

2021年10月20日 全11頁

米国経済見通し 今は「スローフレーション」

しかし、長引けばスタグフレーションに

ニューヨークリサーチセンター 研究員 矢作 大祐

[要約]

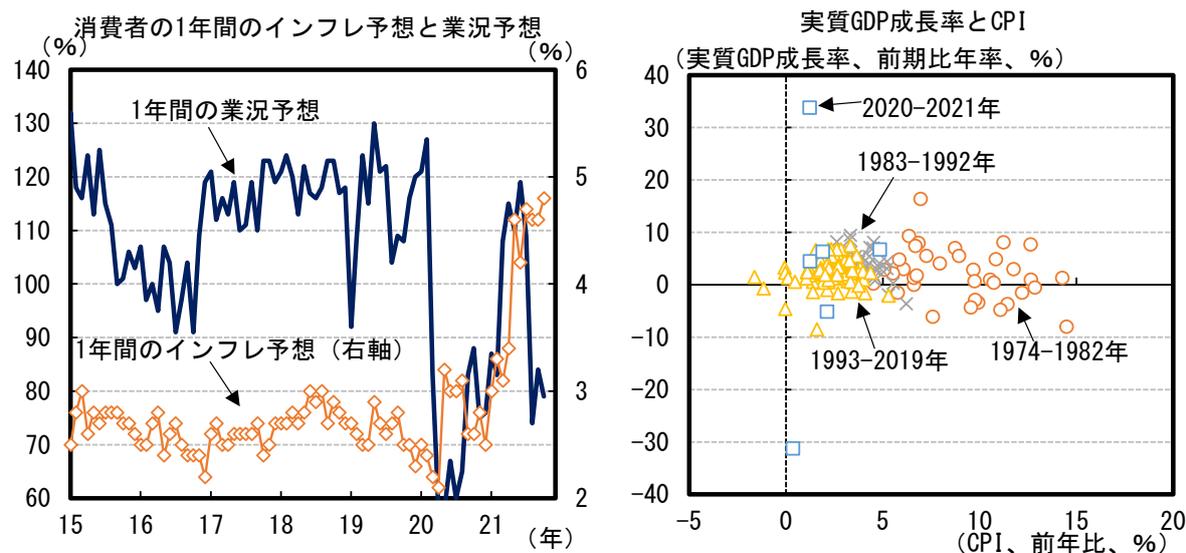
- 大和総研は、2021年7-9月期の実質GDP成長率の見通しを前期比年率+2.6%と下方修正した。新型コロナウイルスの感染再拡大によって人々の外出が抑制され、サービス消費が伸び悩み、個人消費が失速することで、4-6月期の同+6.7%から大きく減速すると見込む。
- 消費者マインドを中心にスタグフレーション懸念が強まっているが、1970年代から1980年代前半に見られたような高インフレとマイナス成長が併存する状況にはない。足下のインフレ加速と景気の緩やかな減速感を踏まえれば、「スローフレーション（スローグロースとインフレーションを掛け合わせた造語）」という表現が正しいだろう。
- 過去30年間を振り返れば、「スローフレーション」は5回存在した。いずれの時期もスタグフレーションが懸念されたが、概ね1年前後で終了した。足下の経済状況は、2011年の「スローフレーション」に類似している。
- ただし、「スローフレーション」が長期化する恐れがある。とりわけ、労働供給が伸び悩み、賃金上昇圧力が維持され、企業が価格転嫁をすることでインフレ加速が継続することになる。インフレ加速が長引き、景況感がさらに悪化することで、「スローフレーション」にとどまらず、スタグフレーションへと転換することが最大のリスクといえる。

今はスタグフレーションではなく、「スローフレーション」

サプライチェーンの混乱などから注目されていた9月のCPIは、前月比+0.4%と市場予想(Bloomberg調査:同+0.3%)を上回った。中身を見ると、コア財価格は中古車価格などがマイナスで推移する中で鈍化傾向にあるものの、エネルギー価格が4ヵ月連続で高い伸びを見せるとともに、食品価格や住居を中心としたコアサービス価格も伸び幅が拡大した。「一時的」と認識されていた項目以外にもインフレは広がりつつあり、前年比ベースで見たインフレ率も、9月は+5.4%と8月の同+5.3%から再加速した。

消費者マインドに注目すると、足下のインフレ加速を受け、今後1年間のインフレ予想が高水準で推移している。一方、雇用統計が期待外れな結果となる中で、今後1年間の業況予想は低下しており、消費者は先行きに対してスタグフレーション懸念を強めているといえる。9月の小売売上高は市場予想を上回る結果となり、足下の個人消費は、スタグフレーション懸念を強める消費者マインドとかい離しているように映る。だが、9月の小売売上高の伸び幅の半分程度は物価上昇によるものであり、実質ベースでは小幅な伸びにとどまっている。

図表1 消費者の1年間のインフレ予想と業況予想、実質GDP成長率とCPI



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

もっとも、スタグフレーションに対する懸念はやや行き過ぎのようにみえる。スタグフレーションの代表事例である1970年代から1980年代前半の経済状況は、高インフレとマイナス成長に特徴づけられる。10月時点の市場コンセンサス(Blue Chip)において、2021年-2022年の実質成長率は9月時点から下方修正されたが、それでもプラス成長(2021年:前年比+5.7%、2022年:同+4.1%)が予想されている。足下のインフレ加速と景気の緩やかな減速感を評価するのであれば、スタグフレーションというよりも「スローフレーション(スローグロースとインフレーションを掛け合わせた造語)」という表現が正しいかもしれない。

足下、「スローフレーション」は米国の市場参加者の中で用いられ始めているものの、明確な

定義はない。そこで、景気拡大を維持しつつ企業・消費者マインドの悪化とインフレ加速が併存する期間として定義すれば、この30年間に於いて主に5つの期間(①1994年7月-1995年5月、②1999年10月-2000年6月、③2002年7月-2003年3月、④2004年3月-2005年5月、⑤2011年2月-2011年9月)が該当する。また、2021年4月から現在までの期間も同定義に当てはまる。

「スローフレーション」の特徴としては、期間が8-15ヵ月間と1年前後であること、そして、いずれもスタグフレーション懸念が強まったこと、が挙げられる。リーマン・ショック前は度々「スローフレーション」が発生したわけであるが、リーマン・ショック以降はデイスインフレ圧力が長期化する中で約10年間発生してこなかった。長らく経験しなかったことで、今回スタグフレーションに対する注目度を高める結果となったのかもしれない。各期間における「スローフレーション」の内容を大まかに見れば、鉱工業生産や失業率、実質所得(移転所得除く、以下同)、実質消費などの実体経済は改善傾向を示している。物価に関しては、WTIが大きな伸びを示しており、インフレ加速は内生的な要因だけでなく、国際的なエネルギー市況の影響も強く受けているといえる。

図表2 「スローフレーション」の主な特徴

概況	物価			企業		家計				金融			
	期間	景気判断	マイナス成長	CPI	WTI	ISM製造業景況感指数	鉱工業生産	消費者センチメント	失業率	実質所得	実質消費	S&P 500	FF金利
1994/7-1995/5	11ヵ月	拡張	0回	0.7	3.5	-12.1	4.1	-1.4	-0.5	2.9	2.6	15.2	1.75
1999/10-2000/6	9ヵ月	拡張	0回	1.1	33.3	-5.6	4.4	-0.8	-0.2	5.3	3.8	10.9	1.25
2002/7-2003/3	9ヵ月	拡張	0回	1.9	31.5	-7.3	0.3	-14.8	0.1	-0.4	1.9	-16.5	-0.50
2004/3-2005/5	15ヵ月	拡張	0回	1.1	43.4	-9.1	4.2	-7.5	-0.5	4.0	4.5	3.1	2.00
2011/2-2011/9	8ヵ月	拡張	2回	2.3	-4.3	-5.4	1.7	-14.7	-0.1	0.9	0.6	-8.5	0.00
2021/4-	-	拡張	0回	2.8	14.7	-3.6	2.4	-12.1	-1.2	0.3	0.5	13.7	0.00

(注) マイナス成長は当該期間における実質 GDP 成長率(前期比)がマイナスとなった回数。物価、企業、家計、金融のいずれも該当期間の1ヵ月前から該当期間の最終月の変化を示す。CPIは前年比変化率の差分(%pt)、WTIは変化率(%)、ISM製造業景況感指数は差分(%pt)、鉱工業生産は変化率(%)、消費者マインドは差分(%pt)、失業率は差分(%pt)、実質所得は変化率(%)、実質消費は変化率(%)、株価は変化率(%)、FF金利は差分(%pt)

(出所) NBER、BEA、BLS、ISM、FRB、ロイター/ミシガン大、S&P、Bloomberg、Haver Analyticsより大和総研作成

他方、金融政策による対応の違いに注目してみると各期間の特徴がより明確になる。例えば、利上げを実施した①1994年7月-1995年5月、②1999年10月-2000年6月、④2004年3月-2005年5月においては、実質所得や実質消費は伸びが大きい。一方、利下げを実施した③2002年7月-2003年3月は実質所得が減少している。なお、⑤2011年2月-2011年9月に関しては実質所得や実質消費の伸びは小さい一方で、利上げも利下げも行わなかったわけであるが、FF金

利水準が実効下限制約にあり、バランスシート政策が実施されていた。足下の状況に関しては、FF 金利水準が実効下限制約にあり、バランスシート政策が実施されていること、実質所得や実質消費の伸びが小幅であることなどから、⑤2011年2月-2011年9月の期間の状況に類似している。また、2011年当時は欧州危機、現在は新型コロナウイルスと景気の下振れリスクがくすぶり続けていることも類似点といえる。もっとも、2011年当時は経済・金融危機であったのに対し、2021年現在は公衆衛生危機である点に違いがある。前者は国際金融市場の緊張を背景とした需要サイドへの悪影響、後者は感染拡大を背景とした供給サイドへの悪影響が主要リスクであることから、「スローフレーション」の特徴も異なり得る点には注意が必要である。

「スローフレーション」が長引けば、スタグフレーションへ

2011年当時は、インフレに対する警戒感がありつつも、景気減速懸念を背景にFOMCにおいて追加緩和の議論が行われていた。他方、2021年9月に開催されたFOMCでは、11月のFOMCでのテーパリング公表が既定路線であることに加え、ドットチャートで2022年に中央値ベースで0.5回分の利上げ予想が示された。なお、9月時点で2022年内金利据え置きと予想しているFOMC参加者のうち、1名でも利上げ予想へと転換すれば、2022年において中央値ベースでも1回分の利上げが予想されることになる。FOMC参加者が2022年の利上げを予想し始めた背景には、インフレが様々な品目へと広がりを見せ始め、インフレ加速が「一時的」とは限らない可能性が認識され始めたことが挙げられる。前述の通り、「スローフレーション」は1年前後であり、インフレ加速が長引けばその特徴から逸脱することになる。インフレ加速が長引くことで実質所得や実質消費がマイナスへと転換し、景気悪化懸念が一層強まれば、スタグフレーションに転換しかねない。

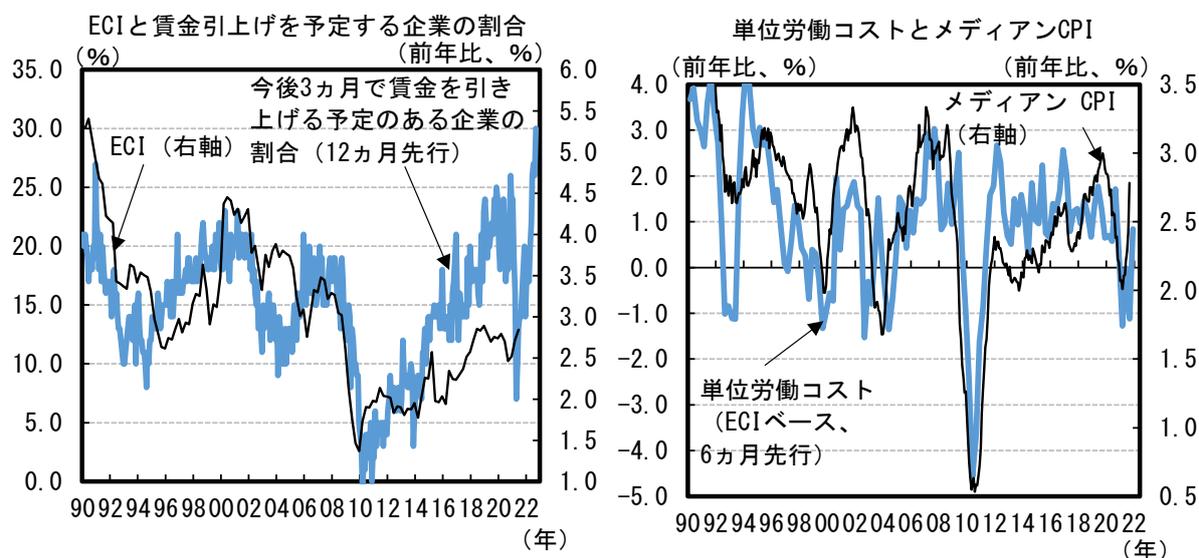
物価に関するベースシナリオは、2022年にかけて経済活動の再開による需要増が落ち着き始めるとともに、サプライチェーンの混乱が徐々に収束し、供給制約が解消されることで、インフレ圧力が弱まるというものである。しかしCPIでは一時的な上昇要因以外の品目も含めてインフレが広がりつつあり、とりわけ注目されるのはウェイトの大きいコアサービス価格である。

コアサービス価格は賃金と連動する傾向があり、賃金の上昇が潜在的なインフレ圧力となり得る。賃金とインフレの関係において、インフレ加速の長期化の可能性は、①賃金上昇の継続性、②価格転嫁の蓋然性、の二つから測ることが可能である。①に関して、新型コロナウイルスの感染状況が改善することで、労働需給のタイトさが緩和されれば、賃金上昇率が徐々に落ち着いていくことが想定される。他方、感染状況が抜本的に改善せず、家庭内での育児・介護継続や感染回避による退職増などによって労働供給が拡大しなければ、賃金の上昇が継続することも考えられる。賃金引き上げに対する企業の見通しについて、NFIB（全米独立企業連盟）のサーベイを見ると、今後3ヵ月で賃金を引き上げる予定のある企業の割合は上昇トレンドにある。賃金引き上げに対する企業のスタンスは、企業が実際に負担する雇用コストを示す雇用コスト指数（ECI）に12ヵ月程度先行する傾向があることから、賃金上昇は2022年以降も継続する可能性がある。

続いて、②に関しては、労働生産性を上回る賃金上昇（＝単位労働コストの上昇）が続いた場合、企業は収益を悪化させないために価格転嫁を進めるインセンティブを強める。労働生産性は2020年4-6月期から2021年1-3月期にかけて高い伸びを示したわけだが、その継続性に関しては、懐疑的な見方もある。サンフランシスコ連銀¹は、コロナ禍における労働生産性の伸びは景気後退期及び拡張期の初期に上昇する循環的な要因によるものと考えられ、過去の教訓を踏まえれば、その後は労働生産性が低下する可能性が高いと指摘している。すでに2021年4-6月期の労働生産性の伸びは鈍化しており、上述のECIを基に算出した単位労働コストは足下上昇トレンドに転換しつつある。今後、労働生産性が低下する中で、賃金がさらに上昇すれば単位労働コストは一層上昇し、企業は価格転嫁を進めざるを得ない。以上のように賃金とインフレの関係性を、①賃金上昇の継続性と②価格転嫁の可能性から見た場合、インフレ加速が長期化する可能性は十分にあるといえる。

なお、パウエルFRB議長も、インフレ加速の長期化を考える上で、単位労働コストに対する注目を強めている。ECIベースの単位労働コストは先行き上昇していく可能性があるが、FRBがインフレの基調を判断する際に重視するメディアンCPIに6ヵ月程度先行する傾向があることから、FRBの金融政策運営に対してもタカ派圧力を与えることになる。もちろん、FRBは物価の安定と雇用の最大化をデュアルマנדートとしており、インフレ加速のみで金融政策運営を決定するわけではない。むしろインフレ加速による「スローレーション」の長期化、ひいてはスタグフレーションへの転換を避ける意味でも、労働供給の拡大、つまりは雇用の最大化が一層重要度を増しているといえる。

図表3 ECIと賃金引き上げを予定する企業の割合、単位労働コストとメディアンCPI



（出所）NFIB、BLS、Haver Analytics より大和総研作成

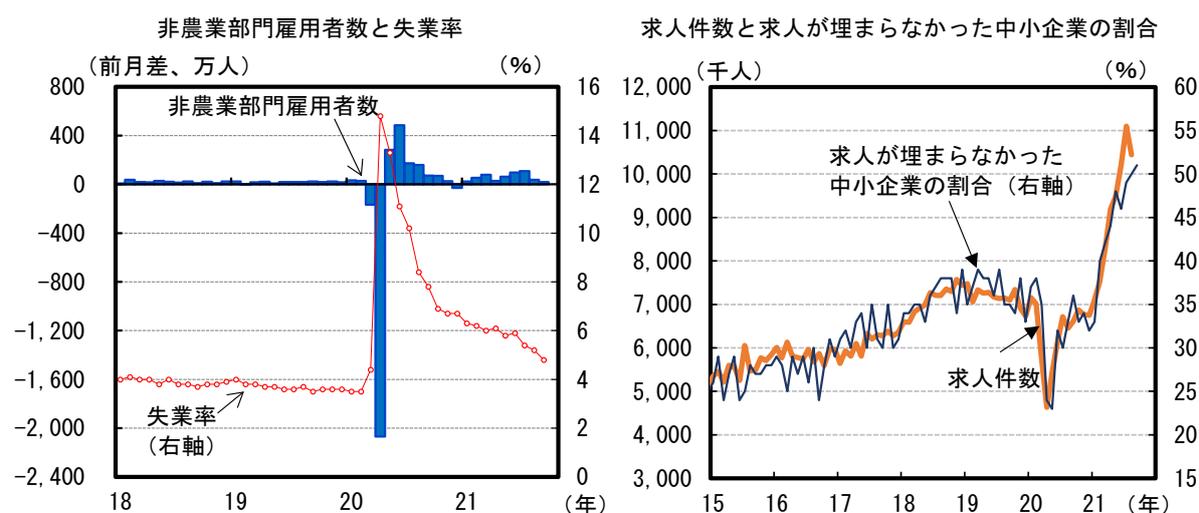
¹ John Fernald, Huiyu Li, and Mitchell Ochse (2021) “Labor Productivity in a Pandemic”, FRBSF Economic Letter, August 16, 2021 を参照。なお、当論文の筆者はコロナ禍が労働生産性に対して長期的にどのような影響を与えるかは不確かであることも留保している。例えば、デジタルイノベーションなどを通じた省人化投資が進むことで労働生産性が今後も上昇し続ける可能性自体は否定できないだろう。

失業率は低下も、雇用者数の伸びはさらに鈍化²

2021年9月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+19.4万人、失業率は同▲0.4%pt低下の4.8%となった。失業率は市場予想を下回った（改善）が、雇用者数は8月からさらに減速する期待外れの結果となった。新型コロナウイルスの一日当たり新規感染者数（7日移動平均）が5万人以下で推移すれば雇用者数の伸び幅が大きくなる傾向があるが、9月の雇用統計の調査対象期間（9月12日を含む一週間）の新規感染者数は一日当たり15万人程度増加していた。感染を避けるために就職が一時的に見送られたことや、学校を通じた若年層での感染拡大によって子育て世代の職場復帰が遅れたことで、雇用者数が伸びにくい状況であったといえる。失業率に関しては大幅に低下したことからポジティブに捉えたいところだが、非労働力人口の増加が失業率の押し下げ要因となっている点は気がかりである。失業率の低下ペースが幾分緩やかになったとしても労働力人口の増加の方が、労働需給がタイトな現状において重要だろう。

労働需要に関しては、8月の求人件数（JOLTS）は、前月比▲5.9%の1,043.9万件と8ヵ月ぶりに減少した。ただし、水準は極めて高いままである。また、9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51%とさらに上昇しており、労働需要の強さは継続している。当面の雇用環境の回復は労働供給次第であり、新型コロナウイルスの感染状況に大きく左右される。足下、一日当たりの新規感染者数は10万人を割り、感染状況に改善が見られる中で新規失業保険申請件数も10月3-9日の週が29.3万人とコロナ禍以来はじめて20万人台まで低下した。雇用者数の伸びが加速する目安となる一日当たり新規感染者数（7日移動平均）5万人以下となるまで幾分隔たりがあることから、10月の雇用者数には過度な期待は禁物だが、新規感染者数の減少傾向が続けば11月以降は伸び幅が幾分大きくなる可能性があるだろう。

図表4 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

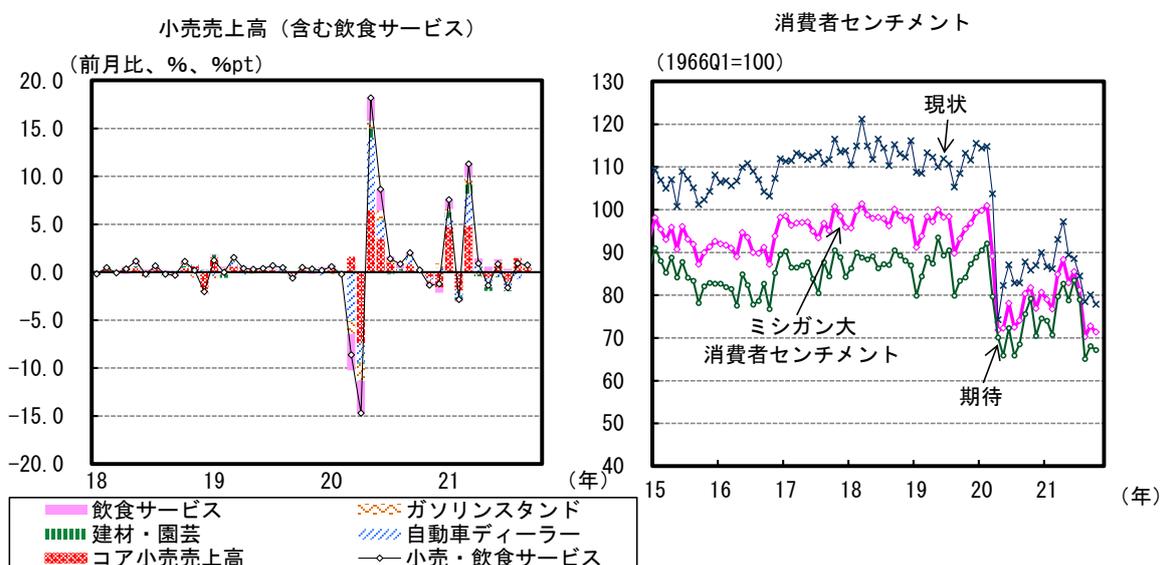
² 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「雇用者数は前月差+19.4万人とさらに減速」（2021年10月11日）参照。 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20211011_022572.html

小売売上高は増加も、消費者マインドは再び悪化

個人消費の動向を確認すると、2021年9月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.7%と、市場予想(Bloomberg調査:同▲0.1%)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+0.8%と前月から伸びは鈍化するも堅調さを維持した。内訳を見ると、スポーツ・娯楽用品(同+3.7%)、総合小売(同+2.0%)、ガソリンスタンド(同+1.8%)、衣服・宝飾品(同+1.1%)がけん引役となった。他方、ガソリンスタンドがガソリン価格の上昇によって押し上げられたように、名目ベースの小売売上高の堅調な伸びは物価上昇の寄与も大きいと考えられる。9月の実質小売売上高は同+0.3%となり、名目ベースの小売売上高の伸びの半分程度はインフレ加速で説明できる。また、飲食サービス(同+0.3%)の伸び悩みも気付きである。出遅れているサービス消費の回復が期待されるが、新型コロナウイルスの新規感染者数が高水準で推移している中で、人々は外出に抑制的であると考えられる。

消費者マインドについては、2021年10月のロイター/ミシガン大消費者センチメント(速報値)が前月差▲1.4ptの71.4となった。構成指数の内訳を見ると、現況指数(同▲2.2pt)、期待指数(同▲0.9pt)ともに低下した。ミシガン大学は、新型コロナウイルスの感染再拡大やサプライチェーンの混乱、労働参加率の低下が消費者マインドを悪化させ、個人消費を下押しする可能性を指摘している。年末商戦が控える一方、サプライチェーンの乱れによって商品が不足すれば、個人消費を下押しする可能性がある点に注意が必要だろう。また、政府の経済政策に対する信頼感が低下したことも懸念材料である。ミシガン大学は年齢、収入、教育、支持政党に関わらず、経済政策に対する信頼感が悪化したと指摘しており、消費者はバイデン政権の気候変動対策や分配政策など進歩的な政策に対して警戒感を強めているといえる。マインドが冴えない中で、消費者受けの悪い政策が実施されれば、消費者は予備的動機を強め、消費行動を消極化する恐れがあるだろう。

図表5 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



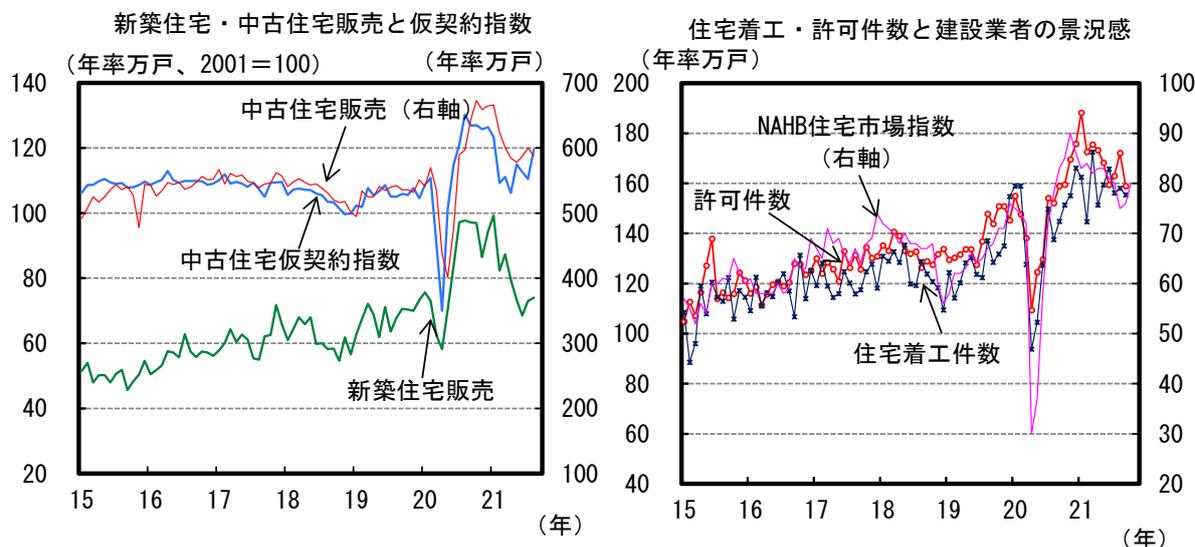
(出所) Census、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

住宅販売は持ち直しもサプライチェーンの混乱が住宅供給を抑制

住宅需要に目を向けると、8月の新築住宅販売（戸建）は前月比+1.5%と2ヵ月連続で増加した。中古住宅販売（コンドミニウム等含む）は同▲2.0%と3ヵ月ぶりに減少したが、中古住宅販売の先行指数である仮契約指数が同+8.1%と大きな伸びを見せたことから過度な心配は必要ないだろう。新築・中古住宅の在庫率が上昇傾向にあること、そして、中古住宅販売価格は2ヵ月連続で低下していることから住宅購入希望者にとって選択肢が幾分増えつつあるといえる。もちろん、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、購入を躊躇する状況であることに変わりはない。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は、10月に前月差+9ptと改善したが、依然として低水準に位置している。理由を見ると、住宅価格の高さに加え、経済の不確実性が消費者マインドを低水準に押し下げている。

住宅供給に関して、9月の新築住宅着工は前月比▲1.6%と減少し、着工の先行指数である建設許可も同▲7.7%と3ヵ月ぶりに減少に転じた。サプライチェーンの混乱が住宅建設業者の建設資材の調達に悪影響を与えるとともに、労働供給不足で人材獲得が困難となったことで、許可後未着工や建設中の件数が上昇しており、建設工事に遅れが出ていると考えられる。木材価格は一時期の水準からは落ち着いたが、9月半ば以降再び上昇に転じている。また、建設業の賃金上昇率も8月までは頭打ちの傾向を示していたが、9月には再び加速し、住宅建設の足かせとなっていると考えられる。住宅建設業者のマインドを表すNAHB住宅市場指数の10月分は前月差+4ptの80と2ヵ月連続で回復し、6～8月の落ち込み分を取り戻した。NAHBは販売面の堅調さが住宅建設業者のマインドを押し上げたが、サプライチェーンの混乱と労働供給不足により建設が完工するまでの時間が長期化し、住宅価格を高止まりさせていると説明している。また、FRBのMBSの購入額が11月以降に減少していく中で、金利も上昇し得ることを懸念事項として挙げている。住宅需要に持ち直しの兆しが見える中で、住宅供給がその回復の重石となる状況が当面は継続すると考えられる。

図表6 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、NAR、Haver Analytics より大和総研作成

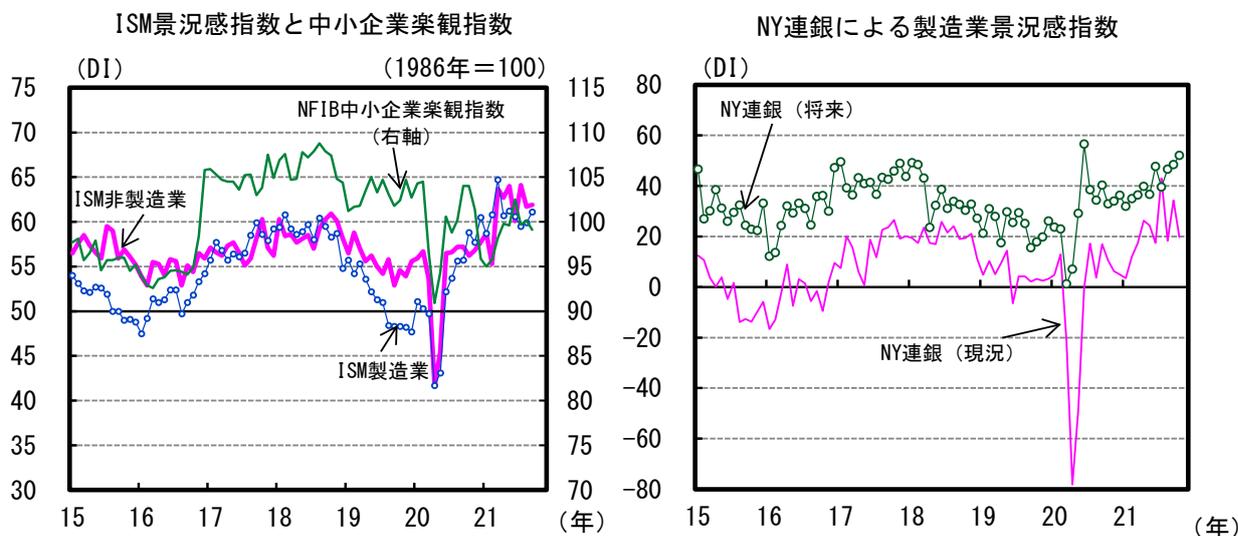
企業マインドは概ね堅調も、供給不足と先行きの景況感を懸念

2021年9月のISM景況感指数に関して、製造業は前月差+1.2%ptと2ヵ月連続で回復し、水準は61.1%となった。構成項目のうち、生産指数は低下したが、新規受注指数、雇用指数、入荷遅延指数、在庫指数が上昇した。非製造業に関しては、同+0.2%ptと上昇に転じるも小幅な改善にとどまり、水準は61.9%となった。事業活動指数、新規受注指数は上昇したが、雇用指数、入荷遅延指数が低下した。製造業、非製造業ともに60%を上回る堅調さを維持したわけだが、コメントを見ると労働力や原材料不足、輸送能力の不足に伴うコスト高など懸念材料を指摘する声も多い。

中小企業マインドに関して、2021年9月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲1.0ptの99.1と低下に転じた。内訳項目を見ると、新規雇用や3-6ヵ月後の資本支出、在庫投資増加計画が低下した。前月が大幅に上昇したことに伴う反動減とも考えられるが、サプライチェーンの混乱に伴い事業拡大の機運が幾分低下した可能性も考えられる。NFIBは中小企業が顧客のニーズに合うようにベストを尽くしているが、必要な労働者を雇うことができず、商品も入荷することができないと指摘している。また、中小企業経営者は議会が増税や規制強化を議論する中で経済政策の見通しに対して悲観的になっているようである。

2021年10月中旬までの動向を含むNY連銀景況感指数を見ると、現況指数は前月差▲14.5ptと大きく悪化したものの、将来指数は同+3.6ptと3ヵ月連続で改善した。現況指数に関しては、新規受注や出荷が悪化しており、供給不足が悪影響を及ぼしていると考えられる。もっとも、期待指数では在庫指数は改善しており、サプライチェーンの混乱が先行き緩和していくことが期待されよう。ただし、仕入価格指数は現況、期待ともに再び上昇しており、企業のコスト負担増は長期化の様相を呈している。加えて、企業収益を圧迫する増税案などバイデン政権の進歩的な政策が、企業マインドの足かせになりかねない点は注意が必要である。

図表7 ISM景況感指数と中小企業楽観指数、NY連銀による製造業景況感指数



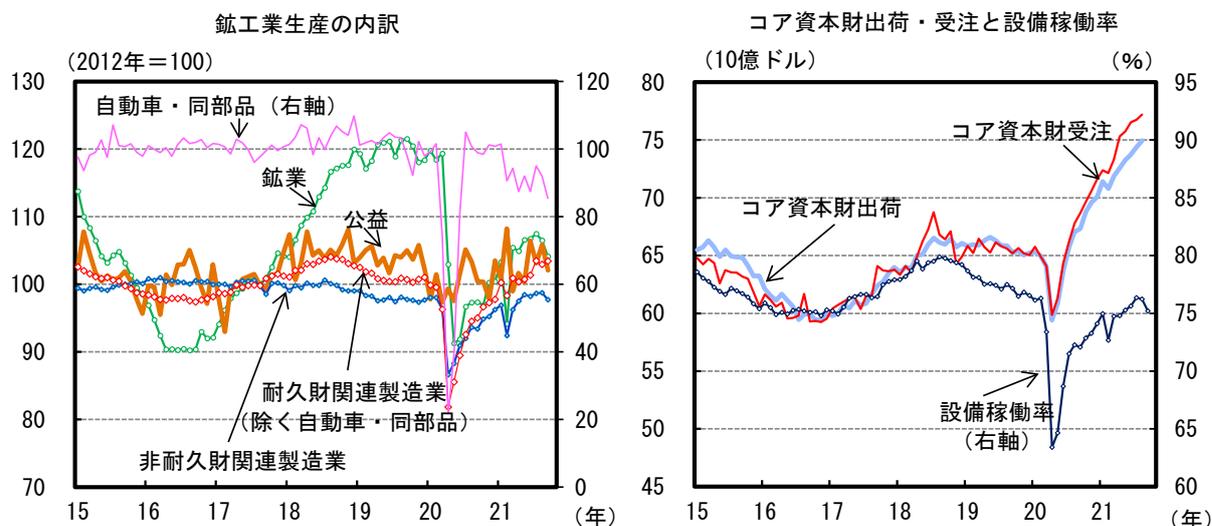
(出所) ISM、NY連銀、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

鉱工業生産指数はハリケーンとサプライチェーンの混乱で大幅に低下

企業の実体面に関して、2021年9月の鉱工業生産指数は前月比▲1.3%と2ヵ月連続で低下した。低下幅は2021年2月以来の大きさとなり、市場予想（Bloomberg調査：同+0.2%）を大幅に下回った。FRBは今回の鉱工業生産の落ち込みに関して、①半導体不足による自動車・同部品（同▲7.2%）への悪影響、②気候要因による公益（同▲3.6%）の反動減、そして、③ハリケーン・アイダによる鉱業（同▲2.3%）の落ち込みを主要因として挙げている。鉱工業生産の75%を占める製造業に関しては同▲0.7%となったが、落ち込み幅のうち▲0.3%ptはハリケーン・アイダによる影響と報告されている。製造業の内訳を見ると、耐久財は同▲0.5%、非耐久財は同▲1.0%となった。なお、耐久財に関しては、自動車・同部品を除けば、同+0.5%と悪くない結果である。電気機械（同+1.3%）、家具・家事用品（同+1.2%）、その他輸送用機器（同+1.1%）、一次金属（同+1.1%）などが堅調であった。非耐久財に関しては、印刷（同+2.7%）や繊維・繊維製品（同+1.7%）の伸びが大きかったが、石油・石炭製品（同▲2.4%）、化学（同▲2.1%）が全体を押し下げた。

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、8月に前月比+0.8%と堅調な伸びとなり、先行指標であるコア受注も同+0.6%と伸びが加速する良好な結果となった。しかし、鉱工業生産が落ち込んだ結果、9月の設備稼働率は前月差▲1.0%pt低下の75.2%となり、コロナ禍前の水準（2020年2月：76.3%）を大きく割り込んだ。足下の設備稼働率を踏まえれば、サプライチェーンの混乱に加え、ハリケーン・アイダの影響が本格化する9月以降は、コア資本財出荷・受注も一時的に弱含む可能性がある。供給不足は本来設備投資を促進する要素であるが、自動車・同部品のようにサプライチェーンの混乱が工場の操業にまで悪影響を与える場合には、むしろ設備投資を抑制する阻害要因となりかねない点に注意が必要だろう。

図表8 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成長率の見通しを前期比年率+2.6%と下方修正した。新型コロナウイルスの感染再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で、4-6月期の同+6.7%から大きく減速すると見込む。他方、供給不足が継続する中で、設備投資は底堅く推移し、全体を下支えするという構図である。一方、感染状況が改善し、雇用環境が回復ペースを加速させることで10-12月期は個人消費が復調すると見込む。なお、2021年の成長率に関しては、7-9月期の成長率の鈍化を踏まえ、前年比+5.6%と予想を引き下げた。

先行きに関しては、「スローフレーション」の長期化がリスクシナリオである。とりわけ、労働供給が伸び悩めば、賃金上昇圧力が維持され、企業が価格転嫁をすることでインフレ加速が継続することになる。インフレ加速が長引き、景況感がさらに悪化することで、「スローフレーション」にとどまらず、スタグフレーションへと転換することが最大のリスクといえる。

図表9 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 (前年同期比、%)	-5.1	-31.2	33.8	4.5	6.3	6.7	2.6	5.5	4.5	3.3	2.6	2.3				
個人消費	-6.9	-33.4	41.4	3.4	11.4	12.0	0.6	4.5	3.5	2.7	1.8	1.6	2.2	-3.8	7.8	3.3
設備投資	-8.1	-30.3	18.7	12.5	12.9	9.2	8.3	7.1	5.6	4.6	3.7	3.1	4.3	-5.3	8.5	5.8
住宅投資	20.4	-30.7	59.9	34.4	13.3	-11.7	4.7	3.3	3.1	2.4	1.8	2.3	-0.9	6.8	11.0	2.0
輸出	-16.3	-59.9	54.5	22.5	-2.9	7.6	5.3	5.9	4.6	4.2	3.8	3.6	-0.1	-13.6	5.0	4.9
輸入	-13.1	-53.1	89.2	31.3	9.3	7.1	8.4	7.0	5.1	4.2	3.7	3.2	1.2	-8.9	13.8	5.5
政府支出	3.7	3.9	-2.1	-0.5	4.2	-2.0	1.5	2.4	2.3	2.9	2.8	2.5	2.2	2.5	0.9	2.1
国内最終需要	-4.4	-27.3	29.9	5.0	10.4	8.0	1.9	4.5	3.6	3.0	2.3	2.0	2.4	-2.5	6.8	3.4
民間最終需要	-6.0	-32.8	38.4	6.2	11.8	10.1	2.0	4.9	3.9	3.0	2.2	1.8	2.4	-3.6	8.1	3.7
鉱工業生産	-6.7	-42.4	44.5	8.2	4.0	6.4	4.3	3.9	3.6	3.2	2.7	2.2	-0.8	-7.2	5.6	3.6
消費者物価指数	1.0	-3.1	4.7	2.4	3.7	8.4	6.6	4.1	2.5	4.0	2.7	1.4	1.8	1.2	4.4	3.9
失業率(%)	3.8	13.0	8.8	6.7	6.2	5.9	5.1	4.5	4.1	3.9	3.8	3.7	3.7	8.1	5.4	3.9
貿易収支(10億ドル)	-134	-159	-187	-197	-206	-208	-219	-235	-235	-234	-234	-233	-576	-677	-869	-936
経常収支(10億ドル)	-115	-154	-172	-175	-189	-190	-203	-222	-223	-224	-224	-224	-472	-616	-805	-895
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	0.23	0.44	0.52	0.57	0.62	0.67	1.97	0.40	0.24	0.60
10年債利回り(%)	1.38	0.69	0.65	0.86	1.32	1.59	1.32	1.66	1.82	1.95	2.02	2.06	2.14	0.89	1.47	1.97

(注1) 網掛けは予想値。2021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