

Weekly エコノミスト・ レター

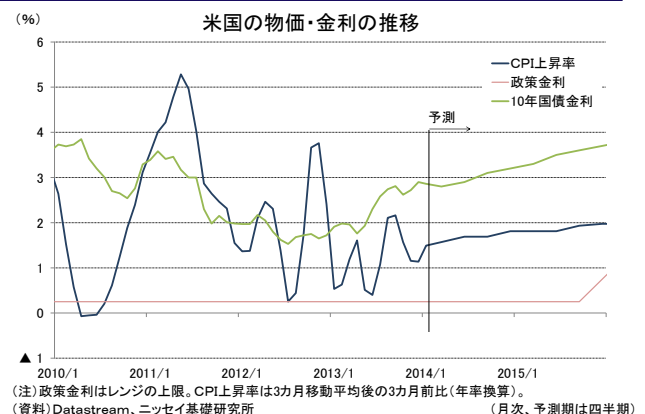
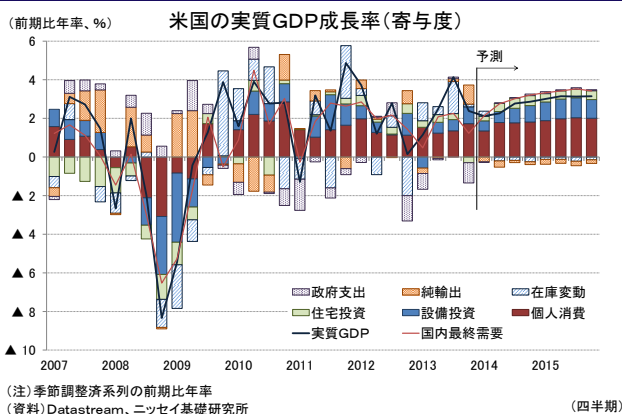
米国経済の見通し

—寒波の影響は限定的、テーパリングは淡々と

経済研究部 研究員 高山 武士

(03)3512-1824 takayama@nli-research.co.jp

1. 米国経済は、寒波の影響により経済活動が一時的に低迷している。最近の経済指標も寒波の影響でかく乱されており、米国経済の「実力」を読み取ることは難しい状況である。そのため、当面は寒波の影響が解消された後、順調に回復を続けるのか、それとも「実力」も弱含んでいるのかという点が注目される。
2. メインシナリオは、米国の「実力」は弱まっておらず、経済は再び回復を続ける、である。経済指標のなかでも、消費者信頼感などのセンチメント指標や金融資産残高などのストック指標がそれほど悪化していないことを鑑みれば、表面的な需要は落ち込んだが、潜在的な消費需要や投資需要は依然として強いと考えることが妥当だろう。
3. 一方、これまでと同様、労働市場の回復はゆっくりとしたものになると見ている。そのため、経済全体の回復ペースが一段と加速することも期待できない。インフレ率の上昇ペースも緩慢なものになるだろう。
4. 寒波を乗り越えた後、経済の回復基調が続くことから、テーパリングは淡々と続けられ、2014年後半には資産買入策が終了するだろう。しかし、インフレ率の上昇ペースが緩慢であることから、金融引き締めを急ぐ必要もない。その後は実質的なゼロ金利政策が続けられ、利上げを開始するのは2015年の終盤になると予想する。
5. リスクは資産価格の下落である。ウクライナの政情不安、中国の理財商品に絡む不良債権問題など、海外の問題が国内の金融市場に飛び火する可能性がある。また、国内発のリスクとして、FRBが引き締めへ転じるタイミングで、金融市場、住宅市場が崩れる可能性も指摘できる。ただし、これらのリスクが顕在化し、実体経済に強い下押し圧力が生じる可能性はかなり小さいと考えている。



1. 米国経済概況・見通し

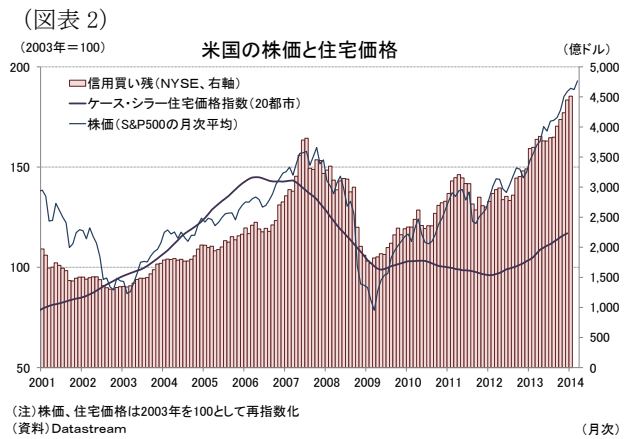
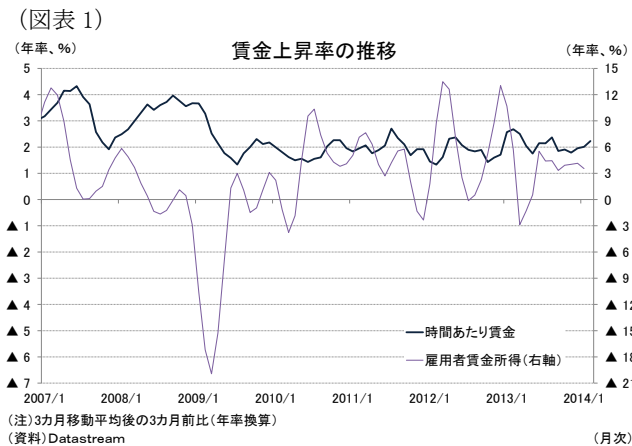
まず、米国経済の概況と見通しについて述べたい。

米国経済は、足もとの指標を見る限り、消費、雇用、生産のいずれにおいても悪化が鮮明となっている（後掲図表 4、8、14）¹。主因は昨年（2014年）の年末から今年（2015年）の初めに米国を襲った大寒波であり、悪化は一時的なものと見られる。したがって、春以降には寒波による悪影響は解消される。むしろ、問題は米国経済の「実力」が隠されてしまっている状況にある。春以降に米国は寒波を乗り越えて回復基調を続けるのか、それとも経済指標の悪化は寒波だけではなく「実力」も弱含んでいるのか、ということが判断できない。これが当面の注目点でもある。

見通しでは、米国の「実力」は弱まっておらず、経済は再び回復を続ける、というシナリオを想定している。経済指標でも、フローの指標では悪化しているものが目立つが、センチメント指標（消費者信頼感指数：後掲図表 6、ISM指数：後掲図表 15）やストック指標（家計金融資産：後掲図表 7、同債務：後掲図表 12）では、それほど悪化が顕在化していないからだ。つまり、表面的な需要は落ち込んだが、潜在的な消費需要や投資需要は依然として強いと見られる。

一方、これまでと同様、労働市場の回復はゆっくりとした足どりになるだろう。これは経済全体の回復ペースを緩慢にする要因にもなる。金融危機後の雇用改善は満足できるものではなく、賃金上昇率も横ばいでの推移が続き力強さが無い（図表 1）。そのため、個人消費の改善ペースは遅くなる。その結果、成長率は2014年は2.6%、2015年で3.0%となると見ている（図表 3、表紙図表左）。

また、この賃金上昇率の伸び悩みや、消費回復の遅れは、ディスインフレや輸入の伸び悩みにもつながる。特にインフレ率の上昇は鈍く、2%まで回復するのは2015年の終盤となるだろう。



金融政策については、FRBが重視する雇用環境の改善ペースが緩慢なことから、緩和的な状況が長期化すると考える。低めのインフレ率が続くこともあって、現在の超低金利政策（政策金利が0-0.25%という実質的なゼロ金利状態）は2015年後半まで続けられ、利上げに転じるのは2015年の終盤となるだろう。また、短期的には資産買入策（量的緩和策：QE3）の縮小（いわゆるテーパリング）の動向に注目が集まっている。足もとでは種々の指標に寒波による低迷が見られるが、米国の「実力」が判明しない以上は、すぐにFRBも行動を変更しにくい。その後も、経済は再び回復傾向をたどると見ているため、テーパリングは淡々と続けられるだろう。

長期金利に関しては、上昇圧力は強まるが、インフレ率が加速せず、FRBの実質的なゼロ金利

¹ 経済統計について、本稿では特に断りの無い限り、季節調整済の系列を使用する。

状態が長期化することから上昇余地も限定的になると見ている（図表3、表紙図表右）。

以上がメインシナリオであるが、これに対するリスクとしては資産価格（株価や住宅価格）の低迷が挙げられる。

賃金の伸びに強さが見られないなか、資産価格の上昇は、個人消費の伸びを支える要因となっている。それだけに、資産価格の下落、つまり株価や住宅価格の下落が回復を阻害する要因になり得る（図表2）。F R Bが緩和的な金融政策を続けている限り、住宅価格は大崩れすることは無く、企業業績も良好であるため、株価の上昇にも正当性があると考えているが、海外発の問題で投資家のリスク許容度が低下する可能性もある。ウクライナの政情不安、中国の理財商品に絡む不良債権問題などはその筆頭だろう。また、将来的には海外要因だけでなく、国内発の要因としてF R Bが金融引き締めめに転じるタイミングで、市場が崩れる可能性も指摘できる。最近では、株式市場での信用買いが膨れていることも指摘されている（図表2）。これは、相場下落時の下げ幅が大きくなりやすいことを示唆しており、こうした点にも注意が必要だろう。

ただし、あくまでもメインシナリオではなく、こうしたリスクが顕在化する可能性も小さいだろう。ウクライナ情勢では、米国はロシアへの経済制裁に踏み切ったものの、オバマ大統領が軍事介入（武力行使）には消極的と見られることから、米ロが武力衝突をする強硬路線に発展するとは考えていない。中国における不良債権問題も、中央政府に救済余力がある（中央政府債務が比較的少ない）ことから、中国国内で消化できる材料だと考えている。国内の住宅価格も市場は回復途中であり、過去と比較しても過度に高価格となっているわけではない。株価の変動幅が大きくなりやすい地合いであることは確かだと思われるが、資産価格の低下が長期化し、実体経済に波及するほど深刻化することもないと見ている。

では、以降ではやや細かく米国経済の状況と見通しについて述べていきたい。

（図表3）

米国経済の見通し

| | 2012年 (実) | 2013年 (実) | 2014年 (予) | 2015年 (予) | 2013年 | | | | 2014年 | | | | 2015年 | | | | |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|------|
| | | | | | 1-3 (実) | 4-6 (実) | 7-9 (実) | 10-12 (実) | 1-3 (予) | 4-6 (予) | 7-9 (予) | 10-12 (予) | 1-3 (予) | 4-6 (予) | 7-9 (予) | 10-12 (予) | |
| 実質GDP | 前期比年率、% | 2.8 | 1.9 | 2.6 | 3.0 | 1.1 | 2.5 | 4.1 | 2.4 | 2.1 | 2.3 | 2.8 | 2.9 | 3.0 | 3.1 | 3.1 | 3.1 |
| 個人消費 | 前期比年率、% | 2.2 | 2.0 | 2.3 | 2.8 | 2.3 | 1.8 | 2.0 | 2.6 | 2.1 | 2.6 | 2.6 | 2.7 | 2.8 | 2.9 | 3.0 | 3.0 |
| 設備投資 | 前期比年率、% | 7.3 | 2.8 | 5.3 | 7.1 | ▲4.6 | 4.7 | 4.8 | 7.3 | 4.2 | 4.5 | 6.0 | 6.7 | 7.6 | 7.9 | 7.9 | 7.3 |
| 住宅投資 | 前期比年率、% | 12.9 | 12.1 | 8.2 | 14.3 | 12.5 | 14.2 | 10.3 | ▲8.8 | 7.8 | 14.6 | 17.8 | 16.5 | 13.2 | 12.7 | 12.9 | 13.2 |
| 在庫投資 | 寄与度 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | ▲0.2 | 0.9 | 0.4 | 1.7 | 0.1 | 0.3 | ▲0.2 | ▲0.2 | ▲0.2 | ▲0.1 | ▲0.1 | ▲0.2 | ▲0.1 |
| 純輸出 | 寄与度 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | ▲0.2 | ▲0.3 | ▲0.1 | 0.1 | 1.0 | ▲0.3 | ▲0.3 | ▲0.1 | ▲0.1 | ▲0.2 | ▲0.2 | ▲0.2 | ▲0.2 |
| 消費者物価(CPI-U) | 前期比年率、% | 2.1 | 1.5 | 1.5 | 1.8 | 1.2 | 0.4 | 2.2 | 1.1 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.9 | 2.0 |
| 失業率 | 平均、% | 8.1 | 7.4 | 6.5 | 6.1 | 7.7 | 7.5 | 7.2 | 7.0 | 6.6 | 6.5 | 6.4 | 6.3 | 6.2 | 6.1 | 6.0 | 5.9 |
| FFレート誘導目標 | 期末、上限、% | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.75 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.75 |
| 10年国債金利 | 平均、% | 1.8 | 2.3 | 3.0 | 3.5 | 1.9 | 2.0 | 2.7 | 2.7 | 2.8 | 2.9 | 3.1 | 3.2 | 3.3 | 3.5 | 3.6 | 3.7 |

（資料）Datastream、ニッセイ基礎研究所

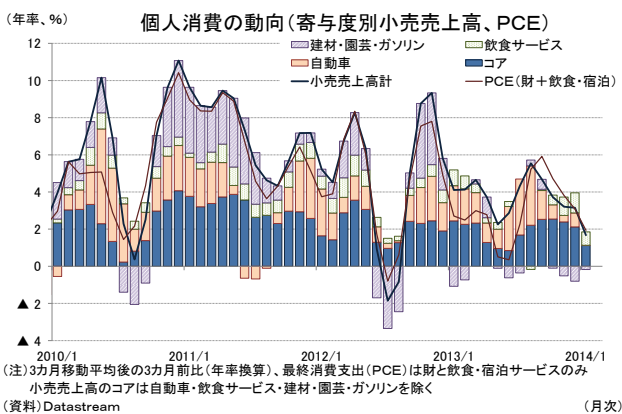
2. 実体経済（需要項目別）の動向

（個人消費）寒波は乗り切るが、賃金の伸び悩みが抑制要因に

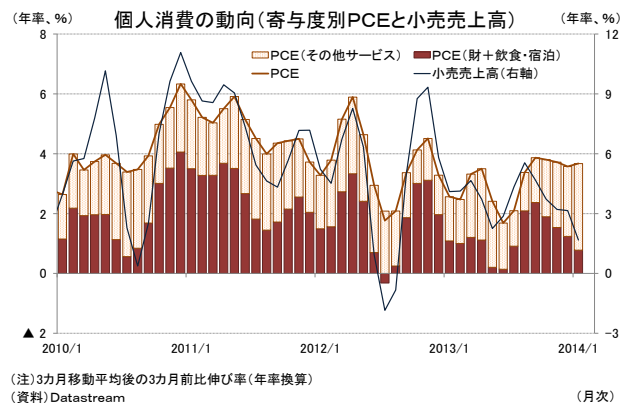
個人消費に関しては、足もとの小売売上高の減速が目立つ（図表4）。1月の小売売上高は前期比で▲0.4%（前月：同▲0.1%）と2012年6月以来の2カ月連続マイナスとなった。寒波の影響で自動車販売が前月比▲2.0%（前月：同▲2.3%）と低迷しただけでなく、コア（自動車、飲食サービス、園芸、ガソリンを除く）の小売売上高も前月比▲0.3%（前月：同+0.3%）と不調だった。

現在のところ、サービス消費が堅調に推移しているため、財消費の不調を補っているが、2月以降も寒波は続いており、大雪などで外出が控えられるとサービス消費にも影響が生じるため、短期的には下方圧力が強いと言えるだろう（図表5）。

（図表4）

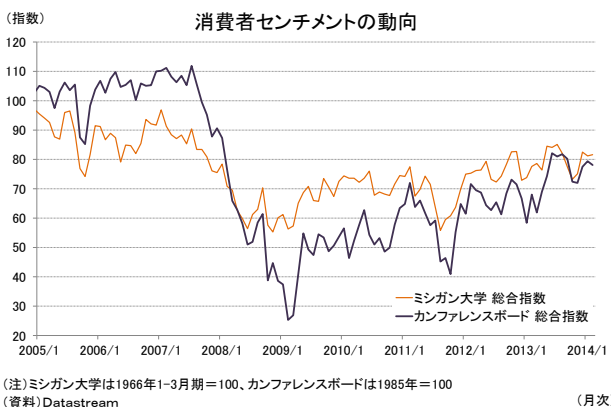


（図表5）

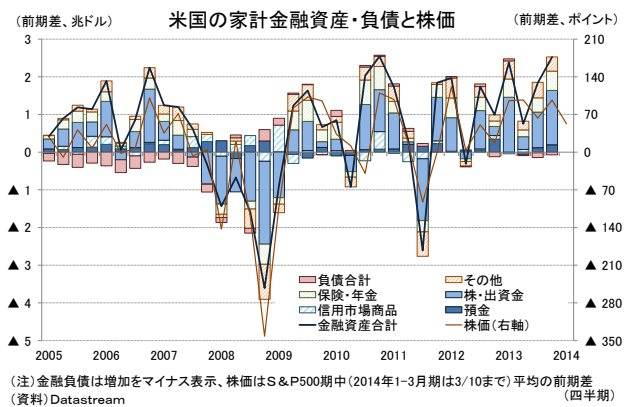


注目は、寒波の後に消費の冷え込みが続くのか、再び浮上するのかという点であるが、春以降は、再び消費は拡大すると考えている。家計のセンチメントが高めの水準を維持できていること（図表6）、資産価格が堅調に推移していること（図表7）、住宅価格の上昇に伴ない住宅ローンを中心とした家計債務が増加していること（後掲図表12）などを鑑みると、潜在的な消費意欲はむしろ活性化しつつあると言えるだろう。したがって、今後、寒波の影響が解消されれば、自動車など耐久財を中心に消費が盛り返すと予想している。また、サービス消費が堅調に推移していることも消費の下支えになるだろう。

（図表6）



（図表7）



資産価格のうち株価の動向については、企業業績という面で寒波による売上げ不振、投資家のリ

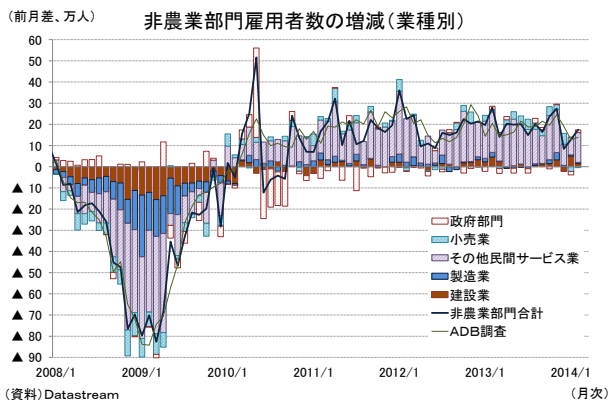
スク許容度という面でウクライナの情勢不というマイナスの材料も抱えている。ただし、現在のところ、こうした株安要因は顕在化しておらず、株価は史上最高値を更新している。また、長期的に見れば、これらのマイナス要因も解消に向かう。また、住宅価格に関しては安定して回復していることから（前掲図表2）、総じて見れば資産効果による消費の下支えが期待できると考えている。

一方、安定した消費活性化を実現するためには、雇用環境の改善と賃金の上昇が不可欠である。しかし、雇用環境の改善は緩慢であり、これが個人消費に抑制的に働くことを踏まえると、2014年暦年では、実質の個人消費伸び率は前年比2%前半にとどまり、2015年に入って3%近くまで改善すると考えている。

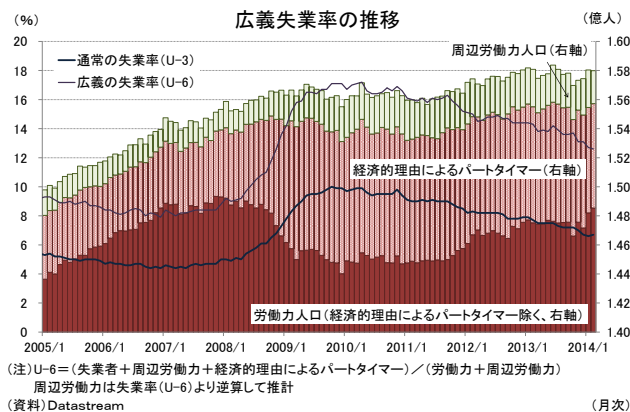
労働市場を見ると、非農業部門の雇用者増加数が、今年に入ってから昨年の増加ペース（月20万人程度）を維持できていない（図表8）。失業率は改善を続けているものの、労働参加率が減速していることが要因であり、労働力人口の増加は緩慢である（図表9）。経済的理由によってパートタイム労働を余儀無くされている人も依然として多いことから、雇用環境は総じて弱含んでいると評価できる。また、雇用の回復が十分でない以上、賃金上昇にも期待できず、消費にとっては向かい風と言える。

足もとの雇用の伸び悩みは、寒波の影響による一時的な減速による部分もあり、すでに2月時点でかなり戻している。また、FRBも雇用の回復が鮮明に見られるまでは緩和的な金融政策を維持すると表明していることから、今後も改善が促されるだろう。しかし、そのペースは緩慢なものにとどまると見ている。失業率については、これまで順調に低下しているものの、雇用が改善するにつれ労働参加率が上昇すると見込まれることから、今後は失業率も低下しにくくなるだろう。そのため、失業率が5%台まで低下するのは2015年の終盤になると予想する。

（図表8）



（図表9）



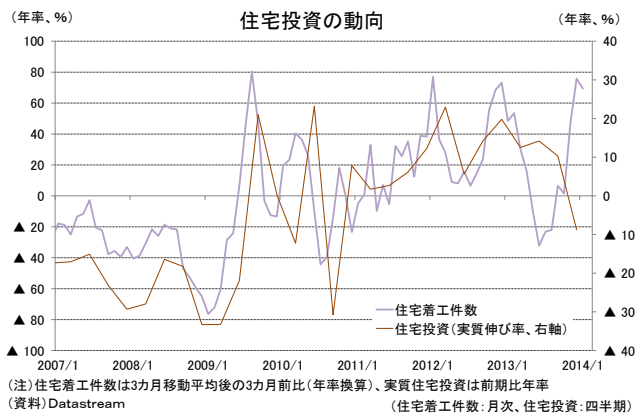
（住宅投資）減速は急激だが、回復力も強い見込み

住宅投資については、10-12月期の実質GDP構成要素のうちの住宅投資伸び率が前期比で▲9.8%（前期:+10.3%）となり、年末の住宅着工の持ち直しと対照的にマイナスに転じたことが驚きであった（図表10）。ただし、1月は住宅着工も前月比▲16.0%（前月:同▲4.8%）と大きく減速しており、実態としては寒波の影響が大きいと考えたほうが良さそうである。

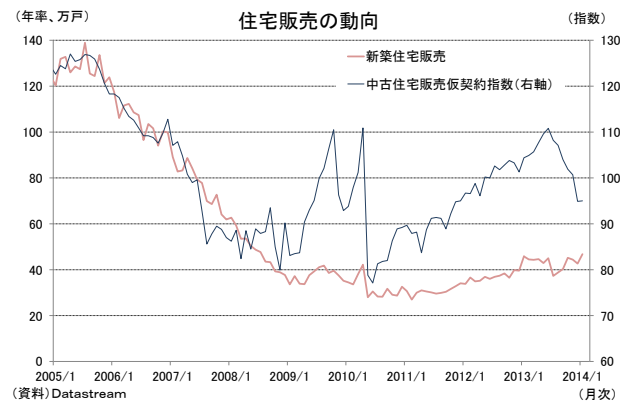
しかし、寒波の影響が解消すれば、住宅投資も再び活性化するだろう。中古住宅販売は不調だが、新築住宅販売は底堅く推移している（図表11）。住宅投資は寒波で大きく低迷していた分、そこからの反動増も期待できる。住宅ローンが残高ベースで見ると2013年7-9月期以降、2期連続でプラ

スを記録、また増加幅を拡大させていることも（図表 12）、家計による住宅購入意欲を示唆していると見られる。

（図表 10）

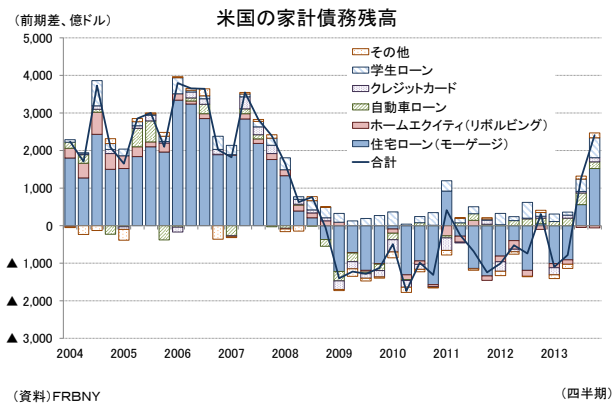


（図表 11）

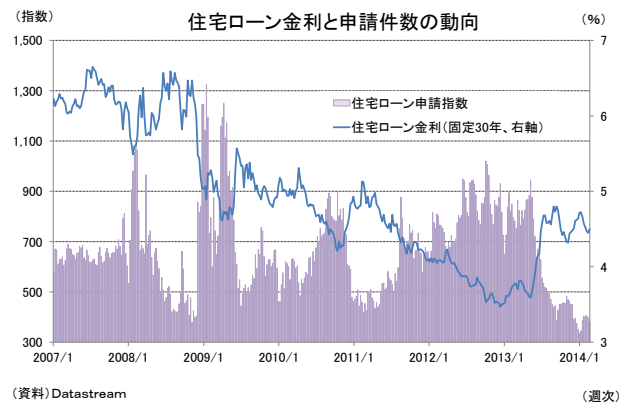


一方、長期的には量的緩和政策の出口が見え、住宅ローン金利が上昇すると、住宅需要が次第に伸び悩んでくる。実際、すでに住宅ローンの金利上昇にともなって、住宅ローン申請件数は減りつつある（図表 13）。ただし、FRBがテーパリングを終了した後も、政策金利も非常に低い状態に据え置くと見られることから、住宅需要の低下はそれほど極端なものにはならないだろう。また、住宅需要の伸び悩みも、経済が回復し金融引き締めに移行する段階では、むしろ自然で健全な状況と考えられる。

（図表 12）



（図表 13）

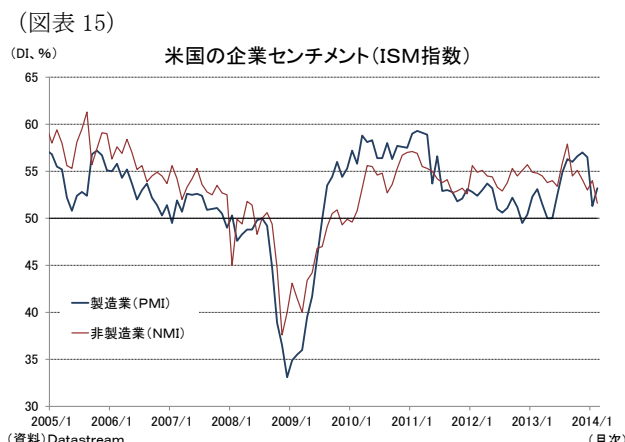
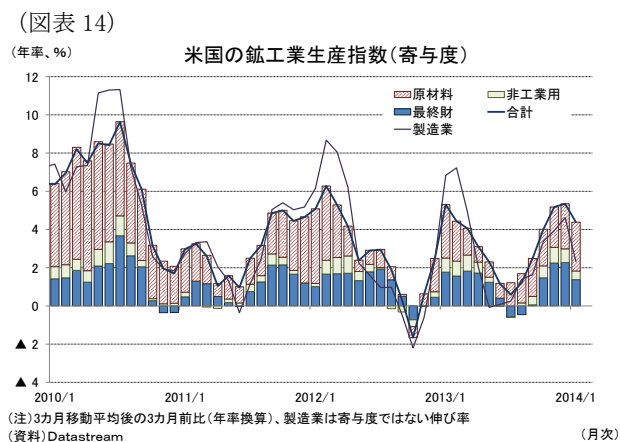


（企業動向、設備投資）寒波によるセンチメントの低下は限定的

企業動向にも寒波の影響が生じている。生産活動について見ると、1月の鉱工業生産指数は前月比▲0.3%（前月：同+0.3%）と縮小、製造業だけで見ると前月比▲0.8%（前月：同+0.3%）と大幅に鈍化した。建設材が前月比▲1.0%（前月：同▲0.6%）とマイナスが続き、最終消費材も前月比▲0.5%（前月：同+0.6%）とマイナスに転じるなど、総じて減速傾向が目立っている（図表 14）。ただし、原材料の伸び率は比較的堅調に推移していることなどプラス材料もあり、寒波の一時的な影響が解消されれば、設備投資については再び増加基調を辿ると見ている。

一方、センチメントは比較的堅調に推移している。サプライマネジメント協会（ISM）の公表する製造業指数（PMI）は1月に51.3（前月：56.5）と急激に悪化した。2月には53.2まで反発している。2月の非製造業指数（NMI）は51.6（前月：54.0）とやや弱い結果ではあったが、

製造業、非製造業ともに一貫して改善と悪化の境目となる 50 を上回っていることを考えれば、懸念するほどの悪化は見られないと言って良いだろう（図表 15）。



(財政収支、政府支出) 緊縮的な財政が成長率を抑制

財政に関しては、年末より民主・共和両党の対立により停滞していた債務上限の引き上げの動向に注目が集まっていたが、今年 2 月に共和党が「無条件」で引き上げに応じる態度を示したことで決着した。2015 年 3 月 15 日まで上限が撤廃されることが議会で決定され、当面は債務上限を巡るいざこざからは開放されることになる。政党対立から成立が遅れていた 2014 年度予算²も、今年 1 月に成立し³、政府機関の再開鎖は避けられている。

2015 年度予算に関しては、3 月 4 日にオバマ大統領が予算教書を議会に提出している。予算教書では中低所得者層に対して所得税を減税する一方、高所得者や企業に対しては税優遇を削減することを盛り込んでおり、選挙を視野に入れつつ、従来からの主張を盛り込んだ内容となっている。一方、予算教書とは別に、議会予算局 (CBO) が 2 月に、中立的な立場から 2024 年までの財政収支の見通しを公表している (図表 16)。

2014 年度の歳出額見通しに関しては、予算教書の方が CBO の見通しよりも歳出をやや多く見積っているという傾向はあるものの、双方ともに 1 月成立の予算より大きくなると見積っている⁴。また、2014-15 年度の歳出に関しても社会保障支出の拡大などで 2013 年度の歳出 (3.455 兆ドル) よりも拡大するという傾向は同じである。

歳入についても、2014 年度は予算教書、CBO ともに増加を見込んでいる⁵。景気回復による税収増だけでなく、2012 年末に終了した給与税 (社会保障税) の減税が税収を押し上げるほか、2013 年末に終了した投資減税も 2014 年度後半の税収増の要因となる。これらは個人消費や設備投資を抑制する要因となる。なお、2016 年度以降については、CBO の見積りと予算教書の見積りで大きく異なる。予算教書では成長率の見通しを CBO と比較して楽観的に見積っていることもあり、歳

² 米国の会計年度は 10 月から翌年 9 月。例えば 2014 年度は 2013 年 10 月～2014 年 9 月。

³ 2014-15 年度において、強制削減措置のうち約 630 億ドルを緩和する (削減しない) ことなどが盛り込まれた。

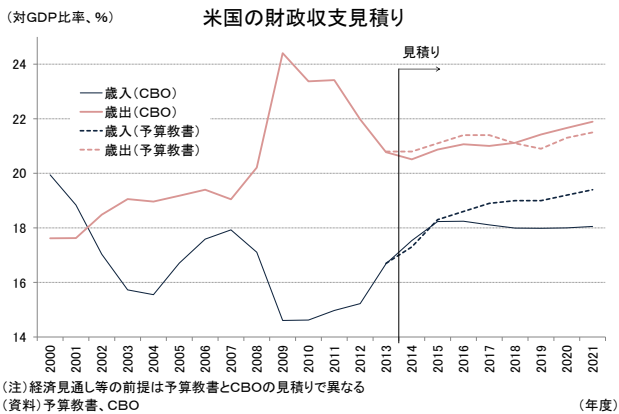
⁴ 1 月に成立した予算では 2014 年度における裁量的経費の総枠を 1.11 兆ドル (海外活動費含み、これを除くと 2014 年の裁量的経費は 1.012 兆ドル) としている。CBO は裁量的経費が実際には予算より若干多い 1.13 兆ドルまで増加するだろうと見込んでいる (これらの金額は予算権限額 (Budget Authority) であり、実際の歳出額 (Outlays) は異なる。前者は歳出義務を指しており、将来の年度における歳出も含まれている)。義務的経費を含めた歳出額総額で見ると、CBO は 2014 年度の支出を 3.543 兆ドルと見込んでいるのに対し、予算教書では 2014 年度の支出額を 3.651 兆ドルとしている。2015 年度については、CBO が歳出総額 3.783 兆ドルと見込もっているのに対し、予算教書は 3.901 兆ドルとしている (予算教書での裁量的経費は CBO の見積りより小さいものの、義務的経費は CBO の見積りより大きい)。

⁵ CBO は 2014 年度の歳入を 3.029 兆ドル、予算教書では 3.002 兆ドルと見込もっており、いずれにしても 2013 年度の 2.775 兆ドルからは大きく増加する。

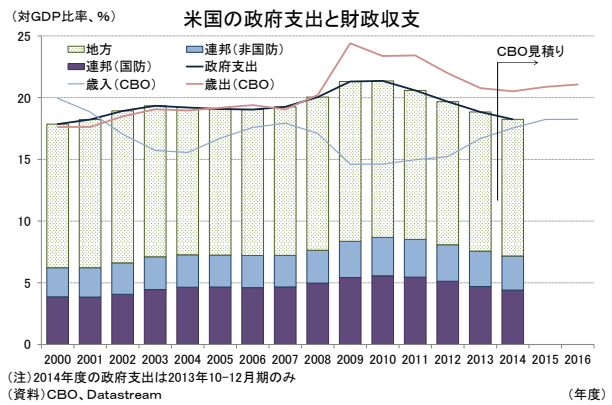
入増のトレンドが鮮明になっている（図表 16）。

実際には、予算教書やCBOの見通し通りに予算が成立しない可能性が高いが、歳出・歳入の傾向が大きく変わることはないだろう。実体経済、特に成長率への影響で言えば、歳出の拡大によって政府支出が底堅く推移することが成長を支える一方で（図表 17）、歳入の増加は個人消費を抑制することになる。ただ、総合的に見れば、これまでよりも緊縮的な財政政策となることから、財政健全化の副作用として成長率を引き下げる作用の方が大きくなるだろう。

（図表 16）



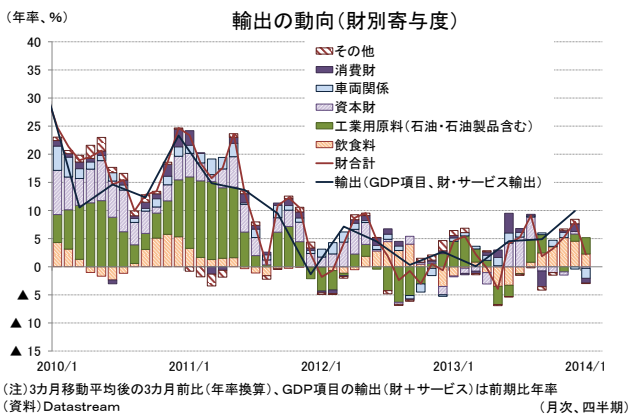
（図表 17）



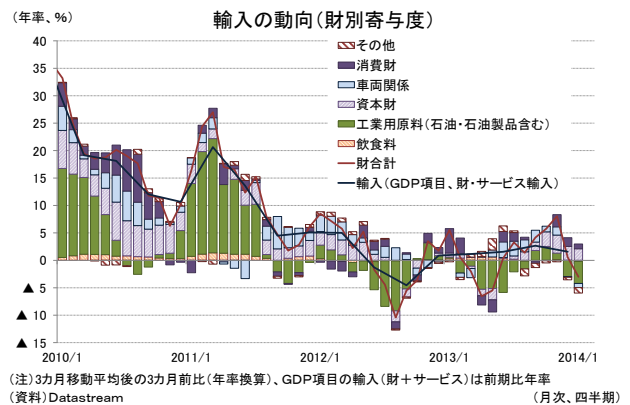
（貿易）燃料輸入の減少で伸び率は緩やかに

貿易に関しては、輸出が飲食料を中心に上向いているのに対し（図表 18）、輸入は伸び悩みが目立つ（図表 19）。輸入の伸び悩みの要因としては、シェールオイルの生産拡大などによる燃料輸入の減少が主因として挙げられるが、資本財や消費財の輸入もそれほど強くない。米国における財への需要はまだ活性化していない状況と言える。今後、個人消費や投資がさらに回復すれば、財輸入も増加すると見られるが、燃料輸入については減少傾向が長期化すると見られることから、全体として見れば輸入の伸びは緩やかなものになるだろう。ただし、輸入はGDPの控除項目であるため、これは、成長率を押し上げる方向に働くことになる。

（図表 18）



（図表 19）



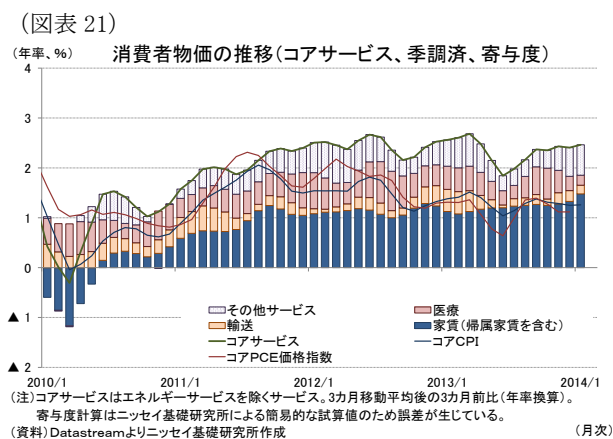
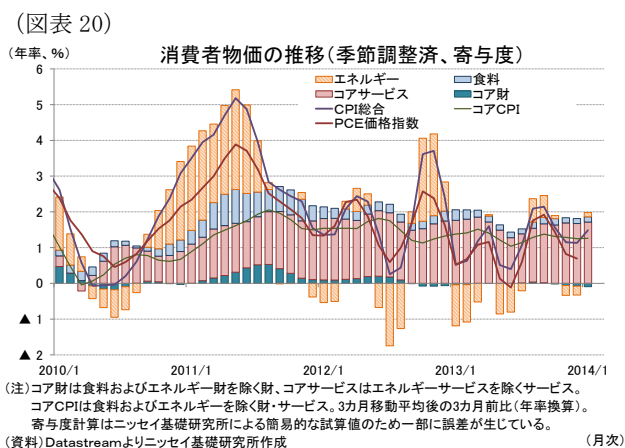
3. 物価・金融政策・長期金利の動向

(物価) 財物価の上昇圧力は弱い状況が続く

物価に関しては、コア消費者物価指数（コアCPI）は2012年後半から1%前半から半ばでの推移が続いている⁶（図表20）。またこの間、一貫してインフレを牽引しているのはサービス価格、特に家賃価格である（図表21）。一方、それ以外のインフレ圧力は見当らず、全体として見ればデフレーション傾向にあるとも言える。

インフレを牽引している家賃価格については、住宅市場の改善が続き、今後も底堅く推移すると見られる。しかし、それ以外の物価については、景気回復が本格化し、賃金の上昇が見られるまで上昇圧力は強くないだろう。結果としてコアインフレ率は低下しにくい、上昇もしにくく、1%台での推移が長期化すると見ている。

食料やエネルギー価格を含めた総合物価は、シェールオイルの台頭によってエネルギー価格の変動が抑制されていることから、コア物価から大きく乖離せず推移している。原油価格についてはウクライナの政情不安などにより上昇懸念が燻っているものの、メインシナリオとしては、武力衝突などの強硬路線は避け、沈静化を目指すと考えている。したがって、一時的に上昇することはあっても、長期化することはなく、平均して見れば1%台の上昇が続くと見ている。



(金融政策) テーパリングを淡々と実行、利上げは2015年後半に

金融政策については、2013年後半からの経済回復を受けて、FRBがQE3による資産購入額の縮小に踏み切っており、1月と2月に100億ドルずつ資産購入額を縮小、現在の購入額は月間650億ドルとなっている。

足もとでは、個人消費、住宅投資、労働市場をはじめ各種の経済指標に下振れが目立つが、このタイミングで金融政策方針を変更すれば、これはFRBが経済や雇用の環境が悪化したと判断したとのメッセージを市場に与えることになってしまう。今年2月に新しくFRBの議長に就任したイエレン氏が、2月11・27日の議会証言で、現行の金融政策を踏襲する方針を示したことや、寒波の影響については時間を掛けて分析するべきとの考えを示していることを鑑みても、早期にテーパリング縮小・中止することは考えにくい。

先行きについても、寒波の悪影響は一時的であり成長率や雇用は順調に改善していくと考えていることから、淡々とテーパリングが実行され、今年後半にはテーパリングが終了、新規の資産購入

⁶ 1月のコアCPI上昇率は季節調整済の前期比年率で+1.5%（前月：同+1.1%）、原系列の前年比で+1.6%（前月：同+1.5%）だった。

は停止されるだろう⁷。ただし、インフレ率は2%割れの低い状態が続くため、利上げを急ぐ必要もなく、利上げの開始は2015年後半となるだろう。

テーパリングの縮小・停止が行われるとすれば、株安などのリスクが顕在化し、成長率の下方圧力が高まった時であろう。あるいは、市場では経済指標の下振れが寒波だけではないとする見方、つまり米国経済の「実力」が弱まっているとの見方も浮上しており、これらのシナリオが正しく、米国の成長改善が見られない状況が続くのであれば、テーパリングの縮小が視野に入ってくる。ただし、少なくとも、イエレン議長が市場との対話を重視していることから、経済や労働市場の下振れリスクが大きくなった時にはFRBは、積極的に認識を修正したことを発信してくるだろう。

金融政策については、失業率がFRBが利上げの目安として示した6.5%に迫っており、これを受けて、FRBが失業率の基準をどのように修正してくるかにも注目が集まっている。1月のFOMC議事録によれば、基準の引き下げや質的基準への変更といったことが議論されているが、どのように変更するのかについて一定の方向性は示されていない。しかし、金融政策の方向性という意味では、どのように基準が変更されるにしても、労働市場の回復力が弱いという認識は共通しており、緩和的な状況は長期化すると見られる。

（長期金利）低めの推移が続く

長期金利は、FRBによる資産購入策が縮小され、利上げが視野に入ってくるため、上昇圧力が強まっていくだろう。ただし、インフレ率が加速しないことから、名目金利の上昇余地も限られる。その結果、10年債金利は2014年で3%前後、2015年に入っても3%半ばでの推移となるだろう（表紙図表右）。長期金利もウクライナの政情不安を背景に上下する可能性があるが、前述の通り、メインシナリオにおいては、こうした懸念は収束に向かうと見ているため、金利変動余地は限定的となるだろう。

⁷ 市場予想もこのシナリオとおおむね同じと見られる。1月のFOMC議事録によると、会合前のプライマリディーラーへの調査では、資産購入策縮小の見通し中央値は「先々100億ドルずつの縮小が3四半期にわたって続き、10月の会合で150億ドルの縮小が行われてテーパリングが終了する」であった。また、今年2月27日の議会証言でイエレン議長がこのシナリオに言及している。

（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。