

米金融政策と雇用環境

【ポイント】

1. 日銀が大規模な緩和策を打ち出したのとは対照的に、米国の金融政策は現行の内容をどう縮小させていくかが焦点になりつつある。
2. 量的緩和策第3弾（QE3）の継続については、「雇用の著しい改善が見通せるまで」と曖昧な基準にとどまっている。
3. 雇用者数や失業率だけでなく、他の雇用関連指標をみると、米国の雇用環境は依然として厳しく、QE3縮小の議論は早計であろう。

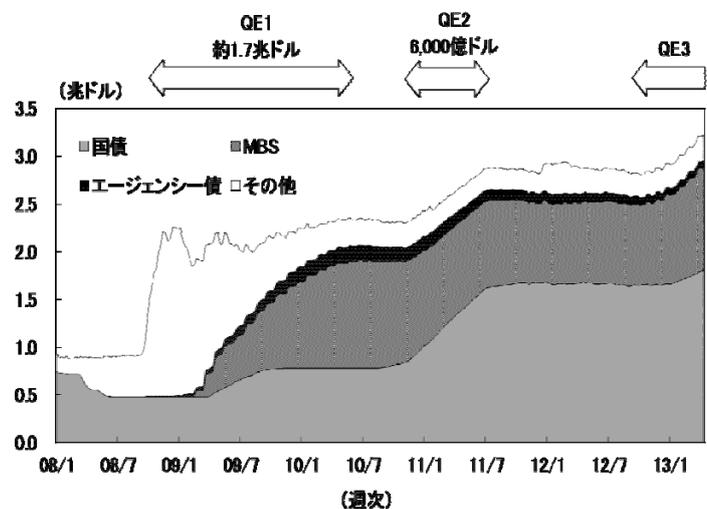
日銀は4月3、4日に開催した金融政策決定会合にて、過去に例を見ない大規模な金融緩和策を打ち出した。金融市場調節の操作目標を、従来の無担保コールレート（オーバーナイト物）から、マネタリーベースに変更し、その残高を2年間で2倍にすると決定。予想を上回る金融緩和策にマーケットは揺れ、10年物国債利回りは4月5日の場中、瞬間的に史上最低の0.315%まで低下、ドル円レートは2009年4月以来の水準である1ドル=100円を窺うところまで円安が進んだ。日本はこれから2%の「物価安定の目標」の実現に向け、当面緩和的な状況が続くとみられる。

一方、米連邦準備制度理事会（FRB）は2008年12月に、政策金利であるFederal Funds レートを「異例の低金利」水準となる0～0.25%まで引き下げた。加えて、昨年9月に、毎月400億ドルの住宅担保証券（MBS）を購入するQE3を決定。また12月にはツイスト・オペの終了に合わせ、450億ドルの長期国債の購入を決定し、現在、毎月850億ドルの債券購入を実施している。今後、住宅市場の持ち直しに伴う経済の緩やかな回復が期待される米国では、さらなる追加緩和策が打ち出される可能性は低く、現行の債券購入をどういった形で縮小させていくかという「出口戦略」に焦点が移っている。足元の円安・ドル高進展の一要因として、このような日米の金融政策に対する姿勢の差も指摘される。ここでは米国の金融政策について振り返るとともに、政策の判断材料となる経済・雇用環境について整理したい。

1. これまでの米国の金融政策

2008年の金融危機以降、米国は政策金利を引き下げた上で、市場にマネーを供給する量的緩和策をたびたび行ってきた（図表1）。最初の量的緩和策（QE1）は、2008年11月から2010年6月に実施され、およ

図表1. FRBのバランスシート

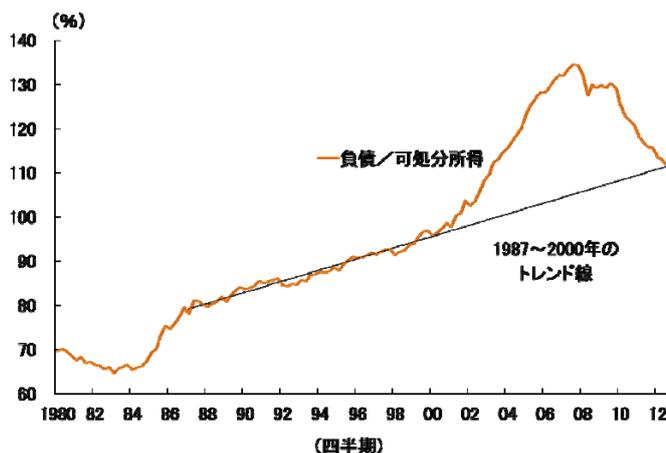


(資料)FRBより富国生命作成

そ1年半の間に約1.7兆ドルという規模の資金を市場に供給した。国債やMBSの購入だけでなく、急激な信用収縮への対策として、資金貸出や通貨スワップなどを含む内容であった。第2弾であるQE2は2010年11月から2011年6月にかけて実施され、あらかじめ規模と期間を定めて長期国債を購入するという形式がとられた。QE2決定の直前には、毎年夏に行われるカンザスシティ連銀主催の経済シンポジウム、通称ジャクソンホールにて、バーナンキFRB議長が追加緩和を示唆したことで市場の期待が一気に高まり、実際に緩和策が打ち出される前から株価の上昇がみられた。資産効果による米消費の増加も指摘されている一方で、過剰な資金供給により、原油など資源価格の高騰や、ブラジルなど新興国の株・通貨高を招いたという批判もみられた。

そして現在実施されているQE3は、毎月の債券購入の規模と内容のみを定め、実施期間は定めないオープン・エンド型の形式がとられている。毎月の購入額についても、「いつでも調整可能」と、経済状況の変化によって購入規模を変更する可能性を排除しておらず、最終的に緩和規模がどの程度まで膨らむかは予想が難しい。FRBの政策は、バーナンキ議長含むFRB理事7名と、各地区連銀の総裁12名中5名（内4名は毎年入れ替わる）の計12名による投票によって決定されるが、2013年の投票権を持つメンバーには、金融緩和についてより積極的とされる、所謂ハト派のメンバーが多い。よって、定性的な面からみると、2013年は現状の緩和策が変更される可能性は高くない。それでも、米国経済の先行きが比較的明るい中、景気回復の過程でインフレに対する懸念が台頭すれば、緩和ペースを鈍らせる可能性もある。

図表2. 家計のバランスシート調整

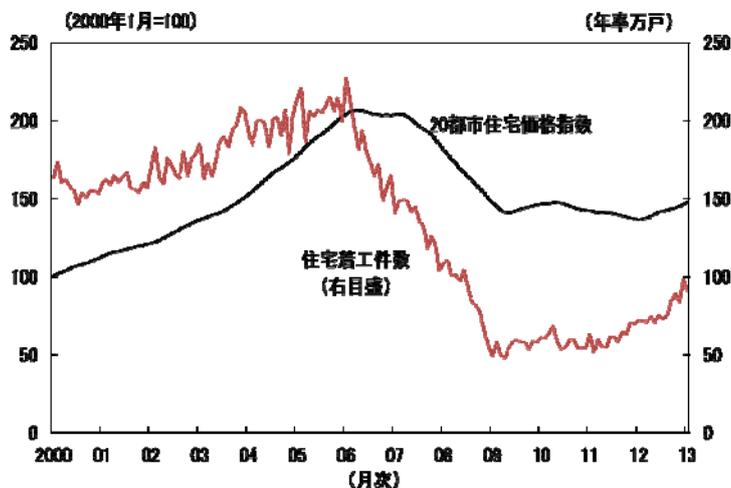


(資料)FRBより富国生命作成

2. 懸念が払拭されつつある米経済

米国経済の先行きの明るさの理由には、懸念材料が払拭されつつあるということが挙げられる。金融危機後の米国経済も緩やかな持ち直しをみせていたが、家計のバランスシート調整と、住宅市場の低迷が常に懸念材料とされてきた。家計の債務は過剰に膨れ上がり、住宅投資は2006年から2011年にかけて6年もの間、GDPの下押し要因となっていたが、これらの悪材料が改善に向かいつつある。図表2は家計の負債/可処分所得比率を示したグラフである。この比率は、住宅バブル期に家

図表3. 住宅価格指数と着工戸数



(資料)米商務省、S&Pより富国生命作成

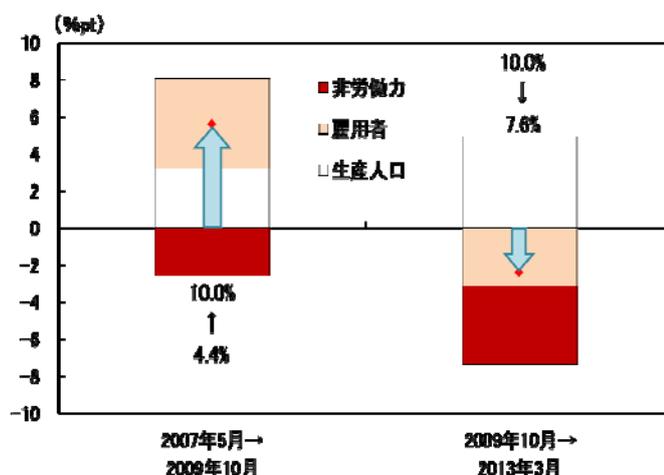
計のローン残高が大幅に拡大したことなどにより、一時 135%程度まで上昇したが、足元では、比較的安定した推移となっていた 1987～2000 年のトレンド線を下回る水準まで低下している。また住宅市場は、着工戸数が 2005 年に年間 200 万戸超となってから、2009 年には 55 万戸程度まで落ち込み、しばらく持ち直しの気配がみられない状態が続いていたが、2012 年から上向きの兆しを見せ、足元では年率 100 万戸に達しようかという水準まで増加している（図表 3）。住宅価格も未だ低水準ながら、足元では上昇の動きが継続している。住宅市場の持ち直しは、依然として水準は低いものの、建設関連の雇用増加にもつながっており、米経済回復のけん引役になるとみられている。

3. 米国の雇用環境

ただし、米国の雇用環境は依然として厳しい。緩やかな回復が続く中で、失業率はピーク時の 10.0%から 7.6%まで低下したが、その主因は労働力人口の減少、つまり非労働力化によるところが大きい（図表 4）。既に女性の社会進出による参加率の上昇は、1990 年代後半に頭打ちしているし、1946～1959 年に生まれた「ベビーブーマー世代」が高齢化するなど、長期的な労働参加率の低下圧力がある米国だが、若年層の人口増も同時にみられる同国では、やはり労働参加率の上昇なくして雇用環境が改善しているとは言い難い。

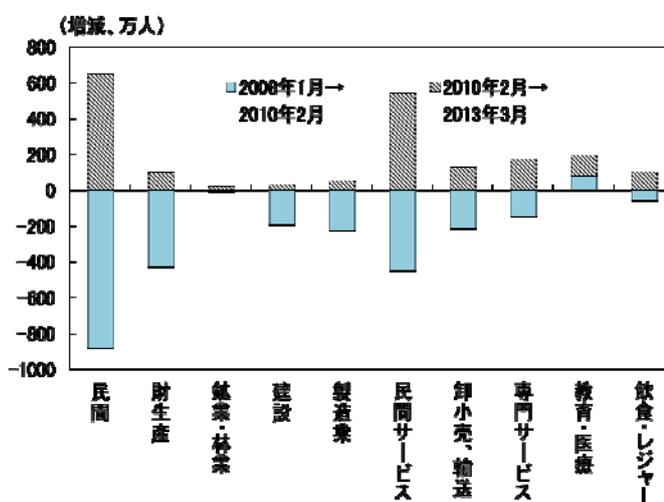
またリーマン・ショックを境に、雇用のミスマッチが起きている可能性が指摘できる。図表 5 は、民間雇用者数が過去最高となった時点から、金融危機による減少のボトムまでの雇用者数の減少と、ボトムから足元までの雇用者数の増加を業種別に示したものである。民間雇用者数は 2008 年 1 月に過去最高の 1 億 1,566 万人となった後、2010 年 2 月にかけて約 880 万人減少した。この間の推移の内訳をみると、サービス部門で約 450 万人、その他、約 430 万人は製造業含む財生産部門で減少。足元までの回復過程において、サービス部門は教育・医療サービス、飲食・レジャー、専門サービスに含まれる派遣などを中心に雇用増のペースが速く、既に 2008 年 1 月の水準を上回っているが、財生産部門では

図表 4. 失業率変化の要因分解



(資料)米労働省より富国生命作成。要因分解は右式による $\Delta UR = -\Delta E/L + \Delta E/F/L^2 - \Delta NL/L^2$
 UR:失業率、E:雇用者、L:労働力人口、F:生産人口(16歳以上)、NL:非労働力人口

図表 5. 業種別雇用者数増減



(資料)米労働省より富国生命作成

製造業や建設部門で落ち込みをほとんど取り戻せておらず、わずか 100 万人程と極めて鈍い持ち直しとなっている。製造業に従事していた雇用者が、すぐさま他の業種に転身するという事は容易ではない。

そして財生産部門とサービス部門の間には、賃金の格差が存在している。(図表 6)。週あたりの賃金をみると、鉱業や建設、製造業を含む財生産部門では平均を上回る賃金が得られるが、飲食・レジャーが特に顕著なように、サービス関連部門では総じて財生産部門より低い賃金しか得られない。仮に製造業に従事していた雇用者が、卸小売業や、飲食サービス業に転じた場合、獲得できる賃金は以前より下がってしまう可能性が高い。もちろん、IT 関連や弁護士、会計士といった専門的なサービス分野では高賃金が得られるが、

当然ながらこういった分野への転身はハードルが高く、雇用の回復も鈍い。代替性の高い低賃金の雇用ばかりが増加するという状況は、あまり芳しくないであろう。

このように、失業率や雇用者数のみでなく、労働参加率や賃金など、他の雇用関連指標に目を転じると、「雇用の著しい改善」にはかなり遠い状況であり、その継続は難しい。ミスマッチの解消や賃金格差の問題は、経済的かつ社会的な問題であるため、金融政策だけでは解決できない部分も残ろう。

4. 米金融政策の行方

定性的にも、雇用環境をみても、QE3 の縮小の議論はまだ早計であると思える。一方で、「異例の低金利」の継続については、明確な基準が定められている。昨年 12 月には、従来の「2015 年半ばまで」とする内容から、①失業率が 6.5% を超えており、②インフレ率の見通しが 2.5% を上回らない限り、正当化されるという内容に変更された。政策金利の引き上げの前に QE3 の縮小・終了があることを考えると、必然的に 6.5% という失業率水準は QE3 にとっても一つの目安となる。他の雇用関連指標の改善が見られない中、失業率だけが低下していくということになった場合、FRB はどのような政策をとっていくのだろうか。「異例の低金利」の継続の条件変更という可能性も含め、今後の動向が注目される。

また、バーナンキ議長の任期が 2014 年 1 月に切れることも無視できまい。過去の例を振り返ると、FRB 議長の後任候補についての議論は、任期終了の半年ほど前から出始めているようである。バーナンキ議長はハト派として有名だが、議長の変更によって、金融政策の舵が大きく変わる可能性がある。ただし、現状では、次期議長の最有力候補はバーナンキよりも緩和策に積極的だとされるイエレン副議長とされており、その場合にはあまり大きな変更はみられないだろう。

(財務企画部 伊藤 浩士)

図表 6. 2012 年の業種別賃金

