

時論

トランプ政権の経済政策思想の危うさ

トランプ政権は、通商政策面ではTTP協定からの離脱、メキシコとのNAFTA再交渉を打ち出したのに続き、中国・日本等との貿易赤字要因を調査する大統領令に署名、円安ドル高を牽制する発言も行うなど、貿易赤字を問題視する姿勢を鮮明にした。一方、議会での施政方針演説では、数百万人規模の雇用創出を狙った1兆ドル規模のインフラ投資を打ち出した。

こうした一連の経済政策メニューは、経済界からは保護主義台頭を懸念する声がある一方で「親ビジネス」「商機」と捉える向きも強いようだ。しかし、そのベースとなる政策思想はオーソドックスな経済学の観点から見ても、金融政策との兼ね合いで見ても、危うい要素が多い。

第一に、貿易赤字を政策目標とする危うさ(あるいは誤り)である。

この点は、既に多くの識者から指摘されているように、①二国間で貿易収支均衡を目指すことには全く意味がない(日本・サウジアラビア間で貿易収支均衡を目指す必要はない)、②中国や日本の対米貿易黒字が直接「失業の輸出」をもたらしている明確な証拠はない(米国は大幅な経常・貿易赤字が続いているが、雇用者は増え続けている)、③一国の貿易収支は、貿易取引国それぞれの経済主体が効用最大化を追求した結果であり、赤字でも黒字でも問題はない、④たとえ米国の貿易赤字・経常赤字が続いても、海外からの資本流入が損なわれない限りは持続可能性に問題はない—ことから明らかである。

貿易赤字の縮減に狙いを絞った施策は、生産コストや物価の上昇、企業収益圧迫といった有害性が比較的早期に顕在化し、長期的にも資源配分を歪め、潜在成長率の低下を招くだけであろう。

第二に、インフラ投資の効果に対する理解不足という危うさである。

トランプ政権が打ち出したインフラ投資の中身は、陸上輸送、電力、上下水道、鉄道といった旧来型インフラの更新・修繕が中心のようであり、典型的なケインズ政策と評する見方が多い。だが、真に成長率・生産性を高め、恒常的な雇用機会を創出するインフラ投資(換言すれば真のケインズ政策)は、単に政府による建設土木工事を増やして需要を上乗せするものではない。

真のケインズ政策は、ケインズが「一般理論」の中で述べた「投資の社会化」という概念に込められたもので、今日的に解釈すれば、①インフラ投資は民間投資の不足を補うことを主目的とするものではなく、民間部門の産業連関的な需要と投資の波及を誘発するものであること、②その民間産業は、恒常的な雇用創出の観点からも、旧来産業ではなく、新興の成長産業が中心であること、③民間部門の投資活動の阻害要因となる将来に対する不確実性・不透明感を取り除くものであること、④インフラ投資拡大による財政赤字が慢性化しないこと—が必要である。

「一般理論」が世に出され、電力・住宅・自動車産業が成長産業であった20世紀前半の欧米の風景で言えば、道路建設というインフラ投資は自動車の需要ひいては自動車部品、鉄鋼、ガソリン等の生産と投資を拡大させ、自動車の普及は郊外地域の住宅建設及びそのライフラインである上下水道・電力の拡充を促し、さらには電気製品の需要を高める—という具合に、上記条件を十分満たしていたと言える。

片やトランプ政権のインフラ投資構想は、第4次産業革命、AI、ヘルスケアといった成長産業を後押ししつつ、その需要・投資の産業連関的波及を図るといった政策思想が窺えるものではなく、単発的な支出に

終わるとともに、潜在成長率向上による税収増も期待し難く、財政赤字のみ残るといった結果を想起させる。

第三は、金融政策運営の正常化に向かい始めた米国の金融政策との兼ね合いを考えた場合の、インフラ投資拡大のタイミングの危うさである。

米国FRBは年3回ペースの利上げとともに、年内には保有資産(国債とMBS)の残高維持のための再投資を減らし、資産圧縮に着手する方針を示した。FRBは、金融市場との対話を重視しつつ、慎重に事を進める姿勢を示しているが、これほどの大規模かつ長期にわたった量的緩和から出口に向かうのは先進国中銀では初めてのことであり、ゴールにたどり着くまでの数年は要することも勘案すると、「何が起こるか分からない」というのが実情であろう。

すなわち、利上げと需給緩和両面から国債金利には上昇圧力が増すと見るのが自然であり、運調利ザヤの圧縮や保有債券の評価損によりFRBの財務・収益状況は悪化するであろうし、それを目の当たりにしたときの市場・政府・議会の反応は予見し難く、MBSの需給悪化観測は住宅ローン金利の上昇を招き、住宅市場にストレスがかかるかもしれない。あるいはFRBの巧みな対話とオペの結果、平穏に正常化が成就するかもしれない。

要は、ちょっとしたイベントや期待の変化によって左右されやすい地合いが続くゆえに、金融市場を「そっとしておく」ことが必要であるが、そうしたタイミングで、財政赤字を拡大させる大型インフラ投資を行うことは、FRBの出口政策や金融市場に対する制約要因、攪乱要因となる可能性が高い。

以上のことから、今後2~3年の経済情勢、金融市場を見通す場合、次のような点を念頭に置くべきであろう。

第一は、「トランプ期待は期待に終わる」ということである。

これは、議会の抵抗、予算措置、政権の執行能力等から企図した政策がそもそも実現できない場合はもちろん、仮にある程度実現した場合でも、上記諸点の検討から見て結果は同様であり、むしろ景気、物価、金融市場の振幅を増幅させる副作用を伴うと見る。

第二は、足元では、地政学リスクを意識したリスクオフから米国長期金利は低下し、主要国の金利も比較的落ち着いて推移しているが、米国長期金利が徐々に水準を切り上げていくとともに、市場のボラティリティが高まるポテンシャルは残存しているということである。このことは、日本の長期金利に対する上昇圧力が増し、日銀のイールドカーブコントロールの持続可能性に対する疑念を惹起させる蓋然性も低下していないということでもある。

第三は、対ドル円高の可能性が今までより視野に入ってきたということである。当面は、堅調な米国景気、FRBの利上げと資産圧縮が円安ドル高要因として作用するだろうが、「トランプ期待が期待に終わる」ことが明らかになり、財政赤字拡大、経済パフォーマンスに見合わないドルの水準に市場の目が行けば、日米金利差を主要因とした円安は成り立ちにくくなると見る。

巷間、トランプ政権の経済政策運営については保護主義的施策の行方に関する観測・懸念の類が多いが、金融市場に不均衡が蓄積したり、荒れたりするのは不適切な政策が実施された時であるという過去の歴史に鑑みると、十分な注意を払うべき局面に入りつつあると思う。

(調査部 主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。