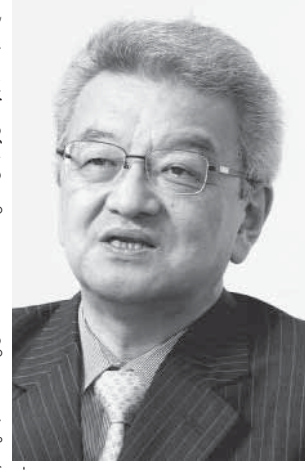


経済教室

伊藤 隆敏
コロンビア大学教授

ポイント

- 米新政権の国債増発で長期金利は上昇へ
- トランプ氏の政策は日本経済に良い影響
- FRBの独立性無視すればバブル発生も



いとう・たかとし
50年生まれ。ハーバード大博士。専門は国際金融。兼GRIPS特別教授

MC経済見通しでの委員予想(中央値)では、来年は3回の利上げが予想されている。ただし、昨年も今年も事前(前年12月時点)の利上げ予想回数は4回だったのに、実際の利上げはそれぞれ1回だけだった(表参照)。従って来年の予想が必ずしも当たるわけではないとみる向きもある。

一方、長期的な金利水準については、かつて4%だったのが3%まで低下してきた。

これは自然利子率(景気や物価に中立的な金利)が下落したという認識の反映である。

トランプ氏の勝利は日本にとっては「神風」といえる。日銀としては9月に宣言した

イルドカーブ・コントロールの維持が困難になるとの懸念がある。

最大のリスクシナリオは、金融政策を巡るトランプ政権とFRBのあつれきが強まる可能性だ。トランプ氏は金融政策について、FRBによる低金利の継続と量的緩和の維持は、オバマ政権に協力するものだとして批判してきた。

また共和党が過半を占める議会を中心に、FRBをより厳しく監視するという圧力も高まっている。共和党の一部は「ルールに基づいた金融政策」を主張している。

前述したように景気刺激策が成功した場合、インフレ率が早い時点で目標の2%を超えて上昇する可能性がある。

高金利はインフラ投資、特に不動産投資に悪影響を及ぼすことから、トランプ政権が低金利を求める方針に転換する可能性がある。そうすると、政権とFRBのあつれきが強まる。その場合には2つの決着シナリオがありうる。

第1は、財政拡張政策は実行されるが、FRBの独立性は尊重されるケースだ。財政刺激でインフレ率が2%を超えてさらに上昇の気配をみせると、金融政策の引き締めは加速する。財政刺激と金融引き締めの組み合わせで株高、ドル高のメインシナリオに近い状態がもたらされる。ただブームはバブルに発展することなく短命に終わるだろう。

第2は、伝統にとらわれないうトランプ政権が、FRBの独立性を無視して「圧力」をかけるケースだ。空席の理事

12月14日の米連邦公開市場委員会(FOMC)で、政策金利の0.25%引き上げが全会一致で決定された。市場では好調な米経済を背景に、利上げは十分予想されていた。

しかし今回の決定で意外だったのは、9月のFOMC時と比べて経済成長見通しをほとんど変えないまま、FOMC委員の予想の中央値では来年1年間の利上げ回数が2回から3回に変更になったことだ。これを受けて米国債金利は急上昇し、為替相場はドル高に振れた。米株式市場は金利の急上昇を嫌って値下がりしたが、その後安定した。

日本では、円安が好感され株価は上昇した。一時、円相場は1ドル111.8円台まで下落し、日経平均株価は1万9500円台まで上昇した。

今回のFOMCでは、トランプ政権が拡張的な財政政策をとるとみられることについても議論があったが現時点では不確実性が大いとい、イエレン米連邦準備理事会(FRB)議長が記者会見で話した。

先にも挙げられるのは、減税提案とインフラ投資のための財政支出増だ。個人所得税率については現在の7段階から、33%、25%、12%の3段階に簡素化するとされている。最高税率が引き下げられるので、

実現可能な政策として真っ先に挙げられるのは、減税提案とインフラ投資のための財政支出増だ。個人所得税率については現在の7段階から、33%、25%、12%の3段階に簡素化するとされている。最高税率が引き下げられるので、

しょうとするだろう。

インフラ投資では民間資金も活用すると主張する。それでもまず間違いなく財政赤字が拡大し、国債増発で賄われることになる。そのため米長期金利はさらに上昇する。この

日からみると、米ダウ工業株30種平均は1万8000ドルから2万ドル近傍へ、米10年債利回りは1.8%から2.5%に上昇した。ドルはほぼ全通貨に対して上昇した。

トランプ氏の勝利は日本にとっては「神風」といえる。日銀としては9月に宣言した

イルドカーブ・コントロールを維持するだけで、円安が進行してかれる。株価が上昇し、インフレ率もこれから上昇に向かうだろう。米国のメインシナリオが継続する限りは、日本の円安、株価上昇は継続すると予想される。

2015年6月に1ドル125円まで円安が進んだ時、輸入部品に頼る中小企業を中心に円安弊害論が出てきて、円安進行に歯止めが掛けられなかったことがあった。今回はインフレ率が目標の2%を超えても、オーバーシュート(行き過ぎ)を許容すると日銀が今年9月に宣言しているの、従来以上に円安に許容的になる可能性もある。ただし、米金利上昇につられて日本国債にも金利上昇圧力がかかり、

米金融政策の行方 ①

財政刺激下引き締めのお算

金持ち優遇である。法人税も35%から15%に引き下げると訴えてきた。上下両院で過半数を占める共和党の主流派も減税には賛成なので、15%は無理だとしても、20%台には

れがメインシナリオだ。一方法人税と規制緩和を好感して上昇を続ける株価は、金利上昇があまり急激でない限り来年も底堅く推移するだろう。しかし市場は先を讀んでい

一方、日本の10年債利回りは、日銀の「イールドカーブ・コントロール(長短金利の操作)」により「ゼロ近傍」に固定されている。そのため日米金利差が開いてドル高・円安につながった。

市場参加者は来年の政策やマクロ変数の動きを予想し行動するので、政策実行の前にマクロ変数は動いてしまう。実際に減税が実施され、インフラ投資が起きる際には、ほとんど市場に織り込まれているので、「トランプ・ラリー(株価上昇)」は短命に終わるとい見方もある。

政策金利も経済状態が良い限り、上昇を続けるだろう。前述したように、今回のFOMC

減税、財政赤字拡大による景気刺激策は、1980年代前半のレーガノミクスを想起させる。80年代前半の米国では財政と貿易の双子の赤字が拡大し、85年のプラザ合意へとつながっていった。日米金利差が拡大することで、他の非ドル通貨以上に円安が進行すると、次第に日本に対する見方も厳しくなりかねない。

日本は高関税や為替操作の当面のターゲットではないが、円安は正の圧力がかかるようになるかもしれない。そうなる前にインフレ率2%目標を達成して、イールドカーブ・コントロールを修正し、10年債利回り上昇の環境にもっていくことが大切だ。

実際に、現在の予想よりも早く2%目標は達成される可能性はある。円安、株高、原油価格高騰、人手不足はいずれも日本の物価に上昇圧力をかけるからだ。トランプ政権の経済政策は日本経済には良い影響をもたらす可能性の方が大きい。また日銀の政策の自由度も増す可能性が高い。ただし、もう一つのリスクシナリオには注意が必要だ。

イルドカーブ・コントロールを維持するだけで、円安が進行してかれる。株価が上昇し、インフレ率もこれから上昇に向かうだろう。米国のメインシナリオが継続する限りは、日本の円安、株価上昇は継続すると予想される。

2015年6月に1ドル125円まで円安が進んだ時、輸入部品に頼る中小企業を中心に円安弊害論が出てきて、円安進行に歯止めが掛けられなかったことがあった。今回はインフレ率が目標の2%を超えても、オーバーシュート(行き過ぎ)を許容すると日銀が今年9月に宣言しているの、従来以上に円安に許容的になる可能性もある。ただし、米金利上昇につられて日本国債にも金利上昇圧力がかかり、

イルドカーブ・コントロールの維持が困難になるとの懸念がある。

最大のリスクシナリオは、金融政策を巡るトランプ政権とFRBのあつれきが強まる可能性だ。トランプ氏は金融政策について、FRBによる低金利の継続と量的緩和の維持は、オバマ政権に協力するものだとして批判してきた。

また共和党が過半を占める議会を中心に、FRBをより厳しく監視するという圧力も高まっている。共和党の一部は「ルールに基づいた金融政策」を主張している。

前述したように景気刺激策が成功した場合、インフレ率が早い時点で目標の2%を超えて上昇する可能性がある。

高金利はインフラ投資、特に不動産投資に悪影響を及ぼすことから、トランプ政権が低金利を求める方針に転換する可能性がある。そうすると、政権とFRBのあつれきが強まる。その場合には2つの決着シナリオがありうる。

第1は、財政拡張政策は実行されるが、FRBの独立性は尊重されるケースだ。財政刺激でインフレ率が2%を超えてさらに上昇の気配をみせると、金融政策の引き締めは加速する。財政刺激と金融引き締めの組み合わせで株高、ドル高のメインシナリオに近い状態がもたらされる。ただブームはバブルに発展することなく短命に終わるだろう。

第2は、伝統にとらわれないうトランプ政権が、FRBの独立性を無視して「圧力」をかけるケースだ。空席の理事

イルドカーブ・コントロールの維持が困難になるとの懸念がある。

最大のリスクシナリオは、金融政策を巡るトランプ政権とFRBのあつれきが強まる可能性だ。トランプ氏は金融政策について、FRBによる低金利の継続と量的緩和の維持は、オバマ政権に協力するものだとして批判してきた。

また共和党が過半を占める議会を中心に、FRBをより厳しく監視するという圧力も高まっている。共和党の一部は「ルールに基づいた金融政策」を主張している。

前述したように景気刺激策が成功した場合、インフレ率が早い時点で目標の2%を超えて上昇する可能性がある。

高金利はインフラ投資、特に不動産投資に悪影響を及ぼすことから、トランプ政権が低金利を求める方針に転換する可能性がある。そうすると、政権とFRBのあつれきが強まる。その場合には2つの決着シナリオがありうる。

第1は、財政拡張政策は実行されるが、FRBの独立性は尊重されるケースだ。財政刺激でインフレ率が2%を超えてさらに上昇の気配をみせると、金融政策の引き締めは加速する。財政刺激と金融引き締めの組み合わせで株高、ドル高のメインシナリオに近い状態がもたらされる。ただブームはバブルに発展することなく短命に終わるだろう。

第2は、伝統にとらわれないうトランプ政権が、FRBの独立性を無視して「圧力」をかけるケースだ。空席の理事

FOMC開催日	フェデラルファンド金利の誘導目標(中央値)		長期的な金利水準
	1年後の水準予想	今後1年間の利上げ回数予想(実際の利上げ回数)	
2013年12月18日	0.125%	0回	4%
14年12月17日	0.125%	0回	3.75
15年12月16日	0.375%	4回	3.5
16年12月14日	1.375%	1回	3

出た様々な政策のうちどれだけが実行できるかは不確実性が大きい。そもそもメキシコ国境に壁を作るといふ荒唐無稽なものもある。中国やメキシコからの輸入への高関税

出た様々な政策のうちどれだけが実行できるかは不確実性が大きい。そもそもメキシコ国境に壁を作るといふ荒唐無稽なものもある。中国やメキシコからの輸入への高関税

出た様々な政策のうちどれだけが実行できるかは不確実性が大きい。そもそもメキシコ国境に壁を作るといふ荒唐無稽なものもある。中国やメキシコからの輸入への高関税

出た様々な政策のうちどれだけが実行できるかは不確実性が大きい。そもそもメキシコ国境に壁を作るといふ荒唐無稽なものもある。中国やメキシコからの輸入への高関税