米国経済金融

失業保険上乗せ措置終了に伴い、求職者が増加

～テーパリング開始時期をめぐる議論が本格化～

佐古　佳史,CFA

要旨

労働市場では需要超過が継続し、労働者の確保が円滑に進んでいない。一方で、失業保険上乗せ措置が順次終了するなかで、労働参加率が上昇するなど、求職者数が増加し始めていることは、今後の景気回復の下支えになると考えられる。

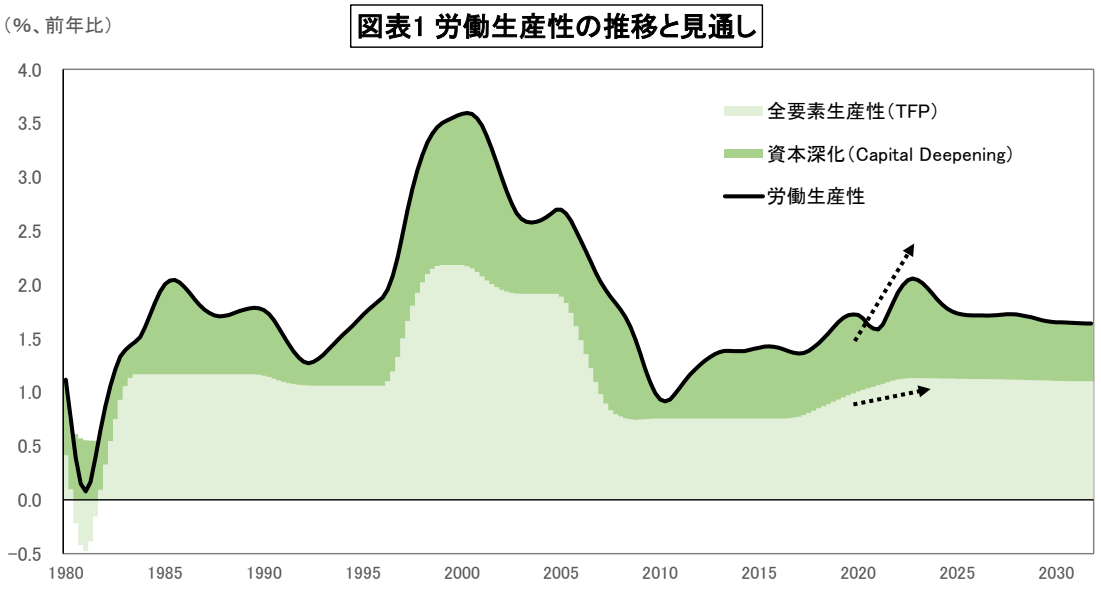
6 月 FOMC の議事要旨からは、テーパリング開始時期をめぐる議論が本格化していることが明らかとなった。7 月 FOMC やジャクソンホール会議が今後の注目点となるだろう。

設備投資の増加による労働生産性の加速

7 月に入り米議会予算局（CBO）は、2021 年米国救済計画を反映した今後 10 年間についての財政と経済の見通しを更新した。財政見通しでは、現在 23 兆ドル程度の国債残高（民間保有分）は 28 年度には 30 兆ドル、31 年度には 35 兆ドルを上回り、GDP 比でも長期的には緩やかに上昇すると予想されている。

また、経済見通しによると、おそらく現在検討されているインフラ投資計画なども幾分織り込む形で、設備投資の増加による労働生産性の加速が見込まれている。ただし、経済全体の技術水準や効率性を示す全要素生産性（TFP）については、上昇率の加速は小幅にとどまるようだ。

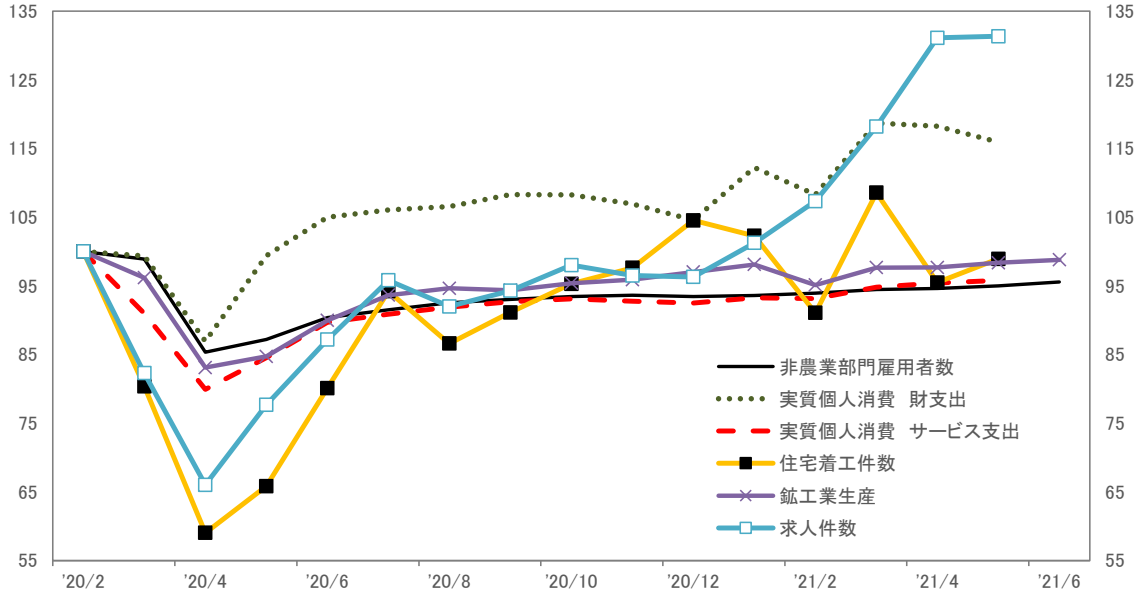
図表1 労働生産性の推移と見通し



（資料）米議会予算局（CBO）経済見通し（21年7月時点）より作成

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 主要な指標の推移（20年2月=100）



（資料）Bloomberg

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。

6月の小売売上高は、前月比0.6%上昇と財からサービスへと消費パターンが戻りつつあるなかで、予想外に堅調な伸びとなった。内訳をみると、自動車パーツや家具の売り上げが減少した一方で、デパートの売り上げが同5.9%、飲食店が同2.3%など、経済正常化の進展による売り上げの増加も確認できる。

労働市場をみると、6月の非農業部門雇用者数は、前月から85.0万人増となり、5月の同58.3万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34.3万人増（内、飲食は19.4万人増）、教育関連の採用が増加した影響から政府関連の雇用者は18.8万人増などとなった。また、労働参加率の上昇に伴い、失業率は前月から 0.1 ポイント上昇の 5.9%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710万人にまで減少した。人手不足を反映して、時間当たり賃金は前年比3.6%と再び高い伸びとなった。

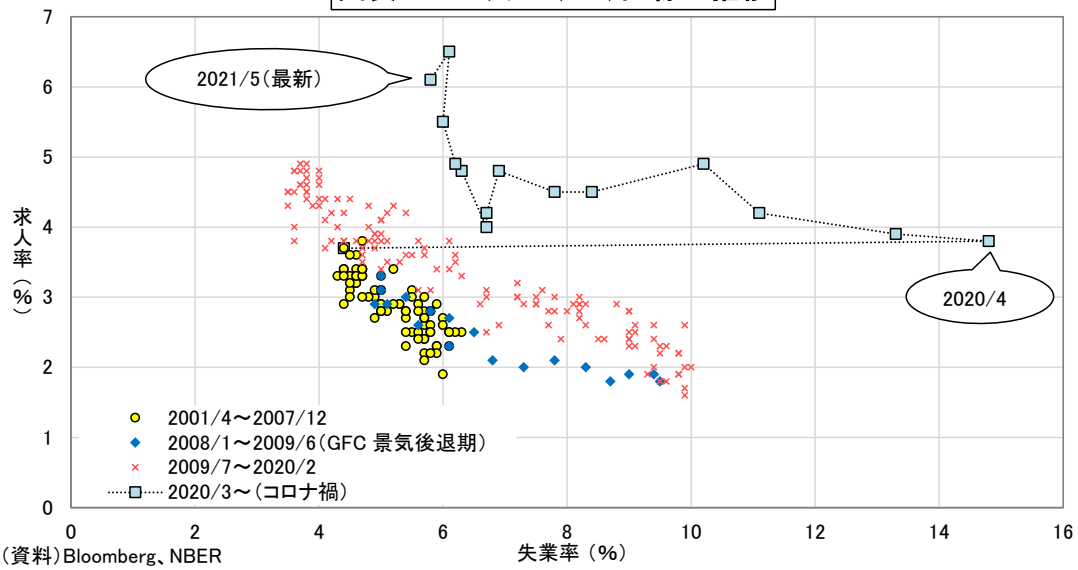
5 月の求人労働異動調査を確認すると、求人数は 4 月から小幅に増加し920.9万人と過去最高を記録した。一方で、5月に雇用された労働者は592.7万人にとどまり、約330万人の求人が未充足となった。また、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））も

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

6.1%と高止まりしている。飲食を含む娯楽・接客業の求人率については、9.8%と非常に高いことから、著しい労働力不足が続いていると判断できる。

ここで、失業率と欠員率（グラフでは求人率）を用いて労働市場の需給を表現した、ベバリッジ曲線（UV 曲線）を確認すると、新型コロナウイルス感染拡大後にベバリッジ曲線が右上にシフトしたことが確認できる。これは、米国の労働市場において、労働需給のミスマッチの拡大を示しているといえるだろう。

図表3 ベバリッジ（UV）曲線の推移



（資料）Bloomberg、NBER

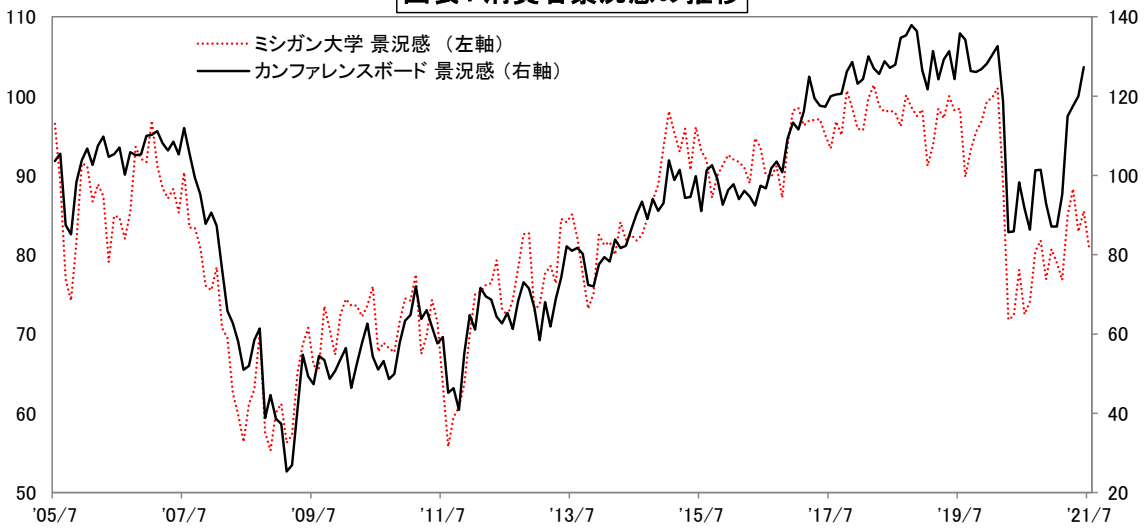
7 月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は 6 月から低下し 80.8（現況指数 84.5、期待指数 78.4）となった。インフレ率の加速が、低・中所得者層の生活水準を圧迫し、高所得者層では高額の消費を延期させる原因となっていると報告されており、消費者マインド低下の理由と考えられる。また、住宅、自動車、耐久消費財などの価格上昇に対する消費者の不満が過去最高を記録したこともミシガン大学から報告された。同様の指標であるカンファレンスボード景況感指数とは乖離がみられるものの、経済正常化の進展を経ても、消費者マインドの回復は一本調子というわけではなさそうだ。

企業マインドをみると、6 月の ISM 製造業指数（製造業 PMI）は 60.6%、サービス業指数（サービス業 PMI）は 60.1%と 6 月から小幅に低下したが、判断の節目の 50%を上回っていることから、全体としてみれば企業部門の回復が続いていると判断できる。し

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

かし、両指数とも雇用については、50%を下回ったことから 5 月と比べて「縮小」したとみられる。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。

図表4 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

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、7 月 18 日時点で 56.6%の国民がワクチンを少なくとも 1 回接種完了、49.0%が 2 回目の接種が完了している。また、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。

現在の米国経済は労働需給のミスマッチが景気回復の障害となっているものの、6 月はプライムエイジ（25～54 歳）の労働参加率が上昇したこともあり、労働市場の回復が着実に進んでいる証拠と考えて良さそうだ。今後、学校や保育園などの再開が本格化すれば、女性の労働参加率もさらに回復するとみられ、一層の雇用回復につながるだろう。また、最近公開されたセントルイス連銀ブログにおける分析（https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2021/july/early-impact-states-halting-jobless-benefits）にあるように、失業給付金上乗せ措置の終了が失業者を求職に向かわせていると考えられるため、今後も雇用回復ペースにとっては追い風となるだろう。

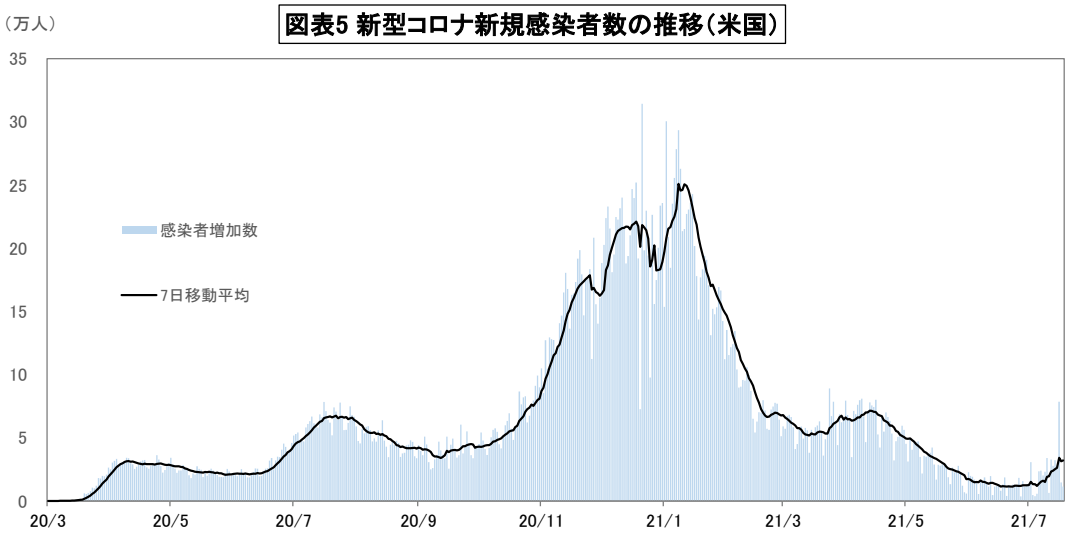
4～6 月期は、経済正常化を背景とするペントアップ需要に、供給が追い付いていない印象が強かった。このため、求人の確保な

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

どで供給側の回復が継続すると期待される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。

リスク要因を指摘すると、米国でも新型コロナウイルス・デルタ株の感染が拡大しつつあり、カリフォルニア州ロサンゼルスではワクチン接種の有無にかかわらず屋内でのマスク着用を再度義務付けるなど、警戒感が広がりつつある。

図表5 新型コロナ新規感染者数の推移（米国）



（資料）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、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、4月から状況が一変し、5月のコアPCEデフレーターは前年比3.4%に加速した。また、6月の消費者物価指数（CPI）総合とコアはそれぞれ前年比で5.4%、4.5%、前月比で0.9%、0.9%と5月からさらに加速し、コアCPIは約30年ぶりの伸び率となった。内訳をみると、中古車・トラックは前年比45.2%（前月比10.5%）、輸送サービスは同10.4（同1.5%）、エネルギーは同24.5%（同1.5%）など上昇率が極端な一部の項目が全体を押し上げている印象はあるものの、刈り込み平均も前年比2.9%へと加速したことから、幅広い項目においてインフレ率の加速が確認される。

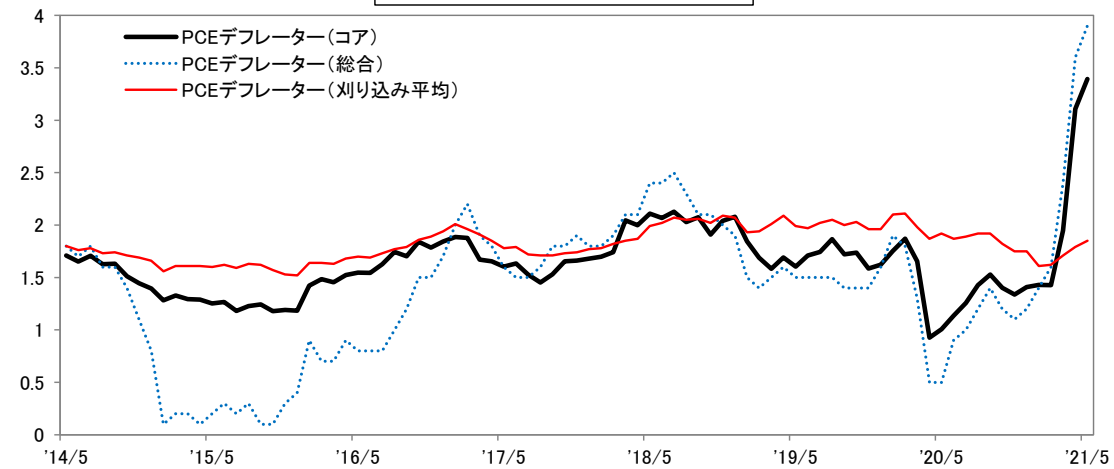
一方で、半導体不足や経済正常化に伴う需要超過と労働者不足の影響などが消費者物価の加速に反映されていると考えられるため、やはり基調としてはインフレ率の加速は一過性ということになるだろう。また、前年比で計測する場合はベース効果があることから、やや高めの数字が出る点にも注意したい。

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

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

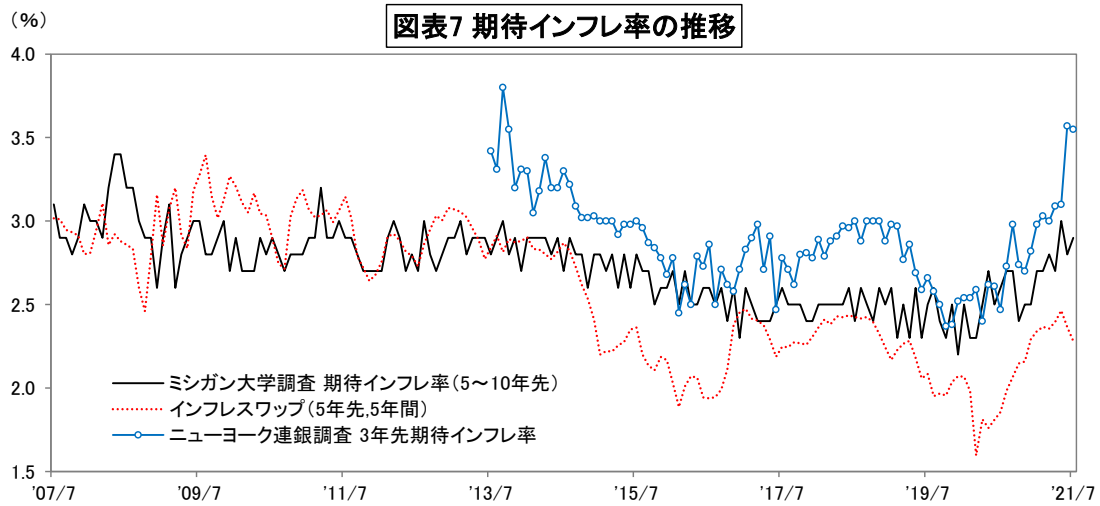
に上振れたとしても金融政策に即座に変更はないだろう。また、期待インフレ率の上昇も確認されるが持続的な 2%インフレ率を達成するには依然としてやや低い印象を受ける。

図表6 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

図表7 期待インフレ率の推移



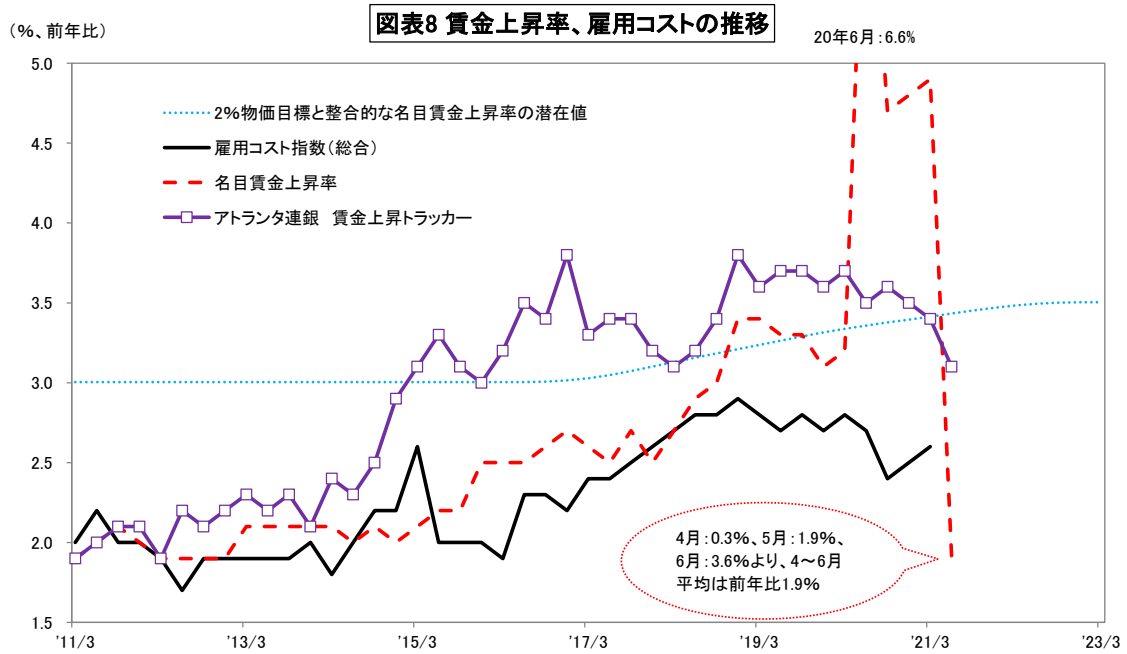
（資料）ミシガン大学、NYFed、Bloomberg

足元の賃金上昇率について

ところで、雇用統計からは足元の米国経済では労働者の確保が困難なために賃金上昇率が高まっているという状況が確認されるものの、雇用統計以外の賃金に関する指標の上昇率はそれほど高くないことには注意したい。また、CBO の全要素生産性の見通しなどを用いて目安となる水準を計算すると、現在の賃金上昇率は 2%物価目標を達成するにはやや低い印象を受けるため、人手不足→賃金上昇→インフレ昂進というメカニズムが米国で働くとは考えづらく、経済正常化をめぐる調整が一巡した後は再びこれまでのディスインフレ傾向が強まると思われる。

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8 賃金上昇率、雇用コストの推移



（資料）米労働省統計局、米議会予算局、アトランタ連銀、Bloombergより農中総研作成
（注）名目賃金上昇率の潜在値は、労働分配率とTFP成長率見通し、物価目標、コブ=ダグラス型のマクロ生産関数より算出（定常状態での評価）。

6月FOMC議事要旨とパウエル議長の議会証言

7日公表された6月FOMCの議事要旨から、FOMC参加者の意見を確認してみると、①景気については、「さらなる顕著な進展（substantial further progress）」は全体としては未達成との判断であったものの、堅調な個人消費に支えられて景気は早いペースで回復しているとの判断で一致している。21年は供給の混乱と労働力不足が景気の下押し要因になるとみられるものの、夏から秋にかけて労働力不足は緩和すると予想されている。②資産買い入れの縮小（テーパリング）については、3月時点で考えていたよりもテーパリング開始時期を幾分前倒しすべきと、様々な（various）参加者が指摘した。③インフレ率については、供給の混乱や労働力不足、需要の急回復でインフレ率は加速したものの一時的であるとみられ、FOMC参加者全体（generally）としては、インフレ率の加速は次第に収まると予想している。また、多くの（a number of）参加者は、期待インフレ率は安定的と評価している、という内容が明らかとなった。

こうしたなか、パウエル議長は14、15日の議会証言において、インフレ率の加速は一過性の見通しであることやテーパリング開始にはしばらく時間が必要であること、経済は回復途上であることなどの従来の見解を繰り返し述べたことでややハト派的な印象を与え、早期緩和縮小観測を後退させた。

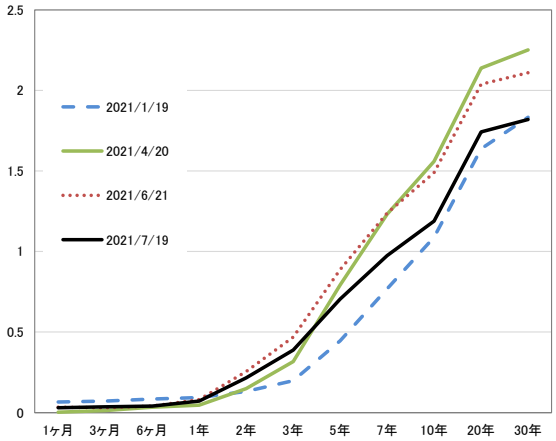
現在のFRBは、労働市場やインフレ率の加速などにおける一時

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

的な要因と、景気回復の進展度合いを考えながら、テーパリングの速度や開始時期とそのアナウンスをいつ、どのように発表するか検討している段階と考えられる。今後は、7 月 FOMC（27、28 日）やジャクソンホール会議（8 月 26～28 日）が注目されるだろう。

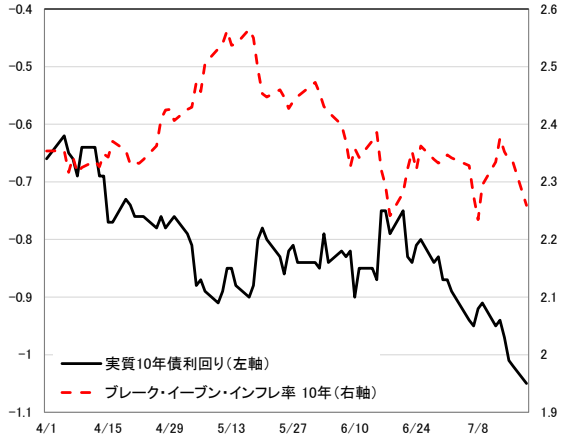
FRB はマイノリティや低賃金労働者の雇用が十分に回復するまでは、現在の資産買い入れを継続すると考えられることから、テーパリングのアナウンスは 21 年末～22 年初、テーパリング開始は 22 年春ぐらいになるのではないだろうか。いずれにせよ、今後も雇用回復ペースには非常に注目が集まるだろう。

図表9 イールドカーブの推移



（資料）Bloomberg

図表10 10年債利回りの分解



（資料）Bloomberg

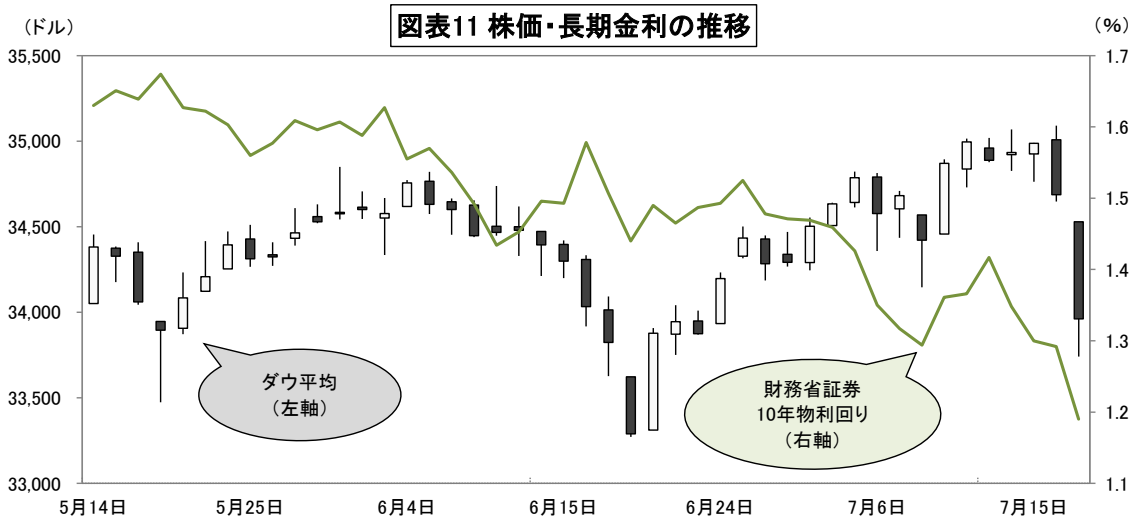
長期金利：デルタ株の感染拡大で金利上昇は後ずれ

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、期待インフレ率の変動は少なかったものの、世界的なデルタ株の感染拡大懸念から実質金利が低下したことで、米長期金利（10 年債利回り）は約 5 ヶ月ぶりに 1.2%を割りこんだ。

先行きについて考えてみると、経済活動の正常化と追加経済対策期待は金利上昇要因であることから、長期的な基調としては、ゆるやかに長期金利は上昇すると思われる。

しかしながら、足元ではデルタ株の感染拡大によって、世界経済の回復が後ずれする可能性が高まっており、金利は低下しやすい局面にあると思われる。以上から 1.0%～1.4%程度とやや低いレンジを予想する。金利上昇は後ずれすることになるだろう。

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



（資料）Bloomberg

株式市場：決算発表を見極める展開へ

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、タカ派な印象を与えた6月FOMCも悪材料視された。その後バイデン大統領と超党派議員が8年で総額1.2兆ドルのインフラ投資計画に合意した（6月24日）ことや、堅調な経済指標などが株価の反発につながった。

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だが、目先は決算発表を見極める展開となるだろう。また、デルタ株の感染拡大で調整を迫られる可能性にも注意したい。

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12 連銀関係者の発言など

区分	人物	鷹/鳩	日付	発言、投票
投票権あり FOMCメンバー	パウエル議長	−2	7/15 7/15	テーパリング開始には時間が必要 インフレ高進は一時的
	ウィリアムズ総裁（ニューヨーク）	−2	7/12 7/12	テーパリング開始の時期ではない 米国債より速いペースのMBS購入縮小に慎重姿勢
	クラリダ副議長	−1		
	ブレイナード理事	−1		
	ウォーラー理事	0	6/29 6/29	テーパリング開始が間もなく適切に MBSの買い入れ縮小を先に行っても良いのでは
	ボウマン理事	?		
	クオールズ副議長	?		
	エバンス総裁（シカゴ）	−1	6/15 6/15	22年にかけてインフレ環境はより正常化する見込み 24年の早い時点での利上げを予想
	バーキン総裁（リッチモンド）	1	6/24 6/28	短期的なインフレ圧力は第4四半期に向けて和らぐ 状況が良ければ22年内に利上げも妥当
	ボスティック総裁（アトランタ）	−2	7/7 7/13	テーパリング開始後は、決まったペースで徐々に行う予定 有色人種や先住民で顕著な高い収監率が経済の足かせに
	デイリー総裁（サンフランシスコ）	−1	7/13	消費者物価指数の上振れは景気回復の一時的な特徴
投票権なし FOMCメンバー	ジョージ総裁（カンザスシティー）	1		
	ブラード総裁（セントルイス）	2	7/13 7/15	パンデミックがコントロールできているのでテーパリングすべき テーパリングの条件は整った
	ローゼングレン総裁（ボストン）	0	6/25	利上げは早ければ22年末にも
	メスター総裁（クリーブランド）	0		
投票権なし 非FOMCメンバー	ハーカー総裁（フィラデルフィア）	1	6/24	インフラ投資の強化を呼び掛け
	カプラン総裁（ダラス）	1	6/24 6/30	住宅市場はMBS買い入れを必要としていない 2013年の再来とならないように、テーパリングは円滑に行う
	カシュカリ総裁（ミネアポリス）	−2	6/25	急速な経済再開によるインフレ高進は一時的

（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

（21.7.20 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