

行動制限措置から足踏み状態が継続

～バイデン政権は新たな追加経済対策を目指す～

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り、雇用統計からは労働市場の小幅な悪化が確認できる。先行きについても、冬季中は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に加えて、トランプ大統領が署名した 9,000 億ドルの新型コロナ追加救済法案や、バイデン次期政権が目指す追加経済対策によって、春先以降は再び景気回復が進むと見込まれる。

FRB は 12 月の FOMC にて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が、テーパリングの時期を巡って既に FOMC 参加者間での意見の相違も確認できる。ただ現在の超緩和的な金融政策が変更されるには、ワクチン接種が普及し、経済活動が正常化され、インフレ率が 2% を安定的に超える必要があるだろう。

バイデン政権は新たな追加経済対策を目指す

トランプ大統領は 12 月 27 日、総額 1.4 兆ドル（約 146 兆円）の 21 会計年度（20 年 10 月～21 年 9 月）歳出法案に署名した。また、9,000 億ドル（約 93 兆円）の新型コロナ追加救済法案も成立したことで、週 300 ドルの失業給付の上乗せや国民 1 人当たり最大 600 ドルの支給などが実現する。

こうしたなか、1 月 5 日のジョージア州決選投票において民主党が 2 議席とも勝利し、上院における実質的な過半数を獲得した。上院での議事進行妨害（フィリバスター）は起こりうるものの、「ねじれ議会」を回避できたことで、20 日に発足するバイデン政権の運営は幾分容易になったと思われる。また、バイデン次期大統領は 14 日、1.9 兆ドル（約 200 兆円）規模の新たな新型コロナ対策案を発表し、失業給付上乗せを 9 月まで延長することや、現金給付を 1 人当たり 1,400 ドル追加、対コロナウイルスワクチン（以下、ワクチン）普及にむけた補助などを目指すようだ。さらに、20 日の大統領就任後からは大統領令を多用することで、パリ協定への復帰などトランプ政権からの転換を印象づけるとみられている。

バイデン政権発足に先駆けて、次期財務長官に指名されたイエレン前 FRB 議長は 19 日、上院承認公聴会において、景気回復が腰折れする懸念を表明し、追加経済対策を優先課題とすることを説

景気の現状：景気回復は足踏み状態

明した。また、市場から懸念されていた法人税や富裕層向けの税制改革は早急には行わない考えを示したが、コロナ対策が終わった後には取り組む可能性を示唆した。加えて、対中政策を強化し、中国の「不平等で不公正な」慣習に積極的に対応していく考えを示した。

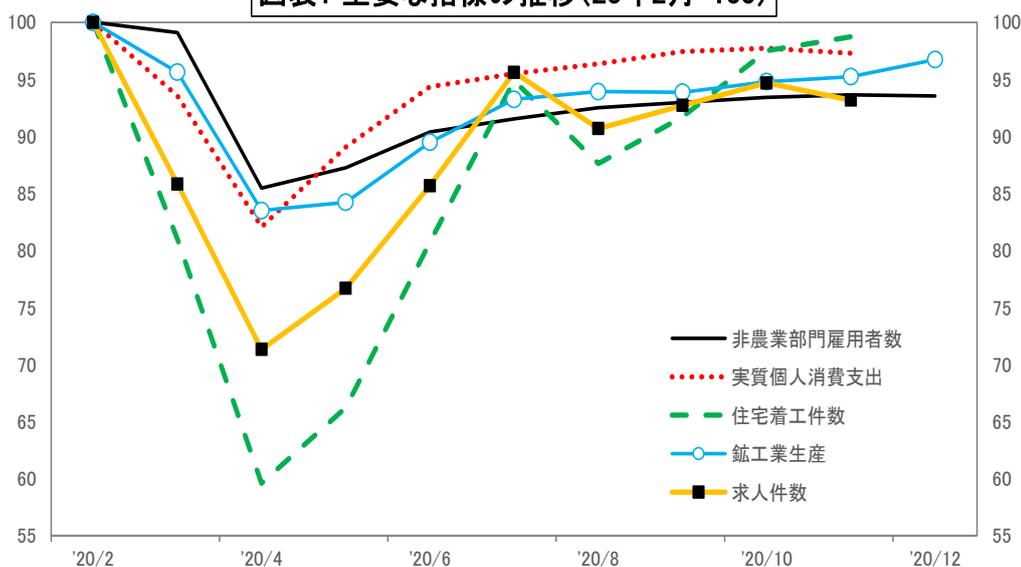
以下、足元の経済指標を確認してみよう。新型コロナ新規感染者数の急増を受け、米国経済を取り巻く目下の状況は芳しくない。現状は、緩やかな景気回復基調の下で一旦足踏みしている状態といえるだろう。

消費については、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。9月以降鈍化傾向が続いていた実質個人消費支出は、11月は前月比▲0.4%と減少に転じた。また、12月の小売売上高は同▲0.7%と3ヶ月連続での減少となった。

労働市場に目を転じると、12月の非農業部門雇用者数は前月から14万人減、失業率は変わらずの6.7%となった。一方で、家計調査ベースでは12月の就業者は同14.5万人増と相反する結果となるなど、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の上昇もあり、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)

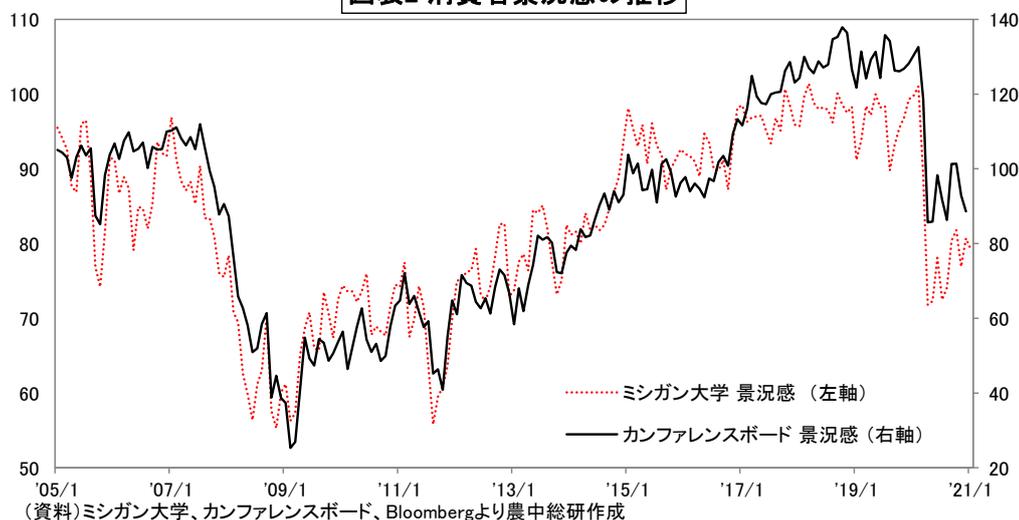


(資料) Bloomberg

1月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は12月からやや低下となる79.2（現況指数87.7、期待指数73.8）となったが、二番底を警戒する必要があるほどは落ち込んでいない。

企業マインドをみると、製造業、非製造業とも11月から上昇し、引き続き景気の拡大を示している。12月のISM製造業PMIは前月から3.2ポイント上昇の60.7%、非製造業も同1.3ポイント上昇の57.2%となった。また、12月の鉱工業生産は前月比1.6%上昇したものの、年初のピークからは約3.6%低い水準にとどまっている。製造業が「コロナ前」の水準を回復するには、しばらく時間がかかりそうだ。

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ワクチンの普及過程など不確実性は依然として大きいものの、景気の先行きについて考えてみたい。

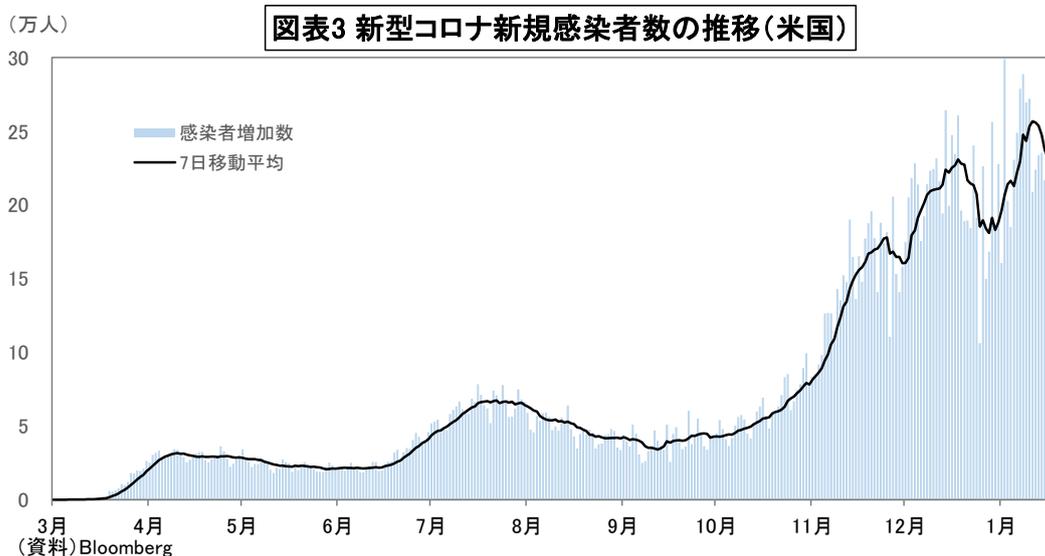
米国では12月14日からワクチンの接種が開始されたが、普及ペースはやや遅いと指摘されている。また、冬場に入ってから感染再拡大が続いており、都市封鎖や夜間外出の禁止措置などを導入した州もみられ、雇用統計などからは景気への下押し圧力が確認できる。こうしたことから、景気回復は冬の間は足踏み状態が続くと考えられる。

また、景気刺激策の拡大を過度に見積もることは注意を要する。バイデン政権が目指す1.9兆ドル規模の新たな新型コロナ対策案の成立や、環境政策、インフラ投資などを実行するには、フィリバスターを回避するために上院において60票以上が必要となる。このため、上下両院を民主党が抑えてはいるものの、共和党議

員との協調が不可欠であり、バイデン政権の主要な政策が次々と実現できるわけではない。

一方で、英医療調査会社エアフィニティは、ワクチンの確保状況などに鑑みて、集団免疫の獲得による日常の正常化を米国の場合は21年4月と分析していることなど、今冬を乗り越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。

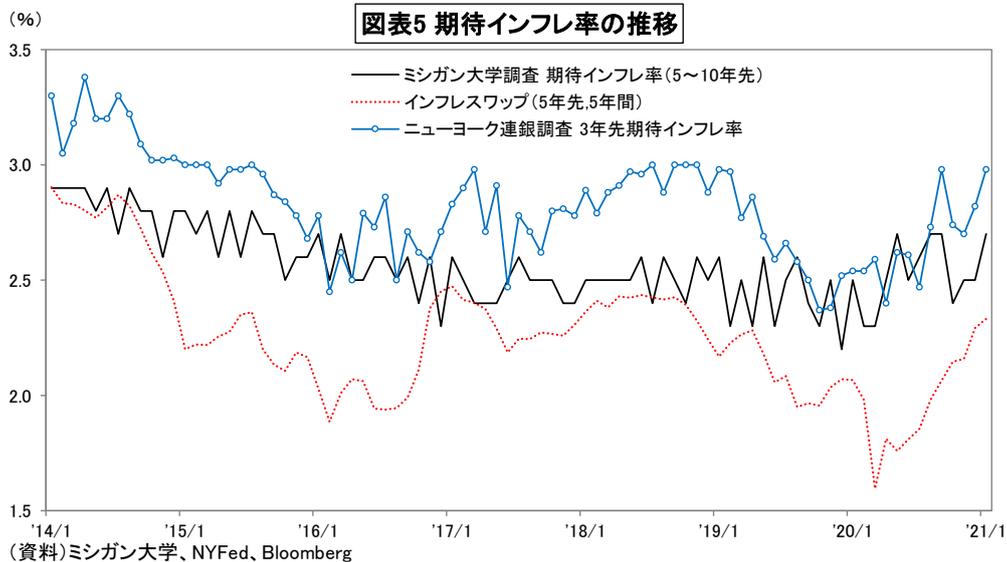
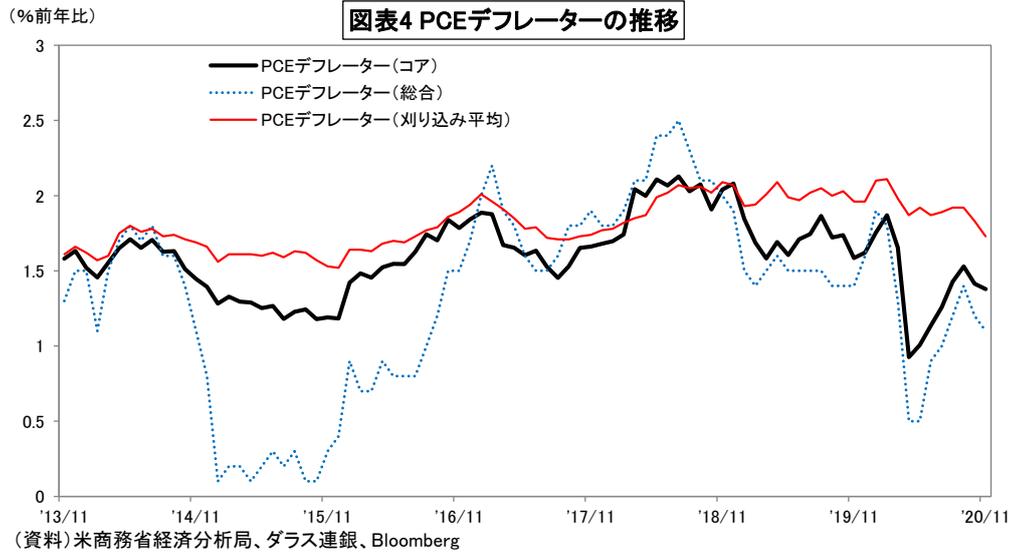
また、27日に成立した9,000億ドルの新型コロナ追加救済法案のうち、1,660億ドルが現金給付に充てられることから、消費の鈍化も緩和されるとみられる。なお、前回の現金給付の際は、給付金の約半分が直ちに消費に回ったとする分析もあり、今回の現金給付についても消費下支え効果は大きいと思われる。



インフレ率の加速にはワクチンの普及が必須

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。11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、12月のコア消費者物価指数(CPI)は同1.6%となっている。

足元の期待インフレ率は「コロナ前」である20年2月と比べると全体的にはわずかに上昇しているが、コロナ禍による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。インフレ率が加速するには、ワクチンが普及して集団免疫を獲得し、経済活動が正常化することで、既に大量に供給された貨幣が実体経済で流通し始める必要があるだろう。とはいえ、FRBには利上げなどの対応手段があることから、制御不能な高インフレ状態に陥るとは考えづらい。



資産買い入れをめぐ る見解の相違

12月の連邦公開市場委員会（FOMC）後の声明文では、資産買い入れを継続する期間について「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」と表現された。しかし、足元では既に資産買い入れの段階的な縮小（テーパリング）の時期について、FOMC参加者間の見解の相違が表面化しつつある。1月初めにはカプラン・ダラス連銀総裁とハーカー・フィラデルフィア総裁からテーパリングについての積極的な発言があったものの、その後は複数のFOMC参加者からテーパリング議論は時期尚早と、火消しともとれる発言があった。

こうしたテーパリングをめぐる議論は13年5月、当時のバーナンキFRB議長が資産買い入れの段階的縮小を検討中と明かしたことで金融市場が混乱し債券利回りが急上昇した、いわゆる「テー

**長期金利：
1.1%前後での
推移を予想**

パー・タントラム」を想起させるだけに、特に今年の本FOMCにおいて投票権を持つ参加者は発言に慎重を期すものと思われる。

なお、21年のFOMC参加者は20年よりもハト派色が強まったと評価されており、足元の超緩和的な金融政策が市場参加者などの予想より早く終了することは考えづらい。テーパリングの開始についても、ワクチンの普及や雇用の回復、インフレ率が2%を上回って安定することなどの条件が満たされなければ難しいと思われる。

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11月は大統領選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%台前半で推移した。1月に入ると、ジョージア州上院決選投票において民主党が2議席確保し、大規模な財政政策が実現する可能性が高まり金利は上昇し、1.1%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、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、新型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していることや、FRBの強化されたフォワードガイダンスが金利上昇を抑制する効果を持つことから、方向感を欠く展開となりそうだ。短期的には、1.9兆ドル規模の追加経済対策をめぐる思惑が材料視されると思われるものの、金利は引き続き1.1%前後での推移が続くと予想する。



(資料) Bloombergより農中総研作成

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た。1.9兆ドル規模の追加経済対策期待はあるものの、金利上昇がやや懸念材料視されるなか1月は上値の重い展開が続いている。

足元の株式市場は、ワクチンの普及と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いる。また、ロビンフッドなど個人投資家向けの証券取引サービスを通じて、現金給付が株価に流れ込むとの指摘もあり、短期的には加熱材料となりやすいとみられる。以上から、先行きについても緩やかな上昇を予想する。

(21.1.20 現在)

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	1/14	資産買い入れの変更に関する議論は時期尚早
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	-1		
	クラリダ副議長	-1	1/8 1/14	ワクチンが開発されたことで、見通しに対する下向きのリスクは低下 インフレ率が年間で2%を超えるまでは利上げしない
	ブレイナード理事	-1	1/13	債券購入は現在のペースがしばらく適切
	ウォーラー理事	?		前セントルイス地区連銀調査局長 任期は2030年まで
	ボウマン理事	?		
	クオールズ副議長	?		
	エバンス総裁 (シカゴ)	-1	1/7	インフレが2%に戻らない場合、資産買い入れ拡充を迫られる可能性
	バーキン総裁 (リッチモンド)	-1~0	1/7 1/11	米財政支援策は今後は拡大しない公算が大きい 21年後半に力強く回復、前半は困難なみこみ
	ボスティック総裁 (アトランタ)	0~1	1/8 1/13	予想よりも早く、債券購入のテーパリングが始まる可能性も ワクチンの配布に遅れ。遅れが続けば景気回復の勢いは弱まる
デイリー総裁 (サンフランシスコ)	-1	1/7	1つの指標で最大雇用測るのは危険	
FOMCメンバー 投票権なし	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	1	1/12	ワクチンの普及の遅れがが主要リスク
	ブラード総裁 (セントルイス)	-2	1/12 1/13	テーパリング議論は時期尚早 インフレ率上昇が示唆されているがテーパリング議論は時期尚早
	ローゼングレン総裁 (ボストン)	0~1	1/12 1/15	ワクチン普及を受け、米経済は21年下半期に力強く回復する見込み バイデン次期大統領の1.9兆ドル規模の追加経済対策は必要
	メスター総裁 (クリーブランド)	0	1/4 1/12	金融政策はかなり長い間緩和的である必要 金融・財政政策の双方が必要
	非FOMCメンバー 投票権なし			
	ハーカー総裁 (フィラデルフィア)	1	1/7	債券購入プログラムが早ければ年末にも縮小を始める可能性
	カプラン総裁 (ダラス)	1	1/11	テーパリング、年内の議論開始を望む
	メカシュカリ総裁 (ミネアポリス)	-2	1/15	新型コロナウイルスは21年通して米経済の重しに

(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。

22年は、ジョージ、ブラード、ローゼングレン、メスター総裁に投票権