

Weekly
エコノミスト・
レター

米国経済の見通し

— 24 年後半にかけて景気減速も景気後退は回避を予想

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

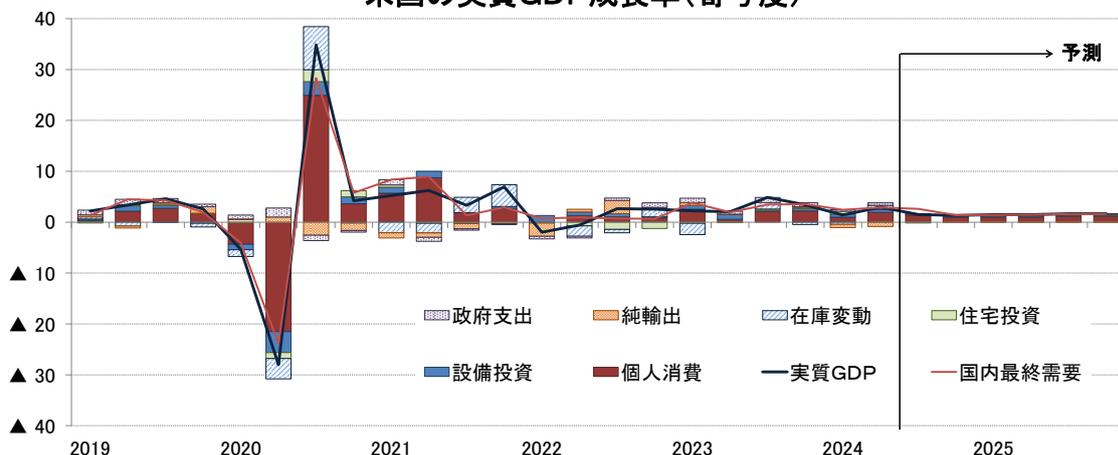
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の 24 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率（前期比年率）は+3.0%（前期：+1.4%）と前期から大幅に上昇。外需が成長率を押し下げたものの、個人消費が+2.9%（前期：+1.5%）と前期から大幅に伸びが加速して成長率を押し上げ。
2. 7 月の個人消費は財消費中心に前月から伸びが加速しており、7-9 月期の個人消費も堅調を維持する見通し。一方、労働市場の減速が顕著となっており、今後個人消費も緩やかに減速する見込み。
3. インフレ率は 24 年 1-3 月は上振れがみられたものの、4 月以降は物価上昇圧力の緩和が継続。そのような中、FRBは9月のFOMC会合で利下げを開始へ。
4. 米国経済は、これまでの累積的な金融引締めの影響に伴い労働市場や個人消費が減速することから 24 年後半にかけて景気減速を予想。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+2.6%、25 年が+1.6%を予想。当該予測期間で景気後退は予想しない。ただし、25 年以降は 11 月の大統領・議会選挙の結果に大きく影響されるため、見通しは非常に不透明。
5. 金融政策は、労働市場の減速、インフレ率の低下が続くことから、24 年 9 月に利下げを開始し、年内は 3 回利下げ、25 年は四半期に 1 度のペースで利下げが継続する見込み。
6. 上記見通しのリスクは、地政学リスクの高まりに伴うエネルギー価格急騰などを受けたインフレ高進と政策金利の上振れに加え、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) 4-6月期の成長率は大幅上昇

米国の24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+3.0%(前期:+1.4%)と前期から大幅に上昇した(図表1、図表7)。

需要項目別では、住宅投資が前期比年率▲2.0%(前期:+16.0%)と4期ぶりのマイナスとなったほか、外需の成長率寄与度が▲0.8%ポイント(前期:▲0.7%ポイント)と前期に続いて成長率を大幅に押し下げた。

一方、設備投資が前期比年率+4.6%(前期:+4.4%)と前期並みの伸びを維持したほか、政府支出が+2.7%(前期:+1.8%)、個人消費が+2.9%(前期:+1.5%)と前期から伸びが加速した。さらに、在庫投資の成長率寄与度も+0.8%ポイント(前期:▲0.4%ポイント)と大幅なプラスに転じて成長率を押し上げた。とくに、当期は個人消費が成長率を+2.0%ポイント押し上げており、成長率の上昇は個人消費が堅調となったことが大きい。

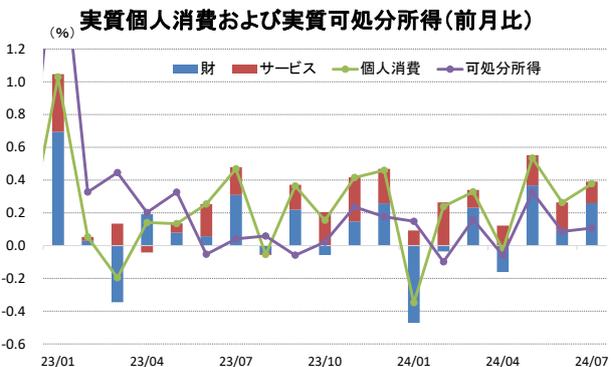
また、実質個人消費(前月比)は7月も+0.4%(前月:+0.3%)と堅調な伸びとなった(図表2)。

財消費が+0.7%(前月:+0.3%)、サービス消費が+0.2%(前月:+0.3%)と財消費の伸びが前月から加速したことが大きい。財消費では自動車ディーラーがサイバー攻撃の影響を受けて6月の自動車販売が落ち込んだ反動で自動車関連消費が+4.1%(前月:▲2.4%)と大幅に伸びた。

もともと、個人消費は堅調を維持しているものの、個人消費の原資となる実質可処分所得(前月比)は24年2月以降個人消費の伸びを下回る状況が続いているため、個人消費の下支え効果は剥落しており、所得面からは堅調な個人消費は長続きしないとみられる。

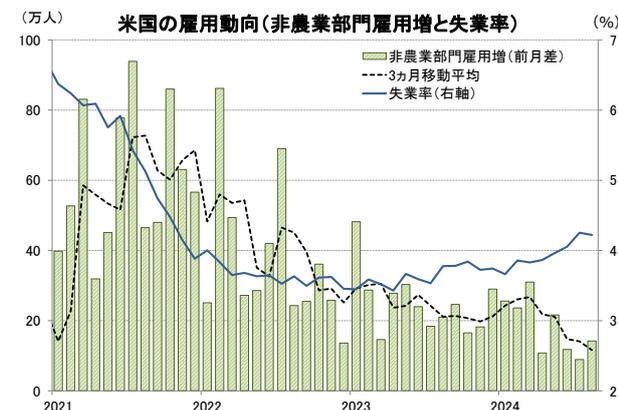
一方、労働市場は減速感が強まっている。非農業部門雇用者数(前月比)の3ヵ月平均は24年8月が11.6万人増となり、24年上期平均の20.7万人増、23年平均の25.1万人増から低下が顕著となった(図表3)。

また、失業率は8月が4.2%と5ヵ月ぶりに低下したものの、依然として景気後退の開始を示すとされる「サムルール」に抵触しており景気後退リスクが意識されている。



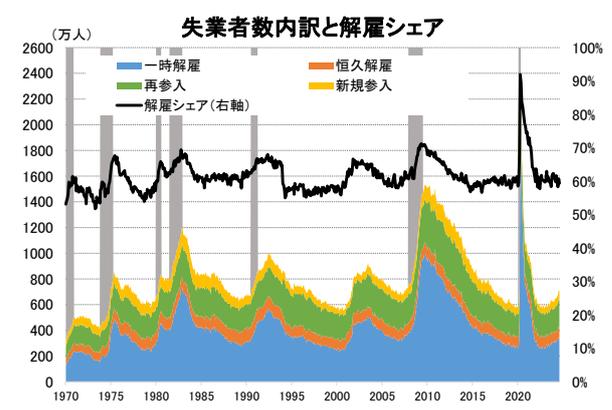
(注)季節調整済み、前月比。棒グラフは寄与度
(資料)BEAよりニッセイ基礎研究所作成

(図表3)



(資料)BLSよりニッセイ基礎研究所作成

(図表4)



(注)解雇シェアは失業者数に占める一時解雇と恒久解雇の合計割合。網掛けは景気後退期
(資料)BLS、NBERよりニッセイ基礎研究所作成

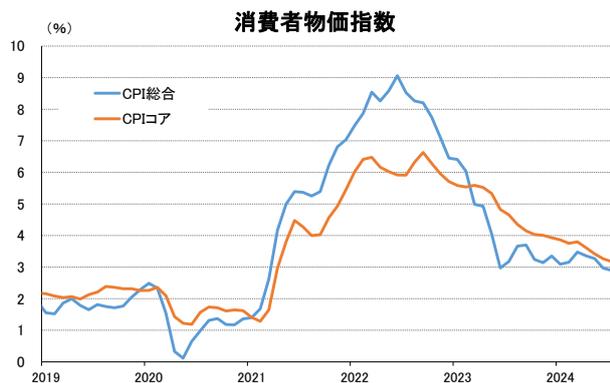
サムルールはFRBのエコノミストを務めていたクラウディア・サム氏が考案したもので、失業率の3ヵ月移動平均が直近12ヵ月の最低水準から0.5%ポイント以上上昇した場合に景気後退が始まるとされている。7月に同指標が0.53%となりサムルールに抵触した後、8月も0.57%ポイントと抵触状態が継続している。

もっとも、サムルールには抵触したものの、足元の雇用統計は米国の景気後退が既に始まっている、または直ぐに始まる可能性を示していないと判断している。非農業部門雇用者数は増加が続いている。また、一般的に景気後退局面では失業者数の増加のうち「一時解雇」と「恒久解雇」が大宗を占める。しかしながら、失業者数に占めるこれらのシェアは8月が6割を下回っており、過去の景気後退局面に比べて低位に留まっている（前掲図表4）。

一方、足元で物価上昇圧力は緩和している。消費者物価（CPI）の総合指数は24年7月が前年同月比+2.9%と、4ヵ月連続で低下し21年3月以来の水準となった（図表5）。また、物価の基調を示す食料品とエネルギーを除くコア指数も+3.2%と23年2月の+5.6%をピークに低下基調が持続、21年4月以来の水準に低下した。

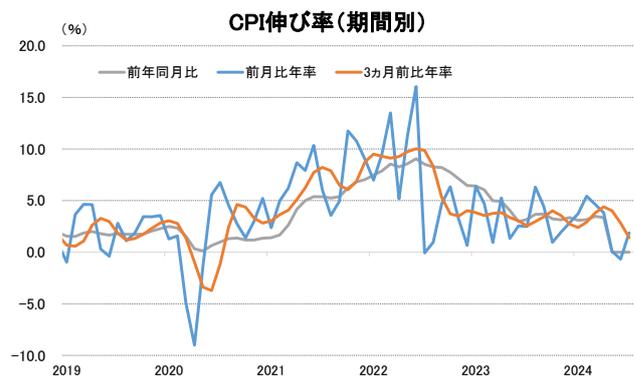
とくに、コア指数は7月の前月比年率が+2.0%と24年1月の+4.8%のピークから低下が続いているほか、3ヵ月前比年率も+2.3%と24年4月の+4.3%から3ヵ月連続で低下している（図表6）。前月比年率、3ヵ月前比年率ともに24年初から春先にかけて上昇に転じていたものの、4月以降は低下基調が持続しており、足元で物価上昇圧力が緩和していることを示している。

（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)3ヵ月前比年率は月次データの3ヵ月移動平均の3ヵ月前比を年率したもの
(資料)BLSよりニッセイ基礎研究所作成

これまでみたようにインフレが落ち着いてくる中で労働市場の減速が顕著となっていることを受けて7月のFOMC会合では金融政策の意思決定において、従前のインフレ重視から労働市場や景気により目配せする方針が示された。また、8月下旬のジャクソンホールの演説でパウエルFRB議長は「政策を調整する時が来た」と発言し、事実上次回9月のFOMC会合で利下げを開始することが予告された。

（経済見通し）成長率は24年が+2.6%、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、ウクライナや中東の地政学リスクの高まりに伴う大幅な原油・商品価格の上昇は回避されるほか、来年以降の新政権の経済政策運営が現状から大きく変更され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に伴い今後も失業率の上昇を伴う労働市場の減速が続くほか、個人消費が緩やかに減速することから、24年後半にかけて景気

減速を予想する。その後は、FRBが金融緩和に転じることもあって25年以降、景気は緩やかに回復しよう。

四半期ベースの実質GDP成長率は24年10-12期に+1.3%まで低下した後、25年は1%台半ばを中心に推移しよう(図表7)。当該予測期間においてマイナス成長は示現せず、景気後退は回避されると予想する。

通年の成長率(前年比)は24年が+2.6%と23年から小幅に上昇した後、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年より高い成長率を維持する理由は、23年10-12月期の成長率が堅調となったことによるプラスのゲタの影響に加え、24年4-6月期の成長率が上振れた影響が大きい。

(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 (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、%	2.5	2.6	1.6	2.2	2.1	4.9	3.4	1.4	3.0	1.9	1.3	1.5	1.5	1.7	1.7
個人消費	前期比年率、%	2.2	2.4	1.8	3.8	0.8	3.1	3.3	1.5	2.9	2.8	1.5	1.5	1.5	1.7	1.7
設備投資	前期比年率、%	4.5	3.6	1.7	5.7	7.4	1.4	3.7	4.4	4.6	2.0	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5
住宅投資	前期比年率、%	▲10.6	3.7	2.4	▲5.3	▲2.2	6.7	2.8	16.0	▲2.0	▲8.0	3.0	4.0	5.0	6.0	6.0
政府支出	前期比年率、%	4.1	3.0	0.8	4.8	3.3	5.8	4.6	1.8	2.7	2.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
在庫投資	寄与度	▲0.4	0.1	0.0	▲2.2	0.0	1.3	▲0.5	▲0.4	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	0.6	▲0.4	▲0.1	0.6	0.0	0.0	0.3	▲0.7	▲0.8	▲0.4	▲0.1	▲0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.0
消費者物価(CPI-U)	前年同期比、%	4.1	3.0	2.3	5.7	4.0	3.6	3.2	3.2	3.2	2.8	2.6	2.3	2.2	2.3	2.4
失業率	平均、%	3.6	4.2	4.5	3.5	3.6	3.7	3.7	3.8	4.0	4.4	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
FFレート誘導目標	期末、上限、%	5.50	4.75	3.75	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75
10年国債金利	平均、%	3.9	4.2	3.7	3.6	3.7	4.1	4.3	4.2	4.5	4.0	3.9	3.9	3.8	3.6	3.6
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.08	1.10	1.12	1.07	1.09	1.09	1.08	1.09	1.08	1.10	1.11	1.11	1.12	1.12	1.13
米ドル(対円)	平均、円/ドル	141	149	139	132	137	145	148	148	156	150	143	142	140	138	137
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	78	76	73	76	74	82	78	77	81	75	71	72	73	73	74

(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)が24年末に+2.9%(24年通年:+3.3%)とFRBの物価目標(2%)を上回る水準に留まった後、25年末の+2.3%(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ドル近辺から25年にかけて70ドル台前半で推移すると予想しており、エネルギー価格のインフレへの影響は限定的に留まろう。この結果、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+3.0%、25年に+2.3%に低下すると予想する。

金融政策は、インフレが落ち着いてくる中、労働市場の減速が顕著となっていることもあって、9月に▲0.25%の利下げを開始した後、24年内は11月、12月会合でも▲0.25%の利下げを実施すると予想。25年は四半期に一度のペースで▲0.25%の利下げを継続しよう。

長期金利は24年7-9月期平均の4.0%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、24年10-12月期平均が3.9%に低下するほか、25年10-12月期平均が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、地政学リスクの高まりに伴うエネルギー価格急騰などを受けたインフレ高進と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米国内政治の機能不全が挙げられる。

インフレに関しては、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価格が再び急騰することでインフレが高進する可能性がある。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、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月の大統領選挙は大接戦となっている。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ハリス氏が48.1%とトランプ氏の46.7%を僅かに上回っている。

選挙のカギを握る7つの激戦州ではハリス氏が4週でトランプ氏をリードしている一方、2州でトランプ氏がリードしている

(図表 8)

接戦州の支持率

	ハリス氏	トランプ氏
ネバダ州(6)	48.0	47.4
ミシガン州(15)	48.3	47.1
ジョージア州(16)	48.3	48.2

(注)9月9日時点、カッコ内は選挙人数

(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

	ハリス氏	トランプ氏
ペンシルバニア州(19)	47.6	47.6
アリゾナ州(11)	46.8	48.4
ウィスコンシン州(10)	48.7	47.2
ノースカロライナ州(16)	47.2	47.9

る(図表 8)。一方、選挙人数が19人と多いことから接戦州の中でも最重要州と考えられているペンシルバニア州では同率となっている。こ

のため、いずれも両者の支持率には大きな差はないことから、現時点でどちらの候補が勝利するのか予想するのは困難な状況となっている。

議会選挙では、現時点で上院では共和党が過半数を獲得するとみられるほか、下院では接戦ながら僅かに共和党がリードしている。もっとも、下院では大統領選の結果に引っ張られる傾向があり、大統領と同じ政党が過半数を得る可能性がある。このため、ハリス氏が選出される場合には上院が共和党、下院が民主党とねじれ議会になる一方、トランプ氏が再選される場合には上下院ともに共和党が過半数を獲得するトリプルレッドとなる可能性がある。ハリス氏選出でねじれ議会では予算措置を伴う経済政策が与野党対立から実現できない可能性があるほか、トランプ氏再選でトリプルレッドになる場合にはトランプ氏の予見不可能な政権運営がされる可能性があり、いずれも米国政治が機能不全となるリスクを孕む。経済が減速する中で政治が機能不全となる場合には米景気の下振れリスクが懸念される。

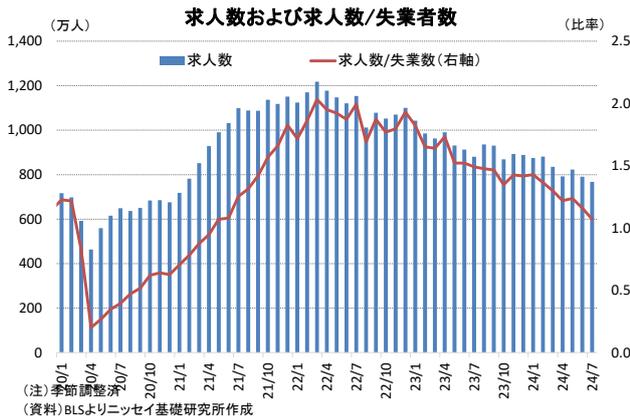
2. 実体経済の動向

(労働市場、個人消費) 労働市場の減速に拍車、個人消費は緩やかに減速へ

非農業部門雇用者数の増加ペースが顕著に低下する中、労働需要を示す求人数は24年7月が767万人と21年1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は失業者1人に対して求人件数が1.1件とコロナ禍前(20年2月)の水準を下回っており、足元で労働需要の低下が顕著となっている。

時間当たり賃金(前年同月比)は、24年8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、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(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24年4-6月期が前年同期比+4.1%と22年10-12月期の+5.1%をピークに低下基調が持続しているものの、時間当たり賃金同様、依然として物価目標と整合的な水準を上回っている。ただし、失業率の上昇にみられるように労働需給は緩和しているため、賃金上昇率は今後も緩やかな低下が見込まれる。

(図表 9)

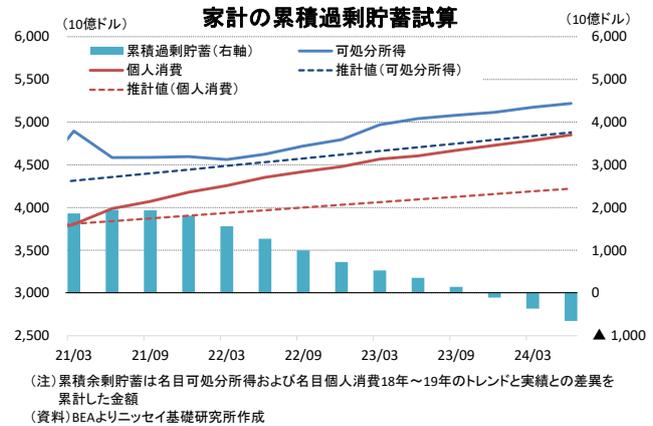


(図表 10)



一方、個人消費は足元で堅調を維持しているものの、今後は緩やかな減速が見込まれる。前述のように可処分所得は下支え効果が剥落している。また、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、23年10-12月期からマイナスに転じ、24年4-6月期は▲6,550億ドルとなっており、個人消費の下支え効果が剥落している(図表11)。とくに、中低所得層ではクレジットカードローンなどの負債によって消費に回す傾向が強まっており、消費は既に厳しいとみられる。労働市場の減速が続く中で、個人消費の減速は不可避だろう。

(図表 11)



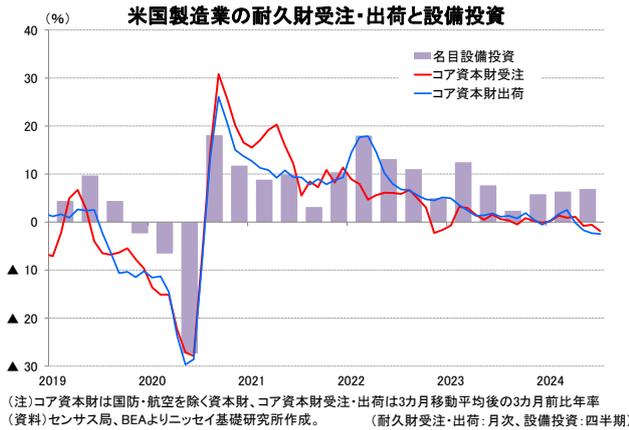
当研究所はGDPにおける実質個人消費(前年比)は23年の+2.2%から24年は+2.4%と小幅に伸びが加速する一方、25年は+1.8%へ低下を予想する。通年ベースで24年の伸びが23年を上回るのは主に23年10-12月期の個人消費が堅調となったことによるプラスのゲタの影響が大きい。

(設備投資) 緩やかな回復基調が持続

実質GDPにおける24年4-6月期の設備投資は前期比年率+4.6%(前期:+4.4%)と概ね前期並みの伸びを維持した(前掲図表7、図表13)。建設投資が前期比年率▲1.6%(前期:+3.4%)と前期からマイナスに転じたほか、知的財産投資も+2.6%(前期:+7.7%)と伸びが鈍化した。一方、設備機器投資が+10.8%(前期:+1.6%)とこちらは前期から大幅に伸びが鈍化するなどマチマチの結果となった。

一方、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7月が▲1.9%(前月:▲0.6%)と3ヵ月連続でマイナスとなったほか、前月からマイナス幅が拡大しており、足元で設備投資の伸びにブレーキが掛かっている可能性を示唆した(図表12)。

(図表 12)



(図表 13)



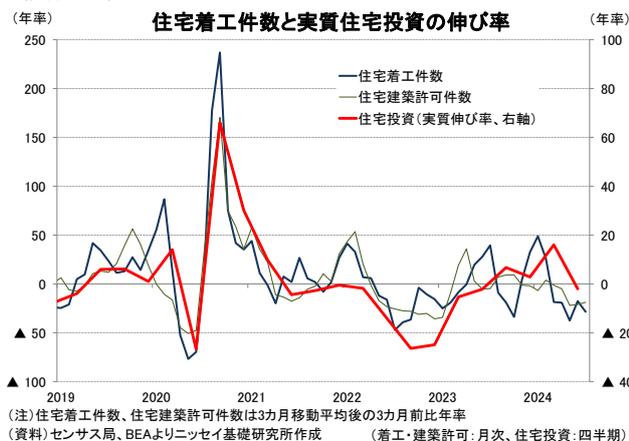
また、大企業の今後6カ月の設備投資計画に関する調査(指数)では、24年4-6月期が70.1(前期:77.8)となり前期からは低下したものの、22年7-9月期以来の水準を維持するなど依然堅調である(図表13)。さらに、9月以降は金融緩和政策への転換もあって資金調達コストの改善が見込まれる。このため、設備投資は25年にかけて成長率は低下も、緩やかながらプラス成長を維持する可能性が高いとみられる。

当研究所は実質GDPにおける設備投資(前年比)が23年の+4.5%から24年に+3.5%、25年に+1.5%へ低下すると予想する。

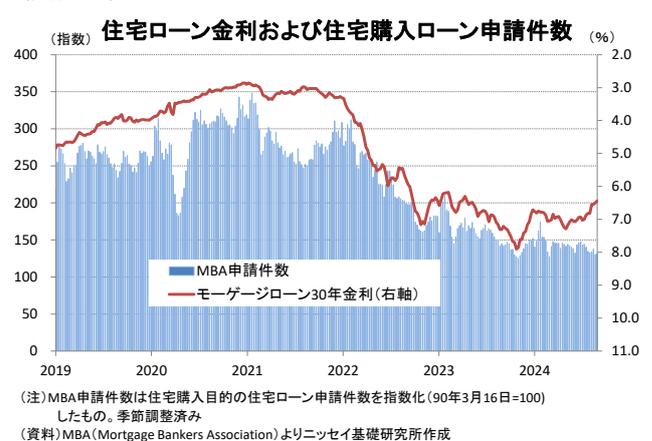
(住宅投資) 足元は減少も金融緩和政策の転換に伴い回復へ

実質GDPにおける住宅投資は前述のように4期ぶりにマイナスに転じた。戸建ておよび集合住宅建設ともに減少したことが大きい。また、住宅着工件数(3カ月移動平均、3カ月前比年率)は24年7月が▲28.5%(前月:▲17.6%)と5カ月連続で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▲18.9%(前月:21.2%)と5カ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幅が拡大している可能性が高い(図表14)。

(図表 14)



(図表 15)



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、24年初にかけて6%台に低下した(図表15)。その後は春先に一時7%台前半に上昇する場面もみられたが、FRBによる9月の利下げ開始が確実となる中、住宅ローン金利の低下に弾みがついており、足元では6%台前半に低下している。ただし、水準としてはコロナ禍前の3%台後半を大幅に上回っている。

住宅ローン金利は低下しているものの、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130台前半と1995年以来の水準に低迷しており、住宅需要は低位に留まっている。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、住宅投資は7-9月期も2期連続のマイナス成長となろう。しかしながら、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年が+2.4%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）26年度以降の財政運営は流動的

25年度（24年10月～25年9月）予算はバイデン大統領が3月に予算教書を発表したことを受けて審議がスタートした。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。

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。

一方、25年度の裁量的経費は財政責任法で国防費が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。

これに対して、上下院からは財政責任法で規定される歳出上限に沿う形で12本の歳出法案が提出されている（図表16）。しかしながら、年度末（9月末）までに上下院で合意する見込みは低く、暫定予算で凌ぐ可能性が高い。いずれにせよ、25年度の裁量的経費は財政責任法により前年度から小幅な増加に留まる見込みとなっているため、今後余程災害対策などで巨額の補正予算などを組まない限り、政府支出による経済の押し上げ効果は限定的に留まるとみられる。

（図表16）

25年度歳出法案比較

	24年度統合予算	下院	上院
① 農業	262	259	270
② 商務・司法・科学	665	783	692
③ 国防総省	8,245	8,331	8,309
④ エネルギー・水資源	582	592	615
⑤ 金融サービス、一般政府	137	236	212
⑥ 国土安全保障	618	648	605
⑦ 内務・環境保護	386	377	377
⑧ 労働・保険社会福祉・教育	1,944	1,866	1,987
⑨ 立法府	68	71	70
⑩ 軍事建設・退役軍人等	1,539	1,475	1,489
⑪ 外交・国務等	558	517	557
⑫ 運輸・住宅都市開発省(HUD)	895	904	877
歳出合計	15,900	16,060	16,060

（注）9月6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

当研究所は大幅な財政政策の変更が無い前提で実質GDPにおける政府支出（前年比）について、23年の+4.1%から、24年に+3.0%、25年に+0.8%へ低下を予想する。

ただし、来年以降の財政運営は11月の大統領・議会選挙に大きく左右される。ハリス氏が選出される場合には基本的にバイデン政権の政策を継承することが見込まれており、富裕層や企業に対して増税する一方、中間層に対して減税を目指すだろう。もっとも、予算措置を伴う税制改革など

が実現するかは議会選挙で上下院ともに民主党が過半数を獲得しない限り実現は困難である。また、トランプ氏が勝利する場合でもトリプルレッドでないと予算措置を伴う経済対策が実現する可能性は低いだろう。

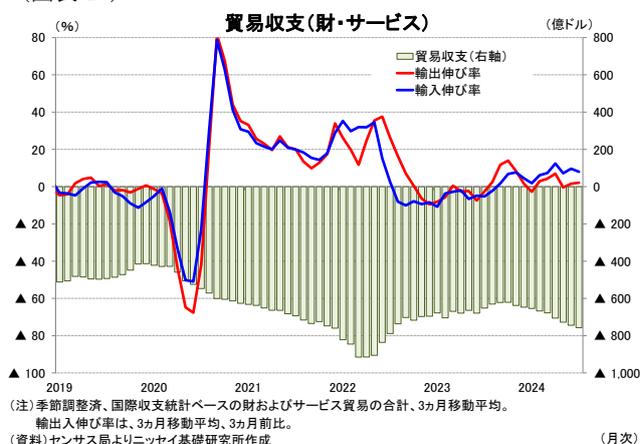
一方、法定債務上限が25年1月に復活するため、来年の新議会で与野党対立から政治が機能不全となる場合には米国債のデフォルトリスクが意識されるなど金融市場は不安定化しよう。

（貿易） 堅調な内需を背景に外需の成長率寄与度はマイナス傾向が続く

実質GDPにおける24年4-6月期の外需は成長率寄与度が▲0.8%ポイント（前期：▲0.7%ポイント）と前期に続き大幅な成長押し下げとなった（前掲図表7）。輸出入の内訳をみると輸出が前期比年率+1.6%（前期：+1.6%）と前期並みの伸びとなった一方、輸入が+7.0%（前期：+6.1%）と前期に続いて輸出を大幅に上回る伸びを維持して成長率の押し下げに寄与した。

また、先日発表された24年7月の貿易収支（図表17）

（3ヵ月移動平均）は季節調整済で▲757億ドル（前月：▲744億ドル）の赤字となり、前月から赤字幅が▲13億ドル拡大した（図表17）。輸出入では輸出が前月から+14.3億ドル増加したものの、輸入が+27.3億ドルと輸出の増加幅を上回る増加を示した。このため、7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を維持することが見込まれるため、今後も輸入が輸出を上回る状況が続く、外需は当面成長率寄与のマイナス傾向が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が続くことを予想する。

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全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

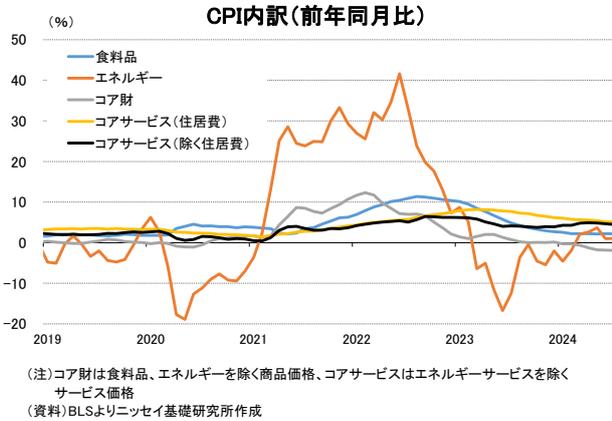
（物価） コアサービスの低下からコア、総合指数ともに緩やかに低下

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6）。コア指数のうちコア財価格は24年7月が▲1.9%と24年1月以降はマイナスが続いており、物価押し下げ要因となっている（図表18）。一方、コアサービス価格では、住居費が+5.1%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+4.5%と24年4月の+4.9%からは3ヵ月連続で低下しているものの、住居費と併せてコアサービス指数の高止まり要因となっている。

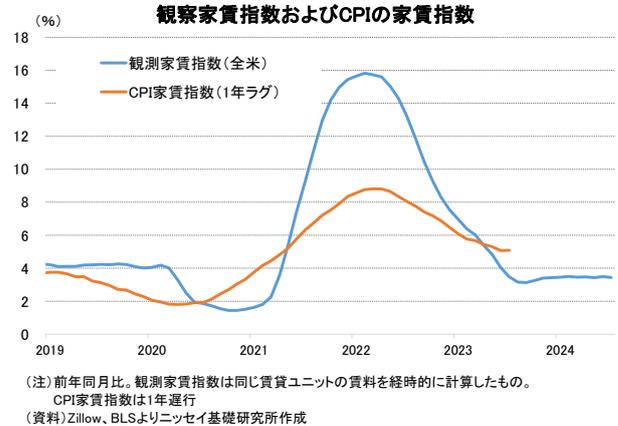
一方、CPIの住居費のうち、家賃指数は22年4月の+8.8%をピークに低下基調が持続しており、24年7月が+5.1%となった（図表19）。家賃指数の動きに1年先行するとされる不動産情報サ

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+3.1%まで低下している。このため、家賃指数は引き続き低下基調が持続するとみられ、住居費の低下基調も持続しよう。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、C P I の家賃指数は秋口以降低下スピードが鈍化する可能性が高い。

(図表 18)



(図表 19)



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、こちらも緩やかな低下基調の持続が予想される。

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、緩やかな低下に留まることから、コアインフレ率（前年同月比）は 24 年末に+2.9%（24 年通年：+3.3%）と F R B の物価目標を上回る水準に留まろう。その後は 25 年末の+2.3%まで緩やかに低下すると予想する。

一方、当研究所は原油価格を足元の 70 ドル近辺から 25 年末にかけて 70 ドル台前半と小幅なレンジで推移すると予想している。このため、エネルギー価格のインフレへの影響は限定的に留まる結果、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 C P I の総合指数（前年比）が 23 年の+4.1%から、24 年に+3.0%、25 年に+2.3%に低下すると予想する。

（金融政策）9 月に利下げを開始し、年内▲0.25%で 3 回の利下げを予想

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、23 年 9 月から 8 会合連続で政策金利を据え置いた（図表 20）。これまでみたようにインフレが落ち着いてくる中で労働市場の減速が顕著となっていることを受けて 24 年 7 月の F O M C 会合後に発表された声明文では、景気見通し部分で注意を払うリスクとして前回までのインフレに加えて労働市場が追加され、金融市場の意思決定において従前のインフレ重視から労働市場や景気に目配せする姿勢が示された。また、8 月下旬のジャクソンホールでのパウエル議長の演説で前述のように次回 9 月の F O M C 会合で利下げを開始する方針が事実上示されたことから、市場の関心は 9 月の利下げ幅と今後の利下げペースに移った。当研究所は 8 月の雇用統計が前月から雇用者数、失業率ともに改善を示したことを受けて 9 月の利下げ幅は▲0.25%に留まると予想する。

一方、24 年 6 月に提示された F O M C 参加者の政策金利見通し（中央値）では 24 年内に 1 回の利下げ方針が示されている。これに対して金融市場は 24 年内に 1%ポイント以上の利下げ幅を織り込んでおり、乖離が大きくなっている。

これに対して、FOMC参加者の失業率見通しは24年末に4.0%と、足元の失業率が既に予想を上回っているほか、インフレに関しても24年末のコアPCE物価指数の前年比+2.8%予想に対して、7月の実績が+2.6%と実績を下回っているため、次回9月会合で政策金利見通しは大幅に下方修正される可能性が高い。

当研究所では今後も緩やかなインフレ率の低下や労働市場の減速を予想していることから、24年内は11月と12月会合でも▲0.25%の利下げを実施すると予想する。25年についてもインフレ率の低下や労働市場の減速が続くことから、四半期に1回(▲0.25%)のペースで利下げを継続するだろう。

一方、量的引締め政策については24年5月会合で6月以降に米国債とMBS(住宅ローン担保証券)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することを決定した。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。

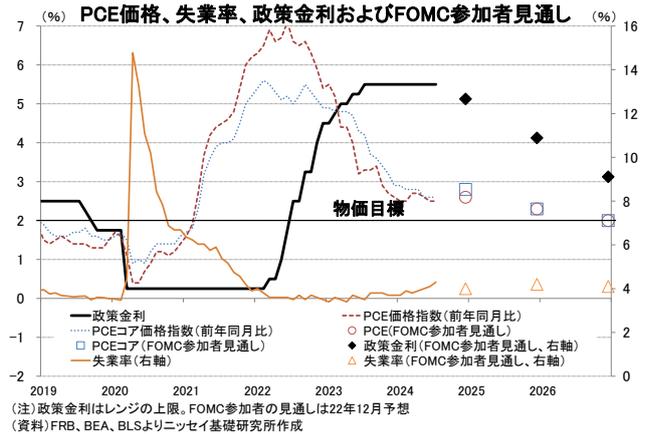
(長期金利) 24年10-12月期平均が3.9%、25年10-12月期が同3.6%へ低下を予想

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21)。しかしながら、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24年の春先には一時4%台後半まで上昇した。

その後、インフレ率の低下から再び利下げ観測が浮上したほか、7月の雇用統計を受けて景気後退懸念が意識されたこともあってFRBが積極的な金融緩和策に転換するとの見方が強まり、足元は3.7%台で推移している。

当研究所は、インフレ率が緩やかに低下するほか、24年9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%をピークに24年10-12月期平均で3.9%に低下するほか、25年10-12月期の同3.6%まで緩やかに低下を予想する。

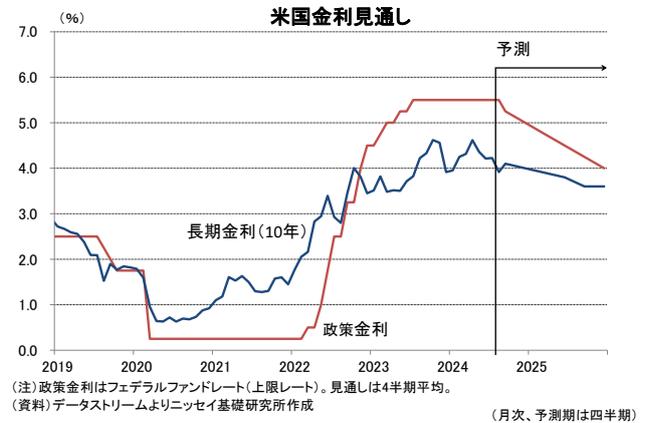
(図表 20)



(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 21)



(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)

(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。