

トランプ米大統領の100日を読む・IV

政治的圧力に折れないイエレン議長の「矜持」

みずほ総合研究所 欧米調査部 主席エコノミスト

小野 亮

トランプ政権が打ち出している成長志向の経済政策は、FRBにとって金融政策の舵取りを難しくする「頭痛の種」である。一方で議会からは金融政策運営の透明性向上を求める声が強まっている。イエレンFRB議長にとって、今年最も重要な仕事は「利上げ」ではなく、高まる政治的圧力をどうかわすかにある。

トランプ大統領誕生で注目されるイエレン議長の「去就」

イエレンFRB（連邦準備制度理事会）議長は、2018年2月3日に議長としての任期を迎える。FRB理事としての任期は2024年1月末まで続くため、議長として再任されるチャンスがないわけではない。しかし選挙期間中に「任期が来たら（議長を）置き換える。それが適切だと思うからだ」と発言していたトランプ氏の大統領就任によって、イエレン議長の去就に注目が集まっている。

FRB人事には、すでに動きが出ている。金融規制の強化という点で中心的役割を果たしてきたタルーロFRB理事（2009年1月28日就任）が、2022年までの任期を残して4月10日に退任することを決めた。2月3日の大統領令を通じて、トランプ大統領は財務長官に対して120日以内（すなわち6月初めまで）に金融規制を再評価するよう指示。大統領令には再評価における「7つのコア原則」が提示されたが、そのうちの「納税者資金による救済の回避」という原則を除けば、大統領令は全体として、米国の経済成長と競争力強化を重視し、規制緩和に舵を切り直すことを狙っている。このような政権の下では、もはやタルーロ理事の居場所はない。タルーロ理事の退任により、FRB理事の空席は3つとなり、トランプ大統領の意向に強く沿う理事が指名・承認される公算が大きい。

もっとも、トランプ大統領の意向を「金融規制」ではなく「金融政策」という観点から見たときに、将来のインフレ昂進を警戒して利上げを急ぐ「タカ派」が意向に沿う人物となるのか、利上げに慎重な考え方を持つ「ハト派」が沿うのか、現時点では明らかではない。

選挙期間中の2016年5月、トランプ氏はテレビインタビューで「金利を上げれば、そしてドルがあまりに強くなれば、とても大きな問題が起きるだろう。」と述べている。就任前の記者会見（1月11日）では、「神が創った史上最高の雇用の作り手」を自称し、就任演説でも「米国製を買い、米国人を雇う」という方針を表明したように、米国内の雇用創出に強いこだわりを持ち、そのためには貿易

赤字の縮小が重要だと考えているトランプ大統領にとって、ドル安が望ましく、そのためには低金利政策を維持することが必要ということになる。もしそうであるならば、トランプ政権の為替政策は、金融政策の自由度を奪うおそれがある。

しかしトランプ大統領自身、こうした結論に不安を覚えているようだ。トランプ大統領がフリン大統領補佐官（国家安全保障担当、2月13日辞任）に掛けた1本の電話が話題となっている（“Leaks Suggest Trump’s Own Team Is Alarmed By His Conduct,” *The Huffington Post*, 2月7日）。電話の日付は明らかではないが、報道によれば「強いドルと弱いドルのいずれが米国にとって望ましいか」という経済問題について、問い質したという。コーン大統領補佐官（経済政策担当）や、ナヴァロ大統領補佐官（通商・製造業政策担当）など、ホワイトハウス側近に経済専門家がいないわけではなく、なぜ元陸軍中將のフリン補佐官に為替問題を聞いたのかは全くの謎である。とは言え、報道が事実ならば、トランプ大統領は為替政策、ひいては金融政策やFRB人事についても自分自身の意見が定まらず、逡巡していることになる。

ドル安は貿易赤字を減らす効果が期待できるが、究極の目標である雇用を増やすには米国に投資を呼び込む方が手取り早い。そのためには米国への資金流入による「強いドル＝ドル高」を受け入れる必要がある。ドル高は、今年3度の利上げを見込んでいるFOMC（連邦公開市場委員会、見通しは2016年12月時点）の政策方針とも合致する。金融政策は経済・金融情勢次第であり、利上げは既定路線でないが、トランプ政権が一定のドル相場に固執すれば、金融政策の自由度が奪われかねない。

完全雇用下のトランプノミクスはFRBにとって「頭痛の種」

また、トランプ大統領は、雇用創出のための大型減税と規制緩和、インフラ投資を公約に掲げており、こうした「トランプノミクス」も、今のFRBにとっては「頭痛の種」である。

ここ数年、米国経済は「長期停滞」という問題を抱えていると言われてきた。世界的なカネ余りや企業の投資活動の弱さが手伝い、実質均衡金利（経済の安定成長と見合う実質金利）が著しく低下し、金融政策が効かなくなっている、というものだ。筆者の試算では、米国の実質均衡金利は2016年10～12月期時点で▲1.8%に達した。また米国では投資不足によって潜在成長率や労働生産性上昇率が高まらず、それが成長余力を奪い、さらなる低成長を生む悪循環に陥っている。

長期停滞という深刻な問題に対し、トランプノミクスの規制緩和が重要な答えとなる兆しが見える。米国の企業経営者らのセンチメントは大統領選後に大きく改善しており、その主な理由が規制緩和への期待である。将来的な環境破壊や金融バブルの膨張という懸念があるものの、トランプノミクスの規制緩和によって企業経営者のアニマルスピリットに火が灯るなら、米国経済はトランプ政権下で長期停滞の危機から脱することができるかも知れない。こうした動きは実質均衡金利の回復につながるため、FRBにとっても金融政策の有効性を取り戻すチャンスとなる。潜在成長率の高まりと共に実質均衡金利が上昇すれば、その分、バランスシート政策に頼らず、伝統的な金利政策で対応する余地が生まれるからである。

トランプノミクスの大型減税やインフラ投資も、規制緩和と共にアニマルスピリットを刺激し、投資復活の起爆剤となる効果が期待できる。しかし、大型減税とインフラ投資には総需要政策という側面も強く、すでにほぼ完全雇用にある現在の米国経済にとって必要不可欠な政策とは言い難い。大型

減税やインフラ投資が米国経済にどのようなタイミングでどのような影響を及ぼすのかについては、トランプ大統領による両院議会演説（2月28日）などを通じた詳細な制度設計の発表を待つ必要があるものの、これらが予想以上の賃金・インフレ圧力の高まりを生めば、F R Bの利上げペースが速まり、今年2月に92カ月目を迎えた景気拡張期の先行きはそう長くないことになる。

F R Bが景気後退の引き金を引くようなことになれば、トランプ大統領は、貿易相手国だけでなくF R Bも強く攻撃し始めるおそれがある。すでに「2期8年」を公言するトランプ大統領にとって、景気後退はこれまでの大統領の誰よりも許容しがたい問題と考えられるためである。

議会共和党は金融政策運営に対する「監視」を強化

「みんなが考えるよりもずっと即興的だよ。」

これは、1990年に米プレイボーイ誌のインタビューで「取引を決めるためのマスタープランがあるのか、全部即興で決めるのか」と問われたトランプ氏の回答である。現在の議会共和党がF R Bに対して持っている印象も同じであり、金融政策の即興を止めさせ、透明性を強く求めようとしている。

議会共和党は、2016年9月に下院金融サービス委員会で可決されたFinancial CHOICE (Clearing Hope and Opportunity for Investors, Consumers and Entrepreneurs) Actという法案を土台にしながら、金融規制改革を進めるとみられる。同法案は金融政策に関して、①F R Bは自身の判断に基づいて金融政策ルールを策定して金融政策を運営すること、②実際の金融政策が「参照政策ルール」と異なる場合にはその理由を説明すること、の2点をF R Bに義務付けている。

標準的参照ルールとは、「政策金利 = $2 + 0.5 \times \text{GDPギャップ} + 0.5 \times \text{インフレギャップ}$ 」という式で示されるテイラー・ルールを指す。議会共和党は、ルールベースの金融政策運営を義務付けることによって、「近年のF R Bによる即興的アプローチと比べてより強固な経済成長基盤をもたらす」としている。同法案ではまた、F O M Cの政策決定に関して、投票権が与えられる地区連銀総裁の数を現在の5名から6名に増やすと共に、ニューヨーク連銀総裁から常任投票権をはく奪するよう定めている。ニューヨーク連銀総裁は常々、他のF R B理事らと同様、F R B議長と同じ投票行動を取るため、残る11地区連銀総裁らの多様性が政策決定に反映されにくかったことを議会共和党は問題視している。

イエレン議長はこうした動きをけん制。1月19日の講演では、「F O M Cでは定例的に様々なシンプルな金融政策ルールによる検討を行っている」と述べた上で、「実質均衡金利はテイラー・ルールが前提とする2%とは限らない。経済に生じたショックの持続性、バランスシート政策や財政政策の効果、ゼロ金利制約の存在などが考慮できない」とルールを用いる場合の課題などを列挙した。

金融政策は決して即興などではなく、多くのインプットと専門的知識を必要とする。当たり前のことを丁寧に説き続け、高まる「政治的圧力」に耐えることがイエレン議長の今年最大の仕事と言えるだろう。(了)

【トランプ米大統領の100日を読む・好評既刊】

- I. トランプ流人事に読む政策「不確実性」 (<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/opinion/eyes/pdf/eyes170104.pdf>)
- II. 「力の秩序」へ回帰するトランプ通商政策 (<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/opinion/eyes/pdf/eyes170119.pdf>)
- III. 「開かれた市場」拒絶で軋む中南米の国益 (<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/opinion/eyes/pdf/eyes170203.pdf>)

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。