

第2章 各国編

第1節 金融政策正常化に向けて歩みを進めつつあるアメリカ経済

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好循環が形成されており、景気は回復が続いている。2014年後半からの原油価格の下落も実質可処分所得の増加に寄与していると考えられる。

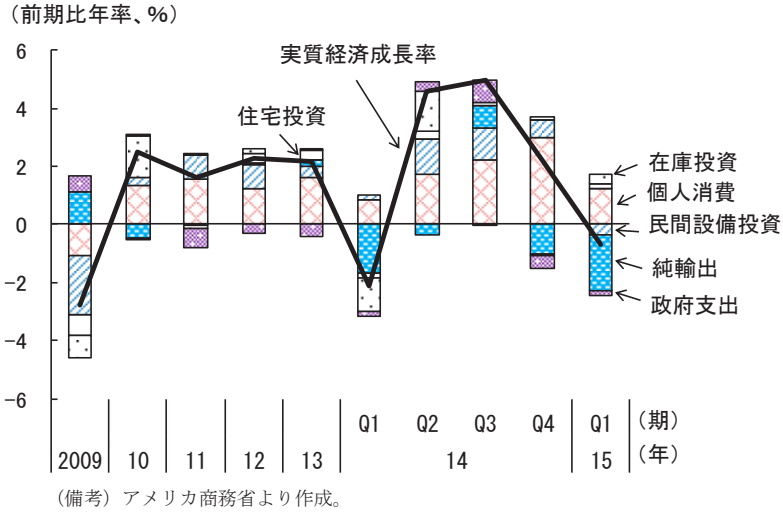
14年の実質経済成長率は、1～3月期に寒波・大雪等の影響で大幅に減速したことから、年後半には前期比年率5%台に加速したものの、通年では2.4%の成長にとどまった。15年に入ってから1～3月期の成長率が前期比年率▲0.7%になるなど、景気回復のペースは緩やかになっている（第2-1-1図）。これは、(1)特に2月の記録的な寒さによる個人消費へのマイナスの影響、(2)西海岸の港湾施設の労使紛争の影響によるサプライチェーンの混乱といった一時的な要因と、原油価格の下落やドル高の企業部門へのマイナスの影響といった構造的な要因があいまっていると考えられる。

雇用情勢は改善が続いており、雇用者数は14年2月から15年2月まで前月差で毎月20万人超の増加となった。15年3月には原油価格下落の影響が鉱業に特に表れ、また寒波の影響もあって、雇用者数の伸びが一時的に鈍化したものの、4月は再度前月差20万人超えとなった（第2-1-2図）。

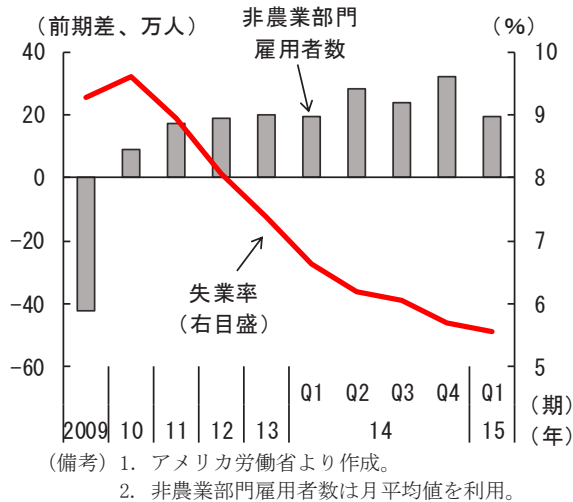
金融政策では、金融政策正常化の方針が取られ、連邦準備制度理事会（FRB）は14年10月に資産購入プログラムの終了を決定した。後述のとおり、年後半にも金融政策が正常化（利上げ）する見込みとなっている。

本節では、金融政策の大きな転換点を迎えてつつあるアメリカ経済について、09年6月より始まった今回の景気回復局面を総括した上で、金融政策正常化に向けた動きを概観し、正常化を決定するに当たって特に注目されている賃金の動向を紹介する。また、景気回復の浸透の鍵になるとみられる中間層の動向についても分析する。

第2-1-1図 実質経済成長率の推移：14年後半は個人消費のけん引力が強まる



第2-1-2図 雇用情勢：改善が続く



1. 今回の景気回復の概観

(1) 景気回復に至るまでの道のり

09年6月を景気の谷として始まった今回の景気回復局面の初期は、政策効果による下支えや新興国向けの輸出を中心とした回復であった。

いわゆるリーマン・ショック（08年9月）に端を発した世界金融危機に対応するため

に財政・金融政策が積極的かつ迅速に採られた。09年2月に成立した「アメリカ再生・再投資法」は総額7,872億ドル（GDP比約5.5%¹）にのぼり、労働者一人当たり最大400ドル（夫婦で800ドル）の減税や特別償却の延長等による新規設備投資の支援、公共交通や高速鉄道等のインフラ整備等を盛り込んでいた。オバマ大統領の就任が09年1月だったことにかんがみると、異例の速さだったといえる。また、FRBは、中央銀行が国債に加えてMBS（不動産担保証券）を大規模に購入するという非伝統的な金融政策（いわゆる量的緩和）を導入した（第2-1-3表）。量的緩和は計3回にわたって実施され、FRBのバランスシート（資産側）は15年3月時点で4.5兆ドルと、金融危機前と比較して4.8倍となっている。

第2-1-3表 世界金融危機後の金融政策

<p>1. QE1(08年11月～10年6月)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・資産購入額: 総額1.7兆ドル程度(GDP比11.3%) ・購入対象資産: 国債、MBS等 ・資産規模: 約2.3兆ドル(金融危機前比約2.5倍)
<p>2. QE2(10年11月～11年6月)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・資産購入額: 総額6千億ドル程度(GDP比3.9%) ・購入対象資産: 国債 ・資産規模: 約2.8兆ドル(金融危機前比約3倍)
<p>3. QE3(12年9月～14年10月)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・資産購入額: 月850億ドル(導入時) 総額1.6兆ドル程度(GDP比9.1%) ・購入対象資産: 国債、MBS等 ・資産規模: 約4.4兆ドル(金融危機前比約5倍)

(備考) FRB、BEAより作成。

雇用面では、景気回復の初期はジョブレス・リカバリーの様相を呈し、10年半ば過ぎまで月次ベースでは増減を繰り返していた。

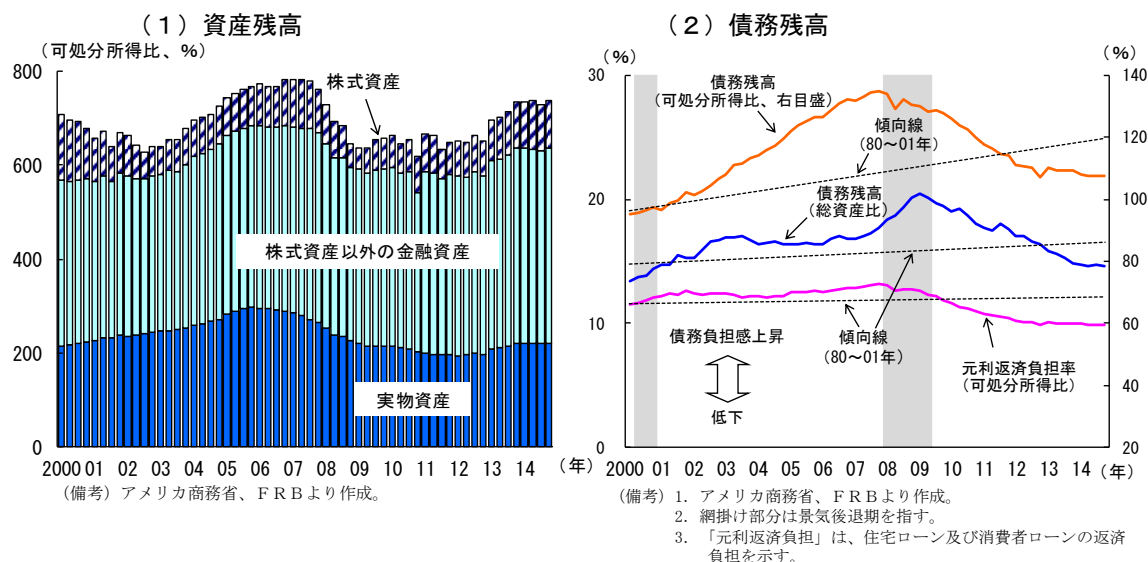
現在は雇用情勢の改善が続いており、個人消費が景気をけん引している。この背景には、家計のバランスシートや住宅市場の調整の進展、金融機関の信用創造の回復があると考えられる。

景気回復の初期には家計の保有資産残高の減少による逆資産効果や、家計の過剰債務の圧縮に伴う消費の抑制が懸念されていた。家計の保有資産残高は、住宅価格の低下や株価下落の影響等を受け、07年7～9月期から09年1～3月期まで每期連続で減少した。その後、株価の持ち直しや住宅価格の上昇を受けて、12年10～12月期には金融危機前の資産残高を超えた。資産残高の可処分所得比をみても04～05年の水準まで回復している

¹ 1930年代のニューディール政策の財政拡張はGDP比5%程度。

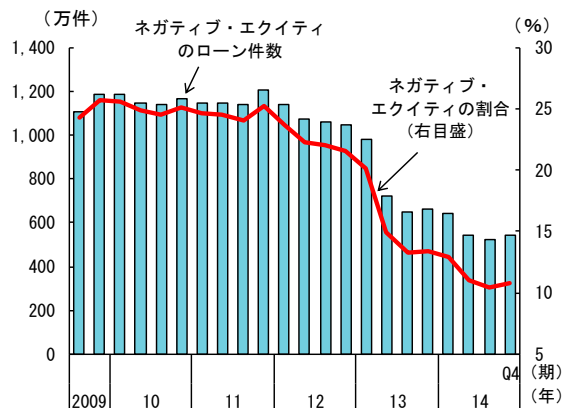
(第2-1-4図(1))。一方、家計の債務残高(総資産比)は09年1~3月期にピークをつけた後、緩やかに低下している。元利返済負担率も同様に緩やかに低下しており、債務負担感は低下している(第2-1-4図(2))。全体として、家計のバランスシート調整はおおむね終了していると考えられる。

第2-1-4図 家計のバランスシート：おおむね調整終了



住宅部門では、価格の低下に伴って、評価額がローン残高を下回り、住宅の売却で損失を被る世帯が多かった。住宅を売却して職の豊富な地域へ移住することが出来ず、この点も雇用のミスマッチの拡大に寄与していた。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)をみると、12年以降減少傾向にあり、14年10~12月期現在、ピーク時(11年10~12月期)の4割強となった(第2-1-5図)。住宅着工件数は05年(206.8万件)をピークとして09年には55.4万件まで落ち込み、その後の持ち直しは緩やかであるものの、14年には100万件の大台(100.3万件)を回復した。

第2-1-5図 住宅市場—ネガティブ・エクイティ物件：減少傾向

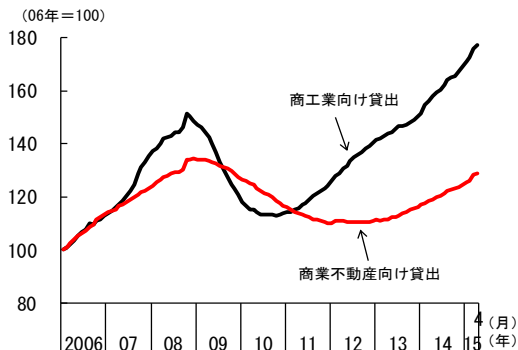


(備考) 1. コアロジックより作成。
2. 「割合」は住宅ローン所有件数を分母とする。

世界金融危機は、金融部門の機能低下が信用収縮等を通じて实体经济にマイナスの影響を与えていたため、金融システムの安定化が景気回復の必要条件であった²。このため、金融システム安定化に向けた包括的な施策が採られた。08年10月に大手金融機関に対して総額1,250億ドルの資本注入が行われた後、09年2月には包括的な金融安定化策が取りまとめられ、ストレステストの実施や不良債権買取りのため、5,000億ドル規模の官民投資ファンドの設立等が盛り込まれた。

商業銀行による商工業向け貸出をみると、08年後半から急速に信用収縮が進んだ後、10年2月を底に増加しており、13年4月には前回の景気回復局面のピークを超えた。その後も増加が続いている。一方、商業不動産向けの貸出は11年12月に底を付けたものの、緩やかな増加にとどまっている（第2-1-6図）。

第2-1-6図 商業銀行による企業向け貸出：増加

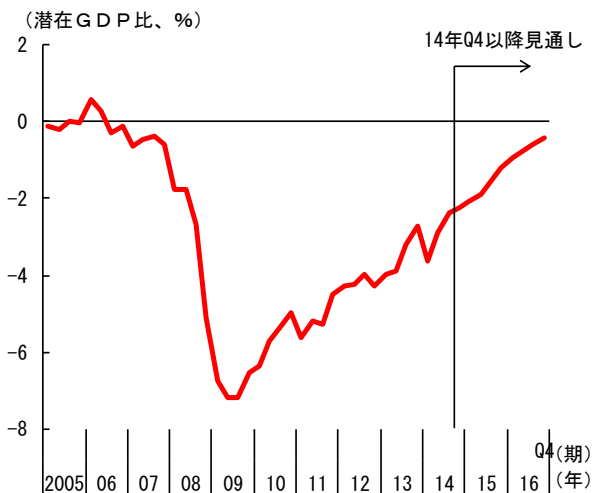


(備考) FRBより作成。

² 内閣府（2009）

最後にGDPギャップをみると、09年4～6月期、7～9月期にともに▲7.2%まで拡大したものの、これ以降は縮小傾向にある。15年前半には▲2%弱に戻る見込みである。ただし、世界金融危機前の07年（▲0.5%）と比べるとなお大きく、スラックが残っていることを示唆している（第2-1-7図）。

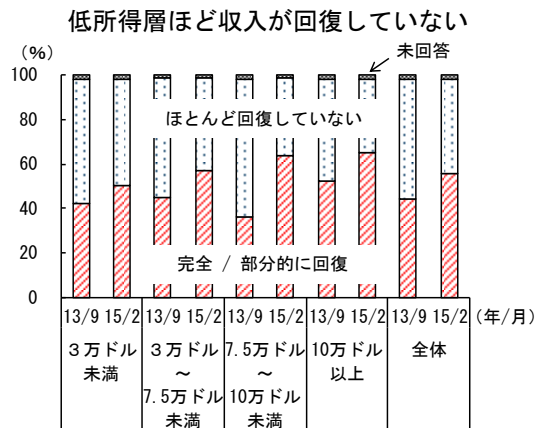
第2-1-7図 GDPギャップ：縮小傾向



(備考) アメリカ議会予算局 (CBO) より作成。

一方、世論調査によると、世界金融危機後の不況以降収入は回復しているものの、15年2月現在では低所得層ほど収入が回復していないと回答しており、景気回復の低所得層への浸透が課題となっている（第2-1-8図）。

第2-1-8図 世論調査—不況から収入が回復しているか（収入別）：



(備考) Pew Research Centerより作成。

(2) FRBの金融政策正常化に向けた動き

FRBは14年10月に資産購入プログラムを終了し、金融政策正常化（利上げ）へ向けた一歩を踏み出した。利上げが開始されれば約10年ぶりとなる。本項では、前回利上げ時の経済状況や利上げプロセスを確認した後、現在の状況を検証する。

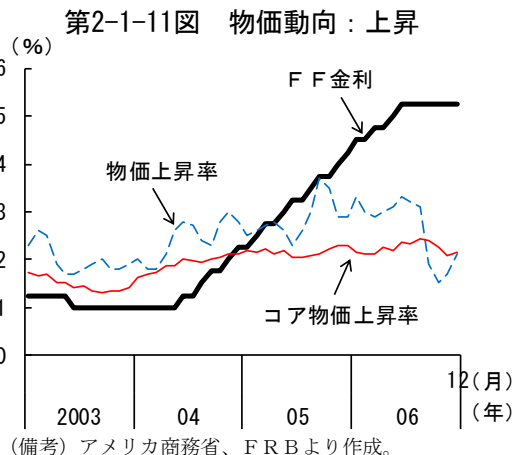
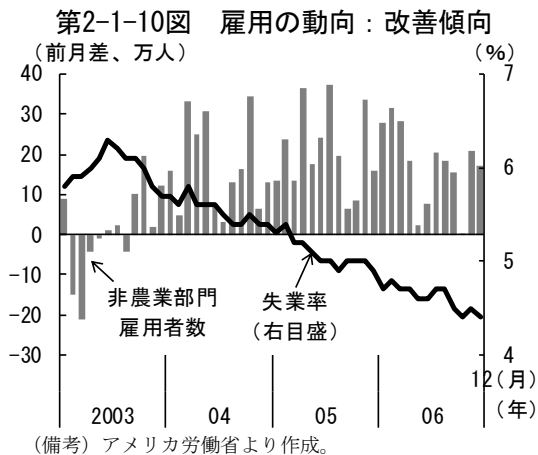
前回の利上げ開始前（04年6月～06年6月）における連邦公開市場委員会（FOMC）声明文をみると、03年12月に「緩和的な金融政策は相当な期間（considerable period）維持できる」としていたものを、04年1月に「緩和的な金融政策を解除するのに辛抱強くなれる（can be patient）」と変更した。04年5月には、「緩和的な金融政策は慎重なペースで解除される」と利上げ時期が近いことが示唆され、04年6月の会合で25ベースポイントの利上げが決定された（第2-1-9表）。その後、各会合で25ベースポイントずつ利上げし、06年6月には5.25%まで達した。

第2-1-9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引き上げる可能性は低い ・労働市場が一層改善し、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 (ただし、次回会合での政策金利に関する言及なし)	04年6月	初回利上げ（1.00%→1.25%）

(備考) FRBより作成。

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当時の状況を振り返ると、非農業部門雇用者数は04年3月から5月にかけて3か月連続で前月差20万人を超え、失業率も低下傾向にあるなど、雇用情勢は改善していた（第2-1-10図）。一方、物価動向をみると、04年初から総合、コアともに物価上昇率が高まっており、利上げの背景の一つになったと考えられる（第2-1-11図）。



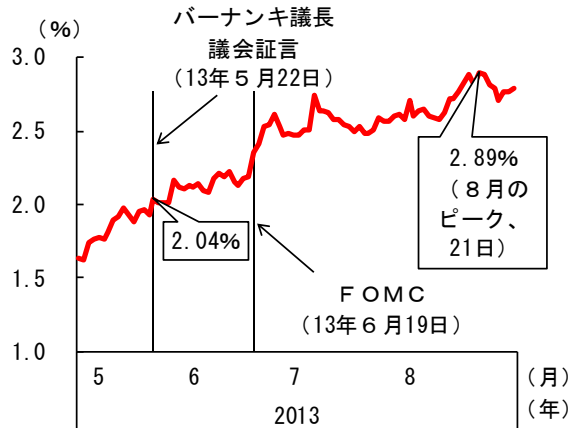
今回の局面の声明文をみると、14年12月に、14年10月まで用いられた「相当な期間 (considerable time)、現在の政策金利 (0~0.25%) を維持することが適切」とのフォワード・ガイダンスを修正し、「金融政策の正常化の開始に向けて辛抱強くなれる (can be patient)」とした。また、イエレンFRB議長は、同日の記者会見において「辛抱強くなれる」という声明は、少なくとも今後数会合 (at least the next couple of meetings) で金融政策正常化のプロセスが始まる可能性は低いと解釈されるべきだと発言し、市場では声明文から「辛抱強くなれる」という文言がいつ削除されるのかに注目が集まった。

イエレン議長は15年2月の議会証言³においても同様の趣旨の発言を行うとともに、声明文にマーケットが過度に反応しないよう細心の注意を払っている姿勢を示した。

このように注意を払う背景としては、13年5月にバーナンキFRB議長 (当時) の量的緩和縮小を示唆する発言を契機に金融市場が大きく変動した経験があると考えられる。バーナンキ発言後にアメリカの長期金利 (10年債) の利回りは2%程度から3%弱まで短期間のうちに上昇した (第2-1-12図)。

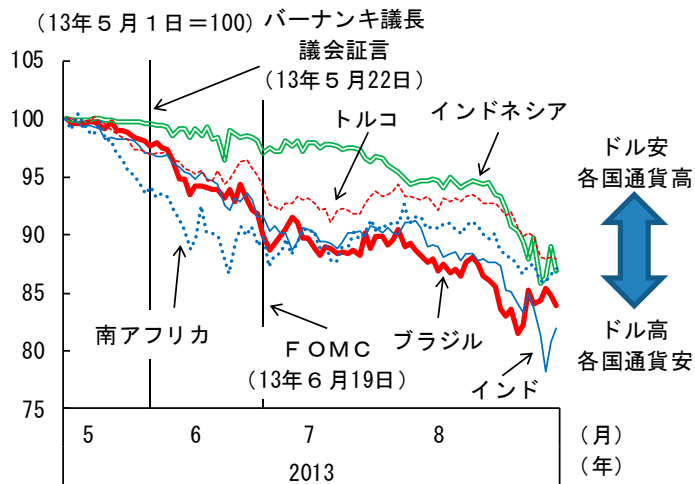
³ FRB議長は、通常2月と7月に議会 (上院・下院) で証言を行うことになっている。

第2-1-12図 バーナンキ発言後のアメリカ長期金利：短期間に上昇



また、経常赤字を抱える国を中心に新興国通貨はドルに対して大幅に減価した（第2-1-13図）。いわゆるフラジャイル・ファイブと呼ばれた通貨を持つ5か国（インド、インドネシア、トルコ、南アフリカ、ブラジル）では、14年中にいずれも総選挙が予定されていたため、政治の先行き不透明感も通貨の下落の一因になったとみられる。

第2-1-13図 13年5～8月の新興国通貨の動向：大幅に減価



現在の雇用情勢をみると、非農業部門雇用者数は増加が続いており、失業率も5.4%（15年4月）と、OECDの推計による自然失業率（5.4%）⁴付近まで低下している。一方、物価上昇率は原油価格下落の影響もあって、15年4月には総合で前年同月比0.3%、コアは同1.3%とFRBの目標である2%を下回る水準となっている。

利上げ開始時期については「労働市場が一層改善し、物価上昇率が中期的に2%の目標に戻っていくと合理的な自信（reasonably confident）が得られた場合」としており、足下の物価上昇率が低くても利上げ開始があり得ることを示唆している。

また、「合理的な自信が得られる」とすることについて特定の指標の水準等で機械的な判断はせずに、広範なデータをみるとしている。イエレン議長は、賃金上昇率の加速が利上げの前提条件ではないとしつつも、賃金上昇率を注視するとも発言しており、引き続き賃金の動向が注目されている。

（3）賃金の動向

今回の景気回復局面では、失業率が5%台まで低下してきているのに対し、賃金の伸びは緩やかなものにとどまっている。理由としては、パートタイム比率の高止まりや低スキル・低賃金業種における雇用の伸長が挙げられる⁵。一方、15年に入って賃金の上昇を示唆する動きがみられる。全米企業者協会（National Association for Business Economics）の調査（15年4月）⁶では、半数近くの回答企業（45%）が賃金を引き上げたと回答しており、前年同月の35%から増加している。また、小売を中心に賃上げを発表する企業も増えてきている。以下では、FOMCでも注目されている賃金の動向を検証する。

賃金の動向をみると、15年に入っても前年比2%程度で推移しており、賃金の伸びが「加速」している様子はいかがえない（第2-1-14図）。一方、産業別にみると、低賃金の業種（「レジャー・ホスピタリティ」や「小売」）及び高賃金の業種（「情報」や「専門サービス」）で平均よりも高い伸びを示している。前回の景気回復局面では、中程度の賃金水準の業種でも平均よりも賃金上昇率が高い業種もあったが、今回の景気回復局面では賃金の上昇が賃金水準の高い産業と低い産業に偏っていることがうかがわれる（第2-1-15図）。このような賃金動向が中間層に影響を与えている。中間層については後段で分析する。

⁴ OECD（2015）

⁵ 内閣府（2014b）

⁶ National Association for Business Economics（2015）

第2-1-14図 賃金の動向－全雇用者の時間当たり賃金：伸びはおおむね横ばい



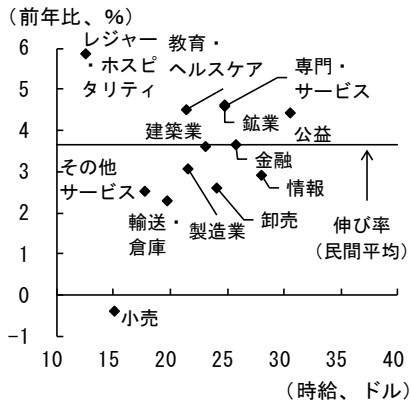
(備考) アメリカ労働省より作成。

第2-1-15図 産業別の賃金動向：

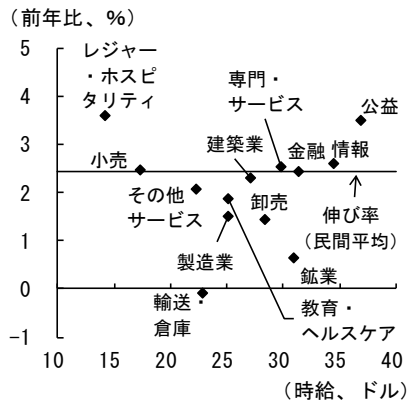
今回の回復局面では賃金の上昇が賃金水準の高い産業と低い産業に偏る

(1) 07年9月

(2) 15年4月



(備考) 1. アメリカ労働省より作成。
2. 3か月移動平均値。
3. 07年9月は景気の谷(01年11月)から約6年後。



(備考) 1. アメリカ労働省より作成。
2. 3か月移動平均値。
3. 15年4月は景気の谷(09年6月)から約6年後。

15年4月のページブック（FRBがまとめているアメリカの地域経済動向に関するレポート）における各地域の経済動向においても同様の傾向がみられる。賃上げ圧力は総じて緩やかとされているものの、熟練労働者(skilled workers)の一部で賃金上昇率が高まる傾向にあるとともに、非熟練労働者(unskilled workers)に対しても前回の報告時点(3月)よりは賃上げの動きがでてきていると指摘されている。

また、労働市場のひっ迫感に伴って、小売を中心に賃上げを発表する企業も増えてきている（第2-1-16表）。

第2-1-16表 小売等の賃上げの動き

発表年月	業種	企業名	概要
14年6月	家具	A社	15年1月より、最低賃金を平均17%引き上げ。店の立地ごとに生活に必要な給料を算出する仕組みを導入し、全米平均で時給10ドル76セントにする。従業員の約5割の賃金上がる見込み。
14年10月	カフェ	B社	15年1月より、給仕従事者とシフト制管理監督者の賃金を引上げ。引上げ額は包括賃金によって異なり、具体的な金額は未公表。
15年1月	医療保険	C社	15年4月より最低賃金を時給12ドルから16ドルに引き上げ。平均賃金が11%上がる見込み。
15年2月	スーパーマーケット	D社	国内で働く時給制従業員の最低賃金を、時給7.25ドルから15年4月より時給9ドルに、16年2月より10ドルに引き上げ。対象は正規雇用とパートタイム労働者計約50万人。
15年2月	アパレル	E社	15年6月より、パートタイム及びフルタイム社員の最低賃金を時給9ドルに引き上げ。引き上げ前の金額は未公表。16年には、傘下の子会社も含め、半年以上働いている社員の最低賃金を時給10ドルに引き上げ。
15年2月	アパレル	F社	15年6月より、傘下にあるすべてのブランドの従業員の最低賃金を9ドルから10ドルに引上げ。6万5千人以上の賃金上がる見込み。
15年3月	スーパーマーケット	G社	最低賃金を時給7.25ドルから9ドルに引き上げ。
15年4月	ファストフード	H社	15年7月より、直営店の最低賃金を各州の規定より少なくとも1ドル上回る水準に引き上げ。約9万人の従業員が対象となり、16年末までに直営店の平均時給は10ドル超となる見込み。

（備考）各社プレスリリース、各種報道より作成。

さらに、労働市場のひっ迫感から労働者の立場が強くなっていることもあって、労働組合がストに踏み切って賃上げを勝ち取るケースも出てきている。例えば、西海岸の港湾施設の労使紛争では、3日間の港湾封鎖も含めて、15年2月の暫定合意まで半年以上を要した。合意の詳細は不明であるものの、年数%の賃上げや福利厚生への拡充が盛り込まれたと報道されている。

低賃金の労働者の賃金を底上げしようという動きもみられる。オバマ大統領は14年1

月の一般教書演説において、連邦最低賃金を7.25ドルから10.10ドルに引き上げる提案を行った。ただし、法案は議会に提出されたものの、両院ともに野党が過半数を占める中、成立には至っていない⁷。一方で、州レベルでは最低賃金の引上げの動きがみられる。14年末から15年にかけて、21の州及びワシントンD. C. で最低賃金が引き上げられた（第2-1-17表）。これら22州において14年に最低賃金、またはそれ以下で働く者は96万人（95.8万人）程度であった。最低賃金の引上げは、この近傍の賃金の上昇圧力となると考えられる。

第2-1-17表 州単位の最低賃金の引上げの動き

州	引上げ前	引上げ後	州	引上げ前	引上げ後
アラスカ	7.75ドル	8.75ドル	ネブラスカ	7.25ドル	8.00ドル (16年に9.00ドル)
アリゾナ	7.90ドル	8.05ドル	ニュージャージー	8.25ドル	8.38ドル
アーカンソー	6.25ドル	7.5ドル (16年に8ドル、 17年に8.5ドル)	ニューヨーク	8.00ドル	8.75ドル
コロラド	8.00ドル	8.23ドル	オハイオ	7.95ドル	8.10ドル
コネチカット	8.70ドル	9.15ドル (今後3年で徐々に10.10ドル)	オレゴン	9.00ドル	9.25ドル
フロリダ	7.93ドル	8.05ドル	ロードアイランド	8.00ドル	9.00ドル
ハワイ	7.25ドル	7.75ドル (17年までに9.25ドル、 18年までに10.10ドル)	サウスダコダ	7.25ドル	8.50ドル
メリーランド	7.25ドル	8.00ドル (15年7月に8.25ドル、 18年に10.10ドル)	バーモント	8.73ドル	9.15ドル (18年までに徐々に10.50ドル)
マサチューセッツ	8.00ドル	9.00ドル (17年に11.00ドル)	ワシントン	9.32ドル	9.47ドル
ミズーリ	7.50ドル	7.65ドル	ウェストバージニア	7.25ドル	8.00ドル (16年に8.75ドル)
モンタナ	7.90ドル	8.05ドル	ワシントンD. C.	9.50ドル	10.50ドル (16年7月に11.50ドル)

(備考) 1. 各種報道より作成。

2. ニューヨークは14年12月31日、アラスカは15年2月24日、ワシントンD. C. は同年7月1日、その他の州はすべて同年1月より実施。

一方、「賃金・報酬」と「諸手当」（有給休暇、残業代、ボーナス、会社負担分の医療・年金保険料等）で構成される雇用コスト指数⁸は上昇が顕著になってきている。短期失業

⁷ オバマ大統領は15年1月の一般教書演説においても再度最低賃金の引上げを求めた。

⁸ 雇用コスト指数はPCEデフレーターとの相関が高く、金融当局も重要視しているとされる。同指数は会社負担の医療保険等を含んでいるという点など、時間当たり賃金とは差異がある（ジェトロニューヨークセンター、2004）。