

労働者不足と早いペースでの雇用回復

～テーパリング年内開始に向けた下地が整いつつある～

佐古 佳史, CFA

要旨

5,500 億ドル規模のインフラ投資法案が上院で可決され、9 月末をめどに下院で審議される見通しとなった。また、10 年間で 3.5 兆ドル規模の予算決議案も両院を通過したことで、米国はバイデン政権が重視する、子育て、教育支援の拡充と気候変動対策に向けて前進した形となった。

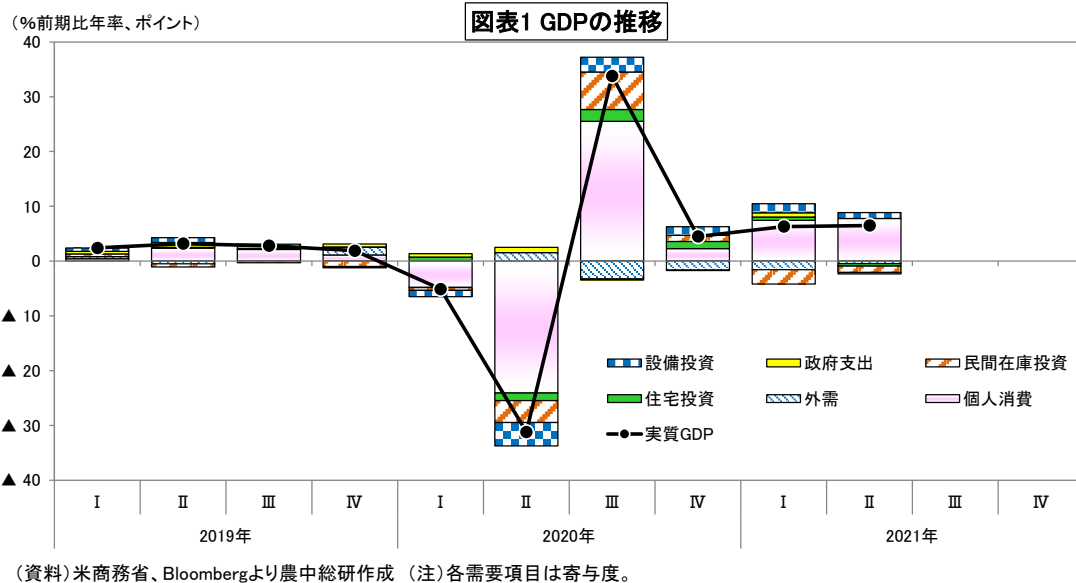
米国経済は引き続き労働者不足が景気回復の足かせになっているものの、早いペースでの雇用回復が維持されており、年内のテーパリング開始に向けた下地が整いつつあるようだ。

インフラ投資法案と予算決議案が前進

米上院は 8 月 10 日、超党派グループが提出した 5,500 億ドル規模のインフラ投資法案（既存の法案と合わせて 5 年間で総額 1 兆ドル規模）を可決した。共和党からも 19 人が賛成したことで、バイデン大統領が重視する「与野党の団結」が垣間見られる内容となった。今後、インフラ投資法案は 9 月末までの採決をめどに下院での審議に付される見通しとなった。

また、米下院は 24 日、すでに上院で可決されていた 10 年間で 3.5 兆ドル規模の予算決議案を可決した。これにより、財政調整措置を利用すれば民主党単独で、子育て、教育支援の拡充と気候変動対策の強化を盛り込んだ予算案を可決する道が開けた。

こうしたなか、7 月 29 日に公表された 4～6 月期 GDP（速報値）は前期比年率 6.5%と 1～3 月期の同 6.3%から成長率が高まったものの、市場予想（同 8.4%程度）は大きく下回った。内訳をみると、個人消費の寄与度が+7.78%ポイントと大きく、そのうちサービス消費は+5.10%ポイントと、経済正常化によりサービス需要が回復していることが確認できる内容であった。また、GDP 水準もコロナ前（19 年 10～12 月期）の水準を上回った。



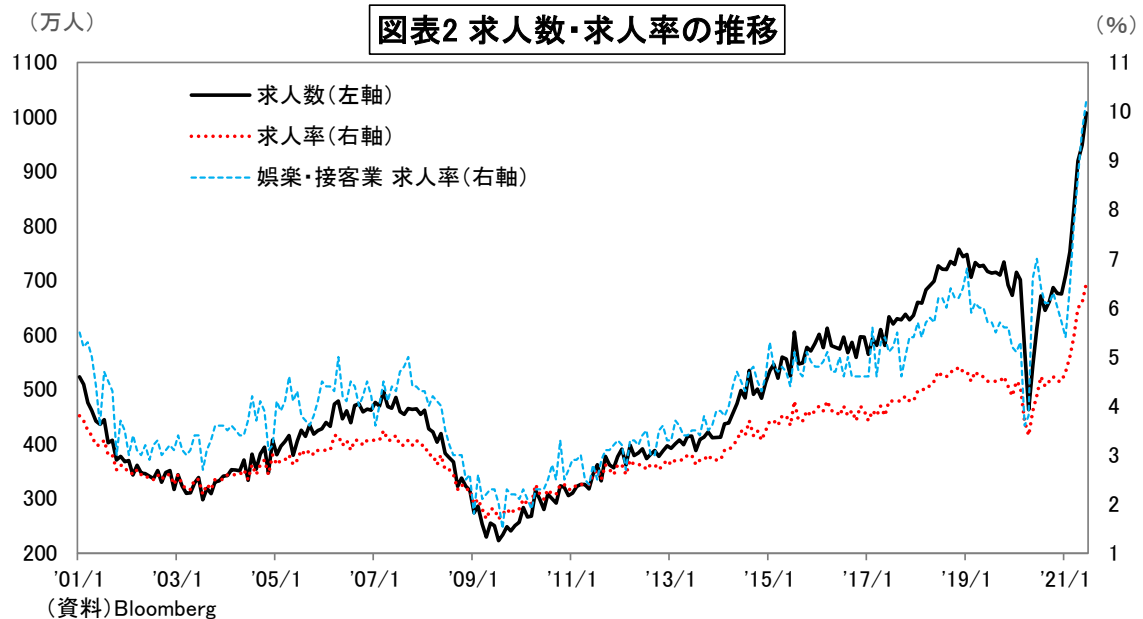
景気の現状：ペントアップ（繰越）需要に供給が追いついていない

以下、経済指標を確認してみると、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。

6月の求人労働異動調査を確認すると、求人数は5月から約60万人増加し1,000.7万人と過去最高を記録した。一方で、6月に雇用された労働者は671.9万人にとどまり、5月と同じく約330万人の求人が未充足となった。また、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））も6.5%と過去最高を記録し、飲食を含む娯楽・接客業の求人率については、10.2%と非常に高いことから、著しい労働力不足が続いており、依然として供給サイドが追いついていない。

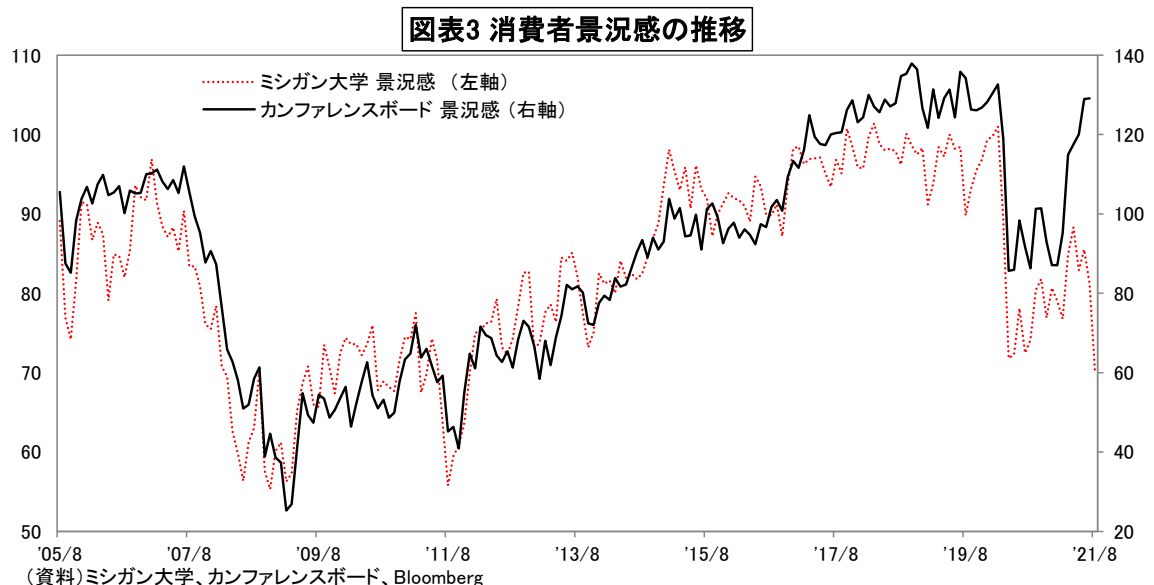
個人消費をみると、7月の小売売上高は前月比1.1%減少と弱含んだ。しかし、内訳をみると飲食店が同1.7%（6月は同2.4%）となるなど、経済正常化の進展は確認できる。

雇用統計をみると、7月の非農業部門雇用者数は前月から94.3万人増となり、6月の同93.8万人とあわせて、速いペースでの雇用回復が継続している。また、労働参加率は0.1ポイント上昇し61.7%となった一方で、失業率は0.5ポイント低下の5.4%となり、労働市場の改善が確認できる。コロナ前の20年2月と比較すると、雇用の喪失は約570万人（事業所調査ベース）にまで減少した。なお、人手不足を反映して、時間当たり賃金は前年比4.0%へと加速した。



8月のミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は7月から▲13.5%と大幅低下の70.2(現況指数77.9、期待指数65.2)となった。新型コロナウイルス・デルタ株の感染拡大が理由として報告されている。

一方、企業マインドをみると、7月のISM製造業指数(製造業PMI)は59.5%、サービス業指数(サービス業PMI)は64.1%と14ヶ月連続での企業部門の拡大を示した。また、両指数とも雇用については2ヶ月ぶりに回復傾向を示した。



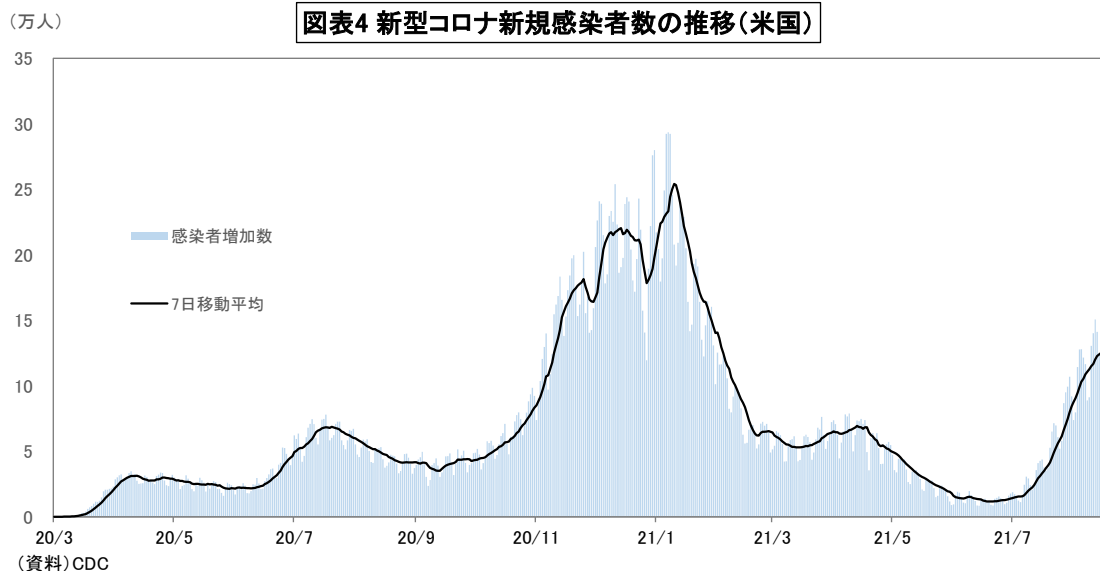
景気の先行き： 速いペースでの 景気回復が継続 する見込み

さて、景気の先行きを考えてみると、現在の米国経済は労働力不足が景気回復の障害となっているものの、9月からの学校や保育園などの再開に伴い女性の労働参加率が回復する見込みから、労働市場の回復も継続すると考えられる。

4～6月期は、経済正常化を背景とするペントアップ需要に、供給が追い付いていない印象が強かった。このため、労働者の確保によって供給側の回復が継続すると期待される7～9月期についても、速いペースでの景気回復を見込んで良さそうだ。足元では、デルタ株の感染が拡大しているものの、既存のワクチンは依然として有効であり、9月末からは必要に応じて3回目の接種も開始されることから、過剰にダウンサイドリスクを織り込む必要はないように思われる。多くのFOMC参加者が指摘するように、年内のテーパリング開始に向けた下地が整いつつある。

ただし、リスク要因として、デルタ株の感染が拡大するなかでの学校再開となれば、若年層を中心に感染拡大が生じるのではとの懸念もある。この点については、学校の対応や家庭へのウイルスの持ち込み度合い、家庭内での感染、労働市場への影響など、経済への影響が多岐にわたり予断を許さない。

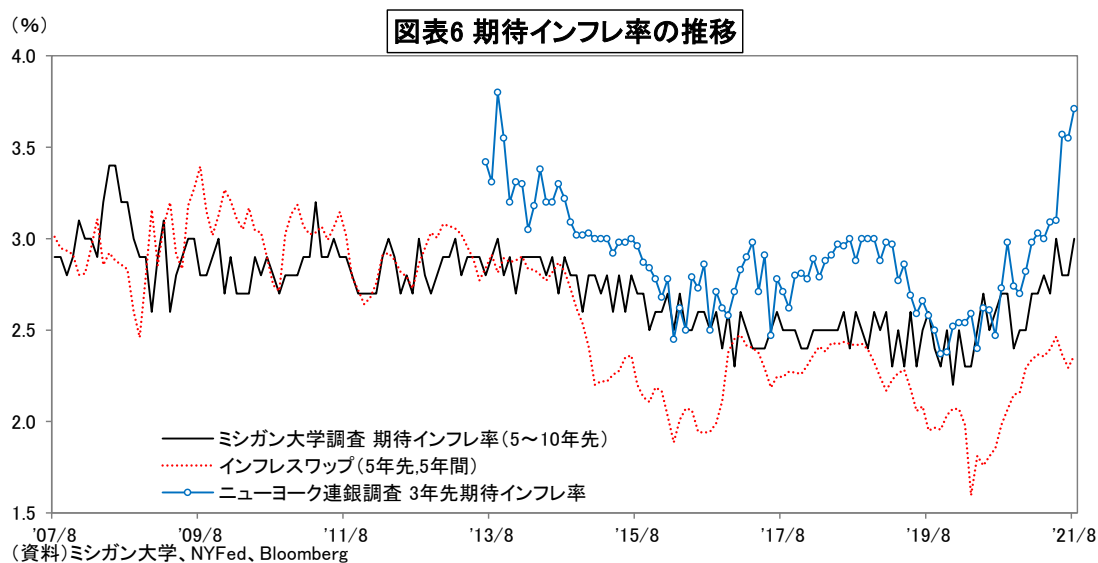
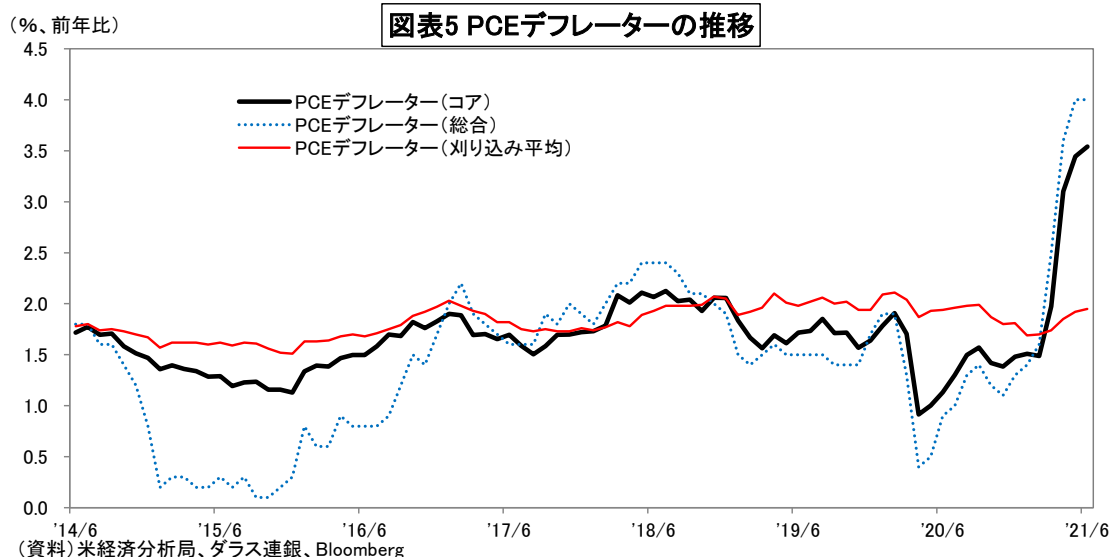
図表4 新型コロナ新規感染者数の推移(米国)



インフレ率の加速 は収まり始めた可 能性も

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、6月のコアPCEデフレーターは前年比3.5%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。さらに、刈り込み平均を前月比年

率でみると、5月の3.1%から6月は同2.3%へとすでに鈍化している。また、7月の消費者物価指数（CPI）も6月から鈍化しており、「一時的なインフレ率の加速」は収まり始めた可能性も考えられる。



テーパリングの議論が進んだ 7月 FOMC と議事要旨

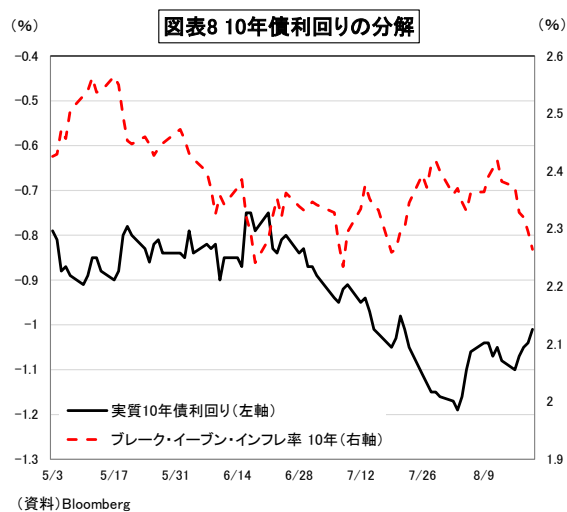
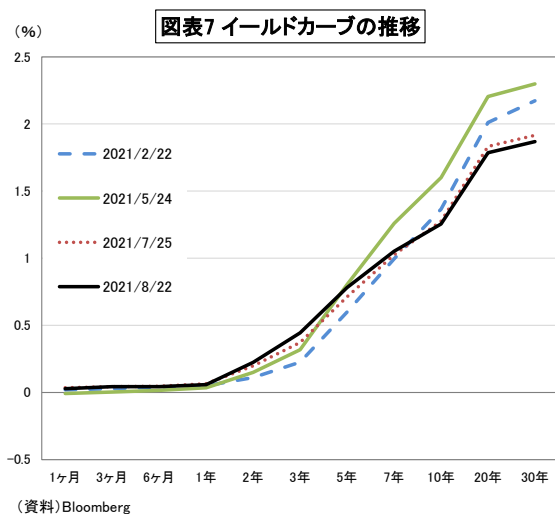
7月 FOMC（27、28日）では、金融政策の現状維持（ゼロ金利政策と量的緩和政策の継続）が決定された。声明文からは、米国経済はFRBの目標（最大雇用と平均2%インフレ）に向かって進展しており、今後は経済の回復度合いを評価する予定であることが示された。

8月18日に公開された7月 FOMC の議事要旨によると、ほとんどの FOMC 参加者は資産買い入れの縮小（テーパリング）開始の条件が年内に達成される可能性があるとの見解を示していることが

明らかとなった。

筆者はこれまでのところ労働市場の回復をかなり待ってからテーパリングが開始されると考えていたが、実際のところは、堅調な労働市場の回復が持続するとの想定の下で、早ければ21年秋にも開始されることになりそうだ。

なお、8月26～28日に例年ジャクソンホールで開催される年次経済シンポジウム（今年はオンライン開催）において、テーパリングのより具体的な計画が公表される可能性が高い。

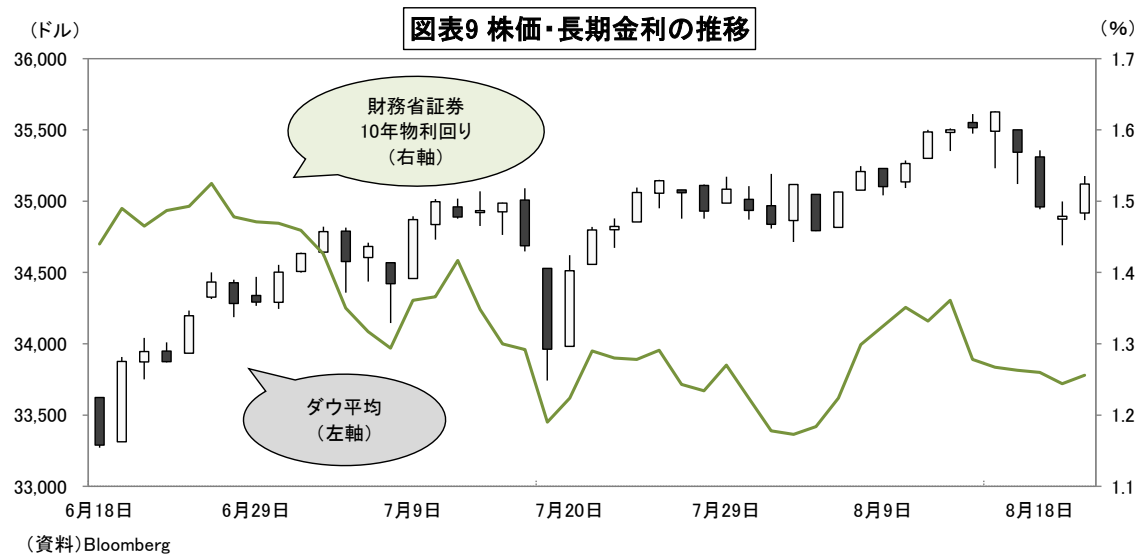


長期金利：デルタ株の感染拡大で金利上昇は後ずれ

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%を割り込む場面も見られ、足元では1.3%前後での推移となっている。

先行きについては、経済活動の正常化やインフラ投資法案期待、テーパリングの開始観測、将来的な利上げ期待など金利上昇要因も多いものの、長期的な基調としては、緩やかに長期金利は上昇すると思われる。

しかしながら、足元ではデルタ株の感染拡大によって、世界経済の回復が後ずれする可能性が高まっており、目先の金利は低下しやすい局面にあると思われる。以上から1.0%～1.4%程度とやや低いレンジを予想する。金利上昇は後ずれすることになるだろう。



株式市場：調整を迫られる可能性も

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などが悪材料視され、ダウ平均が急落する局面も見られるなどやや不安定な展開が続いているが、7月末から8月初めにかけての好調な決算発表に加えて、5,500億ドル規模のインフラ投資法案の上院での可決（8月10日）などが追い風となった。

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やインフラ投資拡大の恩恵を受けるものが多いとみられていることもあり、インフラ投資法案に対する期待は上昇要因といえるが、テーパリング観測やデルタ株の感染拡大などをきっかけに調整を迫られる可能性もあるだろう。

FOMC参加者からはテーパリングについての発言が多い

最後にFOMC参加者の発言を確認すると、雇用統計が強ければテーパリングのアナウンスをすべきといった種類の発言が多かった。また、クラリダ副議長は23年の利上げ開始を現在のところ検討していると発言している。足元ではデルタ株の感染拡大はあるものの、ほとんどのFOMC参加者は、米国経済はコロナ禍の下での超緩和的な金融政策を巻き戻していく時期に差し掛かっていると考えていることがうかがえる。

図表10 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	8/17	新型コロナ禍は「並外れた世代」生み出すだろう
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	-2		
	クラリダ副議長	0	8/4	経済が予想通りなら23年の利上げが可能
	ブレynaード理事	-1	7/30	労働市場はFRBの目標達成までには、まだ遠い
	ウォーラー理事	0	8/2 8/5	次の2回の雇用統計が強ければテーパリング発表を支持 景気回復は素晴らしく、今後も継続すると思われる
	ボウマン理事	?	8/3	雇用ペースは励みになるものの、雇用はまだコロナ前には程遠い
	クオールズ副議長	?		
	エバンス総裁 (シカゴ)	-1	8/10	年後半に「一層のさらなる進展」がみられるだろう
	バーキン総裁 (リッチモンド)	1	8/11	テーパリングを開始できる状況に近づいている
	ボスティック総裁 (アトランタ)	-1	8/9 8/11	あと1、2回雇用統計が強ければ早いペースでテーパリングできる 最大雇用へのコミットメントがあるため、利上げは急がない
FOMCメンバー 投票権なし	デイリー総裁 (サンフランシスコ)	0~-1	8/3 8/12	失業した1000万人の多くは今後職場復帰するだろう 景気回復は強く、金融緩和は弱められる
	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	1	8/11	景気回復は進展しているんで、中立的な金融政策に移行すべき
	ブラード総裁 (セントルイス)	2	8/3 8/4	パンデミックで、高成長、高生産性、高金利、高インフレ経済へ 高いインフレ率はより持続するのでは
	ローゼングレン総裁 (ボストン)	1	8/16 8/18	次の雇用統計が強ければ9月にテーパリングのアナウンスも テーパリングを秋に開始、22年半ばに終了を支持
非FOMCメンバー 投票権なし	メスター総裁 (クリーブランド)	0		
	ハーカー総裁 (フィラデルフィア)	1		
	カプラン総裁 (ダラス)	0	8/6 8/20	すぐにテーパリングを開始しても良いが、ゆっくりしたペースを希望 デルタ株が収まらなければ、早期テーパリングは再考察
	メカシュカリ総裁 (ミネアポリス)	-2	8/5 8/15	秋には労働市場は好調だと思われる 雇用統計があと2、3回強ければテーパリングも可

(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。

22年は、ジョージ、ブラード、ローゼングレン、メスター総裁に投票権

(21. 8. 24 現在)