

### 3. 米国経済

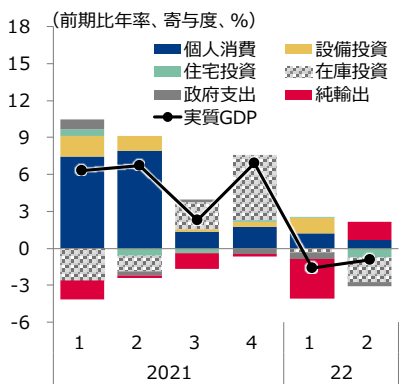
#### (1) 米国経済の現況

##### 物価上昇と利上げの影響で景気減速、2四半期連続のマイナス成長に

米国経済は減速している。22年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.9%と、2四半期連続のマイナス成長となった(図表3-1)。内訳をみると、在庫投資が成長率を2%押し下げたほか、個人消費(前期比年率+1.0%)の伸びが減速、住宅投資(同▲14.0%)や設備投資(同▲0.1%)は減少に転じた。家計マインドは21年以降、高インフレの影響で急激に悪化し、企業マインドも22年入り後に低下傾向にある(図表3-2)。

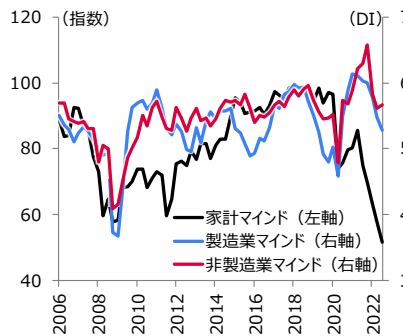
なお、2四半期連続マイナス成長の「テクニカル・リセッション」ではあるものの、全米経済研究所(NBER)の定義では、景気後退は「重要な経済活動の衰退が経済全体に広がり、数カ月以上続く状態」を指す。後述の通り雇用は堅調であり、実質的な景気後退には至っていない。

図表 3-1 実質 GDP 成長率



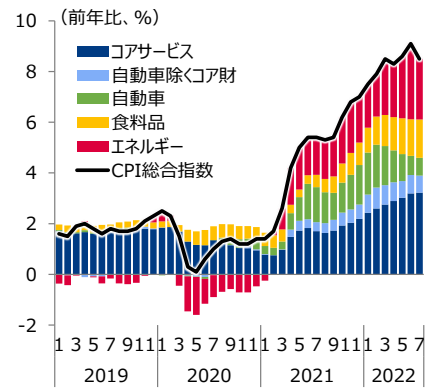
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-2 家計・企業マインド



注:四半期。直近22年7-9月は7月の値。  
出所:全米供給管理協会、ミシガン大学  
より三菱総合研究所作成

図表 3-3 消費者物価指数



出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

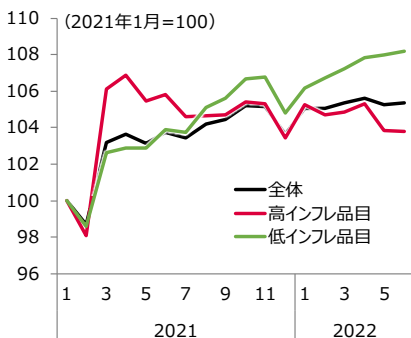
##### 消費者物価の伸びが一段と加速、高インフレ品目の消費を押し下げ

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。22年6月の消費者物価は約40年ぶりに前年比+9%台を記録、7月には8%台後半へと低下したものの、高い水準が続いている(図表3-3)。自動車など財価格の伸びは鈍化傾向にあるが、ウクライナ紛争の影響が続くエネルギー・食料品価格が高止まりしていることに加え、賃金や家賃の上昇を反映してサービス価格の伸びが加速している。サービス消費の回復によって個人消費全体では前期比でプラスの伸びを維持しているが、エネルギーや食料品など、価格高騰が続く品目での消費が抑制されていることが内需減速の一因となっている(図表3-4)。

##### FRBはインフレ抑制を最優先に金融引き締めスタンスへ転換

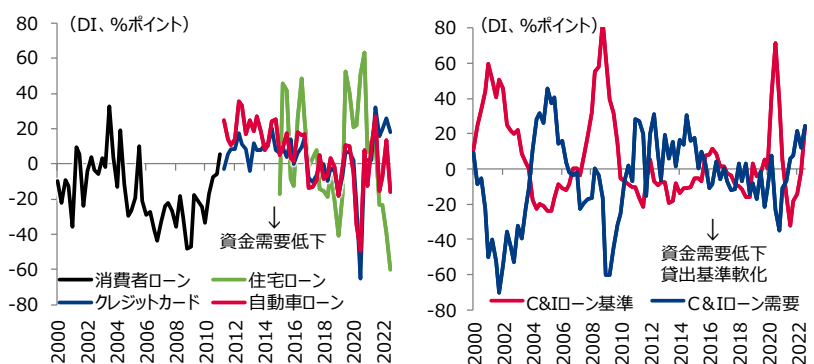
利上げによる影響も顕在化し始めている。物価上昇率が高止まりする中、FRBは景気を一時的に減速させてでもインフレを抑制する姿勢へと転換、6・7月のFOMCでは2会合連続で0.75%ポイントの大幅利上げを実施した。その結果、資金借入・貸出環境には変化がみられる。ローン金利の急上昇に伴い住宅ローンや自動車ローン需要は減少。一方、企業の資金需要は、設備投資や運転資金需要などから堅調さを維持しているものの、経済の先行きへの不確実性の高まりから、金融機関の貸出基準が厳格化し始めている(図表3-5)。

図表 3-4 品目別実質消費支出



注:高/低インフレ品目は、22年4-6月の物価上昇率(19年比)が、総合指数の伸びより高/低い品目。  
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-5 資金需要 (左:消費者、右:大・中企業)



注:四半期。直近は、6月FOMC後の22年6月16日-30日に調査を実施。  
出所:FRBより三菱総合研究所作成

## (2) 米国経済の先行き

22・23年の米国経済の成長率は、前回5月見通し時点の予測よりも大きく減速すると見込む。7月には消費者物価の伸びは鈍化した。需要面・供給面双方からの物価上昇圧力は根強く、FRBによる金融引き締めが継続するため。22年は4-6月期を底に、後半はプラス成長に戻ると見込むものの、物価上昇による消費下押しや、利上げによる投資抑制が重しとなる。23年には利上げによる消費や投資などの下押し効果が本格的に顕在化する。

ただし、現時点では景気後退は回避可能と考える。①コロナ下で蓄積した過剰貯蓄が消費のバッファーとなること、②足元の雇用環境は堅調であり、失業率の大幅な上昇を避けられること、などから消費が底堅さを維持し、景気下押し効果が大きくなる23年でも、1%台半ばの成長率で踏みとどまると見込む。

### 物価上昇圧力は未だ強く、高インフレ解消には時間を要する

消費者物価は高い水準が続き、消費を下押しする要素となる。先行きは、供給制約の段階的な解消や景気減速に伴って緩やかに物価上昇率が低下していくと見込むが、高インフレの解消には時間を要するだろう。中でも、①賃金、②コモディティ価格、③期待インフレ率の動向が、先行きの物価を判断する上で注目点となる。

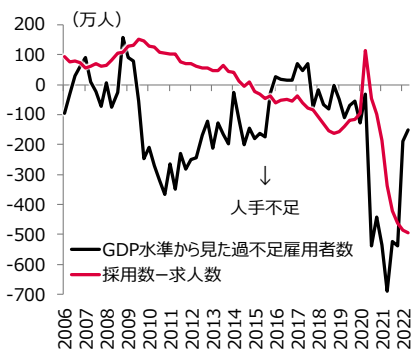
① **賃金**：22年7月の名目賃金上昇率は前年比+5.2%と、高い伸びが継続している。当社の推計では、賃金上昇によるデマンドプル型のインフレ圧力が4%程度にまで高まっている(総論P.6 図表1-9参照)。賃金上昇とサービス価格は相関が強く、サービス価格の上昇要因となる。

賃金上昇の要因は、労働市場の逼迫(ひっばく)が続いていることだ。失業率は3.5%と景気減速下でも低水準を維持しており、欠員率はコロナ危機前を大きく上回る。生産水準に対する適正雇用者数と実際の雇用者数を比較すると、マクロでは雇用者不足が続いているうえ、埋まらない求人数も増加しており、人手不足感は極めて強い(図表3-6)。利上げに伴って23年にかけて労働需要が抑制され、名目賃金の伸びも鈍化していく可能性が高いが、雇用指標は景気に遅行すること、高インフレを受けて賃上げ圧力が高まっていること、などを踏まえると、賃金上昇率の鈍化も緩やかなものにとどまると見込む。

② **コモディティ価格**：22年7月のエネルギー・食料品の消費者物価上昇率への寄与は5割弱と、21年10-12月期から拡大している。足もとでは、世界経済の減速を受けて、供給制約は緩和傾向にあり、一部品目や海上運賃は価格が低下している一方で、エネルギー価格や食料価格などは高止まりしている(総論P.6 図表1-8参照)。国際情勢を巡る不確実性は高く、今後もコモディティ価格の変動が、消費者物価の上振れ要因となろう。例えば、米国エネルギー情報局の予測を基に、ガソリン価格による総合CPIへの影響を推計すると、価格上振れシナリオでは23年後半でも総合CPIを2%ポイント近く押し上げることになる(図表3-7)。

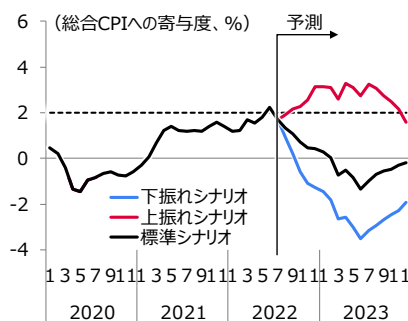
③ **期待インフレ率**：高インフレが続く中で、中長期の期待インフレ率は高水準で推移している。7月の5年先の期待インフレ率(中央値)は2.9%と、5カ月ぶりに前月(3.1%)から低下したが、予想の分布をみると、裾野が広がっている(図表3-8)。22年入り後に「低下」「0%」との回答が増加、利上げの効果や景気後退懸念の影響が出ているとみられる一方で、「5%以上」との大幅な物価上昇継続を予測する割合も増加、高インフレの鎮静化に懐疑的な見方も少なくない。ガソリン等の価格上昇によって、期待インフレ率が上振れ、自己実現的な物価上昇となるリスクはいまだにくすぶっている。

図表 3-6 過剰・不足雇用者数



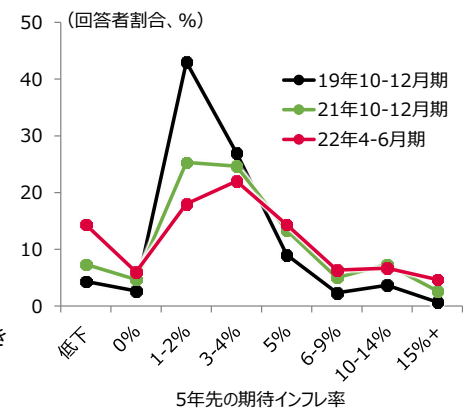
注：生産水準に対して過剰／不足な雇用者数を生産性方式に基づき推計。  
出所：米国労働省、米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-7 ガソリン価格による総合CPIへの影響



注：エネルギー省の8月時点の見通しに基づき算出。上振れシナリオでは、WTIが23年末にかけて198ドル/バレルに上昇すると想定。  
出所：米国エネルギー情報局、労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-8 家計の期待インフレ率(5年先)



出所：ミシガン大学より三菱総合研究所作成

## 中立金利を上回る水準まで利上げ、23年にかけて需要を抑制

このように高インフレ解消に時間がかかる中、FRBはバランスシートの縮小を進めるとともに、中立金利(2-3%程度)を上回るまで利上げを実施する。政策金利の誘導目標を22年中に3.5-3.75%、23年中に4.0-4.25%まで引き上げ、インフレ抑制の道筋が明確になるまで同水準を維持すると見込む。同じく利上げを開始した欧州などと異なり、米国では賃金上昇を伴うデマンドプルの物価上昇圧力が強く、景気をさらに減速させなければインフレを早期に抑制できない。

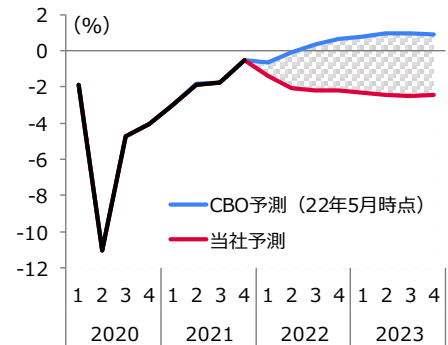
金融引き締めの影響はラグをもって顕在化する。23年にかけて利上げの効果が顕在化し、GDPギャップは▲2%程度に押し下げられると予測する(図表3-9)。これに伴い高インフレも緩和するが、インフレ目標である2%に戻るには時間を要する。23年にかけて、物価上昇率は2%を上回る水準が続くと見込みだ。

## 堅調な雇用環境や財務状況が消費のバッファに

物価上昇や利上げが景気を下押しするが、現状では景気後退は回避可能とみる。足元で堅調な雇用環境や、良好な家計の財務状況がバッファとなり、GDPの約7割を占める個人消費が底堅さを維持するためだ。

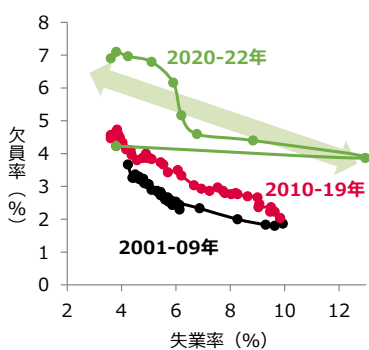
1979-82年ボルカー危機時は、金利感応度の大きな建設業や製造業などで雇用が減少し、失業率が一時10%を超えるなど、雇用・所得環境の大幅かつ急激な悪化が景気後退を招いた。しかし、足元の人手不足感は強く、高齢者の早期退職等による労働参加率の低下や移民減少といった構造的な人手不足要因がある。欠員率と失業率の関係を示すUV曲線を見ると、コロナ危機後に右上にシフトしているが、欠員率と失業率の逆相関の関係は崩れていない(図表3-10)。景気に遅行して労働需要が減少、欠員率の低下とともに、23年から24年にかけて失業率も段階的に上昇するだろうが、大幅な失業率の上昇は避けられると見込む。加えてコロナ下で蓄積した約2.5兆ドルの過剰貯蓄も消費の下支え要因となるだろう。22年以降、物価上昇に伴う消費拡大から、過剰貯蓄の一部取り崩しが始まっているが、依然としてその多くが消費として顕在化せず蓄積しているとみられる(図表3-11)。また、家計債務はGDP比で75%と、100%近かった世界金融危機前よりも低く、マクロでみれば家計の財務状況は健全である。各種ローンの延滞率をみても、直近でわずかに上向いているものの、歴史的にみれば低水準で推移している(図表3-12)。

図表 3-9 GDP ギャップの見通し



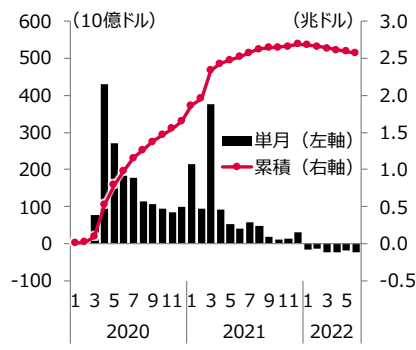
注: 潜在GDPは議会予算局(CBO)の予測。  
出所: 米国議会予算局(CBO)、商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-10 UV 曲線



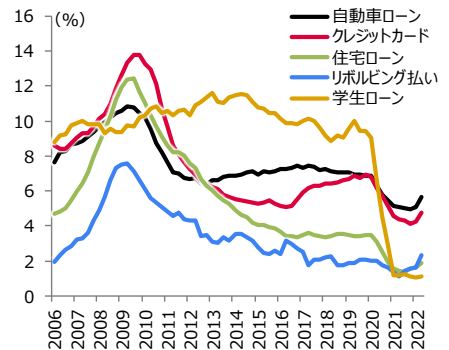
注: 四半期。直近は22年4-6月期。  
出所: 米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-11 過剰貯蓄



注: 過剰貯蓄は19年平均貯蓄を上回る部分。  
出所: 米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-12 家計負債延滞率



注: 30日以上延滞に陥った割合。  
出所: NY連銀より三菱総合研究所作成

## 成長率を大幅下方修正、23年は潜在成長率以下に

以上を踏まえ、22年の実質GDP成長率は前年比+1.7%、23年は同+1.5%と、前回5月見通し時の同+3.4%、+2.2%から、それぞれ大幅に下方修正する(図表3-13)。22年4-6月期が下振れたことに加え、物価の高止まりと利上げの加速が背景にある。

22年後半はプラス成長に戻ると見込むものの、高インフレによる消費下押しや利上げによる投資抑制が下押し要因となる。23年は金融引き締めによる内需下押し効果がタイムラグを伴って生じることから、消費や設備投資の下振れ幅が拡大する。ただし、消費が底堅さを維持することで、1%台半ばの成長率で踏みとどまると見込む。

図表 3-13 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		▲3.4	5.7	1.7	1.5
個人消費		▲3.8	7.9	2.4	1.5
設備投資		▲5.3	7.4	5.1	3.8
住宅投資		6.8	9.2	▲4.8	▲3.9
在庫投資寄与度		▲0.6	0.4	0.7	▲0.0
政府支出		2.5	0.5	▲1.2	0.2
純輸出寄与度		▲0.2	▲1.4	▲1.0	0.2
輸出等		▲13.6	4.5	6.5	3.6
輸入等<控除>		▲8.9	14.0	9.7	1.3
FFレト誘導水準(年末)		0.0-0.25	0.0-0.25	3.5-3.75	4.00-4.25
物価(CoPCE)		1.4	3.3	5.2	3.2
失業率		8.1	5.4	3.7	4.4

出所: 三菱総合研究所



### (3) 先行きのリスク

米国経済は、歴史的な物価上昇と大幅な利上げ加速という前例の少ない状況にあり、不確実性が極めて高い。先行きは幅を持ってみる必要があるが、よりダウンサイドリスクが高い。下振れリスクとして、①金融引き締めによる加速と、②資産価格の大幅な調整、③中間選挙での民主党の大敗、を挙げる。

#### リスク①:金融引き締めの一段の加速による景気後退

1つ目のリスクは、金融引き締めによる一段の加速だ。前述の通り、物価を巡る不確実性は高い。FRBは景気への影響を勘案しつつ利上げペースを調整していくと見込まれ、景気減速幅が大きくなった場合には、23年中の利下げも考えられる。

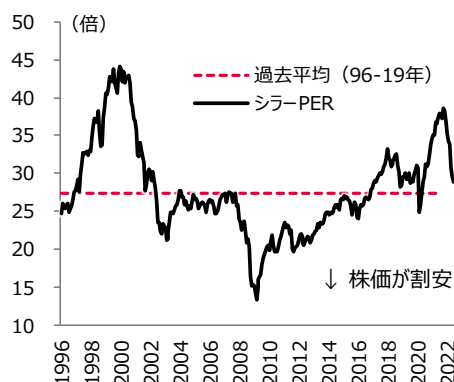
しかし、供給制約の長期化によるコモディティ価格の高止まりや、それに伴う期待インフレ率の上昇など、物価上昇率が高止まり、または加速した際には、利上げペースのさらなる加速や長期間にわたる高水準の政策金利の維持を迫られよう。その場合、高インフレと景気後退が並走するスタグフレーションとなりかねない。

#### リスク②:資産価格の大幅な調整

金融引き締めが加速した場合には、資産価格の大幅な調整も懸念される。期待収益率を加味したPER(株価収益率)はコロナ前の水準近くまで低下しているものの、過度の利上げから市場のリスク回避度が高まり、一段と下落する恐れがある(図表3-14)。6月のFOMCの時のように、今後もFRBは物価抑制のためなら事前のガイダンスなく大幅な利上げを行うだろう。8月15日時点で市場は22年末までに3.5%程度の利上げを織り込み済みであるが、引き締めが加速した場合、高リスク資産の下落を通じて消費の下押しが大きくなる恐れがある。

また、ノンバンク由来の金融リスクには警戒が必要だ。FRBの年次ストレステストによると、米大手銀行は、世界金融危機後の自己資本強化によって、深刻なストレス下でも十分な自己資本を維持可能と結論付けられている。一方で、相対的に金融規制の緩く、活動実態のつかみづらいノンバンクセクターでリスクが高まっている恐れがある。ノンバンクはローン担保証券(CLO)などリスク資産を多く保有しており、これらの高リスク資産で大幅な価格調整が起これば、金融システムに揺らぎが生じる恐れがある。

図表 3-14 シラーPER

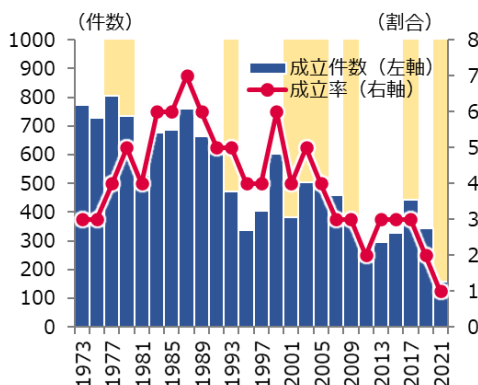


注:シラーPERは過去10年間のインフレ率調整後の純利益で計算した株価収益率。  
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

#### リスク③:中間選挙で大敗すれば、財政の機動性低下の恐れ

11月の議会中間選挙で民主党が上下院ともに敗北を喫した場合、その程度によっては財政政策の機動性低下が懸念される。高インフレの持続や指導力不足によってバイデン政権の支持率は低迷を続けており、中間選挙では、民主党の苦戦が予想されている(詳細は次頁トピックス参照)。議会の法案成立数をみると、民主・共和党の党派対立の拡大に伴い議会法案の成立件数は年々減少傾向にあり、政権・両院が同一政党ではない時期には特に成立数が少なくなっている(図表3-15)。超党派の合意領域は限られているなか、敗北の程度次第では立法の機能不全にも陥りかねない。気候変動対策関連への追加の投資や、富裕層向け増税等を巡って両党の対立が強まるだけでなく、景気後退時に困窮世帯に対して迅速に支援を行うことも困難となり、金融政策と財政政策の同時収縮によって景気下押し効果が大きくなる恐れがある。

図表 3-15 議会法案成立件数



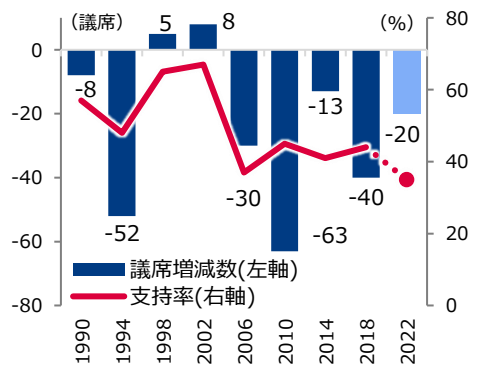
注:黄色は政権・両院が同一政党でない時期。  
21-22年会期は22年8月8日時点。  
出所:GovTrack.usより三菱総合研究所作成

下院は共和党優勢、上院は拮抗

米国連邦議会の中選挙が今年11月に行われる。記録的なインフレを背景に、バイデン政権の支持率は30~40%台と低迷し、上下両院で民主党が過半数を持つ現状の維持は困難な局勢だ。民主党が上下院のどちらかで過半数を割り、ねじれ状態に陥ると、立法プロセスは停滞し、23年以降のバイデン政権の機能不全化が懸念される。

過去の中選挙を振り返ると、与党は議席を減らす傾向にある(図表3-16)。FiveThirtyEightの7月末の予測によると、下院では民主党が約20議席を失い、過半数を割るとみられている。一方、上院は、①改選が14/34議席と少ない点、②接戦州での共和党現職引退、は民主党に優位だが現状は拮抗しており、情勢は不透明だ。

図表 3-16 選挙前の支持率と与党下院議席数変化



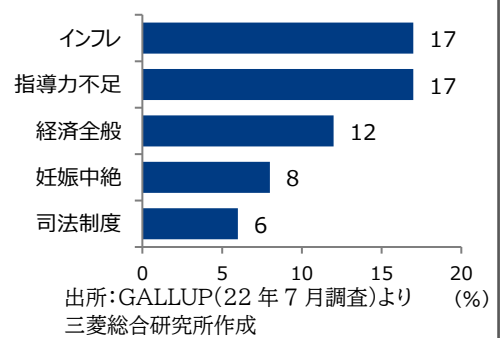
注:22年の議席数予測はFiveThirtyEight。支持率は各10月時点(22年は7月時点)。出所:The American Presidency Project, FiveThirtyEightより三菱総合研究所作成

選挙戦の行方を握るインフレ対策、指導力不足が支持低下に拍車

バイデン政権が巻き返しを図る上で、インフレ対策は最大の課題である。民主党支持基盤の黒人やヒスパニック系、18~29歳の若者の多くが低中所得層であり、インフレの影響を受けやすい。共和党は、バイデン政権による米国内シェール産業への規制強化が石油価格高騰を招いた、と世論を喚起しており、民主党への逆風となっている。インフレ抑制策として掲げる、①対中関税の引き下げ、②石油備蓄の放出、は即効性に欠け、結局はFRBの利上げ頼みが実情だ。

加えて、米国最大の課題は指導力不足と考える国民は17%に上る(図表3-17)。インフレに加え、気候変動対策や低所得者支援策の遅滞など、バイデン政権の実行力不足が支持低下に拍車を掛けている。

図表 3-17 米国最大の課題



23年以降のバイデン政権、大統領令と行政協定でレガシーづくり

民主党の議席が上下院のどちらかで過半数を割り込む場合、バイデン政権はインフレ抑制法のような立法上の合意形成を通じた政策立案が困難になる。また、両党が行った下院の選挙区割り変更により接戦州が減少した。結果、政治信条の偏った候補者が多数生まれ、政治的分断の深刻化と議会の機能不全化が懸念される。23年以降のバイデン政権は、議会承認不要な大統領令と行政協定を利用した政策運営が中心となろう。

具体的には、ビルドバックベター(以下BBB)法の看板政策である、①子育て・教育支援、②低所得者支援、③気候変動対策、が大統領令により進むと見込む。BBB法の一部はインフレ抑制法として規模縮小の上で成立したものの、再生エネルギー投資だけでなく石油・ガス開発支援も含まれており、政府主導の「脱炭素社会」への構造転換は停滞する。実質的な進展は、①経済安全保障政策、②ビッグテック規制、などの一部分野に限られるだろう。ただ、①について、両党とも米中デカップリングの核心を突く立法には及び腰であり、企業のサプライチェーンへの影響は未知数だ。23年以降のバイデン政権は、ねじれ状態と党派性強化の二重苦の中でレガシーづくりを目指すため、全体的に手詰まり感の強い政権運営が続くだろう(図表3-18)。

図表 3-18 23年以降のバイデン政権の政策動向

	推進可能なアジェンダ		推進困難なアジェンダ
	大統領令・行政協定(議会承認不要)	立法(超党派での合意形成)	
内政	<b>BBB法案の個別政策</b> ①子育て・教育、②低所得者支援 ・各種支援に関するルール整備など ③気候変動:温室効果ガス規制など <b>労働組合の強化</b> <b>銃規制や妊娠中絶を巡るルール整備</b> <b>生物多様性重視の連邦国有地利用</b>	<b>経済安全保障政策</b> ・米国内の製造業支援 ・半導体等重点品目の国内回帰 (※半導体の国内生産などへ補助金をあてる半導体開発法は成立) <b>ビッグテック規制政策</b> ・機能別分社化と合併規制強化	<b>ビルドバックベター(BBB)法の看板政策に関する追加立法・予算配分</b> ①子育て・教育:幼児教育無償化や児童税額控除など ②低所得者支援:公営住宅整備など ③気候変動:再エネ投資や税額控除の追加予算など <b>政府主導の「脱炭素社会」への転換</b>
外交	<b>インド太平洋地域での枠組み外交</b> ・QUADやIPEFなどの枠組みを活用 ・権威主義国に対する包囲網の構築 ・日本などの西側諸国との連携推進	<b>対中経済安全保障政策(限定的)</b> ・戦略物資のサプライチェーン見直し ・産業スパイ対策(情報保護) <b>ロシアへの制裁(限定的)</b>	・インフレ抑制法には、石油・ガス開発支援も盛り込まれており、抜本的な「脱炭素社会」への構造転換は困難

注:図表内の「限定的」とは、推進を見込むものの一部分の立案にとどまることを意味する。QUADは、日米豪印戦略対話。IPEF(Indo-Pacific Economic Framework)は、インド太平洋経済枠組み。

出所:各種資料より三菱総合研究所作成