米国経済金融

経済正常化による需要急回復に供給が追い付かず

～FRB は 23 年内の利上げを示唆～

佐古　佳史,CFA

要旨

バイデン政権は 5 月 28 日、22 会計年度(21 年 10 月～22 年 9 月)の予算教書を米議会に提出したが、共和党との交渉で既にその規模を縮小する動きもみられる。

足元では経済正常化の進展に伴うペントアップ(繰越)需要に、供給が追い付いていない状況になっており、飲食など一部のセクターでは労働力が不足している。

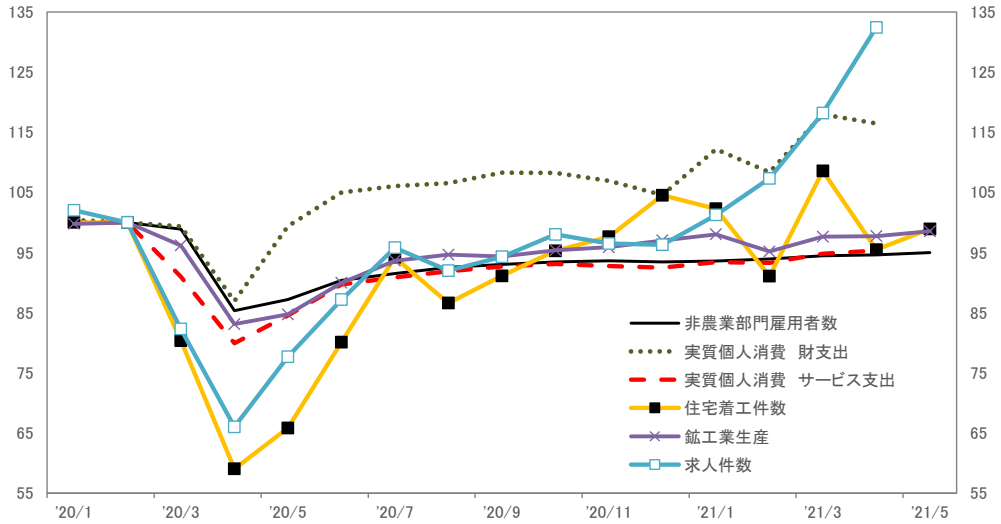
こうしたなか、金融政策の現状維持が決まった 6 月の FOMC からは、テーパリング開始時期をめぐる追加的な手掛かりは得られなかった。一方で、FOMC 後に公表されたドットプロットからは 23 年内の利上げが示唆されるなど、ややタカ派的な内容となったといえる。

大型財政政策で交渉中のバイデン政権

バイデン政権は 5 月 28 日、22 会計年度（21 年 10 月～22 年 9 月）の予算教書を米議会に提出した。歳出規模は 6 兆ドル（GDP 比 25.6%）とかなり大型の予算となっているが、議会による承認過程の多くで共和党との妥協が必要となることから、規模はある程度縮小することは避けられないだろう。

例えば、非常に注目されているインフラ投資計画については、予算教書の段階では 8 年間で累計 1.7 兆ドルだったものの、上院共和党との交渉のなか、6 月 20 日時点では、1.2 兆ドルの共和党案が俎上に載っている。

図表1 主要な指標の推移(20年2月=100)



(資料)Bloomberg

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

景気の現状：ペントアップ需要に供給が追い付いていない

以下、経済指標を確認してみると、足元では経済正常化の進展に伴うペントアップ（繰越）需要に、供給が追い付いていないと判断できる。

5月の小売売上高は、これまでコロナ禍で需要が高まっていた自動車や家具・家電などが減少したことで、前月比1.3%減と財消費の減速がみられた。もっとも、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。

労働市場では、雇用のミスマッチが顕著となっている。5月の非農業部門雇用者数は、前月から55.9万人増となり、4月の同26.6万人から雇用回復ペースは加速した。内訳をみると、娯楽・宿泊・飲食で29.2万人増（内、飲食は18.6万人増）、政府関連の雇用者は6.7万人増などとなった。また、失業率は前月から0.3ポイント低下の5.8%となった。コロナ前の20年2月と比較すると、雇用の喪失は約760万人にまで減少した。

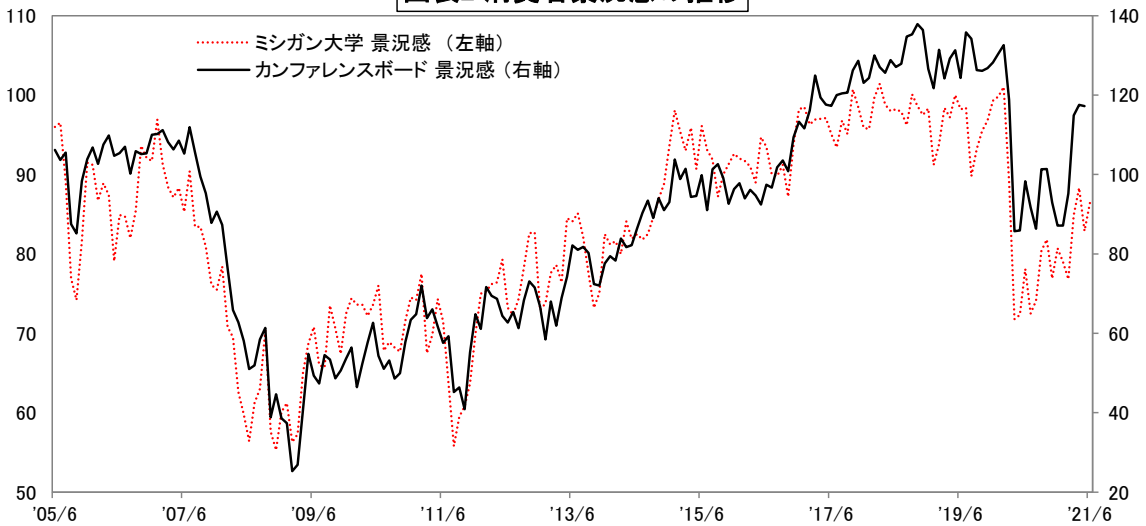
4月の求人労働異動調査を確認すると、求人数は3月から99.8万人増加し2000年12月の統計開始以来最高となる930万人となった。また、求人率（求人数÷（求人数＋雇用者数）で求められる比率）は6.0%とこちらも統計開始以来最高となり、労働力不足の証左となった。飲食を含む娯楽・接客業の求人率は10.1%と非常に高く、労働力不足が如実に表れている。

求人が難航する理由として、バイデン政権が3月11日に成立させた1.9兆ドルの米国救済計画法に計上された週当たり300ドルの失業保険加算措置が失業者の求職意欲を阻害していると、最近はやや批判的に指摘される機会が増えている。全米の約半数の州では6月中に失業保険加算措置が終了する見通しとなっているほか、残りの州でも給付期限として米国救済計画法で決められている9月6日までには終了する見通しである。

住宅市場は低金利環境や郊外での戸建て需要の増加、中古住宅在庫のひっ迫などに支えられて、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労働者不足などが新築住宅着工件数の抑制材料となっている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表2 消費者景況感の推移



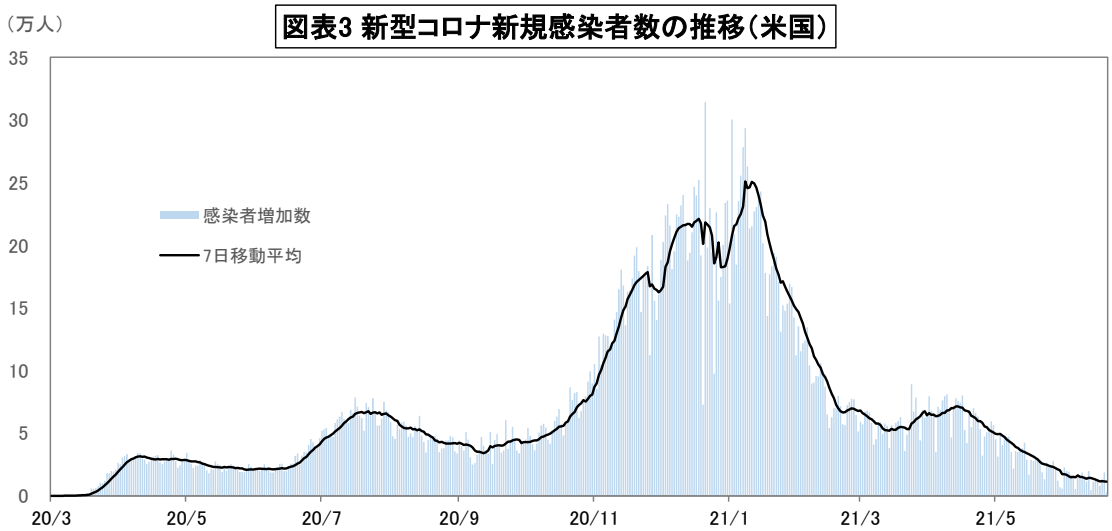
（資料）ミシガン大学、カンファレンスボード、Bloomberg

6月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は5月から上昇し86.4（現況指数90.6、期待指数83.8）となった。5月から引き続きインフレ率の加速に対する警戒感が報告されているが、6月は中～高所得層の回答者から将来の景況感についての肯定的な意見が多かったことが消費者マインドの上昇に寄与したと報告されている。

企業マインドをみると、5月のISM製造業指数（製造業PMI）は61.2%、サービス業指数（サービス業PMI）は64.0%と5月から小幅上昇し、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の新規受注や、サービス業PMIの営業活動などに堅調さがみられる一方で、両指数とも供給遅延が再び上昇し、急速な経済正常化への対応の困難さもうかがえる。また、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。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表3 新型コロナ新規感染者数の推移（米国）



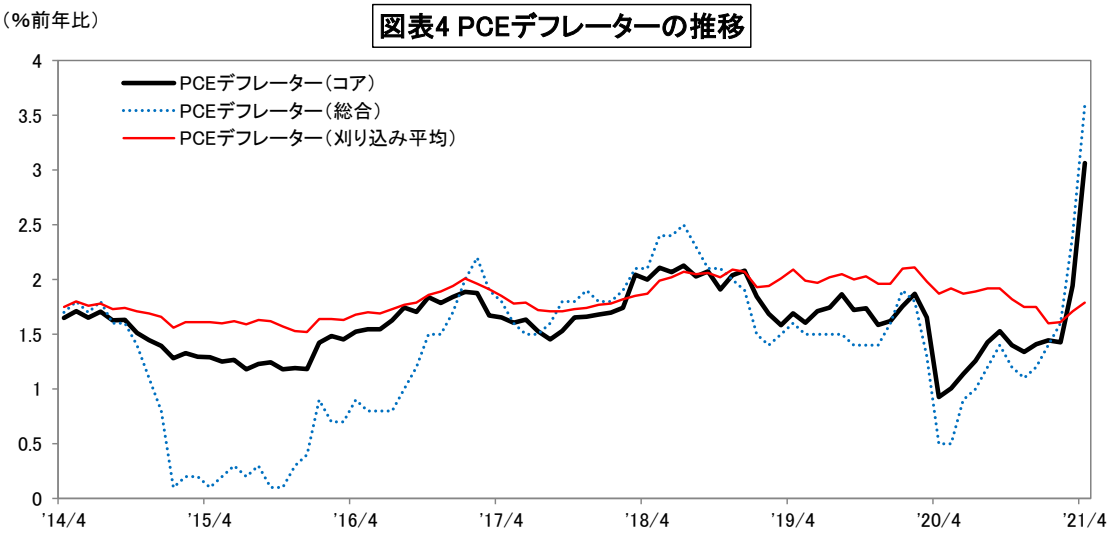
（資料）Bloomberg

景気の先行き：早いペースでの景気回復が継続する見込み

さて、景気の先行きについて考えてみたい。米国では 12 月 14 日からワクチンの接種が開始され、6 月 20 日時点で半数以上の国民がワクチンを少なくとも 1 回の接種が完了している。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り、21 年の景気回復は一段の上振れも考えられる。

4～6 月期は、経済正常化を背景とするペントアップ需要に、供給が追い付いていない印象が強い。このため、求人の確保などで供給側の回復が継続することが期待される 7～9 月期についても、早いペースでの景気回復を見込んで良さそうだ。

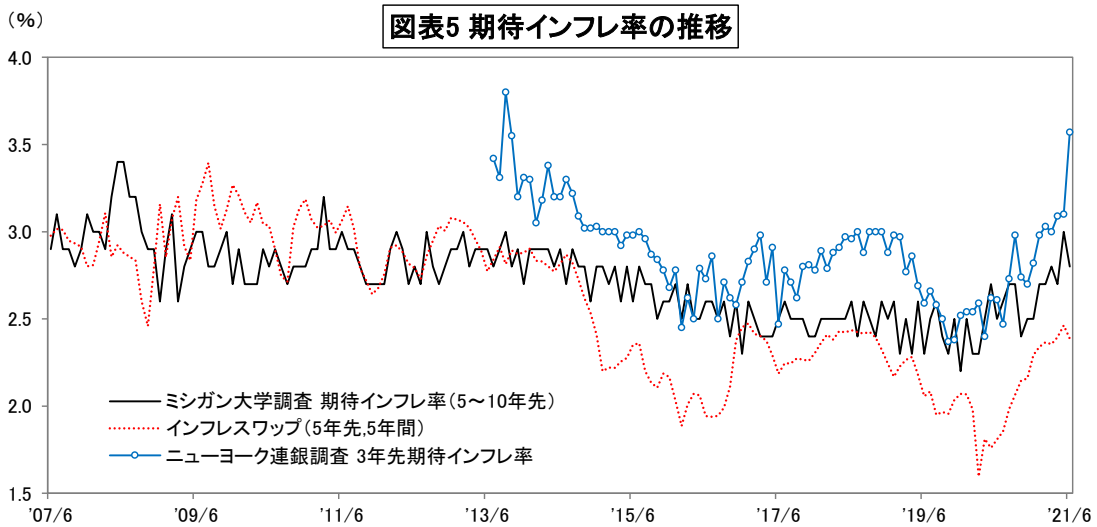
図表4 PCEデフレーターの推移



（資料）米商務省経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表5 期待インフレ率の推移



(資料)ミシガン大学、NYFed、Bloomberg

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、今春までコロナ禍による弱い需要を反映して鈍化傾向が続いていたが、4月から状況が一変し、コアPCEデフレーターは前年比3.1%に加速した。また、5月の消費者物価指数（CPI）総合とコアはそれぞれ前年比で5.0%、3.8%、前月比で0.6%、0.7%と、約13年ぶりの大幅な伸びとなった。寄与度をみると、足元のインフレ率の加速は中古車・トラック、輸送サービスなど、「コロナ禍～経済正常化局面」で需要が高まった一部の項目がけん引していることがわかり、刈り込み平均からはインフレ率の加速が一部の項目に集中していることもうかがえる。供給面が回復すれば価格上昇は落ち着くとみられることから、インフレ率の加速は一過性との判断を変更する必要はなさそうだ。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。

ドットプロットで 23 年内の利上げを示唆した 6 月 FOMC

6月FOMC（15, 16日）では事前予想通り、政策金利の誘導目標の据え置き（0.00～0.25%）と資産買い入れペース（1月当たり米国債800億ドル、MBS400億ドル）の継続を決定した。一方で、FOMC後に公表されたFOMC参加者が考える政策金利の見通し（ドットプロット）からは、23年末時点で2回の利上げが示唆され、3月時

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

点での23年末までゼロ金利政策が維持されるとの見通しからはタカ派的な内容となった。ただし、パウエル FRB 議長は、ドットプロットは割り引いて見る必要があることを繰り返し発言している点には留意したい。大勢見通しでは21年の経済成長率が上方修正されるとともに、21年のインフレ率も大幅に上方修正された。FOMC参加者にとっても、ワクチン接種の普及と経済正常化による景気回復ペースの加速や、それを受けたインフレ率の加速はポジティブサプライズになっていると考えられる。

市場での関心が高い資産買い入れペースの縮小（テーパリング）について、パウエル議長は FOMC 後の記者会見にて、6 月 FOMC は「議論のための議論（“the talking about talking about meeting”）」と述べるにとどめたが、テーパリングについての議論開始が迫っていることを事実上認める内容となった。現時点では、8 月 26～28 日に予定されている経済シンポジウム、ジャクソンホール会議にて具体的な予定が公表されると考えられる。

また、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%インフレを掲げているが、インフレ率については、参照期間（ウィンドウ（window））内で平均2%のインフレ率を達成することを目標としている。これまで、このウィンドウについて推測する手掛かりは全くなかったが、6 月 FOMC 後に公表されたドットプロットにおいて、23年内の利上げが示唆されたことから、FRBが想定するウィンドウは3年から4年程度と考えても良さそうだ。

なお、「コロナ前」の雇用水準を回復するためには 5 月時点で760 万人程度がさらに職を得る必要があり、仮に 1 月あたり 100 万人というかなり早い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。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表6 FRB大勢見通し（6月時点）

			2021年	2022年	2023年	長期見通し
実質GDP		（%前年比）	**6.8～7.3**	**2.8～3.8**	**2.0～2.5**	**1.8～2.0**
	3月時点	（%前年比）	5.8～6.6	3.0～3.8	2.0～2.5	1.8～2.0
失業率		（%）	**4.4～4.8**	**3.5～4.0**	**3.2～3.8**	**3.8～4.3**
	3月時点	（%）	4.2～4.7	3.6～4.0	3.2～3.8	3.8～4.3
PCEデフレーター		（%前年比）	**3.1～3.5**	**1.9～2.3**	**2.0～2.2**	**2.0**
	3月時点	（%前年比）	2.2～2.4	1.8～2.1	2.0～2.2	2.0
コアPCEデフレーター		（%前年比）	**2.9～3.1**	**1.9～2.3**	**2.0～2.2**	
	3月時点	（%前年比）	2.0～2.3	1.9～2.1	2.0～2.2	
政策金利（中央値）		（%）	**0.125**	**0.125**	**0.625**	**2.50**
	3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：1.6～1.7%前後の水準を予想

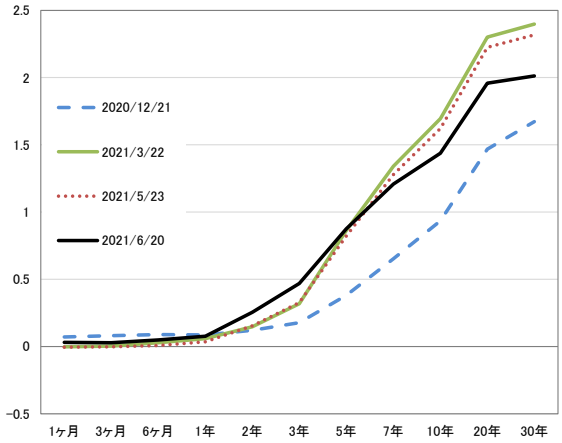
さて、これまでの市場の動きを確認してみると、債券市場では4月から5月にかけて顕著であった実質金利の低下が6月に入り一段落した。一方で、インフレ率の加速は一時的との認識が広まるにつれて期待インフレ率（ブレーク・イーブン・インフレ率）が低下したことで長期金利（10年債利回り）は大きく低下し1.5%前後での推移となっている。また6月FOMCを消化する過程では、振れ幅の大きい展開となった。

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、しばらくは低位で安定するのではないだろうか。ただし、足元の金利の低下ペースが急だったこともあり、レンジとしては1.6～1.7%程度を予想する。

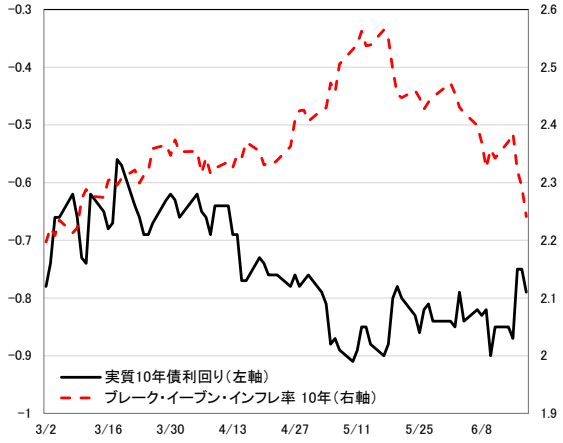
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表7 イールドカーブの推移



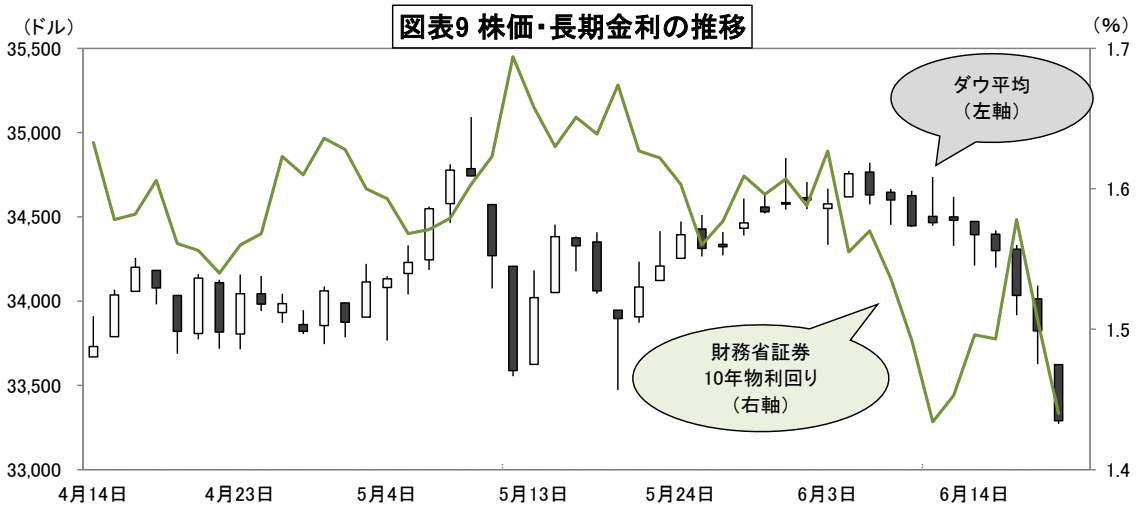
(資料)Bloomberg

図表8 10年債利回りの分解



(資料)Bloomberg

図表9 株価・長期金利の推移



(資料)Bloomberg

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、足元でもタカ派な印象を与えた6月FOMCを嫌気して下落基調となっている。

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ボラタイルな展開が続きそうだ。

(21.6.21 現在)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます