

2021年9月21日 全12頁

米国経済見通し 2021年秋のリスク総点検

スタグフレーション懸念、政治の駆け引き、そして、2022年の利上げ

ニューヨークリサーチセンター 研究員 矢作 大祐

[要約]

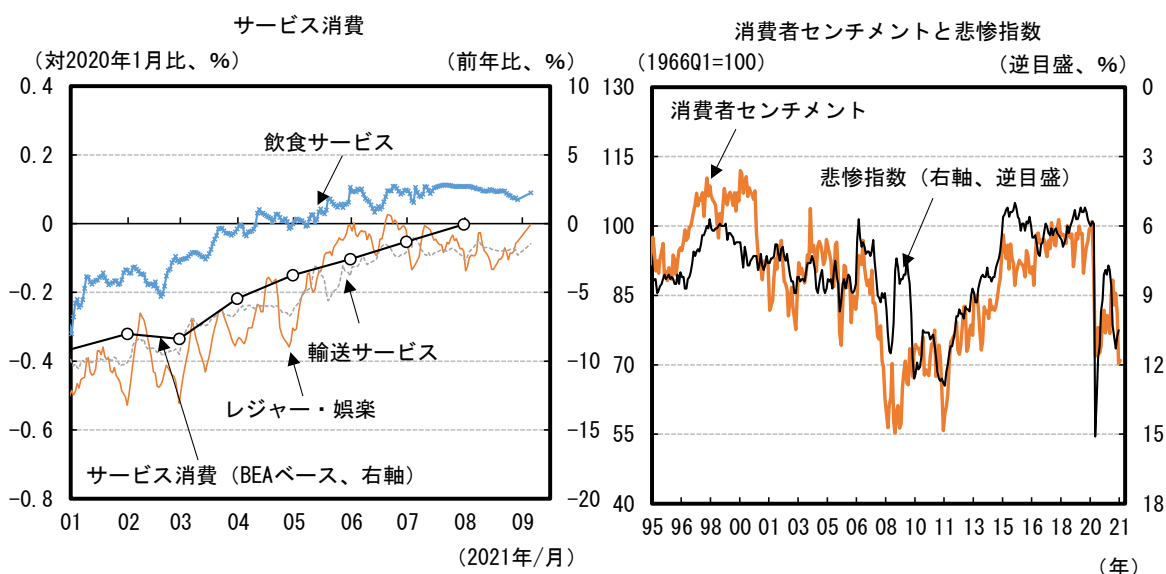
- 大和総研は、2021年7-9月期の実質GDP成長率を前期比年率5.4%と下方修正した。新型コロナウイルスのデルタ株の感染拡大によって人々の外出が抑制され、サービス消費が伸び悩み、個人消費が失速することが予想を引き下げた主な原因である。
- 先行きに関しては、下振れリスクが多い。消費者のスタグフレーション懸念が続く中で、個人消費に悪影響を及ぼす可能性がある。インフレ加速が落ち着くとは言い切れないことに加え、雇用環境の回復が再加速するまで幾分時間がかかることから、スタグフレーション懸念は当面残存し得る。
- また、GDPの押し上げ効果が期待されるバイデン政権の成長戦略である“Build Back Better”に関して、民主党内の駆け引きが続いている。こうした駆け引きが緊急性の高い債務上限問題やつなぎ予算策定にも悪影響を及ぼすなど、リスク要因化している。
- そして、金融政策に関しては、雇用環境の回復ペースが鈍化したことで、9月のFOMCでのテーパリング公表はほぼ消滅するも、年内公表というタイムラインは崩れていない。また、9月のFOMCでは、ドットチャートで2022年の利上げを予想するFOMC参加者が増える可能性がある。市場参加者はドットチャートでの2022年利上げ見通しを織り込み切れておらず、サプライズが発生するリスクがある。

スタグフレーション懸念は当面続く

9月16日に公表された8月の小売売上高は市場コンセンサスを大きく上回るポジティブサプライズとなった。しかし、中身を見ると新型コロナウイルスのデルタ株の感染拡大に伴い飲食サービスやガソリン等は失速し、人々の外出意欲は低下している。米国経済の浮沈が、コロナ禍前の水準を依然下回るサービス消費の回復次第となる中で、人々の外出意欲の低下は景気の先行きに黄色信号が灯ることを意味する。週次ベースのサービス消費を見ると、7-8月は横ばい圏で推移してきた。9月に入り、感染ペースが幾分落ち着きつつある中でサービス消費に持ち直しの兆しも見えるが、回復へと前進するためには消費者の景気に対する期待が高まる必要がある。

こうした中で、注目された9月のロイター／ミシガン大消費者センチメントは前月の大幅な悪化から小幅な改善へと転じたことで最低限の安心感をもたらした。一方、低水準で推移していることから、消費者マインド低迷の根深さも示唆している。消費者センチメントは、人々の経済的な悲惨さを示す悲惨指数（失業率とインフレ率（CPI 上昇率）の和）とほぼ連動しており、悲惨指数が上昇すれば消費者マインドが悪化する傾向がある。言い換えれば、悲惨指数の低下（雇用環境の回復とインフレ加速の落ち着き）、つまりはスタグフレーション懸念の緩和が消費者マインドの改善にとって不可欠といえる。

図表1 サービス消費、消費者センチメントと悲惨指数



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

インフレに関しては、8月のCPIが前月比+0.3%と市場予想（Bloomberg調査：同+0.4%）を下回った。前年比ベースでは、+5.3%と前月から伸びが鈍化した。インフレ加速をけん引してきた中古車（前月比▲1.5%）や、航空運賃を含む輸送サービス（同▲2.3%）がマイナスに転じたことが伸びの鈍化につながった。前者は在庫不足、後者はポストコロナへの移行に関連した品目であり、インフレ加速を「一時的」に押し上げるとされる品目が落ち込んだことになる。

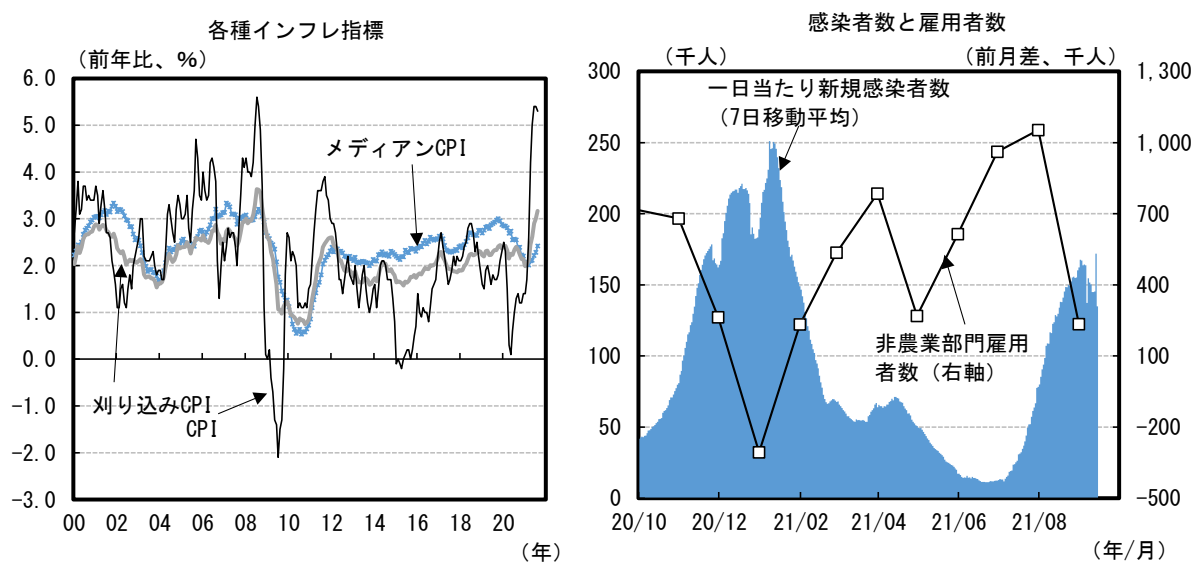
他方で、輸送サービスはデルタ株の感染拡大に伴うあおりを受けたものとも考えられ、その落

ち込みも「一時的」となる可能性がある。また、「一時的」要因ではなく、ウェイトの大きい住居や持ち家の帰属家賃はいずれも前月比+0.3%と堅調な伸びを維持している。変動が特に大きい品目を取り除いた刈り込みCPIに関しては、8月が前年比+3.2%と2008年10月以来の高水準となり、インフレの基調を判断する際に重視されるメディアンCPIも上昇トレンドを維持している。8月の結果を以て、インフレ加速が落ち着き始めたと判断することは早計といえよう。

雇用環境に関しては、8月の雇用統計において、レジャー・娯楽を中心に非農業部門雇用者数が急減速し、失望的な結果となった。8月の雇用統計で分かったことは、ワクチン接種が進んでも、新型コロナウイルスの感染状況が悪化すれば、雇用環境の回復には急ブレーキがかかるということである。とりわけ、レジャー・娯楽の労働需要は強いが、低賃金かつ感染リスクが高く、レイオフされやすいことから、人々は就職を避け、結果的に労働供給が抑制されることになる。

雇用環境の回復は、結局のところ新型コロナウイルスの感染状況次第といえる。2021年のこれまでを振り返れば、一日当たり新規感染者数が5万人以下で抑制されていれば雇用者数は堅調に増加してきた。足下の感染状況はピークアウトの傾向が見られるとはいえ、依然として1日当たり新規感染者数は10万人以上となっており、雇用環境が再び回復基調を強めるには時間を要すると考えられる。インフレ加速が落ち着き始めたとは言い切れず、雇用環境は当面緩やかな回復が継続するとの前提に立てば、悲惨指数も漸進的な低下となることが想定される。スタグフレーション懸念は継続し、個人消費の伸びが抑制されるリスクは残る。

図表2 各種インフレ指標、感染者数と雇用者数



(出所) BLS、クリーブランド連銀、Bloomberg、Haver Analytics より大和総研作成

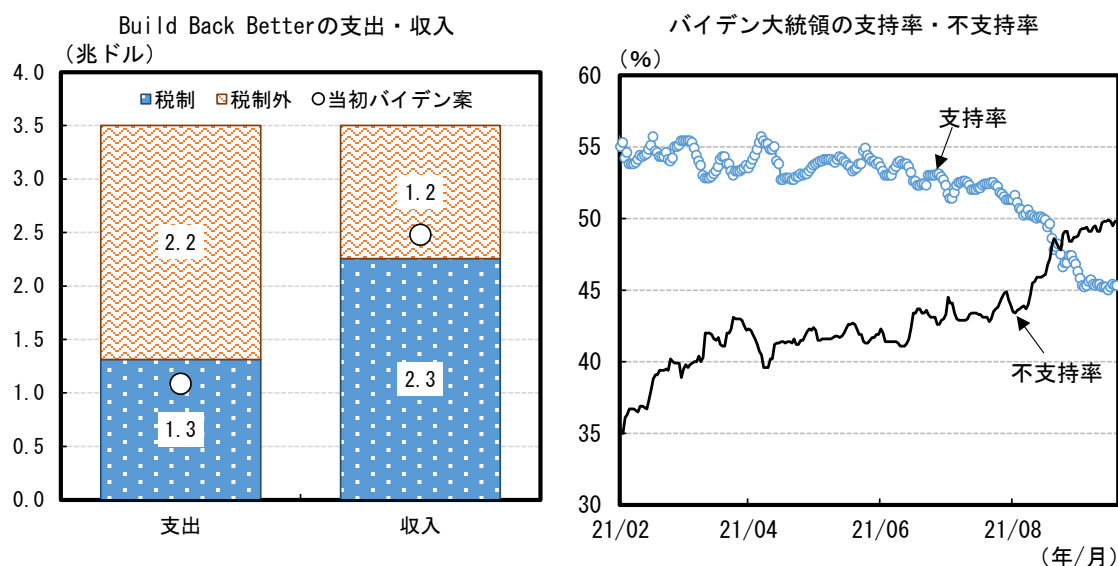
“Build Back Better”が混乱の元凶に

9月に入り、8月10日に上院で可決された5,000億ドル超の超党派インフラ法案と、8月24日に下院で予算決議案(財政調整プロセスの活用)が可決された約3.5兆ドル規模の人的資本投資計画で構成される、バイデン政権の成長戦略“Build Back Better”の成立に向けた駆け引

きが激しさを増している。景気の不透明感が増す中で、GDPの押し上げという意味でも成長戦略に対する期待が強まる一方で、人的資本投資計画を巡って民主党内の調整が難航している。

人的資本投資計画には、無償教育や保育支援の拡充、児童税額控除の拡大など「米国家族計画」として提案された内容に加え、超党派インフラ法案から除外された製造業支援や気候変動対策などリベラル色の強い内容が盛り込まれることが想定される。また、財源と税制の変更に関する議会両院税制合同委員会（Joint Committee on Taxation）の試算によれば、財源となる増税案ではキャピタルゲイン税や法人税、多国籍企業の海外子会社所得に対するミニマム課税等について税率の引き上げ幅がバイデン政権の当初案に比べて小幅になっており、結果的に税収見込みも縮小している。他方、児童税額控除等の優遇税制に関してはバイデン政権の当初案に比べて拡大しており、支出規模は拡大傾向を強めている。

図表3 Build Back Betterの支出・収入、バイデン大統領の支持率・不支持率



(出所) Joint Committee on Taxation、CRFB、Real Clear Politics より大和総研作成

こうした中、マンチン上院議員やシネマ上院議員など中道派を中心に民主党内からも約 1.0-1.5 兆ドル規模まで支出を縮小すべきとの声が上がっている。民主党中道派は共和党との争いの激しい州から選出された議員も多いことから、民主党内でリベラル色及び財政拡張的なスタンスが強まることは、中間選挙があと一年後に迫る中で選挙戦略上消極的にならざるを得ない。もっとも、中道派が強気な姿勢を維持する背景には、バイデン政権にとって中道派の取り込みが必要という環境要因もある。人的資本投資計画は共和党の賛同が得られないことから、民主党単独で法案成立を目指さざるを得ない。結果、財政調整プロセスが活用されることになる。民主党は上下院で多数派となっている一方そのリードは僅差であり、財政調整プロセスを用いたとしても上院では民主党議員が 1 人でも離反すれば法案の成立が難しくなる。また、デルタ株の感染拡大やアフガニスタン問題などを契機にバイデン政権の支持率が不支持率を下回る中で、バイデン政権としても成長戦略を成立させたいとのインセンティブが働きやすい。法案成立のカギを握る中道派としてはバイデン政権から妥協を引き出しやすい環境にあると考えられる。

しかし、こうした民主党内の駆け引きは、債務上限問題やつなぎ予算策定に対する大きな不確実性を生んでいる。8月に適用が再開した債務上限により、現状では新規に米国債が発行できない。財務省が特別措置によって資金をやりくりしているが、イエレン財務長官は10月半ばには資金が枯渇する可能性を示唆している。共和党は債務上限の適用延期や上限の引き上げが、“Build Back Better”等の民主党の成長戦略の成立につながるとの思惑から反対の姿勢を示しており、債務上限に関しても民主党単独での解決を目指すことも考えられる。なお、民主党単独の場合、上院でのフィリバスターを回避するために財政調整プロセスの活用が必要となるが、財政調整プロセスは1財政年度につき1度限りとなっている。債務上限の引き上げを含めた形で予算決議を再調整することになるわけだが、懸案の人的資本投資計画も予算決議に含めざるを得ない以上、民主党内の駆け引きが債務上限問題にも及ぶことになる。財政調整プロセスを通じて債務上限の引き上げを進めようとするれば、中道派はバイデン政権に対して人的資本投資計画に関する大きな譲歩を要求する可能性もあり、バイデン政権としてはハードルが高い。

また、2022財政年度（2021年10月-2022年9月）が近づく中、インフラ法案や人的資本投資計画の議論が続いていることで、本予算成立の目途も立っていない。こうした中、政府閉鎖を避けるためにも、米国行政管理予算局（OMB）は9月7日に、本予算成立までのつなぎ予算を編成・承認するよう議会に求める声明文を公表した。つなぎ予算に関しては、ハリケーン・アイダの復興費用やアフガニスタン問題関連費用（避難民支援や同盟国支援）など、緊急性の高いものも含まれている。緊急性の高いつなぎ予算に関しては、共和党も賛成はせずともフィリバスターを発動しないことも考えられる。ただし、バイデン政権が債務上限の引き上げや適用延期とつなぎ予算を抱き合わせで議会を通そうとする場合には、共和党としてもフィリバスターを発動する可能性も想定される。バイデン政権としては、インフラ法案や人的資本投資計画といった重要性の高い政策を優先したいと考えられるが、タイムリミットが迫るつなぎ予算や債務上限問題がおろそかになれば、財政リスクの高まりや政府閉鎖の発生によって米国経済に悪影響を及ぼしかねない。中間選挙まであと一年余りと、バイデン政権も折り返しに向けた実績作りが必要な中で、今後1ヵ月強の政策運営が一つの正念場となるだろう。

9月FOMCはテーパリングだけでなく、ドットチャートにも要注意

8月末のジャクソンホールでの講演で、パウエルFRB議長が年内のテーパリング開始が適切になる可能性があるとの見解を示し、年内残り3回のFOMCに対する注目度が高まっている。8月の雇用統計が失望的な結果となったことから、タカ派が主張してきた9月FOMCでのテーパリング公表はほぼ消滅したといえる。他方、雇用統計が失望的だったとはいえ、テーパリングの公表が年越しとなることを織り込むほどの悪化ではない。FOMC参加者の2021年第4四半期の失業率予想（中央値）は4.5%（2021年6月時点）となっており、失業者が毎月30万人減少すれば概ねその予想通りとなる。今回の雇用統計の結果は予想の下限値には達している。

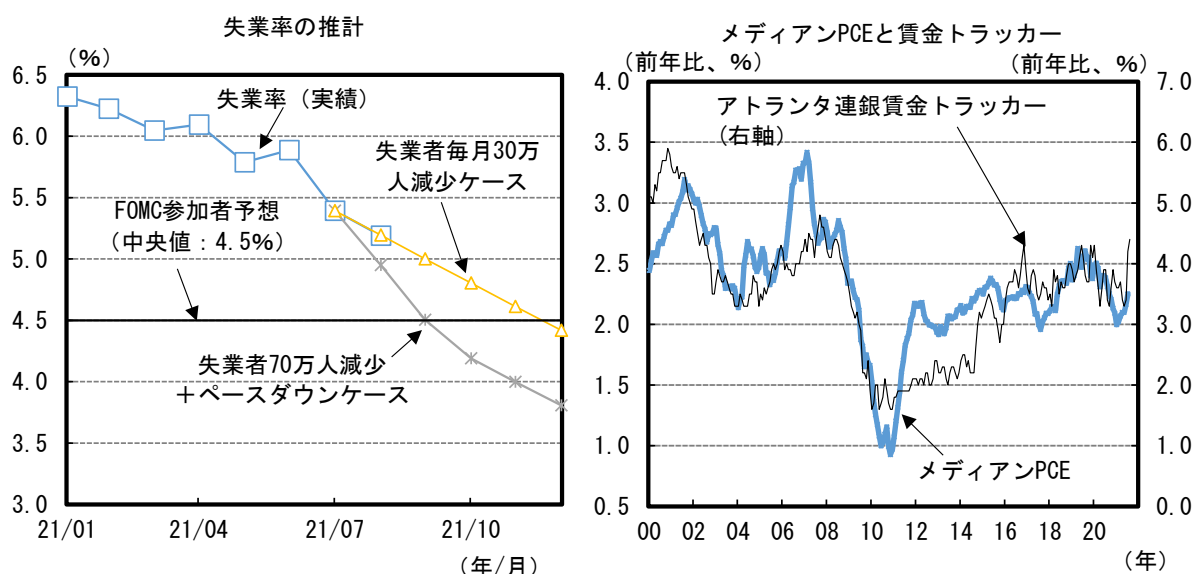
9月のFOMCは11月或いは12月のFOMCでのテーパリング公表に向けた地ならしの場となる可能性が高い。物価に関しては既に目標となる2.0%を大きく上回っており、焦点はFOMC参加

者の雇用環境への見解となる。ジャクソンホールでパウエル議長が述べた「最大雇用に向けて明確な進展があった」、或いは、ウィリアムズ NY 連銀総裁が 9 月 8 日の講演で述べた「最大雇用に向けてよい進展があった」といった表現が 9 月の FOMC でも使用されれば、8 月の雇用統計の結果を経てもテーパリングに向けた歩みは止まっていないことが示唆されることになる。

テーパリングに向けたヒントに対する注目度は高いが、市場参加者にとっては年内公表ということは織り込み済みであり、サプライズは特段ないものと考えられる。市場参加者にとっては、テーパリングの先、つまりは利上げ見通しが 9 月の FOMC でのサプライズを中心となり得る。9 月の FOMC で公表される FOMC 参加者の物価見通しでは、2021 年の PCE 価格上昇率（第 4 四半期の前年比）が現状に合わせて上方修正されるとともに、2022 年以降の見通しも引き上げられる可能性がある。パウエル議長は、ジャクソンホールでの講演会で過度なインフレ加速を引き起こす賃金上昇の証拠は見られないと述べた。だが、インフレ率との連動性が高いアトランタ連銀賃金トラッカーは 8 月に前年比+4.4%と 2008 年 6 月以来の高水準となり、過度か否かは別として、インフレ加速が長期化し得る兆しがある。

物価見通しが上方修正されれば、FOMC 参加者の FF レートの見通し（ドットチャート）も上振れし得る。9 月の焦点は 2022 年の利上げ予想である。6 月時点で FOMC 参加者 18 人中 7 人が 2022 年での利上げを予想しており、据え置き予想である 11 人のうち 3 人が利上げへと転換すれば、中央値も上昇する。FOMC 参加者の多くがデルタ株の感染拡大に伴う景気下振れを一時的なものとしてみていること、そしてインフレ加速の長期化に対する懸念が強まっていることを踏まえば、2022 年の利上げ予想が増える可能性はある。なお、市場予想（Blue Chip: 9 月）は、2022 年内の利上げが約 3 割で、残りの約 7 割が 2023 年或いはそれ以降となっている。ジャクソンホールや 8 月雇用統計の結果を受けてハト派的なマインドが広まる中で、大きなサプライズとならないようにドットチャートでの 2022 年利上げ見通しに対して心構えを高めておくべきであろう。

図表 4 失業率の推計、メディアン PCE と賃金トラッカー



(出所) BLS、FRB、アトランタ連銀、クリーブランド連銀、Haver Analytics より大和総研作成

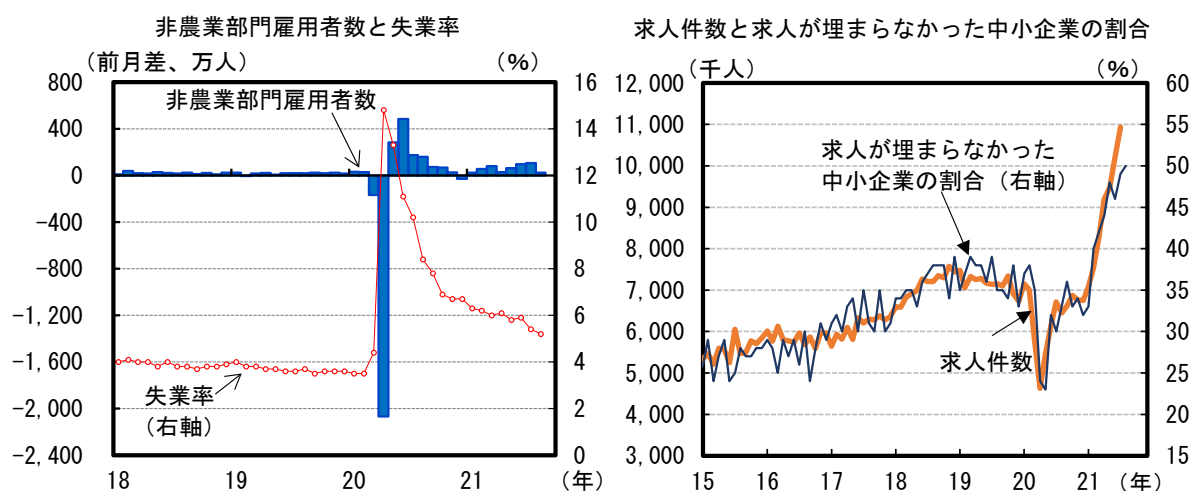
デルタ株の感染拡大で雇用環境の回復は急ブレーキ¹

2021年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、失業率は同▲0.2%pt低下の5.2%となった。失業率は市場予想通りとなったが、デルタ株の感染拡大でレジャー・娯楽が急減速し、非農業部門雇用者数は市場予想（Bloomberg 調査：非農業部門雇用者数同+73.3万人）を下回るネガティブサプライズとなった。予想通りであった失業率に関しても、レイオフや「業容縮小の影響」によるパートタイム就業者が増加するなど気がかりな点も多い。

もっとも、労働需要に注目すると、7月の求人件数（JOLTS）は、前月比+7.4%と増加し、水準は1,093.4万件と過去最高を再更新した。8月のNFIB（全米独立企業連盟）雇用報告においても、求人が埋まらなかった中小企業は全体の50%と過去最高になり、労働需要の強さは継続している。失業保険の給付増額の期限が9月初に到来し、労働供給が増加することが想定される中でも雇用者数が伸びないということは、感染状況の悪化が労働者の職場復帰意欲を抑制しているということだろう。

雇用環境の先行きに関して、新規感染者数の増勢が弱まりつつあることはポジティブな要素である。ただし、水準自体は高いことから人々が安心して職場復帰できるほどの感染状況に達するまで、少なくとも1-2ヵ月を要すると考えられ、雇用環境は当面緩やかな回復が継続すると想定される。先行きのリスク要因としては、若年層の感染状況とワクチン接種動向であろう。12-18歳のワクチン接種の開始時期が遅かったことに加え、12歳未満は現在もワクチン対象となっていない。米小児科学会（American Academy of Pediatrics）によれば若年層の感染者数は9月初に過去最高を更新した。8月後半から新学期開始に伴い対面授業の再開が進められていることから、感染予防に努めたとしても今後さらに感染が拡大する可能性もある。若年層の感染が拡大し、子供の看護やリモート授業が再導入されれば、子育て世代の職場復帰も先送りされることも考えられ、雇用環境の回復が進みにくくなることが懸念される。

図表5 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と求人が埋まらなかった中小企業の割合



(出所) BLS, NFIB, Haver Analytics より大和総研作成

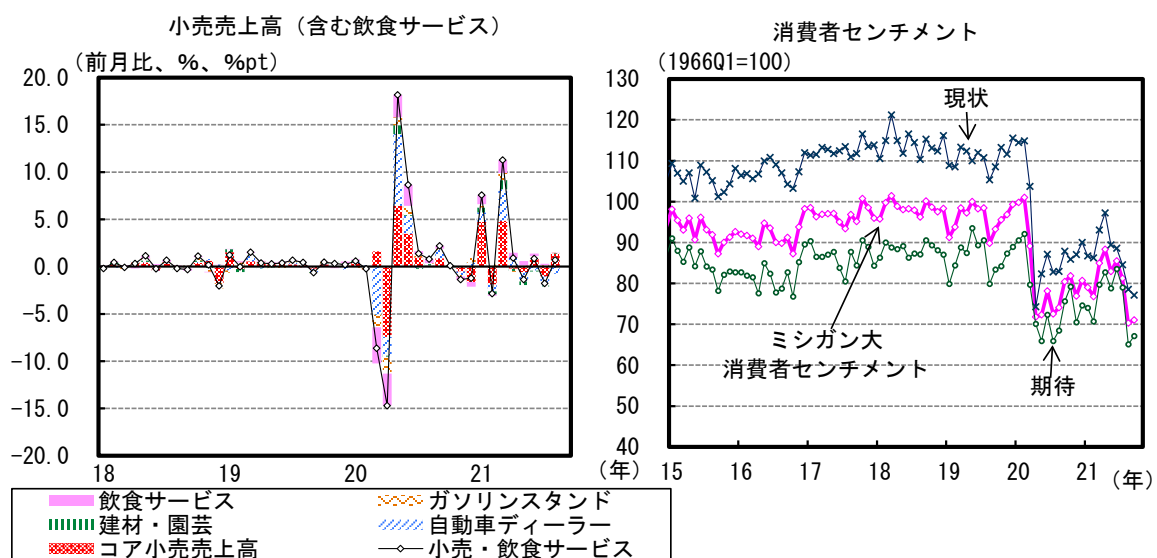
¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「雇用者数は前月差+23.5万人と急減速」（2021年9月6日）参照。https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20210906_022504.html

小売売上高は増加も、消費者マインドは低水準で推移

個人消費の足下までの動向を確認すると、2021年8月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比+0.7%と増加に転じ、市場予想（Bloomberg 調査：同▲0.8%）を大きく上回った。また、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+2.5%と大幅に増加した。内訳を見ると、無店舗販売（同+5.3%）や家具・身の回り品（同+3.7%）、総合小売（同+3.5%）、飲食料品（同+1.8%）がけん引した。他方で、在庫不足が顕著な自動車・同部品（同▲3.6%）や半導体不足の影響による家電（同▲3.1%）の落ち込みが大きい。気がかりな点としては、ガソリンスタンド（同+0.2%）、飲食サービス（同+0.0%）が概ね横ばいとなっており、人々の外出が消極化している可能性が挙げられる。個人消費においては、サービス消費がコロナ禍前よりも低い水準であることから、人々が外出を積極化させ、サービス消費の回復が進むことが期待されるが、デルタ株の感染拡大が悪影響を及ぼしていると考えられる。

消費者マインドについては、2021年9月のロイター／ミシガン大消費者センチメント（速報値）は前月差+0.7ptの71.0となった。構成指数の内訳は、現況指数（同▲1.4pt）が5ヵ月連続で低下した一方で、期待指数（同+2.0pt）は小幅に上昇した。8月の大幅な悪化から一段と落ち込まなかったことは最低限の安心感を与えるものの、反動増がほとんどなかったことを踏まえれば、前月の消費者マインドの落ち込みは一時的なものではないことを示唆している。大型耐久財や自動車、住宅の購入判断がいずれも一段と低下したが、その理由は価格の上昇と経済の不確実性によるものである。つまり、消費者はデルタ株による景気の不透明感に加え、インフレが高止まりする中でスタグフレーション懸念を強めているといえる。スタグフレーション懸念の更なる深刻化を防ぐ上で、インフレ加速をもたらすサプライチェーンの混乱を減らすとともに、人々が不安なく外出・消費をできるようにする必要がある。まずはデルタ株の感染拡大が落ち着くということが大前提となろう。

図表6 小売売上高（含む飲食サービス）、消費者センチメント



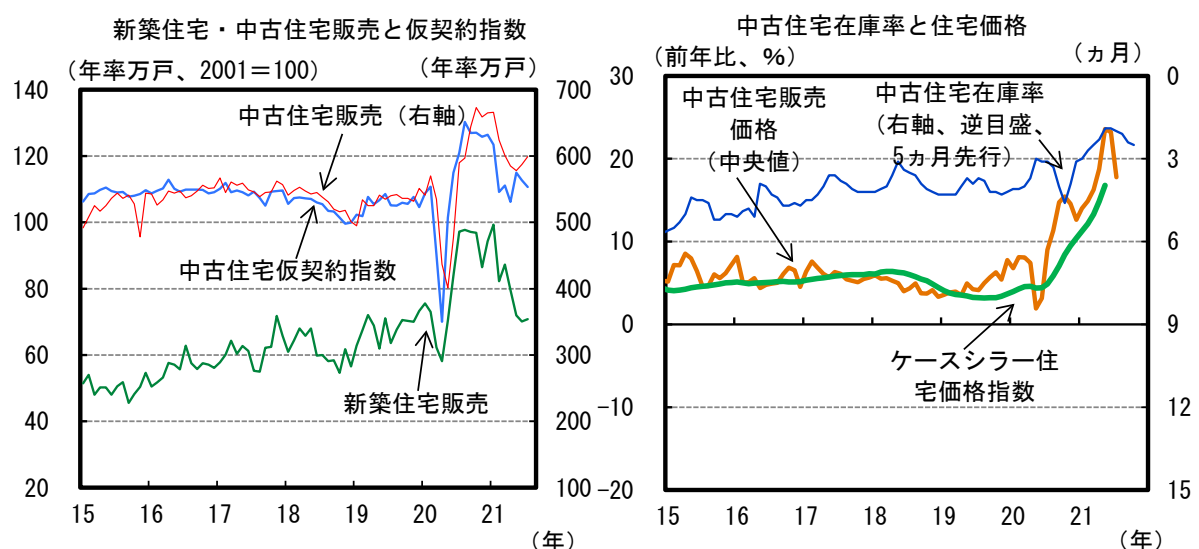
（出所） Census、ロイター／ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

住宅価格は在庫増でピークアウトも、住宅供給は自然災害が足かせに

住宅需要に目を向けると、7月の新築住宅販売（戸建）は前月比+1.0%と4ヵ月ぶりに増加に転じた。また、中古住宅販売（コンドミニウム等含む）に関しても、同+2.0%と2ヵ月連続で増加した。中古住宅販売の先行指数である仮契約指数が同▲1.8%と2ヵ月連続で低下したことはやや気がかりだが、販売面は下げ止まりの兆しが見受けられる。その背景として、新築・中古住宅の在庫率が上昇傾向にあり、住宅購入希望者の選択肢が増えつつあるということが考えられる。また、中古住宅販売価格は在庫が徐々に積み上がる中で頭打ちの兆しを示している。勿論、収入対比で見れば住宅価格は依然高水準にあることから、手を出しにくいことには変わりはない。ロイター／ミシガン大消費者センチメントの内訳項目である住宅購入判断DIを見ても、8月は前月差▲6ptと過去最低を再更新した。理由を見ると、住宅価格の上昇に加え、経済の不確実性を指摘する声も強まっており、デルタ株の感染拡大が住宅購入マインドにも悪影響を及ぼしていると考えられる。

住宅販売の浮沈を左右する住宅供給に関しては、7月の新築住宅着工は前月比▲7.0%と大幅に減少した一方、着工の先行指数である建設許可は同+2.3%と4ヵ月ぶりに増加に転じた。木材価格が低下し、建設業の賃金上昇率も頭打ちとなりつつある中で、住宅建設がさらに進展することが期待される。一方、ハリケーン・アイダや森林火災といった自然災害が材料等の供給網を乱すとともに、建設工事の進捗にも悪影響を及ぼすことが想定される。住宅建設業者のマインドを表すNAHB住宅市場指数の9月分は前月差+1ptの76となり、前月の大幅な低下からの反発としては物足りない。NAHBによれば、木材価格が落ち着きつつあるものの、入荷時間が伸びているとともに、労働需給がタイトな中で雇用環境全体が回復するまで時間がかかると指摘している。サプライチェーンの混乱の解決に時間がかかっていることは、住宅市場が調整局面から回復へと向かう機運の高まりに対して水を差すものといえる。住宅市場はこうしたサプライチェーンの混乱が解消されるペースに沿って回復が進んでいくことが想定される。

図表7 新築住宅・中古住宅販売と仮契約指数、中古住宅在庫率と住宅価格



(出所) Census、NAR、、S&P、Haver Analytics より大和総研作成

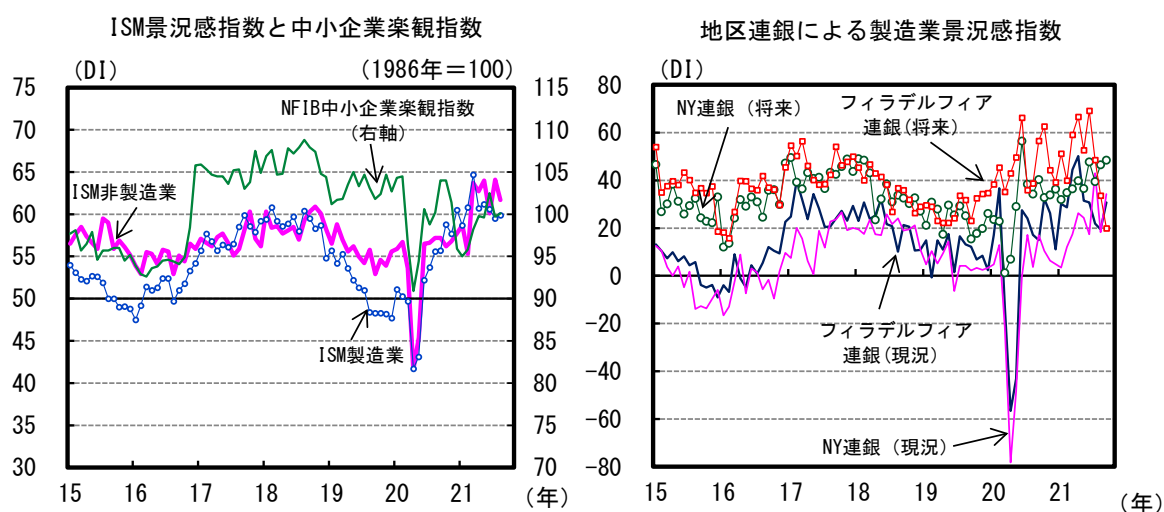
企業マインドは概ね堅調も、供給不足と先行きの景況感を懸念

2021年8月のISM景況感指数に関して、製造業は前月差+0.4%ptと3ヵ月ぶりに改善し、水準は59.9%となった。構成項目のうち、雇用指数と入荷遅延指数は低下したが、新規受注指数、生産指数、在庫指数が上昇した。他方、非製造業に関しては、同▲2.4%pt悪化し、水準は61.7%となった。事業活動指数、新規受注指数、雇用指数、入荷遅延指数のいずれもが低下した。非製造業のマインド悪化は、デルタ株の感染拡大に伴う人々の外出抑制などが背景として考えられる。なお、回答企業のコメントを見ると、製造業、非製造業ともに労働力や原材料不足、輸送能力の不足に伴うコスト高を懸念する声が多い点は共通している。

中小企業マインドに関して、2021年8月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差+0.4ptの100.1と上昇した。内訳項目を見ると、新規雇用や3-6ヵ月後の資本支出が上昇し、事業拡大の機運が高まっているといえる。ただし、景況感の改善に対する期待は大幅に悪化していることを踏まえれば、先行きに対する明るい見通しから投資や雇用を増やすというよりは、足下の供給不足への対応という意味合いが強いと考えられる。

製造業や中小企業で企業マインドは概ね堅調さを維持したものの、労働力・原材料不足など供給不足に対する懸念は強まっている。2021年9月中旬までの動向を含む各地区連銀景況感指数を見ると、現況指数はNY連銀が前月差+16.0pt、フィラデルフィア連銀が同+11.3ptとともに大幅に上昇した。フィラデルフィア連銀に関しては5ヵ月ぶりの改善である。将来指数に関しては、NY連銀（同+1.9pt）が改善した一方で、フィラデルフィア連銀（同▲13.7pt）は3ヵ月連続で悪化した。フィラデルフィア連銀の将来指数の内訳項目を見ると、新規受注や受注残が悪化しており、終わりの見えにくいパンデミックを背景に景気の不透明感が増していることを示唆している。供給不足に関しては、両連銀の仕入れ価格指数が現在・将来指数ともに低下しており、徐々にコスト高への懸念は和らいでいくことが期待されるが、景況感の悪化懸念も踏まえれば、需要減に伴う供給不足の解消とも捉えられる点には留意が必要だろう。

図表8 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

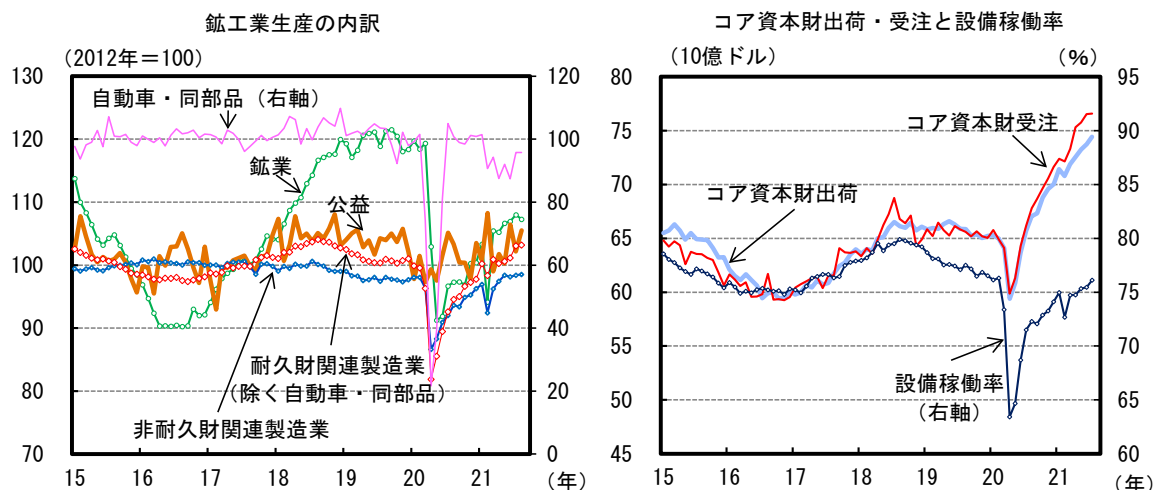
ハリケーン・アイダが悪影響も、設備稼働率はコロナ禍前を超える

企業の実体面に関して、2021年8月の鉱工業生産指数は前月比+0.4%と伸びが鈍化し、市場予想（Bloomberg 調査：同+0.5%）を小幅に下回った。ただし、景況感の悪化というよりはハリケーン・アイダによる生産停止の影響が大きい。FRBはハリケーン・アイダによる被害が鉱工業生産を▲0.3%pt 下押ししたと説明しており、ハリケーンがなければ高い伸びとなった7月とほぼ同程度のペースであったことを意味する。内訳を見ると、鉱工業生産の約75%を占める製造業が同+0.2%と大幅にペースダウンするとともに、鉱業が同▲0.6%とマイナスに転じたことで全体を押し下げた。なお、公益は同+3.3%と反動増となった。

製造業の内訳を見ると、耐久財、非耐久財ともに前月比+0.1%となった。耐久財の内訳を見ると、家具・家事用品（同+2.1%）やコンピューター・電子機器（同+1.2%）は堅調であったが、電気機械（同▲1.2%）や機械（同▲0.8%）が減少に転じたことや、前月のけん引役であった自動車・同部品（同+0.1%）が大幅に減速したことが足を引っ張った。非耐久財に関しては、印刷（同▲0.8%）や繊維・繊維製品（同▲0.8%）に加え、ハリケーン・アイダの影響を受けた化学（同▲0.5%）が不調であった一方、紙（同+1.1%）や石油・石炭製品（同+0.6%）が下支えした。

8月の設備稼働率は前月差+0.3%ptの76.4%となり、コロナ禍前の水準（2020年2月：76.3%）を上回った。ハリケーン・アイダによって水を差された形にはなったが、被害からの復旧が進めば、供給不足を背景とした増産と設備稼働率の上昇が継続し設備投資の積極化に帰結することが引き続き期待される。もっとも、9月に公表されたベージュブックで指摘されたように、デルタ株感染拡大に伴う生産への影響やサプライチェーンの混乱は引き続きリスク要因といえる。また、企業は景況感の悪化を懸念し始めている。設備投資関連の指標について、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷は、デルタ株の感染が拡大し始めた7月に前月比+0.9%と加速した一方、その先行指標であるコア資本財受注は同+0.1%と減速した。終わりの見えにくいパンデミックによって、受注がペースダウンし得ることに当面は注意を要する。

図表9 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

足下までの経済統計を踏まえ、2021年7-9月期の実質GDP成長率を前期比年率+5.4%と下方修正した。デルタ株の感染拡大によって人々の外出が抑制され、サービス消費が伸び悩み、個人消費が失速することが予想を引き下げた主な要因である。他方、供給不足が継続する中で、設備投資は好調さを維持し、全体を下支えするという構図である。10-12月期は、感染拡大が落ち着き始めることで個人消費が再び回復ペースを速めると見込むが、輸入の伸びや設備投資の減速で幾分相殺され、実質GDP成長率は同+4.8%と7-9月期から緩やかに鈍化すると予想する。結果的に、2021年の成長率についても、前年比+5.9%と予想を引き下げた。

先行きに関しては、下振れリスクが多い。個人消費の懸念材料である、消費者のスタグフレーション懸念が継続するか否かは雇用環境の回復ペース次第であり、感染状況がカギを握る。また、“Build Back Better”に関しても、GDPの押し上げ効果が期待される一方で、民主党内の駆け引きが続いており、成立の目途が立っていない。こうした政治の駆け引きが緊急性の高い債務上限問題やつなぎ予算策定にも悪影響を及ぼしており、リスク要因化している。金融政策に関しては、雇用環境の回復ペースが鈍化したことで、9月のFOMCでのテーパリング公表の可能性は大きく後退するも、年内公表というタイムラインは崩れていない。また、9月のFOMCでは、ドットチャートで2022年の利上げを予想するFOMC参加者が増える可能性がある。市場参加者はドットチャートでの2022年利上げ見通しを織り込み切れておらず、サプライズが発生するリスクがあるだろう。

図表 10 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2020				2021				2022				2019	2020	2021	2022
	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	-5.1	-31.2	33.8	4.5	6.3	6.6	5.4	4.8	4.3	3.2	2.6	2.2				
〈前年同期比、%〉	0.6	-9.1	-2.9	-2.3	0.5	12.2	5.7	5.8	5.2	4.4	3.7	3.1	2.3	-3.4	5.9	4.1
個人消費	-6.9	-33.4	41.4	3.4	11.4	11.9	2.4	3.8	3.4	2.7	2.0	1.6	2.2	-3.8	8.0	3.4
設備投資	-8.1	-30.3	18.7	12.5	12.9	9.3	7.7	6.5	5.7	4.6	3.7	3.0	4.3	-5.3	8.4	5.7
住宅投資	-20.4	-30.7	59.9	34.4	13.3	-11.5	5.5	4.4	3.1	1.8	1.6	1.9	-0.9	6.8	11.2	2.2
輸出	-16.3	-59.9	54.5	22.5	-2.9	6.6	6.9	5.4	4.7	4.2	3.8	3.6	-0.1	-13.6	4.9	4.9
輸入	-13.1	-53.1	89.2	31.3	9.3	6.7	5.6	6.6	4.3	3.7	3.2	2.8	1.2	-8.9	13.3	4.7
政府支出	3.7	3.9	-2.1	-0.5	4.2	-1.9	1.5	4.2	3.2	3.0	2.8	2.7	2.2	2.5	1.0	2.7
国内最終需要	-4.4	-27.3	29.9	5.0	10.4	7.9	3.1	4.3	3.7	3.0	2.4	2.0	2.4	-2.5	6.9	3.6
民間最終需要	-6.0	-32.8	38.4	6.2	11.8	10.0	3.4	4.3	3.7	3.0	2.3	1.9	2.4	-3.6	8.2	3.7
鉱工業生産	-6.7	-42.4	44.5	8.2	4.0	6.2	7.6	4.7	4.4	4.0	3.5	3.0	-0.8	-7.2	6.0	4.7
消費者物価指数	1.0	-3.1	4.7	2.4	3.7	8.4	6.2	1.4	1.0	3.9	2.7	1.3	1.8	1.2	4.2	2.9
失業率 (%)	3.8	13.0	8.8	6.7	6.2	5.9	5.2	4.5	4.1	3.9	3.8	3.7	3.7	8.1	5.5	3.9
貿易収支 (10億ドル)	-134	-159	-187	-197	-206	-208	-214	-215	-213	-212	-211	-209	-576	-677	-844	-845
経常収支 (10億ドル)	-115	-154	-172	-175	-196	-189	-194	-194	-191	-190	-188	-185	-472	-616	-772	-754
FFレート (%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	1.75	0.25	0.25	0.25
2年債利回り (%)	1.10	0.19	0.14	0.15	0.13	0.17	0.22	0.32	0.40	0.45	0.50	0.55	1.97	0.40	0.21	0.48
10年債利回り (%)	1.38	0.69	0.65	0.86	1.32	1.59	1.31	1.53	1.70	1.83	1.90	1.94	2.14	0.89	1.44	1.85

(注1) 網掛けは予想値。2021年9月20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