

Weekly
エコノミスト・
レター

米国経済の見通し

ー景気は緩やかに減速、12月利下げ開始を予想

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

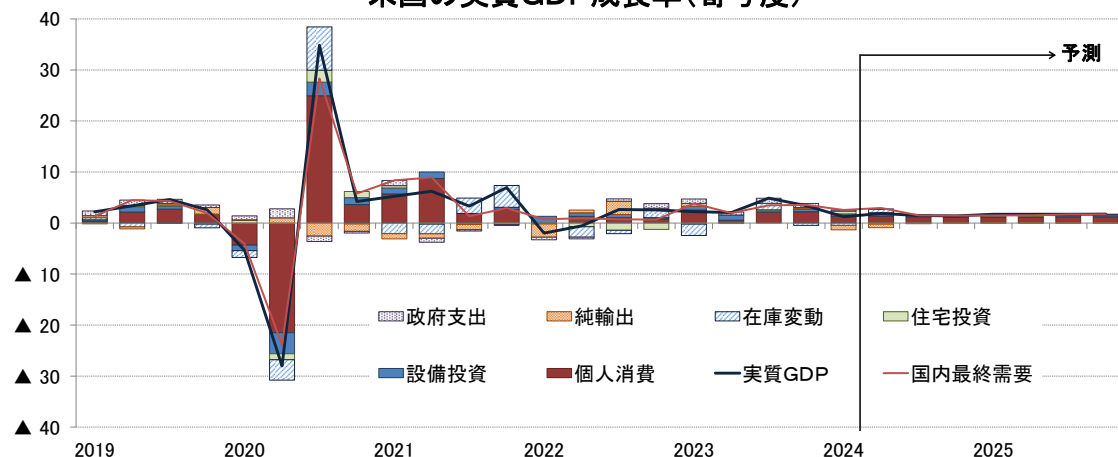
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の24年1-3月期の実質GDP成長率（前期比年率）は+1.3%（前期：+3.4%）と前期から大幅に低下。もっとも、外需の成長率寄与度が▲0.9%ポイントとなった影響が大きく国内最終需要（前期比年率）は+2.5%（前期：+3.5%）と内需は堅調を維持。
2. 4月以降も雇用増加ペースは概ね堅調を維持しているものの、実質可処分所得が伸び悩む中、個人消費は24年以降に減速傾向が持続。
3. 一方、インフレは前年同月比で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前月比や3ヵ月前比は高止まっており、物価上昇圧力は燐っている。このような状況を受けて金融市場が織り込む利下げ開始時期は後ズレ。
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今後も労働市場や個人消費の減速継続を背景に24年後半にかけて景気の減速を予想。その後はFRBが金融緩和に転じることもあって、25年以降は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。なお、経済予測に際しては11月に予定されている大統領や議会選挙の結果を受けた25年以降の大幅な経済政策変更はないことなどを前提とした。
5. 金融政策は、インフレ率の低下が緩やかに留まる中、FRBがインフレ率の動向を慎重に見極めた後、24年12月に利下げを開始し、24年は1回、25年は3回の利下げを予想。
6. 上記見通しのリスクは、インフレ高止まりによる利下げ時期の先送りに加え、24年の大統領・議会選挙を受けた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が挙げられる。

(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) 1－3 月期の成長率は大幅低下も内需は堅調を維持

米国の 24 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：+3.4%）と前期から大幅に低下した（図表 1、図表 7）。

需要項目別では、住宅投資が前期比年率+15.4%（前期：+2.8%）と前期から大幅に伸びが加速した一方、設備投資が+3.3%（前期：+3.7%）、政府支出が+1.3%（前期：+4.6%）、個人消費が+2.0%（前期：+3.3%）と前期から伸びが鈍化した。

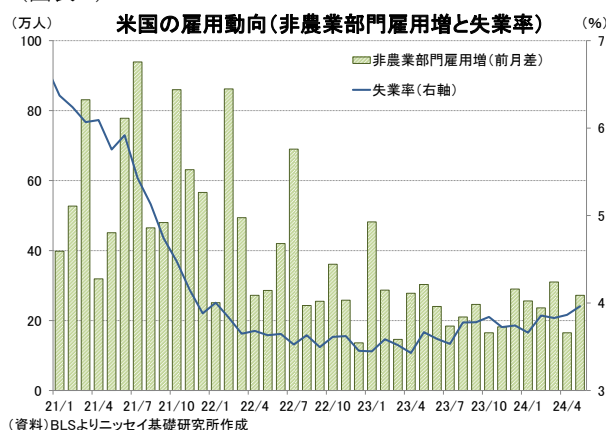
さらに、在庫投資の成長率寄与度が▲0.5%ポイント（前期：▲0.5%ポイント）と前期並みのマイナス寄与となったほか、輸入の堅調な伸びを背景に外需の成長率寄与度が▲0.9%ポイント（前期：+0.3%ポイント）と大幅に成長率を押し下げた。当期の成長率の低下は主に外需のマイナス寄与が大きい。

ただし、内需を示す国内最終需要は前期比年率+2.5%（前期：+3.5%）と前期から低下したものの、依然として堅調な伸びを維持しており、表面的な成長率が示すよりも内需主導で経済は堅調を維持していると言えよう。

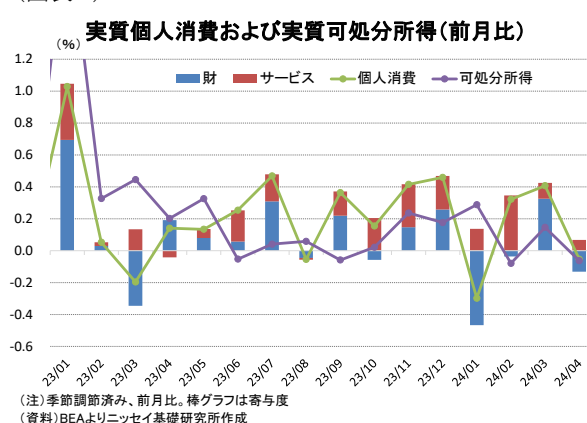
一方、非農業部門雇用者数（前月比）は 24 年 1－3 月期の月間平均増加数ペースの+29.6 万人増から 4－5 月の月間平均増加ペースが+21.9 万人増と依然堅調は維持しているものの、増加ペースに鈍化がみられる（図表 2）。

また、実質個人消費（前月比）は 4 月が▲0.1%と 24 年 1 月以来のマイナスに転じた（図表 3）。サービス消費の伸びが鈍化したほか、娯楽財・スポーツカー、ガソリン・エネルギー消費が落ち込んだことから財消費が 2 ヶ月ぶりにマイナスに転じた。さらに、個人消費の原資となる実質可処分所得（前月比）は 24 年 2 月以降ゼロ%近辺で推移しており、雇用増加ペースの鈍化に伴う実質可処分所得の伸び鈍化が個人消費の減速に影響した可能性がある。

(図表 2)



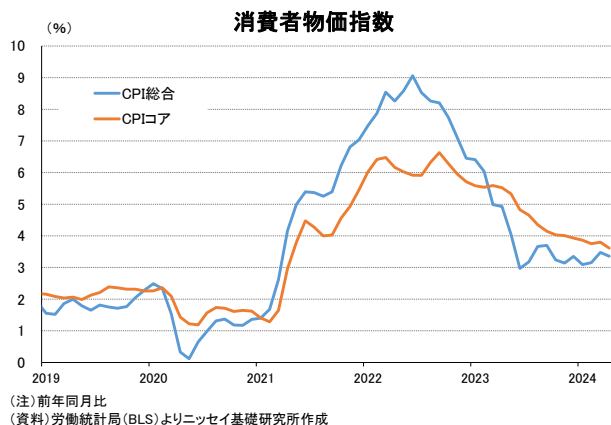
(図表 3)



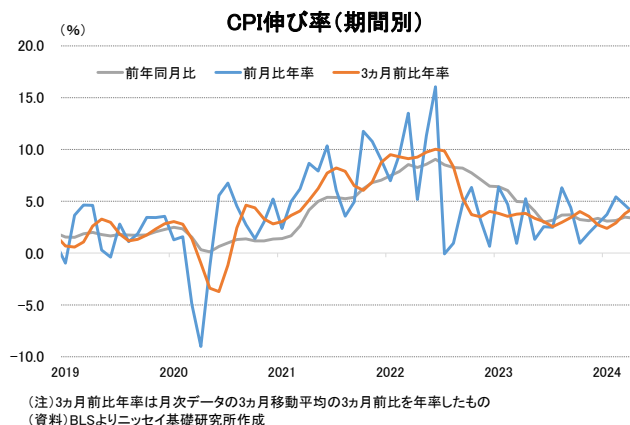
一方、消費者物価（C P I）の総合指数は 24 年 1 月に前年同月比+3.1%に低下したものの、その後 2 ヶ月連続で上昇するなどインフレの上振れがみられていたが、4 月は+3.4%と 3 ヶ月ぶりに低下した（図表 4）。また、物価の基調を示すエネルギーと食料品を除いたコア指数は 4 月が+3.6%とこちらは 23 年 4 月以降低下基調が持続している。もっとも、コア指数は F R B が物価目標としている 2%を大幅に上回っているほか、前年同月比では低下基調が続いているものの、前月比年率が+3.6%と 23 年 6 月の+2.4%を大幅に上回っている（図表 5）。また、3 ヶ月前比年率でも+4.3%

と 23 年 10 月の+3.0%を底に上昇基調が持続しており、物価上昇圧力が依然熾っている状況となっている。このため、現時点でインフレがF R Bの物価目標を達成する時期は不透明である。

(図表 4)



(図表 5)

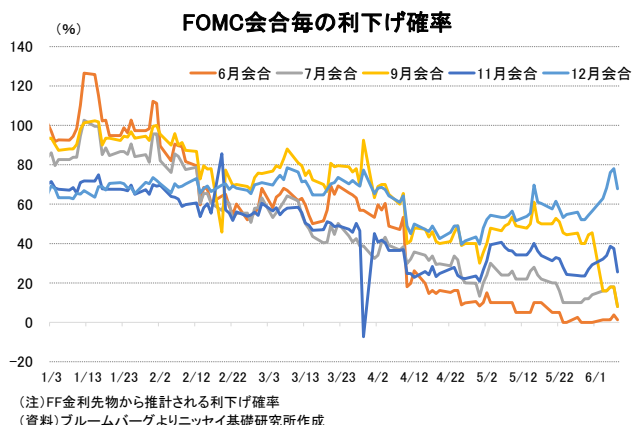


そのような中、金融市場が織り込むF O M C 会合毎の利下げ確率は、24 年年初時点では早ければ 3 月会合からの利下げを織り込んでいたほか、6 月会合や 7 月会合では 8 割から 9 割程度となっていた (図表 6)。しかし、年初からのインフレ上振れもあって大幅に低下しており、足元では 6 月会合が 1%、7 月会合が 16% と早期の利下げ観測は後退した。

これに対して 9 月会合が 51%、11 月が 32%、12 月が 62%となっており、9 月以降の利下げ開始が織り込まれている。

今後インフレの緩やかな低下基調が持続するのか、インフレが高止まるのか、今後数ヵ月のインフレ指標はF R Bの利下げ開始時期を判断する上で注目される。

(図表 6)



(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、ウクライナや中東の地政学的リスクの悪化に伴う大幅な原油・商品価格の大幅な上昇は回避されるほか、商業用不動産市場の悪化に伴う銀行のシステミックリスクは限定的とした。さらに、今年 11 月に予定されている大統領選挙では後述するようにトランプ氏が幾分優位となっており、同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、選挙まで 5 ヶ月あり現時点でトランプ氏の再選が確実と言える状況にないほか、現状では同氏が 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ことを前提とした。

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 年後半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、F R Bが金融緩和に転じることもあって 25 年に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7-9月期が前期比年率+1.5%、10-12月期が+1.4%に低下した後、25年以降は+1.7%へ回復しよう（図表7）。当該予測期間においてマイナス成長は予想せず、景気後退は見込んでいない。

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年後半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。

（図表7）

米国経済の見通し

		2023年	2024年	2025年	2023年				2024年				2025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、%	2.5	2.3	1.6	2.2	2.1	4.9	3.4	1.3	1.9	1.5	1.4	1.7	1.7	1.7	1.7
個人消費	前期比年率、%	2.2	2.2	1.7	3.8	0.8	3.1	3.3	2.0	2.0	1.8	1.6	1.6	1.6	1.8	1.8
設備投資	前期比年率、%	4.5	3.3	1.7	5.7	7.4	1.4	3.7	3.3	4.4	2.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
住宅投資	前期比年率、%	▲10.6	3.7	3.1	▲5.3	▲2.2	6.7	2.8	15.4	▲6.0	▲1.0	3.0	4.0	5.0	6.0	6.0
政府支出	前期比年率、%	4.1	2.3	0.5	4.8	3.3	5.8	4.6	1.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
在庫投資	寄与度	▲0.4	0.1	0.1	▲2.2	0.0	1.3	▲0.5	▲0.5	0.7	0.0	0.0	0.2	0.2	0.0	0.0
純輸出	寄与度	0.6	▲0.4	▲0.1	0.6	0.0	0.0	0.3	▲0.9	▲0.7	▲0.1	▲0.1	▲0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.0
消費者物価(CPI-U)	前年同期比、%	4.1	3.1	2.4	5.7	4.0	3.6	3.2	3.2	3.2	2.9	2.9	2.5	2.4	2.4	2.4
失業率	平均、%	3.6	4.1	4.4	3.5	3.6	3.7	3.7	3.8	4.0	4.3	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
FFレート誘導目標	期末、上限、%	5.50	5.25	4.50	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.25	5.00	4.75	4.50
10年国債金利	平均、%	3.9	4.3	3.8	3.6	3.7	4.1	4.3	4.2	4.5	4.4	4.2	4.0	3.9	3.8	3.6
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.08	1.09	1.11	1.07	1.09	1.09	1.08	1.09	1.08	1.08	1.09	1.09	1.10	1.11	1.12
米ドル(対円)	平均、円/ドル	141	152	143	132	137	145	148	148	155	155	150	147	144	142	139
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	78	76	74	76	74	82	78	77	79	75	74	73	74	74	76

（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、コアインフレ率（前年同月比）で24年末に+3%（24年通年：+3.3%）とFRBの物価目標を大幅に上回る水準に留まった後、25年末の+2%台前半（25年通年：+2.4%）まで緩やかな低下を予想する。また、当研究所は原油価格が足元の70ドル台半ばかりから25年末にかけて概ね同水準で横這い推移すると予想しており、総合指数も概ねコア指数同様に緩やかな低下基調が持続しよう。当研究所はCPIの総合指数（前年比）が23年の+4.1%から、24年に+3.1%、25年に+2.4%に低下すると予想する。

金融政策は、インフレ率の低下が緩やかに留まる中、FRBがインフレ動向を慎重に見極めるため、利下げ開始は24年12月を予想する。ただし、インフレが今後数ヵ月単位で物価上昇圧力の緩和が続くことや、労働市場の減速が顕著となる場合には9月に前倒しされる可能性はあろう。その後は、25年末にかけて3回の追加利下げを実施しよう。バランスシート政策は米国債とMBSの合計で毎月600億ドルの減少ペースで当面は削減を継続した後、25年中にも量的引締め政策を終了すると予想する。

長期金利は24年4-6月期平均の4.5%から、インフレ率が低下する中、24年10-12月期が4.2%に低下するほか、24年12月以降金融緩和が継続することから、25年10-12月期の同3.6%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年の大統領・議会選挙の結果を受けた政治の機能不全やトランプ氏の再選を受けた政策の予見可能性の低下が挙げられる。

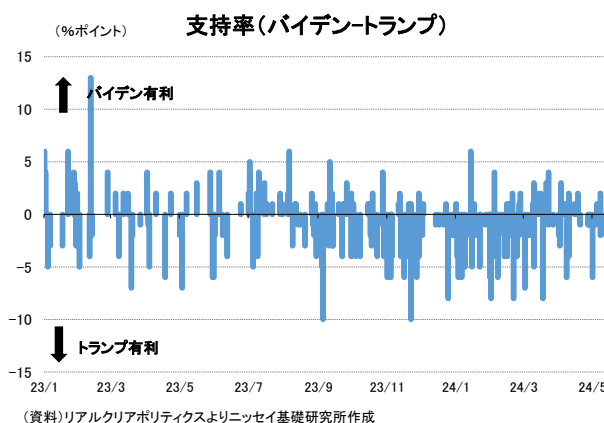
インフレに関しては今後、ウクライナ侵攻や中東情勢の緊迫化などを背景にエネルギー、食料品価格などが再び急騰することや、労働需給の逼迫が長期化し賃金が高止まりすることなどによってインフレ高進が長期化する可能性がある。その場合には、政策金利の引上げ再開や金融引締め期間が長期化し、これまでの累積的な金融引締めの影響に加えて、さらなる金融引締めの効果から、需要が大幅に抑制されることで将来の景気後退リスクが高まろう。

一方、11月の大統領選挙では事実上20年に次いで共和党のトランプ前大統領と民主党のバイデン大統領が再戦することとなった。

政治ニュースサイトのリアルクリアポリティクスによる全米レベルの支持率は回答時期によってトランプ氏とバイデン氏の支持率が逆転するものの、5月10日から6月2日の平均ではトランプ氏の46.5%に対してバイデン氏が45.4%とトランプ氏の支持率がバイデン氏を1.1%ポイント上回っている(図表8)。

また、選挙のカギを握る7つの激戦州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、仮に今日大統領選挙が実施された場合にはトランプ氏が再選される可能性が高い(図表

(図表 8)



9)。トランプ氏は5月30日に不倫口止め料の支払いを巡る業務記録改ざんの罪で有罪評決を受けたが、現時点で支持率に与える影響は限定的となっている。同氏は他

(図表 9)

激戦州の支持率

	バイデン氏	トランプ氏
ネバダ州	42.6	48.0
ミシガン州	46.6	47.1
ジョージア州	43.6	48.4

(注)6月4日時点

(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

	バイデン氏	トランプ氏
ペンシルバニア州	45.5	47.8
アリゾナ州	43.8	47.8
ウィスコンシン州	47.3	47.4
ノースキャロライナ	42.7	47.5

にも3件の刑事訴追を抱えているが、選挙前に判決が下される可能性は低くなっており、大統領選挙への影響は限定的となる可能性がある。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。

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

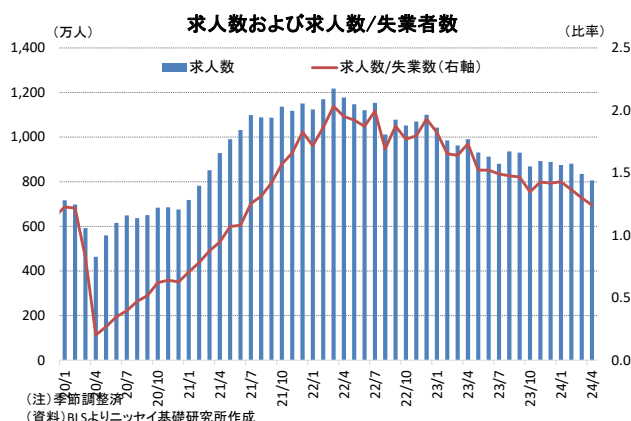
前述のように非農業部門雇用者数の増加ペースが減速する中、求人数は24年4月が806万人と21年2月以来の水準に低下した(図表10)。さらに、求人数と失業数の比較では失業者1人に対して求人数が1.2とコロナ禍前(20年2月)の水準まで低下しており、労働需要は低下している。

もっとも、失業率は24年5月が4.0%と23年4月の3.4%からは上昇しているものの、18年3月以来の水準を維持しており、過去の水準と比べて依然として労働需給の逼迫は続いている。

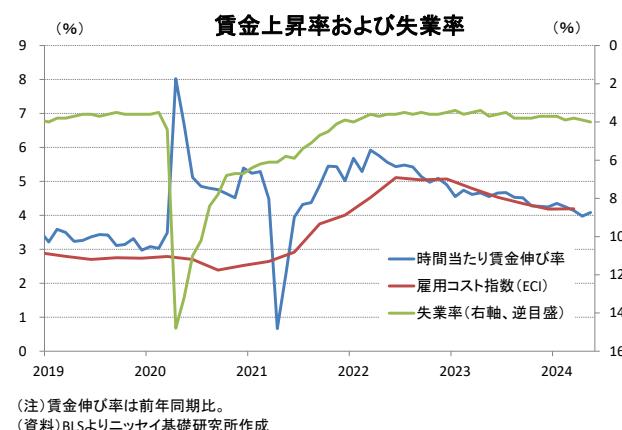
また、時間当たり賃金(前年同月比)は24年5月が+3.8%と22年3月につけたピークの+5.9%からは低下したものの、労働需給の逼迫を背景にF R Bの物価目標と整合的な賃金上昇率とみられる+3%台半ばの水準を引き続き上回っている(図表11)。また、賃金・給与に加え、給付金を反映

した雇用コスト指数も24年1-3月期が前年同期比+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)



労働市場は累積的な金融引締めの影響もあって今後も労働市場の減速が続くとみられ、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、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個人所得と個人消費のデータを用いて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を下支えしたものの、24年1-3月期は▲3,650億ドルと23年10-12月期以降はマイナスに転じており、個人消費の下支え効果は剥落している。

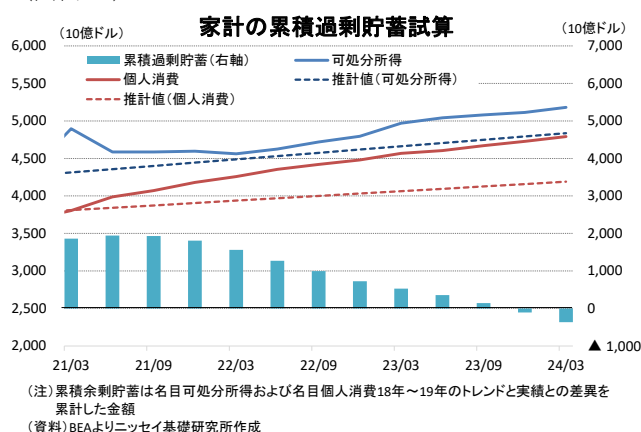
前述のように個人消費は足元で減速しているが、今後も労働市場の減速を背景に可処分所得の伸び鈍化が見込まれるほか、累積過剰貯蓄の下支え効果剥落などもあって、今後も個人消費の減速が持続しよう。

当研究所はG D Pにおける実質個人消費（前年比）は23年の+2.2%から24年は+2.2%と前年並みの伸びを維持した後、25年は+1.6%へ低下を予想する。24年の四半期ベースの伸びが23年を明確に下回る一方、通年ベースでは24年が23年並みの伸びを維持するのは23年10-12月期の個人消費が堅調となったことによるプラスのゲタの影響が大きい。

（設備投資）緩やかな回復基調が持続

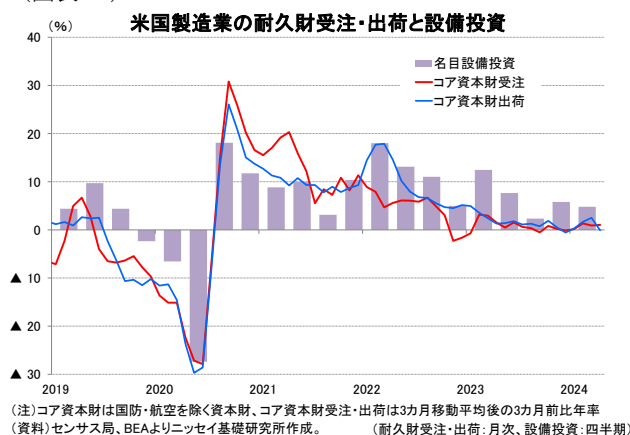
実質G D Pにおける24年1-3月期の設備投資は前期比年率+3.3%（前期：+3.7%）と前述のように前期から小幅な低下に留まった（前掲図表7、図表14）。建設投資が前期比年率+0.4%（前期：+10.9%）と前期から大幅に伸びが鈍化したものの、設備機器投資が+0.3%（前期：▲1.1%）とプラスに転じたほか、知的財産投資が+7.9%（前期：+4.3%）と伸びが加速したことが大きい。

(図表 12)

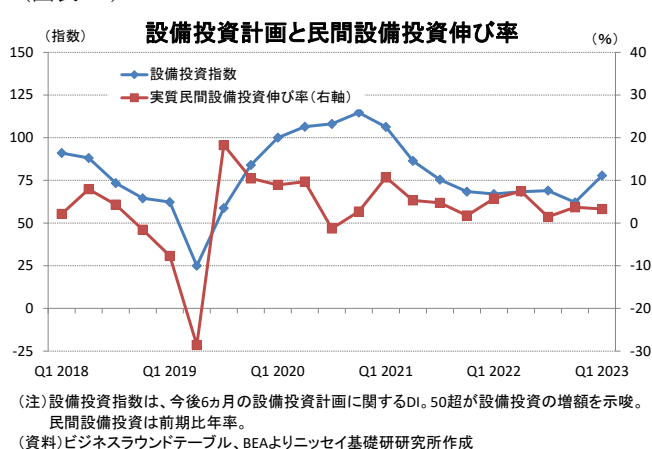


一方、設備投資の先行指標であるコア資本財受注（3 ヶ月移動平均、3 ヶ月前比年率）は 4 月が +1.0%（前月：+0.9%）と小幅ながら 4 ヶ月連続でプラスを維持しており 4 月以降も設備投資の回復が続いている可能性を示唆している（図表 13）。

（図表 13）



（図表 14）



また、大企業の今後 6 ヶ月の設備投資計画に関する調査（指数）では、24 年 1－3 月期は 77.8（前期：62.1）と大幅に上方修正されており、今後も設備投資の回復が続く可能性を示唆している。

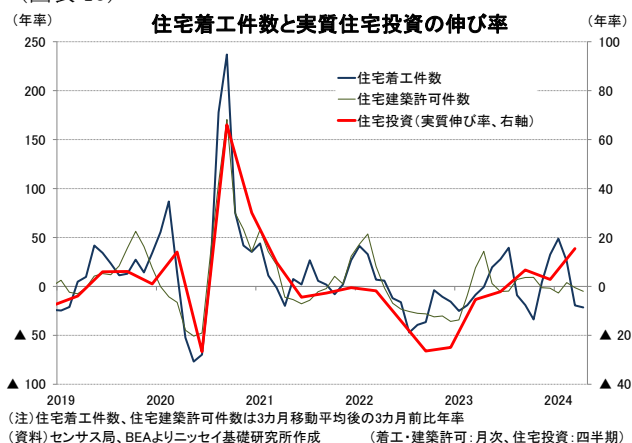
設備投資を取り巻く環境は、商工ローンの貸出基準厳格の動きが続いているなどの悪材料はあるものの、12 月以降は金融緩和政策への転換もあって資金調達コストの改善が見込まれる。この結果、設備投資は 25 年にかけて成長率は低下も、緩やかなプラス成長が持続すると予想する。

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 年の +4.5% から 24 年に +3.3%、25 年に +1.7% と予想する。

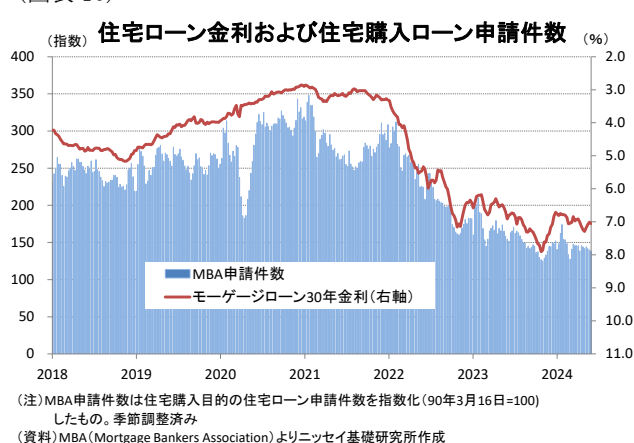
（住宅投資）住宅ローン金利の高止まりが重石も金融緩和政策への転換に伴い回復へ

実質 GDP における住宅投資は、3 期連続のプラス成長となったほか伸びが大幅に加速した。主に不動産仲介手数料や戸建ての住宅の建設が増加したことが大きい。もっとも、住宅着工件数（3 ヶ月移動平均、3 ヶ月前比年率）は 24 年 4 月が ▲21.5%（前月：▲19.5%）と 2 ヶ月連続で 2 桁のマイナスとなったほか、先行指標である住宅着工許可件数（同）も ▲5.0%（前月：▲1.4%）と 2 ヶ月連続でマイナスとなっており、住宅投資は足元でマイナス成長に転じた可能性が高い（図表 15）。

（図表 15）



（図表 16）



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（前掲図表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）は足元が138台と1995年以来の水準に低迷するなど、住宅需要は弱い。住宅市場は住宅ローン金利の高止まりから当面は厳しい状況が続くとみられる。このため、実質GDPにおける住宅投資は、24年4-6月期から2期連続で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年の▲10.6%から24年が+3.7%、25年も+3.1%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

24年度（23年10月～24年9月）の予算審議は歳出法案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本が3月8日に、残る国防総省、金融サービス・一般政府、国土安全保障省、労働・保険社会福祉・教育、立法府、外交・国務等の6本の歳出法案が3月22日に成立した。この結果、24年度の裁量的経費の合計額は災害対策などを含まないベースで1兆5,900億ドルと23年6月に成立した財政責任法が規定する上限に一致する金額となった。また、24年度には緊急要件、災害対策、山火事対策などで合計540億ドルが計上されており、それらを合わせた裁量的経費の合計額は1兆6,440億ドルとなった。

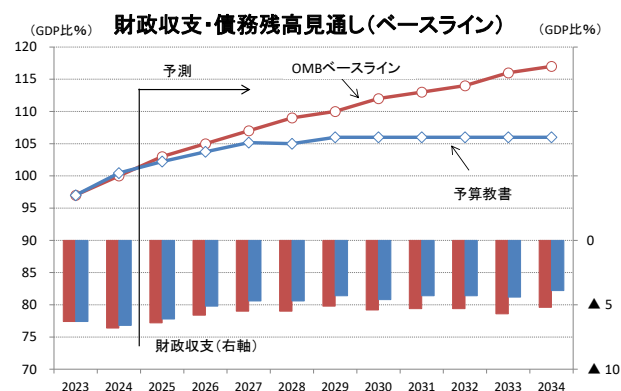
さらに、議会はバイデン大統領の要求に沿う形でウクライナ向け支援（608億ドル）、人道支援を含むイスラエル向け支援（260億ドル）、台湾などインド太平洋支援（81億ドル）など総額960億ドル相当の緊急予算を4月24日に成立させた。

一方、バイデン大統領は3月11日に予算教書を発表したことで、25年度の予算編成作業がスタートした。予算教書では25年度の歳出総額を7兆2,660億（前年度見通し：6兆9,410億ドル）とした一方、歳入総額は5兆4,850億ドル（前年度見通し：5兆820億ドル）とし、歳出は前年度比+4.7%増加する一方、歳入はそれを上回る同+7.9%の増加を見込んだ。この結果、財政赤字は▲8,160億ドル（前年度見通し：▲9,710億ドル）と前年度から縮小するほか、名目GDP比でも25年度は▲6.1%（前年度見通し：▲6.6%）と前年度から縮小する方針が示された（図表17）。

歳出面では児童税額控除の拡充、就学前教育の拡充、住宅や家賃に関する負担軽減策が盛り込まれた一方、歳入面では法人税率の引上げ（21%→28%）、富裕層に対する増税などが盛り込まれた。

また、25年度の裁量的経費は財政責任法では国防費が8,952億ドル、非国防費が7,107億ドルの合計1兆6,059億ドルと前年度比+1%となる上限が設定されている。予算教書ではこの金額をベースに緊急要件、災害対応など上限額の算定で組み入れられない金額を420億ド

（図表17）



（注）OMBベースラインは現行予算関連法の継続を前提した試算
（資料）OMBよりニッセイ基礎研究所作成

ル、本来は緊急要件などに組み入れられるべき金額がベース予算として計上された分の調整額 232 億ドルを含めた 1 兆 6,710 億ドルが裁量的経費として計上されている。

一方、予算教書では増税による歳入増などの効果によって財政収支（GDP 比）は 25 年度の▲6.1%から 34 年度の▲3.9%へ改善が見込まれており、現行の予算関連法が継続することを前提としたベースラインシナリオの 34 年度財政収支の▲5.2%に比べて 1.3%ポイントの赤字縮小を見込んでいる（前掲図表 17）。

また、債務残高（GDP 比）は 23 年度の 97%から 34 年度の 106%と 29 年度以降は安定推移することが見込まれており、34 年度のベースライン予想の 117%に比べて 11%ポイント低い水準が見込まれている。

もっとも、現在がねじれ議会となっていることから予算教書に盛り込まれた増税案が可決することとは見込み難く、予算教書に沿った予算が成立する可能性は低い。

さらに、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く 25 年度以降の財政運営は流動的である。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 131%に上昇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+4.0%から、24 年に+2.3%、25 年に+0.5%へ低下することを予想する。

（貿易）堅調な国内経済を背景に外需の成長率寄与度はマイナス傾向が続く

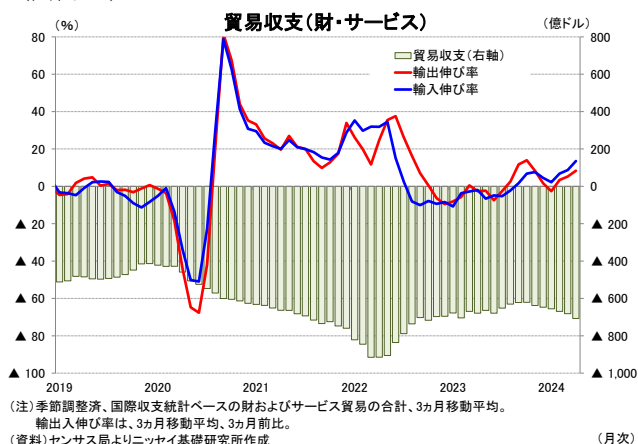
前述のように、実質 GDP における 24 年 1-3 月期の外需は成長率寄与度が▲0.9%ポイント（前期：+0.3%ポイント）と大幅なマイナス寄与に転じた（前掲図表 7）。輸出入の内訳をみると輸出が前期比年率+1.2%（前期：+5.1%）と前期から伸びが鈍化したほか、輸入が+7.7%（前期：+2.2%）と前期から大幅に伸びが加速して成長率寄与度の押下げに寄与した。当期はとくに輸入増加の影響が大きい。

また、先日発表された 24 年 4 月の貿易収支（3 カ月移動平均）は季節調整済で▲707 億ドル（前月：▲682 億ドル）の赤字となり、前月から赤字幅が▲25 億ドル拡大した（図表 18）。輸出入では輸出が+14.4 億ドル増加したものの、輸入が+39.8 億ドルと輸出の増加幅を上回る増加を示した。このため、4 月以降も輸入増加に伴う外需のマイナス寄与の傾向が続いているとみられる。

米国経済が貿易相手国に比べて相対的に堅調な経済を維持することが見込まれるため、堅調な輸入を背景に当面成長率寄与のマイナス傾向は継続するとみられる。

当研究所は外需の成長率寄与度が、23 年の+0.6%ポイントから 24 年が▲0.4%ポイント、25 年が▲0.1%ポイントとマイナス寄与を予想する。

（図表 18）



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すべての輸入品に対する 10% 関税や中国からの輸入品に対する 60% 関税賦課など 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 年以降の貿易収支の動向は不透明である。

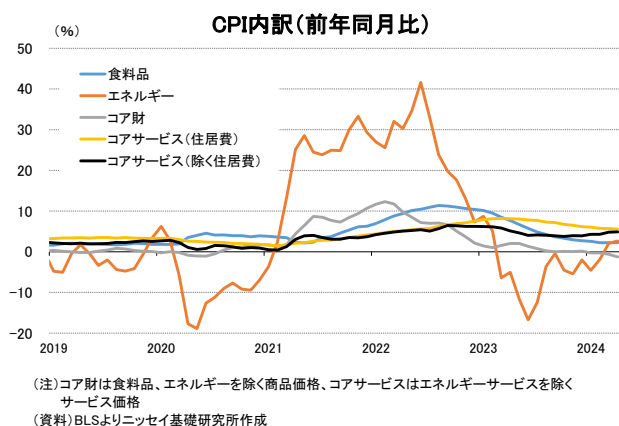
3. 物価・金融政策・長期金利の動向

(物価) コア、総合指数ともに緩やかに低下

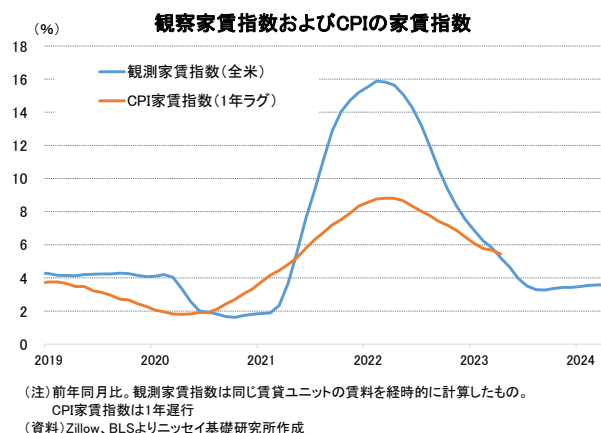
CPI のコア指数（前年同月比）は前述のように低下基調が持続している（前掲図表 4）。コア指数のうちコア財価格は 24 年 4 月が▲1.3%と 4 ヶ月連続でマイナスとなっており物価押下げ要因となっている（図表 19）。一方、コアサービス価格では、住居費が+5.5%と 23 年 3 月の+8.2%をピークに低下基調が持続しているものの、依然として F R B の物価目標を大幅に上回っているほか、賃金上昇率との連動性が高いコアサービス（除く住居費）が+4.9%と、こちらは 23 年 10 月の+3.8%から上昇基調が持続するなどコアサービスの高止まり要因となっている。

CPI の住居費のうち、家賃指数は 24 年 4 月が+5.4%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+16.0%でピークアウトし、23 年 9 月に+3.2%まで低下している（図表 20）。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。もっとも、観測家賃指数はその後小幅ながら上昇に転じているため、CPI の家賃指数は今年の夏場以降低下スピードが鈍化する可能性が高い。

(図表 19)



(図表 20)



さらに、コアサービス（除く住居費）についても今後労働需給の緩和が見込まれる中で賃金上昇率は低下が見込まれるため、今後は緩やかに低下基調に転じることが予想される。

当研究所は、住居費や賃金上昇率の低下傾向は続くものの、低下は緩やかに留まることから、コアインフレ率（前年同月比）は 24 年末に+3%（24 年通年：+3.3%）と F R B の物価目標を大幅に上回る水準に留まろう。その後、25 年末の+2%台前半まで緩やかに低下すると予想する。

一方、原油価格は足元の 70 ドル台半ばから 25 年末にかけて概ね同水準で横這い推移すると予想している。このため、エネルギーは 24 年 7-9 月期から 25 年 7-9 月期まで小幅ながら物価押下げ要因となろう。この結果、総合指数は、コア指数同様に緩やかな低下基調が持続することが見込まれる。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+3.1%、25 年に+2.4%に低下すると予想する。

(金融政策) 24 年 12 月利下げ開始を予想

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 月に 5.5%に引き上げた後は、9 月から 6 会合連続で政策金利を据え置いた (図表 21)。24 年 5 月の F O M C 会合後に発表された声明文では、景気判断部分でインフレについて「ここ数ヵ月は委員会の物価目標 2%に向けた進展がみられない」との表現を追加し、足元でインフレが想定より上振れしている状況を示した。一方、ガイダンス部分では「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、目標レンジを引き下げることとは適切でないと考えている」との記述が維持され、次の政策金利変更は利下げである方針が確認された。

一方、同会合後の記者会見でパウエル議長はインフレ率が持続可能なペースで目標の 2%へ移行していると十分に確証を得るためには、以前想定されていたよりも時間がかかるとの見解を示し、利下げ開始時期が 3 月会合で想定された時期から先送りされる可能性を示唆した。このため、6 月会合後に示される F O M C 参加者による 24 年の政策金利見通し (中央値) は 3 月予想時点の 3 回利下げから利下げ回数の縮小が見込まれる。

足元で労働市場が堅調を維持する中、インフレ低下のカギを握る住居費は夏場以降に低下ペースが鈍化する可能性があるほか、住居費除きのコアサービス価格に影響する賃金上昇率は足元で低下が足踏みとなっていることから、F R Bはインフレ動向を慎重に見極めるとみられ、当研究所は F R Bによる利下げ開始時期を 24 年 12 月と予想する。その後は 25 年末にかけて 3 回の追加利下げを実施しよう。ただし、インフレが今後数ヵ月探偵で物価上昇圧力の緩和が続くことや、労働市場の減速が顕著となる場合には利下げ開始時期が 9 月に前倒しされる可能性はあろう。

一方、量的引締め政策については 5 月会合で 6 月以降に米国債と M B S の合計で従前の毎月 900 億ドルから米国債の削減ペースを鈍化させ合計毎月 600 億ドルペースで削減している。当研究所は、当面 600 億ドルペースで削減を継続した後、25 年中にも量的引締め政策が終了すると予想する。

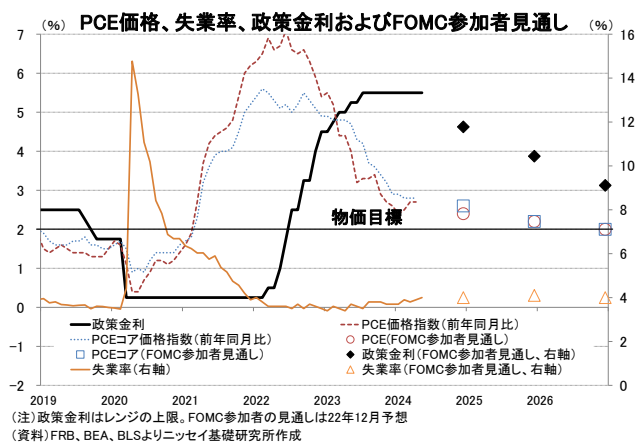
(長期金利) 24 年 10—12 月期平均が 4.2%、25 年 10—12 月期が 3.6%への低下を予想

長期金利 (10 年金利) は、23 年 10 月に一時 5%超となった後、労働市場の減速やインフレ率の低下、追加利上げ観測の後退もあって、12 月に一時 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%台半ばで推移している。

当研究所は、インフレ率が緩やかに低下するほか、24 年 12 月以降 25 年末にかけて金融緩和が継続することから、長期金利は 24 年 4—6 月期平均の 4.5%から 24 年 10—12 月期平均で 4.2%に低下するほか、25 年 10—12 月期の同 3.6%まで緩やかに低下しよう。

(図表 21)



(図表 22)

