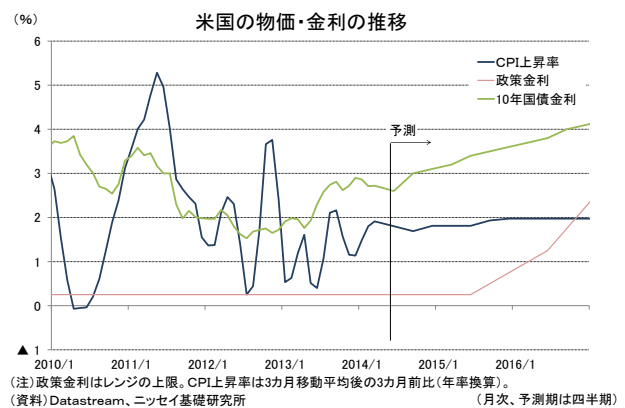
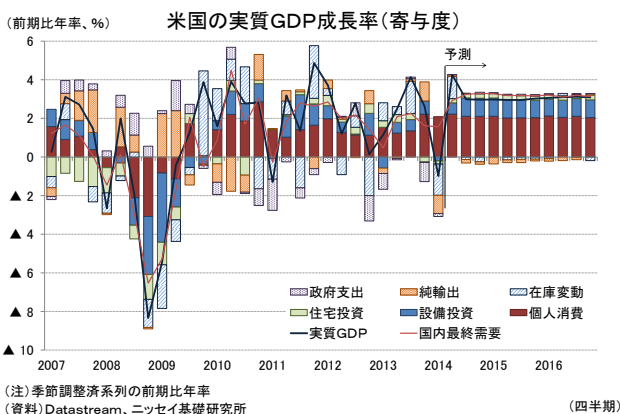


Weekly エコノミスト・ レター

米国経済の見通し —いよいよ消費大国の本領発揮へ

経済研究部 研究員 高山 武士
(03)3512-1824 takayama@nli-research.co.jp

1. 米国経済は寒波の悪影響で1-3月期の成長率が想定以上に落ち込んだ。しかし、この減少は取り戻せる公算が高い。消費や投資活動の月次指標は寒波の落ち込みから顕著な反動増を示しており、センチメント指標も堅調に推移している。米国経済特有の消費主導による成長パターンを描く下地が整ってきたと言える。
2. 足もとでは賃金上昇率が鈍く、また住宅市場が低迷していることが懸念材料と言える。しかし賃金については、今後、経済成長に伴い労働市場での「質」の改善が進み、上昇圧力が生まれると見ている。住宅投資は、これまでのような伸びは期待できないが、GDPに占める割合は小さいため、成長率への影響は限定的だと考えている。
3. 金融政策については、米国の経済回復にともなって、テーパリングは順調に続けられ、10月のFOMCで新規の資産購入が停止されるだろう。ただし、その後の出口戦略は、実行にある程度の準備が必要と思われるため、慎重に進められると見ている。その結果、最初の利上げは2015年終盤になると想定している。
4. 長期金利は、昨年と比較して低めの水準で推移しているが、一時的なものと考えている。また、今後も米国の堅調な成長が確認され、出口戦略の議論が本格化、利上げが視野に入ってくるため、上昇基調をたどるだろう。
5. リスク要因としては、海外経済の成長鈍化や資産価格の低迷が挙げられる。株価は利益水準と比較しても高めになりつつあり、FRBが金融緩和から引締めに移行する段階で不安定な動きをする可能性がある。株の下落は、資産効果による消費の押し上げ効果の剥落を通じて、実体経済にも影響を及ぼすため、注意が必要と言える。



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。

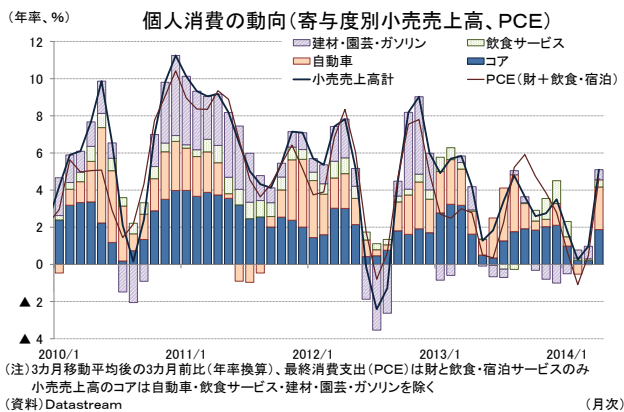
米国経済は、1-3月期の実質成長率が年率換算で▲1.0%（2次改定値）となり、前期（同+2.6%）から急減速した¹。米国を襲った大寒波のために、成長率が鈍化することは予想されていたことだが、その大きさは予想以上だった。実際、GDPの速報値が発表される直前の市場予想（Bloomberg集計の中央値、以下同様）は+1.2%であり、約2%ポイントも下振れている。

しかし、この想定以上の寒波の落ち込みを取り戻せる公算も大きい。GDP統計でも、GDPから在庫と外需（純輸出）を除いた国内最終需要で見ると、前期比年率+1.6%（前期：同+1.6%）と、ヘッドラインの成長率ほど悪くなく、米国の「実力」の強さがうかがえる。

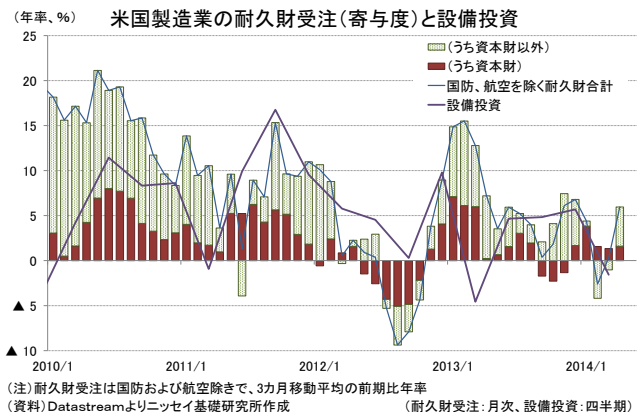
また、個人消費や設備投資については、すでに公表されている月次指標において鮮明な反発が見られる（図表1・2）。センチメント指標も高水準で推移しており、今後の持続的な伸びにも期待が持てる状況である（消費者信頼感指数：後掲図表6、ISM指数：後掲図表16）。

株価や住宅価格など資産価格の上昇も個人消費のサポートになると見られる（図表3）。消費者の購買力や債務負担能力が向上し、自動車を中心とした耐久財の販売が増加し、企業の生産活動が活発化するといった好循環への期待も高まっている。米国経済特有の消費主導による成長パターンを描く下地が整ってきたと言って良いだろう。

（図表1）



（図表2）



足もとでは賃金上昇率が鈍く（後掲図表7）、住宅需要も低迷しているため（後掲図表11）、これらは懸念材料と言えるが、今後、成長率を鈍化させる可能性は小さいと見ている。

賃金に関しては、金融政策を担うFRBのイエレン議長が労働市場において雇用の「量」の回復が進む一方で、「質」の改善が進んでいないと強調する。つまり、労働需要の強さは最終的に賃金に波及するが、労働市場に弛み（スラック）が存在し、雇用の「質」の改善が遅いために、賃金上昇にまで波及していないとする。

しかし、労働市場が停滞している訳ではない。量の改善は着実に進んでおり、今後、経済成長が本格化すれば、質の改善が進み、賃金上昇率にも上方圧力が生じると見ている。

一方、住宅市場は、これまでと比較して伸びが減速する可能性が高い。住宅価格の上昇ペースが比較的速く、持ち家を保有している人にとっては資産効果が期待できるものの、そうでない人に対する住宅購入を難しくさせている。住宅販売件数はピークと比較すれば3分の1以下の水準であり、加えて、今後はローン金利の上昇が見込まれる。ペントアップデマンドと経済成長により住宅市場

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。

も回復すると見込まれるが、これまでと比較すればそのペースは緩慢となるだろう。ただし、GDPに占める住宅投資のシェアが3%程度であることを踏まえると、成長全体に対する影響としてはそれほど大きくならないと言える。

金融政策については、米国の経済回復にともなって、現在進められている資産購入策（量的緩和策：QE3）の縮小（テーパリング）が順調に続けられ、10月のFOMCで新規の資産購入が停止される公算が高い。

ただし、その後の出口戦略は慎重に進められると見ている。イエレン氏が重視する雇用の質の改善が遅いことに加えて、そもそも「利上げ」や「保有資産の縮小」といった出口戦略を実行するためには、技術的な面でも市場への周知（フォワードガイダンスなど）という面でもある程度の準備が必要だと見られるためだ。

そのため、メインシナリオではテーパリング終了後、実質的なゼロ金利政策（政策金利で0-0.25%）が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。保有資産の縮小開始もほぼ同じタイミングを想定している。

長期金利に関しては、昨年と比較して低い水準での推移が続いている。地政学的リスクの高まりや、海外マネーの流入などの複合要因と考えられるが、メインシナリオとしては、米国の堅調な成長が確認され、出口戦略の議論が本格化、利上げが視野に入ってくることで、上昇圧力が強まっていくと見ている（図表4、表紙図表右）。

（図表4）

米国経済の見通し

| | | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2013年 | | | | 2014年 | | | | 2015年 | | | |
|--------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|
| | | (実) | (実) | (予) | (予) | (予) | 1-3 (実) | 4-6 (実) | 7-9 (実) | 10-12 (実) | 1-3 (実) | 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 | 2.3 | 3.0 | 3.1 | 1.1 | 2.5 | 4.1 | 2.6 | ▲1.0 | 4.3 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| 個人消費 | 前期比年率、% | 2.2 | 2.0 | 2.9 | 3.0 | 3.0 | 2.3 | 1.8 | 2.0 | 3.3 | 3.1 | 3.2 | 3.1 | 3.1 | 3.1 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| 設備投資 | 前期比年率、% | 7.3 | 2.7 | 3.8 | 7.2 | 6.8 | ▲4.6 | 4.7 | 4.8 | 5.7 | ▲1.6 | 4.6 | 7.7 | 7.5 | 7.5 | 7.4 | 7.1 | 6.8 |
| 住宅投資 | 前期比年率、% | 12.9 | 12.2 | 2.0 | 7.4 | 7.1 | 12.5 | 14.2 | 10.3 | ▲7.9 | ▲5.0 | 7.4 | 7.7 | 7.6 | 7.5 | 7.3 | 7.1 | 7.1 |
| 在庫投資 | 寄与度 | 0.2 | 0.2 | ▲0.0 | ▲0.0 | ▲0.1 | 0.9 | 0.4 | 1.7 | ▲0.0 | ▲1.6 | 1.2 | ▲0.1 | ▲0.2 | ▲0.0 | ▲0.1 | ▲0.1 | ▲0.1 |
| 純輸出 | 寄与度 | 0.1 | 0.1 | ▲0.1 | ▲0.2 | ▲0.1 | ▲0.3 | ▲0.1 | 0.1 | 1.0 | ▲1.0 | 0.1 | ▲0.2 | ▲0.1 | ▲0.3 | ▲0.1 | ▲0.2 | ▲0.1 |
| 消費者物価(CPI-U) | 前期比年率、% | 2.1 | 1.5 | 1.6 | 1.8 | 2.0 | 1.2 | 0.4 | 2.2 | 1.1 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.9 | 2.0 |
| 失業率 | 平均、% | 8.1 | 7.4 | 6.4 | 6.1 | 5.9 | 7.7 | 7.5 | 7.2 | 7.0 | 6.7 | 6.3 | 6.3 | 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 | 2.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.50 | 0.75 |
| 10年国債金利 | 平均、% | 1.8 | 2.3 | 2.9 | 3.4 | 3.9 | 1.9 | 2.0 | 2.7 | 2.7 | 2.8 | 2.6 | 3.0 | 3.1 | 3.2 | 3.4 | 3.5 | 3.6 |

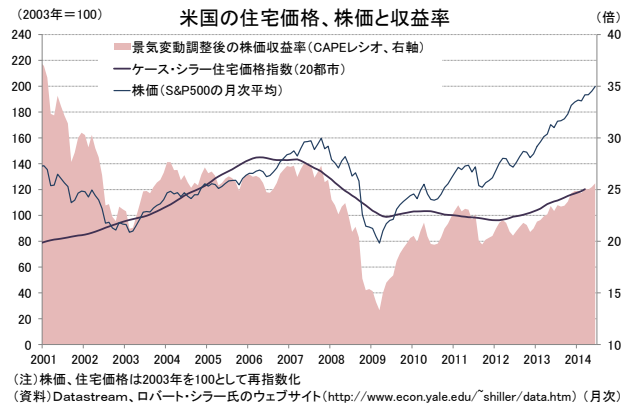
（資料）Datastream、ニッセイ基礎研究所

以上がメインシナリオであるが、これに対するリスクシナリオとしては、海外経済の成長鈍化や米国資産価格（株価や住宅価格）の低迷が挙げられる。

海外経済の成長鈍化としては、具体的には、中国の理財商品に絡む不良債権問題などが要因として考えられ、これは輸出の低迷を通じた成長率を押し下げる要因となる。資産価格の低迷は、具体的にはウクライナなど地政学的なリスクの顕在化といったショックで起こり得る。株価については利益水準と比較しても高くなりつつあり、FRBが金融緩和から引締めに移行する段階では不安定な動きになる可能性がある。株の下落は、資産効果による消費の押し上げ効果の剥落を通じて、実体経済にも影響を及ぼすため、注意が必要と言える。

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）



2. 実体経済（需要項目別）の動向

（個人消費）サービス消費中心の底堅い伸びが期待できる

個人消費に関しては、財消費とサービス消費で動きが異なる。

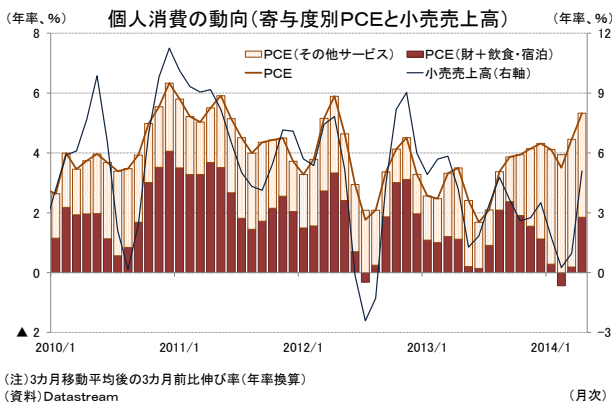
まず、財消費については、寒波による減速が大きかったが、その反動増もまた鮮明に見られる（前掲図表 1）。実際、小売売上高は前月比伸び率で、昨年 12 月と今年 1 月にマイナス（12 月：▲0.1%、1 月：▲0.9%）を記録したが、2 月から最新公表月である 4 月までは 3 カ月連続のプラス（2 月：+0.9%、3 月：+1.5%、4 月：+0.1%）となった。特に自動車の反動増は強く、5 月には新車販売台数が 160 万 8693 台（前年同月比+11.4%）と 10 年振りの 160 万台超えを記録、年率換算でも 1677 万台と金融危機前の平均（99-08 年で 1644 万台）を上回り、消費の押し上げ要因となっている。

一方、サービス消費については、そもそも寒波の悪影響自体が限定的であった（図表 5）。むしろ、寒波によって電気・ガス支出が増加し、また、オバマケアの本格実施が重なったことで医療支出も増加、結果として高い伸びを維持している。電気・ガス支出は寒波による一時的な増加と見られるが、医療支出の増加はオバマケアによる構造的な要因でもあり、今後も高めの伸びが期待できる。

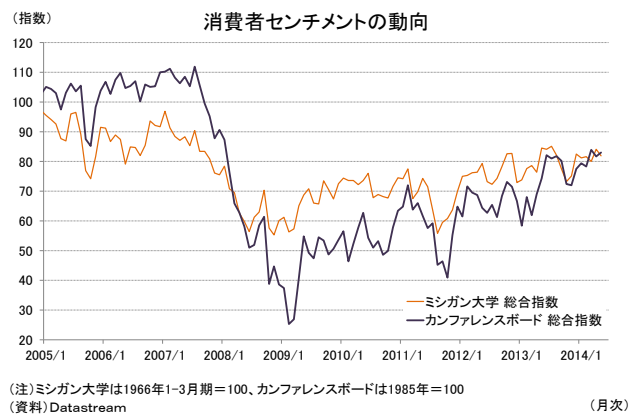
したがって、今後の個人消費は財輸出の回復にサービス輸出の堅調が重なり、比較的高い伸び率を達成することが見込まれる。また、消費者センチメントも良好であることも、個人消費の堅調さをサポートする材料となっている（図表 6）。

一方、所得の動向を見ると、時間あたり賃金は 2%前後の水準が長引いており、上昇圧力は弱い（図表 7）。しかし、当面は資産価格が上昇しており、これが消費を支える要因になっている（前掲図表 3、図表 8）。個人消費は、しばらくはこうした資産価格の上昇に支えられるが、今後は経済回復に伴って賃金にも上昇圧力が生じ、旺盛な消費を裏付ける要因になると見ている。

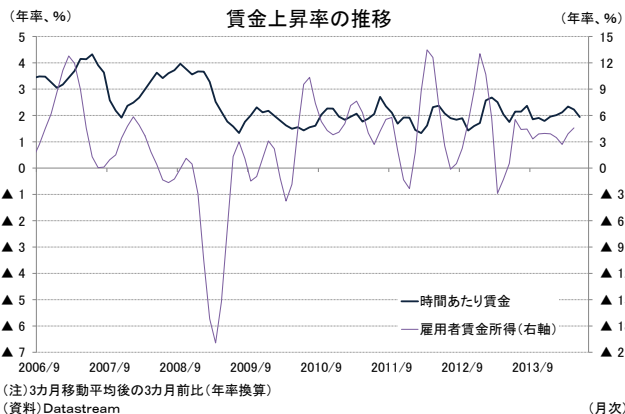
（図表 5）



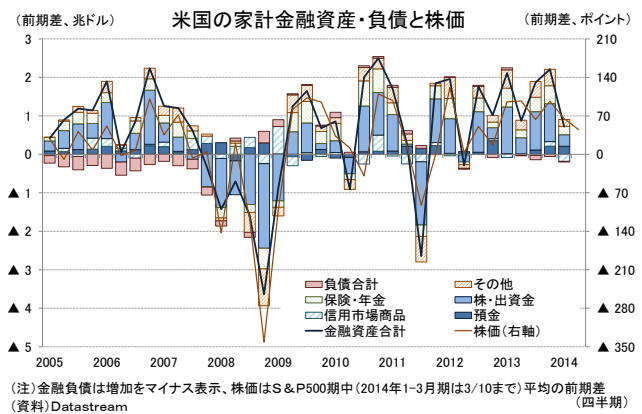
（図表 6）



（図表 7）



（図表 8）



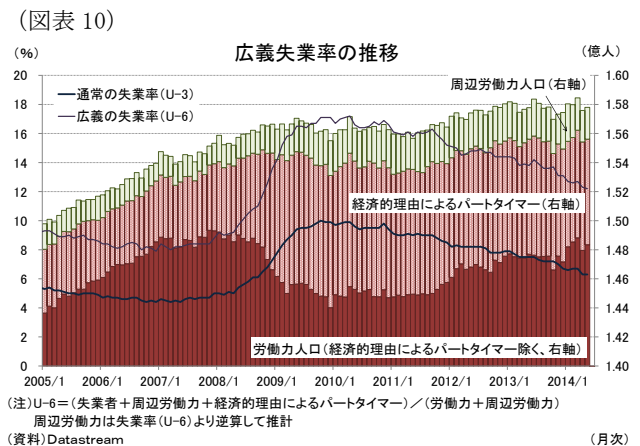
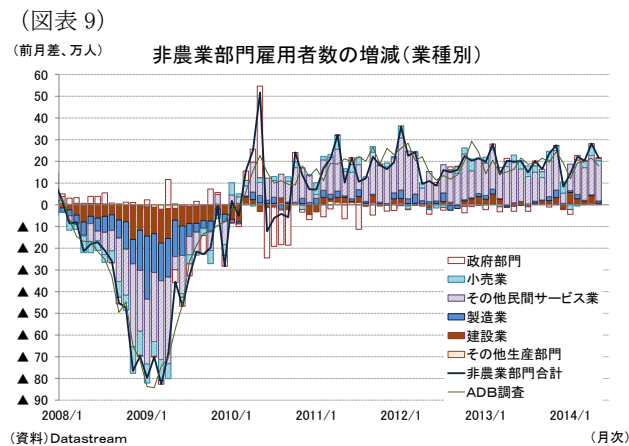
労働市場を見ると、量の改善はかなり進んできた。非農業部門の雇用者増は今年に入ってから5月まで月平均21.4万人のペースで増加しており、昨年同月の月平均19.4万人増を上回る（図表9）。雇用者数の水準も、金融危機前のピークを回復、失業率も6.3%まで低下している。

一方、質の改善はそれほど進んでいない。失業率の改善は労働参加率の低下による部分が大きく、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なども多数存在している（図表10）。

これら質的な改善の遅れが構造的な要因なのか循環的な要因なのかについては議論が分かれる部分であるが、少なくともFRBのイエレン議長は、労働市場の質の回復を重視する姿勢を貫いている。特に、イエレン氏は労働市場を見る上で注目する指標として、①不本意なパートタイム労働者、②求職意欲を失った者、③労働参加率、④長期失業率、⑤求人率や採用・離職率などの労働移動、⑥賃金（上昇率）などを挙げており、実際、金融危機前の水準まで回復していない指標も多い。

イエレン氏は、特に雇用情勢の改善は最終的に賃金上昇に表れると指摘しており、前述したように、依然として賃金の増加ペースは緩慢である。

しかし、雇用の量は増えており、雇用の改善が進んでいない訳ではない。雇用の量が増えれば、経済全体で見たときの雇用者報酬の増加が期待でき、経済全体の押し上げ材料となるだろう。また、質の改善についても遅いとはいえ、改善傾向にある（例えば図表10のU-6失業率）。そして今後は、雇用の量の増加が節目を迎えたこともあり、雇用の質の改善が進むと見ている。その結果、ペースも緩やかになるだろうが、時間当たり賃金も回復していくことを見込んでいる。したがって、賃金については、経済成長を阻害するほどの要因になるとは考えていない。



(住宅投資) 先行きの懸念は大きくなりつつある

住宅投資については、実質GDPの構成要素である住宅投資伸び率を見ると、1-3月期には前期比で▲5.0%（前期：同▲7.9%）となり、2期連続のマイナスとなった。寒波による悪影響が鮮明で、住宅着工件数も冴えない（図表11）。4月には住宅着工件数が前月比で+13.2%（前月：同+2.0%）と持ち直しており、寒波の影響が解消したことで、今後はペントアップデマンドと経済成長による改善には期待できるが、向かい風となる要因も多い。

実際、住宅販売件数は新築も中古も回復ペースが緩やかで、住宅取得の動きは低迷していると評価できる（図表12）。住宅価格は上昇が続いているが、投資用物件への需要が大きいことで価格が押し上げられているという要因もあり、1次取得者が住宅を購入しにくい状況が続いている。

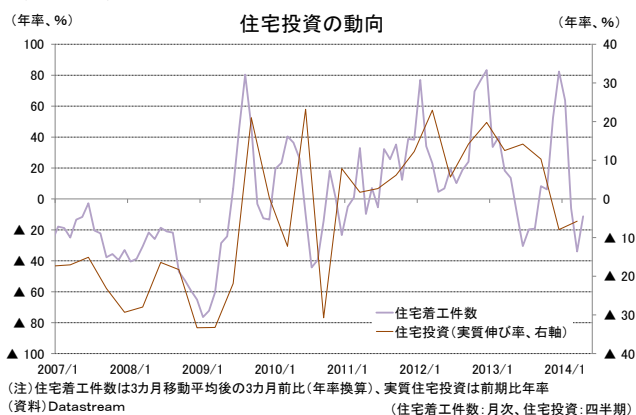
また、ローン金利についても、足もとでは低めで推移しているが、今年後半にテーパリングが終了し、出口戦略への議論が本格化すれば、今後、金利には上昇圧力が生じると見られ、その後も本

格的に金融引締めがはじまることで、金利は継続的に上昇することが見込まれる（図表 13）。

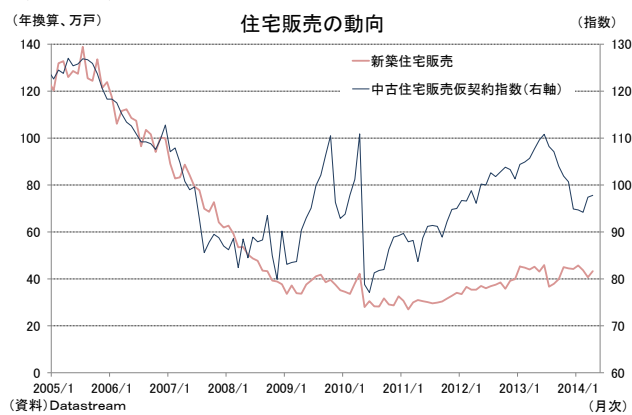
加えて、家計の住宅ローン残高を増やす動きが一服してきた可能性がある（図表 14）。学生ローンや自動車ローンなど住宅ローン以外の債務を増やす動きもあり、住宅ローンの借入余地が少なくなっているとの指摘もある。

したがって、住宅市場については、景気回復に伴う需要増加が見込まれるものの、上述したような下方圧力のために、これまでのような2桁成長には期待しにくい。ただし、成長率への影響という意味では、GDPに占める住宅投資のシェアは3%程度であり、限定的にとどまるだろう。

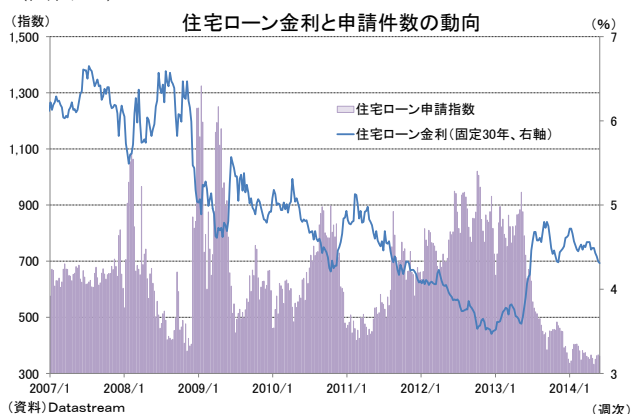
（図表 11）



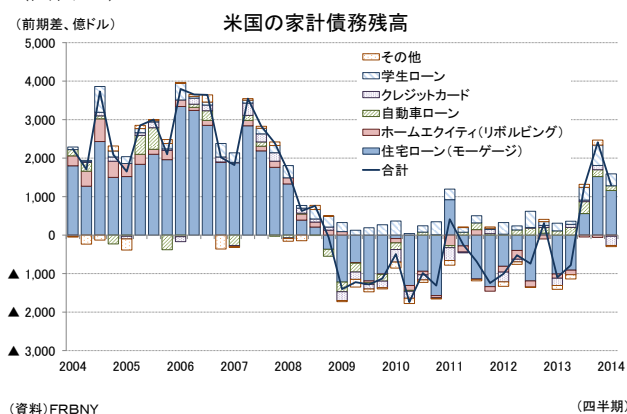
（図表 12）



（図表 13）



（図表 14）



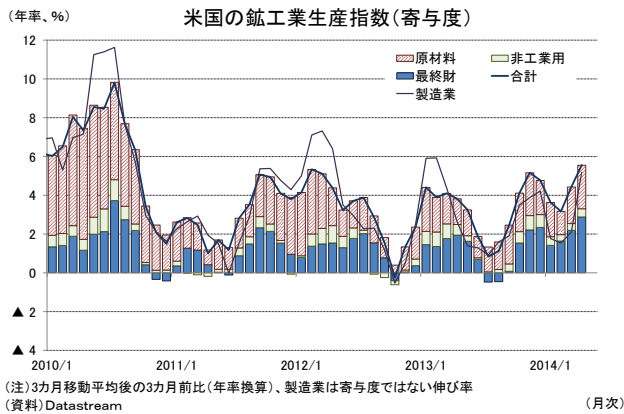
（企業動向、設備投資）高いセンチメントに投資拡大期待

企業の生産動向に関しては、鉱工業生産指数が、3 カ月移動平均伸び率で見て、鮮明に回復している（図表 15）。前月比では4月に▲0.6%（前月：同+0.9%）と減少に転じているが、電気・ガス業の生産減少が大部分であり、これらの業種は寒波で強まった暖房需要が剥落したという一時的な要因が強いと考えられる。そのため、4月の一時的な鈍化を悲観する必要は無く、寒波によって停滞していた生産活動が素直に戻りつつあると考えることが妥当だろう。

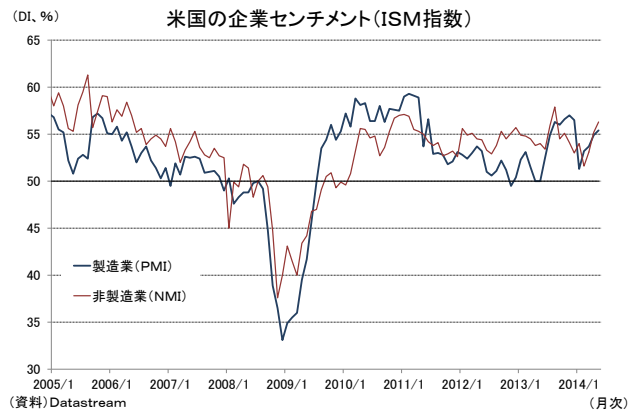
センチメント指標も高い水準に復している。5月は製造業指数（PMI）が55.4（前月：54.9）、非製造業指数（NMI）が56.3（前月：55.2）となり、いずれも寒波前の水準付近まで改善した（図表 16）。設備投資の先行指標となる製造業新規受注も回復トレンドにあることから（前掲図表 2）、投資の加速にも期待が持てる。ただし、先行きの長期金利の上昇が見込まれるため、これは設備投資の抑制要因になる。

また、企業収益は好調な消費によって堅調に推移し、これは株価のサポート材料にもなだろう。現在のところ株価は収益率と比べて上昇が目立ちつつあるが、企業の収益力が向上していることが確認されれば、株上昇を裏付ける材料になるだろう。

(図表 15)



(図表 16)

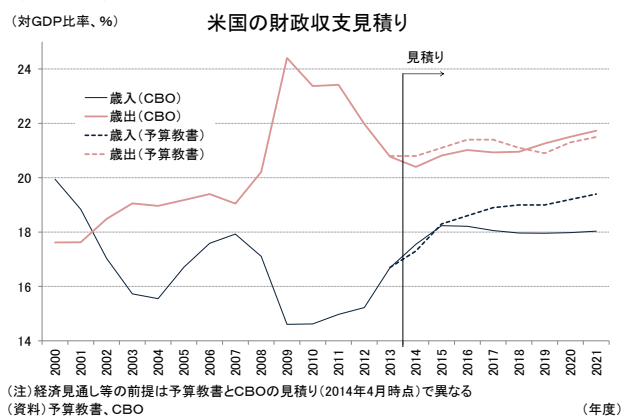


(財政収支、政府支出) 緊縮財政が続く

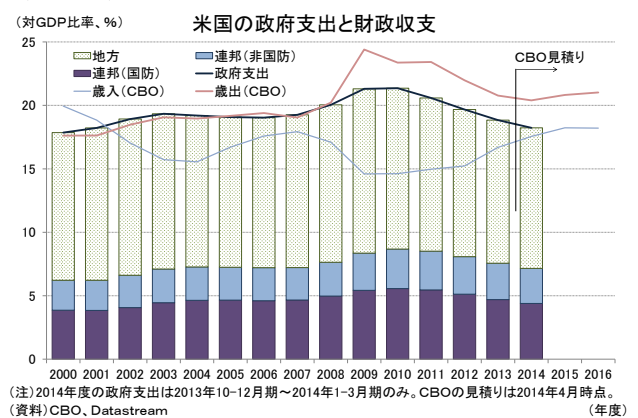
財政に関しては、2015年3月15日までの債務上限が撤廃されていることから、当面はデフォルトへの心配が不要な状況が続く。また、予算に関しても、2015年度分(2014年10月-翌年9月)の歳出上限が民主・共和両党の間で合意されていることから、2013年に起こったような、予算が成立せずに政府機関が閉鎖されるといった事態を懸念する必要はほぼ無いと言って良いだろう。

ただし、政府支出の規模は強制削減の実施²によって、これまでと比較すれば少なくなっている。所得移転や財政による景気刺激は期待できない(図表 17)。また、社会保障などの所得移転を除いた財政支出(政府消費+政府投資)も削減傾向にあり(図表 18)、今後も財政健全化は進められると見られることから、成長率の押し上げ要因としては期待できないだろう。

(図表 17)



(図表 18)



政治に関しては、今年が中間選挙の年に当たり、11月4日に投開票が実施される予定である。選挙結果が即座に実体経済に影響を及ぼす訳ではないが、今後の政治動向を占う上では大きな注目点と言える。

中間選挙では、下院の全435議席と上院の36議席(100議席中の3分の1にあたる33議席と補欠選挙3議席)が改選される。

現在のところ、共和党が優勢であり、下院に関しては引き続き共和党が過半数を占めるとの見方が大勢である。一方、上院に関しては人気拮抗しており、現在、過半数を占めている民主党から共和党が多数党を奪うことができるかが焦点となっている。

共和党が上院で多数党を奪回すれば、「ねじれ議会」が解消されることになる。この場合、大統領

² 両党の歳出上限の合意では強制削減額が2年間で630億ドル縮小されている。

領の所属政党（民主党）と両院議会の多数党（共和党）が異なる「分割政府」となる。ただし、「ねじれ議会」でも「分割政府」でも政策運営に置いて、共和・民主に歩みよりが求められる点は変わりなく、いずれにしても大統領の影響力は低下する可能性が高い。

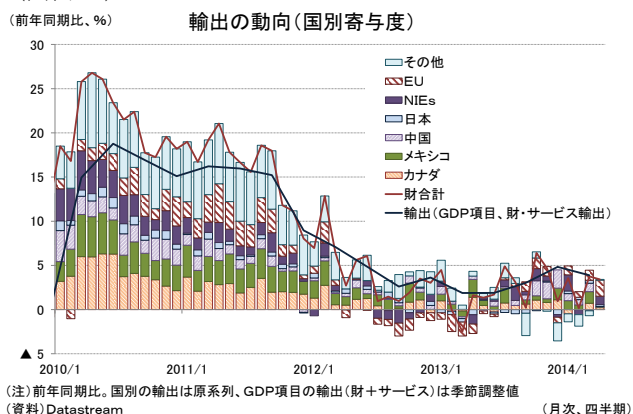
（貿易）輸出入ともに伸び率は緩やかに

貿易に関しては、輸出入ともに低調な状況が続いている（図表 19・20）。

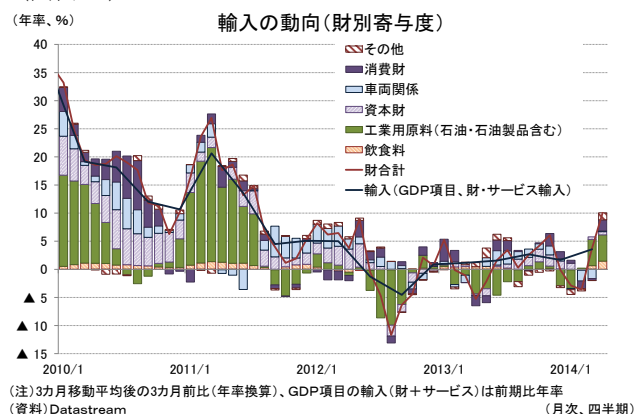
まず、輸出について国別に見ると、いずれの国に対する輸出も低迷しており、牽引役が不在の状況と言える。ただし、今後については自動車など工業製品の加工貿易が中心の北米域内（NAFTA加盟のカナダ・メキシコ）への輸出は米国の景気回復とともに部品の輸出増加が見込まれる（完成品の米国への輸入も増加する）。一方で、欧州やアジア新興国・地域については、経済の成長ペースがこれまでと比べて緩慢であると見られることから、それほど増加しないことが想定される。したがって、輸出全体で見ると回復するものの、そのペースは緩慢となるだろう。

一方、輸入については、米国の好景気に伴って自動車や資本財、消費財の輸入の拡大が期待できる。ただし燃料については、シェールガスの生産拡大などで米国内の供給力が増えているため、こちらも、これまでと比較すれば輸入額の増加も限定的になるだろう。ただし、輸入はGDPの控除項目であるため、輸入の伸び悩みは、成長率を押し上げる方向に働くことになる。

（図表 19）



（図表 20）



3. 物価・金融政策・長期金利の動向

（物価）CPIは2015年終盤にかけ2%に

物価に関しては、コア消費者物価指数（コアCPI）は1%台後半、コアPCE価格指数は1%台前半で推移している（図表 21・22）³。CPI、PCE価格指数ともに家賃価格の上昇がインフレ圧力となる一方で、その他の物価については伸び悩みが続いているという傾向は同じである。

コアPCE価格指数については、足もとでメディケア支出の抑制効果が剥落し、インフレ率が上向いている。しかし、これは一時的なもの（前年同月比のベース効果剥落）であり、むしろ、構造的にはオバマケアによって医療費には抑制効果が生じると考えている。そのため、今後、医療価格が物価上昇を牽引することは考えにくく、コア物価に関しては、家賃価格を牽引役とした、緩やかな伸びが続くと見られる。

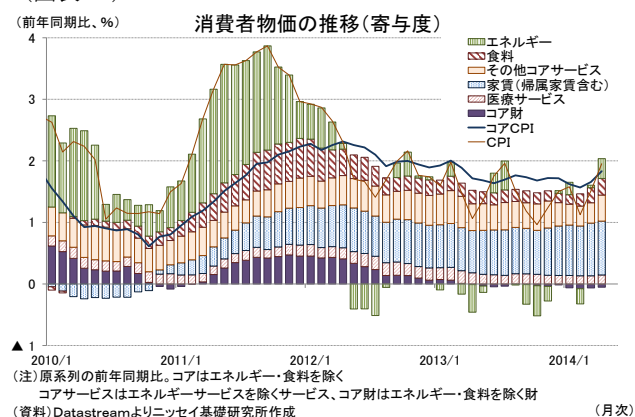
食料やエネルギー価格を含めた総合物価については、シェールオイルの台頭によってエネルギー

³ PCE価格指数は連鎖ウェイト指数だが、CPIは基準年を固定しているため、インフレ率には上方バイアスが生じているという特徴がある。また、PCE価格指数はCPIに採用されていないサービス等も含まれ、CPIとPCE価格指数では各財・サービスのウェイトも異なる。物価の安定を責務のひとつとするFRBが金融政策で重視するのはPCE価格指数である。

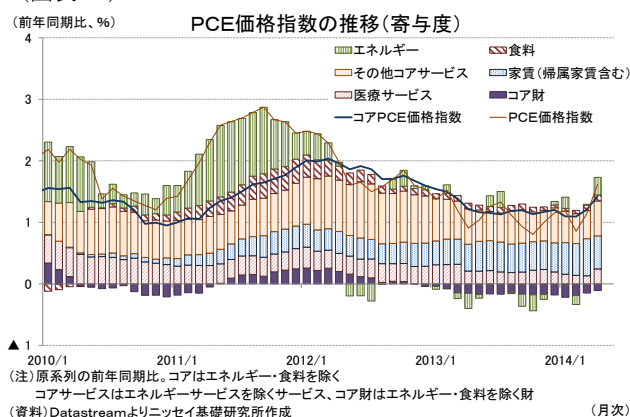
価格の変動が抑制されていることから、コア物価から大きく乖離せず推移すると見ている。

結果として、CPI上昇率は平均して見れば1%台での推移が続き、2015年終盤に2%に達すると見ている。また、PCE価格指数については、CPI上昇率より0.5%ポイントほど低い伸び率での推移となるだろう。

(図表 21)



(図表 22)



(金融政策) テーパリング終了までは既定路線、注目は出口戦略

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いる。昨年の12月以降の各FOMCで100億ドルずつ資産購入額の減額を決定しており、6月以降の購入額は月間450億ドルとなっている。

米経済はFOMCでの見通し通りに順調に回復していることから、今後も各FOMCで100億ドルずつ資産購入額の減額が決定され、10月のFOMCで新規の資産購入停止に至ると見られる(10月は150億ドルの購入減額)。これは、市場における大勢の見方でもあり、経済・金融情勢に想定外の出来事が起こっていない以上、FOMCも市場に織り込まれた道筋を外れる決定はしないだろう。

こうした状況のなか、市場の注目は出口戦略に集まっている。

出口戦略の中心は「利上げ」と「保有資産の縮小」である。出口戦略については2011年6月のFOMCで「出口戦略の原則」が合意されているが、最近の状況を踏まえて、実際にどのようなスケジュールで出口に至るのかについての議論は、はじまったばかりである。

そのため、メインシナリオとしては、2014年中はテーパリングを淡々と実行しつつ、出口戦略の議論を重ねていくと想定している。

その後、初めの「利上げ」をする前には、記者会見や声明に盛り込む形で出口戦略の具体的なスケジュールを示し、また技術的には、FF金利を現在の政策金利(FF金利の誘導目標レンジ: 0-0.25%)の上限(0.25%)まで誘導させることが試みられると考えている。これら、いわば利上げのための準備として実施すべきことは多く、そのため、利上げが実際に開始されるのは2015年後半になると見ている。

さらに、利上げ後には、実際のFF金利が目標に誘導されているかを検証し、市場への説明を行う必要もあるだろう。したがって、当面の利上げペースは遅くなると見ており、メインシナリオでは記者会見が設定されるFOMC(3カ月に1度のペース)で0.25%ずつ引き上げると見ている。

保有資産の縮小については、資産売却はしないとの見方が増えている。そのため、償還分の再投

資停止が保有資産縮小⁴の主な手段となる。ニューヨーク連銀のダドリー総裁が、償還分の再投資停止を利上げに先行させることに対して疑問を呈する発言をしたことから、償還分の再投資停止のタイミングやスケジュールに注目が集まっている。

ただし、償還分の再投資はMBSが中心である。そのため長期金利への上昇圧力という意味では償還分の再投資停止よりも利上げの時期がより重要と言えるだろう。

（長期金利）上昇圧力が強まる

長期金利は、足もとでは2.5%前後で推移しており、年初と比較すると低い水準となっている。市場ではその原因を探る動きも広がっており、地政学的なリスク要因、海外マネー（欧州や中国をはじめとした新興国マネー）の流入や米国の潜在的な成長率低下などが要因として聞かれる。

実際にはこれらの複合要因と見られる。しかし、少なくとも地政学的なリスク懸念の高まりや、資金流出（リパトリエーション）を背景にしたものは一時的なものであり、今後は解消されていく性質のものだと考えている。

また、米国の潜在的な成長率に関しては、議会予算局（CBO）の2%程度という見方を支持しており⁵、潜在成長率の低下は想定していない。均衡実質金利は潜在成長率と同様の2%程度、名目金利で見れば、これに金融政策のインフレ目標である2%を加味した4%程度と考えている。そのため、政策金利も最終的には4%程度の水準まで引き上げられると想定している。足もとのインフレ率が低く、これが構造要因となっている懸念（ディスインフレ懸念）は燻るものの、少なくとも現段階で織り込むには、時期尚早だと考えている。

したがって、現在の金利低下は一時的であり、今後は上昇に転じると見ている。さらにFRBによる資産購入策が終了し出口戦略を実行していくなかでは、上昇傾向が続くと想定している。

⁴ 米国債については満期までの期間が長い国債のみを保有しており、当面はMBSの期限前償還のみがなされる。

⁵ CBOの2014年2月時点の見方では、2018年にかけて2.4%近くまで上昇、その後、2024年にかけて2.0%程度まで減少するとしている。現在は、潜在GDP（供給）と実際のGDP（需要）との乖離であるGDPギャップ（需給ギャップ）がマイナスであるため、実際の成長率が潜在成長率よりも高めになりやすい。なお、GDPギャップと潜在GDP（供給力）の伸び率である潜在成長率とは異なる概念であることに注意。

（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。