

<シリーズ 徹底研究トランプ政権>第2回 米国金融経済情勢を展望する

日本経済研究センター

2017年2月15日(水)

14:00-15:30



龍谷大学
RYUKOKU UNIVERSITY

竹中正治

龍谷大学、経済学部教授

京都大学博士(経済学)

個人ホームページ <http://masaharu-takenaka.jp/index.html>

takenaka1221@yahoo.co.jp

1、米国の景気、金利、インフレ率、ドル相場、貿易・経常収支赤字の2017年の局面

景気: 景気回復の継続

インフレ率: 低インフレ症状の終焉、穏かな上振れリスクへ

長期金利: インフレ率と賃金上昇率の回復に見合って上昇基調

ドル相場: 中期循環的な上昇局面に移行している

貿易・経常収支: タイムラグを伴って赤字拡大局面が始まる

2、大規模減税を実施するとどうなるか

上記全ての上振れをもたらす公算が高い

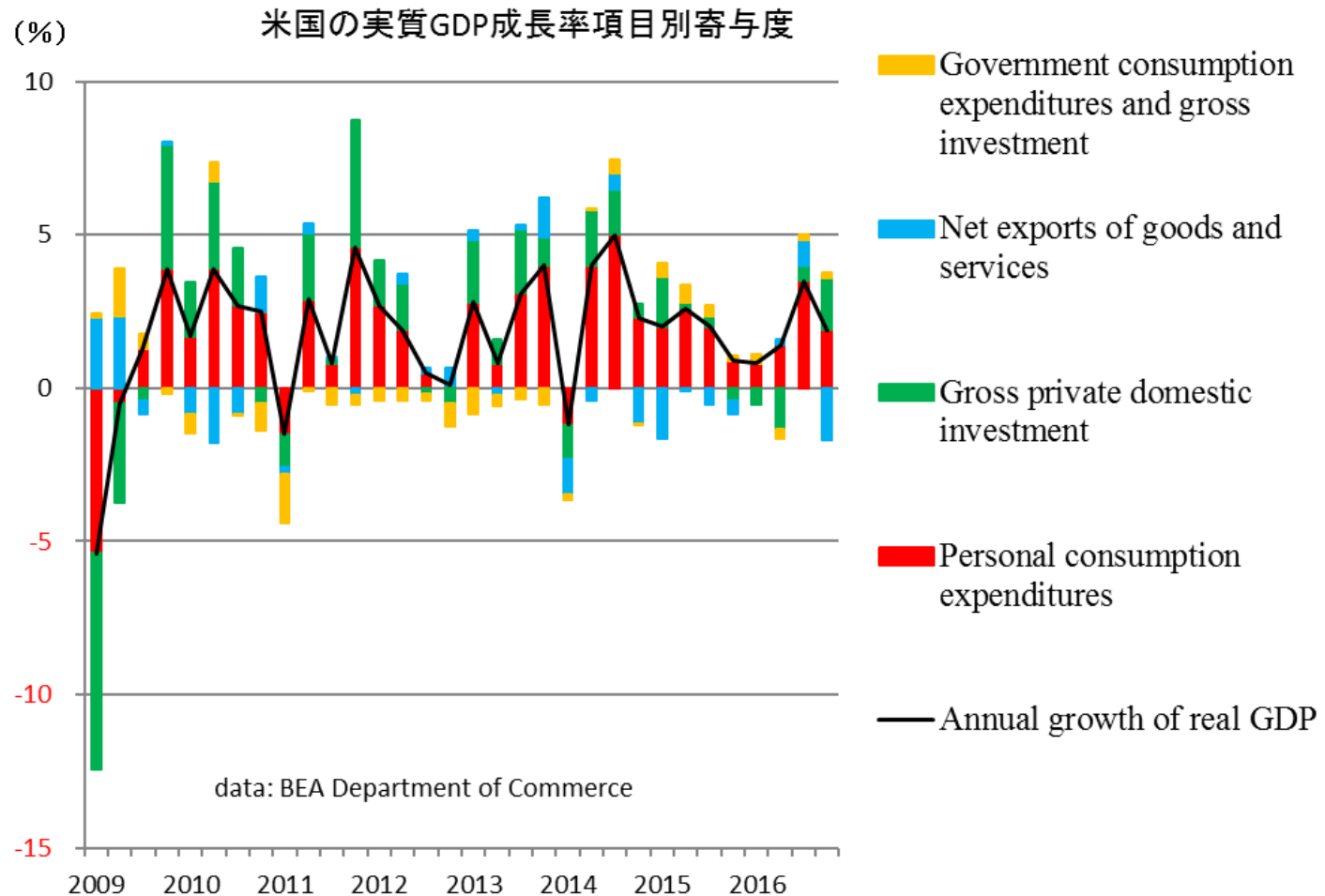
3、国境税 (border tax) は米国の貿易・経常収支赤字を縮小させるか

税導入によるドル相場上昇が輸出価格低下、輸入価格上昇を相殺する

4、トランプ政権下で起こり得るアジアの地政学的な変化(ショック)の方が、重大かもしれない(スライドは省略)

1、米国の景気、金利、インフレ率、ドル相場、貿易・経常収支赤字の現局面

景気:回復持続、回復の後半局面に入った。

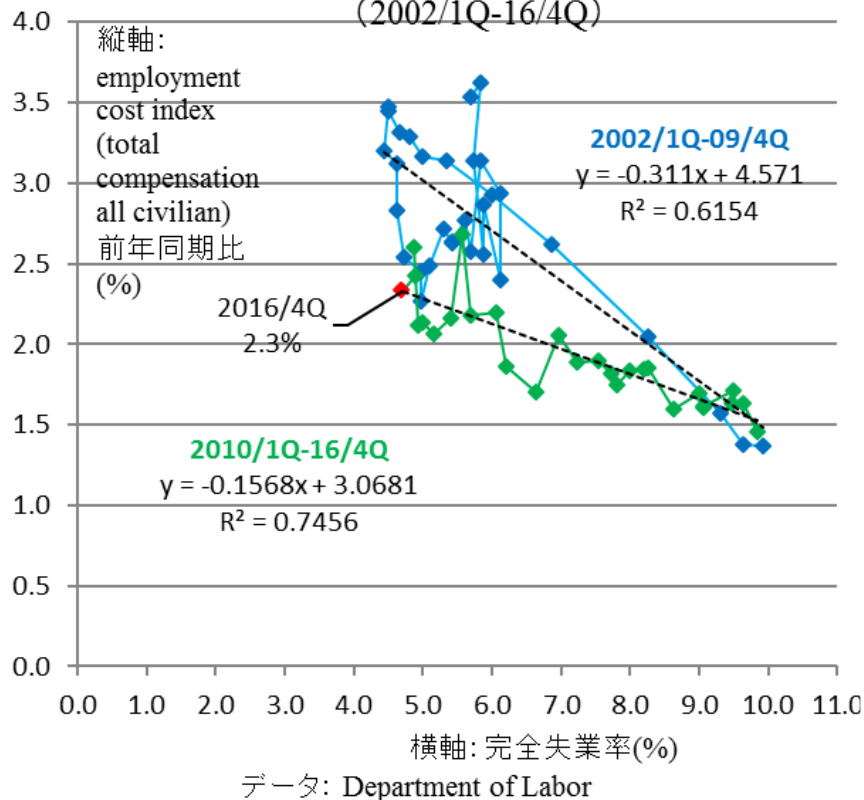


抑制されていた賃金伸び率にも上昇の兆候

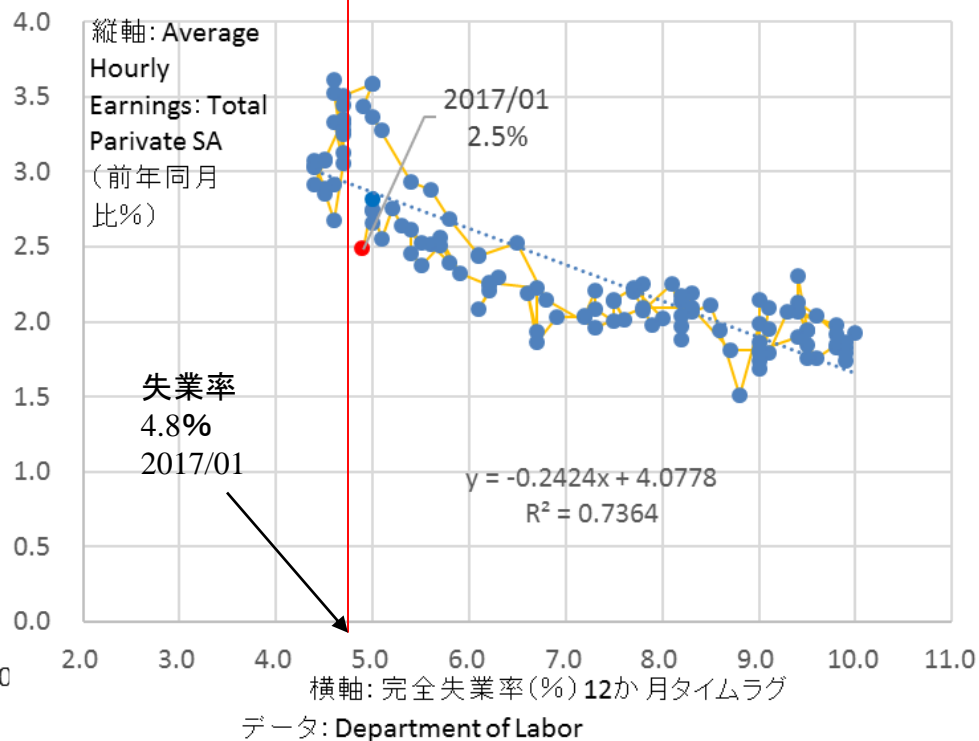
失業率の上昇に伴って賃金は上昇基調、ただし2010年以降は雇用コスト抑制の傾向が見られる(左図)

失業率の変化→賃金 (hourly earnings) の変化(前年同月比)には約12か月のタイムラグが見られる(右図)

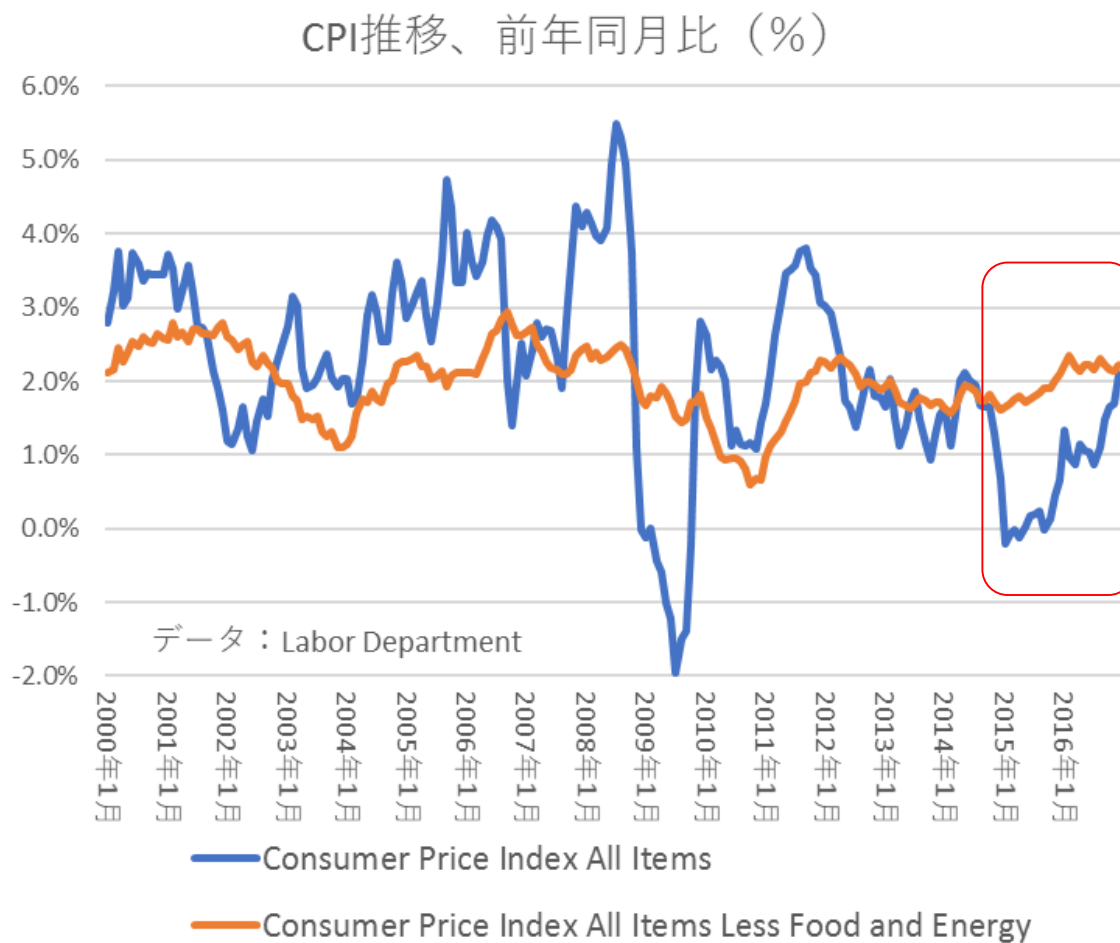
失業率と雇用コスト伸び率
(2002/1Q-16/4Q)



完全失業率と賃金の変化
(2007/03-16/12)



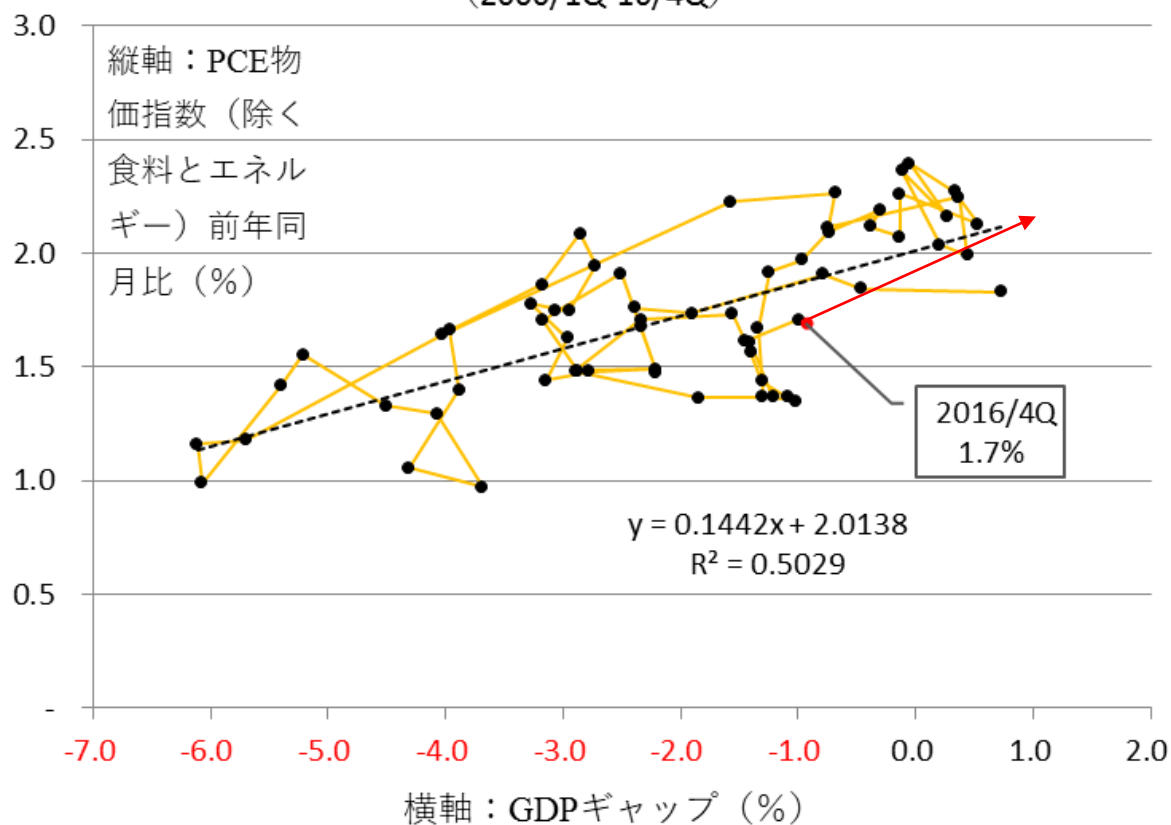
消費者物価指数(CPI)の変化(前年同月比)は既に2%を超え始めている。



2016年第4四半期で-0.9%のGDPギャップ(CBO推計)は実質GDP2.0%以上の成長が持続すれば縮小、1～2年でプラスに転換する。それに伴って物価上昇率は上がる(現下の潜在成長率推計値は1.6%)。FRBが短期政策金利引き上げテンポを速める環境ができる。

GDPギャップとPCE物価指数の変化

(2000/1Q-16/4Q)



データ：CBO、BEA、Federal Reserve Bank St.Louisのサイトから

2008-09年の景気後退期以降、ずっと下振れ続けていたFRBの金利、インフレ見通しが、2017年は達成される可能性が高まった。

Minutes of the Federal Open Market Committee December 13-14, 2016

Variable	Median					Central tendency					Range				
	2016	2017	2018	2019	Longer run	2016	2017	2018	2019	Longer run	2016	2017	2018	2019	Longer run
Change in real GDP	1.9	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8 - 1.9	1.9 - 2.3	1.8 - 2.2	1.8 - 2.0	1.8 - 2.0	1.8 - 2.0	1.7 - 2.4	1.7 - 2.3	1.5 - 2.2	1.6 - 2.2
September projection	1.8	2.0	2.0	1.8	1.8	1.7 - 1.9	1.9 - 2.2	1.8 - 2.1	1.7 - 2.0	1.7 - 2.0	1.7 - 2.0	1.6 - 2.5	1.5 - 2.3	1.6 - 2.2	1.6 - 2.2
Unemployment rate	4.7	4.5	4.5	4.5	4.8	4.7 - 4.8	4.5 - 4.6	4.3 - 4.7	4.3 - 4.8	4.7 - 5.0	4.7 - 4.8	4.4 - 4.7	4.2 - 4.7	4.1 - 4.8	4.5 - 5.0
September projection	4.8	4.6	4.5	4.6	4.8	4.7 - 4.9	4.5 - 4.7	4.4 - 4.7	4.4 - 4.8	4.7 - 5.0	4.7 - 4.9	4.4 - 4.8	4.3 - 4.9	4.2 - 5.0	4.5 - 5.0
PCE inflation	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0	1.5	1.7 - 2.0	1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	2.0	1.5 - 1.6	1.7 - 2.0	1.8 - 2.2	1.8 - 2.2	2.0
September projection	1.3	1.9	2.0	2.0	2.0	1.2 - 1.4	1.7 - 1.9	1.8 - 2.0	1.9 - 2.0	2.0	1.1 - 1.7	1.5 - 2.0	1.8 - 2.0	1.8 - 2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	1.7	1.8	2.0	2.0		1.7 - 1.8	1.8 - 1.9	1.9 - 2.0	2.0		1.6 - 1.8	1.7 - 2.0	1.8 - 2.2	1.8 - 2.2	
September projection	1.7	1.8	2.0	2.0		1.6 - 1.8	1.7 - 1.9	1.9 - 2.0	2.0		1.5 - 2.0	1.6 - 2.0	1.8 - 2.0	1.8 - 2.1	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	0.6	1.4	2.1	2.9	3.0	0.6	1.1 - 1.6	1.9 - 2.6	2.4 - 3.3	2.8 - 3.0	0.6	0.9 - 2.1	0.9 - 3.4	0.9 - 3.9	2.5 - 3.8
September projection	0.6	1.1	1.9	2.6	2.9	0.6 - 0.9	1.1 - 1.8	1.9 - 2.8	2.4 - 3.0	2.8 - 3.0	0.4 - 1.1	0.6 - 2.1	0.6 - 3.1	0.6 - 3.8	2.5 - 3.8

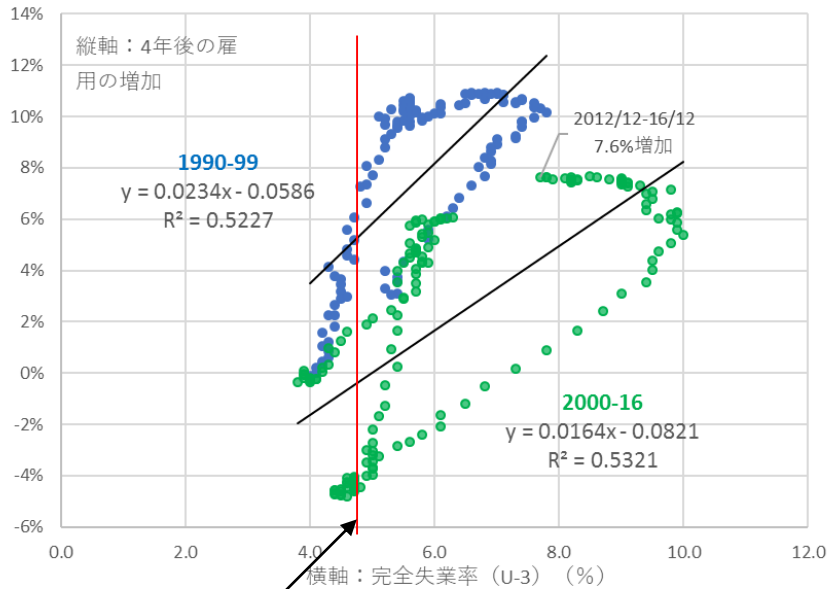
しかし既に足元で進んでいるこうした状況を考慮すれば、トランプ政権が掲げる雇用創出目標(10年間で2500万)はかなり無理筋の目標

年間2.5百万人の雇用増加は、4年間では2016年12月現在比で6.9%の増加率に相当する。

U-6失業率: “U-6 Total unemployed, plus all persons marginally attached to the labor force, plus total employed part time for economic reasons, as a percent of the civilian labor force plus all persons marginally attached to the labor force ” Department of Labor

米国の失業率と4年後の雇用の増減

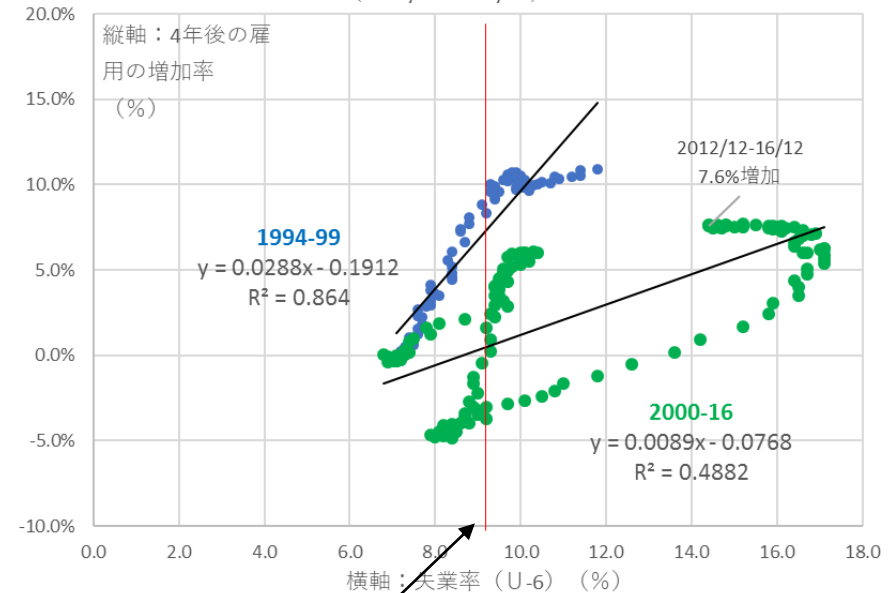
(1990/01-2016/12)



完全失業率4.7%、
2016/12

米国の失業率と4年後の雇用の増減

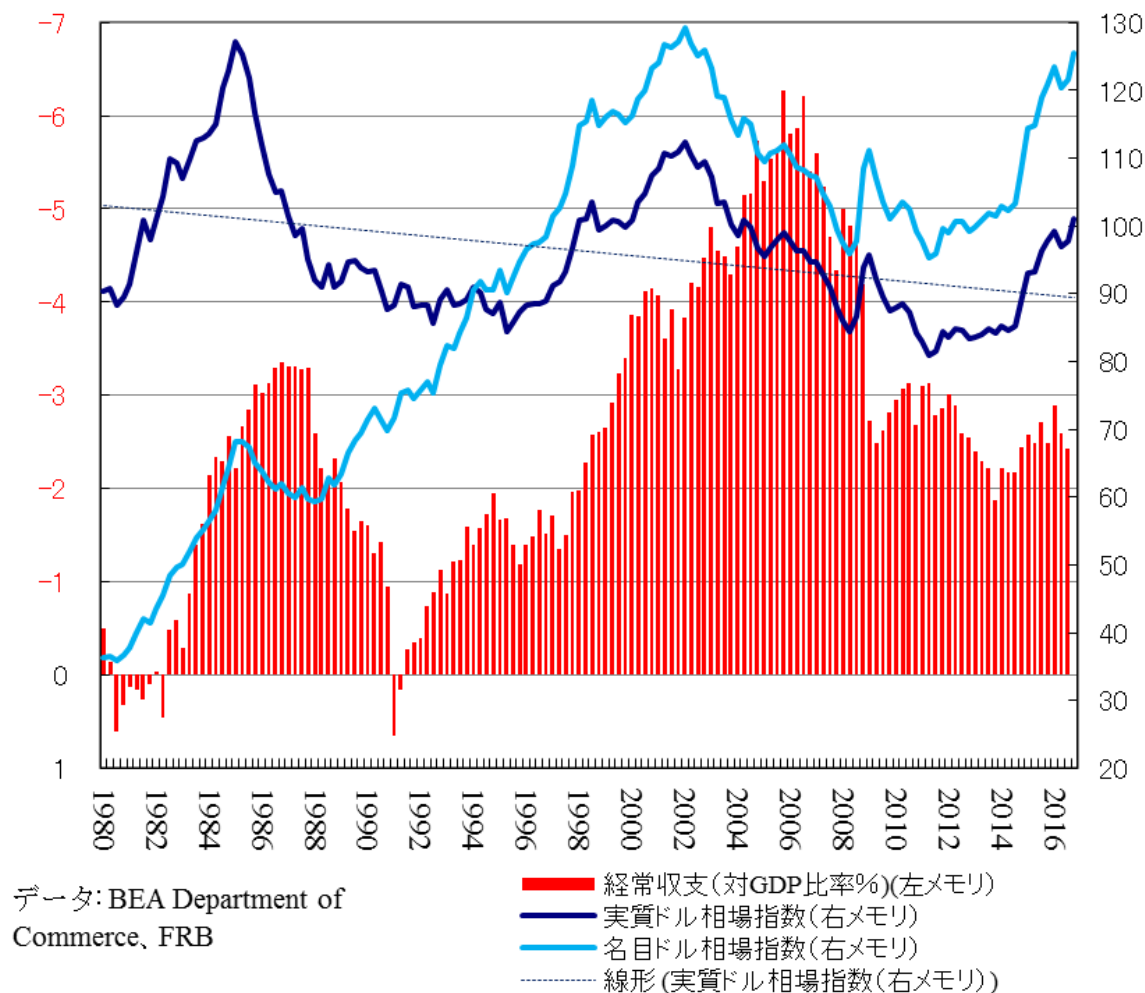
(1994/01-2016/12)



失業率U-6 9.2%、
2016/12

既にドル相場上昇、経常収支赤字拡大の局面に入っている。
実質ドル相場指数(FRB)と経常収支(対GDP比率)の中期的循環的な変化には平均2.5年のタイムラグが見られる。

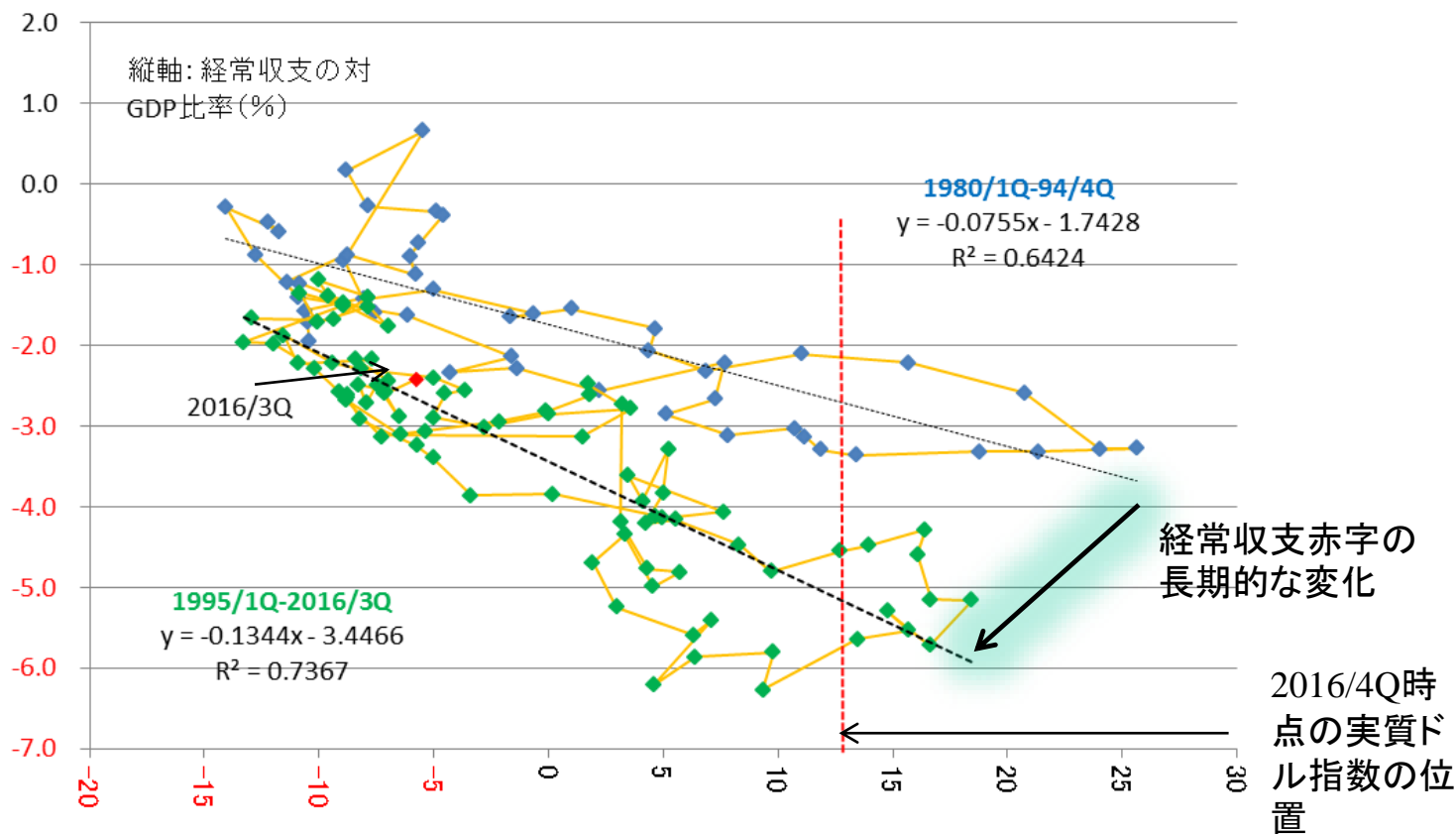
米国の経常収支(対GDP比率)
(2016年第3四半期現在)



米国の経常収支(対GDP比率)の中期的・循環的な変動と実質ドル相場指数の変化の間には10四半期(2.5年)のラグを伴って高い負の相関関係がある。実質ドル相場指数が現行の水準を維持するだけで、今後2～3年米国は経常収支、貿易収支赤字の拡大に直面する。

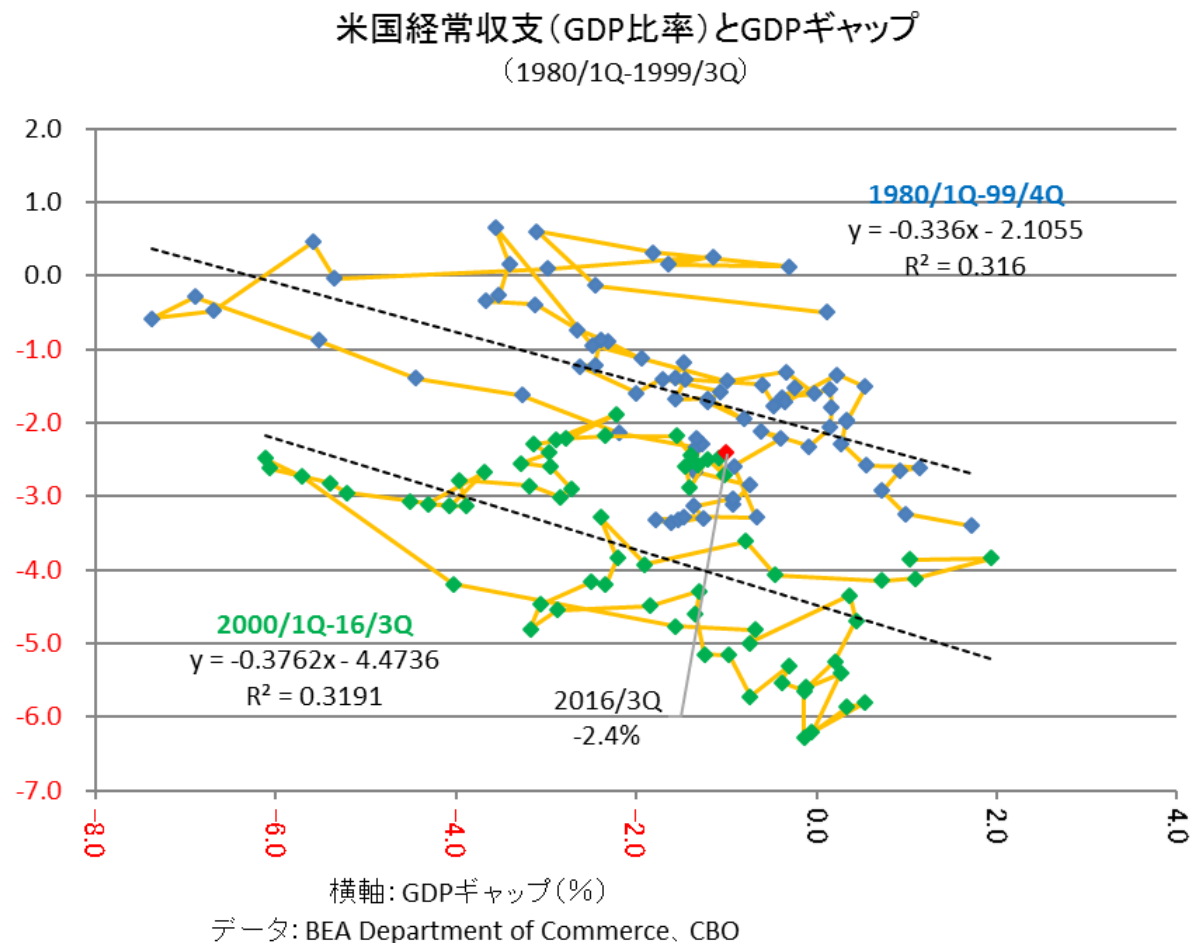
米国経常収支(GDP比率)とドル実質実効相場指数

(ドル指数10四半期ラグベース、1980/1Q-2016/2Q)



←ドル安 ドル実質相場指数(broad) 長期近似線からの乖離率 →ドル高
 10四半期タイムラグを設定
 データ: 米国商務省、FRB

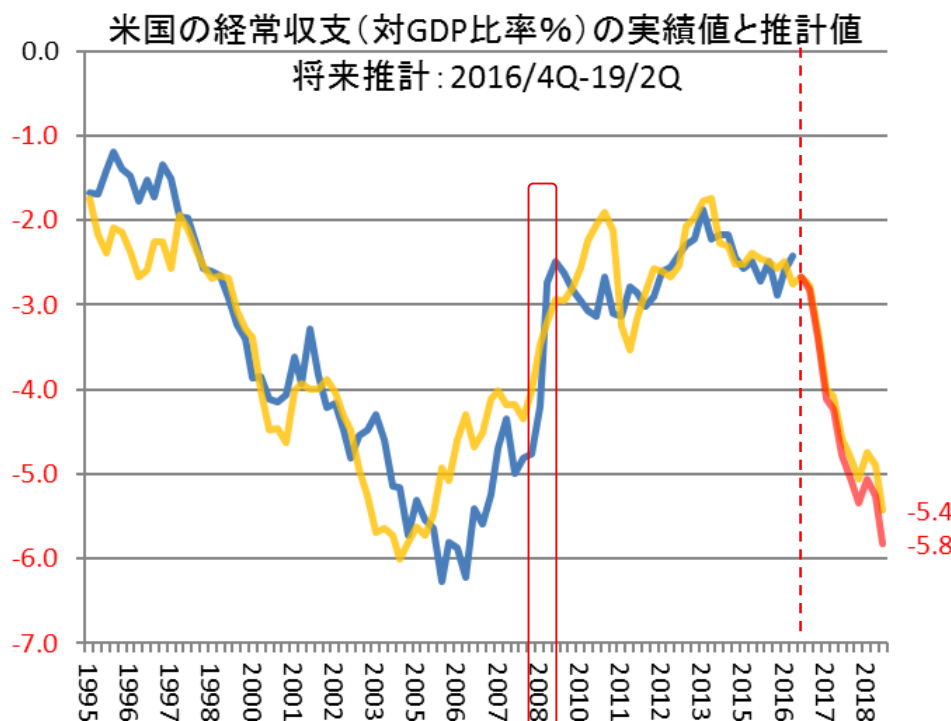
米国の経常収支(対GDP比率)はGDPギャップとも有意な相関関係が見られる(タイムラグなし)。今後米国が実質GDP2.0%以上の成長を維持するだけで、GDPギャップのマイナス縮小、プラス転換に伴い貿易・経常収支赤字は拡大する。



米国の経常収支(対GDP比率)の回帰分析と将来推計

リーマンショックによる急激かつ深い景気の後退の効果

2008/4Q-09/4Q GDP Gap -5.46%(平均) 経常収支赤字縮小効果0.87%ポイント



- 経常収支の対GDP比率(左目盛)
- 経常収支の対GDP比率推計値(2.0%成長の場合)
- 経常収支の対GDP比率推計値(3.0%成長の場合)

データ: FRB、BEA Department of Commerce、CBO
のデータに基づき筆者作成

1995-2016/3Q

回帰統計	
重相関 R	0.8858
重決定 R2	0.784642
補正 R2	0.779514
標準誤差	0.629582
観測数	87

分散分析表

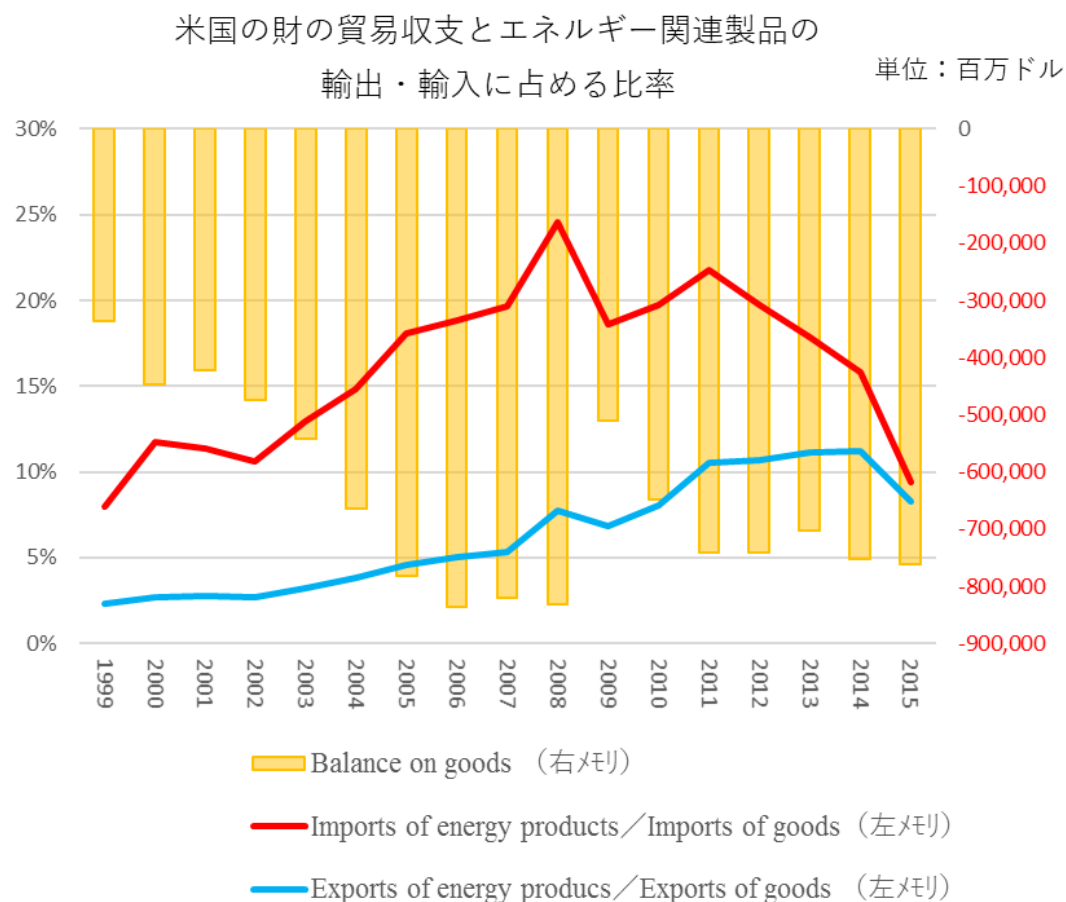
	自由度	変動	分散	観測された分散比	有意 F
回帰	2	121.3093	60.65466	153.0238	9.84E-29
残差	84	33.29541	0.396374		
合計	86	154.6047			

		係数	標準誤差	t	P-値
	切片	-3.67915	0.086445	-42.5608	1.27E-58
GDP gap%(CBO)	X 値 1	-0.15908	0.036789	-4.32421	4.19E-05
実質ドル相場指数長期近似線からの乖離率(%)	X 値 2	-0.1347	0.007928	-16.9918	6.52E-29

補注: 以上の回帰分析は変数の定常性が十分満たされていない可能性があります、変数を水準から前年同月比の階差に変更することで定常性を満たす場合でも同様に有意な関係性が生じることを確認しています。ただしその場合、説明度を表す決定係数(R2)は半減します。

米国のシェール・オイル&ガスの増産によるエネルギー自給率の上昇が貿易・経常収支赤字を縮小させる要因にならないか？

輸入に占めるエネルギー関連製品の比率は2008年をピークに低下、輸出に占める同製品の比率は趨勢的な上昇傾向を見せているが、財の貿易赤字の推移はその影響を受けていない。



データ：BEA Department of Commerce

結論:トランプ政権は、今後4年間で展望すると目標として掲げる雇用増は未達となり、保護主義的な政策にもかかわらず、貿易・経常収支について今後2～3年の中期にわたって赤字縮小ではなく拡大に直面する公算が極めて高い。

そのこと自体は自然な景気循環の結果なのだが、政権としては看過できない。その事態に直面した時に政権はどう出るか？

保護主義、重商主義的な姿勢がより「狂暴化」するリスクを考えておく必要がある。

1、「米国はドル安政策に転じる(転じている)のではないか？」

しかし妥当な手段があるか？

①口先介入:短期的な効果はありそう。

②米国単独でドル売り介入:極端な選択肢だが、その可能性もゼロとは言えない。

③金融緩和:大統領府の権限ではない。

2、国境税の導入(後述)

3、より強引な個別通商交渉、大統領権限による通商法の執行

対して日本政府にできることは、日米間の共通利害を強調しながら、トランプ政権の主要な矛先が中国に向かうように誘導すること。この点で2月10日の日米首脳会談はほぼ満点の出来だったが、まだ序盤戦に過ぎない。

大統領権限による通商法の執行、その1

The Trade Act 1974, section 122 (米国が深刻な国際収支不均衡に直面していると判断された際、15%までの関税比率引き上げ、輸入数量制限などの規定)

SEC. 122. BALANCE-OF-PAYMENTS AUTHORITY.

(a) Whenever fundamental international payments problems require special import measures to restrict imports—

- (1) to deal with large and serious United States balance of-payments deficits,
- (2) to prevent an imminent and significant depreciation of the dollar in foreign exchange markets, or
- (3) to cooperate with other countries in correcting an international balance-of-payments disequilibrium,

the President shall proclaim, for a period not exceeding 150 days (unless such period is extended by Act of Congress)—

(A) **a temporary import surcharge, not to exceed 15 percent** ad valorem, in the form of duties (in addition to

those already imposed, if any) on articles imported into the United States;

(B) **temporary limitations through the use of quotas on the importation** of articles into the United States; or

(C) both a temporary import surcharge described in subparagraph (A) and temporary limitations described in subparagraph (B)

大統領権限による通商法の執行、その2

The Trade Act 1974, section 301 (貿易協定違反、貿易障害など不公正な貿易慣行に対する相手国との交渉、交渉を経て是正されない場合の各種報復処置の規定)

TITLE III—RELIEF FROM UNFAIR TRADE PRACTICES

CHAPTER 1—ENFORCEMENT OF UNITED STATES RIGHTS UNDER TRADE AGREEMENTS AND RESPONSE TO CERTAIN FOREIGN TRADE PRACTICES

SEC. 301. ACTIONS BY UNITED STATES TRADE REPRESENTATIVE.

(a) MANDATORY ACTION.—

(1) If the United States Trade Representative determines under section 304(a)(1) that—

(A) the rights of the United States under any trade agreement are being denied; or

(B) an act, policy, or practice of a foreign country—(i) violates, or is inconsistent with, the provisions of, or otherwise denies benefits to the United States under, any trade agreement, or (ii) is unjustifiable and burdens or restricts United States commerce;

the Trade Representative shall take action authorized in subsection (c)

(c) SCOPE OF AUTHORITY.—

the Trade Representative is authorized to—

(A) **suspend, withdraw, or prevent the application of, benefits of trade agreement concessions** to carry out a trade agreement with the foreign country referred to in such subsection;

(B) **impose duties or other import restrictions on the goods** of, and, notwithstanding any other provision of law, fees or restrictions on the services of, such foreign country for such time as the Trade Representative determines appropriate;

(C)(D)省略

保護主義的な政策で経常収支、貿易収支赤字を縮小できるか？

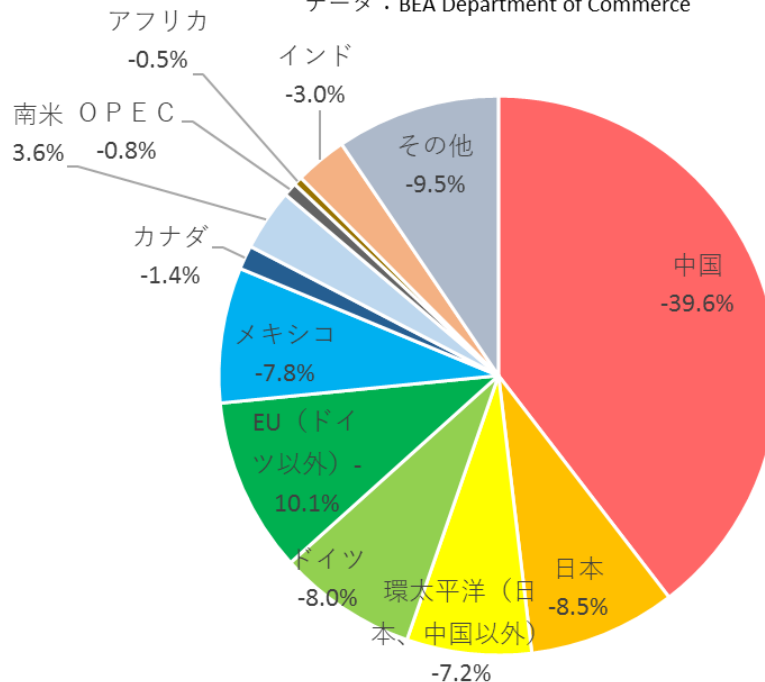
貿易赤字の拡大に直面した時、相手国に対する保護主義的な圧力も一段と強まるだろう。

トランプ次期政権の主な経済閣僚	
米通商代表部 (USTR) 代表	ライトハイザー氏 (元USTR次席代表)
財務長官	ムニューチン氏 (ゴールドマン・サックス出身) ゲッティ共同
商務長官	ロス氏 (投資家)
国家経済会議 (NEC) 委員長	コーン氏 (ゴールドマン・サックス社長兼最高執行責任者=COO) AP
国家通商会議トップ	ナバロ氏 (カリフォルニア大教授)

米国の貿易収支 (財とサービス)

2016年赤字総額7501億ドル
(マイナスは米国の赤字に占める比率)

データ：BEA Department of Commerce



2017/1/4付日本経済新聞 朝刊

【ワシントン＝河浪武史】トランプ次期米政権の通商政策は、中国などへの強硬姿勢が一段と強まりそうだ。3日には次期米通商代表部(USTR)代表に、保護主義色の強いロバート・ライトハイザー同元次席代表の起用が決まった。

「米国第一」を掲げる次期政権は貿易赤字の縮小を公約。管理貿易にシフトして相手国に米国からの輸入目標導入など強硬策を求めていく可能性がある。

トランプ次期政権はホワイトハウスに通商政策の司令塔となる「**国家通商会議**」を新設する。各国との通商交渉を担うUSTRと、米国製品の輸出振興策を練る商務省が、その実務部隊となる。

2、財政面の処置が必要な政策については、依然具体的策の提示がないが、大減税、本当に実施すると・・・

これまで語られてきた減税案の概要

- (1) 法人税(減税(税率を35%から15%に引き下げ)
- (2) 個人所得税の減税(現行の7段階の累進税率を12%、25%、33%に引き下げ、最高税率は現行の39.6%から33%に引き下げ)
- (3) キャピタルゲイン並びに配当に対する減税延長(現行の0%、15%、20%の税率を維持)
- (4) 相続税の撤廃など

10年間で総額4～6兆ドルと推計

仮に10年間の減税規模を5兆ドル、毎年均等に実施されるとして年間5000億ドル(GDPの2.8%)にも及ぶ。

金融危機でも不況でもない経済的平時において実施される減税規模としては空前、それが引き起こすドル高、金利高が景気刺激効果のある程度カウンターするが、中期的には趨勢的な経済成長率(2%台)からの上振れが生じる。

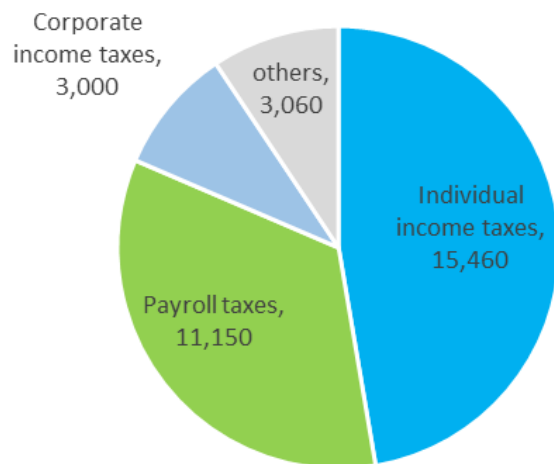
ただし共和党ライアン下院議長は税制改革案もインフラ投資案も「今年の春に着手して夏場を通じて作成する」と最近言っている。減税とインフラ投資による景気の上振れシナリオを既にかなり期待済と思われる相場(長期金利、ドル相場、株式)が、待ちきれなくなつて揺れ戻す可能性もある。2月28日予定の米議会の上下両院合同本会議での大統領演説でどこまで具体的な提案がなされるか注目。

連邦財政収支の現状(2016年度)

5870億ドルの赤字見込み(GDP比率で3.2%)

CBO The Budget and Economic Outlook 2017-2027

米国連邦財政歳入
2016年度見込み：32,670億ドル



米国連邦財政歳出
2016年度見込み：38,540億ドル

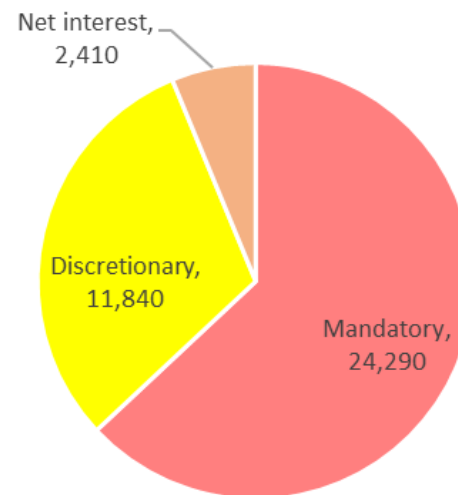
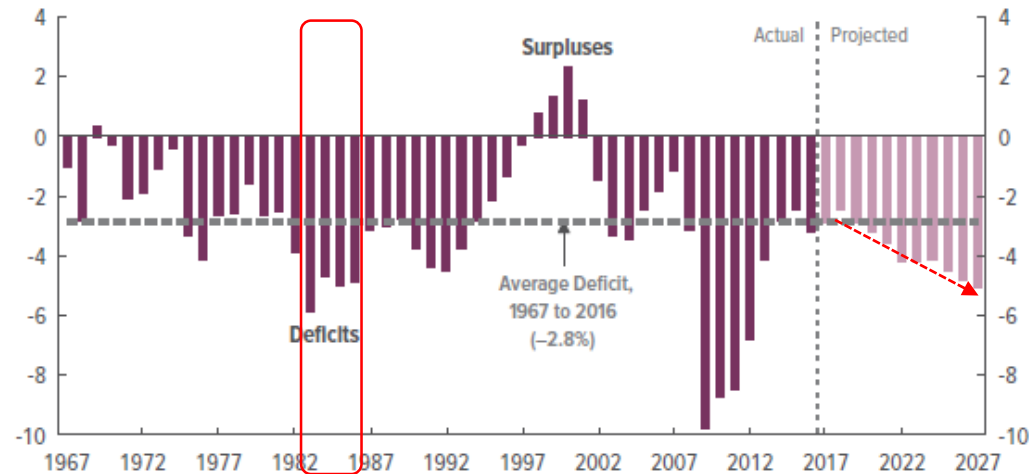


Figure 1-1.

CBO, The Budget and Economic
Outlook 2017-2027

Total Deficits and Surpluses

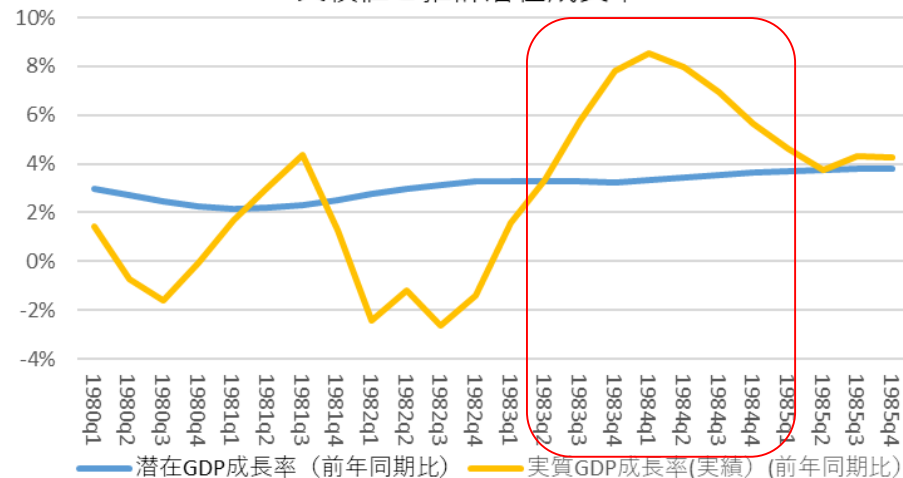
Percentage of Gross Domestic Product



Deficits as a percentage of gross domestic product are projected to exceed their 50-year average for most of the 2017–2027 period as spending for Social Security, Medicare, and interest on the federal debt rises faster than revenues.

1980年代前半の実質GDP成長率

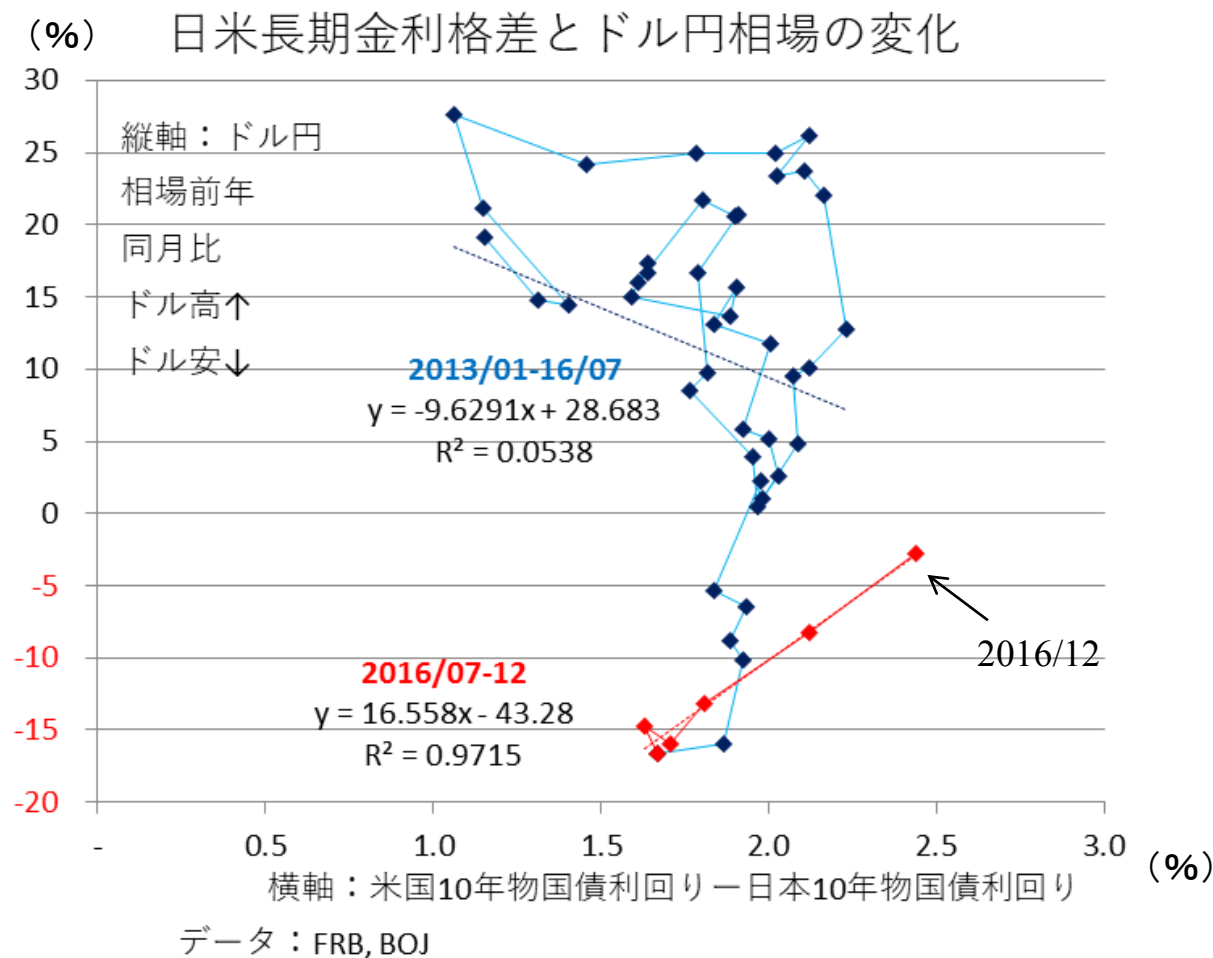
実績値と推計潜在成長率



データ：CBO、BEA Department of Commerce

1980年代前半
レーガン政権
下での大減税と
軍事支出増加
による財政赤字
拡大時のケー
ス

「ドルと他通貨(含む円)の金利差が拡大してドル高」と言われているが、双方には常時相関関係があるわけではない。
 米国景気の「上伸(下振れ)期待」を背景にした場合に強い相関関係が生じる。今回局面の相関は16年夏から生じている。



3、国境税(border tax)は米国の貿易・経常収支赤字を縮小させるか

「米から輸出」に免税、共和と新政権が議論へ 輸入は課税強化

2017/1/12付日本経済新聞 朝刊

【ワシントン＝河浪武史】米議会共和党は20日のトランプ次期政権の発足後、輸出を免税とする一方、輸入への課税を強化する新たな法人税制の導入を検討する。トランプ次期大統領の「米国第一」の主張に沿い、税制で企業の生産拠点の米国回帰を促し、国内投資を後押しする狙いだ。世界貿易機関(WTO)が禁じる輸出補助金にあたる可能性もあり、実現は流動的だが、世界の法人税制議論に一石を投じそうだ。

トランプ氏は連邦法人税率を35%から15%に下げると主張している。ただ税制は議会の決定権限が強く、改革を主導するのは上下両院で多数を握る議会共和党の指導部だ。ライアン下院議長は大統領選中にたたき台となる改革案をまとめており、同案を軸にトランプ氏と調整に入る。

共和案でも20%への税率引き下げをめざすが、**最大の特徴は企業の税負担について、輸出は軽く、輸入は重くする点だ。** まず、**輸出は免税とする。**例えば、すべての利益を輸出で稼ぐ企業なら、税負担はゼロになる。輸出企業にとって大幅な減税だ。輸出品が値下がりし、米製造業の競争力が高まる効果がある。

一方、**輸入への課税は強化する。**現行制度では米企業が商品を輸入すれば、その分を仕入れコストとして差し引き、課税対象の所得を計算できる。ところが**共和案では輸入品の仕入れコストを差し引くことを認めずに課税対象に含めるため、事実上の課税強化となる。**

しかし国境税 (border tax) で貿易、経常収支赤字が縮小しないことは、マーティン・フェルドスタイン博士が1月5日付のWSJ掲載論考の中で説いている。

But the price changes that I have described would never happen in practice **because the dollar's international value would automatically rise by enough to eliminate the increased cost of imports and the reduced price of exports.**

Here's why. If the exchange rate remained unchanged, the higher price of U.S. imports would reduce the U.S. demand for imports and the lower dollar price of U.S. exports would raise the foreign demand for American exports. That combination would reduce the existing U.S. trade deficit.

But as every student of economics learns, **a country's trade deficit depends only on the difference between total investment in the country and the saving done by its households, businesses and government.**

This textbook rule that “imports minus exports equals investment minus savings” is not a theory or a statistical regularity but a basic national income accounting identity that holds for every country in every year.

Since a border tax adjustment wouldn't change U.S. national saving or investment, it cannot change the size of the trade deficit.

国境税が対外不均衡を縮小しない理由

輸出免税、輸入課税の国境税の導入

米国の輸出価格(ドル建て)は安くなり、輸入価格(ドル建て)は高くなる。

為替相場の需給はドル高に変化し、国境税導入による輸出価格の下落も輸入価格の上昇もドル相場の上昇で相殺される。

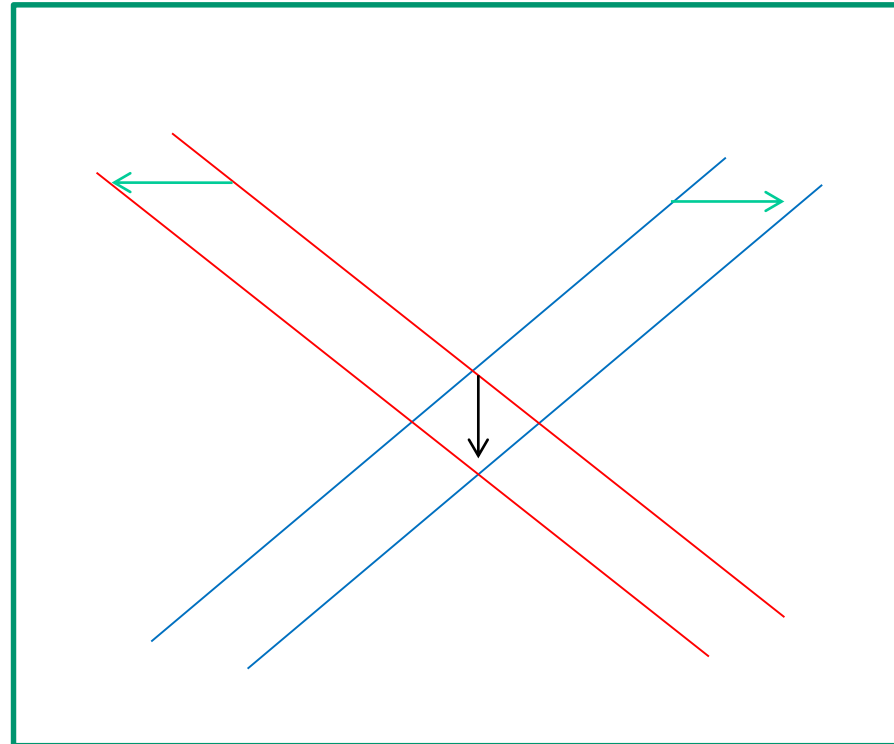
そもそも一国の対外不均衡 = (国内貯蓄 - 国内投資) + (財政収入 - 財政支出) の恒等式が成り立つ。

国境税はこの国内貯蓄投資バランスを変えるものではないので、対外不均衡も変わらない。

赤: 外貨(非ドル)需要曲線(
米国の輸入+米国の対外
投資)

青: 外貨(非ドル)の供給曲
線(米国の輸出+海外の対
米投資)

縦軸: ドル相場
外貨高・ドル安
↑
↓
外貨安・ドル高



減少 ← 横軸: 外貨供給・需要量 → 増加

国境税でドル建て輸出価格の低下 → 米国の輸出外貨(非ドル)供給線は右へシフト
ドル建て輸入価格は上昇 → 米国の輸入外貨(非ドル)需要曲線は左へシフト

対外不均衡の恒等式 from wikipedia

一国の生産水準をYとする。輸入をIM、輸出をEX、消費をC、投資をI、政府支出をGとする。すると、支出面から見たGDP(国内総生産)=Yとすると、Yは次のような恒等式で表わされる。

$$Y = C + I + G + (EX - IM)$$

(EX-IM)は経常収支である(所得収支等をゼロと想定)。

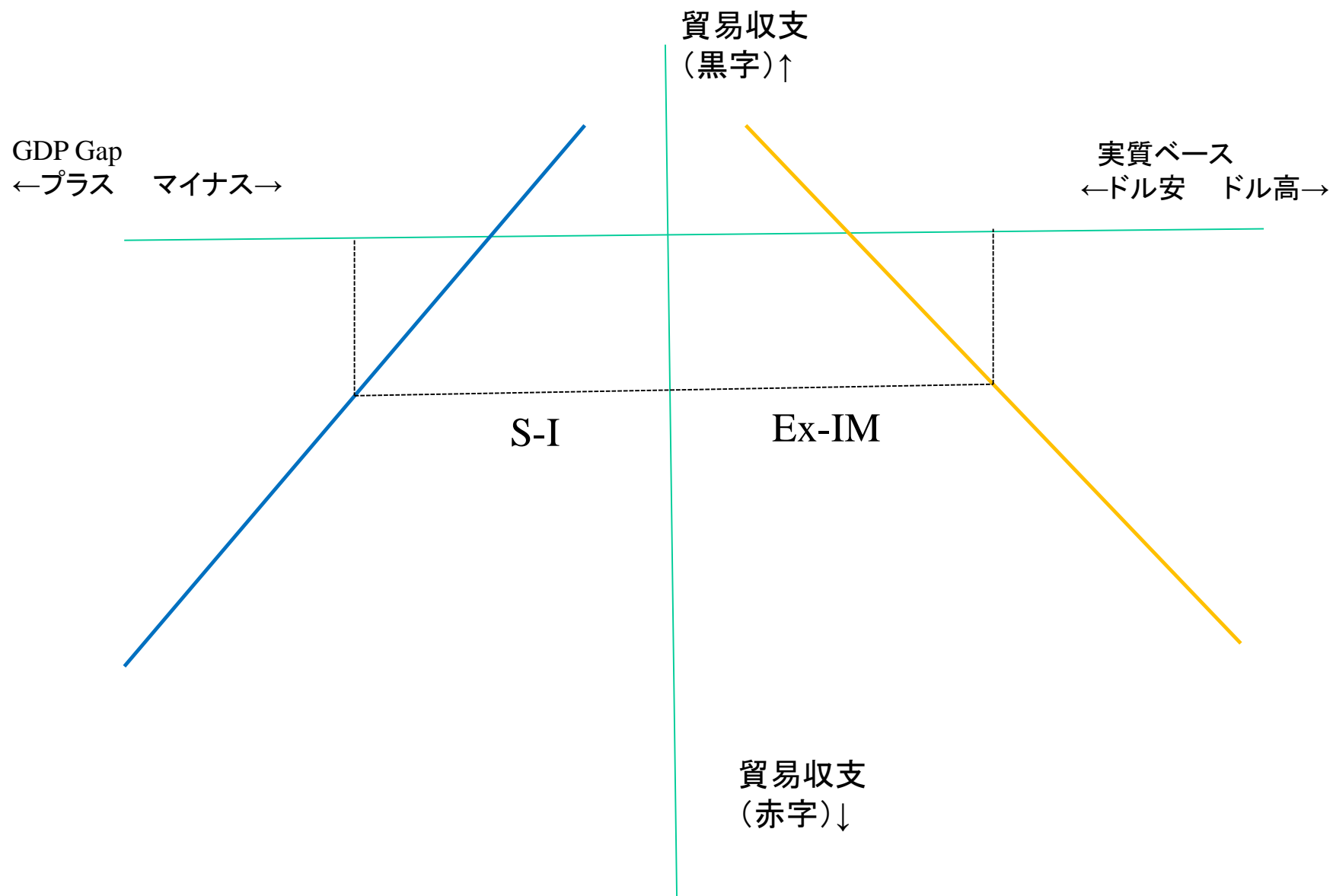
ここで、租税をTとして上記の式を変形すると

$$(Y - T - C) + (T - G) - I = EX - IM$$

Y-T-C)は民間貯蓄であり、(T-G)は政府貯蓄であるから、貯蓄をS(=民間貯蓄+政府貯蓄)とすると

$$S - I = EX - IM \quad \text{となる。}$$

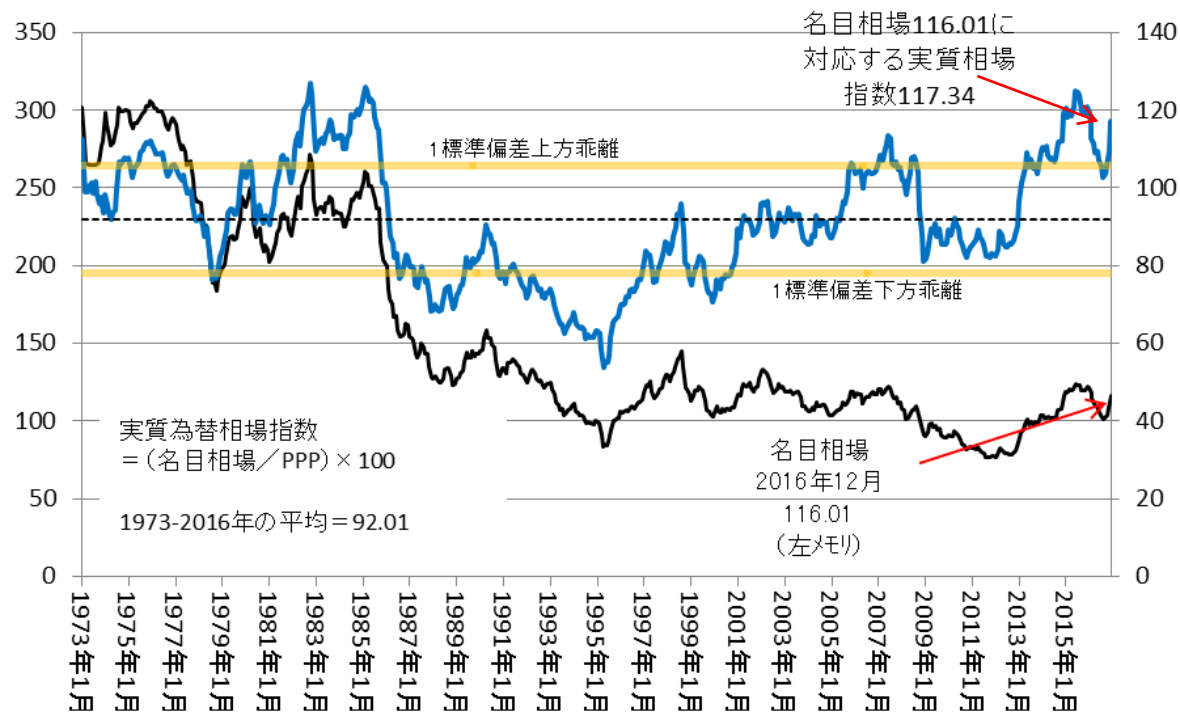
つまり、貿易収支(EX-IM)の大きさは貯蓄と投資の差に等しい。



米国景気の上振れ期待の剥落、あるいは景気鈍化は、円高&日本株売りへの転換をもたらす。現在のドル割高局面で投資家も輸出企業もヘッジ比率を高めるのが賢明。

ドル円の名目相場と実質相場の推移

(2016年12月末時点)



—— 名目相場(市場実勢)(左側)

—— 実質相場(企業物価ベース)(右側)

----- 1973年からの実質相場指数平均値

データ:

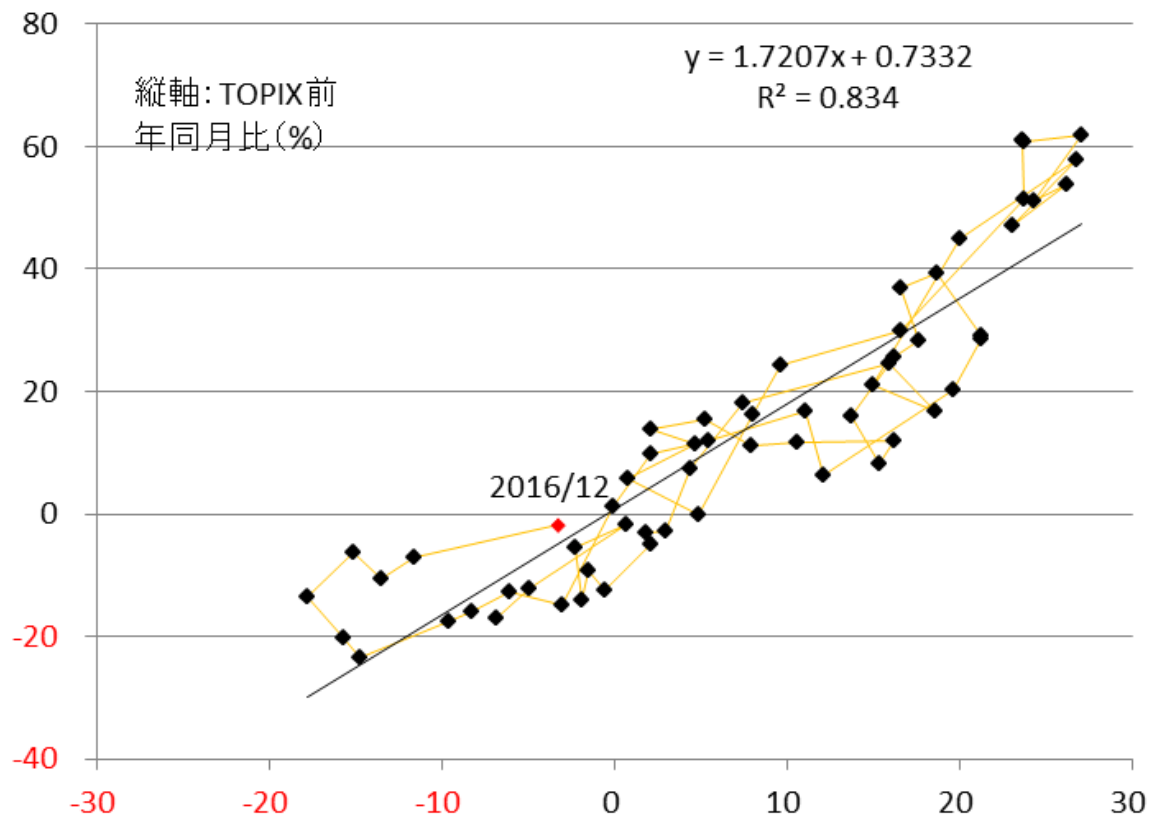
日本は企業物価指数、米国は生産者物価指数
日銀、米国労働省のデータに基づき筆者作成
PPPは1973年を起点とした企業物価(米国は
生産者物価)ベース

円高・日本株売りの高い相関関係が働いている。

ご参照:ロイター・コラム「株安・円高の呪縛が解ける日」2016年8月

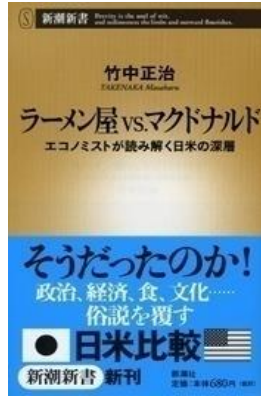
ドル円相場と株価指数TOPIX比率の変化

(2012年1月－16年12月)



近年の著作

定期執筆としては、トムソン・ロイター・コラムにほぼ毎月寄稿中



2008年9月(単著)
新潮新書



2008年12月(単著)
光文社



2009年9月(共著)
PHP研究所



2010年2月(単著)
日本経済新聞出版社



2012年2月(単著)
晃洋書房



2013年5月
光文社(単著)