

労働市場の回復に鈍さ

～追加経済対策案で景気回復は加速する見込み～

佐古 佳史

要旨

新型コロナウイルスの感染再拡大とそれに伴う行動制限措置の導入などから、労働市場の回復の鈍さが確認できる一方で、米国経済の回復ペースは足踏み状態から脱しつつある。先行きについては、米国南部を中心に大寒波が到来したことで短期的な下押し圧力はあるものの、バイデン政権が目指す 1.9 兆ドル規模の新たな追加経済対策案も成立する見込みとなっており、21 年の景気回復は加速しそうだ。

1 月の FOMC 議事要旨からは、資産購入の段階的な縮小(テーパリング)をする予定は当面ないという認識が FOMC 参加者の間で共有されていることが明らかとなった。足元では短期的にインフレ率が高まる兆しはあるものの、経済活動が正常化されるまでは、インフレ率の持続的な加速は起こらないだろう。

バイデン政権は 新たな追加経済 対策を目指す

バイデン大統領は 1.9 兆ドル(約 200 兆円)規模の新たな新型コロナ対策法案を発表し、失業給付上乗せを 9 月まで延長することや、現金給付を 1 人当たり 1,400 ドル追加、対コロナウイルスワクチン(以下、ワクチン)普及にむけた補助などを目指している。上院は 2 月 5 日、財政調整措置に基づき同法案をハリス副大統領の決定票を加えた 51 対 50 で可決した。今後は、早ければ 2 月内にも下院で採決される見通しとなっている。

景気の現状：足 踏み状態から脱 しつつある

以下、足元の経済指標を確認してみよう。現状は労働市場の回復は足踏みしているが、景気としては足踏み状態から脱しつつある。

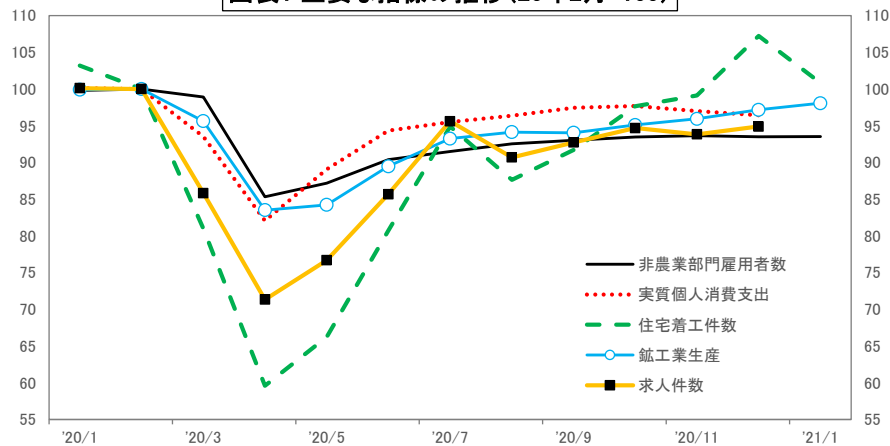
失業給付金の上乗せ措置が 20 年 7 月末で終了したことから、消費の回復ペースは鈍化していたが、12 月末に成立した 9,000 億ドルの新型コロナ追加救済法のうちの 1,660 億ドルが現金給付に充てられたこともあり、1 月の小売売上高は前月比 5.3%と 4 ヶ月ぶりに大幅な増加に転じた。

労働市場に目を転じると、1 月の非農業部門雇用者数は前月から 4.9 万人増、失業率は同じく 0.4%低下し 6.3%となった。ただし、労働力人口が 12 月から約 40 万人減少したことを踏まえると、労働市場の回復は鈍いといえる。コロナ禍による雇用喪失が低所得者やマイノリティに集中していることから、イエレン財務長官や FRB 関係者など、労働市場の回復を重要視する政策当局者は多く、

今後も要注目といえるだろう。

住宅市場については、低金利環境に加えて、郊外での戸建て需要の増加や、新築、中古ともに在庫が少ないことから、新築住宅着工件数は堅調な推移が続いている。こうしたなか、1月の住宅着工許可件数は前月比10.4%と急増しており、住宅市場の好調さが改めて示された。

図表1 主要な指標の推移(20年2月=100)

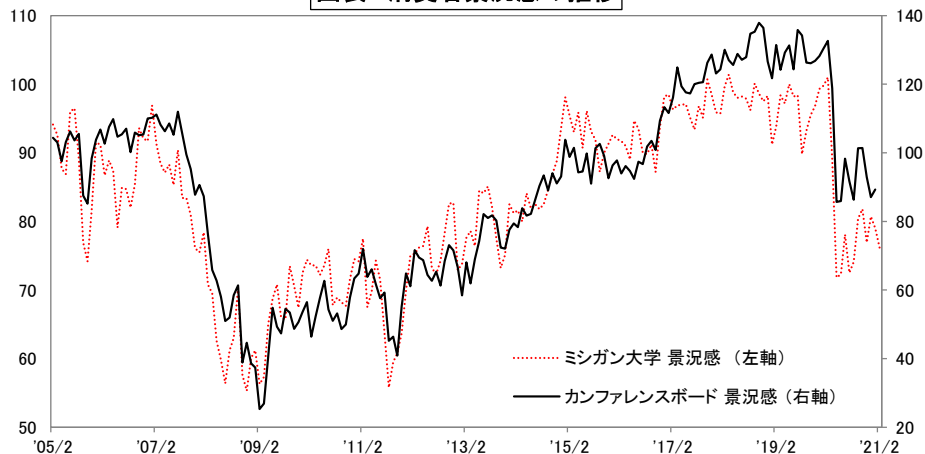


(資料) Bloomberg

2月のミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は1月から低下し76.2(現況指数86.2、期待指数69.8)となった。この背景としては、低所得家計が将来に対して悲観的な見通しを強めたことがあるとミシガン大学は報告している。

企業マインドをみると、ISM製造業、非製造業指数ともに1月は58.7%となり、企業部門の回復傾向が続いていることがうかがえる。また、1月の鉱工業生産は前月比0.9%上昇し、前年比では▲1.8%まで減少率を縮小させた。

図表2 消費者景況感の推移



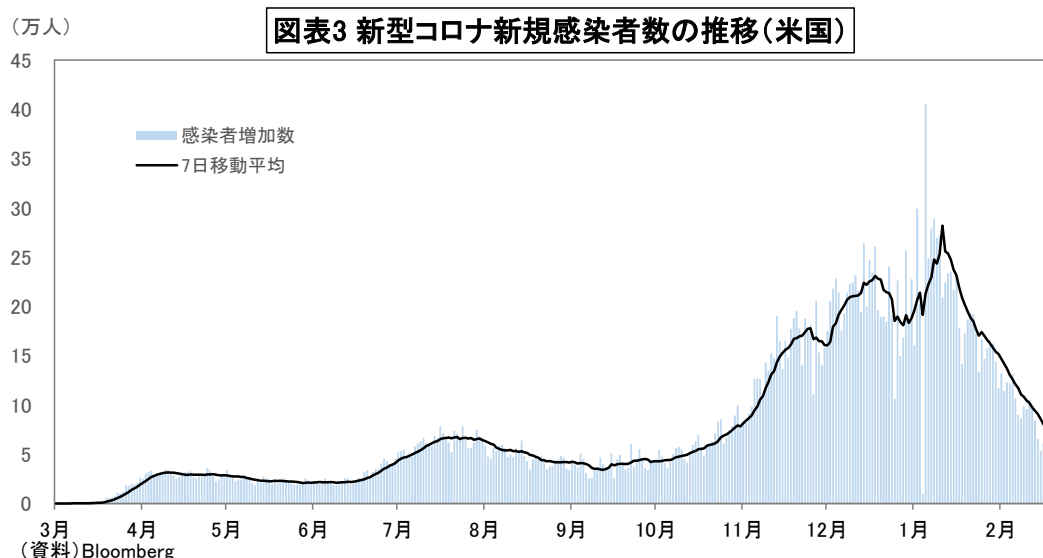
(資料) ミシガン大学、カンファレンスボード、Bloombergより農中総研作成

景気の先行き： 大寒波による下 振れも、21年の 景気回復は加速 する見込み

さて、新型コロナの感染状況やワクチンの普及過程など不確実性は依然として大きいものの、景気の先行きについて考えてみたい。米国では冬期にかけて新型コロナウイルスの感染再拡大が続いてきたものの、12月14日からワクチンの接種が開始されたこともあり、1月中旬以降、新規感染者数は減少傾向となっている。今後、さらなるワクチンの普及で経済正常化も期待できるだろう。

こうしたなか、12月27日に成立した9,000億ドルの新型コロナ追加救済法が景気を下支えしていることや、バイデン政権が目指す1.9兆ドル規模の新たな新型コロナ対策法案も成立する見込みとなっており、21年の景気回復は加速しそうだ。米政府は既に7月末までに6億回分のワクチンを確保しており、国防生産法や国家防衛法によるワクチンや医療機器の供給支援を行うなど、集団免疫の獲得と経済正常化について着実に前進している。

しかし、2月中旬には米国南部を中心に大寒波が到来し、電気や水道などの生活インフラに加えて、操業停止を余儀なくされた企業も報告されている。このため、短期的には景気への下押し圧力は避けられない。



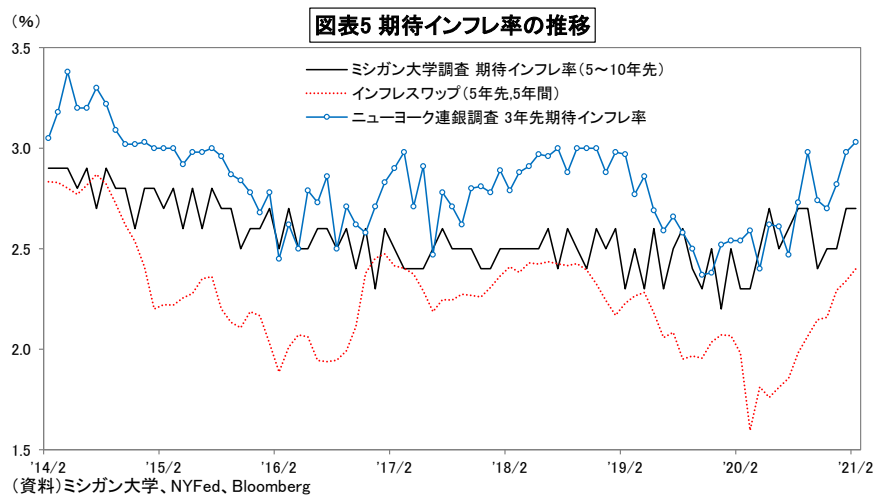
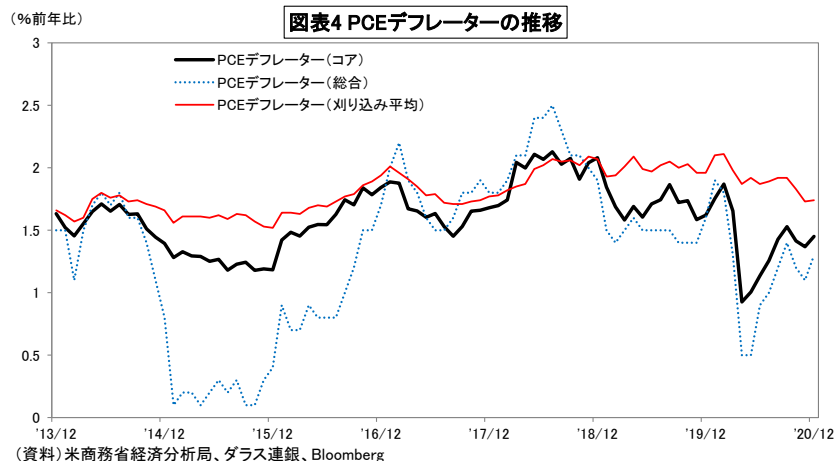
インフレ率の持続 的な加速にはワク チンの普及が必須

インフレ率については、コロナ禍による弱い需要を反映して鈍化傾向が続くとみられる。12月のコアPCEデフレーターは前年比1.5%とFRBが目標とする2%を下回って推移している。また、1月のコア消費者物価指数(CPI)は同1.4%と上昇は鈍い。

1.9兆ドルと大規模な景気刺激策が実現される可能性や新型コロナウイルス感染拡大が鈍化しつつあることを受け、期待インフレ率は「コロナ前」である20年2月と比べると全体的に上昇して

いる。なかでも、足元ではブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）やインフレスワップなど市場で計測される期待インフレの上昇が著しい。また、直近のデータからは、原油価格や輸入財価格指数、生産者物価指数の上昇などインフレが一時的に加速する要因が多いように思われる。

とはいえ、持続的にインフレ率が加速するには、ワクチンが普及して集団免疫を獲得し経済活動が正常化することで、既に大量に供給された貨幣が実体経済での流通が活性化し始める必要があるだろう。一方で FRB には利上げなどの対応手段があることから、制御不能な高インフレ状態に陥るとは考えづらい。FRB が現在採用している平均インフレ目標の枠組みに鑑みれば、インフレ率が多少 2%を超えることはむしろ望ましく、多少インフレ率が上振れたところで、金融政策に変更はないと思われる。



FRB は資産購入
を継続へ

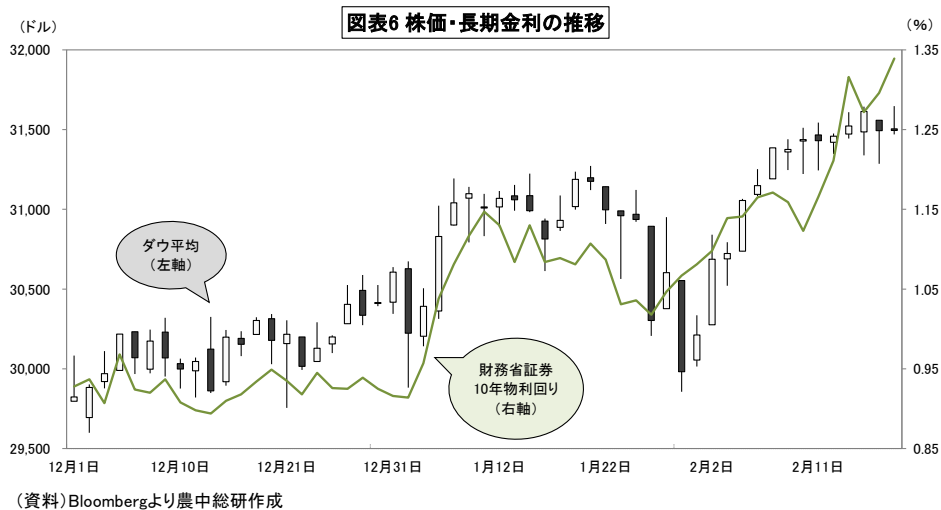
17日に公表された1月のFOMC議事要旨では、資産購入の段階的な縮小（テーパリング）はしばらく行わないとの認識がFOMC参

長期金利： 1.3%前後での 推移を予想

加者間で共有されていることが示された。コロナ禍からの回復を考える上で、FOMC 参加者は労働市場の回復を最重要視しているように見受けられるため、GDP やインフレ率を基準に考えた場合よりも、テーパリングの開始は後ずれする可能性もあり、今後の FOMC などに要注目といえるだろう。

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12月には追加経済対策期待が高まったことから、概ね米長期債金利（10年債利回り）は0.9%台前半で推移した。1月に入ると、ジョージア州上院決選投票において民主党が2議席確保し、大規模な財政政策が実現する可能性が高まり、金利は一旦上昇。2月入り後は、新型コロナウイルス感染拡大の鈍化や、1.9兆ドル規模の追加経済対策を織り込む形で金利は急ピッチで上昇し、足元では1.35%に迫っている。

先行きについて考えてみると、経済活動の正常化が見え始めたことや、財政赤字の拡大によって金利が低下する余地は少ないと考えられるが、これまでの上昇ペースが速かったことに加えて、追加経済対策については材料出尽くし感もあり、金利上昇は一旦落ち着くと思われる。このため、1.3%前後での推移が続くと予想する。



株式市場：緩やかな 上昇を予想

株式市場では12月入り後、主に追加財政政策への思惑を背景にダウ平均は30,000ドル前後での取引となった。1.9兆ドル規模の追加経済対策期待はあるものの、金利上昇が懸念材料となり、1月末には30,000ドルを割り込む場面も見られたが、2月に入ると経済正常化期待などから再び上昇した。足元では、急ピッチな金利上昇が引き続き懸念されている。

先行きについて考えてみると、金利上昇への警戒感が強く、経済正常化期待はあるものの、上値の重い展開が続くと予想する。

(21. 2. 22 現在)

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	1/27 2/10	今後数ヶ月の一時的な物価上昇は静観 力強い労働市場からは非常に遠い状態
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	-1	2/19	過剰な財政政策により、経済が過熱することは心配していない
	クラリダ副議長	-1	1/14	インフレ率が年間で2%を超えるまでは利上げしない
	ブレynaード理事	-1	2/18	金融機関は気候変動リスクに備えるべき
	ウォーラー理事	?		前セントルイス地区連銀調査局長 任期は2030年まで
	ボウマン理事	?	2/16	経済回復までには「長い道のり」
	クオールズ副議長	?		
	エバンス総裁 (シカゴ)	-1	2/3	インフレ率は低すぎるため、緩和的な措置の継続が必要
	バーキン総裁 (リッチモンド)	-1~0	2/17 2/19	全般的に「かなり楽観的」 集団免疫が得られなくても今年は経済が急速に成長する可能性
	ボスティック総裁 (アトランタ)	0~1	2/1 2/4	低所得者など一部の失業者が職を得るにはさらなる支援が必要 年内テーパリング開始の可能性は小さい
	デイリー総裁 (サンフランシスコ)	-1	2/11 2/16	年内テーパリング開始の可能性を見込まず インフレの過度な高進は現時点でリスクになっていない
FOMCメンバー 投票権なし	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	1	2/4 2/16	テーパリング議論は時期尚早 新型コロナウイルス感染が収束するまで財政政策が重要
	ブラード総裁 (セントルイス)	-2	2/3 2/16	失業率は引き続き急ピッチで低下する可能性も 経済成長は中国を上回る可能性がある
	ローゼングレン総裁 (ボストン)	0~1	2/1 2/19	景気の回復が春までに始まるよう期待しているが、雇用確保が重要 労働市場の回復に育児支援必要
	メスター総裁 (クリーブランド)	0	2/3 2/8	より大きな財政支援が必要 米金融政策は「極めて長い期間」にわたり緩和的に維持される
非FOMCメンバー 投票権なし	ハーカー総裁 (フィラデルフィア)	1	2/11	インフレ率が近く2%を上回るとは考えていない
	カプラン総裁 (ダラス)	1	2/9 2/17	インフレの一時的急上昇の可能性見込む 新型コロナウイルス変異株の抑制やワクチン接種が最大の関心事
	メカシュカリ総裁 (ミネアポリス)	-2	2/3	ワクチンの広範な普及が、経済の立て直しに不可欠
			2/4	財政支援は雇用市場の指標に結びつけるべき

(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。

22年は、ジョージ、ブラード、ローゼングレン、メスター総裁に投票権