

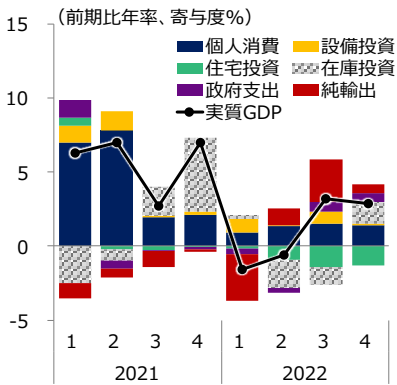
### 3. 米国経済

#### (1) 米国経済の現況

##### 米国経済は22年を通じて減速も、堅調さを維持

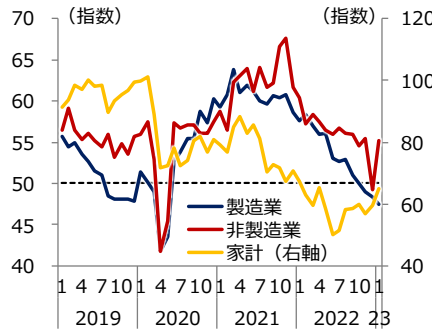
米国経済は減速しつつも堅調さを維持している。22年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.9%、22年通年では前年比+2.1%となった(図表3-1)。景気後退懸念が高まるなかでも、2四半期連続でプラス成長を維持した。22年を通じて進行した歴史的なインフレと、それを抑制するための急激な利上げから、米国経済は減速基調ではあるものの、22年10-12月期の前年同期比+1.0%という数字は、12月時点のFOMC参加者の見通しである同+0.5%を上回る。

図表 3-1 実質 GDP 成長率



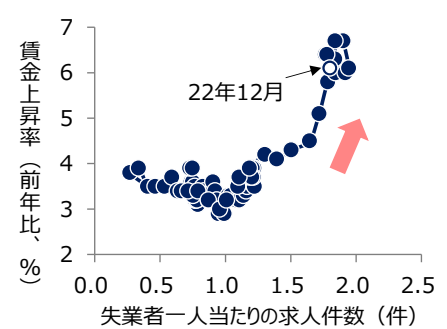
出所: 米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-2 企業・家計マインド



注: 破線は企業活動の拡大/縮小の境目。  
出所: ミシガン大学、Institute for Supply Management®より三菱総合研究所作成

図表 3-3 人手不足度と賃金上昇率



注: 16年から22年。後方3カ月移動平均。  
出所: 米国労働省、アトランタ連銀より三菱総合研究所作成

##### 企業景況感は悪化する一方、底堅い雇用環境が個人消費を下支え

低調な製造業活動や住宅市場が景気減速の一因だ。10-12月期以降、製造業の景況感が、コロナ危機以降初めて企業活動拡大/縮小の境目を示す50を下回って推移しているほか(図表3-2)、住宅投資は3四半期連続でGDPを大きく押し下げた。一方で、GDPの約7割を占める個人消費はインフレと利上げの逆風のなかで減速しつつも、成長軌道を維持している。背景には、①雇用環境が底堅さを維持していること、②サービス需要が相対的に好調なこと、に加え③インフレ緩和に伴い家計マインドが底打ちしていること、が挙げられる。①について、IT・金融業界など一部では雇用削減の動きがみられるが、労働市場全体では深刻な人手不足が継続し、失業率は3.4%と50年ぶりの低水準だ。失業者一人当たりの求人件数(移動平均)は22年12月時点で1.8件と人手不足感は依然として強く、賃金上昇率も高止まりしている(図表3-3)。

##### 利上げペースは鈍化も、今後数回の利上げ継続の方針を表明

こうしたなか、FRBは利上げを継続している。22年6月をピークにインフレ率の伸びが低下していることから、23年1-2月のFOMCでは、利上げ幅が0.25%ptに縮小されたものの、今後さらに数回の利上げを継続する方針を表明している。背景には、FRBが賃金動向を警戒していることがある。底堅い雇用環境は景気悪化を防ぐ観点からはプラスだが、人手不足から賃金上昇率が高止まりし、インフレ抑制を困難にする側面もある。実際、供給制約の緩和や需要減少によって財価格がコア物価の伸び低下に寄与している一方、住居費や、賃金との相関が高いサービス価格が寄与を拡大させている(後掲、図表3-5)。

#### (2) 米国経済の先行き

23年の米国経済は金融引き締めの影響がタイムラグを伴って本格的に顕在化し、減速感が一層強まるものの、景気後退(2四半期連続のマイナス成長)は回避するだろう。背景には、23年後半以降、①実質賃金のプラス転換や過剰貯蓄で消費が底堅さを維持すること、②住宅販売の底打ちや設備投資の堅調さがある。23年実質GDP成長率は、前年比+0.9%と前回22年11月時点の同+0.4%から上方修正する(図表3-4)。

24年は高インフレの緩和とFRBの利下げによる内需の回復が進み、同+1.5%とみる。コアPCE物価は景気減速に伴って伸び率の鈍化を続けるものの、23年中は3-4%台で推移し、

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	5.9	2.1	0.9	1.5
個人消費	8.3	2.8	1.1	1.2
設備投資	6.4	3.6	1.8	2.4
住宅投資	10.7	▲10.7	▲11.0	1.1
在庫投資寄与度	0.2	0.7	▲0.4	▲0.0
政府支出	0.6	▲0.6	1.7	1.4
純輸出寄与度	▲1.7	▲0.6	0.6	0.0
輸出等	6.1	7.2	2.9	3.6
輸入等<控除>	14.1	8.1	▲1.2	2.3
FFレート誘導水準(年末)	0.0-0.25	4.25-4.5	5.0-5.25	4.0-4.25
物価(コアPCE)	3.5	5.0	4.0	2.9
失業率	5.4	3.7	4.2	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

FRBの目標である2%のインフレ率に戻るのには24年以降になるだろう。先行きの注目点は、①インフレと金融政策、②景気の減速度合い、③大統領選を控えた政策運営、の3点だ。

## 注目点① インフレと金融政策 —— インフレが落ち着き利下げに転じるのは24年以降

### 賃金と関連の高いサービス価格の落ち着きに時間

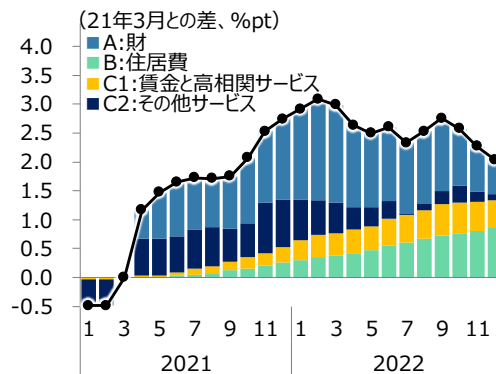
景気減速に伴ってインフレの伸びは鈍化を続けるが、2%目標への低下には時間を要するとみる。構造的な労働需給逼迫により、賃金との相関が高いサービス価格については高めの伸びが継続する可能性が高いためだ。以下、項目別のインフレ寄与度(図表3-5)に沿って先行きを展望する。

(A)財について、供給制約の緩和、資源高の一服、コロナ危機後の財への特需一巡によって、財価格の伸びは24年にかけて低下を続けるとみる。22年12月時点の消費に占める財の割合は約34%と19年平均(31%)を3%pt上回っており、財からサービス消費へと戻る動きは続くだろう。

(B)住居費について、物価指数の住居費に15-18カ月程度先行する住宅価格指数は22年2月以降伸び幅を縮小させていることから、23年半ばにピークをつけ、後半には伸びは鈍化すると見込む。FRBの金融引き締めで30年固定住宅ローン金利は23年2月時点で6%台と高水準にあり、需要抑制を通じた価格の伸び鈍化は続くだろう。

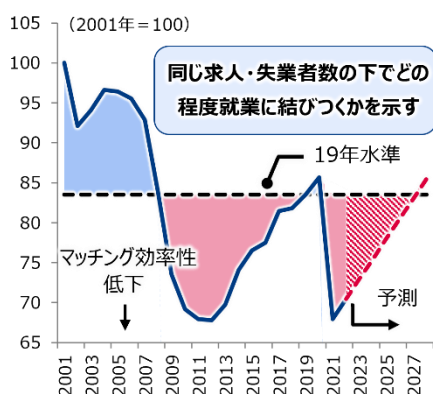
(C1)サービスについて、賃金上昇率の押し上げ要因となっている労働需給の逼迫は、23年末にかけて段階的に緩和され、サービス価格の伸びは緩やかに低下するとみる。逼迫長期化の背景には、コロナ危機でのシニア層(55歳以上)の早期退職と移民減少、技術革新に伴うスキルのミスマッチなど構造的な要因がある。実際、22年のマッチング効率性は19年を大幅に下回る(図表3-6)。ただし、①景気減速で労働需要が段階的に減少、②外国人労働力の増加継続や家計資産の目減りに伴う早期退職者の一部復職による労働供給の回復、の需給両面の変化から、逼迫は時間をかけて解消するだろう。需要側は、求人件数が22年3月をピークに減少傾向にある。供給側は、21年後半以降、コロナ危機時の水際対策の緩和で積極的な移民受け入れが続いている。仮に、コロナ危機前の増加ペースに戻った場合でも、23年中に約40万人の外国人労働者の増加が見込まれる(図表3-7)。また、株価・住宅価格低下による家計資産の目減りを受け、一部シニア層で復職が進むとみる。その場合、労働需給ギャップは23年末には19年平均水準(0.7%)まで低下しよう(図表3-8)。

図表 3-5 項目別のインフレ寄与



注:PCEコア指数のうち、サービス項目については最小分類で集計。21年3月は前年比+2%近傍の時期。各項目について、物価上昇率×支出ウェイト(21年平均で固定)で計算。高相関サービスは、賃金上昇率(サービス業)と価格上昇率の相関係数が0.5以上のサービス品目。  
出所:アトランタ連銀、米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-6 マッチング効率性



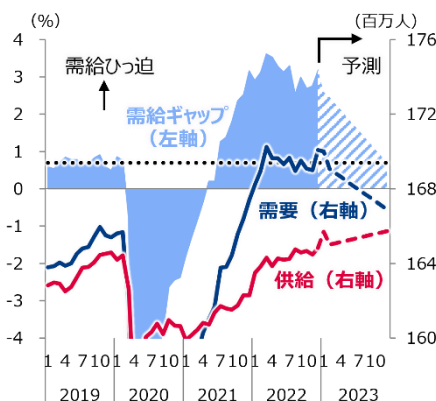
注:マッチング効率性は、コブ・ダグラス型のマッチング関数 $M=AU^\beta V^{1-\beta}$ (M:採用数、U:レイオフを除く失業者数、V:求人件数)のAの推移。予測は22年の改善幅が続いた場合。  
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-7 外国人労働力・労働参加率



注:外国人労働力(米国外生まれ)は、当社推計の季節調整値で、予測は10-19年のトレンドを基に推計。労働参加率の予測は、20年6月以降のトレンドを基に推計。  
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

図表3-8 労働需給ギャップ



注:労働需給ギャップ=(労働需要-労働供給)/労働供給×100。労働供給は労働力人口、労働需要は就業者数と求人件数の和。  
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

## 政策金利は23年半ばにかけ5%台まで引き上げ、24年入り後に利下げへ

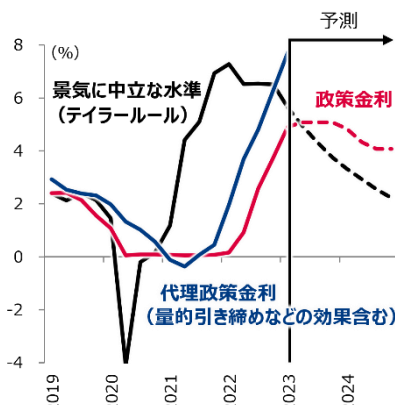
こうした状況を踏まえ、FRBは23年5月にかけて、5.00-5.25%まで政策金利を引き上げ、23年中は同水準を維持すると見込む(図表3-9)。FRBは、インフレ率が低下傾向にあることを認めつつ、景気の悪化を多少



許容してでも、インフレ抑制(インフレ率が持続的に2%に戻ることを確実に達成する方針を堅持している。23年内は、景気に中立的な金利(図表3-9、テイラールール)を上回る水準を維持する可能性が高い。

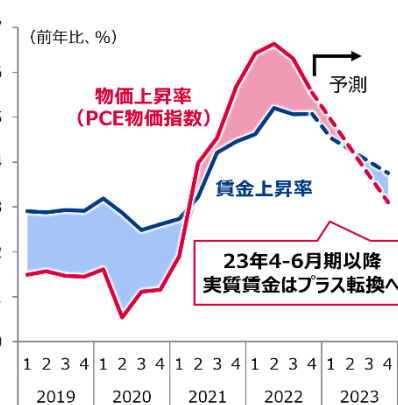
利下げは24年1-3月期より開始すると見込む。賃金と連動性の高いサービス価格も含めてインフレが収束に向かうのが23年後半以降とみているためだ。ただし、インフレ再燃への警戒から、利下げペースは緩やかにとどまり、24年末で4%台前半の政策金利水準を見込む。

図表 3-9 政策金利の見通し



注:代理政策金利は、量的引き締めなどの効果を含めた政策金利。  
出所:FRB、CBO、米国商務省、サンフランシスコ連銀より三菱総合研究所作成

図表 3-10 実質賃金の見通し



注:賃金上昇率は雇用コスト指数の賃金。予測は、求人率/失業率比率、1年先の期待インフレ率が直近トレンドに従って低下すると仮定し推計。  
出所:米国労働省、米国商務省、ミシガン大学より三菱総合研究所作成

## 注目点② 景気の減速度合い —— 景気後退は回避、インフレ減速で23年後半以降に内需回復へ

長期間の金融引き締めは成長率を大きく下押しするが、景気後退は回避するとみる。インフレの減速によって、①実質賃金がプラス転換し、個人消費が底堅さを維持する、②住宅販売の下押し圧力の緩和、DX/GXの進展に伴うIT・知財投資需要の底堅さで住宅・設備投資が23年後半にかけて回復する、と考えられるからだ。

### 個人消費は実質賃金のプラス転換で底堅さを維持

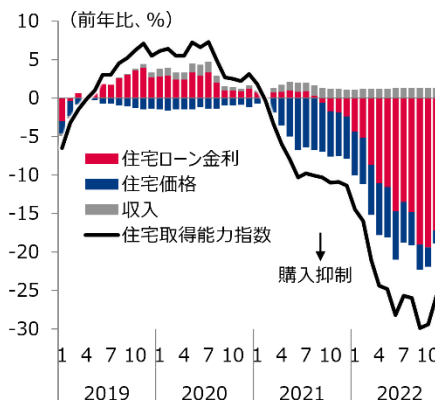
米国GDPの約7割を占める個人消費は、23年前半にかけて伸びの鈍化を続けるが、その後緩やかに回復していくとみる。背景には、23年4-6月期以降、実質賃金がプラスに転じ、消費の下押し圧力が緩和されることがある(図表3-10)。前述の通り、労働需給の調整が緩やかにとどまれば、堅調な賃金上昇の下で物価上昇の鈍化が見込まれる。実際、物価上昇の鈍化に伴って、消費者マインドは22年7月以降、回復基調にある。

加えて、良好な家計の財務環境や底堅い雇用環境も消費を下支えしよう。過剰貯蓄は22年12月時点で約1.5兆ドルに上り、仮に現在と同じペースで取り崩しが進んだ場合、取り崩し余地は23年末まで残る見込みだ。

### 景気・金利の変動に左右されにくいIT・知財投資を中心に、設備投資は堅調に推移

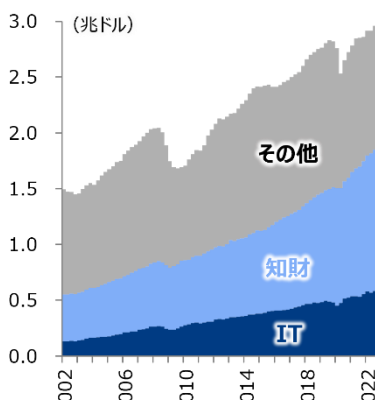
金融引き締めのなか、住宅投資は販売下押し圧力の緩和で23年後半に底打ち、設備投資はIT・知財投資需要が下支えし、堅調に推移するとみる。住宅は、23年も調整局面が続くが、家計の住宅取得時の負担(購入価格+利払い)の緩和から徐々に下押し圧力が弱まる(図表3-11)。既に需要減少を受け住宅価格の伸びは鈍化しており、先行きはFRBの利上げ打ち止めから住宅ローン金利も緩やかな低下が見込まれる。また、設備投資は、IT(情報処理機器)、知財(ソフトウェア・研究開発)を中心に、堅調に推移するとみる。IT・知財投資は、長期的に景気・金利の変動に左右されにくく(図表3-12)、DX/GXの進展により企業の優先取り組みとなっていることが背景にある。また、景況感(現況)は低水準にとどまっているものの、6カ月先を示す将来指数は23年前半の底打ちを示唆しているほか、設備投資見通しは依然高水準で推移している(図表3-13)。

図表 3-11 住宅取得能力指数



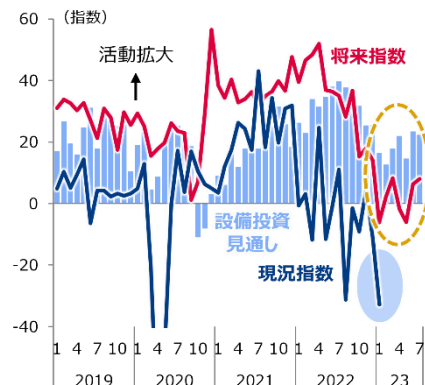
注:住宅取得能力指数=住宅購入負担対比の家計所得を指数化したもの。  
出所:アトランタ連銀より三菱総合研究所作成

図表 3-12 実質設備投資



注:ITは情報処理機器など、知財はソフトウェア・研究開発投資などを指す。  
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-13 NY 連銀景況感指数



注:将来指数、設備投資見通しは6カ月先行させた値。設備投資見通しは「6カ月先増加」-「減少」の値。  
出所:NY連銀より三菱総合研究所作成

### 注目点③ 大統領選を控えた政策運営 —— 対中政策を念頭に国内産業強化と他国連携が進む

ねじれ議会でバイデン政権の政策運営は停滞するが、成立済みのインフレ抑制法、CHIPS及び科学法などに盛り込まれた産業政策は、投資を中長期にわたって活性化させる(図表3-14)。特に、CHIPS法は、法案骨子発表から22年12月の期間で各企業から2千億ドル以上の投資と約4万人の雇用計画が発表され、今後も投資拡大が期待される。外交面では、米主導のIPEFを軸に、価値観を共有する国々との連携を強化し、対中政策が推進される。また、23年春以降、次期大統領選に向けた動きが本格化しよう。その際、政治的駆け引きのなかで、利下げ圧力や債務上限の合意形成にかかる混乱で景気が下押しされる恐れがある(詳細は後述)。

図表 3-14 政策運営が及ぼす経済・企業活動への影響と大統領選の動向

	政策動向	概要	経済及び企業活動への影響
内政	債務上限問題	・ ねじれ議会と共和党保守強硬派(フリーダム・コーカス)の影響力拡大で、上限の合意形成は難航する恐れ	・ デフォルトは回避するも、11年のように国債格下げで市場が混乱し、景気を下押しする恐れ
	インフレ抑制法	・ 米国の気候変動対策の要で、EV購入者へ1台あたり7,500ドルの税額控除などのインセンティブ制度多数 ・ 条項①北米組み立て、②重要鉱物産出国制限、③北米でバッテリー製造)厳しく、日韓欧同盟国から不満	・ 北米EV市場の成長ポテンシャルに注目 ・ 中長期的には、自動車関連投資が加速。ただし、工場建設遅延もあり、本格稼働は25年以降。企業の投資続く ・ 同盟国に配慮した厳しい運用の修正は望み薄
	CHIPS及び科学法	・ 米国国内での先端半導体開発へ補助金、25%の税額控除など、中国との産業競争の柱 ・ 中国含む懸念国での施設拡張禁止の条項あり	・ 20年春-22年末で投資額は2千億ドル以上、約4万人の雇用計画が公表済。州独自の補助制度構築も進む ・ 製造装置・素材関連の日本企業の投資が進む可能性
	24年大統領選	・ 文書問題がバイデン氏の逆風になる恐れ ・ トランプ氏支持拡大は限定的、デサンティス氏に注目	・ 大統領選に向けた動きは今年春-夏頃から本格化。景気重視からFRBへ利下げ圧力が強まる恐れ
外交	他国連携	・ 米主導のIPEF(注)を軸に、他国連携の推進続く	・ 日本政府・企業への期待大(米とアジアの架け橋)
	経済安保	・ 超党派で推進続く、対立分野は今後拡大 ・ USMCA(注)を活用したサプライチェーンの再構築進む (フレンド/ニアショアリング(注)で他国連携)	・ 中国との競争領域(先端分野)中心にサプライチェーン再構築進む(コスト面でメキシコへの拠点移転増加) ・ 一部米企業で中国→日本企業へ調達切り替えの動き

注:IPEFは、Indo-Pacific Economic Frameworkのこと。USMCAは、US-Mexico-Canada-Agreementの略で、アメリカ、メキシコ、カナダ間の貿易協定。フレンドショアリングは、友好国へ、ニアショアリングは、近隣諸国・地域へ供給網を移すこと。

出所:各種資料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、高インフレと金融引き締めによって大幅に成長が抑制されるなか、前述の通り政治動向の不確実性は高い。下記2つのリスクが現実となった場合、スタグフレーションに陥る恐れがある。

#### 労働需給の逼迫が続き、インフレが高止まり

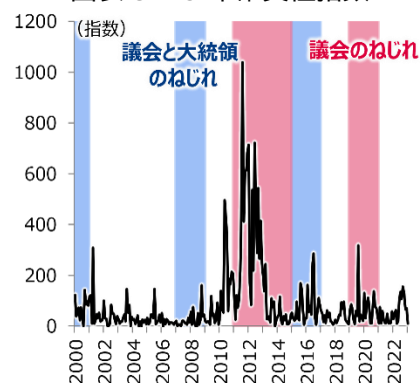
最大のリスクは、インフレ高止まりによる一段の金融引き締めだ。インフレ抑制の鍵を握る賃金上昇率は労働需給の逼迫から、2%のインフレ目標と整合的な水準を大きく上回っている。また、賃金交渉に影響を与える家計の1年先の期待インフレ率(中央値)は、23年1月時点で5.0%と、低下傾向にあるが依然高水準であり、物価安定への道のりは長い。インフレが長期化した場合、金融引き締め長期化や政策金利の最終到達点の引き上げによって景気が一層下押しされ、景気後退と高インフレが併存するスタグフレーションに陥る恐れがある。

一方、拙速な利下げもリスクだ。1970年-80年代には、景気悪化を懸念して利上げと利下げを繰り返した結果、高インフレが定着し強力な金融引き締めと深刻な景気後退を招いた(総論P.6、図表1-6参照)。23年は景気後退回避とインフレ抑制のバランスが難しい局面にある。政治圧力やFOMC参加者内で景気重視の声が高まり、拙速な利下げが行われた場合、24年以降の景気を下押しする懸念がある。

#### 政府債務上限引き上げをめぐる混乱

加えて、政治動向の不確実性によって景気が下押しされるリスクもある。22年11月の中間選挙の結果、上下院で多数派が異なる「ねじれ議会」となった。上下院のねじれに加え、下院共和党内の分断によって議会の混乱が続くなか、政府債務は23年1月に上限に達した。特別措置による資金繰りの支えの間に、米議会は上限の引き上げや停止に向けた合意を得る必要がある。合意形成に失敗した場合、23年7-9月期には資金が枯渇しデフォルトに陥る可能性が高い。デフォルトを回避した場合でも、11年の政府債務上限問題を契機に米国債の格付けが引き下げられた時のように(図表3-15)、市場が大きく混乱するだろう。その場合、株安による逆資産効果や米国債の売り込みによる長期金利上昇が住宅市場などに悪影響を及ぼし、景気が一層下振れする恐れがある。

図表 3-15 不確実性指数



注:指数は、新聞記事を基に「ソプリン・通貨危機」に関する不確実性を測定したもの。

出所:Economic Policy Uncertaintyより三菱総合研究所作成