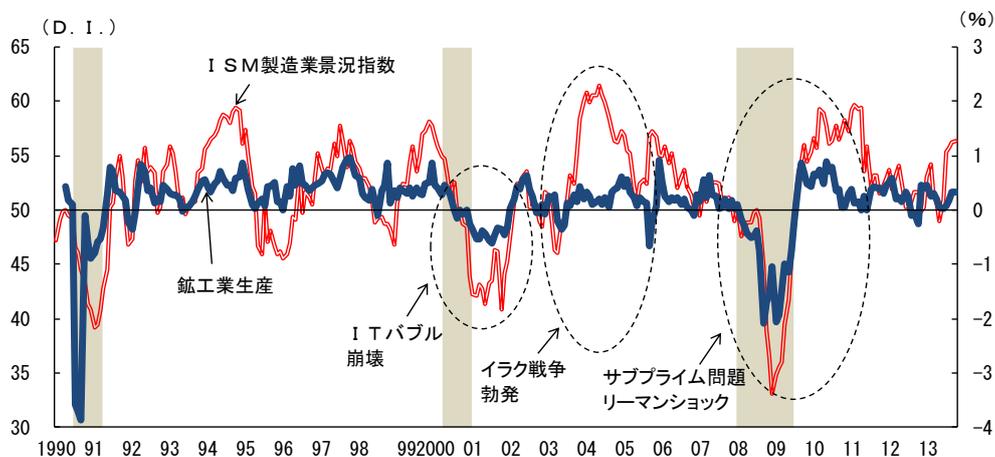


このように鉱工業生産は緩やかに持ち直している一方で、企業の景況感が高水準で推移しており乖離がみられる。そこで90年以降のISM製造業景況指数と鉱工業生産の推移を比較すると、マインドは景気に影響を与える事象に対し、特に景気の変わり目において実体よりも強く反応する傾向があることがわかる³⁵（第1-2-28図）。

13年7月以降の財政問題をめぐる不透明感の緩和、海外需要の回復期待により、景況感が実態よりも強く反応し、先行きへの期待を示していることが考えられ、実際にこうした諸問題が前進するなど解決に向けた動きを続けることによって、生産活動も改善することが期待される。

第1-2-28図 鉱工業生産とISM製造業景況指数の推移：景況感の実体よりも強く反応



(備考)1. 全米供給管理協会 (ISM)、連邦準備制度理事会 (FRB) より作成。
 2. シャドーはアメリカの景気後退局面を示す。
 3. ISM製造業景況感指数は総合値。鉱工業生産指数 (07年=100) は、後方3か月移動平均の前月比。

外需については、09年以降の新興国経済の拡大等内外の需要回復の結果、輸出入は堅調に増加した。11年に発生した欧州債務危機等による世界経済の景気減速により、財・サービスの輸出入への影響がみられたものの、前年比10%を超える伸び率で推移した。

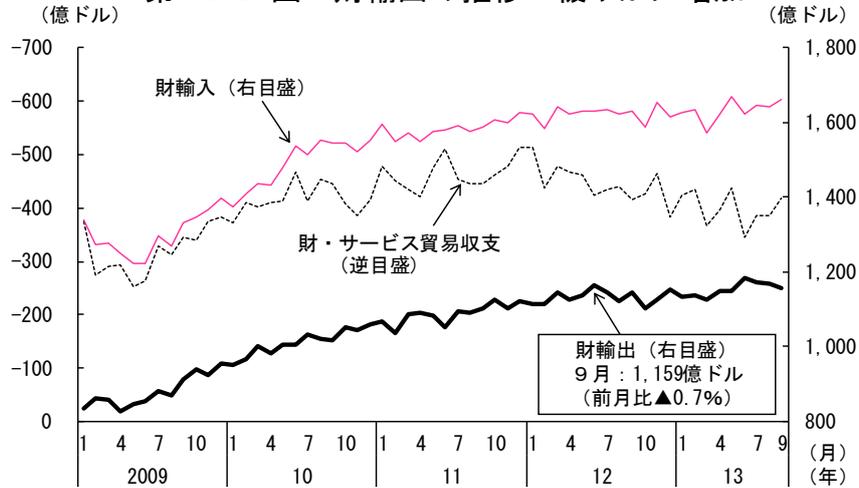
しかしながら、12年は海外経済の景気減速が深刻化したことから、輸出は同4.6%増、輸入は同2.8%増にとどまり伸び率は鈍化した。中でも財輸出は11年の同15.8%増から12年は同0.6%増へと拡大ペースが大きく鈍化した（第1-2-29図）。

13年に入っても前半はおおむね横ばいの状態が続いたが、夏以降財輸出は持ち直しの動きもみられる。ヨーロッパが債務危機の鎮静化により景気の底入れがみられ、中国においても景気の拡大テンポが安定化しつつあるなど外部環境の改善により、13年6月には月間の財輸出額の過去最高を記録した。一方、財輸入は堅調な国内需要を背景に拡大している。貿易赤字は輸出の回復もあり縮小傾向にあったが、直近では輸出を上回る輸

³⁵ 03年3月のイラク戦争開戦時においてマインドは50を下回り悪化したが、5月の戦闘終結宣言後のマインドの改善は強いものとなっている。03年5月1日に「戦闘終結宣言」が発表された後、09年1月ブッシュ大統領が同宣言は誤りであったことを認めた。正式な「戦闘終結宣言」は10年8月31日オバマ大統領により発表された。

入の増加により赤字幅は拡大している。

第1-2-29図 財輸出の推移：緩やかに増加



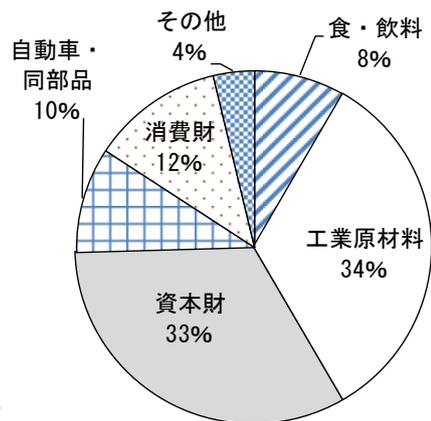
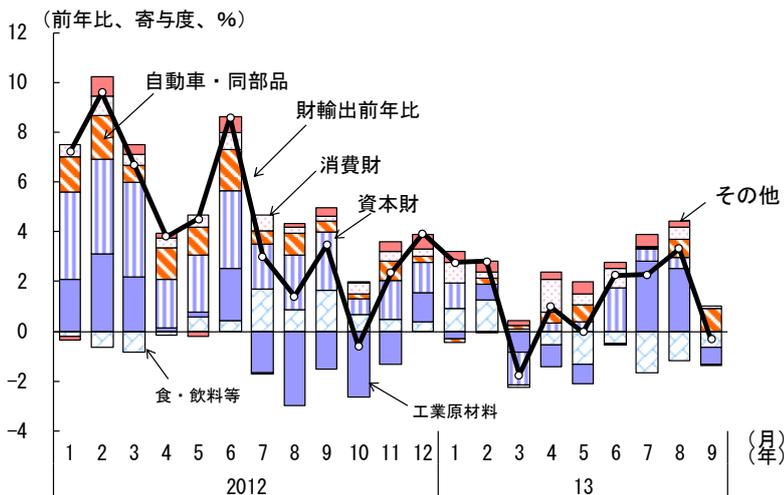
(備考) 1. アメリカ商務省より作成。
2. 財輸出入は通関ベース (実質)、財・サービス貿易収支は国際収支ベース (名目)。

12年以降の財輸出を品目別で見ると輸出品構成比で43%を占める資本財・自動車同部品の需要が大きく寄与した。一方で鉱業原材料が中国等新興国経済の成長減速により12年後半にかけて寄与はマイナスで推移した。直近ではヨーロッパ、中国の景気減速懸念の緩和により自動車・同部品の輸出回復の動きがみられる (第1-2-30図)。

第1-2-30図 財輸出品目別推移：資本財、自動車・同部品が43%のシェア

(1) 輸出品目別寄与度推移

(2) 財輸出品構成比



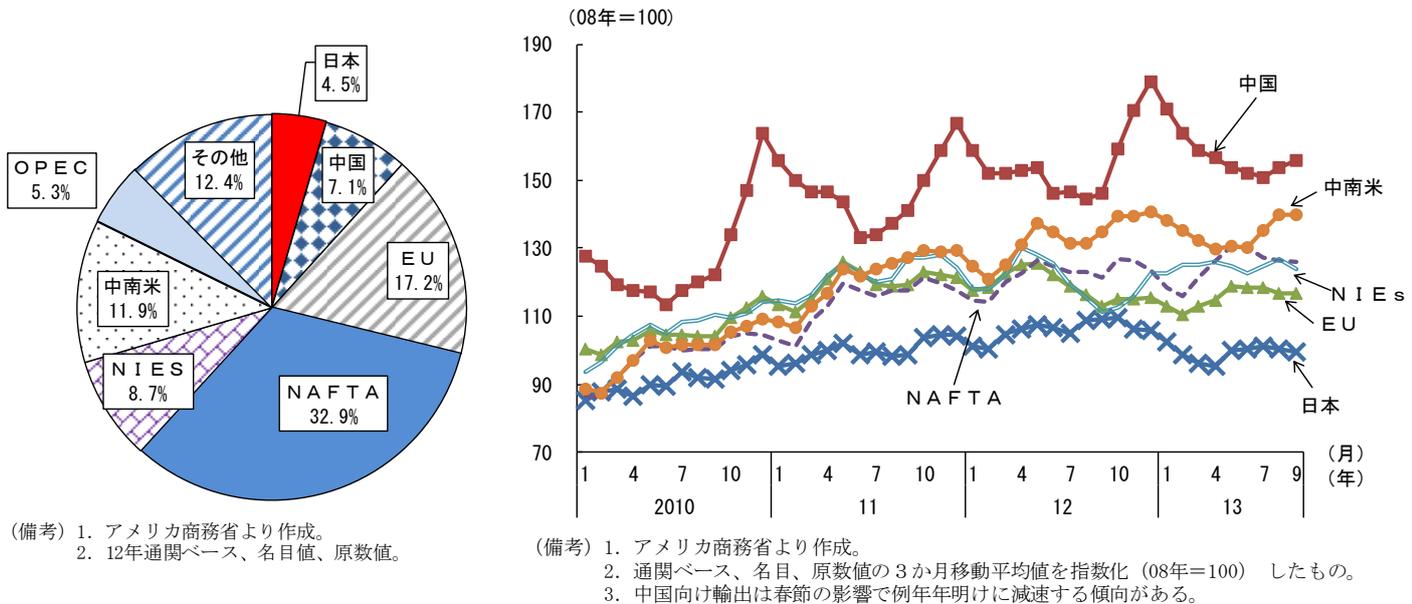
(備考) 1. アメリカ商務省より作成。
2. 通関ベース、名目値、季節調整後の数値。

(備考) 1. アメリカ商務省より作成。
2. 12年の通関ベース、名目値、季節調整後の数値。

国・地域別で見ると12年は全ての地域で輸出の伸びが鈍化した。特に輸出シェア17.2%のEU向け輸出は債務危機の影響で、12年は前年比1.2%減となり、単月では12年7月以降12か月連続前年比マイナスで推移した。しかしながら、前述したように景気に底堅さ

もみられることから、13年7月にはプラスへ転じた（第1-2-31図）。また、中国向け輸出も持ち直しの動きが見られ、自動車・同部品等輸送用機器とコンピュータ・電子機器の輸出増加がけん引している。

第1-2-31図 輸出相手国と輸出額推移：中国、ヨーロッパ向け輸出が持ち直しの動き



2. 財政・金融政策の動向

(1) 財政政策等をめぐる政府の動向

(i) 連邦政府の動向

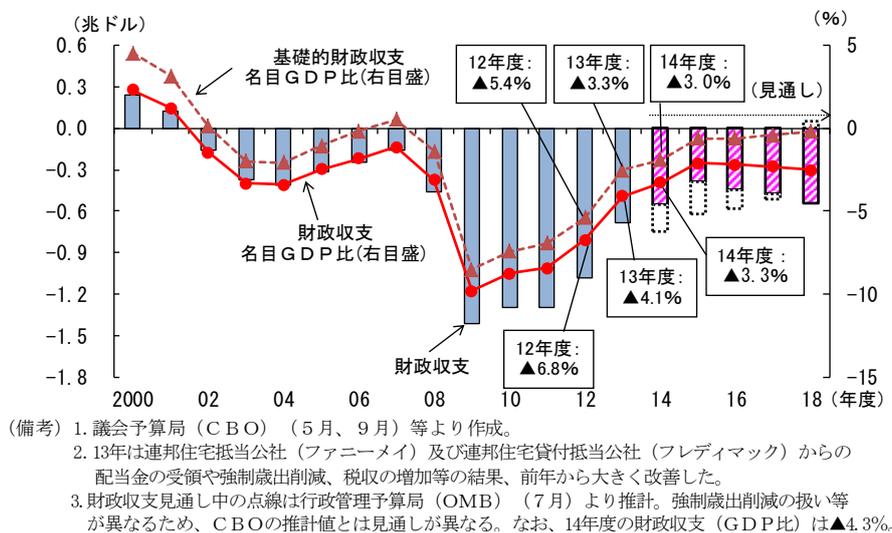
アメリカ財政は世界金融危機に対応した財政出動の後、財政健全化を進めている。13年度には財政収支の改善が大きく進み、GDP比▲4.1%となったが、こうした動きについて、金融市場の動きと併せて概観するとともに、州・地方政府の動向について確認する。

12年末に給与（社会保障）税減税や高所得者に対する所得税等の減税措置の一部等は失効した。また、13年初に実施が予定されていた歳出の自動削減は2か月実施が延期された。その間、オバマ大統領と議会指導者との間で財政再建策についての調整が進められたが、こうした調整が不調に終わったことから3月1日には自動削減が開始³⁶された。加えて、景気が緩やかな回復を続けていることから、税収が当初見込みよりも増加したほか、連邦住宅抵当公社（ファニーメイ）、連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）と

³⁶ 詳細は、内閣府（2013）を参照。

いった政府支援機関（GSE）からの配当金が国庫に充当されたことから、13年度の財政赤字は大きく減少することとなった（第1-2-32図）。

第1-2-32図 財政収支の推移：13年は大きく改善



財政政策をめぐるのは、当初より歳入・歳出のバランスのとれた政策を推し進めるオバマ大統領・民主党と、歳出削減により財政再建を進めたい共和党との間で調整が難航していた³⁷。そうした中、14年度からは医療保険への個人の加入義務付けを内容とする医療保険改革法（いわゆるオバマケア）が本格的に実施されることから、共和党は14年度予算にオバマケアの実施に伴う予算を認めない方針を示していた（第1-2-33表）。13年度末が迫る中、オバマ大統領・民主党と共和党とのあつれきは激しくなり、結局年度末を迎えても決着はつかず、10月1日に96年以来の連邦政府機関閉鎖³⁸という事態を招くこととなった³⁹。

³⁷ 詳細は、内閣府（2013）を参照。

³⁸ 直近では、クリントン政権時代に96年度予算をめぐり95年11月14日～19日（6日間）、95年12月18日～96年1月5日（19日間）の2回発生した。

³⁹ 今回の連邦政府機関閉鎖は、10月1日から16日までの16日間にわたり、OECD（2013b）、CEA（大統領経済諮問委員会）（2013）や財務省（2013）、民間の調査によれば、政府機関閉鎖等による観光業や契約関係の先送り等による民間企業活動の停滞、マインドの悪化等により13年10～12月期のGDP成長率は0.25～0.6%程度押し下げられるとしている。

第1-2-33表 14年度予算をめぐる動き：合意に至らず連邦政府機関閉鎖に

◎上院（民主党多数）案

- 暫定予算の期日は11月15日まで
- 医療保険改革法（いわゆるオバマケア）実施にかかる予算を手当て

※オバマケアのポイント

- ・ 医療保険への障害の除去と安心の付与（企業の従業員への保険提供義務付（50人以上）^{注）}、既往症による保険加入拒否の禁止、保険金支払額の制限禁止）
- 注）2014年1月開始予定だったが、1年延期
- ・ 医療保険未加入者の削減（医療保険への加入義務付け、新規医療保険市場（エクステンジ）の創設、メディケイド（低所得者向け医療保険）の拡充）
- ・ 医療費の伸びの抑制（メディケア（高齢者向け医療保険）、メディケイドの無駄・乱用の防止及び効率化、予防医療の適用改善）

◎下院（共和党多数）案

- 暫定予算の期日は12月15日まで
- オバマケア実施の1年間延期^{注）}等
- 注）当初はオバマケア実施のための予算手当なし

（備考）各種資料より作成。

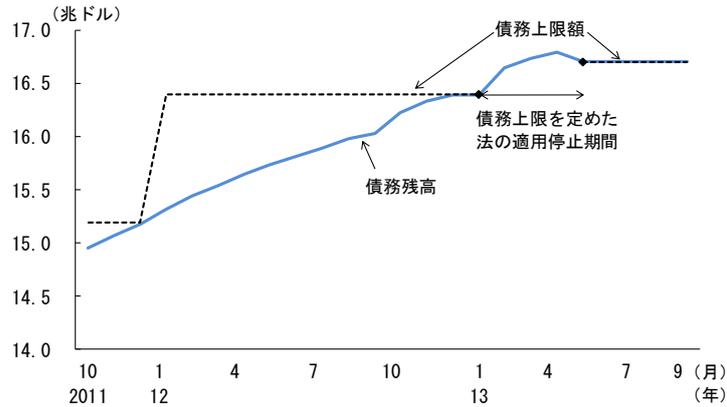
アメリカでは12年末に債務残高が法定上限⁴⁰に達した後、法律上の規定に基づく異例の措置⁴¹による国庫の調整により対応し、債務不履行を回避していた。その後、13年2月には債務上限を定めた法の適用を停止し、5月19日に5月18日時点で発行している国債の金額まで債務上限を引き上げる法案が成立した。しかしながら、新たな債務上限⁴²が設けられた5月19日が到来してもオバマ大統領・民主党と共和党との間で調整はつかず、その後も債務上限を引き上げることはできなかったため、国庫の調整により対応する状態が続くこととなった（第1-2-34図）。前述のように、当初見込みより税収が増加したことやGSEからの配当金の受領により財政収支が改善したこともあって、資金調達は当面確保できることとなったが、ルー財務長官は議会に対して、「（現在実施している）異例の措置による財政措置は10月17日までに尽き、その時点での資金は300億ドル程度となる」との書簡を送り、議会に対して可及的速やかに責任を果たすよう促した。

⁴⁰ 債務残高が法定上限に達すると、国債の新規発行を行うことができず、歳出や国債の利払い等に支障が生じることとなる。詳細は、内閣府（2011b）を参照。

⁴¹ 州・地方政府投資支援のための債券の発行を停止することや公務員年金基金への積立て停止、取崩し等から成る。

⁴² 5月19日時点で約16.7兆ドルが債務上限となった。

第1-2-34図 債務残高と債務上限額：上限に



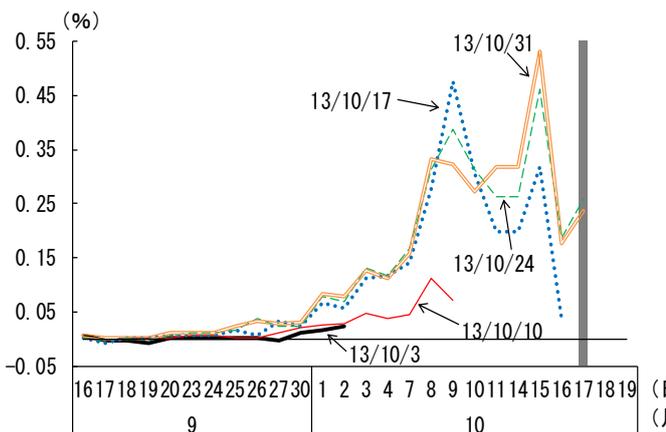
(備考) 1. アメリカ財務省、アメリカ行政管理予算局 (OMB) より作成。
 2. 財政年度は前年10月～当該年9月までの1年間。
 13財政年度は12年10月から13年9月まで。

しかし、政府閉鎖から2週間が経過しても事態は打開されず、アメリカ国債の債務不履行（デフォルト）のおそれが生じる17日にかけて、金融市場の一部では次第に緊張感を増していった。10月17日以降に償還されるアメリカ国債の金利が急速に上昇したほか、共和党が多数となる下院でオバマケアの実施のための予算措置を講じない14年度予算が可決された9月20日以降、アメリカ国債のデフォルトリスクを織り込むようにCDS（Credit default swap）も上昇傾向となった（第1-2-35図）。

第1-2-35図 金融市場の動向

(1) 国債利回りの推移：

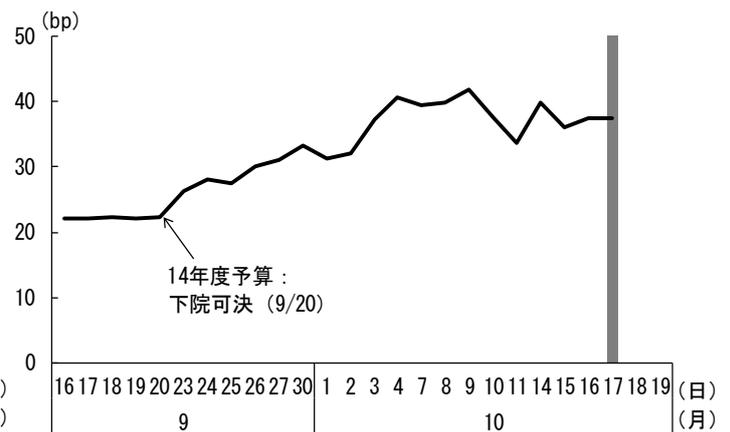
10月17日以降償還分が上昇



(備考) ブルームバーグより作成。

(2) CDSの推移：

9月20日以降上昇



(備考) ブルームバーグより作成。

こうした中、上下両院では断続的に協議が進められ、10月16日に当面の措置としての2014年度暫定予算、債務上限の引上げを盛り込む法案が成立した（第1-2-36表）。当面政府閉鎖が解除され、デフォルトの危機が遠のいたとはいえ、オバマ大統領・民主党と共和党との隔たりは大きいままであり、今後その溝が埋まらなければ再び今回のような緊

迫した状況に陥る可能性もあり、今後の動向が非常に注目される。

第1-2-36表 暫定予算案等が成立：政府閉鎖解除、デフォルト回避

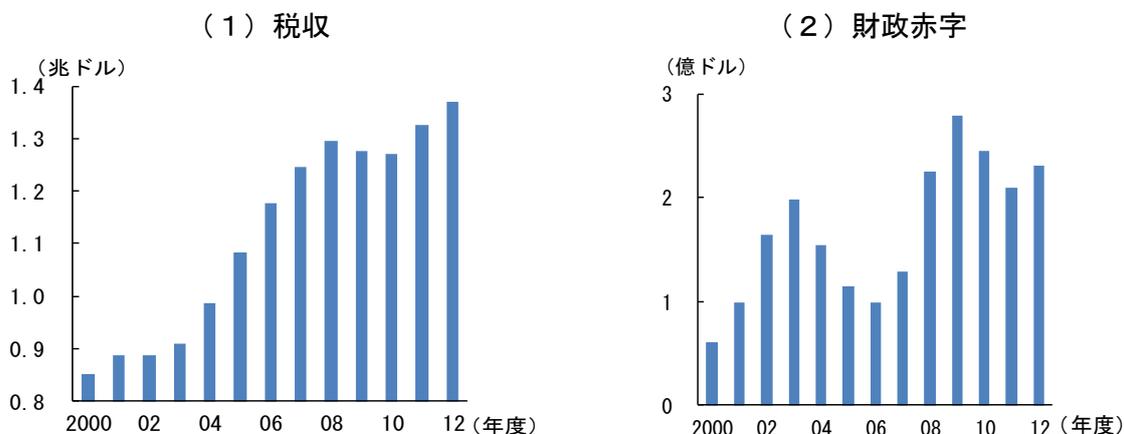
<p>◎成立した法案の内容</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 暫定予算を来年1月15日まで認める ● 債務上限の適用期限を来年2月7日まで延期 ● 一時帰休とされた連邦政府機関職員の給与を遡及して支払い ● オバマケアにかかる個人の補助金申請における所得証明の厳格化 等 <p>◎その他</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 14年度予算及び中長期の財政健全化等について議論するための両院協議会を設け、その結果を12月13日までに議会に報告することで合意
--

(備考) 各種資料より作成。

(ii) 州・地方政府の動向

世界金融危機後に悪化した地域経済の影響により州・地方政府の税収は減少し、失業保険給付等が増加したことからこれら政府の財政は悪化した。しかしながら、州・地方政府は職員の削減等財政赤字削減策に取り組んだほか、地域経済も次第に緩やかな回復基調となったことから、09年をピークに財政赤字が減少傾向にある⁴³。その一方で、実質経済成長率は11年半ば以降徐々にマイナス幅が縮小傾向で推移しており、13年7～9月期は前期比年率1.5%増となっている。また、雇用者数は09年に減少に転じて以降マイナスが続いていたが、13年は1月から10月までの累計で7.4万人増加しており、景気への下押し圧力は無くなりつつあると考えられる（第1-2-37図、第1-2-38図）。

第1-2-37図 州・地方政府の税収・財政赤字の推移：財政収支は改善傾向



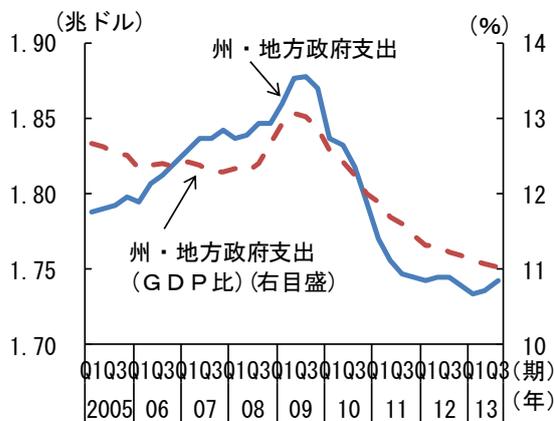
(備考) 1. アメリカ商務省センサス局より作成。
2. 財政年度は、前年7月から当該年6月までの1年間。

(備考) 1. アメリカ行政管理予算局 (OMB) より作成。
2. 財政年度は、前年7月から当該年6月までの1年間。

⁴³ 連邦政府からの補助金の減少により、12年度はやや悪化した。

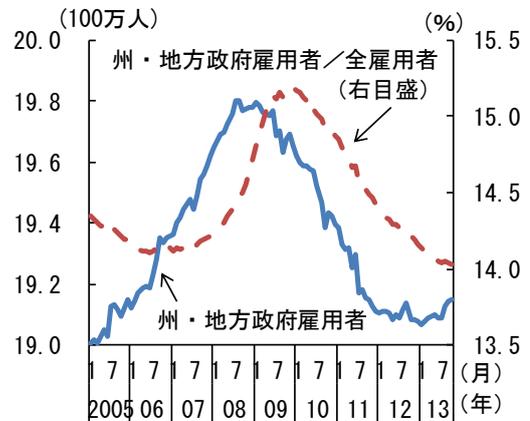
第1-2-38図 州・地方政府支出と雇用者の推移：減少幅縮小

(1) 州・地方政府支出



(備考) アメリカ商務省より作成。

(2) 雇用者数



(備考) アメリカ労働省より作成。

(2) 金融政策の動向

(i) 資産購入額の縮小に向けた動き

FED（連邦準備制度）は12年9月、追加金融緩和⁴⁴（いわゆるQE3）を決定した。決定時のFOMC声明文に「資産購入の規模やペース、構成を決定するに当たっては、委員会は常に、想定される効果とコストを適切に考慮する」との一文が追加された。

資産購入を目的とする効果は金融緩和を通じ、経済成長、ひいては雇用を下支えすることである。数人のFOMC参加者はMBS購入は住宅部門を直接的に刺激するため、中・長期国債購入よりも経済成長を支える効果があると主張していた。

一方、資産購入のコストとしてバーナンキFRB議長は12年8月の講演において、(1)流動性が低下し、証券市場の機能を損なうこと、(2)FEDの出口戦略に対する信認が低下し、インフレ期待が上昇する可能性があること、(3)長期的な低金利が過度なリスクテイクを助長し、金融安定を脅かすリスクがあること、(4)不測の金利上昇によりFEDが損失を被る可能性があること、の4つを挙げている。

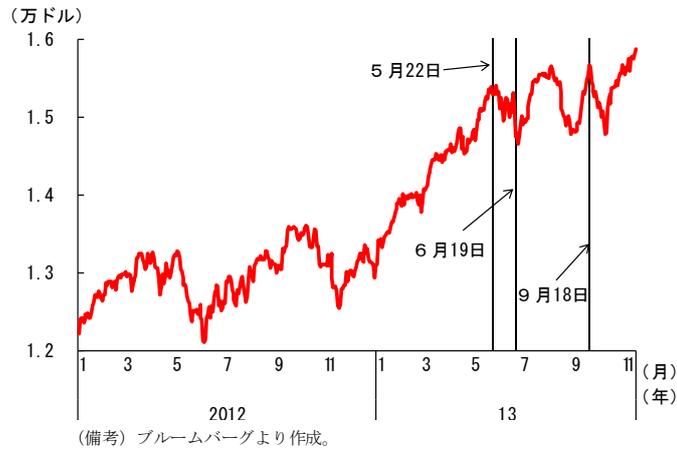
以下では、QE3開始後、実際に過度なリスクテイクを助長し、資産価格にゆがみが生じていたのか、金融政策はどのような対応をしたのかみていく。

まず、金融資本市場の状況を見ると、NYダウ平均株価は13年3月に史上最高値を約5年5か月ぶりに更新し、その後も右肩上がりで上昇を続けた（第1-2-39図）。ただし、株価収益率（PER）については過去の水準と比較しても特に高くはなく⁴⁵、PERに着目すれば資産価格にゆがみは生じていないと考えられる。

⁴⁴ 詳細は、内閣府（2012b）を参照。

⁴⁵ 詳細は、内閣府（2013）を参照。

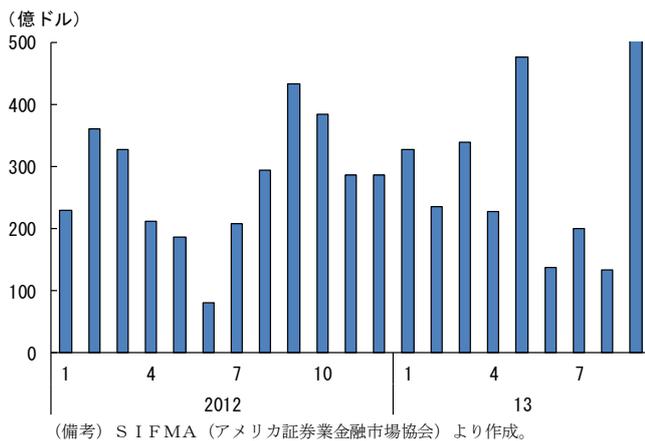
第1-2-39図 NYダウの推移：バーナンキ発言後下落



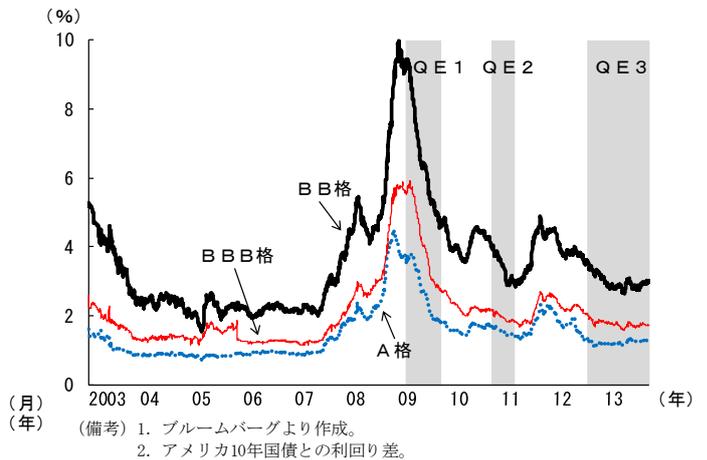
一方、社債についてしてみると、12年9月以降にハイイールド債⁴⁶の発行額が増加している（第1-2-40図）。また、ハイイールド債を構成銘柄とするETF（上場投資信託）の価格も上昇していた。

社債利回りと国債利回りのスプレッドは、世界金融危機前の04～07年の水準は上回っているものの、11年半ば以降縮小している。また、低格付の社債ほど縮小の程度が大きく、リスクのある債券を選好する様子が見られる（図1-2-41）。

第1-2-40図 ハイイールド債の発行額：
QE3開始後増加



第1-2-41図 格付別スプレッドの推移：
低格付ほど縮小



⁴⁶ 格付が投資不適格とされた債券。ジャンク債とも呼ばれる。高い利回りが期待できる一方、償還や利払いが不能となるリスクも高い。