

感染再拡大により足踏み継続

～FRB は資産買い入れの長期化を示唆～

佐古 佳史

要旨

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、米国経済の回復ペースは足踏み状態にある。先行きについても、今冬にかけて景気回復の足踏みが続くとみられるが、ワクチン接種の普及などから、21 年の春先には経済が正常化するとの分析もみられる。

FRB は 12 月の FOMC にてゼロ金利政策と資産買い入れ量の現状維持を決定し、資産買い入れ期間についてのフォワードガイダンスを強化した。また、FOMC 参加者の経済見通しなどからは、インフレ率の下振れリスクが依然として高いことが確認できる。

大詰めを迎えた 財政政策協議

米連邦政府のつなぎ予算が失効する 18 日が迫るなか、総額 1.4 兆ドル（約 146 兆円）とみられる 21 会計年度（20 年 10 月～21 年 9 月）本予算案協議が大詰めを迎えている。なお本予算にも新型コロナウイルス（以下、新型コロナ）対策関連費用が盛り込まれる見通しとなっている。また、合計 9,000 億ドル（約 93 兆円）の新型コロナ追加救済法案については、民主党がやや折れる形で合意間近と報道されており、週 300 ドルの失業給付の上乗せや国民 1 人当たり 600～700 ドルの支給などが実現するとみられる。

なお、上院における多数派が決まる 1 月 5 日のジョージア州決選投票は接戦が予想されている。

景気の現状：景 気回復は足踏み 状態

以下では、足元の経済指標を確認してみよう。新型コロナ新規感染者数の急増を受け、米国経済を取り巻く目下の状況は芳しくない。現状は、緩やかな景気回復基調の下で、一旦足踏みしている状態といえるだろう。

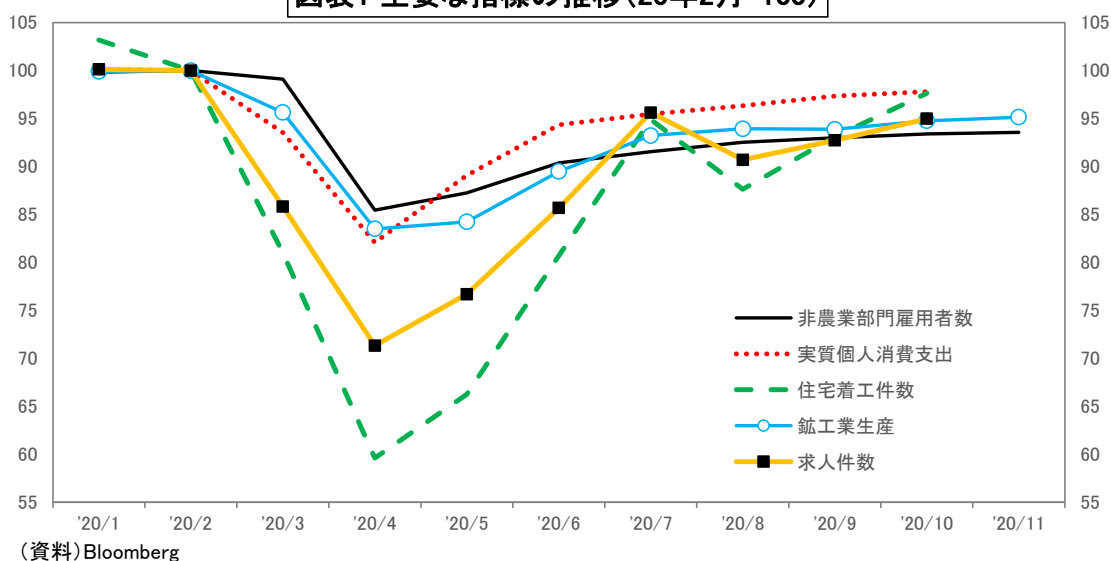
消費については、底割れは回避したものの、失業給付金の上乗せ措置が 7 月末で終了した結果、回復ペースは鈍化したとみられる。10 月の実質個人消費支出は前月比 0.5%と 9 月（同 1.1%）から鈍化しており、11 月の小売売上高は同▲1.1%と下方修正された 10 月に続き 2 ヶ月連続での減少となった。

労働市場に目を転じると、11 月の非農業部門雇用者数は前月から 24.5 万人増となったものの、10 月（同 61.0 万人増）からは大幅に鈍化した。また、失業率は同 0.2 ポイント低下の 6.7%となっ

た。一方で、家計調査ベースでは 11 月の就業者は同 7.4 万人減と、調査によるブレも大きく、全体像が把握しにくい状況が続いている。全体としてみれば、新規失業保険申請件数が約 3 ヶ月ぶりの水準に上昇するなど、雇用回復ペースの鈍化傾向が確認できる。

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1 主要な指標の推移(20年2月=100)

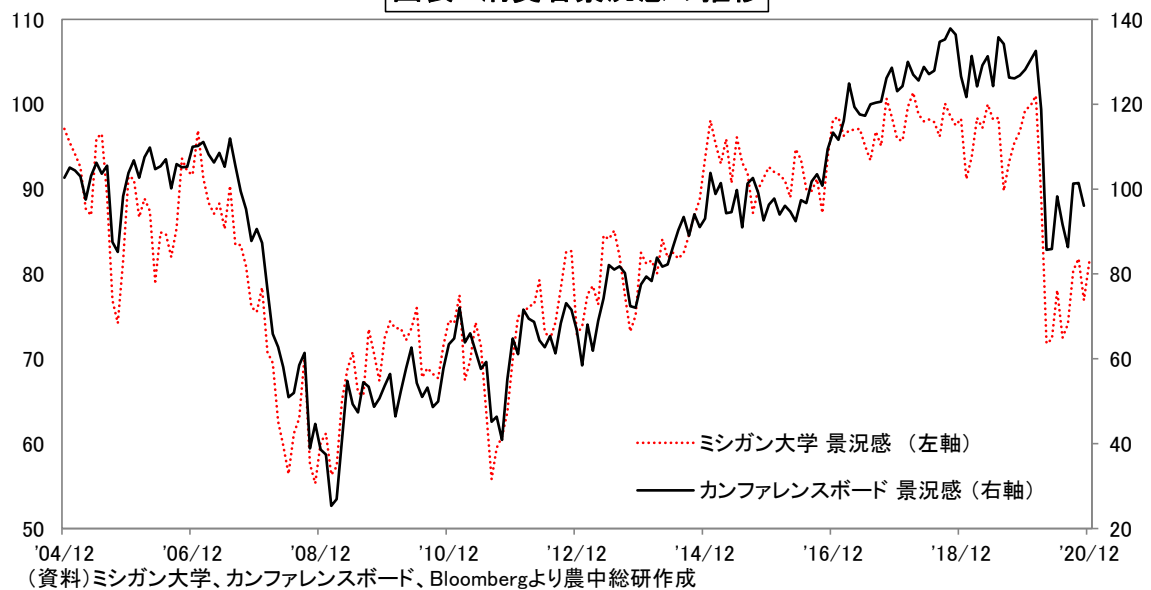


12 月のミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は 11 月から 4.5 ポイントの上昇となる 81.4 (現況指数 91.8、期待指数 74.7) となった。ただし、ミシガン大学によると、大統領選後しばらくの間は、経済の実勢よりも期待指数が高めに出る傾向にあるため、やや割り引いてみるべきだろう。

企業マインドをみると、製造業、非製造業とも 10 月から小幅に低下したものの、判断の節目となる 50%を上回っており、景気の拡大を示している。11 月の ISM 製造業 PMI は前月から 1.8 ポイント低下の 57.5%、非製造業は同 0.7 ポイント低下の 55.9% となった。また、11 月の鉱工業生産は前月比 0.4%上昇したものの、年初のピークからは約 5%低い水準にとどまっている。

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2 消費者景況感の推移



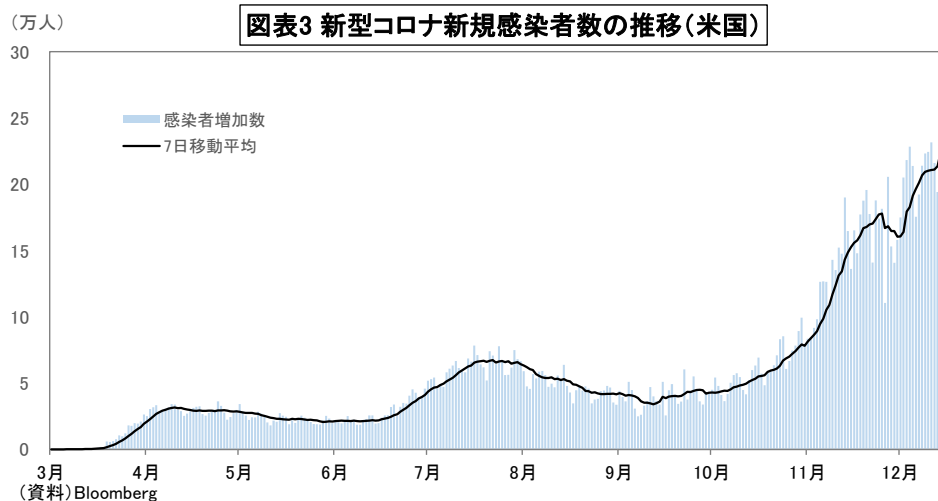
**景気の先行き：
景気回復は足踏
みが継続**

さて、新型コロナの感染状況や対コロナウイルスワクチン（以下、ワクチン）の普及過程、上院多数派が未定の状態、追加経済政策の行方、1月20日に発足するバイデン政権の動向など、不確実性が高い状態にあることは否めないが、景気の先行きについて考えてみたい。

米国では14日からワクチンの接種が開始されたが、冬にかけて感染再拡大が続いてきた。例えばニューヨーク州では2度目の都市封鎖の可能性も浮上するなど、既に景気への下押し圧力が顕在化しており、予断を許さない状況となっている。このため、景気回復は足踏み状態が続くと考えられる。

一方で、英医療調査会社エアフィニティーは、現時点でのワクチンの確保状況などに鑑みて米国の経済正常化を21年4月と分析していることなど、今冬を乗り切れば経済活動の正常化に向けて前進し始める可能性が高い。このため、基調としては緩やかな景気回復シナリオを維持できるだろう。

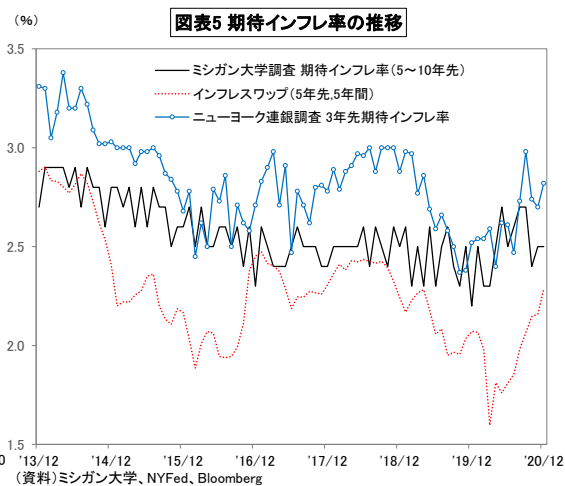
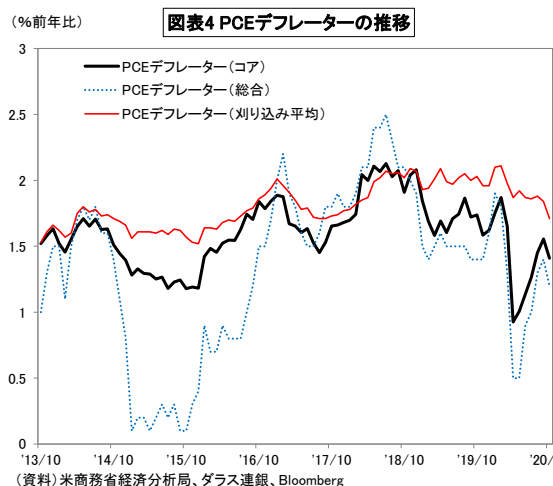
また、11月のニューヨーク連銀調査によると、今後1年間の支出は、特に低所得者層にけん引されて、3.7%増の予想と4年ぶりの水準にまで上昇した。ワクチンの効果や今後の財政支援策などが早くも織り込まれつつある可能性もあり、注目に値する。



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。10月のコアPCEデフレーターは前年比1.4%とFRBが目標とする2%を下回って推移している。また、11月の消費者物価指数(CPI)は前月から変わらずの同1.2%、コアCPIは同1.6%となっている。

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。



12月FOMC:資産買い入れのフォワードガイダンスを強化

こうしたなか、15、16日にかけて開催された12月の連邦公開市場委員会(FOMC)では、ゼロ金利政策と資産買い入れペース(1月当たり米国債800億ドル、MBS400億ドル)の現状維持が決定された。

このうち資産買い入れを継続する期間については、9月時点での

「今後数ヶ月にわたって」という表現が削除され、新たに「最大雇用と物価安定目標に向かって一段と顕著な進展（substantial further progress）があるまで」という表現が追加された。具体的な時期や指標は明示されていないものの、フォワードガイダンス（以下、FG）は強まったと解釈できる。なお、11月FOMCの議事要旨などから、長期金利の急上昇を抑える役割も兼ねて、資産買い入れ額の増加や買い入れ資産の年限長期化が一部では予想されていたものの、そうした変更は見送られた。

12月FOMC後に公表された経済予測についての資料では、20～22年の経済成長率が前回の9月時点から上方修正された。また、FOMC参加者の政策金利予想を表すドットチャートはほぼ変化がなく、23年まではゼロ金利政策が適切とのコンセンサスがみられる。

また、今回から経済見通しについてFOMC参加者が抱く不確実性と、リスクが上下どちらに傾いているかを表すDIの公表が始まった。それによると、12月時点での不確実性は07～08年の世界金融危機期時と同じ程度に高水準ではあるものの、GDP成長率についての下振れリスクはほぼ解消されたとみられている。一方で、インフレについての下振れ圧力は依然として高いと認識されており、資産買い入れに関するFG強化の一因と推察できる。

図表6 FRB大勢見通し(12月時点)

		2020年	2021年	2022年	2023年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	-2.5～-2.2	3.7～5.0	3.0～3.5	2.2～2.7	1.7～2.0
	9月時点 (%前年比)	-4.0～-3.0	3.6～4.7	2.5～3.3	2.4～3.0	1.7～2.0
失業率	(%)	6.7～6.8	4.7～5.4	3.8～4.6	3.5～4.3	3.9～4.3
	9月時点 (%)	7.0～8.0	5.0～6.2	4.0～5.0	3.5～4.4	3.9～4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	1.2	1.7～1.9	1.8～1.9	1.9～2.1	2.0
	9月時点 (%前年比)	1.1～1.3	1.6～1.9	1.7～1.9	1.9～2.0	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	1.4	1.7～1.8	1.8～2.0	1.9～2.1	
	9月時点 (%前年比)	1.3～1.5	1.6～1.8	1.7～1.9	1.9～2.0	
政策金利(中央値)	(%)	0.125	0.125	0.125	0.125	2.50
	9月時点 (%)	0.125	0.125	0.125	0.125	2.50

(資料)FRBより作成

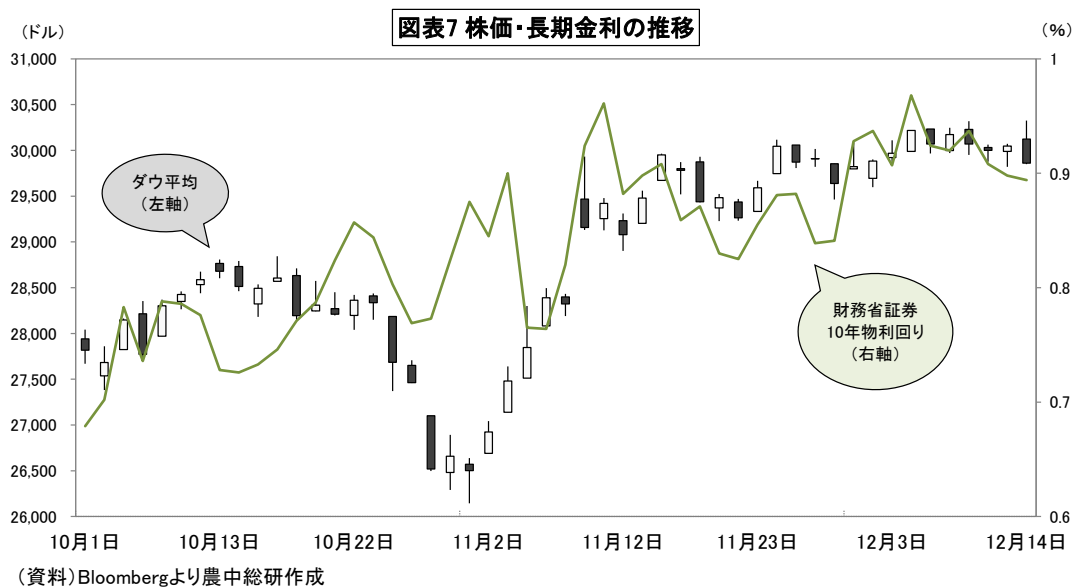
(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

長期金利：0.8～1.0%での推移を予想

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、大統領選というイベントの消化やワクチン開

発による経済復興の加速期待などから金利は一時 1% 目前まで上昇した。12 月入り後は、追加経済対策期待が高まったことから、概ね 0.9% 台前半での推移となっている。

先行きについて考えてみると、経済活動の正常化が見え始めたことや、財政赤字の拡大によって金利が低下する余地は少ないと考えられる。一方で、コロナウイルス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や、FRB の強化された FG が金利上昇を抑制する効果を持つだろう。以上から、利回りは 0.8 ~ 1.0% での推移が続くとみられる。



株式市場：緩やかな上昇を予想

株式市場では、11 月に入り大統領選・連邦議会選の結果やワクチン開発の進展を受けて株価は急反発し、24 日にはダウ平均は史上初となる 30,000 ドル台をつけた。12 月入り後は、主に追加財政政策への思惑を背景に 30,000 ドル前後での取引となっている。

足元の株式市場は、経済活動の正常化期待に過度に依存した相場の様相を呈しており、バリュエーションの高止まりは否めない。一方で、経済再開期待による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、この動きが 21 年入り後にも継続するとみられる。以上から、先行きについては緩やかな上昇を予想する。

なお、懸念材料としては、新型コロナの変異種がイギリスを中心に急速に拡大しつつあることが挙げられる。

(20. 12. 17 現在)