

# Weekly エコノミスト・ レター

## 米景気回復は本物か～成長ペースダウンなら6月に追加緩和策も

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

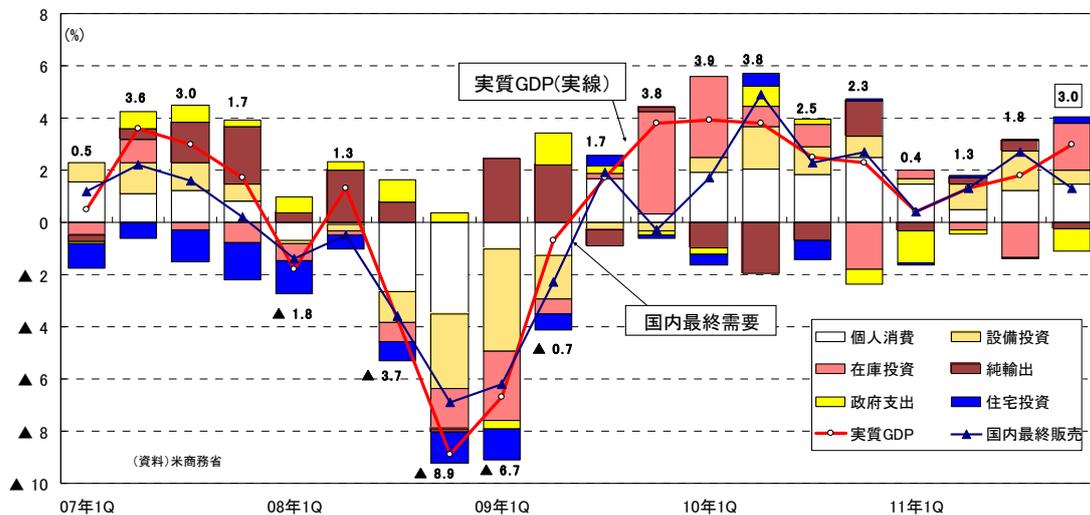
### ＜米国経済の概況：1-3月期GDP速報値は年率2%台前半に低下へ＞

- ・1-3月期GDP速報値の市場予想は、前期の年率3%から2%台前半への低下が見込まれている。自動車の好調は維持されるものの、前期GDPを押し上げた在庫の寄与の大幅縮小が影響しよう。もっとも、在庫以外の需要項目にはそれほど大きな変化はなく、米経済の回復基調は維持されそう。当面、原油価格上昇による影響が懸念されよう。

### ＜金融政策の動向：成長ペースダウンなら追加緩和策実施も＞

- ・FRBでは原油価格の上昇によるインフレは一時的と見ており、そうであれば金融緩和策の維持に影響は少ない。米景気の足かせとされる雇用と住宅については、3月雇用者増が半減するなど回復の勢いが削がれ、住宅では住宅価格が底割れするなど回復の目途が立たない。今後も金融緩和に下支えされながらの回復を続けることが見込まれよう。
- ・一方、内外には景気への懸念材料が山積している。過去に再三見られたように、景気にダウンサイドリスクが迫る場面は今後も十分あり得よう。ツイストオペレーションが6月に終了するため、今後のFOMCでは、その後の追加緩和策についての議論が焦点となりそう。

(図表1) 実質GDPと国内最終需要の推移(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、在庫投資の寄与が大きかったが・・・



# 1、米経済は回復軌道を歩んでいるのか？

景気回復を材料に株価が上昇する一方、3月の雇用者増が半減し、住宅価格が底割れを見せ、1-3月期GDPが低下見通しとなるなど、景気の方向性が揺れている。リセッション後、米景気回復への動きは今回で三度目となる。2010年、2011年とも年半ばのギリシャ危機等で回復を阻まれた。三度目に回復への道筋を確かなものとするのか、以下では、GDPや消費動向に加え、景気の足かせとされる「雇用」と「住宅」の状況、新たなリスクとして注目される原油価格等について、最近発表された指標を中心に検証した。

## (1) 1-3月期GDPは年率2%台前半の緩やかな成長持続か

米国の成長率は昨年10-12月期に3.0%（前期比年率、以下も同じ）と6四半期ぶりに3%台を回復したが、来週発表の1-3月期速報値では2%台前半（現時点の市場予想は2.3-2.5%）へと低下する可能性が強い。10-12月期の成長率上昇には、好調な自動車販売による耐久財消費の増加（同16.1%）と在庫投資の急増（寄与度1.8%）による所が大きかった。一方、設備投資は伸びを大きく低下（7-9月期15.7%→5.2%）させ、純輸出の寄与度は▲0.26%（7-9月期0.43%）とマイナスに転じた。GDPから純輸出と在庫を除いた内需の強さを測る国内最終需要は7-9月期2.7%から1.3%へと半減するなど、成長率を高めたにもかかわらず景気回復の強まりを示すものとは言い難かった。

1-3月期は、自動車の好調が続く中、暖冬の影響もあって個人消費は比較的堅調な推移となろう。最近の雇用状況の改善が消費者マインドを高め、これまで先送りされてきた買い替え需要を喚起、自動車をはじめ耐久財を中心とした消費増に繋がっている。設備投資も更新投資を中心に前期並みの伸びは維持しそうだ。同じく暖冬の影響が大きい住宅投資も高い伸びが期待されるが、ここ数年間にわたる投資規模の縮小でGDPへの寄与は限定されよう。

また、GDPを大きく押し上げた前期の在庫投資には、前々期までの大幅減に対する反動増があったが、1-3月期は前期を大きく上回る積み増しは難しく、寄与度は大幅に縮小しよう。また、前期に寄与度がマイナスに転じた純輸出であるが、輸出が伸び悩む一方輸入が伸長し、1-3月期の貿易が赤字拡大傾向を見せるなど引き続きGDPを抑制しそうだ。

こうしてみると、1-3月期のGDPは10-12月期に急増した在庫投資の寄与度の縮小を理由に伸びを縮める可能性が高いが、緩やかな回復路線を続ける景気実態にそれほど大きな変化は見受けられない。米経済は、リセッションからの回復過程にあるが、失業率が高止まりの状況にあり（3月8.2%）、雇用者がリセッション前から500万人超少なく、住宅市場が底這いを続けるなど、依然、正常な状態には遠い状況にある。今後についても、現下のガソリン価格上昇が消費を中心に景気を抑制し、さらに欧州債務問題や中国の成長鈍化、財政支出規模の縮小や赤字削減の強化等、懸念材料は山積する。回復を見せているとはいえ雇用の伸びは弱く、実質可処分所得が2ヵ月連続で低下、景気持続に影を差している。しばらくは、政府の景気対策やFRBのゼロ金利政策など異例の金融緩和策に支えられての成長が続きそうだ。

（原油価格と3月物価の動向）

## (2) 原油価格上昇続けば多方面に影響も

原油価格が上昇している。昨年もこの時期に上昇したが、アラブ諸国の民主化の動きが、産油国であるリビア等へと広がりを見せていることが大きかった。今年もイランへの経済制裁強化が契機となって上昇を見せた。一時は緊張が高まる局面もあったが、足元ではやや軟化、100ドル/バレルを若干上回る推移にある。地政学的な動きに左右されるため、昨年同様、先行きの見通しがつきにくい状況と言える。

もっとも、ガソリン価格については4ドル/ガロンに接近しており、ほぼ昨年の高値に並んだ。これからガソリン需要期に入るため、EIA

(Energy Information Administration)では、5月見通しを4.01ドル/ガロンとしている。今後4ドル/バレルを上回って高止まりするようであれば、個人消費や物価指数等への影響が強まる恐れがある。原油・ガソリン価格の動向はしばらく目が離せない状況にある。

また、原油価格の上昇は消費面だけでなく、GDP価格指数にも影響しよう。10-12月期は前期比年率0.9%と7-9月期の同2.6%から急低下したが、1-3月期は、前期を上回る伸びが予想されるなど、暖冬によるプラスの影響を減殺した可能性が指摘されよう。

(図表2) 原油・ガソリン価格の推移(週別)

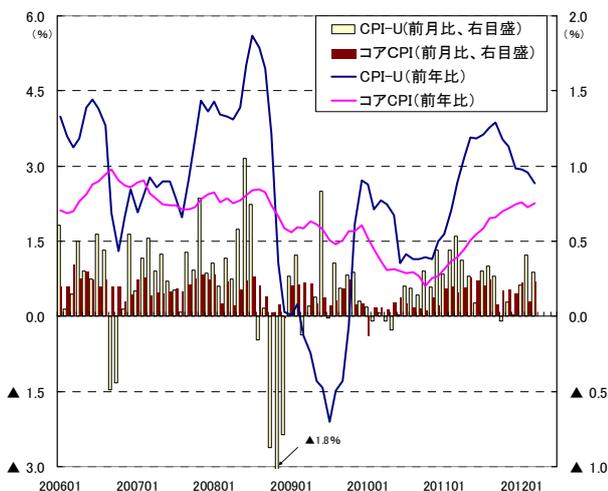


(資料) NYMEX, EIA

### ●エネルギー価格上昇は一服も、コア物価上昇には懸念

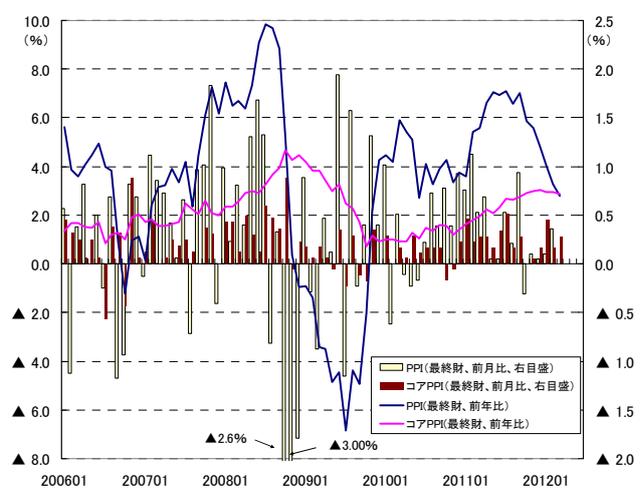
3月CPI(消費者物価)は、前月比0.3%(2月同0.4%)と前月から低下したものの高めの推移を見せた。一方、エネルギー・食品価格を除いたコアCPIでは前月比0.2%(2月同0.1%)と前月から伸びを高めた。前年同月比ではCPIが2.7%(2月同2.9%)と昨年3月以来の低い伸びとなったが、コアCPIは2.3%(2月同2.2%)と1月以来の高い伸びとなった(図表3)。

(図表3) 消費者物価指数の推移(月別)



(資料) 米労働省

(図表4) 生産者物価指数の推移(月別)



(資料) 米労働省

商品別では、エネルギー財が前月比 1.7%（2月 5.7%）と伸びを低下した。また、コア CPI の内訳では、中古車が 1.3%（2月 ▲0.2%）、衣料費が同 0.5%（2月同 ▲0.9%）と上昇、サービス物価は 0.2%の上昇に留まった。

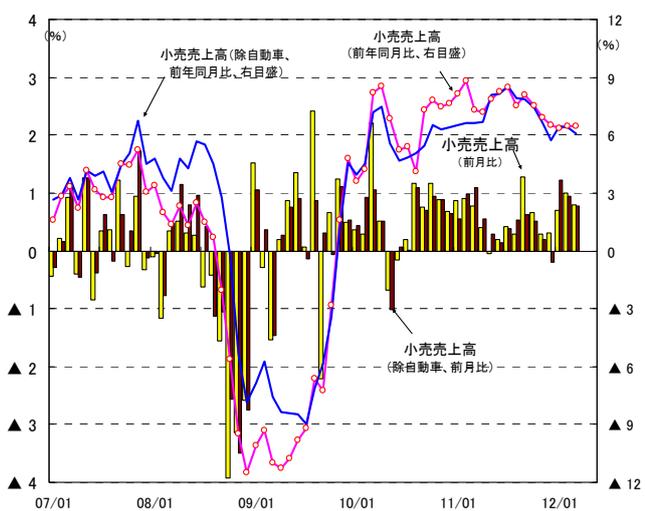
一方、3月 PPI(生産者物価、最終財)は前月比 0.0%と2月(同 0.4%)から低下、市場予想(0.2%)を下回った。コア PPI は 0.3%（2月同 0.2%）に上昇した。前年同月比では、PPI は 2.8%（前月 3.3%）と伸びを低下、PPI の前年比は 2010 年 6 月以来の低さとなり、コア PPI は 2.9%（2月同 3.0%）と 5 ヶ月ぶりの低い伸びとなった。なお、PPI(中間財)は前年比 2.9%、PPI(原材料)は同 0.1%と久しぶりの低い伸び率となった。PPI(原材料)では食料・エネルギー除きでは同 1.1%となる。エネルギー価格（最終財）は昨年 5 月にかけて上昇、その後軟化しており、3月も前月比 ▲1.0%と下落した。前年比でも昨年の高水準時との比較になるため、低めの伸びに留まっている。前年比では CPI、PPI ともコア指数と接近しており、今後の動向が注目される(図表 4)。

### (小売売上高・自動車販売の動向)

#### (3) 3月小売売上高は概ね堅調、自動車販売は好調維持

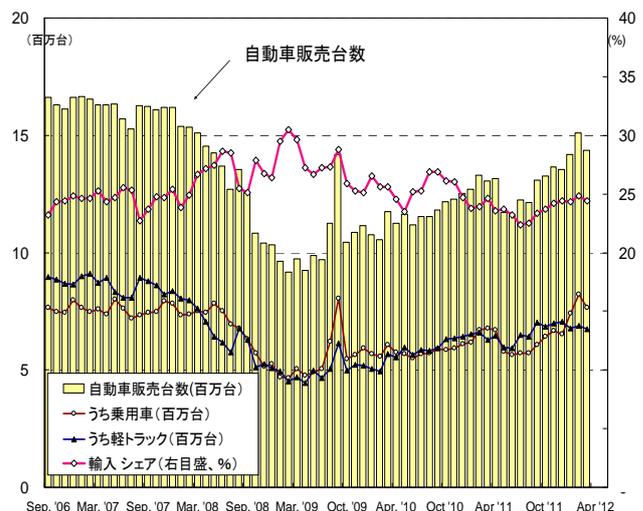
3月小売売上高は前月比 0.8%（2月同 1.0%）と伸びを低下させたものの、市場予想(同 0.3%)は大きく上回った。自動車販売が同 0.9%（2月同 1.3%）と伸びを低下させたが引き続き堅調に推移、自動車販売を除いた小売売上高も同 0.8%（2月同 0.9%）と市場予想(同 0.6%)を上回った。前月比の伸びが高かったのは、建築資材(同 3.0%)、家具(前月比 1.1%)、ガソリン(同 1.1%)、電気器具(同 1.0%)、衣料品(同 0.9%)等で、半面、減少したのは、その他小売(同 ▲0.8%)、ヘルス&パーソナルケア(同 ▲0.2%)等となる。

(図表 5) 小売売上高の推移



(資料) 米国商務省

(図表 6) 月間自動車販売台数の推移



(資料) オートデータ社、季節調整済み年率

3月前年比の小売売上高は 6.5%（2月同 6.4%）とやや上昇したが、自動車除きでは 6.1%（2月同 6.4%）と前月の伸びを下回った。業種別で前年比の伸びが高かったのは、建築資材(同 14.1%)、通信販売等(同 9.3%)、自動車販売(同 8.3%)、ガソリン(同 7.6%)等で、減少したのは、電気

器具（同▲3.1%）のみだった。小売売上高全体では、概ね堅調な回復を見せており、建築資材の伸びが高かったこと等に暖冬の影響が窺われる。ガソリン価格上昇の影響は今のところ大きくはないと見られるが、今後、小売全体の12%を占めるガソリンの価格上昇が一層進行するのであれば、その他の消費支出への圧迫を強める懸念が残る(図表5)。

一方、自動車販売について台数ベースで見ると、3月は1437万台（オートデータ社、年率換算、以下同じ）と前月（同1510万台）を下回ったが、前月を除けばほぼ4年ぶりの高水準となる。また、前月比では▲4.3%の減少となるが、前年比では10.0%の増加となる。前月比の内訳では乗用車の前月比▲6.9%に対し、トラックは同▲2.4%の減少に留まった。このところのガソリン価格上昇で、ハイブリッド車の多い乗用車の売れ行きが急増しているが、3月はやや一服した形である。

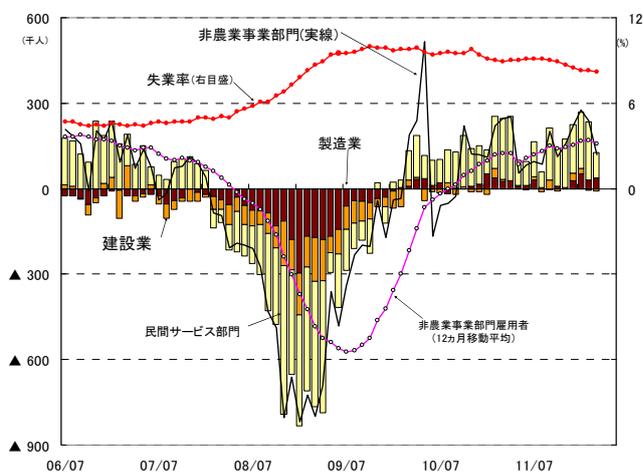
自動車好調には、金融危機や昨年日本の震災によるサプライチェーンの影響等で先送りされていた買い替え需要が背景にあるとされる。こうした需要が一巡した後も、販売増が維持できるかで、景気の強さが確認されよう。自動車販売はリセッション前の時期には年率1600万台で推移しており、そうした水準はいまだに大きく下回っているものの、生産面では稼働率が75.6%(3月)に上昇するなど、同業界の長期的な平均稼働率75.0%(1972-2011年)を上回ってきた。2009年に一時34.7%にまで落ち込んだ状況からは様変わりしており、最近の製造業の好調を牽引していると言えよう(図表6)。

## (雇用の動向)

### (4) 3月雇用統計では、雇用者が12万人増と半減

労働省発表の3月雇用統計は、非農業事業部門の雇用者が前月比12.0万人増と市場予想(20.5万人増)を大きく下回り、昨年10月以来の低い増加幅となったが、失業率は8.2%と前月・市場予想(ともに8.3%)を下回り、2009年1月以来の水準に低下した。昨年12月以来3ヵ月連続で20万人以上の改善が続いていたため、今後の景気や雇用増への持続性への懸念を高める結果となった。昨年もこの時期3ヵ月連続で20万人を越える増加を見せた後、急速に増加幅を縮めている。もっとも、FRBは以前から緩慢な景気回復の中での雇用回復の持続性に懐疑的な見方をしており、今後の金融緩和堅持を表明している。変動の大きい単月の統計ではあるが、雇用回復の鈍化により追加緩和策の可能性も維持された形である(図表7)。

(図表7) 雇用者増減の内訳と失業率(前月比,%)



(資料)米労働省

### ●民間サービス部門の雇用者増が半減～建設・政府部門の減少も持続

3月雇用統計の内訳を見ると、民間雇用者は前月比12.1万人増と前月(23.3万人増)、市場予想(同21.5万人増)をとともに大きく下回り、昨年10月(11.2万人増)以来の低い増加幅となった。

一方、政府部門は▲0.1 万人と再び減少に転じた。民間部門の内訳では、財生産部門は前月比 3.1 万人増、そのうち製造業が 3.7 万人増（前月 3.1 万人）と堅調で、建設業は▲0.7 万人（前月▲0.6 万人）と連月の減少となった。なお、自動車産業は 1.16 万人（前月 0.52 万人）と増加を見せ製造業の増加を押し上げた。

民間サービス部門では同 9.0 万人増（前月 20.4 万人）と大幅に縮小、今回、雇用者増半減の主要因となった。業種別では、レジャー・飲食店等が 3.9 万人（前月 4.5 万人）、教育・ヘルスケアが 3.7 万人（前月 6.6 万人）、専門・事業サービスが 3.1 万人（前月 8.6 万人）と増加を保ちながらも増加幅は縮小した。特に専門・事業サービスに含まれる人材派遣（Temporary help services）では同▲0.8 万人（前月 5.5 万人）と減少に転じ、小売業では同▲3.4 万人（前月▲2.9 万人）と減少が大きかった。なお、政府部門の内訳では州政府が 0.2 万人と増加したが、連邦政府が横ばい、その他の地方自治体が▲0.3 万人と減少した。

### ●失業率は 8.2%と 3 年来の低水準

家計調査による 3 月の失業率は 8.2%と低下、市場予想（8.3%）を下回った。3 月家計調査では、雇用者が前月比▲3.1 万人、失業者が同▲13.3 万人と減少、3 月の失業率の低下は失業者の雇用市場からの撤退による所が大きい。前年比では、227 万人の雇用者増に対し、▲96 万人の失業者減と改善している。

失業率は、リセッション入り直前の 2007 年 11 月は 4.7%、金融危機時（2008 年 9 月）は 6.1% だったが、2009 年 10 月には 10.0%と 1983 年 6 月（10.1%）以来 26 年ぶりの高水準に上昇した。その後は低下の動きを強め、昨年 10 月以降は 8%台での推移となっているが、リセッション前との比較では大幅な高水準にあり高止まりが懸念されている。また、失業者数は、リセッション入り後に急増、一時 1500 万人を超えたが、今回発表では 1267 万人へと減少した。しかし、失業者の 4 割を超える 531 万人が 6 ヶ月以上の失業状態にあり、3 月就業者比率（employment-population ratio）も 58.5%と低水準に留まるなど、厳しい情勢が続いていることに変わりはない。

一方、3 月の民間平均労働時間は 34.5 時間/週と前月（34.6 時間）からやや減少したが、前年（34.3 時間）からは若干増となる。時間当たり平均賃金は 23.39 ドル、前年比+2.1%となった。このところの雇用者数の増加もあって、雇用者賃金所得は改善を見せていたが、2 月は前年比+4.9%と 1 月（+5.2%）から伸びを低めており、今後の個人所得への影響が注目される（図表 8）。

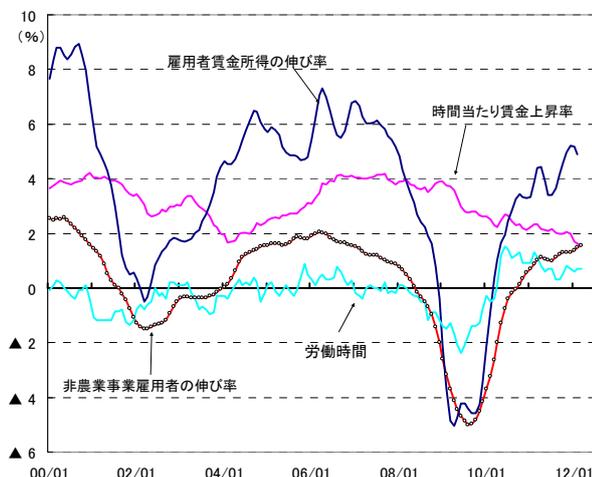
### ●可処分所得は減税効果で回復も一人当たり所得はリセッション前に届かず

リセッション入り後の雇用減少規模が最大 860 万人超と前回リセッション時（270 万人）の 3 倍に昇るなど、今回リセッションによる雇用への影響は極めて大きかったのに対し、未だに 360 万人弱の雇用が回復したに過ぎない。雇用の喪失分はその分個人所得に影響するため、所得面の支えを失った個人消費は、リセッション時の 2008 年以降、2 年連続のマイナス成長を記録した。リセッション入り時の雇用者賃金所得を 100 とすると、2 月は 104.6 とすでにその所得水準を回復しているが、4 年間の伸びとしては低く個人消費を加速する勢いはない（図表 9）。

また、景気押し上げに向けた減税等でこの間の可処分所得は 110.2 と雇用所得を上回るものの、4 年余を経過する間に増加した人口と物価の上昇を調整した一人当たり実質可処分所得では、2 月

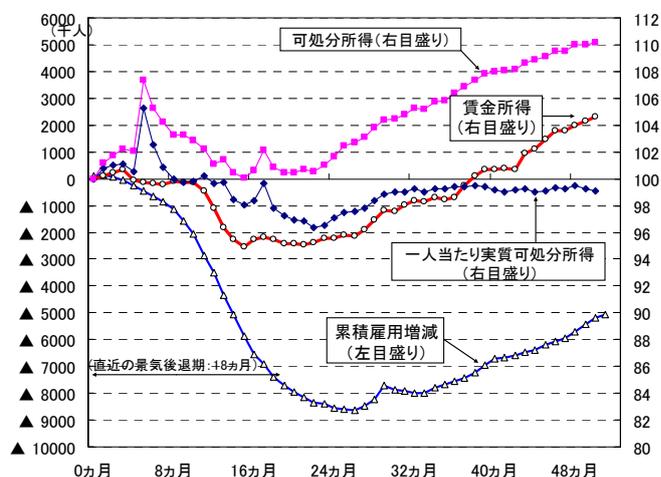
99.0 と依然、リセッション入り前の水準を下回っている。政府・F R Bが一層の雇用者増を図るために躍起となっているのもっともなことと思われる。

(図表8) 雇用所得と雇用状況の推移 (%)



(資料)米労働省、商務省、前年同月比の3ヵ月移動平均、

(図表9)リセッション後の累積雇用増減と所得推移



(資料)米労働省、商務省、横軸はリセッション入り後の経過月数。各所得では2007/12を100とし、その後の推移を見た。

## (住宅市場の動向)

### (5) 不振の住宅市場～差し押さえ物件による価格下落圧力が続く

米景気が全般回復に向かう中、回復の遅れが顕著なのが住宅部門である。住宅投資の減少は2006年に始まり、2009年4-6月期まで3年半に及んだ。その後も、前期比での増減を繰り返すなど底這いの動きを続けている。住宅市場では、低水準の住宅ローン金利や住宅価格下落の進行等で住宅購入余裕度が高水準にある一方、高失業率の影響を受けた延滞・差し押さえ物件増が需給面の悪化を招いている。こうした差し押さえ物件は市場価格を大きく下回る価格で売却されるため、住宅価格はなお底値を模索する状況にある。もっとも、人口増が続く米国では、潜在的な住宅需要の積みあがりが見込まれるため、住宅価格に値ごろ感が生じれば、回復に転ずるとの見方は根強い。ただし、住宅着工や新築販売市場の回復には流通市場の価格安定が前提となるため、住宅投資の回復にはしばらく時間を要しよう。

### ● 住宅着工件数は回復見せるも底這い圏での動きに留まる

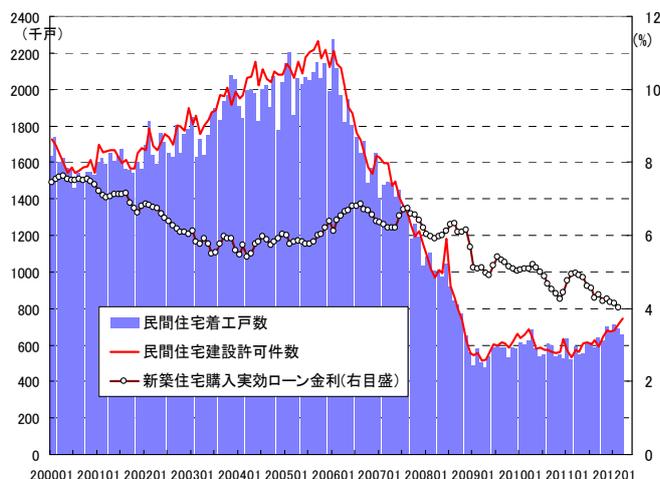
3月住宅着工では年率65.4万戸(以下も年率、前月比では▲5.8%)と好天の影響で増加を見込んでいた市場予想(同70.5万戸)を下回った。年初には同71.4万戸とほぼ3年ぶりとなる水準の回復を見せていたが、その後は連月の減少となる。2月まで連月の増加を見せていた集合住宅が一転減少(22.2万戸→17.8万戸)に転じたことが影響した。なお、一戸建て住宅は46.2万戸と2月(46.3万戸)から小幅減に留まった。

もっとも、住宅着工の先行指標となる建設許可件数では74.7万戸と3ヵ月連続の増加を見せ、2008年9月(79.7万戸)以来の高水準を回復した。一戸建てが減少する中で集合住宅(5戸以上)が急増し

(前月比24.2%)、前年比でも57.8%の急増となった。

住宅着工は2009年4月に47.8万戸と記録的な低水準をつけた後も低迷していたが、最近では70万戸前後への動きが見られるまでに回復している。もっとも、現状でも2006年ピーク時(同227.3万戸)の1/3以下の水準に過ぎないなど、厳しい不振が続いている状況に変わりはない。住宅価格下落が続く中では、住宅を購入する意欲は湧かず、半面、借家需要の高まりが集合住宅建設の背景となっている。

(図表 10) 米住宅着工件数の推移(月別、年率)



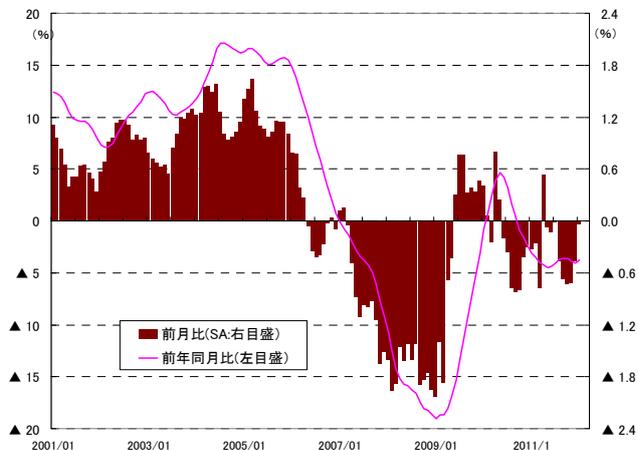
(資料) 米商務省他

●ケース・シラー指数は、ピーク比の下落幅が最大に

S & P 社発表の1月ケース・シラー20 都市住宅価格指数 (SA=季節調整後) は、前月比横ばいとなり、12月(▲0.5%)までの5ヵ月連続の下落にブレーキをかけた。市場予想は同▲0.3%だった。なお、“季節調整前(NSA)”値では同▲0.8%の下落で5ヵ月連続の下落となった。一方、前年比では▲3.8%(12月▲4.1%)と市場予想に一致、16ヵ月連続の下落となる。

また、2006年央の住宅価格ピーク時から1月までの下落率(NSA)は▲34.4%とこれまで最大の下落幅となった。なお、1月20都市指数の水準は、住宅ブーム以前との比較では2002年末とほぼ同水準となる。S & P社では「幾つかの景気回復の兆候にもかかわらず住宅価格の下落は続いている。1月指数(以下、季節調整前値)は8都市で住宅ブーム後の最低値を更新した。10都市、20都市の両指数とも2006年のピークからの下落率の最大を更新した」とコメントしている。

(図表 11) ケース・シラー20 都市住宅価格指数の推移



(資料) S&P社

住宅価格は昨年夏場の住宅需要期には下落が弱まる動きを見せていたが、その後は再び下落を強める動きとなった。住宅価格下落が続くと買い手が様子見を強めるが、それに加えて住宅ローンの貸出し基準の強化が続いているため、住宅市場の回復はさらに遅れることとなりそうだ。また、抵当貸付銀行協会(MBA)発表の差し押さえ率は昨年10-12月期には4.38%と2009年4-6月期(4.30%)以来の水準に低下したが、依然4%台の高水準に留まっている。

(金融政策の動向)

## 2、追加金融緩和策の有無に注目

3月のFOMCでは、ゼロ金利政策の2014年後半までの持続など現行緩和策の維持が決定された。声明文では景気認識に関して前回よりやや強めにしたことを除くと、特段の変更は見られなかった。前回1月のFOMCで、ゼロ金利政策の期間延長、インフレ目標 (inflation goal) の設定、FOMCメンバーの金利見通し公表等、様々な政策を発表した後のFOMCでもあり、そうした政策効果や、改善しつつある景気の検証等のため、様子見に転じたものと思われる。なお、「不胎化QE」策が報道されたものの、議事録等での言及はなかった。次回4月24-25日に開催予定のFOMCでは、現行政策が維持されると見られるなか、6月に終了するツイストオペレーション後の対応策がどのように議論されるのか、注目が集まろう。

(3月FOMCの概要)

### (1) 3月FOMCでは現行緩和策の維持を表明～1月の緩和策強化後、様子見のスタンス

3月13日に開催されたFOMC (連邦公開市場委員会) では、雇用と設備投資のペース、国際金融市場の緊張緩和、等の改善を指摘する一方、ガソリン価格等のインフレ圧力を指摘、また、失業率の高止まりや、大幅な下ぶれリスクを抱えているとするなどへの懸念も引き続き指摘した。

3月FOMCの資料となるベージュブック (地区連銀報告) では、緩やかながら景気が強まったと評価、さらに、1月報告時には非常に低レベルでの動きとしていた住宅市場について、多くの地区での改善の動きを報告している点が注目されたが、FOMCの声明文では、前回同様に「住宅投資は停滞したままである」との表現に留めた。米景気の足かせとなってきた住宅市場で改善の動きが広がれば、金融政策にも影響するが、現状では、回復水準が低く、暖冬の影響もあることから慎重な表現に留めたと思われる。

2月末のバーナンキ議長の議会証言では、「雇用市場の改善は進んでいるものの失業率の高止まりなど正常な状況には程遠い。最終需要は強いとは言えず、雇用市場改善の持続性を見極める必要がある」としていた。

なお、前回1月24・25日開催のFOMCでは、大方の見方に反し、盛りだくさんとも言える発表が行われた。そのポイントは、①ゼロ金利政策の2014年後半までの延長を決定、それまでの2013年半ばから1年余延長して金融緩和策を強化したこと、②景気の見通しでは向こう2年の成長率をやや引下げるなど、最近の経済指標に改善を示すものが多い中で慎重な見方を維持したこと、③インフレ目標 (inflation goal としており target ではない) を2%としたこと、④新たな試みとしてFOMCメンバーの金利見通しを発表、金融政策に関する市場の混乱を防ぐとともに、家計や企業の意思決定を容易にし、政策効果を高めるとしたこと等である。

前回でのこうした様々な決定や発表後でもあり、FRBでは、回復に向いつつある景気とともにそうした発表の効果も含めて状況を検証中とみられ、政策面でも現状維持としたと思われる。その後公表された3月FOMC (連邦公開市場委員会) の議事録でも、注目度の高い量的緩和策 (QE3) に関して言及がなく市場の失望を招いた。ポイントは以下の通り。

- ・ 景気認識については、金融緩和の進行が世界的に金融市場の緊張を緩和している。特に、

- 欧州で取られた金融政策が、米国や世界経済のダウンサイドリスクを減少させている。
- ・ インフレは原油価格上昇で押し上げられたものの、主に地政学的な懸念による。雇用者賃金の上昇は緩やかであり、長期的には2%ないしそれ以下の水準に落ち着く。
  - ・ 米経済がゆっくりと回復しているとの見方に変化はない。雇用は回復しているものの、失業率は依然高止まりしている。過去に見られたように雇用回復は無視できないリスクを抱えているため、将来的に政策を維持するとの表明によりこれを補強する。
  - ・ 経済はなお逆風に直面しており、現行の極めて緩和的な金融政策を維持することで合意、声明文については最近の状況を反映させた極めて僅かな修正に留めた。

## (2) 「不胎化 QE 策」策については報道先行で言及なし

量的緩和策 (QE3) に関しては、声明文・議事録とも言及がなかったが、声明文では「緊張が緩和された」とする一方で「下ぶれリスク存在」の文言を残すなど、下ぶれリスクが強まった時の対応策としては、追加緩和策 (含むQE3) を温存していることを示唆したとも解釈できよう。

また、QE策に関しては、FOMCに先行して「不胎化 QE 策 (sterilized QE)」を検討しているとの報道(3/7付WSJ)が注目を集めていた。それによると「FRBが新規に長期債を購入する一方、これによって供給された資金については借り入れやFRBへの預金等、何らかの手段を通じて吸収する」としている。ただし、この政策については報道先行でFRB首脳からの確認が取れているわけではない。これまでのQE策がインフレを招くとの批判が多いことに配慮し、「不胎化 QE」策との表現を用いたものと言え、そうした批判を招くことなく長期債の金利を低下させ、企業や家計の投資や消費を刺激する効果を狙う。現在実施中のツイストオペレーションと同様の効果が期待されるが、ツイストオペレーションのように保有短期債の枠内に限定されることなく実施が可能となる。この点では、6月に終了予定のツイストオペレーション後に備えたものと言えるが、仮に実施に至らなくても、そうした追加手段を保持していること自体が市場を安心させ、無用な混乱を避けうる効果を持つ。

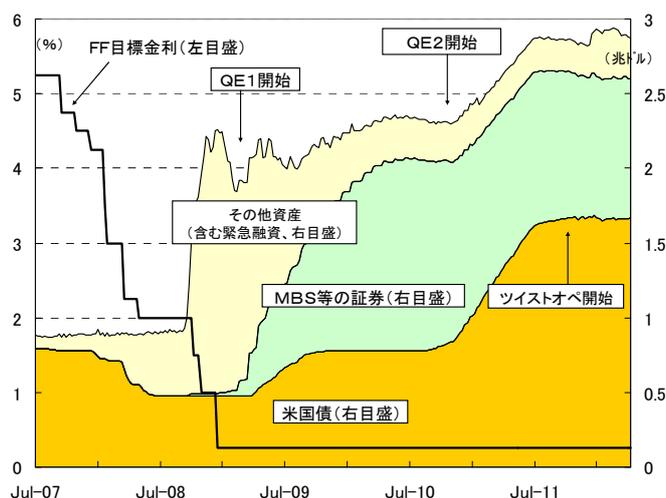
これまで米景気の足かせとされた雇用と住宅であるが、回復歩調を続ける雇用に比し、住宅市場の回復はほとんど見られない。住宅市場の回復が明確になるまで景気の本格回復は難しく、その間、金融緩和策が維持されることとなろう。この点、QE3の購入対象にMBS (住宅ローン担保証券) を用いれば住宅ローン金利の引き下げにもつながり、住宅市場への刺激効果が期待できる。

ただし、前提となるのは上記のようにインフレの安定であり、インフレに懸念が生じれば、追加緩和策を打ち出すことは難しくなる。今後も景気が緩やかな回復に留まるのであれば、賃金上昇率も低く、当面、長期的なインフレを懸念する事態には至らないと思われるが、そうした中で現下の原油価格上昇が懸念材料となっているのは間違いない。ただし、景気には抑制要因として作用し、インフレ加速についても一時的との見方ができよう。今後、どの程度の価格上昇となるのか、その期間がどれほど長引くのが焦点となろう。

(注) FRBのバランスシートを見ると、QEに関しては金融機関のFRBへの預金を原資としている。これまでのQEでも国債の買い入れで市場に供給された資金はFRBに還流していたわけであり、銀行券を刷って対応しているわけではない。この点、今回報道された「不胎化QE」は、そういう呼称をすることでこれま

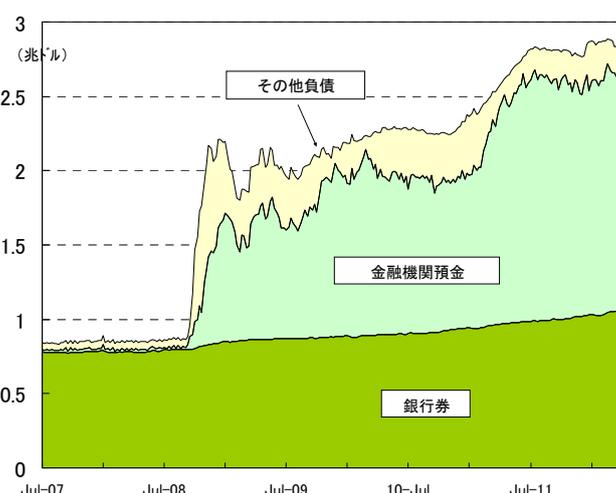
での「誤解」を払拭したいためと思われる。また、これまでのQEとの相違は、不胎化を宣言するかしないのかという点に留まる。なお、供給した資金が市場から回収される点、量的緩和(QE)という呼称にも問題があるが、FRBでは当初より公式の場でQEという呼称を用いていない。QEがFRBのバランスシートを拡大させるのはツイストオペレーションとの大きな相違と言え、より緩和的な政策と言えよう。

(図表 12) FRBのバランスシート推移(資産サイド)



(資料) FRB

(図表 13) FRBのバランスシート推移(負債サイド)



(資料) FRB

#### (4月FOMCと今後の金融政策)

##### (3) 雇用増半減で景気への楽観論縮小～6月のツイストオペ終了後の追加策検討も

FRBは4月24-25日にFOMCを開催する。FOMCの資料となる4/11に公表されたベージュブック(地区連銀報告)では、インフレは今のところ落ち着いているとし、全地区での景気回復持続を指摘していた。製造業の拡大をはじめ、消費についても暖冬の影響もあって概ね好調が報告されている。ただし、ガソリン価格上昇が今後数ヵ月にわたり消費抑制や輸送コスト増に繋がることを懸念するなど、全体的にエネルギー価格上昇に関して懸念が強まっていることを窺わせるものとなっている。当面、原油価格を中心に様々な外的要因がどの程度の影響を及ぼすのかが注目されそうだ。この点、改定予定の経済見通しでは、原油価格上昇によるインフレ懸念や、回復を見せつつある景気についてのFRBの判断に注目が集まりそうだ。

金融政策については、景気拡大が続いていることから現状維持が予想される。ただし、3月雇用者増が予想を大きく下回ったことで、早期の景気回復論が縮小し、緩やかな景気回復路線が続くとの見方が大勢となっている。景気の本格回復までに間があるのであれば、6月に終了予定のツイストオペレーション後の追加緩和策に備える必要が出て来よう。また、6月FOMCは11月に大統領選を控え、政治日程に影響されずに政策変更を行える最後のFOMCとしても注目されている。4月のFOMCでは、6月の追加策を睨んだ議論が行われるのかが注目点となりそうだ。

#### (4) 2014年までゼロ金利を続けるのか？

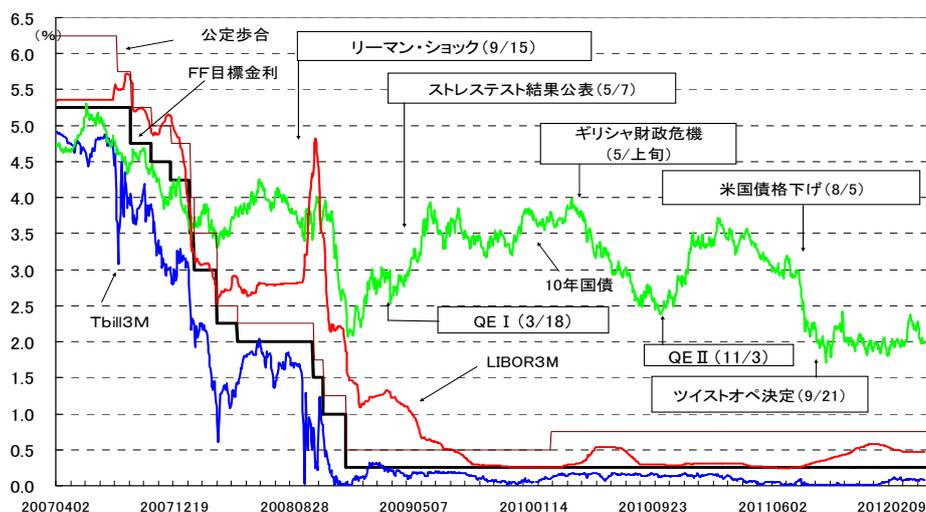
米景気が回復歩調にある中、長期的なゼロ金利政策を維持に無理は生じないのかという懸念についてはFOMC内部でも意見の分かれる所であり、3月FOMCではタカ派とされるラッカー総裁が反対票を投じた。声明文から読み取れる「FOMCの判断」では、インフレが安定している間は緩和策を続けるようだ。この点、今後想定されるガソリン価格上昇に伴う物価の上昇は一時的なものとし、FOMCの緩和策には影響しないと予測するなど予防線を張った形と言えよう。

もうひとつの緩和維持判断の要因は住宅投資だろう。景気の足かせとされた住宅と雇用であるが、雇用が回復の動きを強める一方、住宅市場では回復の目途が立たない。3月FOMCでは、ページブックにおける回復への動きの報告にも拘らず「住宅投資は停滞したまま」との前回同様の表現を用いた。当面、住宅投資の不振が続くそうであるが、将来的に住宅市場が本格回復に転じた時は、出口戦略を見据えての準備に入る可能性が指摘されよう。

リセッション後、米景気回復に向けての動きは今回で三度目となる。2010年、2011年とも年半ばのギリシャショック等で回復を阻まれた。特に昨年は、春先には今年と同様3ヵ月連続で雇用増が20万人を超える回復を見せるなか、年前半に原油価格上昇と日本の震災によるサプライチェーンへの影響が加わり、年央にはギリシャ危機の広がり本格化、夏場には米国の債務上限の引き上げ問題が金融市場を混乱させるなど、様々な景気抑制要因が重なった。結局、FRBは、時間軸政策やツイストオペレーションの実施等の追加緩和策に踏み切らざるを得なかった。

米景気回復に影響するのは国内要因だけではない。特に金融危機からの回復途上にある米経済は、外的ショックに脆弱だ。足元では原油価格が高止まりしており、一旦収束したかに見えた欧州の債務問題は、スペイン・イタリアへと飛び火しそうな状況を見せる。さらに、成長鈍化を見せた中国経済のハードランディングシナリオの観測も残される。回復を本物にするには内外の懸案を乗り越えられるかにかかっている。2014年後半までの長期にわたるゼロ金利政策維持の表明は、その期限よりも本格回復までは緩和策を維持するというFRBの強い意思表示と受け取れそうだ。

(図表 14) 政策金利と長短期金利の推移 (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。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)