

## 新型肺炎の影響で大幅減速へ

### ～財政政策はもたつきも～

佐古 佳史

#### 要旨

新型肺炎感染者数が米国においても増加するなか、外出禁止令などの発表により経済活動は急減速した。

新型肺炎の影響を確認できる統計は3月の段階では少ないものの、マインド指数や新規失業保険申請者数の悪化が確認できる。

FRBは矢継ぎ早に対策を打ち出している一方で、共和・民主党の対立から財政政策の実施はややもたついている。

#### 財政政策は出遅れ

米国内でも新型肺炎の感染が拡大するなか、それまで過度に楽観的なスタンスをアピールしていたトランプ大統領は13日、国家非常事態を宣言し治療や検査費用に500億ドルを投入すると発表した。

こうしたなか、経済の落ち込みを緩和すべく共和党指導部はGDP比で10%程度となる2兆ドル規模（内、政府支出は1.3兆ドル）の財政政策パッケージを策定し23日の可決を目指していたが、民主党の賛成を得られず、22、23日にわたり2度上院で否決された。民主党は対案として退職者や失業者、レイオフ対象者への給付がより手厚い2.5兆ドル規模の法案を準備しているが、難航している印象は拭えない。

#### 矢継ぎ早に対応策を打ち出すFRB

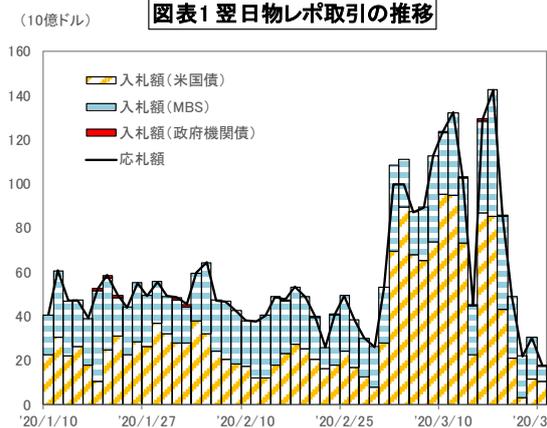
また、FRBも3月に入り緊急のFOMCを2回（3日、15日）実施した。また、FOMC以降も追加的な対策を矢継ぎ早に打ち出し、経済の落ち込みや信用不安を緩和するための措置を講じている。主な対策としては、①4年ぶりに実質ゼロ金利政策を復活させ、②今後数か月間、米国債、住宅担保証券（MBS）を事実上無制限に買い入れ、③レポ取引を拡大し短期金融市場への資金供給を拡充、④コマーシャルペーパー（CP）を買い入れ、企業と地方政府の資金繰りを支援、⑤割引窓口（ディスカウント・ウィンドウ）の金利（公定歩合）を0.25%に引き下げ、米国債、MBS、政府機関債以外の担保も受け入れつつ、米大手行による利用を後押し、⑥ドル需要のひっ迫に対応して、合計14の海外中央銀行とスワップラインを設置、⑦マネーマーケット・ミューチュアル・ファンド流動性

ファシリティー（MMLF）を導入、かつ従来の米国債等に加え短期の地方債、地方自治体の変動金利要求証券（VRDN）などの買い入れを通じて公的機関の資金繰りを支援、⑧タームABS（資産担保証券）ローンファシリティー（TALF）を新設し、学生、自動車、クレジットカードなどの各種ローンを担保としたABSの発行を可能にすることで家計の資金繰りを間接的に援助すること、などが挙げられる。

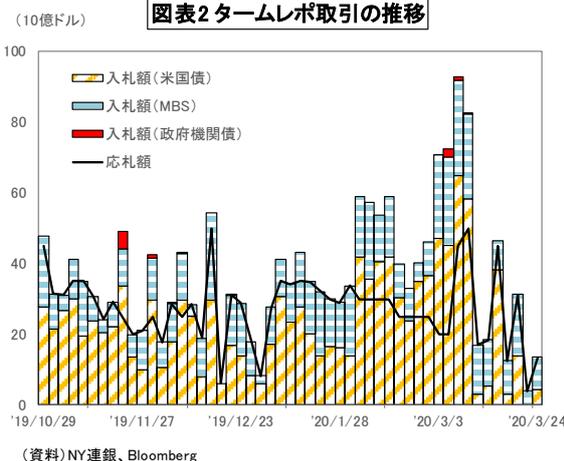
なお、当初の予定だった17～18日のFOMCは中止され、3ヶ月に一度公表される経済見通しは公表されなかった。

実際に、短期金融市場や企業の資金繰り、ドル需要はひっ迫している。レポの入札額（短期資金の需要）が2月下旬から3月半ばにかけて一時的に増加したことや、CP利回りの米国債に対するスプレッドの拡大なども確認される。

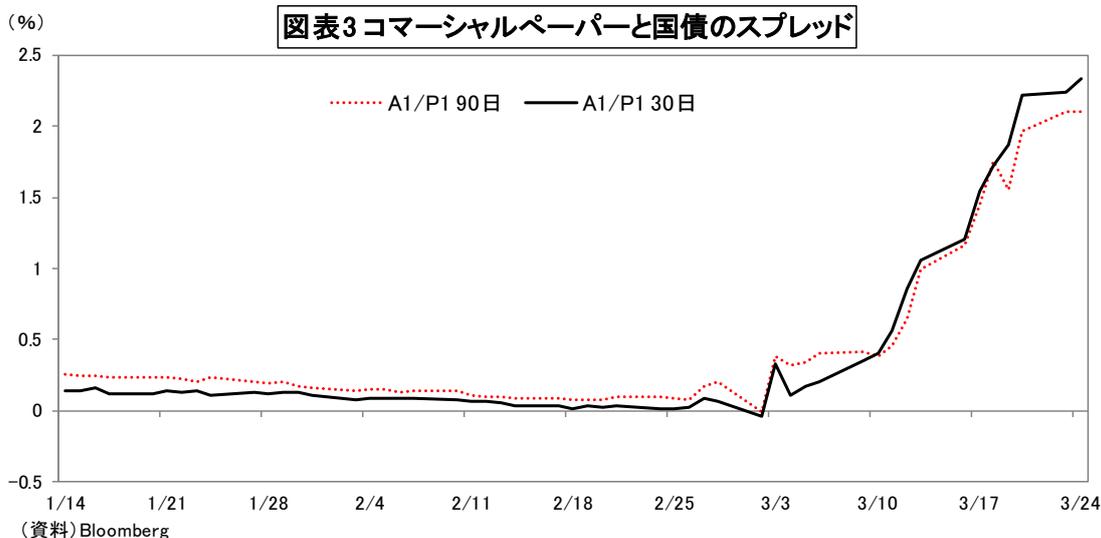
図表1 翌日物レポ取引の推移



図表2 タームレポ取引の推移



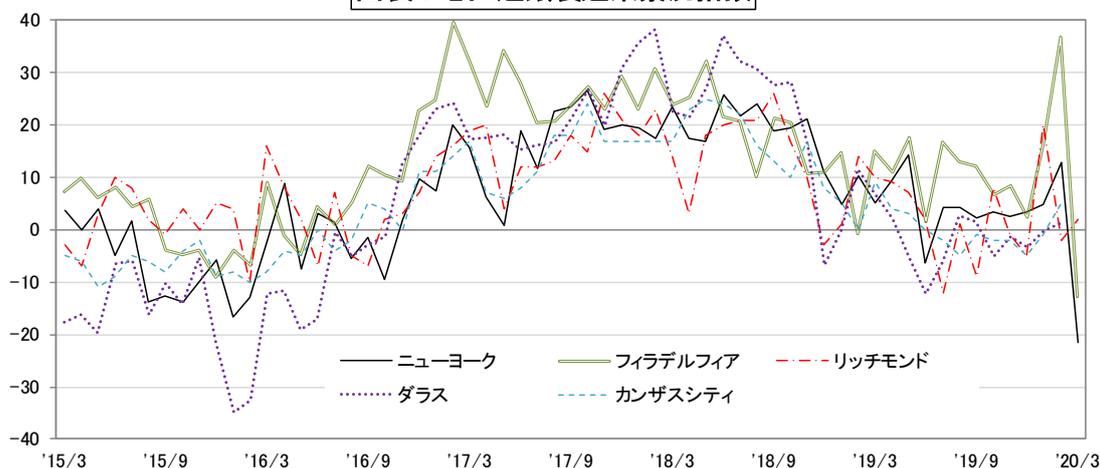
図表3 コマーシャルペーパーと国債のスプレッド



## 悪化が確認できる マインド指数

2月の小売売上高は、前月比▲0.5%と新型肺炎が米国で拡大する以前から消費が減速していたことがうかがえる。新型肺炎の影響がみられる足元の経済指標を確認すると、3月の消費者マインド調査（ミシガン大学）では、新型肺炎と株価下落によるマインドの悪化が報告されている。また、3月の連銀の製造業景況指数はニューヨークとフィラデルフィアで大幅な低下がみられ米総合購買担当者指数（IHS マークイット PMI、速報値）は2月から9.1ポイント急落し40.5と判断の節目となる50を大きく下回った。雇用関連では、19日に公表された新規失業保険申請件数（3月8～14日）は、28.1万人に急増した。

図表4 地区連銀製造業景況指数



(資料)各連銀。Bloombergより農中総研作成

図表5 新規失業保険申請者数の推移



(資料)米労働省、Bloombergより農中総研作成

**景気の先行き：  
新型肺炎の影響  
で 20 年上半期  
は大幅鈍化**

先行きについて考えてみよう。すでにニューヨーク州など5州では事実上の外出禁止令が出され、経済活動が著しく停滞していることなどからも、大幅悪化は避けられない。また、23日現在で新型肺炎による死者が5,000人超となったイタリアよりも、米国では一人当たりの病床数が少なく（2.8床/1000人、イタリアは同3.2床）、感染者の急増に対する脆弱性が指摘されている。

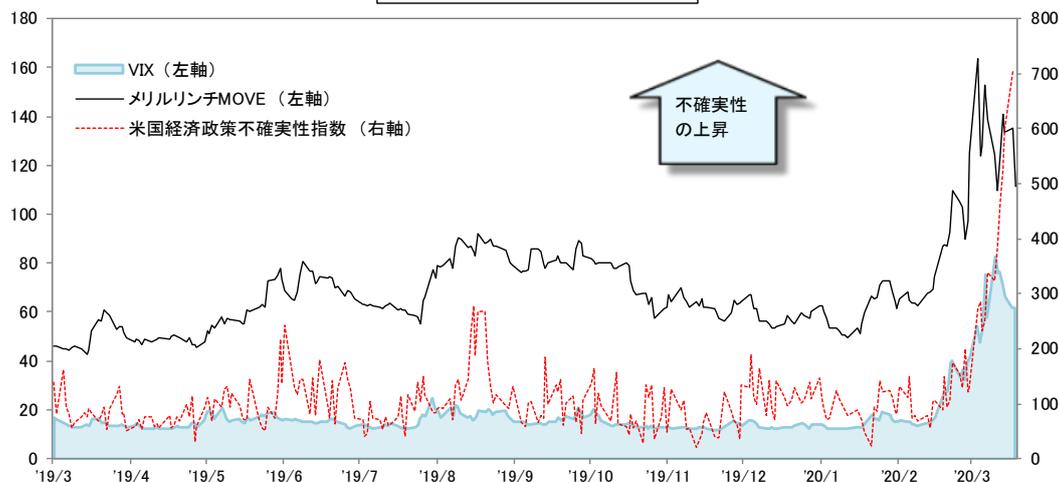
例えば、ブラード・セントルイス連銀総裁の指摘（22日）のように、短期的にGDPが50%程度落ち込むことも考えられるものの、旅行・レジャー産業や航空会社、外食産業など新型肺炎による被害が大きい産業と労働者をいかに保護するかで、GDPの下落率や回復ペースも変わりうるため、目先は財政パッケージの内容に注目したい。

また、新型肺炎によるエネルギー需要減少に加えて、原油生産量をめぐるサウジアラビアとロシアの対立が原油増産と低価格競争に発展したことで足元では原油価格が急落した。米国のシェールオイル業者が大打撃を受ける形となっていることも、先行きの懸念材料として考えられる。

**マーケット：現  
金確保の動き**

最後にマーケットを概観すると、新型肺炎の感染拡大を受け、当初はリスクオフによる株売り債券買いだったが、安全資産とされる米国債や金からも資金流出が確認されはじめ、流動性の枯渇や米ドル需要の急増に懸念が移っている。また、VIX（株式市場の予想価格変動）やMOVE（債券市場の予想価格変動）も極端に高い状態が継続している。

**図表6 不確実性指数の推移**



(資料)シカゴオプション取引所、Bloombergより農中総研作成  
(注)経済政策不確実性指数は1985～2009年の平均を100としている。

**長期金利：振れ幅の大きい展開を予想**

こうしたなか、6日にOPECと非OPEC産油国が協調減産の拡大で合意できなかったことを受け、週明け8日は、原油価格が急落するとともに、米長期金利(10年債利回り)も史上最低となる0.31%まで低下した。以降は、現金確保の動きからリスクオフ局面で国債や金も売られる展開となり利回りは上昇。足元では大型経済対策をめぐる議会の動きや、国債の新規発行予想などから振れ幅の大きい展開となっている。

なお、15日のFOMCにて約4年ぶりにゼロ金利政策が導入されたこともあり、米国債も一部のゾーンでマイナス金利が生じている。

先行きについては、新型肺炎の感染者数や死者数などのニュースに反応しつつ資金のひっ迫度合につれ、一進一退の展開になると予想される。現時点では不確実性が非常に高いため、0.3~1.4%と振れ幅の大きい展開を見込む。



(資料) Bloombergより農中総研作成

**株式市場：財政政策を消化して底入れを模索する展開を予想**

株式市場では、新型肺炎の感染拡大に伴う世界的なリスクオフの動きを受け、ダウ平均は2月12日につけた史上最高値(29,551.42ドル)から1ヶ月で約1万ドル下落し、弱気相場入りした(弱気相場は通常、高値から2割以上の下落が目安とされる)。足元では2万ドルをやや下回っての推移となっているが、財政政策の実施が遅れれば大崩れする懸念は残る。

先行きについては、新型肺炎による世界経済成長鈍化の影響を見極める動きとなるだろう。短期金融市場が正常に機能し続けるかどうかに加えて、連邦政府による企業救済計画や所得税の免除・延期などの財政政策にも左右される。

難航している大規模な財政政策がまとまれば、一旦 18～19,000ドル台で底入れとなる展開を見込むが、景気や業績への影響が現時点では測定不能であり、当面は弱含みと予想される。

図表8 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	3/3 3/15	新型肺炎拡大は新たな難題(challenges) 金融市場の流動性回復をサポート
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	-1	3/5 3/6	新型肺炎は新たなリスク 新型肺炎で投資行動の縮小を懸念
	クラリダ副議長	-1	2/21 2/25	FRBは市場の利下げ予想に、奴隷のように(slavishly)従うわけではない 新型肺炎の影響推測は時期尚早
	ブレイナード理事	-1	2/5 2/21	リブラを念頭に、仮想通貨についてFRBの研究を紹介 フォワードガイダンス期間の年限にある債券利回りに上限を設定してはどうか
	ボウマン理事	?		銀行監督が業務の中心で、政策金利については合意形成重視?
	クオールズ副議長	?		銀行監督が業務の中心で、政策金利については合意形成重視?
	ハーカー総裁 (フィラデルフィア)	1	1/17 2/11	経済成長率は2%のトレンドへ。インフレ率は2%目標間近 金利調整の前に、十分にデータを見極めるべき
	カプラン総裁 (ダラス)	0	2/25 3/5	状況が流動的で、新型肺炎を理由に利下げすべきか難しい 新型肺炎の感染者数を注視している
	カシュカリ総裁 (ミネアポリス)	-2	3/5 3/22	4日の利下げは新型肺炎への保険 手段が尽きた状態には程遠い。地方債市場を直接支えることも検討
	メスター総裁 (クリーブランド)	0~1	3/6 3/17	市場との対話の強化を検討 流動性が欠如し続ければ、さらなる金融緩和へ
FOMCメンバー 投票権なし	エバンス総裁 (シカゴ)	0	3/3 3/6	新型肺炎で2020年は1%前半の経済成長と予想 新型肺炎の影響を注視
	バーキン総裁 (リッチモンド)	0~-1	1/3 3/19	イランとの対立は米経済への脅威となりうる 金融市場が正常に動くよう、さらなる緩和をすべき
	ポスティック総裁 (アトランタ)	0~-1	2/19 3/17	米国経済は良好。B/Sのサイズは、金融政策というよりは、技術的な問題 引き続き適切に対応。すべての政策オプションを検討
	デイリー総裁 (サンフランシスコ)	-1	2/10 3/19	インフレ率が2%をやや上回る方が、やや下回るより遥かに望ましい 一連の対応は奏功し始めている
非FOMCメンバー 投票権なし	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	1	1/14 3/6	金利据え置きが妥当。20年の成長を楽観視。 →ハト派化? FRBのこれまでのB/S拡大が、金融安定性への懸念を強めることに
	ブラード総裁 (セントルイス)	-2	3/22 3/23	第2四半期に失業率30%の可能性も。GDP50%減も。2.5兆ドルの景気対策を 必要不可欠な仕事以外は3ヶ月停止することを検討してはどうか
	ローゼングレン総裁 (ボストン)	2	1/13 3/6	低賃金労働者の賃金上昇率が高く、悪性のインフレを懸念。 幅広い種類の資産買入を検討すべき

(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年は、メスター、ハーカー、カプラン、カシュカリ総裁に代わり、エバンス、バーキン、ポスティック、デイリー総裁に投票権

(20.3.24 現在)