

Weekly エコノミスト・ レター

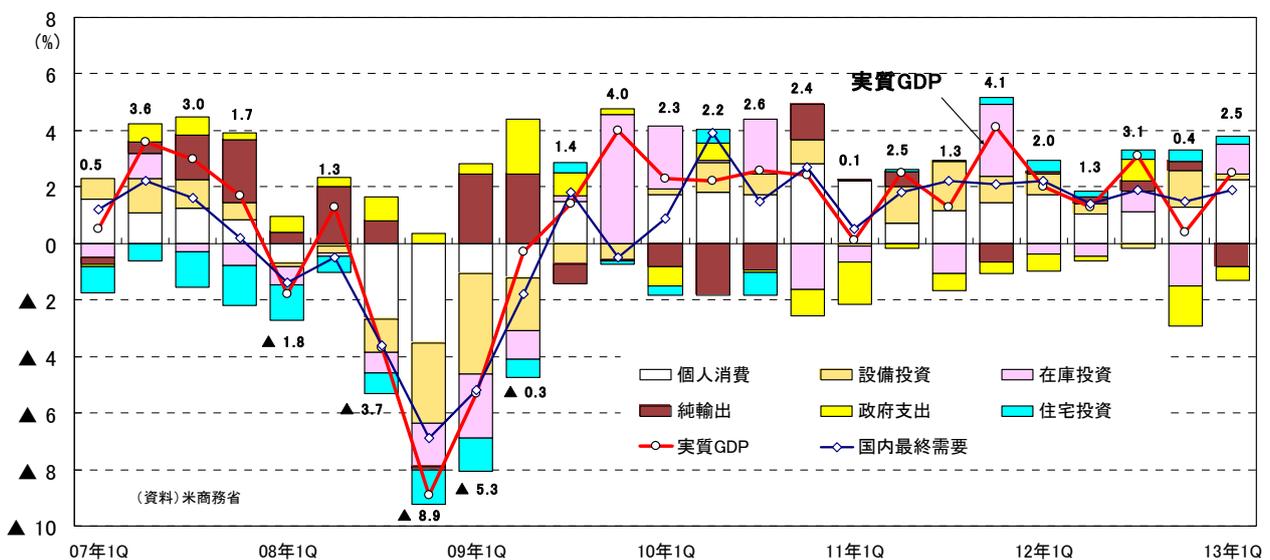
増税下で底堅さを見せる米経済

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〉

- ・年初の「財政の崖」合意に伴う実質的な増税や3月に開始された強制歳出削減等は、米国経済に抑制的に作用する。特に、所得面への影響を通じた個人消費の減速が懸念されている。ただし、好調な自動車や年末に掛けての駆け込み的な所得増等を背景に、1-3月期の実質個人消費は同3.2%と伸びを高めた。
- ・また、3月の雇用者や小売売上高が減速を見せるなど弱めの指標が続き、景気減速懸念を強めたが、4月の雇用者や小売売上高が回復を見せ、景気の底堅さが再認識されている。
- ・こうした背景には、F R Bが異例の緩和策を取り景気を下支えしていると共に、株価や住宅価格が持続的な上昇を見せ、加えてガソリン価格の下落等も影響したと見られる。
- ・増税・歳出削減の影響は今後も抑制的に作用しようが、雇用失速の強まる局面ではF R Bのさらなる景気テコ入れ策も期待され、米経済の回復基調は維持されるものと思われる。

(図表1) 実質GDPと寄与度内訳の推移(四半期別、前期比年率、棒グラフは寄与度内訳)
～1-3月期GDP改善も国内最終需要は低位安定的推移



1、米経済の概況

〔概況〕

(1) 底堅さ見せる米経済～増税の影響をカバーする諸要因

- 年初の「財政の崖」合意に伴う実質的な増税（給与税減税の失効、高所得層の所得税率引き上げ）や3月より開始された強制歳出削減（シーケスター）等により、特に上半期の米国経済は減速すると見られていた（CBOの試算では2013年のGDPを1.5%程度押し下げる）。またこうした要因は個人消費に抑制的に作用するため、その影響に注目が集まっていた。ところが1-3月期の実質個人消費は前期比年率3.2%と9四半期ぶりの高成長を見せた。自動車や住居支出が増加したが、所得面では、「財政の崖」後の増税に備えた駆け込み的なボーナスや配当金支払いにより、12月の個人所得が突出したこと等も一因に挙げられよう。
- だが、こうした要因では持続性に欠ける。経済指標を見ると、1～2月までの指標が比較的堅調に推移した半面、3月に入ってから弱めの指標が目立つようになっていた。その代表が雇用統計であり3月は前月比8.8万人増にまで落ち込んだ。さらに、3月個人所得が前月比0.2%と減速し、3月小売売上高が前月比▲0.5%と減少、4月自動車販売台数が6ヵ月ぶりに1500万台を割り込み、4月ミシガン大学消費者マインドも低下するなど、増税の影響が大きい個人消費関連の指標悪化は否めない所となっている。こうした個人消費の減速は企業マインドにも影を落とし、4月ISM製造業指数は50.7と下落、非製造業指数も53.1と9ヵ月ぶりの低水準に下落、また、3月製造業受注は前月比▲4.0%と8ヵ月ぶりの落ち込みを見せた。
- その後、4月の雇用統計が16.5万人と回復、3月も13.8万人に上方修正され、さらに4月小売売上高が前月比0.1%と予想外の増加を見せると、失速への懸念は急速に薄らいだ。結局、増税・歳出減等の影響を受けながらも景気が底固さを見せている背景には、FRBの異例の金融緩和策の持続、株式・住宅価格等の資産価格の上昇、それらを受けた持続的な雇用の回復、加えてガソリン価格の下落や自動車へのペントアップデマンド、等が挙げられよう。
- こうした中で景気の牽引役として期待を集めている住宅投資では、1-3月期の実質住宅投資が前期比年率12.6%と8四半期連続で増加、3四半期連続で二桁の伸びを続けた。増税下にもかかわらず、3月住宅着工件数は年率102.1万戸（前月比5.4%）と増加し、2008年6月（104.6万戸）以来約5年ぶりの100万戸台を回復、前年比では44.4%の急増となった。4月は同85.3万戸と急減したが、先行指標となる住宅許可件数が同101.7万戸と約5年ぶりの急増を見せた。住宅市場の回復を映じて住宅価格は13ヵ月連続の上昇を続けている。
- 一方、過去三年に渡り春先以降の米経済に打撃を与えた欧州債務問題は、燻りを見せてはいるものの大きなリスク要因としては浮上していない。また、5月が期限とされる債務上限問題への警戒も強い。2011年には債務上限の引き上げを巡って米国債の格下げを招き、金融市場を混乱させたが、今回も財政赤字削減策で民主・共和党の対立が続き、妥協の方向は見出せていない。ただ、最近の財政収支の改善等で秋口まで時間的な余裕が生じるとの見方が出ている。
- 結局、米経済は緩やかな回復の道を辿るとした従来からのコンセンサスが維持されそうだが、今の所、景気失速は回避され、債務上限問題も先送りされそうである。半面、予想を上回る景気の改善となれば、景気を下支えしているFRBの金融緩和策に影響を与える可能性が出てくる。

市場の注目は、再び、F R B が昨年来続けている長期債購入規模の縮小時期に注がれつつある。F R B は失業率 6.5% を割り込むまではゼロ金利政策を維持するとし、その時期を 2015 年半ばと見ている。バーナンキ議長は利上げの半年ないし 1 年前には流動性を吸収に動く必要があると見ており、仮に、2014 年半ば以降にそうした準備に取り掛かるのであれば、それ以前に流動性の拡大を止めておく必要がある。資産購入を今年一杯で停止できるのであれば、その分時間的な余裕を確保し、政策の急転換を回避できる。次回 6 月 18-19 日開催の F O M C は 5 月の雇用や小売指標の確認後となる。景気回復の状況次第ではあるが、再び金融緩和策の出口戦略が活発に議論されることとなりそうだ。

(1-3 月期 GDP 速報値)

(2) 1-3 月期 GDP は年率 2.5% に上昇～個人消費と在庫が成長率を押し上げ

1-3 月期実質 GDP (速報値) は、2.5% (前期比年率: 以下も同じ) と前期の 0.4% から改善したが、市場予想の 3.0% を下回った。ただ、個人消費が 3.2% と改善したのが注目された。内訳では自動車を含む耐久財消費が好調を維持、サービス消費も伸びを高めた。また、在庫投資が前期の寄与度 ▲1.52% から同 +1.03% と増加した影響も大きかった。半面、政府支出の減少が続き (寄与度では ▲0.80%)、純輸出 (寄与度 ▲0.50%) と共に成長率を押し下げた。

一方、設備投資は 2.1% と前期 (13.2%) から伸び率を大幅に縮め、住宅投資も 12.6% と前期 (17.6%) からは伸び率を縮めたが、二桁の伸びを維持した。なお、GDP から在庫・純輸出を除いた国内最終需要は 1.9% と前期 (1.5%) から上昇した。主要項目の動向は以下の通り。

- ・ **個人消費** は前期比年率 3.2% (前期同 1.8%) と伸びを高め、特に、自動車購入を中心に**耐久財消費** が同 8.1% と好調、前期 (同 13.6%) に続き高い伸びを見せた。また、消費の約 2/3 を占める**サービス消費** が同 3.1% と前期 (同 0.6%) から伸びを高め、2010 年 10-12 月期 (同 4.1%) 以来の高水準となり消費全体を押し上げた。ただし、サービス消費では、前期に落ちこんだ住居費 (暖房費等) が増加分の 1 / 3 強を占めるなど割り引いて見る必要もある。その他、金融サービス関連の支出増も大きかった。なお、**実質可処分所得** は同 ▲5.3% とリセッション時の 2009 年 4-6 月期 (同 ▲6.1%) 以来の落ち込みを見せた。これには、前期に配当増により同 6.2% と上振れた反動減が大きい。また、**貯蓄率** (名目) は 2.6% と前期 (4.7%) から急低下した。
- ・ **設備投資** は前期比年率 2.1% と前期 (同 13.2%) から急低下。内訳では、**設備機器・ソフトウェア投資** が同 3.0% (前期は同 11.8%)、**構築物投資** が同 ▲0.3% (前期は同 16.7%) と減速した。設備機器・ソフトウェア投資では、コンピュータ等が同 5.6% (前期は同 73.4%) と伸び悩んだことなどが影響した。前期の急増には投資減税の期限等も影響したが、その後延長が決まり、今後は潤沢な内部留保等を背景に持ち直しが期待される。
- ・ **住宅投資** は前期比年率 12.6% と前期 (同 17.6%) から伸びが低下したが、8 四半期連続でプラスを維持、3 四半期連続で二桁の伸びを維持するなど好調な回復が続いた。ただし、GDP 構成比は 2.9% と小さいため寄与度は 0.31% に留まるが、住宅関連消費への需要増も期待される。なお、住宅投資は、依然、好調時の水準を大きく下回っており、回復余地も大きい。
- ・ **在庫投資** の変動は、前期比 370 億ドル増と前期の大幅減 (▲470 億ドル) から持ち直し、寄与度

で同 1.03%と個人消費に次ぐ GDP の押し上げ要因となった。半面、政府支出は前期比年率 ▲4.1%と減少、昨年 7-9 月期の増加を除けば 2010 年 7-9 月期以降、ほぼ 3 年近い減少傾向が続く。寄与度も ▲0.80%と純輸出（寄与度も ▲0.50%）を上回り最大のマイナス要因となった。

「財政の崖」の合意後、強制歳出削減が発動され、今後も歳出削減が維持されよう。

- GDP から在庫・純輸出を除いた**実質国内最終需要**（Final sales to domestic purchasers）は、同 1.9%と前期（同 1.5%）から上昇したが、4 四半期に渡り 1%台の低い伸びが続く。また、**物価**では、GDP の価格指数が前期比年率 1.2%（前期は同 1.0%）、食品・エネルギーを除くコアベースも同 1.5%（前期同 1.3%）と低めの伸びに留まった。FRB の注目する個人消費（PCE）の価格指数では前期比年率 0.9%と低位での安定的な推移が続いている。

（図表 1、[詳細は 4/30 付「経済・金融フラッシュ」を参照ください](#)）

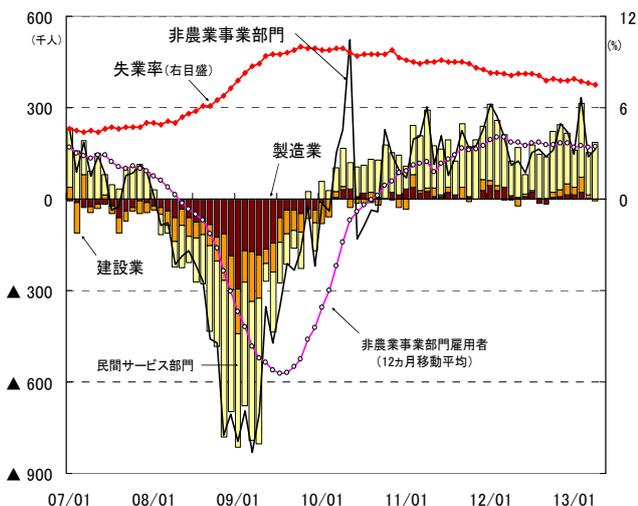
（雇用の動向）

（3）4 月雇用者が 16.5 万人増に回復

4 月非農業事業部門の雇用者は前月比 16.5 万人の増加と市場予想(14 万人)を上回った。また、前 2 ヶ月で計 11.4 万人の上方改定が行われ、今年 1-3 月期の月平均も 20 万人超となった。民間雇用者増では前月比 17.6 万人と 3 月（15.4 万人）を上回ったが、政府部門は ▲1.1 万人と前月（▲1.6 万人）に続き減少、今後も歳出削減による影響が懸念される。なお、民間部門の内訳では製造業が横ばい、建設が減少を見せるなど業種毎の減速の動きも窺われる一方、小売が 2.9 万人(前月 ▲0.4 万人)と増加に転じたのが注目された。失業率は 7.5%と低下（予想は 7.6%）、労働人口、雇用者とも増加したが、広義の失業率は 13.9%に上昇した(図表 2)。

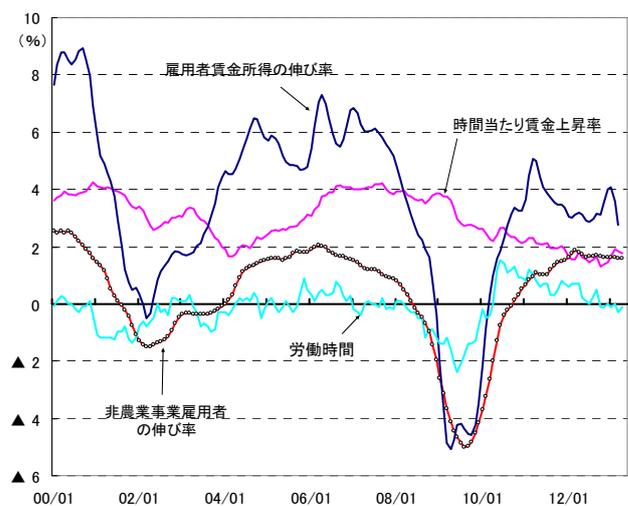
4 月雇用統計は、先月の落ち込みから回復を見せるなど、増税や歳出削減にもかかわらず、景気が底堅さを保っていることを示した。ただし、先行きの不透明感が残存しており、そうした懸念が薄らぐまで景気や雇用の回復は緩やかなものとなりそうだ。

（図表 2）雇用者増減の内訳と失業率（前月比,%）



（資料）米労働省

（図表 3）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、

なお、4月民間平均労働時間は34.4時間/週と前月(34.6時間)から減少した。時間当たり平均賃金は23.87ドル(前月23.83ドル)で前年比1.9%増となった。また、商務省の個人所得統計による前年比の雇用者賃金所得は前年比2.5%(3月)と低水準にある。過去の推移では、リセッション後の2011年2月に5.4%と上昇した後は低下傾向を続け、増税直前の昨年12月には4.9%と一時的に上昇したが、その後は再び2%台の低位に留まる。現在の雇用回復状況では、雇用所得の押し上げには力不足の感が否めない。(図表3、[詳細は5/7付「経済・金融フラッシュ」を参照ください](#))

2、底堅さを見せる個人消費

上半期の米国経済では、年初の「財政の崖」合意に伴う実質的な増税や3月開始の強制歳出削減等による景気抑制作用の影響が注目される。駆け込みボーナスや配当増が12月の個人所得急増をもたらしたものの、1月以降は可処分所得が停滞、3月に入ると弱めの経済指標が目立つ。

ただ、3月に落ち込んだ雇用統計は、4月に回復、3月分も上方修正され失速への懸念は薄らいだ。しかし、3月個人所得が前月比0.2%と減速、3月小売売上高が前月比▲0.5%と減少、4月自動車販売台数が6ヵ月ぶりに1500万台を割り込むなど、個人消費関連の指標の悪化は否めない。

一方、雇用統計の改善に続いて4月小売売上高が予想外に堅調な内容となるなど、消費面への影響はそれほど大きくは無いとの見方も出ている。増税によるマイナス面をカバーするものとして、FRBの異例の金融緩和の持続、株価や住宅など資産価格の上昇、雇用の改善、ガソリン価格の下落、自動車へのペントアップデマンドの存在、等が挙げられており、以下ではそれらの項目を検証した。

(小売売上高・自動車販売の動向)

(1) 4月小売売上高は、ガソリン除きでは堅調

3月小売売上高が前月比▲0.5%と減少、4月は減少予想(市場予想は同▲0.3%)を覆し、0.1%増となった。3月の減少を埋められなかったものの、個人消費は予想外に底堅いとの評価を得ている。4月小売売上高の内容を見ると、自動車販売が同1.0%(3月同▲0.6%)と増加が大きく、自動車販売を除いた小売売上高では同▲0.1%(3月同▲0.4%)と減少に転じる。ただし、業種別で前月比減少したのは、ガソリン(同▲4.7%)、食品(同▲0.8%)のみであり、その他の業種は全て増加している。ガソリンの販売減は価格下落(3月3.69ドル→4月3.55ドル)に伴うもので、価格が下落すると、家計はその分、他の消費に回すことが可能となる。また、増加が大きかったのは、建築資材(1.5%)、通信販売販売(同1.4%)、衣料品(同1.2%)等となるが、上記のガソリン、食品を除けば殆どの業種が前月比で増加していることも注目されよう。自動車とガソリンを除いた小売売上高を見ると、前月比0.6%と5ヵ月ぶりの堅調な伸びとなる。3月に入って小売に急ブレーキが掛けられた状況となり、4月も低い伸びに留まったが、ガソリン販売の減少を除けば、数字以上に堅調な小売売上高の状況が窺える。

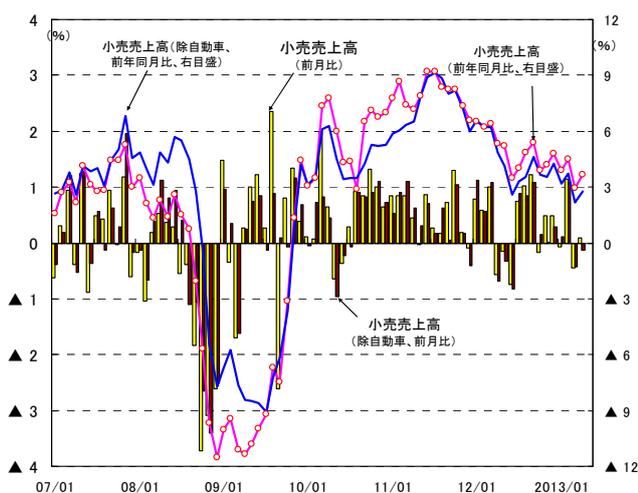
前年比で見ると4月小売売上高は3.7%(3月同3.0%)、自動車除きは2.8%(3月同2.2%)といずれも伸びを高めた。業種別で前年比の伸びが高かったのは、通信販売等(同15.4%)、自動車販売(同7.7%)等で、減少が大きいのは、ガソリン(同▲4.6%)となる(図表4)。

一方、自動車販売を台数別に見ると、4月は1492万台（オートデータ社、年率換算、以下同じ）と前月（同1527万台）を連月で下回り、6ヵ月ぶりに1500万台を割り込んだ。前月比では▲2.3%の減少となるが、前年比では5.7%と増加を保った。前月比の内訳では乗用車が▲4.2%と減少が続 き、軽トラック(含む SUV)も▲0.4%と3ヵ月ぶりに減少した。また、乗用車の構成比率が高い輸 入車が▲3.7%と減少が大きく、国産車は▲1.9%の減少に留まった。このため、輸入車シェアは 20.5%と昨年8月（20.2%）以来の低水準となった。

なお、4月の軽トラック部門の売り上げ構成比は51.9%と連月で過半を越えた。こうした状況 は、軽トラック構成比率の高い米メーカーに好調な販売増をもたらしており、三大メーカーではい ずれも前年比二桁の販売増と全体の伸び（同5.7%）を上回っている。

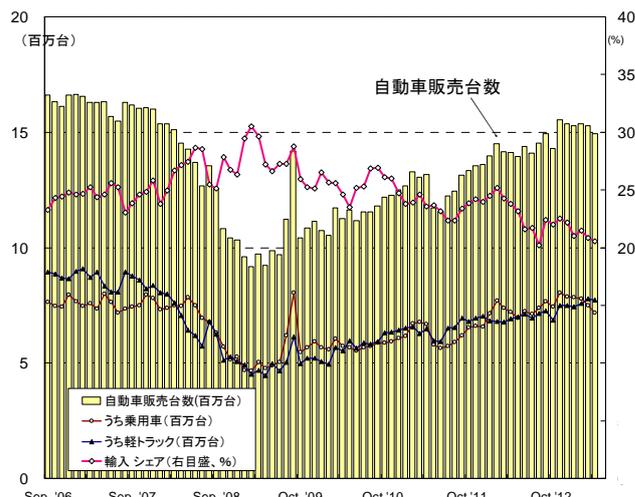
自動車販売堅調の背景には、リセッション時に急激に落ち込んだことにより、買い替え時期の 先送り等を含めたペントアップデマンドの存在が窺われる。また、最近では株価上昇やガソリン価 格の低下で、上記のように高額なSUVの売れ行きが相対的にシェアを高めるなど堅調な売り上げ が続いており、年間の売り上げ台数は1500万台前半と見込まれている(図表5)。

(図表4) 小売売上高の推移



(資料)米国商務省

(図表5) 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

(エネルギー価格の動向)

(2) 原油価格は安定的推移

～天然ガスはシェールガス革命による価格急落後、緩やかに上昇

リセッション後、2011年以降の原油価格は90ドル/バレル台を中心レンジとした上下の推移が続いている。今後、米景気の回復が明確になれば上昇に転ずる可能性もあるが、海外経済の不振もありしばらくは現状近辺での推移が続くようである。

この間、ガソリン価格についても3ドル/ガロン後半での推移が続いている。2月4週目の3.784ドル/ガロンを今年のピークに低下、4月5週目には3.52ドル/ガロンまで低下したが、5月2週目には3.603ドル/ガロンへと上昇した。ただ、昨年よりは4%程度低下している。今後、ドラ

イビングシーズンを迎え、ガソリンの価格上昇が警戒されるが、欧州等海外経済の停滞もあり原油価格と同様、安定した推移が見込まれている。EIA (Energy Information Administration: 5/7 見通し) では、4-9月の平均価格を3.53ドル/ガロン、2013年平均では3.50ドル/ガロンとしている。(EIAではWTIの見通しを年平均で2012年の94.12ドル/バレルから2013年は91ドル/バレル、2014年は92ドル/バレルとしている)

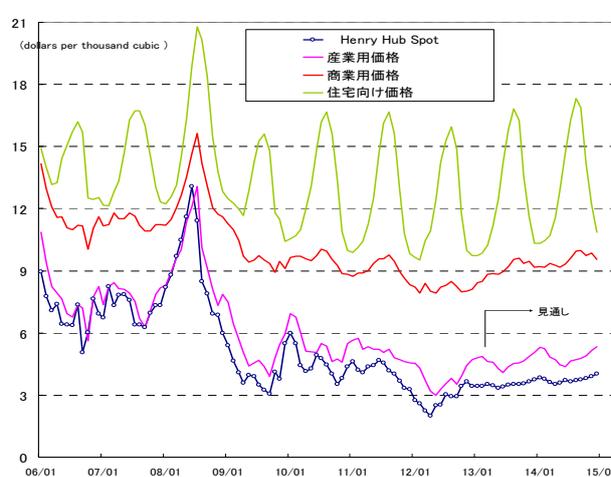
なお、シェールガス革命の影響が注目されている天然ガス価格は、2008年平均8.86ドル(スポット価格: Henry Hub Spot, MMBtu)から2012年は同2.75ドルへと急低下したが、EIAの見通しでは、既に2012年半ばにボトムを付けたとし、2013年同3.8ドル、2014年同4.0ドルに上昇すると見込んでいる。ただし、住宅向けは主に暖房用で季節的なフレが大きく、天然ガス下落の恩恵が大きいとは言えない。

(図表6) 原油・ガソリン価格の推移(週別)



(資料) NYMEX, EIA

(図表7) 天然ガス価格の推移(月別)



(資料) EIA

(資産価格の上昇)

(3) 金融資産の主導で失われた資産を回復

●ケース・シラー指数は前月比で13ヵ月連続の上昇

住宅価格の回復は堅調かつ持続的なものとなっている。S & P社が発表した2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1.2%と市場予想(0.9%)を上回った。13ヵ月連続の上昇となるが、これは住宅ブーム時の2006年4月以来となる。また、前年比では9.3%と前月(8.1%)から伸びを高め、2006年5月(10.0%)以来の高い伸びとなった。20都市中、1月と同様に前月比(SA)での下落はなく、前年比でも全都市が上昇、フェニックス(23.0%)の上昇率が最も高く、サンフランシスコ(18.9%)、ラスベガス(17.6%)、アトランタ(16.5%)等が続いた。半面、前年比の伸びが最も低かったのはニューヨーク(1.9%)だった。

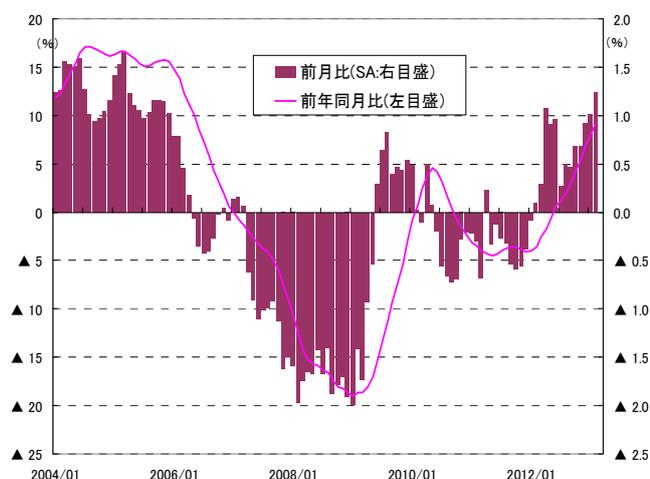
なお、2006年央の住宅価格ピーク時から2月までの下落率(NSA)は20都市指数で▲29.0%とボトムの2012年3月の下落率(▲35.1%)から縮小、また、2月20都市指数の水準は、住宅ブーム以前との比較では2003年9月と同程度となる。S & P社では「20都市全てで住宅価格は堅調な

上昇を見せている。連月で全都市の前月比（SA）が上昇したのは2005年前半以来となる。3月の経済指標が強弱混在の中、住宅市場は堅調を維持し、1-3月期のGDPにも貢献した」としている。

一方、FHFA（連邦住宅金融局）発表の2月月例住宅価格指数（FHFA Monthly HPI、SA）は前月比0.7%、前年比7.1%と上昇、前月・前年比とも13ヵ月連続の上昇を見せた。

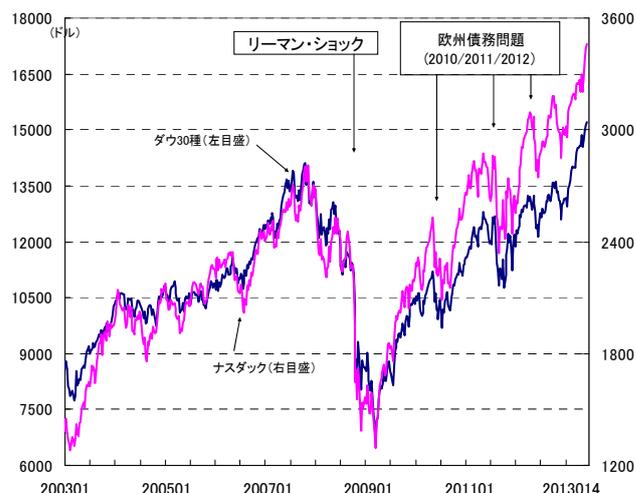
季節的には住宅需要期を過ぎ、経済指標に減速が見られる中での価格上昇であり、また、上昇する都市や地域に全米な広がりが出ていること等を考慮すると、当面、住宅価格の上昇傾向は維持されるものと思われる。（図表8、[詳細は5/1付「経済・金融フラッシュ」を参照ください](#)）

（図表8） ケース・シラー20 都市指数の推移



（資料） S&P 社

（図表9） 米株価の推移

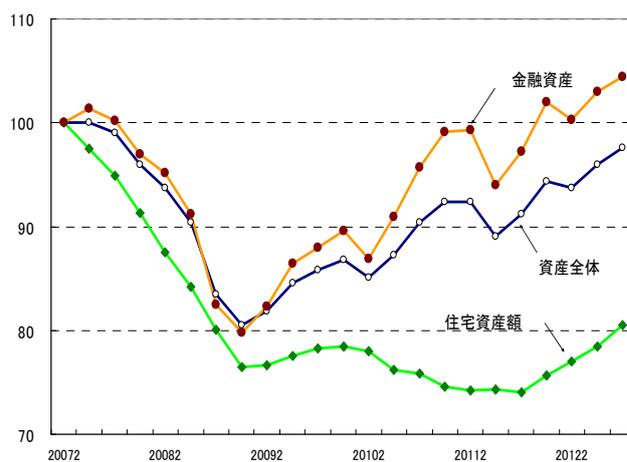


●株価は史上最高値を更新中

企業利益の回復、異例の金融緩和策等を背景に、株価はリセッション前を回復した後も上昇を続け、一時15302ドル(5/16、NYダウ)となるなど、史上最高値水準にある（図表9）。

FRBのデータで、昨年末までの推移を見ると、家計部門の資産はピークだった2007年3Qからボトムの2009年1Qまでに約20%減少、中でも株式の下落率は52%減と大きかった。しかし、その後は金融資産の戻りが大きく、2012年4Qの金融資産はピーク比で3.1%増とプラスに転じ、家計資産全体でもピーク比で4.0%減にまで縮小した。半面、住宅資産は22.2%減と改善が遅れており、家計資産の回復は金融資産が主導している。

（図表10） 家計資産の変化（四半期別、2007/3Q=100）



（資料） FRB

（図表10）で2007/3Qを100として昨年末を見ると、金融資産が104.5とリセッション前の水準を上回っているのに対し、住宅は80.5と出遅れが顕著である。ただし、金融資産の構成比が7

割弱であるのに対し、住宅資産は2割強に留まるため、資産全体では97.6と、失われた資産をほぼ回復しつつある。昨年末以降の株価(昨年末から18%上昇)や住宅価格の上昇を考慮すると、既にリセッションで失われた資産価値を回復していると思われる。

(消費者マインド、企業センチメント)

(4) 景況感は一進一退で、先行きの警戒感は持続

消費者信頼感指数でみる最近の消費者の購買意欲は一進一退の動きを見せているものの、中期的には金融危機後に回復傾向を見せ、現在もその延長線上にあるように見受けられる。最近のボトムは、コンファレンスボード指数では1月(58.4)であり、ミシガン大学指数では昨年12月(72.9)となる。いずれも年末・年始の「財政の崖」の合意前後にボトムを付けるなど、この問題への警戒の強さが窺われる。ただ、直近の4月値はそれぞれ68.1、76.4とボトムから上昇しており、増税等による影響はあるものの、「財政の崖」合意により一層の混乱が回避され、景気の先行き不透明感が弱まったことを示唆したものとなっている。

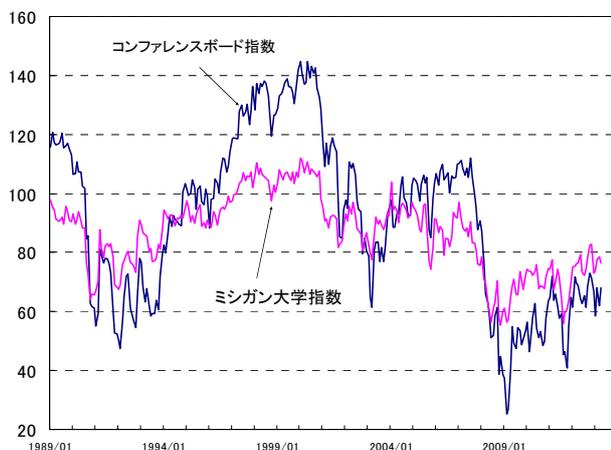
なお、両指数とも雇用や所得状況、株価等の資産価格との関連性が強く、それらの最近の回復状況を反映している。ただ、両指数とも「財政の崖」による落ち込み前の値を下回っており、景気の先行きへの警戒感が根強く残存していると思われる(図表11)。

消費者マインドの停滞は企業マインドにも影を落としており、4月ISM製造業指数(PMI)は50.7と下落、非製造業指数も53.1と9ヵ月ぶりの低水準に下落した。製造業指数は3月に急落を見せ、4月もそうした動きを引きずっている(図表12)。

PMIの構成5指数(新規受注、生産、雇用、入荷遅延、在庫)では、雇用が50.2と前月比▲4.0ポイント、在庫が46.5と同▲3.0ポイント、それぞれ急低下を見せている。ただ、先行指標となる新規受注や生産指数等が、3月の急低下後4月は持ち直しの動きを見せるなど、製造業の事業活動が一段の減速を警戒させるほど悪化したわけでは無い。その他、企業マインド落ち込みは、3月製造業受注が前月比▲4%と昨年8月以来のマイナス幅を見せたことなどにも窺える。

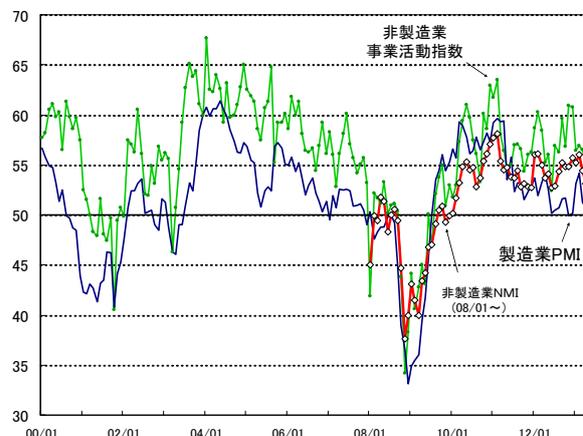
[\(ISM指数の詳細は5/2付「経済・金融フラッシュ」を参照ください\)](#)

(図表11) 消費者信頼感指数の推移



(資料) コンファレンスボード、ミシガン大学

(図表12) ISM指数の推移(月別)



(資料) Institute for Supply Management

3、金融政策では、当面現行緩和策を持続

5月初めにかけて開催されたFOMCでは現行緩和策の持続が決定された。これに伴い、昨年12月に決定された現行緩和策の中核である「資産購入策」と「ゼロ金利政策及びそのフォワードガイダンス」は、1月・3月に続いて維持されることとなった。また、「労働市場が十分に回復するまで資産購入を続ける」とした声明文の文言は維持されたが、今回新たに「インフレと雇用市場の変化次第では、資産購入のペース増減を準備している」と付け加え、資産購入の変更をし易くした。なお、ゼロ金利政策については、従来どおり、失業率が6.5%を上回り1～2年先のインフレ見通しが2.5%以内にあるうちは継続される。

次回FOMCは6月18-19日開催が予定される。現行政策は当面維持されると思われるが、4月に続き5月雇用統計等の改善度次第では、資産購入ペース変更の議論が活発化しよう。

(FOMCの概要)

(1) 現行緩和策の維持を再表明～資産購入の柔軟な変更を示唆

4月30日～5月1日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、現行緩和策を据え置き、月額850億ドルの資産購入の継続を決定、その他の政策にも変更は無かった。

米国では、緩慢な景気回復下で失業率高止まりが持続、物価の安定と雇用の最大化を政策目標とするFRBでは、インフレ安定の下で、景気を加速し失業率を低下させることに重点を置いている。その主要な現行緩和策は、「資産購入策」と「ゼロ金利政策及びそのフォワードガイダンス」となるが、ゼロ金利政策では、昨年12月FOMCで、それまで2015年半ばまで維持するとしていたものを、「インフレ見通しが2.5%内に収まることを条件に、失業率が6.5%を下回るまで維持する」と変更、今回も同政策を維持した。ガイダンス変更に際し、バーナンキ議長は2015年半ばまでを据え置き期間と見ており、実質的な変更ではないと説明している。

一方、資産購入策では、昨年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)に加え、12月FOMCでは、年末に期限を迎えたツイストオペレーションに代わり、長期国債を毎月450億ドル購入することを決定した。その後、1月・3月FOMCに続き、今回のFOMCでもこれらの緩和策の維持を決定、市場の予想通りの結果となった。

ただ、3月FOMC議事録(要旨)が発表されると、出口戦略の議論が活発に行われた事が明らかとなり、中でも「多くの意見」が、雇用市場の十分な回復が確認できる前に、購入を縮小ないし終了する可能性を指摘した」点が市場の警戒を高めたが、3月雇用統計が予想外に減速を見せたため、今回FOMCでは資産購入縮小論の先送りが優勢となっていた。この点、声明文の「雇用市場が十分に改善するまで、資産購入を持続する」との文言は今回も変更はなかったが、「**委員会は、雇用市場の状況とインフレの変化に従って緩和政策を適切に維持するため、購入ペースの増減を行う準備をしている**」が付け加えられ、より柔軟な資産購入の増減が示唆された。

また、声明文の景気認識では「**財政政策による景気抑制**」を指摘したが、その他にはほとんど変更は見られず、カンザスシティ連銀のジョージ総裁が反対票を投じた理由も前回と同様だった。なお、今年FOMCでは、3・6・9・12月のFOMC後に限って記者会見を設定、今回は予定通り会見は行われなかった。

次回FOMCは6月18-19日に開催されるが、雇用の改善が進めば、景気を下支えしているFRBの金融緩和策に影響を与える可能性が出てくる。市場が注目しているのは、FRBが昨年来続けている長期債購入規模の縮小時期である。FRBは失業率6.5%を割り込むまではゼロ金利政策を維持するとしており、その時期を2015年半ばと見ている。バーナンキ議長は利上げの半年ないし1年前には流動性吸収に取りかかる必要があると見ており、仮に、2014年半ば以降にそうした準備に取り掛かるのであれば、それ以前に流動性拡大を止めておく必要がある。雇用状況にもよるが、上記のフォワードガイダンスを前提とすれば、量的な緩和は年内一杯に留めたいところだろう。今後は、景気・雇用状況を睨みながら、そうした時期を探ることとなる。次回FOMCでは、政策変更は先のこととしながらも、金融緩和策の出口戦略が議論されることとなる。

(声明文の要旨)

(2) FOMC声明文の概要

FOMCの声明文では、**前回FOMC以降の米経済**について「経済は緩やかに拡大している。雇用市場は幾分改善しているものの、失業率は高止まりしている。家計消費や設備投資は改善を見せ、住宅部門は改善の動きを一層強めているが、**財政政策が成長を抑制している**。インフレは、エネルギー価格の影響を受けた一時的な変動を別にすれば、委員会の長期目標を幾分下回って推移、長期的インフレ期待は安定している」とした。変更は“**財政政策が成長を抑制している**”と明記した点に留まる。

先行きの見通しでは、「委員会は法令で定められたFRBの責務(mandate)である雇用の最大化と物価の安定を追及している。委員会は、適切な金融緩和策により経済成長は緩やかに拡大、失業率はFRBの責務に一致するレベルへと次第に低下すると見ている。また、依然ダウンサイドリスクを注視している。インフレに関しては、中期的に2%の目標ないしそれ以下のレベルで推移すると見込んでいる」とし、前回と同様の表現とした。

資産購入についても前回と同様、「強い景気回復を支え、当面のインフレをFRBの責務にはほぼ一致した水準とするため、委員会はMBSの月400億ドルの購入と、長期国債の月450億ドルの購入を続ける。さらに、保有している政府機関債や同機関のMBSや国債からの償還金を再投資する現行政策を維持する。これらの行動により、長期金利の引き下げ圧力を維持し、住宅ローン市場を支援、金融市場を幅広く緩和的にするだろう」とした。

「委員会は今後の経済・金融状況を緊密にモニターし、物価安定下で労働市場の見通しが十分に改善するまで国債及びMBSの購入を継続、その他の適切な政策手段を用いる。**“委員会は、雇用市場の状況とインフレの変化に従って緩和政策を適切に維持するため、購入ペースの増減を行う準備をしている。”**購入額や購入ペース、買い入れ資産の構成比、等の決定に際しては、経済目標への進捗度同様、効率性とコストについて適切な配慮を行う」と表明、上記の太字の部分を加筆し、今後の経済状況次第では購入ペースの変更があり得ることを強調した。

また、**金利とそのフォワードガイダンス**については「雇用の最大化と物価の安定を支えるため、資産購入プログラムが終了し、景気回復が強まった後も、強い金融緩和策をかなりの期間維持するつもりである。特に、**FF目標金利**を0~0.25%に据え置く決定に際し、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%以上は上回らず、長期インフレ期待が安定している限り、FF金利の異例の低水準を維持する。委員会では、高いレベルの金融緩和スタンスをどれほど長く維持するかについては、雇用情勢の追加指標や、インフレ圧力やインフレ期待を含むその他の情報や、金融状況の進展等も考慮するつもりである。また、金融緩和策をやめることを決定する時には、雇用の最大化と2%のインフレという長期目標に一致するバランスのとれたアプローチを取るつもりである」と前回同様の文言とした。

また、今回の決定に際し、カンザスシティ連銀のジョージ総裁が、「持続的な強い金融緩和が将来の経済や金融不均衡のリスクを増幅、長期インフレ期待を高める」と前回と同様の理由で反対票を投じた。

(図表 13) 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はありません。