

感染再拡大で景気回復は足踏み

～複数の景気支援策が年内終了へ～

佐古 佳史

要旨

米国経済は緩やかな回復が続いているものの、新型コロナウイルスの感染再拡大とそれに伴う行動制限措置の導入などから、回復ペースは一旦足踏み状態にある。先行きについては、ワクチン開発の進展もあり緩やかな回復基調は継続することが見込まれるが、新型コロナウイルスの新規感染者数が急増していることから、秋から冬にかけて景気回復は足踏みしそうだ。

また、共和・民主党間では追加財政政策に関する協議が続いているものの、1月5日のジョージア州決選投票で上院における多数派が決まるまでは、具体的な政策が決まる可能性は低いだろう。

バイデン民主党候補の勝利となった大統領選

11月3日の大統領選は、紆余曲折を経て13日のジョージア州などでの選挙結果確定に伴い、バイデン民主党候補が選挙人306人を獲得しての勝利となった。トランプ陣営は選挙を「不正」と断定し、再集計や郵便票を無効とするよう各州政府や議会、裁判所に働きかけているが、選挙結果が覆る可能性は事実上ないだろう。

トランプ大統領は敗北宣言と政権移行を拒否し続けていたが、身内の共和党内や経済界からの批判の声もあり、23日に選挙結果を認め、バイデン次期大統領の政権移行チームが機密情報などにアクセスできる手続きを開始した。一方で、アフガンからの米軍撤退を進めるなど、選挙後のトランプ政権からは円滑な政権移行に逆行する姿勢が垣間見られる。

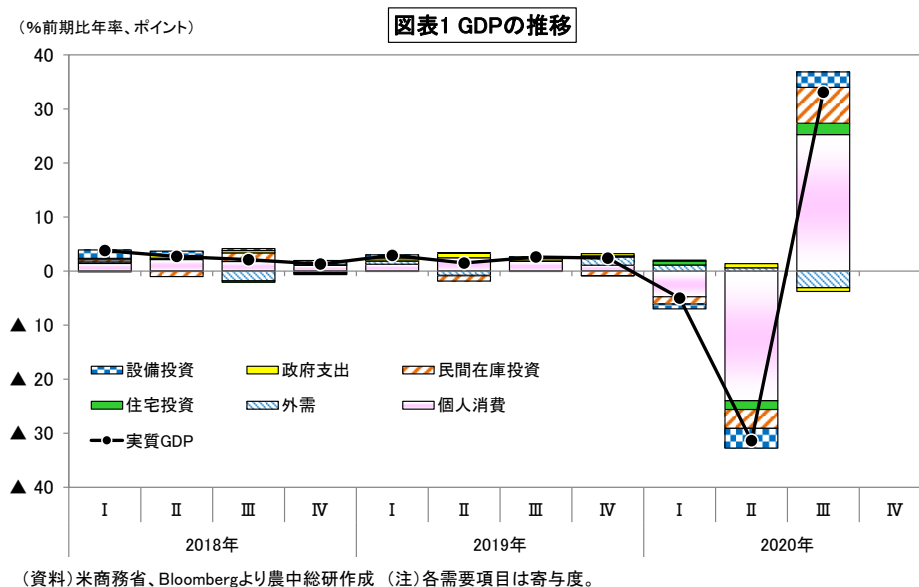
大統領選と同時に行われた上院選（約三分の一議席が改選）については共和党が優勢であり、1月5日のジョージア州2議席の決選投票において、共和党が1議席以上取れば過半数を維持できる見通しとなった。また、下院選（全議席が改選）では、民主党が過半数を維持したものの議席減となったことでペロシ下院議長やシューマー上院院内総務など指導部への批判が強まり、中道と急進左派の分裂が強まるのではとの懸念も聞かれる。

以上のような選挙結果を受け、ねじれ議会となる可能性が高まった。上院は、大使や長官など主要な役職の任命と、条約締結などにおける権限を持つため、バイデン政権は発足早々から難しいか

GDP: 4～6 月期から 75% 戻し

じ取りを迫られるのではないかと観測が浮上している。

さて、10 月 29 日に発表された 20 年 7～9 月期 GDP（速報）を確認すると、前期比年率 33.1% となり、同 ▲31.4% となった 4～6 月期から水準としては 75% 回復したことが確認された。項目別の寄与度としては、消費と設備投資、住宅投資、在庫投資（それぞれ 25.3、5.0、2.1、6.6 ポイント）がプラス寄与となった一方、純輸出、政府支出はマイナス寄与となった。経済支援策によって個人消費が下支えされたことや、企業と地方政府の資金繰り支援が奏功し、景気の底割れが防げたことが確認できる。



景気の現状：回復は足踏み状態

以下では、足元の経済指標を確認してみよう。新型コロナウイルス新規感染者数の急増を受け、一部の州では夜間外出制限が導入されるなど、米国経済を取り巻く目下の状況は芳しくない。基調としては緩やかに景気回復しているものの、一旦足踏みしている状態といえるだろう。

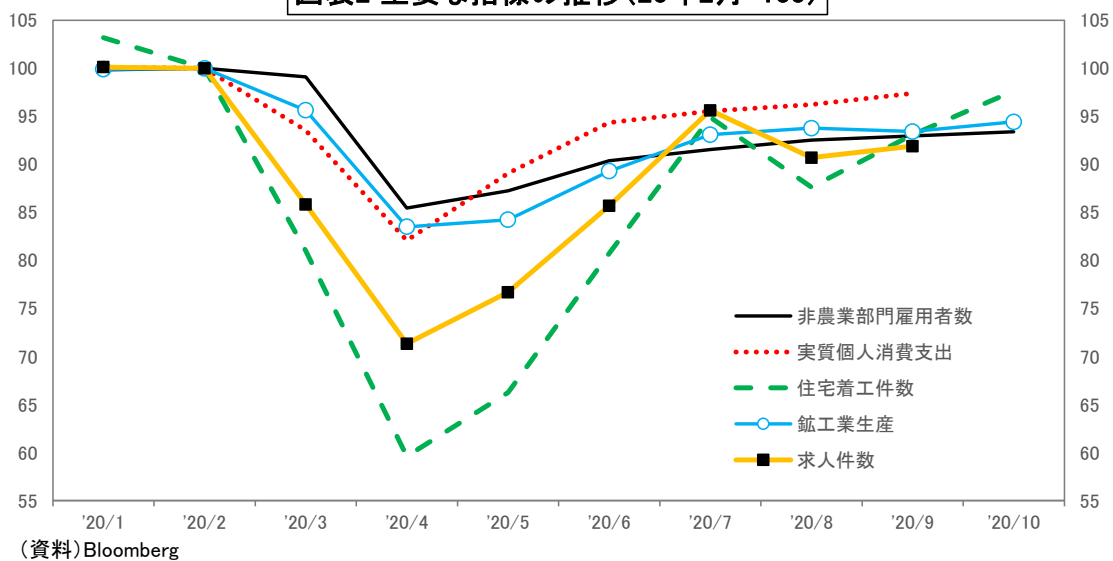
消費については、底割れは回避できたものの、失業給付金の上積み措置が 7 月末で終了した結果、回復ペースは鈍化したとみられる。9 月の実質個人消費支出は前月比 1.2% と回復が続いているが、10 月の小売売上高が同 0.3% へ減速したことからも頭打ち感是否めない。

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 10 月分は前月から 63.8 万人増となったがその回復ペースは鈍化しつつあるようだ。失業率は前月から 1.0 ポイント低下の 6.9% となった。労働市場は回復が続いていることは確かだが、家計調査では

10月の雇用者は前月から224.3万人増となるなど、調査によるブレも大きく、全体像が把握しにくい。また、足元では新規失業保険申請件数が5週間ぶりに増加に転じたのも気がかりである。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。

住宅市場については、低金利環境に加えて、郊外での戸建て需要の増加や、新築、中古ともに在庫が極端に少ないことから、新築住宅着工件数は堅調に推移している。

図表2 主要な指標の推移(20年2月=100)

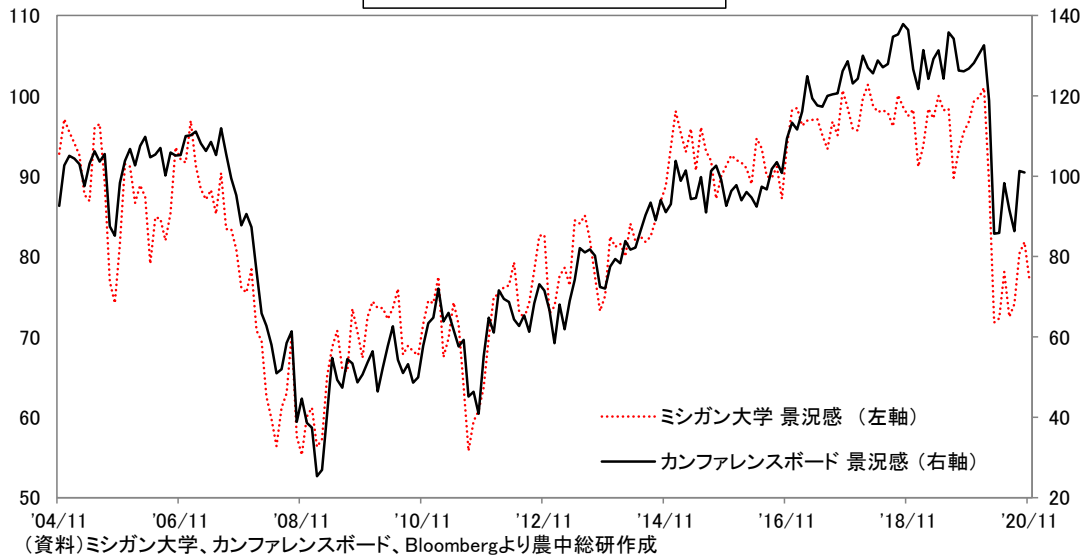


11月のミシガン大学調査消費者マインド指数(速報値)は10月から4.8ポイントの低下となる77.0(現況指数85.8、期待指数71.3)となった。新型コロナウイルス感染者数の増加から先行き不安が強まったことで、消費者マインドが悪化した。

企業マインドをみると、製造業、非製造業とも判断の節目となる50%を上回り景気の拡大を示唆している。10月のISM製造業PMIは新規受注指数が大幅に上昇したことから、前月から3.9ポイント上昇の59.3%、非製造業は新規受注指数を中心に小幅に低下したことで、前月から1.2ポイント低下の56.6%となった。なお、10月の鋳工業生産は、低下に転じた9月の反動もあり前月比1.1%となったが、年初のピークからは16.5%低い水準である。

こうしたなか、設備投資は米中対立の激化やコロナ禍の不確実性の高まりなどから戻りは弱いと思われるものの、先行指標であるコア資本財受注は予想外に堅調に推移している。

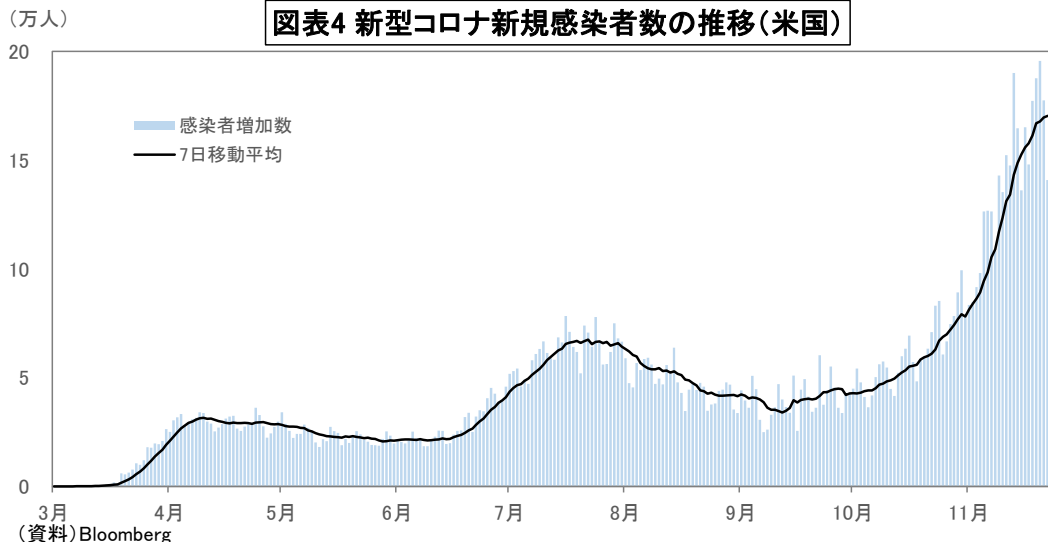
図表3 消費者景況感の推移



**景気の先行き：
景気回復は秋から冬にかけて足踏み**

さて、コロナウイルス感染状況やワクチン開発の進展、上院多数派が未定の状態、追加経済政策、次期バイデン政権など、不確実性が高い状態にはあることは否めないが、景気の先行きについて考えてみると、基調としては緩やかな回復シナリオを想定しつつも、秋から冬にかけては感染再拡大が懸念され、夜間外出制限の導入など、既に景気への下押し圧力が顕在化しつつある。このため、景気回復は一旦足踏み状態となるだろう。

図表4 新型コロナ新規感染者数の推移(米国)



また、20 年末には家賃滞納を認める特例措置や失業給付上乗せ措置の延長が終了する。さらに、FRB による中小企業と州、地方政府向けの資金供給策なども財務省の要請で終了することとなった。年初にジョージア州上院決選投票を控えているため、年内の

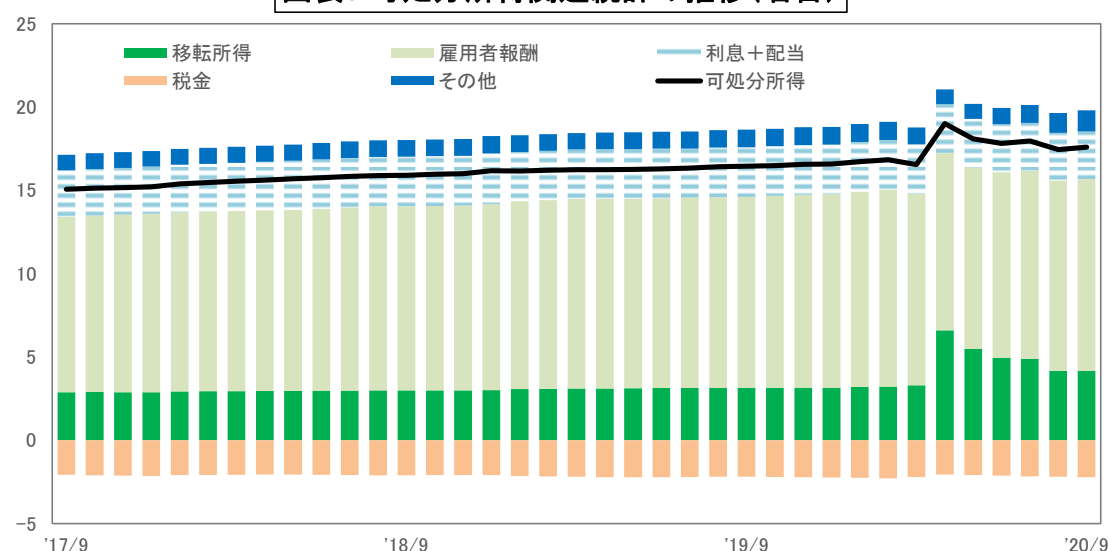
追加支援策は望み薄とみられ、年末にかけて可処分所得増加ペースの鈍化による個人消費の鈍化に伴い、景気には下押し圧力が生じるだろう。

コロナ対応や雇用確保、環境問題などに注力するとみられるバイデン政権が誕生する21年入り後には、追加財政支援策も進展しそうだが、議会がねじれ状態となると大規模な支援策の実現は困難との見方もある。

一方で、複数の製薬会社でワクチン開発が進んでおり、その効果や免疫の有効期間について現段階での過信は控えるべきだが、今冬を乗り切れば経済活動の正常化に向けて徐々に前進し始めることは間違いない。このため、基調としては緩やかな景気回復シナリオが維持できるだろう。

(兆ドル)

図表5 可処分所得関連統計の推移(名目)



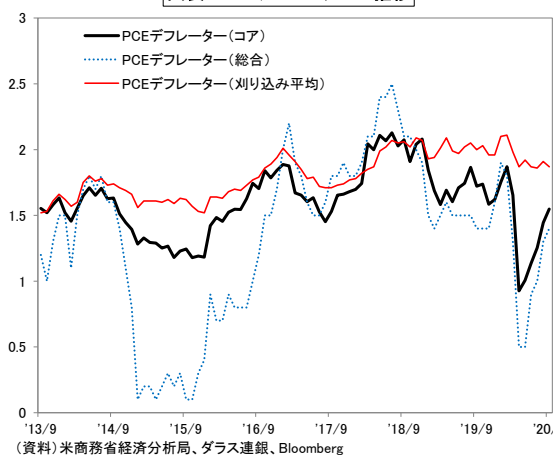
(資料)米商務省経済分析局、Bloomberg

鈍化見通しのインフレ率

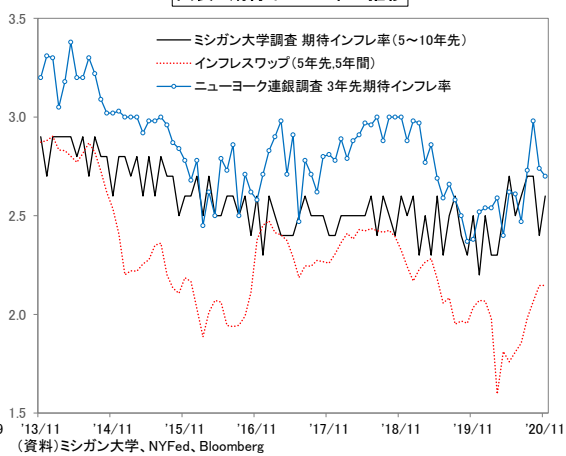
インフレ率については、コロナ禍による弱い需要を反映して鈍化傾向が続くとみられる。9月のコアPCEデフレーターは前年比1.5%とFRBの目標の2%を下回って推移している。また、10月の消費者物価指数は同1.2%へと鈍化した。内訳をみるとエネルギー、輸送サービス、アパレルなどでの値下がりが目立つ。

足元の期待インフレ率はやや振れ幅が大きく、「コロナ前」である2月から比べるとわずかに上昇しているものの、インフレ率の加速に対する警戒が必要というほどでは決してない。コロナ禍での需要不足が続く限り、インフレが昂進するとは考えづらい。

図表6 PCEデフレーター推移



図表7 期待インフレ率の推移



長期金利：0.8～1.0%での推移を予想

次に、これまでの市場の動きを確認してみると、債券市場では9月は失業率の低下、10月は追加財政政策への思惑から米長期金利(10年債利回り)が上昇する場面も見られたものの、概ね0.6～0.7%での推移となった。11月に入ると、大統領選の消化やワクチン開発による経済活動の再開期待などから金利は緩やかに上昇し、0.9%前後での推移となっている。

先行きについて考えてみると、新型コロナ感染者数の増加によって景気回復は一旦足踏みするとみられることから、金利が急上昇する局面にはないと思われる。一方で、ワクチン開発の進展により経済活動の正常化への期待は維持されているため、金利低下も考えにくい。以上から、利回りは現在の0.8～1.0%での推移が続くとみられる。

図表8 株価・長期金利の推移



株式市場：緩やかな上昇を予想

株式市場では、9月に大手IT銘柄を中心に調整局面を迎え、ダウ平均は一旦26,500ドル付近まで下落した。10月は再び緩やかに上昇したものの、月末にかけて大統領選前の追加財政政策観測が後退したことから、一旦売られる展開となった。11月に入ると、大統領選とワクチン開発の進展を受け株価は急反発し、ダウ平均は30,000ドルに接近した。

21年は業績の改善が見込まれている一方で、20年末までの業績見通しは弱く、足元のバリュエーションの高止まりは否めない。また、追加経済支援策が早期に実現する可能性は低く、足元の株式市場は、経済活動の正常化期待のみに過度に依存した相場の様相を呈している。一方で、そうした期待から、バリュー株の見直しなどこれまで売られていた銘柄、業種にも買いが入ることで相場の底上げにつながっており、この動きは今後も継続すると思われる。以上から、先行きについては緩やかな上昇を予想するが、ワクチンの効果をめぐる悪いニュースが出た際は注意を要するだろう。

FOMC参加者は追加経済対策の必要性を強調

最後に、FOMC参加者の11月の発言を確認すると、追加財政政策がないことや、財務省が緊急融資プログラム資金をFRBから回収したことについて批判的な意見が集中した。なお、バイデン次期大統領はイエレン前FRB議長を財務長官に指名する予定であり、現在のような財務省とFRBの意見の相違は短期間で解消されそうだが、とはいえ、年末年始に経済支援が途切れることには変わりがない。

また、新規感染者数の増大で10～12月、1～3月期は下押し圧力が見込まれる点についての言及も見られた。

各連銀管轄地域のデータやヒアリング調査からは、コロナ禍の打撃が特定のセクターと、女性やマイノリティに集中していることがうかがえると推察され、積極的な経済支援策を要望するFOMC参加者が多い背景となっていると思われる。

図表9 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	11/17 11/20	感染急増が著しいリスク 5つの緊急融資プログラムの資金で未使用分を返還する
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	-1	11/13 11/19	第4四半期と恐らく来年の初めは、成長が幾分か減速する 財政支援終了に伴い米経済は困難に直面する
	クラリダ副議長	-1	11/16	ワクチン開発で景気見通しが明るくなった
	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	11/10 11/13	政府が労働者の再教育のインセンティブを提供することが急務 コロナ禍で不平等、自動化が加速
	カプラン総裁 (ダラス)	0	11/19 11/20	感染拡大で米経済がリセッションに逆戻りする可能性も 一段の財政政策が必要
	カシュカリ総裁 (ミネアポリス)	-2		育児休暇取得中
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	11/9 11/19	あらゆる緊急融資措置を延長すべき 一層の財政政策が必要
	エバンス総裁 (シカゴ)	0	11/20 11/23	米財務省の判断(緊急融資制度の縮小)は残念 23年までゼロ金利政策を維持するとの見解表明
	バーキン総裁 (リッチモンド)	0~-1	11/23 11/23	ワクチンが来年夏まで広範に普及しない可能性 財政支援策がなければ家計が苦しむ状況が続く恐れ
	ボスティック総裁 (アトランタ)	0~1	11/17 11/19	第4四半期にかけて若干の弱さを見込んでいたが、その通りになった 緊急融資プログラム終了に反対
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	11/10 11/17	緩やかなペースで拡大し続けるとみている 環境問題や人種間平等など解決へ「焦りと忍耐」が必要
	非ジョージ総裁 (カンザスシティ)	1	11/10 11/20	コロナ禍で職を失った女性や非白人が多い 原油減産を踏まえると、エネルギー産業が回復の足かせになる恐れ
	ブラード総裁 (セントルイス)	-2	11/13	感染防止策に取り組むなら、コロナ感染増を制御することは可能
	メローゼングレン総裁 (ボストン)	2	11/10 11/18	サービス部門債務の積み上がりが回復ペース鈍化の要因になりうる 金融の安定性を犠牲にする物価目標達成には否定的

(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. 11. 24 現在)