

テーパリングに一步前進の米経済

7月FOMCはデルタ株蔓延に対して慎重な楽観論

調査部プリンシパル

小野亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ir.co.jp

- 7月FOMC声明文では、テーパリング開始の条件（目標）に向けて米国経済が前進しており、今後もその動きが継続する見込みであるとの認識が示された
- FOMCではテーパリングの時期、ペース、構成の議論が行われたことが明らかとなった。MBS前倒しの考えに支持はほとんどないものの、米国債とのペース配分を巡る意見対立は続いている
- 先行きのリスクとして浮上しているのがワクチン接種の鈍化とデルタ株による感染急増である。パウエル議長は、感染拡大による経済への影響は次第に減じているとの慎重な楽観論を示した

7月27・28日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では、テーパリング開始の条件（目標）に向けて米国経済が前進しており、今後もその動きが継続する見込みであるとの認識が示された。

今回の声明文には、「最大雇用と物価安定という目標に向けて米国経済は前進している（the economy has made progress toward these goals）」との文言が盛り込まれた。過去2回のFOMC後の記者会見で、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長が示してきた判断（下記参照）と比較すれば、明らかに改善している。

- 経済は我々の目標から程遠い（The economy is a long way from our goal）（4/28）
- 「大幅なさらなる進展」という条件達成は依然として随分先である（reaching the standard of “substantial further progress” is still a ways off）（6/16）

声明文の他の箇所でも、「コロナ禍によって最も深刻な影響を受けたセクター」について、「引き続き弱いだが、改善がみられる」という前回の判断から、「改善がみられる、ただし回復は完全ではない」へと上方修正されていたり、住宅市場の強さに「とても」という文言が付加されたりしている。

テーパリング開始に向けて課題が残るのは労働市場である（the labor market has a ways to go；we have some ground to cover on the labor market）。パウエル議長によれば、高水準の求人数にみられるように労働需要に問題はないものの、失業率は依然高いこと、さらにその高い失業率でさえ、コロナ禍によって労働市場から退出している潜在的失業者を捉え切れていない（すなわち失業を過小評価している）という問題がある。パウエル議長は、属性別の失業率や労働参加率、賃金などの動向から最大雇用に向けた進展度を総合的に判断していく考えを示すと共に、2012年当時のような数値的な閾値を示すことはない述べている。

雇用面と比べればテーパリング開始の条件を満たしているように思われる物価に関しては、パウエ

ル議長は「(物価面で目標が達成されたかどうかは) FOMCが判断することであり独断はできない」「ただ、現時点でインフレ率が2%を上回っているのは明らかであり、少なくとも今後数カ月その状況が続くと予想している」と述べるに留まった。

FOMCは、高インフレは一時的であり、中期的にはインフレ目標に落ち着くという判断を変えていない。パウエル議長は、足元の高インフレが本質的にごく一部の品目に起因するものであり、広がりがあるわけではないとの考え方を示し、重視しているのはインフレ・プロセスの恒久的変化であると述べている。足元のインフレ率の高まりが長期インフレ期待に影響しない限り、インフレ・プロセスは変化せず、実際にもインフレ・プロセスが悪化している証左は見当たらないという。

なおパウエル議長は、インフレ動向を巡るFOMCの判断が正しいかどうか、その見極めにかかなりの長い時間がかかるとは考えていないとも述べている。みずほリサーチ&テクノロジーズでは、経済活動の再開の影響が一巡する2022年前半にはコアインフレ率が低下し始めると予想している。それまでには、高インフレ率は一時的というFOMCの判断が正しいことが確認されるだろう。

今回のFOMCでは、テーパリングの時期、ペース、構成の議論が行われたことが明らかとなった。MBS前倒しの考えに支持はほとんどないものの、米国債とのペース配分を巡る意見対立は続いている。

金融市場参加者の関心を集めているのは、コロナ禍が住宅ブームを招く中で、FOMCが米国債よりもMBSのテーパリングを前倒ししたり、ペースを速めたりするのではないかという点である。

パウエル議長は、今回のFOMCでも複数の参加者からMBSの購入とテーパリングの在り方について意見が出たことを認めた。そのなかで、MBSのテーパリングを米国債よりも前倒しするという可能性について、パウエル議長は「支持者はほとんどいない」として、「米国債とMBSは同時にテーパリングを開始するだろう」と述べた。パウエル議長は「米国債とMBSは金融コンディションに対してかなり似たような影響を与えている」という考えである。

一方、米国債とMBSのテーパリングのペース配分については、毎月の購入額に比例させるのか、米国債とMBSを同額にするのか(この場合はMBSの資産購入は米国債よりも早期に終了する)が主な争点となっており、参加者の間で賛否が分かれる状況が続いている。なお、「(いったん決めたら変更しないという)“自動操縦”ではなく、経済情勢に応じてフレキシブルにテーパリングを進めていくべき」(ブラード・セントルイス連銀総裁)という意見もある。

先行きのリスクとして浮上しているのが、ワクチン接種の鈍化とデルタ株による感染急増である。パウエル議長は、感染拡大による経済への影響は次第に減じているとの慎重な楽観論を示した。

米疾病対策予防センター(CDC)によれば、7月上旬から中旬にかけてデルタ株の割合は8割超(7/4-17推計)となった。1カ月前は3割超(6/6-19推計)であり、デルタ株の急速な広がりがうかがえる。こうしたデルタ株の広がりに歩調を合わせるように、米国の新規感染者数は7月28日までの1週間平均で6万人を超えるようになった(ジョンズ・ホプキンス大学)。注目されるのは、感染者数の増加ペースが保守的な感染予測を上回り、テールリスクシナリオが現実となっている点である。

図表1は、デルタ株の感染力(アルファ株の1.6倍)やワクチン接種率(11月末時点で75%)等について同じ前提を使って複数の予測機関が実施した新規感染者数のシミュレーション結果の平均値をプ

ロットしたものである。予測時点は5月下旬である。

米国の新規感染者数は、予測後ほぼ1カ月にわたり、予測中央値に沿って推移したが、7月に入ると予測中央値を上回るようになった。足元では「発生確率は1%以下」という、いわばテールリスクシナリオに沿うような動きを見せ始めている。

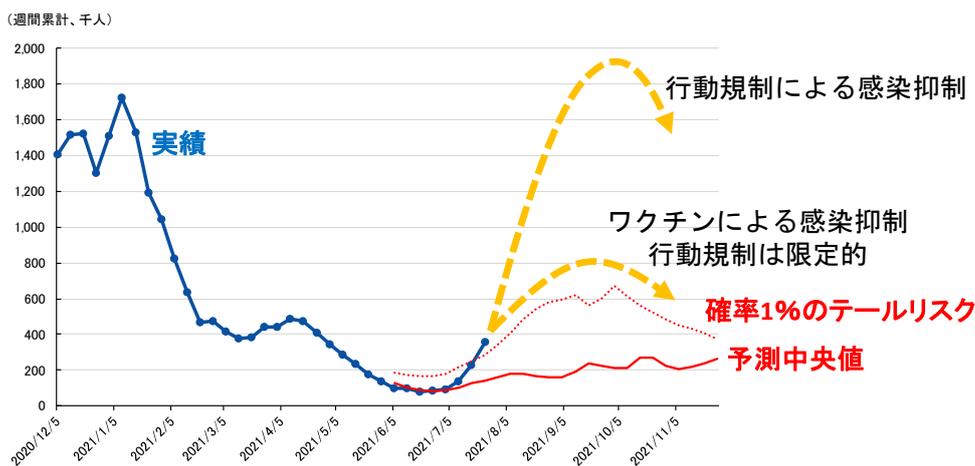
テールリスクシナリオ通りなら、今年9月から10月にかけて米国の新規感染者数は1週間の累計で60万人程度まで悪化するが、米国の場合、この程度の水準であれば州政府による行動規制は部分的なものに留まるとみられ、パウエル議長が指摘したように、経済活動への影響は限定的となる可能性がある（図表1の下側の黄色破線）。しかし、新規感染者数の急増は、市場参加者や家計・企業のマインド悪化を通じて経済活動に影響を及ぼすだろう。また、新規感染者数が年初のような水準まで増加することはない、という保証があるわけではなく、そうなれば相応の行動規制が必要であると思われる（図表1の上側の黄色破線）。新たな変異株の広がりにも注意が必要である。

パウエル議長が現状説明の中で触れた供給制約の問題もリスクとして残っている。

米国商務省によれば、2021年4～6月期の実質GDP成長率は前期比年率+6.5%となった（7/29）。個人消費と設備投資を両輪とする国内最終需要の伸びは同+7.9%となり、1～3月期の同+10.4%からは鈍化したものの高い伸びを維持した。実質GDP成長率が事前予想を下回った主因は、在庫投資の大幅減少（年率寄与度は▲1.1%Pt）という供給サイドの問題（供給制約）である。

7～9月期に企業が在庫水準を一定に維持できれば、それだけで7～9月期の実質GDP成長率を3%Pt以上押し上げることになる。しかし、供給制約は依然根強く残っている。「買おうとしているものが店舗やオンライン上にない」「設備投資の機材が届かない」といった形で最終需要に波及し得るリスクはむしろ高まっていると言えるだろう。

図表1 米新規感染者数の推移と予測値との比較



(注)複数の予測機関による感染予測分布から作成。予測時点は2021年5月29日
(出所)OWD、Covid-19 Scenario Modeling Hub より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。