
米国経済展望

2023年7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：米大手銀は総じて健全ながら、中小銀行とノンバンクにリスク.....	p. 3
◆米国景気・金利見通し.....	p. 4
◆Fed Watch：次回会合を最後に利上げは打ち止め.....	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

研究員 立石宗一郎

◆本資料は2023年7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：個人消費は底堅く推移

◆サービスが個人消費を下支え

5月の実質個人消費は前月比で横ばい。内訳をみると、自動車を中心に財消費は減少した一方、輸送や医療、金融・保険といったサービス消費が増加。

先行きの個人消費は、次の2点を背景にサービス主導で緩やかに増加する見通し。

第1に、実質賃金の上昇。6月の実質賃金上昇率（平均時給ベース）は前年比+1.2%と、前月から伸びが加速。労働需給の緩和を受けて名目賃金上昇率が鈍化する一方、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、インフレ率の鈍化が続くことで、実質賃金は前年比+1%前後で推移する見通し。

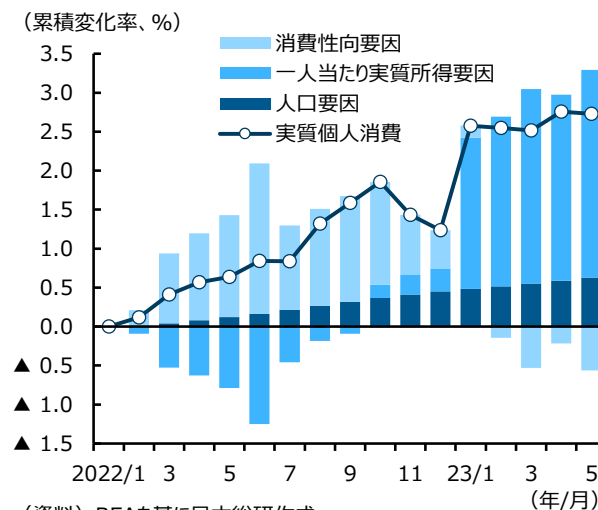
第2に、人口の増加。CBOの将来推計では、米国の人口は来年にかけて前年比+0.5%程度のペースで増加する見通し。コロナ禍で落ち込んだ移民流入の持ち直しが人口増加の支えに。

◆減速しつつも、雇用は拡大

雇用情勢は良好。6月の失業率は3.6%と前月から低下したほか、非農業部門雇用者数は前月差+20.9万人とコロナ前を上回る高めの伸び。医療や娯楽、専門サービスといったサービス部門に加えて、建設業などの財部門でも雇用は増加。

先行き、ペースを緩めつつも雇用の増加は続く見通し。需要の回復に対して、人員の確保が追いついていない対面型サービス業の雇用復元がその大半を占める見込み。

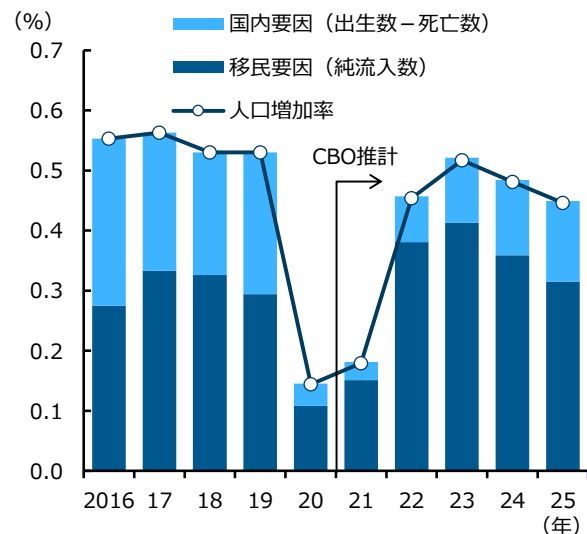
実質個人消費の要因分解（2022年初対比）



(資料) BEAを基に日本総研作成

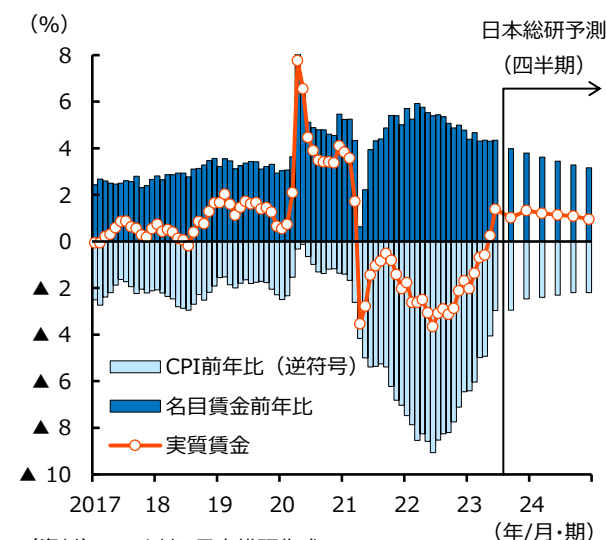
(注) 個人消費 = 消費性向 × 1人当たり所得 × 人口の関係から算出。

人口増加率の見通し（前年比）



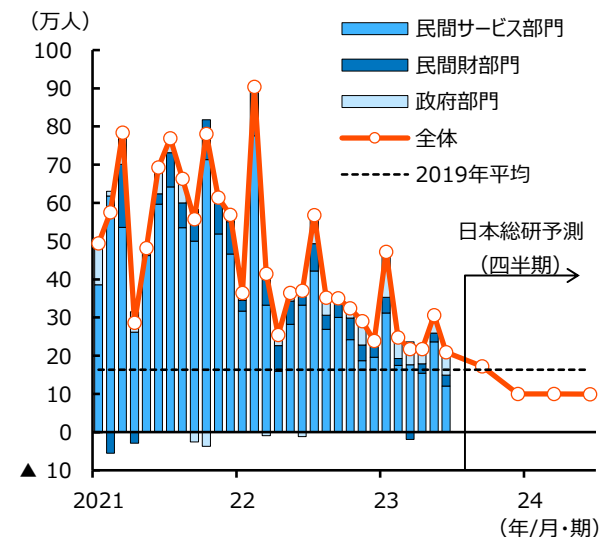
(資料) CBOを基に日本総研作成

実質賃金上昇率（前年比）



(資料) BLSを基に日本総研作成

非農業部門雇用者数（前月差）



(資料) BLSを基に日本総研作成

景気概況：非製造業は底堅い一方、製造業は低迷

◆足元の企業活動は堅調

2023年1～3月期の実質GDP（確報値）は前期比年率+2.0%と、改定値（同+1.3%）から上方修正。産業別の内訳をみると、製造業を中心に財生産部門が減少した一方、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

先行きも、非製造業は底堅く推移する見通し。6月のISM非製造業景況感指数は53.9と前月から上昇。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押し上げ。

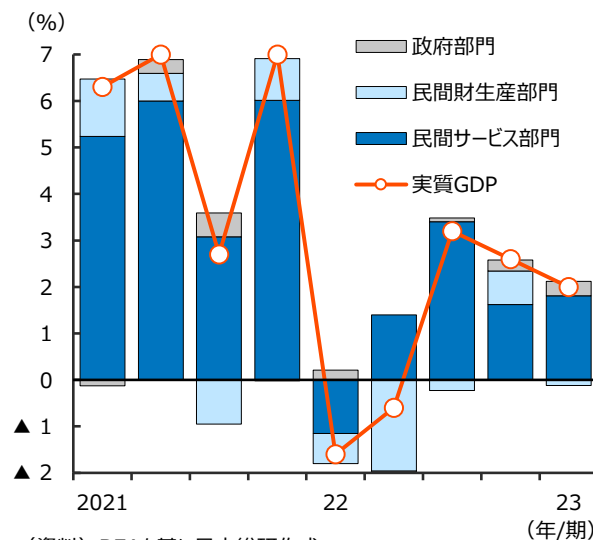
非製造業とは対照的に、製造業は総じて低迷が続く見込み。6月のISM製造業景況感指数は46.0と、8ヵ月連続で良し悪しの分かれ目となる50を下回る水準。巣ごもり消費の終息や金融引き締めなどを受けた財需要の低迷を反映し、生産活動が縮小したほか、新規受注も減少。

◆設備投資は低迷も、大崩れは回避

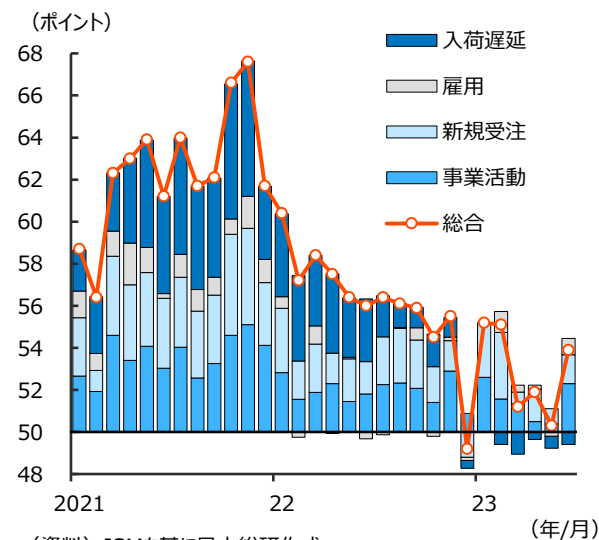
設備投資は低迷する見通し。資金調達環境の悪化が主因。米銀は景気や金融情勢の先行きを警戒し、足元で貸出態度を厳格化。こうした資金制約のマイナス影響を受けやすい機械投資は今後減少すると予想。

ただし、設備投資全体の大崩れは回避される公算。金利感応度の低い知的財産投資や、政策による下支えが見込まれる半導体関連の構築物投資が増加することが主因。とりわけ電子製品関連業による建設支出額は足元にかけて急増。米国の半導体生産能力増強を目的として昨夏に成立したCHIPS・科学法による補助金給付が、工場建設の呼び水に。

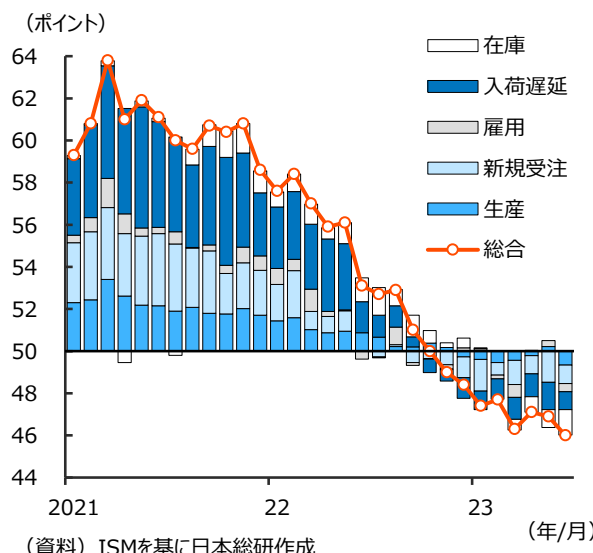
産業別の実質GDP（前期比年率）



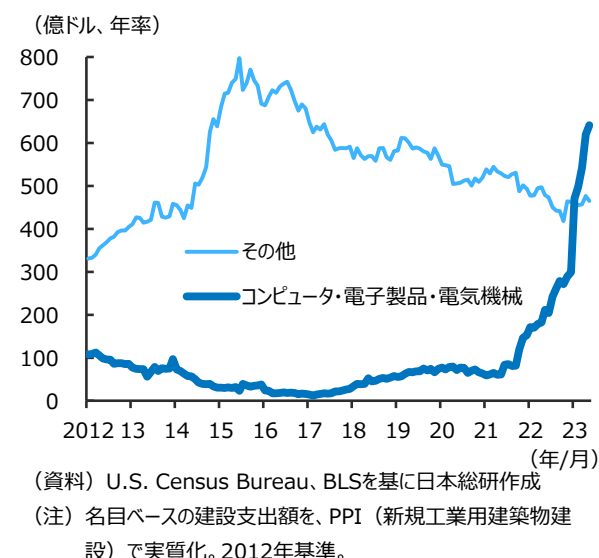
ISM非製造業景況感指数



ISM製造業景況感指数



製造業による建設支出額



トピック：米大手銀は総じて健全ながら、中小銀行とノンバンクにリスク

◆米大手銀はストレステストに合格

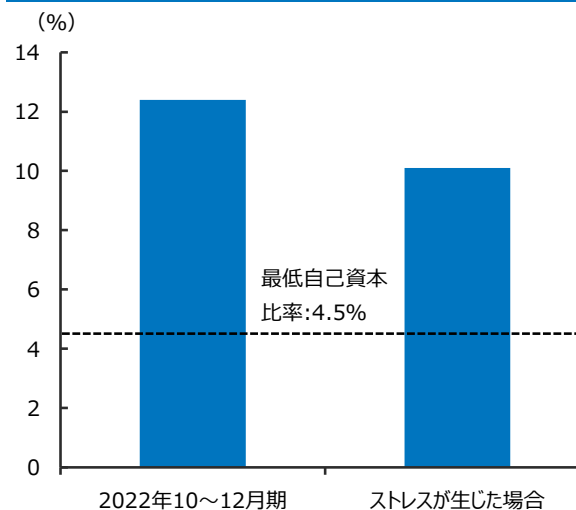
FRBは、大手行23行を対象としたストレステスト（健全性審査）で全行が合格したことを公表。ストレスシナリオは、失業率の急騰や商業用不動産価格の急落などによる景気後退を想定。銀行の予想損失額は総計5,410億ドルに達するものの、自己資本比率（CET1比率）は規制上求められる最低水準の2倍以上を維持。

◆テスト対象外の中小銀行とノンバンクに注意

もっとも、今回のストレステストでは春先に信用不安が高まった中堅・中小銀行は対象外であり、商業用不動産を起点とした中小銀行の経営悪化リスクには要注意。コロナ禍による在宅勤務の普及などからオフィスを中心に需要が減少しており、空室率は20%近くへ上昇。中小銀行は、商業用不動産向け融資全体の7割を占めており、これらの融資の不良債権化が急速に進めば、信用コスト増を通じて中小銀行の経営に悪影響を及ぼす恐れ。

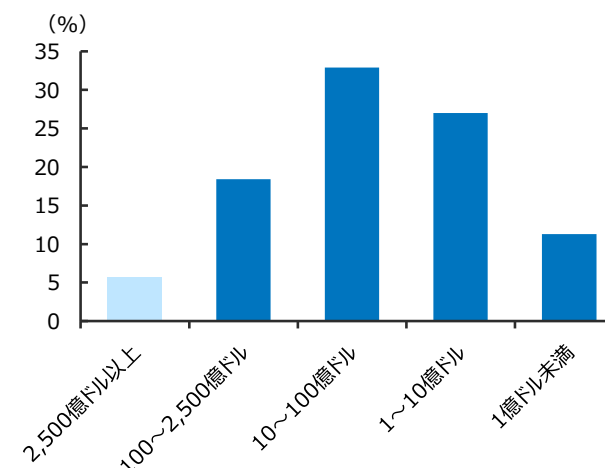
このほか、ノンバンクもストレステストの対象外。ノンバンクの規模は拡大していることからその経営悪化にも要注意。ノンバンクによる投資形態の一つであるプライベート・クレジット・ファンド（企業への直接貸付）は1兆ドル超の規模に増大。同ファンドは他のノンバンクにも投資するなど貸借関係が複雑化。企業の経営不安が顕在化すれば、ファンド収益の悪化を通じて他のノンバンクにもリスクが波及する恐れ。

米銀の自己資本比率（CET1比率）



（資料）FRBを基に日本総研作成

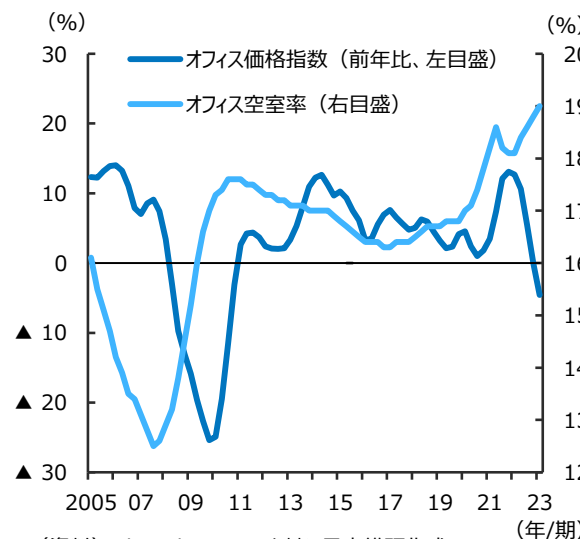
銀行規模別の商業用不動産向け融資比率



（資料）FDICを基に日本総研作成

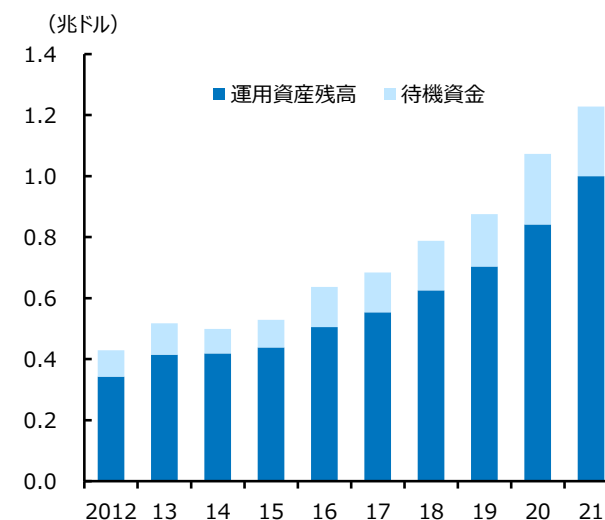
（注）2023年3月末時点。銀行の総資産に占める商業用不動産向け融資額の割合。

米国のオフィス価格と空室率



（資料）Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

米国のプライベート・クレジット・ファンド運用残高



（資料）FRB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。金融環境の引き締まりが製造業を中心に企業部門の経済活動を下押し。ただし、底堅い雇用情勢や実質賃金の上昇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、次回7月の会合で5.5%に引き上げられた後、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、インフレや金融引き締めへの警戒感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

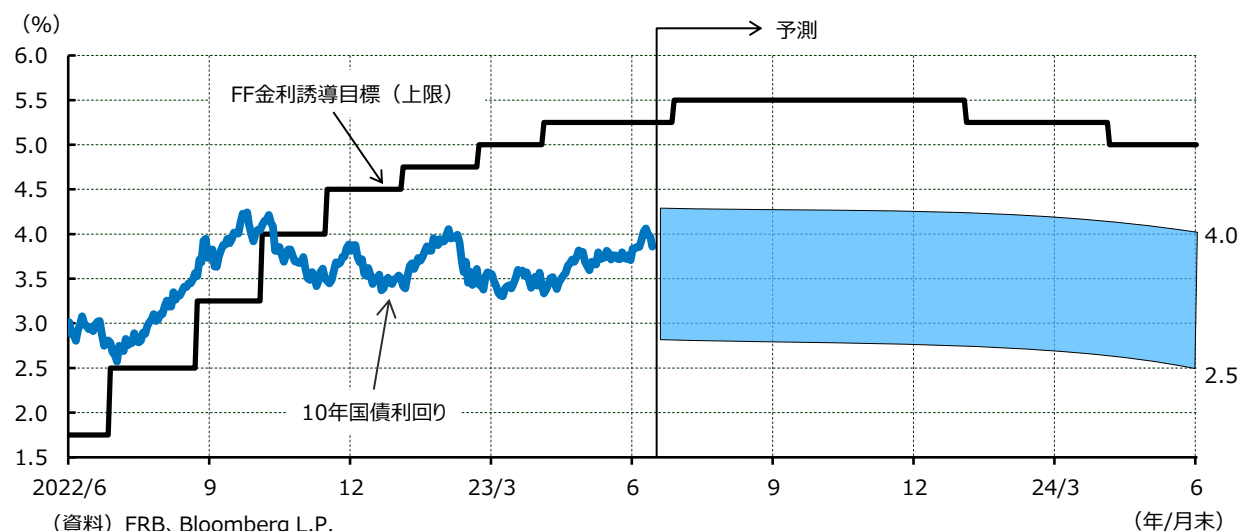
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	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)							
実質GDP	3.2	2.6	2.0	1.2	1.0	0.4	0.7	1.1	2.1	1.7	1.0
個人消費	2.3	1.0	4.2	1.2	1.2	0.8	0.9	1.4	2.7	2.1	1.0
住宅投資	▲ 27.1	▲ 25.1	▲ 4.0	▲ 0.5	1.0	2.5	3.0	3.5	▲ 10.6	▲ 11.1	2.7
設備投資	6.2	4.0	0.6	1.2	▲ 1.0	▲ 1.5	1.0	1.0	3.9	1.7	0.4
在庫投資（寄与度）	▲ 1.2	1.5	▲ 2.1	0.7	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.1	0.7	▲ 0.5	0.1
政府支出	3.7	3.8	5.0	3.0	1.5	1.0	0.8	0.6	▲ 0.6	3.1	1.0
純輸出（寄与度）	2.9	0.4	0.6	▲ 1.0	0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.4	0.5	▲ 0.3
輸出	14.6	▲ 3.7	7.8	▲ 7.3	3.0	2.5	2.0	2.0	7.1	2.8	1.7
輸入	▲ 7.3	▲ 5.5	2.0	0.3	1.5	2.5	3.0	3.0	8.1	▲ 1.0	2.7
実質最終需要	3.3	0.5	4.0	0.5	1.2	0.7	1.1	1.3	2.4	1.9	1.2
消費者物価	8.3	7.1	5.8	4.1	2.9	2.4	2.3	2.3	8.0	3.7	2.2
除く食料・エネルギー*	6.3	6.0	5.6	5.2	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 : 次回会合を最後に利上げは打ち止め

米国

◆ 7月の会合で追加利上げへ

F R Bは、6月のFOMCで政策金利を据え置き。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、利上げペースを調整。

もっとも、会合と同時に公表されたFOMC参加者の政策金利見通しでは、年内に追加で2回の利上げを行う可能性を示唆。次回7月の会合では、雇用情勢が依然として良好であることを踏まえ、0.25%ポイントの利上げを実施すると予想。

◆ その後は様子見姿勢へ

その後、F R Bは様子見姿勢に移行する見通し。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。6月の消費者物価指数は前年比+3.0%と騰勢が鈍化。コアインフレ率は同+4.8%と高水準ながら、前月比の伸びは急低下。今後も賃金や家賃の増勢が鈍化することから、コアインフレ率は一段と低下する見通し。川上のインフレ圧力が減衰している点も価格の押し下げに作用。ISM仕入価格指数は、製造業・非製造業ともにコロナ前を下回る水準まで低下。

第2に、労働需給の緩和。失業者1人あたりの求人件数を示す求人倍率は、5月に1.6倍まで低下。景気の減速を受けて、企業が新規採用を手控える一方、移民を中心に労働供給は増加することで、求人倍率は来年前半にかけてコロナ前の水準まで低下する見通し。人手不足が解消することで、賃金面からのインフレ圧力は弱まる見込み。

7月の地区連銀経済報告（ページブック）

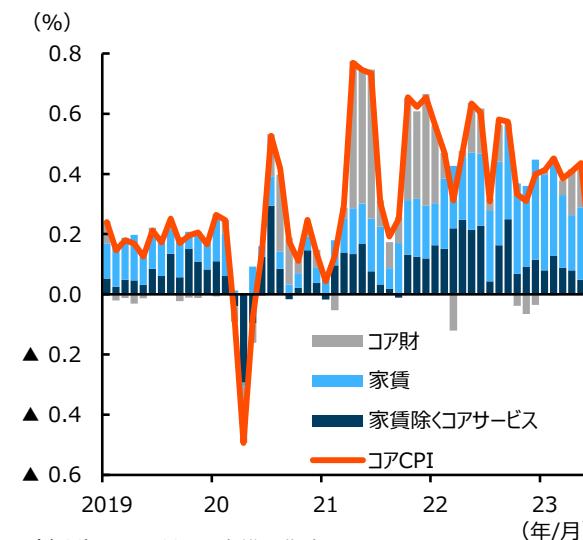
景気	・経済活動は5月下旬からわずかに拡大。今後数カ月で減速する見通し。 ・個人消費はサービスを中心に増加。旅行関連や対面型サービスの業況は好調。
雇用	・雇用は緩やかに増加。 ・人手不足は改善基調。もっとも、医療や輸送、対面型サービス業の人員や、高スキル人材の確保が困難な状況は持続。
物価	・インフレ率は鈍化。今後数カ月で横ばいまたは低下を予想。

（資料）FRBを基に日本総研作成

ISM仕入価格指数



コア消費者物価指数（前月比）



求人倍率の見通し

