

コロナ後の急回復が一巡し、景気は減速へ

～インフレ率の高止まりから、FRB は利上げを継続～

佐古 佳史

要旨

堅調な経済指標が多いものの、景気減速を示唆する指標も確認されることから、米国経済はコロナ後の急回復が終わり、通常の景気回復期への移行が進んでいると思われる。

高インフレが継続するなか FRB は利上げを継続すると見込まれるが、家計のバランスシートが強固であるため消費の腰折れは考えにくい。このため、現時点では景気後退は回避できると思われる。

対中競争力強化を念頭に審議入りした半導体法案

米上院は7月19日、半導体の生産や研究開発に520億ドル規模の補助金、奨励金を投じる半導体法案の審議入り動議を可決し、月内にも採決される可能性が高まった。同法案は半導体分野での対中競争力強化を目的としており、民主党と共和党が協力できる分野の一つと目される。

また、バイデン大統領は習中国国家主席と7月を目途に会談する計画となっており、トランプ前大統領が導入した対中関税の撤廃の有無やウクライナ情勢などが協議されると思われる。

景気の現状：コロナ後の急回復から、通常の景気回復期へ

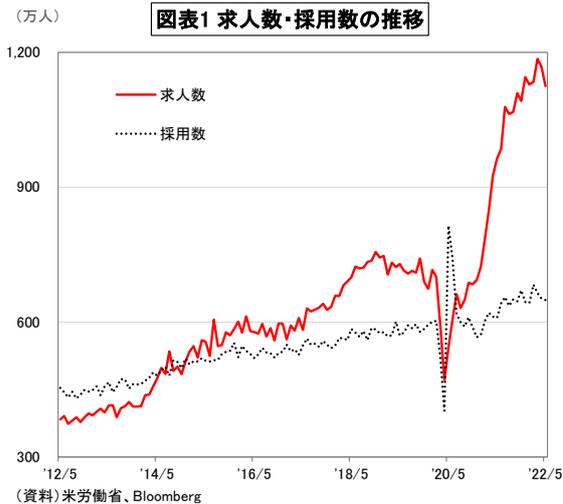
以下、経済指標を確認してみると、堅調な指標が多いものの、景気の減速を示唆する指標も散見される。20、21年度で合計約5兆ドル(2年間のGDPの10%超)の追加的な財政支出と減税を契機としたコロナ後の急回復が終わり、足元では通常の景気回復期への移行が進んでいる。

6月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は5月から37.2万人増、失業率は変わらずの3.6%となった。コロナ前の失業率が3.4～3.5%であったことに鑑みると、失業率だけで判断すればほぼ完全雇用といえそうだ。

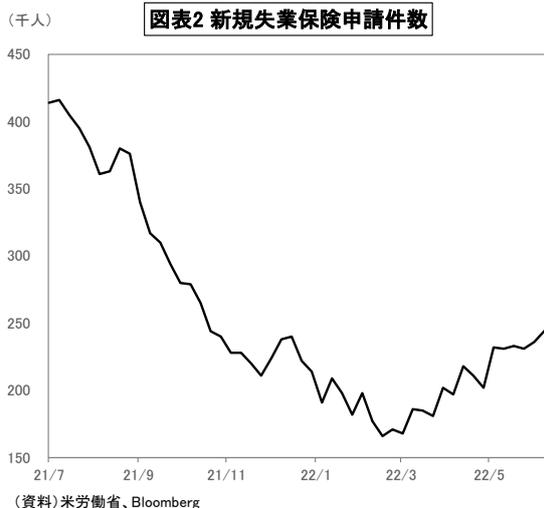
求人困難さも継続しており、5月の求人労働異動調査によると、求人率(=求人数÷(求人数+雇用者数))は6.9%、自発的な離職率は2.8%といずれも高止まりしており、労働市場のひっ迫がうかがえる。一方で、6月のISM雇用指数が判断の基準となる50%を下回ったことや、上昇傾向の新規失業保険申請件数、チャレンジャー人員削減数の増加など、雇用の削減を進める動きも併存している。

個人消費をみると、5月の実質個人消費支出は、財消費は前月比▲1.6%、サービス消費は同0.3%となり、全体では▲0.4%と5ヶ月ぶりに減少した。6月の小売売上高は同1.0%となったものの、6月はインフレ率が高かったことから実質値での消費の勢いは弱い。全体としてみれば利上げが進むなかで徐々に個人消費は減速していくと思われる。

図表1 求人数・採用数の推移

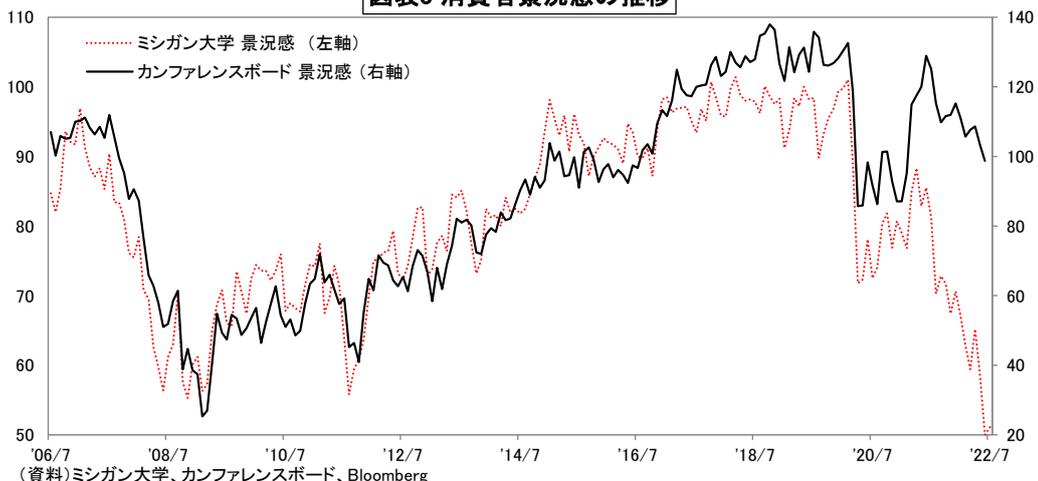


図表2 新規失業保険申請件数



また、6月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は3ヶ月ぶりに上昇し、51.1（現況指数 57.1、期待指数 47.3）となり、1970年の統計開始以来の過去最低を記録した5月から小幅に改善した。なお、長期の期待インフレ率は約1年ぶりの水準となる2.8%まで低下した。

図表3 消費者景況感の推移



25ヶ月連続での 拡大を示唆する 企業マインド

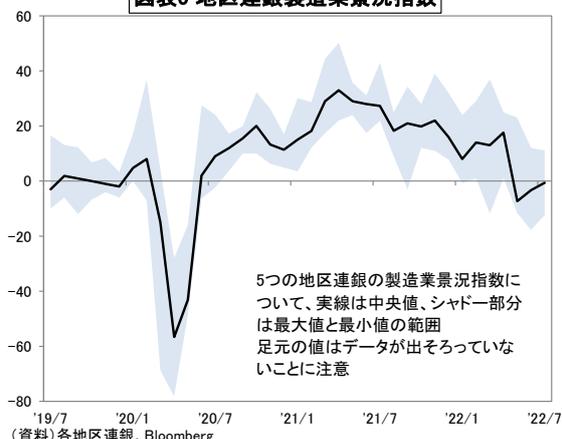
こうしたなか、6月のISM製造業指数（製造業PMI）は53.0%、サービス業指数（サービス業PMI）は55.3%と、企業マインドは25ヶ月連続での企業部門の拡大を示したものの、新規受注指数が

低下するなど悪い材料もみられた。最近は、地区連銀が報告する製造業景況指数や S&P グローバル PMI も低下しており、企業部門の拡大ペースは鈍化してきたと判断できる。

図表4 ISM景況感指数の推移



図表5 地区連銀製造業景況指数

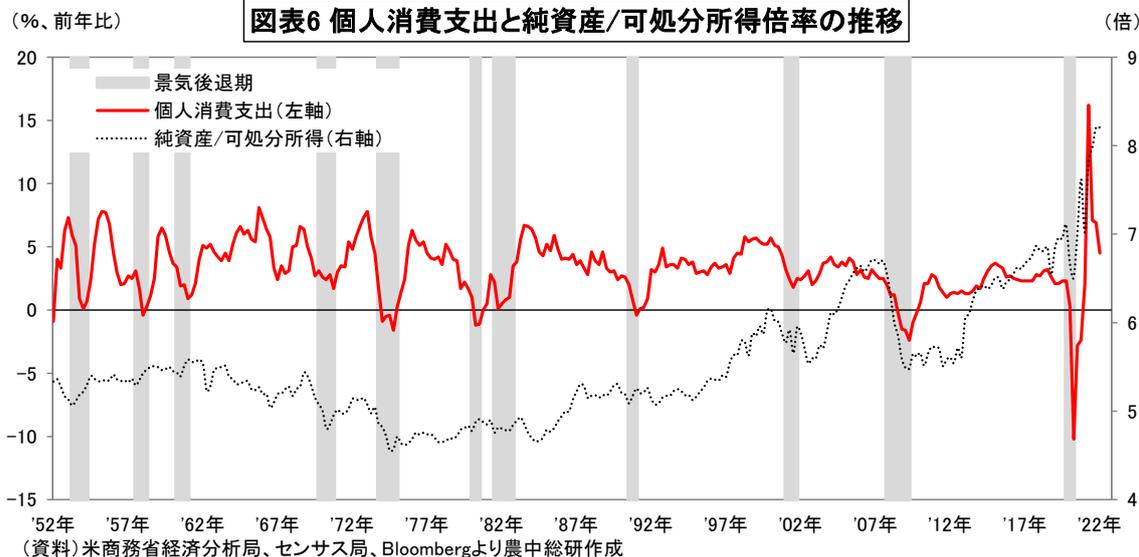


景気の先行き：
現時点での景気
後退懸念は行き過ぎか

さて、景気の先行きを考えると、6月FOMCにてインフレ抑制スタンスを明確化したFRBによる速いペースでの利上げの影響から、景気は減速していくとみられる。

もともと、コロナ禍へ対応としての財政支出の影響から、家計のバランスシートが強固であるため、GDPの約7割を占める個人消費は減速しつつも、底割れする可能性は低いと思われる。

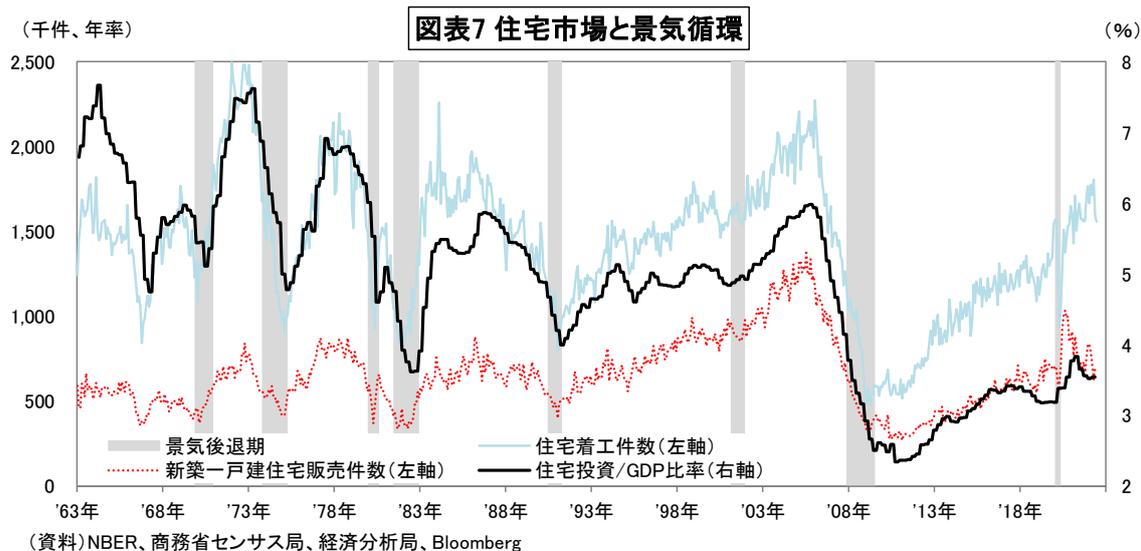
図表6 個人消費支出と純資産/可処分所得倍率の推移



また、昨今話題に上ることの多い住宅市場についても住宅投資・GDP比率の低下から、米国経済に占める(新築)住宅セクターの割合は大幅に低下している。住宅投資は景気に敏感なもの、これまでの景気循環と比較すると、住宅着工件数の減少などがGDPに与える影響は小さそうだ。

こうしたことから、2 四半期連続でマイナス成長 (=テクニカル・リセッション) となる可能性は否定できないが、現時点では景気後退は回避できると思われる。

なお、新型コロナウイルス「BA. 5」の感染が世界的に拡大しており、重症度合いや致死率、後遺症の程度などによっては、景気後退リスクになりうるため、引き続き懸念材料といえる。



高止まりが長期化する見込みとなったインフレ率

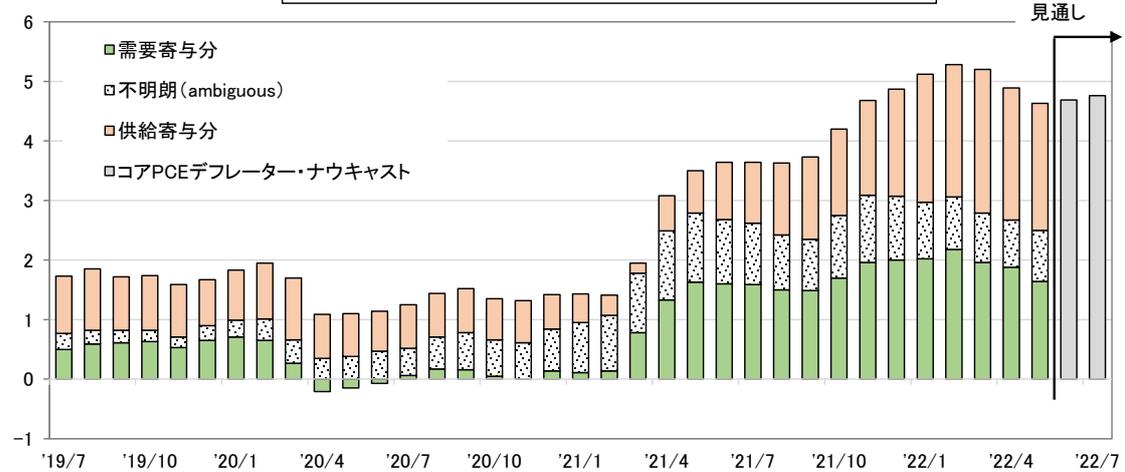
インフレ率をみると、5 月のコア PCE デフレーターは前年比 4.7%と、4 月の同 4.9%から鈍化した。もっとも、ダラス連銀が公表する刈り込み平均 PCE デフレーターは同 4.0%へ加速し、物価上昇が幅広い分野で確認できる。なお、6 月のコア消費者物価指数は 5 月から加速し前月比 0.7%、総合指数は同 1.3%となったことから、インフレ率が鈍化する兆候はまだ確認できない。

サンフランシスコ連銀の分析からは、足元の高インフレは需要側と供給側それぞれの影響が大きく、高インフレを本格的に抑制するには、利上げによる米経済の減速と供給制約の緩和の両方が必要とみられ、高止まりの期間は長期化しそうだ。

こうしたなか、7 月 FOMC (26、27 日) では 75bp の利上げが行われ、政策金利は 2.25~2.50%となる見込みとなっている。以降は利上げペースが鈍化するとの予想が多いものの、前月比でみたインフレ率の鈍化が明確に確認できるまでは、金融政策のタカ派的なスタンスが継続すると思われる。

(前年比%)

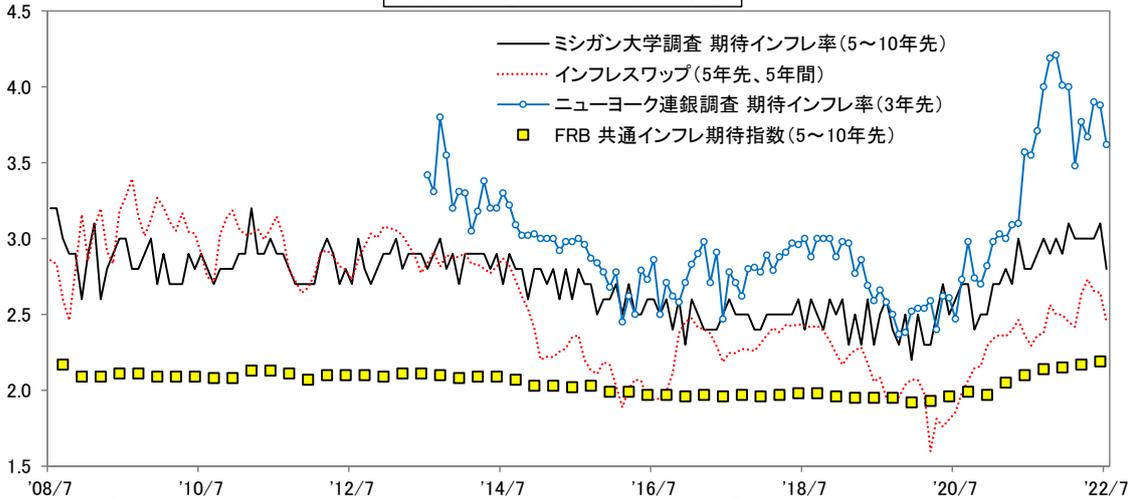
図表8 コアPCEデフレーターの変動要因分解とナウキャスト



(資料) サンフランシスコ連銀、クリーブランド連銀

(%)

図表9 期待インフレ率の推移



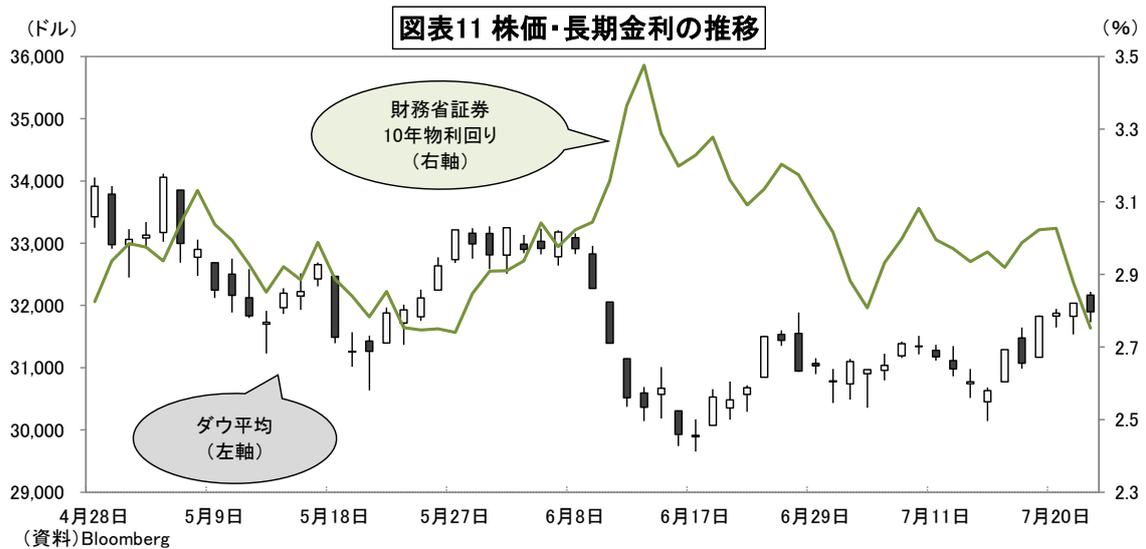
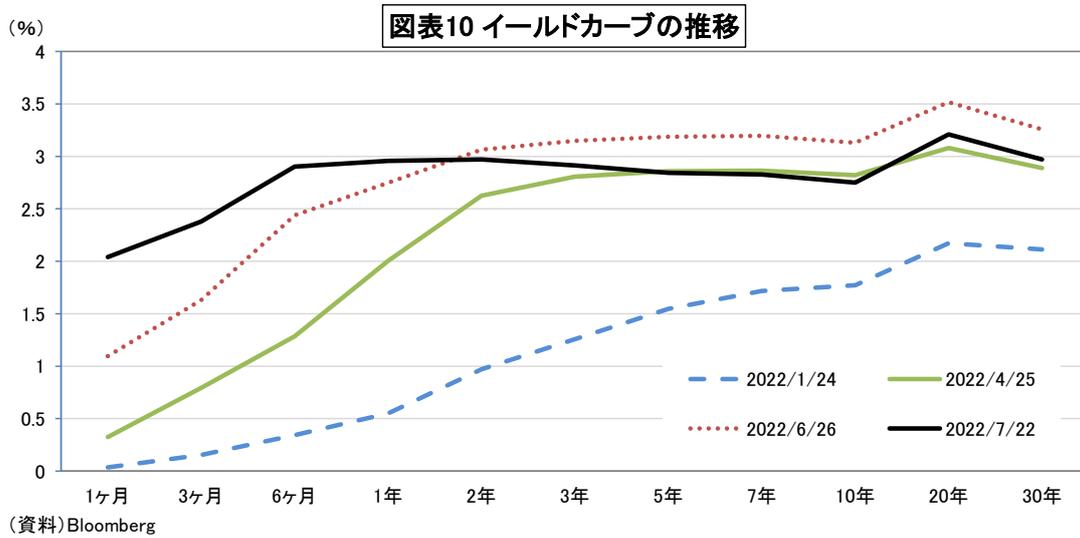
(資料) ミシガン大学、NYFed、FRB、Bloomberg (注) 共通インフレ期待指数は四半期データ。

長期金利は再び 上昇すると予想

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では6月FOMC(14、15日)にてFRBが一段とタカ派的な姿勢へと転換するとの思惑を背景に、米長期金利(10年債利回り)は上昇、14日は3.47%と約10年ぶり水準となった。その後は、利上げ幅が75bpと予想内にとどまったことや景気後退懸念が強まったことから、長期金利は低下基調となった。7月に入ると経済指標の悪化から金利低下圧力がさらに強まった。足元では、S&PグローバルによるPMI(22日)が悪化したことから10年債利回りは低下し、逆イールドが進行した。

先行きについては、現時点での景気後退懸念は行き過ぎと思われるため、利上げ路線の継続や高インフレの持続から長期金利は

再び上昇し、3.0～3.5%程度での推移を見込む。



株式市場：目先は決算を消化する動き

株式市場では、6月半ばにかけて景気減速懸念のなかでも安値を拾う動きがみられ、ダウ平均は一旦底入れの動きが確認された。7月に入ると、利上げペース加速の可能性が否定されたことや、テスラなどの大型株の決算が好調だったことなどから底堅く推移した。

先行きについては、利上げペース加速の可能性が一旦出尽くしつつあることや、現段階では景気減速懸念も行き過ぎと思われることから緩やかな上昇が継続しそうだが、目先は決算を消化する動きとなるだろう。

(22. 7. 25 現在)