

イエレン議長が示唆するトランプノミクス効果:「経済見通しとドットチャートのかい離」

当部は、12月7日に「2016～2018年度の日本経済見通し」¹を公表致しました。同見通しは少なくとも四半期に1度の見直しを行うことしておりますが、随時本「経済レポート」で日本経済見通しの点検を行ってまいります。

当行の米国経済見通し 当行は今後の日本経済の見通しの前提として、「米国の実質GDPが過去5年間の平均の2%前後から、トランプ次期米大統領の経済政策（トランプノミクス）により、2017暦年2.3%、2018暦年2.7%と引き上がる」ことを見込んでいます。

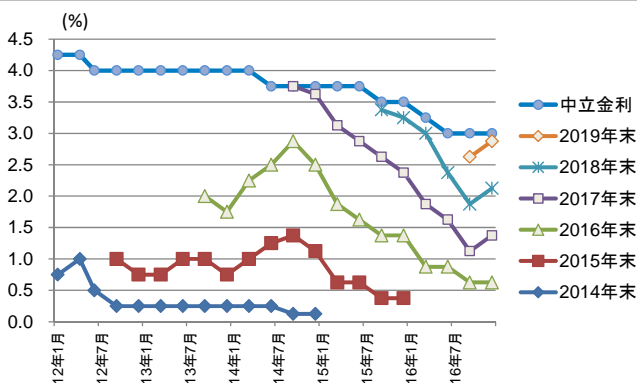
新しい点:2017年利上げ3回のサプライズ 日本時間12月15日4時に公表されたFOMCの結果では、事前の市場の予想通り政策金利が25bp引き上げられ、焦点だったFOMCメンバーの利上げ見通し(通称ドット・チャート)における2017年の利上げペース(利上げ幅)は従来の年2回から同3回に引き上げられるサプライズとなった。2014年12月以降、低下傾向にあったドット・チャートの久しぶりの引き上げとなった(図表1)。

慎重な経済見通し:ほぼ2%のFRBと2%後半を伺う市場 FOMCの声明文では最近の好調な経済指標を受けて景気の現状判断、経済・物価見通しが若干の上方修正²となった。しかし、実質GDPは基本的に過去5年の平均値(2%前後)が2019年まで維持するとの内容で「実質的には現状維持」といえる内容であった。当部の予想や2%台後半から3%をも視野に入れる市場予想からするとかなり控えめな結果となった。

当初は慎重な経済見通しに応じて反応は限定的 当部は「慎重な成長・物価見通し」と「来年の利上げ回数が2回から3回に引き上がったこと」との間は整合性を欠いており、「弱い経済・物価見通しの割に利上げペースが速い」とみている。このため、当初市場はドット・チャートをどこまで織り込むかで逡巡したとみられ、経済・物価見通しとドット・チャート公表直後の市場のリアクションは比較的限定的であった。

イエレン議長のトランプノミクスの評価 イエレン議長の記者会見では、トランプ次期大統領による財政刺激策が経済に対してどのような影響を与えるかの明確な回答はなく、「財政刺激策は完全雇用の達成に明確に必要というわけではない」とやや冷ややかな回答もあった。

図表1 2年ぶりに反転したドット・チャート:米FRBの政策金利見通し(中央値)の推移



(注) 中立金利は、FOMCメンバーによる「長期的な金利(Longer-run Rate)」のこと。
 (出所) Bloomberg、新生銀行 金融調査部による試算値

図表2 年3回利上げをほぼ織り込んだ長期金利:米FRBの利上げペース・中立金利に応じた米金利の見通し

利上げペース(か月に1回)	年				現状の近いところ
	12	6	4	3	
年間利上げ回数	1	2	3	4	
10年金利(%)					
中立金利	3.0	1.81	2.41	2.62	2.72
	3.5	1.81	2.65	2.94	3.09
	4.0	1.81	2.83	3.23	3.43
5年金利(%)					
中立金利	3.0	0.81	1.83	2.23	2.43
	3.5	1.19	1.83	2.38	2.67
	4.0	1.19	1.83	2.46	2.86
2年金利(%)					
中立金利	3.0	0.81	1.08	1.35	1.62
	3.5	0.81	1.08	1.35	1.62
	4.0	0.81	1.08	1.35	1.62

(注)①2016年12月の25bpの利上げ、②その後、1年間に1~4回の利上げを、③中立金利の水準まで実施した場合の各金利の見込み。

(出所) FRB、Bloomberg、新生銀行 金融調査部

¹ 新生銀行金融調査部 伊藤篤「2016～2018年度の日本経済の見通し:トランプ次期米大統領の影響」(2016年12月7日、<http://research.shinseibank.com/c/durKaaaSkQugrkab>)

² 2016年～2019年のGDP・物価は、GDPは2016・2017・2019年がプラス0.1%ポイント、2018年は不変、コアPCEは全て不変となった。

需要サイドから供給サイドへの影響

一方、イエレン議長は「税政策変化が生産性と投資高める可能性はある」（出所：Bloomberg）と発言。伝統的な経済学の考え方では「税政策、財政政策は需要サイドにしか影響を与えず、長期的な生産性には影響を与えない」としているが、この発言はそれとは異なり、「需要サイドが供給サイドに影響を与える可能性」を示唆するものである。この考え方は、今回の会見でもたびたび質問に上がった「高圧経済」（High Pressure Economy）の言葉が有名になった10月14日のボストンでの議長の講演でも触れられており、トランプノミクスに対するポジティブな評価を示唆するものである。政権発足前、財政政策の具体策もわからない中では明確に取り上げるわけにはいかないものの、結局「2017年の利上げペースの3回への引き上げはトランプノミクスの影響が大きいのではないか」との印象が強く残る会合であった。

市場の反応

記者会見の内容を受けて、市場は徐々に年3回の利上げを織り込んでいき（**図表2、後述**）、円安・米株安・債券安となった（ドル円117円超え、ダウ2万ドル目前から下落、米10年金利2.58%）。米10年金利は、7月初につけた本年のボトムである1.35%から2.6%近くまで125bp、米大統領の選挙前の1.8%から2.6%近くまで80bpの急激な上昇となっており、これが米株にはマイナスに働いたとみられる。

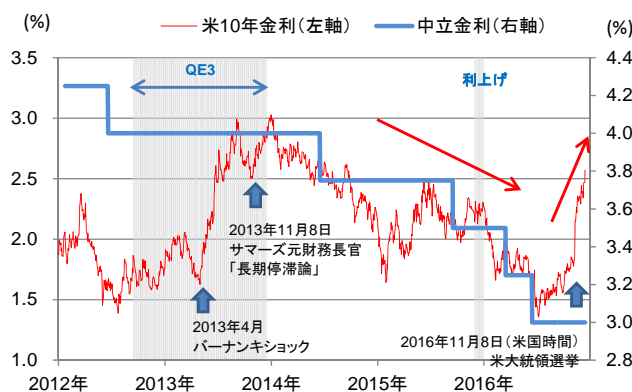
利上げ3回をほぼ織り込んだ米国

図表2は、①2016年12月の25bpの利上げを実施を踏まえて、②その後1年間に1~4回の利上げを、③中立金利の水準まで実施した場合の各金利の見込みを示している。年間の利上げ回数は、4回を上限としている。2004年から2006年の慎重なペース（Measured Pace）での利上げと呼ばれた際の利上げペースが年4回であったことに依拠している（これ以上のハイペースでの利上げはないとの前提）。なお、一番左の列の年1回というのは、現状の市場環境からすると極端な仮定との印象もあろうが、米大統領選の直前の米10年・2年金利の水準に近い（11月8日：10年1.85%、2年0.85%）。10年1.8%から現在の2.4%程度までの上昇は利上げペースの見通しの変化に依拠しているといえよう。

加重平均での中立金利は小幅上昇

中立金利は、「景気を刺激も押し下げもしない中立的な金利」と考えられており、2012年のドットチャートの開始時点の中央値は、潜在成長率2%+インフレ目標2%=4%がその目線とされてきた（2012年1月時点：4.25%、**図表3**）。その後、中立金利は米長期金利の低下につられて低下（**図表3、左軸**）の一途をたどっており、2013年6月の4%から2016年6月にはついに3.0%に到達し、3年で1%ポイントの低下となった。この間、インフレ目標は2%で不変であるため、これまでの中立金利の引き下げは潜在成長率の低下を示唆してきていた。長期的な政策金利（中立金利、均衡金利）の中位値は3%で不変だったものの、メンバーの投票数と予測値の加重平均でみると、前回9月の2.91%→今回は2.95%と小幅ながら上昇した。トランプノミクスによる潜在成長率の上昇を示唆する内容としては抑えておきたい。

図表3 連動していた米10年金利と中立金利の動きが足元でかい離（2012年1月~2016年12月）



(出所) FRB、Bloomberg、新生銀行 金融調査部

チャートでみるトランプノミクスの位置づけ

トランプ次期米大統領の経済政策（以下、トランプノミクス）が潜在成長率を引き上げるか否かに注目が集まっている。米大統領選後の株式市場やリスク性資産の上昇は「トランプ・ラリー」と称されるが、3つの主要政策（①金融規制、②財政政策、③金融政策）の観点からその背景を見ておきたい³（**図表4**）。

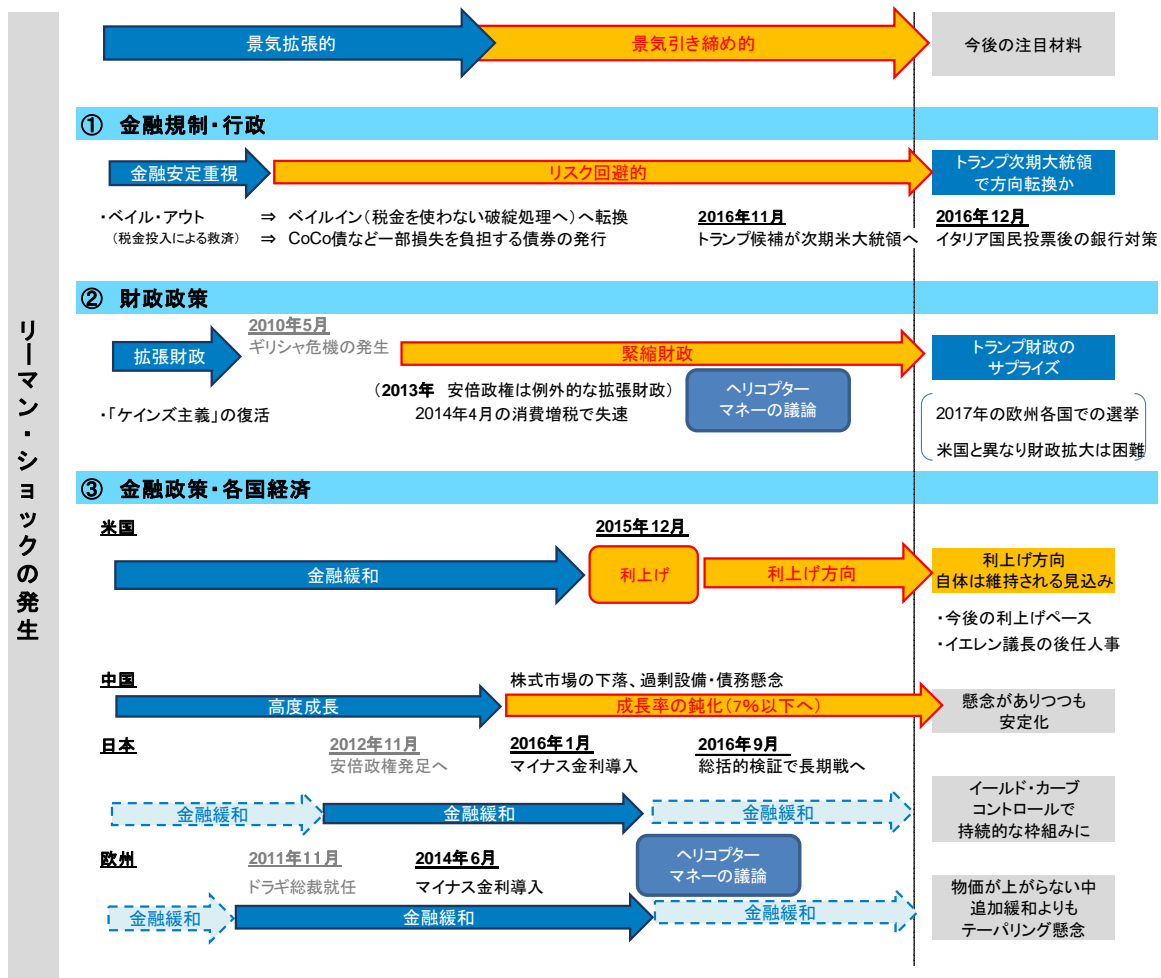
- (1) 2008年の国際的な金融危機の直後こそ、景気回復のために3つの政策が三位一体となって拡張方向で総動員されていたものの、

³ 当部の「2016~2018年度の日本経済の見通し」（2016年12月7日）のp.11~12も参照されたい。

- (2) ほどなく金融システムの安定化やギリシャの財政危機をきっかけとして金融規制の強化、緊縮財政という景気引き締めめ的な方向の政策に転換されていき、昨年 12 月に米国が利上げに踏み切ったことで米国の主要政策がすべて引き締めに転じた。
- (3) こうした景気や金融市場の過熱を恐れた早めの引き締め政策もあって、主要先進国の経済成長率・インフレ率が低下傾向にあった（奇しくもローレンス・サマーズ米・財務長官が「長期的な停滞」(Secular Stagnation) に陥っている可能性を指摘し、米国経済の潜在成長率の低下を懸念を表明したのは、本年の米大統領選のちょうど3年前、2013年11月8日であった)。
- (4) トランプノミクスは、(2) までのグローバルな引き締め政策の転換という意味で景気刺激に非常に大きな意味があるとみている。保護貿易的な政策が抑制され、こうした成長が持続していけば、「米国の潜在成長率の上昇」と「中立金利の上昇」という良い金利上昇となりうるとみている。
- (5) また、トランプ次期米大統領がイエレン議長の議長としての任期（2018年2月）後の再任に消極的であるとの見方から、空席となっている理事の人事を巡ってタカ派的な人材が登用されるとの見方が根強い。しかし、拡張財政と相性が良いのは金融緩和であり、2017年のサプライズ・シナリオとして、ハト派的な人物が任命される可能性もあるとみている。(4)、(5)を踏まえて中立金利は足元で急激に上昇することはなく再来年に向けて徐々に上昇していくとみている。

FRB の決定は、タカ派的なサプライズとなった。現状では米金利上昇、ドル高・円安によるプラス効果と、米株安・中国をはじめとする新興国の株安によるマイナス効果が混在している。イエレン議長、FOMC メンバーは「トランプノミクス効果」をドット・チャートに反映させたと思われる。米国の成長率が2%台後半に高まるとの見込みは維持しておきたい。

図表 4 リーマンショック後の3つの主要経済政策の推移: トランプノミクスは2つで大きな転換へ



(出所) 新生銀行 金融調査部

- この資料の無断での複写、転写、転載、改竄、頒布または配布は、形式の如何を問わず、厳しく禁止されています。
- この資料は、情報の提供を唯一の目的としたもので、特定の金融商品取引又は金融サービスの申込み、勧誘又は推奨を目的としたものではありません。
- この資料に述べられている見通しは、執筆者の見解に基づくものであり、弊行の売買・ポジションを代表した公式見解ではありません。
- この資料は公に入手可能な情報・データに基づくものですが、弊行がその正確性・完全性を保証するものではなく、その内容を随時変更することがあります。
- この資料に述べられている見通しは実際の市場動向とは異なる可能性があり、今後の推移を弊行ならびに執筆者が約束するものではありません。
- 金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、ご自身の判断と責任においてお取引をなさるようお願いいたします。
- 金融商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。また金融商品によっては証拠金や担保をご提供いただく場合があります。なお、具体的な金融商品が定まっていないため、現時点では手数料・証拠金・担保等の額または計算方法およびその比率をお示しすることはできません。
- 金融商品によっては、金利水準、為替相場、株式相場等の金融商品市場における相場その他の指標にかかる変動により、お客様に損失が生じることがあり、またこの損失がお客様からご提供いただいた証拠金・担保(もしあれば)の額を上回るおそれがあります。
- 商号等／株式会社新生銀行 登録金融機関 関東財務局長(登金)第10号。
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会