

長期停滞リスクの下で米国にとり 重要性増す為替相場の行方

欧米調査部首席エコノミスト

小野 亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- GDP統計を受けた最新の推計によれば、2016年1～3月期における米国の実質均衡金利はマイナス1.7%であり、実質政策金利を下回る状態（サマーズ氏の定義による長期停滞）が続いている。
- 金融政策に景気刺激効果を期待できない中、米政府からは、長期停滞の処方箋の1つとされる規制緩和に関連する報告書が発表されている。
- 残る処方箋は輸出促進である。みずほ総合研究所が事前に注意を促していた通り、米財務省は2月に成立した法律に基づいて半期為替報告書を強化。日本を含む5か国を監視リストに載せた。

1. 2016年1～3月期の実質均衡金利はマイナス1.7%

世界経済が緩慢な成長にとどまる中、経済成長をどのように促進するのか、その具体的な処方箋への関心は極めて高い。欧州中央銀行に続き日本銀行もマイナス金利政策という新たな領域に踏み込んだが、もし、その経済がサマーズ元米財務長官の指摘する長期停滞に陥っているとすれば、追加緩和そのものに成長促進の役割を期待するのは難しい。米国の場合、その現実味が高い。

長期停滞の定義は人により様々だが（バリー・アイケングリーン教授、カリフォルニア大学バークレー校）¹、サマーズ氏は「伝統的な金融政策では達成できないほど実質均衡金利が低い場合に、経済は長期停滞に陥る」（米外交専門誌Foreign Affairs、2016年2月号）と指摘している。政策金利の下限を $x\%$ 、インフレ期待を $p\%$ とおくと、実質均衡金利が実質政策金利の下限 $x - p\%$ よりも低ければ、「経済全体として望ましい貯蓄水準が、望ましい投資水準を超過することになり、需要不足と低成長を招く」（同上）。

実質均衡金利は果たしていくらか。最も有名な推計はジョン・ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁らによるものだが、最新の推計は2015年10～12月期までである（2016年5月1日現在）²。また、彼らの推計結果にはやや気になる問題もある（小野（2016））³。そこで推計に用いる変数を一部変更し、かつ新たに公表されたGDP統計を踏まえて筆者が再推計した結果によれば、2016年1～3月期時点の実質均衡金利はマイナス1.7%である（図表1）。2015年10～12月期のマイナス2%からは上昇しているものの、2014年10～12月期以降、実質政策金利を下回っている⁴。サマーズ氏の定義に従えば、米国経済は、長期停滞の淵をさまよい始めながら、景気拡大を続けているようなものだ。

2. 金融政策から投資・輸出促進的政策へ

筆者の推計によれば、実質均衡金利の低下は、ネガティブな需要ショックによって引き起こされており、金融政策に依存しない需要創出が急務であることを示唆している（図表2）。

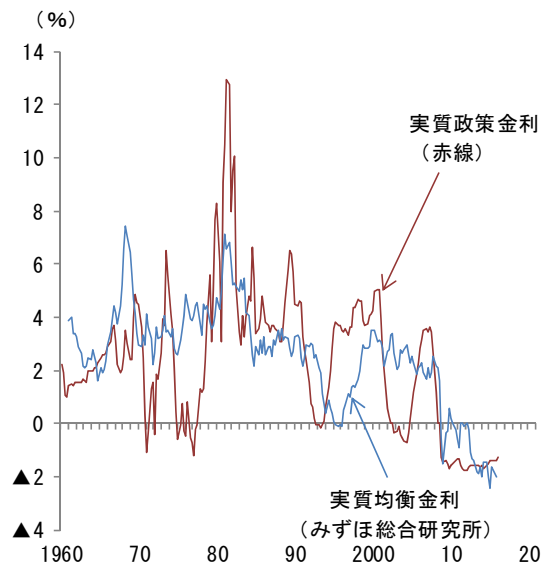
これまでサマーズ氏が指摘してきた需要創出策には大きく3つの分野がある。拡張的財政政策、投資促進的な規制変更、そして輸出促進である。このうち米国の財政政策はすでに緩やかに拡張していく方向にあるが、景気後退が差し迫るようなことがない限り、新たな景気対策が打ち出される可能性は低いだろう。規制に関しては、大統領経済諮問委員会（CEA）が企業間競争が低下していることを示唆する報告書を発表し（4月14日）、競争を通じた成長促進の重要性を訴えている⁵。クルーグマン・プリンストン大名誉教授も、高水準の企業収益と低迷する投資活動の併存を説明しうる要因として、競争の欠如（独占や寡占）を指摘した（4月18日）⁶。

3. 矛先は中国から日本へ

残る輸出についてみれば、この1年、ドル高と資源安によって米国の輸出は悪化の一途を辿ってきた。当初ドル高と資源安は米国の消費者にとって大きな恩恵であり、輸出悪化の影響を緩和して余りあると期待されたが、1～3月期の低成長はその期待が裏切られたことを示している。

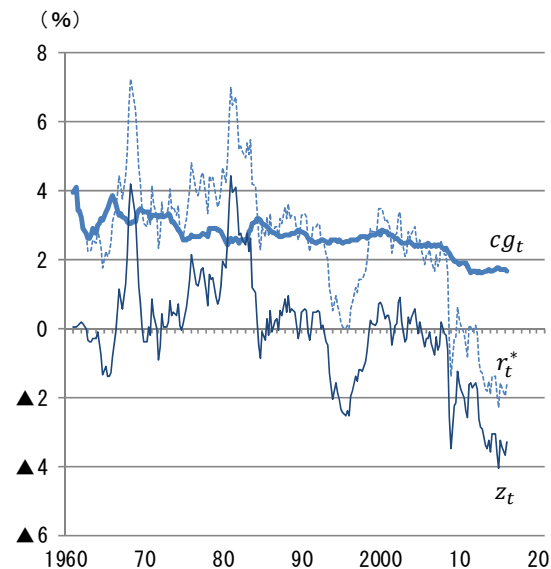
こうした中、長らく「強いドル」を標榜してきた米政権が、「ドル高は許容できない」という姿勢に転じるとしても無理はない。今月ワシントンDCで開催された20か国財務大臣・中央銀行総裁会議（G20）は、声明文で「為替市場に関して緊密に協議する」ことを確認した（図表3）。

図表1 実質政策金利と実質均衡金利



(注) 推計方法は小野（2016）に従う。
 (資料) みずほ総合研究所

図表2 実質均衡金利の変動要因



(注) 推計方法は小野（2016）に従う。実質均衡金利 r_t^* は潜在成長率 g_t と需要ショック z_t に分けられる。 c は定数。
 (資料) みずほ総合研究所

緊密な協議は2月の上海G20における合意を引き継いだものであり、ルー財務長官の寄稿（Foreign Affairs、2016年5・6月号）からは、中国の為替政策をけん制することが当初の狙いだったことがうかがえる⁷。

一方、足元では米国当局によるけん制の矛先は、日本に向かっているように見える。ルー財務長官は、日本の当局が最近の円高進行に懸念を持っていることを知りながら、為替市場の動向に対する全く異なる見解を表明した（図表4）。

4. 貿易円滑化・貿易執行法に基づく「監視」始まる

最近の米国の動きからみずほ総合研究所が事前に注意を促していた通り（米国経済情報2016年4月号、4月25日）、米財務省は、今回発表した半期為替報告書（4月29日）から、2月24日に成立した貿易円滑化・貿易執行法（Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015、以下TFTE法）に基づき、外国政府による為替政策に対する監視体制を強化した。日本は監視対象に含まれることになった。

TFTE法では、主要な貿易相手国について、（i）対米貿易収支、（ii）当該国の経常収支・GDP比、（iii）過去3年間における経常収支・GDP比の変化、（iv）当該国の外貨準備・短期債務比、（v）当該国の外貨準備・GDP比の5つの指標を米議会の所管委員会に対して報告するよう米財務省に求めている。米財務省はこれらの指標を基に、次の3つの評価軸で当該国の為替政策を評価する。

- ① 巨額の対米貿易黒字（a significant bilateral trade surplus）を計上しているかどうか。
- ② 大幅な経常赤字（a material current account surplus）を計上しているかどうか。

図表3 G20声明文
（為替に関する部分の抜粋）

我々は、為替レートの過度の変動や無秩序な動きは、経済及び金融の安定に対して悪影響を与えうることを再確認する。我々は、為替市場に関して緊密に協議する。我々は、通貨の競争的な切り下げを回避することや競争力のために為替レートを目標とはしないことを含む、我々の以前の為替相場のコミットメントを再確認する。

（注）ルー財務長官は、Foreign Affairs2016年5・6月号への寄稿「America and the Global Economy」の中で、緊密な協議について「国際的な金融市場の安定性を脅かすサプライズを避けるための初めての」コミットメントであると評している。

（資料）財務省資料より引用

図表4 ルー財務長官の記者会見での発言
（日本に関する部分の抜粋）

G20の議論では、日本はすべての政策手段を使って景気回復を強めることを約束し、金融政策だけでは均衡のとれた成長が達成できないことに合意してきた。世界経済が弱い中では、日本は外需よりも内需に目を向ける必要がある。重要な点は、財政政策が全般的に景気回復を支えるものであることと、野心的な構造改革が短期的な成長押し上げを優先することである。為替市場は秩序を保っており、G7及びG20における為替政策に関するコミットメントに、すべての国が従うことが重要である。

（注）この記者会見の前日、日米財務大臣による会談が行われている。Bloomberg（4月15日）によれば、日本側からは「為替市場における過度な変動や無秩序な動きは悪影響を与えるものであり、最近の一方的に偏った動きに強い懸念を有している」ことが伝えられた。

（資料）米財務省資料（2016年4月15日）より引用（みずほ総合研究所による仮訳）

③ 外国為替市場において持続的かつ一方的介入 (persistent one-sided intervention) を行っているかどうか。

今回の半期為替報告書には、上記5つの指標 (i ~ v) が報告されている。①~③の評価軸について、すべてを満たす国はないものの、どれか2つを満たす国として中国、日本、韓国、台湾、ドイツの5か国が監視リストに載ることになった (図表5)。

図表5 為替政策の評価軸と実績

	対米貿易収支 (財, 10億ドル)	経常収支		為替介入		監視対象
		GDP比	3年間の 変化	純外貨購入額 GDP比	持続的介入	
中国	365.7	3.1%	0.5%	▲3.9%*	該当せず	○
ドイツ	74.2	8.5%	1.5%	-	該当せず	○
日本	68.6	3.3%	2.3%	0.0%	該当せず	○
メキシコ	58.4	▲2.8%	▲1.4%	▲1.8%	該当せず	
韓国	28.3	7.7%	3.5%	0.2%*	該当せず	○
イタリア	27.8	2.2%	2.6%	-	該当せず	
インド	23.2	▲1.1%	3.8%	1.8%	該当せず	
フランス	17.6	▲0.2%	1.0%	-	該当せず	
カナダ	14.9	▲3.3%	0.3%	0.0%	該当せず	
台湾	14.9	14.6%	5.0%	2.4%*	該当する	○
英国	1.5	▲5.2%	▲1.9%	0.0%	該当せず	
ブラジル	▲4.3	▲3.3%	▲0.3%	0.1%	該当せず	
メモ：ユーロ圏	130.2	3.2%	1.9%	0.0%	該当せず	

(注) 網掛けは為替政策の評価軸に抵触する項目。*は米国財務省による推計。

(資料) 米財務省よりみずほ総合研究所作成。

¹ Eichengreen, Barry (2014) “Secular stagnation: A review of the issues,” *Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures*, edited by Coen Teulings and Richard Baldwin, CEPR Press

² Laubach, Thomas and John C. Williams (2003) “Measuring the Natural rate of Interest,” *Review of Economics and Statistics*, November. 最新の推計結果 (2016年3月3日推計) は以下のアドレスで公開されている。

http://www.frbsf.org/economic-research/economists/john-williams/Laubach_Williams_updated_estimates.xlsx

³ 小野亮 (2016) 「米実質均衡金利はマイナス2%~修正LWモデルに基づく試算とその示唆~」みずほインサイト、4月4日。

⁴ 推計ではインフレ期待をARモデルによって算出し、実質政策金利の算出に用いている。

⁵ CEA (2016) “Benefits of Competition and Indicators of Market Power,” *Council of Economic Advisers Issue Brief*, April.

⁶ Krugman, Paul (2016) “Robber Baron Recessions,” *New York Times*, April 18.

⁷ Lew, Jacob J. (2016) “America and the Global Economy The Case for U.S. Leadership,” *Foreign Affairs*, Council on Foreign Affairs, Vol. 95, No. 3, May/June.