

ア メ リ カ

1 経 済 情 勢

(1) 金融危機以降の米国経済概観

2007年夏以降のサブプライム住宅ローン（信用度合いが低い人に対する住宅ローン）問題を端緒として発生した金融市場の混乱は、2008年9月の米大手投資銀行リーマン・ブラザーズの破綻（いわゆる「リーマンショック」）を契機として、世界的な金融危機にまで発展した。米国経済は、2008年第4四半期に実質GDP成長率が前期比年率▲2.0%と、マイナス成長に転じた後、続く第4四半期には同▲8.3%と、大幅な落ち込みとなった。通年でみると、2008年のGDP成長率は前年比▲0.3%と、1991年（同▲0.1）以来17年ぶりのマイナス成長となり、その後の米国経済は悪化の一途をたどった。FRB（米連邦準備制度理事会）は、上記のような金融市場の混乱から金融危機の発生に際し、政策金利の引き下げに始まり、累次にわたる金融緩和政策を実施した（詳細は後述）。また、FRBや米国政府はリーマンショック以降、金融システムの安定化を図るため、金融機関に対する巨額の流動性供給や資本注入を実施するなど、異例の対応をとった。

2009年には、労働市場及び住宅市場が悪化の度合いを一層増して、GDP成長率は前年比▲2.8%と、2008年に引き続き2年連続のマイナス成長となった。住宅投資は、2008年以降実施されていた初回住宅取得減税措置について、2010年4月

までの延長と対象者の拡大が講じられたものの、依然大幅な落ち込みが続いた。一方、個人消費は景気後退と金融危機の発生なかで、一旦は大幅に減少したものの、2009年夏以降実施された自動車買換え支援策などにより、年後半には持ち直しの動きが見られた。その結果、米国経済は、上記の消費拡大措置を含むオバマ政権による大規模な景気刺激策と金融安定化策の効果等もあり、同年7月より景気回復局面へ移行、その後は緩やかな回復を続けた。なお、2008年の金融危機発生後、FRBは信用市場の機能改善を図るため、長期国債の買取りやエージェンシー（フレディマックやファニーメイといった住宅関連政府機関）債とエージェンシーが保証するMBSの買取りを含む、大規模な資産買入れプログラムを行った（いわゆる「QE1」、「QE2」）。

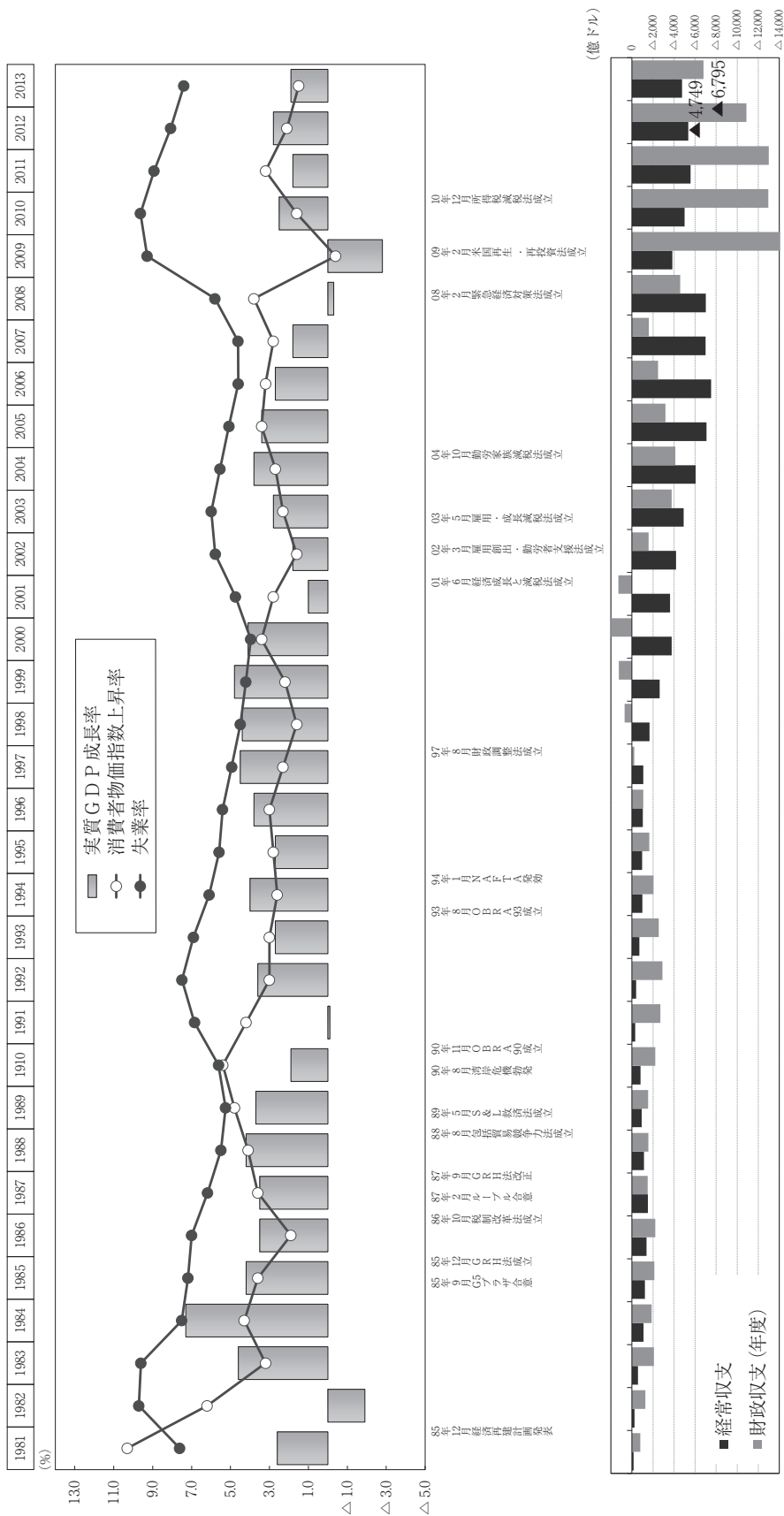
2010年においても、労働市場と住宅市場は依然低迷を続けた。労働市場については、非農業雇用者数は同年秋以降、継続的な増加に転じたものの、失業率は2010年平均で9.6%と、1983年（9.6%）以来の高水準となった。また、住宅投資については、2010年4月の初回住宅取得減税の終了前に、駆け込み需要により増加したものの、その後の反動減も大きく、年後半には減少に転じた。しかしながら通年では、新興国需要の拡大に伴い輸出が増加したことや、年末にかけブッシュ減税の延長が可決され消費者の購買意欲が高まったことなどもあり、個人消費を中心に回復の勢いを増した。その結果、2010年のGDP成長率は、前年までの2年連続のマイナス成長から、前年比2.5%のプラス成長に転じた。

図表1 米国の景気循環（第二次世界大戦後）

（2013年5月現在）

	谷	山	谷	拡大期	後退期	全循環
第 1 循環	1945年10月	1948年11月	1949年10月	37ヶ月	11ヶ月	48ヶ月
第 2 循環	49年10月	53年 7月	54年 5月	45ヶ月	10ヶ月	55ヶ月
第 3 循環	54年 5月	57年 8月	58年 4月	39ヶ月	8ヶ月	47ヶ月
第 4 循環	58年 4月	60年 4月	61年 2月	24ヶ月	10ヶ月	34ヶ月
第 5 循環	61年 2月	69年12月	70年11月	106ヶ月	11ヶ月	117ヶ月
第 6 循環	70年11月	73年11月	75年 3月	36ヶ月	16ヶ月	52ヶ月
第 7 循環	75年 3月	80年 1月	80年 7月	58ヶ月	6ヶ月	64ヶ月
第 8 循環	80年 7月	81年 7月	82年11月	12ヶ月	16ヶ月	28ヶ月
第 9 循環	82年11月	90年7月	91年 3月	92ヶ月	8ヶ月	100ヶ月
第 10 循環	91年 3月	2001年 3月	01年11月	120ヶ月	8ヶ月	128ヶ月
第 11 循環	01年11月	07年 12月	09年6月	73ヶ月	18ヶ月	81ヶ月
	平均（第1～11循環）			58ヶ月	11ヶ月	69ヶ月

図表2 1981年以降の米国経済の推移



2011年においては、連邦債務の法定上限問題が顕在化した。米国経済は、米国がデフォルトに陥るとの緊張が高まった夏にかけて一時的に、消費者及び企業のマインドの悪化により株価が下落したほか、長引く雇用の回復の遅れやガソリン高などの影響もあり、これまで景気をけん引してきた個人消費が鈍化した。さらには、州・地方財政の悪化による政府支出の減少なども景気回復の足かせとなり、2011年のGDP成長率は、前年比1.8%と、前年（同2.5%）に比べて回復のペースは鈍化した。

2012年には、これまで米国経済の足かせとなっていた労働市場と住宅市場において、継続的な失業率の低下と住宅価格の上昇といった改善の兆しが見え始めた。一方、政府が緊縮財政を余儀なくされた結果、政府投資は前年に引き続き減少し、米国経済は全体として引き続き緩やかな回復となった。通年の実質GDP成長率は、前年比2.8%と、前年（同1.8%）から成長が加速した。

(2) 2013年の経済情勢

2013年に入ると、2012年と同様に労働市場と住宅市場の改善が持続し、米国経済は全体として引き続き緩やかな回復となった。

2013年10月には、2014年度予算案を成立させることが出来ず、1996年以来17年ぶりとなる政府機関の一部閉鎖が実施され、16日間にわたり政府機関が閉鎖された。行政予算局（OMB）のレポート「Impacts and Costs of the October 2013 Federal Government Shutdown」では、この政府機関の閉鎖によって、2013年第4四半期のGDP成長率が0.2～0.6%押し下げられたとの民間試算が引用された。また、商務省経済分析局（BEA）は、同期間のGDP成長率を公表する際に、連邦政府職員の労働力の提供が減ったとして、GDP成長率を0.3%程度押し下げたとの試算を公表した。

通年の実質GDP成長率は、前年比1.9%と、前年（同2.8%）からは成長ペースは鈍化した。

需要項目別に見ると、2009年以降の景気回復をけん引してきた個人消費は、通年では前年比2.0%と堅調な伸びとなった。

設備投資は、前年比2.7%（前年：同7.3%）、住宅投資は、前年比12.2%（前年：同12.9%）と、ともに前年から伸び率は鈍化したものの、引き続き増加した。

国際収支をみると、貿易・サービス収支は▲4749億ドルと、2年連続で赤字幅が縮小した。経常収支全体でも、▲3793億ドルと2年連続で赤字幅が縮小した。

図表3 実質GDP成長率の推移（前期比年率、%）

項目	年・四半期							2014 I（2次速報）
	2011	2012	2013	I	II	III	IV	
実質GDP	1.8	2.8	1.9	1.1	2.5	4.1	2.6	▲1.0
個人消費	2.5 (1.74)	2.2 (1.52)	2.0 (1.37)	2.3 (1.54)	1.8 (1.24)	2.0 (1.36)	3.3 (2.22)	3.1 (2.09)
民間設備投資	7.6 (0.84)	7.3 (0.85)	2.7 (0.33)	▲4.6 (▲0.57)	4.7 (0.56)	4.8 (0.58)	5.7 (0.68)	▲1.6 (▲0.20)
民間住宅投資	0.5 (0.01)	12.9 (0.32)	12.2 (0.33)	12.5 (0.34)	14.2 (0.40)	10.3 (0.31)	▲7.9 (▲0.26)	▲5.0 (▲0.16)
民間在庫投資	(▲0.16)	(0.20)	(0.16)	(0.93)	(0.41)	(1.67)	(▲0.02)	(▲1.62)
政府消費及び投資	▲3.2 (▲0.68)	▲1.0 (▲0.20)	▲2.2 (▲0.43)	▲4.2 (▲0.82)	▲0.4 (▲0.07)	0.4 (0.08)	▲5.2 (▲0.99)	▲0.8 (▲0.15)
国内需要	(1.75)	(2.69)	(1.76)	(1.42)	(2.54)	(4.00)	(1.63)	(▲0.04)
(在庫投資を除く) 内需	(1.91)	(2.49)	(1.60)	(0.49)	(2.13)	(2.33)	(1.65)	(1.58)
純輸出 (外需)	(0.10)	(0.10)	(0.12)	(▲0.28)	(▲0.07)	(0.14)	(0.99)	(▲0.95)
輸出	7.1 (0.89)	3.5 (0.48)	2.7 (0.36)	▲1.3 (▲0.18)	8.0 (1.04)	3.9 (0.52)	9.5 (1.23)	▲6.0 (▲0.83)
輸入	4.9 (▲0.79)	2.2 (▲0.38)	1.4 (▲0.24)	0.6 (▲0.10)	6.9 (▲1.10)	2.4 (▲0.39)	1.5 (▲0.24)	0.7 (▲0.12)
GDPデフレーター	2.0	1.7	1.5	1.7	0.6	2.0	1.6	1.3
PCEデフレーター	2.4	1.8	1.1	1.1	△0.1	1.9	1.1	1.4
コアPCEデフレーター	1.4	1.8	1.2	1.4	0.6	1.4	1.3	1.2
名目GDP成長率	3.8	4.6	3.4	2.8	3.1	6.2	4.2	0.3

(注) () は寄与度、2014年5月30日現在
(出典) 米商務省

労働市場をみると、失業率は通年平均で7.4%と、依然高い水準ではあるものの、前年(8.1%)からは着実に低下した。また、非農業雇用者数は、通年で約233万人の増加(毎月平均約19.4万人増)となった。なお、2008年と2009年の2年間で失われた雇用は約870万人であり、2010年から2013年までの4年間は約770万人の雇用を取り戻したことになる。

総合の物価上昇率について、消費者物価指数が前年比1.5%、PCE(個人消費支出)デフレーターは同1.1%と、それぞれ昨年(消費者物価：同2.1%、PCE：同1.8%)から上昇率が鈍化した。一方、総合から食品とエネルギー価格を除

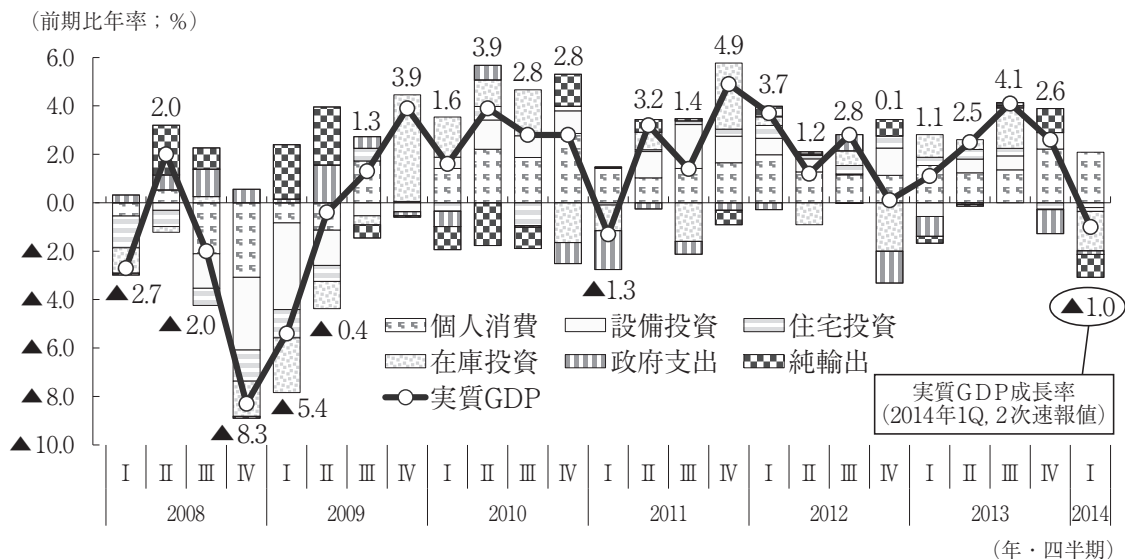
いたコアの物価上昇率について、消費者物価指数が同1.8%、PCEデフレーターが同1.2%と、それぞれ昨年(消費者物価：同2.1%、PCE：同1.8%)から上昇率が鈍化した。

(3) 2014年第1四半期の経済情勢

2014年第1四半期の実質GDP成長率(2次速報値)は、前期比年率▲1.0%と、厳しい寒波の影響により、2011年第1四半期(同▲1.3%)以来3年ぶりのマイナス成長となった。

個人消費は同3.1%と、17四半期連続で増加し好調を維持した。内訳をみると、自動車や家具などから構成される耐久

図表4 実質GDP成長率の寄与度別推移



(出典) 米商務省経済分析局

図表5 主要経済指標

項目	年・四半期									
	2010	2011	2012	2013				2014		
				I	II	III	IV	I		
雇用	失業率(%)	9.6	8.9	8.1	7.4	7.7	7.5	7.2	7.0	6.7
	非農業雇用者数(前期比増減,千人)	1,058	2,083	2,236	2,331	618	603	515	595	569
消費	小売売上高(名目,前期比%)	5.5	7.5	5.2	4.1	1.5	0.5	0.9	0.9	0.2
	自動車販売台数(前期比%)	11.1	10.3	13.4	7.6	2.1	1.5	1.3	▲0.3	▲0.1
物価	CPI(前年比%)	1.6	3.2	2.1	1.5	1.7	1.4	1.6	1.2	1.4
	コアCPI(前年比%)	1.0	1.7	2.1	1.8	1.9	1.7	1.7	1.7	1.6
住宅	中古住宅販売件数(前期比%)	▲3.5	1.7	9.4	9.2	0.6	3.5	4.4	▲7.1	▲6.9
	新築住宅販売件数(前期比%)	▲13.9	▲5.3	20.3	16.6	16.3	▲1.6	▲12.2	14.9	▲2.7
	住宅着工件数(前期比%)	6.0	3.7	28.2	18.5	4.3	▲8.7	2.0	16.2	▲9.9
	モーゲージ金利(%)	4.7	4.5	3.7	4.0	3.5	3.7	4.4	4.3	4.4
	S&Pケース・シラー住宅価格(10都市,前月比%)	1.2	▲3.9	0.9	12.0	9.4	12.0	12.8	13.6	12.5
国際収支	輸出(億ドル)	18,445	21,128	22,106	22,714	5,584	5,653	5,686	5,790	5,763
	輸入(億ドル)	23,438	26,697	27,452	27,462	6,804	6,827	6,902	6,930	6,979
	貿易・サービス収支(億ドル)	▲4,994	▲5,568	▲5,347	▲4,749	▲1,220	▲1,174	▲1,215	▲1,139	▲1,215
	経常収支(億ドル)	▲4,495	▲4,577	▲4,404	▲3,793	▲1,050	▲968	▲964	▲811	-

(出典) 米商務省, 米労働省, 全米不動産業者協会, S&P (注) 6月14日現在

財は同1.4%と11四半期連続で増加し、食品や衣服などから構成される非耐久財は同0.4%と、10四半期連続で増加した。また、サービスは同4.3%と、19四半期連続の増加となった。

設備投資は同▲1.6%と、4四半期ぶりに減少した。内訳をみると、構築物投資は同▲7.5%と、前期（同▲1.8%）に引き続き減少、機械設備投資も同▲3.1%と、6四半期ぶりに減少、一方、知的財産・ソフトウェア投資は同5.1%と前期（同4.0%）から増加した。住宅投資は同▲5.0%と、前期（同▲7.9%）に引き続き減少し、2四半期連続の減少となった。

政府消費及び投資は同▲0.8%と、2四半期連続でマイナスとなった。内訳をみると、国防支出は同▲2.4%と、6四半期連続のマイナスとなった。

また、在庫投資の寄与度は同▲1.62%と、2四半期連続のマイナス寄与となった。

一方、外需については、輸出は同▲6.0%と4四半期ぶりに減少に転じ、輸入は同0.7%となり、純輸出の寄与度は同▲0.95%と、3四半期ぶりのマイナス寄与となった。

総合のPCEデフレーターは同1.4%と、前期（同1.1%）から上昇、前年比では1.1%となった。食品とエネルギー価格を除いたコアのPCEデフレーターは前期比年率1.2%と、前期（同1.3%）から鈍化、前年比では1.1%となった。

(4) 今後の経済見通し

2014年2月に公表された議会予算局（CBO）の経済見通しによれば、今後数年間、住宅投資と企業投資のさらなる成長によって生産と雇用が増加し、結果として所得の上昇が個人消費を増加させると予想されている。さらに、現在の連邦政府による財政政策について、2013年にあった程は経済成長の足かせとなることはないだろうと指摘するとともに、州・地方政府においては、ここ数年削減していた財・サービスへの支出を増加させると予想している。結果として、実質GDP成長率は2014年から2017年へさらに加速して拡大し、平均で3.1%の成長率になると予想している。

2 財政政策

(1) 近年の財政運営

(イ) 2013年度の財政運営

2013年度（2012年10月～2013年9月）の財政赤字については、6795億ドル（対GDP比4.1%）となり、2008年度以降5年ぶりに1兆ドルの大台を下回る水準となった。歳出規模は前年度とほぼ同じ水準であるのに対し、歳入が大幅に増加していることが、財政赤字削減の主たる要因である。歳入増の主たる要因は、昨年末の社会保障税の減税失効や年初に成立した「2012年米国納税者救済法」に定められた富裕層に対するブッシュ減税の失効である。

2013年度における米国財政上の主な動きとしては、2012年度から続く「財政の崖」回避に向けた与野党協議が挙げられる。米国では、2011年予算管理法や税法等を改正する手続が行われない場合、大幅な歳入増及び大幅な歳出減が重なることとなり、これによって経済に大きな影響が生じることが想定されていた（いわゆる「財政の崖」）。具体的には、①2010年末に2年間の延長が決定された「ブッシュ減税」や、2012年初めに延長が決定された社会保障税減税等の各種措置が2012年末に期限切れを迎え、②2013年からの9年間で計約1.2兆ドルの強制歳出削減（各年度機械的な均等割り、初年度の影響大）が発動することとなっていたところである。民主・共和両党ともに、中長期的な財政健全化の必要性を踏まえながら「財政の崖」による経済への悪影響を回避すべき点とする点では概ね一致していたが、「財政の崖」を回避するに当たり、特に富裕層に対するブッシュ減税を延長するか否かが両党の大きな対立点となった。2012年11月の大統領選・議会選後に本格化した協議は、2012年末を過ぎても続いたが、2013年1月1日に議会両院で可決し、その翌日に成立した「2012年米国納税者救済法」によって、ブッシュ減税の延長に係る両党の妥協が図られた。

「2012年米国納税者救済法」の主な内容は、①夫婦共同申告の場合は所得45万ドル以下の世帯（単身者の場合は40

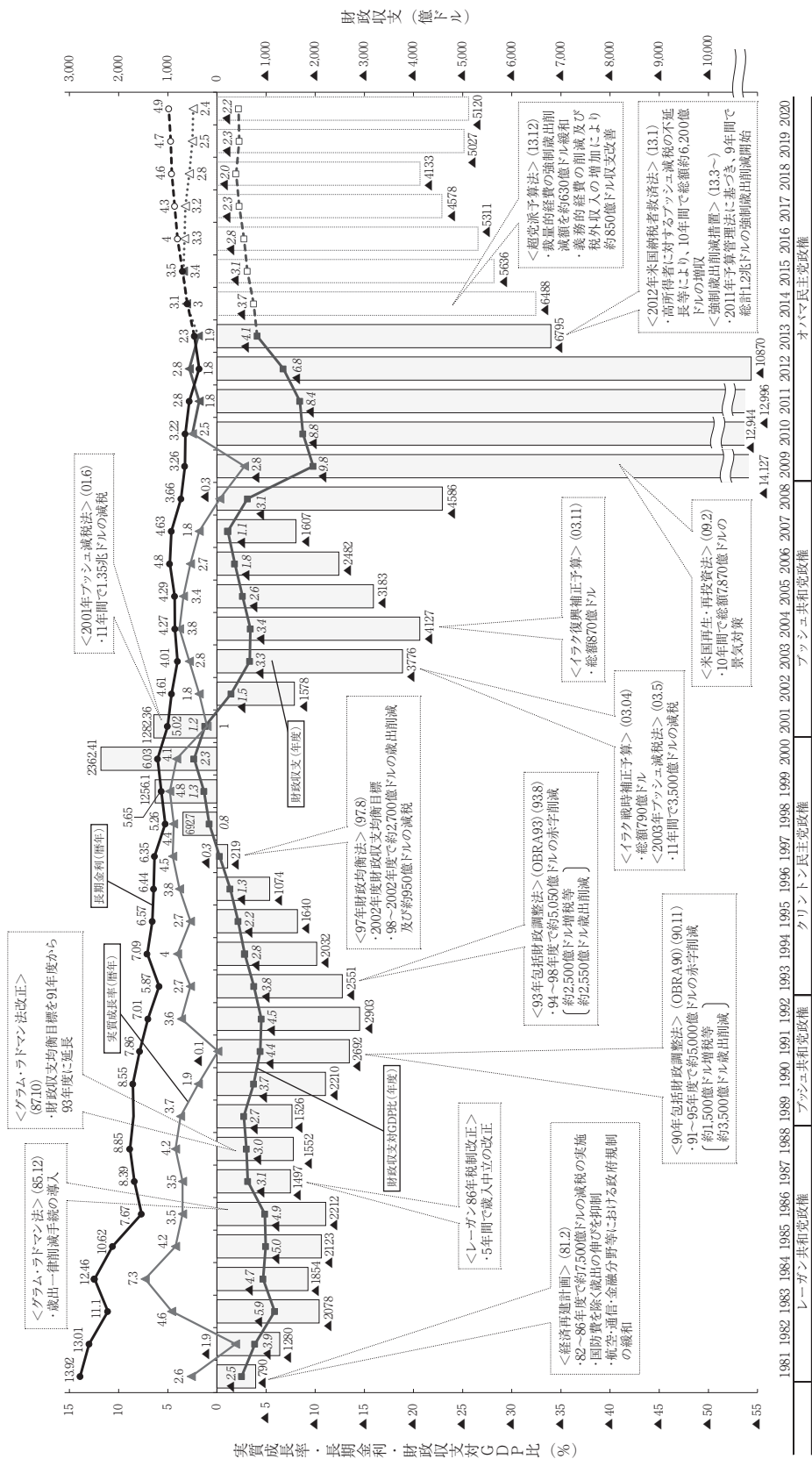
図表6 2015年度大統領予算教書における主要経済指標の見通し

暦年（※は年平均）	2014	2015	2016	2017	2018	2019
名目GDP成長率	4.6	5.2	5.3	5.3	4.9	4.6
実質GDP成長率	3.1	3.4	3.3	3.2	2.8	2.5
消費者物価指数上昇率	1.6	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3
失業率※	6.9	6.4	6.0	5.6	5.4	5.4
短期金利（91日物国債）※	0.1	0.3	1.2	2.3	3.2	3.6
長期金利（10年物国債）※	3.0	3.5	4.0	4.3	4.6	4.7

%)

（出所）2015年度大統領予算教書

図表7 米国の財政収支等の推移



(注) 1. 財政収支及び財政収支対GDP比については、2013年度までは実数、それ以降は2015年度大統領予算教書による見直し。
 2. 実質成長率については、2014年以降は、2015年度大統領予算教書における見直し。
 3. 財政収支は総合予算の収支尻
 4. 長期金利は、米10年国債金利年平均。
 (出典) 1. 2015年度大統領予算教書 (2014年3月)。
 2. 実質成長率については、2013年度；商務省経済分析部の「National Economic Accounts」、2014年度大統領予算教書 (2014年3月)。
 3. 長期金利については、2011年度；連邦準備銀行データ；2012年度以降：2015年度大統領予算教書 (2014年3月)。

万ドル以下)に限り、ブッシュ減税を延長・恒久化し(上記①の規定を超える所得者については事実上増税)、②約1.2兆ドルの強制歳出削減措置の発動日を2か月先送りするというものである。なお、被雇用者の社会保障減税は延長されなかった。その後、強制歳出削減措置については、特段の修正なく、3月1日に発動がなされている。

(ロ) 2014年度の財政運営

2014年度(2013年10月～2014年9月)の財政赤字については、約6490億ドル(対GDP比3.7%)となる見通しであることが示されている。経済成長の加速と中間層の底上げに向け、道路や製造業の拠点整備などのインフラ投資に加え、職業訓練や教育の拡張、連邦職員の最低賃金上げや子供のいない若い世帯への税制優遇を拡大すると掲げる一方、富裕層向けの税制優遇の縮小などで財源を確保している。

2014年度における米国財政上の主な動きについては、2013年10月、医療保険制度改革の取扱い等を巡り、上下両院の対立が続き、2014年度暫定予算の不成立による政府機関の一部閉鎖及び債務上限問題の2つの財政問題が発生したことが挙げられる。

1996年以来17年ぶりとなる政府機関閉鎖は10月1日から16日間続き、10月16日に上院において超党派での合意が成立し、同日中に合意内容に沿った法案が上下両院で可決後、大統領の署名により成立したため解除された。主な合意内容は、①暫定予算の期間は2014年1月15日まで、②債務上限を2014年2月7日まで適用しない、③長期の財政問題及び2014年度の歳出水準について両院協議会において議論を行い、12月13日までに報告することであった。その後12月10日に両院協議会において、①2014年度及び2015年度において、裁量的経費の強制歳出削減額を約630億ドル緩和すること、②2014年度から2023年度の10年間で、義務的経費の削減及び税外収入の増加により約850億ドルの収支改善をさせることが合意された。この合意内容を反映した「超党派予算法(Bipartisan Budget Act)」には2014年度及び2015年度の歳出予算法の策定を円滑に進めるためのプロセスも規定されることとなった。

債務上限問題については、2013年10月の超党派合意に基づき、2014年2月7日まで債務上限を適用しない旨の法案が成立していたところ、2月8日以降は、財務省が「異例の措置」(公務員年金基金による米国債運用の停止措置等)を講じて資金繰りを行い、債務上限超過を先送りし、債務上限が引き上げられなければ、最悪の場合にはデフォルトに陥る懸念が持たれていた。2月11日、下院にて付帯条件なしの債務上限延長法案が可決され、翌12日に上院においても同法案が可決されたことで最悪の事態は回避された。

(2) 今後の財政見通し

2015年度の大統領予算法書によると、2015年度の財政収支の見通しは、▲5640億ドル(対GDP比▲3.1%)となっており、

引き続き財政状況が改善する見通し。加えて、2016年度以降は財政赤字対GDP比が3%未満に抑えられる見通しとなっている。

(3) 2015年度予算教書の特色

今回の予算教書は、2013年12月の2013年超党派予算法の中で、2014年度分と併せて2015年度の裁量的経費の歳出上限についても合意されたため、予算教書の後に策定される予算決議の中で歳出上限についても合意するという例年の手順と反対となっているほか、予算教書の発表時期自体も2014年度歳出法案の成立が2014年1月中旬にずれ込んだ為、約1ヶ月遅れる結果となった。今回の予算教書における具体的な提案は以下のとおり。

(イ) 財政健全化に向けた取り組み

従前のような財政健全化に関する章は特段立てられておらず、財政健全化目標も明示されていない。主な取り組みは以下のとおり。

① 歳出面での主な取り組み

- ・メディケア、メディケイド及びその他政府保険プログラム改革により、今後10年間で約4020億ドルの削減
- ・国境警備の強化や不法就労者を雇った者への罰則等の包括的移民制度改革により今後10年間で約1600億ドルの削減

② 歳入面での主な取り組み

- ・富裕層に対する項目別控除やその他の税制優遇措置を28%まで下げる
- ・パフエットルール(所得100万ドル超の者の実効税率が所得の30%を下回らないようにする措置)の監視。

(ロ) その他の提案

機会均等の創出(Opportunity for all)を主題に掲げ、職業訓練や児童への教育機会の提供の重要性を強調するとともに、「21世紀型政府の創設」については、2014年度予算教書と同様、政府の効率化を通じた無駄削減に向けた提案を行った。主な提案は以下のとおり。

- ① 機会・成長及び安全保障イニシアティブに基づく560億ドルの新規歳出増案を追加。主な支出項目は以下のとおり。

【非国防分野】

- ・幼児教育の充実
- ・基礎研究における世界的リーダーシップの再構築
- ・製造業を支える技術拠点の設立(今後10年間で45か所)
- ・コミュニティカレッジにおける職業訓練の提供

【国防分野】

- ・主要兵器の更新
- ・後方支援(訓練、メンテナンス、燃料)の再充実
- ② イノベーション分野への投資を続け、製造業基盤の強化を提案している。また、エネルギー安全保障を維持しつつ世界の気候変動に対処するため、国内エネ

図表8 2015年度予算案の内訳

(単位: 10億ドル, %)

項目	年度	2014			2015		
	実績	実績見込み	前年度比	構成比	予算案	前年度比	構成比
歳入総額	2,775	3,002	82	100.0	3,337	112	100.0
個人所得税	1,316	1,386	5.3	46.2	1,534	10.7	46.0
法人所得税	274	333	21.5	11.1	449	34.8	13.5
社会保障税	947	1,020	7.7	34.0	1,056	3.5	31.6
個別間接税	84	94	11.9	3.1	111	18.1	3.3
遺産・贈与税	19	16	▲15.8	0.5	18	12.5	0.5
関税	32	35	9.4	1.2	37	5.7	1.1
その他	103	117	13.6	3.9	131	12.0	3.9
歳出総額	3,455	3,651	5.7	100.0	3,901	6.8	100.0
裁量的経費	1,147	1,174	2.4	32.2	1,186	1.0	30.4
国防費	626	612	▲2.2	16.8	623	1.8	16.0
その他	522	562	7.7	15.4	563	0.2	14.4
義務的経費	2,086	2,251	7.9	61.7	2,458	9.2	63.0
社会保障	808	852	5.4	23.3	896	5.2	23.0
メディケア	492	513	4.3	14.1	526	2.5	13.5
メディケイド	265	309	16.6	8.5	336	8.7	8.6
その他	521	577	10.7	15.8	691	19.8	17.7
純利払費	221	223	0.9	6.1	252	13.0	6.5
災害費	—	2	—	0.1	6	200.0	0.2
財政収支	▲680	▲649	▲4.6	—	▲564	▲13.1	—

(注) 歳出は支出ベース。四捨五入により総額と各項目の合計は一致しない。
(資料) 2015年度大統領予算教書

ルギーの生産、代替クリーンエネルギーの開発、エネルギー効率の向上に注力すると提案。

- ③ 21世紀型インフラ構築について、耐性があり信頼できるインフラを建設することで、雇用創出に寄与し、交通・通信ネットワークに係るビジネスの提供につなげると掲げている。米国再建パートナーシップを通じた民間投資の促進や、運輸省内に新組織を設け、省庁横断的に認可プロセスを加速化させることを提案。

3 金融政策

(1) 2013年以降の金融政策の動向

2013年及び2014年第1四半期における、米国の金融政策についての主な動向としては、2012年9月から実施している資産買入れ策第3弾(QE3)の縮小開始と、ゼロ金利政策を維持する期間の指針及び見通しを示すフォワードガイダンス(時間軸政策)の変更が挙げられるだろう。なお、資産買入れ策やフォワードガイダンスの詳細については後述の【金融危機以降の米国金融政策】を参照されたい。

(イ) QE3の縮小

2013年5月、バーナンキFRB議長(当時)は、経済は緩やかなペースで成長を続け、労働市場は全体的に弱いが足もとではやや改善している、との認識を示すとともに、「我々は労働市場に本格的かつ持続的改善が見られるかどうかを判断しようとしている。本格的な改善がみられ、持続可能と確信できれば、今後数回の会合で資産買入れを縮小することは可能だ」とQE3での資産買入れペースの縮小を示唆する発言をした。さらに、6月のFOMCにおいては、現行の資産買入れ(毎月850億ドル)を据え置いたものの、同議長は会合後の記者会見において、今後の資産買入れについて、「今後発表される経済指標が、我々の見通しに概ね整合的であれば、年内には資産買入れペースを縮小することが適切であると現在見込んでいる。その後の経済指標が引き続き我々の現在の経済見通しと概ね沿ったものであれば、来年前半を通して慎重なペースで買入れの縮小を続け、来年半ば頃に買入れを終了するだろう」と述べた。このため、市場ではFRBがいつQE3の縮小に着手するのかに注目が集まった。

その後、12月のFOMCにおいて、QE3の資産買入れペース縮小に着手することが決定された。縮小幅はエージェンシーMBS、国債の買入れ額をそれぞれ50億ドル、計100億

ドル縮小することとした。2014年1月、3月、4月のFOMCでも同額の縮小が行われ、買入れ額は国債が250億ドル、エージェンシーMBSが200億ドルと計450億ドルとなっている（2014年4月30日現在）。なお、2月、イエレンFRB議長は議長就任初の議会証言において、QE3は「2014年秋のどこかで終了するだろう」と発言した。

(ハ) フォワードガイダンスの変更

2014年3月のFOMCにおいて、フォワードガイダンスは、労働市場等の経済状況を総合的に判断する定性的な表現に変更された。その背景には、数値基準によるフォワードガイダンスを採用した2012年12月以降、失業率は低下傾向にあり（2012年12月：7.9%→2014年2月：6.7%）、ゼロ金利政策が適切とする数値基準である6.5%に迫る一方で、労働市場や経済状況を考慮すればゼロ金利政策の解除は時期尚早との考えがあった。変更後の表現は以下の通り。

- ① 労働市場に関する指標、インフレ圧力やインフレ期待に関する指標、金融市場の動向を含めた幅広い指標を考慮
- ② 上記の考慮に基づき、以下の要件が満たされている場合は、資産買入れが終了した後も相当の期間、現在の金利水準を維持することが適切
 - ・インフレ率が引き続き2%の目標を下回って推移すると予想されること
 - ・長期インフレ期待が十分に抑制されていること

（岩井俊介，岩崎英明，佐藤雄俊，原伸年）

【金融危機以降の米国金融政策】

FRBは、2007年の金融市場の混乱に続く金融危機の発生以降、政策金利の引下げや様々な流動性供給策を含む伝統的金融政策に加え、資産買入れプログラム（FRBはLSAP（Large-Scale Asset Purchases、大規模資産買入れ）との呼称を用いているが、一般には量的緩和を意味するQE（Quantitative Easing）と呼ばれている）をはじめとした非伝統的金融政策などを実施してきた。主なものとしては、1. 異例の低水準への政策金利の引下げ、2. 長期国債をはじめとする資産買入れプログラム、3. 異例の低水準である政策金利の維持に関するフォワードガイダンスの強化、4. 「物価の安定」に関して、金融政策の透明性を高めるための「インフレーション・ゴール」の導入などが挙げられる。

1. 政策金利等の引下げ

FRBは、サブプライム住宅ローン問題を受け、2007年8月には公定歩合を0.50%引き下げ、政策金利に対する上乗せ幅を0.50%とした。また、金融機関の信用収縮や労働市場の軟化が進行し、景気減速に対する懸念の高

まったことなどから、2007年9月以降、累次にわたる政策金利の引下げを行い（2008年1月22日には0.75%の緊急利下げを実施）、2008年4月には2.00%の水準に達した（累計3.25%の引下げ）。その後、政策金利は原油など商品価格の高騰を背景に、2008年6月から同9月まで3回連続で据え置いたものの、同年9月のリーマンショックを受けて、10月8日の主要6中銀の緊急協調利下げで1.50%へ、続く同月29日のFOMCの定例会合では、1.00%まで引き下げた。そして2008年12月16日には、1971年の政策金利公表開始以来の最低水準となる0.00～0.25%への引下げを決定し、現在まで据え置きとなっている（2014年4月30日現在）。

2. 資産買入れプログラム

＜QE1からQE2＞

FRBは、2008年12月に政策金利を事実上の下限である0.00～0.25%に引き下げたことから、それに代わる更なる金融緩和の手段として、エージェンシーMBS及び長期国債などの有価証券を買い入れるプログラムを実施している。これらの資産買入れプログラムは、政策金利の操作に代表される「伝統的金融政策」との比較として、「非伝統的金融政策」の一つとして整理される。

FRBは、リーマンショック後の経済成長の大幅な落ち込みや金融市場緊迫化への対応として、2008年12月から2010年3月の期間において、エージェンシー債及びエージェンシーMBS、長期国債の買入れを実施した（いわゆる「QE1」）。2008年12月時点での買入れ対象は、エージェンシー債（総額1000億ドル）及びエージェンシーMBS（総額5000億ドル）のみであったが、翌年2009年3月には、エージェンシー債及びエージェンシーMBSの買入れ総額を増額（それぞれ2000億ドル・12500億ドル）するとともに、買入れ対象として長期国債（総額3000億ドル）を加えた（長期国債は2009年10月に買入れ終了）。その後、2010年半ばにおいては、経済の回復が鈍化したことに加え、物価上昇率の低下といったデフレリスクも懸念されたため、2010年11月～2011年6月末の期間で長期国債の買入れを実施した（いわゆる「QE2」）。

なお、QE2を挟む2010年8月～2011年9月の期間で、保有するエージェンシー債及びエージェンシーMBSについて、その償還元本の長期国債への再投資を実施したほか、2011年10月～2012年12月の期間においては、エージェンシー債およびエージェンシーMBSの償還元本のエージェンシーMBSへの再投資を実施した。また、上記の長期国債への再投資終了後の2011年10月～2012年12月の期間においては、保有する長期国債の保有年限を長期化するプログラムを実施した（いわゆる「オペレーションツイスト」）。

＜QE3＞

2012年に入ってからは、住宅価格の上昇や個人消費の堅調な増加を背景に、米国経済は緩やかな回復を続けて

きたが、同年夏以降、生産や雇用市場の回復には鈍化がみられるようになった。このような状況のもと、FRBは2012年9月のFOMCにおいて、エージェンシーMBSを毎月400億ドルのペースで、また、同年12月には、長期国債を毎月450億ドルのペースで、毎月合計850億ドルの資産を「労働市場の見通しが著しく改善するまで」買入れる（資産買入れの期限を定めない）オープン・エンド型の措置を決定した（いわゆる「QE3」）。その際、2012年6月以降中断していた、満期を迎えた国債をロールオーバーする政策を、2013年1月から再開することも合わせて決定した。なお、前述の通り、2013年12月のFOMCにおいて、QE3での資産買入れペースの縮小開始が決定された。

3. フォワードガイダンスの強化

FRBは、2008年12月に政策金利を事実上の下限まで引き下げた以降、その「異例の低水準」である政策金利を維持する期間としてのフォワードガイダンスの表現に、順次変更を加えてきた。2012年12月のFOMCでは、現在の政策金利を維持する期間を、従来「少なくとも2015年半ばまで」とした日付基準から、失業率やインフレといった経済指標を基準とする数値基準（以下の3条件）が満たされている限り、適切とすることを決定した。

- ①失業率が6.5%を上回っていること
- ②今後1～2年のインフレ率が長期的な目標（「longer-run goal」）である2%から0.5%超、上回らないこと
- ③インフレ期待が十分に抑制されていること

このフォワードガイダンスの表現を数値基準に変更したことについて、バーナンキ議長は「失業率の6.5%という数値基準は、FRBの長期目標ではない」とした上で、

「（経済指標が数値基準に到達したとしても）即座に自動的に金融引き締めに移るトリガーとなるわけではない」とし、金融政策を引き締める際には、FRBのデュアルマンデートである「雇用」と「物価」に関して、バランスのとれたアプローチを取ることを明言している。また、時間軸の表現を数値基準に変更する利点としては、「（時間軸を）より明示的に将来の金融政策を経済状況に紐付けることで、金融政策をより透明で予測可能なものにする」と説明している。

その後、前述の通り、2014年3月のFOMCにおいて、労働市場等の経済状況を総合的に判断する定性的な表現に変更された。

4. インフレーション・ゴール

FRBは、金融政策の透明性と予見可能性を高めることを目的として、2012年1月のFOMCにおいて「FOMCの長期目標と金融政策戦略」を公表し、この中で、FRBの法的責務に長期的に最も整合的なインフレ率を「PCE（個人消費支出）デフレーターの前年比2%」と明示した。同戦略において、この「2%」という数値を「インフレーション・ゴール」と定義しており、このインフレーション・ゴールを公に明確に伝えることは「長期のインフレ期待がしっかりと安定するのに役立つ、その結果、物価安定と緩やかな長期金利を促し、また著しい経済不安に直面する中で雇用の最大化を促進する委員会の能力を高めることができる」と説明している。

このインフレーション・ゴールを含む「FOMCの長期目標と金融政策戦略」は毎年1月に見直すこととされているが、2013年1月及び2014年1月のFOMCにおいても、同戦略の内容は概ね踏襲されている。

図表9 物価動向と政策金利の推移



(出典) FRB、米労働

図表10 2015年度予算案の内訳

日付	出来事
2008年	9月7日 米財務省、政府支援機関（GSE）のファニーメイ、フレディマックを公的管理下へ置くこと発表
	15日 リーマン・ブラザーズが破産申請、バンク・オブ・アメリカがメリル・リンチを買収
	16日 FRB、AIGに対して850億ドルの融資を実施すると発表
	18日 FRBと日米欧の主要5中央銀行、ドル通貨スワップ協定を発表
	19日 FRB、MMFが保有するABCPを買い取る資金を融資する制度（AMLF）を導入、米財務省がMMF保証プログラムを発表
	21日 FRB、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーの銀行持株会社への移行承認を発表
	24日 FRBと欧州の主要4中央銀行、ドル通貨スワップ協定を発表
	25日 JPモルガン・チェース、ワシントン・ミューチュアルの銀行部門買収を発表
	26日 FRBと欧州の主要2中銀、ドル通貨スワップ協定の拡充を発表
	10月3日 7,000億ドルの問題資産買取りを柱とする緊急経済安定化法(TARP)が成立
	6日 FRB、準備預金に対する付利を発表
	7日 FRB、コマーシャル・ペーパーの買取り制度（CPFF）を発表
	8日 FRBを含む欧米の6主要中央銀行、協調利下げを発表
	13日 FRBと欧州の3主要中央銀行、ドル通貨スワップ協定の拡充を発表
	14日 米政府、金融機関への資本注入を柱とする金融安定化策を発表
	21日 FRB、MMF等が保有するCP等を買取る資金を融資する制度（MMIFF）を発表
	28日 FRBとニュージーランドの中央銀行、ドル通貨スワップ協定を発表
	29日 FRBと新興国の4主要中央銀行、ドル通貨スワップ協定を発表
	11月10日 米財務省とFRB、AIGに対する追加救済策（資本注入と資産買取り）を発表
	23日 米政府とFRB、シティ・グループに対する救済策（資本注入と不良資産の損失保証）を発表
	25日 FRB、ABSを担保とした融資制度（TALF）、GSE債とGSEが保証するMBSの買取りを発表
	12月16日 FRB、政策金利を過去最低の0.00-0.25%に引下げ
	19日 米財務省、GMとクライスラーに対する緊急融資を発表
	24日 FRB、GMの金融子会社（GMAC）の銀行持株会社への移行承認を発表
	29日 米財務省、GMACへの資本注入とGMへの追加融資を発表
	2009年
16日 米政府とFRB、バンク・オブ・アメリカに対する救済策（資本注入と不良資産の損失保証）を発表	
米財務省、クライスラーの金融子会社に対する融資を発表	
20日 オバマ大統領就任	
2月10日 米財務省、不良資産を買取る官民投資プログラムなどを含む金融安定化策を発表	
17日 総額7,872億ドルの景気対策法（米国再生・再投資法）成立、GMとクライスラーが経営再建計画書を米政府に提出	
18日 米政府、住宅借り手救済策の詳細を発表	
3月16日 米政府、中小企業の資金繰り支援策を発表	
18日 FRB、長期国債の買取り及びGSE債とGSEが保証するMBSの買取り増額を発表	
19日 米政府、自動車部品メーカー救済プログラムを発表	
23日 米財務省、官民投資プログラムの詳細を発表	
米財務省とFRB、金融及び通貨安定維持のためのFRBの役割について共同声明を発表	
4月6日 FRB、日欧の主要4中央銀行との外貨スワップ協定を発表	
17日 米財務省、AIGに対する追加資本注入を実施	
30日 クライスラーが破産法申請	
5月1日 FRB、TALFの適格担保などを拡充	
7日 米金融当局、米主要金融機関に対するストレステストの結果を発表	
6月1日 GMが破産法申請	
25日 FRB、特別流動性供給策の縮小を発表	
10月31日 FRB、国債の買取りを終了	

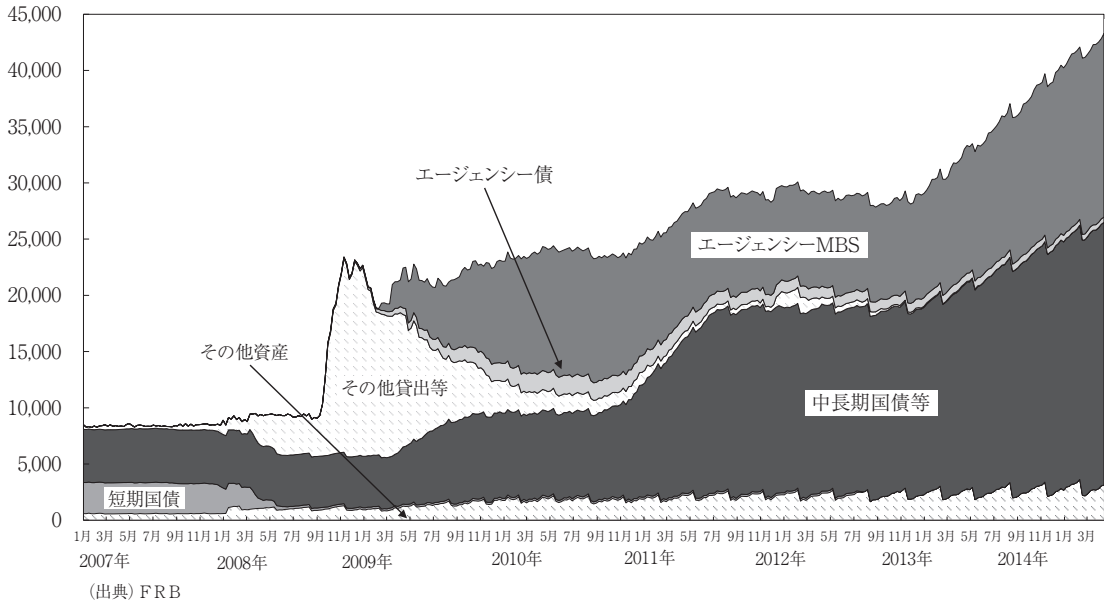
図表11 米国FRBによる資産買入れプログラム

(2014年4月30日時点)

		QE 1		QE 2	QE 3	
		①長期証券の買取り		③長期証券の買取り	⑧長期証券の買取り	
		エージェンシー保証 MBS等	国債	国債	エージェンシー保証 MBS	長期国債の買取り
発表日		08年11月25日	09年3月18日	10年11月3日	12年9月13日	12年12月12日
期間		08年12月～10年3月	09年3月～10月	10年11月～11年6月	12年9月14日～「労働市場の見通しが著しく改善するまで」(オープンエンド型)	3年1月～「労働市場の見通しが著しく改善するまで」(オープンエンド型)
買取額	上限	合計14,250億ドル	3,000億ドル	6,000億ドル	設定せず	設定せず
	月平均	-	-	約750億ドル	2012年9月～13年12月：400億ドル，2014年1月：350億ドル，2014年2～3月：300億ドル，2014年4月：250億ドル，2014年5月～：200億ドル	2013年1～12月：450億ドル，2014年1月：400億ドル，2014年2～3月：350億ドル，2014年4月：300億ドル，2014年5月～：250億ドル
買取対象となる資産		エージェンシー証MBS，エージェンシー債	2～10年国債が中心	残存期間が1年超～30年の国債	エージェンシー保証MBS	残存期間が4～30年の国債

図表12 FRBのバランスシート（資産）

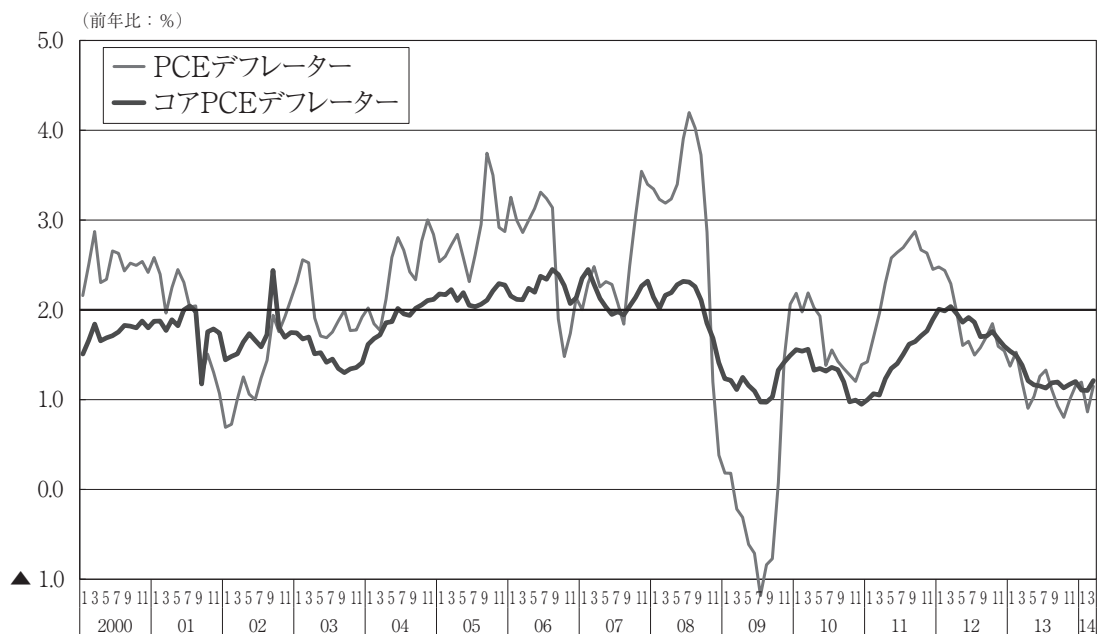
(億ドル)



図表13 ゼロ金利政策の維持に関するフォワードガイダンスの表現の推移

公表時期	フォワードガイダンスの表現
2008年12月	「しばらくの間」 (for some time)
2009年3月	「長期間にわたり」 (for an extended period)
2011年8月	「少なくとも2013年半ばまで」 (at least through mid-2013)
2012年1月	「少なくとも2014年後半まで」 (at least through late 2014)
2012年9月	「少なくとも2015年半ばまで」 (at least through mid-2015)
2012年12月	「①失業率が6.5%を上回っていること、②今後1～2年のインフレ率が長期的な目標(「longer-run goal」である2%から0.5%超、上回らないと予測されること、③長期インフレ期待が十分に抑制されていること、の3つの条件が満たされている限り適切」 (appropriate at least as long as the unemployment rate remains above 6-1/2 percent, inflation between one and two years ahead is projected to be no more than a half percentage point above the Committee's 2 percent longer-run goal, and longer-term inflation expectations continue to be well anchored)
2013年12月	上記に以下の文言が追加された。 「特にインフレ率が引き続き2%の目標を下回って推移数ると予測されれば、失業率が6.5%まで低下した後も相当の期間、現在の金利水準を維持することが適切」 (it likely will be appropriate to maintain the current target range for the federal funds rate well past the time that the unemployment rate declines below 6-1/2 percent, especially if projected inflation continues to run below the Committee's 2 percent longer-run goal.)
2014年3月	・労働市場に関する指標、インフレ圧力やインフレ期待に関する指標、金融市場の動向を含めた幅広い指標を考慮 ・上記の考慮に基づき、以下の要件が満たされていれば、資産買入れが終了した後も相当の期間、現在の金利水準を維持することが適切 ✓インフレ率が引き続き2%の目標を下回って推移すると予想されること ✓長期インフレ期待が十分に抑制されていること (This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial developments. The Committee continues to anticipate, based on its assessment of these factors, that it likely will be appropriate to maintain the current target range for the federal funds rate for a considerable time after the asset purchase program ends, especially if projected inflation continues to run below the Committee's 2 percent longer-run goal, and provided that longer-term inflation expectations remain well anchored.)

図表14 PCEデフレーターの変動



(出所)米商務省

図表15 FOMC参加者の経済見通し(%)

	2014年3月				2013年12月			
	2014	2015	2016	長期 5～6年後	2014	2015	2016	長期 5～6年後
実質GDP成長率	2.8- <u>3.0</u>	3.0- <u>3.2</u>	2.5- <u>3.0</u>	2.2- <u>2.3</u>	2.8-3.2	3.0-3.4	2.5-3.2	2.2-2.4
PCEデフレーター(総合)	<u>1.5</u> -1.6	1.5-2.0	1.7-2.0	2.0	1.4-1.6	1.5-2.0	1.7-2.0	2.0
コアPCEデフレーター	1.4-1.6	<u>1.7</u> -2.0	1.8-2.0	-	1.4-1.6	1.6-2.0	1.8-2.0	-
失業率	<u>6.1</u> - <u>6.3</u>	<u>5.6</u> - <u>5.9</u>	<u>5.2</u> - <u>5.6</u>	5.2- <u>5.6</u>	6.3-6.6	5.8-6.1	5.3-5.8	5.2-5.8

(注1) 「大勢見通し」は上下各3人分の見通しを除いたもの。

(注2) 「実質GDP成長率」及び「PCEデフレーター」、「コアPCEデフレーター」(食料とエネルギーを除いた個人消費支出価格指数)は各年第4四半期の前年同期比。「失業率」は第4四半期の平均値で示されている。

(注3) 下線部は見通しを修正した箇所。