

アメリカ経済見通し

調査部 欧米経済グループ長 井上 肇

目 次

1. 現 状

- (1) 景気は順調に回復も、コロナ禍前の水準には未達
- (2) 業種や労働者の属性の違いによる二極化が鮮明
- (3) バイデン大統領誕生、ねじれ議会は継続

2. 新型コロナ第3波の影響とその対応

- (1) 個人消費は底堅さを維持
- (2) 1兆ドル規模の追加経済対策が成立へ

3. バイデン新政権の経済政策

- (1) ねじれ議会の下で、公約の実現可能性は後退
- (2) 増税と大規模な歳出拡大は見込み薄
- (3) 国際協調路線に転換も、内向き志向は不変

4. FRBの金融政策

- (1) 低インフレと雇用回復の遅れが併存
- (2) 利上げは2024年以降へ後ずれ

5. 見通し：経済活動は2021年末にコロナ禍前の水準を回復

6. リスク：金融面の不均衡が負のショックを増幅

要 約

1. アメリカ経済は、新型コロナ禍のなか、経済活動の段階的な再開に合わせてペントアップ需要が顕在化し、2020年7～9月期に急回復した。もっとも、足許の景気回復状況は、業種や労働者の属性の違いによる二極化が鮮明である。バイデン新政権の当面の最優先課題は新型コロナへの対応となるが、中長期的にも現在のアメリカの分断を生み出している経済格差の是正を含め、国内外で対応すべき課題が山積している。
2. 2020年10月以降、新型コロナの第3波に見舞われるなか、複数の州が行動制限を強化したものの、個人は感染防止策を講じながら一定の外出を続けている。政府の所得支援策やEコマースシフトなどにも支えられて、個人消費は底堅さを維持する公算が大きい。2021年にかけては既往の経済対策効果の剥落が予想されるなかで、同年春までに1兆ドル規模の追加的な対策が成立する見通しである。
3. 大統領・議会選挙の結果、ねじれ議会が継続することで、民主・共和両党の意見が対立する政策の実現は難しくなった。財政政策では、バイデン氏が掲げる増税は実現せず、インフラ投資など歳出拡大策の規模は縮小される公算が大きい。一方、大統領権限が強い外交・通商政策は、国際協調路線に転換するとみられる。ただし、内向き志向は変わらないほか、対中強硬姿勢は維持される見込みである。
4. 金融政策については、ディスインフレ傾向の長期化と雇用回復の遅れが予想されるなか、早期の正常化は見込み難い。利上げの開始は、FRBが柔軟な2%のインフレ目標を達成したとみなせる状況となる2024年以降と予想される。
5. 以上を踏まえ、アメリカ経済の先行きを展望すると、当面は行動制限や外出自粛ムードが重石となるものの、金融・財政政策に支えられて、緩やかな回復が続くと予想される。新型コロナワクチンの普及が期待される2021年後半には、経済活動がコロナ禍前の水準を回復し、2022年入り後も暫くは高めめの成長ペースが続く見通しである。少なくとも2022年秋の中間選挙後までは、増税も大規模な歳出拡大も実現せず、景気の回復ペースやコロナ禍前から存在している経済格差の構造が大きく変わることはないだろう。
6. リスクは引き続き景気下振れ方向である。ワクチンの普及の遅れなどによりコロナ禍が想定以上に長引いた場合、資産価格の下落や過剰債務調整の動きが経済に対する負のショックを顕在化・増幅させるリスクがある。

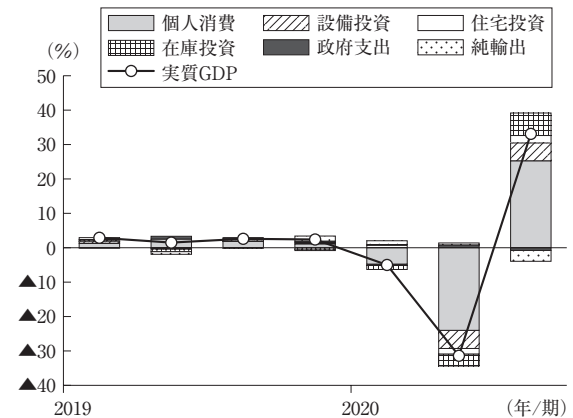
1. 現状

(1) 景気は順調に回復も、コロナ禍前の水準には未達

2020年のアメリカ経済は、コロナ禍により前半に2四半期連続で大きく落ち込んだものの、経済活動の段階的な再開に合わせてペントアップ需要が顕在化し、7～9月期に急回復した（図表1）。需要項目別にみると、個人消費と設備投資、住宅投資、在庫投資がプラス寄与となった一方、政府支出と純輸出はマイナス寄与となった。とりわけ、個人消費は政府の所得支援策に支えられて大きく持ち直し、景気回復のけん引役となった（図表2）。

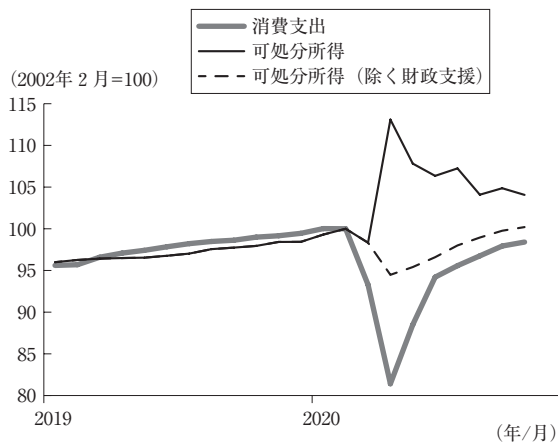
もともと、経済活動はコロナ禍前の水準をなお回復していない状況である。2020年7～9月期の実質GDPは2019年10～12月期を3.5%下回った。また、実質GDPの前年比との連動性が高い週次経済インデックスは、11月下旬時点で▲2%台となっている（図表3）。

（図表1）実質GDP成長率（前期比年率）



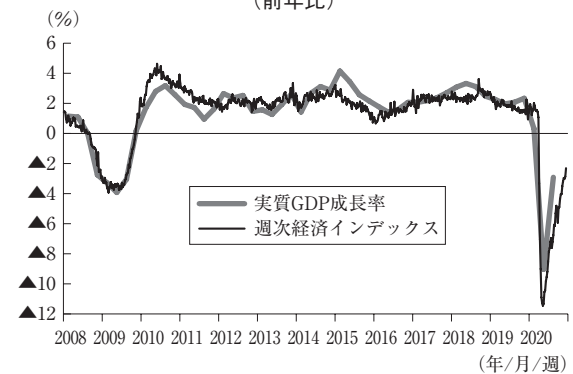
（資料）BEA

（図表2）名目可処分所得と個人消費支出



（資料）BEAを基に日本総合研究所作成

（図表3）実質GDP成長率と週次経済インデックス（前年比）



（資料）BEA、ニューヨーク連銀

（注）週次で公表される消費者信頼感、既存店小売売上高、新規失業保険申請件数、一時契約雇用者数、鉄鋼生産、燃料販売、電力消費量などの変動から第一主成分を抽出し、52週前比で表示。

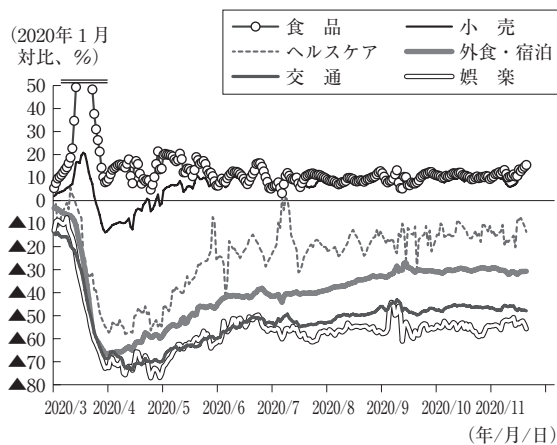
(2) 業種や労働者の属性の違いによる二極化が鮮明

足許の景気回復状況は、業種や労働者の属性の違いによる二極化が鮮明である。このことは、新型コロナウイルスの影響が一様ではないことを物語っている。こうした格差拡大を伴う二極化型の景気回復は、アメリカを中心に「K字型回復（K-shaped recovery）」と呼ばれることが多い。

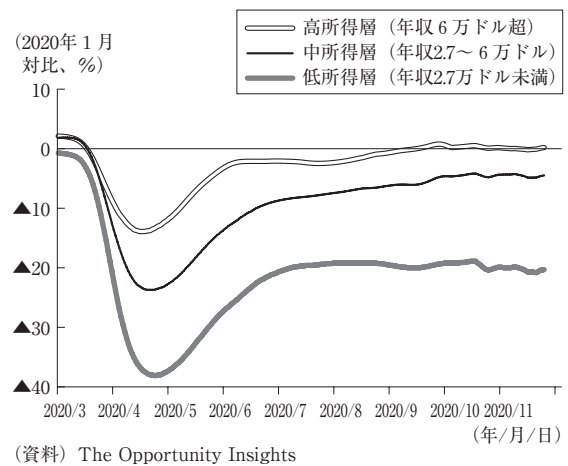
まず、業種別の消費支出をみると、巣ごもり需要などに支えられて、食品・小売などの財消費はコロナ禍前を上回る水準で推移する一方、外出自粛の影響を受けやすい娯楽・外食・交通などのサービス消費の回復ペースは緩やかにとどまっている（図表4）。

また、所得階層別の雇用環境をみると、プロフェッショナル向けサービスなどに従事する所得水準の高い労働者の雇用はおおむねコロナ禍前の水準を回復する一方、相対的に所得水準の低い労働者の約2割が失業したままの状態となっている（図表5）。これは逆に言えば現場での業務に当たる飲食・宿泊などの新型コロナの影響を受けやすいセクターが総じて低賃金業種であることに加え、デジタル化が進むなか、プロフェッショナル向けサービスはテレワーク等で対応できる部分が多いことなどがその背景にあると考えられる。このため、今回のコロナ禍を契機に、従来からアメリカ社会に存在していた経済格差がさらに広がる構図となっている。

（図表4）業種別の消費動向



（図表5）所得階層別の雇用水準



(3) バイデン大統領誕生、ねじれ議会は継続

政治動向に目を向けると、2020年11月3日に実施された大統領選挙では、事前の世論調査と比べて共和党のトランプ大統領が善戦したものの、民主党のバイデン氏が過半数の選挙人を獲得し、勝利が確実となった。政権の移行作業において重要な位置を占める連邦政府の一般調達局（GSA）も11月23日にバイデン氏を大統領選挙の勝者と認定した。

大統領選挙と同時に行われた連邦議会選挙では、本稿執筆時点で全議席は確定していないものの、上院では共和党、下院では民主党がそれぞれ過半数の議席を維持し、ねじれ議会在議が継続する公算が大きい。上院選では全100議席のうち今回は35議席の改選が行われたが、非改選の議席も含めると、共和党は50議席、民主党は48議席を確保した。残りの2議席は、2021年1月5日にジョージア州で行われる決選投票によって決定されるものの、共和党が1議席でも獲得すれば過半数を維持できる状況となっている。一方、下院選では全435議席の改選が行われ、民主党が過半数を維持したものの、選挙前よりも議席を減らした。こうした選挙結果を受け、民主党のペロシ下院議長やシューマー上院院内総務など議会指導部への批判が強まり、党内で中道と急進左派が分裂するのではないかと懸念も聞かれる。

このように、議会ではねじれ状態が残ることに加えて、民主党内でも対立構造がみられることを考慮すると、2021年1月に発足するバイデン新政権は難しい舵取りを迫られると予想される。新政権の当面

の最優先課題は新型コロナへの対応となるものの、中長期的には、国内ではアメリカの分断を生み出している経済格差や人権問題のほか、対外的には中国との通商摩擦など、対応すべき懸案事項が山積している（図表6）。これらの課題に対応していくにあたり、大統領権限で実現可能な政策はあるものの、議会で法案を成立させるためには、党派を超えた協力に加え、党内でも中道と急進左派との調整が必要になるとみられる。

また、連邦準備制度理事会（FRB）は、政治との距離は保ちつつ、こうした新政権と議会の政策運営が景気に与える影響も注視しながら、雇用の最大化と物価の安定という使命の早期達成を目指していくことになる。

以下では、①新型コロナ第3波の影響とその対応、②バイデン新政権の経済政策、③FRBの金融政策、について考察したうえで、景気の先行きを展望する。

2. 新型コロナ第3波の影響とその対応

(1) 個人消費は底堅さを維持

2020年10月以降、新型コロナの第3波に見舞われるなか、複数の州が行動制限を強化した。この結果、11月中旬頃から全米でみたロックダウンの厳格度合いを示す政府対応厳格度指数が上昇しており、それに伴い外出時間が減少し始めている（図表7）。

もっとも、足許のロックダウンの厳格度合いが2020年春よりも強まっているにもかかわらず、個人の外出時間の減少は当時と比べて小幅にとどまっている。このことは、行動制限の有無だけが個人の行動を変化させる要因ではないことを示唆している。2020年春には、厳格なロックダウンが実施されたことよりも、個人が未曾有の新型コロナ感染に対する懸念を強め、自己防衛的な行動をとったことが外出時間の大幅な減少につながった可能性がある。一方、足許では、「コロナ慣れ」した個人が感染防止策を講じながら一定の外出を続けていることを示しており、2020年春のように外出自粛の影響を受けやすいサービス消費が急激に落ち込む事態には至らないと予想される。

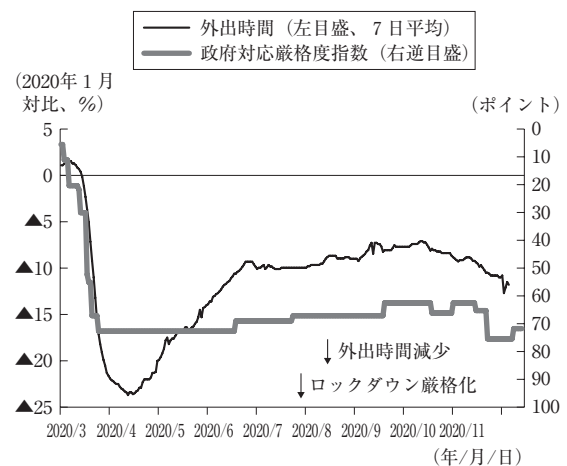
一方、コロナ禍に伴うロックダウンの経験を経てEコマースシフトが加速している財消費は堅調に推移するとみられる。小売売上高に占める通販・オンラインの割合は、コロナ禍前から上昇傾向が続いて

（図表6）バイデン新政権が直面する課題

時間軸	課題	
短期	新型コロナの感染拡大とその対応	
中長期	国内	人種・移民差別
		抗議デモ等による治安悪化
		所得・雇用格差の拡大
		党派間で亀裂が広がった国民の分断
	対外	通商摩擦
		外交・安全保障面の対立
気候変動など環境問題への対応		

（資料）各種報道を基に日本総合研究所作成

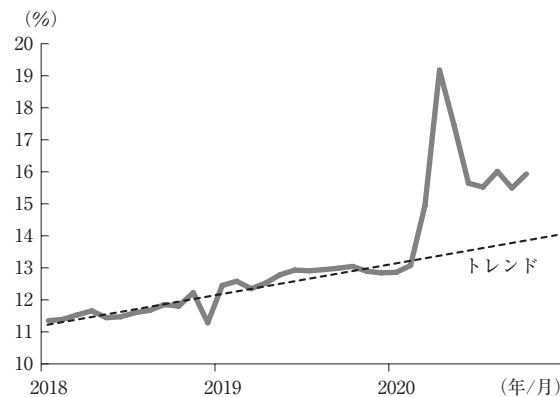
（図表7）ロックダウンの厳格度と外出時間



（資料）The Opportunity Insights、オックスフォード大学

いたが、コロナ禍を契機に一段と上昇している（図表8）。2020年春に実施された現金給付などの所得支援策で積み上がった貯蓄も依然として多くの家計にあるため、個人消費全体でみても底堅さを維持する見通しである。

（図表8）小売売上高に占める通販・オンラインの割合



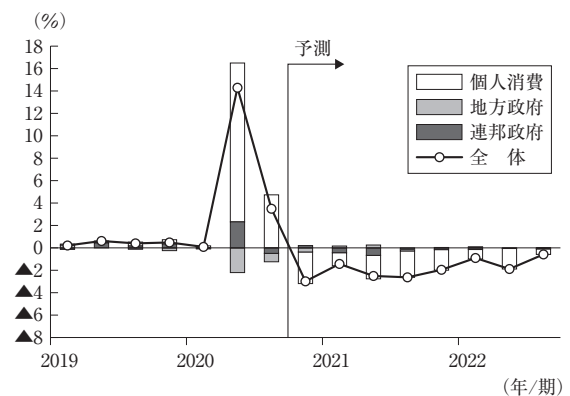
（資料）U.S. Census Bureauを基に日本総合研究所作成

（2）1兆ドル規模の追加経済対策が成立へ

もっとも、今後は、既往の経済対策の効果が剥落していく見込みである。ブルッキングス研究所のハッチンズ・センターの試算では、財政政策が個人消費を中心に2020年春以降の景気回復を後押ししてきたものの、2021年にかけてその効果の剥落が景気の下押し要因となる見通しである（図表9）。

実際、これまで総額3兆ドル規模の新型コロナ対策が景気回復の追い風になってきたものの、2020年末にかけて既往の措置の多くが期限切れを迎えることになる。2020年春以降は、現金給付（EIP）や失業保険給付の特例加算（PUC）などが、経済活動の再開とともに個人消費の回復を下支えしたほか、中小企業の給与支払いを肩代わりする給与保護プログラム（PPP）などが雇用維持に寄与したとみられる。もっとも、7月末にPUCが失効したのを皮切りに、8月初旬にはPPPの新規申請の受付が停止されたほか、9月末には航空業界向け支援が終了するなど、主要な支援策が失効し始めている。PUCの失効を踏まえ、8月には大統領令により逸失賃金支援プログラム（LWSP）という代替措置が講じられたものの、足許では予算の払底が近づいているとみられる。さらに、年末にかけては、失業保険の延長給付（PEUC）、ギグワーカー向けの失業保険給付（PUA）なども期限切れとなるほか、FRBによる中小企業と州・地方政府向けの資金供給策なども財務省の要請で終了することが決まっている。

（図表9）財政政策の実質GDP成長率への寄与度



（資料）Brookings Institution Hutchins Center

（注）予測は追加経済対策が実施されなかった場合。

こうした状況下、12月1日に上院の超党派の議

員グループが9,080億ドルの追加経済対策を盛り込んだ法案を提出した。法案にはPPPの2021年3月末までの実施、州・地方政府に対する支援、航空会社などに対する支援、追加失業給付などが盛り込まれている模様である（図表10）。

12月2日には民主党のペロシ下院議長とシューマー上院院内総務が声明を発表し、新型コロナウイルスの影響を受けた経済を支援するための追加的な財政措置への交渉の出発点として、超党派の

議員グループの提案を用いる意思があることを示唆した。これまで民主党指導部は2兆ドル超の経済対策が必要であると主張しており、今回の発表は大幅な譲歩を示すものといえる。

今後は、従来5,000億ドル規模の経済対策を主張してきたマコネル上院院内総務ら共和党指導部も譲歩することで、遅くとも2021年春までに超党派の議員グループの提案を土台とする1兆ドル規模の追加経済対策が実現すると想定している。両党が歩み寄りやすい項目に絞ったうえで、より小規模な対策が2020年内に成立する可能性も高まっている。2020年3月末に成立した2.3兆ドル規模の経済対策第3弾（CARES法）に比べて規模が小さいため、力強い景気押し上げ効果は期待できないものの、景気の腰折れを防止し、新型コロナワクチンの普及が期待される2021年後半までの橋渡し役となる見通しである。

3. バイデン新政権の経済政策

(1) ねじれ議会の下で、公約の実現可能性は後退

次に、2021年1月のバイデン新政権発足後、「より良い復興（Build Back Better）」をスローガンとする公約実現に向けた議論が本格化すると予想される（図表11）。税制改革・経済政策では、トランプ政権が法人税や個人所得税の大規模な減税を実施したのに対し、バイデン陣営は企業や富裕層への課税を強化し、それを財源に製造業支援や環境・インフラなどへの投資を行うとしている。環境政策では、トランプ政権は旧来型のエネルギーを重視し、規制緩和によって国内のシェール・石炭産業を支援したのに対し、バイデン陣営は地球温暖化対策の国際的な枠組みであるパリ協定に復帰し、再生可能エネルギーの普及を推進する意向である。外交・通商政策では、トランプ政権の「アメリカ第一」主義から国際協調路線への転換を表明している。ただし、トランプ政権と同様、中国に対する強硬姿勢は維持する方針である。大統領選挙後、バイデン陣営は政権移行に向けた準備を進めているものの、優先すべき四つの政策分野として「新型コロナ対策」「経済再生」

（図表10）追加経済対策に対する両党のスタンス

内 容	超党派案	民主党案	共和党案
地方政府補助金	○	○	×
失業保険給付拡充策延長	○	○ (規模大)	○ (規模小)
現金給付第2弾	×	○	×
教育・学校関連補助金	○	○	○
給与保護プログラム（PPP）	○	○	○
感染対策・検査費用	○	○	○
予算規模	0.9兆ドル	2.2兆ドル	0.5兆ドル

（資料）U.S. Congress、CBO、各種報道を基に日本総合研究所作成

（図表11）バイデン陣営の主な公約

項 目	概 要
新型コロナ	コロナ対策の国家戦略実行
雇用・賃金	製造業支援を通じた雇用創出 最低賃金時給15ドル
税制改革	法人税率引き上げ、生産拠点を戻した企業への税控除 個人所得税、キャピタルゲイン税の引き上げ
環境・エネルギー	2兆ドルの環境・エネルギー関連投資 パリ協定復帰
ヘルスケア	薬価引き下げ、医療保険制度のコスト引き下げ オバマケア拡充
教 育	年収12.5万ドル以下の家計の子供を対象に公立大学 無償化
移 民	不法移民の市民権獲得へ工程表作成
外交・安保・通商	中国の不正な貿易慣行を阻止、関税合戦は否定 同盟国との関係強化

（資料）バイデン氏HP、民主党HPを基に日本総合研究所作成

「人種間の不平等の是正」「環境」を提示している。

民主党が大方の事前予想通り大統領・議会両院を制することができていれば、公約の多くが実現した可能性があるものの、議会のねじれ状態が解消されなかったことで、民主・共和両党の意見が対立する政策の実現は難しくなった（図表12）。ねじれ議会の下では、法案可決が必要な税制改革や経済政策は規模縮小を余儀なくされる公算が大きい。一方、大統領権限による裁量余地が大きい外交・通商政策などでは、独自色を出していくことが可能である。ただし、バイデン次期大統領は国内政策を優先するスタンスを明確にしており、外交・通商政策は優先順位が低いとみられる。

(図表12) 主要政策の実現可能性

項目	大統領：バイデン氏	
	上院：民主、下院：民主	上院：共和、下院：民主
経済政策	○ インフラ投資等が実現	△ 共和党次第
税制改革	○ 増税が実現	× 共和党が増税を阻止
環境政策	○ 大幅な政策変更が実現	△ 予算の組み換え、大統領権限で可能な範囲
外交・通商政策	○ 国際協調路線に転換 対中強硬姿勢は継続	○ 国際協調路線に転換 対中強硬姿勢は継続
移民政策	○ 移民制限緩和	○ 移民制限緩和

(資料) バイデン氏HP、民主党HPを基に日本総合研究所作成

(2) 増税と大規模な歳出拡大は見込み薄

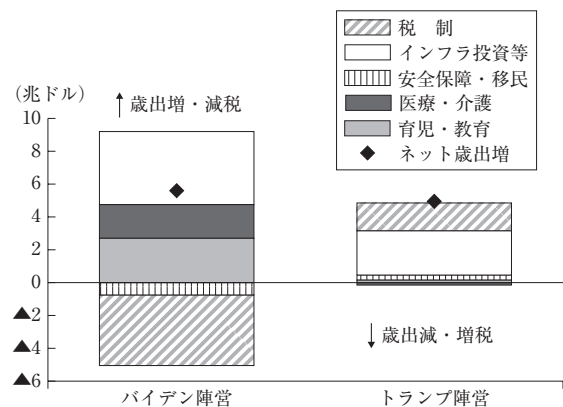
バイデン陣営の財政スタンスをみると、企業や富裕層への増税を財源にインフラ投資や教育・医療などへの歳出を拡大する「大きな政府」志向である。超党派のシンクタンクである責任ある連邦予算委員会（CRFB）は、バイデン陣営が選挙で公約した政策を実行した場合、今後10年間で4.3兆ドルのネット増税となるものの、それを大幅に上回る財政支出の拡大を伴う結果、5.6兆ドルの財政コストがかかると試算している（図表13）。

このうち、増税については、法人税率の引き上げや個人所得税の最高税率の引き上げ、キャピタルゲイン課税の強化などが公約されているものの、トランプ政権時代に実現した減税の一部を巻き戻すことになるため、共和党の反対で実現しない公算が大きい。増税による財源確保ができないことに加え、共和党は元々「小さな政府」志向であることを踏まえると、大規模な財政支出拡大の実現も見込み難い。

バイデン陣営だけでなく、トランプ陣営も公約に掲げていたインフラ投資については、共和党との調整次第で実現する可能性があるものの、規模縮小を余儀なくされる公算が大きい。インフラ投資はトランプ政権時代にも両党が協力できる分野として注目されていたものの、民間資金の活用などにより連邦政府の財政支出規模を抑えることを主張する共和党と、連邦政府による大規模な財政支出拡大を主張する民主党との溝が埋まらず、暗礁に乗り上げたという経緯がある。

また、最終的に両党が譲歩する形でインフラ投資法案が成立しても、許認可等に時間を要するため、

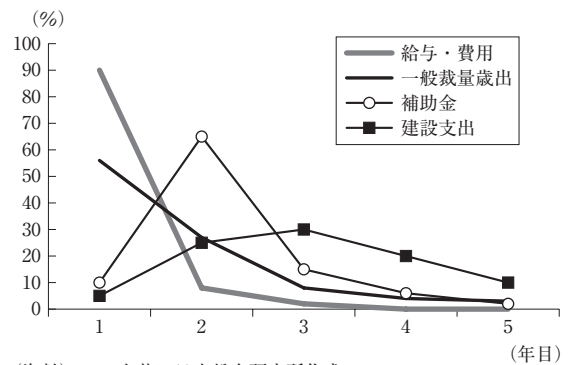
(図表13) 両陣営の公約が財政に与える影響（10年間）



(資料) CRFBを基に日本総合研究所作成
(注) 試算の中央値。2021～2030年の累計。新型コロナウイルス関連の追加経済対策は含まず。

景気押し上げ効果が顕在化するのはかなり先になるとみられる。連邦政府の歳出権限の過去の執行パターンをみると、給与・費用や一般的な裁量支出などは予算が確保された年度に大部分が執行されるのに対し、建設支出は設計などに時間を要するほか、工事の進行に応じて支出されるため、数年かけて執行が本格化する傾向がみられる（図表14）。インフラ投資法案が2021年内にまとまったとしても、実際のインフラ投資が本格化するのには2022年終盤以降になるだろう。

（図表14）歳出権限の過去の執行パターン



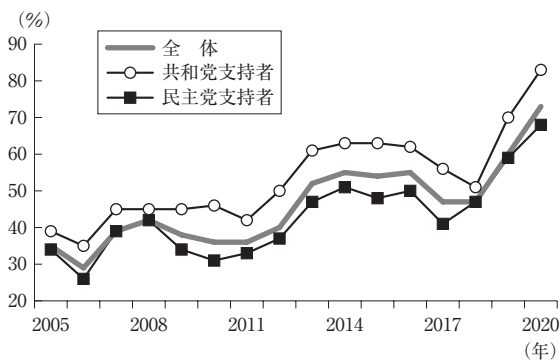
（資料）CBOを基に日本総合研究所作成

（3）国際協調路線に転換も、内向き志向は不変

通商政策は、国際協調路線に転換するものの、トランプ氏の大統領選での善戦にみられる通り、アメリカ内では保護主義を志向する声が依然として根強いなか、バイデン氏としても国内産業・労働者保護の姿勢は維持せざるを得ず、内向き志向が続くとみられる。バイデン次期大統領は通商政策において、①懲罰的な貿易を求めない、②国内投資によりアメリカの労働者の競争力を高める、③労働と環境を勘案した通商協定を目指す、という三つの原則を掲げている。トランプ政権のような追加関税を武器に相手国・地域と交渉することはないとみられるものの、以前のような自由貿易への回帰は見込み難いほか、少なくとも産業界・労働組合が望む分野の既往の関税措置は撤廃されない公算が大きい。

党派にかかわらず対中感情が悪化しているため、中国に対する強硬姿勢は維持される見通しである（図表15）。バイデン次期大統領は2020年12月1日、トランプ政権が発動した中国に対する制裁関税を当面維持する方針を明らかにした。新たな制裁関税には否定的な考えを示しているものの、日本や欧州などの同盟国と連携しながら中国の不正な貿易慣行を是正するために圧力を継続する意向である。香港などの人権問題については、トランプ政権以上に中国に対して厳しい態度をとるとみられる。

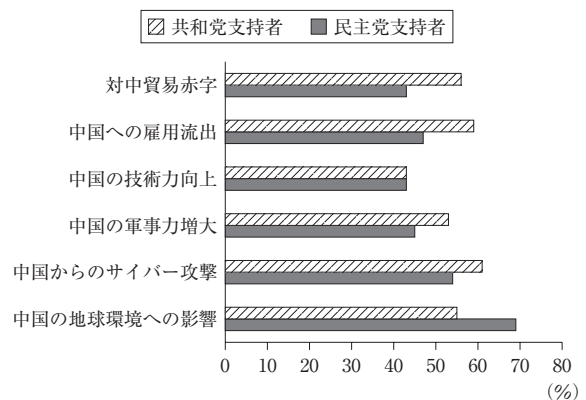
（図表15）中国に反感を抱くアメリカ人の割合



（資料）Pew Research Center

（注）毎年春に調査を実施。2020年は6月16日から7月14日。

（図表16）各課題が自国にとって重要と考える割合



（資料）Pew Research Center

（注）調査期間は2020年は3月3日から3月29日。

ただし、民主党のなかには、中国との通商・安全保障などに関する問題よりも中国が地球環境に与える影響を重視している支持者が多い（図表16）。このため、バイデン新政権が通商や安全保障、人権問題などで対中強硬姿勢を続けながら、環境問題などで中国と協力できるかは不透明である。

議会では、通商や安全保障を重視する共和党と環境問題を重視する左派を中心とする民主党との対立が生じる可能性がある。アメリカ憲法では、外国との通商関係は基本的に議会が管轄しているものの、大統領貿易促進権限（TPA）法によって通商交渉に関する権限が大統領に一時的に付与されている。TPA法は2021年6月末に期限切れとなる予定であり、延長されないことも考えられる。

4. FRBの金融政策

(1) 低インフレと雇用回復の遅れが併存

最後に、金融政策に目を向けると、FRBは、バイデン新政権と議会の政策運営が景気に与える影響を注視しながら、雇用の最大化と物価の安定という使命の早期達成を目指すことになる。もっとも、FRBが二つの使命を達成し、金融政策の正常化が展望できるようになるにはかなりの時間を要するとみられる。

FRBは、2018年11月に金融政策の枠組みの見直しを行うことを発表し、その後、議論を続けてきたが、2020年8月27日に「長期目標と金融政策戦略に関する声明」の修正版を公表した。今回の修正におけるポイントは、雇用の最大化を従来よりも積極的に目指すことに加え、平均して2%のインフレ率の達成を目指すうえで2%超のインフレ率を容認することを明確化したことである。2%超のインフレ率を容認することに関しては、インフレ率が持続的に2%を下回った後にはインフレ率が暫くの間2%をやや上回ることを目指す必要があることが明記された。ただし、金融政策の柔軟性を確保するため、インフレ率に関する平均概念の数値化と明確化は見送られた。このため、柔軟な平均インフレ目標（FAIT）と位置付けられる。

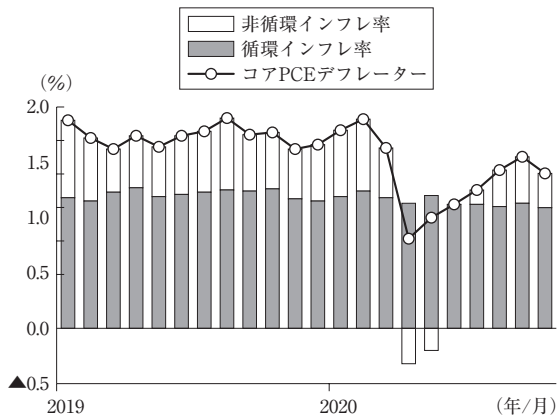
こうした長期的な金融政策の枠組みの修正を踏まえ、9月の連邦公開市場委員会（FOMC）の声明文では、「最大雇用と評価する基準に労働市場が到達し、インフレ率が2%へ上昇、かつ暫くの間2%をやや上回る軌道に乗るまで、0～0.25%の政策金利のレンジを維持することが適切と見込んでいる」とのフォワードガイダンスが導入された。

まず、足許のインフレ動向をみると、コロナ禍による短期的な物価下押し圧力は和らいでいる。コアインフレ率を経済状況全体の影響を受けやすい「循環インフレ率」と産業固有の要因の影響を受けやすい「非循環インフレ率」に分解すると、足許のインフレ率の持ち直しは非循環インフレ率でおおむね説明できる（図表17）。コロナ禍の影響を強く受けた、一部の産業の需要が緩やかに回復してきたことが影響しているとみられる。

もっとも、今後は、景気後退を受けた需給ギャップ拡大による物価下押し圧力がタイムラグを伴って顕在化してくる公算が大きい。過去の景気後退に際しては、半年程度のラグを伴って循環インフレ率が低下し、2年程度にわたって全体のインフレ率を下押しする傾向がみられる（図表18）。今回も2022年頃まではディスインフレ圧力が残りやすいことが示唆される。

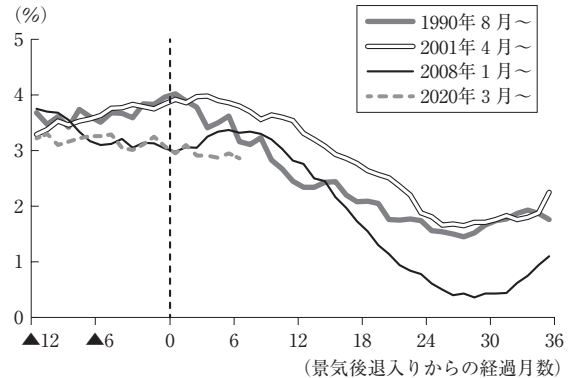
次に、雇用情勢をみると、失業率は2020年春以降順調に低下してきたものの、今後の改善ペースは鈍

(図表17) コア・インフレ率 (前年比)



(資料) サンフランシスコ連銀

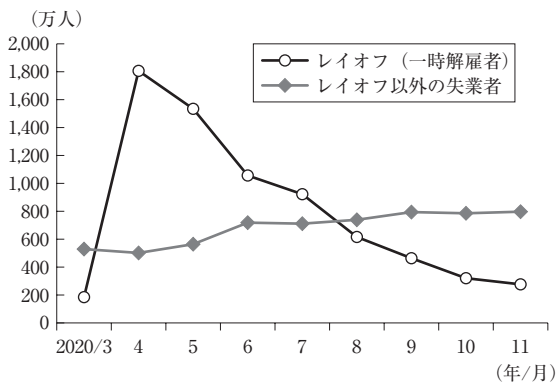
(図表18) 景気後退後の循環インフレ率 (前年比)



(資料) サンフランシスコ連銀、NBER

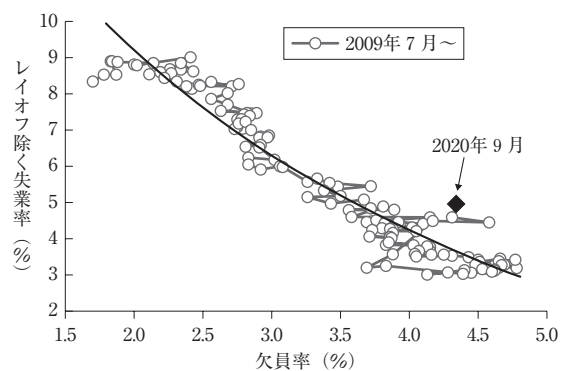
化する見込みである。失業者の内訳をみると、一時解雇者が減少する一方、それ以外の失業者は減少していないのが実情である (図表19)。当面は一時解雇者の職場復帰がさらに進むことで、失業率の低下余地はあるものの、2021年以降も失業率が順調に低下するか否かは、一時解雇以外の失業者の動向に左右されるとみられる。こうした状況下、労働市場では、企業の人手不足度合いを示す欠員率が高水準で推移しているにもかかわらず、一時解雇を除いた失業率が高止まりしており、雇用のミスマッチが拡大していることが示唆される (図表20)。コロナ禍による産業構造の変化も予想されるなかで、就業が進まず、景気よりも雇用の回復が遅れる公算が大きい。

(図表19) 失業者の内訳



(資料) BLS

(図表20) 失業率と欠員率 (ペバリッジ曲線)



(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)

(2) 利上げは2024年以降へ後ずれ

この結果、経済活動がコロナ禍前の水準を回復した後も、暫くはデフインフレ傾向と雇用回復の遅れが併存する見込みである。日本総合研究所の予測では、2022年末時点でコアインフレ率は前年比+1.9%とFRBが目標とする2%には到達せず、失業率も4.5%とコロナ禍前と比べて高止まりする見通しである (図表21)。景気に対して引き締めのにも緩和的にも作用しない中立的な実質金利の水準である

自然利子率が一段と低下している可能性があるなかで、ゼロ金利政策だけでなく、それを補完する資産買い入れ政策も長期化する見込みである（図表22）。

今回の日本総合研究所の予測期間外ながら、FOMC参加者の予測では、2023年末にインフレ率が+2%となり、失業率もコロナ禍前の水準に近づく見通しである。さらに、2024年にはインフレ率が+2%を超え、FAITにおいて目標を達成したとみなせる状況となる可能性がある。こうした見通しを前提にすると、早ければ2024年終盤に利上げが開始されることになる。

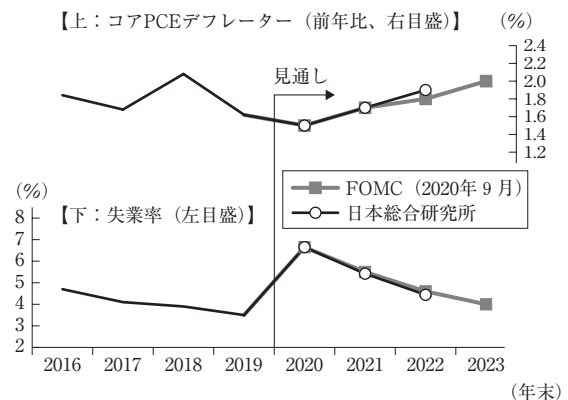
また、金融市場の動向を考えても早期の利上げは展望しにくい。まず株式市場はFRBの低金利政策を背景に上昇傾向であり、収益期待が高まらないなかでは、利上げは株価の暴落に繋がるリスクがある。さらに、新型コロナが新興国でも感染拡大しているなか、アメリカの利上げは新興国からの資金流出とアメリカへの資金回帰をもたらし、新興国の通貨危機リスクともなりえる。そのため、世界的に新型コロナの流行拡大が収束し、マクロ経済全体が安定するまでは、FRBとしても動きにくい状況が続く公算が大きい。

資産買い入れ政策は、利上げ前のある時点で縮小・停止が行われる見通しである。前回の金融政策の正常化局面では、2013年5月にバーナンキ元FRB議長が資産買い入れの縮小に初めて言及し、2014年1月から10月にかけて資産買い入れの縮小・停止を行った後、2015年12月から利上げを開始した。今後の資産買い入れの縮小・停止時期は、現在FOMCで検討が進められている資産買い入れ政策に関するフォーワードガイダンスがどのような内容になるかに依存するものの、前回の経験を踏まえると、2024年終盤の利上げ開始から逆算した場合、2022年入り後から資産買い入れの縮小が始まる可能性がある。

5. 見通し：経済活動は2021年末にコロナ禍前の水準を回復

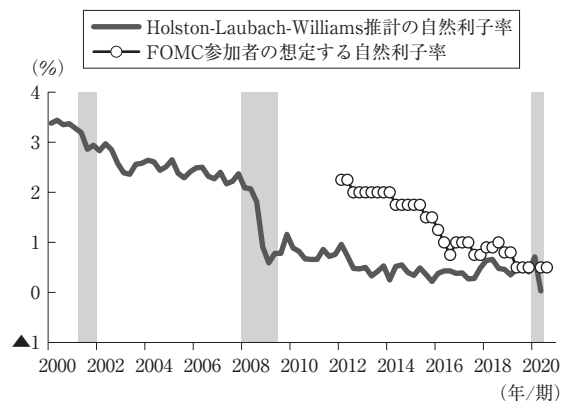
以上を踏まえ、アメリカ経済の先行きを展望すると、当面は行動制限や外出自粛ムードが重石となるものの、金融・財政政策に支えられて、緩やかな景気回復が続く見込みである（図表23）。ただし、コロナ禍で生じた業種や労働者の属性の違いによる二極化傾向については、テレワークの可否など産業構

（図表21）コアインフレ率と失業率の見通し



（資料）BEA、BLS、FRBを基に日本総合研究所作成

（図表22）自然利子率の推計値



（資料）FRB、ニューヨーク連銀、NBERを基に日本総合研究所作成

（注）FOMC参加者の想定する自然利子率は、長期の政策金利見通し（名目、中央値）からインフレ目標の2%を引いて算出。シャドー部は景気後退期。

(図表23) 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				2019年 (実績)	2020年 (予測)	2021年	2022年
	7~9 (実績)	10~12 (予測)	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12				
実質GDP	33.1	1.7	3.6	3.2	3.0	2.9	3.0	3.1	2.9	2.6	2.2	▲3.7	3.6	3.0
個人消費	40.6	1.8	4.3	3.8	3.5	3.4	3.5	3.6	3.4	3.2	2.4	▲3.9	4.5	3.5
住宅投資	62.3	6.3	4.8	4.2	4.0	3.8	3.6	3.5	3.2	2.9	▲1.7	4.3	7.2	3.6
設備投資	21.8	4.4	4.7	4.1	3.7	3.6	3.5	3.4	3.0	2.8	2.9	▲4.6	3.9	3.5
在庫投資(寄与度)	6.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲0.0	▲0.7	0.5	0.0
政府支出	▲4.9	▲0.5	0.8	1.3	1.0	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5	2.3	1.1	0.0	0.7
純輸出(寄与度)	▲3.2	▲0.3	▲0.4	▲0.4	▲0.3	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	0.1	▲0.9	▲0.3
輸出	60.5	4.5	9.0	5.8	5.2	4.6	4.4	4.3	4.2	3.8	▲0.1	▲13.8	4.1	4.5
輸入	93.1	4.8	8.2	6.3	5.1	4.7	4.3	4.2	4.1	3.9	1.1	▲10.5	8.3	4.5
実質最終需要	24.1	1.7	3.6	3.2	3.0	2.9	3.0	3.1	2.9	2.7	2.2	▲3.0	3.0	3.0
消費者物価	1.2	1.2	1.4	2.3	1.9	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	1.8	1.2	1.9	2.1
除く食料・エネルギー	1.7	1.7	1.8	2.1	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.2	1.7	1.9	2.0

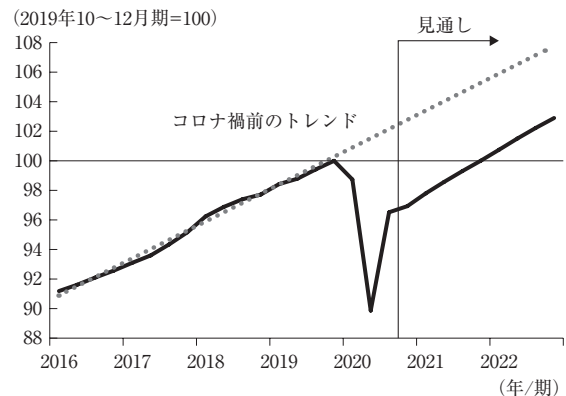
(資料) BEA、BLSを基に日本総合研究所作成

(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。

造に依存する部分が大きいため、解消は容易ではない。

2021年後半には、新型コロナのワクチンが普及し始めるとの想定のもと、経済活動は2021年末にコロナ禍前の水準を回復し、その後も暫くは高めの成長ペースが続く見込みである(図表24)。少なくとも2022年秋の中間選挙後までは、ねじれ議会の下で増税も大規模な歳出拡大も実現せず、景気の回復ペースやコロナ禍前から存在している経済格差の構造が大きく変わることはない予想される。

(図表24) 実質GDPの水準



(資料) BEAを基に日本総合研究所作成

6. リスク：金融面の不均衡が負のショックを増幅

以上のように、緩やかな景気回復がメインシナリオであるものの、引き続き下振れリスクも大きいとみている。足許では新型コロナワクチンの実用化・普及に対する期待が高まっているものの、今後、ワクチンの普及の遅れなどによりコロナ禍が想定以上に長引いた場合、資産価格の下落や過剰債務調整の動きが経済に対する負のショックを顕在化・増幅させる恐れがある。

株式市場では、2020年春以降、企業収益の先行き不透明感が残るなかでも、金利低下を追い風に予想株価収益率(PER)の上昇を伴いながら株価が急回復している(図表25)。このため、いずれ株価の調整が生じるのではないかと警戒感が高まりつつある。実際、足許では金利低下余地が乏しくなるなかで、これ以上の株価収益率の上昇は正当化しにくくなっている。今後、投資家のリスクセンチメントの悪化や企業収益の下振れなどが生じた場合には、株価が急落するリスクが高まっている。

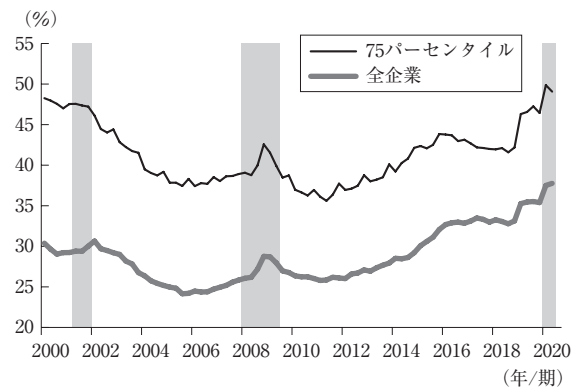
民間非金融企業部門では、過剰債務の調整圧力が強まっているとみられる。とりわけコロナ禍のマイナス影響を大きく受けている中小企業は、金融機関の貸出態度の厳格化に加え、中小企業の給与支払いを肩代わりするPPPの終了などにより、財務状況が悪化している兆候がみられる。今後、追加的な政策支援がなければ、中小企業の債務不履行が増加することが懸念される。また、大企業においても債務の脆弱性が増大している。例えば、公開企業の総資産に対する債務の割合をみると、歴史的な高水準まで上昇している（図表26）。公開企業がただちに債務不履行に陥るリスクは大きくないものの、社債が格下げされた場合などは、債務調整圧力が強まる公算が大きい。また、FRBが低金利政策を長期化させたとしても、財政悪化やインフレに対する懸念が強まり、市場金利が急騰した時には、自己資本比率が低い企業を中心に資金繰りに窮する事態に追い込まれる可能性も否定できない。

（図表25） 予想株価収益率と実質金利



（資料） Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成
 （注） 予想株価収益率は、1年先予想一株当たり利益で株価を除いて算出。実質金利は10年インフレ連動債利回り。

（図表26） 公開企業の総資産に占める債務の割合



（資料） FRB、NBERを基に日本総合研究所作成
 （注） シャドー部は景気後退期。

このように、新型コロナの収束までは、景気下振れリスクへの警戒を怠れない状況が続くと見込まれる。コロナ禍という国難を乗り切るため、上院議員や副大統領として40年超の豊富な政治経験を有するバイデン次期大統領が党派を超えた協力を取り付けていくことが期待される。さらに、今後も米中対立が続くとみられるなかで、新政権が国内世論を徒らに刺激することなく、二大国の対立をきちんとコントロールし、世界経済の安定性を回復させられるのかも重要なポイントといえよう。

(2020. 12. 8)