

【みずほレポート】

大幅利上げでも米国経済はなぜ堅調か？ ～景気を支える3つの要因～

2023.9.29

みずほリサーチ&テクノロジーズ

本コンテンツに関する
アンケートにご協力を
お願いします

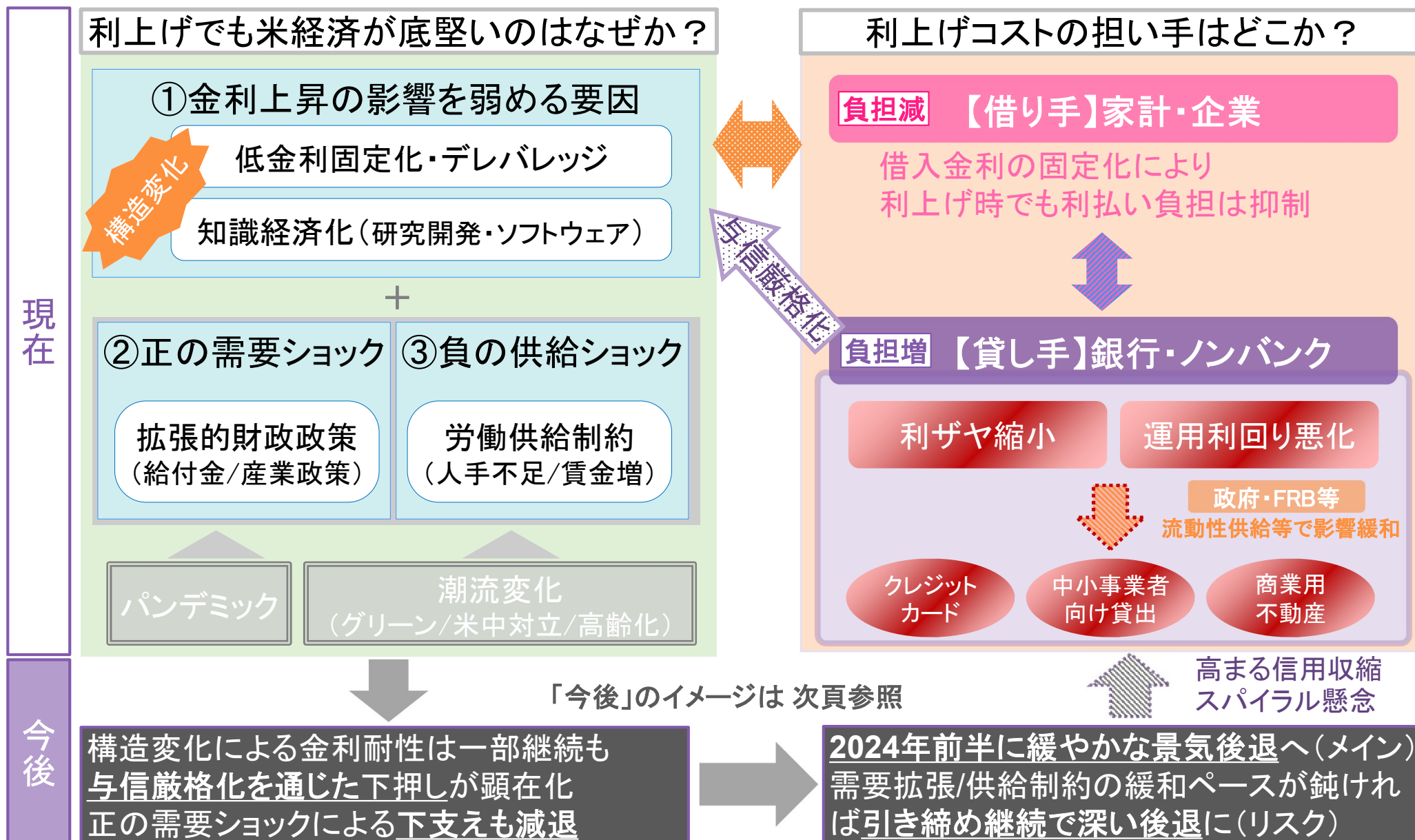


https://mizuhobank.au1.qualtrics.com/jfe/form/SV_eLOPHuEXAeBr3gy

《要約》

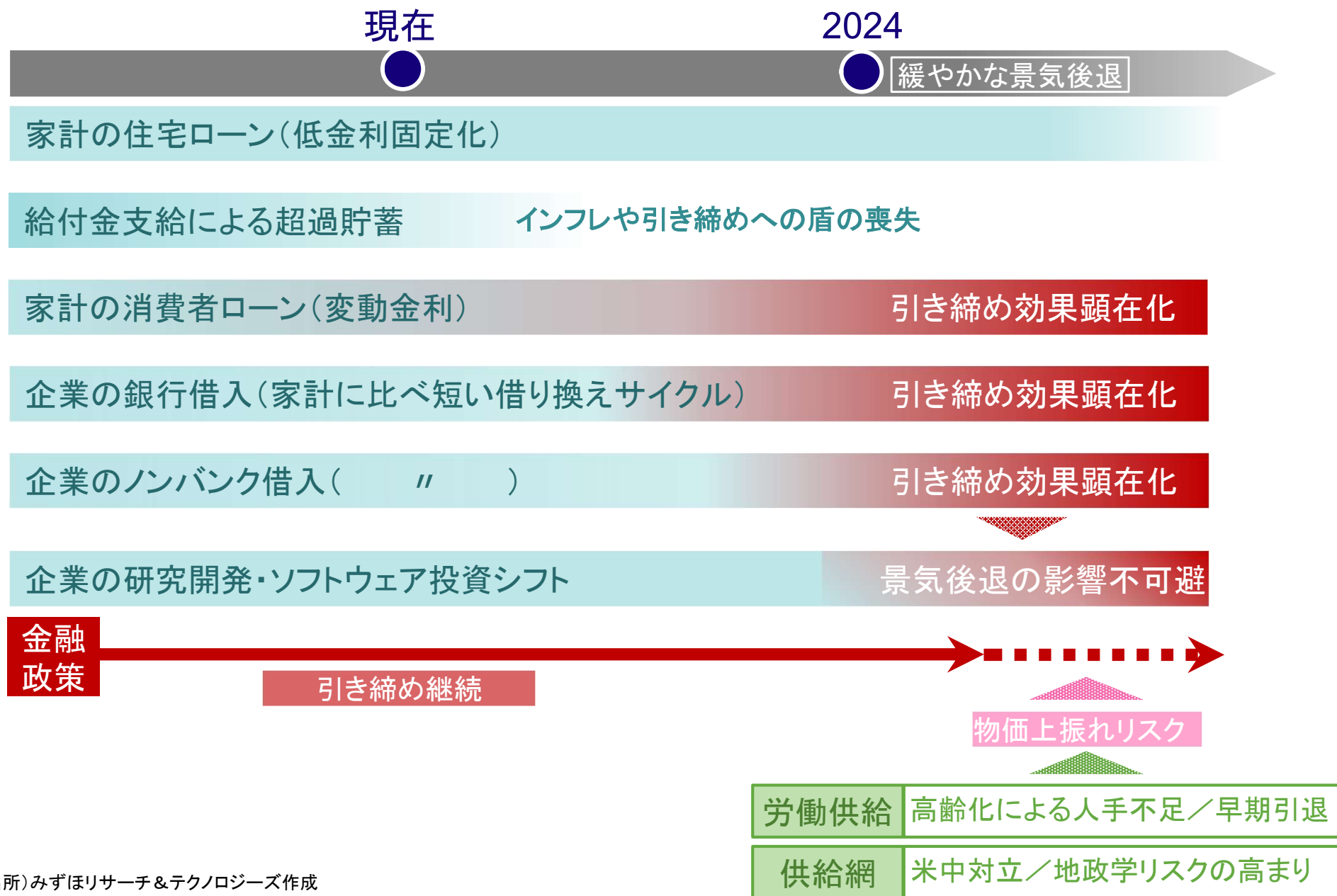
- FRBが大幅利上げを行う中でも米経済が底堅いのはなぜか？
 - ✓ ①家計が借入を低金利固定化していることで、利上げ局面でも金利負担が増えづらい構造になっていること（金利上昇の影響を弱める要因）、②パンデミック以降、政府が拡張的な財政政策を講じてきたこと（正の需要ショック）、③人手不足が賃金・インフレに押し上げ圧力を生んでいること（負の供給ショック）が経済を支える3つの要因として作用
 - ✓ 一方、家計への貸し手となる金融機関は貸出金利が固定化される中、調達コストが増加。収益源の利ザヤは伸び悩み、貸出態度は厳格化、今後の景気を抑制する要因に
- 米経済は景気後退を回避できるか？
 - ✓ 家計の借入金利固定化など金利上昇の影響を弱める要因が残存する一方、企業部門を中心に金融引き締めの影響が鮮明化するほか、拡張的な財政政策の効果がはく落することで、米経済は2024年前半に緩やかな景気後退に陥る見込み
- 金融政策の見通しは？
 - ✓ 2024年前半の景気後退が浅くとどまることでインフレ鈍化は緩慢。FRBは、24年Q2以降利下げに転じるが、そのペースは緩やかと予想
 - ✓ ただし、想定以上に需要縮小・供給制約の緩和ペースが鈍ければ、追加利上げの可能性も。金融機関への負荷が高まることで信用収縮スパイラルに繋がるリスクには留意

米国経済の現状を理解する上での2つの論点と今後のストーリー



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

引き締め効果の顕在化と正の需要ショックはく落で緩やかな景気後退に



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

評価詳細：経済構造変化にともなう利上げへの耐性はしばらく残存

①金利上昇の影響を弱める(遅らせる)要因

○：当面継続、△：一部継続、×：近く消滅

要因	現状	先行きの持続性評価
家計デレバレッジ住宅ローンの低利固定化	・利上げ局面でも、家計の金利負担が増えづらい構造に	○ ・家計は債務増に引き続き慎重 ・ <u>住宅ローンの約9割が金利6%未満で長期固定されており、利上げ影響の軽減効果は当面継続</u>
ビジネスローン(含む商業用不動産)の低利固定化	・利上げ局面でも、企業の金利負担が増えづらい構造に	× ・ <u>低金利固定化も、家計に比べ短いデュレーション</u> ・社債や商業用不動産ローンの償還額は相応の規模。調達コスト上昇もしくは借換自体が困難に
金融規制改革の成果(銀行貸出余力増)	・大手行を中心に資本基盤が強固、流動性は潤沢	× ・ <u>リスク耐性は向上していたが、利ザヤ縮小・貸倒リスク上昇で銀行の貸出態度は既に慎重化。貸出の伸びは減速へ</u>
ノンバンクチャネル拡大	・貸出で高まるPE・PDの存在感	△ ・貸出意欲は旺盛も、ローン組成時のリスクプレミアムは上昇 ・ <u>運用収益悪化・運用資産劣化で運用戦略が急変するリスク</u>
研究開発・ハイテク関連投資増大	・償却期間が短く金利への感応度が低い	△ ・競争力維持のためのハイテク投資の重要性変わらず ・ただし、24年は企業の借入環境のタイト化により、一時的に投資が足踏みする可能性が高いと予想
政府が主要な債務者	・政府の利払い増加は民間所得の増加要因として作用	○ ・高金利を継続する限り、当該効果は残存

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

評価詳細: コロナ禍で生じた正の需要ショックは間もなく消滅へ

② 正の需要ショック

○: 当面継続、△: 一部継続、×: 近く消滅

要因	現状	先行きの持続性評価
給付金支給等による超過貯蓄	<ul style="list-style-type: none"> 個人消費を後押し リベンジ消費による力強いサービス需要の回復 	<p>×</p> <ul style="list-style-type: none"> 超過貯蓄は23年後半には払底 学生ローン返済再開は家計の資金繰りの制約要因に サービス需要もトレンド回復後は増勢一服
産業支援策	<ul style="list-style-type: none"> CHIPS法/IRA法に伴い、半導体・脱炭素関連の投資が拡大 	<p>△</p> <ul style="list-style-type: none"> 政治の党派対立が続く中、拡張的な財政政策は徐々に落ち着く見込み ただし、<u>ハイテク分野やグリーン関連の投資需要は根強く、産業政策の効果が想定よりも強く残るリスクには留意</u>

③ 負の供給ショック

要因	現状	先行きの持続性評価
労働供給制約の強まり	<ul style="list-style-type: none"> 高齢労働者の早期引退により労働参加率は低迷 リモートワーク志向は、対人サービス分野の労働供給の抑制要因に 	<p>△</p> <ul style="list-style-type: none"> 雇用者数は減速、7月の求人倍率は1.5倍に低下 先行きは、景気減速とともに企業は雇用保蔵をやめ人員削減に着手 ただし、<u>移民やプライムエイジ(25~54歳)による労働参加率押し上げの継続性には不確実性</u>
地政学リスク/供給網寸断リスク	<ul style="list-style-type: none"> コロナ禍で生じた供給網の寸断による影響は剥落 	<p>△</p> <ul style="list-style-type: none"> <u>米中対立等により供給網の効率が継続的に低下するリスクは残存</u>

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

家計の財務は健全化、大幅利上げでも利払いの負担感は増加せず

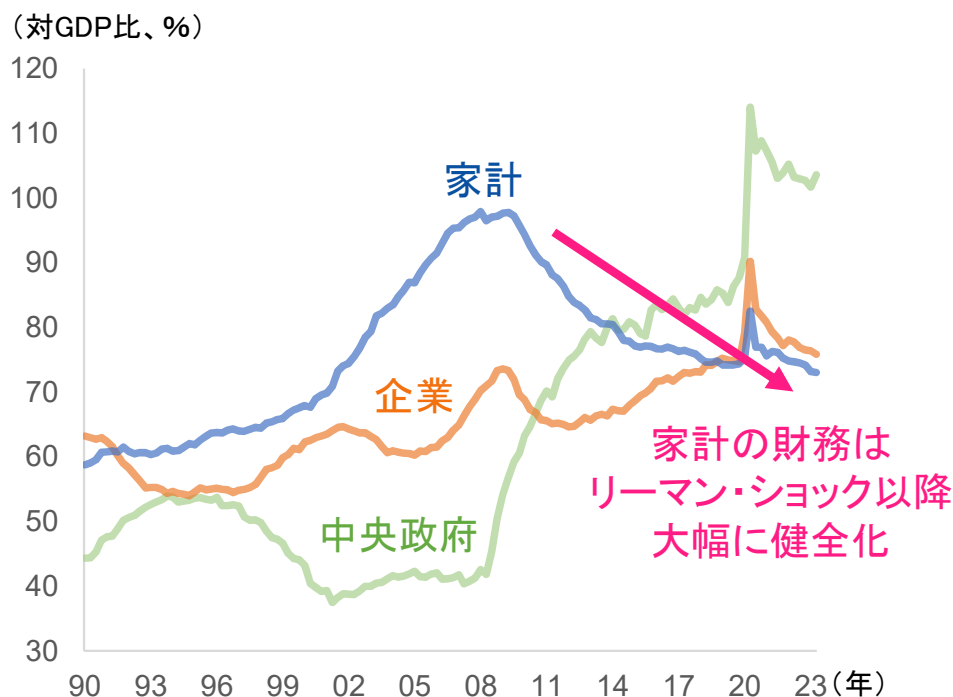
■ 家計のレバレッジ(債務対GDP比率)は歴史的低水準

— リーマン・ショック以降、金融機関が高リスク先への貸し付けに慎重になり家計債務の伸びは抑制的

■ 大幅な利上げが行われる中でも、家計の債務返済負担率には大きな変化がみられず

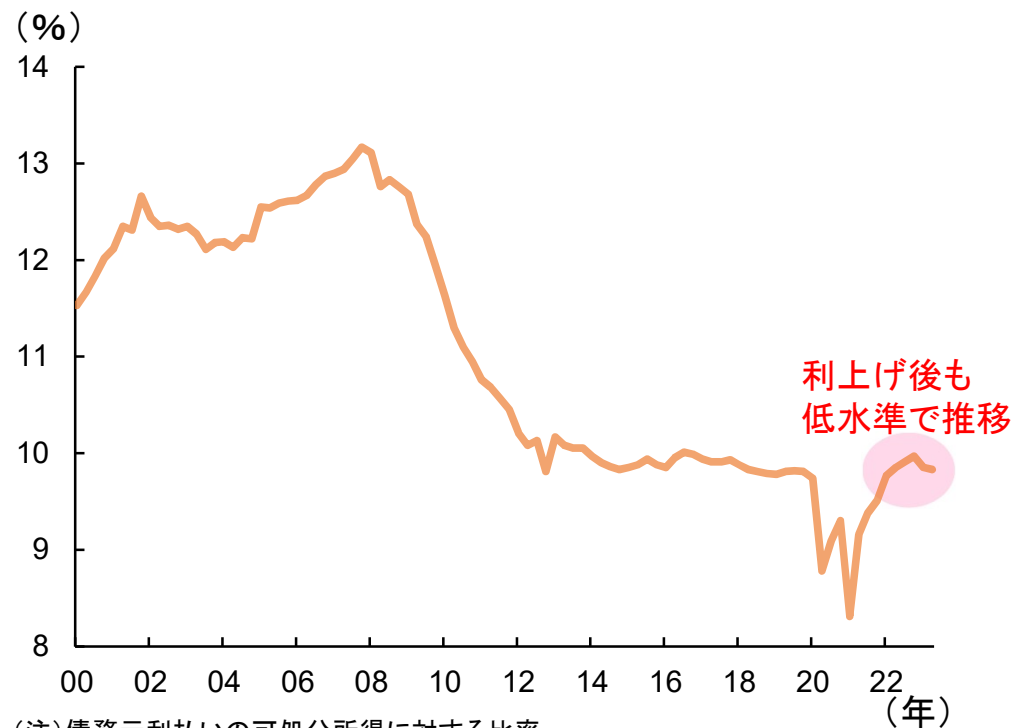
— 家計のレバレッジが低下する中、雇用所得環境が良好であることや、ローンの返済期間を長期固定化してきたことで、利払いの負担感が増えづらい構造に

セクター別の債務／名目GDP比



(出所)FRB、米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

家計の債務返済負担率



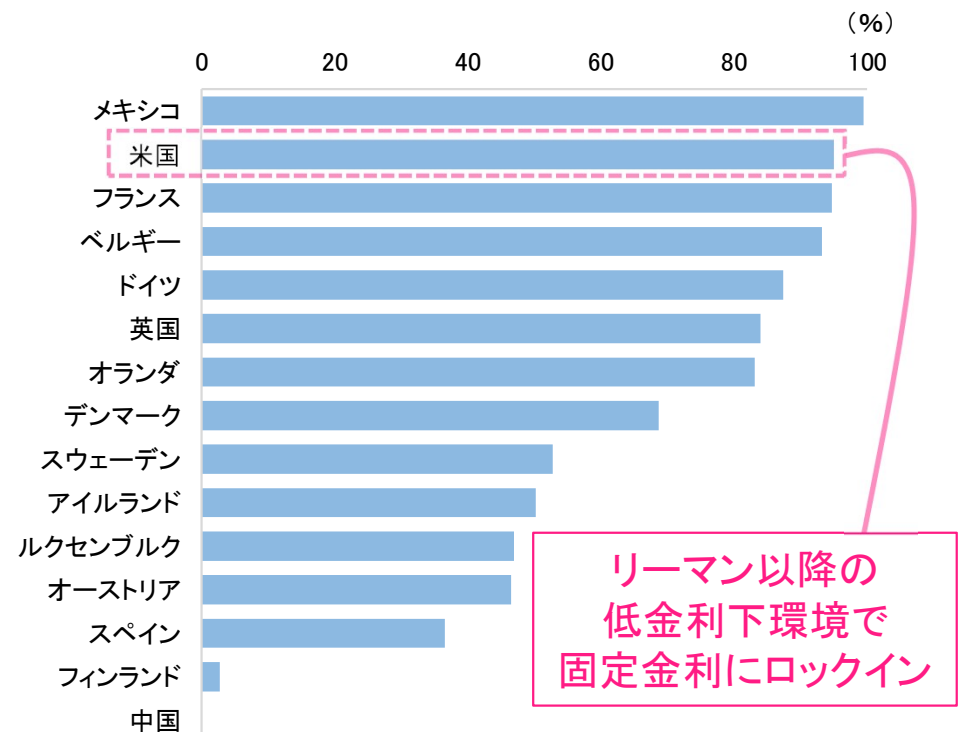
(注)債務元利払いの可処分所得に対する比率

(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

低金利下で家計は固定金利ローンに乗り換え、金利耐性の強さは当面残存

- 家計債務の7割を占める住宅ローンは、低金利環境下で借り換えが進み、利上げ局面でも利払い負担は高まりづらい
 - 米国の住宅ローンの固定金利割合は9割超と世界的に見ても高位
 - 2023年Q1時点の住宅ローン残高のうち、約9割が6%未満、約2割が3%未満の金利で契約
 - 多くの家計が長期固定のローンを組んでいることを踏まえれば、金利耐性の強さは当面残存する見込み

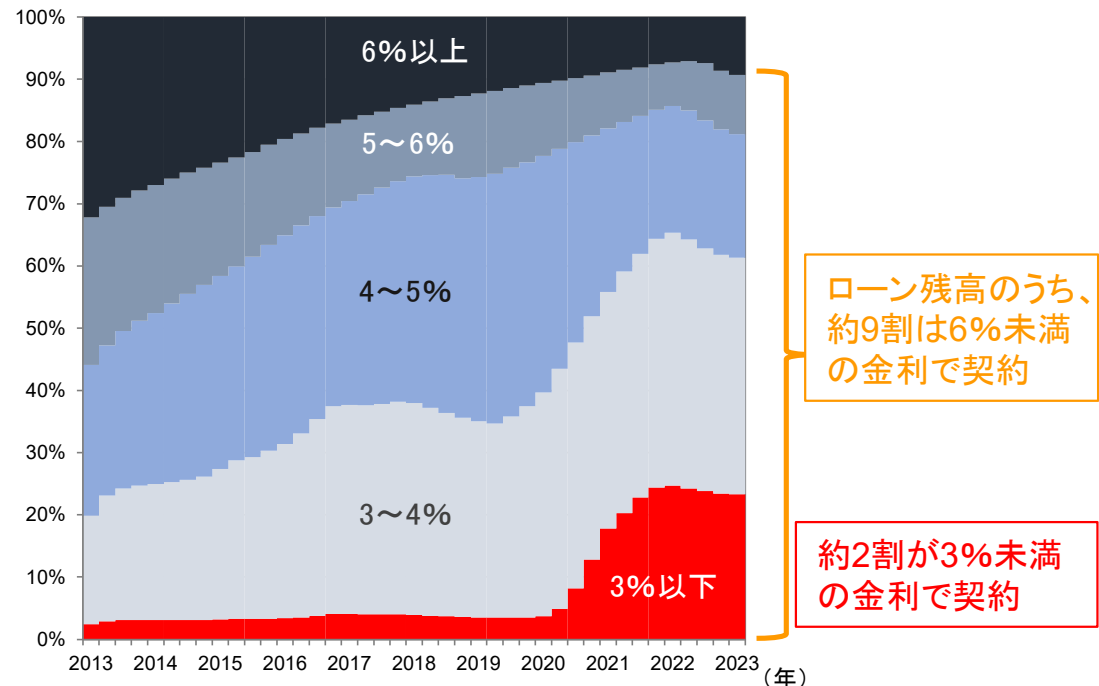
住宅ローン残高に占める固定金利の割合



(注) 2020~22年平均。ただし、データの発表の都合により国に応じて時点は異なる
(出所) BISより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

住宅ローンの契約金利

(住宅ローン残高に占めるシェア)



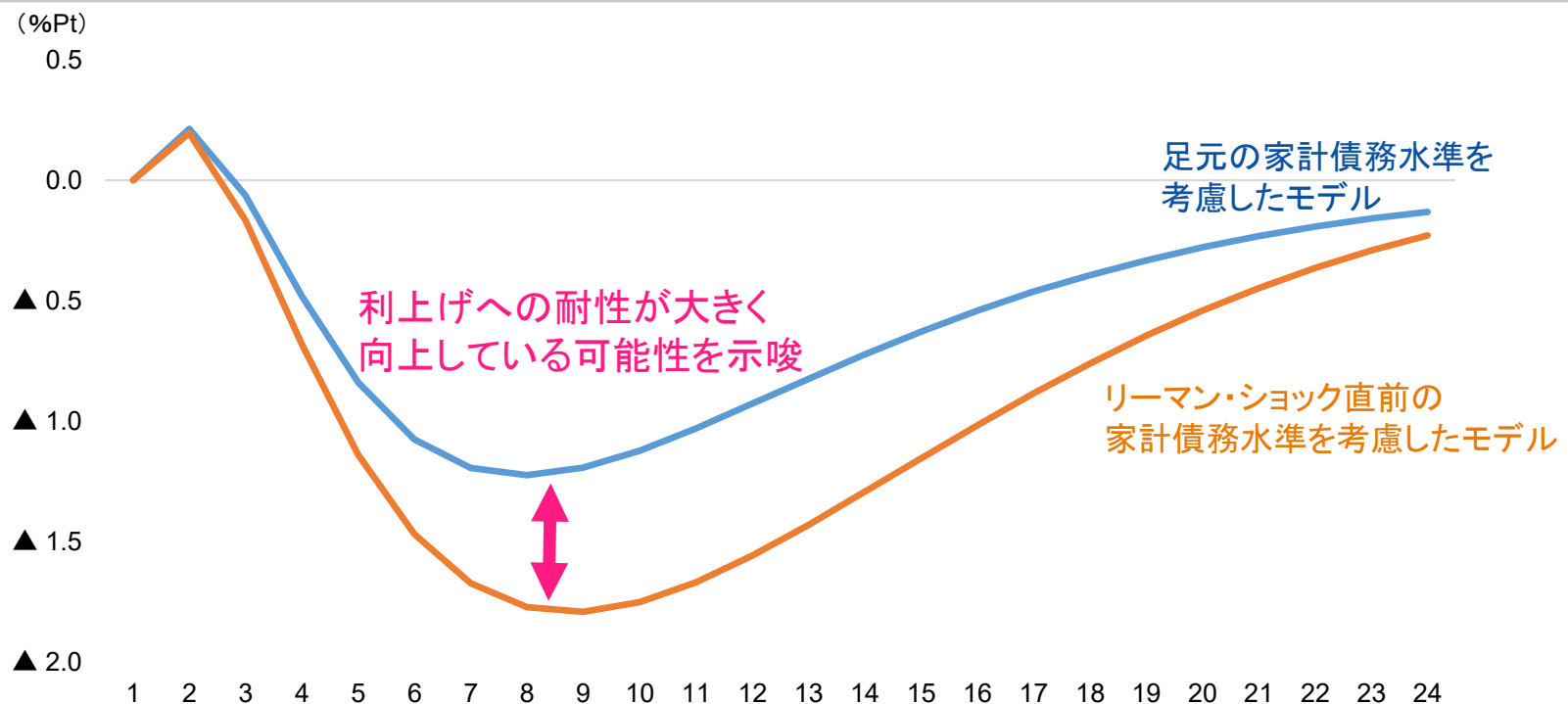
(出所) FHFAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

家計の健全な財務状態により金融引き締めの効果は低減

■ 健全な財務状態が金融引き締めに対する家計の耐性を強化

- 家計債務の水準を考慮した定量モデルでリーマン・ショック直前の時期に比べて足元は利上げへの耐性が大きく向上していることを確認。**今回の引き締め局面での景気後退の深度が浅くなることを示唆**

家計債務水準を考慮した足元とリーマン・ショック直前のGDP金利感応度の比較(5%Ptの利上げによる影響)



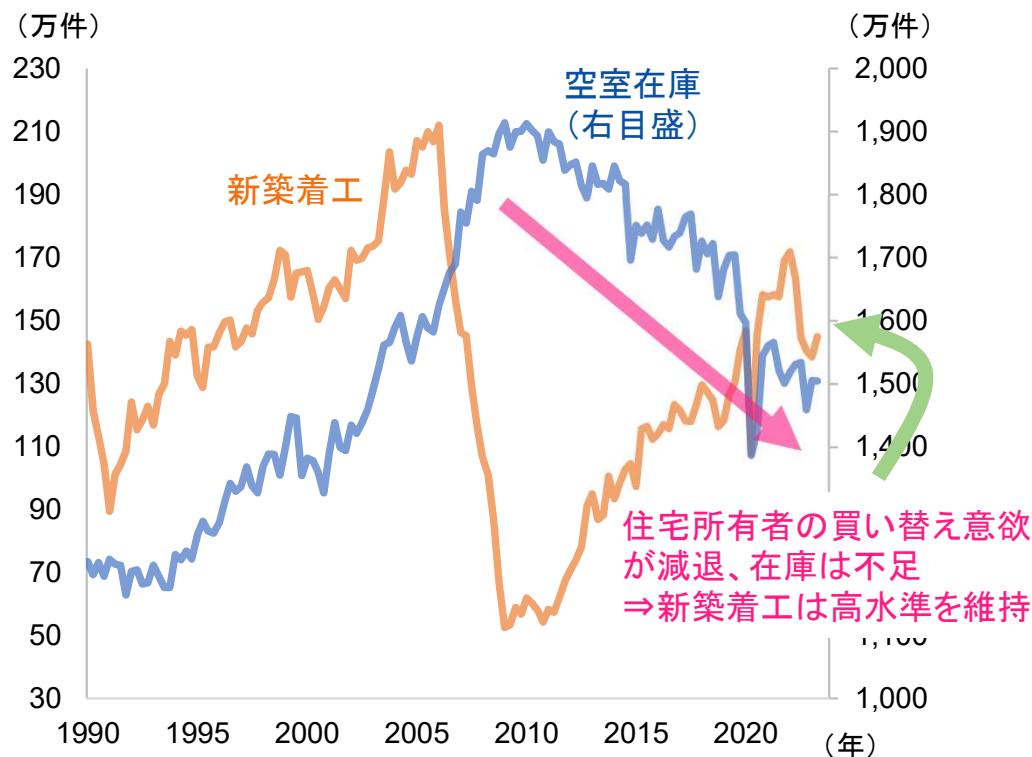
(四半期後)

(注) 州別データを用いて試算。債務・所得比率の上位10州(推計期間平均の債務・所得比率:130%)と下位10州(同:81%)にサンプルを分け、それぞれについて、需給ギャップ(GDPのトレンド乖離率)、シャドー政策金利から成るVARモデルを推計(期間:2005年Q1~2019年Q4、ラグ:1年)。このモデルから得られる結果に、足元とリーマン・ショック直前の債務・所得比率を考慮し、政策金利が5%Pt上昇した際のインパルス応答を試算した(出所)ニューヨーク連銀、サンフランシスコ連銀、米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

高金利でも住宅在庫は不足、住宅の着工や価格を支える原因に

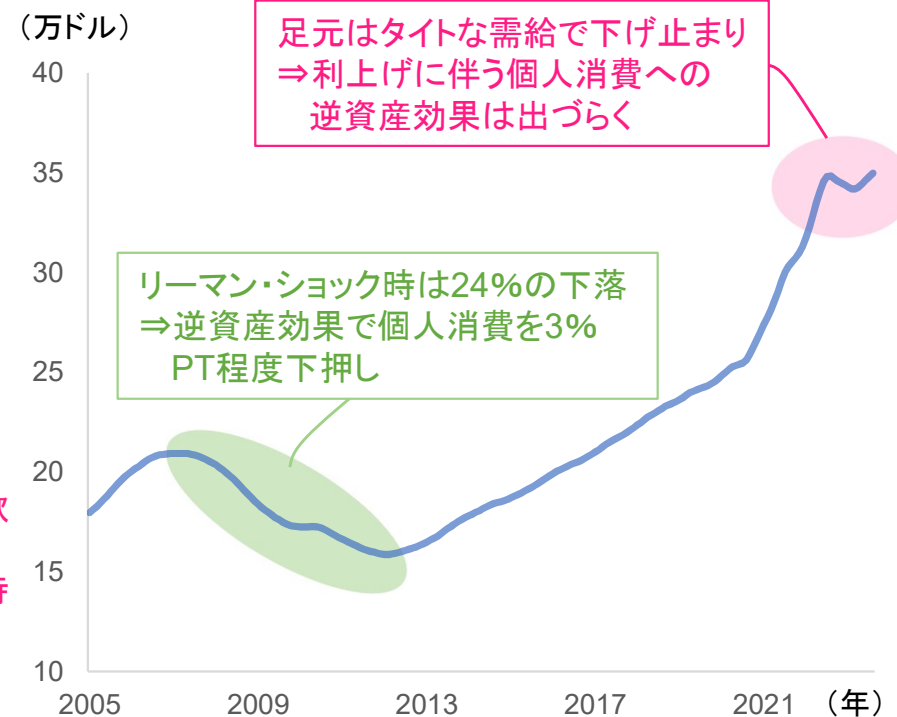
- 住宅市場においては、**在庫不足の中で、新築着工は高水準を維持**
 - 住宅所有者が高い借り換えコストを負担して住宅を買い替えることに消極的に。その結果として、中古住宅市場では深刻な在庫不足が発生。こうした住宅在庫の不足が新築需要を刺激する要因に
- **住宅価格についても、足元のタイトな需給バランスを背景に高止まり**
 - 個人消費に対する逆資産効果が出づらいう要因となっているほか、家賃に波及することでインフレ圧力に
 - リーマン・ショック時の住宅価格は24%下落、逆資産効果により個人消費を3%PT程度下押しした計算

住宅の空室在庫と新築着工の動向



(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

住宅価格



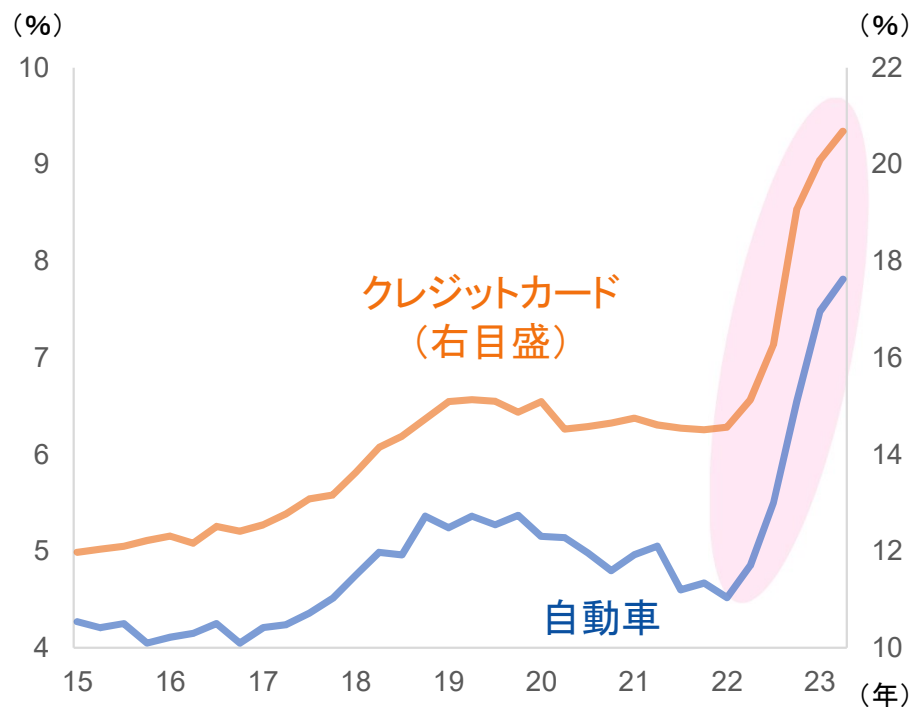
(出所) Zillowより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ただし、金融環境の悪化に伴い、家計の新規借入は既に減速

■ 家計部門でも新規の借り入れは既に減速

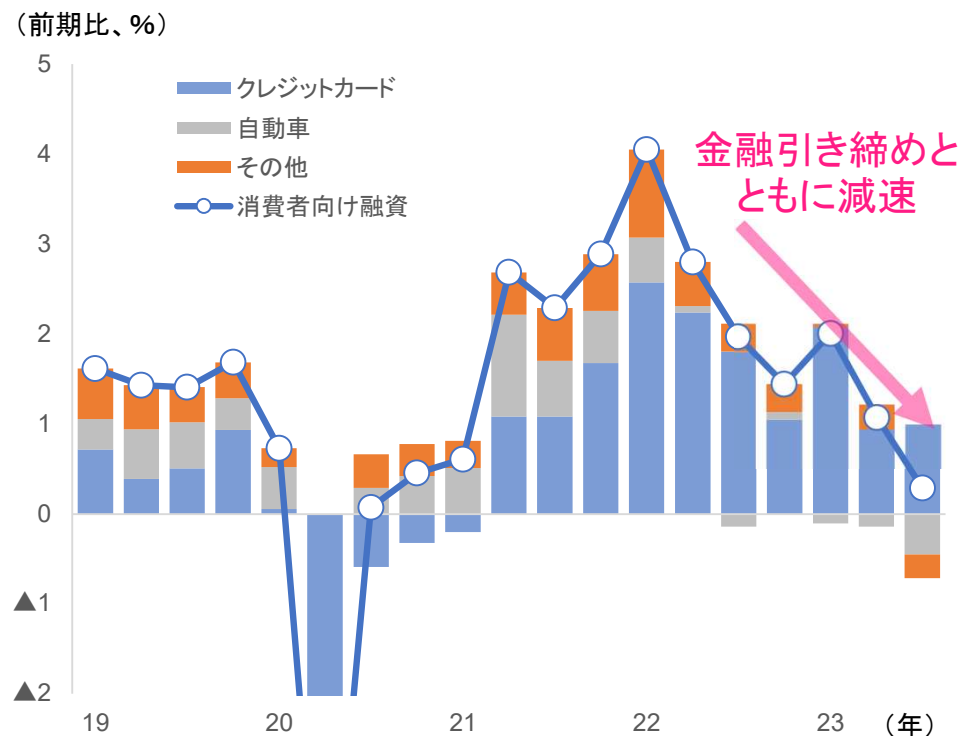
- 自動車ローン金利は約8%、クレジットカード金利は20%超まで上昇。企業向けに比べると限定的ではあるが、消費者向け信用に関する米銀貸出態度は着実に厳格化
- 米銀の消費者向け融資は、金融引き締めとともに減速し、足元の前期比伸び率は0%近傍まで低下

自動車ローン金利とクレジットカードローン金利



(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米銀の消費者向け融資残高の伸び率



(注) 住宅ローンを含まない

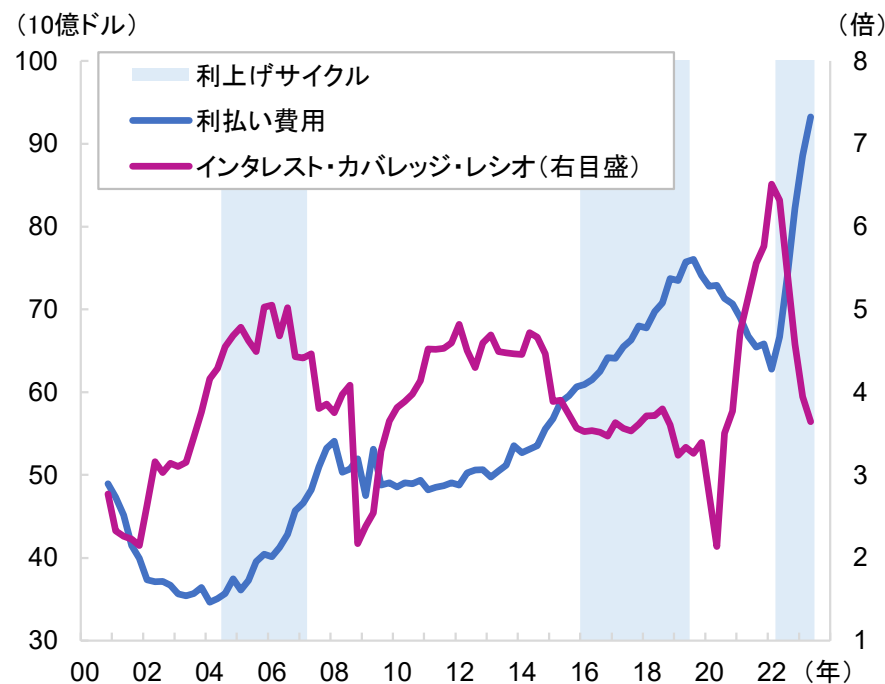
(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

企業の利払い負担は増加、徐々に金融引き締めの影響が発現

■ 金融引き締めの影響で企業業績は徐々に悪化方向

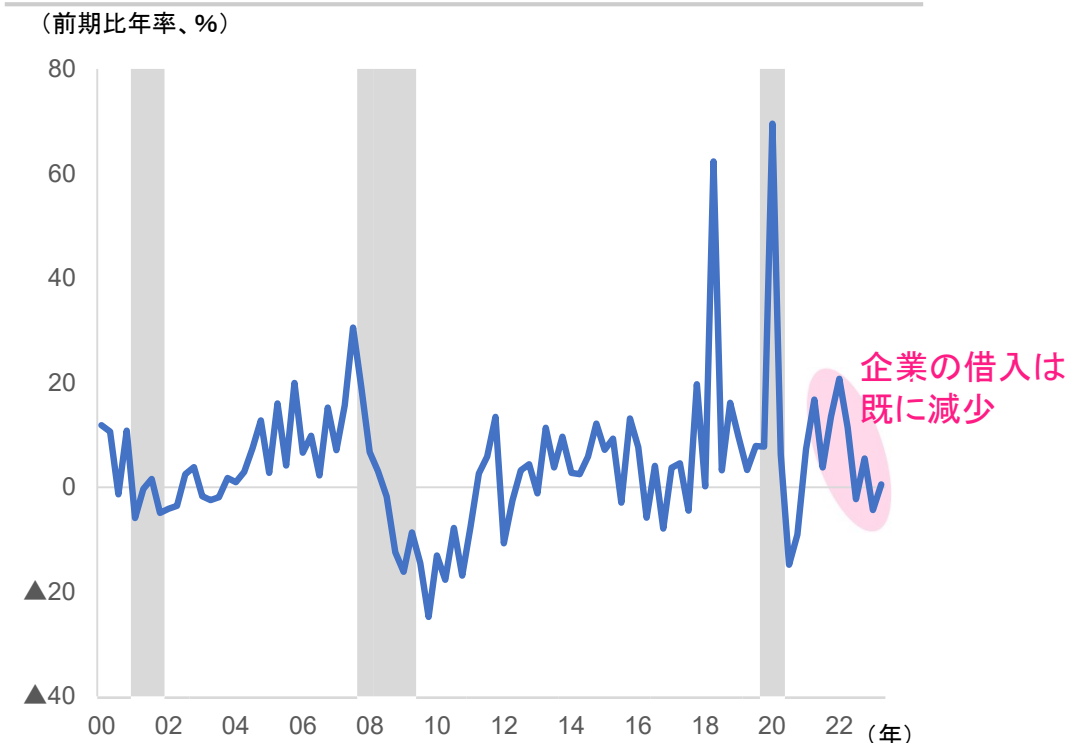
- 2023年4～6月期の企業の利払い費用は過去最高水準に到達。インタレスト・カバレッジ・レシオ(ICR)は、過去の利上げサイクルとほぼ同等の水準まで低下
- 金融環境の悪化もあり、企業の借入額(実質ベース)は既に減少
 - 高金利が継続すれば債務の借り換えを通じて利払い費はさらに増加、ICRは一段の低下へ

企業の利払い負担



(注) 1.インタレスト・カバレッジ・レシオは、営業純利益÷利払い費用により計算
2.製造業、鉱業、卸売業、小売業、情報、専門・技術の合計。なお、情報、専門・技術は2009年Q4より公表
(出所)米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

企業の借入総額(実質ベース)



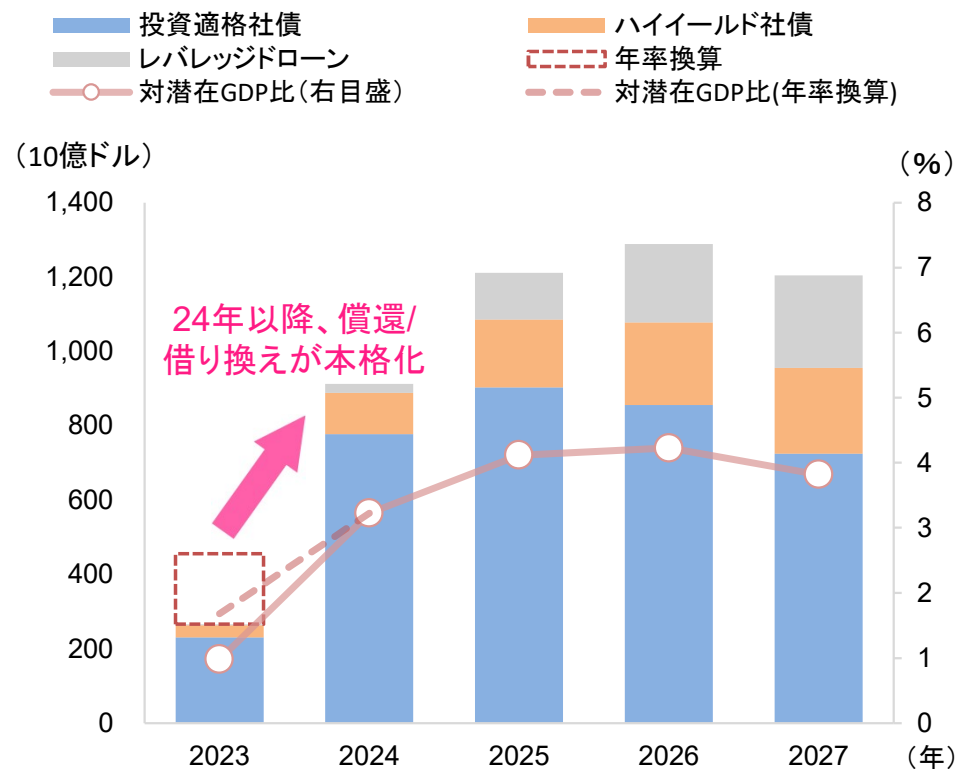
(注) 企業の借入総額を民間総固定資本形成(非住宅)のデフレーターで実質化したもの
(出所)FRB、米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2024年以降、社債の借り換えが本格化、利上げ影響はさらに鮮明に

■ コロナ禍で発行した社債は2024年以降に償還期日が到来

- 社債発行額は、2020年が2.3兆ドル、2021年が2.0兆ドルといずれも2019年の約1.5倍。これらの債券の償還年限は3～4年程度のものが多く、2024年以降に償還/借り換えが本格化
- 企業のキャッシュが潤沢であることを踏まえれば、急激なデフォルトの増加には至らないとみられるが、**借り換えコストの増加により企業活動は減速に向かう見込み**

償還年別社債残高



(出所) Bloomberg、Pitchbookより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

社債利回り

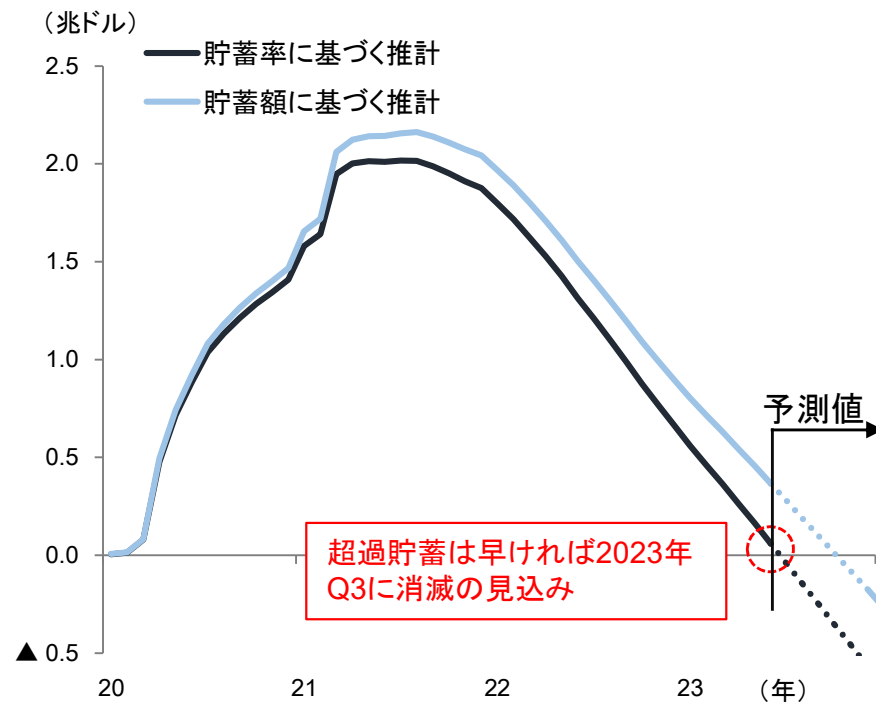


(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

超過貯蓄などのコロナ禍で生じた正の需要ショックの恩恵もはく落へ

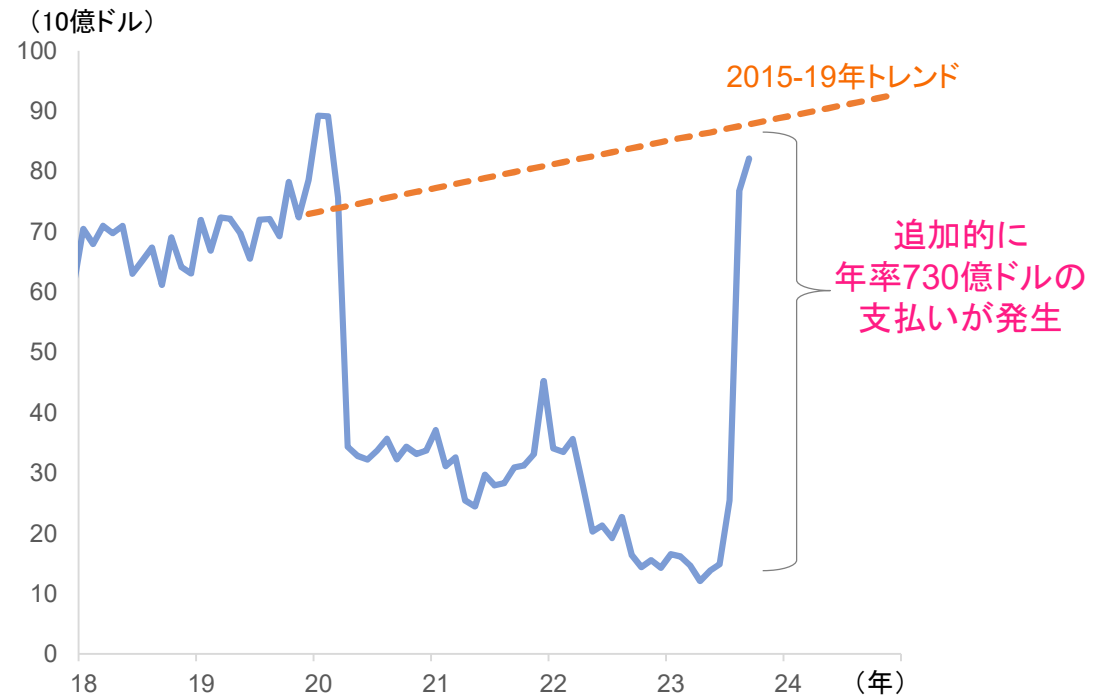
- **超過貯蓄残高はピークの2.2兆ドル程度から、多く見積もっても2,700億ドル程度まで減少**
 - 現在のペースで取り崩しが継続した場合、早ければ2023年Q3、遅くとも年末までの消滅を見込む
- コロナ禍で猶予されていた学生ローンの支払いが再開されることも、家計の資金繰りを圧迫する要因に
 - 学生ローンは9月から利子加算、10月から返済再開を予定。ただし、学生ローンの返済はそれを前に急増しており、一部で前払いの動きが出ている模様。**今後学生ローンの返済額がコロナ前のトレンドに回帰すると仮定した場合、追加的に730億ドル程度の支払いが発生**

超過貯蓄の推移



(注)1. 個人貯蓄＝可処分所得－(個人消費＋住宅ローンを除く利払い費等)
2. 超過貯蓄＝毎月の個人貯蓄と過去のトレンド(2016～19年)との差分を累積したもの
(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

学生ローン返済額



(注)24年9月の値は22日までの数値を用いて月次化したもの
(出所) 米財務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

需給両面の進展で労働市場のひっ迫は次第に緩和方向へ

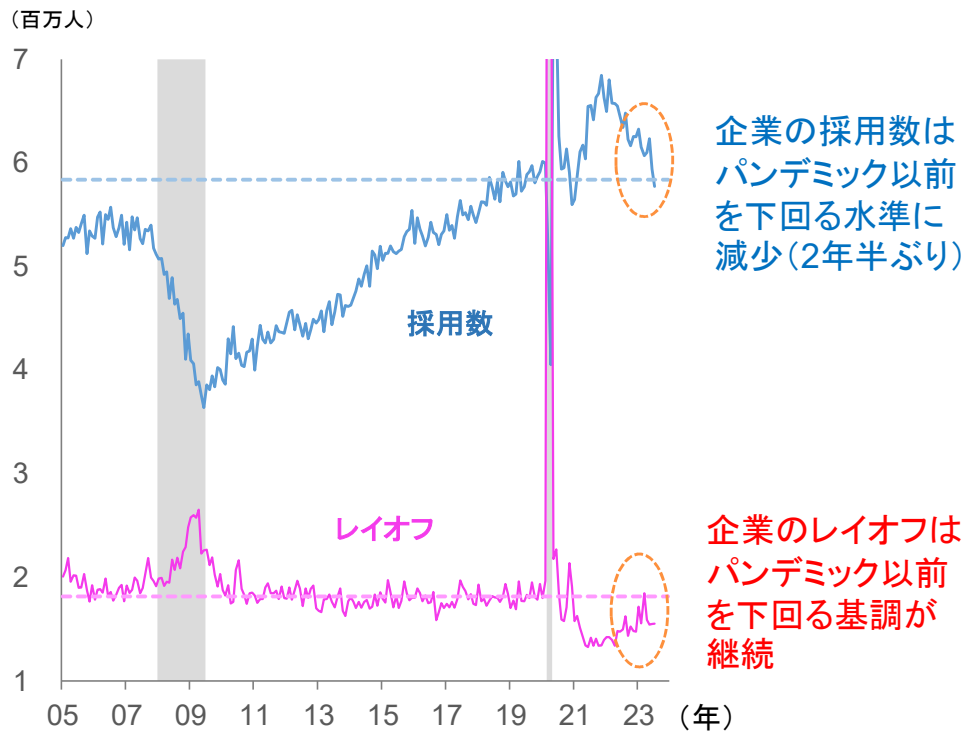
■ 企業の採用数はパンデミック前の水準を下回り、労働需要は徐々に減退

— 求人倍率は1.5倍まで低下。レイオフの動きはいまだ限定的も、景気悪化懸念もあり企業の採用ペースは減少

■ 労働参加率はコロナ禍前とほぼ同水準に回帰、労働供給も着実に改善

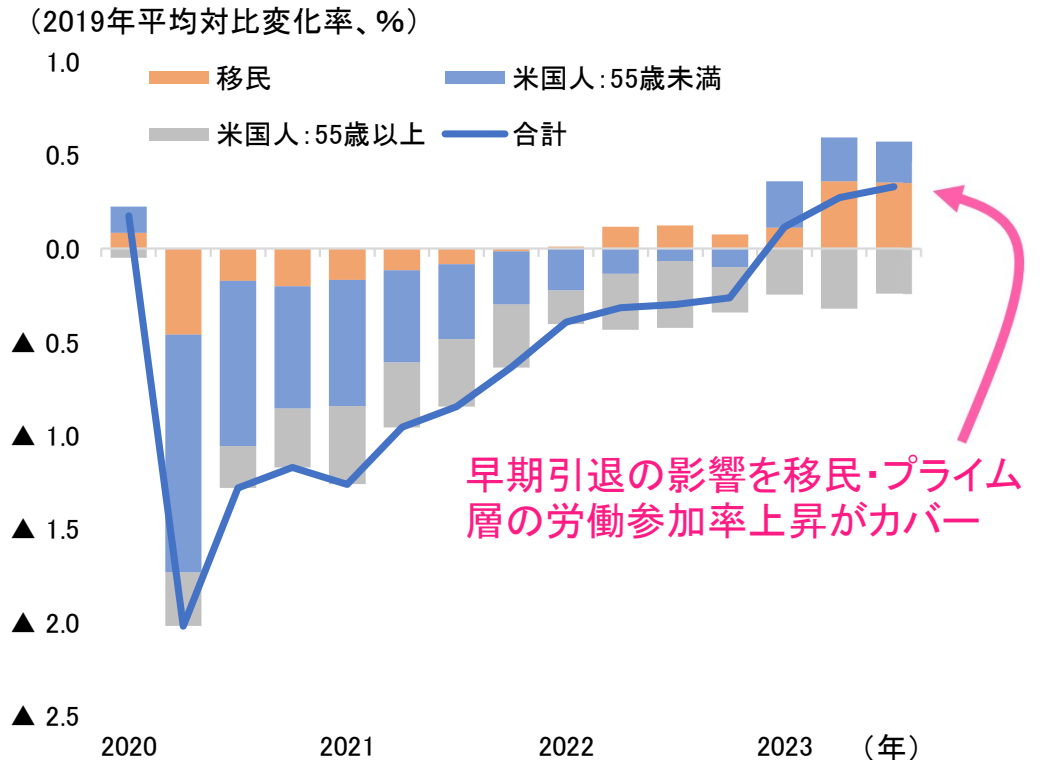
— 移民労働者の回復が継続する中、プライム層(25~54歳)の労働参加も増加。これまで労働供給のボトルネックとなっていたシニア層の早期引退の影響を相殺する格好

企業による採用数・レイオフ



(注)各点線は2019年平均、シャドーは景気後退期
(出所)米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

コロナ以降の労働参加率の変化要因(人口動態に伴う要因除く)

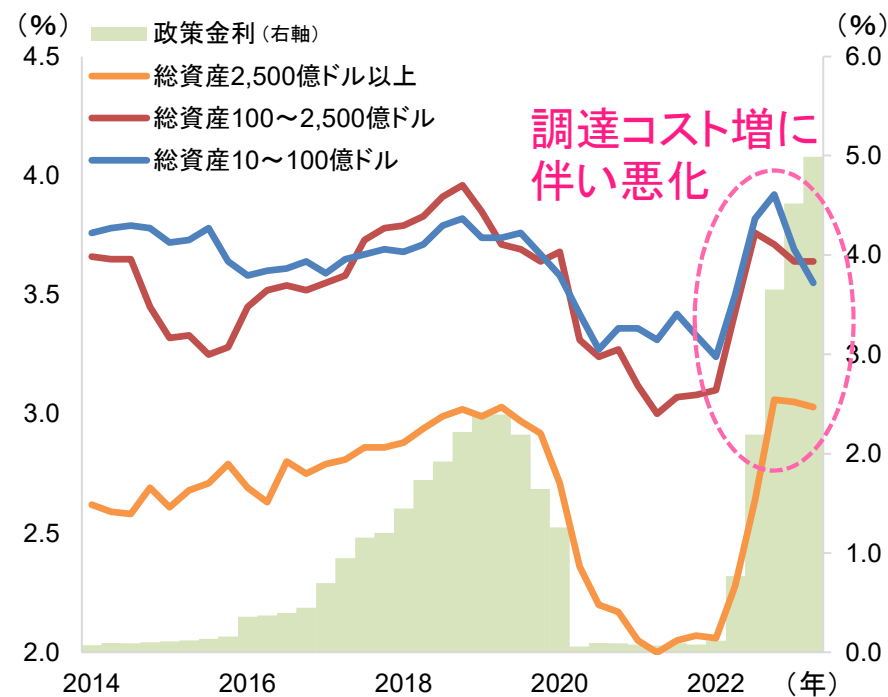


(出所)米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

銀行の利ザヤは伸び悩み、貸出態度悪化は来年にかけて实体经济を下押し

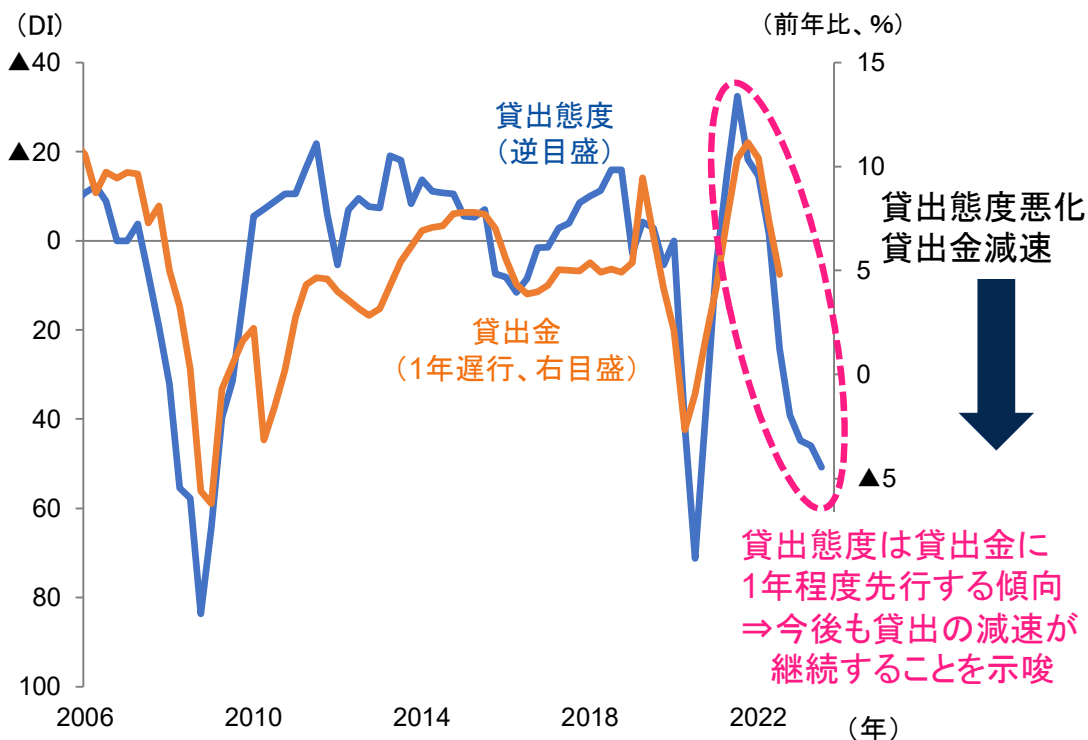
- 貸出金利が固定化される中、3月以降の金融不安を受けた預金確保の動きから調達コストは増加。その結果、**銀行部門の利ザヤ改善は既に一服**
- 2023年4～6月期の国内銀行の貸出態度は、過去の景気後退局面並みの水準まで悪化
 - **経験則では、貸出態度は貸出金に1年程度先行。貸出金の伸びは足元で既に減速、来年にかけて实体经济の下押し要因に**

米銀資産規模別 利ザヤ(Net Interest Margin)



(出所)FDIC、FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

銀行の貸出態度と貸出金の関係

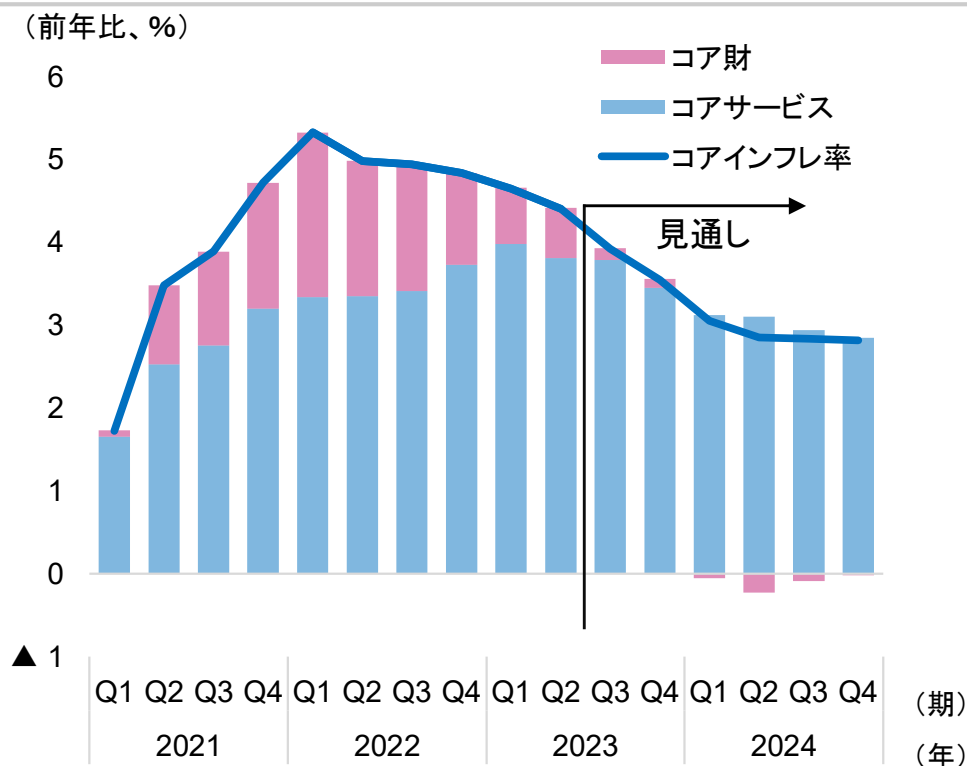


(注)貸出金は4期(一年)ラグとし、軸を反転させている
(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

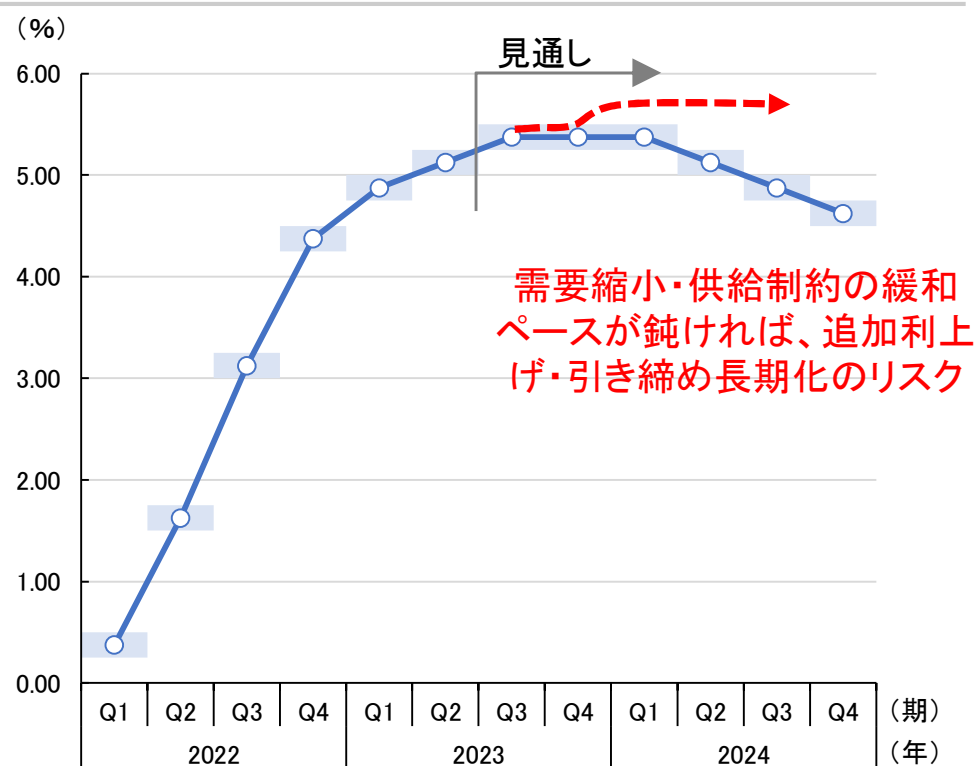
景気後退を受けてFRBは2024年利下げ、但し追加利上げリスクは残存

- 以上を受け、米国経済は2024年前半にも緩やかな景気後退に陥る見込み。一方、その深度は浅いことから、インフレ鈍化は緩慢な見通し
- FRBは年内政策金利を据え置き。2024年以降は利下げに転じるが、そのペースは緩やか
 - 高金利が継続することで、2024年後半以降の景気回復は力強さを欠くと予想
 - 需要縮小・供給制約の緩和ペースが鈍ければ、追加利上げ・引き締め長期化のリスク

コアPCED伸び率の見通し



金融政策見通し



(ご参考)家計の財務健全化が利上げ影響を緩和、景気後退は浅く済む見込み

- 2023年は2.0%の高成長。2024年以降は景気後退に陥るが、暦年ベースでは小幅ながらもプラス成長を維持
 - 家計の借入金利固定化など金利上昇の影響を弱める要因は残存する一方、企業部門を中心に金融引き締めの影響が鮮明化するほか、拡張的な財政政策等の正の需要ショックがはく落とし、2024年は緩やかな景気後退へ
 - 景気後退が浅く済む一方、インフレ鈍化は緩慢に
 - FRBは、2024年以降利下げに転じるが、そのペースは緩やかと予想

米国経済見通し総括表

		2022	2023	2024	2022				2023				2024			
		(見通し)			1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
実質GDP	前期比年率、%	2.1	2.0	0.1	▲ 1.6	▲ 0.6	3.2	2.6	2.0	2.1	2.4	0.0	▲ 1.0	▲ 0.8	0.0	1.5
個人消費	前期比年率、%	2.7	2.5	0.8	1.3	2.0	2.3	1.0	4.2	1.7	3.5	1.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	2.0
住宅投資	前期比年率、%	▲ 10.6	▲ 12	0.6	▲ 3.1	▲ 17.8	▲ 27.1	▲ 25.1	▲ 4.0	▲ 3.6	0.4	▲ 0.0	▲ 3.1	▲ 1.5	9.2	12.7
設備投資	前期比年率、%	3.9	3.1	▲ 0.3	7.9	0.1	6.2	4.0	0.6	6.1	3.4	▲ 1.3	▲ 2.1	▲ 2.3	0.4	2.0
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	0.0	▲ 0.5	▲ 0.1	0.2	▲ 1.9	▲ 1.2	1.5	▲ 2.1	▲ 0.1	0.2	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0
政府支出	前期比年率、%	▲ 0.6	3.0	0.0	▲ 2.3	▲ 1.6	3.7	3.8	5.0	3.3	0.8	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.1
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	0.0	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 3.1	1.2	2.9	0.4	0.6	▲ 0.2	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.7
輸出	前期比年率、%	7.1	1.7	▲ 1.2	▲ 4.6	13.8	14.6	▲ 3.7	7.8	▲ 10.6	0.8	0.4	▲ 1.0	▲ 2.3	▲ 0.2	0.9
輸入	前期比年率、%	8.1	▲ 1.8	1.4	18.4	2.2	▲ 7.3	▲ 5.5	2.0	▲ 7.0	5.9	3.1	0.2	▲ 0.2	1.9	5.0
失業率	%	3.6	3.7	4.2	3.8	3.6	3.6	3.6	3.5	3.6	3.7	3.9	4.1	4.3	4.2	4.1
個人消費支出デフレーター	前年比、%	6.3	3.8	2.9	6.4	6.6	6.3	5.7	4.9	3.7	3.4	3.2	2.9	2.9	2.9	2.8
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	5.0	4.1	2.9	5.3	5.0	4.9	4.8	4.6	4.4	3.9	3.6	3.1	2.9	2.8	2.8

(注) 網掛けはみずほリサーチ&テクノロジーズによる予測値

(出所) 米国商務省、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

〔本資料に関する問い合わせ先〕

みずほリサーチ&テクノロジーズ調査本部
調査部

経済調査チーム
上席主任エコノミスト 松浦 大将

TEL : 080-1069-4902

E-mail : hiromasa.matsuura@mizuho-rt.co.jp

その他、世界経済見通しは下記URLをご参照ください

『2023・2024年度 内外経済見通し～米中で二極化する世界経済。次第に強まる停滞感～』

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/report/2023/pdf/outlook230925.pdf>

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。