

### 3. 米国経済

#### (1) 米国経済の現況

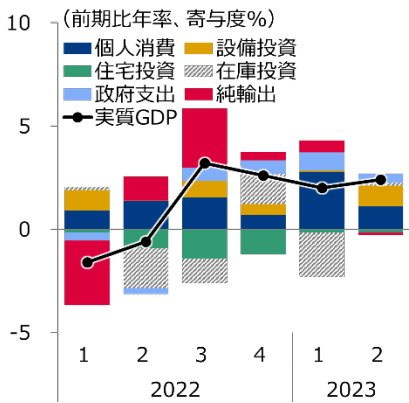
##### 金融引き締めの中、良好な雇用環境を背景に堅調さを維持

米国経済は、金融引き締めの中でも、堅調さを維持している。23年4-6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.4%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が、良好な雇用・所得環境を背景に堅調さを維持した(図表3-2)。設備投資は、EV・半導体の国内生産を支援するインフレ抑制法や、CHIPS及び科学法などに基づく投資促進策が下支えとなり、同+7.7%と大幅なプラスとなった。

##### 基調的な物価上昇圧力の根強さを背景にFRBは7月FOMCで利上げを実施、高金利を維持へ

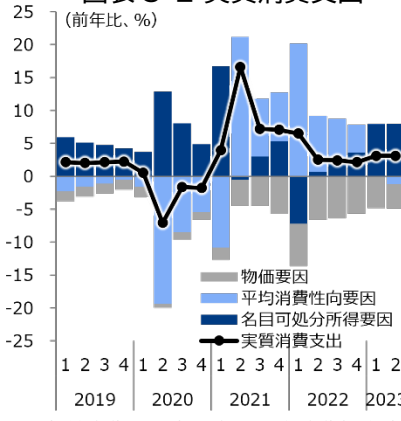
FRBは、7月のFOMCで0.25%ポイントの利上げを実施した。背景には、物価の基調を示し、FRBが重視するコアPCE物価の伸び率が、堅調な内需(図表3-3)と、労働需給の逼迫に伴う供給不足(同)によって高止まりしていることがある。一方で、大幅な利上げによる運用・調達環境の変化が金融機関にとってストレスとなるなか、銀行経営不安再燃への懸念はくすぶっている。実際、FRBによる銀行向けの流動性支援策の利用残高は高水準が続いている(P.23、図表3-15)。FRBは、「年内は高金利を維持する」と強調しているが、雇用最大化・物価安定・金融システム安定、の3つのバランスのなかで難しいかじ取りを求められている。

図表 3-1 実質 GDP 成長率



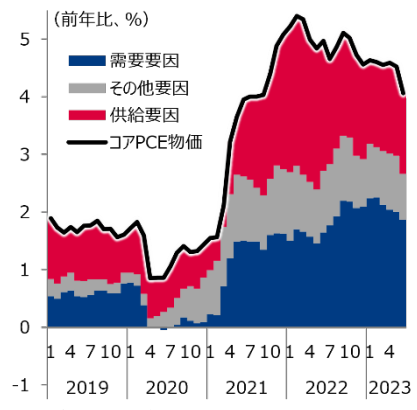
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-2 実質消費支出



注:実質消費支出変化率=平均消費性向変化率+名目可処分所得変化率-物価上昇率。  
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-3 物価上昇率



注:直近は23年6月。  
出所:サンフランシスコ連銀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+1.8%と予測する(図表3-4)。23年前半の実績値の上振れなどを踏まえ、前回5月時点(同+1.3%)から上方修正する。23年前半は、①堅調な雇用・所得環境による底堅い消費、②政府の産業政策による設備投資支援が下支え要因となり、潜在成長率(1.8%)を上回った。もっとも、23年後半は、既往の利上げ効果の顕在化、それに伴う融資基準の一層の厳格化が見込まれ、1%前後の低い成長率にとどまるだろう。

24年は、実質政策金利(政策金利-物価上昇率)が自然利子率(景気に中立な金利水準)を上回って推移し、これまで以上に引き締めの金融環境が内需を抑制することから、同+1.0%と成長減速を見込む。成長減速局面が後ずれていること、財政責任法による歳出抑制などから、前回(同+1.5%)から下方修正する。もっとも、23年同様、底堅い雇用・所得環境と政府の投資支援が景気を下支えし、景気後退は回避するとみる。FRBが利下げに転じるのは、成長減速により国内起因のインフレ圧力が徐々に緩和し、インフレ抑制の目途が立つ24年半ば以降になるだろう。

先行きの注目点は、①物価と金融政策スタンス、②個人消費の行方、③企業投資の行方、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	5.9	2.1	1.8	1.0
個人消費	8.3	2.7	2.0	0.8
設備投資	6.4	3.9	3.3	1.0
住宅投資	10.7	▲10.6	▲12.1	▲0.2
在庫投資寄与度	0.2	0.7	▲0.6	0.1
政府支出	0.6	▲0.6	2.9	0.9
純輸出寄与度	▲1.7	▲0.6	0.7	0.1
輸出等	6.1	7.1	2.4	2.6
輸入等<控除>	14.1	8.1	▲1.8	1.5
FFレイト誘導水準(年末)	0.0-0.25	4.25-4.5	5.25-5.5	4.25-4.5
物価(コアPCE)	3.5	5.0	4.2	2.9
失業率	5.4	3.7	3.7	4.5

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

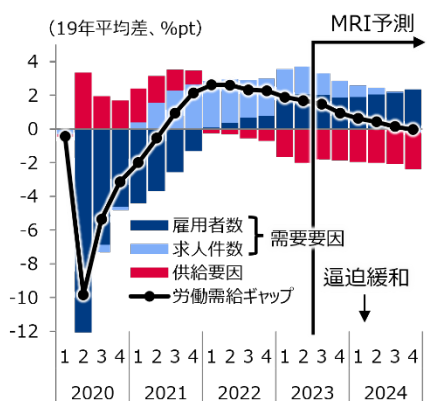
## 注目点① 物価と金融政策スタンス — インフレは根強く、引き締めの金融政策を維持する見込み

米国のインフレ率が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、根強い労働需給の逼迫により、賃金上昇率、ひいてはサービス価格の伸び抑制には時間を要するからである。23年4-6月期の雇用の伸びは月平均+23万人と、好調の目安となる20万人を超え、労働需要は底堅い。また、労働参加率は緩やかな上昇傾向にあるが(23年7月:62.6%)、19年平均(63.1%)を下回り、労働供給の回復は道半ばである。結果、23年4-6月期の労働需給ギャップ(労働市場の逼迫度)は、求人件数(図表3-5 ■)が押し上げ要因となり、19年平均を1.7%ポイント上回る。労働需給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の伸びは高水準で推移している。先行きの労働需給ギャップについて、①既往の利上げがタイムラグを伴って労働需要(図表3-5 ■・■)の伸びを抑制する、②労働供給(同 ■)がCBO(米国議会予算局)の予測に沿って増加する、と仮定して試算すると、2%物価目標と統合的な水準(19年平均水準)に戻る時期は、24年10-12月期と考えられる。以上を踏まえ、サービス価格を中心にインフレは長期化するだろう。

こうしたなか、FRBは、引き締めの金融政策運営を維持すると見込む。実質政策金利が自然利子率を上回る23年4-6月期以降、金融引き締めによる経済活動への下押し圧力が強まるとみる(図表3-6)。FRBスタッフは、23年後半以降、既往の高金利(図表3-7 ■)による下押し圧力が強まり、米GDP成長率が現在から24年半ばにかけて▲0.75%ポイント程度押し下げられると推計している。そのため、7月FOMCをもって利上げの打ち止めを予想する。ただ、雇用・物価関連指標が想定よりも上振れた場合、追加利上げに踏み切る可能性もある。いずれも、FRBは、当面は5%台の政策金利を維持するとみる。

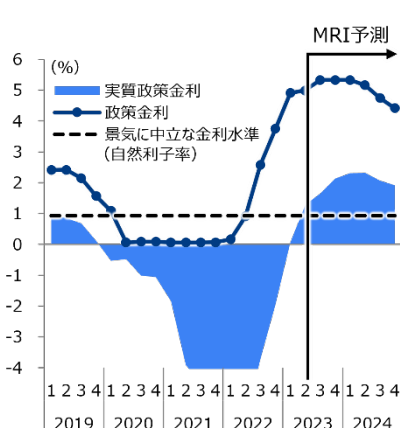
FRBが利下げに転じるのは24年半ば以降となり、利下げのペースも緩やかにとどまるとみる。FRBは、高止まりを続けるサービス物価の伸びを確実に抑制するために、実質政策金利が景気に中立な水準を上回る期間を十分に確保するだろう。従って、FRBは、24年末でも4%台前半の高い政策金利水準を維持すると見込む。

図表 3-5 労働需給ギャップ



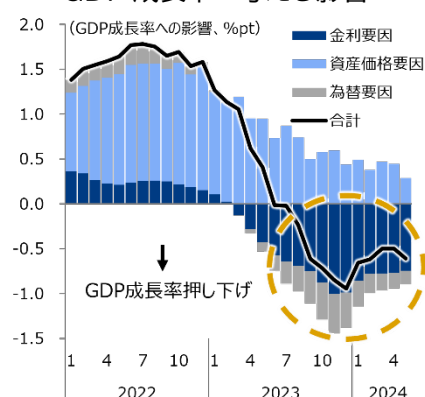
注:労働需給ギャップ=(労働需要-供給)÷供給。供給は労働力人口、需要は雇用者数+求人件数。予測は、労働力人口がCBO予測、求人件数が22年3月以降のトレンド、雇用者数は労働力人口×(1-MRI予測の失業率)。出所:米国労働省、FRED、CBOより三菱総合研究所作成

図表 3-6 政策金利の見通し



注:実質政策金利=政策金利-PCE物価で算出。自然利子率は19年平均の値。出所:FRB、米国商務省、NY連銀より三菱総合研究所作成

図表 3-7 金融環境の変化がGDP成長率へ与える影響



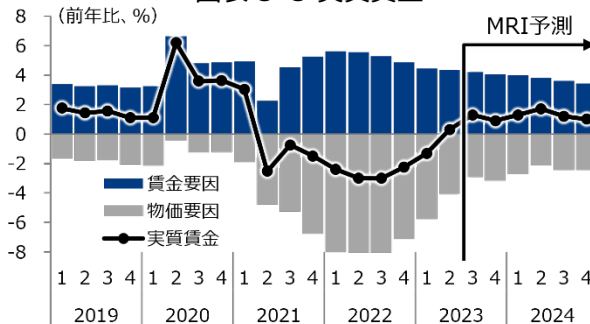
注:1年前の金融環境の変化がGDP成長率へ与える影響(累積インパルス応答)を推計。23年5月までの金融環境の変化が与える影響。出所:Ajello, Andrea et al.(2023) "A New Index to Measure U.S. Financial Conditions" FEDS Notes より三菱総合研究所作成

## 注目点② 個人消費の行方 — 底堅い雇用が下支えも、コロナ禍に蓄積された貯蓄の枯渇で鈍化へ

内需の柱である個人消費は、増加傾向が続くものの、24年半ばにかけてコロナ危機前平均の前期比+0.5%を下回る伸びにとどまると予想する。

底堅い雇用・所得環境によって、個人消費の急激な悪化は回避されるとみる。深刻な人手不足への警戒感から、企業による人員削減が過去局面と比べて軽度にとどまることで失業率の急上昇が抑えられる可能性が高いためである。インフレ率の伸び鈍化に伴い、実質賃金は23年4-6月期からプラスに転じ、24年にかけてプラスを維持すると見込まれ(図表3-8)、個人消費を下支えするだろう。

図表 3-8 実質賃金



注:予測は、賃金の伸び率が24年末にかけて19年平均へ回帰すると仮定。物価は、消費者物価指数(CPI)が、23年末時点に前年比+3.2%、24年末時点に同+2.4%で推移すると仮定して算出。出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

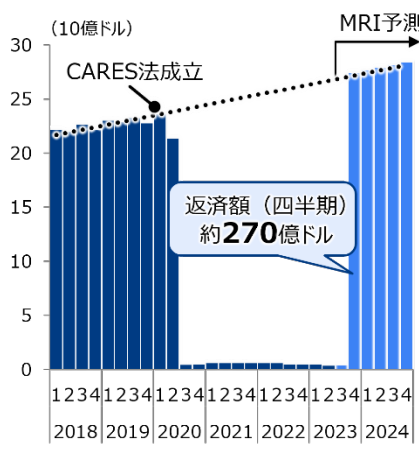
一方、①23年6月成立の財政責任法による低所得者支援政策の縮小・終了、②コロナ禍で蓄積された貯蓄の取り崩し余地の枯渇など、これまで堅調な消費を下支えしてきた要因の剥落によって、消費の伸びは鈍化を見込む。①について、債務上限への対応を巡って成立した財政責任法には、低所得者向け食料購入補助における支給要件の厳格化や、学生ローンの返済猶予措置の終了が盛り込まれた(図表3-9)。このうち、学生ローンの返済猶予措置は、20年3月に成立したCARES法(コロナウイルス支援・救済・経済安全保障法)により導入、約4,600万人を対象に金利0%への引き下げや返済猶予、債務の回収停止が行われ、猶予額は累積で約3,460億ドルに上る(MRI推計)。しかし、財政責任法の成立に伴い、23年9月には金利引き下げ措置の撤廃、同年10月には返済・債務回収の再開が予定されており、名目個人消費の0.6%に相当する約270億ドル/四半期(91億ドル/月)の返済が見込まれる(図表3-10)。学生ローン利用者の約4割が34歳以下であることを踏まえると、若年層を中心に消費が抑制される可能性が高い。また、②について、コロナ禍の財政支援等で蓄積された貯蓄は24年初頭には枯渇すると推計され(図表3-11)、消費の伸びは鈍化するだろう。

図表 3-9 財政責任法

概要	
債務上限の効力を2025年1月1日まで停止	
国防費・社会保障を除く裁量的支出を2023年度は前年度比横ばい、24・25年度は同+1%に制限	
歳出抑制により10年間で1.5兆ドルの赤字削減効果	
歳出抑制の具体策	
内国歳入庁の24・25年度予算を他予算へ振り分け	
低所得者向け食料購入補助の要件厳格化	
学生ローン返済猶予見直し(ローン返済猶予措置は23年8月末で終了)	

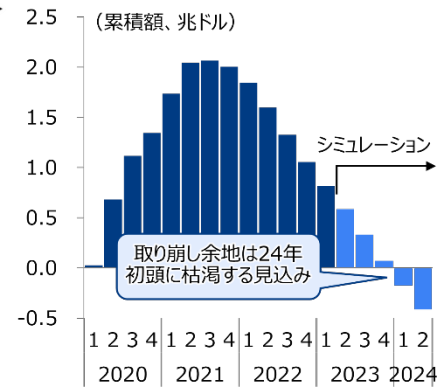
注: 主な内容を抜粋。  
出所: Congress.govなどより三菱総合研究所作成

図表 3-10 学生ローンの返済額



注: 予測は、返済人数が過去トレンドに沿って推移すると仮定して算出。  
出所: 米国教育省、FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-11 コロナ禍で蓄積された貯蓄



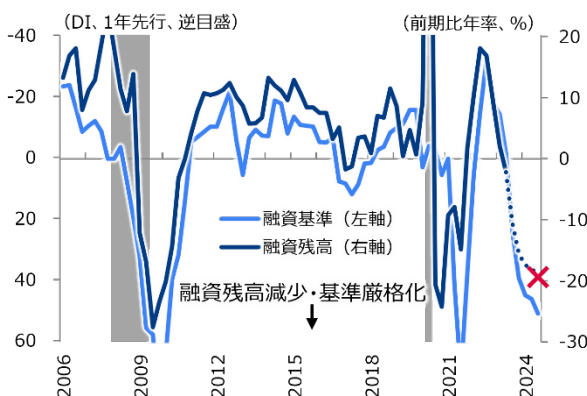
注: コロナ禍で蓄積された貯蓄は、可処分所得×貯蓄率(19年前半)を上回る貯蓄額と定義。シミュレーションは、可処分所得が19年前半の伸びで推移すると仮定して算出。  
出所: 米国商務省より三菱総合研究所作成

### 注目点③ 企業投資の行方 — 資金調達環境の悪化で伸びは鈍化するが、政策支援が下支え

企業の設備投資は、融資基準の厳格化が抑制要因となり、24年半ばにかけて鈍化を続けるとみる。既往の利上げ効果に加え、23年3月以降に相次いだ銀行経営破綻も相まって、銀行の融資基準の厳格化が進み、企業の資金調達環境は悪化している(図表3-12)。実質政策金利が景気に対して引き締めの水準で推移することや、景気の屋台骨である個人消費の伸びの鈍化は、企業投資の抑制要因となるだろう。

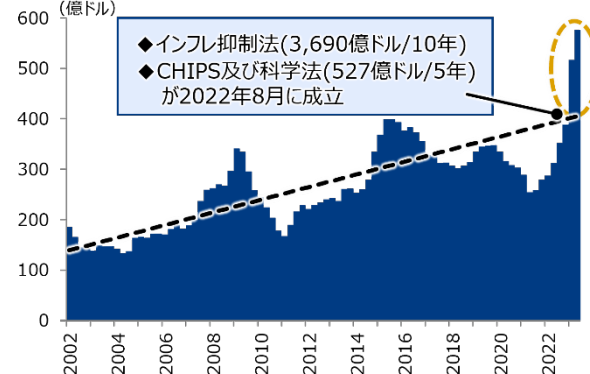
もっとも、経済安全保障に関わる半導体の国内生産支援策や脱炭素産業の育成に向けた補助金政策などの産業政策が企業の投資需要を下支えし、設備投資は横ばい圏内での底堅い推移を予想する。バイデン政権は、①インフラ投資の拡大、②教育による労働者の能力向上、③公平な競争環境の確保を通じた中小企業支援、の3つの柱からなる「バイデノミクス」を推進してきた。特に、①について、EV普及などを柱とするインフレ抑制法(略称:IRA、投資規模:3,690億ドル/10年)、米国内の先端半導体開発を促進するCHIPS及び科学法(527億ドル/5年)の2法案が成立した22年8月以降、製造業の建設投資は急増している(図表3-13)。

図表 3-12 融資基準・融資残高



注: 融資基準、残高は商工業向け。残高の破線は融資基準を基に推計した値。グレーの網掛けは景気後退期。  
出所: FRBより三菱総合研究所作成

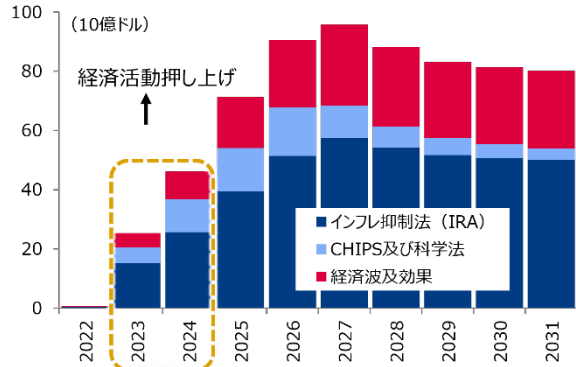
図表 3-13 製造業の建設投資



注: 年率換算、生産者物価指数で実質化した値。破線は04-19年のトレンド線。括弧内は期間と投資額(インフレ抑制法は気候変動対策、CHIPS法は半導体産業支援予算)。  
出所: FREDより三菱総合研究所作成

バイデン政権発足以降、半導体、EV・バッテリー製造、クリーンエネルギー分野などを中心に民間企業から約5,030億ドルの投資計画が発表されている<sup>2</sup>。当社は、IRA及びCHIPS法の経済インパクトを、23年度(22年10月-23年9月)・24年度で計約710億ドルと推計、23・24年度のGDP成長率をそれぞれ+0.1%、+0.2%ポイント程度押し上げる規模に相当するとみる(図表3-14)。金融引き締めや銀行の融資基準厳格化などの逆風の中でも、企業の中長期視点の投資需要は堅調に推移すると見込まれ、設備投資を下支えするだろう。

図表 3-14 産業政策による経済インパクト



注:OECDのInput-Output Tableを用い、政府支出の波及を推計。経済波及効果は政府支出が全て消化され、消化される年度に効果が発現すると仮定して算出。横軸は会計年度(10月-翌年9月)。出所:CBO、OECDより三菱総合研究所作成

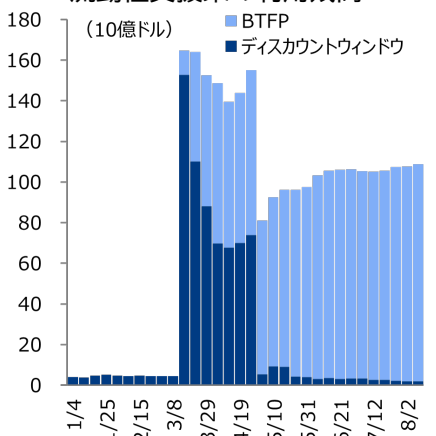
### (3) 米国経済の先行きリスク

米国経済は、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。ミシガン大学によると、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は、23年4-6月期で+4.0%と19年平均(+2.6%)を上回っており、物価安定への道のりは長い。仮に、労働需給の逼迫度を示すV/U(欠員率/失業率)比率が直近の1.6倍から0.8倍まで下がった場合でも、消費者物価指数(CPI)がFRB目標の2%にまで落ち着くのは26年入り後になるとの推計もある<sup>3</sup>。インフレの高止まりに伴う金融引き締めや政策金利の最終到達点の引き上げは、景気後退と高インフレが併存するスタグフレーションを招く恐れがある。

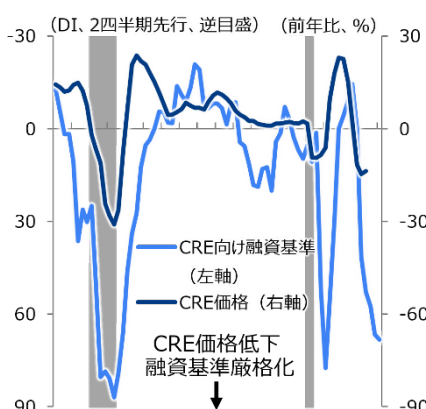
第二のリスクは、銀行経営不安の再燃である。先行きを見通すうえで、①預金流出リスク、②商業用不動産(CRE)市況のさらなる悪化、に注意が必要である。①について、銀行経営不安は直近では小康状態にあるが、経営破綻が相次いだ23年3月以降、FRBによる銀行向け流動性支援策の利用残高は引き続き高水準で推移している(図表3-15)。インフレ懸念が再燃し、債券価格下落(長期金利上昇)などにより資産劣化が進んだ場合、経営基盤の脆弱な中堅・中小行を中心に収益悪化や経営破綻が相次ぐ恐れがある。②について、コロナ危機以降のリモートワークの定着や、景気減速に伴う需要減によって、CRE市況は悪化基調が続いている。市況悪化のなか、24年にかけて満期を迎えるCREローン融資残高は1兆ドルを超え、ローンのうち約7割が経営基盤の脆弱な中堅・中小行に集中している。市況悪化を背景に、CRE向け融資基準の厳格化と価格下落が進んでいる(図表3-16)。CREローン損失について、先行する融資基準の厳格化と同様に不動産市況の悪化が進むと仮定して試算すると、約300億ドル/四半期の損失が発生すると考えられる(図表3-17)。その場合、中堅・中小行を中心とした経営状況の悪化が銀行経営不安の再燃につながり、経済活動を下押しするだろう。

図表 3-15 FRB による銀行向け流動性支援策の利用残高



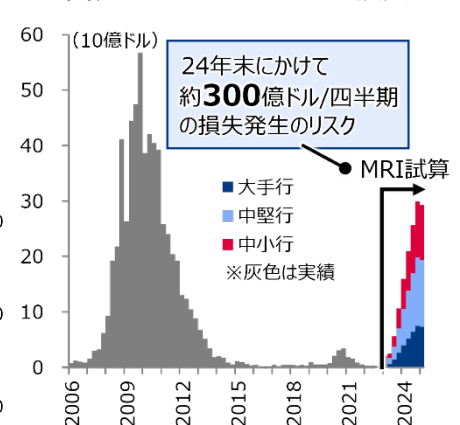
注:横軸は23年以降。直近は23年8/9。ディスカウントウィンドウは、FRBの常設貸出制度。BTFPは緊急流動性供給プログラム。出所:FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-16 融資基準と CRE 価格



注:CRE価格の直近は23年4-6月、融資基準は同年7-9月。グレーの網掛けは景気後退期。出所:FRB、Green Street Advisorsより三菱総合研究所作成

図表 3-17 CRE ローン損失



注:予測は、23年ストレステストの結果を基に、CRE融資基準が08年金融危機時と同水準まで厳格化した場合のCRE価格の下落幅と損失率を算出し、推計。出所:FDIC、FRBより三菱総合研究所作成

<sup>2</sup> <https://www.whitehouse.gov/invest/> 2023年8月15日最終アクセス

<sup>3</sup> Ben Bernanke, Olivier Blanchard(2023), "What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?", Hutchins Center Working Paper