

## ワクチンの普及で経済正常化が進展

### ～テーパリング開始時期をめぐり、雇用とインフレ率が焦点に～

佐古 佳史, CFA

#### 要旨

バイデン政権は総額 4 兆ドル超の財政支出計画と増税案を発表したが、共和党との交渉で既に規模を縮小する動きもみられる。

雇用など一部に軟調な指標が確認されたものの、対新型コロナウイルスワクチンの普及により新規感染者数が大幅に抑制され、経済正常化が進展していることから、基調としては回復が続いているとみて良いだろう。

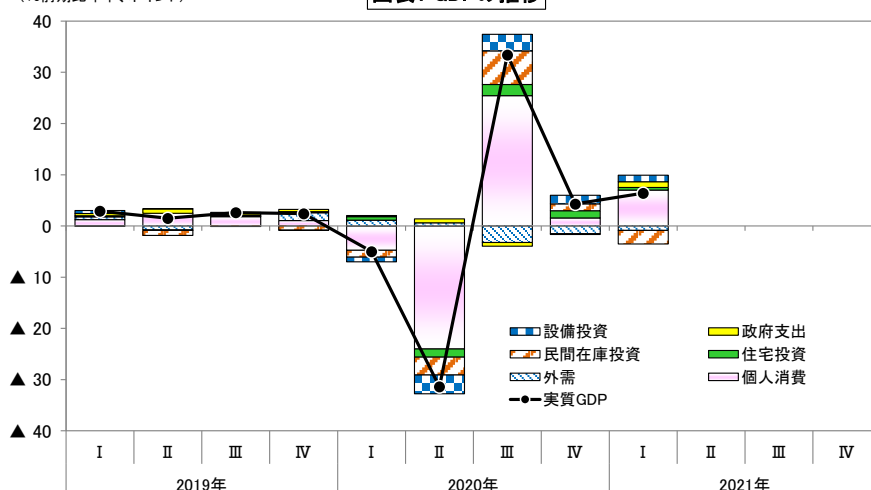
こうしたなか、金融政策の現状維持が決まった 4 月の FOMC では、景気回復が進めばテーパリングの議論を開始すべきとの意見が述べられており、急加速したインフレ率とともに、引き続き注目点となるだろう。

#### 大型財政政策で交渉中のバイデン政権

バイデン政権は、米国雇用計画（3 月 31 日発表）と米国家族計画（4 月 28 日発表）で今後 8～10 年で総額 4.1 兆ドルの支出増、法人税と富裕層税の増税で総額 4.2 兆ドルの歳入増を計画している。ただし、当面は超党派での合意を目指すとみられている。このうち、米国雇用計画について共和党との交渉する過程で、約 0.5 兆ドル減額となる 1.7 兆ドルの提案（5 月 21 日）をするなど、最終的にどれぐらいの規模になるのかは、現段階では不透明といえる。

(%前期比年率、ポイント)

図表1 GDPの推移



(資料) 米商務省、Bloombergより農中総研作成 (注) 各需要項目は寄与度。

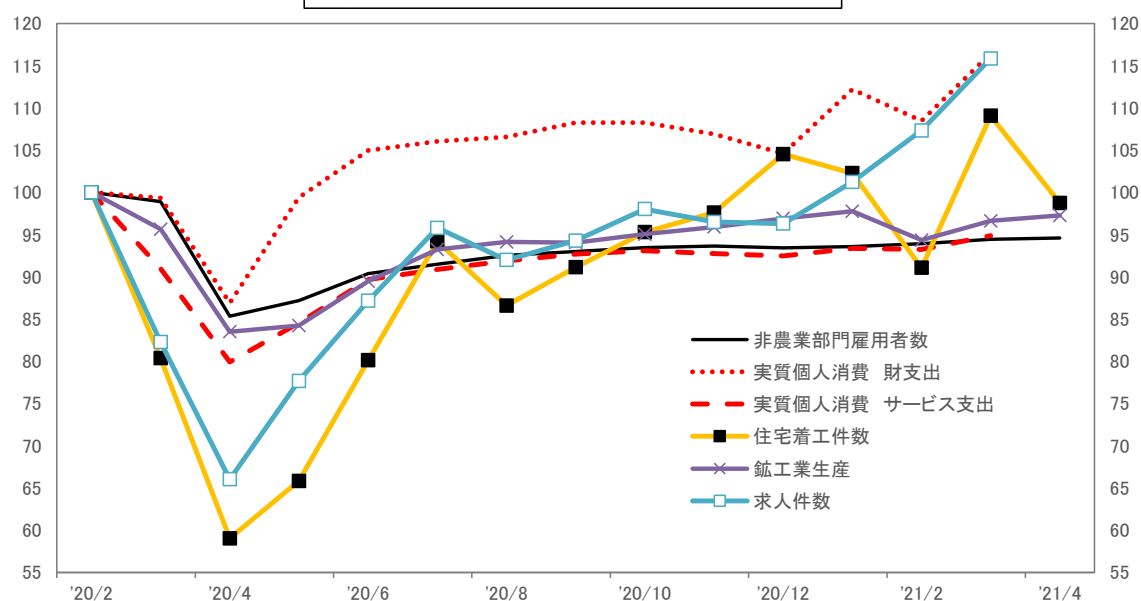
#### 年率 6.4% となった 1～3 月期

4 月 29 日に公表された 21 年 1～3 月期 GDP は、前期比年率 6.4% (速報値) となり、20 年 10～12 月期の同 4.3% から景気回復ペー

## GDP

スが加速し、コロナ前である 2019 年 10～12 月期の水準をほぼ回復した。寄与度別では個人消費の内、財消費が 4.9 ポイントと大きかった一方で、サービス消費は 2.1 ポイントにとどまった。足元では行動制限が徐々に解除されており、4～6 月期はサービス消費の回復が経済成長のけん引役となるだろう。また、政府支出は 1.1 ポイントとかなり高い寄与度となり、需要面でも財政支出が景気を下支えしていることが確認できた。

図表2 主要な指標の推移(20年2月=100)



(資料)Bloomberg

## 景気の現状：回復ペースの急加速が始まった可能性も

以下、経済指標を確認してみよう。4 月は軟調な指標も散見されたものの、基調としては回復傾向が続いている。

4 月の小売売上高は 3 月から変化がなく、個人消費の約 4 割を占める財消費は横ばいであった。もっとも、経済正常化が進展するにつれて財からサービスへと消費のパターンがコロナ前に戻りつつあると推察されることから、それほど悪い内容ではないだろう。なお、サービス消費は 28 日に発表される個人消費支出で確認できる。

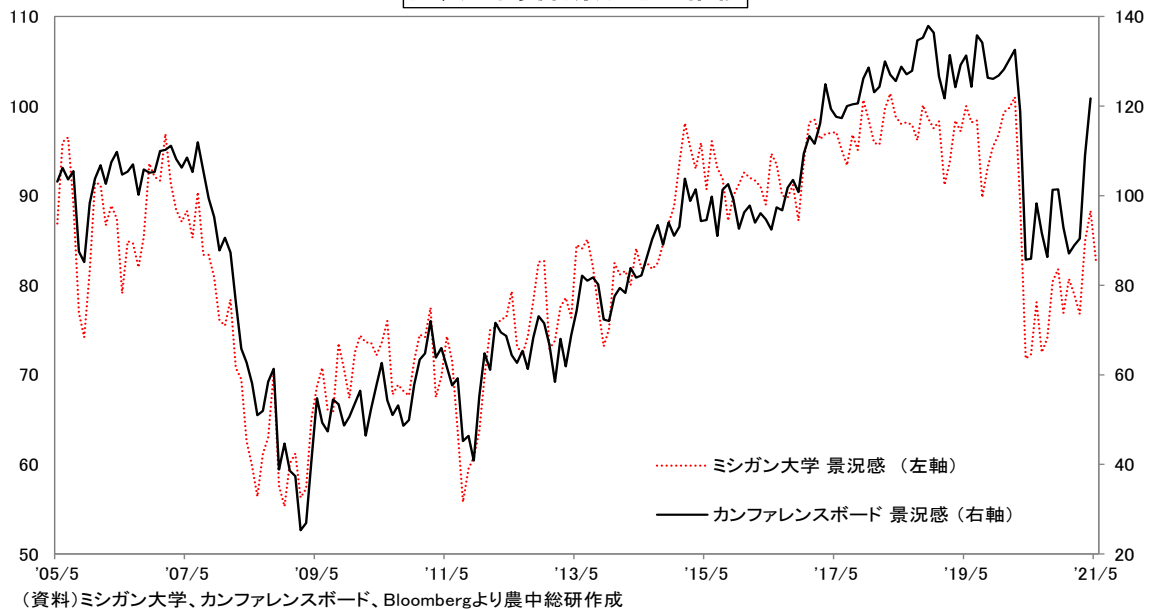
労働市場についても、3 月の求人件数が 812.3 万件と 2000 年 12 月の統計開始以降、過去最高を記録するなど経済正常化の進展が確認できるものの、4 月の非農業部門雇用者数は前月から 26.6 万人増にとどまり、失業率も前月から 0.1 ポイント上昇の 6.1%となるなど、雇用のミスマッチもうかがえる。

雇用者数の増加が少なかった背景としては、①20 年 4 月に雇用

が急減した影響から季節調整がうまくできていない可能性（季節調整前の数値では同 108.9 万人増）や、②失業給付金の上積みされている影響から労働参加意欲が湧きにくい可能性、③子どもの面倒を見る必要がある家庭では、学校や保育園などが完全に再開されない限り、特に女性の就業が困難な可能性（実際に 4 月は女性の雇用者が小幅に減少した）などが考えられる。

住宅市場は低金利環境や郊外での戸建て需要の増加に支えられて、コロナ禍では堅調な推移が続いてきた。ただし、足元では木材価格の高騰や、在庫の減少による住宅価格の高騰などが問題視され始めている印象を受ける。

図表3 消費者景況感の推移

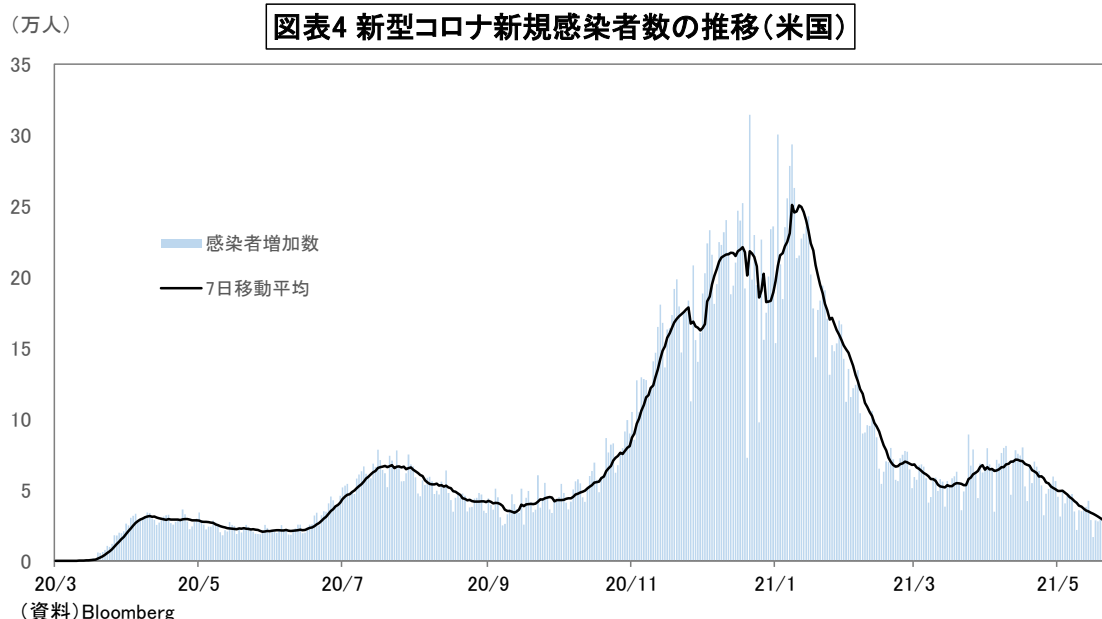


5月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は4月から低下し 82.8（現況指数 90.8、期待指数 77.6）となった。4月は対新型コロナウイルスワクチンの普及や、景気と雇用の回復を背景に消費者マインドは上昇していたが、5月に入ると、インフレ率と期待インフレ率の上昇への警戒感が高まったことがマインドを押し下げたとミシガン大学は報告している。また、今回の調査では足元の強い景気回復などを背景に、3分の2の回答者が22年中の利上げを予想していることも明らかとなった。

企業マインドをみると、4月のISM製造業指数（製造業 PMI）は 60.7%、サービス業指数（サービス業 PMI）は 62.7%と4月から小幅低下したものの、いずれも非常に高い水準を維持しており、企業部門の回復が続いていると判断できる。構成項目別にみると、

製造業 PMI は入荷遅延指数が小幅低下するなど、半導体不足が一層深刻化しているわけではないようだ。一方でサービス業 PMI の内訳では、入荷遅延指数の上昇が顕著であり、経済正常化によるサービス業への需要の回復と、人手不足などから生じるサービス業の供給制約の間のひずみとも解釈できる。また、両指数とも価格指数は極端に高い水準で推移しており、インフレ率が短期的にせよ、加速するのはほぼ間違いないだろう。

**図表4 新型コロナ新規感染者数の推移(米国)**



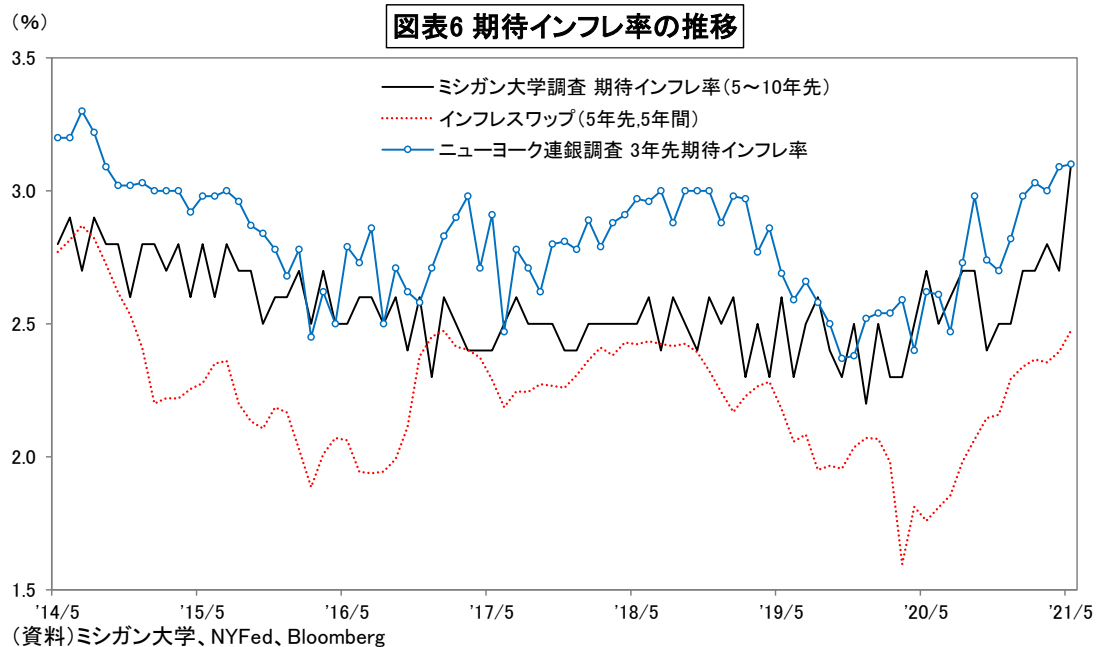
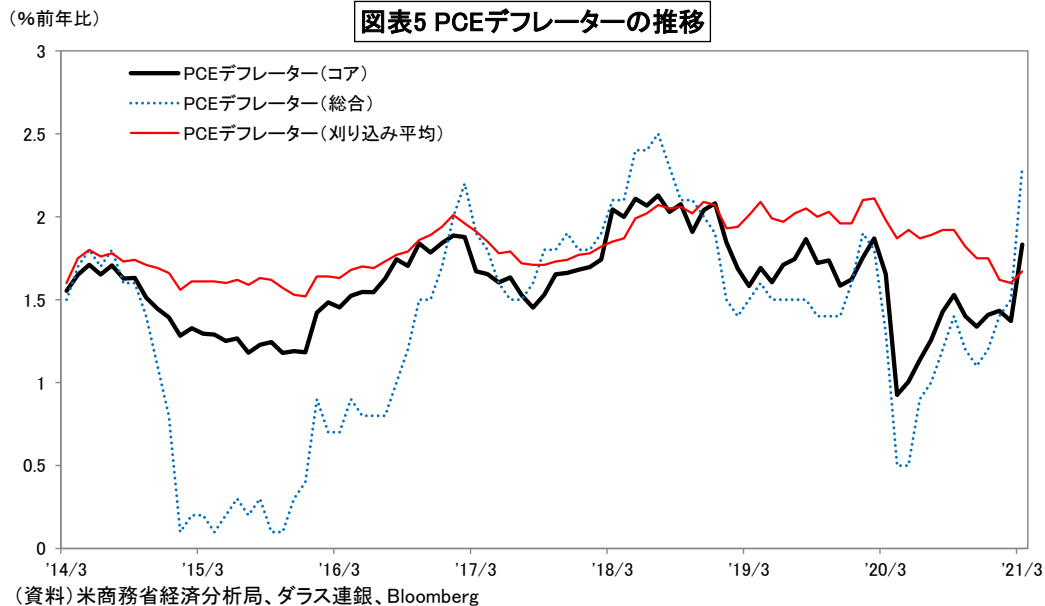
#### 景気の先行き： 4～6月期の景気 回復は加速する 見込み

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感染症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、5月24日時点でワクチンを1回接種した人は1.6億人、接種が完了した人は1.3億人となっている。変異株の蔓延に伴い、感染再拡大が確認される国も散見されるなか、ワクチン接種の普及から米国では新規感染者数は減少の一途をたどっており、足元の新規感染者数は20年3月末の水準を下回るまでに抑制されている。このため、例えばニューヨーク州の大部分では5月19日に経済活動の制限が解除されるなど、経済正常化が着実に進んでいる。なお、米務省が24日に新型コロナウイルスの変異株への警戒感から各国への渡航情報を見直し（日本は「渡航してはならない」に引き上げ）たように、ワクチン接種が進んでも感染再拡大のリスクが完全に消えたわけではない点には注意したい。

こうしたなか、3月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、年内にさらなる追加経済対策が実施される可能性もあるなか、経済正常化の進展に伴い 21 年 4～6 月期の景気回復は加速する見込みである。

一方で、アメリカ海洋大気庁 (NOAA) 気候予測センターは 20 日、今年のハリケーンに対する警告を発表するなど、景気回復に対する新たなリスク要因もすでに指摘されている。



**インフレ率は急加速したが、一時的とみられる**

インフレ率については、コロナ禍によるこれまでの弱い需要を反映して鈍化傾向が続いていたが、3 月のコア PCE デフレーターは前年比 1.8%に加速し、FRB が目標とする 2%に迫った。また、

**テーパリングに  
ついての意見が  
確認された 4 月  
FOMC**

4月の消費者物価指数(CPI)総合とコアはそれぞれ前年比で4.2%、3.0%、前月比で0.8%、0.9%と、非常に高い伸びを示した。内訳をみると、以前から価格が急上昇していた中古車が前月比10.0%となったほか、経済正常化を背景に航空運賃が同10.2%と急上昇した。

1.9兆ドルと大規模な景気刺激策や経済活動の正常化が進展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。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も多い。なお、前年比で計測する場合、新型コロナの感染急拡大による需要急減によりインフレ率の鈍化が鮮明となった20年3月以降のデータと比べることから、当面はやや高めの数字が出る点には注意したい。

FRBが採用す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、インフレ率が一時的に上振れたとしても金融政策に即座に変更はないだろう。また、期待インフレ率の上昇も確認されるが持続的な2%インフレ率を達成するには依然としてやや低い印象を受ける。

4月27、28日にかけて行われたFOMCでは、政策金利の0.00%～0.25%での据え置きと資産買い入れの継続(1月当たり米国債を800億ドル、MBSを400億ドル)など、金融政策の現状維持が決定された。また、声明文では3月時点から経済の基調判断が上方修正された。

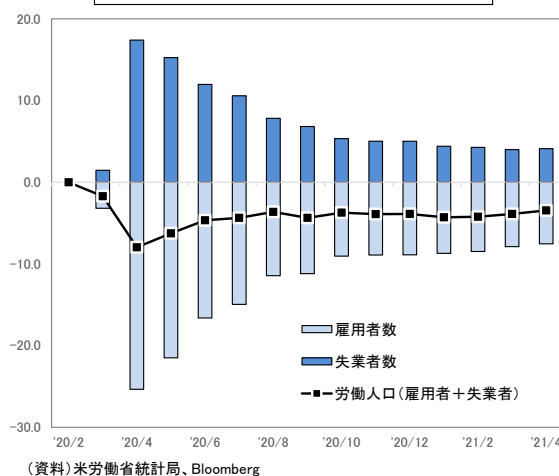
5月19日に公開された4月FOMC議事要旨からは、幾人かの(a number of)参加者は景気回復が早ければ資産買い入れ額の調整(テーパリング)の議論を開始するのが適切と意見表明したことが記載されており、テーパリングの時期に敏感な市場では非常に注目された(FRBが「a number of」という表現を使った場合、5、6人程度と見積もられている)。とはいえ、様々な(various)参加者が、「経済が一段と顕著に進展するには、しばらく時間がかかる可能性が高い」と述べており、現段階ではテーパリング議論の開始が差し迫っているわけではないとみて良いだろう。

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

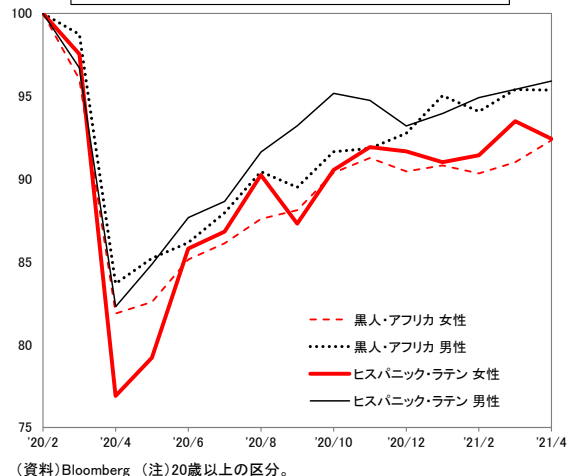
強く、「景気見通しは強いが金融政策は長期間にわたって非常に緩和的に推移する」という一見すると矛盾とも取れるメッセージが今後も公表されることになるだろうが、基本的には超緩和的な金融政策が長期化すると考えるのが妥当だろう。なお、こうした矛盾は平均インフレ目標が動学的に不整合な政策枠組みであることに起因する。

「コロナ前」の雇用水準を回復するためには低く見積もっても 800 万人程度が職を得る必要があり、仮に 1 月あたり 100 万人のペースで雇用が回復しても、労働市場の回復は 21 年末か 22 年年初という計算になる。また、FRB はマイノリティや低賃金労働者の雇用が十分に回復するまでは、現在の資産買い入れを継続すると考えられることから、テーパリングのアナウンスは 21 年末～22 年年初、テーパリング開始は 22 年春ぐらいになるのではないだろうか。いずれにせよ、今後も雇用回復ペースには非常に注目が集まるだろう。

図表7 雇用・失業者数の推移(20年2月比)



図表8 マイノリティの雇用の推移(20年2月=100)



## 長期金利：現状の1.6～1.7%前後の水準を予想

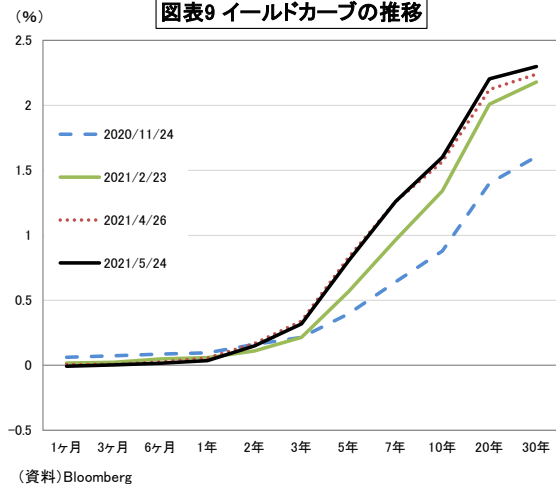
さて、これまでの市場の動きを確認してみると、債券市場では3月以降、期待インフレ率（ブレイク・イーブン・インフレ率）が緩やかに上昇する一方、実質金利は横ばいとなった結果、長期金利（10年債利回り）は概ね1.6～1.7%での推移となった。4月から5月にかけては実質金利の低下が顕著であり、期待インフレ率が上昇しても金利上昇が抑えられている原因となっている。

先行きについて考えてみると、経済活動の正常化が進むなか、財政赤字の拡大もあり、金利低下余地は少ないことに加え、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などは金利上昇要因と思われる。

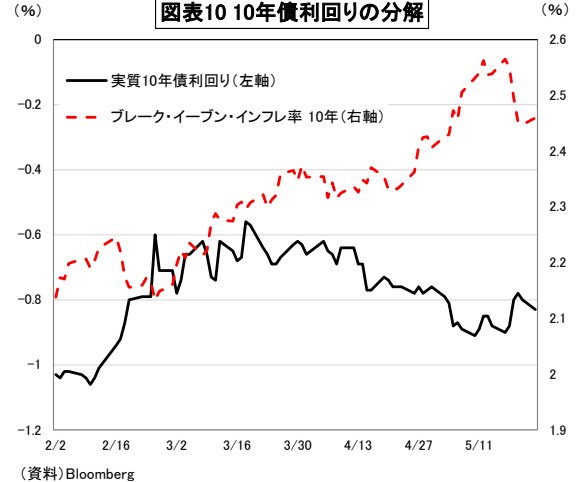
一方で、そうした環境にあっても実質金利の上昇がみられないことに加えて、テーパリング開始までしばらくかかること、ゼロ金利政策の解除にはさらに時間が必要なことなどが金利上昇を阻止する要因となるだろう。

こうしたことから、長期的な基調としてはゆるやかに長期金利の上昇が続くと見込まれるものの、しばらくは現状の1.6～1.7%前後の水準が続くと思われる。

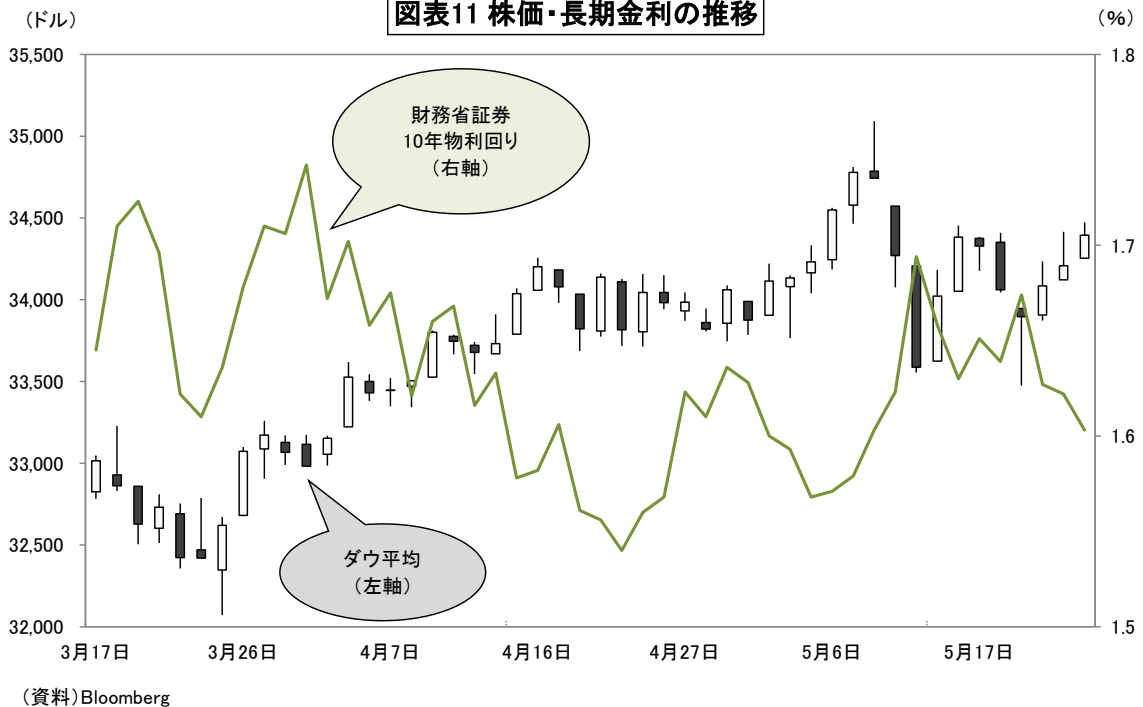
図表9 イールドカーブの推移



図表10 10年債利回りの分解



図表11 株価・長期金利の推移



**株式市場：イン  
フレ率とテーパ  
リングが材料に**

株式市場では、3月以降は堅調な経済指標や金利上昇の一服などからダウ平均は上昇傾向で推移し、4月末から5月初にかけての決算発表も無難に通過した。5月10日以降、インフレ率の加速からテーパリングの早期開始懸念が強まったことで一旦売られたが、足元では落ち着きを取り戻しつつある。

先行きについて考えてみると、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は好材料となるだろうが、しばらくはインフレ率の加速とテーパリング時期をめぐり神経質な展開が続きそうだ。

**FOMC参加者は雇  
用回復を確認す  
る姿勢を強調**

最後に、FOMC参加者の最近の発言を振り返ってみると、4月FOMC後にテーパリングをめぐる発言が一層注目を集めるようになったが、市場やメディアが取り立てるほどにはテーパリングを急いでいるわけではなく、むしろ雇用回復を確認する姿勢が強調された印象を受ける。4月のインフレ率の急上昇についても、期待インフレ率が極めて安定している（well anchored）ことから、一時的との認識ではば一致しており、当面は十分な雇用回復が確認されるまでは、現状の金融政策が継続されとの認識で良さそうだ。

図表12 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<br>投票権あり  | パウエル議長               | -1  | 4/28         | 資本市場ではやや(バブル前の)泡だっている状態が見られる                                     |
|                    | ウィリアムズ総裁<br>(ニューヨーク) | -1  | 5/11         | SOFRの品質は問題なく、Libor後に参照金利として利用可能                                  |
|                    | クラリダ副議長              | -1  | 5/12<br>5/17 | 4月のCPIには驚いたがおそらく一時的<br>4月雇用統計では、「さらなる一段の景気回復」は認められない             |
|                    | ブレイナード理事             | -1  | 5/11<br>5/24 | 経済は回復局面であり、辛抱強いスタンスが必要<br>期待インフレが非常に重要で、極めて安定している                |
|                    | ウォーラー理事              | 0   | 5/13         | 一時的なインフレのオーバーシュートには反応しない                                         |
|                    | ボウマン理事               | ?   |              |                                                                  |
|                    | クオールズ副議長             | ?   | 5/19         | FRBはインフレに対処する手段がある                                               |
|                    | エバンス総裁<br>(シカゴ)      | -1  | 5/10<br>5/10 | 一段の雇用回復と、インフレを確認する必要がある<br>一段の雇用回復が必要                            |
|                    | バーキン総裁<br>(リッチモンド)   | -1  | 5/13<br>5/21 | 中長期期待インフレが変わったという話は聞いていない<br>金融緩和を調整する前に、雇用回復が必要                 |
|                    | ボスティック総裁<br>(アトランタ)  | -2  | 5/19<br>5/24 | 景気回復が進めば、金融政策変更<br>需要の回復が供給の回復を超えているため、価格が上昇する                   |
| FOMCメンバー<br>投票権なし  | デイリー総裁<br>(サンフランシスコ) | -2  | 5/11<br>5/21 | ワクチンの普及で年末の経済状況は良好な見通し<br>インフレ率の上昇は一時的。22年頭に鈍化する                 |
|                    | ジョージ総裁<br>(カンザスシティ)  | 1   | 5/21         | 現行政策に織り込まれている過去数年のインフレや雇用の動態と、<br>これからのインフレ率は異なるものとなる可能性         |
|                    | ブラード総裁<br>(セントルイス)   | -1  | 5/19<br>5/24 | パンデミック渦中での金融政策変更には反対してきた<br>パンデミック渦中にあり、金融政策変更の議論は時期尚早           |
|                    | ローゼングレン総裁<br>(ボストン)  | 0~1 | 5/12         | デジタルドルと相乗効果のある支払いシステムを2年以内に                                      |
|                    | メスター総裁<br>(クリーブランド)  | 0   | 5/11<br>5/14 | 4月雇用統計にかかわらず、景気見通しは明るい<br>景気回復が実際にどのように進展するかで、金融政策は調整する          |
| 非FOMCメンバー<br>投票権なし | ハーカー総裁<br>(フィラデルフィア) | 0~1 | 5/11<br>5/21 | テーパリング議論は現段階では時期尚早<br>近いうちに(sooner rather than later)テーパリング議論開始を |
|                    | カブラン総裁<br>(ダラス)      | 1~2 | 5/10<br>5/20 | 雇用回復は力強いと考えている<br>近いうちにテーパリング議論開始を                               |
|                    | メカシュカリ総裁<br>(ミネアポリス) | -2  | 5/7<br>5/12  | 800~1000万人程度の失業者がいるため、緩和は長期化する<br>最大雇用からは依然としてかなり離れた状態           |

(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

(21.5.25 現在)