
米国経済展望

2022年12月



調査部 マクロ経済研究センター

<https://www.jri.co.jp/report/medium/usa/>

目次

◆概況.....	p. 1
◆トピックス①：エネルギー生産が当面の景気を下支え.....	p. 3
◆トピックス②：人手不足が長引けば、潜在成長率は下振れ.....	p. 4
◆米国景気・金利見通し.....	p. 5
◆Fed Watch：利上げペースは減速.....	p. 6

調査部 マクロ経済研究センター（欧米経済グループ）

研究員 梶野裕貴 Tel：070-3344-2620

Mail：togano.yuki@jri.co.jp

◆本資料は2022年12月15日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

◆日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」は下記URLから登録できます（右側QRコードからもアクセスできます）。

新着レポートの概要のほか、最新の経済指標・イベントなどに対するコメントや研究員のコラムなどを随時お届け致します。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

<メルマガ>



<Twitter>



景気概況：個人消費は堅調、住宅投資は不振

◆個人消費は堅調

10月の実質個人消費は前月比+0.5%と大幅に増加。内訳をみると、供給制約の緩和を受けて自動車・部品が大きく増加したほか、コロナ禍からのリバウンドが続く飲食・宿泊などのサービスが全体を押し上げ。

先行き、個人消費は増勢を維持する見通し。コロナ禍で積み上がった過剰貯蓄の取り崩しに加え、底堅い雇用環境が消費の下支えに。11月の非農業部門雇用者数は前月差+26.3万人と高い伸びが続いているほか、失業率も3.7%と低水準。

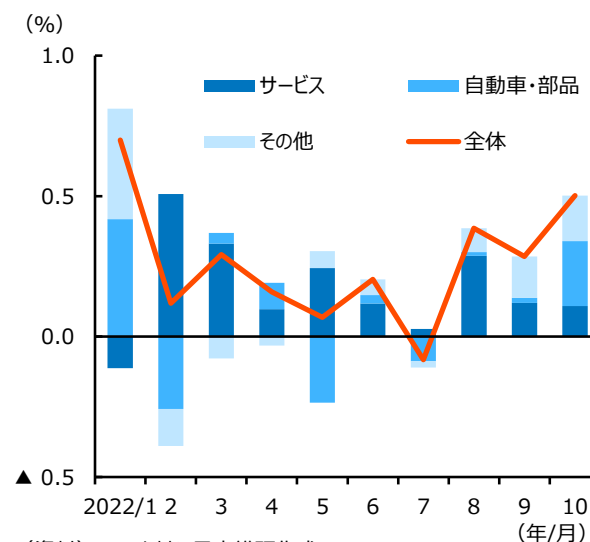
消費は引き続きサービスがけん引役となる公算大。FRBによる利上げが当面続くと見込まれるなか、サービス消費は財に比べて金利上昇のマイナス影響を受けにくいことが背景。

◆住宅投資は不振

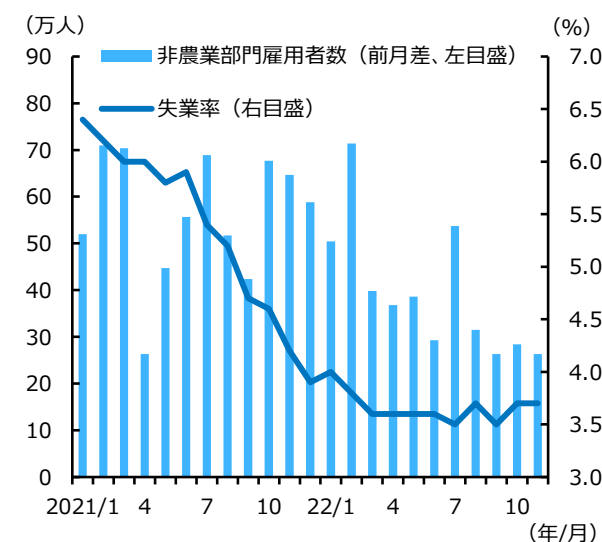
住宅市場は調整局面。10月の住宅販売件数は前月比▲4.5%と減少。高水準の住宅ローン金利が、購入予定者の取得能力や購入意欲を低下させていることが背景。住宅販売の減少を受けて着工も低迷しており、同月の住宅着工件数は前月比▲4.2%と2ヵ月連続の減少。

先行きも、住宅市場の調整は続く公算大。住宅投資は金利上昇による下押し圧力が大。2023年末と予想される利下げ転換が近づくまでは、住宅投資は減少基調が続く見通し。

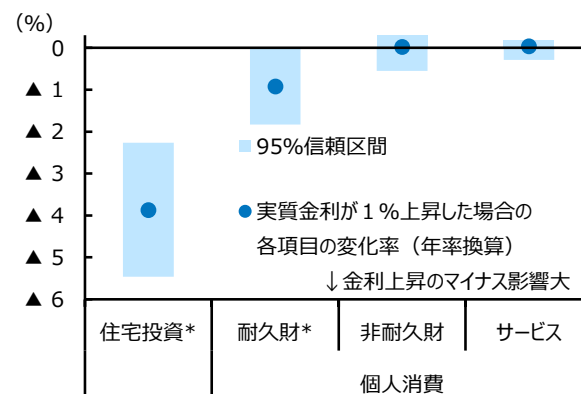
実質個人消費（前月比寄与度）



非農業部門雇用者数と失業率



個人消費と住宅投資の金利弾性値



（注）各項目を実質可処分所得（同時点か1期前のうち値が大きい方）と実質金利で回帰して得られる金利弾性値。実質金利は名目FF金利とPCEデフレーター（前期比年率）の差。推計期間は2002年Q3～19年Q4。*は統計的有意性が示された変数。

住宅販売・着工件数（年率）



景気概況：企業部門は底堅く推移

◆企業の景況感は良好

企業マインドは総じて好調。11月のISM景況感指数は、製造業が49.0と良し悪しの分かれ目となる50を下回った一方、民間部門の付加価値の9割弱を占める非製造業は56.5と前月から上昇。各産業のGDPウェイトで合成した指数（コンポジット）は、依然として高水準。

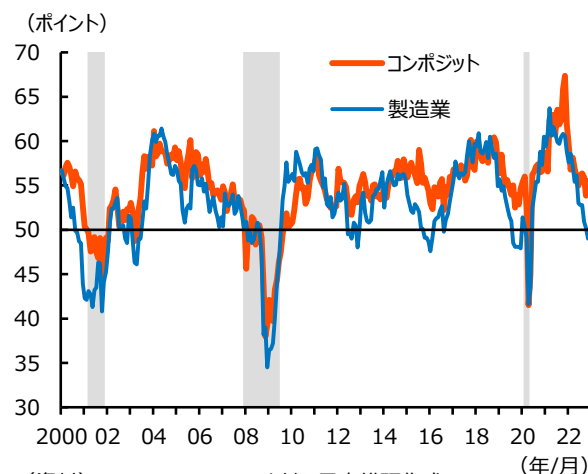
先行き、企業活動は拡大を続ける見通し。財からサービスへの需要シフトを反映して、非製造業を中心に新規受注は増勢を維持。加えて、商品のリードタイムの改善など供給制約の緩和が企業活動の押し上げ要因に。

◆高水準の企業収益が設備投資の原資に

企業収益は堅調に推移。7～9月期の企業収益は前期比+2.7%と増加し、付加価値対比で1割強の高水準を維持。加えて、賃金が高騰しているものの、人件費の上昇が収益を圧迫する状況に至っておらず労働分配率は低位。企業は人件費の増加以上に付加価値を生み出しているほか、販売価格へ積極的にコストを転嫁。

高水準の企業収益を原資に、設備投資は引き続き増加する見通し。大企業のCEOを対象とする調査では、4割が先行き6カ月の設備投資を増加させると回答。DIはプラス圏で推移しており、企業の投資マインドには底堅さ。

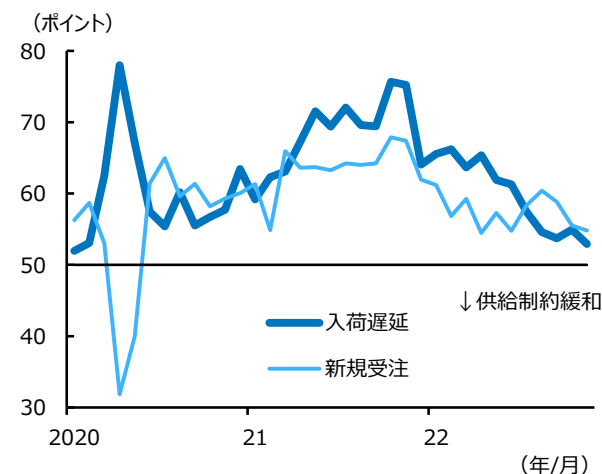
ISM景況感指数（総合）



（資料）ISM、BEA、NBERを基に日本総研作成

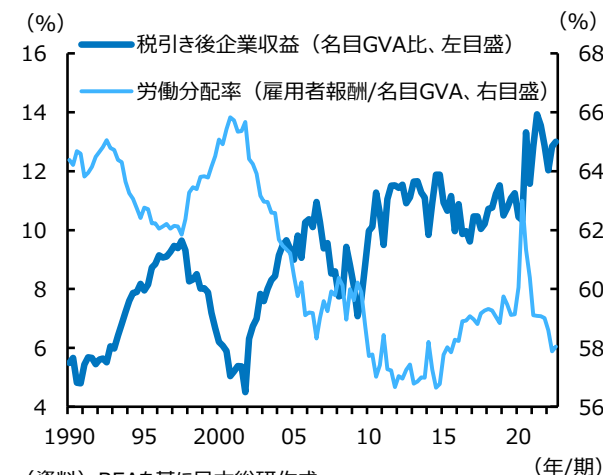
（注）シャドーは景気後退期。コンポジットは、産業別GDP（2019年）で製造業・非製造業の各指数を合成したもの。右図も同様。

ISM新規受注・入荷遅延指数（コンポジット）



（資料）ISM、BEAを基に日本総研作成

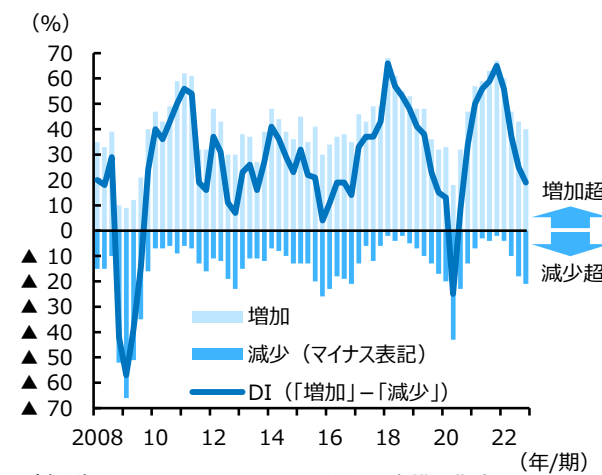
企業収益と労働分配率



（資料）BEAを基に日本総研作成

（注）非金融法人企業。企業収益は在庫評価・資本減耗調整済み。

大企業の設備投資見通し（先行き6ヵ月）



（資料）Business Roundtableを基に日本総研作成

（注）CEOを対象とする調査に対する回答の割合。

調査期間は10/31～11/28。

トピックス①：エネルギー生産が当面の景気を下支え

◆エネルギー生産は増加基調

米国では、エネルギー生産が堅調。足元の天然ガス生産はコロナ禍前を6%上回る水準まで増加しているほか、持ち直しが遅れていた原油・石油製品もコロナ禍前の水準を回復。こうした増産の背景として、以下の2点が指摘可能。

第1に、資源高によるエネルギー企業の採算改善。資源価格は、コロナ禍からの経済活動再開が進むにつれて上昇。その結果、エネルギー企業の売上高営業利益率は2021年以降急速に改善。

第2に、ウクライナ危機で生じた代替需要。とりわけ、ロシア産資源の供給が途絶した欧州を中心に、地政学リスクに左右されにくい米国産エネルギーへの需要が増加。

◆設備投資や輸出を通じて景気を押し上げ

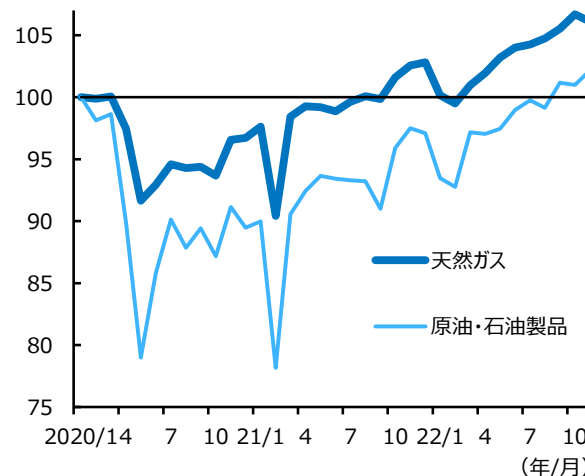
世界的なエネルギーの供給不安が続くなか、米国が資源供給の拠点となる状況は当面続くと予想。その場合、次の2つの経路を通じて米国景気の押し上げ要因に。

第1に、設備投資の増加。エネルギー企業は多額の流動性を保有しており、これが供給能力の拡大などを目的とした能力増強投資の原資となる公算。

第2に、輸出の増加。2000年代後半のシェール革命以降、エネルギー関連財が輸出やGDPに占めるシェアは上昇しており、エネルギー輸出が景気に与える影響は増大。EIAの予測では、2023年の米国の天然ガス輸出は前年比1割以上増加する見通し。

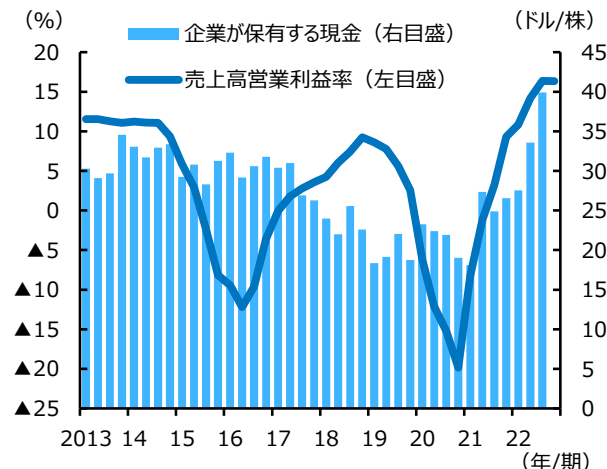
エネルギー生産

(2020年1月=100)



(資料) EIAを基に日本総研作成

エネルギー企業の収益と現金保有

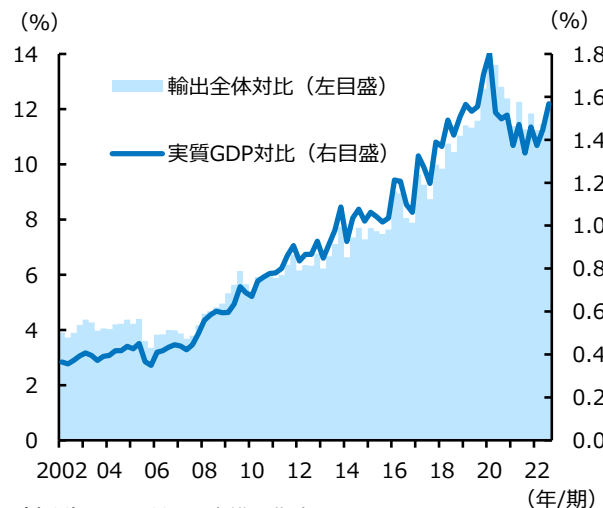


(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(注1) S&P500エネルギー株指数を構成する企業。

(注2) 現金は市場性有価証券含む。

エネルギー関連の財輸出

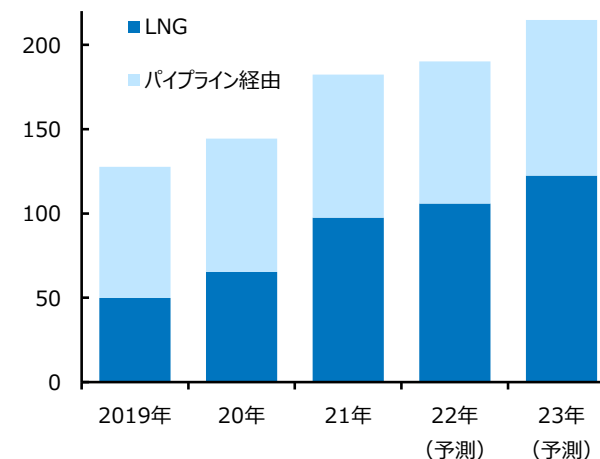


(資料) BEAを基に日本総研作成

(注) 原油・燃料油・石油製品・天然ガス等。

天然ガス輸出の見通し

(億立方フィート/日)



(資料) EIA, "Short-Term Energy Outlook"

(注) 予測はEIA。

トピックス②：人手不足が長引けば、潜在成長率は下振れ

◆労働供給の回復は停滞

労働供給の回復に遅れ。11月の労働参加率は62.1%と、コロナ禍前（2020年2月）の水準から▲1.3%ポイント下振れ。この背景として、中高年層の労働市場への復帰が進んでいないことが指摘可能。年代別の労働参加率をみると、55歳以上はコロナ禍前を▲1.5%ポイント下回る水準で低迷。コロナショック直後から始まった株式や不動産の価格上昇で保有資産を大きく増加させた早期退職者が復帰していないことが主因。

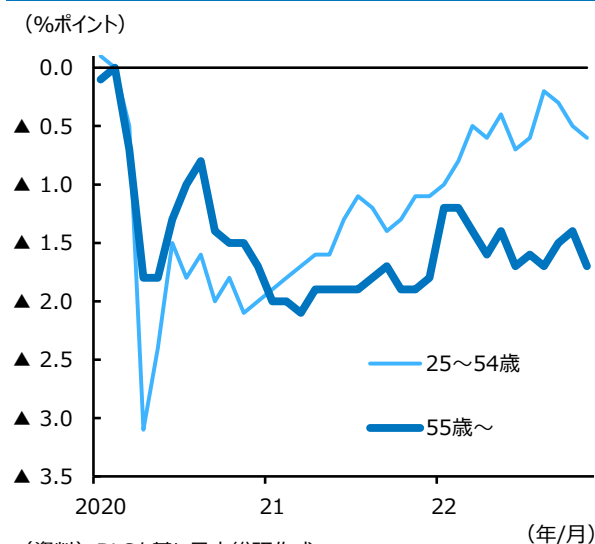
◆中高年層の復職と移民増加が成長力を左右

こうした労働力不足が長引けば、中長期的な経済成長にマイナス影響。人口動態をみると、高齢化などを受けて中高年層が総人口に占めるシェアは上昇していく見通し。そのため、将来の米国経済の供給力にとって、こうした層の労働参加が極めて重要。

加えて、供給力改善の前提となる移民の流入についても、政治面がリスク。移民規制に積極的なトランプ前大統領が2024年の大統領選挙への出馬を表明しているほか、現時点の有力候補であるフロリダ州のデサンティス知事も移民に対して強硬姿勢。有権者の移民問題への関心も高く、次回大統領選挙では移民増加の是非を巡る問題が主要争点となる可能性。

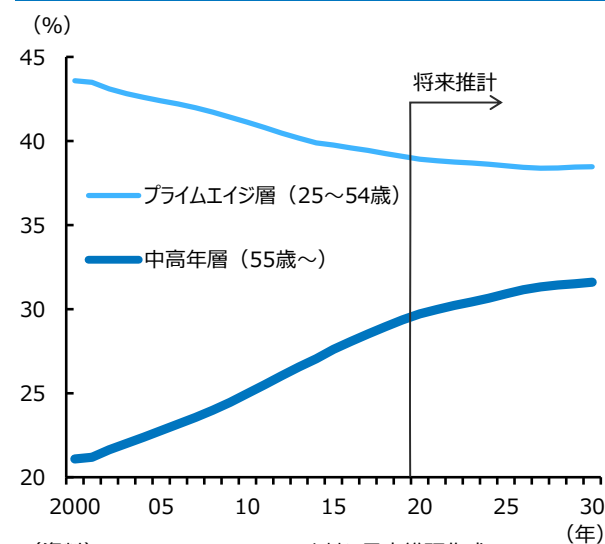
中高年層の復職と移民流入の増加がなければ、潜在成長率は下振れる公算。仮に、他の条件が一定の下で労働投入量の伸びが現状ペースを維持した場合、2%弱と推計されている潜在成長率は2026年にかけて1.5%台へ低下。

年代別の労働参加率（2020年2月対差）



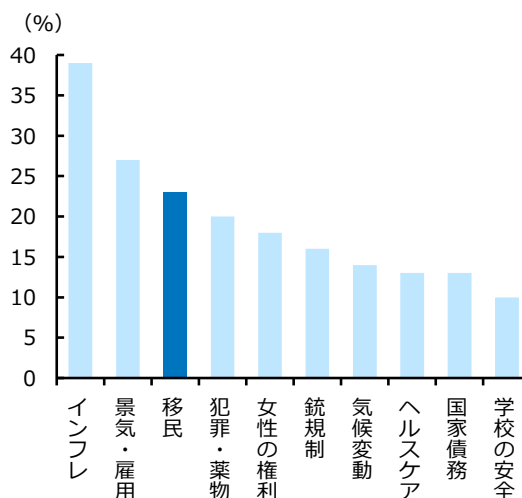
（資料）BLSを基に日本総研作成

人口動態（各年齢層が総人口に占めるシェア）



（資料）U.S. Census Bureauを基に日本総研作成

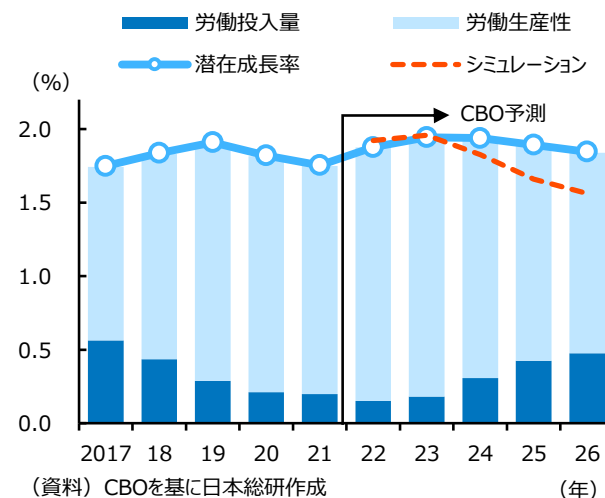
米国が直面する最も重要な争点（上位10位）



（資料）ハーバード大学米国政治研究センターを基に日本総研作成

（注）2022年11月実施の世論調査。

潜在成長率の要因分解



（資料）CBOを基に日本総研作成

（注）シミュレーションは、労働投入量の伸び率を21年から横ばいと仮定して日本総研試算。

米国景気・金利見通し：景気は減速も、プラス成長を維持

◆景気は減速する見通し

米国景気は2023年半ばにかけて減速する見通し。高インフレや政策金利の引き上げが景気を下押し。ただし、底堅い雇用環境や積み上がった貯蓄の取り崩しが個人消費の支えとなるほか、堅調な輸出が景気を下支えすることで、1%前後のプラス成長を維持すると予想。

2023年末以降、高インフレの沈静化や利下げの開始を受け、米国景気は潜在成長率である2%弱に向けて緩やかに持ち直す見通し。

◆長期金利は高水準で推移

F R Bは、インフレ抑制に向けて積極的な金融引き締め姿勢を維持する見通し。政策金利は、来年3月の会合まで0.25%ポイントずつ引き上げられると予想。その後、5%で当面据え置かれる見込み。2023年末には、利下げを開始すると予想。加えて、バランスシートを縮小する量的引き締め（Q T）も継続。Q Tは2年から2年半程度かけて完了の見込み。

長期金利は、インフレ警戒感や金融引き締めが上昇圧力となる一方、景気後退懸念が下押しする結果、当面は横ばい圏での推移となる見通し。

米国経済・物価見通し

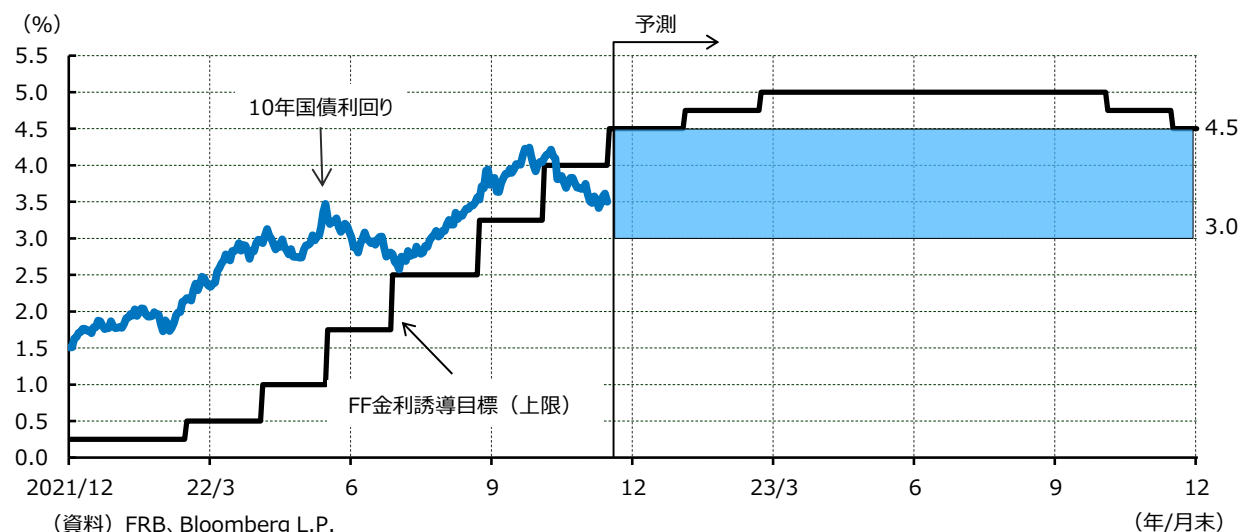
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2022年				2023年				2021年	2022年	2023年
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	(実績)	(予測)	
	(実績)				(予測)				(実績)	(予測)	
実質GDP	▲ 1.6	▲ 0.6	2.9	1.3	1.0	0.7	0.8	0.9	5.9	1.9	1.1
個人消費	1.3	2.0	1.7	1.5	1.1	0.9	0.8	1.0	8.3	2.7	1.3
住宅投資	▲ 3.1	▲ 17.8	▲ 26.8	▲ 18.6	▲ 8.3	▲ 3.6	▲ 0.2	2.8	10.7	▲ 10.1	▲ 11.2
設備投資	7.9	0.1	5.1	2.8	2.8	2.5	2.6	2.6	6.4	3.6	2.8
在庫投資（寄与度）	0.2	▲ 1.9	▲ 1.0	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	0.0	0.2	0.6	▲ 0.4
政府支出	▲ 2.3	▲ 1.6	3.0	0.9	0.8	0.7	1.0	1.2	0.6	▲ 0.8	1.0
純輸出（寄与度）	▲ 3.1	1.2	2.9	0.6	0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 1.7	▲ 0.6	0.5
輸出	▲ 4.6	13.8	15.3	5.6	3.9	2.8	2.7	2.5	6.1	7.8	5.7
輸入	18.4	2.2	▲ 7.3	0.4	2.2	3.0	3.6	4.0	14.1	8.5	1.1
実質最終需要	0.8	1.8	2.8	1.5	1.4	1.2	1.3	1.4	6.7	2.4	1.6
消費者物価	8.0	8.6	8.3	7.4	5.7	3.6	3.0	2.6	4.7	8.1	3.7
除く食料・エネルギー	6.3	6.0	6.3	6.0	5.0	3.9	3.2	2.8	3.6	6.2	3.7

(資料) BEA、BLSを基に日本総研作成

(注) 在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。消費者物価は前年（同期）比。

米国金利見通し



Fed Watch : 利上げペースは減速

◆FRBは積極的な引き締め姿勢を示唆

FRBは、12月のFOMCで政策金利を0.50%ポイント引き上げ。同時に公表されたFOMC参加者の政策金利見通しは前回9月から2023～25年末のいずれも上方修正され、積極的な金融引き締めが当面続くことを示唆。

◆先行き、利上げペースは減速へ

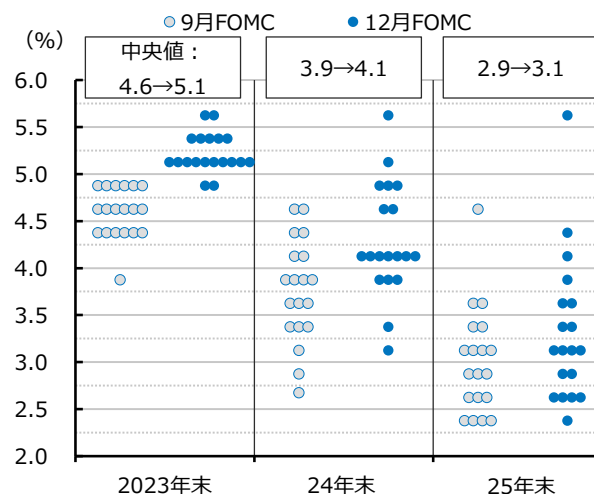
もっとも、FRBは次回の会合で利上げ幅を0.25%ポイントに縮小すると予想。背景として、以下の3点が指摘可能。

第1に、インフレ率の低下。11月の消費者物価指数(CPI)は前月比+0.1%と減速。内訳をみると、住居費を中心にサービスコアが全体を押し上げた一方、エネルギーや財コアは下落。住宅市場の調整を受け住宅価格は前月比マイナスが続いており、こうした動きは住居費に遅れて反映される公算。

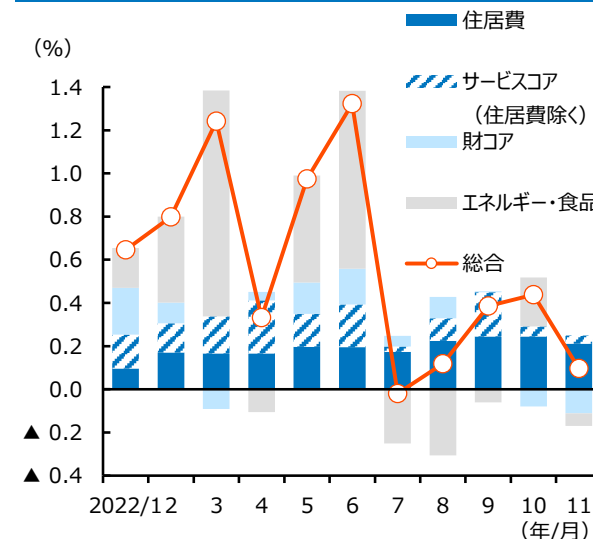
第2に、労働需給に緩和の兆し。失業者1人あたりの求人件数を示す求人倍率は10月に1.7倍と、2倍程度だったピーク時から低下。賃金上昇率は依然として高水準であるものの、緩やかに鈍化。

第3に、景気を過度に悪化させることへの懸念。サンフランシスコ連銀の試算によると、現行の政策運営は過去の同等のFF金利水準時に引き締めめであり、今後、景気が急減速するリスクも。既往の引き締めによる実体経済や物価への影響を見極めるため、政策の柔軟性を確保する必要。

FOMC参加者の政策金利の見通し



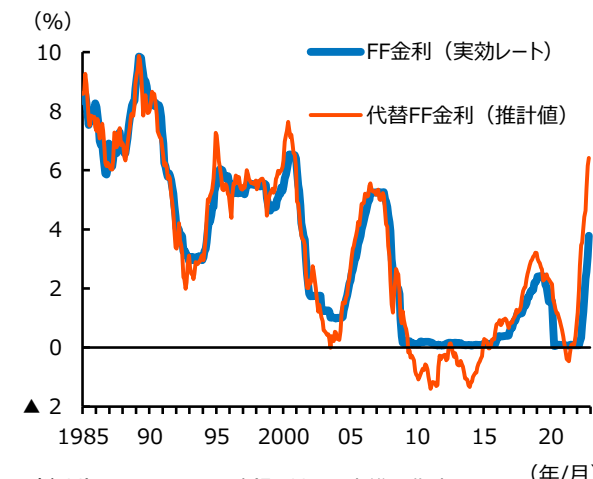
消費者物価指数(前月比寄与度)



求人倍率と賃金上昇率



代替FF金利



内外市場データ (月中平均)

	為替相場			国内市場				米国市場					欧州市場					商品市況	
	¥/\$ (NY終値)	¥/€ (NY終値)	\$/€ (NY終値)	無担O/N (%)	TIBOR 3ヵ月 (%)	国債 10年物 (%)	日経平均 株価 (円)	F F O/N (%)	LIBOR 3ヵ月 (%)	国債 10年物 (%)	N Y ダウ 工業株 (ドル)	S&P500	ESTR (%)	EURIBOR 3ヵ月 (%)	独国債 10年物 (%)	英国債 10年物 (%)	1-0・ ストックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
19/11	108.91	120.32	1.1047	▲0.0434	0.02	▲0.09	23278.09	1.55	1.90	1.82	27797.05	3104.90	▲0.54	▲0.40	▲0.33	0.73	3693.14	57.07	1470.21
19/12	109.11	121.26	1.1114	▲0.0376	0.02	▲0.02	23660.38	1.55	1.91	1.86	28167.01	3176.75	▲0.54	▲0.40	▲0.27	0.78	3715.33	59.80	1482.83
20/1	109.28	121.35	1.1104	▲0.0318	0.02	▲0.02	23642.92	1.55	1.82	1.76	28879.99	3278.20	▲0.54	▲0.39	▲0.27	0.67	3758.24	57.53	1559.64
20/2	110.03	120.00	1.0906	▲0.0164	0.02	▲0.06	23180.37	1.58	1.68	1.51	28519.73	3277.31	▲0.54	▲0.41	▲0.43	0.57	3734.92	50.54	1595.63
20/3	107.69	119.08	1.1063	▲0.0469	0.01	▲0.03	18974.00	0.65	1.10	0.88	22637.42	2652.39	▲0.53	▲0.42	▲0.52	0.41	2824.18	30.45	1592.92
20/4	107.80	117.18	1.0871	▲0.0355	▲0.00	▲0.01	19208.36	0.05	1.09	0.65	23293.90	2761.98	▲0.54	▲0.25	▲0.43	0.31	2839.58	16.70	1686.32
20/5	107.22	116.93	1.0906	▲0.0468	▲0.04	▲0.01	20543.26	0.05	0.40	0.67	24271.02	2919.62	▲0.54	▲0.27	▲0.50	0.22	2909.33	28.53	1718.66
20/6	107.61	121.14	1.1258	▲0.0475	▲0.05	0.01	22486.93	0.08	0.31	0.72	26062.27	3104.66	▲0.55	▲0.38	▲0.40	0.23	3237.39	38.31	1736.15
20/7	106.72	122.44	1.1473	▲0.0278	▲0.07	0.02	22529.47	0.09	0.27	0.62	26385.83	3207.62	▲0.55	▲0.44	▲0.46	0.15	3316.29	40.77	1846.37
20/8	106.05	125.44	1.1830	▲0.0352	▲0.07	0.03	22901.45	0.10	0.25	0.65	27821.37	3391.71	▲0.55	▲0.48	▲0.47	0.21	3297.67	42.39	1969.78
20/9	105.61	124.48	1.1787	▲0.0540	▲0.06	0.02	23306.95	0.09	0.24	0.68	27733.40	3365.52	▲0.55	▲0.49	▲0.49	0.21	3260.73	39.63	1923.35
20/10	105.21	123.80	1.1766	▲0.0195	▲0.06	0.03	23451.44	0.09	0.22	0.78	28005.10	3418.70	▲0.55	▲0.51	▲0.57	0.25	3180.39	39.55	1900.36
20/11	104.41	123.60	1.1837	▲0.0321	▲0.06	0.02	25384.87	0.09	0.22	0.87	29124.04	3548.99	▲0.56	▲0.52	▲0.57	0.31	3391.79	41.35	1866.35
20/12	103.76	126.32	1.2173	▲0.0260	▲0.06	0.01	26772.95	0.09	0.23	0.92	30148.58	3695.31	▲0.56	▲0.54	▲0.57	0.26	3530.95	47.07	1860.32
21/1	103.72	126.29	1.2174	▲0.0166	▲0.06	0.03	28189.06	0.09	0.22	1.06	30821.35	3793.75	▲0.56	▲0.55	▲0.53	0.28	3592.23	52.10	1867.28
21/2	105.37	127.44	1.2095	▲0.0154	▲0.06	0.08	29458.80	0.08	0.19	1.24	31283.91	3883.43	▲0.56	▲0.54	▲0.39	0.56	3667.14	59.06	1808.86
21/3	108.72	129.37	1.1900	▲0.0166	▲0.06	0.10	29315.30	0.07	0.19	1.60	32373.29	3910.51	▲0.56	▲0.54	▲0.32	0.78	3813.29	62.36	1721.92
21/4	109.03	130.52	1.1971	▲0.0123	▲0.07	0.09	29426.75	0.07	0.18	1.62	33803.29	4141.18	▲0.57	▲0.54	▲0.28	0.78	3987.29	61.69	1759.47
21/5	109.15	132.61	1.2148	▲0.0172	▲0.07	0.08	28517.09	0.06	0.15	1.61	34270.31	4167.85	▲0.56	▲0.54	▲0.17	0.82	4003.59	65.16	1853.01
21/6	110.15	132.63	1.2040	▲0.0292	▲0.07	0.06	28943.23	0.08	0.13	1.51	34289.91	4238.49	▲0.56	▲0.54	▲0.21	0.76	4105.81	71.35	1832.24
21/7	110.23	130.35	1.1825	▲0.0360	▲0.07	0.02	28118.76	0.10	0.13	1.31	34798.80	4363.71	▲0.57	▲0.55	▲0.35	0.62	4062.61	72.43	1806.04
21/8	109.84	129.27	1.1768	▲0.0338	▲0.07	0.02	27692.73	0.09	0.12	1.28	35243.97	4454.21	▲0.57	▲0.55	▲0.46	0.57	4177.03	67.71	1786.48
21/9	110.17	129.62	1.1765	▲0.0222	▲0.07	0.04	29893.57	0.08	0.12	1.36	34688.42	4445.54	▲0.57	▲0.55	▲0.30	0.81	4158.29	71.54	1777.65
21/10	113.17	131.28	1.1599	▲0.0275	▲0.07	0.08	28586.20	0.08	0.13	1.58	35055.52	4460.71	▲0.57	▲0.55	▲0.15	1.10	4132.23	81.22	1776.61
21/11	114.06	130.12	1.1408	▲0.0399	▲0.07	0.07	29370.61	0.08	0.16	1.56	35848.57	4667.39	▲0.57	▲0.57	▲0.25	0.93	4306.35	78.65	1818.75
21/12	113.93	128.84	1.1307	▲0.0256	▲0.05	0.05	28514.23	0.08	0.21	1.46	35641.33	4674.77	▲0.58	▲0.58	▲0.31	0.83	4207.87	71.69	1793.02
22/1	114.86	130.00	1.1318	▲0.0197	▲0.05	0.14	27903.99	0.08	0.26	1.76	35456.14	4573.82	▲0.58	▲0.56	▲0.06	1.17	4252.33	82.98	1816.62
22/2	115.23	130.70	1.1344	▲0.0183	▲0.05	0.20	27066.53	0.08	0.43	1.93	34648.48	4435.98	▲0.58	▲0.53	0.21	1.45	4084.10	91.63	1859.70
22/3	118.70	130.77	1.1016	▲0.0080	▲0.05	0.20	26584.08	0.20	0.84	2.12	34029.74	4391.27	▲0.58	▲0.50	0.33	1.52	3796.60	108.26	1952.06
22/4	126.41	136.53	1.0800	▲0.0120	▲0.05	0.23	27043.33	0.33	1.11	2.75	34314.99	4391.30	▲0.58	▲0.45	0.79	1.82	3837.34	101.64	1937.50
22/5	128.79	136.28	1.0583	▲0.0176	▲0.05	0.23	26653.77	0.77	1.48	2.89	32379.46	4040.36	▲0.59	▲0.39	1.00	1.90	3691.77	109.26	1848.48
22/6	134.15	141.71	1.0564	▲0.0379	▲0.01	0.24	26958.39	1.21	2.00	3.13	31446.71	3898.95	▲0.58	▲0.24	1.50	2.40	3587.62	114.34	1837.20
22/7	136.65	139.15	1.0182	▲0.0122	▲0.01	0.22	26986.74	1.68	2.61	2.89	31535.32	3911.73	▲0.51	0.04	1.14	2.06	3523.29	99.38	1736.97
22/8	135.36	137.02	1.0123	▲0.0182	▲0.02	0.19	28351.67	2.33	2.95	2.89	33009.56	4158.56	▲0.08	0.40	1.11	2.25	3701.06	91.48	1763.47
22/9	143.21	141.78	0.9899	▲0.0486	▲0.01	0.24	27418.99	2.56	3.45	3.51	30649.56	3850.52	0.36	1.01	1.83	3.40	3466.19	83.80	1681.47
22/10	147.13	144.84	0.9843	▲0.0495	▲0.02	0.25	26983.20	3.08	4.14	3.97	30570.68	3726.05	0.66	1.43	2.20	3.97	3464.58	87.03	1666.44
22/11	142.06	144.99	1.0211	▲0.0675	▲0.02	0.24	27903.32	3.78	4.65	3.87	33417.96	3917.49	1.37	1.83	2.07	3.29	3839.96	84.39	1729.51