米国経済金融

感染拡大を伴いつつも緩やかな回復へ

～追加支援策をめぐる共和・民主党間の溝は懸念材料～

佐古　佳史

要旨

6 月の指標からは、企業部門での回復傾向が確認できるが、新型コロナウイルスの新規感染者数が再び増加し始めたことから先行きはやや不透明である。

大幅な需要不足を景気支援策で支える構図が続き、景気回復は財政政策次第といえる。結果として、財政赤字は大幅に拡大する見込みである。

激化の一途である米中関係

大統領選を 100 日後に控えるなか、米中対立が激化の一途をたどっている。具体的には、①5G 通信網からの中国企業 5 社の排除や、それらと取引する企業と米国政府との取引停止、②領事館閉鎖、③中国の「デジタル独裁主義」への批判、④南シナ海における中国利権の主張は完全に違法との国務長官発言、⑤南シナ海での「航行の自由作戦」の高頻度での実施、⑥台湾への武器輸出、⑦ウイグル族などへの人権侵害の疑惑がある中国企業11 社への米国製品の輸出禁止、⑧香港自治法へのトランプ大統領の署名、⑨中国人ハッカー2 人の起訴、⑩中国製の短編動画アプリ TikTok 禁止の検討など、枚挙に暇がない。

このような大国間の対立と足元の景気悪化は、第二次大戦前の世界情勢を彷彿とさせると評する向きもあるようだが、現状では、第 1 段階の合意に含まれる中国による米農産物の輸入は順守されており、全面的に対立しているというわけではない。

景気の現状:6 月の指標は良いが、感染再拡大で視界不良

足元の経済指標を確認してみると、個人消費については、5 月の実質個人消費支出は前月比 8.1%と 4 月から回復、6 月の小売売上高は消費者物価指数で実質化するとコロナ前の 2 月の水準まで回復しており、雇用が大きく喪失するなかでも、支援策による下支えが奏功していると考えられる。

6 月の雇用統計（2 日）では、非農業部門雇用者数は 5 月から 480 万人増加（うち、休暇取得中か療養中の労働者は同 210 万人増）、失業率は同 2.2 ポイント低下の 11.1%となった。白人、黒人、ヒスパニック、アジア人の失業率は、それぞれ 10.1%、15.4%、14.5%、13.8%。一時的なレイオフによる失業者は 5 月から 478 万人減少し 1,057 万人となったが、恒久的な失業者の増加は継続し

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

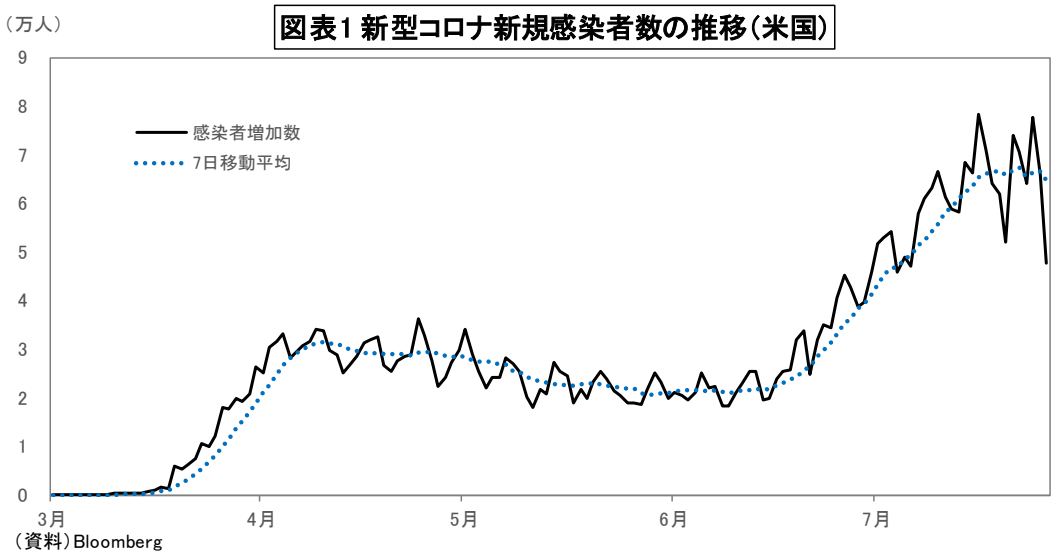
ており、同 58.8 万人増の 288 万人となった。

全体的には改善傾向と読み取れる内容となった雇用統計ではあるが、職場復帰した労働者は 270 万人程度（480 万人-210 万人）と見積もることもできるため、見かけほどは堅調な内容ではない可能性も考えられる。

また、7 月 18 日週の新規失業保険申請件数が 141.6 万人と新型コロナ以前と比べて 7 倍弱の規模であることや、7 月初めと比べてやや増加していることもあり、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、6 月の ISM 指数は製造業（52.6%）、非製造業（57.1%）と、それぞれ 5 月から、9.5、11.7 ポイントと大幅に上昇し、景況感の節目となる 50%を上回った。供給遅延指数がそれぞれ、同 11.1、9.5 ポイントの低下となったことで、サプライチェーンが正常化しつつあることもうかがえる。ただし、7 月にかけて新型コロナウイルスの新規感染者数が再び増加し始めたことから、良好な企業マインドが継続するかについては疑問が残る。

図表1 新型コロナ新規感染者数の推移（米国）

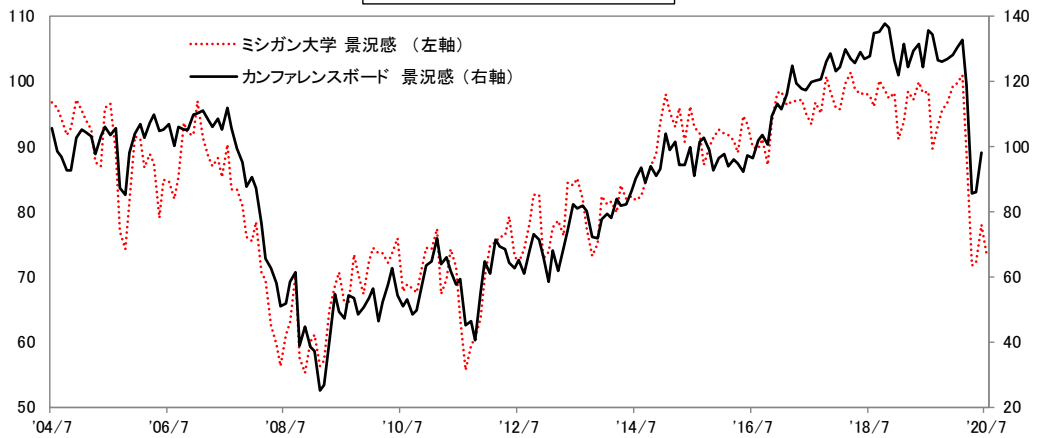


（資料）Bloomberg

こうしたなか、7 月のミシガン大学調査消費者信頼感指数は（速報値）は 6 月から 4.9 ポイント低下の 73.2 となった。現況指数は 84.2、期待指数は 66.2 と、それぞれ 2.9、6.1 ポイントの低下となった。調査結果を受け、ミシガン大学のエコノミストは経済的に被害を被った家計への資金援助の必要性を指摘さする一方で、資金援助だけではコロナショック前の水準へと急速に経済を回復させることはできないとコメントしている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表2 消費者景況感の推移



（資料）ミシガン大学、カンファレンスボード、Bloombergより農中総研作成

追加支援策をめぐる対立

失業給付の上積み措置などを含む現行の救済策が期限を迎え始める 7 月末を控えて、米共和、民主両党は追加支援策の作成を進めている。しかし、共和党案は失業前賃金の 7 割保証など、総額 1 兆ドル規模を想定しているのに対し、民主党は失業給付上積み措置の延長を含む、総額 3.5 兆ドル規模の対策を想定している。両党の溝は深いといえるだろう。

景気の先行き：財政政策に依存した緩やかな回復を想定

さて、景気の先行きを考えてみると、足元での新規感染者数の増加傾向はあるが、広範囲な都市封鎖が実施される見通しはないことから最悪期は過ぎたと判断できる。このため、年後半にかけての回復がメインシナリオと考えられる。もっとも、ウイルスへの対策から雇用の戻りが阻害される産業もあり、景気回復のペースは緩慢にならざるを得ないだろう。大幅な需要不足を景気支援策で支える構図が続き、景気回復は財政政策次第といえる。

財政赤字見通し

これまで、新型コロナウイルス対策として総額 3 兆ドル、GDP 比 14%相当の財政政策を実施している米国だが、結果として巨額の財政赤字も生じている。

米議会予算局（CBO）や米財務省による財政赤字見通しでは、20 年度（19 年 10 月～20 年 9 月）の財政赤字は約 3.7 兆ドル（GDP 比 17.9%）、21 年度は約 2.1 兆ドル（同 9.8%）と見積もられている。08～09 年の世界金融危機後の景気回復局面における米国の財政赤字が GDP 比 5%前後だったことと比較しても、20、21 年度は急速に財政が悪化することは否めない。

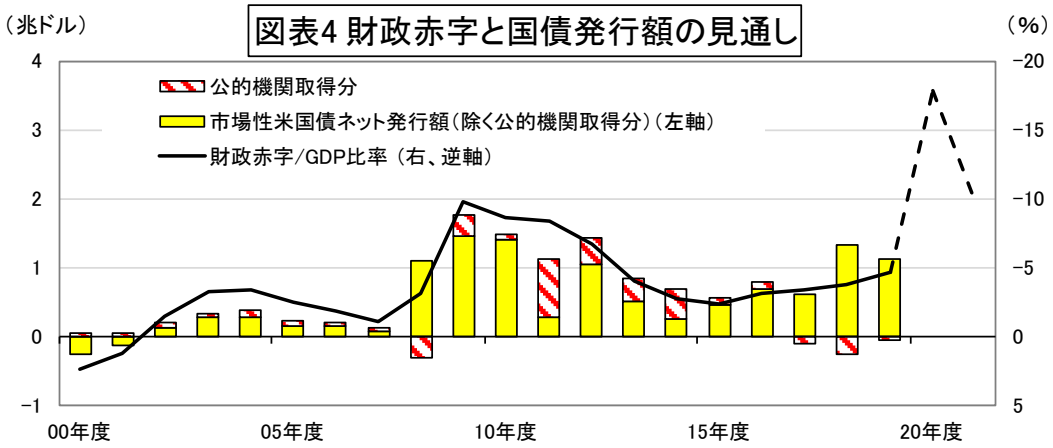
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表3 財政赤字見通し

	20年度	21年度
3月時点でのCBOによる財政赤字見通し	1,073	1,002
家族ファースト新型コロナウイルス対策法	135	57
コロナウイルス救済救済法(CARES)	1,606	450
中小零細企業救済法と健康管理強化法(PPP＆HCE)	435	43
歳入減少分	475	550
合計	3,723	2,101

(資料)米財務省(TBAC)、米議会予算局(CBO)
(注)丸めの誤差あり、単位は10億ドル。

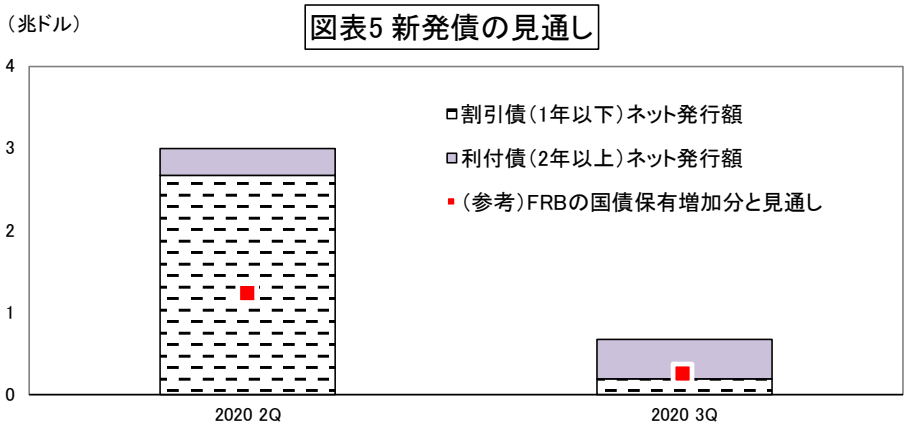
図表4 財政赤字と国債発行額の見通し



(資料)FRB、米議会予算局(CBO)より農中総研作成
(注)財政赤字比率の予測は米議会予算局による。国債発行額は年度末での差分。

国債増発は金利上昇圧力を生むと思われるが、現段階では FRB の資産買い入れもあり、利回りの上昇が抑制されている。FRB が保有する米国債は、4～6 月期に 1.2 兆ドル増加した。6 月 FOMC によれば、7～9 月期は、2,400 億ドル（一ヶ月あたり 800 億ドル）の増加が見込まれる。金額だけで判断すれば、ネット発行額の約半分を FRB が（間接的に）引き受けることとなる。

図表5 新発債の見通し



(資料)米財務省(TBAC)、FRB

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

6月FOMC議事要旨：イールドカーブコントロールにやや否定的

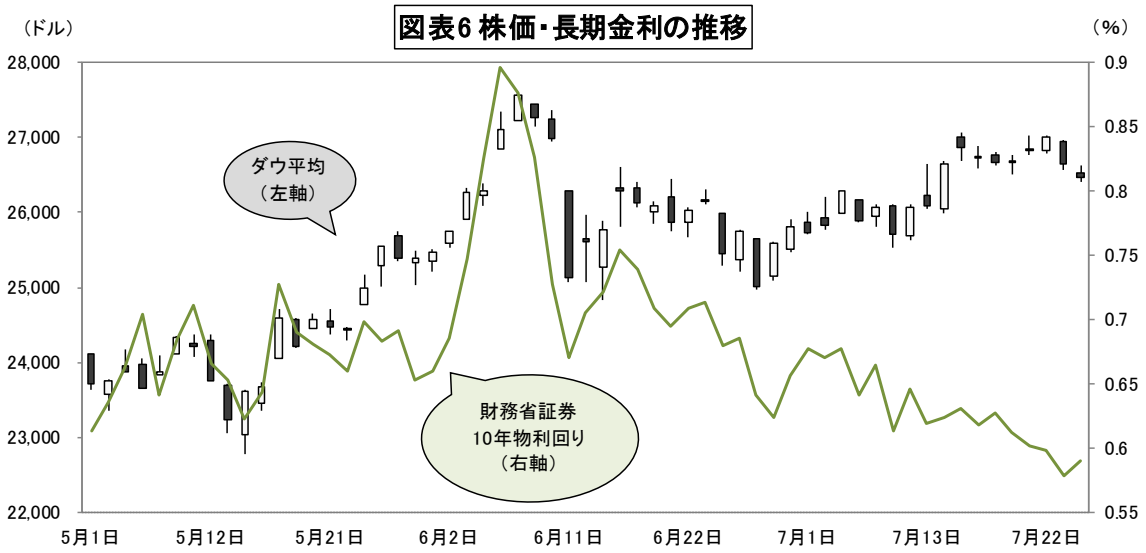
6月FOMCの議事要旨（1日）を確認すると、ほぼ全てのFOMC参加者が、イールドカーブコントロール(FOMC議事要旨内では、yield caps or targets （YCT)）の費用対効果に関して疑問を持っていることが明記された。具体的には、①フォワードガイダンスや資産買い入れなど現行の金融政策と整合的にYCTを運用するにはどうすれば良いか、②金融市場や民間企業のバランスシートへの影響、③長期金利を適切に設定することの困難さなどが論点として挙げられた。一方で、適切に導入されたYCTは④市場参加者の金融政策に関する期待を制御しやすい点や、⑤資産買い入れ量を減少させることができるため、FRBの独立性へのリスクを低減できる点などが利点として挙げられた。

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4月以降の長期金利（10年債利回り）は概ね0.6～0.7%台前半と狭いレンジで推移してきた。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、すぐに金利は低下し、足元では米中対立の激化もあり0.6%を下回って推移している。

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0.6～0.7%程度での取引を見込む。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と考えられる。

図表6 株価・長期金利の推移



（資料）Bloombergより農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

株式市場：戻りペースは緩やかと予想

ダウ平均は 6 月初めの急上昇後に急落するなど不安定な動きも見られたが、ここ 1 ヶ月は概ね 25,000 ドルから 27,000 ドルのボックス相場となった。足元では米中対立激化に加え、一部のハイテク株を中心にバブル懸念もあり上値が重い展開が続いた。

先行きについては、業績見通しが冴えないなかで、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にとどまると予想する。

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
FOMCメンバー 投票権あり	パウエル議長	−1	6/30	経済回復期にウイルスを抑え込む必要がある
	ウィリアムズ総裁（ニューヨーク）	−1	7/16 7/16	イールドカーブコントロール（YCC）は選択肢としてある 世界経済の停滞もあり、ディスインフレ圧力が強い
	クラリダ副議長	−1	7/7	金融緩和の余地は大幅にある
	ブレイナード理事	−1	7/14	不確実性が高く、ダウンサイドリスクが支配的
	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	?	7/7 7/15	3月の市場混乱で、ノンバンクへの理解の必要性が強調された レバレッジが高いノンバンクがより脆弱
	ハーカー総裁（フィラデルフィア）	1	7/15	2%を超えるインフレ率が実現するまで、ゼロ金利を継続すべき
	カプラン総裁（ダラス）	0	7/13 7/14	白人とマイノリティーの労働環境の違いを考慮して金融政策をすべき 第3四半期の経済回復は失速する恐れ
	カシュカリ総裁（ミネアポリス）	−2	7/15	米銀は景気後退を乗り切るために資本増強が必要
	メスター総裁（クリーブランド）	0～1	7/7 7/8	さらなる財政政策による支援が必要 感染拡大でダウンサイドリスクが高まった
FOMCメンバー 投票権なし	エバンス総裁（シカゴ）	0	7/16	YCCを検討中。2%を超えるインフレ率も一時的には適切
	バーキン総裁（リッチモンド）	0～−1	7/14	企業が事業を見直す動きがあり、雇用の強い伸びを脅かす可能性があ
	ボスティック総裁（アトランタ）	0～1	7/9 7/16	年末までにコロナ以前の水準に回復することはおそらくない 給付金の打ち切りを警戒している人が多い
	デイリー総裁（サンフランシスコ）	−1	7/1	経済活動が再開したシグナルをいくつか確認できた
非FOMCメンバー 投票権なし	ジョージ総裁（カンザスシティー）	1	6/25	経済活動の水準は抑制されていても、第3四半期は景気回復へ
	ブラード総裁（セントルイス）	−2	7/2 7/13	金融危機のリスクは残っている 数か月後に失業率が大幅に低下する可能性もある
	ローゼングレン総裁（ボストン）	2	7/8	夏から秋にかけて経済は弱い状態が続く見通し

（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、ボスティック、デイリー総裁に投票権

（20.7.27 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます