

4～6 月期に一旦底入れへ

～5 月のマインド指数は一部で反発がみられた～

佐古 佳史

要旨

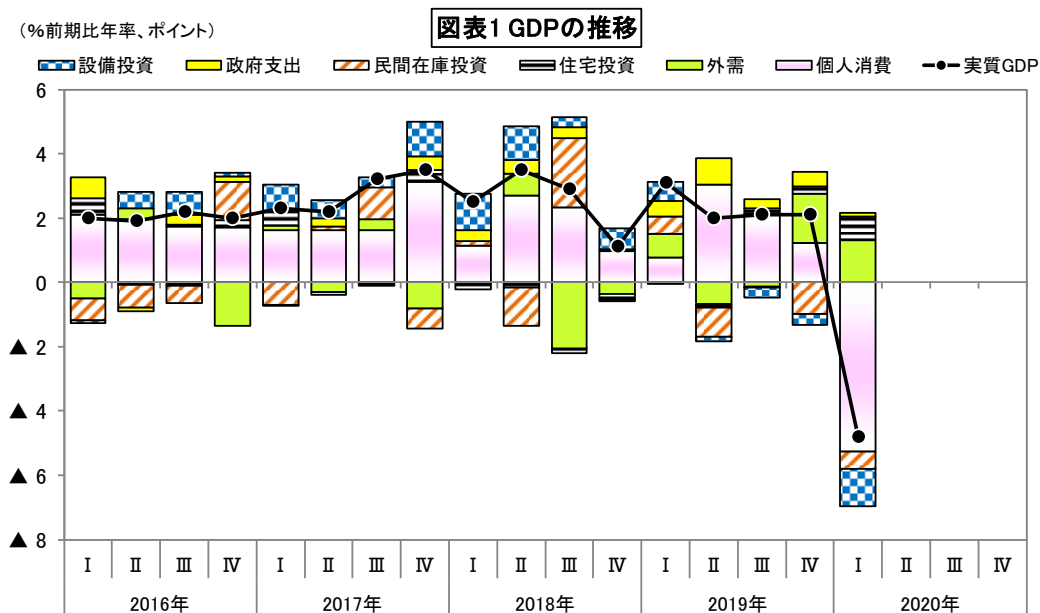
20 年の 1～3 月期 GDP(速報値)は個人消費を中心に大きく落ち込み、前期比年率▲4.8%と大幅に悪化した。

ほぼすべての州で都市封鎖(ロックダウン)は解除されたものの、雇用喪失が厳しい状況は継続している。一方で、5 月のマインド指数では一部に反発もみられ、4～6 月期に一旦底入れする可能性も考えられる。

ほぼすべての州で解除された都市封鎖

新型コロナウイルス感染症の爆発的増加に歯止めをかけるため、3月中旬から都市封鎖(ロックダウン)が多くの州で行われていた米国であったが、本稿執筆時点(5月25日)ではほぼすべての州で経済活動の再開ないし部分的な再開が行われている。なお、各州における経済活動の状況については、ニューヨークタイムズ紙の記事(<https://www.nytimes.com/interactive/2020/us/states-reopen-map-coronavirus.html?smid=tw-share>)が視認性に優れる。

こうしたなか発表された 20 年の 1～3 月期 GDP(速報値)は個人消費を中心に大きく落ち込み、前期比年率▲4.8%と 19 年の 10～12 月期の同 2.1%から減速した。



(資料)米商務省、Bloombergより農中総研作成 (注)各需要項目は寄与度。

景気の現状:5月 には一部で改善 の動きも

以下では、足元の経済指標を確認してみよう。まず、全般的な傾向としては、4月の指標は3月からさらに悪化した一方、5月のマインドデータには、4月から改善するものもみられ、一旦底入れとなった可能性も期待できる。

個人消費については、3月の実質個人消費支出は前月比▲7.5%、4月の小売売上高は同▲16.4%の減少となり、3月、4月と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の4月分は前月から2,050万人の減少となり、3月分も同88.1万人と下方修正された。前回の世界金融危機（GFC）での景気後退期（07年12月～09年7月）における雇用喪失が761.6万人であることと比較しても、今回の雇用喪失が非常に厳しいことが確認できる。

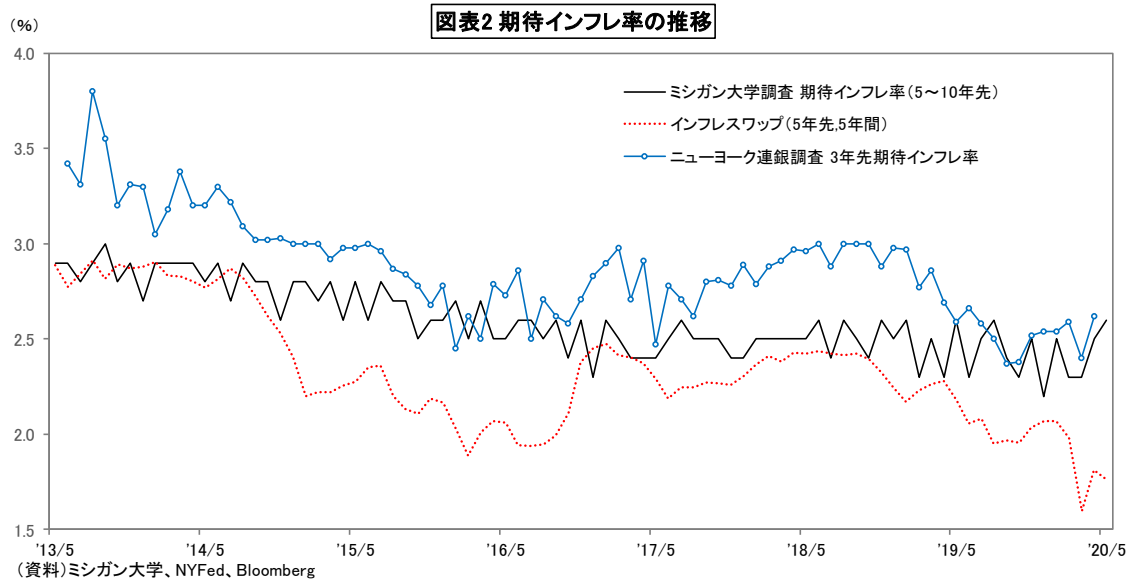
なお、5月16日週の新規失業保険申請件数が243.8万人と新型コロナウイルス以前と比べて、10倍の規模であることから、5月半ばの段階では依然として雇用の減少が継続していると判断できる。

マインド指数に目を転じると、4月のISM指数は製造業（41.5%）、非製造業（41.8%）ともに芳しくなかった。一方で、5月のミシガン大学調査消費者マインド指数（速報値）は4月から1.9ポイント上昇し、信頼感指数が73.7（現況指数83.0、期待指数67.7）となった。とりわけ、物価下落と景気対策による一時金の影響で購買力が上昇したことを背景に、現況指数が4月の74.3から大きく上昇したことで、最悪期を脱した可能性も考えられる。

なお、シカゴ大学ベッカー・フリードマン研究所の4月29日付の調査によると、米国の家計は給付金を受け取った最初の10日間において、給付金1ドルにつき25～35セントを消費していると推計（<https://bfi.uchicago.edu/insight/blog/key-economic-facts-about-covid-19/#stimulus-checks>）され、手元資金がひっ迫する家計を給付金の下支えしていると思われる。

また、住宅建設業者の景況感を示すNAHB住宅市場指数（5月）も反発したことは安心感をもたらす材料であった。

とはいえ、雇用と所得の先行き不安から、ミシガン大学調査の期待指数が悪化していることにはやはり注意すべきであろう。加えて、ミシガン大学の調査では期待インフレ率が急に上昇したことが驚きをもって報告された。これは、新型コロナウイルスから従業員を守るために小売店舗などで上昇したコストが、将来的には物価に反映されると予想されたためと考えられる。



今後の財政金融 政策の見通し

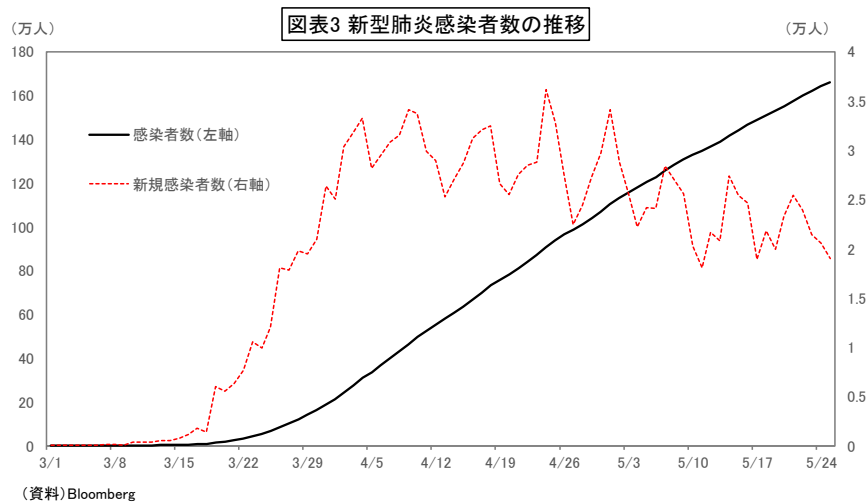
トランプ政権と連邦議会は新型コロナ対策として、これまで約3兆ドル規模の景気刺激策を講じてきた。下院民主党は5月15日、さらに3兆ドル規模の追加景気刺激策を可決したが、共和党は同法案に否定的なため、実現のめどはたっていない。とはいえ、ムニューシン財務長官は21日、追加的な景気刺激策が必要となる見通しを示した。

また、パウエルFRB議長は19日、リモート環境で開催された上院銀行委員会の公聴会において、新型コロナによる危機対応としてこれまで打ち出した2.3兆ドルの支援策のうち、あらゆる手段が5月内に整う予定であることを報告した。具体的には、メインストリート貸し付けプログラム(MSLP)とよばれる、中小企業への融資を債権化したものをFRBが買い取るという、リスクを伴う資産買い入れに関する対策とみられる。

景気の先行き：4 ～6月期に一旦 底入れ

本稿執筆時点では、経済活動の(一部)再開が広く行われている一方で、財政政策をめぐる動向や、新型コロナ感染の第2、第3波への警戒など、引き続き不確実性の高い状況が継続している。

まず、米国の新型コロナ感染者数の推移をみると、新規感染者数は緩やかな減少傾向にあるとみられるが、予断を許さない状況にあると言えるだろう。FRB関係者も経済活動再開に伴う感染者数の増加には警鐘を鳴らしている。



ソーシャルディスタンス政策をめぐる研究

労働市場については、都市封鎖が解除されたとはいえウイルスへの警戒感や恐怖心が残るなか、ボスティック・アトランタ連銀総裁が指摘したように、最終的には健康面の問題が景気の見通しや経済活動のあり方を決定すると思われることから、ワクチンがない状況では、短期的な急回復が起こる可能性は低いとみられる。

とはいえ、都市封鎖が解除されたことから4～6月期に一旦底入れする展開になりそうであり、年後半にかけての回復をメインシナリオとみる向きも多い。

ここでは、大規模な都市封鎖の是非をめぐる最近の議論を簡潔に整理したい。1918～19年のスペイン風邪流行時の米国の地域データを分析したFRBエコノミスト等による3月26日付の論文(注1)では、都市封鎖を徹底した地域では、その後の景気回復ペースが速かったと報告されており、昨今のソーシャルディスタンス政策の利点を確認できる内容となっている。

しかし、地域ごとのそれまでの人口成長を調整すると都市封鎖などが景気回復に与えるポジティブな効果は確認できないという、やや残念な結果がハーバード大学の研究グループ(注2)から5月2日付で報告された。これは、新型コロナに関する各国の対策に一石を投じる研究といえるだろう。なお、黒田日銀総裁は5月14日の講演において、前者のみの研究を紹介したことから、日本における全国的な緊急事態宣言のポジティブな効果を暗に期待していると思われる(注3)。

もちろん、人命と景気は単純に秤にかけるべき問題ではないが、無限の財政政策余地があるわけでもなく、「3密」の回避などに代表されるソーシャルディスタンス政策を実施した日本を含む各国

長期金利：現状 の水準を中心と したレンジ相場 を見込む

と、比較的緩い措置しか実施していない（が故に否定的に報じられることも多い）スウェーデンやブラジルなどの国々で、今後の景気回復ペースが変わりうるのかどうかは注目に値する。また、こうした議論を敷衍すれば、新型コロナの第2、第3波に対する今後の政策にも影響がある可能性も考えられる。

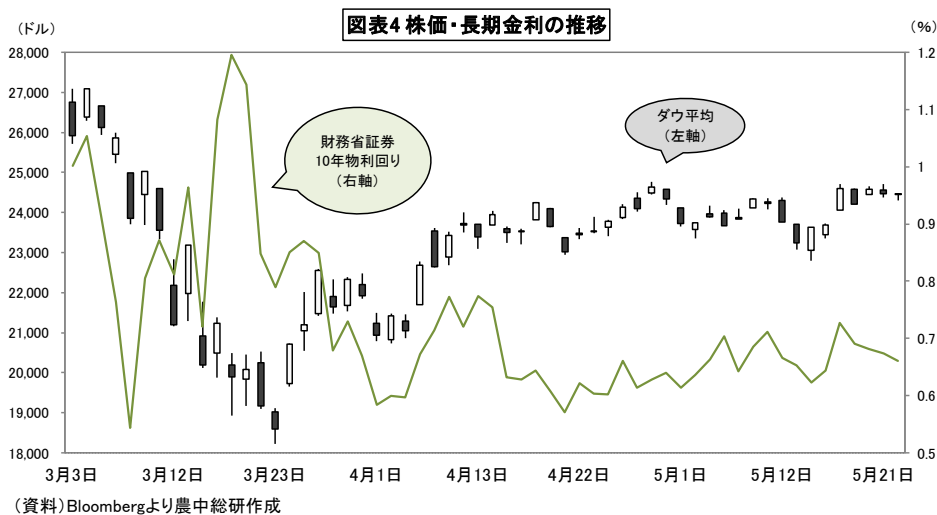
（注1）“Pandemics Depress the Economy, Public Health Interventions Do Not: Evidence from the 1918 Flu”

（注2）“Public Health Interventions and Economic Growth: Revisiting The Spanish Flu Evidence”

（注3）「新型コロナウイルス感染症：金融経済情勢と日本銀行の対応」

最後に、これまでの市場の動きを確認してみると、債券市場では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対応もあり利回りは抑制された動きとなった。足元では概ね0.6～0.7%台前半と狭いレンジでの推移となっている。

当面、完全な形で経済活動再開は難しいとの想定に基づき、先行きについても現状と同様0.7%を中心とするレンジでの取引を見込む。財政拡大による国債発行増への懸念は残るものの、新型肺炎への対応と香港国家安全法をめぐる米中間の対立もあり、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、緩やかながらも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、経済活動の速いペース

での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予想する。

なお、15日に公表されたFRBの金融安定報告（Financial Stability Report）における資産バリュエーションの章では、パンデミックが悪化すれば、資産価格は大幅な調整を余儀なくされる状態にあると述べられており、引き続き新型コロナの動向には注意を要する。

図表5 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	5/19 5/21	今月末までに全ての救済措置を整える予定 新型コロナウイルスの影響は経済的弱者で大きい
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	-1	4/17 5/21	年内の完全な回復は無理。消費者の行動様式の変化も警戒 さらなる財政出動の余地がある
	クラリダ副議長	-1	5/5 5/21	年後半には景気回復へ 新型コロナウイルスと経済下振れ次第でさらなる財政金融政策が必要
	ブレイナード理事	-1	5/5 5/21	地域再投資法(CRA)は低所得者を支えるために有効 新型コロナウイルスの影響は経済的弱者で大きい
	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	?	5/11 5/12	米国をパンデミックから守るためにさらなる措置が必要 資本比率を引き上げさせることで配当を抑制できる
	ハーカー総裁 (フィラデルフィア)	1	5/8 5/12	大学と非営利医療機関への緊急融資継続を検討中 第2波を警戒
	カプラン総裁 (ダラス)	0	5/12 5/20	さらなる財政政策が必要。失業率20%も 密閉井(shut-in well)は今がピーク。年末にかけて回復へ
	カシュカリ総裁 (ミネアポリス)	-2	5/10 5/12	労働市場はさらに悪化する見通し。財政のサポートが必要 ウイルスに対処できるようになるまでは経済立て直しは不可能
FOMCメンバー 投票権なし	メスター総裁 (クリーブランド)	0~1	5/8 5/12	20年後半に経済活動再開の可能性も、慎重にする必要 不確実性が高く、悲観的なシナリオも十分ありうる
	エバンス総裁 (シカゴ)	0	5/5 5/11	「stay at home」を解除すべきではない 失業率は年末に9%へ
	バーキン総裁 (リッチモンド)	0~-1	5/4	新型コロナウイルスは、労働生産性を改善する機会でもある
	ボスティック総裁 (アトランタ)	0~1	5/7 5/20	不況シナリオは後退。低所得者が心配 不確実性が高い。ヘルスケアの展開が経済回復に直結
FOMCメンバー 投票権なし	デイリー総裁 (サンフランシスコ)	-1	5/7	消費者信頼感の回復には時間を要する
	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	1		
	ブラード総裁 (セントルイス)	-2	5/12 5/20	90-120日都市封鎖を続けると、倒産と不況が発生しうる 第4四半期までにはほぼ通常の状態へ
FOMCメンバー 投票権なし	ローゼングレン総裁 (ボストン)	2	5/19 5/24	雇用維持のために、中銀はリスクのある貸し出しをすべき 2週間以内に、MSLPを通じて企業融資が開始予定

(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。

(20.5.26 現在)