

消費と雇用に持ち直しの動き

～FRB は資産買い入れペースの維持を決定～

佐古 佳史

要旨

5月分の統計は消費と雇用で改善がみられ、米国経済が4月に底入れしたことがうかがえる内容となった。経済活動の再開に伴う新型コロナウイルスの感染第2波も警戒される一方で、財政金融政策による景気下支えが継続するとみられる。

景気の現状：回復傾向が見られた5月

新型コロナウイルスの感染再拡大が警戒されるなか、白人警官による黒人殺害事件に端を発する運動である「Black Lives Matter」やボルトン前米大統領補佐官によるトランプ大統領の暴露本の発売、大統領の健康不安説、香港情勢をめぐる米中対立など、非常に目まぐるしい動きとなった米国ではあるが、景気自体は4月に底入れ、5月は回復に向かったとみてよいだろう。

まず、足元の経済指標を確認してみよう。個人消費については、4月の実質個人消費支出は前月比▲13.2%、5月の小売売上高は同17.7%の増加となり、5月に消費が回復したことが読み取れる。ただし、小売売上高の前年比は▲6.1%と、経済活動の水準は依然低いことに変わりはない。なお、新型コロナウイルス関連の財政政策の一つである CARES 法により、一人当たり 1,200 ドルの現金給付が行われた影響から、4月の実質可処分所得は前月比 13.4%、貯蓄率は 33%へと急激に上昇した。

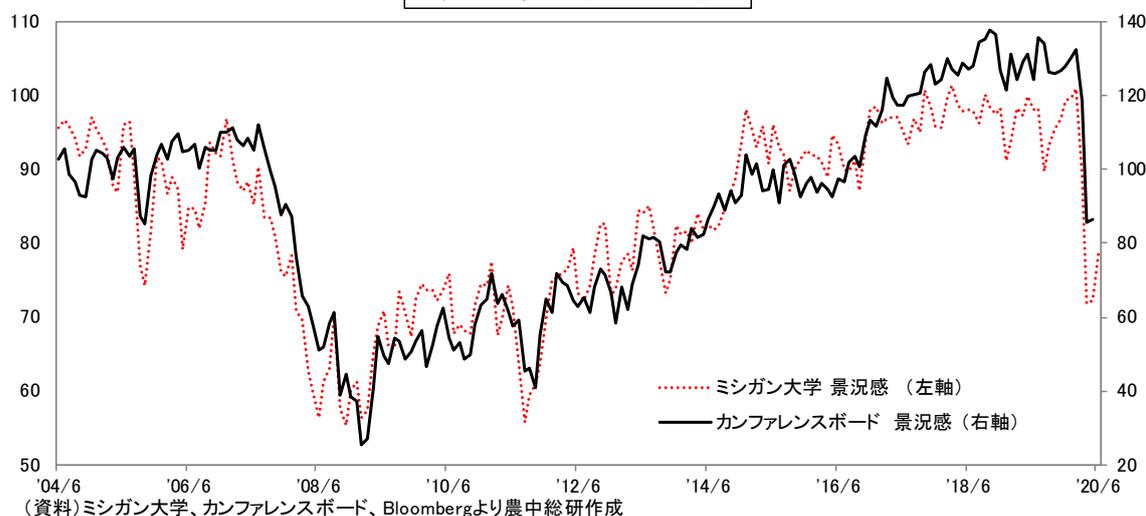
雇用環境を表す代表的な指標である非農業部門雇用者数の5月分は4月から250万人の増加に転じ、失業率は同1.4ポイント低下の13.3%、労働参加率は同0.6ポイント上昇の60.8%と、労働市場が4月に底入れしたことを印象付ける内容となった。ただし、失業率と労働参加率の算出に用いられる家計調査の回収率が通常時より15ポイント低いことから、統計の信頼性が低いことには注意したい。なお、6月13日週の新規失業保険申請件数が150.8万人と新型コロナ以前と比べて10倍弱の規模であることから、6月半ばの段階では依然として雇用の減少が一部では継続していると判断できる。

マインド指数に目を転じると、5月のISM指数は製造業(43.1%)、非製造業(45.4%)と、それぞれ4月から1.6、3.6

ポイントの上昇となったが、景気拡大/縮小の基準となる 50%を下回っており、企業活動の停滞は続いていると捉えるべきだろう。

一方で、6月のミシガン大学調査消費者マインド指数（速報値）は5月から6.3ポイント上昇し、信頼感指数が78.9（現況指数87.8、期待指数73.1）となった。とりわけ、経済活動再開による金融面と景気見通しが指数上昇の背景として挙げられている。しかし、回答者の内の3分の2が21年にかけて経済的な困難に直面すると予想しており、新型コロナウイルス感染再拡大や長期にわたる高い失業率が経済回復を妨げる恐れなどへの警戒も強い。

図表1 消費者景況感の推移



**財政金融政策で
長期的な下支え
へ**

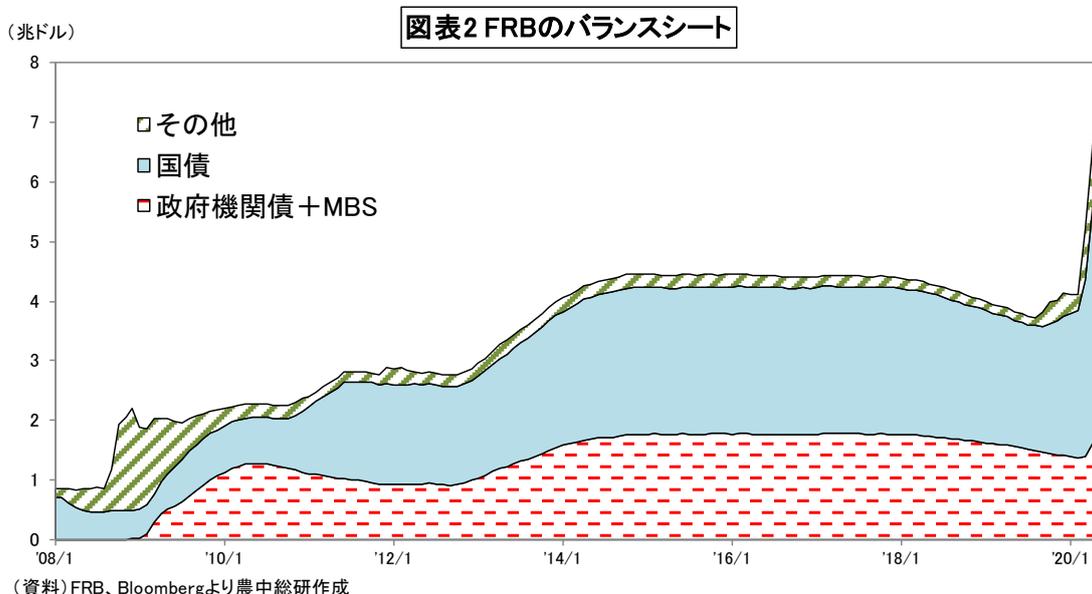
新型コロナウイルスへの対応としてトランプ政権は、中間層減税に加えて、約1兆ドルのインフラ投資を準備していると報道（6月15日）された。米民主党も財政政策の拡大について積極的なこともあり、新たな財政政策が行われる可能性は高いだろう。

こうしたなか、FRBは15日、最大6,000億ドル相当のメインストリート貸し付けプログラム(MSLP)の一部である社債購入プログラム(Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF)、2,500億ドル)を開始した。また、パウエル議長は16、17日の議会証言において、米国経済の回復は時間がかかる可能性や財政政策が今後も必要となる点を指摘したように、景気回復の過程では長期的な財政・金融政策による下支えが必要になりそうだ。

**6月FOMCとFRB
の長期見通し**

新型コロナウイルスの経済への影響が顕在化し始めた3月以降、FRBによる資産買入れ額は2.98兆ドルとなった。世界金融危機への対応として買入れた資産額(2.5兆ドル、08年11月～14年10月)を4ヶ月足らずで上回り、金融政策による迅速な下支えと

その規模の大きさを印象付けた。また、9、10日に開かれた6月のFOMCでは現在の資産買い入れペース（一月当たり、米国債800億ドル、MBS400億ドル）を向こう数か月にわたって継続することが決定された。



6月FOMC後には、前々回3月のFOMC後には見送られた経済見通しが公表され、22年までゼロ金利政策が適切と現時点では考えられていることが明らかとなった。GDP成長率の予想を中央値で見ると、20年は▲6.5%、21年は5.0%、22年は3.5%との予測となった。また、インフレ率の見通しは下方修正され、2%目標への到達は後ずれする見通しとなった。

図表3 FRB大勢見通し(6月時点)

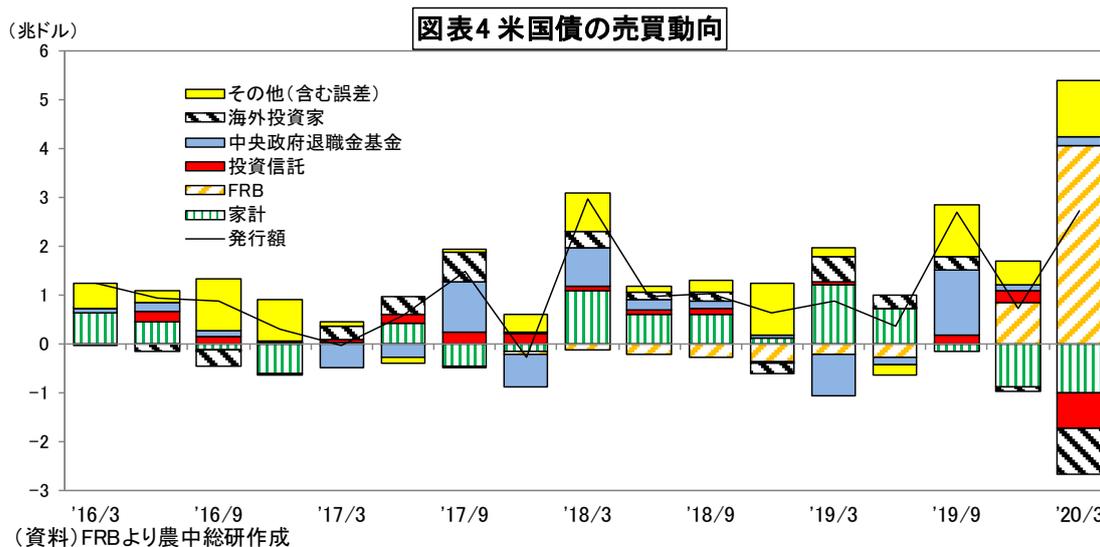
		2020年	2021年	2022年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	-7.8~-5.5	4.5~6.0	3.0~4.5	1.7~2.0
	12月時点 (%前年比)	2.0~2.2	1.8~2.0	1.8~2.0	1.8~2.0
失業率	(%)	9.0~10.0	5.9~7.5	4.8~6.1	4.0~4.3
	12月時点 (%)	3.5~3.7	3.5~3.9	3.5~4.0	3.9~4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	0.6~1.0	1.4~1.7	1.6~1.8	2.0
	12月時点 (%前年比)	1.8~1.9	2.0~2.1	2.0~2.2	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	0.9~1.1	1.4~1.7	1.6~1.8	
	12月時点 (%前年比)	1.9~2.0	2.0~2.1	2.0~2.2	
政策金利(中央値)	(%)	0.125	0.125	0.125	2.50
	12月時点 (%)	1.625	1.875	2.125	2.50

(資料)FRBより作成

(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

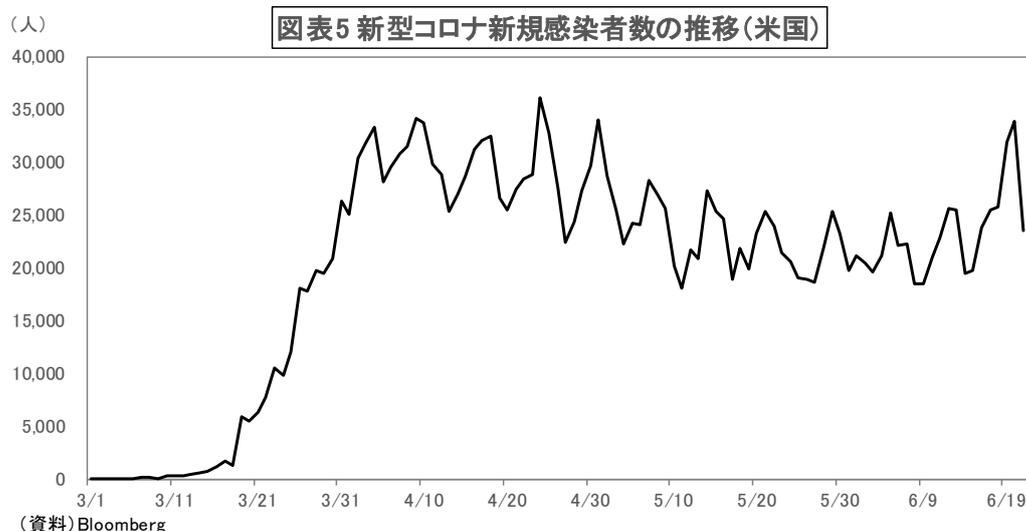
1～3 月期は FRB が米国債を買い支え

11日に公表された米国の金融勘定（旧資金循環統計）によると、新発の米国債は年率14.3%増となる2.7兆ドル（借り換え債を含む）となった。引き受け側については、家計や海外投資家が売りに回った一方で、FRBが4兆ドル超（再投資を含む）の買い入れとなり、米国債市場を下支えしていたことが改めてうかがえる内容となった。



景気の先行き：4～6 月期に一旦底入れし、以降は緩やかな回復へ

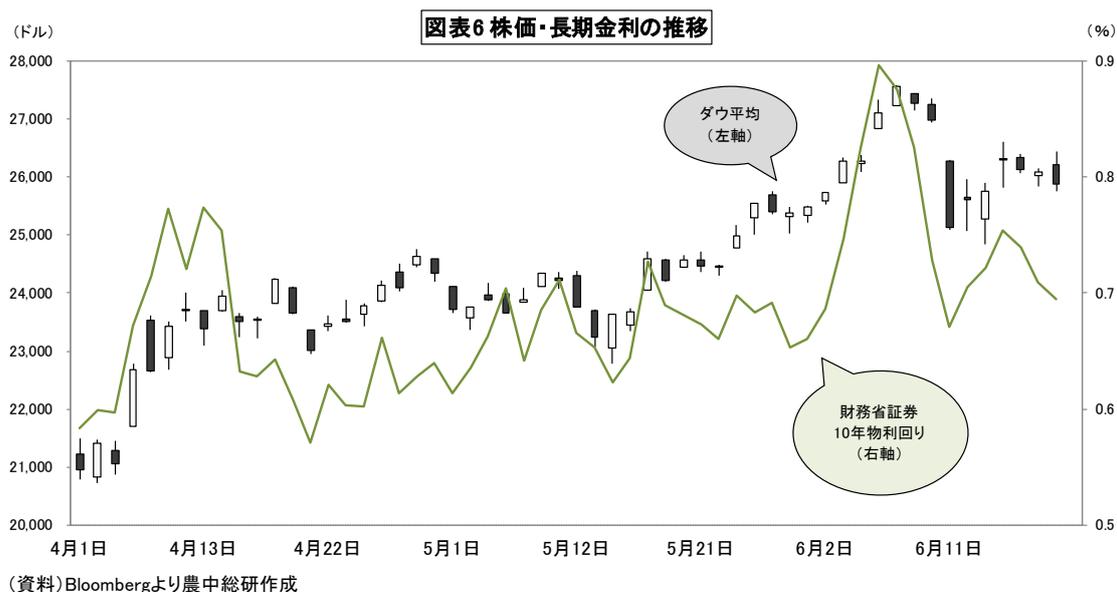
新型コロナ感染の第2、第3波への警戒など、引き続き不確実性の高い状況が継続している。米国の新型コロナ感染者数の推移をみると、経済活動再開に伴う感染者数の増加が早くも確認でき、フロリダやアーカンソーなど第2波が懸念される州も散見される。とはいえ、都市封鎖が解除されたことから最悪期は過ぎたと判断でき、年後半にかけての回復をメインシナリオとみる向きが多い。



長期金利：現状の水準を中心としたレンジ相場を見込む

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。4月以降は概ね0.6～0.7%台前半と狭いレンジでの推移となった。経済活動の再開が期待された6月前半に一時0.9%に迫る場面も見られたが、足元では再び0.7%を挟んだ取引となっている。

当面、新型コロナ前のような形に経済活動が戻ること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。財政政策への期待で一時的に金利が上振れる場面はあると思われるが、景気を下支えする必要性から金利上昇を容認しないFRBのスタンスも見られることから、金利上昇余地はほとんどないだろう。



株式市場：戻りペースは緩やかと予想

ダウ平均は4月以降、財政金融政策を好感して緩やかな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、経済活動の完全な形での再開は望み薄となるなか業績見通しは下げ止まりつつあるもののバリュエーションの高止まりは否めず、株価の戻りペースは緩やかなものと予想する。

図表7 連銀関係者の発言など

区分	人物	鷹/鳩	日付	発言、投票
F O M C メ ン バ ー 投票権あり	パウエル議長	-1	6/17 6/19	財政によるサポートを早急に停止すべきではない 新型コロナウイルスで不平等の拡大
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	-1	5/27 5/28	イーールドカーブコントロールを検討 マイナス金利政策は妥当な手段ではない
	クラリダ副議長	-1	6/16 6/19	期待インフレ率の安定性が損なわれるおそれ さらなる金融政策が可能
	ブレイナーダ理事	-1		
	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	?	6/19	米銀は配当をストレステストへ備えるべき
	ハーカー総裁 (フィラデルフィア)	1	6/17	21年は回復の年となるだろうが、コロナ前の水準は達成不可能
	カプラン総裁 (ダラス)	0	6/14 6/15	経済成長しても、失業率は高止まり イーールドカーブコントロールを検討してもよいが、市場への影響を懸念
	カシュカリ総裁 (ミネアポリス)	-2	6/19	第2波がメインシナリオ。兆候が見られる
	メスター総裁 (クリーブランド)	0~1	6/17 6/18	第2波の程度により、景気回復は弱いものへ 長期間、緩和的な金融政策が必要
F O M C メ ン バ ー 投票権なし	エバンス総裁 (シカゴ)	0		
	パーキン総裁 (リッチモンド)	0~-1	6/12	景気動向は新型コロナウイルス次第
	ポスティック総裁 (アトランタ)	0~1	6/12 6/19	人種差別に反対意見を表明 黒人初の連銀総裁の自身も生活では気を付ける必要がある
	デイリー総裁 (サンフランシスコ)	-1	6/15 6/15	イーールドカーブコントロールには消極的 現在のところ、全員が成功する機会がない
非 F O M C メ ン バ ー 投票権なし	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	1	6/15	新型コロナウイルスに対処できるまでは、現在のような状況が続く
	ブラード総裁 (セントルイス)	-2	6/18	4月が最悪期、経済回復は紆余曲折も
	ローゼングレイン総裁 (ボストン)	2	6/19	第2波の影響で、年後半の景気回復は弱いものへ

(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、パーキン、ポスティック、デイリー総裁に投票権

(20.6.22 現在)