

経済教室

メンジー・チン

ウィスコンシン大学教授

ポイント

- 。経済指標からはFRBの引き締めは妥当
- 。新興国は危機回避へ外貨建て債務圧縮を
- 。米貿易政策の不確実性は新興国に影響大



Menzie David Chinn
61年生まれ。UCバークレー校博士。専門は国際金融、マクロ経済学

（一）4年間、ドルは注目すべき強さを示している。ドルは2014年半ばから16年の米大統領選直前までに、主要通貨バスケットに対しインフレ調整後で17%上昇した。大統領選でトランプ氏が勝利すると、景気刺激策とそれに呼応する米連邦準備理事会（FRB）の利上げを見込んで、さらに跳ね上がった。

17年を通じてトランプ政権が減税とインフラ投資計画の実現に苦戦している間、ドルはじりじり下がったものの、減税案が可決されFRBが利上げの方針を表明すると上昇に転じた。現在は上昇基調が始まった時点と比べ20%程度高い水準となっている。

持続的なドル高に金利上昇が重なったため、世界経済に深刻な下押し圧力がかかっている。その影響を特に強く受けているのが新興国だ。今のところこの圧力が和らぐ道筋は見えない。米経済が減速すればドル安になるにしても、それは米国とそれ以外の国の景気減速のどちらが早いかわからない競争になる。世界全体が景気後退局面に入れば、ドル

「ドル1強」の行方① 新興国経済の苦境 一段と

ないことだ。現政権が大型法人減税や予算制約の緩和といった甚だしく無責任な財政計画を打ち出していないければ、FRBもこれほど積極的な金融引き締め策に乗り出す必要はなかっただろう。加えて経済にとって有害なのは、政策の不確実性が高まっていることだ。それを引き起こしているのは、関税などの貿易政策に関するトランプ大統領の一

差だからだ。政策金利のフェデラルファンド（FF）金利は08年末から15年末までゼロ近傍に張り付いていたから、他国より金利が高かったとは言い難い。だが長期国債利回りから「影のFF金利」を推

利したことに起因する。大型減税、軍事予算の拡大、巨額のインフラ投資プログラムといった公約は、国内支出の急増とそれに呼応した金融引き締めにつながると見込まれたため、ドル高期待が高まった。

ドル高に歯止めをかける要因はあるだろうか。米経済が減速し始めれば、FRBは金融引き締めの手綱を緩めると考えられるので、ドルは弱くなるだろう。だが世界経済が全面的な景気後退となれば、ドル安に待ったがかかるはずだ。リスク志向が弱まれば、ドル資産、とりわけ米国債の魅力は増す。08年の金融危機の際にはまさにそれが起きた。

米国は危機の震源地だったにもかかわらず、米国債が最も安全な資産と見なされたため資本は米国に流入した。足元の実質成長率が3%を大きく上回る現状では、米

国および世界が全面的な景気後退局面に突入する可能性は低いだろう。ただし米国の減税は、将来に景気刺激策が講じられなくなる時点では、景気減速要因となるお膳立てをしてしまった。先行指標の一つである設備投資が伸び悩んでいる現状からすると、景気減速は近いと判断できる。

真性を欠く発言だ。ドルは14年半ばから上がり始めた。経済指標から普通に考えれば、理解しがたい現象だ。というのも最も信頼できるドル価値の決定要因は金利

定すると、米金利とドル相場の密接な関係が明確になる。最近のドル高は、16年11月にトランプ氏が大統領選で勝

トランプ氏はFRBを「クレージー」「生意気」などと批判するが、決してそんなことはない。経済指標を基に機械的に政策金利を決める「テイラー・ルール」は、まさに正確にFF金利の上昇を示唆している。例えば自然利子率（景気に中立な実質利子率）とFRBの予想需給ギャップを仮定すると、そこから推定されるFF金利は実際の金利動向に極めて近くなる。他の指標を勘案すれば、もっとハイペースの引き締めをしてもよいだろう。

経済成長が現在のペースで続くようなら、一段の利上げがほぼ確実なの言うまでもない。米連邦公開市場委員会

示唆したことによる市場の動揺で新興国の金融市場が混乱したことは記憶に新しい。現在の状況は、ドル高と金利上昇が同時に起きているので一段と悩ましい。

新興国経済への影響の一部は完全に回避可能な性質のものだ。政策不確実性を減らすだけで減らせばよい。中でも影響が最も大きいのは米国の貿易政策の不確実性だ。世界の政策における不確実性の多くは米国の政策不確実性に起因する（図参照）。そして米国の政策不確実性が高まっているのは、多国籍貿易交渉でトランプ大統領が場当たり的な姿勢で臨んだ結果だろう。



新選国では危機を誘発するよつな現象が同時並行的に起きている。あらゆる商品相場が上昇するスーパーサイクルの終わりは、資源輸出にとつて苦難の時期が待ち構えていることを意味する。13年のテーパー・タントラム（FRBが量的緩和縮小を

減税がすでに実施され、引き締めの方針が示されている状況下で、ドル高の影響を緩和する余地はあるのだろうか。財政当局の無謀な政策のために、FRBがとれる政策余地は限られている。一方、政府はこれ以上の支出拡大（新規インフラ投資など）を控えることは可能なはずだ。だが現在の政治情勢を踏まえ、また政権の政治的無能力を考えると、それは望めそうもない。

新選国経済への影響の一部は完全に回避可能な性質のものだ。政策不確実性を減らすだけで減らせばよい。中でも影響が最も大きいのは米国の貿易政策の不確実性だ。世界の政策における不確実性の多くは米国の政策不確実性に起因する（図参照）。そして米国の政策不確実性が高まっているのは、多国籍貿易交渉でトランプ大統領が場当たり的な姿勢で臨んだ結果だろう。

現在の新興国経済にかかっている景気下押し圧力のどの程度が政策不確実性に由来するのだろうか。数値化は難しいが、米国の貿易政策の不確実性と世界の政策不確実性に関する関係は、必ずしも関連性がない。新興国で政策が不確実になれば、設備投資の足を引っ張り、国際収支を一段と悪化させることになる。それが深刻化すれば、米政策当局が世界に押しつけた不確実性は米国の輸出を減らす形で米国に跳ね返ってくるだろう。新興国が軒並み通貨下落を容認せざるを得ない状況になれば、ドル高は一段と進行し、新興国経済にかかる下押し圧力はさらに深刻になりかねない。巨額のドル建て債務を抱える国（アルゼンチン、ブラジル、トルコ）は特にそうだ。トランプ政権は当然、FRBも政策策定に当たり、新興国経済の苦難まで考慮に入れるとは思えない。従ってドル高を抑えるよつなマクロ経済政策が講じられるのは期待薄だろう。一方、不必要な困難の多くは、挑戦的な貿易政策を抑えることで回避可能だ。