

理論と実務の接点で金融界を展望

# 月刊 金融ジャーナル

1  
2016  
January  
No.715



「卓上の静物」大庭英治

Part III Part II Part I

金融機関の課題と指針

識者の視点

世界経済のリスク要因

総特集

# 2016年のシナリオ

地域とともに 十六銀行 村瀬幸雄 頭取

ランキング 地銀・第二地銀と都道府県別の預貸率

# 非伝統的金融政策からの脱却

龍谷大学 経済学部 教授 竹中正治

米国の利上げがようやく始まろうとしている。利上げの開始がここまで延期されてきたのは、失業率の低下に見られる雇用の改善にもかかわらず、低インフレが執拗に続いたからだ。具体的には食料とエネルギーを除く消費者物価指数(コアCPI)で2015年10月現在前年同月比1.9%上昇であり、政策的なめどとされる2.0%に届かない状態が長く続いてきた。

## 賃金抑制と低インフレ

米国の執拗な低インフレは賃金上昇率の低さとの関係性が高い。図は雇用コスト指数(Employment Cost Index)の前年同期比と失業率の関係を示したもので、従来は左肩上がりの分布を示すとされてきた。ところが09年のリーマン・ショック後、分布近似線の傾きが水平の近づいていることがわかる。その結果、失業率はリーマン・ショック前の好況時に戻ったが、賃金上昇率は2%前後にとどまり、以前の3~4%の水準に戻っていない。

賃金伸び率が抑制されている要因としては

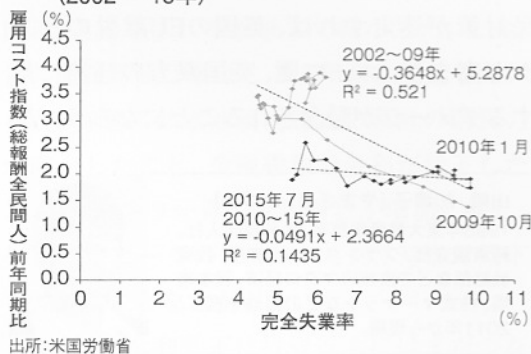
三つ指摘できる。①リーマン・ショック後の不況で就職を諦めた層が大量に発生、彼らがじわじわと労働市場に戻ってきているので失業率が示すほど労働需給が逼迫していない②事業のアウトソーシング(海外移転)の活発化により、米国内労働者と新興国労働者の間の賃金の取れん効果が働いている③技術革新の結果、機械による労働者の代替が進んでいる。

景気回復の持続により①の要因は影響度が小さくなる一方、②と③の要因は長期的に働いていると考えられる。とりわけ、③はITやコンピューター機能の飛躍的な向上の結果、ホワイトカラーの定型的な労働から次第に高スキル(高所得)の労働まで代替する可能性が広がってきている。これは米国に限られたことではなく、もとより先進国から途上国まで、従来の労働と所得分配のあり方を大きく変え得る要因として働いている。

## 二つの正反対のリスク

こうした賃金上昇率の抑制、低インフレの状況下、今後の連邦準備理事会(FRB)の金利引き上げは極めてゆっくりとしたものとなることが当面予想されるが、ここで二つの相反するリスクが問題になる。第一のリスクは、低インフレが継続し、金利の引き上げと量的金融緩和の解消(FRBが保有している政府債と証券化債券類の残高の縮小)が進まないうちに、再び景気後退を引き起こすような負のショックが起こる場合である。景気刺激のために金利を引き下げる余地が乏しく、かつ伝

図 米国の失業率と雇用コスト指数の伸び率 (2002~15年)





統的な金融政策への回帰が頓挫する。

負のショックとは、国内的には例えば米国内で不動産や株価などがバブル的な様相を帯びた後にそれが崩壊すること、あるいは中国を含む大型新興国の金融危機など海外要因で生じる場合もある。

第二のリスクは反対に、インフレ率の上昇が予想以上のテンポで進むことである。この場合は、金利引き上げのテンポを速めることが必要になるが、その結果FRBの保有している債券類の価格下落で莫大な評価損が生じる。さらに短期金利引き上げはFRBの資金調達コストを引き上げるので、保有する債券類の利回りとの利鞘の縮小、逆転が起り得る。その結果、FRBの決算が複数期にわたって赤字にもなり得る。そのような未曾有の事態に市場がどのように反応するか、不確実である。

すなわち米国の金融政策は、非伝統的金融政策からの出口において、低インフレとインフレ高進の双方を避ける狭い道を通り抜けなければならない。

### ドル高の弊害

この点に関連して、現下のドル高進行は輸入品価格の低下を通じて米国の低インフレを持続させる効果があり、今の米国にとっては厄介な問題となっている。またドル金利の上昇が新興国からの資本流出、米国への資金還流を起し、新興国経済の金融危機の引き金になるのではないかという懸念もよく話題に上がる。

ただしドル債務の多い新興国にとって本当の問題はドル金利の多少の上昇ではなく、自国通貨に対するドル相場の上昇である。というのは、新興国のドル建て債務のうち、為替リ

スクを負う形で自国通貨に転換され、国内で投資などに充当されている残高について、ドル高により莫大な為替損が生じるからだ。こうしたドル建て対外債務残高が大きく、ドル上昇に対して脆弱な国としては、ブラジルやトルコが挙げられる。こうした国で金融危機が起れば、他の新興諸国にも危機が伝染し、1997～98年のアジア通貨危機と同種の国際金融危機が勃発するリスクも孕んでいる。

現在のドル相場指数は、FRBの公表している実質ドル相場指数で見ると、2014年後半から急速に上昇しているとは言え、まだ1973年以来の平均値を若干超えた程度の水準であり、まだ上昇余地があるとも言える。

### TPPの議会承認問題

そして最後のリスクは、日本を含む参加諸国で大筋合意した環太平洋経済連携協定(TPP)の米国連邦議会での承認問題である。米国内では自動車産業の労働組合など民主党の支持基盤を中心にTPPに反対する保護主義的な動きが根強く、議会承認は難航する可能性がある。民主党の大統領候補と見込まれているヒラリー・クリントン氏も「現時点では支持できない」とコメントを発している。万一承認に失敗すれば、米国は環太平洋経済圏の貿易・ビジネスルール作りのイニシアチブを失うことになり、「パクス・アメリカナ(米国主導の覇権構造)の終焉」といった議論が勢いを増すことになろう。

竹中 正治(たけなか まさはる)  
1956年生、東京都出身。東大経卒、京大博士(経済学)。東京銀(現三菱東京UFJ銀)入行。為替資金部次長、調査部次長、ワシントンDC事務所長などを経て2009年より現職。

