

# Weekly エコノミスト・ レター

## 米国経済の見通し

—ソーシャルディスタンスの解消や追加経済対策により、21年の成長率は堅調な伸びを予想

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

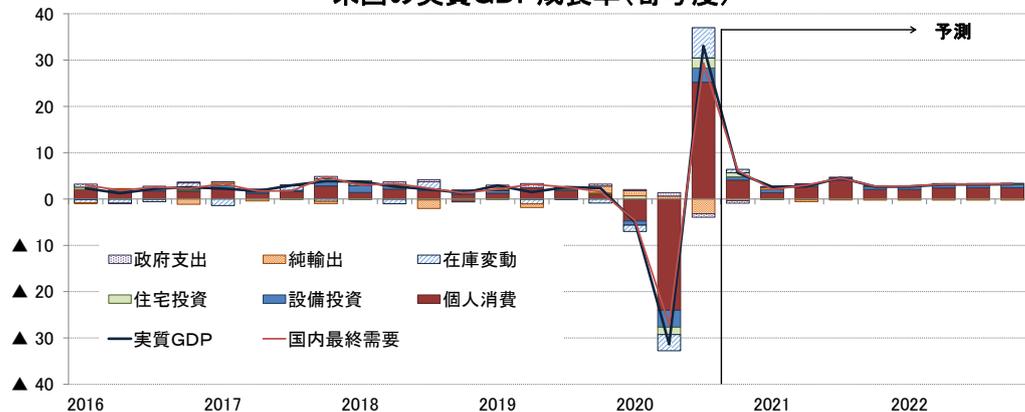
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の7-9月期の実質GDP成長率（前期比年率）は前期に大幅な落ち込みとなった反動もあって+33.1%と記録が残る1947年以来最大の伸びとなった。個人消費、設備投資、住宅投資など軒並み大幅な伸びを示した。
2. 足元では新型コロナの感染再拡大や一部地域での経済活動再制限など、米経済への影響が懸念される一方、新型ワクチンの開発や追加経済対策の実現可能性が高まっていることは米経済には好材料となっており、期待感から株価は史上最高値を更新している。
3. 経済見通しは、新型コロナの感染動向や感染・経済対策の動向に大きく左右されるため非常に不透明である。当研究所は新型コロナワクチンの開発に伴い、ソーシャルディスタンスが緩やかに解消されることや追加経済対策の実施を前提に、成長率は20年に▲3.4%となった後、21年には+4.1%に加速すると予想する。今回追加した22年も新型コロナで落ち込んだ経済の正常化の流れが継続し、+3.1%の成長率を予想する。
4. 金融政策は、予測期間（20~22年）において、現在実施している実質ゼロ金利政策、量的緩和策、資金供給ファシリティ策を継続すると予想する。
5. 上記見通しに対するリスクは新型コロナに加えて、米国内政治の混乱が挙げられる。米国内政治では来年からの新議会で、上下院で多数政党の異なるねじれ議会となり、与野党の対立から政治が機能不全となる場合には、経済対策などが実行できずに米経済にネガティブとなる一方、安定政権となる場合には拡張的な財政政策の実現で米経済にプラスとなる。

(図表1)

(前期比年率、%)

### 米国の実質GDP成長率(寄与度)



(注) 季節調整済系列の前期比年率

(資料) BEAよりニッセイ基礎研究所作成

(四半期)

# 1. 経済概況・見通し

## (経済概況) 7-9月期の成長率は前期の反動で47年の統計開始以来最大の伸び

米国の7-9月期の実質GDP成長率(以下、成長率)は、改定値が前期比年率+33.1%(前期:▲31.4%)と経済活動の制限など新型コロナの影響で大幅な落ち込みとなった前期の反動に加え、経済活動が段階的に再開されたことや、春先に実施された大型の経済対策の効果もあって、記録が残る1947年以来最大の伸びとなった(図表1、図表6)。

需要項目別では、大型経済対策の政策効果が剥落したことから政府支出は前期比年率▲4.9%(前期:+2.5%)と減少に転じたほか、国内消費の回復に伴う輸入の増加から外需の成長率寄与度も▲3.2%ポイント(前期:+0.6%ポイント)と成長率を押し下げた。

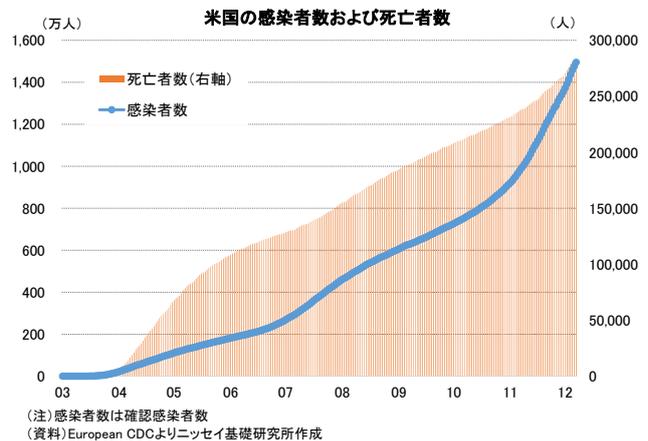
しかしながら、在庫投資の成長率寄与度が+6.6%ポイント(前期:▲3.5ポイント)となったほか、個人消費が前期比年率+40.6%(前期:▲33.2%)、民間設備投資が+21.8%(前期:▲27.2%)、住宅投資が+62.3%(前期:▲35.6%)と軒並み大幅な伸びとなって全体を押し上げた。

一方、米国内での新型コロナ感染は足元で再拡大がみられている。米国内の新型コロナの死者数は12月7日時点で28万人超となっているほか、感染者数は1,500万人弱といずれも世界最多となっている(図表2)。さらに、1日の新規感染者数(7日移動平均)は20.1万人と新型コロナ流行以来最高となった。このような感染拡大を受けて、本稿執筆時点(12月9日)ではワシントン州やオレゴン州などの西海岸や、ミシガン州やミネソタ州などの中西部など8州でレストランの室内での飲食が禁止されるなどの事業制限が付されているほか、カリフォルニア州とオハイオ州では自宅待機や夜間外出禁止令が発出されており、経済活動の再制限が経済に与える影響が懸念される。

もっとも、足元では新型コロナワクチンの開発が進んでおり、ファイザーやモデルナが開発したワクチンは早ければ12月中旬から接種が開始される見通しとなっている。また、アザー米厚生長官は希望者全員が来年4-6月期までにワクチンの接種を受けられるとの見通しを明らかにしており、ワクチン接種により新型コロナの重症化リスクの後退や集団免疫の獲得が実現すれば経済活動の制限やソーシャルディスタンスが解消に向かうことが期待できる。

また、与野党の意見対立によって成立の目途が立っていなかった追加経済対策について、超党派による9,000億ドル規模の提案について下院民主党のペロシ議長と上院共和党のマコネル院内差総務が好意的な反応を示していることから、年内に成立する可能性が高くなっており、景気の下支えがされる状況となっている。

(図表2)



これらの結果、米経済の先行きに対する期待感から米株式市場は好調だ。株式市場の代表的な株価指数であるS & P 500 指数は、新型コロナの感染拡大に伴う企業業績への懸念などから3月下旬に2,237.7 まで下落した後は上昇に転じ、足元(12月8日時点)は3,702.25 と史上最高値まで上昇しており、3月下旬からの上昇率は6割超となった(図表3)。

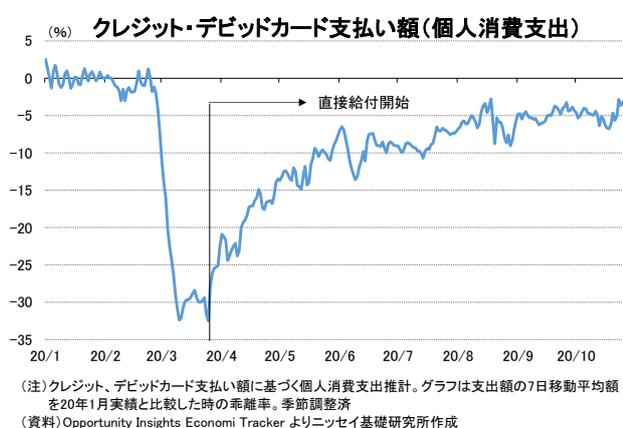
一方、米国では11月下旬の感謝祭を終えて年末商戦が本格化している。クレジット・デビットカードの支払い額は、4月中旬に成人1人当たり1,200ドル、子供1人当たり500ドルの直接給付が支給された後、急激に持ち直したものの、10月以降に回復がもたついていた(図表4)。しかしながら、11月中旬以降は再び回復する動きが強まっている。

また、全米小売業協会(NRF)による今年の年末商戦の売上高予想は前年比+3.6%~+5.2%と前年の同+4.0%や過去5年平均の同+3.5%と比較して堅調な伸びが見込まれている(図表5)。これは、新型コロナの感染拡大で実店舗での客足減少が見込まれるものの、オンライン販売が前年比+20%~+30%の大幅な伸びとなって全体を押し上げるとみているようだ。

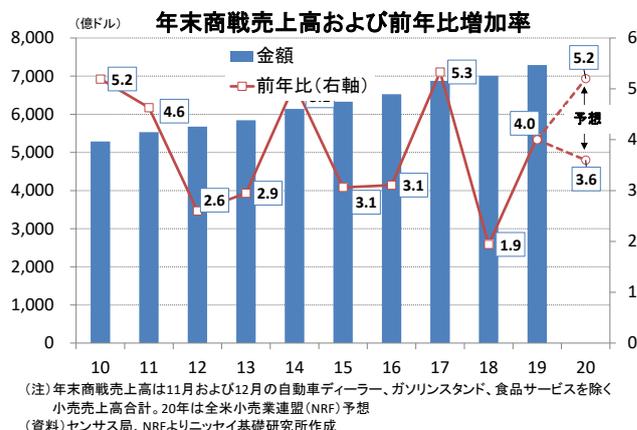
(図表3)



(図表4)



(図表5)



### (経済見通し) 成長率は20年が前年比▲3.4%、21年は+4.1%、22年は+3.1%を予想

米国経済見通しは、引き続き新型コロナの感染動向や感染・経済対策の動向に大きく左右されるため非常に不透明である。今回の経済見通し策定に当たって、新型コロナは寒くなる季節を迎えて当面は高水準の感染拡大が続くものの、来年半ばにかけてワクチン接種が加速、年後半以降は新型コロナの重症化リスクの後退でソーシャルディスタンスが解消され、これまで落ち込んでいた外食・宿泊、旅行などのサービス消費の回復が本格化することを前提とした。

また、経済対策については、年内に9,000億ドル規模の追加対策が実施された後、来年以降はねじれ議会により大規模な追加経済対策は実現しないことを前提とした。

これらの前提の下、当研究所は今後も米景気回復が持続し、実質GDP成長率は10-12月期が前期比年率+5.6%と前期の+3.1%からは大幅に伸びが鈍化するものの、引き続き堅調な伸びが継続し、20年の通年では前年比▲3.4%を予想する。また、21年はソーシャルディスタンスの解

消に伴い、新型コロナで大きく落ち込んだ経済の正常化が加速し、前年比+4.1%と堅調な伸びを予想する。この結果、実質GDPは21年7-9月期に新型コロナ流行前（19年10-12月期）の水準を回復すると見込まれる。さらに、22年も正常化の流れが継続し、前年比+3.1%と底堅い伸びとなる。

一方、金融政策は12月15日～16日に予定されている次回のFOMC会合で量的緩和政策に関するガイダンスの強化が予想されるものの、追加緩和余地は乏しく、予測期間（20年～22年）において、現在実施している異例の緩和政策である実質ゼロ金利政策、量的緩和政策、資金ファシリティー策を継続すると予想する。

長期金利は、米国債の発行増加に伴い供給が増加することもあって、今後の上昇が見込まれるものの、当面は大規模な財政拡張策が実現する可能性は低下しているほか、実質ゼロ金利政策や量的緩和政策の継続により、上昇幅は緩やかとなろう。当研究所は長期金利が21年末に1.1%、22年末に1.2%と予想する。

(図表6)

### 米国経済の見通し

		2019年	2020年	2021年	2022年	2020年				2021年				2022年			
		(実)	(予)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前期比年率、%	2.2	▲3.4	4.1	3.1	▲5.0	▲31.4	33.1	5.6	2.6	2.8	4.6	2.7	2.7	3.1	3.1	3.2
個人消費	前期比年率、%	2.4	▲3.7	5.0	3.6	▲6.9	▲33.2	40.6	6.0	2.0	4.0	6.0	3.0	3.0	3.5	3.5	3.5
設備投資	前期比年率、%	2.9	▲4.6	3.8	4.0	▲6.7	▲27.2	21.8	5.0	5.0	3.0	3.0	4.0	4.0	4.5	4.5	5.0
住宅投資	前期比年率、%	▲1.7	5.6	6.5	1.9	19.0	▲35.6	62.3	28.5	▲3.0	▲5.0	1.0	2.0	2.5	3.0	3.0	3.0
政府支出	前期比年率、%	2.3	1.0	▲0.4	1.0	1.3	2.5	▲4.9	▲3.0	1.2	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
在庫投資	寄与度	▲0.0	▲0.7	0.6	0.0	▲1.3	▲3.5	6.6	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	▲0.2	0.1	▲0.7	▲0.2	1.1	0.6	▲3.2	▲0.4	0.4	▲0.4	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2
消費者物価(CPI-U)	前期比年率、%	1.8	1.2	1.9	2.0	1.2	▲3.5	5.2	2.2	1.8	1.7	1.8	1.8	2.0	2.0	2.4	2.2
失業率	平均、%	3.7	8.0	5.6	4.7	3.8	13.0	8.8	6.5	6.2	5.8	5.4	5.0	4.8	4.7	4.6	4.5
FFレート誘導目標	期末、上限、%	1.75	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
10年国債金利	平均、%	2.1	0.9	1.1	1.2	1.4	0.7	0.6	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.12	1.14	1.19	1.19	1.10	1.10	1.17	1.19	1.20	1.19	1.19	1.19	1.19	1.18	1.18	1.18
米ドル(対円)	平均、円/ドル	109	107	105	106	109	108	106	105	104	105	106	106	107	107	108	108
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	57	39	47	50	46	28	41	42	44	46	46	48	49	49	50	50

(資料)BEA、BLS、ブルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

上記見通しに対するリスクは、新型コロナの感染拡大と米国内政治の混乱である。足元ではワクチン開発が期待されているものの、有効性が否定されることや、新型コロナの強毒化などにより、重傷者数の増加が続けば、ソーシャルディスタンスの動きが長期化するため、サービス消費や対面ビジネスの回復は先送りとなろう。

一方、米国内政治では1月5日にジョージア州で行われる上院2議席の決戦投票の結果が注目される。足元の選挙情勢からは民主党が2議席獲得するのは難しいとみられており、上院で共和党が過半数を維持し、来年からの新議会では上下院で多数政党の異なるねじれ議会となる可能性が高くなっている。この結果、与野党の対立から政治の機能不全に陥り、追加経済対策やバイデン次期大統領が目指す拡張的な財政政策の実現が困難になる場合には米経済にはネガティブとなろう。一方、民主党が上院で過半数を奪取する場合には、円滑な政策の実現により米経済にはポジティブとなろう。

## 2. 実体経済の動向

### (労働市場、個人消費) 労働市場の回復ペースは鈍化、可処分所得は政策効果の剥落で減少

雇用者数は3月から4月にかけて大幅に減少した後、5月以降は増加基調が持続している(図表7)。もっとも、4月までの2ヵ月間で雇用者数が2,216万人減少したのに対して、11月までの7ヵ月間の雇用増加数の累計は1,232万人に留まり、依然として983万人が喪失された状況となっている。また、雇用増加ペースの鈍化が続いており、

11月の雇用増加ペースが続く場合には雇用者数が新型コロナ流行前(20年2月)の水準に戻すのに40ヵ月と3年超の期間を要するなど回復ペースは非常に緩慢である。

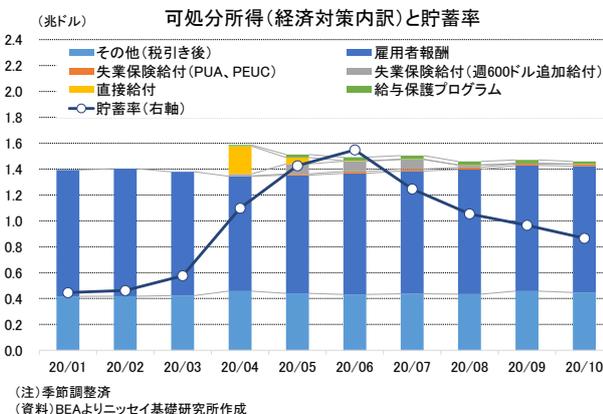
また、失業率も11月は6.7%と4月の14.7%からは大幅な低下となっているものの、11月は前月から▲0.2ポイントの低下に留まるなど、回復ペースは鈍化しており、労働市場の自律回復力は弱い。

一方、可処分所得は4月以降に直接給付や失業保険の追加給付などによって押し上げられていたが、直接給付の支給終了や追加給付の期限切れなど政策効果の剥落に伴い頭打ちとなっている(図表8)。もっとも、貯蓄率は20年6月の25.8%から低下したものの、10月は依然として14.4%と新型コロナ流行前(20年2月)の7.7%を大幅に上回っており、消費余力を残していると言える。

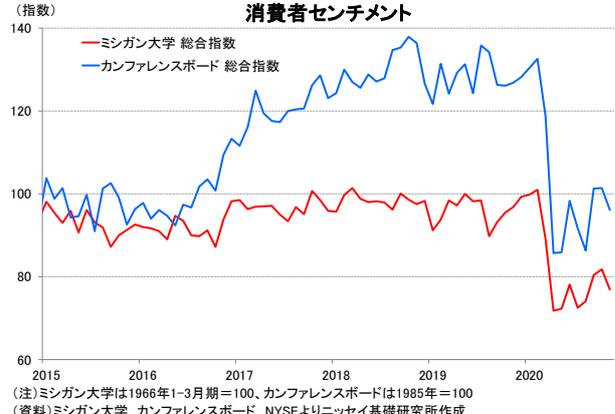
消費者センチメントは代表的な指標であるコンファレンスボード、ミシガン大学指数ともに4月にかけて急落した後、5月に一旦底入れしたものの、新型コロナ流行前(20年2月)の水準を大幅に下回っているほか、両指数ともに足元では小幅ながら消費マインドの悪化がみられる(図表9)。もっとも、後述するように現在審議されている追加経済対策には失業保険の追加給付が盛り込まれ、可処分所得の増加が期待できるほか、ソーシャルディスタンスが解消に転じる場合には消費者センチメントは回復に転じ、個人消費の伸びはサービス消費を中心に一段の改善が見込まれる。



(図表8)



(図表9)



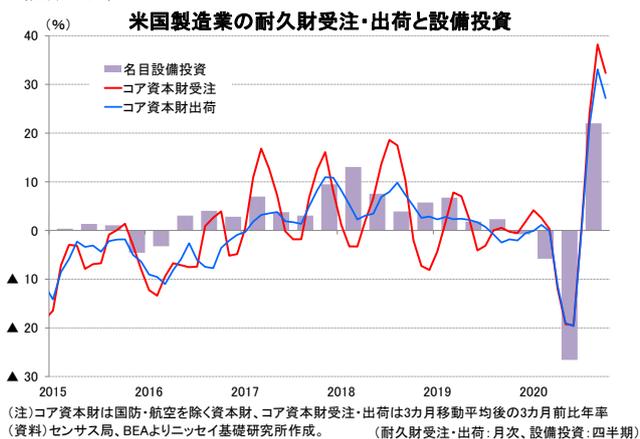
## （設備投資）設備投資の回復基調は持続

GDPにおける設備投資は20年7-9月期に大幅な伸びを示したが、設備投資の先行指標であるコア資本財受注（3ヵ月移動平均、3ヵ月前比）は10月も+32.3%と好調を維持しており、10-12月期も回復基調が持続する可能性高い（図表10）。

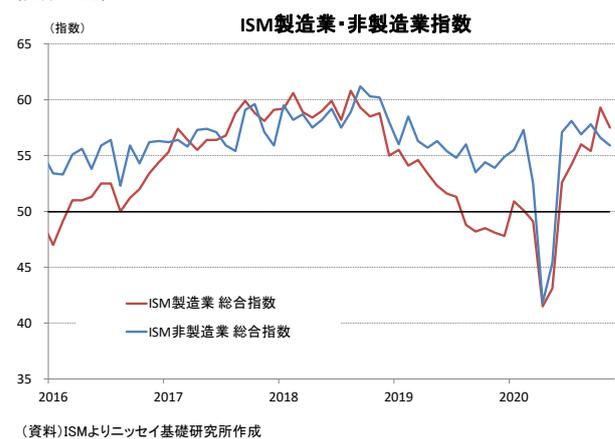
一方、企業景況感は製造業と非製造業で状況が異なっている。ISM製造業景況指数は新型コロナの影響で4月に41.5と好不況の境となる50を大幅に下回ったものの、6月以降は50を上回り、10月は59.3と18年9月（59.3）以来の水準をつけたほか、11月も57.5と新型コロナ流行前の20年2月（50.1）を大幅に上回るなど回復が顕著となっている（図表11）。これに対して、ISM非製造業指数では4月に41.8をつけた後、7月に58.1と20年2月（57.3）を上回ったものの、その後は低下に転じ11月は55.9と新型コロナ流行前の水準を下回り回復は鈍い。これは、ソーシャルディスタンスに伴いレストランでの飲食や旅行などのサービス消費の回復が遅れていることが考えられる。

堅調な製造業景況感に加え、来年以降はソーシャルディスタンスの解消に伴いサービス消費が回復することで非製造業景況感も回復基調が鮮明になると予想されることから、21年以降も設備投資の回復基調は持続しよう。

（図表10）



（図表11）



## （住宅投資）好調な住宅市場は21年に息切れする見込み

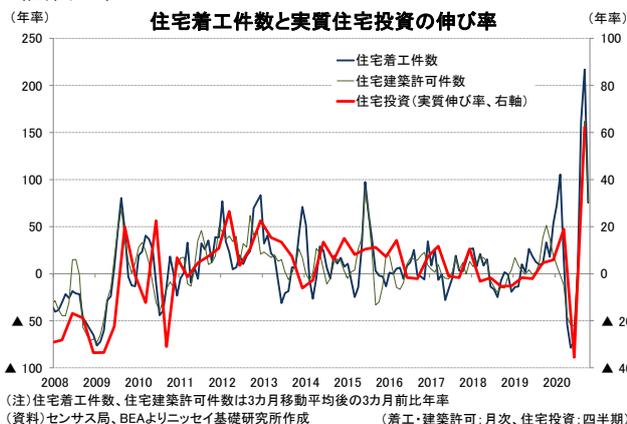
GDPにおける住宅投資は、新型コロナの影響で20年4-6月期に前期比年率▲35.6%の大幅な落ち込みとなったものの、7-9月期は6割超の大幅な伸びとなったため、住宅投資は既に新型コロナ流行前（19年10-12月期）の水準を上回って回復した。

また、住宅着工（3ヵ月移動平均、3ヵ月前比）は10月が年率+75.5%となったほか、先行指数である許可件数（同）も+77.1と非常に高い伸びとなっており、住宅投資は10-12月期も引き続き高成長が持続する可能性が高い（図表12）。

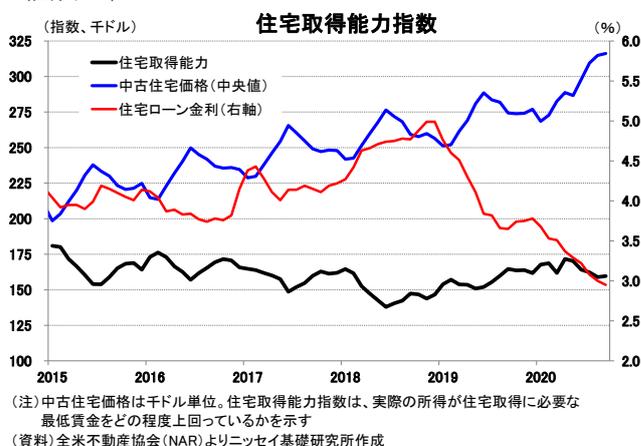
住宅市場が急回復している要因としては、春先に落ち込んだ反動に加え、住宅ローン金利が史上最低水準に低下していることが挙げられる。もっとも、好調な住宅市場を背景に住宅価格が上昇しており、中古住宅を取得する際の住宅ローン返済額と所得を比べた住宅取得能力指数は20年9月が159.6と前回ボトム（18年6月）の137.9を上回っているものの、20年4月の171.7から低下しており、所得対比でみた中古住宅の取得能力は低下している（図表13）。これは、住宅ローン金利低下の恩恵より住宅価格上昇によって返済額が増加したことによるものだ。

今後、住宅ローン金利は緩やかに上昇に転じる可能性が高い中、住宅取得能力の一層の低下が見込まれるほか、販売住宅在庫の不足もあり、21年以降も足元の好調な住宅市場が持続する可能性は低い。このため、21年前半は一時的に住宅投資の伸びがマイナスに転じる局面を予想する。

(図表 12)



(図表 13)



### (政府支出、債務残高) ねじれ議会でバイデン次期大統領が目指す政策の実現は困難

20年10月からスタートした21年度予算は、12月11日を期限とする暫定予算で凌ぐ状況が続いており、与野党は早急に新たな歳出法案で合意する必要がある。マコネル院内総務は、予算審議と並行して追加経済対策を成立させたい意向を示しているが、暫定予算の期限切れまで十分な審議時間が残されていないため、期間1週間程度の暫定予算の準備も進めている。

一方、12月1日に超党派で提案された予算規模9,080億ドルの追加経済対策案には、8月8日で期限切れとなった給与保護プログラム(PPP)を復活させるほか、7月末で期限切れとなった失業保険の追加給付について春先の経済対策で実施した週当たり600ドルから300ドルに減額する形で復活させること、州・地方政府に対する支援などが盛り込まれた(図表14)。もっとも、今回の経済対策案には家計に対する直接給付の第2段は盛り込まれなかった。

なお、追加経済対策案の予算規模は9,080億ドルとなっているものの、このうち、春先に決定した経済対策のうち、PPPなどの未実行予算など5,600億ドル分を活用するとしており、財源として新たに予算手当する金額は3,480億ドルに留まる。

年内の審議日数は少なくなってきたものの、ペロシ議長とマコネル院内総務が超党派の追加経済対策に好意的な反応を示していることから、年内に追加経済対策案で合意する可能性が高い。

一方、来年以降の財政運営も最優先課題は新型コロナ対応と追加経済対策とみられる。バイデン次期大統領は選挙期間中に直接給付の第2段を含む総額3兆ドル規模となる追加経済対策の実現を表明しており、議会に対して引き続き追加の経済対策を求めよう。

(図表 14)

#### 超党派提案による追加経済対策の概要

主要項目	金額(億ドル)
給与保護プログラム(PPP)などの中小企業支援	2,880
失業保険の追加給付(週300ドル)等	1,800
州・地方政府に対する支援	1,600
学校などへの支援	820
交通機関(航空会社等)への支援	450
医療機関救済基金	350
ワクチンの開発・配布等の支援	160
その他	1,020
<b>合計(1)</b>	<b>9,080</b>
既存の予算授權額の削減(2)	▲ 5,600
<b>(1)+(2)</b>	<b>3,480</b>

(資料) ジョー・マンテン上院議員のHPよりニッセイ基礎研究所作成

また、バイデン次期大統領は選挙期間中に政策公約として“Build Back Better”（より良い復興）をスローガンに主要な政策アジェンダを公表している。主要な政策は、企業や富裕層向けの増税、社会保障の充実、環境・インフラ投資などだ（図表 15）。

（図表 15）

**主要政策アジェンダ**

バイデン前副大統領
保育、就学前教育、初等・中等教育、高等教育へのアクセスと経済的負担能力の拡大
医療費と高齢者医療費の増加
インフラ、研究、グリーンテクノロジーへの投資
社会保障や生活保護の拡充
企業、投資家、富裕層に対する増税
処方薬価の引き下げ
アフガニスタンスや中東への関与を終了

（資料）選挙キャンペーンHPよりニッセイ基礎研究所作成

このうち、増税策では所得 40 万ドル以上の個人に

対して税率をトランプ大統領が実施した減税前の水準に戻すほか、企業に対しては法人税率を 21% から 28%へ引き上げることなどが柱になっている。米シンクタンクの「責任ある財政委員会」（CRFB）はバイデン次期大統領の政策公約に基づき今後 10 年間の財政コストを試算した。同試算によれば、増税により歳入が 4.3 兆ドル増加する一方、社会保障の充実に 1.2 兆ドル弱、環境インフラ投資などに 4.5 兆ドル弱支出することで、歳出全体で 9.6 兆ドルが見込まれている。この結果、利払い費も含めた財政赤字は 5.6 兆ドルとみられており、バイデン次期大統領は拡張的な財政政策を指向していることが分かる。

もっとも、ねじれ議会になる場合にはバイデン次期大統領が目指す大規模な追加経済対策や拡張的な財政政策は財政赤字の拡大に懸念を強める上院共和党の反対により実現する可能性は低い。このため、バイデン次期大統領は財政政策の軌道修正を迫られよう。

**（貿易） 堅調な輸入拡大を背景に成長率のマイナス寄与は継続**

実質GDPにおける外需の成長率寄与度は 20 年 7-9 月期に 3 期ぶりのマイナス寄与となったが、輸出入の内訳をみると輸出が前期比年率+60.5%（前期：▲64.4%）となった一方、輸入が+93.1%（前期：▲54.1%）と輸入の伸びが輸出の伸びを大幅に上回ったことが大きい。

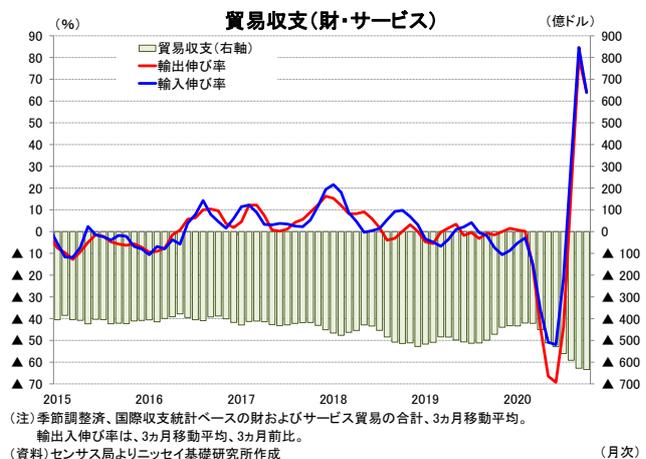
また、財・サービスの内訳では財輸出が+104.6%、財輸入が+110.0%となる一方、サービス輸出が+0.8%、サービス輸入が+25.9%と財に比べてサービスの伸びが緩やかに留まっている。とくに、サービス輸出のうち旅行は▲49.0%と依然として大幅なマイナスが持続している。

先日発表された 10 月の貿易収支（3 ヶ月移動平均）は季節調整済で▲634 億ドル（前月：▲628 億ドル）の赤字となり、前月から赤字幅が 6 億ドル拡大した（図表 16）。これは、輸出が 40 億ドル増加した一方、輸入の増加幅が 46 億ドルと輸出を上回ったためだ。このため、10 月以降も引き続き外需の成長率寄与度はマイナスとなっているとみられる。

また、米国経済が新型コロナワクチンの効果などもあって順調に回復する一方、相対的に海外経済の立ち直りが緩やかに留まると見込まれることから、来年以降も外需の成長率寄与度はマイナスの状況が継続するとみられる。

一方、来年以降の外需はバイデン次期大統領の通商政策の影響を受ける。バイデン氏は通商交渉手段として関税を用いないことを明言しており、トランプ大統領が大統領権限で賦課した関税につ

（図表 16）



（注）季節調整済、国際収支統計ベースの財およびサービス貿易の合計、3ヵ月移動平均。  
輸出伸び率は、3ヵ月移動平均、3ヵ月前比。  
（資料）センサス局よりニッセイ基礎研究所作成

（月次）

いては解消される方向に舵を切るとみられる。もっとも、対中政策ではトランプ大統領と同様強硬姿勢を維持するとみられるほか、最近の発言では当面对中関税を維持することを示唆しており、短期的に対中関税が撤廃される可能性は低い。

また、米国が将来的にCPTPPに復帰する可能性はあるものの、お膝元の民主党議員や世論の反発が予想されるため、短期的な復帰は困難だろう。

### 3. 物価・金融政策・長期金利の動向

#### (物価) 消費者物価(前年比)の上昇は緩やか

消費者物価の総合指数(前年同月比)は、新型コロナの影響で20年5月に+0.1%まで低下した後、9月は+1.4%と4ヵ月連続で上昇したが、10月は+1.2%と回復が足踏みとなった(図表17)。10月の中身をみると、食料品価格が+3.9%と前月から横ばいとなった一方、エネルギー価格は▲9.2%と前月の▲7.7%からマイナス幅が拡大して物価を押し下げた。

一方、物価の基調を示す食料品とエネルギー価格を除くコア指数は10月が+1.6%と、こちらも前月の+1.7%から低下した。また、新型コロナ流行前の20年2月(+2.4%)を大幅に下回っており、物価上昇圧力は限定的である。

労働市場の回復基調が持続しているため、コア指数は上昇が見込まれるものの、労働市場の回復ペースは緩やかに留まっていることから、コア指数が新型コロナ流行前の水準に回復するのは数年先となるだろう。

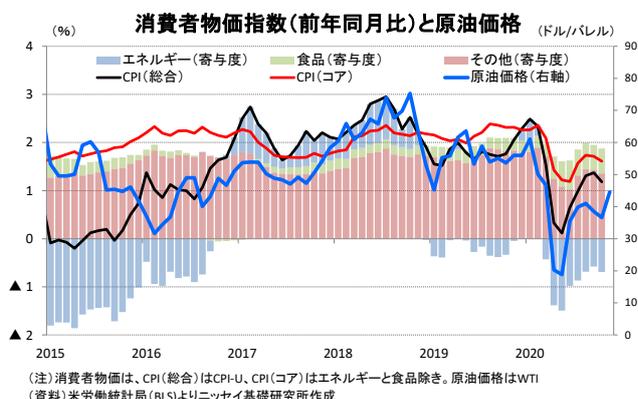
当研究所はコア指数が緩やかに上昇するほか、原油価格が足元の40ドル台半ばから21年末に48ドル、22年末に50ドルと緩やかに上昇し、前年同月比で物価を押し上げると予想している。このため、消費者物価の総合指数は20年に前年比+1.2%となった後、21年、22年ともに同+1.9%に上昇すると予想する。

#### (金融政策) 現行の金融緩和政策を継続

F R Bは、新型コロナによる米国経済、資本市場への影響を軽減すべく、20年3月以降、実質ゼロ金利政策、量的緩和政策、資金供給ファシリティーの創設など、実行可能な政策を総動員して危機対応を行っている。次回(12月15日~16日)のF O M C会合では量的緩和政策に関するガイダンスが強化される可能性はあるものの、金融政策における追加緩和余地は乏しくなっている。

一方、F R Bは政策金利引き上げの条件として、インフレ率が持続的に物価目標の2%を下回っている場合には、暫くの間2%超の水準を許容する方針を示している。足元ではF R Bが物価指標としているP C E価格指数が前年同月比+1.2%と物価目標を大幅に下回っているほか、F O M C参加者の9月時点の物価見通しでは23年末に漸く目標水準に到達することが示されている(図表18)。このため、実質ゼロ金利政策が解除される時期は早くても24年以降となる見通しである。

(図表17)



また、金融危機後の金融政策の正常化プロセスでは、15年12月の政策金利の引き上げに先立ち、13年12月から量的緩和の買い入れペースの縮小を開始し、14年10月に量的緩和政策を終了している。このため、前回FRBは量的緩和政策を終了して1年程度経過してから政策金利を引き上げていたことが分かる。このため、今般の量的緩和政策の終了時期は、政策金利の引き上げ時期が24年以降となることを踏まえると、予測期間の22年内は量的緩和政策を継続している可能性が高い。

一方、金融市場の流動性支援策として創設した資金供給ファシリティについては、足元で金融市場が安定しているため活用が低位に留まっている。同ファシリティでは連邦準備法13条3項に基づき、FRBが特別目的事業体(SPV)を設立し、社債や地方債などを買い入れるが、買い入れで発生する損失は財務省の為替安定化基金から拠出された担保金で賄われる仕組みとなっている。また、同ファシリティは12月末が期限の時限措置として設定されており、財務省のムニューシン長官は給与保護プログラムの流動性支援策(PPPLF)を除いて期限延長を行わず、未使用の基金については財務省に返還することを要求している。

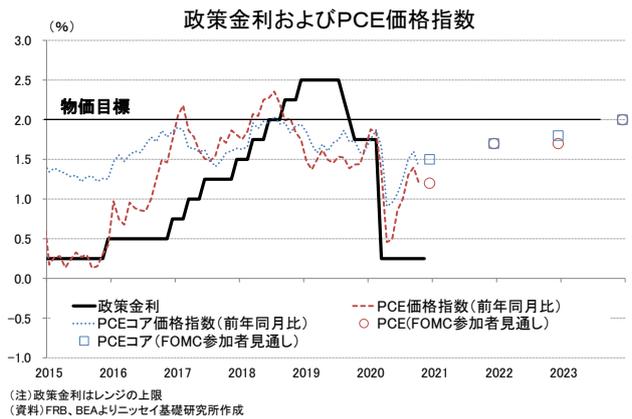
もっとも、FRBは将来の金融市場の流動性低下に備えて同ファシリティの期限延長を求めているほか、バイデン次期大統領に財務長官として指名されているイエレン前FRB議長は期限延長に合意するとみられるため、これらの期限は延長されるとみられる。しかしながら、前述の超党派による追加経済対策の財源には、FRBからの未使用の為替安定化基金の返還分も含まれていることから、追加経済対策が実現した場合にはFRBは同ファシリティのための新たな財源の確保が求められる。

### (長期金利) 21年末1.1%、22年末1.2%を予想

長期金利(10年国債金利)は、20年4月以降は10月まで概ね0.6~0.7%の狭いレンジでの推移となっていたが、その後は0.9%台にレンジが切り上がっている(図表19)。

当研究所は、米財政赤字の拡大に伴う米国債の供給増加もあって、長期金利は上昇を予想する。もっとも、ねじれ議会により大幅な財政拡張政策が実現する可能性が低下しているほか、実質ゼロ金利政策や量的緩和政策の継続により、長期金利の上昇幅は緩やかに留まり、21年末に1.1%、22年末に1.2%を予想する。

(図表18)



(注) 政策金利はレンジの上限  
(資料) FRB, BEAよりニッセイ基礎研究所作成

(図表19)



(注) 政策金利はフェデラルファンドレート(上限レート)。見通しは4半期平均。

(資料) データストリームよりニッセイ基礎研究所作成

(月次、予測期は四半期)

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。