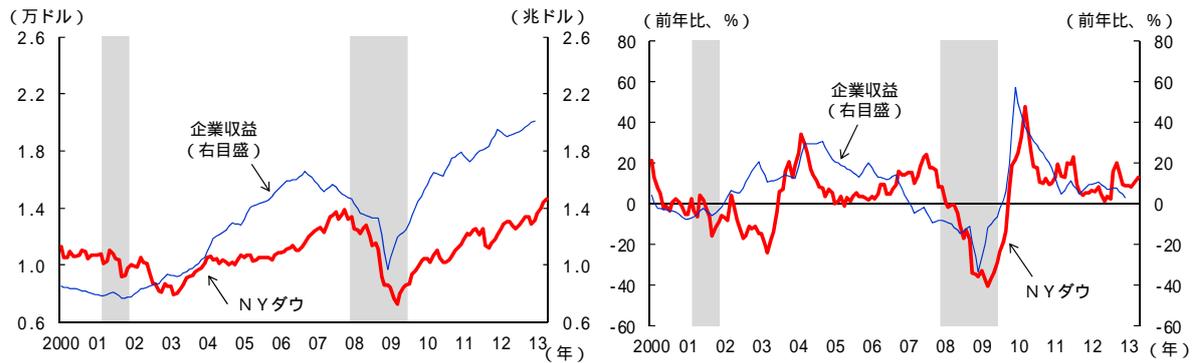


第1-2-23図 NYダウと企業業績の推移：同様の動き



(備考) 1. アメリカ商務省、ブルームバーグより作成。  
 2. 企業収益については、四半期の値を線形補完したもの。  
 3. 網掛け部分は景気後退期を指す。

## 2. 財政・金融政策の動向

### (1) 財政政策の動向

#### (i) 「財政の崖」のうちブッシュ減税等は回避<sup>13</sup>

12年末から13年初にかけて、ブッシュ減税やリーマンショック後の景気対策における給与税減税等の各種減税措置の失効や自動的な歳出削減の実施等の形で急激な財政緊縮（いわゆる「財政の崖」）が予定されていた。このうち、所得税の税率引下げ等については、年間所得45万ドル以下の世帯等に対しては恒久化し、緊急失業保険給付期間を1年間延長するほか、自動的な歳出削減の開始期日を2か月間先送りすることでオバマ大統領と議会が13年1月に合意し、かかる法案が成立した。

一方で、給与税減税は当初の予定どおり失効して税率は4.2%から6.2%へと10年の水準に戻ることであり、財政収支の改善に寄与する一方で、個人消費への悪影響が年初から発現する懸念があった。

5月に公表された議会予算局（CBO）の財政見通しによれば、財政赤字は12年度から13年度にかけて4,451億ドル減少するとしており、これは名目GDP比で2.8%の規模になる<sup>14</sup>。また、「財政の崖」のうち減税の失効等が確定することにより発現することになった一連の緊縮財政政策による影響について、議会予算局（CBO）や行政管理予算

<sup>13</sup> 年間所得40万ドル以下の単身及び45万ドル以下の世帯に対する所得税の税率引下げ措置等の恒久化、設備投資減税・失業保険給付期間の1年延長等が実施された。

<sup>14</sup> CBO（2013b）。CBOは2月に経済財政見通し（13～23年度）を公表しており、今回は財政見通しについての改訂版となる。それによれば、連邦住宅抵当公社（ファニーメイ）及び連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）からの配当金の受領や税収見込みの再推計等の結果、13年度の財政赤字削減額が2月時点の2,444億ドルから約2,000億ドル上積みされると見込んでいる。

局（OMB）より公表されている資料に基づいて試算すれば、13暦年は名目GDP比で1.6%程度の規模になると推計される<sup>15</sup>（第1-2-24表）。

第1-2-24表 財政の崖の影響：影響縮減も経済への下押し圧力残る

		財政赤字削減額（億ドル）	名目GDP比（%）
		4,451 <sup>1)</sup>	▲2.8
「財政の崖」関連	給与税減税失効 <sup>2)</sup>	950 (1,267<▲0.8>)	▲1.6
	高所得者増税 <sup>2)</sup>	270 (360<▲0.2>)	
	自動歳出削減 <sup>2)</sup>	640 (914<▲0.6>)	

（備考）1. 2013年度（2012年10月～13年9月）の財政赤字改善見込額全体。

2. 議会予算局（CBO）等より作成。13年度の1月～9月分。

（ ）内は平年ベースにしたもので、>内は名目GDP比。

### （ii）歳出の自動削減実施

13年初めに実施開始が2か月間延期された歳出の自動削減問題をめぐり、高所得者層の増税を含む歳入・歳出のバランスのとれた財政赤字削減を訴えるオバマ大統領に対して、共和党は増税には否定的なことから対立が続いていた。

歳出削減開始期限となった3月1日となっても双方に歩み寄りがみられず、事態の打開に向けたオバマ大統領と議会指導者との間の話し合いも不調に終わったことから、予定どおり3月1日より歳出の自動削減（13年度850億ドル<sup>16</sup>、21年度までに1.2兆ドル）が実施されることとなった。

交渉が難航していた2月、ホワイトハウスは歳出の自動削減が国民生活に与える影響について公表したが（第1-2-25表）、4月に入って航空管制官が一時帰休し航空機の発着の遅延が生じたり、国防関連の受注が減少した結果社員を解雇するなどの動きがみられた。ただし、後述するように行政府に歳出削減についての裁量が一部付与されたことから、2月に提示されていた影響がそのまま現実化するとは限らず、現時点では実際にどれだけの影響が出ているのかを定量的に把握することは困難である。

<sup>15</sup> 当該試算に用いた資料は公表の時点がそれぞれ異なることや、会計年度と暦年のずれを機械的に延長していること等から、幅をもつてみる必要がある。

<sup>16</sup> 13年度の850億ドルの削減額は、実際には多年度にわたって削減されることとなっており、実際の支出ベースでは当該削減額にならないことに留意が必要。

第1-2-25表 歳出の自動削減が国民生活に与える影響

等
---

(iii) 最近の財政をめぐる動き

新会計年度（13年度）は12年10月に始まっているが、歳出法案をめぐるオバマ大統領と議会との対立が続き、13年3月になっても新たな予算が成立しない状態が続いた。3月27日には暫定予算の期限が到来することとなっており、暫定予算の延長等がなされないと、政府機関が閉鎖されるおそれがあった。こうした中、上下両院ではそれぞれ審議が進められ、(1) 予算の期限を9月30日までとすること、(2) 国防費のほか、運輸、保健分野等の削減方法についても裁量を一部付与するといった法案が可決し、26日にはオバマ大統領の署名をもって成立した。

4月10日に公表された14年度の予算教書<sup>17</sup>では、歳入面では富裕層に対する税負担を強化するなどし、また、歳出面では引き続き歳出削減に向けた努力を続けることとしている。歳入に関しては、これまでどおり増税による歳入増を掲げており、共和党の反発を招いている一方、歳出削減に関しては、メディケア、メディケイド改革等による医療費削減にも触れており、共和党にも配慮した内容となっている（第1-2-26表）。

<sup>17</sup> 通常は2月の第1月曜日までに議会へ提出することになっているが、今年は「財政の崖」やその後の歳出の自動削減をめぐる対応により提出が遅れた。

第1-2-26表 14年度予算教書（13年4月公表）が掲げる主な施策

歳入面

- ・税の抜け穴（loopholes）等の削減
- ・所得控除の限度額を現在の所得の39.6%から28%に引下げ
- ・100万ドル超の所得者の税金が所得の30%以下にならないような提案を提示 等

歳出面

- ・国防費、非国防費のほぼ同額削減により裁量的経費を削減（10年間で2,000億ドル）
- ・メディケア、メディケイド改革等により医療費削減（10年間で4,000億ドル）
- ・インフレ調整手法の見直しによる歳出削減（10年間で2,300億ドル） 等

必要不可欠ではない支出の削減

管理費削減

無駄の排除やリスクの軽減等契約実務の強化

軍事関連調達改革

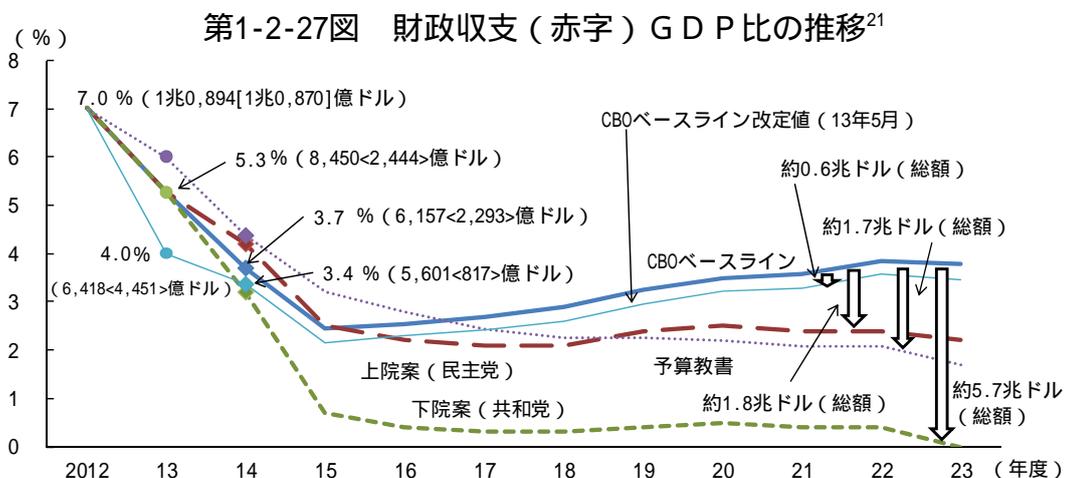
ITの活用によるコスト抑制 等

2. 中間層の強化と雇用を引き付ける国造り

#### (iv) 今後の財政問題の注目点

アメリカでは、12年末に債務残高が法定上限<sup>18</sup>（16.4兆ドル）に達したため、法律上の規定に基づく異例の措置<sup>19</sup>により、若干の財源を捻出していた。こうした中、13年2月には債務上限を定めた法の適用を停止し、5月19日までに発行している国債等の金額まで債務上限を引き上げる法案が成立した。しかしながら、法の運用停止期限を迎える中でもオバマ大統領と議会との間の溝は深く、州・地方政府投資支援のための債券発行を停止するなど、当面は国庫の調整により対応することとなる<sup>20</sup>。ルー財務長官は議会に対する書簡の中で、11年の時のような瀬戸際政策は避けるべきで、議会は早急にデフォルト懸念を払しょくするために行動すべきとしており、今後の対応が注目される。

3月21日下院、23日上院において、それぞれ14年度予算決議案を可決した。上院ではオバマケアを堅持しつつ、増税と歳出削減により10年間で2兆ドルの財政赤字削減を目指すのに対し、下院案ではオバマケアを廃止するなど歳出削減により4.6兆ドルの赤字削減を目指すこととしている。また、4月10日には前述のように予算教書が公表され、歳入・歳出のバランスのとれた財政赤字削減策により10年間で1.8兆ドルの赤字削減を目指すこととしており、14年度予算の進捗や前述の債務上限問題と併せてホワイトハウスや両院間での議論の進展が注目される（第1-2-27図）。



(注) 1. [ ]内は予算教書での赤字額であり、< >内は前年から財政改善額。  
2. ※はCBOのベースライン（13年2月）からの乖離であり、財政赤字削減額とは異なる。  
(備考) 各種資料より作成。

<sup>18</sup> 債務残高が法定上限に達すると、国債の新規発行を行うことができず、歳出や国債の利払い等に支障が生じることとなる。詳細は、内閣府（2011b）を参照。

<sup>19</sup> 州・地方政府投資支援のための債券の発行を停止することや公務員年金基金への積立停止、取崩し等からなる。

<sup>20</sup> CBO（2013b）。13年10月から11月までは資金調達が可能と見込んでいる。

<sup>21</sup> 前述のとおり、CBOは2月に公表した経済財政見通しのうち、財政見通しを5月に改定した。それによれば、13年度及び14年度の財政収支（赤字）GDP比は、それぞれ4.0%、3.4%となっており、前年度からの財政収支改善額は、それぞれ4,451億ドル、817億ドルとなっている。また、今後10年間の財政収支は2月時点より6,178億ドル改善する見込みとなっている。

## ( 2 ) 金融政策の動向

### ( i ) 雇用、物価に関する数値基準を導入

F E D (連邦準備制度) は12年9月、追加金融緩和を決定した<sup>22</sup>。同時に「景気回復が強まった後の相当な期間において、非常に緩和的な金融政策スタンスが引き続き適切になると予想している」とし、政策金利が長期にわたり異例の低水準に維持される可能性を示唆した。

さらに同年12月、F E Dは異例に低水準のF F金利が妥当となる期間として、11年8月から導入していたカレンダーベースでの表現を変更した。基準となる数値に達したからといって自動的に金融緩和を解除するわけではないとしつつ、「失業率が6.5%を上回り続け、1年から2年先のインフレ率が2%+0.5%以内で、長期的なインフレ期待も十分抑制されている限りにおいて、妥当となる見込み」とし、雇用及び物価についての数値基準を導入した。

そもそもF E Dに対しては、連邦準備法 (Federal Reserve Act) 第2条 (a) において、金融政策の目的が定められている。「雇用の最大化、物価安定、低水準の長期金利」の三つが金融政策の目的とされている。このうち「低水準の長期金利」については、安定したマクロ経済環境下でのみ達成されると考えられることから、雇用及び物価に関する二つの使命 (デュアルマンデート) が重要視されるようになった。

このようにF E Dはデュアルマンデートを負っているが、数値基準が導入されたことで、あらためて前項1.(2) でみたような雇用指標とともに、以下でみる物価関連の指標の重要性が認識されたと考えられる。

### ( ii ) F E Dが注目している物価指標

F E DはP C Eデフレータの前年比で+2.0%が長期的にみた法的責務に合致するとしており、四半期ごとにP C Eデフレータの見通しを公表している (第1-2-28表)。13年3月時点の見通しでは13年のP C Eデフレータは2.0%を下回る見通しとなっており、また、12年12月時点の見通しから引き下げている。

---

<sup>22</sup> 詳細は内閣府 (2012b) を参照。

第1-2-28表 F E Dの物価見通し（13年3月時点）

		13年	14年	15年	長期
P C E	今回見通し	1.3～1.7%	1.5～2.0%	1.7～2.0%	2.0%
	(前回(12月))	(1.3～2.0%)	(1.5～2.0%)	(1.7～2.0%)	(2.0%)
コアP C E	今回見通し	1.5～1.6%	1.7～2.0%	1.8～2.1%	
	(前回(12月))	(1.6～1.9%)	(1.6～2.0%)	(1.8～2.0%)	

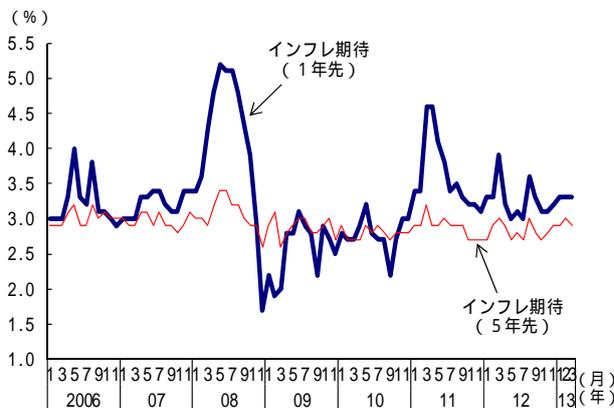
(備考) 1. 連邦準備制度理事会 (FRB) より作成。  
 2. コアPCEはPCEの構成要素から変動の大きいエネルギー・食料を除いたもの。長期見通しは公表されていない。  
 3. 実質GDP、PCE、コアPCEは、当該年の10～12月期の前年同期比の値。失業率は、当該年の10～12月期の値。  
 4. 今回の見通しで塗りつぶし部分は、前回の見通しから下方修正されたもの。

なお、「長期的なインフレ率」については、ミシガン大学消費者マインド調査における5年先のインフレ期待や10年物B E I（ブレイクイーブンインフレ率）等が重視されているといわれている。こうした市場参加者が予想しているインフレ率の状況を見ると、ミシガン大学消費者マインド調査とB E Iともにインフレ期待は12年後半以降2.5%程度で安定的に推移していたが、B E Iについては13年4月以降やや低下している（第1-2-29図）。これは13年4月に公表された雇用統計等の経済指標が市場参加者の予想を下回ったため、資産買入れプログラムの規模縮小時期に係る市場参加者の見込みが後ろ倒しとなったこと等が要因と考えられる。

第1-2-29図 市場参加者が予想するインフレ期待の状況：

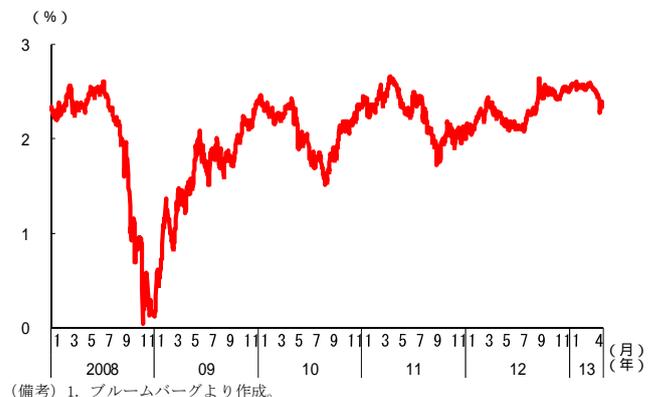
ミシガン大学消費者マインド調査はおおむね横ばい、B E Iは低下

(1) ミシガン大学消費者マインド調査



(備考) 1. ミシガン大学より作成。  
 2. 今後1年先、5年先における消費者からの物価上昇率予測回答の中央値。

(2) B E I

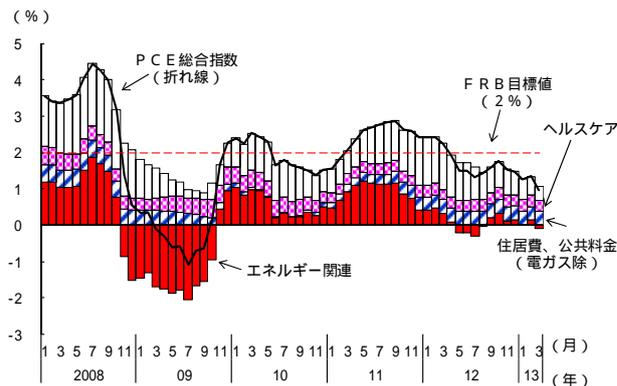


(備考) 1. ブルームバーグより作成。  
 2. インフレ期待=国債(10年物)金利-インフレ連動国債(10年物)金利

実際のPCEデフレータの推移をみると、12年後半から低下している（第1-2-30図）。PCEデフレータへの影響が大きい原油価格と為替の動向をみると、原油価格は13年に入ってから安定的に推移しており、エネルギー関連の寄与度も▲0.1～+0.3%とおおむね横ばいで推移している（第1-2-31図）。為替は日本銀行による追加金融緩和等を背景に円が減価し、ドルがやや増価しており、原油、為替動向ともに同デフレータの上昇を抑える要因となっていると考えられる（第1-2-32図）。また、コアPCEについてはシェア

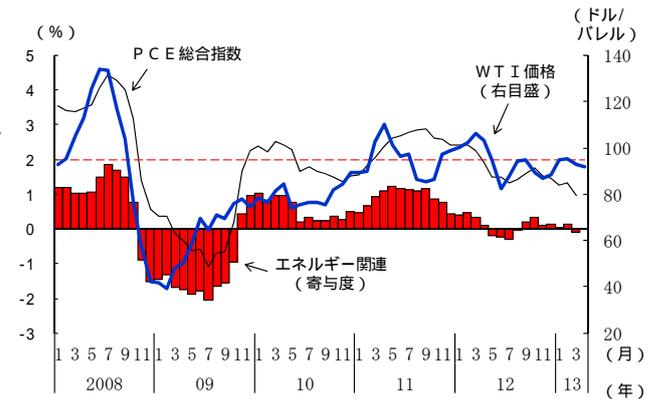
の大きい家賃の影響を受けやすいが、家賃はおおむね横ばいで推移しており、住居費等の寄与度も+0.4%程度と横ばいで推移している（第1-2-33図）。賃金については、前述のとおり12年後半以降、伸び率を高めているが（前掲第1-2-16図）、今のところ物価への影響は限定的である。

第1-2-30図 PCEデフレーターと  
主要項目の寄与度：12年後半から低下



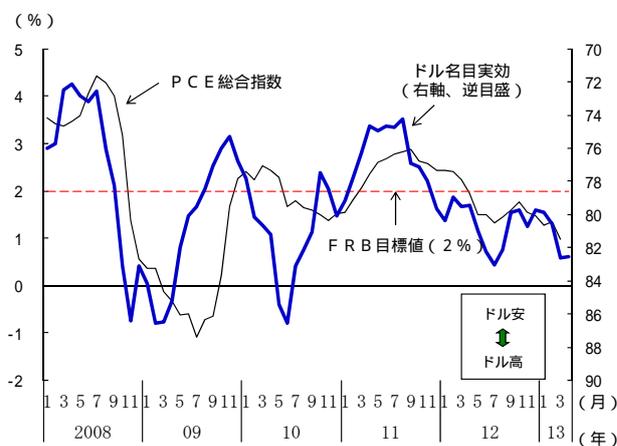
(備考) 1. アメリカ商務省より作成。  
2. エネルギー関連とは、ガソリン、その他エネルギーと住居費、公共料金のうち電気・ガス部分の合計。

第1-2-31図 PCEデフレーターと  
原油価格の推移：原油価格は安定して推移



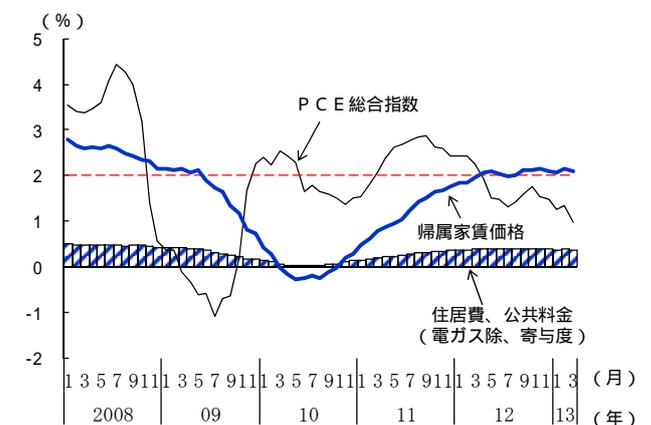
(備考) 1. アメリカ商務省、ブルームバーグより作成。  
2. PCE 総合指数及びエネルギー関連 (寄与度) は13年3月まで、WTI 価格は13年4月までの値 (月中平均値)。

第1-2-32図 PCEデフレーターと  
名目実効為替の推移：ドルがやや増価



(備考) 1. アメリカ商務省、ブルームバーグより作成。  
2. ドル名目実効為替レートは、月中平均値。

第1-2-33図 PCEデフレーターと  
家賃の推移：おおむね横ばい



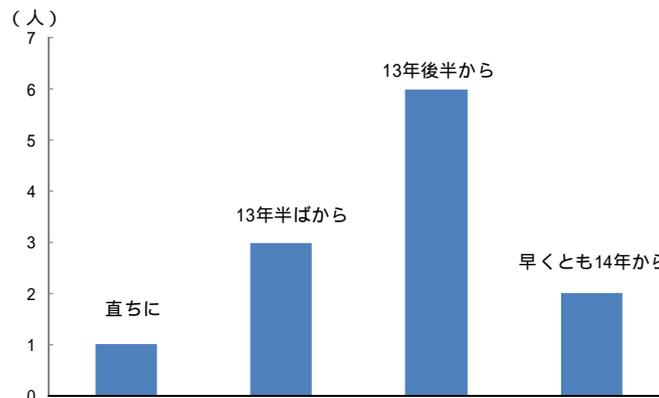
(備考) アメリカ商務省より作成。

### (iii) 今後の金融政策に関する注目点

12年12月以降のFOMCの議事録やFOMC参加者の講演等によると、資産買入れプログラムについては、効果・費用について様々な議論が行われている模様である。13年3月の議事録によれば、大半の参加者は追加の資産購入によるリスクとコストは依然、管理可能である一方、当然ながら注視し続けていくべき、との意見であった。資産買入

れプログラムの縮小・終了時期についての意見は大きく4つに割れていることが確認できる（第1-2-34図）。多くの参加者が13年中の縮小及び終了を支持しているものの、13年後半からの縮小を支持するグループは、雇用情勢の先行きが見込み通りに改善することを条件に挙げている。また、一部（some）の参加者は将来の資産売却が困難になるとの懸念を示す一方、数人（several）の参加者は満期まで保有することでそうしたリスクを取り除くことができるとの見方を示しており、資産買入れプログラム終了後のバランスシート正常化の過程についても意見が割れていることがうかがわれる。

第1-2-34図 資産買入れプログラムの規模縮小時期に係る  
F O M C 参加者のスタンス：大半が13年中の規模縮小を支持



（備考）連邦準備制度理事会（FRB）より作成。人数は内閣府推測。

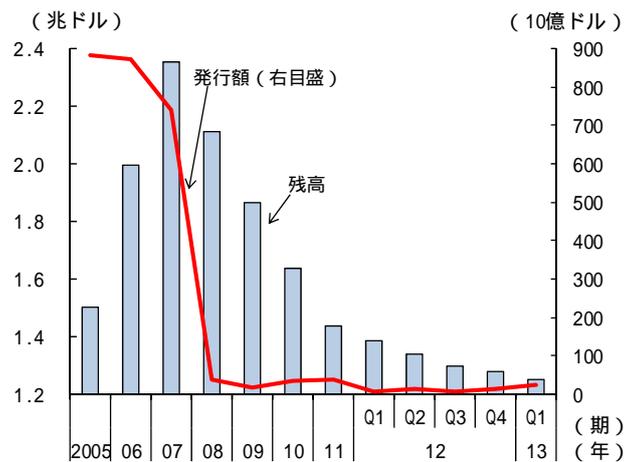
インフレ率が低下し、F E Dの物価見通しを下回る水準で推移する中、13年5月のF O M Cにおいて「労働市場あるいは物価上昇の見通しの変化するのに伴って適切な金融緩和策を維持するため、資産購入のペースを拡大または縮小する用意がある」との声明が公表された。

このように、労働市場に着目すれば緩やかながら改善しており緩和解除の議論となりやすい状況にある一方、物価に着目すると長期的な目標をやや下回り続けており、追加緩和の期待が高まりやすい状況にある。現状、両経済指標の動きが金融政策の方向性に対して相反する形で進んでいるために、F O M C参加者の金融緩和策に対する見方が今後どのように変化していくか注目される。また、バーナンキFRB議長は2014年1月末に任期満了を迎えるが、自身の続投を含め後任人事については口を閉ざしており、今後本格化するであろう後任候補の金融政策に対するスタンスにも注目が集まる。

なお、このところの株価の上昇のほか、信用力の低い社債等一部債券に対する需要の

高まりや自動車ローンのうちサブプライムローン<sup>23</sup> 比率の高まり、あるいは一部農地において急激な価格上昇がおきているといった指摘があり、こうした動きに対して懸念の声もみられる。これに対してバーナンキFRB議長は、前述のとおり、現時点では株価や社債といった主な資産価格はファンダメンタルズと矛盾していないとしている。さらに、金融安定のためのリスクを考える上では、不適切な価格設定のみならず、それが金融システム全体にダメージを与える可能性がないかを示すレバレッジや信用の伸び、その他の指標をみる必要があるが、それらは現状、依然として抑制された状態にあるとしている。また、例えば、物価はFEDの長期的な目標をやや下回って推移しており、住宅市場においては、金融機関の貸出基準が依然厳しいこともあるためサブプライムローン等が証券化されたノンエージェンシーMBS<sup>24</sup> の発行残高は低下が続いているなど、全体的には、現状、落ち着いた状況にあると考えられる（第1-2-35図）。一方で、長期にわたる金融緩和策のリスクについては、バーナンキFRB議長を始めFOMC参加者の指摘にもあるように注意深く見守る必要があると考えられる。

第1-2-35図 ノンエージェンシーMBSの発行・残高状況：低下が続く



(備考) アメリカ証券業金融市場協会 (S I M F A) より作成。

### 3 . アメリカ経済の見通しとリスク

アメリカ経済は、現状では緩やかな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。

<sup>23</sup> ノンプライム、(狭義の) サブプライム、ディープサブプライムの3種類からなり、ディープサブプライムが最も信用度が低い。

<sup>24</sup> 詳細は、内閣府 (2012b) を参照。

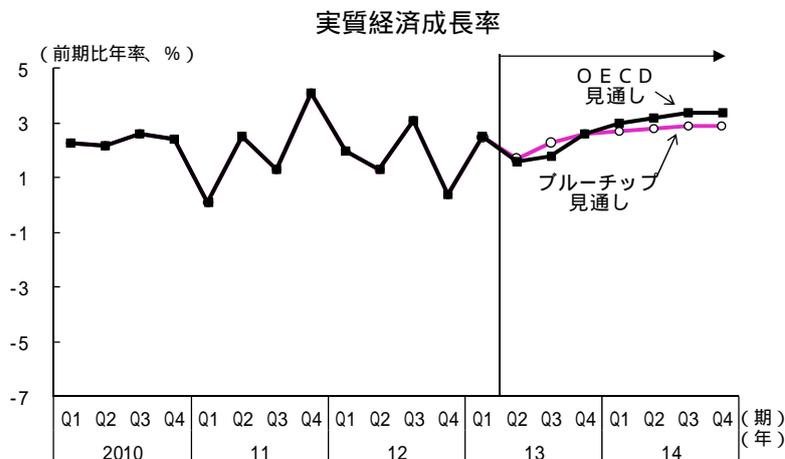
## (1) 経済見通し(メインシナリオ) - 緩やかな回復傾向が続く

アメリカでは、月々の振れはあるものの雇用者数が増加しており、失業率は低下している。また、家計のバランスシート調整は依然として続いているものの、住宅価格や株価の上昇が続いていることなどを背景に確実に進展しており、個人消費は緩やかに増加している。住宅市場も在庫が減少する中、住宅着工や販売数が増加しており、住宅価格も上昇を続けるなど市場全体の改善が進んでいる。企業に目を向ければ、生産はこのところ横ばいで推移している一方、設備投資は12年7～9月期に6四半期ぶりに前期比マイナスとなった後、緊縮財政や世界経済の影響はみられるものの、持ち直しの動きもみられる。こうした結果、アメリカ経済は緩やかな回復傾向が続いている。

また、ガソリン価格は年初に上昇したものの、3月以降やや下落しており、12年の干ばつの影響による穀物価格の上昇がほかの財やサービスに大きく波及することもなく、物価上昇率は低下している。

先行きについては、物価上昇率が落ち着いている下で、雇用環境や住宅市場が引き続き改善するとの見込みから、消費は緩やかな増加が続いていくと考えられる。設備投資は好調な企業収益等を背景に持ち直しの動きが続くと考えられるが、欧州政府債務危機が現在も収束していないなどから当面は輸出環境の目立った増加が見込めないほか、財政問題の対応をめぐる不透明感にも留意する必要があると考えられる。また、政府支出については、年初の「財政の崖」はおおむね回避されたものの、3月に歳出の自動削減が実施されるなど今後財政緊縮の影響が本格化することが想定される。しかしながら、その影響は13年後半には次第に薄らいでいくことが期待され、その結果、13年全体としては引き続き緩やかな回復傾向が維持される見通しであり、13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(第1-2-36図)。

第1-2-36図 アメリカ経済の見通し



( % )

	2013年			14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
ブルーチップ (民間見通し平均)	1.7	2.3	2.6	2.7	2.8	2.9	2.9
OECD (13年5月29日)	1.6	1.8	2.6	3.0	3.2	3.4	3.4

国際機関等の見通し

( % )

		13年	14年
ブルーチップ (民間見通し平均) (13年5月10日)	上位10社	2.2	3.2
	平均	2.0	2.7
	下位10社	1.8	2.1
OECD (13年5月29日)		1.9	2.8
IMF (13年4月16日)		1.9	3.0
行政管理予算局(OMB)(13年4月10日)		2.3	3.2
議会予算局(CBO)(13年2月4日)		1.4	2.6

(備考) ブルーチップ・インディケーター (13年5月10日号)、OECD “Economic Outlook 93” (13年5月29日)、IMF “World Economic Outlook” (13年4月16日)、アメリカ行政管理予算局 (13年4月10日)、アメリカ議会予算局 (13年2月4日) より作成。

以下、個別の需要項目について概観する。

(i) 個人消費

13年初にガソリン価格が高騰したことや、「財政の崖」に伴う12年末の賞与支給や配当支払いの前倒しの影響による振れはあるものの、実質可処分所得は緩やかな伸びが続いている。また、今後も物価上昇率は落ち着いた推移が見込まれ、失業率は高い水準ながらも低下しており、雇用者数も増加が続くことが見込まれるなど雇用環境の改善が期待され、それが可処分所得を引き続き増加させると考えられる。さらに、株価の上昇や住宅価格の持ち直しによりバランスシート調整も一層進展することが期待される。こうした状況を踏まえると、消費は緩やかに増加していくことが見込まれる。

(ii) 住宅投資

雇用環境が改善しており、住宅ローン金利も低水準にある中、在庫が減少していることなどから住宅価格が上昇を続けており、住宅着工や販売数が増加している。また、金融機関の差し押さえた物件が保有されたままとなっているような「隠れ在庫 (shadow Inventory)」<sup>25</sup>も確実に減少してきていることから、住宅価格は今後も持ち直しの動きが

<sup>25</sup> 詳細は、内閣府 (2011a) を参照。

続く見通しである。こうしたことから、住宅需要は改善が続くと考えられる。

### (iii) 設備投資

設備投資については、13年4～6月期を中心に緊縮財政の影響が出てくることが予想され、また、欧州政府債務危機が現在も収束しておらず、当面は輸出の目立った増加は見込めない。しかしながら、収益面からそもそも余力があることや、13年末までに行った新規設備投資に対して50%の償却が認められており、年後半に向けて次第に財政緊縮の影響が薄らいでくることがや外需環境も次第に上向きの動きになることが期待されることから、底堅く推移すると見込まれる。

### (iv) 政府支出

現在も2011年予算管理法に基づく財政赤字削減が進められているが、3月には歳出の自動削減が開始されるなど今後も更なる連邦政府支出の縮小が予想され、政府支出全体としては、13年4～6月期を中心にマイナスの寄与が続くと見込まれる。

### (v) 外需

世界の景気は、当面弱い回復が続くとみられるが、ヨーロッパや中国等における適切な政策対応を前提とすれば、次第に回復テンポの持ち直しが期待されることから、13年後半には外需も次第に上向きの動きとなると見込まれる。

## (2) 経済見通しにかかるリスク要因

見通しのリスクバランスは、薄らいできたものの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。こうしたリスクが発現した場合、改善を示してきた雇用動向にも再び影響する可能性がある。

### (i) 下振れリスク

#### (ア) 財政緊縮に伴う成長鈍化

2011年予算管理法に基づく歳出の自動削減が13年3月から実施されており、13年4～6月期を中心にその影響が発現することが考えられる。民間需要が堅調に推移していることから全体としては緩やかな回復傾向が期待されるが、財政については、今後も債務上限問題や14年度予算等をめぐりオバマ大統領と議会との間で協議が進められることが予想されるが、財政緊縮の影響が過度に発現する場合には政府支出の減少のみならず、民間需要にも大きな影響を与えるおそれがある。

### **(イ) 欧州政府債務危機の深刻化**

12年秋以降、欧州政府債務危機を巡る緊張が緩和し金融市場には落ち着きがみられている。しかし、ヨーロッパ地域の一部の国で再び債務危機による混乱が生じた場合には、金融資産の価値下落、信用収縮の拡大等を通じて、実体経済に更なる悪影響を及ぼすおそれがある。また、債務危機の深刻化によりヨーロッパの実体経済がこれまで以上に悪化したり、リスク回避によるドル高が進展する場合には、輸出が一層減少するおそれがある。

### **(ウ) 新興国経済の減速の長期化**

新興国は、資源を始めとする先進国の輸入動向によって経済が左右される面が強い。先進国の景気下振れにより、新興国の成長鈍化の局面が長期化する場合、当該国への輸出減少を通じアメリカ景気が下押しされる悪循環に陥るおそれがある。

### **(ii) 上振れリスク**

メインシナリオにおける想定以上に景気の回復テンポが加速する場合の要因としては、以下が考えられる。

#### **(ア) 資産価格の上昇**

雇用環境の改善や企業業績の好調が持続し、また、金融緩和策の効果が想定以上に発現することによって、株価や住宅価格がさらなる上昇に向かう場合、家計のバランスシート調整が大きく進展して家計の負担が軽減されるとともに、資産効果を通じて個人消費が拡大する可能性がある。

#### **(イ) 信用リスクの低下**

景気の回復や住宅価格の上昇に伴って金融機関の家計に対する信用リスクが低下し、また、金融緩和策継続により金融機関の信用創造が喚起され貸出が増加する場合には、個人消費や住宅投資が拡大する可能性がある。