

---

---

# 米国経済展望

2023年3月

 株式会社 **日本総合研究所**

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：金融システム不安が生じた場合のリスクシナリオ.....	p. 3
◆ トピックス②：先行きも移民が労働供給拡大のカギ.....	p. 4
◆ 米国景気・金利見通し.....	p. 5
◆ Fed Watch：利上げ局面は終盤に.....	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3月16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、住宅投資は低迷

## ◆個人消費は堅調

1月の実質個人消費は前月比+1.1%と高い伸び。内訳をみると、供給制約の緩和を背景に自動車などの財が増加したほか、コロナ禍からのリバウンドが続く飲食・宿泊などの対面型サービスも増加。

先行きの消費は、財に比べて金利上昇のマイナス影響を受けにくいサービスを中心に底堅く推移する見通し。以下の2点が下支え要因となる見込み。

第1に、過剰貯蓄の取り崩し。コロナ禍で積み上がった家計の過剰貯蓄は、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、当面は貯蓄の取り崩しで支出増加ペースを維持可能。

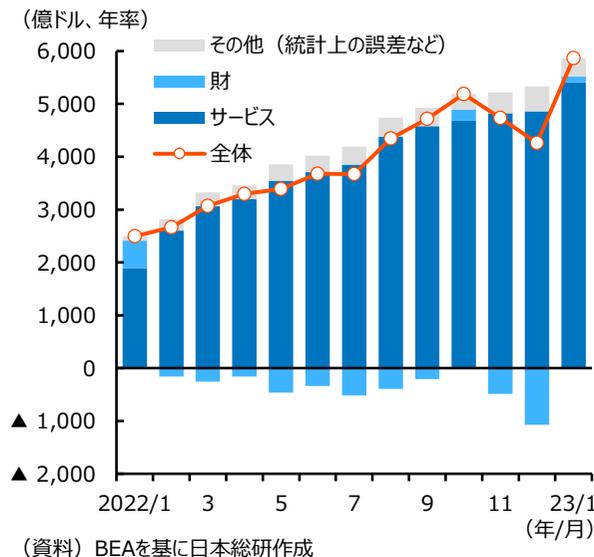
第2に、良好な雇用情勢。2月の非農業部門雇用者数は前月差+31.1万人とコロナ前の平均を上回る高めの伸び。内訳をみると、ハイテク企業を含む情報通信など、一部の業種では雇用が増加する一方、小売や娯楽といった対面型サービスの雇用増加が全体を押し上げ。

## ◆住宅投資は低迷

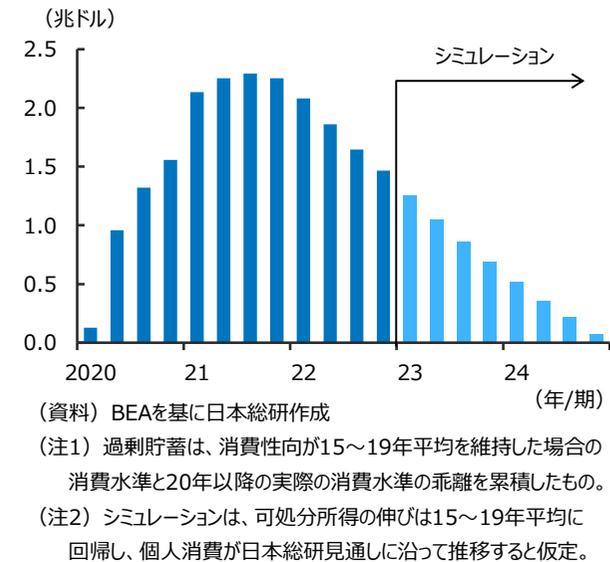
1月の住宅販売件数は年率467万件と、コロナ流行初期の落ち込みを下回る低水準。同月の着工件数は年率131万件と5ヵ月連続で減少。

先行きも、住宅投資の減少は続く見通し。金融機関は住宅ローンの貸出態度を厳格化しており、これが家計の住宅取得を抑制する公算。こうした需要の低迷は住宅着工の下押しにも作用する見込み。

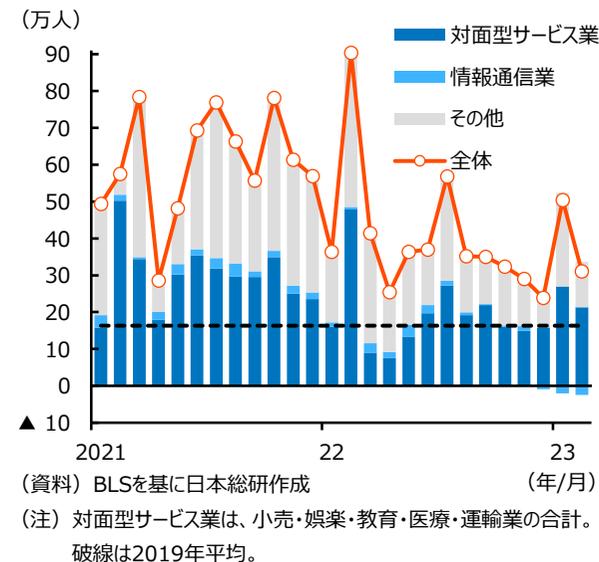
## 実質個人消費の水準（2021年平均との差）



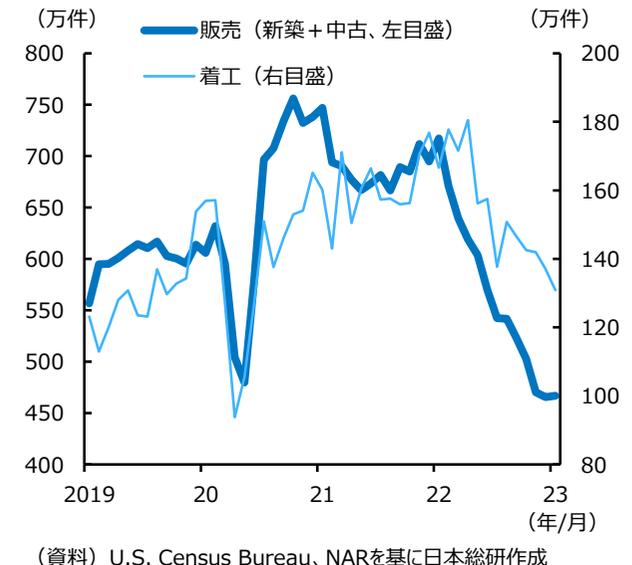
## 家計の過剰貯蓄（ストック）



## 非農業部門雇用者数（前月差）



## 住宅販売・着工件数（年率）



# 景気概況：製造業は調整局面、非製造業には底堅さ

## ◆製造業は調整局面

1月の鉱工業生産は前月比で横ばい。内訳をみると、暖冬の影響から電気・ガスなどの公益は減少した一方、鉱業や製造業が全体を押し上げ。

先行き、ロシア産資源の代替需要などから鉱業部門の生産は増加が続くものの、製造業の生産は低迷する見通し。2月のISM製造業景況感指数は47.7と、4ヵ月連続で良し悪しの分かれ目となる50を下回る水準。金融引き締めを受けた需要の減速を反映して新規受注や受注残は減少。

## ◆非製造業は底堅い動き

製造業とは対照的に、非製造業は総じて底堅く推移。2月のISM非製造業景況感指数は55.1と高水準。商品のリードタイムの改善など供給制約が緩和するなか、事業活動は拡大しており、新規受注も増加。業種別では、卸売や情報通信などの業況は悪化している一方、宿泊・飲食や娯楽といった対面型サービスの業況は改善するなど景況感にばらつき。

先行きも、非製造業は対面型サービスなどを中心に拡大を続ける見通し。財からサービスへの需要シフトなどが下支えに作用。

## ◆サービス業が設備投資をけん引

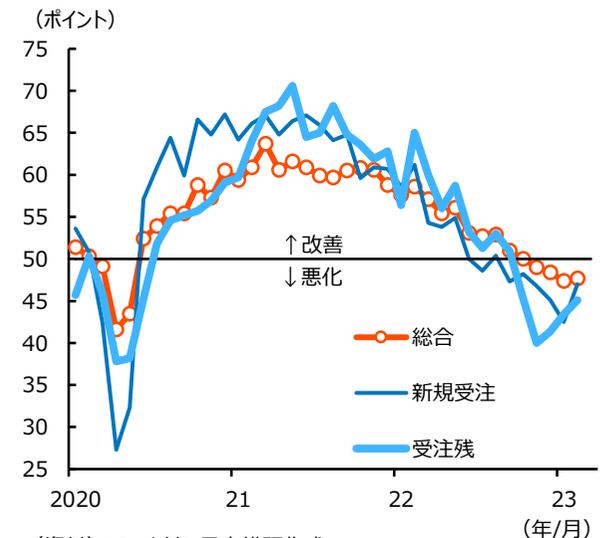
ニューヨーク連銀の調査によると、多くのサービス業が先行き6ヵ月の設備投資を増加させると回答。項目別では、ソフトウェアなど知的財産投資の増加が続くと予想。サービスのペントアップ需要が根強いなか、人手不足に対応した省力化投資などが実施される公算。

### 鉱工業生産の内訳



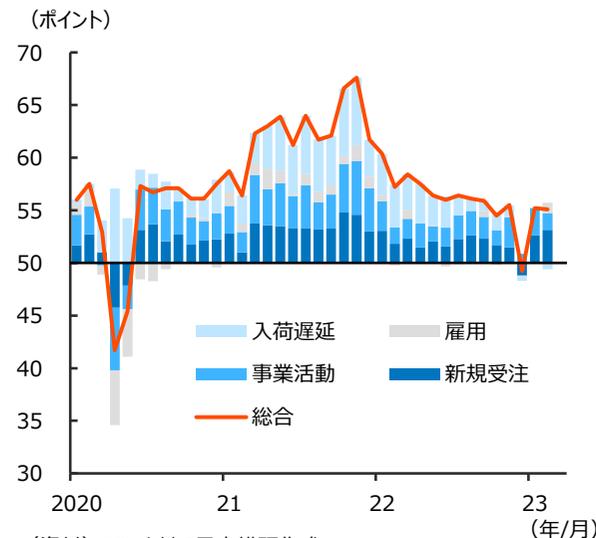
(資料) FRBを基に日本総研作成

### ISM製造業景況感指数



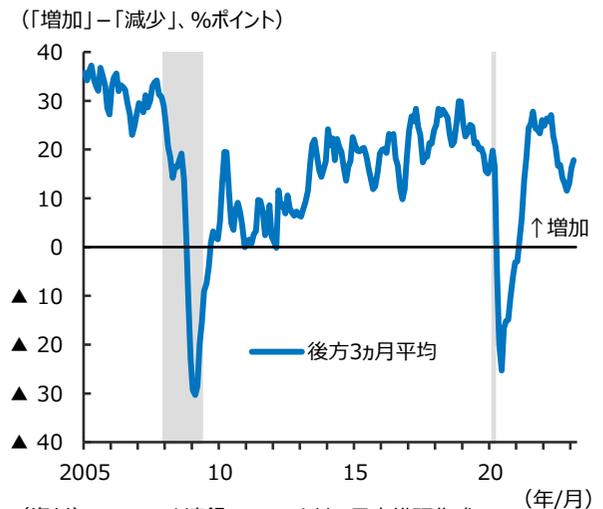
(資料) ISMを基に日本総研作成

### ISM非製造業景況感指数



(資料) ISMを基に日本総研作成

### サービス業の設備投資見通し（6ヵ月先）



(資料) ニューヨーク連銀、NBERを基に日本総研作成

(注) ニューヨーク連銀地区の企業が対象。シャドーは景気後退期。

# トピックス①：金融システム不安が生じた場合のリスクシナリオ

## ◆一部の金融機関が経営破綻

米国の金融環境は急速にタイト化。一部の金融機関が相次いで経営破綻したことが主因。もっとも、政策当局の迅速な対応で、経営破綻による金融システム全体への悪影響は限定的にとどまっており、経済への影響も現時点では軽微と予想。政策当局は破綻した2行の預金を全額保護する方針であるほか、FRBは銀行向けの新たな資金供給プログラム(BTFP)を発表するなど、流動性供給策を拡充。

## ◆先行きに対する懸念は根強く残存

ただし、金融機関にとっては、金利上昇による債券評価損の発生や長短金利の逆ザヤで収益が圧迫されやすい市場環境が続くと見込まれるなど、先行きも厳しい状況は持続。金融システム不安が強まる場合は、以下の経路を通じて実体経済に大きな悪影響。

第1に、企業の資金調達環境の悪化。社債スプレッドは今のところ目立った拡大はみられていないが、信用不安が高まる場合、企業の調達金利急騰で設備投資が収縮する可能性。

第2に、企業による人員削減の加速。企業が事業の先行きについて悲観的な見方を強めることで、人員削減が経済全体に広がる場合、足元で低位にとどまる解雇者が急増し、失業率は急上昇する可能性。

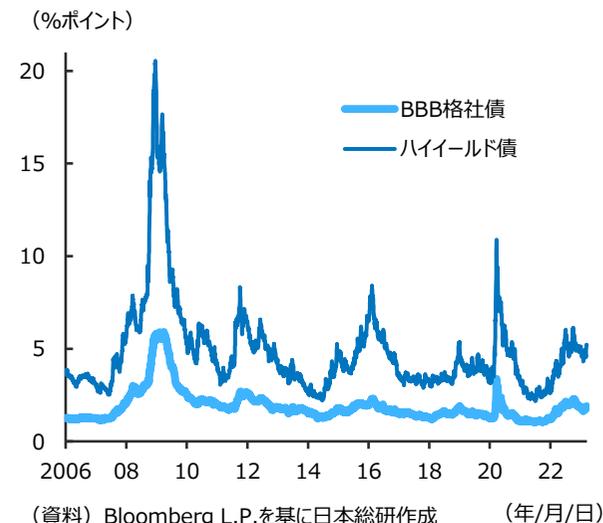
第3に、株安による逆資産効果。株価は今のところコロナ前水準を上回っているものの、企業業績への懸念やリスク回避の動きなどが強まる場合、保有資産価値の下落を受けて、家計は消費を手控える可能性。雇用環境の悪化と相まって、米国景気のけん引役である個人消費が腰折れする恐れ。

## 金融ストレス指数



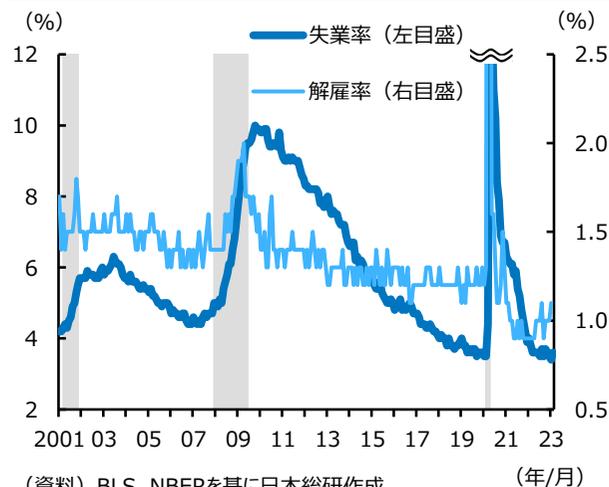
(資料) OFRを基に日本総研作成

## 企業のクレジット・スプレッド



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成 (注) 各社債と米10年国債との利回り差。

## 失業率と解雇率



(資料) BLS, NBERを基に日本総研作成  
(注1) 解雇率は、解雇者数(レイオフ含む)/雇員数で算出。  
(注2) シャドーは景気後退期。

## 株価



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

# トピックス②：先行きも移民が労働供給拡大のカギ

## ◆労働力人口は増加基調

労働供給の回復は持続。2月の労働力人口は前月差+41.9万人と大幅に増加。

労働力人口の増加には、生産年齢人口の増加と労働参加率の上昇がともに影響。生産年齢人口は15万人の増加。とりわけ、海外出身者の増加が顕著。バイデン政権が前政権よりも移民希望者に寛容であることや、コロナ禍の水際対策が緩和されたことが背景。

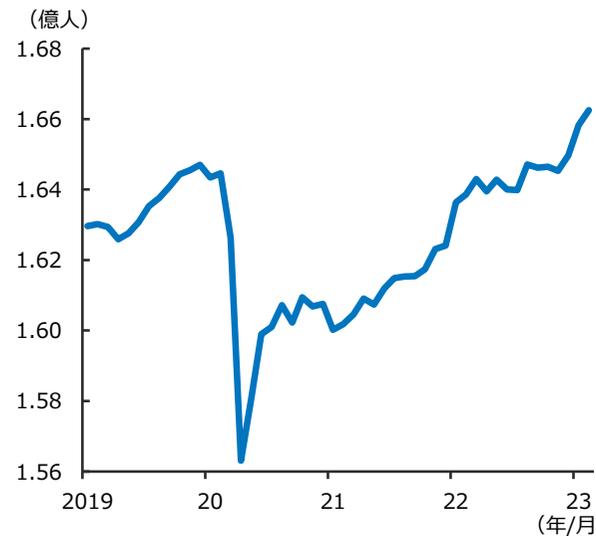
さらに、労働参加率も62.5%と、前月から0.1%ポイント改善。年代別にみると、中高年層はコロナ前を下回る水準で低迷している一方、プライムエイジ層の復職は進んでおり、全体を押し上げ。

## ◆移民が先行きの労働供給を大きく左右

先行きも、労働力人口は増勢を維持する見通し。移民をけん引役に生産年齢人口は増加し続けると予想。労働統計局による将来推計では、生産年齢人口は24年にかけて年間200万人以上のペースで増加する見込み。

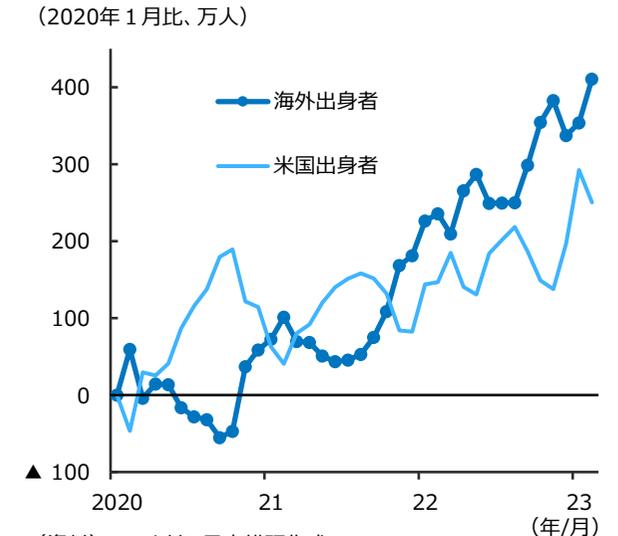
移民流入の増加は、プライムエイジ層の労働参加率を押し上げる可能性。3月の地区連銀経済報告によると、地域によってはチャイルドケアの供給不足が子育て世代の就労を阻害。チャイルドケアの雇用者数はコロナ前と比べて3%減少。人手不足で賃金や価格が上昇。チャイルドケアの雇用は、移民への依存度が他業種よりも高く、移民労働力の増加が同業種の人手不足を緩和させることで、子育て世代の労働市場への復帰を促す要因に。

## 労働力人口



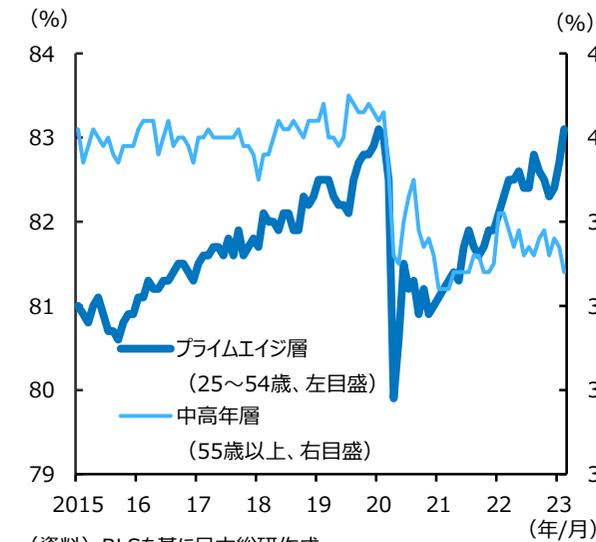
(資料) BLSを基に日本総研作成

## 生産年齢人口の増減 (16歳以上)



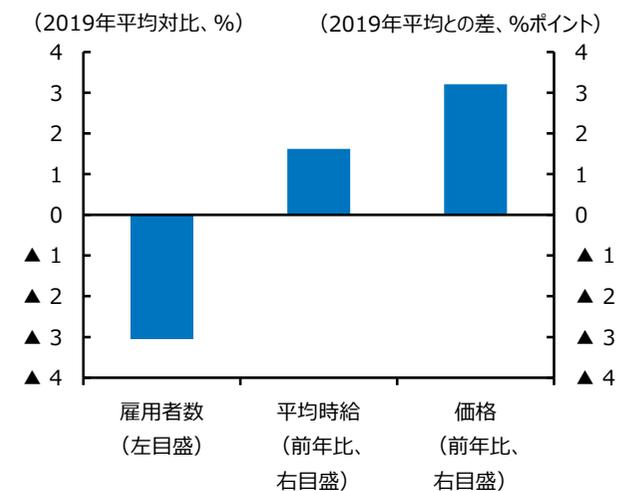
(資料) BLSを基に日本総研作成

## 労働参加率



(資料) BLSを基に日本総研作成

## チャイルドケア関連の雇用・価格指標



(資料) BEA、BLSを基に日本総研作成

(注) 雇用者数は2月、その他は1月。インフレ率はPCEデフレーター。

# 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、非製造業を中心に設備投資が増加することで、プラス成長を維持すると予想。

2023年終盤には、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当面は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年終盤には、インフレの沈静化を受けて利下げを開始する想定。バランスシートを縮小する量的引き締め(Q T)は継続。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、23年終盤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

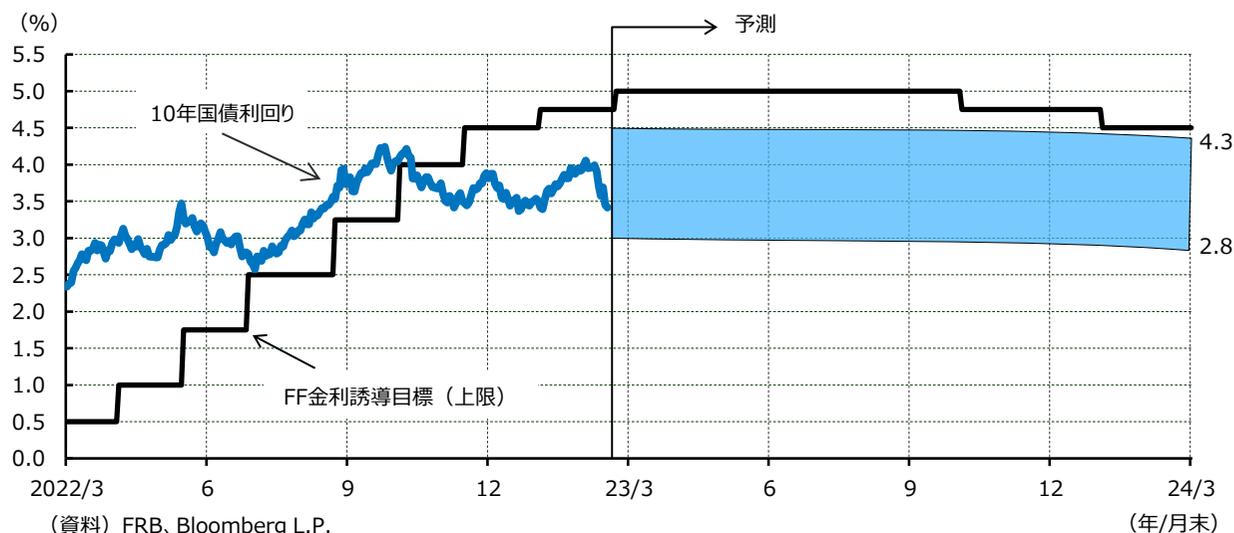
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	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)			(予測)				(実績)			
実質GDP	▲ 0.6	3.2	2.7	0.6	0.4	0.9	0.6	1.2	2.1	1.2	1.3
個人消費	2.0	2.3	1.4	2.3	0.7	0.7	0.4	0.9	2.8	1.5	1.0
住宅投資	▲ 17.8	▲ 27.1	▲ 25.9	▲ 14.0	▲ 9.8	▲ 2.2	▲ 0.2	3.5	▲ 10.7	▲ 15.7	3.4
設備投資	0.1	6.2	3.3	2.0	1.8	1.8	2.3	3.0	3.8	2.6	2.7
在庫投資 (寄与度)	▲ 1.9	▲ 1.2	1.5	▲ 0.9	▲ 0.6	▲ 0.2	0.0	0.2	0.7	▲ 0.3	0.1
政府支出	▲ 1.6	3.7	3.6	1.5	1.2	1.2	1.0	1.0	▲ 0.6	1.8	1.0
純輸出 (寄与度)	1.2	2.9	0.5	▲ 0.2	0.3	0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.4	0.6	▲ 0.2
輸出	13.8	14.6	▲ 1.6	7.0	2.5	2.5	2.0	2.0	7.2	4.9	2.1
輸入	2.2	▲ 7.3	▲ 4.2	6.0	0.0	1.0	2.5	3.0	8.2	0.1	2.5
実質最終需要	1.8	3.3	0.8	2.2	0.9	1.1	0.9	1.4	2.4	1.6	1.4
消費者物価	8.6	8.3	7.1	6.0	4.3	3.0	2.5	2.3	8.0	3.9	2.2
除く食料・I初年	6.0	6.3	6.0	5.5	4.6	3.2	2.6	2.4	6.2	4.0	2.3

(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 : 利上げ局面は終盤に

## ◆高インフレが継続

1月のPCEデフレーターは前年比+5.4%と伸びが加速。内訳をみると、コア財の伸びは鈍化した一方、家賃などのコアサービスが全体を押し上げ。

## ◆利上げ局面は終盤に

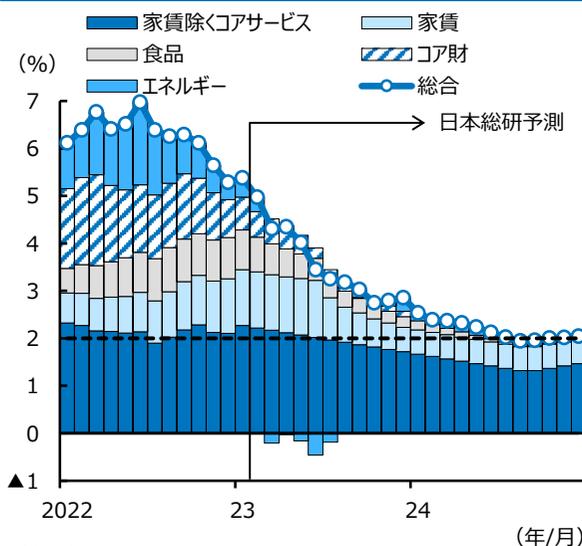
F R B のパウエル議長は、3月上旬の議会証言で今後も利上げを継続する方針を表明。高インフレが続くなか、足元の景気はF R B の想定以上に底堅く、こうした需要の強さがインフレ圧力を一段と高める可能性も示唆。もっとも、米国の一部金融機関の経営破綻が金融市場を大きく動揺させていることから、3月下旬の会合での利上げ幅は0.25%にとどめると予想。

その後、以下の2点から、F R B は様子見姿勢に転じる見通し。

第1に、賃金上昇率の低下。2月の平均時給は前月比+0.2%と、3ヵ月連続で伸びが鈍化。労働供給が増加していることが一因。先行きも労働供給の拡大が続き、賃金の伸びが現状程度に抑えられることで、賃金上昇率は1年以内にインフレ目標に整合的な前年比+3%台まで低下する見込み。賃金面からのインフレ圧力が減衰することで、インフレ率は2%へ向けて低下する見通し。

第2に、景気を過度に悪化させることへの警戒。過去の経験則として景気後退の予兆とされる逆イールド（2年債と10年債の利回りが逆転）が長期化するなど、景気後退懸念は根強い状況。既往の金融引き締めによる実体経済や物価、金融システムへの影響を見極めるため、政策の柔軟性を確保する狙い。

## PCEデフレーターの見通し（前年比）

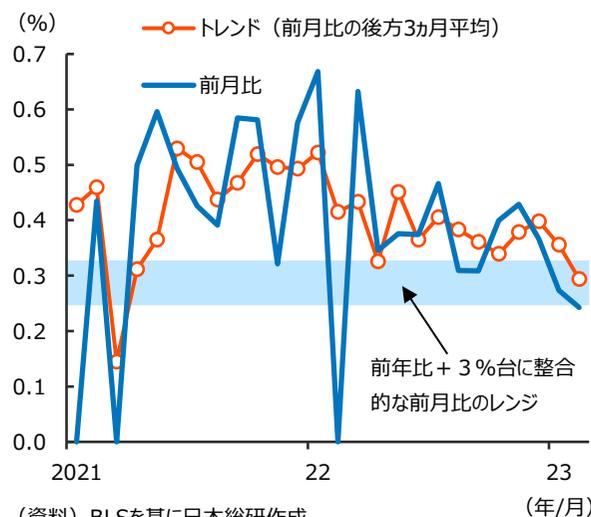


## パウエル議長の議会証言

景気	・1月の雇用、消費、生産、物価指標は、それまでのデータが示していた減速トレンドから一部反転
金融政策	・利上げ継続が適切
	・1月の経済指標は予想以上に強く、政策金利の最終到達点（ターミナルレート）が従来の想定よりも高くなる可能性
	・データを総合的に判断し、より速い引き締めが正当化されれば、利上げ幅を拡大する用意
	・3月会合（の利上げ幅）については、未定

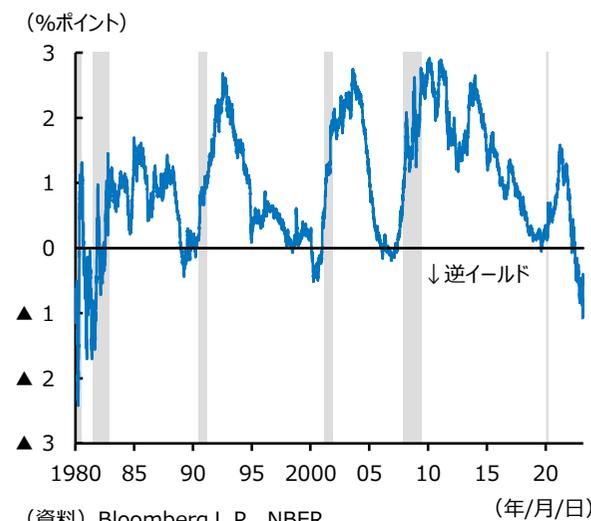
(資料) FRB、各種報道を基に日本総研作成

## 平均時給（前月比、民間全体）



(注) レンジ内の伸びが1年続いた場合、前年比は+3%台に回帰。

## 米国債の長短金利差（10年債－2年債）



(注) シャドローは景気後退期。

### 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)
20/2	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
23/2	133.12	142.47	1.0703	▲0.0189	▲0.01	0.50	27509.11	4.57	4.89	3.75	33648.26	4079.68	2.27	2.64	2.41	3.45	4238.13	76.86	1853.67