

好調な米国経済に死角はあるか

ーメインシナリオは軟着陸も、複数リスクの同時発生には要注意ー

信金中央金庫 地域・中小企業研究所主任研究員

鹿庭 雄介

要 旨

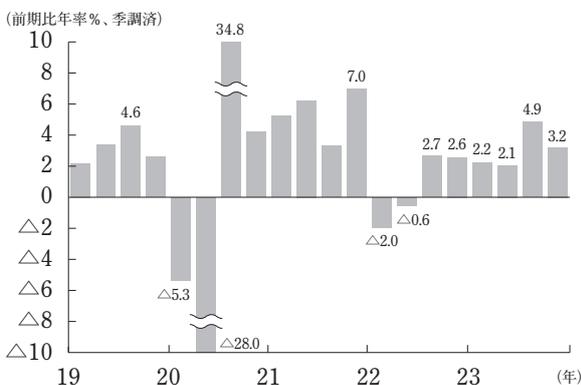
米国は逆風下でも潜在成長率を上回る高成長を続けており、24年入り後もその勢いが衰える様子は見られない。ただ、好調な米国経済も原油価格上昇によるインフレ再燃や一部ローンの延滞率上昇などによって、個人消費が腰折れするリスクを抱える。また、金利が高止まった場合、住宅投資や設備投資への直接的影響は限られようが、商業用不動産の担保価値下落などを通じて、金融システムが影響を受ける恐れもある。それ以外にも、ユーロ圏の景気減速が実体面、金融面の双方を通して米国経済を下押し可能性があるほか、トランプ前大統領の返り咲きが現実味を帯びてくる中で、急激な政策変更による混乱が生じる懸念も高まっていると言えよう。

米国経済がソフトランディングに向かっているとの見方に変わりはないが、上記のようなリスクが同時に発生し、世界各国に伝播する事態には十分注意する必要がある。

1. 好調を維持する米国経済

米商務省が発表した23年10～12月期の実質GDP成長率(改定値)は前期比年率3.2%増と、6四半期連続で潜在成長率(24年：前年比2.0%増、OECD推計)を上回る高い伸びとなった(図表1)。需要項目別にみると、個人消費(前期比年率3.0%増)が堅調に推移しているほか、金利動向に影響を受けやすい住宅投資(同2.9%増)や設備投資(同2.4%増)も増加基調を維持している。輸出(同6.4%増)や政府支出(同4.2%増)もGDPの押上げに寄与している(図表2)。

図表1 GDP成長率(全体)



(備考) 米商務省資料より作成

図表2 GDP成長率(需要項目別)

(前期比年率%、季調済) (%)

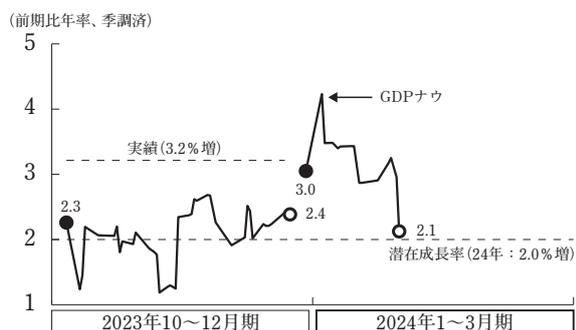
	2022年		2023年				コロナ前回復率
	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	
実質GDP(100.0)	2.7	2.6	2.2	2.1	4.9	3.2	107.3
個人消費(68.9)	1.6	1.2	3.8	0.8	3.1	3.0	110.5
住宅投資(3.3)	△26.4	△24.9	△5.3	△2.2	6.7	2.9	96.5
設備投資(14.6)	4.7	1.7	5.7	7.4	1.4	2.4	111.2
在庫投資	△0.7	(1.6)	(△2.2)	(0.0)	(1.3)	(△0.3)	—
政府支出(17.1)	2.9	5.3	4.8	3.3	5.8	4.2	106.3
輸出(11.2)	16.2	△3.5	6.8	△9.3	5.4	6.4	102.6
輸入(15.3)	△4.8	△4.3	1.3	△7.6	4.2	2.7	113.6

(備考) 1. シャドローは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。在庫投資は寄与度
 2. コロナ前回復率は直近GDPと19年10～12月期を比較
 3. カッコ内数値は23年の実質GDPに対するシェア
 4. 米商務省資料より作成

続く24年も米国経済の好調は続くとの見方が強まっている。アトランタ連銀のGDP ナウでは1～3月期成長率の最新予測値(3月1日時点)を前期比年率2.1%増としている(図表3)。23年10～12月期実績(同3.2%増)からは低下するものの、潜在成長率を上回る高い伸びが見込まれている。また、IMF(国際通貨基金)の最新見通しでは個人消費の強さなどを踏まえて、24年の成長率(2.1%増)が大きく上方修正されている(図表4)。

先行き急激な金融引締めの影響がタイムラグを伴って表れてくることから成長率自体は鈍化するものの大崩れはせず、米国経済はソフトランディング(軟着陸)すると見込んでいる。

図表3 GDPナウ



(備考) 1. ●は当初予測値、○は直近ないし最終予測値を示す。
2. 潜在成長率はOECDのデータを使用
3. アトランタ連銀資料より作成

図表4 IMFの最新見通し(24年1月)

	20年	21年	22年	23年	24年(予測)	25年(予測)	潜在成長率
世界全体(100.0)	△2.8	6.3	3.5	3.1	3.1(+0.2)	3.2(+0.0)	—
米国(25.4)	△2.8	5.9	1.9	2.5	2.1(+0.6)	1.7(△0.1)	2.0
ユーロ圏(14.1)	△6.1	5.6	3.4	0.5	0.9(△0.3)	1.7(△0.1)	1.2
中国(17.9)	2.2	8.5	3.0	5.2	4.6(+0.4)	4.1(+0.0)	4.8
日本(4.2)	△4.2	2.2	1.0	1.9	0.9(△0.1)	0.8(+0.2)	0.3

(備考) 1. 〈〉内の数値は世界GDP(22年名目)に占める各国・地域のウエイト。()内の数値は前回10月見通しとの差
2. 潜在成長率はOECDのデータ(24年)を使用
3. IMF「World Economic Outlook」より作成

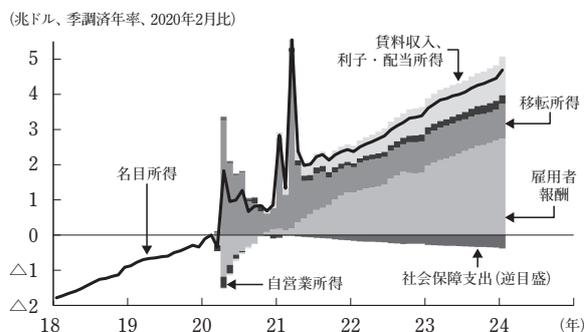
2. 米国経済の下振れリスクを考える

高インフレや高金利といった向かい風に直面しているにもかかわらず、足元の米国経済は堅調である。ここでは、米国景気が先行き想定に反してハードランディングするとしたら、どういった要因によるものがあるか、いくつかのケースを考えてみた。

(1) 個人消費の腰折れリスク

まず、GDPの7割近くを占める個人消費が弱含むリスクについて考える。個人消費の先行きを占う上で重要となるのが、その原資となる所得の動向である。名目所得の動きを確認すると、コロナ後も増加基調を維持している(図表5)。内訳をみると、コロナ禍で雇用者報酬が大きく落ち込んだ局面では、政府の現金給付などによって移転所得が急増し、所得が大幅に上振れする要因となっていたことが分かる。

図表5 名目所得の内訳



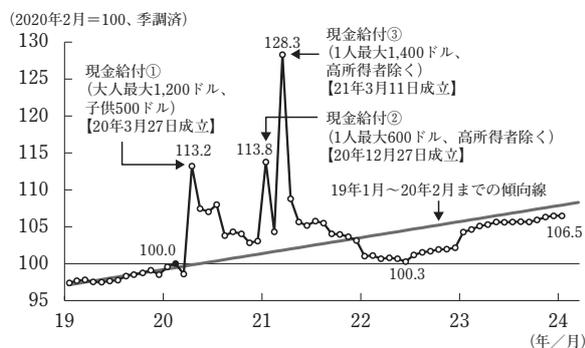
(備考) 米商務省資料より作成

さらに、21年半ば以降は移転所得から雇用者報酬にけん引役が変わる形で名目所得の増加基調が維持されている。雇用者数の増加ペースは一時期と比べ鈍化したとはいえ、足元でも底堅い動きをしており、賃金もコロナ前より高い伸び率をキープしている^(注1)。雇用増加と賃金上昇に支えられ、雇用者報酬は増勢を維持している。加えて、金利上昇や株高などを追い風に賃料収入、利子・配当所得も伸びている。結果として、名目所得は増加ペースを速めており、これがコロナ後の個人消費の強さへとつながっていると見えよう。米国では高齢者の早期退職やトランプ前大統領時代の移民抑制策の影響などから人手不足の状態となっており、労働需要の強さとそれに伴う賃金上昇圧力を通じて雇用者報酬の増加は当面継続し、所得全体を押し上げていくとみられる。

名目所得の増加が期待される中において、懸念されるのが物価高による所得の目減りである。物価変動の影響を除いた実質ベースの可処分所得は、政府の現金給付によって大きく上振れた後、インフレ率の急上昇を受けて減少へと転じており、名目所得とは逆の動きを示していた(図表6)。しかし、22年半ば頃からは、名目所得が底堅く推移する中で物価高が一服したことから実質可処分所得は再び増加へと転じており、足元ではコロナ前の傾向線をわずかに下回る水準まで回復している。

もっとも、先行きインフレ率が再び上昇し、実質可処分所得が減少に転じるリスクもある。なかでも注意を要するのが、原油価格の急上昇に起因する物価高であろう。WTI原油先物価格の動きをみると、ウクライナ危機直後に急上昇していることが分かる(図表7)。ウクライナ危機やイエメンの親イラン武装組織フーシ派による紅海での船舶攻撃などの展開によっては、原油価格が急上昇する恐れがある。また、FRBの利下げ開始によってドル安が進めば、ドル建て資産の割安感から原油が買われ価格が上昇するリスクもあろう。

図表6 実質可処分所得



図表7 WTI原油先物価格



(注)1. 1月の非農業部門雇用者数は前月差35.3万人増と、好調の日安となる20万人を2か月連続で上回った。基調的な動きを示す3か月移動平均も上向いてきている。また、1月の平均時給は前年比4.5%増と低下してきたとはいえ、コロナ前の3%台と比べると依然として高い水準となっている。

他方、一部の米国国民が抱える債務問題が顕在化し、消費が弱含む可能性も考えられる。図表8は家計債務の延滞率(30日以上)をみたものである。全体の延滞率はコロナ禍でいったん大きく低下した後、21年半ば頃から上昇傾向にあるが、それでもなおコロナ前より低い水準となっている。もっとも、延滞率を種類別にみると状況は異なり、クレジットカードと自動車ローンの延滞率は、既にコロナ直前の水準を上回っている。また、学生ローンの延滞率はコロナ禍で支払いが一時停止されていた影響で極端に低く抑えられてきたが、23年10月からの支払い再開により、先行き延滞率が急上昇するリスクがある^(注2)。

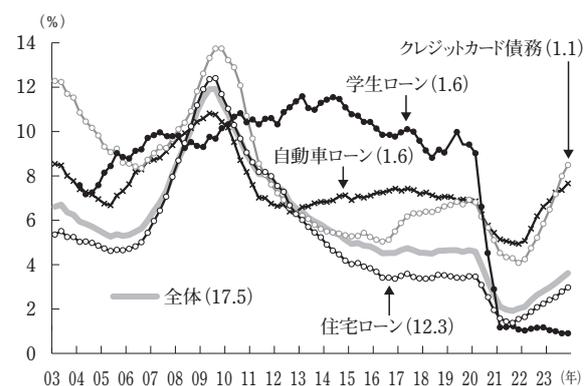
家計債務残高の大部分を占める住宅ローンの延滞率が低い水準を維持できていることから、今のところ延滞率全体の上昇は限定的であり、すぐにリーマンショック時のような事態に見舞われるとは想像しにくい。ただ、クレジットカードや自動車ローン、学生ローンを多く抱える若年層の個人消費が大きく下押しされる可能性があるほか、これら家計債務のデフォルトが増加することによって、信用不安につながる恐れがある点には注意する必要がある。

(2) 金利の高止まりリスク

次に、米国のインフレ率がFRBの想定通りに低下せず、利下げ見送り局面が長引いた場合の影響について考える。高金利の状況がより長期間維持されることになるため、米国経済に対するストレスは強まることになる。

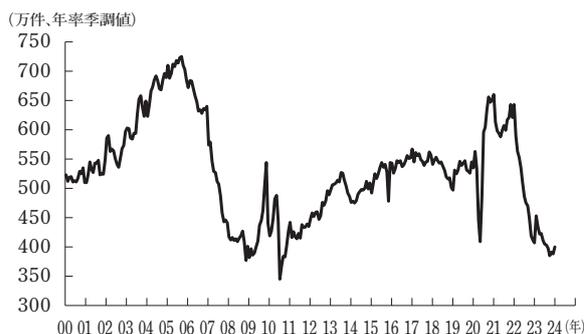
そしてGDPの需要項目の中でも、特に金利高止まりの影響を受けやすいのが住宅投資と設備投資とみられる。既に住宅市場は利上げによって大きく減速している。住宅売買の9割近くを占める中古住宅の1月の販売件数は400万件(年率換算)と極めて低い水準となっている(図表9)。需要の弱さに加え、低金利時代に購入した消費者の買換え需要の減少により中古住宅の供給が限られていることが影響しているとみ

図表8 家計債務の延滞率(30日以上)



(備考) 1. 新規で30日以上延滞に陥った債務の割合
2. カッコ内の数値は直近の家計債務残高(兆ドル)を示す
3. NY連銀資料より作成

図表9 中古住宅販売件数



(備考) 全米不動産協会 (NAR) 資料より作成

(注) 2. バイデン政権は、所得に基づく連邦学生ローンの返済計画 (IDR) や教員や消防士をはじめとした公職者のローン免除制度 (RSLF) の見直しを名目に連邦学生ローンの一部免除を進めており、これが学生ローンの延滞率の急上昇を一定程度抑えることにつながる可能性がある。

られる。もっとも、住宅投資がGDPに占めるウェイト(23年:3.3%)は極めて低い。この点を考慮すれば、住宅投資が米国経済に与える直接的な影響は限定的と言えよう(注3)。

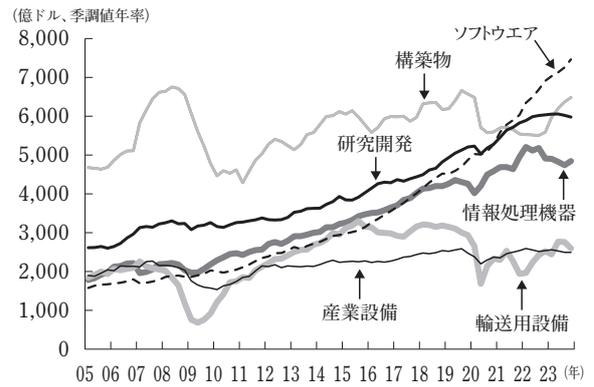
他方、設備投資の大幅な減速は避けられるとみている。構築物向けや産業設備向け、輸送用設備向け、その他設備向けの設備投資などはショックや利上げの影響などを受けて、過去大きく落ち込むことが多かった(図表10)。

これに対して、情報処理機器向けやソフトウェア向けの設備投資への影響は相対的に小さく、設備投資全体を下支えしてきたことが分かる。これらの設備投資は年々シェアを高めており、足元における生成AIブームの追い風も相まって堅調に推移すると期待される。

金利高止まりによって注意すべきは不動産価格の動向かもしれない。なかでも、商業用不動産は、コロナ後の22年7月にピークを付けてから既に10%以上も値下がりしており、今後の動きには注意を要する(図表11)。特に、在宅勤務の浸透によってオフィス用不動産の需要が低迷しており、価格下落に歯止めがかかっていない。商業用不動産全体の価格は足元でやや下げ止まっているようにも見えるが、オフィス用不動産の値下がり継続が足かせとなって、急回復は見込みにくいと言えよう。金利高止まりを背景に商業用不動産の市況が軟調に推移することとなれば、担保価値の下落などを通じて金融システム全体に影響を与える恐れもある。

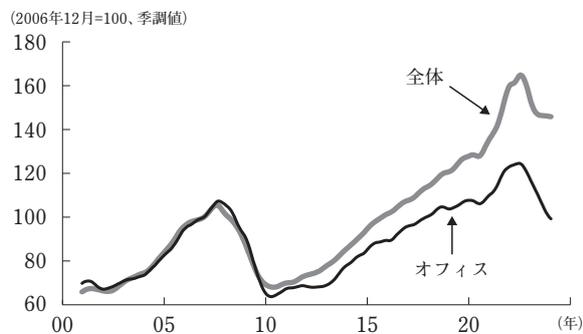
一方、住宅価格は商業用不動産価格とは異なった動きをしている。12月のケース・シラー住宅価格指数(20都市)は前月比+0.2%と11か月連続で上昇した(図表12)。コロナ後、住宅

図表10 設備投資(資産別)



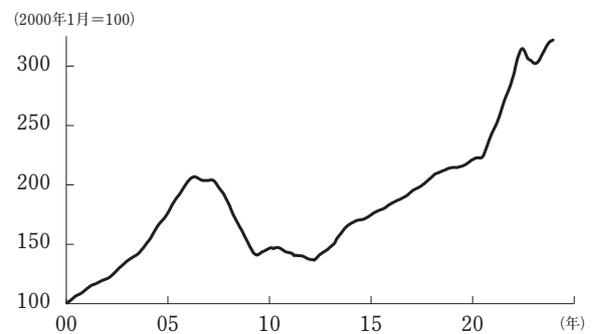
(備考) 米商務省資料より作成

図表11 商業用不動産価格



(備考) RCA CPPIより作成

図表12 ケース・シラー住宅価格指数



(備考) 1. 20都市
2. S&P資料より作成

(注)3. 住宅市場の弱含みは家具や家電などの売上減少を通じて、個人消費に悪影響を与える可能性がある点には注意を要する。

価格は一時低下に転じたものの、先述の通り中古住宅が不足していることから価格は上昇を続けている。このため、24年半ばにも予定されている利下げ開始によって中古住宅を買い替える動きが一気に広がれば、逆に住宅価格が大幅に値下がりする可能性もある。住宅価格の下落は金融市場の混乱を招くほか、逆資産効果を通じて個人消費にも影響を与えることから、金利低下局面における動向にも警戒する必要があるだろう。

もっとも、実際の投資行動に影響を与えるのは、我々が日々目にする名目金利ではなく、物価変動の影響を除いた実質金利である。実質金利は名目金利から人々が将来予測するインフレ率(期待インフレ率)を差し引いて求められる。このため名目金利が高水準であっても期待インフレ率がそれ以上に高ければ実質金利は低くなり、投資を促進する効果が生じることになる。逆に、名目金利が低水準であっても期待インフレ率が極端に低ければ(もしくはマイナスであれば)実質金利は高くなり、投資を抑制する方向に力が働くことになる。

こうした観点から、米国の実質長期金利を反映する10年物価連動債利回りの動きをみると、足元でやや低下しているとはいえ、依然として高水準である(図表13)。利下げ開始が見込まれる中、インフレ率との兼ね合いで決まる実質長期金利の水準にも目を配る必要があるだろう。

図表13 実質長期金利



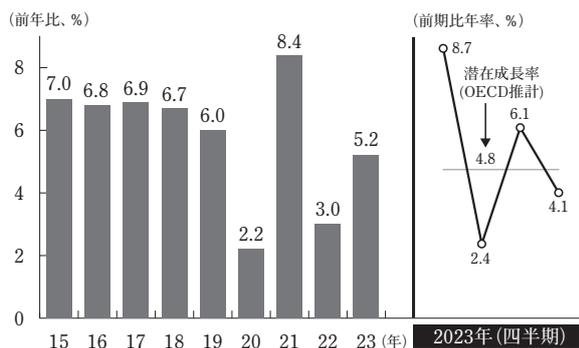
(備考) 1. 実質長期金利は10年物価連動債利回り
2. 各種資料より作成

(3) 世界経済の減速リスク

米国の国内要因のみならず、外部要因によるリスクも考えられる。具体的には、海外経済の減速などによって、実体面と金融面の双方から米国経済に悪影響が及ぶ可能性がある。

主要国・地域の動向に目を向けると、まず懸念されるのが中国経済の先行きである。先進国で一般的に用いられる前期比年率の成長率は10～12月期が4.1%増(当研究所試算)と、7～9月期(同6.1%増)から低下し、潜在成長率(前年比4.8%増)を下回っている(図表14)。加えて、ユーロ圏経済も弱い動きとなっている。10～12月期のユーロ圏実質GDP(改定値)が増加(前期比年率0.2%増)に転じたことで、かろうじてテクニカルリセッション(2期連続のマイナス成長)入りは回避されたものの、低成長が続いている(図表15)。特に大国であるドイツ(前期比年率1.1%減)とフランス(同0.1%減)の景気が弱く、周辺国へ伝播していく可能性も考えるとユーロ圏景気がさらに悪化してもおかしくない。

図表14 中国経済



(備考) 中国国家統計局資料より作成

図表15 ユーロ圏経済

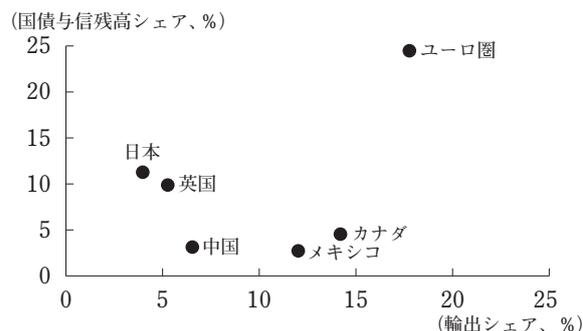
	2022年		2023年				コロナ前回復率 (%)
	7~9月	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	
ユーロ圏(100.0)	1.9	△0.4	0.4	0.5	△0.5	0.2	103.0
ドイツ(27.1)	1.5	△1.6	0.4	0.1	△0.0	△1.1	100.1
フランス(20.6)	2.3	△0.2	0.2	2.7	△0.1	△0.1	101.8
イタリア(15.1)	1.3	△1.0	2.2	△1.4	0.4	0.7	103.6
スペイン(10.9)	2.1	2.0	2.0	2.0	1.6	2.5	102.9
[参考] 英国	△0.3	0.4	0.9	0.0	△0.5	△1.4	101.0

(備考) 1. シャドローは伸び率がマイナスの部分。カッコ内の数値はユーロ圏の23年実質GDPを100とした各国のシェア
 2. コロナ前回復率は直近GDPと19年10~12月期を比較
 3. Eurostat、各国統計より作成

こうした海外主要国・地域の景気弱含みの影響が米国経済に対してどれほどのインパクトを与えるのか。輸出を通じた実体面と海外向け投融資を通じた金融面（国際与信残高^(注4)）の双方からどういった国・地域の影響度合いが大きいのかを確認したのが図表16である。まず、米国の輸出シェアはユーロ圏（17.8%）が最も高く、これにカナダ（14.2%）、メキシコ（12.0%）が続く。中国は6.5%と、米中貿易摩擦の影響もあって輸出シェアは伸び悩んでいる。

他方、国際与信残高シェアもユーロ圏（24.5%）が最も高い。これに日本（11.3%）と英国（9.9%）が続いており、カナダとメキシコは5%以下と低めである。こうした点を踏まえると、米国経済はユーロ圏経済の影響を実体面、金融面の双方から最も受けやすい状況にあるといえ、同地域の景気動向には十分注意していく必要がある。

図表16 輸出シェアと国際与信残高シェア



(備考) 1. 輸出シェアは、米国の輸出総額（22年）に占める相手先国・地域の割合を示す
 2. 国際与信残高シェアは23年9月末時点の残高に占める相手先国・地域の割合を示す。最終リスクベース
 3. 米商務省資料、BIS国際与信統計より作成

(4) 米大統領選リスク

24年特有のリスクとして挙げられるのが、11月5日に予定されている米国の大統領選挙である。バイデン大統領とトランプ前大統領の現職・前職による再対決の公算が高まっており、両者の支持率が拮抗していることからどちらに転んでもおかしくない状況にある。仮にトランプ前大統領の返り咲きとなったら、バイデン政権下で進められてきた政策の多くが大胆に見直されることとなろう。実際、公約の中には中国に対する関税強化などが盛り込まれており、バイ

(注) 4. 国際与信残高には、銀行の国内本支店から海外への貸出のほか、国債や社債、株式など海外への証券投資も含まれる。また、邦銀の海外支店から海外顧客への貸出も対象となる。

デン政権下で制裁関税の多くが引き継がれていることから、米中貿易摩擦のさらなる激化が予想される（図表17）。また、EU（欧州連合）や日本に対しても貿易面で圧力がかかる可能性があるほか、EV（電気自動車）の普及や脱炭素の流れに変化も生じかねない。加えて、大統領選と同時に行われる連邦議会選挙の行方も注目される。大統領の政党と議会の多数党が異なるねじれが生じた場合、米国政治が機能不全に陥ってしまうリスクがある。

様々なケースが想定される中、過去の大統領選挙の前後でマーケットはどのように反応したのかをみたのが図表18である。米国の株価指数はここ数回の大統領選挙後はいずれも上昇しており、不透明感が払しょくされたことが押し上げ要因になったとみられる。他方、為替レートの動きは大統領選挙ごとにまちまちであり、ドル高とドル安のどちらに振れるかは全く見通せない状況にある。

図表17 トランプ前大統領の公約内容等

・中国製品への関税を60%超に引上げ
・中国からの半導体や鉄鋼、医薬品などの輸入を4年で段階的にゼロへ
・中国の最恵国待遇取消し
・外国製品を対象にした「普遍的関税（10%念頭）」の導入
・外国が米国に課す税率まで関税を引き上げる「相互貿易法」の創設
・EU（欧州連合）に制裁的な貿易措置の導入を検討
・日本製鉄による米鉄鋼大手USスチールの買収に反対
・EV（電気自動車）普及の見直し
・パリ協定からの再離脱
・脱炭素への巨額補助金見直し
・国境を封鎖し、不法労働者の流入阻止
・米国人に対する税金引下げ

（備考）各種報道から作成

図表18 大統領選前後の株価と為替の動き

	株価指数 (ダウ工業株30種平均)		名目実効為替レート	
	90日前	90日後	90日前	90日後
2004年	△0.9	+4.5	△3.6	△2.1
2008年	△17.4	△17.5	+11.9	+3.5
2012年	+0.5	+4.8	△1.5	△0.5
2016年	△0.9	+9.4	+2.2	+2.4
2020年	+1.0	+9.9	△1.5	△3.1

（備考）1. 名目実効為替レートはプラスがドル高、マイナスがドル安を示す。
2. BIS統計、各種統計より作成

3. 複数リスクの同時発生にも注意

米国が世界全体の4分の1を占める最大の経済大国であることを踏まえると、同国経済が変動をきたす状況となった場合は日本を含め多くの国に多大な影響が及ぶことは明らかである。好調な米国経済にもリスクは存在し、これら一つ一つが独立しているわけではなく、それぞれが複雑に絡み合った状態にある。このため、あるリスクの発生が引き金となって他のリスクが発現し、より深刻なリスクへと発展するケースも想定される。米国経済はソフトランディングに向かうと見込んでいるが、リスクの発生につながる兆候には十分注意していく必要がある。