

# 金融危機のトラウマが癒える米国

## ベージュブックとイエレン議長証言

欧米調査部首席エコノミスト

小野 亮

03-3591-1219

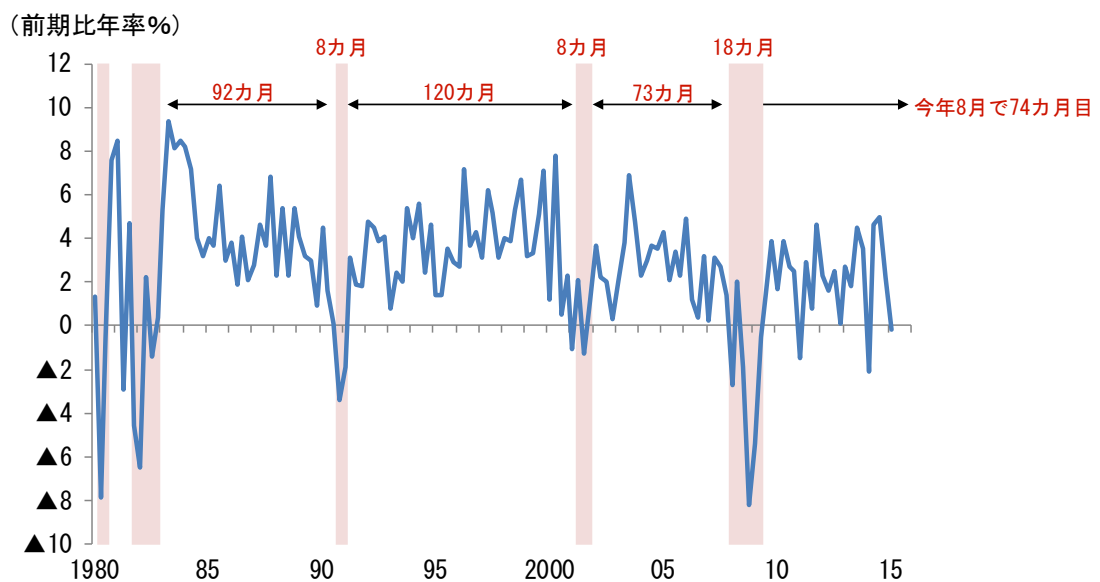
makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- 米国の景気拡張期間は8月で74カ月目を迎える。これは金融危機前の前回の拡張期間を超える長さである。主要4カ国・地域の中で米国の回復は顕著であり、積極的なマクロ経済政策が奏功した。
- 15日に発表された地区連銀経済報告（ベージュブック）では、12地区で景気拡大が報告された。キーワードの動向をみると景気の底堅さが増し、ドル高・原油安による弱含みが後退している。
- 同日の議会証言で、イエレン議長は年内利上げに前向きな姿勢を示した。個人消費と海外経済に対する強い不安や警戒はみられず、IMFによる利上げ先送りにも反論した。

### 1. 金融危機前を超えようとしている米国の景気拡張期間

米国では長い景気拡張期が続いている。成長率そのものは決して高くないが、景気拡張期間は今年8月で74カ月目となる（図表1）。住宅・信用バブルで押し上げられていた金融危機前の拡張期間を超えつつある。

図表1 実質GDP成長率と景気拡張・後退

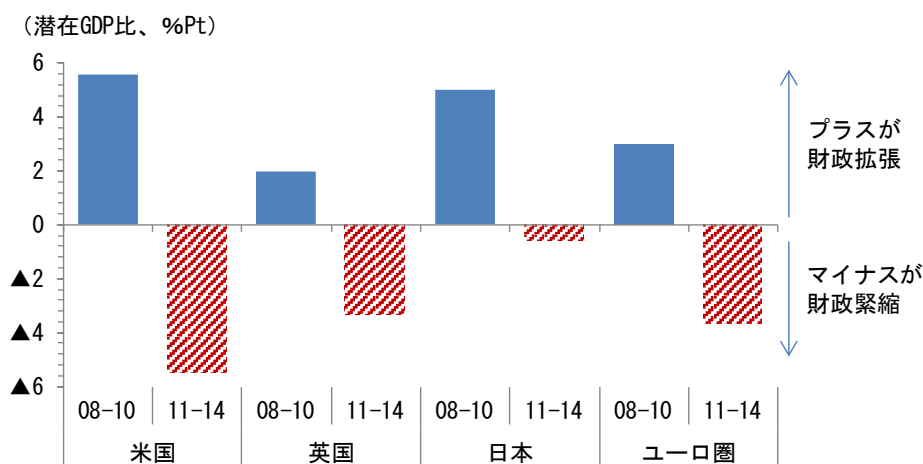


(資料) 米国商務省、NBERより、みずほ総合研究所作成

他の主要先進国・地域と比較すると、金融危機からの米国経済の回復度の大きさは明白である。2005～2008年の実質GDPのピークを100とした場合、米国の実質GDPは1割近く既往ピークを上回っている。回復が進む英国でさえ、既往ピーク比+5%弱である。日本とユーロ圏は依然ピーク近傍に留まる。

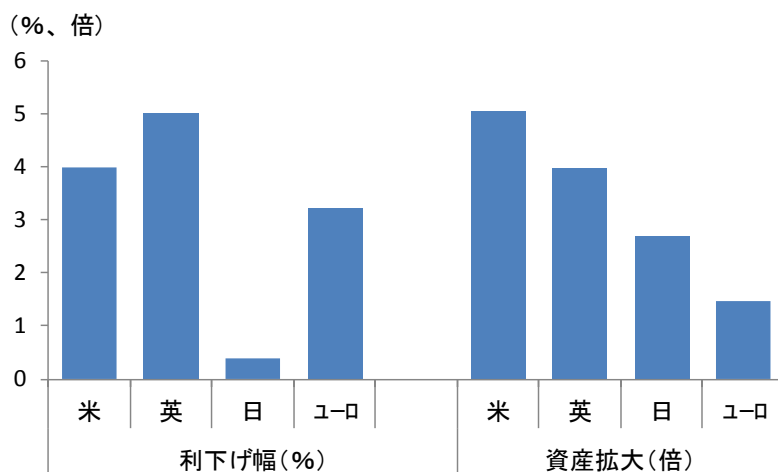
こうした違いは何に起因するのか。各国・地域経済における財政乗数や金融政策への感応度に大差がないとすれば、米国で実施された他に比して大規模な景気対策と積極的な金融緩和がカンフル剤となったとみて、大きな間違いはないだろう（図表2、図表3）。加えて米国は世界有数の柔軟な労働市場を有し<sup>1</sup>、最も発達した資本市場（リスク・マネーの供給の場）を抱えていることなども無視できない要因とみられる。

図表2 主要4カ国・地域の財政政策の比較



(注) 景気循環調整後のプライマリー収支・潜在GDP比率について同比率の前年差をとり、2008～10年及び2011～14年の各累計値を計算。ただし符号を反転してプロットしている。  
 (資料) IMF Fiscal Monitor (2015/4) より、みずほ総合研究所作成

図表3 主要4カ国・地域の金融政策の比較



(注) 2007年末から2014年末の変化。ユーロ圏の政策金利は預金ファシリティ金利を利用。資産拡大は中央銀行の総資産額の変化。  
 (資料) 各国中銀より、みずほ総合研究所作成

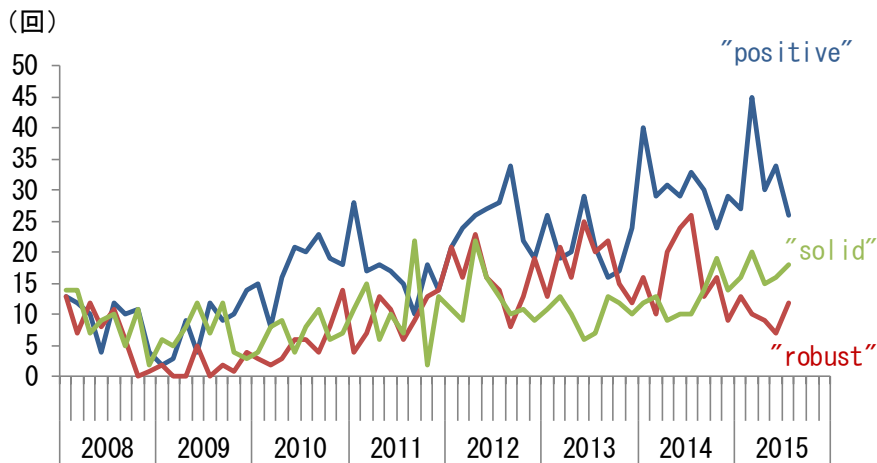
## 2. ページブックは景気の底堅さが増し、弱さが低下していることを示唆

15日に発表された最新の地区連銀経済報告（ページブック）では、全米各地の地域経済の底堅さの強まりと、ドル高・原油安の影響を受けた弱含みの動きが後退している様子をうかがい知ることができる。

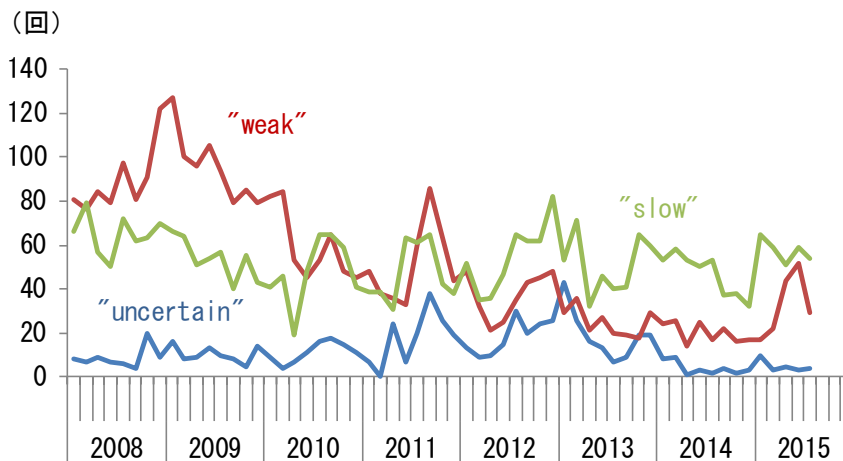
ページブックでは前回（6/3）に続いて「12地区で景気拡大が続いている」と報告されている。景気の明るさや強さを示す3つのキーワード(positive、solid、robust)の登場回数をみると、“positive”は減ったものの、“solid”と“robust”は増加した（図表4）。一方、景気の暗さや弱さを示す3つのキーワード（weak、slow、uncertain）の登場回数をみると、“slow”はほぼ横ばいながら、“weak”が大きく減り、“uncertain”はほとんど使われていない。

図表4 ページブックの重要キーワードと登場回数

<明るさや強さを示すキーワード>



<暗さや弱さを示すキーワード>



(資料) FRBより、みずほ総合研究所作成

### 3. イエレン議長の前向き発言～3つのポイント

年内の利上げ開始という判断は変わらない——15日の議会証言で、米連邦準備制度理事会（FRB）のイエレン議長が発したメッセージは、利上げに前向きな内容だった。

証言が「前向き」と受け止められるポイントは3つある。個人消費に対する不安が聞かれなかったこと、海外経済に対する強い警戒感が薄れていること、利上げを先送りすることよりも早めの利上げが望ましいと発言したことである。

個人消費に対する見方は一部の市場参加者にとってはサプライズだったかも知れない。前日に発表された6月の小売売上高が市場予想を下回り、6月の連邦公開市場委員会（FOMC）で懸念材料の1つに挙げられた「個人消費の弱さ」を裏付けるような内容だったからだ。こうした状況の中、イエレン議長は個人消費の動向について次のような判断を示した。「特に、個人消費は持ち直しており、5・6月の自動車販売は強かった。家計が高額消費に向けるお金も余裕もあると示唆している。」

海外経済に関しては、ギリシャに対する第三次支援の合意や、株価暴落を抑え込んだ中国当局の対応があったことが大きな要因とみられる。そのためイエレン議長は海外経済のアップサイド・リスクにすら言及した。

早めの利上げが望ましいという発言は、利上げ先送り論を展開した国際通貨基金（IMF）の報告書（6/4）に関する議員の質問を受けたものである。イエレン議長は、「やや早めに利上げを始めると、ゆっくり利上げでき、その影響が見極められる。それが慎重なアプローチだ」とIMFの提言に否定的な見方を示した。そもそも、経済や金融市場にとって重要なのは利上げ開始のタイミングではなく、利上げ完了までの政策金利全体のパスだと考える議長にとって、景気回復が進む中で利上げ開始を遅らせる理由は乏しい。

### 4. GDP 統計を待って 9 月利上げ

海外経済・金融市場に再び変調が見られない限り、実際にFRBが利上げに踏み切るのは、7月末のFOMCではなく9月と予想される。理由の1つがGDP統計である。

7月下旬、米国商務省がGDP統計を発表するが、今回は定例の年次改訂に加えて、季節調整も一部変更される。この結果、過去数年間の景気回復の姿が大きく変わるかも知れない。利上げ開始の可否を判断するには、そうした変更を十分に吟味する必要がある。7月FOMCでは時間が無い。

イエレン議長が述べたように、利上げ開始は「米国経済が金融危機のトラウマから癒えた」とのシグナルになる。FRBは、金融市場に混乱なく利上げを始められるのか。金融市場参加者の間では12月利上げという見方も残る中で、コミュニケーションの一層の向上が急がれる<sup>2</sup>。

<sup>1</sup> OECD の雇用保護指標によって確認できる。

<sup>2</sup> プライマリー・ディーラー（米公認政府証券ディーラー）のアンケート調査では9月利上げが20社中、16社を占めた（ロイター、7/2）。一方、FF金利先物市場では議会証言後もなお12月利上げ開始という予想がメインである。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。