

3. 米国経済

デルタ株拡大や供給制約により21年7-9月期は成長鈍化

21年7-9月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率+2.0%と、4-6月期(同+6.7%)から成長が鈍化した。特に、上半期の成長を牽引した個人消費が、デルタ株の拡大や供給制約などにより同+1.6%と、同+12%の成長だった前期から大きく低下した。加えて、深刻な供給制約が設備投資(同+1.8%)や住宅投資(同▲7.7%)を押し下げた。

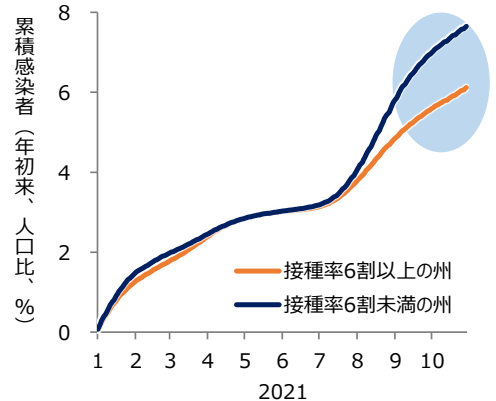
新型コロナの感染状況は今後も米国経済を左右する。デルタ株の感染は、ワクチン接種率の低い州で拡大率が高い(図表3-1)。企業による接種義務化など取り組みが進められているが反対意見も根強く、ワクチン接種が完了した人の割合は、人口比6割弱で頭打ちとなっており、連邦政府による民間企業の原則接種義務化も、複数の州で訴訟や差し止めが行われた状態にある。防疫措置は緩和傾向にあるが、ワクチン接種が進まず感染が高水準で推移すれば、自主的な行動抑制や労働市場への復職阻害要因となる。

雇用は復職阻害により回復鈍化の一方、労働需要は力強い

学校再開や失業給付上乘せの失効によって回復加速が期待された雇用は、デルタ株の影響で8、9月に回復が鈍化した。特に、7月までの雇用回復を支えた娯楽・宿泊業において、感染懸念や子供の世話の必要から復職が進まなかった(図表3-2)。感染が鈍化したこともあり10月に入って回復が再加速する兆しがみられるが、労働参加率は61.6%とコロナ前(20年2月)の63.3%を大きく下回った状態が続いている。

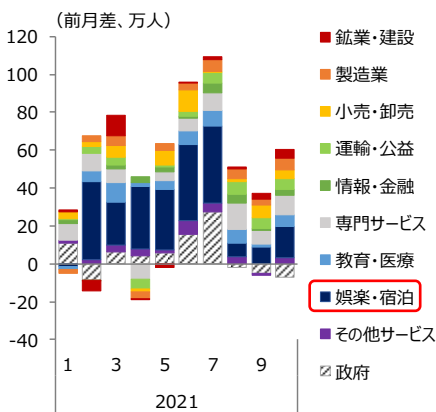
一方で、労働需要は強い。10月時点の雇用者数をコロナ前と比較すると、非農業部門全体では約420万人(コロナ前の3%)、娯楽・宿泊業では約140万人(同8%)の雇用が戻っていないが、求人数は全ての産業で雇用減少数を上回っており(図表3-3)、労働需要はあるものの、採用が追いついていない状況だ。FRB地区連銀経済報告書によると、企業は賃金引き上げやボーナス支給、柔軟な働き方の提供、従業員教育の強化などさまざまな施策を講じて、労働力確保に奔走しており、特に低スキル職などで賃金上昇が顕著になっている(図表3-4)。先行きは、感染状況の改善・経済活動正常化が進むにつれ、労働参加率も段階的に回復していくものの、スキルのミスマッチや高齢層の早期退出などから、人手不足感は当面続くと見込む。

図表 3-1 接種率と感染者数



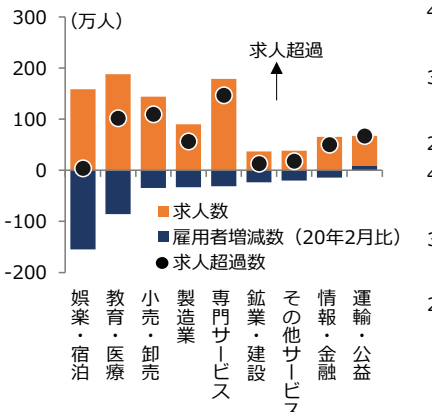
注:9月末時点の接種率。直近は11月9日。
出所:米国国勢調査局、Our World in Data、CDCより三菱総合研究所作成

図表 3-2 産業別雇用者数



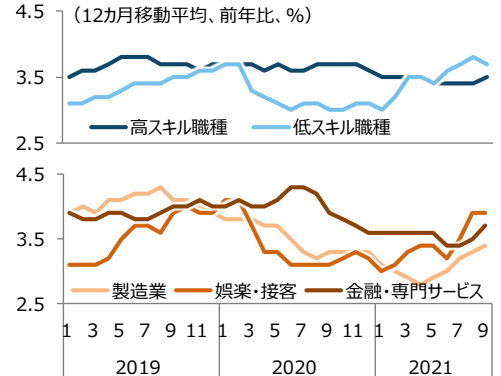
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-3 求人超過数(21年9月)



注:求人超過数=求人数-雇用者増減数。
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-4 属性別賃金上昇率



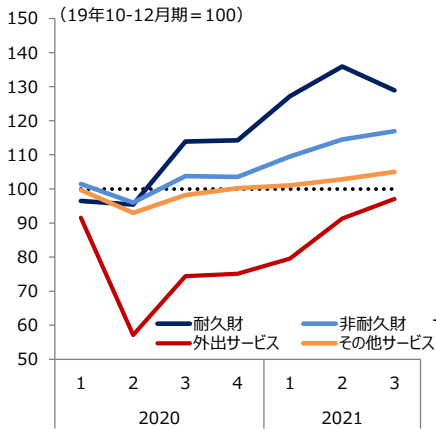
注:長期的に追跡した同一雇用者の賃金。
高低スキル職種はアトランタ連銀による分類。
出所:アトランタ連銀より三菱総合研究所作成

デルタ株拡大や物価上昇により消費マインドは慎重化

21年前半の経済回復を牽引した個人消費は、7-9月期に伸びが鈍化した。背景には、①政府からの現金給付などによる政策効果の一服、②デルタ株拡大による消費者マインドの悪化および外出サービス業の回復鈍化、③供給制約による一部耐久財の消費減少があげられる(図表3-5)。特に、経済活動の再開に伴いペントアップ消費が期待された外出サービスが、デルタ株の拡大により伸び悩んだ。航空旅客数や飲食店予約件数は、感染が拡大した7月頃から回復が頭打ちとなり、いまだ19年水準を下回った状態にある(図表3-6)。

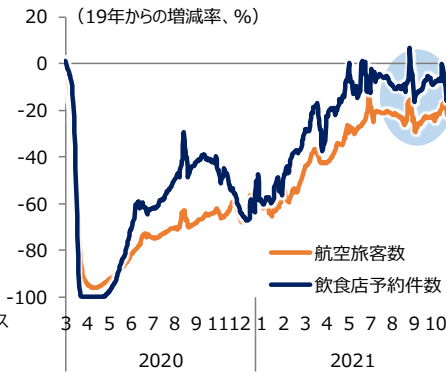
先行きは感染状況に加え、供給制約や物価動向にも左右される。冬にかけて感染再拡大が懸念されるうえ、足もとの物価上昇を受けて消費者マインドは慎重になっている(図表3-7)。実質賃金の低下による需要縮小や、エネルギー価格高騰による家計圧迫、年末商戦における商品不足など、供給制約や物価上昇が消費に与える影響は大きい。10-12月期の消費は、上記要因により伸びは抑制され、22年入り後に、経済活動の正常化や過剰貯蓄(21年9月時点で2.6兆ドル、消費支出の約18%)を背景にペントアップ消費が徐々に本格化してくると見込む。

図表 3-5 家計の名目支出



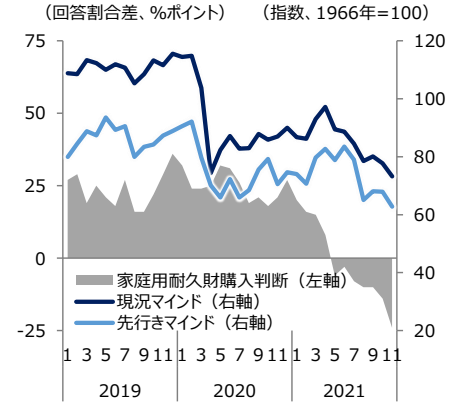
注:外出サービスは輸送・娯楽・外食宿泊。
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-6 外出サービス業の回復状況(日次データ)



注:後方7日間移動平均。航空は19年同日比、飲食は19年同週同曜日比。直近は11月7日。
出所:米国運輸保安局、OpenTableより三菱総合研究所作成

図表 3-7 消費者マインド



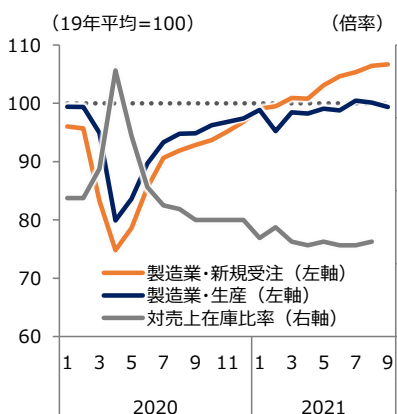
注:購入判断は、「価格が安く購入時期が良い」から「価格が高く購入時期が悪い」を減じた値。
出所:ミシガン大学より三菱総合研究所作成

企業活動は旺盛な需要と供給制約の板挟み状態、投入コスト増が一部企業の重しに

経済活動再開に伴い需要が回復する一方で、供給面の制約が企業の生産活動を妨げている。製造業では、新規受注がコロナ前水準を上回るペースで拡大しているものの、生産が追いついておらず、結果として企業の対売上在庫比率が低い水準にある(図表3-8)。東南アジアでの感染拡大による生産活動の停止や、北米航路における荷動き量の急増(図表3-9)による海運・港湾の混乱など、サプライチェーン上の制約による原材料・商品の不足が背景にある。さらに、人手不足から生産ライン縮小や営業時間短縮を迫られている企業も多い。

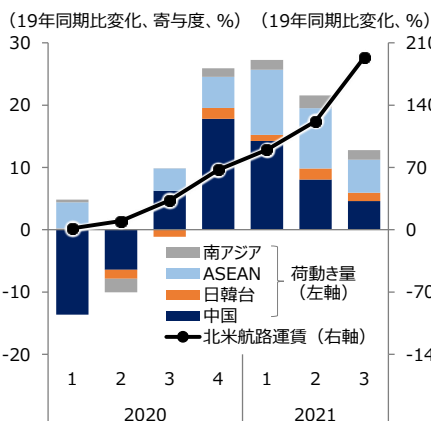
また、供給制約によって、エネルギー・原材料価格や人件費など投入コストが増加している。これまでのところは堅調な需要を背景に、多くの企業が消費者物価へ転嫁できていることから、米国主要企業の多くは21年7-9月期決算でも原価・販管費率(=(原価+販管費)÷売上高)は大きく上昇していないが(図表3-10)、過度な価格転嫁は需要縮小にもつながりかねない。加えて、価格交渉力・決定力の弱い一部の企業にとっては、すでにコスト増が重しになっている可能性がある。全米独立企業連盟(NFIB)が中小企業を対象に実施している調査では、「現在直面している最も重大な問題」として、「物価上昇」と「人件費」と答えた割合が、8月時点でそれぞれ12.9%、9.6%となり、21年1月時点(2.9%、7.4%)からともに上昇している。

図表 3-8 受注・生産・在庫



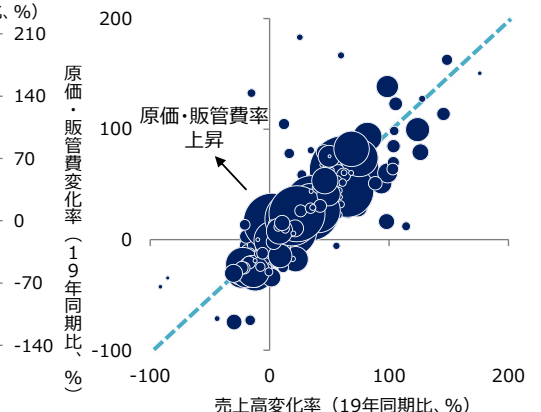
注:対売上在庫比率は製造業・小売・卸売業における在庫を売上高で除した値。
出所:FRB、米国国勢調査局より三菱総合研究所作成

図表 3-9 北米航路の荷動き量・運賃



注:アジアから北米への海運荷動き・運賃。
出所:日本海事センターより三菱総合研究所作成

図表 3-10 米国主要企業の売上高、原価・販管費変化率



注:S&P500構成企業のうち11月9日時点でデータがない企業と、売上が300倍となったモデルナ社を除く378社。バブルサイズは21年7-9月期売上高。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

官民連携での物流・生産体制の拡充、東南アジアの生産活動再開、財消費からサービス消費への回帰などを踏まえると、供給制約は22年にかけて徐々に解消していくと見込むものの、人手不足や半導体など一部財における供給制約は長期化する可能性が高い。

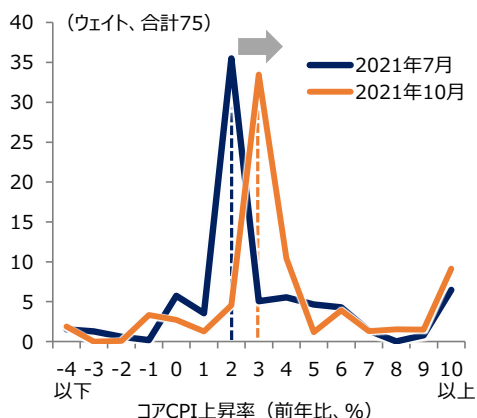
消費者物価への転嫁が広範化する兆し、家計の期待インフレ率は短期で上昇傾向

10月の消費者物価指数(CPI)は、前年比+6.2%と引き続き上昇した。原油などエネルギーが同+30.0%と大幅に上昇したのに加え、コアCPI(除くエネルギー・食品)も同+4.6%と上昇を続けている。

また、物価上昇は長期化・広範化しつつある。中古車や航空運賃などの一部品目の価格急騰が一服した一方で、投入コストの上昇を消費者物価に転嫁する動きが進んでいることや、金融緩和で住宅価格が高騰していることなどから、広範な品目で2%以上の物価上昇が起きており、最頻値は3%へ上方シフトしている(図表3-11)。供給制約や人手不足は想定よりも長期化しており、消費者物価へ転嫁する動きは当面続く見込む。

懸念すべきは期待インフレ率の上昇だ。家計の短期(1年先)の期待インフレ率は10月に4.8%と、市場やFRBの見通しと比べ高止まりしているうえ、6月時点からさらに上昇している(図表3-12)。他方、5年先の期待インフレ率は2.8%と比較的安定しているが、19年平均を上回った状態だ。今後、家計の中長期の期待インフレ率も上昇すれば、自己実現的な物価上昇にもつながる可能性がある。

図表 3-11 コア CPI 上昇率の分布



注: CPIとウェイト両方のデータが入手できる最小単位の品目で集計。小数点以下四捨五入。点線は最頻値。
出所: 米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-12 主体別の期待インフレ率

	家計			市場			FRB中央値	
	19年平均	6月	10月	19年平均	6月	10月	6月	9月
直近(21年末)	-	-	-	-	-	-	3.4%	4.2%
1年先(22年末)	2.6%	4.2%	4.8%	1.4%	3.2%	3.2%	2.1%	2.2%
5年先	2.4%	2.8%	2.8%	1.6%	2.5%	2.9%	-	-
10年先(長期)	-	-	-	1.7%	2.3%	2.6%	2.0%	2.0%

注: 表側の括弧はFRB見通しにおけるインフレ予想時点。FRBはFOMC参加者の見通し中央値。市場の期待インフレ率はブレイクイーブンインフレ率。
出所: ミシガン大学、Bloomberg、FRBより三菱総合研究所作成

21年11月からテーパリング開始、最初の利上げは22年後半と見込む

11月のFOMCで資産購入ペースの縮小(テーパリング)の開始が決定された。現在、国債・MBSを月に最低1,200億ドル購入しているところを、11月から毎月150億ドルずつ段階的に減額し、順当に進めば22年6月に購入額をゼロにすることを予定している(図表3-13)。

一方、利上げ時期については意見が割れている。9月時点のFOMC参加者の見通しでは、22年中の利上げを見込んだのはちょうど半数となった。パウエル議長は11月FOMC後の記者会見で供給制約の見通しが不透明であることを認めつつも、「一時的とみられる要因による物価上昇」「今は利上げの時期ではない」と、早期利上げ観測に再度くぎを刺したが、9月のCPI発表後、市場はインフレ長期化を予想、1回目の利上げ見通しを22年末から9月に前倒し、現在では22年中に2回の利上げを織り込んでいる(図表3-14)。

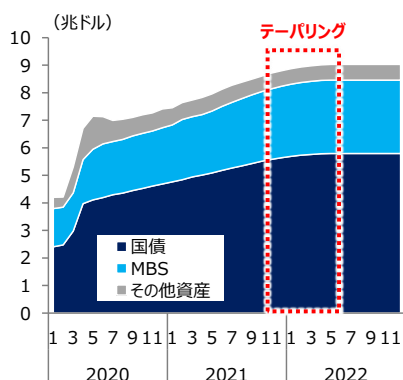
しかし、供給制約や人手不足による投入コスト増加が物価上昇の主因の場合、利上げは直接的な解決とならず、むしろ借り入れコスト増大によって景気を冷やしかねない。景気の減速・労働市場の回復遅れが目立つなか、利上げに踏み切る可能性は低い。標準シナリオでは、今後供給制約の解消に伴い物価上昇は徐々に緩和、経済・労働市場の回復が進んだ22年後半に1回目の利上げが行われると見込む。ただし、想定以上の利上げ前倒しによる金融市場の動揺や、インフレ対応を軽視して必要以上の先延ばしすることによる資産価格のバブル化がリスクとなる。特に、以下の場合、FRBは利上げ前倒し判断を迫られよう。

第一に、期待インフレ率が急上昇し、自己実現的なインフレにつながる場合だ。FRBは家計や市場、専門家などの短期および中長期的な期待インフレ率21指標を総合した指標「共通期待インフレ率(CIE)」を注視している(図表3-15)。上昇傾向ではあるが、長期で見ると低い水準にあり、FRBとしてはコロナ前の低位な期待インフレ率を脱却したい狙いがあるだろう。しかし、今後消費者物価の上昇に引っ張られて家計の中長期的な期待インフレ率まで上昇し、CIEがさらに上昇すれば利上げに動く可能性がある。

第二に、足もと急上昇している住宅価格など資産バブルへの懸念が強まった場合だ。金融緩和にリモート需要なども重なり住宅価格は高騰、S&Pケースシラー総合指数は7月に前年比+19.7%と過去最高の伸びを記録しており、中間層が住宅に手を出せないという声も聞かれ、FRBが対応を迫られることが考えられる。

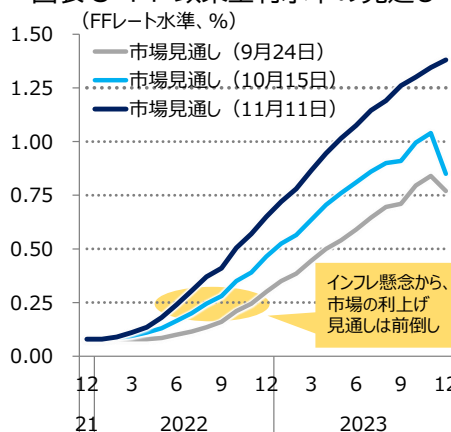
また、いずれの場合も市場との対話が重要だ。これまでのところ、FRBは市場との対話に成功しており、テーパリング決定時にも大きな動揺はみられなかったが、利上げは米株式市場や新興国市場にも大きな影響を与えるだけに、FRBには物価や利上げ時期の見通しに関して、今後も丁寧な説明を行うことが求められる。

図表 3-13 FRB の資産規模



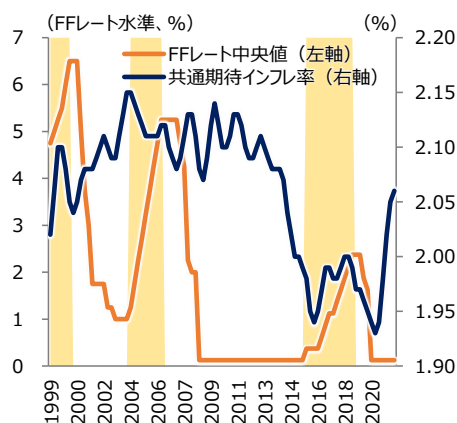
注:21年11月以降は毎月最低額を購入した場合の推移。時価変動は無視し、その他資産は21年10月水準で推移すると仮定。
出所:FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-14 政策金利水準の見通し



注:市場見通しはFF金利先物価格より計算。
出所:FRB、Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 3-15 共通期待インフレ率



注:CIEは21の期待インフレ率を総合してFRBが算出。網掛け期間は利上げ局面。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

バイデン政権は内憂外患で支持率が大きく低下

バイデン政権の政策運営は内外ともに苦境に立たされている。国内政策では、議会の三極化(共和党・民主党中道派・民主党左派)が課題だ。8月には与野党の対立から債務上限が復活、10月に政府資金が枯渇する寸前で、債務上限の2カ月延長で合意、12月にかけて再び駆け引きが行われることとなった。加えて、中長期の成長戦略案の成立も難航している。11月に入り5年間で1兆ドルのインフラ投資計画が成立したものの、本命である環境・社会保障歳出案は、与党内の対立から成立が遅れており、最終的には当初の案から予算規模が半減、法人税や個人所得税の増税も見送られる公算だ。歳出案は無党派層からの支持も高く、成立の遅れや規模の縮小は政権に痛手となろう。

対外政策でも、アフガニスタン撤退時の混乱やAUKUS(豪英米軍事同盟)の締結を内密に進めたことで、欧州からの不興を買った。その後、G20で和解したが、対中政策で同盟国連携を目指す難しさが露呈した。

これらを受けてバイデン政権の支持率も低下、アフガン撤退や感染急拡大があった8月中旬には不支持が支持を初めて上回った(支持率:8月1日:51%→11月11日:42%)。今後目立った成果がみられなければ、22年に行われる議会中間選挙で共和党の過半数獲得を許し、政権運営がさらに難航することになりかねない。

21年成長率は下方修正、供給制約の緩和やペントアップ需要顕在化は22年に

21年の米国経済は、7-9月期にデルタ株拡大や深刻な供給制約によって景気が下押しされた。これにより、21年の実質GDP成長率は+5.5%と、前回8月の同+6.5%から下方修正する。一方で、22年の成長率は、徐々に供給制約の緩和、ペントアップ需要の顕在化が進むことから、同+4.2%と、前回から上方修正した(図表3-16)。

先行きには引き続きリスクも多い。具体的には、①新たな変異株による経済活動正常化の遅れ、②供給制約長期化による生産活動低下や、インフレによる消費抑制、③金融政策正常化過程での市場の混乱、④議会对立による成長戦略のさらなる遅れ、⑤中国経済減速による影響波及、があげられる。

図表 3-16 米国経済見通し

暦年ベース (前年比、%)	実績		予測	
	2019	2020	2021	2022
実質GDP	2.3	▲3.4	5.5	4.2
個人消費	2.2	▲3.8	7.9	4.2
設備投資	4.3	▲5.3	7.9	6.3
住宅投資	▲0.9	6.8	9.2	2.0
在庫投資寄与度	0.1	▲0.6	▲0.1	0.8
政府支出	2.2	2.5	0.7	2.1
純輸出寄与度	▲0.2	▲0.2	▲1.7	▲0.3
輸出等	▲0.1	▲13.6	4.6	8.7
輸入等<控除>	1.1	▲8.9	13.4	7.1
FFレート誘導水準(年末)	1.5-1.75	0.0-0.25	0.0-0.25	0.25-0.50
失業率	3.7	8.1	5.4	4.0

出所:三菱総合研究所