

景気下振れリスクがやや高まった

～FRB はテーパリングのペースを加速～

佐古 佳史, CFA

要旨

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。11月末に発見されたオミクロン株の危険性について、現時点では不明なことも多いものの、冬にかけて景気下振れリスクはやや高まったと考えるのが妥当だろう。

こうしたなか、FRB は 12 月 FOMC にてテーパリングペースの加速を発表し、コロナ禍に対応した資産買い入れ政策は 3 月半ばに終了する見通しとなった。

気候変動・社会保障関連歳出法案は可決のめど立たず

バイデン大統領の看板政策の一つである約 2 兆ドル規模の気候変動・社会保障関連歳出法案 (Build Back Better Plan) は、歳出規模などをめぐって民主党内での調整が継続している。

こうしたなか、バイデン大統領は 16 日、債務上限を 2.5 兆ドル引き上げる法案に署名し米国債のデフォルトはぎりぎり回避された。なお、同法案により連邦政府の資金繰りは 23 年初まで可能となるとみられている。

また、22 年の北京冬季オリンピックへの外交的ボイコットや、ウイグル強制労働防止法案の上下両院での可決、新たに中国企業 8 社を米国からの投資を禁じるブラックリストへの追加など、米中対立は一層激化する様相を呈している。同時に、台湾問題やウクライナ問題でも米中・米ロ間の緊張が増しており、「平和の祭典」である冬季オリンピックの開幕を 2 月 4 日に控えるなか、地政学リスクの高まりを感じさせる年の瀬となった。

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

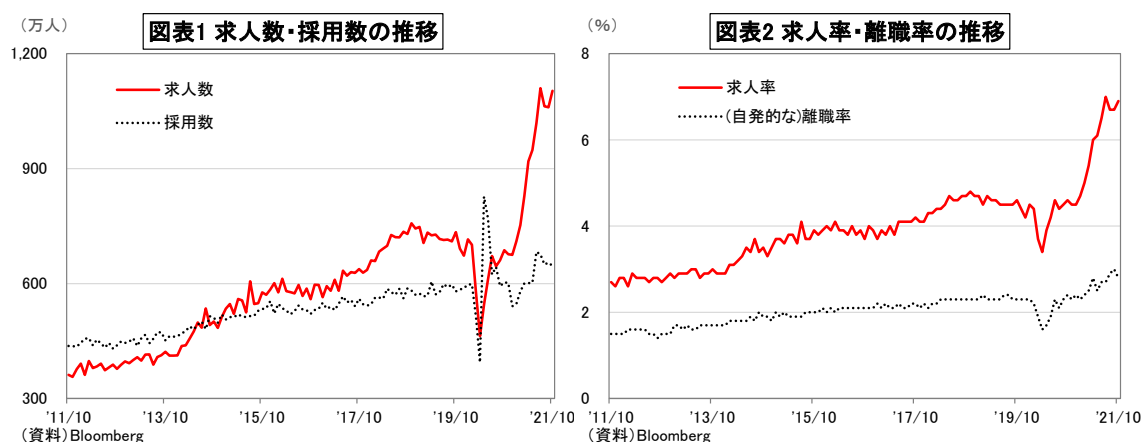
以下、経済指標を確認してみると、引き続き経済正常化の進展に伴うペントアップ需要に、供給が追いついていないと判断できる。

11 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 10 月から 21.0 万人増と小幅な増加にとどまった。一方で、家計調査によると雇用者数は同 113.6 万人と急増し、失業率は 0.4 ポイント低下の 4.2% と大きく改善した。実体としては雇用の回復が進んでいると判断して良さそうだ。

雇用回復は継続する一方で、求人の困難さは解消されていない。10 月の求人労働異動調査によると、求人率（＝求人数 ÷（求人数 + 雇用者数））は 6.9% と 9 月から 0.2 ポイント上昇しており、自

発的な離職率も高止まりしている。

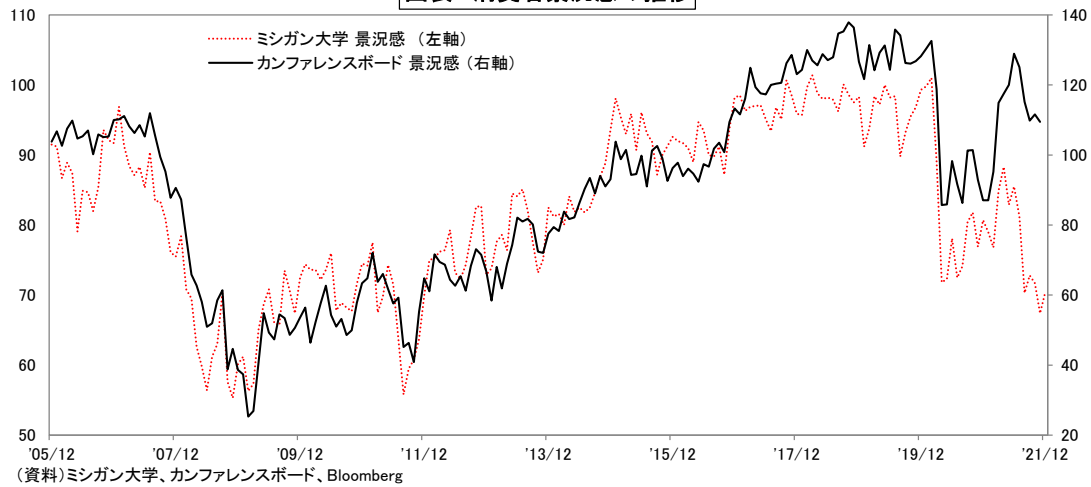
個人消費をみると、10月の実質個人消費支出は、サービス消費が前月比0.5%増加、財消費が同1.0%増加したことで、総合では同0.7%増加となった。一方で、11月の小売売上高は前月比0.3%と小幅な伸びとなり、インフレ率を考慮すると財消費は11月に減少した可能性も考えられる。しかし、インフレ率の加速が続くなか、クリスマス休暇の買い物シーズン(holiday shopping season)が10月に前倒しされた反動で11月の消費が弱含んだ可能性も指摘されており、消費の減速を警戒する必要はなさそうだ。



また、12月のミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は10年ぶりの低水準となった11月から上昇し70.4(現況指数74.6、期待指数67.8)となった。ミシガン大学によると、12月分の上昇は所得が下位3分の1の家計において、来年の所得増加について楽観視しているとの回答が多かったことが反映されている。また、インフレ率の加速を問題視する回答者が依然として多いことも報告されている。

こうしたなか、企業マインドは堅調に推移しており、11月のISM製造業指数(製造業PMI)は61.1%、サービス業指数(サービス業PMI)は69.1%と、それぞれ18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



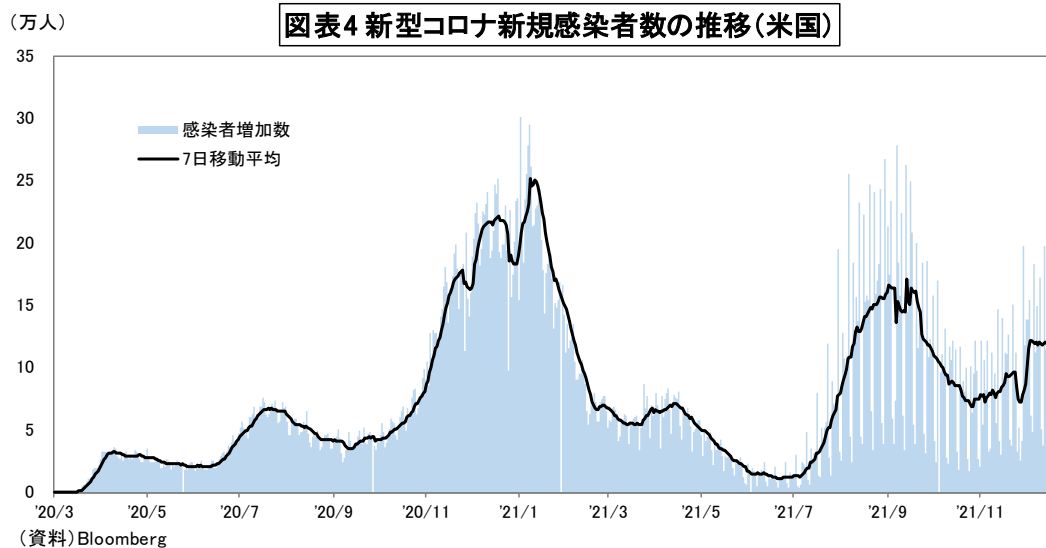
**景気の先行き：
下振れリスクは
やや高まった**

さて、景気の先行きを考えてみると、オミクロン株の登場は懸念事項だが、デルタ株ほどの危険性がないと見込まれていることや、3回目のワクチン接種も進んでいることなどから、景気の底割れといった悲観的なシナリオを考えるのは時期尚早と思われる。

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。

オミクロン株の感染力と重症化リスク次第と言わざるを得ないものの、現段階では冬にかけて景気下振れリスクはやや高まったという認識が妥当だろう。

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

		'20/10	'20/11	'20/12	'21/1	'21/2	'21/3	'21/4	'21/5	'21/6	'21/7	'21/8	'21/9	'21/10	'21/11
ISM 製造業	入荷遅延	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	72.2
ISM サービス業	入荷遅延	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	75.7
ISM 製造業	価格	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	82.4
ISM サービス業	価格	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	82.3
ISM 製造業	顧客在庫	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	25.1
ISM サービス業	顧客在庫	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	56.8
コモディティ価格	前年比%	-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	28.8
バルチック海運指数	前月比%	-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	-14.2
耐久財 受注残高	3ヶ月前比%	-1.4	-1.0	-0.9	-0.5	0.5	1.3	1.8	1.9	2.2	2.3	2.2	2.1	1.8	
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	1.2	

(資料) Bloomberg

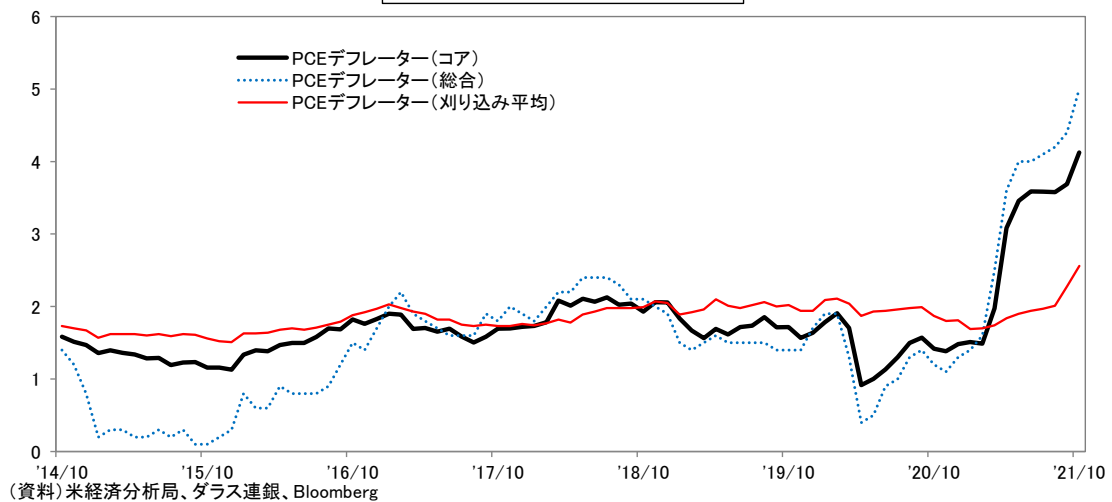
高止まり状態のインフレ率

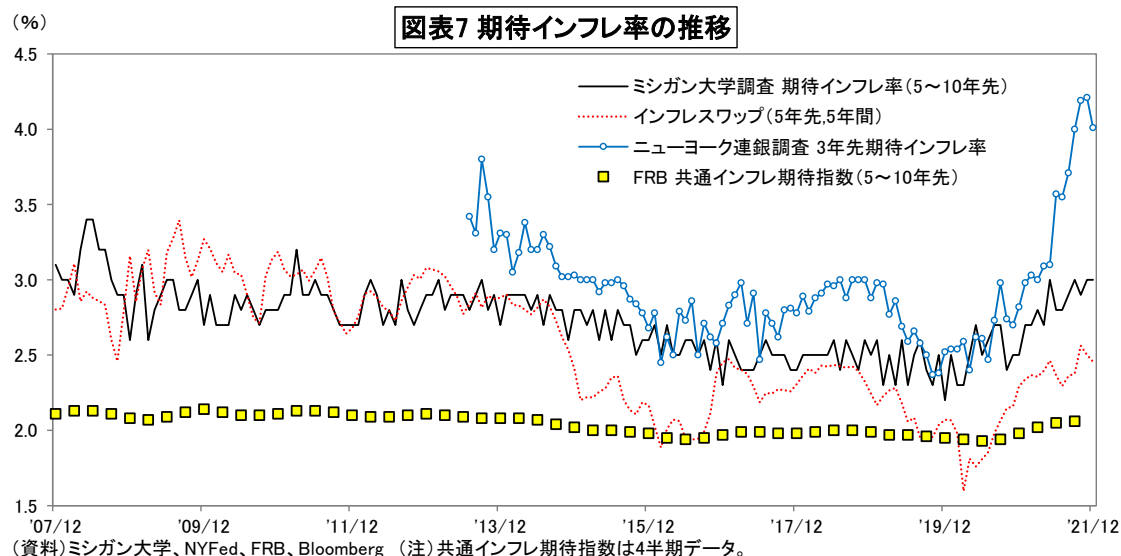
4月以降インフレ率は急加速し、10月のコアPCEデフレーターは前年比4.1%まで高まった。また、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは同2.6%となり、物価上昇が多岐にわたっている可能性が示唆されている。11月の消費者物価指数(CPI)をみると、総合は同6.8%、コアは同4.9%となり、10月からさらに加速した。

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、ベース効果が剥落することから、インフレ率は徐々に鈍化していくと見込まれる。また、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%程度に収まるだろう。

(%, 前年比)

図表6 PCEデフレーターの推移





テーパリングの 加速を決定した 12月FOMC

12月14日から15日にかけて開催されたFOMCでは、事前予想通りゼロ金利政策の維持と、12月半ばからの資産買い入れ量縮小（テーパリング）のペースを加速することが発表された。FRBは1月半ばから2月半ばにかけて米国債を400億ドル、MBSを200億ドル買い入れる予定であったが、これらを1月当たりそれぞれ200億ドル、100億ドルと従来の2倍のペースで縮小することを発表した。このペースで縮小していけば、資産買い入れは22年3月半ばに終了することとなる。また、12月FOMCの声明文からは「インフレ率は一過性」との表現が削除され、パウエル議長はFOMC後の記者会見にて、インフレ率の高止まりは想定より持続的であると認めた。

図表8 FRB大勢見通し(12月時点)

	2021年	2022年	2023年	2024年	長期見通し
実質GDP (％前年比)	5.5	3.6～4.5	2.0～2.5	1.8～2.0	1.8～2.0
9月時点 (％前年比)	5.8～6.0	3.4～4.5	2.2～2.5	2.0～2.2	1.8～2.0
失業率 (％)	4.2～4.3	3.4～3.7	3.2～3.6	3.2～3.7	3.8～4.2
9月時点 (％)	4.6～4.8	3.6～4.0	3.3～3.7	3.3～3.6	3.8～4.3
PCEデフレーター (％前年比)	5.3～5.4	2.2～3.0	2.1～2.5	2.0～2.2	2.0
9月時点 (％前年比)	4.0～4.3	2.0～2.5	2.0～2.3	2.0～2.2	2.0
コアPCEデフレーター (％前年比)	4.4	2.5～3.0	2.1～2.4	2.0～2.2	
9月時点 (％前年比)	3.6～3.8	2.0～2.5	2.0～2.3	2.0～2.2	
政策金利(中央値) (％)	0.125	0.875	1.625	2.125	2.50
9月時点 (％)	0.125	0.250	1.000	1.750	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。

希望的観測に基づいた大勢見通し

FOMC 後に公表された経済見通しから、FOMC 参加者の大勢見通しを確認すると、長期見通しは基本的に変化していない一方で、政策金利を 22 年から 24 年にかけて長期見通しの値へと滑らかに上げていく過程で、GDP 成長率とインフレ率が長期見通しに収束していくという、やや希望的観測に基づいた見通しとなっている。

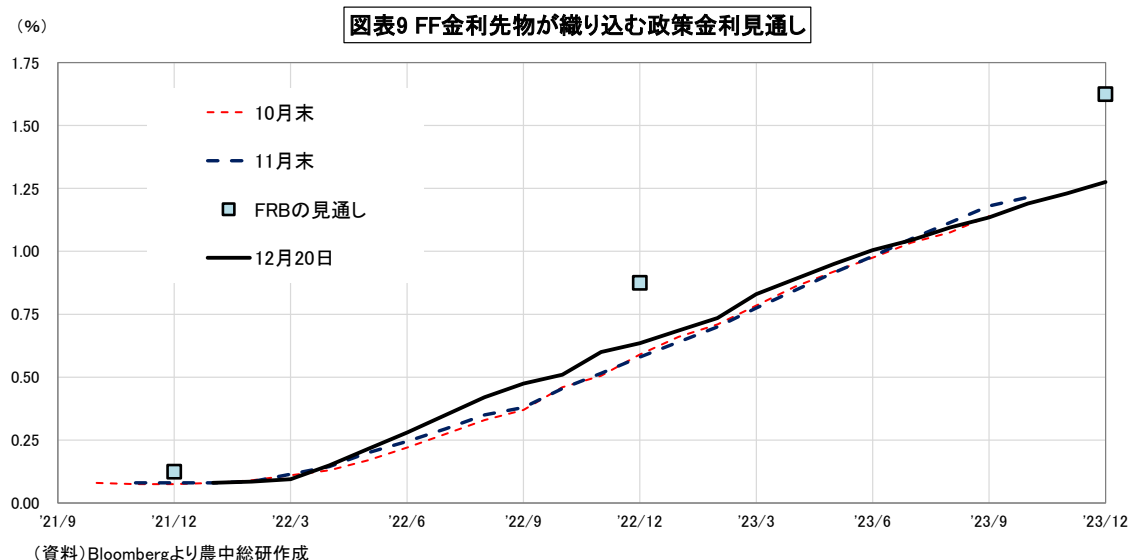
同時に公表されたドット・プロットによると、25bp の利上げ回数（中央値）は、22 年に 3 回、23 年に 3 回、24 年に 2 回と予想されている。

なお、12 月 FOMC の声明文からは「インフレ率は一過性」との表現こそ消えたものの、足元の高インフレに対して 22 年以降の急速な利上げで対応することはないようだ。このため、期待インフレ率がある程度一定の値で推移すれば、実質政策金利は 24 年末にかるうじてプラスに転じるかどうかという見通しになっている。

総合的に見れば、「足元の高インフレは一過性ではないにせよ、自然と解消されていくとみられるため、金融政策で特別に対応する必要はない」との想定が FRB 内部で共有されているような印象を受ける。本音としては、足元の高インフレと金利操作は分けて考えたいということだろう。

FRB の利上げペースに懐疑的な市場

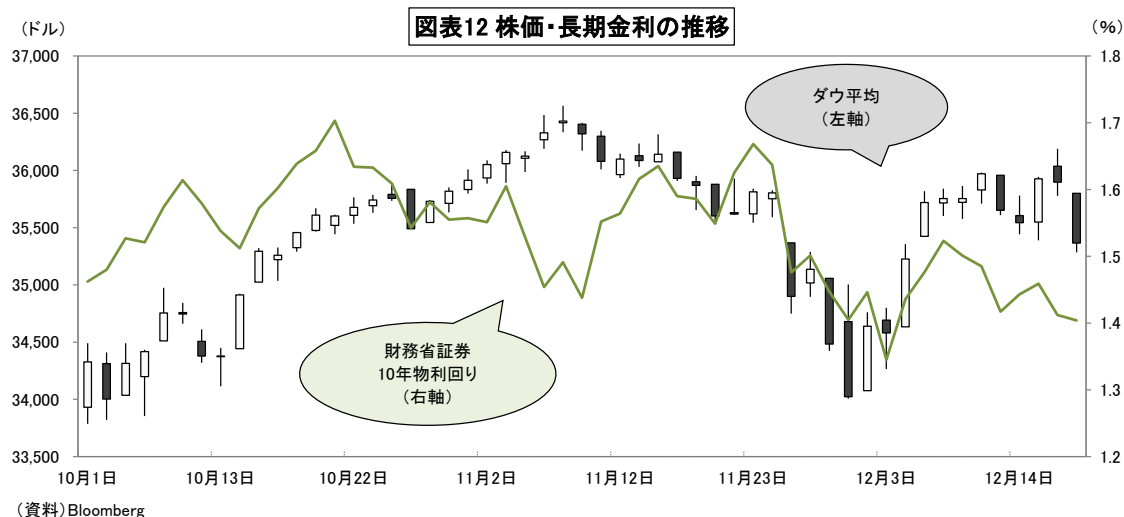
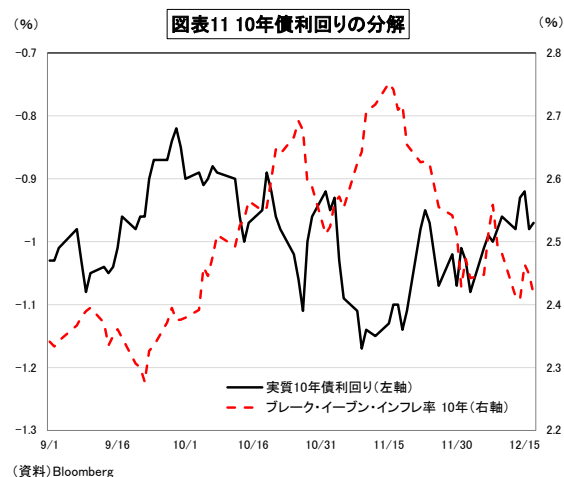
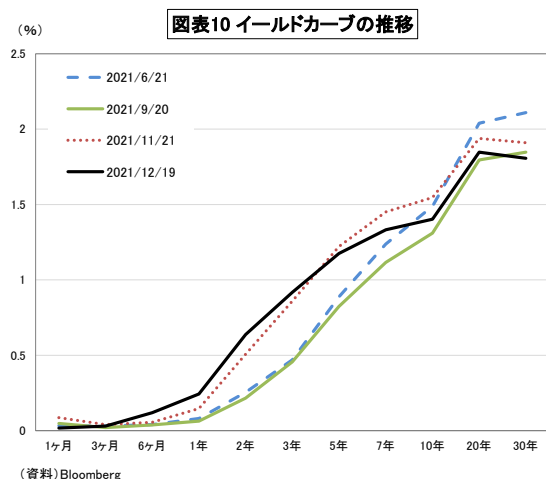
ここで、足元の FF 金先の動きから市場の利上げ織り込みを確認してみると、22 年末、23 年末の段階でそれぞれ FRB 見通しよりも 1 回ほど利上げ織り込みが少ないことがうかがえる。12 月 FOMC をタカ派的と評価する報道も散見されたが、市場は FRB の利上げペースを懐疑的に見ているようだ。



長期金利：足元と同じ 1.5% 前後での推移を予想

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、テーパリング観測などを背景に、9 月後半から 10 月後半にかけて米長期金利（10 年債利回り）は約 30bp 上昇した。その後は 11 月末に発見されたオミクロン株が新たな脅威となるなか、金利はやや低下し、1.4～1.5% を中心に推移している。

先行きについては、冬にかけて新型コロナウイルスの感染再拡大が警戒されることは金利低下要因と考えられる。感染力が高いとされるオミクロン株の危険性について一定の評価が下されるまでは、長期金利は上昇しづらいのではないだろうか。以上から、足元と同じ 1.5% 前後での推移を予想する。また、米中対立や突発的な地政学リスクの高まりにも注意したい。



**株式市場：上値
の重い展開を予想**

株式市場では、オミクロン株の出現以降 11 月末にかけてダウ平均は下落した。足元では、オミクロン株の危険性は低いとの暫定的な評価を背景に 11 月末の下落を戻した形となっている。

先行きについて考えてみると、金融政策の緩和度合いが後退することに加えて、冬にかけて新型コロナウイルスの感染再拡大も懸念されること、米中対立や地政学リスクの高まりなど悪材料が多く、上値の重い展開となってもおかしくないだろう。

(21. 12. 20 現在)