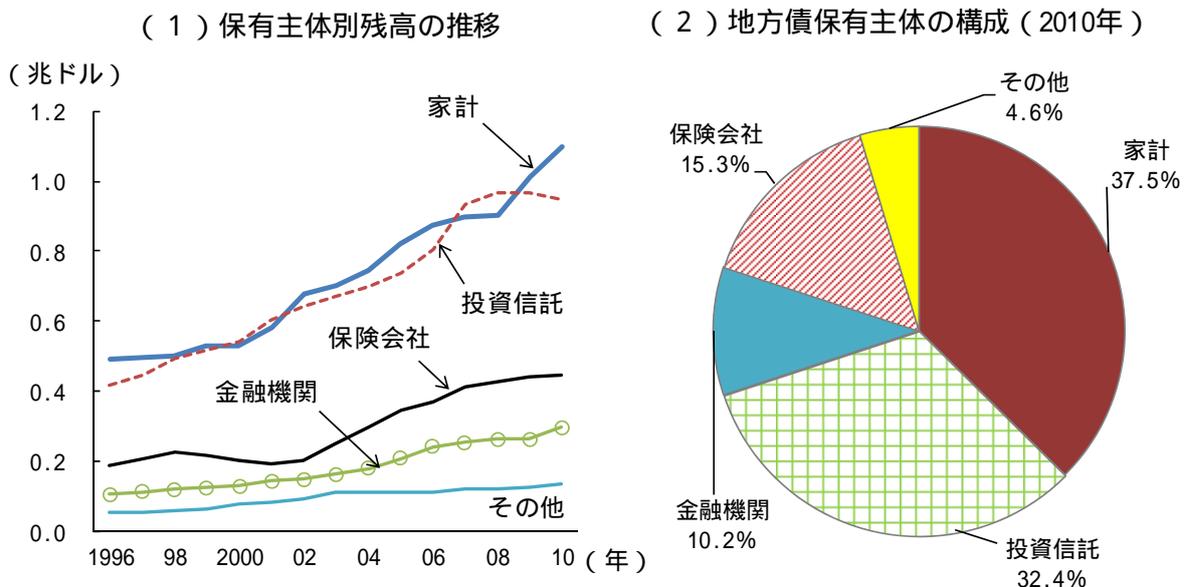


(イ) 家計への影響

連邦政府による財政支援は10年度をピークに大幅に縮小する見通しである。金融危機発生後、地方公社が発行する債券ではデフォルト²⁷の発生もみられるが、連邦政府による財政支援縮小により、来年以降、自治体本体もデフォルトに陥る可能性も指摘されている。地方債の保有状況をみると、金融機関や海外投資家のシェアが比較的小さく、金融市場への影響は限定的との見方がある一方、家計による直接保有が全体の4割程度を占め、さらに投資信託を通じた間接保有を含めると全体の7割に達するなど、家計の保有割合が極めて高い(第2-3-43図)。地方債がデフォルトした場合には、一部の家計のバランスシートを毀損させ、消費や住宅購入等の需要を減退させる可能性がある。

第2-3-43図 地方債の保有主体：家計の保有割合が高い



(備考) 1. アメリカ証券業金融市場協会 (SIFMA) より作成。
2. 2010年の地方債発行残高は、約2.9兆ドル。

3. 財政・金融政策 (物価含む) の動向

最後に、財政・金融政策の動向を概観する。金融政策については、10年11月からのQE2の実施により、それまでの出口戦略を見据えたスタンスから再度金融緩和へと

²⁷ 米格付機関ムーディーズの調査によれば、同社が格付けする地方債では、1970~09年の間に54件のデフォルトが発生しており、特に住宅関連(21件)や医療施設関連(21件)の債券のデフォルトが多い。また、地方政府では、94年にオレンジ・カウンティの破産が発生している。

スタンスが変更されたが、4月のFOMCにおいてQE2の予定どおりの完了が決定され、再び出口戦略について注目が集まっている。

財政政策については、連邦政府の財政赤字や債務残高が巨額である中で、2012年の大統領選挙も控え、連邦財政をめぐる与野党の対立の激化により財政再建に向けた見通しが一層不確かなものとなっている。

(1) 金融政策の動向

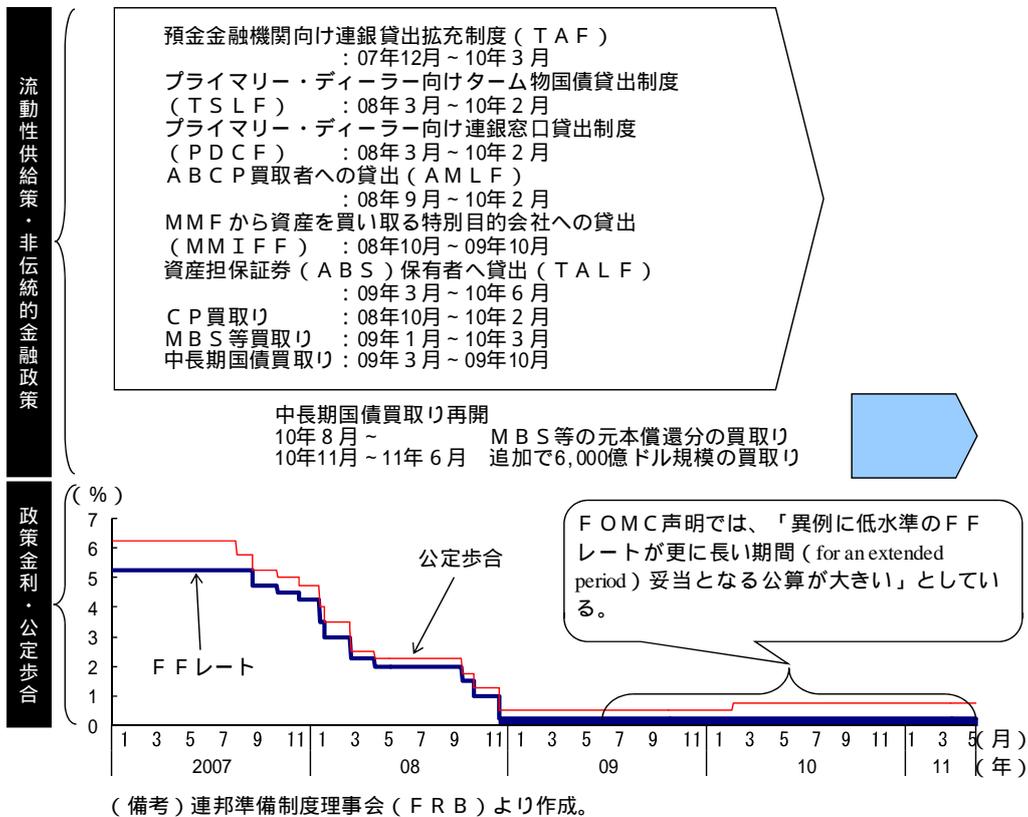
(i) 追加金融緩和(QE2)の実施

F RBは08年12月にフェデラル・ファンド・レート(FFレート)を0~0.25%まで引き下げた後、約2年半にわたって同水準を据え置いている(第2-3-44図)。さらに、09年3月に開催された連邦公開市場委員会(FOMC)の声明文においては、異例に低水準のFFレートが、「更に長い期間(for an extended period)」妥当となる公算が大きいと、政策金利引上げまでの時間軸を抽象的ながら示した。この表現は11年4月に開催されたFOMCでも踏襲されている。

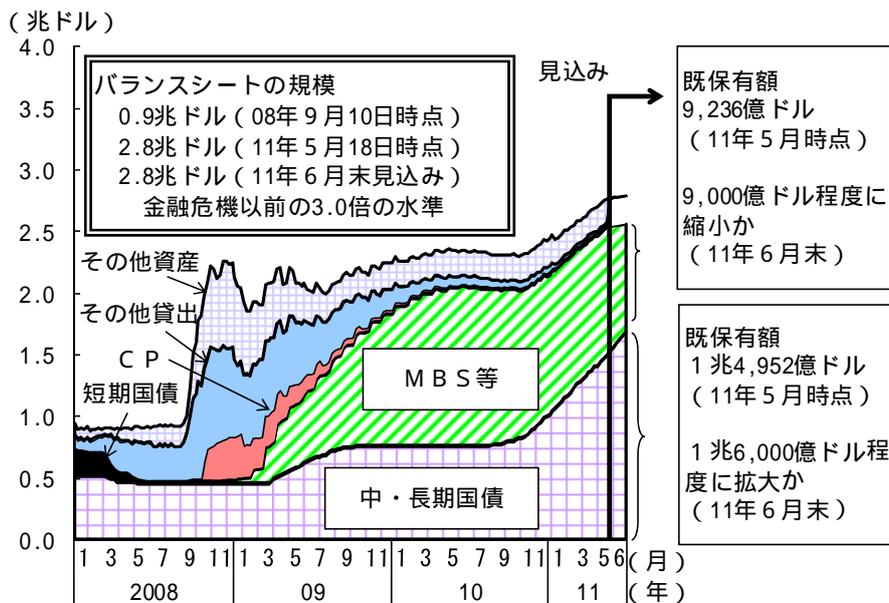
このようにFFレートが低水準な状況下で、10年春以降、政策効果のはく落等による景気回復ペースの鈍化やギリシャ財政危機を発端としたマインドの低下等を受けて、経済見通しが異例なほど不確実な情勢(unusually uncertain)となり、期待インフレ率も低下傾向が顕著となった。これを受けて、F RBは、10年8月のFOMCにおいて、F RBのバランスシートの縮小を抑制するため、F RBが保有している住宅ローン担保証券(MBS)の元本償還分を中長期国債へ再投資することを発表し、それまでの出口戦略を見据えたスタンスを、再度金融緩和へと変更した。また、同月に開催された講演において、バーナンキF RB議長は追加金融緩和を示唆し、同年11月のFOMCにおいて、11年6月までに6,000億ドルの中長期国債の買取りを発表し、追加金融緩和に踏み切った。

F RBでは、10年8月の国債買取り再開以降、流通市場において一定のペースで中長期国債の買取りを行っており、買取り額は11年5月12日時点で総額6,381億ドルとなっている。この結果、F RBのバランスシートは、08年9月のリーマン・ブラザーズの破たんを契機とした世界金融危機以前と比べると、2.7倍に拡大しており、買取りが終了する11年6月には約3倍の規模に達する見込みである(第2-3-45図)。また、F RBの買取り額は2011年3月末時点で5,015億ドルとなっており、同期間における中長期国債の新規発行額と比べると実質的にはおよそ半額をF RBが買い取っている構図となっている。

第2-3-44図 政策金利・非伝統的金融政策の推移：
10年8月にQE2を示唆、11月から開始



第2-3-45図 FRBのバランスシート (資産サイド): 規模は大幅に拡大

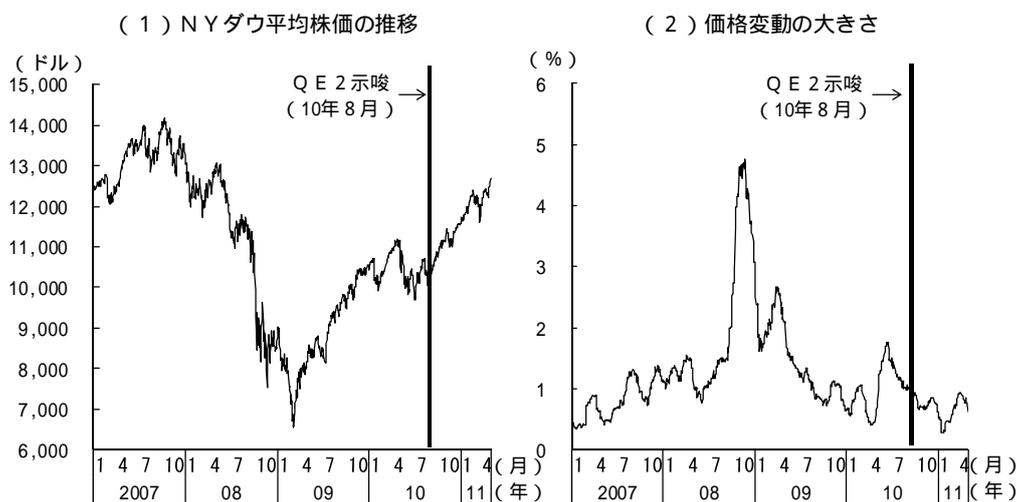


(ii) QE 2 の効果

(ア) 株価の上昇と資産効果による消費押上げ

10年春以降、景気回復ペースの鈍化やギリシャ財政危機を背景に、株価は下落傾向にあったが、F R B が追加金融緩和を示唆した10年8月以降、株価は上昇に転じた。10年11月には、N Y ダウ平均株価はリーマン・ブラザーズ破たん前の水準を回復し、その後11年2月にかけて上昇局面が継続した(第2-3-46図)。また、株価変動の大きさをみると、10年8月以降は大幅に変動率が低下し、市場が安定化したことがうかがえる。この結果、前述のように、10年末にかけて高所得者層を中心に資産効果により消費が伸長した可能性がある(前掲第2-3-8図)。

第2-3-46図 株価と価格変動の推移：10年8月以降、緩やかに上昇



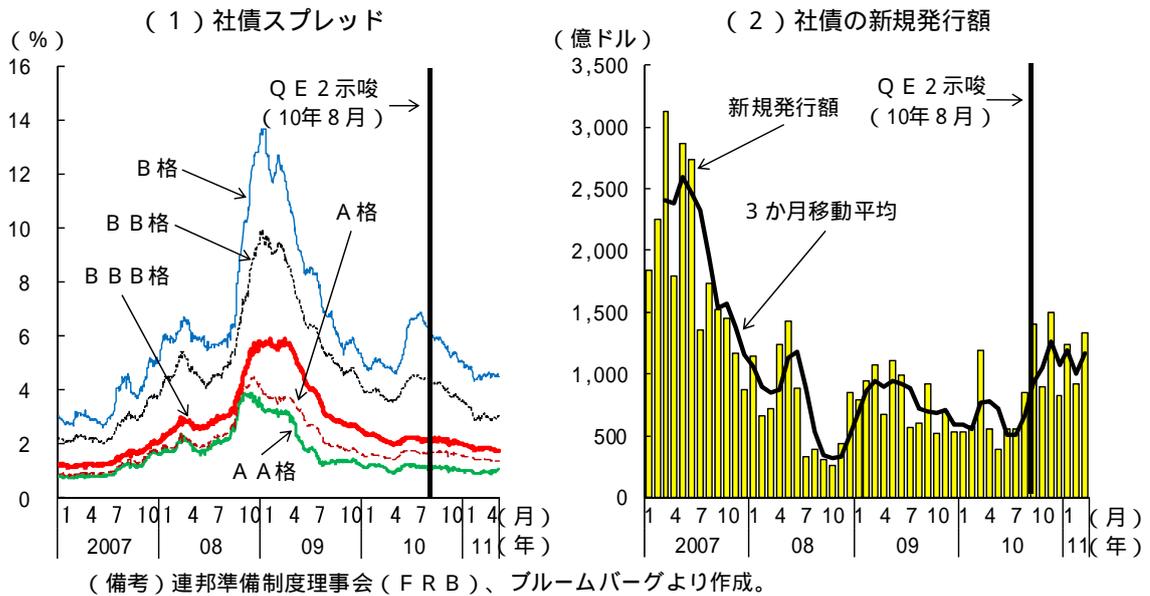
(備考) 1. ブルームバーグより作成。

2. 価格変動の大きさはN Y ダウ平均株価の変動率の標準偏差(過去30日間)。

(イ) 社債スプレッドの低下

社債の国債利回りに対する上乗せ金利(社債スプレッド)についてみると、10年春以降、景気回復ペースの鈍化やギリシャ財政危機を背景に、社債スプレッドは拡大傾向にあったが、F R B が追加金融緩和を示唆した10年8月以降、社債スプレッドは低下した(第2-3-47図)。これを受けて、大企業を中心に資金調達コストが低下し、社債の新規発行額は増加傾向となっている。この結果、前述のように、10年末にかけて設備投資等が堅調に推移した可能性がある(前掲第2-3-15図)。

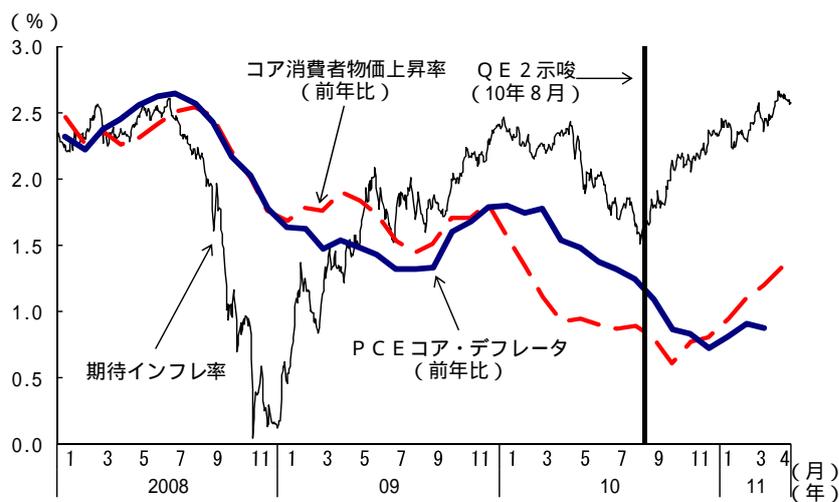
第2-3-47図 社債スプレッドと新規発行額の推移：スプレッドは低下、発行額は増加



(ウ) 期待インフレ率の上昇とデフレ懸念の後退

期待インフレ率の動向についてみると、10年春以降、景気回復ペースの鈍化等を背景に、アメリカの10年国債とインフレ連動債との差でみた期待インフレ率は低下傾向にあったが、F R B が追加金融緩和を示唆した10年8月以降上昇に転じた (第2-3-48 図)。また、11年に入り景気回復の進展や原材料価格上昇を価格転嫁する動きもみられ、デフレ懸念は後退した。以上のように、Q E 2 は金融市場の安定化やデフレリスクの軽減に関して一定の効果をもたらしたと推測される。

第2-3-48図 期待インフレ率と物価上昇率の推移：デフレ懸念は後退

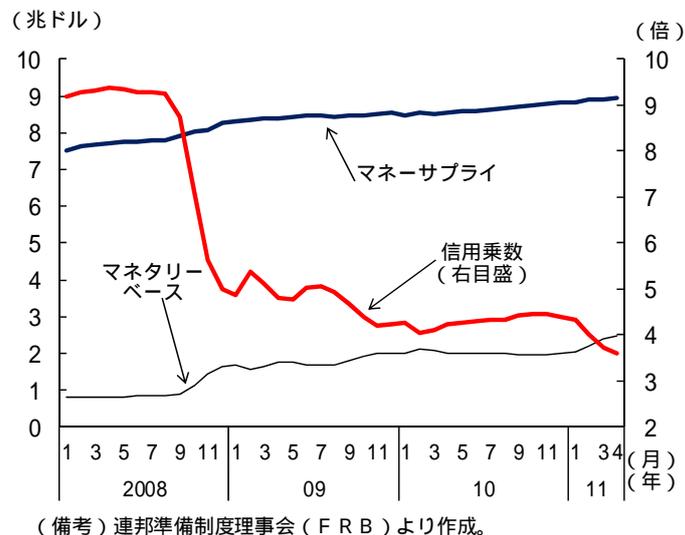


(備考) 1. アメリカ商務省、労働省、ブルームバーグより作成。
2. 期待インフレ率は、「アメリカ国債 (10年物) 利回り - アメリカインフレ連動債 (10年物) 利回り」により作成。

(エ) 信用創造に対する効果は限定的

信用創造の状況についてみると、信用乗数は10年11月以降低下しており、マネタリーベースの増加幅と比較するとマネーサプライは増加していない状況にある(第2-3-49図)。また、金融機関の貸出態度をみると、企業向け貸出については、やや緩和した金融機関の割合が増加しているが、住宅、商業用不動産、個人向け貸出については、貸出態度に大きな変化はない状況にある。このため、QE2の信用創造に対する効果は限定的と考えられる。他方、QE2の効果として余剰資金が原油を始めとする商品市況に流入し、価格が上昇しているとの見方もある。しかし、この点について、バーナンキFRB議長は11年3月の議会証言において、商品価格動向の大部分は、FRBの金融緩和ではなく、世界的な需給要因によって生じているとしている。

第2-3-49図 信用乗数の推移：信用乗数はQE2開始後、再び低下



(iii) 注目が集まる今後の金融政策運営

昨年11月に決定した量的緩和策(QE2)の発表当初期限である6月末が近づく中で、市場関係者の間では、FRBの次なる金融政策方針に注目が集まっている。

具体的には、次の3点が注目されてきた。第一に、6月末を期限とする6,000億ドルの中長期国債の買取りについて、当初予定通り6月末をもって終了するのか、それとも期限あるいは規模を変更するのか。第二に、FRB保有証券の元本償還分を中長期国債に再投資する政策を7月以降も継続するのか(バランスシートの維持)あるいは再投資も終了するのか(消極的なバランスシートの縮小)。最後に、「異例に低水準のFF金利がさらに長い期間(for an extended period)妥当となる公算が大きい」との表現に変更があるのか。

上記の点に対する市場関係者の注目度が高まる中、4月26～27日に開かれたFOMCにおいて、1点目のQE2については、中長期国債の購入を予定通り6月末で完了することが決定され、QE2の6月以降の継続がないことが初めて表明された。一方で、3点目のFF金利について「異例に低水準のFF金利がさらに長い期間(for an extended period)妥当となる公算が大きい」との表現は据え置かれた。

2点目のバランスシートについては、声明文公表後のバーナンキ議長の記者会見において、バランスシートの維持が示唆された。具体的には、同記者会見において、バーナンキ議長は、6月末でのQE2終了が金融市場および実体経済に悪影響を及ぼさないと考える理由の一つとして、FRBが国債及びMBS双方の償還分の再投資を継続することによってFRBのバランスシートが6月以降もほぼ一定に保たれるであろうことを挙げた。

出口戦略について、バーナンキ議長は記者会見で、「満期を迎えた国債およびMBSの再投資を終了することが金融引締め初期段階となる可能性が非常に高い」と述べた。この点について、5月に公表されたFOMC議事録をみると、参加者の間で次の4点が合意されたことが読み取れる。

- 1) 金融政策の正常化に向けた現時点での議論は、金融政策の正常化が速やかに実施されることを必ずしも意味しない。
- 2) 最終的にはフェデラル・ファンド金利(FF金利)調整が主要な政策ツールである環境に回帰する。
- 3) 一定期間ののち、バランスシートの資産サイドを米国債のみのポートフォリオに戻す。
- 4) 資産売却については、事前に公表されるフレームワークに基づいて行われるだろうが、そのペースは経済および金融環境による。

出口戦略の順番についての議論では、ほぼ全て(nearly all)の参加者が、金融政策の正常化に向けた最初のステップは元本償還されるエージェンシー債と米国債の再投資を停止することだとしている。その次のステップについては、参加者の見方に違いがあるが、大多数(a majority of)が、FOMCの短期金利の目標を引き上げた後にエージェンシー債を売却することだとし、その際、売却方針について事前に公表されることが望ましいとしている。そして、これらのステップを踏むことによって、バランスシートの資産サイドを米国債のみのポートフォリオに戻すのに5年以上かかるかもしれないと述べられている。

また、政策金利については、最終的にはFF金利調整が主要な政策ツールと述べているものの、FF金利以外の誘導目標金利についても言及がなされている。具体的に

は、正常化の一環として、超過準備への付利を金利の下限とし公定歩合を天井とするコリドー方式が望ましいとする意見も出た。F R Bが金融政策の正常化に向けて、実際にどの短期金利を使用するのかについては曖昧さを残した表現となっている。

ただし、こういった様々な議論が行われたものの、「更なる議論が必要であり、今回はF O M Cの戦略については何も決定されなかった」と結論づけられており、今後もQ E 2後の金融政策方針については様々な議論が展開されていくものと考えられ、F R B関係者の発言や今後の金融政策決定会合に対する市場の注目度はより高まっている。

(2) 財政再建に向けた取組

(i) 連邦政府財政の現状と見通し

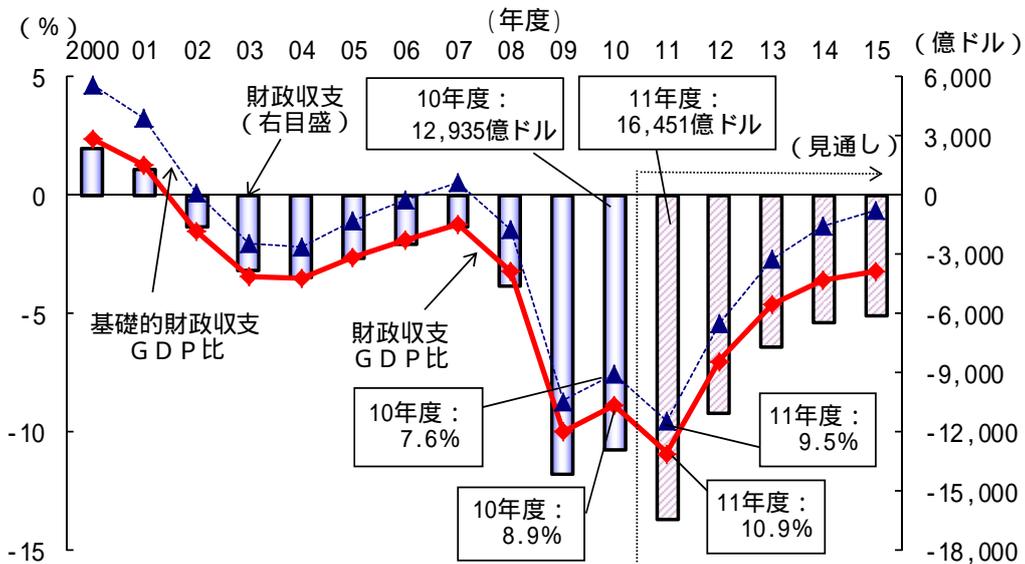
10年度(09年10月～10年9月)の財政赤字は、1兆2,942億ドル(G D P比8.9%)と前年度(1兆4,157億ドル、同10.0%)より減少したものの、引き続き1兆ドルを超える赤字となった(第2-3-50図)。アメリカ行政管理予算局(O M B)によれば、11年度においては、ブッシュ減税等の延長措置や、社会保障及び医療関係費、軍事費の拡大等により、1兆6,450億ドル(G D P比10.9%)と過去最大規模の赤字になる見通しである。しかし、その後は、景気回復に伴う税収の増加、財政刺激策の縮小、国防費を除く裁量的経費の5年間凍結や高所得層向け税控除の縮小をはじめとする財政再建策の推進等により、財政赤字は急速に縮小する見通し(15年度の財政赤字はG D P比3.2%)となっている。

連邦政府債務残高の状況を見ると、金融危機への対応に伴う財政支出の拡大により債務残高は急増している(第2-3-51図)。10年度末の債務残高(民間保有分)は9.0兆ドル(G D P比62.2%)に達しており、危機以前の水準(07年度末:5.0兆ドル、同36.2%)に比較して急速に増加している。O M Bによれば、11年度の債務残高はG D P比70%を超える水準となる見込みであるが、中期的にはオバマ政権が提案する財政再建の取組みが議会の合意を得て推進されれば、債務の拡大が抑制される見通しとなっている。

なお、一般政府ベースの財政状況をみると、09年の財政収支対G D P比は11.3%、債務残高G D P比は84.4%となっている。O E C Dの試算によれば²⁸、債務残高G D P比は12年に100%を超え、先進国では日本(210.2%)、イタリア(133.0%)に次ぐ高さとなる見通しである。

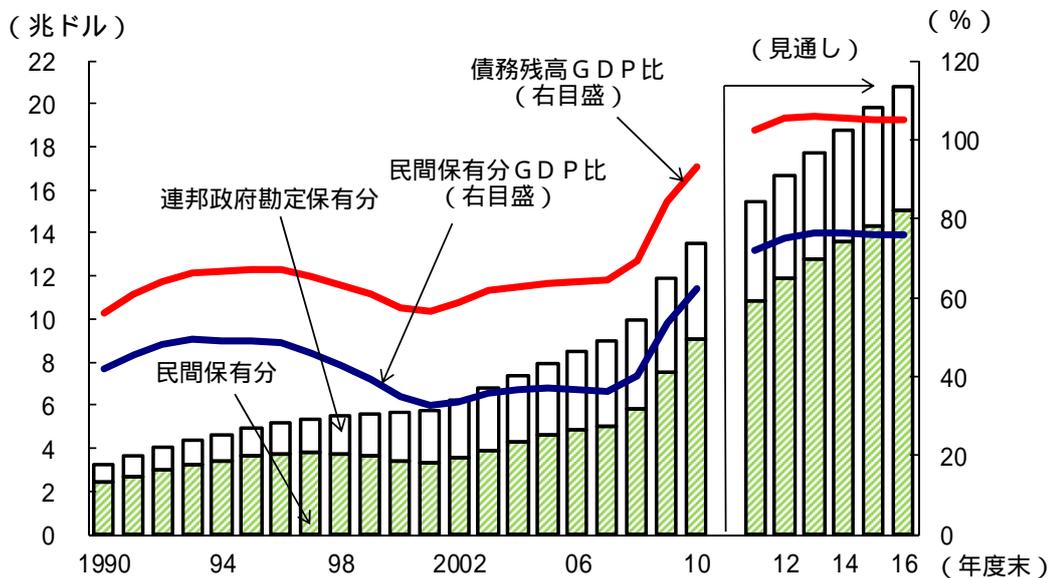
²⁸ O E C D(2010)

第2-3-50図 連邦政府財政収支の推移：1兆ドルを超える赤字が続く



- (備考) 1. 2012年度予算教書(行政管理予算局)より作成。
 2. 連邦政府の財政年度は、前年10月から当該年9月までの1年間。
 (11年度は、10年10月～11年9月)
 3. 基礎的財政収支GDP比は、内閣府推計。

第2-3-51図 連邦政府債務残高の推移：債務は急増



- (備考) 1. アメリカ行政管理予算局(OMB)より作成。
 2. 連邦政府勘定保有分は、社会保障年金信託基金の国債保有額に相当する。

(ii) 財政再建に向けた超党派委員会の取組

オバマ大統領は、10年2月の予算教書の中で、中期的な財政目標として「15年までに基礎的財政収支の均衡」の達成を掲げ、具体的措置を検討するための超党派による

財政責任・改革委員会を設置した。同委員会は、10年12月に報告書案の内容を公表し、大統領の公約を上回るペースの再建目標²⁹を示したほか、経済成長や競争力確保にも配慮した改革が必要との認識を示した。同案は、委員会の評決の結果、最終報告書としては採択されなかったものの、11年2月に公表された予算教書では、長期的財政課題への対応や競争力強化に向けた取組にも言及するなど、同委員会の提案が盛り込まれている（第2-3-52表）。

第2-3-52表 2012年度予算教書（11年2月公表）における財政再建の取組

<p><u>1. 財政再建に向けた取組</u></p> <p>(1) 財政再建目標 前政権から引き継いだ財政赤字（1.3兆ドル、GDP比9.2%）を任期中（13年1月まで）に半減する目標を堅持</p> <p>(2) 主な取組</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 国防費を除く裁量的歳出の伸びを5年間凍結（10年間で4,000億ドル減） ● 国防費の伸びを5年間実質ゼロ成長（5年間で780億ドルの歳出減） ● 高所得層の所得税の項目別控除の一律30%削減 <p>(3) 財政健全化に向けた長期的取組</p> <ul style="list-style-type: none"> ● GSE改革：住宅金融市場に対する政府関与の縮小 ● 医療コストの拡大抑制（10年に成立した医療制度改革関連法の着実な実施等） ● 法人税改革の推進 ● 2012年末以降の富裕層向け減税措置の終了 等 <p><u>2. 競争力強化に向けた取組</u></p> <p>(1) 競争力ある労働力の育成</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 理科系分野の教員増員（10年間で10万人） ● 中等教育終了後の更なる教育機会の提供、学位取得支援、奨学金増額措置の継続 等 <p>(2) 技術革新への投資</p> <ul style="list-style-type: none"> ● クリーン・エネルギー、ナノテクノロジー、サイバーセキュリティ、バイオメディカル等への投資拡大 ● 電気自動車の普及（2015年までに100万台） ● 投資・雇用税制を優遇する経済成長特区の新設 <p>(3) 21世紀型インフラ整備</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 高速鉄道網整備等の陸上交通整備（6年間で5,560億ドル） ● 次世代高速無線通信網の整備 ● 次世代航空システム、電力供給システムへの投資 等 <p>(4) その他</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 国家輸出戦略の継続（輸出倍增計画を2014年までに達成）

²⁹ 同委員会は、(1)2015年までに連邦政府財政赤字をGDP比2.3%に抑制（年平均改善ペースは1.7%）、(2)債務残高GDP比は14年までに安定化させ、23年度までに同60%、35年度までに同40%に抑制する、などの目標を提案した。オバマ大統領が10年2月に表明した「15年の基礎的財政収支の均衡」（15年の財政赤字GDP比を3%程度）を上回る再建ペースとなっている。

(iv) 連邦財政をめぐる与野党の対立の激化

10年秋の中間選挙で共和党が勢力を拡大した結果、連邦議会は上下両院で支配政党が異なる「ねじれ状態」となり、11年1月に開会した今議会では、財政運営をめぐる与野党の激しい対立が生じている。11年度予算については、年度開始となる10年10月までに成立せず、暫定予算の失効による政府閉鎖の危機が度々生じた³⁰。

また、11年に入り、連邦政府債務残高の法定上限にかかる問題もある。現行法による連邦政府債務（連邦政府勘定保有分も含む）の法定上限は14.3兆ドルとなっているが、5月16日に法定上限に到達し、財務省は期限引き伸ばしのための特別措置（法律の規定に基づく会計上の措置により、債務上限に余裕を生み出すこと）を講じる事態となった。しかしながら、財務省の見通しではこうした措置を講じた場合でも、8月2日には最終的な上限に達するとみられている。

大規模な歳出削減を求める共和党は、債務上限の引上げについても反対する意向を表明しており、同措置をめぐる協議も難航している。仮に引上げ措置が認められない場合には、連邦政府機関が閉鎖され、退職年金や社会保障、医療保険、失業給付、税還付等の支払いが一時的に停止するおそれがある。また、ガイトナー財務長官は、11年に入り議会指導部に対し法定上限の引上げに関する要請を行っているが、債務上限が引き上げられない場合には「米国債がデフォルトに陥るリスク³¹」があると述べており、事態が解消せず問題が長期化する場合には国際金融市場に甚大な影響を及ぼす可能性がある。

こうした情勢を受けて、オバマ大統領は更なる財政再建に取り組む姿勢を示し、4月13日に行った演説では、国防費や医療費等の歳出削減、税制改革等を通じて、2023年までに4兆ドルの財政赤字削減に取り組む方針を表明した。詳細については、上下両院の代表者からなる超党派委員会を新たに設置し、6月末までに最終合意をとりまとめることとしているが、連邦財政を巡る与野党の対立³²は深刻であり、今後の財政再建の実現性が懸念される事態となっている³³。

³⁰ 11年度予算の成立は遅れ、10年9月30日以降、6度にわたり暫定予算延長等の措置が実施されたが、与野党議会指導者とオバマ大統領との調整を経て、共和党が求める大幅な歳出削減を反映することで4月15日に成立した。

³¹ ガイトナー財務長官がリード上院院内総務（民主党）に宛てた書簡（11年1月6日）による。

³² 11年度予算が成立した4月15日にも、下院では今後10年間で5.8兆ドル（約490兆円）規模の歳出削減を求める法案を可決している。

³³ 格付け会社S & Pは、4月18日、アメリカ国債の格付け見通しを「安定的」から「ネガティブ」（引下げの可能性あり）に変更した。同社は、変更理由として、（1）大きな財政赤字があり債務が増加傾向にあること、（2）財政赤字削減への見通しが明確でないこと、を挙げている。