

Weekly
エコノミスト・
レター

米国経済の見通し

一年末から来年にかけて大幅な景気減速も景気後退は回避される見通し

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

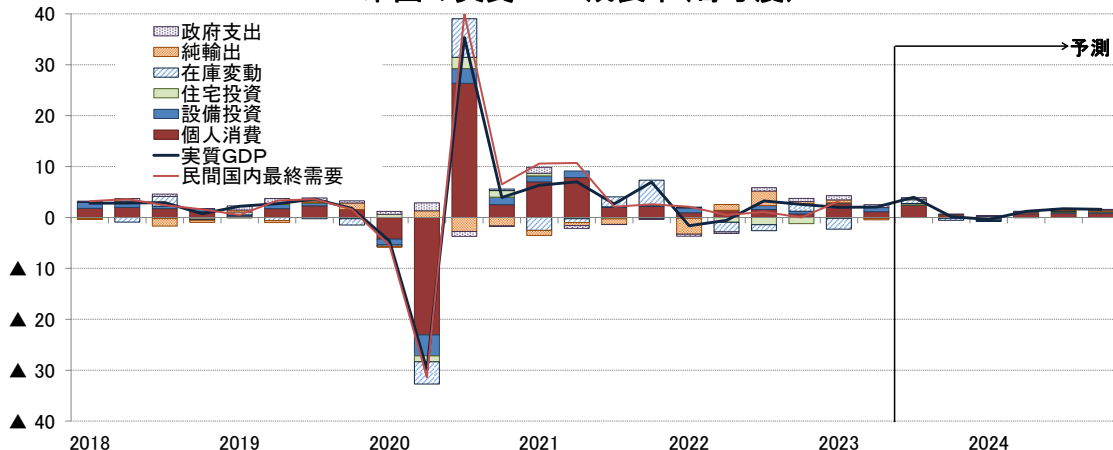
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の23年4-6月期の実質GDP成長率（前期比年率）は+2.1%（前期：+2.0%）と4期連続のプラス成長となったほか、前期並みの伸びを維持した。個人消費が+1.7%（前期：+4.2%）と、高い伸びとなった前期からは低下も堅調を維持したことが大きい。個人消費が堅調な要因は雇用増加に加え可処分所得が堅調となったことがある。
2. 一方、23年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システム不安では、銀行の融資基準は厳格化されたものの、連鎖的な銀行破綻は回避されており、経済への影響は限定的に留まっている。また、労働市場は減速しているものの、雇用者数の堅調な増加が持続しており、7-9月期の個人消費は再び伸びが加速する可能性が高く、足元で景気後退の兆候はみられない。
3. もっとも、これまでの累積的な金融引締めの影響から今後は労働需要の低下に伴う個人消費の減速が見込まれ、米国経済は23年末から24年にかけて大幅な景気減速が予想される。この結果、成長率（前年比）は23年が+2.2%となった後、24年は+1.1%に低下しよう。もっとも、インフレが緩やかに低下する中、FRBが24年に金融緩和に転じることもあって景気後退は回避されよう。
4. 金融政策は、FRBが11月に追加利上げを実施し、政策金利を5.75%まで上げた後、24年後半に利下げを開始しよう。量的引締め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) 4-6月期の成長率は4期連続のプラス、前期並みの伸びを維持

米国の23年4-6月期の実質GDP成長率(以下、成長率)は、改定値が前期比年率+2.1%(前期:+2.0%)と4期連続のプラス成長となったほか、前期並みの伸びを維持した(図表1、図表6)。

需要項目別では、住宅投資が前期比年率▲3.6%(前期:▲4.0%)と9期連続のマイナス成長となったほか、外需の成長率寄与度が▲0.2%ポイント(前期:+0.6%ポイント)と前期からマイナスに転じて成長率を押し下げた。一方、設備投資が前期比年率+6.1%(前期:+0.6%)と前期から伸びが大幅に加速したほか、個人消費が+1.7%(前期:+4.2%)と高い伸びとなった前期からは低下したものの、堅調な伸びを維持した。

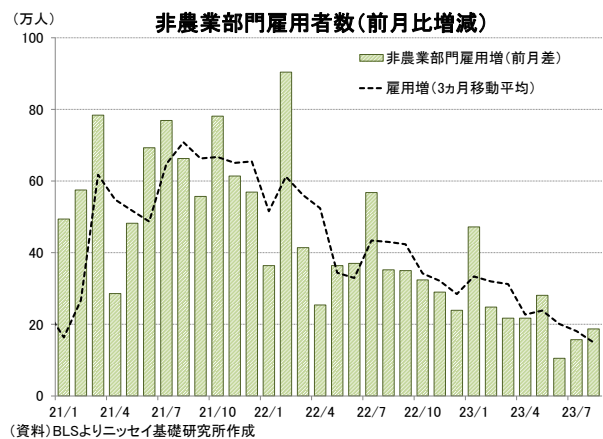
個人消費が堅調な要因としては雇用者数の堅調な増加が続いていることがある。実際に非農業部門雇用者数は23年4-6月期の月間平均雇用増加ペースが+20.1万人増と21年後半からの雇用増加ペースの鈍化傾向は継続しているものの、依然として新型コロナ流行前(19年3月~20年2月)の同+19.0万人増のペースを上回っている(図表2)。雇用の増加に加え、後述するように労働需給の逼迫から賃金が高止まりしていることもあって、実質可処分所得は23年4-6月期が前期比年率+3.3%(前期:+8.5%)と非常に高い伸びとなった前期からは低下も堅調な伸びを維持して個人消費を下支えした。

一方、米国では3月10日のシリコンバレー銀行の破綻をきっかけに金融システム不安が広がり、経済への影響が懸念された。FRB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は22年後半以降に厳格化の動きが続いている中、シリコンバレー銀行が破綻した後に実施された4月調査および7月調査でも厳格化の動きが続いていることが確認された(図表3)。融資基準の厳格化は資金調達コストの上昇などを通じて米国経済の下押し要因とみられる。

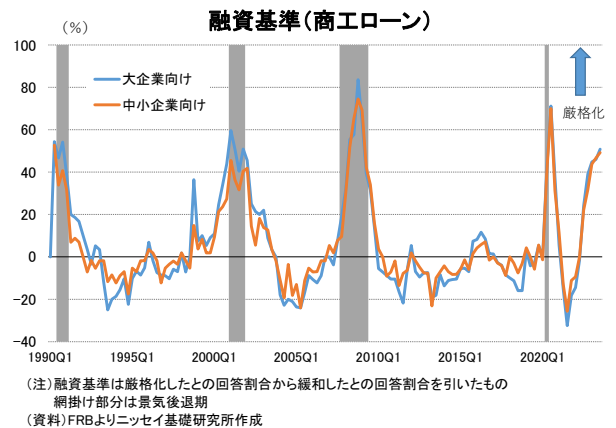
もっとも、厳格化のスピードは足元で鈍化しているほか、今般の金融システム不安では財務省やFRBによる迅速な危機対応もあって連鎖的な銀行破綻は回避されており、現状で金融システム不安に伴う米経済への影響は限定的に留まっている。

なお、7月以降も堅調な雇用増加を背景にした個人消費の堅調は持続している。非農業部門雇用者数は23年6-8月期の月間平均増加ペースが+15.0万人増と新型コロナ流行前の増加ペースを下回った(前掲図表2)。もっとも、失業率を維持するのに必要な+10万人増は上回っており、依然として堅調なペースを維持している。また、実質個人消費は23年7月が前月比+0.6%と23年1月以来の伸びとなった(図表4)。財消費が+0.9%と23年1月以来の伸びとなったほか、サービス消費も+0.4%と23年3月以来の伸びとなった。一方、実質可処分所得は23年6月が前月比横這い、7

(図表2)



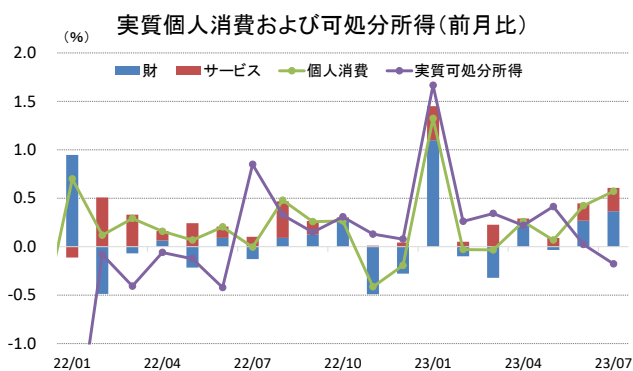
(図表3)



月が▲0.2%と22年6月以来のマイナスに転じるなど、6月以降は個人消費が所得を上回る伸びを示しており、可処分所得の個人消費に対する下支え効果は弱まっている。

一方、足元の堅調な個人消費を受けてアトランタ連銀が推計するGDPナウは23年7-9月期の実質GDPにおける個人消費が前期比年率+4.0%と4-6月期の+1.7%から大幅に加速することを予想している。この結果、同連銀は7-9月期の実質GDP成長率を+5.6%と21年10-12月期以来の水準に加速するほか、ブルームバーグのコンセンサス予想の+2.0%を大幅に上回ると予想している。このため、足元で米国経済が景気後退に陥っている兆候はみられない。

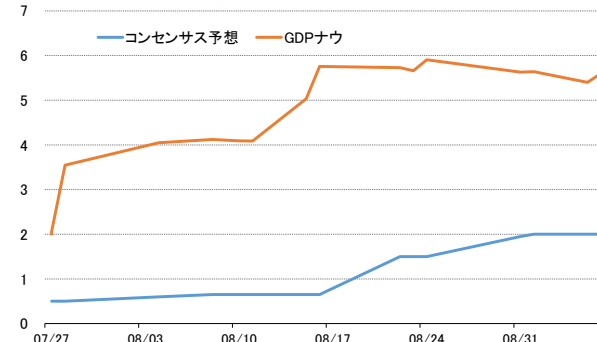
(図表4)



(注)季節調整済み、前月比。棒グラフは寄与度
(資料)BEAよりニッセイ基礎研究所作成

(図表5)

(前期比年率、%) GDPナウ、コンセンサス予想(23年7-9月期)



(注)GDPナウはアトランタ連銀が先行する経済指標の発表ごとに推計するナウキャスト
(資料)アトランタ連銀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+2.2%、24年が+1.1%を予想、景気後退は回避

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のシステミックリスクが限定的とした。米国経済は足元の堅調な経済指標を受けて7-9月期の高成長が予想されている。しかしながら、7-9月期の高成長の反動に加え、FRBによる大幅な金融引締めを受けて政策金利は当面引締め的な水準で推移することが見込まれ、これまでの累積的な金融引締めの影響から、今後は失業率の上昇を伴う労働需要の低下に伴い、個人消費は23年末から24年にかけて減速することが見込まれる。この結果、実質GDP成長率(前期比年率)は23年10-12月期が+0.1%、24年1-3月期が▲0.4%と大幅に低下しよう。その後は金融緩和を織り込んで金融環境が緩和することもあって24年4-6月期以降に成長率は上昇に転じるものの、24年10-12月期でも+1.6%に留まり、2%弱とみられる潜在成長率を下回ろう。

これらの結果、成長率(前年比)は通年では23年が+2.2%と22年の+2.1%並みの成長を維持するものの、24年は+1.1%と23年から大幅に低下しよう。前回見通し(6月時点)では23年後半からマイルドな景気後退をメインシナリオとしていたものの、個人消費を中心に足元の経済指標が上振れる一方、インフレの緩やかな低下傾向が持続しており、今回提示する見通しでは当該予測期間(24年末まで)において景気後退を見込んでいない。

一方、FRBによる大幅な金融引締めにも関わらず、インフレが高止まりする局面では金融引締めが長期化し、24年以降に景気後退に陥る可能性が高まるが、これは後述するようにリスクシナリオと考えている。

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。また、足元で原油価格が23年6月の70ドル割れから80ドル台後半まで上昇しているほか、当研究所は24年を通じて91ドルまで上昇すると予想しており、今年みられたエネルギー価格の下落による物価押し下げは来年以降減退するとみられる。一方、足元で物価の基調を示すエネルギーと食料品を

除いたコアインフレ率を高止まりさせている住居費や賃金上昇率の低下から、24年末にかけてコアインフレ率は緩やかに低下しよう。これらの結果、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+2.7%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、インフレ見直しには上振れリスクがある。

金融政策は、インフレ率の総合指数は緩やかに低下しているものの、コア指数が依然としてFRBの物価目標（2%）を大幅に上回る水準が続くことから、FRBは23年11月に0.25%の追加利上げを実施し、政策金利を5.75%まで引き上げると予想する。その後、インフレ率は物価目標を上回る状況が続くものの、インフレ率の低下に伴う実質金利の上昇の影響を緩和するために、FRBは24年後半に利下げに転じると予想する。また、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当面は維持しよう。

長期金利は23年7-9月期平均で4.1%のピークをつけた後、FRBによる利上げ打ち止めやインフレ率の低下もあって23年10-12月には同3.9%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3.5%までの低下を予想する。

(図表6)

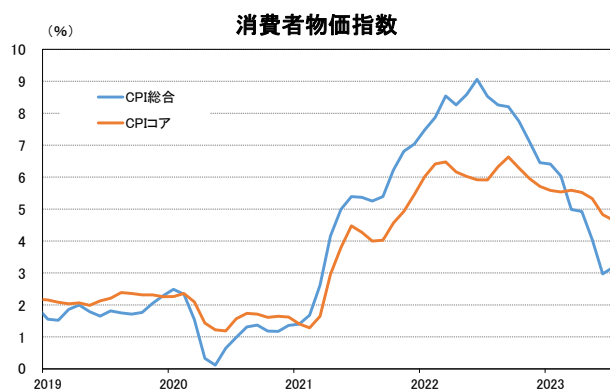
米国経済の見通し

		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 (実)	4-6 (実)	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	2.2	1.1	▲1.6	▲0.6	3.2	2.6	2.0	2.1	4.0	0.1	▲0.4	1.2	1.7	1.6
個人消費	前期比年率、%	2.7	2.4	0.9	1.3	2.0	2.3	1.0	4.2	1.7	3.5	0.5	▲0.5	1.0	1.2	1.2
設備投資	前期比年率、%	3.9	2.8	0.1	7.9	0.1	6.2	4.0	0.6	6.1	0.2	▲1.0	▲2.0	1.0	1.0	1.5
住宅投資	前期比年率、%	▲10.6	▲10.8	1.9	▲3.1	▲17.8	▲27.1	▲25.1	▲4.0	▲3.6	10.0	0.0	0.0	0.0	5.0	5.0
政府支出	前期比年率、%	▲0.6	3.2	1.3	▲2.3	▲1.6	3.7	3.8	5.0	3.3	2.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
在庫投資	寄与度	0.7	▲0.6	0.0	0.2	▲1.9	▲1.2	1.5	▲2.1	▲0.1	0.7	▲0.4	▲0.1	▲0.0	0.2	0.0
純輸出	寄与度	▲0.6	0.7	0.2	▲3.1	1.2	2.9	0.4	0.6	▲0.2	0.1	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	2.7	8.0	8.6	8.3	7.1	5.8	4.1	3.5	3.3	2.9	2.9	2.6	2.4
失業率	平均、%	3.7	3.7	4.5	3.8	3.6	3.6	3.6	3.5	3.6	3.7	4.0	4.4	4.4	4.5	4.6
FFレート誘導目標	期末、上限、%	4.50	5.75	4.75	0.50	1.75	3.25	4.50	5.00	5.25	5.50	5.75	5.75	5.75	5.25	4.75
10年国債金利	平均、%	3.0	3.8	3.7	2.0	2.9	3.2	3.9	3.6	3.7	4.1	3.9	3.8	3.7	3.6	3.5
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.05	1.09	1.11	1.12	1.06	1.01	1.02	1.07	1.09	1.09	1.09	1.10	1.11	1.11	1.12
米ドル(対円)	平均、円/ドル	131	140	136	116	130	138	141	132	137	145	144	141	138	134	132
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	94	80	91	94	108	92	83	76	74	81	89	91	91	91	91

(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が挙げられる。消費者物価指数は総合指数が23年7月に前年同月比+3.2%と22年6月の+9.1%からの低下基調が鮮明となっている(図表7)。もっとも、コア指数は7月が+4.7%と23年3月の+5.6%から低下しているものの、総合指数を大幅に上回っているほか、FRBの物価目標も大幅に上回っている。これは前述のように家賃や賃金の高止ま

(図表7)



(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

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上振れすることや、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景気後退リスクが高まろう。

2. 実体経済の動向

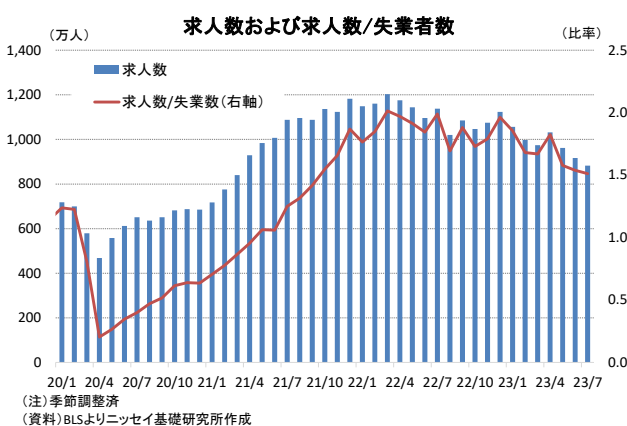
(労働市場、個人消費) 累積的な金融引締めの影響から労働市場、個人消費は減速へ

非農業部門雇用者数の堅調な増加が持続しているものの、労働市場は減速傾向が続いている。23年7月の求人数は883万人と23年4月の1,032万人から3ヵ月連続減少した(図表8)。また、求人数と失業数の比較では失業者1人に対して求人数が1.5件とこちらも23年4月の1.8件から3ヵ月連続で低下した。もっとも、求人数は新型コロナ流行前の700万人を大幅に上回っているほか、求人数と失業者数の比較でも新型コロナ流行前の1.2件を大幅に上回っており、FRBによる大幅な金融引締めにもかかわらず、労働需要は依然として強いことを示している。

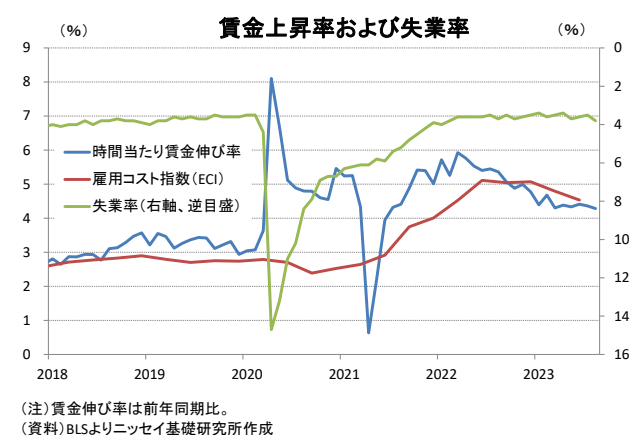
また、失業率が23年8月に3.8%と23年4月の3.4%からは上昇したものの、依然として1970年以来の低水準を維持するなど労働需給が逼迫しており、時間当たり賃金(前年同月比)は23年7月が+4.3%と22年3月につけた+5.9%のピークからは低下したものの、新型コロナ感染拡大前の3%近辺を大幅に上回っている(図表9)。さらに、賃金・給与に加え、給付金も反映した雇用コスト指数も23年4-6月期が前年同期比+4.5%と新型コロナ流行前の2%台後半を大幅に上回っており、賃金上昇率は高止まりしている。

今後もFRBによる金融引締めの累積的な影響により、労働需給の緩和が見込まれる。しかしながら、労働需給の緩和ペースは緩やかに留まっており、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)

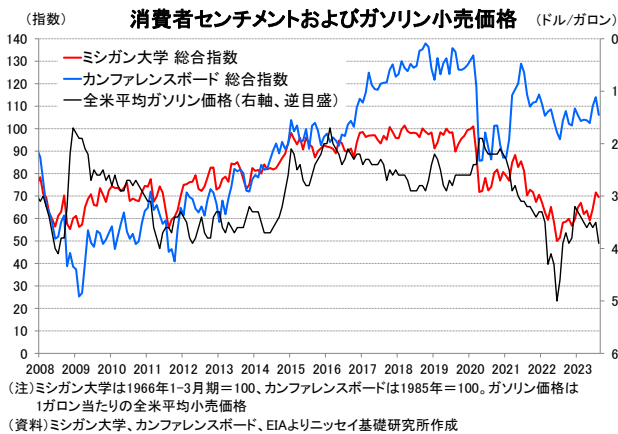


一方、個人消費に関連して消費者センチメントはコンファレンスボード、ミシガン大学指数ともに新型コロナ感染拡大前の水準は下回っているものの、昨年夏場を底に回復基調を示しており、個人消費には追い風となっている(図表10)。もっとも、消費者センチメントに影響を与えるガソリ

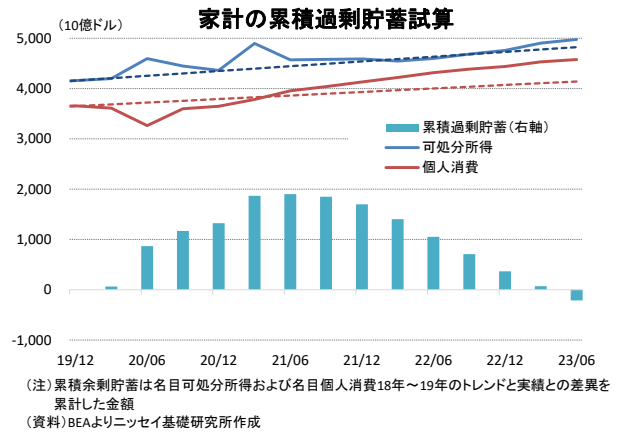
ン価格は足元で3.9ドルと22年10月以来の水準まで上昇しているため、今後は消費者センチメントの回復に水を差す可能性がある。

さらに、個人所得と個人消費のデータを用いて、新型コロナ流行前の17～19年のトレンドラインと実施の個人所得、個人消費の差から推計される累積の過剰貯蓄残高は21年7～9月期に1.9兆ドルまで拡大した後減少に転じ、23年4～6月期には▲2,200億ドル程度のマイナスに転じた可能性が高い(図表11)。過剰貯蓄はこれまで個人消費を下支えしてきたが、今後はこれらの下支え要因は期待できない状況となっている。

(図表 10)



(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23年10～12月期から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24年1～3月期に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+2.4%、24年は+0.9%への低下を予想する。

(設備投資) 調達コストの上昇などから23年末から24年初にかけてマイナス成長へ

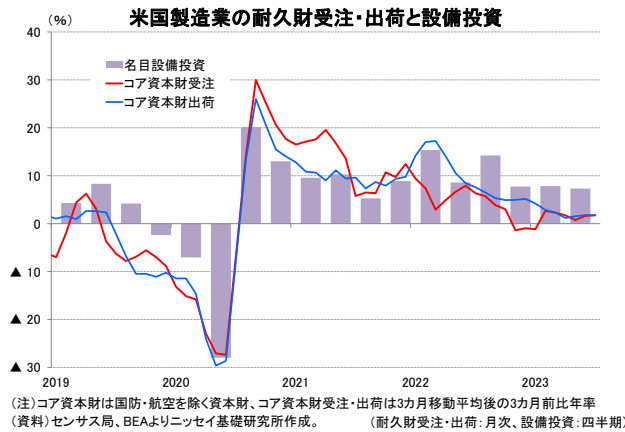
実質GDPにおける23年4～6月期の設備投資は前述のように前期から伸びが大幅に加速した。当期の設備投資は建設、設備機器、知的財産のすべてでプラス成長となったが、とくに輸送機器が大幅に回復した設備機器投資の増加が大きい。

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7月が年率+1.7%(前月:+1.6%)と前月から伸びが小幅ながら加速しており、7月に入っても設備投資の緩やかな回復が続いている可能性を示している(図表12)。

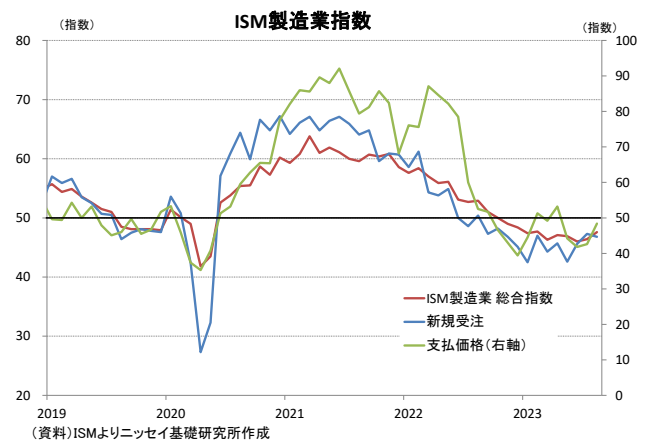
一方、製造業の企業景況感を示すISM製造業景況感指数は23年8月が47.6(前月:46.4)と10ヵ月連続で好不況の境となる50を割り込んでいるものの、3ヵ月連続で改善しており製造業需要が安定している可能性を示唆している(図表13)。また、製造業指数のうち、新規受注は46.8(前月:47.3)と前月からは低下したものの、23年5月の42.6からは明確な回復がみられる。さらに、生産指数も50.0(前月:48.3)と4ヵ月ぶりに50の水準に回復するなど改善を示した。

なお、8月はインフレに関連する支払価格指数が48.4(前月:42.6)と依然として50を下回っているものの、23年6月の41.8から2ヵ月連続で上昇しており、足元でインフレ圧力の緩和傾向が一服している可能性を示した。

(図表 12)



(図表 13)



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が示唆されているほか、製造業需要が安定していることが示されており、23年7-9月以降もプラス成長が見込まれる。もっとも、金融引締めの影響で長期金利が上昇しているほか、商工ローン融資の貸出基準の厳格化の影響など資金調達コストが上昇していることもあって23年10-12月期から24年1-3月期にかけてはマイナス成長に転じることが見込まれる。当研究所は実質GDPにおける設備投資（前年比）が通年では22年の+3.9%から23年に+2.8%へ低下した後、24年は+0.1%までの大幅な低下を予想する。

(住宅投資) 足元で減速に歯止めがかかっている可能性

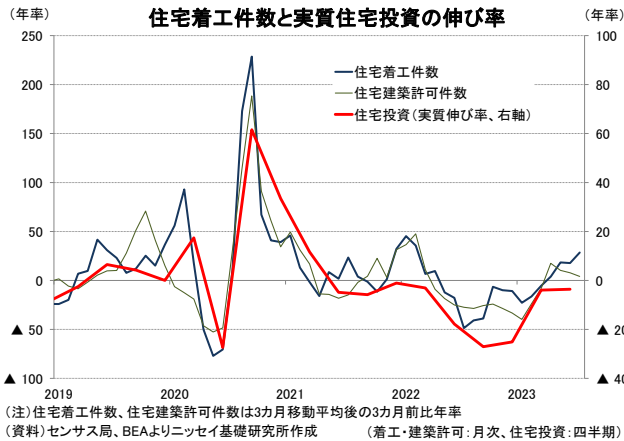
実質GDPにおける住宅投資は、前述のように23年4-6月期まで9期連続のマイナス成長となったものの、マイナス幅が小幅に縮小しており、住宅市場には底入れの兆しがみられる。実際に、住宅着工件数（3カ月移動平均、3カ月前比年率）は23年7月が+28.5%（前月：+17.7%）と22年2月以来の大幅な伸びとなっている（図表14）。さらに、先行指標である住宅着工許可件数（同）も+4.1%（前月：+7.8%）と前月から伸びは鈍化しているものの、4カ月連続でプラスとなっており、23年7-9月期の住宅投資は10期ぶりにプラスに転じる可能性が高い。

もっとも、住宅ローン金利（30年）は23年1月の6.2%から足元では7.2%台と22年11月につけた7.1%台を上回って推移している（図表15）。これは、22年11月の7.1%台を超えて2000年12月以来の水準であり、今後は再び住宅需要を低下させる可能性が高い。

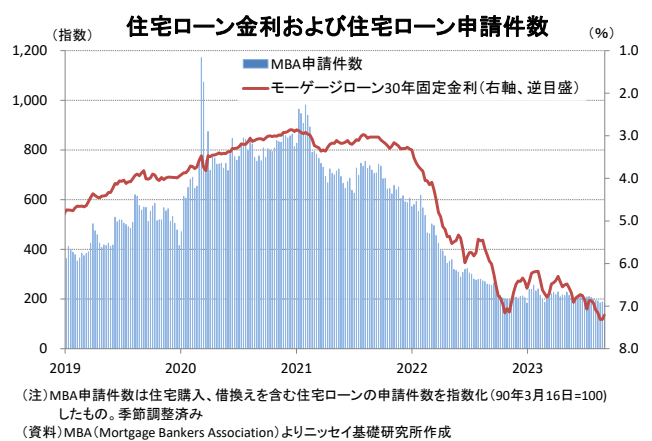
一方、米抵当銀行協会（MBA）が公表している住宅購入目的の住宅ローン申請件数（90年3月を100とする指数）は21年1月につけた980近辺から住宅ローン金利の上昇に伴い大幅に減少しており、足元では184近辺と96年12月以来の水準に低迷している。

コロナの結果、23年10-12月期の住宅投資はプラスに転じるとみられるものの、住宅ローン金利の高止まりから住宅市場の本格的な回復はほど遠いだろう。もっとも、長期金利は足元がピークで24年末に向けて緩やかに低下が見込まれるほか、24年後半の利下げ転換もあって、住宅ローン金利の低下に拍車がかかるとみられ、24年後半には住宅市場の回復は明確となろう。当研究所は実質GDPにおける住宅投資（前年比）が22年の▲10.6%から23年は▲10.8%とマイナス幅が小幅拡大した後、24年は+1.9%とプラス成長に転じると予想する。

(図表 14)



(図表 15)



(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

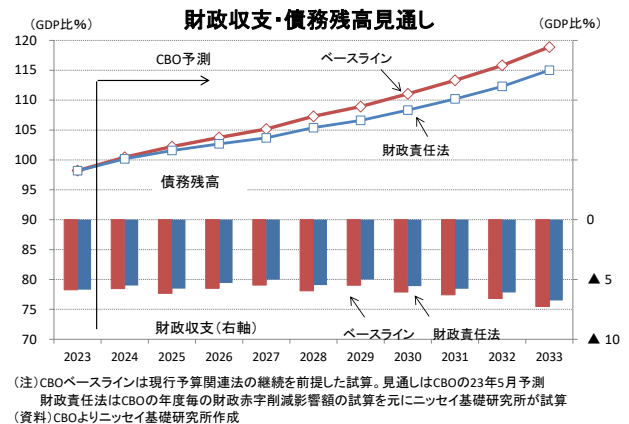
米議会は財政赤字削減と引き換えに連邦政府の法定債務上限額(現行 31.4 兆ドル)を 25 年 1 月まで不適用とすることを盛り込んだ「財政責任法」を超党派で可決して、23 年 6 月 2 日にバイデン大統領の署名を経て成立させた。同法では 24 年度(23 年 10 月～24 年 9 月)の裁量的経費を国防関連で 8,863 億ドルと 23 年度の 8,8583 億ドルから+3.3%増額する一方、非国防関連では 23 年度の 7,672 億ドルから 24 年度に 7,037 億ドルと▲8.3%減額することを盛り込んでいる。一方、25 年度は国防、非国防ともに 24 年度からそれぞれ 1%の伸びに留まる。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▲

(図表 16)

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前述のように財政責任法によって裁量的経費が 1 兆 5,900 億ドルに決まったものの、下院共和党はこれを下回る 1 兆 4,710 億ドルの予算編成を目指して強硬に歳出削減を主張している。このため、10 月からの新年度に向けて 12 本の歳出法案はいずれも成立しておらず、このままでは予算不成立に伴う 10 月からの連邦政府の一部閉鎖が懸念される状況となっている。休会明けの議会では与野党の幹部を中心

に政府閉鎖を回避するための暫定予算の交渉が本格化している。今後も予算審議は紆余曲折が予想されるものの、最終的には財政責任法によって 24 年度の裁量的経費は前年並みの水準となることが予想されることから、米経済への影響は限定的に留まろう。

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+3.2%とプラス成長になった後、24 年も+1.3%とプラス成長を維持すると予想する。

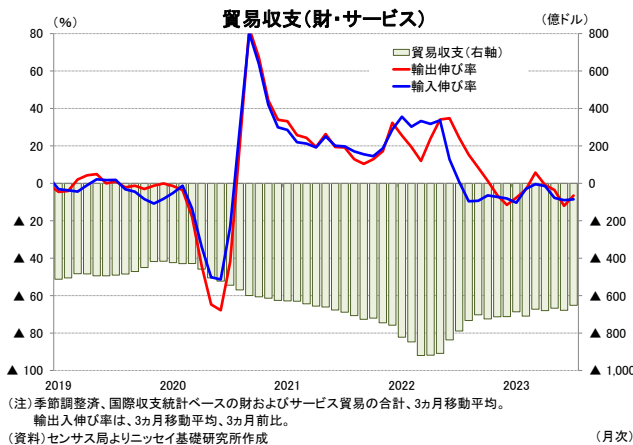
（貿易）外需の成長率寄与度は足元でマイナスも成長率格差から 24 年にかけてプラス寄与へ

実質GDPにおける 23 年 4-6 月期の外需は成長率寄与度がマイナスに転じたが、輸出入の内訳をみると輸入が前期比年率▲7.0%（前期：+2.5%）と前期からマイナスに転じた一方、輸出が▲10.6%（前期：+7.8%）と輸入を上回る落ち込みとなって、外需を押し下げた。

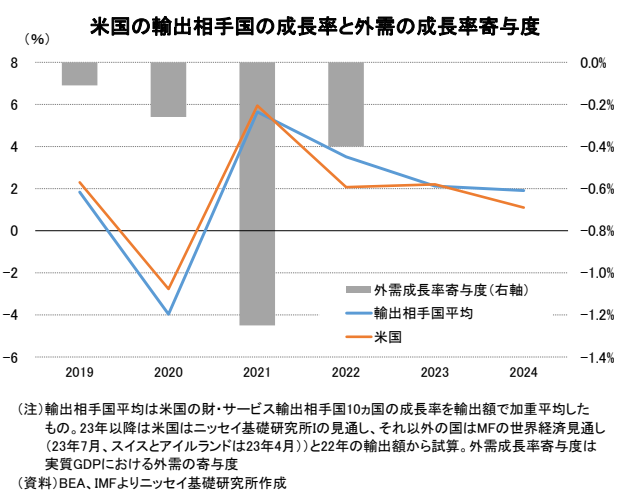
先日発表された 23 年 7 月の貿易収支（3 ヶ月移動平均）は季節調整済で 652 億ドル（前月：678 億ドル）の赤字となり、前月から赤字幅が▲26 億ドル縮小した（図表 17）。輸出入では輸入が▲19 億ドル減少した一方、輸出が+8 億ドル増加するなど、輸出入ともに貿易赤字を縮小する方向に働いた。このため、7 月の貿易収支は 7-9 月期の外需の成長率寄与度がプラスに転じる可能性を示唆している。

一方、IMFの見通しに基づく米国の輸出相手国上位 10 カ国の平均成長率は、23 年は輸出相手国と米国成長率がほぼ一致するものの、24 年は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、7-9 月期に成長率寄与度がプラスに転じた後、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。

（図表 17）



（図表 18）



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）住居費、賃金上昇圧力の低下からインフレ率の低下が持続

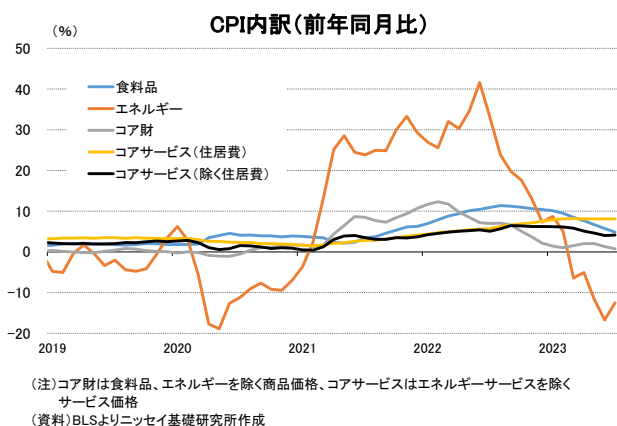
CPI（前年同月比）は前述のようにコア指数は 23 年 7 月が前年同月比+4.7%と総合指数を上回っているほか、FRBの物価目標を大幅に上回っており、コア指数は高止まりしている（前掲図表 7）。CPIの内訳をみると、エネルギーが 23 年 7 月の前年同月比▲12.5%と前月の▲16.7%か

らマイナス幅は縮小も大幅に物価を押し下げているほか、食料品価格も+4.9%と22年8月の+11.4%をピークに低下基調が持続している（図表19）。

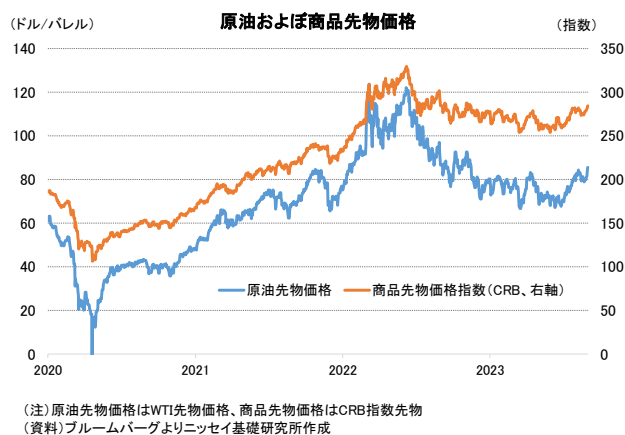
また、コア指数でもコア財価格は+0.8%とコア指数の押し下げ要因となっている。コアサービス価格のうち、住居費については23年7月が+8.1%と4ヵ月連続で横這いとなっており、高止まりが続いている。また、コアサービス価格のうち、住居費を除いた部分については23年7月が+4.1%と22年9月の+6.5%からは低下基調となっているものの、低下は緩やかに留まっている。同指数はサービス業を中心に賃金との連動性が高いと指摘されているが、前述のように足元で労働需給が逼迫しており、賃金上昇率は高止まりしていることが同指数の高止まりの要因とみられる。

一方、足元でWTI原油先物価格が23年6月の70ドル割れからサウジアラビアやロシアの減産継続を受けて足元で80ドル台後半まで上昇しているほか、エネルギーに加え貴金属や穀物なども含めた国際商品価格指数は原油価格と同様に23年5月の250台前半から足元は280台半ばまで上昇している（図表20）。

（図表19）



（図表20）



当研究所は、原油価格は24年を通じて91ドルで推移すると予想しており、エネルギーや食料品価格の物価押し下げ効果が減殺される可能性が高い。もっとも、コロナ禍に伴う供給制約が概ね解消されている中でコア財価格は引き続き低位で推移することが見込まれるほか、住居費は新規契約の家賃の伸びが落ち着いてきており、早晩低下基調に転じることが見込まれるほか、労働需給の緩和から賃金上昇圧力の緩和が見込まれることもあって、コア指数は24年末にかけて低下基調が持続すると予想される。この結果、総合指数も緩やかながら低下基調が持続しよう。

当研究所は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+2.7%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4.75%を予想

F R B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、23年7月までに政策金利を合計5.25%ポイント引上げ、5.5%とした（図表21）。23年6月のF O M C会合で示されたF O M C参加者の政策金利見通し（中央値）は23年末が5.625%となっており、23年内に0.25%の追加利上げが見込まれている。

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、注目された8月下旬のパウエルFRB議長によるジャクソンホール演説ではインフレ率がピークから低下してきたことを歓迎しつつも、依然として高すぎるとして、インフレ率が目標に向かって持続的に低下していると確信できるまでは制限的な水準で政策を維持するとした。

当研究所は労働市場の減速や賃金上昇率の低下が続く中、足元のインフレ率も低下していることから、次回9月のFOMC会合ではFRBは政策金利を据え置く可能性が高いとみられる。しかしながら、FRBが物価指標としているPCE価格指数のコア指数が23年7月の前年同月比で+4.2%と物価目標を大幅に上回る水準が続いているほか、前述のように23年7-9月期の実質GDP成長率が2%弱とみられる潜在成長率を大幅に上回る可能性が高くなっている。このため、23年内にFRBが追加利上げを実施する可能性が高い。

当研究所は11月に0.25%の利上げを実施し、23年末時点で政策金利を5.75%まで上げると予想する。FRBが利下げに転じる時期は、インフレ率は物価目標を上回るものの、金融引締めのとなっている実質金利の上昇を抑制するために、24年後半を予想する。FRBは24年末時点の政策金利を4.75%まで低下させよう。

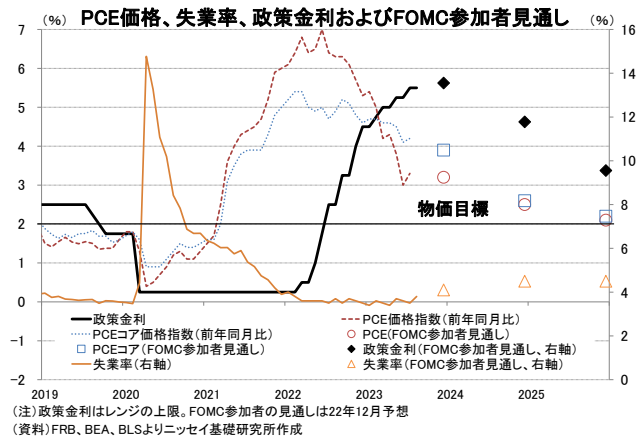
一方、バランスシート政策については、パウエル議長はこれまで金融政策の調整手段は一義的には政策金利としているため、バランスシートの縮小金額を機動的に調整する可能性は低いだろう。このため、当面FRBは月950億ドルの削減ペースを維持すると予想する。

（長期金利）23年10-12月期平均が3.9%、24年10-12月期が同3.5%への低下を予想。

長期金利（10年金利）は、23年年初の3.8%台から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の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。さらに、その後も金融引締め長期化に加え、米国債の需給悪化懸念もあって8月下旬に一時4.3%台まで上昇、足元は4.2%台で推移している。

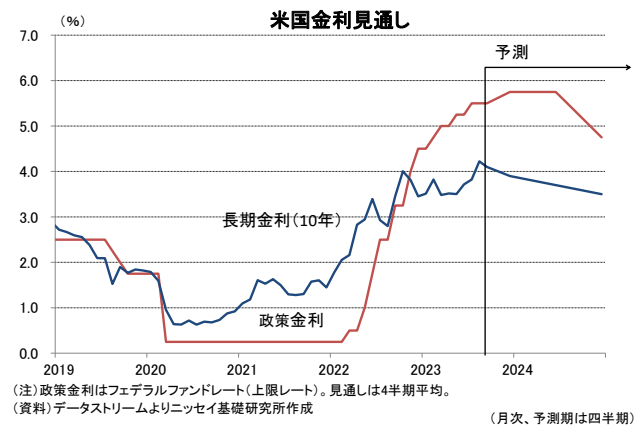
当研究所は、当面はインフレの高止まりなどから長期金利は一時的に上昇する可能性はあるものの、今般の利上げが最終局面に近づく中で足元の金利水準がピークと考えており、インフレが緩やかながら低下基調が持続することを背景に23年10-12月期平均で3.9%へ、24年は利下げに転じることもあって24年10-12月期に3.5%へ緩やかな低下を予想する。

（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、予測期は四半期）