

Weekly
エコノミスト・
レター

米国経済の見通し

— 予測期間において景気後退は回避を予想

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

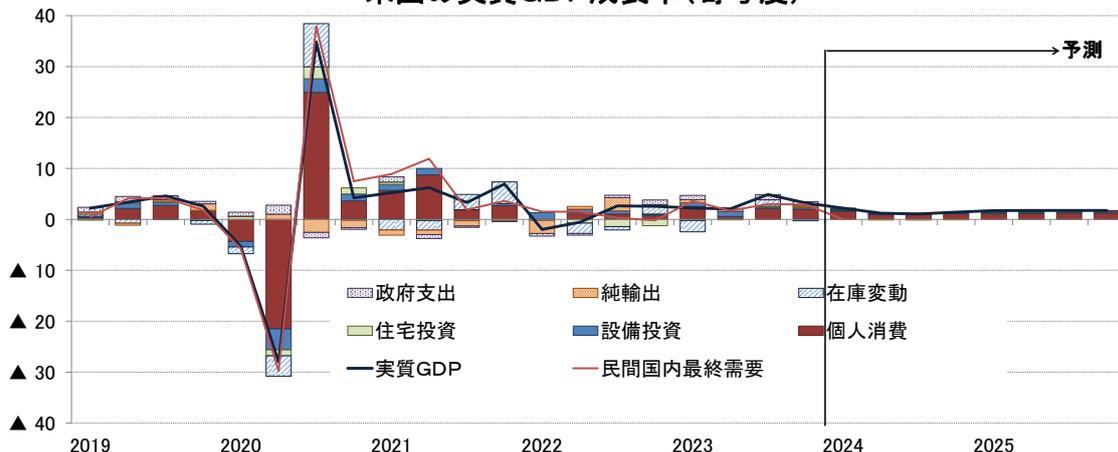
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の23年10-12月期の実質GDP成長率（前期比年率）は+3.2%（前期：+4.9%）と前期から低下も個人消費主導で堅調な伸びを維持。
2. 堅調な雇用増加に伴う可処分所得の増加が個人消費を下支え。もっとも、可処分所得の伸びが鈍化していることに加え、過剰貯蓄が枯渇したほか、自動車ローンやクレジットカードの延滞率が増加するなど堅調な個人消費を維持できるか今後に不透明感。
3. 一方、前年同月比でみたインフレ率の低下基調が持続する中、年初にはFRBによる早期利下げ観測が強まったものの、中銀関係者からの早期利下げ牽制発言や1月のインフレ率が市場予想を上振れて下げ止まりを示したことから早期の利下げ観測は後退。
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労働市場や個人消費の減速を背景に24年半ばにかけて景気減速を予想。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、25年にかけて緩やかな景気回復を見込む。成長率（前年比）は24年が+2.3%、25年が+1.6%成長を予想。24年の成長率が前回見通し（+1.5%）から大幅に上方修正された要因は、主に23年10-12月期の高成長に伴うプラスのゲタの影響が大きい。
5. 金融政策は、FRBがインフレ率の動向を慎重に見極めた後、24年6月に利下げを開始し、24年は3回、25年は4回の利下げを予想。
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) 10 - 12 月期の成長率は前期から低下も個人消費主導で堅調を維持

米国の 23 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+3.2% (前期: +4.9%) と前期からは低下したものの、2%弱の潜在成長率を大幅に上回るなど堅調な伸びを維持した (図表 1、図表 8)。

需要項目別では、設備投資が前期比年率+2.4% (前期: +1.4%)、外需の成長率寄与度が+0.3%ポイント (前期: 横這い) と前期から伸びが加速した。

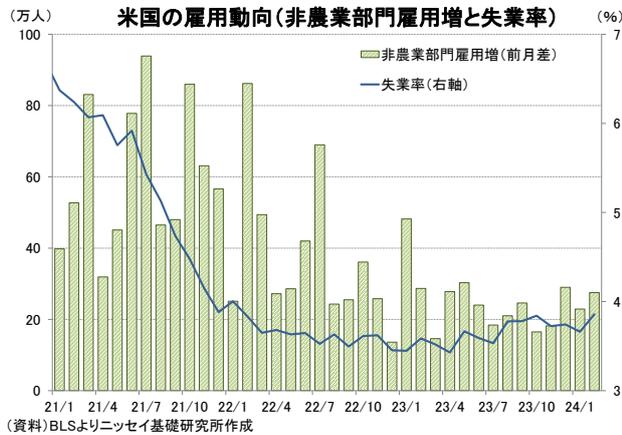
一方、住宅投資が前期比年率+2.9% (前期: +6.7%)、政府支出が+4.2% (前期: +5.8%) と前期から伸びが鈍化したほか、在庫投資の成長率寄与度が▲0.3%ポイント (前期: +1.3%ポイント) と前期からマイナスに転じるなどマチマチの動きとなった。

このような中、当期が堅調な伸びを維持した要因は GDP のおよそ 3 分の 2 を占める個人消費が前期比年率+3.0% (前期: +3.1%) と前期並みの堅調な伸びを維持して成長率を+2.0%ポイント押し上げたことが大きい。

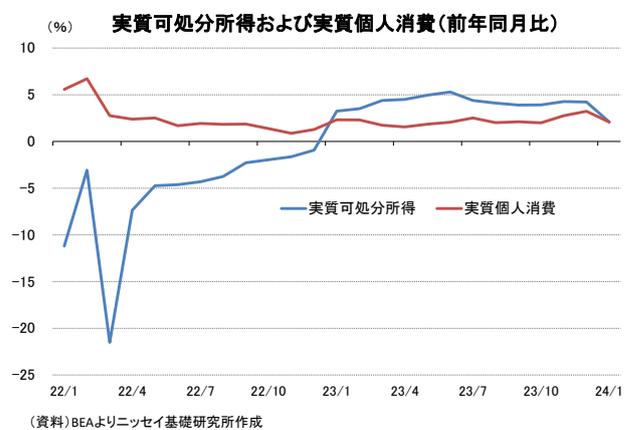
米国では雇用増加を背景に可処分所得が個人消費を上回る伸びとなっており、個人消費を下支えしている。実際に非農業部門雇用者数は 23 年 10 - 12 月期の月間平均増加ペースが+21.2 万人と 23 年通年の+25.5 万人からは鈍化したものの、コロナ禍前の 1 年間 (19 年 3 月~20 年 2 月) の月間平均増加ペースの+18.7 万人を依然上回っている (図表 2)。

また、実質可処分所得 (前年同月比) は 23 年 10 月~12 月平均が+4.1%と実質個人消費の同+2.7%を上回り、消費の下支え要因となっている (図表 3)。

(図表 2)



(図表 3)



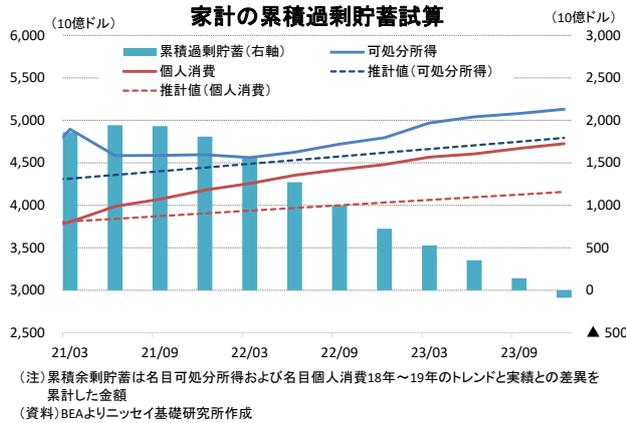
もっとも、堅調な個人消費の持続には黄色信号が灯っている。24 年 1 月の実質可処分所得は+2.1%に低下しており、実質個人消費と同程度の伸びに留まった。

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トレンドラインと実際の個人所得、個人消費の差から推計される累積の過剰貯蓄額は、21 年には 1.9 兆ドルに増加して個人消費の下支え要因となっていたが、直近 (23 年 10 - 12 月期) は▲870 億ドルのマイナスに転じており、下支え効果は剥落している (図表 4)。

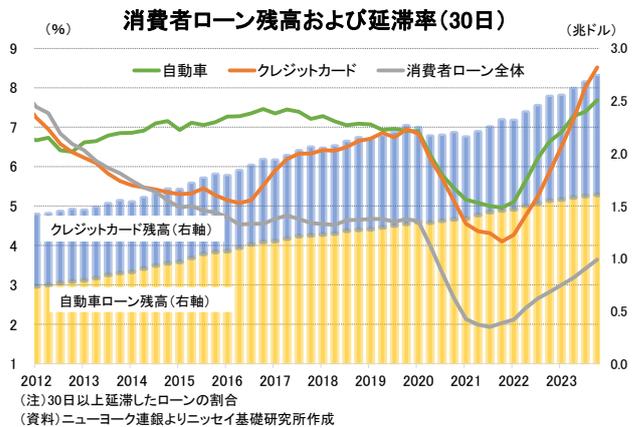
さらに、自動車ローンやクレジットカードローン残高の大幅な増加にみられるように低所得層を中心に個人消費の原資として借金を利用する傾向が強くなっている。そのような中で自動車ローンとクレジットカードローンの 30 日延滞率は足元で急激に上昇しており、クレジットカードが 11 年

以来、自動車ローンが10年来の水準となるなど、借金を利用した個人消費の伸びは今後鈍化するとみられる（図表5）。

（図表4）



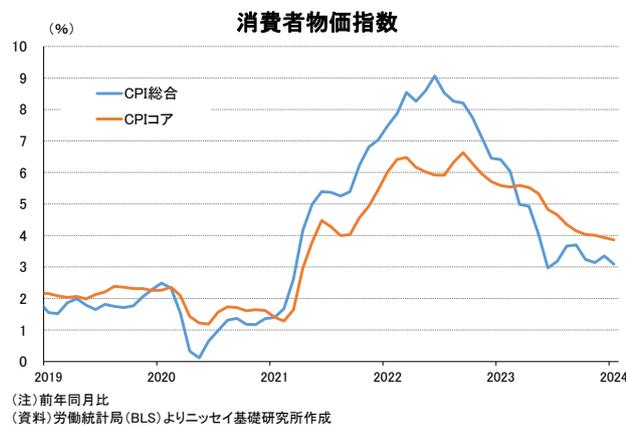
（図表5）



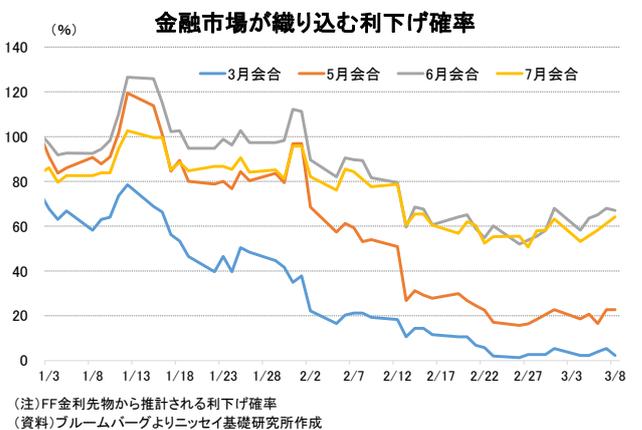
一方、FRBによる大幅な金融引締め効果もあって、前年同月比でみたインフレ率の低下基調が持続している。消費物価指数（CPI）の総合指数は22年6月に+9.1%のピークをつけた後、24年1月が+3.1%となった（図表6）。物価の基調を示すエネルギーと食料品を除いたコア指数も22年9月の+6.6%をピークに1月が+3.9%へ低下した。もともと、FRBが物価目標としている2%の水準を依然として大幅に上回っている。また、前月比では総合指数、コア指数ともに前月から伸びが加速しており、下げ止まりを示している。

そのような中、23年12月のFOMC会合後の記者会見でパウエル議長が「政策金利が既にピークに達している、もしくは非常に近い」と発言したことなどから、24年1月上旬にはフェデラル・ファンド（FF）金利先物に基づく3月会合での利下げ確率が8割近い水準となるなど、金融市場は早期の利下げを織り込む動きとなった（図表7）。しかしながら、24年1月以降に発表された消費者物価が市場予想を上回ったほか、1月FOMC会合後の記者会見でパウエル議長が3月会合で利下げされる可能性が低いことに言及したことに加え、1月会合の議事要旨で政策担当者の方が大半が尚早な利下げに対する懸念を示していたことが明示されたことから金融市場の早期利下げ観測は後退している。足元は3月会合での利下げ確率が2%程度となっている一方、6月会合の利下げ確率は足元67%となっており、金融市場は利下げ開始が早くても6月以降との見方が強まっている。

（図表6）



（図表7）



（経済見通し）成長率は24年が+2.3%、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。米国では商業用不動産市場の悪化を背景に地銀のニューヨーク・コミュニティ・バンコプ（NYCB）が赤字に転落して株価が大幅に下落するなど、商業用不動産融資の比率が高い地方銀行への影響が懸念されている。今後商業用不動産市場の動向次第では金融システム不安が高まる可能性はある。もっとも、S&P500 株価指数の地銀株インデックスは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を背景に下落した 23 年春先に比べて堅調を維持しており、金融システム不安は広がっていない。このため、今後の商業用不動産市場の動向は注意する必要があるものの、今回の見通しを策定する上で金融のシステミックリスクは限定的とした。

また、今年 11 月に予定されている大統領選挙でトランプ氏が再選されればバイデン政権下で実施されている経済政策が大幅に軌道修正される可能性があり、米国経済見通しに与える影響が大きい。しかしながら、現状ではトランプ氏が 2 期目に実施する経済政策などについて不透明な部分が多いことから、今回の経済見通しでは経済政策の大幅な修正は見込まない前提とした。

それらの前提の下、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市場の減速を受けて個人消費を中心に 24 年春先から半ばにかけて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 25 年にかけて景気は緩やかに回復しよう。

実質 GDP 成長率は四半期ベースで 24 年 4-6 月期が前期比年率+1.2%、7-9 月期が+1.1%に減速した後、24 年 10-12 月期の+1.4%から上昇に転じ、25 年は+1.7%に回復を見込むものの、予測期間を通じて潜在成長率（2%弱）を下回る成長に終始しよう（図表 8）。

（図表 8）

米国経済の見通し

		2022年	2023年	2024年	2025年	2023年				2024年				2025年			
		(実)	(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、%	1.9	2.5	2.3	1.6	2.2	2.1	4.9	3.2	2.2	1.2	1.1	1.4	1.7	1.7	1.7	1.7
個人消費	前期比年率、%	2.5	2.2	2.1	1.6	3.8	0.8	3.1	3.0	2.3	1.4	1.4	1.6	1.6	1.6	1.8	1.8
設備投資	前期比年率、%	5.2	4.4	1.6	1.4	5.7	7.4	1.4	2.4	0.5	1.0	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
住宅投資	前期比年率、%	▲ 9.0	▲ 10.6	2.1	3.4	▲ 5.3	▲ 2.2	6.7	2.9	5.0	▲ 2.0	▲ 1.0	3.0	4.0	5.0	6.0	6.0
政府支出	前期比年率、%	▲ 0.9	4.0	2.2	0.5	4.8	3.3	5.8	4.2	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	1.3	▲ 0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.0	0.0
純輸出	寄与度	▲ 0.5	0.6	0.0	▲ 0.0	0.6	0.0	0.0	0.3	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
消費者物価（CPI-U）	前年同期比、%	8.0	4.1	2.6	2.3	5.7	4.0	3.6	3.2	2.9	2.7	2.5	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2
失業率	平均、%	3.7	3.6	4.2	4.4	3.5	3.6	3.7	3.7	3.8	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	3.9	4.1	3.6	3.6	3.7	4.1	4.3	4.2	4.1	4.0	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	1.08	1.09	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	144	136	132	137	145	148	148	145	142	139	138	136	135	134
原油価格（WTI先物）	平均、ドル/バレル	94	78	79	82	76	74	82	78	76	78	81	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

通年の成長率（前年比）は 24 年が+2.3%と 23 年見込みの+2.5%から小幅低下するほか、25 年は+1.6%に低下しよう。24 年半ばの景気減速にもかかわらず 23 年からの成長率の低下が小幅に留まる要因は、23 年 10-12 月期の成長率が堅調であったことによるプラスのゲタの影響が大きい。

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前年同月比で+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 80 ドル割れの水準から 24 年半ばに 82 ドルまで小幅上昇した後、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、総合指数もエネルギー価格の物価押上げの解消に伴い、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+2.6%、25年に+2.3%に低下すると予想する。

金融政策は、足元で労働市場が堅調を維持する一方、市場予想を上回るインフレ率が続いていることから、FRBはインフレ動向を慎重に見極め、利下げ開始は24年6月を予想する。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年半ば以降は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24年1-3月期平均の4.2%から、インフレ率が低下する中、金融緩和が継続することから、25年10-12月期の同3.4%まで緩やかに低下しよう。

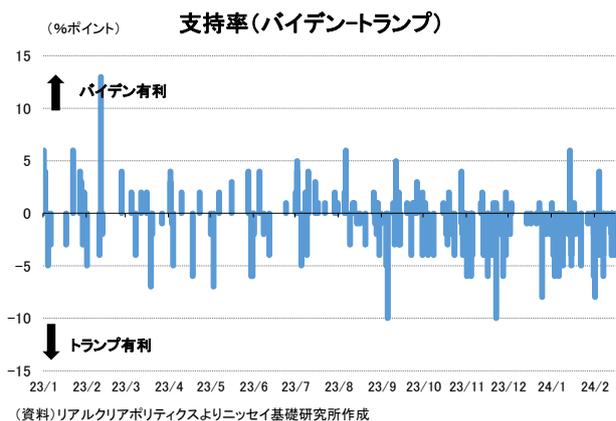
上記見通しに対するリスクは、インフレ高進による政策金利の上振れに加え、24年の議会・大統領選挙の結果を受けた政治の機能不全や政策の予見可能性の低下が挙げられる。

インフレに関しては今後、ウクライナ侵攻や中東情勢の緊迫化などを背景にエネルギー、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する可能性がある。その場合には、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、さらなる金融引締めの効果から、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、今後11月に議会選挙では上院で共和党が有利とみられる一方、下院では民主党が有利とみられており、25年以降も上下院で多数政党が異なるねじれ議会が続く可能性がある。その場合には議会が与野党対立の先鋭化から議会が機能不全に陥り、政府閉鎖や債務上限の引上げで合意できないことによる米国債デフォルトリスクが高まることが懸念される。

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、トランプ前大統領が共和党候補となることが確実で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、両氏の全米レベル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9）。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、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そう。

（図表9）



2. 実体経済の動向

（労働市場、個人消費）労働市場、個人消費は緩やかに減速の予想

非農業部門雇用者数は23年12月～24年2月の月間平均増加ペースが+26.5万人と23年同年の同25.1万人を上回るなど足元で堅調な雇用増加が続いている。また、24年1月の求人数は886万

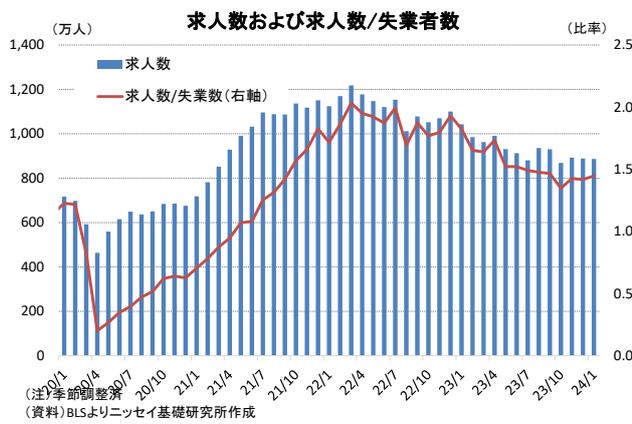
¹ ネバダ州、ジョージア州、アリゾナ州、ミシガン州、ペンシルバニア州、ウィスコンシン州

人と3ヵ月連続で概ね横這いとなった(図表10)。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1.5と23年10月の1.4から上昇するなど、労働需要は引き続き堅調を維持している。

失業率は24年2月が3.9%と22年1月以来の水準に上昇するなど労働需給が緩和する兆しがみられているものの、依然として過去に比べて低水準を維持しており、労働需給は逼迫している。

一方、時間当たり賃金(前年同月比)は24年2月が+4.3%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、労働需給の逼迫を背景にF R B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(図表11)。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10-12月期が+4.2%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。

(図表10)



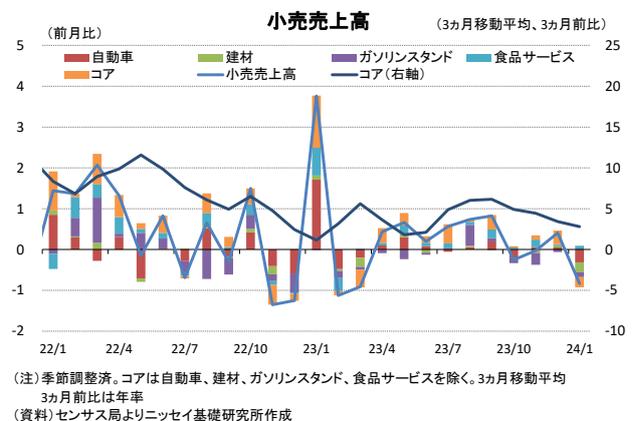
(図表11)



労働市場は足元で雇用の伸びが加速するなど堅調を維持しているものの、累積的な金融引締めの影響もあって今後は再び減速傾向に戻るとみられる。このため、労働需給の緩和から、賃金上昇率は緩やかな低下が見込まれる。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、F R B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24年1月の小売売上高は前月比▲0.8%(前月:+0.4%)と広範な分野の減少を反映して23年3月以来の落ち込みとなった(図表12)。また、GDPにおける財消費との連動性が高い自動車、ガソリンスタンド、建材、食品サービスを除いたコア小売売上高(3ヵ月移動平均、3ヵ月前比)は1月が年率+2.8%(前月:+3.4%)となっており、堅調な維持した10-12月期から足元で個人消費のモメンタムが低下している可能性を示唆している。

(図表12)



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に加え、前述のように過剰貯蓄やクレジットカードの延滞率など個人消費を取り巻く環境は厳しさを増していることから、今後個人消費の減速は不可避とみられる。当研究所はGDPにおける実質個人消費(前年比)は23年見込みの+2.2%から24年は+2.1%、25年が+1.6%へ低下を予想する。

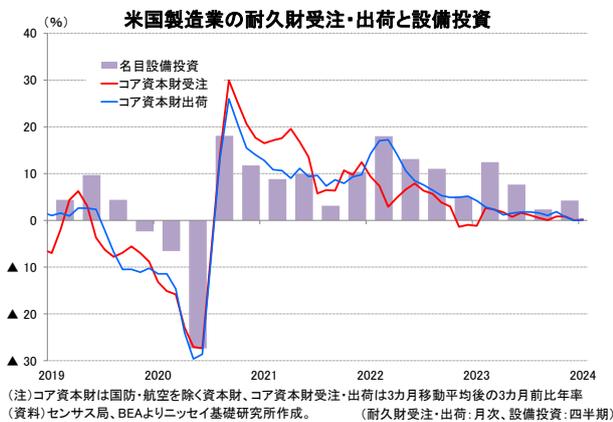
(設備投資) 緩やかな回復基調が持続

実質GDPにおける23年10-12月期の設備投資は前述のように前期から伸びが加速した。建設投資が前期比年率+7.5%（前期：+11.2%）と前期から伸びが鈍化したものの、設備機器投資が▲1.7%（前期：▲4.4%）とマイナス幅が縮小したほか、知的財産投資が+3.3%（前期：+1.8%）と伸びが加速したことが大きい。

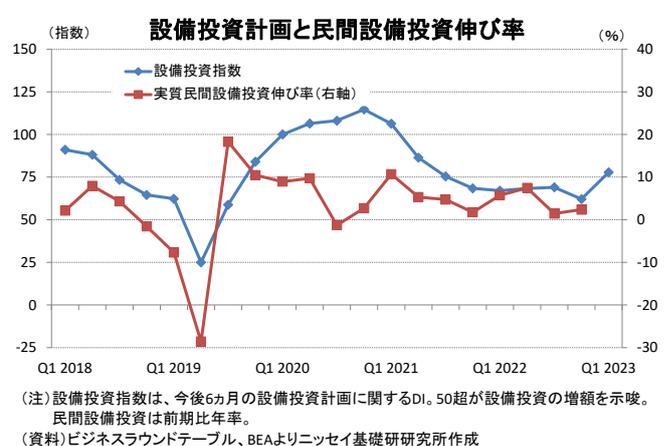
24年以降について、設備投資の先行指標であるコア資本財受注（3ヵ月移動平均、3ヵ月前比年率）は24年1月が+0.2%（前月：横這い）とプラスを維持しているものの、23年12月以降は小幅な伸びに留まっている（図表13）。このため、設備投資の伸びは10-12月期から鈍化しているとみられる。

一方、大企業の今後6ヵ月の設備投資計画に関する調査（指数）では、21年10-12月期の114.7をピークに下方修正する動きが続き、23年10-12月期には62.1と20年7-8月期以来の水準に低下した（図表14）。しかしながら、24年1-3月期は77.8と大幅な上昇に転じており、今後設備投資が回復する可能性が高いことを示唆している。

(図表13)



(図表14)



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+4.4%から24年に+1.6%、25年に+1.4%と緩やかな回復基調が持続すると予想する。

(住宅投資) 足元堅調も本格的な回復には程遠い

実質GDPにおける住宅投資は、2期連続のプラス成長となった。主に戸建ての住宅の建設が増加したことが大きい。また、住宅着工件数（3ヵ月移動平均、3ヵ月前比年率）は24年1月が+41.8%（前月：+37.2%）と22年1月以来の水準に上昇しており、24年に入っても住宅投資がプラス成長を維持している可能性を示している（図表15）。もっとも、大幅に増加した住宅着工件数とは対照的に先行指標である住宅着工許可件数（同）は▲5.3%（前月：+0.3%）と23年3月以来となるマイナスに転じており、先行きの回復持続性が懸念される。

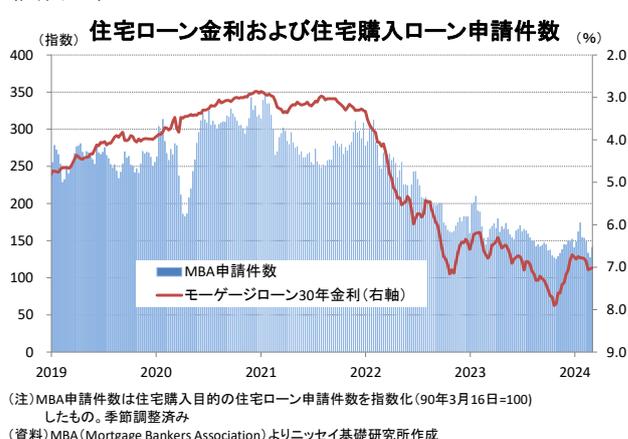
一方、住宅ローン金利（30年）は23年10月に一時8%近い水準まで上昇した後、低下に転じて23年末から24年2月上旬にかけて6%台後半で推移していたものの、足元は7%近辺で推移しており、高止まりがみられる（図表16）。

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台となった後、幾分回復しているものの、足元でも141台と依然として1995年以来の水準に低迷しており、住宅ローン金利の高止まりもあって住宅需要の回復は鈍い。

（図表 15）



（図表 16）



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。実質GDPにおける住宅投資は、24年1-3月期はプラス成長を維持するとみられるものの、先行指標の軟調にみられるように本格的な回復には程遠く、経済減速や労働市場の減速もあって24年4-6月期から2期連続で再びマイナス成長に転じるとみられる。もっとも、FRBによる金融緩和と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ため、住宅投資は、24年10-12月期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▲10.6%から24年が+2.1%、25年も+1.4%と小幅ながらプラス成長を維持すると予想する。

（政府支出、債務残高）25年度以降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、本稿執筆時点（3月11日）で歳出法案12本のうち、農業、商務・司法・科学、エネルギー・水資源、内務・環境、軍事建設・退役軍人等、運輸・住宅投資開発省（HUD）の6本については本予算で合意したものの、残り6本の歳出法案で合意できておらず3月22日を期限とする暫定予算で凌ぐ状況が続いている。

一方、歳出削減と引き換えに2年間の債務上限非適用を盛り込み23年6月に成立した財政責任法では24年度の国防費以外の支出を23年度水準に据え置くほか、25年度を前年度比+1%以内に抑えることが盛り込まれており、当面は緊縮的な財政政策の継続が見込まれる。なお、同法では26年度以降についても増加率を+1%に抑制する方針が示されているものの、拘束力はない。

また、バイデン大統領は23年10月にウクライナ支援に600億ドル、イスラエル支援に140億ドルなど合計1,050億ドルの緊急予算を提言したが、ウクライナ支援を巡る与野党の対立などから議会での成立は遅れており、米国のウクライナ軍事支援が枯渇することが懸念されている。上院では24年1月にウクライナやイスラエル支援を盛り込んだ総額950億ドル規模の法案（国家安全保障法）を賛成70票対反対29票の超党派の合意によって成立させた。しかしながら、トランプ前大統領がウクライナ支援に反対していることもあって、ジョンソン下院議長は同法案を下院本会議の審議にかけておらず、成立の目途は立っていない。

一方、財政責任法など現行の予算関連法が継続することを前提（ベースラインシナリオ）にした財政収支、債務残高の見通しでは財政赤字（GDP比）は24年度が▲5.3%と23年度の▲6.3%から小幅な低下が見込まれているほか、29年度には一時▲5.0%まで縮小することが見込まれている（図表17）。しかしながら、その後は増加に転じて34年度が▲6.2%となるなど、24年度～34年度平均でも▲5.7%と依然としてコロナ禍前の3%に比べて高水準が続くと予想されている。

また、債務残高（GDP比）は23年度の97.3%から34年度に116%と米国史上最高水準となることが見込まれている。

24年の大統領選挙でトランプ氏が再選される場合にはバイデン政権の財政政策から大幅に軌道修正される可能性が高い。とくに、トランプ氏が実施した17年の税制改革で25年末までの時限措置となっている個人所得減税や基礎控除等を恒久化することが予想されている。その場合には財政状況は悪化する可能性が高く、34年度の債務残高（GDP比）はベースラインシナリオの116%から131%に悪化することが見込まれる。ただし、11月の大統領選挙結果やトランプ政権2期目の財政政策については依然不透明な点が多く、経済見通しにはこのような政策変更は織り込んでいない。

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+4.0%となった後、24年に+2.2%、25年に+0.5%と成長率の低下を予想する。

（貿易） 堅調な米経済を背景に外需の成長率寄与度は低下へ

実質GDPにおける23年10-12月期の外需は成長率寄与度が+0.3%ポイント（前期：横這い）と小幅ながら前期からプラス幅が拡大したが、輸出入の内訳をみると輸出が前期比年率+6.4%（前期：+5.4%）と前期から伸びが加速したほか、輸入が+2.7%（前期：+4.2%）と前期から伸びが鈍化するなど、いずれも成長率寄与度の押上げに寄与した。

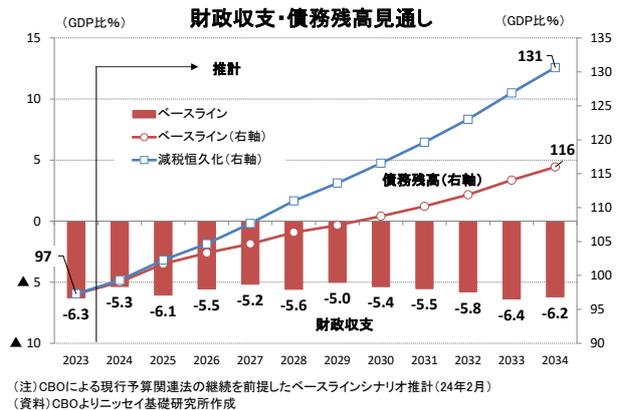
先日発表された24年1月の貿易収支（3ヵ月移動平均）は季節調整済で▲648億ドル（前月：▲640億ドル）の赤字となり、前月から赤字幅が▲7億ドル拡大した（図表18）。輸出入では輸出が▲2.3億ドル減少したほか、輸入が+5.1億ドル増加した。このため、1-3月期は小幅ながらマイナス寄与に転じる可能性が示唆される。

外需の成長率寄与度は23年が+0.6%ポイントとプラス寄与となったものの、米国経済が相対的に堅調な経済を維持することが見込まれるため、成長率寄与度は低下が見込まれる。

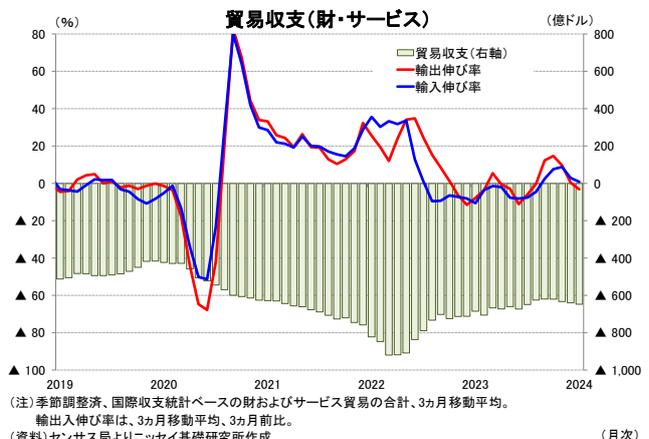
当研究所は外需の成長率寄与度について、24年、25年ともにほぼ中立を予想する。

もっとも、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。

（図表 17）



（図表 18）



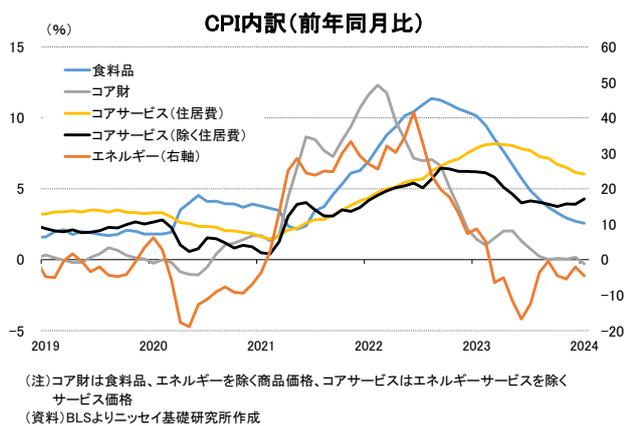
3. 物価・金融政策・長期金利の動向

(物価) コア、総合指数ともにインフレ率は緩やかに低下へ

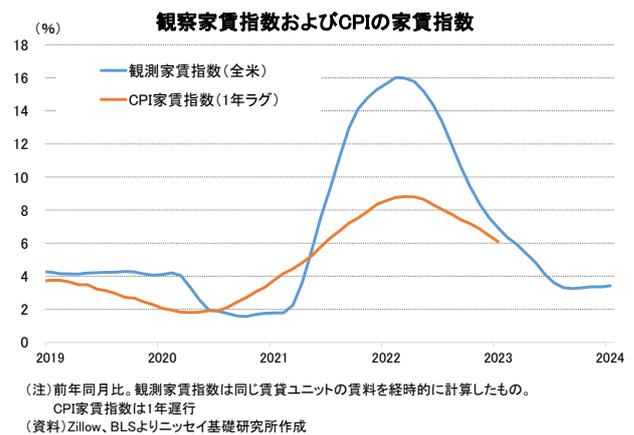
CPIのコア指数(前年同月比)は前述のように低下基調が持続している(前掲図表6)。コア指数のうちコア財価格(前年同月比)は24年1月が▲0.3%と20年7月以来のマイナスに転じており、財価格は物価の押し下げ要因となっている(図表19)。一方、コアサービスは1月が+5.4%と23年10月以降は概ね横這い圏で推移しており、インフレの高止まり要因となっている。コアサービス価格では、住居費が+6.0%と23年3月の+8.2%をピークに低下基調が持続しているものの、依然としてFRBの物価目標を大幅に上回っているほか、賃金上昇率との連動性が高いコアサービス(除く住居費)が+4.3%と、こちらは23年10月の+3.8%から寧ろ上昇に転じるなどコアサービスの高止まり要因となっている。

ただし、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24年1月が+6.1%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が推計する観察家賃指数は22年2月に前年同月比+16.0%でピークアウトし、23年9月に+3.2%まで低下している。このため、家賃指数は24年夏場にかけて低下基調が続く可能性が高い。

(図表19)



(図表20)



さらに、コアサービス(除く住居費)についても労働需給が今後緩和が見込まれる中で賃金上昇率の低下基調が持続するとみられる。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。

一方、当研究所は、原油価格が足元の80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、総合指数もエネルギー価格の物価押上げの解消に伴い、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+2.6%、25年は+2.3%に低下すると予想する。

(金融政策) 24年6月利下げ開始、年3回の利下げを予想

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月から4会合連続で政策金利を据え置いた(図表21)。24年1月のFOMC会合後に発表された声明文では金融ガイダンス部分で追加引締めに関する記述が削除された一方、

「委員会はインフレ率が持続的に 2%に向かっているとの確信が深まるまで、目標レンジを引下げることは適切でないと考えている」との記述が追加され、金融政策スタンスが従前の金融引締めから金融緩和に変更されたことが明確に示された。

一方、同会合後の記者会見でパウエル議長が次回 3 月会合で利下げされる可能性が低いことを示したほか、先日発表された 1 月会合の議事要旨では政策担当者の大半が尚早な利下げに対する懸念を示していたが明示された。このため、3 月会合で利下げが実施される可能性は低い。

足元で労働市場が堅調を維持する一方、1 月会合後に発表されたインフレ指標が市場予想を上回る状況が続き足元で下げ止まりを示す状況となっている。このため、FRBはインフレ動向を慎重に見極めるとみられ、当研究所はFRBによる利下げ開始時期を 24 年 6 月と予想する。その後は 25 年末にかけて 3 ヶ月に 1 度のペースで利下げを継続しよう。

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。パウエル議長は量的引締め政策について 3 月会合で本格的な議論を開始する方針を示している。FRBが利下げ時期の決定に際してインフレを慎重に見極める方針を示す中でバランスシート政策の早期の方針変更も考え難いことから、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受けて 24 年後半以降にMBSを中心に削減ペースを縮小させると予想する。

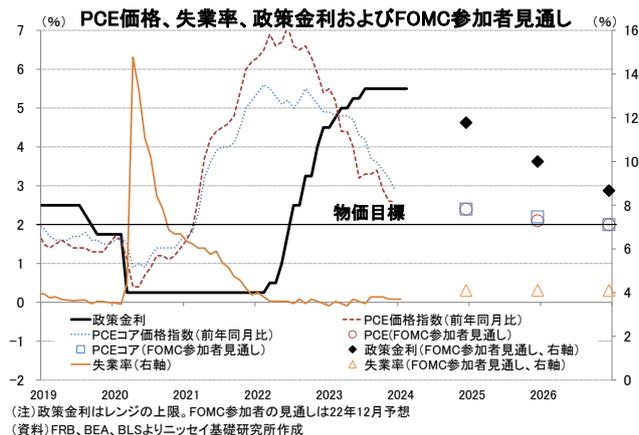
(長期金利) 24 年 10-12 月期平均が 3.9%、25 年 10-12 月期が 3.4%への低下を予想

長期金利 (10 年金利) は、23 年 9 月以降の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後、労働市場の減速やインフレ率の低下が確認されたほか、23 年 9 月から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、12 月下旬には一時 3.8%割れまで低下した (図表 22)。

その後は、労働市場やインフレなどの経済指標が予想を上回り早期の利下げ観測が後退したこともあって、長期金利は上昇に転じ足元は 4%台前半で推移している。

当研究所は、長期金利は 24 年 1-3 月期平均の 4.2%から、インフレ率が低下する中、25 年末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 21)



(図表 22)

