

回復モメンタムを強める米国経済 住宅ブームと財政支援の息切れが綱引き

調査本部 理事（調査研究担当）

小野 亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- 8月の米雇用統計は、予想以上のテンポで雇用が戻ってきていることを示した。恐怖指数を加えたオークンの法則に従えば実質GDP成長率は前期比年率+18.5%~+28.0%のレンジにある
- 需要の伸びはレンジ上限と整合的で特に住宅市場が強い。コロナ禍で供給が滞る一方、ペントアップデマンド、郊外化、低金利が需要を押し上げている。企業ではコロナ対応投資が見られる
- 感染再拡大の犠牲を払いつつ勢いづく米国経済だが、財政支援の一部が息切れしており、一部セクターの構造不況化とその波及リスクが高まっている。急回復の持続性を楽観はできない

8月の米雇用統計は、予想以上のテンポで雇用が戻ってきていることを示した。

非農業部門雇用者数は前月から137.1万人増加し、国勢調査要因を除くと113.3万人の増加となった。一時と比べて改善テンポは弛んでいるが、家計調査はむしろ雇用の戻りが加速したことを示した。失業率は7月10.2%から8月8.4%へ、ディスカレジッドワーカー等を含む最も広義の失業率U-6も、7月16.5%から8月14.2%へと、共に大きく低下した。労働市場には、感染回避のために退出していた労働者（就業も求職活動もしていない労働者）が戻ってきており、8月の労働参加率は前月から0.3%Pt上昇した。しかし、それを上回る勢いで就業率が改善（前月差+1.4%Pt）し、失業率の大幅低下につながった。

労働市場の改善は時間当たり賃金の伸びにも表れている。8月の賃金上昇率は前月比+0.4%と強い数字となった。コロナ禍によって、感染リスクの高い業種・職種の労働者——相対的に低賃金の労働者が雇用を失い、相対的に高賃金の労働者が残ったことで、3月から6月にかけての時間当たり賃金にはコンポジット効果による歪み（賃金水準の上方シフトとその解消）が発生した。7月以降も歪みが残っている可能性は否定できないが、ベージュブック(9/2)では、8月の賃金上昇率の強さが必ずしも見せかけではないことを示すいくつかの興味深い報告がある。

「人材派遣会社の顧客の中には、採用を強化するために、パンデミック以前と比べて給与を引き上げた者もいた。」(ポストン連銀)；「人材派遣会社の担当者は、利用可能な労働力では対応できないほど多くの注文があることを気に留めていた。」「賃金上昇圧力が最も顕著なのは低賃金の仕事だ。」「一部の企業では、臨時の危険手当の終了が困難であり、その全部または一部を恒久化している。」(フィラデルフィア連銀)；「多くの人材派遣会社が、追加失業手当が失効する際に、その給付(の高さ)が労働者を引き付けるための賃金引き上げの動機となった。一部の企業では、以前に賃金がカットされていた専門職スタッフの賃金が復活した。」(クローブランド連銀)；「賃金上昇は低賃金に集中している。」(アトランタ連銀)；「建設会社を対象に行った調査では、全体の四分の一がパンデミックの発生以来賃金を引き上げ、10%が賃金を引き下げていることがわかっ

た。」(ミネアポリス連銀)

8月雇用統計が示した失業率の大幅な改善は、実質GDP成長率の急速な回復を示唆している。「オークンの法則」に金融市場のボラティリティを組み込んだモデルにより、7～9月期の実質GDP成長率を推計してみると、前期比年率+18.4%～同+28.0%(平均±2σ)という結果が得られる。

足元の需要の伸びも、上記推計値の上限と整合的な強さを見せている。各需要項目の経済指標を元に(商務省によるGDP推計手続きに倣って)実質GDP成長率の推計値を公表しているアトランタ連銀のGDP Nowによれば、9月3日時点で前期比年率+29.6%と高い伸びとなっている。GDP Nowの変化を追うと、8月中旬から下旬にかけて10%Pt近く上方修正されている。

需要の中でも特に強いのは住宅市場である。ベージュブックでは、「(広範な落ち込みがみられる商業用不動産市場とは反対に)住宅建設は明るく、多くの地区で成長と回復力を示した。住宅用不動産も売上高が大幅に増加しており、需要と在庫不足に伴い価格が上昇している」と報告されている。

住宅関連指標の中でも回復が早かったのは新築住宅販売であり、6月には2月の水準を1割上回るまで回復し、7月は25%上回る水準に達している(図表1)。中古住宅販売や住宅着工も、7月には2月並みの水準まで回復したほか、全米ホームビルダー協会(NAHB)の調査によれば、8月の新築物件購入見込み客数は1985年の統計開始以来で最高水準となった。

住宅市場が活況を呈している要因は、ペントアップデマンドと低金利、そしてコロナ禍への適応である。リモートワークや、感染予防のための広いスペースを求めて、郊外での新たな住居を求める動きが広がっている(「郊外化」)。ベージュブックでは、ボストン連銀、ニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀、リッチモンド連銀、シカゴ連銀、サンフランシスコ連銀等がこうした動きを報告している。

一部の地域では、住宅市場の過熱感を伺わせる報告がみられるほどだ。クリーブランド連銀は「低金利と住宅在庫のひっ迫が、住宅購入者に危機感を植え付け、住宅販売に拍車をかけた」と報告している。またリッチモンド連銀は、「客足が増加しており、顧客は真剣に購入を考えるようになった。多くの家が現物を見ずに購入されており、一部は数時間で売られたものもある」と報告している。

企業の設備投資にも動きがみられる。7月のコア資本財新規受注は2月並みの水準に戻った。企業の設備投資をけん引しているのは「コロナ対応投資」である(図表2)。中身をみると、空調機械が回復しているほか、医療機器とみられる新規受注が回復している。一般企業が従業員の感染対策としてオフィスビルや工場などに換気施設を設置する動きや、医療機関による設備投資を反映していると推察される。また7月には、通信機器が急増しており、リモートワークを推進するための設備投資と考えられる。

感染再拡大と経済規制の一部再導入という犠牲を払いながら、米国経済は4～6月期の落ち込みから急速な回復をみせている。果たしてこのモメンタムは持続可能なのか。

ポジティブな材料は住宅市場の回復である。リーマンショック後を除けば、住宅投資は常に景気回復のけん引役であった。高い失業率が続く中であっても、住宅投資は米連邦公開市場委員会(FOMC)による金融緩和に敏感に反応してきたのである。それはコロナ禍でも変わらず、「感染を恐れて物件を見に行かない」との想定は悲観的過ぎたかもしれない。むしろコロナ禍は、「郊外化」や、感染対策としての「リフォーム」(ベージュブックでクリーブランド連銀、アトランタ連銀、カンザスシティ連銀が報告)という新たな住宅需要を生んでいる。

企業にも明るい兆しがみられる。企業や個人事業主が新規事業を行う場合、米国内国歳入庁(IRS)に連邦雇用主番号(EIN)の取得を申請する。こうした事業申請のうち、特に雇用創出力が強いとみられる申請件数が、今年に入ってからの累積値で昨年同期比1割増えている。ロックダウン下にあった春先には申請件数が大きく減少したが、その後は遅れを取り戻す以上の規模で事業申請が行われている(図表3)。コロナ禍で先行きを不安視するだけでなく、新たなビジネスチャンスを見出す企業や起業家の存在を示唆するものである。

一方、財政支援の息切れという障害もある。一部のサービスセクターや、資金繰りの厳しい中小企業を中心として、コロナ禍は構造不況に形を変え、他のセクターに波及するリスクが高まっている。

7月下旬には、追加失業給付(Federal Pandemic Unemployment Compensation、週600ドル)が失効した。トランプ大統領が、緊急措置として連邦緊急事態管理庁(FEMA)の災害救済基金から440億ドルを拠出し、財政支援の空白を埋めている(Lost Wages Supplemental Payment Assistance、週300ドル)。ただ、受給対象者は3000万人近くおり、実質的には9月上旬までの数週間分しか財源がもたない(実際の支払いは大幅に遅れており、9月4日時点の支払い額は52億ドルである)。

足元では、良好な8月雇用統計を受けて、追加景気対策に対する共和党サイドの関心が急速に薄れているという。追加景気対策の中身について民主党と共和党のギャップは大きく、両党が合意に達しない恐れもある。期待されている追加景気対策には、追加失業給付の(部分的)延長措置に加えて、現金給付第二弾が含まれており、これらが実現しなければ、失業者を抱える家計は大きな支えを失ってしまう。8月時点でも、雇用の喪失は宿泊・余暇産業と、リモートワークの困難なサービス職種に偏ったままであり、包摂的な景気回復は一段と遠のくことになる(図表4)。

航空サービス産業では、米政府が人件費助成(Payroll Support Program、320億ドル)の条件として申請企業に要求した雇用維持の期限が9月末に迫っている。大手航空各社はすでに大規模なレイオフ計画を発表している。

中小企業に対する人件費・運転資金助成制度であるPPPローン(5,250億ドル)も、第二弾の発動が求められている。PPPローンは、8月8日に受付が終了し、同月10日からは返済免除手続きが始まった。NFIBの調査(8/17-18実施)によれば、PPPローン利用企業の84%がすでに全額を人件費等に充当したという。

PPPローンは(一部不正行為などが報じられているが)労働者の雇用及び所得の維持にかなりの効果をもたらした。しかし、NFIBによれば、PPPローン利用企業の23%が「従業員をすでに解雇したか、今後6カ月以内に解雇する予定」と答えている。8月雇用統計でも、恒久的レイオフ数の増加が確認された。

またPPPローン利用企業の47%が「今後12カ月以内に追加的な資金支援が必要」と訴えている。現在の経済状況が続くと、無視できない割合の企業が破綻に追い込まれるということだ。震源地は、コロナ禍で最も影響を受けているサービスセクターの一部であり、構造不況化とその波及が懸念される。

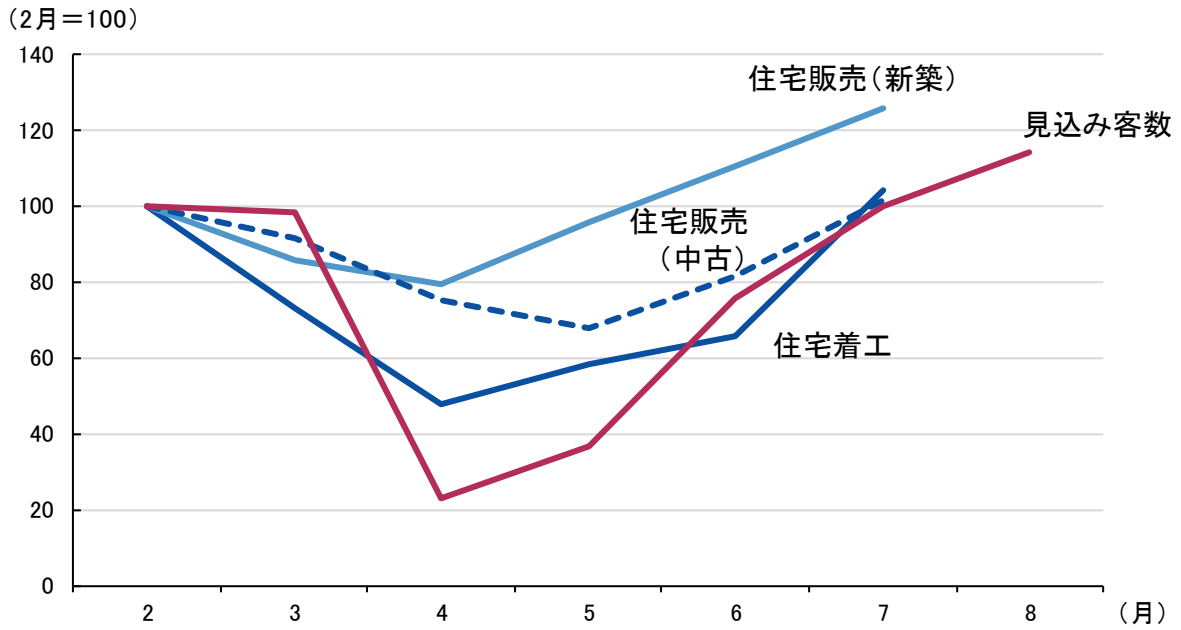
需要サイドでは、「新しい生活様式」や「新しい企業活動様式」が定着し、国内外の移動、余暇、外食、宿泊、パーソナルケア等の抑制が恒久化する恐れがある。アトランタ連銀が実施した企業向け調査(7/13-24実施)によれば、コロナ禍が一服した後の旅費について「平均28.6%削減する」と答えている。

家計の消費バスケットの構成比が変わるだけなら、実質GDPに対する影響は無視できるかもしれない。しかし、需要減に見舞われるセクターの企業や労働者が適応するのは容易ではない。むしろ、恒久的な売り上げ減が見込まれた時点で経営破綻や雇用調整が広がっていくと考えられる。

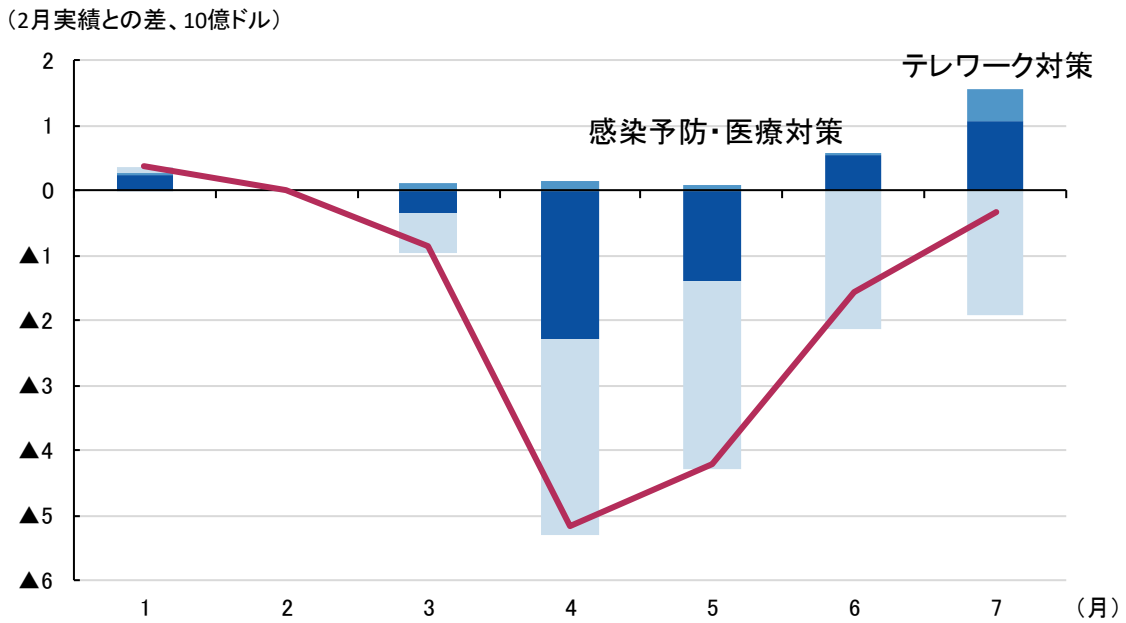
ニューヨーク連銀の調査(8/3-10実施)によれば、調査時点での売上高の水準が続いた場合、製造業で28%、サービス業で26%の企業が「12カ月以内に債務返済が不可能になる」と答えている。調査時点がやや古いですが、セントルイス連銀の調査(5/27-6/5)では43%の企業が「調査時点から半年以内に資金繰りが厳しくなる」と答えている。

一方、需要増の恩恵を受けるセクターでは、新規雇用を増やすよりも、まずは生産性の向上によって対応することが容易に想像できる。需要減と需要増の影響が非対称的であること、需要減が特に雇用吸収力の高いセクターで起きることによって、失業率の上昇や労働参加率の低下が避けられないだろう。

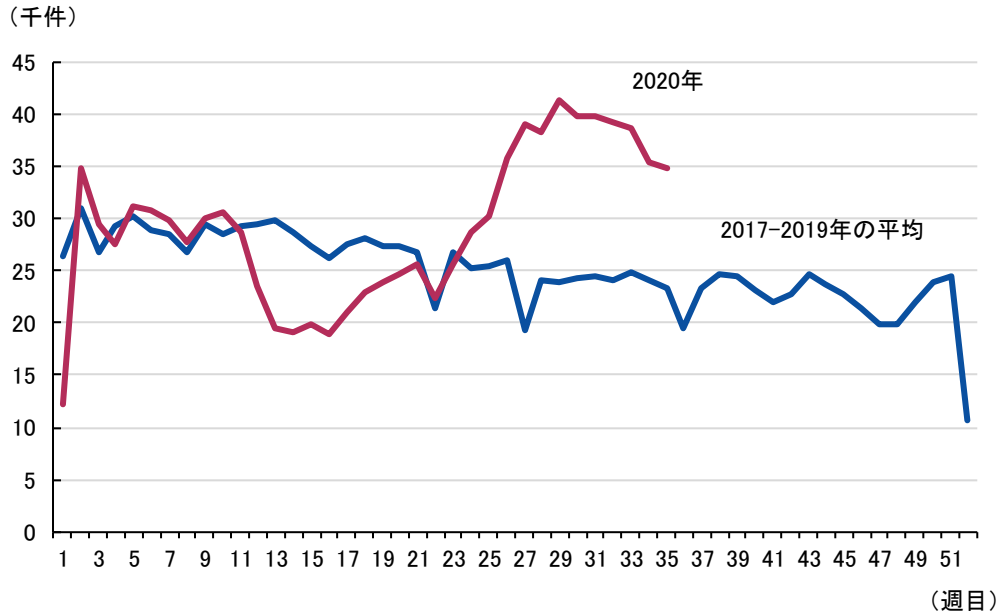
図表1 強さを見せる米住宅市場



図表2 コロナ対応投資が設備投資をけん引



図表3 米企業・起業家の事業申請件数



(注) 将来的に雇用を生み出す可能性が特に高い申請。下記のいずれかに該当

- ① 既存企業による申請
- ② 雇用や調達を開始している等
- ③ 最初の賃金支払い日を明示
- ④ 製造、小売り、ヘルスケア、レストラン/フードサービスのいずれかの業種コードを取得済み

(資料) 米国商務省により、みずほ総合研究所作成

図表4 コロナショックが一部に偏る米労働市場

2月から8月の変化幅(千人)			職業別(大←TWI→小)				
			経営	専門	販売	事務	その他
		TWI ↓ →	60.1	42.5	28.4	24.3	10未満
大 → 産 業 別 ← 小	金融	57.4	152	▲111	▲124	143	▲164
	専門企業サービス	53.4	▲230	69	▲100	▲75	▲597
	情報	53.3	130	▲99	▲59	▲84	▲132
	製造	30.3	▲234	52	51	▲133	▲867
	公共機関	29.8	88	77	11	57	▲55
	他のサービス	27.7	51	▲71	▲63	▲84	▲622
	教育医療	25.9	33	61	36	113	▲1153
	建設	17.2	81	▲18	▲38	▲3	▲564
	商業	16.5	22	▲216	▲350	▲124	▲343
	運輸公益	14.0	10	▲66	21	47	▲795
	農林水産	11.1	4	1	▲16	19	▲60
余暇宿泊	8.8	▲453	▲341	▲204	▲238	▲2848	

(注) TWI=テレワーカーカビリティ・インデックス。テレワーク可能な従業員の割合を表す。

(資料) 米国労働省により、みずほ総合研究所作成

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。