

米トランプ政権はドル高を いかに抑制するか？

三菱東京UFJ銀行 グローバルマーケットリサーチ
シニアマーケットエコノミスト

鈴木 敏之



多くはトランプ候補の当選をみていなかった。政策が不連続になるので、市場は混乱すると見込んでいた。いずれも結果は反対で、市場では株価上昇、金利上昇、ドル上昇のトランプラリーが起きた。このラリーは、トランプ大統領の言う政策の良い面だけをとりあげた期待先行という見方もなされた。しかし、政策が思慮深く実行されるならば、長期停滞の言われた経済状態を打破できるかも知れない。その場合、金融政策の果たす役割が重要であり、難しいものとなる。

〈目 次〉

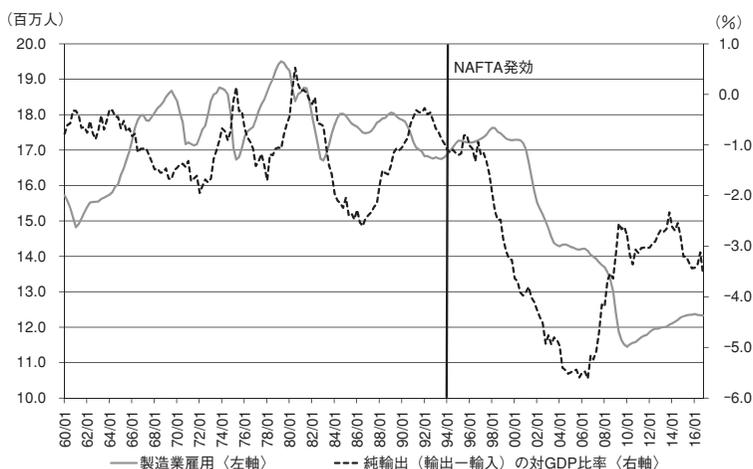
1. 侮れなくなっている米国経済の成長加速の可能性
2. ドル高への対処
3. ドル高抑制の実現可能性
4. ベストシナリオはタッチ・アンド・ゴー

■ 1. 侮れなくなっている米国経済の成長加速の可能性

市場で、なぜ、トランプラリーが起きたのだろうか？ 次の三つの要素に注目したい。

第一は、言われている長期経済停滞の要因への対応をとろうとしているからである。サマーズ元財務長官は、自然利子率の低下に注目して、需要不足を長期停滞の要因とし、対応としてインフラ投資の拡充を提言した。トランプ大統領は、インフラ投資への積極的姿勢を持っている。また、ゴードン教授は、技術革新の変容に注目し、経済成長をもたらす技術革新の枯渇を問題にした。往年の技術革新は、鉄道、自動車、電力など製造にもその維持にも人手を必要とする。米国に製造業を取り戻す、インフラの充実をはかるとするのは、仮に時代錯誤にみえても、ゴードン教授の指摘する長期経済成長停滞への対応の試み

(第1図) 米国の輸出力の低下と製造業雇用の衰退



(出所) 米労働省、商務省

と言える。世界の工場を建設する国こそが高度経済成長の国である。時計の針を戻すような話だが、今後、米国がその地位の再興をはかるという発想は、成し遂げれば、長期経済停滞の打破になる。

第二は、レーガノミクスの実績である。レーガノミクスを経て、80年代、90年代と米国経済は着実な成長を続けた。税負担の軽減と規制緩和は、経済を押し上げた実績がある。

第三は、政策の実現可能性である。この選挙を経て、共和党がホワイトハウスと議会両院を制した。かつては、選挙が終われば、両党の良識が協力するので、政治は前に進むし、大統領と議会の優位政党が異なることは、チェック&バランスが効くため、好ましい状態とも言われた。今は、両党の中道派の勢力は弱く、対立する案件では溝が埋まらず、物事が前に進まないだけである。大統領令の多用

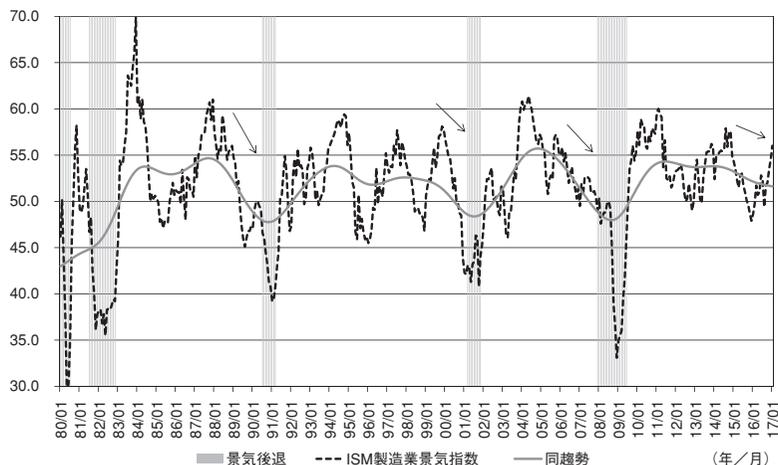
は、この政治情勢では、政策を前に進めるには利用せざるをえない手段と言える。銃規制など、前任のオバマ大統領も、この手段を利用せざるをえなかったのである。

こうみると、米国の経済成長が加速する可能性を侮れない。実際、IMF（国際通貨基金）も2018年の米国の経済成長率見通しをこの1月に2.5%として、2016年10月の予測から0.4%も引き上げている。

2. ドル高への対処

政権は財政拡張に進むだろう。一方で、金融政策については利上げを言っている。さらに、ここへきて、Fed（連邦準備、Federal Reserve）の高官たちは、引き締め効果の見込まれるバランスシート規模の縮小も話題にしている。財政拡張、金融引き締めのポリシ

(第2図) ISM製造業景気指数の推移



(出所) ISM, NBER、趨勢はHPフィルターで筆者計算

ーミックスはドル高政策である。また、学界からは、国境調整税はドル高をもたらすという指摘もなされている。米国企業が外国に蓄積されている利益の国内送金を促す措置もドル高要因になりえる。レーガノミクスの際は、強烈なドル高となり、後にプラザ合意による調整に至っている。

トランプ大統領は、ドル高を不快とする立場を言っている。製造業の雇用を回復させる看板政策のために、ドル安が要る。財政拡張と金融引き締め（強い緩和の解除）のポリシーミックスの矛盾をどうするか？介入によってドルを低く抑えるというやり方では、効果の持続性に難がある。日欧はデフレ圧力になるので応じられるものではないだろう。

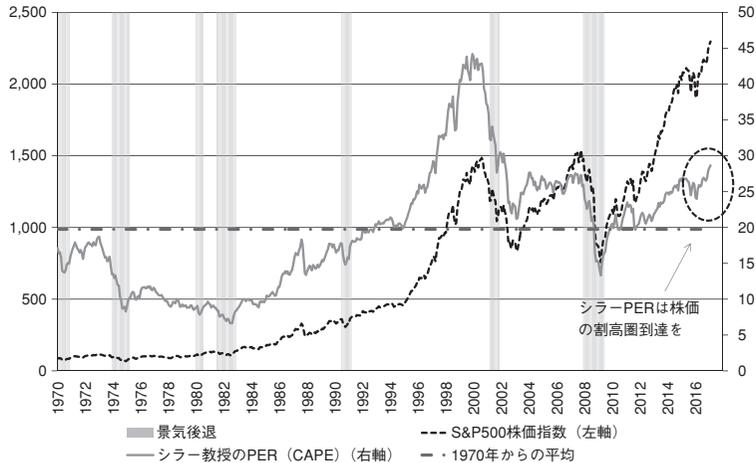
残る手段としては、Fedに金融引き締めをやめさせることが浮上する。Fedが利上げをやめるとまでは言わなくても、利上げの条件

を厳しめにするなどして、ドル高の期待形成を変えることはできるだろう。

3. ドル高抑制の実現可能性

はたして、金融政策を投入してドル高を抑えることは可能なのか？ その障害は、Fedの独立性と、利上げを言ってきた金融政策の方向転換をはかる説得力のある説明ができるかである。次の通り、Fedについては、政権が影響力を与えられる。大したインフレなど起きるはずがなさそうであるし、万一、許容できそうにないインフレが起きそうであれば、そのときこそ金融政策を投入すればよいと割り切ればよい。また、利上げを言ってきた金融政策の方向転換もありえない話とは言えない。米国景気の拡大の成熟、その後の減速がみえているからである。すなわち、米国

(第3図) 株価は割高の様相



(出所) S&P イエール大シラー教授のHP

は、金融政策を軌道修正して、財政拡張と金融引き締めポリシーミックスを変え、ドル高を抑制することを可能にする余地はありえよう。

(1) Fedの独立性～トランプ大統領はFRB（連邦準備理事会）理事の入れ替えて影響力行使可能

ひとつの障害は、Fedの独立性である。ところが、たまたまであるが、FRB理事の指名ができるトランプ政権は合法的に金融政策に影響を与えられる巡り合わせになっている。

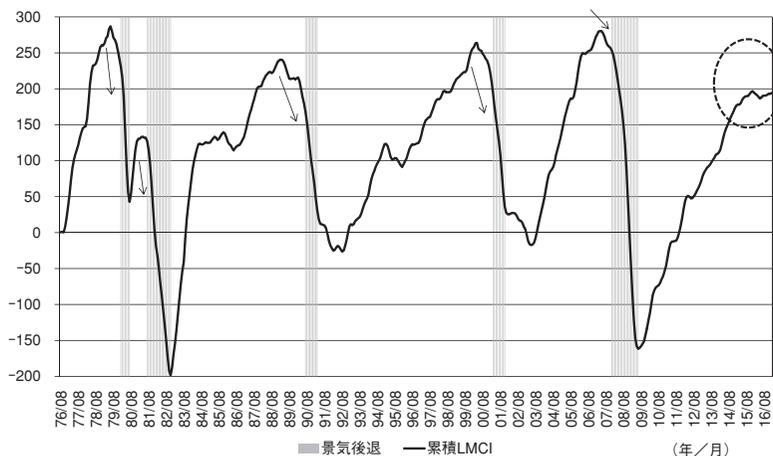
FRB理事は定数7人であるが、二つの空席がある。さらに、2月10日に、金融規制の中核であるタルーロ理事（Daniel K. Tarullo）が辞任を表明し、4月5日に職を去る。トランプ大統領は、一度に3人のFRB

理事を指名できるのである。FOMC（連邦公開市場委員会）は、理事7人と12人の地区連銀総裁の19人で構成されるが、政策決定には7人の理事の影響が大きいとされる。トランプ大統領はその7人の内の3人を大統領就任のタイミングで一度に指名できる。

さらに、FRB議長とFRB副議長の指名を行うのも大統領権限である。イエレンFRB議長の任期は2018年2月3日までである。フィッシャーFRB副議長の任期は、2018年6月12日までである。法律的には再任が可能であるが、大統領の指名と、上院の承認が要る。トランプ大統領は、再任の指名をしないとみられている。

政権は、政権の意向を尊重する人物に議長、副議長として金融政策を担わせることができ、場合によっては、議長の決定を妨げるFRB理事を3人も指名できるのである。7

(第4図) 労働市場情勢指数 (LMCI, 累積値) と景気後退



(出所) FRB, NBER

人の理事の中の5人の地位に影響を及ぼせるということである。

(2) 米国景気は拡大の成熟局面入り

いくらFRB理事の構成を思うままに変えることができるとしても、米国の経済状態にあわない金融政策をとれるものではない。今の米国経済には好調と言える数字が並んでいる。この状態で、就任の瞬間にこれまで言ってきた利上げの継続の方針を覆そうものならば、不自然で政治の傀儡とみなされてしまうことになり、その後の政策運営に支障が出ることになる。

しかし、はたして米国景気の拡大は、今後も続くだろうか？米国の景気循環は、NBER(全米経済研究所)が認定している。2009年6月から、米国の景気回復が始まっており、既に7年が経過している。何年経過すれば、

景気拡大の寿命がきれるというものではないが、無限に続くものでもない。既にいくつかの指標で景気拡大の成熟がみえている。

- ① 景気先行指数の前年同月比の数字は鈍り始めている。その名称通り、それは、経済成長の減速を見込ませる。
- ② ISM製造業景気指数は、このところ高まっている。しかし、振れが大きいので趨勢を計算してみると、低下方向である。過去は、低下傾向が続くと景気後退に至っている。この指数は、直近の1月分は56.0であるが、通常のピークは60程度であり、これからの上昇の持続期間も、上昇の幅も限られているとみることができる。
- ③ 株価をS&P500指数がピークをつけると、その後に景気後退に至るパターンが

(第5図) 悲惨指数(成長率-失業率-インフレ率)の推移
 ~悲惨指数でみて経済を悪化させると再選されない~



(出所) 米商務省、労働省

ある。今も同指数は上昇してきているが、イエール大のシラー教授が示す株価収益率(CAPE)は、結構な高さになってきている。

- ④ 労働市場の状態を示す労働市場情勢指数(LMCI)の統計開始以来の累積値は景気動向を示す指標である。これが、ピークを打てば、景気への警戒が要る。

ればならない。既に米国の景気は成熟と言える局面に到達している。ベストシナリオは、これから減速がみえたところで、金融政策が軌道修正され、ドルも軟化し、そのあたりで財政発動が効いてきて景気後退に至らず上昇に転じる「タッチ・アンド・ゴー」であろう。その操縦を行うパイロット、FRB議長、副議長、理事複数をトランプ大統領は指名できる巡り合わせになっている。

■ 4. ベストシナリオはタッチ・アンド・ゴー

トランプ大統領が再選に臨むのは2020年である。そこで、高めの経済成長がみえなければ、再選の妨げとなりかねない(第5図)。ところが、米国の景気サイクルをみれば、その頃に景気後退に陥る可能性をみておかなければ