

アメリカ経済見通し

調査部 研究員 梅野 裕貴
調査部 研究員 立石 宗一郎

目 次

1. アメリカ経済の現状
2. アメリカ経済の見通し
 - (1) 景気は軟着陸へ
 - (2) 労働供給の回復で雇用拡大、賃上げ圧力緩和
 - (3) 高インフレは沈静化へ
 - (4) 設備投資は低迷
 - (5) 個人消費は底堅く推移
3. リスク
 - (1) 金融不安再燃
 - (2) 政策ミスによる景気オーバーキル
 - (3) 潜在成長率の下振れ

要 約

1. 足元のアメリカ経済は減速しつつも、底堅く推移している。良好な雇用情勢が個人消費を押し上げていることが背景にある。
2. 先行きのアメリカ経済は軟着陸に向かう見通しである。既往の金融引き締めの影響で2023年末にかけて成長率は低下が続くものの、エネルギー、部材、労働力などの供給力が回復することで景気後退は回避すると予想する。部門別では、製造業を中心に企業部門は低迷する一方、家計部門は堅調に推移する見通しである。2024年には、利下げが開始されることで景気は緩やかに持ち直すと見込んでいる。
3. インフレ率は2%に向かって収束する見込みである。求人が減少するなど労働需要は抑制される一方、移民を中心に労働供給の増加が続くことで、人手不足は緩和すると予想する。賃金に加えて家賃の騰勢も鈍化することで、先行きのコアインフレ率は明確に低下する見通しである。
4. FRBは政策金利を当面据え置くと予想する。インフレ率が低下することで実質金利は上昇するため、当面は景気への下押し圧力は増大するが、2024年に入ってからインフレの沈静化が確認された後、政策金利は引き下げに転じると予想する。
5. メインシナリオに対する当面のリスクとして、商業用不動産やノンバンクを火種とする金融不安の再燃と、政策ミスによる景気のオーバーキルが挙げられる。中期的なリスクとして、大統領選挙後に移民規制が強化されることで潜在成長率が下振れることが挙げられる。

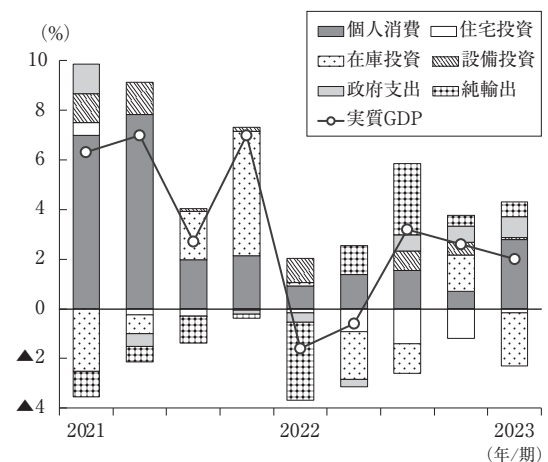
1. アメリカ経済の現状:景気は減速も、底堅く推移

アメリカ経済は緩やかに減速している。2023年1～3月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.0%と、3%を上回った2022年7～9月期から低下が続いている（図表1）。GDPの内訳をみると、個人消費が大きく増加した一方、在庫投資が全体を下押しした。

ただし、従来の想定と比べてみると、景気は上振れている。今回の見通しでは、前回（2022年12月）の見通しと比べて、2023年の成長率を+0.6%ポイント上方修正し、前年比+1.7%とした（図表2）。前回の当社見通しは、国際通貨基金（IMF）や経済協力開発機構（OECD）といったほかの機関よりも成長率を高めに見込んでいたが、実際のアメリカ経済はそれをも上回って拡大したと言える。

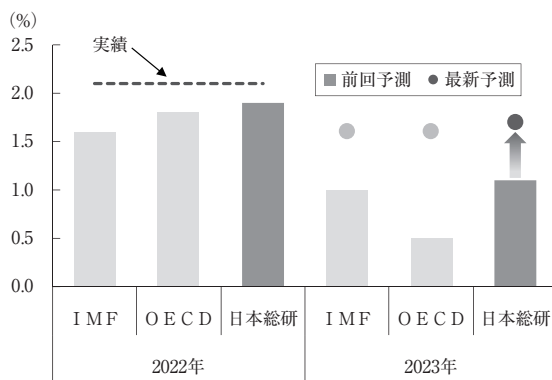
景気が想定以上に底堅い背景には、良好な雇用情勢がある。5月の失業率は3.7%と、連邦準備制度理事会（FRB）が急ピッチな利上げを行うなかでも、自然失業率の4%を下回って推移している（図表3）。非農業部門雇用者数をみても、5月は前月差+33.9万人とコロナ前の2019年平均を上回る高めの伸びが続いており、こうした良好な雇用情勢が、アメリカのGDPの7割を占める個人消費を押し上げている。

（図表1）実質GDP成長率（前期比年率）



（資料）BEAを基に日本総合研究所作成

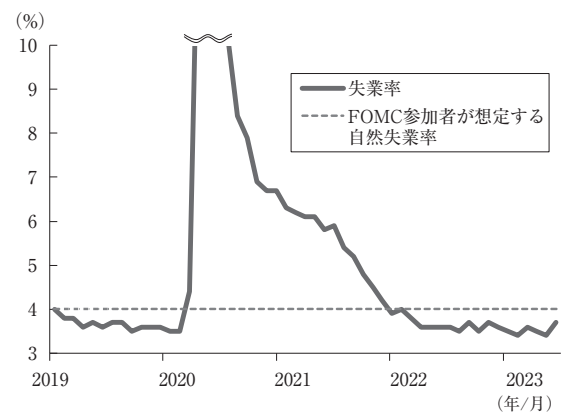
（図表2）各機関の実質GDP成長率見通し（前年比）



（資料）IMF、OECDを基に日本総合研究所作成

（注）前回予測は、IMFが2022年10月、OECDが2022年11月、日本総合研究所が2022年12月時点。最新予測は、IMFが2023年4月、OECDが2023年6月、日本総合研究所が2023年6月時点。

（図表3）失業率



（資料）BLS、FRBを基に日本総合研究所作成

（注）自然失業率はFOMC参加者の予測中央値（2023年6月）。

2. アメリカ経済の見通し

(1) 景気は軟着陸へ

先行きのアメリカ経済は軟着陸に向かうと予想する。既往の金融引き締めが需要を抑制する一方、エネルギー、部材、労働力などの供給力が回復すると見込んでいる。これにより、景気後退は回避しつつ、インフレは沈静化に向かう見通しである。実質GDP成長率は2023年4～6月期以降も減速が続き、10～12月期には前期比年率+0.4%へ低下すると見込む（図表4）。2023年の実質GDP成長率は前年比+1.7%と予想する。

（図表4）アメリカ経済成長率・物価見通し

(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2022 年			2023 年			2024 年				2022 年	2023 年	2024 年
	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
	(実績)			(予測)									
実質 GDP	3.2	2.6	2.0	1.1	0.8	0.4	0.6	1.1	1.7	2.2	2.1	1.7	1.0
個人消費	2.3	1.0	4.2	1.6	0.9	0.7	0.9	1.4	1.9	2.3	2.7	2.1	1.2
住宅投資	▲ 27.1	▲ 25.1	▲ 4.0	▲ 2.0	▲ 0.2	1.0	2.2	2.5	3.0	3.5	▲ 10.6	▲ 11.5	1.6
設備投資	6.2	4.0	0.6	1.0	▲ 0.5	▲ 0.8	0.3	1.0	1.5	2.0	3.9	1.7	0.4
在庫投資（寄与度）	▲ 1.2	1.5	▲ 2.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.7	▲ 0.6	0.0
政府支出	3.7	3.8	5.0	2.5	1.5	1.0	0.8	0.6	0.8	1.0	▲ 0.6	3.0	1.0
純輸出（寄与度）	2.9	0.4	0.6	▲ 0.4	0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.4	0.7	▲ 0.2
輸出	14.6	▲ 3.7	7.8	0.0	3.0	2.5	2.0	2.0	2.5	2.5	7.1	4.3	2.2
輸入	▲ 7.3	▲ 5.5	2.0	2.0	1.5	2.5	3.0	3.0	3.0	3.0	8.1	▲ 0.7	2.7
消費者物価	8.3	7.1	5.8	4.3	3.0	2.5	2.4	2.3	2.2	2.2	8.0	3.8	2.3
除く食料・エネルギー	6.3	6.0	5.6	5.3	3.9	3.0	2.7	2.5	2.4	2.3	6.2	4.4	2.5

（資料）BEA、BLS を基に日本総合研究所作成

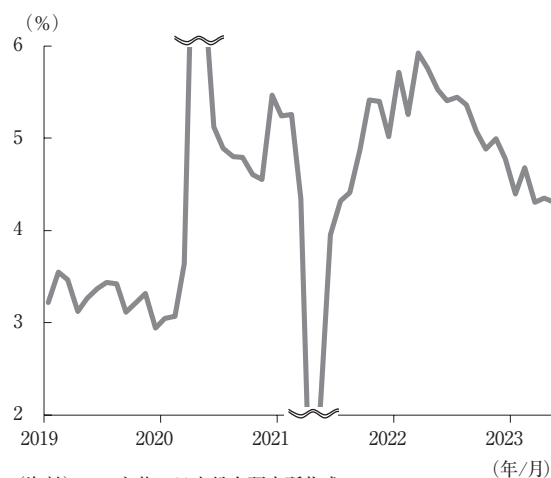
（注）在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。消費者物価は前年（同期）比。

インフレ率は、2022年の前年比+8.0%をピークに、2023年に同+3.8%、2024年に同+2.3%と低下していく見込みである。

インフレの沈静化を受けて、2024年入り後にFRBが利下げを開始すると想定する。これにより、四半期ベースの成長率は潜在成長率（2%弱）に向けて緩やかに持ち直す見込みである。2024年の実質GDP成長率は前年比+1.0%と予想する。

(2) 労働供給の回復で雇用拡大、賃上げ圧力緩和
雇用者数が増加するなかで、賃上げ圧力は抑えられており、これが景気軟着陸の原動力となっている。2023年5月の賃金上昇率（平均時給ベース）は前年比+4.3%と、6%近い伸びとなった2022年初をピークに低下している（図表5）。この背景として、労働需要の抑制と労働供給の増加が挙げら

（図表5）賃金上昇率（平均時給、前年比、民間全体）



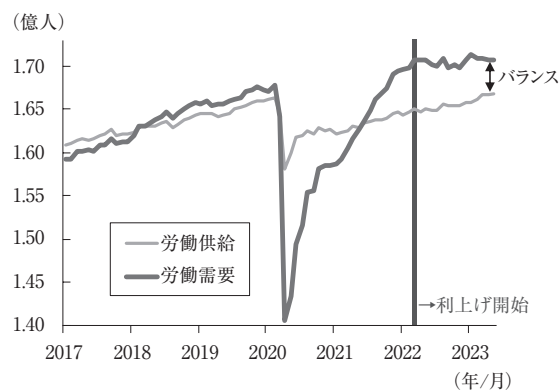
（資料）BLSを基に日本総合研究所作成

れる。

需要面では、就業者数の増加は続いているものの、求人件数が減少している。2023年4月末の求人件数は1,010万件と、ピーク時の2022年3月末に比べて150万件減少した。この結果、就業者数と求人件数の総和（労働需要）は利上げが開始されてから頭打ちとなっている（図表6）。

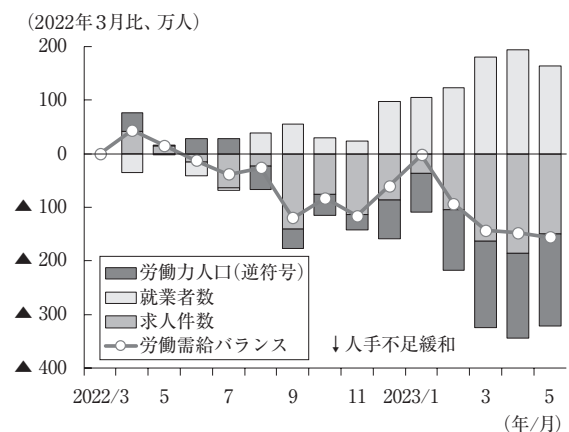
供給面では、労働力人口（労働供給）が着実に回復している。この結果、労働需要と労働供給の差を示す労働需給バランスは、利上げが開始されてから160万人分減少しており、労働需給が相当緩和したことが示唆される（図表7）。労働供給の回復には、生産年齢人口の増加と労働参加率の上昇がともに影響している。

（図表6）労働需要と労働供給



（資料）BLS、アトランタ連銀を基に日本総合研究所作成
（注）労働需要＝前月末の求人件数＋当月の就業者数（家計調査ベース）。労働供給は労働力人口。就業者数や労働力人口は、人口推計の変更に伴う断層調整済みの系列（図表7以降も同様）。

（図表7）労働需給バランス

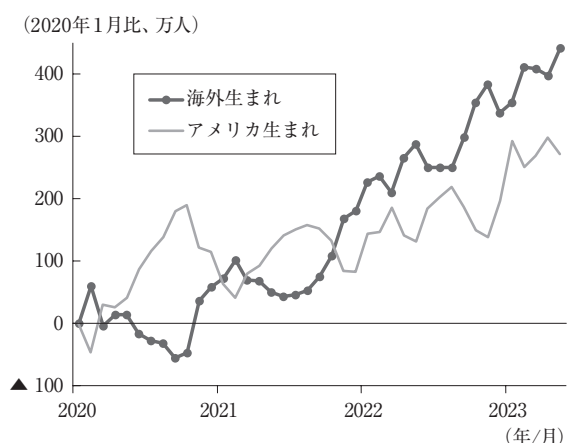


（資料）BLS、アトランタ連銀を基に日本総合研究所作成
（注）労働需給バランスは労働需要と労働供給の差。人手不足の度合いを示す。

生産年齢人口の増加は、移民の流入に支えられている。出生地別の生産年齢人口をみると、海外生まれの増加ペースがアメリカ生まれを上回っている（図表8）。この背景として、コロナ禍で導入された水際対策が緩和されたほか、バイデン政権がトランプ前政権よりも移民希望者に寛容な政策を実施していることが挙げられる。

労働参加率の上昇は、働き盛り世代の復職が主因である。労働参加率は、コロナショック直後に60.1%まで落ち込んだが、2023年5月時点で62.6%まで持ち直している。年代別の労働参加率をみると、55歳以上の中高年層はコロナ前を下回る水準で低迷している一方、25～54歳のプライムエイジ層はコロナ前の水準を回復している（図表9）。

（図表8）生産年齢人口の増減（16歳以上）



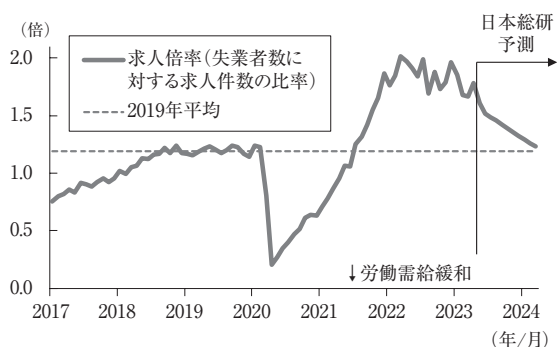
（資料）BLSを基に日本総合研究所作成

高インフレが続くなか、コロナ禍で労働市場から退出したプライムエイジ層の一部が、生活資金の獲得のために職探しを再開した可能性が高い。

先行きの労働需給は一段と緩和する見通しである。景気の減速を受けて、企業は今後も新規採用を手控えると予想する。一方で、移民を中心に生産年齢人口の増加は続くと見込まれる。労働統計局（BLS）による将来推計では、生産年齢人口は2024年にかけて年間200万人以上のペースで増加する見通しである。さらに、移民流入の増加は、プライムエイジ層の労働参加率を一段と押し上げる可能性がある。Cohen and Shampine [2022] は、移民は他者の労働参加を促す業種（例えば、看護・介護・チャイルドケアといった対面ケアサービス）に就く傾向が強いと指摘している。移民労働力の増加によって、こうしたケアサービス労働の供給不足やコスト高が緩和すれば、子育てや介護のために労働参加を断念していた人々の復職を促す要因となり得る。

こうした労働需給の緩和により失業者1人あたりの求人件数（求人倍率）は、足元の1.8倍からコロナ前の水準（2019年平均）である1.2倍まで低下すると見込まれる（図表10）。需給緩和で賃金上昇率は低下する見込みである。求人倍率と賃金上昇率の正の相関関係（フィリップス曲線）を踏まえると、賃金上昇率は2024年初までにFOMCの2%インフレ目標に整合的な3%台に落ち着く見通しである（図表11）。

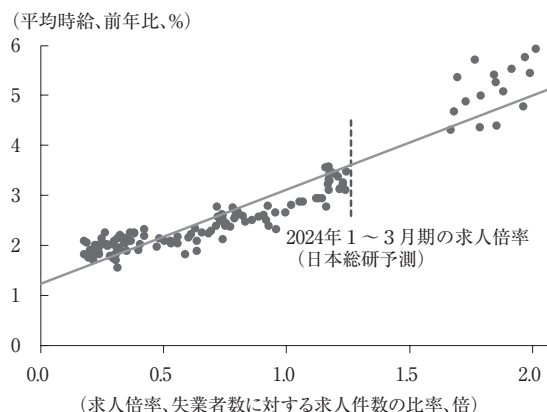
（図表10）求人倍率の見通し



（資料）BLSを基に日本総合研究所作成

（注）予測の前提は次の通り。生産年齢人口はBLSの見通しを使用。労働参加率は2023年末にかけて62.8%まで上昇した後横ばい。失業率は2023年末に4.0%、2024年末に4.2%まで上昇。求人件数は利上げ開始以降のトレンド。

（図表11）求人倍率と賃金上昇率の関係
（賃金版フィリップス曲線）



（資料）BLSを基に日本総合研究所作成

（注）2010年～2023年4月（コロナ禍の影響で変動の激しい2020～2021年は除く）。

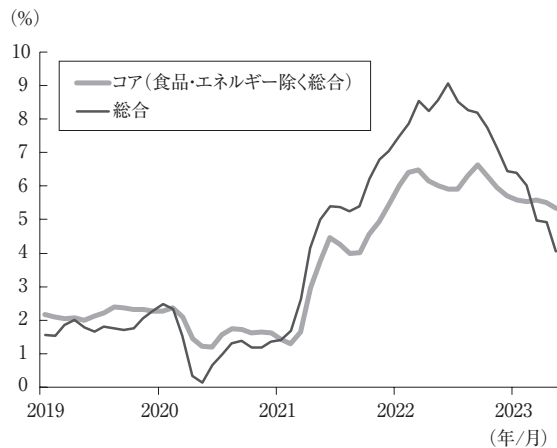
（3）高インフレは沈静化へ

経済全体の需給の緩和でインフレは沈静化に向かう見通しである。2023年5月の消費者物価指数(CPI)は前年比+4.0%と、2022年6月の同+9.1%からピークアウトしている（図表12）。これは、ロシアによ

るウクライナ侵攻を受けた食品やエネルギーの価格高騰が一服したことが主因である。一方、足元のコアインフレ率は高水準にある。内訳をみると、財価格の伸びは低下している一方、サービス価格の伸びが高止まりしている（図表13）。コアCPIの4割のウェイトを占める家賃は高い伸びが続いているほか、その他のサービス価格の鈍化ペースも緩やかにとどまっている。先行きのコアインフレ率は、2023年後半から明確に減速し、2024年には2%台で推移すると予想する（図表14）。

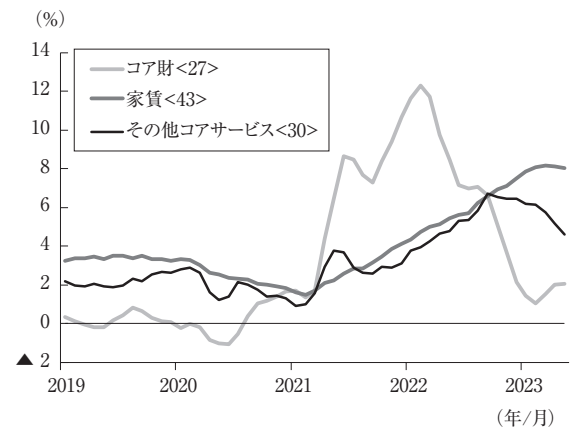
コア品目のうち、財価格の伸びは今後も低下が続く公算が大きい。背景として、部材などの供給制約が解消していることで、川上のインフレ圧力が低下していることが挙げられる。世界供給網の混乱度合いを示すグローバルサプライチェーン圧力指数は、足元で過去平均を大幅に下回っている（図表15）。この指数の動きは、コア財の生産者物価指数（PPI）に5カ月先行する傾向がある。これを踏まえると、コア財のPPIは今秋にかけて前年割れとなる可能性が高い。

（図表12）消費者物価指数（前年比）



（資料）BLSを基に日本総合研究所作成

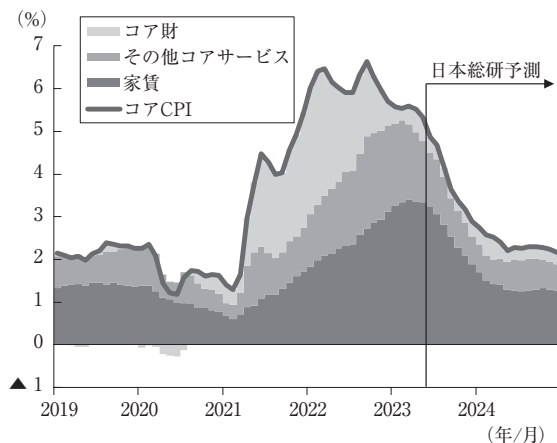
（図表13）コア消費者物価指数の内訳（前年比）



（資料）BLSを基に日本総合研究所作成

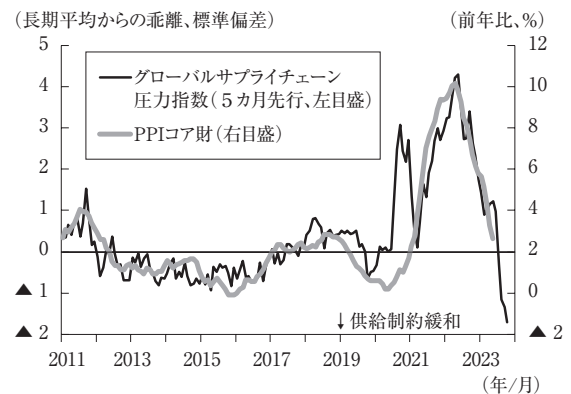
（注）<>内はコアCPIに占める各項目のシェア（%、2023年4月）。家賃は帰属家賃なども含む住居費全体。その他コアサービスは日本総合研究所が算出。

（図表14）コア消費者物価指数の見通し（前年比寄与度）



（資料）BLSを基に日本総合研究所作成

（図表15）財に対する川上のインフレ圧力



（資料）ニューヨーク連銀、BLSを基に日本総合研究所作成

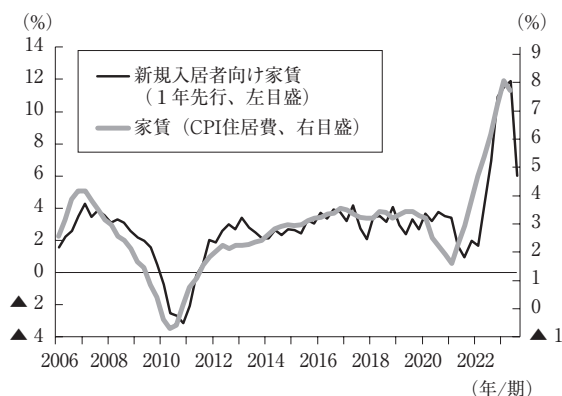
（注）グローバルサプライチェーン圧力指数は、国際的な輸送コストや各国PMIなどからニューヨーク連銀が試算。PPIは、食品・エネルギー除く最終需要財。

財に続いて、サービス価格の上昇率も低下する見通しである。まず、家賃の伸びは、2023年後半から明確に弱まる見込みである。FRBによる利上げを受けて住宅価格の伸びは鈍化しており、これが家賃への下押し圧力となっている。実際、Adams et al. [2022] が推計する新規入居者向けの家賃は、2022年7～9月期に伸びが急減速している（図表16）。新規入居者向けの家賃の動きは、1年ほど遅れて家賃全体に波及する傾向があるため、2023年7～9月期以降に家賃の騰勢は鈍化する公算が大きい。家賃以外のサービス価格の伸びも低下する見通しである。賃金上昇率の鈍化で、企業の労働コストが抑制されるためである。

FRBは、インフレ率を確実に低下させるため、当面は金融引き締め姿勢を維持する見込みである。政策金利（上限）は、2023年内は現行の5.25%で維持されると予想する（図表17）。名目金利が据え置かれても、インフレ率の低下により実質金利は上昇するため、景気への下押し圧力は一段と強まることになる。FRBはバランスシートの縮小を通じた量的引き締め（QT）も続ける見通しである。先行きも、現行のペースと同様に、月950億ドルずつ保有証券が圧縮されると想定している。

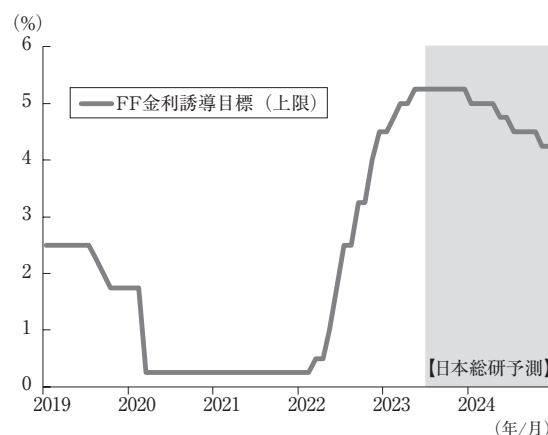
FRBはコアインフレ率が2%台に低下する2024年1～3月期に利下げに転じる見通しである。利下げは、四半期に1度のペースで進められ、政策金利が中立金利とされる2.5%まで低下するのは2026年と予想する。

（図表16）家賃関連のインフレ指標（前年比）



（資料）BLS、Adams et al. [2022] を基に日本総合研究所作成

（図表17）政策金利の見通し



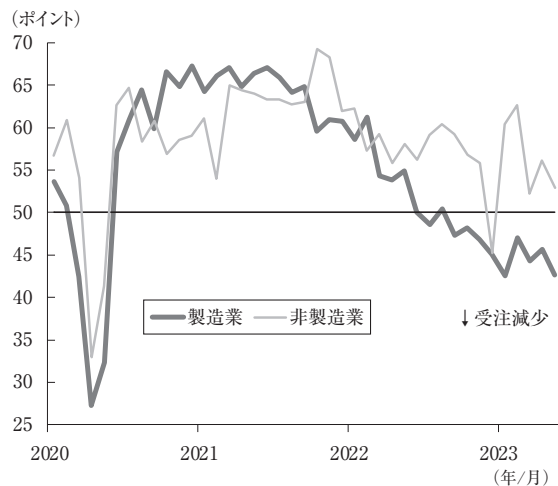
（資料）FRBを基に日本総合研究所作成

（4）設備投資は低迷

FRBによる金融引き締めなどを受けて、設備投資は全体として抑制されている。とくに、製造業では景況感の悪化も加わり、設備投資に慎重である。5月のISM製造業景況感指数は46.9と、7カ月連続で50を下回っている。コロナ禍の巣ごもり消費の終息や金利の上昇を受けた財需要の低迷を反映して、新規受注が減少していることが背景にある（図表18）。

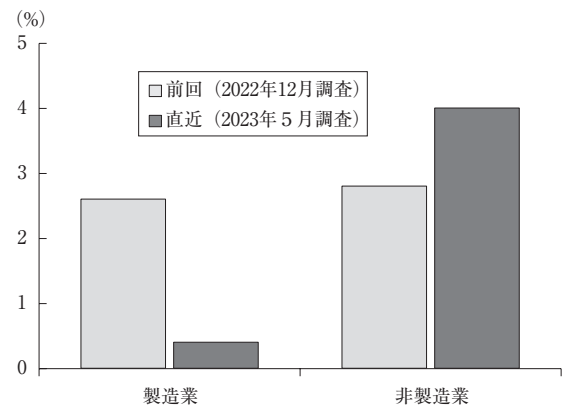
一方、非製造業では、景況感は底堅く推移していることから、設備投資にも前向きである。5月のISM非製造業景況感指数は良し悪しの分かれ目となる50を上回っている。商品のリードタイムが改善するなか、新規受注の増加が続いている。ISMが5月に実施した調査では、非製造業は2023年の設備投資見通しを前回（2022年12月）から上方修正している（図表19）。

（図表18）ISM新規受注指数



（資料）ISMを基に日本総合研究所作成

（図表19）2023年の設備投資見通し（業種別、前年比）

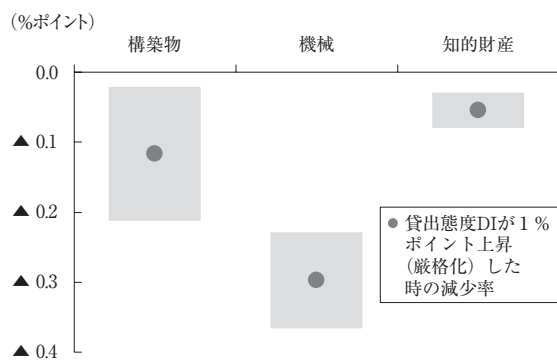


（資料）ISM, "Semiannual Economic Forecast"

先行きの設備投資については、製造業による機械投資は大幅に減少すると見込む。背景として、景況感が悪化していることに加えて、企業の資金調達環境が引き締まっていることが挙げられる。米銀は景気や金融情勢の先行きを警戒し、足元で貸出態度を厳格化している。FRBが4月に実施した調査によると、銀行の融資姿勢の厳しさを示す貸出態度DIは、リーマンショックやコロナショック時並みの水準まで上昇している。機械投資は、こうした資金制約のマイナス影響をほかの設備投資よりも受けやすい（図表20）。試算によると、貸出態度DIが1%ポイント上昇すると、機械投資は前年比▲0.3%ポイント減少する傾向がある。

ただし、ソフトウェアを中心とする知的財産投資が増加することで、設備投資全体の大崩れは回避される公算が大きい。実際、FRBが急ピッチな利上げを行うなかでも、知的財産投資は安定的に増加している（図表21）。Howes and von Ende-Becker [2022] は、知的財産投資は、銀行融資ではなく手元資金によって支出される傾向が強いことや、陳腐化のスピードが速く減耗率が高いことが投資の金利感応度を弱めていると指摘している。コロナ禍を契機にテレワークを取り入れた働き方が普及したことも、ソフトウェア投資の下支えに作用すると見込まれる。

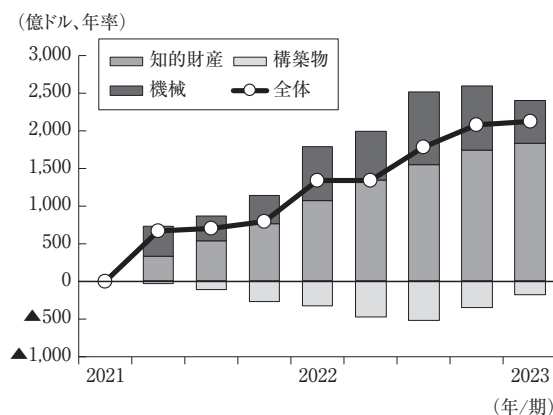
(図表20) 貸出態度の厳格化が設備投資に与える影響



(資料) FRB、BEAを基に日本総合研究所作成

(注) 各項目（前年比）を銀行の企業向け貸出態度DIで回帰した時の係数。DIは大・中堅向けと中小向けの単純平均を使用。推計期間は2003年1～3月期～2023年1～3月期。シャドーは95%信頼区間。

(図表21) 実質設備投資（2021年初対差）



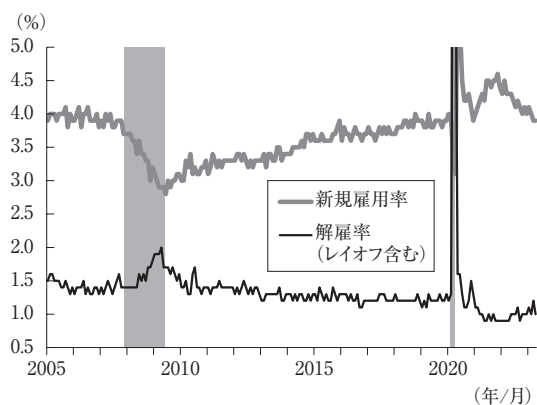
(資料) BEAを基に日本総合研究所作成

(5) 個人消費は底堅く推移

企業部門の経済活動が低迷する一方で、家計部門は好調を維持する見通しである。企業が人員削減を控えて雇用を維持する傾向を強めており、雇用・所得環境の悪化が回避されることがその一因である。従来、アメリカの企業は景気が悪化すると、新規採用を抑制すると同時に、解雇やレイオフにより速やかな雇用調整を行ってきた（図表22）。一方、今次局面では、新規採用が減少するなかでも、ハイテクや金融を除く多くの業種で解雇が比較的抑制されている。そのため、経済全体の解雇率は依然としてコロナ前を下回る低水準で推移している。こうした雇用調整パターンの変化には、コロナ禍で企業が深刻な人手不足を経験したことが影響している可能性がある。

先行きの個人消費はサービスがけん引役となる見込みである。財消費は、巣ごもり需要の終息や金利上昇の影響で当面は不振が続くと予想する（図表23）。一方、次の二つを原資にサービス消費が増勢を維

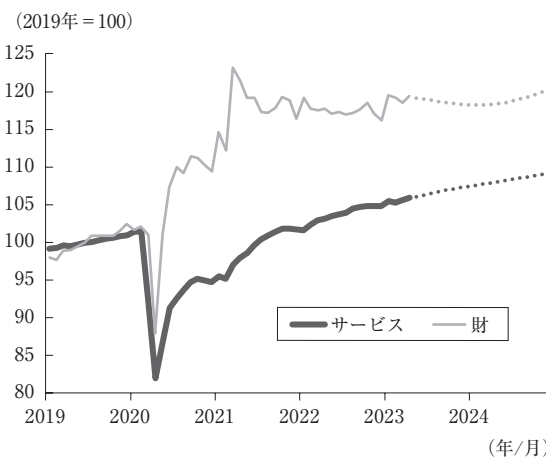
(図表22) 新規雇用率と解雇率



(資料) BLS、NBERを基に日本総合研究所作成

(注) 解雇率（新規雇用率）は、雇用者全体に対する解雇者（新規雇用者）の比率。シャドーは景気後退期。

(図表23) 実質個人消費の見通し（財・サービス別）



(資料) BEAを基に日本総合研究所作成

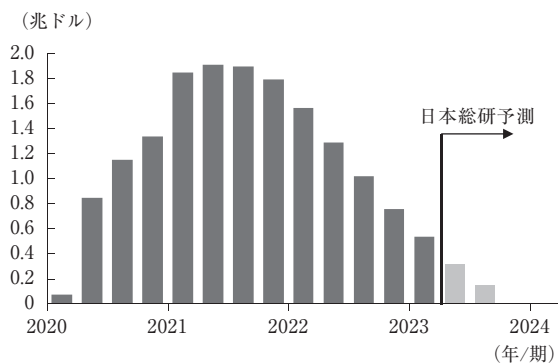
(注) 点線は、日本総合研究所予測。

持することで、個人消費は全体として緩やかな増加を続ける見通しである。

まず、過剰貯蓄の取り崩しである。試算によると、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累積した家計の過剰貯蓄は、マクロで5,000億ドル以上残っている（図表24）。これは、今秋まで現行の支出増加ペースを維持できる規模である。

過剰貯蓄の払底後は、実質賃金の上昇が消費を下支えする。5月の実質賃金上昇率（平均時給ベース）は前年比+0.2%と、2021年3月以来のプラスに転換している（図表25）。労働需給の緩和を受けて名目賃金上昇率が鈍化する一方、それを上回るペースでインフレ率が低下していることが背景にある。先行き、インフレ率の鈍化が続くことで、実質賃金は前年比+1%程度まで伸びが高まると予想する。

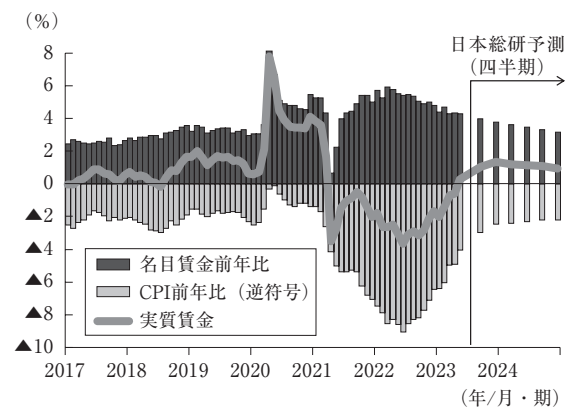
（図表24）家計の過剰貯蓄（ストック）



（資料）BEAを基に日本総合研究所作成

（注）過剰貯蓄は、消費性向が2019年平均を維持した場合の消費水準と2020年以降の実際の消費水準の乖離を累積したもの。

（図表25）実質賃金（前年比）



（資料）BLSを基に日本総合研究所作成

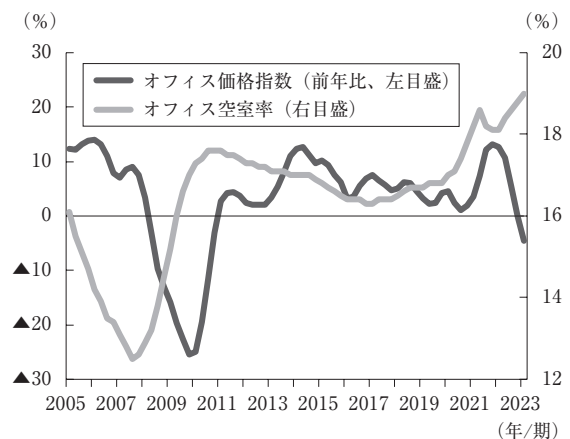
3. リスク

（1）金融不安再燃

2023年3月からの米地銀の相次ぐ経営破綻などを背景に金融不安が熾っている。預金流出による資金調達コストの増加や金利上昇による有価証券評価損の増大など、米銀にとって厳しい経営環境が続いている。今後は、商業用不動産とノンバンクを起点とする金融不安の再燃に注意が必要である。

商業用不動産は、コロナ禍による在宅勤務の普及などからオフィスを中心に需要が減少している。オフィス空室率は20%近くに達しており、オフィス価格指数は前年から1割程度下落している（図表26）。1～3月期の商業用不動産向け融資の延滞率は0.8%と低位であるものの、米不動産調査会

（図表26）オフィス価格と空室率



（資料）Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

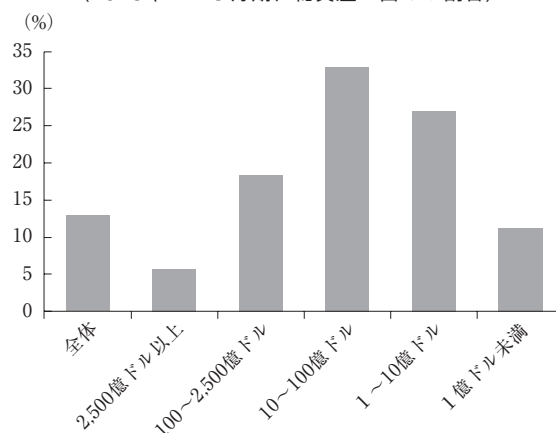
社によれば、2023年中に2,700億ドルの商業用不動産向けの銀行融資が満期を迎える。融資の借り替えができなければ、物件を売却せざるを得ず、そうした例が増えると不動産価格の下落を加速させる恐れがある。不動産価格の下落は融資の担保価値を減少させ、銀行の貸出態度をより厳格化させる要因となる。

こうした商業用不動産向け融資の大部分を抱えるのは、中小銀行である。2008年のリーマンショック以降、大手銀行は規制強化の影響で商業用不動産向け融資を抑制してきた。一方、規制がそれほど厳しくない中小銀行は融資を拡大しており、商業用不動産向け融資全体の約7割を占めている。総資産に占める同融資の割合も高まっており、中小銀行全体でみれば、3割前後と高水準である（図表27）。これらの融資の不良債権化が急速に進めば、信用コストの増加を通じて中小銀行の経営に悪影響を及ぼす恐れがある。中小銀行は、大手銀行と比べても経営基盤が脆弱であり、商業用不動産価格の下落が経営に与える影響を注視する必要がある。

ノンバンクが抱える高リスク融資が増大していることにも注意が必要である。リーマンショック以降、銀行が規制強化により低格付けの融資を抑制していたため、ノンバンクがその資金需要に対応してきた。複数の金融機関が協調融資を行うシンジケートローンでは、ノンバンクが保有する高リスクのローンが2022年に1兆ドルまで増加しており、銀行の保有額を上回っている（図表28）。シンジケートローンは、融資先のデフォルトリスクを複数の貸し手に分散させる目的があるが、貸付先の信用状況が悪化すれば、融資にかかわる多くのノンバンクに損失が広がり、信用収縮を加速させる可能性がある。

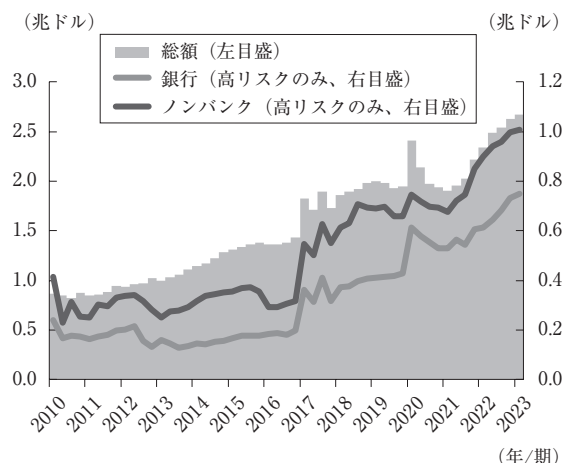
さらに、ノンバンクによる資金運用の一つであるプライベート・クレジット・ファンド（企業への

（図表27）銀行規模別の商業用不動産向け融資
（2023年1～3月期、総資産に占める割合）



（資料）FDICを基に日本総合研究所作成

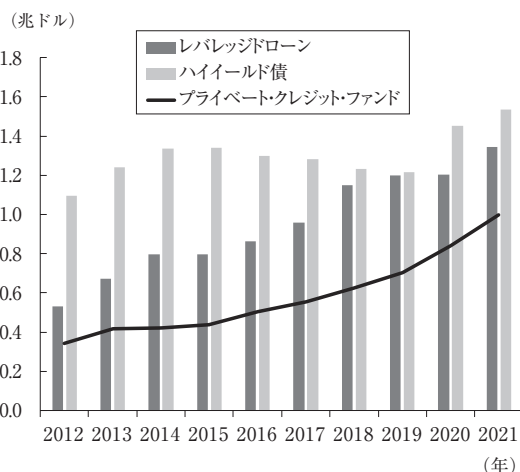
（図表28）米金融機関のシンジケートローン保有額



（資料）FRBを基に日本総合研究所作成

（注）高リスクは、デフォルトリスクが1%以上のローンとデフォルトリスクのデータが欠落しているものを分類。

（図表29）アメリカの高リスク資産残高の比較



（資料）FRB、IMFを基に日本総合研究所作成

直接貸付)の残高は2021年に1兆ドルに達し、ハイイールド債やレバレッジドローンに近い水準まで増加している(図表29)。同ファンドの多くには解約制限が付いているため、企業の信用リスクが高まっても、直ちに受け付け騒ぎは起きない可能性が高い。ただし、同ファンドから資金を調達する企業は格付けが低く、社債が発行できないような規模の小さい企業も多い。企業の経営不安が顕在化すれば、ファンドの収益が悪化し、ファンドへの資金流入が減少する可能性がある。それにより企業の資金調達が困難となり、企業経営の悪化を通じて、さらにファンドの収益を下押しするという負のスパイラルが発生する恐れがある。同ファンドはほかのノンバンクにも投資するなど貸借関係が複雑化しており、こうした信用リスクをめぐる不安がほかのノンバンクにも波及しかねない。

(2) 政策ミスによる景気オーバーキル

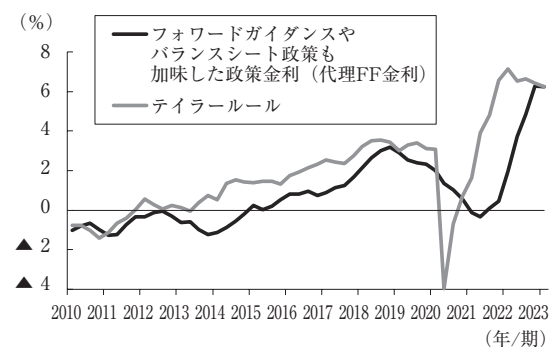
FRBは、6月のFOMCで政策金利を据え置く一方、参加者の政策金利見通しを引き上げることで、2023年内に追加で2回の利上げを行う可能性を示唆した。さらなる利上げは景気後退を招くリスクを高める。

現行の金融政策運営は、政策金利であるFF金利(上限、5.25%)の表面的な水準が示す以上に引き締め効果となっている公算が大きい。サンフランシスコ連銀の試算によると、通常のFF金利にフォワードガイダンスやバランスシート政策による引き締め効果も加味した「代理FF金利」は、5月末時点で6%まで上昇している(図表30)。試算によると、これはテイラールール(インフレ率や失業率に応じた政策金利の適正水準)が示唆する適正な政策金利の水準に到達している。そのため、現行と同じペースでQTも進められるなかで、FRBがさらに利上げを行う必要性は低下している。

一段の利上げは、景気後退だけでなく、金融不安が再燃するトリガーにもなりうる点に注意が必要である。利上げによって短期金利が上昇する一方、金融市場が将来の景気後退を織り込んで長期金利が低下する場合、長短金利の逆ザヤが拡大することで米銀の収益環境はさらに厳しくなる恐れがある。さらに、金利上昇は保有債券の評価損や預金の流出額を拡大させ、銀行経営を圧迫する可能性もある。

金融不安や景気後退が生じたとしても、政府による機動的な財政出動は困難であることが景気悪化を増幅する可能性もある。昨秋に実施された中間選挙では、上院で民主党が多数派を維持した一方、下院では共和党が過半数を確保した。これにより、現在の連邦議会の構成は上下両院の多数派が異なる「ねじれ議会」となっている。過去のねじれ議会においては、法案審議が進まず、財政支出を伴う新規の政策立案が停滞する傾向がある。加えて、今春にかけての与野党間の債務上限引き上げ交渉の末に成立し

(図表30) テイラールールに基づく適正政策金利

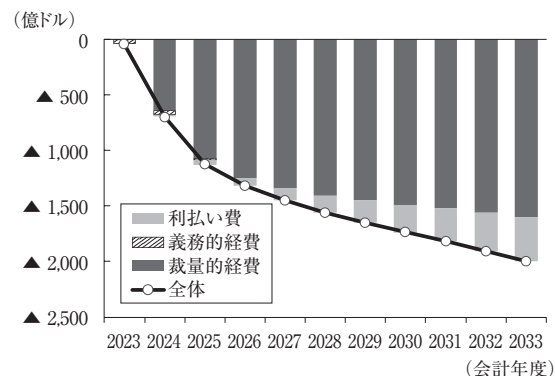


(資料) SF連銀、NY連銀、BEA、CBO、BLSを基に日本総合研究所作成

(注) テイラー規則の算出式は下記。代理FF金利=中立金利+1.13*インフレギャップ+0.67*失業率ギャップ。インフレギャップ=コアPCEデフレーター前年比-2%。失業率ギャップ=自然失業率-失業率。各係数は、代理FF金利-中立金利をインフレ/失業率ギャップで重回帰して得られる弾性値(推計期間:1987年1~3月期~2019年10~12月期、いずれも1%水準で有意)。

た「財政責任法」は、債務上限の効力を2025年1月まで停止する一方で、社会保障や国防を除く歳出を2024会計年度（2023年10月から2024年9月まで）は前年度比横ばいに、2025会計年度は前年度比+1%にとどめることを定めている。議会予算局（CBO）の推計によると、これにより今後10年間で1.5兆ドルの歳出が削減される見通しである（図表31）。このように裁量的支出を抑制する方針は、インフレ沈静化の観点からは有効であるが、不測の危機発生時にはアメリカ経済にとっての足かせとなるリスクがある。

（図表31）財政責任法による歳出抑制効果（CBO推計）



（資料）CBOを基に日本総合研究所作成

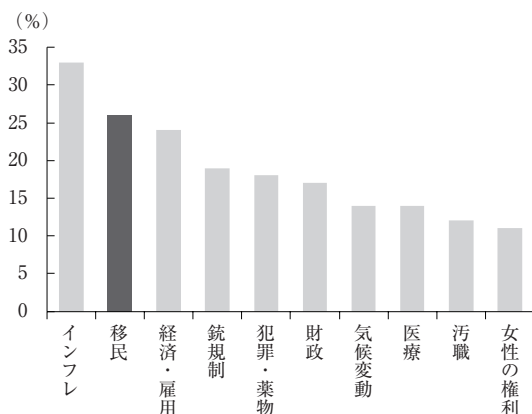
（注）義務的経費は年金や医療費など、毎年度の議会での議決は不要とされる項目。裁量的経費はそれ以外の項目で、毎年度の議会での議決が必要。

（3）潜在成長率の下振れ

政治面からのリスクとして、移民規制の強化による中長期的な成長力の低下も挙げられる。2023年6月に実施された世論調査によれば、アメリカの有権者はインフレに次いで移民問題を重視している（図表32）。これには、足元で不法移民が増加していることが影響しているとみられる。税関・国境取締局によると、アメリカとメキシコの国境で2022会計年度に拘束された不法移民は前年度比で4割増加し、過去最高水準を記録している。経済不振や政情不安などを理由に、近隣の中南米諸国からアメリカへの入国を希望する人々が急増しているとみられる。

2024年に控える大統領選挙では、移民問題が主要争点となる公算が大きい。次回の大統領選が行われる2024年11月には、高インフレは沈静化しており、景気も持ち直していると想定され、これらの課題は争点から外れると考えられる。バイデン大統領の対抗馬となりうる共和党の有力候補は総じて移民規制

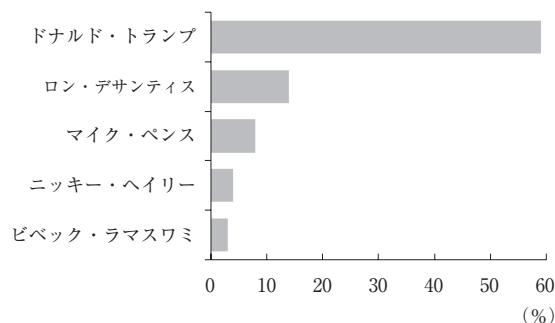
（図表32）アメリカが直面している最も重要な課題（上位10位）



（資料）ハーバード大学アメリカ政治研究センターなどを基に日本総合研究所作成

（注）2023年6月実施調査。

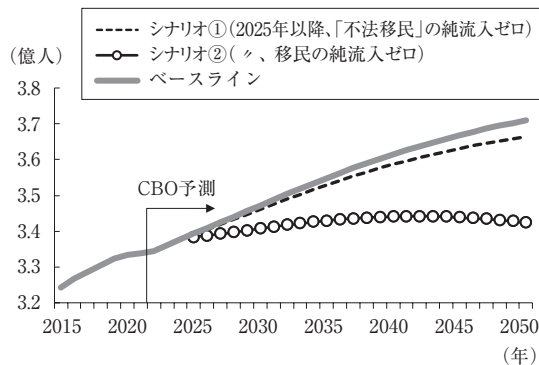
（図表33）2024年大統領選挙への出馬を表明した共和党候補者の支持率（上位5名）



（資料）ハーバード大学アメリカ政治研究センターなどを基に日本総合研究所作成

（注）2023年6月実施調査。「もし、大統領選挙の共和党候補者を決める予備選挙が今日実施されたら、誰に投票するか」に対する共和党員の回答割合。

(図表34) 人口の見通し

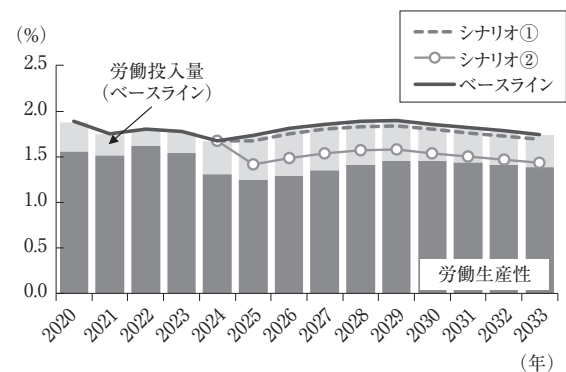


(資料) CBOを基に日本総合研究所作成

(注1) CBOの人口見通し(ベースライン)から移民の純流入見通しを控除して日本総合研究所が試算。移民の出産や死亡によって生ずる人口変動は考慮せず。

(注2) 「不法移民」は、違法入国者と合法で入国後、滞在許可が失効した者の合計と定義(幼少期に親に連れられて入国した者も含む)。

(図表35) 潜在成長率のシミュレーション



(資料) CBOを基に日本総合研究所作成

(注) ベースラインは、CBO推計の潜在成長率(2022年以降が予測値)。シナリオ①/②は、図表34の人口シナリオに沿って労働投入量が下振れた場合の潜在成長率を日本総合研究所が試算。労働投入量の下振れ率は、ベースライン対比の人口の下振れと同率と仮定。労働生産性はベースラインと同様。

に積極的である。現時点で共和党内支持率トップのトランプ前大統領や、次点のフロリダ州のデサンティス知事は移民に対する強硬姿勢で知られている(図表33)。前述の世論調査では、トランプ氏とバイデン氏の組み合わせではトランプ氏が6%ポイント差で、デサンティス氏とバイデン氏の組み合わせではデサンティス氏が1%ポイントの僅差でバイデン氏の支持率を上回っている。そのため、共和党候補者が勝利することで移民規制が再び強化される可能性は無視できないリスクと言える。

仮に、選挙後に移民規制が強化された場合、アメリカの人口増加ペースは鈍化する可能性が高い。CBOの将来推計(ベースライン)では、アメリカの人口は2022年の3.3億人から2050年にかけて3.7億人へ増加すると見込まれている(図表34)。この増加のほとんどが移民の流入による。具体的には、2020年代から2030年代にかけてアメリカの人口成長率は年平均+0.4%と想定されているが、このうち7割強は移民の増加が寄与している。また、CBOは、少子高齢化の影響によって、2042年以降のアメリカの人口増加はすべて移民によると推計している。

仮に移民制限的な政策で人口が想定を下振れた場合、労働投入量の減少を通じてアメリカの潜在成長率を下押しする可能性が高まる。前述のCBOの見通しを基に試算すると、2025年以降に不法移民の入国を全面禁止した場合(シナリオ①)、労働生産性の伸びが同じでもアメリカの潜在成長率はベースライン対比で▲0.1%ポイント下振れる(図表35)。仮に、すべての移民が規制された場合(シナリオ②)、下振れ幅が▲0.3%ポイントに拡大し、潜在成長率は1.4%台まで低下すると試算される。また、高齢化が進み介護需要が増大するなかで、移民労働力の減少が進むと、先述の通りケアサービス不足を誘発する可能性もある。この場合、移民以外の労働投入も減少するリスクがある。

このように、アメリカにおける移民は、短期的なインフレ動向や景気変動のみならず、中長期的な経済成長も左右する。供給力の天井が下がることでアメリカ経済が高インフレ・低成長の経済構造に陥る可能性があるだけに、政治情勢も注視していく必要がある。

(2023.6.29)

参考文献

- Adams, Brian., Lara Loewenstein, Hugh Montag, and Randal J. Verbrugge, [2022]. “Disentangling Rent Index Differences: Data, Methods, and Scope,” Federal Reserve Bank of Cleveland, Working Paper, December 19, 2022.
- Cohen, Elior. and Samantha Shampine, [2022]. “Immigration Shortfall May Be a Headwind for Labor Supply,” Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Bulletin, May 11, 2022.
- Howes, Cooper. and Alice von Ende-Becker, [2022]. “Monetary Policy and Intangible Investment,” Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, March 24, 2022.