

米国経済は沈静化・安定化する

～トランプとFRBが変動要因～



帝京大学経済学部教授・博士（経済学）・公開講義宿輪ゼミ代表

宿輪 純一

米国経済は予想しやすい。トランプとFRBの2つの変動要因（エンジン）を見ていればよく、それぞれに分かり易いからである。この原稿が誌面になっている11月中旬には中間選挙が終わり、トランプの過激な政策が沈静化しよう。また、FRBも来年には利上げを終了し、金利が安定化しよう。しかし、実は、その米国の経済政策の強い影響を受けるのが日本なのである。

■ 1. トランプの保護的政策

(1) トランプと共和党

ドナルド・トランプ (Donald Trump:72歳)

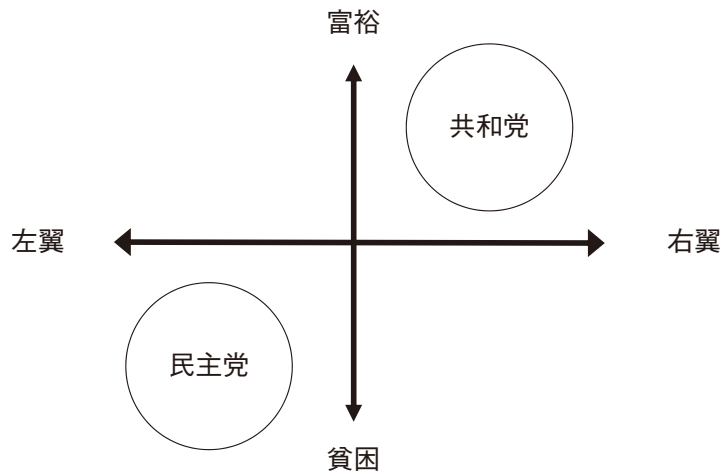
（目 次）

1. トランプの保護的政策
2. FRBの利上げ終了
3. 沈静化・安定化と日本銀行

は、共和党（Republican Party）の政治家である。2016年11月に行われた大統領選挙に大方の予想を覆して勝利し、大統領に就任した。

米国の政党は、2大政党として共和党と民主党（Democratic Party）があるが、立ち位置（性質）が明確に分かれている。米国の建国は1776年（今年242年目）である。そもそも欧州の封建的な世界から自由を求めて渡って来た方々が米国を作ったので、自由に競争し“強い物が勝つ”的な発想がベースとなった。荒っぽい言い方をすれば、“皆”共和党(的)だったのである。しかし、社会の中で、弱い方々がいてその方々を助けるためにできたのが民主党である。そのため、(図1)にあるように、共和党の特徴として思想は“右”でお金持ち、民主党は同じく“左”で貧しい方々を中心となっている。政治家も共和党はいかにも政治家というタイプが多いが、民主党は女性やアフリカ系の方も多し。オバマ元大統領やヒラリー・クリントンが印象深いのでは

(図1) 米国共和党と民主党の立位置



(出所) 筆者作成

ないか。

(2) トランプ政策の大原則

先日、筆者はワシントンを訪れ、実際に政治関係者に話を聞いたが、トランプの大統領選の勝利の源泉は、それまで民主党の支持者であった白人工場労働者を主とした“今まで割を食っている”と感じている層の票をごっそり共和党に持ってきたことである。そこに尽きる。その方々の“格差”意識を突いたのである。現在も、トランプは彼らの支持をベースとして、共和党の中で支持を保っている。

そのため、トランプの経済政策は分かり易い。白人工場労働者を主とした層のため、が大原則なのである。その大原則^(注1)をベースとして考えればよく、そのため国内政策を

重視し、移民に反対し、保護主義に徹しているのである。

トランプの最大のテーマは、大統領任期の半分(2年)で行われる中間選挙(11月6日)である。現在の票の状況を見てみると、上院(日本では参議院に相当)は共和党が優勢であるが、下院(同じく衆議院に相当)は民主党が優勢、つまり、共和党が劣勢なのである。これは共和党議員のスキャンダルなど自業自得的なところもあるが、トランプはそうもいってられない。下院で劣勢であればあるほど、白人工場労働者を主とした層のための保護主義を“強化”するという構図になっている。

すなわち、トランプは自国(米国)以外の国々は全て“敵”となっている。中国や日本も含めた海外は“票”にならないので、仲良

くしても仕方なく、逆に敵対することによって、国内の票は集めやすい。それが彼の“政治”なのである。

貿易についていうならば、世界各国は今まで自由化を進めようとしていた。しかもその自由主義貿易の中心が米国だったのである。さらに具体的にいうと現在の貿易の基本ルールをWTO（World Trade Organization：世界貿易機関）が決めている。世界の国の数は196カ国（外務省）で、WTOには現在164カ国（外務省）が加盟している。つまりは殆どの国が参加している。そのWTOの基本原則の一つが勝手に関税を上げないというものがある。しかし、その原則も特定条件の下では適用外になる。それが安全保障上の問題がある場合である。つまり、戦争状態にある国には関税を上げて良いのである。トランプはこの適用外の条件をベースとして関税を上げている。安倍総理をはじめ日本政府が「同盟国なのに」といって関税引上げに抗議しているのは、このWTOの原則に基づいているからなのである。大統領の権限は国内政策では弱く、対外政策では強い。そのため、手っ取り早くできる対外政策で強くなっている。

現在、トランプは中国をメインの標的としている。貿易収支の改善^{（注2）}は短期的には分かり易い目標である。概数であるが、米中間における米国の貿易赤字は年間約3,500億ドルもあり、中国からの米国の輸入が約5,000億ドル、逆の輸出は約1,500億ドルとなっている。米国は現在、中国からの輸入額の

約5～7割に関税を課した。中国も報復的に関税を“ほぼ同額”課している。この対立は“金額”では中国に不利となる。

（3）保護主義政策の副作用

この国際的な対立の経済構造は危険である。経済において歴史は重要で、これと同じ状況は、1929年から始まった大恐慌（世界恐慌）の対応策として、米国はスムート＝ホーレー法によって、関税を引上げ、ブロック経済化を進行させ、さらに世界経済を悪化させた。大恐慌とそれに続く第2次世界大戦の反省から、国際的に自由貿易が進められることとなった。その盟主が米国だったのである。

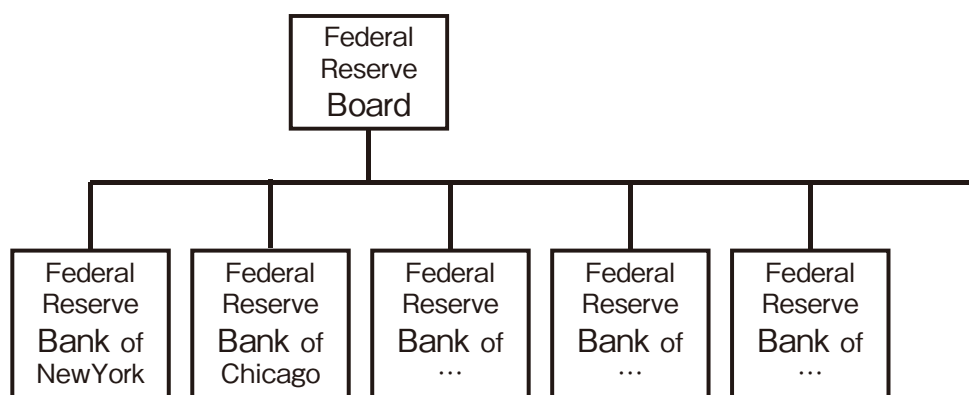
米国と中国は大国であり、合計して国際貿易の約4割を占めているほど巨額である。米国の関税引上げで、米国の輸入（中国からの輸出）が縮小をはじめ、中国の経済成長率も低下を始めている。中国以外の国の貿易も同様の動きをしている。

このような関税の引上げは短期的かつ政治的な経済政策で、中長期的には経済にとって良くないことを知っている。しかし、票のために行ってしまうのである。繰り返しになるが、それが政治、特に“トランプ的政治”なのである。

（4）政治的な結末

このエスカレートする貿易摩擦（貿易戦争）の今後については、ある程度、筆者は楽観視している。それは逆説的であるが“政治的な

(図2) 米国FRBの組織



(出所) 筆者作成

行為”であるからである。

国内政治もそうであるが、国際政治でも“貸し借り”という考え方がある。このようにトランプが無理な政策を実施するのも、中間選挙のためである。

基本的に、政治家は選挙が命である。自身の選挙では落ちてしまえば、無職のただの人になってしまう。トランプとすれば、中間選挙は自分自身の選挙ではないが、2年間の評価である。しかも、下院での民主党優勢＝共和党劣勢が挽回できるまで、保護的政策^(注3)を強めていくことになる。この政策の導入には、実は中国側もトランプとの貸し借りの一環で許容している節がある。つまり、国際政治上の貸し借りで行われているということである。そうでないと、軍事的行為に発展しがちであるが、筆者は今回その傾向が極めて低いと分析している。

しかし、11月6日(火)には、いやおうな

しに中間選挙は終わる(この原稿を書いているのは10月初であるが、誌面となるときには中間選挙は終わっている)。結果的に、下院で民主党が勝ったとしても、共和党が勝ったとしても、選挙も終わり、このトランプの無理な保護主義的政策は弱まることになるだろう。

白人工場労働者にしても、製造業全体として、国際分業が進んだ現代において、保護主義的政策は無理だと分かってくる。それは時間の問題である。そういう意味で、トランプの保護主義的政策は中間選挙の直前がピークになると考えている。

2. FRBの利上げ終了

(1) FRBの役割

FRBとはFederal Reserve Boardの略で、直訳すると連邦準備制度理事会となり、米国の中央銀行である。ちなみにFRBとは、

Federal Reserve Bankの略でもあり、直訳すると連邦準備銀行である。このFederal Reserve Bankは12の主要都市（ボストン、ニューヨーク、フィラデルフィア、クリーブランド、リッチモンド、アトランタ、シカゴ、セントルイス、ミネアポリス、カンザスシティ、ダラス、サンフランシスコ）にある。その12のBankを統括し、金融政策を実行するのが、Federal Reserve Boardであり、図2にあるようにホールディング・カンパニーに当たる。このBoardは、総裁1人と副総裁2人、それに加えて、理事4人とBank（連邦準備銀行）の総裁5人（ニューヨーク連邦準備銀行総裁は常任で、持ち回りで選ばれる他の地区連銀の総裁4人）から構成されている。

筆者は先日、ワシントン連銀本部と、ニューヨーク連銀およびシカゴ連銀を実際に訪問し、その役割や今後の見通しについて意見交換をした。

まず、中央銀行（Central Bank）の役割であるが、実は金融の専門学者でも、正しい理解をしていない方がいるぐらい、国によって“全く”と言っていいほど“違う”のである。各国の経済・金融の制度や歴史の違いによって、様々な役割を持っている。

以下の（表1）にもまとめたが、よく金融の教科書に書いてあるような「物価のコントロールによる金融政策」を行っているのは、先進国（米国・欧州・日本）の主たる中央銀行で比べると、欧州中央銀行（ECB：European Central Bank）ぐらいのものであ

る。ECBの場合は、欧州中央銀行法に「物価の上昇率を2%とする」と、目標数字まで明記しており（これは中央銀行としては“例外的”、通常は目標数字まで明記していない）、“いわゆる中央銀行”の性質を持っている。また、中央銀行や金融政策において、物価といった場合、それは消費者物価（注4）を指す。

FRBの役割は「物価と雇用」の2つある。これも中央銀行の中では“例外的”である。歴史的に見て米国経済の“最大の悲劇”は先にも出たが、大恐慌であり、そのようなことを起こさない政策を運営されるはずであった。この大恐慌の最大の問題点を象徴的にも“失業率”としている。大恐慌では、米国の失業率は約25%まで達した。

そのため、FRBもその2つの主要目標の一つとして、雇用も上げている。実際には筆者の分析では、金融政策の決定には物価よりも、雇用の影響力が大きい。つまり、雇用（注5）によって金融政策が決まっている。つまり、景気の責任まで負っているのである。

ちなみに、日本の中央銀行たる日本銀行の金融政策は、主として物価上昇率のコントロールはもちろんであるが、「政府の経済政策の基本方針と“整合的”なもの」となるようにしなければならない（日本銀行法第4条）。米国ほどではないが、政府の経済政策と反する政策はできない。ちなみに、最近のアベノミクスでは、金融政策が“主たる経済政策”となっている。

(表1) 各国中央銀行の目的

	物価	景気（雇用）
ECB	○	－
BOJ	○	△
FRB	○	○

(出所) 筆者作成

(2) 中央銀行の本当の役割

本当の中央銀行の目的は「金利を下げる」ことではなくて、「金利を上げる」ことである。経済、特に景気というものは、人間の健康状態と一緒に、調子が良いときもあり、悪いときもある。景気の悪いときに、適切に金利を下げられるよう、“平時”に金利をできるだけ上げておくことが大事というか、本当の仕事なのである。そもそも、金利を下げることも、上げる方が数段難しいのである。

中央銀行の業界では、金利を上げた時期(四半期)を「勝ち」をして評価され、金利を下げた時期を「負け」として評価が下がる。星取表が作られており、米国のFRBは白星が続き、日本の日本銀行は黒星が続いている。

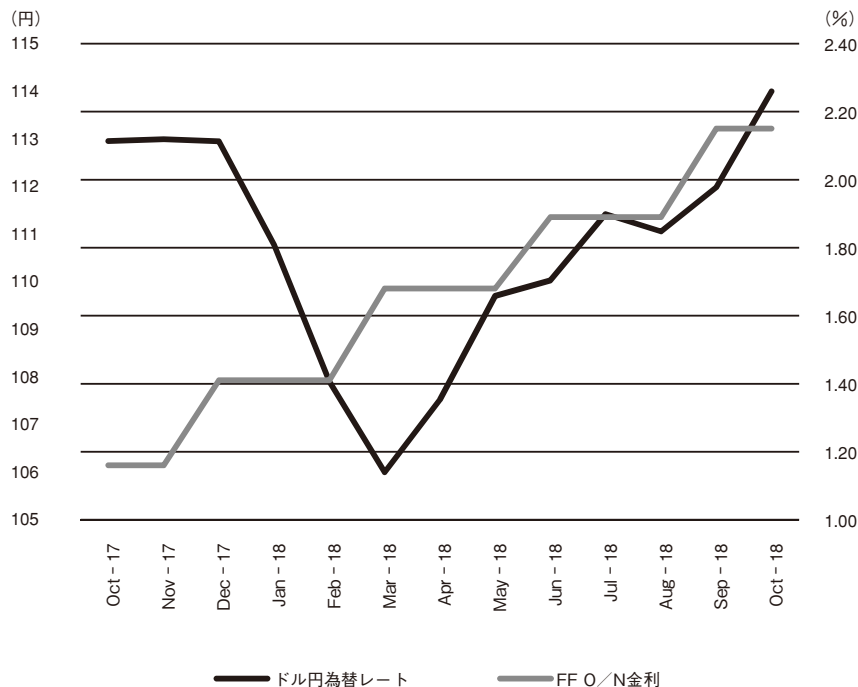
(3) 来年で終わる金利の引上げ

FRBは2015年12月のFOMC(Federal Open Market Committee:連邦公開市場委員会)から、金利を上げ続けている。これも誤解が多いが、FOMCの正確な日程は前年に決まるが2月、3月、5月、6月、8月、9月、11月、12月の8回開催される(日本銀行も近年FRBの8回に合わせた)。FOMCに

は実際には“大きい会議”と“小さい会議”があり、3月、6月、9月、12月が大きい会議である。大きい会議の時には声明文だけでなく、議長が記者会見を行い説明をする。つまり、金利の引上げ等金融政策の変更は大きい会議の時にしか行われぬ。すなわち、この3か月毎の大きい会議の時以外金利の上げ下げ等の政策変更は行われぬ(新聞等で“3か月振り”という風に書かれるがこれは間違いに近く、“連続して”が正しい言い方である)。そういう意味において、2015年12月から先日9月のFOMCまで大きい会議で連続して金利を上げている。最近、FRBは来年1月より毎回記者会見をすると発表した。これは、年8回のFOMCで金融調節を議論することで状況に合わせて機動的な対応が可能になる。

現在の米国の政策金利であるフェデラルファンド(FF:Federal Fund)オーバーナイト(O/N:Over Night)金利が現在、2.00～2.25%となっている。米国はトランプの減税政策等により、景気が良く(経済成長率が高く)、金利を引き続き大きい会議において引上げ続ける。しかし、長期金利(10年物国

(図3) FF O/N金利とドル円為替レート



債)の目標金利を3%~3.5%とおいており、さらに物価上昇率と経済成長率も勘案し、短期金利(前述のFF O/N)の目標上限を3%とされている。

1回の利上げは最近では、0.25%刻みで進めており、あと3回か、4回の利上げで最近連続していた米国金利の引上げが終了する。もちろん、トランプの政治的圧力も影響がある。

(4) 金利引上げの影響

(図3)にあるように、FF O/N金利の引上げによって、ドル相場(為替レート)は上昇している。弊社『通貨経済学入門(第2版)』

(注6)に詳しいが、為替相場の変動要因は突き詰めれば、「金利」と「リスク」である。市場におけるリスクが低くなれば、平時ならば金利の高い通貨が買われる。リスクについては、日本円は「低リスク通貨」とされており、地政学的リスクを始めとしたあらゆるリスクが高まると、先進国通貨の中でも日本円が買われることになる(注7)。2018年3月までは市場に様々なリスクが高まっていたため、円高ドル安で推移したが、それ以降は金利の影響を受け円安ドル高に転じている。

最も影響を受けたのが新興国で、米国金利の引上げによって、資金が米国へ逆流をした。経済・政治基盤が弱い国の通貨が売られた。

さらに、特にトランプ政権と対立している新興国の通貨が売り込まれた。これは通貨危機のような状況の時には、IMF（International Monetary Fund：国際通貨基金）が資金を融資するが、IMFや世界銀行も先日訪問したが、結局はワシントンにあることから分かるように、米国の影響力が大きく、結局は米国の意向をくむ傾向が強いからである。

■ 3. 沈静化・安定化と日本銀行

(1) 落ち着く金融市場

米国の中間選挙が11月6日に終わり、FRBによる金利の引上げも来年前半には終わると筆者は予想している。そうなれば、変動要因がなくなり、金融市場は、為替相場も含め、落ち着きを取り戻すことになる。

強いて為替相場について言えば、そこまで新興国の経済成長が持てば、新興国に資金が戻る、すなわちドル安になる。大きな2つの変動要因が無くなれば、いうなればリスクも低くなり、円も安くなる可能性が高いと考える。

(2) 影響を受ける日本銀行

それよりも、最も大きい影響を受けるのが日本の金融政策（日本銀行）である。物価の上昇もそうであるが、アベノミクスによって金利の引上げが遅れており、早いうちに金利を上げなければならない。

金利の引上げには、引上げによる「世論」

の醸成が大事である。低金利政策の副作用として、銀行の収益の著しい低下があげられる。地銀106行のうち、最近の決算では実質半数の銀行が営業赤字となっており、業界として経営が破たんしつつあり、不祥事も相次いでいる。この点が副作用として強調されるであろう。さらには、国債市場の取引量が著しく低下している点も問題となっている。この利上げも、銀行救済を目標とするならば“長期金利”の引上げがメインとなる。すでに日本銀行は長期金利の「許容変動幅の拡大」（実質的な利上げ）を今年7月31日の金融政策決定会合で実行した。

問題は本格的な引上げの時期である。トランプの政策の所でも解説したが、結局は安倍政権の政治日程との調整になる。来年の主たる政治日程は、4月の統一地方選挙、7月の参議院選挙、10月の消費税引上げがある。その間、安倍政権の支持率との兼ね合いで、日本銀行は利上げを行うことになる。

さらに上記の様にFRBが利上げを終了（停止）したならば、日本銀行だけが利上げをすることになり、もっとも日本経済が嫌う「円高」を自ら招くことになる。これは避けたい。そうすると、①来年FRB利上げ終了以前に、4月の統一地方選の終了後に実行しなければならない。あるいは、早ければ②今年中から来年2月程度まで、統一地方選に影響の出ない時期の可能性もある。いずれにしても、米国のトランプとFRBの動向によって最も影響を受けるのが日本銀行が司る日本の金融政

策なのである。

(注1) この格差意識のある労働者を重視した、ある意味、社会主義的な政策は、最近の先進国では一般的なものになっている。日本の安倍政権も賃金上昇を企業に要請するなど、同じ原則に立っていると考えられる。そのため、日本の社会主義的勢力(左派・野党)は力のベースが弱まっているとも考えられる。

(注2) このような貿易収支の改善の政策的強要は、共和党政権の基本政策ともいえる。米国と日本も、かつてはレーガン政権下、日米貿易摩擦が発生していた。当時は日本側が譲歩する形で対応した。しかし、今回、中国はある意味“大国”であり、一方的な譲歩はしにくい状況になっているということができる。

(注3) 日本の安倍政権の経済政策アベノミクスでも、短期的な視点が優先される傾向がある。たとえば、財政赤字を放置し、税金の引上げや金利の引上げをできるだけ遅らせている傾向がある。経済政策も、政治日程に合わせて、選挙民(国民)の顔色を見ながら行っている。実は、これは国民サイドの問題でもあり、長期的に見れば間違っていることが分かる。

(注4) 歴史的に見て、消費者物価の上昇が、暴動や革命などの社会的影響力があるためである。また消費者物価の上昇率の“ベースとなる数値”は各国に任されており、先進国であっても違う。

(注5) 米国のFRBがチェックしている雇用の数値(雇用統計)は多数があるが、現在のFRBの陣営では「失業率」、「非農業部門雇用増加数」、そして、最も注目しているのが「平均時給」の上昇率である。失業率は遅行指標とされており、実際にはあまりFRBは重視していない。

(注6) 『通貨経済学入門(第2版)』宿輪純一、日本経済新聞社より刊行。

(注7) 2001年の9.11(同時多発テロ事件)までは、現在とは逆に「有事のドル買い」として、リスク

が高まるとドルが買われていた。9.11において米国本土が攻撃され、「有事のドル買い」が終了した。当時、欧州もギリシャ危機等が発生しており、ユーロも評価を下げ、消去法的に日本円が「低リスク通貨」となった。為替相場ではこのような“思い込み”に近い相場変動要因が存在する。

