

2020 年 6 月 4 日

経済レポート

コロナ危機と米国経済

～新しい生活様式への対応が景気回復のかぎに～

調査部 主任研究員 細尾 忠生

- 新型コロナウイルスの感染が世界的に拡大した。米国では1月に初の感染者が確認され、その後、4カ月あまりの間に感染者数は約172万人まで増加、死亡者数も約10万人にのぼり、いずれも世界最多となっている。感染の中心はニューヨーク州とその周辺地域である。背景には入国制限が遅れ欧州由来のウイルス感染が広がったこと、外出制限実施が遅れたことがあった。
- もっとも、このところ新規感染者数はピークアウトがみられ、経済活動が段階的に再開され始めた。ただし、ニューヨーク州とその周辺地域を除く新規感染者数はいまだ増加しており、州によっては新規感染者数の増加が止まらず再び外出制限措置を実施する可能性もある。特にカリフォルニア州の増加ペースは加速がみられ懸念される。
- 経済の先行きのシナリオは、新規感染者数の動向とともに、新しい生活様式への対応力が決め手になる。すなわち、ソーシャルディスタンスを維持することにより、小売業やサービス業の売上高がコロナ危機前の水準に段階的に増加していくことが、経済回復への決め手となろう。当社では新しい生活様式への対応が段階的に進むことにより、経済活動の水準がゆっくりとではあっても着実に上昇するケースをメインシナリオに想定する。一方、新しい生活様式への対応が進まず経済活動の回復が遅れる場合や、感染者が再び拡大するような場合はマイナス成長が続く可能性もある。
- 深刻な雇用危機について、米国の雇用は弾力性が高く、職への復帰が順調に進むとみる楽観論もある。もっとも、大きな経済危機が生じると雇用が急速に減少する反面、景気回復後に雇用の回復が遅れる非対称性がみられ、景気底入れ後も、雇用増加による米経済が本格回復には時間を要するであろう。
- 未曾有の危機に直面し、政府・議会は過去最大規模の景気対策を成立させた。感染症拡大による経済悪化という政策的前例に乏しい中、規模、内容とも一定の評価ができる。その反面、財政赤字は第二次大戦時以来の水準まで悪化が見込まれ注意が必要である。一方、FRBは企業向け融資や社債購入などの新たな領域に踏み込むことにより、経済金融の安定を担保している。
- もっとも、米経済の本格回復まで時間が要するとみられ、政府やFRBは追加の政策対応を迫られる公算大きい。財政赤字の拡大が懸念されるとともに、FRBの金融政策運営は今後も難しいかじ取りが続くことになろう。

新型コロナウイルスの感染拡大により、米国をはじめ世界経済が深刻な危機に直面している。本稿では、新型コロナウイルスの米国における感染状況を概観し、米国経済の先行きを雇用動向を中心に分析する。あわせて、景気対策をはじめ政策動向を評価する。

1. 新型コロナウイルスの感染拡大

(1) はじめに

新型コロナウイルス感染症は、2019年12月、中国・武漢市で確認された。世界保健機関（WHO）は、2020年1月30日、新型コロナウイルス感染症に関し、「国際的に懸念される公衆衛生上の緊急事態」を宣言、その後世界的な感染拡大の状況、重症度等から3月11日新型コロナウイルス感染症をパンデミック（世界的な大流行）とみなせると表明した¹。本稿執筆時点で、感染者数は世界で約600万人を上回り、死亡者数は約37万人にのぼっている。

(2) 米国での感染拡大

①地域別の特徴

米国では、1月21日にカナダと国境を接する西部ワシントン州で初の感染者が確認され、その後、わずか4カ月あまりの間に感染者数は約172万人まで増加、死亡者数も約10万人にのぼり、いずれもこれまでのところ世界最多となっている。

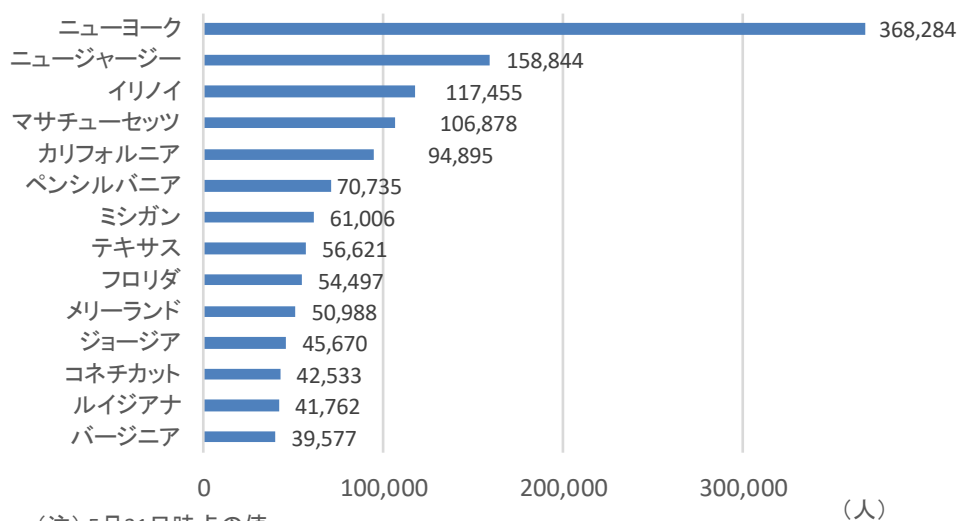
感染者数を州別にみると（5月末時点）、最多がニューヨーク州の約36.8万人、次いでニュージャージー州の約15.9万人、さらに、イリノイ州（約11.7万人）、マサチューセッツ州（約10.7万人）、カリフォルニア州（約9.5万人）と続く（次頁図表1）。これらのうち、カリフォルニア州は人口が全米で最多、ニューヨーク州（同4位）、イリノイ州（同6位）も人口規模が大きく、感染拡大にともない感染者数も多くなりやすい。

一方、感染の拡大レベルを人口1000人当たりの感染者数でみると、最多がニューヨーク州の17.3人、次いでニュージャージー州の15.8人、さらに、マサチューセッツ州（11.4人）、ロードアイランド州（10.8人）、コネチカット州（9.5人）と続く。つまり、地理的にニューヨーク州とその周辺の東海岸5州が上位を占めている（次頁図表2）。

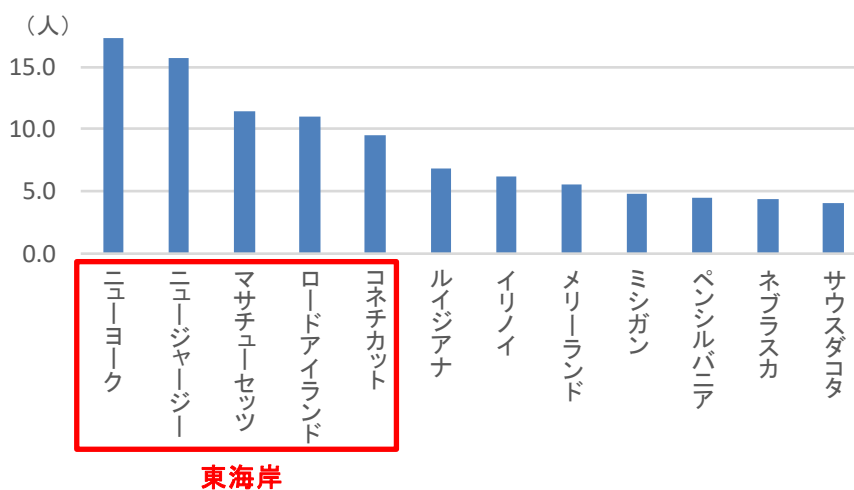
すなわち、米国における新型コロナウイルス感染症は、中西部イリノイ州、西部カリフォルニア州などでも多く見られ、全米に広がっているものの、その中心はニューヨーク州とその周辺地域であることが分かる。特にニューヨーク州は人口が多いうえ、人口当たりでみた感染の広がり具合も全米で最も深刻であったため、感染者数が爆発的に増加した。

¹ 以上の記述は、国立感染症研究所 感染症疫学センター「＜注目すべき感染症＞ 新型コロナウイルス感染症（COVID-19）」（国立感染症研究所 感染症発生動向調査週報 2020年第16号、2020年5月1日）に基づく。

図表 1. 州別の感染者数

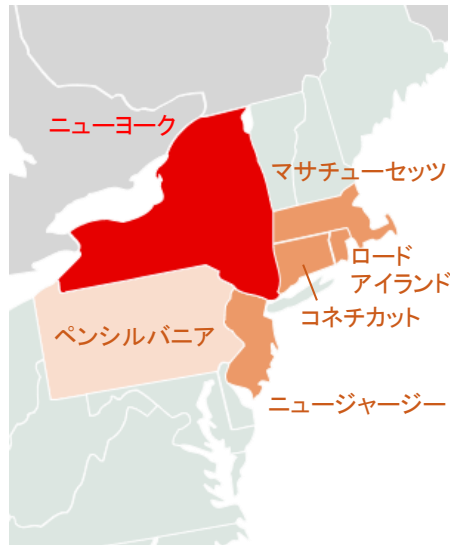


図表 2. 人口 1000 人当たりの感染者数



参考までニューヨーク州周辺の地理関係を示したのが次頁図表 3 である。補足をする、広く知られるとおり、ニュージャージー州は、マンハッタン島の対岸にあり、ニューヨーク勤務の日本人駐在員が多く居住する。また、コネチカット州の西部地域はマンハッタンまで電車で 1 時間程度とニューヨークへの通勤圏にある。俗に「ウォール街のヘッジファンド」との表現を耳にすることがあるが、ニューヨーク州の司法・金融当局の厳格な監視や高い不動産コストをきらい、隣接するコネチカットに本拠を置く投資ファンドが多いことでも知られ、同州は東海岸の資産運用業の中心地である。このように、広い意味でニューヨーク経済圏とみなされる東海岸諸州で感染が急速に広がった。

図表 3. 米東海岸の地理



②ニューヨークの感染拡大の背景

ニューヨーク州を中心に感染が拡大した背景には、様々な要因が指摘されている。主要因を整理すると、第一に、中国との人の往来を早期に規制したのに対し、欧州との往来規制が遅れたため、中国に相対的に近い米西海岸地域と比べ、欧州に相対的に近い東海岸地域で、欧州由来のウイルスによる感染が広がったとされることがある²。第二に、外出制限の実施の遅れも感染拡大の要因としてしばしば指摘される。カリフォルニア州と比べわずか3日の遅れにすぎないが、新型コロナウイルスの感染力を示す基本再生産数が1を超える以上、わずか3日の遅れが感染者の幾何級数的な拡大につながったことは容易に想像できよう。第三に、ニューヨークのブルックス地区等、貧困層の多い居住地域で感染拡大が特に深刻であったため、ニューヨークで象徴的な格差拡大、関連する医療保険制度の不備が、感染拡大をもたらした社会的な要因として指摘されている。

(3) 外出制限緩和・経済活動再開による感染再拡大の懸念

①新規感染者減少と外出制限緩和・経済活動再開

米国全体の新規感染者数は、このところピークアウトし減少傾向がみられる(次頁図表4)。感染拡大を阻止するための外出制限は、経済活動とトレードオフの関係にあり、感染拡大のペースが鈍化したことによって、経済活動の再開をめざす動きが広がり始めている。

トランプ大統領は4月16日、外出制限を段階的に緩和し経済活動を再開するための指針を発表、この内容を基に各州知事が経済活動の再開を段階的に進めていくことになる。

² ニューヨーク大学のDr. Heguyはニューヨークで拡大した新型コロナウイルス感染症の検体の遺伝情報を解析、ウイルスが欧州由来であることを示した。

図表 4. 米国の新規感染者数



指針によると、経済活動の再開は3段階に分かれ、新規感染者数が2週間以上減少する等の基準を満たせば経済活動再開の第1段階に入る。第1段階では、映画館、レストラン、礼拝所、スポーツ施設等の営業再開が認められるが、ソーシャルディスタンスを確保した上、10人以上の集会や不要不急の旅行を禁止、学校閉鎖も継続し、仕事も在宅勤務が推奨されるなど、現行の外出制限に準じた内容が多く含まれ、感染再拡大を阻止するため、経済活動再開は抑制的な内容にとどまる。

感染が再拡大する証拠がないと知事が判断する場合、経済活動再開の第2段階に移行する。第2段階では、不要不急の旅行が許可され、学校も再開できる。バーも人数制限により営業が再開できる。

また、第3段階に移行すると、50人以上の集会が認められ、バーも入店人数を増やせる。介護施設や病院への訪問も再開され、職場での人員制限もなくなり、経済活動は感染拡大前の水準にかなり近づくことになる（以上次頁図表5）。

図表 5. 経済活動再開の指針（概要）

	経済活動再開の基準
第一段階	・ ソーシャルディスタンスを確保、10人以上の集会を禁止 ・ 不要不急の旅行を禁止 ・ 映画館、レストラン、スポーツ施設等が営業再開可能。バーは対象外 ・ 学校やデイケア施設の閉鎖を継続 ・ 重症化しやすい人の外出自粛、高齢者介護施設・病院への訪問禁止 ・ 出社可能も在宅勤務が推奨
第二段階	・ ソーシャルディスタンスを確保、50人以上の集会を禁止 ・ 不要不急の旅行が可能 ・ バーの営業が入場制限付きで再開 ・ 学校を再開 ・ 重症化しやすい人は引き続き外出自粛、高齢者介護施設・病院への訪問禁止 ・ 在宅勤務が引き続き推奨
第三段階	・ ソーシャルディスタンスを確保、50人以上の集会が可能 ・ バーへの入場制限解除 ・ 高齢者介護施設・病院への訪問再開 ・ 職場に関する制限解除

②感染再拡大の懸念

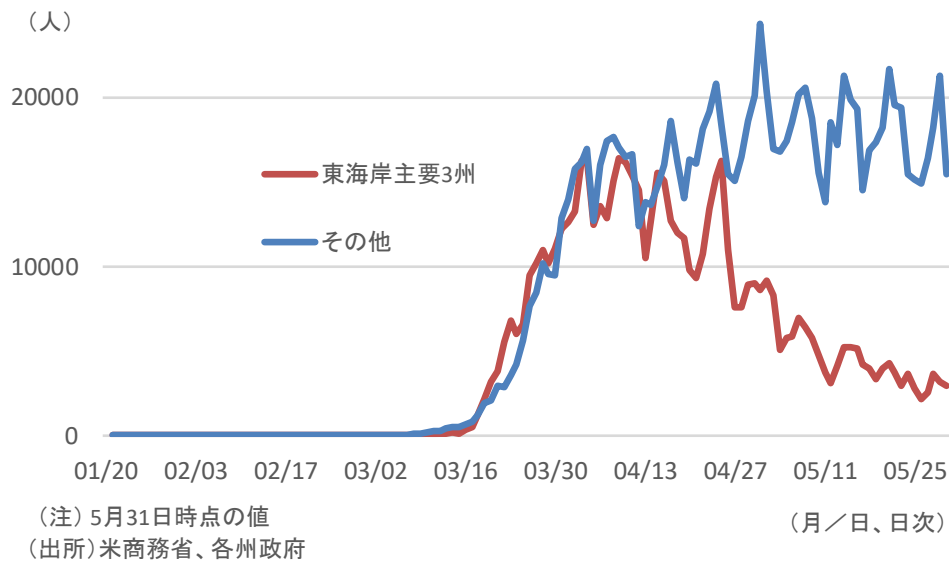
外出制限を緩和し、経済活動の再開に踏み切れば、新規感染者数が再び増加することは、ある程度やむをえない。このため、各州では、感染拡大を医療面などで制御可能な水準にとどめるように、PCR 検査、抗体検査など検査件数の拡充や、事業活動の現場で感染防止のための対応整備など、実務的な体制の構築を進めている。

もっとも、トランプ大統領（連邦政府）が示した指針では、上述のとおり、新規感染者数が 14 日以上減少することにより、ようやく、経済活動の限定的再開が可能となる第 1 段階に進むことができるとされていた。米国の新規感染者数を、オーバーシュートが先行して発生した東海岸主要 3 州（ニューヨーク州、ニュージャージー州、マサチューセッツ州）と全米のその他の州に分けてみると、東海岸 3 州で新規感染者数のピークアウト傾向が鮮明にみられる反面、その他の州の新規感染者数は、いまだ増加傾向が続いていることが分かる（次頁図表 6）。

すなわち、米国の新規感染者数がピークアウトし減少傾向に転じたのは、感染の中心地であったニューヨーク州とその周辺における新規感染者数が減少したことによるものであり、その他の州は、依然として感染が拡大している段階にあるといえる。それにもかかわらず、全 50 州で何らかの外出制限の解除が始まった。このため、今後、州によっては新規感染者数が一段と増加するだけでなく、最悪の場合には、制御可能な水準を超えるペースで増加するオーバーシュートに至り、ニューヨーク州で起きたような医療崩壊寸前の深刻な状況に直面するリスクを抱えている。

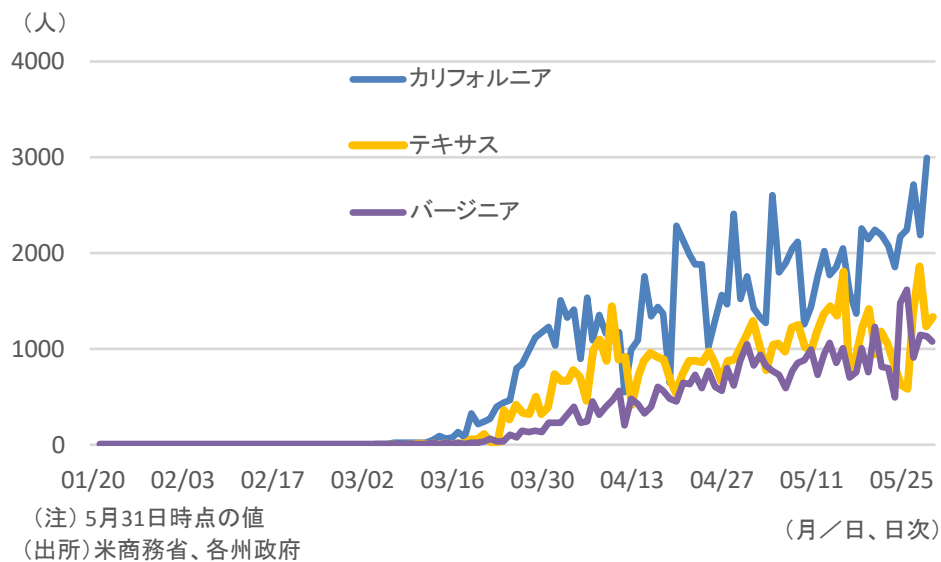
特に、白人警官の暴行による黒人死亡事件をきっかけに全米で起きる暴動や抗議デモで、人々が密集した状態となっていることは、新規感染者の増加を招くおそれがあり懸念される。

図表 6. 米国の新規感染者数（地域別）



州別にみると、経済規模が全米で1位のカリフォルニア、2位のテキサスの各州で増加が続き、とりわけカリフォルニア州で増加ペースが加速しており懸念される（図表7）。これら経済規模の大きい州で感染のオーバーシュートが生じれば、経済規模3位のニューヨーク州と同等の経済ショックを全米レベルに引き起こすことが避けられない。

図表 7. 米国の新規感染者数（州別）



（４）新型コロナウイルス感染流行の長期的展開³

今後の新型コロナウイルス感染の長期的な展開については、過去の新型インフルエンザの流行時の状況などを参考に、感染の波が数回繰り返されることが予想され、ワクチンや標準治療薬が確立されるまで収束することはないとみられる。このため、米国民は、各州政府による外出制限緩和・経済活動の再開措置にかかわらず、ソーシャルディスタンスや自己隔離を、今後数か月にわたり続ける必要がある。

２．新型コロナウイルス感染流行の経済的影響

（１）新しい生活様式への対応力が経済回復の決め手

新型コロナウイルス感染流行が長期化し、外出制限の解除と再開を繰り返すことが予想される中、経済の先行きのシナリオは、新規感染者数の動向とともに、新しい生活様式への対応力が決め手になる。すなわち、ソーシャルディスタンスを維持することにより、小売業やサービス業の売上がコロナ危機前の水準に段階的に増加していくことが、経済回復への決め手となろう。当社では、このような新しい生活様式への対応が段階的に進むことにより、経済活動の水準がゆっくりとではあっても着実に上昇していくケースをメインシナリオに想定している。このケースでは、2020年の成長率はマイナス5.5%と大幅なマイナス成長となるものの、今年後半からプラス成長が続き、2021年は1.8%成長に回復することを見込む。

一方、新しい生活様式への対応が進まず経済活動の回復が遅れる場合や、新規感染者数が再び拡大する場合にはマイナス成長が続く可能性にも目配りが欠かせないであろう。

（２）雇用調整の長期化リスク

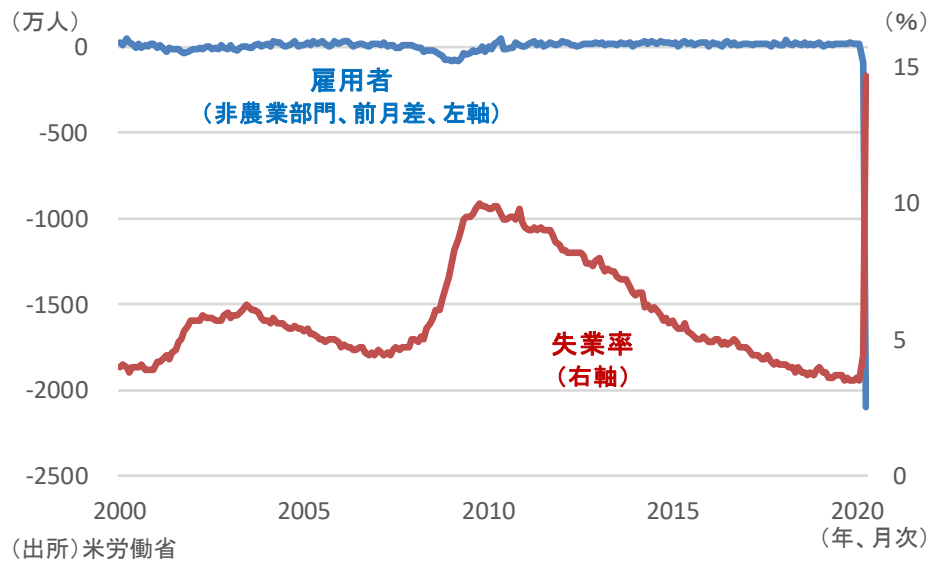
①雇用危機

米国の直近4月の雇用者数（非農業部門）は、前月と比べ2050万人と過去最大の減少となり、失業率は14.7%と大恐慌時なみの水準に急上昇した（次頁図表8）。

当社が米国経済の先行きの姿として、今年後半から緩やかなプラス成長に転じても本格回復には程遠いU字型の景気シナリオを想定する最大の要因は、米国の雇用調整の長期化が懸念されるためである。

³ 以下は、日本医師会 COVID-19 有識者会議（4月22日）における、国立国際医療研究センター・国際感染症センターの大曲、忽那両氏による「新型コロナウイルス感染症(COVID-19)の概説」を参考にした。

図表 8. 雇用者数と失業率

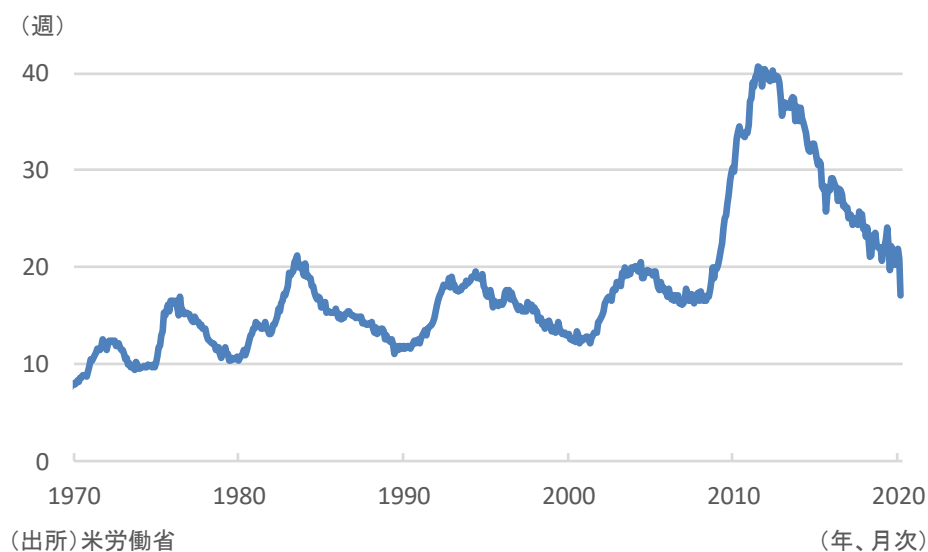


②雇用の弾力性

米国の雇用の急速な悪化は、雇用調整が容易な米国で特徴的な制度であるレイオフ（一時帰休）によるものであり、経済の底入れが確認されれば雇用も回復に転じやすいと指摘されている。

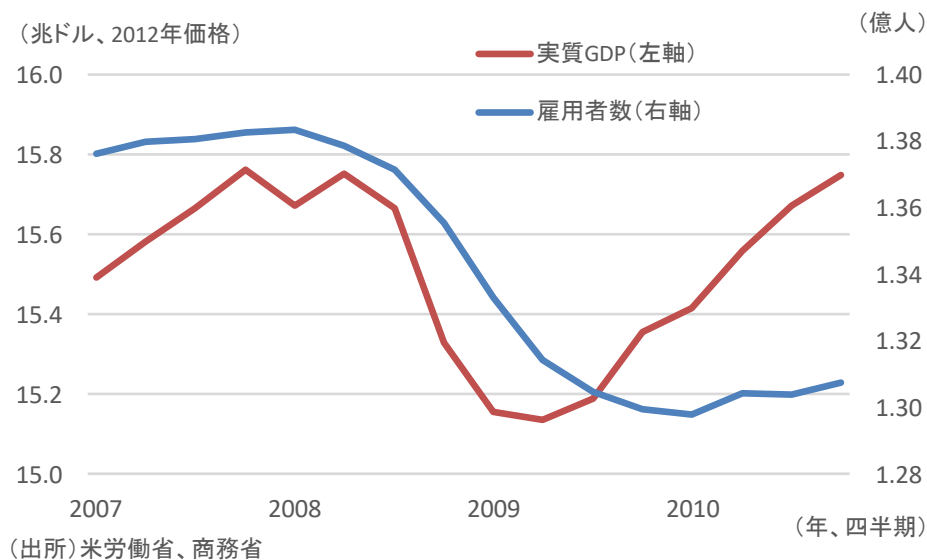
しかし、米国の労働者が、失職してから再度就業するまでに要した平均失業期間の推移を振り返ると、1990年代初頭の不動産バブルの崩壊時、2000年代初頭のITバブル崩壊期、そして2000年代末のリーマン危機時と、いずれも大きな経済ショックが生じると、雇用の回復が遅れ労働者の平均失業期間が長期化していたことが分かる（図表9）。

図表 9. 米国の労働者の平均失業期間



そこで、深刻な雇用危機に直面したリーマン危機の前後の時期について、米国の実質 GDP と雇用者数の動向をみたのが、図表 10 である。実質 GDP は、2007 年第 4 四半期にピークをつけた後、2009 年第 2 四半期まで 1 年半にわたり減少した。実質 GDP の減少にともない雇用者数もほとんど同様のペースで減少していたこと分かる。一方、実質 GDP は 2009 年第 2 四半期に底入れした後は順調に増加し、2010 年第 4 四半期には、危機前のピーク水準にほぼ回復した。こうした動きとは対照的に、実質 GDP が底入れした後の雇用者数の回復は、非常に緩やかなペースにとどまり回復が遅かったことが分かる。

図表 10. リーマン危機前後の期間の GDP と雇用



そこで、GDP が減少した局面と回復に転じた時期の雇用の増減ペースの相違をみるために、雇用者数の GDP に対する弾性値（雇用者数の変化率／実質 GDP の変化率）をみたのが、次頁図表 11 である。

図表 11 では、リーマン危機の前後で実質 GDP が山をつけた 2007 年第 4 四半期から谷をつけた 2009 年第 2 四半期までの 1 年半における雇用者数の GDP に対する弾性値は 1.2 であり、GDP の減少を上回るペースで雇用者数が減少していた。対照的に、実質 GDP が増加に転じた 2009 年第 3 四半期からの 1 年半の期間の弾性値は▲0.1 となり、実質 GDP は増加していたにもかかわらず、雇用はわずかながら減少していたことが分かる。

議論を補足すると、一般に雇用指標は景気の遅行指標とされるが、米国の景気総合指数では雇用者数は一致指標に分類される。実際、図表 10 をみると、リーマン危機時の後退局面では、GDP と雇用はほぼ同時に減少しており、雇用が遅行していたわけではない。

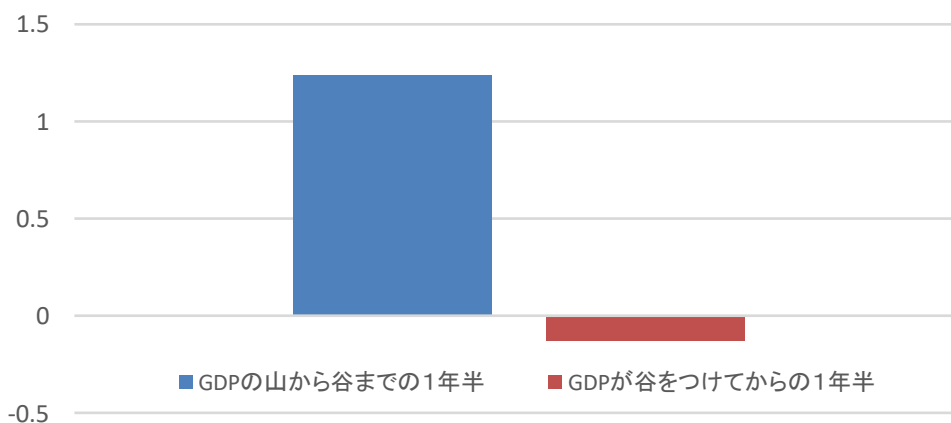
むしろ、米国では雇用の弾力性が高いとされるが、実際には、景気の局面によって雇用の弾力性は異なっていることが分かる。すなわち、弾力性は景気後退期入りし雇用が減少する時期に大きく、米企業が景気悪化に直面すると、すぐに雇用調整を行うことが示唆される。対照的に、景気が底入れし、それにもなって本来なら雇用が増加に転じるはずの時期には、弾力性が低い。

このことは、景気が回復に転じてもうすぐに雇用を増やさない企業行動を示しており、特に、

大きな経済危機が生じる際には、雇用の回復は遅れがちになりやすいといえよう

このように、米国の雇用は弾力性が高いといっても、弾力性は時々の経済情勢に影響を受け、大きな経済危機が生じると、雇用が急速に減少する反面、景気回復に転じても雇用の回復が遅れるといった非対称性がある。

図表 11. リーマン危機時の雇用の弾力性



(注) 雇用のGDP弾力性は、雇用者数の変化率／実質GDPの変化率
GDPの減少期間は2007年第4四半期～2009年第2四半期
GDPが増加に転じた当初1年半は2009年第3四半期～2010年第4四半期
(出所)米労働省、商務省

③新型コロナウイルス感染流行にともなう雇用調整

新型コロナウイルス感染拡大にともなう雇用調整についても、景気底入れの兆しがみられるようになった後も、雇用が増加することにより米経済が本格回復に転じるまで、相当程度の時間をみておく必要があるのではないだろうか。

なぜなら、第一に、雇用の減少幅が過去の経済危機と比べ格段に大きかったためである。第二に、新型コロナウイルス感染症流行が鎮静化した後に、人々の生活習慣が、流行前と比べ変化する可能性がある。仮に、それにともない経済構造にも変化が生じる場合には、雇用調整が特に深刻となっている娯楽・接客業など、熟練度が相対的に低く、労働集約型、低賃金の雇用が、変化の影響をより強く受ける可能性が考えられるためである。

3. 経済対策の概要

(1) 政府・議会による景気支援策

米国の政府・議会は、新型コロナウイルス感染拡大を受け、3月6日に83億ドル、同18日に1920億ドルの医療提供体制支援を柱とする臨時歳出法をそれぞれ成立させた。

その後、同27日に、事業規模約2.3兆ドルにのぼる過去最大規模の景気支援策をまとめた「新型コロナウイルス支援・救済・経済保障法(Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act、通称 CARES 法)」を成立させた。議会予算局によると、CARES 法について、歳出増加、減税など財政収支に直接影響するいわゆる真水に相当する部分は1兆7330億ドル程度と見込まれ、そのうち、2020年度(2020年9月まで)に1兆6060億ドルが充当される(図表12)。

さらに、4月24日には、CARES 法の一部の分野の財源を拡充した第4弾の景気支援策として、「給与保護プログラム・医療強化法(Paycheck Protection Program and Health Care Enhancement Act、通称 PPPHCEA)」を成立させた。

図表 12. 米国の景気対策：主な項目と規模

(億ドル)

	CARES法 (3/27成立)		PPPHCEA (4/24成立)		合 計	
	事業規模	真水相当分	事業規模	真水相当分	事業規模	真水相当分
雇用補助金 (PPP)	3,770	3,770	3,213	3,213	6,983	6,983
失業保険給付の拡充	2,680	2,680	-	-	2,680	2,680
家計向け現金給付	2,930	2,930	-	-	2,930	2,930
企業向け補助金・減税	2,860	2,860	-	-	2,860	2,860
COVID19対策費	377	357	-	-	377	357
企業金融支援	4,540	0	-	-	4,540	0
重点産業支援	820	290	-	-	820	290
地方財政支援	1,500	1,500	-	-	1,500	1,500
その他	100	100	-	-	100	100
既存予算の増額分	3,300	3,220	1,621	1,621	4,921	4,841
合 計	22,877	17,730	4,834	4,834	27,711	22,564

(注) 2020～2025年にかけて見込まれる金額

真水相当分は、歳出増加や減税などにより財政収支に直接影響がある部分

四捨五入等により合計金額は各項目の合計と一致しない

(出所) 米議会予算局

①景気支援策

次に、景気対策の柱である CARES 法と PPPHCEA の内容をみる。なお、PPPHCEA は、上述のとおり CARES 法の一部項目を補充したものであるため、以下では、CARES 法に従い整理する。

第1章は、給与保護プログラム (PPP (Paycheck Protection Program)) と呼ばれる中小企業向け融資 (3490 億ドル) の創設を柱とした総額 3750 億ドルの中小企業支援策が規定されている。PPP は、融資総額の 75%以上を給与や関連費用 (医療保険料、各種手当等) に充当することによって社員の雇用を8週間維持すれば、融資が返済不要となる制度であり、事実上、雇用維持のための補助金である。当初の想定を上回って利用が進み予算が上限額に達したため、PPPHCEA により 3213 億ドルが追加された。

第2章は、家計、企業向けの各種支援措置が規定され、失業保険給付の拡充、家庭向けの現金給付、企業向けの様々な補助金や租税特別措置の3つが柱となっている。

失業保険給付の拡充については、給付期間を13週延長し、給付額を、7月31日まで1週当たり600ドル上乗せするものであり2680億ドルの予算が充当された。米国の失業保険は各州が所管し、給付期間や給付額は州により異なるが、給付期間はほとんどの州が26週、給付額は全米平均で375ドル/週である。この給付水準に600ドル追加されると、全米平均の保険給付額は975ドル/週と、余裕ある生活が十分可能な金額が支給される。深刻な雇用危機や強制力をともなう外出制限措置を考慮すれば、政策的配慮が必要だったといえる。

家庭向けの現金給付は、大人1人最大1200ドル、17歳未満の子供に500ドルを支給するものであり、2930億ドルの財源が充当された。

企業向けの補助金・租税特別措置は、4つの政策に2860億ドルの予算を充当した。第一は、雇用助成金であり、給与支給額の50%が税額控除と補助金で支給され、補助金と税額控除に計550億ドルの予算が充当される。PPP同様に雇用維持が目的である。第二は、給与税(Payroll Tax)の納税猶予に120億ドルの財源あてた。Payroll Taxは日本の年金保険料に相当し、年金保険料の支払い猶予に等しい。支払時期先送りで運転資金が賄えるほか、所得が減少した分納税額が抑えられる。議会予算局によれば、2020~21年の給与税額が3510億ドル減少、逆に、2022~23年に3390億ドル増加し、差額の120億ドルの財政効果を見積もる。第三は、繰越欠損金控除の拡大により1950億ドルの減税効果を見込む。第四はその他の租税措置であり、支払利子控除拡大や設備投資の加速度償却など合計240億ドルの減税効果が見込まれている。

第3章では、新型コロナウイルス対策費として377億ドルが手当てされており、無保険者の医療費の補填や、学資ローンの負担補助が柱となっている。

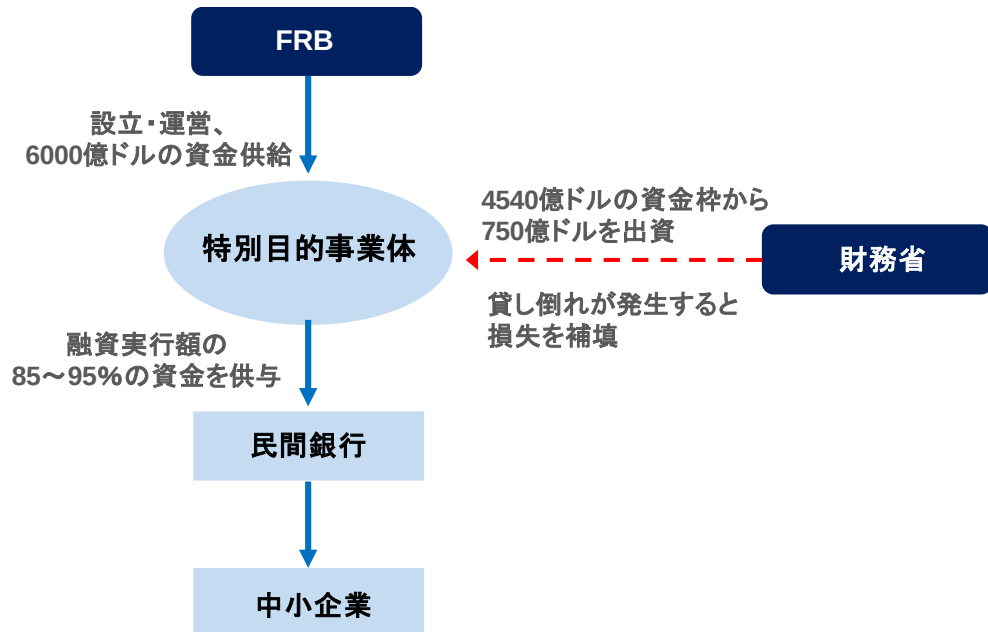
第4章では、企業金融支援策として、中小企業向け融資の拡充、重点産業支援が盛り込まれた。中小企業向け融資では、FRBが特別事業目的体と民間銀行を通じて中小企業に融資を行い、財務省傘下の為替安定化基金から資金を拠出し、貸し倒れが発生した際の損失補填のバックアップとする。FRBが公表したスキームによると、為替安定化基金からの資金拠出額は、CARES法で認められた4540億ドルの資金枠のうち750億ドルとされ、合計6000億ドルの融資を行う(次頁図表13)。一方、重点産業支援では、航空会社、国防関連企業に460億ドルの融資枠を設け、これら企業の雇用維持のために320億ドルの予算を確保するなど、820億ドルの財源を充当した。

第5章では、州政府・地方自治体への補助金として1500億ドルが計上された。連邦政府から各州政府や地方自治体に人口に比例して資金が交付され、事実上、地方財政の補填となっている。

なお、第6章はその他として、郵政公社への100億ドルの資金補填が盛り込まれている。

CARES法は、以上で整理した新たな政策項目で構成されるDivision Aと、従来の歳出法で規定された既存項目に関する予算の増額を盛り込んだDivision Bの各法律を一本に束ねた体裁をとっている。Division Bでは、厚生省の予算を通じた病院への補助金増額(1270億ドル)、緊急事態管理庁の災害救助基金の増額(450億ドル)などに3300億ドルが計上され、PPHCEAにより1621億ドルが追加された。

図表 13. 政府・FRBによる中小企業融資のスキーム



(出所) FRB 資料より MURC 調査部作成

②景気対策の評価

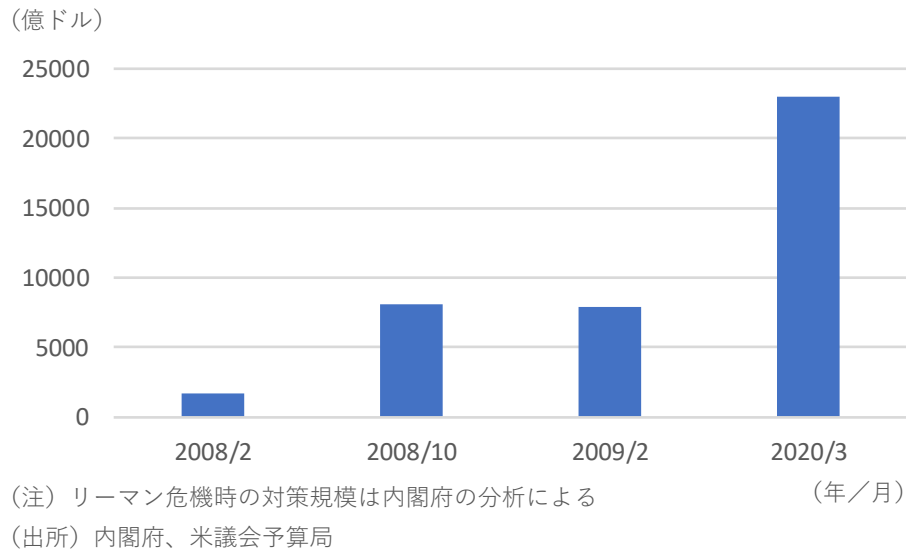
CARES 法による米国の景気対策は 3 つの点で評価できる。

第一に、政府・議会の迅速な対応である。政府では、トランプ大統領は当初こそ新型コロナウイルスの感染拡大について、事態を楽観視する姿勢もみられたが、事態が深刻の度合いを増すと、ムニューシン財務長官を中心に矢継ぎ早に景気対策の策定を進めた。議会においても、党派対立をいったん棚上げし、与野党が協議を積み重ね合意にこぎつけた。民主党は、融資支援対象企業に配当や自社株を制限する条項を盛り込むことを主張したが、この主張を共和党は受け入れ、民主党も大統領選挙を前に与党の功績になりがちな景気対策の成立に協力した。未曾有の危機が党派を超えた結束を生み出したといえる。

第二に、過去最大規模の対策となった点も評価できる。リーマン危機の前後に策定された景気対策も、策定当時は過去最大規模とされたが、経済の落ち込みがリーマン危機を上回る中、今回の対策規模の大きさは特筆に値する（次頁図表 14）。

第三に、景気対策の内容について、感染症の世界的な大流行（パンデミック）という久しく経験のない経済危機に直面し、参考になる政策的な前例に乏しい中、様々な政策アイデアを積み重ね可能な限り必要な政策をそろえたことも評価できよう。雇用維持のための補助金、家計への現金給付、税や社会保険料の納税猶予、地方自治体が利用する交付金の増額など、日本はじめ、他国の景気対策の参考になった政策項目も多い。

図表 14. リーマン危機時の景気対策と今回の景気対策の規模

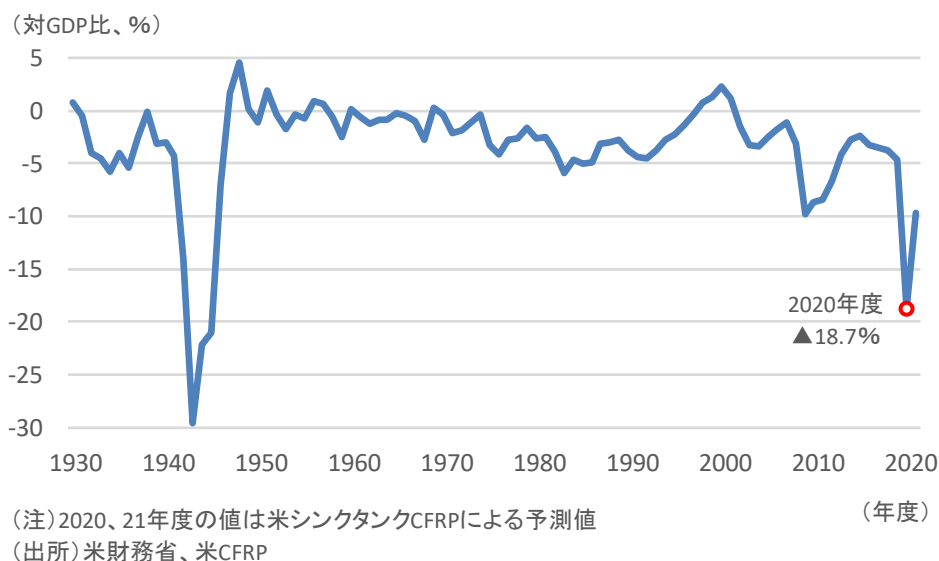


一方、景気対策からは課題も浮かび上がる。

第一に、米国の財政収支の急速な悪化である（図表 15）。米国のシンクタンクである責任ある連邦予算委員会（CFRP）の分析によると、2020 年度（2019 年 10 月～2020 年 9 月）の財政赤字（対 GDP 比率）は 19% 程度にのぼり、第二次世界大戦以来の水準に悪化することが見込まれている。

第二に、景気対策は、経済が急速に悪化する中で、危機における止血を目的とした政策を優先し、セーフティーネットを構築したものであった。このため、感染拡大の第二波が到来するなど新型コロナウイルス感染症流行が長期化すれば、セーフティーネットの構築は、今回限りで終わらない可能性があり、財政の悪化に歯止めがかかりにくくなるおそれがある。

図表 15. 米国の財政収支



(2) FRB による金融支援策

① 矢継ぎ早の金融緩和

新型コロナウイルスの感染拡大にともない経済の先行き不透明感が強まり金融市場が混乱に陥った中、FRB は積極的な利下げを行いゼロ金利政策に回帰、量的緩和策を再開したほか、CP 市場への介入、各国中央銀行とのスワップ協定の締結・拡充による海外市場でのドル資金供給など、矢継ぎ早の金融緩和策を相次ぎ実施した。

それにも関わらず金融市場の動揺が一段と強まった中、3 月 23 日に開催された FOMC 臨時会合が、経済金融の混乱に FRB が対処するうえで一つの転機となった。臨時会合では、量的緩和策について 7000 億ドルとしていた規模を「必要なだけ」との文言により事実上無制限としたほか、家計や企業の資金調達支援策をとりまとめた。すなわち、家計や企業を対象とした融資制度、及び社債購入のための新たな制度についてそれぞれ原案を公表した。また、リーマン危機の際に導入した資産担保証券貸出制度 (TALF) も再開した (以上図表 16)。

図表 16. FRB が実施した主な対策

3/3	FOMC臨時会合を開催 ・ FF金利を50bp引き下げ1～1.25%に
3/15	FOMC臨時会合を開催 ・ FF金利を100bp引き下げゼロ金利に ・ 量的緩和政策 (7000億ドル、国債・MBS対象) 再開 主要6中銀によるスワップ協定を拡充 ・ 他の5つの中央銀行を対象にドル資金供給を拡充
3/17	CP購入制度を創設 ・ 企業のCP購入を開始 プライマリーディーラー貸出制度を創設 ・ 証券会社向け資金供給を開始
3/18	MMMF流動性制度を創設 ・ MMF向け資金供給を開始 スワップ協定を15中銀に拡大 ・ 新たに9か国の中央銀行を対象にドル資金を供給
3/23	FOMC臨時会合を開催 ・ 量的緩和政策の購入制限を撤廃し、CMBSを対象に追加 ・ 財務省の出資をもとに家計・企業向けに3000億ドル融資 ・ 財務省の出資をもとに社債購入制度を創設 ・ ABSを担保とした資金供給制度 (TAL) を再開
3/31	外国中央銀行を対象に米国債を担保にしたドル資金供給制度を創設 ・ FRBに口座を持つスワップ協定対象外の中央銀行にドル資金供給
4/9	2.3兆ドルの追加的な資金供給策を公表

(出所) FRB

②2.3 兆ドルの追加資金供給策

FRB は 3 月 23 日の臨時会合で決定した融資や社債購入の新たな枠組みの詳細を詰め、4 月 9 日に、「経済支援のための 2.3 兆ドルの追加資金供給策」を公表した。

まず、景気対策に関連し 2 つの資金供給制度が創設された。一つは景気対策の目玉施策である給与保護プログラム (PPP) への流動性供給であり、形式的には同プログラムで中小企業に融資する銀行に FRB が最大 3490 億ドルの資金供給を行う。

また、上述のとおり、FEB が特別目的事業体と民間銀行を通じて中小企業融資を行う制度について、上述のスキームが策定された (前掲図表 13)。

さらに、社債購入制度 (社債市場信用供与制度、発行市場向け・流通市場向けの 2 つの制度を創設) の詳細も公表された。中小企業向け融資と同様に、FRB が特別事業体を創設し、財務省が出資を行い、損失が発生した際のバックアップとする制度である。社債の購入規模は、発行市場での購入制度については 500 億ドル、流通市場での購入制度は 250 億ドル、両制度で合計 750 億ドルの財務省からの出資金を損失発生時のバックアップとして用意し、FRB が特別目的事業体に資金を供給、その資金を用いて総額 7500 億ドルの社債および社債で組成された ETF を購入するとした。購入対象についても、発行市場での購入制度については、原案で投資適格債を対象としていたのを、原案公表前日 3 月 22 日時点で投資適格であれば、その後非投資適格に格下げされた社債であっても購入対象に含めた。また、流通市場での購入制度では、非投資適格債で組成された ETF も購入対象に含めた。

資産担保証券貸出制度 (TALF) では、資金供給規模は当初の発表どおり 1000 億ドルで据え置かれたが、適格担保として、低格付け企業への銀行融資を束ねて証券化した CLO (ローン担保証券) や CMBS (商業用不動産ローン担保証券) が新たに追加された。

さらに、財務省資金 350 億ドルをもとに地方債を 5000 億ドル購入する制度も創設された。以上の新制度による資金供給額は合計で約 2.3 兆ドルにのぼる (以上図表 17)。

図表 17. 2.3 兆ドルの追加資金供給策 (概要)

資金供給制度	供与額 (億ドル)	概 要
PPP流動性支援制度	3490	景気対策で実施される給与保護プログラム (PPP) を対象に最大3490億ドルの流動性を供給
メインストリート貸出プログラム	6000	景気対策で実施される民間銀行を通じた中小企業向け融資 財務省資金750億ドルをもとに6000億ドル融資
社債市場信用供与制度	7500	財務省資金750億ドルをもとに7500億ドルの社債を購入 低格付け債・低格付け債で組成されたETFを購入対象に追加
資産担保証券貸出制度 (TALF)	1000	資産担保証券を担保に資金供給。適格担保としてCLOを追加
地方債市場流動性支援制度	5000	財務省資金350億ドルをもとに5000億ドルの地方債を購入

(出所) FRB

③新次元の金融政策

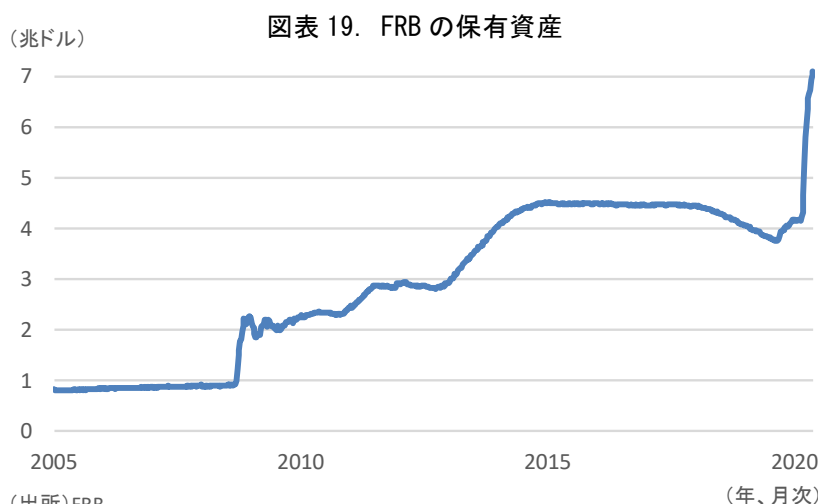
2.3 兆ドルの追加資金供給策には2つの意義がある。

第一に、未曾有の経済危機に際し、新型コロナウイルスの感染拡大が落ち着き、経済活動が再開されるまでの間、中小企業や地方政府など実体経済を支える主体に対し一時的な信用供与を行うことによって、感染拡大が収束した後に迅速な景気回復を目指す環境を整えることである。

第二に、経済悪化にともなう社債相場の下落圧力の緩和である。とりわけ、新型コロナウイルス感染拡大の直前まで、米国の企業部門の過剰債務が懸念されていたため、感染拡大にともなう経済危機により、企業金融に深刻な影響が生じるリスクがあった。このような危機の回避が、FRB が社債購入に踏み切った一因であったと推察される。高利回り債利回りと米国債利回りのスプレッドは縮小、社債購入策は一定の成果をあげている（図表 18）



FRB が企業融資や社債購入に踏み切ったことにより、中央銀行の機能として資金供給から信用供給に踏み込んだ形となった。WSJ で金融政策を担当するティモラウス記者とヒルゼンラス記者は連名で論説記事を掲載、FRB がどの企業に融資を行ない、どの企業の社債を購入するかの判断を迫られるリスクがあるものの、金融政策が未踏の領域に踏み込むことにより新たな次元を切り開いたとしている。新次元の金融政策によって FRB の保有資産は、リーマン危機時やその後の量的緩和政策の実施時を上回るペースで急増している（図表 19）



4. まとめ

米国では、新型コロナウイルスの新規感染者数が減少に転じ、外出制限緩和・経済活動再開が段階的な始まった。もっとも、流行の長期的な展開については、過去の新型インフルエンザの流行時の状況などを参考に、感染の波が数回繰り返されることが予想され、ワクチンや標準治療薬が確立されるまで収束することはないとみられる。このため、米国民は、各州政府による外出制限緩和・経済活動の再開措置にかかわらず、ソーシャルディスタンスや自己隔離を、今後数か月にわたり続ける必要がある。

そうした中、経済の先行きのシナリオは、新規感染者数の動向とともに、新しい生活様式への対応力が決め手になる。すなわち、ソーシャルディスタンスを維持することにより、小売業やサービス業の売上高がコロナ危機前の水準に段階的に増加していくことが、経済回復への決め手となろう。当社では、新しい生活様式への対応が段階的に進むことにより、経済活動の水準がゆっくりとではあっても着実に上昇していくケースをメインシナリオに想定している。もっとも、雇用調整が長期化するリスクが高く、米経済が本格回復を迎えるまでには相当の時間を要することになるだろう。

これまでの政策対応を振り返ると、政府・議会は過去最大規模の景気対策を成立させ、感染症拡大による経済悪化という政策的前例に乏しい中、規模、内容とも一定の評価ができる。また、FRB は企業向け融資や社債購入などの新たな領域に踏み切ることにより、経済金融の安定を担保している。もっとも、米経済の本格回復まで時間を要するとみられ、追加の政策対応を迫られる公算が大きい。財政赤字の拡大が懸念されるとともに、FRB の金融政策運営は今後も難しいかじ取りが続くことになろう。

－ ご利用に際して －

- 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。当社までご連絡ください。