

雇用の戻りから景気回復ペースは加速しつつある

～3兆ドル規模のさらなる追加経済対策法案が今後の焦点に～

佐古 佳史

要旨

寒波が到来した2月については消費や住宅市場などで弱含む指標もみられたが、対新型コロナウイルスワクチン接種の普及と新規感染者数の減少、労働市場の改善傾向などから、米国経済の回復ペースは加速しつつあり、3月分以降は堅調な指標が確認できると思われる。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。

景気の先行きについては、1.9兆ドル規模の新型コロナ対策案が成立したことに加えて、バイデン政権がさらに最大3兆ドル規模の新たな追加経済対策法案の成立を目指す見込まれることから、景気回復ペースが一段と加速する可能性も考えられる。

金融政策の現状維持が決まった3月FOMC後の記者会見にてパウエル議長は、最大雇用の早期回復を目指すため金融緩和が長期化することや、政策変更がある際は十分に前もって公表する予定であることを強調した。

1.9兆ドルの新型コロナ対策法案が成立

バイデン大統領は3月11日、1.9兆ドル（約200兆円）規模の新型コロナ対策法案（米国救済計画）に署名した。内訳別の推計では、現金給付に4,000億ドル、失業給付に2,500億ドル、コロナ対策に4,000億ドル、財政難の州・地方政府への資金援助に3,500億ドルを充てることとなっている。

10日に公表された米議会予算局の推計によると、21年度（20年10月～21年9月）の財政支出は1.09兆ドル、財政赤字は1.16兆ドル、22年度（21年10月～22年9月）の財政支出は0.48兆ドル、財政赤字は0.53兆ドルの増加が見込まれている。また、21年9月末までに、名目GDP比で5.2%の財政政策が実施される見通しとなっており、経済対策としては十分すぎる規模だろう。

今後は、バイデン大統領の施政方針演説に加えて、インフラ投資計画と再生可能エネルギーの拡大を中心とした最大3兆ドル規模ともみられる新たな追加経済対策が発表される予定となっており、注目材料といえるだろう。

景気の現状：回復ペースは加速しつつある

以下、足元の経済指標を確認してみよう。2月は寒波が到来したことで弱含む指標もみられたが、景気としてはこれまでの足踏み状態から脱し、回復ペースが加速しつつあり、3月分以降は堅調な

指標が確認できると思われる。

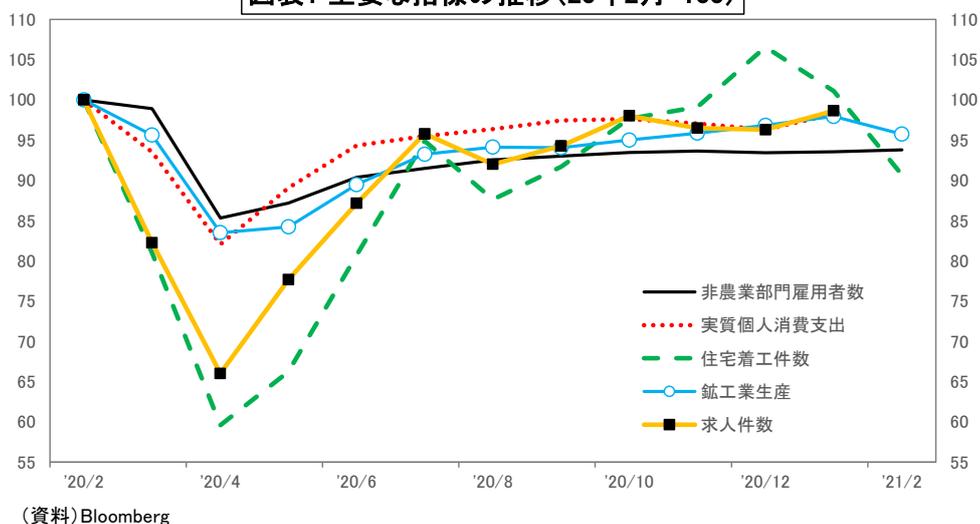
失業給付金の上乗せ措置が20年7月末で終了したことから、消費の回復ペースは一旦鈍化していたが、12月末に成立した9,000億ドルの新型コロナ追加救済法のうちの1,660億ドルが現金給付に充てられたこともあり、1月の小売売上高は前月比7.6%（5.3%から上方修正）と4ヶ月ぶりに大幅な増加に転じた。寒波の影響から2月は同▲3.0%の減少となったが、減少は一過性とみられる。

労働市場に目を転じると、2月の非農業部門雇用者数は前月から37.9万人増と雇用の回復ペースが加速した。失業率は前月から0.1ポイント低下し6.2%となった。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、今後と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これまで堅調な推移が続いてきた。ただし、寒波の影響から2月の住宅着工件数は前月比▲10.3%と急落した。また足元では長期金利上昇に伴い住宅ローン金利が上昇していることも住宅市場にとっては悪材料といえる。

こうしたなか、ニューヨーク連銀が2月に公表した「家計負債・信用に関する四半期報告書」によると、新規住宅ローンの組成はクレジットスコアが最も高い区分に分類される消費者に集中しており、いわゆるバブルの様相を呈しているわけではなさそうだ。

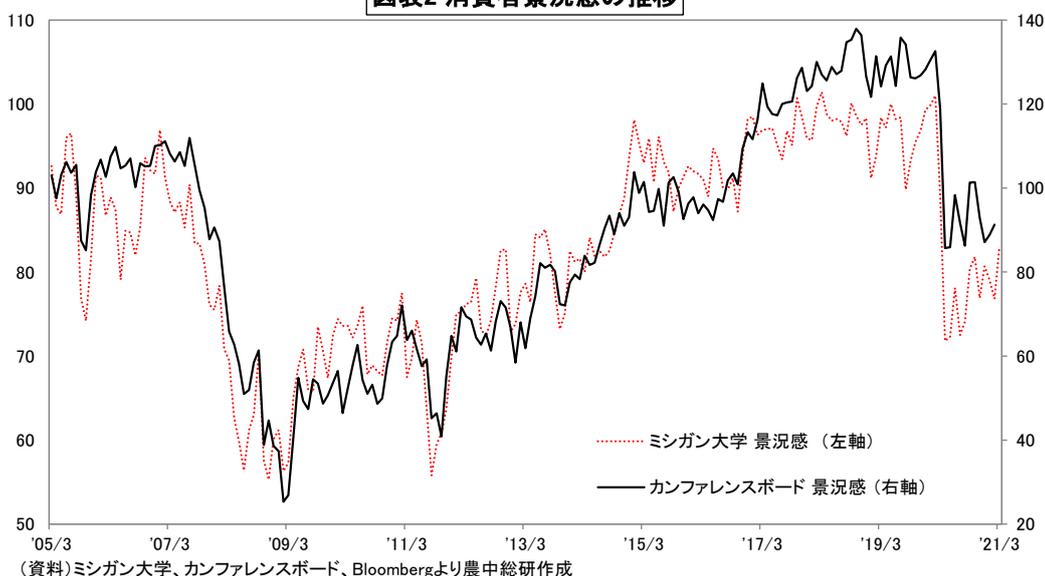
図表1 主要な指標の推移(20年2月=100)



3月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は2月から上昇し83.0（現況指数91.5、期待指数77.5）となった。この背景としては対新型コロナウイルスワクチンの普及が考えられ、景況感の改善は低所得層と高齢者層が中心であるとミシガン大学は解説している。

企業マインドをみると、2月のISM製造業指数は60.8%と3年ぶりの高水準に上昇、非製造業指数は55.3%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。構成項目の中では、半導体不足の影響もあり入荷遅延指数が上昇している。なお、仕入れ価格指数が上昇していることもあり、インフレ率の加速につながるのかどうか注意したい。

図表2 消費者景況感の推移



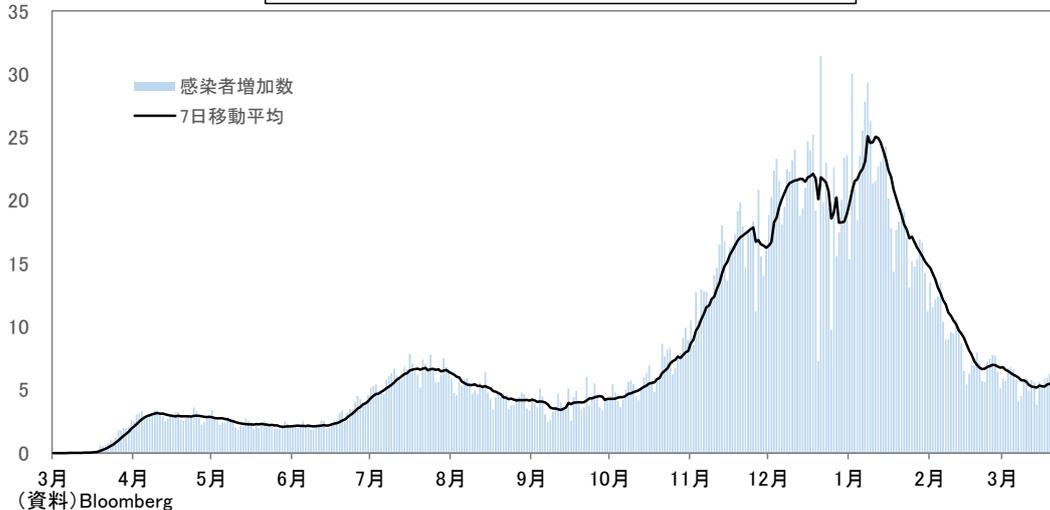
**景気の先行き：
21年の景気回復
は加速する見込み**

さて、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、3月22日時点でワクチン接種総数は1.2億回、ワクチンを一回接種した人は8,277万人、接種が完了した人は4,491万人となっている。また、バイデン大統領は11日のテレビ演説において、5月1日までに成人の希望者全員がワクチンを接種できる体制を整えると表明した。こうしたなかワクチンの効果もあり、新規感染者数は減少傾向をたどっている。

11日に成立した1.9兆ドル規模の新型コロナ対策法案に加えて、さらに追加経済対策が実施される可能性もあり、21年の景気回復は加速する見込みである。

(万人)

図表3 新型コロナ新規感染者数の推移(米国)



インフレ率の持続的な加速にはワクチンの普及が必須

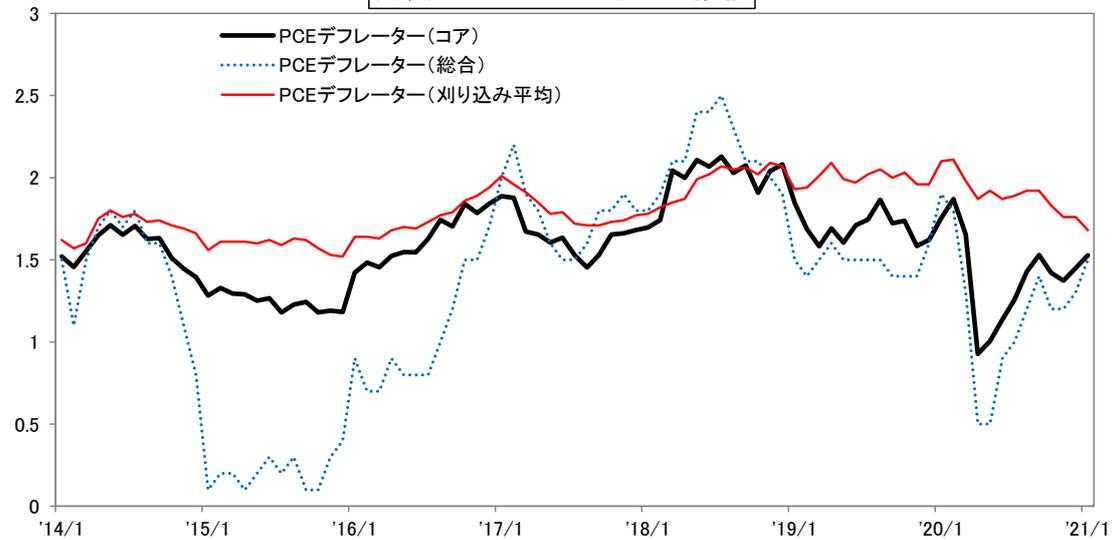
インフレ率については、コロナ禍による弱い需要を反映して鈍化傾向が続くとみられる。1月のコア PCE デフレーターは前年比 1.5%と FRB が目標とする 2%を下回って推移している。また、2月のコア消費者物価指数 (CPI) は同 1.3%と上昇は鈍い。

1.9 兆ドルと大規模な景気刺激策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率の上昇が著しい。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率が一時的に加速する要因が多いように思われる。なお、前年比で計測する場合、新型コロナウイルスによりインフレ率の鈍化が鮮明となった 20 年 3 月分のデータと比べることから、21 年 3 月以降はやや高めの数字が出る点には注意したい。

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の実体経済での循環が本格化し始める必要があるだろう。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、インフレ率が上振れたところで、金融政策に変更はないだろう。

(%前年比)

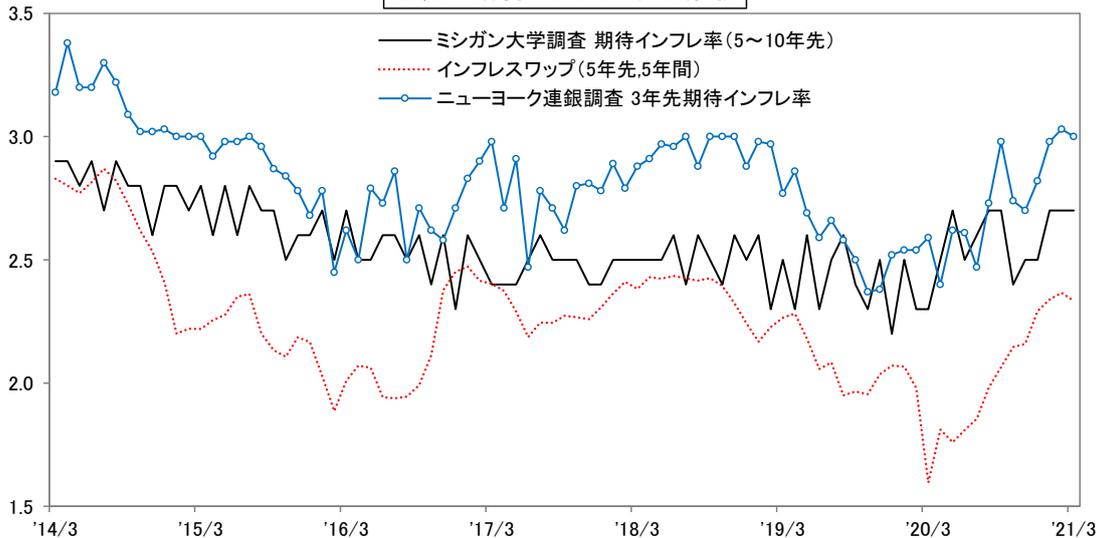
図表4 PCEデフレーター推移



(資料)米商務省経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg

(%)

図表5 期待インフレ率の推移



(資料)ミシガン大学、NYFed、Bloomberg

3月FOMC後の記者会見にて、金融緩和の長期化を示唆

3月のFOMC(16、17日)では、政策金利(0~0.25%)と資産買い入れペース(一月当たり米国債800億ドル、MBS400億ドル)について現状維持が決定された。

また、FOMC後に公表された経済見通しなどによると、見通し期間の21~23年にかけて経済成長率とインフレ率は上方修正、失業率は下方修正され、対新型コロナウイルスワクチンの普及を反映した形となった。一方で、政策金利予測分布図(ドット・プロット)による政策金利の見通しでは、23年までゼロ金利政策の維持を見込むFOMC参加者が依然として多数派なものの、22年に少なくとも1回の利上げを見込む参加者が4人に増加(12月時点では1

人)、23年については7人に増加(同5人)したことで、政策金利の見通しについてはFOMC参加者の間でも意見が割れている印象を与えた。

ただし、こうした公表資料の解釈には注意を要する。FOMC後の記者会見でパウエル議長は、①ドットプロットは各FOMC参加者の独自の予想であり政策の見通しとしてはあまり意味がないこと、②失業率だけで労働市場の回復を測ることは不可能なため、金融政策を変更する際は幅広い指標を考慮する必要があること、③インフレ率の上振れをある程度許容すること、④政策変更をする際には市場を混乱させないように十分に前もってアナウンスすることなどを強調した。

現在のFRBは金融政策の目標として最大限の雇用の確保と平均2%インフレ目標を掲げている。雇用については基準となる指標が複数存在し、インフレについては参照期間や上振れ許容度に幅がある。このため、金融政策の変更はFRBによるデータの解釈次第の面が強く、今回の経済見通しのように「景気は強いが金融政策は長期間にわたって非常に緩和的に推移する」という一見すると矛盾とも取れるメッセージが今後も公表されることになるだろうが、基本的には超緩和的な金融政策が長期化すると考えるのが妥当だろう。

図表6 FRB大勢見通し(3月時点)

	2021年	2022年	2023年	長期見通し
実質GDP (％前年比)	5.8～6.6	3.0～3.8	2.0～2.5	1.8～2.0
12月時点 (％前年比)	3.7～5.0	3.0～3.5	2.2～2.7	1.7～2.0
失業率 (％)	4.2～4.7	3.6～4.0	3.2～3.8	3.8～4.3
12月時点 (％)	4.7～5.4	3.8～4.6	3.5～4.3	3.9～4.3
PCEデフレーター (％前年比)	2.2～2.4	1.8～2.1	2.0～2.2	2.0
12月時点 (％前年比)	1.7～1.9	1.8～1.9	1.9～2.1	2.0
コアPCEデフレーター (％前年比)	2.0～2.3	1.9～2.1	2.0～2.2	
12月時点 (％前年比)	1.7～1.8	1.8～2.0	1.9～2.1	
政策金利(中央値) (％)	0.125	0.125	0.125	2.50
12月時点 (％)	0.125	0.125	0.125	2.50

(資料)FRBより作成

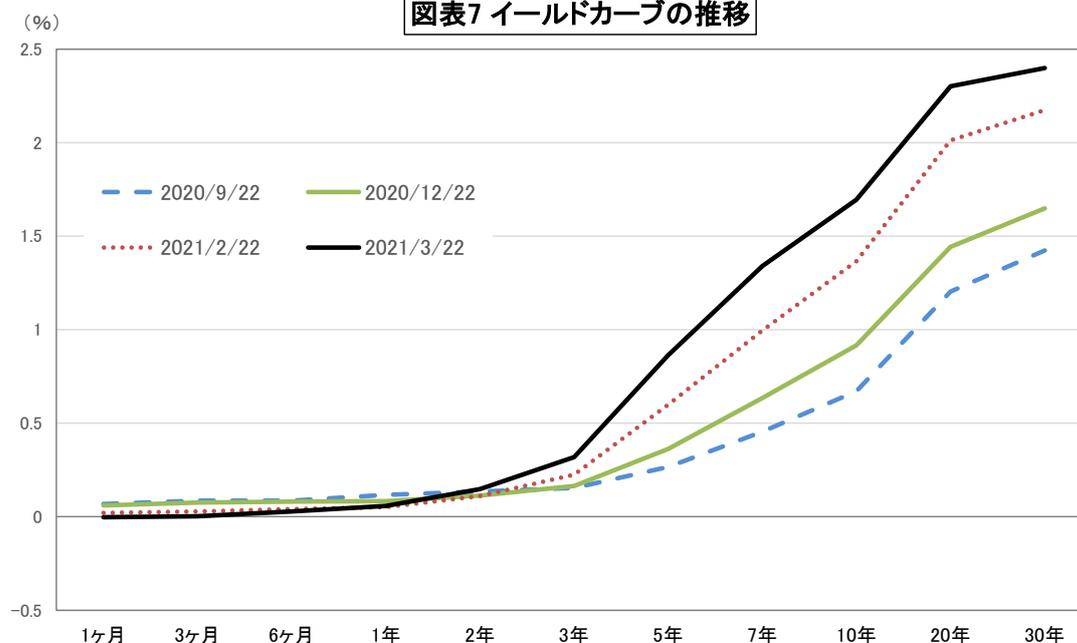
(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

長期金利：上昇傾向の継続を予想

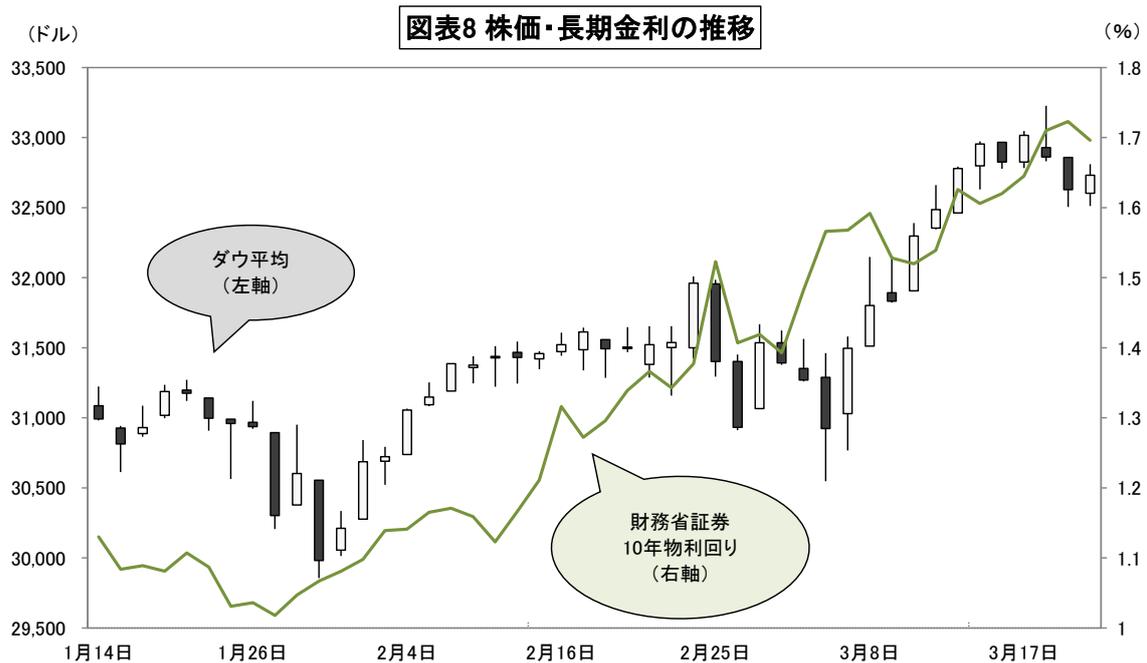
最後に、これまでの市場の動きを確認してみると、債券市場では2月入り後、新型コロナウイルス感染拡大の鈍化や補完的レバレッジ比率（SLR）の条件緩和措置の3月末での打ち切り観測、1.9兆ドル規模の追加経済対策を織り込む形で長期金利（米10年債利回り）は急ピッチで上昇し、足元では1.7%前後での推移となっている。

先行きについて考えてみると、経済活動が正常化しつつあるなか、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。また、さらなる追加経済対策をめぐる思惑や、FRB関係者による、金利上昇は経済の回復を反映しているとの解釈（いわゆる「良い金利上昇」説）などもあり、今後も長期金利の上昇が続くと見込まれる。

図表7 イールドカーブの推移



(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg

株式市場：底堅い展開を予想

株式市場では、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。急ピッチな金利上昇が引き続き懸念されたものの、3月前半にかけてダウ平均は1,000ドル程度上昇した。

先行きについて考えてみると、金利上昇への警戒感は根強いものの、ダウ平均の構成銘柄は経済正常化の恩恵を受けるものが多いとみられていることもあり、さらなる追加経済対策やインフラ投資拡大の思惑から、底堅い展開が続くと予想する。

(21. 3. 23 現在)