待インフレにも影響する。エネルギー価格の上昇を受け、期待インフレも上昇しており、インフレが高水準のままで固定される可能性を示唆している。

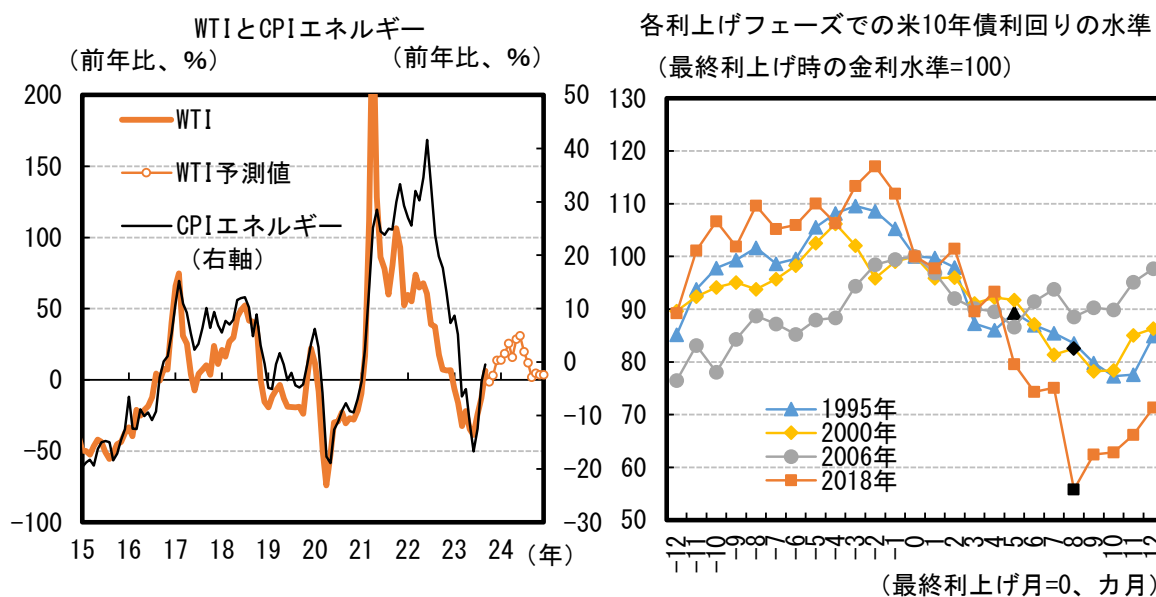
インフレの高止まりが意識されれば、FOMC 参加者の中でも追加利上げの可能性が再燃することになる。ローガン総裁は、長期金利の上昇が経済の力強さによるものであれば、FOMC で一段

¹ 国債需給の悪化に関して、供給面に着目すると、2023 年 6 月の債務再編問題の解決を機に国債発行が再開されたことが挙げられる。また、税収が想定よりも少なく、金利上昇に伴う利払い負担がかさんだことで、財政赤字が拡大し、国債発行の増加が加速した。需要面に関しては、FRB によるバランスシートの縮小による買い手の減少に加えて、金利変動の大きさから市場参加者も手を出しにくくなっている。例えば、10 月 12 日の 30 年債入札においては、テールの拡大といった需要の低調さを示唆する結果となった。

の措置が必要となると指摘している。パウエル FRB 議長やウォラー理事も追加利上げの可能性に関して含みを持たせている。もっとも、当面の FOMC の基本シナリオとしては、追加利上げが必要か様子見をしつつ、引き締めの金融環境を長期間維持することが現時点の選択肢として優勢のようだ。例えば、ウォラー理事は「政策金利をより長期間にわたって高水準に維持することによって長期金利が押し上げられる」と述べている。また、ジェファーソン FRB 副議長は、「長期金利の上昇が景気の堅調さを反映している場合、従来の想定以上の長い期間において引き締めの金融環境を維持する必要がある」との見解を示している。

過去 30 年間の利上げ終盤戦を振り返ると、利上げ停止後の早い時期に利下げへと転じた 1995 年、2000 年、2018 年 (=利上げ停止年、以下同) では、利上げ停止 2-4 カ月前に米 10 年債利回りはピークを付け、その後利下げに転じるまで金利は低下した (図表 2 右図)。他方で、利下げまでの期間が長かった 2006 年に関しては米 10 年債利回りのピークは利上げ停止の時期まで後ずれし、その後も他の時期に比べて金利の低下幅は小さかった。ジェファーソン副議長やウォラー理事が指摘した政策金利をより長期間にわたって高水準に維持することは、長期金利を押し上げる上で有効な手段であることがわかる。もっとも、引き締めの金融環境を長期間にわたって維持することは、金融システムに負荷をかけることになる。金融引き締めだけが要因ではないが、利下げまでの期間が長かった 2006 年の帰結は、住宅市場の大幅な調整に伴う 2007 年のパリバ・ショック、そして、2008 年のリーマン・ショックの発生だった。現在の経済・金融の状況が 2006 年と酷似しているわけではないものの、今年上半期の銀行破綻や商業用不動産の値下がりなど金融システムを揺るがし得るような不安要素はある。景気が堅調であるからこそ、インフレを抑制するために必要となる金融引き締めの期間は長くなり、その結果として金融システムへの負荷が増え、先行きの景気の調整幅が大きくなることが懸念材料といえる。

図表 1 WTI と CPI エネルギー、各利上げフェーズでの米 10 年債利回りの水準



(注) 左図の WTI 予測値は EIA に基づく。右図の マーカー (黒) は利下げが開始されたタイミング。なお、2006 年は最終利上げから 15 カ月後に利下げに転じたことから、グラフ内での利下げタイミングの該当はない。

(出所) BLS、EIA、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

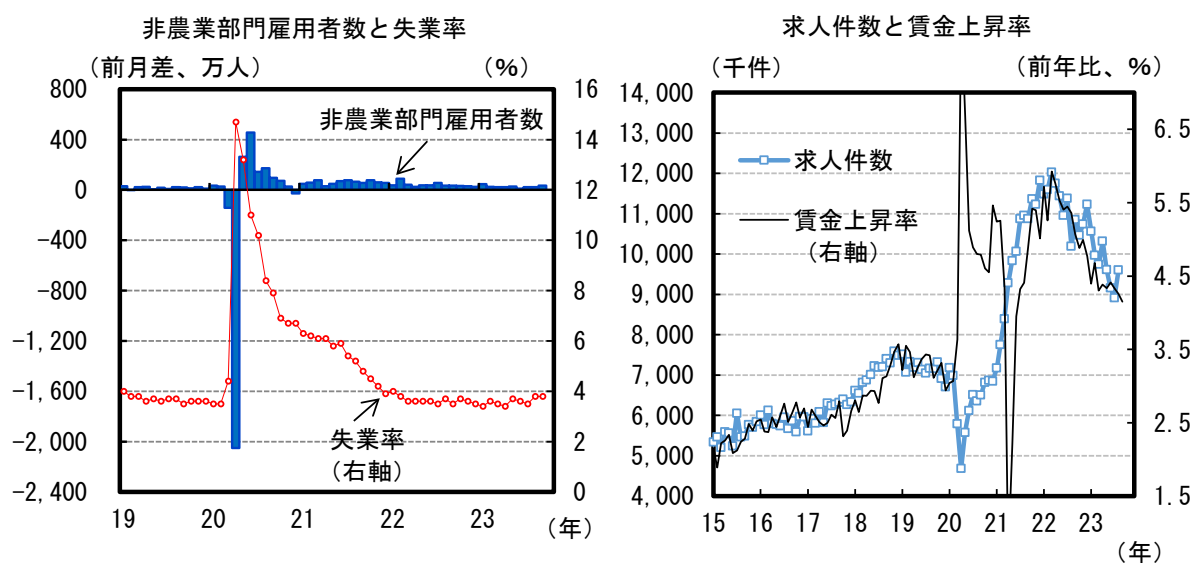
雇用環境は堅調なまま、賃金上昇率の伸びは緩やかに減速

2023年9月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+33.6万人と市場予想（Bloomberg調査：同+17.0万人）を上回った。また、過去分が大幅に上方修正され、雇用者数の伸び幅が好不調の境目となる+20.0万人を3カ月連続で上回ったことから、雇用者数から見た雇用環境は堅調そのものといえる。失業率に関しては、前月から横ばいの3.8%となった。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はともに減少した。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は減少したことから、雇用環境に悪化の兆候は見られない。9月の雇用統計をまとめれば、雇用環境は堅調なままといえる。

その他の雇用関連指標を見ると、2023年8月の求人件数は前月差+69.0万件と4カ月ぶりに増加に転じた。また、過去分も上方修正され、求人件数の水準は961.0万件と、2023年5月以来の高水準となった。また、新規失業保険申請件数を確認すると、10月1日-10月7日は19.8万人となり、2023年1月以来の低水準となった。9月の半ば以降は週20万人前後と低水準での推移が続いており、雇用環境は足下も急激に悪化はしていない。

堅調な雇用環境は景気の腰折れを避ける上で安心材料といえるが、労働需給のタイトさによるインフレの上昇圧力が高まるという意味では懸念材料といえる。こうした懸念の一方で、9月の賃金上昇率を見ると、前月比は+0.2%と2022年2月以来の、前年比は+4.2%と2021年6月以来の低水準となった。これは、情報、金融・不動産、専門企業向けサービスといった高賃金業種の雇用者数の伸びが減速し、賃金の上昇圧力が和らいでいることが背景にあるだろう。足下の雇用環境をまとめれば、堅調さを維持しつつも、賃金上昇率の伸びが緩やかになるという米国経済のソフトランディングを期待させるものといえよう。もっとも、収束の見通しが立たない自動車関連のストライキに代表されるように、従業員の待遇改善要求は高まっており、賃金上昇率が今後減速しにくくなる恐れがある点は注意が必要である。

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



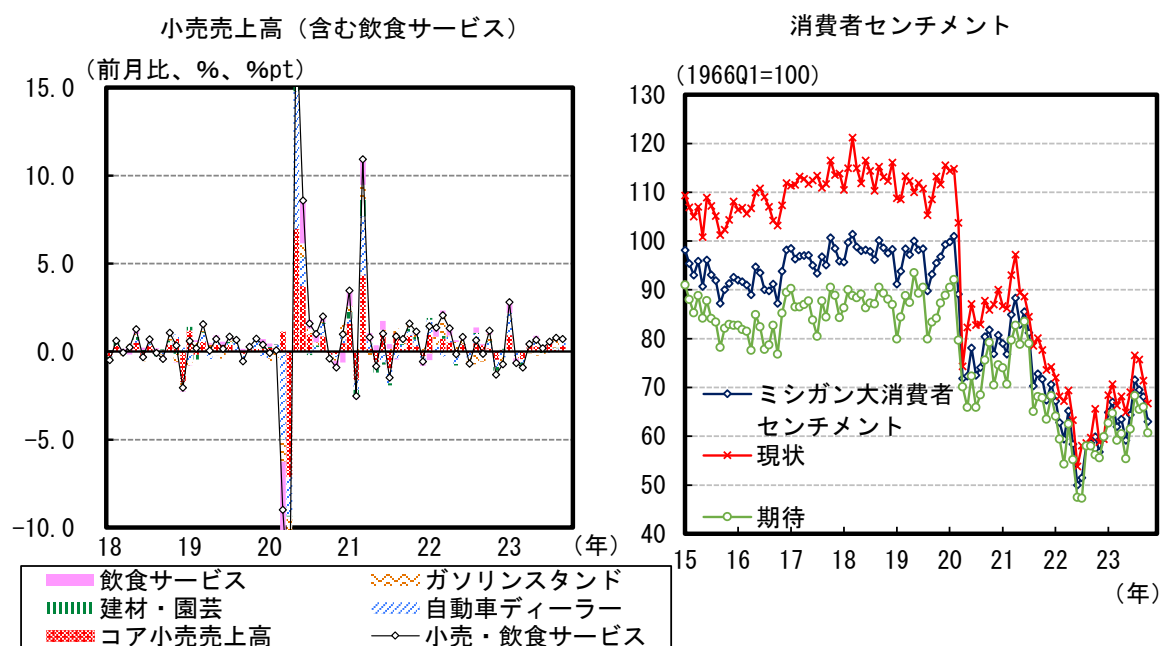
(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

小売売上高は好調も、消費者マインドは悪化

個人消費の動向を確認すると、2023年9月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.7%と、市場予想(Bloomberg調査:同+0.3%)を上回った。また、過去分が上方修正されるとともに、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、コア小売売上高も同+0.6%と加速したことから、ポジティブな結果といえる。9月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、無店舗販売(同+1.1%)、自動車・同部品(同+1.0%)、ガソリンスタンド(同+0.9%)、飲食サービス(同+0.9%)の伸び幅が大きい。他方で、衣服・宝飾品(同▲0.8%)や家電(同▲0.8%)は振るわなかった。なお、四半期で見ると、2023年7-9月期の小売売上高(含む飲食サービス)は前期比年率+6.9%と2022年4-6月期以来の高い伸びとなり、個人消費の堅調さがうかがえる結果となった。

小売売上高が好調だった一方で、消費者マインドは悪化した。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▲5.1ptと3カ月連続で低下し、水準は63.0となった。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同▲4.7pt)、期待指数(同▲5.3pt)ともに悪化した。ミシガン大学は、インフレ懸念の高まりに伴い、家計の財務状況や短期的な景況感への期待が悪化したと指摘している。消費者のインフレ見通し(期待インフレ)を見ると、1年先(+3.8%)、5年先(+3.0%)ともに上昇した。どちらもコロナ禍前の10年間(2010年-2019年)の平均値(1年先:+2.9%、5年先:+2.7%)を上回っている。消費者の期待インフレが高水準で定着すれば、インフレ率が高止まりするリスクは残ることとなる。結果的に、金融引き締め
の長期化が想定されることとなり、消費者マインド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



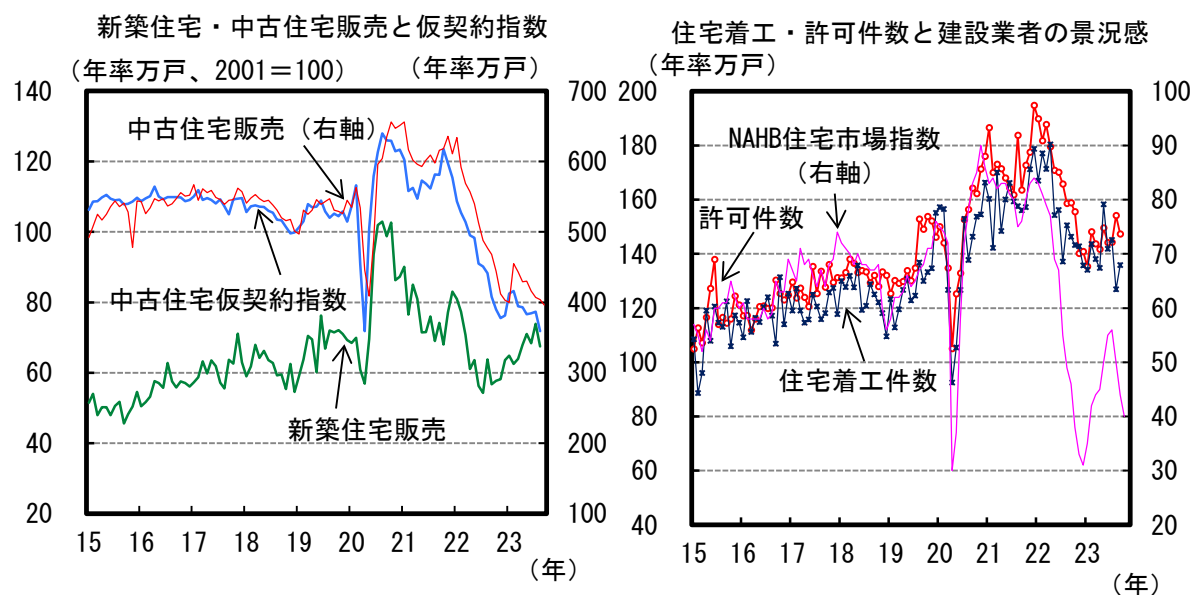
(出所) Census、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

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、中古住宅販売（コンドミニアム等含む）に関しては、9月が前月比▲2.0%と4カ月連続で減少した。また、これまで中古住宅販売に比べて堅調であった新築住宅販売（戸建）は、2023年8月に同▲8.7%と減少に転じた。新築住宅販売（戸建）の8月の落ち込みは、7月の大幅増からの反動減の可能性もあるが、住宅ローン金利の上昇による需要鈍化の兆しとも考えられる。これまでは住宅販売業者が住宅ローン金利の一部を肩代わりするという販売促進策（バイダウン）を取ることで住宅需要を下支えしてきた。しかし、足下の長期金利の上昇に伴い、住宅販売業者がバイダウンを行っても住宅ローン金利が極めて高い水準となり、住宅需要が抑制されている可能性がある。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2023年9月に前月比+7.0%と大幅に増加した。しかし、9月の反発は8月からの反動増の可能性が高い。また、新築住宅着工の先行指標である建設許可は、同▲4.4%とマイナスに転じたことから、先行きは楽観できない。住宅建設業者のマインドに関しては、NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2023年10分は前月差▲4ptと3カ月連続で悪化し、水準も40と2023年1月以来の低さとなった。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。NAHBによれば、住宅販売業者も販売価格を抑制することで、住宅需要を喚起しようとしているようだ。しかし、割引率は小幅なままであり、住宅価格は依然として高止まりしていることから、現時点で人々の住宅購入意欲を高める効果は期待しにくい。FRBが政策金利をより長期間にわたって高水準に維持するならば、住宅ローン金利も高止まりすることが想定され、住宅市場の回復には時間を要するといえよう。

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

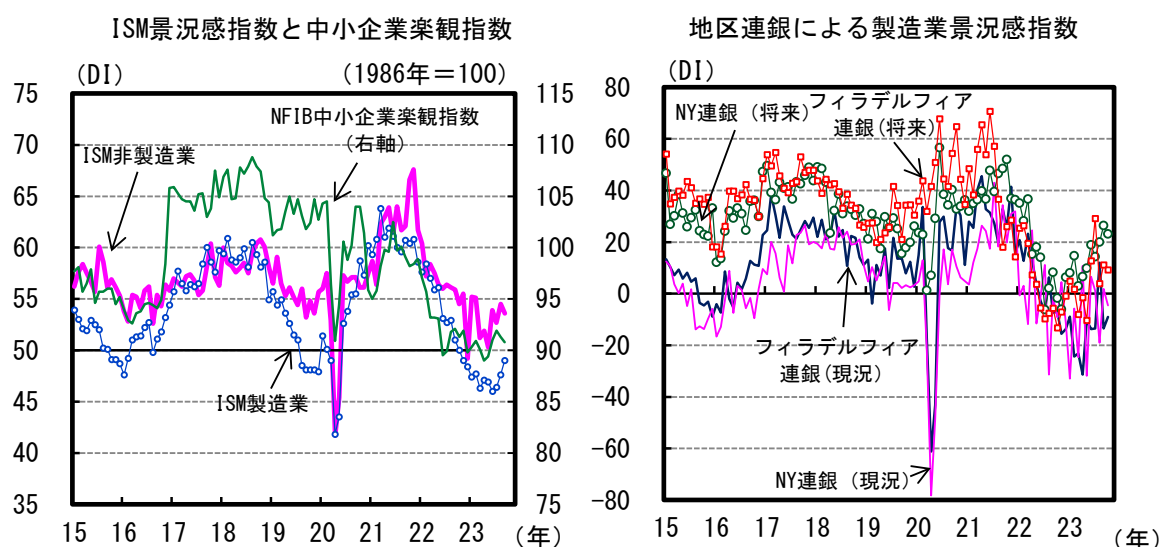
企業マインドは方向感がまちまち、経済環境の不確実性の高さを示す

2023年9月のISM景況感指数は、製造業が前月差+1.4%ptの49.0%と、3カ月連続で改善した。好不況の境目となる50.0%は依然下回っているものの、2022年11月以来の水準まで回復しており、底入れの兆しが見受けられる。他方で、非製造業は同▲0.9%ptと悪化に転じ、水準は53.6%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、入荷遅延指数のみ悪化し、新規受注指数、雇用指数、生産指数、在庫指数は改善した。非製造業に関しては、事業活動指数と入荷遅延指数は改善したが、雇用指数と新規受注指数が悪化し、足を引っ張った。続いて、企業のコメントを見ると、非製造業は一部で金融引き締めが悪影響に言及する声もあったが、サプライチェーンや業績の改善といったポジティブな見解が主流である。他方で、製造業はストライキによる悪影響や景気後退リスクの高まりといったネガティブな指摘が目立つ。

中小企業マインドに関しては、2023年9月のNFIB(全米独立企業連盟)中小企業楽観指数は、前月差▲0.5ptと2カ月連続で悪化し、水準は90.8となった。内訳項目を見ると、景況感に対する期待や金融環境に対する期待が大きく悪化した。NFIBは、中小企業が依然として将来の業況について悲観的であり、売上の伸びが鈍化し、収益が圧迫されていることから、財務状況の改善のためには値上げに踏み切らざるを得ないとコメントしている。

足下の企業マインドをまとめると、指標によって方向感がまちまちな状況といえる。2023年10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ると、NY連銀は現況指数(前月差▲6.5pt)、将来指数(同▲3.2pt)ともに悪化した。他方で、フィラデルフィア連銀は現況指数(同+4.5pt)が改善したものの、将来指数(同▲1.9pt)は悪化した。企業マインドは元々振れが大きいのが、足下では一層トレンドが捉えにくくなっており、企業にとっても好不況の判断がつきづらいうる不確実性の高い経済環境であることを示唆している。

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



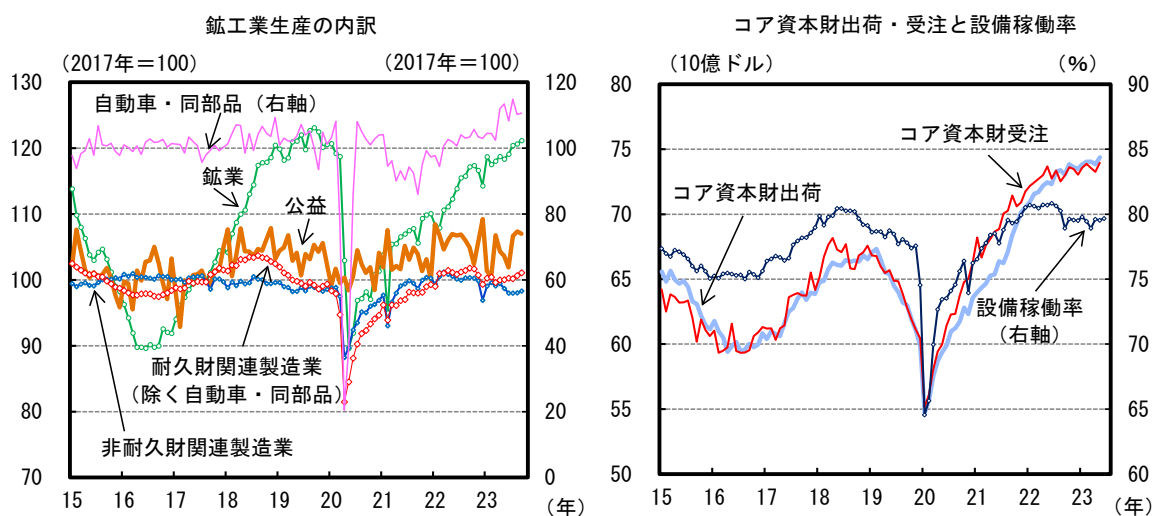
(出所) ISM、NY連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analyticsより大和総研作成

9月の鉱工業生産指数は底堅いが、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9月の鉱工業生産指数は前月比+0.3%と、市場予想(Bloomberg調査:同+0.0%)を上回った。過去分の改訂に関しては、7月分はプラス幅が拡大したものの、6月分と8月分が引き下げられたことで、合わせて見れば水準が下方修正された。こうした過去分の水準の下振れを考慮する必要はあるものの、総じて底堅い結果といえる。その内訳を見ると、公益(同▲0.3%)はマイナスとなったが、製造業(同+0.4%)がプラスに転じ、鉱業(同+0.4%)は加速した。製造業の内訳を見ると、耐久財(同+0.4%)はプラスに転じ、非耐久財(同+0.3%)も加速した。耐久財に関しては、木製品(同+2.4%)、一次金属(同+1.5%)、その他輸送用機器(同+0.9%)が堅調な伸びとなった。ストライキの影響が懸念されていた自動車・同部品(同+0.3%)は小幅なプラスとなった。ストライキの開始時期が9月の後半であったことや特定の生産現場で順次実施されたことから、9月時点での影響は軽微だったようである。非耐久財に関しては、印刷(同▲2.4%)や衣服・革製品(同▲1.3%)が足を引っ張ったが、ゴム・プラスチック製品(同+1.7%)や繊維・繊維製品(同+0.6%)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8月に前月比+0.7%とプラスに転じた。先行指標であるコア資本財受注が同+0.9%となり、直近の鉱工業生産指数が上昇したことを踏まえれば、9月のコア資本財出荷も底堅い結果となるだろう。続いて、2023年9月の設備稼働率に関しては、前月差+0.1%pt上昇し、長期平均(1972-2022年:79.7%)と同水準になった。ただし、設備稼働率は2023年1月以降、79%台で横ばいとなっており、過去と比べてひっ迫しているとまではいえない。そして、銀行の貸出態度が厳格化するとともに、長期金利も上昇する中では、設備投資が活性化する見通しはつきにくい。また、UAW(全米自動車労働組合)と米自動車大手との労使交渉は合意に至っていない。UAWはストライキ拡大の可能性を示唆しており、当面は自動車関連の生産活動や設備投資が抑制されるだろう。このように、先行きには不透明感も残る。

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+3.0%と、4-6月期から加速すると見込む。金融引き締めの影響を受け、設備投資は減速し、住宅投資はマイナス幅の拡大が見込まれる一方で、個人消費は大幅に加速し、全体を押し上げると予想する。2023年10-12月期の実質GDP成長率は金融引き締めの効果によって減速すると見込むものの、従業員の待遇改善要求に伴う賃金上昇率の高止まりや地政学リスクの高まりによるエネルギー価格上昇などインフレの高止まり懸念は根強い。

FOMCは、追加利上げが必要か様子見をしつつ、インフレが順調に減速していくよう引き締めの金融環境を維持するために、政策金利をより長期間にわたって高水準に維持するという戦略を取ることが想定される。しかし、引き締めの金融環境を長期間にわたって維持することは、金融システムに負荷をかけ得る。結果的に2006年から2008年にかけてのように、景気の調整幅が大きくなる可能性に注意が必要となろう。

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	前年比、%			
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産 (前年同期比、%)	-2.0	-0.6	2.7	2.6	2.2	2.1	3.0	1.0	0.3	0.6	1.2	1.6				
個人消費	0.0	2.0	1.6	1.2	3.8	0.8	4.1	2.0	1.1	1.1	1.3	1.6	5.9	2.1	2.2	1.1
設備投資	10.7	5.3	4.7	1.7	5.7	7.4	0.9	-1.3	-3.8	-1.6	0.2	1.3	6.4	3.9	4.1	-0.8
住宅投資	-1.8	-14.1	-26.4	-24.9	-5.3	-2.2	-4.8	-6.4	-3.1	-1.0	0.6	1.1	10.7	-10.6	-12.4	-2.8
輸出	-4.6	10.6	16.2	-3.5	6.8	-9.3	1.0	0.7	0.8	1.0	1.3	1.7	6.1	7.1	1.8	0.3
輸入	14.7	4.1	-4.8	-4.3	1.3	-7.6	-1.4	1.0	0.5	0.8	1.1	1.4	14.1	8.1	-2.4	0.0
政府支出	-2.9	-1.9	2.9	5.3	4.8	3.3	1.1	1.0	1.4	1.3	1.3	1.2	0.6	-0.6	3.2	1.3
国内最終需要	0.7	0.9	0.7	0.7	3.8	2.0	2.8	1.1	0.3	0.7	1.2	1.5	6.7	1.7	2.0	1.1
民間最終需要	1.5	1.5	0.3	-0.2	3.6	1.7	3.2	1.2	0.1	0.5	1.1	1.6	8.1	2.1	1.8	1.1
鉱工業生産	3.7	4.1	2.1	-2.5	-0.3	0.7	2.5	0.7	-1.3	-0.3	0.9	1.5	4.4	3.4	0.5	0.3
消費者物価指数	9.2	9.7	5.5	4.2	3.8	2.7	3.6	4.2	2.6	2.6	2.3	2.4	4.7	8.0	4.2	3.0
失業率 (%)	3.8	3.6	3.5	3.6	3.5	3.5	3.7	3.9	4.1	4.3	4.3	4.2	5.4	3.6	3.7	4.3
貿易収支 (10億ドル)	-276	-251	-211	-214	-202	-204	-183	-183	-183	-184	-184	-183	-842	-951	-771	-735
経常収支 (10億ドル)	-284	-249	-223	-216	-214	-212	-191	-190	-190	-191	-190	-189	-831	-972	-808	-759
FFレート (%)	0.50	1.75	3.25	4.50	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	0.25	4.50	5.50	5.00
2年債利回り (%)	1.44	2.72	3.38	4.39	4.35	4.26	4.92	5.02	4.87	4.72	4.57	4.42	0.27	2.98	4.64	4.65
10年債利回り (%)	1.94	2.93	3.11	3.83	3.65	3.59	4.15	4.68	4.57	4.48	4.39	4.30	1.44	2.95	4.02	4.44

(注1) 網掛けは予想値。2023年10月20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