米国経済金融

財政支援策の剥落で消費の戻りが弱い

～FRB は平均インフレ目標を導入～

佐古　佳史

要旨

9 月 FOMC にて FRB は平均インフレ目標を導入し、今後はインフレ率が緩やかに 2%を上回るよう金融政策を実施する方針を示した。また、この枠組みの下で 23 年末まではゼロ金利政策が維持される見通しとなった。

失業給付金上乗せ措置が終了したこともあり、8 月の小売売上高の伸びは鈍化した。住宅市場は引き続き堅調なものの、雇用環境の改善や設備投資の戻りは鈍いといえる。

平均インフレ目標を発表したFRB

パウエル FRB 議長は 8 月 27 日、ジャクソンホールで開かれた経済シンポジウムにおいて、FRB の新しい金融政策枠組みとしてこれまでの 2%インフレ目標(注1)を変更し、2%平均インフレ目標（AIT）を採用すると発表した。これは、一定の参照期間（ウィンドウ）においてインフレ率の平均が 2%となるように金融政策を行う枠組みであり、インフレ率の「埋め合わせ戦略」とも呼ばれる。これまで、主要なインフレ指標である（コア）PCE デフレーターは目標の前年比 2%を下回って推移してきたため、今後は 2%を超えるインフレ率を目指すこととなる。

また、雇用については「最大雇用は広範囲で包括的な目標」という表現を用いることで、特定の指標や自然失業率などの推定値に過度に依存しない方針を示した。加えて、最大雇用からの不足分のみに注目すると発表したことで、新しい枠組みの下では金融緩和はインフレと雇用で判断し、引き締めはインフレのみで判断することが示された。

15～16 日に開かれた FOMC では、声明文が変更され、平均インフレ目標が導入された。また、FOMC 後の記者会見においてパウエル議長は、「しばらくの間インフレ率が緩やかに 2%を超える（moderately above 2 percent for some time）ことを目指す」と具体的な数値への言及は控えつつ、今後の金融政策を説明した(注2)。資産買い入れについては現行のペース（1 月当たり、米国債を 800 億ドル、MBS を 400 億ドル）を下回らないように実施すると述べた。さらに、FOMC 後に公表されたドットチャートなどからは、23 年までゼロ金利政策が維持される見通しとなり、見通し期間が更新さ

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

れたことで、パウエル議長が強調したようにフォワードガイダンスは強まったといえる。

（注 1）インフレ率の目標を 2%とし、最終的には 2%前後で安定させることを目指す金融政策目標。

（注 2）金融政策は FRB の政策反応関数に依るところも大きい。例えば、東京大学の仲田准教授は「FRB の新しい政策運営指針 「平均インフレ目標」の解説」やツイッターにおいて、FRB が利用する FRB/US モデルを用いつつ AIT 導入後の政策金利やインフレ率などのシミュレーションを行っている。

図表1 FRB大勢見通し（9月時点）

			2020年	2021年	2022年	2023年	長期見通し
実質GDP		（%前年比）	**−4.0〜−3.0**	**3.6〜4.7**	**2.5〜3.3**	**2.4〜3.0**	**1.7〜2.0**
	6月時点	（%前年比）	−7.6〜−5.5	4.5〜6.0	3.0〜4.5		1.7〜2.0
失業率		（%）	**7.0〜8.0**	**5.0〜6.2**	**4.0〜5.0**	**3.5〜4.4**	**3.9〜4.3**
	6月時点	（%）	9.0〜10.0	5.9〜7.5	4.8〜6.1		4.0〜4.3
PCEデフレーター		（%前年比）	**1.1〜1.3**	**1.6〜1.9**	**1.7〜1.9**	**1.9〜2.0**	**2.0**
	6月時点	（%前年比）	0.6〜1.0	1.4〜1.7	1.6〜1.8		2.0
コアPCEデフレーター		（%前年比）	**1.3〜1.5**	**1.6〜18**	**1.7〜1.9**	**1.9〜2.0**	
	6月時点	（%前年比）	0.9〜1.1	1.4〜1.7	1.6〜1.8		
政策金利（中央値）		（%）	**0.125**	**0.125**	**0.125**	**0.125**	**2.50**
	6月時点	（%）	0.125	0.125	0.125		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。

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回復基調にあるものの、そのペース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、失業給付金の上積み措置が 7 月末で終了した結果、消費の回復ペースが鈍化した。7 月の実質個人消費支出は前月比 1.6%と回復が続いているが、ピークの 2 月からは 4.7%低い水準にある。8 月の小売売上高は同 0.6%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 8 月分は前月から 137 万人の増加となったものの、ピークだった 2 月

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

比では依然として 1,155 万人分の雇用が喪失したままである。失業率は前月から 1.8 ポイント低下の 8.4%となった(注 3)。また、9 月 18 日週の新規失業保険申請件数は 86 万件と減少したが、コロナ前と比較すると 4 倍程度高い水準にある。足元では失業者に占める恒久的失業者の割合が高まっていることもあり、労働市場の回復は緩慢といえる。

(注 3)ただし、推計に使われる家計調査での雇用の伸びが、事業所調査での雇用の伸びに比べて著しく高いため、失業率はやや低めに推定されているとの指摘もある。

図表2 失業率の内訳

(資料)米労働省統計局、Bloomberg

図表3 失業保険の利用状況

(資料)米労働省、Bloomberg

9 月のミシガン大学調査消費者マインド指数(速報値)8 月から 4.8 ポイントの上昇となる 78.9(現況指数 87.5、期待指数 73.3)となった。ミシガン大学の報告によると、9 月の指数は上昇したものの、コロナ後の低い消費者マインドのトレンドが変わったわけではないとのことであった。また、本格化した大統領選が期待指数に影響を及ぼすことも報告された。

こうしたなか、企業マインドは非常に堅調といえる。8 月の ISM 指数は製造業(56.0%)、非製造業(56.9%)ともに判断の節目となる 50%を上回った。ただし、製造業、非製造業とも雇用指数は 50%割れと弱含んでいる。また、設備投資の戻りも弱く、7 月のコア資本財受注は前月比 1.9%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当面鈍いと思われる。

一方で、住宅市場の回復は比較的速い。熱帯性暴風雨の影響などで 8 月の住宅着工件数は年率 141.6 万件と 7 月から▲5.1%の減少となったものの、コロナ前の水準をほぼ回復している。また、低金利環境やコロナ禍での郊外住宅需要などが背景となり、住宅販売

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

は好調に推移している。7 月の新築販売件数、8 月の中古住宅販売件数はそれぞれ 90 万件、600 万件とコロナ前の水準をともに上回っている。

図表4 住宅販売件数の推移

（資料）米商務省センサス局、全米不動産協会

図表5 住宅着工件数と建設業者の景況感

（資料）米商務省、全米ホームビルダー協会

大統領選挙に向けた両候補の政策の違い

11 月 3 日の大統領選まで残り 1 ヶ月半を切るなか、トランプ、バイデン陣営の具体的な政策の違いが徐々に明らかになってきた（図表 6）。

両候補の政策の違いを見てみると、現職のトランプ大統領はさらなる減税政策を打ち出すことに加えて、製造業を中国から回帰させることにより雇用を創出する姿勢を見せている一方で、バイデン民主党候補は最低賃金の引上げ、米国民が米国製品を購入する政策による雇用の創出、環境・インフラへの投資の増大、必要となる財源は富裕層や企業への増税で賄う計画を掲げている。

また、環境問題については、トランプ大統領は科学的根拠を無視する姿勢を貫いている一方で、バイデン候補は米国製のクリーンエネルギー技術への投資など気候変動・温暖化対策に力を入れる姿勢を示している。

なお、中長期的な予算規模の見通しについては、一般的に共和党は小さな政府志向、民主党は大きな政府志向といわれるものの、米議会予算局（CBO）見通しと、ペン・ウォートン・バジェット・モデルによるバイデン候補の予算規模を比較すると、大きな違いはないともいえる。支持率については多くの調査でバイデン候補が優勢と出ているが、経済政策についてはトランプ大統領の評価の方が高いとする調査が多い。なお、前述のミシガン大学調査では「どちらの候補が勝利すると思うか」との質問に対して、回答は拮抗しているとのことであった。

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6 トランプ大統領とバイデン民主党候補の政策比較

	トランプ大統領	バイデン民主党候補
新型コロナ対策	流行当初は影響を軽視、対応が後手に回った 非科学的な面も	感染対策を優先 科学者の判断に応じて経済活動を制限する可能性も
税制	上位0.1%（年収約330万ドル～）に約30.6%の所得税 さらなる減税政策の可能性	上位0.1%に43%の所得税
予算・政府支出	9月の米議会予算局（CBO）見通しでは、30年に政府支出はGDP比23%へと上昇	向こう10年で合計5兆4000億ドル増、30年までに連邦政府の支出はGDP比24%との推計も
雇用	貿易赤字の削減を通じて、製造業の雇用確保を促す	メイド・イン・アメリカ税制による米国での雇用促進 海外生産に懲罰税、企業の米国生産への税控除、米企業の海外子会社への税控除の縮小
法人税	連邦法人税率を35%から21%に引き下げた(2017年末)	28%に再度引き上げを目指す
移民政策	入国制限	不法移民の市民権獲得を支援
安全保障	公平な軍事費負担を同盟国へ要求	同盟関係重視
対中政策	強硬的	強硬姿勢継続の公算大
TPP	脱退、二国間交渉、USMCA重視	早期復帰は期待薄
気候変動対策	温暖化に否定的 パリ協定離脱	人口10万人以上の都市でゼロエミッション公共交通機関を提供 クリーンエネルギー技術における「メイド・イン・アメリカ」を推進
医療制度	国民に保険加入を義務付ける医療保険制度「オバマケア」の無効を連邦最高裁に要請（20年6月25日）	オバマケアを拡充させ、ほぼ全国民に医療保険を提供
金融規制	ドッド・フランク法（金融規制改革法）の緩和を承認（18年5月24日）	リベラル派のウォーレン氏の影響力で規制が強化される可能性

（資料）各種報道より農中総研作成

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、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（WTO）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、景気回復のペースは緩慢にならざるを得ないだろう。また、欧州で再び行動制限が検討され始めているように、秋～冬にかけて新型コロナウイルスの感染が拡大すれば当然景気には下押し圧力となる。全体としてみれば、大幅な需要不足

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

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が、ギンズバーグ・連邦最高裁判事の後任選出もあり、早期成立の可能性は一段と低下したと思われる。

予算案の規模や大統領選の投票方法をめぐって共和党と民主党が対立するなか、追加の財政政策は大統領選に加えて、上院三分の一、下院全議席の改選結果次第となりそうだ。コロナ対策を巡っては民主党の方が財政政策に積極的なこともあり、短期的には景気浮揚効果が高いと思われる。

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、債券市場では米中対立激化などから7月は一貫して米長期金利（10年債利回り）は低下した。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、大規模な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。9月に入ると失業率の低下を受けて金利が上昇する場面も見られたが、概ね0.6％～0.7％で推移している。

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、大統領選をめぐる警戒的な動きから、金利が上昇する余地はほとんどないと思われる。

図表7 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：上昇ペースは緩やかと予想

ダウ平均は 7 月にかけて概ね 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が、9 月はハイテク株を中心に調整局面を迎えている。

先行きについては、業績見通しが冴えず、バリュエーションの高止まりは否めないなかで、景気刺激策や失業者支援策の早期実施の可能性が低下したことや、大統領選におけるバイデン候補の勝利が株価にとってはマイナス材料と見られている面もあり、大統領選を控えた警戒感が高まりやすい。このため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。

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8 連銀関係者の発言など

区分		人物	鷹/鳩	日付	発言、投票
投票権あり	FOMCメンバー	パウエル議長	−1	9/22 9/23	パンデミックの影響から完全に回復する には長い道のりを要する 講演予定
		ウィリアムズ総裁（ニューヨーク）	−1	9/25	講演予定
		クラリダ副議長	−1		
		ブレイナード理事	−1		
		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		
		カプラン総裁（ダラス）	0	9/16 9/21	金融政策の柔軟性を確保すべきとの観点でFOMCに反対票 景気回復後も過度な金融緩和を行うことへのコミットは避けたい
		カシュカリ総裁（ミネアポリス）	−2	9/16 9/18	FOMCで反対票。コアインフレが2%で安定するまで利上げ排除 早期利上げの可能性があり、より強力なコミットメントが必要
		メスター総裁（クリーブランド）	0～1	9/23	講演予定
投票権なし	FOMCメンバー	エバンス総裁（シカゴ）	0	9/23	講演予定
		バーキン総裁（リッチモンド）	0～−1	9/22	失業率の低下だけでは、利上げしない
		ボスティック総裁（アトランタ）	0～1	9/13 9/24	人種間の不平等をめぐる包括的な政策を要求 講演予定
		デイリー総裁（サンフランシスコ）	−1	9/24	講演予定
投票権なし	非FOMCメンバー	ジョージ総裁（カンザスシティー）	1		
		ブラード総裁（セントルイス）	−2	9/18 9/21	インフレ加速の可能性も 新たな財政出動は必要不可欠というわけではない
		ローゼングレン総裁（ボストン）	2	9/24	講演予定

（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。
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

（20.9.23 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