

米国経済再加速の理由とその行方

米国経済が足元で大方の予想より強い理由の一つは、同国の財政政策の拡大にある。だが、金融引き締めと財政出動という2010年代までとは逆のポリシーミックスは高金利が長期化する要因ともなっており、同国経済の軟着陸の難易度をむしろ高めている可能性がある。

米国経済を支えるバイデン政権の財政政策

9月19日から20日にかけて米国の金融政策を決定する連邦公開市場委員会（FOMC）が開かれ、大方の予想通り、3か月ぶりに利上げが見送られた。

しかし、政策金利の決定と同時に公表されたFOMC参加者の政策金利見通しは、将来の政策金利の高止まりを強く意識させる内容だった。今年末時点の政策金利見通しの中央値は5.625%と、今年残り2回のFOMCのどちらかでもう1回利上げがある可能性を示唆したほか、翌2024年末時点の政策金利見通しの中央値も5.125%となり、6月時点での見通しの中央値4.625%から0.5%ポイント上方修正された。

このように今回、将来予想の米政策金利の高さがより一層際立つことになった背景には、同国の経済成長率が多くの予想に反してむしろ加速気味になっていることがある。現にFOMC参加者の今年の実質GDP成長率見通しの中央値は、6月時点の前年比1.1%増から同2.1%増へとわずか3か月の間にほぼ倍増している。

そこで、昨年からの米国の実質GDP成長率とその構成項目の寄与度の推移をみると（図表）、2022年後半以降、確かに前期比年率2%以上の成長を続けてきたことが分かる。

それを最も強力に支えてきたのが個人消費である。なかでも、コロナ禍からの回復過程で急回復が続いてきたサービス消費は、図表で取り上げている直近の6四半期の寄与度の単純平均が0.93%ポイントとなり、この間の経済成長の大半を占めている¹⁾。

だが、サービス消費の他にも、政府の消費や投資が昨

年後半から同国経済を継続的に押し上げており、その寄与度は、州・地方政府を中心に每期0.5~0.9%ポイントにも達していることが分かる。

この背景には、バイデン政権が2021年から22年にかけて、インフラ投資・雇用法やCHIPS及び科学法（CHIPS法）、インフレ抑制法といった大規模な追加予算措置を成立させてきたことがある。例えば連邦政府は、21年11月にインフラ投資・雇用法が成立して以降、橋や高速道路、港湾といったインフラ施設の整備改修を対象に地方政府などに資金を配分してきており、足元ではこれらの投資が顕在化してきているとみられる。

また、一連の予算措置では、民間の製造工場建設に助成金や税制上の優遇措置が提供されており、現に、米製造業の名目建設支出は2020年末から今年7月までの間に2.7倍、CHIPS法などが成立した昨年8月からみても68%増となっている²⁾。そうした財政支援の効果からなのか、図表の民間投資・非住宅の「構造物」への民間

図表 アメリカの実質GDP成長率と項目別寄与度

(季節調整済前期比年率、寄与度、%)

年・四半期	2022年				2023年	
	1	2	3	4	1	2
GDP成長率	-2.0	-0.6	2.7	2.6	2.2	2.1
個人消費	0.0	1.3	1.1	0.8	2.5	0.6
財	-0.3	-0.1	-0.2	0.0	1.1	0.1
サービス	0.3	1.4	1.2	0.8	1.4	0.4
民間投資・非住宅	1.3	0.7	0.6	0.2	0.8	1.0
構造物	0.0	0.0	0.0	0.2	0.8	0.5
装置・設備	0.8	0.3	0.3	-0.3	-0.2	0.4
知的財産権	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
民間投資・住宅	-0.1	-0.7	-1.4	-1.2	-0.2	-0.1
民間在庫	-0.1	-2.1	-0.7	1.6	-2.2	0.0
純輸出	-2.6	0.6	2.6	0.3	0.6	0.0
政府消費・投資	-0.5	-0.3	0.5	0.9	0.8	0.6
連邦政府	-0.5	-0.3	0.1	0.6	0.3	0.1
州・地方政府	0.0	-0.1	0.4	0.3	0.5	0.5

(出所) 米経済分析局

NOTE

- 1) 本稿の論点ではないが、マクロ的に見た米国の個人消費は、パンデミック期における給付金や消費の(強制的な)抑制で積み上がった「過剰貯蓄」が取り崩されて、サービス消費に向かう構図がいまだに続いていると考えられる。
- 2) 今年6月末に公表された米財務省のレポート("Unpacking the Boom in U.S. Construction of Manufacturing Facilities")によると、コンピューターや電機・電子機器に関する実質建設支出は、2022年初めから2023年4月までの1年3か月でほぼ4倍に急拡大したという (<https://home.treasury.gov/news/>

featured-stories/unpacking-the-boom-in-us-construction-of-manufacturing-facilities)。

- 3) この6月に公表された米議会予算局(CBO)の長期財政見通しでは、これまでの金利上昇を受けて、連邦政府の純利払い費(対GDP比)は2022会計年度(2021年10月~22年9月)の1.9%に対して2025会計年度(2024年10月~25年9月)は2.7%に膨らむと予想している。しかし、その前提となる同局の経済見通しの想定(今年7月公表時点)では、2025年までのなかで米10年債利回りが最も高い時でも来年前半の4.1%で、今年9月末の実際の同利回り(4.5%)の方が既に高い。そのため、

このままでは、利払い費は上記の想定以上にかさむことになる。

投資は、2022年の10-12月期から3四半期連続で0.2~0.8%ポイント程度GDPを押し上げている。

米国経済は本当に「軟着陸」できるのか

インフレを鎮静化させたいFRBは昨年3月からかなりの急ピッチで利上げを進め、需要を冷やそうとしてきた。それにも拘わらず、大方の予想や期待に反して、米国の経済成長率が奇妙なまでに維持されてきた大きな要因の一つは、今回取り上げた一連の財政政策の執行の時期が偶然重なったことで、金融引き締めによる需要減を相殺しているからだと考えられる。

こうした金融引き締めと財政出動というマクロ経済政策のポリシーミックスは、図らずも2010年代までの組み合わせとは全く逆である。コロナ禍の前までは、リーマンショックのような大きな景気後退局面を除けば、財政政策は赤字の縮小を意識したものになっていたのに対し、金融政策はゼロ金利や量的緩和など、緩和策の継続・拡大にその重きが置かれていたからだ。

だが、これからのアメリカ(や日本)が、金融政策の引き締めや正常化を進める一方で、政治が財政政策の役割を大きくする方向に動き続けるのであれば、金利やインフレの今後のあり方も2010年代までとは大きく違ってくることになるのかもしれない。

現在の米国のように、金融政策はインフレを鎮静化させようとして政策金利を「短期的に」上昇方向に誘導しても、財政政策が拡大を続けられれば、需要はそこからついてしまうためにインフレは思ったようには収まらず、一時的なはずだった高水準の政策金利が長期化する可能性が高まるからだ。すると、先々の景気減速を見越して短

期金利ほどは上がらなかった米長期金利も、政策金利の高止まりや、米国経済再加速による「軟着陸」期待の高まりに引っ張られる形で、長短金利水準の逆転が解消に向かう方向へと動く余地が生まれてくる。

しかし、こうした米国経済の姿は、多くの人が当初想定した“理想的な軟着陸像”、つまり、金融引き締めによる需要減がインフレを鎮め、長短金利が低下に向かうという絵姿とはかなり異なる。それどころか、長期金利の再上昇によって、かつては低金利を前提に選好された商業用不動産や株式などのリスク資産に価格調整圧力が高まり、米国債や住宅ローン担保証券(MBS)などの長期債を多く保有する金融機関は、再び評価損拡大のリスクに晒されることになりかねない。

また、こうした長期金利の再上昇は、ただでさえ拡張気味の米財政支出に、利払い費の増加という追加負担となって表れ³⁾、それに見合った歳入の増加や歳出の削減がなければ、その分だけ財政赤字の拡大要因となりうる。これも長期化すれば、長期金利にとってさらなる上昇圧力となり得よう。だとすれば、足元での米国経済の再加速は長い目で見て本当に良いことなのか、少しは疑ってかかる必要があるのではないか。

今後、米国経済が「着陸」に向かう際には、長期金利上昇という“乱気流”が予想されるなかでのアプローチになりうることを、少しは意識しておく必要があるのかもしれない。

Writer's Profile



佐々木 雅也 Masaya Sasaki

未来創発センター 戦略企画室
エキスパートエコノミスト
専門はマクロ経済分析
focus@nri.co.jp