

米国経済展望

2024年 5 月



調査部 マクロ経済研究センター

<https://www.jri.co.jp/report/medium/usa/>

◆概況・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 2

◆トピック・・・・・・・・・・・・ p. 4

◆Fed Watch・・・・・・・・・・・・ p. 5

◆見通し・・・・・・・・・・・・ p. 6



研究員 立石 宗一郎 (Tel: 080-7148-9374 Mail: tateishi.soichiro@jri.co.jp)

- ◆本資料は2024年5月21日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。
◆「[経済・政策情報メールマガジン](#)」、「[X（旧Twitter）](#)」、「[YouTube](#)」でも情報を発信しています。

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

◆ 景気は内需に底堅さ

2024年1～3月期の米国実質GDP成長率は前期比年率+1.6%と、前期（同+3.4%）から伸びが鈍化したものの、内需を中心に底堅い動き。需要項目別にみると、純輸出や在庫投資が全体を下押しした一方、個人消費や設備投資が押し上げ。純輸出と在庫投資を除いた実質国内最終需要は同+2.8%と高めの伸び。

◆ 個人消費は、先行き減速へ

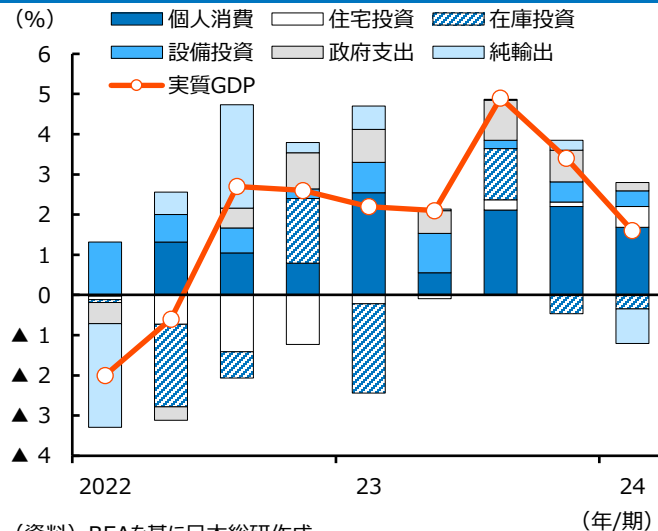
足元の個人消費は堅調。1～3月期の実質個人消費は前期比年率+2.5%と底堅く推移。内訳をみると、自動車・部品、ガソリンなどエネルギー関連の財消費がマイナスに転じた一方、医療や金融・保険を中心にサービス消費が増加。

もっとも、先行きの個人消費の増勢は鈍化する見通し。4月の小売売上高は前月比0.0%と前月から伸びが減速。背景として以下の2点が指摘可能。

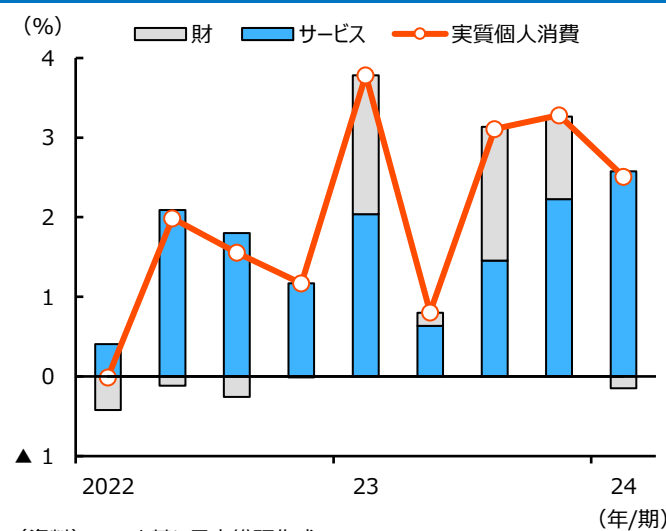
第1に、過剰貯蓄の取り崩し。コロナ禍の活動制限による消費抑制や政府による現金給付などの経済対策によって蓄積した家計の過剰貯蓄は、ピーク時の3割程度まで減少。

第2に、信用環境の引き締め。ニューヨーク連銀の4月調査によると、家計全体の約5割が前年よりも信用状況がタイト化したと回答。とくに、外部からの資金調達で支出を賄う低所得者層を中心に支出抑制の動きが強まる可能性。

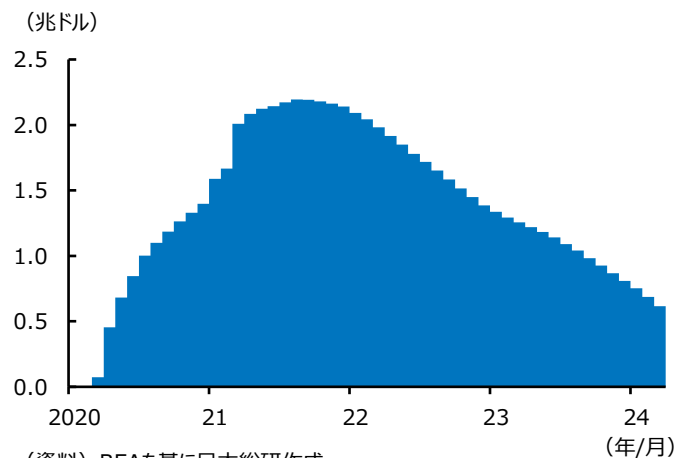
実質GDP成長率（前期比年率）



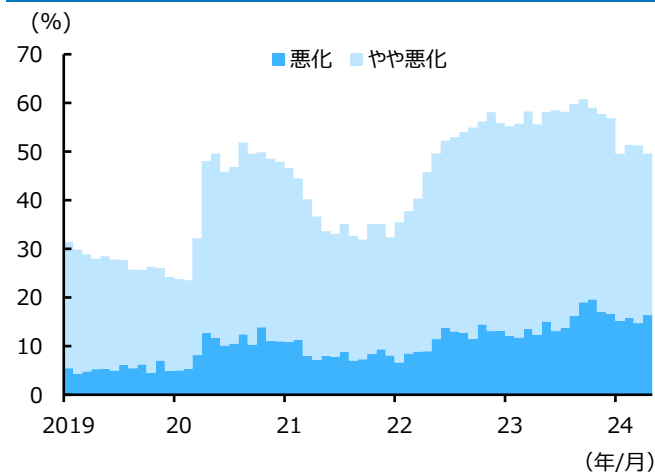
実質個人消費（前期比年率）



家計の過剰貯蓄（ストック）



家計の信用状況の変化



◆設備投資は堅調

2024年1～3月期の実質設備消費は前期比年率+2.9%と、堅調に推移。内訳をみると、機械投資が増加に転じたほか、ソフトウェアを含む知的財産投資の増勢も加速。これまで全体を押し上げていた構築物は横ばいとなったものの、インフレ抑制法（IRA）など産業政策の恩恵を受ける製造業では、構築物投資が引き続き増加。

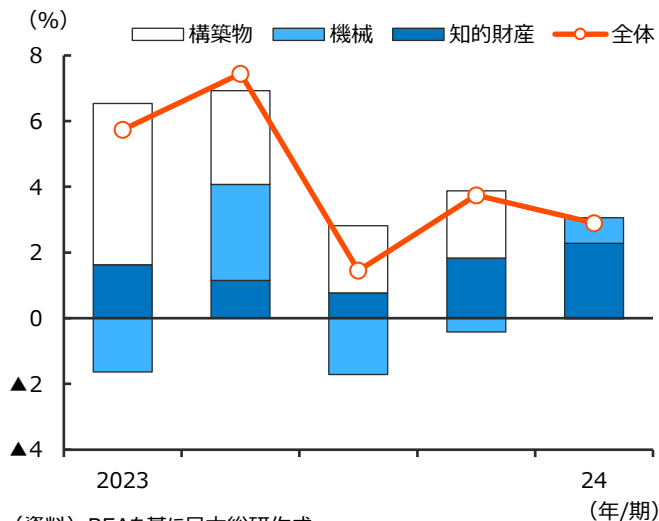
先行きの設備投資は底堅く推移する見通し。重要産業の国内誘致政策や人工知能関連の需要増加などが建設投資やコンピューター関連投資を押し上げる見通し。もっとも、米銀の企業向けの貸出態度は引き続き厳格化方向にあるなど、信用環境が引き締まっており、オフィスビル建設など一部の設備投資を押し下げる見込み。

◆外需がGDPを押し下げ

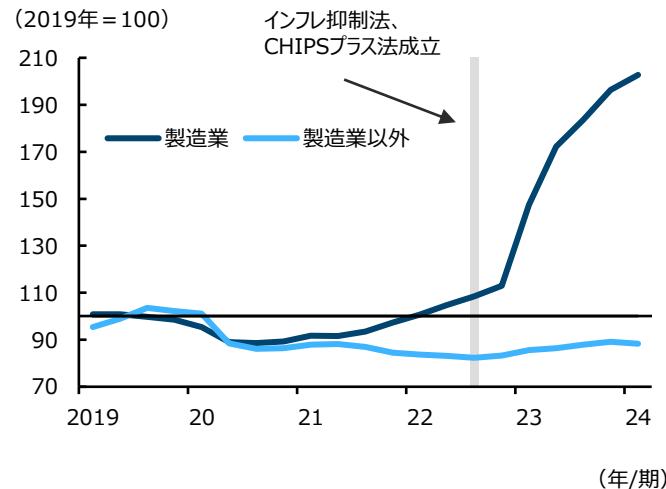
外需は低調。1～3月期の実質輸出は前期比年率+0.9%と、前期（同+5.1%）から大幅に減速。産業資材が前期からの反動で大きく減少したことなどが主因。

一方、1～3月期の実質輸入は同+7.2%と前期（同+2.2%）から大幅に増加。なかでも、政府支援で工場建設などが増加していることを背景に、資本財が増加。

実質設備投資（前期比年率）

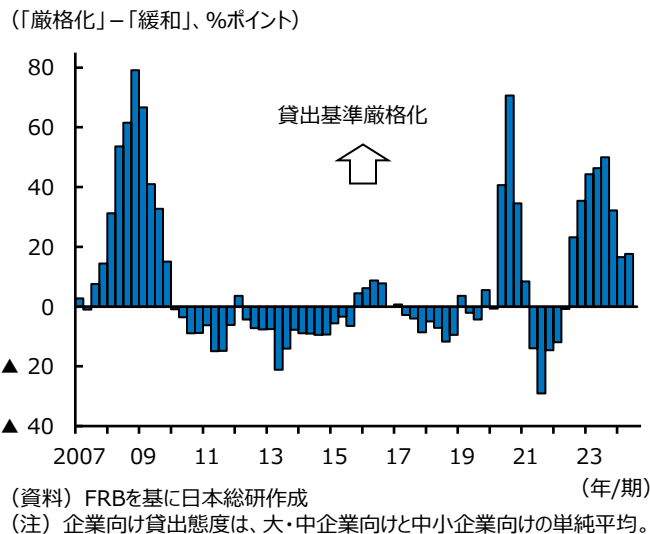


実質構築物投資の内訳

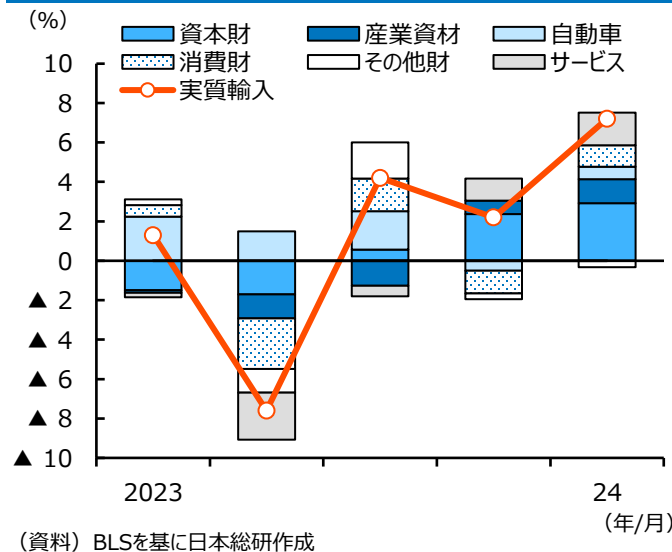


(資料) BEAを基に日本総研作成
(注) 製造業以外は、商業・医療、電力・通信、工業、その他合計。

米銀の企業向け貸出態度DI



品目別実質輸入（前期比年率）



◆労働需給はひっ迫

4月の非農業部門雇用者数は、前月差+17.5万人と低い伸びとなったほか、失業率は3.9%と上昇。もっとも、雇用者数の伸びは、依然として2019年平均（16.6万人）を上回っているほか、失業率は、F R Bの長期均衡水準見通しの4.1%を下回るなど、労働需給は引き続きひっ迫。

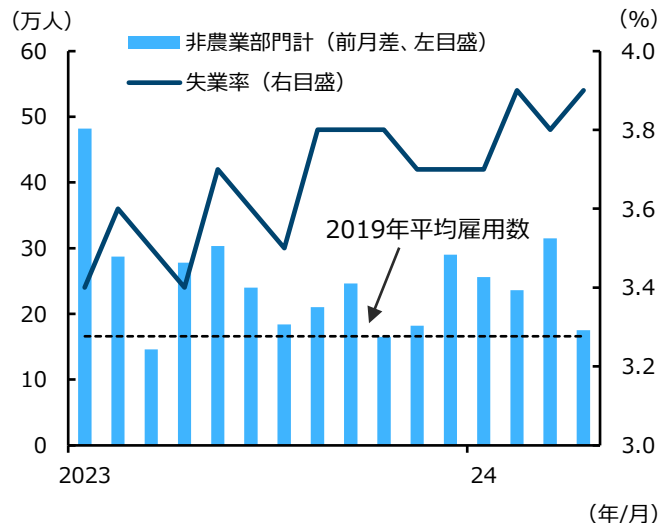
◆雇用保蔵が解雇を抑制

F R Bによる高金利政策にもかかわらず、労働需給がひっ迫する背景として、以下の2点が指摘可能。

第1に、企業による雇用保蔵。米国企業はコロナ禍初期に大量の人員削減を実施。経済活動の再開後、企業は移民の流入減や高齢者の早期退職などから深刻な人手不足に直面。そのため、企業は人員を囲い込む動きを強めることに。この結果、1人あたりの労働時間が減少しているほか、解雇率は歴史的な低水準。

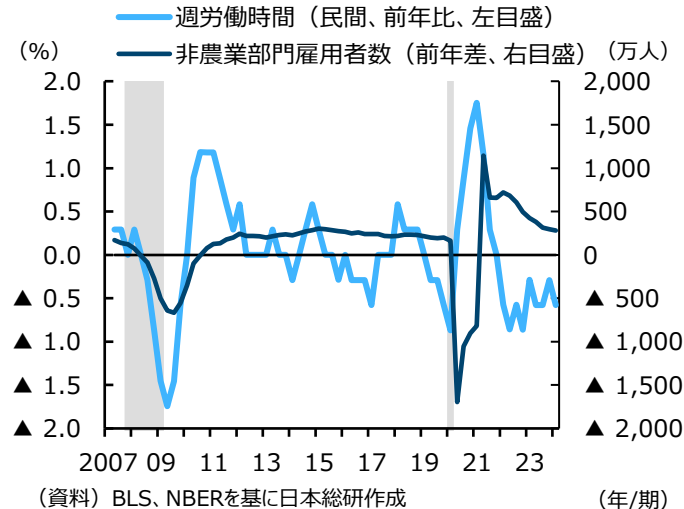
第2に、産業政策による需要喚起。試算によれば、C H I P S法の法案が最初に議会へ提出された2020年から24年4月にかけて、同法の優遇措置が呼び水となり、米国内で約4,500億ドルの民間投資を喚起し、およそ5.6万人の直接雇用を創出。

米国の非農業部門雇用者数と失業率



（資料）BLSを基に日本総研所作成

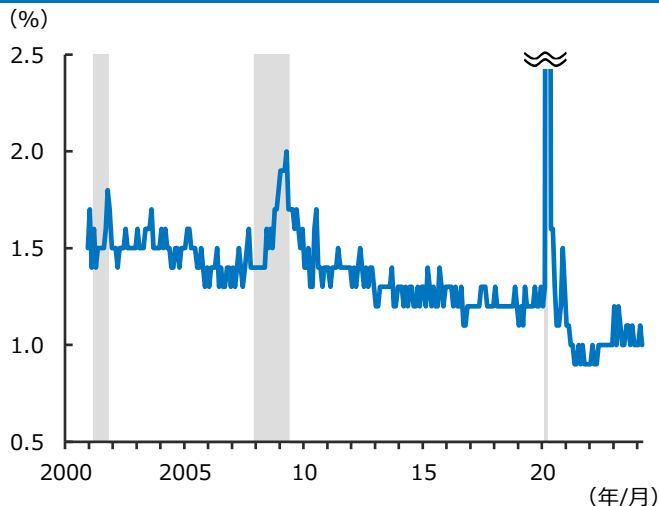
労働者の週平均労働時間と雇用者数



（資料）BLS、NBERを基に日本総研作成

（注）シャドウ部は景気後退期。

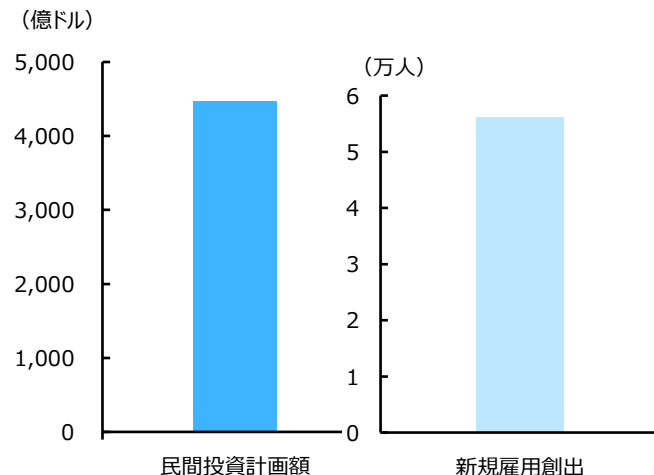
解雇率（レイオフ含む）



（資料）BLS、NBERを基に日本総研作成

（注）解雇者が全雇用者に占める割合。シャドウは景気後退期。

CHIPSプラス法による民間投資額と雇用創出件数



（資料）SIAを基に日本総研作成

（注）2020年5月～2024年4月。

◆利下げ先送りを示唆

F R Bは、4月30日～5月1日に開催されたF O M Cで6会合連続で政策金利を据え置き。パウエル議長はF O M C後の記者会見で、利下げの先送りを示唆。需要増加や賃金上昇を受けたインフレ圧力の高まりが背景。F R Bが重視するコアP C Eデフレーターは、1～3月期に前期比年率+3.7%と、前期から加速。

先行き、賃金面からのインフレ圧力は鈍化する見込み。求人倍率は引き続き低下しており、雇用コストの伸びも鈍化。今後もこの傾向が続き、F R Bは9月にも利下げを開始すると予想。

◆6月から量的引き締めペースの減速を決定

今回の会合では、6月からの量的引き締め（Q T）ペースの減速も決定。これにより金利上昇圧力が緩和。月間最大600億ドルの米国債縮小ペースを250億ドルに引き下げ。一方、住宅ローン担保証券（M B S）の縮小ペースは350億ドルで維持。2017年から19年に実施されたQ Tでは、レポ金利が急騰した経緯を踏まえ、F R Bは引き締めペースの緩和で金融市場の混乱を抑える狙い。

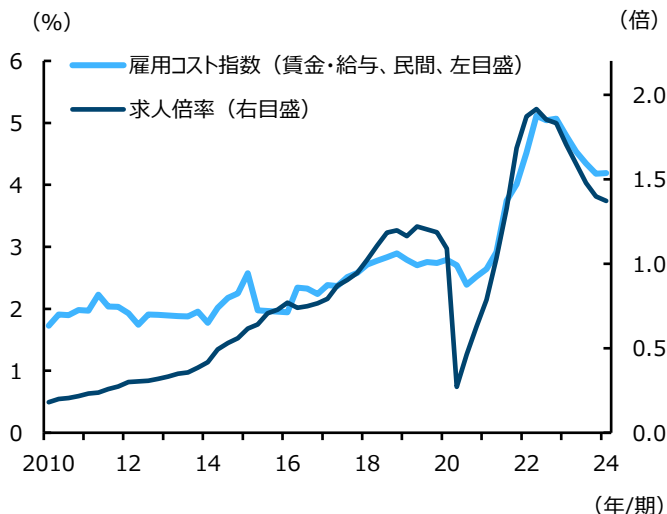
Q Tの終了時期は、バランスシート残高がコロナ前と同水準のG D P比20%程度まで減少するとみられる来年後半を予想。パウエル議長は、F O M C後の会見で、バランスシートの縮小ペースは減速するものの、最終的な収縮幅が小さくなるわけではないと説明。

F O M C 声明文とパウエル議長会見の概要

金融政策	・インフレが続き、労働市場が引き続き堅調であれば、利下げを遅らせることが適切となる可能性。 ・次の政策金利の変更に利上げになる可能性は低い。 ・量的引き締めペース（QT）は6月から減速。
物価	・インフレ率はこの1年で低下したが、依然として高水準。 ・ここ数カ月はインフレ目標に向けた進展がみられない。 ・インフレが持続的に鈍化しているとの確信を深めるには、従来の想定よりも時間がかかりそう。
雇用	・雇用の増加は堅調で、失業率は低水準。 ・賃金の伸びは、この1年で緩やかになったが、労働需要は、依然として供給を上回っている。

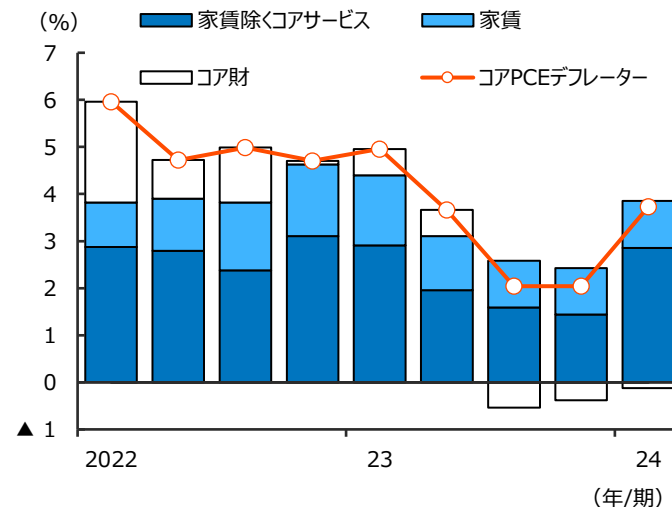
（資料）FRBを基に日本総研作成

雇用コスト指数と求人倍率（前年同期比）



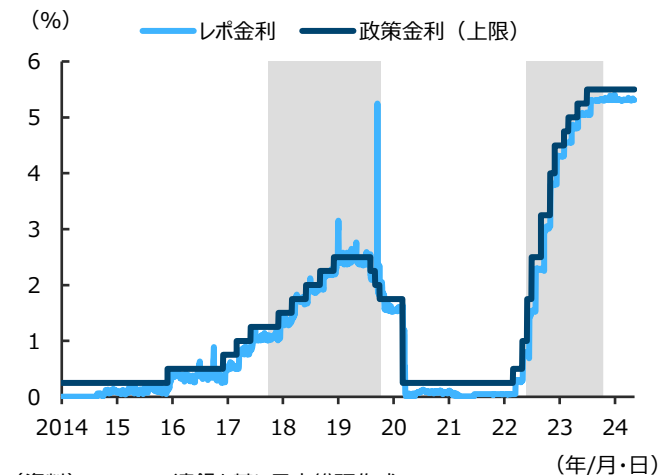
（資料）BLS を基に日本総研作成

コアPCEデフレーター（前期比年率）



（資料）BLSを基に日本総研作成

政策金利とレポ金利



（資料）FRB、NY連銀を基に日本総研作成

（注）レポ金利は、担保付翌日物調達金利（SOFR）。シャドーはQT実施期間。

■ 米国景気・金利見通し：通年の成長率は潜在成長率並みに

米国

◆ 景気の拡大ペースは幾分鈍化へ

米国の景気拡大ペースは幾分鈍化する見通し。金融環境の引き締めから、企業の設備投資や家計の消費活動は下押しされ、実質GDP成長率は夏場にかけて一時的に潜在成長率を下回る見通し。この間、インフレ率は緩やかに低下する見込み。

その後は、良好な雇用・所得環境などが個人消費を下支えるほか、労働力などの供給力が引き続き回復し、成長率は上昇。インフレの沈静化による利下げも景気を後押し。

通年では、2024年から25年にかけて成長率は2%前後と潜在成長率並みの水準を維持すると予想。

◆ 長期金利は低下へ

F R Bは、インフレ抑制に向けて金融引き締め姿勢を当面維持する見通し。本年後半には、インフレの沈静化を受けて利下げが開始される見込み。量的引き締め（Q T）については、6月からバランスシートの縮小ペースが減速（テーパリング）。Q Tの終了時期は来年後半となる見込み。

長期金利は、インフレや金融引き締めへの警戒感残存が当面上昇圧力となるものの、6月からのテーパリング開始や年後半からの利下げが織り込まれることで、緩やかに低下する見込み。

米国経済・物価見通し

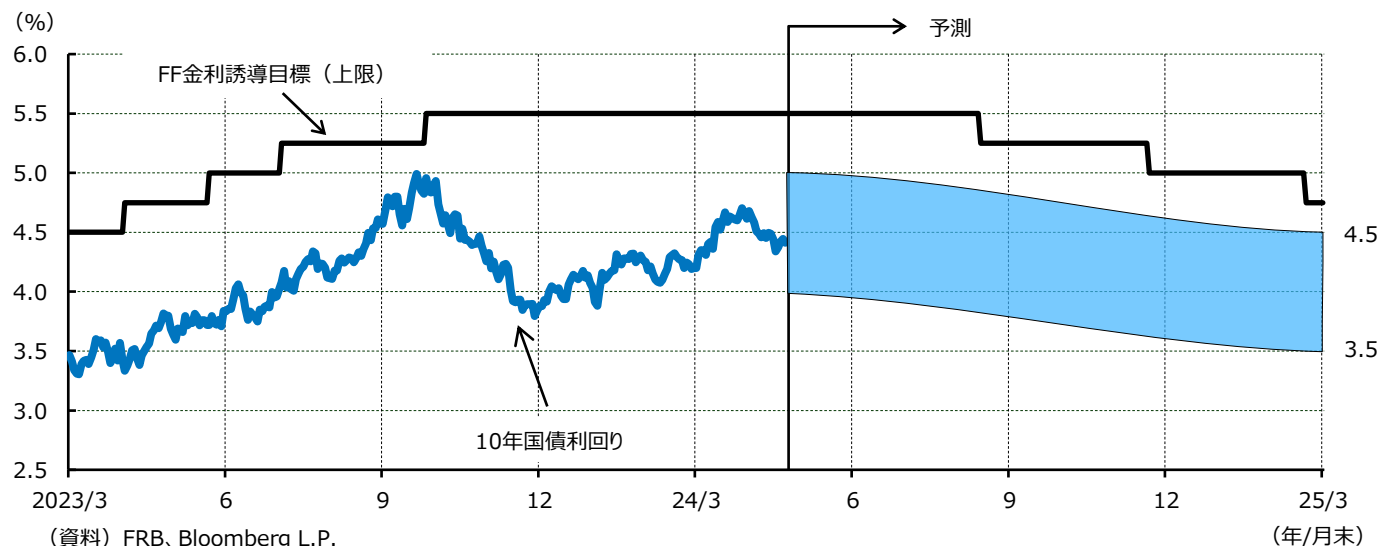
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2023年			2024年			2025年		2023年	2024年	2025年
	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	(実績)	(予測)	
	(実績)			(予測)							
実質GDP	4.9	3.4	1.6	1.5	1.4	1.8	2.0	2.1	2.5	2.3	1.9
個人消費	3.1	3.3	2.5	2.1	1.6	1.8	2.0	2.1	2.2	2.4	2.0
住宅投資	6.7	2.8	13.9	2.0	3.0	4.0	5.0	5.0	▲ 10.6	5.6	4.4
設備投資	1.4	3.7	2.9	1.4	1.8	2.3	2.5	2.7	4.5	2.7	2.5
在庫投資（寄与度）	1.3	▲ 0.5	▲ 0.4	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	▲ 0.3	▲ 0.0	0.1
政府支出	5.8	4.6	1.2	1.5	1.5	1.3	1.1	1.0	4.1	2.6	1.2
純輸出（寄与度）	0.0	0.3	▲ 0.9	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	0.6	▲ 0.3	▲ 0.2
輸出	5.4	5.1	0.9	1.5	2.0	2.5	2.5	2.5	2.6	1.9	2.4
輸入	4.2	2.2	7.2	4.0	3.5	2.5	3.0	3.0	▲ 1.7	3.6	3.0
実質最終需要	3.6	3.7	2.5	1.9	1.7	1.9	2.0	2.1	2.4	2.5	2.0
消費者物価	3.6	3.2	3.2	3.1	2.8	2.6	2.2	2.1	4.1	2.9	2.2
除く食料・エネルギー	4.4	4.0	3.8	3.4	3.2	3.0	2.6	2.4	4.8	3.4	2.5

(資料) BEA、BLSを基に日本総研作成

(注) 在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。消費者物価は前年（同期）比。

米国金利見通し



公表済みのレポート（欧米経済関連）

詳細は、以下のリンクからPDF形式でご覧いただけます。

リサーチアイ

- | | | |
|--|-------|-------|
| ▶ なぜ欧州議会選挙で極右の躍進が予想されているのか — 国際協調による負担が有権者の不満を蓄積 — | 藤本一輝 | 5月22日 |
| ▶ グリーン関連製品の「脱中国」推進がE U経済を下押し — グリーンフレーションや中国による対抗措置の恐れ — | 藤本一輝 | 5月1日 |
| ▶ 米国、後払い決済の延滞増が消費下押しに — 信用力が低い層の4割が同決済を利用 — | 立石宗一郎 | 4月22日 |
| ▶ 為替需給面の変化が円高進行を抑制 — 経常収支が黒字でも円高圧力を生みにくい構造に — | 立石宗一郎 | 4月11日 |

リサーチフォーカス

- | | | |
|---|-------|-------|
| ▶ トランプ再選時の米国環境エネルギー政策～その展望とわが国に求められる対応～ | 梶野裕貴 | 4月3日 |
| ▶ トランプ氏再選は原油価格の上振れリスクー地政学リスクの増大や中長期の投資阻害が原油高要因に — | 松田健太郎 | 3月28日 |