
米国経済展望

2023年2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：設備投資は底堅く推移.....	p. 3
◆トピックス②：就業者数の増加と賃金上昇率の低下は併存可能.....	p. 4
◆米国景気・金利見通し.....	p. 5
◆Fed Watch：家賃以外のサービス価格が今後の焦点.....	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2023年2月13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：サービス消費が景気を下支え

◆足元の景気は堅調

2022年10～12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.9%と、前期に続いて高めの伸び。需要項目別にみると、住宅投資は大きく減少した一方、個人消費や在庫投資などが全体を押し上げ。

◆サービスが個人消費をけん引

10～12月期の実質個人消費は前期比年率+2.1%と底堅い伸び。内訳をみると、医療や娯楽、輸送といった対面型サービスが大きく増加。

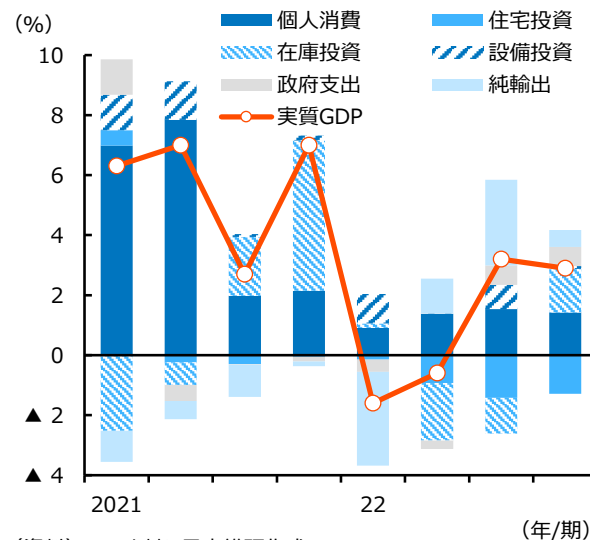
先行きも、サービスを中心に個人消費は緩やかな増加が続く見通し。良好な雇用環境に加え、コロナ禍で積み上がった過剰貯蓄の取り崩しが消費を下支えする公算大。家計の過剰貯蓄は減少しているものの、足元で1兆ドル以上残存。所得の伸びがコロナ前の水準まで低下すると仮定した場合でも、先行き1年半は支出増加ペースを維持することが可能。

◆住宅需要の低迷は長期化

10～12月期の実質住宅投資は前期比年率▲26.7%と7四半期連続のマイナスに。高水準の住宅ローン金利による住宅販売の減少が着工の下押しに作用。

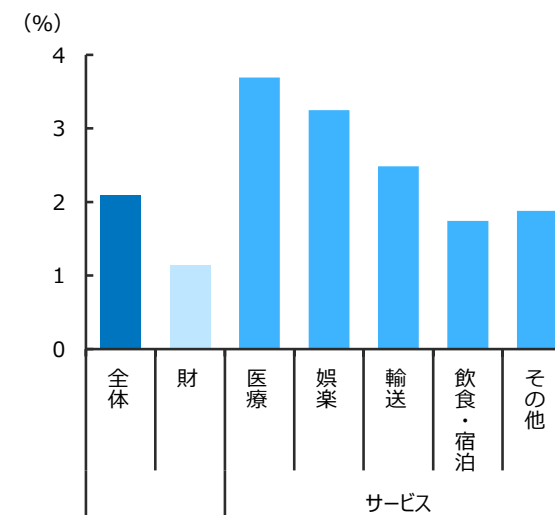
先行きも、住宅需要の低迷は続く見通し。FRBの調査によると、金融機関は住宅ローンの貸出態度を足元で厳格化。2023年内に貸出態度を一段と厳格化すると回答した金融機関も多く、家計の住宅取得は抑制される見込み。

実質GDP成長率（前期比年率）



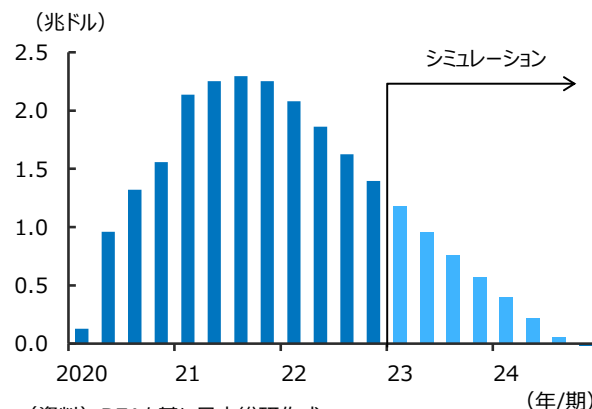
(資料) BEAを基に日本総研作成

10～12月期の実質個人消費（前期比年率）



(資料) BEAを基に日本総研作成

家計の過剰貯蓄（ストック）



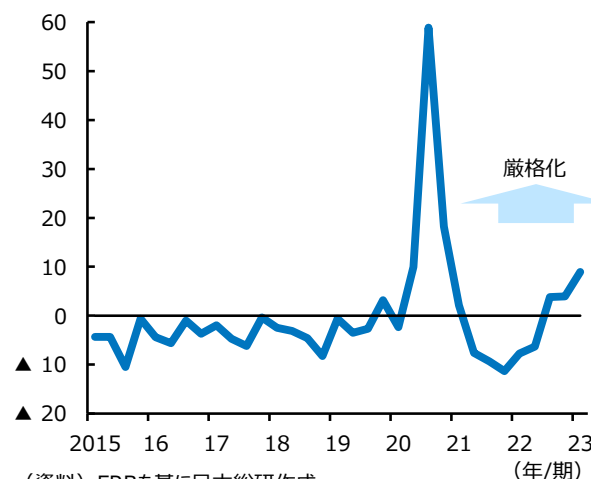
(資料) BEAを基に日本総研作成

(注1) 過剰貯蓄は、消費性向が15～19年平均を維持した場合の消費水準と20年以降の実際の消費水準の乖離を累積したもの。

(注2) シミュレーションは、可処分所得の伸びは15～19年平均に帰し、個人消費が日本総研見通しに沿って推移すると仮定。

金融機関の住宅ローン貸出態度

(「厳格化」-「緩和」、DI)



(資料) FRBを基に日本総研作成

(注) 住宅分類毎に算出された7つのDI値を単純平均したもの。

景気概況：製造業は調整局面、非製造業には底堅さ

◆景況感は業種によってばらつき

製造業は調整局面が継続。1月のISM製造業景況感指数は47.4と、3ヵ月連続で良し悪しの分かれ目となる50を下回る水準。商品のリードタイムの改善など供給制約は緩和している一方、金融引き締めを受けた需要の減速を反映して新規受注が減少。ほぼすべての業種で業況は悪化。

一方、非製造業は総じてみると底堅く推移。1月のISM非製造業景況感指数は55.2と、50割れとなった前月から復調。事業活動の拡大や新規受注の増加が主因。非製造業のなかでも業種によって景況感にはばらつきがあり、建設や情報通信などの業況は悪化しているものの、飲食・宿泊や医療などを含む10業種の業況は改善。

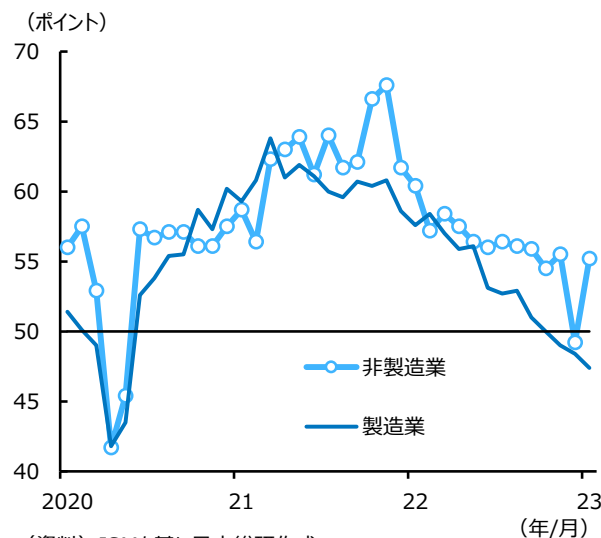
先行きの企業活動も、製造業や一部の非製造業が弱含む一方、対面型サービス業などが下支えすることで、緩やかな拡大が続く見通し。

◆在庫調整が当面の景気下押しに

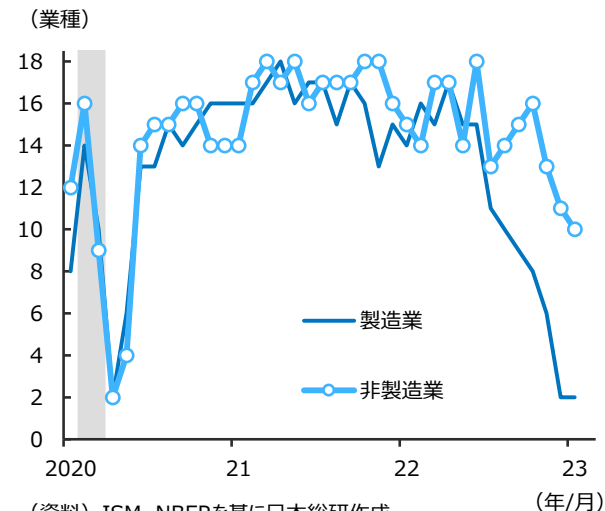
10～12月期の実質在庫投資は前期から大幅に増加。財需要の鈍化を受け、製造業の在庫が急速に積み上がったことが主因。

先行きの在庫投資は成長率の下押し要因となる見通し。製造業の出荷・在庫バランスは足元でマイナス圏に低下しており、在庫調整圧力の高まりを示唆。

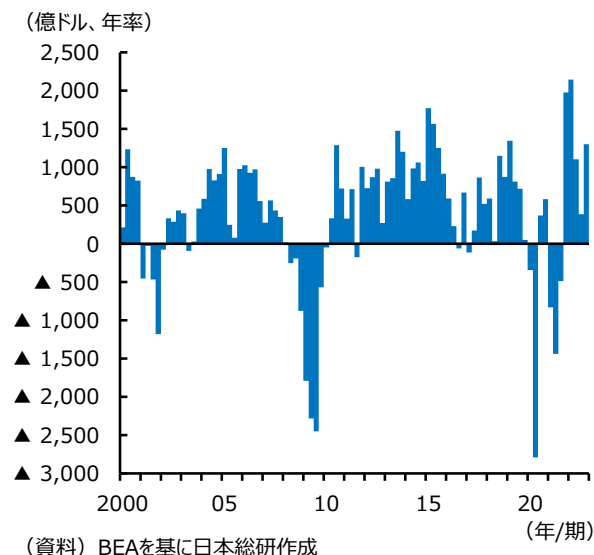
ISM景況感指数（総合）



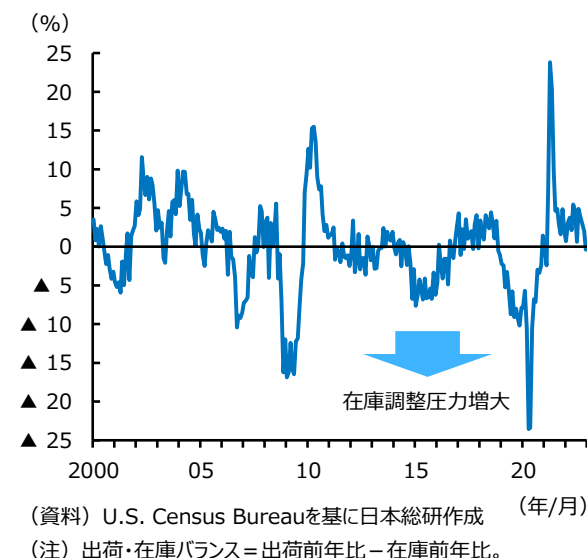
業況の改善を報告した業種数



実質在庫投資



製造業の出荷・在庫バランス



トピックス①：設備投資は底堅く推移

◆設備投資は緩やかに増加

10～12月期の実質設備投資は前期比年率+0.7%と微増。内訳をみると、情報処理機械を中心に機械投資は減少した一方、ソフトウェアなど知的財産投資の増加が全体を押し上げ。

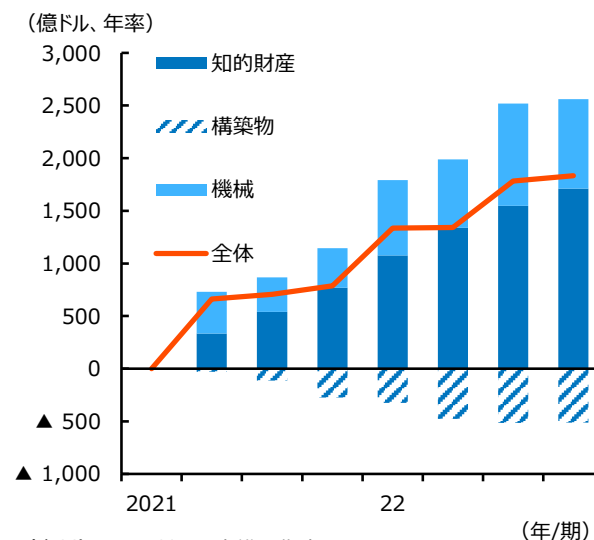
◆先行きも底堅く推移

先行きも、機械投資の低迷が続く一方、知的財産投資の増加が設備投資全体を下支えする見通し。機械投資については、財需要の低迷などをを受けて製造業の設備稼働率が昨年初の80%をピークに低下。加えて、先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）が12月に前月比▲0.2%と減少しており、先行きの低迷を示唆。

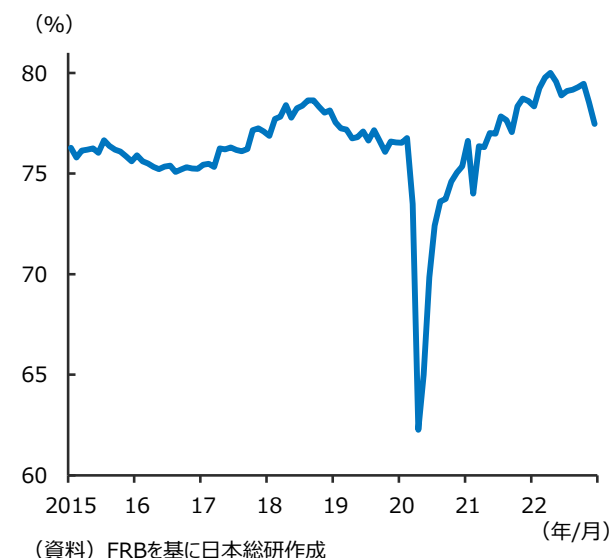
一方、知的財産投資については、陳腐化のスピードが速く、減耗率が他の資本よりも高。とくに、ソフトウェアの減耗率は5割超と高水準。今後も更新投資への需要は強い状況が続く見込み。

非製造業がソフトウェアを中心とした設備投資をけん引する見込み。サービスのペントアップ需要が根強いなか、人手不足が続いており省力化投資などが実施されると予想。ISMが昨年末に実施した調査によると、今年の非製造業の収益の伸びは昨年を上回る見通し。こうした良好な収益を原資に、非製造業の設備投資額は今年も増勢を維持する見込み。

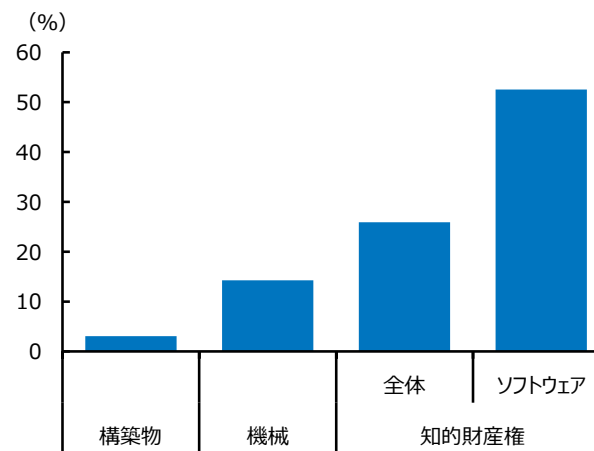
実質設備投資（2021年初対差）



製造業の設備稼働率

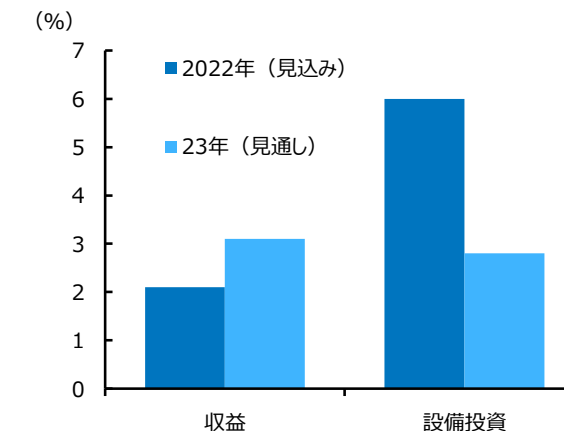


民間固定資本ストックの減耗率（2021年）



(注) Current-Costベース。21年の減耗額／20年末の純資本ストックから算出。

非製造業の収益・設備投資見通し（前年比）



(注) ISMが非製造業企業の購買担当者などの予測を集計したもの（22年12月時点）。

トピックス②：就業者数の増加と賃金上昇率の低下は併存可能

◆サービス需要と解雇抑制で雇用は大幅増

1月の非農業部門雇用者数は前月差+51.7万人と高い伸び。この背景として、以下の2点が指摘可能。

第1に、対面型サービス業の雇用復元。足元の雇用増加の5割強は対面型サービス業によるもの。対面型サービスへの需要が増加する一方、雇用回復は遅れており、さらなる増加の余地は大。

第2に、企業による解雇の抑制。ハイテクなど一部の業種では人員削減が進んでいるものの、経済全体でみた解雇率はコロナ前を下回る低水準。コロナ禍で深刻な人手不足を経験したことで、企業による雇用削減が慎重化している可能性。

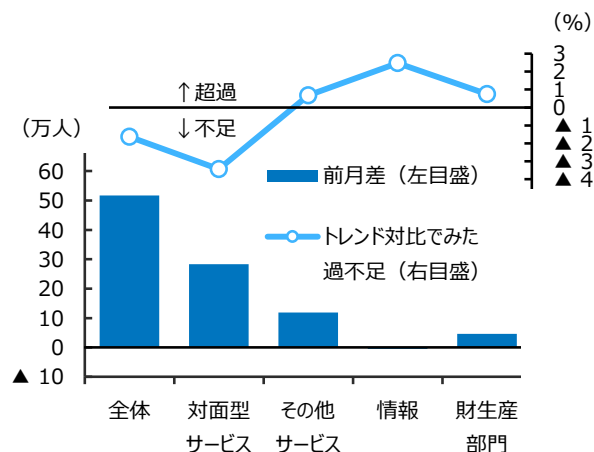
◆賃金上昇率の鈍化は継続

就業者数が増加するなかでも、次の2点を背景に賃金上昇率は低下する見通し。

第1に、求人の減少。1月の地区連銀経済報告では、多くの企業が解雇ではなく新規の採用を抑制することで、需要の減速に対応。就業者数が増加しても、求人件数が相応に減少すれば、労働需要全体の拡大は抑制されることに。実際、こうした動きから労働需要は利上げ開始以降ほぼ頭打ちの状況。

第2に、労働供給の増加。労働力人口は足元でコロナ前を上回るペースで増加。先行き、移民流入の持ち直しが続くことや早期退職者の一部が復職することなどを背景に、労働力人口は増勢を維持する見込み。

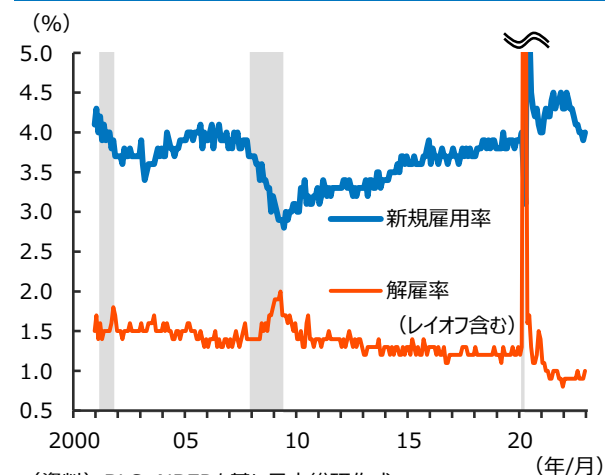
1月の非農業部門雇用者数



(資料) BLSを基に日本総研作成

(注) 対面型サービスは、小売・運輸・教育・医療・娯楽。政府部門は非表示。トレンドは19年の増加ペースが続いていた場合。

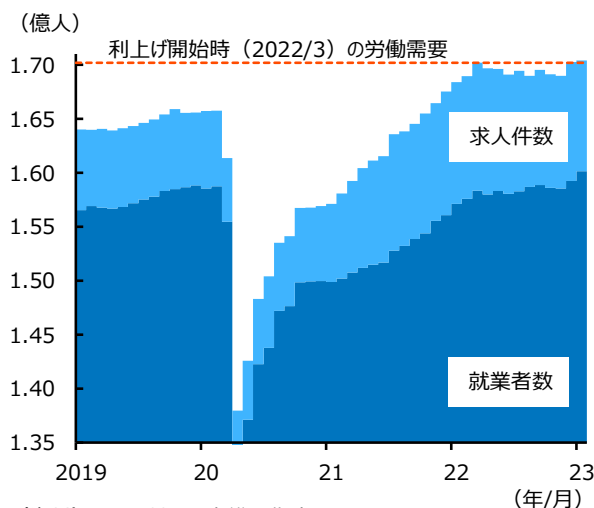
新規雇用率と解雇率



(資料) BLS、NBERを基に日本総研作成

(注) 解雇率（新規雇用率）は、雇用者全体に対する解雇者（新規雇用者）の比率。シャドーは景気後退期。

労働需要の内訳



(資料) BLSを基に日本総研作成

(注) 就業者は家計調査ベース。1月の求人情数は日本総研予測。

労働供給



(資料) BLSを基に日本総研作成

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

今後の米国景気は減速する見通し。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、良好な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、好調な企業収益が設備投資の原資となることで、プラス成長を維持すると予想。

2023年末までには、高インフレの沈静化を受けて利下げが開始され、24年の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、3月の会合で0.25%ポイント引き上げられた後、5%で当面据え置かれると予想。23年末には、インフレの沈静化を受けて利下げを開始すると想定。バランスシートを縮小する量的引き締め（QT）は継続。QT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、景気後退への懸念が下押しする結果、当面は横ばい圏で推移する見通し。その後、2023年末の利下げが織り込まれることで、長期金利は緩やかに低下する見込み。

米国経済・物価見通し

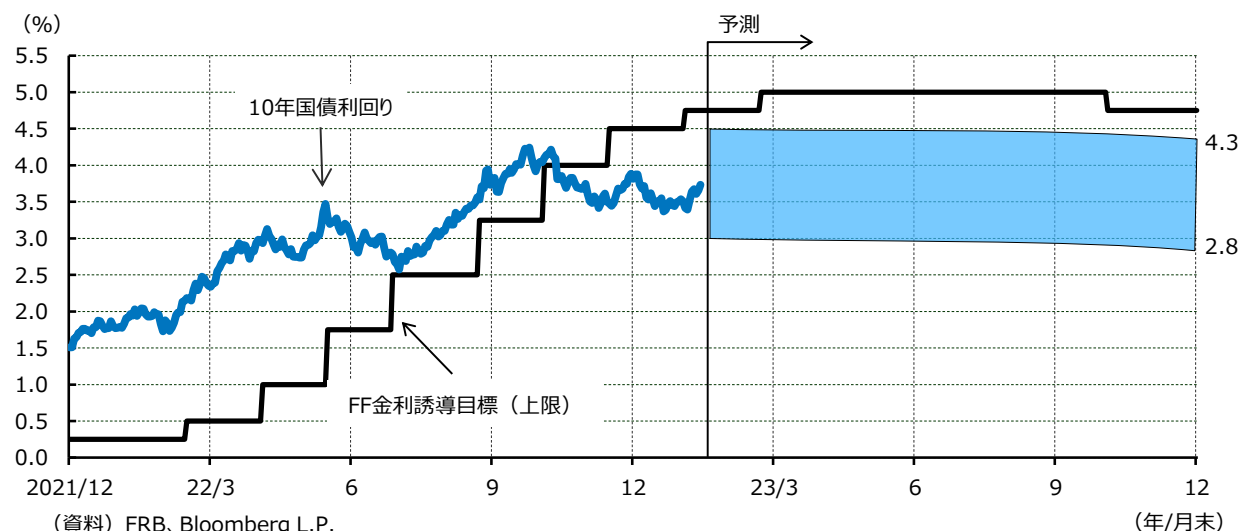
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2022年			2023年				2024年	2022年	2023年	2024年
	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3			
	(実績)	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	▲ 0.6	3.2	2.9	0.4	0.5	0.6	0.8	1.3	2.1	1.2	1.3
個人消費	2.0	2.3	2.1	0.6	1.0	0.7	0.8	1.3	2.8	1.3	1.3
住宅投資	▲ 17.8	▲ 27.1	▲ 26.7	▲ 14.0	▲ 9.8	▲ 2.2	▲ 0.2	3.5	▲ 10.7	▲ 15.9	3.4
設備投資	0.1	6.2	0.7	2.0	1.8	1.8	2.3	3.0	3.6	2.1	2.7
在庫投資（寄与度）	▲ 1.9	▲ 1.2	1.5	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.1	0.0	0.0	0.7	▲ 0.1	0.0
政府支出	▲ 1.6	3.7	3.7	0.8	0.7	1.0	1.2	1.0	▲ 0.6	1.6	1.0
純輸出（寄与度）	1.2	2.9	0.6	0.1	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.4	0.6	▲ 0.3
輸出	13.8	14.6	▲ 1.3	3.0	2.8	2.7	2.5	2.5	7.2	4.1	2.5
輸入	2.2	▲ 7.3	▲ 4.6	1.5	2.0	3.0	3.5	3.5	8.1	▲ 0.4	3.2
実質最終需要	1.8	3.3	0.9	0.7	1.0	1.0	1.2	1.6	2.4	1.3	1.6
消費者物価	8.6	8.3	7.1	5.5	3.8	2.6	2.2	2.1	8.0	3.5	2.1
除く食料・エネルギー	6.0	6.3	6.0	5.2	4.3	2.7	2.3	2.2	6.2	3.6	2.2

(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



(資料) FRB、Bloomberg L.P.

(年/月末)

Fed Watch : 家賃以外のサービス価格が今後の焦点

◆利上げペースは減速

F R Bは、1月31日から2月1日にかけて開催されたF O M Cで政策金利を0.25%ポイント引き上げ。利上げ幅を前回の会合から縮小した背景として、以下の2点が指摘可能。

第1に、インフレ率の低下。2022年12月のP C Eデフレーターは前年比+5.0%と伸びが鈍化。内訳をみると、コアサービスが全体を押し上げた一方、エネルギーやコア財は伸びが鈍化。

第2に、景気を過度に悪化させることへの懸念。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、利上げのスピードを調整し、政策の柔軟性を確保。

◆家賃以外のサービス価格が利下げ時期を左右

F R Bは、次回3月の会合で0.25%ポイントの利上げを実施した後、様子見姿勢に転じると予想。先行きもインフレ率の低下が見込まれることが背景。昨年末にかけて下落に転じたエネルギーやコア財は、今後のインフレ率の下押し要因に。加えて、家賃も年後半には低下する見通し。家賃全体の動きにほぼ1年先行する新規入居者向けの家賃の伸びは、昨年後半以降、はっきりと減速。

利下げへの転換は、23年末近くと想定。家賃以外のサービス価格は粘着性が高く、低下ペースは緩やかにとどまることが背景。サービス価格に連動しやすい賃金・給与は、伸びが鈍化しつつあるものの、依然としてコロナ前対比で高止まり。

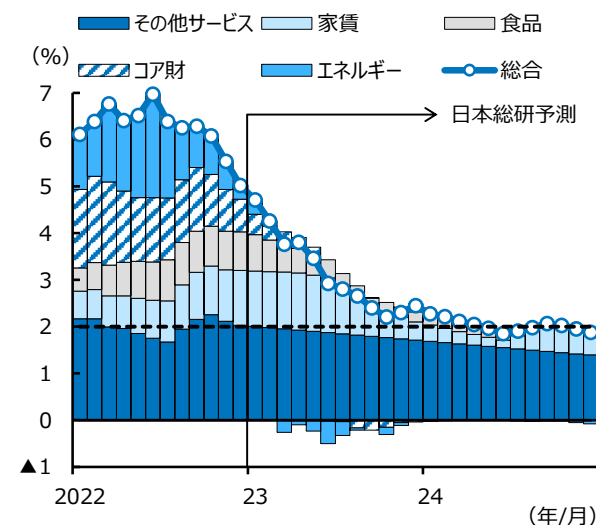
F O M C 声明文と議長会見要旨（物価関連）

項目	声明文・議長発言
インフレ率全体（100）	・幾分低下したが、高水準 ・インフレ鈍化のプロセスは初期段階
財（23）	・供給制約の緩和と、サービスへの需要シフトで低下
コア（88）	・今後数カ月はさらに上昇するが、新規入居者向け家賃の鈍化を踏まえると、その後は低下
サービス（65）	・インフレ鈍化は未確認 ・労働市場から受ける影響大。賃金上昇率には低下の兆しも、高水準 ・他分野より粘着的で低下には要時間
家賃（15）	
その他（50）	

（資料）FRB、BEAを基に日本総研作成

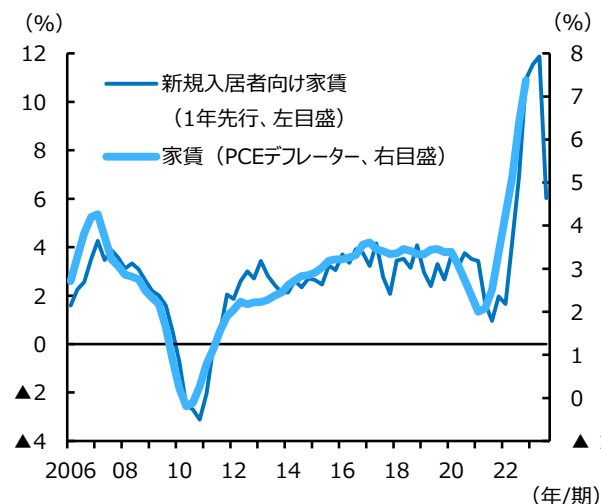
（注）（）内はPCEデフレーター全体に占める割合（%、22年12月）。

P C E デフレーターの見通し（前年比）



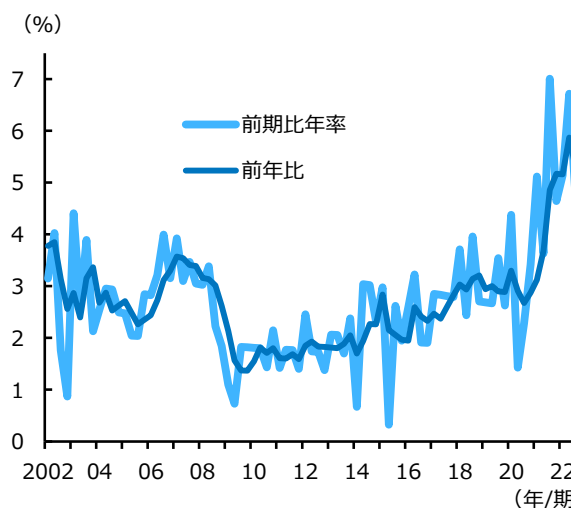
（資料）BEAを基に日本総研作成

家賃関連のインフレ指標（前年比）



（資料）BEA、クリーブランド連銀（2022）を基に日本総研作成

雇用コスト指数（サービス部門、賃金・給与）



（資料）BLSを基に日本総研作成

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)
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
22/12	134.90	142.86	1.0590	▲0.0659	▲0.01	0.33	27214.69	4.10	4.74	3.62	33482.26	3912.38	1.57	2.06	2.13	3.38	3884.67	76.52	1797.63
23/1	130.38	140.53	1.0779	▲0.0197	▲0.01	0.46	26606.28	4.33	4.81	3.54	33656.00	3960.66	1.90	2.35	2.22	3.40	4092.68	78.16	1902.14