

Weekly エコノミスト・ レター

米国経済の見通し

— 個人消費主導で堅調な景気回復の持続を予想も、デルタ株感染拡大の影響を注視

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

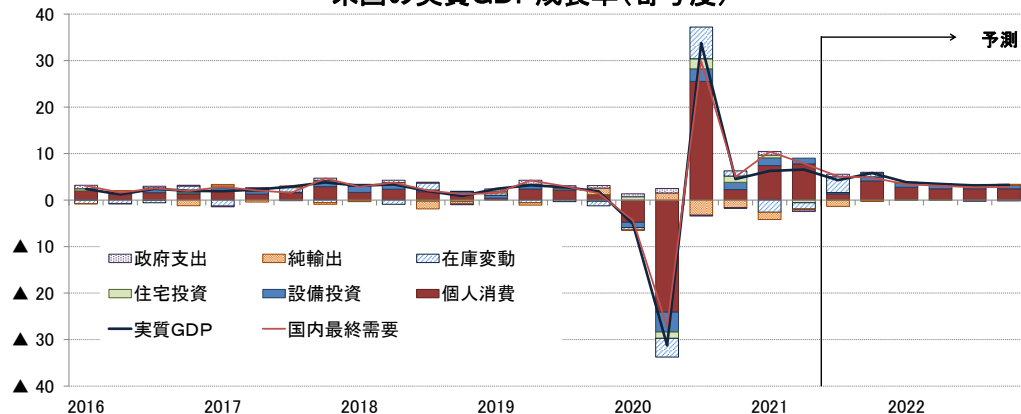
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の21年4-6月期の実質GDP成長率（前期比年率）は+6.6%（前期：+6.4%）と前期並みの成長率を維持。個人消費が+11.9%（前期：+11.4%）と2期連続で2桁の伸びとなり、個人消費主導の景気回復が持続した。
2. 堅調な個人消費は、新型コロナ感染者数の減少や経済活動制限の緩和に加え、経済対策に伴う可処分所得が増加したことが大きい。もっとも、足元でデルタ株の感染が拡大しているため、回復が顕著な対面型サービス消費への影響が懸念される。
3. 経済見通しは、引き続き変異株の拡大など新型コロナの感染動向等に大きく左右される。当研究所は当面は感染者数が増加するものの、経済正常化の動きが継続することを前提として、個人消費主導の回復が持続し、21年の成長率は前年比+5.8%、22年は+4.2%の成長を予想する。21年の成長率見通しはデルタ株の感染拡大や、足元の経済指標の軟化などから前回見通し（6月）の+6.8%から下方修正した。
4. 金融政策は量的緩和の買い入れペースの縮小開始は21年12月、政策金利の引き上げ開始は23年9月を予想。
5. 上記見通しに対するリスクは引き続き、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経済正常化の動きが停滞する場合や、FRBに対する信頼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、「米国雇用計画」、「米国家族計画」などの成長戦略が実現されれば、経済の上振れ要因となろう。

(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) 4 - 6 月期の成長率は個人消費主導で前期並みの伸びを維持

米国の 4 - 6 月期の実質 GDP 成長率 (以下、成長率) は、改定値が前期比年率 +6.6% (前期: +6.4%) と前期並みの堅調な伸びを維持した (図表 1、図表 6)。

需要項目別では、在庫投資の成長率寄与度が ▲1.3%ポイント (前期: ▲2.6%ポイント)、外需も ▲0.2%ポイント (前期: ▲1.6%ポイント) とマイナス幅は縮小したものの、前期に続いて成長率を押し下げたほか、住宅投資が前期比年率 ▲11.5% (前期: +13.3%)、政府支出が ▲1.9% (前期: +4.2%) と前期からマイナスに転じた。

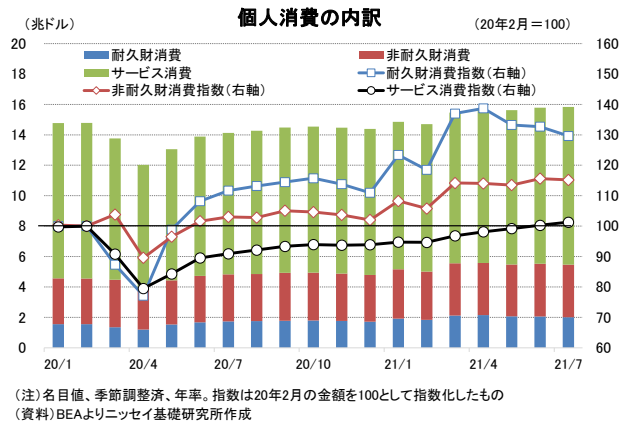
一方、民間設備投資が +9.3% (前期: +12.9) と好調を維持したほか、個人消費が +11.9% (前期: +11.4%) と前期に続いて 2 桁の伸びとなり、景気回復を主導した。

堅調な個人消費の要因は、当該期間に新型コロナの新規感染者数が減少し、経済活動制限が緩和されたことに加え、経済対策に伴う家計への直接給付などで可処分所得が増加したことが大きい¹。個人消費は金額ベースで 21 年 1 月以降は新型コロナ流行前 (20 年 2 月) の水準を上回った (図表 2)。

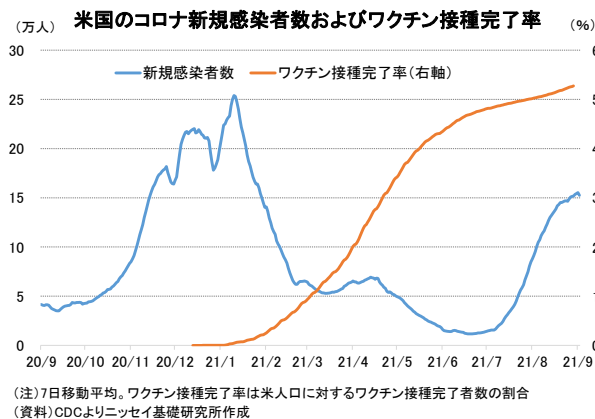
また、20 年 2 月を 100 として指数化した消費の内訳をみると、20 年 2 月から消費の回復を主導した耐久財や非耐久財などの財消費が 21 年 4 月以降は頭打ちになる一方、サービス消費の回復が顕著になっており、個人消費の主役がこれまでの財消費からサービス消費にシフトしたことを示している。これは、経済活動制限の緩和に伴い旅行や外出などの対面型サービス消費の回復が顕著になっているためだ。

一方、米国ではワクチン接種完了率が全人口

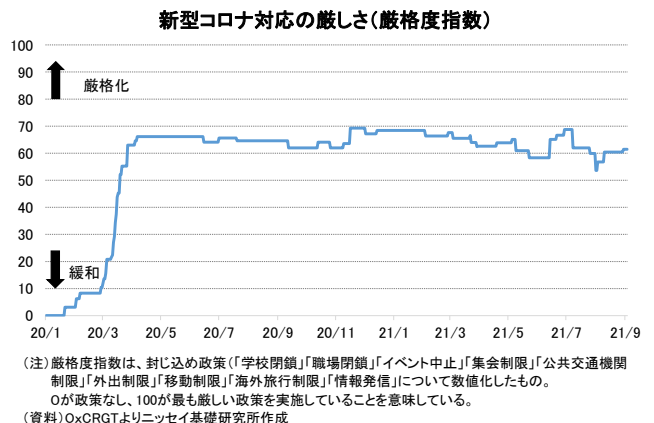
の 5 割を超えているものの、ワクチン接種のペースが緩やかになっている (図表 3)。そのような中、デルタ株の感染拡大に伴い新型コロナの新規感染者数 (7 日移動平均) は 6 月下旬に 1 万人台前半まで低下していたものの、足元では 15 万人超と急激な再拡大がみられている。



(図表 3)



(図表 4)



¹ 最近の消費動向について詳しくは Weekly エコノミスト・レター (2021年7月26日) 「堅調な個人消費—サービス消費に回復の兆し。一方、新型コロナ感染拡大、物価上昇が消費回復の重荷になる可能性」 <https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=68341?site=nli> を参照下さい

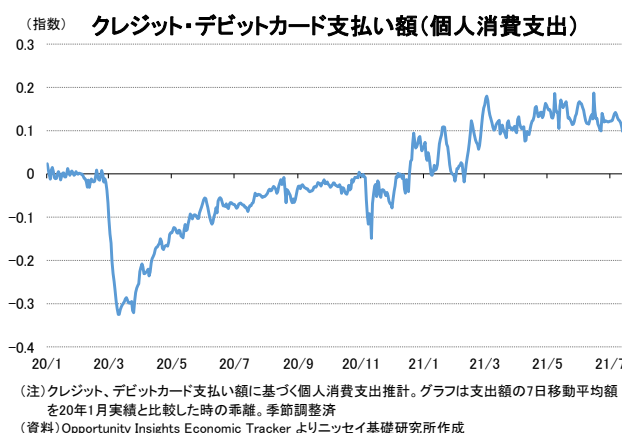
また、米政府による感染対策の厳しさを示す厳格度指数は 21 年初から経済活動制限の緩和基調となっていたものの、感染再拡大を受けて 6 月下旬に一部感染対策が厳格化されたほか、足元では経済活動制限の緩和は足踏み状態となっている（前掲図表 4）。

このため、感染再拡大や経済活動制限による個人消費への影響が懸念される。実際に、高頻度データであるクレジット・デビットカード支払い額は 6 月下旬以降に頭打ちがみられており、個人消費に影響した可能性が示唆されている（図表 5）。

一方、米政府はデルタ株の感染拡大局面で、ワクチン接種が完了した人のブレークスルー感染が増加していることを受けて、9 月下旬以降にファイザー社製とモデルナ社製ワクチンの 3 回目の追加接種（ブースター接種）を開始

することを決定した。ブースター接種の進捗に伴い再び新型コロナの感染者数が減少し、経済活動制限緩和の動きを継続できるか今後の動向が注目される。

（図表 5）



（経済見通し）成長率は 21 年が前年比+5.8%、21 年は+4.2%を予想

米国経済見通しは、変異株の感染が拡大する中で引き続き新型コロナの感染動向に大きく左右される。今回の経済見通し策定に当たって、当面はデルタ株の感染拡大に伴い新型コロナの新規感染者数が増加する可能性はあるもののブースター接種の効果もあり、経済活動制限の緩和を伴う経済正常化の動きが継続することを前提とした。

これらの前提の下、経済正常化が続く中、これまでの経済対策で積み上がった貯蓄を取り崩して消費に回す動きが本格化することで、個人消費主導の景気回復が持続し、21 年の実質 GDP 成長率は前年比+5.8%と堅調な景気回復が持続すると予想する（図表 6）。22 年も労働市場の回復が持続する中で個人消費主導の回復は続き、成長率は前年比+4.2%となろう。

なお、21 年の成長率見通しは前回予想（6 月時点）の+6.8%から下方修正した。下方修正の要因は、21 年 4-6 月期の成長率実績が在庫投資の回復遅れや住宅投資のマイナス成長への転換などから、前回予想の前期年率+11.1%から大幅に下振れたことに加え、7-9 月期についてもデルタ株の感染拡大や消費関連などの経済指標の軟化から前回予想の+6.3%から+4.3%へ下方修正したことによる。22 年については前回予想の+4.3%から大幅な修正はない。

一方、物価はエネルギー価格などの上昇に加え、経済正常化に伴うペントアップディマンドなどからインフレが高進した状況となっている。当面、インフレ率は高い状況が持続するものの、物価を押し上げた項目の一部では既にインフレ率がピークアウトした兆候がみられており、来年にかけてインフレ率は低下しよう。当研究所は消費者物価の総合指数は 21 年に前年比+4.2%と 20 年の+1.2%から大幅に上昇した後、22 年は+2.6%への低下を見込む。

金融政策は F R B が量的緩和政策におけるテーパリングの年内開始の可能性を強く示唆していることもあって、21 年 11 月の F O M C 会合でテーパリング開始を決定し、21 年 12 月のテーパリング開始を予想する。政策金利は F R B が政策金利引き上げの条件としている雇用の最大化の条件が 23 年に達成されると予想することから、23 年 9 月に政策金利の引き上げを開始すると予想する。

長期金利はインフレ率が当面高止まりするほか、景気回復の持続やテーパリング開始に伴う米国債需給悪化から、21年末に1.6%、22年末に2.0%に上昇すると予想する。

(図表 6)

米国経済の見通し

		2020年	2021年	2022年	2020年				2021年				2022年			
		(実)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (実)	1-3 (実)	4-6 (実)	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、%	▲3.4	5.8	4.2	▲5.1	▲31.2	33.8	4.5	6.3	6.6	4.3	5.8	3.8	3.5	3.1	3.3
個人消費	前期比年率、%	▲3.8	8.1	4.4	▲6.9	▲33.4	41.4	3.4	11.4	11.9	1.9	6.0	4.0	3.5	3.5	3.5
設備投資	前期比年率、%	▲5.3	7.6	5.5	▲8.1	▲30.3	18.7	12.5	12.9	9.3	2.0	6.0	6.0	6.0	5.0	5.0
住宅投資	前期比年率、%	6.8	9.8	▲2.8	20.4	▲30.7	59.9	34.4	13.3	▲11.5	▲1.5	▲3.0	▲2.0	▲2.0	▲2.0	▲2.0
政府支出	前期比年率、%	2.5	1.0	0.3	3.7	3.9	▲2.1	▲0.5	4.2	▲1.9	3.2	1.0	0.0	0.0	▲1.2	▲0.6
在庫投資	寄与度	▲0.6	▲0.1	0.5	▲0.5	▲4.0	6.8	1.1	▲2.6	▲1.3	3.5	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	▲0.2	▲1.8	▲0.1	▲0.1	1.5	▲3.3	▲1.7	▲1.6	▲0.2	▲1.3	▲0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
消費者物価(CPI-U)	前期比年率、%	1.2	4.2	2.6	1.0	▲3.1	4.7	2.4	3.7	8.4	6.1	1.5	1.5	1.8	1.9	2.1
失業率	平均、%	8.1	5.5	3.9	3.8	13.0	8.8	6.8	6.2	5.9	5.2	4.7	4.3	4.0	3.8	3.6
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	1.5	1.9	1.4	0.7	0.6	0.8	1.3	1.6	1.3	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.14	1.19	1.19	1.10	1.10	1.17	1.19	1.20	1.21	1.18	1.17	1.18	1.19	1.19	1.19
米ドル(対円)	平均、円/ドル	107	109	110	109	108	106	104	106	109	110	112	112	112	113	113
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	40	66	71	46	28	41	43	58	66	69	69	70	71	71	72

(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。デルタ株に加え、新たな変異株による新型コロナの強毒化などにより、重症者数の増加が続けば再び経済活動制限が厳格化され、経済正常化の動きは先送りとなろう。

また、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、国内政治ではバイデン政権が実現を目指す成長戦略の「米国雇用計画」、「米国家族計」が当初の計画通り実現する場合には経済の上振れ要因となろう。

2. 実体経済の動向

(労働市場、個人消費) 回復基調の持続を予想も、デルタ株感染拡大の影響を見極め

非農業部門雇用者増加数は、21年6月から7月にかけて前月比90万人超となり、雇用増加ペースの加速がみられたが、8月は+23.5万人に留まり大幅に鈍化した(図表7)。これまで順調に雇用回復を示していた娯楽・宿泊業が7月の41.5万人増から8月は横這いに留まったほか、小売業の雇用も前月の▲0.8万人から▲2.9万人にマイナス幅が拡大するなど、デルタ株の感染拡大が対面型サービス業の雇用回復に影響したとみられる。

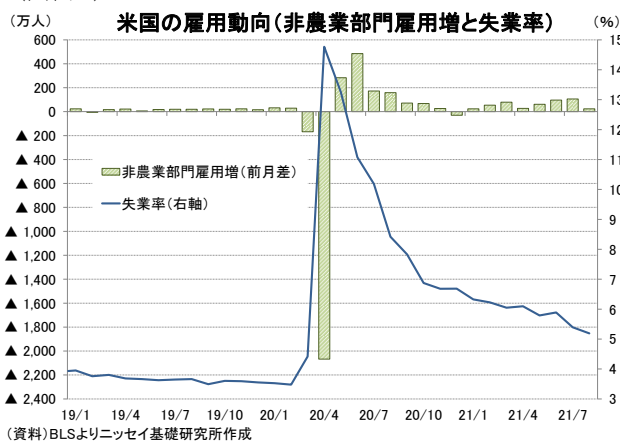
失業率は、8月が5.2%と2ヵ月連続の低下となっているものの、労働参加率の改善を伴っておらず、労働供給の回復は失業率の低下が示す程強くない。

一方、求人数は21年7月が1,093万人(前月:828.8万人)と2000年の統計開始以来最高となった(図表8)。求人数の内訳では、新型コロナの感染で雇用が大幅に落ち込んだ娯楽・宿泊が182

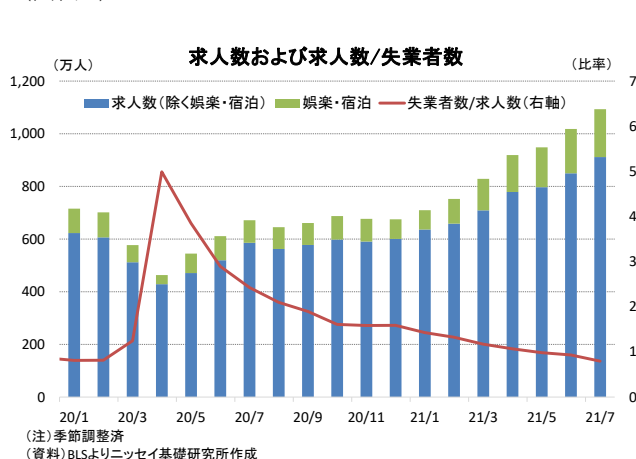
万人と回復が顕著になっている。また、失業者数/求人数の比率は 0.8 とこちらも統計開始以来最低となっており、失業者数を大幅に上回る求人数となっている。このため、労働需要は非常に強い。

労働市場で、労働需要に比べて労働供給の回復が緩慢な要因として、新型コロナの罹患リスクや手厚い失業給付が復職意欲を減退させている可能性が指摘されている。デルタ株の感染拡大で新型コロナの罹患リスクは依然として残るものの、失業保険給付の追加給付は 9 月 6 日で期限切れとなったことから、今後は労働供給の回復が加速しよう。

(図表 7)

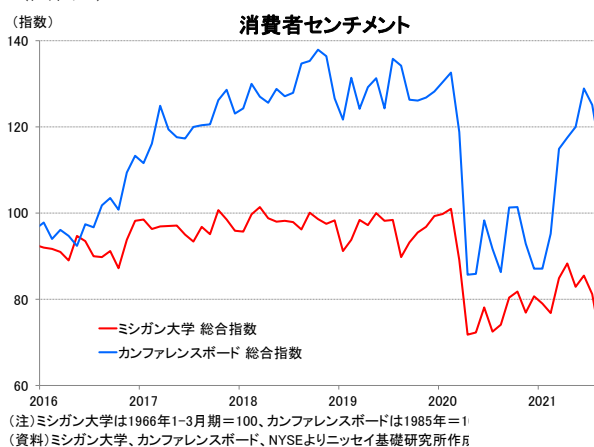


(図表 8)



一方、前述のように個人消費の水準は既に新型コロナ流行前を上回っているものの、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新型コロナ流行前の水準を下回っており、回復は鈍い(図表 9)。さらに、8 月は急激な悪化がみられており、デルタ株の感染拡大が消費マインドを悪化させている可能性が示唆される。クレジット・デビットカード支払い額が頭打ちとなっている状況と併せて考えると、当面、個人消費の回復は鈍化する可能性が高いとみられる。

(図表 9)



もっとも、家計の貯蓄率が 9%台後半と新型コロナ流行前の 7%台から高止まりしており、家計は所得対比で十分な消費余力を有しているため、再び感染者数が抑制されて経済活動制限が緩和される局面では、消費回復ペースが加速しよう。

(設備投資) 供給制約が懸念も、回復基調が持続

GDPにおける設備投資は 21 年 7-9 月期から 3 期連続で前期比年率 2 桁の伸びとなった後、21 年 4-6 月期も 1 桁台後半と好調を維持した。また、設備投資の先行指標であるコア資本財受注 (3 ヶ月移動平均、3 ヶ月前比) は 21 年 7 月が+15.5%と 2 桁の伸びを維持しており、設備投資は 7 月に入っても堅調を維持しているとみられる (図表 10)。

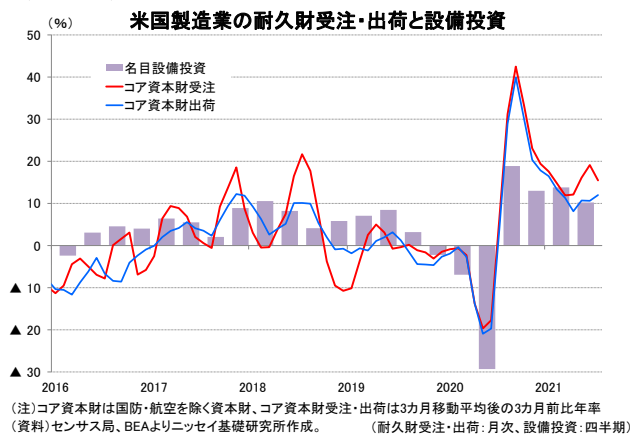
一方、消費者センチメントとは対照的に企業景況感は堅調である。ISM製造業景況指数は 21 年 8 月が 59.9 と、83 年 12 月以来の水準となった 21 年 3 月の 64.7 からは低下しているものの、新型コロナ流行前を大幅に上回る水準となっている (図表 11)。新規受注や生産が増加する中で、受注

残高は 68.2 と 93 年の統計開始以降で過去 2 番目の高さとなっており、強い需要に対して供給制約が続いていることを示している。

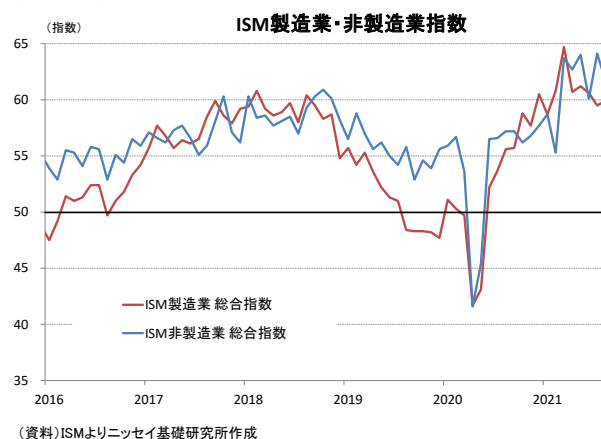
また、ISM 製造業景況指数も 8 月が 61.7 と 97 年の統計開始以来最高となった 21 年 7 月の 64.1 からは低下したものの、非製造業指数も新型コロナの流行前の水準を大幅に上回っており、景況感は堅調だ。

一方、インフレリスクが懸念されていた支払い価格指数は、製造業が 79.4 と 21 年 6 月につけた 92.1 から 2 ヶ月連続で低下し、20 年 12 月以来の水準となったほか、非製造業も 75.4 と 21 年 7 月の 82.3 から、21 年 3 月以来の水準に低下しており、支払い価格の上昇圧力は一服している。

(図表 10)



(図表 11)

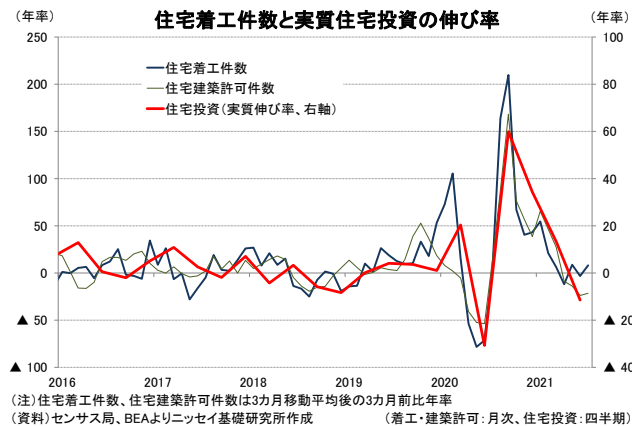


(住宅投資) 住宅市場の回復に陰り

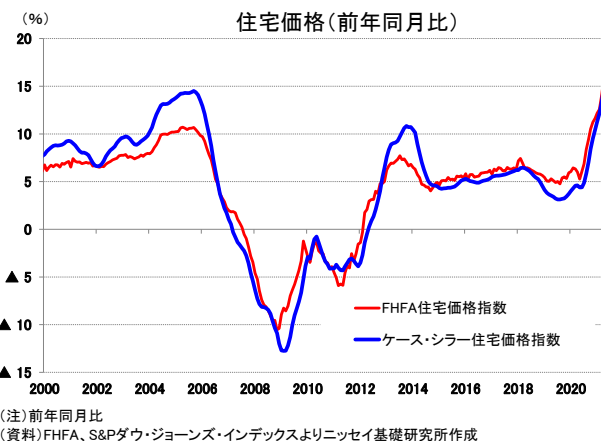
GDPにおける住宅投資は、21年4-6月期に4期ぶりのマイナスとなった。また、住宅着工件数(3ヶ月移動平均、3ヶ月前比)は21年7月が年率+8.1%とプラスとなっているものの、先行指数である許可件数(同)は▲21.6%と2桁のマイナスとなっており、当面住宅着工の軟調な状況が続く可能性を示唆している(図表12)。

一方、住宅ローン金利が史上最低水準に低下するなど、住宅市場に追い風となる中で住宅市場の回復に陰りがみられる要因として、住宅価格が高騰していることが挙げられる²。実際に、住宅価格指数は米国連邦住宅金融局(FHFA)が21年6月に前年同月比+18.8%と91年の統計開始以来、ケース・シラー住宅価格指数も6月が同+18.6%と74年の統計開始以来最高となっており、住宅価格の上昇が住宅需要に影響した可能性が高い(図表13)。

(図表 12)



(図表 13)



² 最近の住宅市場について詳しくは Weekly エコノミスト・レター (2021 年 8 月 23 日) 「住宅市場の回復に陰りー住宅価格(前年

住宅価格は、足元で建材価格に安定の兆しがみられるほか、住宅販売在庫の増加により、今後価格上昇ペースの鈍化が見込まれる。もっとも、これまでの住宅価格の高騰によって住宅購入のハードルは上がっているほか、今後は長期金利の上昇に伴い住宅ローン金利の上昇が見込まれることから、当面住宅市場は軟調な状況が持続すると予想される。

（政府支出、債務残高）バイデン政権が目指す成長戦略は経済の上振れ要因

バイデン政権は成長戦略としてインフラ投資や介護の拡充などを盛り込んだ 2.6 兆ドル規模の「米国雇用計画」、子育て支援などを盛り込んだ 1.8 兆ドル規模の「米国家族計画」の実現を目指している。「米国雇用計画」について

（図表 14）は、上院の超党派議員が研究開発や製造業支援、在宅介護などの分野を外し、インフラの規模を絞った 5,480 億ドル規模のインフラ投資案（「インフラ投資と雇用法」）を策定し、8月11日に上院で可決された（図表 14）。下院でも9月27日までに可決する見通しとなっている。

一方、民主党は「インフラ投資と雇用法」で除外された研究開発、製造業支援や気候変動対策などに加え、「米国家族計画」の内容を盛り込んだ総額 3.5 兆ドル規模の投資計画の実現を目指している。民主党は財政調整措置³を活用して民主党単独で実現するために、これらの投資計画を盛り込んだ予算決議を8月10日上院で可決した後、8月24日に下院で可決した。このため、民主党は成長戦略を単独で実現するための一歩を踏み出した。

仮に、バイデン政権の計画通りにこれらの成長戦略が実現した場合、経済効果は大きい。IMFは、「米国雇用計画」と「米国家族計画」が実現した場合のGDP押し上げ効果を22年が1.4%となるほか、22年から24年に累積で5.3%と試算⁴している（図表 15）。このため、成長戦略が実現する場合には米経済に大幅な上振れ要因となろう。

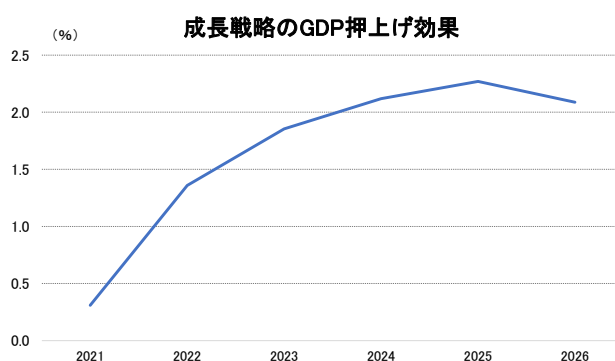
もっとも、予算決議では合意できたものの、民主党内では上院議員のマンチン氏やシネマ氏など財政規模や財源として富裕層や企業に増税することに反対する議員もおり、バイデン政権が目指す計画通りに成長戦略が実現するか予断

（図表 14）
「米国雇用計画」および超党派インフラ法案の比較

	「米国雇用計画」	「インフラ投資と雇用法」
研究開発、製造業支援	5,660億ドル	該当なし
住宅、学校、建物	3,870億ドル	該当なし
在宅および地域密着型ケア	4,000億ドル	該当なし
クリーンエネルギー税額控除	3,630億ドル	該当なし
電力インフラ	820億ドル	730億ドル
弾力性、貯水	500億ドル	500億ドル
ブロードバンド	1,000億ドル	650億ドル
水インフラ	1,110億ドル	550億ドル
道路と橋	1,540億ドル	1,100億ドル
交通安全	190億ドル	110億ドル
空港	250億ドル	250億ドル
公共交通機関	770億ドル	390億ドル
電気自動車	1,570億ドル	150億ドル
鉄道	740億ドル	660億ドル
港と水路	170億ドル	170億ドル
コミュニティの再接続	240億ドル	10億ドル
放棄された井戸や鉱山の清掃	160億ドル	210億ドル
合計	2.6兆ドル	5,480億ドル

（資料）NY Times (7/28) よりニッセイ基礎研究所作成

（図表 15）



（注）米国雇用計画および米国家族計画をバイデン大統領の提案通り実現した場合のIMF見通し（21年4月）からのGDP押し上げ効果試算
（資料）IMFよりニッセイ基礎研究所作成

比) が史上最高を更新する中、住宅市場の回復はピークアウトした可能性」 <https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=68551?site=nli> を参照下さい。

³ 「財政調整法」に基づく審議手法で審議時間が20時間に制限され、上院での法案は単独過半数で可決することを可能とする。一方、財政調整措置を使うためには財政調整指示を含む予算決議を成立させる必要がある。

⁴ <https://www.imf.org/en/News/Articles/2021/07/01/na070121-boosting-the-economy-the-impact-of-us-government-spending-plans>

を許さない状況となっており、今後の議論で財政規模の縮小や財源の見直しなどは不可避だろう。なお、実現できる成長戦略が依然不透明なこともあって、当研究所では経済見通しに未だこれらの成長戦略の実現を反映していない。

一方、米国では7月末の期限までに法定債務上限の引き上げで合意できなかったことから、8月1日から28.4兆ドルで法定債務上限が復活した。財務省は連邦職員退職制度が米国債で運用する基金に対する再投資の延期などにより、連邦政府債務残高が法定上限に抵触しないようにオペレーションを開始した。イエレン財務長官は10月中に政府の資金が枯渇するとしており、議会はそれまでに債務上限の引き上げか債務上限の不適用を決定する必要がある。野党共和党は民主党が単独で巨額の成長戦略を実現しようとする中で債務上限の引き上げで民主党に協力することに消極的となっているため、議会の債務上限に対する対応は非常に不透明になっている。

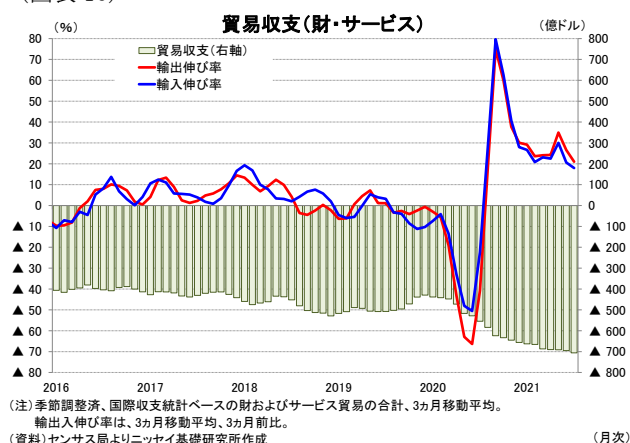
（貿易）海外経済の回復から外需の成長率寄与度はプラス転換へ

実質GDPにおける外需の成長率寄与度は21年4-6月期に4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+6.6%（前期：▲2.9%）となったほか、輸入が+6.7%（前期：+9.3%）となっており、当期は輸入の増加が輸出を上回ったことが貿易赤字を拡大させた。

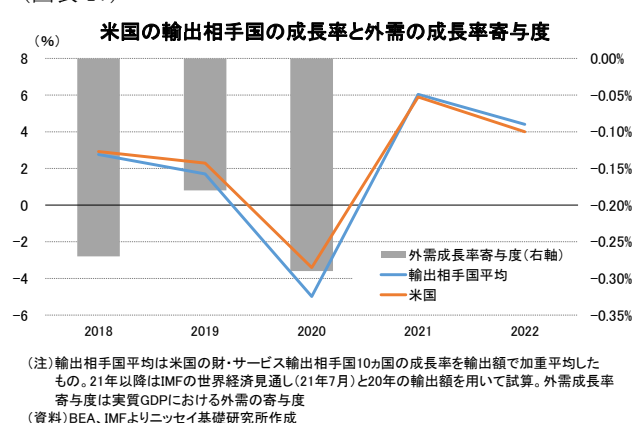
一方、先日発表された21年8月の貿易収支（3ヵ月移動平均）は季節調整済で▲706億ドル（前月：▲695億ドル）の赤字となり、前月から赤字幅が▲11億ドル拡大した（図表16）。輸出入別では、輸出が+20億ドル増加した一方、輸入の増加幅が+31億ドルと輸出を上回ったことが貿易赤字の拡大の要因となっている。このため、7月以降も堅調な国内需要を背景に外需の成長率寄与度はマイナスが続いているとみられる。

もっとも、IMFの見通しに基づく米国の輸出相手国上位10ヵ国の平均成長率をみると、20年は相対的に米国のマイナス成長が小幅に留まった一方、21年と22年は輸出相手国の成長率が当研究所の米国成長率見通しを小幅ながら上回るとみられる（図表17）。このため、純輸出の成長率寄与度は今後プラス寄与に転換することが見込まれる。

（図表16）



（図表17）



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いるものの、当面对中関税を維持するなど、トランプ政権の強硬な対中政策路線の継続を示唆している。

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

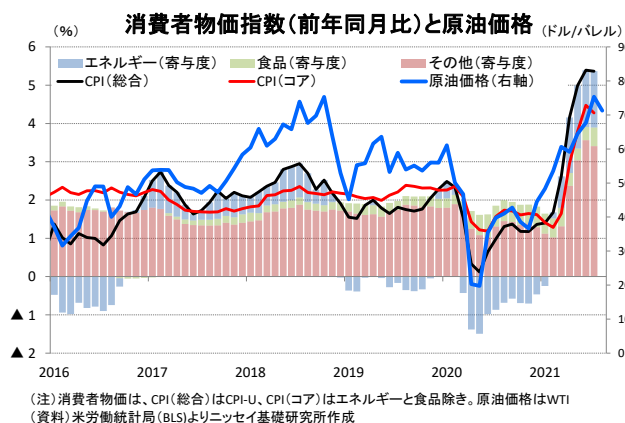
(物価) インフレは当面高水準もピークアウトした可能性

消費者物価の総合指数（前年同月比）は、21年7月が2ヵ月連続で前年同月比+5.4%と08年7月以来の水準となった（図表18）。また、物価の基調を示す食料品とエネルギーを除いたコア指数は+4.3%と、91年11月以来の水準となった+4.5%からは小幅ながら5ヵ月ぶりに低下し、上昇が一服となった。

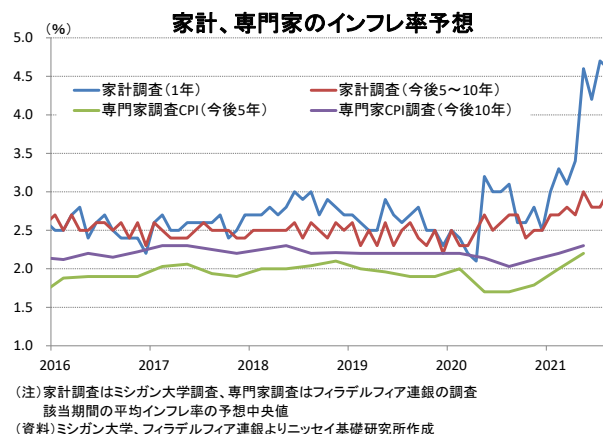
8月の中身をみると、エネルギー価格が前年同月比+23.8%と2桁の伸びとなっているものの、21年5月の+28.5%から2ヵ月連続で低下した。また、中古自動車価格が+41.7%（前月：+45.2%）、航空運賃が+19.0%（前月：+24.6%）と依然として高い伸びを示しているものの、前月から低下した。このように、これまで物価上昇を牽引してきた一部項目では伸びが鈍化してきており、今般の急激な消費者物価の上昇はピークアウトした可能性がある。

一方、家計や専門家によるインフレ予想は、家計の短期予想は足元で前年比+4.6%（前月：+4.7%）と前月から低下したものの、11年4月以来の高水準となっているものの、経済専門家の今後5年間、10年間の期待インフレ率は足元の急激なインフレ上昇にも関わらず概ねFRBの物価目標（2%）に沿う水準で安定しており、中長期のインフレ予想からはインフレが持続的に加速する兆候はみられない（図表19）。

(図表18)



(図表19)



このため、インフレは当面高い水準が継続するものの、今般のインフレ上昇は既にピークアウトした可能性が高いとみられる。当研究所は消費者物価の総合指数は21年が前年比+4.2%と、20年の+1.2%から大幅に上昇した後、22年は+2.6%に低下することを予想する。

(金融政策) 21年12月のテーパリング開始、23年9月の政策金利の引き上げを予想

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、量的緩和政策など異例の金融緩和政策を実施してきた。

FRBは量的緩和政策の債券購入額の引き下げ（テーパリング）開始条件として、雇用の最大化

と物価安定に向けて一段と顕著な進展が必要としている。FRBが物価指標としているPCE価格指数は、総合指数、コア指数ともに21年3月以降は物価目標である2%を超える状況が続いているほか、21年7月は総合指数が前年同月比+4.2%、コア指数が+3.6%と目標水準を大幅に超過している(図表20)。

また、雇用についても6月の雇用増加数が90万人超となったことを受けて、7月のFOMC後の声明文ではテーパリング開始条件の達成に向けた進展がみられたことが示された。

さらに、8月上旬に発表された7月の雇用統計は6月に続き、労働市場の順調な回復を示す結果となったため、パウエル議長をはじめ複数のFRB関係者からテーパリングの年内開始の方針示された。このため、テーパリングの年内開始の可能性が一気に高まった。テーパリングを年内に開始するためには9月か11月のFOMC会合でテーパリング開始を決定する必要がある。仮に、8月の雇用統計が好調であったならば、9月会合で決定の可能性もあったが、実際には雇用増加ペースが大幅に鈍化したことから、9月会合での決定は見送り、11月会合で決定される可能性が高まった。

一方、FRBは政策金利の引き上げ開始の条件として、労働市場の状況が雇用の最大化との評価に一致し、インフレ率が2%に上昇して、しばらくの間2%をやや上回るとしている。このうち、インフレについては21年6月時点のFOMC参加者のインフレ見通しで21年末に+3.4%となった後、23年末の+2.2%まで2%を上回ると予想されており、既に利上げの条件を達成している可能性が高い。もっとも、労働市場については足元の失業率が5.2%と新型コロナ流行前の3.5%を大幅に上回っている。FOMC参加者の失業率見通しは23年末に3.5%まで低下することが予想されており、政策金利引き上げの条件を達成するのは23年以降とみられる。これは、FOMC参加者の政策金利見通しで23年に利上げ開始を予想していることと整合している。

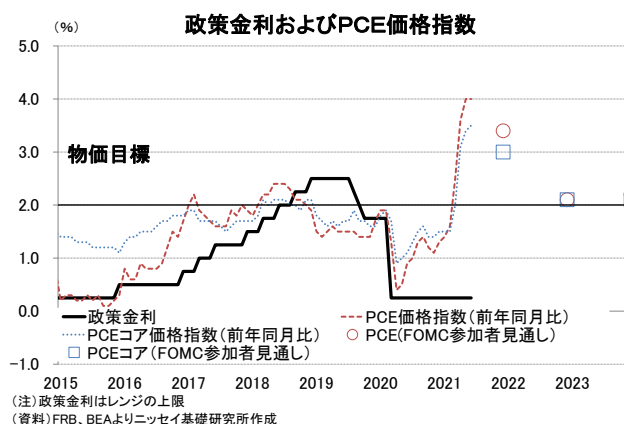
このため、当研究所はテーパリングの開始時期を20年12月、政策金利の引き上げ開始時期を23年9月と予想する。もっとも、足元のインフレ上昇が期待インフレ率の継続的な上昇に繋がる場合にはFRBは早期の利上げに追い込まれよう。

(長期金利) 21年末1.6%、22年末2.0%を予想

長期金利(10年金利)は米国の追加経済対策に伴い景気回復期待が高まったほか、インフレ懸念が高まったことから、21年5月には一時1.7%近辺まで上昇した(図表21)。もっとも、その後は早期利上げ観測後退や、デルタ株の感染拡大などから8月上旬に1.2%割れまで低下した。足元はテーパリングの年内開始観測が強まる中で1.3%台で推移している。

当研究所は、インフレ率が当面高止まりするほか、景気回復の持続や、テーパリング開始に伴う米国債需給の悪化から、長期金利は21年末に1.6%、22年末に2.0%への上昇を予想する。

(図表20)



(図表21)

