

Weekly
エコノミスト・
レター

米国経済の見通し

一足元で景気は12月予測時点から上振れ。金融引締めは長期化へ

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

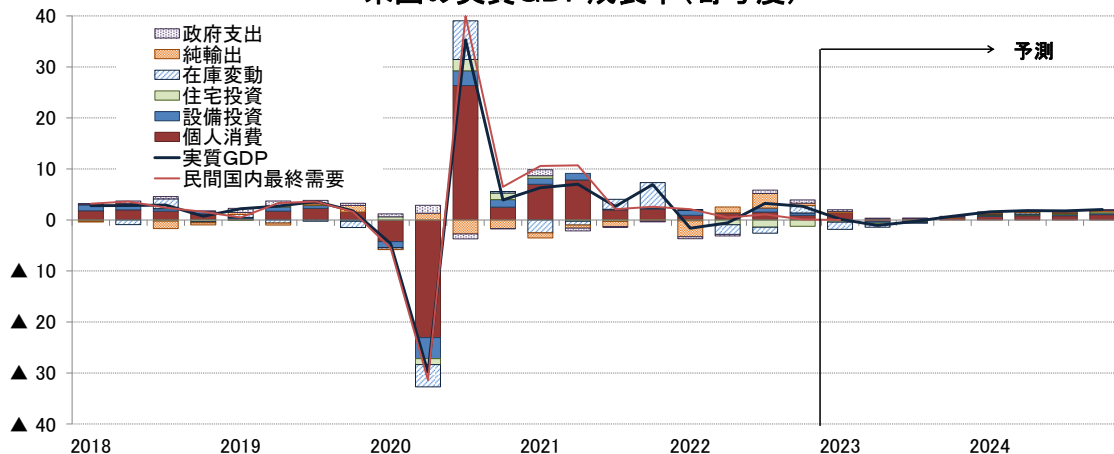
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の22年10-12月期の実質GDP成長率（前期比年率）は+2.7%（前期：+3.2%）と2期連続のプラス成長。もっとも、在庫投資が成長率を+1.5%ポイント、外需が+0.5%ポイント押し上げたことが大きく、民間国内最終需要が前期比年率+0.1%に留まるなど、表面的な成長率が示すほど、実体経済は堅調ではないことを示唆。
2. 一方、23年入り後は雇用や個人消費が大幅な改善を示すなど、FRBによる大幅な金融引締めにもかかわらず、景気モメンタムの強さを確認。また、インフレ高止まりから、金融引締めの長期化観測が強まっており、金融環境は引締め。
3. インフレや金融政策動向が見通し難い中、米国経済の見通しは非常に不透明。当研究所は足元で経済は堅調となっているものの、23年6月にかけて金融引締めが継続する中、これまでの累積的な金融引締めの影響から、米国経済は23年4-6月期からマイルドな景気後退に陥り、成長率（前年比）は23年が+0.7%と22年の+2.1%から大幅な低下を予想。24年は景気回復に転じるものの、+1.1%と潜在成長率（1%台後半）を下回ろう。
4. 金融政策は23年3月に0.5%利上げ、6月までの2会合でそれぞれ0.25%利上げされ、年内は政策金利を5.75%で据え置くと予想。利下げ開始はインフレ目標の達成が視野に入ってくる24年3月を予想。量的緩和政策は、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。インフレ高進による政策金利の上振れは将来の深刻な景気後退リスクを高めよう。米国内政治では当面債務上限問題の行方が注目される。

(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) 10 - 12 月期の成長率は 2 期連続のプラス、在庫投資と外需が成長率を大幅に押し上げ

米国の 22 年 10 - 12 月期の実質 GDP 成長率 (以下、成長率) は、改定値が前期比年率 +2.7% (前期: +3.2%) となり、2 期連続のプラス成長となった (図表 1、図表 6)。

需要項目別では、在庫の成長率寄与度が +1.5%ポイント (前期: ▲1.2%ポイント)、外需が +0.5%ポイント (前期: +2.9%ポイント) となって成長率を大幅に押し上げた。

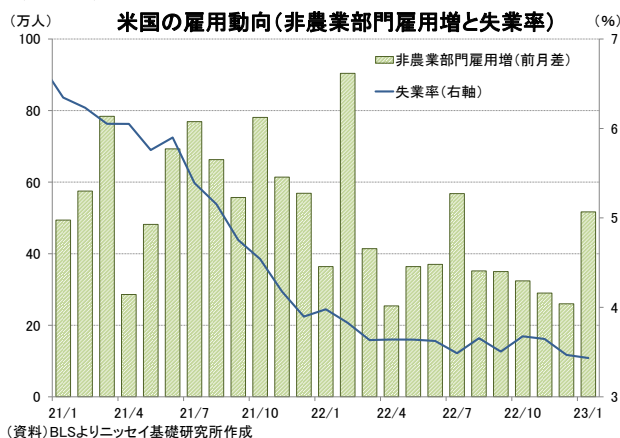
もっとも、住宅投資が前期比年率 ▲25.9% (前期: ▲27.1%) と前期に続いて大幅なマイナス成長となったほか、設備投資が +3.3% (前期: +6.2%)、個人消費が +1.4% (前期: +2.3%) と前期から伸びが鈍化した。この結果、民間需要を示す民間国内最終需要が +0.1% (前期: +1.1%) に留まり、FRB による大幅な金融引締めに伴う民間需要の低下が示された。このため、表面的な成長率が示すほど、実体経済は堅調でないことを示唆している。

一方、23 年に入って雇用や個人消費など景気モメンタムの強さを示す指標が増えている。実際に、1 月の雇用統計は非農業部門雇用者数が前月比 +51.7 万人 (前月: +26.0 万人) となり、前月から大幅に伸びが加速したほか、鈍化を見込んだ市場予想の +18.8 万人のおよそ 3 倍の増加幅となった (図表 2)。さらに、失業率も 3.4% (前月: 3.5%) と前月から ▲0.1%ポイント低下し、69 年 5 月以来の水準となるなど、労働需給が非常に逼迫していることを示した。このように、1 月は労働市場の回復が加速する結果となった。

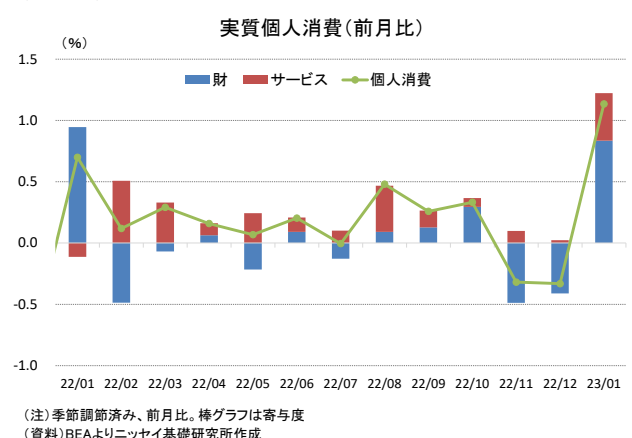
また、実質個人消費 (前月比) も 22 年 11 月と 12 月にそれぞれ ▲0.3%と 2 ヶ月連続で減少し、年末にかけて減速したが、1 月が +1.1%と 22 年 4 月以来の大幅な増加となり、23 年入り後の大幅な回復を示した (図表 3)。

雇用、個人消費ともに娯楽サービスなどが好調であったことから、好調の要因として 1 月が暖冬となった影響が指摘されている。もっとも、後述するように消費者センチメントや企業景況感なども 1 月の回復を示しているため、季節要因だけでは説明し難く、23 年入り後に実際に景気モメンタムが強まった可能性が高い。

(図表 2)



(図表 3)

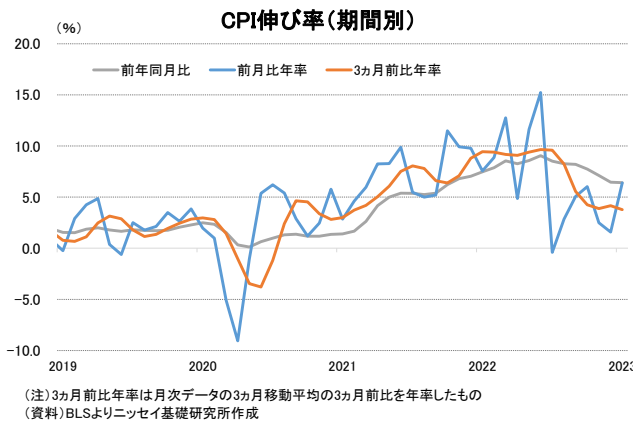


一方、景気モメンタムが強まる中、インフレは高止まりの兆候を示している。消費者物価指数 (CPI) は、23 年 1 月の総合指数が前年同月比 +6.4%となり、22 年 6 月の +9.1%から 7 カ月連続で低下した (図表 4)。もっとも、1 月は前年同月比の前月からの低下幅が僅か ▲0.1%ポイントに留

また、前月比や3ヵ月前比はそれぞれ年率+6.4%（前月：+1.6%）、+3.5%（前月：+3.3%）と前月から伸びが加速しており、足元でインフレは高止まりしている。

また、株式、信用スプレッド、為替、金利などの金融市場の動向を示す金融環境指数は、昨秋から年末にかけてはCPIの低下に伴い、一時期23年後半の利下げなど、金融緩和政策への早期転換を織り込んで緩和の動きがみられた（図表5）。しかしながら、23入り後に多くの経済指標が上振れしたほか、足元でインフレが高止まっていることから、23年後半の利下げ観測が修正され、金融引締めが長期化するとの見方が強まっており、23年2月以降は金融環境の引締まりの動きがみられる。

（図表4）



（図表5）



（経済見通し）成長率は23年が前年比+0.7%、24年が+1.1%を予想

昨年12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い中で、米国経済見通しは引き続き非常に不透明である。当研究所は足元の米国経済は堅調を維持しており、景気後退に陥る兆候はみられていないものの、23年6月にかけて金融引締めの継続を見込んでおり、これまでの累積的な金融引締めの影響から民間需要が低下し、実質GDP成長率（前期比年率）は、23年4-6月期から7-9月期にかけて2期連続でマイナスとなるなど、米国経済は4-6月期にマイルドな景気後退に陥ると予想する（図表6）。通年では23年の成長率（前年比）が+0.7%と22年の+2.1%から大幅に低下しよう。22年12月予測時点では23年初からの景気後退を予想していたが、足元の経済状況が上振れしていることを踏まえて、景気後退時期を1四半期後ズレさせた。また、前述のように足元で景気後退の兆候は未だみられておらず、FRBの積極的な金融引締めによっても米国経済は予想外に堅調を維持しているため、景気後退時期がさらに後ズレすることや景気後退リスクが低下している可能性は否定できない。

しかしながら、FRBはインフレ抑制のためには労働需給を緩和させて、賃金上昇率を低下させることを目指しており、FRBの金融引締め姿勢からは今後の米国経済の景気減速は不可避と考えられる。金融市場の一部には堅調な経済状況を維持したまま、インフレ率が低下する「ノーランディングシナリオ」を織り込む動きがみられているが、景気減速を伴わずにインフレ率が低下する可能性は低い。このため、堅調な経済状況が想定以上に長期化する場合にはFRBによる金融引締めが長期化し、その後の景気後退がより深刻化しよう。

一方、政策金利の引上げが停止される23年7月以降は金融環境が緩和することが見込まれ、23年10-12月期以降は成長率がプラスに転じるほか、FRBが利下げを開始することもあって、24

年は景気回復に転じると予想する。もっとも、24年の成長率（前年比）+1.1%と潜在成長率（1%台後半）を下回る水準に留まろう。

物価は、足元の堅調な経済状況を反映して当面はインフレの高止まりが見込まれるものの、その後は前年同月比でみたエネルギーや食料品価格の伸び鈍化や供給制約の解消、住居費や賃金上昇率の低下から、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CPIの総合指数が22年の+8.1%から23年が+4.2%、24年が+2.5%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、食料品価格の動向が不透明なほか、労働需給の逼迫に伴い賃金上昇率が高止まりする可能性があるため、インフレ見直しには上振れリスクがある。

金融政策は、FRBが23年3月に0.5%引上げた後、6月までの2会合でそれぞれ0.25%の利上げを実施し、政策金利を5.75%まで上げると予想する。その後、23年内は政策金利を据え置こう。

FRBが利下げに転じる時期は、24年3月を予想する。バランスシート政策は米国債とMBS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。

長期金利は利上げ継続を受けて、23年4-6月期平均で4.1%と足元（4%近辺）と同水準で推移することが見込まれるものの、その後は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月には同3.8%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月に同3.2%までの低下を予想する。

(図表6)

米国経済の見通し

		2022年	2023年	2024年	2022年				2023年				2024年			
		(実)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (実)	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、%	2.1	0.7	1.1	▲1.6	▲0.6	3.2	2.7	0.2	▲1.1	▲0.3	0.7	1.6	1.8	1.8	2.0
個人消費	前期比年率、%	2.8	1.1	0.8	1.3	2.0	2.3	1.4	2.0	▲0.5	0.0	0.5	1.0	1.2	1.2	1.5
設備投資	前期比年率、%	3.8	0.5	0.4	7.9	0.1	6.2	3.3	▲1.0	▲2.0	▲2.0	0.0	1.0	1.0	1.5	2.0
住宅投資	前期比年率、%	▲10.7	▲15.1	2.3	▲3.1	▲17.8	▲27.1	▲25.9	▲10.0	▲10.0	▲5.0	0.0	5.0	5.0	7.0	10.0
政府支出	前期比年率、%	▲0.6	1.9	1.0	▲2.3	▲1.6	3.7	3.6	2.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
在庫投資	寄与度	0.7	▲0.4	0.1	0.2	▲1.9	▲1.2	1.5	▲1.4	▲0.5	▲0.2	0.0	0.2	0.3	0.1	0.0
純輸出	寄与度	▲0.6	0.7	0.2	▲3.1	1.2	2.9	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
消費者物価(CPI-U)	前年同期比、%	8.0	4.2	2.5	8.0	8.6	8.3	7.1	5.7	4.2	3.6	3.2	2.9	2.6	2.4	2.3
失業率	平均、%	3.7	4.0	4.7	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	3.8	4.2	4.4	4.7	4.7	4.6	4.6
FFレート誘導目標	期末、上限、%	4.50	5.75	4.50	0.50	1.75	3.25	4.50	5.25	5.75	5.75	5.75	5.50	5.00	4.75	4.50
10年国債金利	平均、%	3.0	3.9	3.3	2.0	2.9	3.2	3.9	3.8	4.1	3.9	3.8	3.5	3.3	3.2	3.2
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.05	1.08	1.11	1.12	1.06	1.01	1.02	1.07	1.07	1.09	1.09	1.10	1.11	1.11	1.12
米ドル(対円)	平均、円/ドル	131	133	123	116	130	138	141	134	135	132	129	125	123	122	121
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	94	83	90	94	108	92	83	77	82	85	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

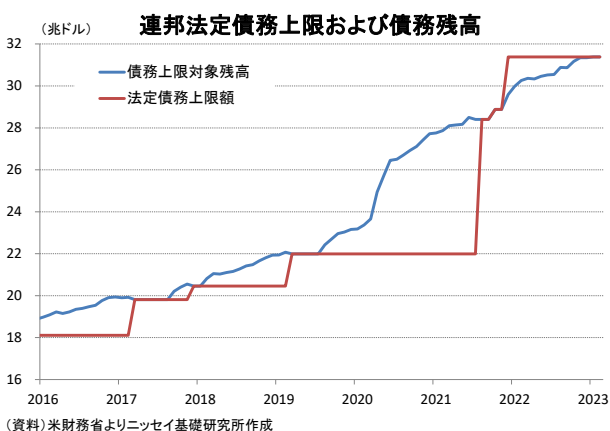
上記見直しに対するリスクは、インフレ高進による政策金利の上振れと米国内政治が挙げられる。ウクライナ侵攻の長期化により、エネルギー、食料品価格などが再び急騰することや、労働需給の逼迫が長期化し賃金が高止まりすることなどによってインフレ高進が長期化し、政策金利の引上げ幅拡大や金融引締め期間が長期化する場合には、これまでの累積的な金融引締めの影響もあって、需要が大幅に抑制されることで将来の深刻な景気後退リスクが高まろう。

一方、米国政治では23年初から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ため、野党の反対からバイデン政権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らう。

さらに、23 年前半の重要な政治課題として米国の法定債務上限引き上げ問題が注目される。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 7)。これに対して、債務上限の対象となる連邦債務残高は 23 年 1 月 19 日に債務上限に到達したため、財務省は議会が債務上限の引き上げや債務上限不適用期限の延長で合意するまでの時間稼ぎとして、緊急避難的にデフォルトを回避する特別措置を発動した。同措置は早ければ 7 月にも期限切れとなることを見込まれており、連邦議会には期限までの対応が求められる。下院共和党は債務上限引き上げの条件として歳出削減を要求しているのに対して、バイデン大統領は条件付きの債務上限引き上げに対して拒否権を行使する姿勢を明確にしており、債務上限引き上げの目途は立っていない。与野党ともにデフォルトを望んでおらず、最終的にはデフォルトが回避されるとみられるものの、与野党の対立先鋭化に伴い、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らう。

(図表 7)



ており、連邦議会には期限までの対応が求められる。下院共和党は債務上限引き上げの条件として歳出削減を要求しているのに対して、バイデン大統領は条件付きの債務上限引き上げに対して拒否権を行使する姿勢を明確にしており、債務上限引き上げの目途は立っていない。与野党ともにデフォルトを望んでおらず、最終的にはデフォルトが回避されるとみられるものの、与野党の対立先鋭化に伴い、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らう。

2. 実体経済の動向

(労働市場、個人消費) 足元でモメンタムは強いものの、金融引締めに伴い減速へ

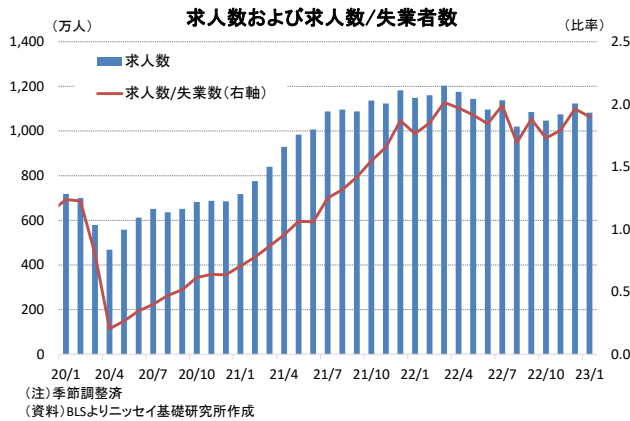
労働市場は、前述のように非農業部門雇用者数や失業率で 23 年 1 月に回復が加速した。また、23 年 1 月の求人数は 1,082 万人(前月:1,123 万人)と前月から低下したものの、新型コロナ流行前の 700 万人を大幅に上回っている(図表 8)。また、求人数と失業数の比較では失業者 1 人に対して求人が 1.9 件(前月:2.0 件)とこちらも前月から低下したものの、新型コロナ流行前の 1.2 件を大幅に上回っており、23 年入り後も労働需要が非常に堅調であることを示した。

堅調な労働需要に対して、労働供給を示す労働参加率は 23 年 1 月が 62.4%と、新型コロナ流行前(63.4%)を 1%ポイント下回っており、労働供給の回復は遅れている(図表 9)。

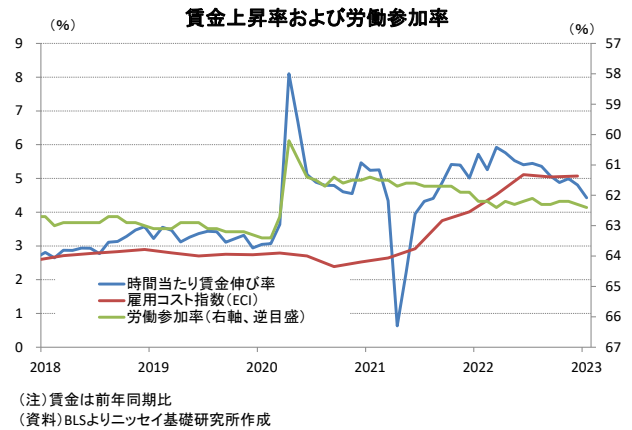
この結果、労働需給の逼迫を反映して、時間当たり賃金(前年同月比)は 23 年 1 月が+4.4%と 22 年 3 月の+5.9%をピークに低下基調が持続しているものの、依然として新型コロナ感染拡大前の 3%近辺を大幅に上回っている。賃金・給与に加え、給付金も反映した雇用コスト指数も 22 年 10-12 月期が前年同期比+5.1%と新型コロナ流行前の 2%台後半を大幅に上回っており、賃金の高止まりを示した。

F R Bによる金融引締めの累積的な影響により、今後は労働需給の緩和が見込まれる。しかしながら、大幅な金融引締めにもかかわらず、労働需給の逼迫が長期化する場合には賃金やインフレが高止まりし、金融引締めが長期化する可能性がある。

(図表 8)



(図表 9)

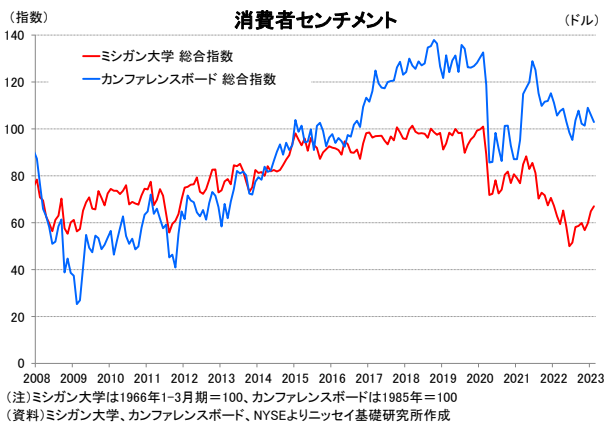


一方、個人消費に関連して消費者センチメントは、コンファレンスボードとミシガン大学の調査で、23年に入って前者が2ヵ月連続低下した一方、後者が3ヵ月連続改善するなどマチマチの動きとなっており、異なるサインを出している(図表10)。もともと、両者ともに22年夏場につけた低水準から持ち直しているが、新型コロナ流行前を大幅に下回っているため、最悪期は脱したものの堅調な個人消費が持続するほど消費者センチメントは堅調とは言えない。

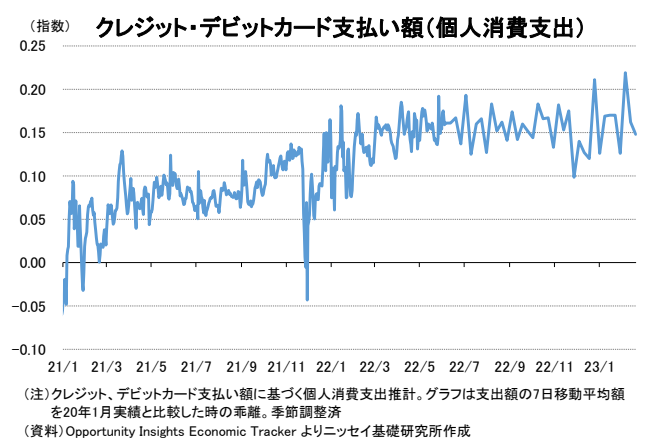
次に、高頻度データのクレジット・デビットカード支払い額は23年2月以降も概ね堅調を維持しており、個人消費が減速した兆候はみられない(図表11)。

足元で個人消費は堅調となっているものの、当研究所は金融環境の引締まりに加え、今後の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年の+2.8%から23年は+1.1%、24年は+0.8%への減速を予想する。

(図表 10)



(図表 11)



(設備投資) 需要低下や金融環境の引締まりからマイナス成長へ

実質GDPにおける22年10-12月期の設備投資は前述のように前期から伸びが鈍化した。当期の設備投資のうち、建設投資が7期ぶりにプラスに転じたものの、需要低下に伴い設備機器投資がマイナスに転じたことが大きい。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23年1月が年率▲0.3%(前月:▲0.3%)と2ヵ月連続でマイナスとなっており、設備投資は23年入り後にマイナス成長に転じた可能性を示唆している(図表12)。

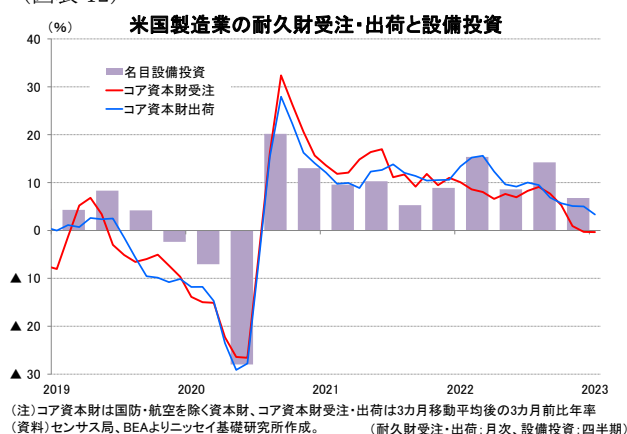
一方、製造業の企業景況感を示すISM製造業指数は23年2月が47.7(前月:47.4)と6ヵ月ぶりに改善したものの、好不況の境となる50を4ヵ月連続で割り込んでおり、依然として製造業

需要が低下していることを示している（図表 13）。実際に、製造業指数のうち、新規受注は 47.0（前月：42.5）とこちらも 20 年 5 月以来の水準に低下した前月から 4 ヶ月ぶりに改善したものの、50 を 6 ヶ月連続で下回っており、回復は鈍い。

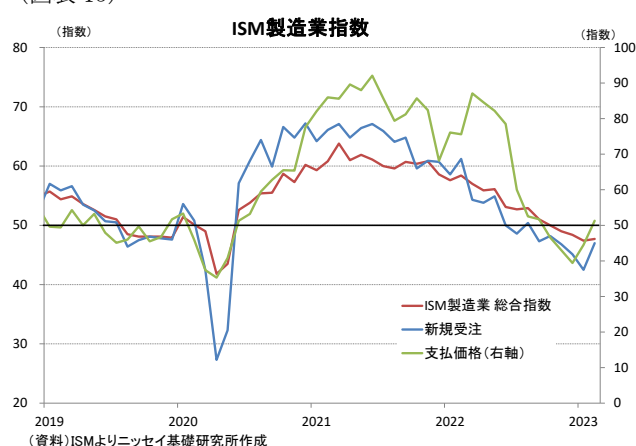
なお、2 月はインフレに関連する支払価格指数が 51.3（前月：44.5）と 5 ヶ月ぶりに 50 を超えてきており、足元で物価上昇圧力が高まっていることを示したことが特筆される。

設備投資は製造業で一部改善はみられるものの、引続き需要が低迷していることに加え、今後の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 年入り後には四半期ベースではマイナス成長に転じる可能性が高い。当研究所は実質 GDP における設備投資（前年比）が 22 年の +3.8% から 23 年に +0.5% と大幅に低下するほか、24 年も +0.4% と小幅なプラスに留まると予想する。

（図表 12）



（図表 13）



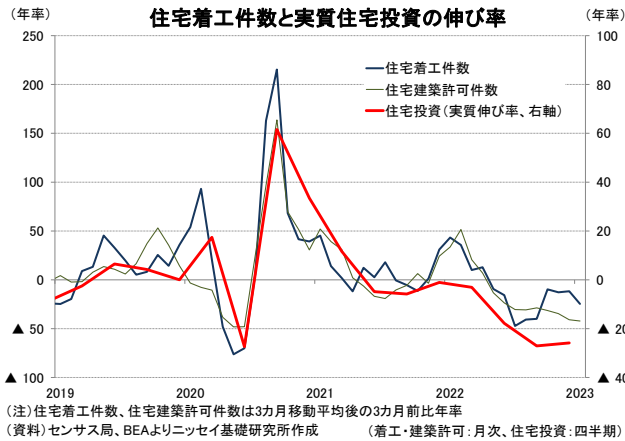
（住宅投資）住宅ローン金利の上昇から 23 年も住宅需要は低迷

実質 GDP における住宅投資は、22 年 10–12 月期まで 7 期連続のマイナス成長となるなど、住宅市場は不振が続いている。また、住宅着工件数（3 ヶ月移動平均、3 ヶ月前比、年率）は 23 年 1 月が▲24.6%（前月：▲11.8%）と 3 ヶ月連続で 2 桁のマイナスとなった（図表 14）。さらに、先行指標である住宅着工許可件数（同）は▲42.2%（前月：▲40.9%）と 20 年 6 月以来のマイナス幅に拡大しており、23 年入り後も住宅投資は大幅なマイナス成長が継続している可能性が高い。

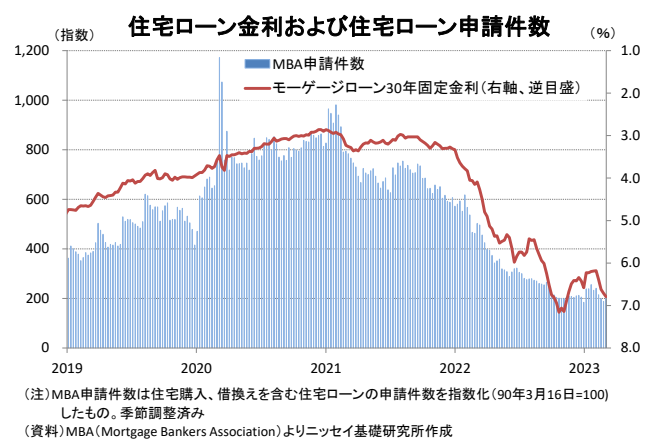
一方、住宅ローン金利は 22 年初の 3.3% から 10 月下旬から 11 月上旬にかけて 7.1% 台に上昇した後、米国債金利の低下に伴い 23 年年初から 1 月下旬にかけて 6% 台前半まで低下した（図表 15）。住宅ローン金利の低下に伴い、米国抵当銀行協会（MBA）の住宅購入と借り換えを合わせた住宅ローン申請件数は一時 250 台半ばと 22 年秋口の 200 近辺から底入れする兆しがみられた。しかしながら、足元で住宅ローン金利は米国債金利の上昇を背景に再び 6.8% 台近辺に上昇しており、住宅ローン申請件数は 200 近辺に低下している。

F R B による金融引締め長期化に伴い、今後も住宅ローン金利の上昇が見込まれるため、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 年の▲10.7% から 23 年は▲15.1% とマイナス幅が拡大した後、大幅なマイナス成長の反動に加え、金融緩和に転じることもあって 24 年は +2.3% とプラス成長を予想する。

(図表 14)



(図表 15)



(政府支出、債務残高) ベースライン予測は財政赤字や債務残高の更なる増加を示唆

22年10月1日からの23年度予算の編成作業では、年度初までに本予算で合意できず、暫定予算で凌ぐ状況が続いていたが、議会は漸く年度末までの統合歳出法案で合意し、22年12月29日にバイデン大統領の署名を経て成立した。統合歳出予算法ではウクライナへの支援として470億ドル、米国内の災害対策費として380億ドルの拠出を含み裁量的経費の歳出規模が1兆6,460億ドル¹となった。これは22年度に比べて+1,340億ドル(前年度比+8.8%)の増加となる。また、国防と非国防歳出額の内訳では国防関連が8,584億ドルと前年度比+762億ドル(同+9.7%)となったほか、非国防関連が7,874億ドルと前年度比+575億ドル(同+7.9%)となり、前年度から増加した。

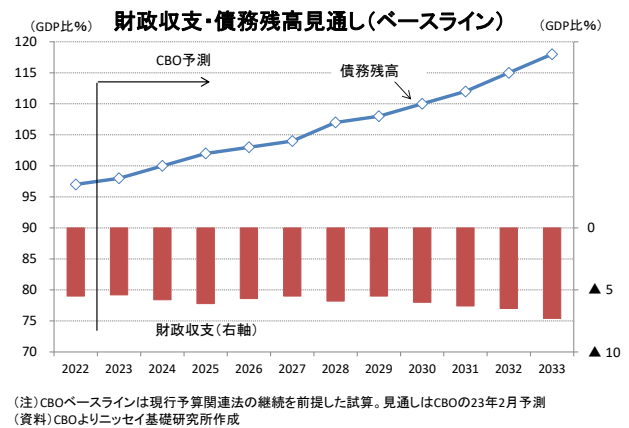
この結果、23年度の統合歳出法を織り込んだ議会予算局(CBO)の財政収支見通しは23年度の財政赤字が▲1兆4,100億ドル(前年度：▲1兆3,750億ドル)、名目GDP比▲5.4%(前年度：▲5.5%)となり、新型コロナ関連の経済対策の期限切れに伴う歳出減少もあって、前年度から僅かに縮小が見込まれている(図表16)。

一方、現行の予算関連法の継続を前提としたCBOによるベースライン予測では10年後の33年度の財政収支は▲2兆8,510億ドル(名目GDP比：▲7.3%)と財政赤字の大幅な拡大が見込まれている。また、債務残高も23年度見込みの25兆7,160億ドル(名目GDP比：98%)から33年度には46兆4,450億ドル(同：118%)まで大幅に増加することが見込まれている。このため、24年度の予算編成作業では大きな方向性として、財政赤字削減や債務残高の抑制方針が示されよう。

バイデン大統領は3月9日に24年度の予算教書を発表する。同予算案には歳出面では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、介護支援の扱いや、歳入面では企業や富裕層に対する課税強化策がどのように盛り込まれるのか注目される。もっとも、現議会がねじれ議会となったことで野党共和党の反対からバイデン政権が目指す政策の実現は困難だろう。

バイデン大統領は3月9日に24年度の予算教書を発表する。同予算案には歳出面では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、介護支援の扱いや、歳入面では企業や富裕層に対する課税強化策がどのように盛り込まれるのか注目される。もっとも、現議会がねじれ議会となったことで野党共和党の反対からバイデン政権が目指す政策の実現は困難だろう。

(図表 16)



¹ 歳出規模等は責任ある連邦予算委員会の試算(23年2月3日) <https://www.crfb.org/blogs/whats-fy-2023-omnibus-bill>

また、ねじれ議会により、今後米国経済が深刻な景気後退に陥った場合の迅速な経済対策の成立が見込み難いほか、前述の債務上限問題が金融市場の不安定化を通して米国経済にネガティブに影響する可能性が懸念される。

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、大幅な歳出や歳入は見込めないものの、経済対策効果の剥落からマイナスとなった22年の▲0.6%の反動もあって23年は+1.9%とプラス成長になった後、24年も+1.0%と小幅ながらプラス成長を維持すると予想する。

（貿易）海外との成長率格差から23年以降、成長率寄与度は小幅なプラスが継続

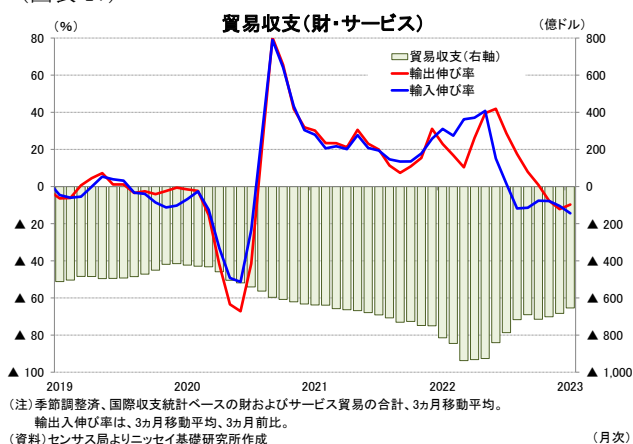
実質GDPにおける22年10-12月期の外需は前述のとおり、成長押上げ要因となったが、輸出入の内訳をみると輸出が前期比年率▲1.6%（前期：+14.6%）と前期に2桁の伸びとなった反動もあってマイナスに転じたものの、輸入が▲4.2%（前期：▲7.3%）と輸出を上回る落ち込みとなったことで純輸出を押し上げた。輸出はウクライナ侵攻に伴う石油・石油製品の輸出が22年7-9月期に前期比年率+43.0%と大幅な伸びとなった反動で当期は▲1.0%と小幅ながらマイナスに転じたことが大きい。

先日発表された23年1月の貿易収支（3ヵ月移動平均）は季節調整済で653億ドル（前月：683億ドル）の赤字となり、前月から赤字幅が▲30億ドル縮小した（図表17）。輸出入では輸入が▲27億ドル減少したほか、輸出が+3億ドル増加しており、23年入り後も主に輸入の減少が貿易赤字を縮小させる動きが続いている。

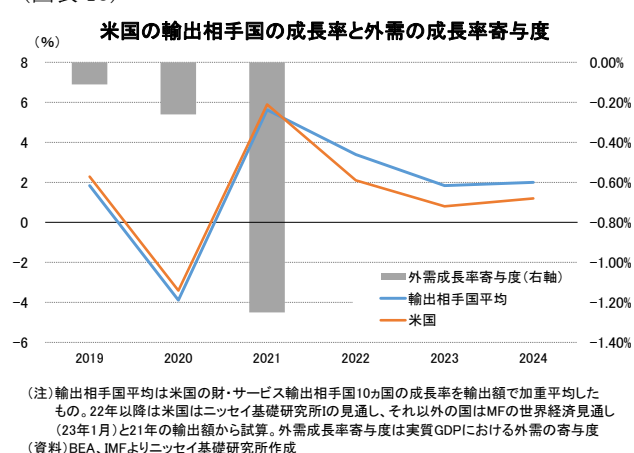
一方、IMFの見通しに基づく米国の輸出相手国上位10ヵ国の平均成長率は、23年と24年ともに輸出相手国の成長率が当研究所の米国成長率見通しを上回るとみられる（図表18）。このため、海外との成長格差から、純輸出の成長率寄与度は23年以降も小幅ながらプラスが続く可能性が高いとみられる。

当研究所は外需の成長率寄与度について、22年の▲0.6%ポイントから23年は+0.7%ポイントとプラスに転じるほか、24年も+0.2%ポイントとプラス寄与を予想する。

（図表17）



（図表18）



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、現状で政策の見直しは行われていない。バイデン政権が今後どのような方針を示すか注目される。

3. 物価・金融政策・長期金利の動向

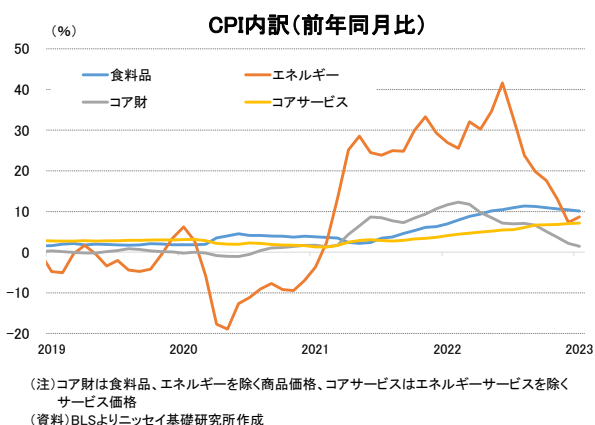
(物価) 24年にかけて低下予想も労働需給次第で低下が緩慢に留まる可能性

CPI（前年同月比）は前述のように総合指数の低下基調が持続しているものの、低下スピードが鈍化している（前掲図表4）。CPIの内訳をみると、食料品とコア財価格では低下基調が持続した（図表19）。とくに、コア財価格は供給制約の解消に伴い価格上昇圧力が緩和している。実際に、輸送コストやPMIなどからニューヨーク連銀が推計する世界サプライチェーン圧力指数が過去からの標準偏差で▲0.3と過去平均を下回る水準に低下しており、世界のサプライチェーンからみた供給制約はほぼ解消されたとみられる（図表20）。

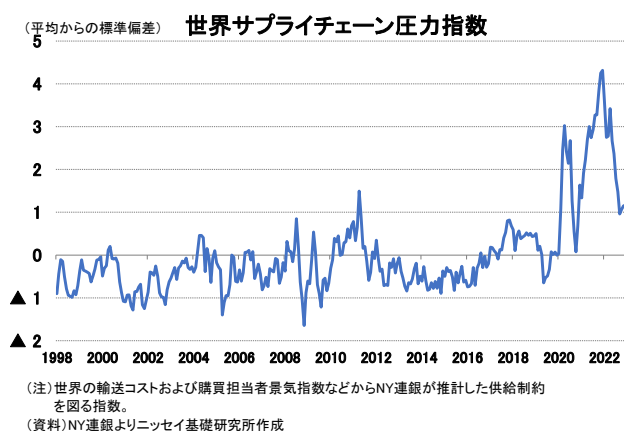
一方、エネルギーは23年入り後のガソリン価格の上昇もあって、+8.7%（前月：+7.3%）と7ヵ月ぶりに上昇に転じた。また、コアサービス価格も住居費の上昇に歯止めがかかっていないことから、+7.2%（+7.0%）と82年8月以来の水準となるなど、物価を押し上げる状況が続いている。もっとも、コアサービス価格のうち、住居費については足元で住宅価格の上昇が大幅に鈍化しているほか、家賃の上昇も鈍化していることから、比較的早期のピークアウトが見込まれる。

また、コアサービス価格のうち、住居費を除いた部分についてはサービス業を中心に賃金との連動性が高い。前述のように足元で労働需給が逼迫しており、FRBによる大幅な金融引締めにもかかわらず、労働需給の逼迫が長期化する場合には賃金の高止まりを通じて、コアサービス価格（除く住居費）の低下が緩慢に留まる可能性もあろう。

(図表19)



(図表20)



当研究所は、足元の堅調な景気状況を反映して、当面はインフレの高止まりが見込まれるものの、その後は前年同月比でみたエネルギーや食料品価格の伸び鈍化や供給制約の解消、住居費や賃金上昇率の低下から、24年末にかけてインフレの緩やかな低下を予想する。CPIの総合指数(前年比)は22年の+8.0%から23年は+4.2%、24年は+2.5%に低下すると予想する。もっとも、前述のようにインフレ見直しには上振れリスクがある。

(金融政策) 政策金利は23年末が5.75%、24年末が4.5%を予想

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%引上げた。その後は12月に0.5%、23年2月に0.25%と2会合連続で利上げ幅を縮小させている（図表21）。また、バランスシート政策については22年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950億ドルのペ

ースで残高を縮小させている。

一方、23年3月7日に行われたパウエルFRB議長による上院銀行委員会での議会証言で、同議長は足元の堅調な経済指標やインフレ指標の高止まりを受けて、次回3月会合後に発表されるFOMC参加者の政策金利見通しが上方修正される可能性が高いことを指摘した。前回発表(22年12月)の政策金利見通し(中央値)は23年末で5.1%となっている(図表21)。

また、同議長は3月の利上げ幅についても今後のデータ次第で2月会合の0.25%から拡大する可能性を示唆した。同議長の発言を受けて金融市場は本稿執筆時点(3月9日)で3月の0.5%の利上げ確率を6割超織り込んでいる。このため、金融市場の不安定化リスクを考えると、3月会合までに発表される雇用やCPIなどの指標が明確な減速を示さない限り0.5%の利上げ幅に拡大される可能性が高まった。

当研究所は3月会合で0.5%に利上げされると予想するものの、その後は経済の減速を示す指標や、インフレ上昇圧力の緩和を確認して、5月と6月にそれぞれ0.25%の利上げと3月から利上げ幅を縮小すると予想する。この結果、今般の利上げ局面における政策金利のピークは5.75%となる。その後はインフレが物価目標を上回る中で23年内は政策金利を据え置こう。

FRBが利下げに転じる時期は、インフレ率がFRBの物価目標の達成が視野に入る水準に低下する24年3月を予想する。FRBはインフレ率の低下基調が持続する中、24年は合計▲1.25%ポイントの引下げを実施し、24年末の政策金利を4.5%まで低下させよう。

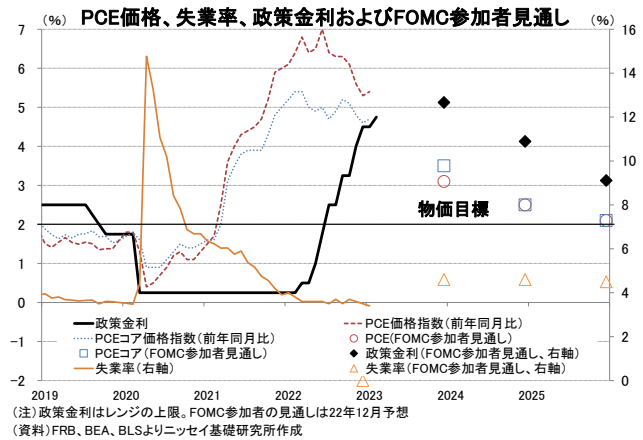
一方、バランスシート政策については、パウエル議長はこれまで金融政策の調整手段は一義的には政策金利としているため、バランスシートの縮小金額を機動的に調整する可能性は低いだろう。このため、当面FRBは月950億ドルの削減ペースを維持するとみられる。

(長期金利) 23年10-12月期平均が3.8%、24年が同3.2%への低下を予想。

長期金利(10年金利)は、23年1月に発表された雇用統計やCPIが物価上昇圧力の低下を示したことを受けて、利上げ幅が縮小するとの見方が強まったこともあり、1月中旬に一時3.3%台に低下した(図表22)。しかし、2月に発表された雇用統計や個人消費が堅調となったほか、CPIもインフレの高止まりを示したことから金融引締めが長期化するとの見方が強まり、3月上旬に一時4%超の水準まで上昇、足元は4%近辺で推移している。

当研究所は、23年6月まで利上げが継続されることもあって、長期金利は23年4-6月期平均で4.1%まで上昇、その後はインフレ率の低下に加え、政策金利が据え置かれることから、低下基調に転じ、23年10-12月期平均で3.8%へ低下すると予想する。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月期平均で3.2%に低下すると予想する。

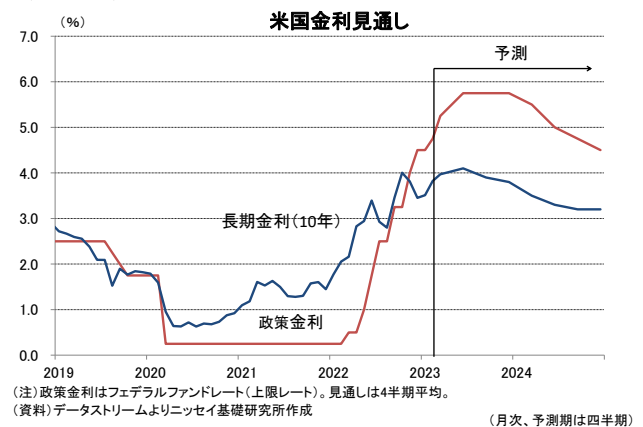
(図表 21)



(注) 政策金利はレンジの上限。FOMC参加者の見通しは22年12月予想

(資料) FRB、BEA、BLSよりニッセイ基礎研究所作成

(図表 22)



(注) 政策金利はフェデラルファンドレート(上限レート)。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4半期)

1 (お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。