

(1) 米国経済の現況

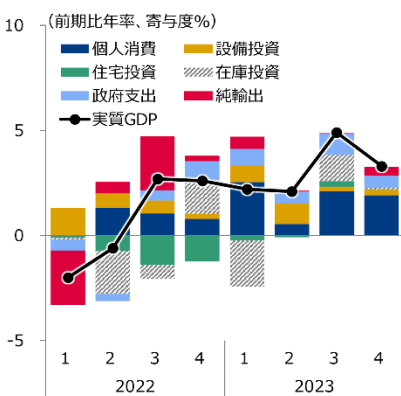
長引く金融引き締めの中でも、経済成長率は依然堅調

米国経済は、長引く金融引き締めの中でも、堅調に推移している。23年10-12月期の実質GDP成長率は、前期比年率+3.3%（前期同+4.9%）と、伸びは鈍化したが、潜在成長率（1%台後半）を大幅に上回っている（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+2.8%（前期同+3.1%）と、高い伸びを維持し、成長を牽引した。

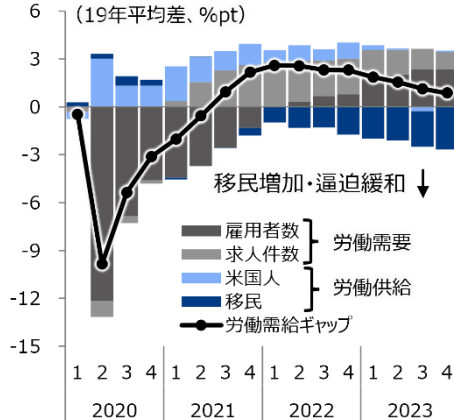
供給制約の緩和で、堅調な経済成長とインフレ率鈍化が継続

①コロナ禍の財政支援に加え、②供給制約の緩和が、堅調な経済成長とインフレ抑制を両立させている。①について、コロナ禍の財政支援等で家計に蓄積された約2.0兆ドルのうち1.4兆ドル程度が取り崩されており、消費の原資となっている。②について、サプライチェーン混乱解消により財供給が回復している。加えて、過去ペースを上回る移民流入に伴う労働供給の回復（図表3-2■）が進展し、労働需給ギャップ（労働市場の逼迫度）は段階的な緩和を続けている。底堅い雇用環境の下、モノやヒトの供給制約の緩和により物価の伸びが鈍化したことで、実質賃金（図表3-3■）は23年半ば以降プラスに転じ、家計購買力を下支えしている。

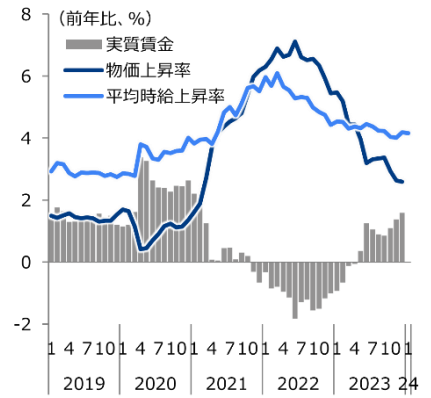
図表 3-1 実質 GDP 成長率



図表 3-2 労働需給ギャップ



図表 3-3 物価上昇率、平均時給上昇率、実質賃金



出所：米国商務省より三菱総合研究所作成

注：労働需給ギャップ＝（労働需要－供給）÷供給。供給は労働力人口、需要は雇用者数＋求人情数。移民はMRIの季節調整値。  
出所：FRED、Macrobondより三菱総合研究所作成

注：物価はPCE総合指数。物価・実質賃金の直近は23年12月、平均時給は24年1月。  
出所：米国労働省、米国商務省より三菱総合研究所作成

(2) 米国経済の先行き

24年半ばにかけて減速後、緩やかに回復へ

米国経済は急減速を回避し、軟着陸に向かうと予想する。24年の米国の実質GDP成長率は、前年比+2.1%と緩やかな減速を見込む（図表3-4）。23年実績の上振れを踏まえ、前回（同+1.2%）から上方修正する。コロナ禍での家計への財政支援効果の剥落や企業の利払い負担の増加は、消費・設備投資の伸びを抑制する。もっとも、インフレの落ち着きを受け、FRBは24年央以降利下げを実施するほか、構造的な人手不足による解雇抑制や産業政策が成長率を下支えすることから、成長率の大幅な落ち込みは回避されるだろう。

25年は景気抑制的な金利水準が続くことで、同+1.7%と潜在成長率並み（1%台後半）の成長に落ち着くと予想する。

なお、本予測は米大統領選でバイデン大統領が再選された場合である。第2次トランプ政権が成立した場合、輸入関税引き上げで25年の成長率は小幅の下振れを予想する（詳細は後述・注目点③を参照）。仮に所得・法人減税が実施される場合でも、景気浮揚効果の発現は主に26年以降となるだろう。

先行きの注目点は、①消費・投資の行方、②物価と金融政策の行方、③大統領選挙の影響、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	
	2022	2023	2024	2025
実質GDP	1.9	2.5	2.1	1.7
個人消費	2.5	2.2	2.0	1.5
設備投資	5.2	4.4	1.6	2.7
住宅投資	▲9.0	▲10.7	1.8	3.7
在庫投資寄与度	0.5	▲0.4	▲0.1	0.1
政府支出	▲0.9	4.0	3.3	1.2
純輸出寄与度	▲0.5	0.6	▲0.1	▲0.2
輸出等	7.0	2.7	2.0	1.7
輸入等<控除>	8.6	▲1.7	1.8	2.6
FFLレート誘導水準(年末)	4.25-4.5	5.25-5.5	4.5-4.75	3.25-3.5
物価(CoPCE)	5.3	4.0	2.4	2.1
失業率	3.6	3.6	4.1	4.1

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 消費・投資の行方 —— 金融引き締めの中、人手不足・産業政策が成長を下支えし、軟着陸へ

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。これまで、金融引き締めの需要抑制効果を緩和していた、コロナ禍での家計の財政支援の下支え剥落に加え、企業の金利負担が増加するからである。

消費については、①コロナ禍で蓄積された貯蓄の枯渇に加え、②金融引き締めによる信用状況の悪化が、家計の支出を抑制するとみる。①について、コロナ禍で蓄積された貯蓄は24年半ばにはコロナ危機前トレンド並の水準まで減少すると見込まれる。②について、低中所得者層の利用が多い中堅・中小行のクレジットカードローン延滞率は23年7-9月期時点で7.5%と統計開始(91年)以来の高水準で推移している。家計の信用環境悪化に伴い、支出抑制の動きが強まるだろう。

企業活動については、金融引き締めの影響が時間差を伴って顕在化し、設備投資の伸びは鈍化すると予想する。既往の大幅利上げにもかかわらず、企業の金利負担の増加は限定的にとどまっている。背景には、多くの企業が、①コロナ禍の金融緩和局面で、長期固定利率での調達を増やしたこと、②利上げ以降、手元資金をより金利の高いMMF(マネー・マーケット・ファンド)などへ移し、金利収入を増加させてきたことがある。

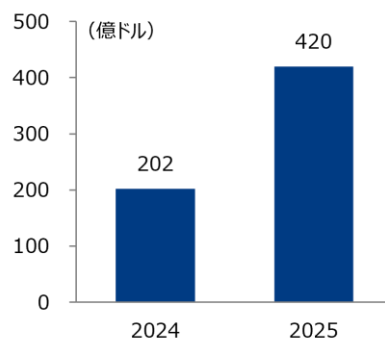
しかし、24年以降、コロナ禍で発行した社債の償還/借り換えが急増する<sup>3</sup>。償還分の借り換えには、現在の高金利が適用されるため、資金調達コストは上昇する。借換時に、社債金利が約3%上昇すると仮定すると、24・25年の利払い負担は、200-400億ドル程度増加すると推計される(図表3-5)。利払い費の増加は、企業利益の縮小を通じて設備投資の下押し要因となるだろう。

金融引き締めの影響は一層顕在化するが、米国経済を取り巻く2つの要因が下支えとなり、経済成長率の大幅な落ち込みは回避されるとみる。

第一に、人口動態変化に起因する人手不足から、企業は人員削減を従来よりも抑制する。雇用・所得環境は底堅さを維持し、消費の底割れは回避するとみる。当社推計では、高齢化による労働供給の下押し(図表3-6■)は、移民による供給押し上げ(同■)を上回るペースで続く。企業は収益に下押しが加わるなかでも、人員確保を優先し、雇用・賃金水準を維持するとみる。家計の債務負担は所得対比で抑制されるだろう(図表3-7)。

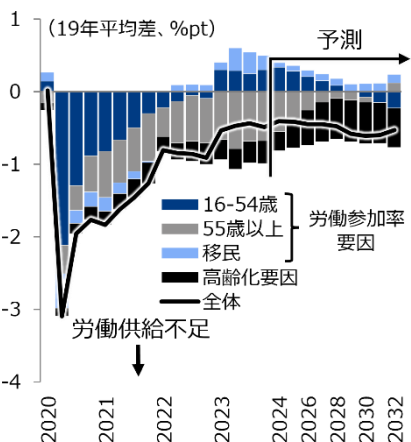
第二に、インフラ投資や、脱炭素・国内生産回帰を促す産業政策が、設備投資を下支えするとみる。インフラ雇用投資法(IIJA)に基づく、老朽化したインフラの刷新投資やEV充電施設向け投資が続く見通しである。また、脱炭素投資を促すインフレ抑制法(IRA)、先端半導体開発を促進するCHIPSおよび科学法により、企業から6,000億ドルに上る投資計画が発表されている。現在、米企業の現金残高は高水準で推移している(図表3-7)。利払い負担が増加するなかでも、産業政策のもとでの投資が成長を支えるだろう(図表3-8)。

図表 3-5 社債借り換えによる企業の利払い費増加額



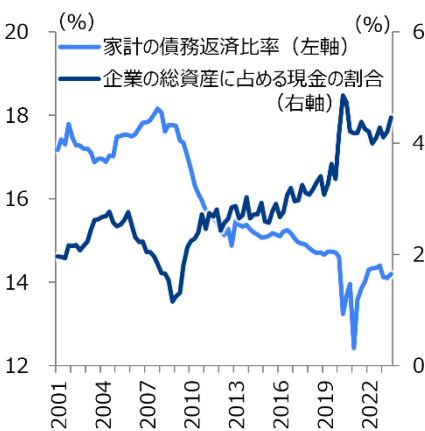
注:借換時に社債金利が約3%上昇すると仮定して算出。  
出所:BIS, FREDより三菱総合研究所作成

図表 3-6 労働参加率



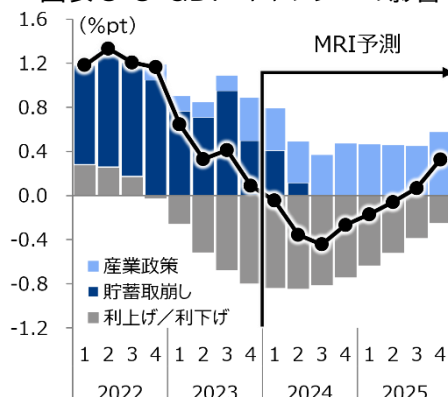
注:予測は、米国労働省の参加率見通し、国連の人口見通しを基に算出。実績は四半期、予測は年次。16-54歳、55歳以上は米国民。  
出所:米国労働省、国連より三菱総合研究所作成

図表 3-7 家計の債務負担、企業の総資産に占める現金の割合



注:家計の債務返済比率(債務返済額/可処分所得)は季節調整値。  
出所:FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-8 GDPギャップへの影響



注:利上げ/利下げは、FRB/USモデルの波及係数で試算。貯蓄取崩しの影響は、17-19年の貯蓄トレンドを上回る貯蓄額の取り崩し額を基に試算。産業政策はIRA、CHIPS法、インフラ雇用・投資法の政府支出、経済効果を基に試算。本試算では供給面は考慮していない。  
出所:FRB, FRED, 米国商務省、米国労働省、CBO, OECDより三菱総合研究所作成

<sup>3</sup> ポストコロナの世界・日本経済の展望 | 2023年11月 p20(図表3-7)参照。

<https://www.mri.co.jp/knowledge/insight/econoutlook/2023/20231116.html>

**注目点② 物価と金融政策の行方** — 根強い人手不足がインフレ圧力となり、利下げペースは緩やかに

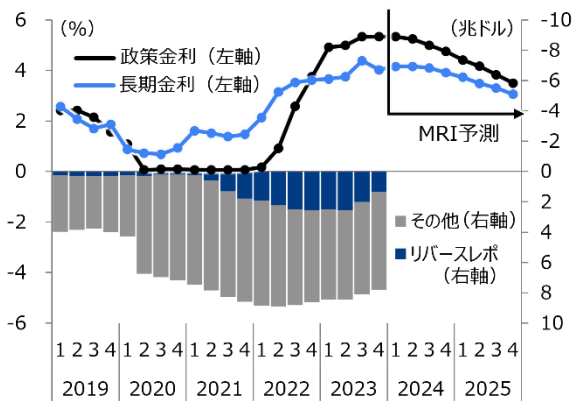
インフレ率の鈍化は、緩やかなペースにとどまり、FRB目標の2%への到達は25年以降になるとみる。なぜなら、構造的な人手不足の下で労働需給の逼迫は続き、サービス価格を中心にインフレ圧力が残るからである。

先行きのサービス価格について、住居費の伸びは、ケースラー住宅価格指数などの先行指標の動きから、24年半ばにかけて着実に鈍化するとみる。一方、住居費除くサービスの伸びの鈍化は緩やかなペースにとどまるだろう。当社試算では、労働需給の逼迫度を示す労働需給ギャップがFRBの2%物価目標と整合的な水準(19年平均)に戻る時期は、24年10-12月期ごろとなる。労働需給の逼迫は賃金上昇圧力となり、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見通しである。

こうした状況下、FRBは、確実にインフレを抑制するために、24年央にかけて政策金利を現在の5.25-5.50%の高水準で維持すると予想する。この間、名目政策金利は不変だが、インフレ率の低下により実質政策金利は約3%まで上昇(23年末:2.4%)、景気下押し圧力は一層強まる。

FRBが利下げに転じるのは、コアPCE物価の伸びが2%台半ばまで鈍化する24年央以降になるとみる(図表3-9)。利下げは、24年内に3回、25年内に5回(1回0.25%ポイントずつ)にとどまり、25年末の政策金利の誘導水準は3.25%-3.5%と、中立金利(2.5%)を上回ると予想する。加えて、FRBは、QT(量的引き締め)政策を当面は続けるとみる。加えて、リバースレポ(FRBが短期金利を管理するための金融調節手段、図表3-9■)は24年春にも枯渇する見通しであることを踏まえると、商業用不動産市況の低迷などで業績が悪化している中堅・中小行を中心に、資金不足を招くリスクがある。金融市場との対話を通じて不測の事態に対応できるよう、FRBは24年半ばから資産圧縮ペースを減速させ、25年半ば頃までQTを続けるだろう。

図表 3-9 政策金利・長期金利、FRB の負債



注:FRBの負債は逆目盛り。  
出所:FRB、Macrobondより三菱総合研究所作成

**注目点③ 大統領選挙の影響** — 「トランプ2.0」政権成立の場合、保護貿易化が成長を抑制

24年11月の大統領選挙がもたらす経済への影響を、(1)超党派で継続される政策、(2)「トランプ2.0」政権成立によって大幅な変化が見込まれる政策に大別し、展望する(図表3-10)。

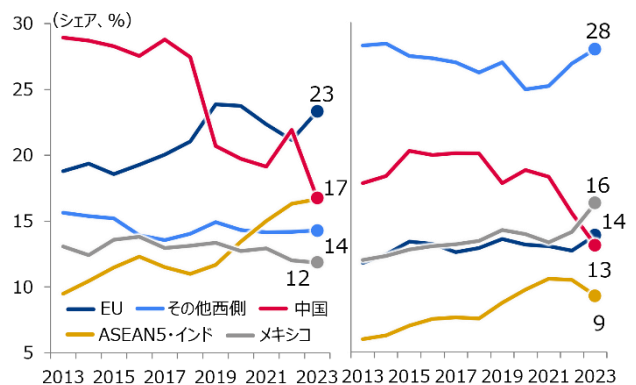
(1)政権交代にかかわらず、対中デリスキング(サプライチェーンなどの過度な中国依存からの脱却)や産業政策は継続が見込まれる。実際、貿易構造の変化は著しい。米国の国別輸入シェア(財)は、中国が23年1-9月に15年ぶりに首位から陥落、輸入額は前年比▲30%減少した。特に、経済安全保障に関する戦略10分野では、中国に代わってEU(図表3-11●)やASEAN5・インド(同●)がシェアを高めており、フレンドショアリングが進んでいる。一方、規制・関税回避を目的に、中国企業による、迂回輸出(ASEANやメキシコで加工して米国へ輸出)の増加が問題視されている。BBVAメキシコによると、25年までのメキシコへの進出企業に占める中国企業の割合は20%に上る(18-22年は6%程度)。米政府は迂回防止に向けた貿易管理強化を進めており、超党派での対中強硬姿勢のもと、グローバルバリューチェーンの再構築は長期にわたり続くだろう。

図表 3-10 超党派で継続する政策とトランプ 2.0 で変化する政策

超党派	産業政策	産業政策(重要産業の育成)推進
	対中国政策	中国を米国への「挑戦」と認識、対立継続
	イスラエル支援	イスラエル支援継続
トランプ2.0	ウクライナ・台湾支援	ウクライナ支援縮小、台湾支援不透明化
	1 通商政策	<b>保護貿易化</b> 一律10%関税、中国の最恵国待遇停止
	2 脱炭素対策	<b>州ごとの政策二極化</b> 一部州で環境規制などの緩和
	3 税制・移民対策	<b>所得・法人減税、移民抑制</b> 所得減税措置延長、不法移民対策強化

出所:各種資料より三菱総合研究所作成

図表 3-11 米国の国別輸入シェア戦略10分野

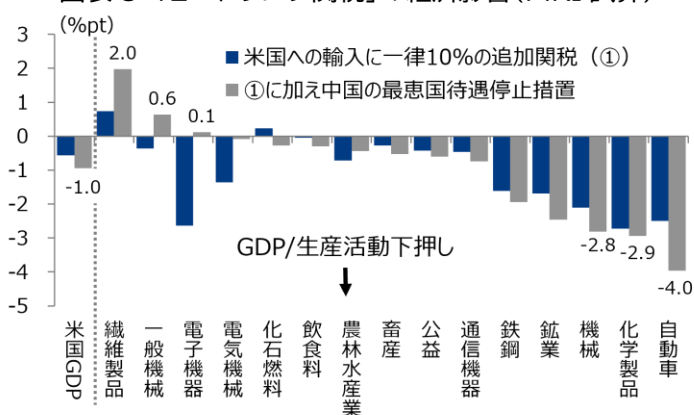


注:23年は1-9月期で算出。戦略10分野は、米国情勢調査局の定義で、①生物工学②生命工学③光電子工学④情報通信⑤電子工学⑥ロボット⑦先端材料⑧航空宇宙⑨武器⑩核技術。  
出所:UN Comtrade、米国情勢調査局より三菱総合研究所作成

(2)一方、第2次トランプ政権の場合、輸入関税の引き上げで25年の成長率は小幅の下振れを予想する。仮に、議会選挙で共和党が上下院ともに制し、所得・法人減税が実施される場合でも、景気浮揚効果の発現は主に26年以降となる。「トランプ2.0」では、①通商政策の保護貿易化、②脱炭素政策の州別二極化、③減税路線・移民抑制、の3つの変化が予想される。

①について、トランプ氏が掲げる普遍的な基本関税(米国への輸入品に一律10%の関税)が実現した場合、自動車など製造業の活動下押しを通じて、米GDPを中長期的に▲0.6%ポイント押し下げると試算される(図表3-12■)。また、超党派でも検討されている中国の最恵国待遇停止措置も含めると、米GDPの下押し幅は▲1%ポイントに拡大する可能性がある(同■)。②について、大統領令を用いた環境規制の緩和を受け、共和党州では脱炭素政策が停滞する一方、民主党州では州独自の政策が継続、州ごとの政策二極化が鮮明となるだろう。EVシフトを例にみると、大統領選の結果にかかわらず、米新車市場の約半数では販売に占めるEV比率の上昇が見込まれる(図表3-13)。③について、移民制限措置は、労働需給の逼迫を通じて物価を約+0.1%押し上げる(当社試算)。税制について、「トランプ減税(25年末失効の個人所得減税の延長)」は、バイデン政権継続時と比べ、GDPを+0.7%ポイント程度押し上げるだろう<sup>4</sup>。予算成立及び景気浮揚効果の発現は26年以降とみるが、減税期待による株高が25年から進行し、消費押し上げ効果が発現する可能性はある。

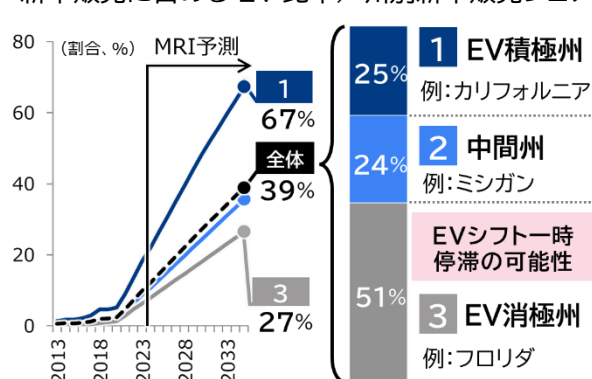
図表 3-12 「トランプ関税」の経済影響(MRI 試算)



注:国・部門間の資本移動は許容、労働移動は許容しない前提で試算。既存の関税措置は考慮していない。青はカナダ・メキシコ以外に一律10%の追加関税を課した場合。灰色は一律10%関税に加え、中国にのみ更に20%の関税を追加した場合。トランプ氏は中国からの輸入品に一律60%の関税を検討しているが、シミュレーションの都合上、計30%関税を想定。出所:GTAP2014より三菱総合研究所作成

図表 3-13

新車販売に占めるEV比率/州別新車販売シェア



注:EVはBEV・PHEV・FCEV。積極州は、第1次トランプ政権時の州別ZEV・GHG規制無効化に提訴した州で、予測は21年-23年トレンドと州別ZEV目標を基に算出。中間州は提訴し、ZEV規制を持たない州、消極州はZEV規制を持たず不提訴だった州で、21-23年トレンドを基に算出。縦軸は新車販売シェア。出所:US Auto Alliance、FOURINより三菱総合研究所作成

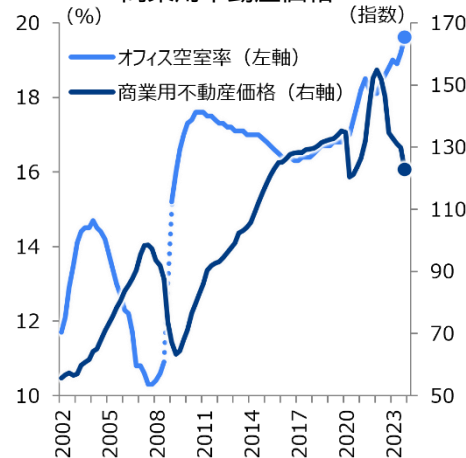
### (3) 米国経済の先行きリスク

米国経済は、景気後退を回避すると見込むが、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、インフレ再燃による金融引き締めの一層なる長期化である。23年末以降、紅海などの地政学的緊張により、海上輸送遅延・コスト高騰が生じている。地政学リスクに起因するサプライチェーンの混乱は、財やエネルギー価格に加え、賃金交渉に影響を与える家計の期待インフレ率を押し上げる。インフレ再燃によるFRBの金融引き締めの一層長期化は、消費や投資を抑制するだろう。

第二のリスクは、銀行経営不安の再燃である。特に、商業用不動産市況のさらなる悪化に注意が必要である。金利高やコロナ危機後の出社率の低下により、オフィス空室率は直近で19.6%と急上昇、商業用不動産価格はピーク時(22年1-3月期)から▲21%下落している(図表3-14)。市況悪化でローンの借り換えハードルが高まるなか、24-25年にかけて、返済満期を迎える商業用不動産ローンは約1.2兆ドルに上る。既に、一部銀行では、商業用不動産関連の損失に備えた追加の引当金を計上し、赤字に転落している。市況低迷の長期化は、商業用不動産ローン債権融資の約7割を占める中堅・中小行の経営悪化につながりかねない。

図表 3-14 オフィス空室率、商業用不動産価格



注:オフィス空室率は、08年以前と09年以降では統計データが異なっており、乖離が生じている(点線)。出所:Bloomberg、Green Street Advisorsより三菱総合研究所作成

<sup>4</sup> CBO(2018) “The Effects of the 2017 Tax Act on CBO’s Economic and Budget Projections”等を参照。