

ア メ リ カ

1 最近の経済情勢

(1) 2017年の経済情勢

2017年通年では、実質GDP成長率は前年比+2.3%と前年(同+1.5%)から加速した(図表1)。その主な内訳をみると、個人消費は前年比+2.8%(前年:同+2.7%)と堅調な雇用・所得環境の下で堅調に増加した。また、民間設備投資は、原油価格の上昇等を背景とした鉱業関連の設備投資の増加に、情報機器関連の設備投資の増加も加わり、全体では前年比+4.7%(前年:同▲0.6%)となった。

国際収支をみると、貿易・サービス収支は▲5523億ドルと前年(▲5020億ドル)から赤字幅が拡大した。輸出(22158億ドル⇒23511億ドル)・輸入(27178億ドル⇒29033億ドル)ともに前年から増加したが、輸入の伸びが大きかったことが赤字拡大の要因となった。

なお、経常収支全体でも▲4662億ドルと前年(▲4517億ドル)から赤字幅が拡大した。

雇用情勢では、失業率は、2017年の通年平均で4.4%と、前年(4.9%)からさらに低下し、FOMC(連邦公開市場委員会)出席者の予測に基づく自然失業率の水準(4%台半ば)近辺に到達した。また、雇用者の増加をみても、2017年通年で218.8万人の増加(月平均で+18.2万人)となるなど、労働市場の改善が続いた。

物価面では、FRB(連邦準備制度理事会)が物価目標としているPCE(個人消費支出)デフレーター(総合)は、原油価格の上昇などを背景に、前年比+1.7%と前年(同+1.2%)から加速した(物価目標値は前年比+2.0%)。一方、エネルギーと食品を除いたPCEデフレーター(コア)は、携帯電話サービス価格等の下落(大手通信会社による携帯通信料の引下げ)の影響により、前年比+1.5%と前年(同+1.8%)から減速した。

(2) 2018年第1四半期の経済情勢

2018年第1四半期の実質GDP成長率(2次速報値)は前期比年率+2.2%となり、経済の拡大は継続したものの、2017年第4四半期(同2.9%)と比較すると、拡大ペースは鈍化した(図表1, 2)。

この主な要因としては、個人消費が前期比年率+1.0%と、前期(同+4.0%)から大きく減速したことが挙げられるが、これには、2017年8-9月頃に被害が出たハリケーンに伴う復興需要(2017年第4四半期に発生)が2018年年明けには落

ち着いたことや、2018年3月頃の北東部を中心とした寒波襲来に伴う消費の抑圧などの影響が指摘されている。

ただし、労働市場の改善が継続していること等、消費を支える経済のファンダメンタルズは引き続き堅調であるため、個人消費の減速は一時的であるとの見方が多く、第2四半期の経済成長は勢いを取り戻すとみられている。

(3) 今後の経済見通し

米国経済の先行きとしては、政府の通商政策をはじめとした政策動向やFRBによる今後の金融政策正常化のスピード、等がリスクとして指摘されるが、2018年4月に公表されたIMFの見通しによると、現状見込まれる税制改革や財政出動等の影響などもあり、2018年、19年の実質GDP成長率はそれぞれ、+2.9%、+2.7%と予想されており、米国経済は今後も緩やかに回復が続くと見込まれている。

2 金融政策

米国においては、経済の回復を背景に、2007年以降実施してきた累次の緩和的金融政策(政策金利(FFレート)の引き下げや量的緩和策(QE1~3)等)からの脱却が進められている。

これらの金融政策正常化の流れは、具体的には、(イ)金融政策正常化の具体化(新たな出口戦略の公表)、(ロ)量的緩和第3弾(QE3)の縮小から終了、(ハ)政策金利の引き上げ、(ニ)バランスシート規模の縮小といった各段階に分類することができる。

(イ) 金融政策正常化の具体化

(i) 金融政策正常化の定義

FRBは、「金融政策の正常化(“normalization of monetary policy”)」について、①短期金利と②FRBの証券保有を、より通常の水準(more normal levels)に回帰させる計画のこと、と定義している。

①でいう短期金利の通常水準とは、FOMC参加者による政策金利見通しの「長期」に該当する部分が一つの目安と考えられる(年4回公表され、直近(2018年6月)の「長期」の金利水準は2.875%(中央値))。

また、②については、FRBのバランスシート規模(=保有証券額)をどの水準まで減少させた時点で通常の水準に回帰したとみるのが焦点となる。

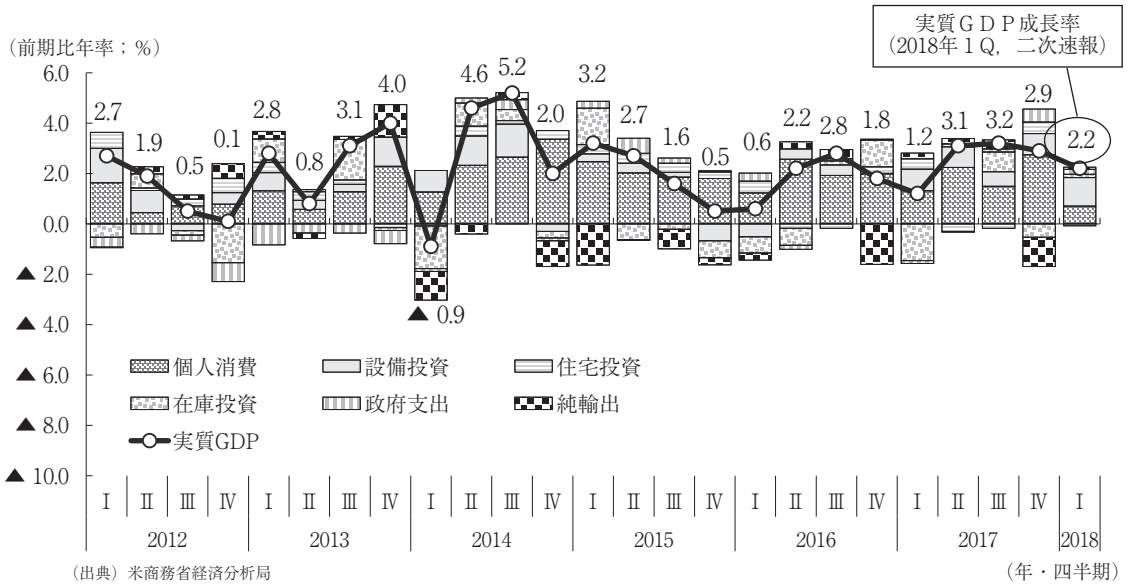
FRBは、準備預金に対する需要や効果的かつ有効な金融政策の実施に必要な準備預金額に基づく額(後述の政

図表1 実質GDP成長率の推移（前期比年率，％）

項目	年・四半期	2015	2016	2017			2018	
				II	III	IV	I（2次）	
実質GDP		2.9	1.5	2.3	3.1	3.2	2.9	2.2
個人消費		3.6 (2.47)	2.7 (1.86)	2.8 (1.89)	3.3 (2.24)	2.2 (1.49)	4.0 (2.75)	1.0 (0.71)
民間設備投資		2.3 (0.30)	▲0.6 (▲0.08)	4.7 (0.58)	6.7 (0.82)	4.7 (0.58)	6.8 (0.84)	9.2 (1.13)
民間住宅投資		10.2 (0.34)	5.5 (0.20)	1.8 (0.07)	▲7.3 (▲0.30)	▲4.7 (▲0.18)	12.8 (0.46)	▲2.0 (▲0.08)
民間在庫投資		(0.23)	(▲0.40)	(▲0.11)	(0.12)	(0.79)	(▲0.53)	(0.13)
政府消費及び投資		1.4 (0.25)	0.8 (0.13)	0.1 (0.02)	▲0.2 (▲0.03)	0.7 (0.12)	3.0 (0.51)	1.1 (0.20)
国内需要		(3.59)	(1.71)	(2.45)	(2.85)	(2.80)	(4.03)	(2.09)
純輸出（外需）		(▲0.73)	(▲0.23)	(▲0.18)	(0.21)	(0.36)	(▲1.16)	(0.08)
輸出		0.4 (0.05)	▲0.3 (▲0.04)	3.4 (0.40)	3.5 (0.42)	2.1 (0.25)	7.0 (0.83)	4.2 (0.51)
輸入		5.0 (▲0.78)	1.3 (▲0.19)	4.0 (▲0.58)	1.5 (▲0.22)	▲0.7 (0.11)	14.1 (▲1.99)	2.8 (▲0.43)
GDPデフレーター		1.1	1.3	1.8	—	—	—	—
PCEデフレーター		0.3	1.2	1.7	—	—	—	—
コアPCEデフレーター		1.3	1.8	1.5	—	—	—	—
名目GDP成長率		4.0	2.8	4.1	4.1	5.3	5.3	4.2

(注) () は寄与度、2018年6月6日現在
(出典) 米商務省

図表2 実質GDP成長率の寄与度別推移



図表3 主要経済指標

項目	年・四半期	2015	2016	2017			2018	
				II	III	IV	I	
雇用	失業率(%)	5.3	4.9	4.4	4.3	4.3	4.1	4.1
	非農業雇用者数(前期比増減,万人)	271	234	219	56.9	42.5	66.2	65.5
消費	小売売上高(名目,前期比%)	2.6	3.1	4.3	0.6	1.0	2.3	0.4
	自動車販売台数(前期比%)	5.5	0.5	▲1.4	▲2.3	1.8	3.8	▲3.3
物価	PCE(前年比%)	0.3	1.2	1.7	1.6	1.5	1.7	1.8
	コアPCE(前年比%)	1.3	1.8	1.5	1.5	1.4	1.5	1.6
住宅	中古住宅販売件数(前期比%)	6.3	3.8	1.1	▲1.0	▲2.6	3.5	▲1.5
	新築住宅販売件数(前期比%)	14.1	12.0	8.4	▲2.4	▲3.3	12.2	0.0
	住宅着工件数(前期比%)	10.8	5.6	2.5	▲4.9	0.1	0.4	4.8
	モーゲージ金利(%)	4.0	4.2	4.0	3.9	4.0	4.2	4.4
貿易	輸出(億ドル)	15,031	14,510	15,467	6,851	3,811	4,076	4,024
	輸入(億ドル)	22,482	21,878	23,429	5,855	5,888	6,187	5,993

(出典) 米商務省, 米労働省, 全米不動産業者協会, S&P

(注) 2018年6月6日現在

策正常化の原則と計画の補記)と定義しているほか、NY連銀の年次報告書(最新は2018年5月公表)において、一定の条件を置いた今後のFRBの保有証券の残高に関する試算を公表している(中心的シナリオでは、バランスシート規模の正常化は2021年第1四半期で、その時の保有証券残高は約3兆ドルと試算されている)。

なお、バランスシートの構成(保有資産の内訳)に関しては、FRBは、長期的には国債を中心とした構成に戻す方針を示している(後述の政策正常化の原則と計画)。

(ii) 新たな出口戦略の公表

米国の金融政策正常化の具体的な手法については、過去、QE2を予定通り終了させることを確認した2011年6月のFOMCにおいて合意されたものがある(「出口戦略の原則」)。

その後、2012年以降のQE3を含む追加的な金融緩和策の実施に伴い、従来の出口戦略を見直す必要が生じたこともあり、2014年春以降、FRBは新たな出口戦略の策定に向けた議論を活発化させ、2014年9月のFOMCにおいて、金融政策の正常化に関するFRBの考えをまとめた新たな出口戦略(「政策正常化の原則と計画」)を公表した。

この新たな出口戦略においては、正常化開始の最初のプロセスは利上げとすること(従来の出口戦略では最初のプロセスは保有証券の再投資の縮小・停止としていた)や、保有するMBS(住宅担保証券)は原則として売却しない(従来の出口戦略ではMBSの売却を想定)ことなどが合意された。

なお、その後のFOMCの議論において、出口戦略に関して追加的に合意された事項もあるが、これらを含めた主な出口戦略の具体的な方針は(図表4)を参照した

だきたい。

(ロ) QE3の縮小から終了

2012年9月に開始したQE3は、実施期間を「労働市場の見通しが著しく改善するまで」として(オープンエンド方式)実施されてきたが(図表6)が、2013年5月から6月にかけて、バーナンキ議長(当時)が、実施中であったQE3の縮小(いわゆる「テーパリング」)に関し、労働市場の回復を条件に「今後数回の会合で資産買入れを縮小することは可能」と発言したこと等から、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。

ちなみに、これらの発言が、米国内における金利上昇や新興国からの資金流出のきっかけとなったとも言われる。

その後、FRBは、2013年12月のFOMCにおいて、労働市場の現状と見通しの改善を踏まえ、2014年1月からQE3における資産買入れペース(毎月850億ドル)を縮小することを決定した(「テーパリング」の開始)。

これ以降、毎回のFOMCにおいて、国債やエージェンシーMBSの買入れ額の縮小(概ね毎回計100億ドル縮小)を決定し、最終的に2014年10月末をもってQE3は終了した(図表5)。

QE3終了後も、保有証券の償還原資の再投資政策は継続されたことから、QE3終了時のバランスシート規模(約4.5兆ドル)は維持された(図表6)。

(ハ) 政策金利の引き上げ

2015年に入ると市場では利上げの開始時期に関心が集まった。同年夏にかけての利上げも意識されていたが、8月後半に、中国を発端とした世界的な金融市場の混乱

図表4 出口戦略の具体的な方針

正常化の手順
・FFレートの引き上げを開始した後、保有証券の償還元本再投資を停止もしくは減少
政策金利（FFレート）の正常化
<ul style="list-style-type: none"> ・誘導目標は当面レンジで設定 ・誘導レンジ幅は今後も0.25% ・IOERをFFレートの上限、ONRRPの提示レートをFFレートの下限（注1） ・補完的にターム物預金やターム物RRPも使用（注2）
バランスシートの正常化
<ul style="list-style-type: none"> ・保有MBSの売却は原則として見込まず ・保有国債の扱いについては明示されていない <p>※議事要旨においては多数の参加者が国債を含む比較的短期で償還期限を迎える資産を売却する可能性について議論</p> <ul style="list-style-type: none"> ・長期的には、金融政策の効果的な実施に必要な以上の証券保有はせず、その際も国債中心の保有

（注1）IOERとは、金融機関がFRBへ預け入れる準備預金に対する付利金利のこと。

2017年6月のFOMCにおいて、政策金利の誘導目標レンジが0.25%引上げられた一方で、IOERの引き上げ幅が0.20%に留められた。この点については「FF金利を誘導目標レンジ内に収める市場取引を助長するため」としているほか、パウエル議長は記者会見において「小規模な技術的調整」説明。

ONRRP（翌日物リバースレポ）とは、有価証券の買戻し条件付取引であり、具体的には、FRBが国債等を市場に売却（市場から資金を吸収）し、一定期間後にその有価証券を買い戻すというもの。

（注2）ターム物預金とは、一定期間の有利子預金を受け入れることで、市中の流動性を吸収するというもの。

ターム物RRPは、ターム物のリバースレポのことを指す。

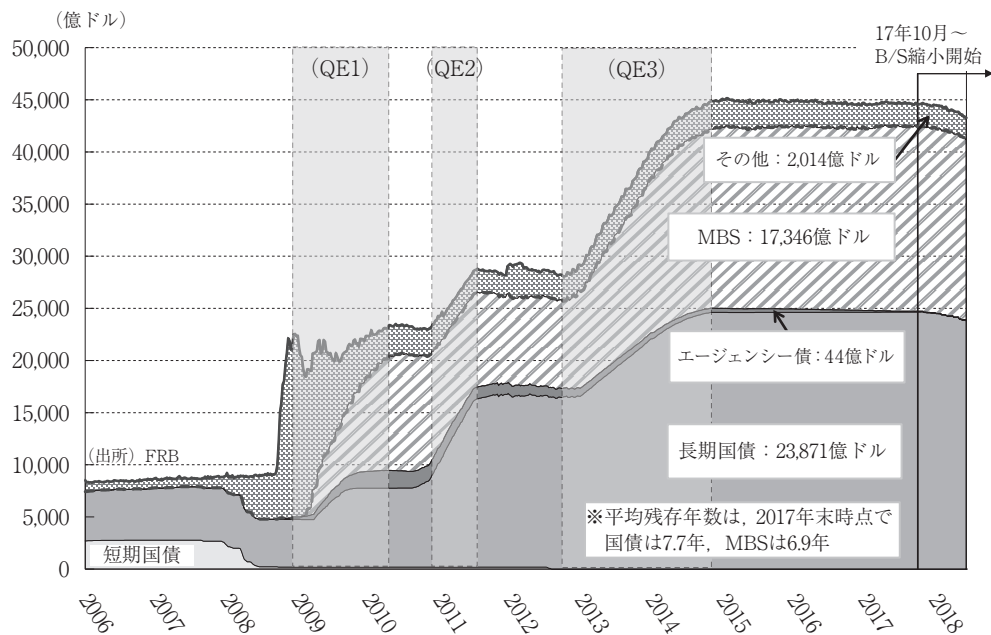
（出典）FRB

図表5 FRBによる資産借入れプログラム

	QE 1		QE 2	MEP		QE 3		
	長期証券の買取り		長期証券の買取り	国債保有年限の長期化 (いわゆるオペレーションツイスト)		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	11年9月21日	12年6月20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	11年10月～12年6月	2012年7月～12月	2012.9～2014.10 ※「労働市場の見通しが著しく改善するまで」継続するとして実施	2013.1～2014.10 ※「労働市場の見通しが著しく改善するまで」継続するとして実施	
買取額	上限	合計 14,250億ドル	3,000億ドル	6,000億ドル	4,000億ドル (注4)	2,670億ドル (注6)	設定せず	設定せず
	月平均	-	-	約750億ドル	約444億ドル	約445億ドル	<ul style="list-style-type: none"> ・2013年12月まではエージェンシーMBSは毎月400億ドル、国債は毎月450億ドル買入れ（計850億ドル/月） ・2014年1月以降、FOMC開催毎に買入れ額を縮小（毎回計100億ドル縮小）、2014年10月末をもって終了 	
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	残存期間が6年-30年の国債	残存期間が6年-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

出典：FRBを参考に当該作成

図表6 FRBのバランスシートの推移



図表7 バランスシート縮小の具体的工程の概要

- ▶ 保有証券の償還元本に関し、再投資を実施しない金額（資産の減少額）の上限額を設定。上限を超えた分を再投資。
- ▶ 上限額は当初計100億ドル/月（国債60億、MBS等40億）とし、その後は上限を3か月毎に計100億ドルずつ増額。1年後に最大額（計500億ドル/月（国債300億、MBS等200億））に到達した以降は、その上限額（最大額）を維持。
- ▶ 経済が悪化した場合は、再投資を再開（バランスシートの縮小を停止）。

が発生したことなどもあり、この時期の利上げは見送られた。

その後、金融市場の混乱が落ち着きを取り戻したことや、米国経済の回復も続いたことなどから、市場では再び2015年内の利上げ観測が高まった。このような状況の中、FRBは、2015年10月のFOMC声明文の中で、12月のFOMCにおいて利上げを検討する旨予告し、続く12月16日のFOMCにおいて、9年半ぶりに政策金利の引上げを決定した。

この利上げの背景については、FOMC後に公表される声明文において、「労働市場にかなりの改善が見られ、物価が中期的に2%の目標に向けて上昇することにある程度の確信を得たと判断した」と説明している。

そして、これまで（2018年6月時点）のところ、計7回（2016年：1回2017年：3回、2018年：2回）の利上げが実施されている（各0.25%の利上げ）。

(二) バランスシートの規模の縮小

FRBは、保有証券の再投資政策については、「利上げが軌道に乗る（well under way）まで継続」する方針を

示していたが、2017年2月のFOMC以降、再投資政策の扱いに関する議論を開始した（2017年2月のFOMC議事要旨より）。

そして、2017年6月のFOMCにおいて、FRBは、経済情勢次第で2017年内にバランスシートの縮小を開始することを明示したほか、縮小を始める際には、毎月のバランスシート縮小額に上限を設定し、その上限を段階的（3ヶ月毎）に引き上げていくといった具体的な方法も合わせて公表（「政策正常化の原則と計画の追記」図表7）した。

その後、2017年9月のFOMCにおいて、バランスシートの縮小開始を決定し（開始は2017年10月）、現在もバランスシートの縮小過程は継続されている。

（上田大介、赤嶺彰一、保倉拓人）

図表8 バランスシート縮小のイメージ

