

コロナ・ショックがもたらす 米国経済の構造変化

経済調査部 橋本 政彦

ニューヨークリサーチセンター 矢作 大祐／鳥毛 拓馬

要 約

新型コロナウイルス感染拡大によって米国経済は未曾有の速さで悪化することとなったが、これに対しFRB、米国政府、議会は矢継ぎ早に金融・財政政策による対策を講じた。第1フェーズでは金融・資本市場の動揺への対応、第2フェーズでは企業・家計への痛み止めが対策の主眼であり、これらの政策は、総じてうまく機能したと評価できる。一方、焦点は第3フェーズ、経済再開下での対策へ移行しつつあるが、危機が最悪期を脱する中、共和・民主両党間での意見対立は強まっており、対策が後手に回るリスクが高まっている。

コロナ・ショックによる急激な景気悪化から米国経済は立ち直りつつあるものの、景気回復が進展したとしても新型コロナウイルスが蔓延する前に戻ることを意味しない。大量の失業者が発生したことによる人的資本の毀損や、レジリエンスを重視したサプライチェーンの再構築などは、米国の中期的な成長力を低下させる可能性があるだろう。また、足元で景気の下支えをした財政・金融政策の結果、政府および民間の債務が急激に拡大したことも、将来的なリスクとなる。

目 次

はじめに

1章 危機対応の概要

2章 政策効果の評価と追加対策の方向性

3章 ウィズ・アフターコロナにおける米国経済の論点

おわりに

はじめに

世界中で新型コロナウイルスが猛威を振るう中、米国は感染者数が200万人を超える世界最大の感染国となった。新型コロナウイルス感染拡大と抑制策によって、米国経済は急速に冷え込み、2020年4月の失業率は14.7%と現行統計が開始された1948年1月以降最悪を記録した。

こうした中、FRB（連邦準備制度理事会）や議会、政府は3月以降矢継ぎ早に大規模な金融・財政政策を打ち出し、家計や企業を支援する危機対応を講じてきた。本稿では、議会・政府が実施した財政・金融政策を整理した上で、その政策効果やさらに必要となる政策について検証する。

他方、大規模な財政・金融政策の実施には、様々な副作用も伴う。収束後に直面する副作用の所在を確認するとともに、危機対応からの正常化へと向かうポストコロナの米国経済の課題を示したい。

2008～10年の金融危機時では、2008年1～3月期の実質GDP成長率がマイナス（前期比年率▲2.3%）に転じた後、08年10～12月期（同▲8.4%）が底となった。他方で、今回は新型コロナウイルスの感染が急速に拡大した20年1～3月期に同▲5.0%と大きく落ち込んだ。CBO（議会予算局）の予測に基づけば、4～6月期は一層落ち込み、同▲38.7%と戦後最大のマイナス幅が見込まれている。

非経済・金融的要因に伴う急速な景気悪化という意味合いでは、今回の新型コロナウイルス感染拡大による景気悪化（以下、コロナ・ショック）は自然災害と類似点が多い。新規失業保険申請件数を取り上げると、コロナ・ショックに伴う失業者の増加ペースは2005年にルイジアナ州を襲ったハリケーン・カトリーナによる失業者の増加ペースに近い。

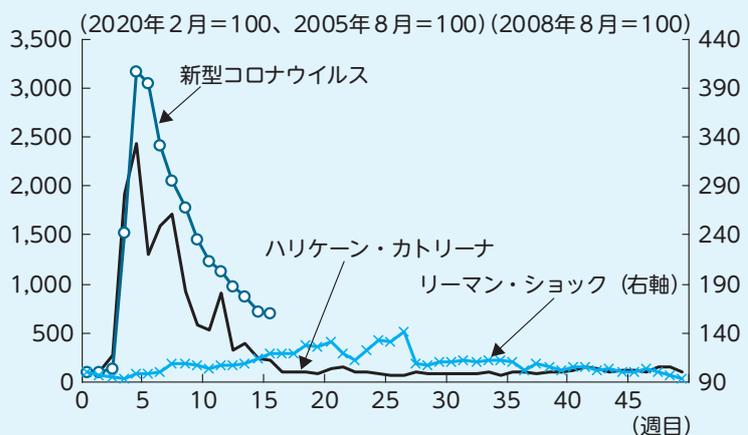
ただし、コロナ・ショックは、自然災害とも異なる特性を持つ。ハリケーンのように資本ストックが毀損するというよりは、自宅待機要請・指示

1章 危機対応の概要

1. 危機の特徴

サブプライムローン問題といった経済・金融上の不均衡を発端とした2008～10年の金融危機（以下、金融危機）とは異なり、新型コロナウイルス感染拡大前の米国経済は128カ月間という史上最長の景気拡大期の最中にあった。しかし、新型コロナウイルス感染拡大という非経済・金融的な要因によって、米国経済は金融危機に比べて深刻かつ急速に悪化した。

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保険申請件数(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(米労働省)、Haver Analyticsから大和総研作成

や都市封鎖（ロックダウン）に伴い生産活動のフローが強制的に停止した点が挙げられる。資本ストックが毀損していない結果、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という期待もある。

しかし、実際には感染状況が各州・地域で異なり、経済活動の再開時期も様々であることから、景気の悪化ペースに比べて回復のペースは緩やかにならざるを得ない。そして、感染収束がいつになるか分からないという不確実性が高い点も景気回復の重しとなる。CBOは2020年7～9月期の実質GDP成長率を、前期比年率+22.2%と高い伸びを見込むが、これはあくまでも4～6月期の急激な落ち込みからの反動にすぎない。むしろ反動によるGDPの戻りは4～6月期の落ち込みに比べれば小さく、コロナ・ショック前の実質GDPの水準（2019年10～12月期）を回復するためには21年10～12月期までかかる見込まれている。

2. 新型コロナウイルス感染拡大に伴う対応策の特徴

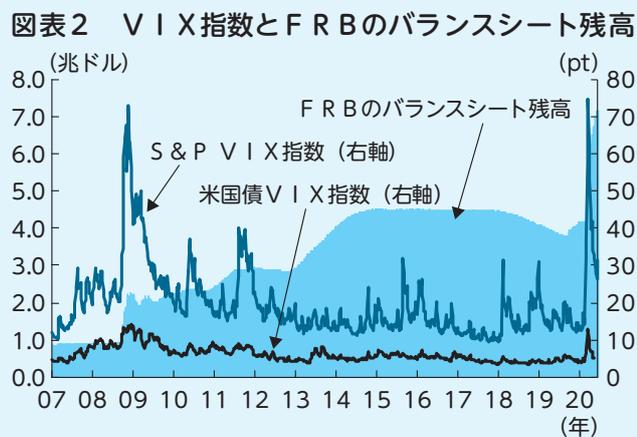
通常の経済・金融危機に比べて経済が急速かつ深刻に落ち込む中で、米国政府による対応策も急ピッチで進められた。これまで実施された政府による対応策は、多少の期間の重複等はあるものの、新型コロナウイルスがもたらした米国経済・金融への影響に応じて、大きく二つのフェーズに分けられる。

1) 第1フェーズ：金融・資本市場の動揺への対応

第1フェーズは、米国内では感染が拡大していない一方で、中国からアジア、欧

州へと広がりを見せ、世界経済の下振れ懸念が高まった2月後半から3月半ばである。米国の金融・資本市場においてリスクオフ傾向が強まり、資産価格は大幅な調整を強いられた。株価は大きく下落し、3月半ばにはVIX指数（終値）が金融危機を超える水準まで上昇した。また、安全資産への逃避から国債利回りは急速に低下し、3月初には10年国債利回りが初めて1%を下回った。しかし、3月半ばには、相対的に安全資産である米国債に関しても、世界的な米ドル（現金）需要の高まりに伴う換金売りで、利回りは急上昇するなど、ボラティリティが高まった。

パウエルFRB議長は、金融・資本市場が動揺する中で、2月末に緊急声明を出し、迅速に対応する旨を表明した。実際に、経済へのテコ入れとして3月3日、3月15日にFOMC（連邦公開市場委員会）を開催し、FFレートを累計1.50%pt引き下げ、実質ゼロ金利とした。加えて、国内金融・資本市場への流動性供給策として、資金供給オペを増額するとともに、米国債（5,000億ドルの増加）やMBS（2,000億ドルの増加）の購入額を拡大した。なお、国債等の買い入れ額は、3月23日に開催されたFOMCで無制限化され



(出所) FRB、Haver Analyticsから大和総研作成

るとともに、商業用不動産ローン担保証券も購入対象に加えられている。このほか、FRBがプライマリー・ディーラーに対して、適格資産を担保に貸付を提供するプライマリー・ディーラー・クレジット・ファシリティ（PDCF）や、MMFから購入した適格資産を担保に金融機関に対して貸付を提供するMMF流動性ファシリティ（MMLF）を導入した。これらは、市場流動性確保のために重要な役割を果たす主要な市場参加者に対する処置である。

国際的な米ドル需要の高まりに対しては、FRBは6カ国・地域中央銀行間の為替スワップ取極を通じて、米ドル資金供給を拡充した。3月19日に、FRBは9カ国の中央銀行との間で米ドル流動性取極を締結し、米ドルの資金供給を再拡充している。また、3月31日には各国・地域中央銀行が保有する米国債を担保として米ドル資金の供給を行うFIMAレポファシリティも導入した。

FRBは、金融・資本市場の不安定化が实体经济の先行き不安を反映するだけでなく、实体经济の不振をさらに深刻化させ得るファイナンシャル・アクセラレーター効果をもたらし得ると懸念したのである。ドル供給の“最後の砦”としての役割を担うFRBが矢継ぎ早に施策を導入・拡充したのも、市場機能をいち早く安定化させることで、ファイナンシャル・アクセラレーター効果を予防しようとする意図があったと考えられる。なお、第1フェーズでFRBが取った多くの流動性供給策については金融危機時にも類似の措置が取られたこともあり、導入のハードルが高くなかったことも速やかな対応の実施に寄与したといえる。

2) 第2フェーズ:ロックダウンに伴う企業・家計の痛みへの対応

(1) 4度にわたる経済対策を実施

第2フェーズは、米国内で新型コロナウイルス感染拡大が本格化し、トランプ大統領が非常事態を宣言した3月半ばから、経済活動が再開し始めた4月末までの期間である。トランプ大統領が3月13日に非常事態を宣言した後、3月後半には各州・地方政府がロックダウンを発出したことで、人々は不要不急の外出・消費を自粛し、レストランやホテルなどを中心にサービス業の多くは経済活動を停止した。サービス業を中心に業況・資金繰りは悪化し、多くの従業員がレイオフされたことで失業率は急速に上昇した。

第2フェーズでは、新型コロナウイルス感染拡大を抑制しつつも、ロックダウンに伴う企業・家計の痛みを軽減する施策が実施された。2020年3～4月には4度にわたる経済対策がまとめられた。第1弾および第2弾の経済対策が主に医療機関向けの支援や検査無償化といった新型コロナウイルス感染拡大抑止を主眼としていたのに対し、家計や企業支援を含む第3弾の“the Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act”（CARES法）、および企業に対する追加支援策である第4弾が経済対策の本丸といえる。

これまで施行されてきた第1弾～第4弾の経済対策は、合計約2.4兆ドルと過去最大規模である。超党派シンクタンクのCRFB（責任ある連邦予算委員会）によれば、金融危機時の経済対策が2008年～12年にかけて合計1.8兆ドルであったことから、今回の経済対策は既に金融危機時の1.5倍弱まで膨らんでいることになる。2020年の支出予定額を概観すると、(1)家計支援（約7,400億ドル）、(2)中小企業支援（約7,600

図表3 フェーズ別の支援策

| | | 発効日 | 規模 | 第1フェーズ | | 第2フェーズ | | |
|----------------|---|------------|----------|--|--------------------|--------------------------------|------------------------------|-------------------|
| | | | | 金融・資本市場 | 医療・保険 | 企業 | | 家計 |
| | | | | | | 大企業 | 中小企業 | |
| 財政政策 (経済対策) | 第1弾 (the Coronavirus Preparedness and Response Supplemental Appropriations Act) | 2020/3/6 | 80億ドル | | ・ワクチン開発、医療・検査資材の購入 | | ・SBA (米国中小企業庁)の災害ローン | |
| | 第2弾 (the Families First Coronavirus Response Act) | 2020/3/18 | 1,920億ドル | | ・新型コロナウイルスの検査無償化 | ・休暇中の従業員向け給与の税控除 | ・休暇中の従業員向け給与の税控除 | ・雇用が保障された状態での休暇保証 |
| | 第3弾 (the Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act) | 2020/3/27 | 1.7兆ドル | | ・医療資材の確保 | ・旅客・航空会社への融資 ・企業減税 | ・PPPローン ・EIDL ・企業減税 | ・現金給付 ・失業保険の拡充 |
| | 第4弾 (the Paycheck Protection Program and Health Care Enhancement Act) | 2020/4/23 | 4,850億ドル | | ・検査キャパシティの拡大 | | ・PPPローン | |
| 金融政策 | FRB | ※3~4月に随時公表 | - | ・利下げ ・レポ取引の拡大 ・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) | | ・CPFF ・PMCCF、SMCCF ・TALF | ・MSNLF、MSELF、MSPLF ・PPPLF | |

(出所) CBO、CRFB、FRB等から大和総研作成

億ドル)、(3) その他企業支援 (約 260 億ドル)、(4) 州・地方政府支援 (約 420 億ドル) に大別できる。

(1) の家計支援に関しては、失業者が急速に増える中で、当面の間生活を継続できるよう手当てが施された。CARES法の大きな目玉である現金給付 (1人当たり最大 1,200 ドル、17歳以下は 500 ドル) や、失業保険の拡充 (①7月末まで週 600 ドル加算、②対象者に自営業者やギグワーカー等も拡大、③給付期間を 13 週間延長) が主たる内容である。

また、(2) 中小企業支援については、従

業員の給与等維持のために融資を受けられる Paycheck Protection Program (PPP) が挙げられる。これにより、原則従業員 500 人以下の中小企業は、人件費の月額 250% (最大 1,000 万ドル) を上限とした借入れが可能となり、従業員の雇用継続等一定の条件を満たしている場合には元本および利息の返済が一部免除される。このほか、災害を受けた中小企業に営業資金 (最大 200 万ドル) を貸し出す Economic Injury Disaster Loan (EIDL) も拡充された。中小企業へのテコ入れは、雇用の維持という点において家計支援にも寄与するといえる。なお、4月に

は第4弾の経済対策が実施され、PPPローンおよびEIDLの財源が補填された。加えて、PPPローンの申請期限の延長（6月30日から12月31日に延長）、元利払い免除にかかる条件を緩和する“the PPP Flexibility Act”も5月末に議会で可決された。

(3) その他企業支援に関しては、今回のコロナ・ショックで大きな打撃を受けた業種や、負担を強いられた医療機関への重点的なサポートが実施された。旅客・貨物航空会社や国家安全保障の維持のために重要な企業への貸付、医療機関に対する医療物資の調達支援や収入減に対する支援などが盛り込まれた。加えて、企業・地方政府に資金供給するために、後述のFRBが設立したファシリティに対して財務省が資金提供（損失補填）する措置も取られた。

最後に、(4) 州・地方政府支援については、感染拡大を抑えるための対策費用として各州に12.5億ドルずつ分配されている。

巨額の支援額かつ支援内容が広範であることに加え、短期間で取りまとめられたことが今回の経済対策の特徴といえる。感染拡大抑止のために経済活動を停止せざるを得ない以上、家計・企業への負担は大きく、支援に関しても急務であった。2020年は大統領・議会選挙イヤーであり、政治の停滞が懸念されたが、新型コロナウイルスが猛威を振るい、雇用環境等が急速に悪化する中で、党派を超えた政治的決断が促されたといえよう。

(2) 「信用緩和」と規制対応による資金供給のサポート

経済対策に加え、FRBによる「信用緩和」も第2フェーズの重要な要素である。経済活動が停止する中で、信用リスクの高い企業を中心にクレ

ジット・スプレッドは拡大し、企業の資金繰りは大幅に悪化した。市場の懸念点は流動性リスクから、ロックダウンに伴う景気後退を背景としたクレジットリスクの高まりへ移ったといえる。FRBも企業や家計への資金供給をサポートするために「信用緩和」へと踏み込んだ。

FRBが3月後半以降設立したファシリティのうち、適格CPの買入(CPFF)や、適格ABSを担保とした貸付(TALF)に関しては金融危機時の「信用緩和」のほぼ焼き直しといえる。しかし、金融機関や住宅市場が不均衡の中心であった金融危機とは異なり、今回は实体经济における幅広い企業に悪影響が及んだことから、新規の「信用緩和」が次々に導入された。具体的には、適格社債等の買入(PMCCF、SMCCF)、企業向けの適格ローンの額面の一部を買入(MSNLF、MSELF、MSPLF)、州・地方政府が発行した適格短期債の買入(MLF)、PPPローンを担保とした貸付(PPPLF)である。

FRBは原則として、金融機関以外に資金供給を行うことを制限されているため、上記のファシリティの創設には、緊急貸付権限を定めた連邦準備法13条3項（異例かつ緊急を要する場合、財務長官の事前承認とFRB理事5名以上の賛成）が適用された。また、CARES法においては、FRBが損失を被ることを回避するために、財務省が資金提供（損失補填）を行うことも明記された。

こうした「信用緩和」は、国債等への流動性供給を通じた間接的な資金フロー支援に比べて、企業等に直接的に資金供給を行うという点で、資金調達環境を改善させる強力なツールといえる。FRBが被り得る損失を最小限に抑えるため、格付け会社等から投資適格と格付けされた資産を対象

とすることが基本とされるが、今回の景気後退によって投機的格付けに格下げされた資産も一定格付け（例：BB-/Ba 格以上等）を上回る場合において買付け、担保の対象とすることも可能である。こうした信用リスクの高い企業等も対象とした「信用緩和」が実施されることで、相対的低格

図表4 FRBによる「信用緩和」

| 略称 | 公表日 | 概要 | 対象主体 | 対象資産 | 期間 | 規模 | 財務省の支援 | 新規/再開 |
|-------|-----------|----------------------------|--------|--|------------------------------------|---------------------------|-------------------------|----------------------|
| CPFF | 2020/3/17 | SPVがCPを買入 | CP発行体 | 格付けが最低A1/P1/F1格以上(ダウグレードされた場合は最低でもA2/P2/F2格以上) | SPVが購入したCPと同様(期間3カ月のCP) | 言及なし | 100億ドル | 2008年10月に導入したCPFFに類似 |
| TALF | 2020/3/23 | 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 | 100億ドル | 2008年11月に導入したTALFに類似 |
| PMCCF | 2020/3/23 | 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格以上)、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 | 500億ドル | 新規 |
| SMCCF | 2020/3/23 | 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格以上)、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 | 250億ドル | 新規 |
| MSNLF | 2020/4/9 | 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、MSPLFと合計で最大6,000億ドル | MSELF、MSPLFと合計で最大750億ドル | 新規 |
| MSELF | 2020/4/9 | 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、あるいは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、MSPLFと合計で最大6,000億ドル | MSNLF、MSPLFと合計で最大750億 | 新規 |
| MLF | 2020/4/9 | SPVが新規に発行された適格STNを買入 | 州・地方政府 | TANs、TRANS、BANSやその他STN | SPVが購入した適格資産と同様 | 最大5,000億ドル | 350億ドル | 新規 |
| PPPLF | 2020/4/9 | 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 | SBAによって保証されたPPPローン | PPPローンと同様 | 言及なし | なし(ただしSBAによる保証) | 新規 |
| MSPLF | 2020/4/30 | SPVが適格ローンの額面85%分を買入 | 金融機関 | 4月24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) | MSNLF、MSELFと合計で最大6,000億ドル | MSNLF、MSELFと合計で最大750億ドル | 新規 |

(出所) FRB、ニューヨーク連邦準備銀行(NY連銀)から大和総研作成

付けの企業も含めて資金調達環境の改善に寄与すると考えられる。

しかし、流動性供給策とは異なり、「信用緩和」の実施には時間を要した。C P F F（4月14日）やP P P L F（4月16日）は早期に実施されたが、M L Fが6月2日より実施、M S N L F、M S E L F、M S P L Fは6月15日によりやくローン買取の受付を開始した。S M C C Fは適格E T Fの買入のみ実行済み（5月12日～）で社債の買入は6月17日より実施、T A L Fは6月17日より実施が始まったという状況である。そもそも新規でのファシリティが多いことに加え、信用リスクの高い対象も含んだ信用緩和となれば、制度設計は慎重にならざるを得ない。新規の「信用緩和」が次々と導入される一方、F R Bは本来「信用緩和」の役割を担うことを想定されていないことも、実際のオペレーションに至るまでの調整に時間を要した理由と考えられる。

また、F R Bなどの金融監督当局は「信用緩和」だけでなく、金融機関に企業や家計等への資金供給を滞らせないよう規制適用の柔軟化を行った。今回のコロナ・ショックは、金融危機のように金融機関に不均衡があったわけではない。とりわけ、2008年の金融危機後に制定されたドッド・フランク法をはじめとする強化された金融規制により、銀行は危機への対応が可能な程度に十分な資本と流動性、さらに強力なリスク管理フレームワークを備えていた。金融機関の健全性が一定程度保たれていたことで、F R Bなどの金融監督当局は規制の適用を柔軟化することができたといえる。

主な内容としては、①銀行による継続的な貸付を支援するため、自己資本・流動性バッファの使用を奨励する声明の公表、②銀行によるバッ

ファー使用奨励のため、銀行の利益処分に制限を課す資本規制の変更、③銀行に早期の貸倒引当金の計上を求める新しい会計基準（現在予想信用損失会計（C E C L））の影響の緩和（適用を最大2年間猶予など）、④補完的レバレッジ比率（S L R）規制の要件から一時的に米国債とF R Bに預ける準備預金の除外、⑤P P P L FやM M M L Fへの参加促進に向けた規制の柔軟化（流動性カバレッジ比率（L C R）に対する影響の中和）——などが挙げられる。また、F R Bによる大規模銀行に対する重要でない検査の延期や中止、中小銀行に対する検査の一時停止などの対応も行われた。

2章 政策効果の評価と追加対策の方向性

ここまでコロナ・ショック後の米国政府・F R Bによる政策を概観してきたが、本章ではそうした政策が、米国経済に対してどのような効果をもたらしたのかを検証する。また、既存の支援策が、市場の動揺や新型コロナウイルスの感染拡大とロックダウンに伴う企業・家計の痛みへの初期対応であったのに対し、4月以降は経済活動の再開（リオープン）という新たなフェーズへと移行している。本章では第3フェーズにおける課題についても確認し、追加的な対策の必要性、および求められる内容を検討する。

1. 政策効果で企業倒産は抑制

はじめに、今回の危機に際して政府およびF R Bが導入した企業向け支援策に関して、その利用状況を確認する。

企業向け支援策の中核をなすP P P ローンは導入当初から申請が殺到し、C A R E S法によって

計上された3,500億ドルの予算は2週間余りで枯渇することとなった。予算切れを受けて経済対策の第4弾では3,100億ドルの予算が新たに追加されており、CRFBの試算によれば、6月前半の時点で実行された融資額は5,300億ドル程度、予算の消化率は8割程度となっている。融資の実行ペースは制度開始当初に比べると減速していることになるが、これは裏を返せば、十分な金額が企業に行き渡っているとも解釈できる。

支援策の利用状況を企業財務の視点から確認すると、足元で負債が急増していることが確認できる。商業銀行による商工ローンの残高は、2020年3月から急増し始め、2020年5月の時点では危機前の年初の水準からおよそ7,000億ドル、率にして3割程度増加した(図表5)。

さらに、企業の資金調達という点では、銀行を通じた融資のみではなく、社債の新規発行が大幅に増加していることも特筆すべきであろう。それまで毎月1,000億ドル前後だった社債の新規発行額は、4月には3,000億ドル強へと急増し、過去最高水準に達している。これはFRBによる緊急利下げ、ゼロ金利の復活によって低利での資金調達が可能となったことに加えて、社債の買い取りという異例の政策に踏み切ったことを反映したものとみられる。

以上のように、コロナ・ショック以降の資金調達状況を見ると、収益環境の急激な悪化を受けて企業による資金調達ニーズが急速に高まったこと、そうした資金ニーズに対して、政府やFRBが講じた対策によって円滑な資金供給が促されていることが確認できる。

そして、こうした企業部門への資金供給の結果として、企業の倒産が抑制されているのが、今回の危機下における大きな特徴である。図表6は、

図表5 商工ローン残高と社債発行額



(出所) FRB、SIFMA (米国証券業金融市場協会)、Haver Analyticsから大和総研作成

図表6 企業景況感と破産申請件数



(出所) 米国裁判所事務局、ISM、Haver Analyticsから大和総研作成

企業の景況感と破産申請件数の動向の推移を示したものである。これを見ると、過去においては、企業の景況感と破産申請件数には正の相関関係が認められ、例えば金融危機後の景気悪化局面では、企業景況感が大幅に悪化すると同時に、破産申請件数も大きく増加していることが確認できる。他方、足元の状況を確認すると、企業景況感は金融危機後に匹敵するほどの悪化が見られているにもかかわらず、破産申請件数は低位での推移が続いている。企業の収益環境が急速に悪化する中においても、破産件数が大きく増加していないのは、政策対応によって企業の資金繰りが枯渇していないことを明確に示している。

2. 政策効果で家計所得は大幅増

次に、家計部門の救済を目的とした政策の効果を検討していく。主な焦点は、CARE S法による家計向け現金給付と、失業保険の増額の効果である。

2020年4月の可処分所得の内訳を確認すると(図表7)、労働の対価である雇用者報酬は、失業者数の大幅な増加によって前年から750億ドル(前年比▲7.9%)減少する一方で、政府からの移転収入が2,669億ドル(前年比+101.9%)と大幅に増加し、その結果、可処分所得全体も前年から1,953億ドル(前年比+14.4%)と大きく増加している。なお、4月の個人消費支出は可処分所得の増加と対照的に前年比▲16.8%と大幅に減少したが、その最大の要因は感染防止のためのロックダウンによって不要不急の消費が強制的に抑制されたことによる。結果として家計の貯蓄率は大幅に上昇しており、こうした所得、貯蓄の増加が当面の家計支出の余力を生み出していることが分かる。

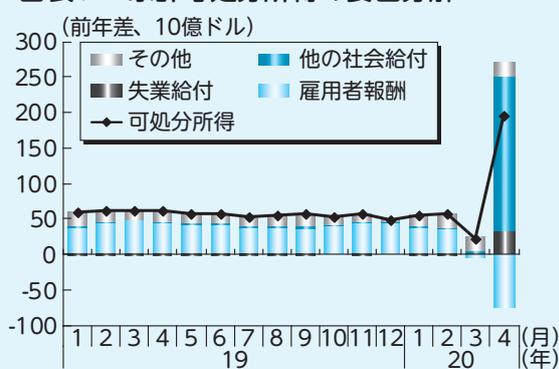
可処分所得を大きく押し上げた政府からの移転収入の内訳をより細かく見ていくと、増加に最も

大きく寄与したのは「他の社会給付」であり、前年から2,180億ドル増加した。これはCARE S法による家計への現金給付が計上されている。IRS(内国歳入庁)は銀行振り込みによる給付を4月11日から開始したが、2,930億ドルとされる予算の大半は4月の時点で速やかに給付されたことが示唆される。

次に、可処分所得の押し上げが大きいのは、政府からの移転収入のうち、「失業給付」である。失業給付は前年から337億ドル増加の358億ドルとなり、前年のおよそ17倍の規模へと膨らんでいる。もちろんこれはCARE S法によって給付額が上乗せされたことが寄与しているが、それ以上に失業者が大幅に増加したことによる影響が大きい。失業保険受給者一人当たりの失業給付額を計算すると、2020年4月では1,937ドルと、19年4月時点の1,280ドルや、CARE S法が成立する直前の20年2月の1,276ドルから600ドル以上増加している。しかし、CARE S法による失業給付の上乗せ額が月当たり2,400ドル程度(週当たり600ドル)であることを踏まえると、4月時点では上乗せ分が十分に行き渡っていないことになる。これは、コロナ・ショックによって失業者数がかつてない速さで増加したため、失業給付申請のためのウェブサイトがダウンするなど、事務手続きが失業者の増加に十分対応しきれないという状況が発生しているためと考えられる。一部報道等によれば、5月末時点では対象者の3分の1近くが失業保険を受給できていないことなどが指摘されている。

ただし、こうした状況は裏を返せば、5月以降は失業給付が一層増加し、可処分所得の下支え要因になる可能性が高いことを意味する。CARE S法によって失業給付額が増額されたことで、一

図表7 家計可処分所得の要因分解



(出所) B E A (米商務省経済分析局)、Haver Analyticsから大和総研作成

部の失業者においては、失業給付が失業する前の給与所得を上回る金額となっていることも報告されており、失業給付の増額が家計の資金繰りを支援する上で非常に重要な役目を果たしていると言えよう。

もっとも、家計への現金給付は、あくまで一度きりの所得増加であることに加え、失業給付の増額についても7月末までの期限付きの政策である。その金額の大きさ故に、政策効果が剥落するタイミングで、家計の所得に「崖」が発生することには注意を要する。

3. 対策は第3フェーズへ

1) リオープンで痛み止めの必要性は低下

ここまで見てきたように、これまでに実施された政策は、企業、家計の双方にとって、重要な役目を果たしている。今後の政策については、前章で確認した二つのフェーズからさらに進んだ第3フェーズ、すなわち、経済活動の再開（リオープン）が進む中で必要とされる政策へと焦点が移ることになる。

米国で最も新型コロナウイルスの感染者数が多いニューヨーク市でも6月8日よりリオープンが始まり、各州・地域で多少の差こそあれ、おおむねリオープンが実施された。ただし、米国において感染拡大の収束にめどが立ったわけではないことから、リオープンも不可欠な業種を優先し、従業員のキャパシティも上限を設けるなど細かいルールの下で段階的に進められている。

リオープンが漸進的なものである以上、家計や企業の痛みは経済活動が完全に再開するまで継続することになる。CARES法等に基づいた支援では、現金給付や失業保険の増額など、ロックダウンに伴う当面の痛みを緩和する内容が盛り込ま

れたが、既述のように対策の多くは一度きり、ないし時限措置であるため、リオープンが十分に進む前にこうした痛み止めの効果が切れてしまうことが危惧される。だが一方で、不必要に痛み止めを継続すれば、それがむしろリオープン下での経済活動を阻害する可能性がある。実際、失業給付が大幅に増額されたことが、失業者の求職意欲を低下させていることなどが一部では指摘されている。単なる痛み止めだけでなく、こうしたバランスを考慮した政策が、リオープンが進む中においては求められることになる。

2) 党派対立が追加支援策の足かせに

こうした中、5月15日には民主党が中心となり、第5弾追加支援法案である“the Health and Economic Recovery Omnibus Emergency Solutions Act”(HEROES法)が下院で可決された。HEROES法は、①州・地方政府向けの資金援助(1.13兆ドル)、②医療機関・医療従業者向け支援(3,820億ドル)、③不可欠な業務に携わる従業員向け支援(2,220億ドル)、④住宅ローン・家賃の支払一時減額・停止に関する支援(2,020億ドル)に加え、⑤家計への現金再給付(4,350億ドル)、⑥中小企業向け支援(2,900億ドル)、⑦失業保険などセーフティネットの拡充(4,850億ドル)、⑧学生ローンの一時減額・停止および返済免除(1,910億ドル)——などで構成される。HEROES法の内容はおおむねCARES法の拡充版といえ、規模は総額3兆ドル強と、第1～4弾までの新型コロナウイルス関連の支援総額を大きく超える規模が想定されている。

下院を通過したことで、HEROES法は共和党が主導する上院での議論へと移ったが、PPP

ローンの延長といった一部可決されたものを除いて、成立の見込みは立っていない。第1～4弾の支援策に関しては、新型コロナウイルスが猛威を振るう中で党派を超えた合意が進められたが、リオープンが進む中でトランプ大統領や共和党はHEROES法のような痛み止めではなく、給与税（ペイロールタックス）減税など経済活動の再開を推し進めるような経済対策を志向しているためである。

両党間のすれ違いは、元来の政策スタンスの違いという側面もあるが、新型コロナウイルスの感染拡大状況に対する違いにも影響されている。州別での感染者数を見ると、上位5州（ニューヨーク州、ニュージャージー州、イリノイ州、マサチューセッツ州、カリフォルニア州）のうち、マサチューセッツ州を除く4州は州知事が民主党の州である。また、州知事が共和党である州の感染者数は、米国全体の感染者数の3割強にすぎず、州知事が民主党である州の感染者数は7割弱と多い。感染者数の多い州を抱える民主党は、感染拡大を抑制し、リオープンの遅れに対して補償を手厚くする政策を志向する一方で、感染者数が比較的少ない州が多い共和党は、感染が拡大しない範囲においてリオープンを進めるとともに、ビジネスを後押しする減税を志向するインセンティブがあるといえる。

リオープンが進む中で経済統計が改善傾向を示していることも相まって、第5弾の追加支援策を取りまとめる原動力は失われつつある。よく言えば米国経済の危機的状況がボトムを打ったということになるが、依然として先行きの不透明感が強い状況下、共和・民主両党の対立によって政策が後手に回るリスクは高まっている。

3章 ウィズ・アフターコロナにおける米国経済の論点

前章までは危機対応によって、米国経済は急速に悪化しつつも、政策対応が速やかな持ち直しへと移行するための下支え役を担っていたことを確認した。リオープンが進む中、米国は徐々に持ち直しへと向かう機運が高まっている。他方で、景気回復が進展したとしても新型コロナウイルスが蔓延する前に戻ることを意味しない。新型コロナウイルスの感染が再拡大するリスクは続き、リオープンの緩やかな進展やソーシャル・ディスタンスの継続は企業・家計の経済活動に変化をもたらし得るだろう。そこで本章では、危機が一巡した後、今後想定される議論、特に今回のコロナ・ショックが米国経済・社会に、どのような構造的な変化をもたらし得るかという点について、中長期的な視点から論ずる。具体的には、①失業長期化による労働生産性の低下、②サプライチェーンの再構築、③政策対応による副作用——の3点を取り上げる。

1. 失業長期化による労働生産性の低下

今回のコロナ・ショックでは、米国経済は100年に1度の危機と言われた金融危機を凌ぐ速さで悪化したが、とりわけ過去の景気後退と比較して特徴的なのは、労働市場の悪化が著しかったことである。

あらためて労働市場の動向を確認すると、金融危機後の景気後退期（2008年1月～09年6月）においては、累計で706.2万人失業者数が増加し、失業率は最大で10.0%（09年9月）まで上昇した。一方、今回のコロナ・ショックでは、景気後退に入る直前の2020年2月から4月までのたっ

た2カ月間で1,700万人以上と、金融危機時の2倍以上の失業者数が発生し、失業率は14.7%と、1948年の現行統計開始以来、最高の水準まで急上昇した。また、失業者に計上されない非労働力人口が大幅に増加し、労働参加率が急低下した点も考慮すれば、コロナ・ショックによる労働市場の悪化はさらに深刻である。

コロナ・ショックによる労働市場の悪化が過去に類を見ない速さで進行したのは、感染拡大を防止するためのロックダウンによって、多数の雇用を抱えるサービス業の活動が強制的に抑制されたことによる。したがって、コロナ・ショックによって発生した失業者が再び職に就くためには、ロックダウンが解除され、経済活動が再開されることが条件となる。既述のように、経済活動は2020年4月末から順次再開されているが、新型コロナウイルスの感染拡大第2波を警戒する中で、経済の再開はあくまで段階的に行われている。また、有効なワクチンや治療薬が実用化されない限りにおいては、ソーシャル・ディスタンスなどのコロナ禍によって広がった生活様式を継続せざるを得ない可能性があり、とりわけ対面での接客を伴うサービスなどでは、コロナ・ショック前の経済活

動水準を取り戻すまでに、非常に長い時間がかかると見込まれる。コロナ・ショックによって失われた雇用の回復ペースは非常に緩慢なものとなろう。

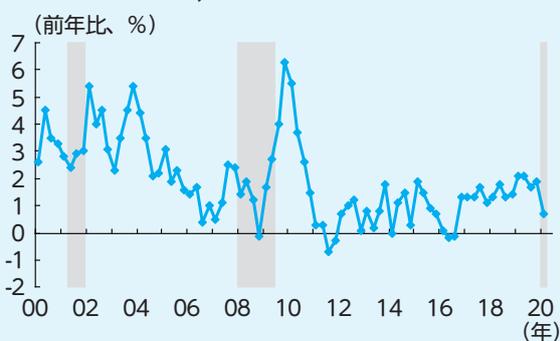
労働市場の改善は、米国経済の屋台骨である個人消費の先行きを決定づける最大の要因であり、その遅れによりコロナ・ショックで落ち込んだ景気の回復にもおのずと長い時間を要することになるとみられる。また、労働市場の回復の遅れは、そうした需要面での影響だけでなく、供給面から米国の中期的な成長力を低下させるリスクがある点にも注意が必要である。

最も警戒が必要なのは大量の失業者が発生し、失業が長期化することによって、労働者の人的資本の蓄積が阻害され、労働生産性、ひいては潜在成長率を押し下げる要因になり得ることである。こうした問題意識自体は、とりわけ金融危機以降の景気回復期において労働生産性の伸びが低迷する中で、政策当局者などの間ではしきりに議論されてきた。パウエルFRB議長が失業の長期化に対する懸念に繰り返し言及しているのは、そうした金融危機後の経験を踏まえたものと考えられる。

今回のコロナ・ショックでは、対面での接客を伴うサービス業を中心に多数の失業者が発生したことは既述した通りだが、こうした業種の雇用者は賃金水準が低い。賃金水準、すなわち生産性が相対的に低いと考えられる雇用者が大量に失業したことで、2020年3～5月に雇用者一人当たりの平均賃金が大きく上昇したことに表れているように、労働生産性は一時的には上昇する公算が大きい。

だが一方で、もともと生産性が低い労働者が大量に失業し、スキル蓄積の機会を失ったというこ

図表8 民間部門の労働生産性（マンアワーベース）



とは中期的に大きな問題となり得る。一度職を失った失業者は再就職が困難となり、失業期間が長期化することで、さらにスキルが陳腐化するという負のスパイラルが発生しかねない。危機によって発生した失業者数が、かつてない規模であることも踏まえれば、失業の長期化やそれに伴う労働生産性の低迷は、世界金融危機後よりもさらに深刻なものとなることが懸念される。

2. サプライチェーンの再構築

1) 脱中国の機運が高まる

コロナ・ショックを契機として米国経済に起こり得る変化の2点目として想定されるのは、サプライチェーンの再構築である。コロナ・ショックは、サービス消費を中心とした需要の急減を招くのと同時に、供給面からも経済に大きな打撃を与えた。感染拡大を防止するための工場の稼働停止が、部材の供給不足を引き起こし、一部の製品においては需要が存在しているにもかかわらず、十分な量を生産できないという状況に陥った。ISM（米国サプライマネジメント協会）が、2020年3月に実施したアンケート調査によれば、回答企業のおよそ75%が、新型コロナウイルスの感染拡大によってサプライチェーンが混乱していると回答し、製品の発注から納入までのリードタイムは平時の少なくとも2倍になったと報告されている。

米国を取り巻くサプライチェーンに関して、特に大きな変化が想定されるのは、中国との関係性であろう。最大の要因は、米国の輸入における中国のウエイトの高さ、すなわち、中国への依存度の高さである。米国の財輸入全体に占める中国の割合は、貿易摩擦の高まりによって低下傾向にあるものの、それでも2019年実績で18.1%となっ

ており、2位のメキシコ（14.3%）、3位のカナダ（12.8%）に大きな差をつけている。今回のコロナ・ショックにおける最大の教訓が、サプライチェーンのレジリエンスを高める必要性であることに鑑みると、最大の輸入相手国である中国への依存度を低下させることが米国にとっての優先事項になると考えられる。

また、因果関係は必ずしも明らかではないものの、新型コロナウイルスによる世界的な被害が広まる中、米国内での中国に対する印象が悪化していることも、脱中国を促す要因になり得る。米国のシンクタンク、ピュー・リサーチ・センターの調査によれば、2020年3月時点で、中国を好ましくないと考えるアメリカ人の割合は66%となり、米中摩擦に対する懸念が大きく高まっていた19年8月に実施された前回調査時点の60%からさらに上昇し、過去最高を更新した。トランプ政権による米中貿易摩擦の激化によって高まっていた中国との貿易関係を見直す機運は、今回のコロナ・ショックによって加速する可能性があるだろう。

2) レジリエンス重視によって、効率性は低下する可能性

では、サプライチェーンにおける脱中国の動きは米国経済にどのような影響をもたらすだろうか。米国経済にとってポジティブな影響として想定されるのは、製造業の国内回帰が促進されることで、設備投資が増加することであろう。製造工程を国内に移管する過程においては、今回のコロナ・ショックを教訓に、自動化やオンライン化など、生産性の上昇に寄与するような変化が加速することも期待される。

だが一方、サプライチェーンの見直しがレジリ

エンスの強化という視点である以上、必ずしも米国経済や企業の効率化につながるとは限らない。企業はレジリエンスの向上と同時に、効率性を追求することに疑いはないが、中国と同程度のコストで新たなサプライチェーンを構築するのは容易ではないだろう。

また、こうしたサプライチェーンの見直し、国内回帰の動きは必ずしも米国だけに限った現象ではない可能性が高いことにも注意が必要である。仮に、グローバルにサプライチェーンの国内回帰が加速することになれば、米国が輸出を増加させることによって海外経済の成長を取り込む機会を失うことになる。とりわけ2000年代以降、世界経済はグローバル化によってその成長を加速させてきたが、それは米国も例外ではない。こうした構造は、今回のコロナ・ショックを受けて大きく形を変える可能性があるだろう。

3. 政策対応による副作用

1) 民間・政府債務の拡大で高まる信用リスク

コロナ後の米国経済を占う上での重要な論点の3点目は、コロナ・ショックに伴う政策対応による副作用である。前章までで確認した通り、コロナ・ショック後の危機対応においては、経済の下支えを優先するために、政府やFRBによる異例の信用供与が行われ、政策は総じてうまく機能したと評価できる。だが一方で、こうした異例の政策対応は将来的なリスクを伴う。

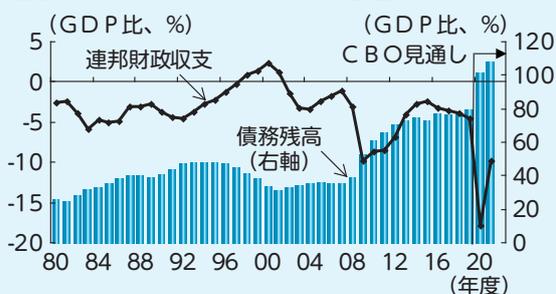
まず懸念材料として挙げられるのは、民間企業による負債の積み上がりである。これは2章で確認した通り、資金繰りに苦しむ企業が負債によって運転資金を調達したことの裏返しに他ならない。しかし、コロナ・ショック以前からその危険性が指摘されていたように、米国企業における債

務水準は高い。今回のコロナ・ショックにおいては、急速に悪化する景気の下支えを優先した結果、政策当局はモラル・ハザードをいとわない信用供与を行っており、企業債務の「量」が急速に拡大しただけでなく、「質」の悪化が同時に進行しているとみられる。

後述するように、今回の危機対応を受けて導入された緩和的な金融環境は、少なくとも数年単位で続く可能性が高いことから、企業債務の増加が直ちに問題になる可能性は低い。むしろ、緩和的な金融環境が続く中、企業債務がさらに膨らみ続け、バブルの様相を強めることで、金融システムを不安定化させるリスクへの警戒が必要と考えられる。

また、民間部門のみならず政府の債務についても、今回の危機対応によって大幅な悪化が免れない。CBOが4月に暫定的に公表した財政見通しによれば、2020年度(2019年10月～20年9月)の財政赤字は3.7兆ドルまで悪化し、GDP比では17.9%と、金融危機後の最悪期である09年度の9.8%を大幅に上回ると予想されている。21年度は幾分改善が見込まれているものの、財政赤字GDP比は9.8%と世界金融危機時並みまでしか改善しない。この結果、政府債務残高GDP比も、19年度の79.2%から、20年度は101%、

図表9 CBOによる財政見通し



(出所) CBO、Haver Analyticsから大和総研作成

21年度は108%と未曾有の水準まで増加することが見込まれている（図表9）。

言うまでもなく政府債務の増大による信用リスクの高まりは、金利上昇圧力となる。民間部門と同様、FRBによる緩和的な金融政策が持続される中においては、そのリスクが顕在化する可能性は高くないかもしれないが、将来的には財政健全化への機運が高まろう。緊縮的な財政が景気の下押し圧力となることに加えて、財政が硬直化することで中期的な成長力も抑制しかねない。

2) 金融政策の出口戦略は一層ハードルが高く

経済が正常化した後、危機対応の後遺症に悩まされる状況は、金融政策を行うFRBについても同様であろう。

2020年6月のFOMCでは、必要な限りにおいてバランスシートの拡大を続ける方針、および22年末までゼロ金利政策を維持する見通しが示された。経済のさらなる下振れリスクが発生した場合には、追加的な緩和策が検討される可能性が高く、当面の間、極めて緩和的な金融政策が続くとみられる。

一方、危機が一巡し、経済の復調が確認されることになれば、金融政策は正常化へと舵を切ることになるが、その道りは非常に険しいとみられる。先述したように、とりわけ課題となるのは労働市場の回復であろう。FRBが金融政策の正常化に動き始めるためには、足元で急激に上昇した失業率が自然失業率近辺まで低下する必要がある。また、失業率のみならず、労働参加率なども含めた労働市場の Slack（緩み）が十分に解消され、デフレ圧力が払拭されることが正常化の開始の条件となる。前回、金融危機後の正常化の過程を確認すると、景気後退の終了から利上げの実

施までには6年半、バランスシートの縮小開始までには8年以上もの時間を要した。単純に比較ができるものではないとしても、足元の労働市場の悪化が金融危機時以上のものであることに鑑みれば、正常化の開始までには相当の時間を要するだろう。

また、金融政策の正常化の内容についても、金融危機時よりもさらに事情が複雑である。FRBのバランスシートがかつてない規模まで拡大していることに加えて（前掲図表2）、FRBは連邦準備法13条3項を活用し、企業への直接融資や社債の購入など、資金供給の手段を大きく拡大したためである。企業の資金繰りに直接的に関与したことで、政策変更が実体経済に対して与えるインパクトが極めて大きくなる可能性がある。FRBがこうした異例の措置に踏み切った背景には、政府による財政負担を軽減する意図があったことなどが指摘されている。しかし、実質的な財政政策の領域に踏み込んだことにより、出口戦略の段階においては、引き締めに対抗する政治的な圧力が強まりやすいと考えられる。

さらに、中立金利近辺まで政策金利を引き上げていくことが、金融政策正常化のいったんのゴー

図表10 名目中立金利と政策金利目標



(注1) シャドーは景気後退期
 (注2) 名目中立金利はNY連銀が算出する中立金利に、コアPCE価格指数の前年比変化率を足したもの
 (出所) FRB、NY連銀、NBER、Haver Analyticsから大和総研作成

ルとなると考えられるが、ここまで論じてきたように、コロナ・ショックによって米国経済の潜在成長率、および中立金利が低下する可能性がある。中立金利の低下が懸念される状況においては、利上げサイクルの最終的なゴールとなる政策金利の水準は過去に比べて低くなることに加え、これまで以上に拙速な利上げに対して慎重にならざるを得ないだろう。FRBは2019年から、金融政策の枠組みの見直しを進めており、20年内にも何らかの方針が示される予定となっている。コロナ・ショックへの対応のため、異例の金融緩和を余儀なくされるFRBにとって、枠組みの見直しは喫緊の課題であるといえるが、中立金利の低下によって政策余力が限定されることになれば、金融政策の枠組みは中期的に、さらに大きく見直す必要性が出てくるだろう。

おわりに

本稿では、米国におけるコロナ・ショックへの対応を検討した上で、ウィズ・アフターコロナに米国で起こり得るであろう構造変化を考察してきた。だが、本稿で繰り返し指摘してきた通り、新型コロナウイルス感染症による影響は、短期的にも中期的にも不確実性が極めて高い。もちろん、想定以上に早い段階で感染が収束へと向かう可能性もないとは言い切れないが、悪影響が長く続くことや、想定外の悪影響が今後顕在化することへの備えが政策当局者のみならず、家計や企業にとって重要な課題になるだろう。

また、第3章で指摘したように、コロナ・ショックが短期的に米国経済に大きなマイナスをもたらしたのみでなく、中期的な成長力にとっても総じ



てマイナスに働くとみられる。コロナ後の新たな生活様式の中において、米国経済、ひいては米国社会はこれまでとは大きく変化する可能性が高まっているが、そうした変化を成長の糧にできるか否かが、米国の将来を大きく左右することになる。

その意味では、今後4年間の政策の方向性を決定づける、11月の米国大統領選挙は、米国の先行きを占う上で非常に重要な意味を持つ。もちろん民主党への政権交代が実現すれば、トランプ大統領によるこれまでの政策は覆される公算が大きい。だが、仮にトランプ大統領が再選されたとしても、コロナ・ショックを経たことで、2期目の政策はこれまでの4年間から大きく変化する可能性がある。2020年は米国にとって大転換の年になるかもしれないということを肝に銘じておく必要があるだろう。

[著者]

橋本 政彦 (はしもと まさひこ)



経済調査部
シニアエコノミスト
担当は、日本経済、米国経済

矢作 大祐 (やさく だいすけ)



ニューヨークリサーチセンター
研究員 (NY 駐在)
担当は、米国経済 / 金融

鳥毛 拓馬 (とりげ たくま)



ニューヨークリサーチセンター
主任研究員 (NY 駐在)
担当は、米国金融制度