

ぐる懸念が出ていることで、金融市場のボラティリティが著しく高まった」、「アメリカと諸外国の経済・金融上の関わり合いが相互に大きいことを踏まえると、海外情勢に注視する必要がある」と指摘した。

10月会合でも利上げは見送りになったが、FOMC声明文において世界経済のリスクに関する記述が後退するとともに、12月利上げに含みを残した。FRBの高官はデータ次第としながらも年内の利上げの可能性を繰り返し指摘しており、また、10月の雇用者数の増加が市場予想を上回って改善し、単月ではあるが賃金上昇率も09年7月以来の高水準となる前年同月比2.5%となったことから、市場では12月利上げを織り込んでいる。

第2-1-1表 FOMCの声明文の推移

<現在>		<前回利上げ開始前>	
年月	声明文	年月	声明文
14年10月	相当な期間現在の政策金利を維持することが適切	03年12月	緩和的な金融政策は相当な期間維持できる
14年12月	金融政策の正常化開始に向けて辛抱強くなれる	04年1月	緩和的な金融政策を解除するのに辛抱強くなれる
15年1月	同上	04年3月	同上
15年3月	・4月の会合で政策金利を上げる可能性は低い ・労働市場がさらに改善し、インフレ率が中期的に目標の2%に戻ると合理的な自信が得られた場合は利上げが適切となる	04年5月	緩和的な金融政策は慎重なペースで解除される
15年4月	同上	04年6月	初回利上げ（1.00%→1.25%）
15年6月	同上		
15年7月	・労働市場がさらに幾分か改善し、インフレ率が中期的に目標の2%に戻ると合理的な自信が得られた場合は利上げが適切となる		
15年9月	同上		
15年10月	同上		

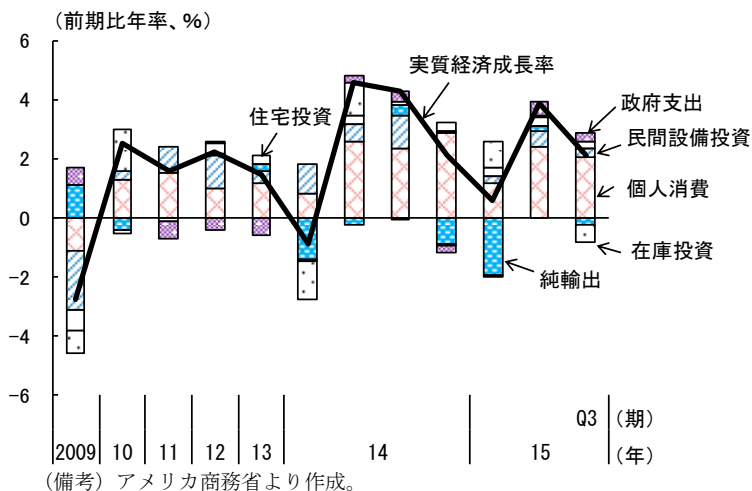
(備考) FRBより作成。

## 第2節 アメリカ経済の現状点検

FRBが金融政策正常化を検討している背景には、アメリカ経済の回復が続いていることがある。

アメリカ経済は、雇用・所得環境の改善が個人消費の増加に結び付くという好循環がみられ、景気は回復が続いている。実質経済成長率をみると、2014年は年初に寒波・大雪の影響等に下押しされたため、通年では2.4%成長にとどまった。15年1～3月期は、寒波・大雪の影響に加えて、西海岸の港湾施設の労使紛争の影響によるサプライチェーンの混乱や、原油価格下落による鉱業部門の設備投資の減少、ドル高による輸出の減速も影響したため、実質経済成長率は前期比年率0.6%にとどまった。4～6月期は、ガソリン価格低下による実質所得の増加もあって個人消費が大幅に増加したため、同3.9%の高成長となった。7～9月期は在庫の減少等により同2.1%成長にやや減速したものの、個人消費は堅調に推移しており、引き続き景気が回復していることが確認された（第2-2-1図）。

第2-2-1図 実質経済成長率：消費中心の回復



## 1. 量的緩和の効果

世界金融危機後、米国経済が回復傾向を維持している要因としてFRBが導入した非伝統的な金融政策<sup>3</sup>の果たした役割を指摘する必要がある。FRBは、08年11月に国債やMBS（不動産担保証券）の大規模購入（量的緩和、いわゆるQE1）に踏み切った。大規模な資産購入が計3回（QE1～QE3）にわたって実施され、FRBのバランスシートは大きく拡大した。加えて、このような政策を長期にわたって継続するとのコミットメントが行われた。量的緩和政策の効果の度合いについては、識者によって見解が分かれるものの、一定程度の景気下支え効果があったとみられている。

まず、ベースマネーの推移をみると、FRBがバランスシートを急拡大させた08年後半から09年半ばにかけて大きく増加した。一方、QE2及びQE3実施時は前年の水準が高かったため、QE1の時に比べれば伸び率は大幅に縮小した（第2-2-2図）。一方、マネーサプライの増加ペースは、ベースマネーと比較して緩やかであった。

この間の株価の推移をみると、QE1実施後、世界金融危機後の最安値(09年3月)をつけたものの、その後上昇に転じた。QE1終了後は一時的に下落したものの、10年8月にバーナンキFRB議長がQE2を示唆した後、11年初頭にかけて上昇局面が継続した。QE3

<sup>3</sup> 非伝統的な金融政策は、従来の金融政策と比較して三つの点で異なる。

第一に「FRBのバランスシートの維持・拡大」である。中長期国債、政府機関債やMBSの買取りが行われたほか、バランスシートの規模の維持等のため、元本償還分の再投資やツイスト・オペも実施された。

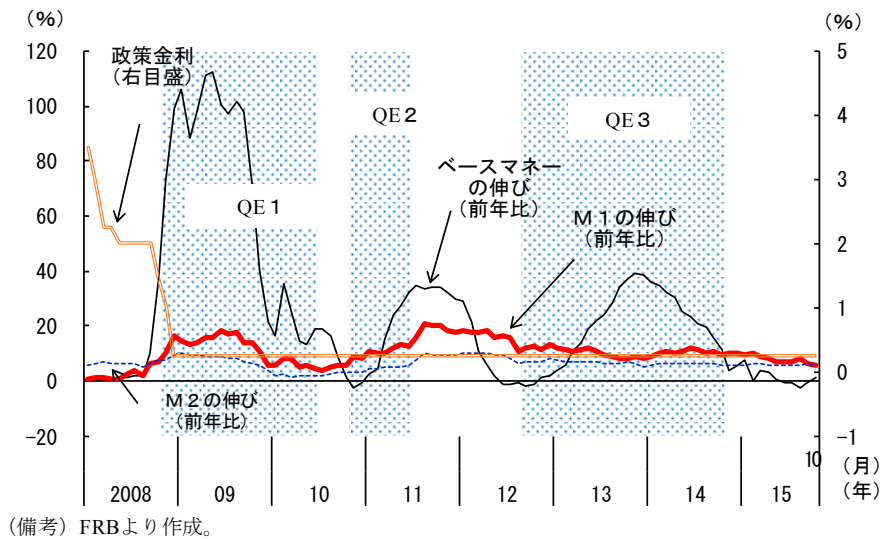
第二に「時間軸政策の導入及び強化」である。FRBは非伝統的な金融政策を実施する間、ゼロ金利政策の継続期間の延長を明示することによって、時間軸政策へのコミットをより高めた。

第三にFRBの法的責務の一つである「物価の安定」の目標数値の明確化である。「個人消費支出デフレータの前年比で2%が長期的にみたFRBの法的責務と合致」とされた。

実施時には、追加金融緩和を織り込んでFOMC前から株価が上昇し、その後はアメリカの景気回復を背景に、大幅に上昇した（第2-2-3図）。

量的緩和の実施によって、実質利回りが低下したとの分析もある。IMFのエコノミストは、08年から12年の債券買い入れがなければ、10年債の実質利回りが1.4%上昇していたと推計している<sup>4</sup>。

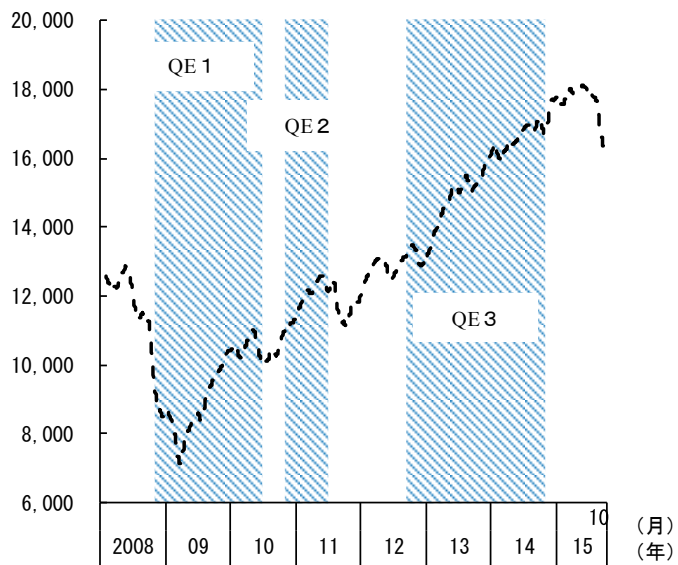
第2-2-2図 マネー関連指標



<sup>4</sup> Kaminska and Zinna (2014)

第2-2-3図 NYダウの推移：QE実施時に上昇

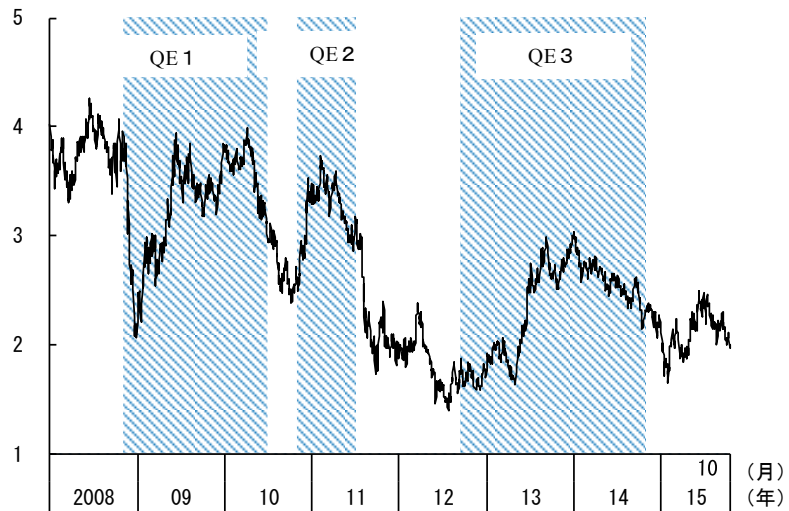
(ドル)



(備考) 25日移動平均。ブルームバーグより作成。

第2-2-4図 10年債利回りの推移

(%)



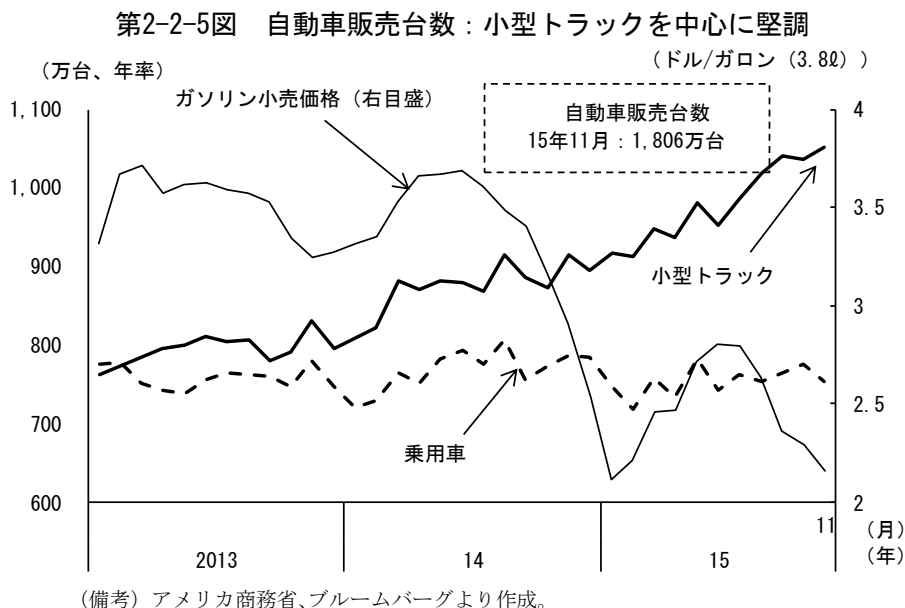
(備考) ブルームバーグより作成。

FRBによる大規模な緩和と長期にわたるコミットメントは市場参加者等の期待を高め、景気の早期回復に効果があったとの分析もある<sup>5</sup>。

## 2. 好調が続く家計部門

### (1) 個人消費と住宅の回復

アメリカ経済は家計部門を中心に好調が続いている。個人消費は、ガソリン価格の低下によって自動車の販売台数が大幅に伸びていることなどを背景に、増加している。中でも小型トラック（SUV、ミニバン、ピックアップトラック等）の増加が著しく、15年8月以降4か月連続で年率1,000万台を超えている（第2-2-5図）。アメリカの車の平均走行年数は金融危機以降特に増加していることから、潜在的な買い替え需要が拡大していると言われており<sup>6</sup>。なお、自動車ローンの残高は、15年4～6月期に前年同期比11.2%増となり、はじめて1兆ドルの大台を超えたが、90日以上滞納はおおむね3%台で推移しており、不良債権が増加している状況とはなっていない<sup>7</sup>。



<sup>5</sup> Engen *et al.* (2015)

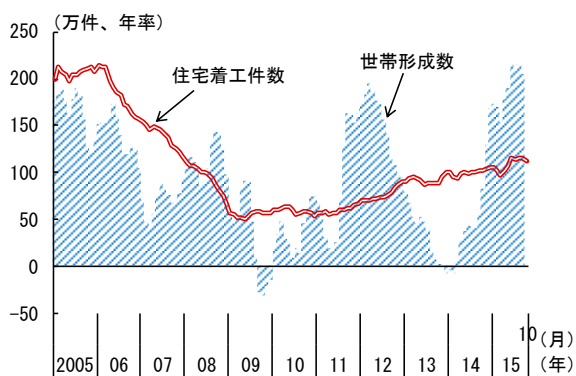
<sup>6</sup> IHS Automotive (2015)

<sup>7</sup> NY Fed (2015)

金融危機の要因となった住宅市場は回復が遅れていたが、ネガティブ・エクイティ物件（住宅の評価額がローン残高を下回っている物件）の調整が進んだことから、持ち直している。住宅着工件数は14年後半から年率100万戸の大台を回復してきており、15年1～3月期は寒波・大雪の影響で減少したものの、4～6月期は同114.4万戸と前期の反動もあって持ち直した。アメリカでは、雇用・所得環境が改善する中、若年層の独立等により、25～34歳を中心に世帯形成数が14年半ば以降増加傾向にあり、住宅着工件数が増加する余地は大きくなっている（第2-2-6図）。住宅価格は12年半ばを底として15年11月現在前年比5%程度で緩やかに上昇しており、05～06年のような急激な価格上昇にはなっていない（第2-2-7図）。

第2-2-6図 住宅着工件数と世帯形成数：

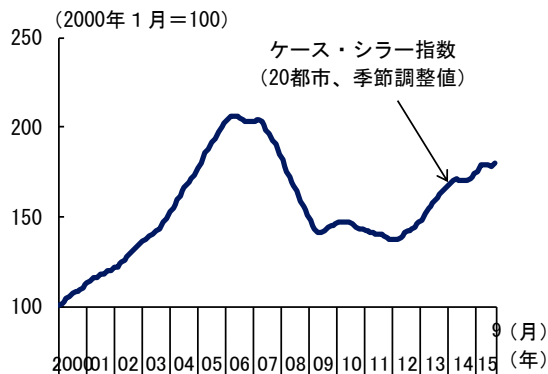
住宅着工は緩やかに増加



(備考) アメリカ商務省より作成。世帯形成数と住宅着工件数はいずれも3MA。(備考) スタンダード・アンド・プアーズより作成。

第2-2-7図 住宅価格の動向：

住宅価格は緩やかに上昇



## (2) 雇用と物価—FRBの二大責務の達成状況

次に、FRBの二大責務である雇用の最大化と物価の安定について確認する。

イエレンFRB議長が政策判断の際に重視されると言われる9つの雇用関連指標（いわゆる「イエレン・ダッシュボード」）をみると、非農業部門の雇用者数、自発的退職率、解雇率の3つについては、世界金融危機前の水準を回復している。労働参加率のように、人口要因もあって危機当時から改善を期待しにくい指標があるものの、他の指標もおおむね改善の方向にある（第2-2-8表）。

15年8月、9月と2か月連続で、雇用の安定的な回復の目安とされる前月差20万人増を下回った（第2-2-9図）。業種別の内訳をみると、鉱業や製造業が減少しており、原油価格下落やドル高が影響しているとみられる。一方、製造業の中でも自動車は増加しており、好調さがうかがえる。

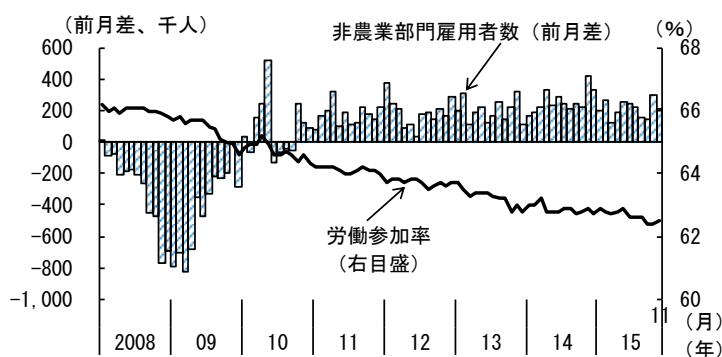
10月、11月は20万人増を回復したものの、労働参加率が15年11月現在62.5%と史上最低水準で推移する中、雇用者数が毎月20万人以上増加し続けるのは難しくなっているとの指摘もある<sup>8</sup>。労働力人口と雇用者数を景気の谷から並べてみると、今回の回復局面では前回に比べて、雇用者数は堅調に増加しているものの、労働力人口は伸び悩んでいることが示される（第2-2-10図）。

第2-2-8表 イエレン・ダッシュボード

		07年10～12月期	14年7～9月期	15年7～9月期
(1)	非農業部門雇用者数増減(万人)	9.9	23.7	17.1
(2)	失業率(%)	4.8	6.1	5.2
(3)	労働参加率(%)	65.9	62.8	62.5
(4)	長期失業者の割合(%)	18.0	32.0	27.1
(5)	広義の失業率(%)	8.5	12.0	10.2
(6)	求人率(%)	3.0	3.3	3.7
(7)	自発的退職率(%)	2.0	1.9	1.9
(8)	解雇率(%)	1.4	1.2	1.2
(9)	入職率(%)	3.7	3.5	3.6

- (備考) 1. アメリカ労働省より作成。  
 2. (4)～(9)は、以下の式で定義されている。  
 (4) 27週以上の失業者÷失業者  
 (5) (失業者+求職意欲喪失者等+経済的理由によるパートタイム労働者)÷(労働力人口+求職意欲喪失者等)  
 (6) 求人数÷(雇用者数+求人数)、(7) 自発的離職者÷雇用者数、(8) 解雇者数÷雇用者数、(9) 入職者数÷雇用者数  
 3. 前回の景気の山が2007年12月(全米経済研究所)であることから、当該期間を含む07年10～12月を目安とした。  
 4. 数値は3か月平均。

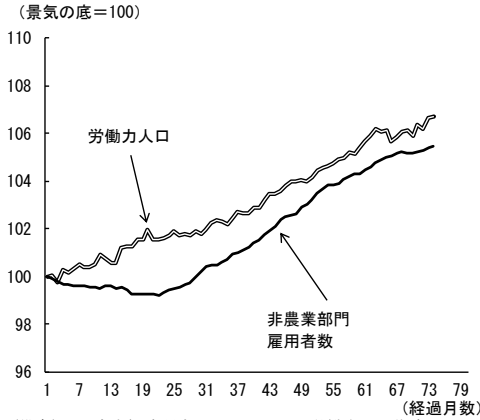
第2-2-9図 雇用者数の増加と労働参加率：労働参加率は低下傾向



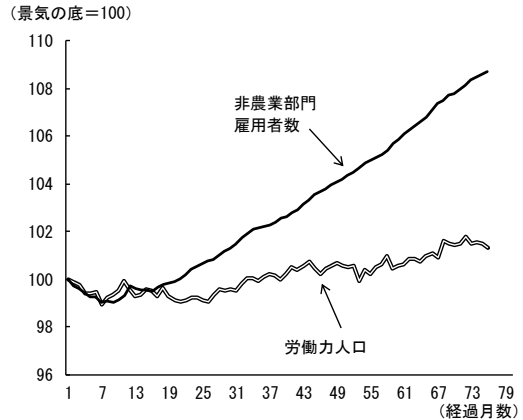
(備考) アメリカ労働省より作成。

<sup>8</sup> 報道によると、セントルイス連銀のブレード総裁は、10月2日に「近い将来、毎月の雇用創出が20万人を下回るものが通常状態になる」と発言した。また、イエレン議長は12月3日の議会証言で前月差10万人程度の雇用増でも経済の安定成長には十分と発言した。

第2-2-10図 労働力人口と雇用者数：労働力人口は伸び悩み  
 (1) 前回の回復局面 (2) 今回の回復局面



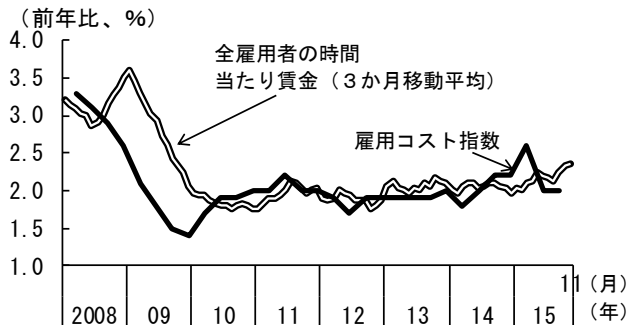
(備考) 1. 全米経済研究所及びアメリカ労働省より作成。  
 2. 前回の景気循環サイクルの開始時期は01年11月。



(備考) 1. 全米経済研究所及びアメリカ労働省より作成。  
 2. 今回の景気循環サイクルの開始時期は09年6月。

以上のように雇用情勢は量的な面では改善傾向にある。一方、質的な面での改善状況を点検するために賃金の動きをみると、世界金融危機後の賃金上昇率はおおむね横ばいで推移してきたほか、平均時給よりも半年程度先行する雇用コスト指数についても、14年1～3月期以降基調としては上向きとなっているものの、15年4～6月期、7～9月期ともに前年比2.0%にとどまった(第2-2-11図)。また、賃金を業種別にみると、賃金水準の高い業種と低い業種で賃金の伸びが平均を上回っているのに対し、中間の業種では伸び悩んでいる(第2-2-12図)。この背景には、専門サービスは雇用のひっ迫感に伴って賃金上昇率が高まっていること、小売やレジャー・接客では最低賃金引上げの動きが広がっていることなどがあると考えられる。

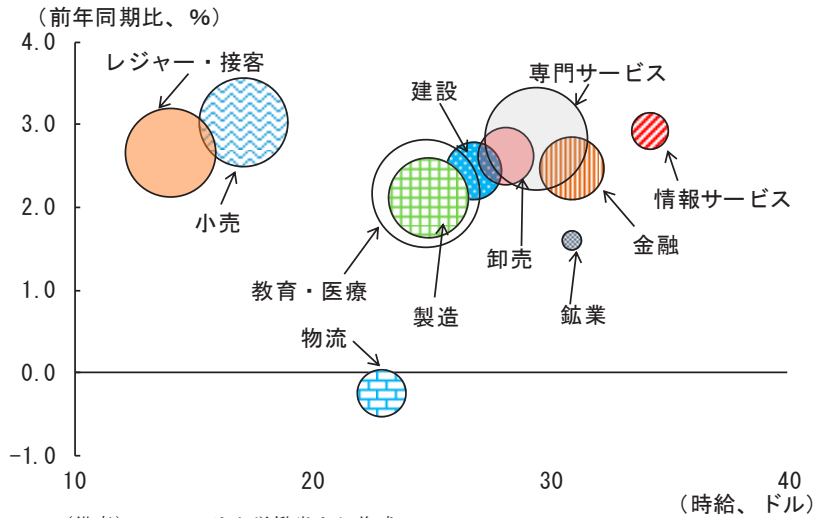
第2-2-11図 賃金動向：雇用コスト指数は基調としては上向き



(備考) アメリカ労働省より作成。



第2-2-12図 業種別の賃金動向：水準が中間の業種の時給が伸び悩み



(備考) 1. アメリカ労働省より作成。  
 2. 時給は民間部門で、14及び15年の8～10月期の平均値を使用。  
 3. 円の面積は、民間業種別の構成比を指す。15年10月時の数値を  
 基に、政府部門は除外して算出。

賃金の上昇率が伸び悩み中、物価上昇率は原油価格下落の影響もあって、15年10月には総合で前年同月比0.2%、コアは同1.3%と、FRBの目標である2%を下回って推移している(第2-2-13図、第2-2-14図)。FRBは16年の物価見通し(15年9月時点)を1.5～1.8%、17年の見通しを1.8～2.0%としており、目標である2.0%を達成するには時間を要するとみられる。物価の上昇ペースが緩やかであることが見込まれているため、利上げが開始されたとしても、その後の利上げペースは緩やかなものになると予想される。FRBの政策金利の見通し(15年9月時点)では、16年末の中央値が1.375%、17年末が2.625%となっている。15年12月から17年末までに会合は18回開かれる予定となっており、総計2.5%の利上げを見込むと、2回に1回のペースで25ベースポイントずつ引き上げることになるが、これは過去の利上げペースと比較しても緩やかなものである。このようなシナリオに対し、失業率が既にFRBの長期見通しに沿った水準まで下落していることから、賃金の上昇ペースは加速し始めるとの見方も一部にある。この場合、利上げペースはメインシナリオよりも速いものになると見込まれる。