

# Weekly エコノミスト・ レター

## オバマ政権、一般・予算教書を公表 ～税制改革・赤字削減が主要課題に

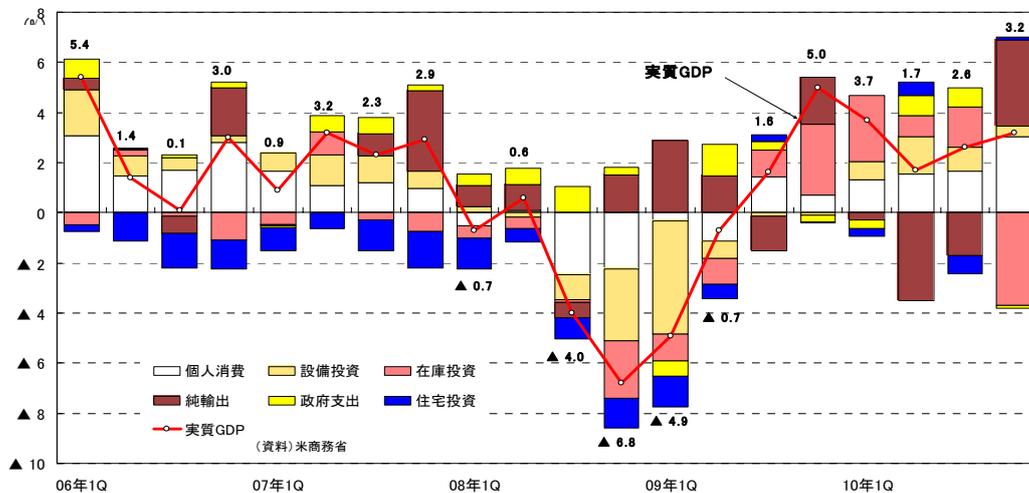
経済調査部門 主任研究員 土肥原 晋  
(03)3512-1835 doihara@nli-research.co.jp

〈米国経済の概況〉 10-12月期GDP速報値は、前期比年率3.2%と上昇、成長率の大半は個人消費と純輸出の寄与であり、個人消費の復調を印象付けた。もともと、直後に発表された1月雇用統計では、雇用者増が予想を大きく下回り、雇用回復の遅れを懸念させるものとなった。一方、中東・北アフリカ情勢の悪化に伴い再びリスク回避の動きが強まりつつある。米国経済にとって新たな外部リスク要因として注視したい。

〈予算教書〉 オバマ大統領が提出した予算教書等では、足元の巨額の財政赤字は縮小に向かうものの、2017年にプライマリーバランスの均衡を達成した後も利払いで6千億ドルを越える財政赤字が続く。このため、民間の保有する政府債務は長期的に70%超で推移する。今後は2年後のブッシュ減税の取扱いと共に税制改革・赤字削減が主要課題として浮上してこよう。

〈金融政策〉 バーナンキ議長の議会証言では、最近の経済情勢・金融政策の説明と財政赤字への警鐘を中心としたが、議員の関心は大幅な金融緩和によるインフレへの懸念にあり、この点、バーナンキ議長はFOMC毎に現行政策の見直しを行なっている点を強調した。なお、1月FOMCでは景気見通しの上方修正を行なったものの、雇用回復の加速には不十分として現行金融緩和策の据え置きを決定している。

(図表1) 実質GDPの推移と寄与度内訳(四半期別、前期比年率、棒グラフは寄与度内訳)  
～10-12月期GDPでは、個人消費・純輸出が寄与



# 1、米国経済の概況

## ●10-12月期 GDP は年率 3.2%に回復～個人消費・純輸出が大幅な寄与

米経済は持ち直しの足取りを確実にしつつある。商務省発表の10-12月期実質GDP（速報値）は、3.2%（前期比年率：以下も同じ）となり、直前の市場予想（同3.5%）は下回ったものの、前7-9月期の同2.6%から上伸した。個人消費が同4.4%に上昇、5四半期連続で伸びを高め、2006年1-3月期（同4.5%）以来ほぼ5年ぶりとなる伸び率となった。寄与度では同3.04%とGDPの押し上げを主導した点も心強い。また、純輸出が寄与度で同3.44%と大幅増だった半面、在庫投資の寄与度が同▲3.70%と大幅なマイナスに転じ、純輸出のプラスを相殺した。

成長率が3%台となったのは2010年1-3月期（同3.7%）以来となるが、昨年はその後ギリシャ・ショックの影響を受け、4-6月期に同1.7%と2%を割り込み、7-9月期も2.6%と低めの水準が続いた。このため、雇用回復の遅れへの懸念が強まり、年末にかけてブッシュ減税の延長とともにオバマ政権の追加景気対策が可決、FRBも国債買い入れの再開（QE2）に踏み切るなど、景気へのテコ入れが実施された。こうしたテコ入れが消費者マインドの持ち直しや株価の上昇等につながり、クリスマスセールが好調に推移、自動車販売も回復するなど個人消費の伸びを押し上げた。今後はこうした高成長が持続し、雇用回復が加速するかが注目される。

なお、2/25発表予定の改定値の市場予想は3.3%と若干の上方修正が予想されている。（10-12月期GDP（速報値）の詳細は1月31日付「経済・金融フラッシュNo.10-155」を参照下さい）

## ●1月雇用者増は予想を下回る3.6万人に留まるも、失業率は9.0%と大幅な改善

一方、1月雇用統計では、非農業事業部門の雇用者が前月比3.6万人（前月12.1万人）増となり、市場予想（14.5万人）を大幅に下回った。また、政府部門を除く民間雇用は同5.0万人増と12ヵ月連続で増加したが、これも市場予想（15.5万人）を大きく下回った。

部門別の雇用増減を見ると、建設業が▲3.2万人と5ヵ月連続の減少を見せた一方、製造業では4.9万人（前月1.4万人）と1998年8月（14.2万人増）以来となる増加を見せた。建設業の減少は不振が続く中で大雪の影響を受けたことが大きく、製造業の増加は、自動車産業が2.0万人（前月▲0.2万人）と急増したことが大きい。

一方、民間サービス部門の雇用は3.2万人（前月14.6万人）と前月から大幅に縮小したものの13ヵ月連続の増加を維持した。内訳では、小売業が2.8万人（前月0.3万人）と急増、ヘルスケア等が1.3万人と増加を続けたものの、宅配業の大幅減（▲4.5万人）で運輸・倉庫部門が▲3.8万人減となり、また、人材派遣（Temporary help services）が▲1.1万人（前月3.8万人）と減少に転じたこと等が注目を集めた。

家計調査による1月の失業率は9.0%と低下、市場予想（9.5%）を大きく下回った。12月の低下（9.8%→9.4%）に続き連月の大幅な低下となった。同水準は2009年4月（8.9%）以来の低水準となる。1月家計調査では雇用者が前月比11.7万人増の一方、失業者は同62.2万人減少した。もっとも、労働市場からの撤退も同+50.4万人と前月（同+26.0万人）から倍増しており、失業者の減少の多くは就職をあきらめた人の増加によるものと思われる。（雇用統計の詳細は2月7日付「経済・金融フラッシュNo.10-158」を参照下さい）

## ●持続的成長の鍵握る米雇用統計～市場では中東等の地政学的リスクにも注目

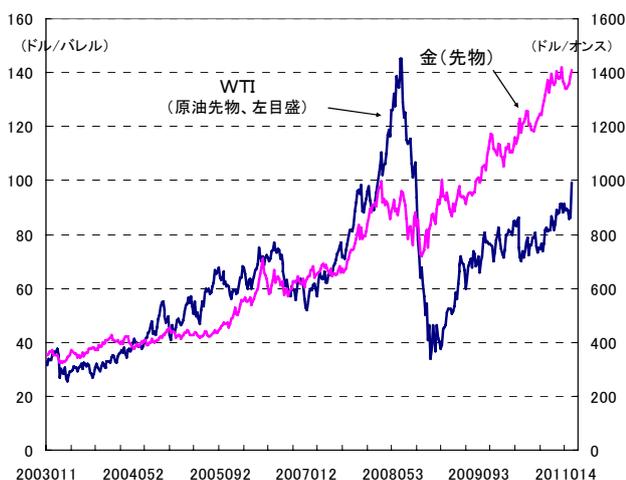
以上のように米景気は回復を見せているものの、回復の遅れが懸念されているのが雇用と住宅市場の動向である。これらはともに個人消費への影響が大きく、消費抑制要因としても懸念されていたが、ブッシュ減税の延長や景気対策などの政策的なてこ入れに株式市場の上昇という追い風もあって、個人消費は上記のように10-12月期のGDPを押し上げる主要因となった。

もっとも、雇用と住宅市場の動向が、今後の個人消費の動向やさらには米経済の持続的成長の鍵を握っていることに変わりはない。中でも雇用は、昨年10月以降4ヵ月連続の増加を見せるなど回復基調が続いているものの、直近では予想を大きく下回る発表が続き、回復スピードの鈍さが懸念されている。リセッション入りした2007年12月以降に失われた雇用者は一時860万人を越えた半面、いまだに100万人程度が回復したに過ぎない。3/4には2月の雇用統計が発表されるが、現時点の市場予想では前月比17～18万人程度の雇用者増を見込んでいる。1月雇用統計には大雪の影響も大きく、その分2月雇用への期待が膨らんでいる。今回予想通りの発表となれば、米景気回復の見方を強める材料の一つに加えられようが、月20万人程度の雇用増が続いたとしても、リセッション前の雇用規模の回復にはあと3年を要する勘定であり回復への道りは遠い。

一方、11月に9.8%だった失業率は、連月の大幅低下で1月には9.0%まで改善したが、2月の市場予想は9.1%とやや上昇が見込まれている。景気回復過程では、それまで就業をあきらめていた人による就職活動の再開に伴い、失業率には下げ渋りの傾向が見られる。こちらもリセッション入り時の失業率の水準(5.0%)を回復するには、相当な時間を要することとなりそうだ。

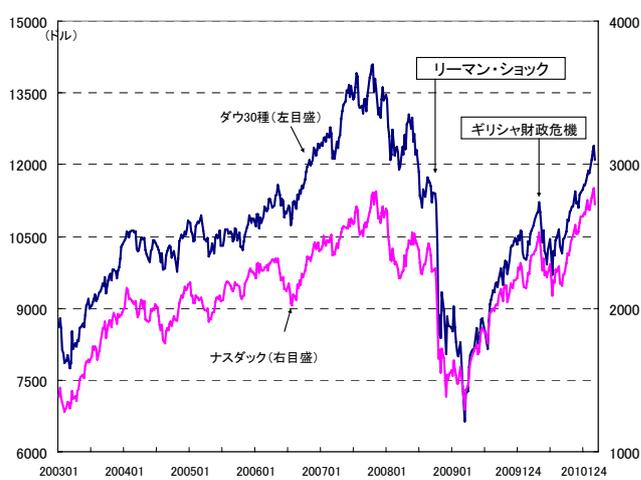
なお、チュニジア・エジプトと民衆のデモによる政権の崩壊が続き、中東・北アフリカの地政学的リスクが警戒される状況となっている。主要産油国の一つであるリビアに波及したことから、リスク回避の動きが強まり株式市場が下落、原油・金価格等が高騰するなどの影響を及ぼしており、米経済にとって、欧州ソブリンリスクや中国リスクに、新たな警戒すべき外部リスク要因が加わった形となっている。昨年のギリシャ・ショックは、米景気の立ち直りの時期に重なったこともあり、株価急落等から実体経済にもその影響が波及しているだけに事態を注視したい。

(図表2) 原油・金価格の推移(週別、期近物)



(資料) NYMEX、COMEX

(図表3) 米国株式市場の推移(週別)



## 2、オバマ大統領が一般・予算教書を発表

### (1) 一般教書演説～大統領選を睨み「競争力強化への改革」に照準

オバマ大統領は、1/25 就任後 2 度目となる一般教書演説を行った。昨年の演説では「雇用最重視の経済政策を実施するとともに金融危機再発防止のための金融改革法の成立を求め、経済・金融の安全性を確保する」と表明、リセッション直後の経済・金融の安定を最優先するとした。今年も演説の 8 割を経済分野にあてるなど経済を中心に据えたが、「近年では最悪だった景気後退から 2 年が経過、米国は再び成長を始めている」との認識に立ち、中間選挙を控え景気回復が喫緊の課題であった昨年の状況から一段階前進し、やや長期的な視点での演説となった。

演説の“主要テーマ”は「未来を勝ち取るための改革」であり、「中国やインドなど新興国が台頭する中で、米国はこの雇用と産業をかけた競争に勝利しなくてはならない。問題となるのは、新たな雇用や産業がこの国で根を降ろすのか、他国に行くか」とし、諸改革を提案している。昨年は雇用を最優先課題として、演説でも“雇用の創出”を 30 回近く繰り返したが、結局、その後のギリシャ・ショックの影響もあって回復が遅れ、中間選挙における大敗につながった。現状でも、失業率の高止まりなど、雇用の回復が主要課題であることにはかわりはないが、今年の演説では、「米国の将来的な勝利を勝ち取るため、諸改革を通じた雇用創出を行なう」とするものであり、2 年後の大統領選を睨み、やや先を見据えた改革を提案している。

主要なポイントは以下の通り。内容的には従来からの主張の繰り返しに留まるが、昨年までに成立を見た医療改革や金融危機防止のための金融規制強化等が省かれ、競争力強化に向けた“長期的な雇用の確保”に焦点を当てたものとなっている。

#### <主要ポイント>

- ① 「技術革新」～米国の競争力を強化し、未来の勝者に
  - ・ クリーン・エネルギー向けの支援を強化、2015 年までに次世代自動車を 100 万台普及させ、2035 年までに電力のエネルギー源の 8 割をクリーン・エネルギー化（含む原子力）する。
  - ・ 教育体制を強化、理数系教員を増強する。
  - ・ 次世代無線通信や高速鉄道の整備などインフラ投資を推進。
- ② 「税制の見直しと規制緩和」～米国を最もビジネスに適した国にするための改革
  - ・ 他国に比し高水準にある法人税を引き下げ、「企業の活性化」を図る。半面、優遇税制を排除し財政赤字は増やさない。
  - ・ 成長と投資の障壁となる規制を撤廃する。
- ③ 「財政赤字」の縮小
  - ・ あらゆる分野で無駄を削除し、非国防の裁量的な歳出を 5 年間凍結、向こう 10 年間では 4000 億ドルの赤字を削減する。また、国防予算 780 億ドルの追加削減を提唱。
- ④ 「貿易協定 (FTA、TPP 等)」を推進し、輸出倍增政策により雇用の確保を狙う。

## ●中間選挙に向け、税制改革があらたなテーマに浮上か

昨年の中間選挙後、税制改革が新たな課題として浮上している。中間選挙ではブッシュ減税の取り扱いが焦点の一つとされ、共和党の大勝もあって2年間の延長が決定された。2年後の大統領選で再び争点となる可能性があるが、民主党としても、党内に反対の根強い高所得層を含めたブッシュ減税の“恒久化”を支持するわけにはいかない。一方、現状の税制が法人・個人とも様々な優遇制度を持つなど複雑化しており、従来より改革の必要性が議論されてきた経緯があり、2年間の余裕が出来たことで、抜本的な改革を行ないたいとする流れが主流になりつつある。

この点、今回の一般教書演説では、国際的な競争力維持の観点から法人税の引下げと優遇税の廃止（演説では石油業界への優遇税を取り上げた）を提唱している。オバマ大統領は「税制を改革し抜け道を塞ぐ。法人税を引き下げるが優遇税制を廃止し赤字は増やさない」と表明。ガイトナー財務長官も、法人税制改革の目標は競争条件の平等化にあると説明、法人税引下げによる減収を控除や優遇措置の排除により補うとし、足並みを揃えている。

## (2) 2012年度予算教書～安全保障以外の裁量的支出を5年間凍結

オバマ大統領は 2/14、2012 財政年度（2011/10～）の予算教書を議会に提出した。予算教書の冒頭、同大統領は、「リセッションから受けたダメージの回復に向けてなすべき多くのことがある。雇用創造を加速させることが第一であるが、長期的な財政赤字の削減にも取り組まなくてはならない。予算教書はそのロードマップを示すものである」として、以下の方針を掲げている。

第一に、安全保障以外の裁量的支出を5年間固定化する。そのため、連邦職員の給与を2年間固定するほか、削減項目は200にわたり金額では300億ドルに昇る。

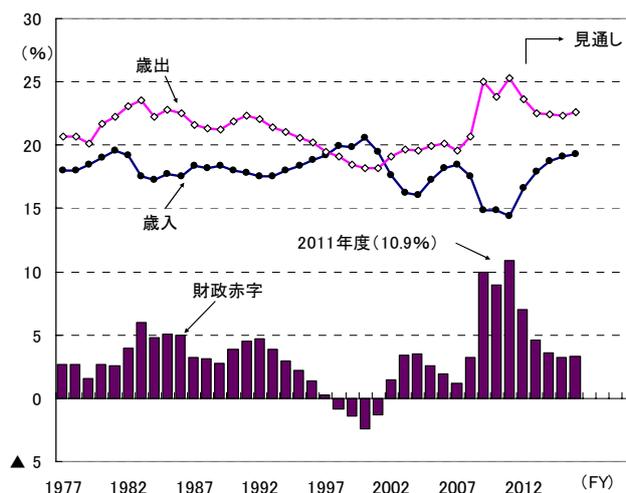
第二は、2年後に期限が切れるブッシュ

減税については、年収25万ドル超の高所得世帯層の再延長は行なわない。また、税制改革を検討する中で、手始めとしてミニマム税（AMT）の3年間の固定化を盛り込んだ。

第三は、医療費システムの改革を推進、メディケアの伸び率を2年間固定する。また、将来の受給世代のために社会保障システムを改革する。

さらに、「我々は赤字阻止に尽力する一方、成長に必要な投資を抑制することはしない。なぜなら赤字を止める最良の薬は経済成長であり、そのための教育、技術革新、インフラ整備への投資を惜しまない。また、企業向けに予算教書に盛り込んだ設備投資、研究開発投資等の減税は、2015年までに100万台の電気自動車走る最初の国となり、2035年には電源の8割がクリーン・エネルギーなることをサポートするだろう」として一般教書演説での主張の予算化を要請した。

(図表4) 米国財政赤字の推移(対名目 GDP 比、%)



(出所) 2012 年度予算教書

## ●2012年度予算案の概要～2011年度財政赤字額が1.6兆ドルと過去最高に

予算教書では、昨年同様、今後10年間の予算案が盛り込まれた。2012年度の歳出については、前年度比▲2.4%を見込んだ。削減項目も多岐にわたり、これまで聖域とされてきた安全保障費(同▲2.6%)やメディケア(同▲0.6%)、メディケイド(同▲2.5%)等の義務的経費の削減を含む。このため、2012年度の裁量的支出は同▲5.4%、義務的支出は同▲2.5%の減少が見込まれている。

利払い費は2012年度同16.9%と増加後、向こう6年間二桁の増加が見込まれ、特に2013年度には同32.6%と急増、2014年度には「安全保障費を除く裁量的支出」を上回る。この結果、プライマリーバランス均衡の2017年度以降は、利払い分がほぼ財政赤字として計上される(図表5)。

歳入面では、2012年度に前年度比20.8%の急増を見込む。特に法人税は同66.2%と急伸、所得税も同19.4%増を見込む。なお、2年間の期限延長が決定されたブッシュ減税のその後の取り扱いでは、従来のオバマ政権の主張通り、高所得層の減税は延長しない。こうした増税もあって2013年度は同17.8%の所得税の増収を見込む。なお、現行法(2年後にブッシュ減税の全面停止)を前提としたベースラインとの比較では、富裕層以外の減税延長により、2013年度は630億ドル、2014年度以降は毎年1420億ドル超の赤字増の要因となる。

財政赤字は、2011年度に1兆6450億ドルとGDPの10.9%に膨れ上がるが、ここをピークに2012年度は7.0%、その後も低下を継続、2018年度には2.9%に低下する見通しである。GDP比で見た財政赤字は縮小傾向を辿るが、2009年度以降4年連続で財政赤字が1兆ドルを上回るなど、歴史的にみても突出した高水準の赤字額が続く。このため、利払い費が年々増加、2021年度には8440億ドルと歳出の15%を占めるなど、財政赤字額を上回る存在となる。民間の保有する政府債務残高については、2013年度にGDP比76%台に乗せ、その後も高止まりの推移を続ける見込みである。

なお、予算教書に先立ち、1月下旬にCBO(議会予算局)が発表した財政赤字見通し(2011年度1兆4800億ドル、2012年度1兆1000億ドル)との比較では、2015年度までは予算教書の赤字見通しが上回る。主に歳出面で予算教書の方がCBO見通しを上回る傾向を反映したものと見えよう。

(図表5) 予算案における歳出入の伸び率と財政収支(前年度比、%)

対前年度比伸び率(%)	⇒今回予算案 (財政年度)											
	(実績) 2010	(見込) 2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
歳出合計	▲1.8	10.5	▲2.4	1.1	5.5	5.4	6.6	4.5	4.4	5.7	5.2	5.1
裁量的支出	7.1	8.3	▲5.4	▲7.2	▲1.7	▲0.1	1.4	1.7	2.5	1.9	2.4	1.6
義務的支出	▲7.5	12.3	▲2.5	2.9	5.9	5.9	7.8	4.4	4.3	6.8	6.0	6.1
利払い費	4.8	5.6	16.9	32.6	30.2	18.2	13.8	11.6	9.3	8.2	7.0	6.4
歳入合計	2.8	0.5	20.8	14.3	11.0	7.5	6.6	5.8	5.3	5.1	4.8	5.1
所得税	▲1.7	6.3	19.4	17.8	12.2	9.3	8.4	7.7	6.9	6.4	5.9	5.4
法人税	38.4	3.7	66.2	23.1	8.6	3.4	2.6	2.6	0.0	0.6	2.7	3.4
社会保障・年金	▲3.4	▲11.6	17.9	10.8	5.8	5.6	6.7	5.2	5.2	5.3	4.1	5.0
財政収支(10億ドル)	▲1293	▲1645	▲1101	▲768	▲645	▲607	▲649	▲627	▲619	▲681	▲737	▲774
対GDP比(%)	8.9	10.9	7.0	4.6	3.6	3.2	3.3	3.0	2.9	3.0	3.1	3.1
財政収支(利払い除き)	▲1097	▲1438	▲860	▲447	▲227	▲112	▲87	0	66	59	58	70
期末総債務(前年比)	13.9	14.4	7.6	6.6	5.7	5.4	5.3	5.0	4.8	4.8	4.8	4.7
民間保有分(前年比)	19.5	20.4	9.4	7.6	6.1	5.4	5.3	4.9	4.5	4.7	4.7	4.8
対GDP比(民間分、%)	62.2	72.0	75.1	76.3	76.3	76.1	76.1	76.1	76.2	76.4	76.7	77.0

(出所)2012年度予算教書

企業税に関しては、2011年に設備投資の一括償却を実施するほか、研究・開発投資減税の2年間の延長等が決定しているが、予算教書では後者の恒久化を提案、2012年度46億ドルの減税、2021年度までに1062億ドルの減税を見込む。一方、企業関連の増税策として、金融危機責任税の徴収(2013年度10億ドル、2021年までに300億ドルの増収)、在庫会計の改定(LIFOの廃止で2013年度16億ドル、2021年までに529億ドルの増収)、米国の税金を回避し海外に利益を保持する企業等を対象に、2012年度77億ドル、2021年までに1292億ドルの増収を図る。そのほか一般教書演説で取り上げた石油等の諸優遇政策の廃止で2012年度36億ドル、2021年までに462億ドルの増収等を提案。ただし、就任時に提案したタックスヘブンを利用した多国籍企業の租税回避禁止等の増税計画(10年間で2100億ドル相当)等が、その後、大幅に縮小、または廃案となったように、特定の増税策に関しては関連業界からの反対が強く、成案に至るのは限定されるのが常となっている。

### ●予算の前提となる経済見通しでは、高成長率回復の一方、物価・金利の安定を想定

予算策定の前提となる経済見通しでは、2011年(以下暦年)の実質GDPを2.7%、2012年を3.6%、その後2年間は4%台の成長率が続くとし、昨年同様に強気の見通しを維持した。なお、CBO(議会予算局)の見通しでは、2011年2.7%と足元での見通しは同じであるが、その後の5年間は3%台の成長に留めている(図表6)。

こうした成長見通しにより、予算教書の失業率は2010年9.6%をピークに低下推移を継続、2017年以降は5.3%で横這う見通しとしている。一方、10年国債金利は2011年の3.0%をボトムに緩やかに上昇、2017年には5.3%に達し、その後は5.3%で安定的に推移する。CPIは2011年に1.3%に低下し、その後は緩やかに上昇、2016年以降は2.1%で安定的に推移する。

成長率を高めれば税収増となるなど歳入面に影響が大きく、また、失業率の低下やCPIは社会保障費の抑制に、金利見通しは利払い費への影響が大きい。全般的に高成長下での物価安定という好ましい形で想定されているため、予想外の事態となれば、財政赤字がさらに上振れる事態もあり得よう。今回の予算教書では、2017年にプライマリーバランスの均衡が達成されるものの、その時点に於ける財政赤字は6270億ドルと巨額であり、全体の財政均衡は放棄された形ともなっている。今後、9月までに議決の予定となるが、昨年同様、オバマ政権の主張が随所に織り込まれた予算教書であるだけに、今後、様々な修正が加えられることとなろう。

(図表6) 予算教書における経済見通し (%)

		(暦年、%)													
		(実績) 2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
実質GDP	前年比	▲2.6	2.7	2.7	3.6	4.4	4.3	3.8	3.3	2.9	2.6	2.5	2.5	2.5	
	同CBO見通し	▲2.6	2.8	2.7	3.1	3.1	3.5	3.8	3.0	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3	
消費者物価	前年比	▲0.3	1.6	1.3	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	
失業率	年平均	9.3	9.6	9.3	8.6	7.5	6.6	5.9	5.5	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	
10年国債金利	年平均	3.3	3.2	3.6	4.2	4.6	5.0	5.2	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	

(出所)2012年度予算教書、CBO、(注)予算教書の見通しは2010/11中旬に作成

### 3、金融政策の動向

#### (1) バーナンキ議長が議会証言～インフレの兆候見られず緩和政策持続

2/9の下院予算委員会で、バーナンキFRB議長が議会証言を行い、最近の経済情勢、金融政策、財政政策を中心に見解を表明した。失業率については「最近の急低下は明るい兆候であるものの、しばらく高水準に留まる」との見方を示し、1月FOMCでの「景気の回復は雇用を加速させるには不十分」とした見方を踏襲した。また、多くの時間を財政政策に割き、持続不可能な財政赤字に警鐘を鳴らし、中長期的な議会の対応を促した。

大幅な金融緩和とオバマ政権の景気テコ入れ策で、景気が回復に向う一方、長期金利が急上昇するなど、市場では先行きのインフレを警戒する見方も多く、今回の議会証言ではこうした点についてのFRBの見方が注目されていた。この点、議長は、「インフレを懸念させる状況は見られず、また、FOMC毎にそうした見直しを行っており、インフレを招くようなことが無いように努めている」としている。

〔議会証言の要旨：2/9 下院予算委員会〕

#### (経済情勢について)

2009 年半ばより回復に転じた米経済は、最近2ヵ月で強化されたように見えるが、失業率は依然高水準にある。現在の回復は、昨年のギリシャ・ショック以前の在庫の寄与が大きかった回復とは異なり、10-12月期の個人消費が4%台となるなど、より自律的なものとなりつつある。こうした回復の背景には、個人消費や企業マインドの向上、金融政策と景気支持的な金融市場の動き、銀行の引き締め的な貸し出し態度の緩和等が挙げられる。

一方、雇用の回復は緩慢だ。2008～2009年にかけて失われた875万人の雇用に対し、2010年の増加は百万人を下回る。失業率が正常なレベルに復帰するには数年を要しよう。FRBはより強い雇用創出が持続的になるまで、本当の回復とは考えない。

インフレについては、最近の商品価格の上昇は、多くは新興国の強い需要によるが、全体のインフレや長期的なインフレ期待は安定している。賃金上昇率も緩やかだが、賃金やインフレの伸び率の縮小は経済の潜在的な弛みに起因している。

#### (金融政策について)

今年の成長率は上昇を見込むが、失業率はしばらく高止まるだろう。一方、インフレはFRBが責務を果たす上で好ましいと判断するレベルを下回りそう。このため、FF目標金利を引下げたが、2008年12月以降はほとんどゼロとなったため、長期債購入等の量的な緩和策を実施している。これらの金融緩和策は雇用創出や経済成長に十分に寄与している。

長期債等の購入プログラムについては、FRBの責務の観点から、新たな情報に基づき定期的に見直している。特に、物価の安定には十分留意しており、適切な時期に、現状の景気刺激的な状況から迅速かつ効果的に抜け出す手段を持っていると確信する。また、FRBの準備金に利息を支払うことによって短期金利に影響を及ぼし、必要な時に引き締めを行える。さらに、準備金の増減

や必要に応じた証券売買により引き締め政策をとることも可能である。

先日も強調したが、FRBの長期債券購入は政府支出に見合ったものではない。FRBが購入した債券は最終的には再び市場に売却されるか償還され、バランスシートを正常化する。

#### (財政政策について)

金融危機とリセッションにより、財政は大幅に悪化した。しかし、金融・経済が正常化した後、財政政策を変えなければかなりの赤字が持続しよう。CBOの赤字見通しでは、現在GDPの9%に昇る赤字は2015年までに5%に減少するが、10年後には6.5%に再上昇する。民間保有の政府債務は、2010年末の60%から2020年は90%、2030年は150%に達する。

こうした財政の直面する長期的な問題は、高齢化と急速なヘルスケアコスト上昇に起因する。CBO想定では、ヘルスケアコストは今後25年間で対GDP比率を倍増させる。高度の医療を提供しながらも医療費を抑制する能力が、財政維持の上で重要となるだろう。実際、政府債務や赤字の増加が続けば、政府の資金調達に民間資金を押し付け、海外負債を高め、究極的には投資家の信頼を弱め、金利を著しく引き上げることとなる。悪循環に陥った政府債務は、利払いの増加が債務をさらに増加させ、財政面での調整を一層難しくする。

財政の持続性を考えるときにはプライマリーバランスの概念を用いると分かり易い。上記のCBOのケースでは、2015年にプライマリーバランスの赤字がGDPの2%、2020年に3%、2030年に6%となるが、その分、赤字削減の目安を提供しているとも言えよう。

こうした見通しは現実に生じているわけではないが、際限のない増加が見込まれるのであれば、政府に金を貸すことが躊躇されよう。そのため、これらの調整に当たっては、十分な時間をかけ歳出や税制を変えていく必要がある。また、経済成長は歳出や税制によって影響を受けるだけでなく、それらの組み合わせや構造にも影響される。長期的な課題に対処するため、議会と政府は税制と歳出への考えを改革する必要がある。

## (2) 1月FOMC～景気回復スピードは雇用加速に不十分として現行政策の維持を決定

1月25・26日開催のFOMC(連邦公開市場委員会)では、FRBの景気判断が注目されたが、FOMC直後に発表された声明文はほとんど前回12月と変わらず、現行金融政策スタンスの維持が明らかとなった。これにより、11月に発表された追加の量的緩和策(QE2=quantitative easing)による総額6千億ドルの国債の追加買い入れと保有証券の償還元本の再投資が持続されることに加え、導入済みのゼロ金利政策の維持が決定された。これまでと同様、「今後の状況次第で“雇用の最大化と物価の安定”に向け必要な手段を取る」としている。なお、新年入りにより、地区連銀総裁の輪番制の入れ替えで注目された票決も全会一致の決定となった。全会一致は2009年12月開催のFOMC以来となる。(1月FOMCの詳細は1月27日付「経済・金融フラッシュNo.10-150」を参照下さい)

## ●FOMC 議事録で公表の経済見通しでは、成長率を上方修正

2/16 公表の 1 月 FOMC 議事録では、各委員は強めの米経済見通しや弱めの雇用増加ペースの見方では一致したものの、国債買い入れ等、今後の量的緩和の取り扱いについては意見の不一致が見られた。

また、同議事録の経済見通しを昨年 11 月と比較すると、2011 年の成長率を引き上げる一方、2012 年以降をほぼ据え置く形となった。2011 年の成長率については、3.4%～3.9%とレンジ下限・上限とも 0.3～0.4%

上方修正、失業率は 8.8%～9.0% (2011 年 10-12 月期) とやや低下を想定した。一方、2012 年以降は、成長率はややレンジを縮小したものの、3%台後半から 4%台半ばと高成長を維持、失業率はやや下方修正、物価はほぼ据え置きとするなど、安定的なインフレ下での高成長を見込む楽観的な見通しとした。長期見通しでは、成長率を 2.5%～2.8%、失業率を 5.0%～6.0%、個人消費価格指数 1.6%～2.0%とした。前回と同レンジに据え置き、長期的な落ち着きどころを示唆した。なお、長期の個人消費価格指数の見通しは、将来のインフレ目標の目安とされている (図表 7)。

(注: FRB では“長期見通し”を「FRB の使命である雇用の極大化と物価の安定を達成する上で最も適切な金融政策の運営が行われ、経済的な異変も無い状況の下で、取れんが期待される予測値」と位置づけている。)

なお、最近の市場金利の動きを見ると、FRB が実質的なゼロ金利政策を維持する中、短期金利も低水準での推移が続いている。半面、11 月 FOMC で国債買い入れの再開 (QE2) を決定して以降、長期金利が急上昇しているのが特徴的な動きとなっている。

(図表 7) FRB の改定経済見通し (中央レンジ、%)

	2011	2012	2013	長期見通し
実質 GDP	3.4 to 3.9	3.5 to 4.4	3.7 to 4.6	2.5 to 2.8
10/11 見通し	3.0 to 3.6	3.6 to 4.5	3.5 to 4.6	2.5 to 2.8
失業率	8.8 to 9.0	7.6 to 8.1	6.8 to 7.2	5.0 to 6.0
10/11 見通し	8.9 to 9.1	7.7 to 8.2	6.9 to 7.4	5.0 to 6.0
個人消費価格指数	1.3 to 1.7	1.0 to 1.9	1.2 to 2.0	1.6 to 2.0
10/11 見通し	1.1 to 1.7	1.1 to 1.8	1.2 to 2.0	1.6 to 2.0
コア個人消費価格指数	1.0 to 1.3	1.0 to 1.5	1.2 to 2.0	-
10/11 見通し	0.9 to 1.6	1.0 to 1.6	1.1 to 2.0	-

(資料) FRB、失業率は各年第 4 四半期、他は各年第 4 四半期の前年比

(図表 8) FF 目標金利と米国長短期金利の推移 (日別)



(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。