

Weekly
エコノミスト・
レター

米国経済の見通し

—23年初からのマイルドな景気後退を予想

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

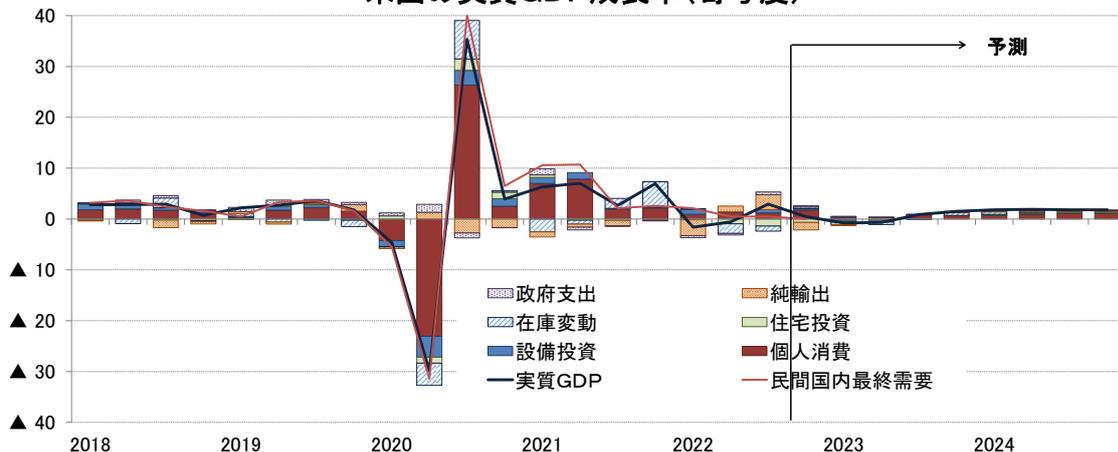
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の22年7-9月期の実質GDP成長率（前期比年率）は+2.9%（前期：▲0.6%）と3期ぶりのプラス成長。もっとも、外需が成長率を+2.9%ポイント押し上げたことが大きく、民間国内最終需要が2期連続で前期比年率+0.5%に留まるなど、金融引締めに伴う民間需要の低下が鮮明。
2. FRBはインフレ抑制のために22年3月に政策金利の引き上げを開始し、11月までに3.75%ポイントと90年以降最も早いペースで上げたほか、6月に量的引締めを開始。これらの結果、金融環境は大幅に引締まっており、今後も実体経済を減速させる見込み。
3. インフレや金融政策動向が見通し難しい中、米国経済の見通しは非常に不透明。当研究所は見通し前提としてインフレ率が24年末にかけて緩やかに低下、FRBは23年3月以降、政策金利を5%で据え置き、利下げに転じる時期を24年1-3月期とした。この前提の下、成長率（前年比）は22年に+1.9%となった後、23年初からマイルドな景気後退に陥り、通年の成長率は+0.3%に留まろう。24年は景気回復に転じるものの、+1.5%と潜在成長率（1%台後半）を下回る伸びを予想。
4. 金融政策は22年12月に政策金利を0.5%上げた後、23年2月と3月にそれぞれ0.25%上げると予想。量的引締め政策は、23年内は現在の残高縮小ペースを維持。
5. 上記見通しに対するリスクはインフレ高進による政策金利の上振れと米国内政治が挙げられる。与野党の対立から政治が機能不全となる場合に経済にネガティブとなろう。

(図表1)

(前期比年率、%)

米国の実質GDP成長率(寄与度)



(注)季節調整済系列の前期比年率

(資料)BEAよりニッセイ基礎研究所作成

(四半期)

1. 経済概況・見通し

(経済概況) 7-9月期の成長率は3期ぶりにプラス成長、外需が成長を大幅に押し上げ

米国の22年7-9月期の実質GDP成長率(以下、成長率)は、改定値が前期比年率+2.9%(前期:▲0.6%)となり、3期ぶりにプラス成長となった(図表1、図表5)。

需要項目別では、外需の成長率寄与度が+2.9%ポイント(前期:+1.2%ポイント)と前期からプラス幅が拡大し成長率を大幅に押し上げた。当期のプラス成長は外需の影響が大きい。

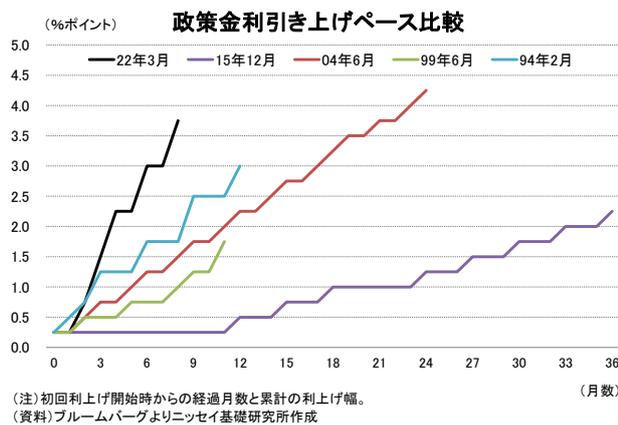
一方、民間設備投資が前期比年率+5.1%(前期:+0.1%)と前期から伸びが加速したものの、個人消費が+1.7%(前期:+2.0%)と伸びが鈍化したほか、住宅投資が▲26.8%(前期:▲17.8%)とマイナス幅が拡大した。これらの結果、民間需要を示す民間国内最終需要は前期比年率+0.5%(前期:+0.5%)と22年1-3月期の+2.1%から4-6月期以降は2期連続で低成長が続いている。

一方、FRBはインフレ抑制のために22年3月から政策金利の引上げを開始し、6月から11月にかけてFOMCの4会合連続で0.75%引上げるなど、11月までの政策金利の引上げ幅は合計3.75%ポイントとフェデラル・ファンド(FF)金利の誘導目標を主要な金融政策手段とした90年代以降で最も早い利上げペースとなっている(図表2)。

また、バランスシート政策についても6月に量的引締めを開始し、9月以降は米国債と住宅ローン担保証券(MBS)を合わせて月950億ドルのペースで縮小させている。

これらの金融引締めの結果、株式、信用スプレッド、為替、金利など一連の市場指標を元にゴールドマン・サックスが推計した米国金融環境指数は22年初の97近辺から10月下旬には一時101弱と新型コロナ感染拡大の懸念から金融環境が大幅に引締まった20年3月以来の水準に急上昇した(図表3)。金融環境の引締めりは既に大幅な悪化を示している住宅市場をはじめ金利に敏感な経済分野から時間差で实体经济を減速させる効果がある。

(図表2)



(図表3)



もっとも、11月上旬に発表された10月の消費者物価指数(CPI)は、総合指数が前年同月比+7.7%(前月:+8.2%)と前月、市場予想(+7.9%)を下回ったほか、物価の基調を示すコア指数も+6.3%(前月:+6.6%)とこちらも前月、市場予想(+6.5%)を下回った(図表4)。とくに、コア指数は8月から2ヵ月連続で上昇したため、基調としての物価上昇圧力の高まりが懸念されていたが、10月は3ヵ月ぶりに低下に転じた。さらに、CPI構成品目のうち価格変化率の大きいものと小さいものを除いて加重平均した刈り込み平均指数も10月が前年同月比+7.0%(前月:+7.3%)とこちらも21ヵ月ぶりに低下したことから、インフレは既にピークアウトし基調としての物価上

昇圧力が低下した可能性が示唆された。

インフレ懸念が幾分後退したこともあって、10月のCPI発表以降に株価上昇、債券金利低下など金融環境は大幅に緩和しており、前述の金融環境指数は足元で100割れと22年9月上旬以来の水準まで低下している。

金融環境の緩和は実体経済にはプラスに作用するものの、インフレ抑制のための金融引締め効果を減殺するため、今後FRB高官からタカ派的な発言が見込まれるほか、金融環境の緩和状況が持続する場合には政策金利の引上げ期間が長期化する可能性があり、今後の動向が注目される。

(図表 4)



(注)前年同月比。16%割り込み平均はCPI構成品目の価格変化率分布の両端から8%ずつ控除し、残った品目の価格変化率を加重平均した指数。

(資料)労働統計局(BLS)、クレーブランド連銀よりニッセイ基礎研究所作成

(経済見通し) 成長率は22年が前年比+1.9%、23年は+0.3%、24年が+1.5%を予想

9月の予測時点と同様、今後のインフレや金融政策の動向が見通し難しい中で、米国経済見通しは非常に不透明である。当研究所は見通し前提として、22年6月にみられたようなウクライナ侵攻に伴うエネルギーや食料品価格の高騰は回避され、インフレ率は24年末にかけて緩やかに低下、FRBは23年3月以降、政策金利を5%で据え置き、24年1-3月期に利下げに転じるとした。

これらの前提の下、既に民間需要の低下が顕著となる中、当研究所はFRBの金融引き締めに伴う金融環境の引締めから23年初から住宅投資の落ち込みが続くほか、設備投資も減少に転じることに加え、個人消費が大幅に減速することから、23年初から景気後退に陥いと予想する。実質GDP成長率(前期比年率)は23年1-3月期から4-6月期にかけてマイナス成長となるほか、通年(前年比)で23年は+0.3%と22年見込みの+1.9%から大幅に低下しよう(図表5)。当面はインフレ率がFRBの物価目標を大幅に上回ることが見込まれる中、FRBはインフレ抑制を景気より優先する姿勢を明確にしているため、金融引締めによる米国の景気後退は不可避だろう。もっとも、足元の堅調な労働需要や、家計のバランスシート、潤沢な家計の過剰貯蓄などもあって深刻な景気後退は回避され、マイルドな景気後退に留まるとみられる¹。

一方、政策金利の引上げが停止される23年後半は景気が持ち直すほか、24年1-3月期にFRBが金融緩和に転じることもあり、24年は景気回復を予想するものの、成長率は前年比+1.5%と潜在成長率(1%台後半)を下回る水準に留まろう。

物価は、前年同月比でみたエネルギー価格の伸び鈍化や供給制約の緩やかな解消などから、24年末にかけてインフレ率の緩やかな低下を予想する。当研究所は消費者物価の総合指数が22年は前年比+8.1%となった後、23年が+4.1%、24年が+2.4%へ低下すると予想する。もっとも、ウクライナ侵攻に伴うエネルギーや食料品価格に加え、新型コロナの影響を受けた供給制約の動向など、インフレを取り巻く環境は依然として不透明であり、インフレ見通しには上振れリスクがある。

金融政策は、FRBが22年12月に0.5%の利上げを実施し、政策金利を22年末に4.50%まで引き上げると予想する。23年入り後もインフレ率が依然として物価目標水準を大幅に上回るものの、インフレ率の低下基調の持続に加え、景気後退から2月と3月のFOMC会合で利上げ幅を

¹ 詳しくは Weekly エコノミストレター (2022年7月22日)「注目される米景気後退リスク - 高まる景気後退リスク、深刻な景気後退は回避可能か」 <https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=71848?site=nli> を参照下さい。

0.25%に縮小した後、23年内は政策金利を5.0%で据え置こう。

F R Bが利下げに転じる時期はインフレ率がF R Bの物価目標の達成が視野に入る水準に低下する24年1-3月期となろう。F R Bはインフレ率の低下基調が持続する中24年は合計1.5%ポイントの引下げを実施し、24年末の政策金利は3.5%まで低下しよう。バランスシートは9月以降、米国債とM B S債の合計で毎月950億ドルの減少ペースを23年内は維持しよう。

長期金利はインフレ率の高止まりと来年にかけて利上げが継続されることから、足元の3.5%近辺から22年末に3.6%まで上昇し、22年10-12月期平均では3.8%となろう。また、インフレ率の低下に加え、政策金利の据え置きもあって23年10-12月期には同3.6%まで低下しよう。24年もインフレ率の低下が続くほか、金融緩和に転じることから24年10-12月期に同2.9%までの低下を予想する。

(図表5)

米国経済の見通し

		2021年 (実)	2022年 (予)	2023年 (予)	2024年 (予)	2022年				2023年				2024年			
						1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前期比年率、%	5.9	1.9	0.3	1.5	▲1.6	▲0.6	2.9	0.5	▲0.8	▲0.7	0.9	1.5	1.8	1.9	1.8	1.8
個人消費	前期比年率、%	8.3	2.8	1.1	1.1	1.3	2.0	1.7	2.5	0.5	0.0	1.0	1.0	1.0	1.3	1.5	1.5
設備投資	前期比年率、%	6.4	3.6	▲0.1	0.2	7.9	0.1	5.1	2.0	▲2.0	▲3.0	▲0.5	0.0	0.5	1.0	1.0	1.0
住宅投資	前期比年率、%	10.7	▲10.2	▲12.3	3.1	▲3.1	▲17.8	▲26.8	▲20.0	▲10.0	▲5.0	0.0	0.0	5.0	5.0	7.0	7.0
政府支出	前期比年率、%	0.6	▲0.8	1.2	1.0	▲2.3	▲1.6	3.0	1.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
在庫投資	寄与度	0.2	0.7	▲0.4	0.2	0.2	▲1.9	▲1.0	0.3	▲0.5	▲0.5	0.0	0.5	0.5	0.3	0.0	0.0
純輸出	寄与度	▲1.7	▲0.8	0.2	0.2	▲3.1	1.2	2.9	▲1.5	▲0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
消費者物価(CPI-U)	前年同期比、%	4.7	8.1	4.1	2.4	8.0	8.6	8.3	7.4	5.8	4.1	3.5	3.1	2.9	2.5	2.2	2.1
失業率	平均、%	5.4	3.7	4.5	4.7	3.8	3.6	3.6	3.8	4.0	4.4	4.6	4.8	4.8	4.7	4.6	4.5
FFレート誘導目標	期末、上限、%	0.25	4.50	5.00	3.50	0.50	1.75	3.25	4.50	5.00	5.00	5.00	5.00	4.50	4.00	3.75	3.50
10年国債金利	平均、%	1.4	3.0	3.8	3.1	2.0	2.9	3.2	3.8	3.9	3.8	3.7	3.6	3.3	3.1	3.0	2.9
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.18	1.18	1.07	1.09	1.12	1.06	1.01	1.02	1.05	1.07	1.08	1.08	1.08	1.09	1.09	1.10
米ドル(対円)	平均、円/ドル	110	111	134	127	116	130	138	142	138	135	133	130	128	127	126	125
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	68	94	85	90	94	108	92	82	79	84	87	89	90	90	90	90

(資料) BEA、BLS、ブルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

上記見通しに対するリスクは、インフレ高進による政策金利の上振れと米国内政治が挙げられる。ウクライナ侵攻の長期化により、エネルギー、食料品価格などが再び急騰することでインフレ高進が長期化し、政策金利の引上げ幅拡大や23年以降に引上げペースが再加速される場合には、需要が抑制されることで景気は下振れしよう。

一方、米国政治では11月に実施された中間選挙の結果を受けて、来年1月の新議会では上院では与党民主党が過半数、下院では野党共和党が過半数となり、上下院で多数政党の異なるねじれ議会となることが決まっている。

米国では法案を成立させるために上下両院で可決する必要ある。ねじれ議会では、与野党の対立からバイデン政権や下院共和党が実現を目指す政策の実現は困難となった。また、深刻な景気後退に陥る場合にも与野党の対立に伴う政治機能不全から迅速な経済対策が策定される可能性も低いだろう。

さらに、後述するように来年夏場に抵触が懸念される連邦債務上限の引上げについて、与野党対立から政治問題化し、デフォルトリスクが懸念される場合には金融市場が不安定化し、景気後退が見込まれる米国経済に対してさらなる追い打ちとなろう。

2. 実体経済の動向

(労働市場、個人消費) 労働市場の減速ペースは緩慢

非農業部門雇用者数は22年11月が前月比+26.3万人となった(図表6)。この結果、過去3カ月の月間平均増加ペースは+27.2万人と22年前半の平均である+44.4万人から明確に鈍化した。もっとも、新型コロナ流行前(19年3月~20年2月)の平均である+19.8万人を大幅に上回っており、雇用増加ペースの鈍化は極めて緩やかに留まっている。

失業率は22年11月に3.7%と50年ぶりの低水準を維持しており、引続き労働需給が逼迫している状況を示している。

一方、求人数は22年10月が1,033万人と2000年の統計開始以来最高となった22年3月の1,186万人からは減少したものの、依然として新型コロナ流行前の700万人を大幅に上回っている(図表7)。また、求人数と失業数の比較では失業者1人に対して求人が1.7件とこちらも新型コロナ流行前の1.2件を大幅に上回っており、労働需要は非常に強い。

(図表6)



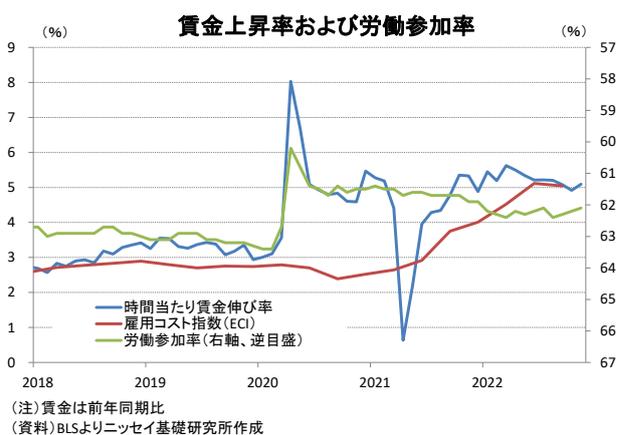
(図表7)



次に、労働供給を示す労働参加率は22年11月が62.1%と、新型コロナ流行前(63.4%)を1%ポイント以上下回っているほか、9月の62.4%から2ヵ月連続で低下するなど、労働供給の回復は遅れている(図表8)。

堅調な労働需要に対して労働供給の回復が遅れている結果、労働需給の逼迫を反映して、時間当たり賃金(前年同月比)は22年11月が+5.1%と22年3月の+5.6%は下回っているものの、8ヵ月ぶりに上昇に転じるなど、賃金上昇圧力は熾っている。

(図表8)



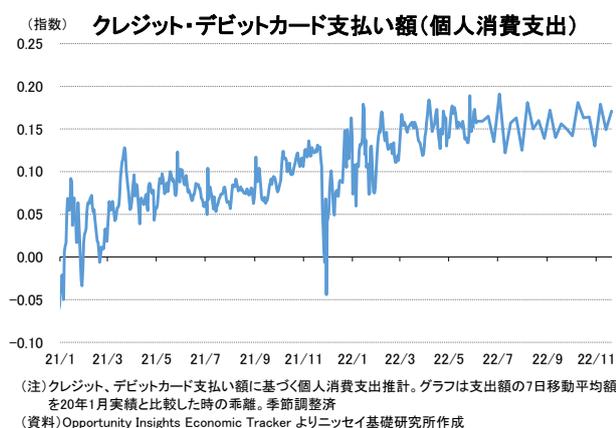
F R Bはインフレ抑制のために金融引締めによって労働需要を低下させることで労働需給が緩和することを目指しており、今後は労働需要の低下が見込まれる。しかしながら、足元の非常に堅調な労働需要から、賃金上昇率の速やかな低下は見込み難い。

一方、金融環境は引締まっているものの、労働市場が堅調を維持していることもあって、足元で個人消費の大幅な減速はみられていない。高頻度データのクレジット・デビットカード支払い額は11月20日の週まで大幅な低下がみられない（図表9）。

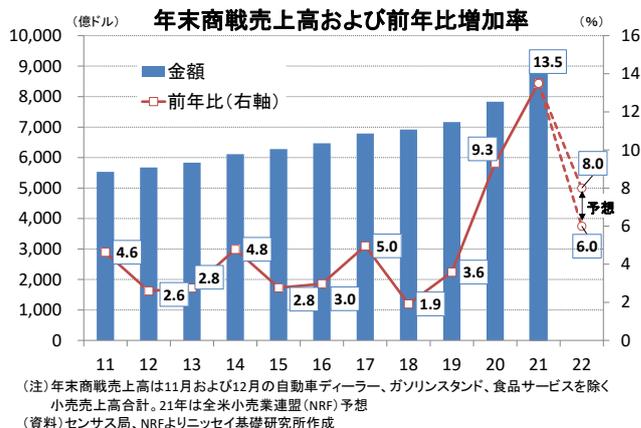
また、全米小売業協会（NRF）による今年の年末商戦の売上高予想は前年比+6.0%～+8.0%と前年実績の+13.5%から大幅に低下するものの、新型コロナ流行以前の10年平均（+3.7%）を上回る伸びが見込まれている（図表10）。このため、10-12月期の個人消費は依然として底堅いとの見方が強まっている。

もっとも、当研究所は金融環境の引締まりに加え、労働市場の減速を受けて実質GDPにおける個人消費（前年比）は22年見込みの+2.8%から23年と24年ともに+1.1%へ大幅な減速を予想している。

（図表9）



（図表10）



（設備投資）需要低下や金融環境の引締まりから23年入り後にマイナス成長へ

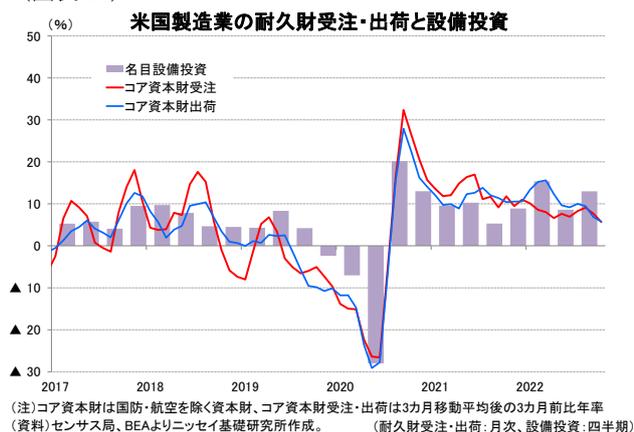
実質GDPにおける22年7-9月期の設備投資は建設投資のマイナス幅が縮小したほか、設備機器投資が大幅なプラスに転じたことから、前期比年率+5.1%（前期：+0.1%）と前期から伸びが加速した。また、設備投資の先行指標であるコア資本財受注（3ヵ月移動平均、3ヵ月前比）は22年10月が+5.7%と22年8月の+9.1%から2ヵ月連続で低下したものの、プラス成長を維持しており、民間設備投資は10-12月期もプラス成長を維持しているとみられる（図表11）。

一方、製造業の企業景況感を示すISM製造業指数は22年11月が49.0と好不況の境となる50を割り込んだ（図表12）。50を割り込むのは、新型コロナの感染拡大に伴って経済が大幅に落ち込んだ20年5月以来であり、製造業者の景気後退懸念が強まっている。また、製造業指数の内訳のうち、とくに新規受注が47.2と過去6ヵ月で5回も50割れを示すなど悪化が顕著なっており、製造業需要が低下していることを示した。

なお、供給制約に関連する入荷遅延指数は11月が47.2と22年4月の67.2から7ヵ月連続で低下したほか、2ヵ月連続で50割れとなっており、供給制約の回復が続いていることを示した。また、インフレに関連する支払価格指数も43と、22年3月の87.1から8ヵ月連続で低下したほか、2ヵ月連続で50割れとなっており、供給制約の解消、物価上昇圧力の緩和継続を示した。

設備投資はエネルギー関連などの一部投資では拡大が見込まれるものの、需要低下に加え、金融環境の引締まりに伴う調達コストの増加などから、23年入り後は減少に転じるとみられる。当研究所は実質GDPにおける民間設備投資（前年比）が22年見込みの+3.6%から23年に▲0.1%と小幅なマイナスに転じ、24年も+0.2%と小幅なプラスに留まると予想する。

(図表 11)



(図表 12)

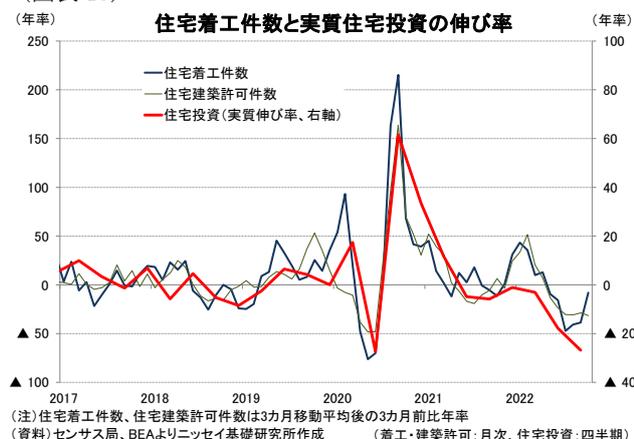


(住宅投資) 住宅ローン金利の上昇から 23 年にかけて住宅需要の低下は継続

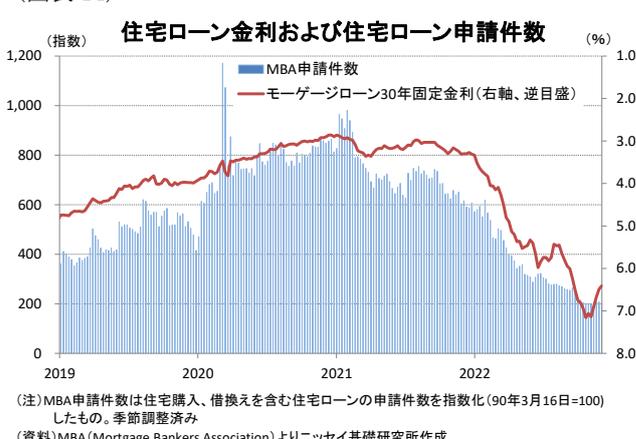
実質 GDP における住宅投資は、22 年 7-9 月期が前期比年率▲26.8%と 6 期連続のマイナス成長となったほか、マイナス幅は 20 年 4-6 月期 (▲27.4%) 以来の水準となった。また、住宅着工件数 (3 ヶ月移動平均、3 ヶ月前比、年率) は 22 年 10 月が▲8.0% (前月：▲38.7%) とマイナス幅が縮小したものの、先行指標である住宅着工許可件数 (同) は▲31.5% (前月：▲28.7%) と大幅なマイナスが持続しているほか、マイナス幅が拡大していることから、10-12 月期の住宅投資も大幅なマイナス成長となる可能性が高い (図表 13)。

住宅需要の低下はこれまでの住宅価格の上昇に加え、FRBによる政策金利の大幅な引き上げを受けて住宅ローン金利が上昇したことで住宅ローン返済額が大幅に増加したことが大きい。実際に住宅ローン金利が 22 年初の 3.3%から 10 月下旬から 11 月上旬にかけて 7.1%台をつけた後、足元でも 6%台半ばと大幅に上昇した (図表 14)。また、住宅ローン金利の上昇に伴い米国抵当銀行協会 (MBA) の住宅購入と借り換えを合わせた住宅ローン申請件数は足元で 204 近辺と 21 年 1 月下旬の 980 近辺から大幅に低下し、97 年 6 月以来の水準に減少するなど住宅ローンに対する需要は大幅に低下している。

(図表 13)



(図表 14)



今後も住宅ローン金利の上昇継続が見込まれる中、住宅需要の低下は続こう。当研究所は実質 GDP における住宅投資 (前年比) が 22 年見込みの▲10.2%から 23 年は▲12.3%とマイナス幅が拡大した後、大幅なマイナスの反動に加え、金融緩和に転じることもあって 24 年は+3.1%とプラス成長に転じることを予想する。

（政府支出）ねじれ議会でバイデン政権が目指す政策の実現は困難

10月1日からの23年度予算の編成作業では、議会が本予算で合意できておらず、12月16日を期限とする暫定予算で凌ぐ状況が続いている。現在、年度末までの統合歳出法案について与野党で協議が行われているが、次期下院議長就任が有力視されている下院少数政党院内総務のマッカーシー議員が新議会となる来年1月までの暫定予算を要求するなど、共和党内で意見が分かれている。一方、報道では統合歳出法案の予算規模については概ね前年度から1割以上の増額となる1.6~1.7兆ドルで与野党が合意しているものの、非国防関連予算などで与野党の隔たりが大きく、16日の期限までに合意するのは困難との見方が強まっている。このため、統合歳出法案で合意するための時間稼ぎとして年内を期限とする新たな暫定予算を可決するとの見方も出ているようだ。

来年以降の財政政策については、バイデン政権からは具体的な提案がでていないものの、インフレ削減法の審議過程で当初のビルドバックベター法案から削除された家計や教育、介護支援に加え、企業や富裕層に対する課税強化の実現を目指すとみられる。また、下院共和党はインフレ高進をバイデン政権による大規模な歳出拡大としており、インフレ抑制のためにも社会保障などの歳出削減を目指す方針を明確にしている。

しかしながら、新議会がねじれ議会となることで与野党の対立からこれらの政策が実現する可能性は低いとみられる。さらに、来年以降景気後退が深刻化した場合に新型コロナの感染が拡大した時期にみられたような超党派による迅速な経済対策も、24年の大統領選挙を控えて共和党との合意が得難いとみられることから実現の可能性は低いだろう。

いずれにせよ歳出や歳入に対する現行法からの大幅な政策変更の可能性は低いだろう。

一方、新議会で下院議長就任が有力視される共和党のマッカーシー議員は自分たちが要求する政策実現のために、連邦債務上限の引上げを政治問題化することを明言している。米国では連邦債務残高の上限が法律で定められており、現在は31.4兆ドルとなっている（図表15）。債務残高は23年夏場には債務上限に抵触するとみられており、それまでに議会が債務上限の引上げで合意できない場合、米国債がデフォルトする可能性があるため、経済への影響が大きい。

与野党ともにデフォルトは望んでおらず、実際に米国債がデフォルトする可能性は低い。しかしながら、与野党の対立が激化し、債務上限の引上げリスクが高まると金融市場が不安定化を通して米経済にネガティブに影響しよう。

当研究所は実質GDPにおける政府支出（前年比）予想について、大幅な歳出や歳入の拡大は見込めないものの、これまで実施した経済対策効果の剥落で大幅な歳出減少となった22年の反動もあって、23年は+1.2%、24年が+1.2%と小幅ながらプラス成長となろう。

（図表15）



（貿易）海外との成長率格差から23年以降、外需の成長率寄与度は小幅なプラスが継続

実質GDPにおける外需の成長率寄与度は22年7-9月期に+2.9%ポイントと成長率を大幅に押し上げたが、輸出入の内訳をみると輸出が前期比年率+15.3%（前期：+13.8%）と2桁の伸びとなった前期からさらに伸びが加速したほか、輸入が▲7.3%（前期：+2.2%）と前期からマイナスに転じており、当期は輸出入ともに成長率を押し上げる方向に働いた。とくに、輸出はウクライナ侵攻

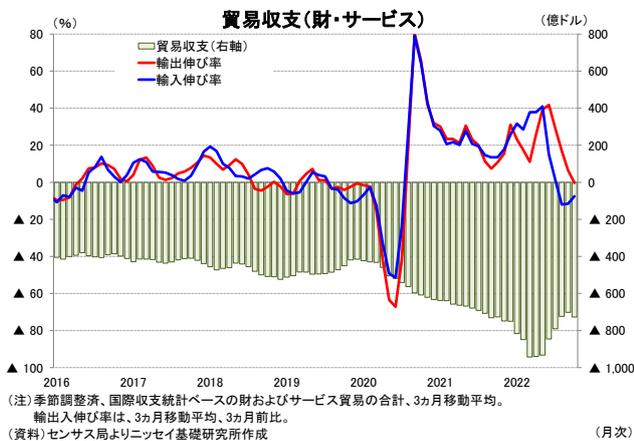
に伴う石油・石油製品が前期比年率+41.0%（前期：+36.0%）と前期に続き大幅な伸びを示した。しかしながら、このような大幅な輸出の増加は持続不可能だろう。

実際に、先日発表された22年10月の貿易収支（3ヵ月移動平均）は季節調整済で▲727億ドル（前月：▲702億ドル）の赤字となり、前月から赤字幅が▲25億ドル拡大した（図表16）。輸出入では輸入が+10.8億ドル増加したほか、輸出が▲14.1億ドル減少しており、輸出は勢いを失っている。このため、実質GDPにおける外需の成長率寄与度は10-12月期にマイナスに転じるだろう。

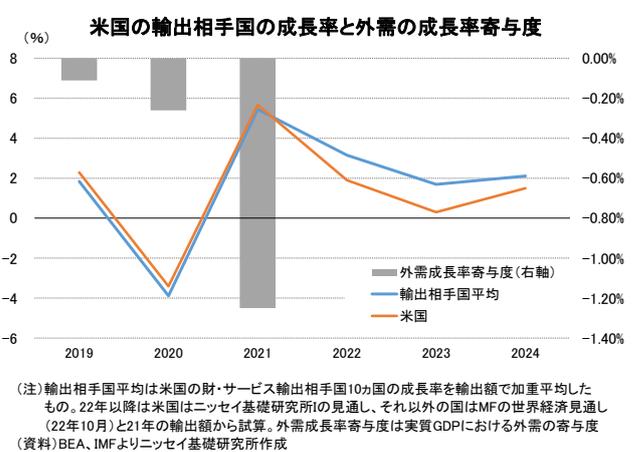
一方、IMFの見通しに基づく米国の輸出相手国上位10ヵ国の平均成長率は、23年と24年ともに輸出相手国の成長率が当研究所の米国成長率見通しを上回るとみられる（図表17）。このため、海外との成長格差から、純輸出の成長率寄与度は23年以降に再びプラスに転じる可能性を示唆している。

当研究所は外需の成長率寄与度について、22年見込の▲0.8%ポイントから23年、24年ともに+0.2%ポイントと小幅ながらプラス寄与を予想する。

（図表16）



（図表17）



なお、バイデン大統領の対中関税政策については一時インフレ抑制の観点から一部を削減することなどの見直しが議論されたが、現状で対中関税政策の見直しは行われていない。米国通商代表部（USTR）は18年7月（リスト1）と8月（リスト2）に発動した制裁関税について22年9月に国内産業界から継続の要望があったとして継続することを発表した一方、11月15日から23年1月17日までの期間にパブリックコメントを受けるとしている。バイデン政権が来年以降にどのような方針を示すのか注目される。

3. 物価・金融政策・長期金利の動向

（物価）消費者物価（前年同月比）の総合指数は既にピークアウト、24年末に向けて緩やかに低下

消費者物価（前年同月比）の総合指数は22年6月に+9.1%と40年半ぶりの水準に上昇したものの、その後は低下基調が持続している（前掲図表4）。22年10月の中身を見ると、原油価格の下落などからエネルギー価格指数は22年6月の+41.6%から+17.6%に大幅な低下が続いているほか、食料品価格も+10.9%と水準は依然として高いものの、2ヵ月連続で低下した（図表18）。このため、総合指数は既にピークアウトした可能性が高い。

また、コア財価格指数は+5.1%と22年2月の+12.3%をピークに低下基調が持続している。とくに、半導体不足に伴う自動車生産の落ち込みで、これまでコア財価格を押し上げていた中古車や新車価格が、半導体不足の解消に伴う自動車生産の回復から低下に転じていることが大きい。実際に、10月は中古車価格が+2.0%と22年2月の+41.2%から大幅に低下したほか、新車価格も+8.4%と22年4月の+13.2%から低下基調が持続している。この傾向は暫く続きコア財価格を押し下げよう。

最後に、コアサービス価格は+6.7%と依然として上昇基調が持続している。コアサービス価格の6割と大きなウェイトを占める住居費が+6.9%と上昇に歯止めが掛かっていないほか、コアサービス価格と連動性の高い賃金上昇率が前述のように労働需給の逼迫を背景に高止まりしていることが大きい。もっとも、CPIの住居費のうち、家賃価格に12ヵ月先行する傾向があるオンライン不動産データベースを運用するZillowの家賃指数(ZORI)は前年同月比の伸びが今年2月に+17.1%とピークをつけて10月には+9.6%まで低下していることから、来年春先にも住居費は低下基調に転じる可能性が高い。このため、コア価格指数も来年春先以降は低下基調が明確になろう。

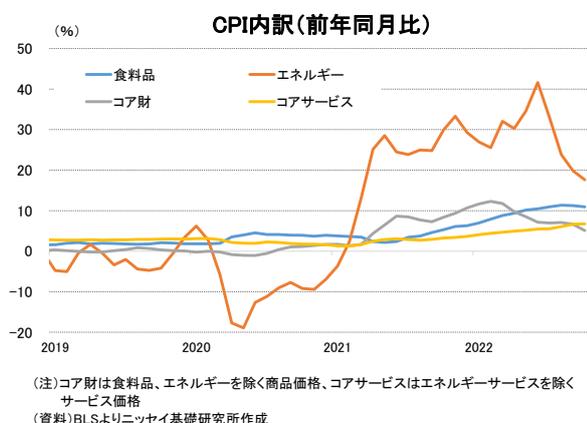
一方、インフレ高進の要因の1つとなっている供給制約については、世界サプライチェーン圧力指数が21年12月に過去の平均からの標準偏差が4.3となった後、11月が1.2と急速に低下してきており、供給制約の回復を示しているものの、9月の0.9からは小幅ながら2ヵ月連続で上昇に転じており、足元で回復の足踏みがみられる(図表19)。今後も供給制約は回復が続くとみられるものの、新型コロナの感染拡大に伴う中国のゼロコロナ政策の影響で再びグローバルサプライチェーンに混乱がみられるのか供給制約の回復動向みる上で注目される。

当研究所は原油価格が足元の70ドル台前半から23年末に89ドル、24年末に90ドルに緩やかに上昇すると予想しているものの、22年の平均価格の98ドルから前年同月比でみたエネルギー価格の伸びは2桁のマイナスが見込まれるほか、24年も小幅なプラスに留まると予想している。

このため、消費者物価は前年同月比でみたエネルギー価格の低下に加え、供給制約の緩やか回復などから、消費者物価の総合指数(前年比)は22年見込の+8.1%から23年は+4.1%、24年は+2.4%に低下すると予想する。

もっとも、ウクライナ侵攻に伴うエネルギーや食料品価格、新型コロナの感染動向などインフレを取り巻く環境は不透明であり、今後のインフレ見通しは非常に不透明である。

(図表 18)



(図表 19)



(金融政策) 政策金利は22年末が4.50%、23年末が5.0%、24年末が3.5%を予想

F R Bはインフレが一時40年半ぶりの水準に加速する一方、失業率が過去50年で最も低い水準に近いことを受けて、金融政策運営においてインフレを抑制するために前述のように90年代以降

で最も早いペースで政策金利の引上げを実施したほか、今後も金融引締めを継続する姿勢を明確にしている。

また、11月のFOMC会合後に行われたFRBのパウエル議長の記者会見や公開された議事要旨では、政策金利の引上げペースを減速させる一方、FF金利の最終的な到達水準は9月会合後に示された見通しより高くなる可能性が示された。このため、12月会合では政策金利の引上げ幅が前回の0.75%から0.5%に縮小されることが見込まれる一方、12月会合後に発表されるFOMC参加者の政策金利見通し（中央値）は9月時点の予想である23年末の4.6%から上方修正されよう（図表20）。

当研究所は12月会合で政策金利が0.5%引上げられた後、インフレ率は物価目標を大幅に上回るものの、インフレ率の低下基調が持続するほか、米国経済が景気後退に陥ることから、23年は2月と3月の会合で利上げ幅をそれぞれ0.25%にさらに縮小し、その後は23年を通じて政策金利を据え置くと予想する。

一方、24年入り後は消費者物価のコアインフレ率が2%台半ば近辺とFRBの物価目標（PCE価格指数で2%、CPI換算では2.3%程度）の達成が視野に入ることから、FRBは24年1-3月期に利下げに転じ、インフレ率が物価目標水準に低下する中、景気浮揚のために24年は合計1.5%ポイント引き下げ、24年末の政策金利を3.5%に低下させよう。

一方、バランスシート政策については、FRBは償還金を再投資しない形で米国債とMBS債の合計で9月以降は月950億ドルのペースで縮小させている。パウエル議長はこれまで金融政策の調整手段は一義的には政策金利としているため、バランスシートの縮小金額を機動的に調整する可能性は低いだろう。このため、当面FRBは月950億ドルの削減ペースを維持するとみられる。

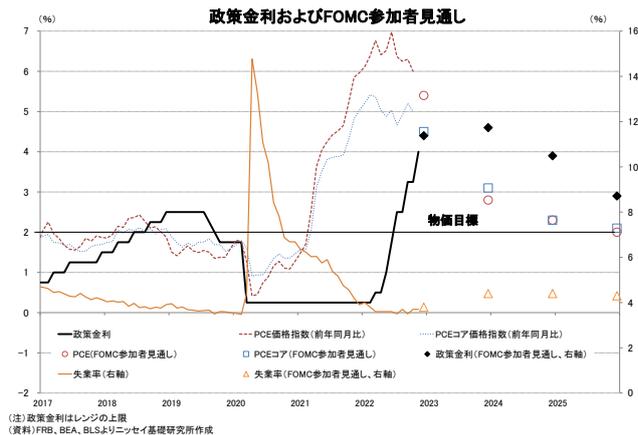
一方、バランスシート政策については、FRBは償還金を再投資しない形で米国債とMBS債の合計で9月以降は月950億ドルのペースで縮小させている。パウエル議長はこれまで金融政策の調整手段は一義的には政策金利としているため、バランスシートの縮小金額を機動的に調整する可能性は低いだろう。このため、当面FRBは月950億ドルの削減ペースを維持するとみられる。

（長期金利）22年10-12月期平均が3.8%、23年が同3.6%、24年が同2.9%への低下を予想。

長期金利（10年金利）は10月に発表されたインフレ関連指標が上振れしたほか、FRB高官からのタカ派発言などもあって、10月下旬に一時4.2%台まで上昇した（図表21）。しかし、その後は11月に発表された前述の10月CPIなどインフレ関連指標が下振れしたほか、米国の景気減速懸念の高まりなどもあって足元は3.5%近辺まで急激に低下した。

当研究所は、来年にかけて金融引締めが継続することもあり、長期金利は22年末に3.6%、10-12月期平均で3.8%まで上昇すると予想する。また、23年は景気後退に陥るほか、政策金利が4月以降は据え置かれることから10-12月平均で3.6%に低下、24年もインフレ率の低下基調が持続するほか、1-3月期に利下げに転じることもあって、10-12月期平均で2.9%まで低下しよう。

（図表20）



（注）政策金利はレンジの上端
（資料）FRB、BEA、BLSよりニッセイ基礎研究所作成

（図表21）



（注）政策金利はフェデラルファンドレート（上服レート）。見通しは4半期平均。

（資料）データストリームよりニッセイ基礎研究所作成

（月次、予測期は四半期）