

テーマ：2017年の米金融政策とその影響を探る
～年3～4回の利上げが最もリスクが少ない～

発表日：2016年12月26日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

- ✓ FOMCメンバーの予想によれば、2017年中の利上げ回数はこれまでの2回から3回へと上方修正されたが、景気の流れから判断すれば4回程度の利上げへとさらに上方修正される可能性もある。
- ✓ 米国の利上げは新興国からの資金流出などをもたらすことが多いが、これまでのFRBの慎重な対応や、世界経済が循環的に加速局面へと入っていく流れであることを勘案すれば、市場を大混乱に陥れるような事態は避けられる見通しだ。
- ✓ リスクは、トランプ次期米大統領の圧力によって利上げが遅れるケースや、極端な保護主義を押し進めるような場合だ。これは短期的には一部の景気や市場に歓迎される部分があるかもしれないが、中長期的には深刻な悪影響をもたらす可能性が高く、注意が必要だ。

年2回から3回への上方修正

12月に行われたFOMCでは、FF金利の誘導目標水準を0.25%引き上げることが決まった。利上げは1年ぶり、市場予想通りの結果となった。市場が注目したのはFOMCメンバーによる先行きの見通しで、これによれば2017年中の利上げ回数（0.25%ずつの引き上げを前提とした場合）は3回との回答が最も多くなった。前回見通し公表時（9月）では2回とされていたことから、FRBの金融政策はややタカ派的になったとの見方が台頭、米金利を押し上げる一方で米株価にはややマイナス材料となった。また、米金利の上昇はドル高に繋がり、とくに米金利上昇が足かせ要因になると懸念された新興国の通貨の下落が目立つ結果となった。

このように、利上げという結果そのものよりも、FOMCメンバーの政策金利見通しが市場を動かす結果となったが、市場の反応ほど大きな変更があったわけではない。FOMCメンバーが予測した2017年の平均FF金利水準（加重平均）は1.37%と、前回の1.31%から0.06%しか引き上げられていない。また、18年末の予測値については、前回同様1.875%との予測が最も多いとの結果となった。これは、17年に3回の利上げをすることを前提とすれば、18年には2回の利上げを行うことになる（前回9月時点での予測を基にすれば、18年の利上げは3回）。すなわち、FOMCメンバーの予測によれば、利上げは極めてマイルドなペースになるということに変わりはない。

こうしたことを勘案すれば“市場の反応は予想外のサプライズであった”というものとどまるだろう。もっとも、トランプ次期大統領の経済政策（トランプノミクス）によって米国経済が過熱するリスクが高いとみている市場参加者は「足元で利上げ回数を上方修正したのだから、実際にはもっと利上げが行われる可能性がある」と警戒している可能性もある。実際にそのような展開となれば、FOMC当日のような市場の動きがより強まるリスクは否定できない。

引き続き米政策金利は“低すぎる”

ここ2年でわずか2回にとどまったFRBの利上げが、17年以降は複数回にわたる可能性が高まったことがある程度の市場の動揺に繋がってはいるが、現状の金利水準では米景気にブレーキすらかからないといえる。景気に影響を及ぼすのは名目金利水準ではなく実質金利水準となるが、足元の実質FF金利水準は▲

1.0%にとどまっている¹。

景気に対してブレーキもアクセルもかけていないとされる中立的な水準として、均衡実質金利という概念がある²。均衡実質金利は、米国では長らく2%程度とされていたが、リーマンショックによる影響（期待成長率の低下、債務の増加）や構造的な変化（人口動態など）もあって低下傾向を辿り、最近ではゼロ%前後ではないかという議論が多い。そうした点を勘案しても、足元の▲1.0%という実質FF金利水準は“低すぎる”と考えられ、インフレ率が横ばいにとどまると仮定しても【 $0.25 \times 4回 = 1.00\%$ ：FF金利のレンジ上限は1.75%】程度の利上げが行われるまでは、米景気が潜在成長以下に減速するような圧力はかからないと考えられる。同時に、インフレ圧力を高める作用が継続することになる。

トランプノミクスの米国経済と米金融政策への影響

法人税や所得税の大幅減税のほか、公共投資の拡大を中心とした歳出拡大、金融機関への規制緩和といったトランプノミクスは、少なくとも短期的には米国の経済成長率を押し上げる効果が大きいと期待されている。一方で、TPP離脱などに象徴される保護主義への回帰は、中長期的には米国経済の足かせとなる可能性はあるが、その負のインパクトに見合うだけのインセンティブを減税などで補うことができれば、米国内への企業の投資はこれまでよりも積極化する余地はある。

経済成長率の加速はマイナスの需給ギャップ解消に、そして投資の拡大は潜在成長率の押し上げに繋がる。在庫循環の観点からみると、米経済は2014年半ば頃から調整局面に入ったものの、16年夏には底入れ、その後は順調に出荷在庫バランスが改善していることから、景気加速局面に入ったと判断される。循環的に回復局面に入っているうえに、トランプノミクスでさらに押し上げられれば、経済成長率は潜在成長率を大幅に上回るペースに加速することは確実だ。16年7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率で3%台に乗せたが、17年も同程度での成長持続もあり得よう。大統領選挙の結果トランプ氏が次期大統領に当選したことが判明したあとの各種景況感調査（ISMや消費者信頼感）が軒並み改善していることから、こうした期待は大きいと考えられ、期待成長率が高まっていることが示唆される。

ところで、長期的には均衡実質金利は潜在成長率に近い水準になるとされる。足元で米国の潜在成長率は1.5%程度（米商務省推計）とされているため、近年はゼロ近傍とされている均衡実質金利も、期待成長率が高まるなどして不稼働資産が減少すれば、長期的にはもっと高い水準に回帰する可能性はある。すなわち、トランプノミクスのような劇的な経済政策の転換が期待成長率を高めて資金需要を喚起し、一方で投資の拡大が将来的な潜在成長率の押し上げに繋がるとするならば、近年低下してきた均衡実質金利を反転させる力を持っているとも考えられる。12月のFOMCで公表されたFOMCメンバーの先行き予想には、トランプノミクスによる景気への影響は（どうなるか分からない部分が多いため）ほとんど考慮されていない（反映されていない）とイエレンFRB議長は述べている。そうであれば尚更、トランプノミクスが実現していくような場合には今後FRBの金融政策判断がタカ派的になり、利上げ回数が上方修正される可能性が高いと言えるだろう。

トランプノミクスのグローバルな影響

トランプノミクスには負の側面もある。それが保護主義的な側面だ。トランプ新大統領は、米国の復権を唱えて誕生した。それは内向き志向という言葉で括られている。「米国は世界の警察ではない」、「移民は受け入れない」、「世界から不当にダンピングされた製品が流入している」といった氏の発言は、内向き志向を語る象徴的な言葉としてメディアでもたびたび取り上げられている。実現すれば、あまりにも急激な米国の方向転換となるため、グローバルマーケットのみならず、世界の政治や安全保障にも大きな影響を与えよう。それだけに、その実現性については懐疑的な見方も少なくない。しかし、（安価な輸入品や移民に雇

¹ FF金利をコアベース個人消費デフレーター伸び率（前年比）で差し引いて実質化。

² 完全雇用の下で、貯蓄と投資をバランスさせる実質金利水準のこと。インフレも安定する。

用を奪われたと主張する)白人低所得層などが熱狂的にトランプ氏を支持していたとされることや、氏自身が他候補との主張の違いとして保護主義を強く打ち出して当選した事実に鑑みれば、(ある程度は)保護主義的な方向へと転換することは間違いないだろう。

こうした動きは、日本国内ではT P Pから米国が離脱することによって、T P Pが発効できないままに終わる点が強調されている。確かに、T P Pの参加・発効を成長戦略の重点課題としていたアベノミクスにとっては厳しい問題だ。しかし、米国の保護主義回帰への動きが新興国の成長モデルにマイナスの影響を及ぼす点が、グローバルマーケットにとってはより大きな問題だろう。新興国の輸出が伸び悩み、成長ペースが鈍化すれば、投資という観点からみた新興国の魅力も減衰する。

こうした懸念は、米国が利上げを繰り返していく中で生じやすい、新興国からの資金流出リスクを高めかねない。一般的に、新興工業国の多くは輸出によって自国景気が振り回される外需主導型の経済構造にある。その中で最も規模の大きな国が中国だ。外需主導型の経済構造では、必然的に他国(主に先進国)の景気回復が、自国景気回復の必要条件となる。したがって、大半の場合は先進国と新興国の景気の位相にはタイムラグが生じる。そのタイムラグは、金利の動きにも現れる。世界経済の循環の中で、トップを走る米国では利上げが必要なほど景気が改善しても、新興国ではまだ十分に景気が回復していなければ、双方の金利差は拡大する。問題となるのは、新興国の中に対外バランスが不安定であったり、ドル建ての短期債務が多いような場合、そのような国では米国の利上げが契機となって資金流出圧力が高まることがある。

足元では、米国のみならず、日本でも在庫調整から脱して景気が加速しやすい環境に入ってきたと判断され、いずれは新興国においても先進国向けの輸出拡大が牽引する形で景気回復が鮮明になると見込まれる。新興国の景気に対する楽観的な見方が定着してくれば、新興国からの資金流出圧力も緩和する。景気回復による株高期待や、新興国の金利上昇が投資マネーを惹きつけるからだ。しかし、米国の保護主義政策がより強いものになるとの見方が高まるようであれば、それに比例して新興国の成長に対する懸念も高まる。T P P同様にトランプ次期米大統領がやり玉に挙げているNAFTA加盟国のメキシコはもとより、資金流出に伴う通貨安圧力に悩まされている中国などを中心に、F R Bの利上げとトランプノミクスの狭間で生じる、新興国の資金フローの変調リスクにはしばらく注意が必要だろう。

そもそもトランプ次期大統領はF R Bの金融政策を受け入れられるのか

F R Bの金融政策に絡んで、もう一点問題がある。それは、トランプ次期大統領が利上げにどのように対応するのかということだ。トランプ次期大統領の誕生は、かつてなく米国の世論を二分した。熱狂的な支持者がいた一方で、デモが起こるなど強い批判もあった。それだけに、大統領としてはできるだけ早く成果を上げたいと考えているだろう。

また、共和党の大統領候補者ではあったものの、選挙期間中は共和党議員の中にも強く批判する向きが多かった。このため、選挙の結果上下両院を共和党が制しているとはいえ、議会運営もそれほど容易にはならない可能性がある。トランプノミクスも、議会が承認しない限り実現することはないことを勘案すれば、議会に受け入れられやすい形でさまざまな政策を整えていく必要がある。

大統領に就任後、最初の100日間は“ハネムーン期間”と言われ、メディアや野党は大統領への批判を避ける傾向がある。この伝統がトランプ大統領に当てはまるかどうかは微妙だが、比較的批判の少ない期間に一気に経済政策や対外政策を推し進めたいとの考えは、従来の大統領以上に強いと考えられる。したがって、そうした政策を推し進めるうえで、阻害要因になるようなものはできるだけ排除しようとするならば、F R Bの利上げという金融政策は、そのターゲットになりかねない。利上げは米景気の減速要因になるうえ、ドル高要因にもなるためだ。

トランプ次期大統領は大統領選に勝利する前、すなわち“一候補者”であった時期に「強いドルの概念は好ましいが、ドル高は市場と貿易に悪影響を及ぼす」と述べているほか、イエレンF R B議長については共和党員ではないとして「(大統領に就任すれば)任期が切れれば間違いなく交代させるだろう」と述べてい

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

る。次期大統領という立場になった今でも同じ考えでいるかどうかは不明だが、経済政策が変わっていない以上同様の金融政策観を持っている可能性は高い。これに対し、FRBのイエレン議長は11月に行われた議会公聴会で「4年間（18年1月まで）の任期を全うするつもり」とわざわざ述べている。FRBと大統領との間に波風が立てば、市場にも影響を及ぼす。“一候補者”時代と同様に、トランプ氏が大統領に着任後も金融政策に対して奔放な発言を繰り返すようであれば、金融政策への政治の介入を最も嫌うマーケットは動揺しかねない。

仮に、トランプ次期大統領の言動がFRBの金融政策に影響を及ぼしていると市場が見なすような事態が生じれば、金融政策がインフレ抑制に遅れる（ビハインドザカーブ）との懸念から期待インフレ率が上昇する。これは、長期金利を過度に押し上げる。

リーマンショック後、量的緩和策などによる資産価格の押し上げによって家計のバランスシートは改善し、これが個人消費の早期回復に繋がったが、一方で可処分所得に対する家計の債務残高は高止まりしているため、米個人消費は金利上昇には脆弱な構造にあるといえる。したがって、長期金利の過度な上昇は米国経済の首を絞めかねず、もっとも注意を払うべきリスク要因だ。一方で、実質長期金利は上昇しないため、場合によっては投機気運を喚起して資産価格を実態から大きくかけ離れた水準まで引き上げるバブルをもたらすリスクがある。

利上げが遅れることで短期金利が上昇しないまま期待インフレ率が上昇すれば、実質短期金利（短期金利から期待インフレ率を引いたもの）が低下することでドル安圧力が高まる。これは、米国の輸出面にはプラスに働くが、一方でインフレ圧力をさらに高めることになるため、米経済にとっては中期的にはマイナス面の方が圧倒的に大きいだろう。

17年中に3～4回程度の利上げが最も適度か

世界経済を循環的な面から俯瞰すれば、日米同様に過去2年程度の在庫調整局面から抜け出し、17年は生産加速局面に入る公算が大きい。先進国に依存する度合いが大きい新興国も、年明け後は生産面から徐々に回復感を強めていく経済指標が出揃ってこよう。

米国の利上げは、新興国からの資金流出圧力を高め、市場の混乱を招くことが多い。しかし、これまで慎重に慎重を期してきたイエレンFRB議長の“緩やかな”利上げは、新興国経済の回復に対する期待が高まるまで待つことで、市場を揺るがすほどの規模にはならないと期待される。そして、年3～4回の利上げであれば、足元で試算されるFF金利の適正水準からの乖離を縮小させる程度にとどめるため、景気や市場のブレーキとなることもないだろう。仮に、トランプノミクスによって米成長率が嵩上げされていくのであれば、それに合わせて徐々に利上げペースを加速させていくことが最も望ましい対応であろう。

もちろん、外部環境の変化によって利上げ回数が減じる可能性はある。17年には欧州で政治イベントが相次ぐ（フランス大統領選、独議会選など）。16年のように政治イベントが市場を動揺させる可能性もあるほか、イタリアの不良債権問題や中国の人民元コントロールなど、政策対応のまずさが投資家をリスク回避に向かわせる可能性もある。イエレン議長のこれまでのスタンスからすれば、そうした局面では無理な利上げは行わない可能性がある。米国が利上げを遅らせること自体が、緊張した市場環境の緩和に役立つであろう。

リスク材料は、政治からの圧力によって利上げが遅れる場合である。これは17年中の米国経済に悪影響を及ぼすことはないかもしれないが、18年以降にはインフレリスクの顕在化、行き過ぎた長期金利上昇などを伴い、おそらくは17年中に発生しているバブル崩壊を伴って、循環的にも景気の減速圧力が高まるであろう19年以降の景気に深刻な悪影響をもたらすことに注意が必要だ。