
米国経済展望

2023年6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：人手不足は緩和、賃上げ圧力は低下へ.....	p. 3
◆米国景気・金利見通し.....	p. 4
◆Fed Watch：インフレ率鈍化と失業率上昇で利上げ見送りへ.....	p. 5

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6月19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

◆雇用情勢は良好

5月の非農業部門雇用者数は前月差＋33.9万人とコロナ前を上回る高めの伸び。専門サービスや医療、娯楽といった民間サービス部門が雇用増加をけん引。

◆先行きの個人消費はサービスが下支え

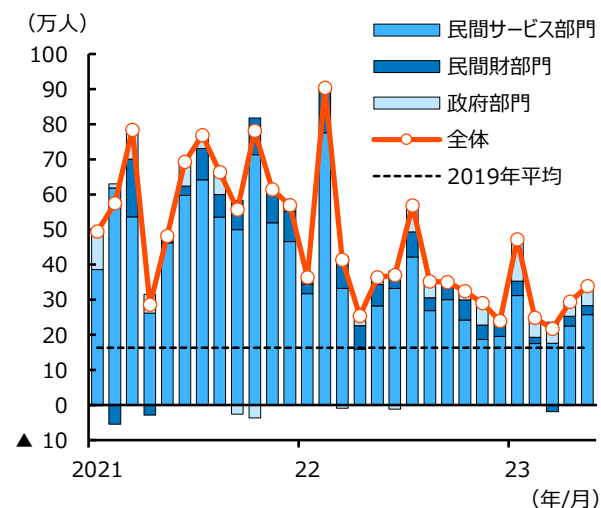
4月の実質個人消費は前月比＋0.5%と高めの伸び。内訳をみると、供給制約の緩和を背景に自動車などの財消費が増加したほか、金融・保険や娯楽、輸送といったサービス消費も増加。

先行き、金利上昇のマイナス影響を受けやすい財は頭打ちとなる一方、サービスがけん引役となり、個人消費は全体として緩やかな増加が続く見通し。次の2点が消費の原資となる見込み。

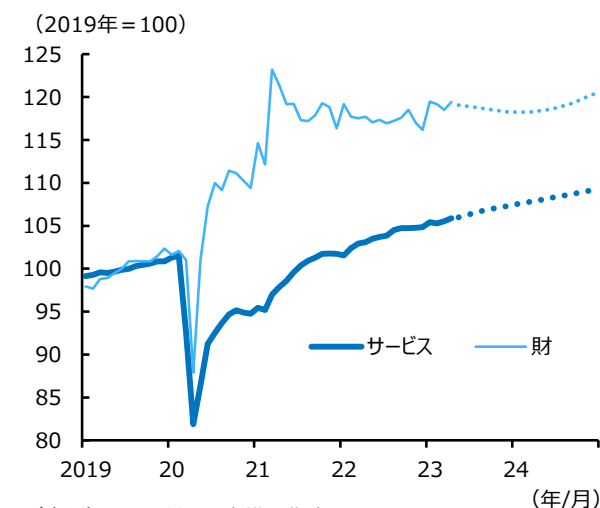
第1に、過剰貯蓄の取り崩し。コロナ禍の活動制限による消費抑制や政府による現金給付などの経済対策によって累積した家計の過剰貯蓄は、マクロで5,000億ドル以上残存。これは、今秋まで現行の支出増加ペースを維持可能な規模。

第2に、実質賃金の上昇。5月の実質賃金（平均時給ベース）は前年比＋0.3%と、2021年3月以来のプラスに転換。労働需給の緩和などから名目賃金上昇率の鈍化が続く一方、それを上回るペースでインフレ率が低下していることが背景。先行きも、インフレ率の低下が続くことで、実質賃金上昇率はプラス圏で推移する見通し。

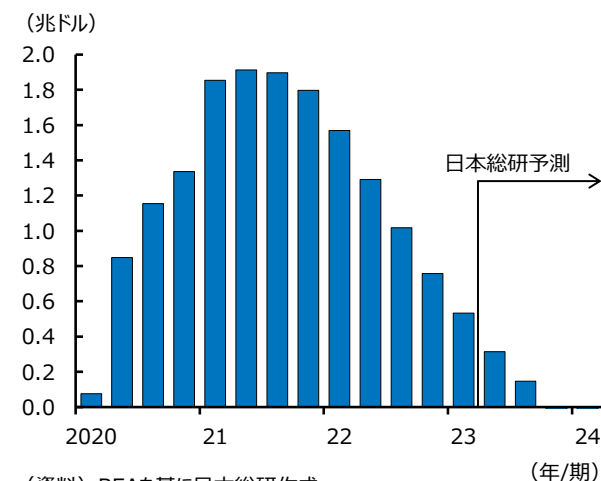
非農業部門雇用者数（前月差）



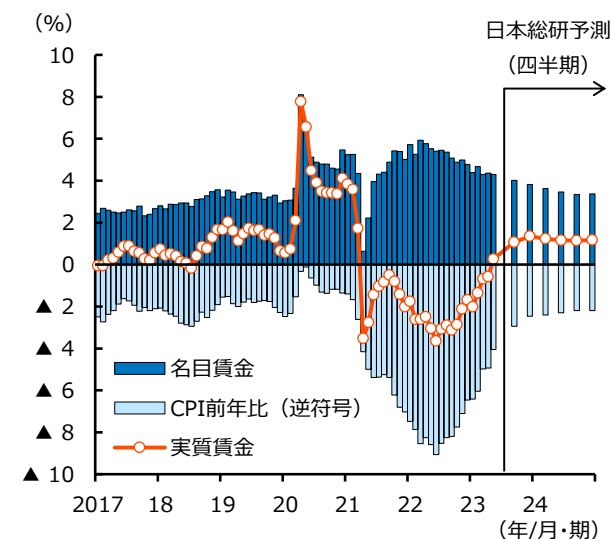
実質個人消費の見通し（財・サービス別）



家計の過剰貯蓄（ストック）



実質賃金（前年比）



景気概況：非製造業は底堅い一方、製造業は低迷

◆非製造業は底堅い一方、製造業は低迷

非製造業活動は減速しつつも底堅く推移。5月のISM非製造業景況感指数は50.3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、宿泊・飲食業や対企業サービスなど11業種の新規受注が増加。

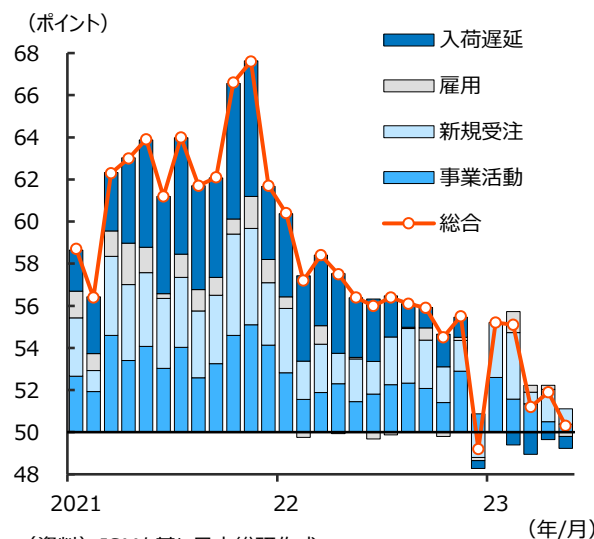
非製造業とは対照的に、製造業は調整局面が長期化。5月のISM製造業景況感指数は46.9と、7ヵ月連続で50を下回る水準。巣ごもり消費の終息や金融引き締めなどを受けた財需要の減速を反映して新規受注が減少。受注残も8ヵ月連続で減少しており、生産活動の重石に。

◆機械投資を中心に設備投資は減速へ

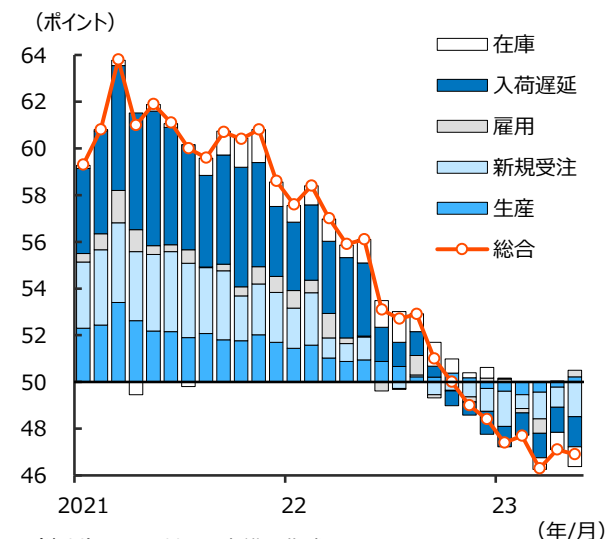
設備投資は全体として減速する見通し。製造業による投資低迷が背景。ISMが5月に実施した調査では、非製造業が今年の設定投資見通しを上方修正した一方、製造業は大幅に下方修正。

項目別では、機械投資の減少幅が大きくなる見込み。米銀は金融引き締めなどを背景に企業向けの貸出態度を厳格化しており、機械投資はそのマイナス影響が他の設備投資と比べて大。試算によると、銀行の貸出態度DIが1%ポイント上昇（厳格化）すると、機械投資は前年比▲0.3%ポイント減少する傾向。

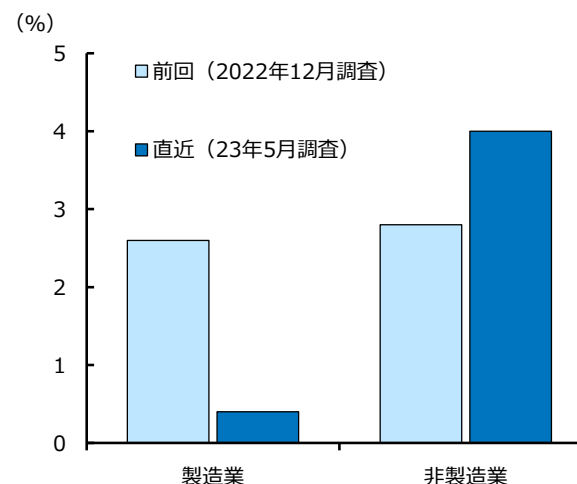
ISM非製造業景況感指数



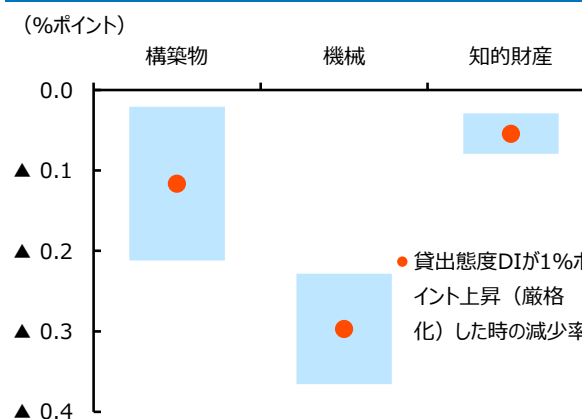
ISM製造業景況感指数



2023年の設備投資見通し（業種別、前年比）



貸出態度の厳格化が設備投資に与える影響



（資料）FRB、BEAを基に日本総研作成
（注）各項目（前年比）を銀行の企業向け貸出態度DIで回帰した時の係数。DIは大・中堅向けと中小向けの単純平均を使用。推計期間は2003年Q1～23年Q1。シャドーは95%信頼区間。

トピック：人手不足は緩和、賃上げ圧力は低下へ

◆人手不足は緩和

米国では、人手不足が緩和。人手不足の度合いを示す労働需給バランスは、利上げ開始以降で160万人改善。この背景として、需給両面の要因が指摘可能。

需要面では、求人件数の減少。4月末の求人件数は、利上げ開始前に比べて150万件減少。

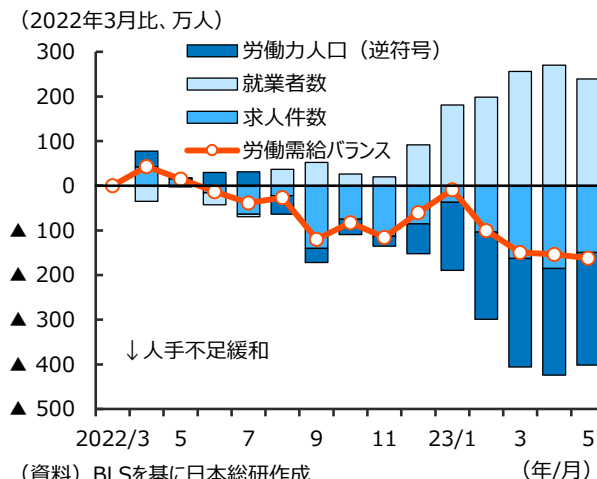
供給面では、労働力人口の増加。5月の労働力人口は利上げ開始前に比べて250万人増加。これには、生産年齢人口の増加と労働参加率の上昇がともに影響。バイデン政権が前政権よりも移民希望者に寛容であることなどから、海外出身者を中心に生産年齢人口は増加。さらに、プライムエイジ層の復職が進展していることで、労働参加率は改善基調を維持。

先行きも人手不足の緩和は続く見通し。景気減速を受けて企業が新規採用を手控えることで求人件数の減少は続く一方で、移民を中心に生産年齢人口が増加することで労働供給の増加が継続と予想。労働統計局による将来推計では、生産年齢人口は来年にかけて年間200万人以上のペースで増加する見通し。仮に、労働参加率が現状水準で推移した場合でも、労働力人口は年間130万人程度増加する計算に。

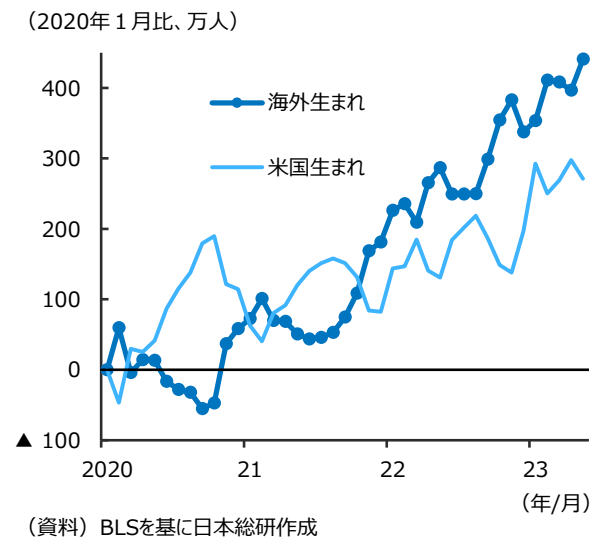
◆賃金上昇率の低下は続く見通し

こうした人手不足の緩和は、賃金上昇率を下押しする見込み。加えて、物価高が続くなかでも家計の期待インフレ率が比較的低位で安定している点も労働者の賃上げ要求を抑制する要因に。

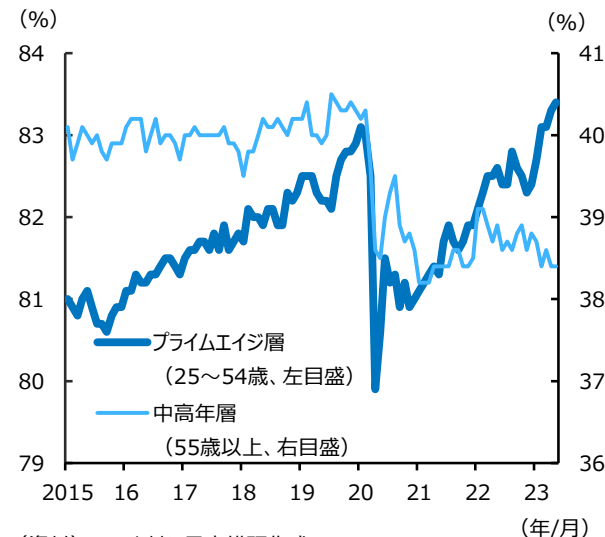
労働需給バランス



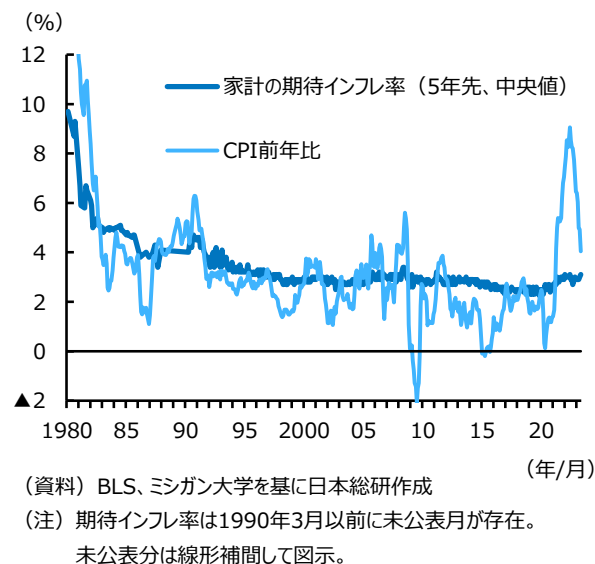
生産年齢人口の増減（16歳以上）



労働参加率



実際のインフレ率と期待インフレ率



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。高インフレや金融環境の引き締まりが景気を下押し。ただし、底堅い雇用情勢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。

2024年初には、高インフレの沈静化を受けて利下げが開始され、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、中立金利とされる2.5%を大幅に上回る5.25%で当面据え置かれると予想。24年初には、インフレの沈静化を受けて利下げを開始する見通し。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懸念の残存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、24年初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

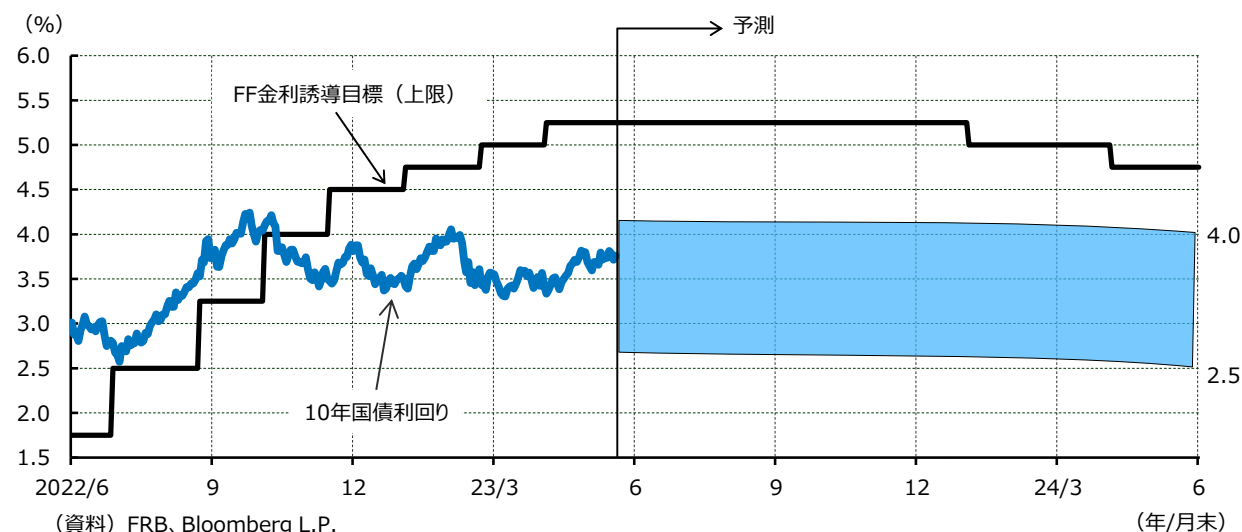
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2022年			2023年			2024年		2022年	2023年	2024年
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	(実績)	(予測)	
	(実績)			(予測)							
実質GDP	3.2	2.6	1.3	1.1	0.8	0.4	0.6	1.1	2.1	1.5	1.0
個人消費	2.3	1.0	3.8	1.6	0.9	0.7	0.9	1.4	2.7	2.0	1.2
住宅投資	▲ 27.1	▲ 25.1	▲ 5.4	▲ 2.0	▲ 0.2	1.0	2.2	2.5	▲ 10.6	▲ 11.9	1.6
設備投資	6.2	4.0	1.4	1.0	▲ 0.5	▲ 0.8	0.3	1.0	3.9	1.9	0.4
在庫投資（寄与度）	▲ 1.2	1.5	▲ 2.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.1	0.7	▲ 0.6	0.0
政府支出	3.7	3.8	5.2	2.5	1.5	1.0	0.8	0.6	▲ 0.6	3.1	1.0
純輸出（寄与度）	2.9	0.4	0.0	▲ 0.4	0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.4	0.5	▲ 0.2
輸出	14.6	▲ 3.7	5.2	0.0	3.0	2.5	2.0	2.0	7.1	3.6	2.2
輸入	▲ 7.3	▲ 5.5	4.0	2.0	1.5	2.5	3.0	3.0	8.1	▲ 0.2	2.7
実質最終需要	3.3	0.5	3.6	1.4	1.0	0.8	1.0	1.3	2.4	1.9	1.2
消費者物価	8.3	7.1	5.8	4.3	3.0	2.5	2.4	2.3	8.0	3.8	2.3
除く食料・エネルギー	6.3	6.0	5.6	5.3	3.9	3.0	2.7	2.5	6.2	4.4	2.5

(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 : インフレ率鈍化と失業率上昇で利上げ見送りへ

◆政策金利は据え置き

F R Bは、6月のF O M Cで政策金利を5.00～5.25%に維持。既往の引き締めが実体経済や物価、金融システムに与える影響を見極めるため、様子見姿勢に。

◆追加利上げの有無はデータ次第

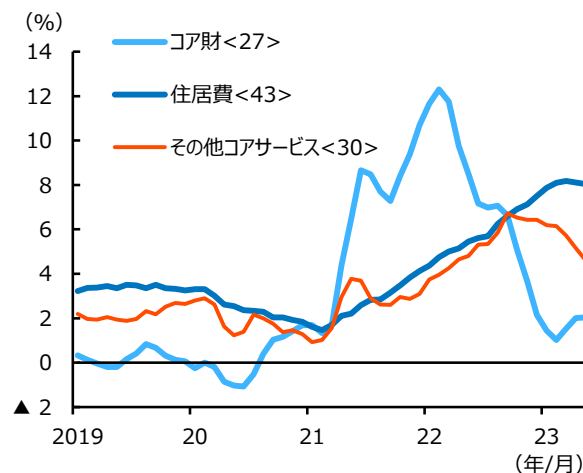
会合と同時に公表されたF O M C参加者の政策金利見通しは前回3月から上方修正され、年内に追加で2回の利上げが行われる可能性を示唆。もっとも、次の3点から、F R Bは様子見姿勢を当面維持すると予想。

第1に、インフレ率の鈍化。5月の消費者物価指数は前年比+4.0%と騰勢が鈍化。コアインフレ率は同+5.3%と高水準であるものの、本年後半にはコア物価の4割強を占める家賃の伸びの減速が強まるほか、賃金上昇率の低下がその他のサービス価格を下押しする見込み。供給制約の緩和を受けて川上のインフレ圧力は減衰しており、財価格の伸びも鈍化すると予想。

第2に、失業率の上昇。5月の失業率は3.7%と低水準ながら、先行き米国景気が減速することで緩やかに上昇する見通し。来年入り後にはF O M C参加者が想定する自然失業率の4%を上回る見込み。

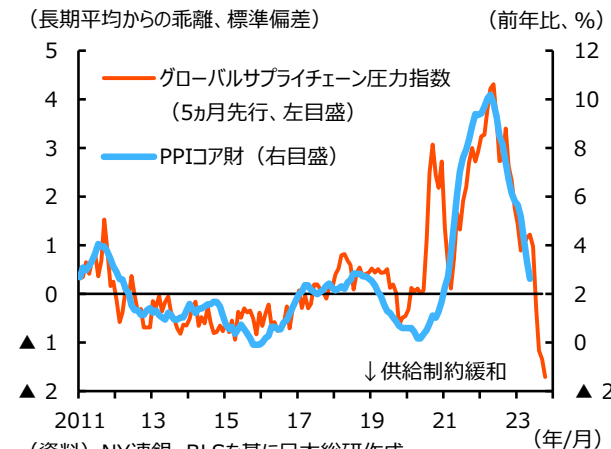
第3に、景気を過度に悪化させることへの警戒。サンフランシスコ連銀が試算する代理F F金利は6%まで上昇しており、現行の政策運営はF F金利が示す以上に引き締めめとなっている公算。これはテイラールール（インフレ率や失業率に見合った政策金利水準）が示唆する水準に達しているため、さらなる利上げの必要性は低下。

コア消費者物価指数の内訳（前年比）



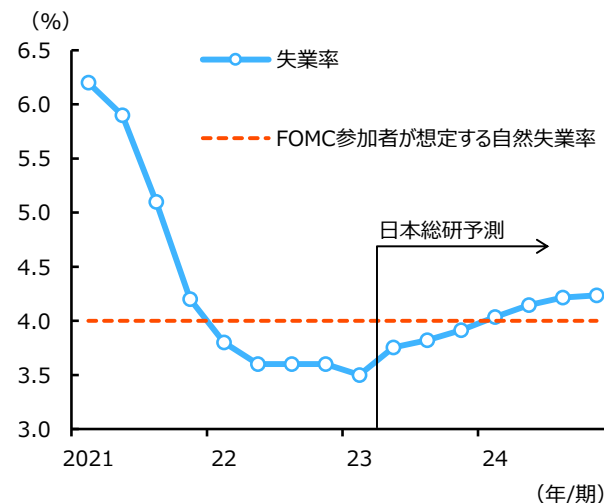
(資料) BLSを基に日本総研作成
(注) <>内はコアCPIに占める各項目のシェア（%、2023年4月）。
その他コアサービスは日本総研が算出。

財に対する川上のインフレ圧力



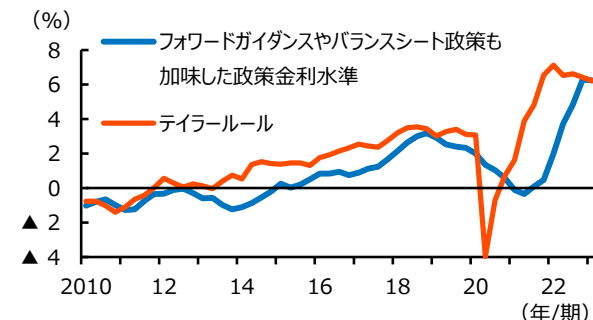
(資料) NY連銀、BLSを基に日本総研作成
(注) グローバルサプライチェーン圧力指数は、国際的な輸送コストや各国PMIなどからNY連銀が試算。PPIは、食品・エネルギーを除く最終需要財。

失業率



(資料) BLS、FRBを基に日本総研作成
(注) 自然失業率はFOMC参加者の予測中央値（2023年6月）。

テイラールールに基づく適正政策金利



(資料) SF連銀、NY連銀、BEA、CBO、BLSを基に日本総研作成
(注) テイラー規則の算出式は下記。代理FF金利=中立金利+1.13*インフレギャップ+0.67*失業率ギャップ。インフレギャップ=コアPCEデフレーター前年比-2%。失業率ギャップ=自然失業率-失業率。各係数は、代理FF金利-中立金利をインフレ/失業率ギャップで重回帰して得られる弾性値(推計期間:1987年Q1~2019年Q4、いずれも1%水準で有意)。