

2020年11月20日 全9頁

米国経済見通し 入り混じる期待と不安

2ヵ月弱の政治の空白後、問われるバイデン政権の調整力

ニューヨークリサーチセンター 研究員 矢作 大祐

[要約]

- 景気回復の進展、概ね想定通りとなった大統領選挙、そしてワクチンによるウィズコロナからアフターコロナへの移行期待の高まりなど、米国経済の先行きに関する明るい材料がある一方、新型コロナウイルス感染再拡大が不安材料といえる。広範囲へのワクチンの供給には時間がかかることが想定される中、感染再拡大を抑制するために、人々や企業の活動を制限する規制が多くの州・地域で再導入される可能性もある。
- 痛み止めとして期待される追加的な財政支援は、トランプ政権の残り時間が少なくなると政治の空白化が進んでおり、民主党・共和党間の合意の目途は立っていない。年内に合意できなければ、追加的な財政支援は2021年1月に発足するバイデン政権にゆだねられることになる。次期議会においても上下院のねじれ議会が継続する公算が大きい中、バイデン政権が調整力を発揮し、両党をまとめ上げ、追加的な財政支援を合意へと導けるかが、景気の腰折れを避ける上でのカギとなるだろう。

米国経済の先行きは期待と不安が入り混じる

米国経済の先行きを巡って、期待と不安が入り混じっている。期待に関しては、2020年7-9月期の実質GDP成長率が前期比年率+33.1%と4-6月期の大幅なマイナスから、プラスへと転換するなど、米国経済の景気回復は想定よりも速いペースで進展してきたことが挙げられる。足下においても雇用や消費、企業活動はペースこそ緩やかになりつつも、回復は継続している。

また、11月3日の大統領選挙はトランプ氏が善戦するも、大方の予想通りバイデン氏の勝利が確実となった。トランプ氏は敗北濃厚の中、郵便投票に不正があったと批判し、選挙結果を受け入れず、各州で訴訟手続きを進めてきた。しかし、ミシガン州やペンシルバニア州では棄却され、アリゾナ州ではトランプ陣営が自ら訴訟を取り下げた。また、選挙結果を受け、トランプ氏の支持者がワシントンDCで抗議デモを展開し、メディアやバイデン氏の支持者との衝突が発生した。しかし、懸念されていたような全米規模での暴動はなく、散発的なものにすぎない。

そして、米製薬会社ファイザー等が共同開発するワクチンや、米製薬会社のモデルナの開発するワクチンが、臨床試験で良好な結果を示したことは、新型コロナウイルス感染拡大の収束に向けた好材料である。こうした景気回復の進展、概ね想定通りとなった大統領選挙、そしてワクチンによるウィズコロナからアフターコロナへの移行期待の高まりを受け、米国株価（ダウ平均株価（30種）、S&P500）は11月半ばにかけ、史上最高値を更新した。

他方で、新型コロナウイルス感染再拡大が最大の不安要素である。The COVID Tracking Projectによれば、11月13日に米国における1日当たり新規感染者数は17万人を超えた。入院患者数は11月17日時点で約7.7万人と過去最多となり、医療体制への負荷が強まっている。感染再拡大が進む中で、ミシガン州やワシントン州、オレゴン州、カリフォルニア州などでは屋内での飲食サービスの提供やスポーツジムの営業、集会などに対する規制を再導入した。現時点では広範囲でロックダウンが実施された3-4月のような状況にはないが、感染再拡大が収まらなければ、人々や企業の活動に対する規制強化が多く、州・地域で再導入される可能性がある。結果、景気回復が腰折れし、二番底に陥ることが最大のリスクといえる。

ワクチンを通じた感染拡大の収束に向けた期待は高いものの、米食品医薬品局（FDA）による承認や供給体制の整備などを考慮すれば、一般の人々に十分な量を供給するためには時間がかかると思定される。また、ワクチンが実際に供給されたとしても、すべての人がワクチン接種を受け入れるとは限らない。Morning Consultの世論調査（11月12日-14日実施）によれば、接種を希望すると回答した割合は過去最高となったものの52%にすぎない。ワクチンの安全性に対する信頼や、その必要性に対する理解が進むにも時間がかかるということだろう。

ワクチンに当面頼ることができず、感染再拡大を抑制するために人々や企業に対する規制強化もやむなしとなれば、追加的な財政支援に対する期待が高まることになる。12月末には失業保険の受給対象の拡大（自営業者やギグワーカーも対象、以下PUA）や、受給期間の延長（受給資格を最大13週間延長、以下PEUC）の期限が到来する。プログラム別の失業保険申請継続件数を見ると、通常の失業保険及びPUAは減少傾向にあるもののPEUCは増加傾向にあり、失業保険

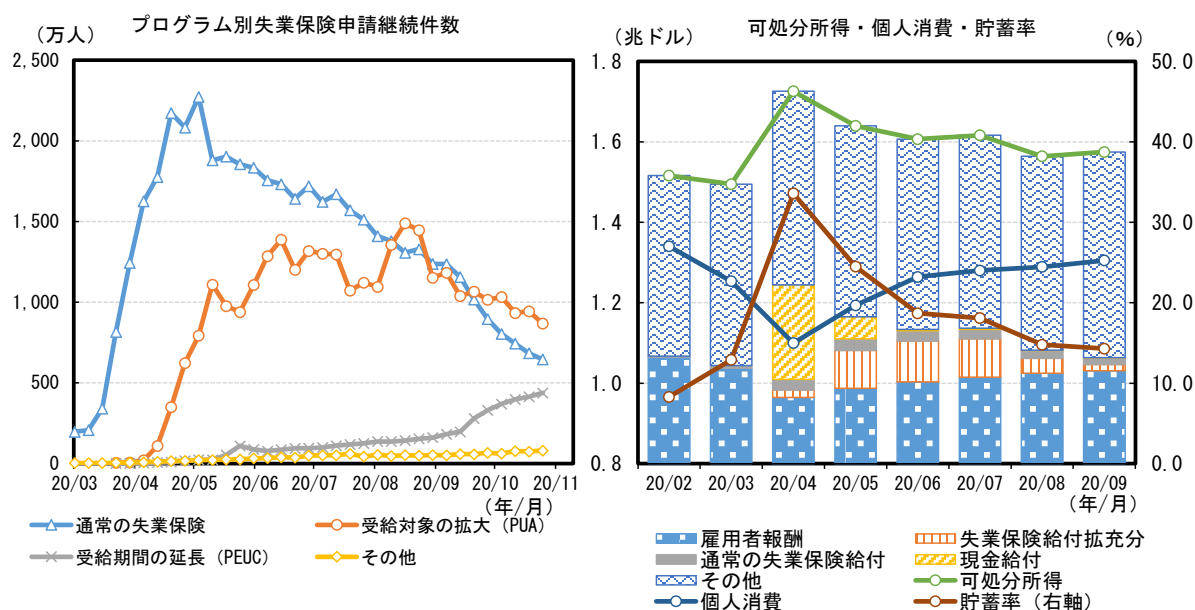
受給者にとってセーフティネットの役割を果たしてきたといえる。また、家計全体で見ても、CARES Act に基づいた現金給付や失業保険給付額の拡充が、その後の個人消費の急速な回復を演出してきた。しかし、貯蓄率は低下し、家計の消費余力は徐々に低下している。景気の腰折れを防ぐ上で家計に対する広範な手当でも必要となる可能性がある。

そして、企業の資金繰りにおいても、追加的な支援を望む声が大きくなりつつある。NFIB（全米独立企業連盟）の中小企業向けアンケートによれば、今後 12 ヶ月で追加的な資金繰り支援が必要と回答した企業は、6-9 月に 40% 台後半で推移してきたが、10 月にはついに 52% と過半となった。また、資金調達環境の安定化に貢献してきた、企業・地方自治体の債権購入プログラムに代表される FRB の「信用緩和策」も 12 月末に期限が到来する。パウエル FRB 議長は「信用緩和」策の期限延長等に関して、財務省との間で協議中と説明しており、結論には至っていない。

追加的な財政支援に対する期待は高まるが、民主党・共和党間の合意に向けた雲行きは怪しい。大統領・議会選挙前においては、トランプ大統領は追加支援の合意に向けて両党に働きかけてきたが、敗戦濃厚の中でインセンティブは失われた。2021 年 1 月の政権交代までの残り 2 ヶ月弱は、政治の空白によって景気の下振れリスクを回避できなくなることが懸念点といえる。

年内に合意しなければ、追加的な財政支援は次期政権・議会にゆだねられる。議会選挙で下院の支配政党となった民主党が上院でも過半数を奪取できれば、2021 年 1 月のバイデン政権の発足後速やかに追加的な財政支援の実施に踏み切ることが可能になる。現状では上院 100 議席のうち、共和党は 50 議席を獲得しており、民主党は無所属議員を合わせても 48 議席にとどまる。民主党が実質的な過半数を奪取するには 2021 年 1 月 5 日に実施されるジョージア州での決選投票（2 議席分）で勝利しなければならず、ハードルは高い。バイデン氏は勝利演説で「分断ではなく団結させる大統領になる」と宣言した。仮に共和党が上院の過半数を握ったとしても、党派を超えて米国経済の回復に必要な政策の合意できるか、バイデン政権の調整力が問われている。

図表 1 プラグラム別失業保険申請継続件数、可処分所得・個人消費・貯蓄率



(出所) BEA、DOL より大和総研作成

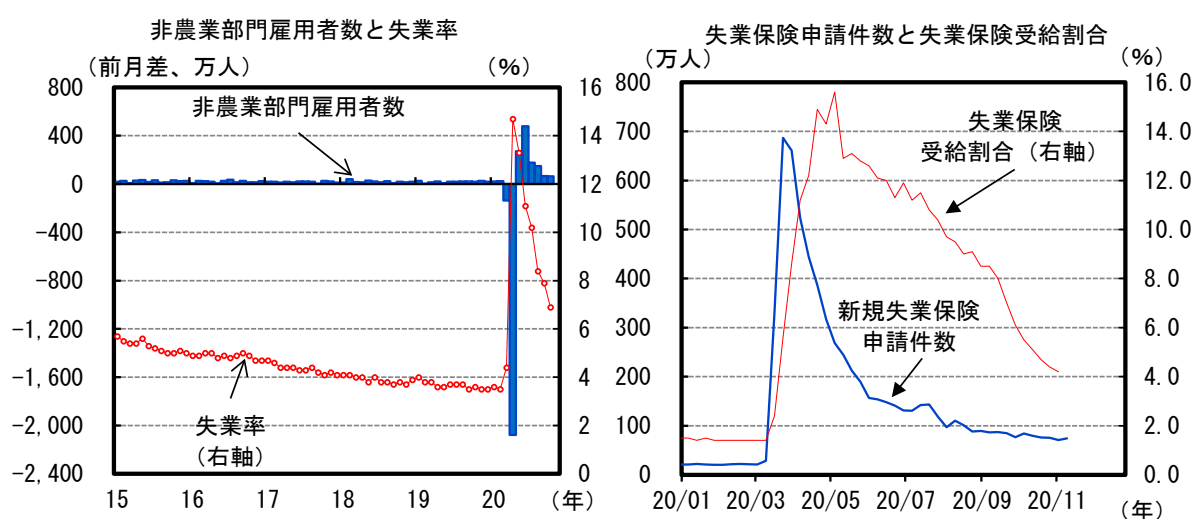
失業率は 6.9%と雇用環境の改善は継続も、先行きは楽観できず¹

雇用環境は 10 月も引き続き改善した。10 月の雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月差+63.8 万人、失業率は 6.9%となった。市場予想 (Bloomberg 調査: 非農業部門雇用者数同+58.0 万人、失業率 7.6%) と比較すると、非農業部門雇用者数は予想を小幅に上回るとともに、失業率は予想を大きく上回って改善した。9 月の雇用統計で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が懸念されていたが、10 月の雇用統計では再び減少したことから安心感を与える結果であったといえる。

失業保険の動向から、足下までの雇用環境の改善具合を確認すると、8 月末から 10 月初まで概ね 80-90 万人の横ばい圏で推移してきた新規失業保険申請件数は、10 月半ば以降緩やかに減少し、11 月 8 日-14 日には 74 万人となった。失業保険受給割合も 11 月 1 日-7 日の週には 4.3%まで低下しており、10 月の雇用統計調査時点 (12 日を含む週) 以降も雇用の回復が継続していると考えられる。

しかし、雇用環境の先行きに関しては、楽観できない。新型コロナウイルス感染再拡大が進み、一部の州・地域では屋内で飲食するレストランの休業や屋内外の集会に関する制限が強化される中で、サービス業を中心に雇用環境の悪化が懸念される。10 月の雇用統計においても、経済的理由によるパートタイム就業者 (非自発的パートタイム就業者) が業容の縮小によって 4 月以来となる増加に転じたように、感染再拡大の影響がうかがえる。また、ISM 非製造業景況感指数の構成項目の一つである雇用指数が、10 月には 3 ヶ月ぶりに低下したように、企業の雇用姿勢も慎重さを増している。ワクチンによる感染収束への期待もあるが、広範囲への配布には時間を要することから、短期的には雇用環境の下振れリスクが強まっているといえよう。

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、DOL、Haver Analytics より大和総研作成

¹ 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 6.9%と雇用環境の改善は継続」(2020 年 11 月 9 日) 参照。 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20201109_021879.html

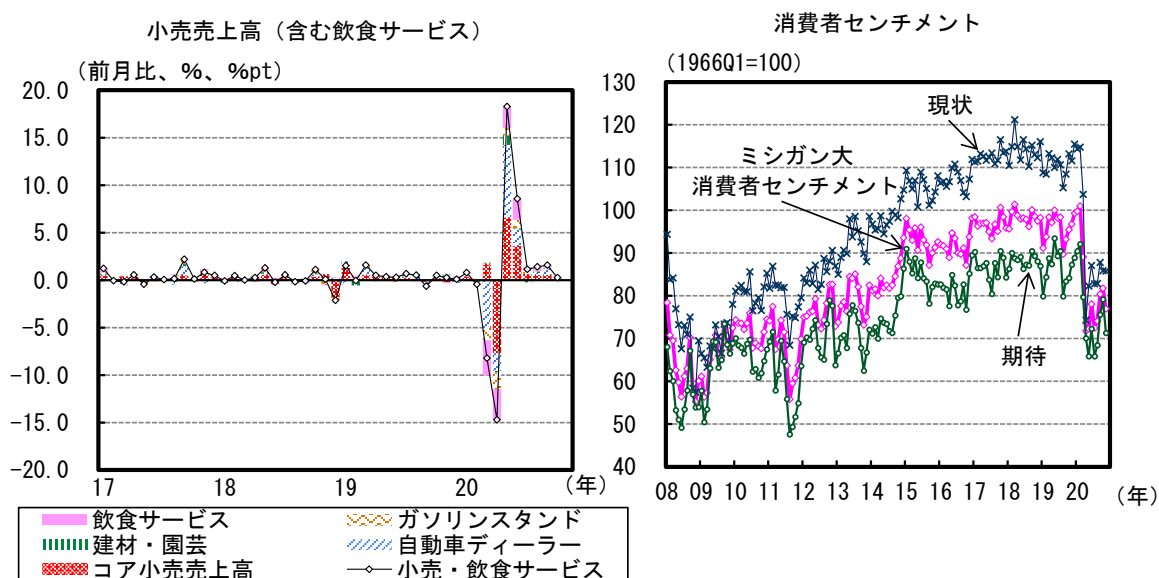
10月の小売売上高は減速も、過去分の修正を含めれば悪くない

個人消費の足下までの動向を確認すると、10月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比+0.3%と、市場予想（Bloomberg 調査：同+0.5%）を下回った。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+0.1%と減速した。9月分のコア及び小売売上高は下方修正されたが、8月分のコア及び小売売上高が大幅に上方修正されたことで、9月のコア及び小売売上高の水準は上振れしている。こうした過去分の修正を踏まえれば、10月の結果をもって小売売上高の減速を過度に懸念すべきではないだろう。内訳項目を見ると、10月に堅調だったのは、無店舗販売（同+3.1%）である。アマゾンのプライムデー・セールが10月に開催されたことに合わせて、ウォルマートなどもセールを実施したことが背景としては考えられる。

消費者マインドについては、11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▲4.8ptの77.0と悪化した。構成指数の内訳は、現況指数が同▲0.1ptと9月からほぼ横ばいであった一方、期待指数が同▲7.9ptと低下した。ミシガン大学は、大統領選挙の結果を受け、共和党支持者の期待が低下したことに加え、新型コロナウイルス感染再拡大によって民主党支持者の期待が高まらなかったことが期待指数を押し下げたと説明している。

個人消費の先行きに関しては、年内はホリデー商戦による消費者の購買行動の積極化が期待されるも、例年に比べて爆発的な伸びは期待しにくいかもしれない。Eコマース中心で消費者が目的に合わない消費行動をとりにくくなったことや、セール期間の長期化に伴う消費タイミングの分散も想定される。そして、NRF（全米小売協会）のアンケートによれば、2020年のホリデー予算は一人当たり約998ドルと、2019年の約1,048ドルから減少した。感染再拡大の中で雇用環境の下振れ懸念や追加的な財政支援の遅れから、財布の紐を固く締めている消費者が増えてい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



住宅市場は在庫不足が引き続き課題

住宅需要について見ると、10月の中古住宅販売（コンドミニアム等含む）は前月比+4.3%と伸びを鈍化させたものの、水準は685万件と高水準に申し分のない結果といえる。他方、9月分ではあるが、新築住宅販売（戸建て）は同▲3.5%と5ヵ月ぶりにマイナスに転じた。住宅需要は依然堅調ではあるものの、徐々に緩やかなペースへと転換しつつある。

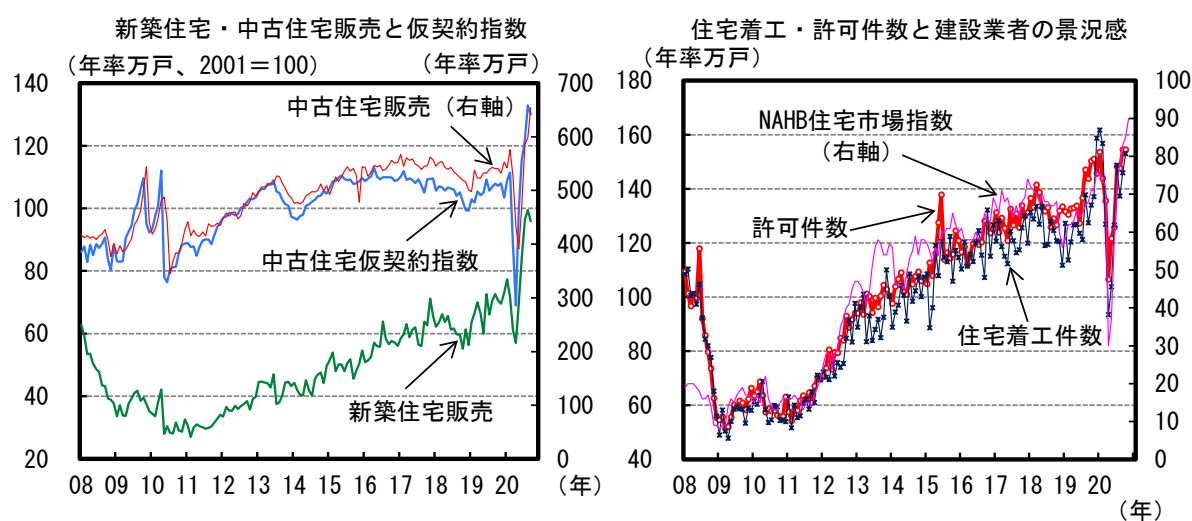
新型コロナウイルス感染再拡大が住宅需要に悪影響を及ぼしている可能性もあるが、主因は住宅供給の不足であろう。10月の中古住宅の在庫率は2.5ヵ月分と過去最低水準となり、9月の新築住宅の在庫率は3.6ヵ月分と8月よりも上昇したが、低水準で推移したままである。また、11月のロイター／ミシガン大学の調査による家計の住宅購入判断は、住宅価格の上昇が下押し要因となり低下した。

住宅市場の一層の回復は、住宅建設の進展に伴う在庫の積み上げ次第といえる。10月の新築住宅着工件数を見ると前月比+4.9%と伸びが鈍化したものの、水準は年率換算153.0万件と2020年2月以来の高水準となった。他方で、住宅着工件数の先行指標である新築建設許可件数は年率換算154.5万件と高水準ながらも、9月から横ばいとなった。

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11月分は、前月差+5ptの90と10月に記録した統計開始以来（35年間）の最高水準を再び更新した。NAHBは、低水準の住宅ローン金利や郊外移住に伴う住宅需要は強い一方で、材料不足が安価な住宅建設は困難にさせていると指摘している。

材料不足に加え、新型コロナウイルス感染再拡大による人員のキャパシティ制限などを通じて、住宅供給の制約要因となることが懸念点といえる。9-10月の建設許可後未着工の件数は幾分高い水準で推移しており、注意を要する。今後在庫の積み上げが遅れれば遅れるほど、住宅購入希望者のマインドを下押しし、住宅販売が一層緩やかになる可能性も想定されよう。

図表4 新築住宅・中古住宅販売と仮契約指数、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



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

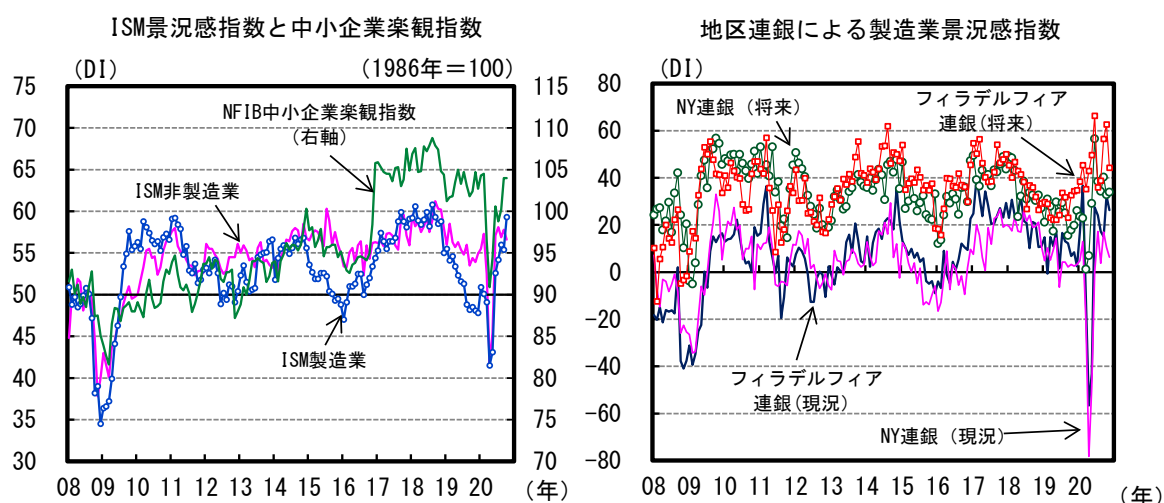
非製造業に加え、製造業のマインドも悪化の可能性

10月のISM製造業景況感指数は前月差+3.9%ptの59.3%となった。構成項目のうち、新規受注指数、生産指数、雇用指数、入荷遅延指数、在庫指数のいずれも上昇した。他方で、10月のISM非製造業景況感指数については、同▲1.2%pt低下の56.6%となった。事業活動指数、新規受注指数、雇用指数が低下した一方、入荷遅延指数は上昇した。回答企業のコメントを見ると、製造業は売上の好調さを強調する声が多い一方で、非製造業は不確実性から景気の先行きに対して慎重な見方が多い。

また、中小企業のマインドについて、10月のNFIB(全米独立企業連盟)中小企業楽観指数は、9月から横ばいの104.0となった。内訳項目を見ると、利益に対する期待が改善している一方で、新規雇用や景況感の改善に対する期待などが悪化した。NFIBは中小企業が楽観姿勢を維持しているものの、新型コロナウイルス感染再拡大に伴う経済活動の制限強化を背景に、景気の先行きに対する不透明さが強まっている、と指摘している。

上記をまとめれば、感染再拡大に伴う経済活動の制限強化の影響を受けやすい非製造業のマインドが悪化しつつあるが、製造業に関しては財消費が好調なこともあり、これまでの影響は軽微ということであろう。ただし、製造業に関しても過信はできない。11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を見ると、NY連銀製造業景況感指数(現況指数)は前月差▲4.2pt、フィラデルフィア連銀製造業景況感指数は同▲6.0ptの低下となった。いずれも新規受注DIや出荷DIの低下幅が大きいことから、製造業に対しても感染再拡大に伴う悪影響が及びつつあるとも考えられる。また、将来指数に関しては、NY連銀製造業景況感指数は小幅に上昇し、フィラデルフィア連銀製造業景況感指数は低下するなど方向感に違いが出たが、いずれも新規受注DIや出荷DIは低下している。両指数は振れが大きいことから幅を持って見る必要はあるものの、製造業に関しても先行きに黄色信号がともりつつあることに警戒が必要である。

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

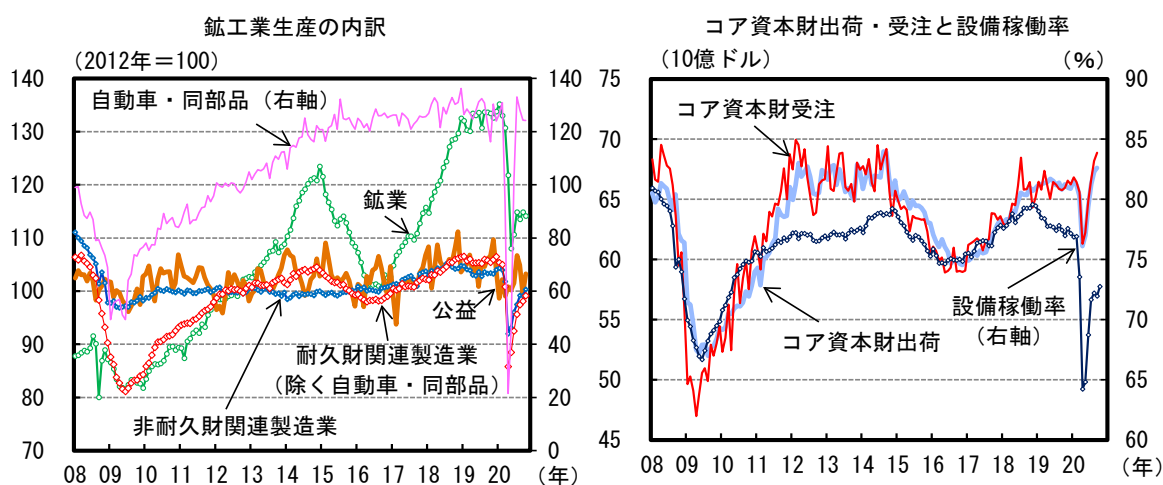
10月の鉱工業生産指数は上昇に転じる

企業の実体面に関して、10月の鉱工業生産指数は前月比+1.1%と再び上昇に転じ、市場予想(Bloomberg 調査：同+1.0%)を小幅に上回った。8月の鉱工業生産指数が同+0.4%から同+0.7%へ、9月が同▲0.6%から同▲0.4%へといずれも上方修正されたことも合わせて見れば、上々の結果であったと評価できる。内訳を見ると、公益が同+3.9%とプラスに転じ、鉱工業生産の約75%を占める製造業の生産が同+1.0%と加速した一方、鉱業は同▲0.6%のマイナスになった。

製造業については、耐久財が前月比+0.9%、非耐久財は同+1.2%といずれも堅調であった。耐久財のうち、非金属鉱物(同+3.0%)、その他輸送用機器(同+2.3%)、一次金属(同+2.0%)などがけん引役となった。8-9月にマイナスとなった自動車・同部品の生産は同▲0.1%とマイナス幅を縮小させ、9月に足を引っ張ったコンピューター・電子機器は(同+0.2%)と小幅なプラスに転じた。非耐久財に関しては、印刷(同+3.6%)が増勢を強めたことに加え、紙製品(同+2.2%)、衣服・革製品(同+1.9%)、石油・石炭製品(同+1.5%)が増加に転じたことで全体を押し上げた。

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9月分が前月比+0.5%、先行指標であるコア資本財受注は同+1.0%となった。いずれも伸び幅は縮小したものの、水準自体は新型コロナウイルス感染拡大前(2月)を超えるまで回復している。他方で、設備稼働率は10月が前月差+0.8%pt上昇したものの、72.8%と感染拡大前(2月：76.9%)を下回ったままであることから、設備投資需要の回復は既存設備の再稼働の進展に沿ったペースとなろう。既存設備の再稼働に向けては受注の継続的な増加が必要となるが、ISM非製造業景況感指数の新規受注指数は10月に低下している。好調だった製造業に関しても、各地区連銀製造業景況感指数の受注DIが11月に低下していることは、設備投資需要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

2020年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+33.1%と、プラス幅は1947年の現行統計開始以来最大を記録した。新型コロナウイルスによって大きく落ち込んだ米国経済が着実に持ち直していることを確認できる結果であったといえる。内容を見れば、財消費や住宅投資などはすでに復調したものの、サービス消費の回復は遅れており、依然として回復途上にあるといえる。足下までの経済統計を踏まえれば、ペースは緩やかになりつつも景気回復は継続しており、10-12月期の実質GDP成長率は同+3.5%を見込む。2020年の実質GDP成長率に関しては、前年比▲3.6%と従来の予想から上方修正した。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は、2021年10-12月期で据え置く。

しかし、景気の先行きを巡って下振れリスクは高まっている。新型コロナウイルス感染再拡大が進展する一方、広範囲へのワクチンの供給には時間がかかることが想定される。感染再拡大を抑制するために、人々や企業の活動を制限する規制が多く、州・地域で再導入される可能性もある。痛み止めとして期待される追加的な財政支援は、トランプ政権の残り時間が少なくなる中で政治の空白化が進んでおり、民主・共和両党で合意の目途は立っていない。年内に合意できなければ、2021年1月に発足するバイデン政権に委ねられることになる。ただし、下院は民主党が支配政党となるも、上院は共和党が優勢であることから、ねじれ議会は続く公算が大きい。バイデン政権が調整力を発揮し、議会をまとめ上げ、追加的な財政支援を合意へと導けるかが、景気の腰折れを避ける上でのカギとなるだろう。

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	前年比、%			
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産	2.9	1.5	2.6	2.4	-5.0	-31.4	33.1	3.5	3.2	2.8	2.6	2.4				
〈前年同期比、%〉	2.3	2.0	2.1	2.3	0.3	-9.0	-2.9	-2.7	-0.6	10.0	3.0	2.8	3.0	2.2	-3.6	3.6
個人消費	1.8	3.7	2.7	1.6	-6.9	-33.2	40.7	5.8	2.8	2.6	2.3	2.1	2.7	2.4	-3.7	4.4
設備投資	4.2	0.0	1.9	-0.3	-6.7	-27.2	20.3	2.5	3.4	3.6	3.3	3.1	6.9	2.9	-4.9	2.9
住宅投資	-1.7	-2.1	4.6	5.8	19.0	-35.6	59.3	10.6	6.7	5.5	4.8	4.6	-0.6	-1.7	4.3	8.7
輸出	1.8	-4.5	0.8	3.4	-9.5	-64.4	59.7	7.0	6.2	4.6	3.5	3.3	3.0	-0.1	-13.7	3.3
輸入	-2.1	1.7	0.5	-7.5	-15.0	-54.1	91.1	8.7	4.7	4.3	3.4	3.0	4.1	1.1	-10.5	7.3
政府支出	2.5	5.0	2.1	2.4	1.3	2.5	-4.5	2.5	2.3	1.8	1.5	1.5	1.8	2.3	1.4	1.2
国内最終需要	2.1	3.2	2.6	1.6	-4.6	-27.1	29.2	5.0	2.9	2.7	2.4	2.2	3.0	2.3	-2.7	3.8
民間最終需要	2.0	2.8	2.7	1.5	-5.8	-32.4	38.1	5.5	3.1	2.8	2.6	2.4	3.2	2.3	-3.5	4.4
鉱工業生産	-1.9	-2.3	1.1	0.4	-6.8	-42.9	39.8	5.6	2.1	2.8	2.7	2.8	3.9	0.8	-7.0	3.3
消費者物価指数	0.9	3.0	1.8	2.4	1.2	-3.5	5.2	1.7	1.2	1.8	1.9	1.7	2.4	1.8	1.2	1.7
失業率(%)	3.9	3.6	3.6	3.5	3.8	13.0	8.8	6.5	6.2	6.0	5.8	5.5	3.9	3.7	8.1	5.9
貿易収支(10億ドル)	-145	-152	-150	-130	-126	-165	-194	-199	-199	-202	-203	-203	-580	-577	-685	-807
経常収支(10億ドル)	-127	-128	-122	-104	-112	-171	-194	-194	-187	-184	-182	-182	-450	-480	-670	-735
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	0.17	0.18	0.19	0.20	0.22	2.53	1.97	0.40	0.20
10年債利回り(%)	2.65	2.33	1.80	1.79	1.38	0.69	0.65	0.85	0.96	1.00	1.04	1.09	2.91	2.14	0.89	1.02

(注1) 網掛けは予想値。2020年11月18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