

# ソフトランディングの米国経済

福井県立大学 客員教授 中島 精也  
丹羽連絡事務所 チーフエコノミスト

2022年2月に始まったロシアのウクライナ侵攻に対して、西側社会は国際送金システムSWIFTからロシアの銀行を排除するなどの対露金融制裁、また先端技術・部品のロシア向け輸出禁止などの対露貿易制裁に踏み切った。これに対し、ロシア側も報復としてノルドストリームを通じたガスの欧州向け供給をストップし、かつ黒海においてウクライナ産穀物輸出を妨害する措置に出た。この結果、国際商品市況でエネルギーや穀物など資源価格が高騰し、世界はインフレショックに見舞われることになった。

米国も例外でなく、既にインフレはウクライナ戦争前の21年頃から、コロナ収束による経済活動の再開とサプライチェーン寸断の後遺症による需給のミスマッチが原因で上昇を続けていたが、ウクライナ戦争で更に加速して、22年6月には消費者物価（CPI）の伸びが9.1%、個人消費支出（PCE）物価指数が7.1%のピークを記録するに至った。このインフレ加速に対して物価の番人である米連邦準備理事会（FRB）は22年3月にFF金利のゼロ金利政策（0～0.25%のレンジ）を解除したが、2%のインフレ目標を掲げるFRBにしてはやや出遅れ感（behind the curve）は拭えなかった。その後、FRBは23年7月まで11回連続の利上げを実施して、現在は5.25～5.5%のレンジとなっている。

経験則からすれば、僅か1年4ヵ月の短期間に5%を超える利上げを実施すれば、景気後退を招くのが普通だが、正に”This time is different”であり、経済成長率（前期比年率）は22年1～3月期と4～6月期こそ、それぞれ▲2.0%、▲0.6%のマイナスを記録したが、

それ以降は2.7%、2.6%、2.2%、2.1%と安定したプラス成長を続け、23年7～9月期に至っては4.9%の高い伸びを記録している。このように利上げが続いたにもかかわらず、大方のエコノミストの悲観的予想に反し、米国経済はレジリアントな動きに終始した。この理由として以下3点を指摘したい。

第1は過剰貯蓄の取り崩しによる個人消費の強さである。バイデン政権がコロナ対策として採用した1.9兆ドルの「米国救済計画法」や1.2兆ドルの「インフラ投資雇用法」（但し、新規支出は5500億ドル）の財政刺激策とコロナ禍で消費が手控えられた結果、過剰貯蓄は21年初めには2兆ドルまで積み上がった。これはGDPの8%、個人消費の12%に相当する。これ以降、過剰貯蓄が取り崩されたことで、毎年0.5～1.0兆ドルが消費の押し上げに貢献し、実質消費の伸びは21年8.4%、22年2.5%、23年2.2%（実績見込み）と堅調に推移した。

第2はデジタル化という産業構造の変化が米国経済を強靱にしている点である。米商務省経済分析局（BEA）は23年12月に米国のデジタルエコノミーに関するレポートを発表したが、デジタルエコノミーとは以下4つのカテゴリーを指している。①コンピュータネットワーク、情報通信技術（ICT）などのデジタルエコノミーをサポートする素材、組織配置などのインフラ、②電子商取引（e-commerce）、③通信、インターネット、データサービス、クラウドサービスなど有料デジタルサービス、④非国防の連邦デジタルサービス、である。

BEAレポートによれば2017年のデジタルエコノミーは1.8兆ドルでGDP比9%だったが、2022年には2.5兆ドル、GDP比10%に拡大し

ている。2017～2022年の平均伸び率は7.1%とGDP成長率の平均2.2%を大きく上回っており、しかも、2020年に米国経済が▲2.2%のマイナス成長に落ち込んだ年でも6.5%の成長を記録するなど、デジタルエコノミーが外部要因に大きく影響されず、自律的に成長を続けているのが分かる。この自律性が金融引き締め局面でも米国経済の下支えに寄与しているのは注目すべき点である。

デジタルエコノミーの貢献は株式市場でも顕著にみられる。映画「荒野の七人」にちなんでMagnificent Sevenと呼ばれるグーグル、アマゾン、フェイスブック（現メタ）、アップルのGAFA4社にマイクロソフト、テスラ、エヌビディアの3社を加えた主要テクノロジー企業7社の牽引力は群を抜いている。株価指数S&P500は2023年に24%上昇したが、このうち18%はこの7社の株価上昇（74%）が貢献しており、残り493社は6%の貢献でしかない。製造業と異なり、テクノロジー業界はイノベーションのスピードが早く、金利の影響は極めて小さい。金融引き締め下でもテクノロジー業界が米経済を牽引しているのが現実の姿である。

第3は家計の資産効果が強く働いていると推測されることである。個人消費に影響を与えるのは一次的には所得だが、最近では保有資産価値の増減が消費に与える影響も無視し得なくなっている。株式や不動産など資産価格の上昇で消費が刺激されることを資産効果、逆に資産価格の下落で消費が抑制されるのを逆資産効果と呼んでいる。株式についてはNYダウが2023年末に37,869ドルをつけたが、これは2000年1月の10,940ドルの3倍以上、1990年1月の2,590ドルの14.5倍である。この結果、家計の金融資産は2000年時点では34兆ドルだったが、23年までに80兆ドルほど増加して115兆ドルに膨らんでいる。

一方、個人所得は9兆ドルから13兆ドル増えて22兆ドルとなっているが、金融資産の増加は個人所得の増加の実に6倍にも達する。

よって、金利が上昇しても、消費行動を見直す家計の割合は減ってきているようだ。正に消費関数論のジェームズ・トービンの流動資産仮説が当てはまるわけだ。固定資産については、ケースシラー住宅価格指数（2000年=100）を見ると、2006年のバブルピーク時に185をつけた後に下降を始め、2012年に134で底を打って反転上昇に向かい、2023年10月には313と2000年の3倍となっている。このように過剰貯蓄の取り崩しに加えて、デジタルエコノミーと資産効果が働く経済への構造変化がレジリエントな米国経済を産み出しているものと思われる。

さて、次に今年2024年の米国経済を展望してみよう。まずは前提条件として①過剰貯蓄の消滅、②財政刺激効果の弱まり、③利下げに転換するFRBの金融政策について考えてみたい。第1の消費を支えてきた過剰貯蓄は減少を続け、24年初めの推定レベルは0～0.5兆ドルとみられており、もう余り取り崩す余裕はなさそうである。この3年間の平均的な取り崩し0.5兆ドルは個人消費の2.5%に相当し、この消費押し上げ効果が消えることで景気が下押しされるのは確実である。

第2の財政に関しては2020年度の連邦歳出が6兆5,536億ドルと、前年度比2兆ドル、率にして47.3%も増加したために、連邦赤字のGDP比率は前年の4.6%から14.9%にまで急上昇した。バイデン政権がコロナ禍の経済ショックを和らげるべく、未曾有の財政刺激策を採った結果だ。その後は歳出規模はほぼ横ばいであり、経済活動が再開して歳入も追いついてきたことから23年度は6%の赤字に落ち着いてきている。24年度以降の財政政策については、格差是正を重視するバイデン政権のもとでは財政赤字縮小のための大幅な歳出削減を行う可能性は低いとみられる。事実、米行政管理予算局（OMB）の推計を見ても、名目4%、実質2%程度の景気中立的な歳出の動きを想定している。よって、24年は財政が景気の攪乱要因となることは無さそうである。

金利についてはFOMC（米連邦公開市場委員会）が23年9月、10月、12月と3回連続してFF金利を据え置いたので5.25～5.5%のままである。12月のFOMCメンバーの経済見通しによれば、24年のFF金利は3回引き下げられて年末には4.5～4.75%（中央値）になると予想している。FRBが目標としているコアPCE物価指数の伸びは3.2%から2.4%に低下する予測であり、インフレの低下に平行して利下げを行うので、実質金利は2%程度で変わらない。一方、長期金利（10年物米国債）は23年に5%まで急上昇したが、一般的に長期金利が実質成長率（潜在成長率）、期待インフレ率、リスクプレミアムの3つで決まると仮定して、24年の実質成長率を2%、期待インフレ率2%、リスクプレミアム0%と想定すれば、長期金利は現行水準の4%前後で推移するだろう。

以上を前提として24年の各需要項目の動きを予想してみたい。個人消費については過剰貯蓄の取り崩し分がないことから2%程度のマイナス効果が見込まれる。一方、個人所得（除く移転収入）については、現状の23年7～9月期の前年同期比が5.2%、インフレ率が3.3%なので実質所得の伸びは1.8%にとどまっている。24年は賃金が4%の伸び、雇用は1%の伸びと仮定すると、個人所得の伸びは5%と余り変わらないが、インフレ率が2.5%に低下するので、実質所得の伸びは3%となり1%ほどアップすると見込まれる。家計の資産効果については金利低下を好感して株価の上昇が続くと予想されること、また不動産価格の上昇も期待されるので、家計の保有資産の価値が上がって、バランスシートの一段の改善から消費性向をアップさせるだろう。よって、24年の個人消費については過剰貯蓄取り崩し効果が消えるとしても、実質所得の増加と家計の資産効果でカバーされて、23年の2.5%に続き、2%程度の堅調な伸びが予想される。

設備投資については22年に成立したCHIPS法とインフレ削減法に誘発されて、23年の製

造業の工場など構築物投資（Structures）が2桁の高い伸びを記録したが、24年はこの効果がほぼなくなるとみられる。CHIPS法は半導体製造能力強化500億ドルを含む総額2,800億ドルの資金援助プログラムであり、インフレ削減法は気候変動対策3,910億ドルを軸とした4,990億ドルの財政支援策である。気候変動対策の中身は①クリーンエネルギー導入に伴う税額控除、②電気自動車（EV）の購入に伴う税額控除、③メタンガス排出量削減への補助金などから構成されている。

一方、プラス要素としては急激な利上げで景気後退を懸念していたビジネスリーダーのマインドが好転したことである。レジリエントな経済を確認できて、抑制していた設備投資が出てくるのが期待される。長期金利については前年より1%ほど低下するので設備投資全般にプラスに作用するであろうし、先に述べたデジタルエコノミーについては生成AIの登場など、今後も飛躍的な発展が確実視されている。よって、CHIPS法やインフレ削減法に誘発された設備投資の勢いが弱まったとしても、設備投資は引き続き高い伸びを維持するものと予想される。

住宅投資は23年7～9月期に10四半期ぶりに増加に転じたが、24年に大きく伸びる感じではない。1つは住宅ローン金利の高止まりである。コロナ前には4%だったが、23年10月に8%のピークをつけた後も、7%前後で高止まりしている。また、2000年代の住宅バブル崩壊の後遺症で新築の住宅供給が抑制されている一方で、人口増加から住宅需要は根強く、在庫不足から住宅価格が高騰を続け、市民の住宅取得能力が低下している。よって、住宅投資の伸びはフラットと予想される。輸出は世界経済が低成長なので期待薄である。以上を総合すると、米GDPは23年の2.5%成長のあと、24年は強弱要因が混在するものの、消費と設備投資の底堅さから、引き続き2%程度の成長が続き、米国経済はソフトランディングするものと思われる。