

米国経済：「2022 年テーパリング開始・2023 年利上げ」への地均し始まる

米国では、新型コロナワクチンの接種が進み、新規感染者数が著しく減少、人々の外出行動もコロナ前の水準に戻りつつある。経済活動は、これまで出遅れていたサービス分野の持ち直しが鮮明になってきている。こうした状況下、6 月半ばに開催された FOMC では、緩和的な金融政策が維持された一方、参加メンバーによる先行き見通しで「2023 年までの利上げ開始」が示唆された。足元のインフレ高進は一時的であり、雇用状況の一層の改善などを伴ってインフレ率は次第に低下すると予想されるが、2022 年末にかけては力強い景気回復のもとで政策目標の 2%を上回って推移する可能性が高い。今回の FOMC を受けて、「2022 年テーパリング開始・2023 年利上げ開始」シナリオの蓋然性は高まったと考える。

6 月 FOMC でメンバーの政策金利予想が「2023 年中に 0.50～0.75%」へ前倒し

6 月 15-16 日に開催された FOMC（米連邦公開市場委員会）では、事実上のゼロ金利政策と量的緩和政策が維持され、現状の金融政策に変更は無かった。しかしながら、会合後に公表された FOMC メンバーによる経済・インフレ見通しが 2021 年を中心に上方修正されたほか、政策金利見通しも利上げ早期化を示唆する結果となったため、金融市場などで驚きをもって受け止められた。また、パウエル議長が会合後の記者会見で、量的緩和の規模縮小（所謂テーパリング）について「検討することを検討した」などと発言した。

前回（3 月）の政策金利見通しでは、7 人が 2023 年末までの利上げを予想する一方、2024 年以降を予想するメンバーが 11 人と過半数を占めていた。しかし、今回の見通しでは、「2024 年以降」との予想が 5 人に減少して少数派に転じる一方、「2023 年末までに利上げ開始」との予想が 13 人に増え、そのうち 11 人が「同年末の政策金利が 0.5%以上になる」とした。これらの予想を中央値で見ても、「2023 年末まで 0%

（2024 年以降に利上げ開始）」（3 月）から「2023 年末までに 0.50～0.75%」（6 月）と改定され、見通しの具体性が高まった。

パウエル議長は元々、参加者の政策金利見通しに過敏に反応しないよう注意を促している。しかし、今回の見通しは、市場関係者が反応せざるを得ないほど大きな修正であった。また、インフレ率（個人消費デフレーターの前年比）の見通しで足元の強い伸びが今回新たに織り込まれ、「足元のインフレ高進は次第に落ち着くものの、2023 年にかけて 2%を上回る状況が続く」との予想が FOMC 参加者の平均的見方になったことにも注目が集まった。FRB は足元の高騰を経済活動再開に伴う「一時的現象」との見解を示してきたが、こうした見解を踏まえた上でも、インフレ率が政策目標を上回り続ける可能性を意識している FOMC メンバーが多いことが判明した。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

FOMC参加者の見通し

	2021	2022	2023	(%) 長期
経済成長率	7.0	3.3	2.4	1.8
(3月予想)	6.5	3.3	2.2	1.8
失業率	4.5	3.8	3.5	4.0
(3月予想)	4.5	3.9	3.5	4.0
インフレ率	3.4	2.1	2.2	2.0
(3月予想)	2.4	2.0	2.1	2.0

(出所)FRB

(注)経済成長率は実質GDP成長率、インフレ率はPCEデフレーター

なお、こうしたFOMCメンバーの平均的なインフレ見通しや政策金利見通しは、弊社（伊藤忠総研）の従来見通しと大きな差異はない。すなわち、今後、雇用情勢が一段と回復し、基調的なインフレ圧力も高まる2023年後半に利上げを開始すると予想している。

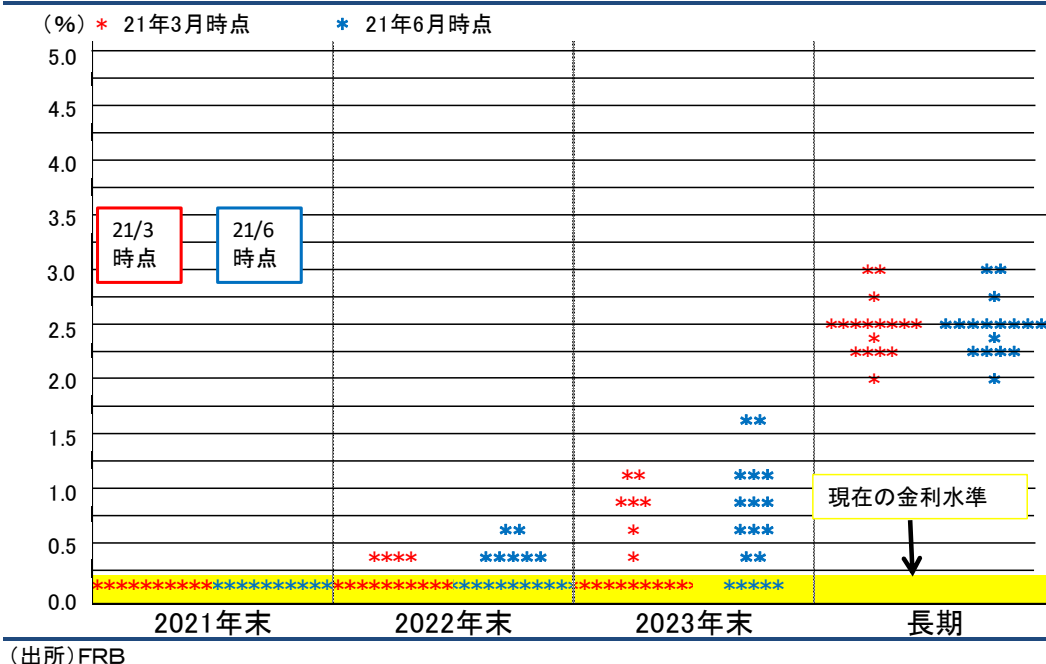
また、「テーパリング」についても、政策変更の条件である「雇用環境と物価動向の著しい改善」が達成されたかどうかの議論が今夏から始まる見込みとなった。2021年中にテーパリング開始方針が決定され、2022年初から開始されるとの弊社従来予想と整合的な動きになってきている。

ワクチン普及・感染減を受けて経済活動の正常化が進む

米国では、新型コロナワクチンの接種が進展し、直近（6月22日）時点で人口の半数超が1回以上の接種を受け、45%が必要回数の接種を完了した。それに伴い、新規感染者数も今年1月の1日当たり20万人超から、5月には3万人程度まで急速に減少し、直近では1万人前後までさらに減少している。

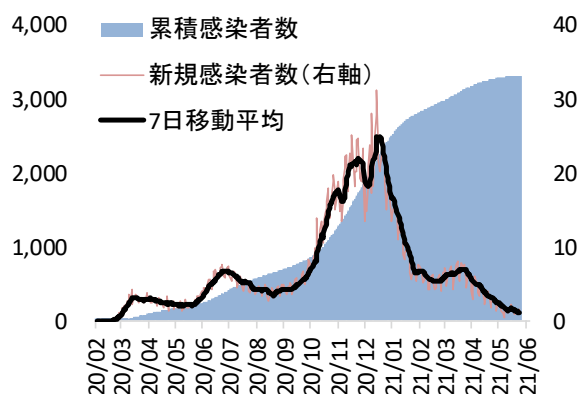
ワクチン接種の進展と新規感染者数の減少を受け、各州政府による行動制約の緩和・解除の動きが広がり、人々の外出機会も増加傾向が続いている。グーグル社調べの小売・娯楽施設への訪問者数は、今年2月以降、急速に回復しており、直近では概ねコロナ前（昨年1/3～2/6の平均）の97%程度まで水準を戻し、100%を超える日も出てきている。

FOMC参加者の政策金利見通し



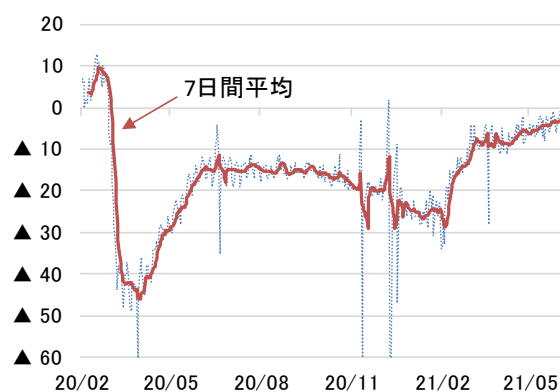
(出所)FRB

米国内の新型コロナ感染者数の推移(万人)



(出所)WHO 6月19日時点。

小売・娯楽施設への訪問者数(コロナ前比、%)



(出所)CEIC

(注)2020/1/3～2/6が基準。直近は2021年6月18日。

経済指標はサービス分野の持ち直しが鮮明に

個人消費の代表的指標である小売売上高の5月分は前月比▲1.3%と3ヵ月ぶりの減少に転じた。しかし、3月から始まった一人当たり最大1400ドルの現金給付の効果は続いており、4~5月平均は1~3月の平均を6.5%上回っている。特に、上述のように人の流れが持ち直す中で、飲食店の売上は増加が続き、コロナ前（2月）の水準を回復した。今後もサービス消費をけん引役に、個人消費の増勢が続くであろう。

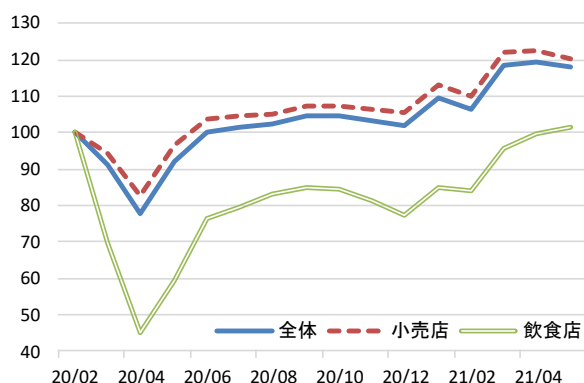
企業活動については、企業景況感の代表的指標である5月のISM非製造業指数が前月から上昇し、64.0と過去最高値となった。ISM製造業指数も61.2と高水準を維持している。5月の鉱工業生産指数は、半導体不足により4月にかけて生産調整を余儀なくされていた自動車産業が大幅増に転じたことなどにより、前月比+0.8%と4月（同+0.1%）から加速した（4~5月平均の1~3月平均比は+1.2%）。半導体不足の影響が解消されたとまでは言い難いため、今後も需要の急回復に供給が追い付かない分野が出る可能性には留意が必要であるが、総じてみれば生産活動は底堅さを増していくことが予想される。

「働き手不足」は今秋以降解消に向かう見込み

5月分の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+55.9万人と、4月（同+27.8万人）から増勢が加速したが、3月（同+78.5万人）には及ばなかった。人々の外出行動が回復する中、このところレジャー関連分野の雇用回復が全体をけん引しているが、昨春の急激な落ち込みからの戻りとしては決して強い動きにはなっていない。同分野の雇用者数はコロナ前（昨年2月）の85%の水準に留まっている。また、非農業部門全体で見ても、5月の雇用者数の水準はコロナ前の95%（760万人少ない）という状況である。

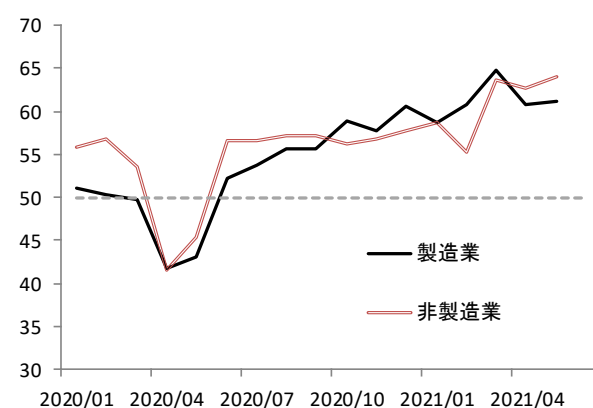
コロナ前の水準への回復に向けて、雇用者数の伸びがなかなか加速しない理由は、企業側の採用意欲の不足ではなく、働き手側の就労意思が十分に回復していないことにある。採用側の状況を表す求人率（求人数÷[就業者数+求人数]、直近は4月分）は、レジャー関連分野を筆頭に、2000年の統計開始以来最高水準となっており、企業の採用意欲は極めて旺盛である。

小売売上高の推移（2020年2月＝100）



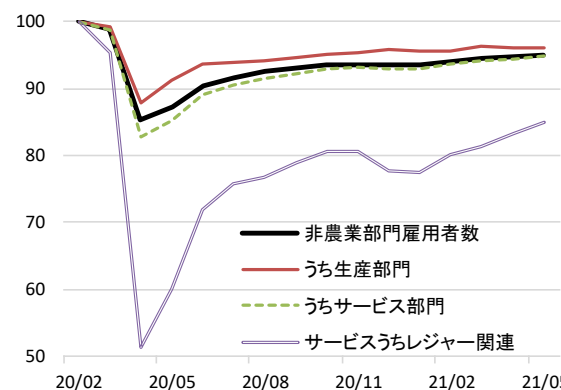
(出所)CEIC

ISM製造業・非製造業指数の推移



(出所)CEIC

雇用者数の推移（2020年2月＝100）



(出所)CEIC

一方、働き手側では、主に以下の3点が就業へのインセンティブを抑制していると考えられる。

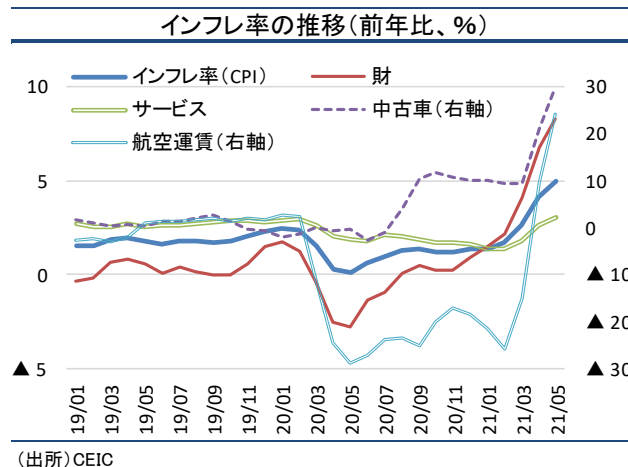
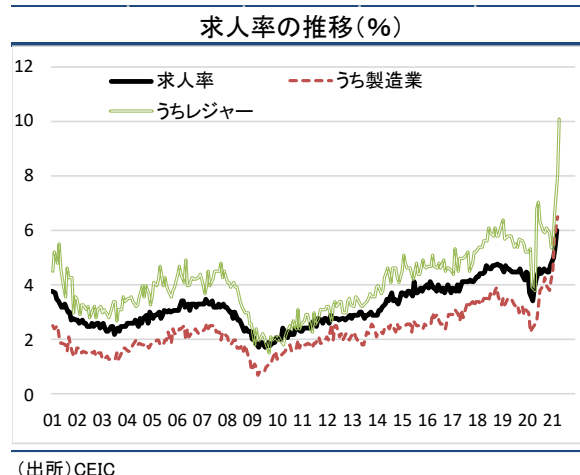
- ① 手厚い失業保険給付による就業意欲の喪失 … 米国では現在、350ドル/週程度（全米平均）の通常の失業保険給付のほか、コロナ禍の特別措置として300ドル/週が追加支給されている。就業者の賃金（2019年の中央値、700ドル/週程度）とほぼ同程度の失業保険給付を受け、さらに3度の現金給付（計最大3200ドル）も別途受け取っている中では、急いで復職する必要性を感じていない人々も多いと推察される。
- ② 学校のオンライン授業が保護者の復職を阻害 … コロナ禍で学校の授業が対面からオンラインに切り替えられているため、自宅で過ごす子供の面倒を見る必要のある保護者の復職は依然難しい。
- ③ コロナ重症化リスクが高齢者の復職阻害・退職促進 … コロナ禍では特に高齢者の離職が増加し、足元での戻りも弱い動きとなっている。高齢者は相対的に重症化リスクが高いため、特に感染予防対策が必要であり、就業へのハードルを高くしている。また、コロナ禍の前から退職を検討していた高齢者が実際の退職に踏み切ったケースも増えたと見られる。

先行きを展望すると、コロナワクチン普及により経済活動が正常化に向かっている中で、①失業保険の追加給付が今年9月に打ち切られる予定¹であるほか、②学校も対面授業への切り替えが始まっており、夏休みが終わる9月以降は大半が対面式に戻ると見込まれる。また、③重症化リスクを懸念しなくなった高齢者の復職意欲が高まっていくことも予想される。さらに、④移民や難民の受け入れに積極的なバイデン政権下で、コロナ禍の影響が和らぐ中で海外からの労働者流入増にも期待がかかる。以上を踏まえれば、雇用者数は増加傾向を続け、特に今秋以降は強い増勢になると予想される。これは、労働市場の需給がひっ迫する現状が長続きしないと見込まれることも意味する。

インフレ率は次第に低下へ

5月の消費者物価指数は、前年同月比+5.0%と4月の+4.2%からさらに加速した。品目別には、引き続き中古車や航空運賃、エネルギーの伸び率上昇が目立った。

インフレ率急伸の背景としては、(1)コロナショックや原油安に伴う物価下押し圧力が昨年4月以降急速に強まったことの反動（ベース効果）が最も大きく、それ以外にも、(2)行動制限の緩和が進み現金給付の効果も出る中で外出関連のサービスや財の需要が急増していること、(3)半導体不足などによるサプライチェーンの



¹ すでに一部の州では追加支給分（週300ドル）の早期打ち切りに動いている。

ボトルネック、(4)労働需給のひっ迫による賃金上昇の影響などが挙げられている。

今後については、(1)ベース効果が次第に剥落していく中で、(2)行動制限緩和直後の需要急増は遠からず落ち着いていくこと、(3)サプライチェーンのボトルネックも徐々に解消に向かうと期待され、すでに自動車メーカーによる半導体の調達環境に改善の兆しがみられること、(4)上述の通り、労働需給のひっ迫状況が緩和し、賃金上昇圧力も一巡すると見込まれることなどを踏まえると、インフレ率が高止まりするリスクは小さく、今後は緩やかに低下する見込みである。具体的には、個人消費デフレーターの前年比が2022年末に2%程度となると予想しており、これは今回のFOMCメンバーの予想平均と同様である。