

蘇る米国双子の赤字問題

トランプ政権のもと、大型減税など拡張的財政政策が、米国財政赤字の急拡大を生んでいる。また、それが貿易赤字の拡大を促し、80年代にもみられた双子の赤字問題を深刻化させている。足もとで生じた株価下落などの市場動揺の背景には、双子の赤字問題に根差した米国の財政や通貨への信認低下もある。

トランプ政権下で急拡大する 米国財政赤字

米国では財政環境が急速に悪化しており、それが金融市場や経済活動に悪影響を及ぼす可能性が懸念されている。2018年度（2017年10月～2018年9月）の連邦政府の財政収支は－7,790億ドルと、2012年度以来の赤字額を記録した。昨年年末に実施された10年間で1.5兆ドルの過去最大規模の減税措置や、インフラ投資、国防関連等での歳出拡大といった、トランプ政権のもとでの拡張的財政政策が急速な財政赤字拡大の背景にあることは明らかだ。赤字額は前年度比で17%増加し、赤字額のGDP比率は3.9%と、前年度から0.4%ポイント上昇した。

議会予算局（CBO）の見通しによれば、2020年度の財政赤字額は1兆ドルを超え、さらに2022年度頃には赤字額のGDP比率は5%を超える。第2次世界大戦後に、米国で連邦財政赤字額のGDP比が5%を超えた局面は2回しかない。それはいずれも景気後退直後であり、税収が一時的に大きく落ち込んだ時期に限られる。今回のように、景気情勢が良好な中で財政赤字が急速に拡大し、財政赤字額のGDP比が5%を超える見通しとなっているのはまさに異例だ。これは、トランプ政権がいかに大規模な財政拡張策を実施しているかを表している。

トランプ政権は、議会予算局の見通しとは異なり、大型減税やインフラ投資拡大などの財政政策が米国経済の成長率を持続的に高めて税収を増加させるため、財政環境の悪化は一時的な現象に過ぎない、と説明している。これは、高成長を通じていずれ税収増加に繋がるとの考えに基づいて大型減税を実施した、1980年代のレー

ガン政権第1期の政策姿勢と良く似ている。こうした政策が最終的に財政赤字を大幅に拡大させてしまったことは、広く知られているところだ。

他方、国際通貨基金（IMF）の見通しによると、米国の経常収支の赤字のGDP比率は、2018年に3.0%、2019年には3.4%まで上昇する。これは、双子の赤字問題を背景に、株価の暴落（ブラックマンデー）が生じた1987年の水準に並ぶ。米国経済が需給ひっ迫傾向を徐々に強める中で、政府が財政拡張策を進めて需要を過度に増加させれば、国内での供給がそれに追いつかずに、輸入増加によって需要が賅われるようになる。その結果、経常収支の赤字が拡大してしまうのは自然なことだ。

双子の赤字問題への対応が 喫緊の課題に

足もとでは、米国の長期金利が緩やかな上昇傾向を見せている。中長期の予想物価上昇率の高まりを背景に名目長期金利が上昇する場合には、実質金利（名目金利－予想物価上昇率）は変化しないため、理論的には経済活動に悪影響を与えない。しかし、予想物価上昇率が変わらない中で名目長期金利が上昇する、つまり実質長期金利が上昇する場合には、経済に悪影響を与える。そのきっかけとなるのは、中央銀行による短期政策金利の引き上げ見通しが上方修正されることか、それ以外の要因によるものだ。後者はタームプレミアムの上昇と呼ばれるが、その代表的な要因が債券の需給悪化だ。財政赤字が拡大して米国国債の発行が拡大する、あるいはそうした見通しが強まれば、国債の需給悪化を映して実質長期金利は上昇し、景気に抑制効果を生じさせる。

10月の米国金融市場では、長期金利の上昇などをき

かけに株価の大幅な下落が生じ、それが世界の株式市場も動揺させた。トランプ大統領は、長期金利上昇やそれを受けた株価の調整は、行き過ぎた金融引き締め策の影響によるものだと米連邦準備制度理事会（FRB）への批判を強めた。しかし、本当に政策修正が必要なのは、財政収支と経常収支の同時悪化、つまり双子の赤字という構造問題を生み出している政府の財政政策だ。ところが、トランプ大統領は、米国の貿易赤字の拡大は、貿易相手国の不公正な貿易慣行や不当な通貨切り下げによってもたらされているとしている。米財務長官が、年明けから交渉が始まる日本との貿易協定に、円安阻止を狙って為替条項を盛り込むことに言及したのも、トランプ政権のこうした認識を反映しているのだろう。

活かされないブラックマンデーの経験

金融市場の動揺に促される形で、米国政府が双子の赤字問題の解決に真剣に取り組んだ時期もかつてはあった。1980年代のレーガン政権第1期には、大型減税政策が双子の赤字問題を招き、それが長期金利の上昇や1987年10月のブラックマンデーを生じさせた。それは誤った経済政策に対する、市場の警鐘であったとも解釈できるだろう。長期金利の上昇は住宅ローンの負担を高め、また株価下落は資産を目減りさせるなど、米国民に大きな痛みをもたらしたのだ。

その結果、健全な財政政策の重要性に関する国民の意識が高まり、レーガン政権第2期目での財政健全化策の実施へと繋がっていった。つまり、金融市場の動きが政府に健全な政策運営を促したのである。そうした政策姿勢に加えて、冷戦構造の崩壊が軍事費の削減を容易に

したことから、米国の双子の赤字は縮小へと向かい、それがドルの安定と長期金利の落ち着きをもたらしていった。ブラックマンデー後のこうした財政政策の転換が、1990年代以降の米国経済の繁栄の礎となったのである。

しかし、レーガン第2期目とは異なり、10月にもみられたような株価大幅下落といった市場の警鐘に、トランプ政権は耳を貸さない。貿易赤字の原因を貿易相手国に求めるだけで、国内で過剰な需要を作り出している財政政策を修正しなければ、双子の赤字問題はさらに深刻なものになるだろう。それは、米国の財政政策及び国債市場とドルの信認を低下させるとともに、海外から米国への資金流入を鈍化させ、米国の長期金利を押し上げるだろう。また、貿易摩擦に伴う関税率のさらなる引上げも、国内経済に打撃を与えると同時にインフレリスクを高め、これも長期金利上昇を促すだろう。その結果、住宅、自動車など長期金利に敏感なセクターを中心に景気抑制効果が強まり、株安、債券安、ドル安といった金融市場の動揺が何度も繰り返されることにつながるのではないか。

長期化する低金利環境の下で、投資家は債券、株式投資で過剰なリスクテイクを行ってきた可能性がある。米国の双子の赤字問題に端を発する長期金利上昇や株価下落は、長年積み重なってきたこうした金融市場の歪みを一気に調整するリスクも秘めている。

Writer's Profile



木内 登英 Takahide Kiuchi

金融ITイノベーション事業本部
エグゼクティブ・エコノミスト
専門はマクロ経済、金融政策
focus@nri.co.jp