

## 雇用と消費、設備投資の戻りが鈍い

～インフレは鈍化の見通し～

佐古 佳史

### 要旨

20年の4～6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▲32.9%と大幅に悪化した。足元の景気回復は部門ごとにまちまちとなっている。なかでも、雇用と消費、設備投資の回復は弱いといえる。

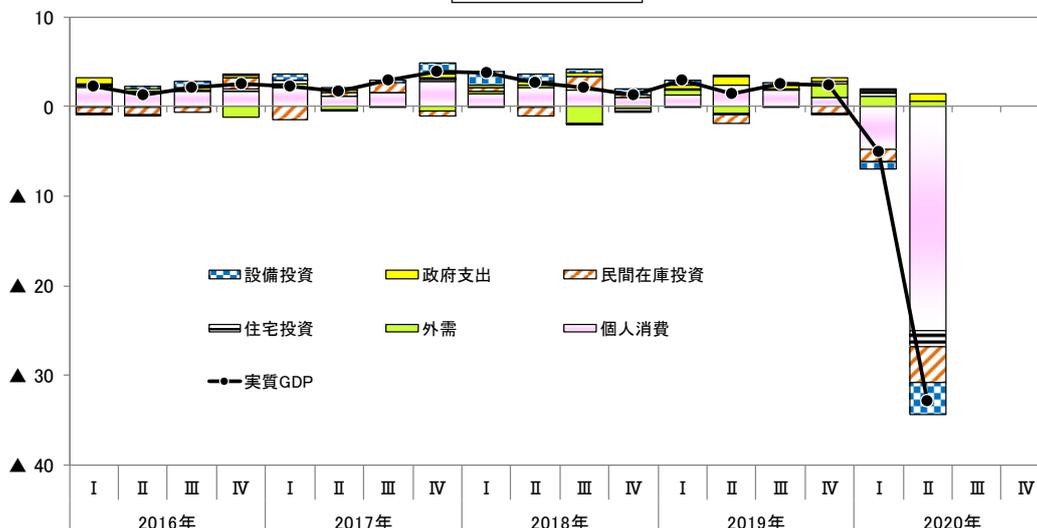
9月 FOMC にて新しい金融政策枠組みが発表される可能性もあるなか、当面はインフレ率は鈍化すると見込まれる。

### サービス消費の激減で急落した GDP

7月30日に公表された4～6月期 GDP は前期比年率▲32.9%と、1947年の統計開始以来最大のマイナス幅を記録した。寄与度別では、個人消費支出が▲25.1ポイントと最大の下押し要因となったほか、設備投資も▲9.4ポイントと下振れた。個人消費については、財は前期比年率▲11.3%だった半面、サービスは同▲43.5%と落ち込みが一段と激しく、都市封鎖の影響でサービス消費が激減したことが示された。

(%前期比年率、ポイント)

図表1 GDPの推移



(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：部門ごとにまちまちな回復

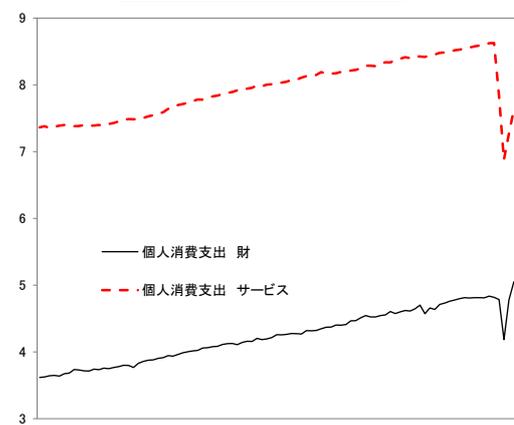
以下では、足元の経済指標を確認してみよう。全般的な傾向としては、米国経済の回復は部門ごとにまちまちな状況といえる。

消費については、底割れは回避できたものの、戻りは緩やかなペースとなっている。6月の実質個人消費支出は前月比5.2%と回復

が続いているが、ピークの2月からは6.6%低い水準にある。7月の小売売上高は同1.2%と小幅な回復にとどまった。水準自体はコロナ以前よりも高いものの、これはテレワークなどが推進された結果サービス消費が急減するなかで、巣ごもりによって財の消費に振り替わったことを反映しているにすぎない。

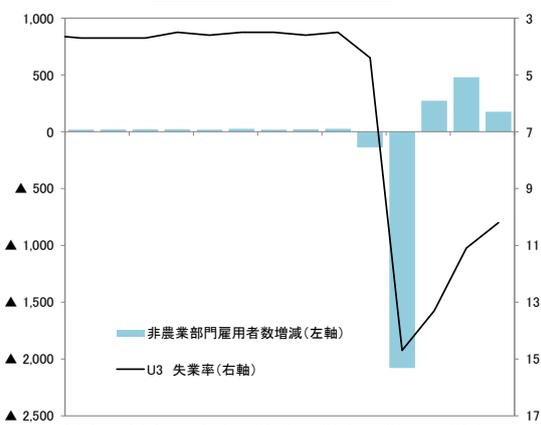
雇用環境を表す代表的な指標である非農業部門雇用者数の7月分は前月から176万人の増加となったものの、ピークだった2月比では依然として1,285万人分の雇用が喪失しており、失業率も10.2%と高止まりしている。また、8月15日週の新規失業保険申請件数が前週比13.5万件増の110.6万件と増加に転じたことで、足元の労働市場が再び悪化に転じた可能性すら意識される。

図表2 実質個人消費支出の推移



(資料)米商務省経済分析局、Bloomberg

図表3 雇用関連指標の推移



(資料)米労働省、Bloombergより農中総研作成

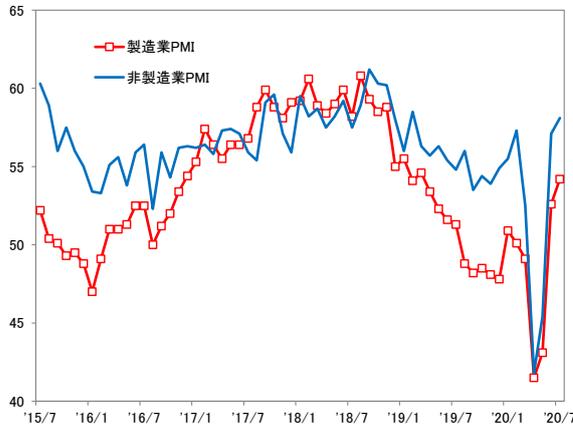
8月のミシガン大学調査消費者マインド指数(速報値)は7月からほぼ変わらずの72.8(現況指数82.5、期待指数66.5)となった。消費者の大半はコロナウイルスにより経済成長が向こう5年にわたって中断されかねないと危惧していることが報告された。

こうしたなか、企業マインドは非常に堅調といえる。7月のISM指数は製造業(54.2%)、非製造業(58.1%)と、ともに判断の節目となる50%を上回った。ただし、ISM指数は前月との差分を計測するDIのため、ウイルスの感染状況次第で急落する可能性は残る。また、マインド指数は強いものの設備投資の戻りは弱い。6月のコア資本財受注は前月比3.3%(4月は同▲6.6%、5月は同+1.5%)と勢いに欠ける。米中対立の激化もあり、設備投資の回復ペースは鈍いと思われる。

一方で、超低金利環境に支えられ、住宅市場の回復は比較的速い。7月の住宅着工件数は年率149.6万件と6月から22.6%の急

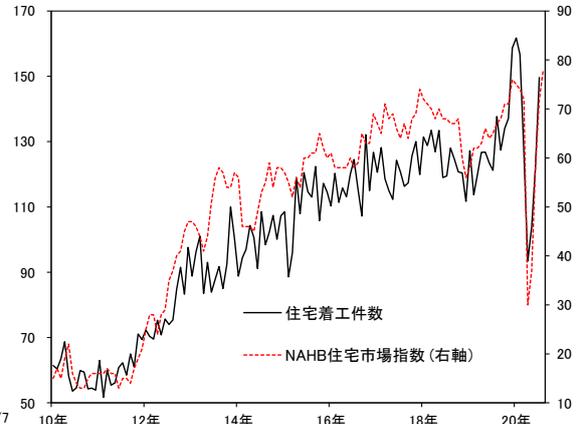
上昇となり、コロナ前の水準をほぼ回復した。さらに、7月の新築（家族用）・中古住宅販売件数はコロナ前の水準を上回っている。

図表4 ISM指数の推移



(資料) 全米供給管理協会 (ISM)、Bloombergより農中総研作成

図表5 住宅着工件数と建設業者の景況感 (万件)

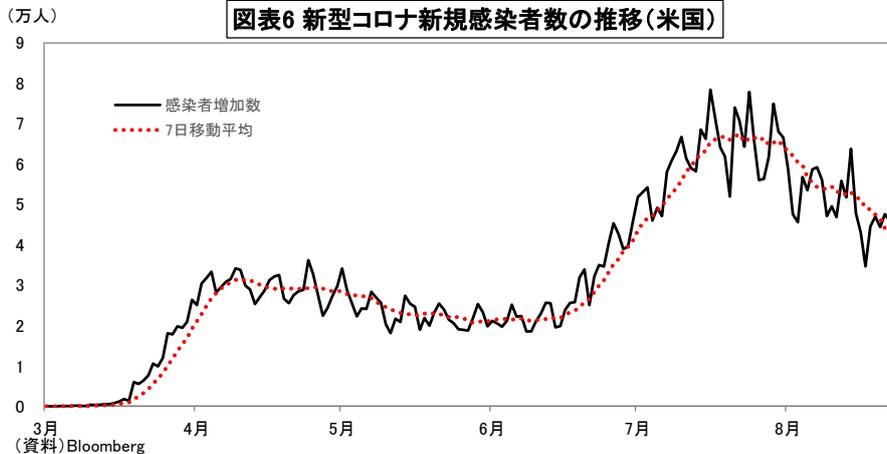


(資料) 米商務省、全米ホームビルダー協会、Bloombergより農中総研作成

**景気の先行き：  
財政政策に依存  
した緩やかな回  
復を想定**

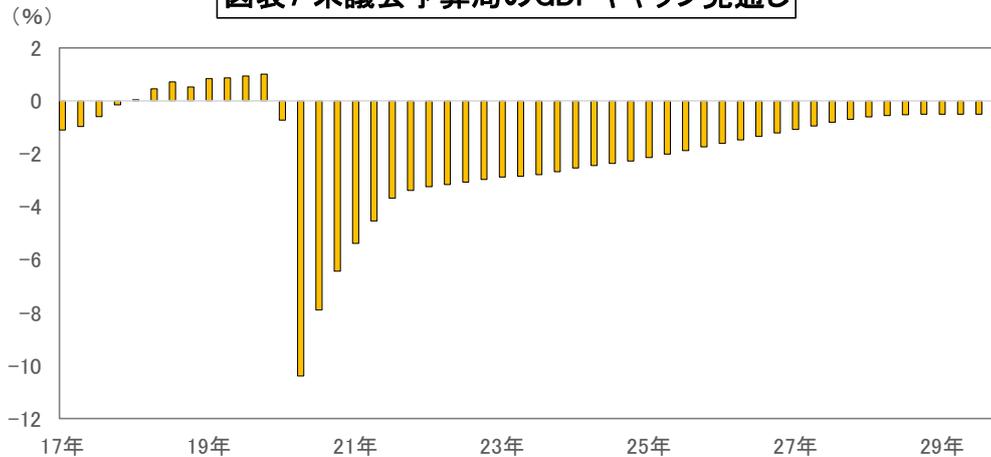
さて、景気の先行きを考えてみると、足元での新規感染者数の増加傾向はやや落ち着きつつあり、広範囲な都市封鎖が実施される見通しはないことから、最悪期はひとまず過ぎたと判断できる。このため、年後半にかけての回復がメインシナリオと考えられる。もっとも、テドロス世界保健機関 (WHO) 事務局長がウイルスの終息に2年程度かかる可能性を示したように、当面はウイルスへの対策から雇用の戻りが阻害され、複数のFOMC参加者が指摘するように、景気回復のペースは緩慢にならざるを得ないだろう。大幅な需要不足を景気支援策で支える構図が続き、景気回復の程度は財政政策次第といえる。このため、米郵政公社の資金繰りと大統領選の投票方法をめぐって共和党と民主党の利害が対立するなか、追加の財政政策がなかなか決まらない現状は、景気にとっては下押し材料となる。

図表6 新型コロナ新規感染者数の推移(米国)



(資料) Bloomberg

図表7 米議会予算局のGDPギャップ見通し



(資料)米議会予算局 (注)20年7月時点での見通し。

**YCC に否定的な  
見解を示した  
FOMC 議事要旨**

19日に公表された7月FOMCの議事要旨からは、FOMC参加者がイールドカーブコントロール(YCC)を費用対効果の面からあまり評価していないことが明らかとなった。むしろ、フォワードガイダンスを強化することで、政策金利見通しを明確にしつつ、長期金利が急上昇する可能性を抑え、金融緩和効果を高めたいと考えるFOMC参加者が多いように思われる。

FRBはこの1年半ほど金融政策枠組みの見直し作業を行っており、早ければ次回の9月FOMCにて、金融政策の枠組みが変更される可能性がある。筆者としては、「インフレと労働市場についての特定の指標が、FRBが定める具体的な値に改善するまでは、ゼロ金利政策を継続する」といった趣旨のフォワードガイダンスになると予想している。また、労働市場の大幅な悪化を受け、明示的ではないにせよ、金融政策の重点がインフレから雇用に幾分移るかもしれない。いずれにせよ、金融政策の新しい枠組みについては、27日に開かれるジャクソンホールでのパウエル議長の講演が注目される。

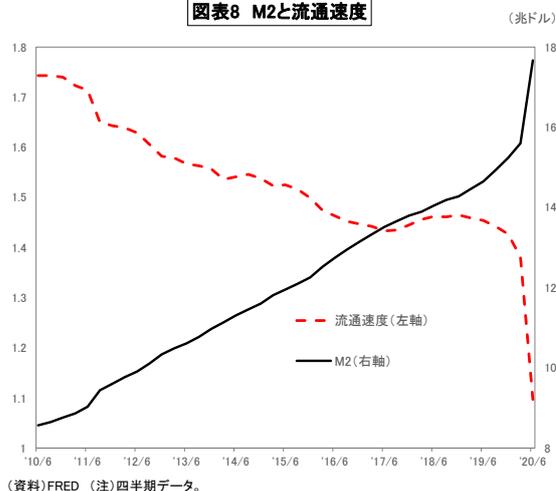
**鈍化する見通し  
のインフレ率**

7月FOMCの議事要旨からは、需要の減少からインフレ下押し圧力があるという認識で、FOMC参加者の意見は概ね一致していることが明らかとなった。一方で、大規模な財政・金融政策の結果としてドルの供給が増えることで、ドル安とインフレ加速が進行するとの懸念も高まりつつある。こうした懸念は足元の貴金属価格の上昇の背景といえるだろう。

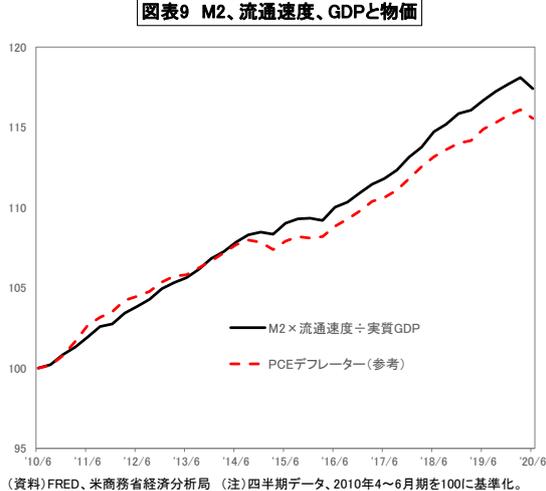
一般的に、インフレ加速局面では流通する貨幣量が増加するか、積極的な貸し出しを通じて貨幣流通速度が上昇すると考えられ

る。ここでは、足元のマネースtock統計（M2、現金+預金通貨+小額の定期預金+譲渡性預金）とその流通速度の動きを確認してみよう。

図表8 M2と流通速度

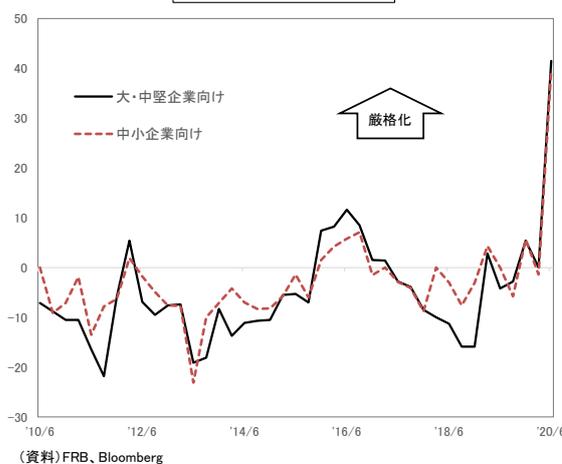


図表9 M2、流通速度、GDPと物価

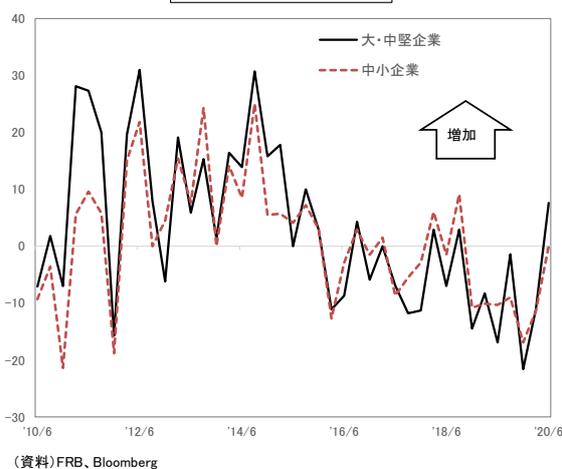


失業給付金などで、消費者に現金が配られた影響で、4~6月期にかけてM2は急増した一方で、流通速度は大幅に低下した。つまり、貨幣が銀行などに預けられた後、新規の借り手へと渡るスピードが低下したと判断できる。M2と流通速度の積が特定の期間に流通した貨幣量であるため、これを実質GDPで除したものが物価水準と考えられる（一定期間に流通した貨幣量は名目GDPにおおよそ一致するため）。こうして求められる物価水準を確認すると、4~6月期の物価水準は1~3月期から低下しており、インフレ率の鈍化傾向が確認できる。

図表10 貸出基準の推移



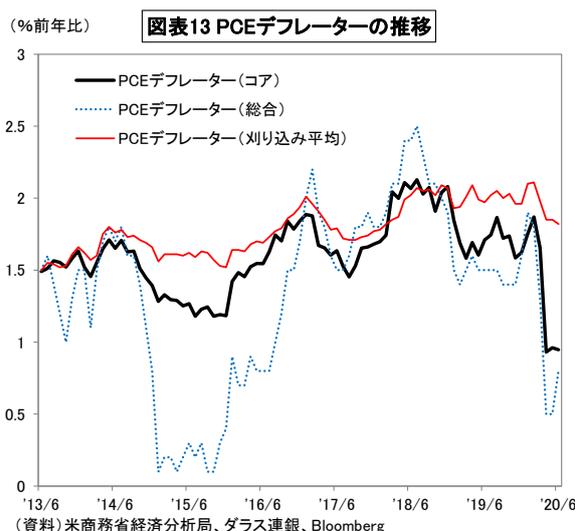
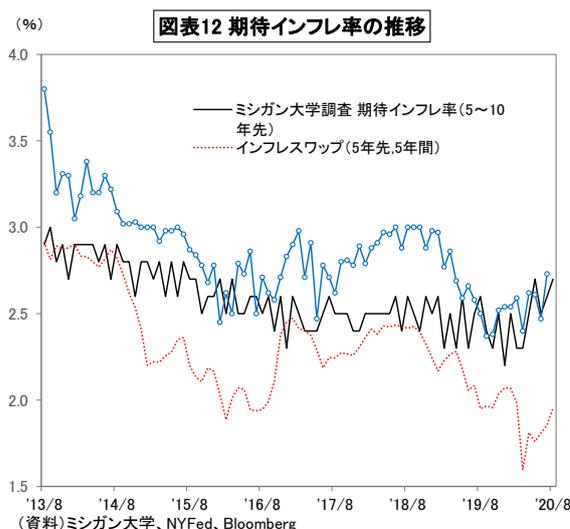
図表11 借入需要の推移



また、FRBの調査（SLOOS）からは資金需要は小幅に増加しているものの、貸出基準が大幅に厳格化したことが報告されている。

このため、「貸出増加→流通速度の上昇→流通する貨幣量の増加→インフレ加速」という動きがすぐに生じる状況にはないと思われる。

足元では、期待インフレ率が小幅に上昇しているが、歴史的な最低水準にあることに変わりはないため、インフレが加速すると結論付けるのは時期尚早だと思われる。



### 長期金利：0.6～0.7%程度での取引を予想

最後に、これまでの市場の動きを確認してみると、債券市場では景気回復が期待された6月前半に、米長期金利（10年債利回り）は一時0.9%に迫る場面も見られたが、以降は米中対立の激化もあり7月末にかけてほぼ一貫して低下した。8月半ばには、市場期待ほどはハト派的ではなかったFRB議事要旨や、総額1,120億ドルの国債入札を受けて金利は再び上昇し、0.7%を上回る場面も見られた。足元では、0.7%をやや下回って推移している。

先行きについて考えてみると、当面完全な形での経済活動再開は難しいとの想定に基づき、現状と同様の0.6～0.7%程度での取引を見込む。財政拡大による国債発行増への懸念は残るものの、FRBのより緩和度の強い金融政策枠組みをめぐる思惑や米中対立への懸念もあり、金利が上昇する余地はほとんどないと思われる。



(資料) Bloombergより農中総研作成

**株式市場：上昇  
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、7 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。8 月に入ると想定されたほどは悪くない企業決算を背景に、アップルが米国企業で初めて 2 兆ドルを突破 (19 日) するなど大手ハイテク銘柄がけん引する形でダウ平均も上昇した。

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15 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	8/27	ジャクソンホールで金融政策枠組み見直しについて講演予定
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	-1	7/16	YCCは必ずしも特定の状況に対する手段と考えているわけではない
	クラリダ副議長	-1	8/5	5、6月に景気回復が始まった
	ブレイナード理事	-1	8/13	研究目的でデジタル・ドルの実験を実施中。公開見通し。
	ボウマン理事	?		
	クオールズ副議長	?		
	ハーカー総裁 (フィラデルフィア)	1	7/15	2%を上回るまで、政策金利の0%据え置きを支持
	カプラン総裁 (ダラス)	0	8/12 8/14	財政支援による消費下支え効果で、GDPが支えられている インフレ率が2%やや超える状態を確認したい
	カシュカリ総裁 (ミネアポリス)	-2	8/14	ウイルスの動向次第で、経済活動の動向も決まる
メスター総裁 (クリーブランド)	0~1	8/5 8/5	追加の財政支援が必要なのは明白 9月にフォワードガイダンスを修正するかどうかは経済見通し次第	
FOMCメンバー 投票権なし	エバンス総裁 (シカゴ)	0	8/3 8/10	追加的な財政政策の必要性 最も脆弱な労働者が苦境にさらされている
	パーキン総裁 (リッチモンド)	0~-1	8/6 8/19	不況は長期化し、景気回復はより緩慢になる見通し 金融緩和、経済活動支援を継続する見通し。利上げは全く考えていない
	ポスティック総裁 (アトランタ)	0~1	8/13	継続的な財政政策が必要。金融政策は限界がある
	デイリー総裁 (サンフランシスコ)	-1	8/11 8/12	パンデミックで所得格差が拡大し、非常に明確となった。 経済は波を伴った、W字回復へ。ゆっくりとした段階的でウイルス次第の回復
	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	1		
FOMCメンバー 投票権なし	ブラード総裁 (セントルイス)	-2	8/3 8/19	事態が円滑に推移すると予想するべきではない。7月の減速もその一環 市場が織り込むコロナリスクはおおむね適切。
	メローゼングレン総裁 (ボストン)	2	8/7 8/12	メインストリートレンディングプログラムはこれまでに資金の一部を利用済み フォワードガイダンスの修正を今行ってもそれほど効果がないのでは？

(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

(20.8.24 現在)