

時論

トランプの経済政策がもたらすレジームチェンジ

米国大統領選挙はトランプ氏勝利という大サプライズが起こった。その直後は同氏の保護主義的政策が世界貿易の停滞を招くとの懸念から日経平均は大幅に下落した。翌日以降は、同氏の減税、インフラ投資拡大が米国経済を刺激するとの見方が優勢となり、世界的な株高、金利高、ドル高となった。

まさにトランプジェットコースター相場であるが、トランプ氏が現時点で打ち出している経済政策を、同じように大幅減税と規制緩和を打ち出したレーガン元大統領(在任1981～1989年)の経済政策(レーガノミックス)に重ねる見方も出てきている。

レーガノミックスは、共和党の伝統である「小さな政府」を下地とし、これに米国経済の病根は需要不足ではなく投資不足という供給サイドにあると主張したサプライサイド経済学、裁量的金利政策の効果を否定し、通貨供給量管理を最重視するマネタリストの政策思想が加わったものと言える。

レーガン政権は、①財政支出の大幅抑制、②個人・企業の大規模減税、③規制緩和、④マネーサプライ増加率の抑制的運営—を打ち出した。その狙いは、やや引き締め気味の金融政策によってインフレを抑え、投資減税によって民間設備投資を促して供給力と生産性を高め、減税によって家計の消費・貯蓄増加の二兎を追い、その貯蓄を民間投資の原資とすべく、財政支出と国債発行を抑え、こうして経済成長率を高めて税収を増やし、減税の財源とする—というもので、サプライサイド経済学、マネタリストの「良いとこ取り」の嫌いはあるものの、マクロ経済運営という視点が存在し、整合性が取れていたと評価できよう。

こうしたレーガノミックスの政策ミックスと比較すると、トランプ氏の経済政策はマクロ経済運営という視点が読み取れず、政策の整合性が取れているとは言い難い。

すなわち、①大幅減税とインフラ投資拡大を掲げる一方、財源については、歳出削減には社会保障やメディケアは含まれず、米国の潜在成長率(2%)を大きく上回る成長(4%)による税収増頼みとなっている、②潜在成長率を引き上げる視点からの政策が乏しい、③NAFTA見直しや外国企業への規制強化は米国経済にはコスト増となる、④完全雇用に近い状況下の移民制限は労働コスト上昇をもたらす、⑤財政赤字拡大を見越したドル高は、トランプ氏が復活を掲げた製造業には打撃となる(同氏はドル安を主張している)。

トランプ政権発足後の経済政策は、共和党主流派、議会等との調整を経て現実的なものになるとの見方が多いが、中身と程度の差はあれ、その政策はレーガノミックス時のような経済学的な裏付けや整合性が乏しいまま進められると見ておくべきであろう。

こうした政策はどのような結果をもたらすであろうか。レーガノミックス時では、景気は回復に向かい、消費者物価上昇率は1ケタ前半まで低下するなどの成果を上げたが、不十分な歳出削減、国防費の増大により財政赤字は大幅に拡大、これが米国実質金利上昇とドル高を招き、ドル高は輸出製造業に打撃を与える一方、輸入が大幅に増加、経常収支赤字が大幅に拡大して「双子の赤字」を生み出した。政策の整合性が取れていたように見えたが、大きな誤算と綻びに見舞われた。

トランプ政権は、歳出・減税・財源の政策不整合から見て、レーガノミックス時と同じように「想定以上の

財政赤字拡大」という誤算に見舞われることになるだろう。のみならず、近年の「長期停滞論」や企業活動のグローバル化を勘案すると、「潜在成長率の低迷(インフラ投資を増やしても潜在成長率は高まらない)」、「グローバルチェーンのフィードバックループ(他国への制裁は自国へはコスト増加というマイナスとして跳ね返ってくる)」という誤算にも直面するだろう。

その結果、米国経済は、①潜在成長率も生産性もほとんど高まらない、②「双子の赤字」が膨らみ続ける、③ドル高是正、輸入制限、輸出テコ入れ等を企図した口先介入や規制強化など経済合理性が乏しい政策が打ち出される、④それは米国企業のコスト増をもたらす、経済全体では供給制約に突き当たり、コストプッシュインフレ色がやや強まる—という姿になっていくだろう。

当面の米国経済は、インフラ投資と減税による景気回復期待が高まることから、株高・金利高・ドル高基調(上がり続けるというより、高止まりする)が続くと見られる。レーガノミクス時の経験から見ても、「双子の赤字」拡大観測が存在しても、それがまだ実現せず、かつ足元の景気が堅調であれば、さほどネガティブには捉えられないためである。

しかし、個々の政策の実現可能性や政策の不整合への疑問・不信が高まり、上記のように米国経済は望ましい方向へ向かっていないとの見方も台頭し、やがてはレーガノミクス時と同様に「双子の赤字」の持続可能性に対する懸念が強まると、レーガノミクスの後半期における急速なドル安進行のように、為替は不安定な動きとなるだろう。ただ米国金利だけは、ソブリンリスクプレミアムの拡大やマイルドインフレの持続によって高止まる蓋然性が高いと見る。

このように考えると、トランプ氏の勝利は、グローバル金融環境にとっては米国を起点とした世界的な金利の上方修正というレジームチェンジをもたらすことになる。

世界的な景気回復を伴わなくとも、水準修正が「あまりにも低すぎる水準」から「やや低い水準」に戻る程度に過ぎないとしても、「金利は上がることはない、まだ下がるかもしれない」という従来からの市場の期待が、「金利はこれ以上下がることはない」に変わるためである。これによって、まだ不十分とは言え、従来よりもリスクを反映した金利が形成されるようになると、次のような事態を招くと考えられる。

新興国については、新興国から米国へのマネー還流によって新興国通貨の下落圧力が高まり、実体経済と金融市場が動揺する恐れがある。新興国では近年、ドル建て債務が急速に拡大していることも懸念材料である。ユーロ圏ではドイツと南欧諸国との金利格差が広がり、個別銀行の経営不安と相まって、金融不安がくすぶり続けるだろう。これらはすでに一部、顕在化しつつあるリスクでもある。

日本では、日銀が米国連れ高となった長期金利の上昇を抑え込むべく、固定利回りで国債を無制限に買い入れる「指し値」オペを実施した。こうした措置は、日銀による国債購入の量的限界到達時期を早め、保有国債の含み損失をさらに膨らませ、量・価格両面から現行金融政策の持続可能性への懸念を生じさせ、長期金利を不安定化させるかもしれない。

さらには、世界各国の資源開発、企業買収、不動産投資に係るハイレバレッジの企業あるいはファイナンス案件の中には、リファイナンス時に困難をきたすケースが出てくるかもしれない。

巷間のトランプ政権の経済政策の評価については、その実現可能性や世界貿易への影響に目が行きがちであるが、グローバル金融市場については、上記のような「期待の変化」と「レジームチェンジ」にこそ、今後のモニタリングの目を向けるべきであろう。

(フェロー役員 調査部長 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。