Weekly

米国経済の見通し

-経済の正常化、追加経済対策の効果で 21 年 は37年ぶりの高成長へ

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 10-12 月期の実質GDP成長率(前期比年率)は+4.1%と前期(+33.4%)から 大幅に低下。設備投資や住宅投資が2桁の伸びを維持した一方、個人消費の伸びが+2.4% と前期(+41.0%)から大幅に鈍化。もっとも、新型コロナ感染者数の増加ペースが鈍化 しているほか、昨年末に決まった追加経済対策の効果で可処分所得が押上げられており、 個人消費は足元で回復の兆し。
- 2. 今後はワクチン接種の浸透により、年後半以降はソーシャルディスタンシングの解消に 伴う経済正常化の動きが加速する見込み。さらに、3月に成立が見込まれる1.9兆ドル (名目GDP比9%) 規模の経済対策が21年の成長率を大幅に押し上げよう。
- 3. 経済見通しは引き続き新型コロナの感染動向や経済対策の動向にされるため、非常に不 透明である。当研究所は経済正常化や追加経済対策の効果により、成長率は21年に前年 比+5.7%と84年(+7.2%)以来の高成長を予想。22年も+3.8%と堅調な伸びとなろう。
- 4. 金融政策は量的緩和の買い入れペースの縮小開始が22年前半、政策金利の引き上げ開始 は24年前半を予想。今年や来年の政策金利の引き上げは見込まず。
- 5. 上記見通しに対するリスクは新型コロナとインフレ高進、米国内政治が挙げられる。変 異ウイルスの影響でソーシャルディスタンシングの解消が遅れる場合や、FRBに対す る信認低下などからインフレが持続的に加速し早期の利上げに追い込まれれば、経済の 下振れ要因となる。一方、大型インフラ投資など拡張的な財政政策が追加で決定される 場合には経済の上振れ要因となろう。



1. 経済概況・見通し

(経済概況) 10 - 12 月期の成長率は個人消費の鈍化などもあり、前期から大幅に低下

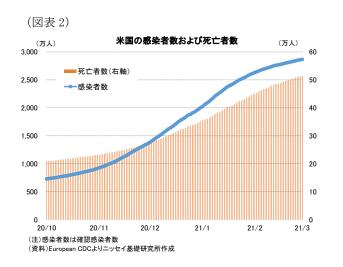
米国の10-12月期の実質GDP成長率(以下、成長率)は、改定値が前期比年率+4.1%(前期: +33.4%)と前期に大幅な伸びとなった反動もあり、大幅に低下した(図表1、図表6)。

需要項目別では、民間設備投資が前期比年率+14.0%(前期:+22.9%)、住宅投資が+35.8%(前期:+63.0%)となり、前期からは鈍化したものの2桁の伸びを維持した一方、個人消費は+2.4%(前期:+41.0%)と前期から大幅に伸びが鈍化した。また、在庫投資の成長率寄与度も+1.1%ポイント(前期:+6.6%ポイント)と前期に続き成長率を押し上げたものの、押上げ幅は縮小した。

さらに、経済対策の政策効果の剥落に伴い政府支出が前期比年率▲1.1%(前期:▲4.8%)となったほか、堅調な輸入の伸びを背景に外需の成長率寄与度も▲1.6%ポイント(前期:▲3.2%ポイント)と、いずれも前期からマイナス幅は縮小したものの、2期連続のマイナスとなった。

一方、21年に入り個人消費には回復の兆しがみられる。米国内における新型コロナの1日の新規感染者数(7日移動平均)は1月上旬の25万人弱から足元は6万人台後半まで低下しており、感染者数の伸びは大幅に鈍化した(図表2)。また、昨年末にはカリフォルニア州など9州で飲食業や小売業など多くの経済活動が制限されたほか、10州で一部の経済活動が制限されていた。しかしながら、新規感染者数の減少に伴い多くの州で経済活動の制限は緩和されており、足元では8州で一部の経済活動が制限されるに留まっている。このため、経済活動制限による消費への影響は軽減されている。

さらに、12月27日に成立した追加経済対策(CRRSA法)には家計向けの直接給付(1人当たり600ドル)や失業保険の追加給付(週当たり300ドル)が盛り込まれており、後述するように21年1月の可処分所得が大幅に増加するなど個人消費には追い風となっている。実際に、21年1月の個人消費は前月比+2.4%と4ヵ月ぶりに増加に転じた。また、2月に入ってもクレジット・デビッドカードの支払い額は新型コロナ流行前(20年1月)を1割程度上回る水準に上昇するなど好調を維持しており、個人消費は足元で顕著な回復がみられている(図表3)。

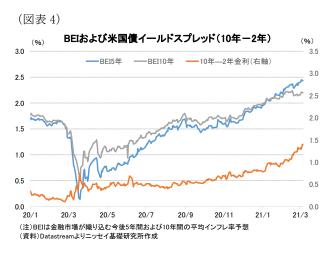




一方、CRRSA法に基づく 9,000 億ドル規模(名目GDP比 4%)の経済対策に加えて、新たに 1.9 兆ドル (同 9%) 規模の追加経済対策の実施が予定されており、景気過熱から米国のインフ

レリスクが意識されている¹。実際に金融市場が織り込む米国の期待インフレ率(ブレークイーブンインフレ率、BEI)は足元で今後10年間の平均インフレ率予想が+2.2%と14年以来、今後5年平均が+2.4%と13年以来の水準となった(図表4)。また、期待インフレ率の上昇を背景に長期債を中心に金利が上昇しており、米国債のイールドスプレッド(10年金利-2年金利)は1.4%ポイントと15年以来の水準まで拡大するなどスティープ化が進んでいる。

さらに、期待インフレ率や長期金利の上昇が株式市場に悪影響を及ぼすとの懸念が強まっている。 実際に代表的な株価指数であるS&P500指数は2月12月に付けた3,934.83ポイントをピークに3月4日には3,800台割れとなるなど頭が重くなっている(図表5)。株式市場は昨年の春先以降、FRBによる潤沢な資金供給に伴い流動性相場で上昇してきたが、インフレリスクが顕在化することでFRBが早期に金融引き締め政策に転換し、流動性相場が終了するとの懸念が株価軟調の背景にあるようだ。今後も長期金利の上昇に伴う株式市場への影響については注視する必要があるだろう。





(経済見通し) 成長率は 21 年が前年比+5.7%、21 年は+3.8%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、新型コロナワクチン接種の進捗に伴い、新型コロナ感染者数の減少、重症化リスクの後退から年後半以降はソーシャルディスタンシン グが解消されるなど経済正常化の動きが加速することを前提にした。

また、経済対策については 1.9 兆ドル規模の大型経済対策が実施された後、景気過熱と財政悪化 懸念から新たな大型の追加経済対策は実施されないことを前提とした。

これらの前提の下、当研究所はソーシャルディスタンシングの解消に伴い新型コロナで大幅に落ち込んだ外食・宿泊、旅行などの対面型サービス消費が本格回復するなどの経済正常化の動きに加え、追加経済対策が景気を押し上げることで、実質GDP成長率は21年に前年比+5.7%と20年の \triangle 3.5%からプラスに転じ、84年(同+7.2%)以来37年ぶりの高成長になると予想する。この結果、実質GDPは21年4-6月期には新型コロナ流行前(19年10-12月期)の水準に回復するとみられる。また、22年も経済正常化の動きが続く中、追加経済対策で積み上がった貯蓄が消費に向かうなど個人消費の好調は続き、成長率は+3.8%と堅調な伸びとなろう。

¹ 詳しくは Weekly エコノミスト・レター(2021 年 2 月 22 日)「注目される米国のインフレリスクー当面はインフレ高進がコンセンサスも、持続的なインフレ加速の可能性で分かれる評価」 https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=67011?site=nli を参照下さい



3

物価は経済正常化の動きに加えて、追加経済対策が需給ギャップをインフレギャップに転換さ せることなどから、インフレの上昇が見込まれる。当研究所は消費者物価の総合指数は21年に前 年比+2.3%と20年の+1.2%から大幅に上昇した後、22年は+2.1%に小幅低下すると予想する。

金融政策はFOMC参加者の成長率やインフレ率の見通しが上方修正される可能性が高い。こ の結果、当研究所は量的緩和の買い入れペースの縮小が22年前半に開始された後、政策金利の引 き上げは24年前半に開始されると予想する。今年は成長加速からインフレ率がFRBの目標水準 を超える局面があるとみられるものの、FRBは暫くの間インフレ率が物価目標を上回ることを 許容する方針を示しており、今年や来年に政策金利の引き上げを実施する可能性は低いとみられ る。

長期金利は景気回復やインフレ率の上昇を背景に上昇基調は持続が続こう。当研究所は長期金 利が21年末に1.7%、22年末に2.0%に上昇すると予想する。一方、長期金利の上昇が急激で金 融市場や実体経済への影響が懸念される場合には、FRBが長期金利の上昇を抑制するための対 策を実施しよう。

(図表 6)

414				**	
717	国紹		\sim	-8	
_		- 75 (,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,	188	

						4-71										
		2020年	2021年	2022年				2021年				2022年				
		(実)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (実)	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、%	▲ 3.5	5.7	3.8	▲ 5.0	▲ 31.4	33.4	4.1	3.4	8.8	7.0	4.6	2.1	2.5	2.8	3.1
個人消費	前期比年率、%	▲ 3.9	6.7	5.0	▲ 6.9	▲ 33.2	41.0	2.4	5.0	10.0	8.0	6.0	4.0	3.5	3.5	3.5
設備投資	前期比年率、%	▲ 4.0	6.3	4.0	▲ 6.7	▲ 27.2	22.9	14.0	8.0	3.0	3.0	4.0	4.0	4.5	4.5	5.0
住宅投資	前期比年率、%	6.0	8.5	▲ 1.8	19.0	▲ 35.6	63.0	35.8	1.0	▲ 5.0	1.0	▲ 2.0	▲ 2.0	▲ 2.0	▲ 2.0	▲ 2.0
政府支出	前期比年率、%	1.1	3.0	0.3	1.3	2.5	▲ 4.8	▲ 1.1	2.5	12.0	7.0	1.0	▲ 5.0	▲ 1.5	0.0	1.5
在庫投資	寄与度	▲ 0.7	0.5	0.0	▲ 1.3	▲ 3.5	6.6	1.1	▲ 0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	▲ 0.0	▲ 1.5	▲ 0.3	1.1	0.6	▲ 3.2	▲ 1.6	▲ 1.0	▲ 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、%	1.2	2.3	2.1	1.0	▲ 3.1	4.7	2.4	2.9	2.0	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.
失業率	平均、%	8.1	5.6	4.2	3.8	13.0	8.8	6.8	6.2	5.8	5.4	5.0	4.5	4.2	4.0	3.9
FFレート誘導目標	期末、上限、%	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、%	0.9	1.6	1.9	1.4	0.7	0.6	0.8	1.4	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.14	1.20	1.20	1.10	1.10	1.17	1.19	1.21	1.20	1.19	1.19	1.18	1.18	1.18	1.18
米ドル(対円)	平均、円/ドル	107	107	108	109	108	106	104	106	107	108	108	109	109	110	110
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	40	62	65	46	28	41	43	59	62	63	64	65	65	65	6

(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、新型コロナとインフレ高進、米国内政治が挙げられる。足元では ワクチン接種が進捗しているものの、変異株に対する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シングの動きが長期化するため、 経済正常化の動きは先送りとなろう。

また、景気過熱に伴いインフレ率が持続的で加速的なインフレ高進となる場合にはFRBによる 金融政策の正常化の動きが早まり、早期に政策金利が引き上げられることでインフレは抑制される ものの、経済には下振れ要因となろう。

一方、国内政治では大型の経済対策が実施された後もバイデン政権が大型インフラ投資など拡張 的な財政政策が追加で決定される場合には経済には短期的に上振れ要因となろう。もっとも、中長 期的にはインフレ率上昇や債務残高の増加に伴う長期金利の上昇から経済の下振れ要因となろう。

実体経済の動向 2.

(労働市場、個人消費) 労働市場の回復は加速へ、個人消費も堅調推移

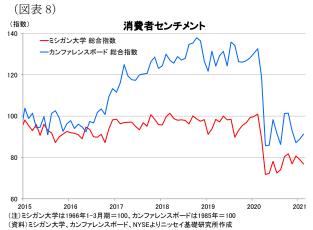
雇用者数は20年3月から4月にかけて大幅に減少した後、5月以降は増加基調が持続している (図表 7)。 もっとも、4 月までの 2 ヵ月間で雇用者数が ▲2,236 万人減少したのに対して、2 月ま での 10 ヵ月間の雇用増加数の累計は+1,287 万人に留まり、依然として▲948 万人が喪失された状 況となっている。また、2月の雇用増加ペースが続く場合に雇用者数が新型コロナ流行前(20年2 月)の水準に戻すのに25ヵ月の期間を要するなど回復ペースは非常に緩慢である。

失業率も2月は6.2%と20年4月の14.8%からは大幅な低下となっているものの、依然として 新型コロナ流行前(20年2月)の3.5%を大幅に上回っており、回復は道半ばとなっている。

もっとも、今後はソーシャルディスタンシングの解消に伴う経済の正常化が進む中で高成長とな るため、労働市場の回復ペースは加速が見込まれる。当研究所は失業率が21年10-12月期に5.0% に低下した後、22年10-12月期には3.9%まで低下すると予想する(前掲図表6)。

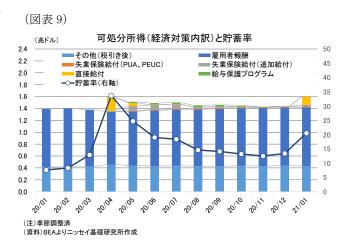
また、消費者センチメントは代表的な指標であるコンファレンスボード、ミシガン大学指数とも に足元では新型コロナ流行前(20年2月)の水準を大幅に下回っているほか、労働市場の回復が緩 慢なことから両指数ともに秋口につけたピークから頭打ちとなっている(図表8)。今後、労働市場 の回復加速に伴い消費者センチメントも回復が明確となろう。





一方、経済対策の効果で21年1月の可処分所得 は前月比+11.4%の大幅な増加となった(図表9)。 また、貯蓄率も21年1月が20.5%と新型コロナ流 行前の7%台を大幅に上回っており、所得対比で消 費余力を大幅に残す状況となっている。

さらに、1.9兆ドル規模の追加経済対策でも直接 給付や失業保険の追加給付が実施されるため、貯蓄 率はさらに上昇が見込まれる。今後は、ソーシャル ディスタンシング解消に伴い新型コロナで落ち込 んだ対面型サービスのペントアップディマンドに 加え、十分な消費余力を背景に個人消費は堅調な伸 びとなろう。



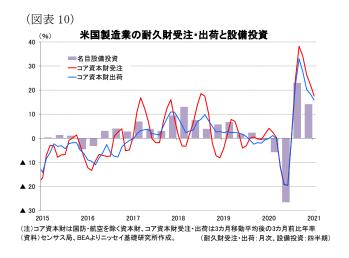
(設備投資) 回復基調が持続

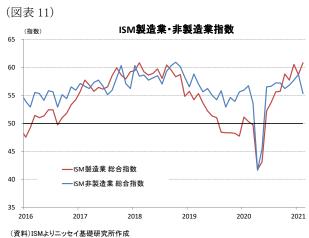
GDPにおける設備投資は 20 年 10-12 月期に 2 桁のプラス成長となったが、設備投資の先行指標であるコア資本財受注(3 ヵ月移動平均、3 ヵ月前比)は 21 年 1 月が+17.6%と 2 桁の伸びを維持しており、21 年 1-3 月期も堅調な伸びが期待できる状況となっている(図表 10)。

また、設備投資の好調を裏付けるように製造業の景況感は非常に堅調である。 I SM製造業景況 指数は 20 年 4 月に 41.7 と好不況の境となる 50 を大幅に下回ったものの、その後は回復基調が持 続し、21 年 2 月は 60.8 と 18 年 2 月 (60.8) 以来の水準をつけた (図表 11)。とくに、受注残高は 64.0 と 04 年 4 月 (66.5) 以来の水準となるなど非常に好調であることを示している。

これに対して、ISM非製造業指数では 20 年 4 月に 41.6 をつけた後、21 年 1 月に 58.7 と 19 年 2 月(58.8)以来の水準に回復したものの、2 月には 55.3 と新型コロナ流行前の 20 年 2 月(56.7)を下回るなど、回復がもたついている。もっとも、2 月は新型コロナの影響だけでなく、寒波の影響で商業活動が妨げられたことも前月から低下した要因のようだ。景況指数のうち受注残高は 55.2 と 6 ヵ月ぶりの高水準となっており、減速が一時的である可能性を示している。

一方、製造業、非製造業ともに支払い価格指数の上昇が顕著となっている。製造業が86.0 と08年7月(90.4)以来、非製造業が71.8 と08年9月(71.9)以来の水準に上昇しており、小売価格への転嫁に伴う、インフレの影響が注目される。





(住宅投資) 住宅ローン金利の上昇もあり、住宅市場の好調は維持できない

GDPにおける住宅投資は、20 年 7-9 月期に前期比年率で 6 割超の大幅な伸びとなった後、10 -12 月期も 3 割台半ばの伸びを維持しており、新型コロナ禍にあっても 20 年後半の住宅市場は好調となった²。

一方、住宅着工件数(3ヵ月移動平均、3ヵ月前比)は21年1月が年率+51.3%、先行指数の許可件数(同)も+71.6%と非常に高い伸びとなっており、住宅市場は21年に入っても好調を維持している(図表12)。

住宅市場が好調な要因として、20年の春先に新型コロナで落ち込んだ反動に加え、史上最低水準まで低下した住宅ローン金利が挙げられる。もっとも、好調を支えた住宅ローン金利は足元で上昇に転じている。全米抵当銀行協会(MBA)によれば、30年固定の住宅ローン金利は20年12月中

² 好調な住宅市場について詳しくは Weekly エコノミスト・レター (2020年10月30日)「V 字回復を示す米住宅市場ー新型コロナで落ち込んだ後は V 字回復、住宅販売などは前回の住宅バブル以来の水準に」 <a href="https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=65985?site=nli-complex-report/detail/i



旬につけた 2.86%を底に上昇に転じており、21年2月下旬には 3.2%台と 20年7月以来の水準と なった (図表 13)。また、借り換えも含めた住宅ローン申請件数は 21 年 1 月下旬に 981.1 と 20 年 3月以来の水準をつけた後、21年2月下旬には20年10月以来となる800割れの水準まで低下して おり、住宅ローン金利の上昇が申請件数に影響しはじめたとみられる。

当研究所は長期金利の上昇を見込んでおり、住宅ローン金利も 22 年末にかけて上昇基調が持続 する可能性が高い。このため、住宅市場は足元で依然好調なものの、今後も好調を維持することは 難しく、住宅ローン金利の上昇に伴って住宅市場は悪化に転じよう。





(注)MBA申請件数は住宅購入、借換えを含む住宅口 ンの申請件数を指数化(90年3月16日=100) したもの。季節調整済み

(資料) MBA (Mortgage Bankers Association) よりニッセイ基礎研究所作成

(政府支出、債務残高)累次の経済対策で財政状況は大幅に悪化、狭まる財政拡大余地

新型コロナで落ち込んだ経済を立て直すために、米政府が昨春以降、累次の経済対策を実施し た結果、財政状況は大幅に悪化した。議会予算局によれば20年度(19年10月~20年9月)の財 政赤字は▲3 兆 1,320 億ドル(前年度:▲9,840 億ドル)、名目GDP比▲14.9%(同:▲4.6%)と

なり、前年度から赤字幅が大幅に拡大した(図 表 14)。また、新型コロナ流行前(20年1月) に試算されていた経済対策を織り込まないべ ースの20年度の財政赤字▲1兆150億ドル(G DP比▲4.6%) に比べて 2.1 兆ドル程度(同 ▲10.3 ポイント) 財政赤字が拡大したことが 分かる。

また、21 年度は成立が見込まれる 1.9 兆ド ル規模の追加経済対策を含まないベースで財 政赤字は▲2 兆 2,580 億ドル (GDP比▲



10.3%)と試算されており、追加経済対策によって20年度を上回る赤字幅となる可能性が高い。

債務残高(GDP比)も20年度は100.1%(前年度:79.2%)と前年度から大幅な増加となった ほか、追加経済対策を含まないベースで31年度に107.2%まで増加することが見込まれている。こ れは第2次世界大戦直後の1946年に記録した106%を上回り史上最高だ。

(資料)CBOよりニッセイ基礎研究所作成

一方、1.9 兆ドル規模の経済対策は3月6日に民主党議員の賛成票のみで可決しており、下院で の再可決を経て、今週中にも成立するとみられる。

1.9兆ドルの追加経済対策(American Rescue Plan、米国救済計画)には、家計向けに所得制限 ³を付した上で1人1,400ドルの直接給付や、失業保険に週300ドルの追加給付を9月6日まで実施することが盛り込まれたほか、州・地方政府向けに3,600億ドルの財政支援、新型コロナ対策としてワクチン接種、検査プログラム支援、学校再開支援などが盛り込まれている(図表15)。家計向はの直接給付け昨年から3 度日の (図表15)

向けの直接給付は昨年から 3 度目の 支給となり、累計支給額は成人1人当 たり最高3,200 ドルに上る。

一方、米シンクタンクの「責任ある 財政委員会」(CRFB)は1.9兆ドル規模の追加経済対策実施後の債務 残高は31年度に114%まで上昇する と試算しており、財政拡大余地は狭まっている。今後は大規模な追加経済対 策が実現する可能性は低いとみられ 1.9兆ドル規模の追加経済対策(上院案)の概要

項目	経済規模 (10億ドル)
・家計に対する直接給付(1人当たり1,400ドル)	400
•州•地方政府支援	360
・失業給付の拡充(週300ドルの追加支給、支給期限を9月まで延期)	242
・全国的なワクチン接種、検査プログラム支援	160
·学校再開支援	170
・税額控除、児童税額控除の引き上げ	143
・中小企業支援	50
・失業者向け賃料支援	45
・その他	293
合計	1,863

(注)経済規模は議会予算局 が試算

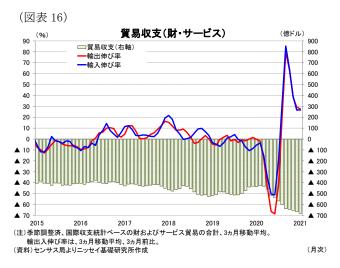
(資料)「米国救済計画」法案、各種報道よりニッセイ基礎研究所作成

るほか、バイデン政権が目指す4年間で2兆ドル規模のインフラ投資なども財源を確保しないで実現することは難しいだろう。

(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 10-12 月期に 2 期連続のマイナス寄与となった。輸出入の内訳をみると輸出が前期比年率+21.8% (前期:+59.6%) となった一方、輸入が+29.6% (前期:+93.1%) となっており、当期のマイナス寄与は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。

一方、先日発表された 21 年 1 月の貿易収支 (3ヵ月移動平均) は季節調整済で▲681 億ドル (前月:▲667 億ドル) の赤字となり、前月から赤字幅が▲14 億ドル拡大し、1950 年の統計開始以来最大の赤字幅となった (図表 16)。輸出入別では、輸出が34億ドル増加した一方、輸入の増加幅が49億ドルと輸出を上回ったことが貿易赤字の拡大の要因となったことが分かる。このため、21 年に入っても堅調な国内需要を背景に外需の成長率寄与度はマイナスが続いているとみられる。



米経済は個人消費主導の高成長が見込まれる中、米国の成長率が相対的に海外経済の成長率を上回る状況が続くとみられることから、当面は外需の成長率寄与度はマイナスが持続しよう。

一方、外需に影響を与えるバイデン大統領の通商政策については、同大統領は対中政策で同盟国を巻き込む国際協調路線をとる方針を示しており、トランプ政権からの路線変更を示唆しているものの、当面対中関税を維持するとしており、短期的にトランプ政権の強硬な対中政策路線が変更される可能性は低いとみられる。

 $^{^3}$ 単身世帯で年収 7 万 5 千ドル以上で減額、8 万ドル以上では支給無し、夫婦では年収 15 万ドル以上で減額、16 万ドル以上で支給無し。



ニッセイ基礎研究所

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。いずれにせよ、バイデン政権は当面新型コロ ナ対策などの内政を重視する姿勢を明確にしており、通商政策の優先順位は低いため、通商政策が 大幅に変更される可能性は低いだろう。

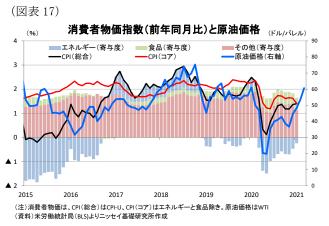
3. 物価・金融政策・長期金利の動向

(物価) インフレは短期的に高進も、持続的なインフレ加速は予想せず

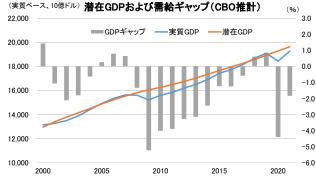
消費者物価の総合指数(前年同月比)は、新型コロナの影響で20年5月に+0.1%まで低下した後は持ち直し21年1月は前月に続いて+1.4%となった(図表17)。これは新型コロナ流行前(20年2月)の+2.3%を大幅に下回る水準である。1月の中身をみると、食料品価格が+3.8%と物価を押し上げた一方、エネルギー価格が▲3.6%と物価を押し下げた。エネルギー価格の物価押し下げは20年3月以来11ヵ月連続である。

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1月が+1.4%と、こちらも20年6月の+1.2%から持ち直しているものの、新型コロナ流行前(20年2月)の+2.4%を大幅に下回っているほか、20年9月の+1.7%から頭打ちとなっており、基調としての物価上昇圧力も限定的となっている。足元で原油価格などの商品価格が上昇しているほか、企業の仕入れ価格などで上昇がみられるものの、現状で消費者物価の上昇圧力には繋がっていない。

もっとも、今後は前年にインフレ率が低下した反動や、ワクチン接種の浸透に伴う経済の正常化の動きに加えて、追加経済対策が需給ギャップをインフレギャップに転換させることなどから、インフレの上昇が見込まれる。実際に、1.9 兆ドルの追加経済対策を含まない実質ベースの需給ギャップは議会予算局の推計で 21 年に▲3,600 億ドルのデフレギャップが見込まれていたが、追加経済対策によってインフレギャップに転換する可能性が高い(図表 18)。







(注)GDPは2012年基準実質ベース。潜在GDPは議会予算局(CBO)推計ベース。需給ギャップは 実質GDPと潜在GDPの乖離の潜在GDPに対する割合。20年以降の実質GDPはCBO予想 (資料)CBOよりニッセイ基礎研究所作成

当研究所は消費者物価の総合指数は21年に前年比+2.3%と、20年の+1.2%から大幅に上昇した後、22年は+2.1%と小幅に低下することを予想する。追加経済対策のインフレへの影響についてはエコノミストの評価が分かれており、持続的なインフレ加速に繋がるとの見方もある。当研究所は追加経済対策の景気押上げ効果は一時的とみられるほか、フィリップス曲線が平坦化しており、労

働需給の逼迫が物価を押し上げ難い状況が続いていることから、持続的なインフレ加速には到らないと予想している。

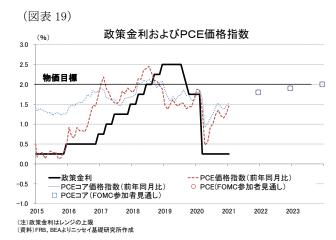
(金融政策) 22 年前半に量的緩和の買い入れペースは縮小へ

FRB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―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。

FRB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。20年12月時点のFOMC参加者のインフレ見通しは、FRBが物価指標としているPCE価格指数が23年末に漸く物価目標水準

に達するとの見通しとなっている(図表 19)。 もっとも、ワクチン接種の進捗に伴う経済正常 化の動きや 1.9 兆ドル規模の追加経済対策に よって成長率の見通しは上方修正される可能 性が高く、インフレ率の見通しについても上方 修正されることで物価目標到達時期は前倒し になるとみられる。

当研究所はこれまで政策金利の引き上げ時期予想を25年半ばとしてきたが、24年前半に前倒しする。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、前回同様のペースを想定すると 24 年前半の政策金利の引き上げに先立ち、22 年前半に買い入れペースの縮小を開始することが見込まれる。

一方、今後、短期的にはインフレ率が物価目標を超える局面もあろうが、FRBは経済の正常化に伴うインフレ高進は一時的と判断していることから、当面のインフレ高進によって、今年や来年に利上げ時期が前倒しされる可能性は低いだろう。

(長期金利) 21 年末 1.7%、22 年末 2.0%を予想

長期金利(10年国債金利)は、昨年秋口以降上昇基調が持続しており、足元は1.6%近辺で推移している(図表20)。 (図表20)

長期金利は景気回復やインフレ率の上昇を背景 に上昇基調が持続しよう。当研究所は 21 年末に 1.7%、22 年末に 2.0%に上昇すると予想する。

一方、インフレリスクの高まりや、財政赤字の拡大に伴う国債需給悪化懸念などで長期金利が急激に上昇し、金融市場や実体経済への影響が懸念される場合には、FRBが長期金利の上昇を抑制するための対策を実施しよう。



(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。