

2021年の米国経済 日本化回避の試練

三菱UFJ銀行 グローバルマーケットリサーチ
シニアマーケットエコノミスト

鈴木 敏之



2020年の米国経済は、年前半、新型コロナウイルスの感染拡大への対応で社会経済活動が制限されたため景気後退に陥った。その後、財政、金融政策が発動されたこと、社会経済活動の再開がはかられたことで立ち直りを見せたが、その勢いは鈍りだしている。2021年にかけて、大きなスラック（需給ギャップ）が残る。経済政策による刺激余地が小さくなる中、大きなスラックが残ることが及ぼす悪影響に苛まれることが懸念され、日本化の回避がFRBのアジェンダになると見込まれる。

1. 「レ」の字をたどった 2020年の米国経済

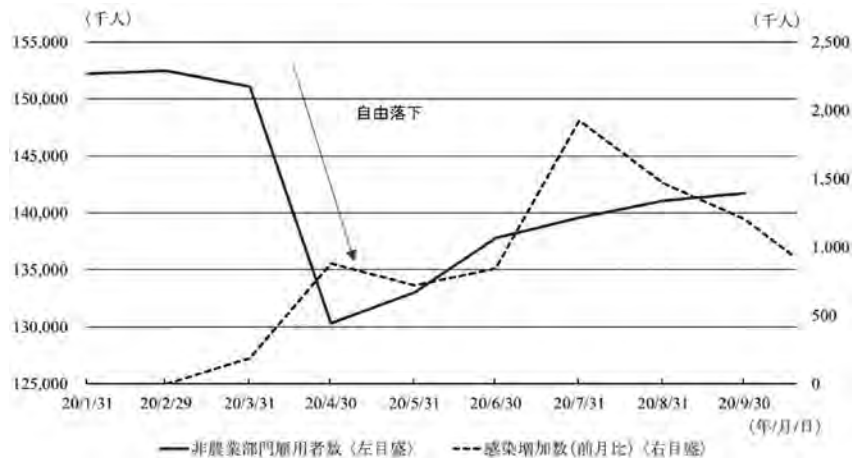
新型コロナウイルスの感染拡大とともに、経済活動は自由落下といえる勢いで急速に収縮した（第1図）。その後、感染拡大が緩んだことが見え、経済社会活動の再開がはかられ、経済指標も上向いた。

この間で、特徴的だったことは、行動制限が課せられたことで個人消費が落ち込みを示したことである。通常、米国景気は下降に転じて、消費需要はすぐには冷えない。消費需要が落下傘の役割を果たしたが、今回は、その落下傘が破れた下降であった。また、モノや人の国際的な往来が止まったことで、サプライチェーンが切れた。また、金融市場でも取引に支障が出て、信用スプレッドが拡大した。リーマンショックは、当時は、100年に1度か2度といわれたが、それでも金融の

〈目 次〉

1. 「レ」の字をたどった2020年の米国経済
 2. 2021年に米国経済が直面する試練
 3. 危惧される日本化
- 結び

(第1図) 自由落下で下降した米国経済



(出所) 米労働省、Bloomberg

(第2表) 米国の経済ショックのマグニチュード

時期	ショック	雇用減少率
1929	大恐慌	▲20.5%
1981	ボルカー不況	▲3.1%
2001	9/11	▲2.0%
2008	GFC	▲6.3%
2020	コロナ危機	▲14.0%

(出所) 米労働省

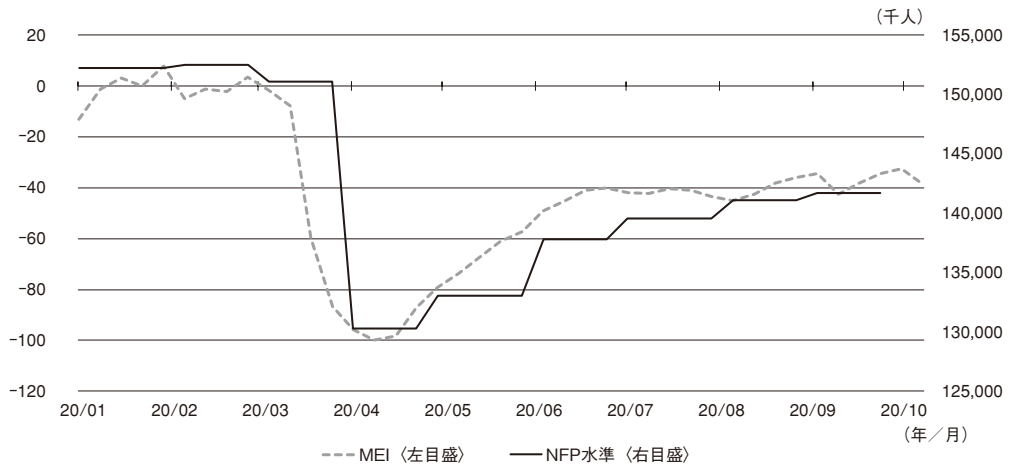
問題が大きく、外出制限や学校の経済活動の全てが止まったわけではない。今回は、過去とは次元の異なるショックであった。そのマグニチュードは、遡ると比肩するのは、大恐慌になってしまう(第2表)。

この落ち込みの中、NBERは、米国経済が景気後退に陥ったことを認定した。ところが、感染の拡大が緩みだしたところで、社会経済活動の再開がはかられ、また、強烈的な財政金融政策から刺激が行われ、経済は戻った。この景気後退は、史上最短になると見込まれた

している。しかし、その経済活動の水準は、危機前に戻っていない。

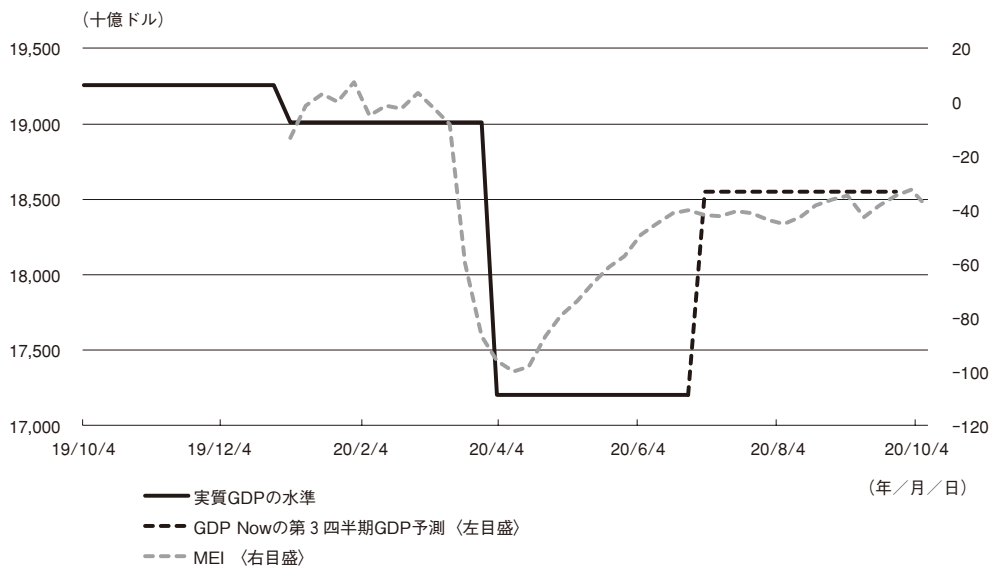
経済の動きをLやVの文字であらわすことがいわれたが、落ちた後そのレベルにとどまるLでもなく、もとの水準に戻るVでもない。実体経済の動きとしては、カタカナのレの文字をたどったことになる。「レ」は、当初の落ち込みは自由落下で、回復してももとに戻れなかったことを表現できる。もとの水準に戻れないことはスラックを抱えることを意味する。

(第3図) ME指数と雇用



(出所) 米労働省、ダラス連銀

(第4図) ME指数とGDP

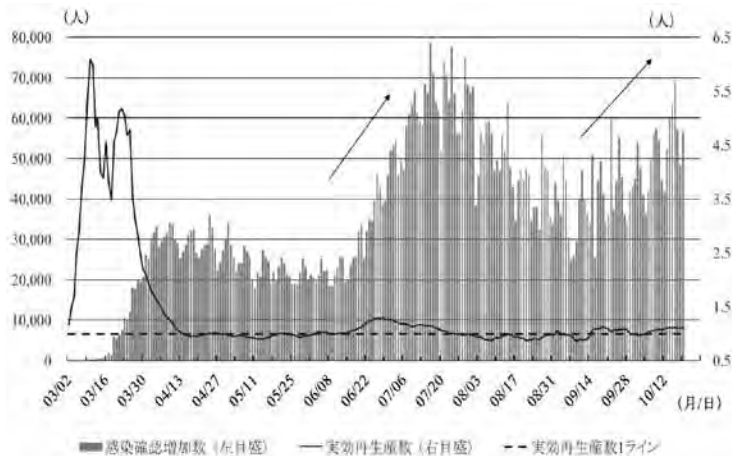


(出所) 米商務省、ダラス連銀

この回復の先行きであるが、見通しは厳しい。社会経済活動の強弱を示すダラス連銀のME指数（Mobility and Engagement Index）

をみると、改善の動きが鈍っている。多くの経済指標が、ME指数を追う形で動いている（第3図、第4図）。これは、この後の経済活

(第5図) 米国の新型コロナウイルス感染の確認増加数の推移



(出所) Bloomberg

動の回復が強くないことを示唆している。

2. 2021年に米国経済が直面する試練

米国経済は2021年に試練に直面しよう。新型コロナウイルスの感染拡大の収束は見えていない。また、スラックを抱えたことによる経済への悪影響が広がるからである。

(1) 感染の再拡大

米国の新型コロナウイルスの感染確認者の増加数は、第1波の減少を見た後、第2波の拡大が始まった。第2波についても減少がみられたが、日々、数万人の増加が続くところで減少が止まってしまった(第5図)。ワクチンの開発が急ピッチで進められているが、有効で安全なワクチンが開発されて、その接

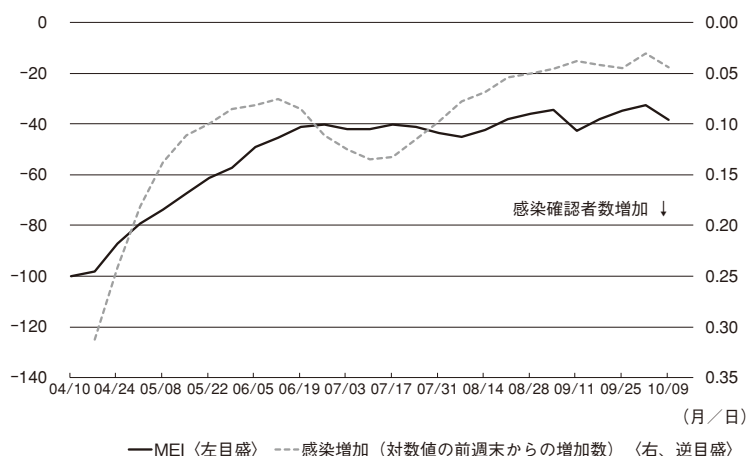
種が広くなされて、新型コロナウイルスの感染拡大が止まったというまでには、まだ、時間を要しよう。少なくとも2021年前半は、感染拡大が続くという前提で物事が考えられるであろう。感染拡大は、ME指数でみて、人々の社会経済活動の盛り上がりは制約されるとみられる(第5図)。すなわち、2021年に入っても米経済は重石を背負い続けることが見込まれる。

(2) スラックを抱えたことによる弊害

米国経済は2020年に回復をみたが、危機前の水準にはるかに及ばない。GDPでみても、非農業部門雇用者数でみても、半分を戻したに過ぎない(第7図、第8図)。それは、未曾有のスラック、供給能力余剰を抱えていることになる。

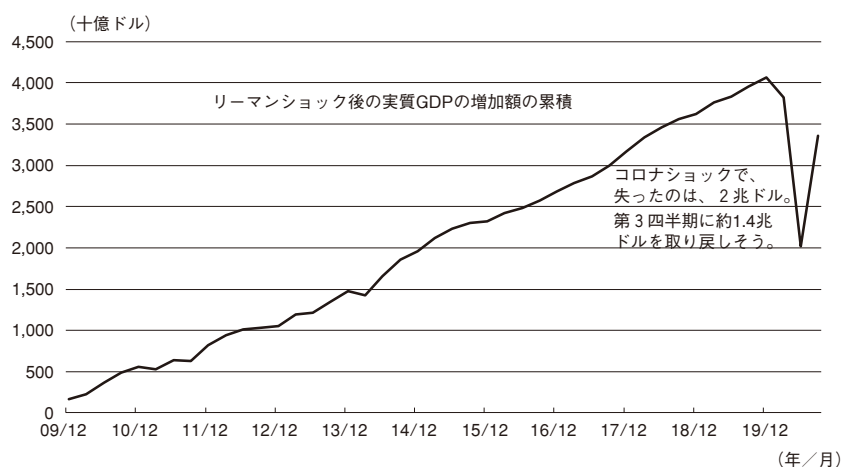
スラックを抱えたことは、二次的な弊害が

(第6図) 新型コロナウイルスの感染拡大とME指数



(出所) ダラス連銀、Bloomberg

(第7図) GDPの回復は喪失分の半分



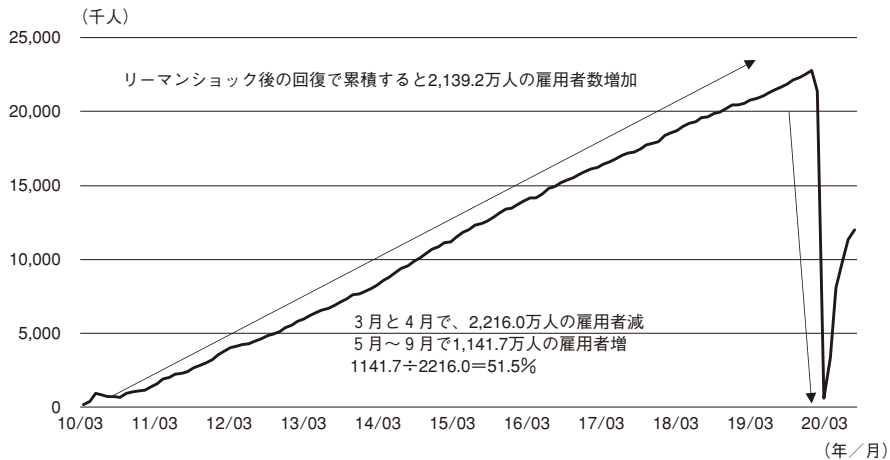
(出所) 米商務省、アトランタ連銀

伴う。インフレ率の上昇が抑制されること、金融システムにストレスがかかること、株価と実体経済の乖離が起きることなどがあげられる。

① インフレ率の低下圧力

フィリップス曲線はフラット化しているという指摘は多い。しかし、米国の失業率を1年先行させて、賃金上昇率との関係を見ると、相応の関係が見出される(第9図)。今でも

(第8図) 雇用の回復は喪失分の半分



(出所) 米労働省

(第9図) 失業率と賃金上昇率



賃金上昇率は、アトランタ連銀の賃金トラッカー

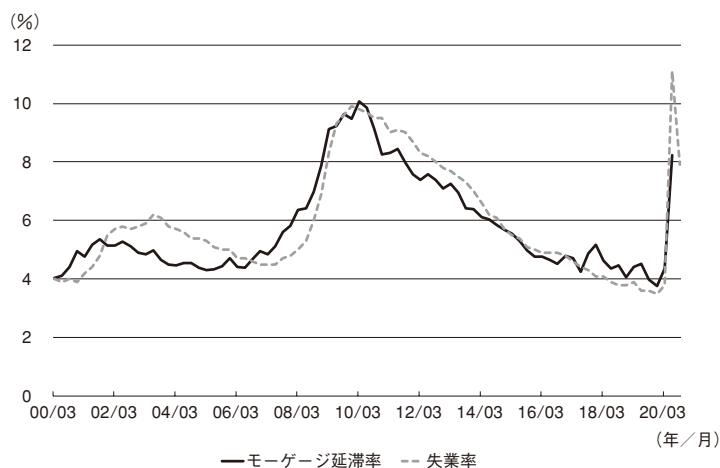
(出所) 米労働省、アトランタ連銀

インフレ率は、なかなか目標の2%に及ばない。今のスラックが抱えられたままであると、この後、賃金上昇が抑制され、それが、インフレ率の上昇を抑えることになりかねない。

② 金融システムへのストレス

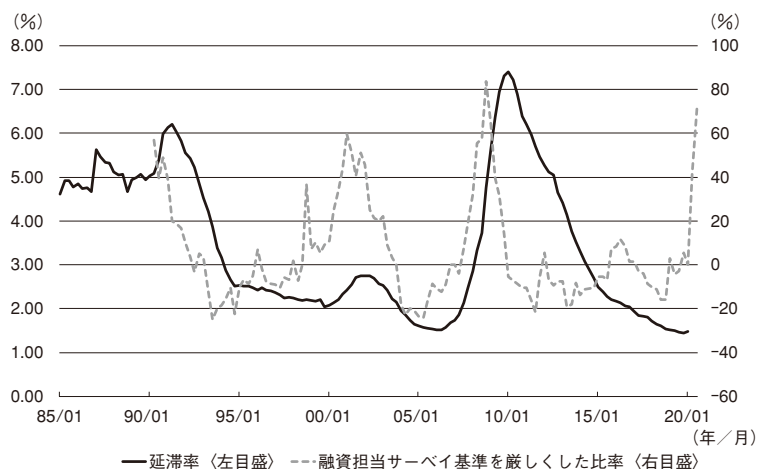
失業率とモーゲージローンの延滞率には同調が見える (第10図)。スラックが大きく失業率が高い状態が続くと、延滞が増えてくる

(第10図) 失業率とモーゲージローンの延滞率



(出所) 米労働省、全米不動産協会

(第11図) 融資基準と延滞率



(出所) FRB

ことになろう。また、FRBの上級融資担当者のサーベイでみて、融資基準が厳しくなる動きがあり、これは債務の延滞率と同調している（第11図）。

米国の銀行システムは、資本、流動性を確

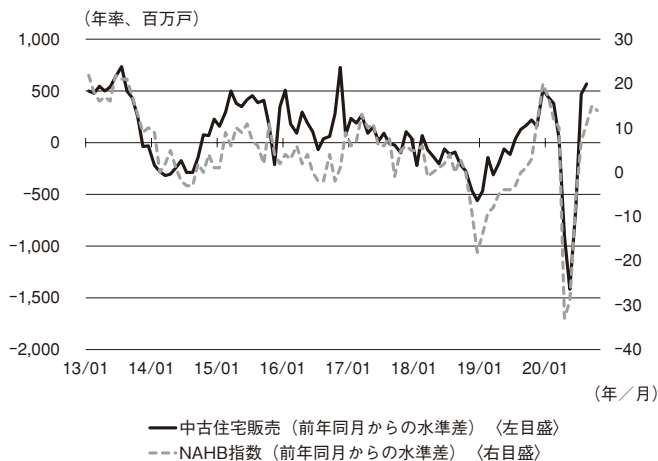
保しており、ストレステストの厳格化などのリスク管理も厳格になされているので、強靱と説明されている。このため、大事には至らないとしても、金融システムには、ストレスがかかり続けよう。

(第12図) 株価が高値警戒圏にあることを示すシラーのPER



(出所) イエール大シラー教授HP

(第13図) 米国の住宅セクター～危機下でも堅調



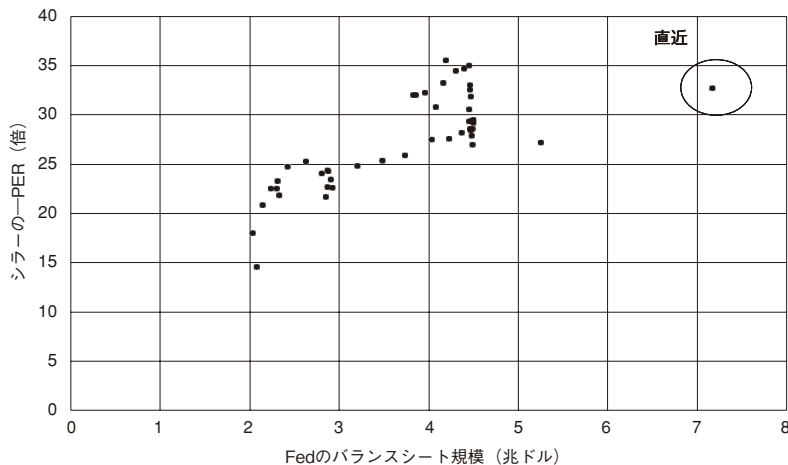
(出所) NAHB、全米不動産協会

③ 株価と実体経済の乖離

2020年の経済活動の動きは、「レ」の字であったが、株価はV字で回復し、最高値更新をした指数もある。GDPで見るならば、半分しか戻していないのに、株価はフルで戻し

た。経済がスラックを抱えているとなると、株価が下がらない限り、株価と実体経済が乖離する問題を抱え続けることになる。バブルをとらえる指標として、イエール大シラー教授のPERがある。このシラーのPERが、歴史

(第14図) FRBのバランスシートとシラーのPER



(出所) FRB、イエール大シラー教授のHP

的平均から1標準偏差 (σ) 以上、乖離すると、経済には大きな調整が起きたというのが、歴史である (第12図)。今もその危険ラインを超えている。バブルの問題を見ると、その破裂による大きな調整は起きないにしても金融緩和を進める抵抗になりえる。

3. 危惧される日本化

有効で安全なワクチンが開発されるなどして、新型コロナウイルスの感染拡大が収束を見込むことで、多くの標準的な経済見通しが描かれるであろう。しかし、それは可能性の一つでしかない。それが現実にならない場合は、スラックが残る問題を抱える経済には懸念すべきことが少なくない。危惧されることは、従来よりも低い経済成長率と低インフレ率が続く長期停滞、日本化である。

大きなスラックが残ったままで、インフレ率が下がると、期待インフレ率が下がってしまう。それは、実質金利を上昇させる要因となり、経済活動を抑制する。資産価格を調整させることもありえよう。

この危惧に対して、パウエル議長のもとで、既に対応がとられている。すなわち、8月にインフレ目標政策を平均インフレ目標政策に置き換えている。これによって、従来よりも金融緩和を長く続けることができる制度面での布石を打ったことになる。米国経済は、住宅セクターが強い。金融緩和は効くということである (第13図)。

しかし、これから金融緩和を強めることについてはバブルを膨らませる問題がある。FRBのバランスシートの拡大は、シラーのPERを押し上げることにつながる (第14図)。今でも高過ぎると言えるシラーのPERが高ま

るなどして、資産価格の上昇、金融不均衡への
の危機の強まりがあれば、FOMC内で金融
緩和を強めることへの抵抗が出てくる。

■ 結び

2020年に米国経済は大きなスラックを抱えた状態で、上向きの力が弱まっている。新型コロナウイルスの感染拡大が止まらない場合、そのスラックが大きいことによる悪影響への対処が、米国の経済運営への課題になる。それは日本化の回避という課題である。はたして経済政策で対処できるのか、見切りがつけられない。

(本稿は、2020年10月28日までに入手されたデータ、情報にもとづき作成されています)

