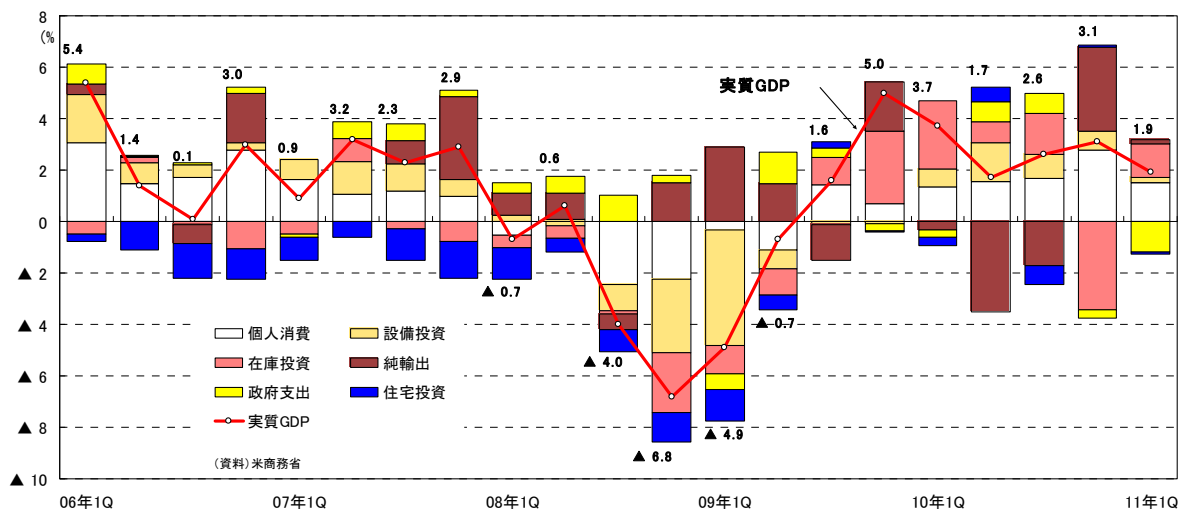


Weekly
エコノミスト・
レター低成長持続の米経済
～限定的だったQE2効果

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

- 1、米経済の概況～1-3月期成長率は前期比年率1.9%と鈍化、4-6月期も、商品価格高騰の影響や欧州財務問題への懸念が続き、日本の震災の影響が米国の自動車生産や販売へと波及、個人消費が一段の鈍化を見せ、1-3月期同様の低成長が見込まれる。しかし、年後半は、上半期の景気抑制要因の緩和等で、持ち直しに向かうと期待されている。
- 2、財政赤字削減交渉～オバマ大統領は上院超党派議員が提案した赤字削減案への支持を表明、当案をたたき台に解決に向け弾みをつけた動きが出ている。しかし、8/2の債務上限引き上げの期限までに合意の上、法制化するのには時間的にも難しくなりつつあり、大統領と議会はデフォルト回避に向けた動きを急ぐなど、切迫した事態が続いている。
- 3、金融政策の動向～FRBのバランスシートを見ると、QE2の実施による国債購入は、銀行のリザーブの置き換わりであることがわかる。マネタリーベースは増加を見せているがマネーサプライ(M2)の増加は緩慢で、信用創造拡大の動きは弱い。もっとも、QE2のアナウンスメント効果が大きかったことから市場の注目度は高く、7月のバーナンキ議長の議会証言でも焦点ともなった。FRBの想定のように下半期の景気が回復に向わなければ、QE3浮上の可能性もありうる状況と言えよう。

(図表1) 米国の実質GDP・寄与度の推移と見通し(前期比年率)



1、米国経済の概況

●個人消費低迷で4-6月期 GDP も低成長持続

米国の成長率は、昨年10-12月期に前期比年率3.1%と3四半期ぶりに3%台を回復、ギリシャ・ショックからの立ち直りを見せたものの、前1-3月期は同1.9%と低下、4-6月期も同程度の低成長が続く可能性を高めている（現時点の市場予想は1.7%）。1-3月期成長率鈍化の背景には、中東情勢の波乱により原油価格が急騰、ガソリン価格の上昇が家計を圧迫し、自動車販売が減少するなど小売売上高が伸びを縮めた。また、悪天候の影響も加わり、1-3月期の個人消費は10-12月期4.0%から2.2%へと急低下した（表紙図表1）。

4-6月期も同様の状況が続いた。ガソリン価格上昇の影響が続く中、3月の日本の震災によるサプライチェーンへの影響が一層強まり、特に自動車生産・販売に影響した。洪水等、悪天候の影響が続いたのに加え、昨年と同様のタイミングでギリシャを中心に欧州債務問題が再燃、また、連日のように紙上をにぎわす米債務上限引上げの問題も市場に影を落とし、先行きの不透明材料となるなど、金融市場に影響を与えた（図表2・3）。

経済指標では、6月ISM指数（製造業）等のように予想外の回復を見せた指標もあったが、全体としては低調な経済指標が多かった。特に注目されたのは雇用回復の遅れだろう。1-3月期に堅調な増加を見せた雇用が、5・6月と連月で急速に鈍化、失業率も9.2%にまで上昇、景気の先行き警戒観を高めた。ミシガン大学消費者マインド（速報値）も63.8と2年ぶりの低水準に鈍化。小売売上高では、4月以降3ヵ月連続で前月比0.2%以下の低位の伸びが続くなど、個人消費の伸びはさらに低下しそうだ。4-6月期GDPでは、個人消費の落ち込みを埋めるものとして、前期に下ブレした構築物投資や国防支出の戻り等、消極的な理由による所が大きい（図表4・5・6）。

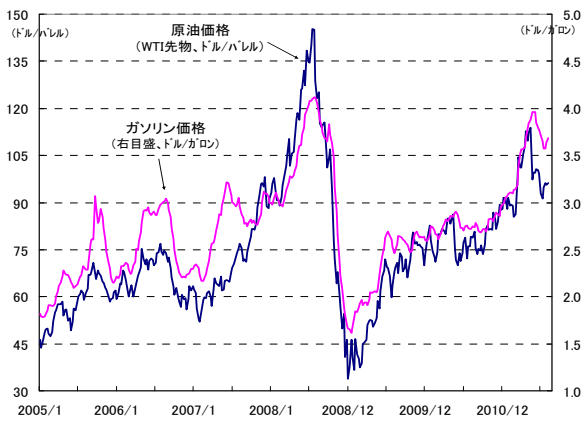
7月中旬の議会証言で、バーナンキFRB議長は、景気の回復が弱かったのは、エネルギーや食品価格を中心に物価の上昇が個人消費を抑制したことや日本の震災等を挙げており、主に一時的要因による影響が大きかったとしている（図表7）。そのほか、住宅市場の低迷や、財政引締め等も成長の逆風となったが、前期の成長率を低下させた一時的要因の剥落等から、今後の景気は持ち直しに向うとの予測を維持していた。こうした景気見通しは、FRBに限らず米国のエコノミストの間でも平均的といえ、成長率の市場予測は、4-6月期GDPはやや鈍化が見込まれるものの、7-9月期以降は3%台を回復する見通しとなっている。

結局、上半期のGDPの低下は、原油価格急騰の影響が浸透し、個人消費や雇用へと影響が波及していく過程にあったためと言えそうだ。6月ISM指数（製造業）の回復は、下半期のサプライチェーンへの影響を受けた自動車産業の立ち直り等を示唆するものとして、成長率3%台への比較的メリハリの利いた回復を予測する向きも多いが、一方では、雇用者数の回復の遅れ等が、今後の個人所得・消費へと影響してくることも考えられ、持続的な回復とはならないかもしれない。

月末にかけて4-6月期のGDPを確認した後、来月初には7月ISM指数や雇用統計等、下半期入り後の最初の重要指標が発表される。FRBは上半期の弱さは一時的なもので下半期は回復に向かうとの見通しであるが、こうした見通しに反する発表となれば、8月9日開催予定のFOMCに向けて議会証言で市場を一喜一憂させた追加緩和策（QE3）の観測が強まることもあり得よう。

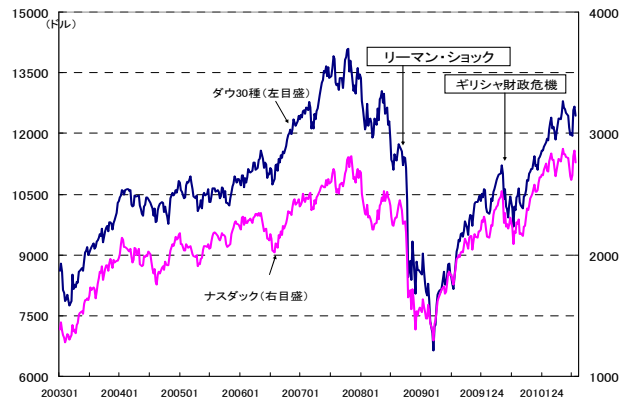
（雇用統計については[経済・金融フラッシュ 7/11号](#)を参照ください。）

(図表2) 原油・ガソリン価格の推移

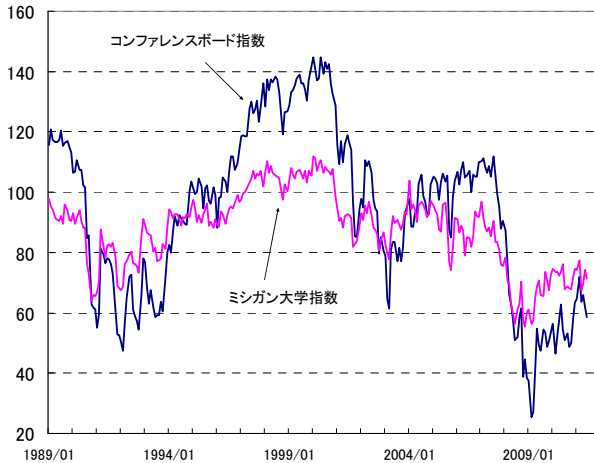


(資料) EIA 他

(図表3) 株価の推移

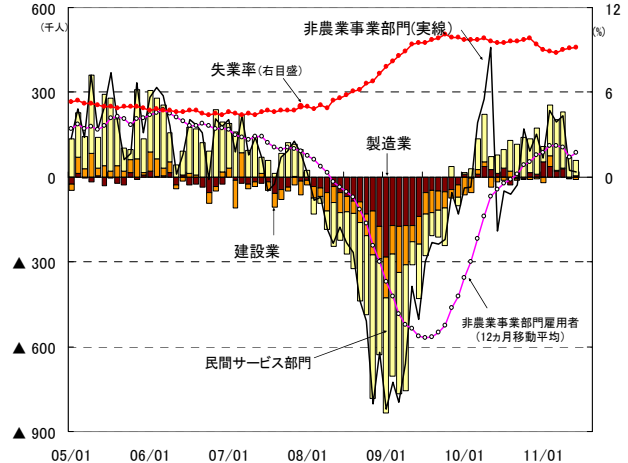


(図表4) 消費者信頼感指数の推移



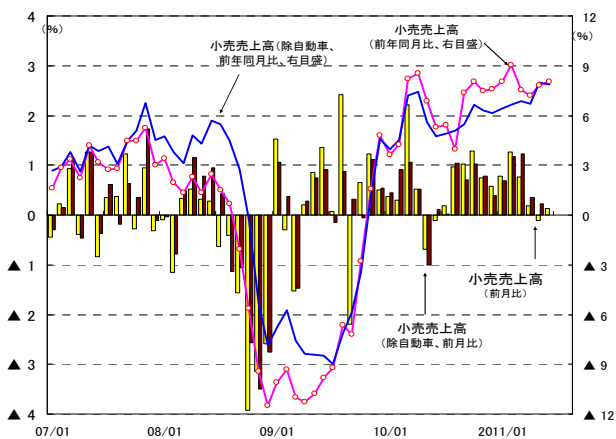
(資料) ミシガン大学、コンファレンスボード

(図表5) 雇用統計の推移 (前月比)



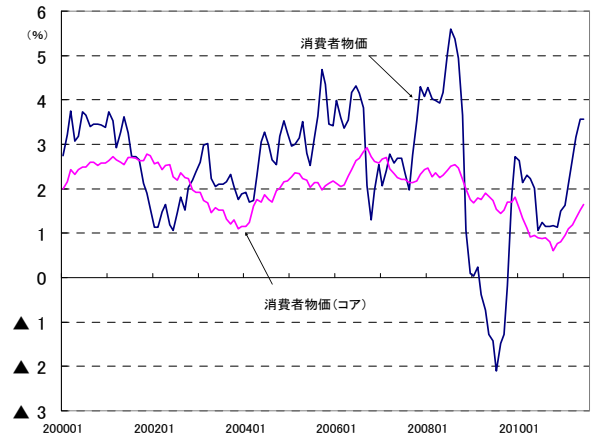
(資料) 米労働省

(図表6) 小売売上高の推移



(資料) 米商務省

(図表7) 消費者物価の推移 (前年同月比、%)



(資料) 米労働省

2、期限迫る財政赤字削減交渉

<これまでの経緯>

債務上限引上げについては、議会共和党が引き上げ条件とする赤字削減合意が行き詰まりを見せるなか、財務省の算定した債務上限引上げの猶予期限（8/2）が近づいている。米国の債務残高は既に法定上限に達しており、上限の引上げを議会が承認しないと、期限後には前例の無い債務不履行（デフォルト）に陥る可能性が高まる。格付け機関が米国債の引下げ方向での見直しもあり得ることを表明するなど、投資家も警戒を高めている。

7/5、オバマ大統領は記者会見で赤字削減交渉の状況を説明。「交渉は大統領のチームと両党の幹部で行われている。デフォルトを避けるために問題を先送りほしない。我々は国内経費や防衛費、社会保障費等の削減とともに優遇税制や富裕層の控除を削減する必要がある。あと2週間内に信頼得る合意を取り付ける」。また、7/7には、オバマ大統領は再度の記者会見で、「全てが合意するまで、部分的な合意は行わない。両党の見解は分かれるが、妥協できると考えている」としていた。

その後7/14、オバマ大統領は議会側に（1）当初目標の4兆ドル規模の財政赤字削減、（2）歳出削減を中心に2兆ドル程度の赤字削減、（3）債務上限だけの引き上げでの合意の3案を提示。この中で、増税を伴う4兆ドル規模の削減には共和党の反対が強く、大統領権限での債務上限引き上げを認める緊急対策には下院共和党が強く反対、2兆ドル程度の赤字削減が有力視されていた。

（注：債務上限問題に関する5月までの経緯・状況については、[エコノミストレター5/20号](#)を参照下さい）

●オバマ大統領が超党派上院赤字削減案の支持を表明

7/19になってオバマ大統領は、これまで議論されてきた諸削減方法の中で、上院超党派6議員（ギャング・オブ・シックスとも呼称される）が提案した赤字削減案に支持を表明、当案が急浮上するとともに、一転、解決に向け弾みをつけた動きとなっている。

当案の特徴としては、社会保障の改変を中心に3兆ドル近くの赤字削減額を捻出、税制や抜け穴税制の改正で1兆ドル近くの歳入増を目論む。また、第一段階として、直ちに5千億ドルの赤字を削減、第二段階として6ヵ月を目途に社会保障支出の効率改善、代替ミニマム税（AMT:Alternative Minimum Tax）廃止といった社会保障・税制改革等の包括的改革を行う。優遇税制廃止の一方、税率引き下げや高所得層の節税抑制が主旨である代替ミニマム税の廃止を含むなど、増減税を含んでいるが、CBOがベースラインを元に評価すれば、総合的には1.5兆ドルの減税になるとしている。ただし、比較対照のベースラインによって減税か増税かの評価が分かれる面があるなど、更なる検証も必要とされ、短時間で合意できるかについては疑問の見方も出ている。

当案の概要は以下の通り。

- ① 法的には2つのステップを取る。第一段階として、直ちに5千億ドルの赤字削減を決定、その後、包括的な赤字削減プランを実行する。5千億ドルの中には、2015年までの裁量的支出へのキャップの設定、不要な連邦資産の売却、生活費調整の変更、議員給与の凍結、2010年改正の高齢者向け一部扶助の廃止等を含む。（ただし、高齢・障害者向け扶助＝SSI:Supplemental Security Incomeについては当初5年間は据え置き、その後の5年間で改正を行う）
- ② 包括的赤字削減額は、向こう10年間で3.7兆ドル（2011/3のCBOベースラインを元に算出）。

2021年までに公的債務をGDPの70%に収束させる。

- ③ 税制改正の実施: 税控除の廃止と所得課税段階の単純化(6段階⇒3段階)。各段階の課税率は、低位課税枠では8~12%、中位枠では14~22%、上位枠では23~29%とする。なお、現行枠の課税率は、最低10%から最高35%。
- ④ 代替ミニマム税の廃止。
 - *上記③・④の税制改革により向こう10年で1.5兆ドルの減税と主張。
- ⑤ そのほか、800億ドルの国防費の削減、110億ドルの商務省経費の削減、等を提案。また、予算手続きの改正、支払能力を考慮した社会保障の改正等も提案されている。

今回の赤字削減案は、オバマ大統領が設置した超党派の「赤字削減委員会」の共同委員長を務めたボウルズ氏(クリントン政権の首席補佐官)とシンプソン元上院議員の提案を元としている。当案は、包括的ながら多くを望み、詳細に乏しいとされていたが、他の案が行き詰る中で、多くの支持を取り付け息を吹き返した。提案した上院6議員は、民主党のConrad、Durbin、Warner、共和党のCrapo、Coburn、Chamblissの各議員。Conrad議員は上院予算委員長を務める。

オバマ大統領は上記の案について、我々がこれまで話し合っていた案と多くの点で一致するとし、削減委員会の二人の共同議長も賛同している。また、上記6議員は7/19に開催した上院議員40名以上を集めた説明会で好意的な感触を得ており、赤字削減交渉が行き詰りを見せる中、大統領はこの点にも注目したと思われる。

なお、同案は、一部の上院議員案から“上院案”に急速に昇格した感があるが、上記のように社会保障の大幅な改革を中心に、税制改革をも含むなど多様かつ包括的で、また詳細が試算されているわけではないこと等から、期限の迫る中で短期に合意するには“重たすぎる”とされる。また、下院共和党保守派は税制改革の増税的な部分について難色を見せているとされる。市場やマスコミの評価も定まっておらず、生活費調整変更の効果が過大との見方や、減税で赤字削減が実施できるのか、といった扱いもされるなど、短期間に合意を形成し成案に持ち込むには不透明な要素が多い状況と言えよう。

● デフォルト回避に向け短期的な合意も検討

オバマ大統領が当案への支持を表明した7/19の株式市場は、IBMの好決算等もあり、202ドル(ダウ30種)の上昇、10年国債金利は2.886%(▲0.043%)へと低下した。ただし、この法案への支持が広がったとしても、7/22までに合意ができなければ、期限内の法制化作業は難しいとされ、議会予算局の評価等も考慮すると時間的な制約は極めて厳しいものがある。

オバマ大統領は上記案に支持を表明しながらも、協議中の赤字削減策で合意できなかった時の重要な代替案と位置づけていたが、時間的な制約を優先し同案を事態打開の中心に据える方向へと考えを変えつつある。また、オバマ大統領は、合意に向けての時間的な制約を念頭に、デフォルト回避に向けて上限引上げを優先させ、これまで拒否するとしていた短期的な合意についても包括合意への一部として受け入れると表明、議会指導者と相次いで会談し事態打開に向けた道を探っている。一方、8/2の期限が迫る中、事態を重視した財務省・FRBは万一の場合に備え、デフォルトに陥った場合の対応策に取り掛かると報道されるなど、事態は切迫した状況となっている。

3、金融政策の動向～QE 3はあるのか

(1) QE 3 観測に揺れたバーナンキ議長の議会証言

7/13、下院金融サービス委員会での議会証言で、バーナンキ議長は『現状の景気低迷は、エネルギーや商品価格の上昇が社会保険税の減税効果を相殺、消費者の購買力を抑制したことや、日本の震災の影響などの一時的な要因による影響が大きい、今後も低迷が持続するようであれば、国債購入の再開を含め、追加の緩和策もあり得る』と表明した。

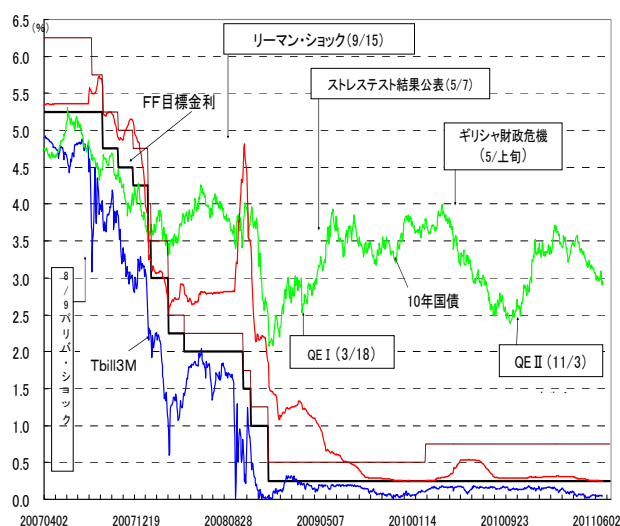
以下要点をまとめると、

同議長によれば、「現行の金融政策はFF目標金利の低下と、ゼロ金利政策下での長期債保有に分けられる。FRBの長期債保有は長期金利を低下させ、投資家に他の商品（社債やモーゲージ債）購入を促し、それらの金利を低下させるなど景気刺激効果をもつ。また、6月末でQE 2による新規の証券購入は停止したが、購入した証券を保有し続けることで、金利低下を促し、金融緩和的な状況を維持していることとなる。再び経済環境が悪化するのであれば、購入再開もあり得る」としている。

また、「追加緩和（QE 2）を開始した時、万能薬とは考えていなかったが、長期債購入は、デフレリスクを減じ、低迷する経済活動と雇用を活性化したと考える。今後のゼロ金利政策下でも多くの追加緩和手段を持っている。例えば、FF目標金利やバランスシートについて現状維持の期間を表明することや証券購入の再開、保有証券の平均償還期限を長期化すること等である。現行25bpの準備金の利息を引下げ、短期金利の低下を促すことも可能だ。これらの施策には限界があり、リスクやコストを抱えるが、その他の選択肢も含め評価しておくことが必要だ。」

上記のように、13日の議会証言で、バーナンキ議長が、考慮している追加緩和策の中に国債購入が含まれると言及したことはサプライズと受け止められ、直後のダウ平均は160ドルを越える大幅な上昇を見せた。しかし、翌7/14、バーナンキ議長は上院銀行委員会で証言、前日同様、景気が失速すれば追加の行動に出る用意があるとしながらも、現時点では景気刺激のための追加措置を講じる考えは無いことを明らかにしたため、前日の証言からQE 3が遠のいたとして株価は一転下落した。また、QE 2実施時との相違については、当時はデフレ懸念が強かったのに対し、現在はインフレ率が当時より高いことを挙げた。

(図表8) 米国長短金利の推移



(資料) FRB

(2) 限定的だったQE2の効果

バーナンキ議長の議会証言では、QE2の成果については、「長期金利を引下げ、投資家のリスク指向を高める効果があり、デフレ懸念が強まっていた景気を浮上させた」としているが、半面、商品価格高騰や貸し出し不振、最近の雇用減速等、その効果については疑問や批判も多い。

では、QE2前後で何が変化したのか？

●ゼロ金利下で行われた“量的緩和”

2008年のリーマン・ショック後の金融危機時にFRBが取った政策は、緊急融資と利下げであり、2008年12月にはFF目標金利はゼロ金利まで低下した。しかし、その後も景気下降が続いたため、2009年3月には長期国債を買入れた(QE1)。

一旦持ち直すかに見えた米景気は、昨年5月のギリシャ・ショックの影響等で株価が下落、デフレ懸念が強まり、昨年11月には量的緩和策第二弾としてQE2の実施に踏み切った。

(図表9) FRBの量的緩和策

	QE1	QE2
決定時期	2009年3月FOMC	2010年11月FOMC
購入証券等	(長期国債) 3千億ドル ～向こう6か月間	(長期国債) 6千億ドル ～向こう8か月間
	(その他証券等) ・MBS(7.5千億ドル) ～計1.25兆ドルへ ・政府機関債務購入(千億ドル) ～計2千億ドルへ	(その他証券等) ・保有残高を維持 ～国債を含め償還金を再投資

●国債購入はリザーブの置き換え～“量的緩和”には神経を尖らす

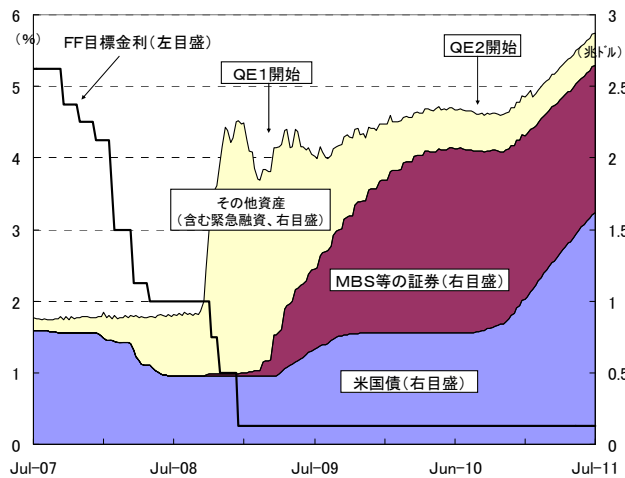
QE2(Quantitative Easing 2)は昨年11月FOMCで決定した6千億ドル(80円換算では48兆円)の長期の国債購入を指す。毎月の国債購入の結果、FRBのバランスシートはさらに拡大した。FRBの資産サイドの内訳を見ると、QE2による国債購入分だけ資産が増加した(図表10)。

一方、負債サイドを見ると、QE2開始後増加したのは銀行預金である。FRBがだぶついた資金を準備金(ほとんどが超過準備)として回収したとも読み取れる。FRBは準備金への付利を2008年10月より開始、ゼロ金利下では0.25%の利息を付利している。銀行は余資をFF市場(0.1%程度)で運用するよりFRBに預けることで利鞘を確保できる(図表11)。

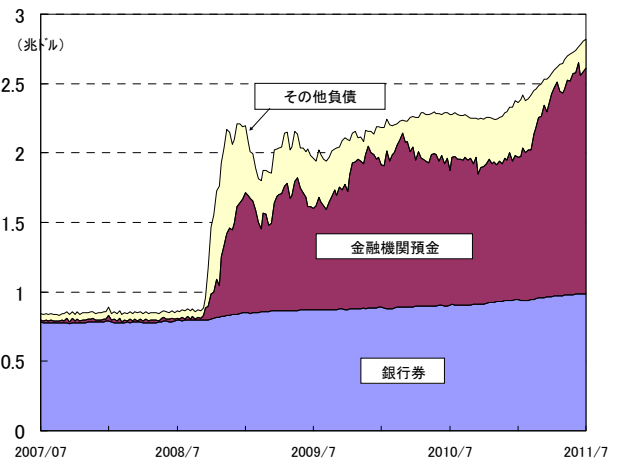
また、こうした銀行預金の中には、TDF(ターム物預金ファシリティ)も含まれる。FRBは6月に続き、7/20には期間28日ながら50億ドル規模のTDFの試験入札を発表した。余資を抱える金融機関にとっては、FRBに預託する動機付けとなる。最高応札レートは0.75%と高めの設定。FRBが量的緩和に神経を尖らしていることは、試験入札としながらも、TDF(ターム物預金ファシリティ)の入札が相次いでいることから窺われる。

結局、QE2によりFRBが購入した国債は6千億ドル、この間FRBが受け入れた銀行預金もほぼ同等の増加を見せており、QE2とは、FRBが国債購入により供給した分だけ、銀行からリザーブとして吸収した形となる。国債購入による資金供給に注目すれば量的緩和となるが、銀行のリザーブを置き換えたとなると実質的な量的緩和には疑問が残る。実際、FRBでは公的には“Securities Purchase Program”(SOMA=the System Open Market Accountの中で購入される)とし、QE2という呼称を用いていない。

(図表 10) FRBのバランスシート推移(資産サイド) (図表 11) FRBのバランスシート推移(負債サイド)



(資料) FRB



(資料) FRB

● QE 2の狙いは？

では、QE 2の狙いは何か？ バーナンキ議長は国債購入による長期金利の低下を 10-30bp とし、FF金利に換算すれば 40-120bp の低下と同等の経済効果があるとしている。通常 25bp 刻みで実施されるFF目標金利変更の数回分の効果と言えよう。

しかし、そうした効果は別としても、昨年のQE 2実施と時には株価が大きく上昇、消費者マインドを高め、デフレ懸念が強まっていた米景気を浮上させるなど、アナウンスメント効果の大きさについては市場も認めるところである。この点、QE 2の狙いは、①長期国債市場の主要な買い手となって長期金利の低位安定を図り、②追加緩和策の実施によりアナウンスメント効果を高める、ことにあったといっていよう。この効果を評価したFRBが、今後、同様な状況に陥った際に、QE 3の実施に踏み切ることは充分あり得よう。

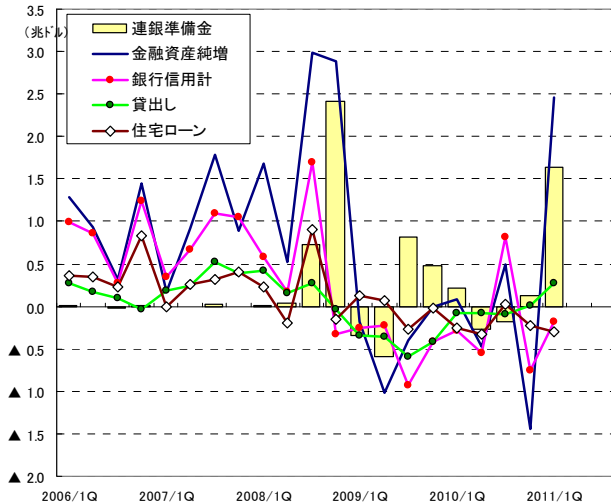
● 実態経済面への効果は限定的

上記のように、FRBの負債サイドで国債購入に対応したのは銀行預金増だった。FRBが量的な緩和を望むのであれば、市場の資金量を増やさなくてはならない。バーナンキ議長は就任前にフリードマンの有名な例え話である「デフレ克服にはヘリコプターから紙幣をばら撒く」を用いたため「ヘリコプター・ベン」とも揶揄されたが、デフレ懸念の生じた昨年の11月から銀行券はほとんど増加せず、QE 2による資金供給の大半が銀行預金の形で吸収、「不胎化」された形である。

また、市場に供給された資金により信用創造が行われるはずであるが、実際にはマネーサプライ(M2)の増加は小さい。景気の先行きに不透明感の強い中では、借り入れ意欲は乏しく、金融緩和の効果は薄い。FRBのバランスシート拡大をインフレ的とする見方もあるが、借入需要を前提としたものであり、借入需要が弱い現状ではその懸念は大きいとは言えない。FRBの主張する長期金利低下の効果についても、本来なら金利感応度が高いはずの住宅市場が反応を見せない中では限定的となろう。QE 2発表時に株価を上昇、消費マインドを高め、個人消費を促したのは事実

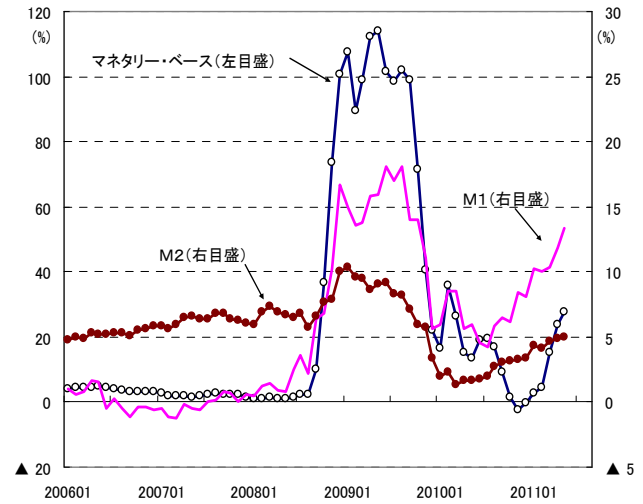
といえるが、1-3 月期以降は 2% 割れの低成長が見込まれ、失業率は再び 9% 台に上昇するなど、実態経済への効果はアナウンスメント効果に限定されそうだ。

(図表 12) 商業銀行の資産別増加推移(純増ベース)



(資料) FRB、四半期別

(図表 13) マネーサプライの推移



(資料) FRB、前年同月比

(3) 今後の金融政策～下半期も低成長持続なら追加緩和策が浮上

6月の連邦公開市場委員会(FOMC)では、景気見通しを下方修正したが、追加の緩和策は実施しなかった。FRBでは、年前半の商品価格上昇や景気減速を一時的とし、年後半は、ガソリン価格や天候要因、日本の震災等の影響が薄らぐため、景気も持ち直すと見ている。FRBは、資産購入でバランスシートを3兆ドル近くにまで膨らましており、ゼロ金利政策とともに、未曾有の金融緩和を実施、こうした金融緩和状態を維持してその効果を確認したいと考えている。

QE2に関してはインフレを懸念するエコノミストからの評価が高いわけではない。FRBの幹部の中にも、これ以上の緩和策はインフレを招くとして反対する向きもある。バーナンキ議長も「QE2実施時のようにデフレ懸念が強まっているわけではない」として、FOMC時には追加緩和に消極的だった。追加の金融緩和策(QE3)実施に向けては、景気二番底懸念の高まり等のタカ派委員を説得するに足る材料が必要と言える。

昨年11月にQE2を発表したとき、FRBは、証券購入は雇用の最大化と物価の安定に向け最善となるように必要な調整を行うとしていた。FOMC後に雇用が減速、失業率が再上昇を見せるなか、今後の物価上昇が落ち着きを見せれば、証券購入復活へのハードルは高くはない。

このため、雇用統計は今後も金融政策の舵取りを大きく左右しそうだ。6月失業率は9.2%まで上昇、9%台の失業率は来年の大統領選挙を視野に入れる現政権にとっては放置できない状況と言える。財政面では赤字縮小が主テーマとなる中で金融政策に頼らざるを得ない事情もある。景気・雇用の停滞が続けば、追加緩和策は再浮上してこよう。(6月FOMCについては、[経済・金融フラッシュ6/23号](#)を参照下さい)

(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障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もありません。