

# 米国経済展望

2024年2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
◆Fed Watch	p. 5
◆見通し	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2月20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。

## ◆足元の景気は堅調

2023年10～12月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.3%と、高めの伸び。需要項目別にみると、個人消費が大幅に増加したほか、その他の項目も成長率全体を押し上げ。

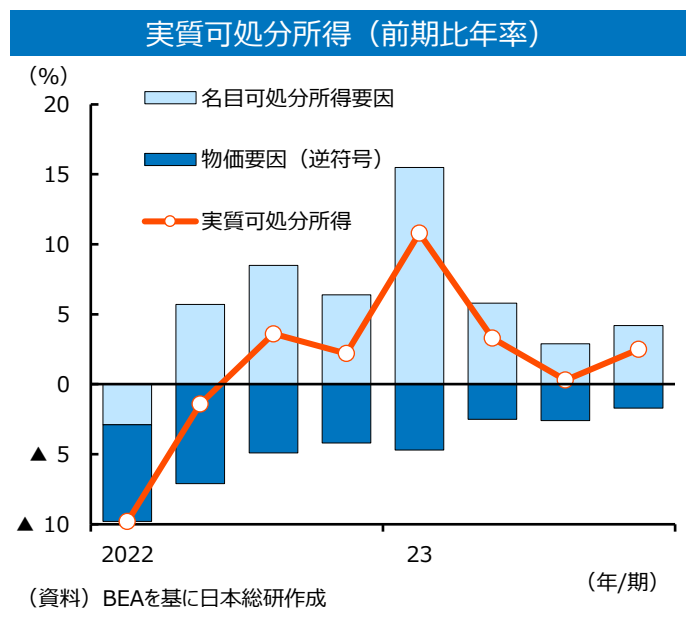
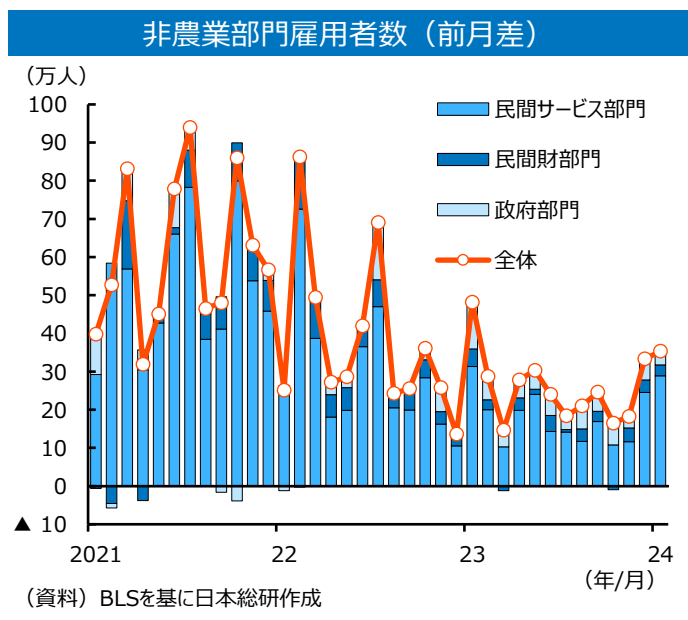
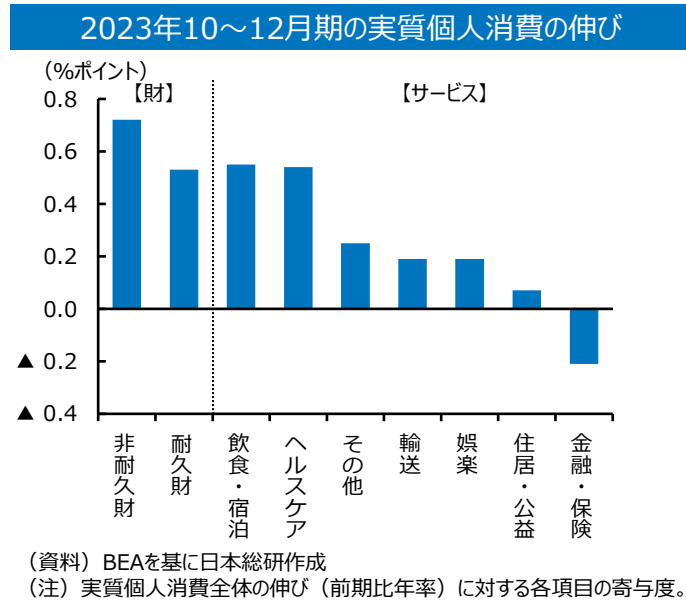
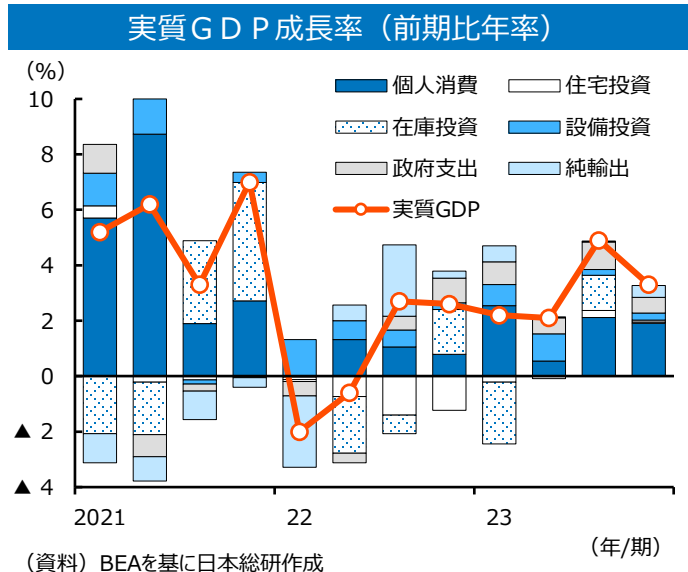
## ◆個人消費は高めの伸び

10～12月期の実質個人消費は前期比年率+2.8%と、高めの伸び。内訳をみると、耐久財・非耐久財ともに財消費が増加したほか、飲食・宿泊やヘルスケアを中心にサービス消費も増加。個人消費が堅調な背景として、次の2点が指摘可能。

第1に、良好な雇用情勢。2024年1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+35.3万人と高めの伸び。専門・ビジネスサービスやヘルスケアなどの民間サービス部門の雇用増加が全体を押し上げ。

第2に、所得環境の改善。10～12月期の実質可処分所得は前期比年率+2.5%と増加基調で推移。雇用者報酬や資産所得の増加を受けて名目可処分所得の伸びが加速した一方、インフレ率が低下したことで、家計の実質購買力は向上。

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1月調査によると、家計全体の5割が前年よりも信用状況がタイト化したと回答。



# 概況：企業部門は低迷も、政府部門が景気押し上げ

米国

## ◆設備投資は低調

2023年10～12月期の実質設備投資は前期比年率+1.9%と、過去平均を下回る低い伸び。

先行きの設備投資も低迷が続く見通し。製造業による機械投資の弱さが背景。製造業の設備稼働率は低下基調が続いており、生産能力増強に向けた投資需要は縮小。加えて、ISM製造業景況感指数が15ヵ月連続で良し悪しの分かれ目となる50を下回るなど、景況感の悪化も投資の重石に。

## ◆州・地方政府で財政緩和の動き

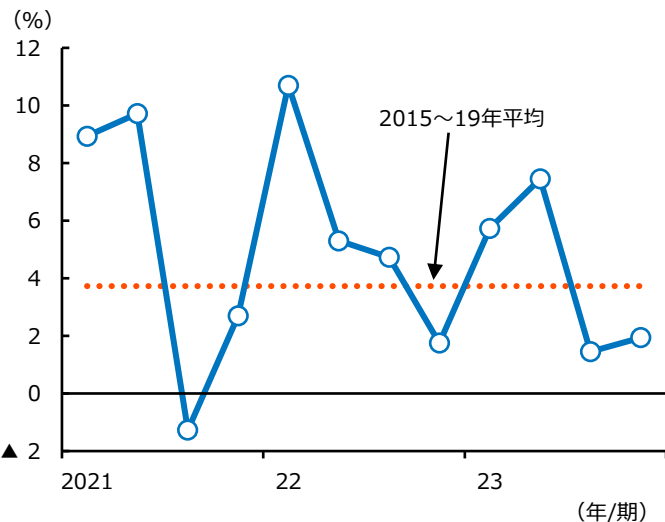
10～12月期の実質政府支出は前期比年率+3.3%と、州・地方政府主導で高めの伸び。州・地方で財政緩和が進む背景には、以下の2点。

第1に、政府部門の雇用復元。コロナ禍で減少した雇用者数は足元にかけて持ち直し。雇用復元に伴う給与支払いの増加が政府消費全体を押し上げ。

第2に、インフラ投資の増加。2021年のインフラ投資・雇用法（IIJA）の成立を受けて、連邦政府は州政府に対して道路・橋梁の改修などを目的とする巨額の資金を提供。こうした補助金が州・地方における構築物投資を誘発している公算。

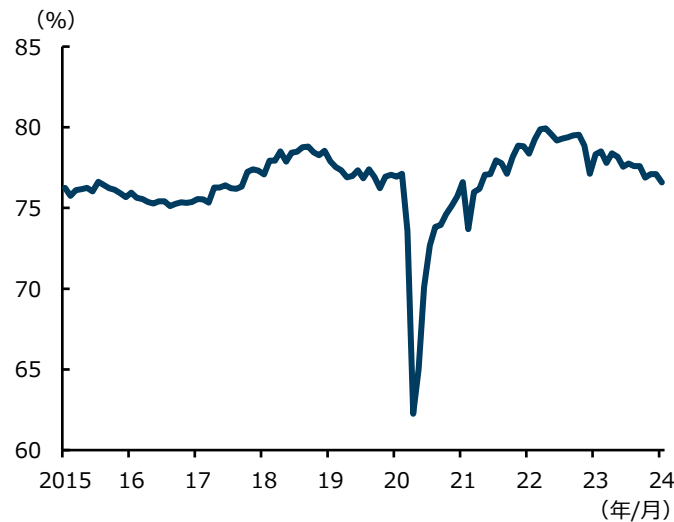
先行きの政府支出も高めの伸びが続く見通し。州・地方政府の雇用者数は過去のトレンドに回帰しておらず、復元余地が大。加えて、今後も補助金支給が州・地方のインフラ投資を押し上げる見込み。ブルッキングス研究所の調査によると、昨年11月時点で配分されたIIJAの補助額は全体の47%に過ぎず。

## 実質設備投資（前期比年率）



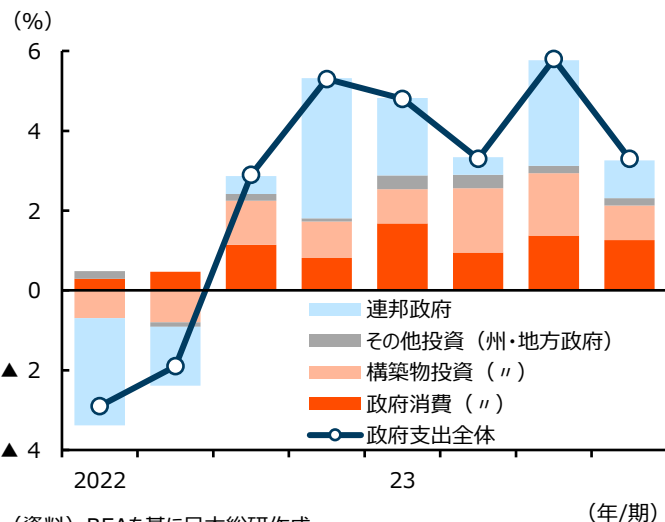
(資料) BEAを基に日本総研作成

## 製造業の設備稼働率



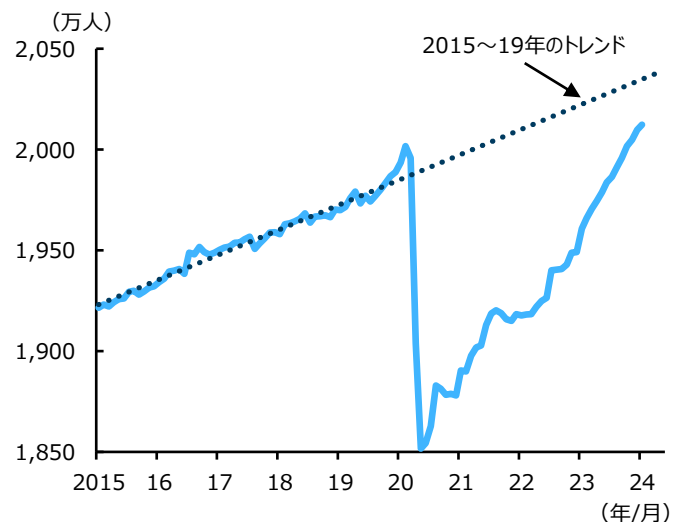
(資料) FRBを基に日本総研作成

## 実質政府支出（前期比年率）



(資料) BEAを基に日本総研作成

## 州・地方政府の雇用者数



(資料) BLSを基に日本総研作成

## ◆調整が続く商業用不動産

米国では、商業用不動産の調整局面が長期化。とりわけ、オフィス市況の落ち込みが大きく、2023年12月のオフィス価格指数は、前年比▲16%下落。

この背景として、FRBによる利上げの影響で資金調達コストが大きく増加したことに加え、コロナ禍による在宅勤務の普及などからオフィスの需要減少が指摘可能。オフィス空室率は20%近くと過去最高水準へ上昇。

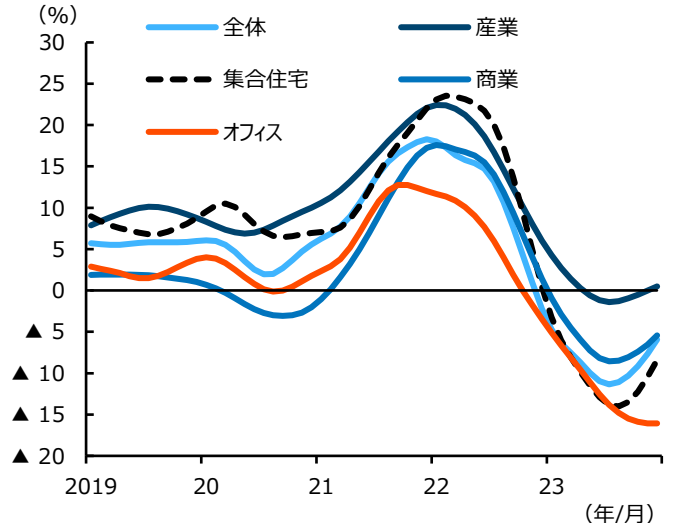
コロナ禍が終息したにもかかわらず、米国のオフィス出社率は50%程度で頭打ち。当面、オフィス需要は回復の兆しが見えず、オフィス市況も低迷が続く見込み。

## ◆燻る米地銀の経営不安

足元では、商業用不動産を巡る銀行の経営不安が再燃。一部の米地銀で、商業用不動産向け融資の不良債権化に備えた多額の引当金計上により、経営が悪化したことが背景。

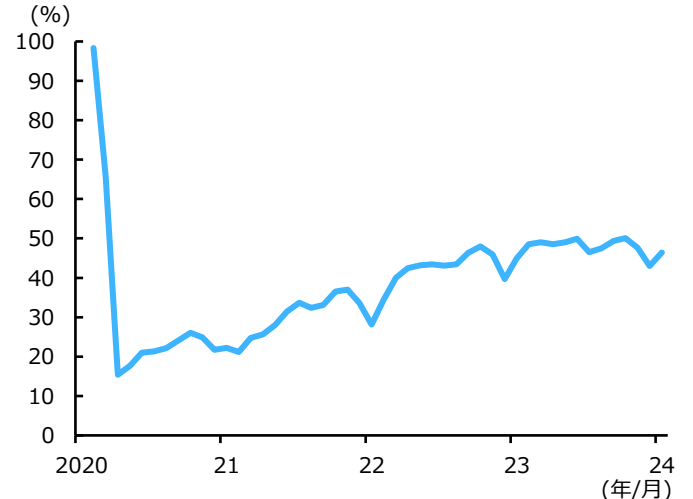
中小銀行は総資産に占める商業用不動産融資の割合が高く、今後も経営不安が燻る可能性。同融資の延滞率は1%と低位であるものの、来年までに全体の3割程度が返済期限を迎えるため、借り換えが難航する恐れも。不良債権化は、信用コストの増加を通じて銀行経営を不安定化させ、商業用不動産向けだけでなく、家計や企業向けの融資の縮小にもつながりかねず、実体経済を下押しリスク。

米国の商業用不動産価格（前年比）



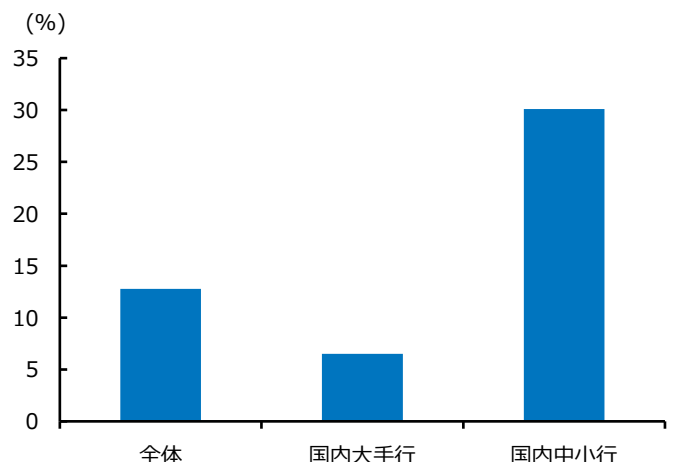
(資料) RCA, Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

米国のオフィス出社率



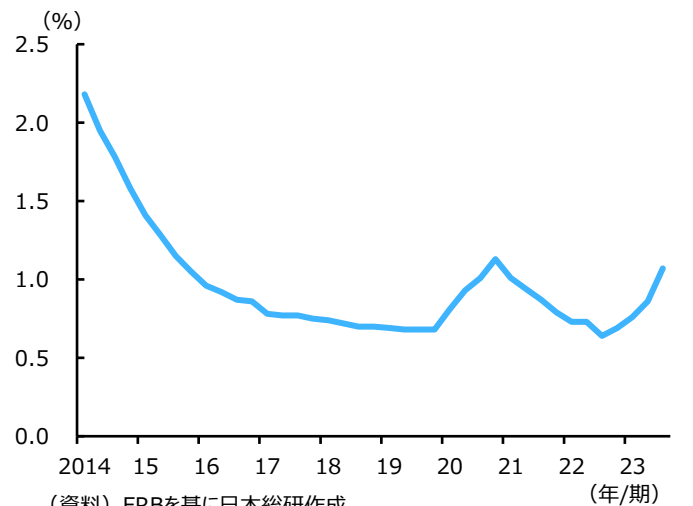
(資料)Kastle Systems, Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
(注) 米10都市平均。

米商業銀行の総資産に占める商業用不動産融資比率 (2024年1月末時点)



(資料) FRBを基に日本総研作成

商業用不動産向け融資の延滞率（30日以上）



(資料) FRBを基に日本総研作成  
(注) 直近値は2023年7～9月期。

## ◆ F R Bは3月利下げ開始に否定的

F R Bは1月のF O M Cで4会合連続で政策金利の据え置きを決定。会合後の会見で、パウエル議長は年内の利下げ開始を示唆したものの、3月の利下げには否定的な見解。利下げにはインフレ率が持続的に鈍化しているとの確信を深める必要があると発言。

足元のインフレ率は鈍化。F R Bが重視するP C Eデフレーターは2023年12月に前年比+2.6%と前月から伸びが低下。内訳を見ると、サービスが全体を押し上げている一方、エネルギーやコア財の上昇圧力が緩和。

先行き、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、F R Bは5月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。

## ◆ Q Tは3月会合から議論開始へ

パウエル議長は3月の会合でQ Tに関する詳細な議論を開始すると発言。F R Bの資金吸収手段であるリバースレポ（R R P）残高の急減が背景。本年半ばにはR R P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。

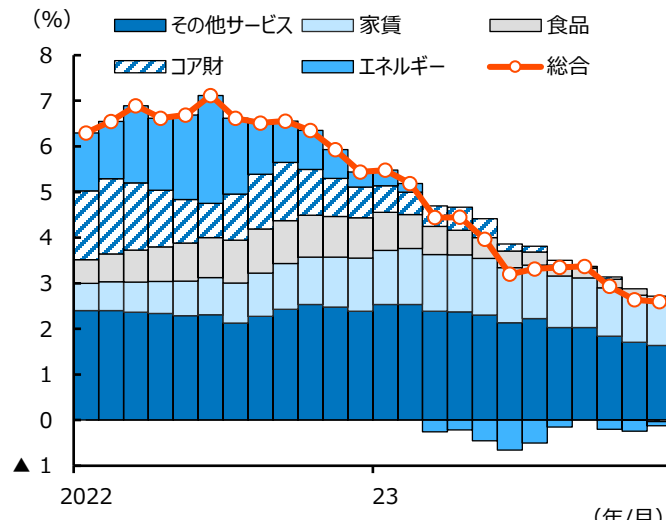
金融市場の流動性低下を警戒して、F R Bは年後半からQ Tのテーパリングを開始すると予想。来年後半には、バランスシート残高がコロナ前と同水準のG D P比20%程度まで減少するとみられ、Q Tは終了となる見込み。

## F O M C 声明文とパウエル議長会見の概要

金融政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>政策金利はピークに達している公算</li> <li>3月利下げの可能性は低</li> <li>年内の利下げが適切となる可能性</li> </ul>
物価	<ul style="list-style-type: none"> <li>インフレ率はこの1年で低下したが、依然として高水準</li> <li>インフレが持続的に鈍化しているとの確信を深める必要がある</li> </ul>
雇用	<ul style="list-style-type: none"> <li>雇用の伸びは緩やかになったが、依然として強く、失業率は低水準</li> </ul>

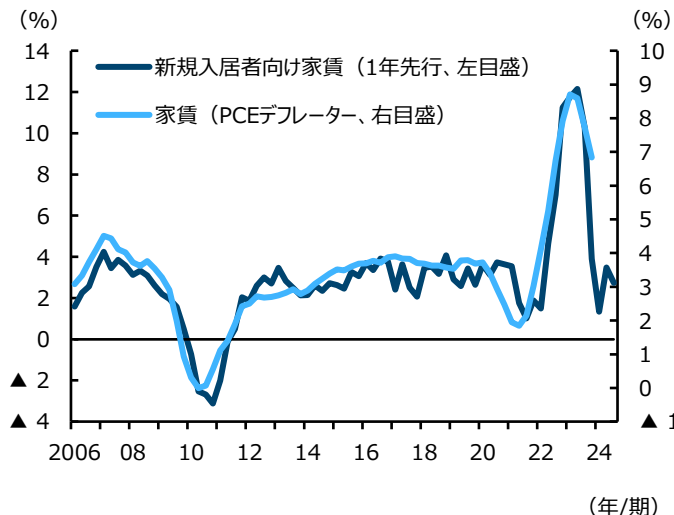
(資料) FRBを基に日本総研作成

## P C Eデフレーター（前年比）



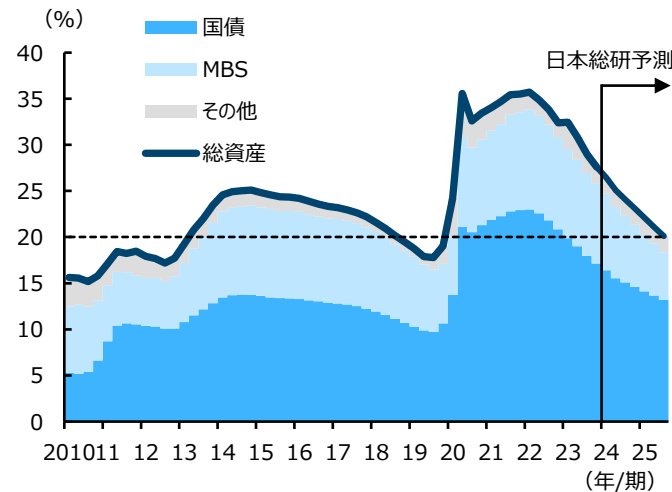
(資料) BEAを基に日本総研作成

## 家賃関連のインフレ指標（前年比）



(資料) BLS、BEAを基に日本総研作成

## F R Bのバランスシート残高（G D P比）



(資料) FRBを基に日本総研作成

## ◆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・所得環境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、本年後半以降の米国景気は潜在成長率（2%強）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。量的引き締め（QT）については、本年後半からバランスシートの縮小ペースが減速（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継続への警戒感が上昇圧力となる一方、景気減速への警戒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

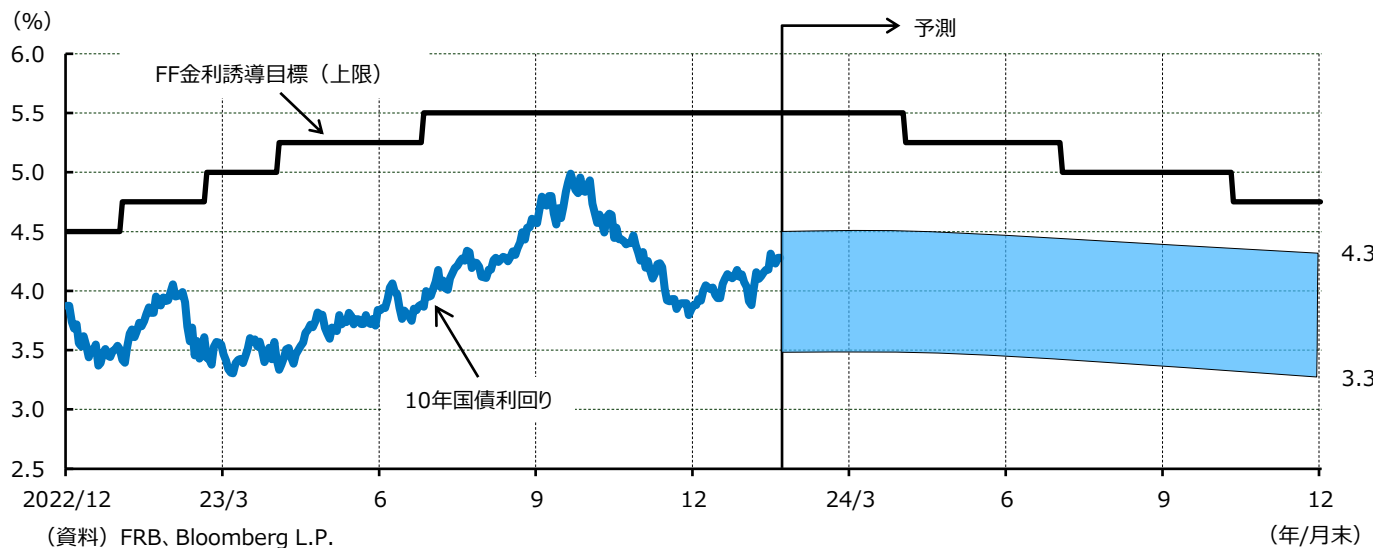
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2023年			2024年				2025年	2023年 (実績)	2024年 (予測)	2025年 (予測)
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
	(実績)			(予測)							
実質GDP	2.1	4.9	3.3	2.1	1.2	1.5	1.7	1.8	2.5	2.4	1.7
個人消費	0.8	3.1	2.8	2.3	1.2	1.6	1.8	2.0	2.2	2.1	1.9
住宅投資	▲2.2	6.7	1.1	2.0	4.0	5.0	5.0	5.0	▲10.7	3.1	4.9
設備投資	7.4	1.4	1.9	0.4	0.2	1.0	1.7	2.2	4.4	1.4	2.0
在庫投資（寄与度）	0.0	1.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	▲0.3	0.1	0.1
政府支出	3.3	5.8	3.3	2.8	1.9	1.5	1.3	1.0	4.0	2.9	1.2
純輸出（寄与度）	0.0	0.0	0.4	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.3	0.6	▲0.0	▲0.3
輸出	▲9.3	5.4	6.3	2.0	1.5	1.5	1.5	1.5	2.7	2.3	1.5
輸入	▲7.6	4.2	1.9	2.0	2.0	2.5	2.5	3.0	▲1.7	1.7	2.8
実質最終需要	0.9	3.6	3.1	2.1	1.3	1.6	1.8	1.9	2.4	2.2	1.8
消費者物価	4.0	3.6	3.2	3.0	2.8	2.4	2.2	2.1	4.1	2.6	2.1
除く食料・エネルギー	5.2	4.4	4.0	3.6	3.0	2.8	2.5	2.2	4.8	3.0	2.2

(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

- ▶ [欧州議会選挙がグリーン化機運の後退を招くリスク — 巨額の関連投資が阻害される恐れ —](#) 藤本一輝 2月19日
- ▶ [紅海の物流混乱が欧州景気に打撃 — 供給不足でインフレ再燃と生産減少の恐れ —](#) 藤本一輝 1月31日
- ▶ [新NISA、今後4年で最大対ドル6円の円安圧力に — 海外への資金流出額は最大4兆円に —](#) 立石宗一郎 1月19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