

MUFG Focus USA Weekly

経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY
Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)
Director and Chief U.S. Economist

トランプ新政権の経済政策と長期金利

【要旨】

- ◇ 米国の長期金利は、大統領選挙以降に大きく上昇している。10年物国債利回りは、選挙前の1.8%台から上昇し、足元では2.4%台となっている。背景としては、そもそも長期金利が妥当とみられる水準を下回っていたことに加えて、①最近の経済指標改善を受けた先行きの景気・物価見通しの改善、②トランプ新政権の経済政策が景気・物価の上振れをもたらすとの見方の台頭、等が挙げられる。
- ◇ ①について、最近の経済指標の改善モメンタムは幾分強過ぎる印象だ。来年の実質GDPについてトレンドを若干上回る前年比+2%強を想定するならば、①に基づく金利上昇圧力はそろそろ一旦一服してもいいだろう。
- ◇ ②について、トランプ次期大統領が掲げる経済政策のうち「規制緩和」「インフラ投資拡大」「所得税・法人税減税」等に伴う成長加速は所謂“良い金利上昇”を、「減税・インフラ投資拡大に伴う財政赤字拡大」「極端に保護主義的な貿易政策」「極端に内向きな移民政策」等は“悪い金利上昇”をもたらす可能性がある整理できる。
- ◇ 経済政策の行方は不透明で今後の進展をみていくしかないが、現在の米国において長期金利の緩やかな上昇は望ましい一方で、大幅な上昇、特に“悪い金利上昇”は通常以上のリスクを伴う点に注意が必要である。今次景気回復局面では異例の金融緩和が続いてきた結果、ハイイールド社債等のハイリスクな金融商品残高が相応に拡大してきたからだ。この点は、今後のトランプ新政権の経済政策判断にも影響する可能性があるだろう。
- ◇ なお、経済政策によって現環境下の長期金利を良い形で持続的に上方シフトさせるには、潜在成長率の引き上げに繋がる政策を実施するしかない。「規制緩和」「税制改正」「インフラ投資拡大」の具体的な政策内容が、一時的な景気刺激を重視するのではなく、潜在成長率引き上げに繋がる的を絞ったものになることが期待される。

米国の長期金利は大統領選挙以降に大きく上昇

米国の長期金利は、大統領選挙以降に大きく上昇している。10年物国債利回りは、選挙前（11月7日時点）の1.8%台から上昇し、足元12日時点では2.4%台となっている（第1図）。

背景には、そもそも長期金利が妥当とみられる水準を下回っていたことに加えて（注¹）、①最近の経済指標改善を受けた先行きの景気・物価見通しの改善、②トランプ新政権の経済政策が景気・物価の上振れをもたらすとの見方の台頭、等が挙げられる。

①について、最近の経済指標の改善モメンタムは幾分強過ぎる印象だ。実質GDPで言えば、7-9月期に前期比年率+3.2%の高成長となった後、10-12月期も同+2.6%程度に相当するペースで月次経済指標は改善している（アトランタ連銀算出のGDPナウ）。来年の実質GDPについてトレンドを幾分上回る前年比+2%強を想定するならば、①に基づく金利上昇圧力はそろそろ一旦一服してもいいだろう。

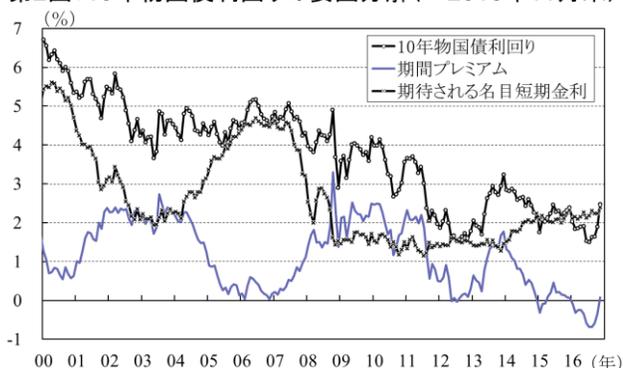
（注1）詳細は10月5日付 Weekly 「長期金利の現状と今後について」ご参照。10月5日付 Weekly では、長期金利を“期待される名目短期金利”と“期間プレミアム”と呼ばれる2つに分けて確認した上で、「景気が再加速すれば“期待される名目短期金利”の上昇と“期間プレミアム”の下押し要因の軽減を通じて、長期金利の緩やかな上昇が見込まれること」、「期間プレミアムは歴史的な低水準にあるとみられるため、上昇余地が大きいこと」、「トランプ氏が大統領になった場合には政策運営と金融市場の受け止め次第では長期金利の上昇要因となり得る」点を指摘した。なお、期待される名目短期金利とは、米国経済の成長率とインフレ率の見通し、それを受けた政策金利の見通しで決定され、期間プレミアムとは、短期債券ではなく長期債券を購入することに対する上乗せ金利であり、需給要因（需給観測）等によって形成される。ニューヨーク連銀による推計値をみると、11月末までのデータだが、期間プレミアムがマイナスからプラスに回帰している（第2図）。

第1図：10年物国債利回りの推移



（資料）Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：10年物国債利回りの要因分解（～2016年11月末）



（注）1. 『10年物国債利回り』=『期待される名目短期金利』+『期間プレミアム』
2. 『10年物国債』はゼロクーポン債。『期待される名目短期金利』と『期間プレミアム』はニューヨーク連銀の推計値。

（資料）ニューヨーク連邦準備銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

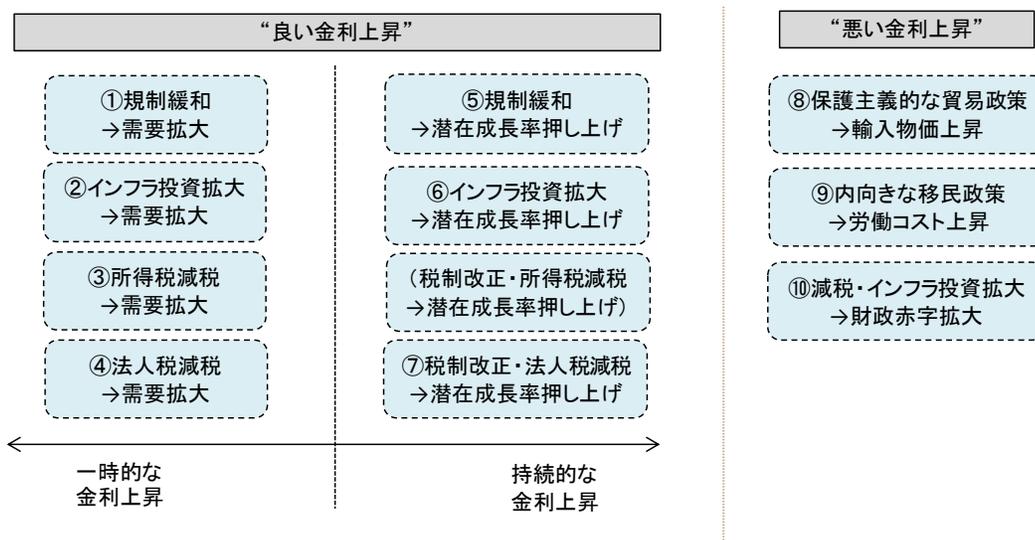
トランプ新政権の経済政策の長期金利への影響

②について、トランプ新政権の経済政策が長期金利を上昇させる場合の経路を整理したものが第3図である。景気拡大に伴う結果としての金利上昇は一般に“良い金利上昇”、それ以外の景気抑制に繋がる金利上昇は“悪い金利上昇”等と呼ばれるが、トランプ次期大統領

が掲げる経済政策のうち「規制緩和」「インフラ投資拡大」「所得税・法人税減税」等に伴う成長加速は“良い金利上昇”をもたらす可能性がある一方、「減税・インフラ投資拡大に伴う財政赤字拡大」「極端に保護主義的な貿易政策」「極端に内向きな移民政策」等は“悪い金利上昇”をもたらす可能性がある。

なお、“良い金利上昇”を「一時的な金利上昇」と「持続的な金利上昇」に区別すると、第3図中の①、②、③、④の経路は一時的な需要拡大に伴う一時的な金利上昇圧力であり、⑤、⑥、⑦の経路は潜在成長率の押し上げを伴う持続的な金利上昇圧力となる。

第3図：トランプ新政権の経済政策が長期金利を上昇させる場合の経路



(資料)三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

長期金利の緩やかな上昇は望ましい一方で、大幅な上昇、特に“悪い金利上昇”は通常以上のリスクを伴う点には注意が必要

経済政策の行方は不透明で今後の進展をみていくしかないが、現在の米国において長期金利の緩やかな上昇は望ましい一方で、大幅な上昇、特に“悪い金利上昇”は通常以上のリスクを伴う点に注意が必要である。これまでの Weekly でも指摘の通り、今次景気回復局面では異例の金融緩和が続いてきた結果、ハイイールド社債等のハイリスクな金融商品残高が相応に拡大してきたからだ（第1表）^(注2)。“悪い金利上昇”がクレジット環境の悪化を引き起こし易い状況にあると考えられる。

先週8日に発表された資金循環統計によれば、直近7-9月期の政府部門の債務残高対名目GDP比は101.6%、非金融企業部門の債務残高は同71.9%、家計部門は同78.4%となっている。トランプ新政権はレーガン政権と類似するのではないかとと言われることがあるが、各部門の債務残高対名目GDP比はレーガン政権発足時（政府部門：38.1%、非金融企業部門：

48.2%、家計部門：46.0%)よりも大幅に高く、取り巻く環境の相違点の一つである。この様な点は、今後のトランプ新政権の経済政策判断にも影響する可能性があるだろう。

なお、経済政策によって現環境下の長期金利を良い形で持続的に上方シフトさせるには、潜在成長率引き上げに繋がる政策を実施するしかない。「規制緩和」「税制改正」「インフラ投資拡大」の具体的な政策内容が、一時的な景気刺激を重視するのではなく、潜在成長率の引き上げに繋がるものを絞ったものになることが期待される。

(注2) 例えば、2016年2月22日付 Weekly「FRBが関心を高める自国内の金融環境」、2015年12月14日付 Weekly「資金循環統計にみるクレジット動向の着目点」、2015年7月3日付 Weekly「金融出口戦略について②：増加してきたハイリスク金融商品の行方」。相対的に利回りが高くリスクも高い金融商品としてハイイールド社債やレバレッジドローン等への投資需要が強まってきたほか、商業用不動産ローンやサブプライム自動車ローンの拡大等も注目されている。

第1表：部門別にみた債務残高

	レーガン就任時 (1981年1Q)		金融危機前 (2007年4Q)		2014年末		現在 (2016年3Q)	
	金額 (兆ドル)	名目GDP比 (%)	金額 (兆ドル)	名目GDP比 (%)	金額 (兆ドル)	名目GDP比 (%)	金額 (兆ドル)	名目GDP比 (%)
政府部門	1.2	38.1	9.0	61.3	17.5	98.7	19.0	101.6
非金融企業部門 (FRBデータ)	1.5	48.2	10.1	68.8	12.0	67.7	13.4	71.9
ローン	1.1	33.8	6.8	46.3	6.9	38.8	7.6	40.6
商業用不動産ローン	0.5	16.7	3.6	24.5	3.6	20.4	4.0	21.6
レバレッジドローン	-	-	0.4	2.7	0.8	4.7	-	-
社債	0.4	11.9	2.8	19.1	4.4	24.9	5.1	27.3
ハイイールド社債	-	-	0.6	4.1	1.5	8.6	-	-
その他	0.1	2.6	0.5	3.4	0.7	4.0	0.7	4.0
家計部門 (FRBデータ)	1.4	46.0	14.2	96.4	13.9	78.8	14.6	78.4
住宅ローン			9.5	64.6	8.8	49.7	9.1	48.7
ホームエクイティローン	0.9	30.2	1.1	7.7	0.7	3.8	0.6	3.3
消費者信用	0.4	11.6	2.6	17.8	3.3	18.8	3.7	19.9
その他	0.1	4.2	0.9	6.4	1.2	6.6	1.2	6.5
【参考】家計部門 (NY連銀データ)			12.4	84.4	11.8	66.8	12.4	66.2
住宅ローン			9.1	62.0	8.2	46.2	8.4	44.8
サブプライム住宅ローン			1.4	9.5	-	-	-	-
ホームエクイティローン			0.6	4.1	0.5	2.9	0.5	2.5
自動車ローン			0.8	5.4	1.0	5.4	1.1	6.1
サブプライム自動車ローン			0.3	1.7	0.2	1.3	0.3	1.5
クレジットカード			0.8	5.4	0.7	4.0	0.7	4.0
学生ローン			0.5	3.4	1.2	6.5	1.3	6.9
その他			0.4	2.7	0.3	1.9	0.4	2.0

(注) 1. 『非金融企業部門 (FRBデータ)』には非法人企業も含む。

2. 『家計部門 (FRBデータ)』には非営利組織も含む。

3. 『サブプライム住宅ローン』残高は推計値。

(資料) FRB、ニューヨーク連邦準備銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2016年12月12日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.