

国際通貨基金 (IMF)  
2013 年対米 4 条協議終了にあたっての代表団声明

2013 年 6 月 14 日

1. これまで 1 年間の米国の回復は依然緩慢ではあったが、根底にあるファンダメンタルズは徐々に改善している。2012 年の 2.2% という緩やかな成長は、金融危機の遺産の影響、財政赤字の削減、そして弱い外部環境を反映したものであり、異常気象の一時的な影響に左右された結果だった。こうした逆風の中で、回復の質は変化しているようだ。特に、住宅価格と建設が回復し、家計のバランスシートの改善が進み、労働市場の状況は改善し、さらに大企業を中心に企業の収益とバランスシートは引き続き強固である。産出量ギャップは大きくまたインフレ期待は極めて良く安定していることからインフレは抑制されており、Fed (連邦準備制度理事会) はこれまで 1 年間適切に、資産買い入れを拡大し短期金利の先行きを経済パフォーマンスの数量的指標にリンクさせることで、長期金利を極めて低い水準に抑えるなどして、金融緩和政策を一層推し進めてきた。リスクプレミアムが縮小し、株価時価総額も危機前のピーク値を上回るなど、金融状況はおおむね改善し銀行の信用状況は徐々に緩和された。

2. しかし、今年の成長率は、財政赤字削減への過度な取り組みを背景に 1.9% に減速、その後来年は 2.7% まで加速すると考えられる。スタッフのベースライン予測は、一般政府赤字が 2.5% 以上減少し、2013 年の成長率は 1.25~1.75 パーセントポイント縮小、また、債務上限は米国及び世界経済に混乱を引き起こすことなく引き上げられ、Fed が今年末まで資産購入を継続することを想定している。失業率は 2013 年を通し約 7.5% にとどまる見込みである。雇用の伸びは今年の後半から 2014 年に産出量の伸びの加速に後押しされ持ち直すと見られる。2014 年には、求職活動をしていないディスカレッジド・ワーカーが労働力として復帰するなど労働参加率も幾分回復すると見られ、失業率は来年には 7.2% (平均) まで減少するだろう。産出量ギャップが大きいことから、インフレは今年・来年ともに引き続き比較的抑制されることが考えられる。金融危機の遺産の解消が一段と進むことから、国内の民需は今後も回復を続けるが、一部の貿易パートナーの成長が弱く輸出増加の足かせとなると考えられよう。

米国: マクロ経済見通し概要  
(特記がない限り変化率、%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
実質 GDP	2.2	1.9	2.7	3.5	3.6	3.4	2.9
CPI、ヘッドラインインフレ	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.2	2.3
失業率 (%)	8.1	7.5	7.2	6.8	6.2	5.7	5.4
経常収支 (対 GDP 比)	-3.0	-2.9	-3.1	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2

出所: IMF スタッフ推計

### 3. 見通しリスクは、若干下振れに偏っている模様

- **主な下振れリスクとして、財政健全化のより大きな影響、外部環境の弱化、及び構造的失業率の上昇が挙げられる。** 民間消費はこれまでのところ税率の引き上げと「一律歳出削減」による歳出カットを比較的上手く切り抜けているといえる。しかし、これから数四半期に渡りこれら両措置が消費者の需要に対しより深刻な逆風となりかねない。より多くの失業者が自らのスキルと労働市場とのつながりを失うなど、回復ペースの減速は、労働市場の状況の正常化の遅れと長期的成長の減速を引き起こすかもしれない。外的要素に目を向けると、ユーロ圏で金融ストレスが再び表面化する可能性があり、これが貿易及び金融の両経路を通じ米国に影響を及ぼす可能性がある。例えば、リスク回避姿勢の高まりと避難先を求めた資本が流入し米ドルが上昇するといったことが考えられよう。また、一部新興市場国・地域の成長の鈍化を背景に世界の経済活動の回復が一段と遅れることによっても外需が抑制されるかもしれない。
- **財政および金融の政策面での課題も、見通しへの下振れリスクを提起する。** 債務上限の早期引き上げが実現せず、或いは将来より長期的な赤字削減で更なる前進が見られなかった場合、最終的にソブリンリスクのプレミアムが拡大し、米国及び世界経済に深刻な影響を及ぼす可能性がある。低金利が長期にわたり継続していることから、金融の安定性リスクに対する規制・監督の目が厳しくなっているにもかかわらず投資家や金融機関が積極的に利回りを追求、将来の金融の脆弱性の種になる可能性もあろう。一方で、市場はFedによる金融政策の正常化への第一歩に過剰に反応し、長期金利の急激な上昇と金融市場のボラティリティを誘発する可能性もある。もし長期化すれば、回復の足かせとなり世界にマイナスの影響を及ぼすことになるかもしれない。
- **住宅部門の予測以上に速い回復と、より力強いビジネス投資、そして進行中のエネルギー供給ブームが、我々の中心的シナリオの上振れリスクである。** なかでも、現時点において依然厳格な住宅ローン条件がさらに緩和されることで、住宅市場の回復の加速化が促されるとともに、資産形成、金融状況の緩和、消費者需要の拡大といったプラスのサイクルを引き起こす可能性がある。資本的支出も、消費者需要の先行きが一段と改善することで大企業が現金の退蔵や自社株買いから資本的支出に積極的にシフトすることになれば、我々の見通し以上に加速するかもしれない。中期的には、従来と異なるソースからの原油やガスの採取が進むことで、特に国内のエネルギー価格の下落が米国の製造業の競争力を大幅に押しあげることになると、成長率が見通し以上に上昇する可能性もある。

4. こうしたなか、中期的に成長、財政および金融の安定性を脅かす脆弱性に対応しつつ、回復を支えることが政策当局の中心的課題である。この課題に対する好ましい政策戦略には、以下の点が含まれる必要があるとスタッフは考える。

- 一律歳出削減を撤回するとともに、当面はよりバランスの取れた段階的なペースで財政健全化を行う。
- 早急に債務上限を引き上げ、米国及び世界経済への深刻なショックを回避する。
- 長期的な財政の持続可能性の回復に向け、一連の包括的措置を後半に重点的に行う。
- 金融の安定性リスクをモニタリングしながら、段階的かつ秩序ある金融政策の正常化に向けた土台の整備を継続する。
- 世界的な金融規制の枠組みの分裂リスクの低減を図りつつ、米国及び世界の金融システムの耐性を高める。

5. 財政面に目を向けると、**2013年**は赤字削減が余りにも速く進みかつその計画設計に問題があった。なかでも、自動的な支出削減（一律歳出削減）は当面の間成長の大きな重石となるのみならず、教育、科学、インフラといった支出も他と同じように削減されることから、中期的な潜在成長力の低下を引き起こしかねない。こういった削減は、政権の予算案に沿って、給付金制度による節約と新たな歳入を組み合わせた後半に重点的に行う措置に取って代わられるべきである。給与税の引き上げと高額所得層の限界税率の引き上げも経済活動の更なる足かせを意味する。回復の下支えを金融政策でさらに余地在限られている場合、赤字削減ペースの減速は回復支援に有効かもしれない。

6. ここ数年間で赤字削減が大幅に進んだものの、金利の段階的な正常化と高齢化社会と医療費の歳出への影響は、より長期的には財政が依然として持続不能な軌道にあることを示唆している。2009年にGDPの13%を上回っていた一般政府赤字は2013年には半分以下の同5.9%まで減少する見込みだ。我々スタッフのベースラインシナリオでは、経済成長の加速化に伴う歳入の回復も一部背景に、赤字は今後2~3年に渡り引き続き減少すると考えられる。一般政府の債務総額は、成長率が金利を上回ることから（引き続き低い金利と回復ペースの上昇を反映）、GDPの約110%をピークに2015年には減少をはじめだろう。しかし、より長期的に見ると、債務のプロファイルは依然として持続不能である。過去2~3年で成長率が鈍化したにもかかわらず、主な医療プログラムと社会保障への支出は、追加的な改革がなされなければ、今後10年間で2パーセント・ポイント上昇する見込みである。加えて、金利を徐々に中立的な水準に戻すことから、金利の支払いも同期間で約2パーセントポイント上昇すると考えられる。こうした要因が赤字拡大につながり、既に比較的高い公的債務の対GDP比率が再度上昇軌道に乗ることになるかもしれない。

7. 当局は、当面赤字削減のスピードを落とすとともに、給付金の支出の伸びを抑え歳入の拡大を実現し、そうした措置を後半に重点的に行う包括的計画を早急に

導入すべきである。新たな歳入は、控除や非課税を減らし炭素税や付加価値税を導入するなど、税法を簡素化し課税ベースを拡大するような抜本的な税制改革により期待できよう。歳出措置により、公的医療や年金の支出の伸びを抑える必要もあろう。さらに、こうした節約の蓄積ペースは極めて緩やかであることから、立法措置を早期に講じることが、今後 10 年間で既述の分野で意味ある節減を実現するにあたり重要である。医療費の節約や年金を連鎖式 CPI に再連動させるなどこうした措置の一部は政権の 2014 会計年度予算案で示されているが、確実に増加する義務的経費の経済に占める割合を抑制するために追加的措置が必要となろう。全体的には、より長期的に基礎的財政収支（プライマリー・バランス）の GDP 約 1% という黒字（スタッフのベースライン見通しの約 1% のプライマリー赤字と比較し）を実現することで、債務比率を確実に下方軌道に乗せることになるだろう。

### 米国財政：ベースラインシナリオ

(対 GDP 比)

	2012	2013	2014	2022	2023
<b>IMF スタッフベースライン見通し 1/</b>					
連邦政府予算収支 2/	-6.9	-4.5	-3.4	-3.8	-3.7
連邦政府公的債務	72.6	75.4	76.3	74.6	75.4
一般政府予算収支 2/ 4/	-8.6	-5.9	-4.8	-4.9	---
一般政府構造的プライマリーバランス 3/					
4/	-4.5	-2.0	-1.3	-0.9	---
一般政府債務 4/	106.5	108.8	109.6	108.5	---
メモ					
連邦政府予算収支（政府） 5/	-7.0	-6.0	-4.4	-2.1	-1.7

出所：予算企画室、米議会予算局、及び IMF スタッフ推計

1/ IMF のマクロ経済・政策想定を使つての見通し

2/ スタッフによる金融部門支援コストなど一度きりの項目調整を含む。特定の会計上の変更に関する GSE からの支払いの部分は除外。

3/ 純金利、経済サイクルの影響、金融部門支援コストを除く。名目潜在 GDP 比。

4/ 州・地方政府を含む。数字は暦年ベース。

5/ 大統領の 2014 年度予算案。

8. G20 の相互評価プロセスで明確になったように、黒字国による内需拡大のための取り組みとともに、上記のような財政戦略を実行することが、短期的に世界成長を支え世界の需要の再調整に奏功するとともに、中期的には世界的不均衡の是正を支えることになるだろう。当面、これにより、回復の下支えという金融政策にかかる

負担を一部軽減するとともに、長期に渡り継続している低金利に起因する米国及び世界の金融の安定性リスクを軽減することにもなろう。中期的には、長期金利の更なる上昇の抑制に寄与し、結果、成長を促進し国内・外に深刻な影響を及ぼしかねない米国債市場での混乱のリスクを低減することにもなろう。

9. **資産買い入れのマクロ経済的恩恵はコストを引き続き上回るものの、Fedは円滑な撤退に向けた準備を継続すべきである。**著しく緩和的な金融政策スタンスが、米国及び世界経済の回復の重要な下支えとしての役割を果たしている。スタッフの成長見通しの下では、少なくとも2013年末まで大規模な購入を継続することは正当であると考えられる。しかし、異例とも言える低金利が長期間継続していることで、国内の金融の安定性に予期せぬ影響が及ぶ可能性があり、また、一部新興市場国・地域のマクロ政策環境を複雑にしている。Fedは、現在の著しく緩和的な政策スタンスから撤退するための有効なツールを幅広く備えているものの（超過準備にかかる金利の調整や、様々なカウンターパートから準備金を吸収するオペなど）、緩和的な金融政策からの撤退には困難が伴う可能性が高い。超過準備の規模が大きく、米国の短期金融市場が分断化されていることが、政策金利の短期市場金利への波及効果に影響を及ぼす可能性がある。同時に、出口戦略に関する効果的な意思疎通と慎重なタイミング調整が、撤退に伴い長期金利が継続的に突然変動するリスクや金利の過剰なボラティリティを減らすうえで不可欠となろう。これらが起こった場合、新興市場への資本フローが反転したり国際金融市場のボラティリティが上昇するなど、世界にマイナスの影響を及ぼす可能性がある。

10. **これまで12カ月間で改善したものの、住宅市場については政策で支える余地が依然としてある。**住宅部門の回復の背景には、政府が支援する、ストレス下にあるローンの借り換えや貸付条件の変更を促進するプログラムがあった。米国経済の回復には住宅市場がより力強さを増すことが引き続き不可欠であることから、こういったプログラムを継続し、政府支援機関（GSE）の保証のないローンにまで借り換えプログラムを広げるなど、いくつかの分野でその対象範囲を広げることが重要になろう。適格と判断された住宅ローンや証券化に関する主な規制ルール completion・明確化は、住宅ローン供給を阻害しかねない不透明性を改善し、民間資本の住宅金融システムへの回帰の促進に効果的かもしれない。さらに、住宅市場の回復に伴い、GSEsのシェアを徐々に縮小するための十分に明確化された中期的戦略の採択を考える必要がある。

11. **引き続き労働参加率が低く長期失業者が多いということは、内需を強化するための取り組みを補完する積極的な労働市場政策を行う余地があることを示している。**こうした政策として、研修や就職活動支援に加え教育制度（特にコミュニティカレッジ）と雇用者の間のつながりを実習制度などを通して強化する取り組みなどが考えられよう。こうした努力は、米国経済の潜在成長力の低下を引き起こしかねない人的資源のロスというリスクを減少させる上で有効であろう。

12. これまで1年間で米国の銀行の健全性は大きく改善したものの、長期に渡り金利が低いことから金融部門の脆弱性が表面化している兆しがいくつか見られる。銀行は、バランスシートを拡大し融資を増やし流動性ポジションを改善した。一方で、同時に、自らのポートフォリオのリスクも減らした。2013年のFedによるストレステストと資本計画評価は、米国の最大手18行の資本が極めて深刻なショックに対し耐性を備えていることを示している。そうはいつても、地域銀行における与信および金利双方のリスクに対するエクスポージャーが高まっている兆候が見えつつあり、低金利でマージンが圧迫されることから、地域銀行に対する注意が一層必要となっている。また、政府系住宅金融機関のREITsが急激に拡大し、レバレッジド・ローン市場で与信基準が悪化し（コベナントライト・ローンが危機以前の水準に戻っている）、年金基金や保険会社がクレジットや流動性リスクをこれまで以上に取るようになってきているなど、脆弱性はノンバンクの金融部門でも蓄積している可能性もある。このような顕在化しつつある脆弱性に対処するためには、金融システムに対する強力なマクロプルーデンスな監督と監視が引き続き不可欠になっている。

13. 危機前と比較し規制の枠組みが強化された。しかし、国際的な金融規制の細分化のリスクの低減を図りつつ、米国の金融システムの強靱性を強化するために更なる課題が残っている。主な課題は、システム上重要なノンバンク金融機関の特定であり、証券取引委員会も最近提言したようにマネー・マーケット・ファンド（MMF）の規制の更なる強化である。また、トライパーティレポ市場のシステムミックリスクの低減やバーゼルIIIの導入を進めることも重要だろう。また、ボルカールールの構築と導入が確実に行われるよう注意を払わなければならないが、これは、システムミックリスクが銀行システムからより規制の緩やかな金融機関に移動するリスクを最小化し、世界の他の地域に負の影響を及ぼすことがないような手法で行われなければならない<sup>1</sup>。G20のコミットメントに沿って、OTCデリバティブの中央清算機構に関する新規ルールについて大きな進捗が見られた。これらは、OTCデリバティブ市場のクロスボーダーな性質を踏まえれば、各国間の不一致や矛盾を解決するよう十分に留意し導入する必要があるだろう。より大局的には、金融の安定性を支えるための規制政策は、国際金融改革のアジェンダと足並みを揃え強化する必要があるだろう。というのは、これは世界の金融規制の細分化を抑制するとともに、不透明性及び規制の差を悪用した裁定機会の余地を抑えるからである。

14. 中期的には、米国の対外ポジションを経常赤字をある程度改善することで強化する必要がある。同国の経常赤字は、2010年以降対GDPの約3%から変化して

---

<sup>1</sup> これらは、ピニャルスらが「Creating a Safer Financial System: Will the Volcker, Vickers, and Liikanen Structural Measures Help?」で詳細に議論している。IMFスタッフディスカッションノート No. 13/4 (2013年5月)

おらず、これが実現することが望ましい。内需が力強さを増すことで輸入は増大するが、原油価格の下落と国内のエネルギー生産の拡大により相殺されることから、経常赤字は今後数年概ね変わることはないだろう。しかしながら、これは米国のネットの対外資産負債残高がさらに悪化（ゆっくりであっても）し、徐々に海外に向けた金利の支払いが増えることを意味している可能性がある。ドルの若干の過大評価が解消され、ドルのある程度下落とパートナー国による世界レベルでの再調整に向けた政策の調整とともに、段階的ながらも確実に赤字を削減しながら、対外ポジションが強化されるかもしれない。これは、米国の経常収支を、完全雇用の流れのなかで、GDPの0.5%~1%改善することになるかもしれず、これは好ましいことである。最近の多国間・二国間貿易協定の促進の前進は、よりオープンな貿易と非関税措置への対策などを通し統合の深化を引き起こし、経済成長に貢献すると期待される。この進捗は、多国間的な貿易アジェンダの進捗のための新たな取り組みを支えることになろう。