

去る8月28日、日本経済研究センター主催のセミナーにおいて、清滝信宏プリンストン大学教授が「アメリカの経済政策と日本」と題して、約1時間の講演を行った。日ごろ新聞等で断片的にアメリカの経済政策についてその場限りの情報を目にするだけのわれわれ素人にとって、こうしたテーマで定見を持つことは極めて難しいが、今回、アメリカ経済の全体像を熟知している清滝教授の示唆は、素人なりに大変説得力のあるものだと感じられた。以下では何点か印象に残ったご指摘を列挙したうえで、特に、今後の世界経済において惹起される恐れなしとしない途上国の金融不安に関連して、このような事態が生ずれば、不動産市場を含めた日本経済への影響も避けられないことから、アメリカの金融政策の途上国への波及経路について、清滝教授がお考えの事項をやや詳しく紹介しておきたい。なお以下は、聴講した筆者が理解できるレベルでの中身を自らの理解の範囲内で情緒的に記述したものであり、講演者の説明・真意・主張等を十分理解・確認している保証はないこと、用いている用語等についても、正確な経済学的な意味を踏まえたものではないことを付言しておきたい。

(アメリカ経済について)

(1) アメリカ経済は、2017年の実質成長率2.6%、エネルギー・生鮮食料品を除くコアインフレ率1.5%、失業率4.4%と良好であり、完全雇用状態が実現している。しかしアメリカの現在2%程度と見られている潜在成長力が高まらない限り、トランプ政権により導入された法人税減税により一時的に底上げされている経済は、いずれ金融政策により相殺され、2020年代に入ると実質成長率は1.7%程度に戻るであろう。アメリカの中央銀行は、政府からの独立性が相当高く、金融政策が財政の過熱をいつまでも見過ごすことはないだろう。インフレ率が高まれば、インフレ率以上に金利を引き上げ、インフレ期待を抑える対策をとるからである(テーラー・ルール)。ただ、この政策の弱点は、既に、トルコ、アルゼンチン、インドネシアに見られるように、途上国からの資金の流出を誘発し、途上国の通貨価値や資産価格が下落すると、世界の金融制度が不安定になることである¹。

(2) アメリカの財政赤字は、1980年代にレーガノミクスと言われた高金利の金融政策とともに行われた拡張的な財政拡大により大きく拡大し、貿易赤字と合わせて双子の赤字と言われた。これを増税と財政支出のカット及び低金利の金融政策で修復したのがクリントン政権だった。財政赤字はブッシュ政権時代に再び拡大、リーマンショック時にはGDPの10%に達したが、オバマ政権になって縮小したものの、それでもGDPの2、3%の水準である。トランプ政権の財政拡張政策が続けば、これが今後5%程度まで再拡大するだろう。トランプ政権の財政拡大、金融引締めはレーガン時代の政策財政金融政策と構

¹ 米国において、政策金利を引き上げる一方、金融危機の後遺症もあって潜在成長力の低下から長期金利が上がらず、イールドカーブの逆転現象が起これば、景気後退が予想以上に進行してしまうという問題が一部の米国金融関係者の間で問題視されている。米国では期間2年と10年が逆イールドになると、1~2年程度後に景気後退期に入るという経験則があると言われている。現在、戦後2番目の長さの景気拡大(2009.7~2018.8まで9年2か月、最長は1991.4~2001.3までの10年)が続いていることから、「景気回復がさらに長く続くことはない」とする空気も漂ってきており、長短金利の逆転に対する警戒心がさらに広がる可能性もある。

造は似ている。

米国の財政支出構造は3分の2が公的年金、健康保険、その他の義務的経費で占められ、国防費はベトナム戦争当時のGDP比9%が今は2.5%程度に落ちているが、全体として硬直性が大きく、今後とも財政支出の節減は簡単にはできない。

(3) 中期的には先進国や中国でも高齢化が進み、世界全体でみると、貯蓄過剰経済は貯蓄不足経済に移行すると考えられるので、実質金利は上昇する可能性があると考えべきである。そうすると、貯蓄過剰を背景に成り立つ米国経済の長期停滞論は、実質金利の上昇により大きく様相が変わる可能性がある²。

(経済学から見たアメリカの貿易政策について)

アメリカは、資本、熟練労働が豊富なものに対して途上国では非熟練労働が豊富なので、アメリカが資本・熟練労働集約的な財を途上国に輸出し、非熟練労働集約的な財を輸入することで経済全体の効率性を上げることができる(ヘクシャー・オリーン定理)。トランプ政権の貿易・関税政策は、国内製造業の復権を目指し、そのため、アメリカが非熟練労働の財の国内生産を拡大するというものだが、途上国の非熟練労働の財とが競争関係に立つことを意味することになり、この面で比較劣位にある米国の労働者の賃金や雇用が減少することに帰着する。

アウター・ドーン・ハンソンの実証研究によれば、貿易利益は広く薄く行き渡るのに対し、コストは特定の人々や地域に集中する傾向があり、雇用の減少の影響は、既存の労働者の失業を増やすよりも新規採用の減少という形で、また、実質賃金の下落の影響は市場が競争的な新卒者市場ではあまり見られず、需給が緩和気味の中高年齢層に集中する。

トランプ政権のこのような政策は不合理のようにも見えるが、中国の米国への輸出増加に伴う米国内の雇用・賃金の低下の影響が、地域間・職業間の移動・転職が極めて限られる非熟練労働者に集中し、具体にはトランプ政権の支持者が多い米国中部のいわゆるラストベルト地帯に集中して現れるので、選挙母体の支持層を確保するため、このような政策もあり得るものと考えられる。

(最近の貿易理論について)

「ヘクシャー・オリーン定理」の前提が満たされない、資本労働構成が似ている先進国間でなぜ貿易が盛んに行われるのかについては、先進国間の貿易により多様な製品を消費でき、生産関数が収穫逓増になるという規模の経済の影響が享受できることが挙げられる(クルグマンの理論)。

企業間で生産性が異なり、貿易には費用が掛かるので、生産性の高い企業は輸出を通じて売り上げを増やし、生産性が普通の企業は国内市場に特化し、生産性の低い企業は市場から退出することにより、貿易を通じた経済全体の効率性が向上するという「メリッツ、イートン・コータムの理論」は、日本では、市場への参入、市場からの退出による市場構造の調整の影響の大きさが十分検証できず、むしろ、既存財と新規財との新陳代謝が貿易にとっての経済効率に大きい影響を与えていることが、「ディーケル・川上・清滝・宮川の研究」で明らかになっている。

² 同様のことは日本にも当てはまり貯蓄不足から実質金利が上昇し、しかも大量に発行が続けられている国債の消化が国内で賄えなくなると、金利上昇により財政赤字がさらに拡大する。

また、これまでは貿易は財が国内外を行き来するものと観念されていたが、現在は、財だけでなく、各生産工程も貿易の対象であると考えらるべきであるという「グロスマン、ロシ・ハンスバークの理論」があり、その意味では、トランプ政権の政策は、生産工程を通じた産業内・企業内貿易の利益を減らし、企業や財の新陳代謝を妨げ生産性を下落させるという問題をはらんでいる。

なお、トランプ政権が、中国が国内への直接投資を認める条件として、中国への技術移転を要求しているが、「ホームズ・マクグラッタン・プレスコットの中国の産業政策の研究」によれば、このような要求は、中国の恒常消費を毎年5%上方にシフトさせる効果を生む一方、先進国は毎年0.4%の所得を逸する結果を生むことから、トランプ政権が、ひも付きの直接投資をやめさせ、知的所有権を尊重するよう中国政府に圧力をかける政策をとることは、米国のみならず、欧州、日本等の先進国にとっても必要性の高い重要課題であり、トランプ政権の要求は誤りであるとは言えない。中国もいずれこの問題の意味を理解し、適切な対応をするようになるだろう。

(アメリカの貿易政策への対応の在り方について)

中国の産業政策に係る知的財産権への対応については米国と利害が一致する欧州、日本を含め、協力して対処することが望ましい。また、産業内・企業内貿易は日米双方にとって有利なので一層の自由化を進めることが望まれる。今や日本は往時のような大国ではないので、米国や中国と一対一で交渉すると力関係が弱いだけに損になることが考えられる。利害関係の一致する国と協力して多国間の交渉に持ち込むことが得策と考えられ、WTOやTPPの活用が望まれる。

(米国の金融政策の途上国への波及メカニズムについて)

最近しばしば米国の政策金利の引き上げが国際的な資金の流れを変化させ、新興国の通貨安が進むという報道がなされている(たとえば9月1日の日経新聞朝刊「通貨安、途上国で伝染、トルコ・アルゼンチン、1か月で3割低下など」。ここで米国の金利の上昇という今起こりつつある現象が新興国にどのようなメカニズムで波及していくのかを、冒頭に紹介したセミナーにおける清滝教授の説明をもとに解説を試みる。

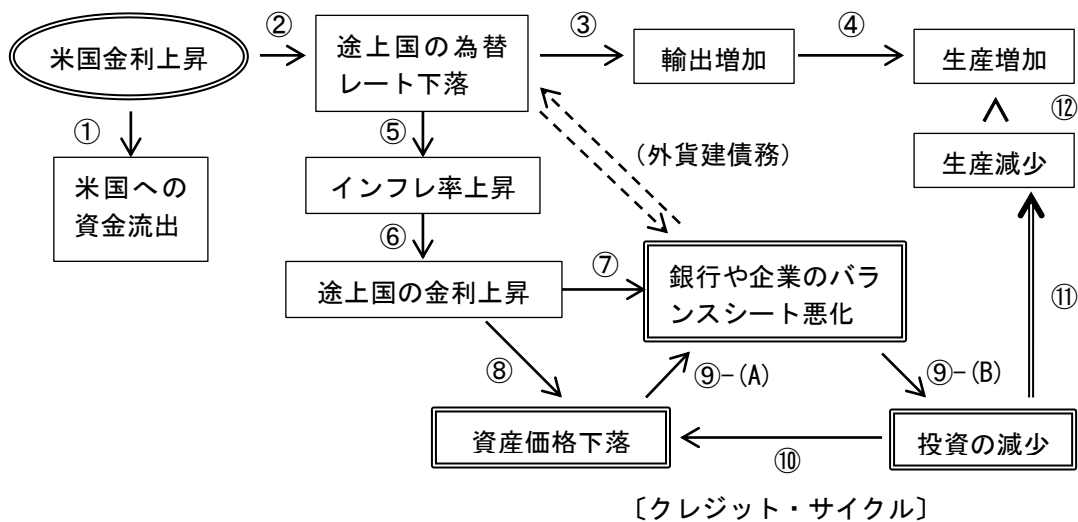
- ①まず米国の金利上昇は、高い金利を求める途上国を含む資金を米国に流出させる。
- ②資金流出に伴い、途上国の為替レートが低下する。
- ③途上国の為替レートの下落は途上国の輸出の増加に繋がる³。
- ④輸出の増加は、当該途上国の需要増となり国内生産を増加させる(*)
- ⑤他方、途上国の為替レートの下落は国内物価上昇を通じてインフレ率を高める。
- ⑥国内インフレ率の上昇は国民経済への打撃となるので、これを防ぐため、途上国は国内金利を引き上げる対策をとることが多い。
- ⑦国内金利の上昇はドル建て債務の多い途上国の実質債務を増加させ、自国通貨の切り下げがさらに現地通貨建ての債務を膨らませ、銀行や企業のバランスシートを悪化させる(資産価格が下がるが、負債は減らないので純資産が減り、バランスシートが痛む)

³ 日本を含め、先進国においては、最近、為替レートの切り下げが輸出(数量)の増加に結びつかない現象が観察されるが、これについては、清滝教授は、競争優位性のある優れた財は為替レートの影響を受けにくく、競争品の多い限界的な財は為替レートの影響を受けやすい。先進国では競争優位性の高い財の貿易量に占めるウエイトが大きいことから、そのような現象が生じやすくなっているのではないかとの見解を示された。

- ⑧国内金利の上昇は国内資産価格の下落をもたらす。
- ⑨⑦と同様、(A) ⑧が銀行や企業のバランスシートを悪化させ、また、(B) 銀行の貸出能力、企業の借入能力の低下が途上国内での投資を減少させる。
- ⑩国内投資の減少は資産価格に対して下落要因となる。
- ⑪⑦～⑩が資産価格の一層の低下を招くと同時に、国内生産を減少させる (**)
- ⑫⑦～⑪の影響は相乗効果を持つため、国内生産の減少は、為替レート下落を通じて誘発される生産の増加を上回る ((**) > (*))

以上のようなメカニズムで米国の金利上昇の影響は、ドル建ての債務の多い途上国経済にマイナスの影響をもたらす可能性が高いが、日本のようにドル建て債務の少ない国は、円安による輸出増がドル建て債務の増加に伴うマイナス効果を上回り、直接的な影響はプラスである（日本も、途上国の金融不安の影響を間接的には受ける）。

(図表) 米国の金融政策の途上国への波及 (青木・ベニニョ・清滝)



- (注) 1. 2018年8月28日公益財団法人日本経済研究センターセミナー資料、清滝信宏「アメリカの経済政策と日本」の配布資料から土地総合研究所が一部修正して掲載
2. 「クレジット・サイクル」とは資産を担保に金融が行われる経済では資産価格の変動が信用市場と経済活動に与える影響を増幅し、しかもその影響が長期間続くというもの。「清滝・ムーアモデル」と称される(図表では「資産価格の下落」、「銀行や企業のバランスシートの悪化」、「投資の減少」という二重線で囲んだ三角の関係がこれに相当)。
3. 図表右上の生産の増加、減少に関しては、クレジット・サイクルによる生産の減少の影響が生産の増加の影響を上回るため、両者の関係を不等号で示した。
4. 図表中の①～⑫は、前ページ後段の(米国の金融政策の途上国への波及メカニズムについての箇条書きの数値番号に対応している。

(荒井 俊行)