

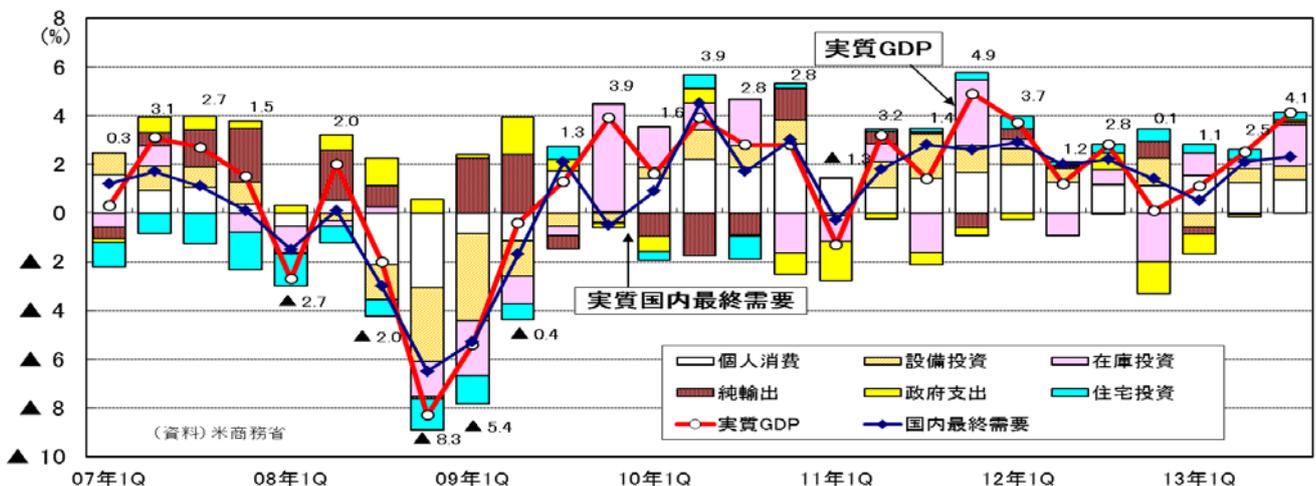
Weekly
エコノミスト・
レター米景気、新たな回復ステージへ
～財政リスク軽減も成長支援要因

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～10-12月期も高成長持続で、テーパリング(資産購入縮小)継続か>

- ・ 7-9月期GDPは年率4.1%と速報値2.8%から大幅に上方改定された。在庫増の寄与は大きいものの、個人消費や設備投資等の主要項目も上方修正し、回復の加速を示した。
- ・ 政府閉鎖の影響が懸念された10-12月期も、概ね堅調な指標の発表が続いている。中でも11月貿易収支が大幅に改善され、10-12月期GDPの市場予想は3%台へと引き上げられた。
- ・ 半面、天候要因もあって12月の雇用増は下振れ、クリスマスセールは予想を若干下回るなど個人消費に力強さは窺えない。また、11月までのエネルギー価格低下がGDPデフレータを低下させており、成長率の高さを実感できるほど景況感が改善しているわけではない。
- ・ FRBは12月FOMCでテーパリングを決定、景気は加速を見せており、今後も緩やかな減額が続くだろう。なお、昨年末の財政合意により1月の政府再閉鎖を回避、2月の債務上限問題は残るが、財政リスクの低下も先行きの不透明感を軽減している。
- ・ 2月よりイエレン新議長が就任する。成長加速下でも、雇用市場は労働参加率の低下等の課題を抱え個人消費の伸びは芳しくない。インフレ安定下では「雇用の最大化」を責務とするFRBが緩和策の転換を急ぐ理由は少なく、当面、異例の緩和策は保持されることとなろう。

(図表1) 10-12月期GDPは3%台の予想(前期比年率、%、棒グラフは寄与度内訳)



1. 米国経済の概況

(1) 2013 年下半期の高成長持続なら、2014 年は 3% 成長が視野に

米国の景気回復は次第に力強さを増している。昨年 7-9 月期の成長率が年率 4.1% と 2 年ぶりの高成長を見せた。7-9 月期の高い伸びには、在庫投資額が 2010 年 7-9 月期以来 3 年ぶりの増加を見せるなど在庫投資の寄与度(1.67%) が大きく、今後の GDP には抑制的に作用しよう。3 年前の在庫増もその後 2 四半期に渡り GDP の伸びを 1% 以上減じた(図表 1)。

このため、10-12 月期 GDP は 7-9 月期の在庫増の反動が大きく、当初は 1% 台へ落ち込むとの予測も多かったが、その後、7-9 月期 GDP が速報値の 2.8% から確報値 4.1% へと上方修正される中で、個人消費や設備投資など在庫以外の改善も大きく、景気の底堅さを示した。加えて、10-12 月期の経済指標も多くは堅調推移を見せた。中でも、11 月貿易赤字の大幅な縮小が発表されたことが大きく、1 月 30 日発表予定の 10-12 月期 GDP 速報値の現時点の市場予想の平均は 3.2% に上方修正されている。ただし、10・11 月と連月でエネルギー価格が下落、CPI も上昇を止めた。10-12 月期 GDP 価格指数の低下による効果も大きく、高成長率の割に回復感には乏しいものとなろう。

いずれにせよこうした下半期の高成長が実現すれば、GDP のゲタは 1.3% と終盤に成長率を下げた前年 (0.5%) から倍増する。その場合、2% 台後半の緩やかな成長を維持できれば、2014 年の成長率はリセッション後で初めての 3% に達し、2005 年 (3.4%) 以来の成長率となる。2014 年は本格成長へとステージを高める転機の年となろう。

なお、11 月まで堅調推移を続けていた雇用者増は、12 月には 7.4 万人と 11 月 (24.1 万人) の 1/3 に失速、景気回復の進行に影を落とした。しかし、天候要因が大きく一時的な縮小と見られ、今後の動向が注目される。ただ、雇用者水準は住宅市場と並びリセッション前の水準を下回るなど回復の遅れが顕著であり、雇用面からの所得効果や住宅価格からの資産効果等からの支援が乏しいことが、個人消費の回復が力不足である要因ともなっている。GDP の 7 割を占める個人消費に勢いが見られない中では景気の本格回復は難しく、雇用や住宅市場の回復への期待は大きい。

(2) 2014 年の注目点は、財政問題から金融政策の舵取りへ

成長加速の一因には、財政リスクの軽減も挙げられる。クリスマス直前の財政合意により 1 月半ばの政府再開鎖が回避され、その後 9 月までの予算が議決されるなど、財政問題への懸念は急速に薄らいでいる。背景には、昨年 10 月の政府閉鎖で支持率が急低下した共和党が、今年 11 月の中間選挙を控え、経済や金融市場への混乱を回避する方向へと戦術転換していることが挙げられる。ただ、2 月の債務上限問題への懸念は残されたままである。

また、昨年初の「財政の崖」に伴う増税や強制歳出削減、等の実施からは 1 年を経過、前年比の数字では中立的な要因へと変化している。「財政の崖」を警戒して取られた FRB の量的緩和策の拡大は、「財政の崖」による景気下振れを乗り越え、下半期の景気を加速した形となっている。

ただ、こうした堅調な成長持続は、金融緩和策に影響してくる。FRB は昨年 12 月の FOMC で量的緩和策の縮小 (テーパリング) を決定、1 月以降は 100 億ドルの減額となる。2 月以降については未定であり、1 月 28-29 開催の FOMC での決定が注目される。FRB の重視する 12 月雇用者増の縮小は、更なる減額に影響を与える可能性もあるが、10-12 月期の高成長が明らかとなれ

ば、F R Bはテーパリング継続に自信を深めることとなろう。

F R Bは、今後も緩和策を続けるとし、テーパリングは出口戦略の開始ではないと説明しているが、緩和の縮小決定は、F R Bが景気回復への道筋に自信を深めつつある証左と言えるだろう。米経済は財政の重石から開放されつつあり、下支えとしての量的緩和策が縮小に向かうなど、金融・財政の政策面でも新たなステージへの環境を整えつつある。

なお、1月F O M Cはバーナンキ議長にとっては最後の会合となる。2月の就任が予定されるイエレン副議長はバーナンキ議長とともにこれまでの政策運営を主導してきたこともあって、現行政策が継続されることとなろう。ただ、新年からF O M Cの投票権を持つ4名の連銀総裁が入れ替わる。2名のタカ派委員が加わるのに加え、副議長候補であるフィッシャー氏の動向も注目される。

今後、景気が力強さを増すに連れ、現行緩和策にはF R Bの内外から様々な意見が出てこようが、緩和度合いの縮小は長期金利の上昇を招き、回復の勢いを削ぐことともなりかねない。2014年は、景気の下振れ要因として長らく注目を集めてきた財政問題から、景気の進展に伴って転換が近づきこととなる金融政策の舵取りへと、注目点が変化していくこととなりそうだ。

2. 主要指標の動き

(1) 2四半期連続の高成長が予測されるGDP

昨年初以降、「財政の崖」合意による増税（高所得層の所得増税と給与減税の失効）が個人消費には抑制的に作用し、さらに、強制歳出削減による政府支出のマイナスが成長率を減じた。しかし、「財政の崖」対策もあって2012年12月にF R Bが決定した量的緩和策の拡大が長期金利を低下させ、住宅価格や株価の上昇を持続、住宅投資は5四半期に渡り二桁の伸びを続け、個人消費も自動車販売や住宅関連消費の回復等で2%前後の成長を保った。結果として、「財政の崖」を警戒して2012年10-12月期に0.1%と落ち込んだGDPは、2013年1-3月期には1.1%、4-6月期2.5%、7-9月期4.1%と次第に伸びを高めた。

10-12月期の経済指標には堅調な動きを見せるものが多く、高成長の持続が予想されている。ただ、金融危機後の落ち込みの大きい雇用や住宅関連指標では、回復の足取りを高めつつある一方、回復水準の低さから消費全般を加速するには至っておらず、個人消費は自動車を除くと勢いに乏しい状況が続いている。

●7-9月期実質GDP（確報値）は4.1%と2年ぶりの高率

7-9月期実質GDP（確報値）は4.1%（前期比年率：以下も同じ）と急伸した。前4-6月期の2.5%から急上昇であり、伸び率としても2011年10-12月期(4.9%)以来ほぼ2年ぶりの高い伸びとなる。また、速報値が2.8%、改定値が3.6%と発表とともに上方修正され、修正幅が大きかったことも特徴的だ。ただ、在庫投資の寄与(1.67%)が大きいことは否めず、在庫投資額は1157億ドル増と2010年7-9月期(1162億ドル増)以来、3年ぶりの大きさとなる。大幅な在庫積み増しは今後のGDPを押し下げる可能性が高く、2010年7-9月期の在庫増もその後2四半期に渡りGDPの伸びをそれぞれ1%以上減じた。

一方、個人消費の伸び率は2.0%と改定値の1.4%から上昇、前期の1.8%を上回り、2四半期ぶ

りに2%台を回復した。サービス支出の上方修正(0.0%→0.7%、前期は1.2%)が大きく、好調な自動車や住宅投資回復の影響を受けた家具等の**耐久財消費**が前期比年率7.9%(前期は6.2%)、**非耐久財消費**も2.9%(前期は1.6%)と前期から伸びを高めた。

設備投資も4.8%と改定値の3.5%から上方修正され、前期4.7%を上回った。構築物が13.4%と高い一方、設備機器は0.2%とほぼ横ばいに留まった。**住宅投資**は10.3%と改定値の13.0%から下方修正されものの、過去5四半期に渡り二桁の伸びを保った。ただ、構成比が小さいため寄与度では0.31%に留まる。また、**輸入**の伸びが2.4%と改定値の2.7%から低下、純輸出の寄与度を0.14%と改定値の0.07%から高めた。

政府支出は0.4%と1年ぶりにプラスに転じた。**連邦政府**の伸びが▲1.5%と4四半期連続のマイナスながら、**州・地方政府**の伸びが1.7%と持ち直した。

なお、GDPから在庫・純輸出を除いた**国内最終需要**は2.3%と改定値(1.8%)から上方修正され、前期(2.1%)を上回った。一方、所得面では、**実質可処分所得**が3.0%と前期4.1%から低下したが、個人消費の伸び悩みもあって**貯蓄率**(名目)は4.9%(前期4.7%)へと上昇している。

●10-12月期GDPは3%台も～貿易赤字の改善が主要因

1月30日には10-12月期GDP速報値が発表される。7-9月期の高い伸びには、在庫投資額が2010年7-9月期以来3年ぶりの増加を見せるなど在庫投資の寄与度(1.67%)が大きく、今後のGDPには抑制的に作用する可能性が高い。3年前の在庫増もその後2四半期に渡りGDPの伸びを1%以上減じている。このため、当初は1%台への落ち込むとの予測が多かった10-12月期GDPであるが、7-9月期GDPが速報値の2.8%から確報値4.1%へと上方修正される中で、上記のように、個人消費や設備投資など在庫以外の改善が進行、また10-12月期の経済指標も多くは堅調推移を見せたことから、GDPの予測値は大幅に上方修正された。中でも、11月貿易収支の赤字が縮小するなど大幅な改善が発表されたことが大きく、現時点の市場予想の平均は3.2%と当初の予想から倍増している。

また、10月(前月比▲1.7%)、11月(同▲1.0%)と連月でエネルギー価格が下落、CPIもそれぞれ前月比▲0.1%、0.0%と上昇を止めた。12月CPIは同0.3%と持ち直したものの、10-12月期GDP価格指数は前期(前期比年率2.0%)から伸びを半減させると見られる。10-12月期は実質成長率が高い割には回復感に乏しいものとなる可能性が高い。

(雇用の動向)

(2) 12月雇用増は7.4万人と下振れ～失業率は6.7%へ大幅低下

夏場に落ち込んだ雇用はその後、20万人前後の堅調な増加が続いていた。しかし、12月非農業事業部門の雇用者増は前月比7.4万人と前月(同24.1万人)とから大幅に縮小、市場予想(同19.7万人)を大きく下回った。なお、過去発表分の改定では、10月は同20.0万人増と変わらず、11月は同20.3人増から24.1万人増へと計3.8万人の上方修正が行われた(図表2)。

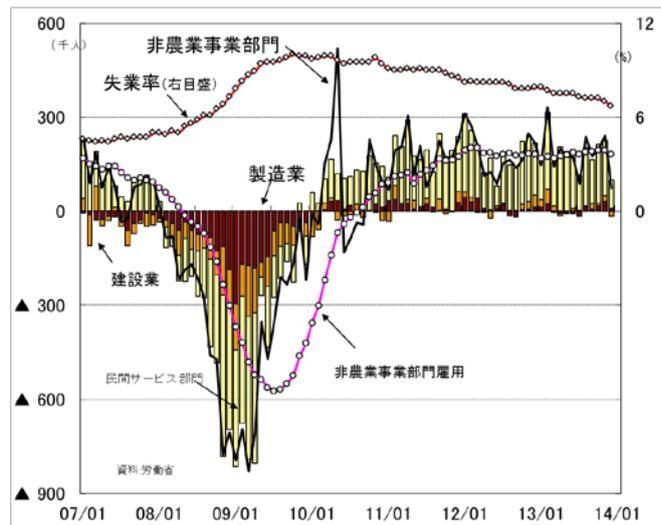
12月雇用者の発表により、2013年の月平均は18.2万人増と前年(18.3万人)を若干下回った。2012年12月開始の量的緩和拡大策は「財政の崖」による景気の失速を下支えし、雇用増を維持す

る一方、雇用の加速には至らなかった。

ただ、12月の雇用不振には天候要因が大きかったと見られる。家計調査では、悪天候による就業不能者が27.3万人と11月(3.7万人)から急増しており、幅広い業種に影響したと見られている。半面、ADP社発表の12月民間雇用増が23.8万人とほぼ1年ぶりの増加幅を見せ、チャレンジャー社集計の解雇者数が減少するなど、市場予想は発表が近づくにつれて上方修正されていたため、増加幅の下振れは市場にサプライズとなり、発表後は米債券金利が低下、株価も2営業日に渡って下落した。

一方、失業率は6.7%へと低下(市場予想は7.0%)、2008年10月(6.5%)以来約5年ぶりの低水準となるなど予想以上の改善を見せた。しかし、雇用市場からの撤退者が多く雇用回復を示すものとは言えない。総じて、12月雇用統計は雇用者増が天候要因の影響もあって下振れ、失業率は急低下したものの労働市場からの撤退による所が大きく労働参加率が低下を見せるなど、むしろ減速感の強いものとなっている。雇用回復ペースが減速した一方、失業率はFRBの目処とする6.5%に接近しており、この点では下旬開催のFOMCの対応が注目される。

(図表2) 雇用者増減の内訳と失業率(前月比,%)



(資料)米労働省

(12月雇用統計の詳細)

●12月雇用増は幅広い業種で縮小～広義の失業率は横ばい

12月事業所統計の内訳をみると、民間が8.7万人増(11月22.6万人増)、政府が1.3万人減(同1.5万人増)、また、民間の生産部門0.3万人減(同5.1万人増)、サービス部門9.0万人増(同17.5万人増)と幅広く減少が見られた。

生産部門では製造業(11月3.1万人増→0.9万人増)、建設業(同1.9万人増→1.6万人減)等で縮小、建設業の縮小には寒波の影響が大きい。サービス部門では、運輸・倉庫(同3.5万人増→0.1万人減)、ヘルスケア(同3.1万人増→0.6万人減)等が減少した一方、小売業(同2.2万人増→5.5万人増)、派遣業(同1.3万人増→4.0万人増)では増加幅が拡大した。政府部門の内訳では連邦政府が0.2万人減、州政府が0.2万人減、地方政府が0.9万人減とそれぞれ減少を見せた。

一方、家計調査による12月失業率は6.7%と前月(7.0%)から急低下、市場予想(7.0%)を大きく下回り、2008年10月以来5年ぶりの低水準となった。家計調査では、雇用者が前月比14.3万人増となる一方、失業者は49.0万人減、失業者の労働市場からの撤退が大きいことが失業率の改善に繋がった。労働人口は35万人減少し、労働参加率は62.8%(前月63.0%)と78年以來の低水準だった昨年10月と同水準となった。失業率はこの2カ月で0.5%の大幅な改善となるが、雇用増に伴う低下とは言い難く高評価はできない。

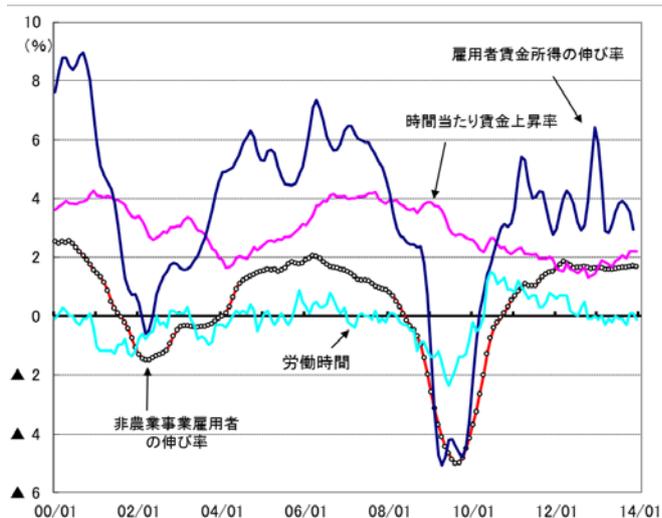
なお、失業率は、今回2009年1月に遡って改訂されている。これまでの推移を見ると、リセッ

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 年以來 26 年ぶりの高水準に上昇。その後、緩やかに低下し、昨年 12 月の 6.7%はオバマ大統領就任直前の 2008 年 10 月(6.5%)以來の低水準となるが、リセッション前との比較ではなお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 1035 万人に減少した。しかし、失業者の 4 割弱の 388 万人が 6 ヶ月以上の失業状態にあり、平均失業期間も 37.1 週と長く、就業者比率（employment-population ratio）も 58.6%と低水準にあるなど厳しい状況が続いている。また、パートタイマー計 2737 万人のうち 3 割弱の 777 万人は経済的理由を挙げている。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い人は 243 万人（うち 92 万人は就職をあきらめ活動を停止）を数える。こうした求職者を加味した広義の失業率（U-6）は 13.1%と前月と同率で低下しておらず、約 7 人に 1 人近くが該当する。

一方、12 月民間平均労働時間は 34.4 時間/週と前月(34.5 時間/週)から減少。時間当たり平均賃金は 24.17 ドルと前月 (24.15 ドル)から上昇した。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）の伸びは、前年比 2.9%(11 月)と 7 ヶ月ぶりに 3%割れとなった(図表 3)。

(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、

(3) 回復力に欠ける個人消費～可処分所得の回復待ち

GDPの7割を占める個人消費は様々な要因から影響を受ける。中でも、住宅市場の回復の遅れは、住宅関連消費や資産効果を通じて消費を抑制し、雇用回復の遅れは個人所得の伸びを弱める。さらに、2013年初の「財政の崖」では、富裕層の減税や給与税減税が停止され、可処分所得の伸びが個人消費の伸びを下回る状態が続いた。個人消費の伸びは依然低いものの、今後、住宅市場や雇用の回復が進展することによって次第に上昇傾向を強めていくものと思われる。

●クリスマスセールは終盤盛り返すも予想を若干下回る

NRF（全米小売連盟）の発表した今年のクリスマスセールの売り上げ(11～12月合算、自動車販売、ガソリン、レストラン等を除く)は前年比 3.8%と予想 (3.9%) を若干下回ったが、年末・年始に「財政の崖」を控えていた 2012 年の実績 (3.5%) や過去 10 年の平均伸び率 3.3%は上回った(図表 4)。

昨年は 10 月に政府閉鎖があり、感謝祭（11 月第 4 木曜日）が遅かったこともあって早めの商戦が活発化したが、NRF発表の感謝祭から週末までの 4 日間の売上げ（実店舗＋ネット販売）は、574 億ドル（前年比▲2.9%）と同統計で遡れる 2006 年以來初めて減少に転じた。

ただ、前半の低調な売り上げが後半の大幅なディスカウントを促し、12月単月では前年比4.6%と盛り返した。結局、売り上げは確保したものの、大幅なディスカウントによる利益面での圧迫が懸念されている。販売店別では、通信販売等が前年比14%と高い伸びを見せ、家具は同5.0%、衣料品は同4.7%と堅調、電気器具は同1.5%に留まった。

なお、消費者サイドの要因としては、悪天候や低調な消費者マインドが抑制的に作用したと見られている。

● 好調続く自動車販売が消費堅調を演出

12月の小売売上高は前月比0.2%（11月同0.4%）と市場予想（同0.1%）を上回ったが連月で伸びを縮めた。自動車販売が同▲1.8%と11月急伸（同1.9%）の反動を見せたことが大きく影響しており、自動車販売を除いた小売売上高は同0.7%（11月同0.1%）と好調だった。

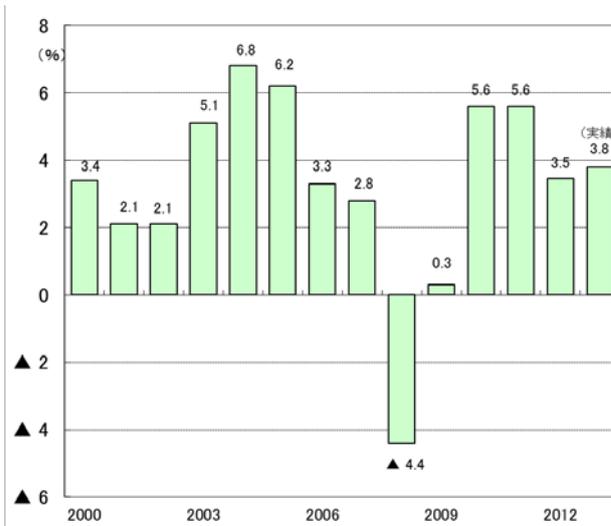
もっとも12月とは異なり、11月までは好調な自動車が小売売上高を牽引していた。このため前年比で見た12月の小売売上高は4.1%（11月同4.2%）と、自動車除きの3.7%（11月同2.8%）を依然として上回っている。12月の自動車販売は前年比5.9%と前月（同10.4%）から大きく低下したが、2010年9月以降、5%を下回ったことはなく、小売売上高を押し上げてきた。前年比の小売売上高の伸びを見ると、自動車除きの伸びを上回る状況が久しく続いている（図表5）。

一方、自動車販売を台数ベースで見ると、12月は1540万台（オートデータ社、年率換算、以下同じ）と11月（同1641万台）の急増後、一服の動きを見せた。11月は、2007年2月（1656万台）以来6年半ぶりの高水準だった。

自動車販売は、金融危機時には年率1000万台を割り込む急減少を見せ、その後回復に時間を要したものの、最近では好調に推移するなど、住宅投資と状況が似ている。落ち込みが激しかった時期に買い替え年数が伸びたことも好調持続の背景となっている。

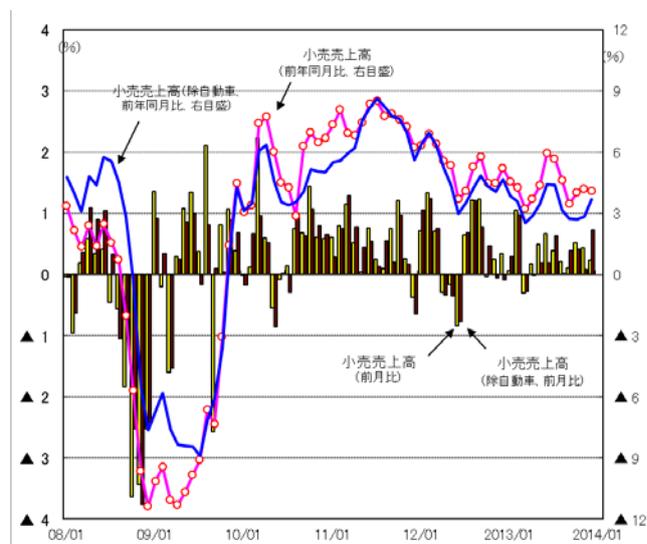
昨年初の増税以降、可処分所得の低迷で個人消費が伸び悩む中、自動車購入についてはローン利用が多い点も他の消費財の動きと異なる。こうした自動車購入の持続的な回復が、実態的

（図表4）クリスマスセールの暦年推移



（資料）全米小売連盟

（図表5）小売売上高の推移（月別）



（資料）米国商務省

には強いとは言えない個人消費伸びを支えていると言えるだろう。ただ、自動車販売の回復自体は消費意欲回復の証左でもあり、今後の雇用回復によって所得の伸びが改善すれば、個人消費も次第に回復傾向を強めていくと思われる。

(4) 11月貿易収支は大幅な改善

12月雇用統計に次ぐサプライズは11月の貿易収支だろう。市場の400億ドルの赤字予想に対し342.5億ドルの赤字(季節調整後、国際収支ベース)と発表され、前月の赤字(393億ドル)から大幅に縮小、2009年10月(339.5億ドル)以来約4年ぶりの低水準となった。

内訳では輸出が前年同月比5.2%増と伸びた一方、輸入は同▲1.1%の減少となった。輸入減には石油輸入の減少(同▲15.1%)が大きい。原油価格の下落(11月の輸入価格は94.7ドル/バレルと同▲2.8%)に加え、石油の輸入量も同▲14.9%と減少(1月から11月までの累計では前年比▲10%の減少)していることが挙げられる(図表6)。

各国別の赤字では、対中国赤字が269億ドルと突出(2位の日本は58億ドル)している状況には変わりはないが、年初から11月まで累計した前年比では、対中輸出が8.7%増の一方、輸入は3.1%増に留まるなど改善が窺える。

●注目される赤字縮小の構図

11月の貿易収支縮小に加え10月の赤字幅も下方修正されるなど、10-12月期のGDPにはプラスの影響が大きい。貿易収支発表後の10-12月期GDPの市場予想は3%台に引き上げられている。

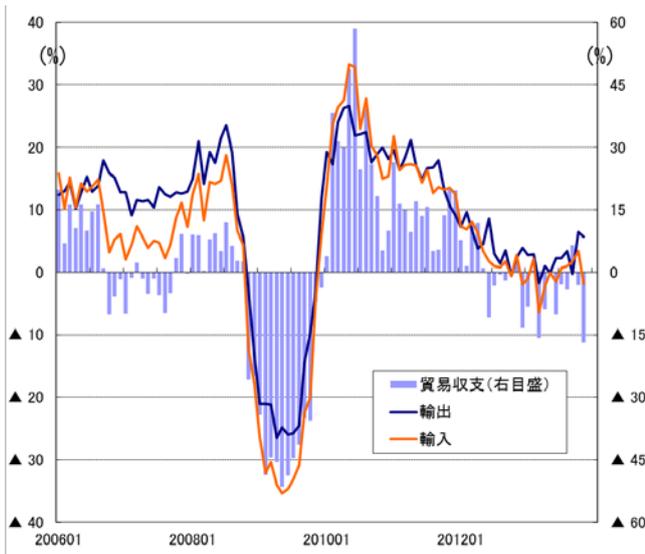
ただ、それ以上に注目されるのは、赤字縮小に持続的とも窺える傾向が見られることだろう。輸出の増加には海外経済の持ち直しがある。IMFは1/21、2014年の世界経済見通しを上方修正(昨年10月の3.6%→3.7%)した。米国の成長率を引き上げた(2.6%→2.8%)だけでなく、日本や欧州の先進諸国や中国の見通しを引き上げる一方、ロシアや他の新興国を引き下げた。米国の主たる輸出国の景気は回復に向かっている。

輸入面では、シェール革命の影響もあって天然ガスとともにタイトオイル等の産油増が続いており、結果として石油等の輸入量が減少している。ただ、産油増には限界があるため、今後は埋蔵量の多いシェールガスによる石油からの代替が進行し、さらにシェールガスの輸出が順調に拡大していくかが注目される。

輸出環境の改善に加えて、石油の輸入縮小が進行すれば、米国の貿易収支の改善に与える影響は大きく、先行きのGDPの押し上げにも繋がる。ただ、貿易収支の改善はドル高進行をもたらす可能性があるのに加え、これまでの米国では、景気回復の進行が消費支出を拡大させ、輸入増に繋がっていた。

2013年の11月までの石油輸入は、輸入全体の16%(2012年は18%)を占め、石油収支の赤字は貿易赤字全体の33%(2012年は39%)を占める。エネルギー輸出を軌道に乗せるには時間を要するとしても、それに先行する石油輸入の減少が進行すれば、貿易収支のみならず米経済全体に与えるインパクトは大きく、今後の動向が注目される(図表7)。

(図表6) 貿易収支の推移(前年同月比)



(資料) 商務省、センサスペース

(図表7) 石油収支の推移(月別)



(資料) 商務省

3. 金融政策の動向

(1) 今後も異例の緩和策が景気を後押しする構図が続く

F R Bは、金融危機を受けた“非伝統的金融政策”と呼ばれる異例の金融緩和策を実施しており、現行実施中の緩和策は「資産購入策：いわゆる量的緩和策（QE）」と「ゼロ金利政策及びそのフォワード・ガイダンス」となる。2008年以降ゼロ金利（0-0.25%）に張り付いている政策金利は、「今後も失業率目標となる6.5%を下回るまでは据え置かれ、インフレ見通しがF R Bの目標である2%を0.5%以上上回らなければ、その後もかなりの期間、据え置く」との意向を表明している。参加委員の見通しでは、2016年になってもインフレは1.6%~2.2%のレンジと見ており、おそらく2015年までは“異例の緩和策”が米景気を支えると思われる。

一方、QE政策では、QE1~QE2では期限を区切った債券購入を行っていたが、QE3では期限を決めずに毎月850億ドルの長期債購入を2012年12月に決定した。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」と声明文に明記しているが、昨年6月FOMC後の会見でバーナンキ議長が「年内に資産購入の縮小（テーパリング）を開始、来年半に収束させる」との具体的な縮小シナリオを提示していた。その後、10月には政府閉鎖等の財政問題が警戒されたが、結局、昨年12月のFOMCで、1月以降の債券購入額の100億ドル減額を決定している。

F R Bでは今後のテーパリングはその時の経済情勢次第としているが、市場では、順次、段階的に小幅の購入額の縮小が行われていくとの見方が一般的である。こうした判断には、12月FOMCの議事録(要旨)によるところも大きく、以下にはそのポイントとなる点を記載した。

(12月FOMC議事録について)

●テーパリングの開始に関する議論

F R Bは1/8に連邦公開市場委員会(F O M C、昨年12月17-18日開催)の議事録要旨を公表、それによれば、債券購入について、経済への効果が低下しつつあるとの認識や金融安定へのリスクが生じる恐れがあるとの懸念が表明されていた。

前提となる景気認識では、景気回復に対する懸念は払拭されていないものの、雇用市場の改善が持続すると見てテーパリングに踏み切ったことが明らかとなっている。今後についても、特段の下振れ要因がなければ、1年程度かけてゆっくりとした購入縮小を見込んでいる。

半面、労働参加率の低下など、雇用への懸念が残っていることも指摘された。そのほか、懸念材料の一つにインフレ水準が低く、現在でも低下していることが挙げられており、引き続きこの問題への注目度が高いことが示された。さらに、労働市場とインフレ問題への懸念を理由に、資産買い入れを現行ペースで続けるべきとの意見も数名見られており、投票結果は9対1となったが、テーパリング開始にはそれ以上の慎重意見があったことを示している。

また、テーパリングに際しては、今後の利上げに繋がるものではないこと、さらなる削減にも慎重であるべきとの意見も多く見られた。こうしたテーパリング開始に関する12月F O M Cでの議論を抜粋すると以下の通りである。

「多くのメンバーは、雇用市場のこれまでの改善と今後の改善持続見込みは、テーパリング開始が適切であることを示唆している、と見ている。しかし、複数のメンバーは、潜在成長率を上回る成長率の持続見通し、労働市場の改善の持続、インフレの目標水準への復帰等、多くのことを考慮すべきとし、また、数名は、緩和政策からの撤退を予想以上に早めるといった間違っただ信号を与えたとの懸念を表明した。結論として、多くのメンバーが『委員会は注意深く購入縮小の最初の行動へと進むべきであり、また今後の縮小についてはゆっくりと慎重に取り行われることを示すべき』と判断した。さらに、資産購入ペースは予定されているわけではなく、労働市場とインフレの見通しや、効果とコストの評価次第である。」としている。

●ゼロ金利政策とそのフォワード・ガイダンス

前述のように、フォワード・ガイダンスでは「インフレ見通しが2.5%を上回らず、失業率が6.5%を下回らないうちは、ゼロ金利政策を維持する」としており、その時期として、F R Bは当初2015年半ばを見込んでいたが、昨年12月の失業率は6.7%とF R Bの想定以上に早い低下を見せた。失業率の低下は好ましいことながら、12月の低下要因には雇用増だけでなく、就職を諦めて雇用市場から撤退した人が多く含まれ、労働参加率の低下を招く一方、肝心の雇用者数は、最近の堅調な回復にも係わらず、依然、リセッション前の水準を下回っている。

こうした状況から、失業率目標の引き下げも議論されたが、12月F O M Cでは、現行のフォワード・ガイダンスを維持して失業率目標の引き下げを見送り、「インフレ見通しが2%を下回っている間は失業率目標が6.5%を下回ってもかなりの期間ゼロ金利政策を維持する可能性が強い」との文言を声明文に加えた。当初のフォワード・ガイダンスも生きているものの、インフレが低水準にある現状を考慮すると、今回付け加えられた文言を中心に、政策面の舵取りが行われることとなりそうである。

なお、ここでの「インフレ見通し」とは1～2年後のインフレを指し、これによってエネルギーや食品等の一時的な急騰の影響を回避できる。12月FOMCでの参加委員のインフレ見通しは、2014/4Qが1.4～1.6%、2015/4Qが1.5～2.0%と安定的である。ただし、失業率が6.5%を下回ってくると、金利据え置きの主条件が外れることとなり、フォワード・ガイダンスの意味が希薄化する恐れが出てくる。そうであれば、失業率目標の引き下げも現実味があると思われるが、一度出したフォワード・ガイダンスの変更はFRBの信頼性を損なうとの意見が出ていた。議事録には「失業率目標の引き下げについてはそのメリットとデメリットを議論したが、数名が引き下げを適切な意思伝達措置とした半面、数名がフォワード・ガイダンスへの信頼を損なうと主張、結局、殆どの委員は失業率とインフレの現行基準を据え置き、基準値に達した後の行動の説明で対処することとした」と記載されており、失業率目標の改定は見送られた。

●1月FOMCは小幅の縮小を継続か

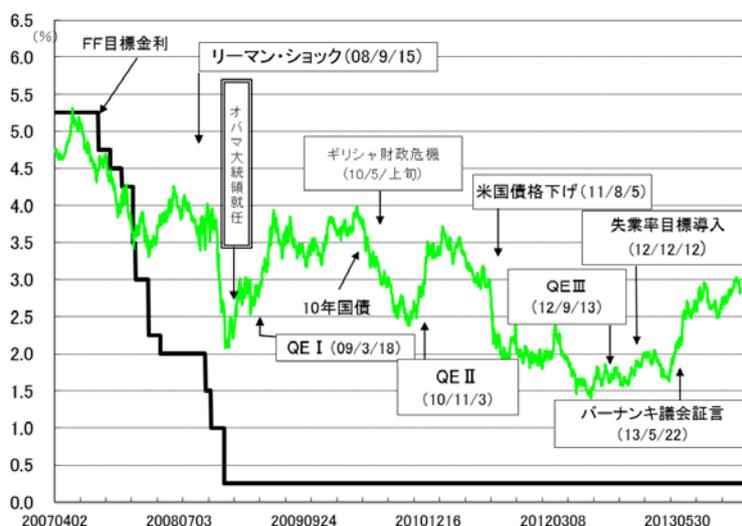
次回FOMCは1月28-29日に開催される。バーナンキ議長の最後の会合となるが、FOMC後の記者会見は設定されていない（2014年の記者会見は3・6・9・12月）。

なお、バーナンキ議長は1月9日の上院議員との会合で、今後数年間の米経済について楽観的な見通しを示し、「財政赤字とエネルギー状況の改善が寄与する一方、高齢化の進展で医療費、年金問題等が長期的な課題となる」との見方を表明した。

また、2月より新議長に就任するイエレン副議長は、2014年の成長率は3%台と、より強気の見通しを示した（1/9）。「雇用改善の遅さが懸念されるが、FRBの金融緩和が長期金利を低下させ、住宅、株価の上昇を通じて支出が拡大、雇用の創出に繋がる」と説明している。

12月17-18日の前回FOMC後、7-9月期GDPが4.1%へと大幅に上方修正されたが、11月貿易赤字の縮小やデフレタの低下により、10-12月期も高成長が予想されており、12月の議事録で示唆されたように、1月FOMCでも小幅の縮小が決定される可能性が強い。

(図表8) FRB政策金利と長期債金利の推移



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。