

---

# 米国経済展望

2023年4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：商業用不動産向け融資が金融波乱の火種..... | p. 3 |
| ◆トピックス②：米国景気が意外と底堅い背景.....      | 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4月14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：個人消費は底堅く推移

## ◆先行き個人消費は増加

2月の実質個人消費は前月比▲0.1%と小幅に減少。1月に急増した自動車や飲食・宿泊などの反動減が全体を下押し。

先行きの個人消費は、サービスを中心に緩やかな増加が続く見通し。サービス消費はコロナ前のトレンドに回帰しておらず、回復の余地が大。消費全体としては、以下の2点が下支え要因となる見込み。

第1に、良好な雇用情勢。3月の非農業部門雇用者数は前月差+23.6万人と高い伸びが続いているほか、失業率も3.5%と前月から低下。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。

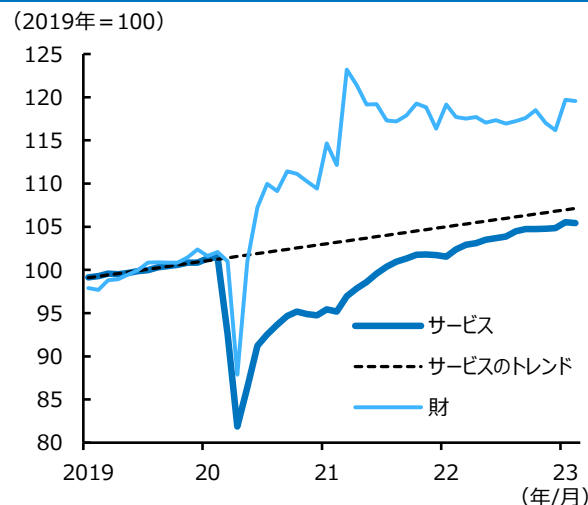
第2に、過剰貯蓄の取り崩し。コロナ禍で積み上がった家計の過剰貯蓄は、マクロで1兆ドル以上残存。所得の伸びがコロナ前の水準まで低下すると仮定した場合でも、当面は貯蓄の取り崩しで支出増加ペースを維持可能。

## ◆住宅投資は低迷が続く見通し

2月の住宅販売件数は年率522万件と前月から大幅に増加。同月の着工件数も年率145万件と持ち直し。

もっとも、昨年来の住宅投資の低迷は続く見通し。一部米銀の経営破綻を受け、金融機関は住宅ローンの貸出態度を一段と厳格化させると予想。こうした動きは家計の住宅取得、ひいては住宅着工を下押しする見込み。

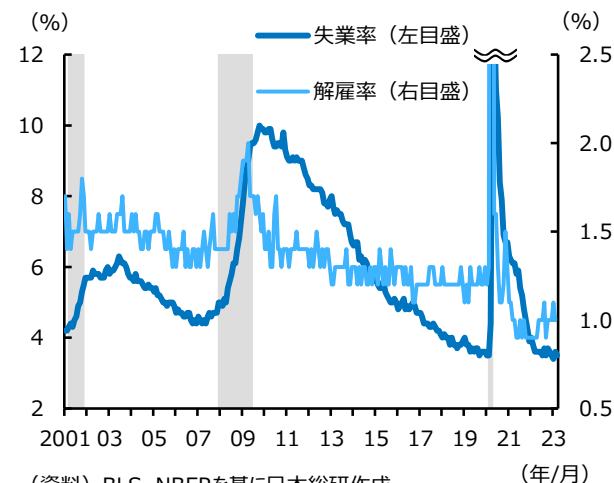
## 実質個人消費



(資料) BEAを基に日本総研作成

(注) サービスのトレンドは、2019年の増加ペースを延長。

## 失業率と解雇率

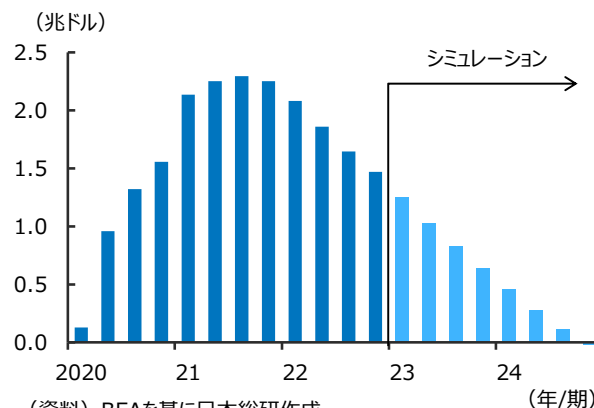


(資料) BLS、NBERを基に日本総研作成

(注1) 解雇率は、解雇者数(レイオフ含む)/雇用者数で算出。

(注2) シャドーは景気後退期。

## 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年平均に回帰し、個人消費が日本総研見通しに沿って推移すると仮定。

## 住宅販売・着工件数 (年率)



(資料) U.S. Census Bureau、NARを基に日本総研作成

# 景気概況：設備投資は減速へ

## ◆足元の企業活動は堅調

2022年10～12月期の実質GDP（確報値）は前期比年率+2.6%と高めの伸び。産業別の内訳をみると、供給制約の緩和を背景に製造業などの財生産部門が伸びたほか、サービス部門が全体を押し上げ。

## ◆非製造業は底堅い一方、製造業は低迷へ

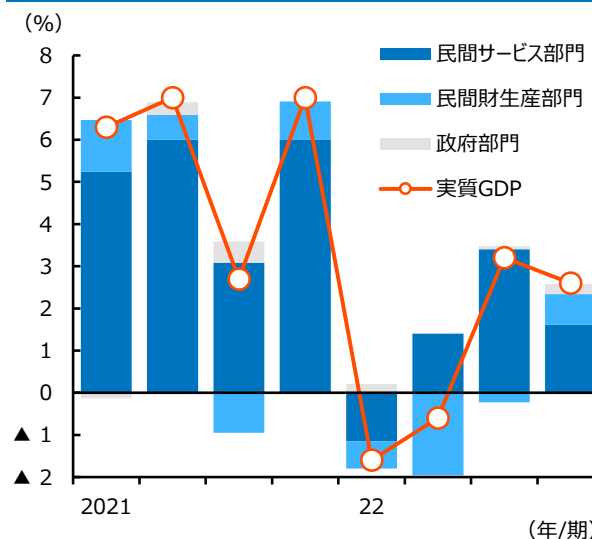
先行きも、非製造業は総じて底堅く推移する見通し。3月のISM非製造業景況感指数は51.2と、良し悪しの分かれ目となる50を上回る水準。商品のリードタイムの改善など供給制約が緩和するなか、事業活動の拡大や新規受注の増加が全体を下支え。業種別にみると、全18業種のうち、飲食・宿泊や娯楽など12業種の新規受注が増加。

非製造業とは対照的に、製造業の生産活動は低迷する見通し。3月のISM製造業景況感指数は46.3と、5ヵ月連続で50を下回る水準。巣ごもり消費の一巡や金融引き締めなどを受けた財需要の減速を反映し、多くの業種で新規受注が減少。

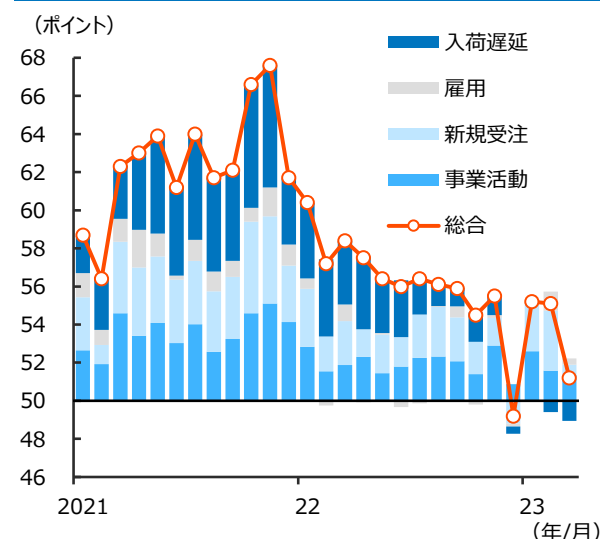
## ◆設備投資は減速へ

設備投資の伸びは鈍化する見込み。資金調達環境の悪化が主因。一部米銀が経営破綻する前の1月時点で、金融引き締めを背景に銀行は企業向けの貸出態度を既に厳格化。銀行への規制強化は、こうした動きに拍車をかける公算大。項目別では、非製造業を中心に知的財産投資の増加は続くものの、製造業の機械投資などは減少すると予想。

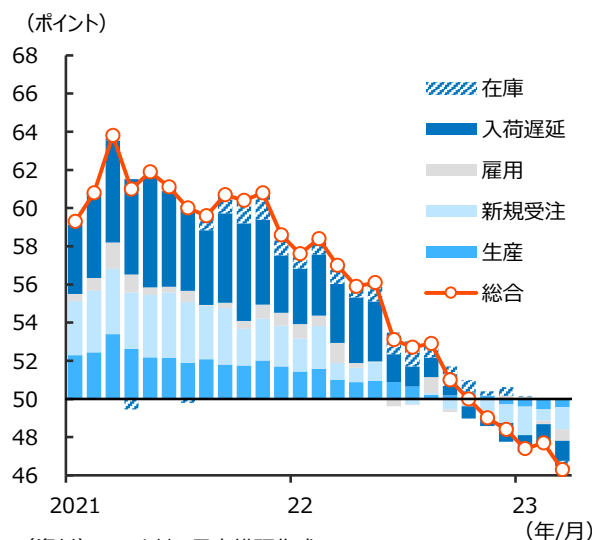
産業別の実質GDP（前期比年率）



ISM非製造業景況感指数

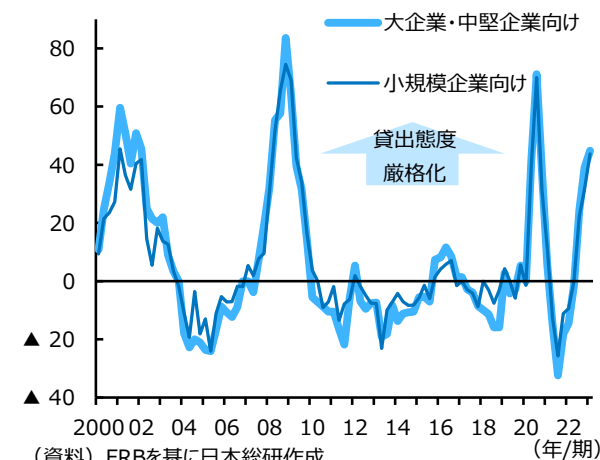


ISM製造業景況感指数



米銀の企業向け貸出態度DI

（「厳格化」-「緩和」、%ポイント）



（注）最新値は1月時点。大企業・中堅企業は年間売上が5000万ドル以上、小規模企業は同未満。

# トピックス①：商業用不動産向け融資が金融波乱の火種

## ◆金融機関の収益環境厳しく

足元では、金融システムに対する懸念がやや緩和。一部米銀の相次ぐ経営破綻を受け、中小銀行を中心に預金が急速に流出したものの、政策当局の対応などにより事態は落ち着きつつある状況。

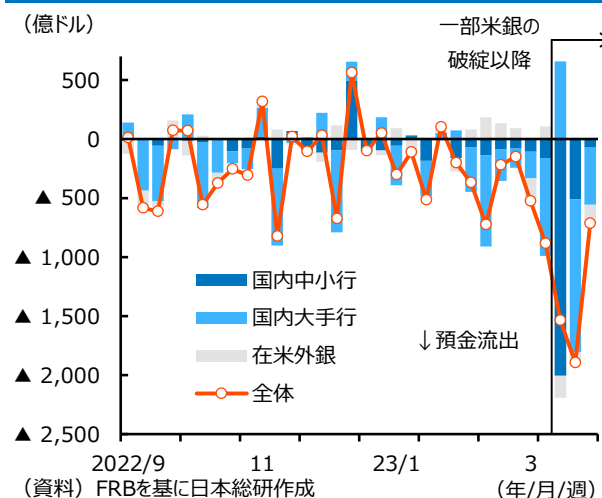
もっとも、金融機関にとって厳しい収益環境は続く見込み。理由は、金融引き締め  
の長期化が見込まれるなか、金利上昇による債券評価損の発生や長短金利の逆ザヤで収益が圧迫されやすい状況が続くため。

## ◆商業用不動産向け融資の質低下に注意

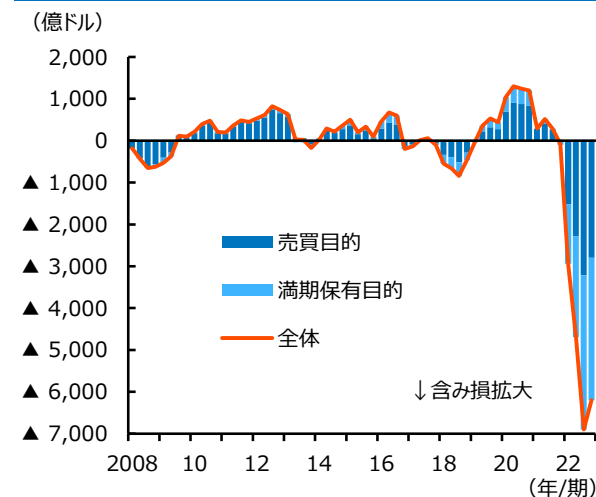
金融機関経営を一段と下押しするリスク要因として、商業用不動産向け融資が指摘可能。コロナ禍を契機に在宅勤務が普及したことで、オフィスなどの商業用不動産の需要は減少。NARの試算によると、全米のオフィス空室率はコロナ前の9.5%から足元の12.5%へ上昇。多くの地域で需要が低迷しており、人口上位200都市の6割以上でオフィス空室率は上昇。

こうした需要の低迷から関連産業の倒産が増加し、商業用不動産向け融資の質が低下する場合、信用コスト増を通じて中小銀行の収益が悪化する可能性。中小銀行は、商業用不動産向け融資全体の7割を保有するほか、ポートフォリオにおける同融資への集中度合いも高。中小銀行の経営状況が悪化すれば、家計や企業向けの貸出態度が一段と厳格化するなど、実体経済への下押し圧力となるリスク。

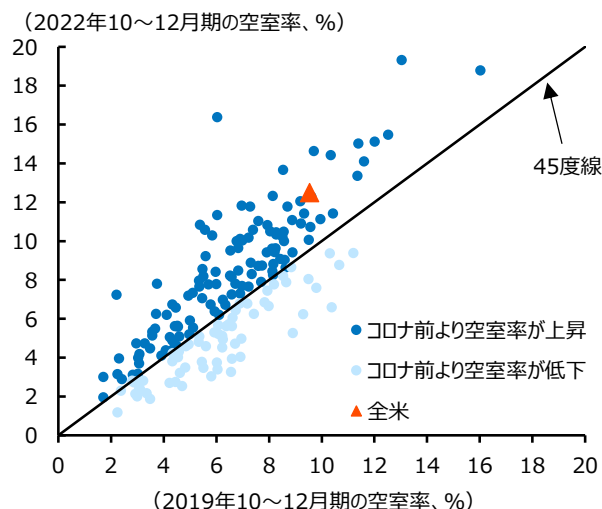
## 米商業銀行の預金の変化（前週差）



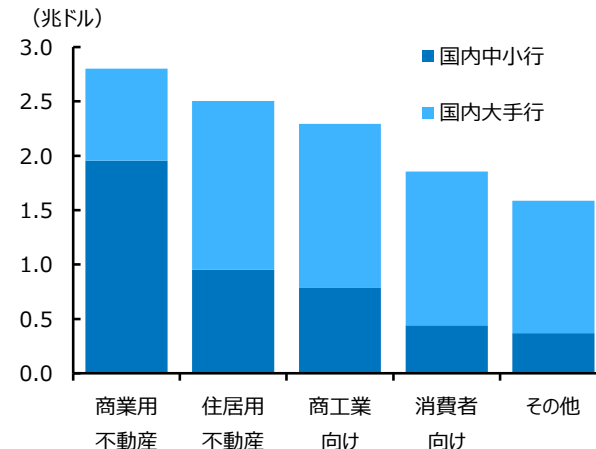
## 米金融機関が保有する有価証券の含み損益



## オフィス空室率の変化（人口上位200都市）



## 米国内銀行が保有するローン残高（種類別）



## トピックス②：米国景気が意外と底堅い背景

### ◆後退懸念は根強い一方、足元の景気は堅調

米国では、景気後退懸念が根強い状況。たとえば、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）は、2022年7月以降に常態化。

もっとも、実際の米国景気は足元にかけて堅調に推移。22年10～12月期の実質GDPは、利上げ開始前に比べて年率2,000億ドル近く増加。23年1～3月期の実質GDP成長率も前期比年率+2.0%と、潜在成長率を上回る高めの伸びを予想。

### ◆景気底堅さの背景に、米国経済の構造要因

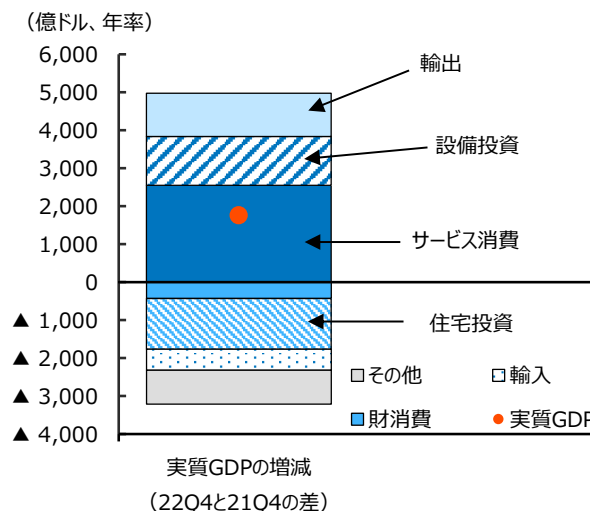
景気が底堅い背景として、以下の3点が指摘可能。

第1に、堅調なサービス消費。GDP全体の4割強を占めるサービス消費は、住宅投資や耐久財消費などに比べて金利上昇のマイナス影響を受けにくい性質。

第2に、知的財産投資のシェア拡大。デジタル化の進展に伴い、ソフトウェアを中心とする知的財産への投資はすう勢的に増加。知的財産投資は陳腐化のスピードが速く、更新投資ニーズも強いいため、他の資本よりも増加しやすい性質あり。

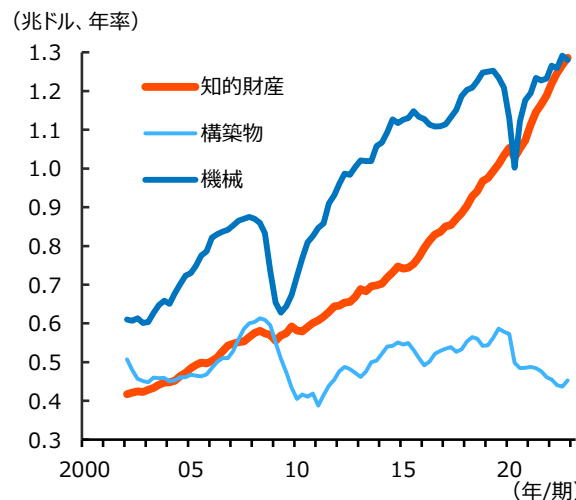
第3に、エネルギーの調達環境の変化。シェール革命によりシェールオイル・ガス開発が本格化したことで、米国は石油製品や天然ガスの純輸出国に転換。こうした構造変化は、輸出の押し上げ要因に。さらに、純輸出国に転換した2010年代半ば以降、資源価格が上昇しても交易条件が悪化しにくくなったことで、海外への所得流出が抑制される側面も。

### 2022年10～12月期の実質GDP（前年差）



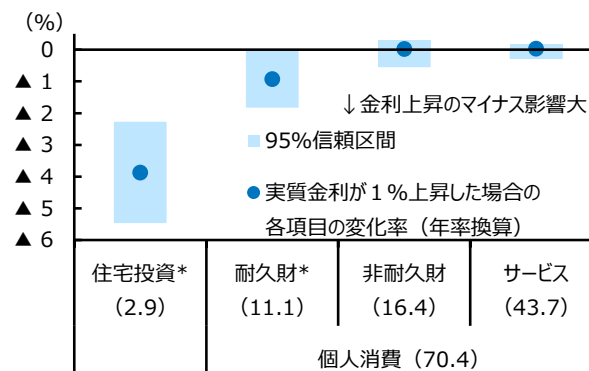
(資料) BEAを基に日本総研作成

### 実質設備投資の内訳



(資料) BEAを基に日本総研作成

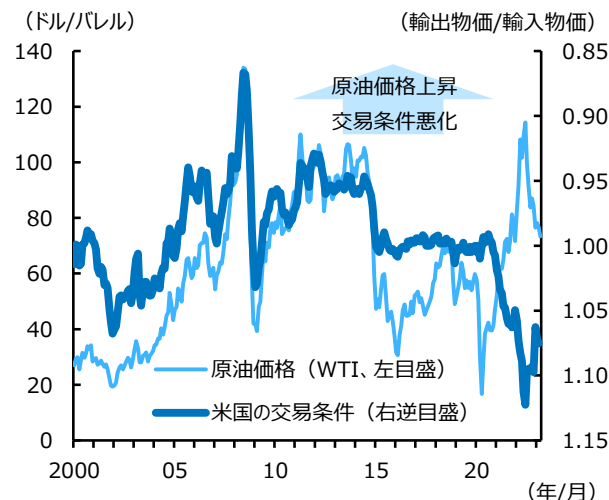
### 個人消費と住宅投資の金利弾性値



(資料) BEA、FRBを基に日本総研作成

(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（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。()内はGDPに占める割合（22Q4時点、%）。

### 原油価格と米国の交易条件



(資料) BLS、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(注) 交易条件 = 輸出物価指数/輸入物価指数で算出。



# 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、金融環境の引き締めが景気を下押し。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金融引き締め姿勢を維持する見通し。政策金利は、5月の会合で0.25%ポイント引き上げられた後、5.25%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

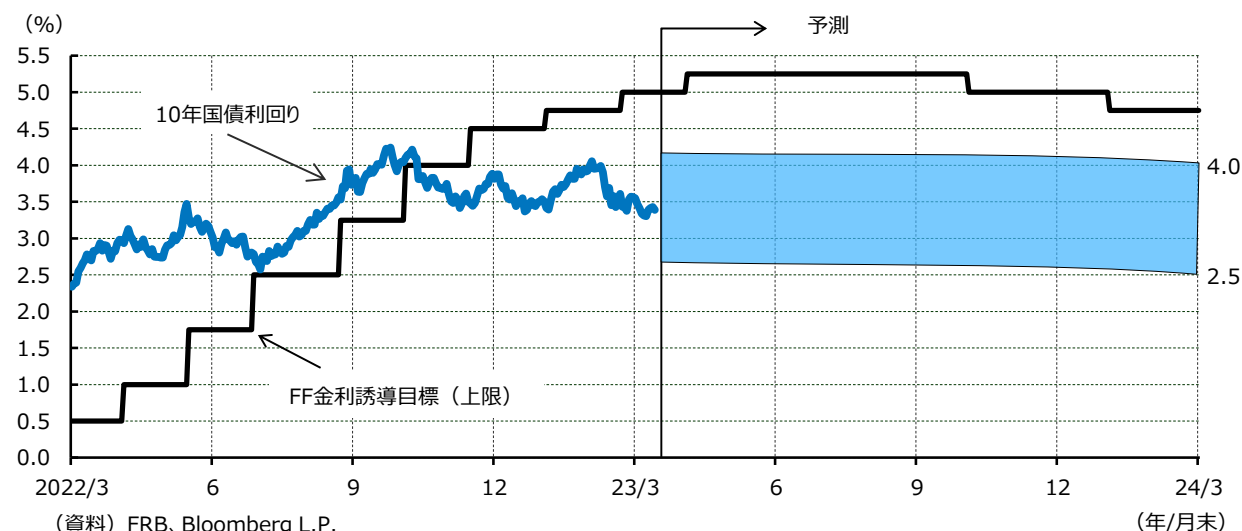
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

|            | 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)   | (予測)   |       |
| 実質GDP      | ▲ 0.6  | 3.2    | 2.6    | 2.0   | 0.5   | 0.6   | 0.5   | 0.9   | 2.1    | 1.5    | 1.0   |
| 個人消費       | 2.0    | 2.3    | 1.0    | 4.4   | 0.5   | 1.1   | 0.6   | 0.9   | 2.7    | 2.0    | 1.1   |
| 住宅投資       | ▲ 17.8 | ▲ 27.1 | ▲ 25.1 | ▲ 6.3 | ▲ 4.6 | ▲ 0.8 | 1.0   | 2.2   | ▲ 10.6 | ▲ 12.6 | 1.4   |
| 設備投資       | 0.1    | 6.2    | 4.0    | 1.2   | 0.6   | 0.2   | 0.7   | 1.3   | 3.9    | 2.0    | 1.4   |
| 在庫投資（寄与度）  | ▲ 1.9  | ▲ 1.2  | 1.5    | ▲ 1.4 | ▲ 0.4 | ▲ 0.4 | 0.0   | 0.2   | 0.7    | ▲ 0.4  | 0.0   |
| 政府支出       | ▲ 1.6  | 3.7    | 3.8    | 2.0   | 1.5   | 1.2   | 1.0   | 1.0   | ▲ 0.6  | 2.1    | 1.1   |
| 純輸出（寄与度）   | 1.2    | 2.9    | 0.4    | 0.0   | 0.3   | 0.0   | ▲ 0.2 | ▲ 0.3 | ▲ 0.4  | 0.6    | ▲ 0.2 |
| 輸出         | 13.8   | 14.6   | ▲ 3.7  | 4.8   | 2.5   | 2.5   | 2.0   | 2.0   | 7.1    | 3.9    | 2.1   |
| 輸入         | 2.2    | ▲ 7.3  | ▲ 5.5  | 3.2   | 0.0   | 1.5   | 2.5   | 3.0   | 8.1    | ▲ 0.8  | 2.5   |
| 実質最終需要     | 1.8    | 3.3    | 0.5    | 3.4   | 0.8   | 1.1   | 0.9   | 1.1   | 2.4    | 1.8    | 1.2   |
| 消費者物価      | 8.6    | 8.3    | 7.1    | 5.8   | 4.3   | 3.0   | 2.5   | 2.3   | 8.0    | 3.9    | 2.2   |
| 除く食料・エネルギー | 6.0    | 6.3    | 6.0    | 5.6   | 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

## ◆金融不安が燃るなかでも利上げ継続

FRBは、3月に開催されたFOMCで政策金利を0.25%ポイント引き上げ。米国の一部の金融機関が経営破綻したことで、金融システム不安が強まったものの、高インフレへの警戒を緩めず、金融システム上の懸念に対しては、新設された銀行向けの資金供給プログラム（BTFP）などの流動性供給策や金融規制で対応する方針。

## ◆次回会合で利上げは打ち止め

FRBは、次回5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。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。2月のPCEデフレーターはコアサービスが全体を押し上げた一方、コア財の伸びは低下し、全体では前年比+5.0%と騰勢鈍化。インフレ率の上振れに対するFOMC参加者のリスク認識もやや後退。

第2に、労働需給の緩和。求人の減少を主因に労働需要が頭打ちとなる一方、移民の増加などを受けて労働供給を示す労働力人口は増勢を維持。これにより労働市場の需要超過幅（労働需給ギャップ）は低下しており、賃金面からのインフレ圧力は減衰。

第3に、景気を過度に悪化させることへの警戒。先行き、政策金利がインフレ率を上回る状況が続くと見込まれるほか、金融機関の融資姿勢の厳格化が景気下押しに作用する可能性。これらが実体経済や物価、金融システムに与える影響を見極めるため、政策の柔軟性を確保する狙い。

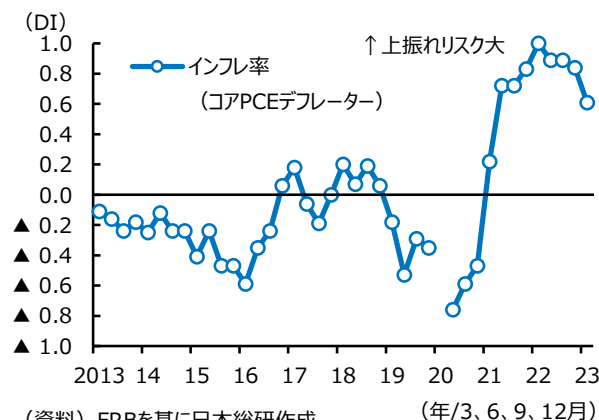
## 一連の銀行破綻に関するFRBの認識

|    |                                   |
|----|-----------------------------------|
| 総評 | ・米国の銀行システムは健全で強靱                  |
| 対策 | ・銀行システムの状況を注視し、必要に応じてあらゆる手段を講じる用意 |
|    | ・貸出ファシリティ（連銀貸出やBTFP）などの金融安定ツールが中心 |
|    | ・（銀行の）監督・規制強化が必要                  |
| 影響 | ・家計や企業の信用状況を引き締め、景気・雇用・物価を下押す可能性  |

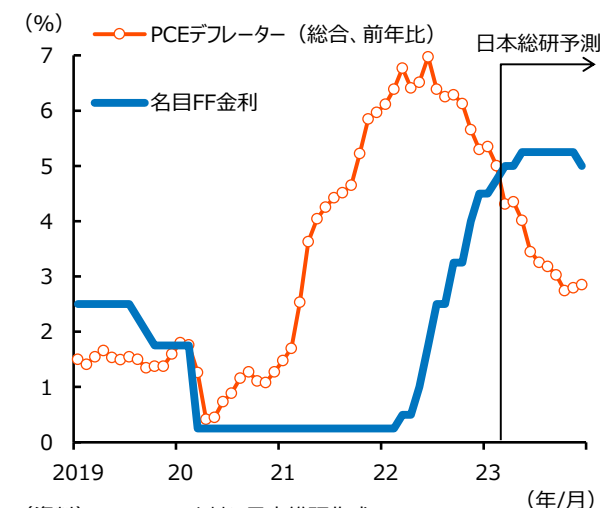
（資料）FRBを基に日本総研作成

（注）3月のFOMC声明文、パウエル議長の会見などに基づき作成。

## FOMC参加者のリスク認識DI



## インフレ率と政策金利の見通し



## 労働需要と労働供給

