米国経済展望

2023年11月

株式会社日本総合研究所

調査部　マクロ経済研究センター

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

目次

◆概況・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 2

◆トピック・・・・・・・・・・・・・・ p. 4

◆見通し ・・・・・・・・・・・・・・ p. 5

◆Fed Watch・・・・・・・・ p. 6

メルマガ	X（旧Twitter）	YouTube

調査部 マクロ経済研究センター（米欧経済グループ）

研究員　　栂野 裕貴　（ Tel: 070-3344-2620　Mail: togano.yuki@jri.co.jp ）

研究員　　立石 宗一郎

◆本資料は2023年11月16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。

概況：足元の景気は堅調も、先行きは減速へ

◆足元の景気は堅調

７～９月期の実質ＧＤＰ成長率は前期比年率＋4.9%と、前期（同＋2.1%）から伸びが加速。需要項目別にみると、設備投資や純輸出は小幅に減少した一方、個人消費や在庫投資が全体を押し上げ。

◆個人消費は先行き減速へ

足元の個人消費は堅調。７～９月期の実質個人消費は前期比年率＋4.0%と、高めの伸び。内訳をみると、財消費が耐久財・非耐久財ともに増加したほか、サービス消費も住居・公益やヘルスケア、金融・保険といった幅広い分野で増加。

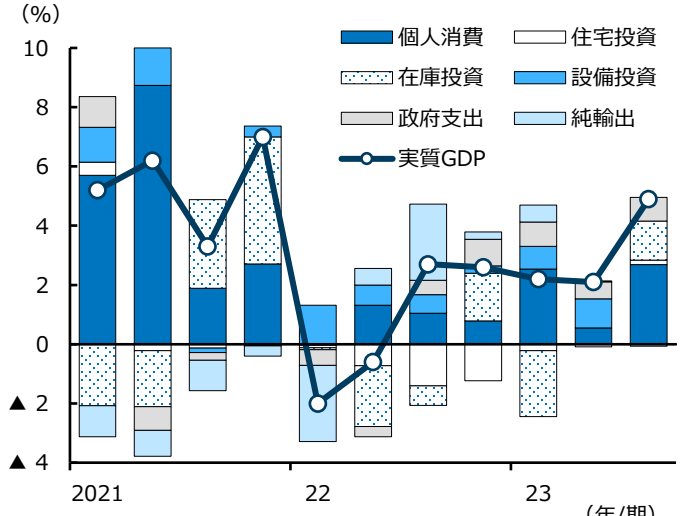
もっとも、先行きの個人消費は減速する見通し。背景として、以下の３点が指摘可能。

第１に、リバウンド消費の一巡。コロナ禍で大きく落ち込んだサービス消費は、足元でコロナ前トレンドに復帰しており、今後の増加余地は限定的。

第２に、過剰貯蓄の減少。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、足元でピーク時の１/３程度まで減少。

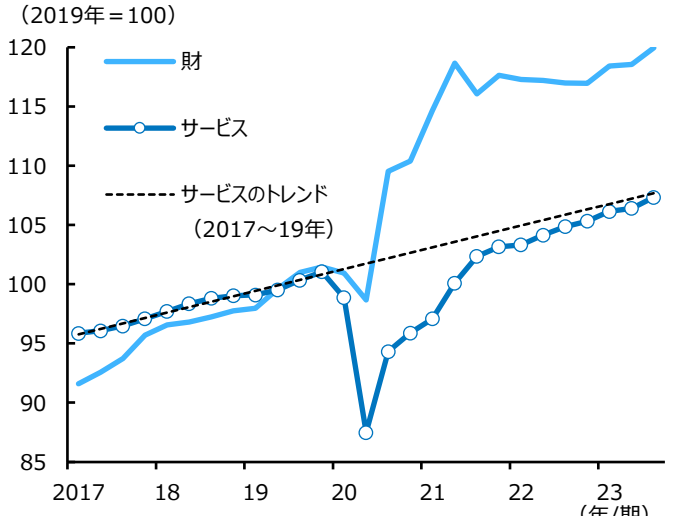
第３に、学生ローンの返済再開。試算によると、10月以降に再開した学生ローンの返済額は、経済全体で年間約650億ドルに上り、個人消費を最大で▲0.4%ポイント下押しする見込み。

実質ＧＤＰ成長率（前期比年率）



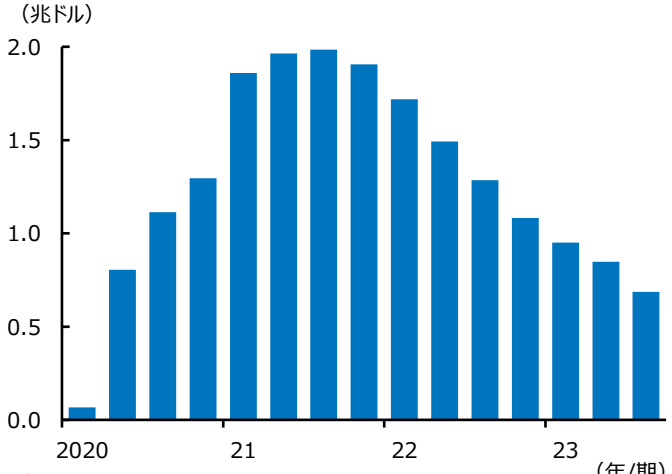
（資料）BEAを基に日本総研作成

実質個人消費



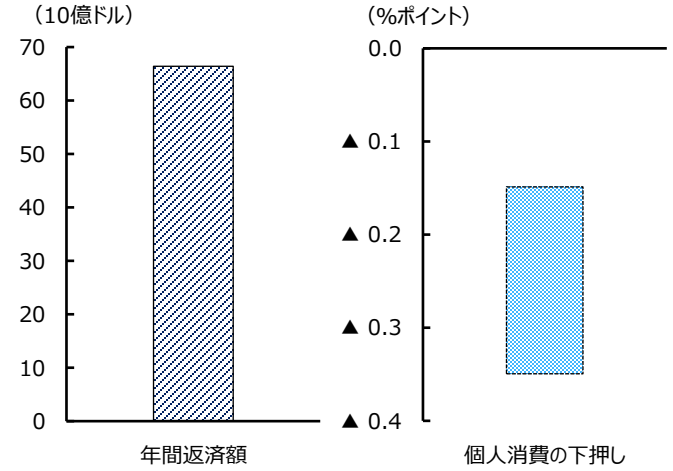
（資料）BEAを基に日本総研作成

家計の過剰貯蓄（ストック）



（資料）BEAを基に日本総研作成
（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20年以降の実際の消費水準の乖離を累積したもの。

学生ローンの年間返済見込み額と個人消費の下押し幅



（資料）松田[2023]、「米国学生ローン返済、消費を長期下押しも」、日本総研、リサーチフォーカス、No.2023-034.を基に日本総研作成

概況：設備投資は低迷

◆非製造業は底堅い一方、製造業は不振

非製造業の経済活動は底堅く推移。10月のＩＳＭ非製造業景況感指数は51.8と、良し悪しの分かれ目となる50を上回る水準。商品のリードタイムの改善など供給制約が緩和するなか、事業活動の拡大や新規受注の増加が全体を押し上げ。

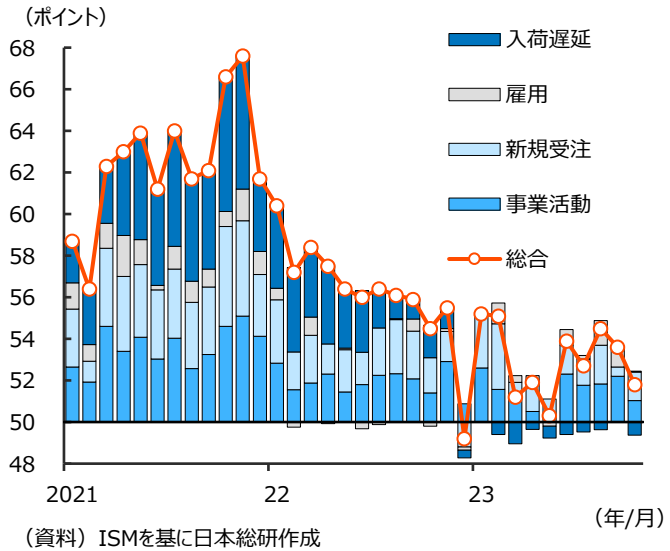
非製造業とは対照的に、製造業は調整局面が長期化。10月のＩＳＭ製造業景況感指数は46.7と、12ヵ月連続で50を下回る水準。巣ごもり消費の終息や金融引き締めなどを受けた財需要の低迷を反映し、新規受注は減少。

◆設備投資は低迷

７～９月期の実質設備投資は前期比年率▲0.1%と、前期から小幅に減少。内訳をみると、ソフトウェアなどの知的財産投資や製造業による構築物投資などは増加した一方、情報処理機械や産業機械を中心に機械投資は総じて減少。

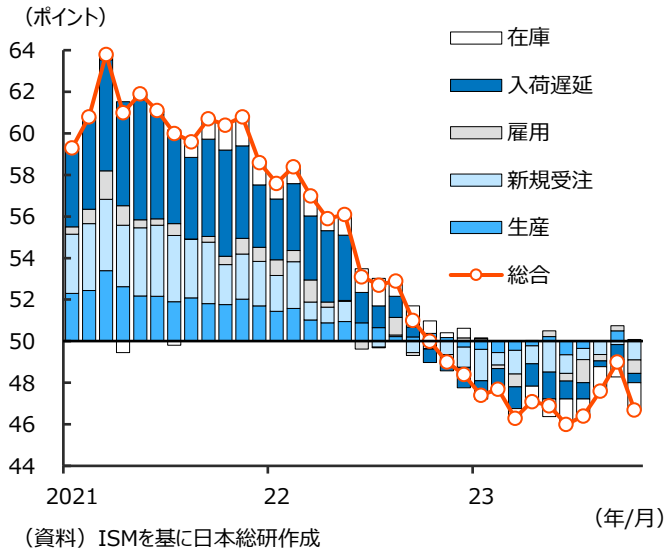
先行きの設備投資も低迷が続く見通し。企業の資金調達環境の悪化が主因。ＦＲＢが10月に公表した調査によると、米銀は景気の先行きや銀行規制強化に対する懸念などから、企業向けの貸出態度を厳格化。こうした貸出態度の厳格化は１年程度のタイムラグを伴って融資総額を減少させる傾向があり、企業向け融資は当面前年割れが続く見込み。金利上昇による利払い負担の増加と相まって、企業の資金調達環境は今後一段と引き締まる公算大。

ＩＳＭ非製造業景況感指数



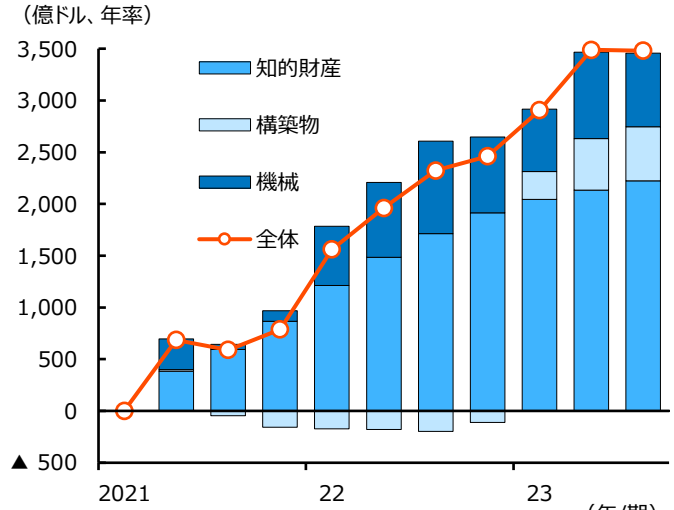
（資料）ISMを基に日本総研作成

ＩＳＭ製造業景況感指数



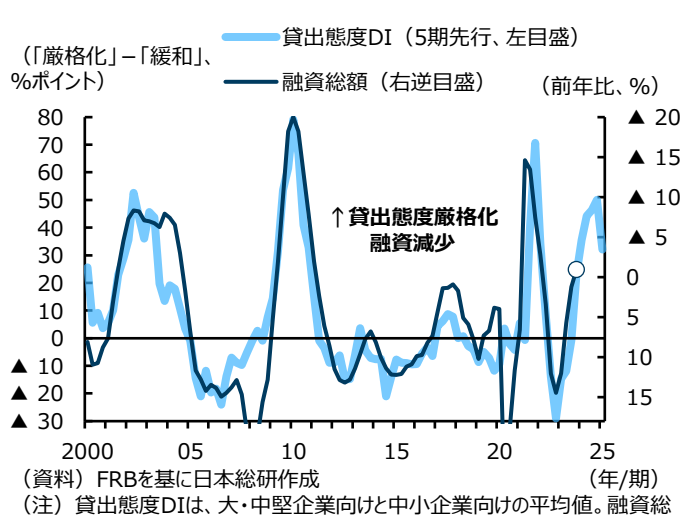
（資料）ISMを基に日本総研作成

実質設備投資（2021年１～３月期対差）



（資料）BEAを基に日本総研作成

米銀の企業向け貸出態度と融資総額



（資料）FRBを基に日本総研作成

（注）貸出態度DIは、大・中堅企業向けと中小企業向けの平均値。融資総額の直近値（白抜き）は23年10月平均。

トピック：利上げ効果が企業部門にも波及へ

◆固定金利調達が利上げ効果を抑制

米国では、これまで企業へ利上げ効果が浸透せず。政策金利が大幅に引き上げられているにもかかわらず、ネットベースの利払い額は昨年から３割減少。

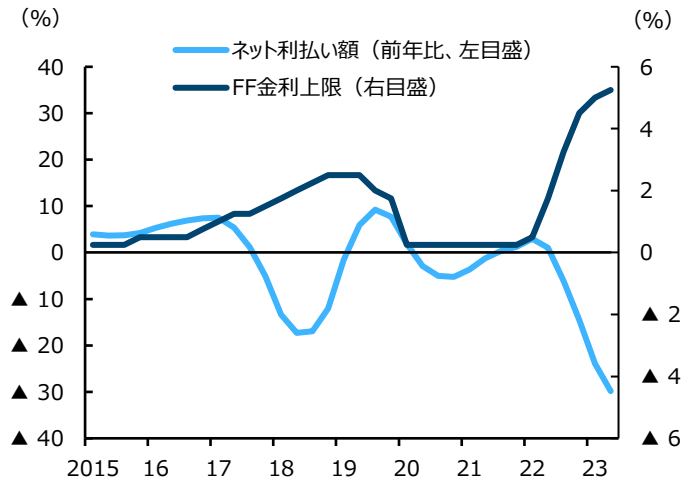
この背景として、利上げ後に金利収入が急増した一方、コロナ流行直後の低金利局面で企業が固定金利での調達を増やしていたため、借入金利上昇による返済負担の急増を回避したことが指摘可能。固定金利型の債務が全体に占める割合は85%に達しており、コロナ禍前比で５%ポイント上昇。

◆今後は利払い負担増が設備投資を下押し

もっとも、今後は利上げによる景気下押し効果が企業部門にも波及する見込み。来年以降、多くの企業で社債の満期が到来。社債の借り換えにより、その後は足元の高金利が適用されることで、企業の資金調達コストは上昇。借り換え企業の社債金利が３%程度上昇する可能性を踏まえると、利払い負担は今後３年間で1,000億ドル（15兆円）増加する計算に。

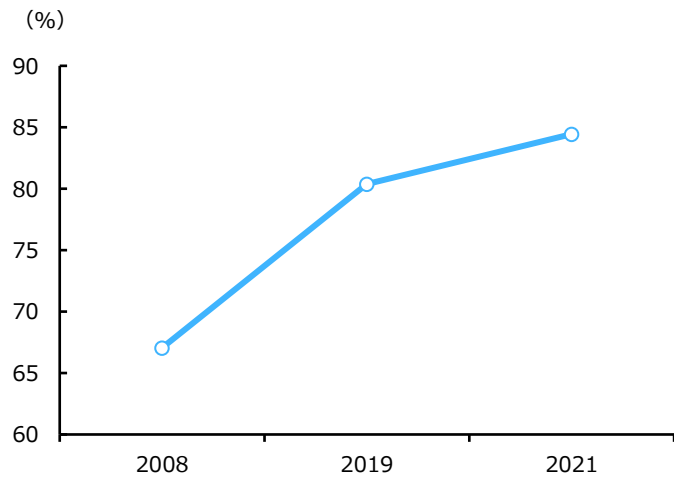
利払い負担の増加はキャッシュフローの減少などを通じて設備投資を押し下げる見込み。今後３年間における利払い負担の増加により設備投資は年率で▲0.2～▲0.3%押し下げられる計算。仮に、利払い負担の増加で企業収益が悪化する場合、格下げなどを通じて、利払い負担の一段の増加や借り換え額の縮小の悪循環に陥り、設備投資の下押し圧力が一段と強まるリスクに要注意。

米国企業のネット利払い額と政策金利



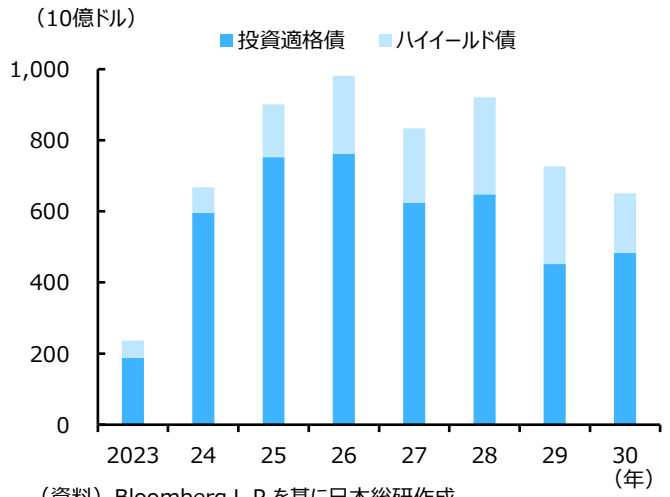
（資料）FRBを基に日本総研作成

非金融企業の有利子負債に占める固定金利負債の割合



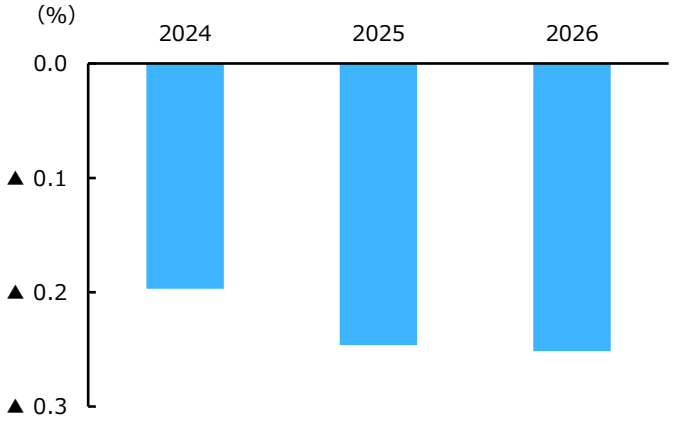
（資料）BISを基に日本総研作成

非金融企業の償還満期別社債残高



（資料）Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
（注）2023年は年率換算値。

設備投資の下押し幅の試算



（資料）FRB、BEA、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
（注）企業利益、S&P500を説明変数とした設備投資関数を推計。推計期間は2000年1-3月期から2023年4-6月期。

米国景気・金利見通し：景気は減速も、プラス成長を維持

◆景気は減速する見通し

米国景気は減速する見通し。金融環境の引き締まりが、製造業を中心に企業部門の経済活動を下押しすることが背景。ただし、底堅い雇用情勢や実質所得の増加が個人消費の支えとなることで、プラス成長を維持すると予想。

2024年前半には、高インフレの沈静化を受けて利下げが開始されることで、年後半の米国景気は潜在成長率（２％弱）に向けて緩やかに持ち直す見通し。

◆長期金利は高水準で推移

ＦＲＢ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。政策金利は、中立金利とされる２％半ばを大幅に上回る5.5%で来春にかけて据え置かれると予想。2024年前半には、インフレの沈静化を受けて利下げを開始する見通し。バランスシートを縮小する量的引き締め（ＱＴ）は継続され、２年程度かけて完了の見込み。

長期金利は、インフレや金融引き締めへの警戒感が上昇圧力となる一方、景気後退への懸念が低下圧力となる結果、当面は横ばい圏で推移する見通し。その後、2024年前半からの利下げが織り込まれることで、長期金利は緩やかに低下する見込み。

米国経済・物価見通し

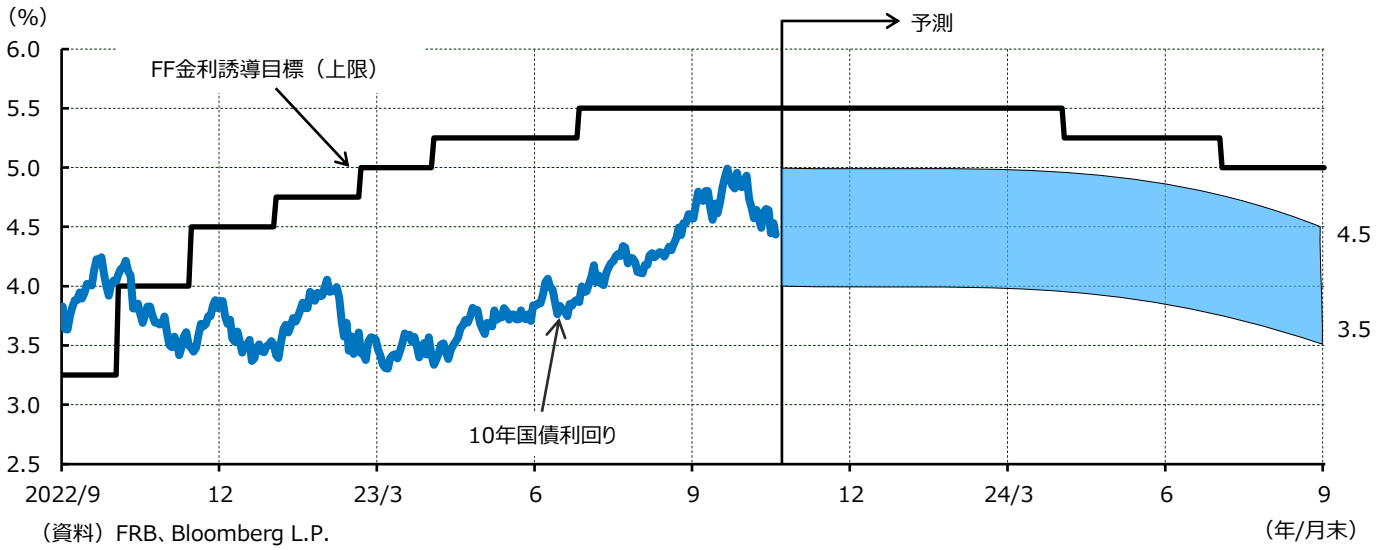
（四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント）

	2022年	2023年				2024年			2022年	2023年	2024年
	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9			
	（実績）				（予測）				（実績）	（予測）	
実質ＧＤＰ	2.6	2.2	2.1	4.9	1.3	0.8	0.6	1.0	1.9	2.4	1.5
個人消費	1.2	3.8	0.8	4.0	1.8	1.2	0.8	1.1	2.5	2.2	1.6
住宅投資	▲ 24.9	▲ 5.3	▲ 2.2	3.9	0.0	1.0	3.0	3.0	▲ 9.0	▲ 11.1	1.8
設備投資	1.7	5.7	7.4	▲ 0.1	▲ 0.4	0.2	0.1	1.2	5.2	4.0	0.7
在庫投資（寄与度）	1.6	▲ 2.2	0.0	1.3	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0	0.6	▲ 0.4	0.0
政府支出	5.3	4.8	3.3	4.6	2.0	1.0	1.0	1.0	▲ 0.9	3.8	1.8
純輸出（寄与度）	0.3	0.6	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.5	0.5	▲ 0.1
輸出	▲ 3.5	6.8	▲ 9.3	6.2	2.5	2.0	2.0	2.0	7.0	2.6	1.9
輸入	▲ 4.3	1.3	▲ 7.6	5.7	2.0	2.0	2.0	2.5	8.6	▲ 1.5	1.9
実質最終需要	0.4	4.2	0.9	3.8	1.6	1.1	0.9	1.2	2.3	2.3	1.5
消費者物価	7.1	5.8	4.1	3.6	3.2	2.7	2.5	2.3	8.0	4.1	2.4
除く食料・ｴﾈﾙｷﾞｰ	6.0	5.6	5.2	4.4	3.7	3.1	2.5	2.4	6.2	4.7	2.6

（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



（資料）FRB、Bloomberg L.P.

Fed Watch：政策金利は当面据え置き

◆ＦＲＢは政策金利を据え置き

ＦＲＢは、11月のＦＯＭＣで、２会合連続で政策金利を据え置き。パウエル議長は記者会見で、足元の長期金利上昇を受けた金融環境の引き締まりが、追加利上げの必要性を低下させたことを示唆。もっとも、今後の政策について会合ごとに判断するスタンスを維持したほか、利下げについては時期尚早とタカ派的な姿勢を強調。

◆様子見姿勢が続く見込み

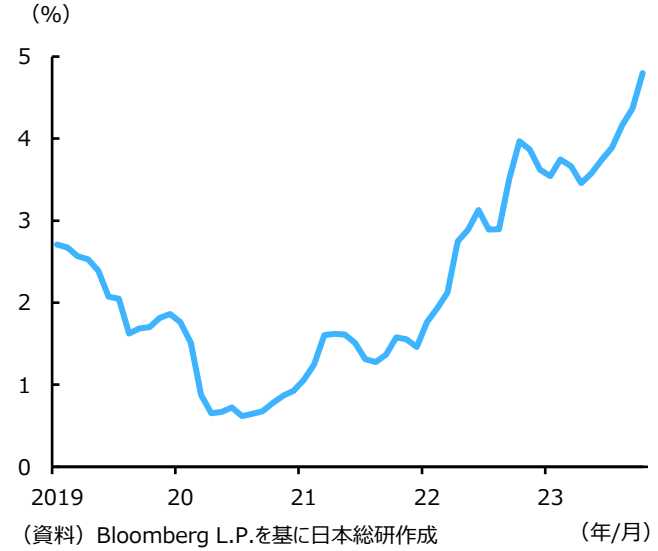
ＦＲＢは当面、以下の３点から一段の利上げを見送り、様子見姿勢を続ける見込み。

第１に、インフレ率の鈍化。10月の消費者物価指数はエネルギー価格の下落を受けて前年比＋3.2%と前月から低下し、基調的な物価動向を示すコア指数も前年比＋4.0%と伸びは鈍化。今後も引き締まった金融環境が賃金や家賃の騰勢を鈍化させることから、インフレ率は低下基調が続く見込み。

第２に、労働需給の緩和。失業者１人あたりの求人件数を示す求人倍率は、９月には1.5倍まで低下。企業の新規採用手控えなどを背景に、賃金面からのインフレ圧力も低下する見込み。

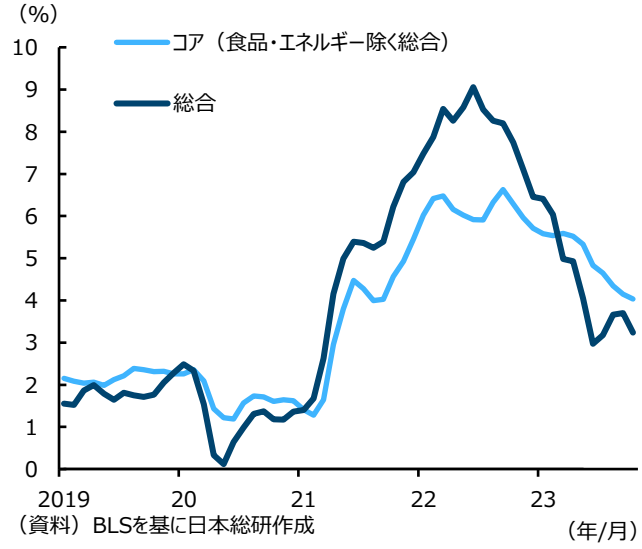
第３に、景気を過度に悪化させることへの警戒。ＦＲＢが算出するＦＣＩ－Ｇ（金融環境指数）では、既往の金融環境の引き締まりが翌年のＧＤＰ成長率を▲0.9%ポイント下押しすることを示唆。

米国10年債利回り



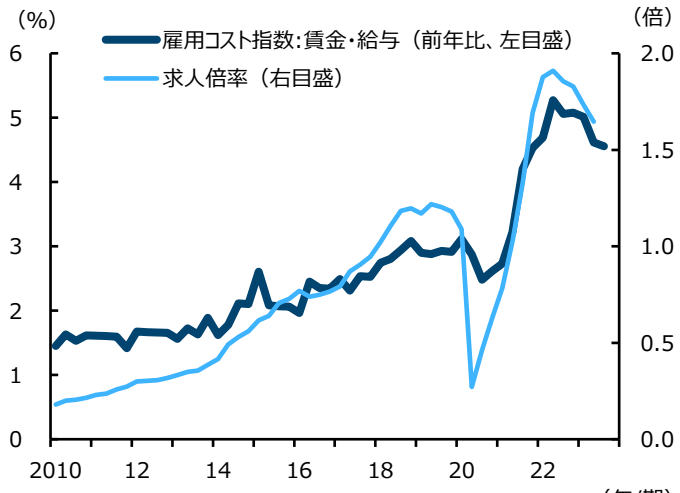
（資料）Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

消費者物価指数（前年比）



（資料）BLSを基に日本総研作成

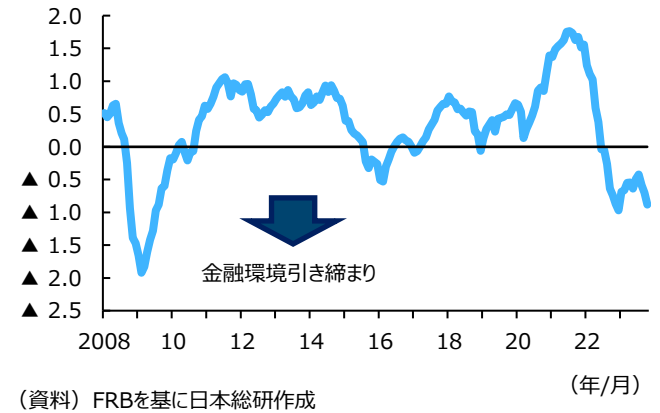
雇用コスト指数と求人倍率



（資料）BLSを基に日本総研作成
（注）求人倍率は、月次データを四半期平均にして作成。

ＦＣＩ－Ｇ（経済成長に対する金融環境インパルス）

（%ポイント、翌年のGDP成長率への寄与度）



（資料）FRBを基に日本総研作成
（注）過去3年間における次の7つの指標の変動を考慮した指数（①FF金利、②米10年国債利回り、③米住宅ローン30年物固定金利、④BBB社債利回り、⑤ダウジョーンズUSトータルストックマーケット指数、⑥Zillow住宅価格指数、⑦名目ドル指数）。

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

▶	米国の利上げ効果、企業部門にも本格波及へ ― 債務借り替えで利払い負担急増、設備投資を年率で▲0.2～▲0.3%押し下げ―	立石宗一郎	11月9日
▶	英国、住宅ローン金利上昇が個人消費を強く下押し―逆資産効果と利払い負担増で来年の消費1.6%減―	藤本一輝	10月17日
▶	低失業率でも弱まる米国の賃上げ圧力― 求人の減少、雇用のミスマッチ改善、労働供給の増加が背景 ―	栂野裕貴	9月21日
▶	労働力不足に苦しむドイツ経済－絶対数のほか熟練労働力の人材難が回復のネック－	藤本一輝	8月29日

リサーチフォーカス

▶	米国学生ローン返済、消費を長期下押しも ― 年間の消費額最大0.4%減、デフォルト増加なら一段の減少 ―	松田健太郎	10月20日
▶	ユーロ圏の高インフレは長期化へ ― 根強い賃金上昇圧力がサービス価格を押し上げ ―	松田健太郎	8月2日

シンポジウムのご案内

子育て環境整備に向けた企業の使命

～雇用におけるジェンダー格差の抑制が不可欠～

わが国では、少子化の加速に歯止めがかからず、実効ある子育て支援の必要に迫られています。男性の取得率は低位にとどまり、主に女性が家事・育児を担う状況に変化はみられません。本シンポジウムでは、こうした問題意識を出発点に、若い世代の子育て環境を支える企業・社会のあるべき姿について議論してまいります。

パネリスト

岩田 喜美枝 氏
社外取締役
（住友商事、味の素、
りそなホールディングス）

白波瀬 佐和子 氏
東京大学大学院
人文社会系研究科 教授

藤原 加奈 氏
株式会社フジワラテクノアート
代表取締役副社長

株式会社 日本総合研究所

藤波 匠
調査部　上席主任研究員

井上 恵理菜
調査部　副主任研究員

翁 百合
理事長

日時
2023年11月28日 火
15:00-17:30（開場 14:30）

場所
【会場＋YouTube】同時開催
(1) 会場　経団連会館 ダイアモンドルーム
（〒100-0004 東京都千代田区大手町1丁目3-2）
(2) YouTube 配信

参加費
無料

申込み
下記URL・QRコードよりお申込み下さい。
https://www.jri.co.jp/seminar/231128_615/detail/
会場参加につきましては、
応募多数の場合、抽選になります。
詳細はお申込みページをご確認ください。

Copyright (C) 2023 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved.