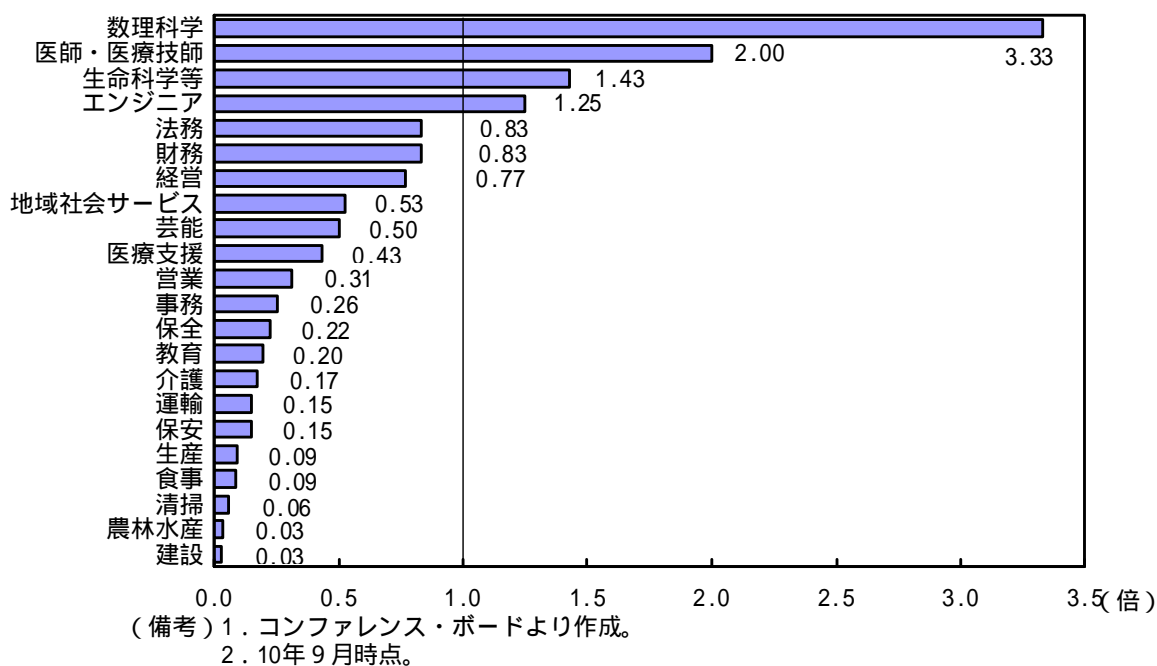


雇用のミスマッチの発生

構造要因として、技能と地域等に関して雇用のミスマッチが発生している可能性がある¹⁴。技能のミスマッチについて、10年9月の職種別の求人倍率をみると、建設や清掃、生産等の職種では低い一方で、技術者や医療関連、財務・法務の専門家等の職種では相対的に高くなっており、職種間によって格差が大きい(第1-3-30図)。建設や生産等の職種では、07年12月の景気後退入り以降失業者が大幅に増加したが、これらの職種と医療関連や技術者、財務・法務の専門家等の職種では、求められる専門技能に大きな違いがあることから、職種を変更して就業することが困難な状況となっている。このような技能のミスマッチのため、失業者の多くが、労働需給がひっ迫している職種に就き、失業率が低下するような状況になっていない。

第1-3-30図 職種別求人倍率：職種間で格差が大きい

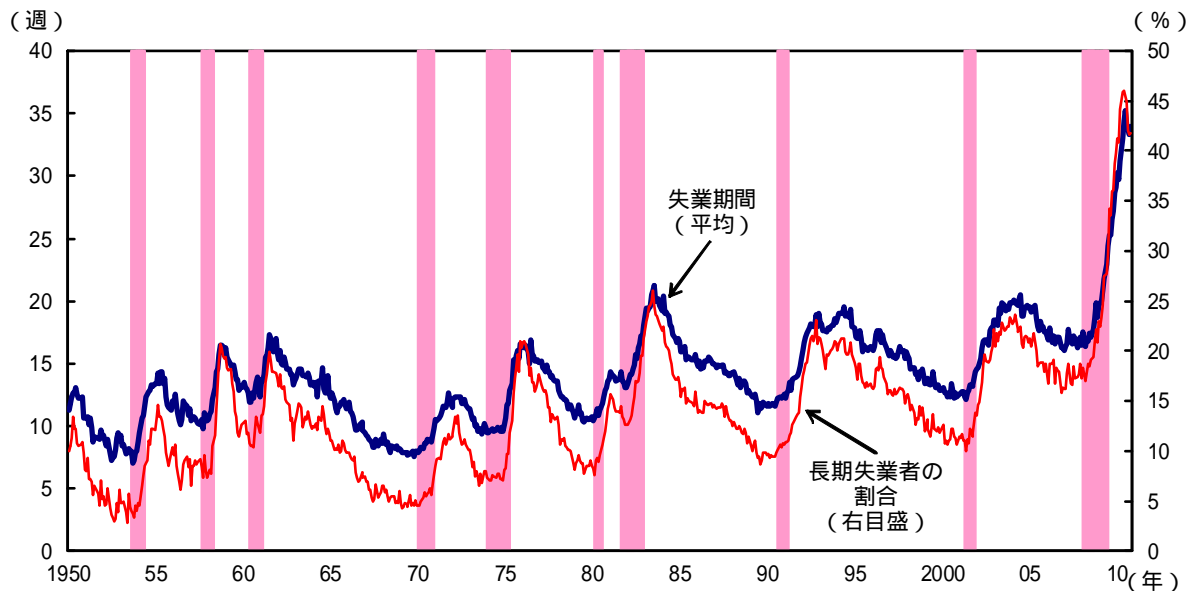


また、失業期間の長期化が技能のミスマッチの深刻化につながる可能性もある。失業期間の推移をみると、10年10月における失業期間は平均で33.9週間となり、過去のピークと比較して大幅に長期化している(第1-3-31図)。バーナンキFRB議長は10年7月の議会証言で、失業期間の長期化により、技能が陳腐化する可能性に言及している。長期間の失業は、異職種間だけでなく、同一職種内でも技能の低下や陳腐化に

¹⁴ 構造要因として、この他に、90年代以降確定拠出型資産が目減りしたことなどに伴う高齢層の労働参加率の上昇の一方で、進学増加に伴う若年層の労働参加率の低下により、年齢に関する雇用のミスマッチが発生している可能性がある。(Kwok et al (2010))

起因するミスマッチを発生させる可能性につながり、技能のミスマッチと失業期間の更なる長期化の悪循環に陥る危険がある。

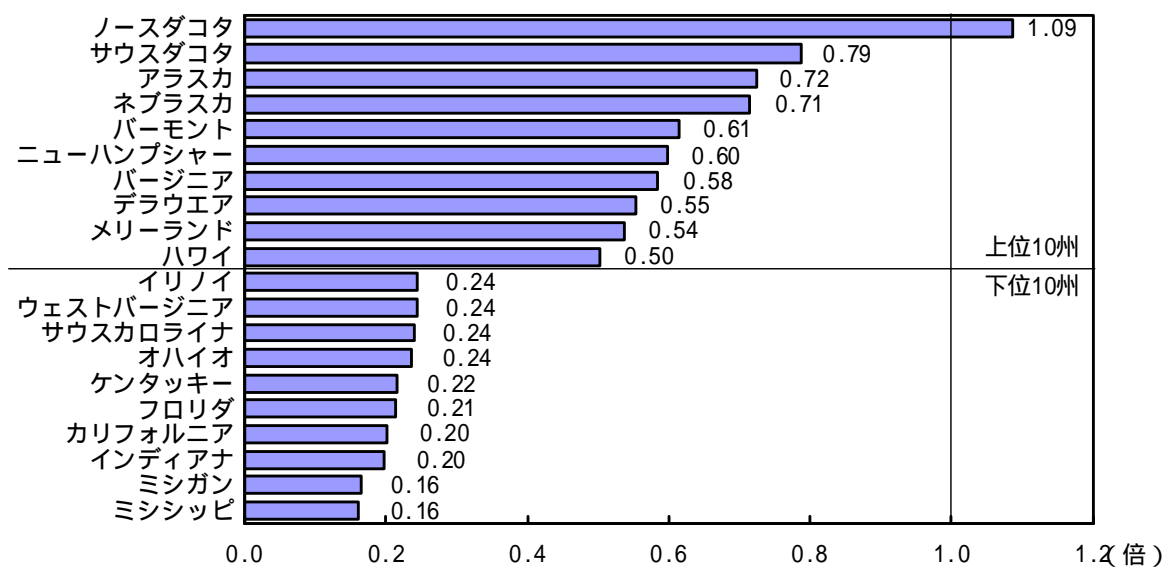
第1-3-31図 失業期間と長期失業者の割合：失業期間の長期化が継続



(備考) 1. アメリカ労働省より作成。
 2. 網掛け部分は景気後退期。
 3. 長期失業者は失業期間が27週以上の失業者。

一方、地域のミスマッチについて、10年9月の州別求人倍率をみると、自動車産業の再編があったミシガン州等の五大湖周辺地域や、住宅バブル崩壊の影響が大きかったカリフォルニア州等の西部地域、及びフロリダ州等の南部地域で低い一方で、北東部等の州は相対的に高くなっており、地域間での格差が大きい(第1-3-32図)。一般的に、地域間で労働需給に格差がある場合には、労働者は転居することで雇用を確保することも可能となる。実際、10年9月の州別求人数を07年12月のものと比較すると、27州では求人数が増加していることから、障壁がない場合には、転居して雇用を確保することもできる。しかし、特に西部や南部地域では、06年半ば以降大幅に住宅価格が下落したことにより、多くの世帯が住宅の売却によって損失が発生する状況下にある。このため、住宅価格が上昇しない限り、転居して雇用を確保することは困難な状況となっている。このような地域のミスマッチのため、失業者の多くが、労働需給がひっ迫している地域に転居して職に就き、失業率が低下するような状況になっていない。

第1-3-32図 州別求人倍率：地域間で格差が拡大



(備考) 1. コンファレンス・ボードより作成。
2. 10年9月時点。

構造的失業率は上昇か

以上のように、雇用のミスマッチが雇用の回復の遅れに寄与していることから、07年12月以降の景気後退を経て構造的失業率が上昇した可能性がある。アメリカの構造的失業率は、07年12月の景気後退以前には一般的に5%前後とみられていた。しかし、IMFは、雇用のミスマッチの影響により、07年以降で構造的失業率は1~1.75%程度上昇した¹⁵と試算している。このように構造要因により雇用の回復が遅れているとすると、今後仮に景気回復が継続したとしても、産業構造の転換や失業者に対する職業訓練の強化、住宅価格の上昇等により構造要因が解消されない限り、雇用者の増加幅は抑制された状況が続くとともに、高い失業率が更に長期にわたって継続する恐れがある。

これに対し、政府やFRBでは、雇用の回復の遅れは構造要因というよりはむしろ、深刻な景気後退に伴う循環要因が寄与しているとする見方が大勢となっている。U V曲線の上方シフトの可能性については、欠員率は景気回復に伴う労働需要の回復を相対的に早く反映し上昇する一方で、失業率は雇用回復局面の初期には、雇用環境に失望して求職活動を断念していた者が労働市場に再参入することで低下への移行が遅れるとし、09年7月以降の動きについても、景気循環の回復期に共通した現象¹⁶としている。また、技能のミスマッチや地域のミスマッチについても、実証可能な十分な証拠が不足していると指摘している。これらの点に関して、バーナンキFRB議長は10

¹⁵ IMF (2010)

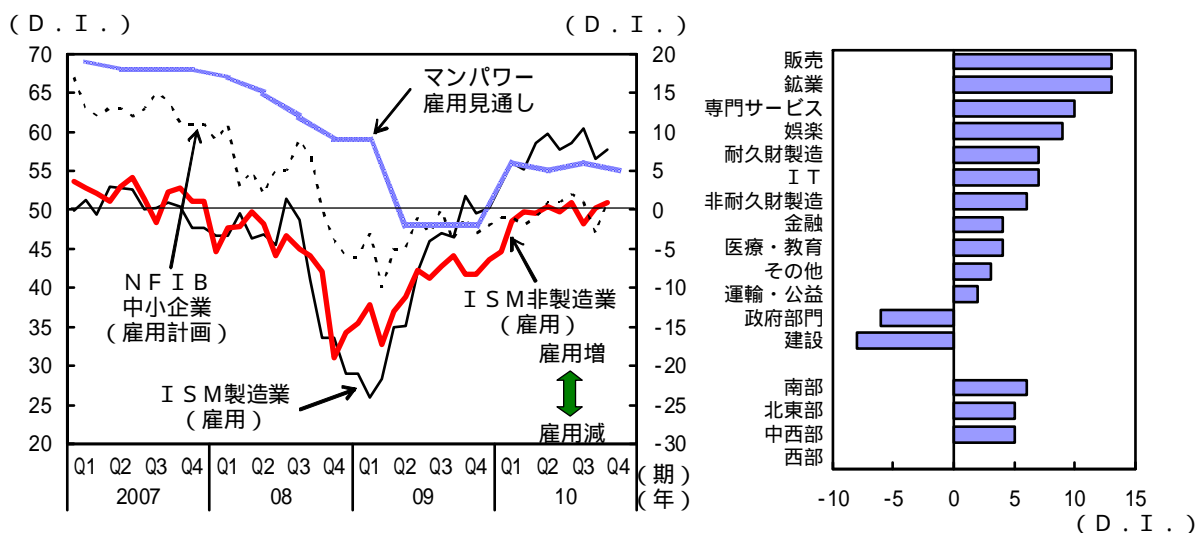
¹⁶ Federal Reserve Bank of Cleveland (2010)

年10月の講演において、景気後退以降の一連の失業者の増加は、構造要因というよりはむしろ、世界金融危機による経済活動の急激な落ち込みや需要不足の継続によってもたらされているとしている。

雇用見通し

雇用を取り巻く周辺環境をみると、企業の雇用に対する姿勢は、製造業・非製造業両部門で緩やかに改善している（第1-3-33図）。さらに、インターネット上の求人広告件数や企業の雇用意欲に関する調査をみても、企業は緩やかに雇用を増加させる方向で検討しているとみられる。一方、民間部門の新規雇用創出に大きく寄与している¹⁷中小企業の雇用に対する姿勢は、一進一退が続いている。また、求人件数やヒアリング調査の結果を職種や地域の観点でみると、雇用のミスマッチが発生している可能性もあり、企業側の雇用に対する姿勢が実際の雇用につながらず、雇用者数が横ばいとなるおそれがある。加えて、失業率については、雇用者数の増加幅が失業率を低下させるために必要な増加幅（約12万人）を下回る状況が継続した場合には、低下しない可能性がある（第1-3-34表）。さらに、11年にかけては、雇用環境の悪化等を背景に労働市場から退出していた者が労働市場に再参入してくることなどもあり、再度10%程度まで上昇するおそれがある。

第1-3-33図 雇用マインドと職種・地域別雇用計画：緩やかな回復が継続か



- (備考) 1. 全米供給管理協会 (ISM)、全米独立企業連盟 (NFI B)、マンパワーより作成。
 2. マンパワー雇用予測調査は、人材派遣会社マンパワー社がランダムに選出した企業を対象に、年4回の頻度で雇用の増減を事前調査した結果に基づくD.I.。
 3. ISM、NFI Bは50、マンパワーは0を基準とし、上回れば雇用を増加させた(させる予定)、下回れば雇用を減少させた(させる予定)の企業が多いことを表す。

¹⁷ 内閣府 (2010)

第1-3-34表 各機関の失業率の見通し

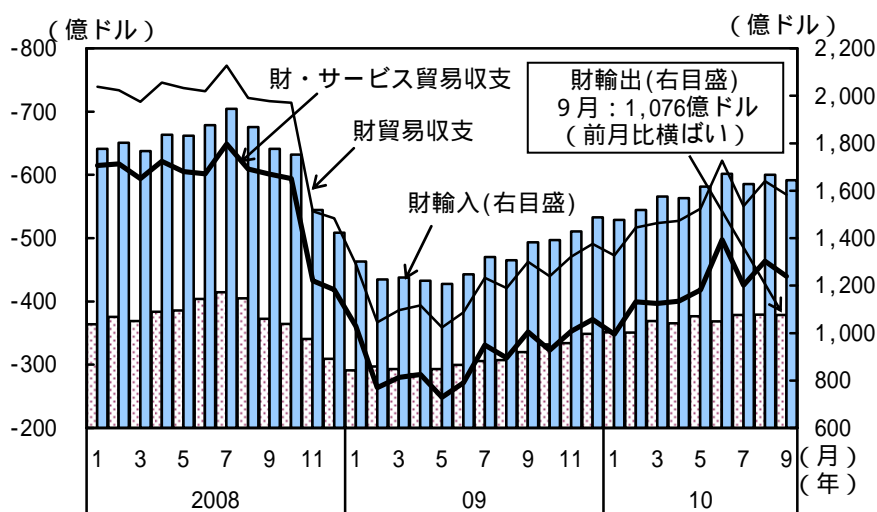
	(%)			
	2010年	11年	12年	長期見通し
連邦準備制度理事会 (F R B)	9.5~9.7	8.9~9.1	7.7~8.2	5.0~6.0
議会予算局 (C B O)	9.5	9.0	8.1	5.0
行政管理予算局 (O M B)	9.7	9.0	8.1	5.2
I M F	9.7	9.6	8.8	-
O E C D	9.7	9.5	8.7	-
ブルーチップ (民間見通し平均)	9.6	9.4	-	-

- (備考) 1. F R B : 10年11月23日公表の経済見通し、C B O : 10年8月公表資料、O M B : 10年7月公表資料、I M F : 10年10月公表の経済見通し、O E C D : 10年11月公表の経済見通し、ブルーチップ : 10年11月号より作成。
 2. F R B は該当年の10~12月期の平均。
 3. C B O の長期見通しは2015~20年の値、O M B は2017~20年の値。

(4) 貿易動向

08年後半、世界的な金融危機の発生に伴う内外の需要低迷を受け、輸出入ともに大幅に減少し、貿易赤字は急速に縮小していたが、09年半ば以降、輸出入ともに回復基調が続いている(第1-3-35図)。内需の回復により、輸入の伸びが輸出の伸びを上回っているため、財・サービス貿易赤字額は、10年6月には497億ドルとなり、09年5月の248億ドルから、ほぼ1年で倍増した。輸出入ともに、回復基調にはあるものの、世界金融危機発生以前のピークの水準には達しておらず、また、足元では回復のペースにやや鈍化もみられる。

第1-3-35図 貿易収支の推移：輸出入共に増加基調が続いている



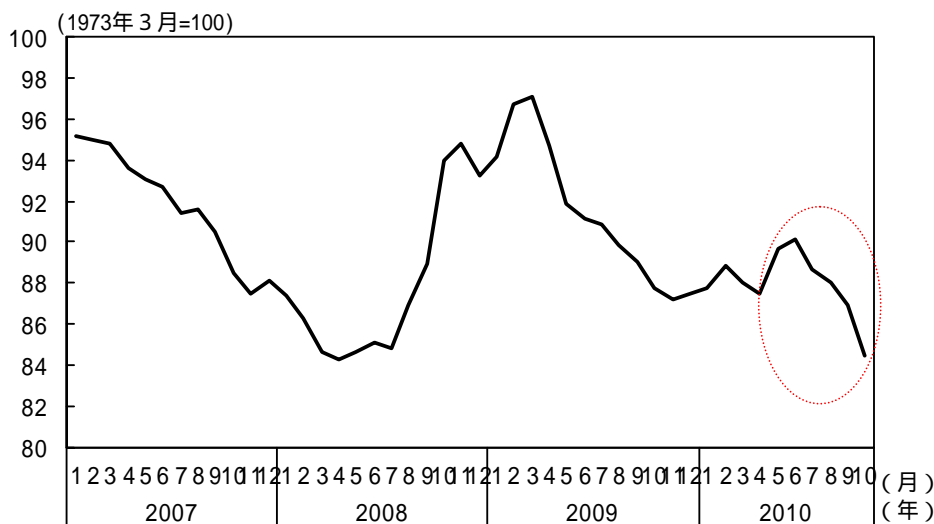
(備考) アメリカ商務省より作成。

オバマ政権は、今後のアメリカの成長の柱として、輸出の拡大を挙げており、今後5年間で輸出を倍増させ、200万人の雇用を創出することを目標とした「国家輸出戦略 (National Export Initiative)」を進めている。10年9月には、「輸出促進閣僚会議 (Export Promotion Cabinet)」による、国家輸出戦略開始以来6か月間の取組と進ちょく状況の発表が行われた。同会議は、貿易ミッションの派遣、中小企業の貿易拡大支援プログラムの実施、輸出入銀行を通じての輸出信用の拡大等の実績を挙げ、これまでのところ、目標達成に向けて計画は順調に進行していることを強調した¹⁸。

ドルの減価がアメリカの貿易に及ぼす影響

10年半ば以降、ドルの主要通貨に対する減価が進んだ。10年1月初め、ドルの実質実効為替レートは、同年5月の水準と比べて5%以上減価し、08年以来の水準となった(第1-3-36図)。ドル減価の背景には、10年半ば以降、アメリカの景気回復が事前の市場予想よりも緩やかなものになるという観測が強まり、FRBによる追加金融緩和への期待が高まったことなどが挙げられる。ドルの減価は、アメリカの輸出競争力向上への寄与を通じて、経済成長を下支えする要因になるとみられており、ドルが主要通貨に対して10%減価すると、経済成長を1年目と2年目にそれぞれ0.5%押し上げる効果があるとする試算もある¹⁹。なお、10年11月のG20においては、通貨の競争的な切下げを回避することにつき合意がなされたところである。

第1-3-36図 ドル・レート (実質実効為替レート) の推移：10年半ば以降低下傾向



(備考) FRBより作成。

¹⁸ 同会議の報告書では、アメリカの輸出額は10年1～4月に前年同期比で17%増となっており、5年で輸出を倍増させるという目標達成ペースで伸びているとしている。

¹⁹ OECD (2010)

3 . 財政政策及び金融政策の動向

アメリカでは、景気の減速懸念の高まりを受けて、金融政策及び財政政策の対応を修正する動きがみられる。金融政策については、出口戦略から再緩和に向けた動きが進展する一方、財政政策については、オバマ大統領による追加対策等の提案がなされるものの、更なる財政の悪化に対する国民の反発（ティー・パーティー運動）、中間選挙に向けた民主・共和両党の駆け引き等を背景に議会の議論は進展せず、政策に手詰まり感がみられる。

（ 1 ）金融政策

出口戦略から再度金融緩和へ

政策金利については、F R Bは08年12月にフェデラル・ファンド・レート（F Fレート）を0～0.25%まで引き下げ、その後約2年にわたって同水準を据え置いている。さらに、09年3月に開催された連邦公開市場委員会（F O M C）の声明文において、異例に低水準のF F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し、政策金利引上げまでの時間軸を抽象的ながら示した。

一方、金融システムの安定が進展したことを背景に、10年6月までに中長期国債やよりリスクの高い資産の買取りを始めとした非伝統的金融政策は終了した（第1-3-37図）。また、公定歩合についても、07年8月のいわゆるパリバ・ショック²⁰以降、金利引下げと貸出期間の延長を段階的に実施したが、10年2月には利上げを再開し、10年3月までに貸出期間を従来の日物に戻した。10年4月までのF O M Cでは、資産買取りによって膨らんだF R Bのバランスシートの縮小方法や、異例に低水準にあるF Fレートの利上げに関して、出口戦略に関する検討が中心的になされていた。

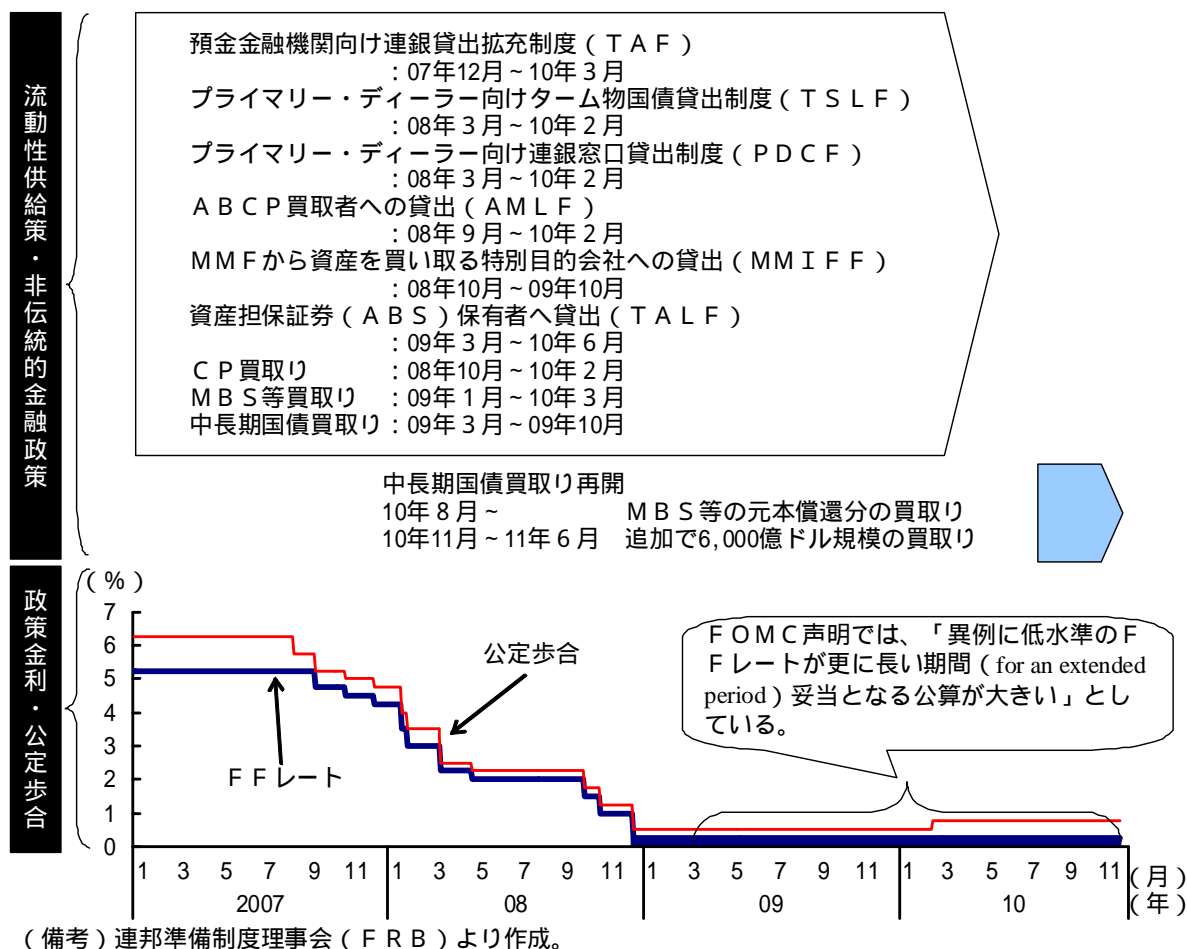
しかし、10年春以降の政策効果のはく落等による景気回復ペースの鈍化や、ギリシャ財政危機を発端としたマインドの低下等を受けて、バーナンキF R B議長は、10年7月の議会証言において、経済見通しが異例なほど不確実な情勢（unusually uncertain）と言及した。F R Bが金融政策の使命とする雇用の最大化、物価安定、適正な長期金利水準²¹の動向をみても、10年5月以降、民間部門雇用者数の増加幅が緩やかになり、コア物価上昇率も低下傾向が継続し、期待インフレ率が低下するなど、経済成長や雇

²⁰ 07年8月に、ヨーロッパ大手金融機関BNPパリバ傘下の投資ファンドが、償還凍結を発表したことによる金融市場の混乱を指す。

²¹ 通常、前二者をデュアル・マンドート（dual mandate）と呼んでいる。

用、物価についての下方リスクが高まった。このため、10年8月のFOMCにおいて、FRBのバランスシートの縮小を抑制するため、FRBが保有している住宅ローン担保証券(MBS)等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姿勢から、再度金融緩和へ姿勢を変更した²²(第1-3-38図)。

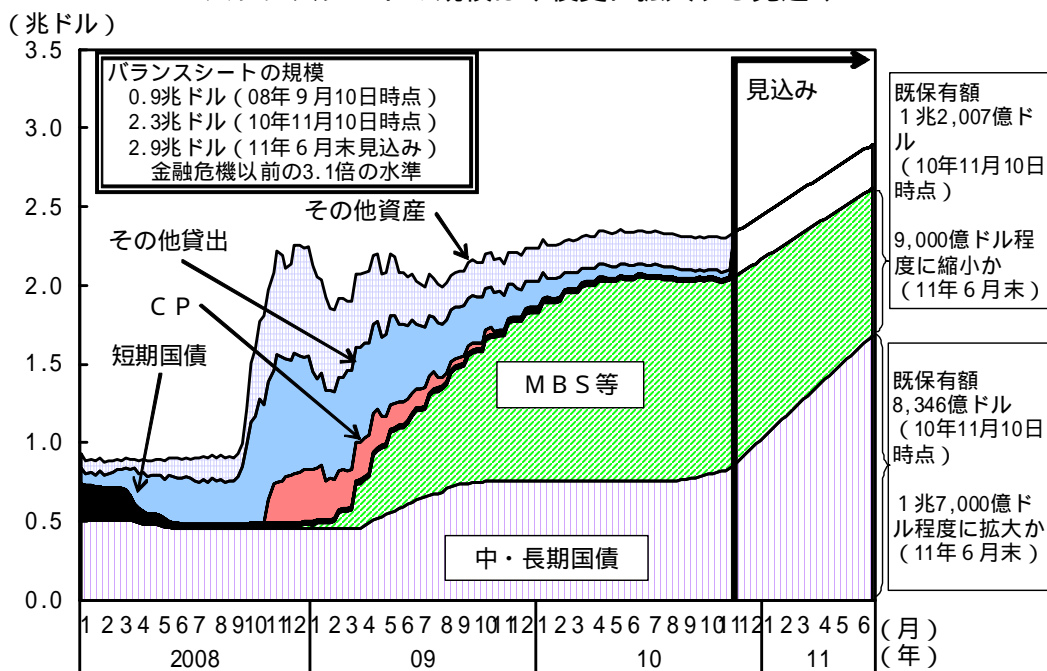
第1-3-37図 政策金利・非伝統的金融政策の推移：国債買取りを再開



²² FRBは、08年9月の世界金融危機発生以降に行った非伝統的金融政策について、市場の流動性や安定性を確保する信用緩和(Credit Easing)としてきたが、10年8月のバランスシートの規模に着目する当該措置以降は、事実上の量的緩和(Quantitative Easing)の色彩が濃くなっている。

第1-3-38図 F R Bのバランスシート（資産サイド）：

バランスシートの規模は今後更に拡大する見込み



10年半ば以降、更なる追加的な金融緩和策の導入を検討

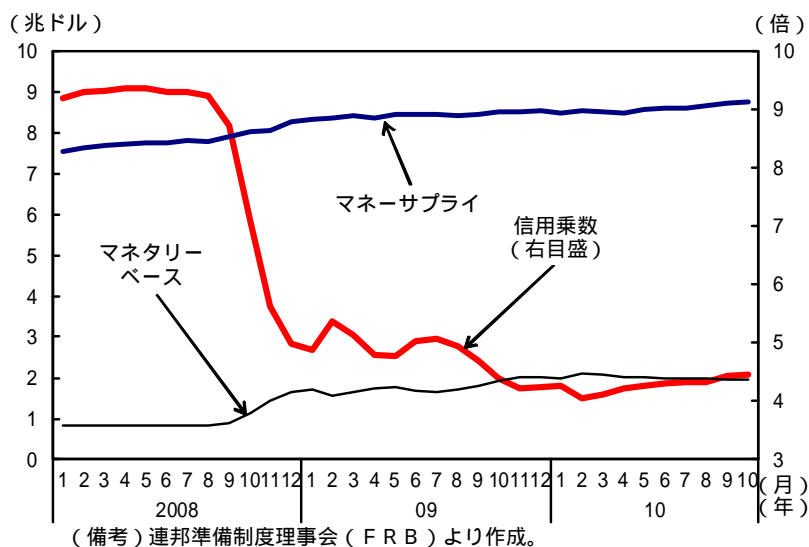
F R Bは景気回復ペースの鈍化や下方リスクの増加を背景に、10年半ば以降、追加的な金融緩和策の導入が検討された。バーナンキF R B議長は10年8月の講演において、更なる金融緩和の方法として、次の選択肢を検討しているとした。

(i) 選択肢 1 : 中長期証券 (国債) の追加的な買取り

10年8月以降、M B S等の元本償還分を中長期国債へ再投資する措置を開始したのにつき、更に中長期証券 (国債) を追加的に買い取ることが検討されている。中長期証券 (国債) の買取りによりマネタリーベースが増加することで、マネーサプライは増加することが期待され、F F レートがゼロ近傍まで低下した状況であっても更なる金融緩和が可能となる。实体经济面への効果をみると、中長期証券 (国債) の買取りにより、金利の低下が促され資金調達コストが低下すると、設備投資等が活発化することが期待され、景気の下支えにつながる。また、金融市場への効果としては、F R Bのバランスシートが拡大し、金融機関の超過準備が積み上がると、金融機関は、よりリスクはあるがリターンも期待できる有利な運用先を求めてポートフォリオ (資産の組合せ) の再構成を行うこと (ポートフォリオ・リバランス効果) により、株価等の資産価格の上昇につながる。

中長期証券（国債）の追加的な買取り政策の導入に関して、バーナンキ F R B 議長は10年10月の講演において、F R Bはこの政策手段の経済効果について判断する経験が十分でなく、買取り額と買取りペースの決定や、国民に対するこの政策の情報伝達に課題があるとした。実際、中長期証券（国債）の追加的な買取りによる実体経済への効果は不透明な状況にある。信用乗数の状況を見ると、10年9月の信用乗数は4.4倍となっており、08年9月の世界金融危機発生以降の最低水準である10年2月の4.1倍からはやや改善しているものの、依然として低水準が続いている（第1-3-39図）。経済見通しの不確実性が引き続き大きい状況下では、仮に金利が低下しても、企業や家計は積極的な借入れによる設備投資や住宅購入、消費等を抑制することも考えられ、資金需要が増加しない一方で、金融機関は優良な貸出先に限定して貸出を行うため、資金供給も弱いままの可能性もある。このため、マネタリーベースを増加させても十分な信用創造がなされず、結果として実体経済面への効果が限定的となる可能性がある。

第1-3-39図 信用乗数の推移：信用乗数は、08年の世界金融危機以降低水準で推移



(ii) 選択肢2：F O M C 声明文の修正

前述のように、09年3月のF O M C以降、F R Bは声明文において、「異例に低水準のF F 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」と表現し、低水準のF F レートの長期化を示唆し、この表現は10年9月のF O M Cでも据え置かれている（前掲第1-3-37図）。この声明文を変更して、更なる金融緩和の継続を市場に伝達し、低金利政策の時間軸効果が強まれば、低水準の金利が継続することで、設備投資等が活発化することが期待され、景気の下支えにつながる。しかし、これまでの表現の継続により、短期金融市場では、12年以降までF F レートの利上げの可能

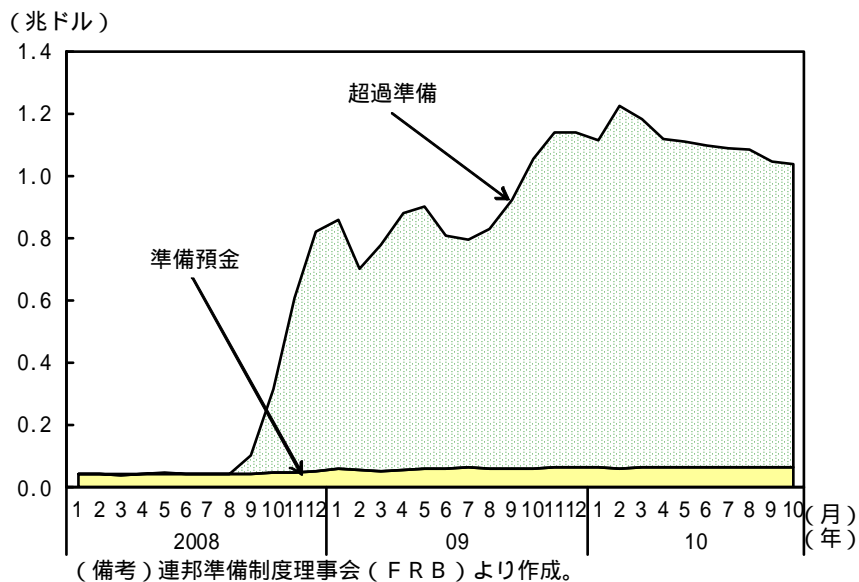
性が低いことが既に織り込まれているため、声明文の変更を行うことによる時間軸効果は限定的となる可能性が高い。また、バーナンキF R B議長は10年10月の講演で、01年の日本や09年のカナダで行ったような、期間等に対する条件付けを行ってF O M Cの政策意図を伝達することは困難との認識を示している。

(iii) 選択肢3：超過準備預金金利（付利）の引下げ

F R Bは08年10月以降、実勢取引金利をF Fレートに近付ける目的で、超過準備預金に対して0.25%の付利を実施している。この金利を引き下げることによって、金融機関の貸出意欲が創出されることに加えて、実勢取引金利が低下すれば、資金調達コストが低下し、設備投資等が活発化することが期待され、景気の下支えにつながる可能性がある。超過準備預金残高をみると、08年9月の世界金融危機発生以降大幅に増加しており、これらが他の収益資産にまわれば、信用創造が行われる場合も想定される（第1-3-40図）。しかし、超過準備預金金利は既に低水準にあるため、付利の引下げだけでは十分な信用創造にはつながらず、実体経済への影響は相対的に小さくなる可能性が高い。

第1-3-40図 準備預金残高の推移：

世界金融危機発生以降、超過準備預金が増加



デフレ懸念の高まり

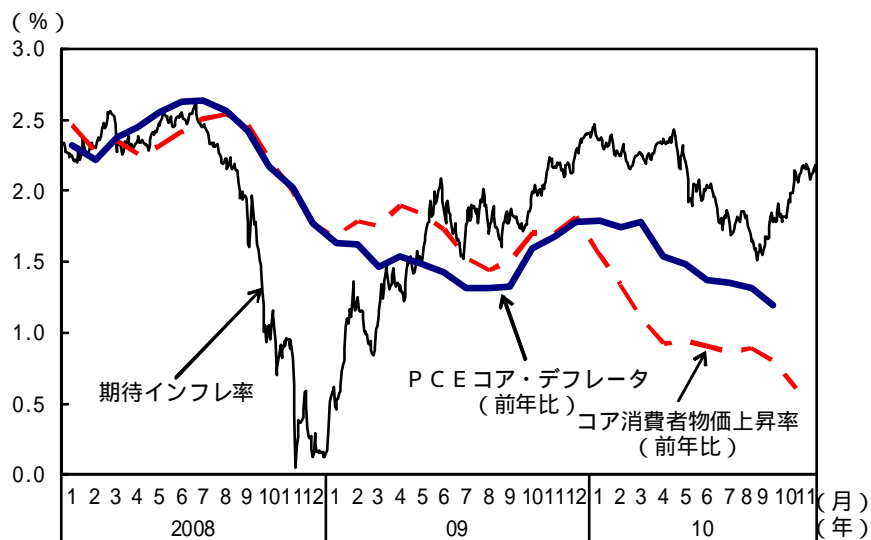
一方、物価に関しては、景気の減速懸念の高まり等を背景にデフレ懸念が高まっている。F R Bが金融政策において参照しているP C Eコア・デフレーター²³でみると、

²³ アメリカ商務省が個人消費支出と併せて発表する物価指標で、変動の大きい食料とエネルギー価格を除いた指標。

09年末にかけていったん上昇率が高まったものの、耐久財価格の下落率が拡大したことなどを背景に、10年9月には再び同1.2%まで上昇率が低下している(第1-3-41図)。また、コア消費者物価上昇率でも、家賃価格の上昇率が低下したことなどを背景に、10年10月には同0.6%となり、1957年の統計開始来最低の伸びとなった²⁴。一方、世界金融危機の発生以降に大幅に拡大したGDPギャップが依然としてマイナスにとどまる中、賃金の上昇率が低下傾向となっていることなどもあり、10年4月以降、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も大きく低下した(第1-3-42図)。

この点について、バーナンキFRB議長は10年8月の講演で、FOMCは物価安定から下方へのかい離を強く拒むとし、デフレ阻止への強い姿勢を示した。また、ブラード・セントルイス連銀総裁は、10年7月に発表したデフレに関する研究²⁵で、現在のようにFFレートを長期間ゼロに据え置くことを保証した場合、仮に物価上昇率と期待インフレ率が低下すると、更にFFレートを長期間ゼロに据え置くこととなるため、低い物価上昇率(デフレを含む)と低金利が均衡状態となるおそれがあるとした。この観点から、アメリカは、日本のような低金利とデフレが長期間継続する状態に陥る可能性が高まっているとし、今後の金融政策については国債の買取りによる量的緩和策の拡大が望ましいとの認識を示した。

第1-3-41図 物価上昇率と期待インフレ率の推移：物価上昇率は低下傾向が継続

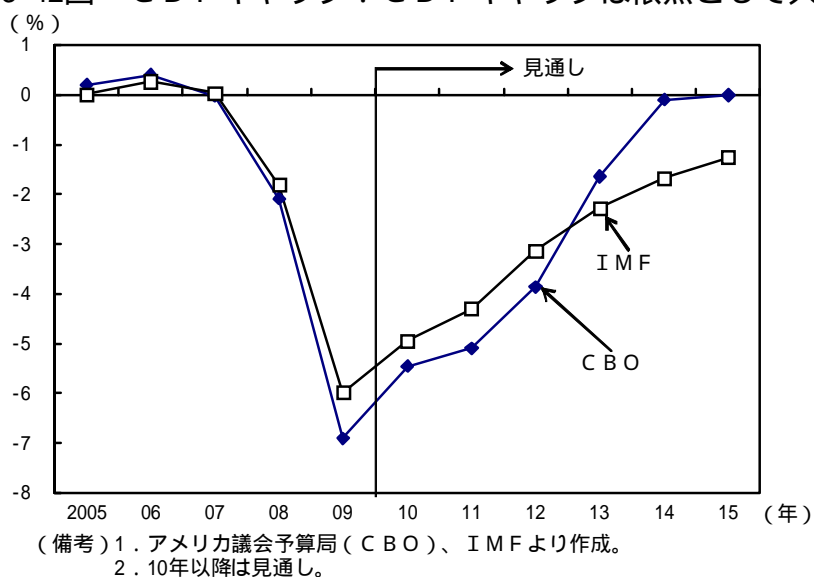


(備考) 1. アメリカ商務省、労働省、ブルームバーグより作成。
2. 期待インフレ率は、「アメリカ国債(10年物)利回り - アメリカインフレ連動債(10年物)利回り」により作成。

²⁴ PCEコア・デフレーターとコア消費者物価の上昇率のかい離は、(i) 品目構成の違い、特にコア消費者物価に占めるウェイトが大きい家賃価格の上昇率が低下していること、(ii) 算出方法(PCEコア・デフレーター：フィッシャー型、消費者物価：ラスパイレズ型)等から生じている。

²⁵ Bullard (2010)

第1-3-42図 GDPギャップ：GDPギャップは依然として大きい



中期的な金融政策の目標をめぐる議論

デフレ懸念の高まりもあり、以上のような追加的な金融緩和策に加えて、FRBの金融政策の目標をめぐる議論も活発化している。77年の連邦準備法改正以降、FRBではデュアル・マンデート（雇用の最大化、物価安定）に従い、金融政策の決定を行ってきた。しかし、FFレートが既に異例な低水準にある中で、雇用面での回復の遅れや物価面でのコア物価上昇率の低下傾向とデフレ懸念等、不確実性が高まっていることから、新たな目標を設定し、その目標に沿った形で金融緩和を実施することで、FRBの金融政策に対する信頼を確保することが提案されている。この点について、10年9月のFOMC議事録によると、FOMC参加者は、短期的な期待インフレ率に働きかけるための多くのあり得る戦略について検討したが、その中には、(i) FOMCがデュアル・マンデートに一致すると考えるインフレ率についての詳細な情報を提供すること、(ii) インフレ率よりも物価水準を目標とすること、(iii) 名目GDPの水準を目標とすることが含まれていたとされた。

追加金融緩和の実施と評価

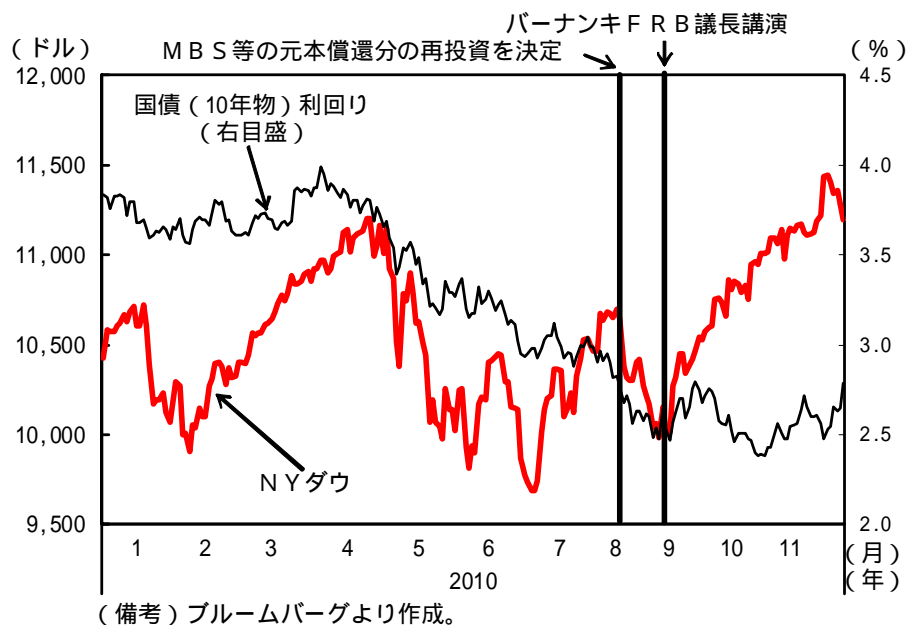
以上の議論に基づき、FRBは10年11月のFOMCにおいて、デュアル・マンデート、すなわち経済の回復をより強くし、物価上昇率を時とともに確実にマンデートと一致する水準にすることを支えるため、11年6月までに追加的に6,000億ドル(1か月当たり750億ドル)の中長期国債を買い取ることを決定した²⁶。また、10年8月から開始しているMBS等の元本償還分の中長期国債買取りと合わせた買取り規模は、総額

²⁶ なお、買い取る国債の平均期間構成は5～6年とされた。

8,500～9,000億ドル(1か月当たり1,100億ドル)となった。これにより、FRBのバランスシートは、11年6月には3兆ドル前後(世界金融危機発生以前の約3倍)まで拡大する見込みとなった。なお、声明文では、同買取りプログラムのペースや規模は定期的に見直し、デュアル・マンデートを最も促進するために必要であれば、買取りプログラムを調整するとされた。

10年8月以降の追加金融緩和策の効果を見ると、信用創造効果については、長期金利は低下傾向となっているものの、实体经济への波及効果は6か月～1年程度のラグで現れるとの見方もあるため、今後の動向を注視する必要がある。一方、10年8月のFOMCにおける金融緩和への姿勢の変更と、同月のバーナンキFRB議長の講演で、FOMCの物価安定から下方へのかい離を強く拒む姿勢が明らかとなったことなどから、10年9月以降期待インフレ率は持ち直している(前掲第1-3-41図)。他方、株式市場は10年8月のバーナンキFRB議長の講演以後、追加金融緩和策への期待等を背景に大幅に上昇した。また、10年11月のFOMCで追加金融緩和策が決定された後は、アメリカの株式市場は08年9月のリーマン・ブラザーズ破たん前の水準を回復した(第1-3-43図)。

第1-3-43図 市場動向：10年9月以降、株式市場は上昇傾向



出口のタイミング

以上のように金融政策は再度緩和に転換してきているが、今後の緩和策から引締め策へ転換するタイミングについてFRBのデュアル・マンデートの観点からみていく。

(i) 雇用面

雇用面からみると、雇用動向でみたように、雇用者数の増加幅が緩やかな増加にとどまることもあり、失業率は11年中は9%前後の高水準で推移する見込みである。また、雇用環境の悪化等を背景に労働市場から退出していた者が労働市場に再流入した場合には、失業率の改善は更に緩やかなものにとどまるおそれがある。このため、仮に構造的失業率が上昇していたとしても、金融引締め策への転換は12年以降と考えられる。

(ii) 物価面

物価面をみると、各機関の見通しでは、アメリカの物価上昇率は12年にかけておおむね1%台で推移するとみられており、10年10月のバーナンキFRB議長の講演で示された、FOMC参加者が一般的にマンドートに一致していると判断する2%弱（about 2 percent or a bit below）に達しないとされている（第1-3-44表）。また、09年にGDPギャップが大幅に拡大した影響から、物価上昇率は更に低下する可能性もある²⁷。このため、金融引締めへのタイミングは12年以降と考えられる。加えて、金融危機後の景気回復局面では金融セクターに脆弱性が残ること²⁸を考慮すると、金融政策の信頼性確保のために、非伝統的金融政策の出口戦略についても検討を続ける必要があるものの、拙速な出口戦略の実行により、期待インフレ率の大幅な低下等を誘発しないように、実体経済や物価上昇率の下方リスクの減少を確認した上で出口戦略を実施する慎重なスタンスを採用することが望ましい。

第1-3-44表 各機関の物価見通し：12年にかけて物価上昇率は1%台で推移
(%)

	2010年	11年	12年	長期見通し
連邦準備制度理事会（FRB）	1.0～1.1	0.9～1.6	1.0～1.6	1.6～2.0
議会予算局（CBO）	1.1	1.0	1.2	2.0
行政管理予算局（OMB）	1.6	1.3	1.8	2.1
IMF	1.4	1.0	1.4	-
OECD	1.7	0.9	0.9	-
ブルーチップ（民間見通し平均）	1.6	1.5	-	-

- (備考) 1. FRB：10年11月23日公表の経済見通し、CBO：10年8月公表資料、OMB：10年7月公表資料、IMF：10年10月公表の経済見通し、OECD：10年11月公表の経済見通し、ブルーチップ：10年11月号より作成。
2. FRB（2010～12年）及びCBOはPCEコア・デフレータ、FRB（長期見通し）及びOECDはPCE総合指数、その他は消費者物価指数（総合）。
3. FRBは該当年の10～12月期の前年同期比。
4. CBO及びOMBの長期見通しは2016～20年の値。

²⁷ 一方で、構造的失業率の高まり等により潜在成長率が低下していることから、GDPギャップはやや過大に評価されているとの見方もある。

²⁸ 詳細は、内閣府（2010）。

(2) 財政政策

10年度の連邦政府財政赤字は、1兆2,941億ドル(GDP比8.9%)と、過去最大となった09年度の赤字額(1兆4,157億ドル、GDP比10.0%)を下回ったものの、引き続き1兆ドルを超える大幅な赤字となった。オバマ政権は、財政再建に向けて15年までに「基礎的財政収支の均衡」を達成することを公約し、現在、超党派委員会を設置してその具体策を検討しているものの、10年春以降に景気の回復テンポが鈍化するなど経済の潮目の変化を受けて、10年9月にはインフラ投資や企業向け減税を柱とする新たな財政刺激策を提案している。

アメリカ行政管理局(OMB)が10年7月に公表した財政見通しによれば、11年度以降、財政赤字は徐々に縮小していく見込みであるが、州・地方財政の悪化や、住宅市場の低迷を背景に政府支援機関(GSE)であるファニーメイ、フレディマックの経営の悪化も続いており、連邦財政を取り巻く環境は引き続き厳しい状況にある。

追加財政刺激策、ブッシュ減税の延長を巡る動き

ホワイトハウスの公表資料によれば、総額7,870億ドルで開始された財政刺激策は、10年9月末時点で累計5,510億ドルが支出されており、当初予算の約70%が既に消化されている。2,360億ドルがまだ残っているが、主な内訳は、減税措置の460億ドル、フードスタンプやメディケイド等の社会保障関連支出の420億ドル、インフラ整備等のプロジェクト投資の1,440億ドルとなっている。また、減税措置のうち260億ドルは、Making Work Payにかかる分であるが、同措置は10年末で期限を迎える予定となっている。

アメリカ議会予算局(CBO)が8月に公表したレポートによれば、財政刺激策の実施により、10年4～6月期時点で、最大で330万人の雇用が創出され、実質GDPを4.5%押し上げたことと試算している。財政刺激策はアメリカ経済を一定程度下支えする役割を果たしてきたが、今後、支出は徐々に縮小することから、政策効果のはく落懸念される。

景気減速懸念の高まりを受けて、オバマ大統領は、10年9月にインフラ投資や企業減税等を柱とする追加財政刺激策を発表した(第1-3-45表)。しかしながら、中間選挙をにらんだ民主・共和両党の駆け引き等を背景に議会の議論は進展しなかった。追加対策のうち、インフラ投資については、財政負担の拡大に反対する立場から議会共和党の抵抗が根強く、実現しない可能性がある。一方、設備投資や研究開発投資に係る減税については、実現の可能性はあるものの、既に低金利であることや企業の余剰資金

も潤沢であることから、経済効果は限定的とみられている。

また、前述のとおり、財政刺激策の効果はく落の問題に加えて、01年から継続しているブッシュ減税の延長問題も大きな争点となっており、10年末に期限を迎えてそのまま失効する場合、あるいは延長するにしても調整に時間がかかる場合には、経済全体に及ぼす影響が懸念される。

第1-3-45表 追加財政刺激策の内容

インフラ整備計画（500億ドル）

- ・ 今後6年間で500億ドル（約4.2兆円）の投資を実施
 - （1）道路15万マイル（約24万キロ）の整備
 - （2）鉄道4,000マイル（約6,400キロ）の建設・補修
 - （3）空港滑走路150マイル（約240キロ）の修復・建設、航空管制システムの改善
- ・ 長期的なインフラ整備のため、以下を提案
 - （1）インフラ事業に融資する金融機関（Infrastructure Bank）の創設
 - （2）高速鉄道を陸上輸送システムの中で一体的に整備
 - （3）陸上輸送に対する投資の合理化、近代化、優先順位付けの推進
 - （4）安全性、環境維持、競争力強化、居住環境等の分野への投資拡大

企業向け減税措置（財政負担は1,300億ドル）

- （1）設備投資減税
 - 10年9月8日～11年末の設備投資について、100%償却処理を認める
 - 減税額は、2年間で2,000億ドル（約16.8兆円）
 - 後年度の企業からの税収増により、ネットの財政負担は10年間で300億ドル
- （2）研究開発費に対する減税の拡大・恒久化
 - 減税額は、10年間で1,000億ドル（約8.4兆円）

家計向け減税

10年末に失効する所得税減税、株式の配当及び譲渡益課税減税等（いわゆるブッシュ減税）について、年収25万ドル以下の世帯に対する減税措置を恒久化

現時点では、1,800億ドル（約15兆円）規模の追加財政負担となっている。

（備考）ホワイトハウス資料より内閣府作成。

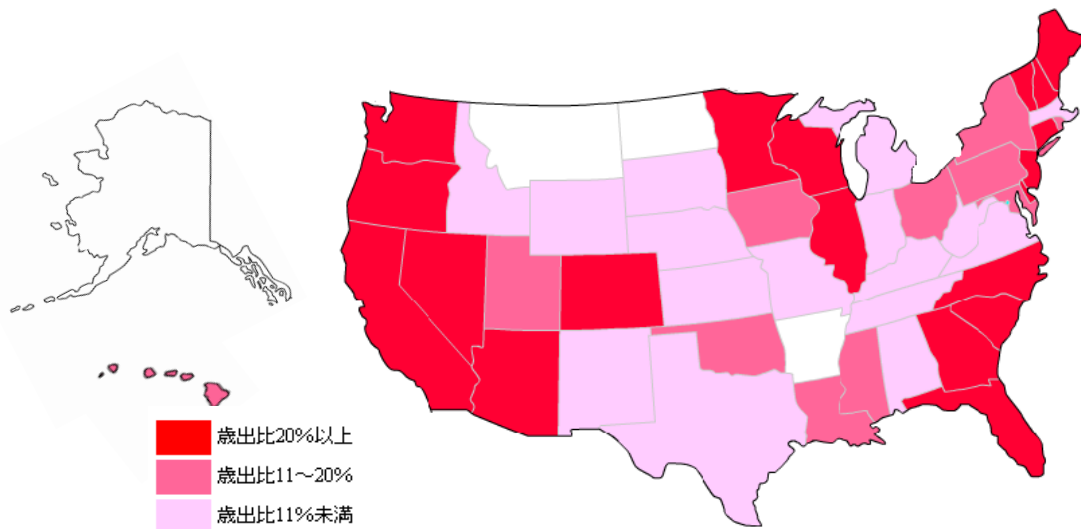
連邦財政のリスク要因

（i）州財政の悪化

州政府の財政状況をみると、州経済の悪化に伴う税収の落ち込みを背景に大幅な歳入不足に見舞われており、多くの州で厳しい財政運営を強いられている。民間シンクタンクである予算・政策優先度研究所（CBPP：Center on Budget and Policy Priorities）

によれば、10年7月に始まった11年度予算（一般基金²⁹）について、ほとんどの州で財源不足の状態に陥っているとしている（第1-3-46図）。

第1-3-46図 11年度予算における歳入不足の状況



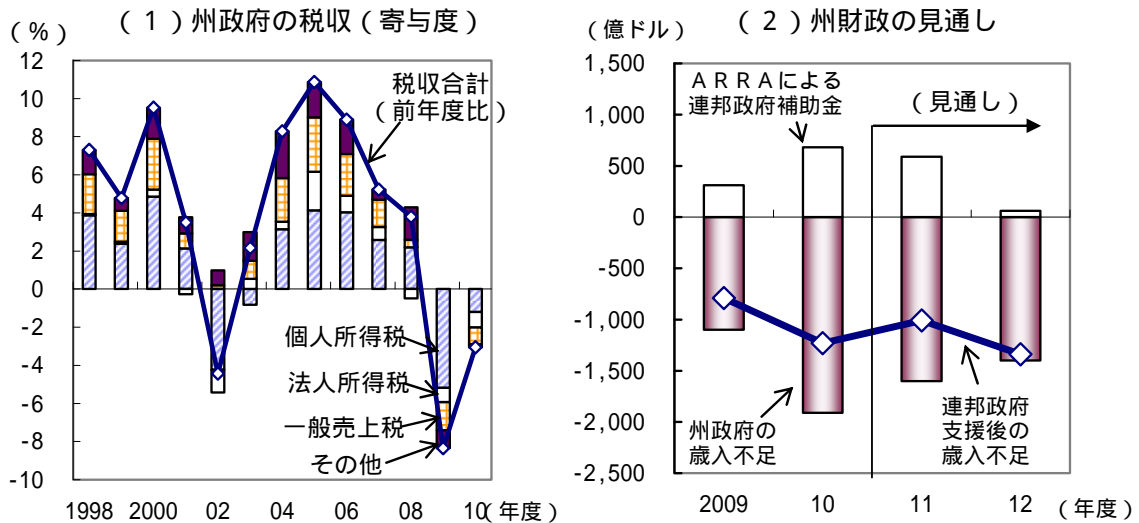
（備考）Center on Budget and Policy Priorities より作成。

財源不足の最大の要因は税収の減少である。州政府では、個人所得税、一般売上税が歳入の柱となっているが（それぞれ歳入全体の3分の1程度）08年度をピークに大きく減少しており、景気後退局面以前の水準に回復していない（第1-3-47図）。これらの税収は景気動向に大きく左右されやすく、また、前年の所得等をベースに課税していることから、税収の回復に一定のラグが生じるという問題もある。景気は緩やかに回復しているものの、こうした点から税収の減少は当面続くと見込まれている。

こうした状況にかんがみ、連邦政府はアメリカ再生・再投資法による財政刺激策を通じて、州政府への財政支援（State Fiscal Stabilization Fund）を行っているものの、こうした支援を含めても、依然として大幅な歳入不足が発生すると見込まれている。

²⁹ アメリカの州予算制度は複数の会計から構成されており、一般基金（general fund）、資本事業基金（capital project fund）、特別収入基金（special revenue fund）、減債基金（debt service fund）、公営企業基金（enterprise fund）、信託基金（trust fund）等がある。一般基金は、政府の一般的な活動を税収と料金収入で運営する会計である。

第1-3-47図 歳入不足の状況



(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. 予算・政策優先度研究所（CBPP）より作成。
2. 連邦政府補助金は、2009年2月のアメリカ再生・再投資法による措置。

各州では均衡財政ルール³⁰が課されていることが多いため、歳入不足に陥った場合には、財政安定化基金（Budget Stabilization FundあるいはRainy Day Fund）による補てん³¹や歳出削減、増税等を通じてこれに対処することとなる。財政安定化基金等による補てんは既に各地で行われており、一部で基金が枯渇しているところも出ている。50州全体をみると、財政安定化基金歳出比（各州における歳出の合計額に対する財政安定化基金の合計額の割合）は全体的には大幅な低下はみられない。しかしながら、テキサス州、アラスカ州の基金が大半（全体の6割以上）を占めていることを考慮すると、両州を除いた各州の調整余力は大きく低下している（第1-3-48図）。

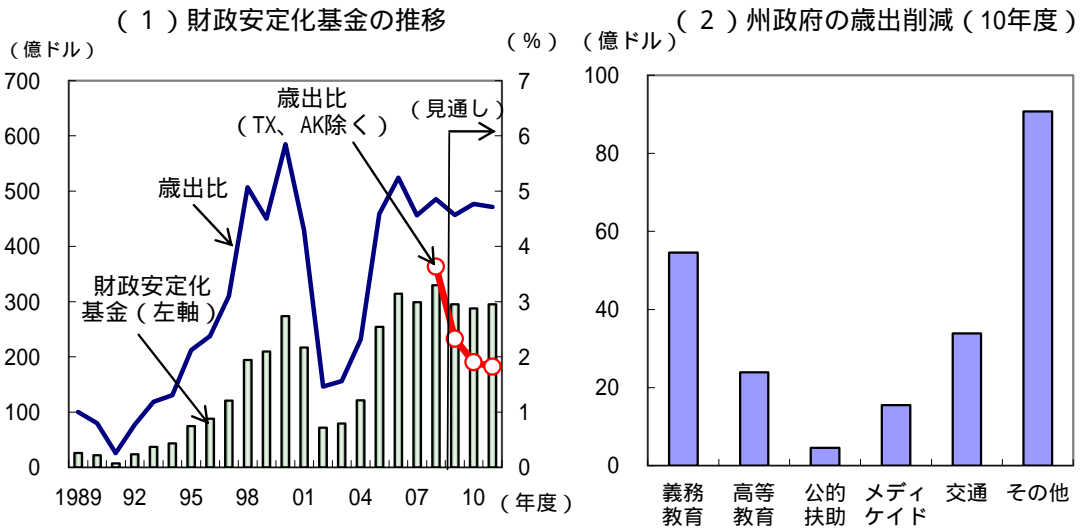
また、歳出削減についても広範に実施されている。ヘルスケア、弱者支援、義務教育、高等教育、雇用³²、交通等が主な対象となっているが、特に、教育やヘルスケア関連の削減が大きくなっている。NASBO（National Association of State Budget Officers）の調査によれば、前回の景気後退局面では、州政府による歳出削減の規模は最大でも140億ドル程度（02年）であったが、今回の局面では09年で310億ドル、10年で220億ドルと規模が拡大しており、医療や教育への影響のほか、実体経済への影響が懸念される。

³⁰ 詳細は、内閣府（2010）。

³¹ 財政好調時に剰余金を積み立て、財政危機時に取り崩す、年度間財政調整基金。

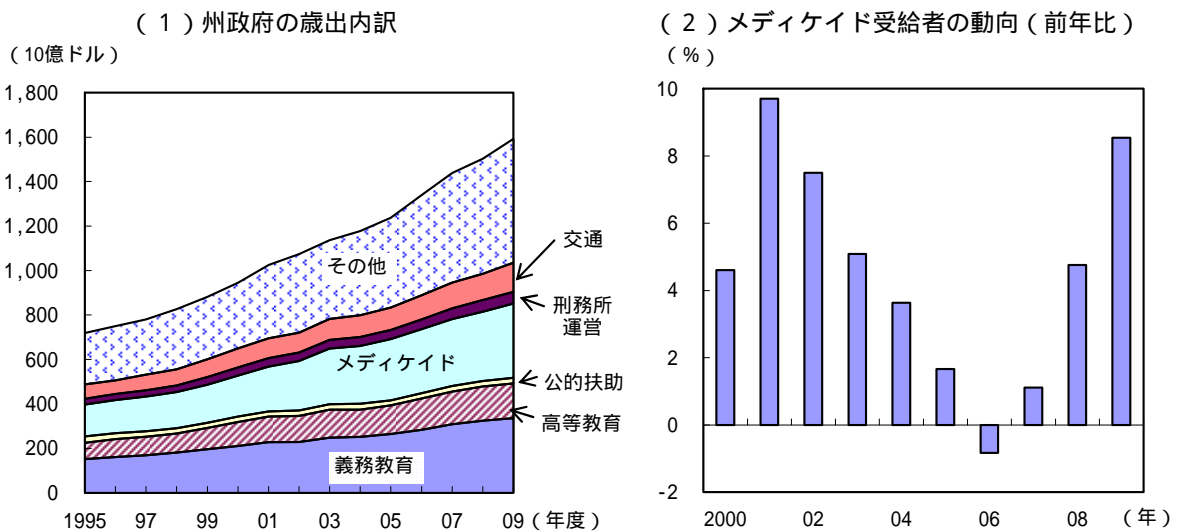
³² 具体的には、レイオフ、無給休暇（unpaid leaves）、新規採用の凍結等が行われている。

第1-3-48図 歳入不足に対する対応



州財政を圧迫しているもう一つの要因は、メディケイドに対するニーズの増大である。メディケイドは低所得層を対象とする公的医療保険制度であるが、州の財政支出の約2割を占めており、教育関連(約3割)に次ぐ規模を持っている。こうした中、先般の景気後退を受けて、メディケイド受給者数は近年大幅に拡大している(第1-3-49図)。N A S B Oによれば、雇用の回復が遅れていることなどから、受給者の拡大圧力はしばらく続く見込みであり、州財政に及ぼす影響が懸念される。

第1-3-49図 メディケイド受給者の増加と州財政への影響

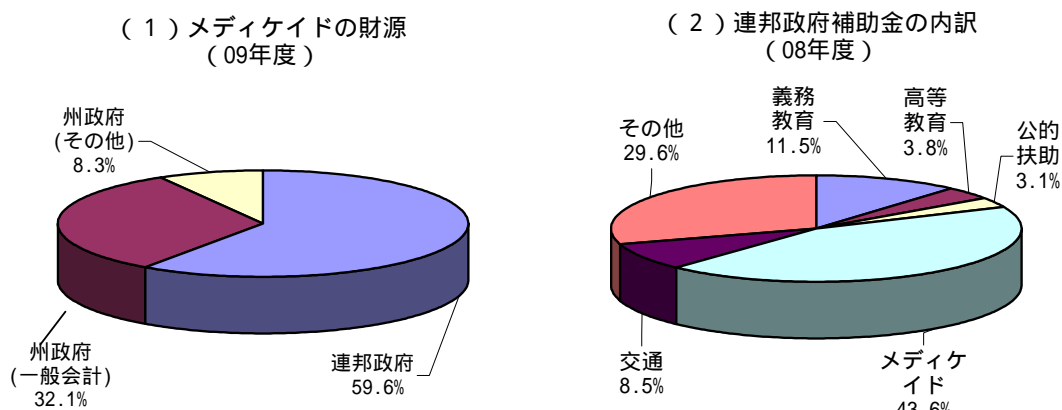


(備考) 1. Kaiser Commission on Medicaid Uninsured より作成。
 2. 各年のデータは、12月時点における受給者数を比較。

また、メディケイドは州政府が所管する事業であるものの、その財源は連邦政府と分担する仕組みとなっている。連邦政府補助金のうちメディケイドは最大の支出項目であり、こうした足元の動きが連邦財政に及ぼす影響は大きい(第1-3-50図)。実際に、州財政の悪化に伴い連邦政府の負担は急速に拡大しており、10年8月には州政府に対するメディケイド補助として160億ドルの追加財政支援を決定している。

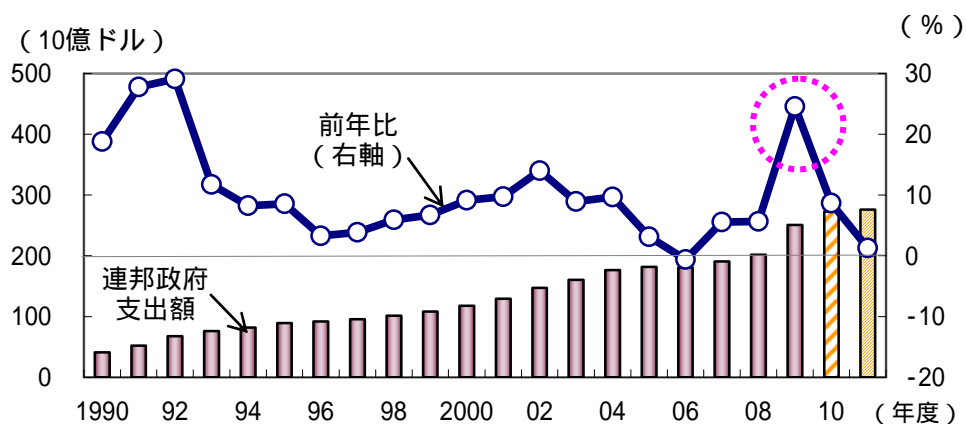
CBOの試算³³によれば、連邦財政の義務的経費(Mandatory Spending)におけるメディケイド支出は、10年度、11年度にかけて増加率は低下していくものの、高い水準を維持する見通しである。さらに、12年度から20年度の間平均伸び率は7.8%となり、メディケア(5.8%)や社会保障支出(5.7%)よりも高い伸びが見込まれるなど、連邦財政の大きな圧迫要因となることが予想されている(第1-3-51図)。

第1-3-50図 連邦政府によるメディケイド支出



(備考) NASBOより作成。

第1-3-51図 連邦財政(義務的経費)におけるメディケイド支出



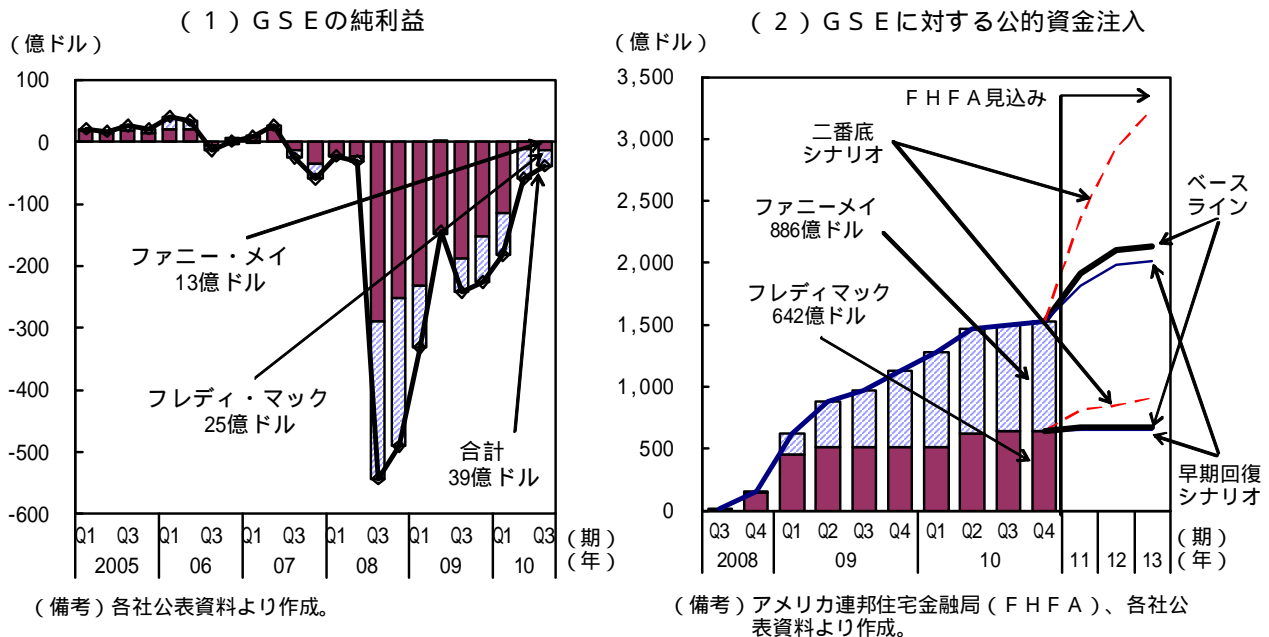
(備考) 1. アメリカ議会予算局(CBO)より作成。
2. 10年度、11年度の値は見通し。

³³ CBO (2010b)

(ii) G S E 問題

10年8月17日に住宅金融改革に関する政府主催の官民合同コンファレンスが開催され、経営再建中の政府支援機関（G S E）である連邦住宅抵当公庫（ファニーメイ）及び連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）の改革に向けた議論が本格化している。06年後半以降の住宅バブルの崩壊を契機に両社の経営は悪化し、10年4～6月期決算では、ファニーメイは12億ドル、フレディマックは47億ドルの最終赤字を計上した。さらに、7～9月期決算でも、ファニーメイは13億ドル、フレディマックは25億ドルの赤字を計上している。こうした状況を受けて、両社は財務省に対して追加支援を要請しており、政府が10年末までに両社に注入する公的資金は、累計で1,528億ドルに達する見込みである（第1-3-52図）。連邦住宅金融庁（F H F A : Federal Housing Finance Agency）によれば、今後も両社への公的資金注入が発生する見込みであり、13年末時点の資本注入見込額は、ファニーメイで1,500～2,570億ドル、フレディマックで710～1,060億ドル、合計で2,210～3,630億ドルに達する見通しである。

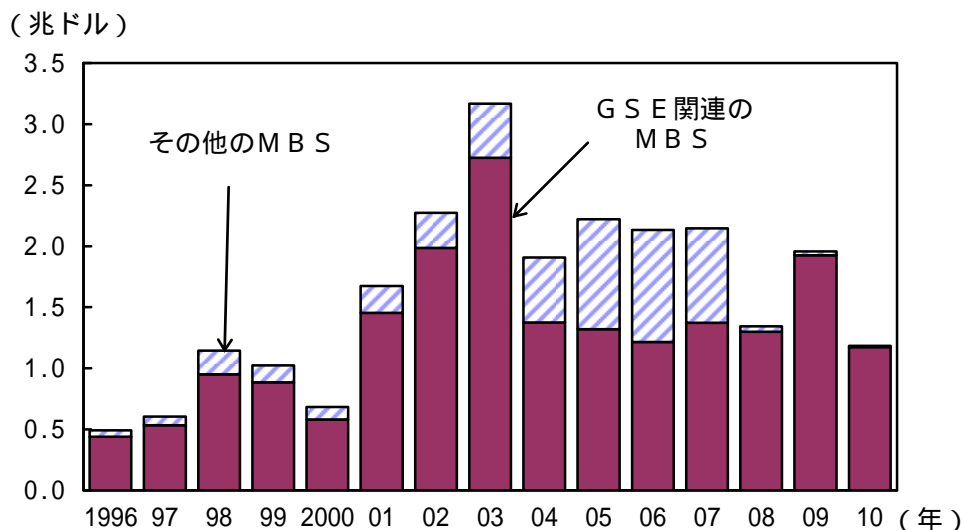
第1-3-52図 G S E の経営状況・資本注入状況



G S E の経営悪化の背景には、住宅市場の低迷がある。住宅差押え件数は高水準にとどまり、住宅ローン延滞率も上昇傾向にあることから、不良債権の増加圧力がしばらく働くと見込まれる。一方、住宅価格は歴史的な低水準にあり、またこうしたレベルが当面続くと予想されることから、担保資産の劣化を通じて今後も一定程度の損失が発生する可能性が高い。住宅ローン供給に関しては、住宅市場の不透明感の高まり

を背景に民間金融機関による貸出が縮小している中で、現在、MBSの新規発行のほぼすべてがGSEによって賄われており、GSEが果たす役割は大きい(第1-3-53図)。GSEの経営悪化は、住宅金融市場全体のローン供給機能を低下させ、住宅市場の更なる停滞を招くおそれがある。

第1-3-53図 MBSの新規発行額の推移



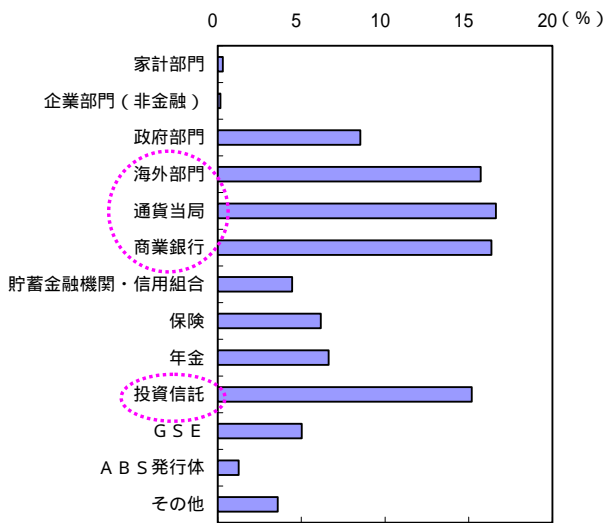
また、国際金融システム及び連邦財政に及ぼす影響についても留意する必要がある。GSEが保証・発行する債券(エージェンシー債)の保有状況をみると、国内金融機関とともに海外の保有比率が高く、中国、日本を始めとするアジア地域の保有が多い(第1-3-54図)。このため、理論的には、GSEの経営問題の影響は国内だけでなく各国にも波及するおそれがあるが、08年9月にはGSE債務に対する政府保証が与えられ、09年12月には公的資金注入の上限が撤廃されたことから、現在はこうしたリスクが直ちに顕在化する可能性は低い。しかし、連邦政府の財政状況は近年悪化しており(10年4~6月期時点における連邦政府債務残高(民間保有分)はGDP比約60%)、GSE債務等を加えた連邦政府債務残高はGDP比112.9%に達する³⁴(第1-3-55図)。GSEの動向も含めてアメリカ財政の持続可能性に対する懸念が高まる場合には、国際金融市場の混乱に至るおそれがある。

政府は、11年1月までに住宅金融改革に関する包括的な提案を議会に提出するとしているが、GSEの存廃やそのあり方をめぐる民主・共和両党の論争は激しさを増しており、改革の先行きは不透明である。今後の議論の行方が注目される。

³⁴ さらに、連邦政府勘定保有分の債務(社会保障年金信託基金の国債保有に相当)を加えると、債務残高はGDP比150%程度に達する。

第1-3-54図 エージェンシー債の保有状況

(1) エージェンシー債の保有構成



(2) エージェンシー債の海外保有状況

(億ドル)

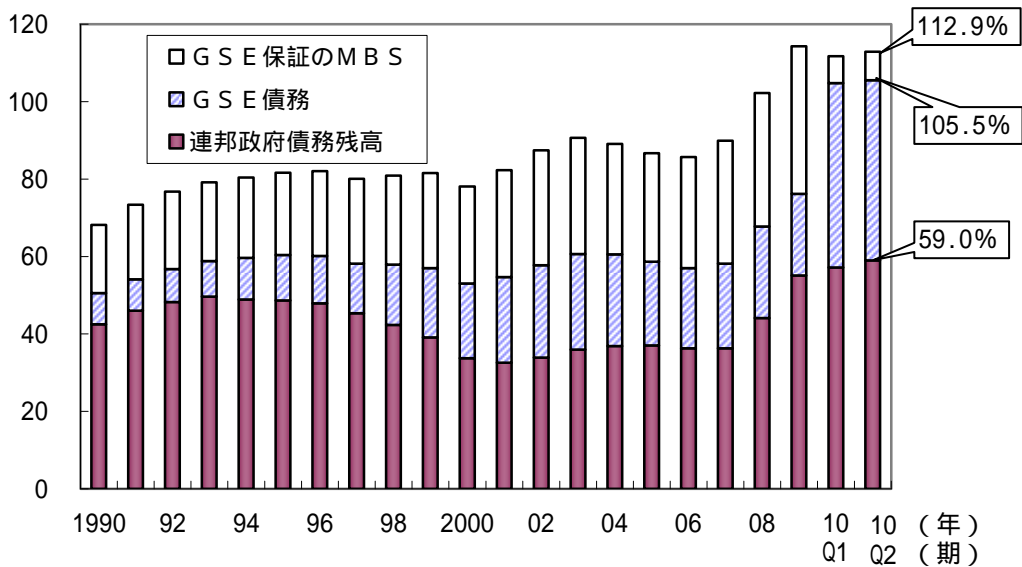
	エージェンシー債		
		M B S	M B S 以外
アジア	8,909	5,997	2,912
日本	2,191	957	1,234
中国	4,541	3,576	965
その他アジア	2,177	1,464	713
ヨーロッパ	1,554	772	782
ドイツ	70	44	26
フランス	25	10	15
英国	158	74	83
カリブ地域	885	606	279
ラテンアメリカ	352	33	320
世界計	11,958	7,522	4,437
うち中銀・政府	7,945	4,749	3,196
うち民間部門	4,013	2,773	1,241

(備考) 1. 連邦準備制度理事会 (F R B) “ Flow of Funds Accounts of the United States ” より作成。
2. 10年6月末時点。

(備考) 1. アメリカ財務省 “ Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities as of June 30, 2009 ” より作成。
2. 09年6月末時点。

第1-3-55図 連邦政府の債務負担の状況

(G D P 比、 %)



(備考) 1. 連邦準備制度理事会 (F R B)、アメリカ商務省 (B E A) より作成。
2. 連邦政府債務残高は、民間保有分。

超党派委員会の動き

オバマ大統領は、財政再建に向けて、ブッシュ政権から引き継いだ約1兆3,000億ドルの財政赤字を任期(13年1月)までに半減することや、中期的な目標として、15年までに「基礎的財政収支の均衡」を達成することを掲げている。これに向けて、10年

2月に超党派による「財政責任と財政改革に関する国家委員会」を創設し、4月に第1回会合を開催した。以後、3つのワーキンググループ（裁量的歳出WG、義務的歳出WG、税制改革WG）を立ち上げ、12月1日の報告書の公表に向けて月に一度のペースで審議を続けており、11月10日には共同議長による勧告案が発表された（第1-3-56表）。ただし、報告書の公表に当たってはメンバー18人のうち少なくとも14人のコンセンサスが必要であり、また、中間選挙の結果を受けてどのような形で提案がまとめられるか、その動向が注目されている。

第1-3-56表 共同議長による勧告案の概要（10年11月10日）

■概要

- ・ 赤字削減は12年度から開始。15年度には財政収支GDP比を2.2%まで低下。
（財政目標である基礎的財政収支均衡（財政収支GDP比3%程度）を上回るペース）
- ・ 債務残高GDP比は14年度までに安定。その後、24年度までにGDP比60%、37年までに同40%にまで低下。

■具体的措置

- ・ 裁量的支出：上限（キャップ）を設定。12年度のキャップは10年度水準とし、その後15年度まで毎年1%削減。15～20年度の削減幅は物価上昇率に合わせて調整。
（15年度時点で、予算教書の見通しから更に2,040億ドルの歳出削減）
- ・ 義務的支出：医療費の削減、農業補助金の削減、軍人・公務員年金改革等を実施。さらに、毎年予算の持続可能性を検証し、必要な場合には大統領及び議会の行動を要求。
- ・ 税制改革：課税ベース拡大と税率の引下げ等を実施（ただし、ネットでは増税）。
- ・ 公的年金改革：高齢者の貧困の削減、今後75年間の公的年金制度の支払能力の維持等。

（備考）公表資料より作成。