

米国経済：10～12 月期以降は成長再加速へ

米国では、デルタ株流行によってコロナ感染第 4 波が続く中、これまで持ち直してきた人々の外出行動が再び抑制され、サービス関連の消費や雇用の改善にブレーキがかかるなど、足元の景気が減速している。しかし一方で、企業などでワクチン接種義務化の動きが広がり、ワクチン普及ペースが再加速している。早期の感染収束と外出行動の持ち直しが期待されるもとで、①過去の経済対策による家計貯蓄の積み上がり（十分な購買余力）、②労働者の復職による雇用改善ペースの再加速、③企業による在庫復元の動きなどにより、米国経済は今年 10～12 月期から来年にかけて高成長になることが期待される。なお、9 月の FOMC は、量的緩和の縮小（資産購入ペースの減速）を近く始める考えを示唆したが、利上げ開始が 2023 年入り以降となる可能性も十分にあるなど、緩和的な金融政策が当面の米国経済の回復を支える構図は基本的に変わらない。

利上げ開始時期を巡り二分された FRB

9 月 21～22 日に FOMC（連邦公開市場委員会）が開催され、事実上のゼロ金利政策と量的緩和政策が維持された。

今回の会合では、6 月会合以来となる FOMC 参加者の見通しが発表され、コロナ感染第 4 波によって減速している足元の経済状況を反映したとみ

られ、2021 年の実質 GDP 成長率は前年比 +5.9%に下方修正（6 月は同 +7.0%）された。2022 年以降は徐々に成長率が減速し、新たに発表された 2024 年には 2%程度とみられる潜在成長率程度の伸びに回帰する見通しとなっている。

インフレ率の見通しは、2021 年が上方修正されたものの、2022 年以降は 6 月予想から大きな変化は無く、FRB の物価目標である 2%を若干上回る水準に収束することが見込まれている。2021 年見通しの修正は、供給制約により一部財の価格が高止まりしているほか、資源価格上昇や賃上げの影響を考慮したとみられるが、現在のインフレ高進を一時的と引き続き見ていることがうかがえる。

パウエル議長はこうした見通しに基づき、FOMC が早ければ今年 11 月にも量的緩和の縮小（いわゆる テーパリング）を決める可能性を記者会見で示唆した。ただし、パウエル議長自身は、雇用環境がテーパリングを可能とする状況になるまであと一步と見ており、9 月分の雇用統計（10 月 8 日公表予定）の結果次第で FOMC の決定が若干後ずれする可能性がある。コロナ第 4 波の影響で 9 月分も雇用の改善が鈍ければ、12 月会合で決定、来年 1 月から開始へ後ろ倒しするとみられる。いずれにしても、今回会合では、テーパリングのスケジュールがおおむね明らかになり、FOMC 参加者が 2022 年半ばにテーパリングを完了させる

FOMC参加者の見通し

	2021	2022	2023	2024	(%) 長期
経済成長率	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8
(6月予想)	7.0	3.3	2.4		1.8
失業率	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
(6月予想)	4.5	3.8	3.5		4.0
インフレ率	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0
(6月予想)	3.4	2.1	2.2		2.0

（出所）FRB

（注）経済成長率は実質GDP成長率、インフレ率はPCEデフレーター

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

見通しを持っていることも判明した。そのため、次の注目点は利上げ開始の時期に移り始めている。

FOMC 参加者の FF レート見通し（中央値）は、2022 年末（6 月会合：0.125%→9 月会合：0.25%）、2023 年末（0.675%→1.0%）ともに上方修正された。2022 年末の中央値が現在の誘導目標（中央値が 0.125%）を上回る水準であることから、利上げ開始時期が 2022 年に前倒しされるとの観測が広がっているが、中央値が示すほどに参加者のコンセンサスは取れていない。なぜなら、参加者予想の分布を見ると、18 人中半数が 2022 年末まで事実上のゼロ金利を維持、残り半数が利上げを予想している。同様に、2023 年末に関しても、8 人が 0.5～0.75%と低い金利水準を予想する一方、9 人が 1%超を予想している（残り一人が 0.75～1%）。FRB 内部では金融政策正常化のペースに関して意見が二分している様子うかがえる。

これまで、市場関係者の間では利上げ予想の中央値が注目されてきたが、パウエル議長は再三、各参加者の予想に基づく中央値は FOMC メンバーの総意ではないことを指摘している。特に意見が二分している現状を勘案すると、中央値の議論だけでなく、経済見通しに基づく利上げの要否判断が重要となる。伊藤忠総研では、後述するように雇用情勢の改善ペースが次第に加速し供給制約が緩和され、インフレ率が低下することを見込んでいる。そのため、早急に金融引き締めが求められる状況にはならず、2022 年末に雇用環境の正常化を確認し、2023 年前半に利上げを開始すると引き続き予想する。

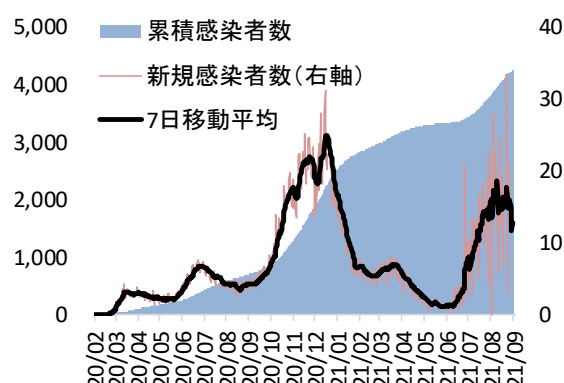
コロナ第 4 波の高まりがワクチン接種を促進し、年内の感染収束に期待

米国のコロナウイルス感染状況については、デルタ株の影響で、7 月からの感染第 4 波の拡大局面が続いている。1 日当たりの新規感染者数は、第 3 波が収束した 6 月に 1 万人台で推移していたが、8 月には 15 万人を上回り、その後は若干減少したものの直近 9 月下旬でも 10 万人超で推移している。

感染拡大を受け、コロナ前の水準に戻りつつあった人々の外出機会も再び抑制されている。グーグル社調べの小売・娯楽施設への訪問者数（全米ベース、一週間平均）は直近（9/20）にはコロナ前（昨年 1/3～2/6 の平均）の▲5.7%の水準まで落ち込んでいる。また、レストラン予約サイトのオープンテーブル社が集計しているレストラン来客数（一週間平均）も同様、6 月には一時コロナ前を上回ったが、その後頭打ちとなり、直近（9/25）ではコロナ前を▲11.2%下回っている。

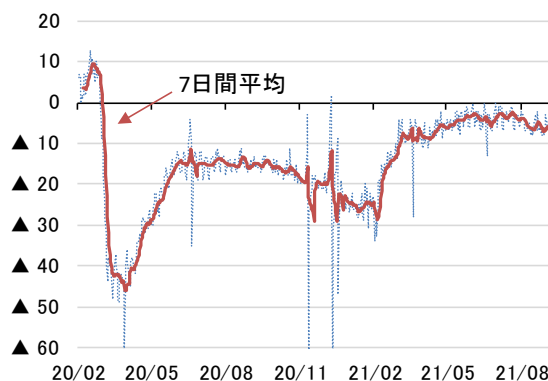
他方、新型コロナワクチンは、直近（9/26）で人口の 64.3%が 1 回以上接種し、55.3%が必要回数の接種を完了した。新規接種に関しては、4 月には 300 万回／日を超えたが、希望者への接種が行きわたる下で 7 月には 50 万回／日まで低下した。米 Morning Consult 社のアンケート調査によれば、米国人の 27%が「接種を拒否」、または「予定無し」と

米国内の新型コロナ感染者数の推移（万人）



（出所）WHO 9月27日時点。

小売・娯楽施設への訪問者数（コロナ前比、%）

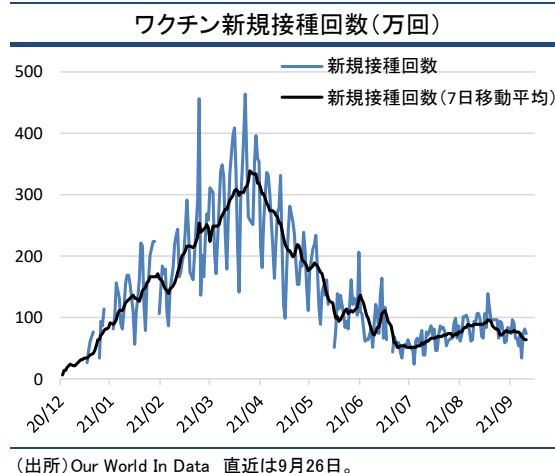


（出所）CEIC

（注）2020/1/3～2/6が基準。直近は2021年9月20日。

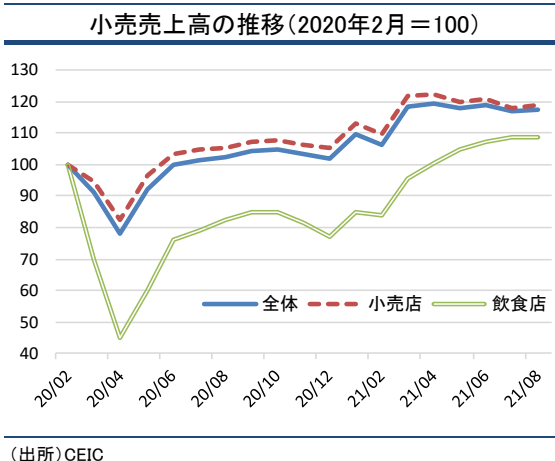
回答し、他の先進国（日本：15%、ドイツ：18%、英国：12%）に比べて拒否層が多いことが普及を阻んでいるとみられる。

しかし、感染第4波の高まりに伴い、バイデン政権や企業にワクチン接種義務化の動きが広がり、接種ペースの減速には歯止めが掛かり始めた。仮に今後も1日80万回程度の接種ペースが維持されれば、今年末ごろには米国民の7割が必要回数の接種を完了すると考えられる。従って、現状第4波のピークアウトを明確に確認できていない上、先行きも新たな変異株が広がるリスクは排除できないものの、強力な措置によるワクチンの一層の普及を通じて、2022年に向け感染が収束していくというのが、米国のコロナ状況に関する基本シナリオとなろう。



外出自粛により非製造業が軟調だが、底堅い需要により製造業は堅調

8月分の主要経済指標の動きを見ると、個人消費の代表的指標である8月の小売売上高は前月比+0.7%と2ヵ月ぶりに増加した。業態別に見ると、在庫不足により自動車ディーラーの売上減少が続いた一方、対面授業再開に踏み切る学校が増える中で新学期を控え、「バックトゥースクール商戦」が例年以上に盛り上がったため、一般小売店や無店舗小売などの売上増が全体を押し上げた。しかし、外出自粛の影響を受け、これまで持ち直しが続いた飲食店の売上にブレーキがかかり、前月と同水準に留まった。また、全体の7~8月平均は4~6月の平均を▲1.3%下回っており、コロナ感染第4波による、個人消費の停滞がうかがえる。



前述のように、人々の外出自粛は9月に入ってからも続いていることから、個人消費はもう暫く伸び悩む可能性が高い。他方、昨年から数次にわたって実施された大型経済対策によって、個人の貯蓄は依然高水準に積み上がっている。コロナの感染が収束し人々の外出行動が持ち直せば、個人消費も再び好調に転じることが期待される。

企業活動では、8月の鉱工業生産指数が前月比+0.4%と6ヵ月連続で増加した。月末にハリケーン「アイダ」が上陸したことを受けて、原油採掘などの鉱業がマイナスに転じたほか、一部地域で大規模停電や豪雨が生じ、広く生産活動に影響が及んだものの、需要の底堅い情報関連財や医薬品などを中心に鉱工業全体では増加となった。なお、鉱工業生産を水準で確認すると、8月には1年半ぶりにコロナショック前(2019年2月)を上回った。

企業の景況感を表す **ISM 指数**においても、製造業は59.9と7月(59.5)から僅かながら改善した。他

方、非製造業指数は61.7と水準は高いものの、7月(64.1)からは大幅に低下した。米国の内需は総じて改善が続いているものの、感染第4波による外出行動の抑制が特に非製造業の業況に影響を及ぼしているとみられる。

今後の企業活動については、製造業は、今年前半の需要急増で取り崩された在庫を復元する動き、海外経済の持ち直しに伴う輸出増、さらに後述する雇用情勢の改善ペース加速によって持ち直しが継続する見込みである。非製造業は、感染拡大によって足元で個人消費関連を中心に減速しているが、感染収束によって個人消費が復調すれば好転することが期待される。

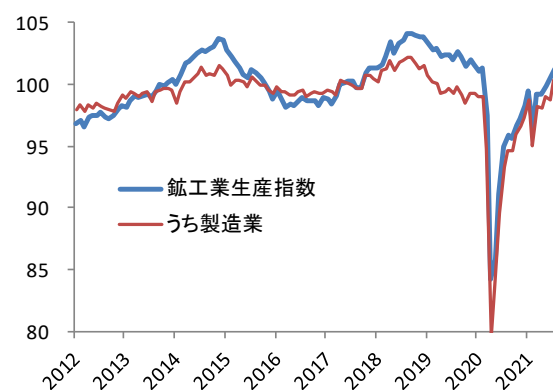
感染再拡大により雇用改善ペースが減速

8月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+23.5万人と、前月から拡大ペースが鈍化した(7月は同+105.3万人)。業種別では、外出行動の影響を受けやすいレジャー関連が、宿泊業の減速(7月: +7.3万人→8月: +0.7万人)、飲食業の減少(+29万人→▲4.2万人)によって前月差横ばいとなったほか、食料品店や衣料品店の減少によって小売業(▲0.8万人→▲2.8万人)が2ヵ月連続のマイナスとなるなど、個人消費関連を中心に急ブレーキがかかった。

労働市場の需給を表す8月の失業率は、就業者数の増加、失業者数の減少によって前月から▲0.2%pt低下し5.2%となった。しかし、労働参加率は61.7%と前月から変わらず、失業率の改善ペースも減速している。さらに、コロナショック直後に急増し、経済活動の再開と共に減少していた「事業活動の縮小を理由にパートタイムの職に就いた者」が再び増加に転じていることもあり、感染第4波の影響が雇用の量と質の両面に及んだことがうかがえる。

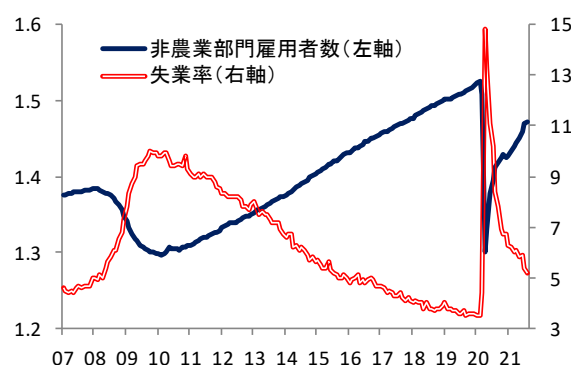
今後については、週300ドルの失業保険特別給付が9月までに打ち切られたことから、コロナ禍により一旦離職した労働者の復職意欲の高まりが期待されるほか、新学期が始まり、多くの学校で対面授業が再開されたことも保護者の復職促進に貢献するとみられる。感染再拡大の影響や先行き不透明感が依然残るものの、雇用環境の改善ペースは再加速し、企業の人手不足が解消に向かうと見込まれる。

鉱工業生産指数の推移(2017年=100)



(出所)CEIC

非農業部門雇用者数と失業率(億人、%)



(出所)CEIC

インフレ率は緩やかに低下していく見込み

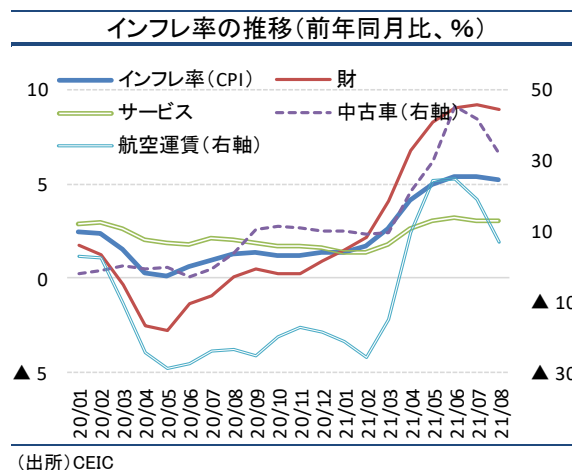
8月の消費者物価指数は前年同月比+5.3%と7月（同+5.4%）から僅かに低下した。夏場にかけてインフレ率を押し上げたレジャー関連の財・サービス価格は、8月の感染再拡大に伴って騰勢を弱めたが、一方で、原油や食料品（特に食肉）の価格が上昇したため全体のインフレ率が下げ渋った。また、人手不足によって労働者の賃上げが生じていることも広くインフレ率の高止まりに寄与した可能性がある。

もともと、原油はハリケーン、食料品は人手不足によって価格が上昇したとみられ、いずれの要因も一時的な供給制約である。原油生産施設の復旧、雇用増に伴う供給増が進めば騰勢は落ち着いていくと期待できる。また、雇用環境の改善ペースが再加速し、企業の人手不足感が後退すれば、労働市場全体の賃上げ圧力も和らいでいくだろう。半導体など一部部材の不足によるサプライチェーンのボトルネックは依然続くと思われるが、インフレ率は緩やかに低下していくことが予想される。

足元で減速するも、年末には高成長に復する見込み

このように、今年7～9月期の米国経済は、第4波により外出自粛の動きが広がり、サービス関連の消費・雇用の改善にブレーキがかかるなど、成長ペースが鈍化することは避けられない情勢である。

しかし、過去の経済対策により家計貯蓄が積みあがっているもとで、ワクチン接種ペースの再加速により第4波収束が期待され、年末にかけて外出行動の持ち直しと共にサービス消費が急拡大する見込みである。加えて、失業保険特別給付が9月までに打ち切られたことなどから、コロナ禍により一旦離職した労働者の復職意欲が高まり、雇用情勢の改善ペース加速と企業の人手不足解消につながる見通しであり、この点は企業による在庫復元（増産）の動きをサポートするであろう。さらに、FRBは今年終盤から来年初に量的緩和政策の縮小（資産買い入れペースの減速）に着手する見込みながら、利上げや保有資産の売却といった金融引き締めは当面行わず、金融政策が米国経済の回復をなお支え続けることが想定される。以上の諸点を踏まえ、今回は前回¹示した米国経済の基本シナリオと成長率予想（2021年+6.3%、2022年+4.3%、2023年2.2%）を維持する。



¹ 詳しくは「米国経済：コロナ再拡大で目先減速も強い成長基盤は維持（改定見通し）」（2021/8/24）を参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2021/2087/>