

2020年4月21日 全13頁

米国経済見通し ロックダウン緩和の期待と現実

2020年の実質 GDP 成長率は前年比▲3.5%を予想

ニューヨークリサーチセンター 研究員 矢作 大祐

[要約]

- 新型コロナウイルスの爆発的な感染拡大が続く中で、ロックダウンといった感染拡大抑止策を導入した結果、新規失業保険申請件数など経済指標は絶望的な結果となっている。大和総研では、2020年4-6月期の実質 GDP は、前期比年率▲20%台という、現行統計開始以来最大の落ち込みとなると予想する。2020年全体でも前年比▲3.5%とリーマン・ショック後の2009年に記録した同▲2.5%を下回ると見込む。
- 経済が急速に悪化する中、米国政府やFRBは政策を総動員し、感染拡大抑止に伴う家計・企業の痛みを和らげようとしている。ただし、中小企業向けの資金供給は既に予算枠を使い切った。家計向けの現金給付も、4月分は賄えても、5月分以降は家賃等を含めて覚束ない。こうした中、トランプ大統領は経済活動の再開に関するガイドラインを公表し、州政府に感染拡大抑止策の緩和を促している。
- 感染者数の伸びは少しずつ緩やかになっているが、ガイドラインが示す緩和要件を満たす州は多くない。拙速な経済活動の再開により感染が再拡大し、収束までの道のりが長くなることで、経済の更なる下振れをもたらすことも考えられる。当面は感染拡大抑止を最優先とし、収束後に速やかに回復へと移ることができるよう米国政府による企業や家計への追加支援が不可欠といえよう。

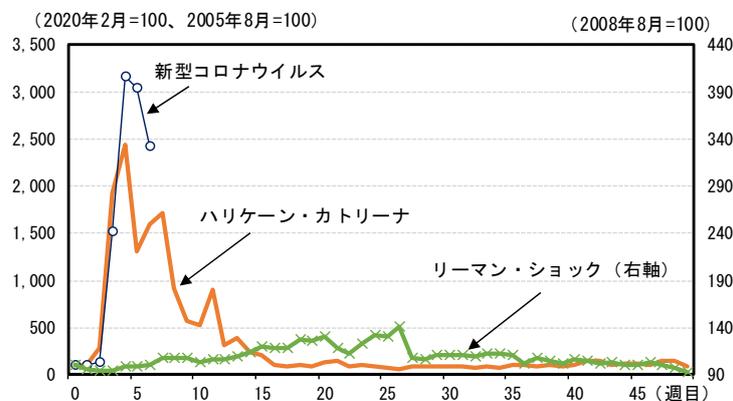
感染拡大抑制策後、絶望的な経済統計が続出

WHOによると、4月17日時点で米国における新型コロナウイルスの感染者数は63.3万人と世界の感染者数207.4万人の約3割を占める。トランプ大統領が非常事態を宣言した3月13日、米国の感染者数は1,264人と世界の感染者数5.2万人の2%強を占めるにすぎなかったことを踏まえれば、1ヵ月余りで米国社会は一変した。

感染拡大を抑制するために、ソーシャルディスタンスの徹底や、外食・10人以上の集会の自粛が全米レベルで要請されるとともに、3月半ばからは各州で、不可欠なサービス従事者以外は在宅勤務となり、必需品の購入や通院など不要不急の外出以外は自粛する自宅待機要請・指示が始まった。ニューヨーク・タイムズ紙によれば、4月7日時点で少なくとも42州で自宅待機要請・指示が出されており、3.2億人が対象者となっている。

感染拡大抑制が最優先となり、不要不急の外出が自粛される中で、個人消費は抑制され、サービス部門を中心に企業の経済活動は停止した。結果的に、3月以降の各種経済統計は後述のように絶望的に悪化している。一つ例を挙げれば、レイオフなど雇用環境の悪化が著しい。新規失業保険申請件数は、3月半ば以降の4週間で約2,200万人と急増した。雇用環境の急速な悪化は、リーマン・ショックのような経済・金融危機というよりも、2005年にルイジアナ州を襲ったハリケーン・カトリーナといった自然災害に近いといえる。

図表1 新規失業保険申請件数の比較



(注) 新型コロナウイルスは米国全体の新規失業保険申請件数 (2020年2月=100)、ハリケーン・カトリーナは2005年8月のルイジアナ州の新規失業件申請件数 (2005年8月=100)、リーマン・ショックは米国全体の新規失業保険申請件数 (2008年8月=100)。

(出所) DOL、Haver Analytics より大和総研作成

ただし、今回の新型コロナウイルスの感染拡大は、自然災害とも異なる点がある。ハリケーンのように資本ストックが棄損するというよりは、経済活動の停止に伴い生産活動のフローが一時的に停止した点が挙げられる。つまり、新型コロナウイルスの感染拡大が収束すれば、経済活動の回復が速やかに行われる可能性がある。他方で、米国内で新型コロナウイルスの感染者数が最多となったニューヨーク州のクオモ知事が、新型コロナウイルスのことを「動きの遅いハリケーン」と比喻したように、収束がいつになるかわからないという点で将来の不確実性が高

い。また、新型コロナウイルスが、ハリケーン・カトリーナのように局所的ではないことは経済へのダメージをより深刻にする可能性が高い。

米国政府は財政・金融政策を総動員

収束時期が不透明であり、経済へのダメージも大きいことから、米国政府・議会及びFRBも企業・家計のサポート策を矢継ぎ早に打ち出した。FRBは、3月に合計1.50%ptの緊急利下げを行うとともに、株式・債券など金融・資本市場が2月末以降に急速に調整を強いられる中、レポ取引による資金供給や、国債等の無制限購入、プライマリー・ディーラー向けの資金供給(PDCF)など流動性供給策を講じた。加えて、CPの購入(CPFF)やABSを担保とした資金供給(TALF)など、リーマン・ショック時に導入した「信用緩和」も再開した。こうした従来型の施策に加えて、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う非従来型の施策も導入された。FRBは、適格社債等の買入(PMCCF、SMCCF)や中小企業向けローンの買入(MSNLF、MSELF)、PPPローンを担保とした資金供給(PPPLF)、州地方政府のSTNの買入(MLF)などを新たに導入した。

図表2 FRBの国内向け施策

略称	公表日	概要	対象主体	対象資産	期間	規模	損失への補償	新規/再開
CPFF	3/17	SPVが適格CPを買入	CP発行体 (外国親会社の 子会社も含む)	格付けが最低A1/P1/F1以上(ダウグレードされた場合は最低でもA2/P2/F2以上)	SPVが購入した適格CPと同様(期間3カ月のCP)	言及なし	財務省による100億ドルの保証	2008年10月に導入したCPFFに類似
PDCF	3/17	NY連銀がプライマリーディーラー向けに適格資産を担保にフルリコースローンを実施	プライマリーディーラー	国債、地方政府債、社債、MBS、ABS、株式等	最大90日	言及なし	言及なし	2008年3月に導入したPDCFに類似
MLLF	3/18	ポストン連銀は、金融機関がMMFから買った適格資産を担保にノンリコースローンを実施	銀行、MMF	米国債、機関債、ABCP、CP、CD等	担保資産と同様、或いは最大12カ月	言及なし	財務省による100億ドルの保証	2008年9月に導入したMLLFに類似
TALF	3/23	SPVが適格ABSを担保にノンリコースローンを実施	米国企業	投資適格なABS	最大3年間	最大1,000億ドル	財務省による100億ドルの保証	2008年11月に導入したTALFに類似
PMCCF	3/23	SPVが適格社債等を買入	社債発行体等	投資適格債(ダウグレードされた場合は最低でもBB-/Ba3以上)、シンジケートローン	SPVが購入した適格資産と同様(投資適格債のマチュリティは4年以下)	SMCCFと合計で最大7,500億ドル	財務省による500億ドルの保証	新規
SMCCF	3/23	SPVがセカンダリー・マーケットから適格社債等を買入	社債発行体等	投資適格債(ダウグレードされた場合は最低でもBB-/Ba3以上)、ETF	SPVが購入した適格資産と同様(投資適格債のマチュリティは5年以下)	PMCCFと合計で最大7,500億ドル	財務省による250億ドルの保証	新規
MSNLF	4/9	SPVが適格ローンの額面95%分を買入	金融機関	4月8日以降に提供された適格ローン	SPVが購入した適格資産と同様(適格ローンの期間は4年以下)	MSELFと合計で最大6,000億ドル	財務省によるMSSELFと合計で最大75億ドルの保証	新規
MSELF	4/9	SPVが適格ローンの額面95%分を買入	金融機関	4月8日以降に増額、或いは4月7日以前に提供された適格ローン	SPVが購入した適格資産と同様(適格ローンの期間は4年以下)	MSNLFと合計で最大6,000億ドル	財務省によるMSNLFと合計で最大75億ドルの保証	新規
MLF	4/9	SPVが新規に発行された適格STNを買入	州・地方政府	TAN、TRANS、BANsやその他STN	SPVが購入した適格資産と同様(STNのマチュリティは24カ月以下)	最大5,000億ドル	財務省による350億ドルの保証	新規
PPPLF	4/9	FRBがPPPローンを担保にノンリコースローンを実施	金融機関	SBAIによって保証されたPPPローン	PPPローンと同様	言及なし	言及なし	新規

(注) 2020年4月17日時点。

(出所) FRB、NY連銀より大和総研作成

今回のFRBの施策をまとめれば、金融・資本市場におけるストレスの高まりに対応した点は、リーマン・ショック時と共通している。他方で、新型コロナウイルスが実体経済に対して幅広くかつ急速に悪影響を及ぼす中で、企業や州・地方政府など幅広い主体に資金が行き届くような施策が短期間で導入された点は、リーマン・ショック時とは異なるだろう。

また、連邦議会上院が3月25日、下院が3月27日に総額2兆ドル強のコロナウイルス支援・救済・経済安全保障法(CARES法)を可決し、同27日にトランプ大統領が署名したことで成立

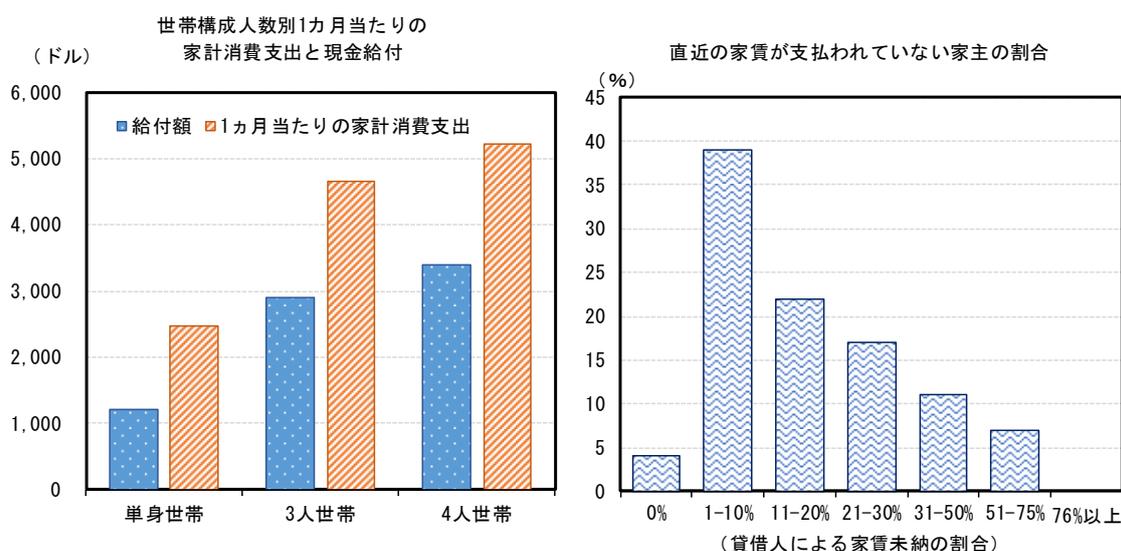
した。CARES 法には、①成人に最大 1,200 ドル、未成人に 500 ドルを提供する家計向け支援や、②失業保険として 1 週間当たり 600 ドルの追加給付を実施する失業者向け支援、③PPP ローン（従業員の給与支払い等のための中小企業向けローン）や一定条件を満たした場合の返済免除などの中小企業向け支援、④国家安全保障上重要な企業へのローンの提供や企業・州・自治体向け支援のために FRB が設立するファシリティに対する財務省による資金提供に代表される企業・地方政府向け支援、⑤医療関連支出の拡大などが含まれる。

CARES 法の成立後、各政策は速やかに実行に移された。例えば、IRS（内国歳入庁）は 4 月 11 に家計向け現金給付の開始を公表した。また、SBA（中小企業庁）は 3,490 億ドルの予算が手当てされた PPP ローンのうち、4 月 16 日時点で既に 3,423 億ドルを実行した。売上や収入が急減する家計や企業への速やかな資金供給は、各主体の手元資金の状況を改善させることから、感染拡大抑止策に伴う痛みを当面の間和らげる鎮痛剤としての役割を果たすだろう。

収束が長引けば、家計・企業は資金不足に

しかし、収束が長引けば、既存の家計・企業への資金供給分では賄いきれない公算が大きい。家計への現金給付額と家計の通常時の 1 ヶ月当たりの消費支出額と比べた場合、単身世帯への給付額は平均的な消費支出額の 5 割に満たない。3人世帯や4人世帯であっても、給付額は消費支出額の 6 割強にすぎない。通常時に比べてレジャー・娯楽費等が減ることで、消費支出額が抑制されると考えられるものの、自宅待機が 2-3 ヶ月と続けば資金不足に陥ることは想像に難くない。例えば、NAHB（全米住宅建設業協会）が実施した集合住宅の建設管理業者へのアンケートによれば、4月初めの時点で家賃支払いが滞り始めた借入人の割合は平均で約 18%とされる。4月分は現金給付等で賄えたとしても、5月分以降の家賃支払いは覚束ないだろう。

図表 3 世帯構成人数別 1 ヶ月当たりの家計消費支出と現金給付、直近の家賃が支払われていない家主の割合



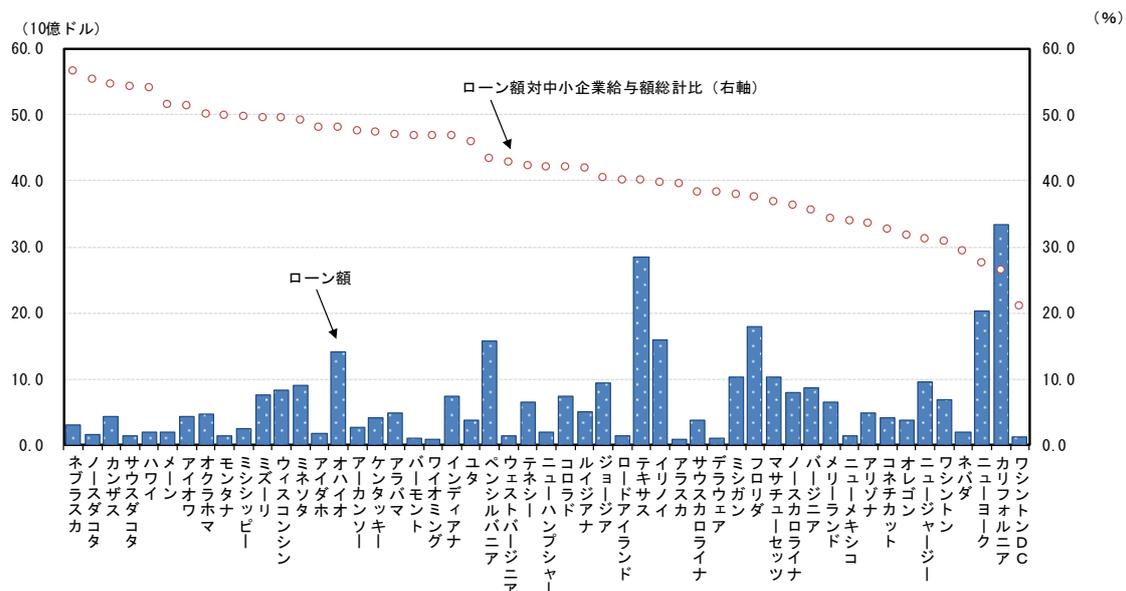
(注) 1 ヶ月当たりの家計消費支出は 2016-2017 年。給付額は大人 1200 ドル、子供 500 ドル、3人世帯は、大人 2 人、子供 1 人、4人世帯は、大人 2 人、子供 2 人の構成として算出。

(出所) BLS、NAHB、IRS より大和総研作成

なお、失業保険の給付額拡大によって、失業保険による所得代替率は米国全体で週給の 90% 超となっており、所得代替率が 130% 超となる州も存在する¹。家計にとって、失業保険が急減する所得を補うバッファーとなる一方、失業保険の給付対象者は 4 月の第 1 週時点で過去最多の約 1,198 万人であるが、3 月の労働力人口の 7.4% にすぎない。幅広い世帯への資金供給という意味合いでは、失業保険に期待すべきではないといえる。

また、企業に関して中小企業向けの PPP ローンを取り上げると、当初設定された予算枠のほとんどを既に使い切っており、SBA は 4 月 16 日に PPP ローンの新規受付を一時的に停止した。既存の PPP ローン額に関して、中小企業に資金が行き渡っているわけではない。既存の PPP ローン額と、対象となる中小企業の給与額総計を比較すると、米国全体で約 37.9% となっている。州（含むワシントン D.C.、以下同）ごとに見ると、ネブラスカ州が 56.7% と最も高いが、最も低いワシントン D.C. では 21.2%、最も感染者数が多いニューヨーク州では 27.8% と格差も存在している。各州で中小企業向けの様々な支援策が導入されていることを踏まえれば、PPP ローンだけで企業の資金の過不足を測ることはできないが、収束が長引けば、支援を求める企業が増えることはあっても減ることはないだろう。

図表 4 州別の PPP ローン額



(注) 中小企業の給与額は 2016 年時点。PPP ローンが対象とする給与の期間が 2 月 15 日-6 月 30 日までであることから、中小企業給与総計は簡易的に 4 か月分の給与額を使用。

(出所) Census、SBA より大和総研作成

中小企業団体である NFIB（全米独立企業連盟）のアンケートによれば、現下の経済状況でどの程度の期間、経営を持続させることができるかとの質問に対し、1 か月以内と 1-2 か月と回答した企業は約 5 割となっており、予算枠の早急な拡大が不可欠となっている。現在、議会では予算枠の拡大を巡って議論が行われているが、共和党と民主党の間で隔たりがあり、4 月 20 日

¹ Noah Williams “Unemployment Benefits under the Federal COVID-19 Relief Package,” Center for Research on the Wisconsin Economy, University of Wisconsin-Madison, March 27, 2020.

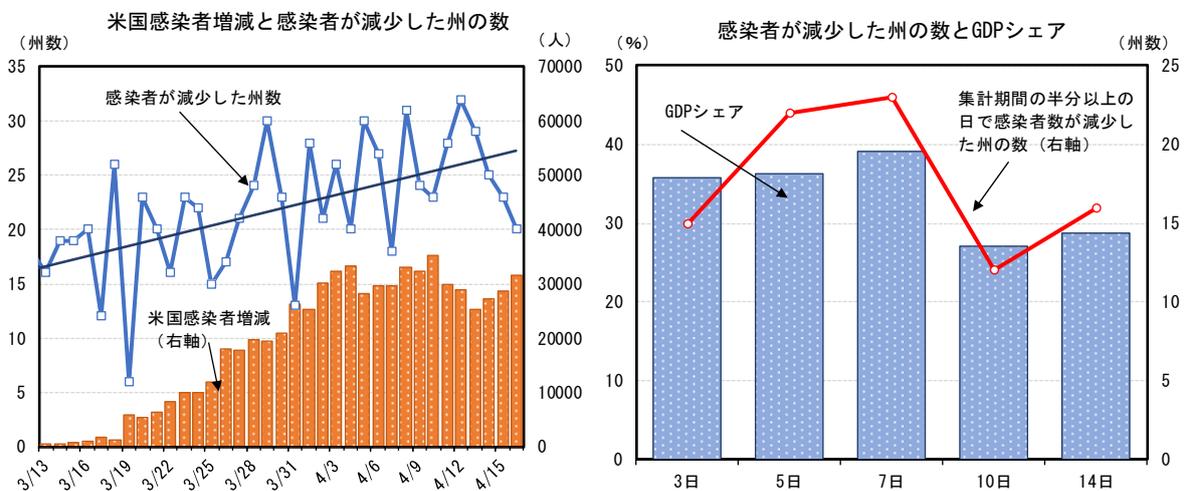
時点で合意には至っていない。

ロックダウン緩和の期待と現実

感染拡大の抑止が最優先課題であることは不変であるものの、米国内では感染拡大抑止策の緩和、つまり経済活動の再開に関する議論が進んでいる。トランプ大統領は、4月16日に市民生活や経済活動の再開に向けたガイドラインを発表した。ガイドラインでは、14日間にわたる新型コロナウイルスやインフルエンザに類似した症例の減少や、感染者数の減少、陽性率の低下、医療機関の体制整備などを要件とし、正常化を進める方針を示した。正常化は、①レストランや映画館などは人と人の距離を維持することを条件に再開を認める一方で、テレワークを推奨、学校等は閉鎖を維持する、②スポーツジムやバーも上記条件で再開を認め、学校も再開する、③概ね正常化、という3段階に分かれる。

今回のガイドラインを参考にしながら、州政府が経済活動の再開時期を判断することになる。ニューヨーク州では、4月29日に設定されていた自宅待機指示が5月15日まで延長された一方、テキサス州では公園の開放、ミネソタ州ではゴルフ等の野外活動の再開、フロリダ州では一部ビーチの開放等を公表している。外出自粛要請・指示の期限を4月末までに設定している州も多く、州政府は4月末までに延長或いは再開等の方針を決める必要がある。

図表5 米国感染者数増減と感染者数が減少した州の数、感染者が減少した州の数とGDPシェア



(注) GDPシェアは2019年のデータをもとに算出。

(出所) Johns Hopkins Coronavirus Resource Center、BEAより大和総研作成

ガイドラインにも要件として取り上げられている、感染者数の動向を確認すると、感染者数が前日から減少した州数は緩やかに増加トレンドにある。仮に、複数の期間(3日間、5日間、7日間、10日間、14日間)を設定し、感染者数が前日から減少した日数が当該期間の半分を超えた州数を確認すると、3日間(2日以上減少)は15州、5日間(3日間以上減少)は22州、7日間(4日間以上減少)は23州、10日間(6日間以上減少)12州、14日間(8日間以上減少)は

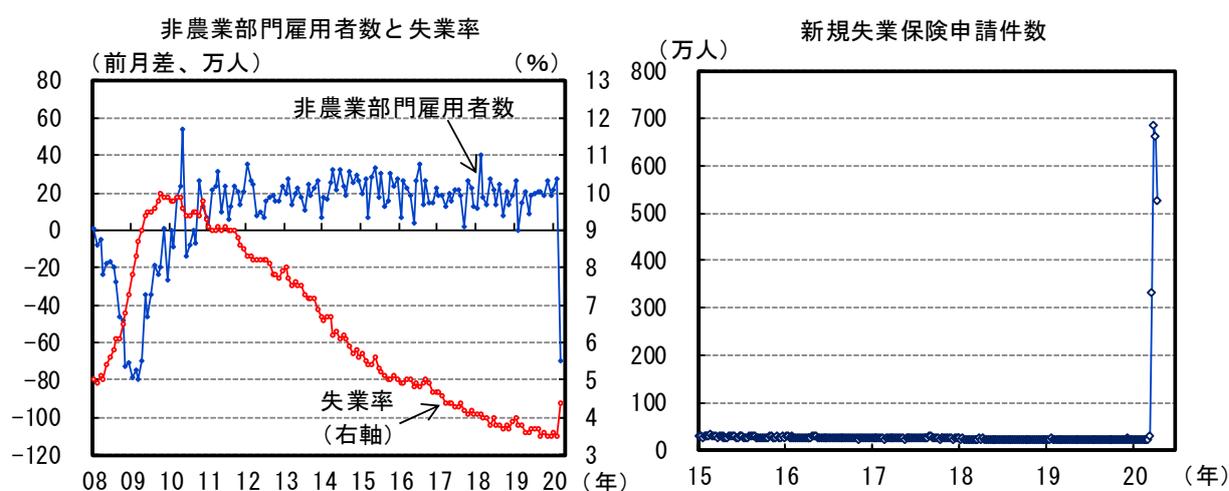
16州となった。感染者数のトレンドから考えれば、多くの州で経済活動を再開するには今しばらく時間がかかると考えるべきだろう。

また、ミシガン州等で経済活動の再開を求める抗議デモが発生している中、トランプ大統領はSNS上で抗議デモを擁護するメッセージを出している。トランプ大統領は、11月に大統領選挙を控える中、できる限り経済活動の再開を早期に進めたいという考えがあるのかもしれない。ただし、感染者数が減少トレンドにある州が経済活動を再開するとしても、これらの州が米国全体に占める割合は3割弱-4割弱にすぎない。経済を優先し、拙速に経済活動を再開してしまえば、再度感染者数が増加してしまうリスクがあることも踏まえれば、感染者数の拡大抑止策を継続すべきと考えられる。加えて、PPPローンの財源拡大を通じて、経済活動の停止に伴う痛みを和らげることが、収束後に経済の回復へとスムーズに移行するために不可欠といえる。

失業率は4.4%に上昇、今後一層の悪化へ²

感染拡大抑止策が実施され、サービス業を中心に企業の業績が急激に悪化する中、その影響は雇用環境にも波及している。2020年3月の非農業部門雇用者数は前月差▲70.1万人と大きく減少した。感染拡大抑止策のあおりを最も受けやすいと考えられる、レジャー・娯楽が同▲45.9万人と大幅に減少した。失業率に関しても、同+0.9%pt上昇の4.4%となった。失業理由別に見ると、レイオフによる失業者が大半を占めた。就業者であっても、経済的理由によるパートタイム就業者が急増しており、業容縮小による影響を受けているとみられる。民間部門の平均時給に関しては、前月比+0.4%と堅調であったが、レジャー・娯楽といった賃金水準が相対的に低い業種での雇用者数が大きく減ったことで、賃金水準が押し上げられたと考えるべきであり、ポジティブとはいえない。

図表6 非農業部門雇用者数と失業率、新規失業保険申請件数



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

² 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「失業率は4.4%に上昇」(2020年4月6日)参照。
https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20200406_021442.html

3月の雇用統計は、12日を含む週に賃金を支払われた人数を雇用者数と定義している。つまり、3月半ば以降に本格化したロックダウンの影響を反映しきれていない。4月の雇用統計では、失業率が急上昇する公算が大きい。新規失業保険申請件数を見ると、3月第3週から4月の第2週までの4週間累計で約2,200万件と直前の2月第3週から3月第2週までの4週間累計約90万件から大きく増加した。統計が異なるため単純に比較できないが、新規失業保険申請件数2,200万件を雇用統計の失業者数増分と仮定した場合、ロックダウンの影響を受ける前の2月の失業率3.5%から+13.4%pt上昇し、16.9%まで上昇することを意味する。

新規失業保険申請件数は足元で増勢が幾分和らいでいる傾向も見られるが、失業率の水準に関してより悲観的な見方もある。セントルイス連銀は、公衆衛生・安全に関する業務や在宅等での勤務が可能な業務等に従事する人々以外をレイオフのリスクが高い雇用者と位置付けた場合、米国の雇用者のうち、約46%を占める6,700万人が該当すると試算している。また、他人との距離を6フィート（約1.8メートル）保つことが重要視される中で、他人との近接距離、かつ公衆衛生にとって不可欠ではない業務に従事する約2,700万人をレイオフのリスクが高い雇用者とも試算している。両試算の平均に2月分の失業者を足し合わせた約5,300万人を失業者として仮定した場合、セントルイス連銀は失業率が2020年4-6月期に約32%まで上昇する可能性があるとして指摘している。

雇用環境の悪化に対して、企業向けローンや家計への現金給付、失業保険の拡充といった対策が進められ、雇用・所得環境の下支えが行われている。しかし、新型コロナウイルスの感染拡大収束が長引けば、セントルイス連銀が試算するような悲観的な未来も念頭に置かざるを得ない。また、収束まで長期化することで、企業の経営体力が一層悪化し、現在レイオフとなっている人や、経済的理由によるパートタイム就業者が解雇される恐れもある。レイオフであれば収束後に就業者へと速やかに移行することも想定しやすいが、解雇となれば失業率の低下は漸進的なものになるとみるべきだろう。雇用環境の回復が長引けば、収束後の個人消費の回復にも水を差しかねない。一時的な雇用環境の悪化を許容してでも、感染拡大をできる限り早期に終わらせることが、雇用環境の回復にとって最重要といえる。

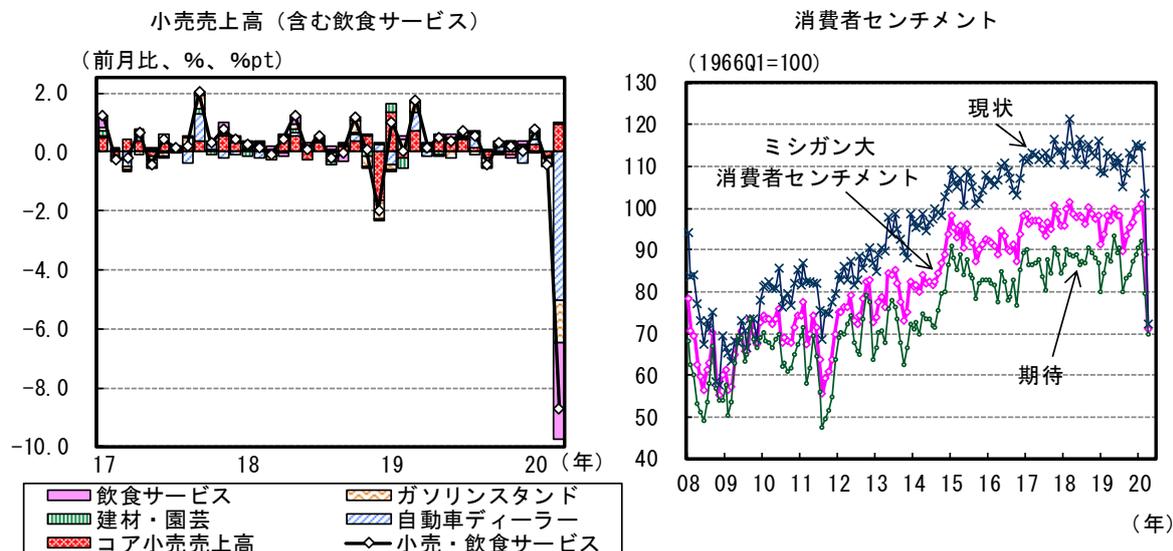
3月の小売売上高は現行統計開始以来最大の低下幅を記録

個人消費の足元までの動向を確認すると、2020年3月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比▲8.7%の減少と現行統計が開始された1992年以来最も大きな低下幅となり、市場予想（Bloomberg調査：同▲8.0%）も下回った。3月半ば以降に本格化したロックダウン等の感染拡大抑止策によって、消費者が不要不急の支出を抑制した結果、小売売上高は大きく落ち込んだといえる。

内訳項目を見ると、飲食料品（前月比+25.6%）、ヘルスケア（同+4.3%）などの必需品は買い溜め需要の増加から大きく増加した。また、外出を回避できる無店舗販売（同+3.1%）も堅調であった。他方で、衣服・宝飾品（同▲50.5%）、家具・身の回り品（同▲26.8%）、飲食

サービス（同▲26.5%）、自動車・同部品（前月比▲25.6%）、スポーツ・娯楽用品（同▲23.3%）など、必需品以外は大きく落ち込み、商品・業態で明暗が分かれる結果となった。

図表7 小売売上高（含む飲食サービス）、消費者センチメント



（出所）Census、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

感染拡大抑止策が3月半ば以降に実施されたことを踏まえれば、3月の小売売上高ではその影響の一部分しか発現していないと考えるべきであろう。また、前述の雇用環境の悪化も踏まえれば、個人消費は4月以降に一層落ち込む公算が大きい。関連統計である Johnson Redbook Index（一般小売業の週次売上高、既存店ベース）を見ると、3月内は堅調に推移してきたが、4月第二週目は前年比▲2.0%とマイナスに転じたことから、買い溜め需要も一巡したと考えられる。

個人消費を取り巻く環境を見ると、消費者マインドに関しても著しく悪化した。2020年4月のロイター/ミシガン大消費者センチメント（速報値）は前月差▲18.1ptと史上最大の低下幅となり、水準は71.0と2011年12月以来の低水準となった。感染者数のピークアウトや経済活動再開の見通しが見えない現状が、消費者マインドの急激な悪化をもたらしたと考えられる。また、内訳項目を見ると、3月分は期待指数の落ち込みが現状指数に比べて大きかった一方で、4月分は現状指数が期待指数よりも大きく低下した。消費者マインドにおける3月時点の見通しの悪化が、4月になって実際に現状認識の悪化につながったと考えられる。感染拡大収束の目途が立たず、期待指数が一段と落ち込めば、消費者マインドの悪化を長期化させ、いざ経済活動が再開された後も個人消費の回復の出足が鈍くなる可能性が懸念される。

3月の新築住宅着工は1984年3月以来の減少幅

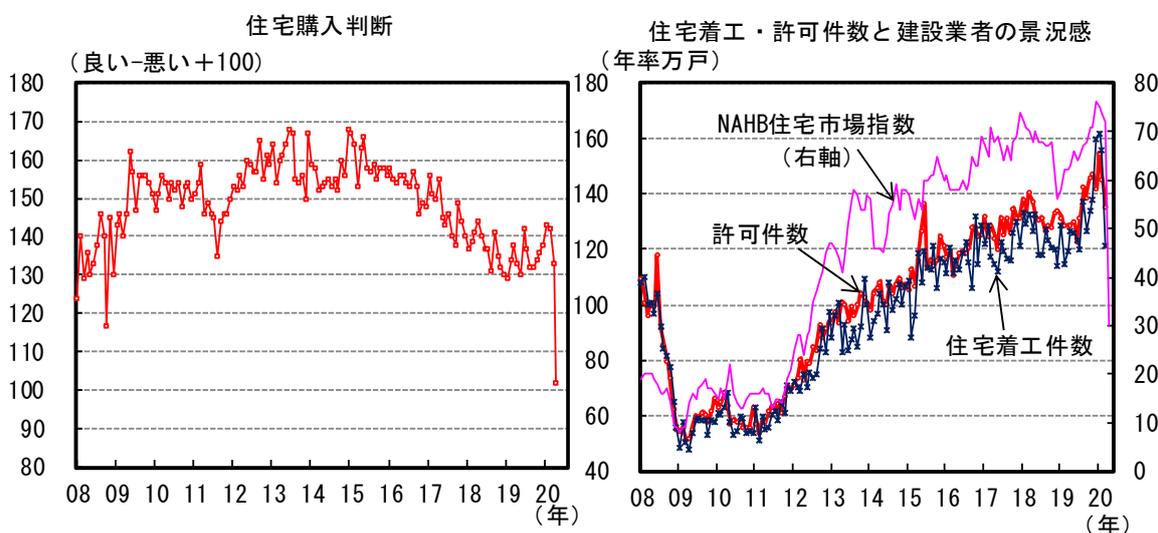
2月まで好調であった住宅市場は感染拡大抑止策が実施されたことで3月以降急速に悪化した。住宅需要に関しては2月の新築住宅販売（戸建）が反動減で前月比▲4.4%と減少したものの、中古住宅販売（ condominium等含む）は同+6.5%と堅調であった。しかし、ロイター/

ミシガン大学の調査による家計の住宅購入判断は、4月分が前月差▲31ptと大きく低下した。感染拡大抑止策の中で住宅購入が難しいことや、雇用環境の急激な悪化の中で資金的余裕がなくなりつつあることがマインドを大きく悪化させたといえる。

住宅供給に関しても、3月の新築住宅着工は、前月比▲22.3%と1984年3月以来の減少幅となり、水準は年率換算で121.6万戸となった。許可後未着工は同+2.4%と増加し、建設中が同▲0.2%、完成が同▲6.1%と減少するなど、着工の先送りや、住宅建設の一時停止がうかがえる。また、新築住宅着工の先行指標である建設許可件数も同▲6.8%と2015年7月以来の減少幅となり、水準は年率換算で135.3万戸となった。

住宅建設業者のマインドの悪化も著しい。住宅建設業者のマインドを示すNAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数の4月分は、前月差▲42ptと低下幅が過去最大となり、水準は30と好不況の境界線である50を割り、2012年6月以来の低水準となった。NAHBは建設業者を取り巻く環境は一変したと述べ、別途行った週次のオンライン調査で建設計画の審査遅延や家賃回収の遅延などに悩まされる建設業者が多いと指摘している。建設の遅れに加え、家賃回収が遅れることで、住宅建設業者の資金繰りが悪化し、建設を進める余力が大幅に低下することが懸念点といえる。住宅市場の回復は雇用環境の回復や建設業者の資金繰りの改善を待たざるを得ず、感染拡大の収束からタイムラグを伴い、10-12月期以降を見込む。

図表8 住宅購入判断、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



(出所) Census、NAHB、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

企業マインドは軒並み悪化

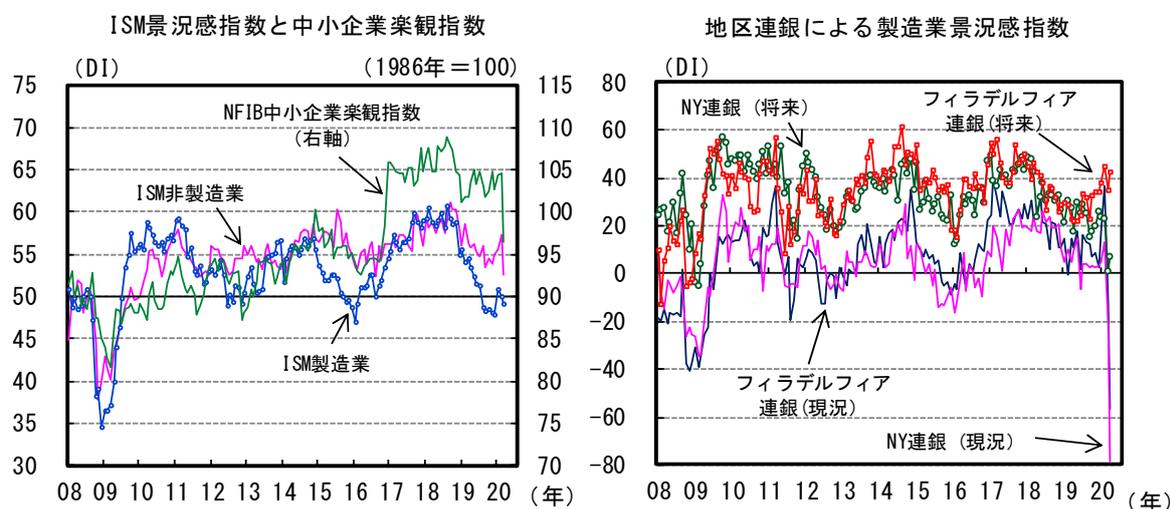
コロナウイルスの感染拡大がビジネス環境を一変させる中、企業マインドの悪化が著しい。3月のISM製造業景況感指数は前月差▲1.0%pt低下し、49.1%と分岐点である50%を3ヵ月ぶりに下回った。構成項目のうち、新規受注指数、生産指数、雇用指数が低下し、在庫指数と入荷遅延指数が上昇した。また、3月のISM非製造業景況感指数は前月差▲4.8%ptの52.5%となった。構成項目のうち、事業活動指数、新規受注指数、雇用指数が低下し、入荷遅延指数は上昇し

た。回答企業のコメントを見ると、感染拡大抑制策の中での需要の大幅減や、中国等でのサプライチェーンの混乱を指摘する声が多かった。

中小企業のマインドに関しては、3月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲8.1ptと過去最大の低下幅となり、水準も96.4と2016年10月以来の低さとなった。内訳項目を見ると、実質販売増加に対する期待や、景況感の改善に対する期待が大きく低下した。NFIBは中小企業の多くが休業するか、営業を大きく縮小せざるを得ない状況にあるとして、悲惨な状況を指摘している。

企業マインドは当面の間悪化する可能性が高い。4月中旬までの動向を含むニューヨーク地区連銀による製造業景況感指数（現況）は、前月差▲56.7%ptと過去最大の落ち込みとなり、水準も▲78.2%と史上最低となった。また、フィラデルフィア地区連銀による製造業景況感指数（現況）も同▲43.9%ptと2ヵ月連続で▲40%ptを超える低下幅となり、水準も1980年7月以来の低水準となる▲56.6%であった。足元の企業マインドは極めて悪い一方で、両地区連銀の製造業景況感指数（将来＝今後6ヵ月間）は、大小の差こそあれ改善しており、水準で見ても現況に比べて楽観的である。企業は今後6ヵ月間において感染拡大が収束し、経済活動が正常化すると見込んでいるとも考えられる。企業の想定通りに収束の傾向が見られれば、マインド改善が進むとみられるものの、収束の見込みが立たなければ将来の期待が剥落する形で一段とマインドが悪化する可能性があるだろう。

図表9 ISM景況感指数と中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



（出所）ISM、NY連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analyticsより大和総研作成

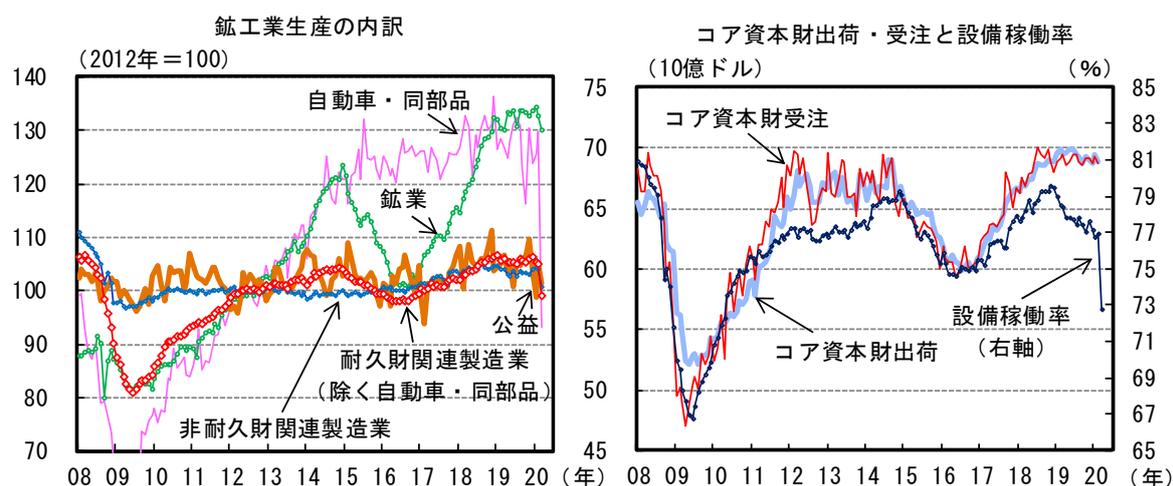
3月の鉱工業生産は、1946年1月以来の大幅な落ち込み

企業の実体面に関して、2020年3月の鉱工業生産指数は前月比▲5.4%と1946年1月以来の大幅な落ち込みとなり、市場予想（Bloomberg調査：同▲4.0%）も下回った。鉱工業生産の約75%を占める製造業の生産が同▲6.3%と大きく減少したことが主因である。また、エネルギー価格の低下も相まって鉱業が同▲2.0%と減少幅を拡大させたことに加え、公益も同▲3.9%と

減少に転じた。鉱工業生産の落ち込みは、感染拡大抑止のための工場の一時閉鎖や、需要減に伴う生産減、サプライチェーンの混乱に伴う生産遅延などが背景として考えられる。

製造業の内訳を見ると、耐久財・非耐久財ともにすべての業種でマイナスとなった。耐久財の中でも、とりわけ自動車・同部品の生産が前期比▲28.0%と大きく減少した。米国の自動車メーカーは、従業員の安全確保や自動車販売の不振を背景に、3月半ばには3月中の自動車工場の一時閉鎖を公表し、その後閉鎖期限を延長している。そのほか、家具・家事用品（同▲10.0%）、金属製品（同▲8.3%）、その他輸送用機器（同▲8.1%）なども大きく落ち込んだことから、耐久財全体で同▲9.1%の減少となった。非耐久財に関しては、買い溜め需要の増加に伴い、飲料品・タバコ（同▲0.8%）はマイナス幅が小さかった。しかし、印刷（同▲18.2%）、衣服・革製品（同▲16.5%）、繊維・繊維製品（同▲14.1%）が足を引っ張り、非耐久財全体で同▲3.2%となった。2020年3月の全体の設備稼働率に関しては、前月差▲4.3%pt低下の72.7%、製造業の設備稼働率に関しては、前月差▲4.7%pt低下の70.3%となった。

図表 10 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



(出所) FRB、Census、Haver Analytics より大和総研作成

設備投資関連の指標については、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷の2月分が前月比▲0.8%、先行指標であるコア資本財受注は同▲0.9%と揃ってマイナスに転じた。2月分に関しては、1月の大幅な上昇からの反動減という側面もあるが、3月以降は感染拡大抑止策の影響からマイナス幅を拡大させる公算が大きい。

企業は経済活動が抑制される中で、ビジネスをいかに継続していくかという問題に直面している。感染拡大抑止策に伴う生産停止が解除されたとしても、需要が再び喚起されない限りは生産拡大の設備投資は考えにくいだろう。新型コロナウイルスの感染拡大が6月までに概ね収束し、それにつれて経済活動が正常化するという前提であっても、設備投資の再開にはタイムラグが生じ、10-12月期以降と想定される。

経済見通し

企業・家計の経済活動の抑制に伴う経済指標の絶望的な悪化を踏まえ、2020年1-3月期の実質GDP成長率に関しても、前期比年率▲3.6%とマイナス成長に転ずると見込む。感染拡大抑止策の影響が本格化する4-6月期は、前期比年率▲21.8%という現統計開始以来、最大の落ち込みとなると予測する。4-6月期は、米国経済の屋台骨である個人消費が雇用環境の悪化に伴いより広範に落ち込むと考えられる。設備投資は世界的な需要の減少、堅調であった住宅投資も雇用環境の悪化によって、大幅なマイナスとなる公算が大きい。

大和総研は4-6月期中に、新型コロナウイルスの感染拡大が収束し、徐々に感染拡大抑止策が緩和されていくとの想定をしており、4-6月期に景気は底打ち、7-9月期には回復へと転ずると予想する。経済活動が再開すれば、雇用環境も改善し、個人消費の持ち直しが見込まれる。ただし、営業再開が困難になり、破綻に追い込まれる企業も一定程度存在することから、雇用環境は悪化速度に比べて緩やかに改善するとみる。住宅投資や設備投資に関しては、需要が喚起されるのを待つことになるため、本格的な回復は10-12月期を見込む。

2020年は4-6月期の記録的な落ち込みに伴い、実質GDP成長率は前年比▲3.5%とリーマン・ショック後の2009年に記録した同▲2.5%を下回ると予想する。他方で、2021年の実質GDPは、2020年の反動から同+3.0%と潜在成長率以上の成長になると見込む。ただし、感染拡大の収束には大きな不確実性が伴う。長期化すれば、その分底打ち、反転するタイミングも後ずれすることになる。現在経済活動の再開が議論されているが、拙速に感染拡大抑止策を緩和することで感染者数が拡大すれば、再度自粛へと戻らざるを得なくなる。当面は感染拡大抑止を最優先とし、収束後に速やかに回復へと移ることができるよう米国政府による企業や家計への追加支援が不可欠といえる。

図表 11 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2019				2020				2021				2018	2019	2020	2021
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	前年比、%			
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産	3.1	2.0	2.1	2.1	-3.6	-21.8	6.8	6.4	5.8	3.7	2.1	2.4				
〈前年同期比、%〉	2.7	2.3	2.1	2.3	0.6	-5.8	-4.8	-3.8	-1.5	5.6	4.5	3.5	2.9	2.3	-3.5	3.0
個人消費	1.1	4.6	3.2	1.7	-3.8	-24.5	9.3	5.5	5.3	4.5	1.8	2.4	3.0	2.6	-3.7	2.9
設備投資	4.4	-1.0	-2.3	-2.3	-3.9	-10.3	-6.4	4.4	3.9	0.6	2.1	1.9	6.4	2.1	-4.3	0.7
住宅投資	-1.0	-3.0	4.6	6.2	1.7	-10.9	-14.0	1.4	5.9	0.4	2.9	2.4	-1.5	-1.5	-1.9	-0.4
輸出	4.1	-5.7	1.0	2.0	-5.1	-16.3	0.1	8.6	4.4	4.6	4.8	4.2	3.0	0.0	-3.9	3.2
輸入	-1.5	0.0	1.8	-8.6	-0.8	-8.0	5.3	4.6	2.7	2.0	2.5	2.6	4.4	1.0	-2.2	2.5
政府支出	2.9	4.8	1.7	2.6	3.4	7.9	5.2	2.6	0.6	1.4	1.6	1.7	1.7	2.3	4.1	2.3
国内最終需要	1.8	3.6	2.2	1.5	-2.5	-17.3	5.5	4.7	4.3	3.3	1.8	2.2	3.0	2.3	-2.4	2.4
民間最終需要	1.6	3.3	2.3	1.3	-3.6	-21.8	5.6	5.2	5.1	3.7	1.9	2.3	3.3	2.3	-3.7	2.4
鉱工業生産	-1.9	-2.3	1.1	0.3	-7.5	-30.4	1.8	4.1	3.8	2.2	0.4	0.9	3.9	0.8	-7.7	0.1
消費者物価指数	0.9	3.0	1.8	2.4	1.2	-2.8	1.2	2.4	2.5	2.5	2.2	2.0	2.4	1.8	0.9	1.9
失業率(%)	3.9	3.6	3.6	3.5	3.8	17.2	12.0	10.5	9.4	8.2	7.7	7.2	3.9	3.7	10.9	8.1
貿易収支(10億ドル)	-158	-160	-158	-140	-127	-128	-138	-135	-136	-133	-130	-127	-628	-616	-528	-525
経常収支(10億ドル)	-137	-126	-125	-110	-97	-99	-110	-108	-109	-106	-103	-101	-491	-498	-413	-418
FFレート(%)	2.50	2.50	2.00	1.75	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	2.50	1.75	0.25	0.25
2年債利回り(%)	2.48	2.12	1.69	1.59	1.10	0.35	0.44	0.51	0.50	0.49	0.49	0.49	2.53	1.97	0.60	0.49
10年債利回り(%)	2.65	2.33	1.80	1.79	1.38	0.76	0.89	0.97	1.00	1.00	1.00	1.00	2.91	2.14	1.00	1.00

(注1) 網掛けは予想値。2020年4月20日時点。

(注2) FFレートは誘導レンジ上限の期末値。2年債利回り、10年債利回りは期中平均。

(出所) BEA、FRB、BLS、Census、Haver Analyticsより大和総研作成