

Weekly
エコノミスト・
レター

米国経済の見通し

—労働市場の好調が続けばインフレ高止まりによる金融引締め長期化の可能性

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

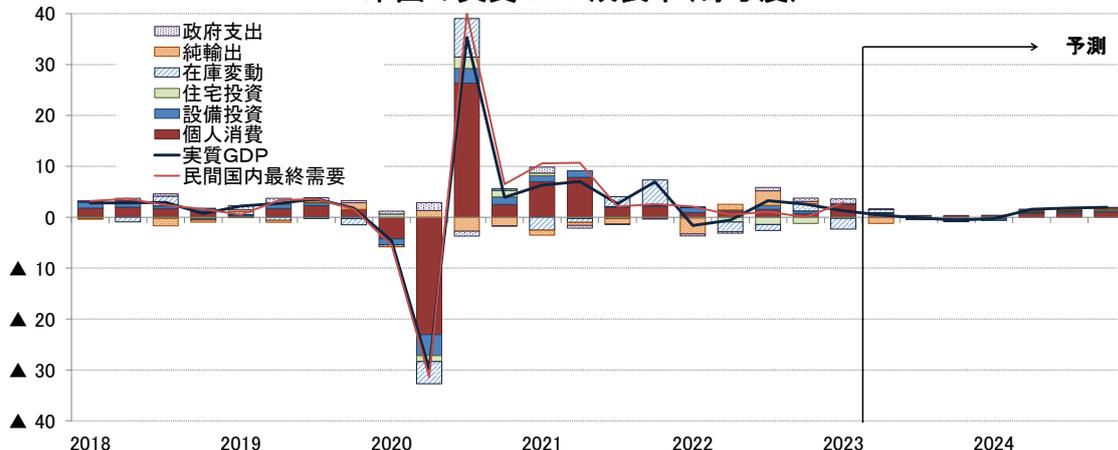
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の23年1-3月期の実質GDP成長率（前期比年率）は+1.3%（前期：+2.6%）と3期連続のプラス成長も前期から成長率は低下。もっとも、在庫投資が成長率を▲2.1%ポイントと大幅に押し下げた影響が大きく、民間国内最終需要は前期比年率+2.9%（前期：横這い）と表面的な成長率が示すより、実体経済は堅調。
2. 足元で雇用者数の堅調な増加が持続しているほか、個人消費も堅調な伸びを維持。もっとも、3月上旬のシリコンバレー銀行の破綻をきっかけに米国内の金融システム不安が拡大、金融不安・信用収縮が米景気のリスク要因として浮上。一方、懸念された債務上限引上げ問題は25年1月まで債務上限を不適用とする法案が超党派の支持を受けて6月2日に成立したため、米国債のデフォルトなどに伴う景気後退リスクは解消。
3. 金融システムリスクが限定的に留まるとの前提の下、足元で労働市場の堅調な回復が持続しているものの、これまでの累積的な金融引締めの影響から労働需要の低下が見込まれ、個人消費の減速などから米国経済は23年7-9月期から24年1-3月期にかけてマイルドな景気後退に陥ると予想する。成長率（前年比）は23年が+1.2%となった後、24年は景気回復に転じるものの、成長率は+0.5%に留まろう。
4. 金融政策は、23年年内は政策金利を5.25%で据え置き、利下げ開始はインフレ目標の視野に入ってくる24年3月を予想。量的緩和政策は当面は現在の政策を維持しよう。
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。

(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) 1-3月期の成長率は3期連続のプラスも、前期から低下

米国の23年1-3月期の実質GDP成長率(以下、成長率)は、改定値が前期比年率+1.3%(前期:+2.6%)と3期連続のプラス成長となったものの、前期から低下した(図表1、図表7)。

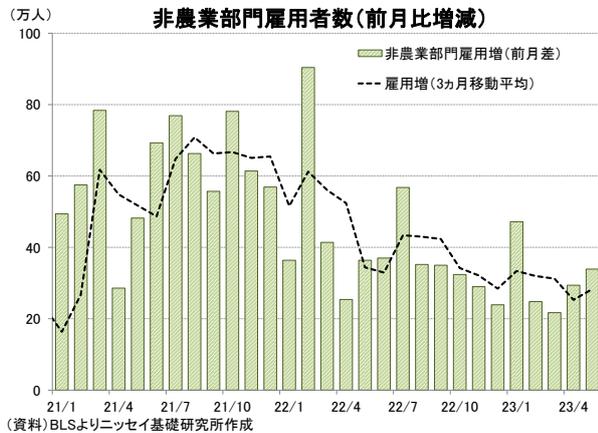
需要項目別では、在庫の成長率寄与度が▲2.1%ポイント(前期:+1.5%ポイント)と前期から大幅なマイナスに転じて成長率を大幅に押し下げた。また、設備投資も前期比年率+1.4%(前期:+4.0%)と前期から伸びが鈍化した。

一方、住宅投資が前期比年率▲5.4%(前期:▲25.2%)と8期連続のマイナス成長となったものの、前期から大幅にマイナス幅が縮小したほか、個人消費が+3.8%(前期:+1.0%)と前期から大幅に伸びが加速した。これらの結果、民間需要を示す民間国内最終需要は+2.9%(前期:横這い)と前期から大幅に伸びが加速した。このため、表面的な成長率が示すよりも実体経済は堅調である。

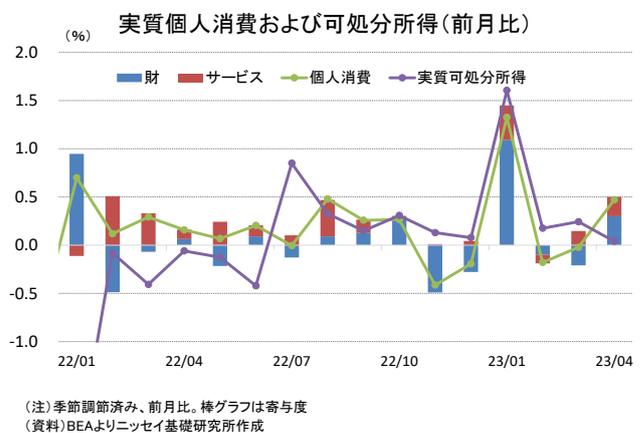
当期の個人消費が堅調となった背景には、雇用者数の堅調な増加が続いていることがある。実際に、非農業部門雇用者数は23年1-3月期の月間平均増加ペースが+31.2万人増と22年10-12月期の同+28.4万人増を上回っており、23年入り後に雇用増加ペースは加速した(図表2)。また、雇用増加に伴う実質可処分所得の増加もあって、実質個人消費は23年1月が前月比+1.3%と、財およびサービス消費の拡大を伴って非常に高い伸びとなった(図表3)。

4月以降も、雇用の伸びは2ヵ月連続で加速し、5月の雇用増加数が+33.9万人と23年1月以来の水準に増加するなど、堅調な雇用増加が持続しているほか、実質個人消費も4月が前月比+0.5%と堅調な伸びを維持しており、4-6月期の個人消費も底堅い伸びとなる可能性を示唆している。

(図表2)



(図表3)



一方、3月10日のシリコンバレー銀行の破綻を契機に、12日にはシグネチャー銀行、5月1日にはファースト・リパブリック銀行が相次いで破綻、2ヵ月間に3行が破綻するなど米国内で金融システム不安が拡大し、米経済に対する新たなリスク要因として浮上した。シリコンバレー銀行やシグネチャー銀行の破綻を受けて、米財務省、FRB、連邦預金保険公社(FDIC)は両行の預金者について、預金保険の上限(1口座あたり25万ドル)を超える預金全額を保護することを発表した。また、FRBは金融機関を対象に米国債や住宅ローン担保証券(MBS)を時価ではなく額面価格を担保価値として最長1年の融資を行う新たな短期融資枠(BTFP)を設定した。

これらの対策の効果もあって、米国の銀行預金残高は中小銀行で3月中旬に大幅な預金流出に見舞われたものの、足元は中小銀行の預金残高は緩やかながら増加に転じた(図表4)。また、FRB

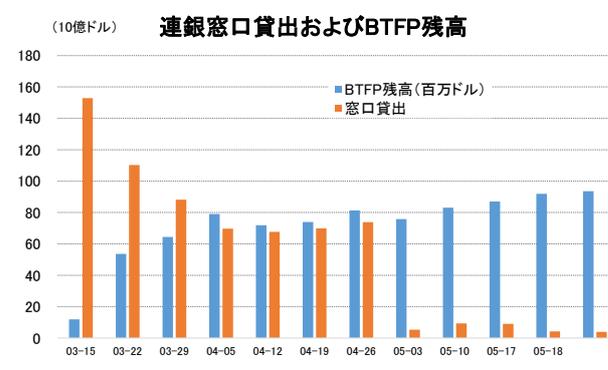
が最後の貸し手として提供する窓口貸出を通じた銀行の借り入れ額は 3 月中旬に 08 年金融危機時を超えて史上最高となったものの、足元で残高は大幅に減少した (図表 5)。一方、B T F P 残高は緩やかながら増加が続いている。

(図表 4)



(注) 季節調整済の前週末比
(資料) FRBよりニッセイ基礎研究所作成

(図表 5)



(注) BTFPはFRBが3月12日に新設した融資制度。米国債やMBSなど適格担保を額面で評価し、最長で1年の貸出を行う制度
(資料) FRBよりニッセイ基礎研究所作成

一部の地方銀行株は投機的な売却により不安定となっており、今後も破綻の可能性は残る。しかしながら、連鎖的な銀行破綻が生じるようなシステムリスクについては、前述の流動性対策などの効果もあって限定的とみられる。

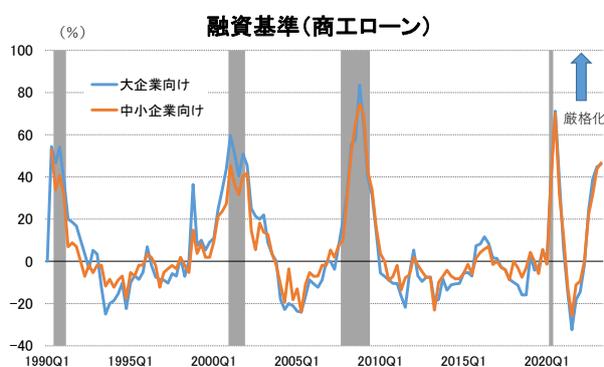
ただし、今般の銀行破綻を受けて資産規模 1,000 億~2,000 億ドル規模の中堅銀行に対する規制強化方針が示されており、中堅銀行自身のリスク管理強化に伴う融資基準厳格化などの信用収縮は不可避とみられており、による米経済への影響が懸念されている。実際に、23 年 4 月の F R B による融資担当者調査では商工ローンに対する融資基準が厳格化されていることが確認された

(図表 6)。もっとも、融資基準厳格化の動きは 22 年後半以降に厳格化の動きが続いているほか、4 月の厳格化は小幅に留まっているため、依然今後の動向は不透明なもの、信用収縮による 23 年の実質 GDP への影響は▲0.3 ポイント~▲0.5 ポイントと、経済への影響は限定的に留まるとの見方が強まっている。

一方、連邦債務上限問題に絡んで 5 月 1 日にイエレン財務長官が早ければ 6 月 1 日も債務不履行に陥る恐れがあるとの見通しを示したことから、5 月に入ってからのはねじれ議会の下、与野党の政治的対立により期限以内に債務上限問題を解決できず、米国債がデフォルトする可能性が意識された。仮に、米国債がデフォルトする事態となれば、世界的な金融市場の混乱や米連邦政府歳出の大幅な削減から深刻な景気後退は不可避とみられていた。

しかしながら、バイデン大統領とマッカーシー下院議長が 5 月 27 日に歳出削減と引き換えに 2 年間の債務上限不適用で合意し、これらの条件を盛り込んだ「財政責任法」を上下院の超党派の支持を受けて議会が可決し、6 月 2 日にバイデン大統領が署名したことで、債務上限問題に伴う景気後退リスクは解消した。

(図表 6)



(注) 融資基準は厳格化したときの回答割合から緩和したときの回答割合を引いたもの
網掛け部分は景気後退期
(資料) FRBよりニッセイ基礎研究所作成

(経済見通し) 成長率は23年が前年比+1.2%、24年が+0.5%を予想

当研究所は経済見通しの策定にあたっての前提として金融システミックリスクが限定的とした。その前提の下、米国経済は足元で労働市場の堅調な回復が持続するなど、堅調を維持しており、景気後退に陥る兆候はみられない。しかしながら、政策金利は23年内に現在の引締めの水準で据え置かれることに加え、これまでの累積的な金融引締めの影響から今後は失業率が上昇に転じるなど、労働需要は減少が見込まれ、個人消費は来年初にかけて減速が見込まれる。この結果、実質GDP成長率(前期比年率)は、23年7-9月期から24年1-3月期にかけて3期連続でマイナスとなるなど、米国経済は23年7-9月期からマイルドな景気後退に陥ると予想する(図表7)。成長率は(前年比)は23年が+1.2%と22年の+2.1%から大幅に低下しよう。一方、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減速は不可避と考えられる。仮に、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、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)は+0.5%に留まろう。

(図表7)

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 (実)	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	1.2	0.5	▲1.6	▲0.6	3.2	2.6	1.3	0.4	▲0.1	▲0.6	▲0.3	1.6	1.8	1.9
個人消費	前期比年率、%	2.7	1.7	0.3	1.3	2.0	2.3	1.0	3.8	1.0	0.0	▲0.5	▲0.5	1.0	1.2	1.5
設備投資	前期比年率、%	3.9	1.8	▲0.4	7.9	0.1	6.2	4.0	1.4	1.3	▲1.0	▲2.0	▲2.0	1.0	1.5	2.0
住宅投資	前期比年率、%	▲10.6	▲13.1	0.1	▲3.1	▲17.8	▲27.1	▲25.1	▲5.4	▲4.0	▲5.0	▲5.0	0.0	5.0	5.0	7.0
政府支出	前期比年率、%	▲0.6	2.6	1.0	▲2.3	▲1.6	3.7	3.8	5.2	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
在庫投資	寄与度	0.7	▲0.5	0.1	0.2	▲1.9	▲1.2	1.5	▲2.1	0.7	▲0.2	▲0.1	0.0	0.2	0.2	0.0
純輸出	寄与度	▲0.6	0.4	0.1	▲3.1	1.2	2.9	0.4	0.0	▲1.1	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	4.1	2.9	8.0	8.6	8.3	7.1	5.8	4.1	3.4	3.2	3.0	2.9	2.9	2.7
失業率	平均、%	3.7	3.9	4.6	3.8	3.6	3.6	3.6	3.5	3.6	4.0	4.3	4.6	4.6	4.5	4.5
FFレート誘導目標	期末、上限、%	4.50	5.25	4.00	0.50	1.75	3.25	4.50	5.00	5.25	5.25	5.25	5.00	4.50	4.25	4.00
10年国債金利	平均、%	3.0	3.5	3.0	2.0	2.9	3.2	3.9	3.6	3.6	3.5	3.4	3.2	3.0	2.9	2.9
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.05	1.09	1.12	1.12	1.06	1.01	1.02	1.07	1.08	1.09	1.11	1.12	1.12	1.12	1.13
米ドル(対円)	平均、円/ドル	131	134	126	116	130	138	141	132	137	135	132	128	126	125	124
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	94	77	86	94	108	92	83	76	74	76	83	86	86	86	86

(資料)BEA、BLS、ブルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

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に加え、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+8.0%から23年に+4.1%、24年に+2.9%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依然不透明なほか、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、インフレ見通しには上振れリスクがある。

金融政策は、インフレの高止まりから 23 年内は政策金利の据え置きを予想する。F R B が利下げに転じる時期は、インフレ目標の達成が視野に入ってくる 24 年 3 月を予想する。バランスシート政策は米国債と M B S 債の合計で毎月 950 億ドルの減少ペースを当面は維持しよう。

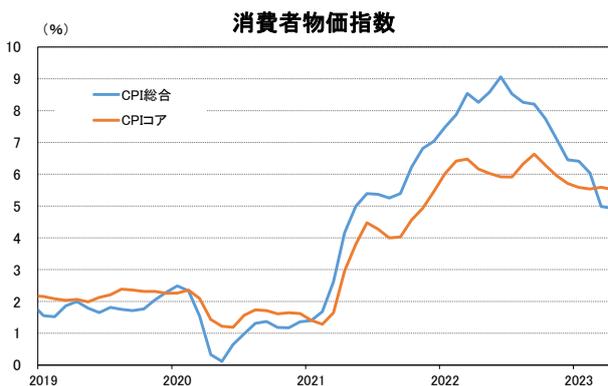
長期金利は政策金利の据え置きに加え、インフレ率の低下もあって足元の 3.7% 台から、23 年 10-12 月には同 3.4% まで低下しよう。24 年もインフレ率の低下が続くほか、金融緩和に転じることから 24 年 10-12 月に同 2.9% までの低下を予想する。

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が挙げられる。消費者物価指数は総合指数が 23 年 4 月に前年同月比 +4.9% と 22 年 6 月の +9.1% から低下基調が持続しており、ピークアウトが鮮明となっている（図表 8）。

もともと、物価の基調を示すエネルギーと食料品を除いたコア指数は 4 月が +5.5% と総合指数を上回るなど、年初からほぼ横這いとなっており、基調としての物価上昇圧力が続いていることを示している。これは家賃や賃金の高止まりに伴うコアサービス価格の高止まりが背景にある。

今後、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総合指数が増加に転じることや、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する場合には、政策金利の引上げ幅拡大や金融引締め期間が長期化し、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。

（図表 8）



（注）前年同月比
（資料）労働統計局 (BLS) よりニッセイ基礎研究所作成

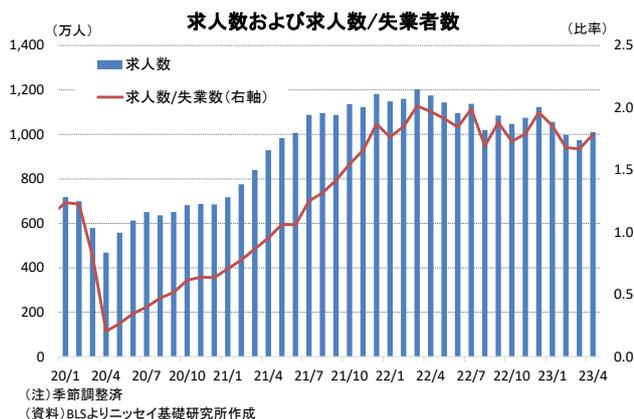
2. 実体経済の動向

（労働市場、個人消費）足元でモメンタムは強いものの、金融引締めの影響で減速へ

労働市場は、前述のように非農業部門雇用者数の堅調な増加が持続しているほか、23 年 4 月の求人数が 1,010 万人（前月：975 万人）と 3 ヶ月ぶりに 1,000 万人台に回復した（図表 9）。また、求人数と失業数の比較では失業者 1 人に対して求人数が 1.8 件（前月：1.7 件）と新型コロナ流行前の 1.2 件を大幅に上回っており、F R B による大幅な金融引締めにもかかわらず、労働需要は依然として非常に強いことを示している。

また、失業率が 23 年 4 月に 3.7% と 1969 年以來の低水準となるなど、労働需給が逼迫する中で、時間当たり賃金（前年同月比）は 23 年 4 月が +4.3% と 22 年 3 月につけた +5.9% のピークからは低下したものの、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（図表 10）。さらに、賃金・給与に加え、給付金も反映した雇用コスト指数も 23 年 1-3 月期が前年同期比 +4.8% と新型コロナ流行前の 2% 台後半を大幅に上回っており、賃金上昇率は高止まりしている。

(図表 9)



(図表 10)

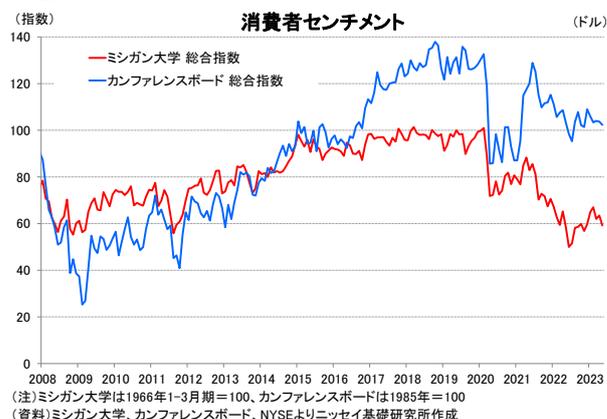


F R Bによる金融引締めの影響により、今後は労働需給の緩和が見込まれる。しかしながら、労働需給の逼迫が長期化する場合には賃金やインフレが高止まりし、金融引締めが長期化する可能性がある。

一方、個人消費に関連して消費者センチメントはカンファレンスボードが22年12月をピークに、ミシガン大学が23年2月をピークに低下基調となっており、足元は悪化がみられる(図表11)。

当研究所は、足元で個人消費は堅調となっているものの、金融引締めに伴う今後の労働市場の減速を受けて個人消費の減速を見込んでおり、実質GDPにおける個人消費(前年比)は23年10-12月期から24年1-3月期にかけて小幅ながらマイナス成長に転じるなど、通年でも22年の+2.7%から23年は+1.7%、24年は+0.5%へ低下しよう。

(図表 11)



(設備投資) 製造業需要の低迷などから年後半にマイナス成長へ

実質GDPにおける23年1-3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2期連続で2桁の伸びとなったものの、需要低下に伴い設備機器投資が2期連続でマイナスとなったほか、マイナス幅が拡大したことが大きい。

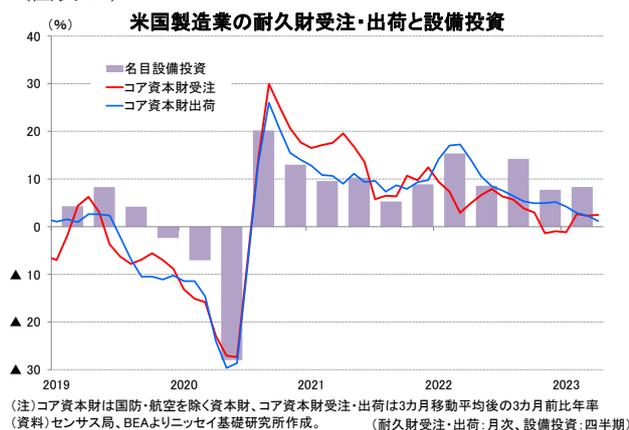
また、設備投資の先行指標であるコア資本財受注(3ヵ月移動平均、3ヵ月前比年率)は23年4月が年率+2.5%(前月:+2.3%)と3ヵ月連続でプラスを維持しているほか、前月から小幅ながらプラス幅が拡大しており、4月に入っても設備投資は緩やかながら増加が続いているとみられる(図表12)。

一方、製造業の企業景況感を示すISM製造業指数は23年5月が46.9(前月:47.1)と20年5月以来の水準に低下した23年3月の46.3からは回復しているものの、7ヵ月連続で好不況の境となる50を割り込んでおり、製造業需要の低迷が続いていることを示した(図表13)。また、製造業指数のうち、新規受注は42.6(前月:45.7)と50を9ヵ月連続で下回っているほか、前月から悪化しており、回復の目途はたたない。

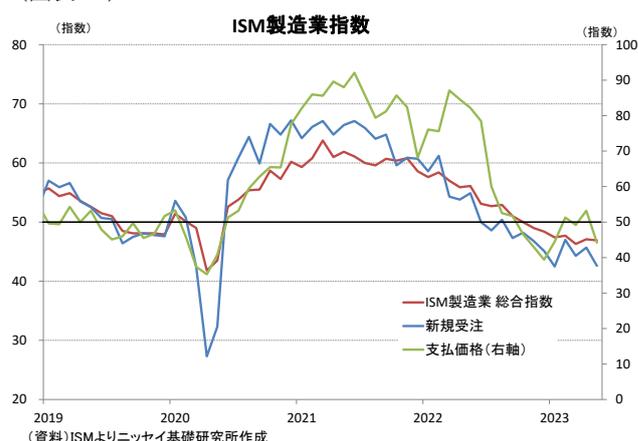
なお、5月はインフレに関連する支払価格指数が44.2（前月：53.2）と再び50を下回ったほか、前月からの低下幅は▲9ポイントと22年7月以来の低下幅になっており、足元でインフレ圧力が低下していることを示した。

設備投資は、先行指標など足元でプラス成長が続いている可能性を示唆しているが、製造業の需要が低迷していることに加え、信用収縮の影響に伴う調達コストの増加なども想定されるため、23年7-9月以降はマイナス成長に転じる可能性が高いだろう。当研究所は実質GDPにおける設備投資（前年比）が22年の+3.9%から23年に+1.8%と大幅に低下するほか、24年は▲0.4%とマイナス成長に転じると予想する。

（図表 12）



（図表 13）

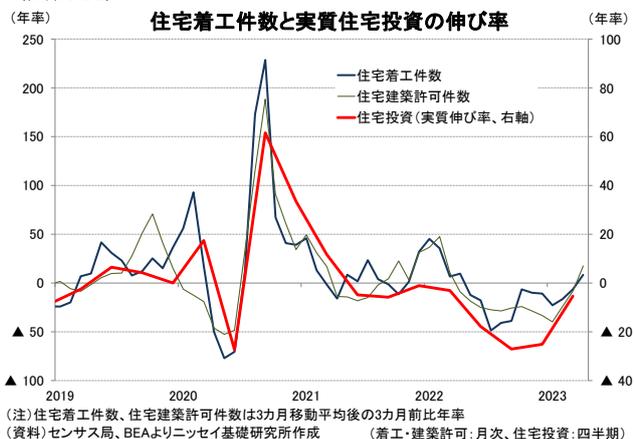


（住宅投資）足元で減速に歯止めがかかっている可能性

実質GDPにおける住宅投資は、前述のように23年1-3月期まで8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ものの、マイナス幅が大幅に縮小しており、住宅市場には底入れの兆しがみられる。実際に、住宅着工件数（3カ月移動平均、3カ月前比年率）は23年4月が+8.4%（前月：▲6.4%）と22年4月以来1年ぶりの増加に転じた（図表14）。さらに、先行指標である住宅着工許可件数（同）も+17.5%（前月：▲8.3%）と22年3月以来13カ月ぶりにプラスに転じており、足元で住宅市場の減速に歯止めがかかっている可能性が高い。

一方、住宅ローン金利（30年）は22年11月には一時7.1%台まで上昇した後、景気後退懸念に伴う23年内の利下げ観測もあって23年1月には一時6.2%まで低下した（図表15）。もっとも、年内利下げ観測が後退する中、足元では再び6.9%台まで上昇している。

（図表 14）



（図表 15）



米抵当銀行協会（MBA）が公表している住宅購入目的の住宅ローン申請件数（90年3月を100とする指数）は住宅ローン金利の変動の影響を受けており、住宅ローン金利が上昇した22年10月に一時160近辺まで低下した後、住宅ローン金利の低下に伴い23年1月下旬に210近辺まで反発するなど住宅ローン需要は回復した。もっとも、その後は再び住宅ローン金利が上昇していることもあって、足元では154近辺に低下している。

今後の住宅ローン基準の厳格化が住宅ローン需要を低下させる可能性がある一方、住宅ローン金利はFRBによる政策金利の23年内据え置きと、24年の利下げ転換もあって、今後は緩やかな低下が見込まれ、住宅需要が底入れする可能性がある。当研究所は実質GDPにおける住宅投資（前年比）が22年の▲10.6%から23年は▲13.1%とマイナス幅が拡大した後、24年は+0.1%と小幅ながらプラス成長に転じると予想する。

（政府支出、債務残高）財政責任法により、財政赤字は今後10年間で▲1.5兆ドル削減見込み

前述の通り、米議会は財政赤字削減と引き換えに連邦政府の法定債務上限額（現行31.4兆ドル）を25年1月まで不適用とすることを盛り込んだ「財政責任法」（the Fiscal Responsibility Act of 2023）を超党派で可決し、6月2日にバイデン大統領の署名を経て成立させた。

同法では24年度（23年10月～24年9月）の裁量的経費を国防関連で8,863億ドルと23年度の8,853億ドルから+3.3%増額する一方、非国防関連では23年度の7,672億ドルから24年度に7,037億ドルと▲8.3%減額することを盛り込んでいる。一方、25年度は国防、非国防ともに24年度からそれぞれ1%の伸びに留まる。この結果、裁量的経費合計では23年度の1兆6,255億ドルから24年度は1兆5,900億ドルと前年比▲2.2%、25年度は1兆6,059億ドルと前年比+1.0%となる。

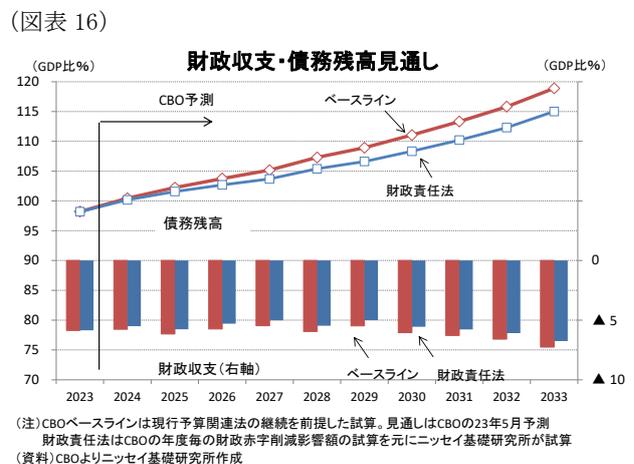
もっとも、同法では災害救助などの特定のプログラムはこれらの裁量的経費の例外として認められており、これらの例外規定などを含めた裁量的経費の合計額は23年度の1兆8265億ドルから24年度が1兆7953億ドル（前年度比▲1.7%）、25年度が1兆8,179億ドル（+1.3%）となっており、24年度の非国防予算額についても概ね前年度並みが見込まれている。

同法施行に関する議会予算局（CBO）の試算では、24年度の財政赤字が23年5月時点のベースライン予測より▲695億ドル（名目GDP比▲0.3%ポイント）削減されるほか、33年度にかけて各年度の財政赤字（名目GDP比）が▲0.3%ポイント～▲0.5%ポイント削減される見通しになっている（図表16）。これらの結果、今後10年間の財政赤字削減額は▲1兆5,277億ドルが見込まれている。

また、債務残高（名目GDP比）も33年度時点でベースライン予測の119%から財政責任法の施行によって115%と▲4%ポイントの削減が見込まれている。

一方、24年度の予算審議では毎年審議が難航する裁量的経費の金額について、財政責任法で決まったことから、歳出法案審議はスムーズに進むことが見込まれ、審議が難航して政府閉鎖に陥るリスクは大きく低下したとみられる。

また、24年度の裁量的経費がほぼ前年度並みとなったことで米経済への影響も限定的に留まろう。



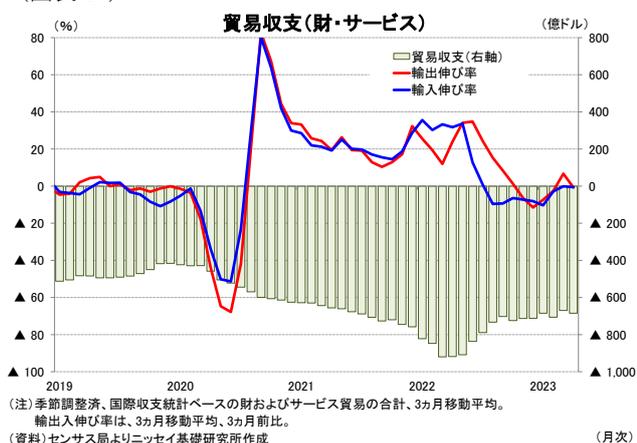
当研究所は実質GDPにおける政府支出（前年比）予想について、22年の暦年ベースで▲0.6%から23年は+2.6%とプラス成長になった後、24年も+1.0%と小幅ながらプラス成長を維持すると予想する。

（貿易）外需の成長寄与度は足元でマイナスも成長率格差から24年にかけてプラス転換を予想

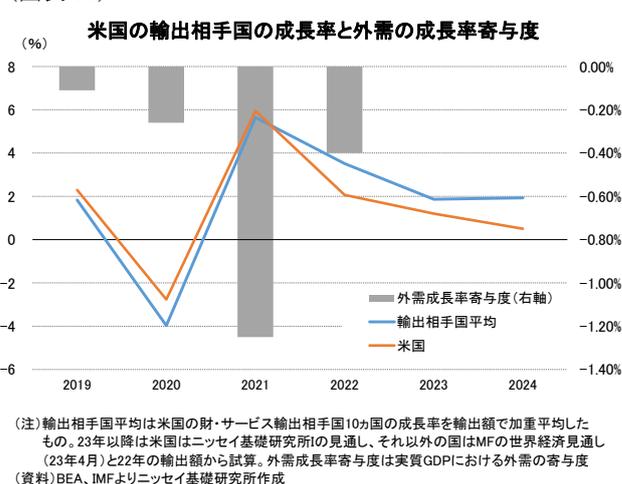
実質GDPにおける23年1-3月期の外需は成長率寄与度が横這いとなったが、輸出入の内訳をみると輸出が前期比年率+5.2%（前期：+3.8%）と前期から小幅に伸びが加速した一方、輸入が+4.0%（前期：▲5.5%）と前期からプラスに転じるなど、当期は輸出入ともに前期から増加する結果となった。

なお、先日発表された23年4月の貿易収支（3ヵ月移動平均）は季節調整済で684億ドル（前月：670億ドル）の赤字となり、前月から赤字幅が+14億ドル拡大した（図表17）。輸出入では輸入が▲19億ドル減少した一方、輸出が▲34億ドル減少と輸出入ともに減少に転じる中で、輸出が輸入の減少幅を上回る減少となり、貿易赤字を拡大させた。このため、4月の貿易収支は4-6月期の外需の成長率寄与度がマイナスに転じる可能性を示唆している。

（図表17）



（図表18）



一方、IMFの見通しに基づく米国の輸出相手国上位10カ国の平均成長率は、23年、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、4-6月期は一時的に外需の成長率寄与度がマイナスに転じるものの、海外との成長格差からその後は24年にかけてプラスに転じる可能性が高い。

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+0.4%ポイントとプラスに転じるほか、24年も+0.1%ポイントと僅かながらプラス寄与を維持すると予想する。

3. 物価・金融政策・長期金利の動向

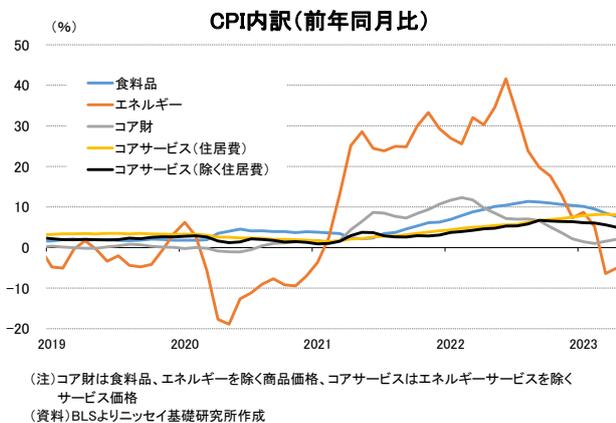
（物価）賃金動向がインフレ低下の鍵

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、物価の基調を示すコア指数は、23年1月以降は+5.5%~+5.6%で横ばいとなっており高止まりしている（前掲図表8）。CPIの内訳をみると、エネルギーと食料品価格の低下基調が持続している一方、22年2月の+12.3%をピークに低下基調が持続していたコア財価格は中古車価格が上昇に転じたこともあつ

て、上昇幅は限定的に留まっているものの、23年2月の+1.0%から2ヵ月連続で上昇した(図表19)。一方、コア財価格に影響する供給制約については、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は23年4月で過去からの標準偏差が▲1.3と08年11月以来の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解消したとみられる(図表20)。

コアサービス価格のうち、住居費については23年4月が+8.1%と前月の+8.2%からは小幅低下したものの、依然として高い水準を維持している。もっとも、住宅価格の伸びが大幅に鈍化する中で新規契約の家賃の伸びは落ち着いてきており、住居費は早晚低下基調に転じることが見込まれる。一方、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23年4月が+5.0%と22年9月の+6.7%からは低下したものの、低下は緩やかに留まっている。同指数はサービス業を中心に賃金との連動性が高いと指摘されているが、前述のように足元で労働需給が逼迫しており、賃金上昇率は高止まりしていることが同指数の高止まりの要因とみられる。今後のコアCPIの低下スピードは賃金動向が鍵となろう。

(図表 19)



(図表 20)

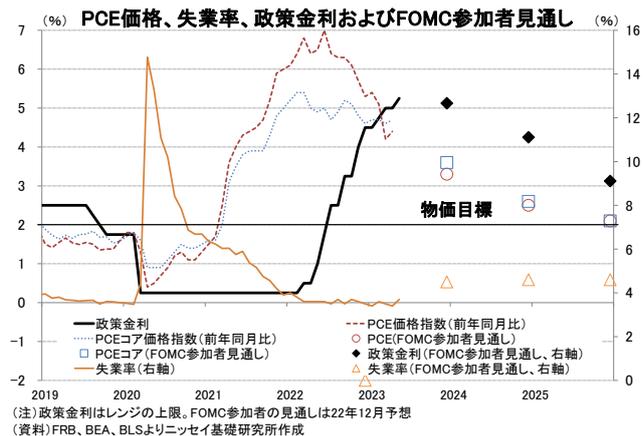


当研究所は、足元の堅調な景気状況や労働需給の逼迫に伴う賃金の高止まりを反映して、当面はインフレの高止まりが見込まれるものの、その後は前年同月比でみたエネルギーや食料品価格の伸び鈍化や、住居費や賃金上昇率の低下から、24年末にかけてインフレの緩やかな低下を予想する。CPIの総合指数(前年比)は22年の+8.0%から23年は+4.1%、24年は+2.9%に低下すると予想する。もっとも、ウクライナ侵攻に伴うエネルギー、食料品価格動向が不透明なほか、労働需給の逼迫に伴い賃金上昇率が高止まりする可能性があるため、インフレ見通しには上振れリスクがある。

(金融政策) 政策金利は 5.25%で年内据え置き、24年末が 4.0%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き上げを開始し、6月から11月にかけて4回連続で0.75%引き上げるなど23年5月までに政策金利を合計5%ポイント引き上げた(図表21)。23年3月のFOMC会合で示されたFOMC参加者の政策金利見通し(中央値)は23年内の政策金利据え置き方針を示唆している。

(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、前回(5月)のFOMC会合では声明文のフォワードガイダンス部分で「目標レンジの継続的な引上げが適切」との表現が削除され「追加的な金融引締めを程度を見極める上で、委員会は金融政策の累積的な引締め、金融政策が経済活動やインフレに影響を与える時間差、経済・金融情勢を考慮する予定である」との表現が追加されたため、次回の6月FOMC会合で政策金利が据え置かれる可能性が高まった。前回会合からの経済指標は堅調な雇用統計やコアインフレの高止まりなど利上げ継続の必要性を示唆しているものの、信用収縮に伴う経済への影響を見極めるために次回会合では政策金利を据え置こう。

当研究所はこれまでの金融引締めの効果もあって労働需要は今後緩やかに低下し、労働需給の緩和から賃金は緩やかに低下すると予想している。このため、政策金利は23年内は据え置かれると予想している。

もっとも、信用収縮の経済に与える影響が限定的との見方が強まる中で、労働市場が堅調を維持し、労働需給の逼迫から賃金が高止まりし、インフレ高進が長期化する場合には23年内の追加利上げの可能性が高まろう。

一方、FRBが利下げに転じる時期は、インフレ率が物価目標達成の視野に入る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4.0%まで低下させよう。

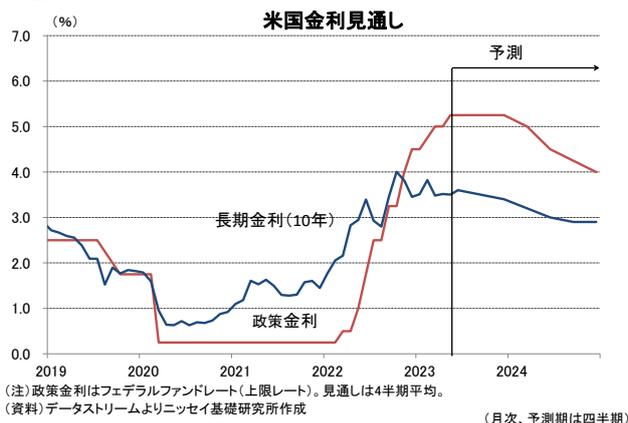
一方、バランスシート政策については、パウエル議長はこれまで金融政策の調整手段は一義的には政策金利としているため、バランスシートの縮小金額を機動的に調整する可能性は低いだろう。このため、当面FRBは月950億ドルの削減ペースを維持すると予想する。

(長期金利) 23年10-12月期平均が3.4%、24年が同2.9%への低下を予想。

長期金利(10年金利)は、23年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見方が強まり、3月上旬に一時4%超の水準まで上昇した(図表22)。しかし、その後は3月上旬のシリコンバレー銀行の破綻をきっかけに広がった金融不安を背景に長期金利は低下に転じ、4月上旬には一時3.3%台に低下した。その後は、堅調な米経済指標などを受けて政策金利の引上げが継続すると見方や連邦債務上限問題を嫌気して5月下旬には一時3.8%台に上昇した。足元は3.7%台で推移している。

当研究所は、当面はインフレの高止まりなどから長期金利は一時的に上昇する可能性はあるものの、政策金利が23年内は据え置かれるほか、24年には利下げに転じることや、インフレが緩やかながら低下基調が持続することを背景に、23年10-12月期平均で3.4%へ24年10-12月期が2.9%へ低下すると予想する。

(図表22)



(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。