

テーパリング観測に揺れる米経済 ～雇用改善もイエレン副議長は慎重姿勢

経済研究部 主任研究員 土肥原 晋
(03)3512-1835 doihara@nli-research.co.jp

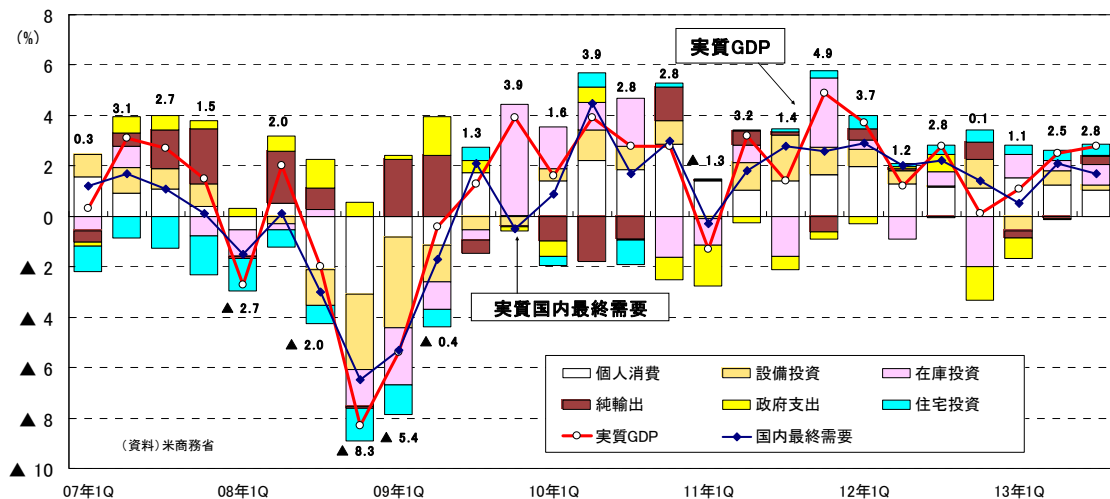
<米国経済の概況～政府閉鎖の影響を注視>

- ・ 7-9 月期 GDP は年率 2.8% と上昇も、在庫増による所が大きく、住宅投資を除くと、個人消費、設備投資等の主要な需要項目が減速するなど、景気が加速したとの見方は難しい。減速要因には 9 月にかけての長期金利急上昇の影響が大きかったと思われる。
- ・ 10-12 月期は金利の上昇に加え、政府閉鎖の影響等で景気減速が懸念されるが、10 月雇用者の予想外の増加により、影響は大きくないとの見方が出ている。今後、11 月雇用統計やクリスマスセールが注目されよう。

<12 月 FOMC に向け、テーパリング観測が再浮上>

- ・ 金融市場では、雇用統計発表後 12 月のテーパリング（資産購入縮小）観測が再浮上し、長期金利が上昇している。当面、11 月雇用統計が注目されるが、イエレン副議長は一層の雇用回復が必要として慎重姿勢を見せている。
- ・ しかし、個人消費の伸びは低く、雇用市場では市場参入を見合わせた巨大な弛みを抱える。来年初の財政問題も考慮すれば、「雇用の最大化」を責務とする F R B が緩和縮小を急ぐ理由が増したわけではない。“イエレン新議長”に委ねる可能性は依然高いと思われる。

(図表1) 7-9 月期 GDP 上昇も国内最終需要は減速(実質前期比年率、%、棒グラフは寄与度内訳)



1. 米国経済の概況

●堅調な雇用統計が、政府閉鎖による景気懸念を緩和

10月前半の政府シャットダウンによる米経済への影響が注目されるが、経済指標発表が遅延していることもあって状況の把握が遅れ気味だ。主要指標では、10月の雇用統計、ISM指数、消費者マインド、鉱工業生産等が発表された一方、9月住宅着工や新築一戸建て住宅販売等のように1ヵ月以上遅れているものもある。発表指標も、消費者マインド指数のように閉鎖の影響を警戒、急落した指標がある半面、短期の閉鎖による民間企業への影響は部分的と見られ、10月のISM指数は製造業・非製造業ともに上昇している。

注目の大きい雇用統計は、当初予定の11月1日から1週間遅れで発表されたが、予想外の改善を見せた。労働省の説明では、雇用統計の通常データ集計期間中に政府閉鎖が重なったが、データ対象期間は通常通りであり、集計が遅れたとしている。ただし、一時帰休の政府職員は、事業所統計には影響しない一方、家計調査（失業率調査）では失業者扱いとされ、失業率は0.1%ポイント上昇した。堅調な雇用統計は、景気への警戒感を弱める一方、12月の資産購入縮小（テーパリング）観測を再浮上させており、2%台半ばへと低下していた長期金利も一転、上昇を見せている。

一方、やはり一週間以上遅れて発表された7-9月期GDP（速報値）は前期比年率2.8%と4四半期ぶりの高水準となった。しかし、伸び率を高めたのは在庫による押し上げを中心としたもので、個人消費は同1.5%、設備投資は同1.6%と低下し、国内最終需要も同1.7%と低下、全体的には景気鈍化を示唆するものとなった。7-9月期は政府閉鎖の前にあたるが、既にその影響が警戒されるなど政府閉鎖の影響が全く無かったわけではない。ただ、この時期はFRBのテーパリングを警戒して長期金利が急上昇した時期にあたる。10年国債金利は5月初めの1.6%程度から、9月FOMC前にはテーパリング予想の高まりで瞬間的に3%台をつけた。こうした金利上昇が個人消費や設備投資の低下となって表れた可能性が強い。半面、最も金利に敏感な反応を見せる住宅投資が同14.6%と高い伸びを維持したが、これには金利上昇を先取りする形での駆け込み的な投資も含まれたと思われる。

●当面、FRBの金融政策が注視される局面に

次回FOMCは12月17・18日に開催される。その前に発表される11月雇用統計は強い関心を集めよう。ただし、堅調な結果となっても即テーパリング開始に繋がるとは限らない。第一に、上記のように7-9月期の個人消費の伸びは低く、その後の回復が見られるかなど景気全体の見通しの改善が必要である。第二に、雇用市場は市場参入を見合わせた巨大な弛み（労働予備軍）を抱える。失業率の改善は雇用者増によるものでなくてはならないが、就業を諦めた失業者の撤退や学卒者の就職見合わせによるものであっても意味が無い。雇用者数は、人口が増加を続けているにも関わらず、未だにリセッション前（2007年）の水準を回復していない。失業率低下に懐疑的なFRBでは、12月FOMCで失業率目標の引き下げを議論する可能性がある。第三に、来年早々の財政問題も考慮すれば、景気の先行き不透明感が払拭されたとは言えない。また、物価は依然安定を続けており、物価安定下を前提に「雇用の最大化」を責務とするFRBが緩和縮小を急ぐ理由が増しているわ

けではない。こうした状況を考えると、3月以降のFOMCで舵取りを担うと見られる“イエレン新議長”に委ねられる可能性が高いと思われる。

そのイエレン副議長は、議長指名を受けた上院公聴会で「米経済は順調に回復しているが、金融危機からの落ち込みを回復するには至っておらず、失ったものの回復には時間を要する。現時点では資産購入のような異例の手段を用いた積極策を推進することが力強い回復を実現する確実な道であり、回復の実現によって最終的に金融政策は正常化する」とし、雇用市場の力強い回復が実現するまで緩和策を推進すべきと主張した。

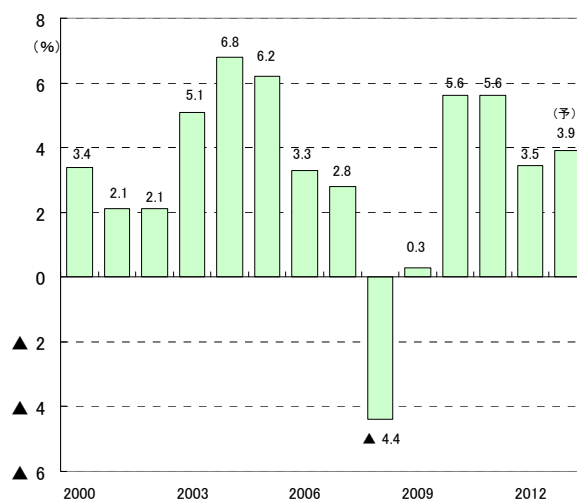
ただ、12月FOMCは、6月FOMC後の会見でバーナンキ議長が「年内に資産購入を縮小し、来年半には収束する」とした年内最後のFOMCであり、12月テーパリング開始説の大きな根拠ともなっている。従って、仮に実施が見送りとなる場合、声明文の変更が無い場合でも、FOMC後の会見で新たなシナリオが提示される可能性がある。今後一ヵ月間は、12月FOMCを巡る動きへの注目度が一段と高まりそうである。

●クリスマスセールが接近、景気の先行き不透明感は昨年より改善

再来週の感謝祭の翌日（29日）にはクリスマスセールが開幕される。近年では11月に入ると早い時期からクリスマスセールが繰り上げられるが、本格化するのは感謝祭翌日からで、以後クリスマスまでは全米が一斉にセール期間に入る。特に初日の金曜日は、黒字化の意味を込めてブラックフライデーと呼ばれる小売売上げの特異日でもある。今年のセール期間中の売上げ予想は前年比3.9%（NRF：全米小売連盟の11～12月合算見通し）と高くはないが、昨年の実績（3.5%）や過去10年の平均伸び率3.3%を上回る。

NRFでは「政府の閉鎖が景気を損ねることを想定していない」としていたが、消費者マインドが低下しており、どの程度の影響となるかが懸念される。この点、政府閉鎖の影響で、10月小売統計の発表が遅れていること等も状況をわかりにくくしている。ただ、昨年のクリスマスセールでは、年末・年始にかけての「財政の崖」を直後に控えており、仮に「財政の崖」が実施されると年間約5千億ドルに及ぶ赤字が削減され、今年上半期のGDPは▲2.9%（議会予算局見込み）と予測されるなど、景気の先行きへの警戒を強めていた。そうした状況と比べれば、クリスマスセールを巡る今年の環境は悪いわけでは無い。

（図表2）クリスマスセールの暦年推移と予想



（資料）全米小売連盟

2. 経済指標の動き

(1) 7-9 月期 GDP の伸び率上昇も、国内最終需要は減速

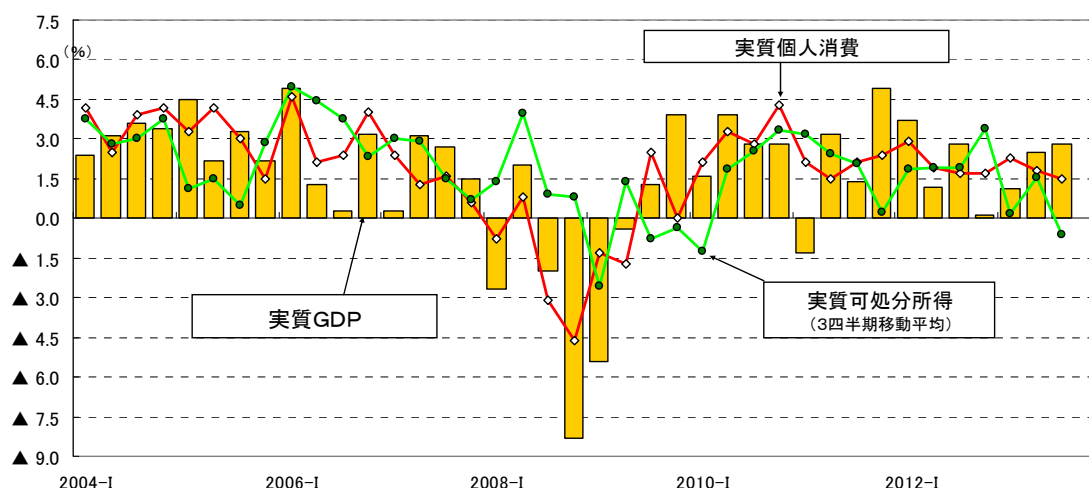
7-9 月期実質 GDP（速報値）は、2.8%（前期比年率：以下も同じ）と前 4-6 月期 2.5%から上昇した。需要項目別の寄与度を見ると、在庫投資の改善（寄与度では前期 0.41%→0.83%）と輸入の縮小（寄与度では前期▲1.10%→▲0.30%）が GDP を押し上げた形である。半面、個人消費の伸び率は 1.5%と前期 1.8%から低下、設備投資では 1.6%と前期 4.7%からの低下が大きかった。

一方、住宅投資は 14.6%と前期 14.2%に続き高い伸びを保った。ただ、構成比が小さいため寄与度では 0.43%に留まる。輸出は 4.5%と前期の 8.0%から低下、輸入も 1.9%と前期の 6.9%からそれぞれ伸び率を低下させたが、輸入の伸びの低下が大きかったため、純輸出の赤字幅は縮小し、寄与度は 0.31%と前期▲0.07%から改善、GDP 上昇に貢献した。なお、政府支出は 0.2%と 1 年ぶりにプラスに転じた。連邦政府の伸びが▲1.7%と 4 四半期連続でマイナスが続いたにも関わらず、州・地方政府の伸びが 1.5%と持ち直したことによる。

なお、個人消費の内訳では、好調な自動車や住宅投資の回復を受けた家具等を含む耐久財消費が前期比年率 7.8%（前期は 6.2%）と高い伸びを維持、食品が 5.5%と増加した半面、衣料品やガソリン支出が伸び悩んだ非耐久財消費は 2.7%（前期は 1.6%）となり、いずれも前期から伸びを高めたが、サービス消費が同 0.1%と前期同 1.2%から落ち込んだ。今期の伸び率は、米経済がリセッション下にあった 2009 年 4-6 月期（同▲1.2%）以来 3 年ぶりの低水準となる。個人消費の 2/3 を占めるサービス消費で低い伸びが続いていることが個人消費が伸び悩む要因となっている。

一方、所得面では、7-9 月期は実質可処分所得が前期比年率 2.5%（前期は 3.5%）と低下したが、個人消費が伸び悩み、貯蓄率(名目ベース)は 4.7%（前期は 4.5%）へと上昇している（図表 3）。

(図表 3) GDP・個人消費と可処分所得の推移(実質、四半期別、%、資料：商務省)



(2) 消費は低下傾向持続も、9月個人所得は堅調推移

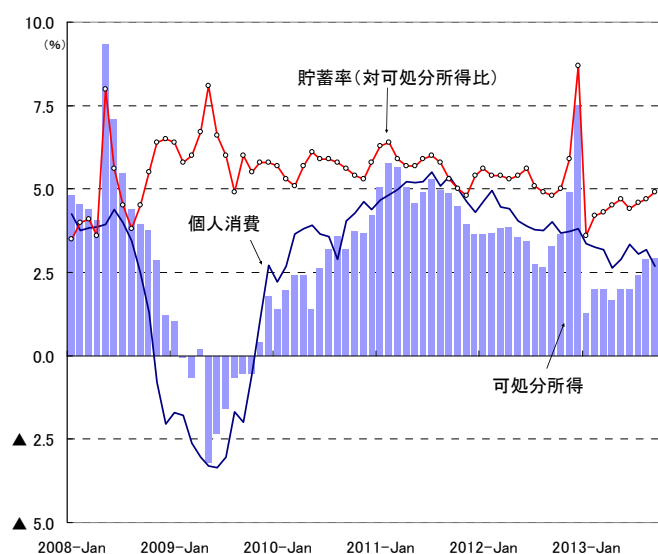
月別の名目ベースの個人所得を見ると、9月は前月比0.5%（8月同0.5%）と堅調に推移した。昨年末に急伸後、年初は反動も見られたが、5月以降は上昇傾向を見せている。所得の中核となる賃金所得は同0.4%に留まるが、事業所得が同1.9%、家賃収入が同1.1%と伸びを高めた。半面、利息収入が3ヵ月連続で前月比▲0.2%と減少が続いている。

支出面では、9月個人消費が前月比0.2%（8月は同0.3%）と伸びを低下させた。耐久財支出が▲1.3%と8月(1.4%)の急上昇の反動もあって急減したことが大きい。非耐久財では同0.6%、サービス支出は0.3%と比較的堅調だった。

前年同月比で可処分所得の伸びを見ると、本年1月に1.3%とボトムをつけた後は、9月の同2.9%まで上昇傾向を見せている。ただ、9月の個人消費は同2.7%と8月(3.2%)から低下、5ヵ月ぶりの低水準となり、今年になって初めて所得の伸びを下回った。一方、9月貯蓄率（対名目可処分所得比）は4.9%へと上昇、昨年12月以来の高水準となった。個人消費の伸びは低下傾向が続いているが、所得の伸びが回復、個人消費を下支えする形となっている(図表4)。

なお、FRBの注目する個人消費の価格指数(PCE)は、9月は前月比0.1%、コア指数も同0.1%でいずれも8月と同率となった。前年同月比では、それぞれ0.9%、1.2%と低位ながら安定的な推移を見せている。

(図表4) 名目個人所得・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

(消費者マインド・ISM指数)

(3) 消費者マインドは低下するも、企業センチメントは堅調

回復傾向にあった消費者マインドは、夏場をピークにやや急な低下を見せた。10月のコンファレンスボード指数は71.2（前月80.2）と4月以来の低水準に、ミシガン大学指数（11月速報値）は72.0（前月73.2）と2011年12月（69.9）以来の低水準に落ち込んだ。債務上限の期限や政府閉鎖等の財政問題への懸念が消費者マインドを冷やし、9月までの長期金利上昇や雇用回復の鈍化も影響したと思われる。ただ、テーパリングの9月見送り後は金利が低下、財政問題も先送りされ、10月雇用統計が予想外の改善を見せるなど、今後の回復が期待される(図表5)。

一方、企業のセンチメントを示すISM(米供給管理協会)では、10月製造業指数(PMI)が56.4と前月(56.2)から小幅の上昇ながら、水準は2011年4月(59.4)以来となる2年半ぶりの高水準となった。市場予想は55.0への低下を見込んでいた。PMIは、5月に49.0と2009年6月(45.8)以来となる4年ぶりの低水準に下落した後、5ヵ月連続の続伸となる。

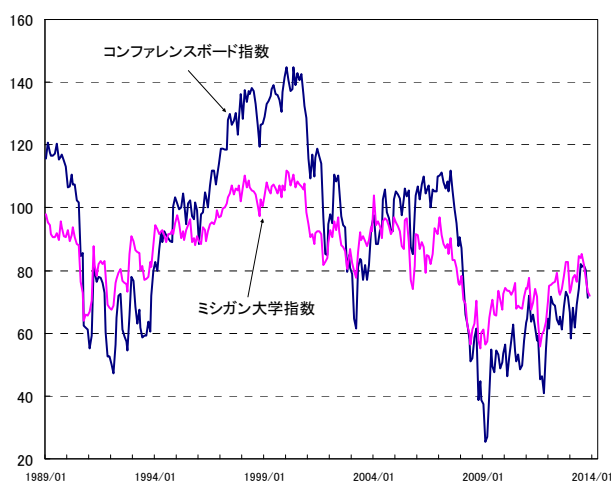
10月PMIの各指数を見ると、前月比で上昇したのは7指数で、残りの3指数は下落した。PMIの構成5指数（新規受注、生産、雇用、入荷遅延、在庫）では、前月から在庫指数が50.0→52.5

と+2.5ポイント、入荷遅延が52.6→54.7と+2.1ポイントの上昇を見せた半面、雇用指数は55.4→53.2と▲2.2ポイント、生産指数が62.6→60.8と▲1.8ポイント低下した。新規受注は60.6（前月60.5）と小動きだった。雇用指数が低下したものの、新規受注と生産指数の主要2指数が3ヵ月以上連続で60台の高水準を維持するなど、製造業の業況の堅調さが窺われる。

発表元のISMでは、過去のデータから見たPMIが示す経済全体の分かれ目（GDPのゼロ成長）は42.2であり、10月水準（56.4）は実質GDPの年率4.4%に対応する水準としている。

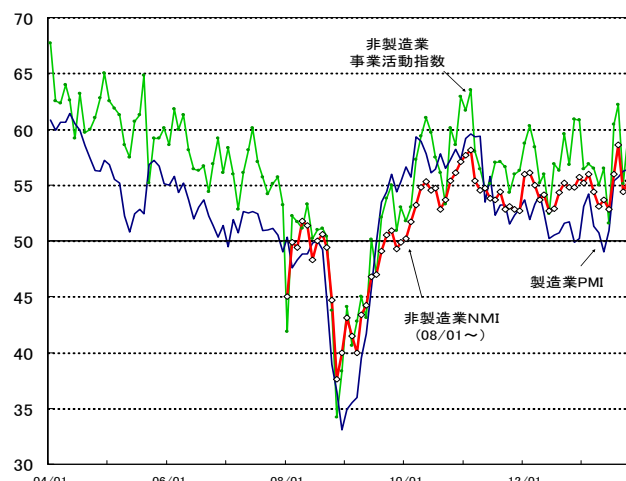
一方、10月非製造業指数（NMI）も55.4と前月（54.4）から上昇した。前月比では、PMIとは対照的に、雇用指数が52.7→56.2と+3.5ポイント、事業活動指数が55.1→59.7と+4.6ポイントと上昇が大きかった半面、新規受注が59.6→56.8と▲2.8ポイント、入荷遅延が50.0→49.0と▲1.0ポイントと低下した。NMIは8月に58.6と2008年の統計開始以来の最高値をつけた後低下したが、50台半ばでの堅調水準を維持している。また、雇用指数や事業活動指数等が大幅な上昇を見せたことも非製造業の業況の改善を示唆している（図表6）。

（図表5）消費者信頼感指数の推移(月別)



（資料）コンファレンスボード、ミシガン大学

（図表6）ISM指数の推移(月別)



（資料）ISM

（4） 9月小売売上高は減少、自動車販売が落ち込む

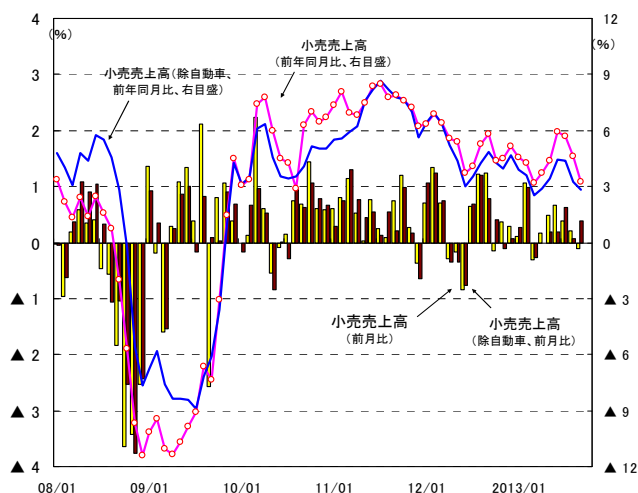
9月の小売売上高は前月比▲0.1%（8月同0.2%）と6ヵ月ぶりの減少となり、市場予想（同0.0%）を下回った。自動車販売が同▲2.2%（8月同0.7%）と昨年10月（同▲2.6%）以来のマイナス幅に落ち込んだことが大きい。自動車販売を除いた小売売上高は同0.4%となるが、こちらは市場予想に一致、8月の伸び（同0.1%）を上回った。

業種別では、自動車のほか、百貨店（同▲0.9%）、衣料品（同▲0.5%）、等が落ち込み、半面、食品店（同0.9%）、レストラン（同0.9%）、電気器具（同0.7%）、等の伸びが高かった。なお、9月小売売上高の前年同月比は3.2%（8月同4.6%）、自動車除きでは2.8%（8月同3.2%）といずれも前月から低下した（図表7、注：10月小売売上高は1週間遅れの11/20発表予定）。

一方、10月の自動車販売について台数ベースで見ると、1523万台（オートデータ社、年率換算、以下同じ）と前月（同1528万台）とほぼ同数となった。自動車販売は8月に1609万台を記録、

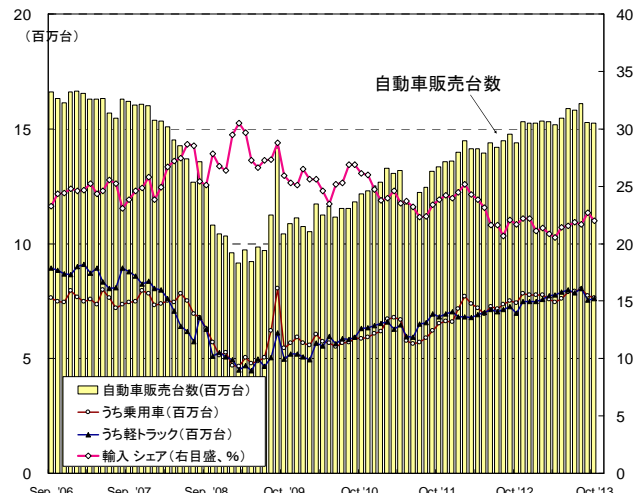
リセッション前の水準（2007年）を回復した。9・10月はやや減少したが、昨年11月以降の1年間は1500万台を維持している。前月比では▲0.3%の減少となる一方、前年比では5.8%の増加となる。自動車販売は、金融危機時には年率1000万台を割り込む落ち込みを見せたが、その後回復に時間を要したものの、ほぼリセッション前の水準を回復しつつある（図表8）。

（図表7）小売売上高の推移（月別）



（資料）米国商務省

（図表8）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

（雇用の動向）

（5）10月雇用者増は予想外の20.4万人

米労働省が政府閉鎖の影響により一週間遅れで発表した10月失業率は7.3%となり、前月（7.2%）から上昇した。一方、10月非農業事業部門の雇用者は前月比20.4万人増と市場予想を大きく上回った。失業率は上昇したものの、雇用統計全体では予想外の改善を見せた。

労働省は、懸念された政府閉鎖との関係について、家計・事業所の両統計とも集計開始と発表は遅れたが、調査対象期間は従来通りであると説明、発表までの事業者統計の回収率もこれまでの平均値としている。ただ、家計調査では対象期間10/6—10/12を通してレイオフ中の政府職員は、賃金の支払い有無にかかわらず失業者に、途中からの復帰者はパートタイマーにカウントする一方、事業所統計では、最大80万人とされた政府職員の一時帰休はこの間の賃金が支払われており、失業者としてはカウントしていない、とするなど統計により取り扱いが異なる。結果として家計調査より、事業所統計への影響が軽微とされている。

●10月雇用者増は20万人台を回復

10月非農業事業部門の雇用者増は前月比20.4万人と前月（同16.3万人）から増加幅を拡大、市場予想（同12万人）を大きく上回った。また、8月は同19.3万人増から23.8万人増へ、9月は同14.8万人増から16.3万人増へと計6.0万人の上方修正が行われた。これにより、10月までの過去3カ月の月平均では20.2万人増となり、7-9月期では16.3万人増となった（図表9）。

10月民間雇用者では、前月比21.2万人増と2月（31.9万人）以来の増加となり、前月（15.0

万人) や市場予想 (12.5 万人) を大きく上回った。一方、政府部門は▲0.8 万人の減少と 3 ヶ月ぶりの減少に転じた。業種別で増加が目立つのは、レジャー・飲食店 (5.3 万人)、小売業 (4.4 万人) 等となる。なお、労働省では、事業所統計では、最大 80 万人とされた政府職員の一時帰休について、この間の賃金が支払われており雇用者扱いとしている。

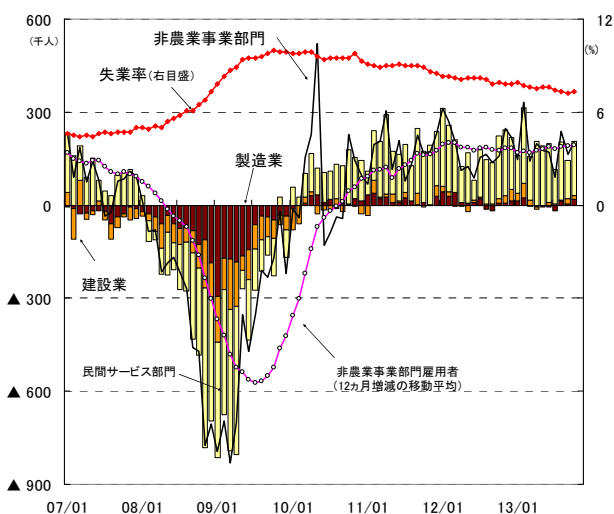
●失業率は 7.3% に上昇

家計調査による 10 月の失業率は 7.3% と前月 (7.2%) から上昇、市場予想 (7.3%) に一致した。家計調査では、雇用者が前月比▲73.5 万人の減少となる一方、失業者は 1.7 万人の増加、労働人口は▲72 万人減少した。労働参加率は 62.8% (前月 63.2%) と前年同月 63.8% から低下した。統計の定義の相違により、家計調査では対象期間 10/6—10/12 を通してレイオフ中の政府職員は、賃金の支払い有無にかかわらず失業者に、途中からの復帰者はパートタイマーにカウントされるなど、同じ雇用統計でも取り扱いが異なる。

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。その後、緩やかに低下し、前月には 7.2% とオバマ大統領就任直前の 2008 年 11 月 (6.8%) 以来の低水準となっていた。ただ、リセッション前との比較では大幅な高水準にある。

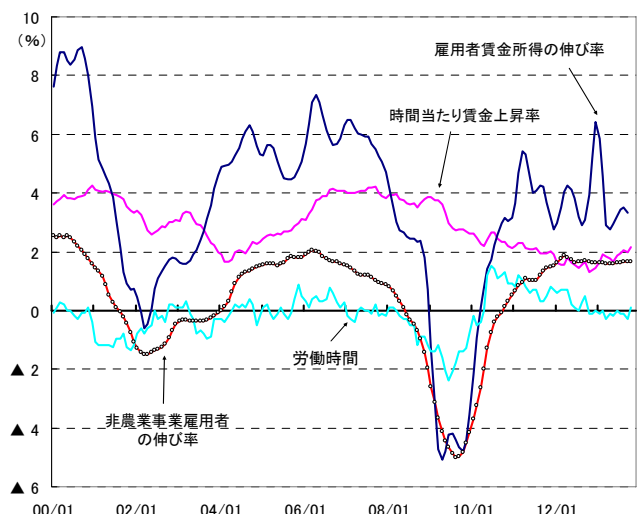
失業者数はリセッション入り後に急増、一時 1500 万人を超えたが、今回発表では 1127 万人に減少した。しかし、失業者の 4 割弱の 406 万人が 6 ヶ月以上の失業状態にあり、平均失業期間も 36.1 週と長く、10 月就業者比率 (employment-population ratio) も 58.3% と低水準にあり、厳しい状況が続いている。また、パートタイマー計 2728 万人のうち 3 割弱に当たる 805 万人が経済的理由によるが、前月 (793 万人) から若干の増加。一方、就職希望者のうち、就職活動が今回の雇用統計の対象期間に入らなかった人は 228 万人 (うち 82 万人は就職をあきらめて活動を停止) と前年比 15 万人減となった。こうした求職者を加味した広義の失業率 (U-6) は 13.8% と前月 13.6% から上昇、約 7 人に 1 人近くが該当する。

(図表 9) 雇用者増減の内訳と失業率 (前月比,%)



(資料) 米労働省

(図表 10) 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、

一方、10月民間平均労働時間は34.4時間/週と前月と変わらず、前年(34.3時間)を若干上回った。時間当たり平均賃金は24.1ドルと前月(24.08ドル)から上昇、前年は23.58ドルだった。個人消費に影響が大きい雇用者賃金所得(商務省の個人所得統計)の伸びを見ると、3月に前年比2.7%とボトムをつけたあと回復傾向にあったが、9月は3.0%と前月(3.6%)から低下した(図表10)。

3. 金融政策の動向

●注目集めるテーパリングを巡る動向

F R Bは、2008年のリーマン・ショック後の金融危機を受け金融緩和を進めており、現行緩和策はその延長上にある。現在の緩和策の中核は、昨年12月FOMCで決定された「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」であるが、10月のFOMCでも継続された。FOMCは年8回開催されるが、今年開催された7回の会合で、昨年12月決定の緩和策を踏襲しており、資産購入に関しては「労働市場が十分に回復するまで続ける」と声明文に明記されている。

経済情勢では、9月までの金利上昇の影響に加え、10月の政府閉鎖の景気への影響が懸念されており、12月FOMCでも現行政策が維持されると見られていたが、10月雇用統計の予想外の増加後、市場では、次回FOMCでの資産購入縮小(テーパリング)開始の観測を高めている。

次回会合までにはもう一度雇用統計が発表されるため、その結果次第とも言えるが、よほどの堅調さを示さない限り、テーパリングを開始するのは難しそうだ。新議長候補のイエレン氏は雇用回復が不十分として十分な雇用改善に向けた緩和策の必要性を強調している。また、年初以降には財政問題への懸念が残されていることも無視できない。

(10月FOMCの概要)

(1). 現行緩和策の維持を決定～これまでの判断を変えず様子見

10月29・30日開催のFOMCでは、市場の予想通り現行政策の維持を決定、声明文の文言にも大きな変化は見られなかった。声明文では、前回FOMC同様に「資産購入については物価安定下で労働市場の見通しが十分に改善するまで継続する」とし、また、「資産購入が終了し、景気が強さを回復してもかなりの期間、強い緩和的な金融政策を維持することを再確認した(reaffirmed)」とするなど、購入終了後も金融緩和状態を続けることを強調した。

ただ、景気認識では、9月FOMCで「強まっている」とした住宅部門について、「幾分減速している」と変更した。経済情勢では、金利上昇の影響が波及するなか、回復が加速したとは言えない状況にある。また、9月FOMCで警戒された財政問題では、その後、政府閉鎖に追い込まれ、景気の影響が警戒されているが、今回声明文では「財政政策が成長を抑制している」とするなど、9月FOMCと同様の文言に留めている。

経済見通しでは、「見通しへの下ぶれリスクは後退している」とした。政府閉鎖では、政府機関に加え政府関連産業での一時帰休が実施されたが、10-12月期の経済状況については今後の主要指標の発表待ちのスタンスが窺われる。また、「金融市場の引き締めが続けば、今後の経済や雇用の回復を鈍化させる」とした9月声明文の文言が削減されたが、これは9月FOMC後の金利低下を考慮したものと思われる。結局、金融政策については、「資産購入開始後の経済、労働市場の回復は力強さを増しているが、買い入れペースの調整を行う前に、回復持続の証左を見極めること

とした」としている。今後発表の経済指標で政府閉鎖の影響が表面化する可能性がある半面、12月のテーパリング開始も否定したわけではない。

< 10月FOMCで再決定された金融政策のポイント >

- ゼロ金利政策の維持（失業率が6.5%以上で推移し、1～2年先のインフレ見通しが長期目標の2%を0.5%以上上回らず、長期インフレ期待が抑制されていることが前提）
- 月400億ドルのMBS購入、月450億ドルの長期国債購入の継続（償還金は再投資）

(2). 想定外の雇用改善で12月のテーパリング開始観測が浮上

米景気では、9月までの金利上昇の影響に加え、10月の政府閉鎖の影響が懸念されていたが、雇用統計の発表後は政府閉鎖の影響が大きくはないとの見方が強まり、にわかに12月FOMCでのテーパリング開始観測が浮上した。

次回のFOMCは12月17・18日に開催が予定される。12月FOMCではテーパリングを検討することとなろうが、振れの大きい雇用統計を単月で判断することはなく、11月雇用統計（12月発表）が注視される。仮に11月も良好な数値となった場合、テーパリングの12月開始観測がさらに強まる可能性があるが、新議長候補のイエレン副議長は、失業率が高止まりしており雇用加速に向けた積極緩和策の必要性を主張している。また、年初以降も財政問題（政府の再閉鎖、債務上限問題）への懸念が残されている。そのため、12月の開始は依然ハードルが高いと思われる。短期の先送りとされた財政問題では、1月半ばには政府閉鎖の期限を控えて、年明け直後にも議会との軋轢が強まり市場の波乱を招く可能性があり、2月上旬まで認められた国債発行も波乱材料となり得る。こうした懸念が薄らぐのは3月以降と見られる。

ただ、バーナンキ議長は6月FOMC後の記者会見で「現状での見通しが維持されるならば、年内に資産購入ペースを縮小（テーパリング）開始するのが適切と考えており、来年上半期に段階的に縮小していく」としていた。その後、FRBはテーパリングの時期について触れていないこともあり、12月FOMC後の会見では、仮にテーパリングを見送るにしても、新たな政策シナリオないスケジュールを提示する可能性がある。

また、1月一杯で任期の切れるバーナンキ議長に代わりイエレン副議長が就任すれば、現行政策スタンスが引き継がれ、政策面での継続性に支障はないと思われる。イエレン副議長は市場との対話を重視するため、テーパリングを含め今後の発言が注視されるだろう。2014年に入ってからFOMCは、1月は28・29日、3月は18・19日の開催が予定され、3月がイエレン新議長の初会合となる。

(3). “雇用の質”が検討課題に

FRBは失業率の低下ほどには雇用状況は改善していないとし、雇用や失業率の質を懸念している。FRBが気にしているのは雇用の弛みである。最近の雇用回復にもかかわらず、雇用者数では2007年12月のリセッション前の水準を回復できていない。加えて、人口増の続く米国で雇用水準を維持するには、毎月13万人（年間150万人）程度の雇用増が必要であり、リセッション前の雇用者数を回復しても、人口増を考慮した雇用水準の回復には程遠い。

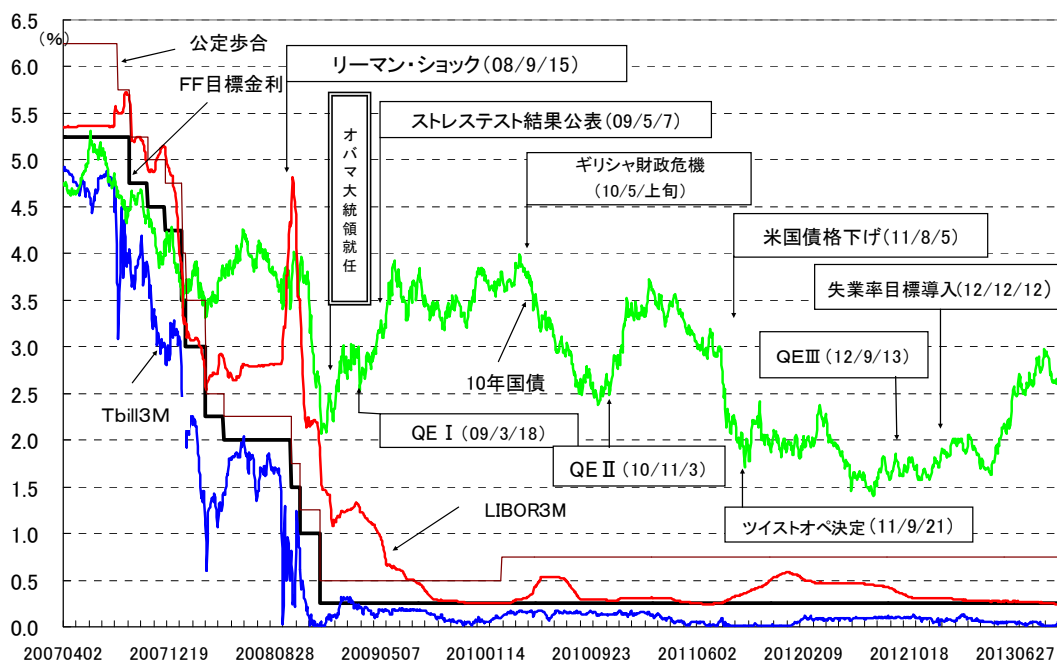
雇用市場の弛みとは、長期の失業者の就職活動停止や学卒者の就職見送り等、様々な理由による雇用市場からの撤退を指すが、こうした失業者の就職活動停止や一時的にパートタイマーとし

て雇用市場への参入増が続いていることが、失業率低下の要因となっている。失業者の雇用市場撤退が進めば、雇用が増加しなくても失業率は低下するため、そうした質の問題が問われている。現状では、就職を諦めた人やパート職しか見つけられなかった人などを含む広義の失業率は13.8%と通常失業率の倍近くに昇る。また、労働市場参加率は10月も62.8%と前月(63.2%)から▲0.4%低下するなど、長期的な低下傾向を辿っている。

FRBの責務は雇用の最大化であり、こうした弛みを放置するわけにはいかない。10月雇用統計発表後の講演で、バーナンキ議長は「失業率は依然として高過ぎ、FRBは雇用創出に尽力する。雇用の質も問題であり、多くの若者が親元に留まるなど、労働市場に弛みが生じている」と説明している。イエレン副議長も、労働参加率が著しく低下しており、高齢化だけでなく労働市場の脆弱さによる所も大きいとしている。

FRBは失業率6.5%までゼロ金利政策を維持するとしているが、上記の失業率の持つ意味合いの変化を考慮すると、5.5%が適切との意見も出ている。ゼロ金利政策の脱出はかなり先となるが、失業率目標については早晚、議論されることとなりそうである。

(図表 11) 米国政策金利と長短市場金利の推移



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。