

このような状況を指し、アメリカの金融資本市場における資産価格は高くなりすぎている（U.S. financial markets were becoming too buoyant）との懸念を数名のF OMC参加者が4～5月のF OMCで表明した⁴⁷。

バーナンキ議長は5月の議会証言において、「経済見通し、特に労働市場の見通しが改善し持続可能と判断できれば、今後数回のF OMCにおいて資産購入額を縮小することは可能」といった旨の発言も行い、当面は金融緩和策を継続すると見込んでいた市場参加者を大いに驚かせた。また、6月のF OMC後の記者会見においては、「経済指標がF OMCの見通しとおおむね一致すれば13年内に資産購入額の縮小を開始し、その後の経済指標も見通しとほぼ一致すれば14年央頃に資産購入を終了する」と資産購入額縮小に関する具体的な時期に踏み込んだ発言を行った。

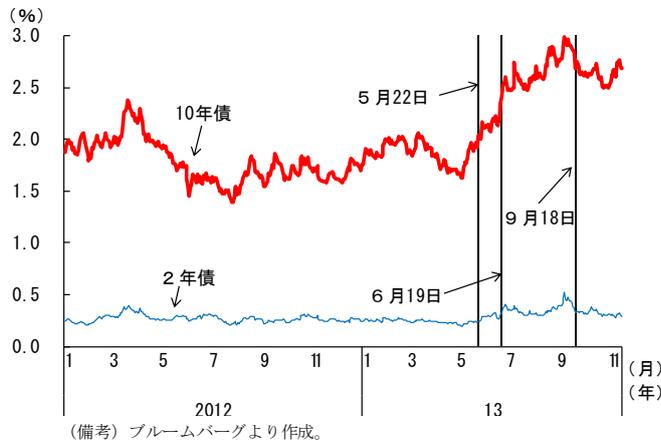
5月の議長発言以降、株価やハイイールド債の価格は下落し、ハイイールド債の発行額は急減した（前掲第1-2-39、第1-2-40図）。このような状況にかんがみれば、金融市場がやや過熱していた可能性がある。実際、バーナンキFRB議長は13年7月に、「QE3の減額スケジュールを示さなければ混乱が起こり、F OMCの期待から市場の期待が離れていくおそれがあった。レバレッジを高めたり、過度に危険なポジションを拡大するおそれもあった。この状態の巻き戻しが、これまで（13年5月22日以降）に観測された乱高下の一因と考えている」といった発言を行い、13年5～6月の発言は、バブルの芽を事前につぶす目的があったことを示唆している。こうした「バブルの芽をつぶす」という目的に照らせば、バーナンキFRB議長のコミュニケーション戦略は成功したと考えられる。しかし、副作用として金利が急上昇してしまう結果となった（第1-2-42図）。

金融資本市場の引き締め、特に金利の上昇が続けば景気回復、労働市場の改善を遅らせるとの懸念もある一方で、強弱はあるものの、おおむね経済指標は改善を示していた中、大方の予想に反し9月のF OMCにおいて資産購入額の縮小開始は見送られた。この点に関して、バーナンキFRB議長はF OMC後の記者会見において、資産購入額を縮小することについて経済指標が十分に裏付けてはいないとしたほか、金利上昇による金融市場ひっ迫が続けば経済へ悪影響を与える可能性について言及し、予防的に資産購入縮小を見送ったことを示唆した。

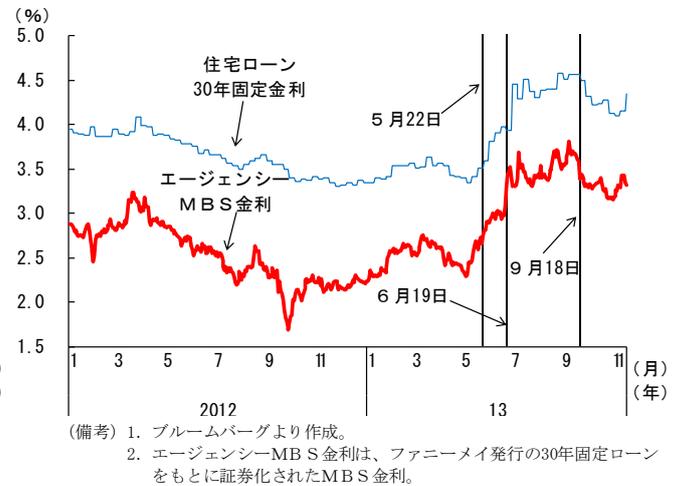
⁴⁷ これに対してバーナンキ議長は5月の議会証言において、「我々も注視はしているが、現時点では、例えばPER等が適切であるなど、株価や社債といった主な資産価格はファンダメンタルズと矛盾していない」と発言している。

第1-2-42図 金利の推移：バーナンキ発言以降急上昇

(1) 国債



(2) MBS・住宅ローン金利



(ii) 最近の雇用情勢

12年12月のFOMCにおいて、異例に低水準のFF金利が妥当となる期間として、「失業率が6.5%を上回り続け、1～2年先のインフレ率が2%+0.5%以内、かつ、長期的なインフレ期待も十分抑制されている限り妥当となる見込み」とされた。以下では、こうしたフォワードガイダンスにも示されている雇用と物価の動きについて概観する⁴⁸。

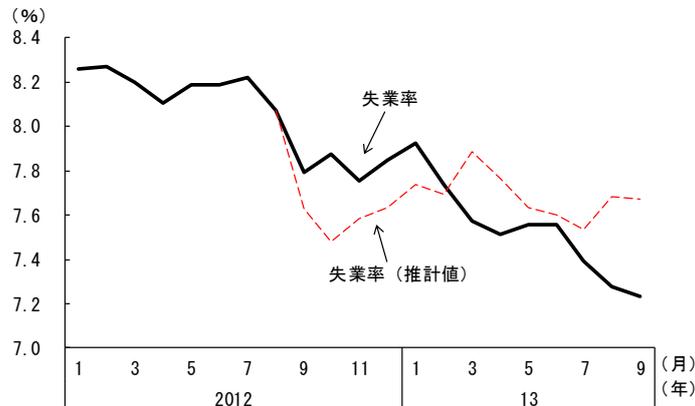
失業率は13年9月⁴⁹時点で7.2%と、追加金融緩和決定直前に公表された12年8月の8.1%から大きく低下している（第1-2-43図）。ただし、労働参加率も63.5%から63.2%へ低下している。労働参加率が12年8月の水準から変化がないと仮定し失業率を推計すると7.7%⁵⁰となり、労働参加率の低下が失業率の低下に寄与していることが分かる。

⁴⁸ そもそもFEDにおける金融政策の目的は「雇用の最大化、物価安定、低水準の長期金利」とされている。詳細は、内閣府（2013）を参照。

⁴⁹ 雇用統計は13年10月まで公表されているが、連邦政府機関一部閉鎖の影響から家計調査にはゆがみが生じていると考えられるため、本稿には記載していない。

⁵⁰ 13年10月の推計値は8.2%。

第1-2-43図 失業率の推移：低下



(備考) 1. アメリカ労働省より作成
 2. 推計値は12年8月以降、労働参加率が不変と仮定し、実際の労働力人口と推計した労働力人口の差は、実際の失業者数に加えて計算した。

アメリカの労働参加率は、2000年初をピークに、ベビーブーマー世代の高齢化等を背景に低下傾向にある⁵¹が、年齢層によって動向に違いがみられる (第1-2-44図)。

まず、中年層 (25～54歳) の労働参加率は低下している。これは、自動化 (automation) や雇用機会の海外移転⁵²により、中スキル労働需要が低下したことによる。また、職を失った中スキル労働者の一部は低スキル労働へ就いたと考えられる。

若年層 (16～24歳) については、ほかの年齢層と比べて労働参加率の低下が大きい。高学歴ほど収入が高いこと (第1-2-45図)、前述のとおり10代の若者が担うことが多かった低スキル労働に中年層が参入したことから、スキルアップを図り中・高スキル労働へ就くために大学へ進学する人数が増加したことが背景にある (第1-2-46図)。

一方、高齢層 (55歳以上) については世界金融危機後の資産価格下落により老後の蓄えが十分でなくなったこと、高齢女性の労働参加率の上昇⁵³等により、労働参加率は上昇している。

また、このところの労働参加率の低下については、上記のような構造的要因に加え、景気循環的な要因も影響していると考えられる。

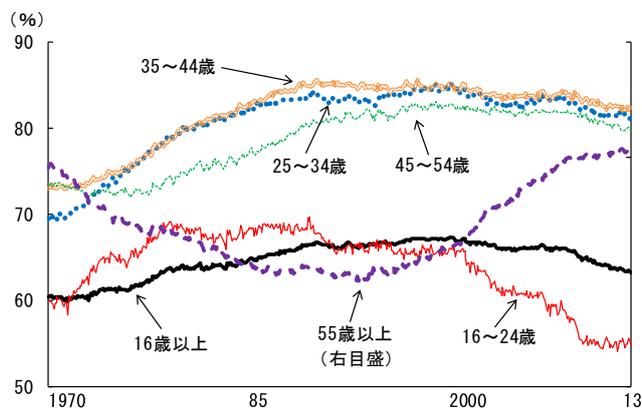
⁵¹ Toossi (2012) では、20年に労働参加率は62.5%まで低下すると推計している。

⁵² 詳細は、内閣府 (2011b) を参照。

⁵³ 2000年頃まで女性中年層の労働参加率は上昇しており、その世代が徐々に高齢化しても労働市場にとどまっている結果、女性高齢層の労働参加率が上昇している面もある。

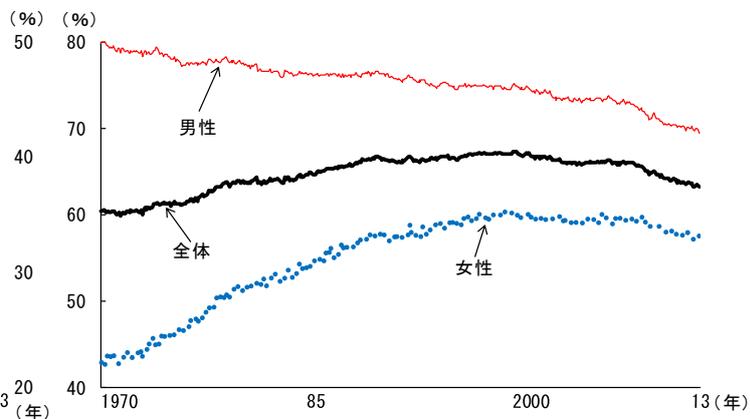
第1-2-44図 労働参加率の推移：高齢層は上昇、中・若年層は低下

(1) 年齢層別



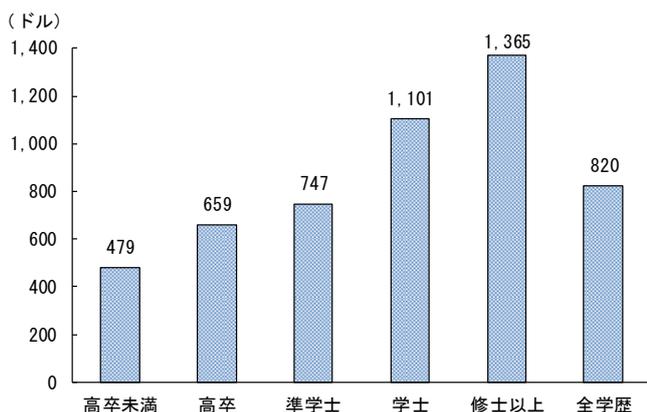
(備考) アメリカ労働省より作成。

(2) 性別



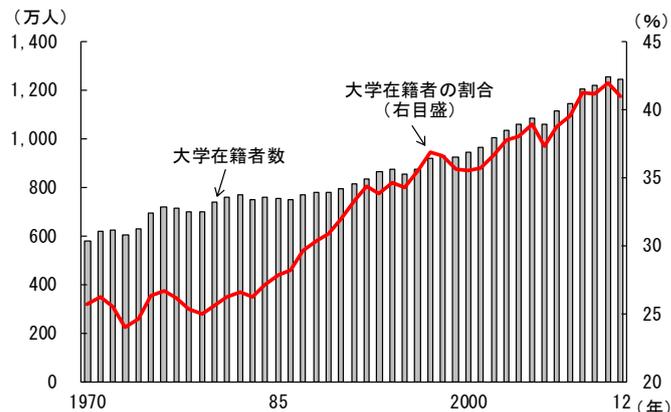
(備考) アメリカ労働省より作成。

第1-2-45図 学歴別週当たり賃金：
高学歴なほど高賃金



(備考) 1. アメリカ労働省より作成。
2. 25歳以上のフルタイム給与労働者の中央値。
3. 13年7～9月期平均。

第1-2-46図 大学在籍者数の推移：
増加傾向



(備考) 1. アメリカ国勢調査局より作成。
2. 大学在籍者数は18～24歳の人数。割合は18～24歳人口に占める大学在籍者数の割合を表している。

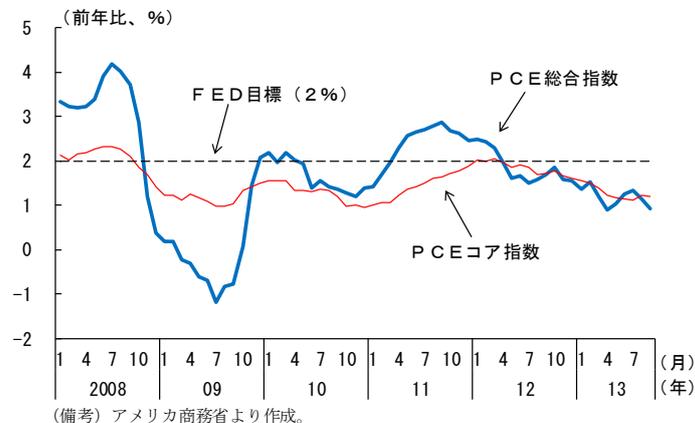
(iii) 最近の物価動向

物価上昇率については13年9月時点でPCE総合は前年比ベースで0.9%、PCEコアは同1.2%とFEDの長期的な目標である2%を下回る状況が続いている(第1-2-47図)。PCEコアの上昇率については12年初から低下が続いていたが、サービス価格の低下に歯止めがかかるなど、13年春以降低水準ながらもおおむね横ばいで推移している。

こうした動きの背景としては雇用環境とエネルギー価格の動向が挙げられる。前述のとおり雇用環境は緩やかながらも改善を示している。失業率は低下しているものの、FEDの長期的な見込み(5.2～5.8%)と比べると高水準にあること、週当たり賃金の伸びは12年半ばを底に上昇しているものの、世界金融危機前の水準までは達していない。一方で、エネルギー価格については、ガソリン価格等が12年に前年比で3.5%と大きく上昇したものの、13年は同▲2.1%と低下した。こうしたことから物価上昇率を押し上

げるに至っていないと考えられる。

第 1-2-47 図 物価上昇率の推移：F E D の長期的な目標を下回る水準で推移



また、13年7月のF O M Cにおいては、低い物価上昇率は経済成長にとってリスクとなり得るとの見方を示し、低い物価上昇率について懸念を示している。

ただし、低い物価上昇率は一時的であり、中期的には景気が回復するにつれて需給ギャップは解消し、目標である2%に向かって戻るであろうとの見通しに変化はなく、13年9月に公表した経済見通しでは15年末頃には2%まで上昇すると見込んでいる。

(iv) 今後の金融政策に関する注目点

現在のバーナンキF R B議長は14年1月末で任期末を迎え、2月からは新たな議長⁵⁴の下で金融政策が進められることとなるが、引き続きQ E 3の縮小開始、終了時期については大きな注目が集まると考えられる。また、これまでのF O M Cでの議事録等からは現行のフォワードガイダンスについて修正を行うかどうかの検討もなされていることが確認でき、こうした動きも関心が集まると考えられる。

3. アメリカ経済の見通しとリスク

アメリカ経済は、現状では緩やかな回復傾向が続いているが、以下ではアメリカ経済の先行きに係るメインシナリオとそれに対するリスク要因について概観する。

⁵⁴ 10月9日、オバマ大統領は次期F R B議長にジャネット・イエレン現F R B副議長を指名した。今後、上院の承認を得られれば、14年2月1日に就任予定。

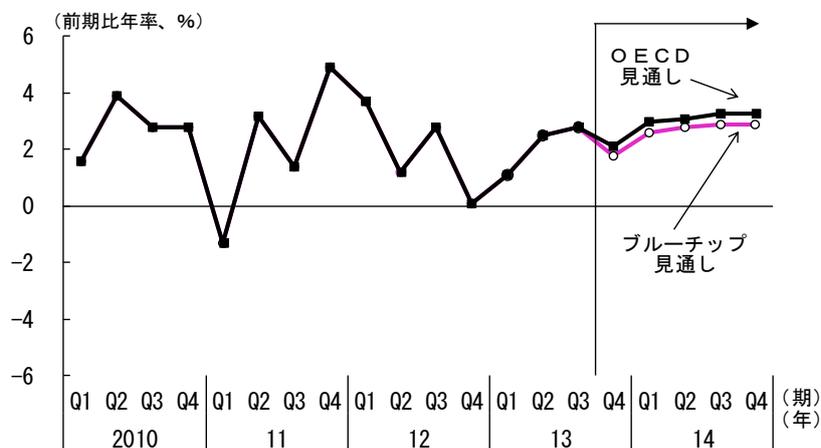
(1) 経済見通し（メインシナリオ）－緩やかな回復傾向が続く

アメリカでは、雇用者数の伸びが引き続き増加しており、失業率は低下傾向にある。家計のバランスシート調整は、雇用環境の改善や住宅価格、株価の上昇等を背景に全体としては終盤にあると考えられ、また、ガソリン価格等も低下基調にあることなどにより個人消費は緩やかに増加している。住宅市場では、住宅価格は上昇を続けている一方で、住宅着工件数は住宅ローン金利の上昇等により13年夏以降横ばいで推移している。企業に目を向ければ、生産は自動車販売が回復していることなどを背景に緩やかに増加しており、設備投資も12年7～9月期に6四半期ぶりに前期比マイナスとなった後、緊縮財政や世界経済の影響はみられるものの、持ち直しの動きもみられる。こうした結果、アメリカ経済は緩やかな回復傾向が続いている。

先行きについては、物価上昇率が落ち着いている下で、引き続き雇用環境等の改善が見込まれることから、消費は緩やかな増加が続いていくとみられる。住宅投資は、バーナンキFRB議長によるFEDの資産購入額縮小が示唆されて以降、住宅ローン金利が上昇し、住宅着工等に影響を与えているが、雇用環境の改善や住宅価格の上昇等が続けば再び増加基調になることが期待される。また、設備投資は好調な企業収益等を背景に持ち直しの動きが続くことが予想されるが、個人消費等も含めて財政問題の対応をめぐる不透明感に留意する必要があると考えられる。一方、政府支出については、3月以降歳出の自動削減が実施されるなど財政緊縮が続いており、10月には連邦政府機関閉鎖等が実施されるなど13年10～12月期を中心にGDPを下押しすることが想定されるが、その影響は次第に薄らいでいくことが見込まれる。その結果、14年全体としては引き続き緩やかな回復傾向が維持される見通しであり、14年全体の実質経済成長率は前年比2%台半ば程度になるとみられる（第1-2-48図）。

第1-2-48図 アメリカ経済の見通し

(1) 実質経済成長率



(%)

	2013年			14年			
	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
ブルーチップ (民間見通し平均) (13年11月15日)	2.5	2.8	1.8	2.6	2.8	2.9	2.9
OECD (13年11月19日)	2.5	2.8	2.1	3.0	3.1	3.3	3.3

(備考) 1. ブルーチップ・インディケータ (13年11月15日号)、OECD “Economic Outlook 94” より作成。
2. 実質経済成長率の13年7～9月期までは実績。

(2) 国際機関等の見通し

(%)

		13年	14年
ブルーチップ (民間見通し平均) (13年11月15日)	上位10社	1.7	3.0
	平均	1.7	2.5
	下位10社	1.6	2.1
OECD (13年11月19日)		1.7	2.9
IMF (13年10月8日)		1.6	2.6
行政管理予算局(OMB) (13年7月8日)		2.0	3.1
議会予算局(CBO) (13年2月4日)		1.4	2.6

(備考) ブルーチップ・インディケータ (13年11月15日号)、OECD “Economic Outlook 94” (13年11月19日)、IMF “World Economic Outlook” (13年10月8日)、アメリカ行政管理予算局 (13年7月8日)、アメリカ議会予算局 (13年2月4日) より作成。

以下、個別の需要項目について概観する。

(i) 個人消費

13年初には「財政の崖」に伴う12年末の賞与支給や配当支払いの前倒しの反動がみられたが、雇用者報酬は増加傾向にあり、物価上昇率も低めに推移していることから実質可処分所得は緩やかな伸びが続いている。また、失業率は低下しており、雇用者数も増加が続くことが見込まれるなど雇用環境の改善が期待され、引き続き可処分所得の増加が続くと考えられる。さらに、株価や住宅価格の上昇によりバランスシート調整も一層進展が予想される。こうした状況を踏まえると、消費は緩やかに増加していくことが見込まれる。

(ii) 住宅投資

雇用環境は改善しているが、FEDの資産購入額縮小が視野に入ってきたことから住宅ローン金利は上昇した。こうしたことから順調に回復してきた住宅着工件数は伸びが鈍化した。しかしながら、引き続き雇用環境の改善や住宅価格の上昇が見込まれること等から住宅着工件数は増加基調で推移するとみられる。一方、住宅在庫が減少していることから住宅価格が上昇を続けており、金融機関の差し押さえた物件が保有されたままとなっているような「隠れ在庫 (Shadow Inventory)」も確実に減少してきていることから、住宅価格は今後も上昇が続く見通しである。

(iii) 設備投資

設備投資については、3月に開始された歳出の自動削減が今後も引き続き実施される可能性があるほか、14年度予算や債務上限をめぐる問題も解決していないなど、財政の先行き不透明感が残り、企業の本格的な投資が抑制されやすい状況が続くことが考えられる。一方、企業収益は堅調に推移しており、また、欧州政府債務問題が落ち着きをみせ、中国経済も安定がみられること等から外需環境は次第に上向くことが期待される。こうしたことから、設備投資も徐々に持ち直していくことが見込まれる。

(iv) 政府支出

13年10～12月期に連邦政府機関閉鎖の影響が現れることが予想され、また、11年予算管理法に基づく財政赤字削減や、3月に開始された歳出の自動削減が引き続き実施される可能性⁵⁵があるなど今後も連邦政府支出の縮小が想定される。一方、州・地方政府においては、景気の緩やかな回復等を背景に支出の底打ち傾向がみられることなどから、政府支出全体としてはマイナスの寄与が緩和していくと見込まれる。しかしながら、財政をめぐる問題は解決しておらず、14年初に再び連邦政府機関閉鎖やデフォルト危機となるおそれがあり、留意が必要である。

(v) 外需

世界の景気は、欧州政府債務問題が落ち着きをみせ、中国経済も安定がみられるなど、次第に底堅さが増していくことが期待されることから、14年には外需も徐々に上向きの動きとなると見込まれる。

(2) 経済見通しにかかるリスク要因

見通しのリスクバランスは、依然として下方に偏っており、具体的には以下のものが想定される。こうしたリスクが発現した場合、改善を示してきた雇用動向等にも再び影響する可能性がある。

(i) 下振れリスク

(ア) 財政問題への対応による影響に伴う成長鈍化

連邦政府機関の閉鎖やデフォルト懸念は当面回避されたとはいえ、オバマ大統領・民

⁵⁵ CBO (2013b) によれば、現行法に基づいて歳出が削減される場合、削減額は13年度の640億ドルから905億ドルに増加する見通し。

主党と共和党との隔たりは大きいままであり、14年初には再び連邦政府閉鎖やデフォルト危機が発生する可能性がある。また、13年3月から実施されている歳出の自動削減についても、両者の歩み寄りがみられない場合には継続することとなる。民間需要が緩やかながらも堅調に推移していることから全体としては緩やかな回復傾向が期待されるが、財政緊縮も含めて財政問題への対応による影響が過度に発現する場合には、政府支出の減少のみならず、民間需要にも大きな影響を与えるおそれがある。

(イ) 資産購入額縮小に伴う住宅投資等の減少

バーナンキFRB議長が5月にFEDによる資産購入額縮小を示唆して以降、住宅ローン金利等が上昇し、住宅着工の勢いが鈍化した。経済情勢次第ではあるが、議長は早ければ年内にも資産購入額を縮小するとしており、こうした動きが想定以上に金融市場に悪影響をもたらす場合には、住宅ローン金利の上昇を通じて住宅市場が冷え込むおそれがあり、また、耐久消費財の購入等にも悪影響を及ぼす可能性がある。

(ウ) 欧州政府債務危機の再燃

12年秋以降、欧州政府債務危機をめぐる緊張が緩和し金融市場には落ち着きがみられる。しかし、ヨーロッパ地域の一部の国で再び債務危機による混乱が生じた場合には、金融資産の価値下落、信用収縮の拡大等を通じて、実体経済に悪影響を及ぼすおそれがある。また、債務危機の深刻化により底入れがみられるヨーロッパの実体経済が再び悪化したり、リスク回避によるドル高が進展する場合には、輸出が減少するおそれがある。

(エ) 新興国経済の減速長期化

新興国は、資源を始めとする先進国の輸入動向によって経済が左右される面が強く、先進国の景気下振れ等により、新興国の成長鈍化の局面が長期化する場合、当該国への輸出減少を通じアメリカ景気が下押しされる悪循環に陥るおそれがある。また、バーナンキFRB議長によるFEDの資産購入額縮小が示唆されて以降、新興国の金融市場に混乱がみられる。こうした混乱の結果、資本流出等の発生により新興国の成長が阻害され、成長鈍化を長期化させるおそれがある。

(ii) 上振れリスク

メインシナリオにおける想定以上に景気の回復テンポが加速する場合の要因としては、以下が考えられる。

(ア) 資産価格の上昇

雇用環境の改善や企業業績の好調が持続し、また、金融政策における資産購入額の縮小及びその不透明感による影響が軽微にとどまり、株価や住宅価格が更なる上昇に向かう場合、家計のバランスシート調整が大きく進展して家計の負担が一層軽減されるとともに、資産効果を通じて個人消費が拡大する可能性がある。

(イ) 信用リスクの低下

景気の回復や住宅価格の上昇に伴って金融機関の家計に対する信用リスクが低下し、また、資産購入額の縮小及びその不透明感による影響が軽微にとどまることにより、金融機関の信用創造が喚起され、貸出が増加する場合には、個人消費や住宅投資が拡大する可能性がある。