

---

## けいざい早わかり 2011年度第2号

# 米国景気と金融市場

---

### 【目次】

Q1. 米国の景気回復にはどのような特徴がありますか？ .....	p.1
Q2. 景気減速懸念が指摘され始めています .....	p.2
Q3. FRBの金融政策のポイントを教えてください.....	p.4
Q4. FRBが利上げを開始するのはいつでしょうか？ .....	p.5
Q5. 米国債の格下げ懸念が強まるなど財政赤字が心配です.....	p.5
Q6. 財政問題をきっかけに金利が上昇することはないのでしょうか？ .....	p.7
Q7. ドル安の行方も気になります .....	p.7

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

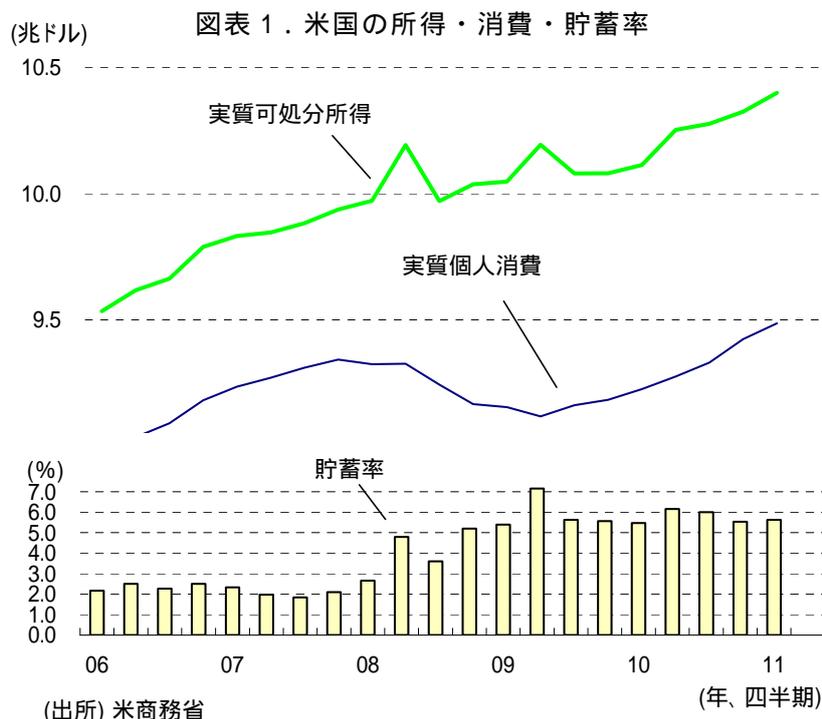
調査部 細尾 忠生 ( [chosa-report@murc.jp](mailto:chosa-report@murc.jp) )

〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4

TEL: 03-6711-1250

Q1．米国の景気回復にはどのような特徴がありますか？

- ・ 米国の景気は順調に回復していますが、そのけん引役は個人消費です。2008年のリーマン・ショックの頃を振り返ると、所得の伸びが緩慢になる一方、消費者は住宅ローンをはじめ借金の返済をすすめ貯蓄率が上昇しました。消費を節約し貯蓄率を引き上げ借金返済を進めていた姿がはっきりと読み取れます（図表1）。
- ・ その後、消費が下げ止まってくると、貯蓄率の上昇に歯止めがかかるようになりました。さらに、昨年後半からは、所得の増加にもはずみがつくようになっていきます（図表1）。
- ・ たしかに米国経済には本調子とはいえない面もあります。金融危機のさいに880万人の雇用が減少しましたが、そのうち180万人しか回復していません。失業率は4.4%から10.1%まで上昇しましたが、わずかに9%に改善したにすぎません。今後も雇用の回復はずいぶんゆっくりしたペースにとどまりそうです。
- ・ 雇用の回復が遅れているため所得が増えず、個人消費の回復も脆弱と指摘されることがあります。しかし米国内での議論をみている、とこの点で発想の転換が必要です。つまり、所得水準の高い人ほど雇用が堅調な反面、所得水準の低い人の雇用の回復が思わしくありません。米国で話題となっているのは、高い技能が求められる業界で人手不足が深刻で賃金も上昇しているのに対し、中国やインドへのアウトソースが進む業界で職が少ないことです。「雇用のミスマッチ」と呼ばれています。
- ・ 雇用はそれほど増えていませんが、所得は底堅い動きが続いている背景にはこうした事情があるようです。個々のケースでは、失業したり、ローンを返済できず住宅を差し押さえられたりして生活が困窮している人が増えています。それでも米国全体でみると、所得が回復し、それに応じて消費も回復しています。所得格差の大きい米国の特性が色濃くあらわれているのが、今の米国の景気回復の特徴といえます。そして、所得増加にともなう自律的な回復が続いているため、個人消費の持続力にも不安がないと判断できるのです。



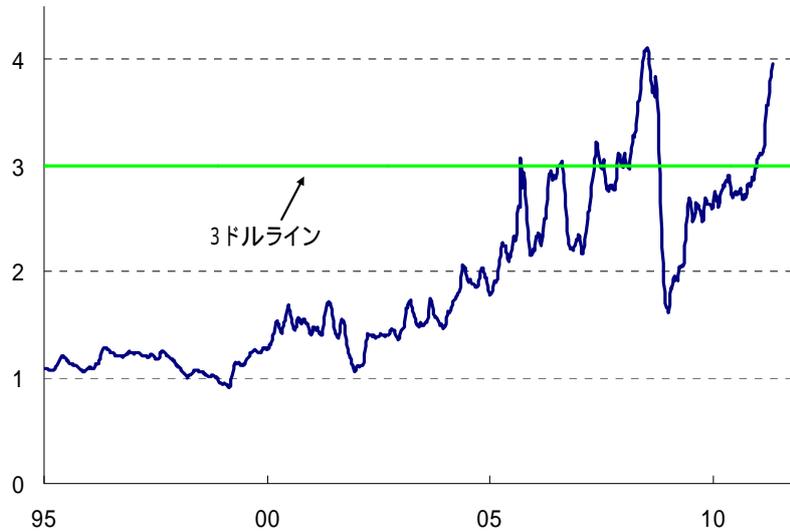
Q2．景気減速懸念が指摘され始めています。

- ・ 米国の景気が強いが弱いかわよく尋ねられます。強くもなく弱くもないというのが今の米国経済の姿ではないでしょうか。景気の落ち込みがどこまで深刻化するのか、どれだけ長期化するのか、ずいぶん心配された昨年の夏頃と比べるとかなり安心できるようになりました。一方、かつての住宅バブルの頃のように、高級車やセカンドハウス（別荘）が飛ぶように売れ、米国が世界の需要を一手にけん引していたような強さもみられません。
- ・ 緩やかな景気回復が続いているのが米国経済のトレンドです。もっとも、トレンドが変化しなくても、短期的には勢いが強くなったり弱くなったりを繰り返します。足元の動向をみると雇用関連の指標の改善には少し足踏みがみられます。直近の雇用統計が予想以上に良かったため金融市場の心配は和らいでいますが、景気回復の勢いに少しブレーキがかかり始めているのも確かです（図表2）。



- ・ こうした背景には、ガソリン価格の上昇が影響し始めていると考えられています。米国のレギュラー・ガソリンの平均価格は1ガロン=4ドル近くまで急騰しました。リビアをはじめ中東情勢が混乱し供給懸念が生じたことや金融緩和が長期化するとの見方を背景に、原油市場に投資マネーが流入したためです。
- ・ 米国は世界最大の原油消費国であるため、原油価格の上昇による景気へのマイナスの影響も大きいとされています。近年では、ガソリン価格が3ドルを超えると個人消費が鈍化するとされていますが、足元ではこの水準を大きく上回っています。戦後4回の原油価格高騰が、いずれも個人消費を減少させて景気後退に結びついたとの経験則も指摘されています。景気がすぐに腰折れするような可能性は小さいものの、今後も原油相場やガソリン価格が一段と上昇すれば、景気への影響も無視できなくなるおそれがあるでしょう。

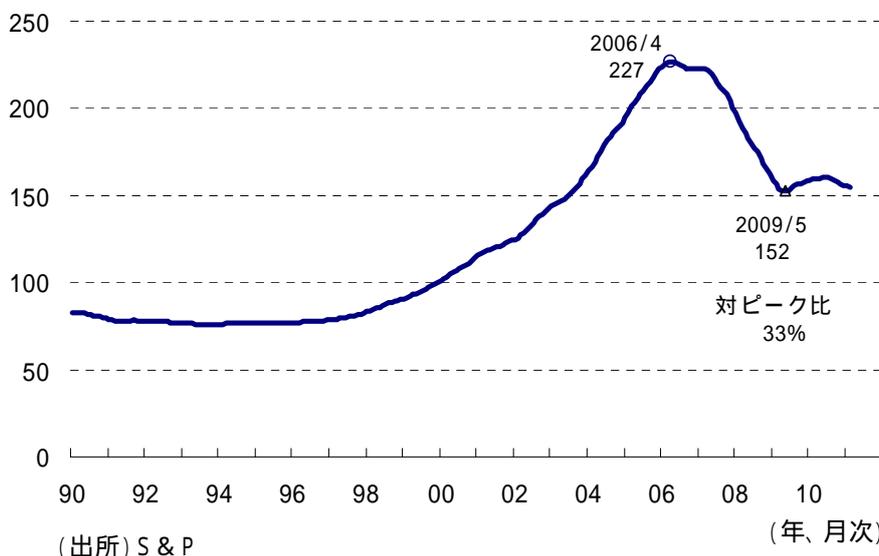
図表 3 . 米国のレギュラー・ガソリン価格  
(ドル/ガロン)



(出所) 米エネルギー情報局

- ・ 住宅市場の低迷が長期化していることもあらためて懸念されています。いったん下げ止まっていた住宅価格が再び下落しているからです(図表 4)。住宅ローンの返済が困難になり金融機関に差し押さえられた物件が市場に供給され、住宅価格を押し下げる要因になっています。住宅購入を促す支援策が昨年 4 月に打ち切られたことも影響しているようです。
- ・ 2007、08 年には住宅投資は年率 30% 下落しました。住宅投資が GDP に占める割合は 5% でしたので、住宅投資の減少だけで経済成長率を 1.5% も押し下げていました。足元では回復の兆しがみられないとはいえ、かつてのような急速な落ち込みには歯止めがかかっています。このため、住宅投資や住宅価格の低迷だけで景気の足を引っ張るほどの影響はみられなくなりましたが、それでも住宅市場の低迷が長引けば、景気回復を抑制するリスクも無視できなくなるおそれがあります。

図表 4 . S & P ケース・シラー住宅価格  
(2000年=100)

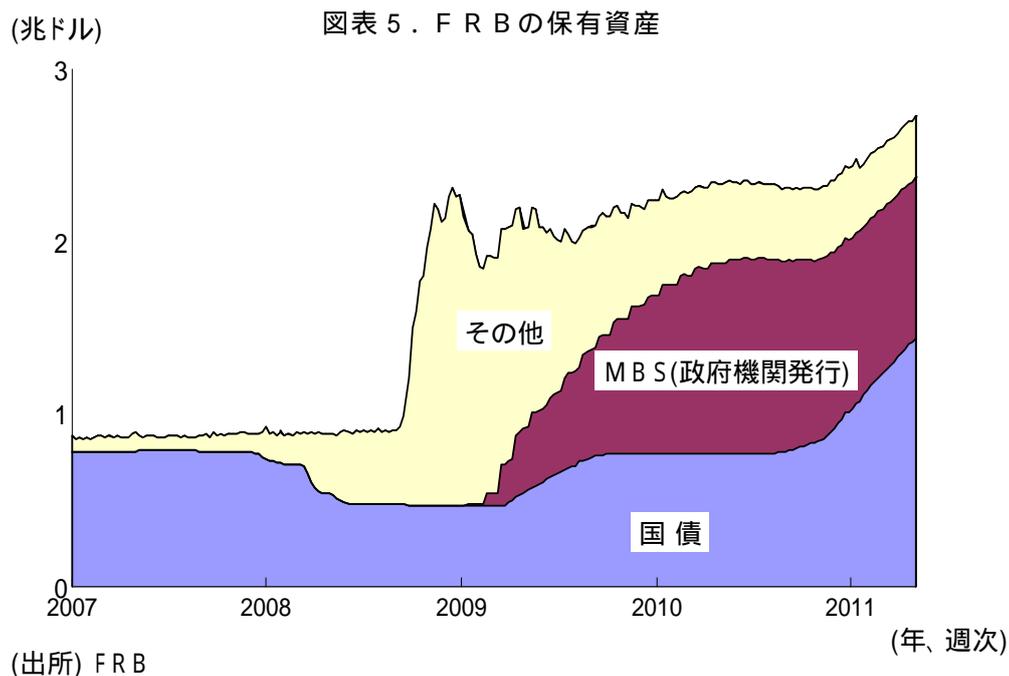


(出所) S & P

(年、月次)

Q3 . F R B の金融政策のポイントを教えてください。

- ・ F R B が昨年秋から実施している Q E 2 と呼ばれる国債購入政策は、景気や金融市場の安定に結びつき成功をおさめたとの評価が定着しています。一方、原油価格の上昇をきっかけにインフレが心配されていることもあり、Q E 2 は予定通り 6 月で終了することが決まりました。
- ・ F R B は、国債などの証券購入を通じて、市場に資金供給を行います。また、証券を購入した分、保有資産の規模が増加します。このため、F R B の資産規模が増加した分だけ金融緩和を行っていると理解することができます。Q E 1 (国債と M B S を購入 : 2009 年 3 月 ~ 10 月) を実施したり、Q E 2 (国債を購入 : 2010 年 11 月 ~ ) を実施すると、それぞれ証券を購入した分だけ F R B が保有する資産規模が増加しました (図表 5)。
- ・ F R B は、Q E 1、Q E 2 と呼ばれる政策以外にも、保有証券が満期を迎えて償還された分については再投資を行っています。再投資を行わないと償還分だけ保有資産が減少し、金融引締めと同じ効果を持つことになるからです。このため、F R B の資産規模が金融緩和の程度をはかる目安になっていることが、米国の金融政策をみるうえでのポイントです。



- ・ ところで、Q E 1 や Q E 2 と呼ばれる政策は、金利の上げ下げと区別して、「非伝統的な金融政策」と呼ばれています。しかし、金融政策理論が専門の経済学者でもあるバーナンキ議長は、講演や議会証言のさいに、Q E 1 や Q E 2 のように国債を購入する政策も、金利を上げ下げする政策も、理論的に等しい効果を持つと繰り返し主張しています。
- ・ このため、国債をこれ以上購入しないということは、金利をこれ以上引き下げないということと同じです。Q E 2 は 6 月で終了しますが、償還分の再投資は継続されることになります。これは、これ以上利下げを行わないが、すぐに利上げに踏み切ることもしないということを意味しています。

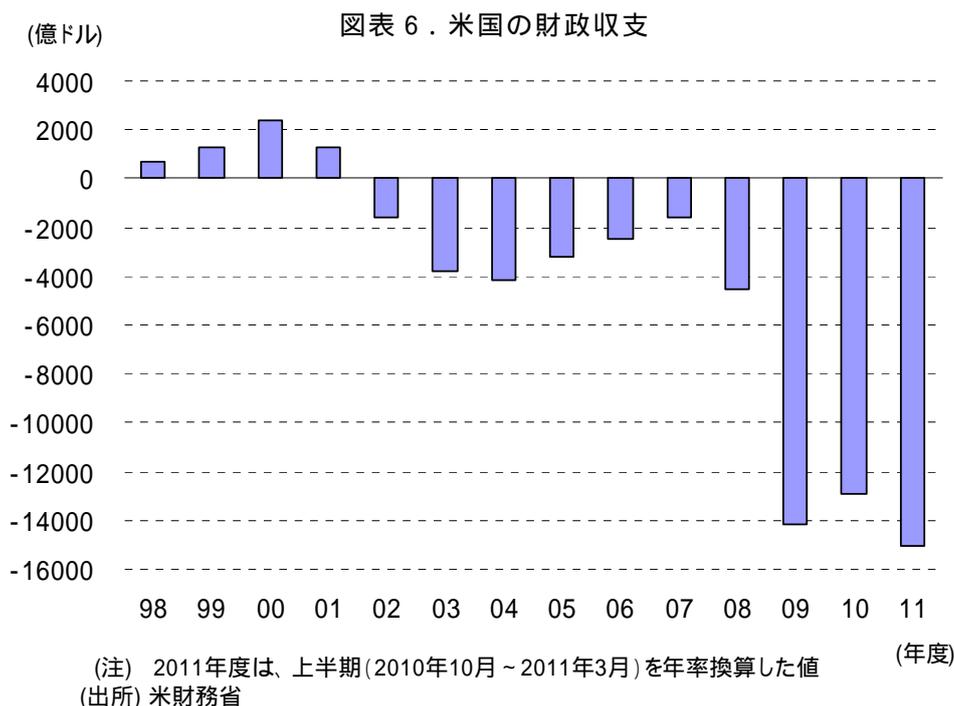
Q4．FRBが利上げを開始するのはいつでしょうか？

- ・ 雇用の回復が遅いことや住宅市場が低迷していることは、利上げを遅らせる要因です。雇用が大幅に増加し住宅市場の回復が鮮明になると、FRBはもはや利上げを躊躇することはないでしょう。しかし、景気は雇用や住宅という弱い部分を抱え、FRBは利上げに慎重姿勢を崩していません。
- ・ 今後の焦点は、利上げに等しい効果を持つ国債の再投資の終了にいつ踏み切るのかということです。
- ・ また、利上げを行う前に、そのための準備が必要になります。かつてバーナンキ議長が示した出口戦略の進め方で重視されたのは、短期金融市場に資金がだぶついている以上、FF金利の誘導目標を引上げて、目標水準に金利を上げることが実務的に困難になる「コントローラビリティ（操作可能性）」と呼ばれる問題への対応です。この問題を回避するために、まず超過準備への付利金利を引上げてコントローラビリティの回復を目指してしていました。利上げのタイミングを占ううえで、こうした出口戦略の動きに関心が高まることになりそうです。
- ・ さらに、FOMC声明文で毎回記述されている「(低金利を)長期間据え置く」との文言を、いつ変更するのかという点にも、市場の関心が集中しています。4月27日の記者会見でバーナンキ議長は、文言を変更してから2回程度のFOMCを経て利上げを実施すると明言しました。
- ・ 金融政策の運営姿勢にこうした変化があらわれるまで、歴史的にも極めて異例の金融緩和局面が、今後もしばらく続くことは間違いないようです。このことが、後にみるように、ドル安や長期金利の低下(=債券高)を促す要因になっています。国債の再投資の終了、出口戦略の動向、FOMC声明文の文言変更をへて、実際に利上げに踏み切るのは来年春頃との予想が、今のところ金融市場の支配的な見方になっています。

Q5．米国債の格下げ懸念が強まるなど財政赤字が心配です。

- ・ 米国の財政赤字は巨額にのぼります。金融危機への対応やその後の景気に配慮した結果ですが、いつまで安定的な資金調達が可能なのか、心配する声も広がり始めています(次頁図表6)。
- ・ 財政が悪化している現状に加えて、議会の政治的な事情もあって、財政再建に向けた取組が始まりました。昨年秋の中間選挙で、ティー・パーティーと呼ばれる保守派の草の根運動に支えられて、共和党では多くの新人議員が当選しました。健全財政のため大幅な歳出削減を主張するティー・パーティーへの配慮から、彼ら新人議員達が理念的な主張を強め、共和党指導部は対応に苦慮しています。やみくもに歳出削減を主張するばかりで現実的とはいえず、必ずしも政治的な責任を果たしているとはいえないからです。しかし、来年の大統領選挙を控えて、有力な支持層の声を簡単に無視することもできません。逆にティー・パーティーへの配慮を強めすぎると、大統領選挙の帰趨を握る多くの中間層の支持を失うリスクもあります。
- ・ 同時に今年は、政府債務の上限を法的に引上げる必要にも直面しています。引き上げを安易に容認することは財政赤字の拡大につながり、共和党としては賛成しかねる問題です。しかし、本当に反対してしまうと、政府機能が停止して市民生活が混乱し、その責めはかたくなな態度を取り続けた共和党が負うことになりかねません。

- ・そこで、議会ではバイデン副大統領（上院議長）を中心に、民主・共和両党による、超党派の協議が開始されました。直接的には、来年度予算でどれだけの歳出削減が可能かを議論するためのものですが、協議を通じ妥協点を見出すことができれば、共和党は歳出削減で成果をあげたとして、債務上限引上げ法案に賛成しやすくなります。
- ・超党派で行われている財政再建論議は、このように7月末が期限とされる債務上限引上げ法の採決をにらんだ政局的な意味合いを多分に含んだものといえます。共和党では、若手ホープとされるポール・ライアン下院予算委員長が中心になっています。彼は、米紙のインタビューに対し、「ホームランは期待できない。あくまで、ヒットかせいぜいツーベースだ」と述べています。
- ・ホームランではなくツーベース。このニュアンスを理解するためには、米国の予算制度をみる必要があります。米国の予算は歳出を2つに区分しています。国防費や教育予算、ODAや公共投資など政策的な判断で増減できる分野は「裁量的支出」、医療や年金など確実に支出しなければならない分野は「義務的支出」と呼ばれます。今、超党派協議の対象になっているのは、「裁量的支出」です。一方、日本でも税と社会保障の一体改革が政治課題となっているように、高齢化を迎える中で持続的な財政再建を進めていくためには、「義務的支出」を削減したり、増税による歳入確保が求められます。こうした肝心の部分に切り込んでいないため財政再建の効果が限定的とみられています。これがライアン委員長がホームランではなくツーベースと述べた言葉の意味合いです。
- ・今後ベビーブーマーが引退し高齢化が進むと、福祉予算の肥大化が避けられそうにありません。そうした中、国民の受益と負担のバランスをどのように再設計するのか、日米欧に共通の困難な課題となっています。結論から言えば、民主党は富裕層からの増税で予算をまかない、共和党は福祉予算そのものの削減を主張しています。国家の基本政策に関するこのような論点は、来年の大統領選挙の大きな争点になるとみられます。



Q 6 . 財政問題をきっかけに金利が上昇することはないのでしょうか。

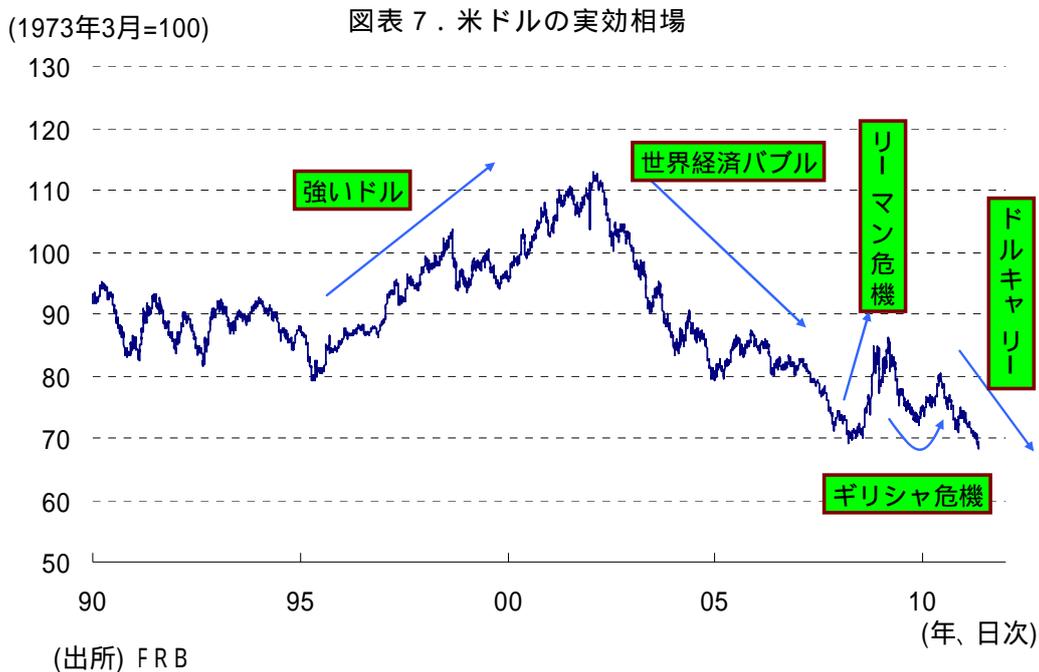
- ・ 当面は、超党派協議の行方が金融市場の注目を集めることとなります。すでに5月に入り、一部国債の発行を停止するなど事態は切迫しているからです。最後は共和党も歩み寄るはずというのが大方の見方ですが、場合によっては、政治的な思惑を背景に、大詰め段階でもなかなか合意に至らずに協議がいったん決裂するようなことも十分予想されます。その場合には米ドルや米国債には、一時的にせよ売り圧力が高まる事態も想定せざるをえません。ちなみにS & Pが米国債の格付け見通しを引下げた理由は、両党協議がうまくいかないからと明示していました。それほど注目され切迫したテーマとなっているのです。
- ・ 米国の財政再建に向けた取り組みには、政治的な思惑を背景にした短期的な動きと、高齢化社会に備えた中長期的な動きの両方を見る視点が大事です。もっとも、ひとまず前者の動向に関心が高まっているのが現状といえます。
- ・ グローバルな金融市場で、流動性の高い米国債への需要は根強く、米国債相場やドル相場の暴落は簡単には起こりそうにないのも確かです。何より、米国以上に財政が悪化している日本で、財政再建に向けた動きが遅々として進まないのと比べると、米国の取り組みは健全とさえいえます。それでも、両党の駆け引きに金融市場が翻弄されやすい状況が当面続くことは避けられないでしょう。

Q 7 . ドル安の行方も気になります。

- ・ このところ、ドルの下落トレンドが鮮明になっています。基軸通貨であるドルの価値への将来的な不安はこれまでも繰り返し指摘されてきました。きっかけ次第で、多くの投資家がドルを手放すようなことが起きないか、心配がつかないのは確かです。異例の金融緩和を続けていることがドル下落の要因との認識が広がり、一段と心配を駆り立てていることも見逃せません。
- ・ 一方で、金融危機を境に、市場ではリスク回避行動が為替相場に与える影響が注目されるようになりました。景気に楽観的な見方が広がり株価が上昇して投資家のリスクテイク姿勢が強まる局面では、ドルが下落しやすくなりました。反対に、欧州危機や中東情勢をきっかけに株価が下落すると、リスク回避のドル買いが広がります。とりわけ、米国でリーマン危機が起きたときに、世界中の投資家がドル資金の確保に走ってドル相場が急騰したことが話題になりました（次頁図表7）。
- ・ どこか真新しい動きにもみえますが、各国で株価が下がりリスク回避の動きが強まる局面では、それぞれの国の債券が買われて金利が下がるため、高金利通貨の魅力が低下しドルの買い戻しが起きやすいと説明することもできるでしょう。もっとも為替相場がなぜ株価と連動して動くようになったのか、うまく説明がつかないのが正直なところです。それでも、「株高・ドル安」、「株安・ドル高」の構図が定着していることだけは確かです。
- ・ 世界経済が堅調に推移しているため、今後も株式や原油などのリスク資産を選好する投資家の動きがトレンドとしては続くことが見込まれます。リスクテイク姿勢が強まれば、ドル安・株高傾向が、今後もしばらく持続するかもしれません。好調な世界景気と米国の金融緩和の組み合わせは、

「ドル・キャリー」取引として注目され始めています。もちろん、スピード調整によって株価の上昇が一服する局面ではリスク回避姿勢が強まり、ドルを買い戻す動きが繰り返されることになるでしょう。いずれにしても、これまでみた米国をはじめ、世界経済に底堅い動きが期待できるのであれば、緩やかなドル安傾向が持続する可能性が高いと思われますが、ドルへの信認の低下による動きとは必ずしもいえないでしょう。

- ・ もっとも、議会での超党派協議が難航し財政の悪化を放置するような動きが続いてしまうと、1987年のブラックマンデーのような、株、債券、為替のトリプル安が起きないとも限りません。景気の安定と財政再建への道筋をつけるための努力が重要であることはいうまでもありません。



お問合せ先 調査部 細尾 忠生  
E-mail : [chosa-report@murc.jp](mailto:chosa-report@murc.jp)

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要です。当社までご連絡下さい。