

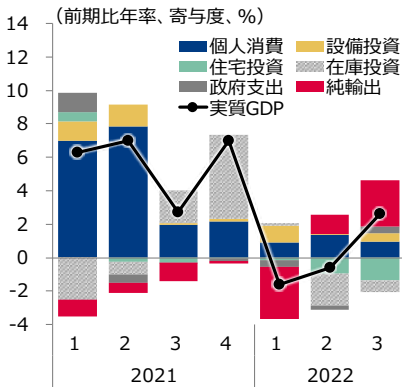
### 3. 米国経済

#### (1) 米国経済の現況

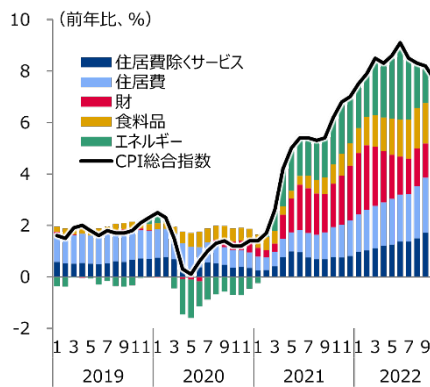
##### 内需は軟調、減速基調が継続

米国経済は減速基調が続いている。22年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.6%と、三四半期ぶりにプラス成長となった(図表3-1)。ただ、内訳をみると、外需要因である純輸出の寄与が大きく、個人消費の伸びは減速、住宅投資は2四半期連続の2桁台のマイナス成長と、インフレの高止まりや大幅利上げ継続によって内需は軟調に推移した。

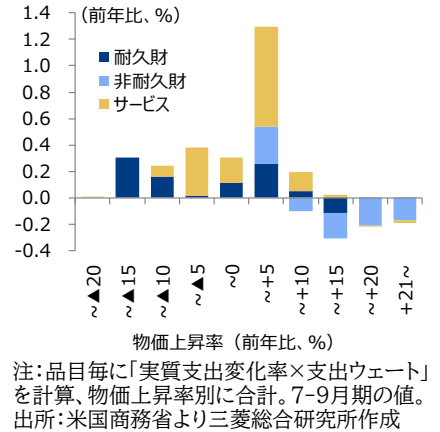
図表 3-1 実質 GDP 成長率



図表 3-2 消費者物価指数



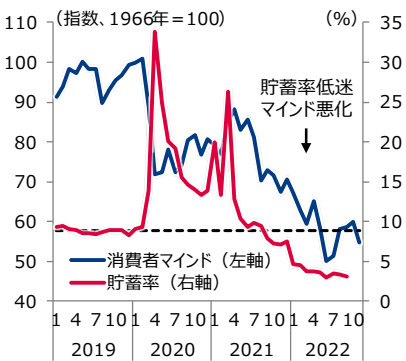
図表 3-3 物価上昇率別の実質支出



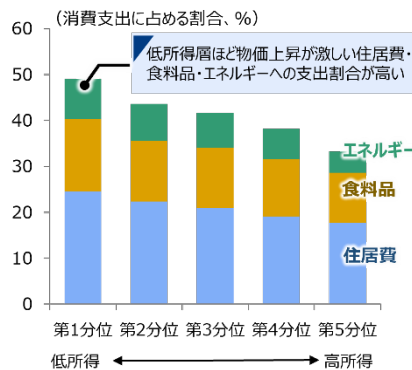
##### 依然高い消費者物価により家計の購買力・マインドは下押し

景気減速の一因が、高インフレの持続による消費下押しだ。10月の消費者物価指数は前年比+7.7%、変動の激しい食品とエネルギーを除くコアは同+6.3%と、ピークアウトしつつあるものの、依然高水準が続いている(図表3-2)。コロナ危機以降に拡大した財から、サービスへの需要のシフトが続き、財価格は低下基調にある一方、食料品やウェートの3割を占める住居費の高騰が全体を押し上げている。また、実質消費支出の変化の詳細をみると、高い物価上昇率となった飲食料品などの非耐久財が主に減速している(図表3-3)。高インフレを背景に、消費者マインドは歴史的低水準にとどまり、貯蓄率は19年平均を下回る低水準となっている(図表3-4)。所得階層別消費支出をみると、低所得層ほど物価上昇の激しい住居費や食料品といった必需品の支出割合が高く、今後低所得層を中心に消費の抑制が懸念される(図表3-5)。

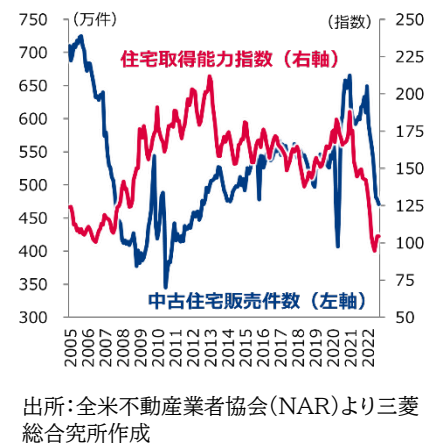
図表 3-4 消費者マインド・貯蓄率



図表 3-5 所得階層別消費支出



図表 3-6 住宅取得能力指数・中古住宅販売件数



##### FRBの歴史的な大幅利上げ継続が需要を抑制

大幅利上げ継続によって需要は抑制されつつある。物価が依然高水準で推移するなか、FRBは景気を一時的に減速させてでもインフレを抑制するタカ派姿勢を強め、6・7・9・11月の4会合連続で0.75%ポイントの大幅利上げを実施した。結果、ローン金利の急上昇に伴い消費者の住宅取得能力は抑制され、中古住宅販売件数は、コロナ危機発生時の低水準に近づいている(図表3-6)。また、製造業を中心に企業マインドも悪化している。利払い負担の増加に加え、ドル高による輸出・海外収益の悪化が企業活動の押し下げ要因となっている。

## (2) 米国経済の先行き

22年の実質GDP成長率は前年比+1.7%、23年は同+0.4%と、前回見通し(22年同+1.7%、23年同+1.5%)から、23年を大幅に下方修正する。内需は減速し始めており、10月にはCPIも市場予想以上に鈍化したものの、依然として物価上昇圧力は強く、前回想定よりも更に強力な金融引き締めが必要なためだ。22年中は高インフレによる消費抑制と利上げによる住宅投資等の抑制によって、潜在成長率並みの成長となる。

23年は利上げの影響がラグを持って本格的に顕在化し、消費や設備投資の下振れ幅が拡大する。過剰貯蓄に取り崩し余地があること、雇用環境の悪化が過去の景気後退局面と比べて抑えられることから消費が底堅さを維持し、23年通年ではマイナス成長は辛うじて回避すると見込むものの、極めて低い成長となる見込みだ。

また、景気減速の結果として、高インフレは段階的に緩和していくものの、23年末でもコアPCE物価は3%近くで推移し、FRBの目標である2%のインフレ率に戻るのには24年以降となると見込む。

先行きの注目点は、①インフレ動向の見通し、②金融政策の動向とその影響、の2点だ。

### 注目点①:インフレ動向 — 高い賃金上昇や期待インフレ率の高止まりが課題

景気減速にも関わらず物価上昇圧力は根強く、高インフレの解消には時間を要する。足元では、供給制約の緩和やドル高による輸入物価の低下等によって、コストプッシュ要因の物価上昇圧力が徐々に解消に向かいつつある(総論P.5 図表1-6参照)。しかし、サービス価格上昇がコアCPIを高止まりさせており、これはデマンドプル型の物価上昇圧力が依然強いことを反映している。この背景には、①コロナ危機下の財政支援によって蓄積された多額の家計貯蓄が残存していることに加え、②労働市場の逼迫から極めて高い賃金上昇が続いていることがある。これらは景気悪化のバッファとなる反面、物価上昇圧力の緩和を妨げる要因でもある。

①について、足元では過剰貯蓄の取り崩しが進んでいるが、大部分は残っており、23年末まで取り崩し余地が残る(図表3-8)。FRBの推計では、所得階層別で下半分の世帯でも1世帯5.5千ドルの過剰貯蓄がある<sup>2</sup>とされ、後述のような下押し圧力があるなかでも消費が底堅さを維持する要素となる。

②について、名目賃金の変動要因を分析すると、21年半ば以降は労働需給の逼迫や期待インフレ率の上昇が賃金高止まり要因になっている(図表3-9)。賃金の伸びは7-9月期に幾分和らいだものの、失業率は10月時点で3.7%、欠員率は9月時点で6.5%と、労働市場は逼迫した状況が続いており、人手不足から賃上げ圧力は強い状況だ。

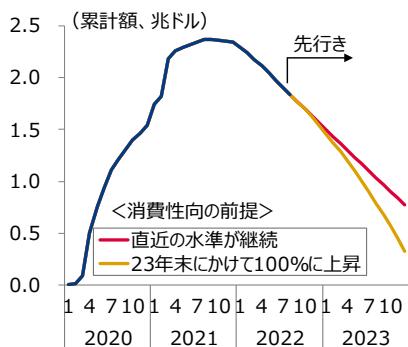
また、家計の期待インフレ率の中央値は、22年前半と比較すると低下しているものの、賃金交渉に特に影響を与える1年先の期待インフレ率ではコロナ前よりも高止まりしている(図表3-10)。3年先では19年の水準に戻っているものの、その分布を見ると、期待下位は景気後退懸念から大きく下落している一方で、上位はいまだに高止まりしており、インフレ期待が鎮静化しているとは言えない。

図表 3-7 米国経済見通し

暦年ベース (前年比、%)	実績		予測	
	2020	2021	2022	2023
実質GDP	▲2.8	5.9	1.7	0.4
個人消費	▲3.0	8.3	2.6	1.0
設備投資	▲4.9	6.4	3.7	1.7
住宅投資	7.2	10.7	▲10.1	▲16.9
在庫投資寄与度	▲0.7	0.2	0.6	▲0.4
政府支出	2.6	0.6	▲0.8	1.2
純輸出寄与度	▲0.2	▲1.3	▲0.7	0.3
輸出等	▲13.2	6.1	7.5	1.7
輸入等<控除>	▲9.0	14.1	8.6	▲0.2
FFレート誘導水準(年末)	0.0-0.25	0.0-0.25	4.25-4.5	5.0-5.25
物価(コアPCE)	1.4	3.3	5.1	3.6
失業率	8.1	5.4	3.7	4.5

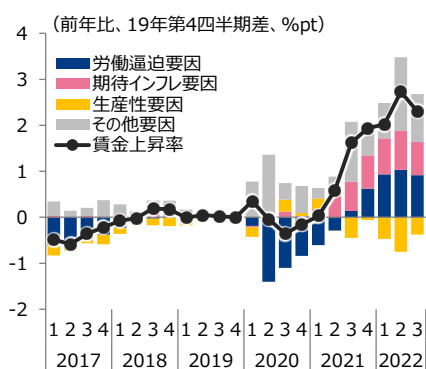
出所:三菱総合研究所

図表 3-8 過剰貯蓄の先行き



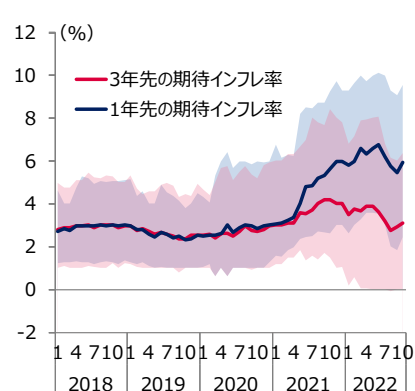
注:可処分所得は直近の伸びが継続すると仮定。過剰貯蓄は19年平均を上回る貯蓄額の合計。株式等への投資は考慮していない。  
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-9 名目賃金の上昇要因



注:名目賃金は雇用コスト指数の賃金、労働逼迫はUV比率、インフレ期待は1年先を用いて推計。  
出所:米国労働省、ミシガン大学より推計

図表3-10 家計の期待インフレ率



注:ハイライトは回答者の上位/下位25%。  
出所:NY連銀より三菱総合研究所作成

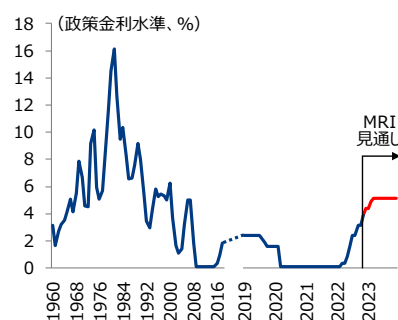
<sup>2</sup> FEDS Notes, "Excess Savings during the COVID-19 Pandemic".

## 注目点②: 金融政策の動向 — 政策金利は23年前半に5%に、23年の成長を大きく押し下げへ

こうした状況を踏まえ、23年3月にかけて、5.00-5.25%まで政策金利を引き上げ、23年中は同水準を維持すると見込む(図表3-11)。引き締め長期化の背景には、金融引き締めと金融緩和を繰り返した結果、高インフレが長期化し、スタグフレーションを招いたと指摘される1970-80年代の経験がある。FRBとしては、景気の悪化を多少許容してでも、インフレ抑制を確実にする方針へと転換しており、早期の利上げ停止や、金融緩和への方針転換には慎重だ。

利上げによる景気下押し効果はラグを持って生じ、結果として23年の成長率は大きく下押しされる。現在は住宅市場への影響が中心だが、今後は個人消費や企業活動にも本格的に影響を与える。

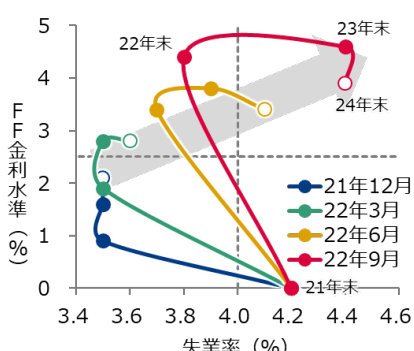
図表 3-11 利上げ見通し



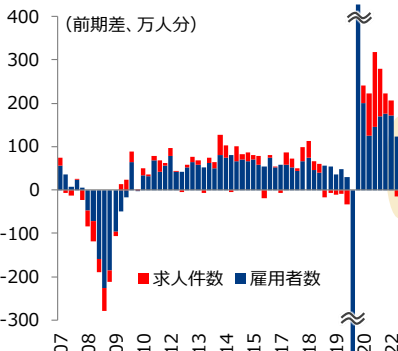
## 個人消費は資産価格の下落や雇用環境の悪化から鈍化へ

米国GDPの約7割を占める個人消費は、底堅さを維持しつつも、鈍い伸びにとどまると見込む。前述の通り、家計の財務環境が良好なことが消費の下支え要因となる一方で、インフレ高止まりや資産価格の下落、債務返済負担の増加に加え、雇用環境の悪化が消費下押し要因となる。賃金上昇が物価上昇の一因であることから、金融引き締めによって労働市場を冷まさなければ賃金上昇を抑えることはできない。「物価の安定」と「最大雇用」の2つを目標に掲げるFRBも、雇用悪化はやむを得ないという立場に変化しており、FOMC参加者が予測する23年末の失業率は4.4%と、中立水準(4.0%)を上回る(図表3-12)。

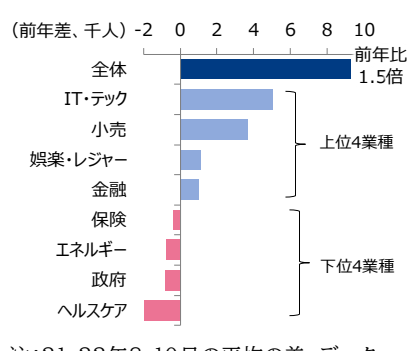
図表 3-12 FOMC 参加者の見通し



図表 3-13 労働需要の調整状況



図表 3-14 企業の人員削減数



足元の雇用環境は堅調さを維持しているが、一部では景気減速に伴って労働需要を調整する兆しがみられる。労働市場全体では、雇用者数は増加しているものの、求人数が前期と比較して減少に転じている(図表3-13)。さらに、雇用者数を調整する動きも始まっている。企業の人員削減数を見ると、テック企業や小売など、これまで積極的に雇用を増やしてきた業種で人員削減の動きが広がっている(図表3-14)。先行きは、金利上昇や景気悪化によって他産業でも人員が削減、構造的な人手不足要因によって過去の景気後退局面に比べると悪化幅は抑えられるものの、23年末にかけて失業率は5%前後まで段階的に上昇すると見込む。

## 金利上昇による需要抑制で企業活動は減速へ

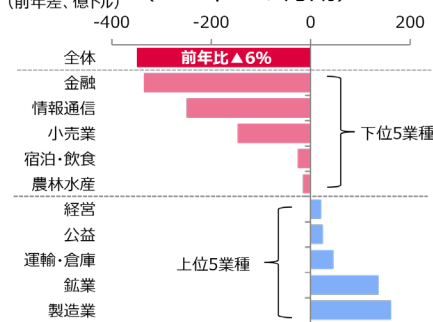
企業活動は減速を見込む。①FRBの大幅利上げ継続が需要を抑制することに加え、②金利上昇による資金調達環境の悪化や③世界経済の減速が下押し要因となるからだ。

既に、一部業種では減速の兆しが顕在化している。22年7-9月期の業種別営業利益の前年差をみると、18業種のうち、鉱業や運輸・倉庫など、12業種で営業利益が拡大した一方、大幅利上げ継続によって市場の混乱の影響を受けている金融や、需要抑制の逆風が強まっている小売業など、6つの業種では営業利益が大きく悪化し、全体(前年比▲6%)を押し下げている(図表3-15)。

さらに、企業マインドも悪化基調が続いている。22年10月のISM景況指数をみると、特に製造業は50.2と好不況の分かれ目である50割れ目前となっている(図表3-16)。また、設備投資に先行するコア資本財受注の前年比伸び率は、依然高水準ではあるものの、21年入り後は低下している(図表3-17)。製造業の6カ月先の設備投資見通しは、21年中盤にピークアウトして以降急落し、直近ではコロナ前を下回る水準で推移している。利上げによる資金調達環境の悪化や内需・外需の減速により、設備投資・企業活動は減速していくだろう。

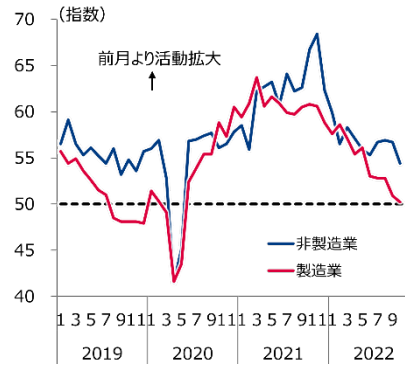


図表 3-15 業種別営業利益  
(22年7-9月期)



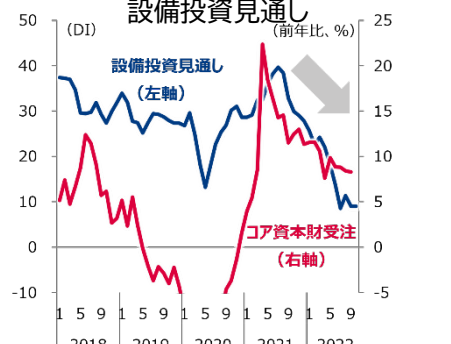
注:S&P500のうち、22年11月15日時点でデータ取得可能な484社。  
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 3-16 ISM 景況指数



出所:Institute for Supply Management®より三菱総合研究所作成

図表 3-17 コア資本財受注  
設備投資見通し



注:設備投資見通しは3か月移動平均。  
出所:米国商務省、フィラデルフィア連銀より三菱総合研究所作成

### (3) 米国経済の先行きリスク

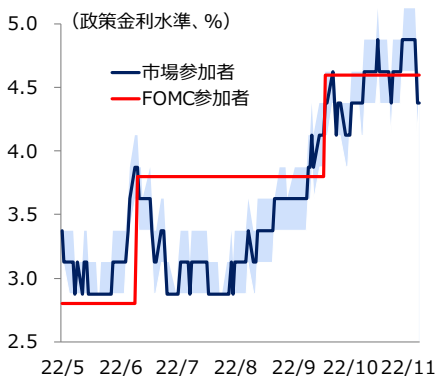
米国経済は、歴史的な物価上昇と大幅な利上げの中で不確実性が極めて高い。スタグフレーションに陥り、23年がマイナス成長になるリスクは前回見通し時(8月時点)よりも高まっている。

#### 一段の金融引き締めによるスタグフレーションの恐れ

最大のリスクは、物価高止まりによる一段の金融引き締めだ。既にFRBは中立金利を大きく超える水準まで利上げを行っているが、物価上昇圧力は当初の想定以上に根強い。期待インフレ率が高止まりした場合など、インフレ抑制が難航した際には、ターミナルレート(=政策金利の引き上げ最終到達点)のさらなる引き上げや長期間の高水準の政策金利維持を迫られよう。その場合には、物価の高止まりに加え、利上げによる景気下押し効果が大きくなり、スタグフレーションに陥る恐れも十分に考えられる。

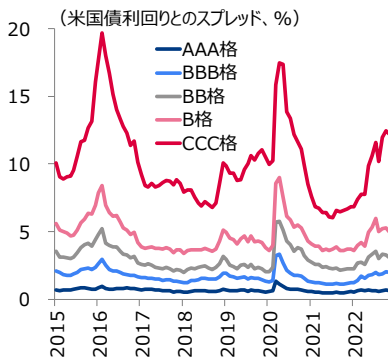
その際には、金融市場の動揺も懸念事項だ。市場の利上げ予想も相応に上方修正されているが(図表3-18)、23年中の利下げ観測もいまだ根強い。今後、景気が悪化するに従って、市場の利下げ期待が高まる可能性があるが、FRBは早期利下げに慎重だ。市場のハト派的な期待が裏切られ、株価が大きく下落した場合、逆資産効果を通じた景気下押しは大きくなる。また、足もとでは投機的格付け(BB格以下)の社債利回りが上昇傾向にあり資金調達環境は悪化している(図表3-19)。さらに悪化すれば企業破綻が増加する恐れがある。

図表 3-18 23年末の金利水準予想



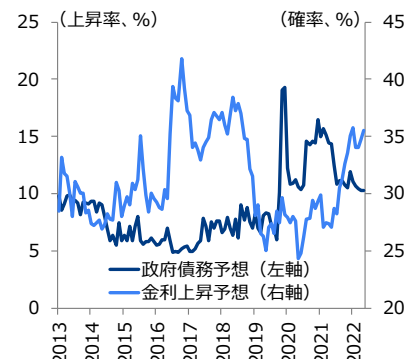
注:実線は中央値、青帯は市場見通しの上下25%。  
出所:FRB、Fed Watch より三菱総合研究所作成

図表 3-19 米国社債スプレッド



注:ICE BofA US Corporate Index Option Adjusted Spread  
出所:Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 3-20 家計の政策見通し



注:「1年後の政府債務増加率」平均値、及び「1年後の預金金利上昇確率」中央値。  
出所:NY 連銀より三菱総合研究所作成

#### 「財政の崖」と過度な財政拡張の双方がリスクに

加えて、財政政策の動向も米国経済のリスクとなる。11月8日の米中間選挙の結果、上院では民主党が過半数の維持を確定、下院では共和党が過半数を奪取する可能性が高い。人工妊娠中絶の問題などが民主党に有利に働き、下馬評よりも民主党が善戦した形だ。「ねじれ議会」となれば、バイデン政権の政策運営は厳しいものになるだろう。立法上の合意形成を通じた政策立案が困難になるばかりでなく、「財政の崖」や政府機関の閉鎖によって米国経済は下押しされかねない(詳細は総論 P.8参照)。

一方、財政・金融政策の不整合にも警戒が必要だ。FRB が需要を冷ましてインフレを抑制しようとする中で、バイデン政権は拡張的な財政政策を続けている。中間選挙の結果、財政出動余地は狭まる可能性が高いが、イエレン財務長官は景気後退時には財政政策で対応する方針を示しているほか、家計も財政拡張の継続を予想している(図表3-20)。財政拡張を続けた場合、物価が高止まりするだけでなく、政府への信認低下から金融市場が混乱する恐れもある。財政支援は困窮世帯に的を絞る、債務拡大を自制することが求められる。