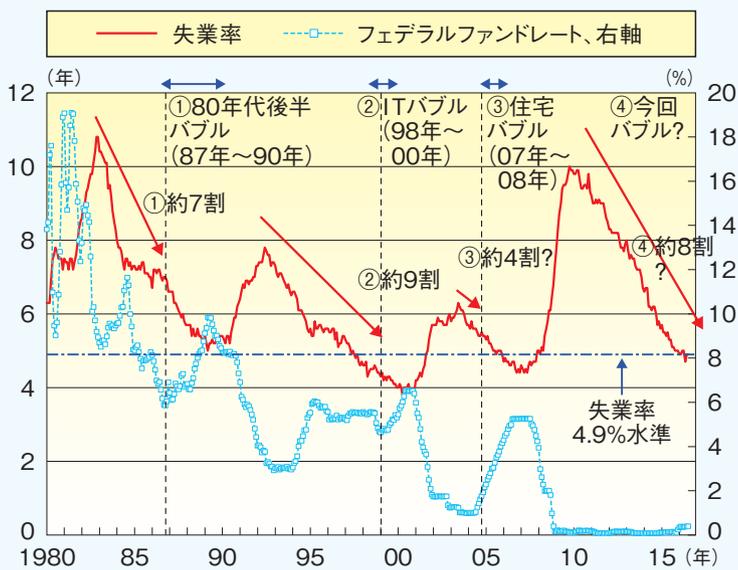


アメリカの金融政策の問題点

アメリカの中央銀行であるFRBは昨年12月に政策金利である短期市場金利を7年振りに引き上げたが、その後は中国経済の成長鈍化が懸念されることや自国の雇用者数の増勢が鈍っていること、物価上昇率がまだ2%に達していないこと、などを理由に金利の引き上げに消極的である。しかし、失業率はすでにITバブル期やサブプライムローン問題の原因となった住宅バブル期並みの低い水準にあり、住宅価格と株価は既往ピークを更新し続けている。利上げに慎重なFRBの姿勢が、かつてのようにバブルを加速させることにならないか不安がある。

図1 アメリカの失業率と短期市場金利



データ出所：FRB、BLS(米労働統計局)

したときにFRBが短期市場金利を引き上げたか、との観点から比較することは意味がある。そこから言えることは、①1980年代後半のバブル期においてはFRBによる金利引き上げが比較的早めに行われたが、大きなバブルになった②ITバブル期と③住宅バブル期においては金利引き

上げたが遅れてしまった、ということである。現在は二度目の金利引き上げのタイミングが争点になっているため、二度目の金利引き上げが行われたときの失業率を比較してみよう。まず、それほど大きなバブルにならなかった①1980年代後半のバブル期についてみると、失業率はピークの1982年12月(10・8%)からボトムの89年3月(5・0%)まで▲5・8%ポイント低下した。2回目の金利上昇となった1986年12月の失業率は6・6%、ピーク時からの低下幅は▲4・2%ポイントであるから、失業率が約7割(▲4・2%÷5・8%)まで低下した時点で2回目の金利上昇が実現したことになる。

②ITバブル期についてみると、失業率はピークの1992年6月(7・8%)からボトムの2000年4月(3・8%)まで▲4・0%ポイント低下した。2回目の金利上昇となった1999年3月の失業率は4・2%、ピーク時からの低下幅は▲3・6%ポイントであるから、失業率が9割(▲3・6%÷4・0%)まで低下した時点で2回目の金利上昇が実現したことになる。このこ

バブル期並みに低い失業率

まず、労働市場の重要指標である失業率をみると、4〜6月期の失業率は4・9%と5%を下回っている。図1にあるように、アメリカ経済において失業率が5%を下回ったのは1980年以降では二度のバブル期だけであった。①1980年代前半のバブル期においては90年代前半に5・2%まで失業率が低下したが、その後上昇に転じた。これに対し、②ITバブ

ル期においては1997年7月から4年2か月にわたって失業率は5%を下回った(ボトムは3・8%)。③住宅バブル期も、2000年12月から2年間にわたり5%を下回った(同4・4%)。同図にはFRBが政策目標としている短期市場金利(フェデラルファンドレート、日本のコールレートに相当)も描いてある。金利水準は物価水準や経済成長率によって異なるため単純比較はできないが、失業率がどの程度まで低下

したときにFRBが短期市場金利を引き上げたか、との観点から比較することは意味がある。そこから言えることは、①1980年代後半のバブル期においてはFRBによる金利引き上げが比較的早めに行われたが、大きなバブルになった②ITバブル期と③住宅バブル期においては金利引き上げたが遅れてしまった、ということである。現在は二度目の金利引き上げのタイミングが争点になっているため、二度目の金利引き上げが行われたときの失業率を比較してみよう。まず、それほど大きなバブルにならなかった①1980年代後半のバブル期についてみると、失業率はピークの1982年12月(10・8%)からボトムの89年3月(5・0%)まで▲5・8%ポイント低下した。2回目の金利上昇となった1986年12月の失業率は6・6%、ピーク時からの低下幅は▲4・2%ポイントであるから、失業率が約7割(▲4・2%÷5・8%)まで低下した時点で2回目の金利上昇が実現したことになる。

とは、②は①より約2割引き締め
のタイミングが遅れたことを意味
し、それがITバブルを大きくし
た可能性がある。

③住宅バブル期についてみると、

失業率はピークの2003年6月
(6・3%)からボトムの06年12月
(4・4%)まで▲1・9%ポイ
ント低下した。2回目の金利上昇
となった2004年7月の失業率
は5・5%、ピーク時からの低下
幅は▲0・8%ポイントであるか
ら、失業率が約4割(▲1・9%ポ
イント)低下した時点では
金利が引き上げられたことになる。

これに対し、④今回は、失業率
が今後どこまで低下するかにもよ
るが、仮にこれまでで最も低い
3・8%(2000年4月)まで
低下するとしても、すでに8割近
いレベルまで低下している計算に
なる。というのは、今回の失業率
のピークである10・0%(09年10
月)から3・8%までの低下幅は
▲6・2%であるのに対し、これ
までの低下幅は▲5・1%、その
比率は82%(▲5・1%÷▲6・
2%)となるからである。

また、今回の失業率のボトムが
③のボトムである4・4%まで低
下すると仮定すると、その比率は
90%(▲5・6%÷▲6・2%)

となる。

①が約7割、②が9割、③が約
4割、④が8〜9割であるから、
現在の失業率は十分に低いこと
になる。

それにしても、③住宅バブル期
の比率が約4割というのは気にな
る。それではタイミングとして問題
がなかったことになるからである。
しかし、このときのバブルは

「百年に一度」と形容された大不
況の原因になったバブルであるか
ら、他に見落としていた点がある
はずである。それが住宅バブルと
いう言葉にもある「住宅価格」で
あった。

失業率の観点からは③の金利引
き上げに遅れはなかったが、住宅
価格との関連で金利上昇のタイミ
ングを考えると遅れていて、それ
が巨大な住宅バブルにつながった
可能性がある。

住宅価格は 既往最高水準を更新中

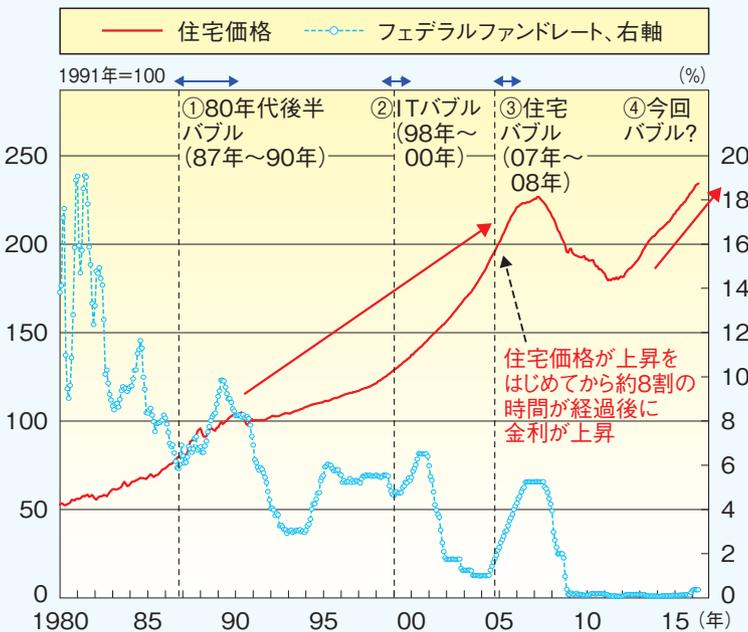
そこで、図2では、住宅価格と
短期市場金利の関係を図にしてみ
た。アメリカの場合には地価では
なく住宅価格が使われている。こ
こでは1990年までは米商務省
発表の新築住宅価格、91年以降は
米連邦住宅金融局(FHFA)発

表の価格で接続してある。

アメリカの住宅価格は1991
年以降ほぼ一貫して上昇を続けた
が、ITバブルの崩壊期に上昇の
度合いが強まった。なぜこの時期
に住宅価格が上昇の度合いを強め
たかという点、2001年以降の
政府による大幅減税、アメリカ同
時多発テロ(01年9月11日)を経
た国防費の増大、移民の流入によ
る住宅需要の増加等の事情に加え、
短期市場金利が大幅に引き下げら
れ(01年末6・5%↓03年末1・

0%)、住宅金利が大幅に低下し
たためである。その結果、ITバ
ブルの崩壊に伴う影響は比較的短
期間で克服され、2007年3月
まで約15年間(183か月)にわ
たり住宅価格は上昇を続け、しか
も時間の経過とともに住宅価格の
上昇率は高まった。
ところが、短期市場金利が引き
上げられたのは2004年6月で
あった。住宅価格が上昇を始めた
1991年から引き締め開始まで
の期間は約12年(150か月)で

図2 アメリカの短期市場金利と住宅価格



(注) 住宅価格は、1990年までは米商務省発表の新築住宅の価格、91年以降はFHFA発表の新築住宅の価格は月々の振れが大きいため、加重移動平均値(ウェイト：前月1、当月2、翌月1)。
データ出所：FRB、BEA(米商務省)、FHFA(米連邦住宅金融局)

あるから、住宅価格が上昇をはじめから約8割（1950か月・183か月）に相当する時間が過ぎた時点でようやく金利が引き上げられたことになる。このことは、失業率との関係では約4割であったが、住宅価格との関係では約8割と金利引き上げのタイミングは遅く、それが大きな住宅バブルにつながったことを示している。

そうした苦い経験があるにもかかわらず、今のFRBは住宅価格に強い関心を向けているようにみえない。FRBの公表ペーパーでは、むしろ住宅価格の上昇によって家計の収支が改善し、消費に良い影響を与えていると評価している。

株価も既往最高値圏

株価もこのところ最高値圏にある。一般に株価は当該企業の収益の増加を反映して上昇し、企業収益の減少を反映して下落する関係にある。

図3では、株価を企業収益によって説明する回帰式を作り、そこから得られた推計値と、株価との「誤差」（＝株価－推計値）を計算してみた。同図からは以下の3つの興味深い事実が見取れる。

第1は、基本的には株価と企業収益は高い相関をもっているが、

ITバブル期や住宅バブル期には企業収益から考えられる水準を超えて株価が上昇して「誤差」がプラスになり、バブル崩壊の過程では企業収益から考えられる水準を超えて株価が下落して「誤差」がマイナスになった、ということである。

第2は、「誤差」は時期により期間と程度に差がある、ということである。ITバブル前の1996年10～12月期に「誤差」はプラスに転じ、2000年7～9月期に最大となり、04年7～9月期にマイナスに転じている。住宅バブル期には2007年1～3月期に最大となり、同年10～12月期にプラスに転じ、同年10～12月期に最大となり、09年1～3月期にマイナスに転じている。ITバブルは、住宅バブルに比べると期間は長かったが、度合いにおいても株価バブルが大きかったことになる。

第3は、2014年1～3月期以降の「誤差」はプラスで、その度合いが時間の経過とともに拡大している、ということである。これは株価の勢いが企業収益から考えたものより大きかったためであるが、2015年からは企業収益がピークアウトしているにもかかわらず株価は最高値圏にある。なぜ長期にわたって「誤差」が

プラスであり続けたり、マイナスであり続けたりするかとすると、株価が企業収益以外の要因によっても変化してきたからである。図4にあるように、「誤差」を住宅価格と並べてみると2007年以降はほとんど似た動きになっている。これは、アメリカの場合には日本と違い一生のうち住宅を何回も買い替える習慣があることも関係している。労働者は勤務先や勤務地がたびたび変わるなかで住宅価格が上昇傾向にあるときに住宅を手放すと利益が生じ、その一部を消費や株式投資に向けてきた。住宅価格の上昇は株価を押し上げ消費を刺激する

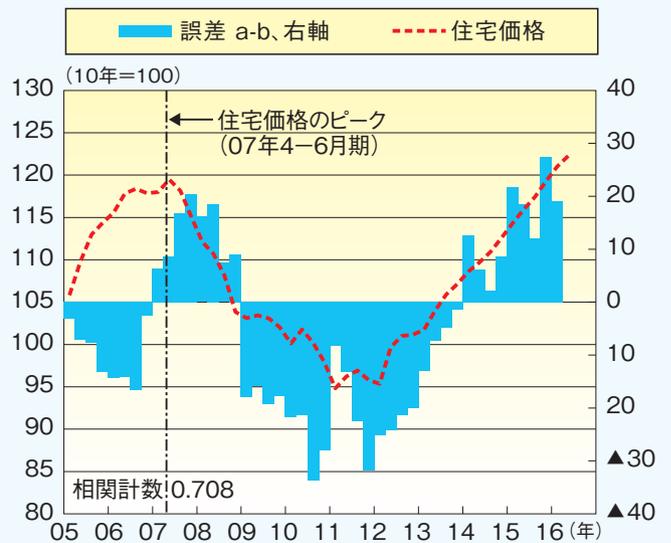
関係にあった。た

図3 アメリカの株価と企業収益から計算される株価の推計値、誤差



データ出所：ニューヨーク証券取引所、米商務省、米連邦住宅金融局（FHFA）

図4 図3の株価の誤差と住宅価格



だし、住宅価格と「誤差」の比例的な関係は2002年から05年の間は観察できない。当時はITバブル崩壊の痛手を引ききずついで、景気減速感が強く残っていたためである。

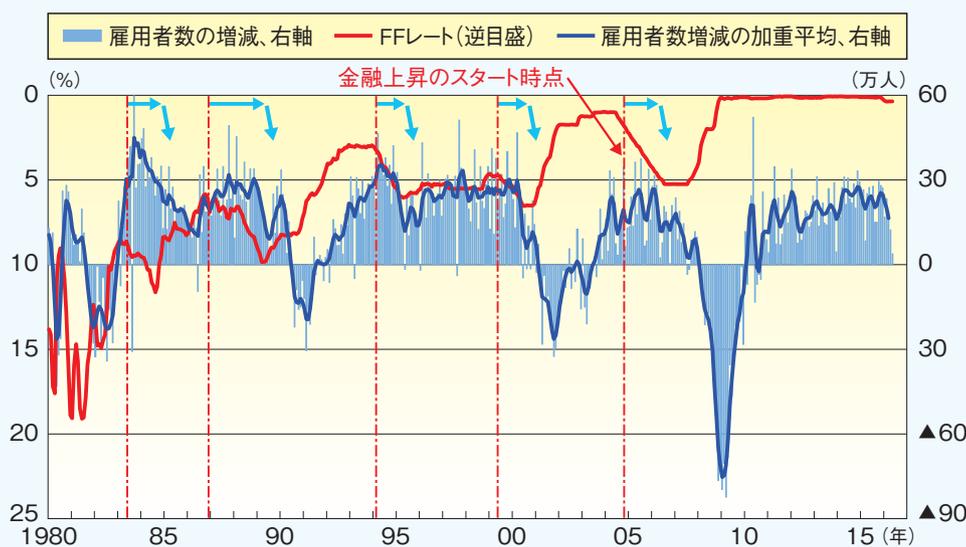
問題は、2013年以降の「誤差」のプラス幅が拡大の方向にあることである。株価が既往最高水準にあるだけでなく、「誤差」も最高水準にあり、そして住宅価格も住宅バブル期のピークを上回っている。要するに、3つの指標が「現在のアメリカはバブルに向かっている」ことを示している。

雇用者数の現状

最後に、FRBが重視している雇用者数について考えてみたい。雇用者数はこのところ月約20万人のペースで増え続けてきたが、5月は特殊事情も加わりプラス幅が大きく縮小、それが利上げ見送りの一因になった。しかし、雇用者数はもとと振れの大きい指標である。5月は+1・4万人の増加に止まったが、6月は+29・2万人、7月は+25・5万人と大きく増加した。

アメリカ経済において重要なことは、生産活動が活発化すると雇用者数が増加し、生産活動が停滞

図5 アメリカの雇用者数と短期市場金利



(注) 雇用者数の増減は平準化のため前後の5か月で加重移動平均(ウェイト:前々月1、前月2、当月3、翌月2、翌々月1)。データ出所: FRB、BLS(米労働統計局)

すると雇用者数が減少する(あるいは増加幅が縮小する)関係にある、ということである。製造業の生産活動は原油価格の大幅な下落に伴ってシェールオイルの生産が抑制されたため落ち込んだが、非製造業の活動はガソリン価格の低下が消費を喚起したため安定的に

伸びている。この結果、実質GDPは均してみれば年率約2%のペースで増え続けている。2008年から10年にかけての大量の失業者が発生した時期であれば雇用者数の増加にFRBが注意を払うのは理解できる。しかし、そのような状態から5

年以上が過ぎ、失業率は大幅に低下しているにもかかわらず、未だに「振れの大きい雇用者数の増減」に一喜一憂しているのは理解に苦しむ。

1年を超えるタイムラグがある。理由は、金利が上昇すると、しばらくして実体経済が悪化し、それに伴って雇用者数が直ちに減少する関係があるからである。日本の場合には経済が悪化しても賃金を圧縮し、雇用者数に影響が極力及ばない経営が行われてきたため、アメリカほどその関係が明瞭でないが、アメリカでは生産活動の変化はストリートに雇用者数に影響してきた。

FRBは2000年以降二度にわたり深刻なバブルの崩壊を経験したが、その原因は金利引き上げのタイミングが遅れてしまったことにあった。そうした経験があるにもかかわらず、住宅価格や株価の現状にあまり関心を払わず、遅行指標である雇用者数に囚われている。

(株) 京都総合経済研究所
東京経済調査部長 村山晴彦