

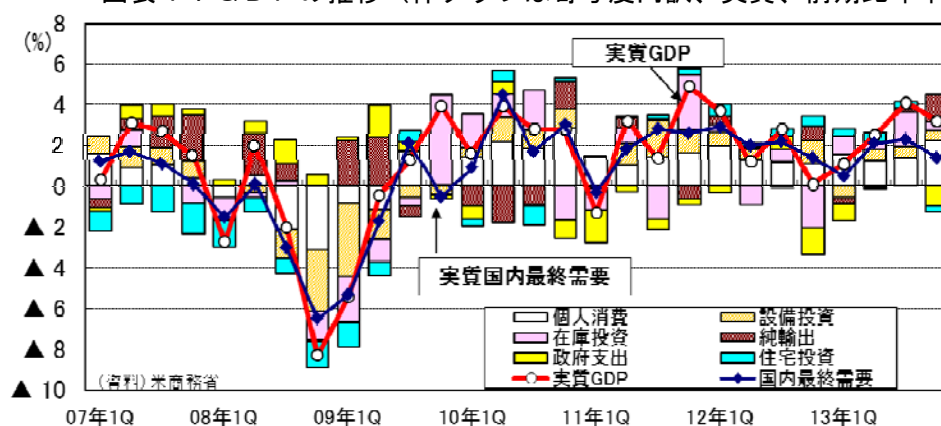
(米国経済)：徐々に高まる成長ステージ、2015年本格回復を視野に

10-12月期 GDP は 3.2%と前期に続き高成長を継続、本年は9年ぶりに3%成長となる可能性を高めた。一方、FRB は今後もゼロ金利政策を継続、景気支援の意向だ。既にテーパリングが開始されたが、引き締めへの転機は景気が力強さを増す 2015 年以降となろう。

最近の米国経済は高成長が続いたものの、今期は在庫調整と寒波で伸び悩みが懸念される。10-12月期実質GDP（速報値）は3.2%（前期比年率：以下も同じ）と前7-9月期4.1%に続き、堅調な伸びを保った。3%以上の伸びが2四半期続いたのは約2年ぶり。特徴的なのは、個人消費が3.3%と3年ぶりの高い伸びを見せた半面、住宅投資が9.8%減と過去5四半期に渡る二桁の伸びからマイナスに転じたことだ。また、輸出が11.4%と伸長した一方、輸入は0.9%に留まり、純輸出の寄与度は1.33%と4年半ぶりの高水準となった。在庫投資の寄与度(0.42%)は前期(1.67%)から縮小したが、4四半期連続増で在庫投資額が膨れており、今後、在庫調整がGDPを押し下げる可能性が高い。設備投資は3.8%と前期の4.8%から低下、構築物が1.2%減となったが、設備機器は6.9%と前期(0.2%)から持ち直した。

個人消費の伸びの背景には個人消費価格指数の低下（前期の1.9%→0.7%）があり、耐久財指数2.5%減、非耐久財指数1.4%減と低下、これらの項目では名目の伸びが実質を下回り高い伸びが実感できない。GDPデフレーターも低下するなど価格指数の低下は当期成長率を高めた一因となっている。また、GDPから在庫・純輸出を除いた国内最終需要は1.4%とGDPの伸びの半分に満たない。GDPの高い伸びはやや割り引いてみる必要があるだろう。もっとも、下半期の高成長は、次年度の発射台を高める。1-3月期は在庫調整や寒波の影響を受けるが、年間を通じて2%台後半の成長を維持できれば2014年の成長率は3%に接近、2005年(3.4%)以来9年ぶりの成長率となる可能性が出て来よう。

図表1：GDPの推移（棒グラフは寄与度内訳、実質、前期比年率）



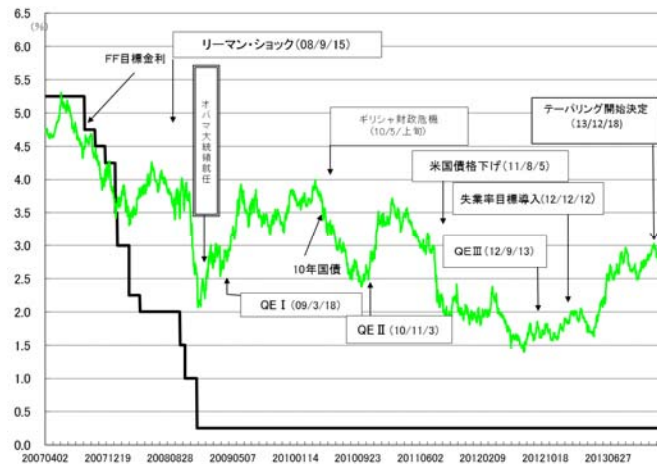
続いて金融政策を見ると、FRBはテーパリング（量的金融緩和の縮小）終了後も景気支援策を継続する意向。

FRBは、金融危機後“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いるが、現行緩和策は「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」である。2008年以降ゼロ金利（0-0.25%）に張り付いている政策金利は「今後も失業率目標の6.5%を下回るまで据え置かれ、インフレ見通しがFRB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」とし、おそらく2015年までは据え置かれると思われる。半面、インフレ見通しが2%の長期目標を下回っている点も懸念されており、12月FOMC以降「インフレ見通しが2%を下回る間は失業率目標が6.5%を下回ってもゼロ金利政策の維持が適切となる可能性が強い」との文言を声明文に加えた。なお「インフレ見通し」とは1~2年後のインフレを指し、12月FOMCの参加委員の見通しは2015/4Qに1.5~2.0%と2%を上限と見ている。

一方、QE政策では、毎月850億ドルの長期債購入を2012年12月に決定、その後2013年を通して維持された。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おり、結局、昨年12月FOMCで、1月以降の債券購入額の100億ドル減額（テーパリング）を決定、さらに1月FOMCでも2月以降の100億ドルの追加減額を決定した。なお、2月よりイエレン新議長が就任、市場との対話を重視する新議長の采配が注目される。

図表2：FRB政策金利と長期債金利



今後は、足元では寒波や在庫調整で高成長は一服し、金融政策の転機は2015年と思われる。米経済が成長ステージを高めるに従い金融政策も転機を迎える。FRBは今後のテーパリングはその時の経済動向次第としながらも、経済が予想通りの進展を見ればFOMC毎に小幅縮小を決定、年内収束が予想される。もっとも、テーパリングは緩和策の縮小で、出口戦略の始まりではない。今後もFRBの長期債購入が続き、バランスシートはさらに膨らむ。新興国からの資金流出にマインド面以外の関連性は認められない。

ただ、米国のQE政策を背景に資金流入の拡大した新興国には流動性の高い資金が滞留しており、先行した巻き戻しの動きも見られるが、新興国市場の波乱の中でも、FRBは1月FOMCで追加の減額に踏み切った。米経済にかなりの下振れ圧力がかからない限り、今後も段階的に縮小が行われていくこととなりそうだ。

一方、足元の米経済では、寒波の影響で弱めの経済指標が続いたのに加え、昨年下半年に積み上げた在庫の調整等で成長率にややブレーキがかかることが想定される。また、上記のリスク回避の動きが重なり10年国債金利は一時的に2%台半ばへと低下した。ただ、経済指標の悪化が一時的と見るならば、FRBがテーパリングを控える理由には乏しい。

金融政策が転機を迎えるのは、テーパリング収束後、緩和から引き締めに移るタイミングとなる。以前、FRBは出口戦略の第一歩は市場に溢れる流動性の回収からとしていた。今後、失業率目標が6.5%を下回り、インフレ見通しが2%に迫るといよいよ利上げが接近する。2015年は本格成長への期待が強く、金融政策でも引き締めに移る可能性を高めよう。ただし、FRBは保有している長期債の売却には否定的で、償還待ちでの減額等、市場へのインパクトを極力抑える意向である。そうした出口戦略に比べると、小幅で段階的なテーパリングの影響はそれほど大きくない。2014年は、緩和策に支えられながら成長ステージを高める橋渡しの年と位置づけられるだろう。

(土肥原 晋)