



米国の変化するポリシーミックス: 世界への恩恵とリスクは

[モーリス・オブストフェルド](#)

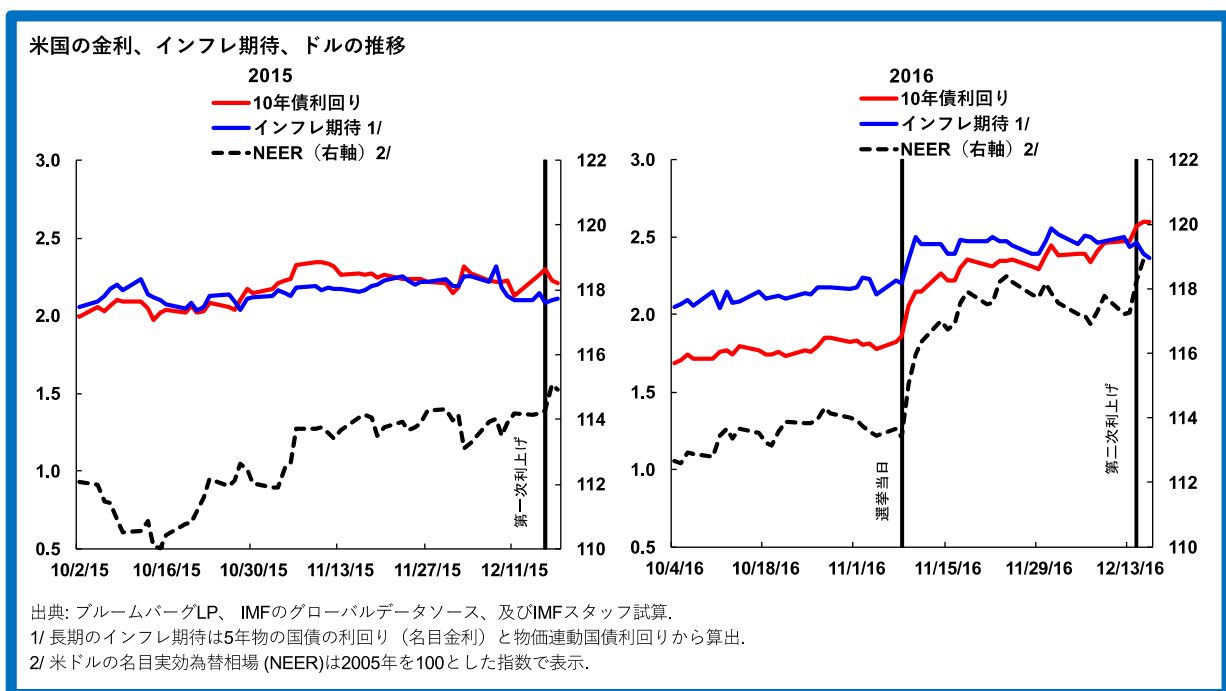
2016年12月20日

金融の大混乱や政治の想定外の展開、そして世界の多くの地域での着実に欠ける成長が際立った1年の最後として米連邦準備制度理事会（FRB）が今月、金利引き上げを実施しました。過去10年でわずか2度目となるこの利上げは、世界第一位の経済大国である米国の経済回復が順調な軌道に乗っていることの健全な兆候です。

FRB利上げは広く予想されていたことです。各市場は実施の数週間前から利上げ確率は高いと予想していました。しかし、利上げ決定に先立つ市場の動きは、多くの市場ウォッチャーを驚かせました。

とりわけ驚いたのは、11月8日の米大統領・議会選挙の直後から起きた米国の長期金利、米ドル、そして市場ベースの長期インフレ期待指数の急激な上昇です。前回2015年12月のFRB利上げの前には、そのような急激な市場の動きは見られませんでした（図を参照）。

ドルはFRB利上げ後しばらくの間、さらに上昇しました。



こうした市場の動きが新たなトレンドの始まりなのかどうかは時の経過とともに明らかになるでしょう。しかし、最も蓋然性が高いことは、大統領選挙が、将来の米国のみならず世界全体の物価と経済活動に潜在的にはより大きな影響を持つような米国の政策の枠組みの転換点となったことだと思います。米国外での影響はとりわけ新興市場国経済で強く感じられることになるでしょう。これらの国々の一部ではドルに対する自国通貨安による輸出競争力向上の優位性が、他の面での脆弱性と微妙に相殺されるかもしれません。

何かが変わった

2016年の年初から米大統領選挙までは、米国債の利回りはとりわけ低く推移しました。世界経済の展望に関する議論は、IMFでの議論も含め、恒常的な低金利とともに長期化する低成長と継続するデフレ圧力、さらには長期停滞さえも含むリスクを強調するものでした。

しかし長期の名目金利は、FRBの政策金利の将来の経路に強く影響されます。そして政策金利の将来経路は米国のインフレ圧力と経済の基盤の強さに反応します。このため、選挙後の米国長期金利の急激な上昇への転換は、議論を一変させました—この転換は既に広く予想されていた来たる12月利上げだけではなく、将来の金利経路と米国経済で発生する将来需要に対する予想の変化を反映した可能性が高い、というものです。

FRB利上げ自体は想定外ではなかったのですが、この予想変化と整合するのが、連邦公開市場委員会（FOMC）メンバーが予測する将来の金利経路も従来より早く上昇する方向へ変化し、今後2年間は各年とも3回のFRB利上げが実施されることを示唆するものになっています。

大統領選挙後に時をそう置かずして起きた資産価格の突然の変動は、何が市場を動かしているかについて鍵となるヒントを与えています。ドナルド・トランプ氏の大統領当選は、上下両院の共和党支配の継続と相まって、6年間に及ぶ米国政治における行政・立法府の（支配政党が異なる）「分裂政府」状態を解消しました。

将来へ持つ意味

米議会・共和党は長らく所得・法人税の減税を主張してきました。トランプ次期大統領も、大幅減税のみならず、防衛及び社会資本を中心とした一部の政府支出の増額を公約として選挙戦を戦いました。

この早い段階ではまだ、財政政策がどう変化するかを正確に把握することは難しいといえます。しかし、一つ明確なことがあるように思えます。それは政府支出の拡大と減税を通じて、財政政策がより拡張的になるということです。

一般的に言って、米国の総需要のいかなる拡大も実質生産の一定の増加をもたらしません。新規雇用が生まれ、労働時間が伸びて、機械設備の稼働が高まり、インフレ圧力もある程度上昇します。全体の失業率が4.6%まで低下し、他の労働市場関連指標も8

年前の金融危機時の不調から回復したため、米国経済のスラック（資源余剰）はほぼ残っていない可能性があります。労働参加率と残業時間が大幅に増えない限り、インフレ圧力が目に見えて強くなる可能性があります。この見方が、FOMC 委員が従来より迅速なフェデラルファンド金利引き上げを予測した際に頭の中にあったことのようにです。

より速い米国金利の上昇は、さらなるドル高を示唆します。米国企業が過去に稼ぎ現在も海外で留め置き、その総額は 2 兆 5000 億ドルにも上ると一部で推定されている利益を国内へ償還させる税制上のインセンティブも、ドルを一段と上昇させる可能性があります。需要の伸びの加速を前提にすると、その結果は米国の経常赤字の拡大、つまり海外からの資金借り入れの増加を意味します。その借り入れ資金の一部は、増大する米国政府の財政赤字の一部を賄う可能性があります。その額は米国の財政刺激プログラムの正確な特徴、他の部分の政府支出の削減でどれだけ相殺するか、政府借入金の金利推移、そして米国経済がそのプログラムでどれだけ成長するかによって変わります。

このプログラムで社会資本支出が潜在生産力を上昇させるように慎重に設計され、減税が設備投資や労働力供給、社会的包摂を促すようなものとなれば、米国経済はインフレ率上昇が抑制されながら、より高く成長することになるでしょう。

待ち受ける国際的試練

米国の世界経済に果たす中心的な役割を考慮しますと、このポリシーミックスの大きな変更は、国境を越えた世界各地にも直接的な影響をもたらします。

ドルに対して自国通貨が下落する先進諸国は、米国経済のより高い成長と輸出競争力を強める為替相場の双方からの恩恵を受けます。これら諸国の大半は現在インフレ目標を下回る物価水準に苦闘しており、自国通貨安によるインフレ圧力の高まりは、少なくとも当面の間歓迎されると思われます。また、金利の上昇圧力もかかるかもしれません。その場合、高額の債務を負っているものの金利を上昇させる需要拡大が十分に波及しない国々には財政的試練となります。

新興市場国も為替変動による競争力強化と米国からの需要拡大による恩恵を受け得ます。しかし、多くの新興市場国が（外貨準備などの）政策バッファーを強化し、為替のミスマッチを縮小し、金融監督フレームワークを向上させたものの、一部の国、特に既に政治・経済的な緊張が発生している国は圧迫される可能性があります。

歴史的にみると、米国の金利は新興市場国への純資金流入の主要原動力の一つとなってきました。為替の変動相場制は急激な資金流出に対するバッファーとして役に立ち得ます。外貨準備の損失ではなく為替の変更により国際的な資産ポートフォリオのリバランスを可能にするからです。しかし、新興市場国での居住者と現地進出の外国企業にとって特にドル建て借り入れの重要性を考慮しますと、ドル金利の上昇と自国通貨安が同時に起こると流動性の低下やバランスシートの悪化を招く可能性があります。

す。さらに自国通貨安はインフレ率の上昇を引き起こすかもしれません。新興市場国の政策担当者は警戒し続けることになります。

米国の政策枠組みの変更が続いて急激な為替変動や世界的インバランスの拡大が起これば、過去の類似した状況と同様に、保護主義圧力が主要なリスクとなります。先進諸国政府が製造業を維持したいとの意欲を持っていることに鑑みると、新興市場国がここ数十年製造業分野で大きく浸食してきたわけですから、先進諸国の打ち出すより高い貿易障壁の主要ターゲットは新興市場国になる可能性が最も高いでしょう。

このため各国政府とも、保護主義政策を実施することは自国にとり**非生産的**であることを肝に銘じるべきです。それはその対象となる貿易相手国が取る衝動に駆られる報復策が実施される以前においてもそうなのです。先進諸国が真の世界的サプライチェーンに組み入れられることがこの危険性を明確に示しています。われわれが今後直面すると思われる各国で大きくかい離したポリシーミックスの環境では、世界の貿易システムの規則がかつてない重要性を帯びることになります。



モーリス・オブストフェルド。国際通貨基金の経済顧問兼調査局長。カリフォルニア大学バークレー校休職中。バークレー校では経済学教授で1998年より2001年まで経済学部長。コロンビア大学（1979-1986）とペンシルバニア大学の教授（1986-1989）、ハーバード大学の客員教授（1989-90）などを経て1991年からカリフォルニア大学バークレー校教授。1979年にマサチューセッツ工科大学で博士号。ペンシルバニア大学で学士号（1973年）、ケンブリッジ大学のキングスカレッジで修士号（1975年）を取得。2014年7月より2015年8月までオバマ大統領の経済諮問委員会メンバー。2002年から2014年まで日本銀行金融研究所の名誉顧問。国際計量経済学会及びアメリカ芸術科学アカデミーのフェロー。受賞歴：ティルブルグ大学のTjalling Koopmans Asset Award、ライク・ラズロ・カレッジ（ブダペスト）のジョン・フォン・ノイマン賞、キール大学のBernhard Harms Prizeなど。アメリカ経済学会 Annual Richard T. Ely Lecture、インド準備銀行 the L. K. Jha Memorial Lecture、プリンストン大学 the Frank Graham Memorial Lecture で講義。アメリカ経済学会の実行委員兼副会長。IMF や世界各国の中央銀行で顧問及び指導。国際経済学の主要な教科書である「International Economics（第10版、2014年、ポール・クルーグマン、マーク・メリツ）」、「Foundations of International Macroeconomics（1996年、ケネス・ロゴフ）」を共著。また、為替相場、世界金融危機、世界の資本市場、及び金融政策に関する論文を100本以上発表している。