

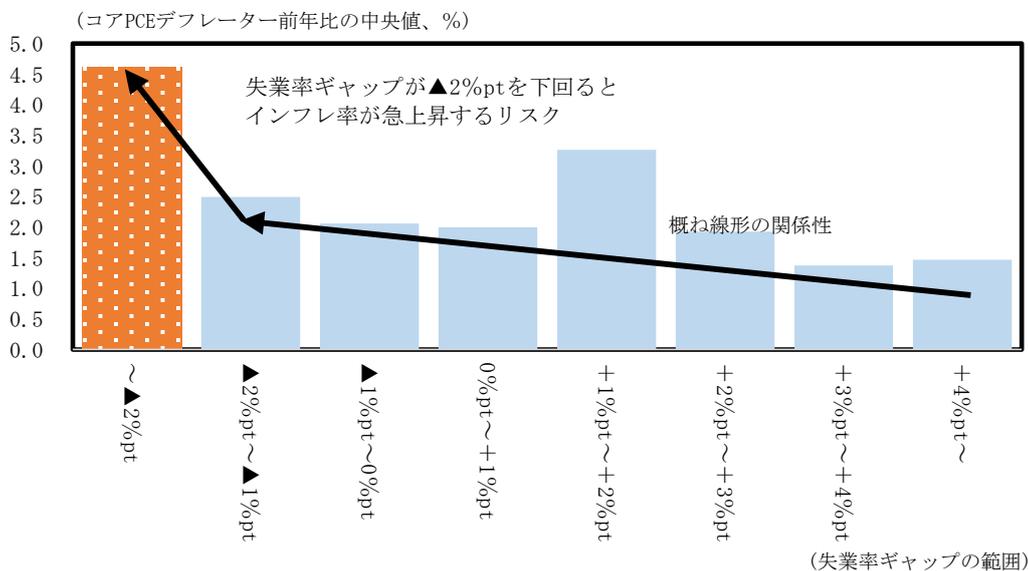
インフレ波及経路の整理

米国では 2021 年 2～3 月には大型の経済対策を背景にタムプレミアム主導で金利上昇ペースが加速し、最近では供給制約に起因したインフレ懸念が高まっている。そこで、はじめに米国におけるインフレへの各種波及経路を整理する。

インフレ波及経路①：実体経済の急回復

米国におけるインフレの要因としてまず挙げられるのは、実体経済の急回復である。コロナショックへの対応を目的とした巨額の財政支出に加え、経済社会活動が正常化に向かう中での民需の拡大という 2 つの側面から、実体経済の急回復がディマンド・プル型のインフレを引き起こす可能性が指摘されている。需要の拡大（縮小）を通じて失業率が低下（上昇）するとインフレ率は上昇（低下）するが、こうした失業率とインフレの関係はフィリップス曲線として知られている。そこで、**図表 1** では失業率ギャップ¹の範囲ごとにコア PCE デフレーター¹の中央値を取ったものを示している。ここで注目すべきは両者の関係が急激に変化し得るポイント（閾値）が存在する可能性があることだ。失業率ギャップが▲2%pt より高いと失業率ギャップとコア PCE デフレターの関係は概ね線形であるが、失業率ギャップが▲2%pt を下回るとコア PCE デフレターが急速に高くなるという傾向が見られる。

図表 1：失業率ギャップとインフレ率



(注) オイルショック期を除く 1960 年以降のデータを基に算出。

(出所) BEA、BLS、CBO、Haver Analytics より大和総研作成

コロナショックによって失業率は急上昇したが、失業者の一部が非労働力化した結果、非労働力人口も急激に増加した。このため、先行きの失業率を見通す上では、コロナショックに伴い非労働力化した人々が経済の正常化とともに労働市場にどの程度回帰するかを検討することが重要となる。

¹ 失業率ギャップとは、失業率と CBO 推計による自然失業率の差分と定義。

そこで非労働力人口の変化を詳細に見るため、非労働力人口の変動を年齢別・性別の寄与度に分解したものが**図表 2**である。コロナショック以降の非労働力人口の変動(①)とコロナショック前の変動(②)を比較すると、44歳以下の女性と、65歳以上の男女が増加している。前者に関しては学校がリモート化したことで親が家にいる必要が生じたために、子育て世代の復帰が特に女性を中心として遅れている可能性を指摘できる。また、後者に関しては新型コロナウイルス感染症で特に重篤化しやすい高齢者が感染防止のため復職を遅らせている可能性がある。

図表 2：コロナショック前後での非労働力人口の増加寄与の変化

	① 2020年1月-2021年4月までの 非労働力人口の変化率への寄与度 (%pt)		② 2018年10月-2020年1月までの 非労働力人口の変化率への寄与度 (%pt)		コロナショック前後での変化 (=①-②)	
	男性	女性	男性	女性	男性	女性
16-24歳	-0.22	0.22	-0.42	-0.34	0.20	0.57
25-34歳	0.26	0.52	0.06	-0.55	0.21	1.07
35-44歳	0.33	0.52	0.11	-0.20	0.22	0.72
45-54歳	0.33	0.13	-0.23	-0.28	0.56	0.41
55-64歳	0.28	0.07	-0.08	-0.12	0.36	0.19
65歳以上	1.36	1.54	0.34	0.69	1.03	0.85

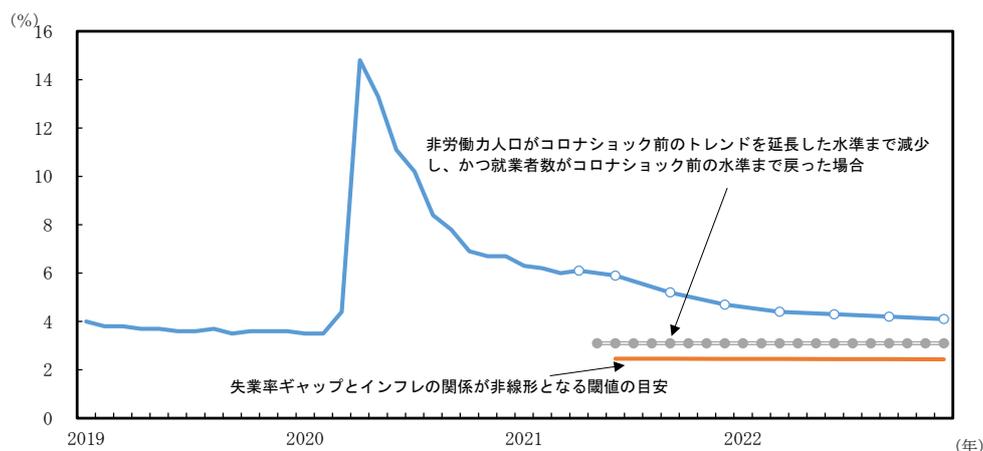
(注) 大和総研による季節調整値。

(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

ワクチンの接種が進み、経済が正常化していく過程では、こうした理由から非労働力化した人々は労働市場へと回帰することが見込まれる。学校が通常通り対面での授業に戻れば、子育て世代が収入を回復するために仕事へ復帰する動機は大きいであろう。また、一部の高齢者はコロナショックを機に引退を選択する可能性もあるが、ワクチンの接種が進めば高齢者が持つ不安も徐々に解消され、労働市場への回帰が進むとみられる。こうした労働供給の増加は、労働需給の緩和を通じて失業率の押し上げ要因として働くが、経済全体としてみれば望ましいものであり、かつ前述の失業率ギャップの観点からはインフレ圧力の緩和にもつながる。

当社では 2022 年末に米国の失業率は 4.1%になるとみており、CBO の自然失業率の見通しに基づけば、失業率ギャップは▲0.3%程度となると予想している。前記の閾値である▲2%には届かないことから、メインシナリオでは失業率ギャップのマイナス幅の過度な拡大に伴う急速なインフレが起きる状況には至らないとみている (**図表 3**)。

図表 3 : 失業率の見通し



(注) 白抜きは大和総研による予測値。閾値はCBOによる自然失業率を基に算出。

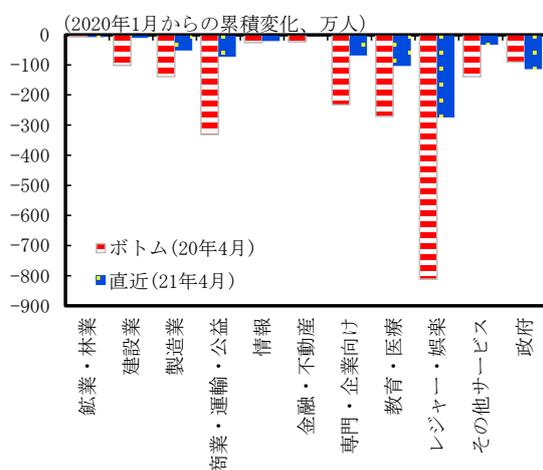
(出所) BLS、CBO、Haver Analyticsより大和総研作成

インフレ波及経路②：賃金インフレ

コロナショック以降の雇用者の動向を業種別に確認すると、2020年4月にはロックダウン(都市封鎖)によって幅広い業種で雇用者数が減少したが、とりわけレジャー・娯楽業の雇用者数の減少幅が大きかった(図表4)。こうした業種は相対的に賃金が低いロースキルワーカーであり、解雇が急速に進んだことで全体の平均時給は大幅に上昇した。足元ではワクチン接種の進展によって経済活動の正常化が進んでいる中、こうしたロースキルワーカーの雇用者数も回復傾向にある。加えて、失業給付の週300ドルの上乗せは9月で終了する予定である。ロースキルワーカーが労働市場に復帰することで、マクロで見た平均時給には下押し圧力がかかろう。

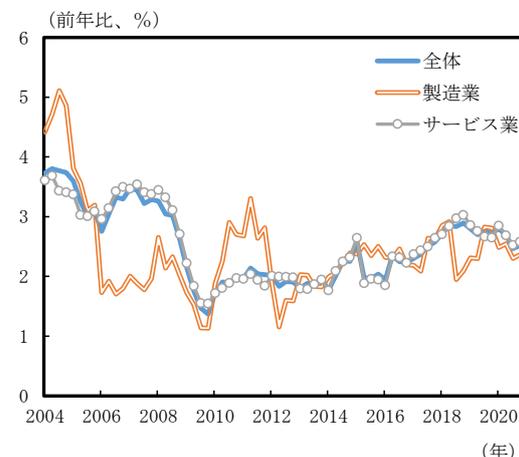
雇用者数の構成変化の影響を除いて考えるために雇用コスト指数の動きを確認すると、コロナショック前後で伸び率に大きな変化が見られない(図表5)。今後は女性や高齢者などの労働参加の進展が見込まれることから、企業としては賃上げを行わなくとも労働者を確保しやすい状況となる。このため、企業の雇用コストは過度に増加せず、雇用コストを販売価格に転嫁してインフレ圧力が強まる可能性は小さいとみている。

図表 4 : 業種別雇用者数の変化



(出所) BLS、Haver Analyticsより大和総研作成

図表 5 : 雇用コスト指数の推移



(出所) BLS、Haver Analyticsより大和総研作成

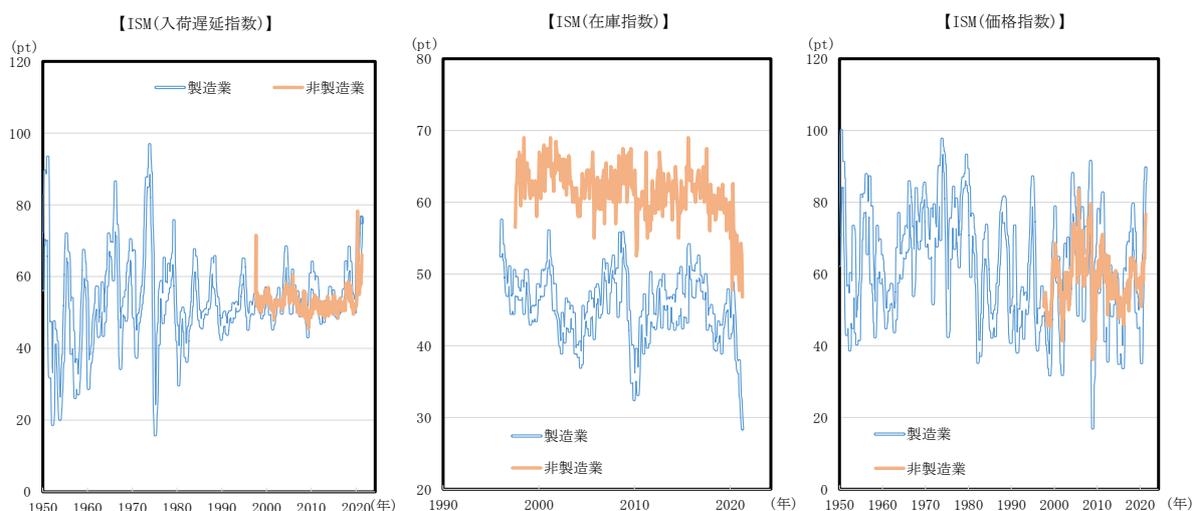
インフレ波及経路③：生産者物価上昇の急加速

CPI や PCE デフレーターといったいわゆる「川下」に当たる家計部門の物価を考える上では、生産者物価などのいわゆる「川上」に当たる企業部門の物価を捉えることも重要だ。コロナショックで 2020 年 4 月に大きく落ち込んだ生産者物価は、6 月以降上昇傾向に転じており、2021 年に入ってからには特に中間財で上昇率が高まっている。

この背景には、資源価格の高騰があることはもちろん、供給制約の存在も指摘されている。**図表 6** は ISM 景況感指数の内訳項目である入荷遅延指数（左図）、およびサブインデックスの顧客在庫指数（中央）、価格指数（右図）を示したものである。入荷遅延指数の動きを見ると、足元では特に製造業において顕著な上昇が確認できる。非製造業についても、コロナショック直後の入荷の大幅な遅れは解消されたが、製造業ほどではないものの過去の過去と比較すると依然として同指数の水準は高い位置にある。こうした入荷の遅延が生産拡大の制約となる一方、旺盛な需要を満たすために製造業・非製造業を問わず在庫の削減が進んでおり、需要に対して供給が追いつかず、物価に対して上昇圧力がかかりやすい環境にある。資源価格の高騰もあいまって、価格指数は製造業・非製造業のいずれも急激な上昇を示している。

このように、足元で生産者物価の上昇要因となっている供給制約だが、短期的な特殊要因の影響が大きい。2 月中旬にテキサス州を襲った寒波による停電等によって、石油化学工場の多くが生産の一時停止に追い込まれた結果、幅広い製品の供給が滞り、米国内の自動車工場の操業停止が相次いだ。しかし、化学製品の生産指数を見ると、すでに寒波発生前の 1 月の水準の 98% まで回復しており、供給制約は解消に向かっている。また、3 月にはスエズ運河で大型コンテナ船が座礁したことによる世界的な物流網の乱れの悪影響や米国内の景気急拡大に伴い、西海岸の荷揚港に処理能力を超える輸入品が一時的に押し寄せたが、港湾の混雑もすでに解消に向かいつつあると報じられている。

図表 6：ISM 景況感指数の内訳項目とサブインデックスの推移



(注) 製造業の在庫指数は顧客在庫指数。

(出所) ISM、Haver Analytics より大和総研作成

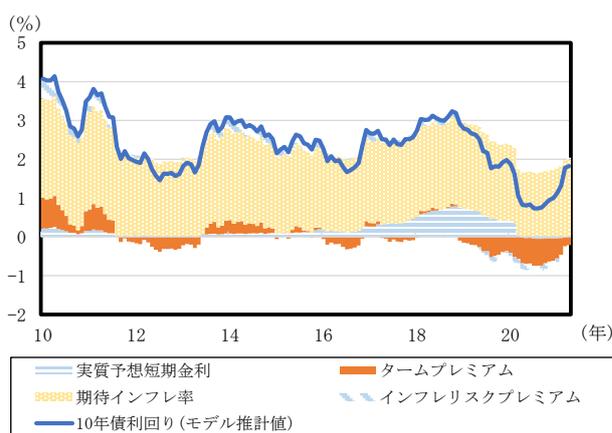
解消に時間がかかるとみられるのが自動車向け半導体不足である。すでに多くの自動車メーカーがこの影響を受けて減産を行っている。しかし、半導体受託生産会社による増産体制が整いつつあり、2021年中央には自動車メーカーの最低限の需要を満たすだけの供給が可能となる模様だ。実際に半導体が出荷されてから自動車メーカーに届くまで時間を要することから、供給体制の構築後即座に供給不足が解消されるわけではないが、半導体不足による供給制約も徐々に解消に向かうとみている。こうした供給制約はいずれも徐々に解消する見通しであり、川上物価のインフレ圧力も低下するとみている。

インフレ波及経路④：期待インフレ率の安定性

コロナショック直後には期待インフレ率は低下したが、足元ではインフレが加速していることを反映した期待インフレ率の上昇が10年債利回りの押し上げに寄与している（図表7）。期待インフレ率の代理変数であるブレイク・イーブン・インフレ率（以下、BEI）の期間構造で見ても短期ゾーンでBEIが高まっているのはこうした足元の物価上昇を織り込んでいるためとみられる（図表8）。しかし、足元で急速に進むインフレが長期的に継続すると予想している市場参加者が少ないことから、中長期的にはBEIは安定に向かっており、インフレ期待が不安定化している様子は見られない。

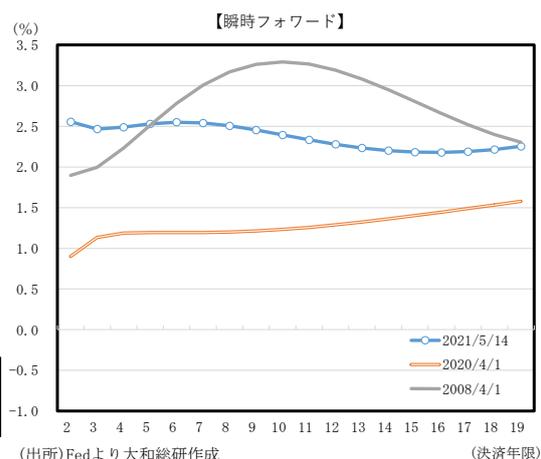
BEIの安定には、Fedが採用している2%の物価安定目標が機能しているという側面もある。実際、物価目標の採用以前の時期でインフレが進行していた2008年4月の局面と比較すると、当時はインフレが急激に加速するとの期待が織り込まれていたが、足元ではそうした傾向は見られない。後述する通り、物価目標はインフレの加速に歯止めをかける効果が大きいとみられ、こうした作用がインフレ進行下においても期待インフレ率の安定化に寄与しているとみられる。

図表7：10年国債利回りの要因分解



(出所) Fed、Haver Analyticsより大和総研作成

図表8：ブレイク・イーブン・インフレ率



(出所) Fedより大和総研作成

(決済年限)

インフレを進行させ得る潜在的トリガーは何か？

潜在的なトリガー①：労働供給の伸び悩み

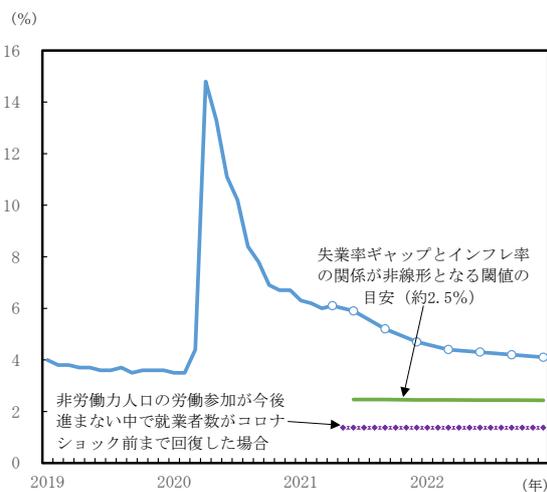
先の分析では、労働需給に残るスラックがインフレの抑制要因として働くことを指摘した。しかし、リスクシナリオとして積極的な財政出動によって供給能力を上回る需要を生み出す、「高圧経済」にもかかわらず、コロナショックで大幅に低下した労働参加率が回復せず、高圧経済が労働需給を極度にタイト化させる可能性が考えられる。

こうしたシナリオが実現する可能性は低いとみているが、非労働力人口の復職を阻む要因としては、履歴効果や高齢者の退職などが考えられる。前者は、コロナショックによって失業し非労働力化した人が、労働需要が回復してもスキルの低下・陳腐化などにより復職できずに非労働力人口にとどまり続けること、後者は急増した高齢の非労働力人口の多くが復職を選ばず、そのまま非労働力人口にとどまり続けるような場合である。さらに、非労働力人口に限らず、労働供給全般にコロナショックが与えた影響として移民の減少による労働供給の抑制や、より中長期的には出生率の低下が人口の増加ペースを低下させ得る可能性も指摘できる。こうした要因が複合的に重なり合えば、失業率に低下圧力がかかることになり、仮に前記の閾値を超えるような失業率の低下が見られれば、インフレ圧力は相当に強くなる（図表9）。

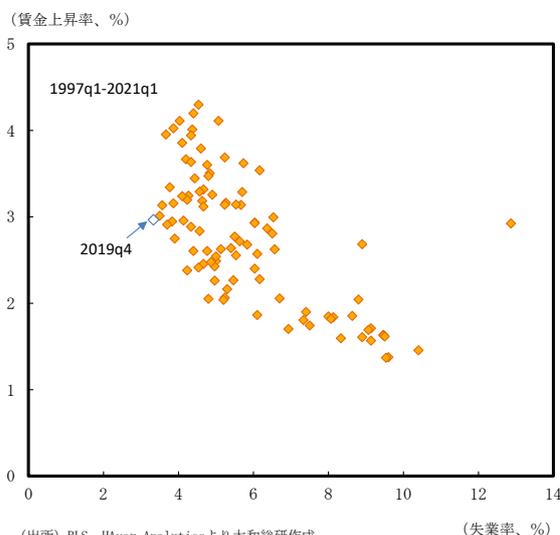
加えて、賃金と失業率の関係を捉えた賃金版フィリップス曲線を見ると（図表10）、失業率の水準が低くなると、賃金は上昇しやすい傾向が見て取れる。近年ではフィリップス曲線のフラット化が進んでいるとの指摘もあり、過去に見られたほど賃金に上昇圧力はかからない可能性はあるが、コロナショック直前の2019年10-12月期には失業率3.3%に対して賃金上昇率が3.0%となり、比較的高い賃金上昇率が記録された。このため、労働供給の回復が遅れる中、強い労働需要が失業率を大幅に低下させるようなリスクシナリオが発現する局面では、賃金の上昇圧力も強くなっていることが予想され、賃金チャネル経由でのインフレ圧力も強くなることが予想される。

図表9：非労働力人口が高止まりした場合の失業率

図表10：賃金版フィリップス曲線



(注1) 白抜きは大和総研による予測値。
 (注2) 閾値はCBOによる自然失業率を基に算出。
 (出所) BLS、CBO、Haver Analyticsより大和総研作成



(出所) BLS、Haver Analyticsより大和総研作成

(失業率、%)

潜在的なトリガー②：供給制約に伴うインフレがもたらす期待インフレ率の不安定化

現時点では供給制約によるインフレの進行は一時的であるとみているが、何らかの要因で供給制約が構造的にインフレを喚起し続けるような状況となれば、Fedにとって大きな悩みの種となりかねない。

需要の拡大がインフレを引き起こす、いわゆるダイヤモンド・プル型のインフレの場合、中央銀行は利上げによって需要を減少させることで、インフレ圧力を抑えることができる。金利を引き上げる場合はゼロ金利制約のような問題に直面しないため、デフレ局面での利下げに比べて金融政策の有効性は大きい。また人々が中央銀行のインフレ目標と整合的な予想を持てば、インフレ期待の過度な上昇が抑えられることで実際のインフレ率が安定化する。このため、ダイヤモンド・プル型のインフレに対して中央銀行は比較的対応を取りやすい。

他方、供給制約に伴うコスト・プッシュ型のインフレは供給に減少圧力をかけるため、利上げによって需要も減少させてしまえば、实体经济への悪影響は一層大きくなってしまう。このため中央銀行はコスト・プッシュ型のインフレに対しては利上げで対応しにくい。インフレを放置すれば、インフレ期待が不安定化しかねないというジレンマに直面する可能性がある。

特に労働市場の回復が道半ばである米国において、雇用の最大化を政策の目的の1つに掲げるFedは、供給制約に伴うインフレを理由に利上げを行うことはハードルが高い。仮にこうしたリスクが顕在化すれば、インフレ期待の不安定化やインフレリスクプレミアムの拡大が長期金利の上昇をもたらすリスクがあろう。

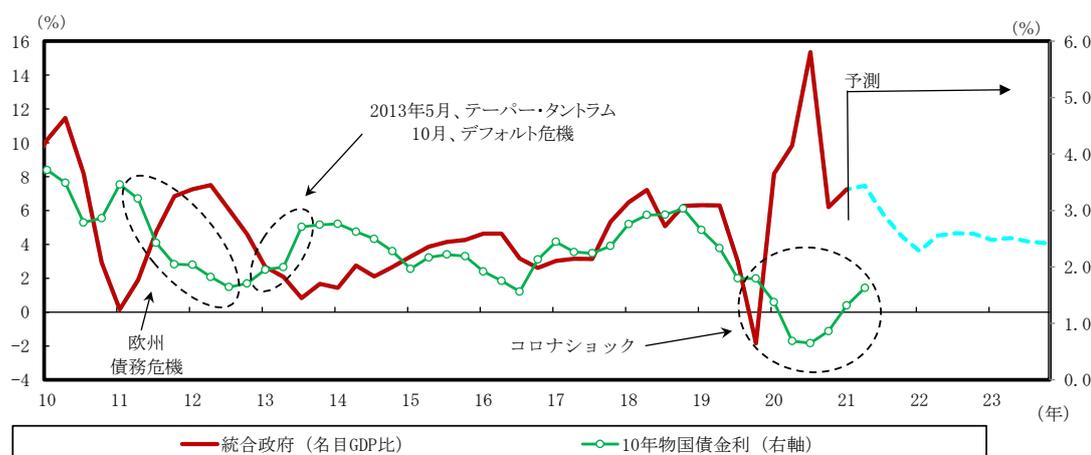
米国における長期金利上昇リスクの検証

債券の供給過多による金利の上昇というリスクは限定的

以上のように、供給サイドに起因するインフレの進行がインフレ期待を不安定化させることで、物価上昇が一段と進行するリスクはある。だがメインシナリオでは、足元で急速に進行するインフレは一時的であるとみている。労働供給の回復や供給制約の解消により徐々にインフレは安定化に向かい、結果として、期待インフレの上昇を理由とした長期金利の上昇は続かないと考えられる。他方、インフレ期待は長期金利の成分の1つにすぎないため、長期金利の見直しを考える上では、他の要因も検討する必要がある。

そこで、債券需給の観点からも長期金利上昇のリスクを検討したい。米国経済は相次ぐ大型の経済対策によってV字回復を果たしつつあるが、その一方で財政赤字は膨張した。一般的に財政赤字が拡大するほど、金利に上乘せされるリスクプレミアムが大きくなることから、長期金利は上昇する傾向にある。実際、過去の米国債のネット発行額（政府発行額－Fed購入額、GDP比）と10年物国債金利の推移を見ると、ショックによってFedが大規模な緩和を行った期間を除き、概ね連動して動くことが分かる（**図表 11**）。

図表 11：米国債のネット発行額（GDP比）と10年物国債金利の推移



(注1) 2021年以降は、FRBとCBOの見通しをもとに大和総研試算。

(注2) 統合政府（名目GDP比）は「政府発行額－Fed購入額」で市場性証券を対象、3四半期中心化移動平均。

(出所) FRB、CBO、Haver Analytics より大和総研作成

図表 11 の破線は現行の財政政策を前提としたCBOの経済・財政見通しと、今後のFedによる国債の買い入れペースの市場見通しを基に、ネット発行額（GDP比）の先行きを試算したものである²。2021年は3月に成立した総額1.9兆ドル規模の経済対策であるARP(American Rescue Plan)法もあり、国債発行額は大幅に増加し財政赤字も拡大するものの、名目GDP成長率も高い伸びとなることが予想されるため、対GDP比では7%台半ばでとどまる。その後は徐々に低下していき同4%台で推移していくとみている。GDP比で極端に国債発行額が増加していないことから

² 名目成長率は大和総研ニューヨークリサーチセンターの予想値。財政見通しは、CBOが2021年3月に公表した“Additional Information About the Budget Outlook: 2021 to 2031”を基に、ARP法分はCBOが2021年3月に公表した“Estimated Budgetary Effects of H.R. 1319, American Rescue Plan Act of 2021”を加算した。また、Fedの買い入れペースはNY連銀が2021年3月に公表した“RESPONSES TO SURVEY OF PRIMARY DEALERS”の市場コンセンサスに基づく。

ら、債券の供給過多による金利の上昇というリスクは限定的であるとみている。

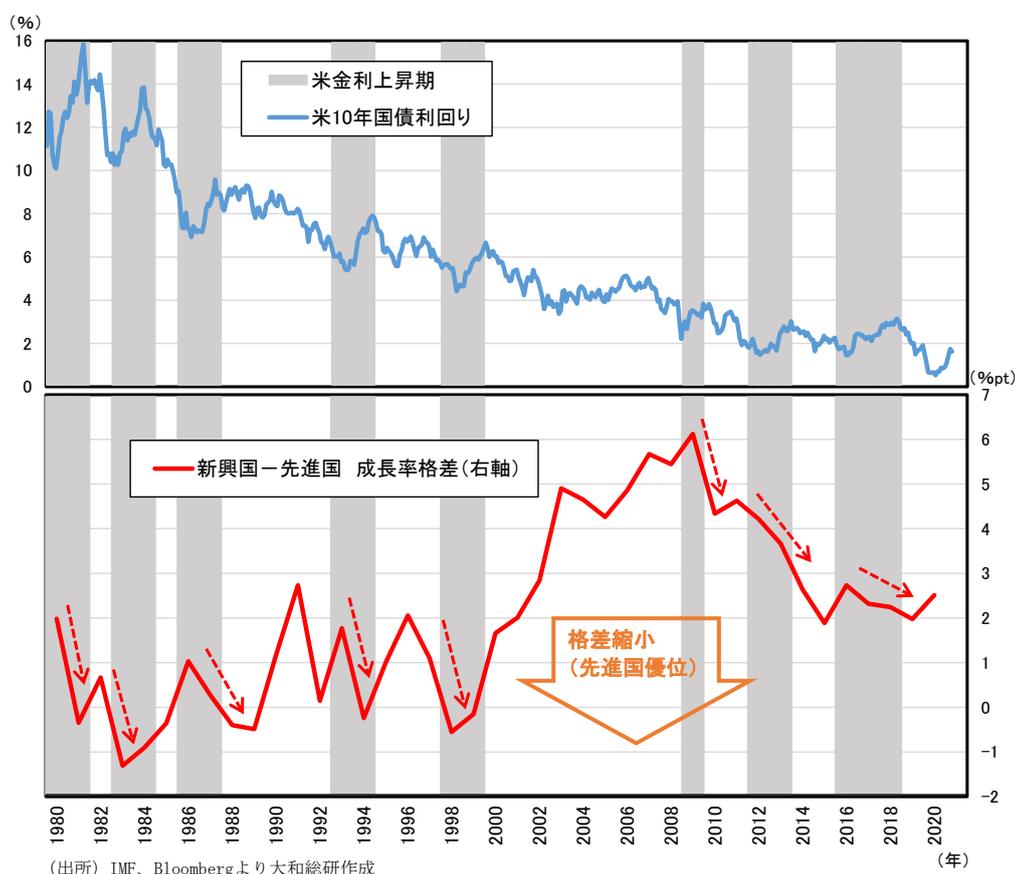
バイデン大統領はさらなる経済対策としてインフラ投資計画（American Jobs Plan）を公表し、その規模は 2.7 兆ドルにも及ぶが、財源としては法人増税や米国の多国籍企業の海外子会社所得へのミニマム課税（GILTI）見直しなどを予定しており、財政赤字の大幅な拡大は見込んでいない。しかしながら、現状の議会構成に鑑みると可能性は極めて低いものの、インフラ投資のための財源を借入で賄った場合には金利上昇のリスクがある点には警戒が必要である。

米国における長期金利上昇が世界経済（新興国経済）にもたらす影響

これまでに述べたように、メインシナリオとしては、足元で見られるインフレの過熱は短期的な現象にとどまり、中長期的にはFRBが目標とする2%にインフレ率が収束するとみている。そして、米債券市場でも長期金利が過度に上昇するリスクは限定的と考えている。

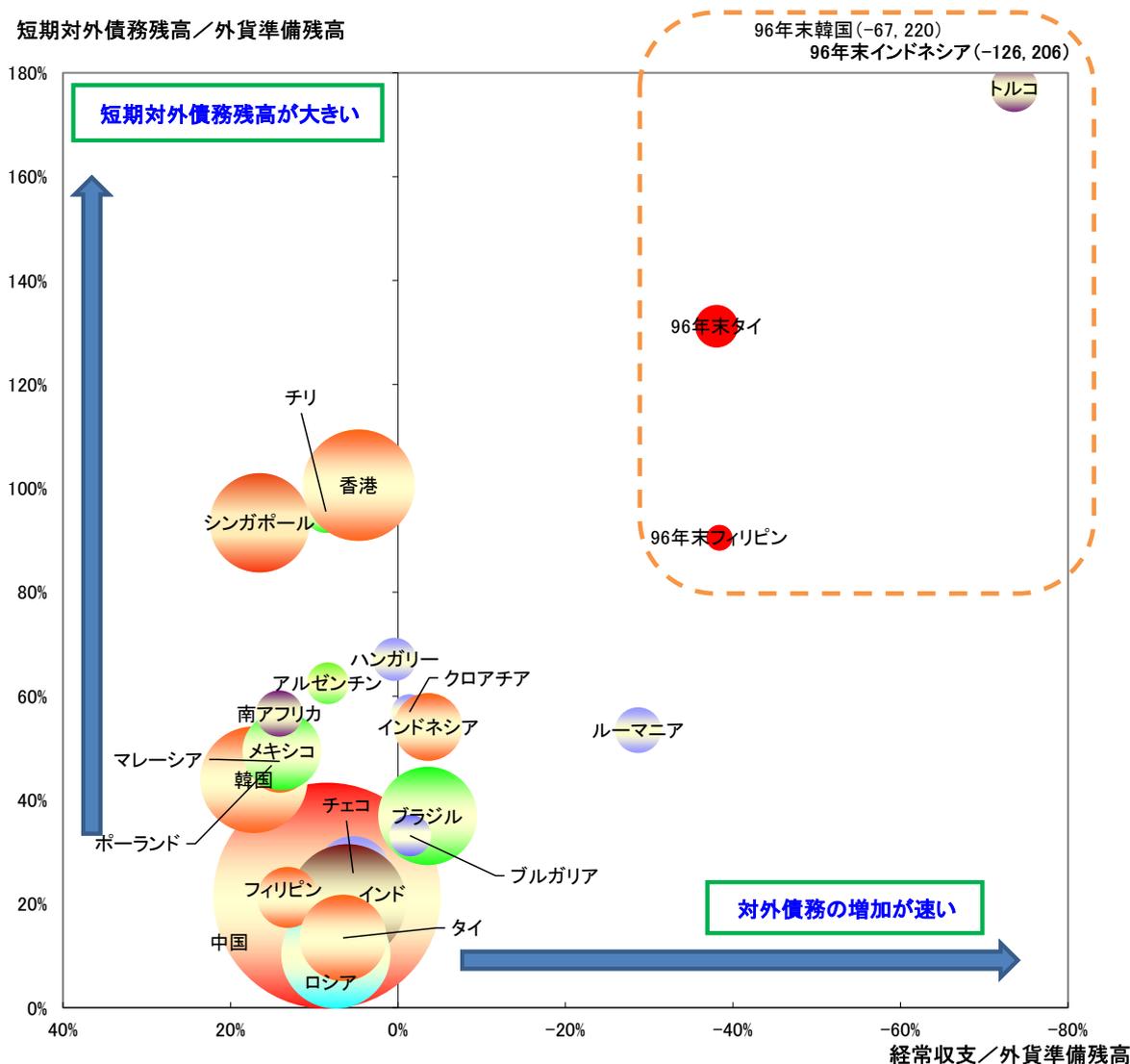
他方、今後仮に米国の長期金利が一段と上昇した場合に、世界経済にどのように影響するかを検討しておくことにも一定の意味があろう。過去の長期金利の上昇期における経済面の特徴としては、新興国と先進国の経済成長率格差が概ね縮小していたことが挙げられる（**図表 12**）。金利の上昇からは米国経済の回復が示唆される一方、高リスク資産のプレミアム拡大を受けた資金移動などを背景に、相対的に新興国経済への負の影響が大きかったと考えられる。結果として経済回復の恩恵は先進国側にやや偏り、新興国経済は出遅れの様相になっていたといえよう。

図表 12：米長期金利と新興国/先進国間の成長率格差



加えてコロナショック後は、巨額の財政支出等で財政状況が悪化した先進国に続いて、新興国でも債務リスクが高まりつつある。国別の対外債務に関する指標を見ると、直近でトルコの状況が目立って悪く、アジア通貨危機時の東南アジア各国と比べても、一段と脆弱な状況にある(図表 13)。世界経済は回復過程に入っているものの、例えばトルコリラの対ドルレートはコロナ前比で約3割減価するなど、一部新興国通貨の戻りは鈍い。今後の経済環境の変化次第では、2020年に再びデフォルトとなったアルゼンチンのような新興国債務リスクの発現には注意が必要となろう。

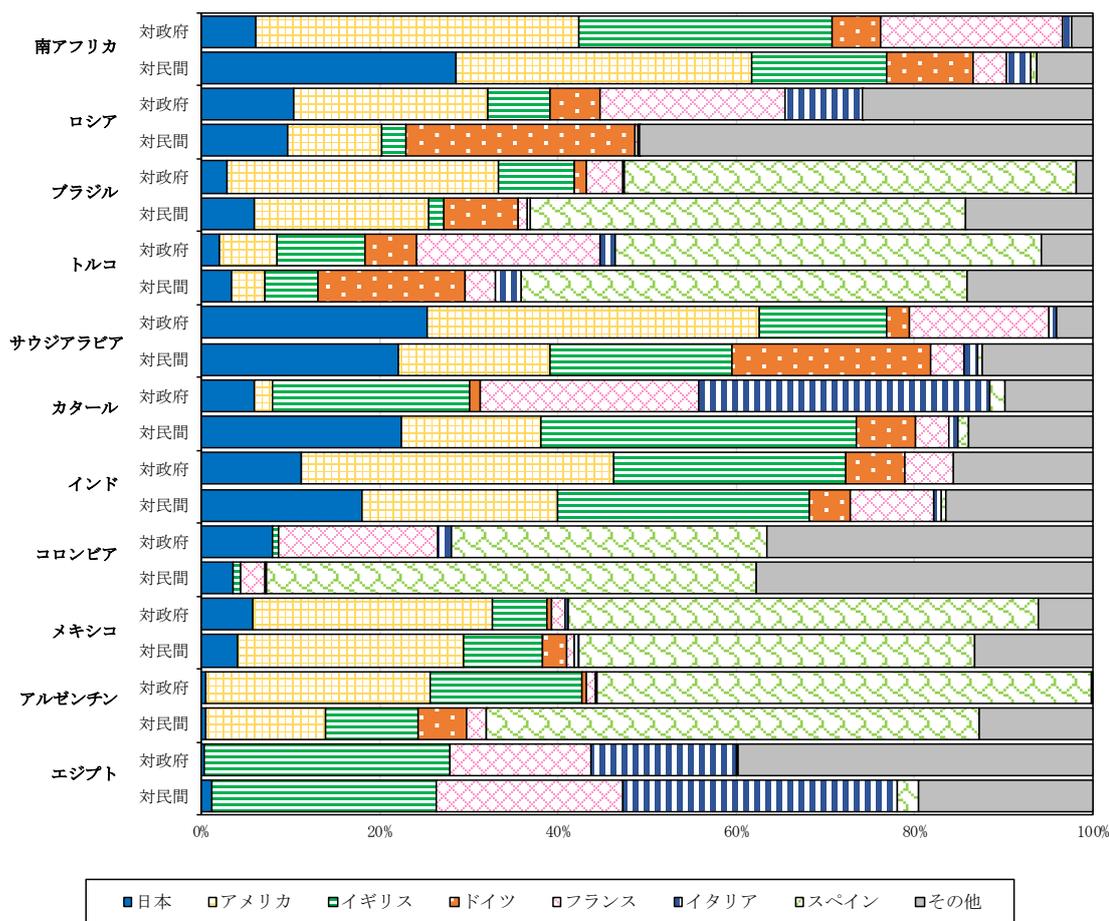
図表 13 : 主な新興国の債務リスク指標



(注) 2020年末時点、円の直径は外貨準備の規模に比例。横軸(経常収支/外貨準備残高)は逆目盛。
(出所) 世界銀行、IMF、各国統計、Haver Analyticsより大和総研作成

仮に新興国が債務危機に陥った場合、新興国向け債権を多く持つ先進国への影響も無視できない。新興国向け債権について国別での保有割合を見ると、前記のトルコはスペインの債権保有比率が最も高い。加えてスペインは、ブラジル・コロンビア・メキシコ・アルゼンチン向けにも多くの債権を抱えている（図表 14）。ほかでは、日・米・英・仏も一部の国向けでは債権保有比率が比較的高い例が見られる。新興国の債務については、G20 等の国際的な枠組みにおいて連鎖的な債務危機発生を阻止する取り組みが引き続き求められよう。

図表 14：国別にみた主な新興国の債権保有割合



(注1) 民間部門は銀行を除く。

(注2) 2020年末時点の値。

(注3) インドの対政府部門ではスペイン・イタリア、ロシアの対民間部門ではイタリア、エジプト・コロンビアの両部門では米国・ドイツ、アルゼンチンの両部門ではイタリアが「その他」に含まれる。

(出所) BIS、Haver Analyticsより大和総研作成