

財政合意と米金融政策への示唆 重要な前進だが“不測の事態”への備え怠れず

みずほ総合研究所

調査本部 市場調査部・政策調査部

03-3591-1219 / 03-3521-1307

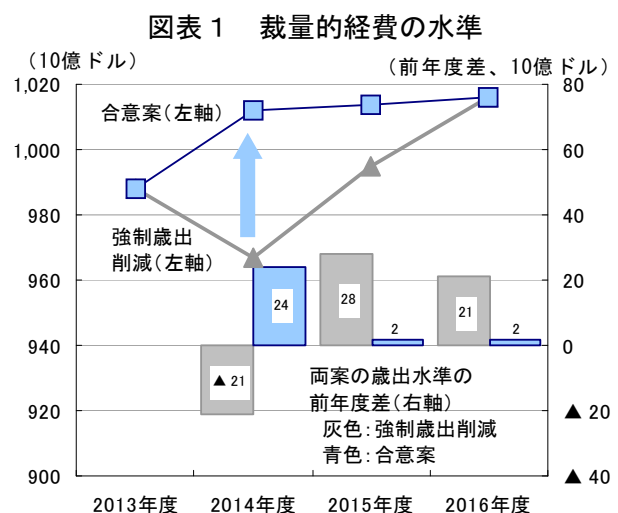
- 12月10日、米議会で財政合意が発表された。2014・15年度予算に限った小規模なパッケージだが、少なくとも成立すれば米国は政府閉鎖の回避に近づく。
- 財政合意は米金融政策の行方にも重要な意味を持つ。QE3縮小への舵取りが楽になるからだ。最近では雇用統計など経済面からもQE3縮小に向けた環境が整い始めている。
- ただ金融市場への影響が大きい債務上限問題は未解決であり、FOMCは“不測の事態”への備えが怠れない。経済面でも住宅市場の持ち直しが続くかどうか、しばらく様子見の必要があるだろう。

1. 合意された強制歳出削減の見直し

米議会で財政合意が発表された。2013年12月10日、下院共和党のライアン予算委員会委員長と上院民主党のマレー予算委員会委員長は、2014～15年度の歳出水準についての協議が合意に達したことを明らかにした。両委員長が主導した協議は、2013年10月16日の財政協議妥結に盛り込まれていたもので、12月13日が期限とされていた。

今回の合意は、当面2年間の強制歳出削減の規模を縮小し、より長い期間での財政赤字削減策に置き換える内容だ。強制削減の規模は、2014～15年度の2年間の合計で、約630億ドル縮小されている。裁量的経費（強制削減対象分のみ。以下同じ）

の歳出水準は、2014年度が1兆120億ドル、2015年度が1兆140億ドルとなり、2016年度の1兆160億ドルまで、ほぼ横ばいとされた（図表1）。2014年度については、共和党が9,670億ドル、民主党が1兆580億ドルの歳出水準を要求していた経緯があり、ほぼ両者の中間で折り合った格好だ。同時に、民間航空のセキュリティー料を引き上げるなどの措置によって強制削減の縮小を埋め合わせる財源が確保されており、向こう10年間では200億ドル以上の財政赤字削減となる見込みである。



(注) 強制歳出削減の対象となる裁量的経費（歳出権限）
(資料) CBO 資料などにより作成。

景気との関連では、2014年度についてはプラスの影響が期待される。強制削減による裁量的経費の落ち込みが回避され、逆に2013年度を上回る水準となったからだ。但し、2015・16年度については、予定通りに強制削減が実施された場合でも歳出の増額が見込まれており、むしろ今回の合意によって2014～16年度の歳出水準がほぼ横ばいとなったために、景気の押し上げ効果が縮小する点には注意が必要だ（前掲・図表1）。

2. 近づいた政府閉鎖の回避

今回の合意によって、米国は2014年1月15日の暫定予算期限切れによる政府閉鎖の回避に近づいた（図表2）。今回の合意は、今後、上下両院での採決にかけられる。早ければ、2013年12月13日にも下院本会議での投票が行われる見込みである。本合意が上下両院で可決された場合には、米議会は歳出上限を政策分野ごとの歳出法に落とし込む作業に移る。2014年1月15日の暫定予算切れまでに、歳出関連法案を一本化したオムニバス法案の可決が目指されそうだ。

米国の財政運営にかかる霧がすべて晴れたわけではない。まず、今回の合意についても、上下両院で可決されるかどうかは、不透明な部分が残る。共和党には、2014～15年度の歳出水準が引き上げられたことへの不満がくすぶる。民主党からも、2013年末で期限切れとなる失業保険給付特例措置の延長が盛り込まれなかったことや、財源として公務員年金の保険料引き上げが盛り込まれたことなどへの批判が聞かれる。また、2014年3月にも引き上げが必要になるといわれる法定債務上限への対応も、今回の合意には含まれなかった。

それでも、党派対立の厳しさが際立つ米議会で、上下両院が合意に達した意義は小さくない。2010年の議会中間選挙で上下院で多数党の異なる「ねじれ議会」が誕生して以来、米議会は3年間（11～13年度）連続で歳出水準に合意できなかった。「10年間で4～5兆ドルの財政赤字削減」といった大きな目標を取り下げ、小規模なパッケージでの現実的な合意を目指したことで、ようやく米国の財政運営は正常化への小さな一歩を踏み出した。もちろん、ここまでこじれた党派対立は、そう簡単には緩和しない。今回の合意のように、現実的な対応で最低限の課題を消化していけるかどうか、今後の米国の政策運営を評価する軸になる。

図表2 今後の財政・議会動向と米金融政策

2013年12月	13日	両院協議会による予算案等、財政合意の提示期限（10日公表済み）
	13日～	財政合意に対する上下両院の承認。その後は歳出法案策定作業へ
	16日～	イエレンFRB新議長指名公聴会（上院）
	17-18日	FOMC（バーナンキFRB議長記者会見、経済見通し公表）
2014年1月	15日	暫定予算の期限。財源措置がなければ政府機関の閉鎖に
	28-29日	FOMC開催（投票メンバー入れ替え。タカ派が増加）
	31日	バーナンキFRB議長退任（予定）
2月	1日	イエレンFRB新議長就任（予定）
	7日	債務上限規定の適用免除期限
	8日	債務上限規定の適用再開。財務省の「やり繰り」本格化
3月	18-19日	FOMC（イエレンFRB議長（予定）記者会見、経済見通し公表）
	～下旬	財務省の「やり繰り」が限界に

（資料）みずほ総合研究所

3. 米金融政策を左右する評価軸から見ても重要な前進

上下両院の予算委員長らが発表した財政合意は、来週17-18日に会合を控える連邦公開市場委員会(FOMC)にとっても大きな意味を持つ。財政面の不透明感が後退し、量的緩和策(QE3)の縮小に対する重要な障害が取り除かれ得る動き、とみなせるためだ。

FOMCがQE3を縮小するかどうか判断するに当たっては2つの評価軸があると思われる。財政・議会動向という評価軸と、実体経済動向という評価軸だ。大方の金融市場参加者が「QE3縮小開始」を予想していたにも関わらず「据え置き」を決めた9月FOMCでは、①景気回復に対する自信喪失、②長期金利上昇による住宅市場への影響の懸念、③財政政策を巡る不透明感の3つが「据え置き」の理由として指摘されていた(バーナンキ議長の記者会見での発言)。このうち①と②が実体経済動向という評価軸に当たり、③が財政・議会動向という評価軸に当たる。

後者の③は、10月に連邦政府機関の一部閉鎖や、米国債の債務不履行(デフォルト)懸念の高まりという形で現実になったことは記憶に新しい。これに対し今回の財政合意はこうしたリスクの一部が後退し、財政・議会動向からみてQE3縮小に向けた環境が整い始めたことを示す「兆し」として理解することができるわけだ。

ここで①と②の実体経済面という評価軸でも、QE3縮小に向けた環境が整い始めている点に触れておく必要があるだろう。

今夏は「悪くは無いが期待外れ」の続いた米経済指標だったが、最近のISM指数や雇用統計などは期待以上の内容となっている。みずほ総合研究所が米経済指標の動きと市場予測とのズレを追跡(トラッキング)しているCSI(Cumulative Surprise Index)をみると、今年8月からマイナス圏で“海底”を這うように推移してきた同指標が、11月半ばごろから急テンポで回復し、足元ではプラス圏に入ってきた様子が確認できる(図表3)。CSIは、期待外れの弱い指標が続いている場合はマイナス、期待以上の強い指標が続いている場合はプラスの値を取る。

なかでも最近の雇用統計では、8月、10月、11月と過去4カ月のうち3カ月で前月比20万人を超える増加が確認された。20万人を割り込んだ9月も中味は同17.5万人の増加と底堅い結果となった。失業率は7.0%にまで低下している。「雇用見通しの大幅改善」を狙ったQE3の主旨からみれば、かなり満足のいく内容と言える。

4. 怠れない“不測の事態”への備え

もっとも、来年の3月までにはまだ重要な財政・議会イベントが控えており、1月のFOMCを挟むような日程になっている(前掲・図表2)。財政・議会動向という評価軸からは、FOMCは依然として“不測の事態”への備えが怠れず、容易には身動き出来ない状況が続こう。特に、金融市場に対する影響が大きい債務上限問題は今回の財政合意には含まれていない。同問題の行方は、財務省の「やり繰り」が本格化する来年2月下旬から3月上旬まで定まらないのではないかとと思われる。

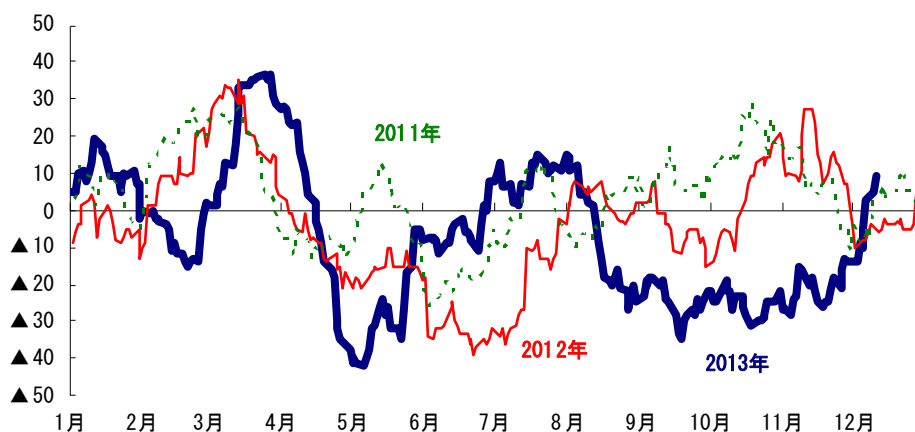
米経済にも安心できない点が残る。特に長期金利上昇の影響を最も受けたとみられる住宅市場の動

向だ。10月の住宅着工許可件数と新築住宅販売が揃って力強い持ち直しを見せているが、それが続くのかどうか（そしてそれは今後の長期金利の動向にも左右される）、もうしばらく様子見が必要だと思われる。例年通りなら、今後の米経済指標は来年の春先まで予想外の改善が続く局面に入る。その分、FOMCも余裕をもって実体経済の動向を判断することができるだろう。

政治・議会動向と実体経済動向という2つの評価軸から最近の動きをみると、FOMCがQE3縮小を決断する時期は近づいている。みずほ総合研究所ではそのタイミングを来年3月会合と予想しているが、本稿で見てきた最近の動きを“好機”と捉え、来週のFOMCがQE3縮小に踏み切る蓋然性も大きい。

QE3縮小がいずれのタイミングになるにせよ注目されるのは、FOMCがQE3縮小に伴う長期金利上昇圧力をどのように押さえ込むのかである。今後の金利政策に関する新たなフォワードガイダンスが有力な選択肢だが、FOMC自身が景気回復への自信を取り戻す中、果たして（市場が予想する以上に）長期にわたる強力な金融緩和の必要性にどこまでコミットできるのか。「景気回復は強力な緩和があつてこそ」というロジックにFOMC自身が十分納得しなければならない。しかし多様な意見を持つ中央銀行家集団であるFOMCが「内なる葛藤」を克服するのは決して容易ではないだろう。

図表3 期待以上の出来を見せ始めた米経済指標（CSI：Cumulative Surprise Index）



(注) Bloomberg が公表している全ての米国経済指標の市場コンセンサスと公表値を比較、コンセンサスよりも良好な場合は+1、下回る場合は-1として30日間累計したインデックス。単一の指標でも前月比と前年比があれば夫々を市場コンセンサスと比較してカウント。直近は2013/12/10。

(資料) Bloomberg、みずほ総合研究所

[共同執筆者]

市場調査部シニアエコノミスト

エコノミスト

政策調査部部長

小野 亮

山崎 亮

安井明彦

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

ryo.yamasaki@mizuho-ri.co.jp

akihiko.yasui@mizuho-ri.co.jp

●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。