

3. 米国経済

21年4-6月期の実質GDPは前期比年率+6.5%成長、コロナ危機前水準を上回る

21年4-6月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率+6.5%となり、コロナ危機前(19年10-12月期)の水準を上回った。個人消費(同+11.8%)や設備投資(同+8.0%)など、経済活動正常化に伴う力強い内需が成長に寄与した一方、供給制約の影響で住宅投資(同▲9.8%)や在庫投資がGDPを押し下げたため、市場予測を下回る結果となった。

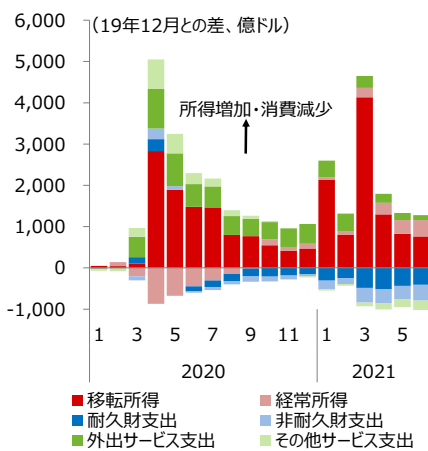
8月時点で2回目のワクチン接種を終えたのは人口比約50%と、集団免疫の目安となる「人口7~9割」には至っていないが、行動制限の大部分は解除され、経済活動の再開が進んでいる。ただし足元では変異株の流行で再び新規感染者数は増加傾向にあり、拙速な経済活動再開には警戒が必要な状況が続いている。

外出関連サービス業でも需要回復の反面、供給制約とインフレが成長持続の重しに

引き続き米国経済を牽引しているのは個人消費だ。家計の所得環境をみると(図表3-1)、給付金等の移転所得は減少傾向にあるものの、雇用の回復が進んだことから雇用者報酬等の経常所得はコロナ前を上回る水準に回復している。過剰貯蓄も6月時点で2.6兆ドル蓄積しており、今後消費を支えることが期待される。支出先にも変化がみられる。コロナ下で需要が伸びた耐久財への支出が僅かながら続伸する一方、経済活動再開に伴い外出関連サービス業へのペントアップ需要が顕在化し、コロナ危機前の水準近くまで回復している。

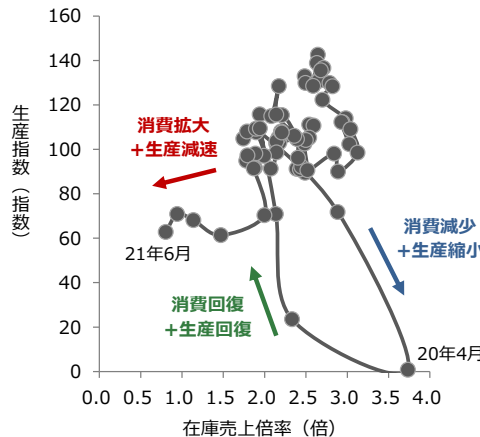
一方で供給制約が企業活動や消費に影響を落とすつつある。世界的な原材料不足によって、製造業は生産活動が鈍化。深刻な半導体不足によって自動車製造で特に影響が大きく、在庫売上倍率が過去最低水準まで低下している(図表3-2)。加えて、企業は労働力の確保にも苦心している模様だ(後述)。原材料と労働力不足は、原材料価格・人件費上昇によって企業収益の圧迫にもつながる。さらに消費者物価への転嫁から、ミシガン大学の調査では「物価を理由に家庭用耐久財購入には時期が悪い」と回答した割合は81年以来の高水準となっており(図表3-3、面グラフ)、家計マインドの悪化が内需主導の成長持続に水を差すことが懸念される。

図表3-1 家計の名目所得・支出



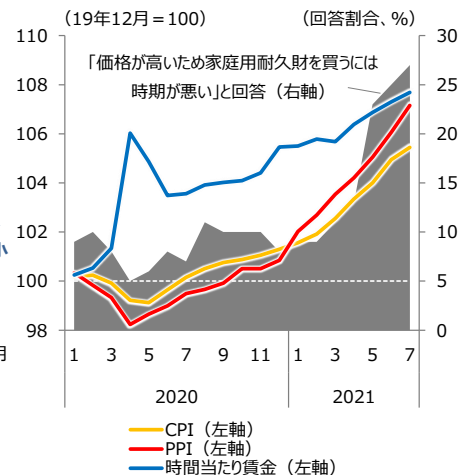
注: 外出サービスは、輸送・娯楽・飲食・宿泊。
出所: 米国商務省より三菱総合研究所作成

図表3-2 自動車生産動向



注: 生産指数はNAICS 33611。16年以降。
出所: Federal Reserve Board、米国商務省より三菱総合研究所作成

図表3-3 物価・消費動向



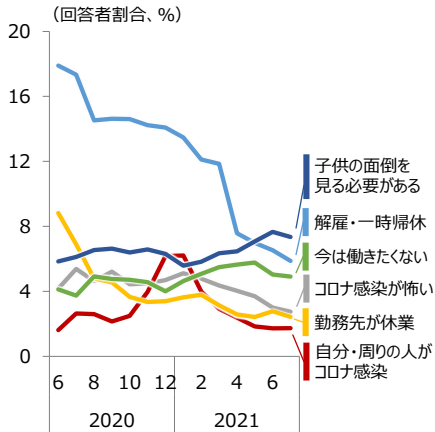
出所: 米国労働省、ミシガン大学より三菱総合研究所作成

雇用は秋にかけて回復も、スキルのミスマッチは長期化する可能性

7月時点の雇用者数は、依然コロナ危機前(20年2月)と比較すると570万人分少ないものの、経済再開に伴い求人数は急増していることから、失業者の復職が追いつかず、人手不足に陥っていることが指摘されている。米国勢調査局の調査では、働かない理由として「休校中の子供の面倒を見るため」や「今は働きたくない」が相対的に上昇している(図表3-4)。経済再開に伴い宿泊・飲食、芸術・娯楽などでも求人数は増加しているが、採用数は伸び悩んでおり(図表3-5左)、潤沢な公的給付によって相対的に賃金の低い業種への復職意欲が妨げられている可能性がある。ただし、これらは秋にかけて学校再開・失業給付特例終了が進むことから、段階的に解消していくと見込む。

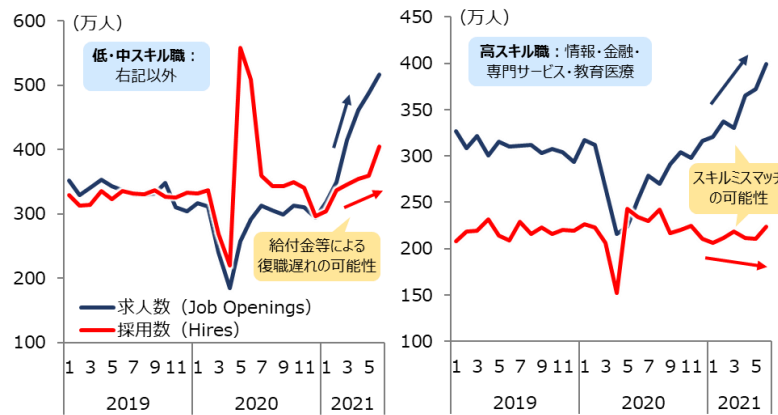
一方、雇用の一部はコロナ危機前から変化する可能性があり、対応が求められる。金融・情報といった高スキル産業では、コロナ下で需要が増えた結果、求人数が増加しているが、採用数は減少傾向だ(図表3-5右)。スキルのミスマッチによって以前から存在した労働需給差が、ポストコロナでさらに拡大する可能性がある。

図表 3-4 働かない理由



注：各月の月上旬実施の結果を抜粋。
出所：米国勢調査局より三菱総合研究所作成

図表 3-5 スキルレベル別の求人数・採用数



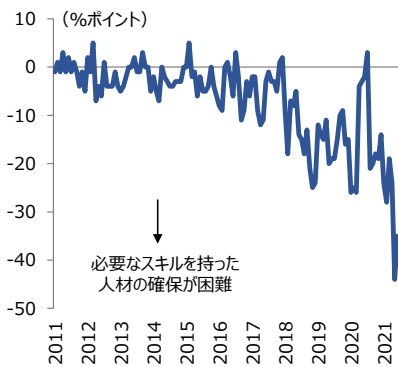
注：スキル分類は IMF に基づく。民間産業のみ。直近は21年6月。
出所：米国労働省より三菱総合研究所作成

従来、相対的に高スキルを要求しなかった産業でも、コロナ下でデジタル化が進んだことから、求められるスキルの水準の上昇、自動化・省力化による労働需要自体の減少も考えられる。リッチモンド連銀が管轄地域の製造業を対象とした調査では、「必要なスキルを持った人材確保のしやすさ」が21年に入り大きく低下(図表3-6)、国勢調査局が中小企業を対象にした調査では、卸売や小売、宿泊・飲食などでもオンライン化の必要性を認識している(図表 3-7)。

企業の産業構造の変化に加え、労働者の失業長期化・非労働力化がミスマッチを加速させる恐れもある。長期失業者・労働市場から退出した非労働者の数はコロナ前と比べ高止まりしており、非労働力人口増加を考慮した「実質的な失業率」は8%近い(図表 3-8)。経験豊富な高齢者を中心に、コロナを契機にリタイアしてしまった人も多く、失業長期化や非労働力化はスキル喪失につながりかねない。

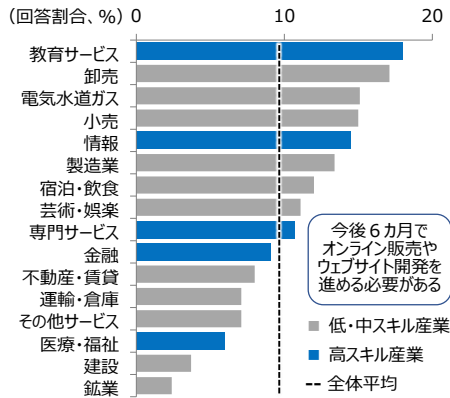
スキルのミスマッチ解消には時間を要するものの、高スキル産業への転換に成功すれば、米国経済の潜在成長率の押し上げも期待できる。就業支援など、今後は政府による支援も求められよう。

図表 3-6 製造業における人材確保 (リッチモンド連銀管轄地域)



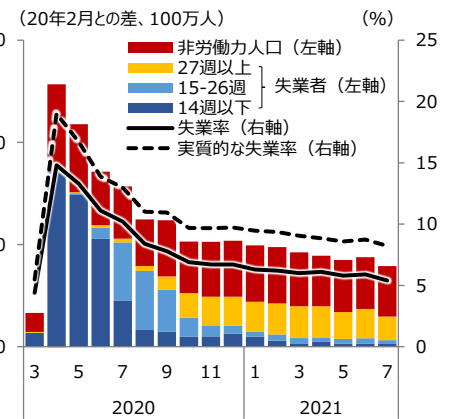
注：必要なスキルを持つ人材の確保のしやすさが「上昇した」割合から、「低下した」割合を減じた値。
出所：リッチモンド連銀より三菱総合研究所作成

図表 3-7 中小企業におけるオンライン事業の意向



注：21年7月実施。
出所：米国勢調査局より三菱総合研究所作成

図表 3-8 失業数・非労働力人口



注：実質的な失業率は非労働力人口増加数を考慮に入れた失業率。
出所：米国労働省より三菱総合研究所作成

財政支援は秋にかけて終了、与野党対立が財政政策を制限

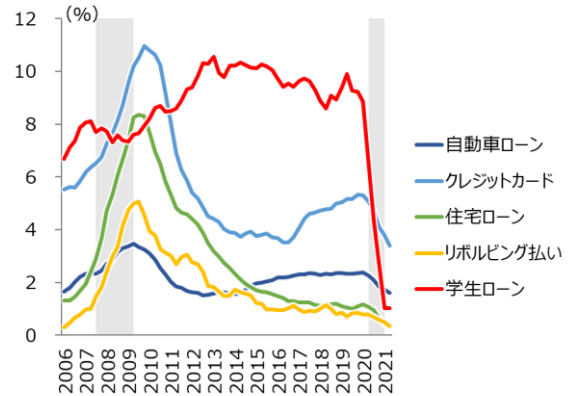
景気回復を受けて、財政支援による短期的な緊急対応は秋にかけて縮小する予定だ。「米国救済計画」で延長された失業給付特例は過度な支援により復職意欲を減衰させているとして、既に共和党州を中心に半数以上の州で前倒して終了、残りの州も9月末に期限を迎える。また、住居立ち退き猶予措置と学生ローン返済猶予措置は再延長されたものの、それぞれ今年10月と22年1月に終了する。

コロナ下では給付金等の手厚い財政支援の影響もあり、低所得層でもコロナ危機前に比べて資産が増加したものの、今後財政支援が終了し、政策効果が剥落するなかで、格差が拡大する可能性がある。例えば、学生ローンの延滞はコロナ前から問題になっていたが(図表 3-9)、返済猶予措置が終了すれば再びローン返済が低所得層の重しになろう。景気回復の陰に隠れた貧困層に対しては的を絞った支援が引き続き求められる。

しかし、議会の与野党の対立が財政政策を制限している。7月末には政治的駆け引きから債務残高上限が復活、米国議会予算局(CBO)の予測では10月頃にも政府の資金が枯渇し、最悪のケースでは、国債がデフォルトになる可能性もある。類似の状況に陥った11年には、国債の格下げが発表され、市場が動揺したこともあり、早急な対応が求められる。

また、3月に公表された「米国雇用計画」および「家族計画」の成立も道半ばだ。このうちインフラ投資による雇用創出を掲げる「米国雇用計画」は超党派案が上院で合意されたものの、支出拡大を嫌う共和党の反対により規模を大幅に縮小、財源として予定していた法人増税も含まれていない。気候変動対策や「家族計画」による人的資本への投資、法人税や所得税の引き上げなど計画の未成立部分は、財政調整措置を用いて民主党単独での採決を目指しているが、成立の見通しは不透明であり、財政政策の制限が景気回復を妨げる恐れがある。

図表 3-9 ローン種類別の延滞率



注:90日以上 of 深刻な延滞に移行した割合。
ハイライトは世界金融危機とコロナ危機を示す。
出所:ニューヨーク連銀より三菱総合研究所作成

金融政策正常化に向けて、資産買入規模縮小の議論が間もなく本格開始

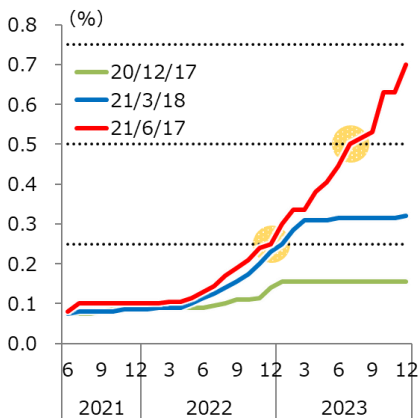
金融政策も正常化へ向けて動き始めている。6月の FOMC では、労働市場の改善はいまだ十分ではないとして現状維持を決定する一方、参加者が予想する利上げ時期は前倒しされ(「24年以降」から「23年中に2回の利上げ」)、7月の FOMC でも同様の方針が示された。今後の労働市場の改善状況をみながら、8月末に開催されるジャクソンホール会議などを通じ、段階的に資産買入規模縮小への道筋が示されることとなる。

出口戦略を進めるうえでは市場との対話が重要だ。株価は6月の FOMC を受けて一時調整が入ったもののいまだに割高であり、金融市場が動揺するリスクは大きい。標準シナリオでは、秋にかけて雇用回復が進み、大幅な物価上昇も短期的なものにとどまるという前提のもと、「22年前半に資産買入規模の縮小開始、23年に利上げ」を見込む。市場が織り込む金利水準をみると、23年に2回の利上げを見込んでいる(図表3-10)。

7月のコア CPI は前年比+4.3%と高い水準にあるが、1月(同+1.4%)と物価上昇率の分布を比較すると(図表3-11)、大幅な物価上昇は、①自動車の供給制約の影響を受けて代替的に需要が高まった品目、②経済活動再開を受けて需要が急回復した品目の寄与が大きい。したがって今後供給制約が解消に向かい、前年比の反動増がなくなれば、大幅な物価上昇は次第に緩和されるだろう。

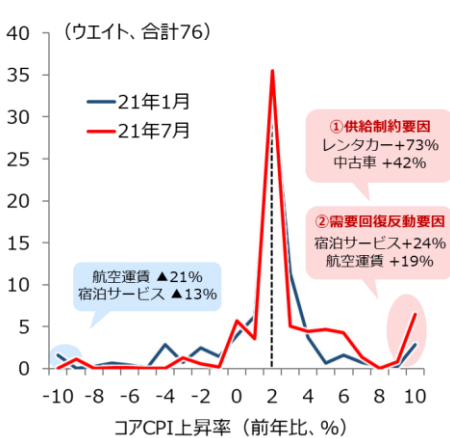
資産買入規模縮小の手法も注目される。6、7月の FOMC では、住宅ローン担保証券(MBS)の買入規模縮小ペースを国債より早めるべきとの意見も出た。背景には住宅価格の高騰がある。テレワークの増加や供給制約の影響、投資先としての魅力向上などから、S&P ケース・シラー住宅価格指数は5月に前年比+16.6%と過去最高の伸び率を記録。プライム層のローン組成が中心であるため(図表3-12)、世界金融危機時のように住宅ローンから金融危機につながる可能性は低いが、価格上昇により住宅ローン申請件数は減少している。

図表 3-10 市場が織り込む金利



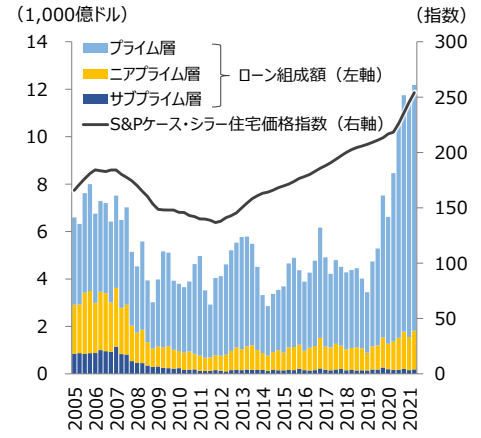
注:FOMC 翌日の市場が織り込む金利を FF 金利先物価格から計算。
出所:Bloomberg より三菱総合研究所作成

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ある最も細かい177品目で集計。両端は±10%以上/以下。
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-12 ローン組成額と住宅価格



注:信用スコア別。直近は21年4-6月期。
出所:ニューヨーク連銀、Bloomberg より三菱総合研究所作成

米中サプライチェーンの見直しが進行、対米投資促進の側面も

米中間のサプライチェーンの見直しが進んでいる。6月にはサプライチェーンに関する大統領令報告書が公表された。このなかで、中国への依存度が高い4つの重要物資(半導体・蓄電池・希土類・医薬品)について、①政府の大規模投資による生産・研究開発能力の強化、②同盟国連携による供給網整備によって、サプライチェーンの強靱化を目指す方針が示された。

①では、半導体やAIなど先端技術分野に5年間で2,500億ドルの予算を投じる「米国イノベーション・競争法」が、6月に超党派による合意で上院を通過した。②には同盟国からの対米投資増加という狙いもあり、既に5月に韓国が半導体やEVで400億ドル規模の対米投資計画を発表している。

米国は長らく対内直接投資額において世界首位を保っていたが、20年はコロナ危機の影響で、中国に抜かれる寸前まで対米投資が減少したことで話題となった(図表3-13)。UNCTADの予測では、高い経済成長率も相まって、21、22年の対米投資は大きく増加し、再び対内投資額首位の地位を盤石とする見込みだ。サプライチェーン再編成には、国内外からの投資が喚起され、米国の競争力強化につながる側面もある。

他方、バイデン政権が重視する人権問題もサプライチェーンに影響を与えている。新疆ウイグル自治区における人権侵害などを理由に、6月に5社、7月に14社の中国企業がエンティティ・リストに追加された。エンティティ・リストに追加される中国企業は近年増加傾向にあり、米国企業も対応を迫られることとなる。

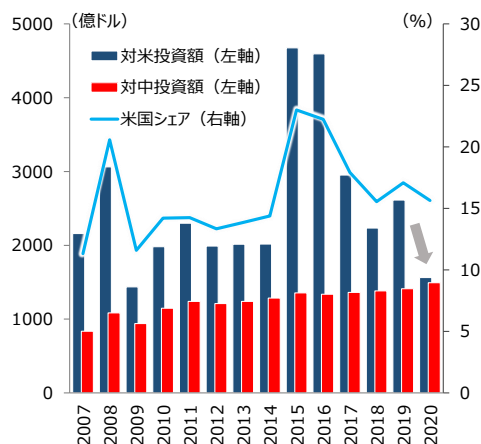
供給制約により21年成長率は下方修正、22年にかけて自律的な成長へと移行

21年の米国経済は経済活動の再開がさらに進む一方、財政政策効果が今後剥落していくことに加え、供給制約やインフレが消費や住宅・在庫投資の抑制要因となる。これにより、21年の実質GDP成長率は+6.5%と、前回5月の同+6.8%からは下方修正したものの、高い成長率を実現すると見込む。また、供給制約は22年にかけて徐々に解消、自律的な成長へと移行する。22年は同+3.7%と見込む(図表3-14)。

ただし、先行きは不確実性も高い。リスクとして、①既存のワクチンが効きにくい変異株の流行による経済活動正常化の遅れ、②供給制約の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混乱、④債務上限の引き上げ難航による政府資金枯渇、などが挙げられる。

③については、インフレ動向と労働市場の回復状況の2点がポイントだ。供給制約の長期化などにより想定以上のインフレが起こり、市場予想よりも早く金融緩和縮小に踏み切らなければいけなくなった場合、金利の急上昇など金融市場の動揺を招きかねない。一方で、労働市場の回復を気にしすぎるあまり、出口への動きが必要以上に遅れることとなれば、資産バブルの発生や不良債権の蓄積による産業構造の転換の遅れもリスクとなる。FRBは市場との対話を深めつつ、金融政策の重な舵取りを迫られている。

図表 3-13 米中対内直接投資(フロー)



出所: UNCTAD より三菱総合研究所作成

図表 3-14 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	6.5	3.7
個人消費	2.2	▲3.8	8.8	3.3
設備投資	4.3	▲5.3	8.9	6.4
住宅投資	▲0.9	6.8	11.0	3.0
在庫投資寄与度	0.1	▲0.6	▲0.0	0.4
政府支出	2.2	2.5	0.8	2.9
純輸出寄与度	▲0.2	▲0.2	▲1.5	▲0.1
輸出等	▲0.1	▲13.6	7.9	8.9
輸入等 <控除>	1.1	▲8.9	14.4	6.6
FFレト誘導水準 (年末)	1.5-1.75	0.0-0.25	0.0-0.25	0.0-0.25
失業率	3.7	8.1	5.4	4.2

出所: 三菱総合研究所