

Weekly
エコノミスト・
レター

米国経済の見通し

—24年にかけて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

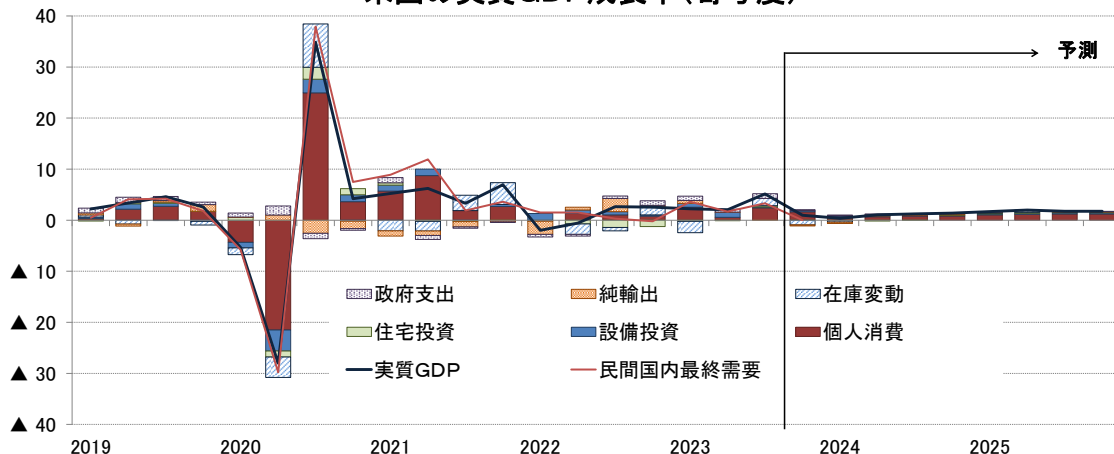
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の23年7-9月期の実質GDP成長率（前期比年率）は+5.2%（前期：+2.1%）と前期から伸びが大幅に加速。在庫投資が成長率を+1.4%ポイント押し上げたほか、個人消費が前期比年率+3.6%（前期：+0.8%）と前期から伸びが加速。
2. 好調な個人消費の要因は雇用増加に加えて可処分所得の堅調な伸びなどが挙げられる。もっとも、労働市場の減速が続く中、年末商戦売上高は前年から大幅な伸びの鈍化が見込まれており、10-12月期の個人消費は伸びが鈍化へ。
3. 一方、インフレ率は依然としてFRBの物価目標を上回っているものの、低下基調が持続。このため、労働市場や個人消費の減速と併せFRBによる利上げ局面は終了した可能性が高いとみられる。
4. 米国経済はこれまでの累積的な金融引締めの影響から24年前半にかけて大幅な景気減速を予想。その後はインフレが緩やかに低下する中、FRBが金融緩和に転じることもあって24年後半から25年にかけて景気は緩やかに回復を見込む。この結果、成長率（前年比）は23年見込みの+2.4%から24年は+1.5%に低下も景気後退は回避、25年は+1.6%と24年から小幅に伸びが加速しよう。
5. 金融政策は、FRBによる追加利上げは見込まず、24年春先までインフレ率の低下を見極めた後、24年5月の利下げ開始を予想。
6. 上記見通しのリスクは、インフレ高進による政策金利の上振れに加え、24年の大統領選挙も睨んだ米国内政治の機能不全やトランプ氏再選に伴う政策の予見可能性の低下。

(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5期連続のプラス、個人消費主導で大幅に伸びが加速

米国の23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+5.2%(前期:+2.1%)と5期連続のプラス成長となったほか、前期から大幅に伸びが加速した(図表1、図表7)。

需要項目別では、設備投資が前期比年率+1.3%(前期:+7.4%)と前期から伸びが大幅に鈍化した一方、住宅投資が+6.2%(前期:▲2.2%)と10期ぶりにプラスに転じた。さらに、政府支出が+5.5%(前期:+3.3%)と伸びが加速した。

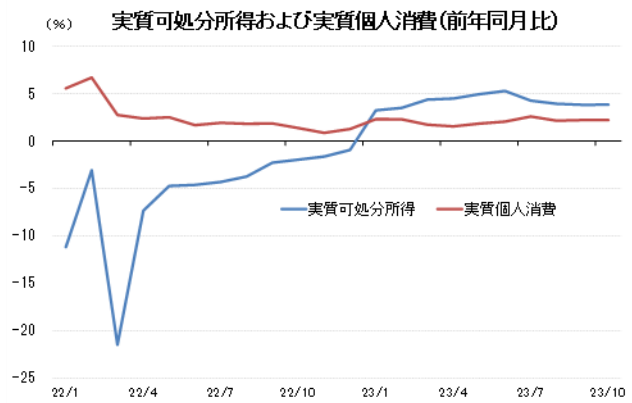
一方、当期の成長率が大幅に加速した要因は在庫投資の成長率寄与度が+1.4%ポイント(前期:横這い)となったほか、個人消費が前期比年率+3.6%(前期:+0.8%)と前期から大幅に伸びが加速して成長率を押し上げたことが大きい。

個人消費が堅調な要因としては雇用増加が続いていることに加え、可処分所得が堅調となったことがある。実際に実質可処分所得(前年同月比)は23年6月が+5.3%と21年3月以来の伸びとなったほか、23年10月も+3.9%と堅調を維持している(図表2)。また、23年1月以降は実質可処分所得の伸びが実質個人消費を上回る状況が続いている。

もともと、10月以降は個人消費が減速した可能性が高い。非農業部門雇用者数(前月比)は10月が15.0万人、11月が+19.9万人とコロナ禍からの回復過程ではじめて2ヵ月連続で20万人を下回った(図表3)。失業率も11月が3.7%と前月から▲0.2%ポイントの低下となったものの、7月につけた3.5%からは明確に上昇基調へ転換した兆しがみられる。後述する求人数の減少も含めて10月以降に労働市場の減速に弾みがついたことを示す指標が増えており、個人消費への影響が懸念される。

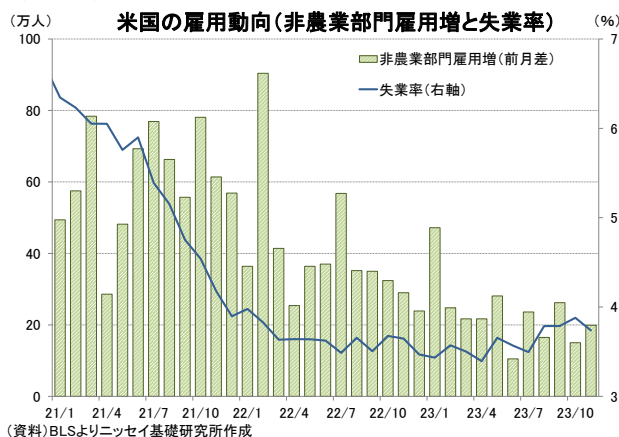
また、今年の年末商戦は盛り上げりに欠けそうだ。全米小売業協会(NRF)は今年の年末商戦の売上高予想を前年比+3~4%と、好調だった過去3年から大幅に低下することを見込んでいる(図表4)。このため、実質GDPにおける個人消費は10-12月期の伸びが鈍化しよう。

(図表2)



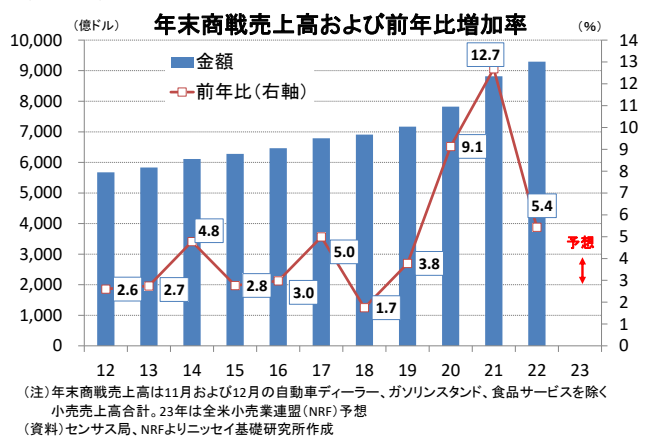
(資料) BEAよりニッセイ基礎研究所作成

(図表3)



(資料) BLSよりニッセイ基礎研究所作成

(図表4)



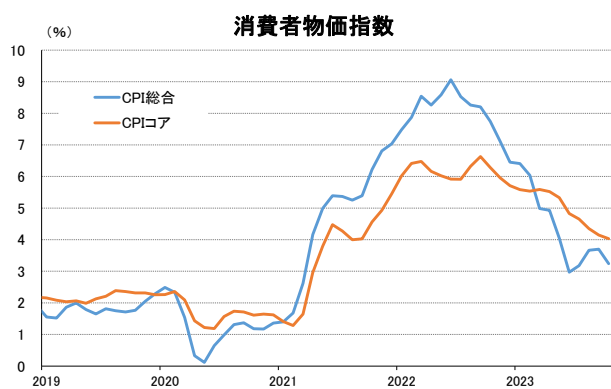
(注) 年末商戦売上高は11月および12月の自動車ディーラー、ガソリンスタンド、食品サービスを除く小売売上高合計。23年は全米小売業連盟(NRF)予想
(資料) センサス局、NRFよりニッセイ基礎研究所作成

一方、FRBによる金融引締めが継続する中、インフレの低下基調が持続している。消費物価指数（CPI）の総合指数は23年10月が前年同月比+3.2%とエネルギー価格の上昇に伴い23年6月の+3.0%からは反発しているものの、22年6月の+9.1%からは大幅に低下している（図表5）。また、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10月が+4.0%と23年3月の+5.6%から低下基調が持続している。

労働市場や個人消費が足元の景気減速を示唆する中、コアインフレ率は依然としてFRBが物価目標とする水準（2%）を大幅に上回っているものの、低下基調が持続していることから、FRBによる金融引締めが最終局面との見方が強まっている。

FRBは9月のFOMC会合で年内1回の追加利上げ方針を示していたものの、9月以降の長期金利の急上昇に伴って金融環境が引き締まったこともあり、11月のFOMC会合で追加利上げを見送った。一方、長期金利は再び低下したため、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足元で8月上旬以来の水準に緩和している（図表6）。パウエルFRB議長は12月1日に行った講演で足元の金融環境の緩和にも関わらず、12月会合での追加利上げを示唆しなかったため、今後インフレ率の大幅な上昇などがない限り、既に利上げ局面は終了した可能性が高いとみられる。

（図表5）



（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

（図表6）



（注）金融環境指数は（FCI）はゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部が産出する、株式、信用スプレッド、為替、金利など一連の市場指標に基づいて金融変数の実体経済への影響を測定する指数
（資料）ブルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成。

（経済見通し）成長率は23年見込が前年比+2.4%、24年が+1.5%、25年が+1.6%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、引き続き金融のシステミックリスクが限定的とした。米国経済は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、個人消費を中心に24年前半にかけて大幅な景気減速が見込まれる。その後はインフレが緩やかに低下する中、FRBが金融緩和に転じることもあって24年後半から25年にかけて景気は緩やかに回復しよう。この結果、実質GDP成長率（前期比年率）は23年7-9月期の+5.2%から10-12月期に+1.0%、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するものの、25年を通じて概ね潜在成長率（2%弱）を下回る成長に終始しよう。

これらの結果、通年の成長率（前年比）は23年見込みの+2.4%から24年は+1.5%に低下するものの、景気後退は回避されると予想する。25年は+1.6%と24年から小幅に伸びが加速しよう。

一方、FRBによる大幅な金融引締めにも関わらず、インフレが高止まる場合に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、住居費や賃金上昇率の低下から、25年末にかけてコアインフレ率は2%台前半まで緩やかに低下しよう。一方、当研究所は原油価格が足元の70ドル割れの水準から24年半ばに82ドルまで上昇した後、25年末にかけて同水準で横這い推移すると予想している。このため、総合指数は24年前半には低下が鈍るものの、24年後半以降はエネルギー価格の物価押上げが解消することから、コアインフレ率同様、25年末にかけて低下基調が持続しよう。これらの結果、当研究所はCPIの総合指数（前年比）が23年見込みの+4.1%から、24年に+2.5%、25年に+2.3%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、食料品価格の高騰リスクが依然燻っているほか、労働需給の逼迫の長期化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、景気が減速する中、コアインフレの低下基調が持続するため、FRBは追加利上げを実施せず、政策金利を当面の間は現在の5.5%で据え置いた後、24年春先までインフレ動向を確認し、実質ベースの政策金利の上昇により景気に対して過度に抑制的になるのを防ぐために24年5月に利下げを開始すると予想する。その後は25年末にかけて3ヵ月に1度のペースで利下げを継続しよう。バランスシート政策は米国債とMBSの合計で毎月950億ドルの減少ペースを当面は維持した後、24年後半以降はMBSを中心に削減ペースを縮小すると予想する。

長期金利は23年10-12月期平均で4.4%のピークをつけた後、インフレ率が低下する中、金融緩和が継続することから、24年10-12月に同3.9%、25年10-12月期に同3.4%まで低下しよう。

(図表7)

米国経済の見通し

		2022年	2023年	2024年	2025年	2023年				2024年				2025年			
		(実)	(予)	(予)	(予)	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、%	1.9	2.4	1.5	1.6	2.2	2.1	5.2	1.0	0.4	1.0	1.2	1.4	1.7	2.0	1.7	1.7
個人消費	前期比年率、%	2.5	2.2	1.6	1.5	3.8	0.8	3.6	2.4	1.0	1.0	1.2	1.2	1.5	1.7	1.8	1.8
設備投資	前期比年率、%	5.2	4.3	1.6	1.3	5.7	7.4	1.3	1.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5
住宅投資	前期比年率、%	▲9.0	▲10.9	▲1.6	3.4	▲5.3	▲2.2	6.2	▲1.5	▲4.0	▲5.0	▲1.0	3.0	5.0	5.0	6.0	6.0
政府支出	前期比年率、%	▲0.9	3.8	1.6	0.5	4.8	3.3	5.5	1.0	1.0	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
在庫投資	寄与度	0.5	▲0.4	▲0.1	0.1	▲2.2	0.0	1.4	▲0.9	▲0.3	0.0	0.0	0.0	0.2	0.4	0.0	0.0
純輸出	寄与度	▲0.5	0.5	▲0.0	0.1	0.6	0.0	▲0.0	▲0.2	▲0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
消費者物価(CPI-U)	前年同期比、%	8.0	4.1	2.5	2.3	5.8	4.1	3.6	3.0	2.5	2.6	2.3	2.5	2.5	2.4	2.3	2.2
失業率	平均、%	3.7	3.7	4.3	4.4	3.5	3.6	3.7	4.0	4.2	4.2	4.3	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
FFレート誘導目標	期末、上限、%	4.50	5.50	4.75	3.75	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75
10年国債金利	平均、%	3.0	4.0	4.1	3.6	3.6	3.7	4.1	4.4	4.3	4.2	4.1	3.9	3.8	3.7	3.6	3.4
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.05	1.08	1.10	1.13	1.07	1.09	1.09	1.07	1.08	1.10	1.10	1.11	1.11	1.12	1.13	1.14
米ドル(対円)	平均、円/ドル	131	141	141	133	132	137	145	148	145	141	139	137	135	133	132	131
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	94	77	78	82	76	74	82	77	72	77	80	82	82	82	82	82

(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に加え、24年の議会・大統領選挙も睨んだ米国内政治の機能不全やトランプ氏の再選に伴う政策の予見可能性の低下が挙げられる。

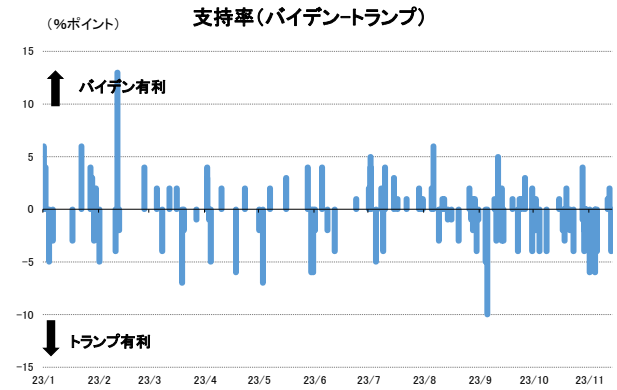
インフレに関しては今後、ウクライナ侵攻の長期化などにより、エネルギー、食料品価格などが再び急騰することでCPIの総合指数が上振れすることや、労働需給の逼迫が長期化し賃金が高止まりすることなどによってインフレ高進が長期化する場合には、政策金利の引上げ再開や金融引締

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に加えて、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。

また、現在のねじれ議会に加えて24年入り後は11月に予定されている大統領・議会選挙に向けた選挙運動が本格化するため、議会はより一層機能不全の状況となる可能性がある。その場合は景気後退のリスクが高まった局面でも大型財政政策などの景気対策などの実現は困難となろう。

さらに、大統領選挙では4件で刑事訴追されているにも関わらず、共和党の大統領候補としてトランプ前大統領が独走状態となっており、現状では24年の大統領選挙で16年に次いでバイデン氏対トランプ氏の対決となる可能性が高くなっている。バイデン氏とトランプ氏による再戦となった場合、両氏の支持率を比較すると足元でトランプ氏優位の傾向が強まっている（図表8）。さらに、接戦州とされる6州¹でもトランプ氏がバイデン氏を支持率でリードしており、現状ではトランプ氏が再選される可能性が高まっている。仮にトランプ氏が再選される場合には、政権1期目同様、トランプ氏の思い付きで政策が提示され、政策の予見可能性は大幅に低下することから、米国経済に悪影響を及ぼす可能性がある。

(図表 8)



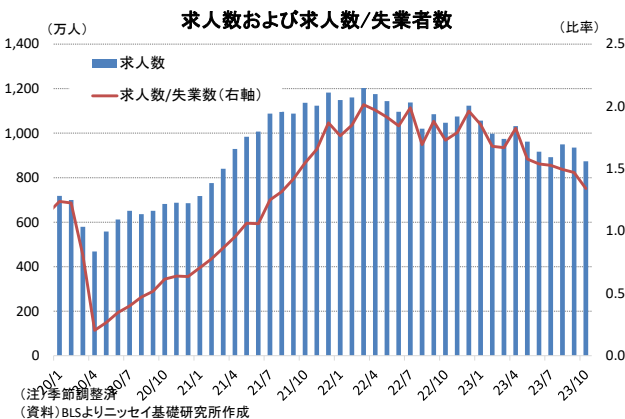
(資料)リアルクリアポリティクスよりニッセイ基礎研究所作成

2. 実体経済の動向

(労働市場、個人消費) 労働市場の減速に弾み、個人消費も減速へ

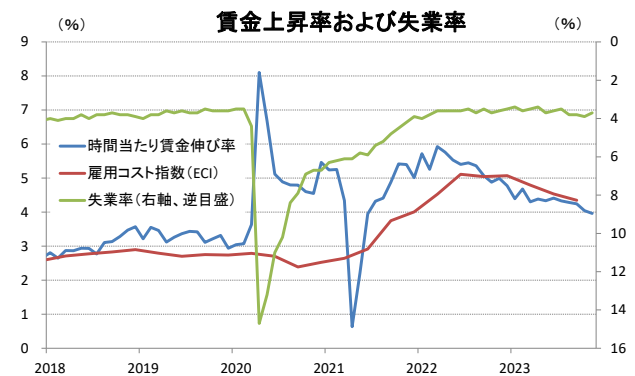
前述のように労働市場は10月以降に減速に弾みがついているとみられる。23年10月の求人数は873万人と2ヵ月連続で低下し、21年3月以来の水準に低下した（図表9）。また、求人数と失業数の比較でも失業者1人に対して求人数が1.3件と23年4月の1.8件から6ヵ月連続で低下し、21年8月以来の水準となるなど、労働需要には明確な低下がみられる。もともと、失業率は一頃より上昇しているものの、依然としておよそ50年ぶりの低水準を維持しており、労働需給は引き続き逼迫している。

(図表 9)



(注)7季節調整済 (資料)BLSよりニッセイ基礎研究所作成

(図表 10)



(注)賃金伸び率は前年同期比。

(資料)BLSよりニッセイ基礎研究所作成

¹ ネバダ州、ジョージア州、アリゾナ州、ミシガン州、ペンシルバニア州、ウィスコンシン州

労働需給の逼迫を背景に時間当たり賃金（前年同月比）は23年11月が+4.0%と22年3月につけたピークの+5.9%からは低下したものの、FRBの物価目標と整合的な賃金上昇率とみられる3%台半ばの水準を引き続き上回っている（前掲図表10）。また、賃金・給与に加え、給付金を反映した雇用コスト指数も同様に22年10-12月期の前年同期比+5.1%からは低下しているものの、23年7-9月期が+4.3%と時間当たり賃金同様、物価目標と整合的な水準を上回っている。

労働市場の減速が続く中、今後も労働需給は緩和が見込まれ、引き続き賃金上昇率は低下基調が持続すると見込まれる。もっとも、労働需給は依然逼迫する中で賃金上昇率の低下は緩やかに留まっており、FRBの物価目標と整合的な水準に低下するには暫く時間を要するだろう。

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を大幅に下回っている一方、ガソリン価格の低下が続いていることや金融環境の緩和もあって、足元で小幅な改善がみられている（図表11）。

もっとも、今後もインフレ率の低下や金融環境の緩和が続く場合には一定程度消費者センチメントを下支えするとみられるものの、失業率の上昇を伴う労働市場の減速が見込まれることから、消費者センチメントの改善は一時的に留まろう。

当研究所は、個人消費の堅調を支えてきた労働市場の減速が見込まれることから、24年以降、個人消費の減速は不可避だろう。当研究所は実質GDPにおける個人消費は四半期ベースで24年を通じて前期比年率+1.0%~1.2%の低調な伸びが続くと予想する。また、個人消費（前年比）は通年でも23年見込みの+2.2%から24年は+1.6%に低下しよう。25年も+1.5%と引き続き低調を予想する。

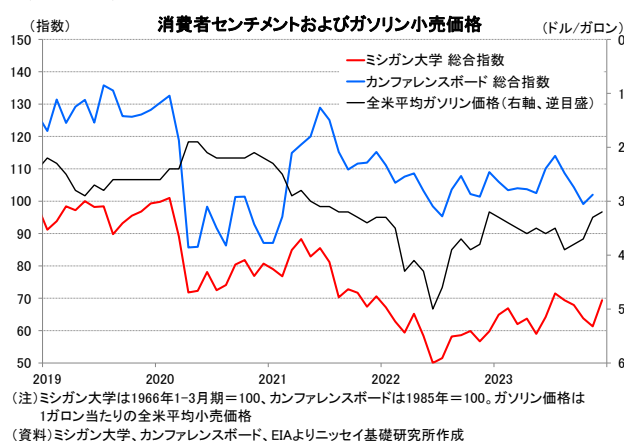
（設備投資）緩やかな回復基調が持続

実質GDPにおける23年7-9月期の設備投資は前述のように前期から伸びが大幅に鈍化した。知的財産投資が前期並みの伸びを維持した一方、建設投資の伸びが鈍化したほか、設備機器投資がマイナスに転じて全体の伸びを鈍化させたことが大きい。とくに設備機器投資ではコンピューターや周辺機器の落ち込みが大きかった。

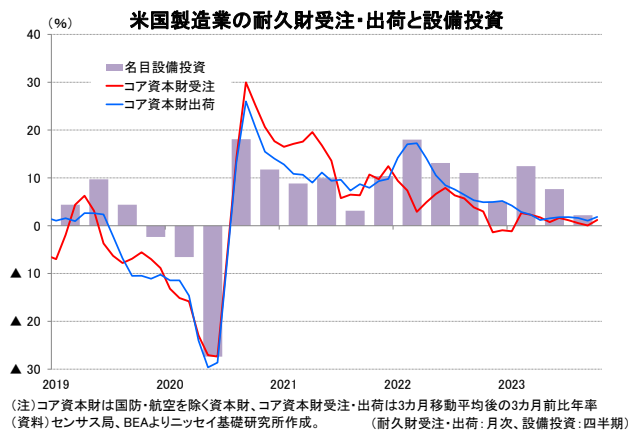
10月以降の状況をみると、設備投資の先行指標であるコア資本財受注（3ヵ月移動平均、3ヵ月前比年率）は23年10月が+1.2%（前月：横這い）と小幅ながらプラス成長となったほか、前月から伸びが加速しており、足元で設備投資の緩やかな回復が続いている可能性を示している（図表12）。

さらに、大企業の今後6ヵ月の設備投資計画に関する調査では、22年初から5四半期連続で下方修正する動きが続いていたものの、23年4-6月期から2期連続で小幅ながら上方修正の動きに転じている（図表13）。このため、当面設備投資の回復が続く可能性が示唆されている。

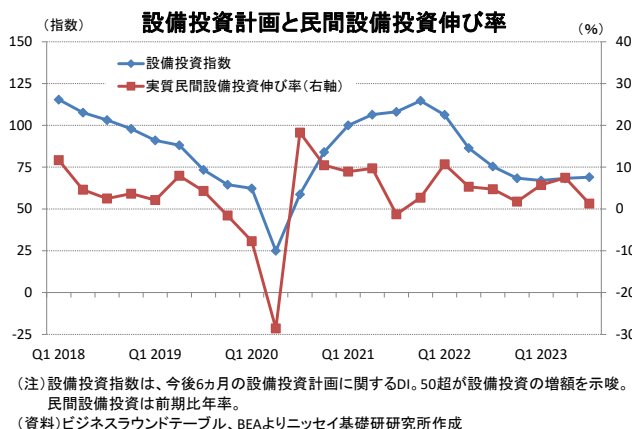
（図表11）



(図表 12)



(図表 13)



設備投資を取り巻く環境は、商工ローン融資の貸出基準の厳格化の動きが続いていることなどの悪材料はあるものの、24年以降は金融緩和政策への転換もあって資金調達コストは改善が見込まれる。この結果、設備投資は25年にかけて緩やかなプラス成長が持続すると予想する。

当研究所は実質GDPにおける設備投資（前年比）が通年では23年見込みの+4.3%から24年に+1.6%、25年に+1.3%と緩やかな回復基調が持続すると予想する。

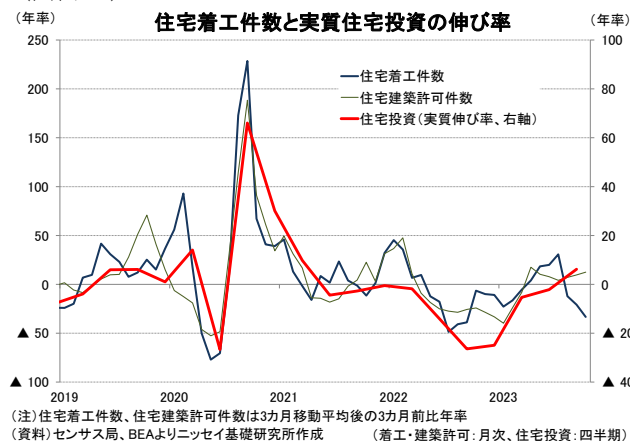
(住宅投資) 当面はマイナス成長も24年後半以降は回復へ

実質GDPにおける住宅投資は、前述のように10期ぶりのプラス成長となった。主に戸建ての住宅の建設が回復したことが大きい。一方、住宅着工件数（3ヵ月移動平均、3ヵ月前比年率）は23年10月が▲33.3%（前月：▲20.9%）と3ヵ月連続でマイナスとなったほか、マイナス幅が拡大しており、早くも回復が息切れしている可能性を示唆している（図表14）。もっとも、先行指標である住宅着工許可件数（同）は+12.4%（前月：+9.6%）と23年4月以降プラスを維持しているほか、3ヵ月連続でプラス幅が拡大するなど、堅調な戸建てを背景に住宅着工件数とは対照的な動きとなっている。このため、今後住宅着工件数が再び回復してくるのか注目される。

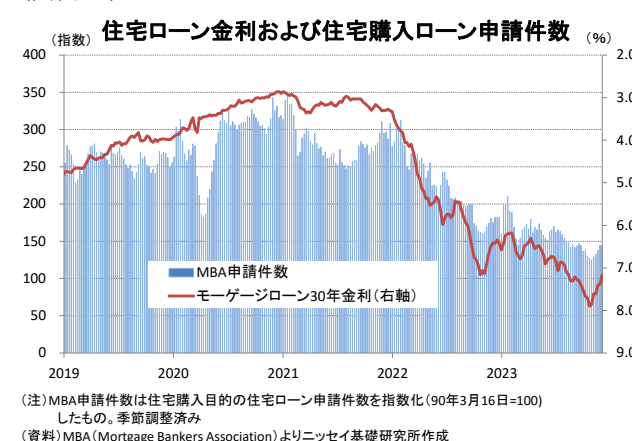
一方、住宅ローン金利（30年）は23年10月に一時8%近い水準まで上昇したほか、その後は低下に転じたものの、足元でも7%台前半とおよそ20年ぶりの高水準となっている（図表15）。

また、住宅ローン金利の上昇に伴い米抵当銀行協会（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23年10月に一時125台となったほか、足元でも144台と依然として1995年以来の水準に低迷しており、住宅需要の低下がみられる。

(図表 14)



(図表 15)



住宅市場は住宅ローン金利の高止まりに加え、住宅価格の上昇から当面は厳しい状況が続くとみられる²。実質GDPにおける住宅投資は当面マイナス成長が続こう。もっとも、FRBによる金融緩和政策への転換もあって住宅ローン金利は25年にかけて低下が見込まれる。このため、住宅投資は、24年後半以降再びプラス成長に転じよう。

当研究所は実質GDPにおける住宅投資（前年比）が23年見込みの▲10.9%から24年は▲1.6%と通年では小幅ながらマイナス成長となるものの、25年は+3.4%とプラス成長に転じると予想する。

（政府支出、債務残高）24年度予算審議が難航、24年の選挙もあり今後の財政運営は流動的

10月1日から新会計年度（24年度）がスタートしたものの、議会は本予算で合意できておらず暫定予算で凌ぐ状況が続いている。暫定予算は23年度の歳出額を踏襲し、農業、エネルギー・水資源、軍事建設・退役軍人等、運輸・住宅投資開発省（HUD）向けの予算措置が24年1月19日まで、残りの8分野向けの予算措置が2月2日までとなっている。暫定予算にはバイデン大統領が求めるイスラエルやウクライナ向けの支援、共和党保守派が求める国境警備措置などの予算措置は含まれていない。

一方、24年度の裁量的経費の規模について本来は23年6月に成立した「財政責任法」に基づき上限額が1兆5,900億ドルと規定されている。しかしながら、上院は概ね同法の歳出規模に基づく歳出法案を提示している一方、下院は上限額をおよそ1,200億ドル下回る1兆4,710億ドル規模の歳出法案を要求しており、上下院で大幅に乖離している（図表16）。

また、バイデン大統領は10月19日にウクライナ支援に600億ドル、イスラエル支援に140億ドル、国境警備に140億ドルなど合計1,050億ドルの緊急予算を提言しているが、共和党がウクライナ支援に消極的なこともあって緊急予算で議会が合意する可能性は低い。このため、裁量的経費の上下院の歳出規模の乖離と併せ、24年度本予算成立の目途は立っていない。

このため、暫定予算の期限が切れる1月19日以降に政府閉鎖するリスクが燻っている。もっとも、最終的には財政責任法に沿った金額で合意する可能性が高いとみられる。

一方、財政責任法では25年度の裁量的経費が1兆6,059億ドルと概ね23年度、24年度から横這いと緊縮的な金額が規定されている。財政責任法に基づく財政収支、債務残高見通しの議会予算局（CBO）の試算では、24年度の財政赤字（名目GDP比）が▲5.5%、25年度が▲5.8%と23年度の▲5.9%から財政赤字が小幅ながら縮小することが見込まれている（後掲図表17）。また、債務残高（名目GDP比）は23年度の98.2%から33年度にかけて115.0%に増加することが見込まれている。

（図表16）
24年度歳出法案比較

	23年度統合予算	下院	上院
① 農業	255	178	260
② 商務・司法・科学	824	587	696
③ 国防総省	7,977	8,264	8,233
④ エネルギー・水資源	540	524	567
⑤ 金融サービス、一般政府	276	113	168
⑥ 国土安全保障	607	628	569
⑦ 内務・環境保護	389	254	379
⑧ 労働・保険社会福祉・教育	2,074	1,471	1,952
⑨ 立法府	69	67	68
⑩ 軍事建設・退役軍人等	1,542	1,557	1,544
⑪ 外交・国務等	597	414	584
⑫ 運輸・住宅都市開発省（HUD）	873	652	881
歳出合計	16,020	14,710	15,900

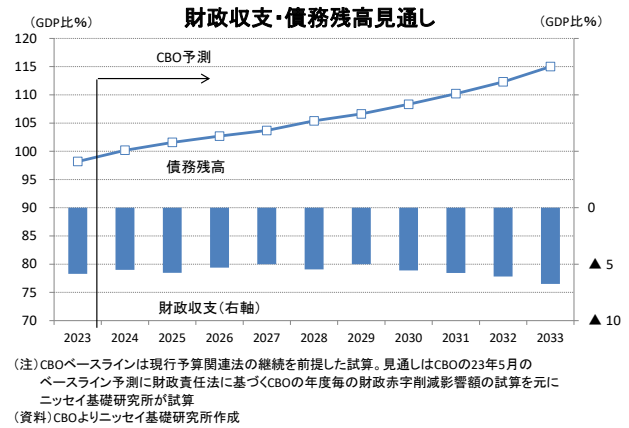
（注）12月11日時点。単位は億ドル。
（資料）CBO、責任ある連邦予算委員会よりニッセイ基礎研究所作成

² 詳しくはWeeklyエコノミストレーター（2023年11月30日）「回復に息切れがみえる米住宅市場—住宅ローン金利や住宅価格上昇が当面住宅需要を押し下げ。来年は金利低下が追い風となる可能性」<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=76847?site=nli>を参照下さい

もともと、今後の24年度予算審議が流動的な上、24年の大統領選挙でトランプ氏が再選される場合には、財政政策の方針が現在のバイデン政権から大幅に軌道修正される可能性が高く、25年度以降の財政・債務残高見通しが大幅に修正される可能性がある。

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、23年の暦年ベース見込みで+3.8%となった後、24年に+1.6%、25年に+0.5%と成長率の低下を予想する。

(図表 17)



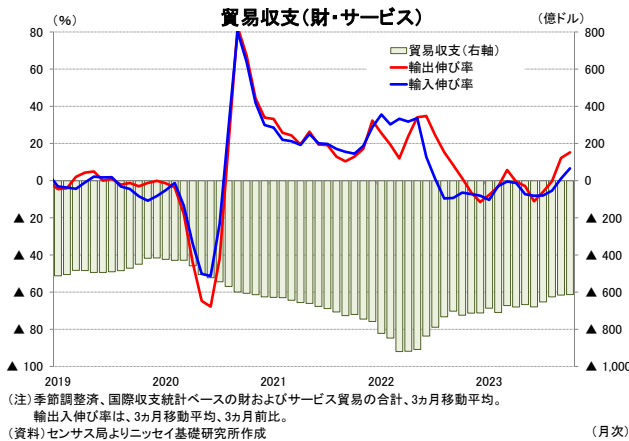
(貿易) 成長率格差から24年以降プラス寄与も、24年の大統領選次第で先行き不透明

実質GDPにおける23年7-9月期の外需は成長率寄与度がほぼ中立となったが、輸出入の内訳をみると輸出が前期比年率+6.0% (前期: ▲9.3%)、輸入が+5.2% (前期: ▲7.6%) といずれも前期からプラスに転じた。

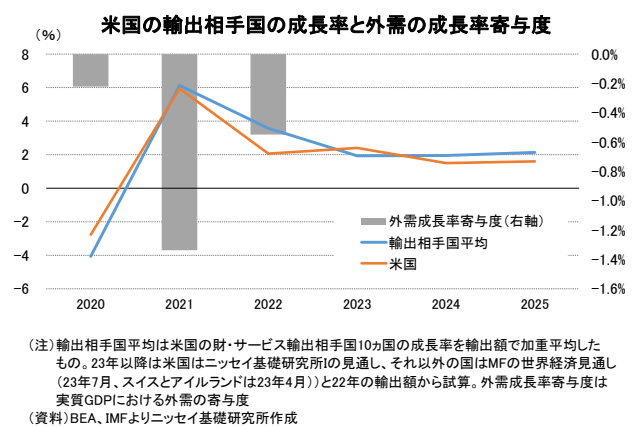
先日発表された23年10月の貿易収支(3ヵ月移動平均)は季節調整済で613億ドル(前月: 616億ドル)の赤字となり、前月から赤字幅が▲2億ドル縮小した(図表18)。輸出入では輸出が+23.6億ドル増加した一方、輸入が+21.2億ドル増加するなど、7-9月期に続いて輸出入が増加する傾向が続いている。

一方、IMFの見通しに基づく米国の輸出相手国上位10カ国の平均成長率は、23年は米国の成長率が上回るものの、24年から25年にかけて小幅ながら輸出相手国の成長率が米国を上回るとみられる(図表19)。このため、成長率格差からは外需の成長率寄与度が24年以降小幅ながらプラス寄与となることが示唆される。

(図表 18)



(図表 19)



当研究所は通年では外需の成長率寄与度について、23年見込み+0.5%から24年は▲0.0%ポイントとなった後、25年が+0.1%ポイントと成長率に対してほぼ中立となることを予想している。

もともと、24年の大統領選挙でトランプ氏が再選される場合には1期目よりさらに保護主義的な通商政策を採用する可能性があり、25年以降の動向は不透明である。

3. 物価・金融政策・長期金利の動向

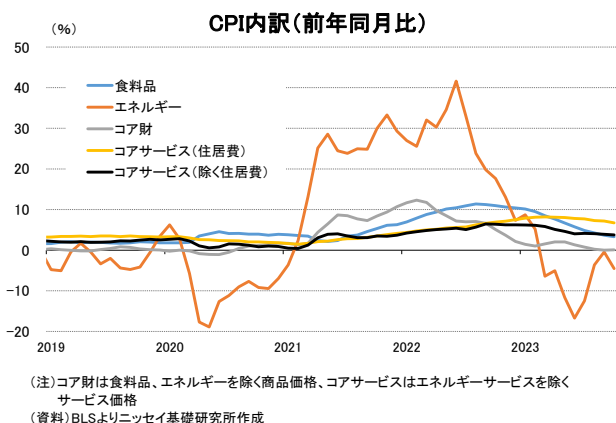
(物価) 住居費、賃金上昇圧力の低下からコアインフレ率の低下が持続

CPIのコア指数(前年同月比)は前述のように低下基調が持続している(前掲図表5)。コア指数のうちコア財価格(前年同月比)は23年8月以降、3ヵ月連続ゼロ%近辺で推移しており、財価格は物価押し上げ要因とはなっていない(図表20)。一方、コアサービスは23年10月が+5.5%と23年2月の+7.1%からは低下も、依然としてコアインフレの押し上げ要因となっている。コアサービス価格では、住居費が+6.7%となっているほか、賃金上昇率との連動性が高いコアサービス(除く住居費)が+3.8%といずれもFRBの物価目標を大幅に上回る水準に留まっている。

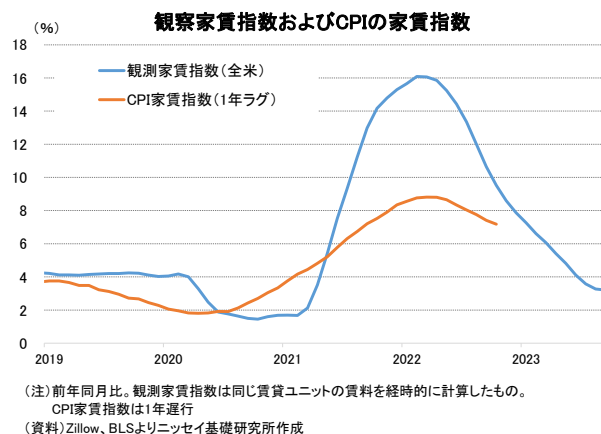
もっとも、住居費は今後大幅に低下することが見込まれる。住居費のうち、家賃指数は23年10月が+7.2%と高止まりしているものの、家賃指数の動きに1年先行するとされる不動産情報サイトのZillowが推計する観測家賃指数は22年2月に前年同月比+16.2%でピークアウトし、23年9月は+3.2%まで低下している(図表21)。このため、少なくとも家賃指数は24年以降大幅に低下する可能性が高い。

さらに、コアサービス(除く住居費)についても労働需給が緩和する中で賃金上昇率の低下基調が持続する可能性が高い。このため、コアインフレ率については今後も低下基調が持続しよう。

(図表20)



(図表21)



一方、当研究所は、原油価格が足元の70ドル割れの水準から24年半ばに82ドルまで上昇した後、25年末にかけて同水準で横這い推移すると予想している。このため、総合指数はエネルギー価格の物価押し上げにより、24年前半には低下が鈍るものの、原油価格の上昇が止まる24年後半以降はエネルギー価格の物価押し上げが解消することから、コアインフレ率同様、25年末にかけて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23年見込みの+4.1%から24年は+2.5%、25年は+2.3%に低下すると予想する。もっとも、前述の通りインフレ見直しには上振れリスクがある。

(金融政策) 政策金利は追加利上げが終了、24年5月の利下げ開始を予想

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、23年7月に5.5%に引き上げた後は、9月、11月と2会合連続で据え置いた(後掲図表22)。足元で景気減速が見込まれる中、コアインフレ率の低下基調が持続していることもあって、12月のFOMC会合でも政策金利の据え置きが確実視されている。このため、9月のFOMC会合後に示されたFOMC参加者の

政策金利見通しでは23年以内に0.25%の追加利上げが見込まれていたが、この見通しを下回る可能性が高い。

一方、11月28日にFRB理事でタカ派のウォラー氏が「政策が好位置にあるとの確信を強めている」と発言したのをはじめ、複数の理事から同様の発言がでており、FRBによる金融引締めは最終局面にあるとみられる。

当面、コアインフレ率はFRBの物価目標を上回る水準が続くものの、今後も米経済が減速する中、コアインフレの低下基調が持続するとみられるため、当研究所は24年以降も追加利上げが実施されないと予想する。

また、パウエル議長は既に金融引締めの金融政策スタンスとなっている中で、インフレ率の低下が続くことで実質ベースの政策金利の上昇が続き、政策金利を据え置いても時間の経過と共に金融政策がより景気抑制的となることを指摘しており、インフレ率が物価目標を上回る中でも政策金利を引き下げることが可能との判断を示している。

このため、FRBは24年春先にエネルギー価格の上昇に伴う総合指数の高止まりの影響を見極めた上で、実質ベースの政策金利の上昇により景気に対して過度に抑制的になるのを防ぐために24年5月に利下げを開始しよう。

当研究所は25年末にかけて四半期毎に0.25%のペースで利下げを実施することを見込んでおり、政策金利は足元の5.5%から24年末に4.75%、25年末に3.75%へ低下すると予想する。

一方、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。当研究所は、当面FRBは月950億ドルの削減ペースを維持するものの、金融緩和政策への転換をうけて24年後半以降は削減ペースを縮小させると予想する。

(長期金利) 24年10-12月期平均が3.9%、25年10-12月期が同3.4%への低下を予想。

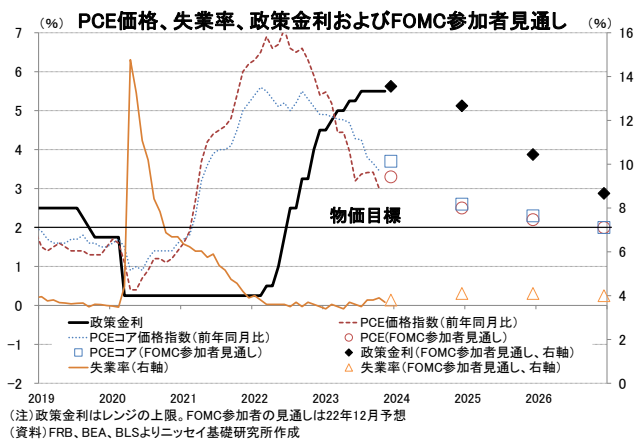
長期金利(10年金利)は、23年9月以降堅調な米経済指標などを受けて、金融引締めが長期化するとの見方から10月に一時5%を超える上昇となった(図表23)。

しかし、その後は労働市場の減速やインフレ率の低下が確認されたほか、9月から2会合連続で政策金利が据え置かれ、追加利上げ観測が後退したこともあって、長期金利は低下に転じ、12月上旬には一時4.1%台まで低下した。

当研究所は、金融引締めが最終局面にあり、24年に金融緩和政策へ転換することが見込ま

れるため、長期金利は23年10-12月期平均の4.4%でピークをつけた後、インフレ率が低下する中、25年にかけて金融緩和が継続することから低下基調が持続し、24年10-12月期平均で3.9%、25年10-12月平均で3.4%に低下すると予想する。

(図表 22)



(図表 23)

