

ア メ リ カ

1 最近の経済情勢

(1) 2019年の経済情勢

2019年の実質GDP成長率は+2.3%と前年（+2.9%）から鈍化した（図表1, 2）。その主な内訳をみると、個人消費は前年比+2.6%（前年：同+3.0%）と堅調な雇用・所得環境の下で増加が続いた。また、米中貿易摩擦の動向をめぐる不確実性の高まり等から企業マインドが低下したことも影響し、民間設備投資は前年比+2.1%（前年：同+6.4%）と鈍化した。

雇用情勢では、失業率は、2019年通年平均で3.7%と、前年（3.9%）からさらに低下し、約50年ぶりの低水準が続いた。これは、FOMC（連邦公開市場委員会）出席者の予測に基づく自然失業率の水準（4%台前半）を下回る水準である。また、雇用者については、2019年通年で213万人の増加（月平均で17.8万人）、賃金上昇率は、2019年通年平均で3.3%と前年（3.0%）から上昇するなど、労働市場の改善が続いた。

堅調な雇用・所得環境の一方で、物価面では、FRB（連邦準備制度理事会）が物価目標としているPCE（個人消費支出）デフレーター（総合）は、原油価格の下落などを背景に、前年比+1.4%と前年（同+2.1%）から鈍化した（物価目標値は前年比2.0%）。また、エネルギーと食品を除いたPCEデフレーター（コア）も、前年比+1.6%と前年（同+1.9%）から鈍化した。（図表3）

(2) 2020年第1四半期以降の経済情勢

2020年第1四半期の実質GDP成長率（2次速報値）は前期比年率▲5.0%と、2019年第4四半期（同+2.1%）から下落し、2008年第4四半期（同▲8.4%）以来の大幅な落ち込みとなった（図表1, 2）。

個人消費が前期比年率▲6.8%と、3月に入ってから米国におけるCOVID-19の感染拡大やその防止措置の影響を受け、前期（同+1.8%）から減少した上、設備投資や在庫投資もマイナス寄与した。純輸出については、世界的な経済活動の縮小に伴い輸出が減少（同▲8.7%）したが、輸入が更に大幅に減少（同▲15.5%）した結果、プラスに寄与した。

景気循環を判定する全米経済研究所（NBER）¹は、COVID-19の感染拡大による米国経済の減速を受け、2009年6月から始まった景気拡大が2020年2月で終了し、3月から景気後退

入りしたと認定した。今回の景気拡大は128ヵ月継続し過去最長であった。（図表4）

第2四半期の実質GDP成長率は、外出禁止令などの経済活動の封鎖措置の影響がより明確に表れることにより、世界恐慌以来の下落率に落ち込むとの指摘もある。米国議会予算局（CBO）の予測（5月19日）によれば、▲37.7%と更なる減速が予想されている。月次では、企業活動・雇用・消費・景況感等、いずれも4月に大幅に落ち込み²、ボトムをつけた後、5月・6月は、経済活動の段階的な再開に伴う回復がみられた。

(3) 今後の経済見通し

4月16日に経済活動の再開を3段階で進める米国経済再開ガイドラインが発表され、経済活動の再開が段階的に進められた結果、5月・6月の経済指標は、雇用、小売売上高、鉱工業生産、住宅着工・販売件数や景況指数等、幅広く改善の動きがみられた。また、一時解雇されていた娯楽・接客業を中心とするサービス部門の雇用者が職場に復帰、失業率も改善する中（4月14.7%→5月13.3%→6月11.1%）、米国経済の先行きについては、極めて厳しい状況から持ち直しに向かうことが期待されている。ただし、早期に経済活動を再開した州や新興国を中心に感染者数が増加していることから、国内外の感染症の動向や金融資本市場の変動等の影響を注視する必要がある。2020年6月に公表されたIMFの世界経済見通し（WEO）によると、2020年、21年の実質GDP成長率はそれぞれ、▲8.0%、+4.5%と予想されている。

2 金融政策

(1) 政策金利の維持・引下げ

2019年に入ると、2018年末から生じていた景気の先行き懸念や、米中貿易摩擦や英国のEU離脱問題等を巡る不確実性が増大し、利上げの停止時期に関心が集まった。FRBは、1月のFOMCにおいて「FF金利の目標水準をどう調整するかを決めるにあたっては慎重になる（will be patient）」と表明、6月のFOMCでは、「慎重になる（will be patient）」との文言を削除するとともに、「経済成長を持続させるために適切な行動をとる（will act as appropriate）」との表現に変更した。7月のFOMCでは、海外経済動向が米国の経済見通

¹ National Bureau of Economic Research

² 4月の非農業部門雇用者増減数は前月比▲2,050万人、失業率は14.7%といずれも過去最悪を更新するなど、労働市場も急速に悪化した。

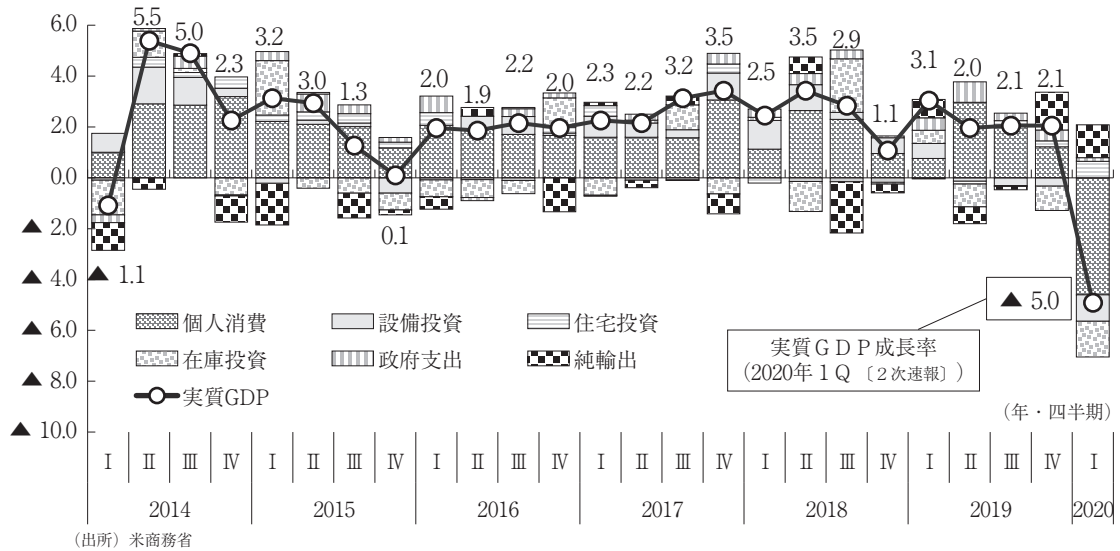
図表1 実質GDP成長率の推移（前期比年率，％）

項目	年・四半期	2017	2018	2019				2020	
				I	II	III	IV		
実質GDP		2.4	2.9	2.3	3.1	2.0	2.1	2.1	▲5.0
個人消費	個人消費	2.6 (1.78)	3.0 (2.05)	2.6 (1.76)	1.1 (0.78)	4.6 (3.03)	3.2 (2.12)	1.8 (1.24)	▲6.8 (▲4.69)
	民間設備投資	4.4 (0.57)	6.4 (0.84)	2.1 (0.28)	4.4 (0.60)	▲1.0 (▲0.14)	▲2.3 (▲0.31)	▲2.4 (▲0.33)	▲7.9 (▲1.06)
	民間住宅投資	3.5 (0.13)	▲1.5 (▲0.06)	▲1.5 (▲0.06)	▲1.0 (▲0.04)	▲3.0 (▲0.11)	4.6 (0.17)	6.5 (0.24)	18.5 (0.66)
	民間在庫投資	(0.04)	(0.09)	(0.09)	(0.53)	(▲0.91)	(▲0.03)	(▲0.98)	(▲1.43)
	政府消費及び投資	0.7 (0.12)	1.7 (0.30)	2.3 (0.41)	2.9 (0.50)	4.8 (0.82)	1.7 (0.30)	2.5 (0.44)	0.8 (0.15)
国内需要	(2.64)	(3.22)	(2.48)	(2.37)	(2.69)	(2.25)	(0.61)	(▲6.37)	
純輸出（外需）	(▲0.28)	(▲0.29)	(▲0.15)	(0.73)	(▲0.68)	(▲0.14)	(1.51)	(1.32)	
輸出	輸出	3.5 (0.41)	3.0 (0.37)	0.0 (0.00)	4.1 (0.49)	▲5.7 (▲0.69)	1.0 (0.11)	2.1 (0.24)	▲8.7 (▲1.02)
	輸入	4.7 (▲0.69)	4.4 (▲0.66)	1.0 (▲0.15)	▲1.5 (0.23)	0.0 (0.01)	1.8 (▲0.26)	▲8.4 (1.27)	▲15.5 (2.34)
GDPデフレーター		1.9	2.4	1.7	0.8	2.6	1.7	1.4	1.6
名目GDP成長率		4.3	5.4	4.1	3.9	4.7	3.8	3.5	▲3.5

(注) () は寄与度、2020年5月31日現在
(出所) 米商務省

図表2 実質GDP成長率の寄与度別推移

(前期比年率，％)



図表3 主要経済指標

項目		年・四半期				2020			
		2017	2018	2019	I	II	III	IV	I
雇用	失業率 (%)	4.3	3.9	3.7	3.9	3.6	3.6	3.5	3.8
	非農業雇用者数 (前期差, 万人)	211	231	213	41.7	47.7	60.9	63.0	▲42.6
消費	小売売上高 (前期比%)	4.3	4.5	3.6	0.5	1.9	1.1	0.4	▲2.2
生産	鉱工業生産 (前期比%)	2.3	3.9	0.9	▲0.5	▲0.6	0.3	0.1	▲1.8
物価	PCE デフレータ (前年比%)	1.8	2.1	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.6
	コアPCEデフレータ (前年比%)	1.6	1.9	1.6	1.6	1.6	1.7	1.6	1.7
住宅	中古住宅販売件数 (前期比%)	1.7	▲3.5	▲0.1	1.5	1.9	2.2	0.2	1.2
	新築住宅販売件数 (前期比%)	9.8	▲0.3	11.4	15.5	▲0.9	5.3	1.9	▲1.1
	住宅着工件数 (前期比%)	6.6	3.4	4.3	0.7	▲0.2	8.4	4.6	▲3.2
	モーゲージ金利 (%)	4.0	4.6	3.7	4.3	3.8	3.6	3.7	3.5
貿易	輸出 (億ドル)	23,525	25,013	24,980	6,255	6,255	6,234	6,237	6,038
	輸入 (億ドル)	29,027	31,290	31,145	7,832	7,859	7,818	7,635	7,335

(出所) 米労働省, 米商務省, 全米不動産業者協会, 米住宅金融抵当公庫 ※貿易は財・サービスの国際収支ベース
(注) 2020年5月31日現在。

しに与える影響とインフレ圧力の抑制を考慮した予防的な措置として、FF金利の目標水準を2008年12月以来、約10年半ぶりに引き下げることを選定した。続く9月・10月のFOMCと、計3回の利下げを行った³。

(2) 資産縮小の停止

FRBは、2017年6月のFOMCにおいて、経済情勢次第で2017年内にバランスシートの縮小を開始することを明示したほか、縮小を始める際には、毎月のバランスシート縮小額に上限を設定し、その上限を段階的(3ヵ月毎)に引き上げていくといった具体的な方法も公表(「政策正常化の原則と計画」の追記⁴)した。その後、同年9月のFOMCにおいて、バランスシートの縮小開始を選定し、同年10月から縮小を開始した。

2018年12月、世界経済や主要国の経済政策を巡る不確実性が高まる中、FOMCが金融正常化方針の継続姿勢を示したこと等を背景に、世界的に株価が下落し、先行きに対する懸念・不安が生じた。こうした中、2019年1月のFOMCでは、経済活動や市場動向に応じて、バランスシートの正常化の詳細を修正する用意があると表明、続く3月のFOMCでは、5月より保有資産の縮小のペースを鈍化させ、9月末で縮小を終了させることを選定した。その後、同年7月のFOMCでは、当初の予定を2ヵ月前倒し、7月末でバランスシートの縮小を終了することを選定した。

(3) 短期金融市場における金利上昇への対応

2019年9月、レポ市場を中心に米国短期金融市場において一時的に金利が急騰した。背景には、テクニカル要因(国債入札決済・法人税納付期限が集中したことによる市場の資金バランスの急速な悪化)に加え、構造的要因として、FEDの準備預金の減少や米国債の在庫増加によるレポ市場の需給環境の悪化や、金融危機後の金融規制強化(バーゼルIII、G-SIBs規制等)を背景に一部の金融機関でレポ取引を絞った可能性等が指摘されている。

レポ市場における金利上昇圧力に対し、FRBは、NY連銀による臨時の資金供給オペを行い、10月には臨時FOMCを開催し、十分な資金供給を確保するため、①短期国債(T-bills)の購入、②9月半ばから実施している臨時の資金供給オペの継続を選定した⁵。(図表5)

3 COVID-19対応

(1) 経済対策

新型コロナウイルス感染症が拡大した3月以降、米国では、入国停止措置や渡航中止勧告に加え、3月16日には、10人以上の集会や不要不急の旅行、レストラン等での飲食を回避するガイドラインが、3月20日には、米国・カナダ・メキシコの国境において、不要不急の通行を認めない措置が発表された。また、各州による外出禁止令(Stay At Home Order)や工場停止・店舗閉鎖も行われ、米国の経済活動は、

³ 7/31▲0.25%pt [2.25%~2.50%⇒2.00%~2.25%], 9/18▲0.25%pt [2.00%~2.25%⇒1.75%~2.00%], 10/30▲0.25%pt [1.75%~2.00%⇒1.50%~1.75%]

⁴ “Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans” (2017年6月)。「政策正常化の原則と計画」は、2014年9月公表。

⁵ こうした措置について、FOMCでは、金融政策の効果的な実施を確保するための技術的な措置であり、金融政策のスタンスの変更を意味するものではない、と説明している。

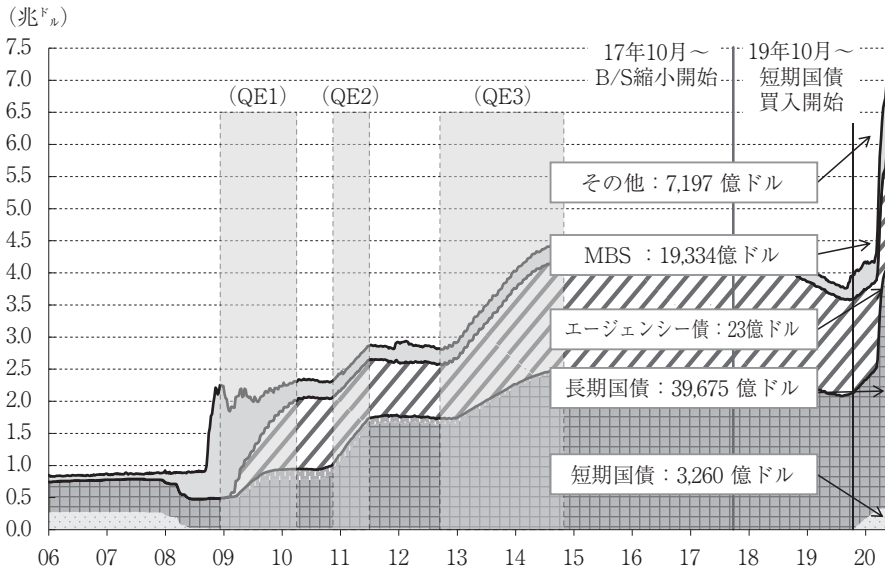
図表4 米国の景気循環（第二次世界大戦後）

(2020年7月現在)

	谷	山	谷	拡大期	後退期	全循環
第1循環	1945年10月	1948年11月	1949年10月	37ヵ月	11ヵ月	48ヵ月
第2循環	1949年10月	1953年7月	1954年5月	45ヵ月	10ヵ月	55ヵ月
第3循環	1954年5月	1957年8月	1958年4月	39ヵ月	8ヵ月	47ヵ月
第4循環	1958年4月	1960年4月	1961年2月	24ヵ月	10ヵ月	34ヵ月
第5循環	1961年2月	1969年12月	1970年11月	106ヵ月	11ヵ月	117ヵ月
第6循環	1970年11月	1973年11月	1975年3月	36ヵ月	16ヵ月	52ヵ月
第7循環	1975年3月	1980年1月	1980年7月	58ヵ月	6ヵ月	64ヵ月
第8循環	1980年7月	1981年7月	1982年11月	12ヵ月	16ヵ月	28ヵ月
第9循環	1982年11月	1990年7月	1991年3月	92ヵ月	8ヵ月	100ヵ月
第10循環	1991年3月	2001年3月	2001年11月	120ヵ月	8ヵ月	128ヵ月
第11循環	2001年11月	2007年12月	2009年6月	73ヵ月	18ヵ月	91ヵ月
第12循環	2009年6月	2020年2月	-	128ヵ月	-	-
	平均（第1～11循環）			58ヵ月	11ヵ月	69ヵ月

(出所) 米商務省

図表5 FRBのバランスシートの推移



供給・需要の両面から甚大な影響を受けた。こうした経済の急激な落ち込みに対し、連邦政府は経済対策第1弾（緊急補正予算法 3月6日成立）によりワクチン等の研究開発費用等、第2弾（家族第一・コロナウイルス対応法 3月18日成立）では、病氣有給休暇付与の義務付けと休業補償、検査の個人負担免除等、続く第3弾（コロナウイルス支援・救済・経済安全保障法〔CARES法〕3月27日成立）では、失業給付の拡大、個人への現金給付、雇用維持を目的とした中小企業向けの給与保護プログラム〔PPP〕⁶、影響を受けた航空産業への支援等が講じられた。PPPについては、4月3日に融資申請が開始されたが、4月16日に資金が枯渇し一時停止されたことを受け、4月24日、PPPへの追加拠出を含む中小企

業給与保護プログラム及び医療強化法案が成立、また、6月5日には、PPPの申請期限の延長（6月6日から8月8日）を含むPPP条件緩和法案が成立した。

(2) 金融政策⁷

FRBは、短期金融市場や国債市場における緊張を緩和しつつ、コロナウイルス感染症の拡大による影響が直撃した実体経済への与信を支援するため、①3月3日及び3月15日に臨時FOMCを開催し政策金利を引き下げ⁸、2008年以來のゼロ金利政策の再開を決定、②米国債市場と住宅ローン担保証券

⁷ 金融政策について、2020年5月末までの情報に基づいて記載している。

⁸ 3/3 ▲0.50%pt [1.50～1.75%⇒1.00～1.25%]、
3/15 ▲1.00%pt [1.00～1.25%⇒0.00～0.25%]

⁶ Paycheck Protection Program : PPP

市場の機能を支援するため、3月15日の臨時FOMCにおいて国債（5,000億ドル）とエージェンシーMBS（2,000億ドル）の買入を決定、同月23日の臨時FOMCでは、この買入枠を「必要な量（the amounts needed）の買入」へと変更した。（図表5）

また、③世界的な資金調達市場の緊張を緩和するため、主要中央銀行と「グローバルな米ドル流動性供給を拡充するための中央銀行の協調行動」⁹を公表した。今回公表されたものは、リーマンショック時に導入した米ドル資金供給の枠組みについて、資金供給のコストを下げ、規模を拡大したものである。さらに、④短期金融市場における金融機関向け資金供給を実施するとともに、連邦準備法13条第3項¹⁰に基づいて決定した、CP・社債の買入れ、中小企業等への融資支援、

地方自治体の債券の買入れなどを行うため、9つのファシリティを設立し、急速に収縮する米国の実体経済への支援を実施した。

連邦政府による経済対策やFRBによる資金供給等の金融緩和策が実施される中、4月16日には、3段階で経済を再開する米国経済再開ガイドラインを発表、5月4日にはNY州も7基準による経済再開ガイドラインを発表するなど、全米50州が経済活動を一部再開し始めた。その結果、5月の経済指標は回復がみられたが、早期に経済活動を再開した州を中心に、6月以降、感染者数が増加していることから、第2波による経済活動への影響が懸念されている。

（伊藤秀則、保倉拓人）

⁹ 3月15日、カナダ銀行、イングランド銀行、日本銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度、スイス国民銀行は、米ドル・スワップ取極を通じた流動性供給を拡充するための協調行動を公表。

¹⁰ 連邦準備法第13条3項は、異常かつ緊急の状況の場合、連邦準備制度理事会の最低5名の理事の承認を得て、個人・パートナーシップ・企業に対して連邦準備銀行が信用供与を行うことを認める権限を規定している。