

供給制約から景気回復ペースは鈍化へ

～21 年内にテーパリング開始の見通し～

佐古 佳史, CFA

要旨

米国経済は引き続き労働者不足が景気回復の足かせになっているが、足元の統計からは労働者不足が一層強まっていると考えられる。また、東南アジアでの新型コロナウイルス・デルタ株感染拡大の影響から、半導体を中心とする供給制約が問題化しており、景気回復ペースは鈍化する可能性が高い。

こうしたなか、9 月の FOMC では、21 年内のテーパリングの開始と、22 年の利上げが示唆され、新型コロナウイルスの感染拡大を受けた非常に緩和的な金融政策からの転換が見え始めた。

債務上限問題が 焦点に

凍結されていた債務上限の適用措置が復活したことに伴い、10 月中に連邦政府の資金が枯渇する可能性が高いなか、民主党と共和党の債務上限をめぐる駆け引きが激化している。下院民主党は 21 日、債務上限を 22 年 12 月 16 日まで凍結する暫定予算案を単独で可決した。一方で共和党は、財政調整措置の利用を狙う民主党の議会運営や、暫定予算案に含まれる予定のアフガン支援策などに反対しており、同法案の上院での可決をめぐって、両党の調整は難航しそうだ。

景気の現状：ペ ントアップ（繰 越）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需要に、供給が追い付いていないと判断できる。

7 月の求人労働異動調査を確認すると、6 月から労働力不足が強まったことがうかがえる。求人数は 6 月から約 75 万人増加の 1,093.4 万人と過去最高を更新した。一方で、7 月に雇用された労働者は 6 月から 16 万人減少の 666.7 万人となったことで、未充足の求人が約 430 万人となった。また、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））も 6.9%と過去最高を記録し、特に飲食を含む娯楽・接客業の求人率については、10.8%と非常に高く、供給制約が意識される。

こうしたなか 8 月の雇用統計において、非農業部門雇用者数は市場予想を大幅に下回り、前月から 23.5 万人増と雇用回復ペースが急減速した。失業率は 0.2 ポイント低下の 5.2%となり、労働市場の改善が確認できるものの、プライムエイジ（25～54 歳）の女

性労働参加率が 0.1 ポイント低下したことで、労働市場への復帰が思うように進んでいない側面も垣間見られた。

コロナ前の 20 年 2 月と比較すると、8 月時点では雇用の喪失は約 533 万人（事業所調査ベース）にまで減少した。なお、人手不足を反映して、時間当たり賃金は前年比 4.3%へと加速した。

個人消費をみると、7 月の実質個人消費支出は、サービス消費が前月比 0.6%と 5 ヶ月連続で増加したものの、財消費が減少したことを受け、総合では前月比▲0.1%と冴えない動きとなった。

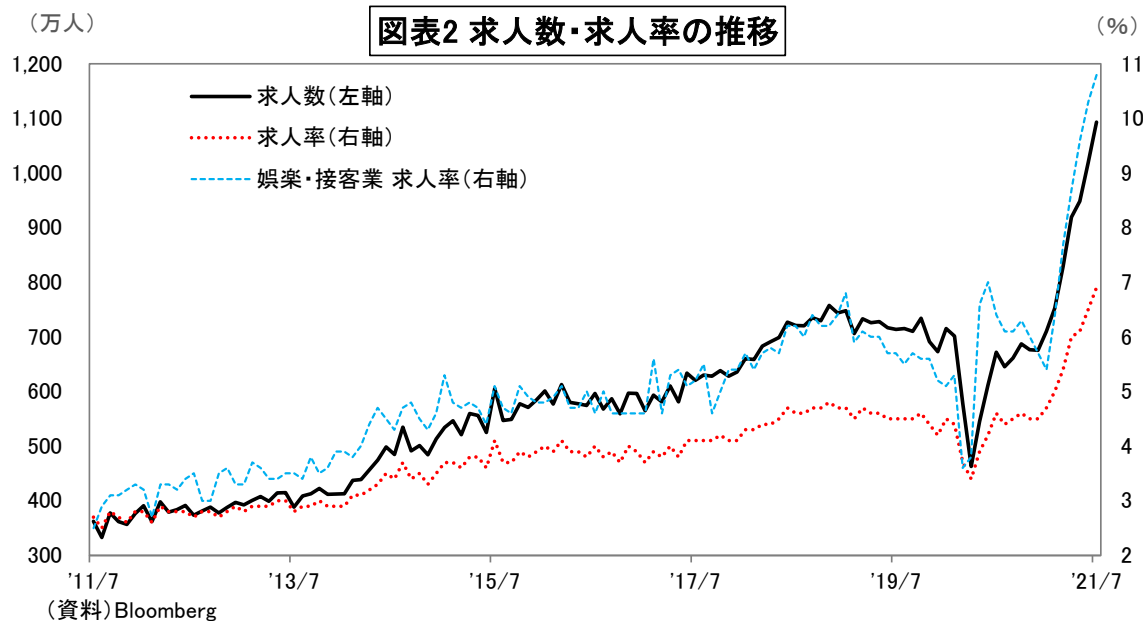
また、8 月の小売売上高は前月比 0.7%と 2 ヶ月ぶりに増加に転じた。内訳をみると飲食が 7 月から変わらずとなる一方で、無店舗（オンラインストア）が高い伸びを示した。また、昨今の半導体供給不足の影響から、自動車・部品の売り上げ減少が継続していることもうかがえる。

図表1 小売売上高の推移

(前月比、%)	'20/7	'20/8	'20/9	'20/10	'20/11	'20/12	'21/1	'21/2	'21/3	'21/4	'21/5	'21/6	'21/7	'21/8
総合	1.4	0.8	2.2	0.1	-1.4	-1.2	7.6	-2.9	11.3	0.9	-1.4	0.9	-1.8	0.7
コア	1.7	0.2	1.5	0.1	-0.9	-2.8	8.4	-3.3	8.6	-0.4	-1.1	1.5	-1.9	2.5
自動車・部品	-1.0	0.2	4.2	-0.1	-1.8	2.0	4.9	-3.6	17.0	4.4	-4.6	-2.1	-4.6	-3.6
家具	7.6	2.7	-0.4	1.4	-2.3	-2.7	14.9	-5.4	11.8	1.2	-2.3	0.8	-0.6	0.9
建築資材	-1.3	2.3	-0.1	0.0	0.9	0.3	7.8	-4.8	14.1	-3.3	-5.7	-1.4	-1.0	0.9
食品	0.3	-1.3	0.0	-0.8	1.4	-1.1	1.9	-0.5	0.8	0.7	1.2	1.0	-0.8	1.8
ヘルスケア	5.2	-0.7	1.3	-0.1	-1.3	1.3	0.9	-1.7	8.0	0.1	-3.0	4.6	-0.8	0.2
ガソリンスタンド	5.0	1.0	1.8	0.5	-1.9	7.2	4.6	3.2	10.1	-1.4	1.8	3.6	2.0	0.2
アパレル	4.1	2.8	15.2	-3.0	-5.6	2.5	6.3	-5.5	23.9	-1.4	3.8	3.4	-2.7	0.1
無店舗	2.6	1.9	-1.7	3.1	-1.2	-9.5	16.9	-3.1	5.4	0.1	-1.2	0.1	-4.6	5.3
飲食	3.5	4.5	3.0	-0.3	-3.8	-5.1	10.0	-1.4	13.9	5.1	4.3	2.4	1.3	0.0

(資料)Bloomberg

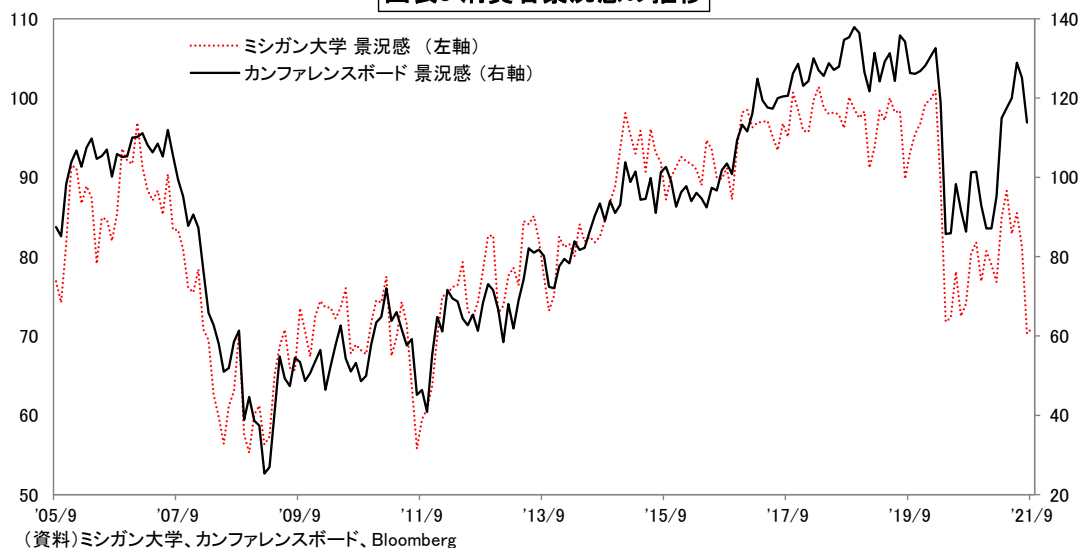
図表2 求人数・求人率の推移



9月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は大幅に低下した8月からほぼ変わらずの71.0（現況指数77.1、期待指数67.1）となった。ミシガン大学からは、インフレ率の加速と高止まりが長期化するとの観測に伴い購買力の減少を警戒する声が多いと報告されている。

一方、企業マインドをみると、8月のISM製造業指数（製造業PMI）は前月から0.4ポイント上昇の59.9%、サービス業指数（サービス業PMI）は同2.4ポイント低下の61.7%となり、それぞれ15ヶ月連続での企業部門の拡大を示した。

図表3 消費者景況感の推移



景気の先行き： 供給制約で回復 ペースは鈍化

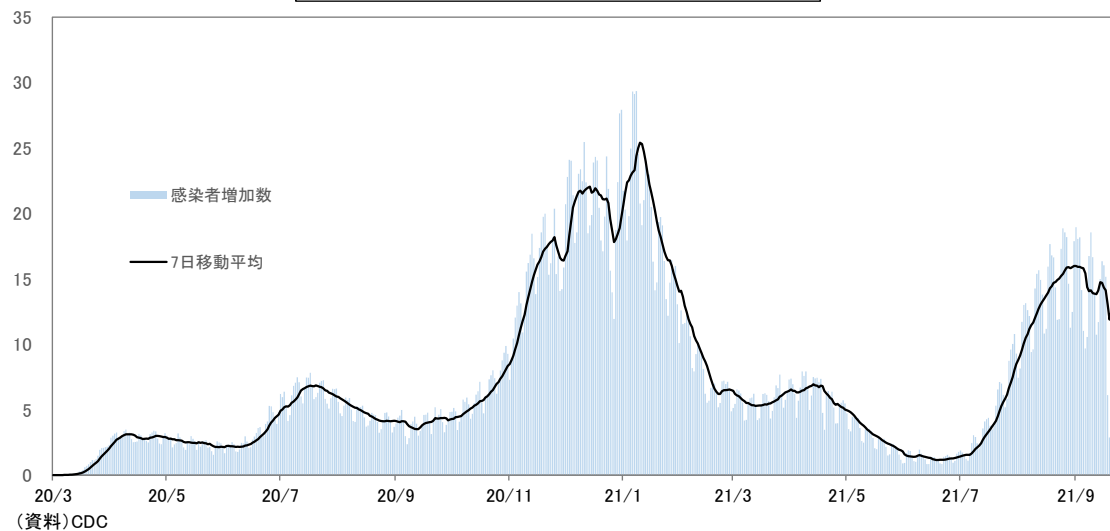
さて、景気の先行きを考えると、現在の米国経済は、国内の労働力不足に加えて、世界的な半導体不足など供給制約が深刻化していることもあり、景気回復ペースが鈍化する可能性が高まってきた。

足元では、デルタ株の感染が拡大しているものの、3回目のワクチン接種も開始される見込みであることから、過剰にダウンサイドリスクを織り込む必要はないように思われる。一方で、感染リスクに加えて待遇面で雇用のミスマッチも根深く、採用が進まないだけでなく離職率も高止まりしていることから、労働者不足の解消には長期間が必要となるだろう。

また、特にマレーシアなどの東南アジアにおいて、デルタ株の感染が急拡大したことに伴う生産拠点の操業停止などで、半導体供給不足が深刻化していることも、景気回復ペースの下押し材料となっているといえるだろう。

(万人)

図表4 新型コロナ新規感染者数の推移(米国)



図表5 供給制約が意識される

		'20/7	'20/8	'20/9	'20/10	'20/11	'20/12	'21/1	'21/2	'21/3	'21/4	'21/5	'21/6	'21/7	'21/8
ISM 製造業	入荷遅延	55.9	58.2	59	60.5	61.7	67.7	68.2	72	76.6	75	78.8	75.1	72.5	69.5
ISM サービス業	入荷遅延	55.3	60.5	55	56.1	57.1	62.8	57.8	60.8	61	66.1	70.4	68.5	72	69.6
ISM 製造業	価格	53.2	59.5	62.8	65.5	65.4	77.6	82.1	86	85.6	89.6	88	92.1	85.7	79.4
ISM サービス業	価格	57.6	63.4	58	62.7	63.9	64.4	64.2	71.8	74	76.8	80.6	79.5	82.3	75.4
コモディティ価格	前年比%	-13.0	-4.8	-8.9	-9.3	-3.6	-3.5	7.0	20.1	34.9	48.4	46.1	45.5	40.2	30.9
バルチック海運指数	前月比%	-25.0	10.2	15.9	-25.6	-4.4	11.3	6.3	15.4	22.1	49.2	-15.0	30.3	-2.7	25.5
耐久財 受注残高	3ヶ月前比%	-2.5	-2.6	-1.8	-1.4	-1.0	-0.9	-0.5	0.5	1.3	1.8	1.9	2.2	2.1	
在庫売上比率	%	1.36	1.32	1.32	1.32	1.32	1.32	1.27	1.30	1.26	1.25	1.26	1.25	1.25	
ISM 製造業	顧客在庫	41.6	38.1	37.9	36.7	36.3	37.9	33.1	32.5	29.9	28.4	28	30.8	25	30.2
ISM サービス業	顧客在庫	47.2	44.8	47.7	51.6	50.8	51	50.8	49.7	50.8	46.5	50.8	51.1	48.9	54.2

(資料) Bloomberg

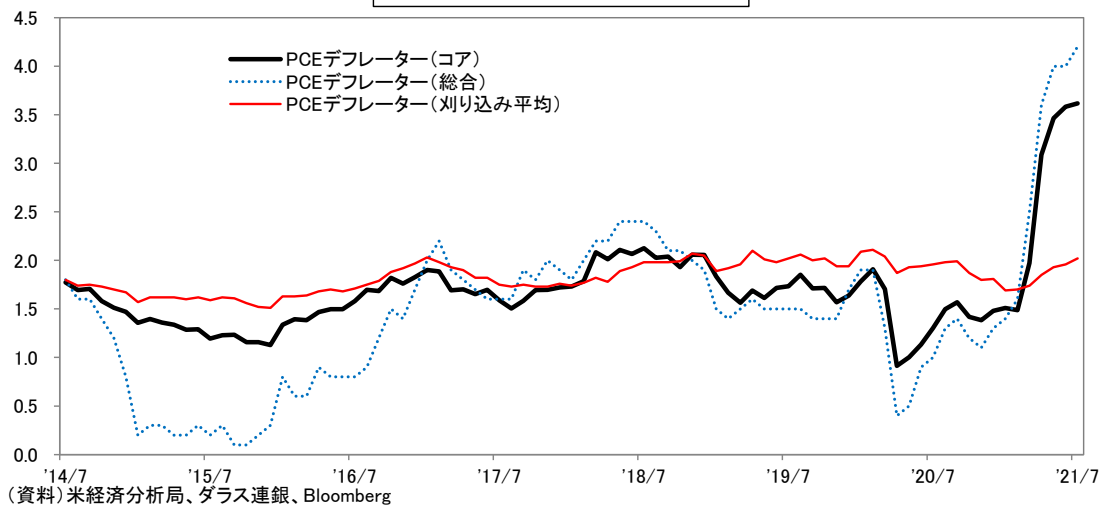
インフレ率の加速 は収まり始めた可能性も

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いていたが、4月以降は急加速し、7月のコアPCEデフレーターは前年比3.6%まで高まった。しかしながら、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは同2.0%となっており、ほとんど加速がみられない。

また、8月の消費者物価指数(CPI)をみると、総合は同5.3%、コアは同4.0%と、いずれも7月から鈍化しており、「一時的なインフレ率の加速」は収まり始めた可能性も考えられる。

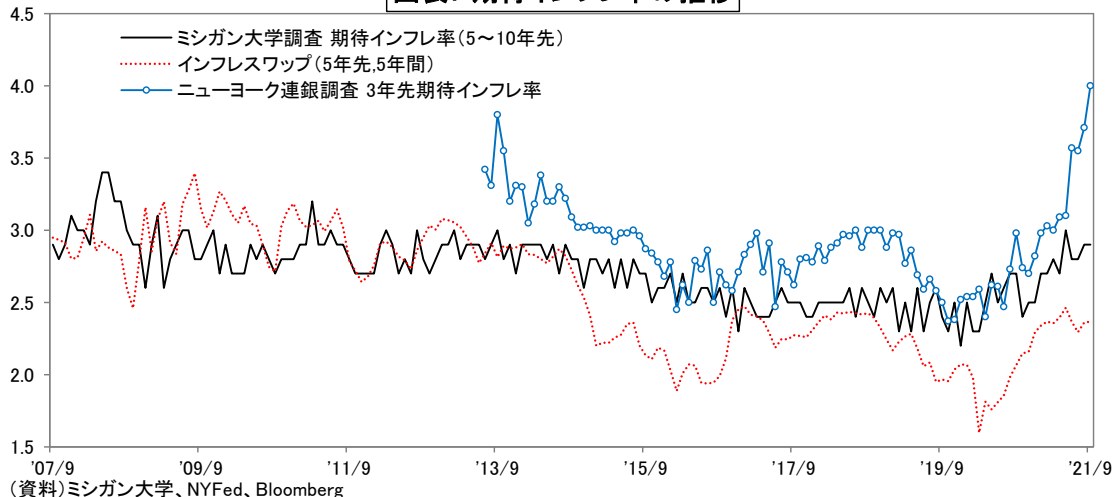
(%、前年比)

図表6 PCEデフレーター推移



(%)

図表7 期待インフレ率の推移



21年内のテーパリング開始が示唆された9月FOMC

9月FOMC(21、22日)では、金融政策の現状維持(ゼロ金利政策と量的緩和政策の継続)が決定された。声明文では、新型コロナウイルスの感染拡大が景気回復を鈍化させていると認めつつ、景気回復が概ね予想通りに進めば、資産買い入れペースの減速(テーパリング)が近く正当化されると明言した。

FOMC後に公開された景気見通し(大勢見通し)によると、21年の経済成長率の見通しは前回の6月時点の見通しから1ポイント程度下方修正となる5.8%~6.0%、インフレ率の見通しは1.0ポイント弱の上方修正となり、足元の供給制約による景気回復ペースの鈍化とインフレ率の高止まりが反映された形となった。

また、ドットプロットからは、22年の政策金利見通しの中央値が6月時点の0.00~0.25%から0.25%へと上方修正され、22年

内の利上げ開始が現実味を帯びてきた。さらに、23 年は 1.00%、24 年は 1.75%と利上げが継続する見通しも示された。

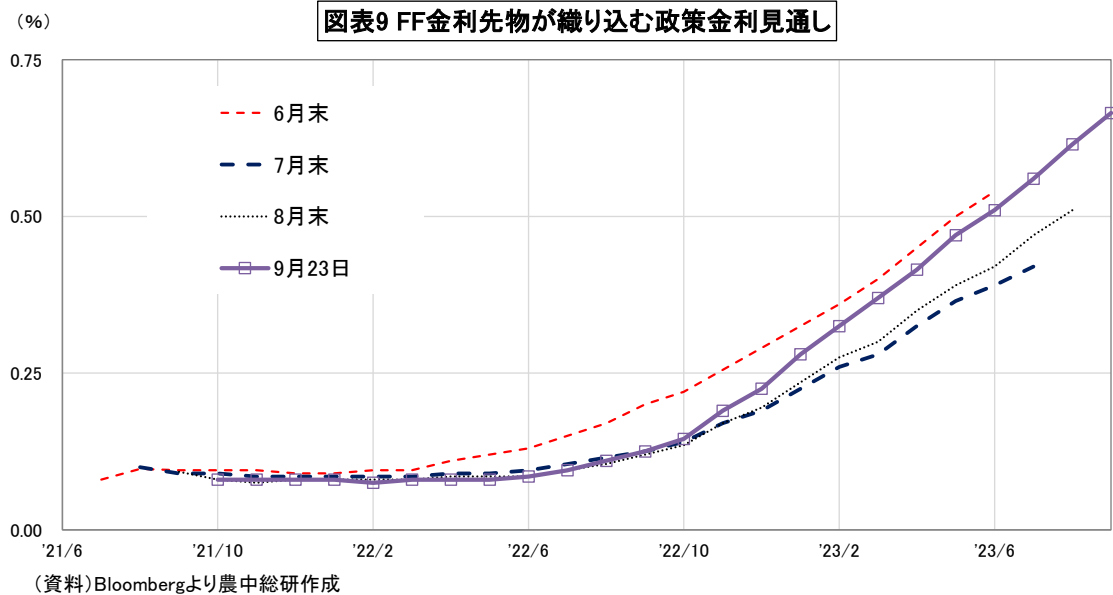
FOMC 後の記者会見においてパウエル議長は、テーパリングは 22 年半ばごろに完了するのが適切であるものの、テーパリングが終了しても利上げ開始の条件が整うのは程遠いとの見解を示した。おそらく、FRB 見通しとしては 22 年半ばの時点では完全雇用は達成されておらず、利上げは 22 年後半ということだろう。筆者は以前、労働市場の回復をかなり待ってからテーパリングが開始されると考えていたが、実際のところは、堅調な労働市場の回復が持続するとの想定の下で、11 月 FOMC (2、3 日) にてテーパリングの発表、12 月 FOMC (14、15 日) にて開始といったスケジュールになると思われる。

図表8 FRB大勢見通し(9月時点)

		2021年	2022年	2023年	2024年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	5.8～6.0	3.4～4.5	2.2～2.5	2.0～2.2	1.8～2.0
	6月時点 (%前年比)	6.8～7.3	2.8～3.8	2.0～2.5		1.8～2.0
失業率	(%)	4.6～4.8	3.6～4.0	3.3～3.7	3.3～3.6	3.8～4.3
	6月時点 (%)	4.4～4.8	3.5～4.0	3.2～3.8		3.8～4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	4.0～4.3	2.0～2.5	2.0～2.3	2.0～2.2	2.0
	6月時点 (%前年比)	3.1～3.5	1.9～2.3	2.0～2.2		2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	3.6～3.8	2.0～2.5	2.0～2.3	2.0～2.2	
	6月時点 (%前年比)	2.9～3.1	1.9～2.3	2.0～2.2		
政策金利(中央値)	(%)	0.125	0.250	1.000	1.750	2.50
	6月時点 (%)	0.125	0.125	0.625		2.50

(資料)FRBより作成

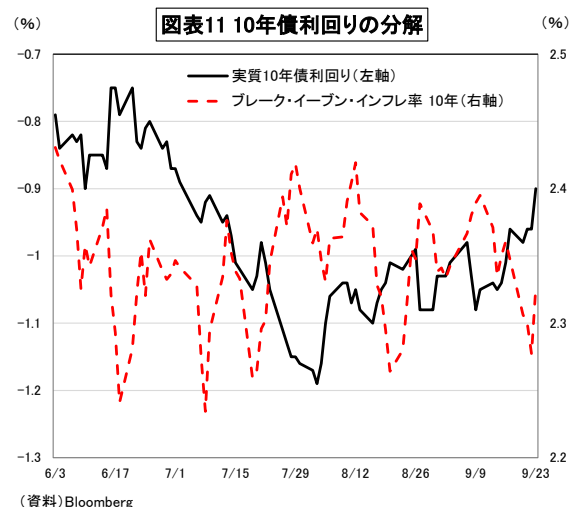
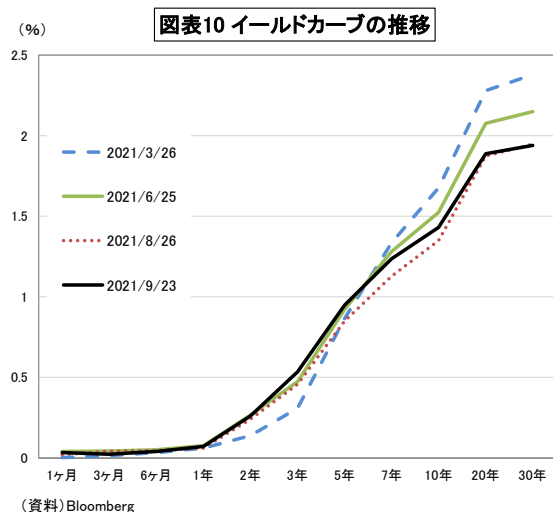
(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

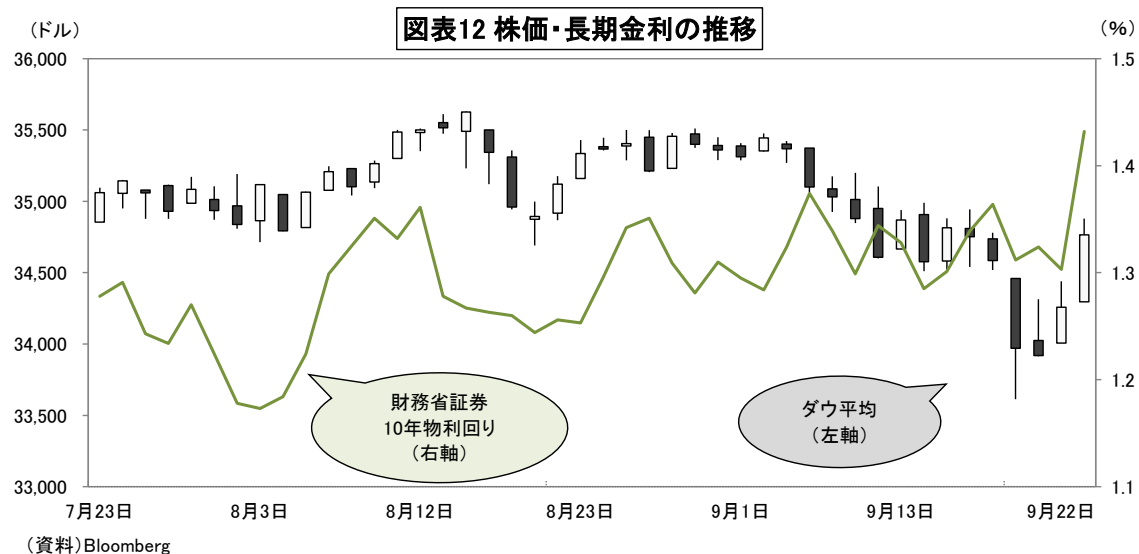


長期金利：デルタ株の感染拡大で金利上昇は後ずれ

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、デルタ株の世界的な感染拡大や経済指標の下振れを背景に、米長期金利（10年債利回り）は7月半ばと8月初めにかけて1.2%を割り込む場面もみられ、その後も1.3%前後での推移が続いていた。9月FOMCにて22年の利上げ見通しが公表されたことや、中国恒大の全面的なデフォルト懸念が和らいだことで、23日の長期金利は2ヶ月半ぶりに1.4%を回復した。

先行きについては、デルタ株の感染拡大によって、世界経済の回復が後ずれしつつあり、目先の金利は上昇しづらいと思われることから、1.2%～1.5%程度とやや低めのレンジでの展開を予想する。米景気回復を背景とした金利上昇は後ずれするだろう。





株式市場：調整 が続く可能性も

株式市場では、デルタ株の感染拡大懸念や年内テーパリング開始観測、中国の不動産問題などが悪材料視され、ダウ平均が急落する局面も見られるなど、不安定な展開となった。中国恒大の問題に対する懸念の緩和や、9月FOMCにて金融政策の見通しについての不確実性の一部が解消されたことなどを背景に、株価は反発に転じた。

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やインフラ投資拡大の恩恵を受けるものが多いとみられていることもあり、インフラ投資法案に対する期待は上昇要因といえるが、足元ではデルタ株の感染拡大を背景とする供給制約が意識され、上値は重いと思われる。また、中国の不動産問題も引き続き材料視される可能性もあり、調整を迫られる場面もありそうだ。

(21.9.23 現在)