

«2020～22年米国経済見通し»

K字型回復が続く米国経済 ～バイデン新政権は前途多難の船出～

調査部 マクロ経済研究センター

2020年11月30日
No.2020-027

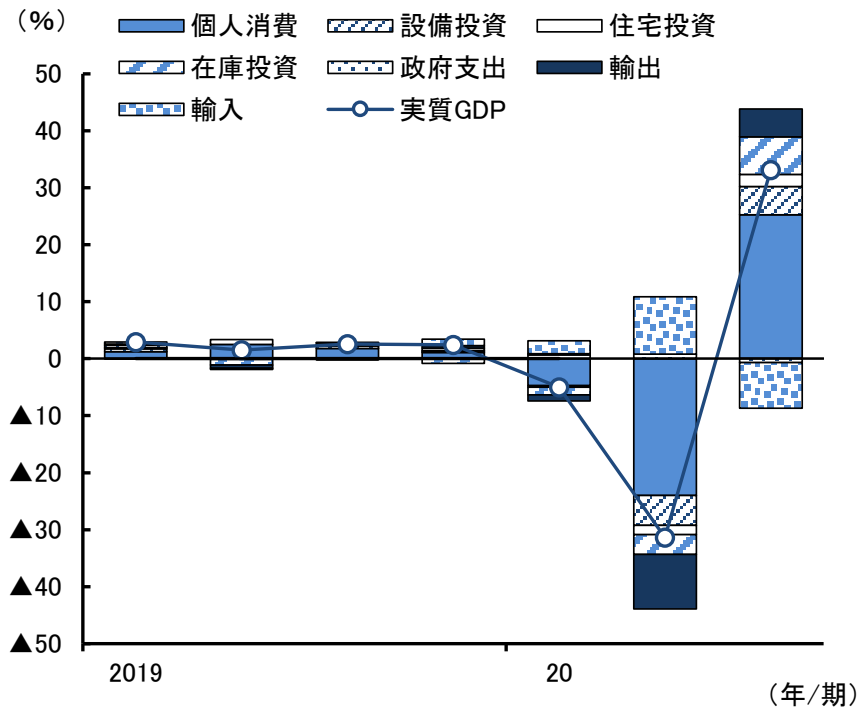
- ◆ 米国経済は、ペントアップ需要の顕在化に支えられて7～9月期に急回復。もともと、足許の景気回復は、業種や所得層の違いによる二極化が鮮明。バイデン新政権の当面の最優先課題は新型コロナへの対応となるものの、中長期的には所得・雇用格差の是正を含め、米国内外で対応すべき課題が山積。
- ◆ 足許では新型コロナの第3波に見舞われるなか、複数の州が行動制限を強化。外出機会の減少によりサービス消費は弱含むものの、コロナ禍でオンラインシフトが鮮明な財消費は底堅く推移する見込み。これまで既往の経済対策が個人消費を中心に景気回復を後押ししてきたものの、2021年にかけて効果が剥落するなかで、同年春までに追加的な対策が成立すると予想。
- ◆ ねじれ議会の下、バイデン新政権の公約実現余地は縮小。財政政策では、増税は実現せず、インフラ投資など歳出拡大策の規模は圧縮される公算大。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ものの、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。
- ◆ 金融政策については、デ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薄。今回の予測期間外となるものの、2024年には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り、利上げが開始される可能性。
- ◆ 以上を踏まえ、米国景気の先行きを展望すると、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。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、22年入り後も暫くは高めの成長ペースが続く見通し。少なくとも22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格差の構造が大きく変わることはない見込み。
- ◆ リスクは景気下振れ方向。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く場合、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。

1. 現状

(1) 景気：順調に回復するも、コロナ禍前の水準には未達

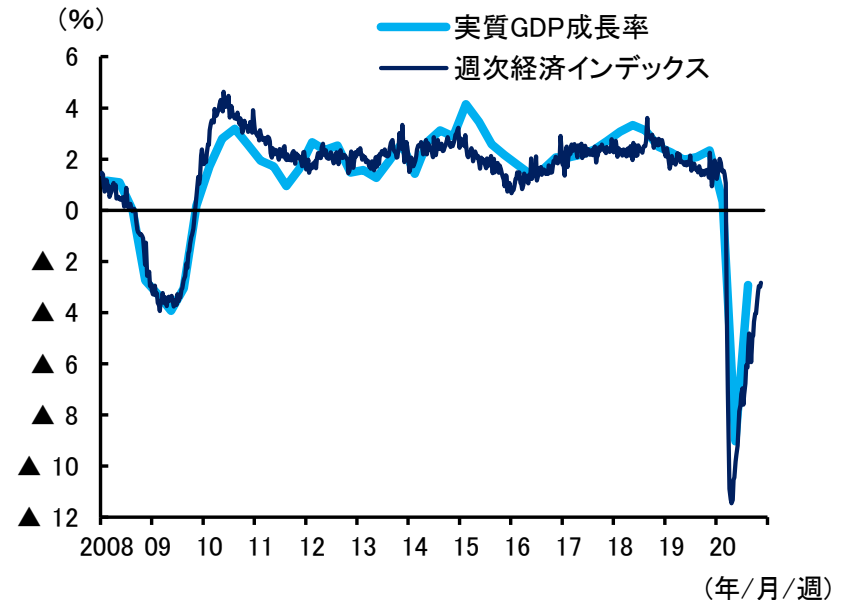
- 米国経済は、ペントアップ需要の顕在化に支えられて7～9月期に急回復。経済活動の再開が段階的に進められるなか、個人消費の持ち直しが回復を牽引。
- もっとも、経済活動水準は新型コロナ流行前を下回っている状況。

実質GDP成長率(前期比年率)



(資料)BEA

実質GDP成長率と週次経済インデックス(前年比)



(資料)BEA、ニューヨーク連銀を基に日本総研作成

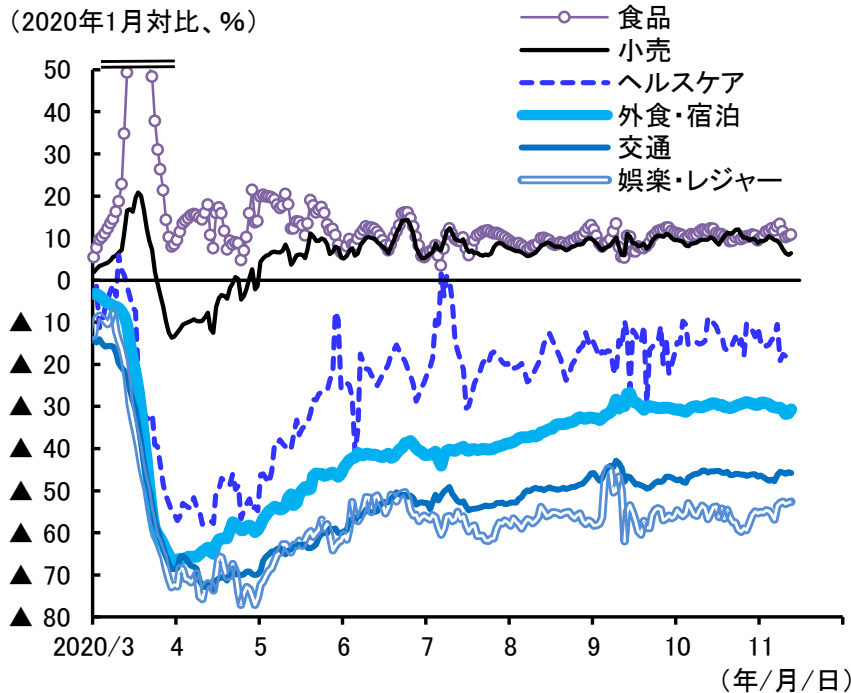
(注)週次で公表される消費者信頼感、既存店小売売上高、新規失業保険申請件数、一時契約雇用者数、鉄鋼生産、燃料販売、電力消費量などの変動から第一主成分を抽出し、52週前比で表示。

1. 現状

(2) 構造：業種・所得間で格差が広がる「K字型」回復

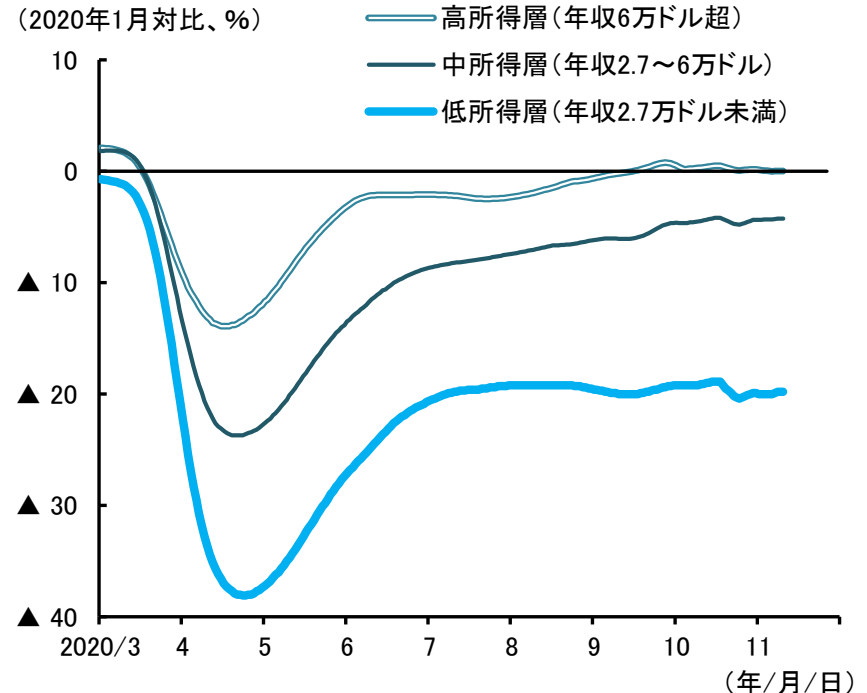
- 足許の景気回復状況は、業種や所得層の違いによる二極化が鮮明。
- 消費支出をみると、政府による所得支援策などに支えられて、食品・小売などの財消費はコロナ前を上回る水準で推移する一方、外出自粛により娯楽・外食・交通などのサービス消費の回復ペースは緩慢。
- 雇用環境をみると、プロフェッショナル向けサービスなど賃金の高い労働者の雇用は概ねコロナショック以前の水準を回復する一方、賃金の低い労働者の約2割が失業したままの状態。

分野別の消費動向



(資料)The Opportunity Insightsを基に日本総研作成

所得階層別の雇用水準



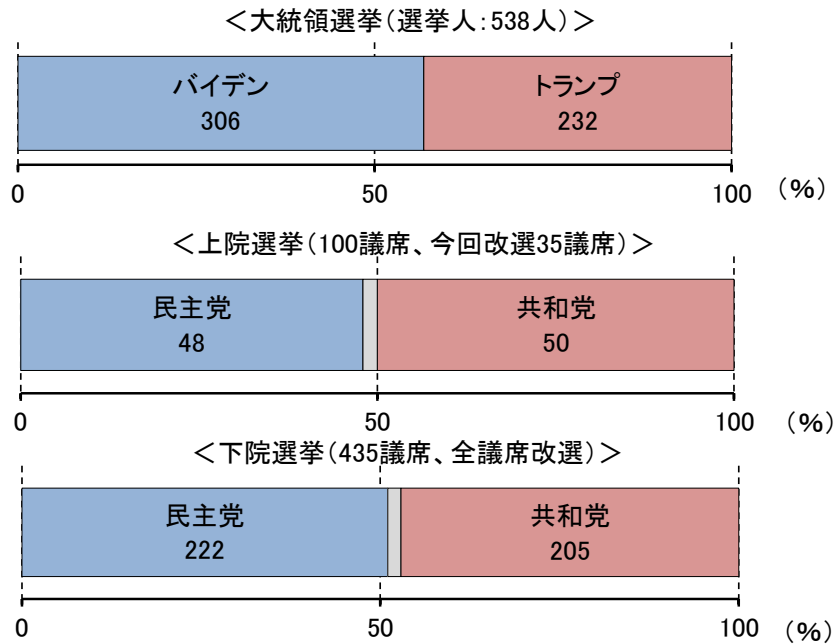
(資料)The Opportunity Insightsを基に日本総研作成

1. 現状

(3) 政治：バイデン大統領誕生、議会のねじれは継続

- 政治面では、11月3日の大統領選挙で民主党のバイデン氏が勝利。一方、議会選挙では、上院は共和党、下院は民主党が過半数を占める「ねじれ議会」が継続することが濃厚。
- バイデン新政権の当面の最優先課題は新型コロナウイルス感染第3波への対応となるものの、中長期的には所得・雇用格差の是正を含め、米国内外で対応すべき課題が山積。

大統領・議会選挙の結果



(資料) AP通信を基に日本総研作成

(注) 上院民主党には民主党と行動をともにする無所属議員2名を含む。

バイデン新政権が直面する課題

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

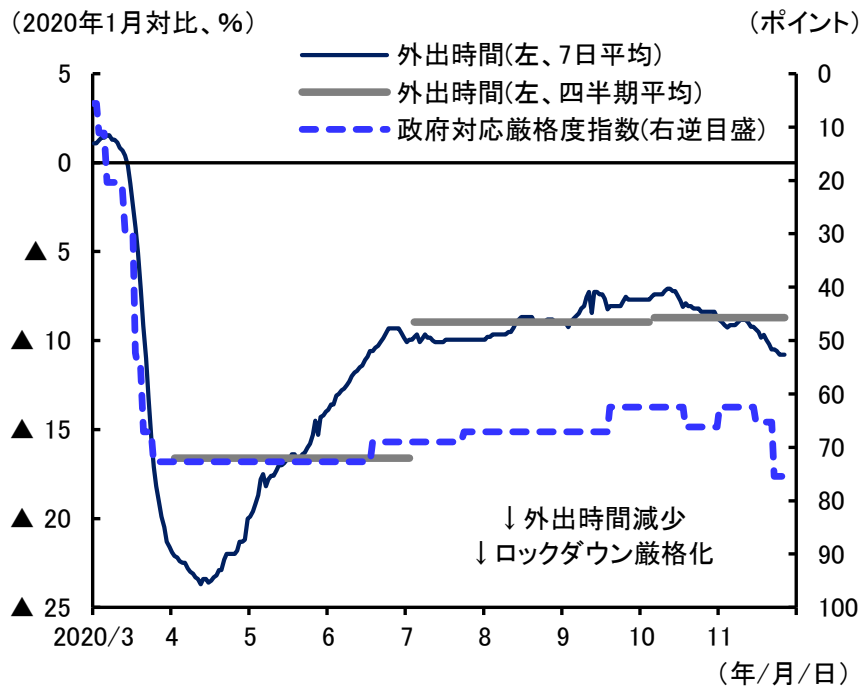
(資料) 各種報道を基に日本総研作成

2. 新型コロナ「第3波」の影響とその対応

(1) 影響：サービス消費は弱含むものの、財消費は堅調に推移

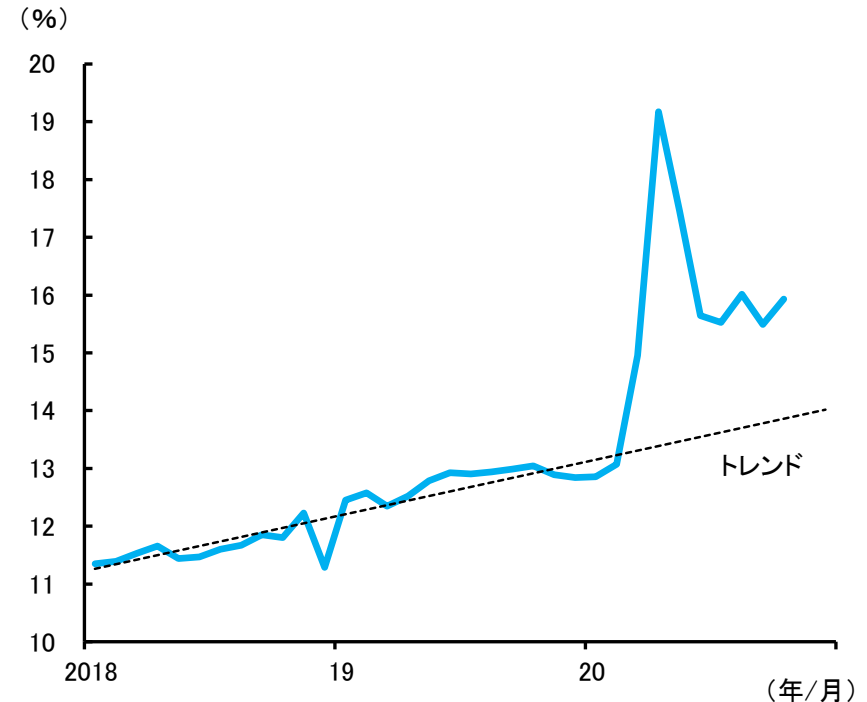
- 足許では新型コロナの第3波に見舞われるなか、複数の州が行動制限を強化。この結果、外出時間が減少し始めており、行動制限や外出自粛の影響を受けやすいサービスを中心に個人消費が弱含む公算大。
- 一方、コロナ禍によるオンラインシフトが鮮明な財消費は堅調に推移する見込み。今春に成立した所得支援策で積み上がった貯蓄もあるため、個人消費全体で見れば底堅さを維持する見通し。

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を基に日本総研作成

小売売上高に占める通販・オンラインの割合



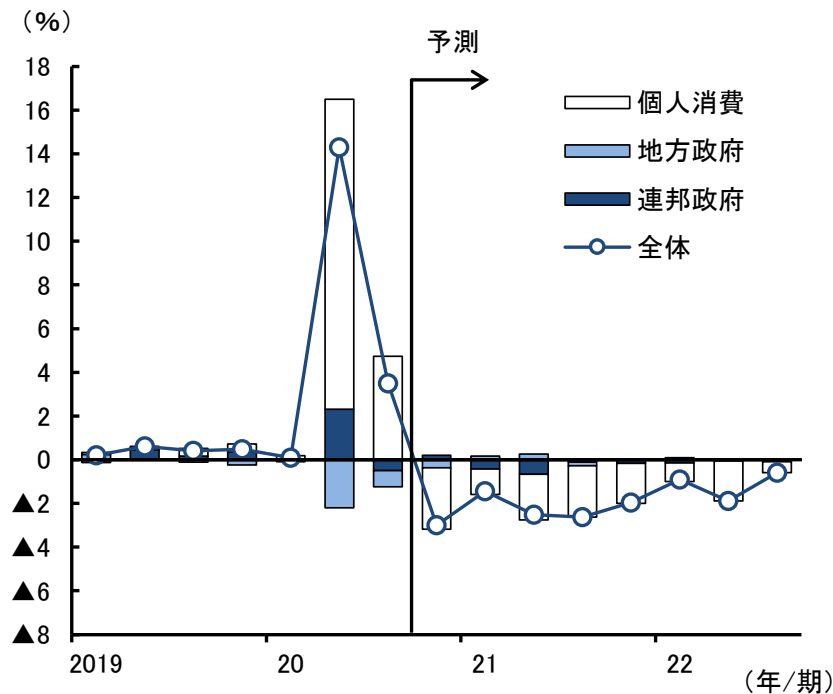
(資料)U.S. Census Bureau

2. 新型コロナ「第3波」の影響とその対応

(2) 対応：来春までに追加経済対策が成立へ

- これまで今春に成立した経済対策が個人消費を中心に景気回復を後押し。一方、2021年にかけては、こうした政策効果が剥落し、景気の下押し要因となることが懸念される状況。
- こうした状況下、協議が難航している追加経済対策は、両党が歩み寄る形で21年春までに成立すると予想。失業保険給付拡充策の延長や地方政府支援を柱とする1兆ドル規模の対策が実現すると想定。

既往の財政政策の実質GDP成長率への寄与度



(資料) Brookings Institution Hutchins Centerを基に日本総研作成

追加経済対策に対する両党のスタンス

内容	民主党	共和党
地方政府補助金	○	× → 譲歩?
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	○	○
企業債務保護	×	○
予算規模	2.2兆ドル	0.5兆ドル

(資料) 米国議会、CBO、各種報道等を基に日本総研作成

3. バイデン新政権の経済政策

(1) 総論：ねじれ議会の下で、選挙公約の実現余地は縮小

- バイデン陣営は、法人・富裕層向け増税や、環境・インフラ投資の拡大、製造業支援などを公約。対外的には、国際協調路線への転換を志向。対中強硬姿勢は変わらないものの、関税戦争は否定。
- ねじれ議会の下、議会での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見込み。バイデン新政権は大統領権限で実現可能な外交・通商政策などで独自色を出していく公算大。

バイデン陣営の主な選挙公約

項目	概要
スローガン	“Build Back Better”(「より良い再建」)
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を基に日本総研作成

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

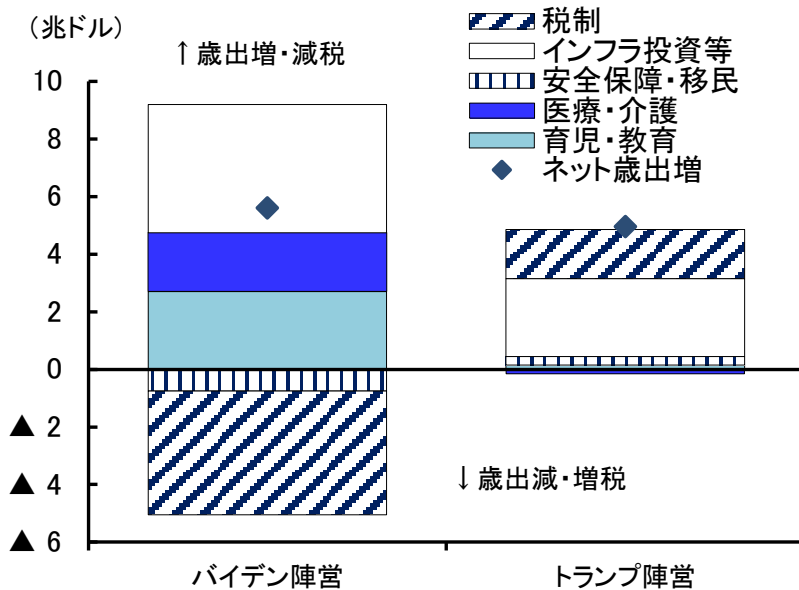
(資料)バイデン氏HP、民主党HPを基に日本総研作成

3. バイデン新政権の経済政策

(2) 財政：増税は実現しない一方、大規模な歳出拡大も見込み薄

- 財政政策では、共和党とのスタンスの違いが大きい所得再配分を狙った増税は実現しない見込み。そのため、増税を財源とした大規模な財政支出拡大も見込み薄。
- 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、規模は縮小へ。過去の経験からは、許認可等に時間を要するため、建設支出の執行が本格化するのは2022年以降に。

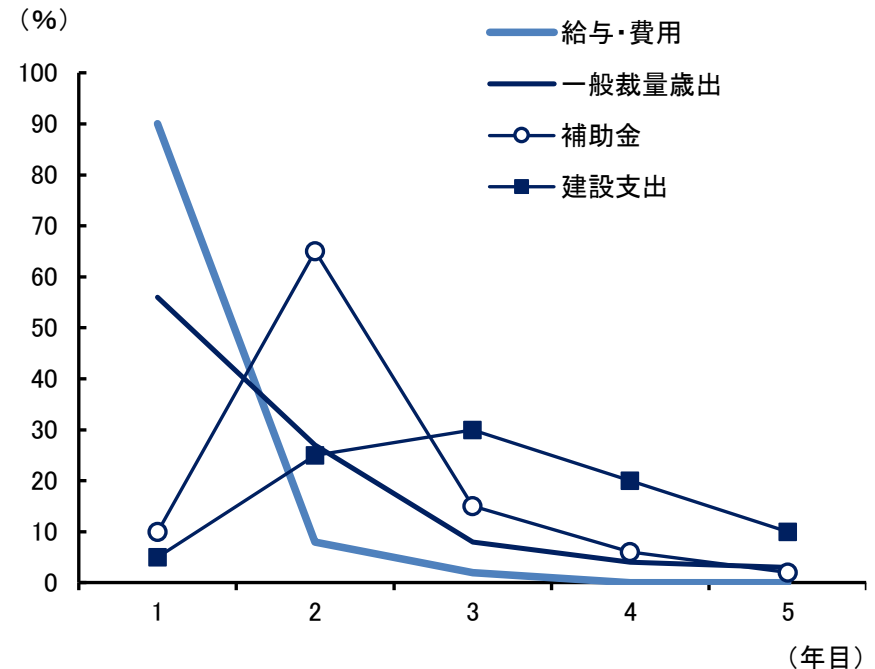
両陣営の公約が財政に与える影響(10年間)



(資料)CRFBを基に日本総研作成

(注)試算の中央値。2021～30年の累計。新型コロナ関連の追加経済対策は含まず。

歳出権限の過去の執行パターン



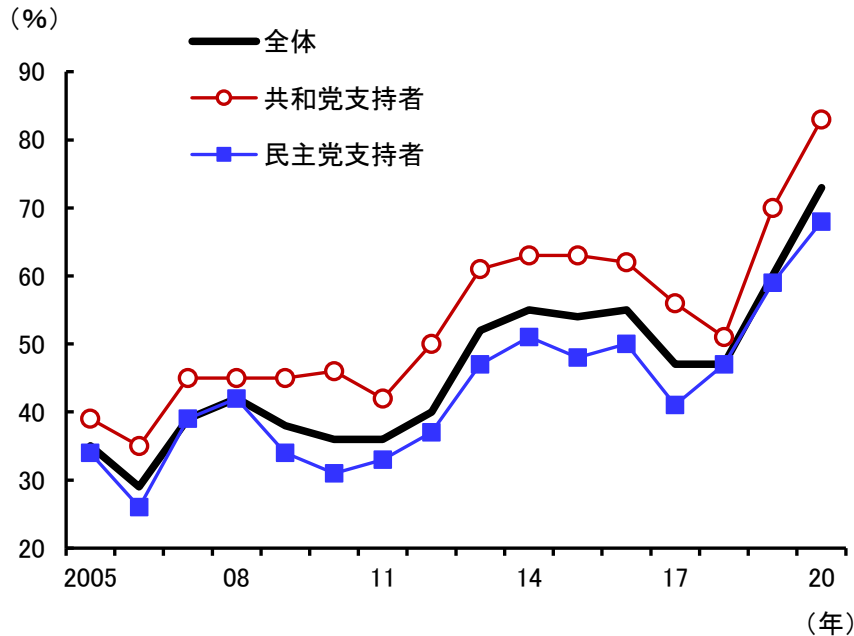
(資料)CBOを基に日本総研作成

3. バイデン新政権の経済政策

(3) 通商：国際協調路線に復帰するものの、対中強硬姿勢は不変

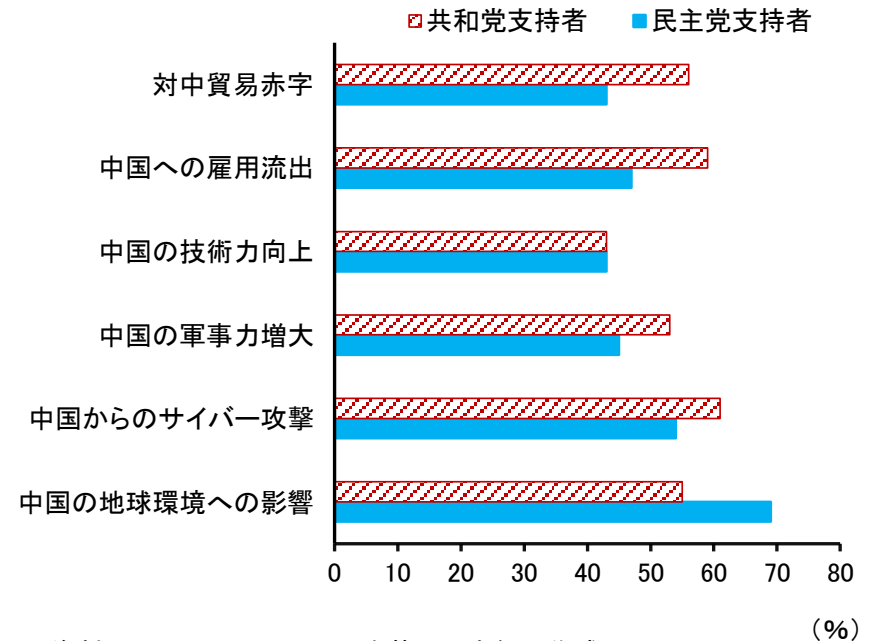
- 外交・通商政策は、国際協調路線に転換へ。ただし、国内産業保護の姿勢は変わらないため、内向き志向が続く見込み。自由貿易への回帰や労働組合・産業界が望む分野の既往関税の撤回は見込み薄。
- 覇権国としての地位を脅かす中国に対しては、安全保障にも関わるハイテク分野を中心に強硬姿勢を維持。米国では、党派を問わず、中国に反感を抱く国民が増加していることも、対中姿勢を軟化させにくい要因。
- ただし、強硬姿勢を続けながら、民主党支持者が重視する環境問題などで中国と協力できるかは不透明。

中国に反感を抱く米国人の割合



(資料) Pew Research Centerを基に日本総研作成
 (注) 毎年春に調査を実施。2020年は6月16日から7月14日。

各課題が自国にとって重要と考える割合



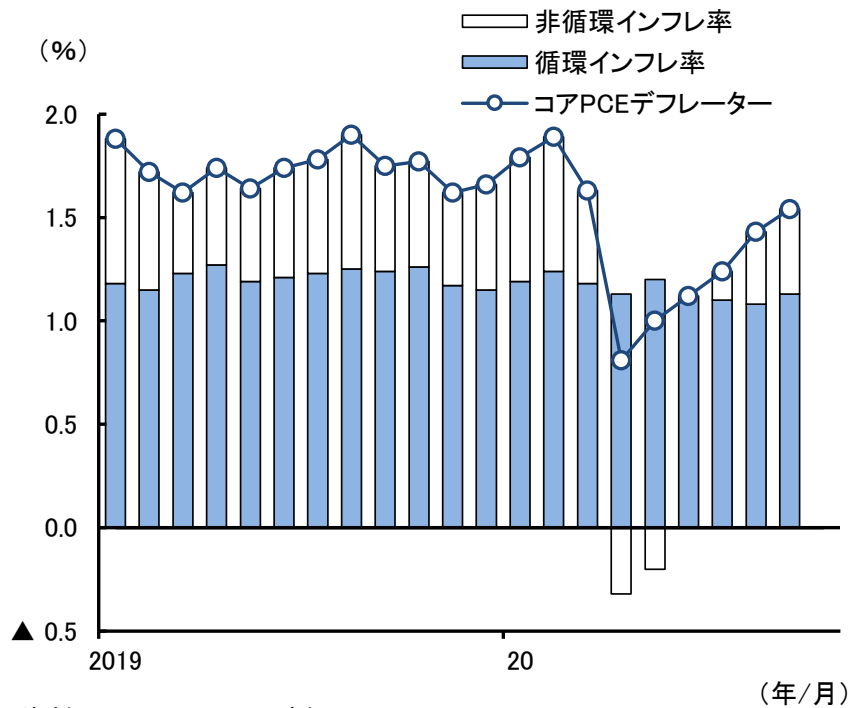
(資料) Pew Research Centerを基に日本総研作成
 (注) 調査期間は2020年は3月3日から3月29日。

4. 金融政策

(1) 物価：2022年まではデスインフレ圧力が残存

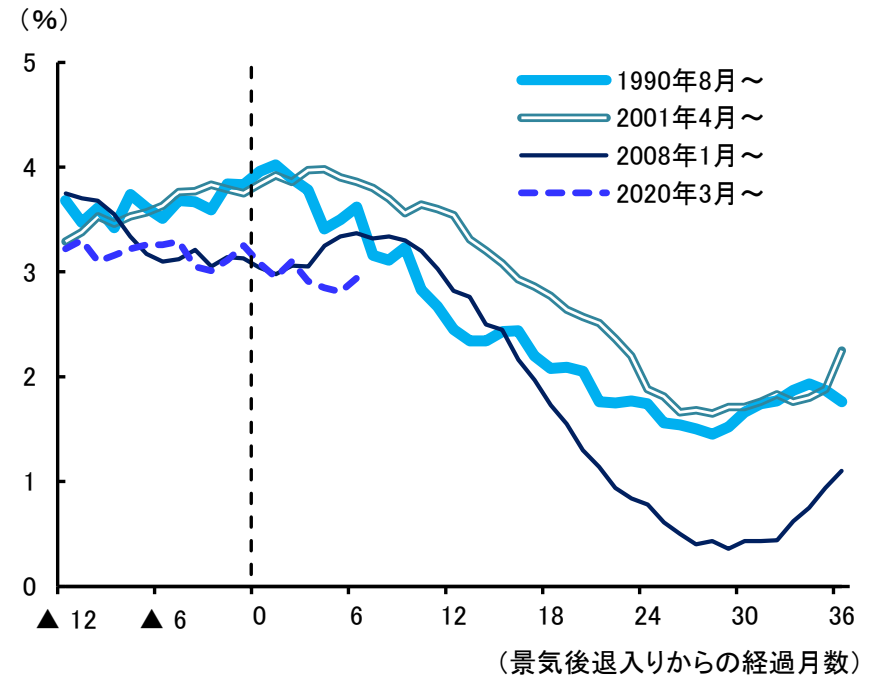
- コア・インフレ率を経済状況全体の影響を受けやすい「循環インフレ率」と産業固有の要因の影響を受けやすい「非循環インフレ率」に分解すると、足許のインフレ率の持ち直しは非循環インフレ率で概ね説明可能。
- 一方、過去の景気後退に際しては、半年程度のラグを伴って循環インフレ率が低下し、2年程度にわたって全体のインフレ率を押し下げる傾向。今回も2022年頃まではデスインフレ圧力が残りやすいことを示唆。

コア・インフレ率(前年比)



(資料)サンフランシスコ連銀

景気後退後の循環インフレ率(前年比)



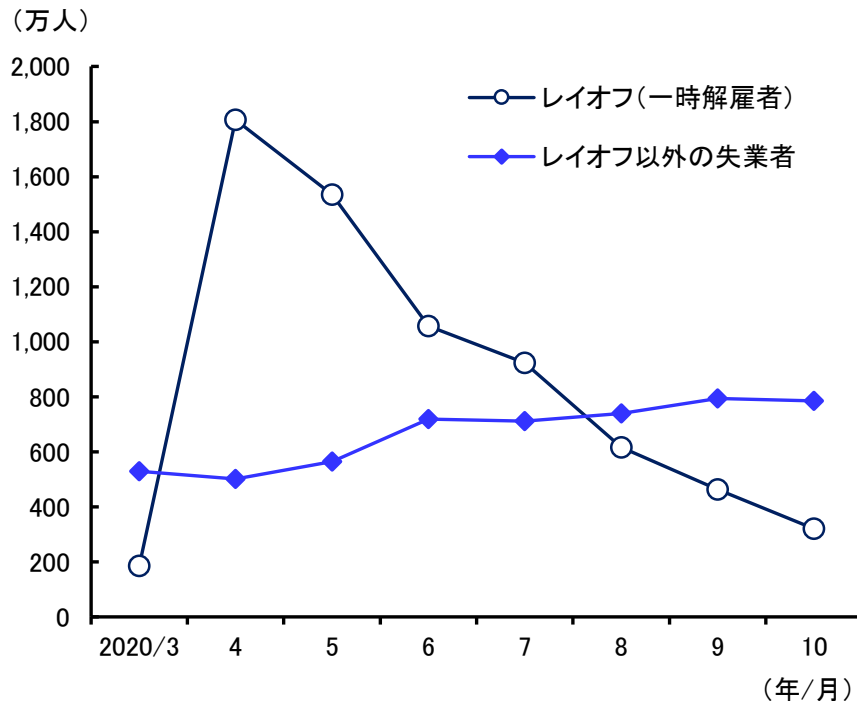
(資料)サンフランシスコ連銀、NBERを基に日本総研作成

4. 金融政策

(2) 雇用：景気よりも雇用の回復が遅れる公算大

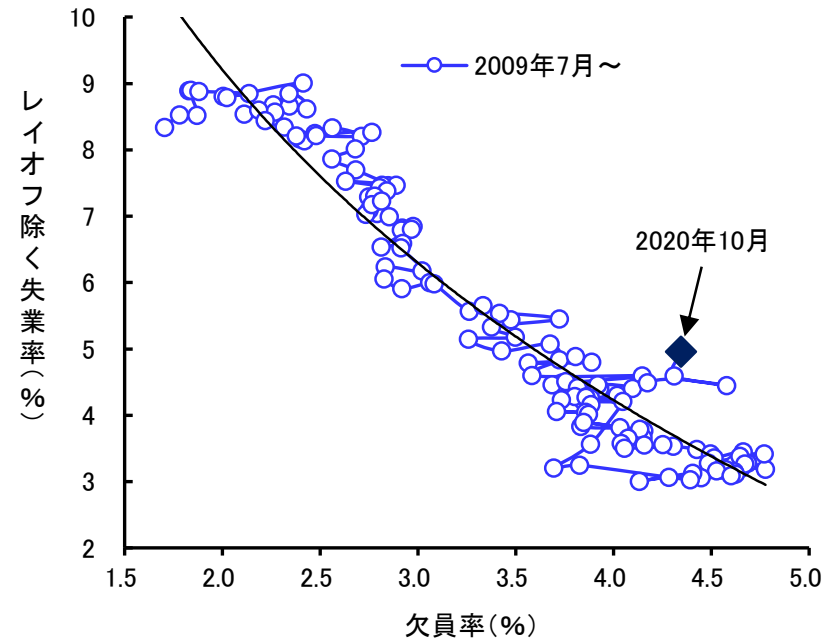
- 失業者の内訳をみると、一時解雇者が減少する一方、それ以外の失業者はほとんど減少していない状況。来年以降も失業率が順調に低下するか否かは、一時解雇以外の失業者の動向がカギ。
- こうした状況下、欠員率は高水準であるにもかかわらず、一時解雇を除いた失業率が高止まりしており、雇用のミスマッチ拡大を示唆。コロナ禍による産業構造の変化も生じるなかで、失業率が高止まる公算大。

失業者の内訳



(資料)BLSを基に日本総研作成

失業率と欠員率(ベバリッジ曲線)



(資料)BLS

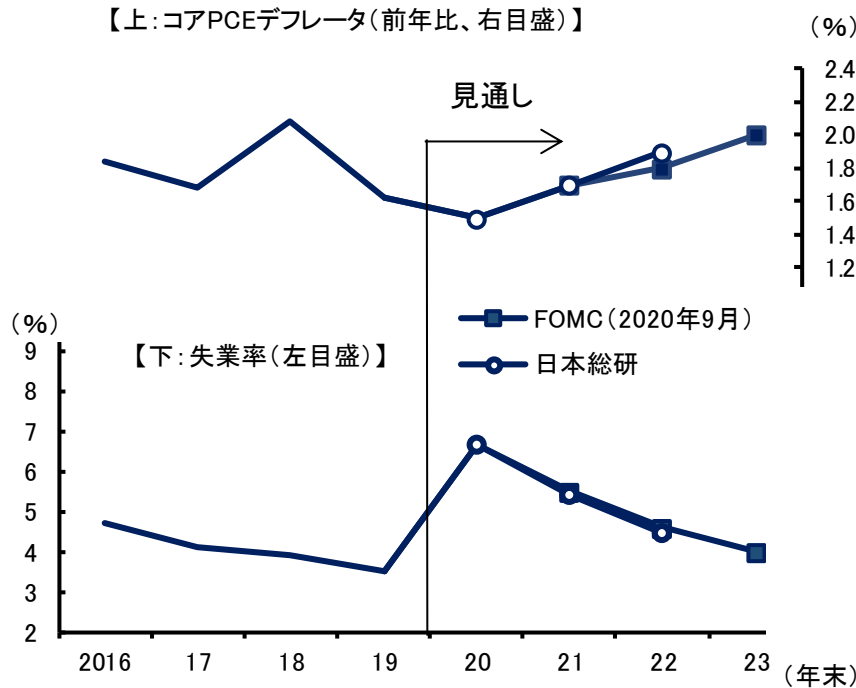
(注)欠員率=求人数/(雇用者数+求人数)

4. 金融政策

(3) 正常化：利上げは2024年となる可能性

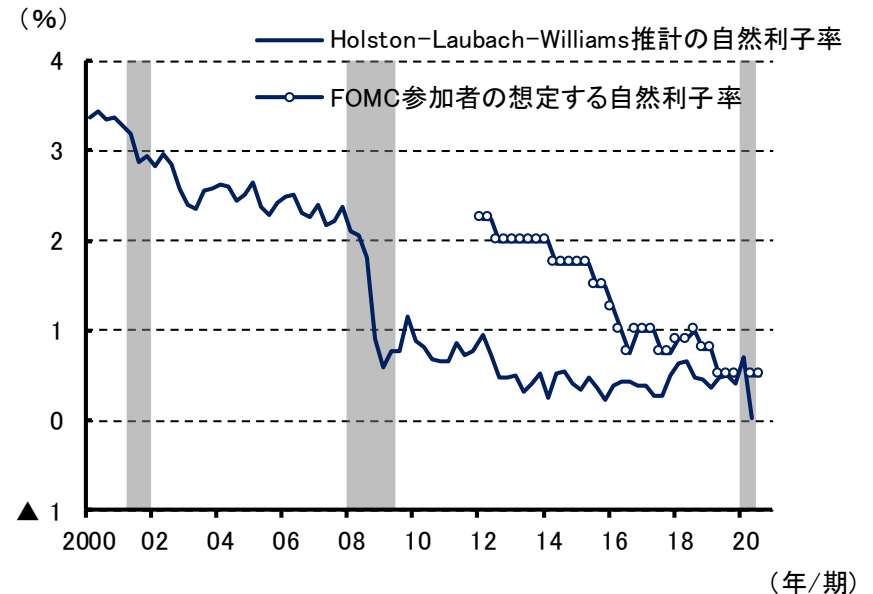
- この結果、暫くはデイスインフレ傾向と雇用回復の遅れが併存する状況が続く見込み。自然利子率が一段と低下している可能性があるなかで、ゼロ金利政策と資産買い入れが長期化する見込み。
- 今回の予測期間外ながら、2024年にはFRBが柔軟な2%のインフレ目標を達成したとみなせる状況になり、利上げが開始される可能性。

コア・インフレ率と失業率の見通し



(資料) BEA、BLS、FRBを基に日本総研作成

自然利子率



(資料) FRB、ニューヨーク連銀、NBERを基に日本総研作成

(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。
シャド一部は景気後退期。

5. 景気の見通し

経済活動は2021年末にコロナ禍前の水準を回復へ

- 先行きを展望すると、行動制限や外出自粛ムードが残るものの、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。ただし、コロナ禍で生じた業種や所得層の違いによる二極化傾向が残る公算大。
- 2021年後半には、新型コロナのワクチンが普及し始めると想定のもと、経済活動水準は21年末にコロナ禍前を回復し、その後も暫くは高めの成長ペースが続く見込み。少なくとも22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格差の構造が大きく変わることはない見込み。

経済成長率・物価見通し

(%、%ポイント)

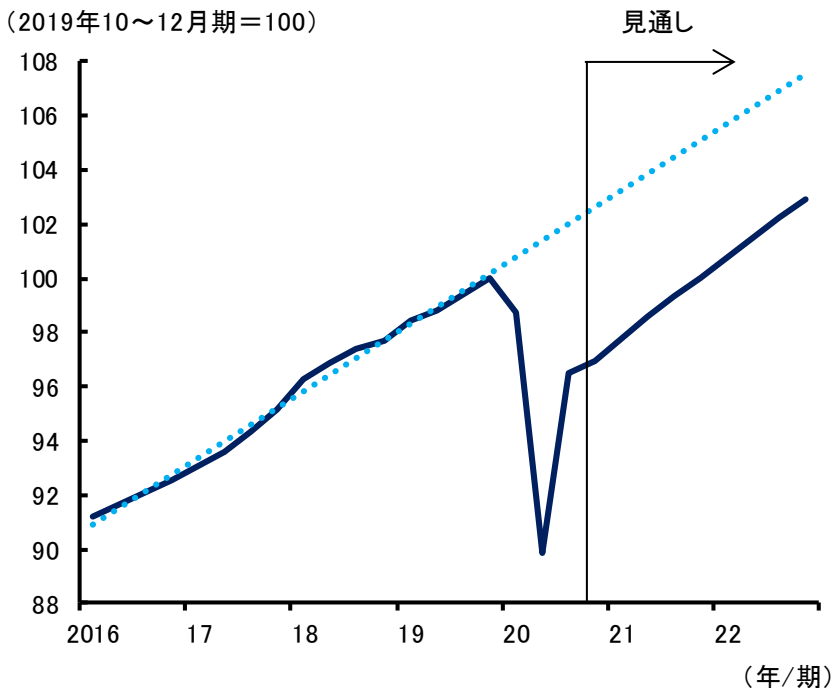
	2019年	2020年	2021年	2022年
	(実績)	(予測)		
実質GDP	2.2	▲ 3.6	3.8	3.0
個人消費	2.4	▲ 3.9	4.7	3.5
住宅投資	▲ 1.7	4.1	7.2	3.6
設備投資	2.9	▲ 4.7	4.3	3.5
在庫投資(寄与度)	▲ 0.0	▲ 0.7	0.5	0.0
政府支出	2.3	1.2	0.1	0.7
純輸出(寄与度)	▲ 0.2	0.1	▲ 0.9	▲ 0.3
輸出	▲ 0.1	▲ 13.6	4.6	4.5
輸入	1.1	▲ 10.5	8.7	4.5
実質最終需要	2.2	▲ 3.0	3.2	3.0
消費者物価	1.8	1.2	1.9	2.1
除く食料・エネルギー	2.2	1.7	1.9	2.0

(資料) BEA、BLSを基に日本総研作成

(注) 在庫投資、純輸出は前年比寄与度。

実質GDP水準

(2019年10~12月期=100)



(資料) BEAを基に日本総研作成

6. リスク

金融面の不均衡が経済に対する負のショックを増幅する恐れ

- コロナ禍が想定以上に長引く場合、金融面の不均衡が経済に対する負のショックを顕在化・増幅させる恐れ。
- 株式市場では、金利低下余地が乏しくなるなかで、これ以上の予想株価収益率の上昇を正当化するのは困難。企業収益が期待を下回る場合には株価の調整が生じやすい状況。
- 非金融企業部門では、コロナ禍により債務の脆弱性が増大。公開企業の総資産に対する債務の割合は、歴史的な高水準へ上昇。こうした企業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大。

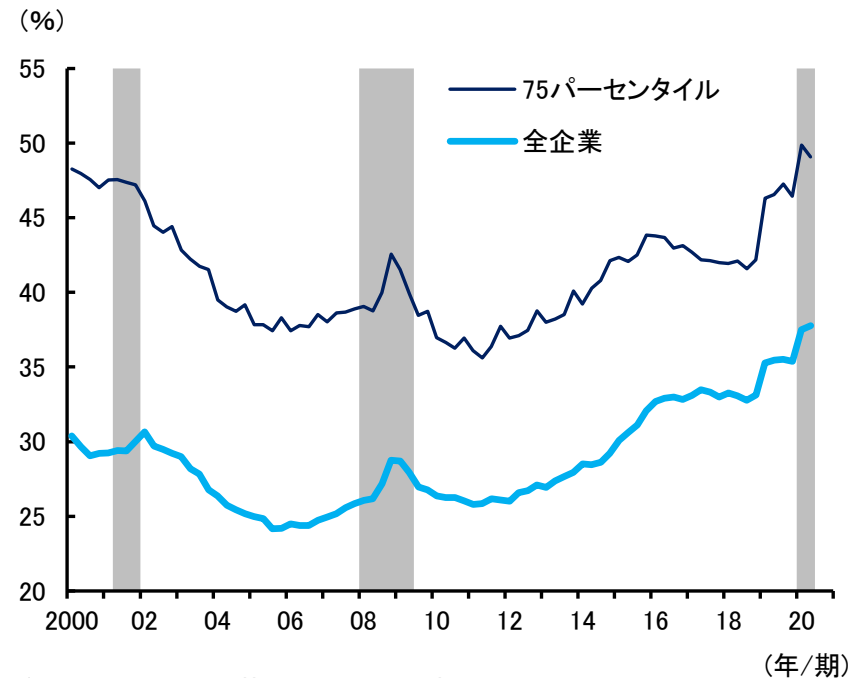
予想株価収益率と実質金利



(資料)Bloomberg L.P.

(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。

公開企業の総資産に占める債務の割合



(資料)FRB、NBERを基に日本総研作成

(注)シャド一部は景気後退期。

【ご照会先】

調査部 マクロ経済研究センター 欧米経済グループ長 井上 肇 (inoue.hajime@jri.co.jp, 080-3524-7245)

研究員 橋高 史尚

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。