

米国は政策効果で目先安定 11年度は2.2~2.5%成長

二番底懸念から一転、にわかに楽観ムードが強まる米国経済。金融緩和と財政政策の両面展開で、成長率の下振れシナリオは後退したといえるのか。
成瀬順也 ●大和総研 チーフストラテジスト

米 国経済が悲観から楽観ムードに振れたのは、2010年11月の中間選挙で民主党が大敗したことが大きい。オバマ政権の施策は低所得者や零細企業支援が中心だった。就任1年目のマイナス成長の中ではバラまきの政

策も効いた。だが、2年目は雇用環境がなかなか改善せず、限界を露呈し始めていた。歴史的敗北を受けて同大統領は富裕層も含む「ブッシュ減税」の継続実施を決め、失業保険給付期間延長や給与税減税、設備投資減税などを盛り

り込んだ。これは民主党、共和党双方のエッセンスを取った効果的な政策といえる。景気回復に対する見方が強まる中、年末商戦はよい出足を見せている。実際の消費関連統計もそれを裏付ける。安

いものだけでなく、デパートなどでの高級品も回復し、宝飾品などが売れているのも特徴だ。10年末での減税打ち切りが回避されたため、高所得者層が消費を増やしたのだろう。また、昨年後半の株高による資産効果も大きい。

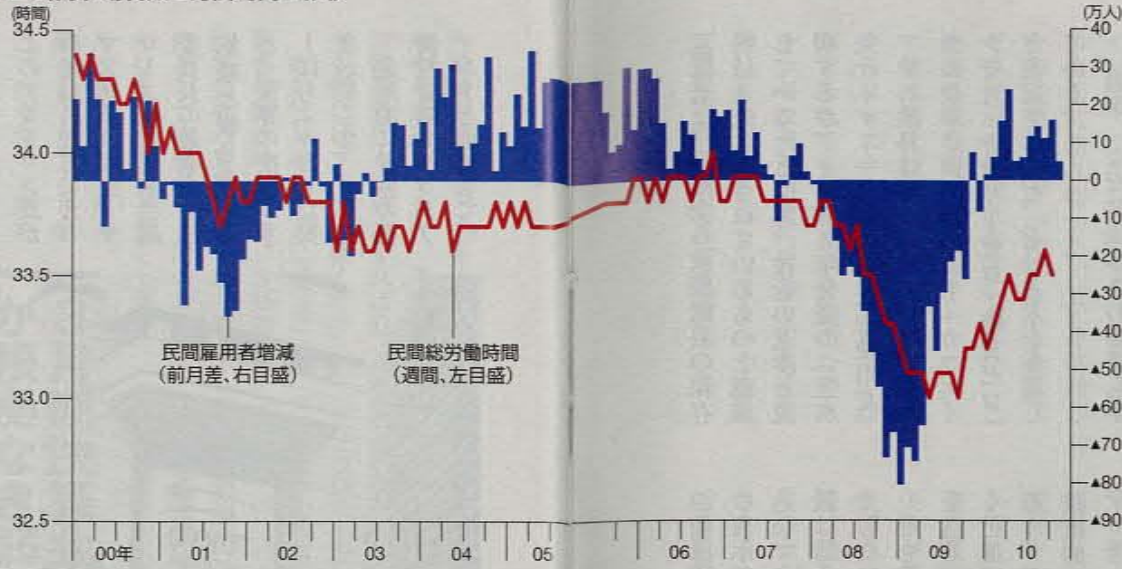
株式相場上昇を支えたのが米連邦準備制度理事会（FRB）。10年8月末、バーナンキ議長が講演で追加緩和を示唆したのが起点だ。同年11月2~3日のFOMC（連邦公

開市場委員会）まで何も実施しなかったが、さまざまなアナウンスメント効果で緩和ムードを浸透させ、市場がそれを先取りし、株価上昇へとつながった。

中間選挙までは選挙対策の議論に終始し、有効な景気対策はまともでない。そこへ二番底に陥る懸念が強まり、市場は株価急落の不安を募らせていた。だが、実際は金融政策で秋口の失速懸念をカバーし、後を財政政策に任せる流れになった。

11月のQE2（量的緩和第2弾）発表後、長期金利が上昇したといわれるが、期待先行で債券が買われることで下がった金利が「戻った」にすぎない。10年春の時点で米国

■民間雇用者数と労働時間の推移



景気回復のカギを握る
雇用改善は順調に進むか

(出所)米労働省

気の足を引っ張り続けるだろう。住宅バブルで借金を膨らませた人たちは返済に迫られるため、どうしても消費の頭が抑えられる。フローで消費改善が見られるものの、ストックの部分で家計のバランスシート調整は当分続く。

11年度の経済成長率予測を6月終了）に続く金融緩和は3・5ないし4%へ引き上げるエコノミストもいるが、それは楽観的。金融政策と財政政策がそろい、あくまで景気の下振れ懸念がなくなってきただけで、成長率は2・2・5%が妥当と見ている。

株高が続けばQE2（11年6月終了）に続く金融緩和は実施されないだろう。現在の金融緩和は直接的な景気への効果が低い。ローン金利が史上最低水準を更新しても、住宅販売は低迷したまま。企業の手元資金は潤沢で、緩和と設備投資の増加は直結しない。期待されるのはマーケットを通じた間接的な効果で、株高による消費増やドル安による輸出メリットなどだ。

今週の経済日程

1月10日~1月16日	
1/10(月)	成人の日
1/11(火)	景気動向指数(11月速報、内閣府) 米国・卸売在庫(11月分)
1/12(水)	国際収支状況(11月中速報、財務省) マネーストック(12月速報、日銀) 貸出・資金吸収(12月分) 景気ウォッチャー調査(12月分、内閣府) 米国・輸入物価(12月) 英国・貿易収支(11月分)
1/13(木)	機械受注統計調査(11月分、内閣府) 米国・貿易収支(11月分) 米国・生産者物価(12月分) 英国・鉱工業生産(11月分) ECB(欧中銀)政策理事会 BOE(英中銀)金融政策決定会合
1/14(金)	企業物価指数(12月速報・11月確報、日銀) 特定サービス産業動向統計(11月速報、経産省) 米国・消費者物価(12月分) 米国・小売り売上高(12月速報) 米国・鉱工業生産(12月分) 米国・企業在庫(11月分) ユーロ圏・消費者物価指数(12月速報)

るのはおそらく1年後。歳出拡大に偏った過去2年の景気対策は雇用増加に十分ではなかった。減税は高所得者や大企業などにカネを使ってもらった政策で、すぐに効くわけではない。減税によって消費が

刺激されて税収が増え、トータルとしてプラスになるのかどうか。11年後半、設備投資の増加や雇用改善など、持続的成長に向かう環境が整っていないければ、財政赤字が大きな問題になるだろう。(談)

なるせ・じゅんや●1989年早稲田大学政治経済学部卒業、大和証券入社、大和総研投資研究部へ。海外マクロ経済や海外企業、米国市場調査を担当。2009年に投資調査部、チーフストラテジスト、10年に投資調査部長就任。現在は国内外の経済・株式・為替・コモディティなどグローバル市場の投資戦略を担当。



撮影：今井康一

の10年債は4%まで上昇しており、現状の3%半ばは比較妥当な水準だろう。ただ、出口戦略が模索されていない中で4%を超えるようだと行きすぎ。新規の住宅ローンにも影響を及ぼし景気を冷やすなど、悪い金利上昇となる。FRBはここまですぐ乗

り切ったものの、後々の出口戦略はかえって難しくなった。追加緩和で決めた6000億の国債買い入れでバランスシートは約3兆まで膨らむ。12年以降、利上げを模索するうえで、バランスシート縮小をどう進めるか、難しい舵取りを強いられる。

労働時間に注目

景気全体では消費回復が見られる一方、雇用面の改善が緩慢なことが最大の課題だ。

雇用環境の改善が遅れ、株価が再び下がれば、消費の増加も一時的なもので終わる。現在、企業内では残業時間が徐々に増えている。従業員1人当たりの残業がこれ以上増やせない水準に達すれば、新規の雇用増につながる。雇用統計を見るうえでは、先行的な指標といえる労働時間の推移を注視している。

一方、住宅市場の低迷は景