

景気回復ペースの急加速が始まった可能性

～バイデン政権はインフラ投資計画を発表～

佐古 佳史

要旨

寒波到来で足踏みした 2 月の反動もあり、3 月は雇用、企業部門、住宅市場など幅広い分野で非常に堅調な指標が確認できたことから、景気回復ペースの急加速が始まった可能性も考えられる。足元では短期的にインフレ率が高まる兆しはあるものの、経済活動が正常化されるまでは、インフレ率の持続的な加速は起こらないだろう。

景気の先行きについては、1.9 兆ドル規模の新型コロナ対策による押し上げ効果が期待されるが、バイデン政権と民主党が目指すインフラ投資計画が成立すれば景気回復ペースは一段と加速する可能性もあるだろう。

金融政策の現状維持が決まった 3 月 FOMC の議事要旨からは、現在の資産買い入れペースはしばらく継続するとの方針が改めて確認された。

バイデン政権は インフラ投資計 画を発表

バイデン大統領は 3 月 31 日、8 年間で 2 兆 2,500 億ドル（約 247 兆円）規模のインフラ投資計画（The American Jobs Plan）を発表した。主な内訳としては①道路や橋の修復、公共交通機関の近代化(modernize)、電気自動車の普及などに 6,210 億ドル、②安全な飲料水の供給などに 1,110 億ドル、③高速通信網の普及に 1,000 億ドル、④電気インフラ、エネルギー事業の改善などに 1,000 億ドル、⑤手ごろな価格（affordable）の 200 万件以上の住宅供給などに 2,130 億ドル、⑥技術開発支援に 1,800 億ドル、⑦製造業と中小企業支援などに 3,000 億ドル、⑧再教育など労働力開発に 1,000 億ドル、となっている。

また、それらの資金源を 15 年間で確保する税制案も同時に発表された。具体的には、①法人税率を 28%へ引き上げ、②海外収益に 21%の課税、③大企業の帳簿所得（book income）に最低 15%の課税、などとなっている。

今後は米議会での同法案の審議と、当初 4 月半ばに予定されていた医療保険や育児支援などを中心とした支援策の発表が注目材料になるだろう。

景気の現状：回 復ペースの急加 速が始まった可

以下、足元の経済指標を確認してみよう。寒波が到来した 2 月の反動もあり、3 月は非常に堅調な指標が多数確認され、景気回復ペースの急加速が始まった可能性も考えられる。

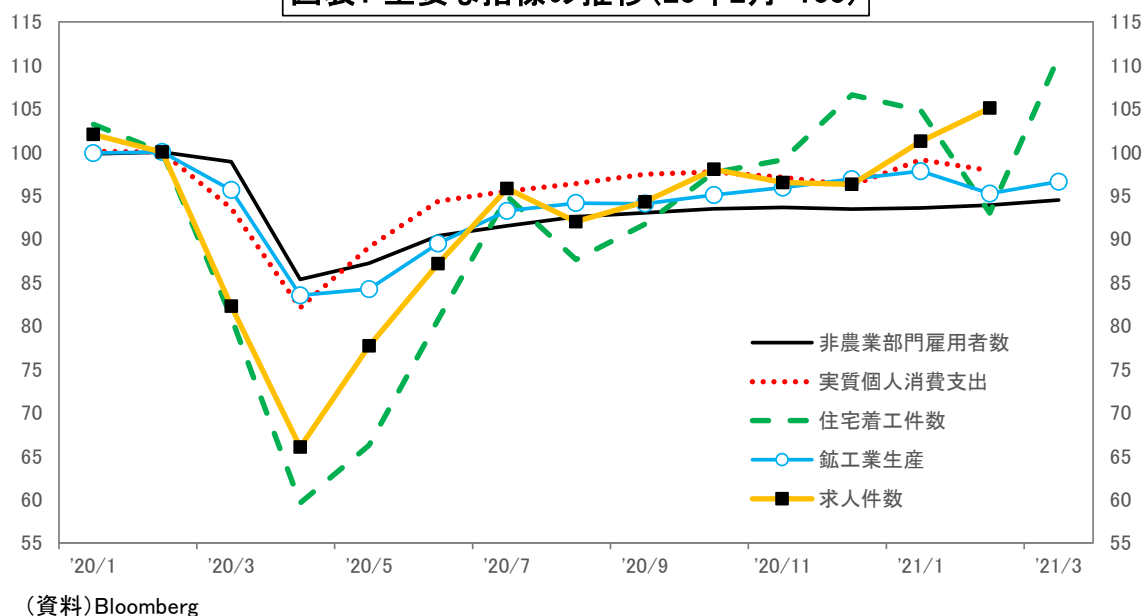
可能性も

消費の回復ペースは寒波の影響から2月は鈍化し、小売売上高は前月比▲3.0%の減少となった。一方で、3月は同9.8%と大きく反発したことで個人消費の堅調さが示された。

労働市場についても、3月の非農業部門雇用者数は前月から91.6万人増と、2月の同46.8万人増から雇用の回復ペースが加速した。失業率は前月から0.2ポイント低下し6.0%となった。コロナ禍による雇用喪失が低所得者やマイノリティに集中していることから、イエレン財務長官やFRB関係者など労働市場の回復を重要視する政策当局者は多く、今後も雇用の戻りは要注目といえるだろう。

住宅市場については、低金利環境に加えて、郊外での戸建て需要の増加や、新築、中古ともに在庫が少ないことから、新築住宅着工件数はこれまで堅調な推移が続いてきた。3月の住宅着工件数は寒波の影響で急減した2月からの反発もあり、前月比19.4%と急増した。また、一世帯用賃貸住宅の機関投資家購入分の内、約3分の1を海外の機関投資家が占めているとの指摘もあり、投資熱が高まっているとも考えられる。

図表1 主要な指標の推移(20年2月=100)

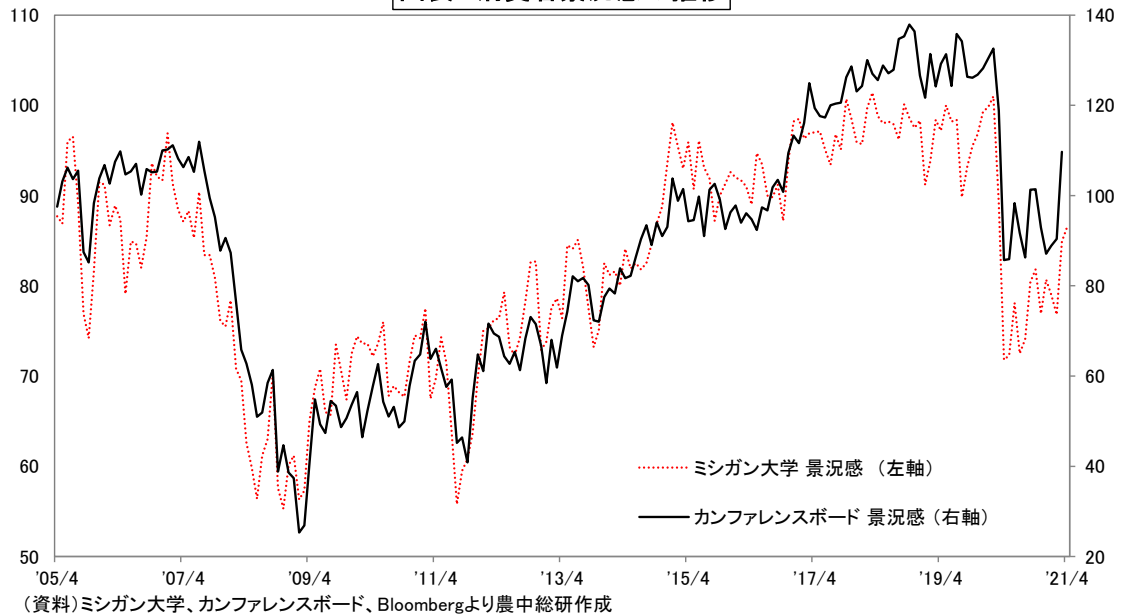


4月のミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は3月から上昇し86.5(現況指数97.2、期待指数79.7)となった。対新型コロナウイルスワクチンの普及と景気と雇用の回復を背景に現況指数が上昇をけん引した。

企業マインドをみると、3月のISM製造業指数(PMI)は約37年

ぶりの水準となる64.7%、非製造業指数(NMI)は過去最高の63.7%となったことから、企業部門も非常に堅調とみてよいだろう。各構成項目が上昇するなかで、PMIは生産、NMIは企業活動と新規受注の上昇が顕著であった。また、半導体不足の影響もあり入荷遅延指数が上昇している。なお、仕入れ価格指数も高止まりしており、インフレ率の加速につながるのかどうか注意したい。

図表2 消費者景況感の推移



景気の先行き： 21年の景気回復 は加速する見込み

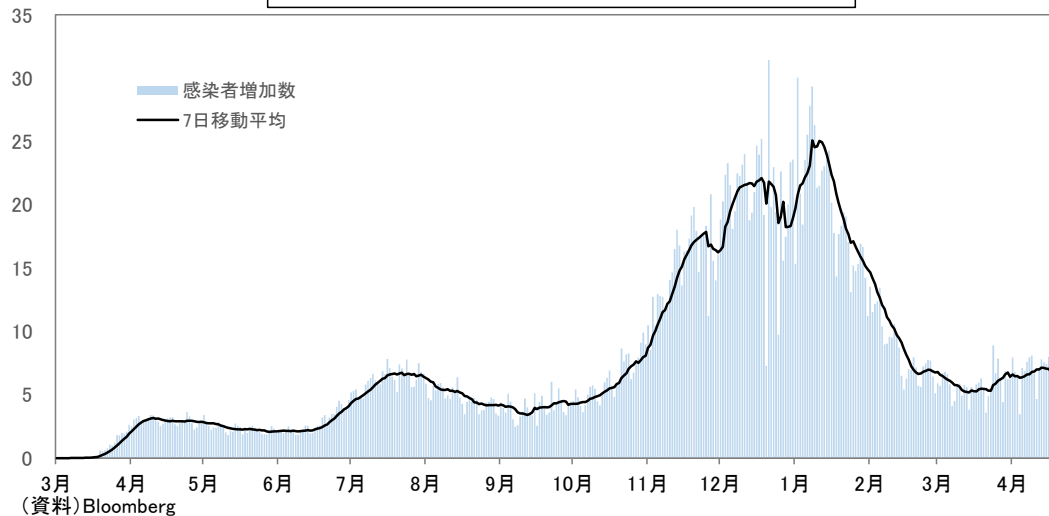
さて、景気の先行きについて考えてみたい。米国では冬期にかけて新型コロナウイルスの感染再拡大が続いてきたものの、12月14日からワクチンの接種が開始され、4月19日時点でワクチン接種総数は2.1億回、ワクチンを1回接種した人は1.3億人、接種が完了した人は8,537万人となっている。足元では、感染再拡大が各国で確認されているものの、ワクチン接種の普及もあり米国では新規感染者数の増加が比較的抑制されている印象を受ける。

11日に成立した1.9兆ドル規模の新型コロナ対策法案に加えて、年内にさらなる追加経済対策が実施される可能性もあるなか、ワクチン接種の普及による経済正常化も見えつつあり、21年の景気回復は加速する見込みである。

こうしたなか、バイデン政権の1.9兆ドルの追加経済対策やワクチンの普及などを反映し、国際通貨基金(IMF)は4月の世界経済見通しにおいて21年の米国経済成長率を6.4%と、1月時点から1.3ポイント上方修正した。22年は同1.0ポイント上方修正となる3.5%としている。

(万人)

図表3 新型コロナ新規感染者数の推移(米国)



インフレ率の持続的な加速には経済活動の正常化が必要

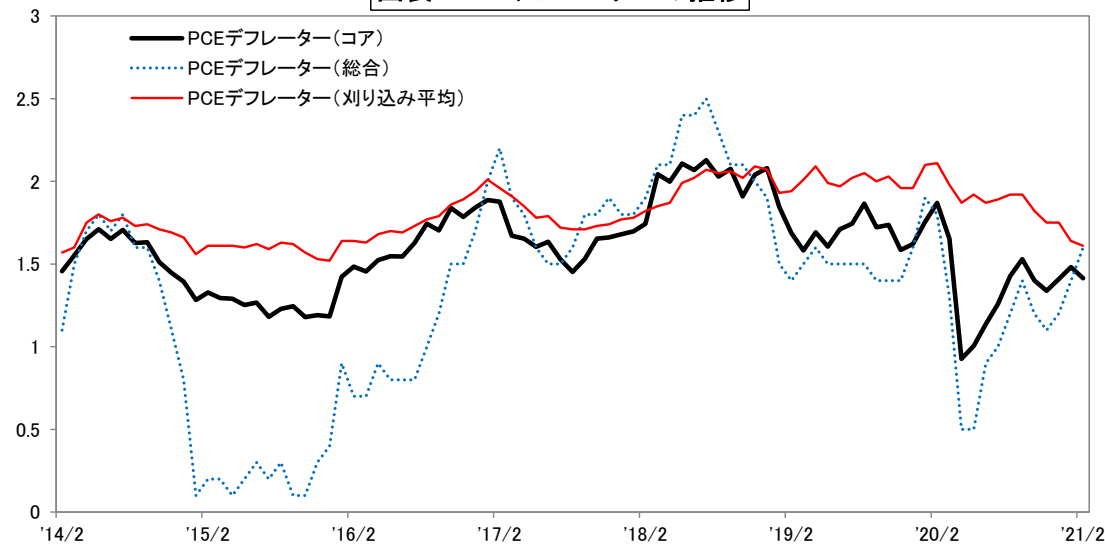
インフレ率については、コロナ禍によるこれまでの弱い需要を反映して鈍化傾向が続いている。2月のコアPCEデフレーターは前年比1.4%と、FRBが目標とする2%を下回って推移している。また、3月の消費者物価指数(CPI)はエネルギー価格の急上昇により、同2.6%となったものの、コアは同1.6%と上昇は鈍い。

1.9兆ドルと大規模な景気刺激策や経済活動の正常化が進展しつつあることを受け、期待インフレ率は「コロナ前」である20年2月と比べると全体的に上昇している。また、直近のデータからは、原油価格や輸入財価格指数、生産者物価指数の上昇など、インフレ率が一時的に加速する要因も多いように思われる。なお、前年比で計測する場合、新型コロナの感染急拡大による需要急減によりインフレ率の鈍化が鮮明となった20年3月以降のデータと比べることから、当面はやや高めの数字が出る点には注意したい。

とはいえ、持続的にインフレ率が加速するには、ワクチンが普及して集団免疫を獲得し経済活動が正常化することが必要だろう。FRBが採用する平均インフレ目標の枠組みに鑑みれば、インフレ率が多少2%を超えることはむしろ望ましく、インフレ率が一時的に上振れたとしても金融政策に変更はないだろう。

(%前年比)

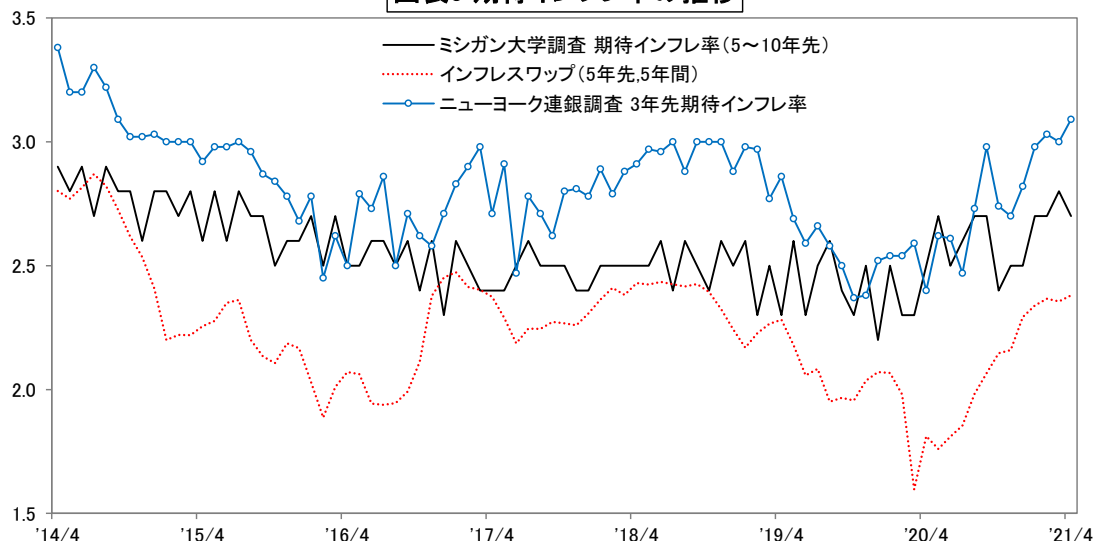
図表4 PCEデフレーター推移



(資料)米商務省経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg

(%)

図表5 期待インフレ率の推移



(資料)ミシガン大学、NYFed、Bloomberg

3月FOMC議事要旨は資産買い入れの長期化を示唆

4月7日に公開された3月のFOMC議事要旨によれば、最大雇用の確保というFRBの目標には程遠いとの認識の下、現在のペースでの資産買い入れがしばらく継続すると考えられていることが明らかとなった。

現在のFRBは金融政策の目標として最大限の雇用の確保と平均2%インフレを掲げている。雇用については基準となる指標が複数存在し、インフレについては参照期間や上振れ許容度に幅がある。このため、金融政策の変更はFRBによるデータの解釈次第の面が強く、「景気見通しは強いが金融政策は長期間にわたって非常に緩和的に推移する」という一見すると矛盾とも取れるメッセージ

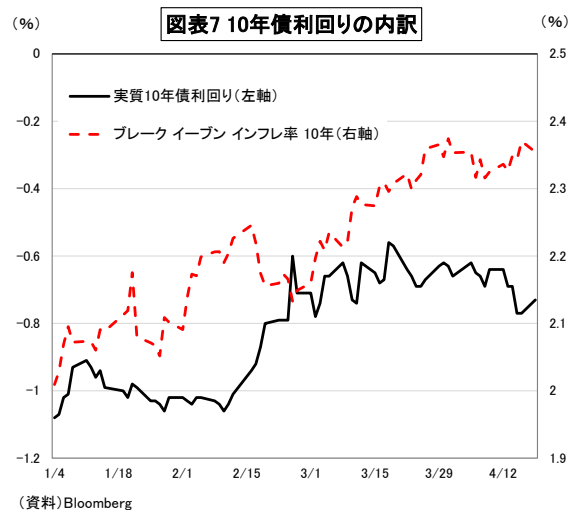
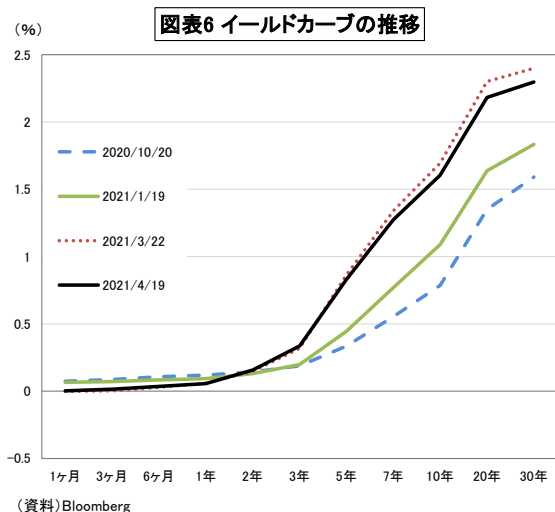
長期金利：上昇傾向の継続を予想

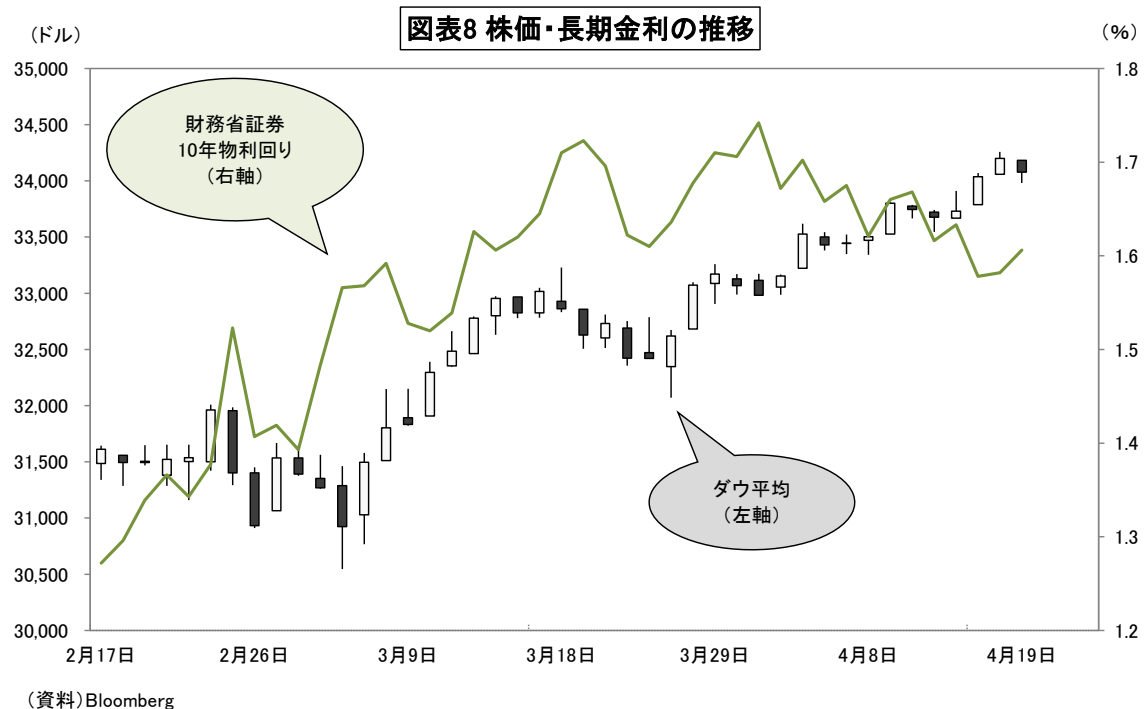
が今後も公表されることになるだろうが、基本的には超緩和的な金融政策が長期化すると考えるのが妥当だろう。

「コロナ前」の雇用水準を回復するためには 850 万人程度が職を得る必要があり、仮に一月あたり 100 万人のペースで雇用が回復しても、労働市場の回復は 21 年末という計算になる。また、FRB はマイノリティや低賃金労働者の雇用が十分に回復するまでは、現在の資産買い入れを継続すると考えられることから、資産買い入れの縮小（テーパリング）のアナウンスは 21 年末～22 年初、テーパリング開始は 22 年春ぐらいになるのではないだろうか。いずれにせよ、今後の雇用回復ペースには非常に注目が集まるだろう。

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 2 月入り後、新型コロナウイルス感染拡大の一服や、1.9 兆ドル規模の追加経済対策を織り込む形で急上昇した実質金利につられて、長期金利（米 10 年債利回り）は急ピッチで上昇した。3 月以降は期待インフレ率（ブレイク・イーブン・インフレ率）が緩やかに上昇する一方で実質金利は横ばいとなった結果、長期金利は概ね 1.6～1.7%での推移となった。

先行きについて考えてみると、経済活動が正常化しつつあるなか、財政赤字の拡大もあり金利が低下する余地は少ないと考えられる。また、さらなる追加経済対策をめぐる思惑や、FRB 関係者による、金利上昇は経済の回復を反映しているとの解釈（いわゆる「良い金利上昇」説）などもあり、今後もゆるやかに長期金利の上昇が続くと見込まれる。もっとも、期待インフレ率の急上昇は考えづらいため、一段の金利上昇には経済正常化の本格化による実質金利の上昇が必要となるだろう。





株式市場：底堅い展開を予想

株式市場では、金利上昇が懸念材料となり 1 月末にはダウ平均が 30,000 ドルを割り込む場面も見られたが、2 月に入ると経済正常化期待などから再び上昇した。3 月以降は堅調な経済指標や金利上昇の一服などからダウ平均は上昇傾向で推移している。

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の恩恵を受けるものが多いとみられていることもあり、さらなる追加経済対策やインフラ投資拡大の思惑から、底堅い展開が続くと予想するが、目先は 21 年第 1 四半期の決算が材料となるだろう。

景気回復への自信を強めた FOMC 参加者

最後に、FOMC 参加者の最近の発言を振り返ってみると、景気回復への自信が強まっていることがうかがえる一方で、インフレ率については 2%を達成するかどうか長期的なスタンスで見極めたいとの姿勢が確認できる。テーパリングの開始時期を考える上では、FOMC での投票権があり特にマイノリティや女性の雇用についての発言が多い、デイリー・サンフランシスコ連銀総裁やボスティブック・アトランタ連銀総裁の発言に注目したい。

図表9 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	-1	4/11 4/14	景気回復ペースの急加速に直面している 景気回復が十分進めば、テーパリングを開始する時期になる
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	-1	3/30 4/14	米景気に対して楽観的 高インフレに対処する手段はある
	クラリダ副議長	-1	4/9	政策変更の前に物価と雇用の目標達成を確認したい
	ブレイナード理事	-1	4/7	フォワードガイダンスは予測ではなく結果に基づいている
	ウォーラー理事	?	4/16	金融緩和をやめる理由がない
	ボウマン理事	?	3/22	雇用最大化と物価上昇の目標達成まで「しばらく時間」
	クオールズ副議長	?		
	エバンス総裁 (シカゴ)	-1	4/7	インフレが持続可能かどうか判断するまでには長い時間が必要
	バーキン総裁 (リッチモンド)	-1~0	4/6 4/13	経済正常化につれて雇用が増加する見込み 長期的なデシインフレ圧力がある
	ボスティック総裁 (アトランタ)	0~1	4/15	予防的な金融引き締めはしない
FOMCメンバー 投票権なし	デイリー総裁 (サンフランシスコ)	-1	4/8 4/15	景気回復を確認する必要がある 短期金融市場とヘッジファンドを改革する必要がある
	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	1		
	ブラード総裁 (セントルイス)	-2	4/1	しばらくの間2%を超えるインフレ率が望ましい
	ローゼングレン総裁 (ボストン)	0~1	4/12	インフレは上振れ・下振れリスクがともにあり、謙虚になるべき
	メスター総裁 (クリーブランド)	0	4/15 4/5	景気回復の道のりは長い 850万人程度の失業者いるため、雇用はより回復する必要がある
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	4/13	21年の経済成長率は5~6%を予想している
	カプラン総裁 (ダラス)	1	4/7 4/7	FRBの目標に到達すれば金融緩和縮小が健全 FRBはパンデミック渦中の経済を強力にサポートする
	メカシュカリ総裁 (ミネアポリス)	-2	4/8	新型コロナウイルスの変異株が最大のリスク

(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。

(21.4.20 現在)