

### 今冬も景気回復ペースの鈍化に要注意

#### ～FRBは11月半ばにテーパリングを開始～

佐古 佳史, CFA

#### 要旨

インフラ投資法案の成立やテーパリングの開始など、財政・金融政策は刻一刻と変更されているものの、米国経済は依然として供給制約による景気回復ペースの下押し圧力が継続している。今冬も新型コロナウイルスの感染再拡大によって、サービス消費を中心に景気回復ペースが鈍化する可能性もあり、注意が必要であろう。

#### 1.2 兆ドル規模のインフラ投資法案が成立

バイデン大統領は11月15日、1.2兆ドル（約140兆円）規模のインフラ投資法案に署名した。また、米下院は19日、大統領のもう一つの看板政策である気候変動・社会保障関連歳出法案（Build Back Better Plan）を僅差で可決した。同法案の規模は1.75兆ドル（約200兆円）とみられ、米議会予算局によると今後10年間で財政赤字が3,670億ドル増加すると見積もられている。今後は上院での可決を目指す過程でどのような修正が加えられるかが焦点となるだろう。

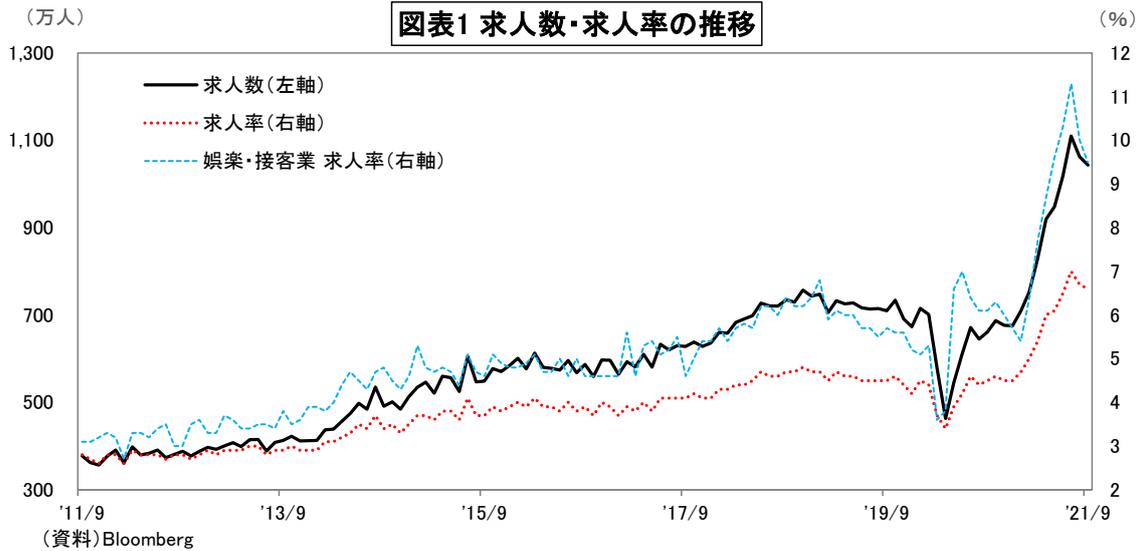
こうしたなか、実質的な債務上限の引き上げ期限が12月15日に迫り、米国債のデフォルトをめぐる混乱が懸念されている。

以下、経済指標を確認してみると、引き続き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。

10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9月から53.1万人増、失業率は0.2ポイント低下の4.6%と改善した。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9月分は8月から0.1ポイント低下したものの、6.6%と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。

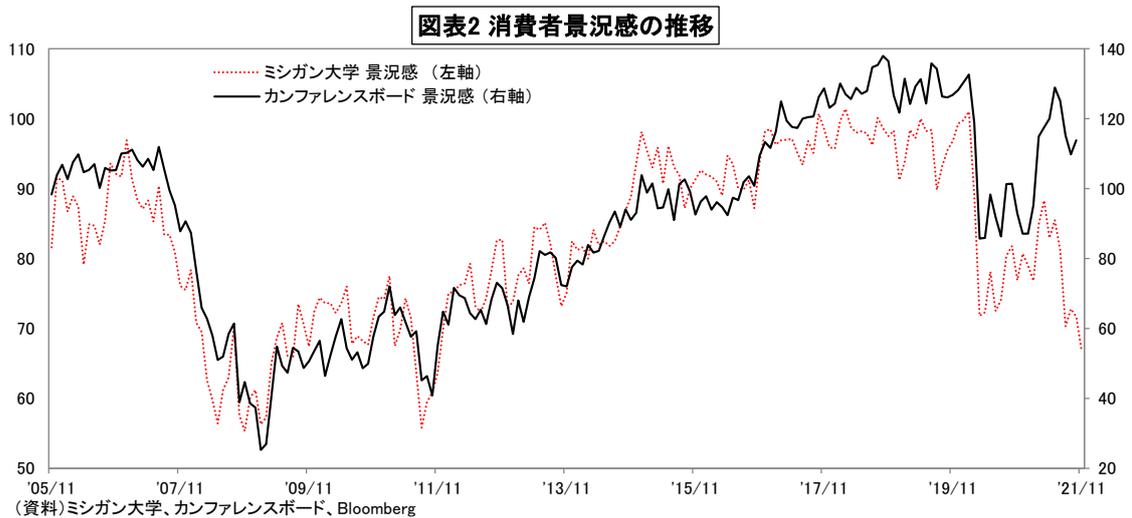
個人消費をみると、9月の実質個人消費支出は、サービス消費が前月比0.4%と7ヶ月連続で増加、財消費も増加したことで、総合では同0.3%と2ヶ月連続での増加となった。また、10月の小売売上高は幅広い項目で増加し、総合では前月比1.7%となった。インフレ率の高止まりによる名目ベースの売上高の押し上げ効果はあるものの、インフレ率や供給制約についての懸念があるなかでも、底堅い財消費が続いているといえる。

#### 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



一方、11月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は10月から低下し66.8（現況指数73.2、期待指数62.8）と10年ぶりの低水準となった。ミシガン大学からは、4人に1人がインフレ率の加速による生活水準の下落を指摘しており、インフレ率の加速に対して有効な経済対策が行われていないことも、消費者マインドが低下した背景にある。

とはいえ、企業マインドは底堅く、10月のISM製造業指数（製造業PMI）は60.8%、サービス業指数（サービス業PMI）は66.7%と、それぞれ17ヶ月連続での企業部門の拡大を示している。

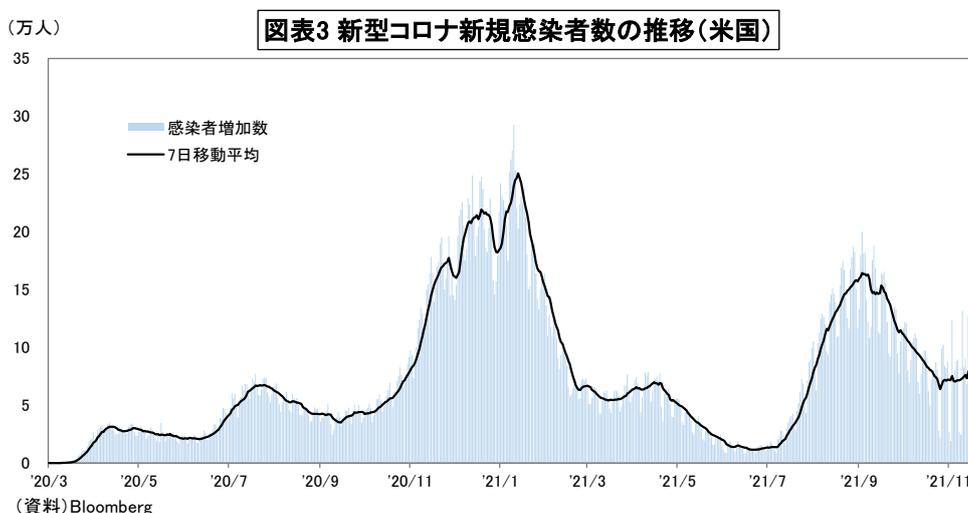


**景気の先行き：  
冬にかけては要  
注意**

さて、景気の先行きを考えると、足元では、3回目のワクチン接種も進んでおり、景気の底割れなど、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度に織り込む必要はないと思われる。

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。

加えて、足元では小売売上高が予想外に堅調に推移するなど、財消費の増加が見て取れるが、これはサービス消費の回復が遅れていることの裏返しかもしれない。このため、冬にかけての消費パターンと景気回復ペースは要注意と考えられる。



図表4 供給制約が意識される

		'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	'21/10
ISM 製造業	入荷遅延	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	75.6
ISM サービス業	入荷遅延	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	75.7
ISM 製造業	価格	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	85.7
ISM サービス業	価格	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	82.9
コモディティ価格	前年比%	-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	43.9
バルチック海運指数	前月比%	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	-31.9
耐久財 受注残高	3ヶ月前比%	-1.8	-1.4	-1.0	-0.9	-0.5	0.5	1.3	1.8	1.9	2.2	2.3	2.2	2.1	
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	1.3
ISM 製造業	顧客在庫	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	31.7
ISM サービス業	顧客在庫	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	57.0

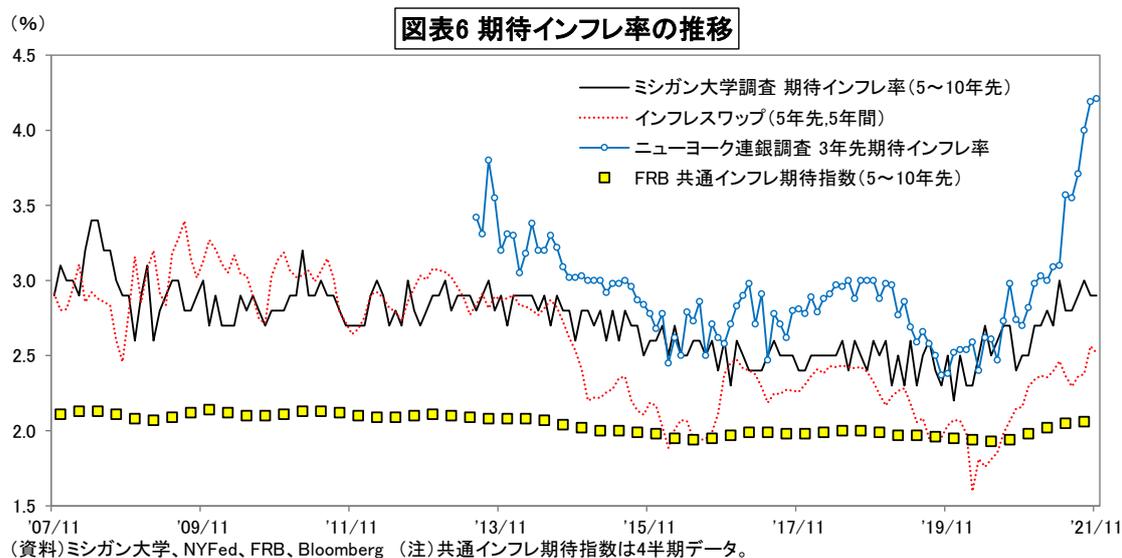
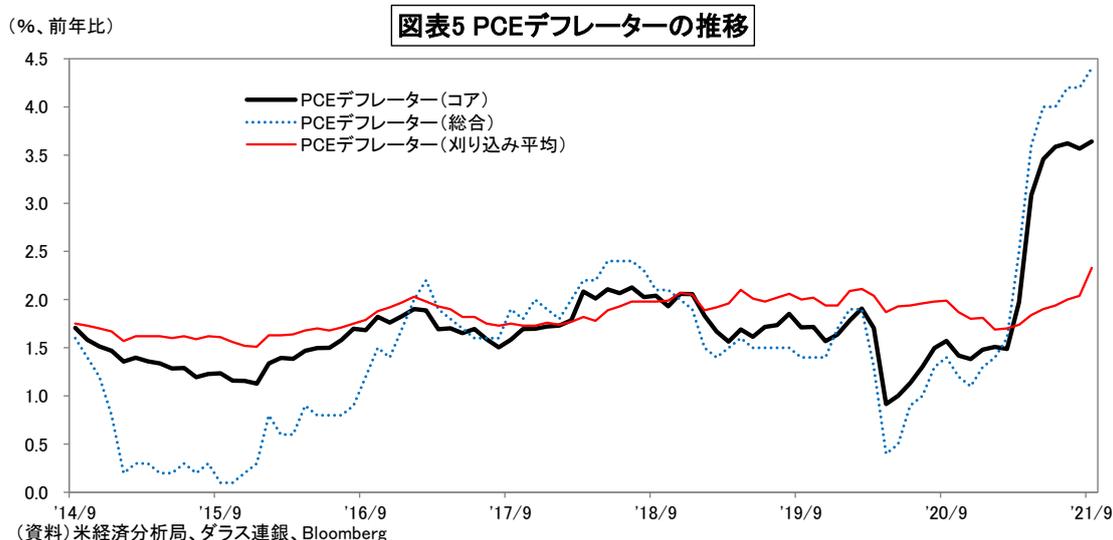
(資料) Bloomberg

## 高止まり状態のインフレ率

4月以降インフレ率は急加速し、9月のコアPCEデフレーターは前年比3.6%まで高まった。一方で、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2.3%と比較的落ち着いた推移となっている。また、10月の消費者物価指数(CPI)をみると、総合は同6.2%、コアは同4.6%となり、9月からさらに加速した。コアの内訳をみると、インフレ率の加速は中古車や輸送サービス、メディアケア、アパレルなど多岐に及んでいることがうかがえる。

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

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だろう。

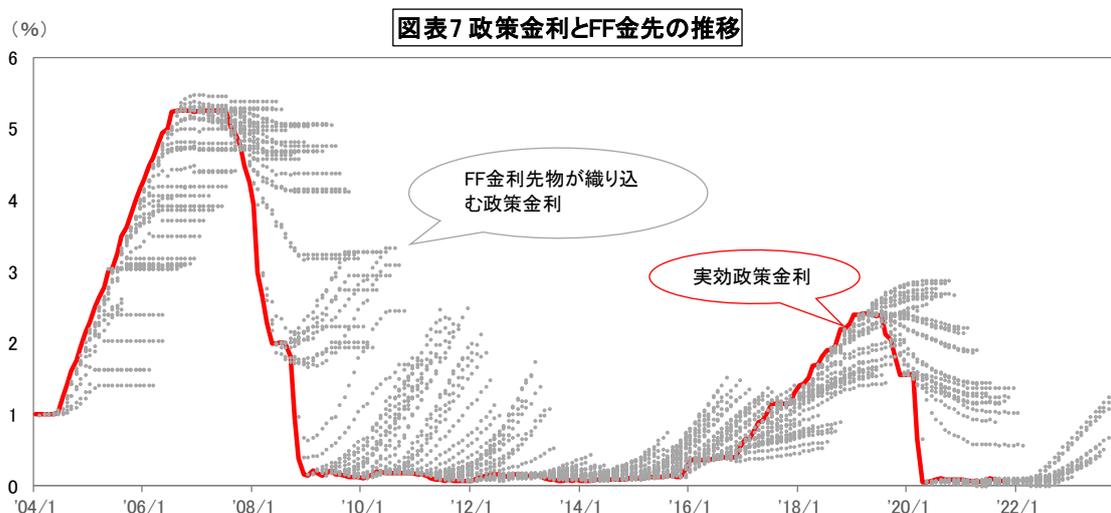


## テーパリング開始

11月2日から3日にかけて開催されたFOMCでは、事前予想通り11月半ばからの資産買い入れ量の縮小(テーパリング)開始が決定された。コロナ禍の下、FRBは米国債を月額800億ドル、MBSを月額400億ドル買い入れてきたが、これらを1月当たりそれぞれ100億ドル、50億ドルのペースで縮小するとした。このペースで縮小していけば、資産買い入れは22年6月中旬に終了することとなる。もっとも、12月FOMC(14、15日)ではテーパリングの加

速が議論される可能性も高まっているようだ。

テーパリングの開始が決定されたことで、市場の関心はますます利上げ時期に集中するだろう。足元では、FF金先が織り込む政策金利見通しが上方修正されている。過去の利上げ局面の動きをみると、FRBは利上げまではFF金先の想定よりも辛抱強いスタンスを取っていた一方で、利上げペースそのものはFF金先の想定より速い傾向にあった。今回の利上げに関しても、FRBがインフレ率の加速は一時的とのスタンスを維持すれば、過去と同様のパターンになりそうだ。

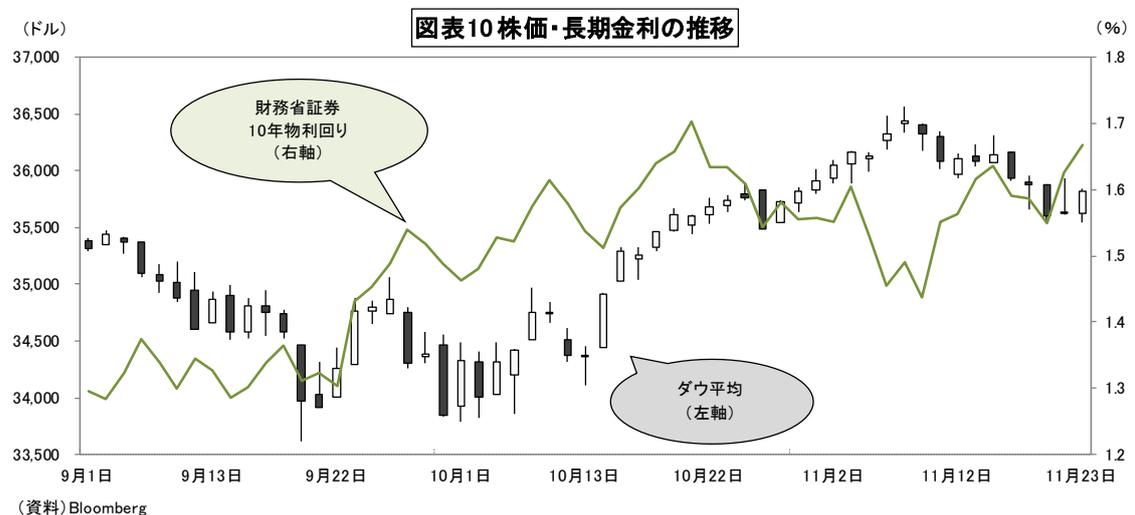
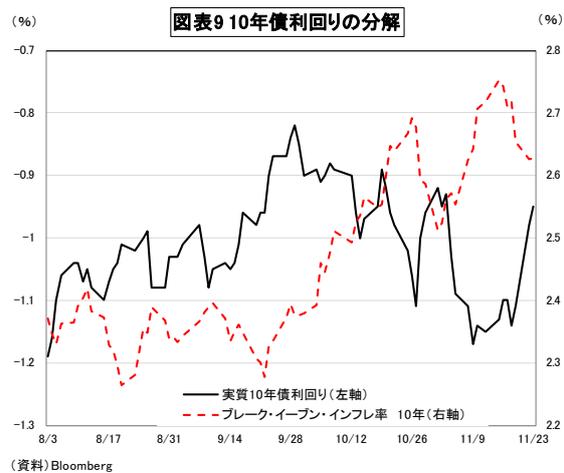
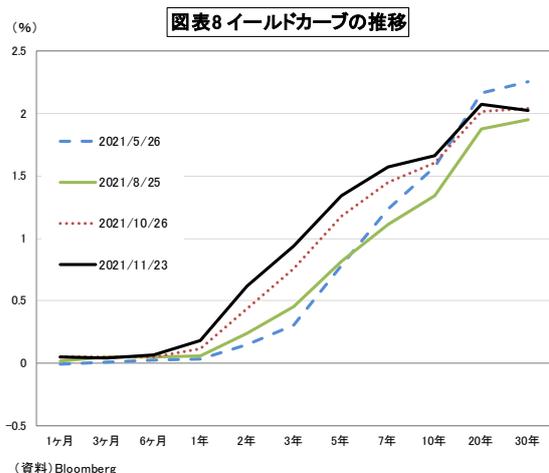


(資料) Bloombergより農中総研作成

### 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た。その後は、テーパリング観測などを背景に、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、新型コロナウイルスの感染次第ではあるものの、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：上値の重い展開を予想**

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。足元では7～9月期決算を好感してS&P500やナスダック総合は史上最高値更新が続いた一方で、11月中旬にかけてダウ平均はやや頭打ちとなっている。

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も上がりつつあることに加えて、冬にかけての新型コロナウイルスの感染再拡大も懸念されており、上値の重い展開となってもおかしくないだろう。

(21. 11. 24 現在)