アメリカ経済見通し

調査部 欧米経済グループ長 井上 肇 調査部 副主任研究員 松田 健太郎

目 次

- 1. 現状:景気は順調に回復
- 2. ファンダメンタルズ
 - (1) 供給制約の緩和で雇用は高めの伸びが持続
 - (2) 貯蓄の取り崩しや雇用・所得環境の改善が消費の追い風に
 - (3) 住宅は価格高止まりから勢いを欠く状況
 - (4) インフレ率は減速後、2022年後半から再び上昇
- 3. 政策動向
 - (1) FRBは金融政策の正常化に着手
 - (2) 追加財政による2022年の景気押し上げ効果は限定的
- 4. 見通し:潜在成長率を上回る高めの成長ペースを維持
- 5. リスク:インフレに伴う早期の金融引き締め

要 約

- 1. アメリカでは、新型コロナのワクチン接種の進展とともに、活動再開が進み、景気が回復している。 経済が正常化に向かうなかで、需要の回復力が強い一方、労働力の確保や部品・原材料の調達などで 供給制約が生じており、一部でインフレ懸念も浮上している。
- 2. 労働市場では、今秋にかけて供給制約が緩和に向かい、労働需要が充足されることで、雇用者数は 高めの伸びが続くと予想される。労働需要とともに労働供給も増加するため、失業率の低下ペースは 緩やかなものとなる公算が大きい。労働市場からのインフレ圧力はそれほど大きくないとみられる。
- 3. 個人消費については、貯蓄取り崩しによるリベンジ消費が顕在化することに加え、雇用・所得環境 の改善を追い風に、堅調に推移する見通しである。個人消費のけん引役は、これまでの財消費から、 サービス消費にシフトする見込みである。
- 4. 住宅価格は高騰しており、足許の販売鈍化の主因となっている。当面は価格の高止まりにより、住宅販売は勢いを欠くと予想される。住宅価格の変動による金融面のリスクが懸念されるが、住宅ローンの借り手の返済能力はリーマン・ショック前よりも良好であり、金融システム不安が生じる可能性は小さいとみられる。
- 5. インフレ率は、需要回復の一服や供給制約の緩和などにより2022年央に2%程度へ低下する見込みである。その後、労働需給の引き締まりなどを反映して再び緩やかに上昇していくと予想される。
- 6. 金融政策については、12月のFOMCで雇用の本格回復が確認され、2022年1月からのテーパリング 開始が決定される見込みである。利上げ開始は、失業率が構造失業率を下回り、かつインフレ率が安 定的に2%に到達する2023年入り後になる公算が大きい。
- 7. 財政政策については、超党派で合意した1兆ドル規模のインフラ投資のうち、新規支出である 5,790億ドルがGDP押し上げに寄与する見込みである。ただし、過去の財政執行パターンを踏まえる と、2022年中の景気押し上げ効果は限られる。
- 8. 以上を踏まえると、ワクチンの普及や経済対策の効果などを追い風に、2021年の実質GDP成長率は6.3%と、1984年以来の高成長になる見通しである。2022年は、経済正常化や家計貯蓄の取り崩しの動きが一巡するものの、雇用環境の改善やインフラ投資の拡大などに支えられて潜在成長率を上回る高めの成長ペースが持続する見込みである。
- 9. リスクシナリオは、想定以上にインフレ率が上昇するケースで、FRBが早期の金融引き締めに動かざるを得なくなり、コロナ後の高成長が頓挫する可能性である。さらに、引き締めペースが市場参加者の予想を超え、資産価格の調整や企業の債務問題の顕在化などを招くと、実体経済への悪影響を増幅させる恐れがある。

1. 現状:景気は順調に回復

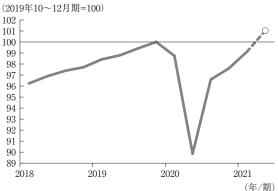
新型コロナのワクチン接種の進展に伴い、活動 再開が進むアメリカでは、景気が順調に回復して いる。実質GDPは2021年1~3月期にコロナ禍 前の2019年10~12月期を0.9%下回る水準まで回 復した (図表 1)。アトランタ連銀が公表する GDP Nowなどを踏まえると、4~6月期の実質 GDPはコロナ禍前の水準を超えた模様である。 足許では、とりわけ、コロナ禍によって大きく落 ち込んでいた娯楽や宿泊・飲食などのサービスセ クターの回復が本格化している。

もっとも、経済が正常化に向かうなかで、需要 の急回復が続く一方、労働力の確保や部品・原材 料の調達など供給面が追い付かず、一部でインフ レを懸念する向きがみられる。コンポジットPMI (購買担当者景気指数)の価格関連指標をみると、 購買価格指数だけでなく、製品価格指数も大きく 上昇しており、需給ひっ迫を受けたコストの増大 と川下への価格転嫁が進んでいることが示唆され る(図表2)。

今後のアメリカ経済を展望するうえでは、こう した供給制約が解消に向かうか否かが大きなカギ を握っている。

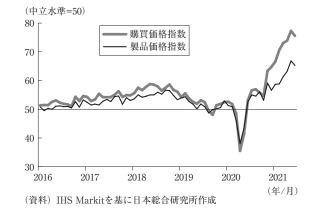
供給制約に加えて、家計貯蓄や経済政策の動向

(図表1) 実質GDPの水準



(資料) BEA、アトランタ連銀を基に日本総合研究所作成 (注) 2021年 4 ~ 6 月期はアトランタ連銀の 7 月 9 日時点のGDP Nowを基に計算した水準。

(図表2) コンポジットPMI (購買担当者景気指数)



も経済に大きな影響を及ぼしうる。まず、活動制限の緩和に伴い、コロナ禍での消費抑制や現金給付を はじめとする政策支援によって積み上がった家計の貯蓄がどの程度取り崩されるかが当面の個人消費の 拡大ペースを大きく左右するとみられる。次に政策面では、FRB(連邦準備制度理事会)が金融政策 の正常化に着手しようとしている一方、連邦議会・バイデン政権は今年3月に成立した大規模な経済対 策「米国救済計画(ARP)」に続き、インフラ投資計画の実現などに向けて動いている。以下では、こ うした点を分析したうえで、今年後半から2022年にかけてのアメリカ経済を展望する。

2. ファンダメンタルズ

(1) 供給制約の緩和で雇用は高めの伸びが持続

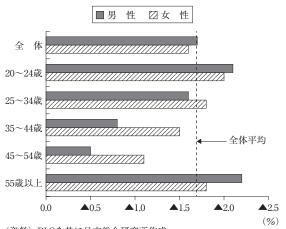
労働市場では、労働力の供給が需要の増加に追い付いていない状況にある。経済活動の再開を映じて 企業の採用意欲を示す求人件数が過去最高水準まで増加している一方、採用数の増勢は鈍い状況にある。 また、6月2日に公表された地区連銀経済報告(ベージュ・ブック)では、低賃金労働者が不足してい

るとの指摘が並んでいる。小売店やレストランでは、活動制限が緩和されたにもかかわらず、人手不足によって十分に稼働できていない旨のコメントがみられる。製造業においても労働力不足が生産回復の 重石となっている模様である。

労働需要に供給が追い付いていない要因の一つとして、コロナ禍で労働市場から退出した人々の復帰が遅れていることが指摘できる。生産年齢人口に占める労働力人口の割合を示す労働参加率を年齢・性別にみると、高齢層の男女や子育て世代の女性などの持ち直しが遅れている(図表 3)。背景には、感染を警戒した外出手控えや家庭での育児負担などが残っていることがある。

もう一つの要因として、雇用のマッチング効率が低下していることが指摘できる。労働市場では、企業の人手不足度合いを示す欠員率が上昇しているにもかかわらず、失業率が高止まりしている(図表 4)。

(図表3) 労働参加率の低下度合い(年齢・性別)

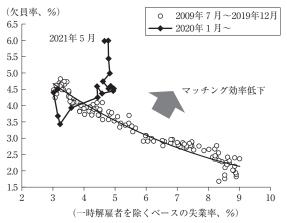


(資料) BLSを基に日本総合研究所作成 (注) 2020年2月対比でみた2021年6月時点の低下幅。

雇用のマッチング効率の低下は、産業別の労働 需給の不均衡が主因ではないとみられる。すなわ ち、企業の求人数が多い産業と失業者数が多い産 業は比較的一致している。各産業の「求人数の全 産業に占める割合」と「失業者数の全産業に占め る割合」の差(絶対値)を集約した指数をみると、 コロナ禍でもそれほど上昇しておらず、産業間の ミスマッチは必ずしも大きいとはいえない状況に ある(図表5)。

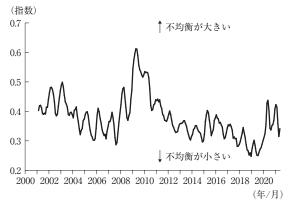
マッチング効率の低下の背景として、失業保険 給付の特例加算措置が就労のインセンティブを低 下させている可能性が指摘できる。コロナ禍の経 済対策として、通常の失業保険給付に加え、失業

(図表4) 失業率と欠員率の関係(UV曲線)



(資料) BLSを基に日本総合研究所作成 (注) 欠員率=求人数/(雇用者数+求人数)

(図表5)産業別の労働需給の不均衡の度合い



(資料) BLSを基に日本総合研究所作成

(注) 各産業の「求人数の全産業に占める割合 - 失業者数の全産業に占める割合」の絶対値を計算したうえで、全産業を合計したもの。3カ月移動平均。

者一人当たり週300ドルの上乗せ分が支給されて いる。ニューヨーク連銀の調査では、手厚い失業 保険給付による恩恵が大きい中低所得層の「留保 賃金」(労働者がそれ以上であれば就職するとい う賃金水準)が大きく上昇している(図表6)。

このような労働供給の制約は、今秋にかけて緩 和に向かい、労働需要が充足されることで、雇用 は高めの伸びが続くと予想される。

まず、新型コロナの感染への警戒や育児の問題 で就労を見送ってきた人々が労働市場へ復帰する と見込まれる。就業を希望しているものの、新型 コロナを理由に労働参加していない人々はすでに

(万ドル) (万ドル) 年収6万ドル以下(左目盛) 5.2 年収6万ドル超(右目盛) 9.0 5.0 8.8 4.8 8.6 4.6 8.4 44 8.2 4.2 8.0 4.0 7.8 2019/3 2020/3 2021/3 (年/月) (資料) ニューヨーク連銀を基に日本総合研究所作成

(図表6) 所得水準別の留保賃金

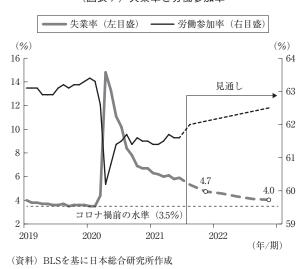
減少している。ワクチン接種や学校再開が進展していることと整合的な動きになっている。

加えて、今秋にかけて失業保険給付が縮小されることで、足許で1,400万人以上にのぼる失業保険の 受給者が、就職活動を積極化させる公算が大きい。 6月から7月にかけて共和党系の知事の州を中心に 26州において失業保険給付の特例加算措置が前倒しで終了しており、9月には残りの州でも終了が見込 まれている。6月中旬に特例加算措置が終了した州とそれ以外の州を比較してみると、前倒しで終了し

た州の方が失業保険給付の継続受給者数が大き く減少している。9月にかけて残りの州でも失 業保険給付が縮小することで、失業者数が減少 していくとみられる。

労働市場に復帰する人々が増加するため、失 業率の低下ペースは緩やかなものとなる公算が 大きい。失業率は2022年末頃にようやく4.0% へ低下し、コロナ禍前の水準である3.5%に接 近するのは2023年入り後になると予想する(図 表7)。労働参加率は、高齢化による下押し圧 力を受けながらも、6月時点の61.6%から2022 年末にかけて62%台半ば程度まで上昇するとみ られる。

(図表7) 失業率と労働参加率

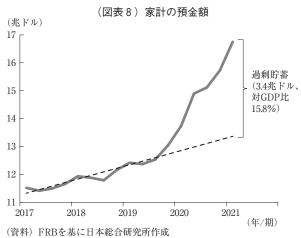


(2) 貯蓄の取り崩しや雇用・所得環境の改善が消費の追い風に

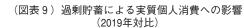
家計部門では、雇用情勢の改善が進むことに加え、コロナ禍での厳格な活動制限による消費抑制や政 策支援によって積み上がった貯蓄が取り崩されることで、個人消費は堅調な推移を続ける見通しである。 給付金の一部は、株式などへの投資や既存の債務返済に充てられたとみられるものの、家計の金融資 産のうち、預金額は2019年10~12月期の約13兆ドルから、今年1~3月期には17兆ドル弱へ増加してい

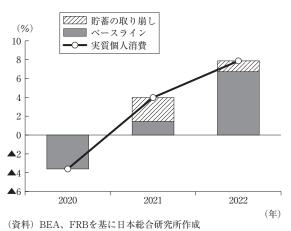
る。2015年から2019年のトレンドからの乖離をコロナ禍で余分に積み上がった「過剰貯蓄」とみなすと、3.4兆ドル(対GDP比15.8%)規模の過剰貯蓄が生じている(図表 8)。

過剰貯蓄は、消費性向が低い高所得層に多いとみられ、大幅な消費支出の増加は見込み難い。それでも、2021年には、貯蓄の取り崩しによりリベンジ消費が相応に顕在化する見込みである。例えば、過剰貯蓄の1割が使われるだけでも、個人消費を2019年対比で2%程度押し上げられる(図表9)。2022年にかけては過剰貯蓄の取り崩しが一巡するものの、雇用・所得環境の改善などが引き続き個人消費の追い風になるとみられる。



(注) 預金は、決済性預金、定期性預金、MMFなどを含む全体の総計で、NPOを除く。

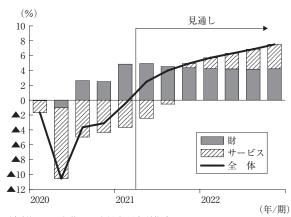




今後、消費回復のけん引役は、コロナ禍の巣ごもり需要に支えられた財から、外出機会の増加によるサービスにシフトしていく見込みである(図表10)。まず、財消費は、コロナ禍前のトレンドを大きく上回って推移しているため、追加の現金給付により上振れした今春をピークに徐々に落ち着くと予想さ

れる。一方、コロナ禍でとくに打撃を受けた娯楽・外食・宿泊などのサービス消費は、経済の正常化が進む7~9月期にかけておおむねコロナ禍前の水準に近づき、その後もコロナ禍前のトレンドに向かって堅調に回復する見込みである。ワクチン接種が急速に進展した今年3月以降、消費者の新型コロナに対する警戒心は大きく和らいでいる。足許のワクチン接種率は50%にのぼり、各州での活動制限もおおむね撤廃されるなかで、これまで自粛を余儀なくされていた対面型サービス消費などの回復が今後一段と進む公算が大きい。

(図表10) 実質個人消費支出(2019年10~12月期対比)



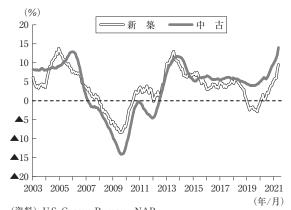
(資料) BEAを基に日本総合研究所作成

(3) 住宅は価格高止まりから勢いを欠く状況

コロナ禍で住宅価格は高騰している。住宅価格 指数をみると、新築・中古ともに前年比で10%を 超えて上昇しており、中古ではすでにリーマン・ ショック前の住宅バブル期を上回る上昇ペースと なっている (図表11)。この背景には、以下の2 点が指摘できる。

第1に、低金利や郊外への住み替えニーズの高 まりに伴う需要増加である。2020年 3 月にFRB が大規模な金融緩和を実施して以降、長期の国債 利回りが大幅に低下し、それに連動する30年物の 住宅ローン固定金利も2019年末の3%台後半から

(図表11) 住宅価格(中央値、前年比)



(資料) U.S. Census Bureau、NAR (注) 住宅価格は12カ月移動平均を表示。

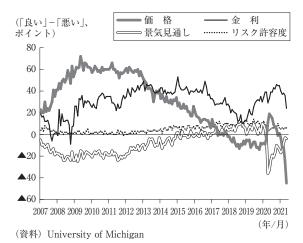
歴史的な低水準である2%半ば近くへ低下した。加えて、ソーシャルディスタンスの確保や在宅ワーク の普及といった生活様式の変化を受けて、郊外への移住ニーズが高まっている。

第2に、建築コストの上昇や労働力の不足による供給制約である。木材価格は、一時コロナ禍前の水 準から4倍を超えて上昇しており、建設業者は資材の不足や着工時期の延期などに直面したとみられる。 これに加えて、建設業の人手不足も住宅供給を抑制する方向に作用している。

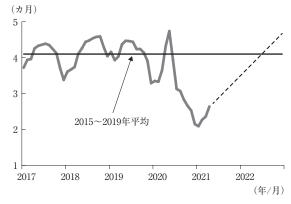
こうした住宅価格の高騰が、足許の住宅販売の弱さにつながっている。ミシガン大学の調査によると、 住宅購入を判断する要因として、住宅ローン金利の低下がコロナ禍の住宅購入を促した一方、足許にか けては、住宅価格の高騰が購入に対してブレーキをかけていることが確認できる(図表12)。

住宅在庫が少ない状況も当面続くと考えられる。在庫率を一定の前提(足許の新築・中古販売、なら びに供給を年初以降の平均で横ばい)で試算すると、在庫が過去平均の水準に戻るのは2022年半ばとな る見込みである(図表13)。そのため、今後も、供給制約の解消には時間を要する可能性が高い。結果 として、今後の住宅価格は高止まる公算が大きく、住宅販売は勢いを欠く展開が予想される。

(図表12) 住宅購入判断に影響する要因

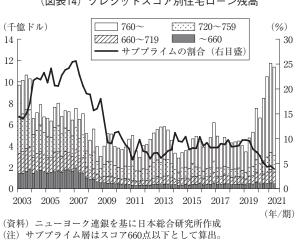


(図表13) 住宅在庫率シミュレーション



(資料) U.S. Census Bureau、NARを基に日本総合研究所作成 (注) 住宅販売 (新築+中古) を年率670万戸、着工を年率150万戸 程度で横ばいとして算出。

もっとも、住宅価格が急上昇するなかでも、金融面のリスクはリーマン・ショック前よりも小さいと 判断される。住宅ローン残高は増加しているものの、可処分所得との対比では高まっていない。さらに、 住宅ローンの借り手は返済能力が高いプライム層が中心であり、スコアが660点を下回るサブプライム 層の占める割合はむしろ低下傾向にある(図表14)。



(図表14) クレジットスコア別住宅ローン残高

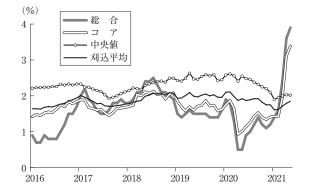
(4) インフレ率は減速後、2022年後半から再び上昇

今年に入ってインフレ圧力が強まっている。5月の個人消費支出(PCE)デフレーターは前年比+3.9%と2008年8月以来の高い伸びとなった(図表15)。コアPCEデフレーターも同+3.4%に達しており、1992年4月以来の伸びとなった。これは、①エネルギー価格の上昇、②経済再開による需要の急回復、3部品・原材料不足などによる供給制約、等の要因が重なったことによるものである。

子細にみると、2020年に原油価格が大幅に下落した反動により、エネルギー価格の前年比が大きく上昇している。また、感染ピークアウトに伴う経済活動の再開を映じて、輸送、娯楽、外食・宿泊などの

サービス価格が持ち直している。さらに、半導体 や木材などの供給制約により、自動車や家具・家 庭用品などの財価格が急騰している。

当面はこうした要因によるインフレ圧力が続くとみられるものの、年末にかけてサービス需要の急回復が一服し、半導体不足などによる供給制約も解消に向かえば、インフレ率はピークアウトしていくと予想される。実際、一時的な変動要因の影響を受けにくい基調的なインフレ率は落ち着いており、中央値や刈込平均(振れの大きな品目を除外して集計した指数)でみた個人消費支出(PCE)デフレーターの上昇ペースは小幅にとど



(図表15) PCEデフレーター (前年比)

(資料) BEA、クリーブランド連銀、ダラス連銀を基に日本総合 研究所作成

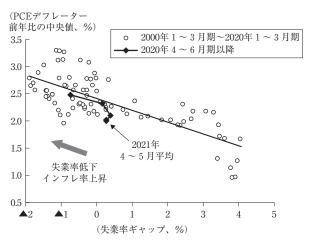
(年/月)

まっている。

その一方で、今後、インフレ率の伸びは鈍化するとはいえ、再び2%を大きく下回るような状況は見込みにくい。アメリカでは、コロナ禍においても、失業率が低下するにつれてインフレ率は上昇する(フィリップス曲線)という関係が認められる。失業率ギャップと基調的なインフレ率には負の関係があり、コロナ禍の前後でもこの関係はおおむね維持されている(図表16)。足許の基調的なインフレ率は2%程度で推移しているが、失業率が低下するにつれて賃金上昇を通じたインフレ圧力が徐々に強まり、基調的なインフレ率を押し上げていく見込みである。

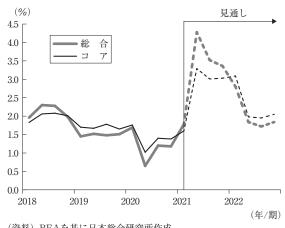
以上を踏まえると、インフレ率は、需要の急回復一服や供給制約の緩和などにより2022年央に2%程度へ低下した後、労働需給の引き締まりなどを反映して再び緩やかに上昇していくと予想される(図表17)。

(図表16) 失業率とインフレ率の関係 (フィリップス曲線)



(資料) BLS、CBO、クリーブランド連銀を基に日本総合研究所作成 (注) 失業率ギャップ=一時解雇者を除くベースの失業率 - 自然失業率

(図表17) PCEデフレーター(前年比)の見通し



(資料) BEAを基に日本総合研究所作成

3. 政策動向

(1) FRBは金融政策の正常化に着手

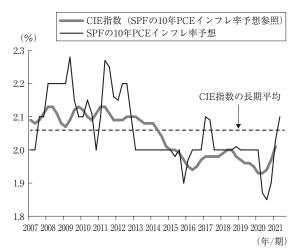
FRBは、雇用最大化や物価安定の目標達成に向けた進展を確認しながら、金融政策の正常化へ向けた歩みを着実に進めていくとみられる。6月15~16日のFOMC(連邦公開市場委員会)では、金融政策が据え置かれたものの、会合後の記者会見でパウエルFRB議長は、テーパリング(資産買い入れの段階的な縮小)に向けた予備的な協議を開始した旨を述べた。また、同時に公表されたFOMC参加者の経済・政策金利見通しでは、実質GDP成長率やインフレ率の見通しが引き上げられたうえで、中央値ベースで利上げ開始の想定時期が2024年から2023年に前倒しされ、2023年中に2回の利上げを見込んでいることが示された。さらに、2022年の利上げ開始を見込む参加者も増加している。

6月のFOMCの結果やその後のFRB高官発言などを踏まえると、今夏以降のFOMCにおいてテーパリング開始に向けた議論を本格化させていくとみられる。FOMCは、テーパリング開始の条件として、

「目標である雇用最大化と物価安定に向けて一段と顕著な進展がある」ことを示している。少なくとも 年内はインフレ率が目標の2%を上回って推移するとみられるため、雇用の本格的な回復を確認できる 12月のFOMCにおいて2022年1月からのテーパリング開始を決定し、1年弱の期間をかけて完了する と予想している。

一方で、中長期のインフレ期待指標は2%目標に適う範囲に収まっているため、当面は雇用回復を優先し、利上げを急ぐ公算は小さい。FRBで最近重要視されている「共通インフレ期待指数(CIE指数:Index of Common Inflation Expectations)」のうち、フィラデルフィア連銀が調査している専門家予測調査(SPF)の10年インフレ率予想を参照する指数が、今年1~3月期に2%を僅かに超えた(図表18)。すでに発表されている4~6月期のSPFの10年インフレ率予想を踏まえると、CIE指数はさらなる上昇が見込まれるものの、長期平均からは大きく乖離しない水準にとどまると予想される。



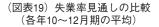


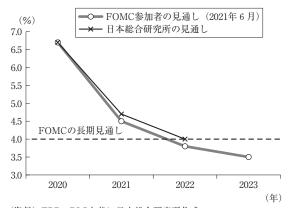
(資料) FRB、フィラデルフィア連銀を基に日本総合研究所作成

FOMCは、ゼロ金利政策を解除する条件として、「最大雇用と評価する基準に労働市場が到達し、インフレ率が2%へ上昇、かつ暫くの間2%をやや上回る軌道に至る」ことを示している。以下に述べる通り、6月に公表されたFOMC参加者の経済見通しが実現すれば、利上げ開始時期が2022年終盤へ前倒しされる可能性はあるものの、現在のところ、失業率が最大雇用水準を下回り、かつインフレ率が安定的に2%に到達するタイミングを踏まえて、FRBによるゼロ金利解除は2023年入り後を見込んでいる。

FOMCは、ゼロ金利政策を解除する条件に関する具体的な解釈を示していないものの、雇用面では、

少なくとも失業率がFOMC参加者の長期見通しである4.0%を下回ることが必要とみられる。2022年末時点の失業率の見通しは、FOMC参加者(中央値)が3.7%、当社予測が4.0%となっており、FOMC参加者の見通しでは2022年終盤、当社の見通しでは2023年入り後に最大雇用とみなせる基準の一つに到達することになる(図表19)。ただし、パウエル議長をはじめFRB高官は、最大雇用を評価するうえで、失業率だけでなく、労働参加率や就業率など広範な労働市場の指標に注目していくとしており、失業率の4%割れだけで最大雇用の目標を達成したと判断することはないとみられる。

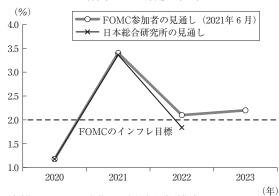




(資料) FRB、BLSを基に日本総合研究所作成(注) 2020年は実績で2021年以降が見通し。FOMC参加者の見通しは中央値。

物価面では、PCEデフレーターの前年比が2% に到達しており、その後も暫くの間は2%をやや 上回ることがゼロ金利政策の解除に必要とみられ る。FOMC参加者のPCEデフレーター前年比の 見通し(中央値)をみると、2021年末が3.4%、 2022年末が2.1%、2023年末が2.2%と2%超での 推移となっている(図表20)。こうした見通しが 実現すれば、失業率がFOMC参加者の長期見通 し(4.0%)を下回る2022年末時点で雇用最大化 と物価安定の二つの目標を達成したとみなせる状 況になる可能性がある。このため、利上げ開始時 期がFOMC参加者の政策金利見通し(中央値)

(図表20) PCEデフレーター(前年比) 見通しの比較 (各年10~12月期の平均)



(資料) FRB、BEAを基に日本総合研究所作成 (注) 2020年は実績で2021年以降が見通し。FOMC参加者の見通 しは中央値。

が示す2023年よりも前倒しになる可能性がある。一方、当社では、2022年中にPCEデフレーターの前年 比が一時的に2%を僅かに下回ると予想しており、利上げ開始はPCEデフレーターの前年比が再び2% を超えて上昇していく2023年入り後になるとみている。

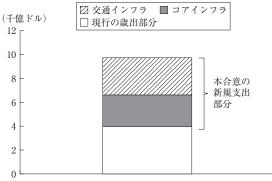
(2) 追加財政による2022年の景気押し上げ効果は限定的

財政政策に目を転じると、インフラ投資は1兆ドル規模で超党派による合意が成立し、そのうち、新 規支出である5,790億ドルがGDP押し上げに寄与する見込みである(図表21)。バイデン政権が当初3月

に提案したインフラ投資を柱とする2.3兆ドル規 模の「米国雇用計画 (AIP) | からは大きく縮小 し、共和党が最も受け入れがたい法人税率引き上 げなどによる財源確保も先送りとなった。一方、 共和党・民主党双方の間でコンセンサスを得やす い老朽化した道路や橋などの伝統的なインフラ投 資に絞り、コロナ対応での未消化予算や歳入庁の 徴税強化などが財源案として提示された。今後、 上下院での審議に時間を要するとみられるものの、 法案可決の可能性は高まっている。

もっとも、インフラ投資法案に関しては許認可 の取得等に時間を要するため、2022年の追加的な

(図表21) 超党派によるインフラ投資計画(5年間) ☑ 交诵インフラ ■コアインフラ

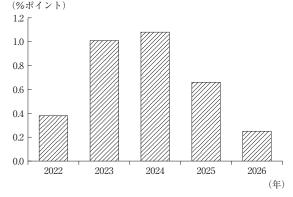


(資料) The White Houseなどを基に日本総合研究所作成

景気押し上げ効果は限られる見込みである。過去の財政執行パターンでは、建設支出は計画の策定など に時間を要するほか、建設工事の進展に合わせて随時支出が計上されるため、初年度の経済への影響は 限定的となる。CBOのウォーターフォールモデルを基に、政府支出に加えて計画の執行とともに個人 消費や設備投資の押し上げへの波及などを勘案して試算すると、2022年のGDP押し上げ効果は+0.4% ポイント程度となる(図表22)。予算の執行が本格化するのは2023年以降となる見通しであり、今回の 予測期間には含まれないものの、2023年から2024年にかけてはベースライン対比で各年+1%程度の押し上げに寄与する可能性がある。

なお、今回の超党派合意に含まれないAJPの一部や、「米国家族計画(AFP)」を巡っては、民主党が財政調整措置を用いて単独で成立を目指す公算が大きい。AFPは、AJPに続く中長期の成長戦略の第二弾の位置付けで、教育や子育て支援の拡充などが中心となり、財源は高所得世帯に対するキャピタルゲイン増税など、所得移転の性質が強い内容となっている。民主党左派などからこのような追加法案を求める声が強まっている一方、大規模な財政出動などの左派的な政策に対して共

(図表22) 超党派インフラ投資計画によるGDPの押し上げ



- (資料) The White House、CBO、BEAなどを基に日本総合研究 所作成
- (注1) ベースライン対比でのGDPの上振れ幅。
- (注 2) 超党派のインフラ投資5,790億ドル、CBOのウォーターフォールモデルを基に、乗数を1.25として試算。

和党の同意を得るのは困難な状況にある。実現した場合、人的資本や生産性の向上などから中長期的な 潜在成長率を高める可能性がある一方、法人税率の引き上げや富裕層増税などが財源として法案に盛り 込まれる可能性が高く、投資や雇用の抑制、消費意欲の低下などを通じて景気の下押しに作用する恐れ がある。

4. 見通し:潜在成長率を上回る高めの成長ペースを維持

以上を踏まえ、アメリカ経済の先行きを展望すると、新型コロナワクチンの普及や既往の大規模な経済対策の効果などを追い風に、2021年の実質GDP成長率は6.3%と、1984年の7.2%以来の高成長になると予想している(図表23)。コロナ禍での巣ごもり需要などに支えられてきた財消費の増勢は一服するものの、活動制限の緩和に伴う外出機会の増加や家計貯蓄の取り崩しなどに支えられて、対面型サービ

(図表23) アメリカ経済成長率・物価見通し

(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2020年			2021年			2022年				2020年	2021年	2022年
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	20204	2021年	20224
	(実績)			(予測)							(予測)		
実質GDP	33.1	4.3	6.4	9.9	5.1	3.3	3.0	2.8	2.9	3.7	▲3.5	6.3	3.7
個人消費	40.6	2.3	11.3	12.5	6.0	3.7	2.9	2.2	2.1	3.4	▲3.9	8.3	3.8
住宅投資	62.3	36.6	12.7	6.2	5.0	3.8	3.6	3.5	3.2	3.4	6.1	15.0	3.9
設備投資	21.8	13.1	10.8	6.1	4.4	4.1	4.3	4.9	5.5	5.6	▲ 4.0	7.6	4.7
在庫投資 (寄与度)	6.6	1.4	▲ 2.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲0.7	▲0.1	0.0
政府支出	▲ 4.9	▲0.8	5.8	2.4	2.1	1.6	2.5	3.5	4.0	4.0	1.1	1.6	2.7
純 輸 出 (寄与度)	▲ 3.2	▲ 1.5	▲ 1.2	▲0.4	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.0	▲ 1.6	▲0.3
輸出	60.5	22.3	▲2.9	7.6	5.2	4.6	4.4	4.3	4.2	3.9	▲ 12.9	4.4	4.7
輸入	93.1	29.8	6.7	7.1	5.1	4.7	4.3	4.2	4.1	4.3	▲ 9.3	12.4	4.6
実質最終需要	24.1	2.2	9.3	9.9	5.1	3.3	3.0	2.8	2.9	3.7	▲3.0	6.1	3.7
消費者物価	1.2	1.2	1.9	4.6	3.8	3.7	3.0	1.9	1.8	1.9	1.2	3.5	2.2
除く食料・エネルギー	1.7	1.6	1.4	3.5	3.2	3.2	3.3	2.2	2.1	2.2	1.7	2.8	2.4

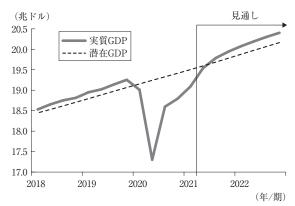
(資料) BEA、BLSを基に日本総合研究所作成

(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。

スを中心とした個人消費が景気回復のけん引役になる見通しである。負のGDPギャップ(需要不足)は $4\sim6$ 月期にすでに解消した模様であり、 $7\sim9$ 月期以降は正のGDPギャップ(需要超過)が拡大するとみている(図表24)。

2022年の成長率は、経済正常化や家計貯蓄の取り崩しが一巡することで、鈍化する見通しである。もっとも、雇用環境の改善やインフラ投資の拡大などに支えられて潜在成長率を上回る高めの成長ペースが持続するとみられる。この結果、2022年の実質GDP成長率は3.7%になると予想している。

(図表24) 実質GDPと潜在GDPの水準

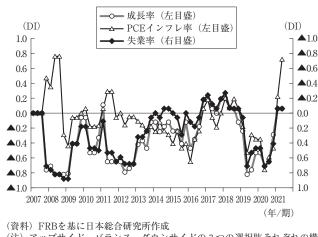


(資料) BEA、CBOを基に日本総合研究所作成(注) 潜在GDPはCBOによる推計。実質GDPの見通しは日本総合研究所予想。潜在GDPと実質GDPの差がGDPギャップ。

5. リスク:インフレに伴う早期の金融引き締め

今後、想定外にインフレが加速した場合、インフレ懸念を強めたFRBが早期の金融引き締めに動かざるを得なくなり、コロナ禍後の高成長が頓挫するリスクがある。実際、FOMC参加者は足許のインフレ加速は一時的とみなしつつも、その上振れリスクを警戒している。6月のFOMC後に公表された経済見通しにおける参加者のリスク認識をみると、成長率や失業率に関する見方はおおむねバランスしている一方、インフレに関する見方はアップサイド方向に大きく上昇している(図表25)。

(図表25) FOMC参加者のリスク認識

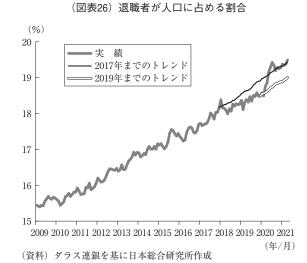


(注) アップサイド、バランス、ダウンサイドの3つの選択肢それぞれの構成比(回答者の割合)を算出し、アップサイドの構成比からダウンサイドの構成比を引いたもの。

インフレリスクが顕在化する要因としては、①部品・原材料などの供給制約の深刻化、②労働需給の早期のひっ迫、などが指摘できる。まず、足許の供給制約は半導体や木材など一部の部品・原材料にとどまっているものの、アメリカでは経済全体でみて需要不足が解消し、需要超過に向かうなかで、供給

制約が多くの財やサービスに広がるリスクがある。 また、アメリカでは、コロナ禍で退職者が増加し ているため、労働参加率が想定よりも上昇せず、 労働市場のスラックが早期になくなるリスクもあ る。実際、退職者が人口に占める割合をみると、 高齢化要因により長期的には上昇傾向にあるなか で、好景気が続いた2018年から2019年にかけて上 昇ペースが鈍化した後、コロナ禍が流行してから 2017年のトレンドまで再び上昇している(図表 26)。

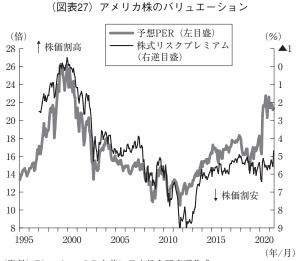
インフレが加速し、金融政策の引き締めペース が市場参加者の想定以上となると、資産価格の調 整や企業の過剰債務問題が顕在化し、実体経済の



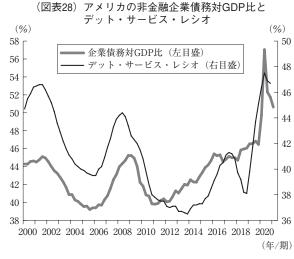
悪影響が増幅される恐れがある。コロナ禍で実施された大規模な財政出動や金融緩和に伴い、資産価格の上昇や債務の拡大など、金融面の不均衡が蓄積している可能性があるためである。

株式市場では、企業収益対比でみて株価の割高感が強まっている。足許のS&P500種株価指数の予想株価収益率 (PER) は、長期平均である16倍程度を大きく上回る21倍程度で推移しており、2000年代初めのITバブル期の26倍程度に次ぐ水準に達している (図表27)。株式益回りと実質金利の差から計算される「株式リスクプレミアム」は、金利との対比で株価が適正な水準にあることを示してきたが、金融引き締めにより実質金利が大きく上昇した場合、株価の大幅な調整が生じる可能性がある。

非金融企業部門では、債務残高の対GDP比やデット・サービス・レシオ (債務元利返済額の企業収益に対する比率) が2000年代のITバブル期やリーマン・ショック前のピークを超えている (図表28)。



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成 (注) 予想PER(株価収益率)は12カ月先予想一株当たり利益ベース。 株式リスクプレミアム=株式益回り-10年実質金利。



(資料) FRB、BEA、BISを基に日本総合研究所作成 (注) デット・サービス・レシオは債務元利返済額の企業収益に対す る割合。

とくに懸念されるのは、ハイイールド債やレバレッジドローンなど、金利上昇に脆弱な企業の債務拡大である。足許では、こうした高リスク企業の信用スプレッドは、歴史的な低水準で推移しているだけに、金融引き締めにより金利が急騰すれば、債務返済負担の増加や資金調達環境の悪化などを招く恐れがある。

これまでみてきたように、FRBは雇用の本格的な回復を待ちながら、インフレが加速するリスクにも配慮して、金融政策の正常化を着実に進めるスタンスにシフトしている。現時点では、FRBが早期の金融引き締めに動かざるを得なくなるリスクは高くはないとみられるものの、インフレ率に影響を与える実体経済の動向に加え、金融引き締めの影響を増幅しかねない金融面における不均衡の蓄積状況を引き続き注意深くみていく必要があるだろう。

(2021.7.9)