

2020年10月20日 全9頁

# 米国経済見通し 高まるブルーウェーブ期待

## 追加支援への期待と財政リスクへの懸念が入り混じる

ニューヨークリサーチセンター 研究員 矢作 大祐

### [要約]

- 米国経済は想定よりも早いペースで景気回復が進んでいる。しかし、足下で新型コロナウイルスの感染再拡大が懸念されており、先行きに関しては楽観視できない。大統領・議会選挙を目前にし、共和党・民主党間の追加支援に関する合意は難しくなっていることで、景気の下支えが不足する可能性もある。
- 新政権発足後、速やかに追加支援が決まるシナリオとして、バイデン氏が大統領選挙に勝利し、上下院も民主党が過半数を握るという「ブルーウェーブ」への期待が高まっている。10月1日に下院民主党が主導し可決した修正 HEROES 法が追加支援の素案になると考えられ、3月末に施行した CARES 法同様、家計・企業の経済活動を下支えすると期待される。
- もっとも、追加支援には財政リスクの高まりという副作用もある。ブルーウェーブの可能性が高まるにつれ、米国債の2-10年スプレッドは拡大している。FRBのバランスシート拡大策がある中で、短期的には金利の急上昇は考えにくいものの、フォワードガイダンスの変更にかかる不透明さが市場にストレスを与え得る点には注意が必要だろう。

## 新型コロナウイルスの感染再拡大への懸念強まる

米国では5月の経済活動の再開以降、想定よりも早いペースで景気の持ち直しが進んでいる。2020年4-6月期の実質GDP成長率が前期比年率30%強のマイナス成長となった後、7-9月期には同30%弱のプラス成長への転換が見込まれている。他方で、経済の先行きについては楽観視しにくい。米国における新型コロナウイルスの新規感染者数は、10月15日に約2ヵ月ぶりとなる6万人強まで増加した。感染拡大の中心地は、北東部から西部や南部、最終的には中西部へと移ってきたが、足下ではほとんどの地域で新規感染者数が増加傾向にある。

感染者数抑制策として、感染流行地区に狙いを絞った経済活動の制限が導入されている。ニューヨーク州では、10月に入り、検査での陽性率が3%を継続的に超えた地域を中心に学校での対面授業の停止や必要不可欠なサービス以外の事業の営業停止へと踏み切った。しかし、感染者の拡大が局地的なものからより広範囲での流行へと変わった場合には、多くの地域で職場での人員キャパシティの上限や必要度に応じた営業制限などが導入される可能性は否定できない。

感染再拡大が懸念される中で、追加支援の議論は継続されているものの、依然として民主党・共和党間での合意の見通しは立っていない。10月1日には民主党が主導する下院で、5月に可決したHEROES法の規模を縮小する修正案（3.4兆ドル→2.4兆ドル）を再可決し、追加支援に消極的な共和党に歩み寄った。政府・共和党については、トランプ大統領が民主党との協議の中断を指示したかと思えば、一転協議を再開させるなど一貫性のない状況が続いている。加えて、トランプ大統領が1.8兆ドル規模の追加支援案を提起する一方、上院共和党を中心に5,000億ドルの追加支援案の採決を予定するなど、共和党内でも意見の対立が続いている。ねじれ議会に伴う「決められない政治」が、約2週間後に迫る大統領・議会選挙に向けて党利党略に走ることで一層機能不全に陥っているといえる。追加支援は早くとも大統領・議会選挙が終わり、新政権が発足する2021年1月まで待つことになるのかもしれない。

## 高まるブルーウェーブ期待と財政に対する懸念

追加支援が新政権発足後に速やかに決定されるシナリオとして、バイデン氏が大統領選挙に勝利し、上下院ともに民主党が過半数を握る「ブルーウェーブ」の場合が想定される。PredictItという様々な予想を取引するウェブサイトが公表する大統領・上下院の選挙予想確率によれば、ブルーウェーブが最も可能性が高いメインシナリオとされている。なお、ねじれの解消という意味では共和党がすべて勝利する「レッドウェーブ」も想定され得るが、共和党は追加支援に対して消極的であることから追加支援が早期に実現するシナリオとはいえない。

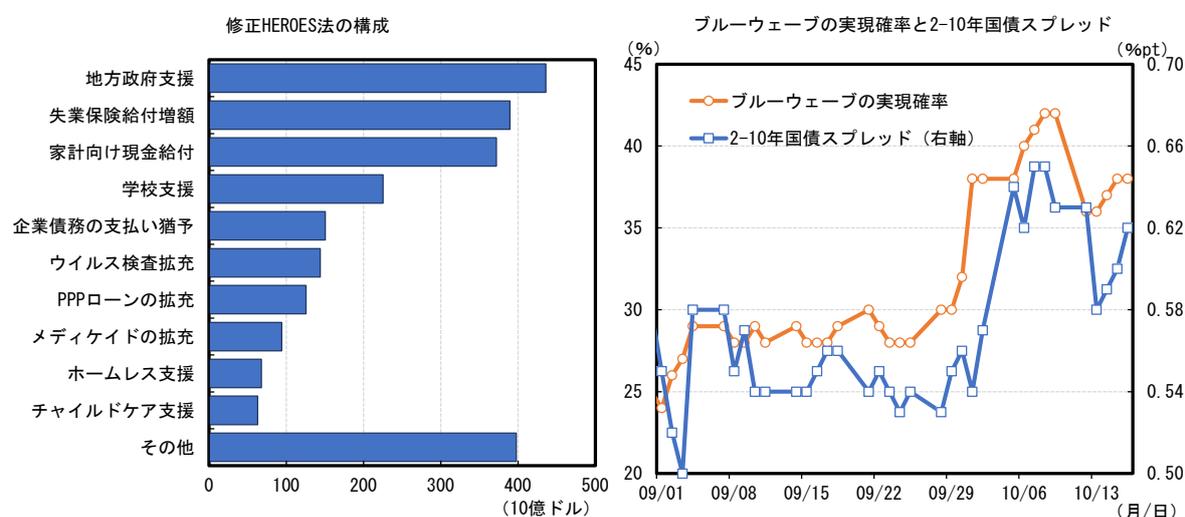
選挙は水物というように蓋を開けてみなければわからないが、ブルーウェーブへの期待が高まっていることに違いはない。ブルーウェーブが実現する場合において、10月1日に可決された修正HEROES法が追加支援の素案となるだろう。修正HEROES法の内訳を見ると、地方政府向けの資金援助が約4,360億ドルと規模が大きく、失業保険給付増額（約3,900億ドル）や現金給付第2弾（約3,720億ドル）といった家計支援が続く。このほか、中小企業の債務支払い猶

予、FRB への保証（約 1,500 億ドル）、PPP ローンといった中小企業支援の拡充（1,260 億ドル）など、企業の資金繰り支援の拡充も含まれている。こうした支援策は、3 月末に可決・施行された CARES 法の焼き直しといえる。追加支援を通じて、現金給付や失業保険給付の増額が家計所得を下支えし、個人消費を押し上げるとともに、中小企業の資金繰りが改善し、企業倒産を抑制するという、5 月以降の米国経済の回復を再現することが期待される。

他方で、財政支援にも副作用はある。現金給付や失業保険給付増額による個人消費の押し上げ効果もいつかは切れる。支援策が強力であればあるほど、その落ち込みも急になる。また、新型コロナウイルスの感染拡大が収束しなければ、今回の追加支援と同様に更なる支援が求められることになる。ブルーウェーブが継続している場合、更なる支援を決定するハードルは低いが、財政状況の悪化という副作用が懸念されることになる。CBO（議会予算局）の試算によれば、2020 年度の政府債務残高対 GDP 比は前年度から 20%pt 弱上昇し、126.4%となる見込みである。2022 年度以降、緩やかに低下するものの、予想最終年の 2030 年度には 123.6%と 2020 年度より幾分低い水準までしか改善しない。

もっとも、FRB がバランスシート拡大策を継続している限りにおいては、こうした財政状況の悪化懸念による金利上昇は一定程度抑制されることが想定される。ただし、財政リスクの高まり自体は解消しておらず、懸念自体がなくなるわけではない。足下ブルーウェーブ期待が高まる中で、米国債の 2-10 年スプレッドは拡大し、市場参加者は財政リスクの高まりを注視している。市場参加者の懸念は、9 月の FOMC でバランスシート政策に関するフォワードガイダンスが出されなかったことへの不安心理も含まれていると考えられる。FOMC 参加者としても追加支援の目途が付かない中では現状維持が適切という認識であり、追加支援の実施が濃厚になるタイミングでフォワードガイダンスの議論も進むと見込まれる。ただし、ブラッド・セントルイス連銀総裁が指摘するように、バランスシート政策に関する見解は FOMC 参加者内でもばらつきがある。FOMC 参加者から市場参加者の予想とかけ離れたような発言等がある場合には、金利上昇のリスクがあることから、双方のコミュニケーションに注意が必要といえる。

図表 1 修正 HEROES 法の構成、ブルーウェーブの実現確率と 2-10 年国債スプレッド



(出所) CBO、PredictIt、Bloomberg より大和総研作成

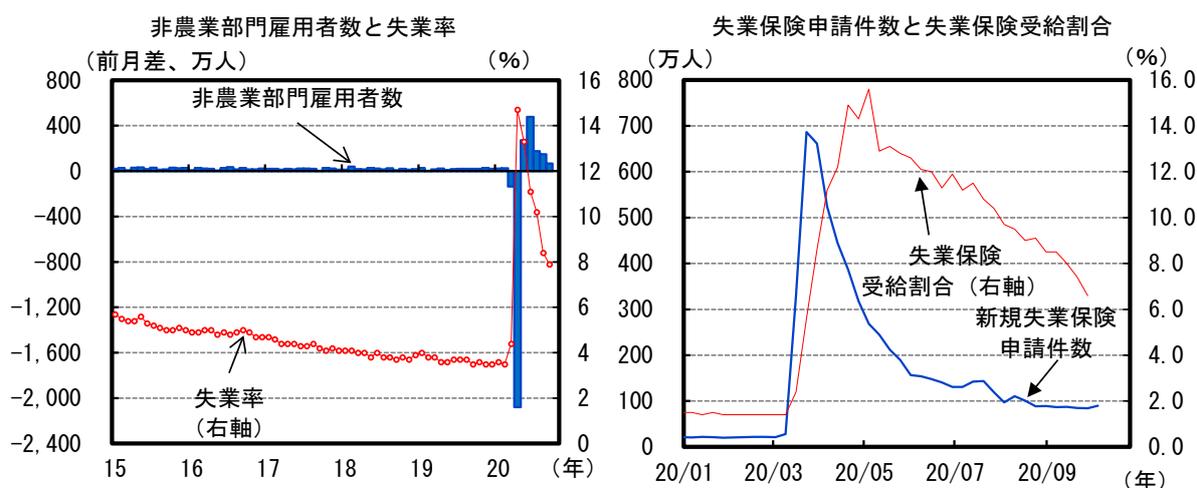
## 9月の失業率は低下するも、雇用関連統計は強弱材料混ざる<sup>1</sup>

雇用環境は9月も改善を継続した。9月の雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月差+66.1万人、失業率は7.9%となった。市場予想（Bloomberg 調査：非農業部門雇用者数同+87.5万人、失業率8.2%）と比較すると、失業率は予想を上回った（改善）ものの、非農業部門雇用者数は予想を下回った。しかし、非農業部門雇用者数の過去分が上方修正されたことに加え、民間部門雇用者数は堅調であったことから、雇用環境は9月も改善が継続したと評価できる。

他方で、雇用統計の中身を見ると、懸念点もある。失業率の押し下げ要因には、労働市場からの退出増を意味する非労働力人口の増加も含まれる。また、失業者の内訳を失業理由別に見ると、レイオフによる失業者が大きく減少した一方で、解雇による失業者は増加した。航空会社やレジャー・娯楽、飲食などの新型コロナウイルス感染拡大に伴う落ち込みが大きかった業種を中心に人員削減計画が公表されており、解雇による失業者が引き続き増加する可能性に注意を要する。加えて、その他の雇用関連統計でも、強弱材料が混ざっており、雇用環境は一律に改善しているとは言いにくくなりつつある。企業の労働需要を見ると、8月の求人件数（JOLTS ベース）は、前月比▲3.0%と4ヵ月ぶりにマイナスに転じた。また、失業保険受給割合は緩やかに低下を続け、9月27日-10月3日の週は6.8%まで低下したものの、新規失業保険申請件数は8月末以降、7週連続で80-90万人の横ばい圏で推移している。

雇用環境の先行きに関しては、新型コロナウイルスの感染再拡大に伴う悪影響が懸念される。一部の州・地域では職場の人員キャパシティ上限の厳格化が再導入された。また、対面式の授業が停止され、オンライン授業へと戻った学校もあり、両親の職場復帰が困難になる状況も生じている。新型コロナウイルスとの戦いが長期化する中で、企業が人員配置の見直しを本格化させていることもあり、今後の雇用環境の改善ペースは緩やかになっていくと考えられる。

図表2 非農業部門雇用者数と失業率、失業保険申請件数と失業保険受給割合



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

<sup>1</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「失業率は7.9%と引き続き改善」(2020年10月5日) 参照。 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20201005\\_021807.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20201005_021807.html)

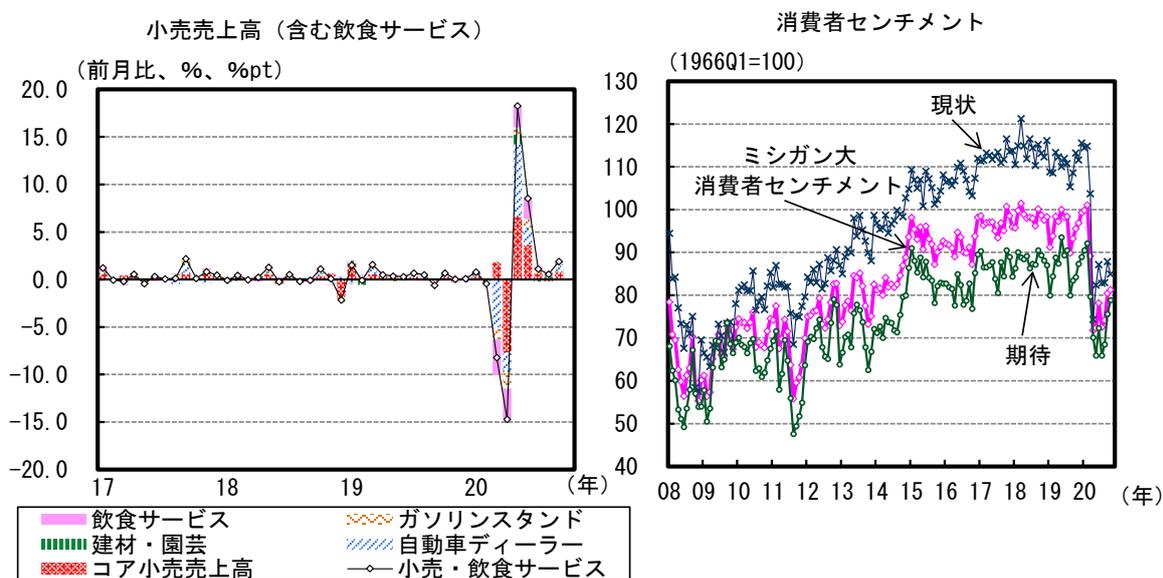
## 9月の小売売上高は再加速へ

個人消費の足下までの動向を確認すると、9月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比+1.9%と、市場予想（Bloomberg 調査：同+0.8%）を上回った。7-8月ともに上方修正されたことから、堅調さは一層際立つ。振れが大きい業種（自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス）を除く、コア小売売上高についても、同+1.4%と増加に転じ、市場予想（同+0.3%）を上回った。内訳項目を見ると、9月に堅調だったのは、衣服・宝飾品（同+11.0%）、スポーツ・娯楽用品（同+5.7%）などである。対面授業の開始時期を先延ばしした地域があり、バックトゥースクール商戦が後ずれしたとも考えられる。

消費者マインドについては、10月のロイター／ミシガン大消費者センチメント（速報値）を見ると、前月差+0.8ptの81.2と小幅な上昇にとどまった。構成指数の内訳は、期待指数が同+3.2ptと改善した一方で、現況指数は同▲2.9ptの低下となった。ミシガン大学は、現況指数の低下に対して、消費者が雇用の伸びの鈍化や新型コロナウイルスの感染再拡大及び、追加支援の欠如などから現在の経済状況について懸念するようになったと指摘している。

個人消費の先行きに関しては、期待と懸念が入り混じる。期待に関しては、消費イベントの本格化である。例年7月に開催されるアマゾン・プライムデーは、新型コロナウイルス感染拡大に伴うサプライチェーンの混乱から10月へと先延ばしされた。また、ホリデー商戦に関しては、例年は11月のサンクスギビングデーや12月のクリスマスに盛り上がるが、オンラインショッピングが中心になるとみられる中で、ウェブサイトへのアクセス集中や、物流網のひっ迫を避けるために開始時期が前倒しされた。他方で、懸念点は家計の消費余力の低下である。個人消費の急回復を支えてきた移転収入（現金給付、失業保険給付）が減少し、可処分所得は減少傾向にある。雇用の改善ペースが緩やかになるとみられる中で、消費イベントがあったとしても財布の紐を固く締める家計が増える可能性もあるだろう。

図表3 小売売上高（含む飲食サービス）、消費者センチメント



（出所）Census、ロイター／ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

## 住宅需要は堅調も、在庫不足がネック

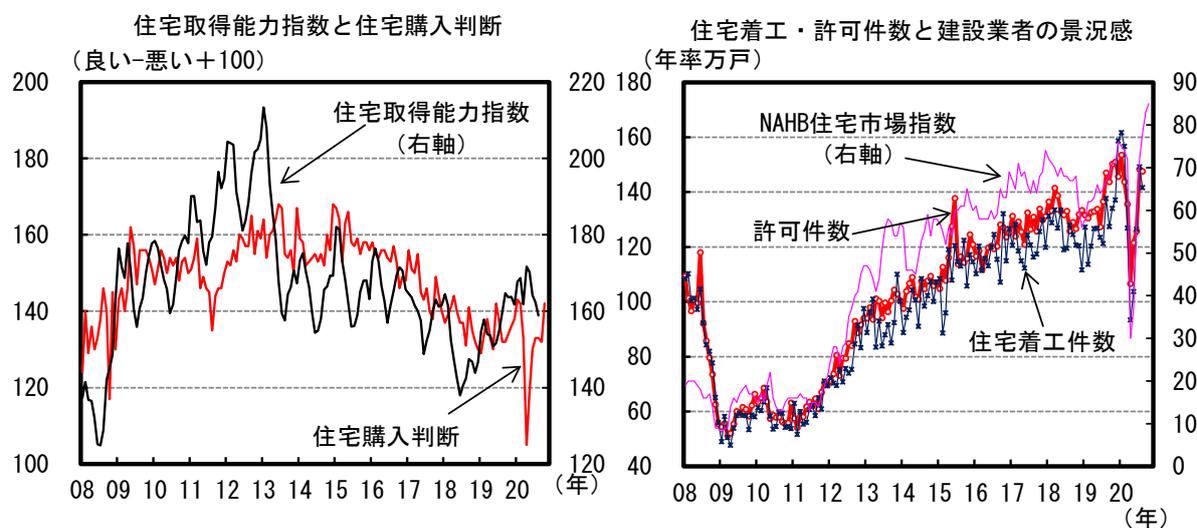
住宅需要について見ると、8月の新築住宅販売（戸建て）は前月比+4.8%、8月の中古住宅販売（コンドミニアム等含む）は同+2.4%と伸びを鈍化させた。住宅市場はこれまで急速に回復してきたわけだが、住宅需要が一巡したとも考えられる。住宅ローン申請件数（新規購入）が高水準ながらも、横ばいから緩やかな減少へと転じつつある点も、こうした見方をサポートするものといえる。他方で、中古住宅販売に先行する仮契約指数が、8月に同+8.8%と7月から再加速したことは、安心感を与える結果であった。また、10月のロイター／ミシガン大学の調査による家計の住宅購入判断が伸びを加速させたことも、住宅需要の強さを示唆している。

住宅需要が強くとも、住宅販売が鈍化した背景には、在庫の減少に伴う住宅価格の上昇があると考えられる。8月の中古住宅の在庫率は、3.0ヵ月分と2月以来の低水準となった。相対的に安価とされる中古住宅の価格は上昇を続け、8月には新築住宅と同水準となった。住宅ローン金利が歴史的低水準となる中でも、住宅取得能力指数は5月以降低下を続けており、住宅購入希望者は買いたくても買えない状況に置かれているとも考えられる。

こうした中、住宅建設の進展に伴う在庫の積み上げが肝要となる。8月の新築住宅着工件数は前月比▲5.1%、先行指標である新築建設許可件数は同▲0.5%とマイナスに転じた。しかし、住宅建設業者のマインドを示すNAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数の10月分は、前月差+2ptの85と9月に記録した統計開始以来（35年間）の最高水準を再度更新した。NAHBは、在宅勤務やオンライン学習の増加を受け、住宅需要は強い一方で、労働者や材料不足により、安価な住宅建設は困難になっていることが課題と指摘している。

こうした住宅供給不足は、新型コロナウイルスの感染再拡大によって人員のキャパシティ制限などが導入され建築作業が進まないことで、一層拍車がかかることになりかねない。在庫の積み上げが遅れば遅れるほど、住宅販売も緩やかなペースにならざるを得ないだろう。

図表4 住宅着工・許可件数と建設業者の景況感、住宅取得能力指数と住宅購入判断



(出所) Census、NAHB、NAR、ロイター／ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

## 企業マインドは現状楽観、先行き慎重

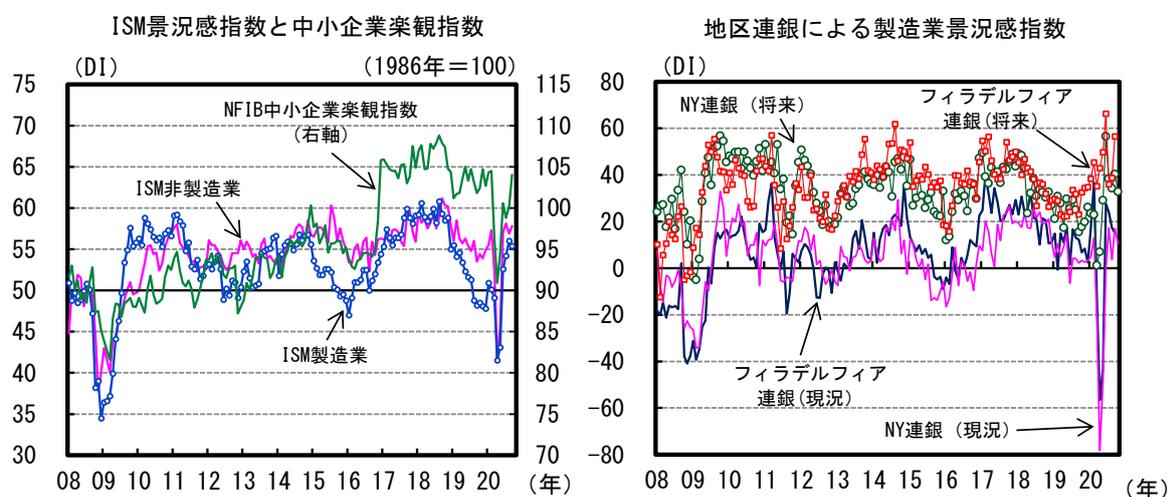
9月のISM製造業景況感指数は前月差▲0.6%ptの55.4%となった。構成項目のうち、新規受注指数、生産指数が低下したものの、雇用指数、入荷遅延指数、在庫指数は上昇した。9月のISM非製造業景況感指数については、同+0.9%pt上昇の57.8%となった。事業活動指数、新規受注指数、雇用指数が上昇した一方で、入荷遅延指数は低下した。製造業・非製造業ともに、マインドの改善ペースは鈍化したものの、新型コロナウイルスの感染拡大前（2月）の水準を上回っている。回答企業のコメントを見ると、製造業に関しては、需要は回復しているという声が多い一方で、入荷遅延等が課題と指摘している。非製造業に関しては、感染再拡大が懸念される中で冬季の不確実性が高いことや、自然災害に伴う悪影響を懸念視する声もあった。

中小企業のマインドについて、9月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差+3.8ptの104.0となった。感染拡大前（2月）の水準に肉薄するまで回復が進んだことになる。中小企業は新規雇用や資本支出計画、景況感の改善に対する期待などで楽観的な姿勢を強めた。他方で、NFIBは中小企業の景況感改善が見られるものの、資金面での困難や将来の不確実性に悩まされている、と指摘している。

上記をまとめれば、企業マインドは楽観的な見方を維持する一方で、サプライチェーンにおける課題や新型コロナウイルスを巡る不確実性の高さを懸念している。10月中旬までの動向を含む各地区連銀による製造業景況感指数に関して、NY連銀製造業景況感指数（現況指数）は前月差▲6.5ptの低下となった。他方で、フィラデルフィア連銀製造業景況感指数（現況指数）に関しては、前月差+17.3ptと4ヵ月ぶりに上昇した。両指数ともに、新規受注DIや出荷DIが堅調であることは好感できる。

一方、将来指数における新規受注DIはいずれも低下している。新型コロナウイルスの感染が再拡大しても、大統領・議会選挙を前に追加的な財政支援も見込めない中で、景気の先行きにおいて慎重なスタンスを有していると考えられる。

図表5 ISM景況感指数と中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



(出所) ISM、NY連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

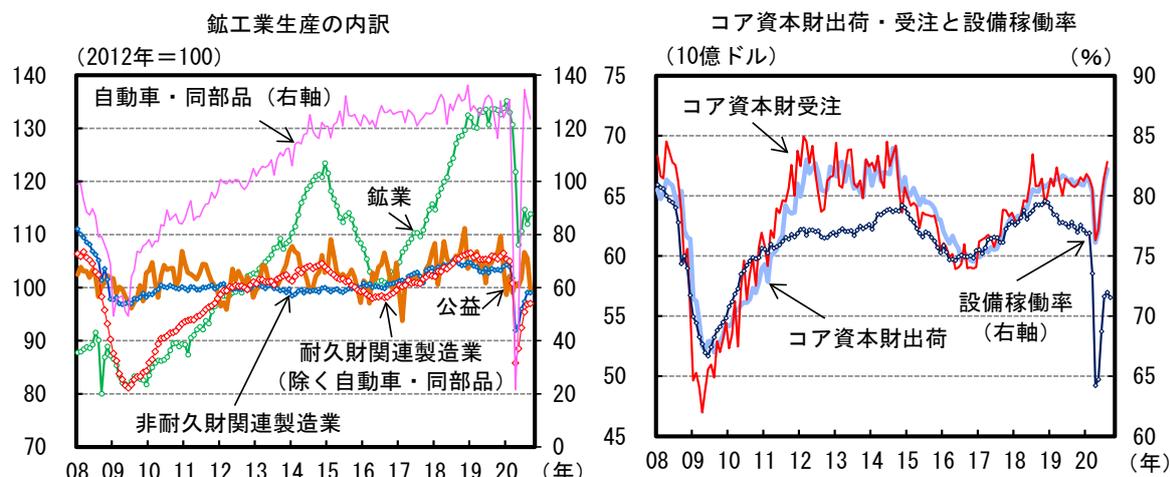
## 9月の鉱工業生産指数は5ヵ月ぶりのマイナス

企業の実体面に関して、9月の鉱工業生産指数は前月比▲0.6%と5ヵ月ぶりにマイナスに転じ、市場予想（Bloomberg調査：同+0.5%）を下回った。7月の鉱工業生産指数が同+3.5%から同+4.2%に上方修正されたものの、鉱工業生産が感染拡大前（2月）の水準の約93%を回復したにすぎないことを踏まえれば、9月の結果は冴えないといえる。内訳をみると、鉱業（同+1.7%）はプラスに転じたが、鉱工業生産の約75%を占める製造業の生産が同▲0.3%とマイナスに転じ、公益（同▲5.6%）はマイナス幅を拡大させた。

製造業については、耐久財が前月比▲0.5%と全体を下押しし、非耐久財は前月から横ばいであった。耐久財のうち、5月以降の持ち直しのけん引役であった自動車・同部品の生産が同▲4.0%と2ヵ月連続のマイナスとなったことや、コンピューター・電子機器（同▲2.6%）がマイナスに転じたことが足を引っ張った。ほとんどの項目がマイナスに転じた中で、相対的に堅調だったのは其他輸送用機器（同+4.6%）や一次金属（同+1.7%）、金属製品（同+1.7%）だが、一次金属も伸び自体は鈍化している。非耐久財に関しては、石油・石炭製品（同▲3.5%）や衣服・革製品（同▲2.1%）が全体を押し下げた一方、繊維・繊維製品（同+4.5%）や印刷（同+1.3%）の伸びが加速したことで下支えした。

設備投資関連の指標については、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷の8月分が前月比+1.5%、先行指標であるコア資本財受注は同+1.9%となった。いずれも伸び幅は縮小したものの、感染拡大前（2月）の水準を超えるまで回復は進展した。他方で、9月の鉱工業生産が減少したことで、設備稼働率は前月差▲0.4%pt低下の71.5%と感染拡大前（2月：76.9%）を下回ったままであり、余剰設備は依然存在していることから、設備投資需要の回復には時間がかかると考えるべきだろう。とりわけ、各地区連銀による製造業景況感指数（将来指数）において、新規受注DIが落ち込んでいることは、設備投資の先行きを巡る不安要素といえる。

図表6 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



(出所) FRB、Census、Haver Analytics より大和総研作成

## 経済見通し

米国の屋台骨である個人消費関連の経済指標が堅調であったことを踏まえ、2020年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+27.6%になると見込む。2020年の実質GDP成長率に関しては、前年比▲4.0%と従来の予想から上方修正した。2020年のマイナス幅が縮小したことで、実質GDPの水準が新型コロナウイルスの感染拡大前（2019年10-12月）の水準まで回復するタイミングも、2021年10-12月期へと早まると予想する。

回復ペースを上方修正した一方で、下振れリスクは依然高い。新型コロナウイルスの感染再拡大が懸念される中でも、大統領選挙・議会選挙を控えて追加支援がまとまらなければ、景気の下支えが不足する可能性がある。もしバイデン氏が大統領選挙で勝利し、上院・下院ともに民主党が過半数を握ることになれば、2021年1月以降に追加支援がまとめられると考えられる。一方、追加支援が実現すれば、財政リスクは高まることになる。既存の巨額の財政支援を実施する中でも、国債市場の安定化を支えてきたFRBのバランスシート拡大策が今後どのように修正されるかが、注目点といえる。

図表7 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2019				2020				2021				2018	2019	2020	2021
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV				
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産 〈前年同期比、%〉	2.9	1.5	2.6	2.4	-5.0	-31.4	27.6	5.5	4.2	3.5	2.9	2.6	3.0	2.2	-4.0	3.9
個人消費	1.8	3.7	2.7	1.6	-6.9	-33.2	36.4	6.3	4.1	3.5	2.9	2.5	2.7	2.4	-4.1	4.7
設備投資	4.2	0.0	1.9	-0.3	-6.7	-27.2	6.7	3.7	2.5	2.0	2.0	1.8	6.9	2.9	-6.2	0.8
住宅投資	-1.7	-2.1	4.6	5.8	19.0	-35.6	45.6	16.3	6.5	4.9	4.0	3.6	-0.6	-1.7	3.4	8.2
輸出	1.8	-4.5	0.8	3.4	-9.5	-64.4	66.6	4.0	6.8	4.6	3.5	3.3	3.0	-0.1	-13.4	3.4
輸入	-2.1	1.7	0.5	-7.5	-15.0	-54.1	80.9	8.3	5.1	4.1	3.4	2.7	4.1	1.1	-11.1	6.6
政府支出	2.5	5.0	2.1	2.4	1.3	2.5	2.1	2.8	2.4	2.1	1.9	2.0	1.8	2.3	2.2	2.3
国内最終需要	2.1	3.2	2.6	1.6	-4.6	-27.1	25.5	5.6	3.7	3.1	2.7	2.4	3.0	2.3	-3.0	3.9
民間最終需要	2.0	2.8	2.7	1.5	-5.8	-32.4	31.3	6.2	3.9	3.3	2.8	2.4	3.2	2.3	-4.1	4.2
鉱工業生産	-1.9	-2.3	1.1	0.4	-6.8	-42.9	39.9	2.7	2.9	3.2	3.0	2.8	3.9	0.8	-7.4	3.0
消費者物価指数	0.9	3.0	1.8	2.4	1.2	-3.5	5.2	2.0	1.4	1.7	1.7	1.7	2.4	1.8	1.2	1.8
失業率(%)	3.9	3.6	3.6	3.5	3.8	13.0	8.8	7.1	6.7	6.4	6.0	5.5	3.9	3.7	8.2	6.2
貿易収支(10億ドル)	-145	-152	-150	-130	-126	-165	-199	-209	-210	-212	-212	-212	-580	-577	-700	-846
経常収支(10億ドル)	-127	-128	-122	-104	-112	-171	-199	-204	-198	-194	-192	-191	-450	-480	-685	-775
FFレート(%)	2.50	2.50	2.00	1.75	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	2.50	1.75	0.25	0.25
2年債利回り(%)	2.48	2.12	1.69	1.59	1.10	0.19	0.14	0.18	0.20	0.20	0.22	0.24	2.53	1.97	0.40	0.21
10年債利回り(%)	2.65	2.33	1.80	1.79	1.38	0.69	0.65	0.79	0.88	0.92	0.96	1.01	2.91	2.14	0.88	0.94

(注1) 網掛けは予想値。2020年10月19日時点。

(注2) FFレートは誘導レンジ上限の期末値。2年債利回り、10年債利回りは期中平均。

(出所) BEA、FRB、BLS、Census、Haver Analytics より大和総研作成