

揺れる米国経済をどう捉えるか

日本貿易振興機構（ジェトロ）

ニューヨーク事務所 調査部ディレクター 加藤翔一

2024年8月

1 | 揺れるマーケット

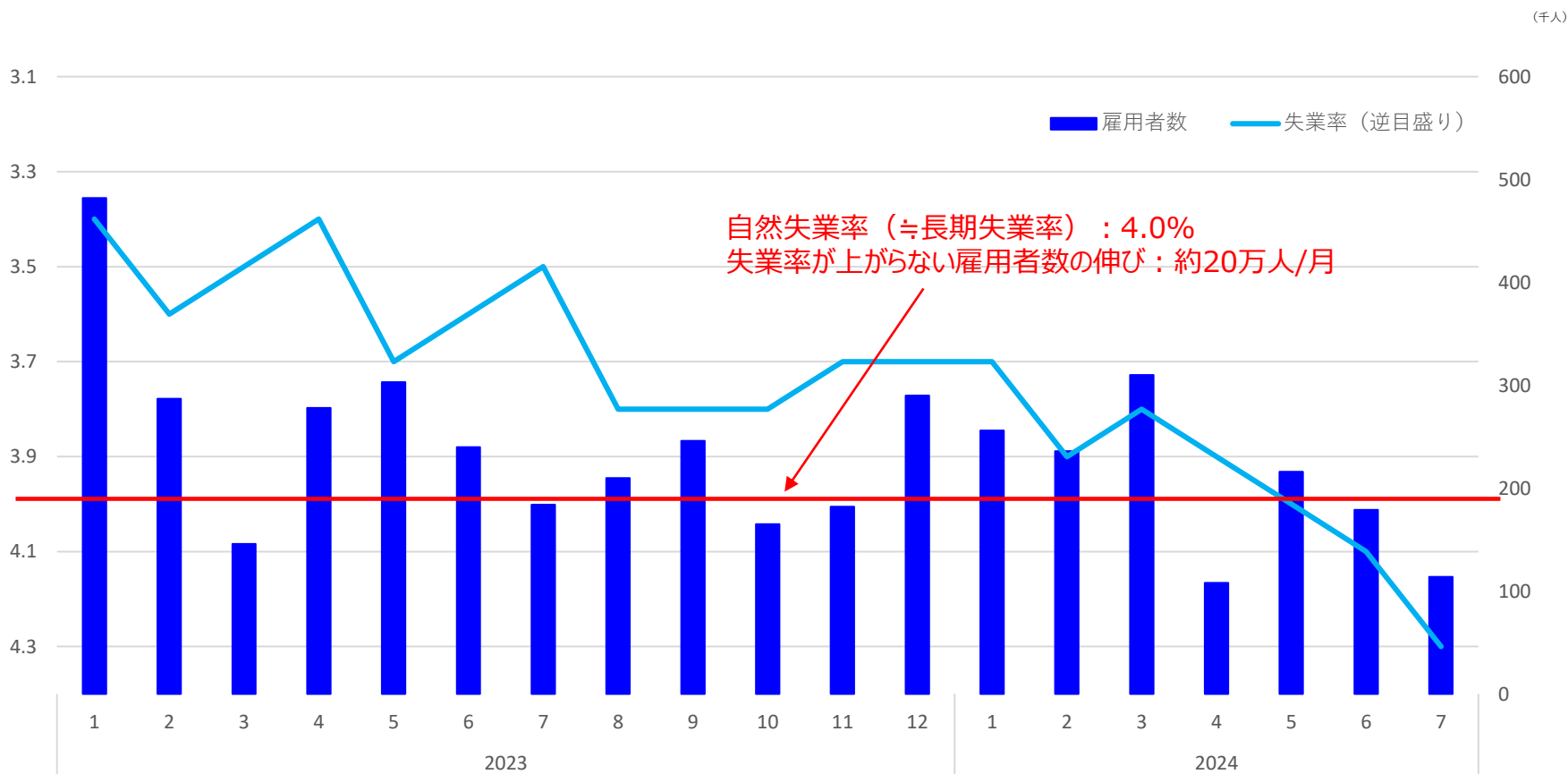
- 株価は堅調な米国経済や早期利下げ期待、AIブームなどに伴い、高値傾向が続いてきたが、8/2発表の雇用統計をきっかけに景気減速懸念が意識されて急落した。リスクオフの流れを受け、国債利回りも急速に低下。また、市場の一部では緊急利下げを織り込む者もあり、2年近く続いた逆イールドは急速に縮小。
- その後の指標が比較的好調だったことを受け、マーケットは落ち着きを取り戻しているが、マーケットに燻っていた米国経済の減速に対する懸念が表面化したかたち。



2 背景となった「労働市場の減速」とは？

- 雇用情勢は明確に減速を示し始めた。失業率は年明け以降徐々に上昇し、景気後退のサインとされるサム・ルールを上回るレベルに。ハリケーンの影響を一部指摘する向きもあるが、この雇用統計における重要なメッセージは「**もはや労働供給の増加を吸収しきるほど雇用の伸びに強さがない**」という点。

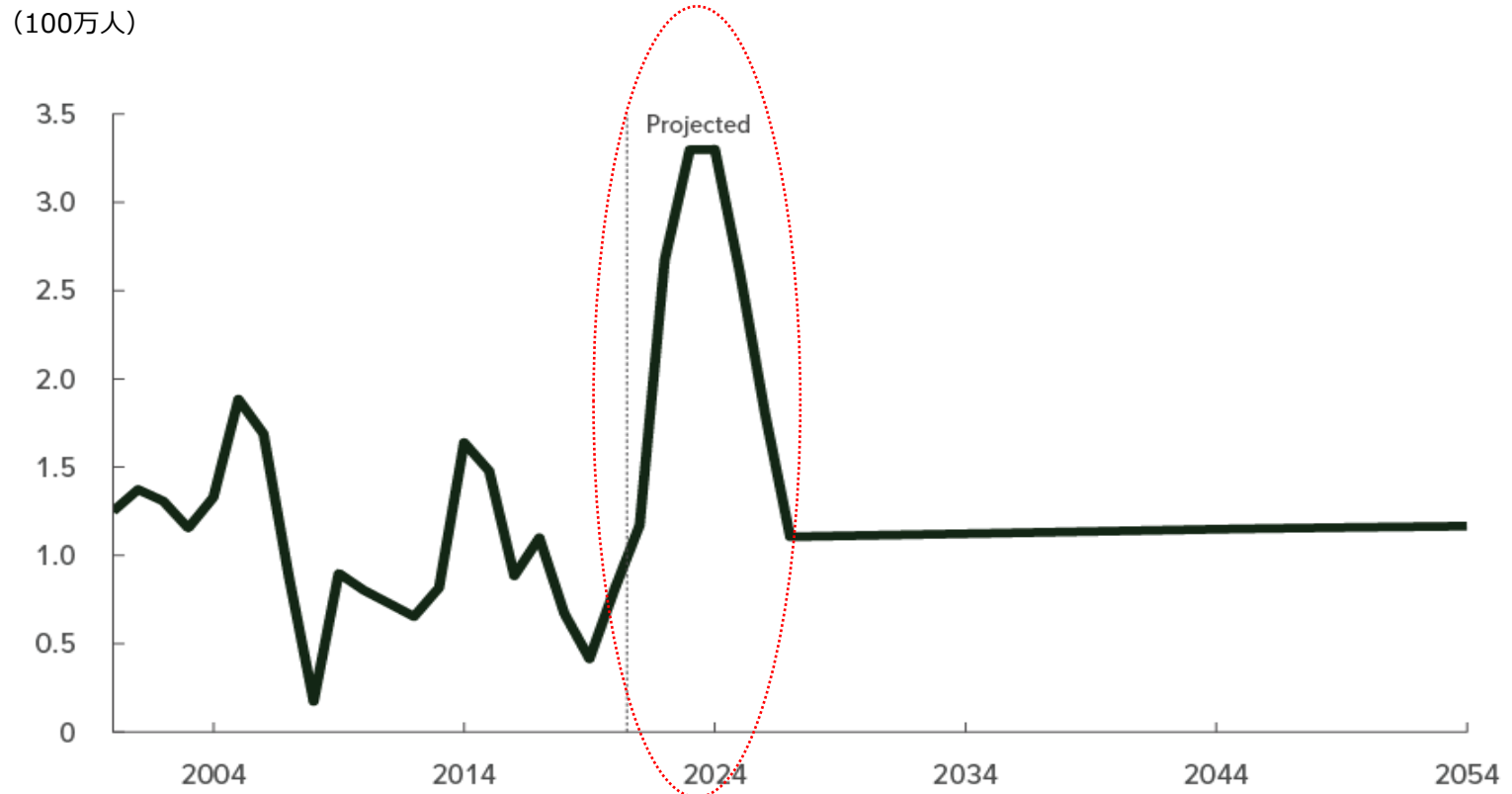
非農業部門新規雇用者数及び失業率の推移



(参考) 移民の急増

- 議会予算局（CBO）の試算では、2022年には260万人、2023年には330万人の純移民が流入したとしており、2010年から2019年までの平均（90万人）を大きく上回る水準となっている。
- 特に亡命申請の仕組み（150日の拘留期間以降は就労が可能となる）を利用した不法移民が労働市場に流入し、これが労働需要・供給双方の増加に寄与。バイデン政権の財政政策の下で強い労働需要が生じた建設業やヘルスケア部門などの強い伸びを支えている。

移民流入数の推移と見通し

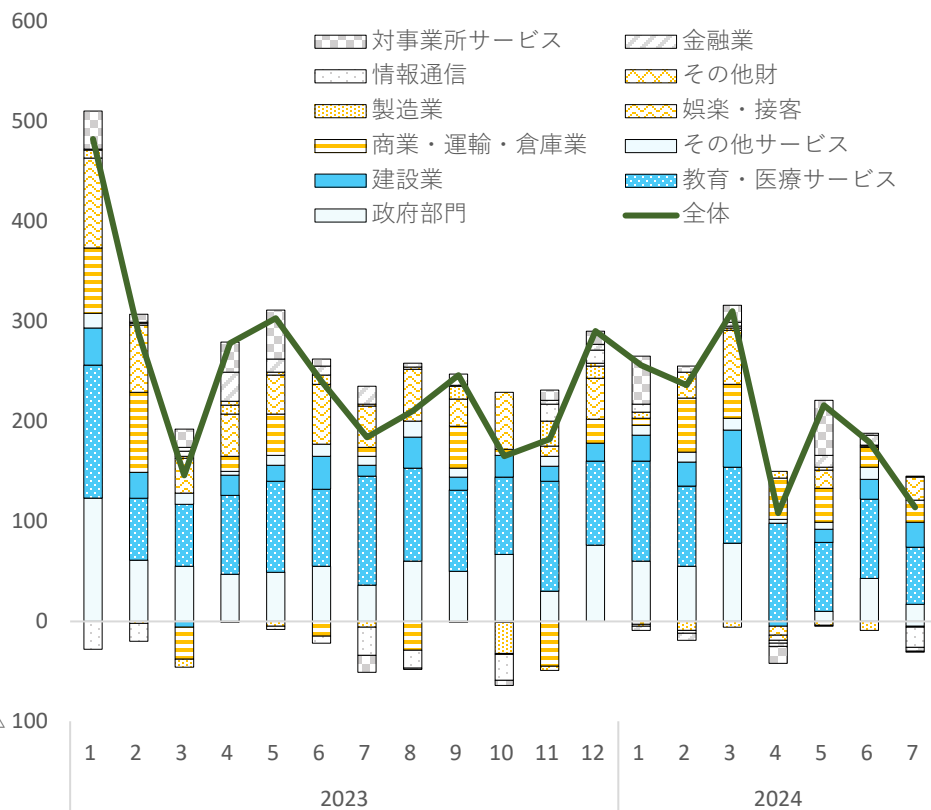


2 この弱さはトレンドなのか？それとも一時的なものなのか？

- 雇用者数の伸びの大部分は政府部門、ヘルスケア、建設業といった政府支出と密接に関連する部門が占めているが、経済のトレンドを見る際には、これら以外の部門の動向にも着目する必要。
- 3部門以外では、政治リスクを忌避した設備投資控え（製造業：自動車、一般機械）、低所得者層消費の弱含み（小売）、AI投資が思うように収益に結びついていないことへの懸念（情報通信）など、**「根拠のある弱さ」が散見**される。ただし、6月時点では求人数の減少は見られるが、**大規模なレイオフには至っていない**。

(1000人)

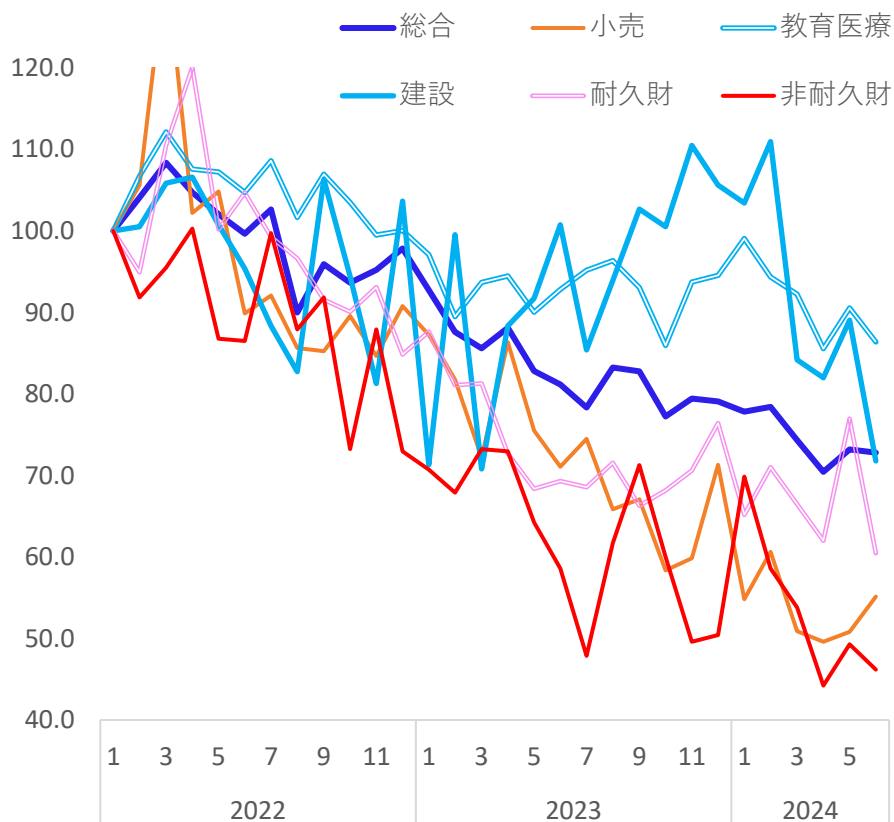
非農業部門雇用者数の伸び



(出所) 米労働省

求人数の推移（水準）

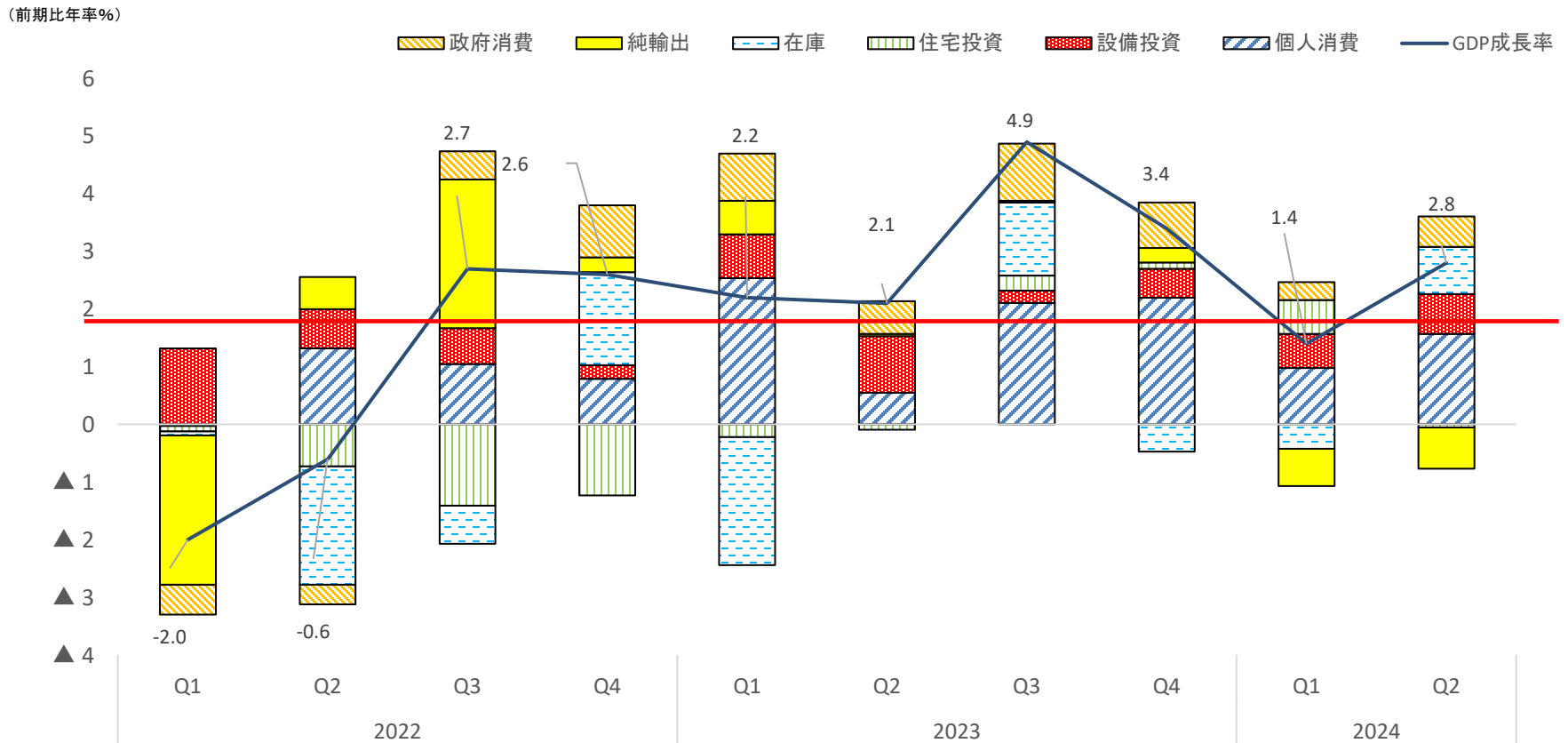
(2022年1月=100)



3 | ではアメリカ経済は既に景気後退の状態なのか？

- 第2四半期までの段階では、潜在成長率（≒実力）である1.8%を上回る成長をみせており、現時点で**景気後退の状態にあると判断する十分な材料はない**。消費や設備投資も持ちこたえているようにみえる。

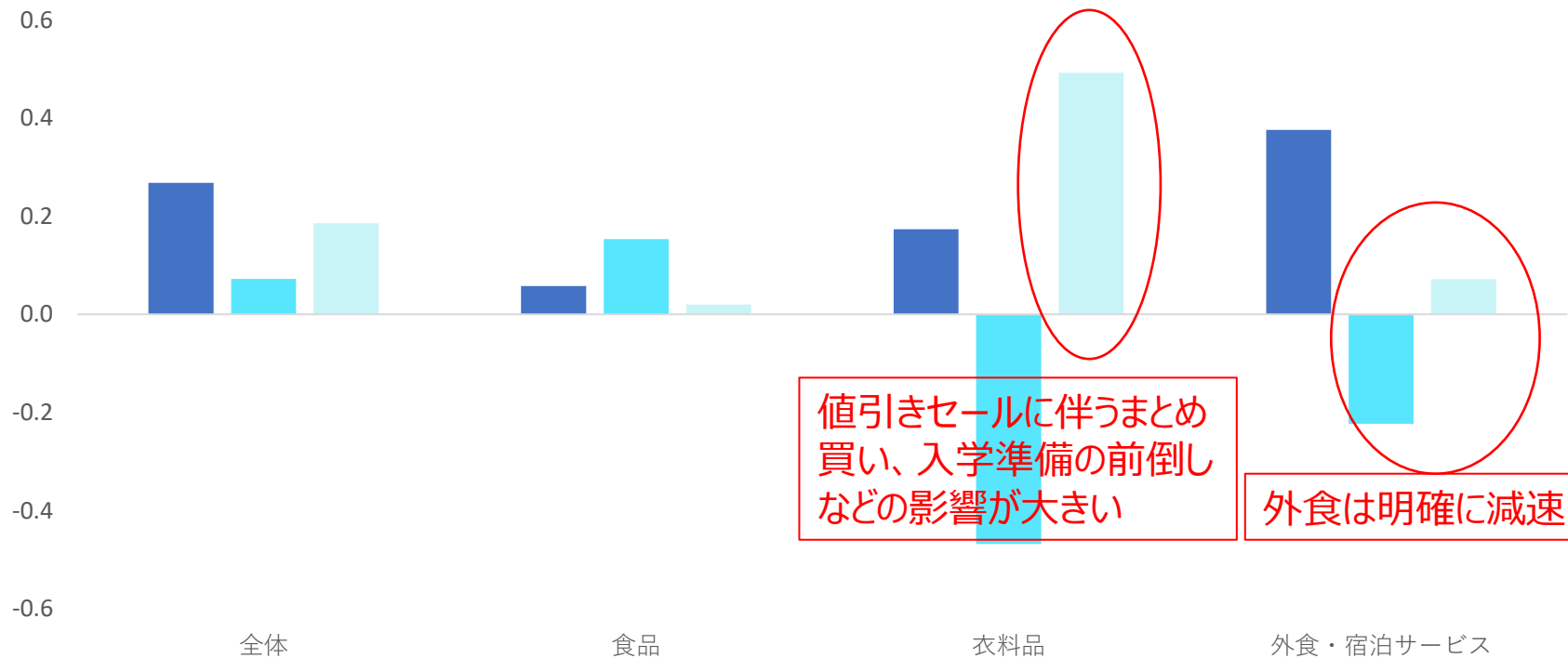
四半期別実質GDPの成長率(前期比年率)と寄与度



4 消費は本当に堅調なのか？進むデカップリング（1）

- 個人消費は、全体としては堅調に見えるものの、**中・低所得者層の消費には明らかに減速**している。
- 特に、**外出サービス、衣料品**などのいわゆる「裁量的消費」は年初来減速。これは、コロナ禍での余剰貯蓄の枯渇、長引くインフレの影響や労働市場の減速による購買力・貯蓄余力の低下などが要因
- これらを受けて、**中・低所得者向けビジネスを中核に据える企業は値下げ志向に転換**。衣料品や家具などは5月、7月と大規模セールを実施、**外出**では「5ドルマック」に代表される低価格メニューのリリース・実施期間延長などの対策を進めている。

実質個人消費支出の伸び



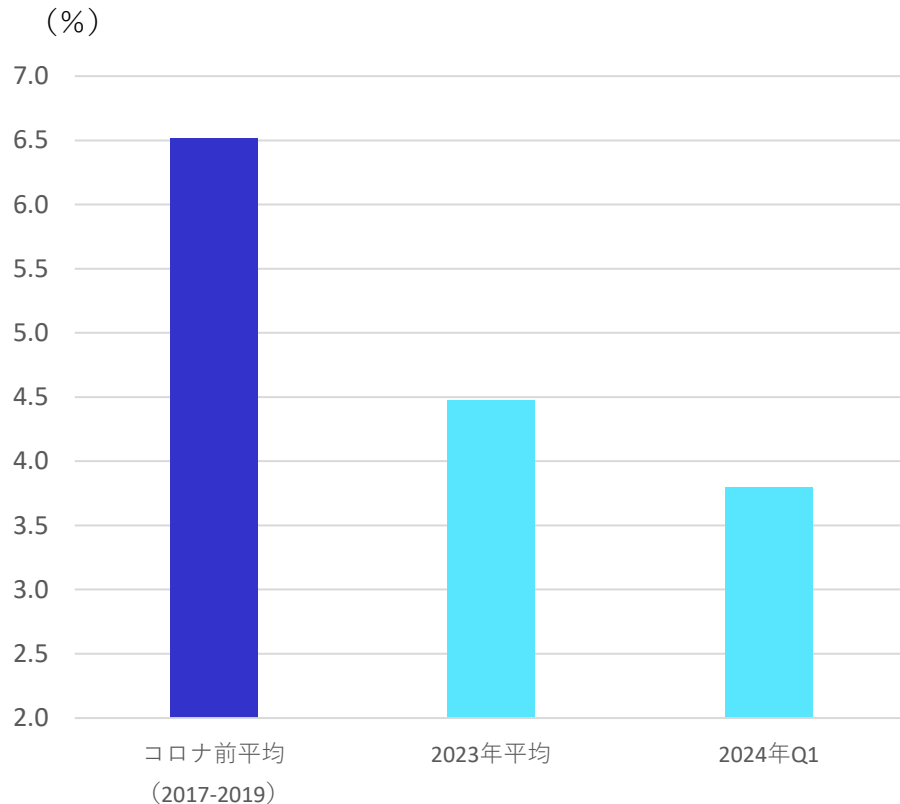
値引きセールに伴うまとめ買い、入学準備の前倒しなどの影響が大きい

外出は明確に減速

4 | 消費は本当に堅調なのか？進むデカップリング（2）

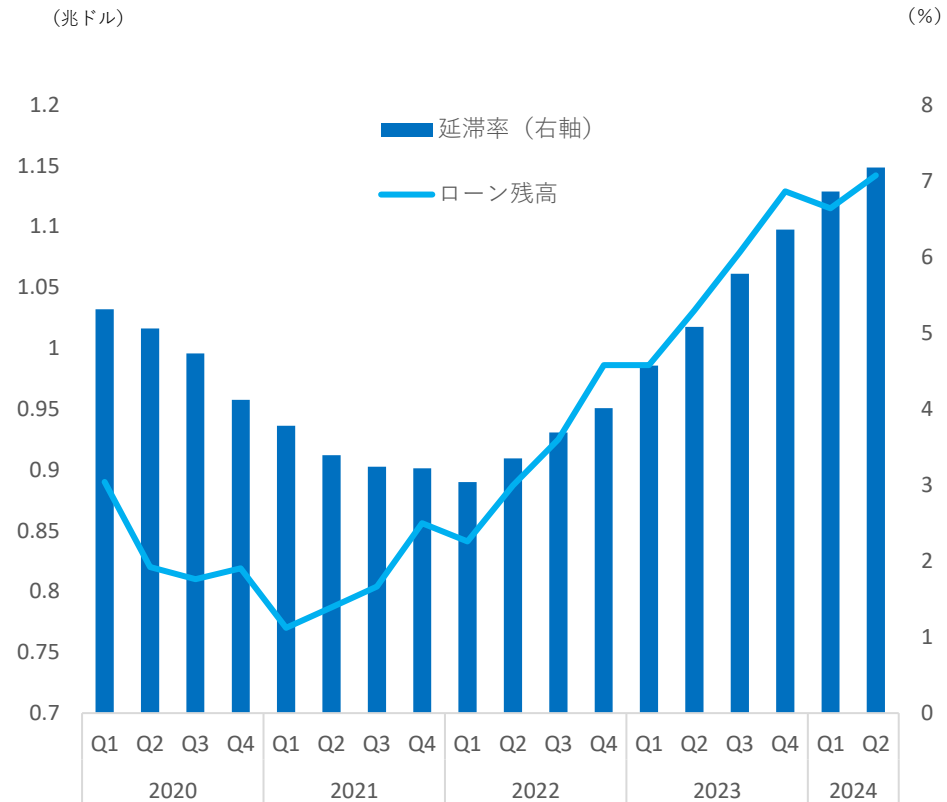
- コロナ禍で2.1兆ドル蓄積されていた余剰貯蓄も本年3月でマイナスに転じている。更に、貯蓄率（毎月の所得のうち貯蓄に回す割合）は極めて低水準にとどまっており、中・低所得者層の貯蓄が増える見込みは乏しい。
- こうした層では、クレジットカードローンへの依存度を高めているが、延滞率は2011年以来の水準に上昇するなど、財政状況の悪化が顕著。**消費減速のリスクとして6月のFOMCでも指摘。**

貯蓄率の推移



(出所) 米商務省

クレジットカードローンの動向



(出所) FRB

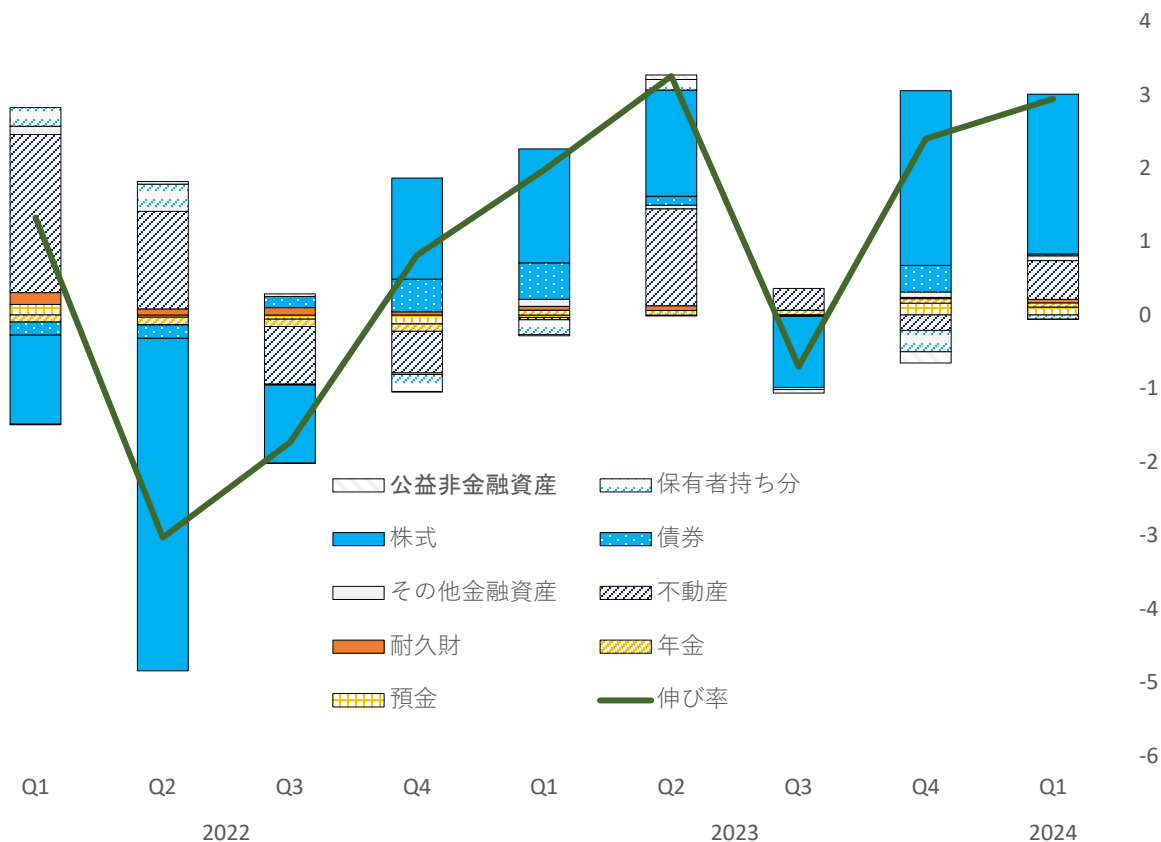
Copyright © 2023 JETRO. All rights reserved.

4 | 消費は本当に堅調なのか？進むデカップリング (3)

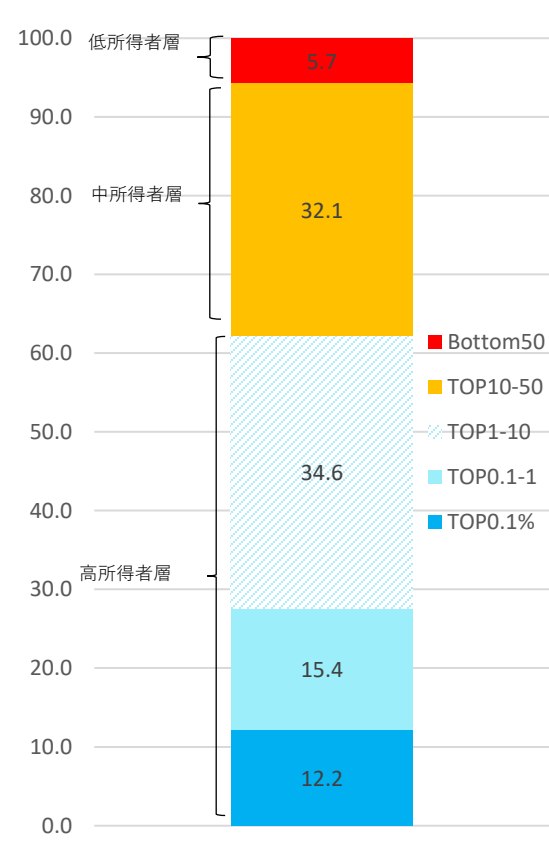
- 中・低所得者層とは逆に、**高所得者層 (TOP10%)** は株価上昇や不動産価格上昇の恩恵を享受。
- こうした資産価格の上昇や金利収入の増加を背景とした高所得者層のラグジュアリー需要の堅調さが消費全体を下支えしている。例えば旅行業界でもクルーズやパーソナライズ旅行などが堅調とされている。
- 他方、ウォルマートが高所得者層の新規顧客を獲得しているなど、高所得者にも**部分的にトレードダウンの動きが見られる**との指摘もある。

家計資産の推移

(前期比%)



家計資産の所得階層別シェア



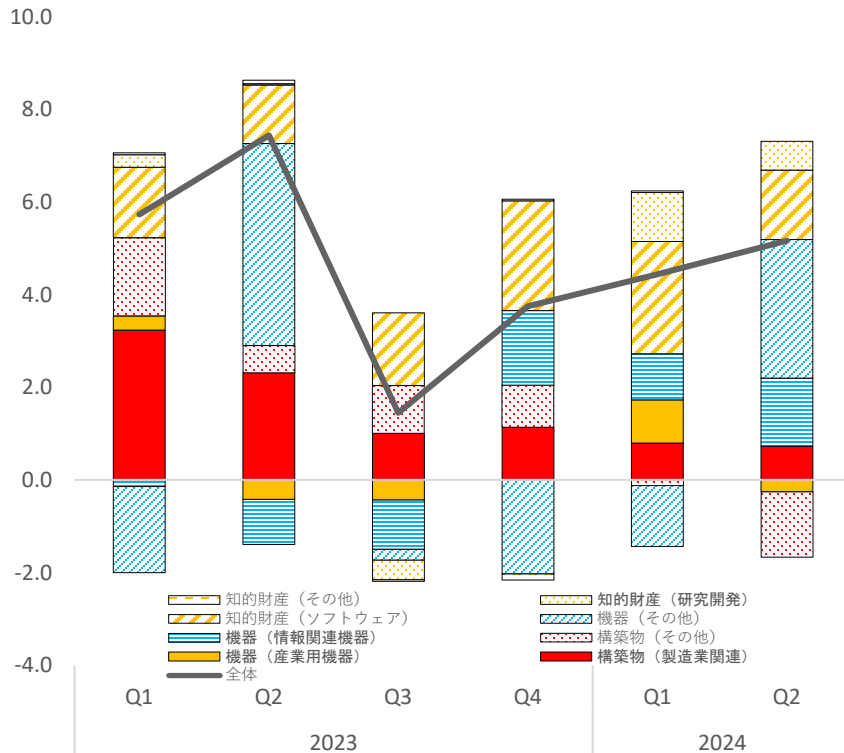
4 | 消費に関する今後のリスク

- (メインシナリオ) 労働市場の減速を背景に、賃金上昇率も低下し、中・低所得者層消費は緩やかに減速が予想される。
 - ➡ただし、労働市場の減速スピードが速まれば、この層の消費は急速に落ち込む可能性あり。賃金動向とともに、**今後企業がレイオフの方向に舵を切るかどうか**に注意。
 - ✓ 特に、Q2に業績が悪化した小売・外食といった部門のQ3での業績が回復するかが焦点。マーケットのボラティリティが増大していることを踏まえると、営業利益や配当を増加させる目的でレイオフの方向に舵を切る可能性が考えられる。レイオフが始まると、「レイオフがレイオフを呼ぶ」展開が懸念。
 - ✓ また、「投資控え」を背景とした製造業でもレイオフがみられはじめており、注意が必要。
- (メインシナリオ) 高所得者層消費は引き続き堅調に推移する。
 - ➡ただし、TOP 1%層（上位高所得者層）とTOP1~10%層（中位高所得者層）の消費にもデカップリングが生じはじめているとの声も聞かれる。中位高所得者層の消費動向はマーケット動向の影響を受けやすく、マーケットの不安が高まれば予想以上の減速となる可能性も。
 - ✓ **マーケット全体の動向**、中でも株式市場を牽引してきたAI関連各社の企業業績や、雇用関連指標の動きなどに注目。

5 | 設備投資は大統領選の結果待ち？

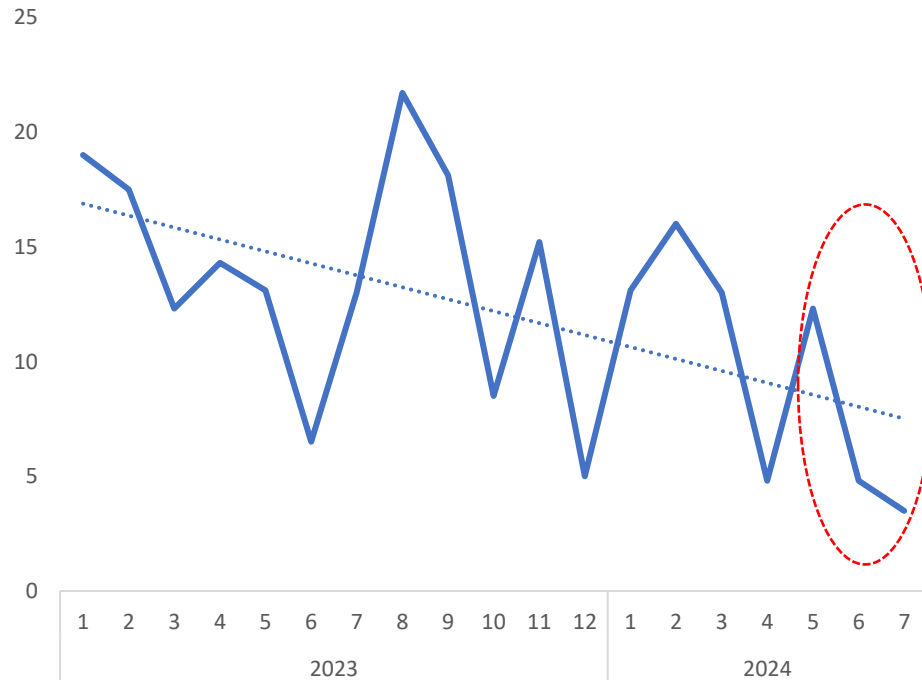
- 設備投資はインフレ削減法（IRA：再エネ、EV関連）、CHIPSプラス科学法（半導体関連）、インフラ投資雇用法（送電網、EV充電施設等）などバイデン政権による一連の財政政策により、大きな伸びを見せてきた。
- しかしながら、（1）大統領選において**EVや再エネの一部などに係る政策変更のリスクがある**こと、（2）バイ・アメリカ、ハイヤーアメリカなど**米国内生産をどの程度重視しなければならないのか見通しにくい**こと、などもあり、設備投資を控える動きが顕著になってきている。

設備投資の動向



(増加-減少)

今後の設備投資計画

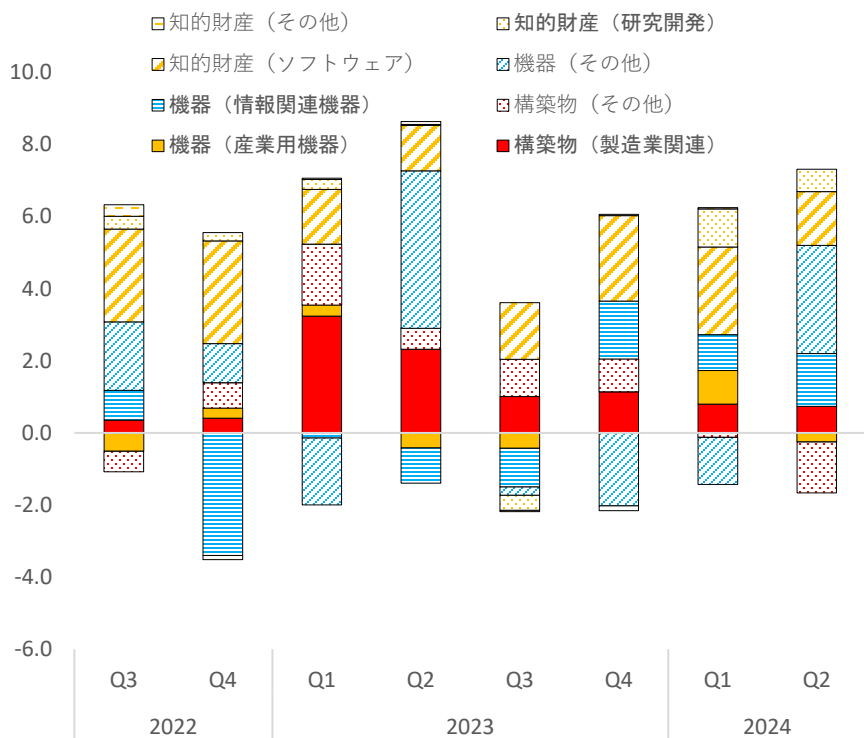


(参考) トランプ・バイデン政権下での設備投資の比較

- バイデン政権下ではIRAやCHIPSプラス法などを通じた製造業への集中的な財政支援により、工場などの構築物への投資が積極的に行われた。今後は工場で使用される産業用機器等の増加が見込まれる。
- 他方、トランプ政権下ではTCJAにより研究開発投資減税等が実施されたこともあり、研究開発投資が積極的に行われたほか、石油・天然ガス関係の構築物への投資が行われたが、製造業への影響は限定的。

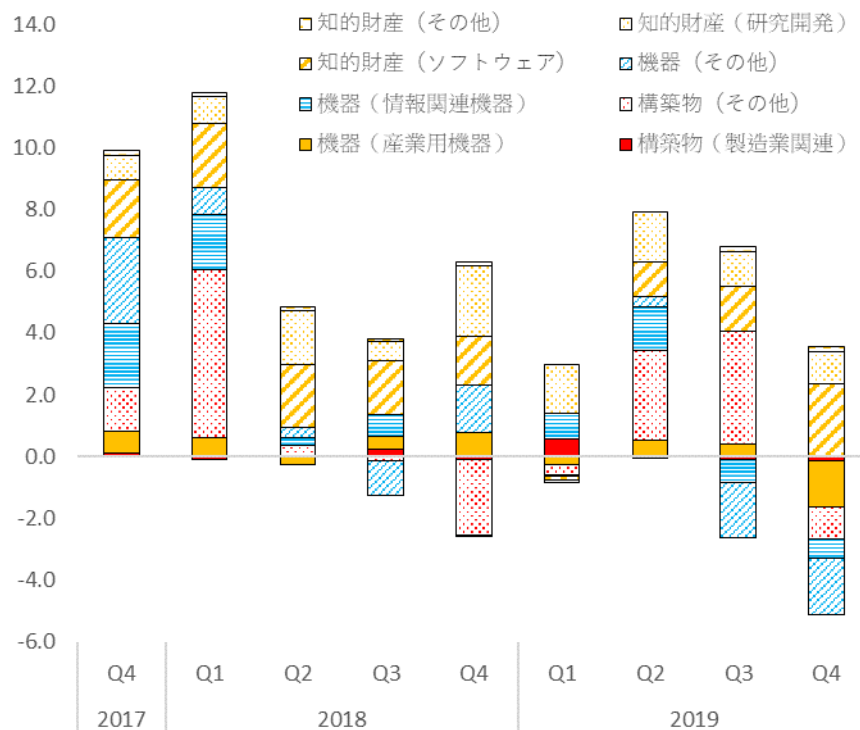
バイデン政権下における設備投資の推移

(2022年8月 インフレ削減法 (IRA)、CHIPSプラス法成立)



トランプ政権下における設備投資の推移

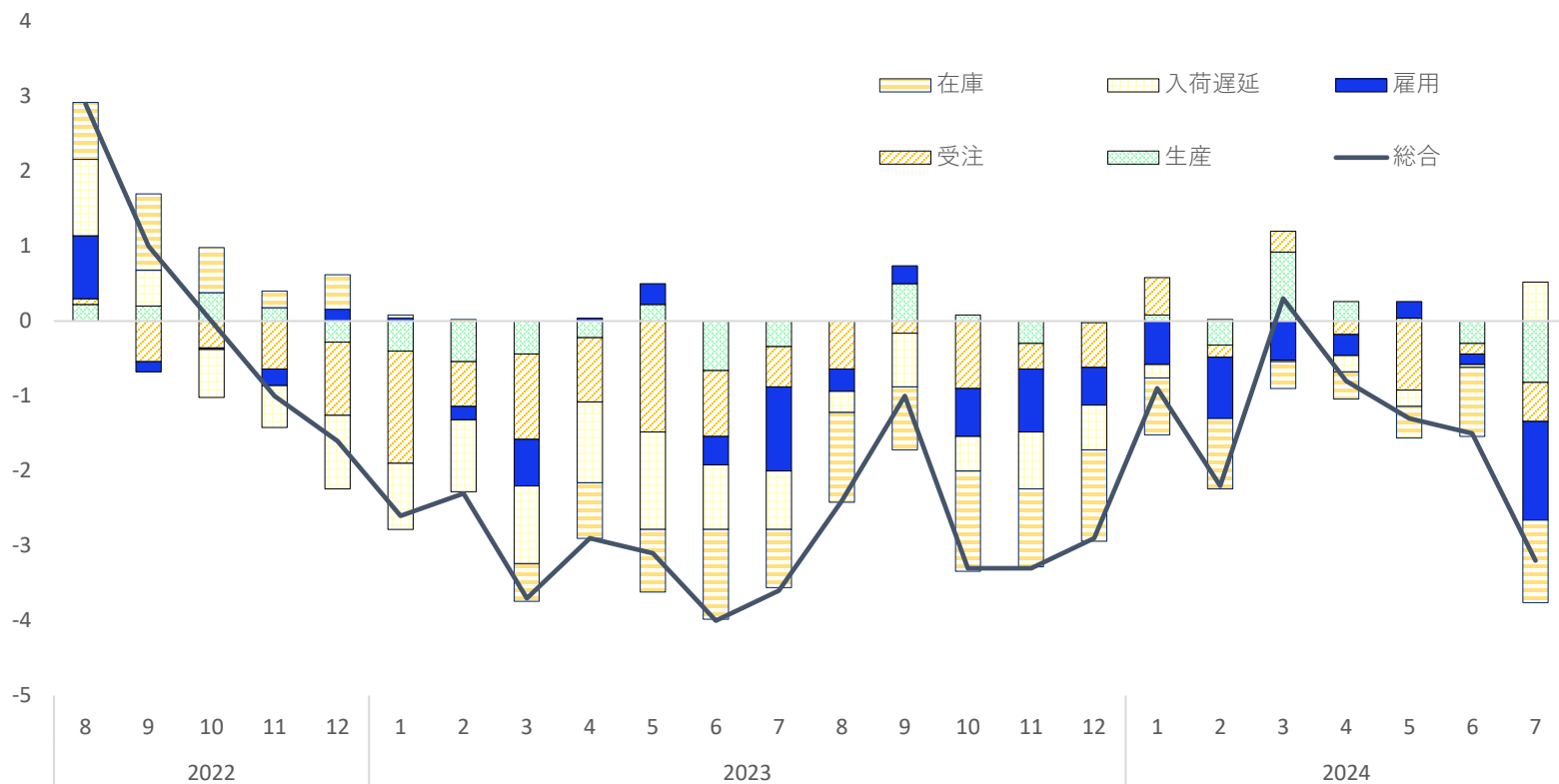
(2017年12月 トランプ減税 (TCJA) 成立)



5 | 設備投資は大統領選の結果待ち？

- 設備投資関連需要の低下を受け、製造業の弱含みが目立つ。
- 一般機械や金属加工など**設備投資と関連が深い業種の生産・受注が低下**している。
- 一部からは「需要が回復しなければ組織改編を考慮」との声も聞かれ、レイオフが進む可能性も。

ISM製造業景況感指数の推移



5 | 大統領戦における両候補の政策比較（全体像）

	民主党政政策綱領	共和党政政策綱領
通商外交	<ul style="list-style-type: none"> ● 米中関係は、競い合いながらも責任を持って管理。同時に、AI規制などは協力。不公正な貿易慣行に反対。特に人権問題に強硬 ● デリスキングの下、的を絞った対抗措置（鉄鋼、半導体、EVなど） 安上重要な分野で関税引き上げ、輸出管理強化）。 ● IPEF、2国間イニシアティブなどを通じた労働条件の改善。 ● 米国の繁栄と同盟国の繁栄は補完関係。公正な条件での同盟国との貿易は、米国の成長を促進し、同盟関係を強化。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 中国とのPNTR（MFN）の撤回。必要不可欠な中国製品の輸入を段階的に停止 ● 全世界からの輸入に一律10%の関税 ● トランプ互惠津商法（米国へ輸出する国が課している関税率と同じ関税率を、米国輸入時にも適用）の成立。 ● 失敗した協定の再交渉 ● 同盟国が共同防衛への投資義務を果たすことを保証。
金融財政	<ul style="list-style-type: none"> ● 中低所得層への財政出動（中間層向け所得税減税の延長、児童扶養控除の大幅拡大、教育施策の充実等） ● 住宅等にかかるインフレ上昇分の実質的補填やジャンクフィー削減、食料品に関する便乗値上げの禁止 ● 高所得層・大企業増税、徴税強化等による財政再建 	<ul style="list-style-type: none"> ● トランプ減税延長（法人税、富裕層所得税の引下げ） ● 関税引上げや社会保障の実質的縮小による財政再建 ● 貿易赤字解消の観点から、ドル安を志向
エネルギー 気候変動	<ul style="list-style-type: none"> ● IRAによる投資拡大や税額控除で、太陽光、風力、バッテリーなど、クリーン・テクノロジーを米国で開発・製造し、クリーンエネルギー価格の引き下げ。研究開発への投資も継続。 ● 2050年までに排出量ネットゼロを目標。米国のリーダーシップを活用して、クリーン・エネルギー・サプライチェーンの構築、開発金融におけるクリーンエネルギーの優先順位の向上。 ● 環境規制の強化（具体的な内容は不明） 	<ul style="list-style-type: none"> ● エネルギー生産に対する規制撤廃 ● グリーン・ニューディールの廃止（具体的な内容は不明） ● 石油、天然ガス、石炭、原子力などあらゆるエネルギー源から生産し、エネルギー価格を引き下げ。
自動車	<ul style="list-style-type: none"> ● IRAによる米国内工場建設へのEV・バッテリー投資を継続。 ● 2030年までに米国で販売される新車の50%をEVに。 ● 中国産EVへの追加関税引き上げ。 ● 厳しい排ガス規制の維持 	<ul style="list-style-type: none"> ● 自動車産業に対する有害な規制の撤回 ● EV購入義務などの取り消し ● EV購入補助の撤廃 ● 中国車の輸入阻止
移民	<ul style="list-style-type: none"> ● ドリーマーなど有資格者に対する市民権取得支援。国境をより安全にすると同時に合法的な移民を拡大。 ● 不法移民への対処のため、人員増員や追加財源を議会に要求（国境警備隊、移民審査官、亡命担当官の増員、移民を保護する自治体への資金援助など）。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 国境を封鎖し、移民の侵入を阻止（国境の壁完成、移民法執行機関の拡大、国境監視強化、軍による南部国境警備など） ● 米国史上最大の強制送還作戦を実行 ● 不法入国とVISA期限切れの不法滞在に対する罰則強化、入国審査強化、聖域都市への連邦資金の拠出停止

6 | ハリス氏・トランプ氏のエネルギー政策、IRAの先行き

- ハリス氏が当選する場合には、IRA、IIJAを中心とした再エネ導入促進、化石燃料からの脱却等が継続。
- トランプ前大統領が再び返り咲く場合には、パリ協定からの再離脱、IRAに係る一部規則の見直し、洋上風力発電に係る許認可の見直し、ブルー水素やバイオ燃料などに対するGHG排出量規定の緩和、化石燃料の採掘促進（ドリル・ベイビー・ドリル）など現行政策の調整が図られる可能性が高い。

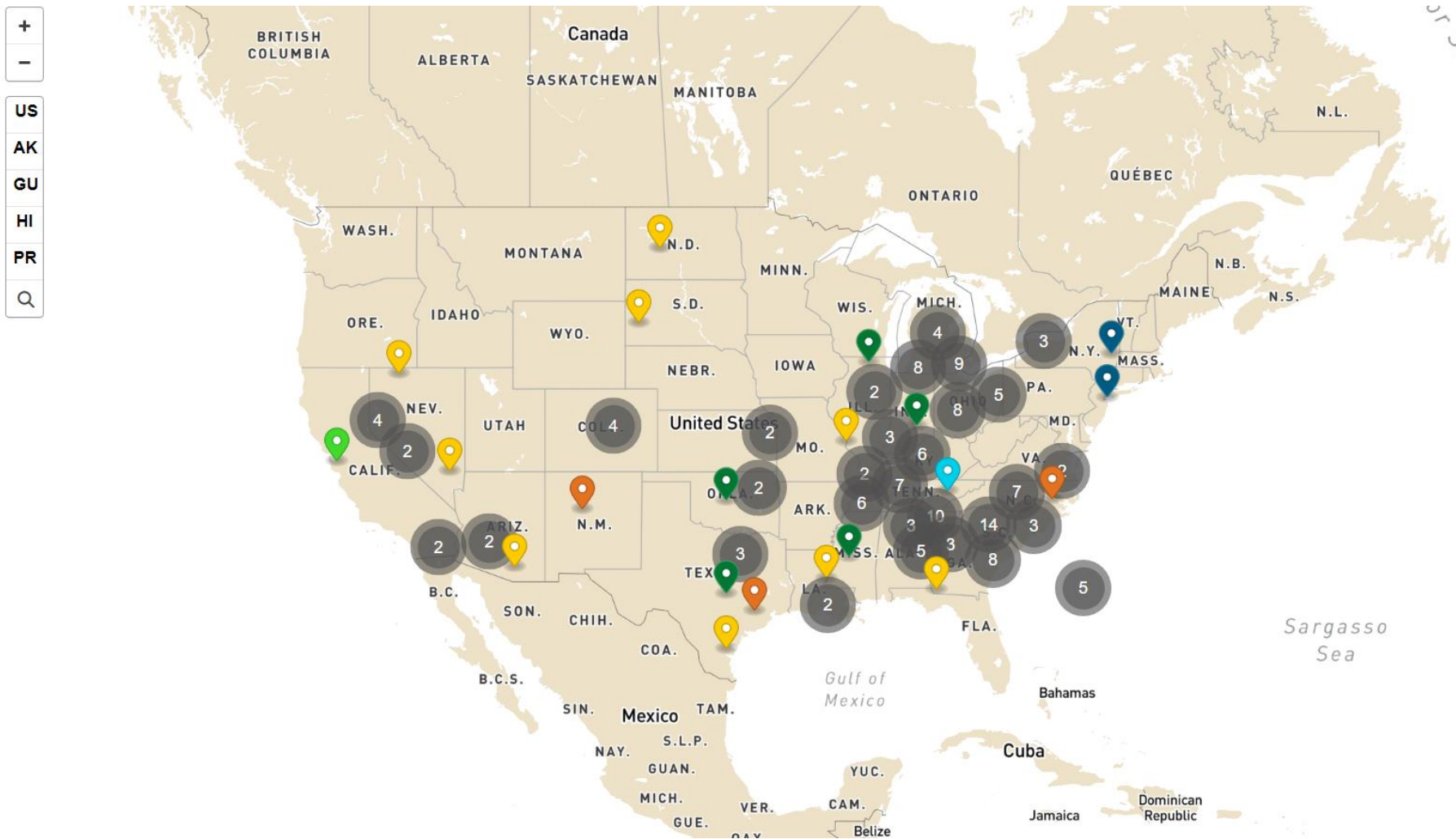
	ハリス氏当選の場合	トランプ氏返り咲きの場合
カーボンニュートラル	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2050年カーボンネットゼロの維持・促進 	<ul style="list-style-type: none"> ・ パリ協定から離脱、2050年カーボンネットゼロ撤回
再エネ導入	<p>IRAに基づく再エネ普及促進の維持</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 先端製造業税額控除（45X）や先端エネルギープロジェクト（48C）に基づく再エネ関連施設・設備の導入促進 ・ クリーン電力の生産（45Y）、投資（48E）に基づく脱炭素電源の導入促進 <p>※48Cはクリーンエネルギー製造とリサイクル、重要鉱物のリサイクル・加工・精製、産業の脱炭素化などへの投資税額控除（デベロッパー向け）</p> <p>※45Xは、太陽光発電コンポーネントや風力発電コンポーネント、インバーター、系統蓄電池、鉱物などを適格コンポーネントとして指定し、これらを国内製造・販売した場合に、その販売量に応じて税額控除が受けられる（製造業向け）</p> <p>洋上風力に関する鉱区リースなど再エネ導入促進</p>	<p>IRAの見直し</p> <p>最終規則化されていないガイダンスは変更リスクが高い。可能エネルギーの中では、</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 45X、45Y等の規則案見直し ・ 太陽光発電等に関する国産部材要件の厳格化などの対応が予想される。 <p>他方、現状ではIRAクレジットの対象とはなり難い、ブルー水素発電やバイオ燃料発電などに係るGHG排出量規定は緩和される可能性も。</p> <p>洋上風力に関する鉱区リースの見直し</p> <p>石油・天然ガス開発等の促進（LNG輸出再開、環境規制の緩和、減税の継続など）</p>

(参考) IRAに基づく主な税額控除のガイダンス公表状況

分野		内容	ガイダンス等の状況
エネルギー生産	45	旧クリーンエネルギー製造	施行中
	45Y	新エネルギー製造	2024年6月規則案（未決着）
	45Q	炭素回収	施行中（現行制度を延長・拡充）
	45U	原子力	未決着
	48	旧クリーンエネルギー投資	施行中
	48E	新エネルギー投資	2024年6月規則案（未決着）
生産関連 （エネルギー以外）	45X	クリーンエネルギー生産に必要な設備等の製造	2023年12月規則案（未決着）
	48C	45Xの投資版	2023年12月規則案（未決着）
燃料生産	45Z	クリーンフューエル製造	未決着
	45V	水素製造	2024年1月規則案（未決着）
ボーナス要件	—	賃金・見習い要件	最終規則発表
	—	国産部材要件	最終規則発表
	—	エネルギー・コミュニティ要件	最終規則発表
税額控除移転	—	第3者に対するクレジットの譲渡	最終規則発表

(参考) IRAに基づく主な民間投資の状況

雇用者100人以上かつ1億ドル以上の投資が予定されている案件数

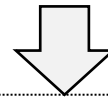


(参考) | 司法判断も政策の安定性に影響

- こうした大統領選の影響に加え、**最高裁判所による司法判断も財政政策の安定性に影響を与える可能性**がある。
- シェブロン法理以外にも、バイデン政権が進める学生ローン免除を事実上差し止めるなど政策的影響の大きな判断を続発。

【シェブロン法理の考え方】

- ・ 立法時には正確に予見されていなかった技術的、科学的、社会的発展によってもたらされる問題に対処するための権限を政府機関に与えている。
- ・ 政府に広く権限を付与することは、法律が明確に制限しているラインを超えず、許容されない方法で実施されない限り合理的であり、裁判所はその判断を尊重する。



バイデン政権は、この考え方に則って、環境・エネルギー関連の規制等を制定するとともに、IRA等による財政支援や各種ローンプログラムの対象となるための要件として採用。



しかし、2024年6月、連邦最高裁は

- ・ 裁判所は、政府の規制当局が法定権限の範囲内で行動したかどうかを判断する際に、独自の判断をしなければならない
- ・ 規制制定時に存在していなかった者は行政府が定める規則に異議を申し立てることが可能

とし、**シェブロン法理を事実上破棄する判決を発表**。

7 | ハリス氏・トランプ氏のインフレ対策

- ハリス氏はバイデン政権の下、労働供給増やサプライチェーンの正常化などによりインフレ率の低下に成功しているが、物価水準の高さもあり、国民の不満解消にはつながっていない。このため、インフレコストの実質的な補填や、価格決定プロセスの改善等による「痛みの軽減」を進める。
- 他方、トランプ氏は規制緩和による供給増や移民の減少などによる需要減によるインフレの正常化を志向しているものと考えられるが、物価水準の高さについて決定打を示せている訳ではない。むしろ関税引き上げや国境措置の強化などコスト増に直結する施策やトランプ減税の延長などインフレを助長するような施策が多い。

ハリス氏当選の場合

【低下要因】

実質的なインフレの痛み緩和や労働供給の増加

(1) インフレの痛み緩和

- ・住居コスト対策（住宅の建設促進、賃料制限等）
- ・薬価引き下げ
- ・ジャンクフィー削減、シュリンクフレーション取締り
- ・再エネ・省エネ導入コストの削減 等

(2) 労働供給の増加

- ・比較的寛容な移民政策の継続
- ・保育の充実など女性の労働参加拡大

【上昇要因】

(1) 需要の増加

- ・児童扶養税額控除の拡充
- ・住宅コスト対策（頭金補助） 等

(2) 企業向け増税・価格対策に伴う供給減

トランプ氏返り咲きの場合

【低下要因】

規制緩和による供給増や厳しい移民政策に伴う需要減

(1) 供給増対策

- ・税制優遇や規制緩和によるエネルギー等の供給増
- ・失業保険受給者の労働市場への回帰促進などによる労働供給の増加

(2) 国境措置などによる特定のアイテムの需要減

- ・厳しい移民政策による住宅、医療、教育需要の減少。
- ・政府機関の人員削減

【上昇要因】

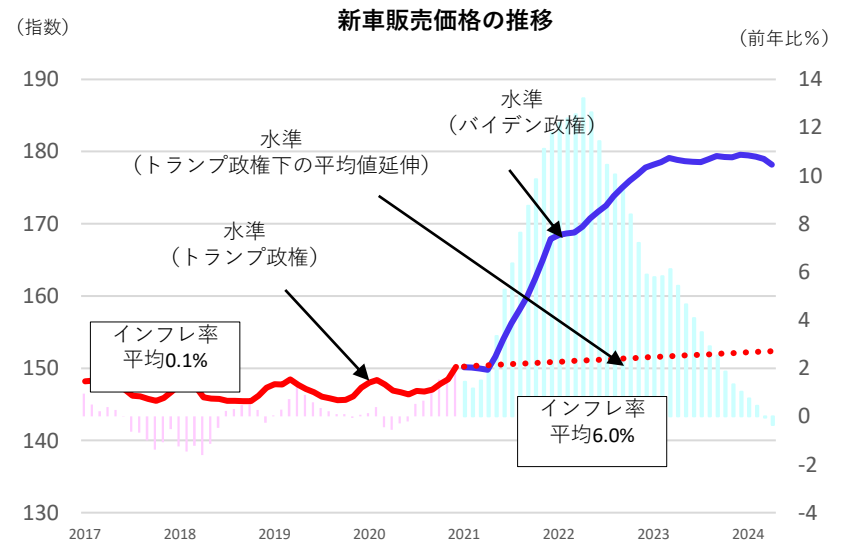
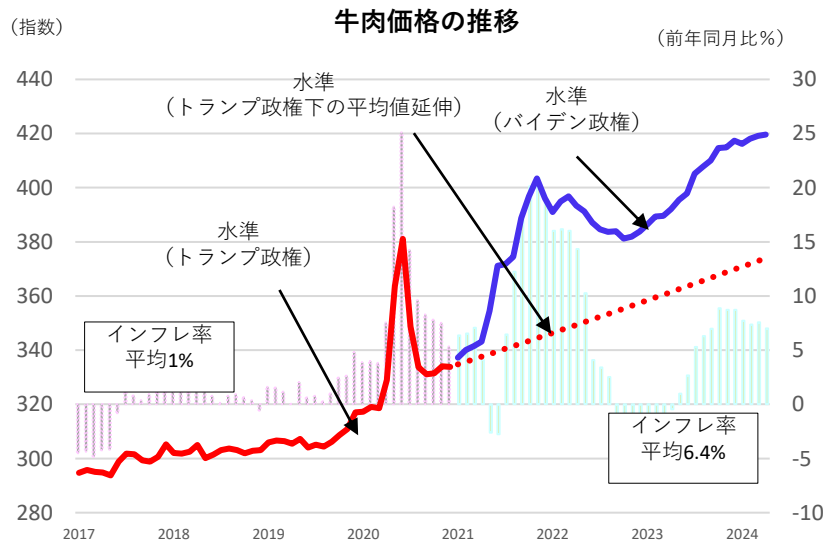
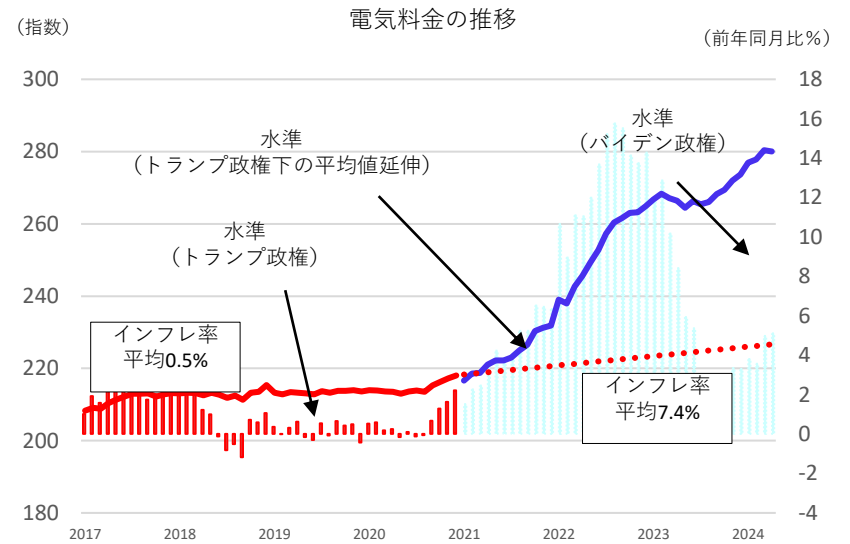
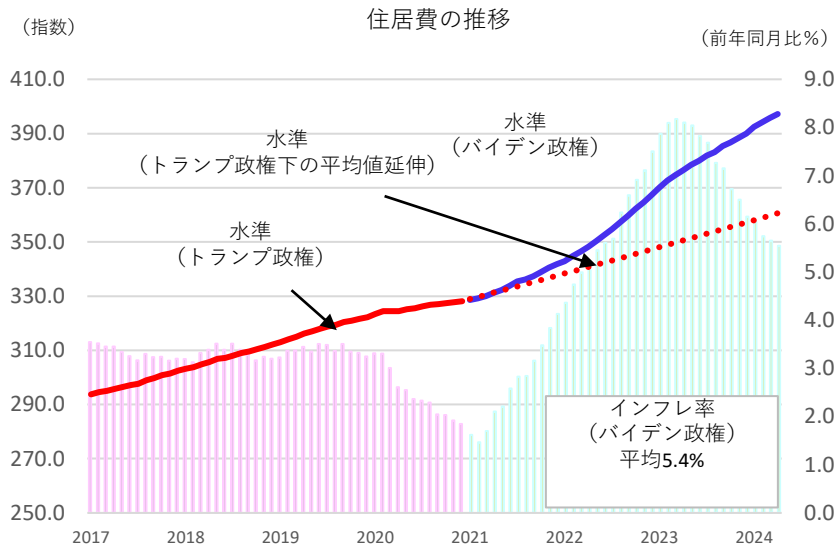
(1) 厳しい移民政策に伴う労働市場の混乱・逼迫

(2) 関税引き上げに伴う輸入物価の上昇

(3) 需要の拡大（トランプ減税延長等）

(4) FRBの金融政策決定に対する大統領発言権強化

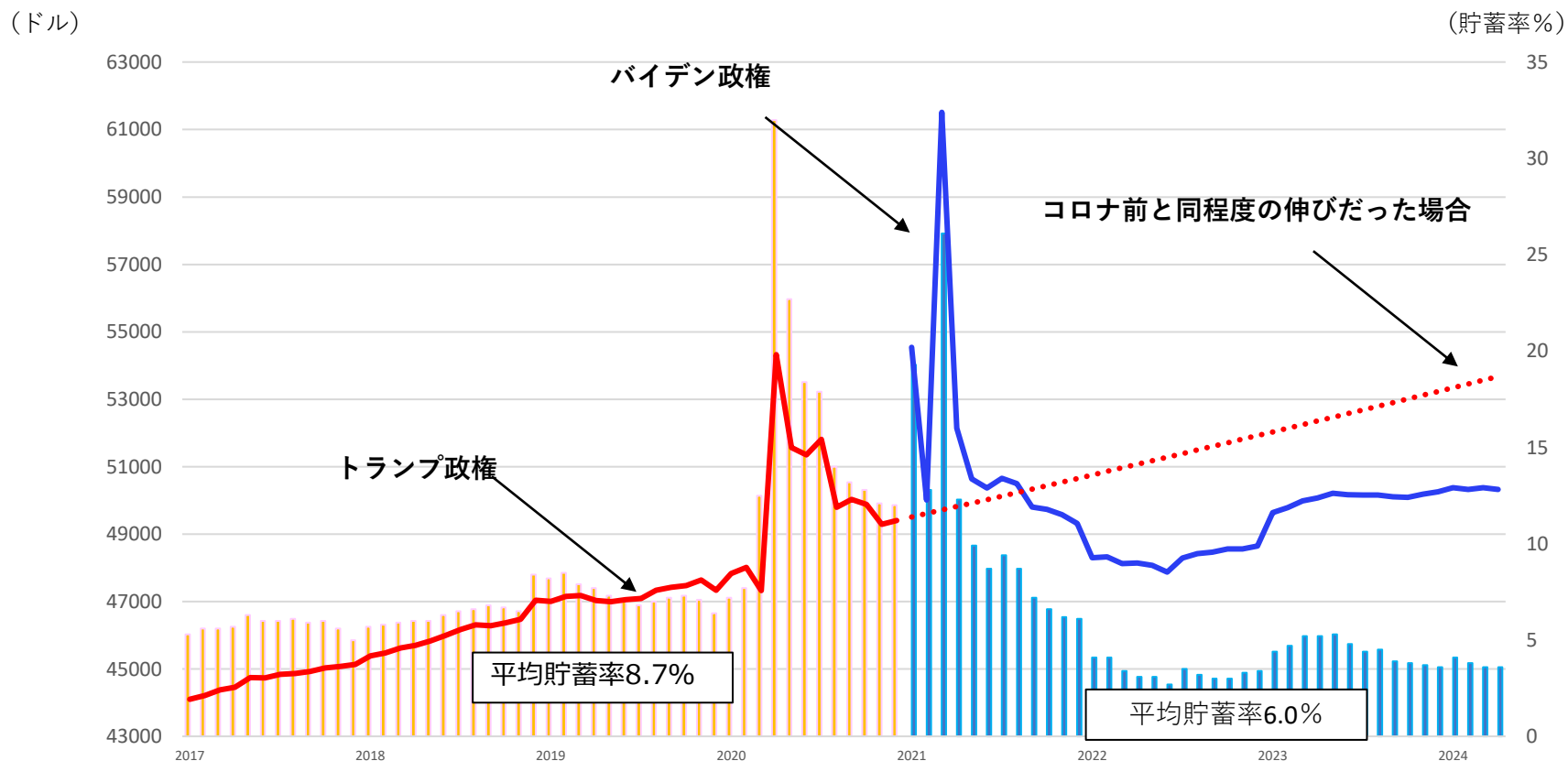
(参考) 主なアイテムにおける物価水準の推移・比較



(参考) 実質可処分所得の推移

- バイデン政権時は良好な雇用環境もあり、名目賃金は上昇したものの、インフレの影響を加味した実質賃金の伸びは必ずしも高くはなく、コロナ前のトレンドと比べると大きく下回る水準となっている。
- また、両政権下での貯蓄率を比較するとコロナ禍の一時期を除いて殆どの局面でトランプ政権がバイデン政権を上回っており、インフレの影響が家計に大きな影響を及ぼしていることがわかる。

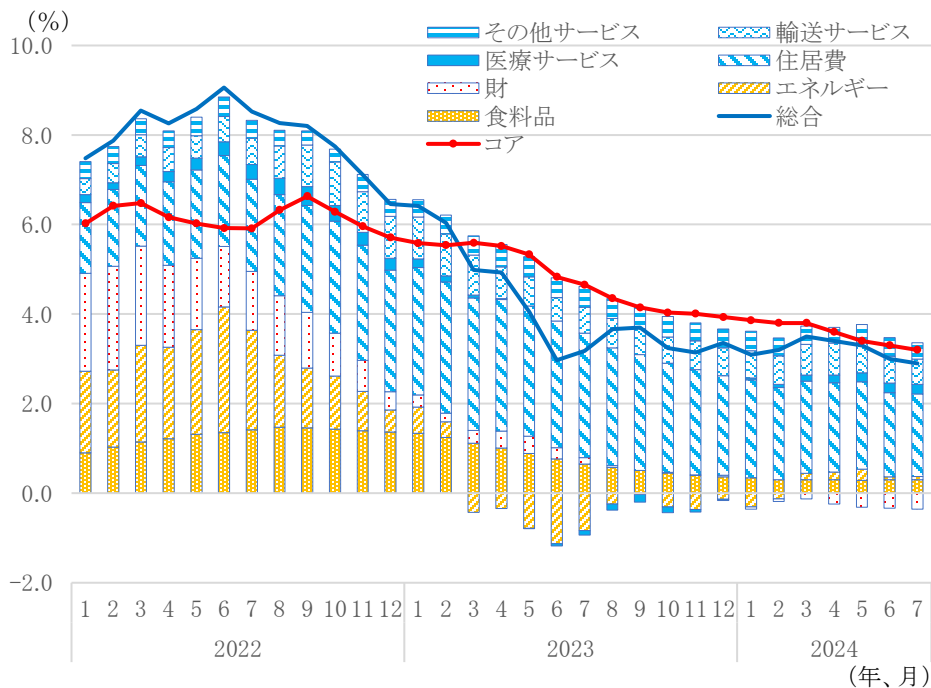
一人当たり実質可処分所得と貯蓄率の推移



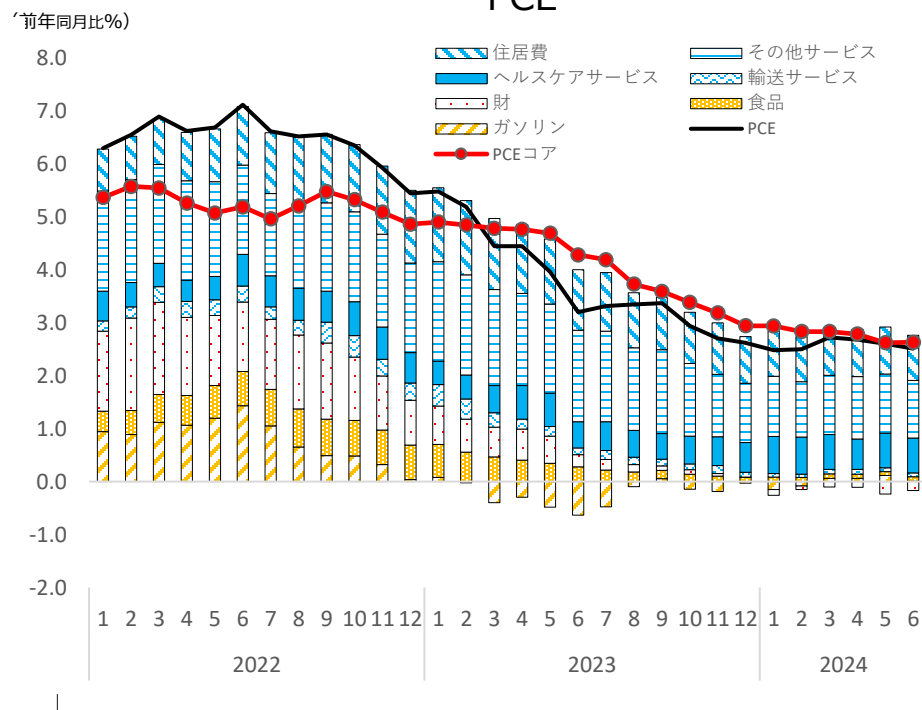
7 インフレは低下スピード・内容両面に注目

- CPI、PCEともに低下傾向にあり、FRBが目標とする2%までラストワンマイルとなっている。
- このところの低下はモノの価格によるところが大きい。**裁量的支出の減少をカバーするために行った小売店やEC勢の値引きセール**も要因の一つ。
- 今後は住居費や賃金などの項目においてインフレ率の低下が予想されるが、その内容によって消費者や企業に与える影響が異なってくることから、内容面にも注目していく必要がある。

CPI

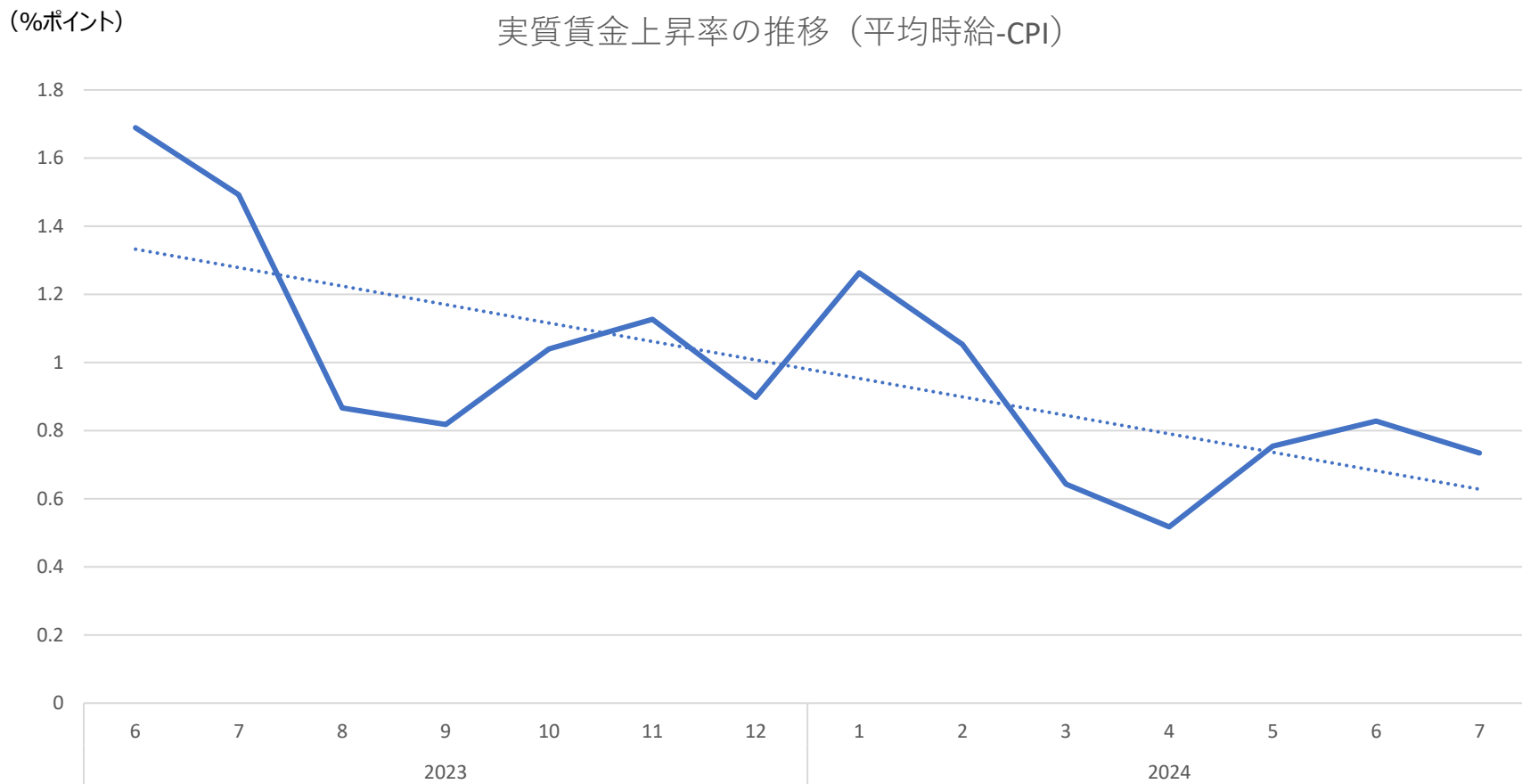


PCE



6 | インフレが消費に与える影響には引き続き留意が必要

- インフレを加味した実質賃金の伸びを比較すると、インフレの影響もあり、実質賃金の伸びは昨年と比較して減速しているものの、今のところプラス圏内。
- ただし、今後、労働市場の減速に伴い名目賃金の伸びは更に減速していく見込み。**インフレ率低下の内容次第では、実質賃金の更なる下押しの可能性**も。消費を賃金に頼る中・低所得者消費の動向の鍵を握る。

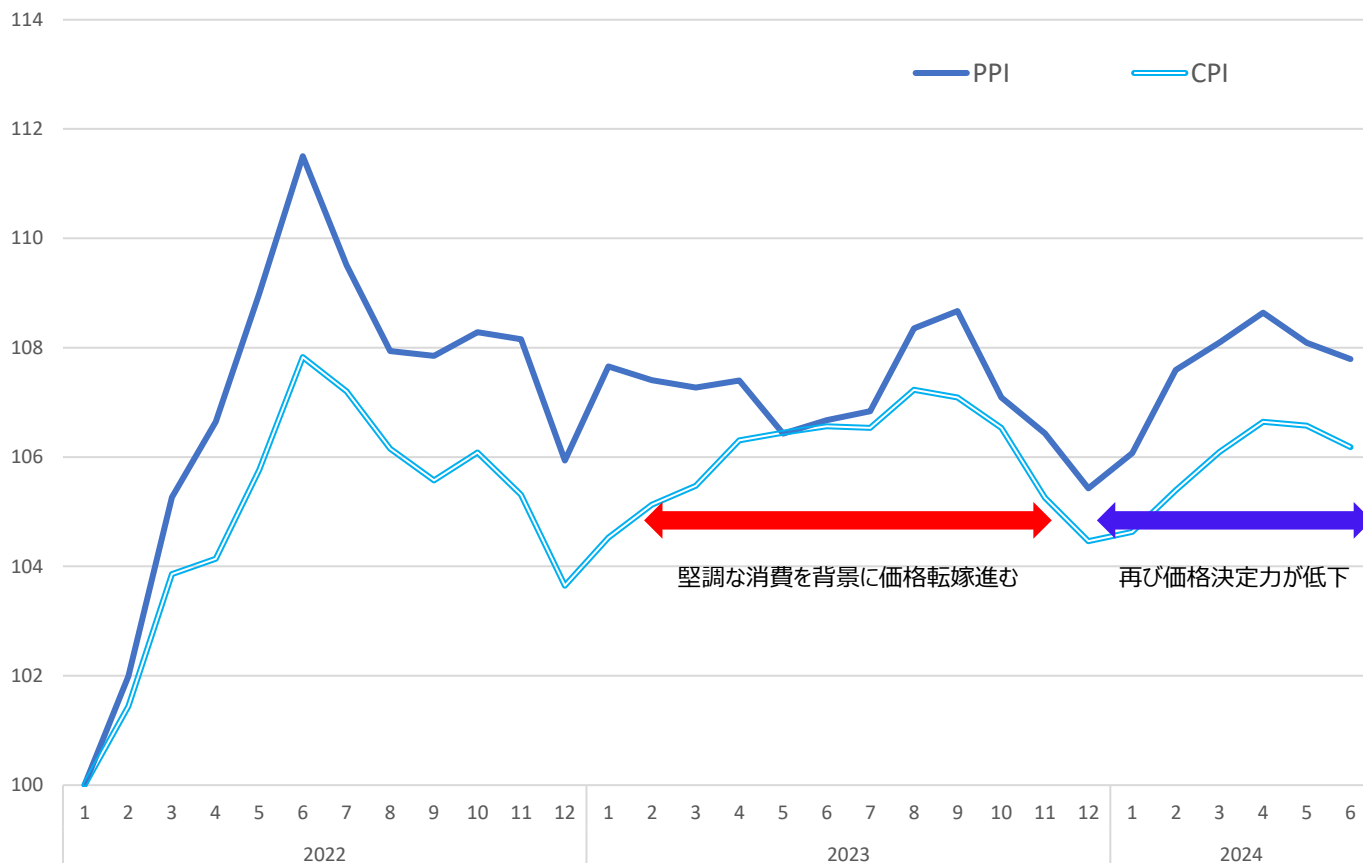


7 | インフレが企業業績に与える影響にも留意

- 個人消費の減速に伴い、財部門における**企業の価格決定力は再び悪化**に転じている。
- 小売業界等からは、「裁量的支出が抑制傾向にある」、「値上げに消費者が敏感になっているため、価格転嫁が困難であり収益を圧迫している」との報告。
- 人件費などの投入価格が高いまま価格の引き下げ競争が生じた場合には、企業収益を圧迫する恐れも。

(2022年1月=100)

投入コストと消費者物価の比較（財部門）



8 | 金融政策の行方は？

- 6月のFOMCでは2024年の利下げは平均して1回と予想されたが、7月のFOMCでは軌道修正が図られている。現在は、「デュアルマンデート上の両面のリスクに留意」する方針で、インフレのみならず、雇用の減速スピードにもより注目していくもよう。
- 7月のFOMCでも利下げ開始の議論がなされており、9月利下げについては多くの参加者が賛同していることが明らかとなっている。また、8月23日のジャクソン・ホール講演では、パウエル議長から「金融政策を調整する時が来た」との発言もなされている。

FOMC参加者による経済見通し（6月時点）

単位：%	2024年	2025年	2026年	長期
FF金利	5.1 (4.6)	4.1 (3.9)	3.1 (3.1)	2.8 (2.6)
成長率	2.1 (2.1)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	1.8 (1.8)
失業率	4.0 (4.0)	4.2 (4.1)	4.1 (4.0)	4.2 (4.1)
インフレ率(PCE)	2.6 (2.4)	2.3 (2.2)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
インフレ率(コアPCE)	2.8 (2.6)	2.3 (2.2)	2.0 (2.0)	—

ジャクソンホールにおけるパウエル議長の発言

○インフレに対する認識

目標にかなり近づき、2%に向けて持続的な軌道に乗っているとの自信は高まっている

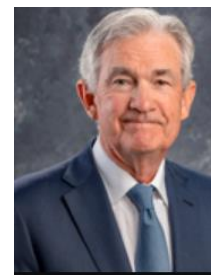
○雇用に対する認識

以前の過熱状態からかなり冷え込んでいる。労働市場がインフレ上昇圧力となる可能性は低く、労働市場が更に冷え込むことを求めたり、歓迎したりはしない。

○今後の金融政策に関する認識

政策を調整する時が来た！

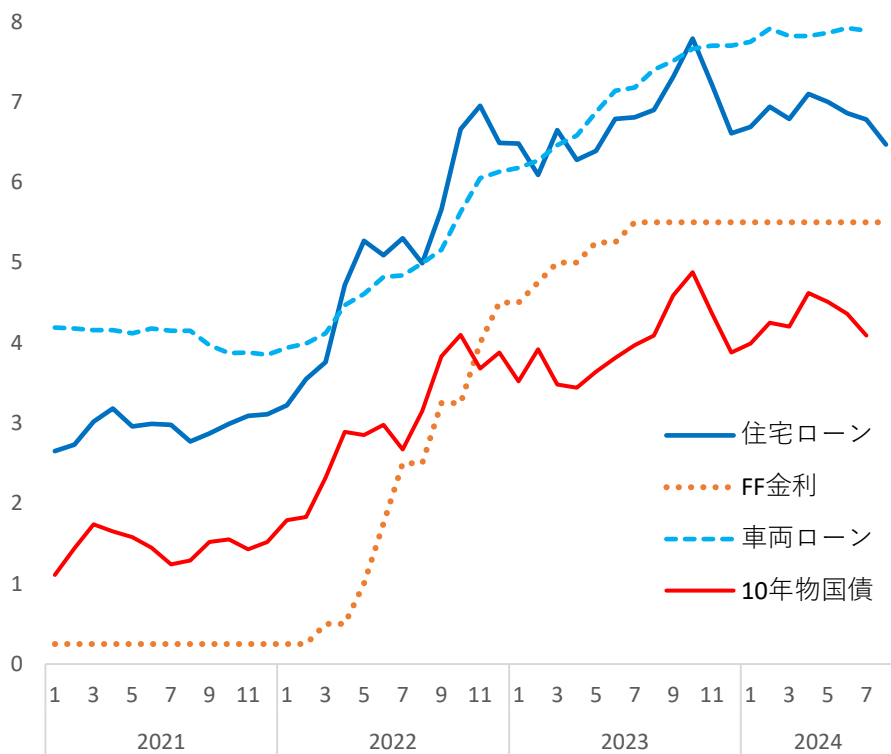
進むべき方向は明確であり、利下げのタイミングとペースは、今後発表されるデータ、変化する見通し、リスクのバランスによって左右される。



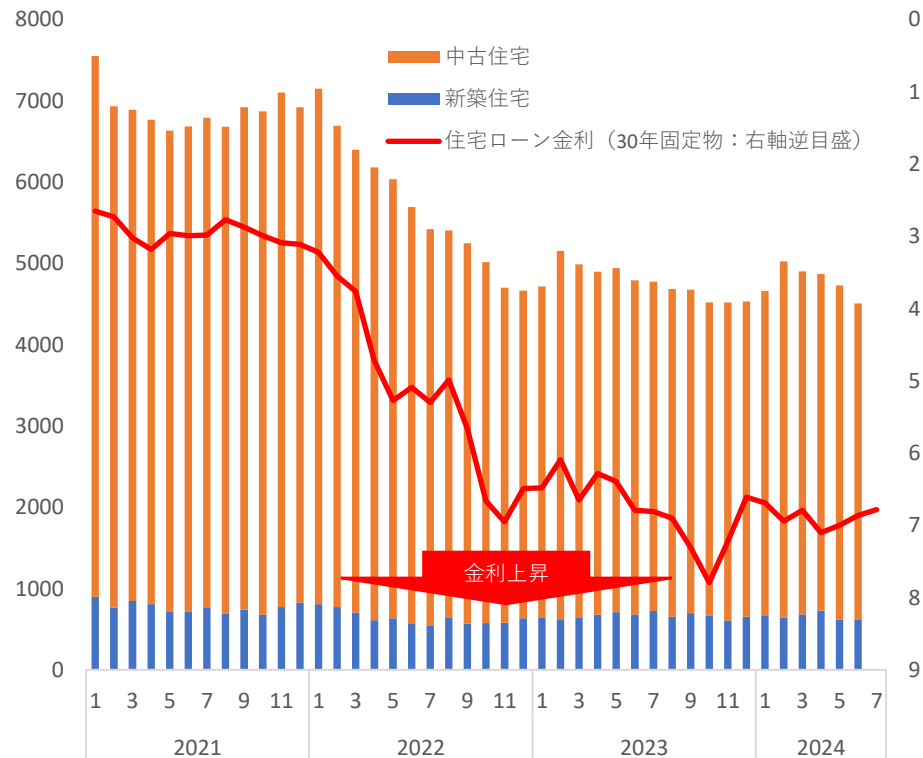
8 | 金融政策の行方は？

- 利下げには至っていないが、今般の金融市場の混乱に伴い、リスク回避の動きから国債の利率は低下。これに伴って住宅ローン金利なども低下している。
- これに伴い、住宅市場は足元で活性化する動きもみられはじめている。予定どおり利下げが進めば、住宅投資などを下支えする可能性もある。

各種金利の動向



(1000件) 住宅販売戸数と住宅ローン金利の推移 (%)



ニューヨーク事務所 調査担当ディレクター 加藤 翔一

かとう しょういち



- 東北大学公共政策大学院卒。2009年、内閣府入府。
- 内閣府では、マクロ経済分野や地方活性化分野を中心に政策立案に携わる。マクロ経済分野では、欧州政府債務危機時に欧州経済及び世界経済の動向分析を担当したほか、一億総活躍社会の実現に向けた中長期の経済・財政の在り方のプランニング等を担当。地方活性化分野では、岸田政権の「デジタル田園都市国家構想」の立ち上げやフレームワーク設計などを担当
- 2023年7月よりJETROニューヨーク事務所に出向。米国のマクロ経済、財政政策を中心に、調査・情報発信を行っている。