

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
調査部	研究員	高野	蒼太

目 次

1. 現状：景気拡大が持続も、リスクは山積
2. ファンダメンタルズ
 - (1) 深刻な人手不足は緩和へ
 - (2) 過剰貯蓄や資産効果が個人消費を下支え
 - (3) 住宅価格の上昇ペースは鈍化
 - (4) インフレ率は低下も2%超で推移
3. 政策動向
 - (1) FRBは2022年半ば以降にゼロ金利解除
 - (2) 当面は拡張的な財政スタンスが持続
4. 見通し：2022年は高成長が持続、2023年は巡航速度へ
5. リスク：高インフレに伴う金融政策正常化の加速
 - (1) 高インフレに伴う金融政策正常化の加速
 - (2) 資産価格・企業債務の調整圧力増大
 - (3) 民主党の中間選挙敗北による政策停滞

要 約

1. 2021年のアメリカ経済は、春先まで高成長が続いたものの、夏場に減速した。足元では、新型コロナの感染ピークアウトに伴い景気は持ち直しているものの、減速を招いた一因でもある供給制約は解消されておらず、インフレが加速している。
2. 先行きを展望すると、労働市場では、働き盛り世代を中心に職場復帰が進むことで、深刻な人手不足は緩和に向かう見通しである。足元で転職活動の活発化とともに高まっている賃金上昇率は、労働供給の増加により求人が充足されるにつれて、失業率に見合ったペースに落ち着いていく公算が大きい。
3. 個人消費は、コロナ禍で積み上がった過剰貯蓄の取り崩しや株価・住宅価格の上昇に伴う資産効果などに支えられ、堅調に推移する見通しである。個人消費回復のけん引役は引き続きサービス消費となるものの、財消費も底堅さを維持する見込みである。
4. 住宅市場では、金融政策正常化に伴う金利上昇や供給制約の緩和に伴い需給バランスが改善することで、住宅価格の上昇ペースは鈍化する見込みである。
5. インフレ率は、供給制約の緩和などに伴い、2022年後半にかけて徐々に低下に向かうものの、家賃による押し上げもあって年末時点でも2%を上回る見通しである。2023年のインフレ率も2%をやや上回る推移が続くと予想している。
6. 金融政策については、FRBが2022年半ば以降にゼロ金利解除に動くと予想している。もっとも、当面は緩和的な金融環境が維持されることで、景気が腰折れすることはないとみられる。
7. 財政政策については、これまでに実施された大規模な経済対策の効果が減衰していくものの、2021年後半に打ち出された2つの投資法案による財政支出拡大がそれを一部相殺する形で、景気下支えに作用する見込みである。
8. 以上を総じて、供給制約が徐々に緩和に向かうとともに、インフレ率が落ち着きを取り戻すことで、2022年の実質GDP成長率は4.0%と、高めの成長ペースが続くと予想する。負のGDPギャップが2022年央頃に解消することで、2023年にかけては2%程度とみられる潜在成長ペースに向けて減速していく見通しである。
9. リスクシナリオは、供給制約の長期化などにより高インフレが持続するケースである。この場合、FRBは金融引き締めを急がざるを得なくなり、結果的に景気をオーバーキルしてしまう可能性が高まろう。

1. 現状：景気拡大が持続も、リスクは山積

2021年のアメリカ経済は、春先まで高成長が続いたものの、夏場に減速した。7～9月期の実質GDPは前期比年率+2.1%と、4～6月期の+6.7%から伸びが鈍化した（図表1）。新型コロナの感染再拡大と自動車セクターを中心とする供給制約に伴う下押し圧力が、個人消費だけでなく、設備投資や在庫投資、輸出などにも及んだことが主因である。

足元では、新型コロナの感染ピークアウトに伴い景気は持ち直しているものの、供給制約は解消されておらず、インフレが加速している。12月1日にFRBが公表したページブック（地区連銀経済報告）では、サプライチェーンの混乱や労働力不足による制約が、強い需要の影響を減殺していると指摘されている。インフレに関しても、経済全体に価格の上昇が広がったことが言及されている。

供給制約やこれによるインフレ加速は、アメリカ経済に様々な面で影響を及ぼしている。労働市場では、人手不足の深刻化に伴い、賃金上昇ペースが加速している。住宅市場では、旺盛な需要に供給が追いつかず、価格が高騰している。家計部門では、雇用・所得環境の改善が続いているものの、インフレ加速が実質的な購買力を低下させている。供給制約やインフレの動向が今後のアメリカ経済の成長ペースを大きく左右するとみられる。

次に、マクロ経済政策の動向も経済に大きな影響を及ぼしうる。FRB（連邦準備制度理事会）は、インフレの上振れリスクに対する警戒姿勢を強めており、11月に開始したテーパリングのペースを加速させたうえで、早期の利上げに動くとの見方が強まっている。一方、連邦議会・バイデン政権は11月に超党派のインフラ投資法（IIJA）を成立させたが、民主党が単独で進める投資法案（BBBA）は議会での審議が続いている。

以下では、こうした点について詳しく点検したうえで、2022年から2023年にかけてのアメリカ経済を展望する。

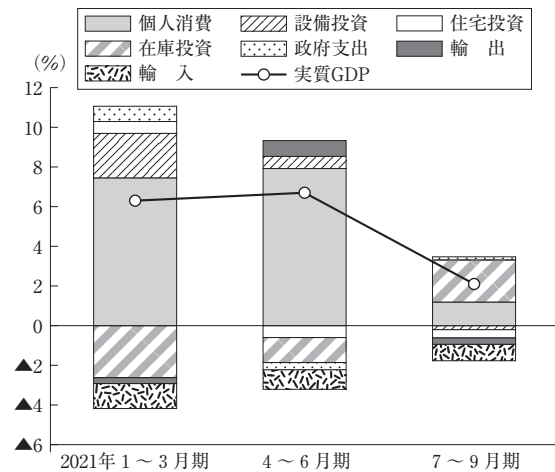
2. ファンダメンタルズ

(1) 深刻な人手不足は緩和へ

労働市場では、人手不足が深刻化している。求人1件当たりの失業者数が一人を割り込むなど、労働需要に対して供給が不足している状況である（図表2）。これは、コロナ禍で職探しを諦めた人々がなかなか労働市場に戻ってこないことが大きな要因となっている。実際に、コロナ禍で職を失った人のうち、8割以上が労働市場から退出したままとなっている（図表3）。

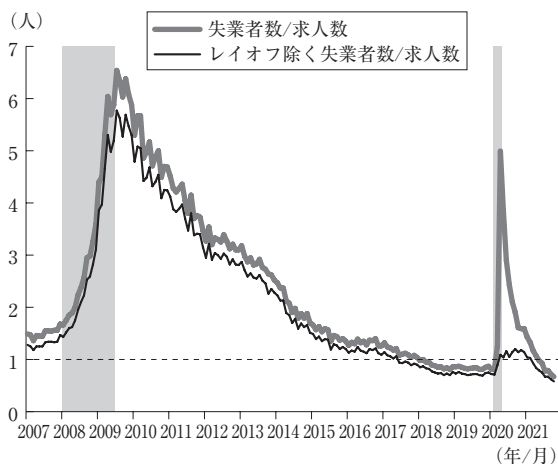
人手不足が深刻化し、売り手市場が続くなかで、転職活動が活発化している。これに伴い、転職者の

（図表1）実質GDP成長率（前期比年率）



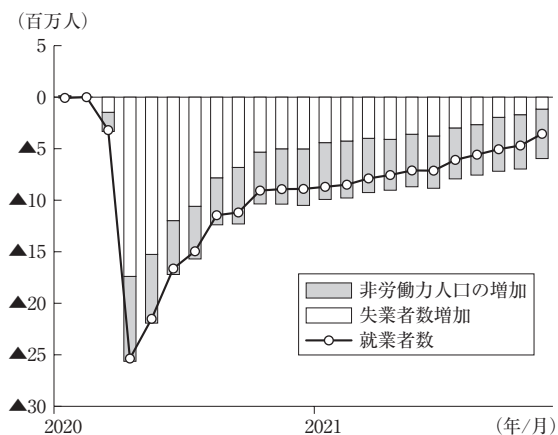
（資料）BEA

(図表2) 求人1件当たりの失業者数



(資料) BLS、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。

(図表3) 就業者数減少の内訳 (2020年2月対比)

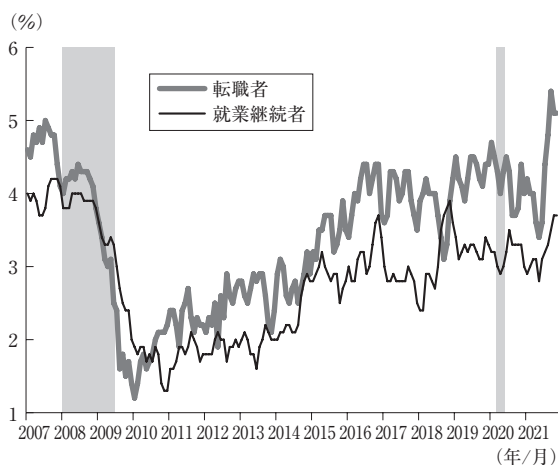


(資料) BLSを基に日本総合研究所作成
 (注) 人口の自然増により、失業者数と非労働力人口の増加の合計は就業者数の減少と一致しない。

賃金が急上昇しているだけでなく、転職していない労働者の賃金上昇ペースも加速し始めている(図表4)。人手不足に対処するために、企業は賃上げを行うだけでなく、ボーナスの支給や柔軟な勤務形態などのインセンティブを付与している模様である。

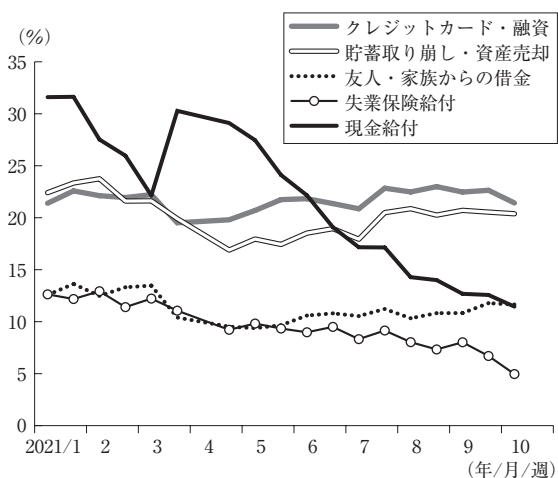
先行きは、働き盛り世代を中心に労働市場への復帰が進むことで、深刻な人手不足は緩和に向かうとみられる。これまで労働市場への復帰を遅らせていた要因の一つである手厚い所得支援策は夏以降に縮小・終了している。具体的には、コロナ禍で3回の現金給付が実施されたが、2021年3月に成立したアメリカ救済計画法(ARP)に基づいて実施されたものが最後となっている。また、失業保険給付も拡充されたが、2021年6~7月に共和党系の知事の州を中心に失業保険の割増給付が前倒しで終了したの続き、9月には残りの州でも終了した。これを受け、非就業者の日常生活の資金源としての現金給付や失業保険給付の割合が低下しており、求職者の就労意欲が高まっている可能性が高い(図表5)。

(図表4) 転職者と就業継続者の賃金上昇率(前年比)



(資料) アトランタ連銀を基に日本総合研究所作成
 (注) 3カ月移動平均。シャドー部は景気後退期。

(図表5) 非就業者が支出を賅っている資金源

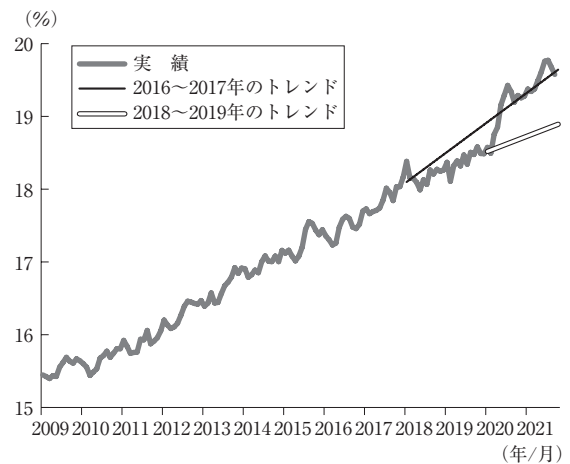


(資料) U.S. Census Bureauを基に日本総合研究所作成
 (注) 複数回答。

ただし、人手不足感は今後も残る見込みである。その理由は、コロナ禍による健康リスクの高まりや株高・住宅価格上昇などによる資産効果を背景に、高齢者を中心に多くの人々が早期退職を選択したとみられるためである。退職者が16歳以上人口に占める割合をみると、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、コロナショックにより2016年から2017年のトレンドまで再び上昇している（図表6）。

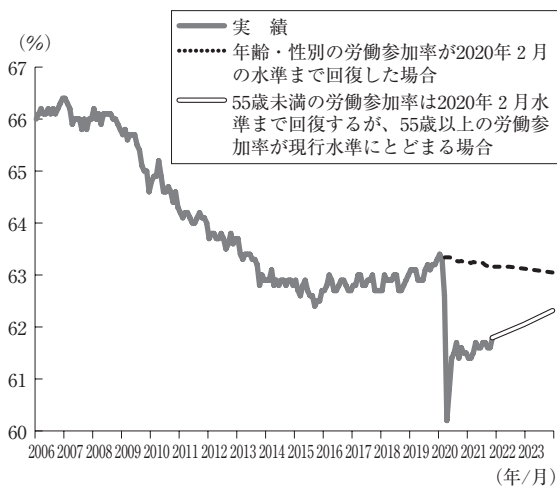
こうした事情を踏まえると、働き盛り世代の労働参加率は持ち直していくとみられる一方、高齢層の労働参加率は低迷が続く可能性が高い。55歳未満の労働参加率はコロナ禍前の2020年2月の水準まで回復する一方、55歳以上の労働参加率が現行水準で推移すると仮定した場合、全体の労働参加率はコロナ禍前の63%台には戻らず、62%台前半までの上昇にとどまると試算される（図表7）。働き盛り世代を中心とした労働供給の増加を伴いながら雇用回復が続くことで、失業率は2022年央までに3%台後半、2023年入り後にコロナ禍前の水準である3%台半ばへ低下すると予想している（図表8）。

（図表6）退職者が16歳以上人口に占める割合



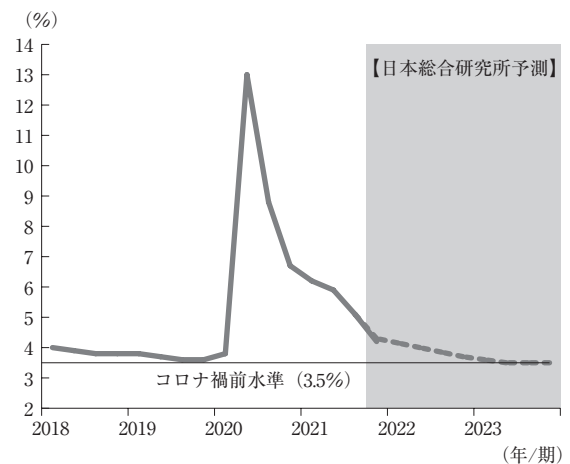
（資料）BLS、U.S. Census Bureauを基に日本総合研究所作成

（図表7）労働参加率のシミュレーション



（資料）BLSを基に日本総合研究所作成
（注）人口構成の変化（高齢化）を加味して試算。

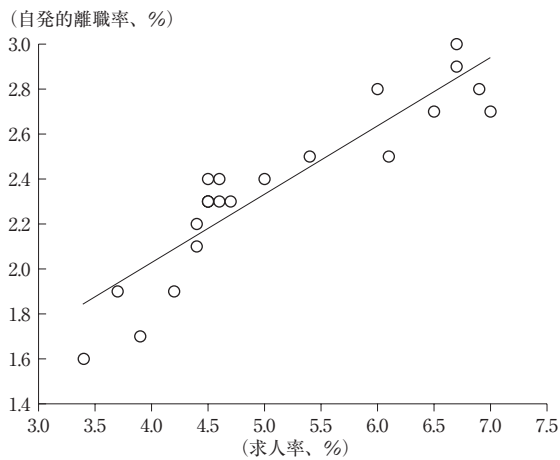
（図表8）失業率の見通し



（資料）BLSを基に日本総合研究所作成

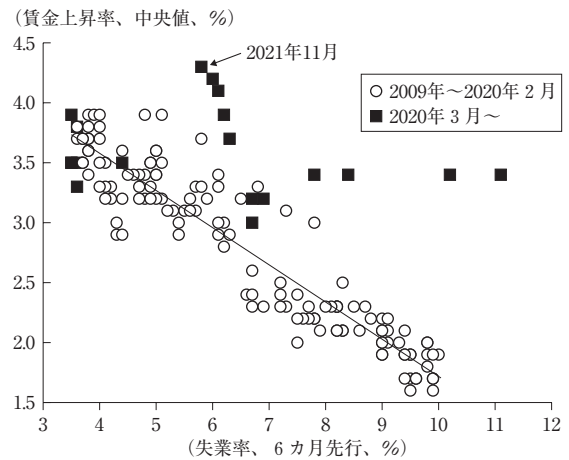
求人が充足されるにつれて賃金上昇率は減速する見通しである。求人率と自発的離職率との正の相関関係を踏まえると、労働供給の増加により求人が充足されるにつれて、転職者数は減少に向かう公算が大きい（図表9）。この結果、足元で転職活動の活発化とともに上振れしている賃金上昇率は、失業率に見合った水準に落ち着いていくと予想している（図表10）。

(図表9) 求人率と自発的離職率の関係



(資料) BLSを基に日本総合研究所作成

(図表10) 失業率と賃金上昇率の関係
(賃金版フィリップス曲線)



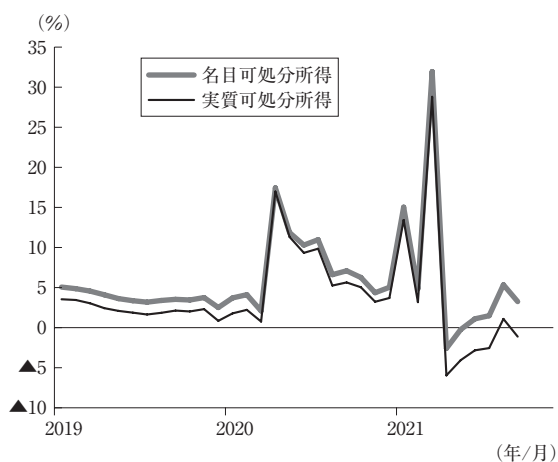
(資料) BLS、アトランタ連銀を基に日本総合研究所作成

(2) 過剰貯蓄や資産効果が個人消費を下支え

個人消費については、足元のインフレ高進が当面の重石となる。雇用の拡大や労働需給のひっ迫を背景とした賃金の上昇により、家計の名目所得は堅調な伸びが続いている一方、賃金よりも物価の上昇ペースが速くなっていることから、インフレ率を調整した実質所得は2021年春頃から前年比マイナス圏で推移している(図表11)。

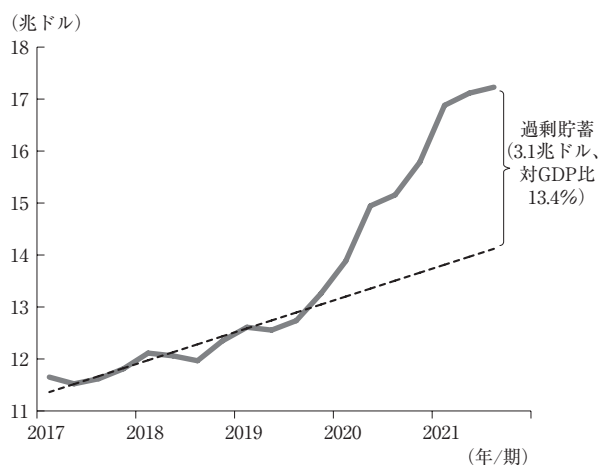
もっとも、こうした状況下でも、個人消費は堅調に推移する見通しである。コロナ禍で積み上がった過剰貯蓄の取り崩しや、住宅価格の上昇などに伴う資産効果が追い風となるためである。活動制限下での消費抑制や政府による現金給付などの経済対策によって、2021年9月末時点で家計の預金額対GDP比は2019年までのトレンド対比で1割強上振れている(図表12)。また、家計の保有する住宅資産も、前年比で15%近く増加している。2022年後半にかけては、過剰貯蓄の取り崩しが一巡し、住宅価格の上

(図表11) 名目・実質可処分所得(前年比)



(資料) BEAを基に日本総合研究所作成

(図表12) 家計の預金額



(資料) FRBを基に日本総合研究所作成
(注) NPOを含む。点線は2017~2019年トレンド。

昇ペースは鈍化していくとみられるものの、インフレ率の低下に伴い実質所得の伸びが再び高まることで、個人消費を下支えするとみられる。

個人消費回復のけん引役は、引き続きサービス消費となる見込みである。足元のサービス消費はコロナ前のトレンドを下回る水準で推移しており、依然として回復余地は大きい。アメリカでは多くの先進国に先行して新型コロナワクチンの接種が始まったものの、2021年春頃から接種ペースが鈍化し、夏以降の接種率は日本や欧州諸国に遅れを取っていた。もっとも、企業におけるワクチン接種の義務化の動きなどもあり、12月には少なくとも1度以上ワクチンを接種したことがある人の割合が7割を超え、ドイツなどと並ぶ水準まで上昇している。ブースター接種（3回目の接種）率も12月時点で15%を超えるなど、順調に高まっている。こうしたなか、コンファレンスボードの調査では、半年以内に旅行を予定している消費者の割合がコロナ前水準まで上昇するなど、家計が外出を伴う消費意欲を高めていることが示唆される（図表13）。今後、新たな変異株の流行などによる感染再拡大への懸念が折りに触れ重石となる可能性はあるものの、ワクチン接種の進展や治療薬の普及に伴い、サービス消費はコロナ前のトレンドへと近づいていく見込みである（図表14）。

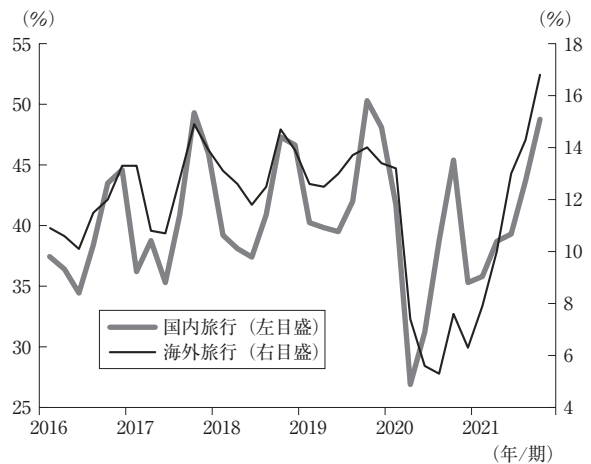
一方、財消費も底堅さを維持する見込みである。これまで好調であった巣ごもり需要関連は弱含む可能性があるものの、テレワークの普及などライフスタイルの変化に伴う耐久財への旺盛な需要は当面続く公算が大きい。とりわけ、在庫不足やそれに伴う価格高騰が下押し要因となっていた自動車販売については、供給制約が徐々に緩和されることで再び増加していくとみられる。

(3) 住宅価格の上昇ペースは鈍化

住宅市場では、コロナ禍以降、住宅価格の高騰が続いている。2021年7～9月期のFHFA住宅価格指数は、前年同期比+18.5%と過去最高の伸びとなり、5四半期連続で上昇ペースが加速した。このような住宅価格高騰の要因を整理すると、以下の2点が指摘できる。

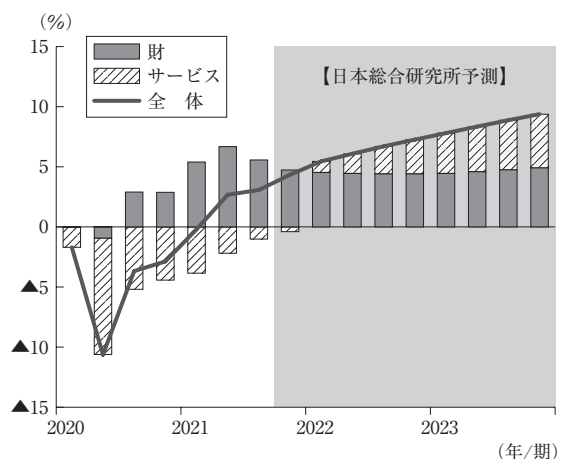
第1に、需要が急拡大したことである。住宅販売件数は、2020年4～6月期に大幅に落ち込んだ後、

(図表13) 家計の旅行の予定（先行き6カ月）



(資料) The Conference Boardを基に日本総合研究所作成
(注) 旅行の予定があると回答した割合。

(図表14) 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

2000年代の住宅バブル期に近い水準まで急速に盛り返した（図表15）。需要拡大の背景には、コロナ禍でのライフスタイルの変化に伴う住み替えニーズが高まったことが挙げられる。外出規制の導入を受けて在宅勤務の増加など自宅で過ごす時間が長くなったことで、都市部のアパートなどから郊外の広めの住宅などを選好する動きが強まった。こうした動きに加え、住宅ローン金利が歴史的な低水準で推移していることも需要を押し上げた。FRBが2020年3月に大規模な金融緩和を実施して以降、長期国債の金利に連動する30年固定住宅ローン金利も史上初となる2%台へと低下した。

第2に、供給制約が強まったことである。住宅着工件数は、新型コロナウイルスの感染が拡大した当初、販売と同様に大きく落ち込んだものの、その後は回復傾向が続いてきた。もっとも、世界的な木材価格や輸送費の高騰など、建築コストが大幅に上昇するなかで、急拡大する需要に対して供給が追いつかない状況に陥った。CME（シカゴ・マーカンタイル取引所）で取引される木材先物の価格は、2021年春にかけて、一時コロナ前対比で4～5倍の水準まで高騰した。このほか、労働市場への働き手の戻りが遅かったことも、建設業などでの労働力不足を招き、供給を抑制する方向に作用したとみられる。

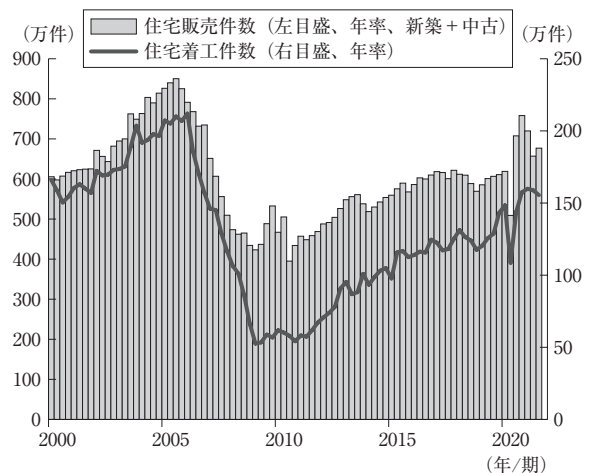
先行きは、需給バランスの改善に伴い、住宅価格の騰勢は弱まると予想される。

まず、住宅価格の高騰に加え、金利上昇が需要抑制に作用することで、需要の拡大ペースは鈍化する見込みである。FRBが利上げを視野に入れて金融政策の正常化を進めるなか、住宅ローン金利も早晚上昇に転じる公算が大きい。

一方、供給制約は緩和に向かい、住宅供給拡大の追い風になるとみられる。木材価格は、2021年春先の高騰局面と比較して落ち着いているため、建設業者が直面していた資材の不足や工期の遅れによる供給抑制効果は薄れつつある。今後、販売業者が資材価格の下落などを住宅価格に反映させる可能性もある。加えて、建設業の雇用者数は持ち直しが続いている。

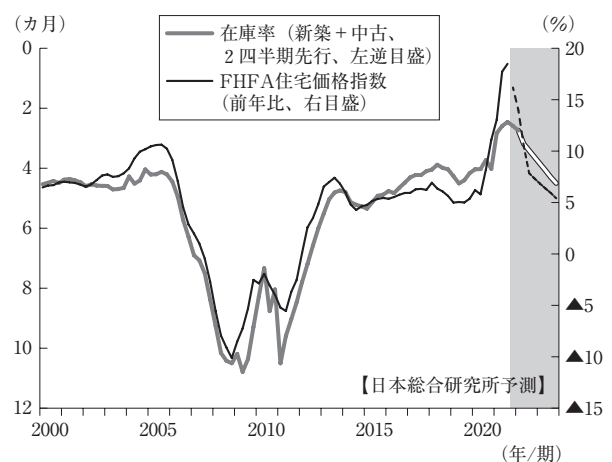
結果として、これまで歴史的な低水準で推移してきた在庫率は上昇に向かうと予想される。住宅販売、着工などが2021年入り後の平均で推移するとの前提を置いて在庫率を試算

（図表15）住宅販売件数と住宅着工



（資料）U.S. Census Bureau, NARを基に日本総合研究所作成

（図表16）住宅価格と在庫率



（資料）FHFA, U.S. Census Bureau, NARを基に日本総合研究所作成
（注）予測部分の点線は住宅価格、二重線は在庫率を示す。

すると、足元で住宅販売の2カ月分程度の水準まで減少していた住宅在庫は、2023年にかけて、適正水準とされる4～5カ月程度へ持ち直していくと考えられる。住宅価格と在庫率の連動性を踏まえると、住宅価格の前年比での上昇は続くものの、上昇率は一桁台へ落ち着く見込みである（図表16）。

(4) インフレ率は低下も2%超で推移

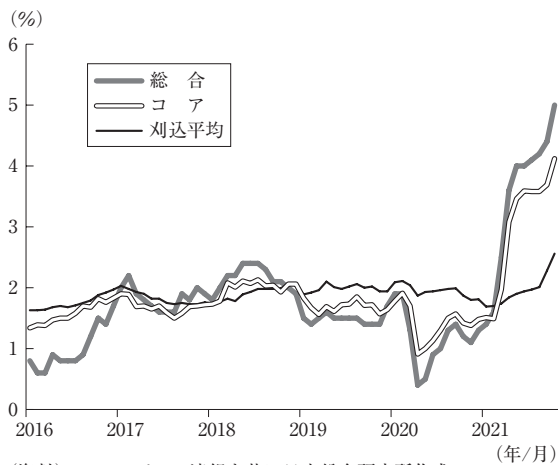
物価動向についてみると、2021年春以降、インフレ率が急上昇している。FRBが重視している個人消費支出（PCE）デフレーターは、10月の総合指数が前年比+5.0%と1990年11月（+5.1%）以来の高い伸びとなった（図表17）。また、10月のコア指数も同+4.1%と1991年1月（+4.2%）以来の伸びとなった。さらに、振れの大きな品目を除外して集計した10月の刈込平均指数も同+2.6%と2008年9月（+2.6%）以来の伸びとなっており、物価上昇に広がりが見られる。

インフレ加速の主な要因を整理すると、以下の通りである。第1に、世界的な経済再開を受けてエネルギー需要が急回復する一方、原油などの供給の回復が緩やかにとどまったことで、エネルギー価格が大きく上昇している（図表18）。第2に、経済再開に伴う需要回復を映じて、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。第3に、半導体などの供給制約が強まったことから自動車や家電などの財価格が急騰している。第4に、住宅価格の高騰に伴い、家賃の上昇ペースが加速し始めている。第5に、労働需給のひっ迫に伴い、賃上げの動きが広がっており、それが価格に転嫁されている。とりわけ、人手不足が深刻化している輸送、娯楽、外食・宿泊などのサービス価格には、需要面からだけでなく、労働コスト面からのインフレ圧力も高まっている可能性が高い。

先行きは、ベントアップ需要が一巡し、供給のボトルネックや人手不足が緩和に向かうにつれて、これらの要因によるインフレ圧力は和らぐ見込みである。高騰していたエネルギー価格や自動車などの財価格は緩やかに下落し、輸送、娯楽、外食・宿泊などのサービス価格の伸びは鈍化すると予想している。

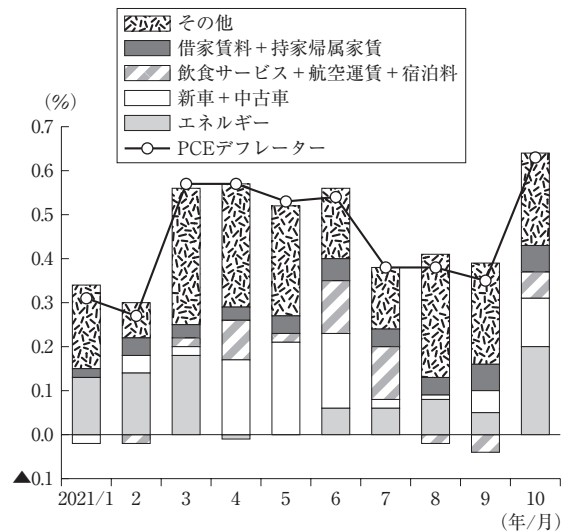
一方、最近の住宅価格の高騰や失業率の低下を踏まえると、家賃（持家帰属家賃と借家賃料）の伸び

(図表17) PCEデフレーター（前年比）



(資料) BEA、ダラス連銀を基に日本総合研究所作成
 (注) 刈込平均は、ダラス連銀が変化率で上位31%の品目と下位24%の品目を控除して算出したもの。

(図表18) PCEデフレーター（前月比）の寄与度

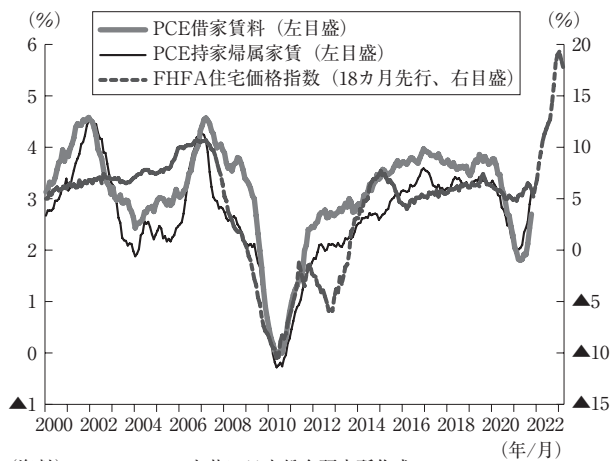


(資料) BEAを基に日本総合研究所作成

が2022年にかけて高まっていくことが予想され、これが全体のインフレ率を押し上げる方向に作用する可能性が高い。過去を振り返ってみると、家賃の上昇は住宅価格の上昇に1年半程度、失業率の低下に半年程度遅行する傾向がみられる（図表19、20）。住宅価格と失業率を基に推計すると、持家帰属家賃の上昇率は、2022年末にかけて4%超に達した後、住宅価格の騰勢一服を映じて2023年は徐々に鈍化していくとみられる（図表21）。

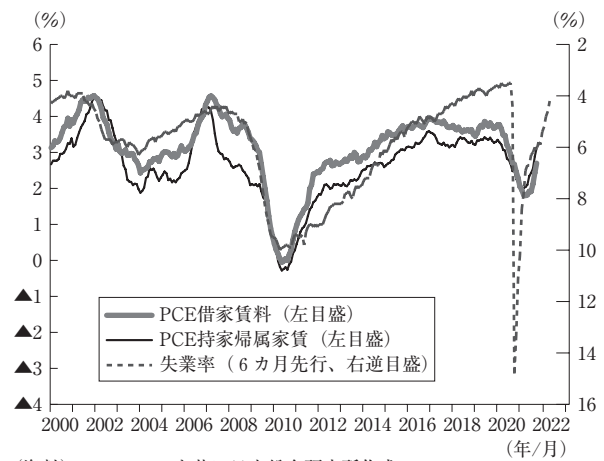
以上を踏まえると、インフレ率は、供給制約の緩和などに伴い、2022年後半にかけて徐々に低下に向かうものの、家賃による押し上げもあって年末時点でも2%を上回る見通しである（図表22）。2023年は、家賃による押し上げ効果が減衰していくものの、それ以外の項目の伸びの鈍化が一服することで、インフレ率は2%をやや上回る推移が続くと予想している。

（図表19）PCE家賃と住宅価格（前年比）



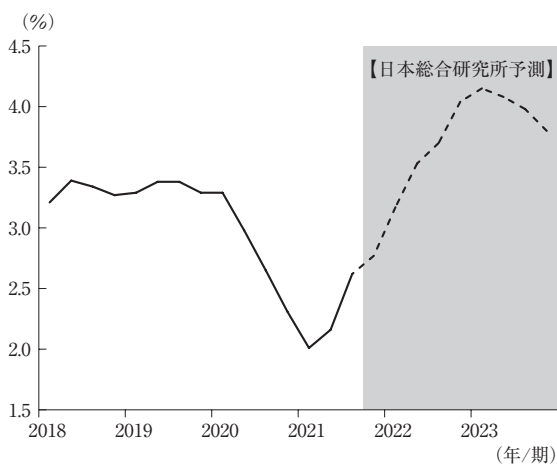
（資料）BEA、FHFAを基に日本総合研究所作成

（図表20）PCE家賃（前年比）と失業率



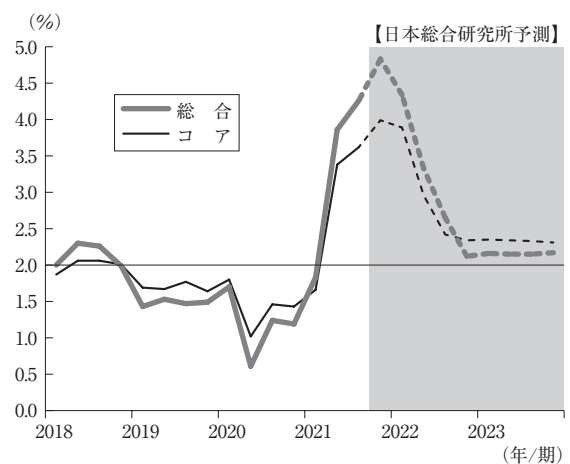
（資料）BEA、BLSを基に日本総合研究所作成

（図表21）PCE持家帰属家賃（前年比）の見通し



（資料）BEA、FHFA、BLSを基に日本総合研究所作成
（注）住宅価格と失業率を基に推計。

（図表22）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2022年半ば以降にゼロ金利解除へ

雇用の回復が大きく進展し、インフレが加速するなか、FRBは金融政策の正常化に着手している。11月2～3日のFOMCでは、2020年3月から実施してきた大規模な資産買い入れを11年半ばから段階的に縮小（テーパリング）することが決定された。米国債は毎月100億ドルずつ、住宅ローン担保証券（MBS）は同50億ドルずつ、それぞれ買い入れ額が減額されており、2022年以降も同じペースが維持されれば、新たな資産買い入れは6月に終了する予定になっていた。

ところが、11月のFOMC以降もインフレ加速が続くなかで、FRBはインフレ上振れリスクに対する警戒姿勢を強めている。このため、12月14～15日のFOMCでは、テーパリングのペースを速めることが決定される見通しである。2022年1月から米国債とMBSの減額幅が倍増された場合、新たな資産買い入れの終了時期は3月に前倒しされることになる。高インフレが長期化するリスクに備え、早めに資産買い入れを終了することは、その後の利上げも含めた政策の余地を確保することにつながるものである。

当社では、テーパリング完了後、FRBが2022年半ば以降にゼロ金利を解除すると予想している。フォワードガイダンス（政策金利の先行き指針）では、ゼロ金利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」ことが示されている。インフレ率は2022年後半にかけて徐々に低下するものの、FOMCの政策目標である2%を上回って推移する可能性が高まっている。このため、早ければ12月のFOMCでゼロ金利を解除するためのインフレに関する条件は満たされたとの判断に至るとみている。もう一つの条件である最大雇用への到達は「総合的」に判断されるものの、足元にかけて労働需給がひっ迫していることを示す指標が増加しており、最大雇用に近づいていることが示唆される。このため、失業率がFOMC参加者が想定する自然失業率（4.0%）を下回った後、コロナ禍前の水準（3.5%）へ低下するまでにFOMCは最大雇用に関する条件も満たされたとの判断に至る公算が大きい。

もっとも、当面は緩和的な金融環境が維持されることで、景気は失速することはないとみられる。2022年3月にテーパリングが完了するものの、前回の金融政策の正常化局面を踏まえると、政策金利が1%台に引き上げられるまでは保有債券残高を維持するための再投資が続けられる公算が大きい。また、2022年半ば以降に利上げが実施されても、FOMC参加者が名目中立金利（景気を加速も減速もさせない政策金利の水準）と想定している2.5%を下回る状況が2023年にかけて続く見通しである。

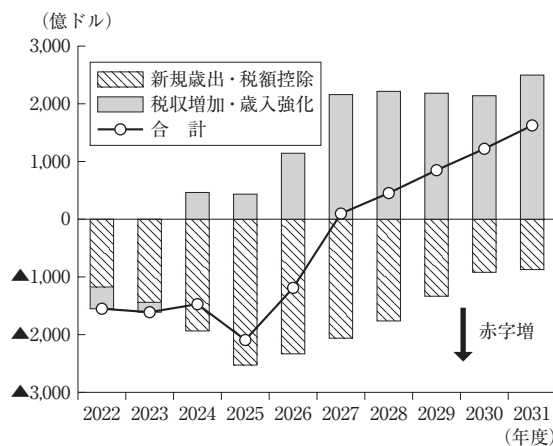
(2) 当面は拡張的な財政スタンスが持続

新型コロナの感染が拡大した2020年3月以降、アメリカ政府は、大規模な財政出動を伴う経済対策を講じてきた。具体的には、トランプ前政権下ではCARES法（2.2兆ドル規模）、統合歳出法（9,000億ドル規模）、バイデン政権下ではアメリカ救済計画法（ARP、1.9兆ドル規模）によって家計や企業向け支援が実施された。2022年度以降の財政政策としては、議会で超党派のインフラ投資法案（IIJA、5,500億ドル規模）がすでに成立したほか、民主党が単独で進める「ビルド・バック・ベター」法案（BBBA、下院通過時1.75兆ドル規模）が可決される見込みである。これら2つの新たな法案は、アフターコロナ

を見据えた中長期的な投資計画であるため、単年度でみた規模はコロナ禍における経済対策に見劣りするものの、当面は拡張的な財政スタンスが続く見通しである。

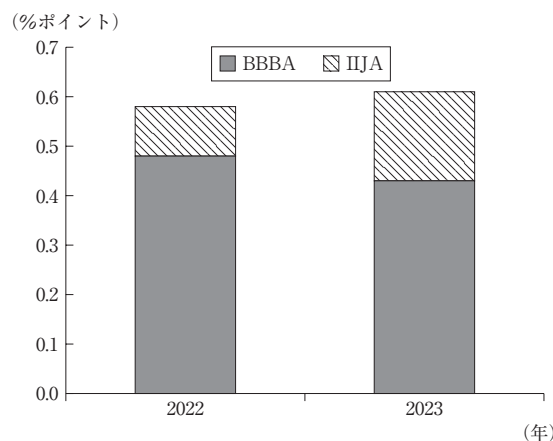
ARPなどの大規模な経済対策はコロナ禍におけるアメリカ経済を下支えしてきた。2022年以降は、ARPなどの経済対策による景気押し上げ効果は減衰していくものの、その主な手段は現金給付や失業保険給付といった形であったため、一部は家計の貯蓄といった形でプールされており、引き続き個人消費の下支えに寄与する公算が大きい。また、IIJAやBBBAも、ARPなどのコロナ対策の効果減衰の一部を相殺することが見込まれる。BBBAは、民主党の一部の有力議員が有給休暇拡充の削除や州・地方税（SALT）控除の上限圧縮などを主張しており、上院での審議の過程で規模が縮小される可能性があるものの、支出の前倒しと歳入強化の後ろ倒しによって、当面はネットでみると景気押し上げに作用する見通しである（図表23）。IIJAについては、インフラ投資の性質上、实体经济に影響が表れるまでに時間を要するため、2023年までの予測期間内の景気浮揚効果は相対的に小幅なものとなる見通しである。議会予算局（CBO）の歳入・歳出予測に基づいて試算すると、BBBAとIIJAは、2022年、2023年の名目GDPをベースライン対比で0.6%ポイント程度押し上げる見通しである（図表24）。

（図表23）BBBAの財政赤字への影響



（資料）CBOを基に日本総合研究所作成

（図表24）IIJA・BBBA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）CBOの歳出・歳入予測を基に試算。ベースライン対比での押し上げ幅。

4. 見通し：2022年は高成長が持続、2023年は巡航速度へ

ここまでの分析を踏まえ、アメリカ経済の先行きを展望すると、供給制約が徐々に緩和に向かうとともに、インフレ率が落ち着きを取り戻すことで、2022年の実質GDP成長率は4.0%と、高めの成長ペースが続くと予想している（図表25）。家計部門では、雇用・所得環境の改善が続くことに加え、コロナ禍で積み上がった過剰貯蓄の取り崩しや株価・住宅価格の上昇に伴う資産効果などにも支えられ、個人消費が堅調に推移する見通しである。企業部門でも、収益増加や高水準の現金保有などを追い風に、旺盛な需要や人手不足に対応するための設備投資が高めの伸びを維持する公算が大きい。財政政策については、コロナ禍で実施された大規模な経済対策の効果が減衰していくものの、2021年後半に打ち出され

(図表25) 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)

	2021年		2022年				2023年				2020年 (実績)	2021年 (予測)	2022年	2023年
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12				
	(実績)	(予測)												
実質GDP	2.1	5.2	4.7	3.3	3.0	2.7	2.1	2.0	2.0	1.9	▲3.4	5.5	4.0	2.3
個人消費	1.7	5.0	4.3	2.4	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	1.9	▲3.8	8.0	3.8	2.1
住宅投資	▲8.3	5.5	5.0	3.8	3.5	4.0	2.0	1.5	1.5	1.5	6.8	9.3	1.7	2.5
設備投資	1.5	4.3	5.8	5.5	4.5	4.2	3.7	3.5	3.4	3.4	▲5.3	7.5	4.9	3.9
在庫投資 (寄与度)	2.1	0.8	0.4	0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	▲0.6	▲0.3	0.5	0.1
政府支出	0.9	2.0	3.0	4.0	4.5	4.5	2.0	2.0	2.0	2.0	2.5	0.8	2.7	2.9
純輸出 (寄与度)	▲1.2	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.4	▲0.4	▲0.5	▲0.2	▲1.8	▲0.4	▲0.3
輸出	▲3.0	4.6	4.4	4.3	4.2	3.9	3.5	3.2	3.0	3.1	▲13.6	3.8	3.6	3.6
輸入	5.8	4.7	4.3	4.2	4.1	4.4	4.0	4.0	4.0	4.4	▲8.9	13.3	4.7	4.1
実質最終需要	▲0.1	4.4	4.3	3.1	2.9	2.7	2.1	2.0	1.9	1.8	▲3.0	5.2	3.5	2.3
消費者物価	5.3	6.1	4.7	3.6	2.9	2.4	2.5	2.4	2.5	2.5	1.2	4.5	3.4	2.4
除く食料・エネルギー	4.1	4.4	4.2	3.3	2.7	2.6	2.7	2.6	2.6	2.6	1.7	3.5	3.2	2.2

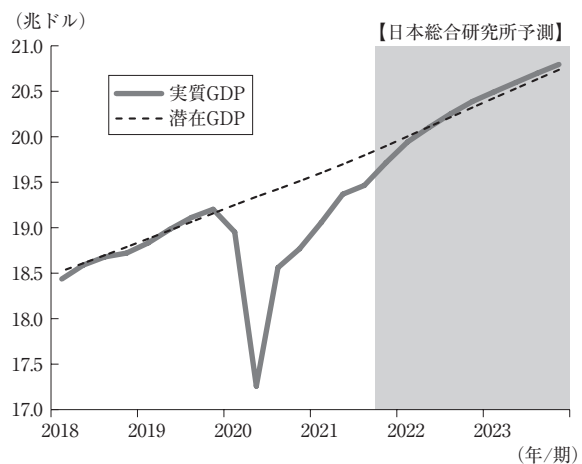
(資料) BEA、BLSを基に日本総合研究所作成

(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。

た2つの投資法案による財政支出拡大がそれを一部相殺する形で、景気下支えに作用する見込みである。金融政策については、2022年半ば以降に利上げが開始されるものの、当面は緩和的な金融環境が維持されることで、景気が腰折れることはないと思われる。

負のGDPギャップが2022年央頃に解消することで、2023年にかけては徐々に2%程度とみられる潜在成長ペースに向けて減速していく見通しである(図表26)。2023年の実質GDP成長率は2.3%と予想している。

(図表26) 実質GDPと潜在GDP



(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測。

5. リスク

(1) 高インフレに伴う金融政策正常化の加速

足元では、新型コロナの新たな変異株「オミクロン株」の出現により、景気の先行き不透明感が高まっている。もっとも、オミクロン株の感染力はデルタ株よりも高いものの、重症化リスクは低いという専門家の見方が増えている。このため、新規感染者数の増加は懸念されるものの、厳格なロックダウンが実施される可能性は低いと考えられる。2021年の夏場にデルタ株の感染が拡大するなかでも景気が底堅く推移したことを踏まえると、オミクロン株の感染が拡大しても、景気が大きく下振れるリスクは小さいと思われる。むしろ、デルタ株の教訓として、オミクロン株やその他の変異株の感染拡大がサプライチェーンの混乱や労働供給の低迷を招いたり、消費者の外出手控えで財からサービスへの需要シフトを遅らせたりした場合には、インフレ圧力が長期化するリスクに注意が必要である。

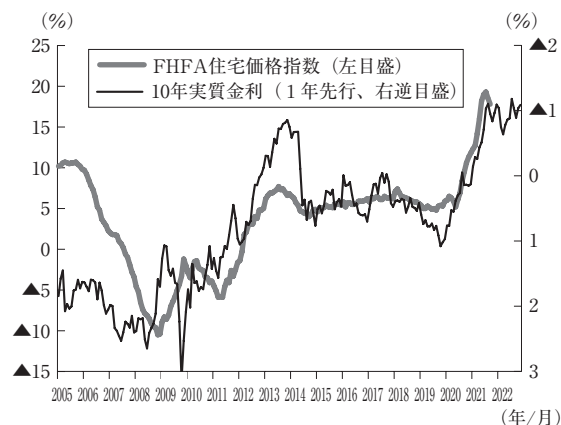
こうした変異株によるコロナの再拡大以外にもインフレのアップサイドリスクは多い。今後、様々な状況が重なることで高インフレが持続した場合、FRBは金融引き締めを急がざるを得なくなり、結果的に景気をオーバーキルしてしまう可能性が高まろう。とりわけ、①原油価格、②財価格、③家賃、④賃金、の動向に注意が必要である。

第1は、供給不足に伴う原油価格の上振れである。アメリカのシェールオイルやOPECプラスによる増産が今後も緩やかなペースにとどまった場合、原油価格の高騰が続く恐れがある。アメリカでは、金融機関に対する環境配慮の要請の高まりやバイデン政権の化石燃料業界に対するスタンスの不透明感などから、油田開発等への設備投資が滞り、原油生産量が元に戻らない可能性がある。実際、2021年春以降に原油価格がコロナ禍前の水準を超えて推移するなかでも、アメリカの石油リグ稼働数の増加ペースは鈍い。また、OPECプラスのうち、サウジアラビアやUAEなどは供給余力があるとみられるものの、中小の産油国ではコロナ禍における投資抑制などにより供給力が低下していることが懸念される。

第2は、供給制約の長期化による財価格の高止まりである。グローバル・サプライチェーンの正常化が遅れることで、財部門の供給不足問題が長期化することが懸念される。まず、先進国と新興国との「ワクチン格差」により、生産地であるアジアなど新興国での工場の本格稼働が遅れる恐れがある。また、海上輸送におけるコンテナや船舶などの不足が続いており、輸入品をアメリカへ運ぶ際のロジスティクスの目詰まり解消にも時間がかかる可能性がある。

第3は、住宅価格の高騰に伴う家賃インフレである。2000年代の住宅バブル期を上回るような住宅価格の高騰は、歴史的に低い住宅ローン金利も一因とみられる。今後、金融政策が正常化に向かうなかでも、インフレ期待の高止まりなどにより実質金利が低位で推移すれば、高い住宅価格の伸び率が持続するとみられる（図表27）。アメリカでは、これまで住宅価格の高騰後、比較的速やかに家賃を引き上げる傾向があったことを踏まえると、今回も家賃に上昇圧力がかかり続ける公算が大きい。

(図表27) 住宅価格（前年比）と10年実質金利

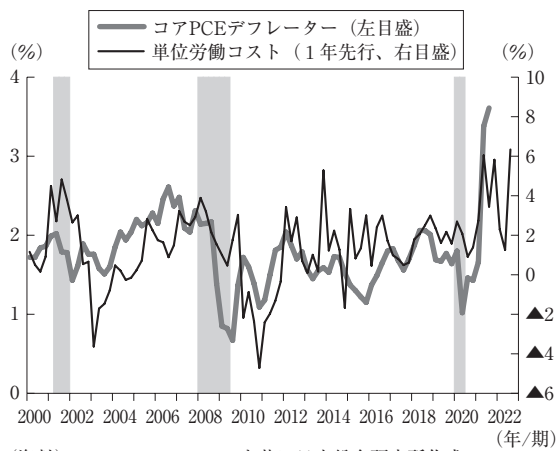


(資料) FHFA、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

第4は、労働力不足に伴う賃金インフレである。高齢層を中心とする早期退職者のさらなる増加や、働き盛り世代の職場復帰の先送りなどにより労働供給が低迷すれば、需給がさらにひっ迫することで、賃金上昇率が一段と加速する公算が大きい。企業が生産性の向上でこれを吸収できなければ、マージンを確保するために労働コストを価格転嫁する動きが広がる可能性がある。実際、単位労働コスト (ULC) はコアPCEデフレーターに先行する傾向がある（図表28）。

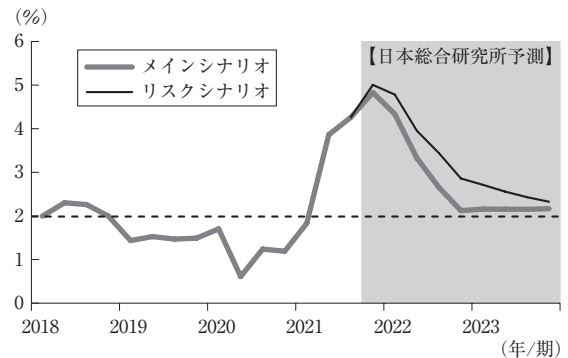
以上の4つの状況が同時に実現した場合のインフレ率をシミュレーションしてみると、2022年末時点でも3%程度の伸びが続くと想定される（図表29）。とりわけ、高インフレが続くと懸念を強めた家計がより高い賃金を求め、それがさらなる物価の上昇を招く「賃金・物価のスパイラル」に陥ることが

(図表28) 単位労働コストとコアPCEデフレーター (前年比)



(資料) BEA、BLS、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。

(図表29) PCEデフレーター (前年比) の2つのシナリオ



(資料) BEAを基に日本総合研究所作成
(注) リスクシナリオは、①WTI原油先物価格が1バレル=100ドルまで上昇する、②コア財価格の水準が横ばいで推移する、③住宅価格の上昇ベースが鈍化せず、家賃の高い伸びが持続する、④人手不足のさらなる深刻化に伴う賃金上昇ベースの加速が、家賃以外のコアサービス価格に転嫁される、といった状況が重なった場合を想定。

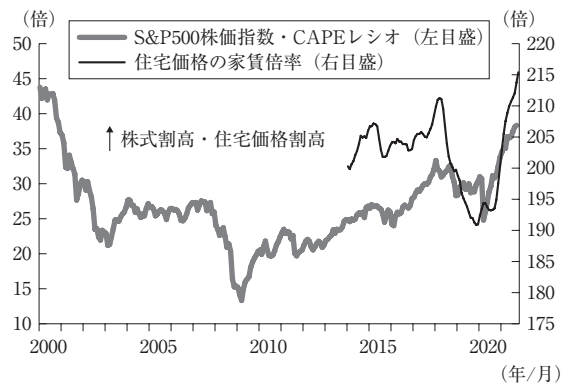
懸念される。この場合、FRBは、2022年3月のテーパリング完了後すぐにゼロ金利を解除し、高インフレが沈静化に向かうまで四半期に1度のペースで利上げを続ける可能性がある。

(2) 資産価格・企業債務の調整圧力増大

金融政策の正常化ペースが市場の想定を上回った場合、資産価格や企業債務の調整などの問題が顕在化する恐れがある。コロナ禍下で実施されてきた大規模な財政政策や金融緩和に伴い、金融面での不均衡が蓄積しているとみられるためである。

株式市場では、企業収益対比でみた株価の割高感が強まっている。企業収益はコロナ禍で大きく落ち込んだ後、持ち直しているものの、S&P500種株価指数のCAPEレシオ（景気や一時的要因による影響を取り除いた株価収益率）をみると、38倍程度まで上昇しており、2000年代初めのITバブル期以来の高水準となっている（図表30）。

(図表30) 資産価格のバリュエーション

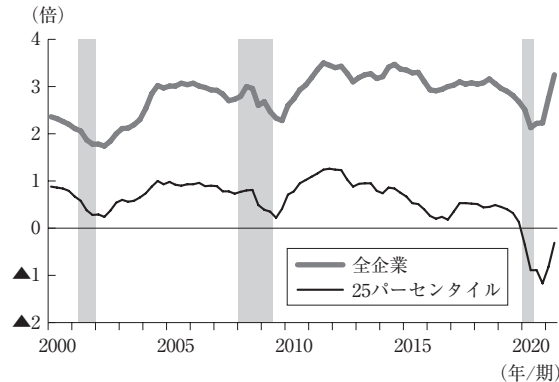


(資料) Bloomberg L.P.、Zillow、U.S. Census Bureauなどを基に日本総合研究所作成
(注) CAPEレシオ=実質株価/10年平均実質EPS。

同様に、低金利などを追い風に急ピッチの上昇を続けてきた住宅価格も調整のリスクを抱えている。全米の家賃対比でみた住宅価格は、すでにコロナ前を超える水準まで上昇している。

非金融企業部門では、過剰債務に起因する脆弱さが残存している。企業の借入金の利息支払い能力を示すインタレスト・カバレッジ・レシオをみると、コロナ禍からの景気回復に伴う企業収益の大幅な増加により大企業の利払い能力が改善する一方、中小企業では遅れている（図表31）。金利が急速に上昇した場合、利払い負担の増加などから企業財務の大幅な悪化を招く可能性がある。

(図表31) 非金融企業のインタレスト・カバレッジ・レシオ



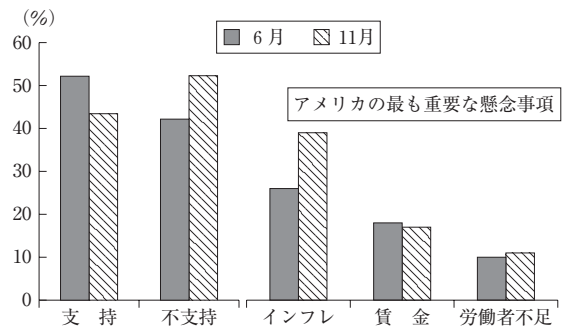
(資料) FRB、NBERを基に日本総合研究所作成
 (注) インタレスト・カバレッジ・レシオ=(営業利益+受取利息+受取配当金)/(支払い利息+割引料)。

(3) 民主党の中間選挙敗北による政策停滞

政治面では、2022年の中間選挙での民主党の敗北により各種政策が停滞するリスクがある。バイデン大統領の支持率は、就任当初の2021年1月には50%台後半だったものの、夏場以降、40%台前半まで低下し、不支持が50%を上回っている(図表32)。アフガニスタンからの米軍撤退に伴う混乱や政権が掲げた大型財政法案の成立の遅れなども影響しているとみられるが、足元では、とりわけ有権者のインフレに対する不満が高まっている。11月に行われた世論調査では、アメリカ経済の懸念事項としてインフレの上昇に対する指摘が急増したほか、ミシガン大学などの調査でも、消費者がインフレに対して急速に警戒を強めている姿勢が読み取れる。バイデン政権は、戦略石油備蓄の放出などガソリン高への対応に努めているものの、政策効果は限定的である。

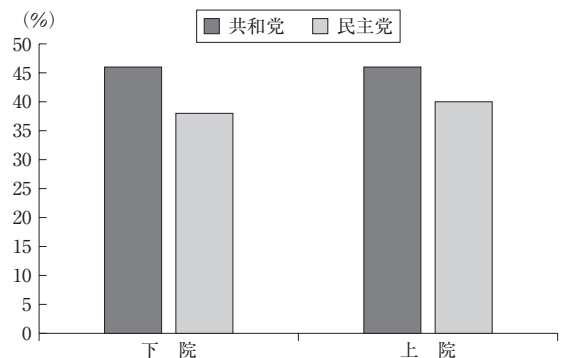
こうしたなか、2022年の11月に予定される中間選挙に関する直近の世論調査では、上下院ともに共和党が優勢になっている(図表33)。バイデン政権の評価が問われるとして注目が集まった11月2日の南部バージニア州の知事選挙では、共和党候補が勝利した。同州では、2020年の大統領選においてバイデン大統領が10ポイントの差でトラン

(図表32) バイデン大統領の支持率と懸念事項



(資料) Real Clear Politics、Marist-Pollを基に日本総合研究所作成
 (注) 支持率は、各月の平均。懸念事項の調査期間は、6月22~29日、11月16~19日。

(図表33) 今日中間選挙が行われたらどちらが多数派になることを期待するか



(資料) Quinnipiac Universityを基に日本総合研究所作成
 (注) 調査期間は11月11~15日で、対象は1,378人。

ブ元大統領を破っていただけに、今回の敗北もバイデン政権への有権者の評価が大きく低下していることをうかがわせる。

現在のアメリカの議会構成は、上院が50対50で拮抗しているものの、上院議長のカマラ・ハリス副大統領の1票を合わせ民主党がかりうじて過半数を占めている。下院は民主党が過半数を上回っており、民主党主導で政策を進めやすい。もっとも、例年の中間選挙では大統領の属する政党は議席を減らす傾向が強い。上院は、共和党の方が改選議席数や引退議員数が多いことが民主党の有利に働くとみられるものの、現状の議席数が拮抗しているほか、下院の民主党のリードもわずか8議席となっているため、予断を許さない状況にある。このため、共和党が上下両院のどちらかで過半数の議席を奪還すれば、政権がレームダックに陥るということもあり得る。バイデン政権にとっての当面の課題は、今後、インフレへの対処と着実な政策遂行を有権者にアピールし、求心力を取り戻すことである。

(2021. 12. 8)