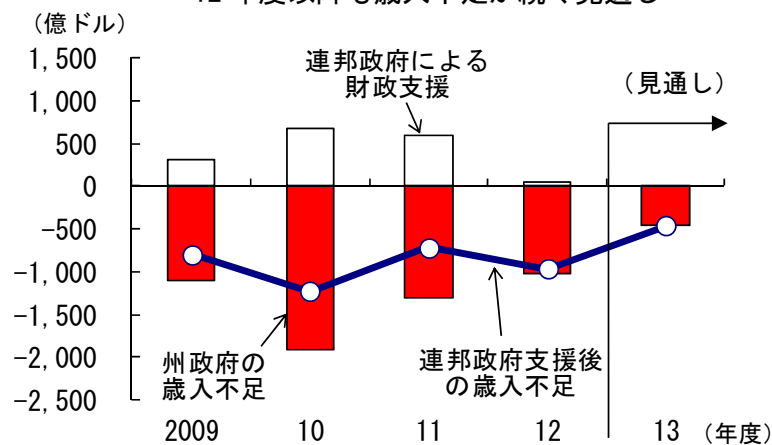


の購買力低下や企業の業績圧迫等により、地域経済の下押し圧力となる。地域経済の悪化は、州・地方政府の税収を低下させることで更なる緊縮財政をもたらすこととなり、ひいては地域経済を更に悪化させるという悪循環に陥る可能性がある。

第 2-2-57 図 連邦政府による財政支援と州政府の歳入不足：
12 年度以降も歳入不足が続く見通し



(備考) 1. 予算・政策優先度研究所 (CBPP) より作成。
2. 州政府の財政年度は、前年 7 月から当該年 6 月までの 1 年間。
3. 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。

3. 財政再建を巡る混迷、異例の緩和的金融政策

(1) 財政再建に向けた取組と景気下押しリスク

(i) 連邦債務上限と財政再建を巡る議論の混迷と 2011 年予算管理法の成立

アメリカでは、連邦政府の債務残高の上限額を法律で規定している。債務残高が法定上限を超えると、国債の新規発行を行うことができず、歳出や国債の元利払い等に支障が生じることとなる。

前述のとおり、世界金融危機への対応に伴う財政支出の増大により、財政赤字が急激に膨らんだことから、11 年 8 月初頭には債務残高が法定上限に到達する見込みとなった³⁴。このため、同年 4 月、オバマ大統領は 4 兆ドルの財政赤字削減策と超党派による協議を提案し、5 月には、与野党の議会指導部とバイデン副大統領による協議会が設置され、法定上限の引上げに向けた調整が開始された。しかしながら、12 年の大統領選挙を控えて与野党間の協議が難航し、6 月には野党共和党が協議を離脱する事態となった。さらに、6 月から 7 月にかけて、格付会社が米国債の格下げを示唆する中、依然として

³⁴ 債務残高は、5 月 16 日に法定上限 (14.3 兆ドル) に到達したが、法律上の規定に基づく特別措置によって上限に若干の余裕を設けたことにより、最終的な上限到達は 8 月 2 日とされた。

財政赤字削減と債務上限引上げに係る与野党の協議が難航していたことから、8月にかけて、米国債の短期金利の急上昇や1年物CDSプレミアムの拡大³⁵がみられるなど、市場における米国債のデフォルト懸念が急速に高まることとなった。

最終的には、債務上限の到達期限である8月2日に2011年予算管理法が成立し、少なくとも2.1兆ドルの債務上限引上げを2段階で行うことと、今後10年間で2.1~2.4兆ドルの財政赤字削減を行うことが法定された。しかしながら、格付会社S&Pが、同法による財政再建策が中期的に債務を安定させるためには不十分であり、また、政策決定の有効性、安定性、予見可能性が弱まっていると判断し、史上初の米国債の格下げを実施した。これにより、第1章第1節2. でみたように、金融資本市場が大きく動揺することとなった。

第2-2-58表 債務上限引上げ問題の経緯

11年1月6日	ガイトナー財務長官、議会に債務上限引上げを要請
4月13日	オバマ大統領、4兆ドルの財政赤字削減策及び超党派協議提案
5月5日	与野党の議会指導部とバイデン副大統領による財政赤字削減に関する超党派議会・政府協議初会合
5月16日	財務省、資金繰りのための特例措置を発動 法定上限到達日は、8月2日と発表
6月8日	フィッチ、米国債を格下げ方向で見直す可能性を示唆
6月23日	共和党、超党派協議離脱 オバマ大統領、民主・共和両党指導部が断続的に協議
7月13日	ムーディーズ 米国債を格下げ方向で見直すとは発表
7月15日	S&P、米国債を格下げ方向で見直すとは発表
7月25日	民主・共和両党がそれぞれ独自案を発表
7月31日	民主・共和両党指導部、合意案とりまとめ
8月1日	下院、法定上限引上げ法案可決
8月2日	上院、法定上限引上げ法案可決 オバマ大統領の署名により法成立 ムーディーズ、米国債の格付け維持を発表
8月5日	S&P、米国債の格下げを発表

2011年予算管理法では、今後10年間で0.9兆ドルの歳出削減を行うとともに、議会に設置する上下院の超党派からなる特別委員会（以下「超党派委員会」という。）が今後10年間で1.5兆ドルの財政赤字を削減するための税・給付改革を含めた案を11月末までにとりまとめ、12月末までに同案を議会で議決することとされた（第2-2-59表）。仮に期日までに財政赤字削減策を決定できない場合には、1.2兆ドルの歳出削減が強制的

³⁵ 詳細は、第1章第1節2. を参照。

に実施されることとなっており、今後 10 年間で 2 兆ドル超の財政赤字削減を実施することが法定されている。

第 2-2-59 表 2011 年予算管理法の概要

<p>1. 債務上限引上げ</p> <p>少なくとも 2.1 兆ドルの債務上限引上げを 2 段階で行う。</p> <p>① 0.9 兆ドルを引上げ</p> <p>② 超党派委員会の提案に基づく議決を踏まえ、1.2~1.5 兆ドルを引上げ</p>
<p>2. 財政赤字削減</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 今後 10 年間で 9,170 億ドルの歳出削減。 ・ 上下両院の超党派からなる委員会を設置。税・給付改革を含む 1.5 兆ドルの財政赤字削減策を提案。本年末までに議決。 ・ 1.2 兆ドルを上回る財政赤字削減策が議決できなければ、少なくとも 1.2 兆ドルの歳出（国防・非国防）を 2013 年から 2021 年まで一律に削減。 <ul style="list-style-type: none"> －国防費及び非国防費を半々の割合で削減。ただし、社会保障給付、メディケイド、メディケア（給付部分）、失業給付、低所得者向けプログラム等を除く。（なお、メディケアの医療等サービス供給者に対する支払については上限を設けた上で削減。）

(ii) 財政再建に向けた取組の進捗

11 年 8 月 11 日、2011 年予算管理法に基づき設置された超党派委員会のメンバーが発表され、以後、財政赤字削減策のとりまとめに向けた協議が進められた(第 2-2-60 表)。

表 2-2-60 表 財政再建に向けた取組の推移

11 年 8 月 11 日	超党派委員会メンバー選出
9 月 8 日	オバマ大統領、雇用対策法案を発表 超党派委員会 初会合
9 月 12 日	雇用対策法案を議会に提出
9 月 19 日	オバマ大統領、財政赤字削減計画を発表
10 月 5 日	上院民主党、雇用対策法案の修正案を提案
10 月 11 日	上院、雇用対策法案の修正案にかかる議事手続きを否決
11 月 23 日	超党派委員会 財政赤字削減策とりまとめ期限
12 月 23 日	連邦議会 財政赤字削減策採決期限

その後、9 月に入ると、オバマ大統領は、悪化する雇用情勢に対処するため、総額 4,470 億ドルの雇用対策法案と、その財源を賄うための新たな財政赤字削減計画を発表し、超党派委員会に提案した(第 2-2-61 表、第 2-2-62 表)。この財政赤字削減計画は、雇用対

策法案の財源を賄うとともに、今後 10 年間で 3 兆ドル超の赤字削減策をまとめたものである。しかしながら、富裕層に対する増税策が盛り込まれたことなどから共和党は強く反発し、10 月に上院で増税対象を更に絞り込んだ修正案の議事手続のための採決を行われたが、フィリバスター（議事妨害）を防ぐに足る票が得られず、法案自体の採決に進むことができなくなった。その後、同法案の部分的な実現に向けた与野党の調整が続けられ、退役軍人に対する雇用支援策については両党の合意を得て成立したものの、教員等の雇用確保やインフラ投資のための法案については、共和党の反対により審議入りすることができず、実施の目途が立っていない。

第 2-2-61 表 オバマ大統領の雇用対策（11 年 9 月 12 日発表）

1. 雇用対策の概要	
(1) 中小企業の雇用と成長を促進するための減税等	700億ドル
・ 社会保障税減税（雇用主負担分）	650億ドル
※現行税率6.2%を3.1%に引下げ（給与支払総額500万ドルまで）。	
※新規雇用・給与引上げを実施した場合は、給与支払総額の増加分（5,000万ドルを上限）に係る税負担を全額免除。	
・ 設備投資減税の 1 年間延長（12年末まで）	50億ドル
※12年の設備投資について、100%償却処理を認める。	
・ 起業や資金調達等を支援するための規制改革	
(2) アメリカの再建・近代化に向けた雇用の促進	1,400億ドル
・ 教員、警察官、消防士の確保のための州・地方政府支援	350億ドル
・ 公立学校の設備の近代化（緊急補修、緑化・省エネ化、PC実習室整備等）	300億ドル
・ 交通インフラ整備	500億ドル
・ インフラ銀行（National Infrastructure Bank）の設立	100億ドル
※官民の資金を活用しインフラ整備を実施。	
・ 空家・差押えとなった住宅・商業施設の再活性化	150億ドル
・ 高速無線通信網の拡大（オークションによる電波網の解放等）	—
・ 退役軍人を雇用した企業に対する税額控除	—
(3) 失業者の復職支援	620億ドル
・ 緊急失業保険給付の 1 年間延長（2012年末まで）	490億ドル
・ 基金を活用した州政府による再就職支援の強化	
※ワーク・シェアの促進、失業者の技能習得や起業の支援 等	
・ 長期失業者を雇用する企業に対する税額控除（最大4,000ドル）	80億ドル
・ 低所得若年者等の就業支援の強化	50億ドル
・ 失業者であることを理由とする雇用拒否の禁止	

(4) 勤労世帯に対する減税等 1,750億ドル

- ・ 社会保障税減税（被用者負担分）の延長
※税率6.2%を2011年は4.2%に引き下げる措置を実施している
ところ、2012年は3.1%にさらに引下げ（年間所得5万ドルの
一般的な世帯で、1,500ドルの税控除）。
- ・ 住宅ローン借換え支援の強化
※現行の住宅ローン借換えプログラム（HARP）の改善、利用促進
総額：4,470億ドル

2. 財源

- ・ 超党派委員会が財源を確保。確保できない場合には以下の措置を実施。
 - － 富裕層（年間所得25万ドル以上の共働き世帯、同20万ドル以上の個人）
に対する税額控除の縮小
 - － エネルギー業界（石油・天然ガス）等に対する税制優遇の見直し 等

第2-2-62表 オバマ大統領が提案した財政赤字削減計画（11年9月19日）の概要

・ 本計画は、超党派委員会が11月末までに行う「1.5兆ドルの赤字削減＋雇用対策法案の財源0.4兆ドルの確保」の検討に資するよう、超党派委員会に対し提案されたもの。

・ 主な内訳

メディケア・メディケイドの改革	: 0.3兆ドル
義務的経費の削減	: 0.3兆ドル
アフガニスタン・イラク戦争関連経費の削減	: 1.1兆ドル
税制改革（富裕層や大企業に対する優遇措置の廃止 等）	: 1.5兆ドル
債務元利負担の削減	: 0.4兆ドル
雇用対策法案に必要な財源の確保	: ▲0.4兆ドル
財政赤字削減総額	: 3.2兆ドル
（雇用対策法案の財源を差し引いたネットの赤字削減額）	

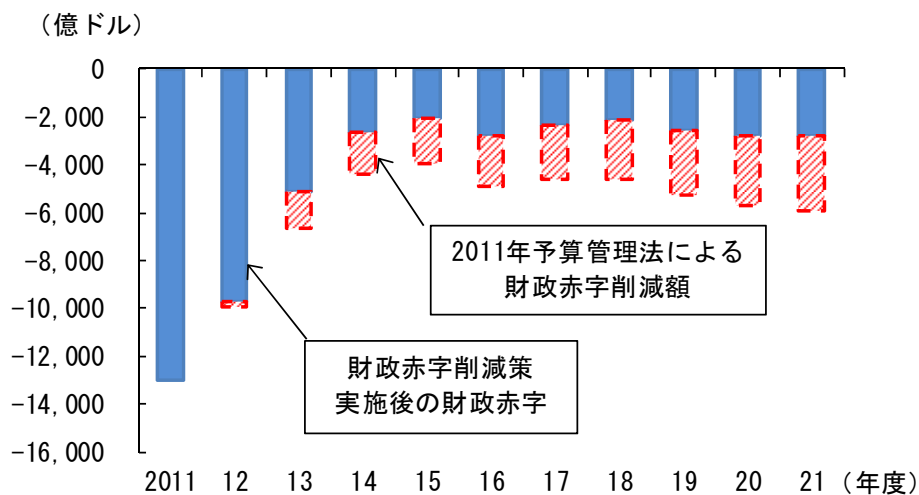
このように、8月の超党派委員会設置以降、財政赤字削減の具体策をめぐり議論を続けてきたものの、両党は主張の隔たりを埋めることができず、11月21日、超党派委員会による協議は決裂したとの声明が発表された。この結果、2011年予算管理法に基づき、13年以降21年までの間に1.2兆ドルの歳出削減が強制的に実施されることとなり、先に決定された0.9兆ドルの歳出削減と合わせて、今後10年間で総額2.1兆ドルの歳出削減が進められることとなった。

(iii) 今後の財政緊縮が景気に及ぼす影響

議会予算局（CBO）及び行政管理予算局（OMB）の試算によれば、2011年予算管理法に基づく財政赤字削減により、21年度の財政赤字はGDP比1～2%程度の水準まで改善する見通しである（第2-2-63図）。

オバマ大統領は、財政再建の目標として、前政権から受け継いだ財政赤字（1.3兆ドル）を任期終了（13年1月）までに半減すること（09年2月の議会演説）や15年までに基礎的財政収支の均衡を達成すること（10年2月の予算教書）を掲げているが、これらの目標についてはおおむね達成されると見込まれている。

第2-2-63図 2011年予算管理法による財政赤字削減効果：
21年度にはGDP比1～2%まで改善



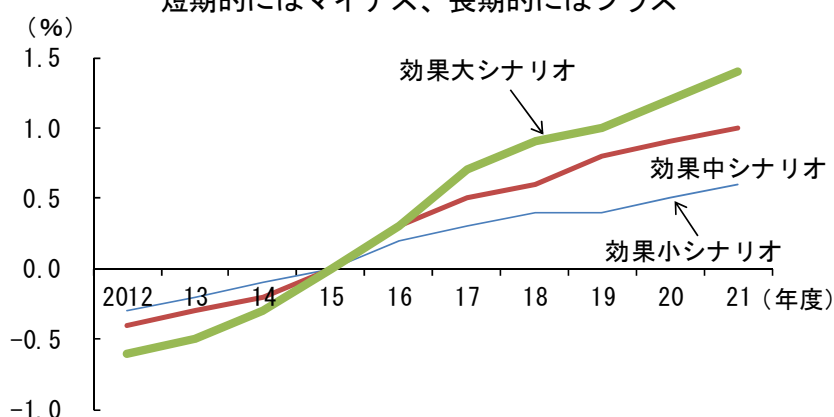
- (備考) 1. アメリカ議会予算局（CBO）より作成。
2. 連邦政府の財政年度は、前年10月から当該年9月までの1年間。
3. CBOは、2011年予算管理法による2021年度までの財政赤字削減額の総額を2.1兆ドルとして試算。

このような財政赤字削減は、景気に対してどのような影響を及ぼすのであろうか。11年7月、CBOが、今後10年間で2兆ドル規模の財政赤字削減を行った場合における国民総生産（GNP）への影響について試算を行っている³⁶。これによれば、短期的には需要が減少し、企業による雇用抑制や投資抑制を招いて更なる需要・生産の減少が生じることなどから、数年間は国民総生産を下押しするとしている。一方、中長期的には、財政赤字削減が一国全体の総貯蓄を増加させ、投資促進による資本ストックの拡大をもたらすことで生産をさらに押し上げるなどから、国民総生産を押し上げるとしている（第2-2-64図）。

³⁶ CBO（2011a）

ただし、こうした財政赤字削減策が景気に及ぼす影響は、財政赤字削減策の実施のタイミングやペース、歳入強化や歳出削減の内容や組み合わせ、政策の信頼性、その他の政策の動き等によって大きく変化することに留意が必要である。例えば、財政赤字削減が早いペースで行われる場合には、中長期的には景気押し上げ効果が大きいものの、短期における生産は大きく縮小することとなる。逆に、財政赤字削減のペースが遅い場合には、景気に及ぼす短期的な影響を抑えることができるものの、景気押し上げ効果が表れる時期は遅れることとなる。

第 2-2-64 図 財政赤字削減が実質 G N P に及ぼす影響：
短期的にはマイナス、長期的にはプラス



- (備考) 1. アメリカ議会予算局 (CBO) より作成。
 2. 実質 G N P に及ぼす影響を試算。前提として、今後10年間で2兆ドルの財政赤字削減策を実施。12年度に1,000億ドルの削減を実施し、以降、削減額を毎年220億ドル増加 (21年度は3,000億ドルの削減) 等
 3. 1ドルの財政赤字削減に対する影響について、以下のシナリオを想定。
 効果大：実質 G N P を短期的に1.4ドル縮小、投資を0.5ドル拡大
 効果中：実質 G N P を短期的に1.0ドル縮小、投資を0.36ドル拡大
 効果小：実質 G N P を短期的に0.6ドル縮小、投資を0.2ドル拡大

連邦と州・地方を合わせた政府支出の実質経済成長率に対する寄与度は、10年10~12月期以降、おおむねマイナスで推移している。今後、連邦政府では2011年予算管理法に基づく財政赤字削減がなされる一方、州・地方政府においても財政がひっ迫した状況にあることから、今後数年の間は政府支出のマイナス寄与は拡大し続ける可能性が高い。

コラム2-4：格付会社による格付けの役割と影響

2011年8月5日に発表された格付会社 S & P による史上初の米国債の格下げは、市場に大きなインパクトを与えた。その他、欧州債務問題から欧州諸国等の国債の格下げも相次いでおり、格付会社の動向に注目が集まっている。そこで、格付会社による格付の

役割と影響、今後の課題について、以下、考察する。

(i) 役割

格付とは、国や企業等が自身の発行した債券の元利払いをできなくなるリスクを、A～Cのアルファベットと数字や記号を組み合わせて表したものである。格付会社は、格付を通して、投資家が投資を行う際に最も重要視する債券等の信用力に関する情報を提供している。すなわち、第三者である格付会社が債券の発行体の信用リスクを評価し、信用力の目安を格付という形で示すことで、投資家が投資し易い環境を整えることになる。

他方、債券の発行体にとっては、銀行を通じた間接金融に加えて、自らの信用力に見合った水準での直接金融による資金調達が可能となる。

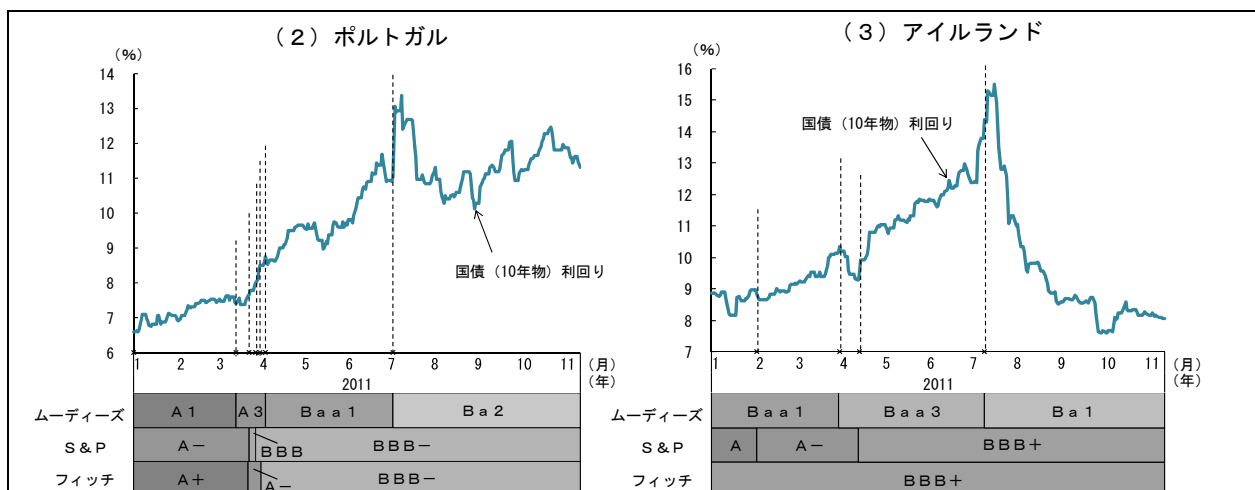
投資家にとっては、投資対象となる企業等の情報を完全に把握することができない中で、当該企業等の信用力の目安を把握することができ、債券の信用リスクと妥当な金利水準を勘案した投資判断を行うことができる。また、格付を通して、異なる経済構造を持つ国同士や、異なる業種間の企業同士であっても、その信用リスクを比較することができる。

(ii) 影響

格付の違いは、債券の発行体にとっては、債券を発行して資金調達する際のコストに影響を与える。例えば、今般の欧州債務問題の渦中にあるギリシャ等の国債利回りをみると、上位格付の国ほど利回りは低く、下位格付の国ほど利回りが高い。また、格下げのタイミングでは利回りが上昇する傾向にある（図1）。

図1 格付の変化と国債利回りの関係：格下げのタイミングで利回りが上昇





(備考) 1. ブルームバーグより作成。
2. グラフ中点線は格下げのタイミングを示す。

格付の変更は、債券の発行体への影響のみならず、格付を利用している投資家の行動にも変化をもたらす。なぜなら、機関投資家等がリスク管理を行う際には、独自のリスク評価に加え、格付会社による格付を参考としていることが多いからである。また、各証券会社は、世界の金融・債券市場を投資対象とする指数（グローバル・インデックス）に組み込む債券等を決める際、格付会社の格付を基準の一つにしている。グローバル・インデックスは、世界の機関投資家やファンドマネージャーなど多くの投資家により、運用の基準とする「ベンチマーク」として利用されており、ファンドの資産構成を指数とほぼ同じに作り上げ、指数と同等のパフォーマンスを狙う「パッシブ運用」を行う年金基金をはじめとする日本の投資家も多い。したがって、格付が変更されると、機関投資家等の債券ポートフォリオの変更に結びつくことになる。

また、銀行に対しては、自己資本比率の算出において格付を基準とするリスクウェイトが定められており、保有債券の格付が低いほど自己資本を厚くする必要がある。そのため、銀行は、保有している債券が格下げされると、自己資本を積み増す必要にせまられる。

(iii) 今後の課題

格付は、債券発行体にとどまらず投資家の行動にも影響を与えるなど、金融資本市場の様々な面に影響を及ぼす。そのため、格付会社には、透明性と信頼性を備えた格付を付与することが求められる。

しかしながら、08年9月の世界金融危機発生後、格付会社に対する批判の声が聞かれている。証券化商品にリスク実態からかけ離れた高い格付を付与していたことにより金融危機が助長されたという見方が背景にある。また、格付会社の収入は格付を付与する

発行体からの手数料に依存するため、格付対象の利益を考慮して格付けがなされているという指摘もあり、信頼性にも疑問が呈されている。

こうした中、主要各国は格付会社への規制強化を進めている。例えば、アメリカでは、10年7月に制定された金融規制改革法（ドッド・フランク・ウォールストリート改革・消費者保護法）において、証券取引委員会（SEC）が格付会社に対し年1回以上の審査を実施することが定められた。11年9月に行われた最初の審査では、複数の格付会社に対し、情報公開等の点について改善勧告がなされている。ヨーロッパでは、11年7月より、これまで各国当局が行ってきた格付会社に対する規制を、金融監督制度改革の一環として設立された欧州証券市場監督局（ESMA）の下で一元的に行う制度に移行した。また、同年10月には欧州委員会より、格付会社に対する更なる規制強化の方針が示されている。

格付会社の自主的な努力とともに当局が適切な規制を行うことにより、格付会社の透明性と信頼性を確保することが、金融資本市場の安定のためにも重要である。

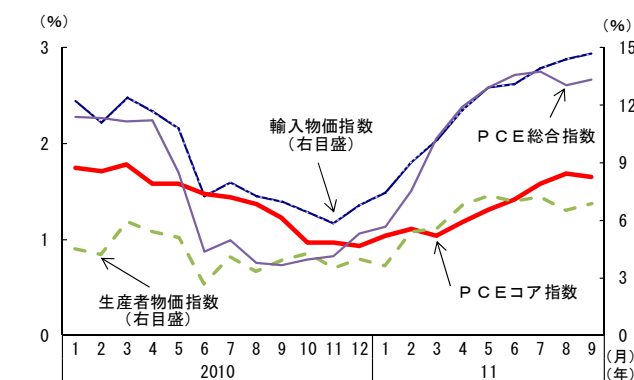
（2）物価上昇の中での異例の緩和的金融政策

（i）デフレ懸念から一転、物価上昇が継続

連邦準備制度理事会（FRB）は、「雇用の最大化」と「物価の安定」という、いわゆるデュアルマンドेटと呼ばれる使命を負っているが、前述の通り、雇用については失業率が高止まり雇用者数の伸びが弱い一方、物価についてはデフレ懸念も指摘されていた2010年夏から一転、物価上昇率が高まる状況にあり、金融政策運営が難しい局面にある。

物価については、11年半ばより生産者物価指数、輸入物価指数ともに伸びが高止まりしている中で、FRBが参照しているPCEコア指数は今年に入り上昇傾向にある（第2-2-65図）。11年初の一次産品価格の高騰を受けて生じた原材料価格上昇が消費者物価へ転嫁されている様子が見え始める。

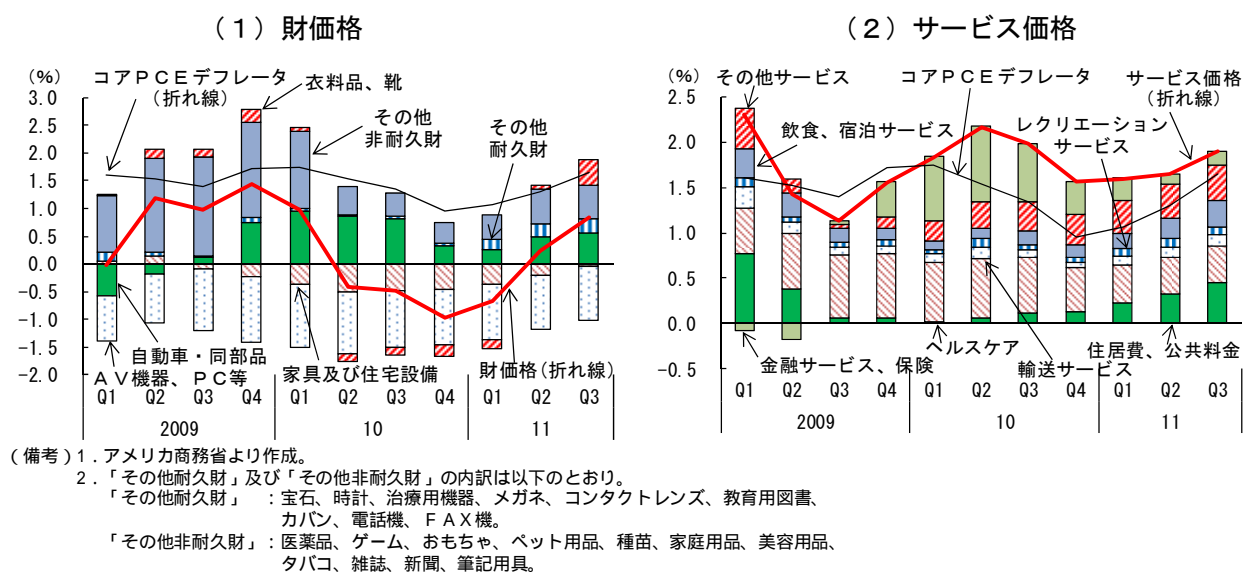
第2-2-65図 PCEデフレーター推移：11年に入り上昇



（備考）1. アメリカ商務省より作成。
2. PCEデフレーターとは、個人消費支出デフレーターのこと。
3. コア指数は、総合指数からエネルギー・食品を除いたもの。

PCEコア指数の内訳を財価格とサービス価格に分けてみると、財価格については、10年以降、前年比でマイナスであったが、11年第2四半期以降はプラスに転じ、伸びが高まっている。項目別には、衣料品、靴が11年第2四半期に入ってプラスの寄与に転じ、また、自動車・同部品及びその他耐久財（宝飾品、治療用装置等）のプラス寄与が11年に入り大きくなっている。サービス価格についても、11年に入り伸びが若干高まっている。項目別には、住居費・公共料金や飲食・宿泊サービスのプラス寄与が大きくなっている（第2-2-66図）。

第2-2-66図 PCEデフレータ項目別の推移：財価格が伸び高まる



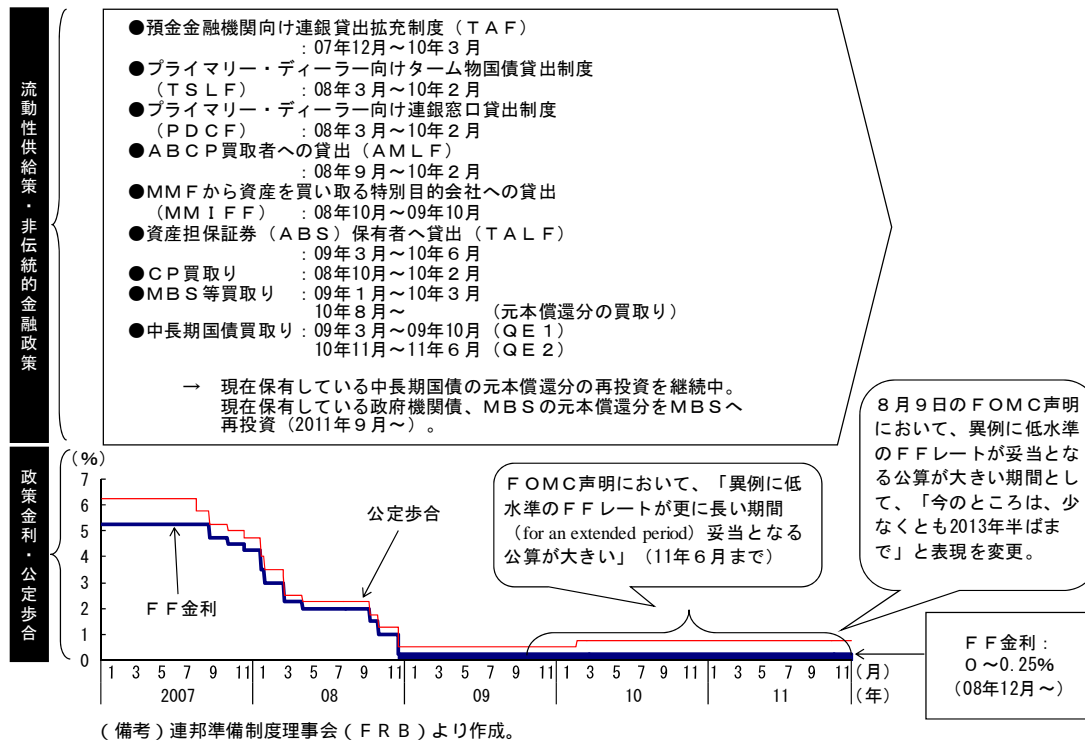
PCEコア指数の上昇に寄与している衣料品や自動車について、関連する財の生産者物価指数をみると、例えば、皮、プラスチック、タイヤ、鉄、鉄スクラップ価格の上昇が進んでおり、価格転嫁の様子が伺える。価格転嫁については、9月の地区連銀報告（ページブック）でも、大多数の地区は価格圧力が低下したが、いくつかの産業では投入コストの上昇が続いたとの報告がなされている。例えば、シカゴ地区では、商品価格、とりわけ銅や鉄鋼価格の上昇がコスト面での圧力になっていることや、サンフランシスコ及びクリーブランド地区では綿製品価格の上昇や、カンザスシティ地区での食料品のコスト上昇に伴うレストランでのメニュー価格の上昇が報告されている。

(ii) 出口戦略の議論から異例の緩和的金融政策へ

世界金融危機発生後、ゼロ金利政策や、様々な流動性供給策・非伝統的金融政策を実施してきたFRBは、10年11月に開始した中長期国債買取り（いわゆるQE2）を11年6月に予定通り完了した。FRBは、11年春頃までは金融政策正常化への道筋を探って

いたものの、その後、アメリカ経済が減速傾向を強めたことから、8月には金利水準のコミットメントを表明し、9月にはいわゆるツイスト・オペの実施に踏み切るなど、緩和的姿勢を強めることとなった。以下、11年春以降の動きについて、具体的に見ていく（第2-2-67図）。

第2-2-67図 政策金利・非伝統的金融政策の推移



(ア) Q E 2 完了

10年11月のF O M C (連邦公開市場委員会)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行う量的緩和、いわゆるQ E 2を決定した。この背景には、10年春以降、経済見通しが異例なほど不確実な情勢になり、期待インフレ率も低下傾向であったことがあげられる。

そして、11年6月のF O M Cにおいて、Q E 2は予定通り完了すること、保有証券の元本償還分を中長期国債へ再投資する (F E Dのバランスシートの規模を維持する)ことを決定した。バーナンキ議長は、F O M C後の記者会見において、Q E 2の延長あるいはQ E 3を決定しなかった理由として、1)デフレリスクが大きく後退したこと、2)労働市場が改善していることの2点を指摘した。

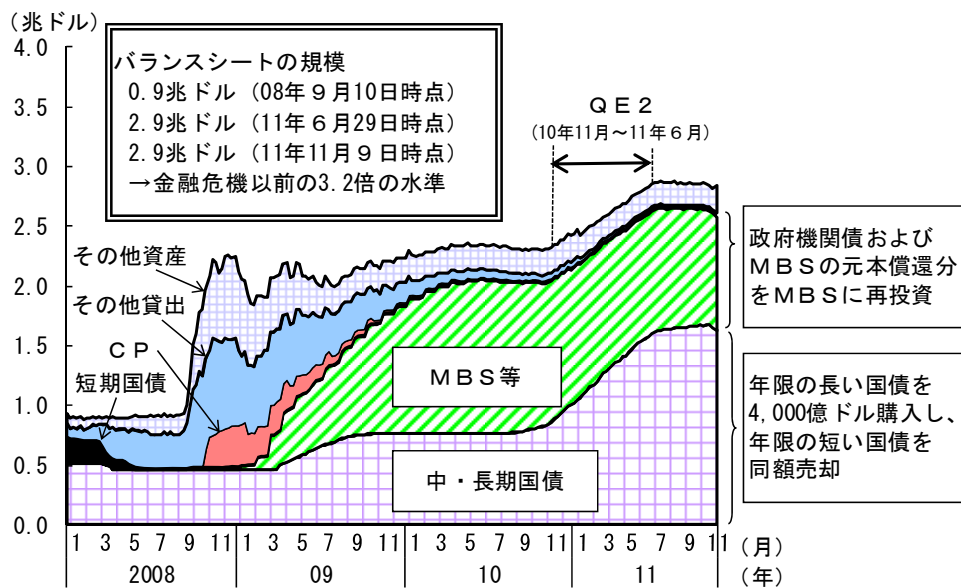
Q E 2完了の決定については、F O M C参加者全員が賛成したものの、詳細については意見の対立があった。すなわち、経済成長が失業率を押し下げるのに不十分な状況が続き、物価上昇率が再び低水準に戻れば、追加緩和が適切となる可能性があるとする参

加者がいる一方で、F R Bによる量的緩和自体がインフレリスクを高め、インフレ期待を生み出しているという意見もあった。この経済や物価に対する参加者間の見方の違いが、後述する8、9、11月のF O M Cの際にも顕在化することになる。

なお、この6月のF O M Cでは、金融政策正常化（出口戦略）原則について議論が行われ、1人を除く全てのメンバーが正常化の進め方について合意しており、この時点では、正常化への道筋を探っていたことが伺える。

Q E 2の完了により、連邦準備制度（F E D）のバランスシートの規模は世界金融危機発生以前の約3倍にまで拡大した（第2-2-68図）。

第2-2-68 図 F E Dのバランスシート（資産サイド）：規模は大幅に拡大



（備考）連邦準備制度理事会（F R B）より作成。

（イ）議会証言：追加緩和と出口戦略のメニュー提示

11年7月、バーナンキ議長は、金融政策に係る半期に一度の定例議会証言を行った。その中でバーナンキ議長は、仮に経済の回復が弱くデフレリスクが再び現れた場合に取
り得る追加緩和の選択肢と、金融引締めが必要な経済状況となった場合の出口戦略の進
め方をそれぞれ提示した（第2-2-69表）。

第2-2-69 表 追加緩和あるいは出口戦略に向けた政策の選択肢

追加の緩和策	出口政策に向けた取り組み
以下の項目を具体例として列挙。 FF金利やバランスシートを維持する期間をより明確化 更なる証券の購入の開始や保有証券の償還期間の長期化 超過準備への付利の引下げ	以下の手順を出口戦略の原則として提示。 証券の再投資停止(受動的なバランスシート縮小) それと同時にその後に、FF金利に関する表現を変更 一時的な資金吸収オペの開始、 また状況により正当化された場合にはFF金利引き上げ エージェンシー債を売却する

（備考）連邦準備制度理事会（F R B）より作成。

(ウ) 追加緩和メニュー①：金利水準に対する異例のコミットメントとFOMCメンバーの意見の隔たり

11年7、8月にかけて、弱い実質経済成長率や個人消費の減少傾向が明らかになるなど、アメリカ経済が減速傾向を強める中、債務上限引上げ問題により消費者や企業のマインドも大幅に悪化した。このような状況の中で、市場参加者等からは追加量的緩和(QE3)期待が高まっていた。

こうした中で開かれた8月のFOMCでは、「今年に入ってから経済成長は、予想していたよりも相当緩慢」、「今後数四半期の景気回復ペースは想定より幾分緩慢になる」、「先行きの景気下振れリスクは増大している」と景気判断及び見通しが引き下げられた。そして、FF金利の誘導目標は現行の0~0.25%を据え置くことを決定するとともに、「今のところ、異例に低水準のFF金利が少なくとも2013年半ばまで妥当となると見込んでいる」旨が表明された。このFF金利の時間軸明確化は、前述の7月の議会証言で述べられていたものではあるが、中央銀行が一定の期間、金利水準を維持することをコミットするという異例³⁷とも言える表明である。

この政策決定に対しては3名の委員が反対票を投じている。政策決定が全会一致とならなかったのは、1992年11月以来となる19年振りのことである。6月のFOMCにおいても経済や物価の見方について参加者の意見に相違がみられていたが、金利水準を維持する期間をコミットするという異例の表明は、より積極的に金融緩和をすべきと主張する委員がいる一方で、今回の追加緩和措置が迅速な景気回復を促進する上で大きな役割を果たす公算は小さいとして決定に反対する委員もいるという、参加者間での意見対立があることを表面化させることとなった(第2-2-70表)。なお、8月のFOMC後、ある反対派の委員からは、「昨年11月以降、物価上昇率は高まっており、失業率は依然高いものの改善している。こうした経済変化に対し、一段の金融緩和を行うことは適切な対応ではないと考える」との異例な声明文が出された。

³⁷ 他国における時間軸に係るコミットメント事例として、カナダと日本がある。カナダ中銀は、09年4月、「インフレ目標を達成するため、10年の第2四半期の末まで、政策金利の誘導目標は現在の水準に留まると予想。」とした。その後、カナダ中銀は10年4月にこの時間軸文言を修正、10年6月には利上げを行っている。日銀は、01年3月、「生鮮食品を除く消費者物価指数の前年比上昇率が安定的に0%以上になるまで」ゼロ金利・量的緩和政策を続けることを約束。その後の06年3月、約5年ぶりに量的緩和政策は解除され、翌7月に利上げを実施した。

第 2-2-70 表 追加緩和に対する参加者間の見方の違い

	追加緩和派の主張	追加緩和反対派の主張
参加者の経済状況および見通しについて	・失業率がかなり高いまま留まるという見通しの下、追加的な金融緩和が正当化される。	・コアインフレの上昇と失業率のやや低下が併存する状況は、潜在的な生産水準が想定以上に低い可能性を示唆している。 ・利用可能なツールはいずれも景気回復促進にあまり有益ではない。 ・現時点で追加刺激をすれば生産や雇用を支援しないでインフレを招くりリスクを冒すだろう。
追加の金融緩和策について	一部(some)の参加者は追加資産購入による長期金利の押し下げを主張	一部(some)の参加者は「これらの追加措置が迅速な景気回復を促進する上で大きな役割を果たす公算は小さい」として、反対。
	その他の参加者(others)はFEDの資産のポートフォリオの年限長期化を主張	
	数名(a few)はIOER(準備預金金利)の引き下げを主張	
8月に決定された金融政策について	・少数のメンバーは8月の会合での、より積極的な金融緩和を主張 ・大半のメンバーは、FFレートの水準について13年半ばまでという条件付きの予想を示すことは、世の中に対する有効なガイダンスを提供するもの ・数人(some)は、そうした提示は経済状況がFOMCの現在の予想通りに展開しない場合に、より早く、あるいは、より遅く政策金利を調整するFOMCの柔軟性を取り去るものではない	一人のメンバーは、特定の時期を時間軸で明示することで、それが無条件のコミットメントだとみなされてしまい、そうしたタイミングが結果として不適切になった場合に、FOMCへの信認が損なわれることへの懸念を示す。

(備考) 連邦準備制度理事会(FRB)より作成。

(エ) 追加緩和メニュー②：「満期長期化プログラム」の実施とMBSへの再投資

11年8月のFOMC後も悪い経済指標の発表が続き、また、欧州債務問題がより深刻さを増し金融資本市場に緊張が走る中、8月末に行われたジャクソンホールでの講演において、バーナンキ議長は、9月のFOMCを2日間に延長し、採りうる政策手段について議論することを表明した。

その後行われた9月のFOMCでは、1)12年6月までに残存期間が長期の国債を4,000億ドル分購入し、残存期間が短期の国債を同額分売却する「満期長期化プログラム」(いわゆるツイスト・オペ)の実施、2)保有する政府機関債と住宅ローン担保証券(MBS)³⁸の元本償還分のMBSへの再投資を決定した(第2-2-71表)。このツイスト・オペもまた、7月の議会証言で挙げたメニューのうちの1つであった。

なお、8月のFOMCで、金利水準のコミットメントに対して反対をした3名の委員

³⁸ FRBは、09年1月から10年3月までの間、住宅ローン市場を支えるため、ファニーメイやフレディマックといった政府支援機関が発行する債券及びMBSの買取りを実施した。11年9月のFOMCにおけるMBSへの再投資の決定は、FRBが、住宅セクターの問題が景気回復を妨げている大きな理由の一つとして認識していることによる。なお、バーナンキ議長は、11月FOMC後の記者会見において、最終的には国債のみのポートフォリオにしたいとしつつ、MBSの買取りを実行可能な選択肢(viable option)と述べた。

は、9月のFOMCでも反対票を投じた。緩和的政策の必要性に関する参加者間の意見の溝が大きいことがうかがえる。

第 2-2-71 表 満期長期化プログラムによる購入証券の残存期間別配分

残存期間	名目国債				物価連動国債
	6～8年	8～10年	10～20年	20～30年	6～30年
配分	32%	32%	4%	29%	3%

<参考>ツイストオペ決定前の保有割合（ストック）

残存期間	名目国債						物価連動国債
	1.5～2.5年	2.5～4年	4～5.5年	5.5～7年	7～10年	10～30年	6～30年
配分	5%	20%	20%	23%	23%	6%	3%

（備考）ニューヨーク連銀公表資料より作成。

（オ）QE2とツイスト・オペの効果に係る考察

世界金融危機発生後の08年12月より、いわゆるゼロ金利政策を維持し続けているFRBにとっては、利下げ余地が限られていることから、弱い景気回復を支えるための手段として、国債買取り等の非伝統的金融政策が大きな役割を担うと考えられる。こうした非伝統的金融政策は景気下支えにどのような効果があるのだろうか。ここでは、11年6月まで行われたQE2と11年9月に決定されたいわゆるツイスト・オペを取り上げ、これらの措置がどのように長期国債の利回りや、社債やMBS等の国債以外の資産の利回りに対して影響を与えるかについて考察する。

FRBによる中長期国債の大規模な買取りの長期金利等への影響については、様々な学術研究により整理がなされている³⁹が、それらに共通する一つの効果として、「ポートフォリオ・バランス効果」と呼ばれるものが挙げられる⁴⁰。一般に、長期の債券は、短期の債券と比べ期間が長いという点でリスクが高いため、当該期間に係るリスクプレミアム（期間プレミアム（term premium））が短期の利回りに上乗せされ長期の利回りが決まる。「ポートフォリオ・バランス効果」とは、FRBによる中長期国債の大規模な買取りが、相対的にリスクの高い中長期国債を市場から減少させることで、市場全体が抱える期間プレミアム（term premium）を減らし、中長期国債の利回りに付加されるリスクプレミアムを縮小させることを通じて、長期金利を低下させることをいう。

また、このポートフォリオ・バランス効果は、他の資産の利回り低下にも寄与する。

³⁹ バーンキFRB議長が7月に行った議会証言の際に事前に用意された証言原稿の中で、関連するいくつかの研究論文が紹介されている。

⁴⁰ このほか、Krishnamurthy et al (2011)等では、例えば、流動性効果（資産買取りにより市場に流動性が供給され、取引が活発になることで流動性プレミアムが低下する効果。市場が機能せず売買がなされないことで取引が停滞している場合に有効。）やシグナリング効果（市場関係者において、中央銀行は抱える資産の損失を出さないよう金利を当面は引き上げないだろうという期待が形成される効果）等が指摘されている。

すなわち、F R Bの大規模買取りが、民間投資家における中長期国債の利回り低下に対する期待を形成し、投資家が収益を確保できる他の代替資産を購入することにより、当該資産の価格を上昇(金利を低下)させ、金融市場全体を緩和的にさせる効果である(ポートフォリオ再分配効果)。この点については、その影響が国債、社債、金利スワップの市場を含む広範囲に渡ることから、政策金利がゼロに到達した後でも、追加金融緩和手段としての効果が期待されるとの指摘がある⁴¹。

バーナンキ議長は11年7月の議会証言において、これらの研究成果やF R Bの分析を踏まえ、QE2の効果については、長期金利をおおむね10~30bp低下させたと考えられ、F F金利に換算すれば40~120bpの引下げとほぼ同様のインパクトを経済に対して与えたと考えられると証言している。また、ツイスト・オペについてバーナンキ議長は、10月の議会証言の質疑応答において、長期金利をおおむね20bpほど低下させると予測しており、これはF F金利に換算すれば50bpの引下げに相当するものと発言している。

11年9月に決定された、いわゆるツイスト・オペは、1961年に実施されて以来の約50年ぶりの施策である。1961年に実施されたツイスト・オペ(88億ドルの長期国債を購入し、ほぼ同額の短期国債を売却)に関しては、長期金利を15bp程度低下させ、F F金利に換算すれば100bpの引下げと同じインパクトがあったとの研究がある⁴²。また、短期の国債を4,000億ドル売却し、同額の長期国債を購入した場合、ゼロ金利政策の下で、短期金利を上昇させることなく長期の国債利回りを13bp引き下げることができるとの分析もなされている⁴³。

今般のツイスト・オペは、対象額の対GDP比や対国債発行額比でみて、1961年のものと同等の規模である一方、ゼロ金利政策下であり、かつ、F R Bが2013年半ばまでの金利水準についてコミットメントしていることや、他の資産の利回りも歴史的に低水準にあるという点において、かつてと状況が異なっており、バーナンキ議長が指摘するような効果があるか注目される(第2-2-72表)。

⁴¹ Gagnon et al (2011)

⁴² Swanson (2011)

⁴³ Hamilton et al (2011)

第2-2-72表 ツイスト・オペとQE2の比較

	QE2	満期長期化プログラム (ツイストオペ)	【参考】 過去に実施されたツイスト・オペ
実施期間	2010年11月～11年6月 (8か月間)	2011年10月～12年6月 (9か月間; 予定)	1961年2月～4月
実施規模	6,000億ドル(750億ドル/月)	4,000億ドル(450億ドル/月)	88億ドル
対名目GDP比	4.1%	2.7%	1.6%
対米国債発行残高	7.0%	4.2%	0.5%
期待される効果 (バーナンキ議長の発言)	長期金利を0.1～0.3%引き下げ = FF金利を0.4～1.2%引き下げ	長期金利を0.2%引き下げ = FF金利を0.5%引き下げ	
期待される効果 (研究論文)		長期金利を0.13%引き下げ	長期金利を0.15%引き下げ = FF金利を1.00%引き下げ

(備考) 連邦準備制度理事会(FRB)、Swanson(2011)、Hamilton et al(2011)、Gagnon et al(2011)。

(カ) 今後の見通し

11月のFOMCでは、9月に決定した「満期長期化プログラム」等の政策を維持することが決定されるとともに、経済見通しが同年6月時点から大幅に下方修正された(第2-2-73表)。なお、8、9月のFOMCにおいて追加緩和に反対する委員3名が反対票を投じていたが、11月のFOMCでは追加緩和を必要と主張する委員1名が反対票を投じている。

今後については、11年初の一次産品価格高騰の影響が一層和らいでくることにより物価上昇が落ち着いてくることが見込まれ、一方、失業率については早々に改善するとは考え難い状況にある。利下げ余地が限られている中で、国債やMBSの追加購入といった緩和的措置の選択肢はなおも残されており、国債等の買取りは当局による市場への介入であることから避けるべきと主張する参加者がいる⁴⁴ものの、景気回復が想定以上に進まない場合においては国債等の追加購入といった手段に踏み切ることもあり得ると考えられる。

第2-2-73表 FOMC参加者の見通し(11年11月時点)

		2011年	12年	13年	14年	長期
実質GDP	今回見通し (前回(6月))	1.6～1.7% ↓ (2.7～2.9%)	2.5～2.9% ↓ (3.3～3.7%)	3.0～3.5% ↓ (3.5～4.2%)	3.0～3.9%	2.4～2.7% ↓ (2.5～2.8%)
	失業率	9.0～9.1% ↑ (8.6～8.9%)	8.5～8.7% ↑ (7.8～8.2%)	7.8～8.2% ↑ (7.0～7.5%)	6.8～7.7%	5.2～6.0% ↑ (5.2～5.6%)
PCE	今回見通し (前回(6月))	2.7～2.9% ↑ (2.3～2.5%)	1.4～2.0%	1.5～2.0%	1.5～2.0%	1.7～2.0% (1.7～2.0%)
	コアPCE	1.8～1.9% ↑ (1.5～1.8%)	1.5～2.0%	1.4～1.9%	1.5～2.0%	

(備考) 1. 連邦準備制度理事会(FRB)より作成。

2. コアPCEはPCEの構成要素から変動の大きいエネルギー・食料を除いたもの。長期見通しは公表されていない。

3. 実質GDP、PCE、コアPCEは、当該年の10～12月期の前年同期比の値。失業率は、当該年の10～12月期の値。

⁴⁴ 第1章第3節2.(4)参照。

コラム2-5：バーナンキFRB議長の講演と期待形成

バーナンキFRB議長による講演や議会証言は、市場参加者の注目度が高く、発言内容により市場の期待が形成され、金融資本市場が動くことになる。

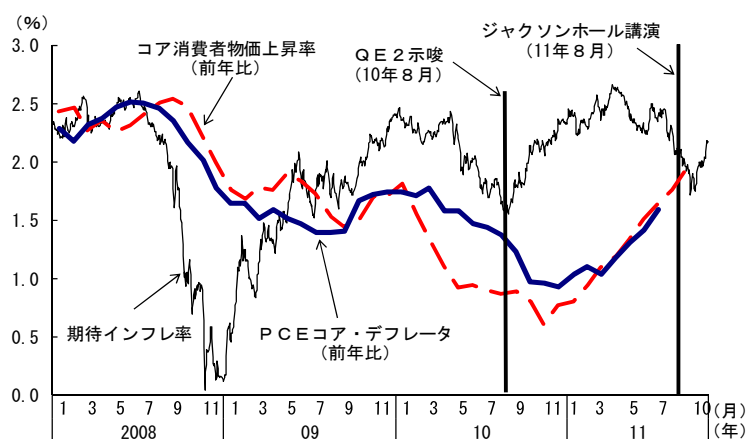
ここでは、その中でも10年、11年と特に注目度が高かったワイオミング州ジャクソンホールでの講演と、その内容がどのように市場参加者の期待を形成したのかを見ていく。

バーナンキ議長は、10年8月のジャクソンホールにおいて、QE2の実施を示唆した。その3ヶ月後、FRBは実際にQE2の実施を決定した。8月以降、マーケットでは、FRBによるQE2の実施を織り込み、期待インフレ率が上昇するとともに、株価が上昇し、ドル安となった。追加緩和の示唆に反応し、その効果を取捨するような期待形成が市場では行われていたものと考えられる。

一方、11年8月は、前年同様の追加の資産買入オペ、いわゆるQE3に何らかの言及がなされるのかに大きな注目が集まり、講演日の前から株価は追加緩和を織り込み上昇していたものの、バーナンキ議長は「9月のFOMCを1日から2日間に延長し、採り得る政策手段について引き続き検討する」と述べるに留まった。この結果、市場参加者の期待形成は前年とは異なった動きとなり、期待インフレ率は低下し、株価は一時200ドル超下げた後に上昇し、為替はドル高となった。

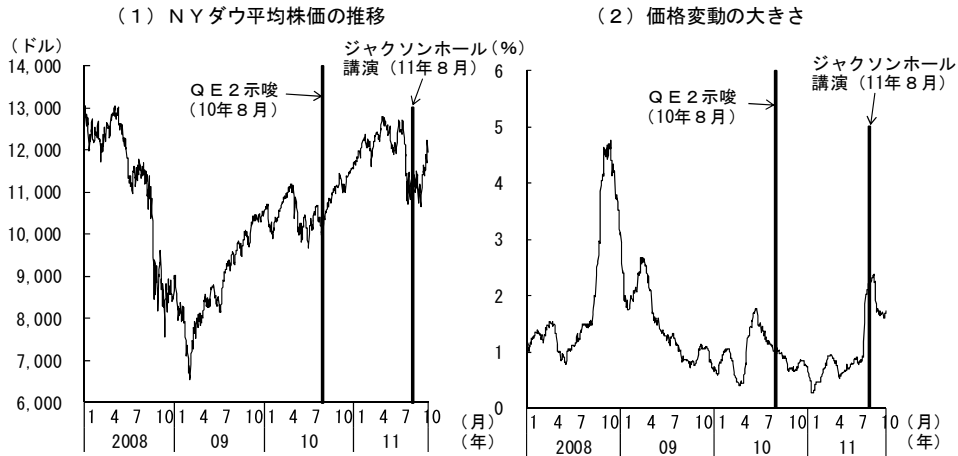
デフレリスクのあった10年と違い、物価上昇が続く11年においてQE3のような大胆な追加緩和を示唆することが難しい中、マーケットの期待形成に苦慮した結果が9月FOMCの日数延長の発表だったと考えられるが、金融政策のオプションがあまりないこと自体は市場参加者も認識しており、その結果、前年ほどには期待形成がされず、市場参加者の反応も限定的なものに留まったと考えられる。

図1 期待インフレ率と物価上昇率の推移



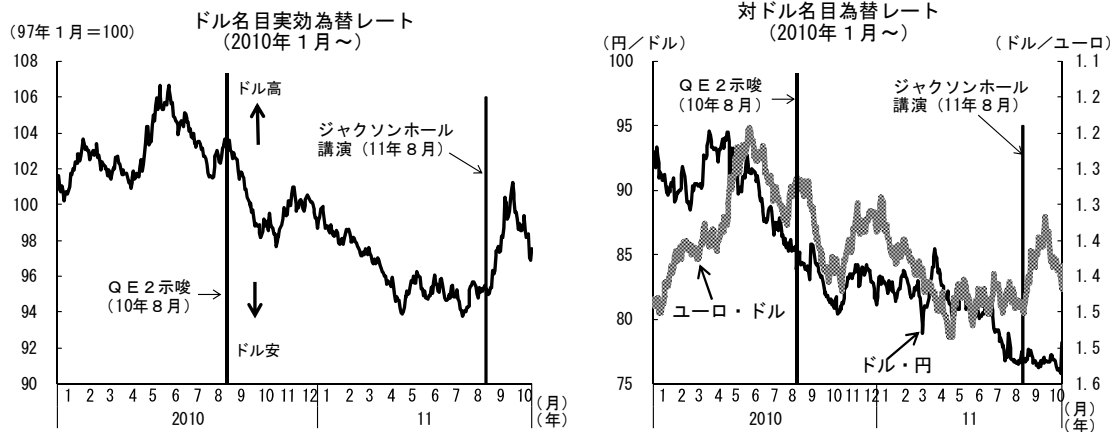
(備考) 1. アメリカ商務省、労働省、ブルームバーグより作成。
2. 期待インフレ率は、「アメリカ国債(10年物)利回り-アメリカインフレ運動債(10年物)利回り」により作成。

図2 株価と価格変動の推移



(備考) 1. ブルームバーグより作成。
2. 価格変動の大きさはNYダウ平均株価の変動率の標準偏差(過去30日間)。

図3 為替レートの推移：ドル安が進展



(備考) ブルームバーグより作成。

(備考) ブルームバーグより作成。

4. アメリカ経済の見通しとリスク

アメリカ経済は、現状では弱い回復が続いているが、以下ではアメリカ経済の先行きにかか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。

(1) 経済見通し（メインシナリオ）—緩やかな回復にとどまる

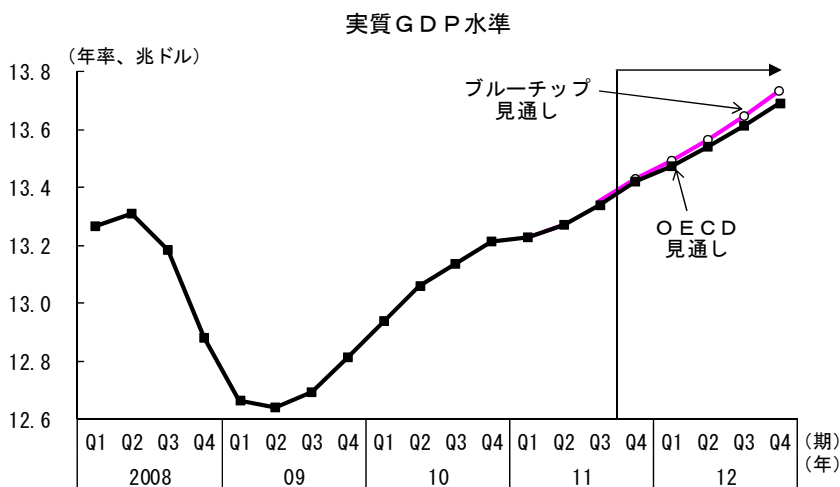
アメリカでは、個人消費の持ち直しや設備投資の増加などがみられるものの、家計のバランスシート調整の継続や失業率の高止まりなど家計の所得・雇用環境の改善が緩慢であることに加え、特に州・地方政府における緊縮財政の進展により政府支出が縮小し

ていることなどから、弱い回復が続いている。

先行きについては、物価の上昇が落ち着く一方、失業率の高止まりが続くなど雇用の回復が遅れる見通しであることから、消費は緩やかな伸びにとどまると考えられる。設備投資は、回復傾向にある企業収益を背景に堅調な伸びが続くと見込まれる。一方、政府支出については、州・地方財政では地域経済の回復の遅れや連邦政府による財政支援の縮小から厳しい財政運営が続くとともに、連邦政府では2011年予算管理法に基づく財政赤字削減が12年以降本格化することから、全体としてはマイナス寄与が続くと予想される。この結果、12年は緩やかな回復となる見通しであり、12年全体の実質経済成長率は前年比2%程度となる可能性が高い⁴⁵。国際機関等においても、同程度の見通しが示されている(第2-2-74図)。

なお、失業率は、景気が緩やかな回復にとどまるほか、労働需給のミスマッチ解消に時間を要すると考えられることから、改善の足取りは重いと考えられる。この結果、12年は9%前後とアメリカの構造失業率(5~6%)を大きく上回る高い水準で推移する見通しである。

第2-2-74図 アメリカ経済の見通し



実質経済成長率

	2011年	12年			
	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)	2.3	1.9	2.2	2.4	2.6
OECD (11年11月28日)	2.5	1.7	1.9	2.2	2.3

⁴⁵ 12年の見通しについては、11年末に終了する社会保障税減税、緊急失業保険給付等の延長を前提としている。

国際機関の見通し

(%)

		11年	12年
ブルーチップ (民間見通し平均) (11年11月10日)	上位10社	1.8	2.7
	平均	1.8	2.1
	下位10社	1.7	1.5
OECD (11年11月28日)		1.7	2.0
IMF (11年9月20日)		1.5	1.8
行政管理予算局(OMB) (11年9月1日)		1.7	2.6
議会予算局(CBO) (11年8月24日)		2.4	2.6

- (備考) 1. ブルーチップ・インディケータ(11年11月10日号)、OECD “Economic Outlook 90” (11年11月28日)、IMF “World Economic Outlook” (11年9月20日)、アメリカ行政管理予算局(11年9月1日)、アメリカ議会予算局(11年8月24日)より作成。
2. 議会予算局の見通しは、11年7月中旬以降の経済状況の変化やGDP年次改定を踏まえていない。

以下、個別の需要項目について概観する。

(i) 個人消費

物価上昇率が安定し実質購買力への下押しは和らぐものの、家計のバランスシート調整の継続に加えて、雇用・所得環境の改善が緩やかなペースでしか進展しない見通しから、消費の伸びは緩やかなものにとどまると見込まれる。なお、現行の政策による下支え(社会保障税減税、緊急失業保険給付の延長措置等)が11年末で終了する場合には、消費の伸びがさらに抑制される可能性がある。

(ii) 住宅投資

住宅市場は過剰在庫を抱え、住宅価格の下落ないし低迷が当面続く見通しであり、さらには、家計のバランスシート調整の継続や雇用・所得環境の改善の遅滞などが見込まれることから、住宅需要は弱い状況が続くと考えられる。住宅投資は引き続き軟調な動きが続く可能性が高い。

(iii) 設備投資

設備稼働率は低い水準にあるものの改善しており、また企業収益も良好であることから、設備投資は堅調な伸びが続くと見込まれる。なお、設備投資減税が11年末に終了し延長されない場合には、12年以降、設備投資の反動減が生じるおそれがある。

(iv) 政府支出

11年8月に成立した2011年予算管理法に基づく財政赤字削減が12年以降本格的に実施されることから、連邦政府支出の縮小が見込まれる。また、州・地方政府では、地域経済の回復の遅れや連邦政府による財政支援の縮小から緊縮的な財政運営が続く見通しである。政府支出全体としては、マイナス寄与が続くと見込まれる。

(v) 外需

世界経済の回復は弱まっており、中でもヨーロッパ地域の成長が鈍化すること、またアメリカ経済は緩やかな回復となることから、輸出入は緩慢な伸びに留まると見込まれる。

(2) 経済見通しにかかるリスク要因

見通しに係る下振れリスクは半年前に比べて弱まっているものの、リスクの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。

(i) 欧州政府債務問題の悪化と実体経済への波及

ギリシャをはじめとするヨーロッパのソブリン問題への対応が進展せず、金融資本市場が動揺し混乱が広がる場合には、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、ソブリン問題によりヨーロッパの実体経済が想定以上に悪化し、さらに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。

(ii) 雇用の回復の遅れ

雇用のミスマッチが解消されず、失業率の改善が進まない場合には、所得環境の悪化を通じて、消費や住宅等の家計部門の需要がさらに縮小するおそれがある。

(iii) 住宅価格の更なる下落

住宅価格が更に下落する場合には、住宅需要の回復の遅れや逆資産効果を通じた消費の抑制が生じる可能性がある。また、差押え物件の資産価値の低下により金融機関のバランスシートが大きく毀損される場合には、ローンの貸出態度の厳格化等の影響が懸念される。

(iv) 財政緊縮の影響

連邦政府においては、想定以上に景気回復が遅れる場合には、2011年予算管理

法に基づく歳出削減が景気動向に照らして過度に緊縮的となり、景気を悪化させるおそれがある。また、景気回復の遅れから税収が十分に確保できない場合には、政府支出の更なる減少等を通じて景気を下押しするおそれがある。一方、増税措置が強化される場合には、可処分所得の減少を通じて消費を下押しする可能性が高い。

また、州・地方政府においても、地域経済の回復の遅れにより税収不足が拡大し、あるいは連邦政府の財政赤字削減によって財政支援が縮小する場合には、歳出削減等の更なる財政緊縮をもたらすこととなり、ひいては地域経済を更に悪化させるといふ悪循環に陥る可能性がある。

(v) 新興国経済の成長鈍化

先進国経済の減速を受けて新興国経済の成長が鈍化する場合には、輸出の減少を通じて、景気が下押しされる可能性がある。

上記のほか、10年秋の中間選挙の結果、連邦議会は上下両院で過半数を占める政党が異なる「ねじれ状態」にある。11年春以降の景気減速を受けて、新たな雇用対策やインフラ投資、減税措置の延長といった提案が政権側からなされているものの、議論は膠着しているなど政策運営をめぐって激しい対立が続いている。12年秋に大統領選挙を控え、与野党の対立による政策の停滞が景気に及ぼす影響が懸念される。