情勢判断

米国経済金融

緩やかな回復が続くものの、ペースはやや鈍化

～追加財政政策は大統領選後にずれ込む可能性も～

佐古　佳史

要旨

米国経済は緩やかな回復が続いているものの、回復ペースは労働市場や製造業を中心にスローダウンしているとみられる。また、インフレ率についても、コロナ禍での需要不足が続く限り、鈍化傾向が続くだろう。

先行きについても、緩やかな回復が継続すると見込まれるが、新型コロナウイルスの新規感染者数が増加していることもあり、下押し圧力の顕在化には警戒を要する。また、共和・民主党間では追加財政政策に関する協議が続いているものの、その実施は大統領選後にずれ込む可能性が高く、景気の下支えにはしばらく時間がかかりそうだ。

間近に迫った大統領選

11 月 3 日の大統領選挙を間近に控えるなか、新型コロナウイルス対策の拙さから高年齢層の支持率が低下したことで、トランプ大統領がバイデン民主党候補に後塵を拝しているとの報道も見られる。また、郵便投票の増加に伴い選挙結果の判明が後ずれするとの指摘もあり、トランプ大統領のスタンスと相まって、例えば選挙結果の確定を待たずに一方的に勝利宣言をするなど、一波乱起こる可能性も否定できないが、まずは選挙結果を見守りたいところだ。

なお、4 年前の大統領選の反省もあり、ツイッターやフェイスブックなどのソーシャルネットワークサービス（SNS）では、選挙に関する一部の報道や投稿、広告には規制がかかるようになっている。

景気の現状：回復ペースはやや鈍化

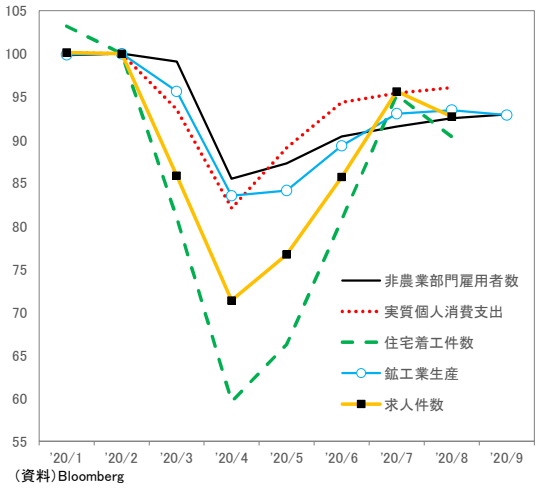
以下では、足元の経済指標を確認してみよう。全般的な傾向としては、米国経済は緩やかな回復基調にあるものの、そのペースはやや鈍化していると考えられる。

消費については、底割れは回避できたものの、失業給付金の上積み措置が 7 月末で終了した結果、消費の回復ペースが鈍化したとみられる。8 月の実質個人消費支出は前月比 0.7%と回復が続いているが、7 月の同 1.1%からは鈍化した。9 月の小売売上高は同 1.9%と 8 月の同 0.6%から消費拡大ペースが加速したものの、失業者への追加財政支援が遅れるなかで、消費の回復ペースは再び鈍化すると見込まれる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

雇用環境を表す代表的な指標である非農業部門雇用者数の 9 月分は前月から 66.1 万人増と、8 月の同 148.9 万人増からは減速となった。ピークだった 2 月比では依然として 1,074 万人分の雇用が喪失したままである。失業率は前月から 0.5 ポイント低下の 7.9%となった。また、足元では新規失業保険申請件数が緩やかに増加に転じたのも気がかりである。失業者に占める恒久的失業者の割合が高まっていることもあり、労働市場の回復は緩慢といえる。

図表1 主要な指標の推移(20年2月=100)



(資料)Bloomberg

図表2 NY連銀 週次経済指数

(資料)NY連銀、Bloomberg

10 月のミシガン大学調査消費者マインド指数（速報値）は 9 月から 0.8 ポイントの上昇となる 81.2（現況指数 84.9、期待指数 78.8）となった。併せてミシガン大学からは、雇用の伸びの鈍化と追加支援策の不在から現況指数が 9 月から低下したことが報告されている。

企業マインドをみると、9 月の ISM 指数は製造業（55.4%）、非製造業（57.8%）ともに判断の節目となる 50%を上回り、堅調に推移している。しかし、製造業の雇用指数は 50%割れが続いており、9 月の鉱工業生産も前月比▲0.6%となるなど、特に製造業は一本調子での回復とは言い難い。

こうしたなか、設備投資は米中対立の激化やコロナ禍の不確実性の高まりなどから戻りは弱いと思われるものの、先行指標であるコア資本財受注をみると、コンピュータ、電子製品がけん引したことで 8 月は直近のピークを更新し 2 年ぶりの水準まで回復した。今後も高水準が維持できるか注目される。

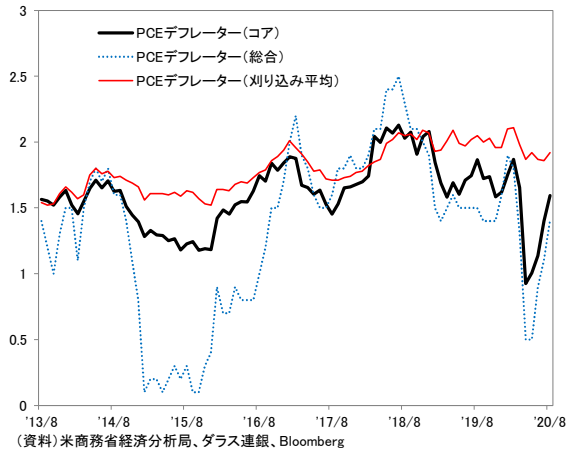
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

鈍化見通しのインフレ率

インフレ率については、コロナ禍での弱い需要を反映して鈍化傾向が続くとみられる。8 月のコア PCE デフレーターは前年比 1.6%と FRB の目標の 2%を下回って推移している。また、9 月の消費者物価指数は同 1.7%であった。内訳をみると中古車・トラックや食料品、住宅価格の値上がりが目立つ。

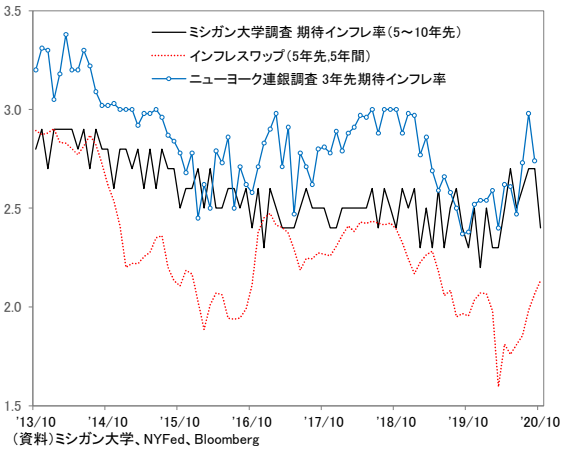
足元の期待インフレ率はやや振れ幅が大きく、「コロナ前」である 2 月から比べるとわずかに上昇しているといえるが、インフレ率の加速に対する警戒が必要というほどでは決してない。コロナ禍での需要不足が続く限り、インフレが昂進するとは考えづらいだろう。

図表3 PCEデフレーターの推移



（資料）米商務省経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg

図表4 期待インフレ率の推移



（資料）ミシガン大学、NYFed、Bloomberg

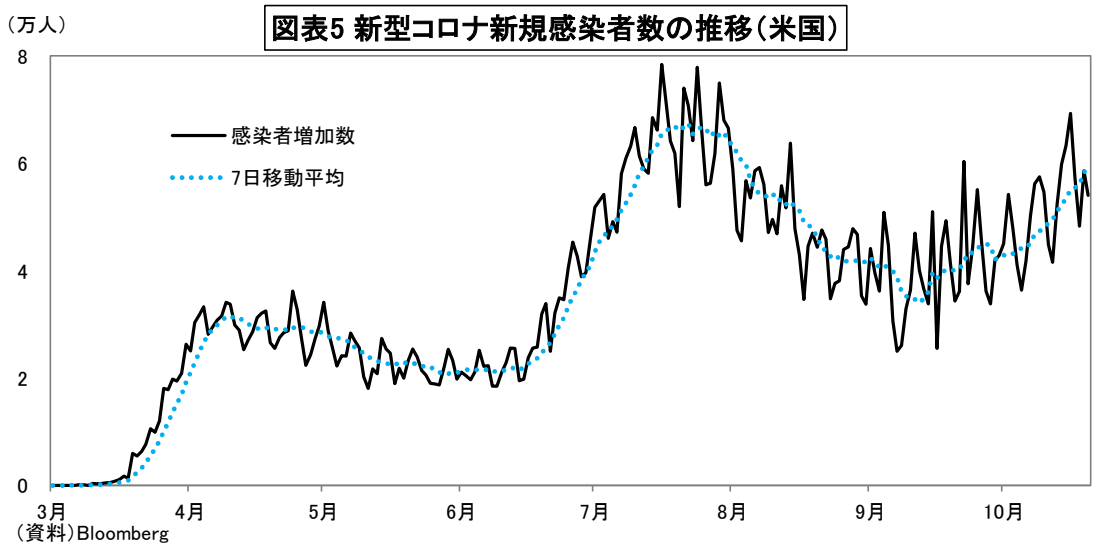
景気の先行き：緩やかな回復を想定も下押し圧力に注意

さて景気の先行きを考えてみると、緩やかな回復シナリオを想定しているものの、秋～冬にかけて新型コロナウイルスの感染拡大が懸念され、景気への下押し圧力が顕在化する可能性にも注意が必要になってきた。

FOMC 参加者がしばしば指摘するように、金融政策による景気刺激策には限界があり大幅な需要不足を財政政策で支える必要がある。一方で、協議は続いているものの共和党と民主党の対立から追加支援策の実施は大統領選後となる可能性が高まっており、景気下支えにはしばらく時間を要する。なお、コロナ対策を巡っては民主党の方が財政政策に積極的なこともあり、短期的には景気浮揚効果が高いと思われる。

こうしたなか、10 月に公表された IMF 世界経済見通しでは 20 年の米国経済成長率は 7 月から 2.3 ポイント上方修正され、▲5.8%、21 年は同 0.9 ポイント下方修正の 3.9%となった。このため、20 年下期は、前期比年率 8%程度の成長を見込んでいることとなる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます



（資料）Bloomberg

長期金利：緩やかな上昇を予想

最後に、これまでの市場の動きを確認してみると、債券市場では8月半ばにかけて、市場期待ほどはハト派的ではなかったFOMC議事要旨や、大規模な国債入札を受けて金利は上昇し、10年債利回りは0.7%を上回る場面も見られた。9月に入ると失業率の低下を受けて金利が上昇する場面も見られたが、概ね0.6%～0.7%での推移となった。10月は追加財政政策への思惑もありやや利回りが上昇する場面も見られたが、概ね0.6～0.7%での推移となった。

先行きについて考えてみると、当面完全な形での経済活動再開は難しいと思われるが、大統領選を経て議会のねじれ状態も解消されれば、財政支出拡大による国債発行増の可能性が高まるのではないだろうか。以上から、利回りは緩やかな上昇を見込む。

（資料）Bloombergより農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

株式市場：ボラティリティの高まりを予想

また、株式市場では、8 月に入ると想定されたほどは悪くない企業決算を背景に、アップルの時価総額が米国企業で初めて 2 兆ドルを突破（19 日）するなど大手 IT 銘柄がけん引する形でダウ平均は上昇した。一方で、9 月は大手 IT 銘柄を中心に調整局面を迎え、一旦 26,500 ドル付近まで下落した。10 月は再び緩やかに上昇しているが、追加財政政策が決まらないなかで上値の重い展開となっている。

先行きについては、21 年は業績の改善が見込まれている一方で、20 年末までの業績見通しは弱く、足元のバリュエーションの高止まりは否めない。バイデン民主党候補の大統領選勝利が株価に織り込まれている可能性も指摘されているものの、目先は大統領選の結果とその後に実施される追加財政政策の内容次第といえるだろう。また、選挙結果が早期に決まらない恐れもあり、株式市場ではボラティリティが高まる場面が生じると思われる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表7 連銀関係者の発言など

区分	人物	鷹/鳩	日付	発言、投票
FOMCメンバー 投票権あり	パウエル議長	−1	10/6 10/19	財政政策が弱いと景気回復も緩慢に デジタル通貨発行の決定を下していないが、研究は継続
	ウィリアムズ総裁（ニューヨーク）	−1	10/7 10/16	一部産業のほか芸術活動の苦境は続くと予想 経済の先行きは感染拡大や人々の感染防止行動、ワクチン次第
	クラリダ副議長	−1	10/14 10/19	コロナ以前への回復には長い時間が必要な点を強調 コロナ以前への回復には時間がかかり、財政金融政策が必要
	ブレイナード理事	−1		民主党政権の財務長官候補？
	ボウマン理事	？		
	クオールズ副議長	？	10/14 10/15	国債市場の拡大により、ストレス時に民間が対応できない可能性 短期金融市場にも強い規制が必要かもしれない
	ハーカー総裁（フィラデルフィア）	1	10/2	完全雇用到達前に、インフレを懸念した予防的な利上げはしない
	カプラン総裁（ダラス）	0	10/8	FEDは金融緩和をしたが、所得補償は財政政策の担当
	カシュカリ総裁（ミネアポリス）	−2	10/11 10/15	多数の小企業が破産、回復は非常に緩慢 規制に反対する銀行を批判
	メスター総裁（クリーブランド）	0〜1	10/5	長期債の購入を検討することに好意的
FOMCメンバー 投票権なし	エバンス総裁（シカゴ）	0	10/9 10/20	ゼロ金利政策、資産買い入れ、財政政策を必要に応じて行うべき 21年の経済回復見通しについてやや楽観的
	バーキン総裁（リッチモンド）	0〜−1	10/9 10/14	財政政策をさらにやれば、さらに効果がある 新規感染者数の増加で不確実性が増し、雇用と投資に懸念
	ボスティック総裁（アトランタ）	0〜1	10/18 10/19	セクターによって回復はまちまち 恒久的な失業の増加が景気回復の足枷になりうる
	デイリー総裁（サンフランシスコ）	−1	10/15	金融政策は最適な状態。財政政策を期待
非FOMCメン バー 投票権なし	ジョージ総裁（カンザスシティー）	1	10/8	FEDは債券購入で透明性を確保すべき
	ブラード総裁（セントルイス）	−2	10/16	コロナウイルスへの対処ができれば労働市場は急回復する
	ローゼングレン総裁（ボストン）	2	10/8	財政政策が必要

（資料）各種報道 （注）鷹/鳩の評価は農中総研による。+はタカ派、−はハト派の意。
21年は、メスター、ハーカー、カプラン、カシュカリ総裁に代わり、エバンス、バーキン、ボスティック、デイリー総裁に

9月は平均インフレ目標の是非や、利上げのタイミングと判断材料などをめぐり、FOMC参加者の意見の相違があったものの、10 月は財政政策の必要性や悲観的な景気見通しで概ね意見の一致が見られた。追加財政政策が実施された後は、景気判断に関する意見が増えると思われる。

（20.10.21 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます