

### V字回復シナリオは後退

#### ～債券、株式市場は小康状態～

佐古 佳史

#### 要旨

都市封鎖(ロックダウン)が多くの州で行われたことから、足元の統計は軒並み悪化した  
が、特に失業者の急増が際立っている。

トランプ政権は早期の経済活動再開を行いたい姿勢だが、より後ずれする可能性も考  
えられはじめており、当初のV字回復シナリオは後退したといえる。

3月半ばにかけて大荒れの展開が続いた債券、株式市場は落ち着きを取り戻した。

#### 米国経済は大幅減速の見通し

新型コロナウイルスが世界的に猛威を振るっており、本稿執筆時点(4月21日)では、米国の感染者が世界最多となっている。感染者の爆発的増加に歯止めをかけるため、人と人との接触を避けるべく都市封鎖(ロックダウン)が多くの州で行われ、約半数の米国民が行動を制限されていると推察される。無論、それによる経済の落ち込みもまた甚大である。

国際通貨基金(IMF)が4月14日に公表した世界経済見通しによると、20年の世界経済成長率は▲3.0%(1月時点から6.3ポイントの下方修正)と予測されている。米国についても同▲5.9%(同7.9ポイントの下方修正)と、19年の同2.3%と比較して大減速となる見通しである。これは、約1.1兆ドルの経済的損失に相当する。

#### 大幅に悪化した3月の経済指標

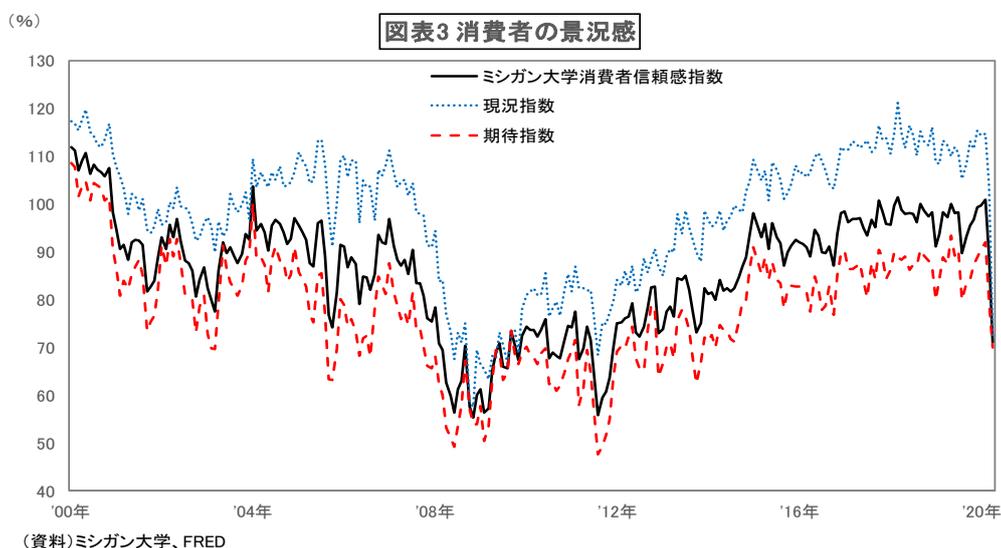
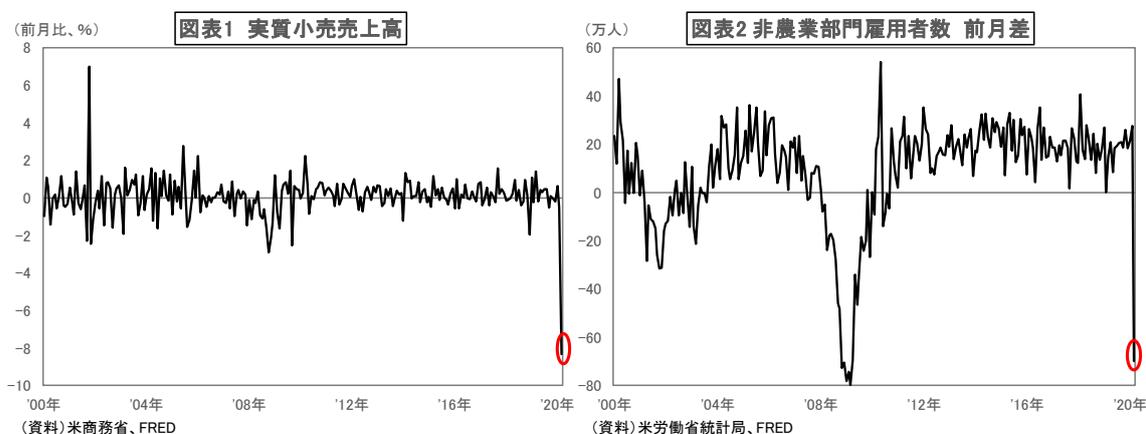
以下では、足元の経済指標を確認してみよう。個人消費については、3月の実質小売売上高は前月比8.3%の減少となった。都市封鎖の影響から消費が大幅に減速したことが読み取れる。

雇用環境を表す代表的な指標である非農業部門雇用者数も3月分は大きく減少し、2月から70.1万人の減少となった。単月で見ても08～09年の世界金融危機時に匹敵する雇用の喪失といえるが、4月は一段と悪化するのではないだろうか。また、新規失業保険申請件数からも、足元4週間の合計が2,000万件に上るなど、失業者の急増が確認できる。

例えば、ニューヨーク州は失業給付費として連邦政府に40億ドル相当の無利子融資を申請しており、給付が州単位の基金で賄いきれないほどに失業が深刻化していることがうかがえる。

一方で、失職者が労働市場から一旦退出して求職者数が減少したことから、3月の失業率は4.4%（2月は3.5%）と、雇用の減少に比べると上昇は緩やかなものにとどまった。

消費者マインドをみると、4月のミシガン大学調査（速報値）では、信頼感指数が71.0（現況指数72.4、期待指数70.0）と3月から18.1ポイント低下し、統計を取り始めて以来最大の低下幅を記録した。期待指数の低下が限定的なことから、新型肺炎の感染者と死者数が速やかにピークアウトし、経済活動が早期に再開できなければ、信頼感がさらに悪化する可能性が高いといえる。



## これまでの政策 対応

トランプ政権と連邦議会は新型肺炎対策として、これまで大きく分けて3つの財政政策パッケージを発表している。

第1弾として、公衆衛生機関と中小企業への貸付支援のために83億ドルの緊急補正予算法が3月6日に成立した。第2弾として、税控除、失業給付、食料補助などを含む総額1,000億ドル規模の

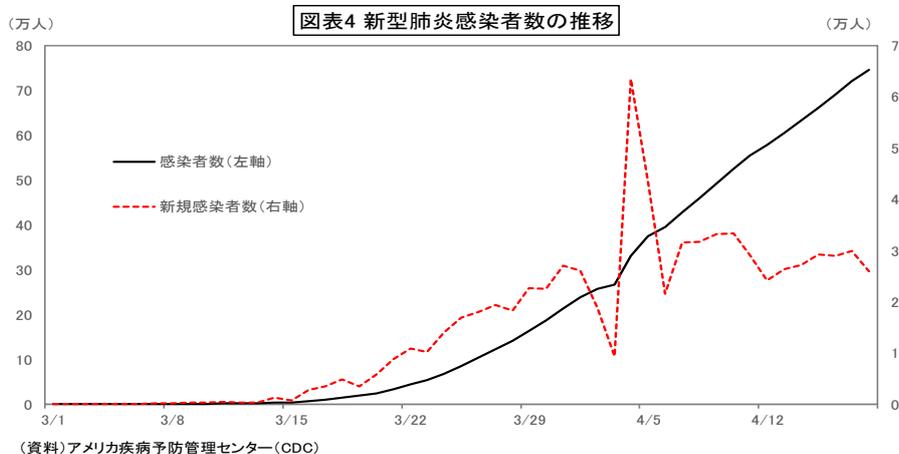
**景気の先行き：V  
字回復の可能性  
は後退**

支援策が18日に決定された。第3弾として、2.1兆ドル規模の景気支援策が27日に成立した。内訳は、貸付などが約8,000億ドル、生活支援などが約9,500億ドルとなっており、航空業界の救済なども含まれている。足元では第4弾として、中小企業の資金繰りと医療体制整備への支援として4,840億ドル相当の財政支出が追加される公算である。

また、FRBは4月9日、極めて異例ともいえる社債の直接買い取りや、財政ファイナンスとの批判を受けかねない州、地方政府への直接的な資金供給などを決定した。一方、短期金融市場のひっ迫度合いが和らいだとして、レポ取引による短期資金供給を14日から縮小している。なお、FRBによる一連の政策については、22日付のニューヨーク連銀レポート（The Fed's Response to COVID-19）にまとめられている。

本稿執筆時点では、米国内で新規感染者数がピークアウトした可能性が指摘され、経済活動の再開に向けた都市封鎖解除の手順が徐々に検討され始めているものの、中国やイタリアの例を見るまでもなく、経済への下押し圧力は継続する見通しである。

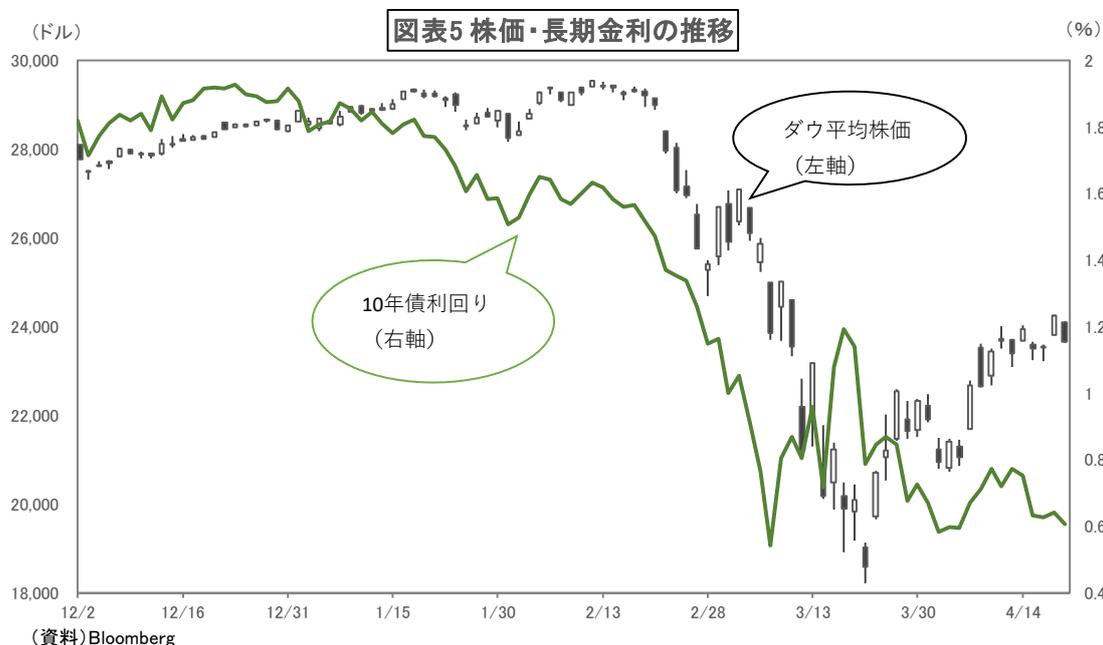
また、当初はいわゆるV字回復が広く想定されていたが、足元では都市封鎖の長期化や失業者の大量発生、企業・家計のバランスシート悪化などの問題がより深刻に受け止められるようになり、回復ペースの鈍さや回復時期の後ずれが意識されつつある。実際、IMFの世界経済見通しのメインシナリオでは新型肺炎の終息時期は20年下期と想定されている。また、ハーバード大の研究チームが外出規制などの措置を22年まで継続すべきと発表するなど、トランプ政権が目論む経済活動の早期再開には、相応のリスクが伴う状況にあるといえる。



**長期金利：現状水準を中心としたレンジ相場を見込む**

3月半ばにかけてリスク資産の暴落から現金確保の動きが強まったことで、長期金利（10年債利回り）は一時1.2%まで上昇したが、その後は各国の中央銀行による協調的な介入もあり利回りは抑制された動きとなった。足元では0.5~0.8%での推移となっている。

当面、都市封鎖が続くとの想定に基づき、先行きについても現状の0.7%を中心とするレンジでの取引を見込む。ただし、経済活動再開が後ずれしたり、段階的に進められる可能性から、財政拡大による国債発行増への懸念は残るものの、金利が上昇する余地はほとんどないと思われる。



**株式市場：戻りペースは緩やかと予想**

ダウ平均は3月前半から半ばにかけて大きく調整したものの、足元ではこれまでに打ち出された財政、金融政策を好感して、再び上昇基調での推移となっている。こうした支援策は必要に応じて今後も継続される一方で、経済活動の早期再開は望み薄となっているなか業績見通しの下方修正は続いており、株価の戻りペースは緩やかなものととどまると予想する。

(20. 4. 22 現在)