

米国経済展望

2024年1月



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
 <p>経済・政策情報メールマガジン</p>	 <p>日本総研調査部X (旧Twitter)</p>	 <p>日本総研YouTube</p>

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 梶野 裕貴 （ Tel: 070-3344-2620 Mail: togano.yuki@jri.co.jp ）
研究員 立石 宗一郎

- ◆本資料は2024年1月17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。

◆個人消費は先行き減速へ

足元の米国個人消費は堅調。2023年11月の実質個人消費は前月比+0.3%と、前月から伸びが加速。内訳をみると、娯楽用品などの財消費が増加したほか、飲食・宿泊などのサービス消費も増加。

個人消費が堅調な背景として、良好な雇用・所得環境が指摘可能。12月の失業率は3.7%と低位で推移しているほか、非農業部門雇用者数は前月差+21.6万人と高めの伸び。所得環境も改善しており、12月の実質賃金上昇率（平均時給ベース）は前年比+0.8%と、プラス圏の推移が持続。

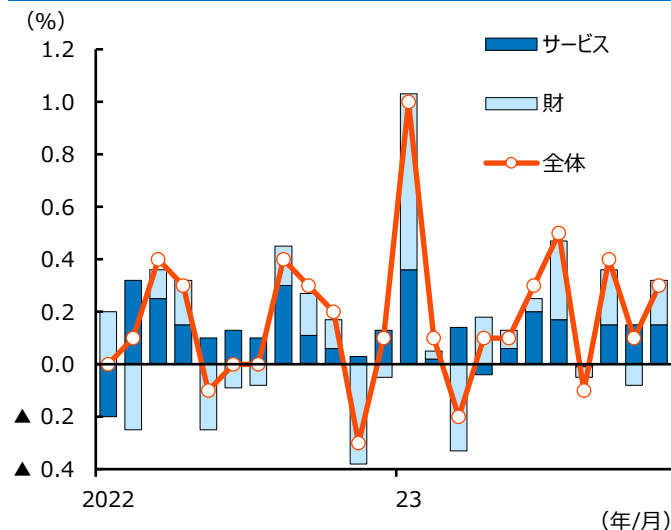
もっとも、先行きの個人消費は減速する見通し。家計の過剰貯蓄の減少や信用環境の引き締まりが背景。ニューヨーク連銀の調査によると、家計全体の6割が前年よりも信用状況がタイト化したと回答。

◆住宅市場の本格回復は利下げ開始後に

11月の住宅販売件数は減少基調が持続。内訳をみると、中古販売は増加した一方、新築販売が大きく減少。11月の住宅着工件数は前月から急増したものの、依然として利上げ開始前を1割以上下回る水準。

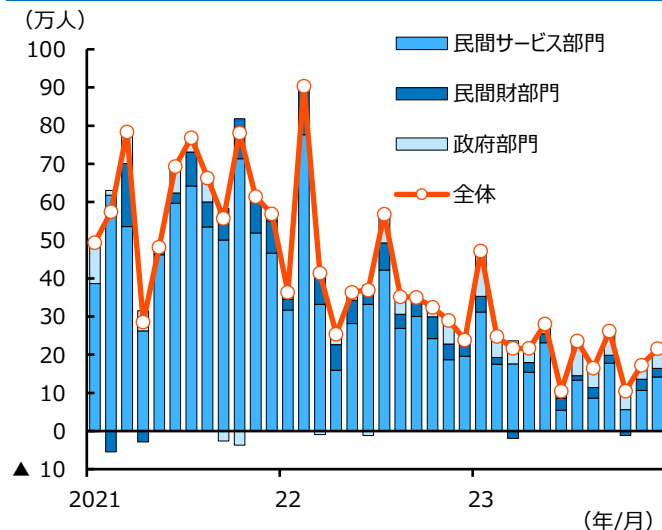
先行き、住宅市場は低迷が続く見込み。6%を超えるローン金利や信用環境の引き締まりが家計の住宅購入を抑制する公算。こうした需要の低迷を受け、住宅着工の回復ペースも緩やかにとどまる見通し。住宅市場が本格的な持ち直しに転じるのは、今春の利下げ開始以降になると予想。

実質個人消費（前月比）



(資料) BEAを基に日本総研作成

非農業部門雇用者数（前月差）



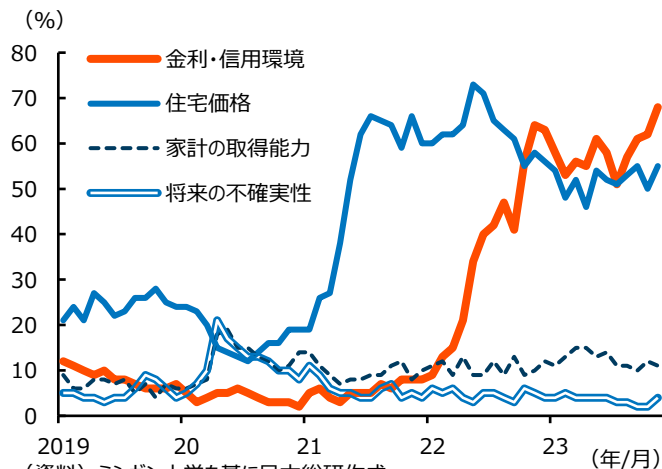
(資料) BLSを基に日本総研作成

住宅販売・着工件数（年率）



(資料) U.S. Census Bureau, NARを基に日本総研作成

家計の住宅購入を阻害する要因



(資料) ミシガン大学を基に日本総研作成

(注) 「住宅は買い時でない」と回答した者が、その理由として挙げた選択肢の回答割合（複数回答）。回答割合が低い「投資環境の悪さ」は非表示。

◆非製造業は底堅く推移

2023年12月のISM非製造業景況感指数は50.6と、良し悪しの分かれ目となる50を上回る水準。雇用は縮小した一方、事業活動の拡大や新規受注の増加が全体を押し上げ。業種別にみると、全18業種のうち、農林水産業、宿泊・飲食、ヘルスケアなどの9業種の業況が改善。

◆製造業は不振

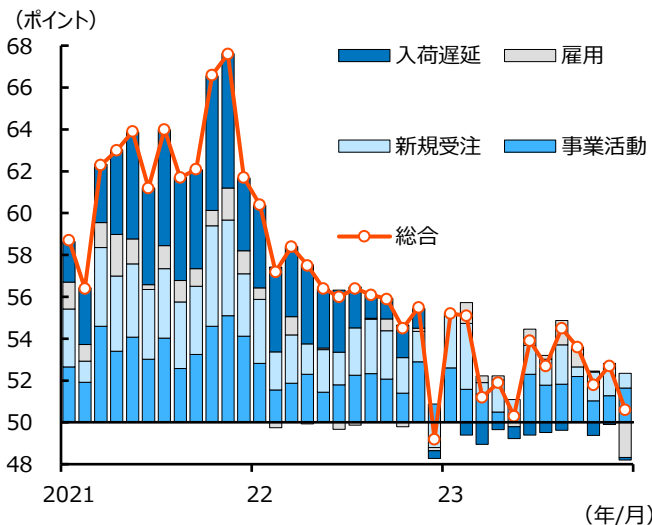
非製造業とは対照的に、製造業は調整局面が長期化。12月の鉱工業生産は前月から増加したものの、大規模ストライキ終結を受けた自動車生産のリバウンドが主因。バイデン政権の産業政策の影響などからハイテク関連財では増産が続く一方、シェアが大きいその他の製造業は減産基調が持続。

◆設備投資は低迷へ

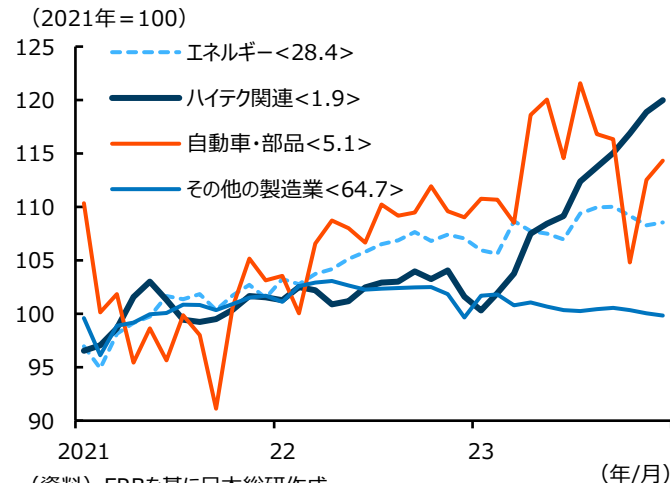
足元の設備投資は低調。7～9月期の実質設備投資は前期比年率+1.4%と前期（同+7.4%）から伸びが大幅に鈍化。内訳をみると、構築物投資や知的財産投資は増加した一方、機械投資が減少。足元にかけて建設支出が好調を維持する一方、資本財出荷は減少。機械投資の下押しを主因に10～12月期の設備投資も低めの伸びとなった公算大。

本年1～3月期以降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。NFI Bの調査によると、中小企業の先行き3ヵ月間の信用環境を示すDIは、タイト化方向。

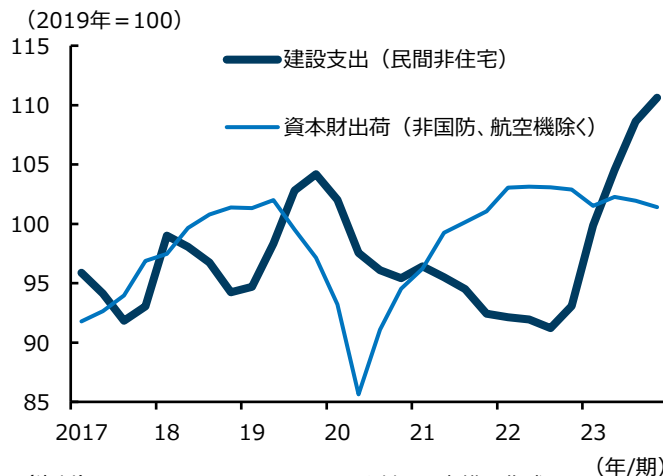
ISM非製造業景況感指数



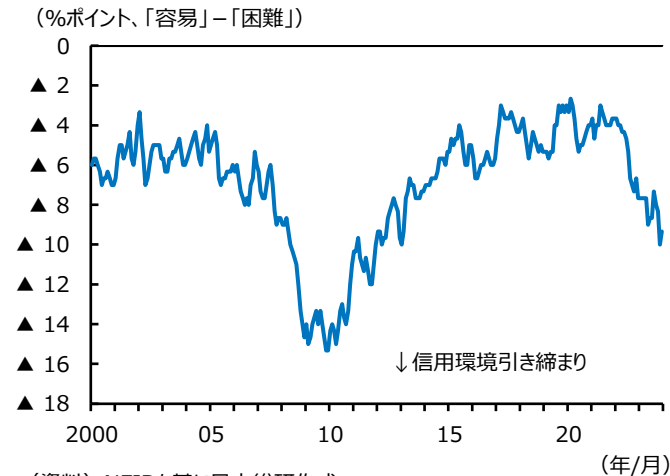
鉱工業生産



構築物・機械投資の一致指標



中小企業の信用環境見通しDI (後方3ヵ月平均)



◆共和党内では、トランプ氏が独走

米国では、11月の大統領選挙に向けた動きが本格化。15日に開かれた共和党のアイオワ州党員集会では、トランプ氏が次点のデサンティス氏に大差をつけて勝利。現時点の世論調査を踏まえると、トランプ氏が共和党大統領候補として選出される公算大。

◆トランプ再選で関税引き上げのリスク

トランプ氏が本選挙でも勝利し大統領に再選された場合、対中関税が一段と引き上げられるリスク。米国の財輸入に占める中国のシェアは1割強と引き続き高く、対中関税引き上げの影響大。試算によると、対中関税が+10%ポイント上昇する場合、物価上昇による国民の負担はGDP比で0.1～0.2%ポイント増加。このほか、供給網の再編で経済効率が低下するほか、通商政策の不確実性に起因する株価の下落や設備投資の手控えなどが発生する可能性も。

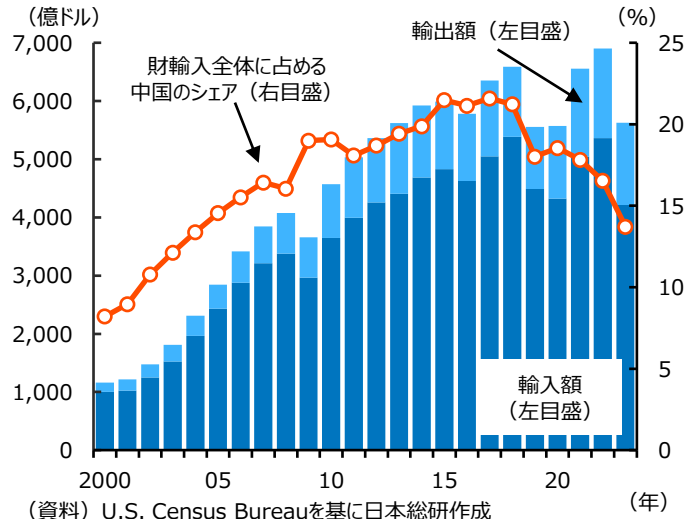
◆移民排斥で潜在成長率が低下する恐れも

移民規制の強化など、排外主義的な移民政策が採られる可能性も。移民規制が強化されると、米国の人口増加ペースは鈍化する公算大。

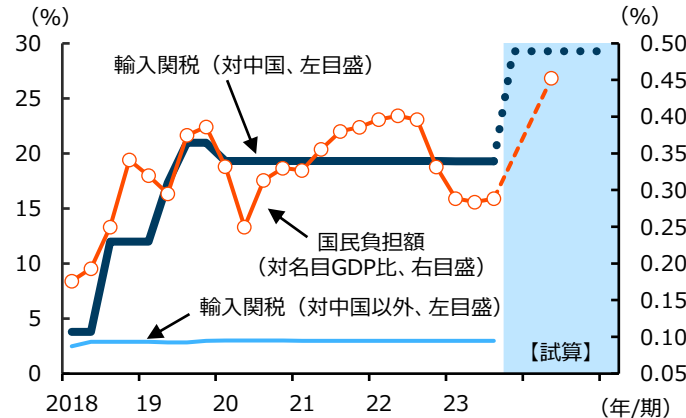
仮に、移民制限的な政策で人口が想定から下振れた場合、労働投入量の減少を通じて潜在成長率が下振れる公算大。試算によると、米国の潜在成長率は、不法移民の入国が全面禁止されると

- ▲0.1%ポイント、全ての移民流入が停止されると
- ▲0.3%ポイント低下。

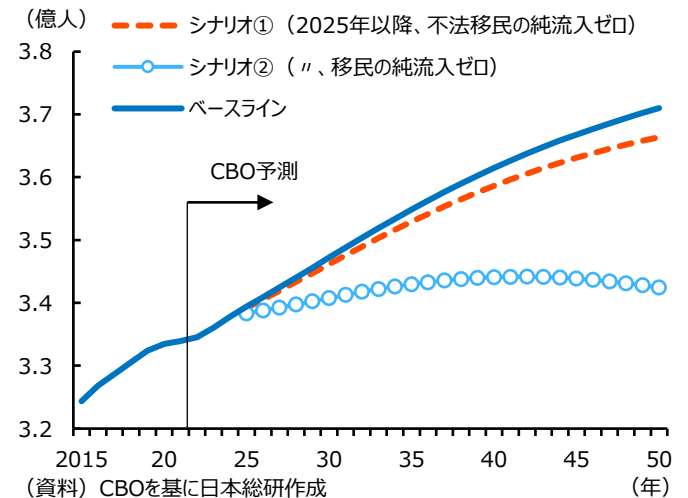
米国の対中国財貿易額



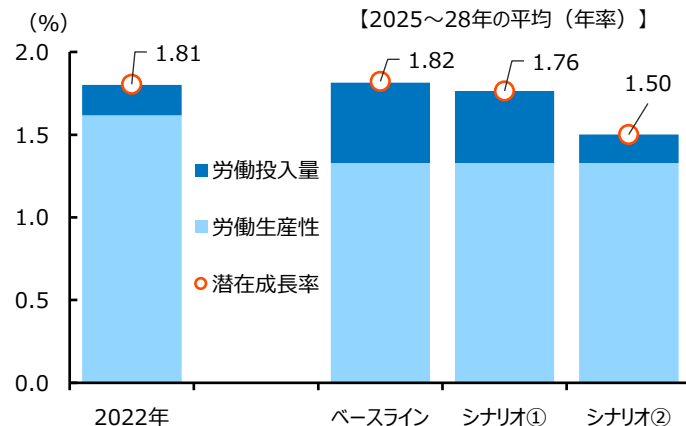
米国の輸入関税と関税による国民負担



米国の人口の見し



潜在成長率のシミュレーション



(資料) CBOを基に日本総研作成
(注) 22年とベースラインは、CBO予測。シナリオ①/②は、左図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。試算の前提は、梶野[2023]を参照。

◆ 景気は減速する見通し

米国景気は減速する見通し。金融環境の引き締めまりが、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、良好な雇用情勢や実質所得の増加が個人消費を下支えするほか、部材や労働力などの供給力が引き続き回復することで、プラス成長を維持すると予想。

今春には、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。

◆ 長期金利は当面下げ渋る展開に

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。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%で当面据え置かれると予想。今春には、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、本年後半から縮小ペースが減速（テーパリング）すると予想。QT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、春からの利下げや年後半からのテーパリング開始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

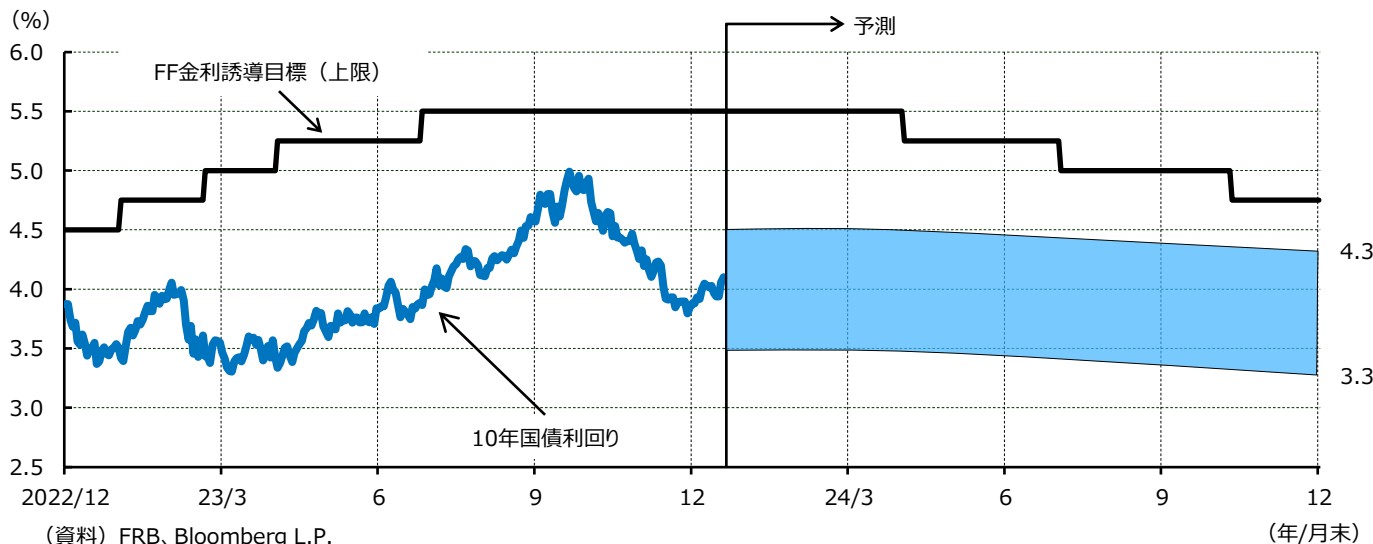
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2023年				2024年				2022年 (実績)	2023年 (実績)	2024年 (予測)
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
	(実績)				(予測)						
実質GDP	2.2	2.1	4.9	1.8	1.3	0.9	1.2	1.3	1.9	2.4	1.8
個人消費	3.8	0.8	3.1	2.2	1.8	1.2	1.4	1.4	2.5	2.2	1.8
住宅投資	▲ 5.3	▲ 2.2	6.7	2.0	2.0	4.0	5.0	5.0	▲ 9.0	▲ 10.7	3.2
設備投資	5.7	7.4	1.4	0.2	▲ 0.3	0.7	1.0	1.5	5.2	4.2	0.9
在庫投資 (寄与度)	▲ 2.2	0.0	1.3	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0	0.0	0.6	▲ 0.4	▲ 0.1
政府支出	4.8	3.3	5.8	4.0	2.0	1.0	1.0	1.0	▲ 0.9	4.0	2.5
純輸出 (寄与度)	0.6	0.0	0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.5	0.6	▲ 0.1
輸出	6.8	▲ 9.3	5.4	0.0	2.0	1.5	1.5	1.5	7.0	2.3	1.1
輸入	1.3	▲ 7.6	4.2	▲ 0.3	2.0	2.0	2.5	2.5	8.6	▲ 1.8	1.3
実質最終需要	4.2	0.9	3.6	2.0	1.6	1.2	1.4	1.5	2.3	2.3	1.8
消費者物価	5.8	4.1	3.6	3.2	2.9	2.7	2.3	2.1	8.0	4.1	2.5
除く食料・エネルギー	5.6	5.2	4.4	4.0	3.4	2.7	2.5	2.3	6.2	4.8	2.7

(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



◆FRBはハト派スタンスへ

FRBは2023年12月のFOMCで3会合連続で政策金利の据え置きを決定。一方、同時に公表されたFOMC参加者による経済・政策金利見通しでは、物価見通しが下方修正されたほか、政策金利は本年中に3回の利下げを示唆。

FRBがハト派姿勢を示した背景として、インフレが着実に沈静化に向かっていることが指摘可能。12月の消費者物価指数は前年比+3.4%と前月から伸びが加速したものの、基調的な物価動向を示すコア指数は前年比+3.9%と伸びが鈍化。

今後も、家賃の騰勢鈍化や労働需給の緩和を受けてインフレは沈静化に向かい、FRBは今春にも利下げに転じると予想。その後は、景気や物価への影響を見定めつつ、四半期ごとに利下げする見通し。

◆年後半から量的引き締めペースは減速へ

本年1月に公表された12月のFOMC議事要旨では、量的引き締め(QT)ペースの減速を示唆。実際、FRBの資金吸収手段であるリバースレポ(RRP)残高は急減。本年半ばにはRRPの残高はゼロに達するとみられ、今後は準備預金が減少に転じる見込み。

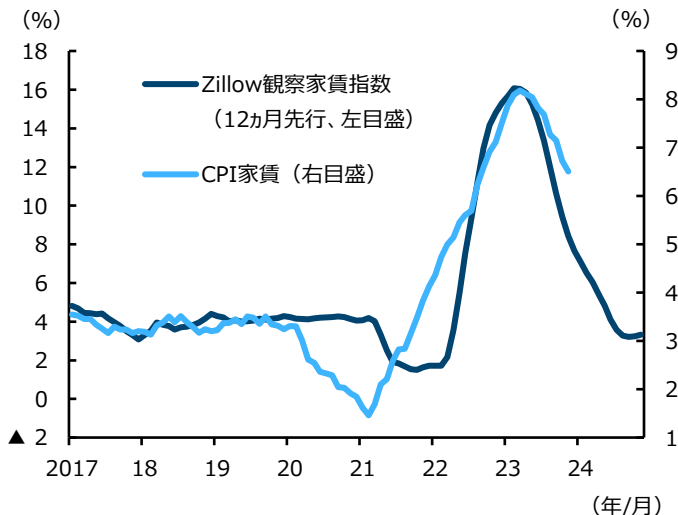
金融市場の流動性低下を警戒して、FRBは年後半からQTのテーパリングを開始すると予想。来年後半には、バランスシート残高がコロナ前と同水準のGDP比20%程度まで減少するとみられ、QTは終了する見込み。

FOMC参加者の経済・政策金利見通し (中央値)

		FOMC参加者の経済・政策金利見通し (中央値)				
		(%)				
		2023年	2024年	2025年	2026年	長期均衡
実質GDP成長率	2023年12月	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8
	2023年9月	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
失業率	2023年12月	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
	2023年9月	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
PCEデフレーター	2023年12月	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
	2023年9月	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	2023年12月	3.2	2.4	2.2	2.0	-
	2023年9月	3.7	2.6	2.3	2.0	-
政策金利	2023年12月	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5
	2023年9月	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5

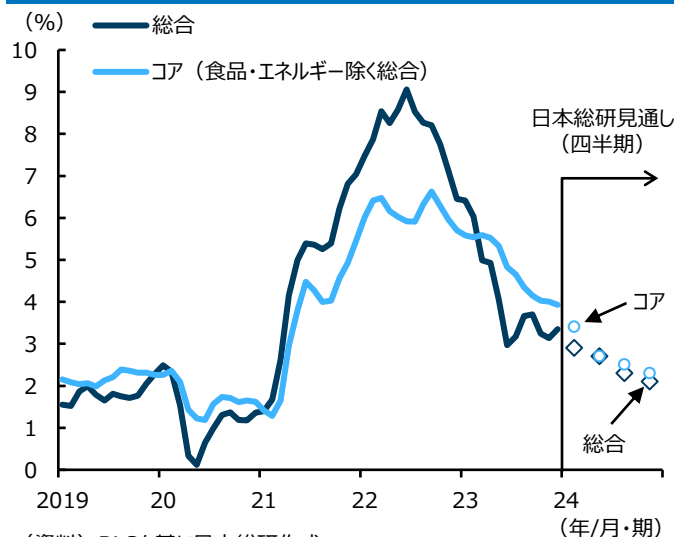
(資料) FRBを基に日本総研作成
(注) 実質GDP、PCEデフレーター、コアPCEデフレーターは10~12月期の前年同期比。失業率は10~12月期の平均値。

賃貸市場の家賃とCPIベースの家賃 (前年比)



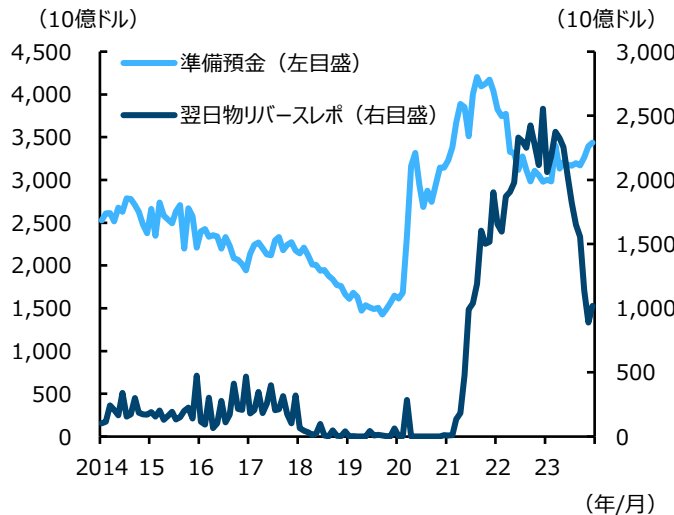
(資料) Zillow、BLSを基に日本総研作成

消費者物価指数 (前年比)



(資料) BLSを基に日本総研作成

準備預金残高と翌日物リバースレポ残高



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

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

- ▶ [欧州で広がる移民規制の強化が成長抑制要因に — ユーロ圏の潜在成長率は1%割れも —](#) 藤本一輝 1月17日
- ▶ [中国メーカーのEV攻勢に押されるドイツ自動車産業 — 中国・欧州市場で売上1割減なら、ドイツのGDP▲0.3%減 —](#) 藤本一輝 11月22日
- ▶ [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

JRIレビュー

- ▶ [アメリカ経済見通し（2023～25年）](#) 梶野裕貴
立石宗一郎
松田健太郎 12月26日
- ▶ [欧州経済見通し（2023～25年）](#) 藤本一輝
立石宗一郎
松田健太郎 12月26日

リサーチフォーカス

- ▶ [米国経済、トランプ再選で高インフレ・低成長も～懸念される財政・対中・移民政策の大転換～](#) 梶野裕貴 12月25日