

Weekly エコノミスト・ レター

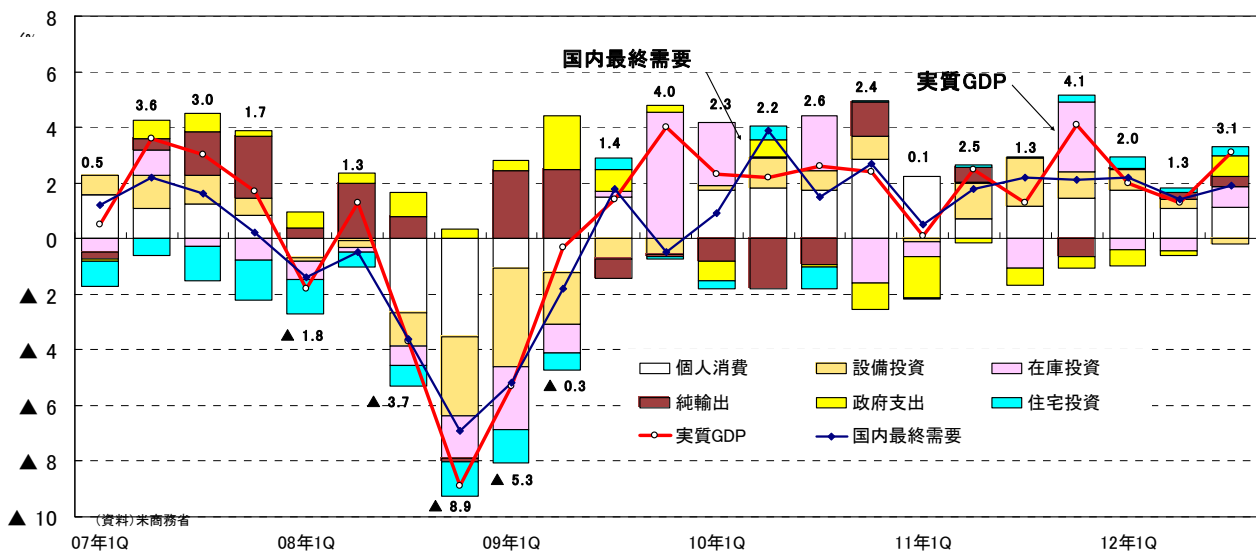
二期目のオバマ政権、「財政の崖」回避で緩やかな成長持続へ

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

<米国経済の見通し>

1. 大統領選挙後も政権・議会との勢力図に変化は無くネジレ状態が続いたため、年末・年始に期限を迎えた「財政の崖」の合意が難航、年明けにずれ込んだものの、オバマ大統領が署名、成立した。結局、ブッシュ減税のうち45万ドル超の富裕層の減税と給与減税が失効、歳出削減発動は2ヵ月延長された。今後は、増税の影響と共に、2月下旬に向けての歳出削減と公的債務上限の引上げ交渉に注目が集まろう。
2. なお、足元では、住宅市場の回復の動きが続いているものの、先行きの景気不透明感が払拭されたとは言えず、設備投資が手控えられ雇用の回復も緩慢である。また、個人所得が伸び悩んでおり、消費の伸びも芳しくは無い。米経済は、引き続き緩やかな回復過程を持続しよう。
3. F R Bは、高止まりする失業率の改善に向け、国債購入と失業率目標の導入に踏み切った。F R Bの見通しでは景気加速の実現は2014年以降と見ており、当面は、強力な政策的下支えによる緩やかな成長を見込んでいる。

(図表1) 7-9月期実質GDPは3.1%と一見堅調に見えるが・・・(前期比年率)



1、オバマ政権二期目がスタート

●最大懸念材料の「財政の崖」は一先ず回避

昨年春先以降、米経済の下ぶれ要因として警戒された「財政の崖」は、一部先送りされたものの、年初にずれ込み合意、法案の成立を見た。「財政の崖」は、年末・年始に期限を迎えた①ブッシュ減税、②強制歳出減の発動、③オバマ政権の景気対策、の3本柱を中心に、増税・歳出減が一挙に行われることを総称したものであるが、中でも、最も対立の激しかったのはブッシュ減税における富裕層の取り扱いである。結局、年収45万ドル超の高所得世帯の減税失効で合意、その内容は双方の当初の主張とはかけ離れているものの、最大の懸念事項で歩み寄りができた意味は大きく、「財政の崖」は一旦、回避された形となった。

また、オバマ政権の景気対策のうち、給与税減税は失効した。雇用者の給与税(=社会保障税)の税率を2%引き下げるこの減税措置は、オバマ政権誕生後に金融危機対策の目玉として2009年より実施されてきたが、今回の失効に伴い、殆どの給与所得者にとって増税となる。一方、失業保険の特別延長措置は延長された。

予算管理法による強制歳出削減では2ヵ月の延長措置が取られた。また、国債発行に伴う債務が年末に上限に達し、現在は特別措置によりデフォルトを回避しているが、2月下旬には限界が来ると見られている。もともと、強制歳出削減は、2011年の夏場の債務上限引き上げ措置時に関連して設定されたものであり、共和党は一体化して対応を進める意向である。ただし、前回の引き上げ時には、米国債が格下げされるなど市場を大混乱に巻き込んだ経緯があり、今回も、交渉の行方が懸念される。財政赤字削減に向けた取り組みでは、オバマ政権と議会共和党との考え方に隔たりが大きく、2月半ば以降の市場の波乱要因として十分留意しておく必要があろう。

(図表2) 「財政の崖」関連の合意内容

①中間層減税の恒久化	・全米114百万世帯に恩恵。子ども税額控除、代替ミニマム税(AMT)とも延長。4人家族では年間2200ドルの増税を防いだこととなる。
②富裕層の減税廃止 (向こう10年間で6200億ドルの増収)	・年収45万ドル超の高額所得世帯の税率は35%から39.6%に戻される。 ・上記層のキャピタルゲイン・配当税は15%からクリントン政権下の20%へ(さらにオバマケア課税3.8%を上乗せ) ・年収30万ドル超の高額所得世帯の税控除額を縮小 ・500万ドル超の遺産税を35%から40%に引き上げ
③緊急失業保険給付の延長(1年間)	・1年間同法を延長したことにより、全米200万人の失業者が恩恵を受ける。
④学費支払いへの支援延長(5年間)	・学費関連の税額控除の拡充、5年間の延長により、学生を抱える2500万世帯に平均1000ドルの恩恵。
⑤再生可能エネルギー、研究開発投資へのインセンティブ延長(来年末まで)	・左記に加え、効率化投資等での50%の特別減価償却延長に合意。
⑥メディケア診療費補助の延長(年末まで)	・メディケア患者の診療費還付金削減の回避で合意。
⑦予算管理法の発動の延長(2ヵ月)	・よりバランスの取れた、恒久的なかつ歳入を考慮した策を議会が検討する期間に配慮。

(資料) ホワイトハウス

(図表3) 個人各所得の税率改定

税の種類	(新)	(旧)	改定後の課税対象
給与税(社会保障税)	6.2%	4.2%	11.37万ドルまでの雇用所得
医療保険税(雇用所得控除)	2.35%	1.45%	雇用所得25万ドル超の年収世帯に
医療保険税(投資所得控除)	3.8%	—	25万ドル超の年収世帯の純投資所得を対象
項目別控除(含む扶養控除)	段階的廃止	2~3%	30万ドル超の年収世帯を対象に、段階的に控除を廃止
所得最高税率の引き上げ	39.6%	35%	45万ドル超の年収世帯を対象
長期キャピタルゲイン・配当税	20%	15%	45万ドル超の年収世帯を対象

(資料)米歳入庁

(図表4) 2013年の新所得税率表

世帯年収(ドル)	税率
0~17850	10%
17850超~72500	15%
72500超~146400	25%
146400超~223050	28%
223050超~398350	33%
398350超~450000	35%
450000超~	39.6%

注：課税所得枠は毎年インフレ調整される

(2013年は2.6%引上げ)

(資料)米歳入庁

●市場は2ヵ月後の歳出削減・債務上限の交渉を警戒

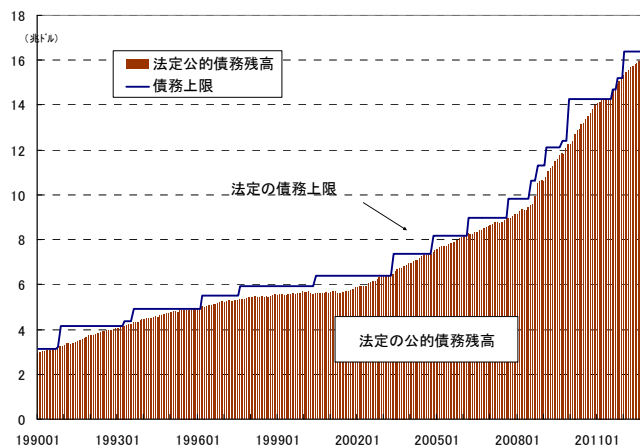
「財政の崖」の合意内容で最も評価できるのは、最大の争点とされた中間層減税の恒久化と富裕層の取り扱いの決定にある。当初は、先送りされた後、複雑化した税制の全面的な改革も期待された。しかし、選挙結果でネジレが維持された以上、大幅な改革自体が難しくなっており、今回の合意で決着を付けたと思われる。最大の争点が決着したことで不確定要因が縮小したものの、改革の必要性が高いとされていた税制改革は、当面、棚上げとなった。

一方、富裕層増税に加え、給与税減税の失効は雇用者の可処分所得減に繋がるため個人消費には抑制的に作用しよう。もともと、給与税減税自体には共和党はそれほど強く反対したわけではないが、オバマ政権がもう一つの主要な景気対策としている緊急失業保険給付の延長を優先させた結果と思われる。給与税減税の失効は雇用者の大半に影響するだけに、消費への影響が注目される。

●債務上限引き上げと絡み、2月には摩擦再燃か？

前記のように、2ヵ月延長された予算管理法は、時期的に債務上限引き上げのタイムリミットと重なる。共和党は、「債務上限引き上げ額と同等の歳出削減」を主張してオバマ政権と対立している。オバマ大統領は、共和党の戦術について「米国民の頭に銃口を突きつけるような交渉には応じない」として、赤字削減と債務上限問題をリンクさせない形で協議することを主張している。しかし、時間的な余裕が無いため、このまま対立が続けば債務上限引き上げ停止に伴うデフォルトと、2ヵ月先送

(図表5) 公的債務と上限枠の推移



(資料)米財務省

りされた強制削減の期日到来が重なり、2011年夏場の金融市場混乱の再現が警戒されている。

●二期目のスタートに向け、人選を急ぐ

「財政の崖」への対応が一段落し、再選後の初仕事は人選となる。オバマ大統領は、退任意向のクリントン国務長官の後任にはケリー上院外交委員長、経済面で最も注目されていたガイトナー財務長官の後任には、有力候補との報道通りルー首席補佐官を指名した。新議会では引き続き財政赤字削減策等が主要課題と目され、財政に詳しく、かつ共和党と上手く折衝できる人物が条件とされていた。

なお、当初、国務長官の有力候補とされたスーザン・ライス国連大使の起用は共和党の強い反対を考慮して断念、国防長官の有力候補とされたケリー上院外交委員長が横滑りした。また、国防長官には共和党のヘーゲル元上院議員が指名されている。ただ、ライス国連大使の起用断念もあって、黒人・女性の主要閣僚が不在となり、民主党サイドからは批判も出ている。

また、やや先の話となるが、2014年初に任期の切れのバーナンキ議長の後任も取り沙汰されている。議長を再任しないとしたロムニー候補が落選、上院も民主党が支配したため、状況によっては慰留もあり得よう。金融政策では時間軸の表現を改めたものの、実質的に2015年半ばを目処とした金融緩和策をとっており、交代の場合はイエレン副議長が有力視されるなど、現行政策と連続性を保てる人材となる可能性が高い。年後半に入ってから注目の人事となりそうだ。

(図表6) オバマ政権二期目の主要な閣僚候補

	二期目の主要閣僚候補	現任
国務長官	ケリー上院外交委員長	クリントン長官
財務長官	ルー大統領首席補佐官	ガイトナー長官
国防長官	ヘーゲル元共和党上院議員	パネッタ長官
CIA長官	ブレナン大統領補佐官	ペトリアス長官
司法長官	ホルダー長官(現職)	—
厚生長官	セベリウス長官(現職)	—
退役軍人長官	シンセキ長官(現職)	—

2、米国経済の動向

「財政の崖」の合意で、年収45万ドル超の富裕層の増税、給与税減税の失効、2ヵ月後の予算管理法発動への懸念、というマイナス要素はあるものの、市場は一時的に安堵している。「財政の崖」を前にしてリスクオフ状態にあった待機資金が流入し、年初以降の株価は急速な上昇を見せた。株価の上昇は、キャピタルゲイン増や資産効果を期待させ、消費者マインドを上昇させる。このまま2月の債務上限問題等を無事に通過することが出来れば、「財政の崖」が一部実施されたことによるマイナスの影響を一定程度相殺することも可能となろう。

もっとも、「財政の崖」を前に、景気の先行き不透明感が強まった影響もあって、12月までの米経済は緩慢な動きを見せ、個人消費も所得面の推進力に欠け、芳しくはない。半面、住宅投資は堅調を維持、今年の景気牽引力としての期待を高めつつある。こうした状況下、FRBは、失業率を政策目標とする金融政策を決定、景気の加速に向け国債の購入を拡大している。

(GDPの動向)

(1) 7-9 月期GDPは 3.1%に上方改定も、在庫要因等が大きく国内最終需要は低調

実質GDPの推移を見ると 2011 年 10-12 月期に前期比年率 4.1%とリセッション後では最大の伸びを記録した後は、昨年 1-3 月期 2.0%、4-6 月期 1.3%と低下し、7-9 月期には 3.1%へと上昇した(表紙、図表 1 参照)。この 7-9 月期は速報値の 2.0%から 1%強の上方改定で 1 年ぶりの高率となったが、内訳を見ると在庫や政府支出(変動の大きい国防支出が同 12.9%と突出)の寄与が大きい一方、個人消費は同 1.6%と 1 年半ぶりの低水準、設備投資は同▲1.8%と減少し 3 年ぶりの低水準に落ち込むなど主要な需要項目の不振が目立つ。「財政の崖」等、景気の先行き不透明感が強まる中では、設備投資は手控えられたようだ。このため、在庫・純輸出を除いて内需を見る指標とされる国内最終需要は 1.9%となり、2 四半期連続で 2%割れとなるなど経済の実体が低調であることを示している。

(図表 7) 7-9 月期GDPの上方修正の主因は在庫投資

10-12 月期も、引き続き「財政の崖」等の影響により景気の先行きに不透明感が強まる中、米東部を襲ったハリケーンのダメージが加わった。「財政の崖」は回避されたものの、2 月の債務上限問題が決着するまでは先行きの不透明感が色濃い状況が残存する可能性もあり、景気面では引き続き抑制気味の成長が続くそう。

(前期比年率)	伸び率(%)					寄与度(%)				
	12/4-6月期 実績	2012/7-9月期				12/4-6月期 実績	2012/7-9月期			
<実質>	速報値(a)	改定値	確報値(b)	差(b-a)	速報値(a)	改定値	確報値(b)	差(b-a)		
GDP	1.3	2.0	2.7	3.1	1.3	2.0	2.7	3.1		
個人消費	1.5	2.0	1.4	1.6	▲0.4	1.06	1.42	0.99	▲0.3	
設備投資	3.6	▲1.3	▲2.2	▲1.8	▲0.5	0.36	▲0.13	▲0.23	▲0.19	
住宅投資	8.5	14.4	14.2	13.5	▲0.9	0.19	0.33	0.32	0.31	
在庫投資	-	-	-	-	-	▲0.46	▲0.12	0.77	0.73	
純輸出	-	-	-	-	-	0.23	▲0.18	0.14	0.38	
輸出	5.3	▲1.6	1.1	1.9	3.5	0.72	▲0.23	0.16	0.27	
輸入	2.8	▲0.2	0.1	▲0.6	▲0.4	▲0.49	0.04	▲0.02	0.11	
政府支出	▲0.7	3.7	3.5	3.9	0.2	▲0.14	0.71	0.67	0.75	
国内最終需要	1.4	2.3	1.7	1.9	▲0.4	-	-	-	-	
名目GDP	2.8	5.0	5.5	5.9	0.9	-	-	-	-	

(資料) 米国商務省

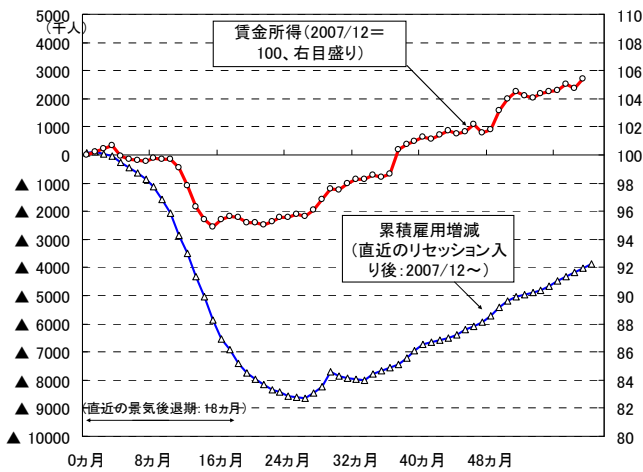
(2) 所得面の推進力に欠ける個人消費

①伸び悩む個人所得

リセッション入りと共に失われた雇用者数は大きく、雇用の喪失の累積は 2010 年初には 860 万人減を超えた。その後の安定的な雇用増にも係わらず、雇用回復のスピードは満足できるものではなく、現在でも 400 万人弱程度の雇用が喪失された状態にある。一方、雇用者の賃金所得の総額は、雇用増の他に、賃金上昇率や労働時間等の影響を受けるが、雇用者増減の影響が大きい。このため、リセッション入り後の賃金所得の推移は、雇用者増減と同様の動きとなる。なお、リセッション突入時を 100 とすると足元の賃金所得は 105.4 と回復しているが、年平均の伸びは 1%程度と低調な推移にある(図表 8)。

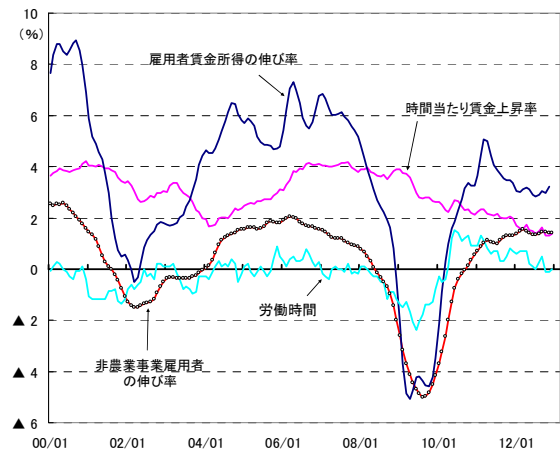
一方、時間当たり賃金上昇率や労働時間は過去数年間伸び率が低下傾向にあるため、この間の雇用者増の回復効果を減じており、そうしたことも雇用者賃金の伸び悩みに影響している。12 月の動きを見ると、民間平均労働時間は 34.5 時間/週と前月(34.4 時間)、前年同月(34.4 時間)から若干の増加、時間当たり平均賃金も 23.73 ドルと前年比+2.1%の増加に留まる。雇用者賃金所得は 11 月の前年比が+3.7%と伸び悩むなど、個人消費への影響が気懸かりな状況が続いている(図表 9)。

(図表8) リセッション後の雇用者と所得の増減(月別)



(資料)米労働省、横軸はリセッション入り後の月数

(図表9) 前年比の雇用と所得の推移 (%)



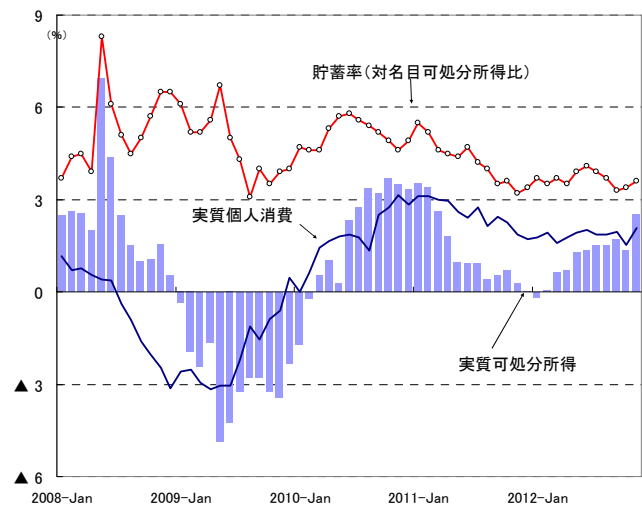
(資料)米労働省、商務省、前年同月比の3ヵ月移動平均

②待たれる所得の回復

実質ベースの可処分所得の伸びは一進一退の動きを見せていたが、11月は、賃金所得がハリケーンの影響で落ち込んだ10月から回復、急伸している。前年比でも2.5%と昨年3月以来の高い伸びを見せたが、一時的な要因であり、今後は伸び悩みが予想される。

一方、11月の実質消費は前月比0.6%と堅調な伸びを見せ、前年比でも2.1%とほぼ1年ぶりの伸びを見せた。クリスマスセール的好調な出だしを反映したものと思われるが、その後は財政の崖を懸念、2013年に入ってからには給与税減税の失効もあり、再び減速が見込まれる。なお、11月貯蓄率は所得の急伸で3.6%と上昇したものの、全般的には2010年6月(5.8%)をピークに低下傾向にある。雇用増の加速による所得面の伸びの回復がなければ、消費の本格回復は望めない(図表10)。

(図表10) 実質所得・消費の推移(前年同月比、%)



(資料)米商務省、(注)貯蓄率は可処分所得比の当月分

③小売売上高は伸長も、クリスマスセールには「財政の崖」の影響

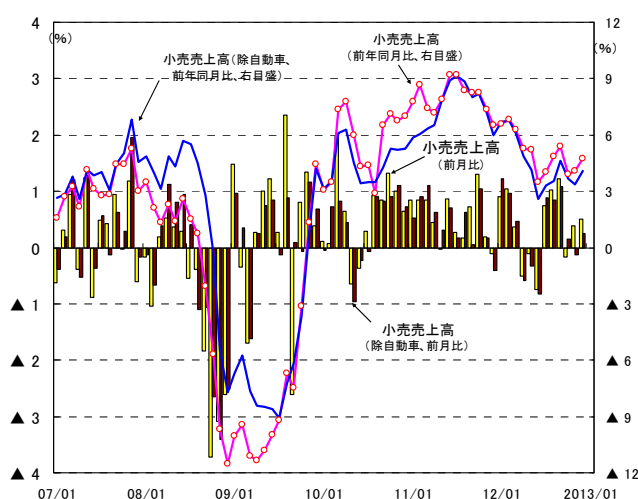
商務省発表の12月の小売売上高は前月比0.5%(11月同0.4%)と上昇、市場予想(同0.2%)を上回った。自動車販売が同1.6%と伸長し、自動車販売を除いた小売売上高は同0.3%(市場予想は同0.2%)に留まった。自動車以外ではヘルスケア等(同1.4%)、家具(同1.4%)、飲食店(同1.2%)、衣料品等(同1.0%)等の伸びが高く、半面、ガソリン(同▲1.6%)、電気器具等(同▲0.6%)等は減少した。

前年比で見た小売売上高は4.7%(11月同4.1%)、自動車除きでは4.1%(11月同3.4%)と

いずれも前月の伸びを上回った。また、11・12月合算の小売売上高（除く自動車・ガソリン）は3.4%と前年の5.9%を下回った。クリスマスセール期間としての11・12月の小売売上高は、前年には及ばなかった（図表11）。

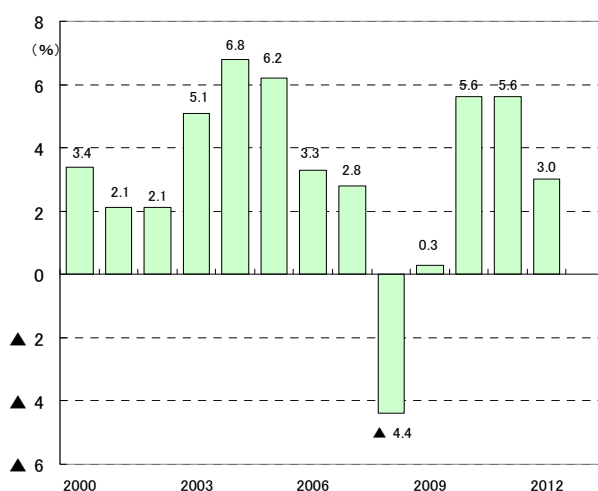
一方、全米小売協会（NRF）は、クリスマスセールの売上げ（NRFのクリスマスセールでは11・12月を合算）を前年比3.0%だったと発表、当初予想の4.1%を下回った。なお、ネット販売は11.1%と堅調だったが予想（12.0%）を下回った。NRFでは、「財政の崖」による景気の先行き不透明感が伸び率低下となって示されたとしている。なお、暦年のNRFクリスマスセールでは、2012年は、2010年、2011年（いずれも5.6%）を下回り3年ぶりの低い伸び率となった（図表12）。

（図表11）小売売上高の推移



（資料）米国商務省

（図表12）NRFのクリスマスセールの推移



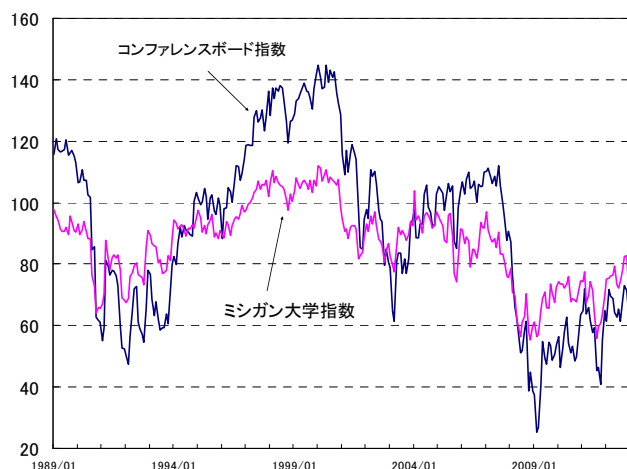
注：NRF集計による売上げ（11・12月合算）の前年比

④ 大幅下落の消費者マインド

12月のミシガン大学消費者マインド指数は、72.9と11月（82.7）から大きく低下、5ヵ月ぶりの低水準となった。11月は2007年9月（83.4）以来の高水準を回復していた。

一方、コンファレンスボード指数でも11月71.5から12月は65.1と下落、4ヵ月ぶりの低水準となった。消費者マインド指数は、最近の雇用回復等、経済指標の改善もあって数年来の水準を回復していたが、「財政の崖」を巡る景気不透明感の強まりで、12月はやや大きめの下落となった。

（図表13）消費者マインドの動向（月別）



（資料）コンファレンスボード、ミシガン大学

(生産部門の動向)

(3) 自動車産業の牽引で生産・稼働率とも回復歩調に

生産面では12月の鉱工業生産指数が前月比0.3%となり、ハリケーンの影響で落ち込んだ10月(同▲0.3%)以降、連月の増加となった。10-12月期全体では前期比年率1.0%と7-9月期(同0.4%)から持ち直したものの、前年同期比では2.4%と2011年10-12月期(同4.1%)を下回った。

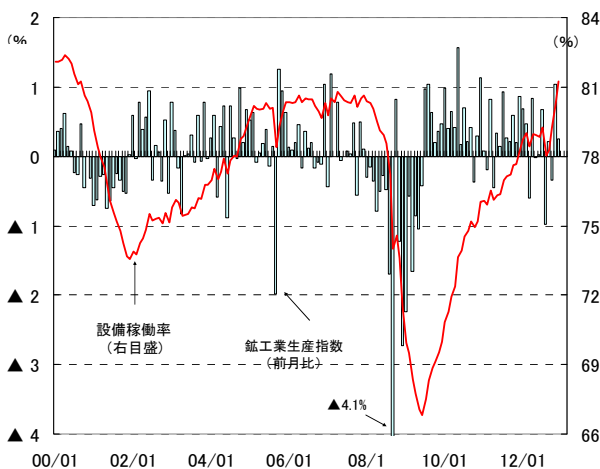
12月の業種別の動きを見ると、季節外れの暖冬で電力・ガス等の公益部門が前月比▲4.8%と落ち込み、これらを含むエネルギー部門全体でも同▲1.5%と減少、エネルギー部門を除いた生産指数では同0.9%と上昇する。半面、好調だったのは自動車部門で、同2.6%と11月の急増(同5.8%)後も続伸した。なお、ハイテク産業は同0.4%と3ヵ月連続でプラスを維持した(図表14)。

12月の稼働率は78.8%に上昇、11月78.7%に続き続伸したが、長期的な平均稼働率80.3%(1972-2011年)は依然下回っている。自動車生産の稼働率は79.0%と10月(73.4%)の落ち込み後、急速に回復、全産業の稼働率を上回った。一方、ハイテク産業は72.5%と3ヵ月連続の上昇となるが、全産業を大きく下回って推移しており自動車と明暗を分けている。

一方、11月新規耐久財受注は前月比0.8%(10月は同1.1%)となった。新規の「非耐久財」受注は同▲0.6%(10月0.5%)と減少、新規製造業受注全体では前月比横ばい(10月0.8%)となった。業種別では、民間航空機が減少に転じ(前月比:10月0.2%→11月▲13.8%)、軍用機(同▲12.3%)も減少、輸送機器全体では前月比▲1.0%と減少、同部門を除くベースの製造業受注は、前月比0.2%とプラスとなる。また、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空機)は、前月比2.6%と連月のプラス、前年同月比でも0.04%と6ヵ月ぶりに若干のプラスに浮上している。前年比は長らく低下傾向にあったが、足元では下げ渋りの動きとなっている(図表15)。

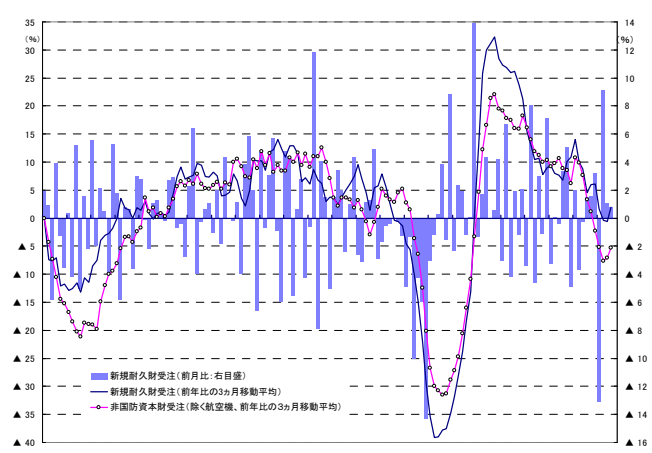
企業部門では、「財政の崖」を巡る景気の先行き不透明感から、7-9月期設備投資がマイナスに転じるなど減速を見せたが、12月は、生産・稼働率の上昇に加え、ISM製造業指数が50.7と2ヵ月ぶりに景況感の分かれ目となる50台を回復、また、「財政の崖」も回避されたことから、2月の政府債務の上限問題等をクリアできれば、回復歩調を強めていくものと思われる。

(図表14) 鉱工業生産・稼働率の推移



(資料) FRB、月別

(図表15) 新規耐久財受注の推移(%)



(資料) 米商務省

(住宅投資の動向)

(4) 期待大きい住宅投資の回復

住宅市場は回復への動きを強めている。住宅市場指数が6年来の水準を回復し、住宅着工件数も急回復を見せる。住宅販売の回復から在庫調整が進み、住宅価格の上昇も持続的である。先頃までの住宅価格下落で、未だに資産効果が消費に抑制的に作用している世帯も多いが、半面、現状の回復水準が各指標とも過去の平均的水準を大きく下回るなど回復の余地も大きい。回復の遅れが顕著だった住宅市場が本格回復に向かえば、資産効果面の影響や、関連消費、建設需要などの需要増をもたらす、景気回復への影響も大きい。

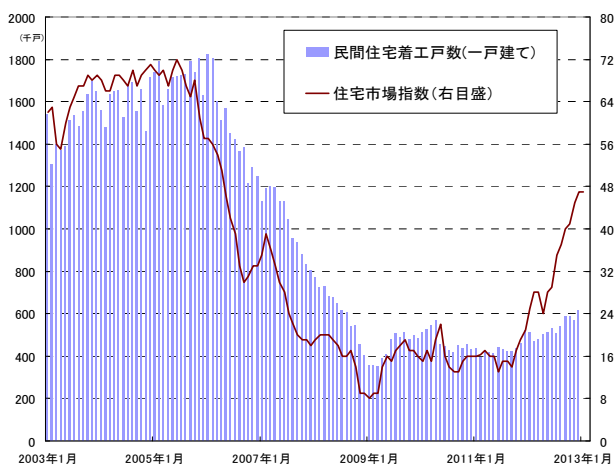
① 6年ぶりの高水準を回復した住宅市場指数

一戸建て住宅着工の先行指標とされる住宅市場指数(HMI/WF(Housing Market Index))は、1月は47と前月と同値、2006年4月以来の水準を維持した。同指数はNAHB(全米ホームビルダー協会)が一戸建て住宅販売業者に「現況」「6ヵ月後」「引き合い状況」等を調査、発表している。HMIは、2006年5月以降6年以上に渡り住宅販売コンディションの良し悪しの分かれ目とされる50を割り込んで推移しているが、昨年4月に24を付けて以降上昇に転じ、50に接近を見せるなど、住宅市場の急速な改善を示している。

一方、商務省発表の12月住宅着工は年率95.4万戸(前月比12.1%)と急伸、2008年6月以来の高水準となった。前年比では36.9%の急増となる。一戸建て住宅が前年比18.5%、集合住宅は同115.7%と倍増となった。地域別では西部が前年比57.4%増加した一方、中西部は同10.7%とバラつきが見られた。

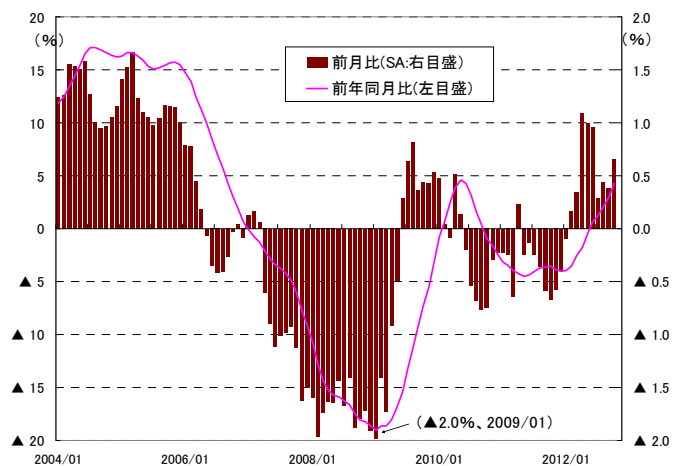
住宅着工は2009年4月に年率47.8万戸と記録的な低水準をつけた後、50~60万戸台の推移を続けていたが、昨年に入ってから増加傾向を強めている。現状水準は2006年ピーク時(同227.3万戸)の4割程度であるが、ボトムから倍増するなど回復への期待は強まっている。

(図表 16) 住宅市場指数と着工件数の推移



(資料) 商務省、NAHB、月別

(図表 17) ケース・シラー20 都市指数の推移



(資料) S&P社、月別、SA:季節調整済

②ケース・シラー指数が9ヵ月連続の上昇

S & P社発表の10月ケース・シラー20都市住宅価格指数(季節調整後:SA)は、前月比0.7%と市場予想(同0.5%)を上回り、9ヵ月連続の上昇となった。9ヵ月連続の上昇は2010年2月以来となる。“季節調整前(NSA)”の値では同▲0.1%と7ヵ月ぶりに下落したが、前年比(NSA)では4.3%(9月3.0%)と伸び率を高めた。

20都市中、前月比(SA)で上昇したのは17都市、前年比では18都市が上昇した。また、2006年央の住宅価格ピーク時から10月までの下落率(NSA)は20都市指数で▲29.3%と、これまで最大の本年3月の下落率(▲35.1%)から縮小、10月20都市指数の水準は、住宅ブーム以前との比較では2003年8月と同程度となった。都市別でピークからの下落率が大きいのはラスベガス(▲57.3%)、マイアミ(▲46.6%)、等で、ピークからの下落率の最小はデンバーの▲4.5%だった。

発表元のS & P社では、「10月の住宅価格には季節的な弱さが見られ、季節調整前では12都市が前月から下落、20都市指数も下落した。ただ、前年比では18都市で上昇、20都市指数も4.3%と高い伸びを見せた。季節調整前値の前月比は、秋・冬に下落することが多いため、前年比で見た方が住宅価格のパフォーマンスをよく表している。また、今回のデータの他に、住宅着工・販売等の指標を考慮すると、住宅市場は回復を強めていると思われる。特に、住宅バブル崩壊の影響が大きかった南西部やカリフォルニア州の回復は、住宅の景気への寄与を確かなものとしている。7-9月期GDPでも住宅投資は二桁の伸びを見せている」と回復を期待するコメントをしている。

今後も価格改善の動きが続けば、住宅の建設コスト面からの制約が緩和され、建設の促進も期待できる。住宅投資は2006年以降、長期間冷え込んでおり、住宅価格の下落が資産効果やバランスシート調整等を通じて個人消費の足かせとなっていただけに回復への期待は大きい。

(5) 金融緩和策による下支えが持続

①12月FOMCでは、国債購入と失業率“目標”の導入を決定

12月11・12日に開催されたFOMC(連邦公開市場委員会)では、ツイストオペレーション(期間6年以上の国債を購入する一方、同額の期間3年以内の国債売却を年末まで実施)が年末に期限を迎えるため、その代替策に注目が集まっていた。FRBはツイストオペレーションに代わり、長期国債を毎月450億ドル購入(ツイストオペレーションと同額)することを決定した。また、9月FOMCで決定した毎月400億ドルのMBS(住宅ローン担保証券)の購入(いわゆるQE3)と、保有している政府機関債や同機関のMBSからの償還金をMBSに再投資する決定を維持し、国債

(図表18) 12月FOMCの経済見通し

	2012	2013	2014	2015	長期見通し
実質GDP	1.7 to 1.8	2.3 to 3.0	3.0 to 3.5	3.0 to 3.7	2.3 to 2.5
2012/9見通し	1.7 to 2.0	2.5 to 3.0	3.0 to 3.8	3.0 to 3.8	2.3 to 2.5
失業率	7.8 to 7.9	7.4 to 7.7	6.8 to 7.3	6.0 to 6.6	5.2 to 6.0
2012/9見通し	7.8 to 8.0	7.6 to 7.9	6.7 to 7.3	6.0 to 6.8	5.2 to 6.0
個人消費価格指数	1.6 to 1.7	1.3 to 2.0	1.5 to 2.0	1.7 to 2.0	2.0
2012/9見通し	1.7 to 1.8	1.6 to 2.0	1.6 to 2.0	1.8 to 2.0	2.0
コア個人消費価格指数	1.6 to 1.7	1.6 to 1.9	1.6 to 2.0	1.8 to 2.0	-
2012/9見通し	1.7 to 1.9	1.7 to 2.0	1.8 to 2.0	1.9 to 2.0	-

(資料) FRB

に関しても1月以降、償還される国債の入札時のロールオーバーを再開するとした。これによりFRBの債券保有額は毎月850億ドルのペースで拡大する。さらに、ツイストオペレーションでは影

響の無かったFRBのバランスシートも、毎月、同額が拡大する。FRBでは、当該措置により長期金利に引き下げ圧力をもたらし住宅ローン市場を支援、さらに幅広く金融市場を緩和的に行っている。

今回 FOMC でのもう一つの主要な決定は、『ゼロ金利政策については、少なくとも失業率が 6.5%を上回る水準に留まり、1～2年先のインフレが委員会の長期目標 (longer-run goal) である 2%を 0.5%以上上回ることなく、長期インフレ期待が安定している限り維持される』としたことである。これまではゼロ金利政策を 2015 年半ばまで維持すると表明していたが、よりわかりやすく、透明性を高める手段として、経済指標に関連付ける方策を採用した。ただし、バーナンキ議長は、「失業率は政策変更の目安であり、6.5%を下回るまで利上げはしないが、下回ったからといってすぐに利上げするわけではない」と説明している。

また、FOMC時の経済見通しに関しては、前回9月発表分からインフレ見通しの下限が各年次に渡って引き下げられるなど若干の修正が行われたが、大きな変更は無かった。この見通しによれば、インフレ見通しの上限は 2015 年まで 2.0%を上回ることは無く、失業率が 6.5%以下に低下するのは 2015 年に入ってからとなり、「2015 年半ばまでゼロ金利政策を維持する」とした前回 FOMC と、初めて失業率目標を用いた今回の決定の間に時間的な差異は見られない。

なお、バーナンキ議長は、国債購入はバランスシートの規模を拡大するが、それ自体に重要な意味があるわけではなく、その資産構成の内容が重要とした。そのため、今回の措置は、「9月以降続けられている措置の延長」と説明している。また、今回より採用された、経済指標 (失業率) と金融政策を関連付ける方策により、「市場は労働市場や失業率等の新たな情報により、金融政策の変更をより早く推察できるため、金融政策の透明性を高める」としている。ただし、上記の通り、この措置により、これまでの時間軸のガイダンスから、時期の変更を意図したものではないと説明している。

今回の措置により、毎月 850 億ドルの債券購入が決定され、失業率 6.5%、インフレ 2.5%といった指針となる経済指標が導入された。毎月 850 億ドルの債券購入は、FRBの目標達成への意欲を示すものと言えよう。また、指針となる経済指標の導入については、FRBが金融政策変更の条件をこれほど明確に打ち出したのは初めてのことであるが、バーナンキ議長の従来主張に基づき、金融政策の透明性を高めるものと言える。市場は、指針となる経済指標に近づくまで、FRBが何を考えているかよりも、より実体経済の動向や見通しに集中することが可能となろう。

②量的緩和の期限は 2013 年末か？

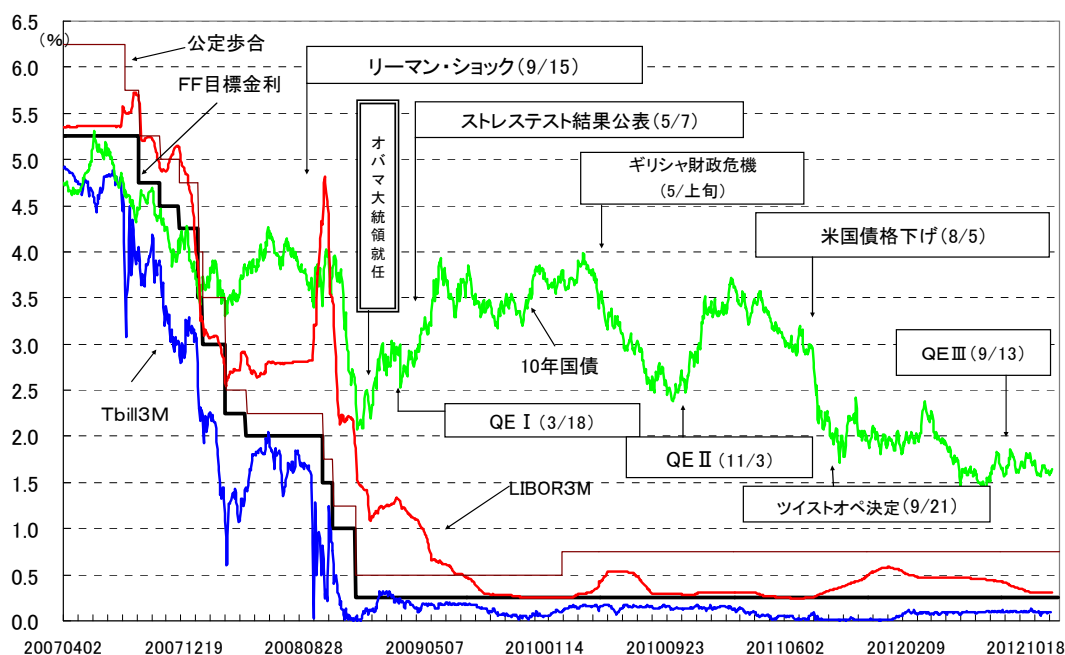
先日公表された 12 月 FOMC の議事録では、殆どの委員が『資産購入プログラム』は経済成長に効果的かつ支援するものだったと評価する一方、現行の資産購入を続ける効果には不確実性があり、バランスシート拡大とともに潜在的なコストも上昇する、と警戒感を見せている。

また、労働市場等からみて、複数の委員は 2013 年末までは資産購入が正当化されると見ていたが、他の複数の委員は、まだかなり大きな緩和が必要な状態にあり、具体的な購入期間や規模を断定すべきではないとしていた。一方、その他の数名は 2013 年末までには、金融の安定化とバランスシートの規模を考慮し、資産購入を縮小ないし停止すべきと考えていた。さらに、もう一人の

委員は追加購入は正当化されないとしていた。資産購入は2013年末まで続ける事が一つの目安とも窺われる。

先行きのガイダンスについては、委員会は高い金融緩和スタンスを資産購入の終了後や景気回復が強まった後も続けることを声明文に示すことを決定した。また、一人を除きすべての委員が、時間軸による表現を経済指標を用いた表現に置き換えることに賛成したとし、声明文の文面を決定している。

(図表 19) FRB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もありません。