

# 根強いインフレに苦しむ米国経済 金融引き締め強化で2023年は景気後退へ

みずほリサーチ&テクノロジーズ  
調査部 経済調査チーム  
080-1069-4582

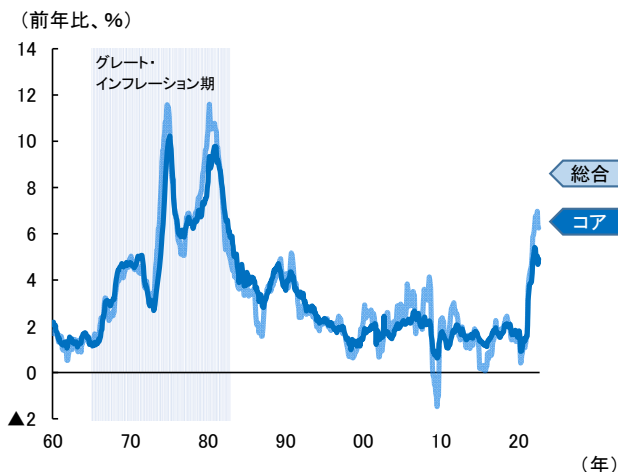
- 根強いインフレに対処するため、FRBは景気を犠牲にしてもインフレ抑制を優先する姿勢を鮮明にしている。利上げ加速にもかかわらず、インフレ収束の気配はまだみられない。
- インフレをもたらしている労働需給のひっ迫と企業の価格転嫁行動には構造的側面があり、解消には時間を要する。インフレ率は当面FRBの2%目標を上回る展開が続く見通しである。
- 住宅投資と個人消費を中心に内需が落ち込み、2023年の米国経済は景気後退が避けられない。2023年の成長率は▲0.8%、失業率は5%まで上がると予測している。

## 1. 根強いインフレを受けてFRBは利上げペースを加速

米国経済は根強い物価高に悩まされている。足元のインフレ率（個人消費支出デフレーター上昇率）は前年比+6%前後で推移し、米国経済を高インフレが襲ったグレート・インフレーション期（1965～1982年）以来の高い伸びを継続している（図表1）。物価の趨勢を示すエネルギー・食料を除くコアインフレ率が8月に再び加速するなど、インフレが収まる気配はまだみられない。

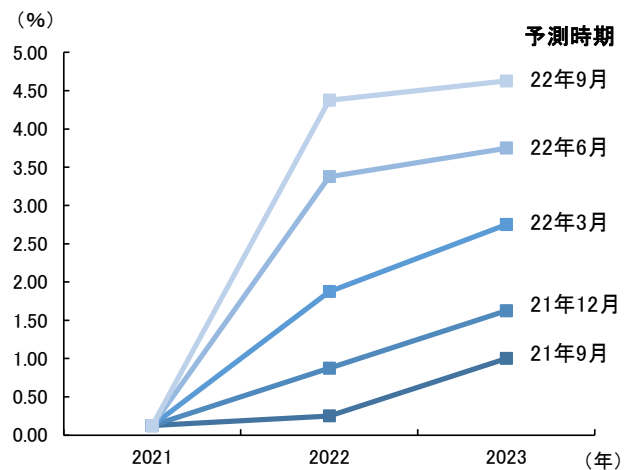
昨年終盤以降、FRB（連邦準備制度理事会）はインフレ抑制に積極的に取り組む方向に舵を切ったが、実際の政策運営は後手に回っている感が否めない。FRBの政策金利見通しは上方修正が繰り返され、9月のFOMC（連邦公開市場委員会）で示された見通しでは、来年末までに政策金利を4.50～4.75%まで引き上げることが織り込まれている（図表2）。1年前の見通しと比較すると、この間に

図表1 インフレ率の推移



(注) 個人消費支出デフレーター上昇率。網掛けは1965～1982年（出所）米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 FRBの政策金利見通しの変遷



(注) FOMCにおける参加者見通しの中央値（出所）FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

4.00%も上方修正された計算になる。

F R Bの急激な引き締めを受けて、米国の金融コンディションはタイト化している。住宅市場の調整にみられるように、金融コンディションのタイト化によって家計や企業は借入が困難となるため、実体経済に悪影響が及ぶこととなる。F R Bには雇用の最大化と物価安定という2つの使命が課せられており、短期的にはF R Bはジレンマを抱えざるを得ない。しかし今年、パウエルF R B議長は、「目下のF R Bの包括的な焦点は、インフレ率を2%に抑制することである」とし、その過程で「家計や企業は何等かの痛みを伴う」と発言し、景気よりもインフレ抑制を優先する姿勢を示した。9月のF O M C参加者の経済見通しでは、2022年・2023年ともに実質G D Pと失業率が悪化方向に修正されるなど、低成長・高失業率をも辞さない構えが鮮明になっている。

本稿では、米国経済を襲う歴史的な高インフレの要因について整理したうえで、2023年の米国経済を展望する。

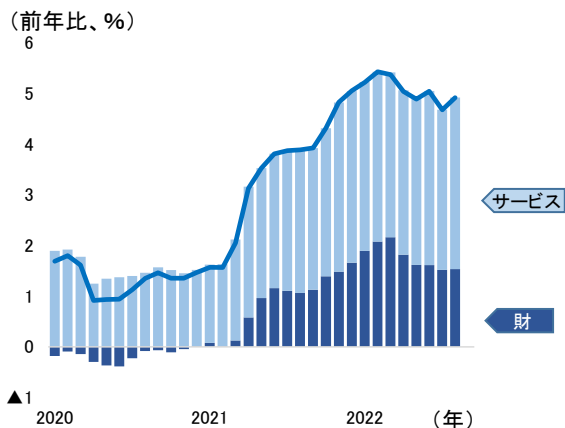
## 2. 高インフレの背景に労働需給のひっ迫と企業の転嫁行動

米国のインフレは当初、財物価の急上昇によって引き起こされた(図表3)。足元の財物価上昇率は、コロナ拡大に伴うサービスから財への需要シフトの一巡や、サプライチェーン正常化に向けた動きなどを背景にピークアウトしたものの、高止まりが続いている。在庫不足の解消が進まない中で、企業の価格支配力が強まっているためだ。一方、財物価に遅れる形でサービス物価が上昇、インフレを押し上げる力が強まっている。労働市場の歴史的ひっ迫を背景とした賃金上昇が原因である。企業の価格決定力や労働需給のひっ迫は構造的な側面を有しており、その分、インフレは低下しにくい構図となっている。以下では、財とサービスに分けて、物価上昇の要因を整理する。

### (1) 賃金上昇がサービス物価に波及

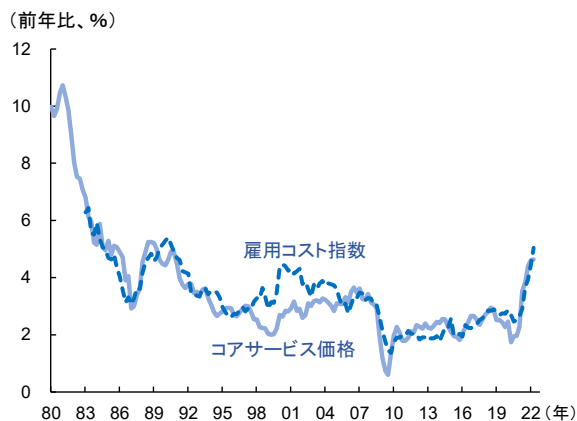
サービス物価は賃金に連動する傾向がある。実際に、サービス価格と企業が負担する雇用コストには、強い相関がある(図表4)。直近の雇用コスト指数は、前年比+5%前後まで拡大し、それがサー

図表3 コアインフレ率の内訳



(注) 個人消費支出デフレーターベース  
(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表4 サービス価格と雇用コスト指数の推移



(出所) 米国商務省、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

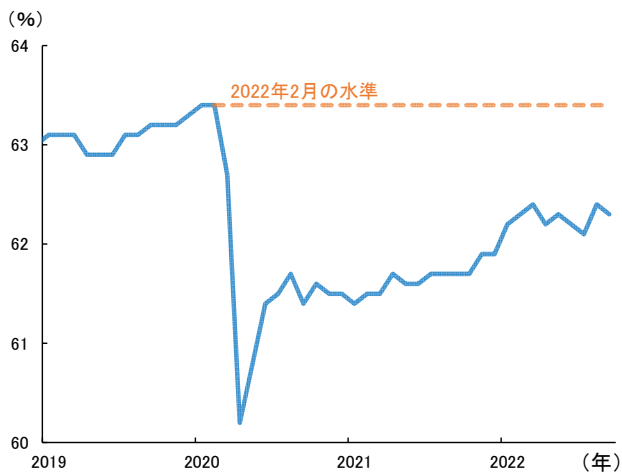
ビス物価の上昇圧力につながっている様子がみてとれる。

賃金上昇率が高まっている背景には、歴史的な労働需給のひっ迫がある。今年に入ってから求人倍率（求人数÷失業者数により計算）は約2倍と、統計を遡れる2000年以降で最高水準での推移が続いている。極端な売り手市場の下で、企業は新規人材の獲得や既存社員の流出防止のため、賃金を上げざるを得ない状況になっている。今後も、こうした労働需給のひっ迫は続く公算が大きい。労働供給と労働需要の両面に構造的なひっ迫要因があるためだ。

まず、労働供給に目を向けてみよう。現在米国の労働市場では深刻な働き手の不足が生じている。コロナのまん延により、労働市場を退出した人々が、なかなか労働市場に戻って来ないことが原因となっている。コロナ禍では、感染を避けるために職場を離れた人や、学校に行けない子供の世話をするために働けなくなった人などが急増し、労働参加率（生産年齢人口（16歳以上人口）に占める働き手の割合）が大幅に低下した（図表5）。その後、ワクチンの普及や経済活動の再開とともに労働参加率は持ち直したが、いまだコロナ禍前の水準には届いていない。背景には、労働者の中でも比較的高齢の世代が早期に引退してしまったことがある。この世代は若年層に比べ、感染による死亡リスクが高いため、コロナのまん延が引退のきっかけになったと考えられる。加えて、コロナ禍以降の大胆な金融緩和により株や住宅などの資産価格上昇が生活資金に余裕をもたらしたことも、引退を後押ししたとみられる。2022年8月時点で引退した労働者の数は、コロナ禍前（2020年2月）と比べて、約400万人増加しており、足元の労働参加率低下をほぼ説明できる大きさとなっている。一度引退した人々が再び労働市場に戻ってくることは考えづらく、人手不足の解消には時間がかかるであろう。

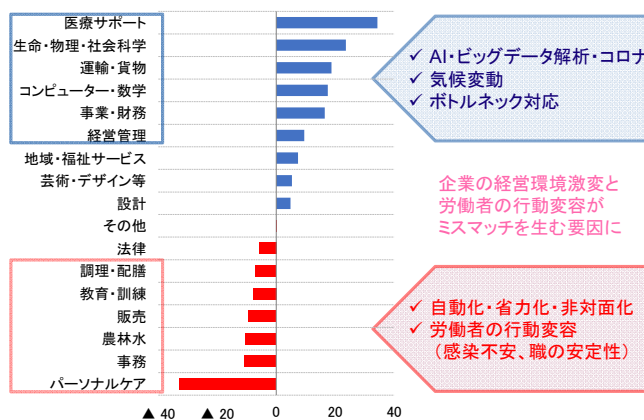
次に労働需要に目を向けると、世界的な潮流変化を受けて企業の労働需要に質的な変化がみられるようになっている。コロナ以降の就業者数の変化をみると（図表6）、医療サポートや生命・物理・社会科学など特定の分野で企業は積極的に採用を増やしているが、パーソナルケアや販売などでは急激に雇用を絞っていることが見て取れる。AIやビッグデータ解析といったイノベーションの普及や、気候変動対応など経営環境の変化に対応することが現在の企業にとって急務になっており、それが労働需要の構造的な変化を引き起こしている。もっとも、こうしたスキルを持ち合わせた人材は限られており、短期的に企業の労働需要が満たされることは難しい。

図表5 労働参加率



(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表6 就業者数の変化(2019年対比伸び率、%)



(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

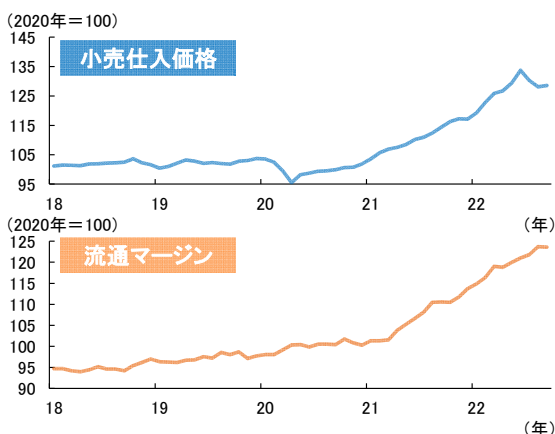
## （２）財物価は流通段階のマージン拡大を背景に高止まり

財物価はコロナ禍以降大きく上昇し、コア財物価上昇率は2022年2月時点で前年比+7.6%に達した。財物価上昇の背景には、①コロナ対策として政府が行ってきた寛大な財政政策、②ロックダウン解除後も続くサービスから財への需要シフト、③サプライチェーンの機能不全によるモノ不足、の3つの要因がある。足元では、コロナ禍からの回復過程で①と②の要因は一巡したほか、③もグローバル・サプライチェーン圧力指数が大きく改善するなど、正常化に向けた動きがみられる。しかし、コア財物価上昇率は8月時点でも前年比+5.6%と、落ち着いているというには程遠い。

このような財物価の高止まりの背景として、FRBのブレイナード副議長は、流通業でのマージン拡大を指摘している。実際のデータをみても、小売業の仕入価格が一服する一方で、流通段階で発生するマージンは依然として拡大していることが確認できる（図表7）。小売業のマージンが拡大している背景には、これまでの強い財需要や供給制約によって、商品在庫が不足していることがある。8月の小売業の在庫回転月数（在庫÷販売）は1.24カ月と（図表8）、コロナ前（2020年2月）の1.42カ月を下回っている。家具・家電、衣料品、食料品といった製品については、既に在庫が正常化、ないし過剰感が出始めており、報道では一部の小売大手が在庫削減のために値引きを実施していると伝えられている。一方で、小売販売額に占めるウエイトが高い自動車小売の在庫不足が解消していないことが小売業全体の在庫回復を妨げている。自動車小売の回転月数は、コロナ禍前は2.3カ月であったのに対して、今年8月は1.5か月と低い水準にとどまっており、自動車価格は下がりにくい状況にある。足元で、乗用車の供給（生産台数+純輸入台数）は需要（販売台数）を上回っているが、その超過分は月に数万台程度で、足元で生じている40万台の在庫不足を埋めるには時間がかかるとみられる。家電など一部の財物価の伸びが減速し始める中、自動車価格の上昇率は高止まりしており、8月のコア財物価上昇率の約3割を説明する要因となっている。

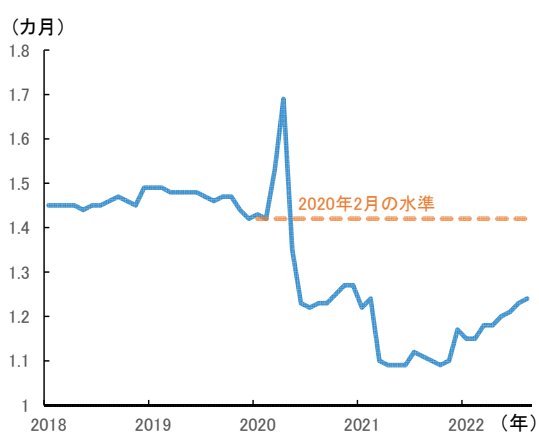
以上より、財・サービスともに価格上昇をもたらしている要因が早期に解消されることは考えにくい。これを踏まえ、みずほリサーチ&テクノロジーズでは、2022年末と2023年末のインフレ率（個人消費支出デフレータベース）を5.6%、2.7%と予測している。また、コアインフレ率でみると、それぞれ4.5%、2.9%と、当面はFRBが目標とする2%を上回る展開が続くとみている。

図表7 消費財の小売仕入れ価格と流通マージン



(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表8 小売業の在庫回転月数(在庫÷販売)



(注) 企業が在庫を販売し終わるために掛かる期間を示す  
(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

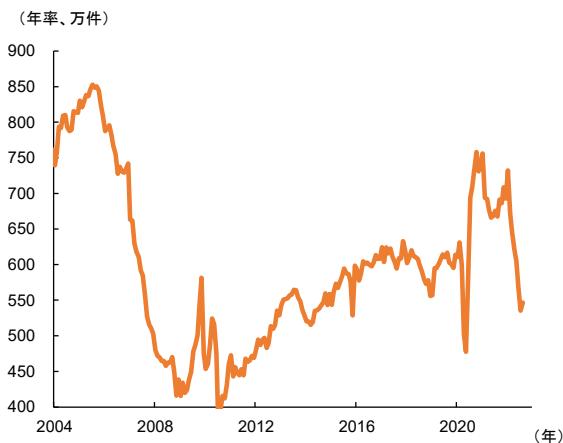
### 3. インフレ・利上げの影響で米国経済は年末に景気後退入り

高インフレと金融政策の引き締め強化によって、米国経済は転換点を迎えている。2022年の米国経済は住宅市場が大幅な調整局面に入らな中でも個人消費の支えによって底堅く推移してきた。しかし2023年には金融引き締めの影響が広がり、景気後退に陥るとみられる。以下では、住宅投資と個人消費に焦点を当て、2023年の米国経済の見通しを示す。

#### (1) 住宅市場は急激な調整局面入り

まず住宅市場については、これまでの金融引き締めの影響で、他の需要項目に先駆けて急激な調整局面を迎えている。住宅販売件数は、年初から8月までで約▲25%の大幅なマイナスとなっており、過去最大の調整局面であった2005～2009年よりも急速なペースで減少している（図表9）。平均的な住宅購入者にとって、住宅ローン借り入れ時の返済負担額が急増しているためだ。FRBの引き締め前から、借入負担額は住宅価格の高騰（＝借入額の増加要因）によって高まりを見せていたが、金利の急騰が追い打ちをかけた。住宅ローン金利が10月21日時点で7.16%まで上昇したことにより、毎月の返済負担額はこの1年間で500ドル以上増加した（図表10）。世帯所得対比では足元で約25%に達し、2021年平均の同16.9%から大幅に上昇している。このような返済負担の増加が家計の住宅購入意欲を削ぐ原因となっており、今後もタイトな金融環境が予想される中で、住宅投資は当面厳しい状況が継続する公算が大きい。

図表9 住宅販売件数



(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表10 家計の元利返済負担額



(注) 18年2月まではMHRTの推計値、それ以降はNARの公表値  
(出所) National Association of Realtors、MBAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

#### (2) 個人消費はインフレ加速と資産効果の剥落で減速が鮮明に

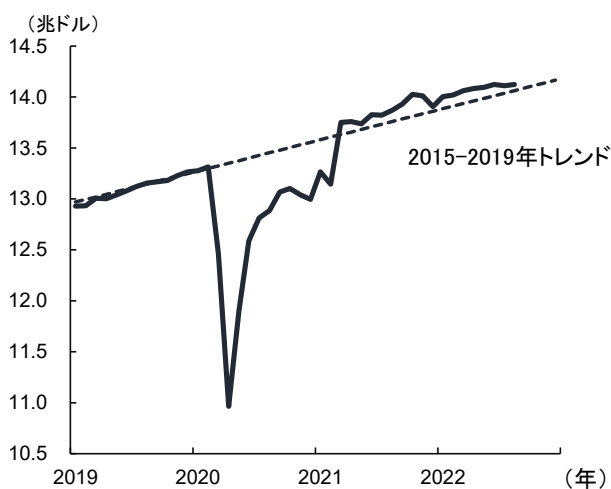
これまで個人消費は、良好な雇用環境や株価上昇に伴う資産効果などに支えられ、コロナ前のトレンドを上振れて堅調に推移し、パンデミックからの回復を牽引してきた（次頁図表11）。しかし、今後は高インフレによる下押し圧力に加え、金融引き締めに伴う資産効果の剥落や雇用環境の悪化などによって徐々に減速感が強まる見通しだ。

高インフレは既に家計を圧迫し始めている。特にガソリンや食品などの必需品については、価格高騰が激しく、支出が大きく抑制されている（図表12）。一方、これとは対照的に、嗜好品への支出は堅調を維持していることが分かる。この必需品と嗜好品への支出の異なる動きの背景として、所得階層による支出構造の違いが考えられる。2021年の消費者支出調査（Consumer Expenditure Survey）によれば、消費支出全体に占める必需品のシェアは、低所得層（税引き前所得五分位階級のうち第Ⅰ階級）が約62%であるのに対し、高所得層（同第Ⅴ階級）は約46%に留まっている。低所得層が必需品の大幅な価格上昇に直面した場合、嗜好品支出を削減して必需品支出を維持することには限界があり、最終的にはシェアの高い必需品を抑制せざるを得ないだろう。一方、高所得層は必需品のシェアが相対的に低いことに加え、株高による資産効果の後押しも受けたことで、嗜好品支出を増やすことが可能であったと推察される。2020年以降、金融緩和などを背景とした株高の後押しを受けて家計の金融資産は25兆ドル程度拡大した。これにより生じた資産効果は、高所得層の支出拡大を通じて、その後の個人消費を下支えし続けている。つまり、嗜好品支出が高所得層を中心に拡大傾向を維持している一方で、必需品支出が低所得層を中心に減少したことで、個人消費全体の伸びが鈍化しつつあるのが現在の状況である。

今後は、引き続き必需品支出の減少が続くとみられるほか、高所得者に支えられてきた嗜好品の消費についても、資産効果の剥落とともに悪化に向かう可能性が高い。すでに、2022年7～9月期以降の急速な株価の調整によって金融資産は大きく減少しており、2022年末には2020年からの増加分のほとんどが消滅する見通しだ（次頁図表13）。

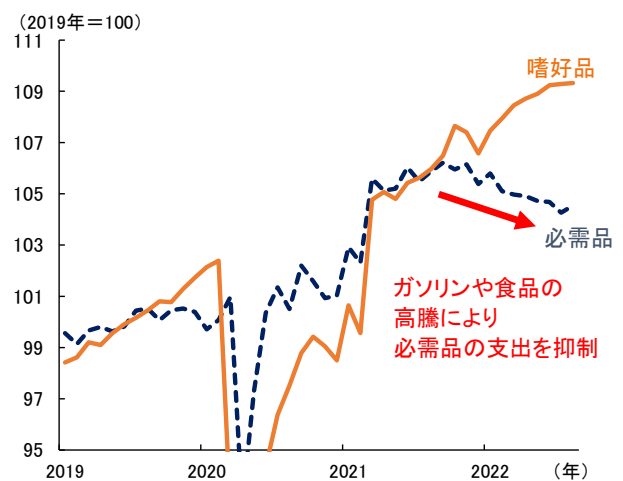
資産効果の剥落以上に重要な点は、今後、雇用情勢が悪化していくと予想されることである。みずほリサーチ&テクノロジーズは、2023年になると金融引き締めの影響が労働市場にも波及し、足元（2022年9月）で3.5%と低位にある失業率が5%まで上昇すると予測している。

図表11 実質個人消費支出



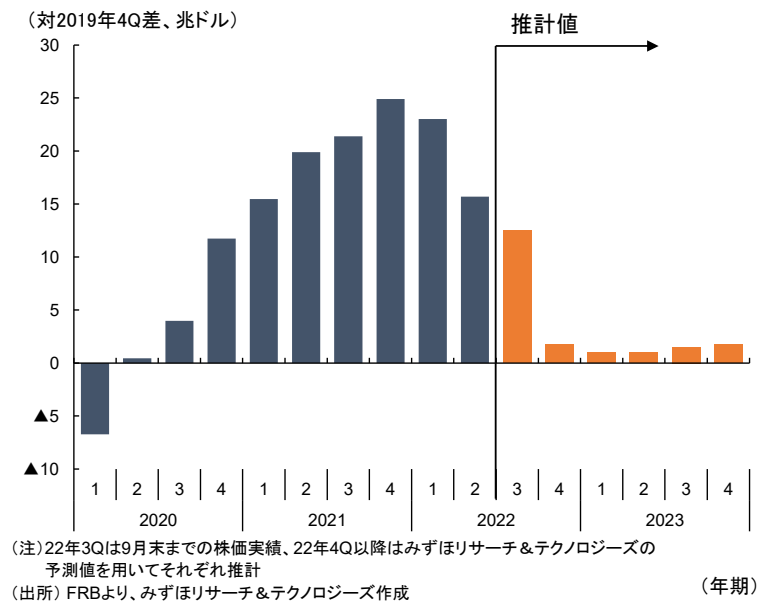
(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表12 必需品と嗜好品の実質支出



(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 13 2020 年以降の金融資産の増加額



### (3) 2023 年の米国経済はマイナス成長

以上の通り、住宅市場の冷え込みに加えて、個人消費が悪化に向かうことで、米国経済は今年の年末から景気後退に入るであろう。みずほリサーチ&テクノロジーズでは、2023年の実質GDP成長率は▲0.8%とマイナス成長に転落すると予想する。

次頁図表14は、今回の景気後退（みずほリサーチ&テクノロジーズによる見通し）と、過去の景気後退局面におけるGDP・失業率の悪化幅と景気後退の期間を比較したものだ。根強いインフレにより、FRBが長期間金融引き締めを維持することを考慮し、今回の景気後退期間は12カ月と過去の局面に比べて、やや長い後退期間を想定している。

## 4. FRBが更なる利上げを迫られるリスクは残存

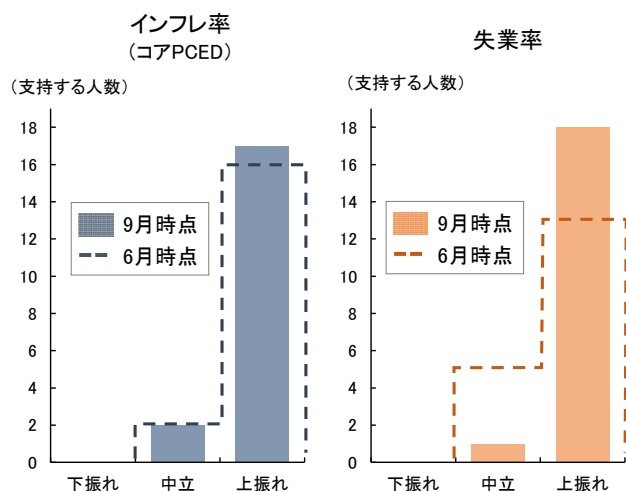
足元のインフレの根強さを踏まえれば、今後FRBが更なる利上げを迫られるリスクには留意が必要だ。金融引き締めによって住宅市場を中心に需要は減速し始めているが、インフレ率はなおも高水準であり、先行きは決して楽観できるものではない。次頁図表 15 は 9 月時点でFOMCメンバーが想定するインフレ率および失業率の予測に対して、今後「上振れ」「中立」「下振れ」いずれのリスクを支持しているかを示している。FOMCメンバーの大半はインフレ率と失業率のいずれについても上振れリスクを意識しており、今後、インフレ抑制のため金融引き締めが一層強化される結果として、実体経済の落ち込みがより深まるシナリオは十分に想定される。みずほリサーチ&テクノロジーズでは政策金利のピークを 4.50%~4.75%と予測しているが、更に 5.00%超の水準にまで引き上げられた場合、米国経済の一段の落ち込みに加え、株式市場の冷え込みや新興国からの急激な資本流出といった金融市場混乱から生じるリスクも現実味を帯びてくるだろう。

図表14 過去の景気後退局面との比較

	後退期間	GDP	失業率
1973年11月～1975年3月	5カ月	▲ 3.1%	3.5
1980年1月～1980年7月	7カ月	▲ 2.2%	1.7
1981年7月～1982年11月	17カ月	▲ 2.5%	3.3
1990年7月～1991年3月	9カ月	▲ 1.4%	0.9
2001年3月～2001年11月	9カ月	0.5%	1.3
2007年12月～2009年6月	19カ月	▲ 3.8%	4.5
2020年2月～2020年4月	3カ月	▲ 9.6%	9.4
<b>2022年10月～2023年9月</b>	<b>12カ月</b>	<b>▲ 1.3%</b>	<b>1.4</b>

(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表15 FOMCメンバーのリスクウェイト



(出所) FRB、Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

[参考文献]

- みずほリサーチ&テクノロジーズ (2022) 「2022・2023年度 内外経済見通し～政策が高める不確実性。蓋然性増すインフレ下の景気後退リスク～」みずほリサーチ&テクノロジーズ、『内外経済見通し』、2022年10月24日
- 大澤秀暁 (2022) 「利上げ局面の米新車販売～供給制約が解消に向かうことで来年は増加の見込み～」みずほリサーチ&テクノロジーズ、『みずほインサイト』、2022年9月5日
- 小野亮 (2022) 「楽観論を退けるインフレ力学の3つの教訓～パウエル FRB 議長のジャクソンホール講演～」みずほリサーチ&テクノロジーズ、『Mizuho RT EXPRESS』、2022年8月29日
- 小野寺莉乃 (2021) 「人手不足に苦しむ米国労働市場～「現役引退」と「転職活動」が賃金上昇に拍車～」みずほリサーチ&テクノロジーズ、『Mizuho RT EXPRESS』、2021年1月14日

[共同執筆者]  
 経済調査部 上席主任エコノミスト **松浦大將** hiromasa.matsuura@mizuho-rt.co.jp  
 経済調査部 エコノミスト **菅井都** kaoru.sugai@mizuho-rt.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。