

MUFG Focus USA Weekly

経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY
Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)
Director and Chief U.S. Economist

新型コロナウイルス感染拡大抑止後の景気回復ペースの考察

【要旨】

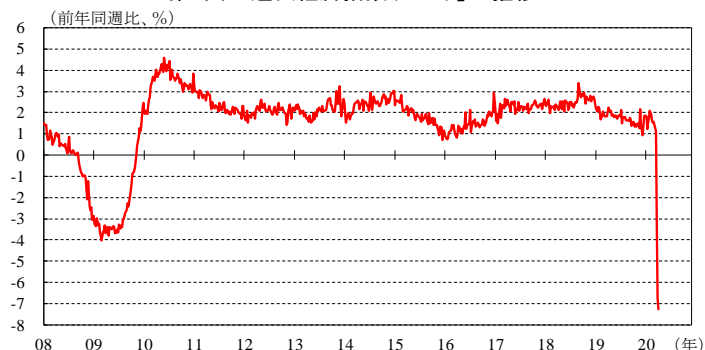
- ◇ 米国景気が回復に転じるタイミングは、新型コロナウイルス感染拡大の抑止・収束に目途がついてビジネスや外出の制限が段階的に解除されてからになるわけだが、現時点では米国景気は足元の4-6月期に大きく落ち込んだ後、7-9月期または10-12月期に回復に転じるとの見方が多い。
- ◇ 収束後の景気回復ペースが比較的速くなる可能性をサポートする材料としては、「発端は公衆衛生危機であり、これが短期間で収束すれば従来型の不況の構造（後述）が経済全体に組み込まれることを回避し得る」、「金融政策、財政政策ともに大規模な対策が迅速に実施されつつある」、「金融システムは新型コロナウイルス感染拡大前の時点では健全性が高かった」等が挙げられる。
- ◇ 一方、回復ペースが緩慢になる可能性を示唆する材料としては、①「個人消費に関し今回は財消費よりもサービス消費の落ち込みが大きくなりそうであるが、サービス消費は反動増が生じづらい」、②「外出制限措置が解除された後も人々が暫くは感染リスクが高い行動・場所を敬遠する可能性がある」、③「大型経済対策が想定された効果を発揮せず、失業者（一時的な失業者ではなく恒久的な失業者）が大幅に増加してしまうと、企業と労働者の繋がりを再構築するために時間を要す。同様に企業の倒産も大幅に増加してしまうと、生産・営業設備の再構築にも時間を要す」、④「不確実性が一度強まると、企業は雇用や設備投資に、家計は消費等にそれぞれ慎重となる（貯蓄志向を強める）ことに繋がり得る」、⑤「足元の景気悪化期間を通じて政府債務だけでなく企業・家計の民間債務も積み上がると、その後にバランスシート調整が必要となる」等が挙げられる。
- ◇ 前述した従来型の不況の構造とは上記③、④、⑤等のことである。現状が長期化するに従いこれら不況の構造が経済全体に組み込まれると、収束後の回復ペースを緩慢にすることに繋がりがかねない。即ち、足元の状況がどの程度続き、失業等を固定化してしまうかは、収束後の回復ペースを大きく左右することとなる。無論、感染症への社会の警戒感がどれ程残るかも引き続き注意していく必要がある。

米国景気はビジネスや外出の制限を受けて足元で大きく落ち込み

米国景気は新型コロナウイルス感染拡大を阻止するためのビジネスや外出の制限を受けて足元で大きく落ち込んでいるとみられる。経済全体の動向をよりタイムリーに把握するためにニューヨーク連銀（のエコノミスト）が最近公表を開始した「週次経済指数（WEI）」をみると大きく低下している状況である（第1図）。

米国景気が回復に転じるタイミングは、新型コロナウイルス感染拡大の抑止・収束に目途がついてビジネスや外出の制限が段階的に解除されてからになるわけだが、現時点では米国景気は足元の4-6月期に大きく落ち込んだ後、7-9月期または10-12月期に回復に転じる（実質GDP成長率が前期比でプラスに転じる）との見方が多い。本 Weekly では回復に転じた後の回復ペースを考察したい。

第1図:「週次経済指数(WEI)」の推移



(注)『週次経済指数』の構成項目は、レッドブック既存店小売売上高、ラスムッセン消費者信頼感指数、新規失業保険申請件数、失業保険継続受給者数、所得税・給与税源泉徴収額、人材派遣指数(American Staffing Association算出)、鉄鋼生産量、鉄道輸送量、ガolin・ディーゼル・燃料売上、電力生産量。

(資料)ニューヨーク連銀、ハーバード大学ジム・ストック教授ブログより三菱UFJ銀行経済調査室作成

収束後の景気回復ペースは様々な要因に作用される

まず、収束後の景気回復ペースが比較的速くなる可能性をサポートする材料としては、(1)「発端は公衆衛生危機（バーナンキ元FRB議長によれば自然災害に近い事象）であり、短期間で収束すれば従来型の不況の構造が経済全体に組み込まれることを回避し得る（従来型の不況の構造については後述）」、(2)「金融政策、財政政策ともに大規模な対策が迅速に実施されつつある」、(3)「金融システムは新型コロナウイルス感染拡大前の時点では（規制強化の影響等もあり）健全性が高かった」等が挙げられる。

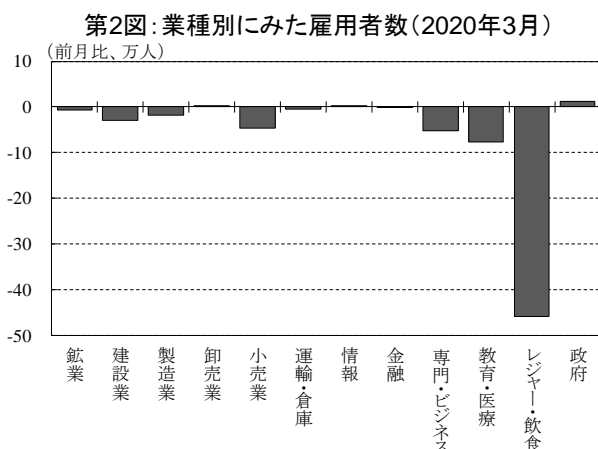
一方、回復ペースが緩慢になる可能性を示唆する材料としては、①「個人消費に関し今回は財消費よりもサービス消費の落ち込みが大きくなりそうであるが、サービス消費は反動増が財消費に比べ生じづらい」、②「外出制限措置が解除された後も暫くは人々が飛行機、レストラン、映画館、大規模なイベント等の感染リスクが高い行動・場所を敬遠する可能性がある」、③「大型経済対策が想定された効果を発揮せず、失業者（一時的な失業者ではなく

恒久的な失業者)が大幅に増加してしまうと、企業と労働者の繋がりを再構築するために時間を要す。同様に企業の倒産も大幅に増加してしまうと、生産・営業設備の再構築にも時間を要す」、④「不確実性が一度強まると、企業が雇用や設備投資に、家計が消費等にそれぞれ慎重となる(貯蓄志向を強める)ことに繋がり得る」、⑤「足元の景気悪化期間を通じて政府債務だけでなく企業・家計の民間債務も積み上がると、その後にバランスシート調整が必要となる」等が挙げられる。

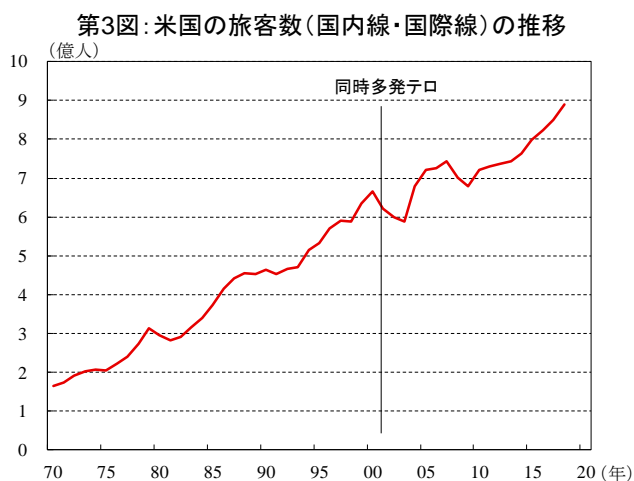
外食・レジャーをはじめとしたサービス消費は反動増を期待しづらい

上記①について、3月以降の個人消費統計はまだ発表されていないが、3月の業種別雇用者数増減等をみると、予想通り外食やレジャー等のサービス消費分野が特に低迷していることが示唆されている(第2図)。購入頻度の低い耐久消費財であれば、外出制限中に見送られた購入について収束後の顕在化(ペントアップ需要)が一定程度期待できそうだが、外食・レジャーをはじめとしたサービス消費は、それらの消費に必要な時間や機会を取り戻せないこともあり反動増を期待しづらい。当地ニューヨークの一例を挙げるとすれば、長時間に亘るオペラやミュージカルを立て続けに鑑賞する人はそれほど多くないと考えられるほか、供給サイドの観点でも1日当たり乃至週当たりの公演回数を増やすことは難しいだろう。

上記②は、ワクチンや治療薬の開発に左右される側面も大きく、実際に人々がどの程度敬遠するかを現時点で予測することは難しい。異なる事象ではあるが参考までに2001年の同時多発テロ後を振り返ると、旅客数が同時多発テロ前の2000年水準を回復したのは2004年であった(第3図)。



(注)「公益」「その他サービス」は表示せず。
 (資料)米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成



(資料)国際民間航空機関、世界銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

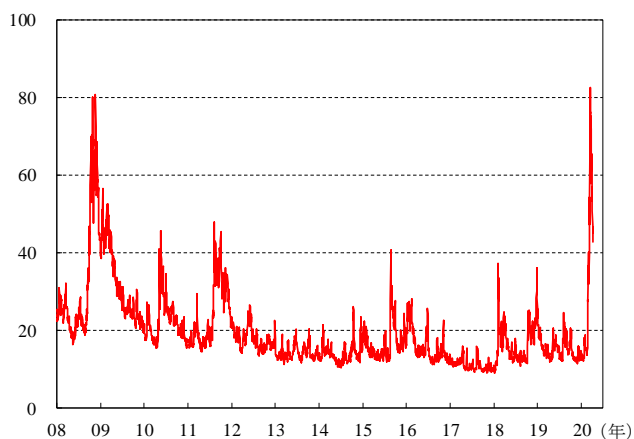
収束後の回復ペースを大きく左右するのは、足元の状況がどの程度続くのかである

上記④について、不確実性を把握することは簡単ではないが、例えば一般に金融市場（株式市場等）での投資家心理を示すとされる VIX 指数は、グローバル金融危機時を上回る水準へ一時上昇（悪化）している。不確実性の高まりを受けて企業・家計の今後の行動が変化する可能性にも留意が必要である（第4図）。

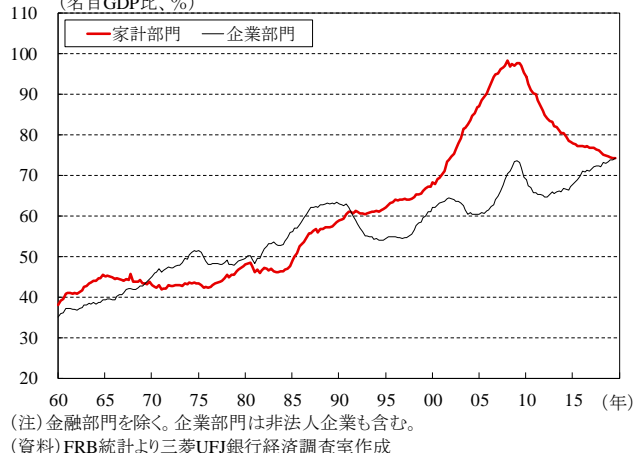
上記⑤について、バランスシート調整とは企業や家計が過剰となった債務の圧縮のために投資や消費を手控えることであり、グローバル金融危機後の米国では家計のバランスシート調整が長期間に及び、力強い景気回復を妨げたと捉えられる（第5図）。

なお、前述した従来型の不況の構造とは上記③、④、⑤等のことである。現状が長期化するに従いこれら不況の構造が経済全体に組み込まれてしまうと、収束後の回復ペースを緩慢にすることに繋がりがかねない。即ち、足元の状況がどの程度続き、失業や債務負担等が固定化するかどうかは、収束後の回復ペースを大きく左右することとなろう。但し、感染症起因という従来にない景気落ち込みのパターンであること、更に相対的に所得・資産の多い中高年層～高齢層が感染時のリスクが高いとされていること等を考えると、上述の通り、感染リスクへの人々の警戒感がどの程度残るのかという点も重要であることは重ねて注意しておく必要があるものと思われる。

第4図: VIX指数の推移



第5図: 米国の家計部門と企業部門の債務残高の推移
(名目GDP比、%)



(2020年4月9日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG Bank. MUFG Bank hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.