

### 供給制約が景気回復の下押し圧力として顕在化

～早ければ11月半ばにもテーパリング開始～

佐古 佳史, CFA

#### 要旨

9月の雇用統計はやや軟調な数字となったものの、米国経済のこれまでの回復を背景に、早ければ11月半ばにもテーパリングが開始される見通しとなっている。

3回目のワクチン接種が開始されたこともあり、秋以降の新型コロナウイルス感染再拡大によるダウンサイドリスクを過剰に織り込む必要はないように思われる一方で、労働者確保の困難さと半導体の供給制約などが長期化し、景気回復に対する下押し圧力とインフレ率の高止まり要因となっている。

#### 12月3日まで先送りされた債務上限問題

バイデン米大統領は14日、連邦政府の債務上限を4,800億ドル引き上げる法案に署名した。これを受け、イエレン財務長官は18日、一部の基金への拠出を停止することで12月3日まで資金繰りが可能になったと発表した。

こうした債務上限問題の背景には、民主、共和党の対立に加えて、3.5兆ドル規模の経済対策に対して反対姿勢を示す穏健派の上院民主党議員の存在や、かろうじて過半数を確保しているに過ぎない上院民主党の議会運営などが密接に関係しており、引き続き難しい交渉が継続しそうだ。

#### 景気の現状：ペントアップ（繰越）需要に供給が追いついていない

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、供給が追いついていないと判断できる。

9月の雇用統計を確認すると、事業所調査に基づく非農業部門雇用者数は8月から19.4万人増と、同50万人程度の市場予想を大幅に下回った。ただし、通常9月に増加する傾向のある教育関連雇用者の季節調整が上手くできていないことから、教育関連で16万人程度の雇用減となった。このため、9月の雇用統計は実勢より弱めの数字となった可能性がある。また、労働参加率が小幅ながらも低下した影響もあり、失業率は0.4ポイント低下の4.8%と大幅な改善となった。

なお、7、8月分が合計16.9万人上方修正されたことや、家計調査による計測では9月の雇用者は52.6万人増加したことなどから、一見すると弱い内容となった9月の雇用統計ではあるものの、雇用回復ペースは年内にテーパリングを開始するにあたり十分と

判断できるだろう。

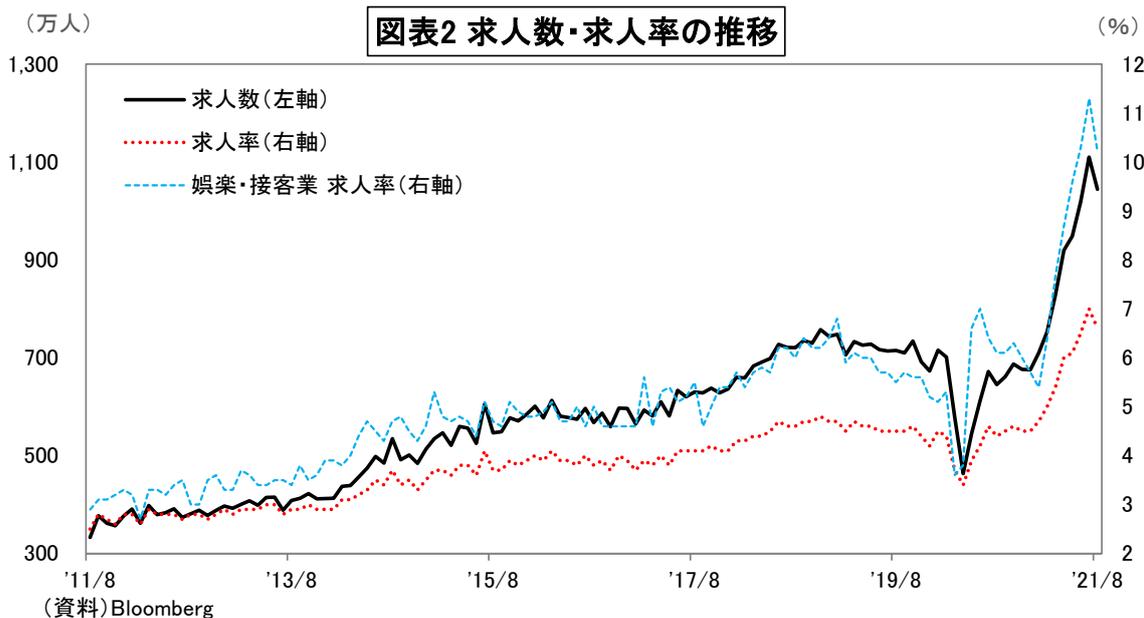
こうしたなか、求人労働異動調査から求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））を確認すると8月分は6.6%と、過去最高を記録した7月からは低下したものの、依然として高止まりしており供給制約が意識されることには変わりはない。

個人消費をみると、8月の実質個人消費支出は、サービス消費が前月比0.3%と6ヶ月連続で増加、財消費も増加したことで、総合では同0.4%と、同▲0.5%となった7月から反発した。また、9月の小売売上高は幅広い項目で増加し、総合では前月比0.7%と2ヶ月連続での増加となった。インフレ率の高止まりによる名目ベースの売上高の押し上げ効果はあるものの、インフレ率や供給制約についての懸念があるなかでも、底堅い個人消費が確認できた。

図表1 小売売上高の推移

(前月比、%)	'20/10	'20/11	'20/12	'21/1	'21/2	'21/3	'21/4	'21/5	'21/6	'21/7	'21/8	'21/9
総合	0.2	-1.4	-1.2	7.6	-2.9	11.3	0.9	-1.4	0.9	-1.6	0.9	0.7
コア	0.1	-0.9	-2.8	8.4	-3.3	8.6	-0.4	-1.1	1.5	-1.8	2.6	0.8
自動車・部品	0.3	-1.8	2.0	4.9	-3.6	17.0	4.4	-4.6	-2.1	-4.3	-3.3	0.5
家具	1.4	-2.3	-2.7	14.9	-5.4	11.8	1.2	-2.3	0.8	-0.7	-0.7	-0.2
建築資材	-0.7	0.9	0.3	7.8	-4.8	14.1	-3.3	-5.7	-1.4	-1.1	1.1	0.1
食品	-0.8	1.4	-1.1	1.9	-0.5	0.8	0.7	1.2	1.0	-0.6	2.2	0.7
ヘルスケア	-0.1	-1.3	1.3	0.9	-1.7	8.0	0.1	-3.0	4.6	-0.5	0.2	-1.4
ガソリンスタンド	1.0	-1.9	7.2	4.6	3.2	10.1	-1.4	1.8	3.6	2.4	1.0	1.8
アパレル	-2.8	-5.6	2.5	6.3	-5.5	23.9	-1.4	3.8	3.4	-2.6	0.4	1.1
無店舗	3.1	-1.2	-9.5	16.9	-3.1	5.4	0.1	-1.2	0.1	-4.6	5.7	0.6
飲食	0.2	-3.8	-5.1	10.0	-1.4	13.9	5.1	4.3	2.4	1.5	0.2	0.3

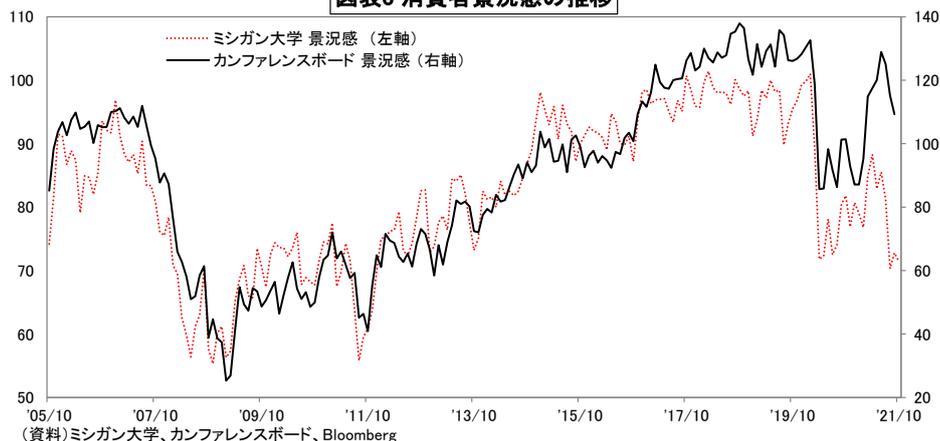
(資料) Bloomberg



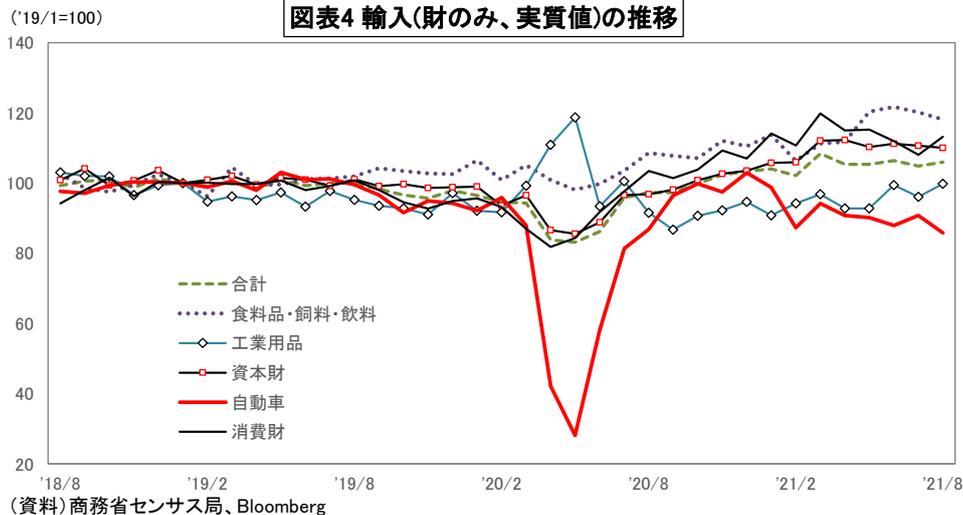
10月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は9月から小幅に低下し71.0（現況指数77.9、期待指数67.2）となった。ミシガン大学からは、デルタ株や供給制約、労働参加率の低下が22年の個人消費の下押し材料になると報告されている。また、この半年間で、政府の経済対策に対する信頼感が著しく低下したとも報告されている。こうしたなか、9月の鉱工業生産はハリケーン「アイダ」による約▲0.6ポイントの下押しもあり、前月比▲1.3%と悪化した。また、自動車・部品が同▲7.2%と急落するなど、半導体の供給制約問題も顕在化している。同様に、8月の貿易統計においても、自動車・部品の輸出入が軟調な推移となっている。

とはいえ、企業マインドは底堅く、9月のISM製造業指数（製造業PMI）は前月から1.2ポイント上昇の61.1%、サービス業指数（サービス業PMI）は同0.2ポイント上昇の61.9%となり、それぞれ16ヶ月連続での企業部門の拡大を示している。

図表3 消費者景況感の推移



図表4 輸入(財のみ、実質値)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てみると、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とみられる。

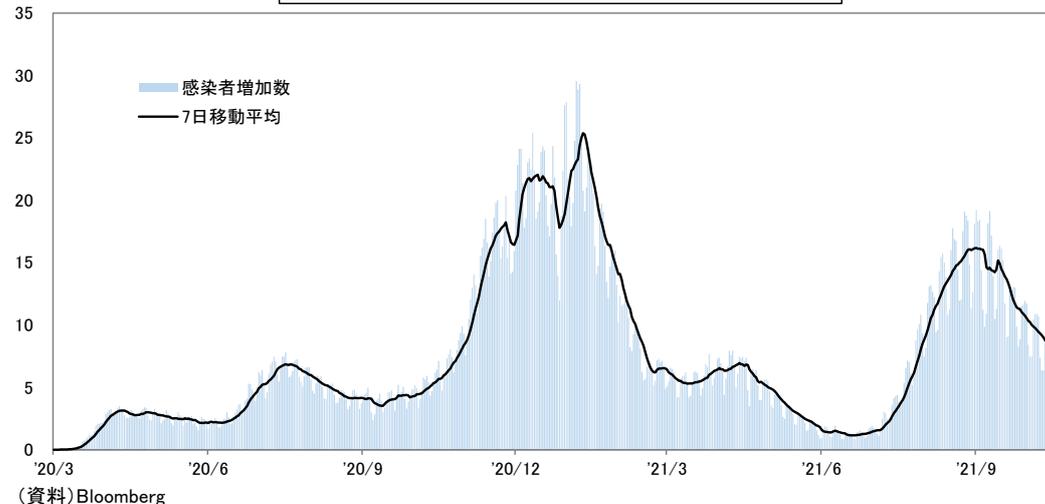
足元では、3回目のワクチン接種が開始されたこともあり、新型コロナウイルス感染再拡大によるダウンサイドリスクを過剰に織り込む必要はないように思われる。

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い期間が必要となるだろう。また、依然として半導体の供給不足も継続している。こうした供給面での制約が景気回復ペースの下押し材料となるだろう。

こうしたなか、IMFによる10月の世界経済見通しにおける21年の米国の経済成長率は、供給制約問題や当初の予想ほどには増加しなかった個人消費を反映したことで、7月見通しから▲1.0ポイント低下の6.0%へと下方修正された。

(万人)

**図表5 新型コロナ新規感染者数の推移(米国)**



(資料) Bloomberg

**図表6 供給制約が意識される**

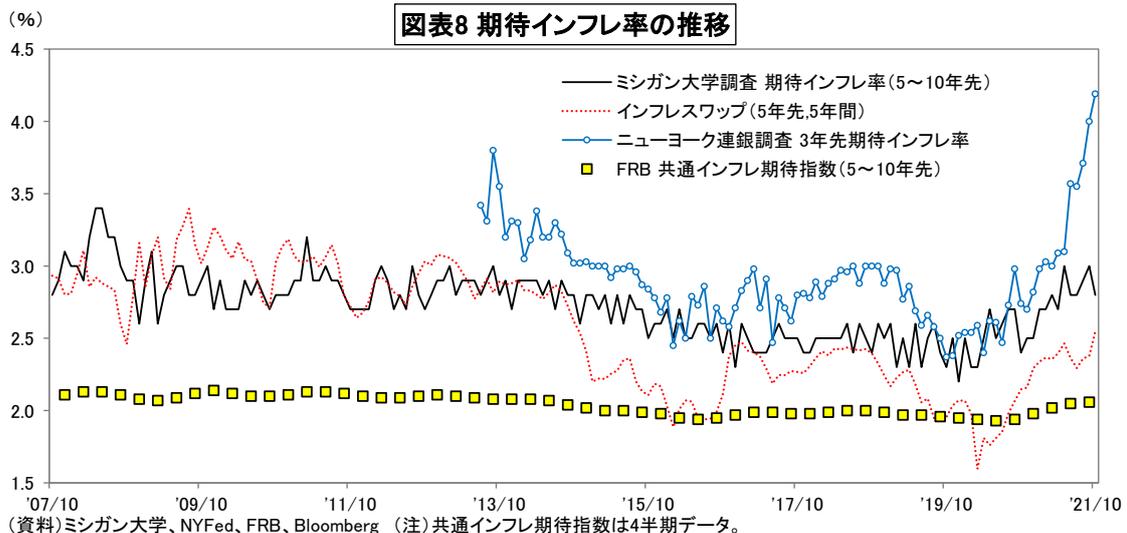
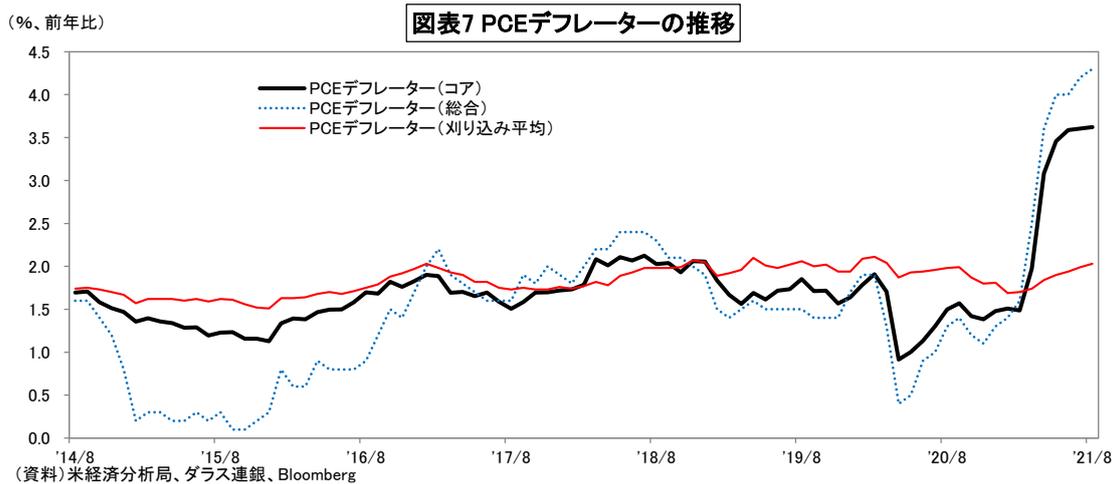
		'20/8	'20/9	'20/10	'20/11	'20/12	'21/1	'21/2	'21/3	'21/4	'21/5	'21/6	'21/7	'21/8	'21/9
ISM 製造業	入荷遅延	58.2	59.0	60.5	61.7	67.7	68.2	72.0	76.6	75.0	78.8	75.1	72.5	69.5	73.4
ISM サービス業	入荷遅延	60.5	55.0	56.1	57.1	62.8	57.8	60.8	61.0	66.1	70.4	68.5	72.0	69.6	68.8
ISM 製造業	価格	59.5	62.8	65.5	65.4	77.6	82.1	86.0	85.6	89.6	88.0	92.1	85.7	79.4	81.2
ISM サービス業	価格	63.4	58.0	62.7	63.9	64.4	64.2	71.8	74.0	76.8	80.6	79.5	82.3	75.4	77.5
コモディティ価格	前年比%	-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	42.2
パルチック海運指数	前月比%	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	25.0
耐久財 受注残高	3ヶ月前比%	-2.6	-1.8	-1.4	-1.0	-0.9	-0.5	0.5	1.3	1.8	1.9	2.2	2.3	2.3	
在庫売上比率	%	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	
ISM 製造業	顧客在庫	38.1	37.9	36.7	36.3	37.9	33.1	32.5	29.9	28.4	28.0	30.8	25.0	30.2	31.7
ISM サービス業	顧客在庫	44.8	47.7	51.6	50.8	51.0	50.8	49.7	50.8	46.5	50.8	51.1	48.9	54.2	55.6

(資料) Bloomberg

## 高止まり状態のインフレ率

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、8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、9月の消費者物価指数(CPI)をみると、総合は同5.4%、コアは同4.0%となり、「一時的なインフレ率の加速」は一段落し、高止まりの状態に移ったと思われる。

今後については、求人の困難化や供給制約などからこうしたインフレ率の高止まりは長期化すると見込まれる。一方で、期待インフレ率が比較的安定していることから、足元の高止まりはいずれ2%程度に収まるとの意味で、「一時的」との見方を変える必要はないように思われる。

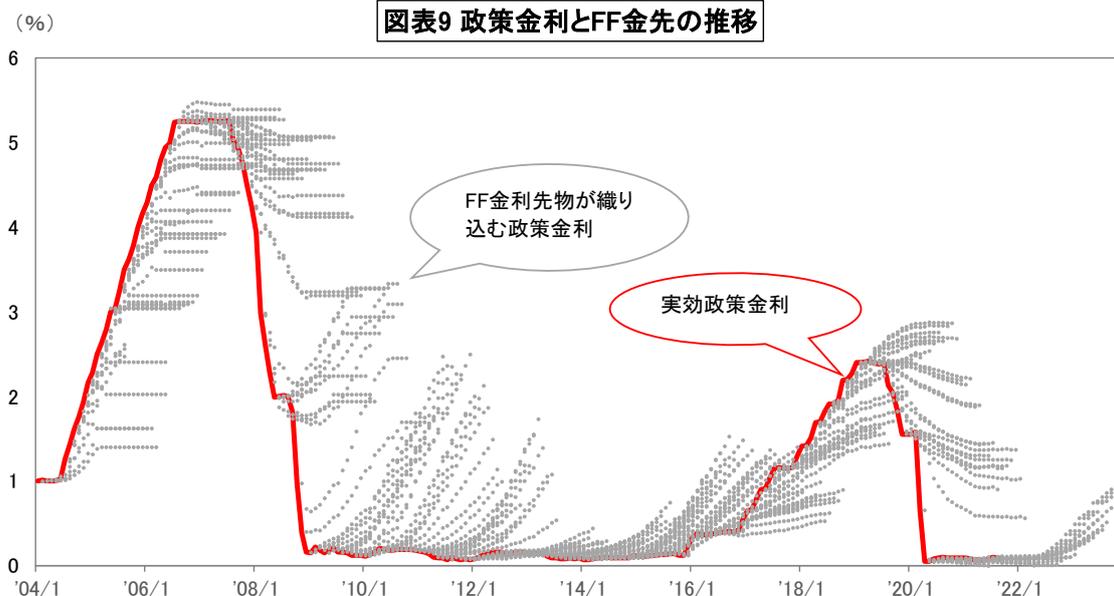


## 早ければ 11 月 半ばにテーパリ ング開始も

13日に公表された9月FOMC議事要旨からは、11月半ばまたは12月半ばに資産買い入れの縮小（テーパリング）を開始できるとの見解で、FOMC参加者がおおむね合意に達したことが明らかとなった。11月2、3日にかけて開催される次回のFOMCでは、具体的な開始日や、資産買い入れ額（現在、1月当たり米国債を800億ドル、MBSを400億ドル購入）の縮小ペースなどが焦点となるだろう。

また、9月FOMCにて22年の利上げが示唆されたことなどをきっかけとして、テーパリングに加えて利上げについても徐々に織り込みが進んでいる。足元のFF金先の動きからは、22年後半と23年前半にそれぞれ1回の利上げが織り込まれている。もっとも、過去の利上げ局面の動きをみると、FF金先の想定よりFRBの利上げペースが速い傾向にあったことは、注意しても良いだろう。

図表9 政策金利とFF金先の推移

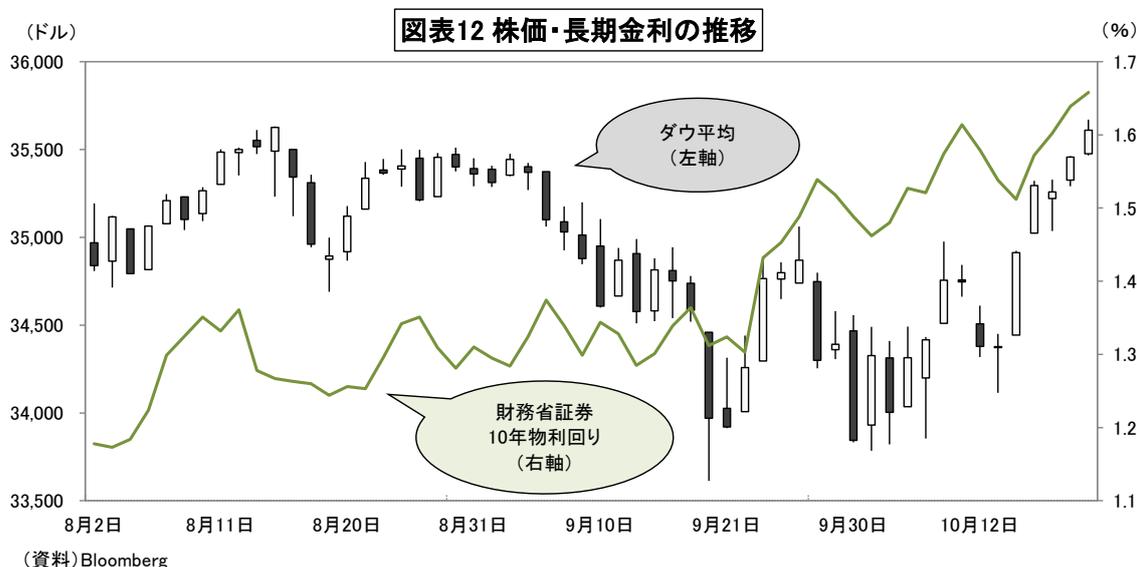
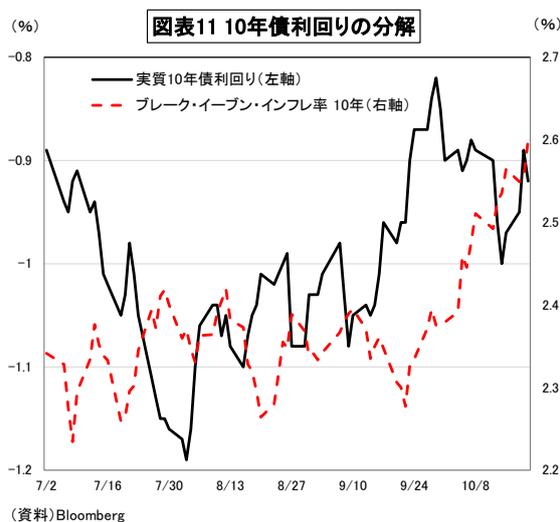
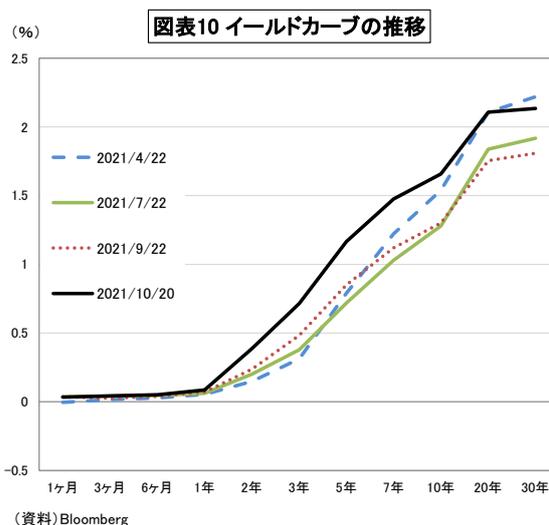


(資料)Bloombergより農中総研作成

## 長期金利：緩やかな上昇トレンドに回帰する見込み

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9月半ばまで1.3%前後での推移が続いていた。その後は、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、早ければ11月半ばにもテーパリングが開始される見通しとなったことなどを背景に、9月後半から10月後半にかけて約30bp上昇し、足元では1.6%前後で推移している。

先行きについては、秋から冬にかけて新型コロナウイルスの感染がどの程度拡大するのかという点に左右される面はあるものの、徐々にコロナとの共生が可能になりつつあることに加えて、テーパリング開始と利上げ織り込みから、長期金利は緩やかな上昇トレンドに回帰すると思われる。



**株式市場：緩やかな上昇傾向を予想**

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、ダウ平均は上値の重い展開が続いたが、足元では7~9月期決算を好感して買われる動きも見られ上昇傾向となっている。

先行きについて考えてみると、金融政策が緩和から引き締めへと移行していくなかで長期金利が上がりつつあるため、足元の株

価が本格的な上昇トレンドに入るとは思い難い。一方で、予想 PER などで測ると割高感がやや修正されたこともあり、積極的に売られる相場でもないため、緩やかな上昇傾向が続くのではないだろうか。

図表13 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 投票権あり	パウエル議長	-2	9/29 9/28	供給制約からインフレ率が高止まりしているとのコンセンサス 供給制約は長期化し、インフレ率は高止まりすると思われる
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	-2	9/27	経済の改善が予想通り継続すればテーパリングは間もなく開始
	クラリダ副議長	0	10/12	70年代のスタグフレーションには向かっていない
	ブレynaード理事	-1	10/7	気候変動リスクの分析に2つの側面から取り組んでいる
	ウォーラー理事	0	10/19	テーパリングの11月スタートに賛成
	ボウマン理事	?	10/19 10/19	供給制約からインフレ率は高止まり(物価上昇は継続) 長期インフレ期待にも影響するか注視すべき
	クオールズ副議長	?	10/20	テーパリングの11月スタートに賛成
	エバンス総裁 (シカゴ)	-1	10/5	供給制約が解消されればインフレは落ち着くと思われる
	バーキン総裁 (リッチモンド)	1	10/19 10/14	特に低賃金労働者の賃上げが行われている 利上げが適切かどうかを判断するには時間がかかる
	ポスティック総裁 (アトランタ)	-1	10/12	インフレ率は高止まりは長期化するので一時的と言うべきでない
デイリー総裁 (サンフランシスコ)	0~-1	10/14	テーパリング開始の条件が整った。利上げは時期尚早	
FOMCメンバー 投票権なし	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	1	9/24 9/24	テーパリング開始の条件が整った。 BSが政策金利を巡る議論をどのように複雑にするのが判断すべき
	ブラード総裁 (セントルイス)	2	10/14 10/4	インフレ率は高止まりが長引く インフレ率の高止まりから値上げが容易になり、新たなリスクに
	ローゼングレン総裁 (ボストン)		9/30	辞任
	メスター総裁 (クリーブランド)	0	10/20 10/1	すぐに利上げすることはない テーパリングの11月スタートに賛成
非FOMCメンバー 投票権なし	ハーカー総裁 (フィラデルフィア)	1	10/14 10/1	インフレが加速しない限り、22年末まで利上げはないだろう インフレが一時的ではない可能性を心配している
	カブラン総裁 (ダラス)		10/8	辞任
	メカシュカリ総裁 (ミネアポリス)	-2	10/1	遠くない将来に、テーパリングすることは理にかなっている

(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。

(21. 10. 21 現在)