

第3節 アメリカ経済

アメリカ経済は、大規模な景気刺激策と金融システム安定化策が功を奏したことなどから、09年7～9月期以降3四半期連続でプラス成長を記録し、緩やかな回復が続いている。しかしながら、その成長の姿をみると、政策効果に加えて在庫投資に支えられた部分が大きく、最終需要は緩慢な伸びが続いている。

本節では、アメリカ経済の現状を概観した後、個人消費及び住宅市場、企業活動、貿易の回復の持続可能性について検討する。その上で、景気の先行きに対するリスク要因として、失業率の高止まりが続く雇用情勢、デフレ懸念のある物価動向、回復の二極化が進む金融セクターの状況を概観し、今後の展望について分析する。さらに、危機対応から平常時へという今後の政策転換を考えるため、金融・財政政策の現状を把握した上で、過去の経験を踏まえて今後の政策のあるべき姿について考察していく。

1. 回復に向かうアメリカ経済

(1) アメリカ経済概観

●GDPの動向

アメリカ経済は、失業率が高止まるなど下押し要因は依然としてあるものの、政策効果もあり、景気は緩やかに回復している。

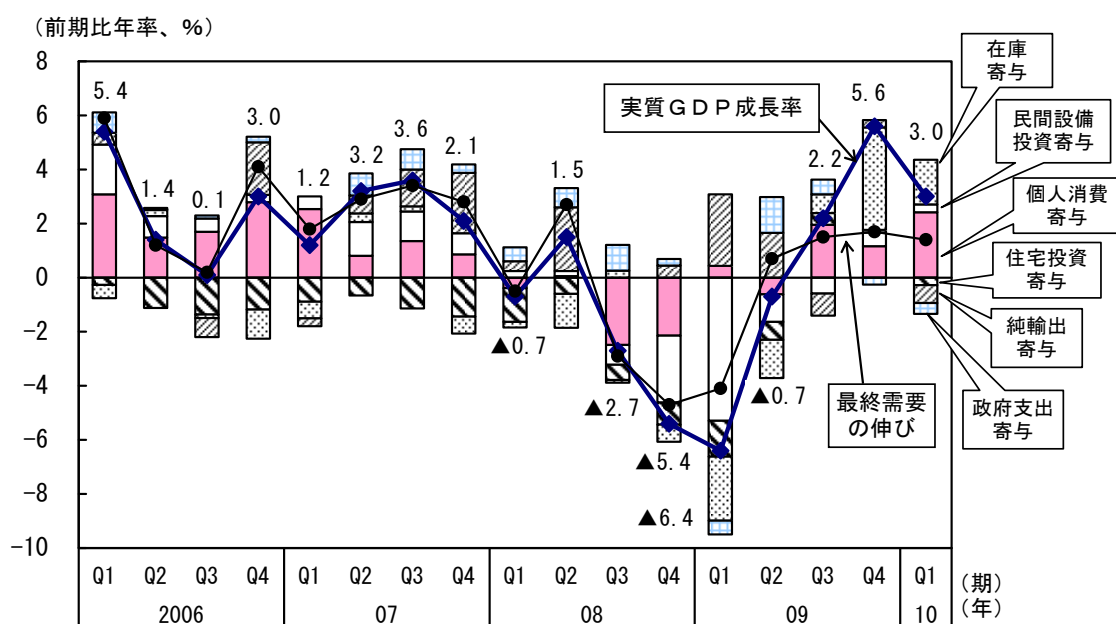
実質GDP成長率は、世界金融危機の発生によって08年10～12月期に前期比年率▲5.4%、09年1～3月期には同▲6.4%と大幅な減少を記録した後、4～6月期には同▲0.7%と減少幅が縮小した（第1-3-1図）。その後、7～9月期には、政策効果もあって同2.2%増と、08年4～6月期以来5四半期ぶりの増加に転じ、10～12月期には在庫の減少幅が大幅に縮小したこともあり、同5.6%増と03年7～9月期の同6.9%増以来の大幅な伸びとなった。しかしながら、09年通年でみると年前半の落ち込みが響き、前年比▲2.4%と、91年以来のマイナス成長を記録した。その後、10年1～3月期には個人消費が増加したことなどから、前期比年率3.0%増と、3四半期連続の増加となった。

需要項目別の動きをみると、GDPの約7割を占める個人消費は、景気後退と金融危機発生の中で大幅に減少したが、09年夏の自動車買換え支援策等の政策効果やその後の持ち直しにより、09年7～9月期以降3四半期連続で増加している。また、住宅投資は過去3年以上にわたって前期比年率二けたの減少が続いていたが、住宅取得減

税等の政策効果によって09年7～9月期に同18.9%増と増加に転じた。その後、10～12月期も同3.8%増と2四半期連続で増加したが、住宅市場の回復の遅れから、10年1～3月期は同▲10.7%と、再び減少に転じている。設備投資については、構築物投資は引き続き減少したものの、機械設備・ソフトウェア投資が増加したことから、09年10～12月期に同5.3%と6四半期ぶりに増加に転じ、10年1～3月期も同3.1%増となっている。他方、政府支出については、約6割を占める州・地方政府の支出が減少したことから、09年10～12月期は前期比年率▲1.3%、10年1～3月期は▲1.9%と減少に転じた。

在庫投資については、これまでの景気後退に伴う在庫削減の動きが一段落したことから減少幅が大幅に縮小し、09年10～12月期に前期比年率寄与度3.8%ポイントと、10～12月期の成長の大半を占めることとなった。その後、10年1～3月期には同1.7%ポイントと縮小したものの、依然としてGDPの主要な押上げ要因の一つとなっている。また、外需については、輸入の増加が輸出の増加を上回ったため、10年1～3月期は同▲0.7%ポイントとなった。

第1-3-1図 実質GDP成長率：景気は持ち直し



●景気刺激策の進ちょく

こうした緩やかな回復の背景には、09年2月に成立したアメリカ再生・再投資法に基づく過去最大規模の景気刺激策(総額7,872億ドル、GDP比5.5%)の実施がある。

大統領経済諮問委員会（ＣＥＡ）によると、09年度末（09年9月）までに総額の2割強にあたる1,780億ドルが支出され、10年度前半（09年10月～10年3月）までの既支出額計は3,734億ドルとなっている（第1-3-2表）。また、議会予算局（ＣＢＯ）の推計によっても、10年度には総額の約2分の1が執行される予定となっている。なお、11年度（10年10月～）以降は支出額が大幅に減少していくことから、10年秋以降は政策効果がはく落していくことが考えられる。

第1-3-2表 景気刺激策の進ちょく状況

(10億ドル)

	2009年				10年
	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月
既支出額（累積値）	11.1	92.8	178.0	261.0	373.4
個人向け減税措置	2.3	28.7	42.9	56.3	101.1
州財政支援	8.5	28.2	43.8	59.3	75.5
失業給付の拡充等 （個人向け対策）	0.1	9.8	32.2	57.5	75.0
公共投資	0.1	5.7	22.3	38.7	55.0
企業向け支援	0.1	13.1	24.0	33.3	40.5
その他	0.0	7.2	12.7	15.9	26.3
総額（7,872億ドル）に 対する進捗率（％）	1.4	11.8	22.6	33.2	47.4
各期支出額	11.1	81.7	85.2	83.0	112.4

（備考）大統領経済諮問委員会（ＣＥＡ）より作成。

（２）個人消費

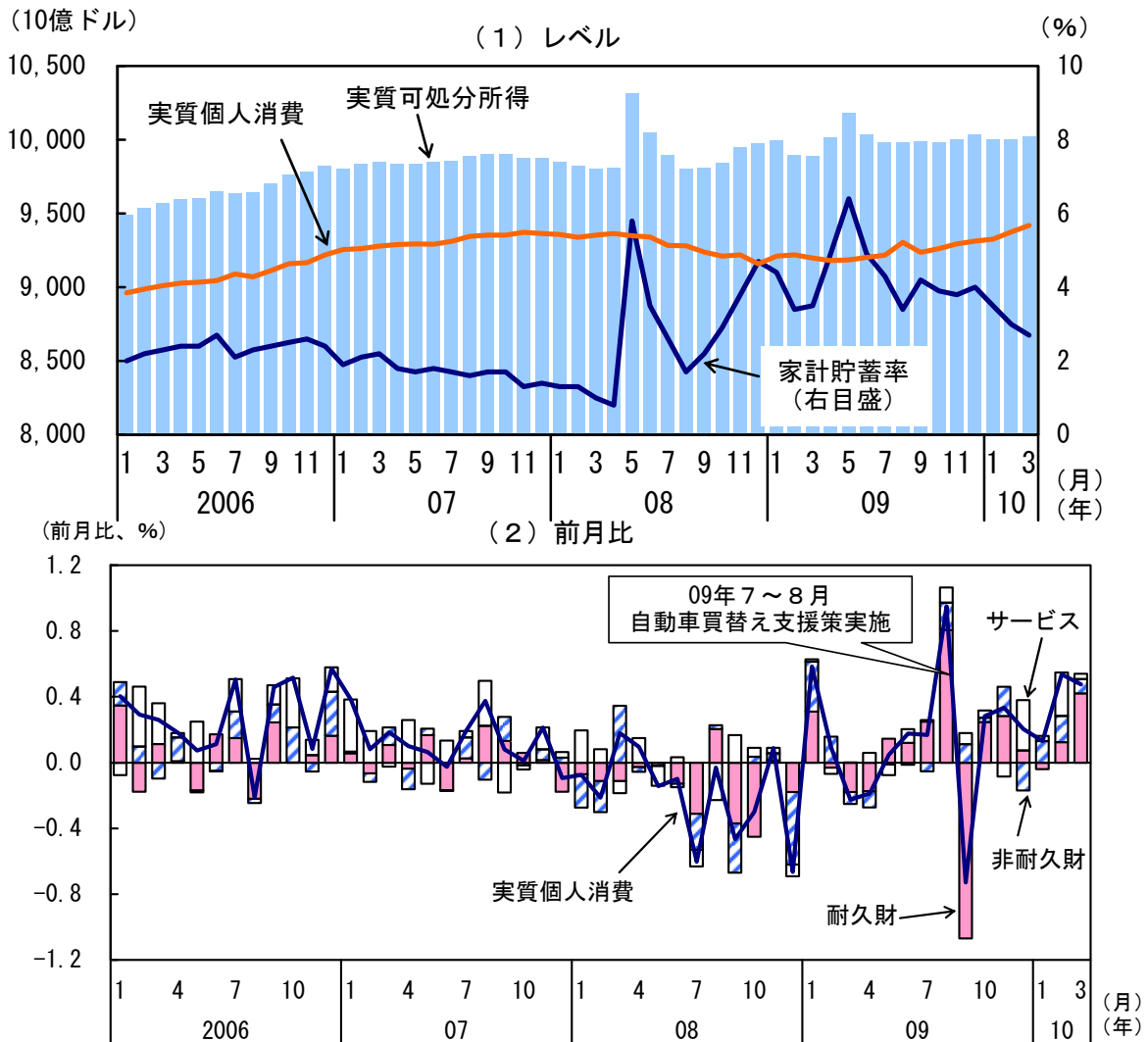
アメリカの個人消費はアメリカのＧＤＰの約70%、世界全体のＧＤＰの約17%を占め、過去においては世界同時不況からの脱却をけん引するなど、アメリカ及び世界経済に大きな影響を与えてきた。以下では、世界金融危機が発生した08年秋以降の個人消費の動向を概観した上で、家計のバランスシート及び消費者信用、所得環境、消費者マインド等、消費を取り巻く環境の最近の状況について分析し、さらに、関連する政府の取組についてみていく。

●個人消費の動向

個人消費は、金融危機が発生した08年7～9月期より2四半期連続で前期比年率3%を超える大幅減を記録したが、09年に入ると減少テンポは緩やかになり、政策効果による下支えもあって年半ば頃には下げ止まった（第1-3-3図）。さらに、09年8月

末に自動車買換え支援策¹が終了した後も、移転所得の増加や減税によって可処分所得が下支えされたこともあり、持ち直しが続いている。10年1～3月期の個人消費は前期比年率3.5%増と3四半期連続で増加し、07年末の景気後退前につけたピークの水準を上回るに至った。

第1-3-3図 個人消費：持ち直しの反面、貯蓄率は低下



(備考) アメリカ商務省より作成。

個人消費の内訳をみると、消費の1割強を占める耐久財は、景気後退入りした直後の08年1～3月期以降大幅な減少傾向を続けるなど低迷したが、09年7～9月期以降は自動車買換え支援策によって自動車が大きく押し上げられたことに加え、家具や家庭用電気機器、娯楽品、貴金属等、その他の耐久財も持ち直している。他方、消費の

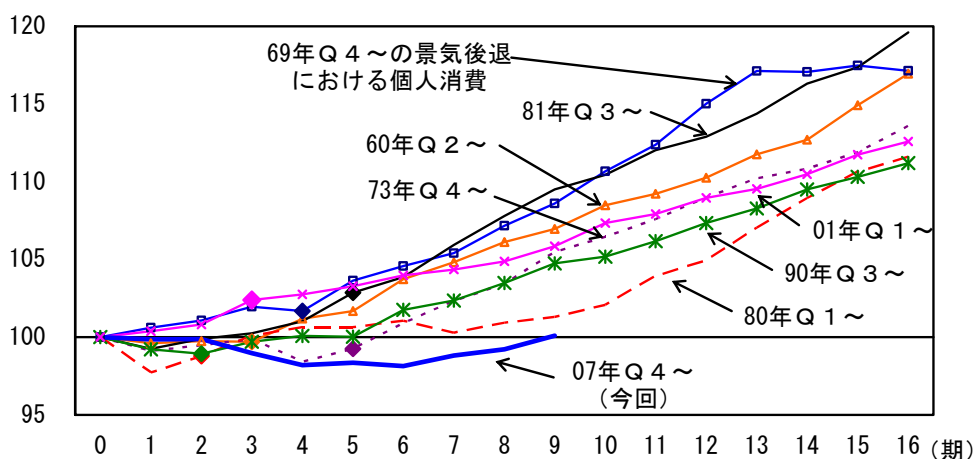
¹ 09年7月1日より、燃費の悪い中古車を下取りにして、低燃費の新車に買い換える者に対して購入額の割引(3,500ドル(約34万円)又は4,500ドル(約43万円))を行う措置を実施。当初予算額は10億ドルとされていたが、09年8月6日に20億ドル増額し、30億ドルとした。8月25日には申請受付を終了、実績は約68万台。なお、自動車買換え支援策の詳細分析については、内閣府(2009)参照。

2割強にあたる非耐久財は、世界金融危機の発生した08年後半に大きく落ち込んだが、09年に入って食料品が持ち直し、09年半ば以降は衣料品や医薬品、娯楽品、家庭用品等も増加基調に転じたことで、底堅く推移している。また、消費の7割弱を占めるサービスについては、09年半ば以降、比重の大きい住宅費や電気やガス等の公共料金、ヘルスケア関連費が緩やかに増加しており、景気後退入り以前と比較すると伸び率は小さいものの、安定的に推移している。

このように、個人消費に自律的な回復に向けた動きがみられる背景としては、雇用環境の更なる悪化に歯止めがかかりつつあり、所得環境が安定してきたことや、景気後退に入ってから手控えられてきた財の買換え需要が顕在化していること、さらに、株価上昇による家計金融資産の増加等が指摘されている。他方で、政策効果による個人所得の下支えが依然として続いていることには留意する必要がある。また、10年1月以降は、可処分所得の伸び以上に消費が伸びる傾向にあり、貯蓄率を低下させる形で消費が行われていることから、この伸びが持続するかどうかについては疑問が残る。さらに、個人消費の推移を過去の景気後退局面と比較すると、今回は景気後退局面に入った後の落ち込み幅が大きい（第1-3-4図）。しかも、過去の景気後退局面においては個人消費の力強い回復が景気回復を先導したが、今回については、後述のとおり消費を取り巻く環境は弱い状態が続くとみられる。こうしたことから、個人消費が自律的な回復軌道に順調に移行できるかどうかは依然として不透明である。

第1-3-4図 過去の景気後退局面における個人消費との比較

今回の落ち込み幅は大きく、回復も緩やかとなる見込み



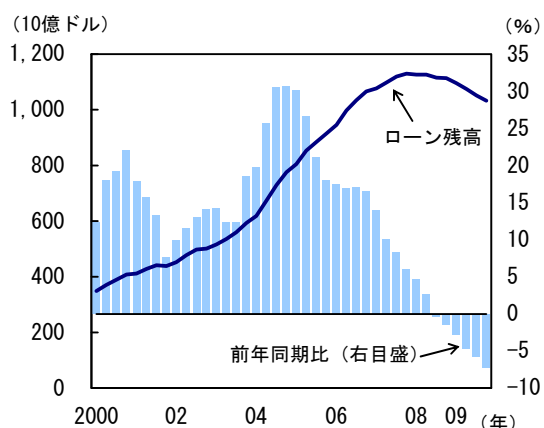
- (備考) 1. アメリカ商務省より作成。
 2. 各景気後退入りした期の水準を100として作成。
 3. ◆は各景気後退の終了を表す。

●家計のバランスシート

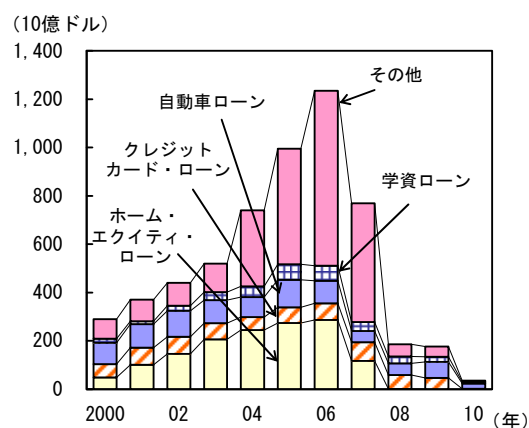
アメリカの家計は、2000年代の資産価格の上昇を背景に、借入を増加させて消費に回してきたが、06年以降、資産価格が下落に転じるとともに、こうした消費スタイルは立ち行かなくなった。住宅資産を担保とする借入の代表格であるホーム・エクイティ・ローンの残高は08年以降マイナスに転じ、証券化市場においてもホーム・エクイティ・ローンを担保とする資産担保証券（ABS）の新規発行額は07年以降急減し、08年以降の新規発行額はほぼゼロとなった（第1-3-5図）。こうした背景もあり、金融機関は貸出態度を厳格化させ、融資打切りや融資枠の引下げ等を実施したことから、住宅資産を担保とした借入は制約され、家計は所得に見合う消費を行う必要に迫られることとなった。

第1-3-5図 ホーム・エクイティ・ローンの状況：08年以降急減

（1）ホーム・エクイティ・ローン残高



（2）資産別ABS発行額

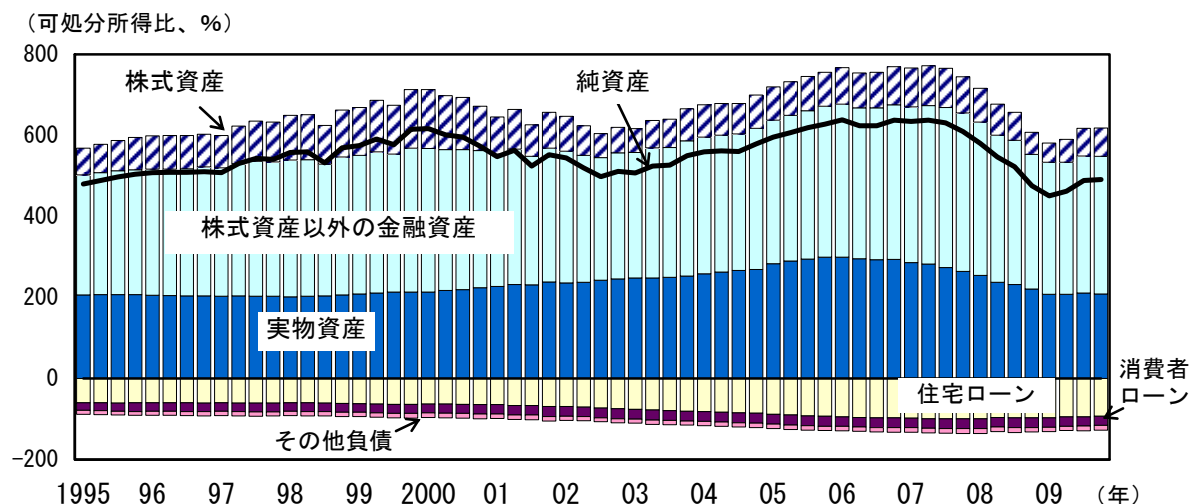


（備考）連邦準備制度理事会（FRB）、ブルームバーグより作成。

家計のバランスシートは、資産・債務ともに07年半ばまで拡大を続けたが、その後、資産価格の下落に伴って資産は減少に転じた（第1-3-6図）。一方、債務の圧縮は小幅にとどまったことから、09年初めにかけて純資産は大きく減少した。その後、資産については、住宅価格が下げ止まりつつあることや株価の上昇等を背景に持ち直している。他方、債務については、金融機関の貸出態度が依然として厳格なため、家計の借入が制限されていることや、家計自身が債務圧縮を進めるために借入の抑制や債務返済を行っていることなどから、緩やかに減少している（第1-3-7図、第1-3-8図）。これらを受けて、純資産は09年4～6月期以降3四半期連続で増加、前年比でも8四半期ぶりに増加した。ただし、家計の債務残高比率は、低下に転じたものの、過去のトレンドと比較すると依然として高い水準にあり、所得についてもしばらくの間は大

幅な上昇が見込めないことから、引き続き債務の圧縮が行われるとみられる（第1-3-9図）。さらに、2000年以降に拡大した債務の大部分は返済期間が長期にわたる住宅ローンであることを踏まえると、今後の債務圧縮は長期化し、緩やかな貯蓄率の上昇を伴う調整が行われる可能性がある。

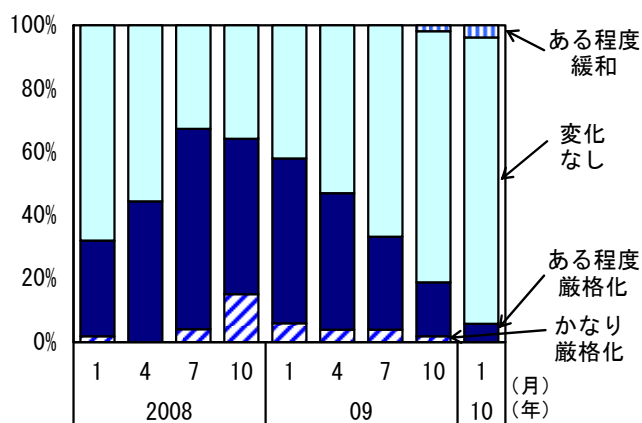
第1-3-6図 家計のバランスシート：純資産は増加に転じる



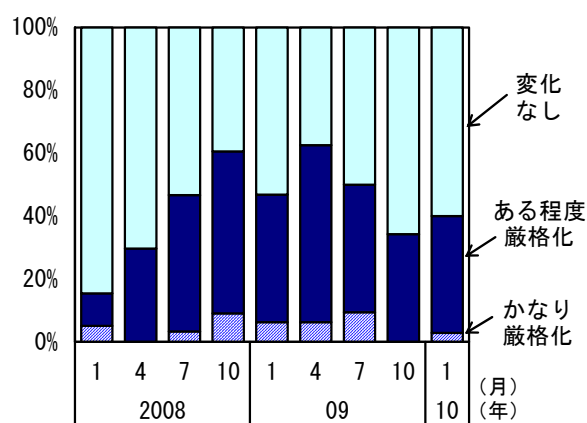
- (備考) 1. 連邦制度準備理事会 (F R B) より作成。
2. 家計の資産・負債額を可処分所得比で表したもの。プラスは資産、マイナスは負債部分をそれぞれ示す。

第1-3-7図 金融機関の貸出態度：引き続き厳格な態度を維持

(1) 消費者向けローン
(クレジットカード・ローン以外)

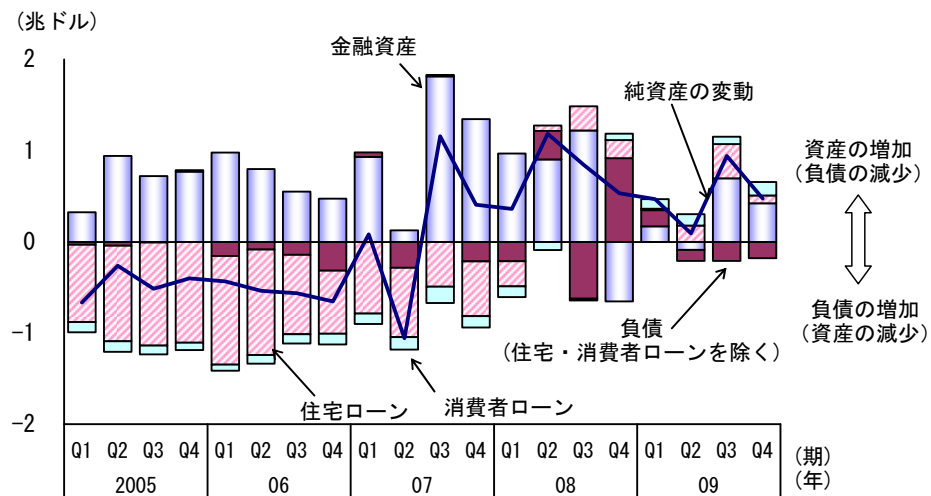


(2) クレジットカード・ローン



- (備考) 1. 連邦準備制度理事会 (F R B) より作成。
2. 金融機関に対し、(1) 過去3か月間でクレジットカード以外の消費者向けローンの申請に対する貸出態度をどのように変化させたか、(2) 新規または既存のクレジットカードの限度額に関する条件をどのように変化させたか、それぞれアンケート調査を行ったもの。

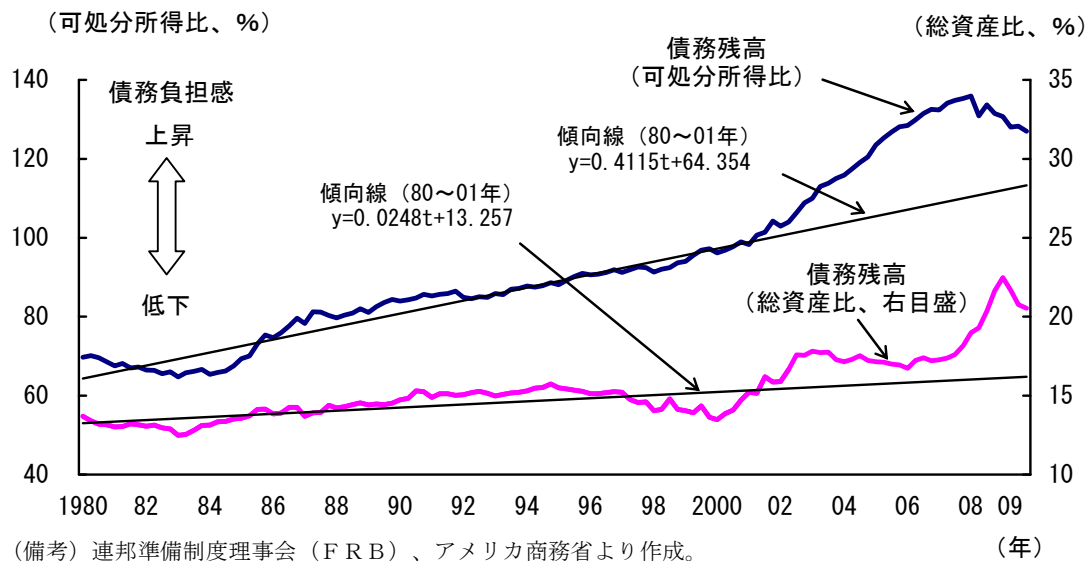
第1-3-8図 家計の金融資産・負債の変動：債務圧縮が続く



（備考）1. 連邦制度準備理事会（F R B）より作成。
2. 数値は年率季節調整済、対家計民間非営利団体を含む。

第1-3-9図 家計の債務残高比率

低下傾向にあるものの、依然としてトレンドを大きく上回って推移



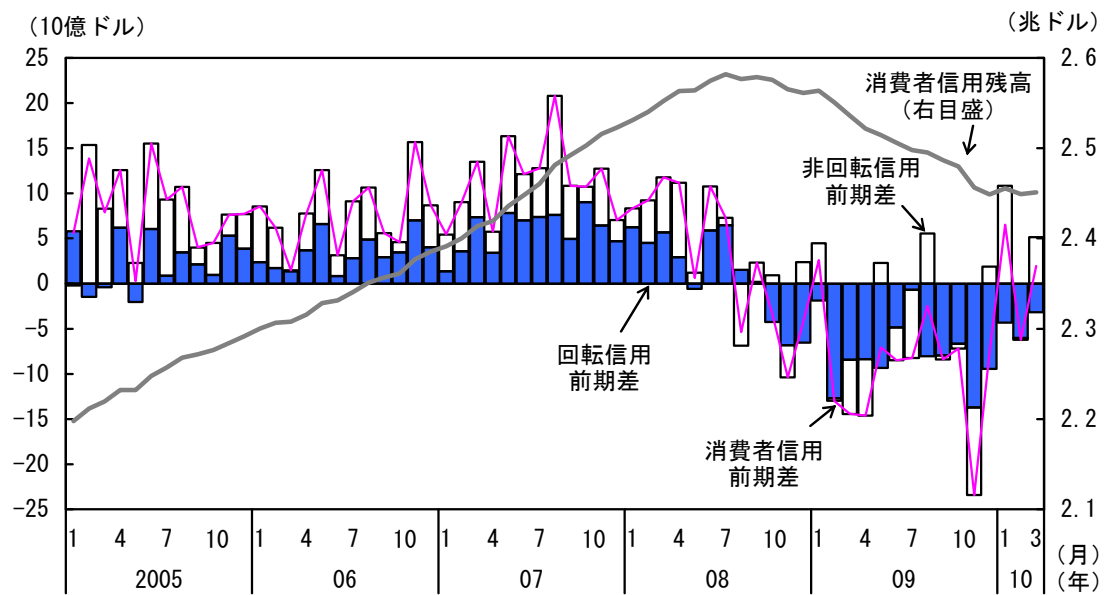
（備考）連邦準備制度理事会（F R B）、アメリカ商務省より作成。

●消費者信用の状況

前述のとおり、2000年代の消費拡大を支えてきたホーム・エクイティ・ローンは08年初めには減少に転じたが、クレジットカード・ローンや自動車ローン等を中心とする消費者信用残高の拡大はしばらく続いた。しかしながら、08年7月をピークに消費者信用残高も減少に転じると、09年2月以降は統計開始以来初となる11か月連続減を記録し、その後、自動車ローン等の非回転信用が増加したことから減少幅は縮小した

ものの、回転信用残高を中心に弱い動きが続いている（第1-3-10図）。背景としては、消費の低迷によるローン需要自体の減少や、家計が債務返済を進めていること、また、個人破産件数や消費者ローン延滞率、チャージ・オフ率²等が依然として高水準にあり、債務不履行への懸念から金融機関の貸出態度が引き続き厳しいことなどが考えられる（第1-3-11図）。

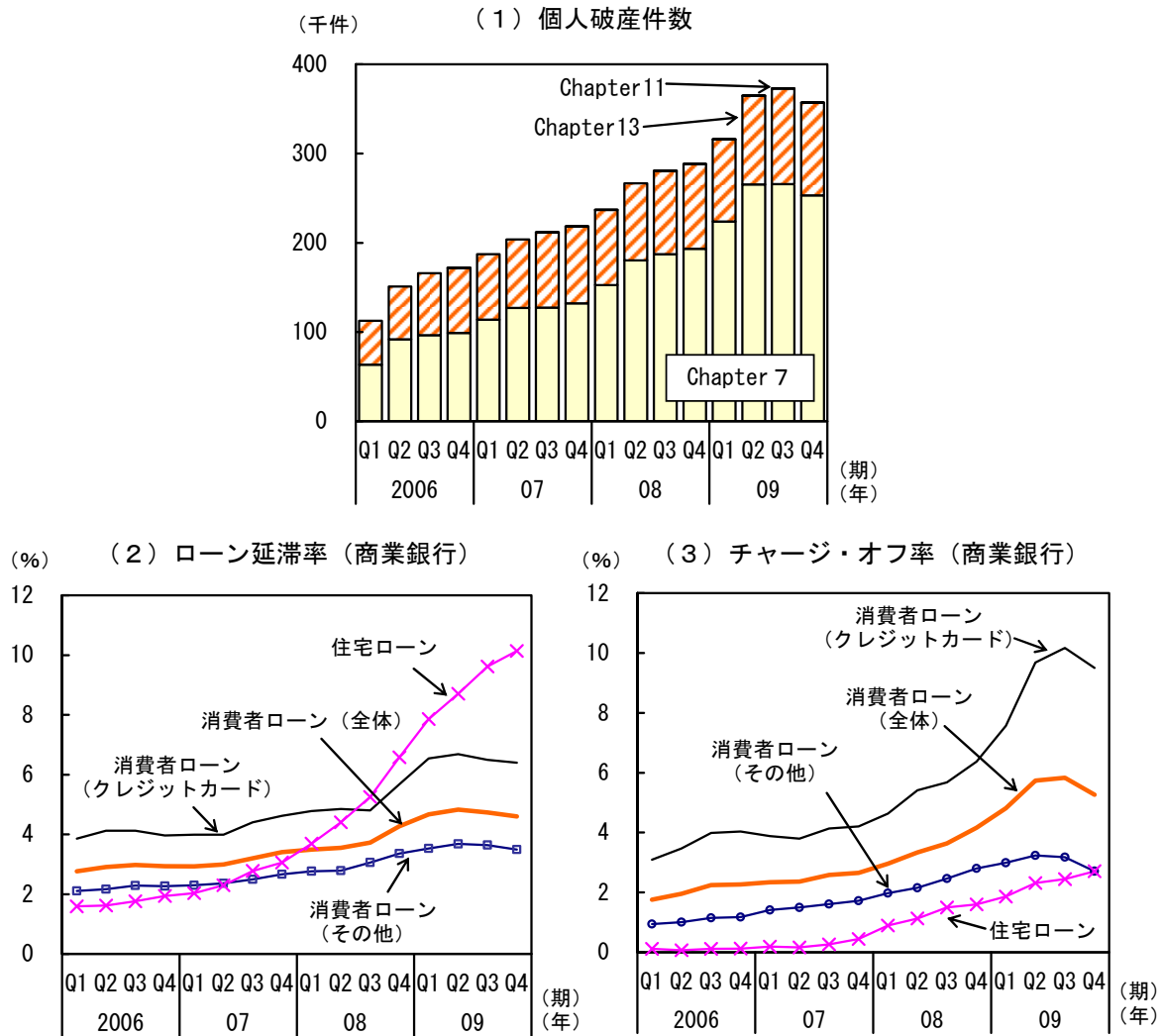
第1-3-10図 消費者信用残高：回転信用を中心に弱い動き



- (備考) 1. 連邦準備制度理事会 (F R B) より作成。
 2. 回転信用(リボルビング方式)は、一定の限度額内で自由に借り入れることができ、毎月の返済額を一定額以上で自由に選択できるクレジットカード・ローン等を指す。また、非回転信用(ノンリボルビング方式)は、定められたスケジュールに従って返済を行う自動車ローンや教育ローン等を指す。

² チャージ・オフ率とは、債務不履行となった不良債権の償却率を指す。

第1-3-11図 消費者向け貸出を取り巻く環境



- (備考) 1. US Courts、連邦準備制度理事会 (F R B) より作成。
 2. 破産処理手続の定義は以下のとおり。
 Chapter7：清算型倒産処理手続(日本の破産法に相当)
 Chapter11：再建型倒産処理手続(日本の会社更生法・民事再生法に類似。件数は少ないが、個人にも適用可能)
 Chapter13：再建型倒産処理手続(定期的収入のある個人対象)
 3. (2)、(3)の住宅ローンは、ホーム・エクイティ・ローンを含む。

なお、消費者保護の重視を掲げるオバマ政権の下、09年5月に「2009年クレジットカード説明責任、責務及び開示法 (C A R D法)」が成立し、09年8月から1年間かけて段階的に施行されている。本法律は、クレジットカード会社に対する規制を強化し、長い間有効な対策が講じられてこなかったカード会社による一方的な金利引上げや手数料徴収等の不利益から、消費者を保護することを目的としている (第1-3-12表)。

第1-3-12表 CARD法の主な内容

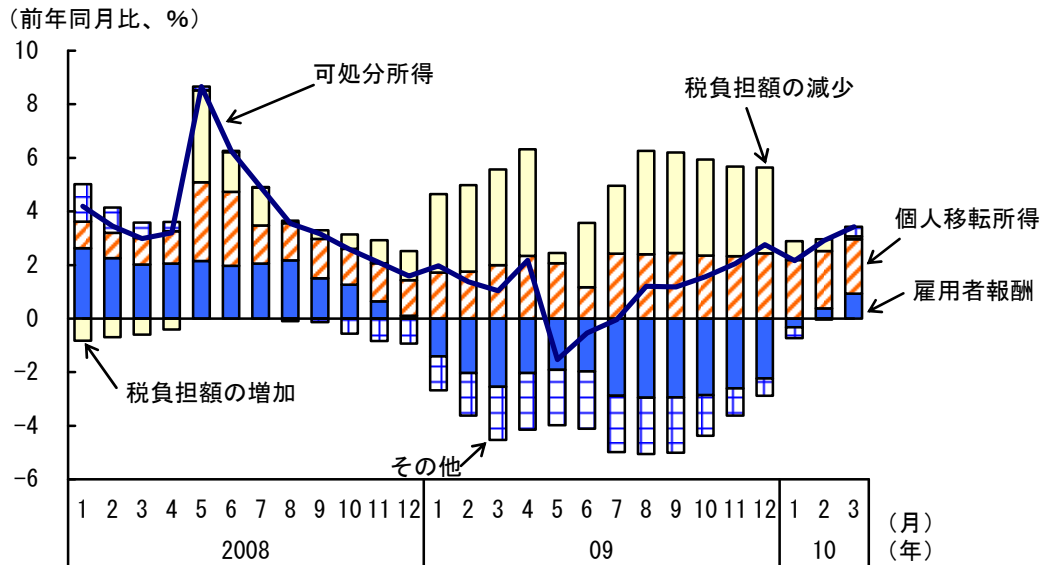
- | |
|---|
| <ol style="list-style-type: none">1. 不当な金利引き上げの禁止<ul style="list-style-type: none">・ 遡及的な金利引き上げの禁止、初年度の契約に対する保護2. 不当な手数料の課の禁止<ul style="list-style-type: none">・ 支払期限の設定に関する規定、適正な金利計算を義務付け3. 見やすく、分かりやすい情報開示の義務付け<ul style="list-style-type: none">・ 契約条件の明確な提示、支払い状況の通知4. カード発行体及び監督機関の説明責任<ul style="list-style-type: none">・ インターネット上における契約条件の公開、監督機関による議会への法律遵守報告、カード発行体に対する罰則の強化5. 学生及び若者の保護<ul style="list-style-type: none">・ 21歳未満の若者へのカード発行制限、金利引き上げの際の保護 |
|---|

他方、こうした規制の強化は、カード会社のコスト増や利益の減少につながり、CARD法の規制範囲外における手数料課金や新規契約の絞込み等を通して、最終的には消費者に負担が転嫁されることになるとの指摘もある。アメリカにおいてクレジットカードは重要な決済手段となっていることから、消費者に負担増やカードへのアクセス制限が課される場合には、信用供与の下押しを通じて個人消費にも影響を与える可能性がある。

●所得環境

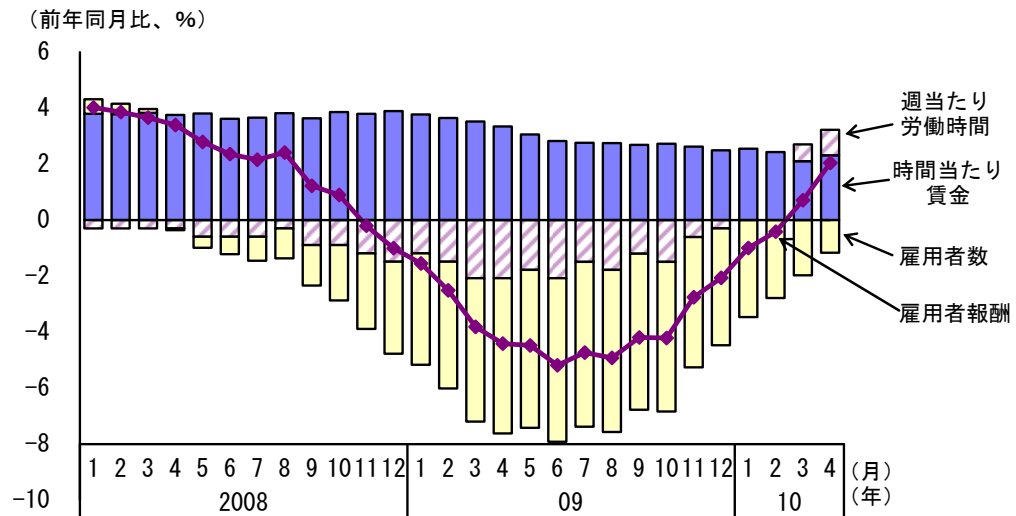
個人所得は危機前と比較すると依然として低水準にあるが、09年4～6月期以降は緩やかに持ち直している。当初は所得税減税や一時給付金等の移転所得により下支えされる部分が大きかったが、10年に入って足元で景気が緩やかに持ち直し、雇用環境の更なる悪化に歯止めがかかったことから、個人所得の約65%を占める雇用者報酬が改善傾向にある（第1-3-13図）。さらに、雇用者報酬をみると、賃金の増加率は鈍化傾向にあるものの、労働時間の寄与が増加に転じ、雇用者数の減少幅も縮小する傾向にある（第1-3-14図）。ただし、失業率は10%前後で高止まっており、この点は消費者マインドにも影響を与えている。

第1-3-13図 個人所得：雇用者報酬が持ち直し



(備考) 1. アメリカ商務省より作成。
2. 「その他」は資産収入等を指す。

第1-3-14図 雇用者報酬変化の寄与度分解（民間部門）：労働時間寄与がプラスへ



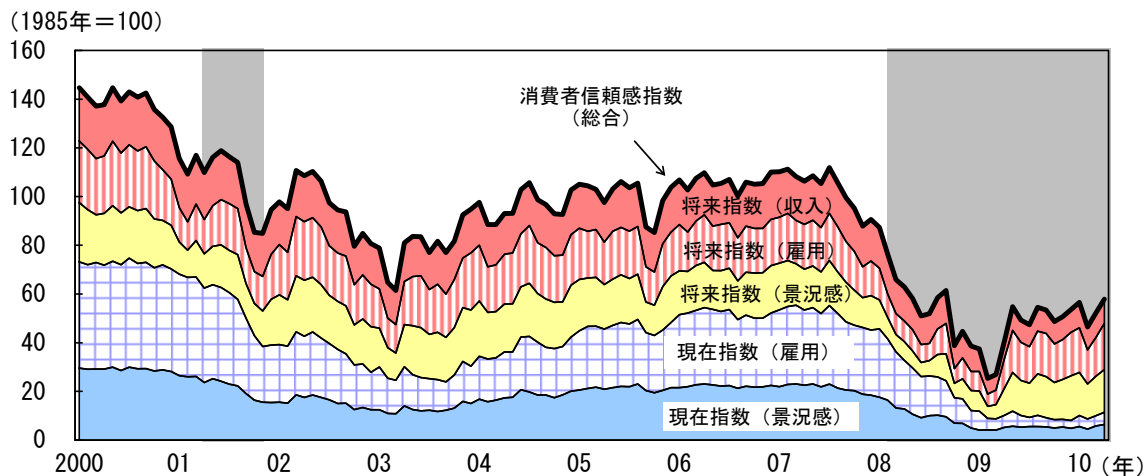
(備考) アメリカ労働省より作成。

●消費者マインド

消費者信頼感指数は、住宅価格の下落が顕著となり、アメリカ経済が減速し始めた07年半ば以降、急速に低下した。09年に入ると持ち直しの動きがみられたが、09年4月以降の消費者信頼感指数は低水準でほぼ横ばい状態となっている（第1-3-15図）。内訳をみると、現状指数が低迷していることに加え、将来指数については景況感や雇用は改善しているものの、収入見通しについては改善幅が小さく、消費抑制につながっ

ているとみられる。こうした背景には、家族に失業者がいるなど雇用悪化を身近に感じる世帯が依然として多いこともあったと考えられる³。このため、持続的な所得の安定・上昇と本格的な消費の回復には、更なる雇用環境の改善が必要な状況となっている。

第1-3-15図 消費者信頼感：09年4月以降ほぼ横ばい状態



- (備考) 1. コンファレンス・ボードより作成。
2. 消費者信頼感（総合）を各要素に分けて示したもの。
3. 背面の網掛けは景気後退期を示す。

●政府による対策の状況

(i) 所得税減税政策

アメリカ再生・再投資法に基づく個人向け所得税の減税として、09～10年度にかけて「Making Work Pay」減税が実施され、勤労者世帯の95%、約1億1,000万世帯以上を対象として、1年につき勤労者一人当たり最大400ドル（夫婦で800ドル）が還元されている⁴。さらに、11年度予算において当該減税を1年間延長することが提案されており、これに伴って11年度の個人所得税収は294億ドル減少すると推計されている⁵。また、退職者や社会保障給付対象者に対する同様の負担軽減措置として09年に実施された一時給付金（一人当たり250ドル）も、再度の実施が提案されている。こうした減税や給付金は、特に低所得層ほど手厚く恩恵を受ける仕組みとなっている。例えば、所得の5分位において最下位層の所得は全体の1.7%に過ぎないが、「Making Work Pay」減税分の6.5%、退職者等に対する給付金の19.4%が配分され、可処分所得を補

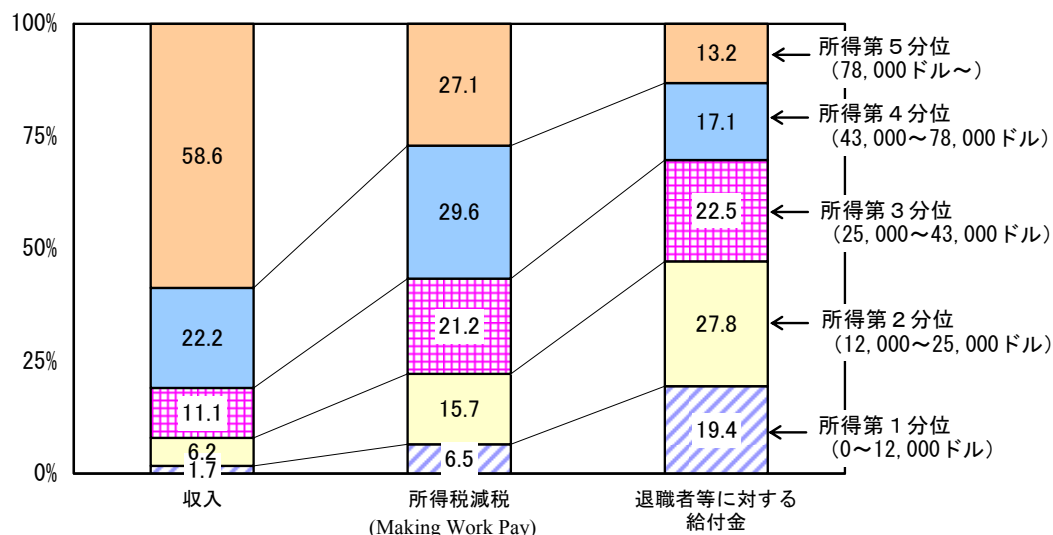
³ 例えば、(64歳以下の労働者世帯数(9,200万世帯)) / ((労働力人口(1億5,000万人) × 広義の失業率(17.1%))) ≒ 3.6世帯に1人は失業者を抱えている計算になる。なお、広義の失業率とは、雇用見通しに失望して労働市場から退出した人や、家庭事情・就学・経済的理由等により時間労働に従事している人も含めた失業率を指す。

⁴ 「Making Work Pay」には所得制限が設けられており、調整後の年間総収入が75,000ドル（夫婦で150,000ドル）を超えると控除額は段階的に減少し、95,000ドル（夫婦で190,000ドル）を超える場合は控除がなくなる仕組みとなっている。

⁵ B E A (2010)

完する役割を果たしていると思われる（第1-3-16図）。

第1-3-16図 所得5分位別にみた減税及び給付金の配分：低所得者層に重点的に配分



（備考）大統領経済諮問委員会より作成。

(ii) 家電買換え支援策（Cash for Appliances）

09年12月以降、アメリカでは09年7～8月の自動車買換え支援策に続き、家電買換え支援策が実施されている⁶。この政策は、経済成長の促進による雇用創出と、省エネによる温室効果ガスの排出削減を目的として、09年2月に成立したアメリカ再生・再投資法（ARRA）から予算3億ドルが割り当てられ、所定の基準を満たす家電を購入した消費者に一定額の払戻しを行うものである。予算は人口規模により各州に配分されるが、州ごとの事情を考慮するため、対象者、対象製品、開始時期、補助額等の条件設定については各州が裁量権を持つ⁷。主な対象製品は、一定基準に適合した省エネ型冷蔵庫や食器洗い機、洗濯機、エアコン、湯沸かし器等で、払戻し金額は製品の種類によって数十～数百ドル程度となっている。

予算規模は自動車買換え支援策の10分の1程度であることから、個人消費の押し上げ効果自体は限定的とみられるものの、州によっては事前予約段階で予算が枯渇した州や数日で支援策終了となる州もあり、これまで先延ばしにされていた買換え需要が支援策をきっかけに顕在化している面もあるとみられる。

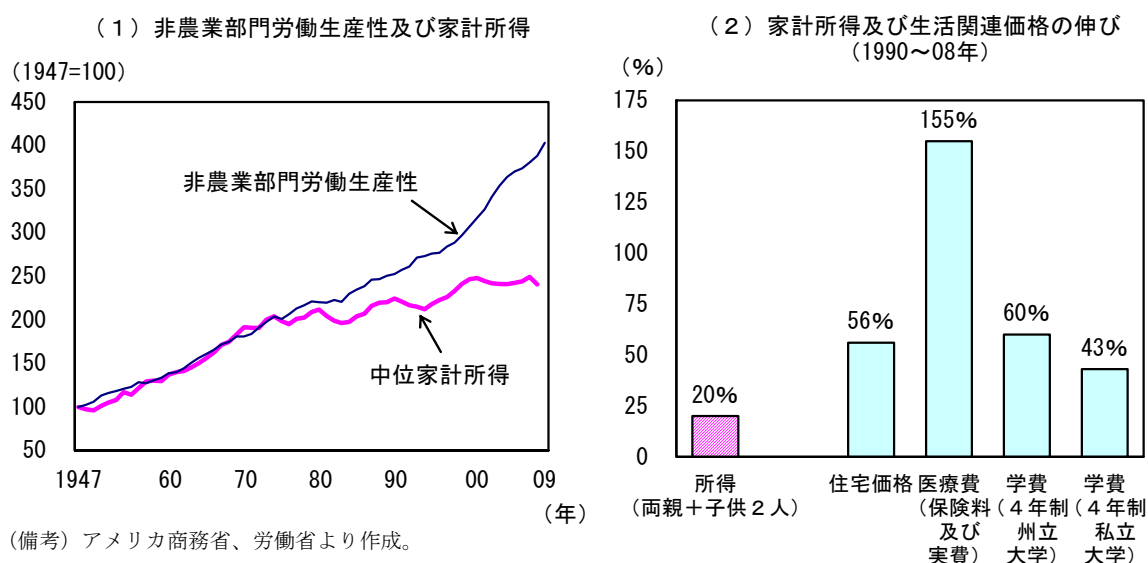
⁶ 10年5月11日現在、ニューヨーク州やカリフォルニア州等、33州で実施中であり、フロリダ州やテキサス州等11州では既に終了、その他の州においても5月下旬以降、実施が予定されている。また、同予算内でプエルトリコやアメリカ領サモア等、アメリカの自治領等でも実施されている。

⁷ 例えば、対象者については、カンザス州やオレゴン州では低所得者、アラスカ州では障害者に限定されている。

(iii) ミドルクラス⁸の重視

アメリカのいわゆるミドルクラスは、雇用や消費の中心的担い手として、アメリカの経済成長の原動力となってきた存在であった。しかしながら、家計所得の伸びは70年代後半以降ほぼ頭打ちとなり、特に近年は住宅価格や医療費、学費等の伸びを大きく下回っていることから、希望する生活水準の達成または維持が困難になっている(第1-3-17図)。加えて、07年以降の深刻な景気後退は雇用や貯蓄の減少、住宅価格下落等を通じて、ミドルクラスに大きな打撃をもたらしている。

第1-3-17図 家計所得の状況：家計所得の伸びは小さい



こうしたことから、オバマ政権は、「力強い (strong) ミドルクラスは、力強いアメリカそのものである」として、ミドルクラスの生活の立て直しを政策の中核に据えている。政府は、景気後退の中で直面している最優先課題として雇用状況の改善に取り組むとともに、ミドルクラスの生活を安定化させる重要な要素である医療改革を積極的に推進している。さらに、「ミドルクラスを繁栄から再び置き去りにしない⁹」ための長期的な取組として、仕事と家庭の両立や大学教育の支援、退職後の保障、労働者の保護等に関する具体的措置を11年度予算にも盛り込んでいる。このように、国民の大部分を占めるとされるミドルクラスの生活の安定化を図り、将来に対する不安を取

⁸ 「ミドルクラス」に確固たる定義はないが、所得を5分位に分割した際の最上位層及び最下位層を除いた3層と仮定した場合、05年におけるミドルクラスの世帯所得は年間1万9,178~9万1,705ドルで、総世帯の60%、総世帯収入の46.2%を占めることとなる (Cashell (2008))。また、アメリカ商務省によると、ミドルクラスとは、一定の収入に加え、持ち家や自家用車、子女の大学教育、健康及び退職に対する保障、休暇の取得等のために一生懸命働き、貯蓄する人々と定義されている (U S Department of Commerce (2010))。

⁹ Middle Class Task Force (2010)

り除いていくことは、長期的な個人消費の底上げにも寄与するものと考えられる。

(3) 住宅

(i) 住宅市場の現状

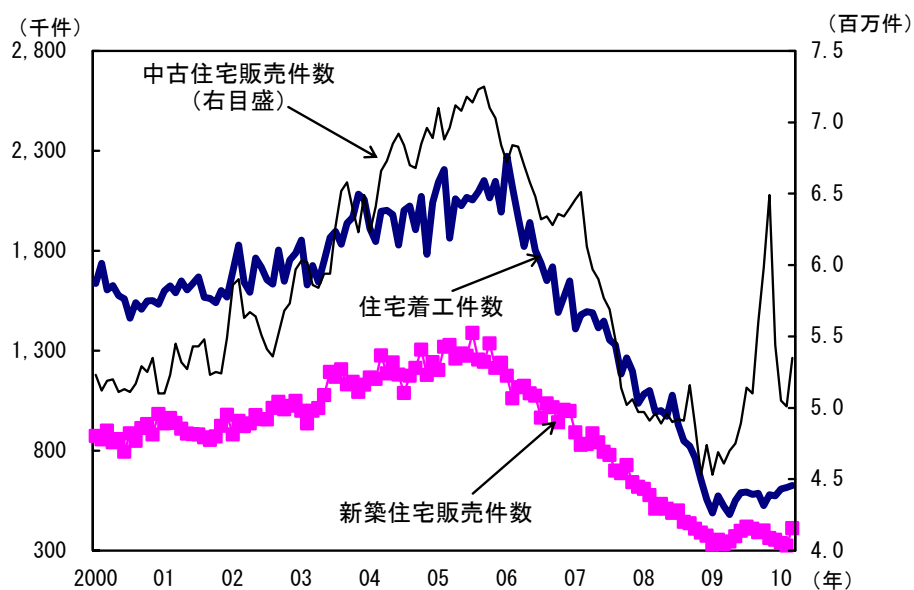
●金融危機発生後から現在までの住宅市場の動き

05年以降急激な調整局面に入っていた住宅市場は、政府による政策の効果もあり、09年前半には、住宅着工件数及び住宅販売件数が増加に転じ、住宅価格も下げ止まるなど持ち直しの動きがみられた（第1-3-18図）。

その後、09年末から10年初めにかけて、この持ち直しの動きが停滞している。09年半ばには年率40万件まで回復していた新築住宅販売件数も、09年11月以降大きく落ち込み、10年2月には30.8万件となり、63年の統計開始以来過去最低を記録した。同様に中古住宅販売も09年11月以降大きく減少し、改善がみられていた販売・在庫比率も再び上昇に向かった。一部の地域では、例年よりも厳しい冬の寒さや積雪等による影響もあったにせよ、このところ需要の増加の鈍さが目立っている。3月は、着工・販売件数ともに大きく増加したが、4月末の住宅減税終了に向けての駆け込み需要が発生したとみられる。住宅着工は4月も引き続き増加したものの、短期の先行指数である着工許可件数は大きく減少しており、5月以降の市場の動向には依然として不透明感が残る。

第1-3-18図 住宅市場の動向（着工・販売の推移）：

09年以降持ち直しの動きがみられたものの、09年末よりペースは鈍化



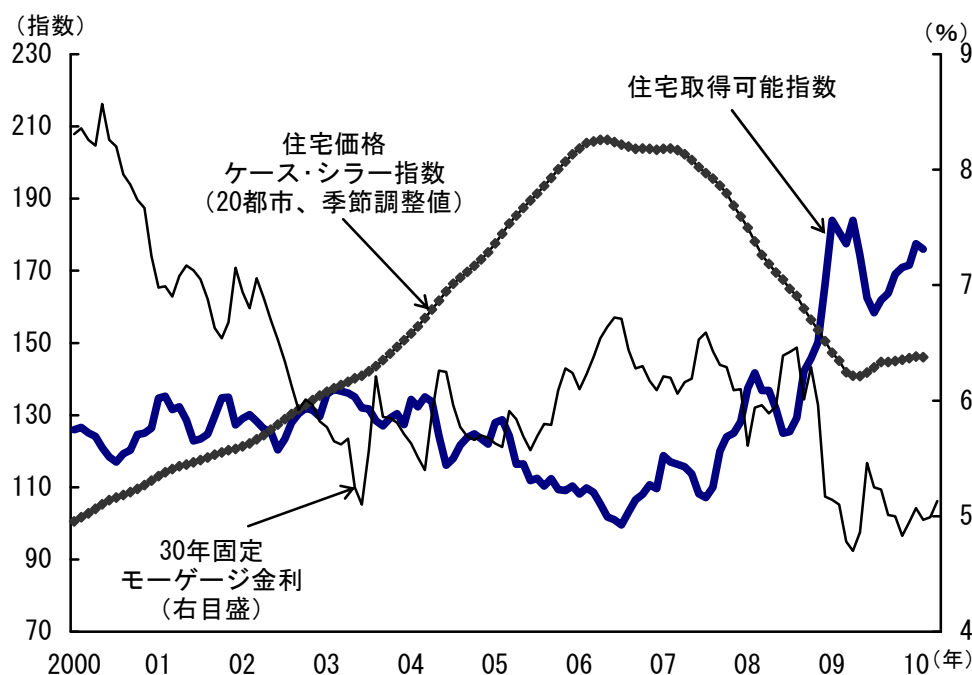
(備考) アメリカ商務省、全米不動産業者協会 (NAR) より作成。

●良好な状況が続く住宅取得環境

一方、住宅取得環境は良好な状況が続いている。住宅取得可能指数は06年半ばから上昇を続けている（第1-3-19図）。その背景としては、F R Bによる低金利政策に加え、アメリカ財務省とF R BによるM B S買取りプログラムの効果もあり、住宅ローン金利が歴史的な低金利となっていることが挙げられる。また、住宅価格もピークから30%以上下落しており、住宅購入者にとっては比較的買いやすい状況が続いている。また、F R Bは09年3月以降のF O M Cにおいて、異例に低水準のF F 金利が更に長い期間（for an extended period）妥当となる公算が高いとの表現を続けており、低水準の金利が続けば、住宅取得環境が良好な状態が継続すると考えられる。

第1-3-19図 住宅取得環境：

住宅価格の低下、住宅ローン金利の低下等により良好な住宅取得環境が続いている



(備考) 全米不動産業者協会 (N A R)、スタンダード・アンド・プアーズ (S & P)、
全米抵当銀行協会 (M B A) より作成。

金融危機発生以降、政府は住宅市場の回復のための数々の政策を打ち出してきた（第1-3-20表）。09年前半からの住宅市場の持ち直しは、政策によって下支えされてきた部分が大きい。

第1-3-20表 アメリカの主な住宅対策

○新規住宅購入者減税 (First Time Homebuyer Tax Credit)

新規住宅購入を対象に、最大8,000ドルの税額控除を行う

- ・ 08年7月に発表されていた控除額を09年2月に増額
- ・ 当初は09年11月末で終了の予定だったが、10年4月末まで延長され、減税対象を住宅買換えにも拡大

○住宅所有者支援プログラム (HAMP: Home Affordability Modification Program)

最大300~400万人の差押えの危機に瀕している住宅所有者の負担軽減を支援するためのプログラム (09年2月発表)

- ・ 住宅ローン条件緩和の支援を行う (サービスへの支援、借り手等への支援、住宅価格下落に対する部分的保証等)
- ・ 10年2月までに100万人以上が住宅ローン条件変更の申し込み実績
- ・ 10年3月、同プランの拡充を発表 (失業中の住宅保有者支援、住宅ローン残高が住宅価値を上回っているローンの借り手の支援等)

○GSEへの信頼強化による住宅ローン金利の引下げ支援

- ・ 財務省とFRBによるGSE2社保証のMBSの買取りについては、財務省は09年12月末、FRBは10年3月末にそれぞれ終了している
- ・ 財務省によるGSEへの資本注入 (09年12月、以後3年間資本注入上限枠を撤廃)
- ・ GSEのポートフォリオにおける住宅ローン保有額の拡大 (8,500億ドル→9,000億ドル)

(備考) アメリカ財務省より作成。

(ii) 先行きを見る上で重要な要素

●市場に存在する不安要因

前述のように、歴史的に良好な住宅取得環境下で持ち直し基調にあった住宅市場は、09年末以降急速にその回復ペースを鈍化させている。住宅市場の本格回復が遅れている理由は需要と供給双方にある。

需要面では、まず、雇用の回復の遅れや先行きの不安から、個人が住宅購入に向かいにくい状況が続いていることが挙げられる。さらに、09年2月以降住宅減税によって下支えされてきた需要が、10年4月末の減税終了以降減少する可能性もある。また、既存の住宅ローンの延滞率の上昇傾向が続き、差押え件数が高止まりしていることが、今後の住宅価格の下押し要因となるとみて購入を手控える動きへとつながっていることも挙げられる (第1-3-21図)。

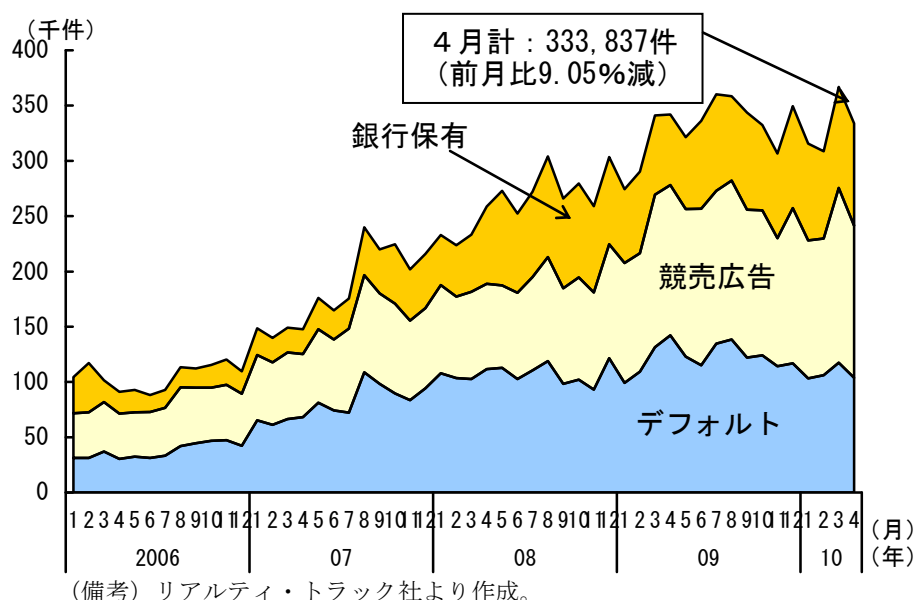
新規差押え件数は (10年4月現在) 月間30万件を14か月連続で上回っており、09年には全米で45世帯あたり1件が差押えの状態にあるといわれている¹⁰。これに対し、政府が進めている低利ローンへの借換え促進プログラムによる下支えの効果はあるも

¹⁰ リアルティ・トラック社による。

の、実際には借換えを大きく上回る差押えが毎月発生しているのが現状である¹¹。

第1-3-21図 差押え件数の推移：

差押え件数は高止まりしている



一方、この差押え件数の高止まりは、住宅市場の供給面にも大きく影響しており、競売によって中古物件の流入が市場の需給バランスを崩し、住宅価格の下押し要因となっている。09年の住宅販売件数550万件（新築および中古住宅）に対し、同年の新規デフォルトの延べ件数だけでも280万件あり¹²、潜在的な在庫の増加が懸念される¹³。

また、現在「戦略的デフォルト（Strategic Default）」を行う住宅ローン保有者が増加していることが問題となっている。「戦略的デフォルト」とは、ローンの返済が可能な状況であるにもかかわらず、自ら意図的に返済を止め、自宅を失う代わりにローン返済義務の放棄を狙う行為のことであり、デフォルト全体の26%を占めるという調査結果もある¹⁴。アメリカの住宅ローンは、ノンリコースローンが主流であり、ローン債務者の責任は担保となっている住宅価値の範囲内に限定されるため、ローン残高が住宅の価値を上回る場合には戦略的デフォルトのインセンティブが高まると思われる。

¹¹ アメリカ財務省によると、09年2月の当プログラム開始以来、10年4月までに、条件変更となったローンの件数は累積で29.9万件となっている。なお、同期間に121万人がローンの条件変更のトライアルに申し込んでいる。ローンの条件変更への申込みは数か月間のトライアルを経て、恒久的な条件変更となる。

¹² リアルティ・トラック社による。また、アメリカ商務省によると、08年のアメリカの住宅総数は1.29億件となっている。

¹³ 潜在在庫（Shadow Inventory）件数は、銀行保有物件数に、差押え件数や住宅ローン延滞件数を加えて700万件を超えとする試算もある。

¹⁴ 09年6月発表の調査による（NBER（2009））。

09年末時点では、住宅ローン全体の24%¹⁵で、ローンの残高が住宅の評価額を上回っており、住宅価格の低下が続けば、このような傾向は今後も続いていくと考えられる。

●10年前半に集中する政府による住宅市場支援策の終了

既にみてきたように、09年以降の住宅市場の持ち直しは、政府の住宅支援策の効果によるところが大きいと考えられる。10年前半には、住宅減税やMBS買取り政策等の支援策が終了しており、今後その影響が懸念される。

住宅減税は、当初09年11月末までの予定であったが、その後5か月間の延長が決まり、10年4月末までとなった。当初の終了予定の直前となった09年10月、及び今回の延長終了の直前となる10年3月には、住宅の着工・販売件数が増加しており、駆け込み需要が発生したものと考えられる。政策終了による反動が現れるとみられる10年4月末以降、市場の需要動向が注目される。

また、政府とFRBが行ってきたMBS買取り政策は、それぞれ09年12月末、10年3月末で終了している。政策終了から1か月以上が経過した同年5月時点では、住宅ローン金利の変動に大きな影響はみられないが、この政策は09年からの住宅ローン金利の歴史的な低水準に寄与したと考えられてきたため、今後の金利動向を注視していく必要がある。

（4）企業活動

●生産の状況

08年後半以降、企業の生産及び設備稼働率は大きく落ち込んだ。設備稼働率（製造業）は、09年6月には65.1%と、1967年の統計開始以来の過去最低水準となった。特に自動車部門は販売の低迷もあって36.8%（09年6月）まで低下した。

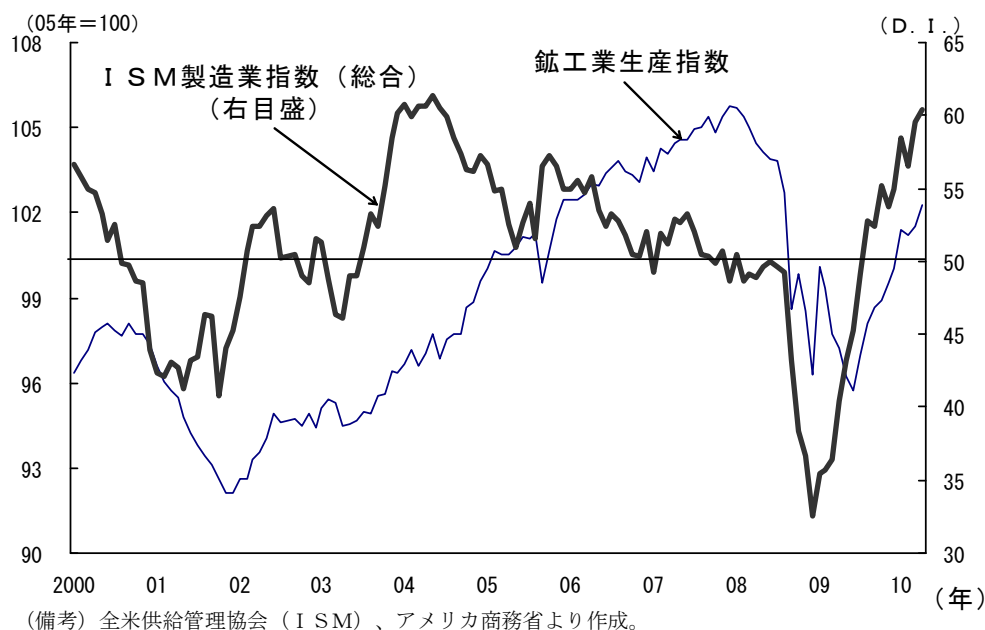
その後、政府の景気刺激策に支えられた内需の緩やかな回復もあって、09年半ばに、生産・稼働率とも増加に転じた。特に、自動車生産は自動車買換え支援策の終了後も回復基調を続けており、また、半導体等のハイテク産業は、09年6月以降、前月比で11か月連続増加となっている。鉱工業生産指数（総合）は、07年12月のピークの水準には届いていないものの回復基調が継続しており、10年4月は前月比0.8%の増加となるなど回復のテンポが強まっている（第1-3-22図）。

現在の回復基調に加えて、生産の先行きを示す先行指標をみても、先行き増加基調の継続を示唆するものが多くみられる。例えば、ISM景況感指数（製造業）は、09

¹⁵ First American CoreLogic より。

年8月以降景況判断の分岐点といわれる50を超える水準で推移しており、企業の景況感が改善していることを示唆している。

第1-3-22図 I S M景況感指数（総合）の推移：
09年半ば以降景況判断の分岐点である50を越えて推移している



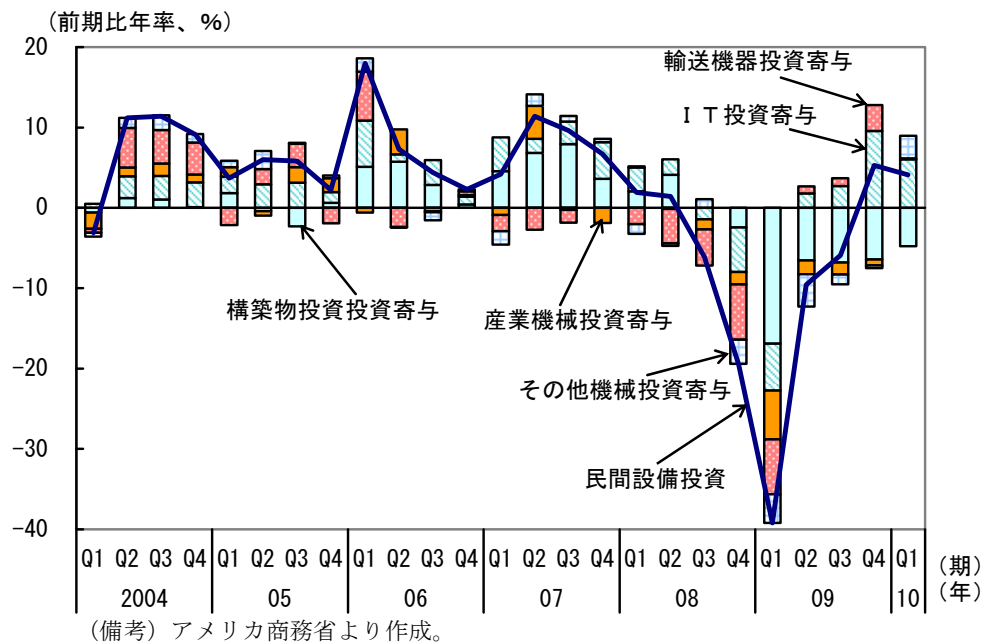
●民間設備投資の現状

08年半ば以降、大幅に減少していた民間設備投資は、09年4～6月期以降急激に下げ幅を縮小し、同年10～12月期には前期比増加に転じた（第1-3-23図）。内訳をみると、同年4～6月期に増加に転じていたI T投資が大きくけん引している。また、航空機や自動車を始めとする輸送機器への投資の伸びもプラスに寄与している。アメリカの民間企業には世界金融危機発生後、備品の買換えや設備更新を抑える動きがあったが、業績の回復とともに、P C・ソフトウェア、自動車等の設備に対する需要が伸びている。

一方で、商業ビル・ホテル・ショッピングモール等の構築物投資や、産業機械に対する投資は、依然として前期比減少を続けている。設備稼働率は回復基調にあるものの10年4月時点では73.7%と08年以前の水準に達しておらず、企業の工場や機械等に対する投資意欲を低いものにとどめていると考えられる。また、商業用不動産市場の現状と先行きに対する懸念も、構築物投資の回復の鈍さに影響している。

第1-3-23図 民間設備投資の推移：

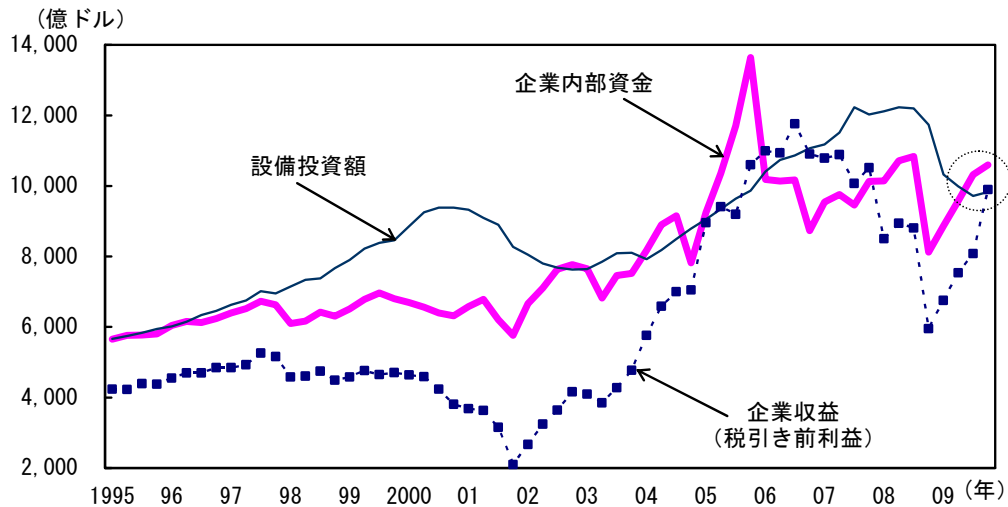
I T 投資・輸送機器投資がけん引し前期比増加に転じたが、構築物投資の回復が遅れている



設備投資の今後の動向については、回復基調の継続を示唆する要素が少なくない。まず企業収益は、09年10～12月期は前期比8%増、4四半期連続で前期比増加となるなど、09年に入り回復してきている。また、投資抑制の結果でもあるが、内部資金を蓄積する動きがある（第1-3-24図）。09年以降、企業は設備投資額を上回る内部資金を計上し続けている。前述のとおり09年10～12月期には設備投資は前期比増加に転じたが、依然として内部資金額は設備投資額を上回っており、この間の資金の蓄積は今後の設備投資に向かうことが期待される。

さらに、設備投資の回復を下押ししている構築物投資においても、民間非住宅建設支出等の先行指数は底打ちを示唆しており、また、商業用不動産向け貸出の延滞率も引き続き高水準ながら上昇ペースが緩やかになってきているなど、先行き改善の兆しがみられる。ただし、商業用不動産市場に対する懸念もあり、予想以上に回復が遅れる場合には、設備投資全体の下方リスク要因となり得る。

第1-3-24図 企業の内部資金と設備投資額の推移：
企業の内部資金は設備投資額を上回ってきている



(備考) 1. 連邦準備制度理事会 (F R B) より作成。
2. 企業内部資金 (Internal Funds) は、「税引き後利益－配当＋減価償却費」となっている。

●在庫調整の状況と見通し

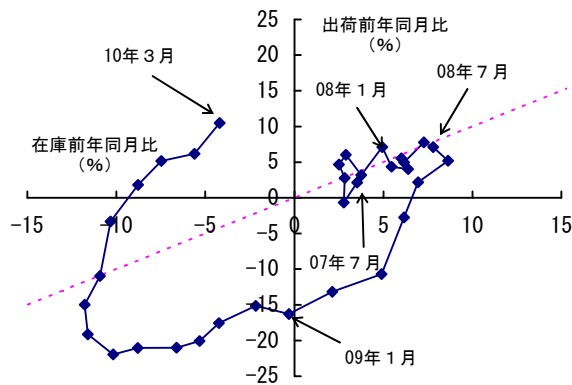
09年10～12月期において、アメリカの実質GDP成長率は前期比年率5.6%と大幅な伸びを示したが、半分以上は在庫投資の寄与(3.8%ポイント)となっている。09年10～12月期の在庫は236億ドルの減少であり、在庫の削減は続いていたが、09年7～9月期の1,565億ドルの減少と比較すると、在庫削減ペースは大幅に縮小しており、GDPを押し上げる結果となった。

民間企業には、金融危機発生後の需要の冷え込みにより急激に積み上がった在庫の圧縮を進めてきた。しかし、09年後半以降は、需要の回復とともに、企業は在庫削減ペースを緩めており、10年1～3月期には2年ぶりの増加に転じた(第1-3-25図)。在庫循環図でも、出荷の回復が鮮明となり、今後は在庫圧縮から在庫増し局面へ向かう動きが定着することが期待される。

第1-3-25図 在庫の動向：

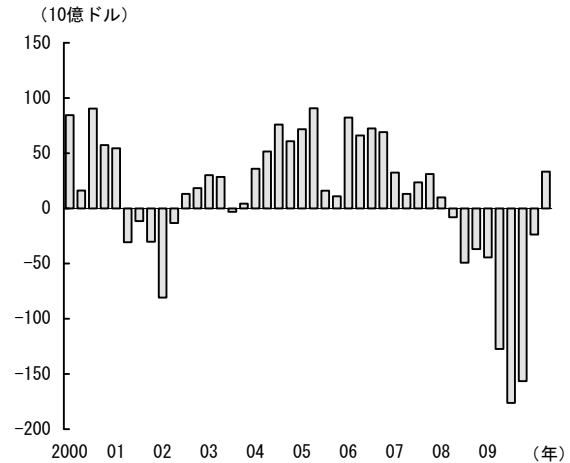
在庫の減少ペースは縮小しており、在庫積み増しに向かいつつある

(1) 在庫循環図(製造業)



(備考) アメリカ商務省より作成。

(2) 在庫投資額の推移



●オバマ政権による中小企業支援策

アメリカの産業界において、中小企業の動向は重要である。08年時点で、従業員を雇用している法人の数は616万社にのぼるが、そのうち中小企業の占める割合は99%以上に当たる、614万社以上になる¹⁶。中小企業は、民間部門の雇用の半分を占め、また、過去15年間の国内新規雇用の64%を創出してきた¹⁷。更に非農業民間部門のGDPのうち半分以上、総輸出額のうち30%以上は中小企業によるものである。

アメリカは新しい企業が毎年数多く生まれる国として知られ、中小企業はアメリカ経済の将来の活力にもなっている。1953年制定の中小企業法(Small Business Act)では、中小企業の定義には「独立していること」も含まれており、アメリカ経済の土台となっている自由競争の担い手としての中小企業の重要性を明確に述べている。また、アメリカの開業率は10%を超えており¹⁸、日本の4%台と比較しても高く、この辺りからもアメリカの企業に根付くベンチャー精神を垣間見ることができる(第1-3-26図)。

アメリカの中小企業を支える立場として中小企業庁の役割は小さくない。同庁による、開業直後の中小企業の資金調達を助けるローン保証プログラムは、日本の信用保

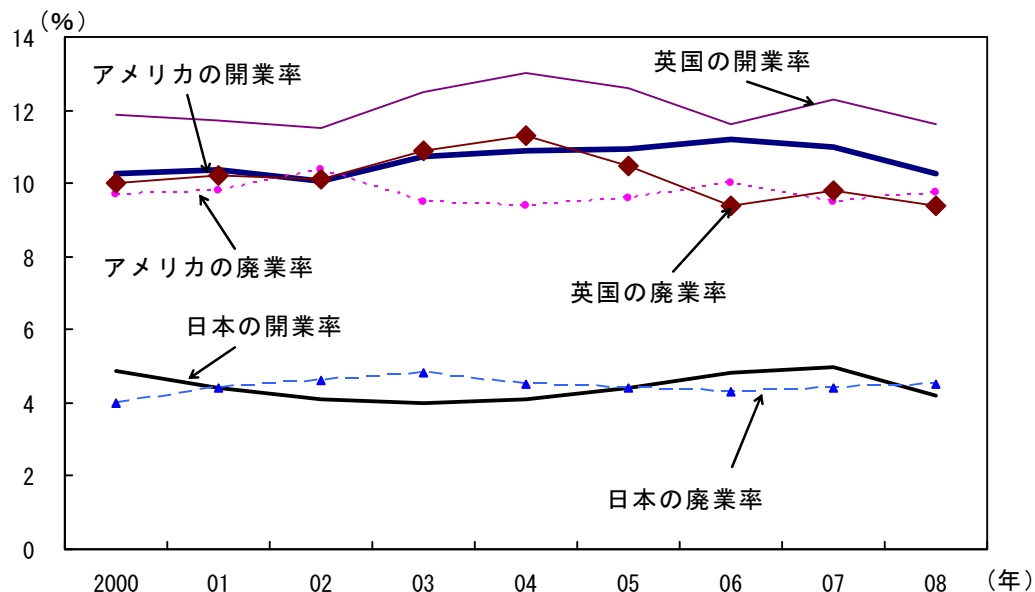
¹⁶ アメリカ中小企業庁は、従業員数 500 人以下の企業を中小企業と定義している (Small Business Administration (2009))。

¹⁷ アメリカ中小企業庁より。

¹⁸ なお、英国の開業率・廃業率はアメリカよりも高いが、雇用者のいない個人事業主も含まれているため高水準となっている。また、本統計に含まれないアメリカの「雇用者のいない事業主」は、2000 年以降の平均で、年間 70 万件近く増加しており (開業数から廃業数を引いた純増件数)、このことからアメリカの開業は盛んだといえる (06 年のアメリカの総事業者数は 2,680 万件)。

証協会の保証制度と異なり、商業貸出を行う金融機関すべて（ノンバンク等も含む）を対象としており、多くの中小企業に利用されている。インテル、アップルコンピュータ、フェデックス等多くの企業が設立当時にこの制度を利用し、その後の大きな成長の基礎を築いた。

第1-3-26図 アメリカの開業率・廃業率：
開業率は10%を超えている



- (備考) 1. アメリカ中小企業庁、日本中小企業庁、英国統計局より作成。
2. アメリカは有雇用事業者数、日本は有雇用事業所数による開廃業率。英国統計は、VAT（付加価値税）登録業者数によるため、雇用者のいない事業主も含まれる。
3. アメリカの07、08年のデータは、アメリカ中小企業庁による推計値。

現在中小企業を取り巻く環境は順調に改善しているとはいえない。中小企業の多くは、大企業のように債券やC Pの発行という金融資本市場を通じた資金調達手段を持っているわけではなく、主に中小金融機関からの借入に依存している。直接金融に比べて間接金融の回復は遅れており、現在も中小金融機関の破たんは続いている。破たん件数は09年の140件に続き、10年に入ってから72件となっている（10年5月14日時点）。銀行の貸出態度をみると、大手銀行、中小銀行ともに、大企業と比較して中小企業向けの貸出にはやや慎重な姿勢がうかがえる¹⁹。

また、このような状況の下、中小企業の業績回復は大手企業と比較して遅れている。売上高の前年比での回復は大手企業と比較して遅れており、中小企業の景況感を表すN F I B中小企業楽観指数²⁰をみても、09年前半に底打ちの動きがみられるが、それ以

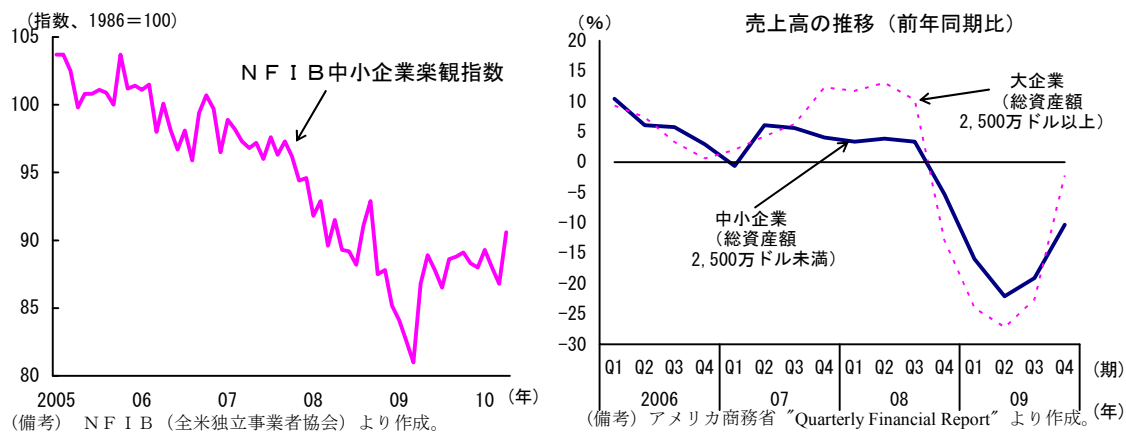
¹⁹ F R B “Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices”, 1 February 2010. より。

²⁰ National Federation of Independent Business “Small Business Economic Trends Survey” より。

降回復ペースが鈍化している（第1-3-27図）。

第1-3-27図 中小企業の景況感・売上高の推移：

中小企業の回復は鈍いものとなっている



こうした状況を踏まえてオバマ政権は、中小企業対策に力を入れている（第1-3-28表）。09年12月に発表された追加雇用対策では、雇用促進のため特に支援すべき分野として中小企業を挙げており、10年1月の一般教書演説でも中小企業支援の重要性について強調している。また、以下で詳しく述べるが、オバマ政権では、今後の経済成長の柱の一つとして今後5年間で輸出を倍増する「輸出拡大政策」を検討しているが、これは、中小企業支援の側面が色濃く反映された内容となっている。雇用や輸出における中小企業の影響の大きさをかんがみると、アメリカの本格的な景気回復には中小企業の回復が不可欠の課題といえる。

第1-3-28表 オバマ政権の主な中小企業政策

中小企業向け雇用支援策（10年1月29日）

（1）雇用に対する措置

- ・企業が2010年に行う雇用について、1人につき5,000ドルの税額控除を実施。ただし、1企業につき50万ドルを上限。
- ・新規に会社を設立する場合には、雇用者1人につき2,500ドルを控除。

（2）賃金・労働時間の拡充に対する措置

- ・企業による賃金・労働時間の拡充を促進するため、給与を増額した際に生じる企業の社会保障給与税負担の増加額と同額の税額控除を行うことにより、企業の総賃金の6.2%に相当する税額控除を実施。
- ・控除額の算出に当たっては社会保障給与税の制度を活用するため、同制度の課税上限である10万6,800ドルまでの賃金引上げを対象。

※（1）の税額控除額が1,000ドルに縮小するなどした上で、雇用回復促進法（対策規模176億ドル）として3月18日に成立。

中小企業融資基金設立（10年2月2日）

（1）目的

中小企業を主な顧客とする小規模銀行への資金供給を目的とする基金を設立し、中小企業向け融資の拡充を図る。

（2）基金の支援対象となる金融機関

中小企業を主な顧客とする、総資産100億ドル未満の銀行。

※09年9月現在で6,826行（商業銀行全体の98%）

（3）財源・スキーム

不良資産買取プログラム（TARP）から300億ドルを転用し、新たな基金を設立。

中小企業への融資を増やすことを条件に、小規模銀行へ資本投資（株式取得）を行う。

（4）融資促進のためのインセンティブ

基金による資本投資を受けた銀行が、09年の実績と比較して中小企業向け融資を拡大した場合には、財務省が保有する株式に係る配当を減額する措置を導入。

※基金の設立も含めた更なる中小企業向け融資の拡充策について、今後議会で法案審議予定。

（備考） ホワイトハウス等より作成。

（5）貿易

（i）アメリカの貿易の現状

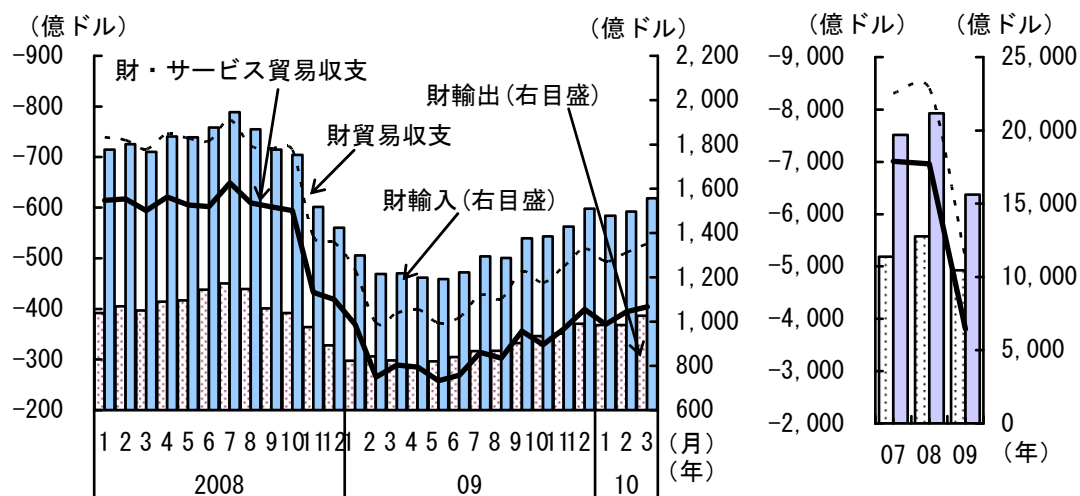
●貿易収支の状況

08年後半、世界的な金融危機の発生に伴い内外の需要が低迷する中、輸出入ともに減少し、特に内需の急減により輸入が大幅に減少したことから、貿易赤字は急速に縮小した（第1-3-29図）。財・サービス貿易赤字は、月次額で過去最大水準となった08年7月の649億ドルから、09年5月には60.3%減の258億ドルとなった。その後09年半ばから輸出入ともに持ち直し、09年末に向けて増加傾向が続く中、財・サービス貿易の赤字は拡大してきた。

しかし、依然としてピークと比較すると輸出入ともにその水準は低く、09年を通じた財・サービス貿易収支赤字は前年比45.6%減と、3年連続の減少となった。

第1-3-29図 貿易収支の推移：

09年の財・サービス貿易収支赤字は前年比で大きく減少したが、年央以降増加傾向



(備考) アメリカ商務省より作成。

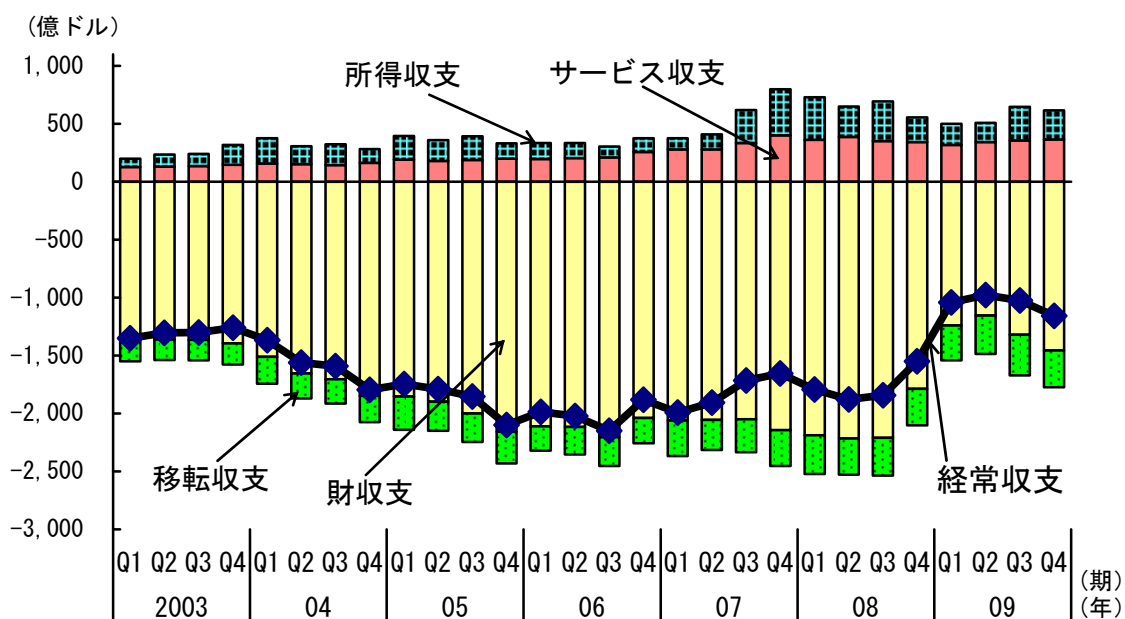
●経常収支の状況

09年の経常収支の状況をみると、経常収支赤字は前年比40.5%減となり、3年連続の減少、01年以来8年ぶりの低水準となった（第1-3-30図）。

サービス収支、所得収支が黒字基調を続ける中で、経常収支の大半を占める財収支の赤字が大きく減ったことが、赤字の大幅減の主要因である。09年の経常収支赤字のGDP比も2.9%と、前年の4.9%から大きく低下した。

第1-3-30図 経常収支の推移：

09年の経常収支は前年比大きく縮小し、3年連続の縮小となった



(備考) アメリカ商務省より作成。

(ii) 輸出の拡大に向けて

●アメリカの輸出の構造

オバマ大統領は、10年1月の一般教書演説において、今後のアメリカ経済の成長の柱として輸出の拡大を挙げ、今後5年間で輸出額を倍増させるとの目標を示した。今後のアメリカ経済をみる上で注目されるアメリカの輸出の構造をここで改めてみておく。

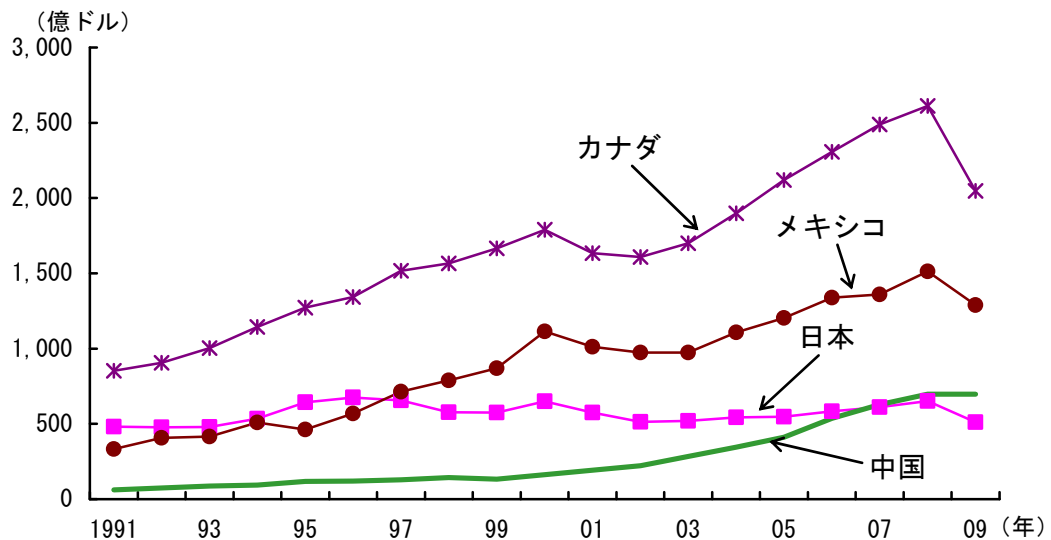
アメリカの主要な輸出相手国は、09年の輸出額の上位順に、カナダ、メキシコ、中国、日本、英国となっている（第1-3-31図）。カナダ、メキシコは北米自由貿易協定（NAFTA）を構成する相手国であり、94年の協定発効以降、両国に対する輸出量は大きく増加した。また、最大の輸入相手国でもある中国に対しては、輸出も拡大してきており、07年に輸出額で日本を抜いている。09年は世界的な需要の減少に伴い各国への輸出が減少したが、大幅に減少したカナダ向け（前年比21.6%減）、メキシコ向け（同14.7%減）と比較して、中国向け輸出はほぼ横ばいの同0.2%減に留まり、貿易相手国としての中国の存在が大きくなってきている。

アメリカの主な輸出品目は、自動車・同部品、航空機、半導体・コンピュータ関連製品、電気機器類、農産品等が挙げられる。また、農産品では大豆のシェアが大きく、中国向けを中心に近年輸出額が伸びている。

アメリカは現在14の国・地域とのFTAを締結しており、そのうち、コロンビア、パナマ、韓国を除く11のFTAが既に発効済みである。前出のNAFTAは、アメリカ、カナダ、メキシコの3か国による貿易協定であり、アメリカの貿易にとって重要な枠組みである。域内の人口が4億人を超える自由貿易地域を形成する協定であり、発効以降、加盟国間の貿易は拡大し、経済面での相互依存構造を強めている。自動車産業等においてみられるように、域内関税の撤廃により、より生産コストの低いカナダ、メキシコの生産拠点に部品を輸出し、現地で組み立てられた完成品を輸入するという企業内貿易による生産ネットワークが形成されている。このため、メキシコ向け貿易は、NAFTA発効後に、それ以前の貿易黒字から赤字へと転換した。

第1-3-31図 主な輸出相手国：

N A F T A加盟国への輸出額が多い・中国向け輸出額は対日本輸出額を上回った



2009年		輸出額 (100万ドル)	構成比 (%)
順位	全体	1,056,895	100.0
1	カナダ	204,700	19.4
2	メキシコ	128,998	12.2
3	中国	69,576	6.6
4	日本	51,180	4.8
5	英国	45,714	4.3
6	ドイツ	43,299	4.1
7	オランダ	32,347	3.1
8	韓国	28,640	2.7
9	フランス	26,522	2.5
10	ブラジル	26,175	2.5

(備考) 1. アメリカ商務省より作成。
2. データは通関ベースの、名目、原数値。

コロンビア、パナマ、韓国とのF T Aについては、F T A締結後、協定の発効に向けての手続きが遅れているが、オバマ政権はこれらのF T Aの議会での批准に向けて調整を進めていくとしている（第1-3-32表）。

第1-3-32表 F T Aの取組

発効済みのもの（括弧内は発効年）

- (1) イスラエル(1985年)
- (2) N A F T A（アメリカ、カナダ、メキシコ）（94年）
- (3) ヨルダン（01年）
- (4) シンガポール(04年 1 月)
- (5) チリ（04年 1 月）
- (6) オーストラリア（05年 1 月）
- (7) モロッコ（06年 1 月）
- (8) パーレーン（06年 8 月）
- (9) 中米（D R－C A F T A：6 か国）
エルサルバドル（06年 3 月）、ホンジュラス、ニカラグア（06年 4 月）、グアテマラ（06年 7 月）
ドミニカ共和国（07年 3 月）、コスタリカ（09年 1 月）
- (10) オマーン（09年 1 月）
- (11) ペルー（09年 2 月）

締結済みのもの（発効には至っていない）

- (12) コロンビア：06年 2 月交渉妥結。06年 11 月署名。
- (13) パナマ：06年 12 月交渉妥結。07年 6 月署名。
- (14) 韓国：07年 4 月交渉妥結。07年 6 月署名。

※その他、U A E、タイ、マレーシア、その他 A S E A N・中東諸国等と交渉中、もしくは交渉開始見込み

（備考）外務省資料、J E T R O貿易投資白書等より作成。

●オバマ政権の輸出拡大政策

大統領経済諮問委員会（C E A）は、10年 2 月に発表した年次報告書において、2000年代のような過剰な借入れによる消費と住宅投資がけん引する経済成長の姿は望ましくないとし、今後の経済成長の柱として輸出の拡大の重要性を強調した。また、その後10年 3 月、オバマ大統領は「国家輸出戦略（National Export Initiative）」の骨格を発表し、新設する「輸出促進閣僚会議（Export Promotion Cabinet）²¹」が同年 6 月末までに包括的政策を策定するとしている。

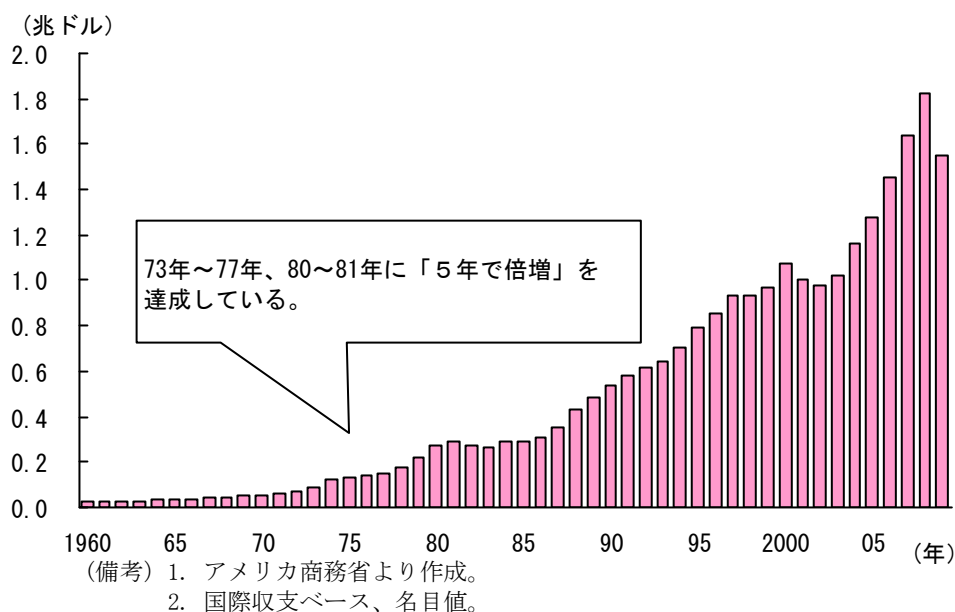
この戦略は、「5 年で倍増」という目標を掲げている。これは、5 年連続で年率15%の輸出増加ペースに相当し、オバマ政権は基準時点を明示していないが、仮に09年の名目実績値をベースラインとすると、前年比15%減（国際収支ベース）となった年が基準であること、名目値であるため物価上昇や為替が増加要因となり得ることも考えると、まったく達成不可能な目標ではない。実際、70年代から80年代初めにかけてアメリカの輸出が 5 年で倍になったケースがある（第1-3-33図）。しかし、当時の輸出額の増加は、大幅なドルの減価が大きく寄与した可能性もある。また、現在アメリカの輸出は、ヨーロッパ向けのシェアが大きい²²ため、ヨーロッパ経済の回復の遅れもあり、輸出が伸び悩む可能性も指摘されている。オバマ政権の具体的な輸出拡大政策の内容と、今後の輸出の動向が注目される。

²¹ メンバーは、各省長官、アメリカ通商代表部（U S T R）代表、大統領経済諮問委員会（C E A）委員長、輸出銀行総裁等。

²² アメリカ商務省によると、E Uの輸出に占めるシェアは 20.9%（09 年）。

第1-3-33図 財・サービス輸出の推移：

アメリカの財・サービス輸出は70年代と80年代初めに「5年で倍増」を達成している



2. アメリカ経済の景気下押し要因と先行きのリスク

アメリカの消費や生産に持ち直しがみられる一方で、雇用情勢は失業率が10%近傍で推移するなど、ジョブレス・リカバリーに陥る可能性が高い。また、08年後半以降の深刻な金融危機からはほぼ脱したもの、引き続き金融機関を取り巻く情勢は不透明な要素が残る。以下では、雇用情勢及び金融機関の現状を確認した上で、今後のアメリカ経済の先行きのリスクについて検討する。

(1) 雇用

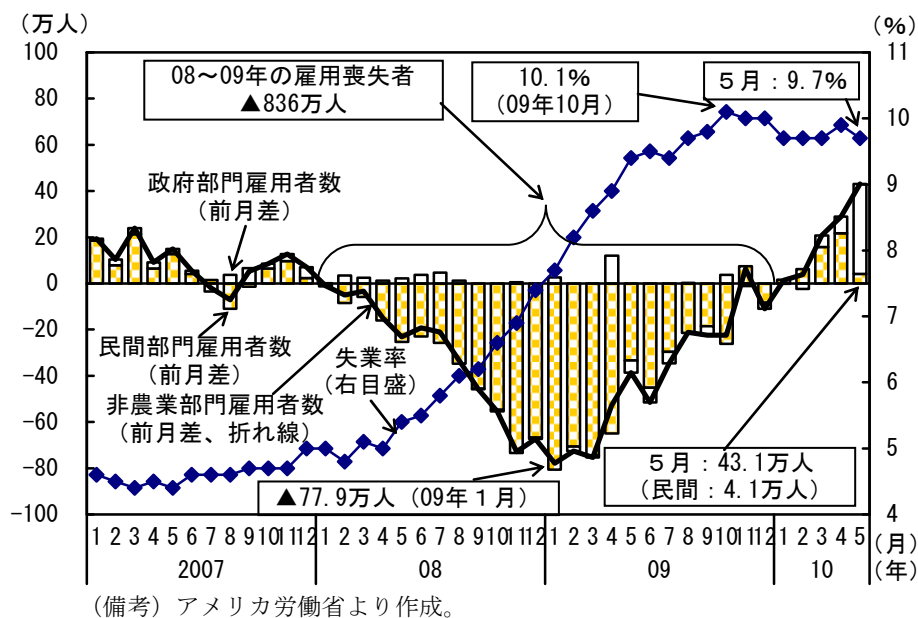
●2009年半ば以降の雇用情勢

アメリカでは、08年9月のリーマン・ブラザーズの破たんを端緒として発生した世界金融危機と景気後退の深刻化により、雇用危機が発生した。失業率は09年10月に1982年以来となる10.1%まで上昇し、その後も10%近傍の高水準で推移している（第1-3-34図）。また、08～09年の2年間の累計の雇用喪失者は836万人となり、失業期間も長期化²³が進んでいる。一方、非農業部門雇用者数は09年1月には前月差77.9万人減となったが、09年半ば以降は減少幅が大幅に縮小し、10年4月には前月差29.0万人増と

²³ 10年4月時点での失業期間が27週以上の長期失業者数は671.6万人となり、統計開始以来最大となっている。

増加に転じている。雇用情勢は厳しい状況が継続しているものの、大幅な悪化は終息しつつある。

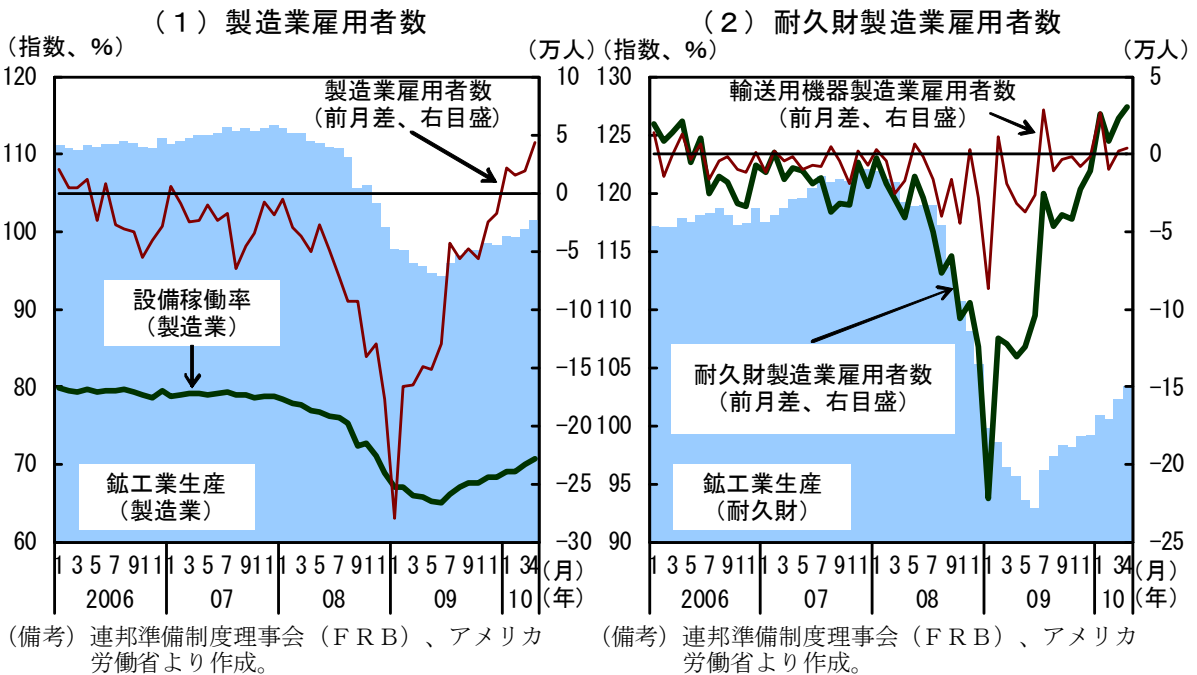
第1-3-34図 非農業部門雇用者数前月差と失業率：
雇用者数は増加しているが、失業率は10%近傍の高い水準



09年半ば以降の雇用者数の変化について産業分野別にみると、製造業や専門サービス業で雇用者数が増加に転じる一方で、建設業では、雇用の改善に遅れがみられる。

製造業では、08年後半から09年初にかけて大きく落ち込んだが、その後生産活動が持ち直していることを背景に、雇用者数の減少幅が縮小した（第1-3-35図）。特に、耐久財製造業は、各国政府の自動車買換え支援策を背景とした需要の喚起や、大手自動車メーカーの再編・経営再開もあり、輸送用機器製造業を中心に生産活動が持ち直していることに併せて雇用も持ち直している。この結果、10年1月の製造業雇用者数は07年1月以来の前月差増加に転じ、その後も雇用者数は増加している。

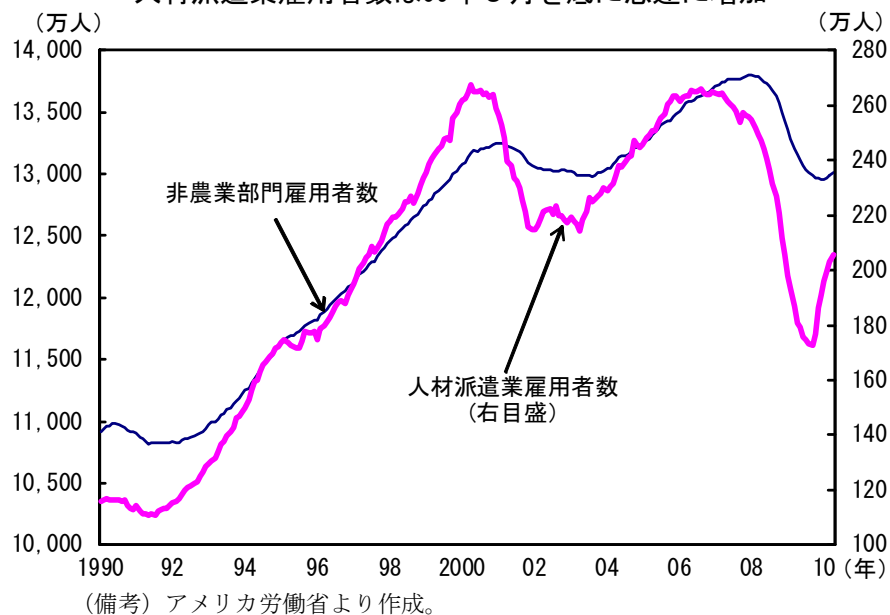
第1-3-35図 生産と雇用者数の変化：製造業雇用者数は耐久財製造業を中心に増加



また、専門サービス業では、09年半ば以降管理・一般サービス業を中心に雇用者数が増加している。特に、常用雇用も含めた雇用全体の先行指標といわれている人材派遣業は、09年9月を底に急速に回復しており、09年9月から10年4月の期間でみると雇用者数は33.0万人の増加となっている（第1-3-36図）。

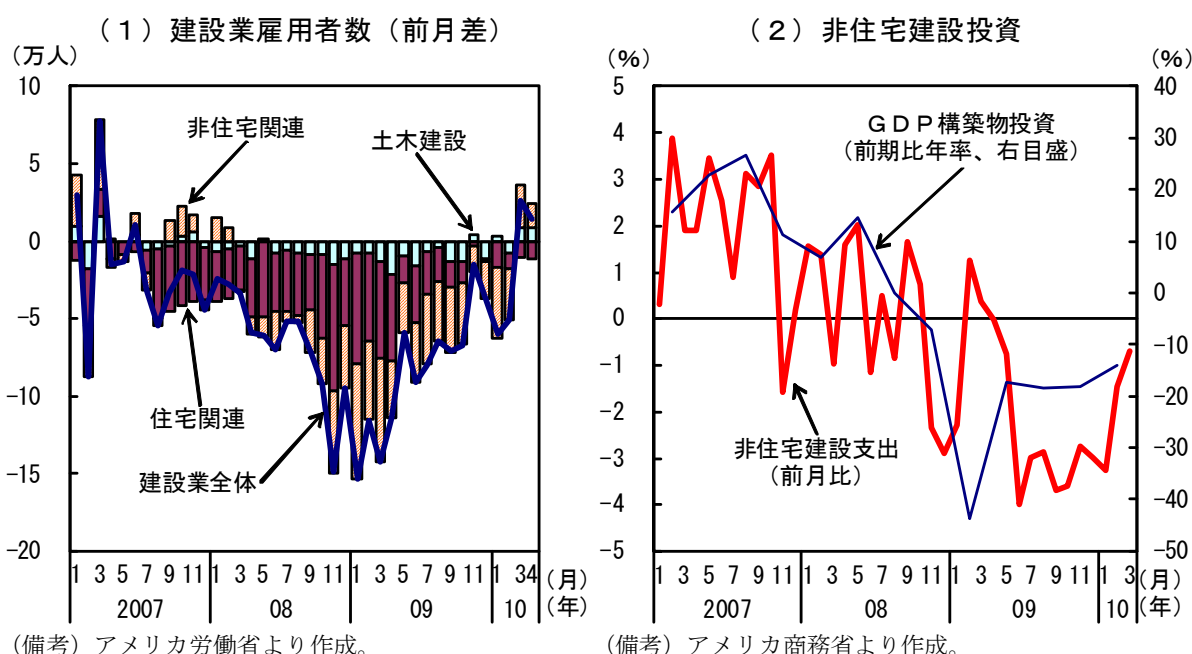
第1-3-36図 雇用者数に先行する人材派遣業雇用者数の動向：

人材派遣業雇用者数は09年9月を底に急速に増加



一方、建設業では、引き続き雇用者数は減少傾向にある。内訳をみると、住宅関連建物建設の雇用者数は、08年11月の前月差8.2万人減を底に減少幅は縮小したものの、減少が続いている（第1-3-37図）。また、土木建設は政府の景気刺激策による下支えはあるとみられるものの、09年2月以降も平均で前月差0.8万人減となっているなど雇用創出効果は限定的となっている。さらに、08年後半から09年にかけては、非住宅関連建物建設支出が大幅に減少したことなどを背景に、商業用不動産を含む非住宅関連建物建設の雇用者数が大幅に減少した。10年3月以降は増加に転じているものの、依然として不安定な状況が継続している。

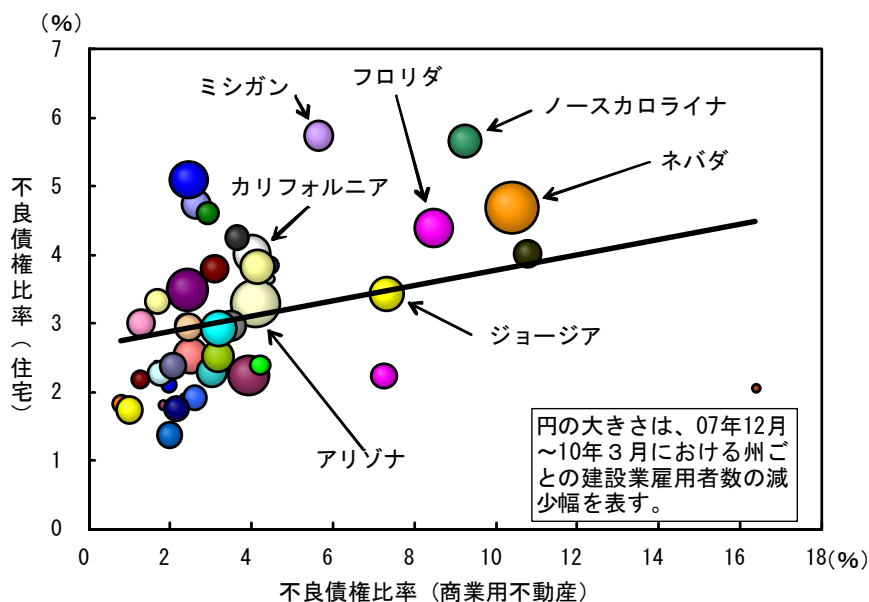
第1-3-37図 建設業雇用者数と建設投資：非住宅関連を中心に減少が継続



また、州ごとに建設業雇用者数の変化をみると、建設業雇用者数が大幅に減少している地域は、西海岸、南部、五大湖周辺となっている（第1-3-38図）。FDICによる預金保険の対象となっている金融機関の不良債権比率を州ごとにみると、住宅ローンの不良債権比率の上昇が大きい州と、商業用不動産向け融資の不良債権比率の上昇が大きい州には正の相関がみられる。この背景としては、リスク管理が不十分な金融機関に地域の偏りがある可能性もあるものの、住宅バブルの崩壊で住宅価格が下落したことにより、逆資産効果が働き、消費が押し下げられたことでその地域の商業活動が後退した可能性等が考えられる。実際、西海岸や南部等の住宅バブルの崩壊による影響が大きい州では、住宅関連建設雇用者数の減少幅が大きかったことに加え、同雇用者数の減少がピークを超えた後も、非住宅関連建物建設雇用者数の減少が続き、建設

業全体での雇用環境の悪化が継続しているものと考えられる。

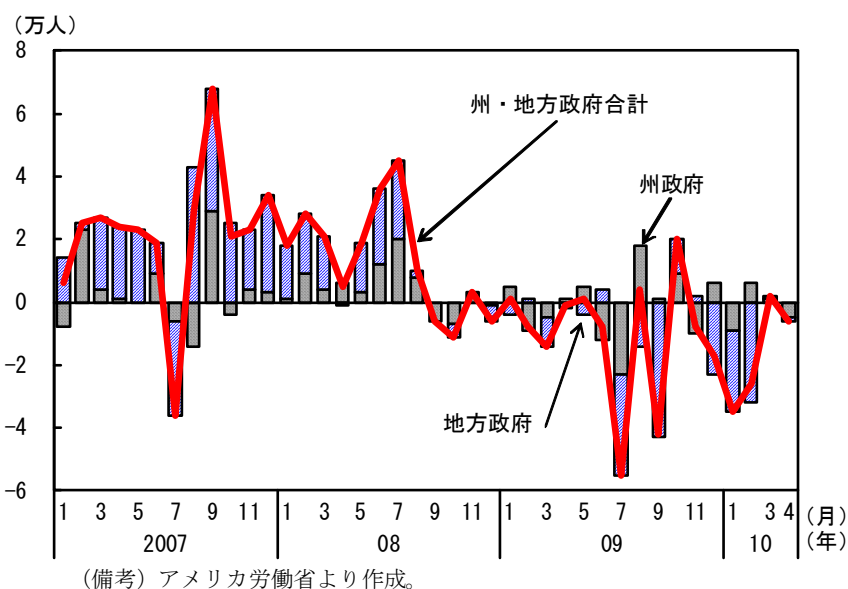
第1-3-38図 州別建設業雇用者数の減少幅：地域ごとに偏りがみられる



(備考) 1. アメリカ労働省、連邦預金保険公社（FDIC）より作成。
2. 不良債権比率は09年10～12月期。

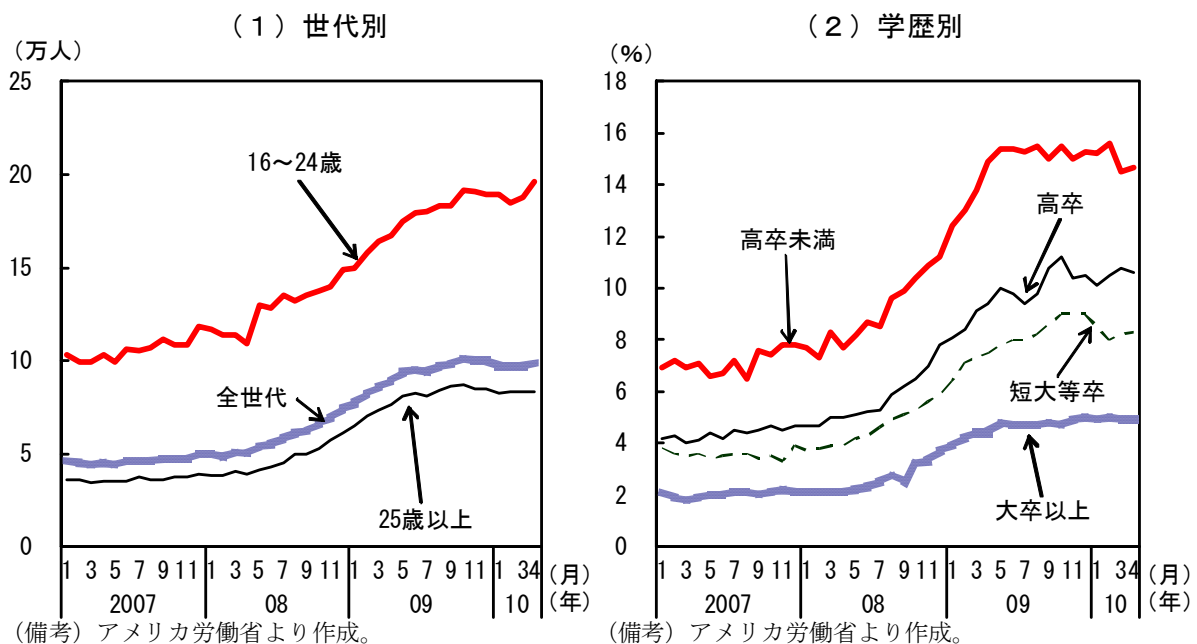
一方、政府部門では、国勢調査による臨時雇用の影響から10年3月以降大幅に増加したものの、州・地方政府を中心に雇用者数の減少傾向が続いている（第1-3-39図）。州・地方政府では税収の落ち込み等による厳しい財政状況が継続しており、特に09年半ば以降は、地方政府の教員が前月差0.9万人減（月平均）となるなど、雇用者を大幅に削減している。

第1-3-39図 州・地方政府の雇用者数増減内訳：雇用者数の減少傾向が継続



他方、失業者の構成を年齢別にみると、引き続き若年層ほど失業率が高い。16～24歳の失業率は、09年10月以降はやや低下していたものの、10年3月以降再び上昇に転じている（第1-3-40図）。また、学歴別に失業率をみると、08～09年初にかけては高卒未満の失業率が急上昇し高止まりしている一方、高校卒業者や短期大学卒業者、大学卒業者の失業率は09年半ば以降、緩やかな上昇傾向にあり、雇用調整が広範囲に及んでいることがうかがえる。

第1-3-40図 世代別、学歴別失業率の推移：若年層失業率は再度上昇

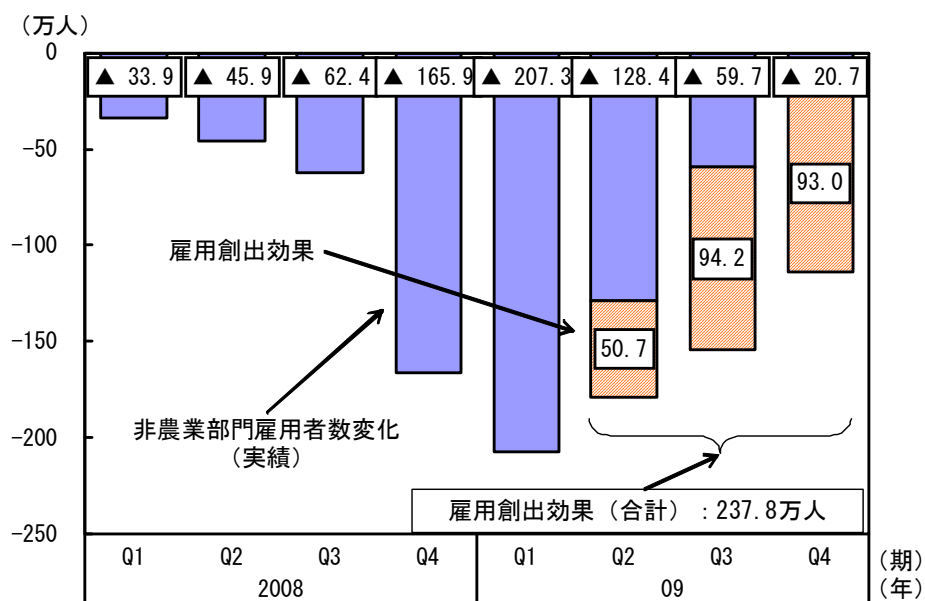


●雇用対策の効果と追加対策の現状

これまでの深刻な雇用危機に対して、政府は09年2月に成立したアメリカ再生・再投資法（ARRA：American Recovery and Reinvestment Act of 2009）等を通じて雇用対策を実施してきている。CEAが10年2月に公表した雇用対策の成果についての分析によると、ARRAによる雇用創出効果は09年4～6月期は月平均16.9万人、09年7～9月期は同31.4万人、09年10～12月期は同31.0万人と分析している²⁴。この結果、09年4～12月で237.8万人の押し上げ効果があったことになり、減少幅の縮小に寄与したと考えられる（第1-3-41図）。

²⁴ CEA (2010)

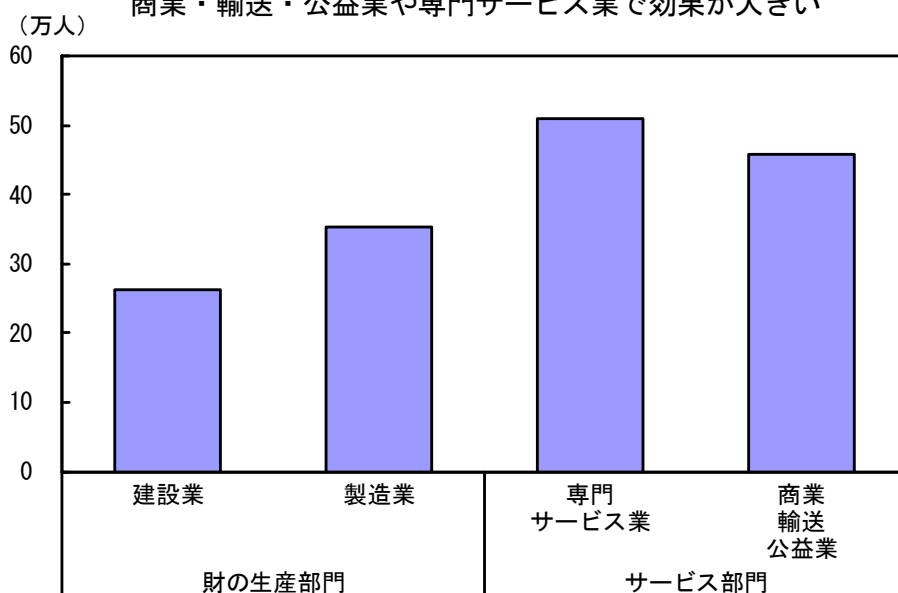
第1-3-41図 A R R Aによる雇用創出効果：09年12月時点では237.8万人



(備考) 大統領経済諮問委員会 (C E A) より作成。

C E Aの同分析によると、A R R Aの効果を産業分野別でみると、業績が景気動向に敏感な産業で効果が大きく現れているとされた。財の生産部門では、製造業で35.4万人、建設業で26.2万人、サービス部門では、人材派遣業を含む専門サービス業で51.0万人、商業・輸送・公益業で45.9万人、情報サービス業で10.1万人の雇用創出効果があったと推計されている。一方で、景気動向による業績変動が小さい教育・医療関連業では、A R R Aの雇用創出は限定的であったとしている（第1-3-42図）。

第1-3-42図 A R R Aによる業種別雇用創出効果：
商業・輸送・公益業や専門サービス業で効果大きい



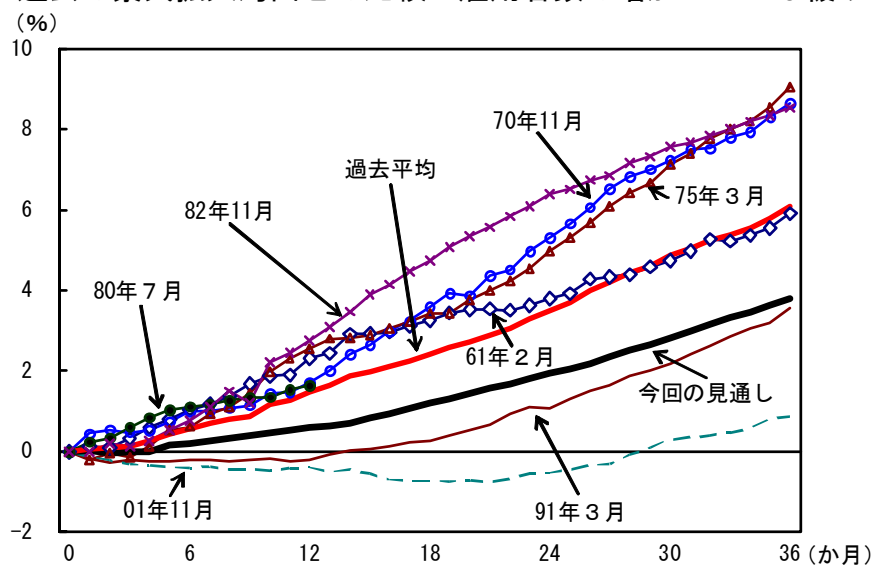
(備考) 大統領経済諮問委員会 (C E A) より作成。

以上のC E Aの分析からA R R Aによる雇用創出効果について考察すると、金融危機と景気後退により、建設業や製造業、専門サービス業等雇用が大幅に落ち込んだ産業を中心に雇用創出効果が認められることから、雇用情勢の一段の悪化を抑制する効果があったと評価することができる。一方で、全産業でみて雇用者数の減少幅を縮小した効果は限定的であり、失業率が高止まりしている状況を考慮すると、今後も切れ目ない雇用対策が急務である。

こうした状況のもと、10年3月18日には雇用回復促進法（予算規模176億ドル）が成立した。この中で、雇用対策として、60日以上失業状態にある失業者を雇用した企業に対し、雇用した労働者に支払う賃金にかかる社会保障税のうち、使用者負担分の6.2%について1年間免除することが盛り込まれた。また、現行の設備投資減税の延長や高速道路建設等の財源確保等が決定した。さらに、雇用回復促進法に加えて、雇用創出効果が高いとされる中小企業に対する減税案等が引き続き議会で審議されている。

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・非製造業両部門で改善傾向にあり、インターネット上の求人広告件数についても緩やかに増加傾向にある。政府や民間調査機関による雇用情勢の見通しをみると、雇用者数は緩やかに増加するとされている。例えば、C E Aによると、雇用者数は2010年に月平均9.5万人増、2011年に同19.0万人増、12年には25.1万人増と見込まれている。しかし、雇用者数の労働力人口に対する割合でみると、雇用者数の増加ペースは過去の景気回復局面と比較して緩やかな回復にとどまる見通しである（第1-3-43図）。また、失業率については、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流入してくることもあり、改善ペースは緩やかとなる見通しであり、11年にかけて高水準のまま推移し、8%前後に低下する時期は12年以降と見込まれている（第1-3-44表）。

第1-3-43図 過去の景気拡大局面との比較：雇用者数の増加ペースは緩やかな見通し



(備考) 1. 大統領経済諮問委員会 (CEA) より作成。
 2. 雇用者数の増減幅を労働力人口で調整したものを累計。
 3. 各景気拡大期のグラフは、景気の底を0か月目として作成。
 4. 今回の見通しは09年11月を0か月目としてCEAの推計より作成。10年5月以降の労働力人口は10年4月時点。

第1-3-44表 各機関の雇用情勢見通し：失業率の本格的な低下は12年以降

	2010年	11年	12年	10年			11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
連邦準備制度理事会 (FRB)	9.1～9.5	8.1～8.5	6.6～7.5	-	-	-	-	-	-	-
議会予算局 (CBO)	10.1	9.5	8.0	-	-	-	-	-	-	-
行政管理予算局 (OMB)	10.0	9.2	8.2	-	-	-	-	-	-	-
IMF	9.4	8.3	-	-	-	-	-	-	-	-
OECD	9.7	8.9	-	9.8	9.8	9.6	9.3	9.0	8.7	8.4
ブルーチップ (民間見通し平均)	9.6	8.9	-	9.6	9.4	9.4	9.2	9.0	8.8	8.6

(備考) 1. FRB：10年5月19日公表の経済見通し、CBO：10年1月公表資料、OMB：10年2月公表資料、IMF：10年4月公表の経済見通し、OECD：10年5月公表の経済見通し、ブルーチップ：10年5月号より作成。
 2. FRBは該当年の10～12月期の平均。

●雇用情勢におけるリスク要因

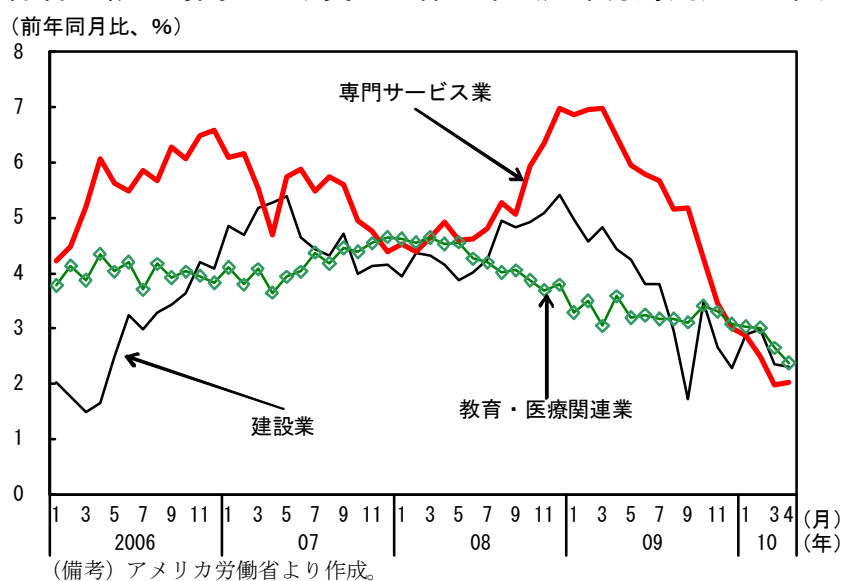
今後の雇用情勢は緩やかな改善が見込まれているが、リスク要因として賃金の低下が挙げられる。賃金の動向をみると、07年12月の景気後退入り以降、非管理職の時間当たり賃金（民間非農業、前年同月比）の伸び率は低下傾向が続いている（第1-3-45図）。また、前月比でみると、10年3月には▲0.1%とマイナスに転じ、1982年10月以来の下落率となった。産業分野別にみると、建設業では08年12月をピークに賃金の伸び率は低下し、09年9月を底にいったん持ち直したものの、10年に入り再度伸び率は低下傾向となっている（第1-3-46図）。また、専門サービス業は、09年半ば以降賃金水準が低い人材派遣業の雇用が増加していることもあり、賃金の伸び率は大幅に低下している。さらに、雇用者数が安定的に増加している教育・医療関連業においても、10

年3月には前月比で賃金がマイナスになるなど、賃金の伸び率は低下している。

第1-3-45図 非管理職の時間当たり賃金の伸び率（民間非農業）：賃金の伸び率は縮小



第1-3-46図 非管理職の時間当たり賃金の伸び率（産業分野別）：09年以降低下傾向



アメリカでは、これまでも景気後退期から景気回復初期にかけて、賃金の伸び率は低下する傾向にあった（前掲第1-3-45図）。しかし、1965年以降でみると、前年同月比でマイナスとなるような深刻な賃金の調整は行われていない。景気後退により雇用者数が大幅に減少し、失業率が上昇するなど雇用環境が悪化しているにもかかわらず、賃金が下方硬直的になっている要因として以下の点が考えられる。

(i) 最低賃金の引上げと生活賃金条例による賃金水準の確保

アメリカの最低賃金は、連邦政府と州政府によりそれぞれ定められている。州別最低賃金は州法によって州ごとに定められるのに対し、連邦最低賃金は、公正労働基準法に基づいて決定され、97年に時間当たり5.15ドルに引き上げられて以降10年間引上げが行われなかったが、07年7月には5.85ドルに、08年7月には6.55ドル（前年同月比+12.0%）に、09年7月には7.25ドル（同+10.7%）に引き上げられた。また、併せて90年代以降、自治体と商取引のある企業・団体を対象に、従業員に生活賃金と同等かそれ以上の賃金の支払いを求める生活賃金条例を制定する自治体が増えた。このため、賃金の最低水準は景気変動にかかわらず確実に上昇してきている。

(ii) 労働協約における生計費条項

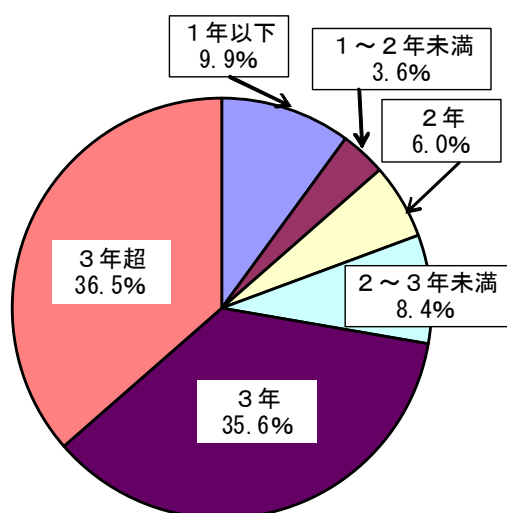
アメリカの労働協約には、生計費条項が含まれているものがある。生計費条項は実質賃金を維持する目的で、物価の上昇幅に応じて賃金を調整する条項である。ただし、生計費条項の適用労働者は減少してきている。

(iii) 長期の労働協約

労働協約の協定期間は、大半が3年以上となっている（第1-3-47図）。なお、労働組合の組織率は1960年代には20%台後半であったが、09年には10%台前半まで低下してきている。

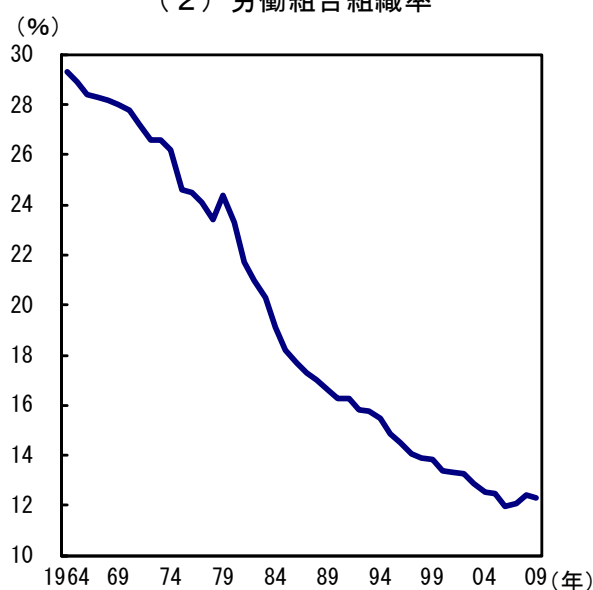
第1-3-47図 労働協約の有効期間と労働組合組織率：有効期間は3年以上が大半

(1) 労働協約の有効期間



(備考) 1. アメリカ労働省より作成。
2. 95年に成立した主な労働協約を基に作成。

(2) 労働組合組織率



(備考) アメリカ労働省より作成。

(iv) 一般労働者の総報酬に占めるボーナスの割合が小さい

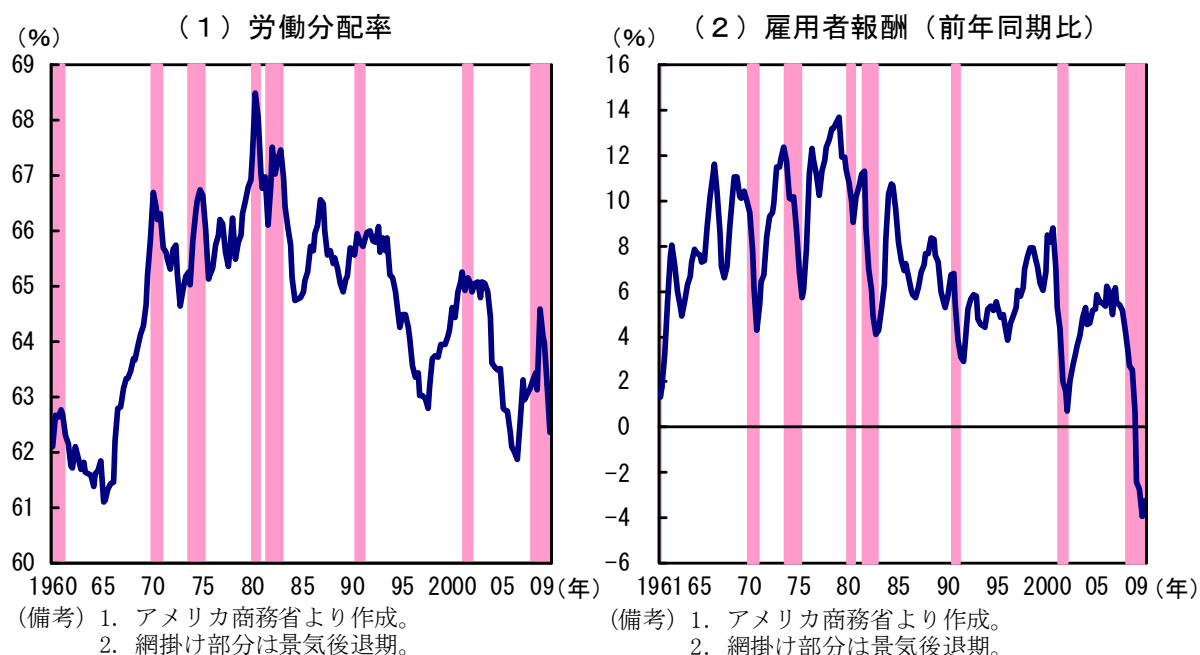
一部の経営層を除き、業績に連動して変動するボーナスが一般労働者の総報酬に占める割合は小さい。

以上のように、アメリカでは景気変動に対して機動的に賃金水準を変動させることが困難であることから、企業経営者は、景気後退による労働分配率の急上昇に対して、まず雇用者数を大幅に削減することで対処してきていたと考えられる（第1-3-48図）。

しかし、賃金の下方硬直性に寄与してきていた要因のうち、労働組合の組織率は低下傾向が続いており、(ii) に示される生計費条項の適用労働者も減少してきていることなどから、賃金の下方硬直性は弱まっている可能性がある（前掲第1-3-47図）。さらに、労働協約の対象となっている労働者についても、景気後退入りから2年半程度経過していることもあり、今後労働協約の更新が進む過程で、賃金体系を見直すことにより、賃金の伸び幅が更に低下することも考えられる。また、労働分配率をみると、08年10～12月期をピークに低下してきており、雇用者報酬の下げ止まりにつながる可能性がある一方で、付加価値の伸びが低迷する場合には、人材派遣業等の賃金が相対的に低い雇用者を雇い入れたり、賃金の伸び率を更に低下させる可能性もある。この場合には、雇用者報酬は低い伸びにとどまるため、消費に与える影響についても注視していく必要がある。

第1-3-48図 労働分配率の推移、雇用者報酬の伸び：

雇用者報酬が減少したことにより、労働分配率は09年に入り低下

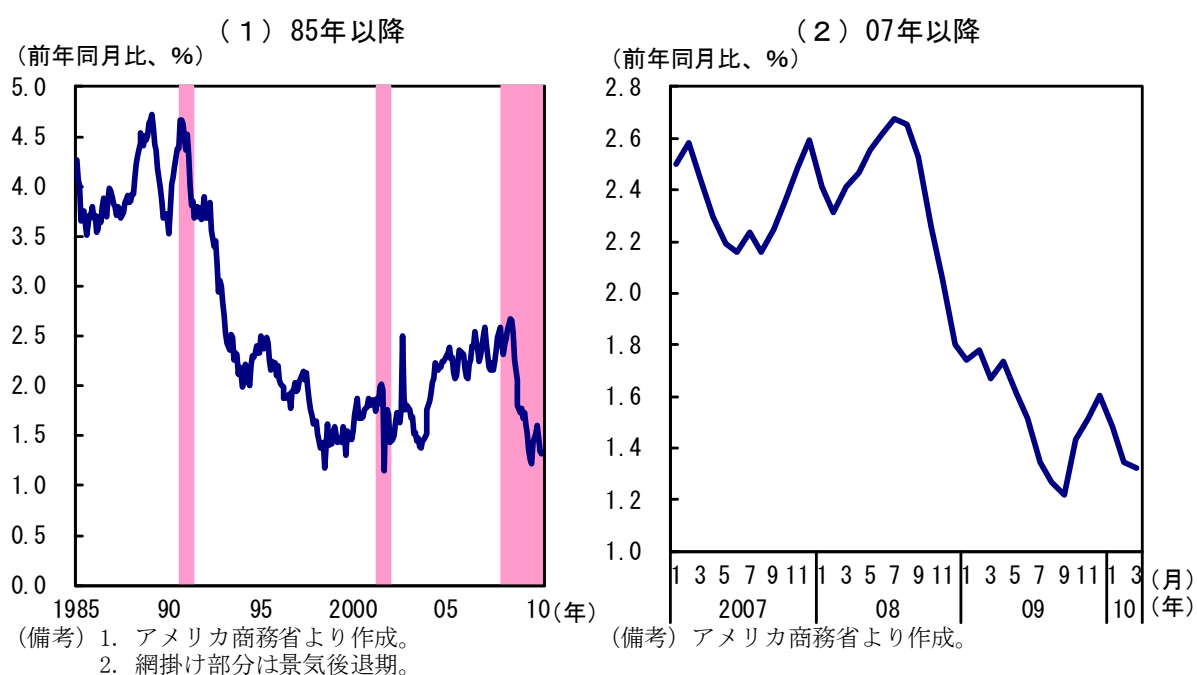


(2) 物価

●物価上昇率の現状

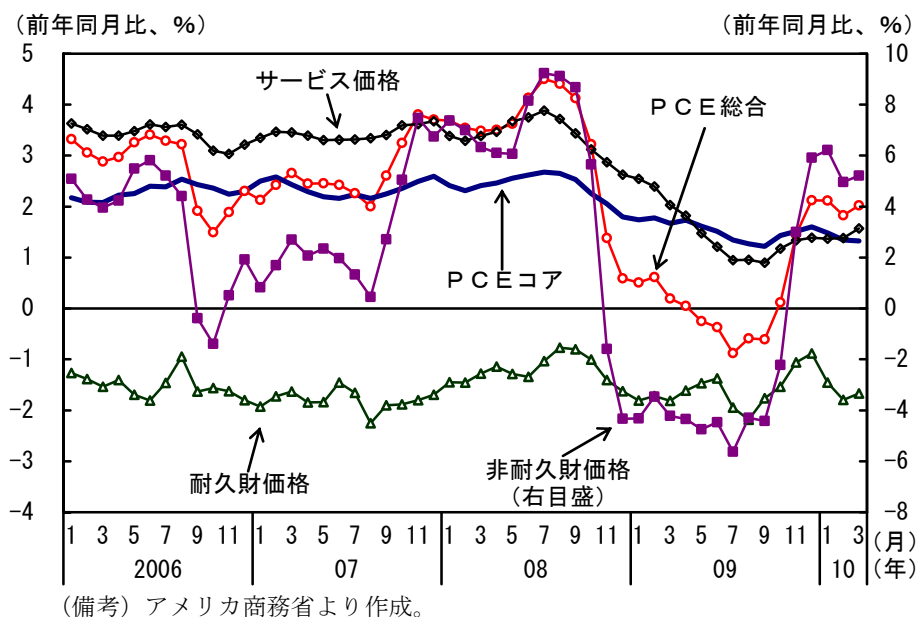
08年9月のリーマン・ブラザーズの破たんを契機とした世界金融危機と景気後退の深刻化により、変動の大きい食料とエネルギーを除くコア物価の前年同月比上昇率は低下傾向にある(第1-3-49図)。F R Bが金融政策において参照しているP C Eコア・デフレーター²⁵でみると、08年前半には前年同月比で2%台半ばであったコア物価上昇率は、08年秋以降上昇率が低下し、09年9月には同1.2%まで上昇率が低下した。その後いったん上昇率は高まったが、10年3月には再び同1.3%まで上昇率が低下している。内訳をみると、耐久財価格は前年同月比2%程度の下落が続いている(第1-3-50図)。一方、サービス価格は、医療サービス価格等が上昇していることなどを背景に、前年同月比では上昇しているが、上昇率は09年半ばにかけて低下した。

第1-3-49図 P C Eコア・デフレータの推移：08年半ば以降上昇幅が低下



²⁵ 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。

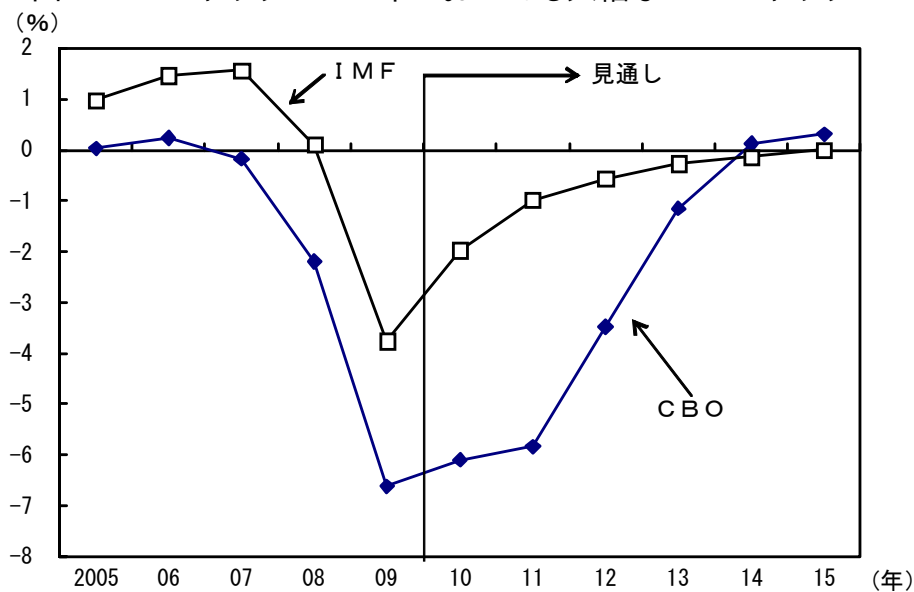
第1-3-50図 PCE価格内訳の推移：サービス価格は09年半ばにかけて上昇幅が低下



●デフレの可能性

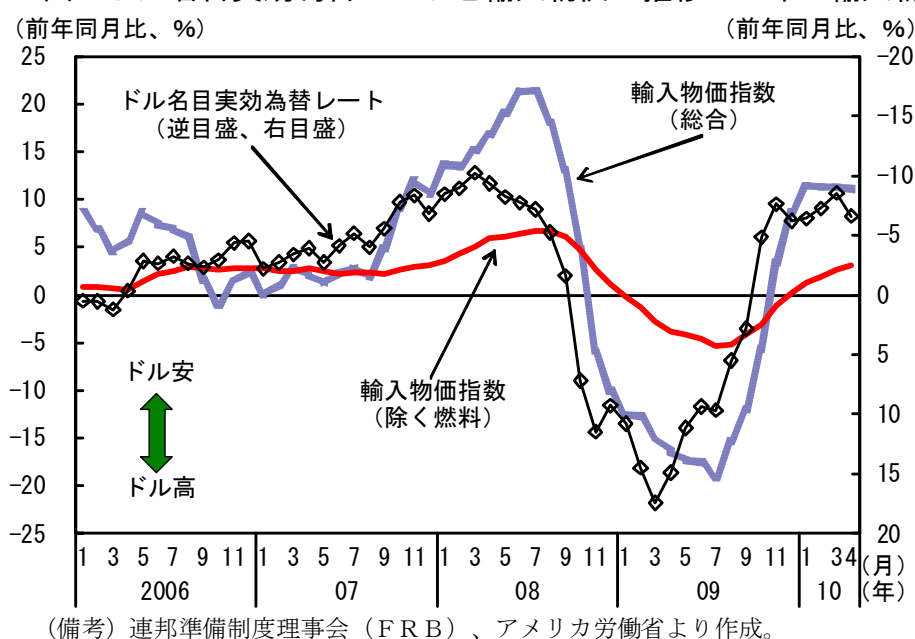
一方、GDPギャップをみると、08年10～12月期に金融危機と景気後退を背景に大幅に拡大しており、10年においても引き続き大幅なGDPギャップが存在しているとみられる(第1-3-51図)。需要水準が大幅に落ち込んだ状況が続いていることを考慮すると、なお物価下落圧力が存在しているとも考えられることから、デフレに陥る可能性を指摘する見方もある。

第1-3-51図 GDPギャップ：10年においても大幅なGDPギャップが存在



さらに、09年においてコア物価上昇率がマイナスとならなかった背景にはドルの減価が寄与している可能性がある。ドルの名目実効為替レートと輸入物価の推移をみると、世界金融危機の発生直後に大幅にドルが増価した後、09年半ば以降ドルは減価傾向にあり、輸入物価についてもドルの減価を反映して09年半ば以降上昇に転じている（第1-3-52図）。その後、09年末以降ドルは前月比でみると増価傾向に転じており、燃料を除く輸入物価についても物価の伸び率は低下傾向にある。今後ドルの増価傾向が継続した場合には、輸入物価の下落を通じて物価に下押し圧力がかかる可能性がある。

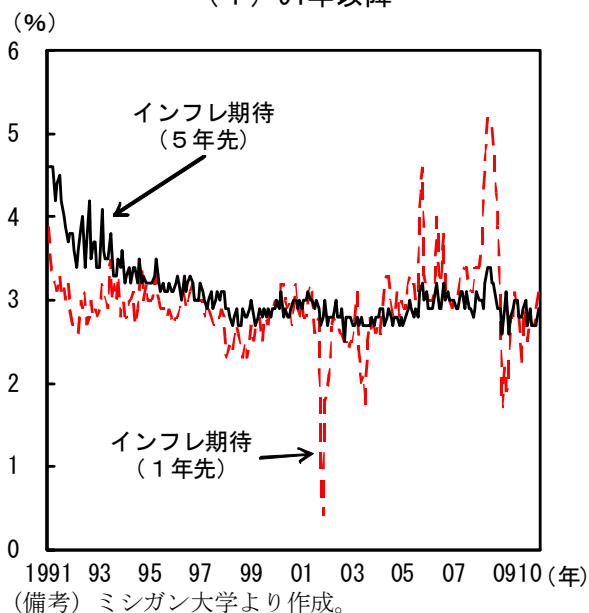
第1-3-52図 ドル名目実効為替レートと輸入物価の推移：09年の輸入物価は上昇



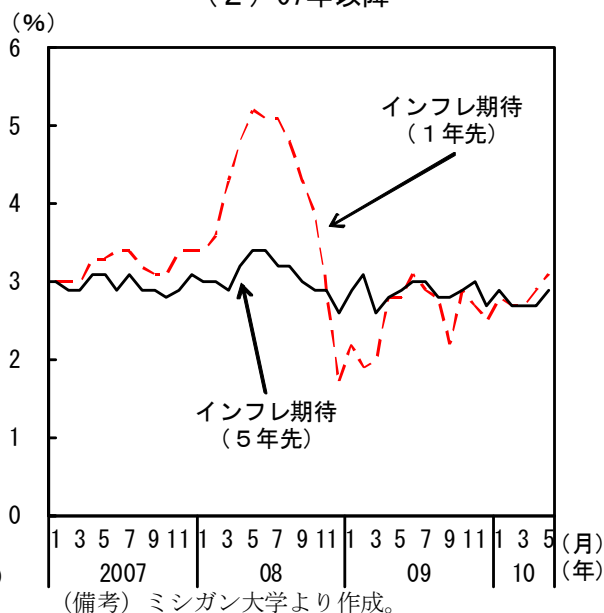
加えて、これまでアメリカでは、賃金がプラスで伸びてきたため、人々は先々の賃金も伸びていくと考え、それに併せて物価も上昇していくと考えていた可能性もある。ミシガン大学の調査によると、1年先の期待インフレ率は、2000年代初頭の景気後退時期には、01年11月に0.4%まで低下したものの、その後も一貫してプラスを維持している（第1-3-53図）。特に、03年以降は、原油価格の変動により一時的に振れる時期もあったが、おおむね3%前後で推移してきている。また、アメリカの10年国債とインフレ連動債との差をみても、08年後半の金融危機発生時を除くと、おおむね2%台前半で安定している。しかし、09年後半以降は賃金の低い人材派遣業の積極的な活用がみられるなど、平均的な賃金水準は低下傾向にある。この傾向が更に強まった場合には、賃金の上昇率低下を背景とした期待インフレ率の低下によりデフレに陥る可能性を指摘する見方もある。

第1-3-53図 期待インフレ率の推移：これまでは安定的に推移

(1) 91年以降



(2) 07年以降



一方、デフレに陥るとの見方に対して、現状の期待インフレ率は安定的に推移しており (well-anchored)、デフレの兆候はみられないとする見方がある。また、PCEコア・デフレーターには直接的に含まれないものの、原油等商品価格が景気後退入り以降大幅に下落したことが、これまで原材料コストの減少を通じて間接的に物価上昇率の抑制に作用したとする見方がある。この場合には、09年初以降原油等商品価格が上昇傾向に転じていることから、今後は間接的にコア物価上昇率が加速する可能性があることになる。さらに、GDPギャップについても、CBOでは2010年のGDPギャップを▲6.1%とみているが、資本蓄積の停滞や、信用収縮による金融の資源配分機能の減退に起因する全要素生産性の低下、高失業の長期化に伴う労働の質の低下等から、潜在成長率自体が金融危機と景気後退によって急速に低下している可能性もあるため、こうした推計は過大評価されている可能性がある。さらに、異例な低金利政策の継続による過剰流動性がインフレを引き起こすとの見方もある。

各機関の見通しによると、アメリカの物価上昇率はおおむね1～2%程度で推移するとみられている (第1-3-54表)。一方で、IMFは、生産の大きな落込みを考慮すると、多くの先進国において物価の低下が限定的であることは謎であるとしている²⁶。デフレへの転落やデフレスパイラルの進行は、アメリカ経済全体に深刻な影響を与えるため、物価の動向には十分に注視する必要がある。

²⁶ IMF (2010a)

第1-3-54表 各機関の物価見通し：物価は安定的に推移する見込み

(%)

	2010年	11年	12年	10年			11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
連邦準備制度理事会（FRB）	0.9～1.2	1.0～1.5	1.2～1.6	-	-	-	-	-	-	-
議会予算局（CBO）	1.2	1.0	1.0	-	-	-	-	-	-	-
行政管理予算局（OMB）	1.9	1.5	2.0	-	-	-	-	-	-	-
IMF	2.1	1.7	2.0	-	-	-	-	-	-	-
OECD	1.6	1.0	-	1.9	1.5	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
ブルーチップ	2.0	1.9	-	1.3	1.9	1.8	2.0	1.9	2.1	2.1

- (備考) 1. FRB：10年5月19日公表の経済見通し、CBO：10年1月公表資料、OMB：10年2月公表資料、IMF：10年4月公表の経済見通し、OECD：10年5月公表の経済見通し、ブルーチップ：10年5月号より作成。
2. FRB、CBOはPCEコア・デフレーター、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。

(3) 金融

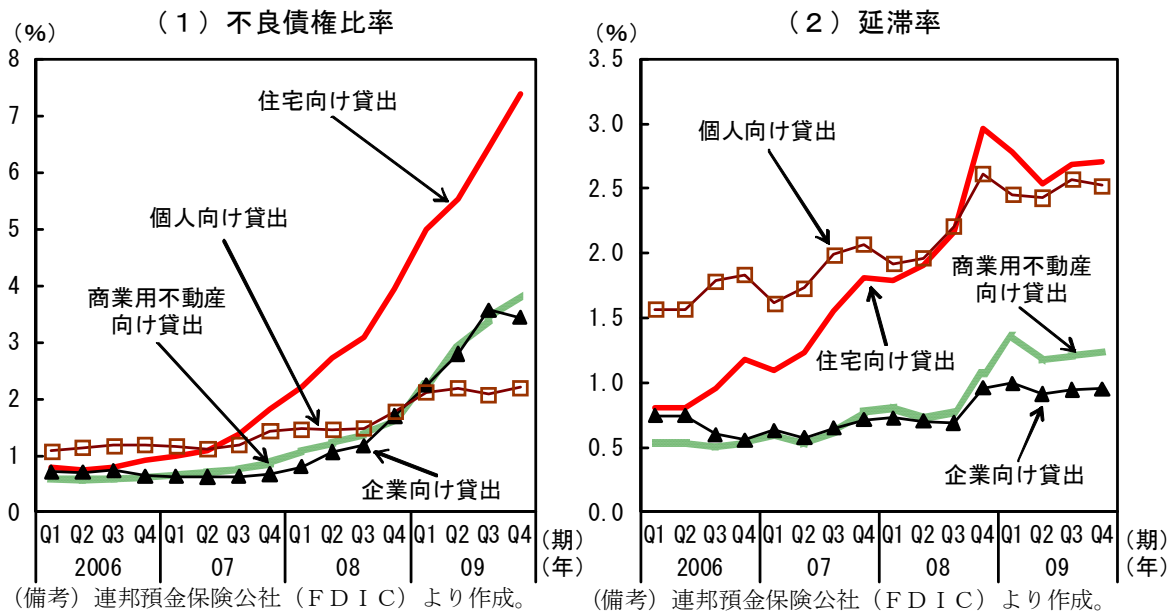
●金融機関の経営状況

政府・FRBによる金融システム安定化策等の効果もあり、金融市場は08年のリーマン・ブラザーズの破たんを契機として発生した世界金融危機から改善を示している。その一方で、個別の金融機関の経営状況をみると、2つの二極化が継続していることがうかがえる。第一の二極化として、投資銀行・引受部門等が金融市場の回復と競争環境の緩和により好収益となる一方で、商業銀行部門（貸出部門）では不良債権比率が更に高まるなど厳しい収益状況が継続していることが挙げられる。部門別の不良債権比率をみると、住宅ローンや商業用不動産向け貸出の不良債権比率は引き続き上昇している（第1-3-55図）。また、先行きをみる上で重要な延滞率についても住宅ローンや商業用不動産向け貸出に加えて、個人向け貸出の延滞率も高水準で推移している。これらの状況を背景に、旧投資銀行系金融機関の収益状況は引き続き改善しているのに対し、貸出が中心の商業銀行においては経営状況の改善ペースは緩やかなものとなっている。

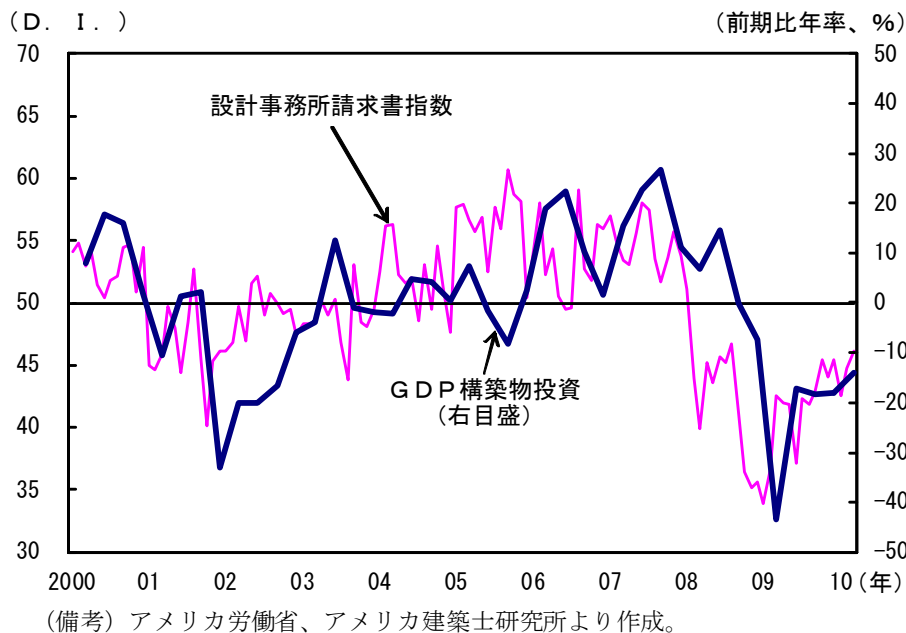
商業用不動産向け貸出に関しては、先行指標とされる設計事務所請求書指数は09年1月以降持ち直しており、商業用不動産の価格も09年11月以降下げ止まりの兆しがみられる（第1-3-56図）。しかし、金融機関の貸出態度が厳格化した状況は継続している。また、債務の借換えが今後本格化するとみられており、商業用不動産価格の下落により担保価値が下落しているため、借換えができない債務が続出する可能性がある。この場合、商業用不動産向け貸出が更に不良債権化したり、価格が更に下落することにより、悪循環に陥る可能性がある。

第1-3-55図 金融機関の部門別不良債権比率、延滞率：

不良債権比率は引き続き上昇傾向、延滞率は高水準で高止まり



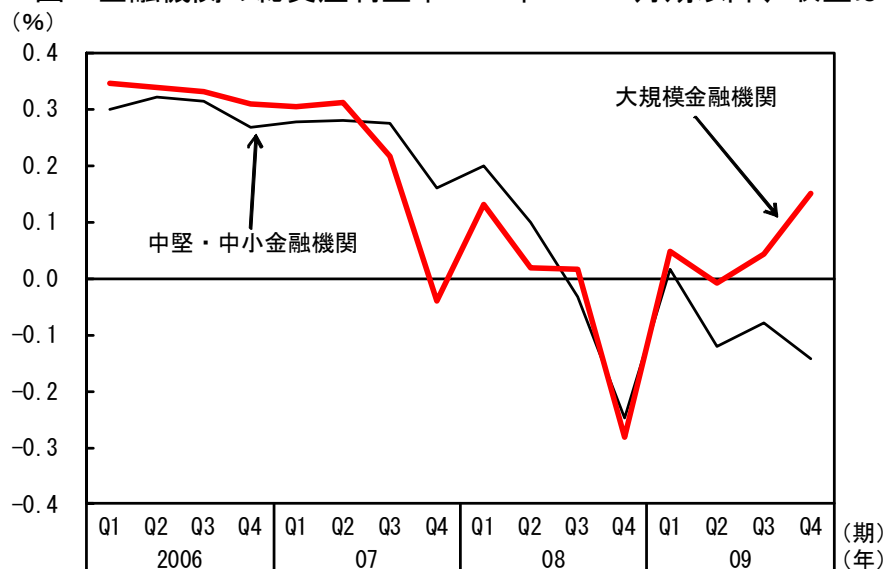
第1-3-56図 設計事務所請求書指数：09年1月を底に持ち直し



第二の二極化として、大手金融機関の収益が持ち直している一方で、中堅・中小金融機関の収益環境が依然として厳しい状況にあることが挙げられる(第1-3-57図)。大手金融機関は貸出以外の収益源がある一方で、中堅・中小金融機関は不動産担保貸出を業務の中心に据える経営を採っている場合が多く、住宅や商業用不動産向け貸出における不良債権の増加が経営の重しとなっている。中堅・中小金融機関の破たん件数

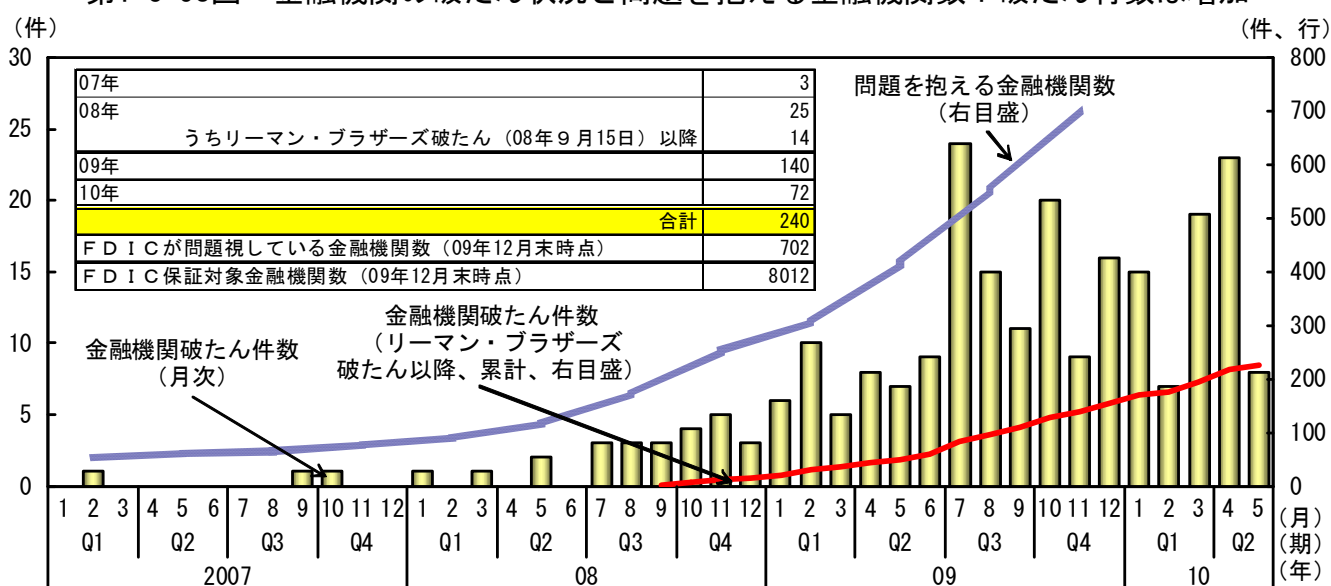
をみると、F D I Cによる預金保険の対象となっている約8,000行の金融機関のうち、09年1～6月に45行が破たんしたのに続き、09年7～12月には95行が破たんし、10年に入ってから5月14日までに既に72行が破たんしている（第1-3-58図）。また、F D I Cの報告によると、09年12月時点で問題があるとみられる金融機関は702行にまで増加しており、今後も中堅・中小金融機関を中心に厳しい経営環境が続くとみられる。

第1-3-57図 金融機関の総資産利益率：09年4～6月期以降、収益は二極化



- (備考) 1. 連邦預金保険公社 (F D I C) より作成。
 2. 総資産利益率は「四半期純利益／平均総資産」で求める。
 3. 中堅・中小金融機関は、総資産100億ドル未満の商業銀行及び総資産50億ドル未満の貯蓄金融機関を指す。

第1-3-58図 金融機関の破たん状況と問題を抱える金融機関数：破たん行数は増加



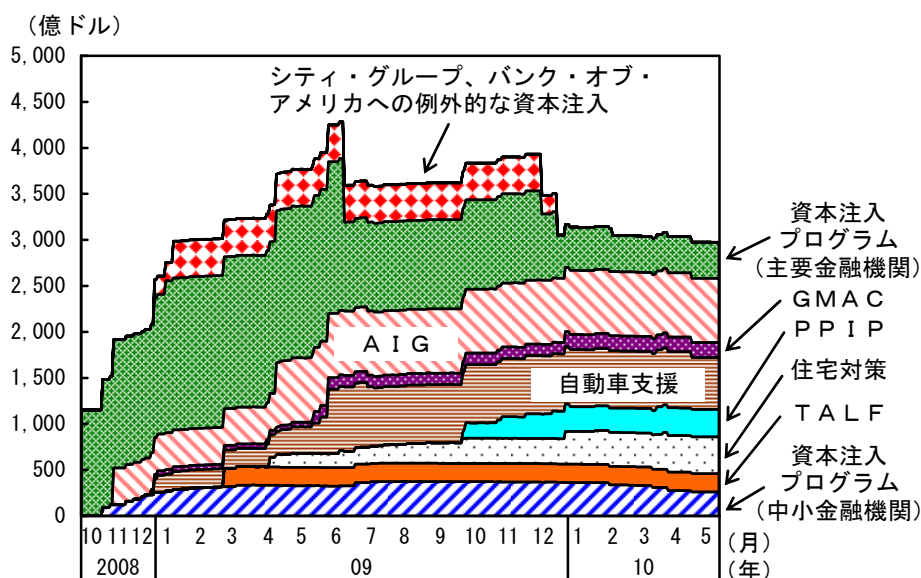
- (備考) 1. 連邦預金保険公社 (F D I C) より作成。
 2. 破たん件数は10年5月14日時点。問題を抱える金融機関数は09年12月時点。
 3. 対象：預金取扱金融機関 (銀行及び貯蓄金融機関)

●公的資金の返済状況

大手金融機関と中堅・中小金融機関の経営状況の二極化の影響は公的資金の返済状況でも把握することができる。バブル崩壊に伴う金融機関の大幅な損失計上を背景に、政府は不良資産救済プログラム（TARP：Trouble Asset Relief Program）に基づいて08年10月以降、延べ707行の金融機関に対して公的資金を注入した。注入額（残高）は09年3月のピーク時には1,988億ドルにまで増加し、シティ・グループやバンク・オブ・アメリカへの例外的な資本注入、AIGやGMACへの資本注入も加えた額（残高）はピークの09年5月には3,203億ドルとなった（第1-3-59図）。

しかし、09年半ば以降金融市場の安定化に伴い、ストレステストの対象となった大手金融機関を中心に、業績の回復と公募増資による資本増強策が行われたことを受けて、公的資金の返済が進んでいる。ストレステストの対象となった大手金融機関に対する資本注入額（残高）は、10年5月には393億ドル（ピーク比76%減）となった。一方、それ以外の中堅・中小金融機関の公的資金の返済は進んでおらず、10年5月の資本注入額（残高）は260億ドル（ピーク比30%減）となっている。

第1-3-59図 TARPの用途の推移：徐々に変化



- (備考) 1. アメリカ財務省より作成。
 2. 主要金融機関＝ストレステストの対象となった金融機関。
 3. PPIP (Public-Private Investment Program)
 ＝不良資産買取プログラム。
 4. TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility)
 ＝資産担保証券の保有者に貸出を行う制度。
 5. この他に、中小企業等貸出イニシアティブに対し、1.0億ドルの支出がある（10年5月14日時点）。

●政府の中小金融機関向け対策と今後のリスク

貸出部門で不良債権比率が上昇するなど厳しい経営状況に置かれていることもあり、金融機関の貸出残高は08年末以降減少傾向が継続するなど、間接金融の改善は進んでいない。09年12月に政府は、特に経営の厳しい中堅・中小金融機関を対象に、TARPの資本注入によって政府が保有することになった優先株に対する配当の引下げ等の対策を発表し、主に金融機関からの借入れにより資金調達を行っている中小企業への支援を行っている。09年半ば以降アメリカの景気は政策効果もあり緩やかに持ち直してきており、これに伴い不良債権の増加に歯止めがかかれば、中堅・中小金融機関の健全性も向上し、貸出態度の緩和を通じて信用創造が活発化する可能性はある。しかし、今後も更に貸出の不良債権化が続き、加えてソブリン・リスクが顕在化し各国の国債保有に係る損失も発生する場合には、再度金融市場が混乱する可能性もあるため、今後の推移を注視する必要がある。

コラム1-7 金融規制改革の動向

今回の金融危機と景気後退の主な要因の一つとして、アメリカでは金融機関や金融商品に対する規制・監督が不十分であったとの指摘がある。このような指摘を背景に、09年6月のアメリカ財務省による金融規制改革法案の概要の発表以降、新たな規制・監督体制について議会での審議が行われている（表）。民主党が主導権を握る議会下院では、09年7月より金融規制改革法案の審議が開始され、09年12月に法案は可決された。しかし、議会上院では、審議は09年11月から開始されたものの、10年1月のマサチューセッツ州補欠選挙（上院）で与党民主党が敗北し安定多数を失ったこともあり、民主党と共和党の対立により調整が難航した。09年12月には、ドッド上院銀行委員長（民主党）とシェルビー元同委員長（共和党）との間で、10年の議会開会までに審議の方向性をまとめるとの共同声明がなされたが、調整は不調に終わった。さらに、10年2月にはドッド委員長と共和党の一部議員との間で調整が図られたが、再度調整は失敗に終わった。その後、ドッド委員長は新たな法案を作成し、法案は、10年3月22日に上院銀行委員会の可決の後、本会議で様々な修正がなされ、共和党の一部議員の賛成を得ることにより同年5月20日に可決された。

表 金融規制改革法案の審議状況

時期	政府	下院	上院
2009年6月	金融規制改革法案の骨子を発表		
12月		金融規制改革法案可決	ドッド上院銀行委員長とシェルビー前同委員長が審議調整を図るも不調
2010年1月	マサチューセッツ補欠選挙（上院）で民主党敗北		
	金融危機責任課税案の発表 ボルカー・ルール of 発表		
2月			・ドッド上院銀行委員長と共和党議員の一部が審議調整を図るも不調 ・ドッド上院銀行委員長は新たな法案を作成
3月			新たな法案について銀行委員会でも可決
4月	4月22日 オバマ大統領がニューヨークで講演し、金融規制改革の意義を改めて強調		4月26～28日 本会議での審議開始に向けた投票が否決 4月29日 法案の一部を修正することで合意し、審議開始
5月			5月20日 金融規制改革法案可決

（備考）政府公表資料等より作成。

金融規制改革では、主に以下の点が論点となっている。

（i）マクロ・プルーデンス政策の導入

政府は、従来の個々の金融機関の監督にとどまらず金融システム全体に関わるリスクを監視する「マクロ・プルーデンス政策」を統括する新組織「金融サービス監督協議会（Financial Services Oversight Council）」の設立を提案した。下院での審議はおおむね政府案に沿った形で進められ、09年12月に可決された法案には、同組織の設立が盛り込まれた。一方、上院では、当初の草案では、独立した新組織「金融安定局（Agency for Financial Stability）」を立ち上げることが提案された。上院案^{（注1）}には、やや政府・下院案に近い形となった新組織「金融安定監督協議会（Financial Stability Oversight Council）」の設立が盛り込まれている。

（ii）金融機関の破たん処理

政府は、金融システム上重要な金融機関、すなわち、破たんにより深刻な影響を与える可能性がある、大規模で相互に密接に関連する金融機関の無秩序な破たんを回避するため、これらの機関の破たんを処理する仕組みを創設することを提案した。下院では、資産500億ドル以上の金融機関を中心に1,500億ドル規模の破たん処理のための清算基金を設立することを可決した。また、上院案では、清算基金の設立は見送られ、破たん処理に係る費用は、破たん機関以外の大手金融機関から事後的に徴収した手数料

料で負担することを可決した^(注2)。

(iii) ボルカー・ルール

10年1月にオバマ大統領は、ボルカー元FRB議長、フランク下院金融サービス委員長、ドッド上院銀行委員長等と共同で、金融危機の重大な要因となった金融機関の過度なリスク・テイクを抑制する目的で、金融機関の業務範囲と規模に新たな制限を設けることを提案した。提案では、業務範囲に関する制限として、銀行や銀行の関係会社、銀行持株会社の自己勘定取引を禁止することや、ヘッジ・ファンド、未公開株投資ファンドへの投資や支援を禁止することが示された。また、規模に関する制限として、過度な負債の増大を抑制するため、大規模金融機関に対し負債の市場シェアを制限することも盛り込まれた^(注3)。上院案では、ボルカー・ルールについて、自己勘定取引の禁止やヘッジ・ファンド、未公開株投資ファンドへの投資禁止等についての規制が必要としたものの、具体的な内容については、金融安定監督協議会における検討と提案に基づいて決定するとしている。

(iv) 金融機関の監督体制の整備

アメリカの金融機関に対する監督体制は、伝統的に複雑な体系となっている。監督体制の整備に向けて、政府は、「国立銀行監督機関（NBS：National Banking Supervisor）」を新設し、通貨監督庁（OCC）と貯蓄機関監督局（OTS）の機能を移管することを提案した。下院での審議では、新組織の設立を見送る一方で、OTSの機能をOCCに移管することが提案され、可決された。一方、上院の当初の草案では、「金融機関規制局（Financial Institutions Regulatory Administration）」を新設し、OCCやOTSに加えて、連邦準備制度理事会（FRB）や連邦預金保険公社（FDIC）が持つ金融機関の監督権限を一元化することが提案された。しかし、上院案では、下院案に近いものとなった。

(v) 消費者金融保護

政府は、金融商品や金融サービスにおいて消費者を保護するために供給者を規制する目的で、独立した新組織「消費者金融保護庁（Consumer Financial Protection Agency）」の設立を提案した。下院での審議はおおむね政府案に沿った形で進められ、09年12月に可決された法案には、同組織の設立が盛り込まれた。一方、上院では、当初の草案では独立した同組織の設立が提案されたが、上院案では、新組織「消費者金融保護局（Consumer Financial Protection Bureau）」をFRB内に設置するとされている^(注4)。

(vi) 金融危機責任課金

10年1月にオバマ大統領は、総資産500億ドル以上の金融機関を対象に、金融システム安定化法（TARP：Troubled Asset Relief Program）に係る費用を負担させる仕組みを提案している。提案では、向こう10年間で合計900億ドル、12年間で1,170億ドルの回収を見込んでいるが、上下両院の金融規制改革法案には現在のところ盛り込まれていない。

金融規制改革法案は、上院での可決を受けて成立に向けて大きく前進した。今後は、内容の異なる上下院案の調整が行われることになっている。

（注1）ドッド委員長案及びこれに対する主要な修正案に基づく。

（注2）破たん機関に残余資産がある場合は残余資産を充当し、不足分を手数料で補う。

（注3）既存の預金の市場シェアに関する上限（10%）を補完する形で提案されている。

（注4）なお、消費者金融保護局のトップは、大統領が指名し、上院が承認する形をとっている。

3. 危機対応からの転換

世界金融危機と景気後退に対処するため、08年秋以降、財政面からの刺激策と金融面からの緩和策及び金融システム安定化策が本格化した。政策の下支えもあり、金融システムはおおむね安定を取り戻し、景気も緩やかに回復してきており、焦点は危機対応からの出口戦略の策定及び実行の時期に移行しつつある。以下では、危機対応からの転換について、過去の事例のうち、特に今回と同様、金融危機・信用収縮が発端となった景気後退の例、すなわち大恐慌及び80年代から90年代初頭にかけて発生したS&L危機²⁷について評価を行った上で、今後の財政・金融政策のあるべき姿について検討する。

²⁷ S&L危機の詳細は、脚注31を参照。

（１）財政・金融政策の現状

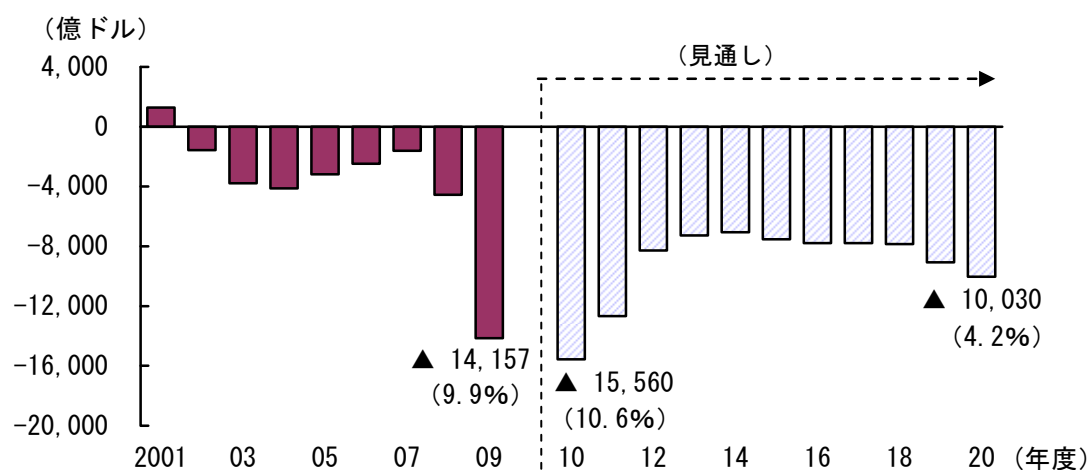
（ア）財政

●連邦財政の現状・見通し

09年度²⁸の財政収支は、景気後退による税収の落込みや積極的な財政出動による歳出拡大及び減税等を背景に、1兆4,157億ドル（GDP比9.9%）と過去最大の赤字となった。10年2月に公表された予算教書によれば、10年度及び11年度の財政赤字も、1兆5,560億ドル（GDP比10.6%）、1兆2,670億ドル（GDP比8.3%）と、3年連続で1兆ドルを超える規模となる見込みである（第1-3-60図）。財政赤字はその後14年度まで減少を続けるものの、ベビーブーム世代の退職等を背景に医療・社会保障関連費が徐々に拡大する見通しから15年度以降は再び増加に転じ、GDP比4%前後の水準で推移することが見込まれる。

歳入については、景気の緩やかな回復に伴い税収の増加が見込まれるほか、高所得者層に対する減税措置の撤廃や企業向け課税の強化などにより、拡大する見通しである。一方、歳出については、国防関連を除く裁量的経費の伸びを3年間凍結するとの方針が示され、関連支出の抑制が見込まれるものの、医療関連支出、社会保障関連支出、利払い費は引き続き高い伸びが見込まれ、歳出全体では拡大する見通しである（第1-3-61図）。

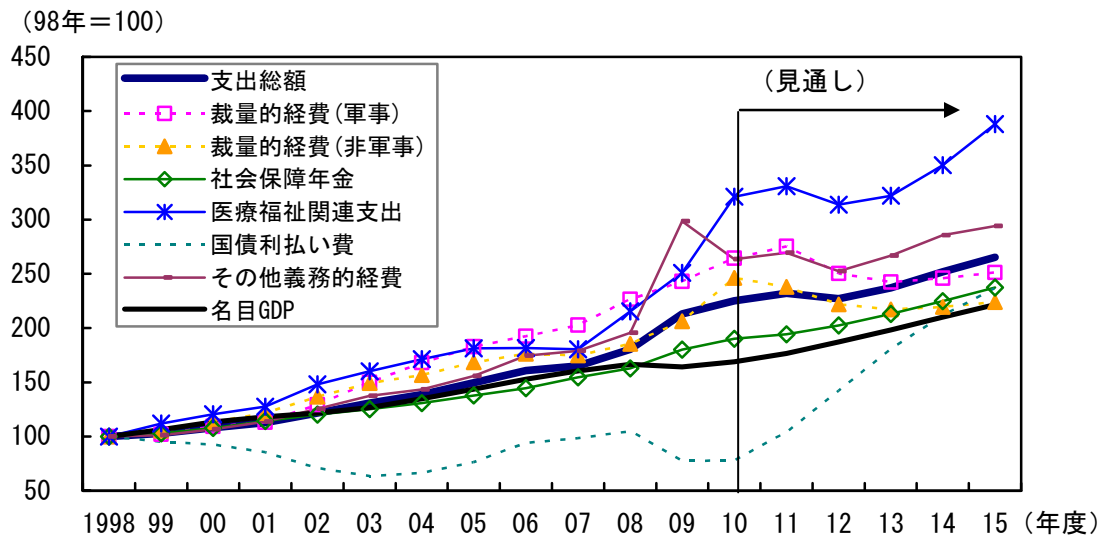
第1-3-60図 財政収支の推移



- （備考） 1. アメリカ財務省、アメリカ行政管理予算局（OMB）より作成。
2. アメリカの財政年度は当該年度の9月までの1年間（09年度は08年10月～09年9月）。
3. 括弧内はGDP比。

²⁸ 連邦政府の財政年度は、当該年度の9月までの1年間（09年度は08年10月～09年9月）となっている。

第1-3-61図 歳出の推移



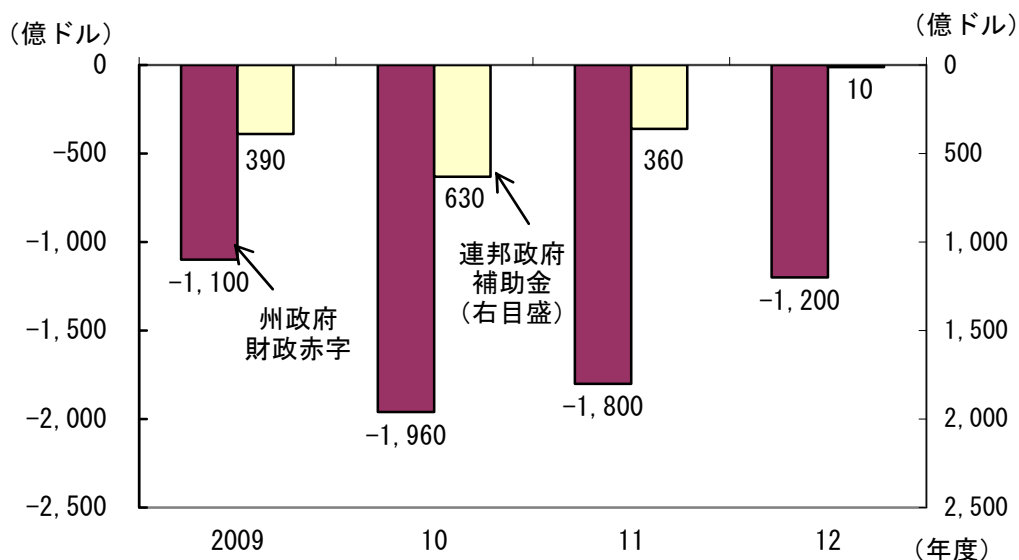
(備考) アメリカ行政管理予算局 (OMB) より作成。

●州財政の現状・見通し

今般の金融危機を背景とする景気の悪化を受けて、州政府の税収は大幅に減少しており、州財政は著しく悪化している。10年度における州政府全体の財政赤字は、過去最大となる1,960億ドル（GDP比1.3%）の規模に達し、11年度も1,800億ドルの赤字（同1.2%）が見込まれている²⁹（第1-3-62図）。州政府では、州の法律や規定等によりその多くで均衡財政が義務付けられていることから（予算均衡原則）、歳入不足を補うために歳出削減や増税等を実施することとなる。実際に、多くの州で教育・福祉関連予算の縮小や政府職員の解雇等が行われており、地域経済に及ぼす影響が懸念されている。こうした状況にかんがみ、連邦政府は09年2月の景気刺激策で州政府に対する補助金（州財政安定化基金）を拠出している。現行の措置では11年度まで支援が行われる予定であるが、大幅な財政赤字が継続する見通しから、同措置を延長する法案が検討されている。

²⁹ 予算・政策優先度研究所（CBPP：Center on Budget and Policy Priorities）（2010）

第1-3-62図 州政府財政の見通し：大幅な赤字が続く



- (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。
 3. 2010年度以降の財政赤字は、見通し。

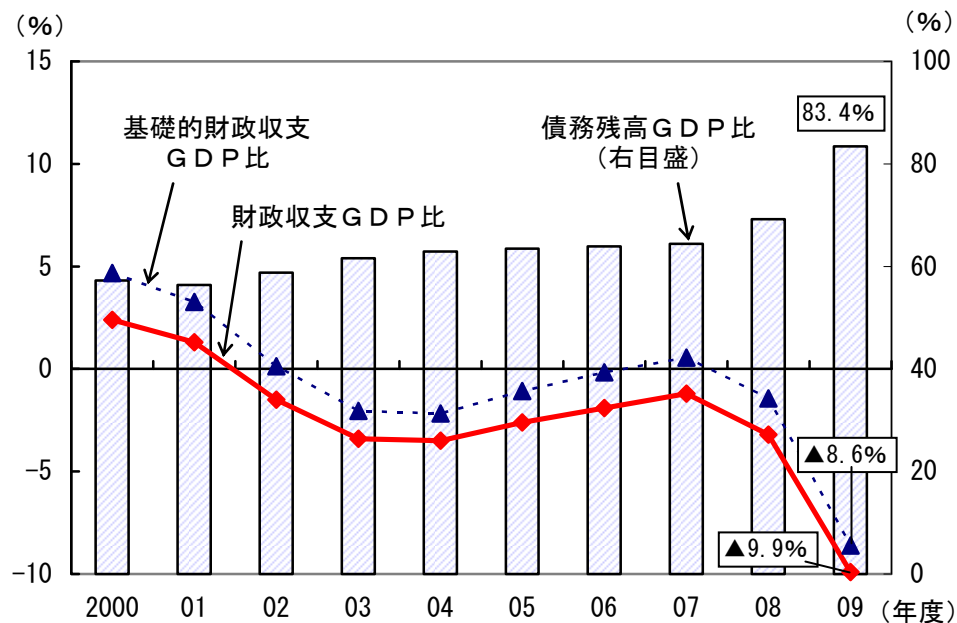
●オバマ政権による財政再建に向けた取組

アメリカでは、世界経済・金融危機の発生以降、税収の落込みや積極的な財政出動による歳出拡大等を背景に、連邦政府の財政赤字は急速に拡大しているが（第1-3-63図）、経済の回復の見通しが次第に強まってきたことを受け、財政再建に向けた取組が徐々に本格化している。オバマ政権における財政再建の目標については、大統領就任後の09年2月に行った議会演説で、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）中に半減することを公約している。また、10年2月公表の予算教書の中で、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」（財政収支対GDP比では約3%に相当）することを掲げており、具体的措置を検討するための超党派委員会（財政責任と財政改革に関する国家委員会）を設置している。同委員会は、10年12月1日までに基礎的財政収支の均衡を達成するための政策提言をとりまとめることとしており、4月27日に第1回の会合が開催された。

財政赤字削減の具体的な措置としては、(i) 財政規律の強化、(ii) 政策課題ごとのコスト削減・歳入強化、という二つの取組に分けられる。財政規律強化の取組としては、安全保障を除く裁量的経費の伸びを3年間凍結する措置や、後述するペイゴー原則（pay-as-you-go）の復活がある。また、コスト削減・歳入強化の取組としては、高所得層への増税、金融機関や保険業界への課税、医療保険制度の改革等を提案している。これらのうち、ペイゴー原則及び医療保険制度改革（第1-3-64表）については、

関連法が既に成立している。後述のとおり、こうした取組を通じて、20年度までに2.1兆ドルの財政赤字を削減することが想定されている。

第1-3-63図 連邦政府の財政状況：大幅に悪化



(備考) OMB (アメリカ行政管理予算局) より作成。

第1-3-64表 医療保険改革関連法 (10年3月30日成立) の概要

(1) 保険加入者に対するサポート

- ・ 民間保険会社に対する規制強化 (不合理な保険料設定の禁止等)
- ・ 高齢者の外来処方箋薬に係る負担を軽減 等

(2) 保険未加入者に対するサポート

- ・ 個人に対する保険加入の義務付け (未加入者にはペナルティ)
- ・ 民間保険会社に対する既往症を理由とした保険引受け拒否の禁止
- ・ メディケイド等公的医療保険の拡充
- ・ 医療保険エクスチェンジ (保険商品の検討・購入のための公的ワンストップ・ショップ) の創設 等

※10年間で約3,200万人の無保険者を解消

(3) 医療費の伸びの抑制

- ・ 公的医療保険制度の無駄・濫用を省き、効率化
- ・ 医療・保険業界からの費用徴収、高額保険商品に対する課税 等

※10年間で連邦政府の財政赤字を約1,430億ドル削減する見通し

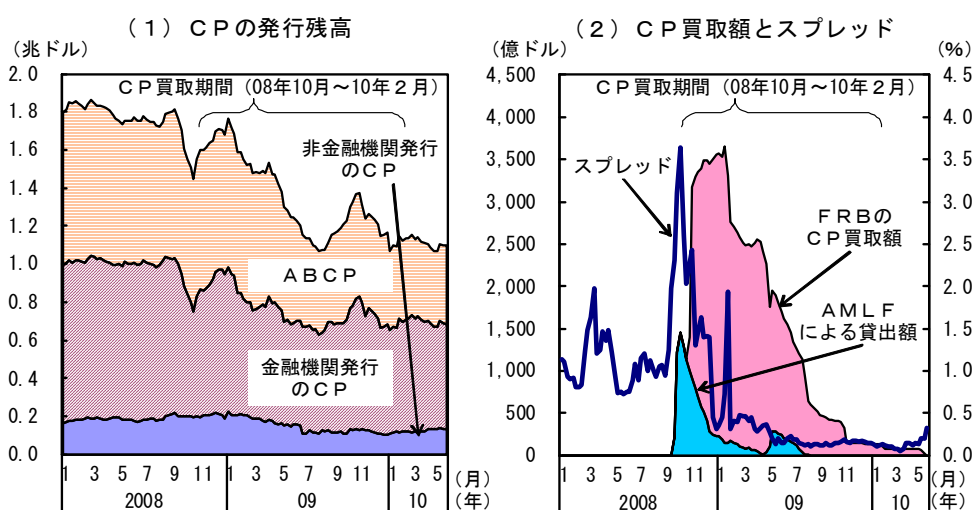
(イ) 金融政策

●危機対応の金融政策・金融システム安定化策の動向

金融政策をみると、金融市場の混乱への対応として創設された主な金融システム安定化策や流動性供給策は、金融市場の安定化を背景に、10年3月までに終了した。また、信用緩和策として導入された各種資産の買取り措置についてもおおむね終了した（前掲第1-1-4図参照）。

08年10月より買取りを開始したCP、ABCPについては09年1月のピークには3,654億ドルの買取りを実施していたが、10年2月1日に買取りを終了した（第1-3-65図）。CP市場はリーマン・ブラザーズの破たんを契機に発行残高が急減し、スプレッドも大幅に拡大していたが、買取り実施後はスプレッドが縮小するなど、市場の安定化に大きく寄与した。また、09年1月より買取りを開始したMBS等については約1兆2,500億ドルの買取りを実施し、10年3月末に終了した（第1-3-66図）。依然として民間機関によるMBSの新規発行はほとんど行われていないものの、買取りを行っていた間、住宅ローン金利は低位安定したことにより、住宅市場の下支えに寄与した（第1章第3節1（3）参照、前掲第1-3-19図）。一方、09年3月より開始したABS保有者への貸出（TALF）については、10年5月時点で439億ドルの資金拠出を行っている。09年6月以降、買取り範囲の拡大や期間の延長を実施しているものの、ABS市場は新規発行がほとんど行われない状況が続いている（前掲第1-3-5図）。信用緩和策による各種資産の買取り措置は、直接金融市場に対しては大きな効果がみられた一方で、証券化商品市場では、証券化商品や格付けに対する信頼の低下を完全に補うことができず、効果は市場の下支えにとどまった（第1-3-67表）。

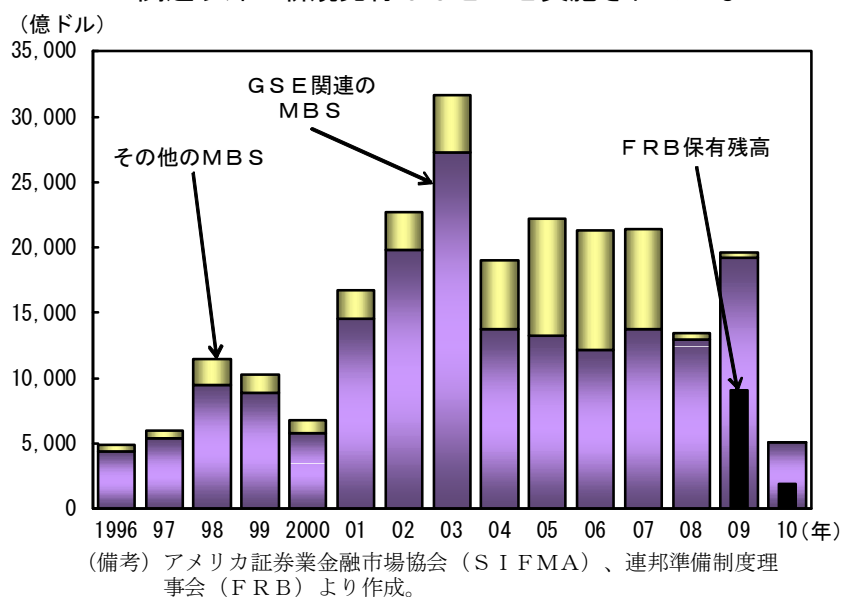
第1-3-65図 CP市場動向：買取後、スプレッドは大幅に縮小



- (備考) 1. 連邦準備制度理事会（FRB）より作成。
2. AMLF（Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility）は、ABCPを買い取る金融機関に貸出を行う制度。
3. スプレッドは、AA格の金融機関が発行したCP（3か月物）と米国債（3か月物）との差。

第1-3-66図 F R BのM B S 買取額とM B Sの新規発行額：

G S E 関連以外の新規発行はほとんど実施されていない



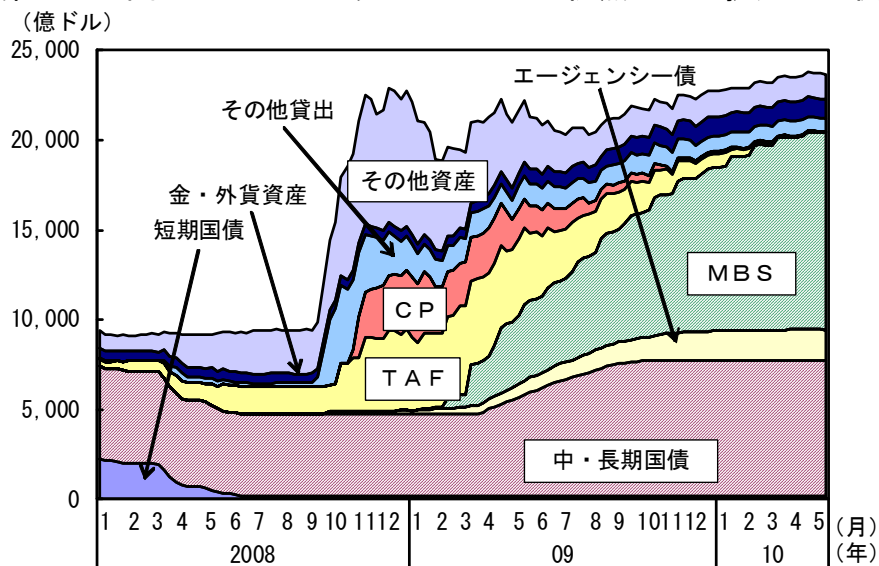
第1-3-67表 危機対応の金融政策・金融システム安定化策の現状

個別金融機関への支援 (バランスシートの改善等)	資本注入	○「緊急経済安定化法」(T A R P)に基づく資本注入を実施。 - 公的資本注入実績(10年5月12日時点)：合計3,147億ドル ●資本注入プログラム：2,049億ドル ●A I G：698億ドル ●シティ・グループ(追加分)：200億ドル ●バンク・オブ・アメリカ(追加分)：200億ドル - 公的資本返済(10年5月12日時点)：合計1,773億ドル ○大手金融機関19行に対し、ストレステストを実施し、うち10行について合計746億ドルの資本増強が必要と発表。
	不良債権買取	○不良債権買取のための「官民投資プログラム」(P P I P)を発表。 - 不良証券買取プログラム ・組成規模(10年5月12日時点)：300億ドル ○F R BがA I Gの不良資産を買い取るL L Cに対する融資を実施。 - 融資額：525億ドル
	保有資産の保証	○シティ・グループ及びバンク・オブ・アメリカの保有資産に対する政府保証。 - 保証資産額：3,010億ドル ・シティ・グループ：3,010億ドル ※バンク・オブ・アメリカに対する保証(1,180億ドル)は実施されず。 ※09年12月に終了。
	融資	○F R BがA I Gに対して有担保融資を実施。 - 融資枠：250億ドル ※当初の850億ドルから減額。
金融市場の機能回復	債務の保証	○連邦預金保険公社(F D I C)が金融機関に新規に発行する債務を保証。 - 事業規模：1兆4,000億ドル ※緊急の場合を除き、09年10月に終了。
	特定資産の買取り	○F R BによるC P買取制度(C P F F)、C Pを買い取る金融機関等への融資制度(A M L F、M M I F F)を創設。 - M M I F Fは09年10月に終了。C P F F、A M L Fは10年2月に終了。 ※F R Bのバランスシート上のC P残高(10年5月12日)：0.02億ドル ○F R Bが消費者・中小企業向けローンを担保とするA B SやR M B S、C M B Sの保有者に対して貸出を行う制度(T A L F)を創設。 - 貸出規模：最大1兆ドル ※09年1月1日以降に発行された新規C M B Sの保有者に対する貸出制度は10年6月末まで。それ以外の貸出制度は10年3月に終了。 ○F R BによるG S E債及びG S E保証のM B Sに規模を買い取るプログラムを創設。 - 買取規模：最大1兆4,250億ドル ※10年3月に終了。 ○F R Bが長期国債の買取実施を発表。 - 買取規模：3,000億ドル ※09年10月に終了。
	預金保護	○預金保護の上限を10万ドルから25万ドルに引上げ。 ○決済用預金の全額保護。 ※09年12月に終了。 ○預金保険準備率の悪化を受け、保険料の前払いと保険料率の増額を発表。

(備考) 連邦準備制度理事会 (F R B)、アメリカ財務省、連邦預金保険公社 (F D I C) より作成。

MB Sの買取り等のいわゆる非伝統的金融政策については、買い取った資産をいつどのように売却し、F R Bのバランスシートを縮小していくかが新たな問題となっている。F R Bのバランスシートをみると、信用緩和策の実施により10年5月時点では2.4兆ドルと05～07年の平均に比べて2.7倍に増加している（第1-3-68図）。また、資産の詳細をみても、長期国債やMB S等の長期資産が多くなってきている。この点に関し、10年2月に公表されたF O M C議事録によると、F O M Cで議決権を有するメンバー（policymakers）は、拡大したF R Bのバランスシートについて、将来的にF R Bの資産を金融危機以前のように米国債の保有に限定することが適切であるとの点で意見が一致している。そして、大半のF O M C参加者（participants）は、将来的に徐々に資産を売却するプログラムにより、F R Bのバランスシートは圧縮され、保有する証券の構成を米国債に戻すことができるとしている。一方で、それらの取引が拙速になった場合、市場の混乱や景気回復に逆の作用を引き起こさないかどうか懸念しているとしている。さらに、10年4月に公表されたF O M C議事録では、償還期限を迎えるアメリカ国債について、これまでのように全てを再投資しないことにより今後数年間でバランスシートを縮小させる方法について検討していることが示された。

第1-3-68図 F R Bのバランスシート：依然として拡大した状況



(備考) 1. 連邦準備制度理事会（F R B）より作成。
2. 斜線の資産は長期性資産。

●政策金利の動向

F F レートの調整については、08年12月に0～0.25%に利下げして以降同水準を据え置いている（第1-3-69図）。09年3月のF O M Cでは、「異例に低水準のF F レートが、更に長い期間（for an extended period）妥当となる公算が高い」とし、低水準のF

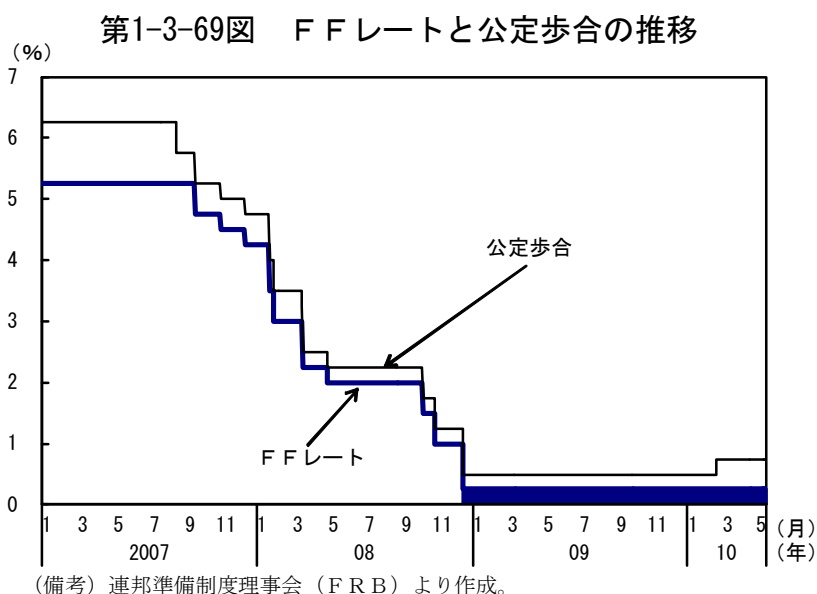
Fレートの長期化を示唆し、この表現は10年3月のFOMCでも据え置かれている。

一方、公定歩合については、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（いわゆる、「パリバ・ショック」）が契機となり金融市場が混乱したことを受けて、FFレートとの差を1%としていた利率について、FFレートとの差を0.5%に引下げを行った。また、FRBによる窓口貸出の期間についても、翌日物から30日に延長した。その後、08年3月のアメリカ大手投資銀行ベア・スターンズの経営危機による金融市場の混乱を受けて、更にFFレートとの差を0.25%に引下げを行い、貸出期間についても90日に延長した。

09年半ば以降、金融市場が安定化してきていることを背景に、公定歩合の正常化に向けた施策を実施し始めた。10年1月には貸出期間を28日に短縮し、10年2月には公定歩合とFFレートとの差を0.5%に引き上げた。さらに、10年3月には貸出期間を従来の翌日物に戻した。FRBの声明によると、公定歩合についてのこれらの調整は、家計や企業に対する金融引締めにつながるとは見込んでおらず、経済や金融政策の見通しに何らかの変更を示すものではないとされ、金融政策の引締め策ではないとした。また、10年2月に行われたバーナンキFRB議長の議会証言³⁰では、出口戦略として、

(i) 準備預金金利の引上げ、(ii) リバース・レポの活用、(iii) 金融機関がFRBに資金を定期預金するような仕組みの検討、(iv) 保有証券の売却等が挙げられた。

非伝統的金融政策が出口を迎えつつある中、今後は異例に低水準であるFFレートの引上げが焦点になってくる。特に、利上げに転じるタイミングは、持ち直している景気を下押ししないようにする上で重要となってくる。



³⁰ FRB (2010)

（２）過去の取組

●財政改革の歴史的取組とその評価

（i）1937年の教訓

大統領経済諮問委員会（C E A : Council of Economic Advisers to the President）は、2010年２月に公表された報告書の中で、急激かつ大幅な財政の引締め措置が経済に及ぼす影響について、「1937年の教訓」を取り上げている。

1929年から1932年にかけて発生した大恐慌（the Great Depression）後のアメリカ経済は、まだ完全に回復していなかったものの、４年間にわたり高成長が続いたため（1934～1937年の平均実質GDP成長率：9.5%）、政府は1937年に財政政策、金融政策の引締めを行った。具体的には、退役軍人に対する賞与プログラムの打ち切り、社会保障税の導入、支払い準備率を２倍に引き上げるなどの措置を実施した。この結果、1938年の実質GDP成長率は▲３%、失業率は14%から19%まで上昇し、厳しい景気後退に陥った。

（ii）1990年代の取組

90年代前半は、S & L危機³¹に端を発する景気後退となった。S & L危機では主に貯蓄金融機関³²を中心に金融市場が混乱し、多数の金融機関が破たんする事態に追い込まれた³³。これに伴い発生した景気後退は91年３月に底を打ち、その後「ジョブレス・リカバリー」と称される雇用なき回復に陥った。

1990年代の財政再建では、先代ブッシュ政権期の包括財政調整法（O B R A 90 : Omnibus Budget Reconciliation Act of 1990³⁴）で導入した「キャップ制（C A P）」、「ペイゴー原則」が財政ルールとして重要な役割を果たした。キャップ制は、裁量的経費

³¹ アメリカの代表的な貯蓄金融機関である貯蓄貸付組合（S & L : Saving and Loan Associations）は、預金金利規制や税制面等の優遇措置の下で、70年代までは住宅金融の分野で安定的な収益を確保していた。80年代に入り金融自由化の流れが加速すると、リスクの高い新設企業向け貸出や企業買収関連融資、ジャンク・ボンドへの投資を積極的に行うようになったが、政府の手厚い預金保険制度を背景にモラルハザードが広がり、不十分な監督制度のもとで各S & Lの安易な経営が助長された結果、多くの機関が金融危機に陥った。また、特定地域の不動産不況（エネルギー不況によるテキサス州等南西部）による不良資産の増加も、大きく経営を悪化させることとなった。こうした要因から短期間に多数の機関が破たんした結果、S & Lの預金者保護のための機関であった連邦貯蓄貸付保険公社（F S L I C : Federal Savings and Loan Insurance Corporation）も破たんするなど、金融システム全体を揺るがす大きな問題となった（経済企画庁（1990））。

³² アメリカの主な預金金融機関には、(1)商業銀行（Commercial Banks）、(2)貯蓄金融機関（Thriffs）、(3)信用組合（Credit Unions）等がある。このうち、貯蓄金融機関は、貯蓄性預金を原資に住宅ローンの供給を専門とする機関であり、S & Lはこれに該当する（U.S. Treasury 2008）。

³³ F D I Cによると、1986～90年の期間における貯蓄金融機関の破たん件数は1,835件に達した。

³⁴ O B R A 90では、５年間で総額4,963億ドルの財政赤字削減案と予算プロセスの改訂に関する規定が盛り込まれた。

に対する支出上限を設定するものである。また、ペイゴー原則は、新規施策や制度変更による義務的経費（医療給付、社会保障給付等）の拡大や減税を行う場合には、それを相殺するために別途の義務的経費の削減及び増税措置を課するというルールである。93年からのクリントン政権期では、O B R A 90に引き続きO B R A 93を策定してこれらの枠組みを踏襲するとともに、歳出削減策（メディケア及びメディケイド、国防費を始めとする裁量的経費等）や歳入増加策（所得税の最高税率引上げ、燃料課税の増税等）を通じて、94年度から98年度にかけて約5,000億ドルの財政赤字を削減する方針を打ち出した。

この結果、連邦財政収支は急速に改善し、1998年度から2001年度の間、財政収支は黒字に転換した。キャップ制、ペイゴー原則は、その制度的な仕組みにおいて財政赤字の削減を積極的に推進するものではないが、クリントン政権では各支出項目の伸びが他の年代に比べて大幅に縮小しており（第1-3-70表）、歳出削減の取組だけでなくこうした財政規律の強化が財政赤字の拡大を抑制する上で有効に機能したものと考えられる。なお、90年代における財政収支黒字化の背景としては、当時の大統領経済諮問委員長らによる評価³⁵にもあるとおり、I Tの活用による生産性上昇期（「ニュー・エコノミー」）と重なったことも大きく影響したと考えられる。景気回復に伴う各税の自然増収効果³⁶、特に株価高騰によるキャピタルゲインの増大を反映した個人所得税収の増加³⁷や、冷戦終結による国防費の減少（「平和の配当」）といった要因も、財政の改善に大きく寄与した（第1-3-71図）。

第1-3-70表 歳出（項目別）の平均伸び率

(%)

	1960年代	70年代	80年代	90年代	クリントン政権 (93~2000年)	2000年代
裁量的支出	7.4	7.5	7.4	1.6	1.8	8.1
うち国防費	7.1	3.6	10.2	-0.9	-0.3	9.1
うち非国防費	8.7	13.7	4.3	4.9	4.2	7.0
義務的支出	9.8	15.0	9.7	5.7	4.2	7.4
うち社会保障関連	9.8	14.5	8.5	5.3	4.5	5.8
うち医療福祉関連	10.5	16.6	8.5	10.0	6.2	8.5
うち利払い費	9.1	13.0	15.2	3.2	1.6	-1.0
名目GDP成長率	7.6	10.2	8.0	5.5	5.8	4.5

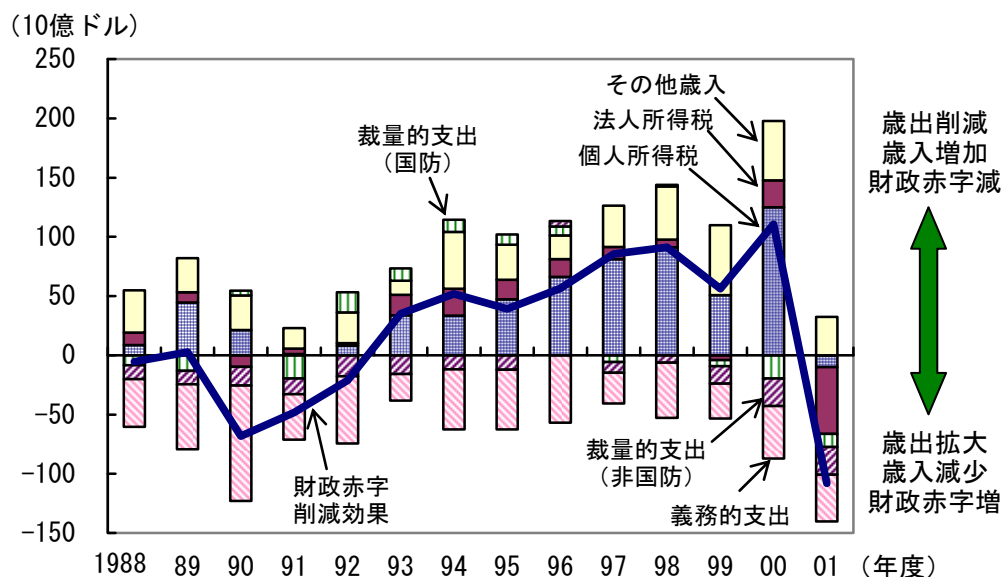
(備考) 1. アメリカ行政管理予算局（OMB）より作成。
2. 1960年代の値は、1962～69年度までの期間による。

³⁵ Blinder and Yellen (2001)。クリントン政権期における財政再建については、「I Tの活用による生産性上昇期と重なるなど予想外の幸運」、「財政再建の実現性に対する市場の信頼を得て、実質金利が低下し、投資を促進」、「財政赤字の削減は意外な結果」等の評価を示している。

³⁶ C E A (1999)

³⁷ C B O (2003)

第1-3-71図 財政赤字削減の要因



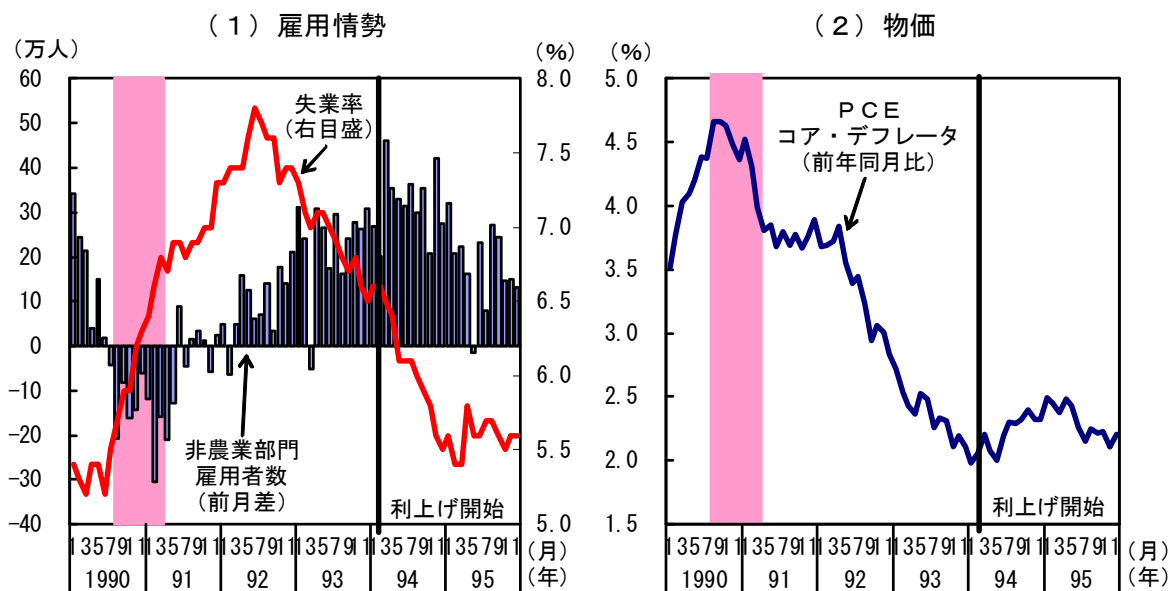
(備考) アメリカ行政管理予算局 (OMB) より作成。

●90年代の金融政策

アメリカの金融政策の目標となっている雇用と物価について90年代前半の状況をみると、91年3月に景気が底を打った後、雇用情勢は緩やかなペースでの回復となった(第1-3-72図)。失業率は92年6月(7.8%)がピークとなり、その後本格的な回復局面に移行した。一方、物価面をみると、フィリップス曲線が90年以前に比べて下方シフトし、NAIRUも低下したことでディスインフレ傾向にあり、PCEコア・デフレーターは94年初には前年同月比2%前後まで低下した。

第1-3-72図 90年代の雇用と物価の状況：

景気回復局面入り後も雇用の回復は遅れ、物価も低下傾向が継続

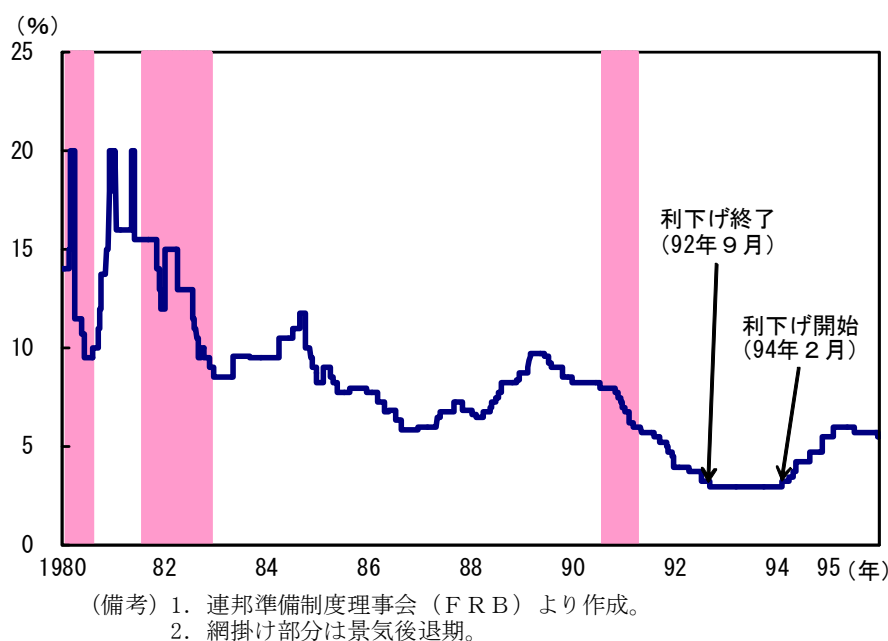


(備考) 1. アメリカ労働省より作成。
2. 網掛け部分は景気後退期。

(備考) 1. アメリカ商務省より作成。
2. 網掛け部分は景気後退期。

この状況下で、F R Bは92年9月までにF F レートを3.0%に段階的に引き下げ、その後94年2月に金融引締めに転換するまでの間、実質金利を低水準で据え置いた（第1-3-73図）。94年2月の利上げ時の雇用と物価についてみると、雇用情勢は、失業率が6%台半ばまで低下しており、雇用者数は前月差25万人増のペースで安定的に増加している状況まで改善していた。一方、物価面をみると、P C E コア・デフレータは94年以降2%台半ばまで上昇率を高めている。F R Bは、雇用面では、雇用者数が増加に転じ、失業率が低下し始めた後も2年程度利上げを行わず、物価面でも上昇率が2%を超え、かつ上昇率が拡大し始めた時期に利上げを実行した。

第1-3-73図 1980～90年代のF F レートの推移：94年2月に金融引締めに転換



（3）今後の財政・金融政策のあるべき姿

●過去の取組からの教訓

財政にかかる歴史的取組として「1937年の教訓」及びクリントン政権期における改革を取り上げたが、今後の財政政策に対する重要なインプリケーションは、「政府の財政再建に対するコミットメント」、「時期尚早な財政再建の回避」である。

クリントン政権の財政再建に対する姿勢が明らかになったのは、1993年の予算案である。同予算案は議会の審議が難航したものの、おおむね当初案に沿った形で財政赤字削減策が盛り込まれ成立した。この過程で、クリントン政権の財政赤字削減に取り組む力強い姿勢が市場で評価され、財政再建の実現性に対する市場の信頼を得た結果、

リスクプレミアムの増加による金利上昇が回避され、その後の景気回復を支える要因となった。政府が財政再建に対するコミットメントを明確に示すことが重要である。

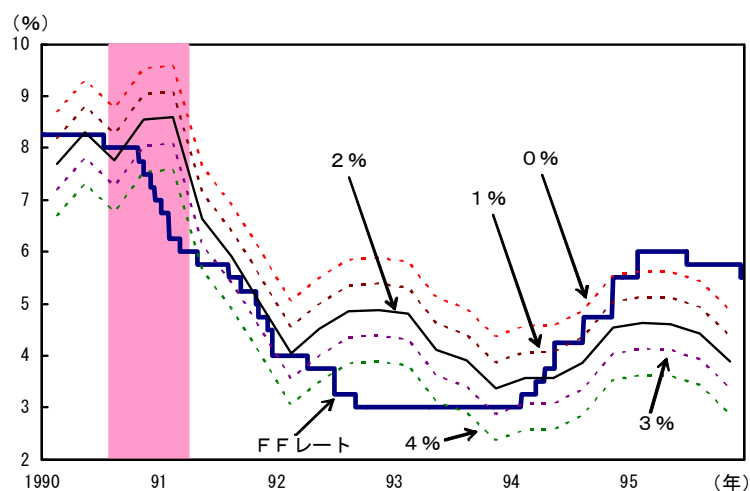
また、「1937年の教訓」から導かれる示唆としては、「時期尚早な財政再建を回避」することである。CEAは、こうした経験を踏まえて、今後の財政再建の基本的な考え方として「景気刺激的な財政再建」(expansionary fiscal contractions)を示している。これは、長期的な財政赤字要因となる問題に着手することにより、将来発生する財政赤字を削減していくという考え方である。こうした取組は、企業や家計のコンフィデンスの改善にも資するものであり、短期的にも景気にプラスの影響を与えるものと考えられる。今回の予算教書を見ると、長期的な財政赤字拡大要因に対して積極的に対処していくという姿勢が明確に示されており、「景気刺激的な財政再建」の考え方が根底にあるものと推察される。現在のアメリカで長期的な財政動向にかかわる重要課題としては、医療保険改革、税制改革、事業見直しによる歳出削減、財政規律の強化等が挙げられるが、既に医療保険制度改革や財政規律の強化（ペイゴー原則）については関連法が成立するなど、「1937年の教訓」を踏まえた取組が進展している。

一方、金融政策においては、金融危機後の金融市場は信用創造機能が脆弱な状況が続くため、早期の引締めは実体経済を腰折れさせる懸念がある。このため、景気回復が確実になり、更に金融市場の状況と市場の期待を考慮に入れた上で総合的に金融引締めが必要と認識されるまで、緩和的な金融政策を継続させることが重要となる。90年台前半のFFレートの水準をテイラー・ルールによって導かれる理論値と照らしてみると、景気回復局面に入った92～93年においても緩和的な水準を続けていたことがみてとれる(第1-3-74図)。金融引締めへ転換を行った94年2月のFOMC議事録では、当時の高水準の株式市場には懸念を示しつつも、経済的な状況だけでなく金融市場の状況や市場の理解を重視し、金融引締め策に慎重に移行する姿勢が現れている。一方で、金融引締め策に転換した後は、緩和的な金融政策の結果発生した資産価格の上昇やインフレ懸念に対して急速な利上げで対処した。

新たな資産バブル等に留意しつつも金融引締めへの転換のタイミングを慎重に行うことは、実体経済への過度のインパクトを抑制するとともに、金融政策に対する信認を高めることにもつながるため、その後の持続的な景気回復にプラスに作用する可能性が高い。

第1-3-74図 1990年代のテイラー・ルールによるFFレート（理論値）：

FFレートは景気回復局面入り後も94年前半までは緩和的な水準



- (備考) 1. アメリカ商務省、セントルイス連銀より作成。
 2. 網掛け部分は景気後退期。
 3. 理論FFレートは

$$\text{FFレート} = \text{均衡実質金利} + \text{インフレ率} + \alpha \times (\text{インフレ率} - \text{目標インフレ率}) + \beta \times \text{GDPギャップ}$$
 で求める。なお、 α と β は、テイラーが特に1985年以降の金融政策に対する説明力が高いとした $\alpha = \beta = 0.5$ を使用。
 4. 均衡実質金利は2.5%、インフレ率はPCE総合を使用。目標インフレ率は0～4%の5つのケースを表示。

●今回の財政再建策の実現可能性・財政の持続可能性

財政再建の実現可能性については、今後の景気動向に左右される。景気については、失業率の高止まりや信用収縮の継続等不安要素はあるものの、実質GDP成長率が3四半期連続でプラスとなるなど緩やかに回復しており、景気が二番底を迎えるリスクは低下している。しかし、リスク要因が再燃し、政府が前提とするシナリオ³⁸以上に景気の回復ペースが減速する場合には、税収減による歳入不足や失業保険給付等の歳出増を通じて、財政赤字が拡大するおそれがある。また、10年2月に公表された予算教書をみると、今後の財政赤字の削減に当たっては、政策課題ごとのコスト削減と財政規律の強化によってこれを実現していくという姿勢がうかがえるが、特に前者については世論の反発の強い政策も含まれており³⁹、その動向如何では目標の達成が困難となる可能性もある。

財政再建の実現可能性・持続可能性については、以下の3点の動向が大きな影響を及ぼすと考えられる。

³⁸ OMB (2010) は、今後の実質GDP成長率を2010年2.7%、11年3.8%、12年4.3%、13年4.2%、14年4.0%、15年3.6%と見込んでいる。

³⁹ 医療保険制度改革については、関連法が既に成立し制度の詳細が今後検討される予定であるが、保険業界に対する課税や規制強化、高額保険商品に対する課税等が含まれることから、利害関係者の反発も根強く、制度の実施までに紆余曲折が予想される。

(i) 重要政策課題の動向（医療保険制度改革・追加雇用対策等）

今回の予算教書における財政コスト削減の主な手段として、高所得層に対する増税（11年度から20年度までの累計で6,780億ドル）及び企業向け課税を含むその他の増収措置（同7,490億ドル）、海外軍事活動の縮小（同7,280億ドル）、医療保険制度改革（同1,500億ドル）が挙げられる（第1-3-75表）。予算全体では、20年度までに2.1兆ドルの財政赤字削減を見込んでいるが、その実現可能性についてはこれらの施策の動向如何によるところが大きい。高所得層や一部企業に対する増税措置については、利害関係者からの反発も強く、導入をめぐり議会における厳しい調整が予想される。また、医療保険制度改革については、10年3月に関連法が成立したものの、制度の詳細は今後検討される予定であり、その内容如何では財政赤字の削減効果は低下する可能性がある。

一方、財政赤字拡大要因としては、雇用対策を始めとする景気対策（同1,690億ドル）、家計・企業向け減税措置（同2,840億ドル）等が計上されている⁴⁰。前述のとおり、景気が二番底を迎えるリスクは低下しているものの、再び景気の回復ペースが減速するような状況となれば、これらの施策の規模は更に拡大することが考えられる。

第1-3-75表 予算教書における財政赤字削減目標

(10億ドル)

年度	2011	2012	2013	2014	2015	2011～20
財政収支赤字（ベースライン）	1,145	934	940	934	983	10,640
政策変更後の財政収支赤字	1,267	828	727	706	752	8,532
政策変更による財政収支赤字の変化	121	▲ 105	▲ 213	▲ 228	▲ 231	▲ 2,108
① 景気対策	147	37	▲ 1	▲ 1	▲ 4	169
うち減税	53	20	▲ 7	▲ 5	▲ 4	47
うち義務的経費関連	44	1				46
うち雇用関連施策	50	16	6	4		76
② 医療保険制度改革	▲ 23	▲ 34	▲ 39	▲ 28	▲ 3	▲ 150
③ 家計・企業向け減税	29	31	23	24	25	284
④ その他の増収措置	▲ 36	▲ 66	▲ 74	▲ 77	▲ 78	▲ 749
⑤ 義務的経費等の変化 （ペイゴー原則の効果含む）	▲ 2	4	2	4	▲ 2	▲ 24
⑥ 裁量的経費の変化	39	▲ 38	▲ 76	▲ 84	▲ 86	▲ 693
うち海外有事活動	37	▲ 41	▲ 75	▲ 83	▲ 87	▲ 728
うち海外有事活動除く国防	12	18	23	26	30	284
うち非国防	▲ 10	▲ 15	▲ 24	▲ 27	▲ 29	▲ 249
⑦ 高額所得者に対する課税	▲ 34	▲ 41	▲ 50	▲ 60	▲ 68	▲ 678
⑧ その他（利払い費含む）	0	3	1	▲ 7	▲ 16	▲ 266

（備考）1. アメリカ行政管理予算局（OMB）“Budget of the U.S. Government Fiscal Year 2011”より作成。

2. 排出権取引導入については、財政中立とするため政策変更による財政収支の変化に加算されない。

⁴⁰ 現行のアメリカ再生・再投資法におけるプログラムの延長、追加雇用対策（09年12月8日公表）、中間所得層向け支援策（10年1月25日公表）、中小企業向け雇用支援策（10年1月29日公表）、中小企業向け融資拡充策（10年2月2日公表）が該当する。これらの対策のうち、一部については関連法が成立している。

(ii) 州財政の動向

州政府では所得税や一般売上税を主な財源としているが、これらは景気に対する所得弾力値が高く、不況期には大幅な税収減を引き起こすという構造的な問題を抱えている。こうした事態に備えて、各州では、好況期に増えた税収を財政安定化基金（Rainy Day Fund）として積み立て、不況期にはこれを取り崩して対応する仕組みを設けているが、今般の危機による財政の急激な悪化を受けて財政安定化基金が既に枯渇している州もあり、財政の調整機能が低下している（第1-3-76表）。また、州税の課税ベースが前年の所得を基準としていることから、景気に1年程度遅行する傾向があり、州財政の持ち直しにはしばらく時間がかかると見込まれる。前述のとおり、2011年度、2012年度においても大幅な財政赤字が見込まれており、州経済の低迷が長期化すれば連邦政府による財政負担を更に拡大させる可能性がある。

第1-3-76表 2010年度予算における財政安定化基金（対歳出比）の規模

0%以下	0～2.5%	2.5～4.9%	5.0～9.9%	10%以上
ニューメキシコ メイン ニュージャージー オハイオ ウィスコンシン アラバマ ケンタッキー アリゾナ オハイオ カリフォルニア オクラホマ ペンシルバニア ミシガン ネバダ	ワシントン ノースカロライナ イリノイ ハワイ ニューハンプシャー フロリダ ジョージア マサチューセッツ コロラド コネティカット ニューヨーク ミネソタ	インディアナ アイダホ オレゴン サウスカロライナ ミズーリ ヴァージニア ロードアイランド メリーランド	ミシシッピ バーモント テネシー デラウェア アイオワ ユタ サウスダコタ ルイジアナ	ネブラスカ ウェストバージニア ワイオミング ノースダコタ テキサス アラスカ

- （備考）1. NASBO（National Association of State Budget Officers）（2009年12月）より作成。
2. 算出に用いた財政安定化基金残高及び歳出は、2010年度一般会計予算（見通し）による。
3. カンザス州、アーカンソー州、モンタナ州は、財政安定化基金を設けていない。

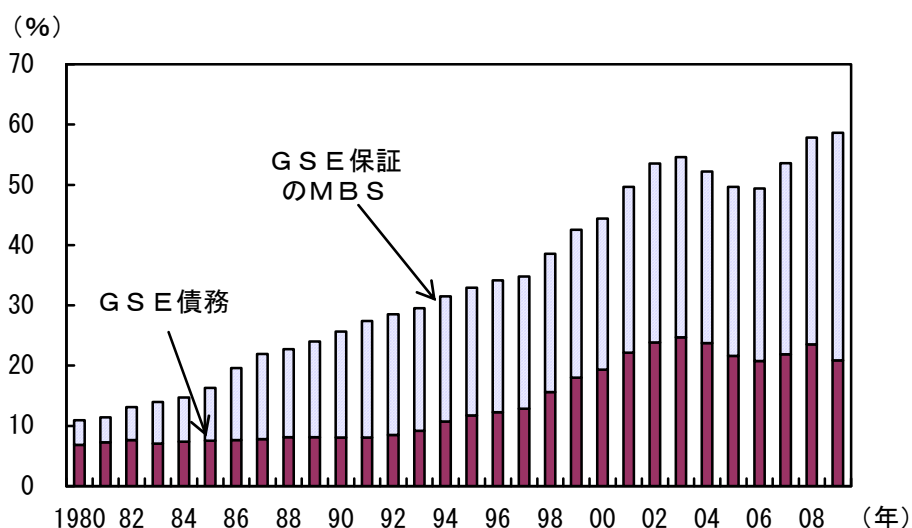
(iii) GSEの動向

GSE（Government Sponsored Enterprise：政府支援企業）は、民間企業でありながら連邦政府と一定の関係がある企業であり、住宅金融分野では、ファニー・メイ（連邦住宅抵当公庫）、フレディ・マック（連邦住宅貸付抵当公社）等が該当する⁴¹。これ

⁴¹ ファニー・メイ、フレディ・マックは、民間金融機関（商業銀行、貯蓄金融組合、住宅専門金融会社等）が顧客に融資した住宅ローン債権の買取りとその証券化を通じて、住宅ローン市場に流動性を供給する役割を担っており、アメリカ国民の住宅取得を支える役割を担っている。

らの機関が発行する債券については、従来、市場関係者から「暗黙の政府保証」があると認識されていたが、こうした曖昧な認識がシステミック・リスクを引き起こす可能性が高まったことから、政府はG S E債務及びG S E保証のM B Sに対する保証を行うことを正式に表明している⁴²。G S Eの経営状況については、サブプライム住宅ローン問題に起因する保有資産の損失の拡大を受けて、08年には資金不足に陥るなど悪化しており、債務残高も高い水準にある（第1-3-77図）。現在、住宅ローン担保証券（M B S）の発行残高は6兆ドルを超える規模となっており、またM B Sの新規発行についても08年以降はG S E以外に発行する機関がほとんどないことから、G S Eの経営不安が住宅市場に与える影響は大きい。住宅市場の回復の遅れからG S Eの経営状況が悪化し多大な損失が発生する事態となれば、損失補てんの拡大から連邦財政の足かせとなるおそれがある。

第1-3-77図 G S E債務（G D P比）の推移



（備考）連邦準備制度理事会（F R B）、アメリカ商務省経済分析局（B E A）より作成。

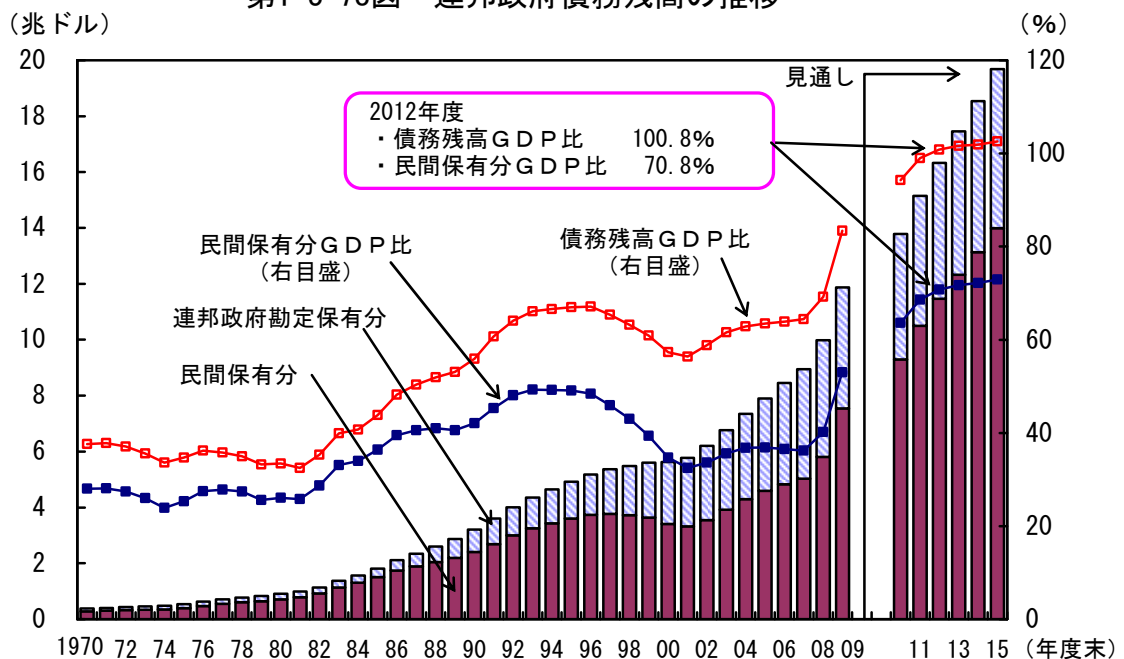
最後に、長期的な視点からアメリカ財政の持続可能性に対する課題について考察する。連邦政府債務残高をみると、危機対応による財政支出の拡大等により債務は急増している（第1-3-78図）。10年度の債務残高G D P比は83.4%に達する見込みであり、12年度以降は100%を超える規模で推移する見通しである。これは、第二次大戦直後の時期（1945～1947年度）以来の水準である。C E Aによれば、前政権の政策を継続した場合には、財政は持続可能なレベルを超えて、2040年には債務残高G D P比は200%を超える規模に達するとしている。こうした背景には、人口構造の変化が強く影響し

⁴² 08年9月7日のポールソン財務長官の声明による。詳細は、内閣府（2008）参照。

ている。少子高齢化の進展のほか、ベビーブーム世代の退職を迎えていることから、労働者に対する医療・社会保障プログラム（メディケア、メディケイド、社会保障等）の受給者の比率が上昇しており、これらの支出は2050年には現在の2倍の規模に拡大する見通しである⁴³。より長期にわたる財政の持続性を確保するためには、既に述べた「景気刺激的な財政再建」の考え方に沿って、将来の潜在的な財政赤字拡大要因に対し着実に対処していくことが重要である。その際、アメリカ経済が世界経済に及ぼす影響は大きいことから、景気回復と財政赤字抑制の両立、財政再建のタイミングについては慎重に判断する必要がある。

また、アメリカ財政の特徴として、海外資金への依存度が高い点についても留意が必要である。国債保有比率をみるとは、海外の居住者による国債保有は、09年度は46.4%となっている（第1-3-79図）。09年度は、安全資産への逃避を反映して国内の家計や金融機関による国債保有が進んだことにより、08年度に比べて海外保有比率は若干低下したものの、海外のシェアは依然として高い。政府の財政再建に対するコミットメントを明確に示し、国内・国外を通じた安定的な資金調達を維持することが不可欠である。

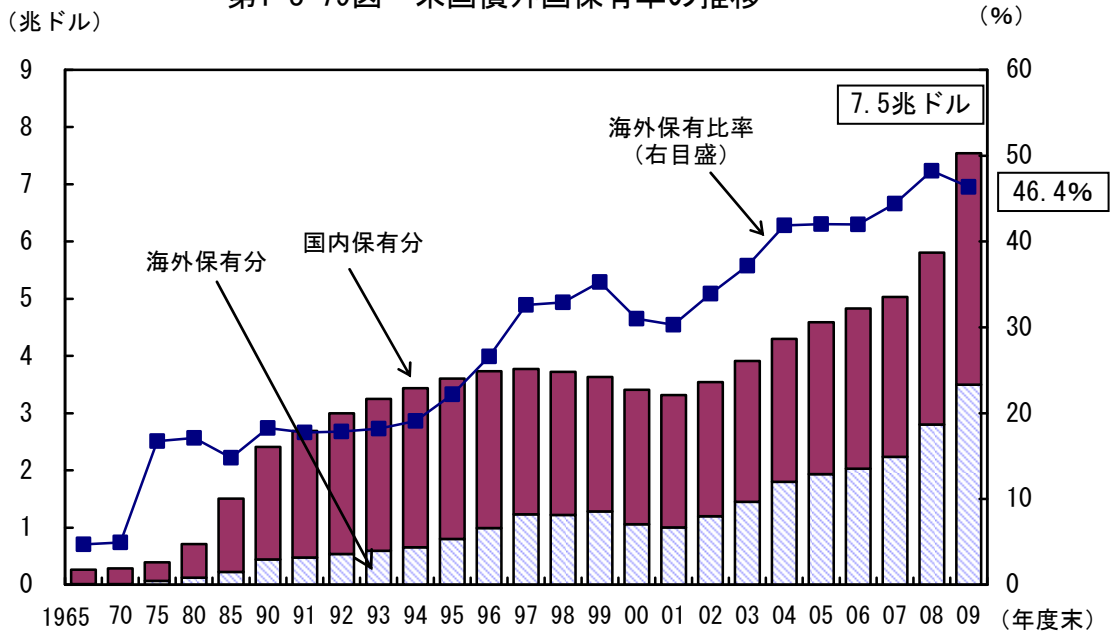
第1-3-78図 連邦政府債務残高の推移



- (備考) 1. アメリカ行政管理予算局（OMB）“Budget of the U.S. Government Fiscal Year 2011”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。

⁴³ CEA (2010)

第1-3-79図 米国債外国保有率の推移



(備考) 1. アメリカ行政管理予算局 (OMB) “Analytical Perspective of the FY 2011 Budget”より作成。
2. 各年度の数値は年度末値。

●金融引締め策への転換の可能性・時期 (利上げ等)

F O M Cでは、09年3月に「更に長い期間 (For an extended period) 異例の低金利が妥当となる公算が高い」と表現して以降、10年3月においても同様の表現が続いている。また、バーナンキF R B議長は、10年2月の議会証言で、F F レートの利上げ時期については、経済の拡大が進むに従い、インフレ圧力の増大を防止するため、F R Bは「ある時点で (at some point)」利上げを始める必要があると述べるにとどめており、利上げへの転換については慎重な判断をしている。

一方で、短期金融市場のF F 金利先物でみると、2010年内に0.25%の利上げを予測する見方もある。そこで、過去の教訓と照らして金融政策での引締め策への転換の際に重要となる雇用情勢と物価についてみると、雇用情勢は、雇用者数が10年3月に増加に転じたものの、失業率は10%近傍の高い水準にあり、各機関の見通しでも90年代のピークであった7%台に低下するのは12年末とされているなど不確実性が大きい (前掲第1-3-34図、前掲第1-3-44表)。また、物価面では、一次産品価格の上昇リスクはあるものの、現状ではP C E コア・デフレータの上昇率はやや低下していることに加え、インフレ期待は安定的に推移しており、各機関の見通しでも物価上昇率が2%を超えるのは早くも11年後半となっている (前掲第1-3-49図、前掲第1-3-53図、前掲第1-3-54表)。

平時では、金融政策はフォワード・ルッキングな運営 (先々の見通しに基づく運営)

が望ましいとされている。しかし、金融危機後の景気回復局面では前述のように金融セクターに脆弱性が残るため、実体経済の回復を確認した上で引締めを行う慎重なスタンスを採用することが、その後の力強い景気拡大につながると考えられる。以上のことから、ドル・キャリー・トレードによる新興国や一次産品市場への資金の流入等国际的な資金の流れに留意することは重要であるものの、2010年中の引締め策への転換は時期尚早となる可能性が高く、引き続き緩和的な金融政策を維持し、景気の持ち直しを下支えすることが重要であるといえる。