

経済レポート

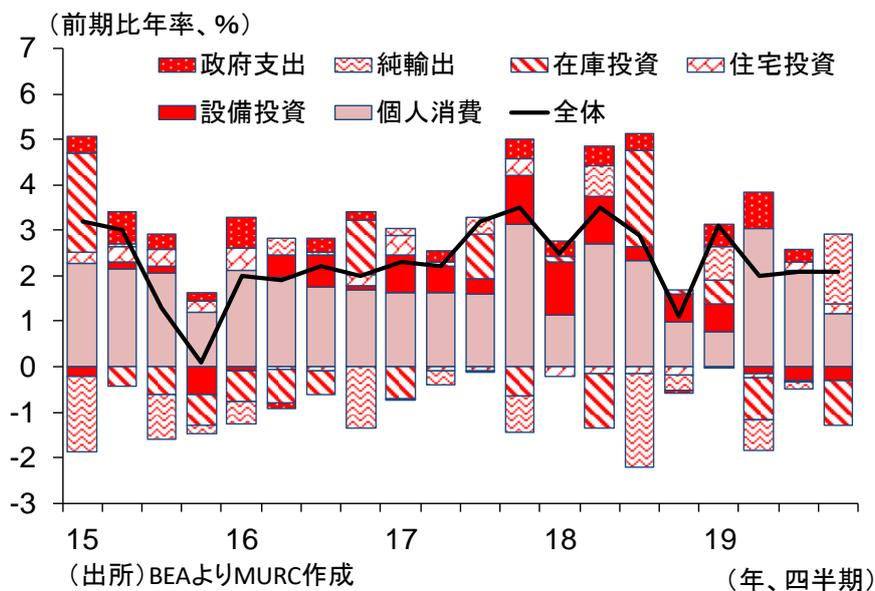
米国景気概況(2020年3月)

調査部 主任研究員 細尾 忠生

I. 概況 ~ 新型コロナウイルスの感染拡大により景気の停滞感が強まる

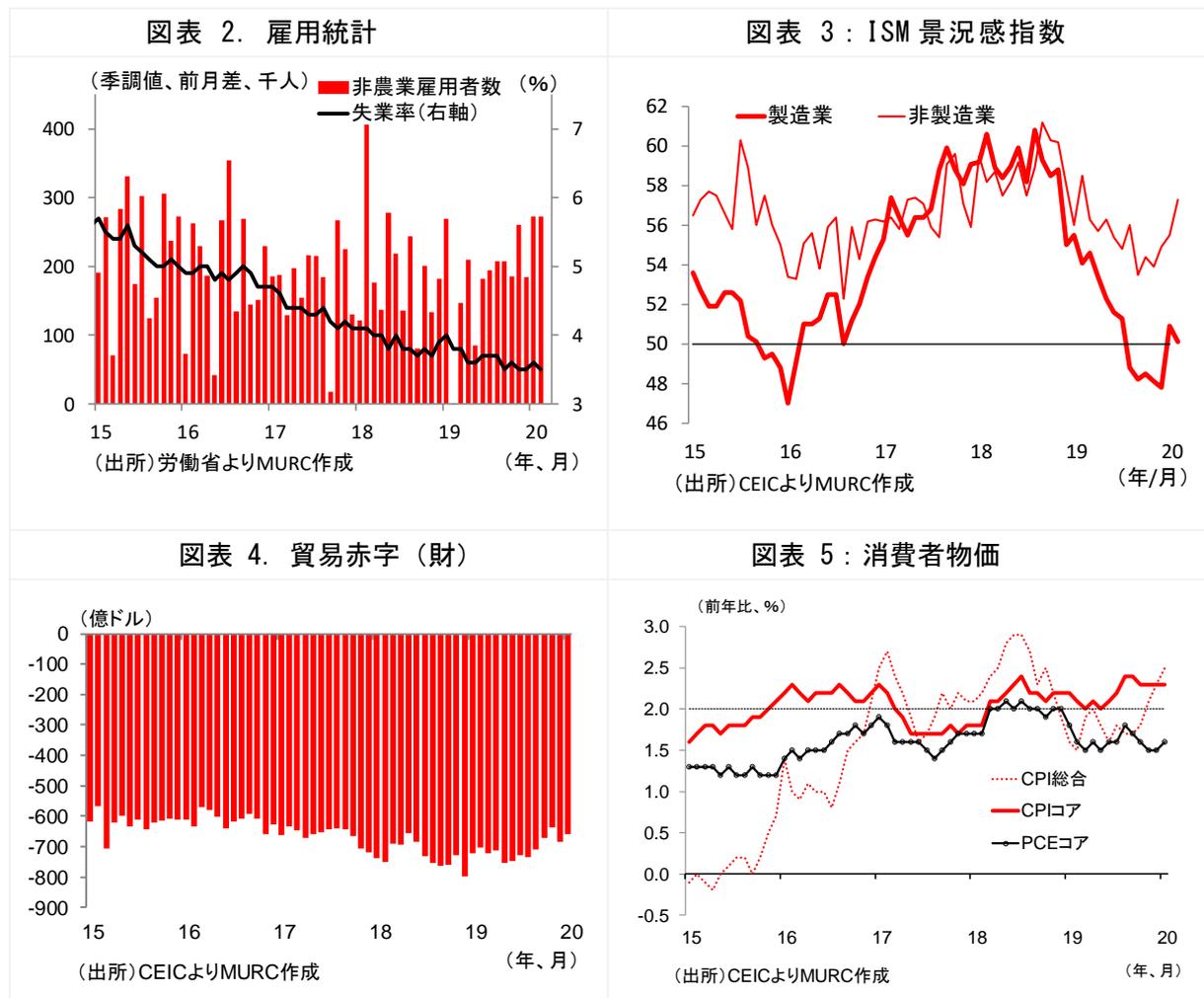
- ・米国では、新型コロナウイルスの感染拡大の影響により、景気の停滞感が急速に強まっている。人・モノの移動制約にともない、不要不急の消費が控えられ、交通・宿泊関連の需要も急減している。金融市場の混乱などを背景に企業マインドが悪化しており、雇用、投資計画への影響も懸念される。
- ・新型コロナウイルスの感染が拡大するまで、米国景気は底堅く推移していた。昨年第4四半期の実質 GDP 成長率（改訂値）は前期比年率+2.1%と、個人消費をけん引役に潜在成長率ペースでの成長を持続した。
- ・もっとも、新型コロナウイルスの感染拡大が経済活動に急速に影響を与えている。現時点では、感染拡大ペースがまだまだ加速している段階にあり、財政金融政策による対応も効果を発揮しにくい状況にある。収束の時期や感染拡大による影響を全く見通せないため、先行きは不透明感が非常に強い状況にあると言えよう。

図表1：実質 GDP 成長率の推移（改訂値）



【経済指標】

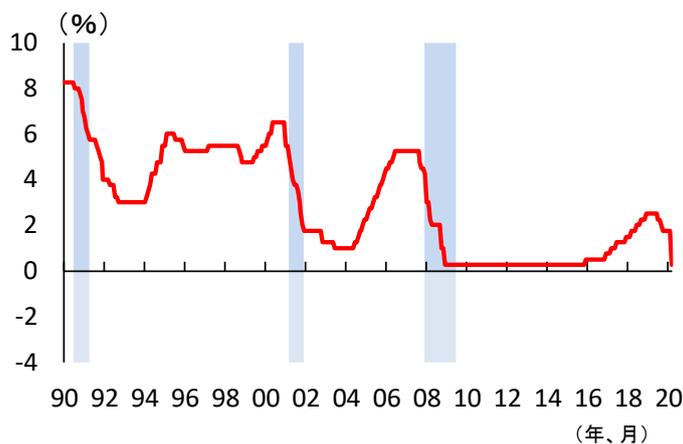
- ・ 2月の非農業部門雇用者数は前月差+27.3万人増加した。専門サービス、教育・医療、個人向けサービス業の雇用が大きく増加した。失業率は3.5%に低下した。こうしたなか実質個人消費は前月比+0.4%と堅調な伸びを示した。
- ・ 企業部門では、2月の鉱工業生産は前月比+0.6%と3か月ぶりに増加した。設備投資の先行指標である1月のコア資本財受注も同+1.1%と3か月ぶりに増加した。2月のISM景況感指数は、製造業が50.1と、好不調の判断の目安となる50の水準を2か月連続で上回った。また、非製造業は57.3と1年ぶりの水準に上昇した（図表3）。
- ・ 海外部門では、1月の財輸出は前月比-1.0%と減少し、財輸入も前月比-1.9%と、輸出を上回るペースで減少した。この結果、貿易赤字（財、▲659億ドル）は再び減少した（図表4）。赤字額を国別にみると、最大の対中国（▲237億ドル）で再び減少し、対メキシコ（▲92億ドル）でも微減となったが、対日本（▲53億ドル）は小幅増加した。
- ・ 物価指標のうち、FRBが重視するコアPCEデフレーターは2%の目標水準を下回る動きが続いている。1月は前年比+1.6%の伸びにとどまった（図表5）。



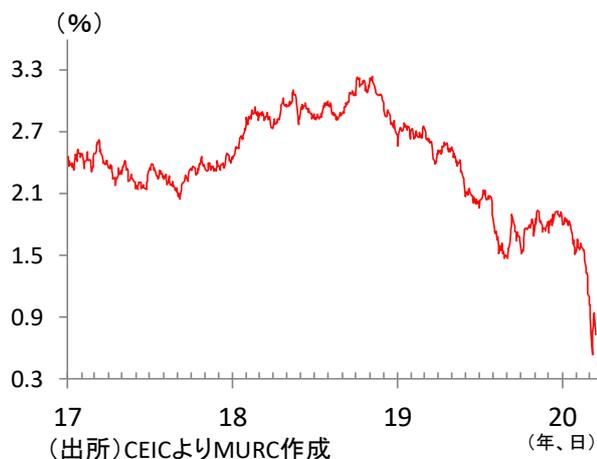
【金融政策・金融市場】

- ・ 新型コロナウイルスの世界的な感染拡大を受けて、FRB は2月28日に緊急声明を発表、「新型コロナウイルスが経済活動への脅威」になりつつあり、「経済を支えるため適切に行動する」と表明した。その後、3月3日に臨時の連邦公開市場委員会 (FOMC) を開き、政策金利を1~1.25%に0.5%引き下げた。
- ・ その後、15日に FOMC を予定日より前倒しで開催、1.0%の大幅な利下げを実施しゼロ金利政策に回帰した。また、米国債と住宅ローン担保証券をそれぞれ5000億ドル、2000億ドル期限を区切らずに買い入れる量的緩和政策の再開も決定した。
- ・ 金融市場をみると、ダウ平均株価は、企業業績の回復期待を背景に2月12日に史上最高値 (29551.42 ドル) をつけた。しかし、新型コロナウイルス感染拡大により、その後は歴史的な下げ幅を記録した。こうしたなか長期金利は世界的な景気減速懸念から 0.73% (3/16) まで低下した (図表 7、8)。

図表 6 : 政策金利



図表 7 : 長期金利



図表 8 : ダウ平均株価



II. トピック：新型コロナウイルス感染拡大の影響

- WHO（世界保健機関）は11日、新型コロナウイルスの感染拡大は、世界的な大流行を示すパンデミックであると宣言した。WHOがパンデミック宣言したのは2009年の新型インフルエンザ以来であるが、過去の主要なパンデミックとして、スペインインフルエンザ、アジアインフルエンザ、香港インフルエンザの3つが代表事例とされている（図表9）

図表9：代表的なパンデミック

1918-19年	スペインインフルエンザ	感染者：約5億人（世界人口の25～30%または世界人口の1/3） 死亡者：4000万～1億人
1957-58年	アジアインフルエンザ	超過死亡者200万人以上
1968-69年	香港インフルエンザ	超過死亡者約100万人

（注）超過死亡者数とは、通常のインフルエンザでの平均死亡率（死亡者数）を上回って死亡した人数
（出所）国立感染症研究所・感染症情報センター

- パンデミックの経済的影響については、すでいくつかの先行研究があり、特に世界銀行の分析が代表例とされる。世界銀行の分析は上述の3つの代表的なパンデミックをモデルケースにしており、パンデミックの広がりや深刻度合いを、軽度、中度、深刻の3つに分類、各々香港インフルエンザ並み、アジアインフルエンザ並み、スペインインフルエンザ並みの感染の広がりを想定している。
- その上で、パンデミックによる世界GDPの下押し幅を軽微なケースから順に、0.7%、2.0%、4.8%と分析している（図表10）。このGDP下押し幅の水準感を機械的にとらえるために、世界経済成長率（3%程度）にGDP下押し幅をあてはめると、各ケースの経済的影響は、一時的な成長鈍化、過去の景気後退並みの落ち込み、リーマンショック級の深刻な景気後退と解釈することができる（図表10）。

図表10：パンデミックの経済的影響（①世界経済）

	世界の死亡者数	世界のGDP 下押し幅	感染度	経済的影響 (イメージ)
軽度のパンデミック (mild pandemic)	140万人	0.7%	香港インフル エンザ並み	一時的な 成長鈍化
中度のパンデミック (moderate pandemic)	1420万人	2.0%	アジアインフル エンザ並み	過去の景気 後退並み
深刻なパンデミック (severe pandemic)	1.8～2.5億人	4.8%	スペインインフル エンザ並み	リーマン ショック級

（注）経済的影響のイメージはMURC調査部による
（出所）世界銀行

- また、米国経済への影響については、米議会予算局が、香港インフルエンザ並み、アジアインフルエンザ並みをまとめて「軽微・中度」ケースとし、対照的にスペインインフルエンザ並みのパンデミックを深刻ケースに分類している。

- その上で、パンデミックによる米国の GDP 下押し幅について、軽・中度なケースで 1.0%、深刻なケースで 4.3%と分析している。水準感を機械的にとらえるために、米国の経済成長率（2%程度）に GDP 下押し幅をあてはめると、前者の経済的影響は一時的な成長鈍化にとどまるが、後者の影響はリーマンショック級の深刻な景気後退をもたらすと解釈できる（図表 11）。

図表 11: パンデミックの経済的影響（②米国経済）

	米国のGDP 下押し幅	イメージ	経済的影響 (イメージ)
軽・中度のパンデミック (mild pandemic)	1.0%	香港/アジアインフル エンザ並み	一時的な 成長鈍化
深刻なパンデミック (severe pandemic)	4.3%	スペインインフル エンザ並み	リーマン ショック級

(注) 経済的影響のイメージはMURC調査部による
(出所) 米議会予算局 (CBO)

- 世界銀行、議会予算局による、世界、米国経済へのパンデミックの影響分析は、今月相次ぎ公表された COVID-19 の経済的影響に関する各種分析を見る際のベースになる。世界経済については、OECD が世界経済見通し（改訂版）で、新型コロナウイルスの感染拡大が今月中に早期収束するケースと、感染が一段と拡大ケースに分け、前者の世界 GDP 下押しを 0.5%、後者の GDP 下押しを 1.4%と分析している。また、UNCTAD は、感染拡大により世界経済の GDP が 1%下押しされると分析した。
- このうち、OECD・早期収束ケースの影響は、世界銀行による軽微なケースに近く、OECD・感染拡大ケースは、世界銀行による中度のケースに近い。また、UNCTAD の分析は両者の中間に位置付けられる（以上図表 12①）。
- 一方、米国経済については、OECD の見通しのほか、WSJ 紙がエコノミストの GDP 予測値を集計しているほか、ブルッキングス研究所が研究者の分析論文を公表した。このうち WSJ 紙が集計したエコノミスト予測は議会予算局の軽微なケースに近い。また、ブルッキングス研究所の分析は議会予算局の深刻なケースに近い（以上図表 12②）。

図表 12: パンデミックの経済的影響: 各種の試算値 (GDP 下押し幅)

① 世界経済

	(%)
OECD・早期収束	0.5
OECD・感染拡大	1.4
UNCTAD	1.0
(再掲) 世銀・軽微	0.7
(再掲) 世銀・中度	2.0
(再掲) 世銀・深刻	4.8

(注) OECDは世界経済見通し改訂版 (3月2日公表)
UNCTADは貿易投資見通し改訂版 (3月9日公表)
(出所) 各種資料よりMURC調査部作成

② 米国経済

	(%)
OECD・早期収束	0.1
OECD・感染拡大	1.4
WSJ	0.7
ブルッキングス研	1.5-8.4
(再掲) 議会予算局・軽中度	1.0
(再掲) 議会予算局・深刻	4.3

(注) WSJは同紙のエコノミスト予測集計値 (3月12日公表)
ブルッキングス研は同研究所提出論文 (3月2日公表)
(出所) 各種資料よりMURC調査部作成

- ・ 以上、パンデミックの流行レベルを3段階に分け、各ケースごとの経済的影響を、一時的な成長鈍化、過去の景気後退並み、リーマンショック級の深刻な落ち込みと3つの機械的目安をもとに整理した。その上で、先行きを考える際には次の2つの論点が重要である。
- ・ 第一に、欧米を中心に感染者が拡大している最新状況は、少なくとも、OECDが仮定した早期収束シナリオの可能性が低下していることを示している。このため、世界経済、米国経済への影響は、一時的な成長鈍化にとどまることは期待できず、いずれも景気後退入りする可能性が高い。
- ・ 実際、WSJの月次調査によると、エコノミストが考える景気後退確率（平均値）は、近年にない水準に急上昇した（図表13）。最新調査とはいえ3月初めの調査であり、その後、情勢は急速に悪化しており、景気後退確率はさらに高まったとみられる。

図表13: 米国の景気後退確率



- ・ 第二に、景気後退の可能性が高まる中、平均的な景気後退にとどまるのか、それとも、リーマンショック級の深刻な落ち込みが不可避となるのかが次の問題である。
- ・ 議会予算局によるパンデミックの分析では、軽中度ケース、深刻ケースの各々について、どのような需要がどの程度減少するのか仮定を置いて試算し、その仮定を公表している。それによると、影響が大きいのが不要不急の支出ではない娯楽・外食・宿泊サービス業であり、次いで、移動制約の影響をうける運輸業である。また経済活動の落ち込みにより、農業、鉱業、建設業、製造業、卸小売業でも少なからぬ影響を仮定している（図表14）。現時点では、人・モノの移動制約による需要消失が見え始めた段階にすぎないが、今後の景気の落ち込みを想定する上で、娯楽・外食・宿泊や運輸の需要動向が鍵となろう。

図表14: 米CB0分析のシナリオ別にみた関連需要の減少率

	(%)	
	深刻なケース	穏やかなケース
農業	10	3
鉱業	10	3
建設業	10	3
製造業	10	3
卸小売業	10	3
運輸業	67	17
教養娯楽/飲食宿泊	80	20

(出所) CB0(米議会予算局)

- ・ グローバルな金融市場の混乱の背景には、多くの経営者、投資家が直近まで想定していなかった景気後退の可能性を急速に織り込む動きがあると考えられる。まずは、さらなる感染拡大に歯止めをかけることが求められるが、情勢は日々悪化の一途をたどっており、世界、米国経済に大きな影響が及ぶことが不可避となりつつある。

ご利用に際して ー

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。