

(1) 米国経済の現況

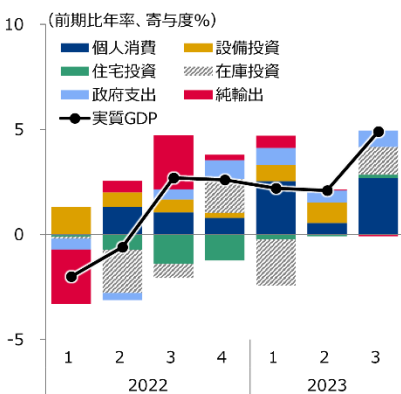
底堅い雇用・所得環境が消費を押し上げ、高い成長率を維持

米国経済は、長引く金融引き締めの中なかでも、堅調に推移している。23年7-9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+4.9%(前期同+2.1%)と、伸びが拡大した(図表3-1)。内訳をみると、GDPの約7割を占める個人消費(図表3-1■)が、底堅い雇用・所得環境を背景に同+4.0%(前期同+0.8%)と、高い伸びとなり、成長をけん引した。また、住宅投資(同■)が同+3.9%(前期同▲2.2%)と2年半ぶりにプラス成長に転じた。

物価の伸びは鈍化も、FRBはインフレ再燃や金融環境の引き締めによる景気下押しリスクに警戒

物価上昇ペースの一般と景気下押し懸念の高まりを受け、FRBは7月のFOMCを最後に利上げを休止している。FRBが重視するコアPCE物価の伸び率は、労働需給の逼迫度や賃金上昇圧力の緩やかな緩和によって、鈍化している(図表3-2)。もっとも、政府閉鎖を巡る米議会の混乱など、財政持続性への懸念を背景に長期金利は不安定な動きが続いている。ストライキ頻発(図表3-3)による賃上げ圧力や、中東情勢の混乱による原油高リスクなど、インフレ再燃の懸念もくすぶる。FRBは、インフレ再燃リスクと引き締めによる過度な経済抑制リスクのバランスのなかで慎重なかじ取りを求められている。

図表 3-1 実質 GDP 成長率



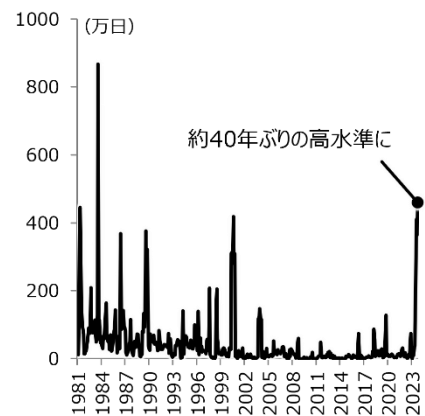
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-2 物価上昇率、平均時給上昇率



注:物価の直近は23年9月、平均時給は23年10月。点線はFRBの2%物価目標水準。
出所:米国商務省、米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-3 ストライキによる労働損失日数



注:直近は23年10月。
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

(2) 米国経済の先行き

23年の米国の実質GDP成長率は前年比+2.4%と予測する(図表3-4)。23年7-9月期実績値の上振れを踏まえ、前回8月時点(同+1.8%)から上方修正する。7-9月期までは、内需(個人消費、設備投資)が堅調に推移し、潜在成長率(1%台後半)を上回った。もっとも、10-12月期以降は、既往の利上げ効果の顕在化やコロナ禍で実施された財政支援の下支え効果剥落が見込まれ、1%前後の低い成長率にとどまるだろう。

24年は、実質金利の高止まりや既往の引き締めによる内需抑制効果が本格化することから、同+1.2%と減速を見込む。減速局面の後ずれを映じ、前回(同+1.0%)から上方修正する。もっとも、構造的な人手不足による解雇抑制や脱炭素・経済安全保障関連投資などが成長を下支えし、景気後退は回避するとみる。FRBが利下げに転じるのは、インフレ抑制の目的が立つ24年後半となるだろう。

先行きの注目点は、①金融引き締めの内需への影響、②経済構造変化がもたらす成長の下支え力、③物価と金融政策の行方、の3点である。

図表 3-4 米国経済見通し

暦年ベース (前年比、%)	実績		予測	
	2021	2022	2023	2024
実質GDP	5.8	1.9	2.4	1.2
個人消費	8.4	2.5	2.1	0.9
設備投資	5.9	5.2	4.1	1.3
住宅投資	10.7	▲9.0	▲11.1	0.7
在庫投資寄与度	0.2	0.5	▲0.4	▲0.0
政府支出	▲0.3	▲0.9	3.7	1.4
純輸出寄与度	▲1.3	▲0.5	0.5	0.2
輸出等	6.3	7.0	2.5	2.7
輸入等<控除>	14.5	8.6	▲1.6	0.8
FFレート誘導水準(年末)	0.0-0.25	4.25-4.5	5.25-5.5	4.75-5.0
物価(コアPCE)	3.9	5.3	4.1	2.9
失業率	5.4	3.6	3.7	4.4

出所:実績はFRB、米国商務省、米国労働省、予測は三菱総合研究所

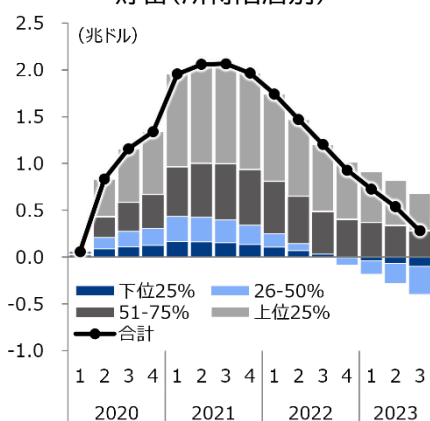
注目点① 金融引き締めの内需への影響 —— 引き締め影響が顕在化し、消費・投資の伸びは鈍化

内需(消費・投資)の伸びは、24年半ばにかけて鈍化するとみる。コロナ禍で実施された家計に対する財政支援の効果が剥落することに加え、既往の金融引き締めの影響が時間差を伴って需要を抑制するからである。

個人消費は、①学生ローンの返済猶予終了、②コロナ禍で蓄積された貯蓄の取り崩し余地の減少など、これまで堅調な消費を下支えしてきた要因の剥落に加え、③長引く金融引き締めによる信用状況の悪化が伸びを抑制すると見込む。①について、学生ローンの返済猶予措置は、20年3月に成立したCARES法(コロナウイルス支援・救済・経済安全保障法)により導入され、約4,600万人を対象に返済猶予などが行われてきた。しかし、23年6月成立の財政責任法の施行に伴い、同年10月から、名目個人消費の0.5%に相当する約80億ドル/月(当社試算)の返済が再開され、今後、若年層を中心に消費は抑制される可能性が高い。②について、コロナ禍の財政支援などで蓄積された貯蓄を所得階層別にみると、所得水準下位50%では、既に貯蓄を使い果たしており(図表3-5■・■)、消費を増やす余力は小さい。③について、クレジットカードローン金利は直近で20%超えの高水準で推移し、低・中所得者層の利用が多い中堅・中小行のカードローン延滞率はコロナ禍のピーク時を上回る高水準に達している(図表3-6)。ニューヨーク連銀の消費者調査(10月)によると、1年後に信用利用が「非常に困難」「やや困難」になると予想する回答割合は55.7%に上り、平時と比較して高水準にある。家計の信用環境の悪化に伴い、低・中所得者層を中心に支出抑制の動きが強まるだろう。

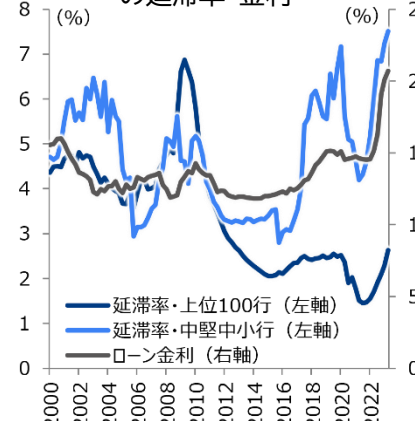
企業の設備投資は、金融引き締めの影響が時間差を伴って顕在化し、資金調達環境が悪化することにより、24年半ばにかけて鈍化を続けるとみる。銀行の融資基準は、08年金融危機時に次ぐ水準にまで厳格化が進んでいる。融資残高の動きに約1年先行する融資基準DI・資金需要DIの動向を踏まえると、先行きの融資残高は24年末にかけて前年比▲20%程度減少すると推計される。また、社債の償還予定額を見ると、24年以降は、コロナ禍で発行した社債の償還/借り換えの増加が予想される(図表3-7)。コロナ禍の金融緩和下で、企業収益は堅調に推移し、設備投資を下支えしてきた。しかし、現在の高金利下での借り換え増加は、利払い負担の増加を通じて、企業投資を抑制するだろう。

図表 3-5 コロナ禍で蓄積された貯蓄(所得階層別)



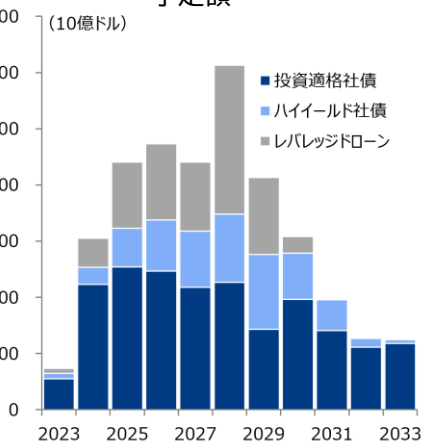
注:17-19年の貯蓄トレンドを上回る額。
出所:FRB、米国商務省、米国労働省、
OPPORTUNITY INSIGHTより三菱総合研
究所作成

図表 3-6 クレジットカードローンの延滞率・金利



注:直近は23年4-6月期。延滞率は季節調整値。
出所:FREDより三菱総合研究所作成

図表 3-7 社債償還・借入返済予定額



出所:BISより三菱総合研究所作成

注目点② 経済構造変化がもたらす成長の下支え力 —— 3つの変化が下支えし、成長の大幅減速は回避

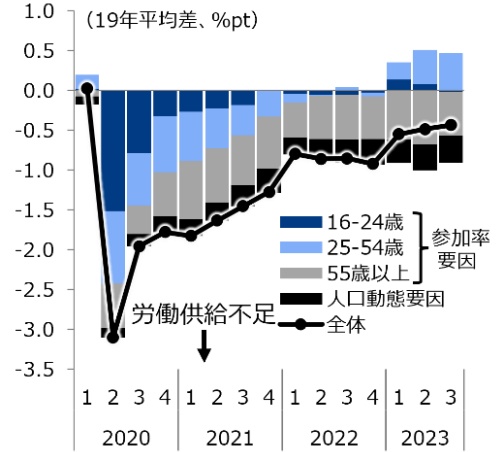
金融引き締め長期化や貸出基準厳格化はいずれも成長下振れ要因となるが、米経済を取り巻く3つの構造変化が成長を下支えし、24年の米経済は1%台前半の成長を予想する。

第一に、人口動態の変化による根強い人手不足から、解雇が過去局面と比べて軽度にとどまり、消費の底割れは回避されるとみる。米国では2006年以降、米国の生産年齢人口(16歳以上)に占める65歳以上の割合が+6%pt程度上昇し、急速に高齢化が進んだ。65歳以上の割合の増加を受け、企業の人手不足感を示す欠員率は、06年から19年にかけて+1.2%pt程度、水準が切り上がった。加えて、コロナ危機以降、健康不安や金融緩和を受けた資産価格上昇による資産効果は、55歳以上の早期引退を加速させ、労働参加率は依然19年平均を下回る。内訳をみると、55歳以上の労働参加率低迷に加え、人口動態要因(高齢化:図表3-8■)が下押し要因となっている。今後、高齢化速度の加速が見込まれ、人手不足への警戒感から、人員削減の動きは一定程度抑えられる可能性が高い。加えて、人手不足は賃金上昇圧力につながるため、実質賃金の伸び(名目賃金上昇率-物価上昇率)は小幅プラスを維持し、消費を下支えするだろう。

第二に、脱炭素産業の育成に向けた補助金政策や経済安全保障に関わる半導体の国内生産回帰支援策が、米国内外企業の投資需要を下支えし、設備投資は底堅い推移を予想する。バイデン政権は、22年8月に、EV普及などを柱とするインフレ抑制法(IRA)、米国内の先端半導体開発を促進するCHIPSおよび科学法を成立させた。成立以降、国内外企業から約6,000億ドルに上る投資計画が発表されている(図表3-9)。投資計画が2030年までに全て実現すると仮定した場合、GDPを毎年平均+0.3%pt程度押し上げると見込まれ、金融引き締め逆風下でも、中長期視点での投資は底堅く推移するだろう。

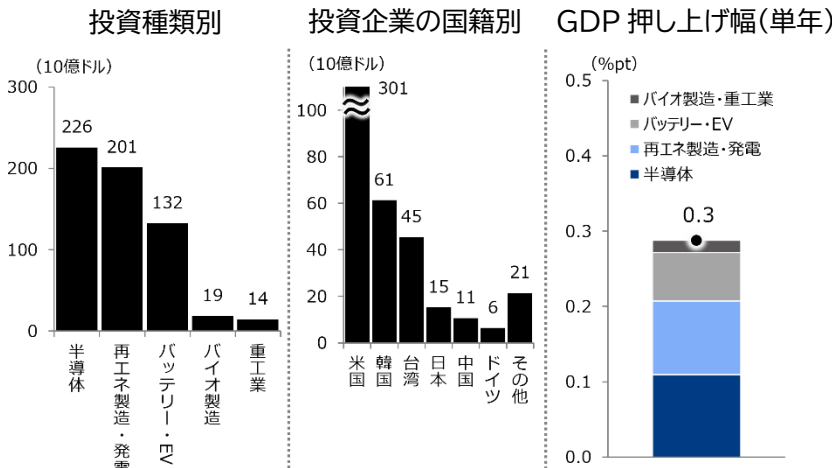
第三に、原油・食糧価格の高止まりは、マクロでの所得形成を下支えし続けるとみる。21年以降、交易条件(貿易での稼ぎやすさ)は大幅に改善しており(図表3-10)、交易利得の拡大に寄与してきた。その背景として、2010年代半ば以降、シェールオイル・ガス開発が本格化し、米国はエネルギー純輸出国に転換していることがある。加えて、米国は小麦や大豆、とうもろこしなどの食糧輸出大国であることも挙げられる。先行き、原油・食糧価格の一段の上昇に伴う交易利得のさらなる拡大は見込みにくいものの、ウクライナ危機の長期化や中東情勢の混乱、熱波・干ばつなどの異常気象によって原油・食糧価格の高止まりが予想され、交易利得は高水準で推移すると見込まれる。

図表3-8 労働参加率(19年平均差)



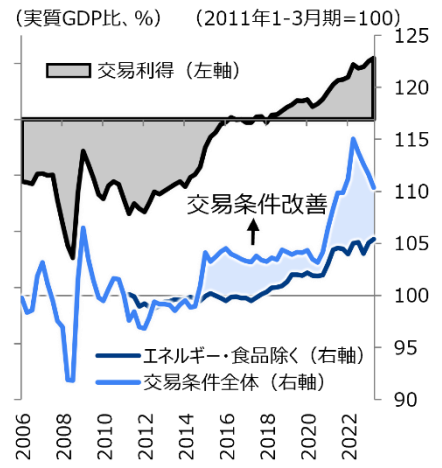
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-9 バイデン政権下で発表された脱炭素・経済安保関連投資計画



注:GDP押し上げ幅は、8年にわたって効果が均等に顕在化すると仮定して算出。投資企業の国籍別には、再エネ発電投資を含んでいない。23年10月25日時点。
出所:ホワイトハウスより三菱総合研究所作成

図表 3-10 交易利得・条件



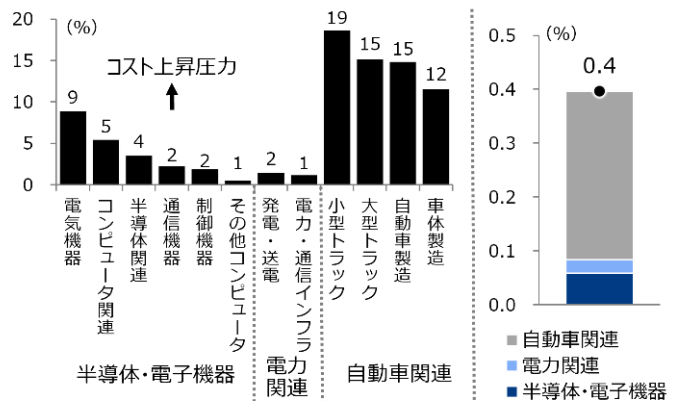
注:交易利得=実質GDI-実質GDP。交易条件は輸出物価指数/輸入物価指数。
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

注目点③ 物価と金融政策の行方 —— 一筋縄ではいかないインフレ抑制、2%物価到達は25年以降

インフレ率がFRB目標の2%にまで落ち着くのは25年以降になるとみる。なぜなら、①根強い労働需給の逼迫、②脱炭素推進・国内生産回帰によるコスト増など、成長を下支えする構造変化がインフレ圧力となるからである。

①について、金融引き締めの影響で、労働需要の抑制は進むが、高齢化が進むなかで供給の大幅増は見込みがたい。労働需給の逼迫度を示すV/U(欠員率/失業率)比率がFRBの2%物価目標と整合的な水準(19年平均)に戻るには、現ペースで労働需給逼迫の緩和を続けた場合でも、1年程度を要する公算が高い。労働需給の逼迫は賃金上昇を促し、コストに占める人件費の割合が高いサービス価格を中心にインフレは長期化するだろう。

図表 3-11 生産回帰によるコスト上昇圧力(左)、物価全体へのインパクト(右)



注:コスト上昇圧力は、一人当たりGDP水準を各国の製造コストとみなし、各品目を全て米国内の製造に切り替えると仮定して算出。
出所:米国商務省、IMF、OECDより三菱総合研究所作成

②について、脱炭素や経済安全保障の必要性の高まりを受けた米国内への生産回帰の動きは、製造コストの増加を通じてインフレ圧力となる。現在、米製造業は、国内生産に必要な中間財の2割弱を輸入に依存する。仮に、脱炭素関連(電力・自動車など)や経済安全保障関連(半導体・電子機器など)を全て米国内の生産に切り替える場合、物価水準を約+0.4%切り上げると試算される(図表3-11)。脱炭素など、中長期の構造変化により、FRBのインフレ抑制は一筋縄ではいかない。

こうした状況下、FRBは、当面は引き締め的な金融政策運営を維持すると予想する。確実にインフレを抑制するために、FRBは、24年半ばにかけて政策金利の誘導水準を現在の5.25-5.50%の高水準で維持するだろう。ただ、雇用・物価関連指標が想定よりも上振れた場合は、追加利上げに踏み切る可能性がある。

FRBが利下げに転じるのは24年後半からとなり、利下げのペースも緩やかにとどまるとみる(図表3-12)。FRBはインフレ抑制のために、24年中は実質政策金利を景気に対し抑制的な水準を確保すると見込まれ、24年末でも5%程度の政策金利を維持すると予想する。加えて、FRBは、資産残高の圧縮を当面は継続するとみられ、債券需給の緩和で長期金利も24年にかけて高水準が続くだろう。

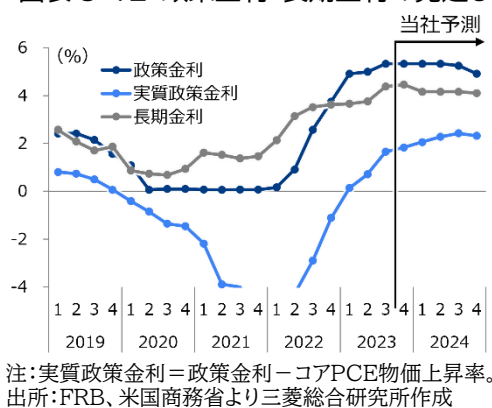
(3) 米国経済の先行きリスク

米国経済は、メインシナリオとしては景気後退を回避すると見込むが、先行きを巡る不確実性は高い。下記2つのリスクのいずれかが現実となった場合、景気後退に陥る恐れがある。

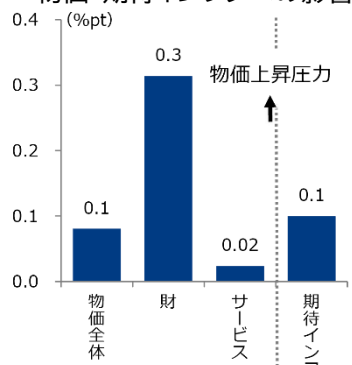
第一のリスクは、インフレ抑制の難航で一段の利上げが必要になることである。中東情勢の混乱など、地政学リスクの高まりを受けた原油価格の一段の上昇は、物価や賃金交渉に影響を与える1年先・家計の期待インフレ率を押し上げる(図表3-13)。原油価格の上昇をきっかけに、賃金インフレの再燃や物価が高止まりした場合、FRBは一段の利上げや金融引き締めの長期化を余儀なくされ、消費や投資を一層抑制する恐れがある。

第二のリスクは、銀行経営不安の再燃である。先行きを見通す上で、①長期金利上昇の影響、②商業用不動産市況のさらなる悪化、に注意が必要である。①について、長期金利の上昇は債券価格の下落などを通じて、経営基盤が脆弱な傾向にある中堅・中小行の収益悪化・破綻を招く恐れがある。米国財政は、巨額の予算が充てられているインフレ抑制法などの影響や利払い費の増加によって悪化が続くと予想され(図表3-14)、当面は長期金利に上昇圧力が加わる点も懸念される。②について、金利の高止まりやコロナ危機以降の出生率の低下による需要減を受け、商業用不動産価格は24年後半にかけて08年金融危機時に次ぐ下落幅になると推計される(図表3-15)。銀行保有の不動産担保価値の下落や、融資先の担保価値下落・不動産収益の減少は、銀行に損失をもたらし、自己資本比率を低下させる。特に、商業用不動産ローン債権融資の7割を担う中堅・中小行の経営逼迫につながりかねない。23年3月のように、中堅・中小行の銀行経営破綻が相次いだ場合、融資減少やマインド悪化などにより、景気は大幅に下押しされるだろう。

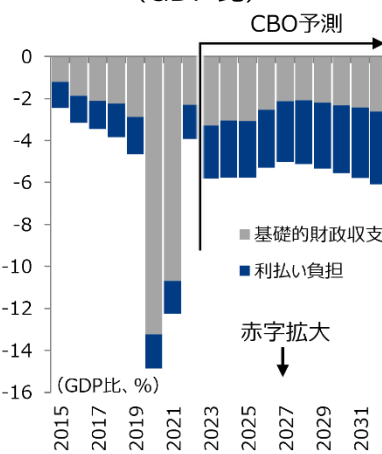
図表 3-12 政策金利・長期金利の見直し



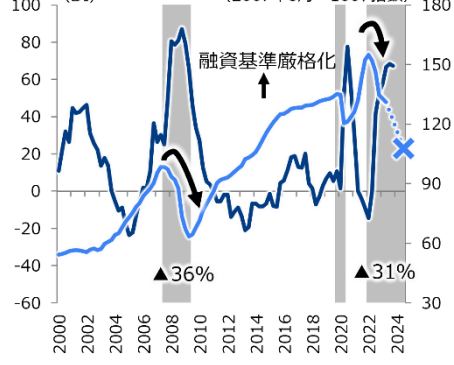
図表 3-13 原油価格の上昇による物価・期待インフレへの影響



図表 3-14 米国の財政赤字 (GDP比)



図表 3-15 商業用不動産価格の先行き



トピックス：2024年米国大統領選挙の注目点

米国大統領選挙が24年11月に行われる。各社世論調査では、民主党はバイデン大統領が、共和党はトランプ氏がそれぞれ候補者指名争いでリードしており、両者の支持率は拮抗している。本トピックスでは、大統領選を見通す上でのポイントと、大統領選挙後の政策動向を展望する。

(1) 大統領選を見通す上でのポイント—— 景気、候補者の資質、不法移民・治安問題対応が争点に

大統領選の争点として、①有権者の景況感、②両候補者の資質問題（健康不安・刑事起訴）、③不法移民・治安問題に注目である。①について、物価高の影響を受けやすい低・中所得者層を中心に、バイデン政権の経済対策への不満は強く、直近の政権支持率は約40%にとどまる。経済政策は約2年間にわたって最重要課題と挙げられており、勝敗のカギを握る無党派層の投票行動を左右するだろう。②について、バイデン大統領は、2期目の任期終了時に86歳となり、健康不安（大統領職務の遂行に支障を来すリスク）が懸念される。一方、トランプ氏は現在、4件の刑事起訴を抱え、来春以降は裁判と選挙戦の両立を強いられるとみられ、両候補者の問題は選挙結果を左右するとみる。③について、バイデン政権発足以降、不法移民数は3年連続で過去最多を更新し、不法移民対処は経済に次ぐ重要課題に挙げられている。また、コロナ危機以降、オピオイド（麻薬性鎮痛剤）関連死が急増しており、オピオイドや治安維持対策を巡る有権者の関心は高い。

ウクライナ・イスラエル支援を巡る世論の分断も懸念される。ABC Newsの調査では、ウクライナ支援を「Too much（多過ぎる）」とする回答割合は、民主党支持層では22%に対し、共和党は58%と過半数に上る。

(2) 大統領選挙後の政策動向—— 第2次トランプ政権が成立した場合、幅広い分野で政策は変化

選挙後の政策動向を整理する。前回20年選挙同様、議会選挙も拮抗が見込まれるなか、党内外の意見対立も深まっており、法改正を必要とする政策は停滞が予想される。バイデン大統領再選の場合は、現行路線が継続される。一方、トランプ氏が政権に返り咲く場合、現在から大幅に政策変更されるだろう（図表3-16）。

図表 3-16 大統領選後の政策動向

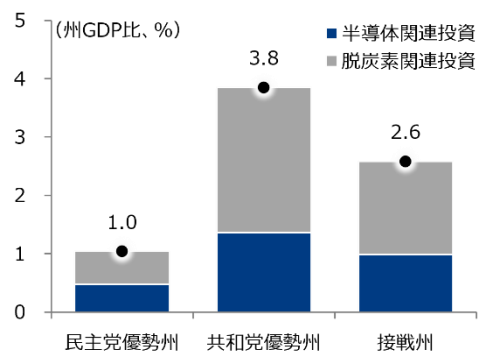
	バイデン氏：現行路線の継続	トランプ氏：現在から大幅な政策修正
内政	脱炭素 インフレ抑制法を軸に脱炭素推進を継続 ✓ EVシフト、クリーンエネルギーへの補助継続 ●脱炭素推進に向けた追加法案の整備	行政権を用いた環境規制緩和、化石燃料投資などの支援拡大 ✓ インフレ抑制法のガイダンス（方針）の一部修正 ●産業界の意向を踏まえつつ、インフレ抑制法の大幅改変
	産業政策 CHIPS法などを軸に国内生産回帰・自国供給力強化を継続 ●半導体への追加支援やバイオ分野への新規支援	超党派の支持を背景に、供給力強化の取り組み継続 ●CHIPS法の一部（児童ケア支援・労働組合保護など）修正
	税制 自社株買い・高所得層の課税、中小企業・低中所得層向け減税	小さな政府を志向、大企業・高所得層向け減税
移民問題	（一部壁建設は認めるも）諸外国との交渉を通じた解決模索	メキシコとの国境の壁建設の加速
外政	外政全般 他国連携の推進継続 ✓ IPEF ^(注) やUSMCA ^(注) などの多国間枠組みを軸に、西側・グローバルサウスとの連携強化	二国間関係重視、ルールに基づく国際秩序の後退 ✓ 二国間取引・ディールを重視する外交スタイル ✓ NATO離脱、同盟関係の見直し、追加関税措置の実施
	ウクライナ・イスラエル支援 ウクライナ・イスラエル支援継続 ✓ ウクライナ支援は費用対効果の高い支援との見方 ✓ 自由・民主主義を過度に重視しない外交スタンスの継続	ウクライナ支援縮小、イスラエル支援強化 ✓ トランプ政権の石油・天然ガス増産が、ロシア・ウクライナ間の和平交渉を難航させる恐れ
	対中政策 自国「投資」、友好国「連携」、「競争」の3つを軸に政策継続	トップ外交の下、対中貿易赤字を問題視し、高関税措置実施
	対日政策 対中政策に重きを置き、日本との同盟関係を強化	在日米軍の駐留経費の負担引き上げ要求の可能性

注：IPEFは、Indo-Pacific Economic Frameworkのこと。USMCAは、アメリカ、カナダ、メキシコ間の貿易協定。●はねじれ議会（大統領の政党である与党と、連邦議会の上院・下院、または上下両院の多数党が異なる場合）が回避された場合に推進が予想される法律。
出所：各種資料より三菱総合研究所作成

内政では、脱炭素の取り組みの一部後退、財政・税制スタンスの変化が予想される。特に、22年8月成立の脱炭素の軸であるインフレ抑制法のガイダンス（法律の指針）の一部が修正され、補助・税額控除基準が厳格化される恐れがある。元々製造業が盛んな共和党優勢州が、インフレ抑制法の恩恵を相対的に受けていることから（図表3-17）、大幅な法修正は回避されるとみる。それでも、風力エネルギー生産税額控除や太陽光エネルギーに代わるネットゼロ電源に対する控除などに係るガイダンスは、次期政権発足時までに完成しない可能性が高く、修正の動きには要警戒である。

外政では、2 国間関係重視の外交への揺り戻し、ウクライナ支援の縮小が見込まれる。多国間枠組みを重視するバイデン政権とは異なり、トランプ氏のトップ外交が展開され、貿易赤字の是正に重きを置いた高関税措置が多用されるだろう。

図表 3-17 支持州別の政策関連投資



注：州分類は、2016-20年の選挙実績を基に作成されたCook PVIIに基づく。
出所：ホワイトハウス、Cook Political Reportより三菱総合研究所作成