

# Weekly エコノミスト・ レター

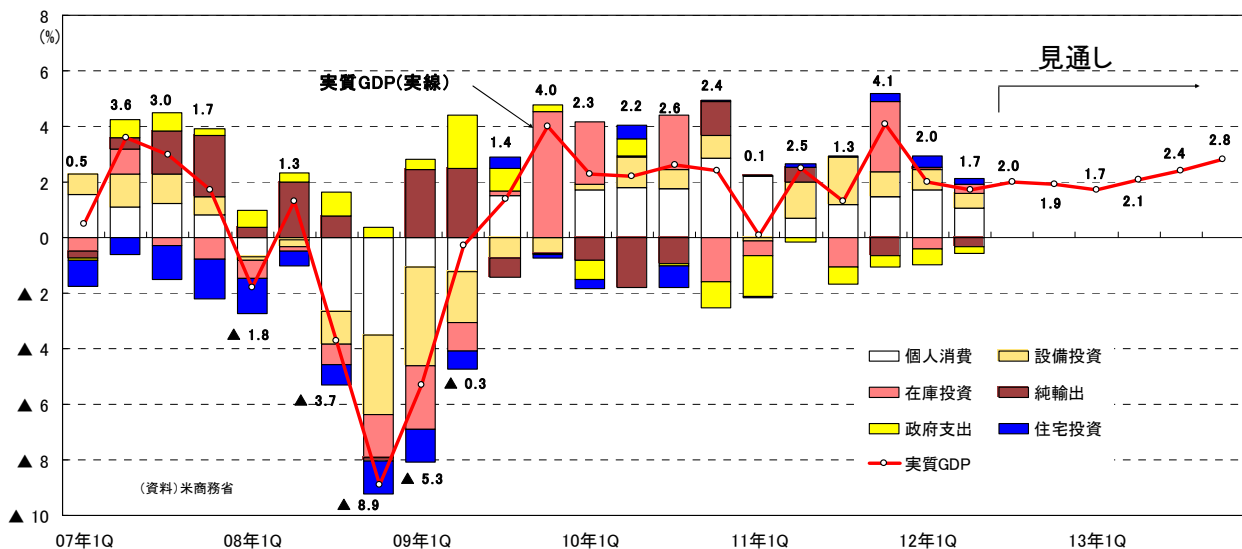
## 米国経済見通し～欧州問題、財政の崖等の下ぶれリスクを抱えながらも緩やかな成長を持続

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. 4-6 月期の米経済は欧州債務問題を懸念したリスク回避の動きが強まり減速を見せたものの、7-9 月期は持ち直しの動きを見せている。ただし、欧州問題は直ぐに解決する問題ではなく、今後の動向次第では、再び米景気への影響を強めよう。
2. 加えて、米国内では「財政の崖」問題への対応が見えないことが景気の先行きを不確かなものとしている。結局の所、問題の解決は短期的に先送りされる可能性が強く、2013 年も景気や金融市場に混乱を繰り返すリスクが残されよう。
3. 住宅市場等には改善の動きも見られるが、住宅市場や雇用の回復水準は低く、景気や個人消費への抑制的な作用が続くため、米経済は引き続き低めの成長が見込まれる。
4. 政策面では、高止まりする失業率の改善に向け、F R B が追加緩和策を講じる可能性が強まっており、引き続き金融政策の動向が注目される。
5. 以上により、米経済は下ぶれリスクを抱えながらも、政策的な下支え効果が期待でき、緩やかな成長が続くそう。2012 年の成長率は 2.3%、2013 年は 2.0% と見込まれる。

(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、 米国経済見通しの概要

4-6 月期の米経済は、雇用統計、小売売上高、主要指標が軒並み悪化、GDPも年率 1.7%と 1-3 月期から鈍化した。しかし、7-9 月期は雇用統計や小売売上高が持ち直すなど、さらに悪化を深める状況とはなっていない。ただ、4-6 月期の減速を招いた主要因である欧州債務問題や財政の崖といった先行き不透明な要素は改善されたわけではなく、引き続き経済の重石となっている。当面、大統領選を控え、経済・金融状況とも様子見の展開が予想されるが、こうした下ぶれリスクはすぐに解決できるわけではなく、2013 年の経済でも影響を持続しよう。

### (1) 7-9 月期は景気持ち直しも、先行き不透明感から推進力に欠ける展開

米経済の成長率の推移を見ると昨年 10-12 月期に前期比年率 4.1%とリセッション後では最大となる成長率を記録後、1-3 月期は同 2.0%へと低下した。4-6 月期に入ると、ギリシャを始めとする欧州債務問題が下ぶれリスクとして台頭、実質 GDP（改定値）は 1.7%（前期比年率：以下も同じ）に減速、2 四半期連続の低下となった。1-3 月期の成長には住宅投資や個人消費等に暖冬の影響が大きかったが、4-6 月期は暖冬要因の剥落に加え、欧州問題の深刻化等により、景気の先行きに不透明感が強まり、主要な経済指標の悪化を招いた。米経済が欧州問題への警戒を強めたのは 3 回目となるが、今回はギリシャを巡る状況に加えてスペインの信用問題への懸念が強まっている。欧州債務問題は年々広がりを見せており、すぐに収束する状況にはない。

一方、米経済はリセッション脱出後 3 年を経過しており、緩慢とは言え体力面での回復が進行、金融面でも異例の緩和策が実施されている。欧州問題への警戒は強いが、2010 年の最初のギリシャ・ショックや昨年のユーロ危機等からの影響に比し、今のところ景気面への波及がそれほど広がりを見せているわけではない。

また、米国内には、11 月の大統領選挙後に「財政の崖」への対応という困難な材料も控えている。昨夏の債務上限引き上げ問題では金融市場が大混乱に陥ったことから、当問題への警戒は怠れない。財政赤字削減を進める中、財政政策には多くを期待できず、財政の崖への懸念が強まる中、FRB の対応に注目が集まる。早晚、追加緩和策がとられよう。ただし、現状では二番底を警戒するほど景気の減速が強まっているわけではない。内外に下ぶれリスクを抱えながらも、金融緩和策等により下支えされた緩やかな回復が続きそうだ。

### ● 主要指標の持ち直しで、景気への懸念は薄らぐ

米景気は 7-9 月期に入ると、4-6 月期の反動もあって主要指標では持ち直しの動きを見せている。8 月雇用統計では、非農業事業部門の雇用者が前月比 9.6 万人増と不冴えだったものの、7・8 月平均では 11.9 万人増と 4-6 月期の月平均（6.7 万人増）から回復した。しかし、堅調だった 1-3 月期の同 22.6 万人増からほぼ 1/2 に落ち込んだ。7・8 月の雇用統計は、景気失速への懸念を緩和したが、失業率は 8.1%高止まり状態が続いている。

また、住宅価格（ケースシラー 20 都市指数、季節調整後）では前月比で 5 ヶ月連続の上昇を示すなど、住宅価格底入れが鮮明化、販売在庫水準も大きく低下するなど、住宅市場が回復の動き

を強めている。このまま回復軌道を強めれば、個人消費や雇用市場にも好影響を及ぼす可能性も出ている。

個人消費関連の経済指標では、小売売上高が、6月にかけてリセッション後では初めの3ヵ月連続の前月比マイナスが続き、雇用統計と並んでその動向が注目されていたが、7月は前月比0.8%と市場予想(同0.3%)を大幅に上回り6ヵ月ぶりの伸びを回復、現時点の8月市場予想も同0.7%と堅調な伸びが予測されている。特に、自動車販売が好調を維持しており、8月の販売台数は年率1452万台(オートデータ社)と4年ぶりの高水準を回復、8月小売売上高にも好影響を及ぼそう。こうした高額商品の売れ行き好調もあり、消費の持ち直しも期待されている。ただ、6月までの3ヵ月連続の減少が響き、小売売上高の前年比の伸びは4.1%に留まる。また、後述のように消費を抑制する要因も持続しているため、個人消費全体では年間2%弱の低めの成長が見込まれよう。

企業部門では、企業のセンチメントを示すISM(米供給管理協会)指数のうち、8月製造業指数(PMI)が49.6と3ヵ月連続で50を割り込んだ。同指数は6月に2009年7月以来初めて50割れを示し、34ヵ月連続の50越えに終止符を打った。同指数の50は製造業の拡大・縮小の分かれ目とされ、3ヵ月連続で製造業の減速が示された形となった。ただし、ISMでは過去のデータでみた8月PMIは実質GDPの年率2.4%に相当するとし、現状はそれほど落ち込んだ状態ではない。また、8月ISM“非製造業”指数では53.7と連月で上昇、32ヵ月連続で50越えを続けるなど底堅い推移を見せている。

一方、7月鉱工業生産指数でも前月比0.6%と前月(同0.1%)から持ち直した。稼働率は79.3%と前月(78.9%)を上回り2008年4月以来4年ぶりの高水準となった。自動車販売が堅調なことから、生産面でも自動車を牽引役とした伸びが期待される。

## (2) 欧州問題と財政の崖という景気下ぶれリスクを抱えながらも回復持続か ～下ぶれリスクへの耐性は徐々に高まる

足元では持ち直しの動きも見られるが、国内では大統領選を控えており、「財政の崖」問題に解決の糸口が見出せない。また、海外には4-6月期の米景気に減速をもたらした欧州問題が燻る。「欧州問題」と「財政の崖」が、米景気にとっての下振れリスクとして存在する状況は、しばらく持続しよう。欧州の問題は、主要な課題がギリシャからスペインへと移行しつつあるが、当該国の情勢以上にユーロ圏全体の取り組み方に注目が集まる。その他の国に飛び火する可能性も否定できず短期に解決できる問題ではない。

また、米国では11月の大統領・議会選挙を控え、選挙を前にした二大政党の主張の対立が激化する中、選挙後の年末にはブッシュ減税やオバマ政権の主要な景気対策である給与税減税等が期限を迎える。さらに、新年には予算管理法により歳出の自動的削減が開始されるのに加え、昨夏に金融市場を混乱させた政府債務上限問題も控えている。こうした減税期限や赤字削減策が同時期に重なるため、バーナンキ議長は「財政の崖」と呼び、「財政問題の取り扱いに議会が明白な方針を示さなければ、間違いなく景気や消費支出に大きく影響する」と議会に警鐘を鳴らしている。

## ● 「財政の崖」での議会の対応なければリセッション突入も

「財政の崖」の取り扱いについては、税制改革は選挙時の争点としても注目されるが、現状では目途が立っていない。おそらくは、大統領選挙後のレイムダックセッションで議論されるものの、早期に結論を出すことは難しく、結局、議会では、現状維持を図るべく、期限切れとなる法律を延長・維持すべく、失効・発動の先送りを決定せざるを得ないだろう。ただし、瀬戸際まで取り扱いについての混乱が続くのであれば、昨年の債務上限引上げ時と同様、金融市場の大混乱を再来しかねず、当面の下ぶれリスク要因として警戒は怠れない。

CBO（議会予算局）の5月レポートでは、財政の崖の規模を2012年度から2013年度にかけての赤字削減額で算出しているが、それによると、合計6070億ドル（GDP比4%、景気へのフィードバック効果を考慮した額では5600億ドル）に昇る赤字削減額を見込んでいた。ただし、2013年度は10月から始まるため、暦年の対比となると、2013年通年の合計はGDPの5.1%にまで膨れる。

その後発表されたCBOの8月見通しでは、2012年度の赤字縮小等もあって、2013年度の前年度比の赤字削減額は上記の5600億ドルから4870億ドルと修正されたが、こうした急激な削減が実際に生じると経済への影響は大きい。CBOでは、2013年の実質GDP成長率の予測を年率で、上半期▲2.9%、下半期1.9%、年間では▲0.3%と見込み、従来の予想（同0.5%）を引き下げた。CBOでは、財政の崖を回避しなければ、著しいリセッションに陥り、約200万人の雇用を失い、2013年4Qの失業率は9.1%に上昇するとしている。

問題なのは、欧州財務問題も財政の崖もすぐに決着の着く問題ではないことである。欧州問題はその対処策を巡ってユーロ各国の意見が対立しているが、当該国の経済は悪化しており、今後も悪化が続く恐れがある。財政の崖については、短期的に先送りされたとしても、再び混乱を招く可能性がある。いずれの問題も、来年に入ってからでも景気の下ぶれリスクをもたらす要因として残されよう。

(図表 2) 2013 年度赤字削減額の内訳 (対前年度比)

(総 計)		487
歳入面		393
	ブッシュ減税等の失効	225
	給与税減税の終了	85
	その他の減税等の終了	65
	医療保険料等の増額	18
歳出面		98
	予算管理法による削減措置	54
	失業保険期間延長措置の失効	34
	診療報酬削減措置の失効	10
その他(注)		-4

(資料)CBO8月修正見通し、単位:10億ドル、(注)上記内訳に分類不可のもの、フィードバック効果の差し引き等

### (3) 2013年も下ぶれリスクを抱えながらの緩やかな成長が持続 ～2012年2.3%、2013年2.0%を見込む

米経済は、リセッションの影響により860万人を超える雇用者と住宅資産の3割強を失った。その後の回復は鈍く、雇用増は失われた半分に届かず、住宅価格に至っては漸く底打ち反転の動きを見せたところである。こうした状況は、特に個人消費に影響が大きい。雇用回復の遅れは個人所得の伸びを低めて消費を抑制し、落ち込んだ住宅価格は資産効果や住宅ローンを抱えた家計のバランスシート調整を通じて個人消費を抑制している。GDPの7割を占める個人消費が伸び悩む中では景気の本格回復は望めない。



また上記のように、米国経済は2013年に入っても「欧州問題」「財政の崖」を巡る下振れリスクを抱える。さらに、海外経済の停滞や原油価格の上昇、といったリスク要因も抱える。そうした中、今後も金融緩和策に下支えされながらの回復が続くが、当面、本格回復には至らず低めの成長率が続くだろう。2012年成長率は2.3%、2013年は2.0%と見込まれる。前回6月見通しからは若干の修正にとどまり、特段の構造的な変化はない。2011年の1.8%からは上昇するものの、潜在成長率には届かず、失業率の改善も緩慢だろう。住宅市場の改善が注目されるが、正常化には時間を要し、個人消費も緩やかな回復に留まるだろう。

(図表3) 米国経済の見通し

	単位	2010年	2011年	2012年	2013年	2011年				2012年				2013年			
						1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
						(実績・予測)	(実績)	(実績)	(予)	(予)	(実績)	(実績)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	2.4	1.8	2.3	2.0	0.1	2.5	1.3	4.1	2.0	1.7	2.0	1.9	1.7	2.1	2.4	2.8
個人消費	〃、%	1.8	2.5	1.9	2.0	3.1	1.0	1.7	2.0	2.4	1.7	2.0	1.8	1.8	2.2	2.3	2.4
設備投資	〃、%	0.7	8.6	8.4	5.2	▲1.3	14.5	19.0	9.5	7.5	4.2	3.9	6.1	3.9	5.8	6.2	7.1
住宅投資	〃、%	▲3.7	▲1.4	11.1	10.6	▲1.4	4.1	1.4	12.1	20.5	8.9	9.3	9.7	9.8	10.5	14.1	13.7
在庫投資	寄与度	1.5	▲0.1	0.2	0.0	▲0.5	0.0	▲1.1	2.5	▲0.4	▲0.2	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2
純輸出	寄与度	▲0.5	0.1	0.0	▲0.1	0.0	0.5	0.0	▲0.6	0.1	0.3	▲0.0	▲0.0	▲0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.2
消費者物価(CPI-U)	前期比年率、%	1.6	3.1	2.0	1.7	4.5	4.4	3.1	1.3	2.5	0.8	2.0	1.3	1.7	1.9	2.0	2.0
失業率	平均、%	9.6	9.0	8.2	7.9	9.0	9.0	9.1	8.7	8.3	8.2	8.2	8.1	8.0	8.0	7.9	7.8
FFレト誘導目標	期末上限金利、%	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
国債10年金利	平均、%	3.2	2.8	1.8	2.2	3.5	3.2	2.4	2.1	2.0	1.8	1.6	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5

(資料)実績は米商務省、労働省、FRB。

(その他見通しのポイント)

## 2、最近の米経済の特徴的な動き～緩慢な成長下で改善の動きが徐々に進行

米景気が前述の下振れリスクを抱え、雇用回復の遅れによる所得の伸び悩みが続き、住宅価格の下落に伴う資産効果等により個人消費が抑制されるなど、多様な成長抑制要因が続く構造に大きな変化は見られない。抑制要因の多くは「雇用」と「住宅市場」の回復の遅れに起因するが、そうした中で住宅市場の改善の動きが注目される。

### (1) 住宅市場に改善の動き

最近の経済動向で注目されるのは、住宅市場が回復への動きを強めていることだ。住宅市場指数が5年来の水準を回復し、住宅着工件数も回復傾向を辿る。住宅販売の回復から在庫調整が進み、住宅価格の上昇が続いている。今後、住宅市場が本格回復に向かえば、資産効果や関連消費需要などの消費面に与える効果に加え、建設需要の回復による雇用面への影響も大きい。もともと、現状の住宅市場の回復水準は過去の平均的水準を大きく下回っており、未だに消費等に抑制的に作用している側面が大きい。

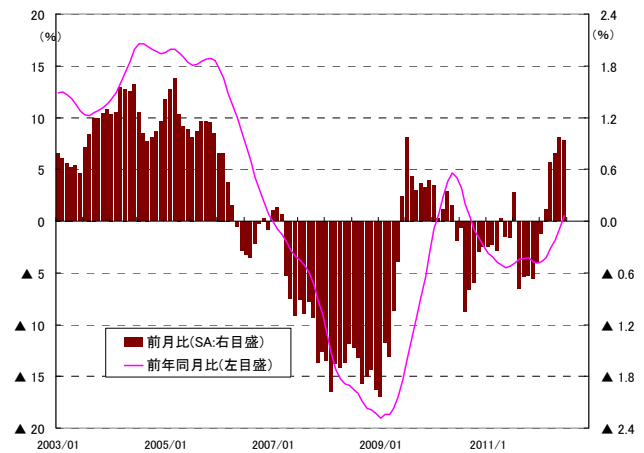
## ●ケース・シラー指数は5ヵ月連続の上昇

住宅市場の回復を特徴づけるのは住宅価格の回復が広がりを見せていることだろう。6月ケース・シラー20都市住宅価格指数は、前月比0.9%(季節調整済)と5ヵ月連続の上昇となった。前年比では0.5%と2010年9月以来のプラスに浮上した。ただし、2006年央の住宅価格ピーク時から6月までの下落率は▲31.1%と、ボトム(▲35.1%)からの改善はまだ初期段階にすぎない。

住宅価格の下落は、資産効果やバランスシート調整等を通じて景気の足かせとなっているが、現在の価格改善の動きが一段と鮮明化すれば、これまで様子見にあった買い手が、価格上昇前の住宅取得を狙って市場に参入して来よう。また、価格上昇が進めば、コスト面からの制約が緩和され、住宅建設の回復も期待できる。長らく冷え込んでいただけに回復への期待は大きい。

(その他の住宅市場の状況については、[8/17付エコノミストレター「回復見せる住宅市場」](#)を参照下さい)

(図表4) ケース・シラー20都市価格指数の推移



(資料) S&P 社、月別

## (2) 注目集める雇用～回復スピードは鈍いが23ヵ月連続の増加

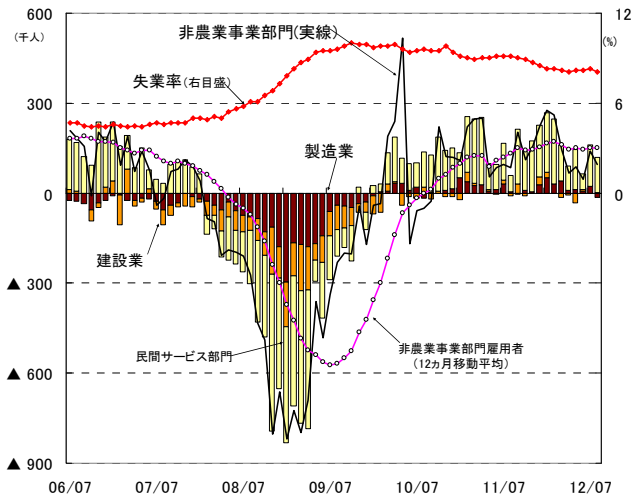
リセッション脱出(2009年6月)後3年を経過するなか、失業率が高止まるなど、景気の抑制要因とされる「雇用市場」の回復の遅れは、「住宅」とともに米経済の足かせとされる。雇用回復の遅れは、GDPの7割を占める個人消費に影響が大きく、4-6月期の個人消費が年率1.7%と1年ぶりの低い伸びに低下するなど、未だに景気の推進役になれない背景ともなっている。

## ●8月雇用増は10万人割れ～回復持続も回復スピードの鈍さが課題

8月雇用統計は、非農業事業部門の雇用者が前月比9.6万人増と前月(14.1万人)を大きく下回った。1-3月期の月平均は22.6万人増を記録したものの、4-6月期は同6.7万人増、7-9月期は8月まで同11.9万人増に留まる。今年に入ってから低成長率が続いていることもあって、雇用増は伸び悩みの状況にある(図表5)。

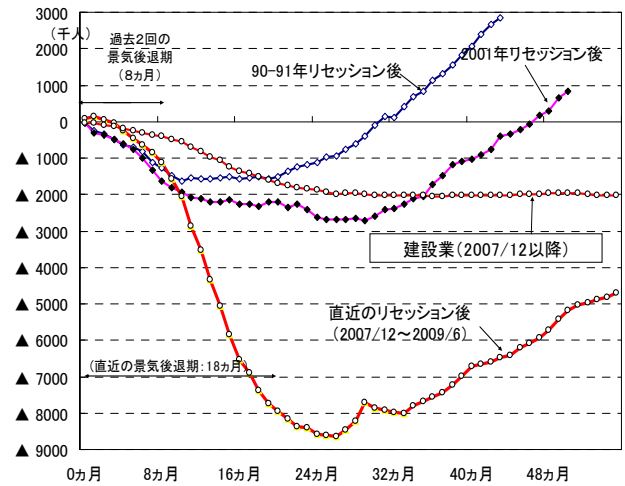
雇用者は23ヵ月連続で増加を見せ、緩やかながら改善は続いているが、課題とされているのはその回復の遅さであり、現状のスピードでは失業率の大幅な改善は難しい。リセッション入り後の雇用減少規模が最大860万人超と前回リセッション時(270万人)の3倍に昇るなど、今回リセッションによる雇用への影響が極めて大きかったのに対し、未だに400万人程度の回復に留まるなど、減少数の半分に届かない。リセッション以降に失われた雇用の大きさや、高水準にある失業率(8月8.1%)の状況を考慮すると雇用回復の動きは鈍い。なお、建設部門の雇用の累積減少数は200万人を数えるが、未だに底這い圏にあり、雇用全体の回復を遅らせる主要因ともなっている。今後、住宅市場の回復が進めば雇用増にも貢献が大きい(図表6)。

(図表5) 雇用者増減の推移(前月比、千人)



(資料)米労働省

(図表6) リセッション入り後の累積雇用者増減



(資料)米労働省、横軸はリセッション入り後の経過月数

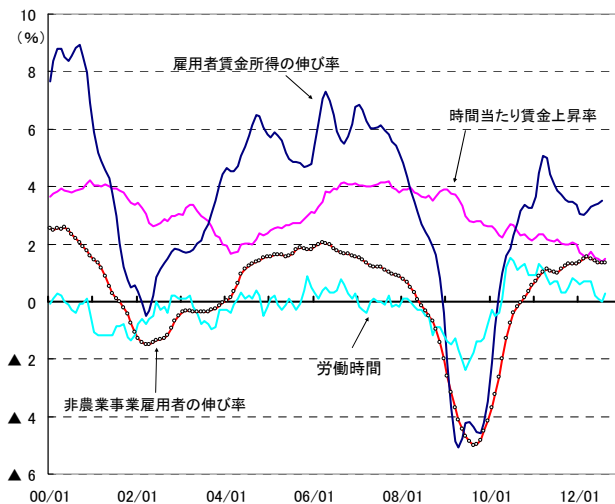
### (3) 底堅さを見せる消費の背景

#### ①個人所得の伸びに回復の動き

雇用状況について、前年比の動きを見ると雇用者増一方、賃金上昇率や労働時間が低下傾向にある。このため、2011年2月に5.4%とリセッション後のピークをつけた賃金所得は、2月に2.7%まで低下した。その後は3.5%（7月）とやや持ち直している(図表7)。

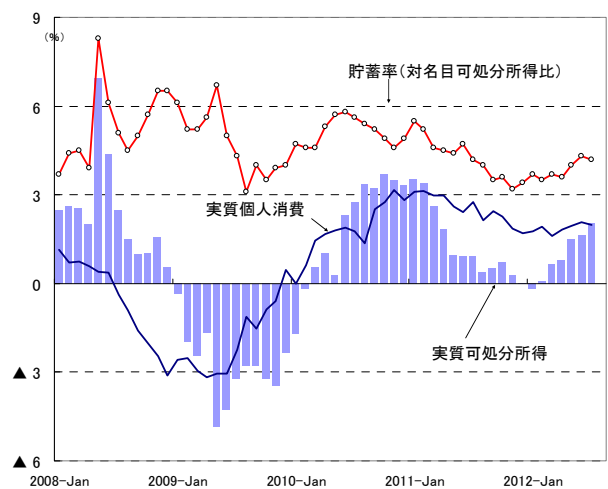
雇用回復の遅れにより個人所得の伸び悩みが懸念されていたが、年次改定後の実質可処分所得の伸びを見ると本年1月に前年比で▲0.2%のマイナスをつけた後は、7月の同2.0%まで連月で伸び率を回復、7月は昨年3月以来の伸びを回復した。一方、実質消費は低めの伸びながらも前年比2%前後で推移、7月は同2.0%と所得の伸びに下支えされる形となっている。貯蓄率も上昇傾向にある。今後も所得の伸びが維持できれば、個人消費の下支えが可能となろう(図表8)。

(図表7) 雇用状況と賃金所得の推移(%)



(資料) 米国労働省、(注) 前年同月比の3ヵ月移動平均

(図表8) 実質所得・消費の推移(前年同月比、%)



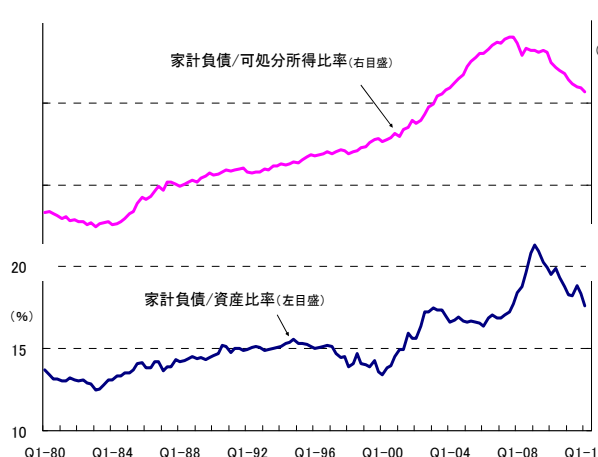
(資料) 米国商務省、(注)貯蓄率は可処分所得比の当月分

## ②金利低下で家計の返済負担が改善

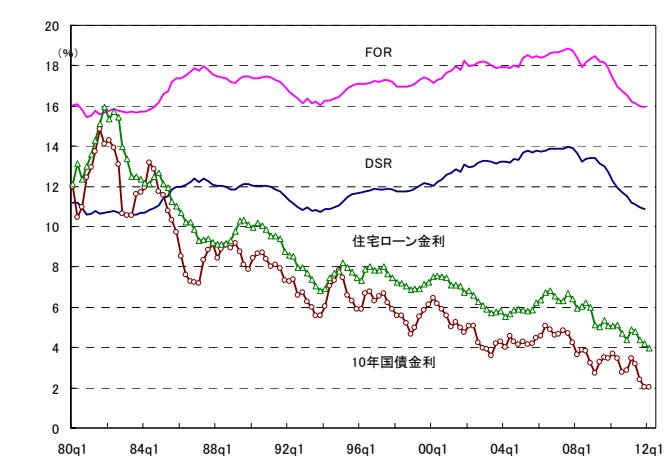
金融緩和は消費を後押ししている。家計の負債を資産との対比で見ると、2012年1Qの負債/資産比率は17.6%となり、ピークだった2009年1Qの21.3%から低下、リセッション入り時の2007年4Q（17.7%）とほぼ同水準となる。また、可処分所得で見た負債比率は114.1%とピークの134.2%（2007年3Q）から低下、2003年4Q（114.7%）とほぼ同水準となったが、前々回リセッション終了後の2001年4Q（103.8%）との比較ではなお高水準にある（図表9）。

一方、可処分所得比で家計の返済負担率を見ると、DSR（デット・サービス・レシオ）は10.98%（2012/1Q）と1994年以来の低水準に、FOR（金融支払い負担）では16.06%（2012/1Q）と1993年以来の低水準へと低下している。ゼロ金利政策やツイストオペレーションの実施等、異例の金融緩和策が実施される中、長期金利が低水準で推移しており、負債の減少以上に返済負担の軽減が進んでいる（図表10）。〔注、DSR：デット・サービス・レシオ＝住宅ローンと消費者信用の返済負担、FOR：金融支払い負担＝DSR＋自動車リース料・家賃・保険料等、いずれも可処分所得比（%）、出所：FRB〕

（図表9）家計の負債比率の推移（四半期）



（図表10）家計の金融支払い負担（対可処分所得比）

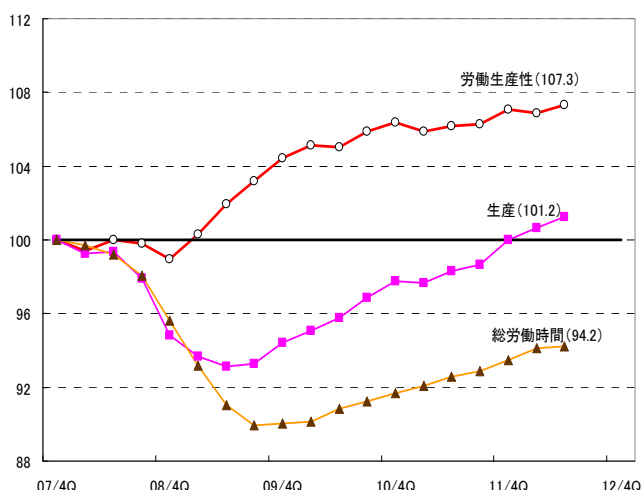


## （4）生産性上昇で企業利益は回復～先行きの雇用増に期待

労働生産性指数では、リセッション時（2007年10-12月期）を100とすると、生産が101.2とリセッション前の水準を回復する中、総労働時間は94.2に留まる。半面、生産性が押し上げられ企業利益増に貢献している。大幅なリストラは雇用所得減に繋がり消費に抑制的に作用する一方、企業利益を向上させて株価を上昇、配当を増加させる。既に企業利益はリセッション前の水準を大きく上回り、緩やかながら配当額も増加を続けており、最近の個人所得増に配当の増加が寄与するなど消費にもプラスに作用している。また、キャッシュフローの伸びで資本支出も堅調な回復を見せている。今後、こうした動きが雇用者増に繋がれば、景気回復も軌道に乗せることができるが、その前に現状の先行き不透明感を取り除き、経営者の投資意欲を高める必要がある。

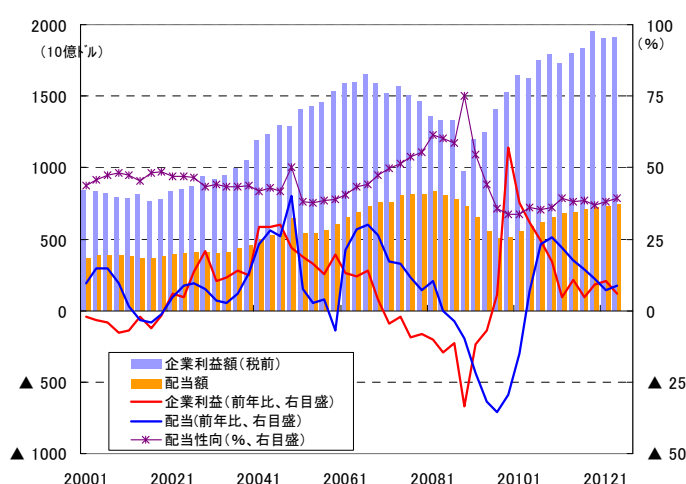


(図表 11) 労働生産性の推移(2007/4Q=100)



(資料)米労働省、四半期別

(図表 12) 企業利益の推移(10 億ドル)



(資料)米商務省、四半期別

### 3、金融政策の見通し

#### (1) 7月末FOMCは現状維持も、追加緩和策を議論

政策面では財政支援の困難さもあって金融政策への依存が強まっている。また、今後も下ぶれリスクを抱えながらの回復が見込まれるため、景気下支え役としてのFRBの役割は極めて重要といえる。FRBでは、現在進行中の緩和策として2014年後半までのゼロ金利政策維持を表明、並行して年内のツイストオペレーションによる長期国債の買入れを実施しているが、8月雇用統計が鈍化を見せたこともあり、「インフレ安定とともに雇用の最大化を政策目標」とするFRBにとっては、追加策の実施への準備を整えつつある。

前回7月31日～8月1日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、欧州債務問題等を懸念して景気の先行き不透明感を高め、減速を見せる米経済にどのように対応するかが議論された。結果として、景気認識を下方修正したものの追加緩和策は見送った。声明文では、6月発表と同様、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年以内の国債を売却）を年末まで実施し、2014年遅くまでゼロ金利政策を維持する、という現行緩和策の継続を表明、市場が注目する「QE3」等の資産購入については温存された形となった。

FOMC前に発表された4-6月期GDPは景気減速の一方、二番底が懸念されるほど深刻な状況ではないことを示したため、FRBは、(1)高止まりしている失業率の引き下げに向け思い切った緩和策で景気の加速を図り“雇用の最大化”を達成するか、(2)一定の金融緩和策を実施、現状の景気を下支えしつつ、長期間をかけて副作用（インフレ懸念）のない自律的な回復を促すのか、といった選択肢のうち後者を選択したと言えよう。

#### ●議事録では、早い時期の追加緩和策実施を明記

前回のFOMCでは政策内容の変更はなかったものの、直後に発表された声明文では、景気認識を「減速した=decelerated」とし、今後についても「必要に応じて追加緩和策を提供」と変更、

前回までの「更なる行動の準備がある」からより具体的な表現に変更するなど、追加緩和策に近い状況を示唆する内容となっており、早晚、追加緩和策を実施するとの見方を強めている。なお、8/23公表のFOMC議事録のポイントは以下の通り。

#### 《7月末FOMC議事録のポイント》

- **追加緩和策実施を示唆**～「景気の回復は前回（6月）FOMCから大きな変化はない中、①欧州問題、②世界経済の減速、③「財政の崖」問題の接近、等により、先行きの不透明感を強めた。前回実施の追加緩和策の評価についてはなお時間を要するが、2014年末の見通しでは、依然、多くの参加委員が“失業率は目標を上回りインフレは下回る”と見ている。また、追加緩和策の実施は雇用等の加速に有効というのが、多くの参加委員の見方となっている。このため、多くの参加委員は『充分かつ持続的な景気回復の強まりが示されなければ、追加金融政策はかなり直ぐにも（fairly soon）正当化される』と判断している」とした。これまでにない明快な表現が、次回9月FOMCでの追加策実施の可能性を高めた。
- **QE3のハードルの高さは不変**～ただし、追加策がQE3になるとの考えが示されたわけではない。議事録で、真っ先に取り上げられた政策オプションは、ゼロ金利政策の更なる延長の表明である。この政策については、景気回復過程の中でハイグレードな金融緩和姿勢の維持を示すものとして高い評価を与えている。次の政策オプションとして、新たな大規模な資産購入を取り上げているが、長期金利を引き下げるなど景気回復を支援すると評価する一方、現状（すでに長期金利が低下している）に有効であるか、その効果が一時的ではないか、また、コストに見合ったものと言えるか、さらにバランスシートを拡大することは正常化へのプロセス時に懸念が生じるのではないかと、等様々なネガティブな意見も紹介されている。QE3のハードルが高いことを示唆するものといえよう。半面、スタッフからマーケットを混乱させることなくかなりの追加資産購入が可能との分析が紹介されている。
- **そのほかの緩和政策オプション**としては、銀行準備への付利引き下げをあげている。何人かのメンバーがコメントしたとしているが、上記の政策オプションのように時間をかけて議論した様子はなく、政策オプションとしては劣位に位置づけられそうだと。また、効果についても賛否に分かれた様子が示されている。

## （2） ジャクソンホール講演でも追加緩和策を示唆

### ～QE政策の解説に時間を割き、実施への地ならしも

8月31日には注目のバーナンキ議長のジャクソンホール講演が行われた。上記の議事録を踏まえた形で、「高止まりしている失業率は米経済に構造的な損失を与える深刻な懸念事項」とし、必要に応じて追加緩和策を実施していく」とした。講演内容はFRBの資産購入策を中心とする非伝統的策策についての評価やコストに関するもので、QE3への地ならしの見方も出来そうである。要旨は以下の通り。

- 連銀の大規模資産購入策（LSAPs：large-scale asset purchases、所謂QEのことは、これまでのところ景気回復を支援する重要な効果をもたらした。正確な計測は困難であるが、過去

2回の資産購入により、10年国債金利を80~120ベースポイント引き下げ、過去の経験を踏まえたモデルによる試算では生産レベルを約3%引き上げ、200万人以上の民間雇用を創出した。

- また、フォワードガイダンス（ゼロ金利政策期間の表明）は、将来の短期金利予想を引き下げることで長期金利の引き下げにも繋がる。さらに、民間の将来的な政策金利予想を低下させることで金融緩和を浸透させる。こうした非伝統的政策手段に関する効果の評価は、経験が乏しいこともあって慎重にすべきである。これまで効果的であったからといって、効果の大きさや持続性について、伝統的な政策ほど確証を持っているわけではない。
- 資産購入策にはデメリット（コスト）もある。第一は、証券市場機能を阻害する恐れがあることだが、今のところはそうした問題を確認していない。第二は、バランスシートの拡大により、緩和策の転換時に政策への信頼を減じないかという点である。そうした信頼を喪失すれば、インフレ期待への歯止めが効かなくなる懸念が生じるが、現状では、インフレ期待に大きな影響を与えてはいない。第三は、金融安定性へのリスクである。長期金利の低下が、それまで金利上昇に慎重だった投資家を安易に低金利への投資に誘導することとなりかねず、そのことが景気回復時に混乱を招く。この点、FRBではよりシステマチックに監視できるように手法を整えている。第四は、金利が予期せぬ上昇を見せた場合に、FRBが損失を抱えることである。以上のように、非伝統的政策には伝統的政策以上にコストを要する可能性がある。そのため、伝統的な政策に較べてはハードルを高くする必要があるものの、そのコストは管理可能と思われ、経済状況によってはそうした政策を排除すべきではない。
- 伝統的、非伝統的政策を含め、金融政策は景気回復に重要な効果を発揮してきた。しかし、現状は、失業率が正常と思われる値より2%強高く、労働参加率やパート労働者数等を鑑みると、労働力の稼働状況は極めて低水準で、改善ペースも“痛々しい”ほど遅い。失業率の低下には成長率の加速が必要であり、当面、失業率の高止まりが続くだろう。
- 成長率の抑制要因としては、第一に住宅投資が低水準で回復への寄与が小さいこと、第二に緊縮財政が挙げられる。厳しい財政事情から地方政府を含め政府支出は減少を続け、いわゆる財政の崖や債務上限引き上げといった問題の不透明感が経済活動を妨げている。中長期的に維持可能な予算を策定する一方、景気回復を危うくする短期の急激な財政縮小は避けるべきである。第三に信用・金融市場の緊張が挙げられる。融資条件の厳しさが経済成長や住宅市場回復の阻害要因となっている。最近では欧州問題の不確かさも金融面での緊張の一因となっている。
- 結論：就任早期に、政策金利がゼロに接近しても金融政策は有効だと論じた。その後数年の経験を経て我々は非伝統的政策の効能をよりよく知るようになった。それがなければ景気の落ち込みは一層深刻化し、その後の回復もより緩慢となっただろう。ただ、非伝統的政策の適用はより難しく、効果の評価も不確かであり、伝統的政策以上にコストを伴う。結論として、非伝統的政策を用いるバーは伝統的な政策に較べてより高くなろう。また、課題の達成には金融政策だけでなく、よりバランスの取れた経済政策の組み合わせで行われるべきである。現状の労働市場の低迷は、大変な苦痛や資源の無駄になるばかりでなく、長期にわたって米国経済に構造的なダメージを与えるため、FRBが一層改善に努めることが重要と言える。FRBは政策手段の不確実性と限度を考慮しつつも、価格安定化の下で、景気の一層の回復と雇用市場の持続的な改善のため必要とされる追加緩和策を取るつもりである。

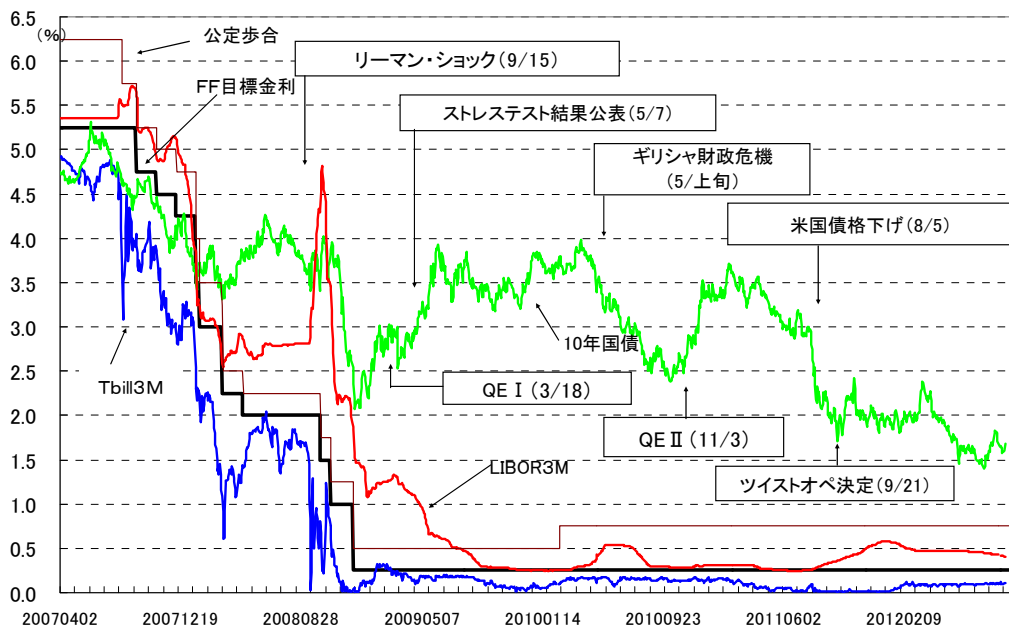
### (3) 注目される追加金融緩和策

バーナンキ議長のジャクソンホール講演で注目されるのは、「経済成長率を加速しない限り、失業率が目標水準を遥かに上回ったまま推移する」ことを強調した点で、このことは成長加速に向け追加緩和策を実施する意向を表明した形となる。次回9月12・13日開催のFOMCでは、かなりの確率で追加緩和策を実施されよう。

その場合、議事録で評価の高かったフォワードガイダンス（ゼロ金利政策の延長）が選好されるだろうが、注目されるのは、FRBがLSAP（大規模資産購入）と呼ぶQE3の実施に踏み切るかである。ジャクソンホール講演では、そのほとんどを非伝統政策、特にLSAPの効果とコストについて詳しく解説しているが、この点、いつでも実施できるように下準備した感が強い。これまでFRBは、QE3を景気下振れ時に向け温存していたが、講演の趣旨からすれば、“苦痛と損失をもたらす雇用の回復に向け景気加速を急ぐため”QE3を実施する可能性が強まったと言えよう。

なお、先日発表された8月雇用統計は、予想を下回る不冴えなものとなったが、下振れ懸念を強めるほど悪化したわけではない。ただ、「雇用の回復が苦痛を伴うほど遅い」という前述の議事録やジャクソンホール講演の趣旨にかなったものといえ、また、次回10月FOMCが大統領選挙直前（10/23・24）であり、12月のFOMCまで動きにくい状況となること等を考慮すると、9月に実施の可能性も高く、雇用統計発表後の市場予想では回答の60%がQE3の実施を予想する（ロイター社調査）など実施の見方が急速に高まっている。

(図表 13) 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。