

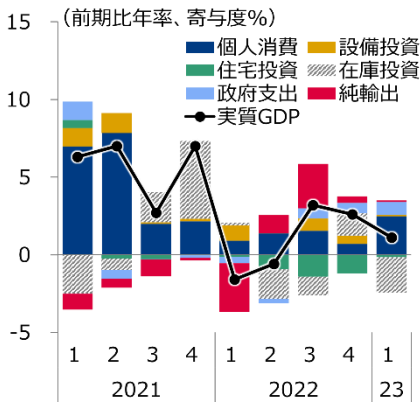
3. 米国経済

(1) 米国経済の現況

米国経済は減速傾向も、堅調な雇用・所得環境が個人消費を下支え

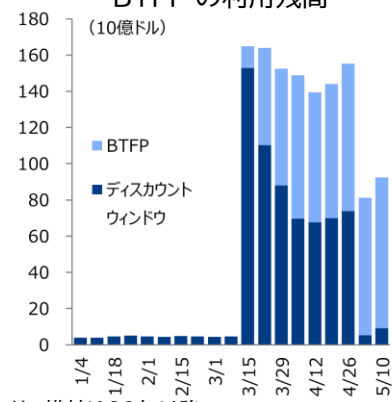
米国経済は、成長ペースが鈍化しているものの、底堅さを維持している。23年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.1%と、2四半期連続で伸びが縮小したが、GDPの約7割を占める個人消費は堅調を維持している(図表3-1)。12月の悪天候による下振れと、1-2月の記録的暖冬による反動増といった一時的要因もあるが、FRBの金融引き締め継続という逆風のなかでも、依然として堅調な雇用・所得環境が米経済の屋台骨である個人消費を下支えした格好だ。

図表 3-1 実質 GDP 成長率



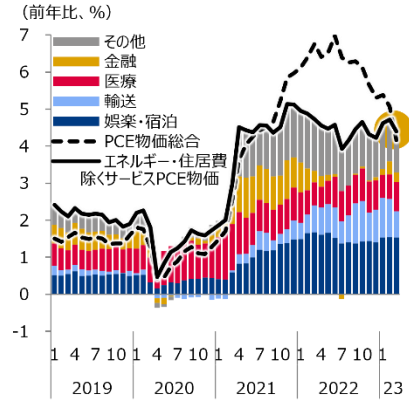
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-2 ディスカウントウィンドウ・BTFFPの利用残高



注:横軸は23年以降。出所:FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-3 物価上昇率



出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

急速な金融引き締めで貸出基準が厳格化、米銀の経営破綻にも発展

もっとも、急速な金融引き締めで金融機関の経営悪化が顕在化している。3月10日のシリコンバレー銀行(SVB)を皮切りに、シグネチャー銀行、ファースト・リパブリック銀行の3行が、経営不安懸念による株価の急落・預金の流出で経営破綻に至っている。当局は、預金の全額保護や流動性供給といった対応策を講じたが、依然として懸念がくすぶる。ディスカウントウィンドウ(FRBによる常設の貸出制度)とBTFFP(緊急の流動性供給プログラム)の利用残高は、5月10日時点で約924億ドルと、引き続き高水準で推移している(図表3-2)。

FRBは10会合連続で利上げを実施、年内は高金利を維持へ

物価上昇率の伸びは鈍化を続けているものの、FRBは5月のFOMCで10会合連続で利上げを実施した。背景には、FRBが重視するエネルギー・住居費を除くサービス物価の伸び率が、労働需給の逼迫で高止まりしていることがある(図表3-3)。既往の金融引き締めが、投資の抑制や銀行経営の不安定化などをもたらしている一方、拙速な利下げはインフレ再燃につながりかねない。FRBは、「年内は高金利を維持する」と強調したが、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強いられている。

(2) 米国経済の先行き

23年の米国経済は、既往の金融引き締め効果の顕在化、銀行経営不安による貸出基準厳格化などから、22年と比べると成長減速を見込むが、①底堅い雇用・所得環境による消費の堅調、②政府支援のもとでの投資拡大が下支え要因となり、景気後退は回避するとみる(図表3-4)。実質GDP成長率は前年比+1.3%を予測する。なお、暖冬による1-3月期の上振れを映じ、前回(同+0.9%)から上方修正する。

24年は、インフレ圧力の緩和による内需回復を主因に、同+1.5%(前回から変更なし)と予測する。FRBは24年に利下げに転じることから、緩やかに成長率を高めるだろう。先行きの注目点は、①金融政策スタンス、②銀行経営不安の経済波及、③内需の回復力、の3点だ。

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	1.3	1.5
個人消費	8.3	2.7	1.6	1.2
設備投資	6.4	3.9	1.8	2.1
住宅投資	10.7	▲10.6	▲12.0	1.1
在庫投資寄与度	0.2	0.7	▲0.5	0.1
政府支出	0.6	▲0.6	2.7	1.5
純輸出寄与度	▲1.7	▲0.6	0.6	▲0.1
輸出等	6.1	7.1	3.6	2.7
輸入等<控除>	14.1	8.1	▲0.7	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	4.2	2.9
失業率	5.4	3.7	4.0	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

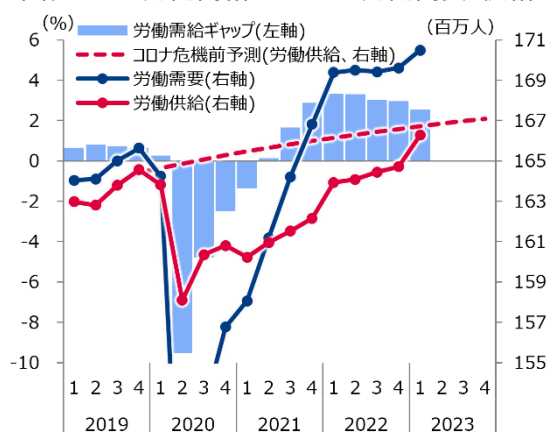
注目点① 金融政策スタンス — 高インフレも、引き締めの金融政策運営を維持する見込み

米国のインフレ率が目標の2%にまで落ち着くのは25年以降になるとみる。なぜなら、労働需給の構造的なミスマッチにより、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だ。失業率は、23年1-3月期時点で3.5%と、歴史的な低水準で推移している。また、直近の労働需給ギャップ(労働市場の逼迫度合い)は、+2.5%と、19年平均(+0.7%)を大幅に上回る(図表3-5)。労働供給は、既にコロナ危機前に予測されていた水準に達しており、先行きの伸びの余地は限定的だ。さらに、労働需要の抑制も緩やかなペースにとどまる見通しであることを踏まえると、労働需給逼迫およびインフレは長期化するだろう。

こうした状況のもと、FRBは、インフレ抑制のために引き締めの金融政策運営を維持する見通しだ。量的緩和/引き締めの影響を織り込んだ代理政策金利が、景気に中立な金利(テイラールール)を上回りつつあることを踏まえると、利上げそのものの打ち止めは近いだろう(図表3-6)。当社は5月のFOMCをもって打ち止めと見込むが、雇用・物価関連指標が想定よりも上振れすれば、追加利上げに踏み切る可能性もある。いずれの場合でも、23年中は、政策金利が5%超の水準で維持されると予測する。

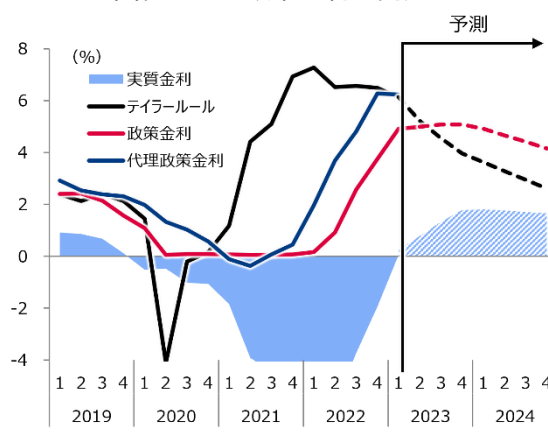
FRBが利下げに転じるのは、24年1-3月期と見込むが、利下げのペースは緩やかにとどまるだろう。FRBは、インフレ抑制(インフレ率が持続的に2%に戻る)の確実な達成に向けて、実質金利がプラスで推移する期間を十分に確保し、期待インフレ率の一層の引き下げを目指すだろう。24年末でも4%台前半の政策金利を維持すると予測する。

図表 3-5 労働需給ギャップ・労働需要/供給



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。CBO予測(労働供給)は20年1月時点。
出所: 米国労働省、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: 実質金利は政策金利-物価(PCE)。テイラールールは景気に中立な金利。代理政策金利は量的緩和/引き締め効果を含めた政策金利。
出所: FRB、CBO、米国商務省、米国財務省、サンフランシスコ連銀より三菱総合研究所作成

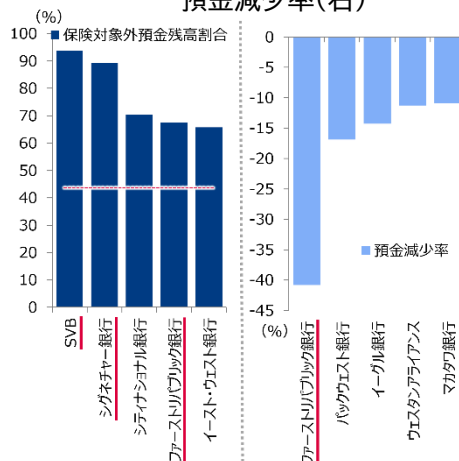
注目点② 銀行経営不安の経済波及 — 銀行経営不安は長期化、貸出基準の厳格化が経済を下押し

米国の金融システム全体が不安定化する可能性は低いとみるが、米銀のリスクテイク姿勢の慎重化・貸出基準の厳格化は、経済の下押し要因となる。政策金利が景気に対し引き締めの水準で推移する見通しを踏まえると、中堅・中小行を中心に経営の不安定化は続くだろう。ただし、厳格な監督を背景に大手行は健全性を維持しており、金融システム不安への発展は回避されるとみる。

今回破綻した3行には、特定の産業・顧客層に左右されやすい事業戦略を採っていたという共通点がある。例えば、SVBはテック系ベンチャー、シグネチャー銀行は暗号資産関連企業に顧客が集中しており、これらの業種におけるコロナ特需の剝落が、預金の急速な流出につながった。また、3行とも、法人や富裕層などの大口預金への依存度が高く、預金全体に占める非付保預金(預金保険でカバーされない部分)の割合が極めて高かったことも、預金の流出に拍車をかけた(図表3-7)。

SVBとシグネチャー銀行の破綻を受け、当局は預金の全額保護や銀行向けの緊急貸出プログラム(BTFP)の設定を公表した。

図表 3-7 保険対象外の預金割合(左)、預金減少率(右)

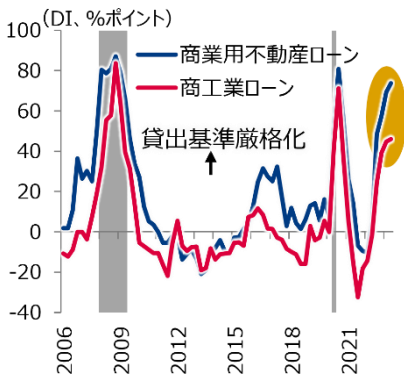


注: 左図は22年12月末時点の米銀の預金保険対象外割合、破線は資産10億ドル以上の銀行平均。右図は22年12月末から23年3月末への変化。
出所: S&P Globalより三菱総合研究所作成

これにより、一時は銀行の経営不安が一服するとの見方が強まったものの、5月にファースト・リパブリック銀行が破綻に至ったことで、他の中堅・中小行でも株価急落・預金流出が相次ぐ可能性が懸念されている状況だ。

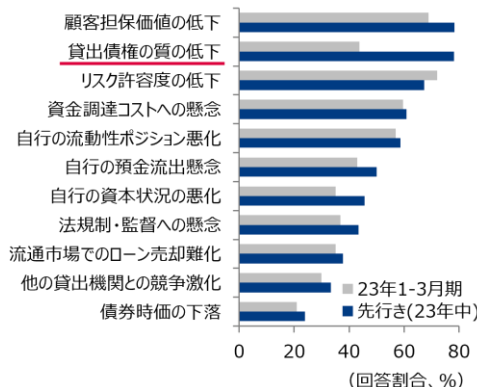
こうした状況下で、米銀がリスクテイク姿勢を慎重化させれば、既往の金融引き締め効果も相まって、貸出基準の厳格化を通じて実体経済に悪影響をもたらす。企業向け貸出残高をみると、全体では前年比プラスで推移しているものの、中小行については、22年半ば以降は減少が続いている。企業向け貸出基準は、商工業ローン(前回45→今回46%ポイント)や商業用不動産ローン(同69→同74%ポイント)などで厳格化が進んだ(図表3-8)。23年中に貸出基準を厳格化する理由として、「顧客担保価値の低下」や「資金調達コストへの懸念」などが挙げられ、特に、「貸出債権の質の低下」を懸念する割合は過去3か月と比較し高まっている(図表3-9)。当社推計では、貸出基準が10%ポイント上昇(厳格化)した場合、1年後の設備投資の前年比伸び率を約▲1.0%ポイント程度下押しするとみられ(図表3-10)、景気の下押し圧力となるだろう。

図表 3-8 企業向け貸出基準 DI



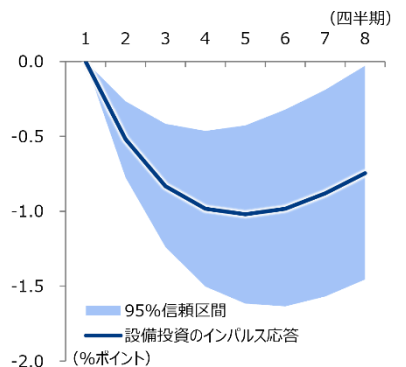
注: 商工業ローンは大・中企業向け。商用不動産は13年第4四半期以降、建設・土地開発向け。グレーの網掛けは景気後退期。
出所: FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-9 貸出基準厳格化の理由 (23年4月調査)



注: 「大いに影響」「ある程度影響」と回答した金融機関の割合。
出所: FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-10 貸出基準が10%pt 上昇した時の設備投資への影響



注: 設備投資・GDP デフレーター・コモディティ価格・代理政策金利・商工業ローン・貸出金利・商工業ローン貸出基準 DI からなる VAR モデルを推計。
出所: 米国商務省、CRB、サンフランシスコ連銀、FRBより三菱総合研究所作成

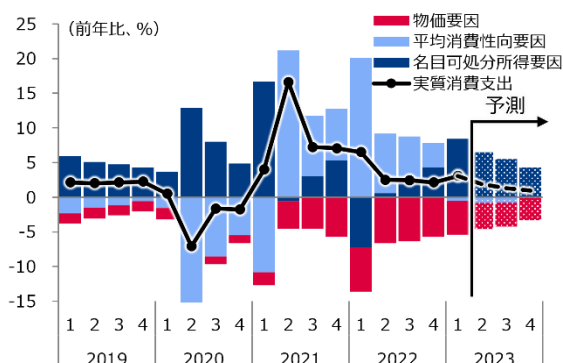
注目点③ 内需の回復力 —— 堅調な消費と企業業績、EV関連投資が米国景気を下支え

金融引き締めや貸出基準厳格化はいずれも米国経済の成長下振れ要因となるが、内需の堅調を見込むことから、米国経済全体としては23、24年共に1%台前半の底堅い成長を予想する。理由は大きく2つある。

第一に、底堅い雇用・所得環境やウィズコロナ下で積み上がった過剰貯蓄によって、個人消費が堅調を維持することだ。前述の通り、堅調な雇用・所得環境が見込まれることに加えて、コロナ下の財政支援などで蓄積された過剰貯蓄は23年3月時点で約1.4兆ドルに上り、これを原資に、米国家計は平時に比べて高い消費性向を維持している。今のペースで過剰貯蓄を取り崩したとしても、24年末まで取り崩し余地は残るとみられ、GDPの約7割を占める個人消費が堅調に推移し(図表3-11)、内需を下支えしよう。

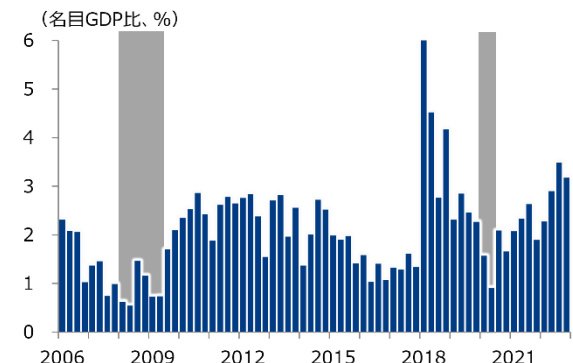
第二に、豊富な内部留保と政策支援によって、設備投資が底堅く推移することだ。堅調な企業収益を背景に、内部留保(各期の繰越利益剰余金の増減額)は高水準で推移しており(図表3-12)、企業の資金繰りには一定の余裕がみられる。金融引き締めの長期化や銀行の貸出基準厳格化は逆風となるが、設備投資の過度な落ち込みは避けられるだろう。

図表 3-11 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。予測は、消費性向を22年末の水準で固定し算出。
出所: 米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-12 企業の内部留保



注: 内部留保は各期の繰越利益剰余金の増減額。グレーの網掛けは景気後退期。
出所: 米国商務省より三菱総合研究所作成

加えて、バイデン政権が設定する産業政策が、企業の設備投資を中長期的に活性化させると見込む。21年以降、バイデン政権は、インフラ整備やクリーンエネルギー技術開発費などを盛り込んだインフラ投資・雇用法（21年11月、5,500億ドル）、米国内での先端半導体開発などを促すCHIPSおよび科学法（22年8月、2,800億ドル）、気候変動対策を中核とするインフレ抑制法（略称：IRA、22年8月、3,940億ドル）、を通じて、自国産業の強化を進めている。特に、IRAは、自動車・電池メーカーの米国生産に向けた投資を促す観点から、電気自動車（EV）について、①北米組み立て、②電池の50%以上が北米製、③鉱物の40%が米国产もしくはFTA締結国（日本含む）、の条件を満たす場合に、購入者へ最大7,500ドルの税額控除を提供することが盛り込まれている。実際、EV関連企業が発表した米国への投資額は、23年4月時点で約1,320億ドルと、米国のGDPの約0.5%に上り、中期的に米国の投資や生産の押し上げが期待される。政策の後押しによって、生産拠点・市場としての魅力が高まり、米国への投資を中長期的に活性化させるだろう。

(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3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。

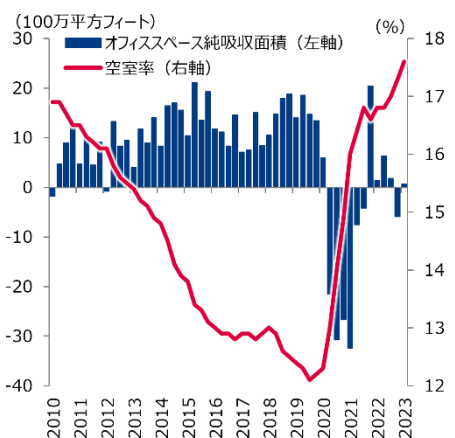
第一に、インフレ高止まりによる金融引き締めの長期化である。ミシガン大学によると、賃金交渉に影響を与える家計の1年先の期待インフレ率（中央値）は、23年5月時点で+4.5%（前月+4.6%）と依然高く、物価安定への道のりは長い。さらに、4月2日公表のOPECの原油減産により、原油価格が再度高騰する可能性も否定できない。インフレ高止まりと、これに伴う金融引き締めの長期化や政策金利の最終到達点の引き上げは景気を下押しし、景気後退と高インフレが併存するスタグフレーションを招く恐れがある。

第二に、債務上限問題を巡る混乱である。24年大統領選を巡る政治的な駆け引きによって、債務上限問題（政治的な駆け引きによって債務上限の合意形成が遅れ、米国債下落（長期金利上昇）や歳出削減による成長押し上げ効果の減少が懸念されること）が、金融市場の混乱をもたらす恐れがある。政府債務は、23年1月に既に上限に達しており、特別措置による資金繰りが可能とされる6月1日までに、米議会は上限引き上げや停止に向けた合意を得る必要がある。しかし、上下院のねじれや下院共和党内での分断で、議会の合意形成は難航する可能性が高い。最終的には、合意にこぎ着けると見込むが、合意交渉の間、2011年時のように債務上限問題を契機とした米国債の格下げリスクが熾り、金融市場の値動きの大きな展開が続く恐れがある。その場合、長期金利の上昇が銀行経営不安を助長し、さらなる銀行破綻につながることも懸念される。また、共和党の求める大幅な歳出削減が成立した場合、経済成長率は一層下振れる可能性がある。

第三に、金融システムの不安定化である。まず、商業用不動産市場の動向に警戒が必要だ。コロナ危機以降、リモートワークの定着に加え、景気減速に伴う需要減によってオフィス空室率は急上昇し（図表3-13）、商業用不動産ローンの不良債権化が懸念されている。今後5年以内に満期を迎える商業用不動産ローン融資残高の約7割が中小行に集中している。足もとの金融不安を受けて借り換えに応じない銀行が出てくる場合、商業用不動産ローンのデフォルト率は上昇し、貸し手の経営状況が悪化する恐れがある。そのほか、コロナ危機以降、銀行は商業用不動産ローン担保証券（CMBS）への投資を増やしてきたが、CMBSの価格下落が含み損を拡大させる恐れもある。IMFは、金利上昇や不動産価値の下落によって、CMBSのデフォルト率は、22年7-9月期の2%程度から23年10-12月期に4-4.5%まで上昇すると予測する。

また、投資ファンドや年金基金などのノンバンクセクター起点での金融不安も懸念される。FSB（金融安定理事会）によると、世界金融危機以降、銀行向けの規制強化の進展に比して、ノンバンク向けの規制強化が限定的であったことから、金融機関の保有する金融資産のうち、ノンバンクが保有する割合は世界金融危機前の約4割から足もとでは約5割まで上昇している。また、IMFは、ノンバンクが長年の低金利環境下で、低格付け企業に対する過度な投資を行ってきた結果、直近で流動性リスクが高まっていることを指摘している。特定の産業などに偏った投資を行っていたノンバンクを中心に資金繰りが逼迫した場合、株式・債券市場の混乱や銀行セクターへの悪影響の波及を通じて、広範な金融システムの不安定化につながる恐れがある。

図表 3-13 オフィス空室率・新築オフィススペースと入居状況



注：オフィススペース純吸収面積は、新規テナント入居面積－既存テナント退出面積。
出所：CBRE、WSJより三菱総合研究所作成