米利上げは新興国の資本流出は限定的

米国は順調「正常化」のプロセス

利上げは米国の経済情勢からも妥当だ。世界経済を不安定化するものでもない。

竹中 正治（たけなか まさはる）（龍谷大学教授）

FRBは次の景気後退に備えている（パウエル議長）
Bloomberg

米国の継続的な利上げで、新興国に流入していた資金の米国への還流が進み、世界経済が不安定化するのではないか――。そんな懸念が一部で語られている。

だが、筆者は現在の米国金利の引き上げは非伝統的金融政策からの正常な出口プロセスであり、今見込まれている程度の金利引き上げは米国経済にとって望ましいものだ。おそらく世界経済にとっても最終的に望ましいものだと考える。

インフレ率の上昇に安堵

図1は、2001年以降の米国の消費者物価指数（除く食料とエネルギー、以下「インフレ率」）の前年同月比（%）を縦軸に、失業率の分布を横軸に示した「フィリップス曲線」である。

08年の金融危機後、失業率は09年10月に10%のピークを付けた後、比較的順調に低下し、現在では3・8%（18年5月時点）と00年4月以来の低さに改善した。ところが、インフレ率は一進一退を繰り返し、米連邦準備制度理事会（FRB）が望ましいと考える2%を下回る期間が長く、図1の近似線の傾きが示すように「フィリップス曲線の水平化」が語られる悩ましい時期が続いた。

なぜ、水平化が悩ましいのか。FRBは「雇用の最大化（失業率の最低化）」と「物価の安定」という二重の使命を課されている。図1の分布に「右肩下がりの傾向」が安定的に存在していれば、景気回復期の後期には失業率は下がり、インフレ率が上がる。そこでFRBは金融を引き締め、景気の過熱を抑制できる。

反対に失業率が上昇し、インフレ率が低下する景気後退期には金融を緩和し景気を押し上げる。こうした金融政策の景気平準化効果が働くためには、一定水準のインフレ率に加え、インフレ率と失業率の間に「右肩下がりの関係」が安定的に存在することが欠かせない。

過去7年間はインフレ率が目標に安定的に届かない状態が続いたが、ようやくコアインフレ率が上がり始めた。これに安堵感を示したラエル・ブレイナードFRB理事は5月31日の講演会で「今後、基調的なインフレ率の目標の2%に自信が持てるようになることが重要だ」と述べた。

FRBが気にしているもう一つの国内事情は、財政赤字の拡大とそれに伴う景気の上振れだろう。ほぼ完全雇用状態にもかかわらず実施されるトランプ減税により、「18、19年の実質国内総生産（GDP）は0・75%押し上げられるだろう」とブレイナード理事は述べている。その代償として、連邦財政赤字は対GDPで17年度の3・5%から22年には5・4%まで拡大する（CBO〈議会予算局〉の今年4月時点の見通し）。

トランプ減税は一時的に米景気を上振れさせるだろうが、09年から続いている景気の回復がいずれ終焉し、景気後退が起こることは不可避だ。米『ウォール・ストリート・ジャーナル』（5月10日付）によると大半の米国エコノミストは20年か21年には景気の後退が始まると予想している。

つまり、米国は財政赤字を拡大させながら次の景気後退に入る可能性が高い。そのリスクに対応するため金融緩和の余裕を作っておくことをFRBは意識しているはずだ。

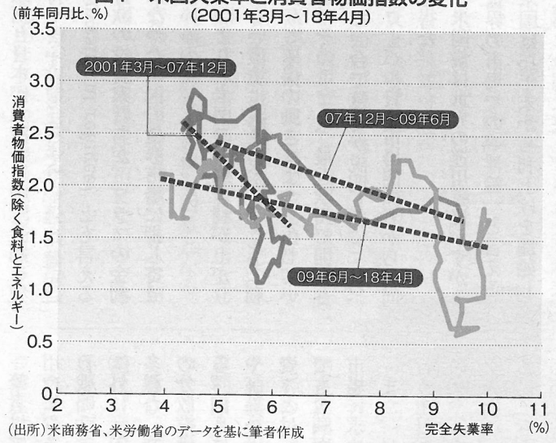
米国内経済情勢から利上げは妥当だとしても、それが新興国からの資金流出（米国への還流）を起こし、世界経済を不安定化するという懸念はどの程度考慮すべきだろうか。

振り返ると1980年代の中南米諸国の債務危機の主因は中南米諸国政府のドル過剰借り入れだったが、危機の契機はドル金利の高騰だった。金利の高騰は高インフレを鎮静化させるために80年代初頭に実施された米国の厳しい金融引き締めの結果だった。また94年の第2次メキシコ危機は、米国の金融緩和が終焉し、引き締めに転じる際に生じた。

昨今のアルゼンチンやトルコの通貨相場の急落は危機の兆候なのか。この問題についてジェローム・パウエルFRB議長は5月8日、国際通貨基金（IMF）とスイス中銀の共催で開催された会合で「世界的な金融情勢と国際マネーフローに対する（米国の）金融政策の影響」と題する講演を行い、実証データを付してFRBの見解を述べている。

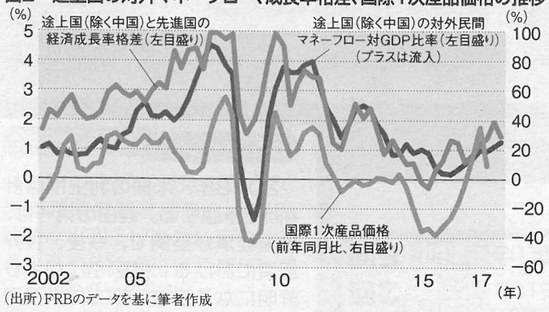
それを要約すると、「ドルは基軸通貨として国際的に広範に使用されているので、FRBの金融政策が他国の金融情勢にある程度の影響を与えることは事実である。しかし米国の金融政策次第で新興国の対外的な資金流出入が起こるという議論は、米国金融政策の影響力を誇張している」と語っている。

図1　米国失業率と消費者物価指数の変化（2001年3月～18年4月）



（出所）米商務省、米労働省のデータを基に筆者作成

図2　途上国の対外マネーフロー、成長率格差、国際1次産品価格の推移



（出所）FRBのデータを基に筆者作成

例えば、米国金融政策が他国の金融情勢ともある程度リンクしている例として、米国の10年物国債利回りとドイツの同利回りにはある程度の正の相関関係が見られる。しかしながら、同講演で示されたデータを見る限り、途上国（除く中国）の対外的なマネーフロー（対GDP比率）の変化と米国のフェデラルファンド（FF）金利（政策金利）の変化には有意な関係性は見られない。

また、09年以降の非伝統的金融政策の結果としての連銀のバランスシート（対GDP比率）の変化を変数に取っても、やはり有意な関係性は見られない。

システミックリスクは低い

では、何が途上国の対外マネーフローと高い関係性があるかというと、①途上国と先進国の間の経済成長率格差、②国際1次産品価格の変化――である（図2）。つまり途上国の経済成長率が先進国のそれよりも高くなると資金が流入し、逆だと流出する。また国際1次産品価格の上昇はロシア、ブラジル、他産油国など1次産品輸出国への資金流入を起こし、価格の下落は流出を起こす。

実際、同講演に関連して開示されたデータで03～17年の時期について筆者が独自に回帰分析したところ、経済成長率格差と国際1次産品価格（指数の前年同月比、%）を説明変数（要因）にすると、途上国（除く中国）の対外マネーフロー（対GDP比率）との間に有意な（関係性が偶然ではない）関係が検証でき、決定係数は0・61となった。このことは、①と②でマネーフローの変化の61%を説明できることを意味する。

一方、FF金利、並びに連銀のバランスシートの変化とは有意な関係は全く計測できなかった。さらにパウエル議長は不要なショックを与えないために金融政策の透明性に最大限努めていることも強調している。FRBは中期的な経済成長率、物価、政策金利などのメンバーの見通しを公表しながら非伝統的金融政策からの出口政策を15年12月以来志向してきた。その過程は低インフレにより先延ばしされる時期もあったが、今はほぼ見通し通りの引き上げが視野に入っている。

債務過多で金利上昇に脆弱な市場参加者はある意味でいつでもいるものだ。ただしドル金利引き上げの結果、そうした脆弱な経済主体の破綻が、信用不安の連鎖を通じて金融システム全体に波及していく「システミックリスク」を起こす可能性について、FRBは現状では低いと考えており、中期的な見通しに沿った引き上げを継続するだろう。