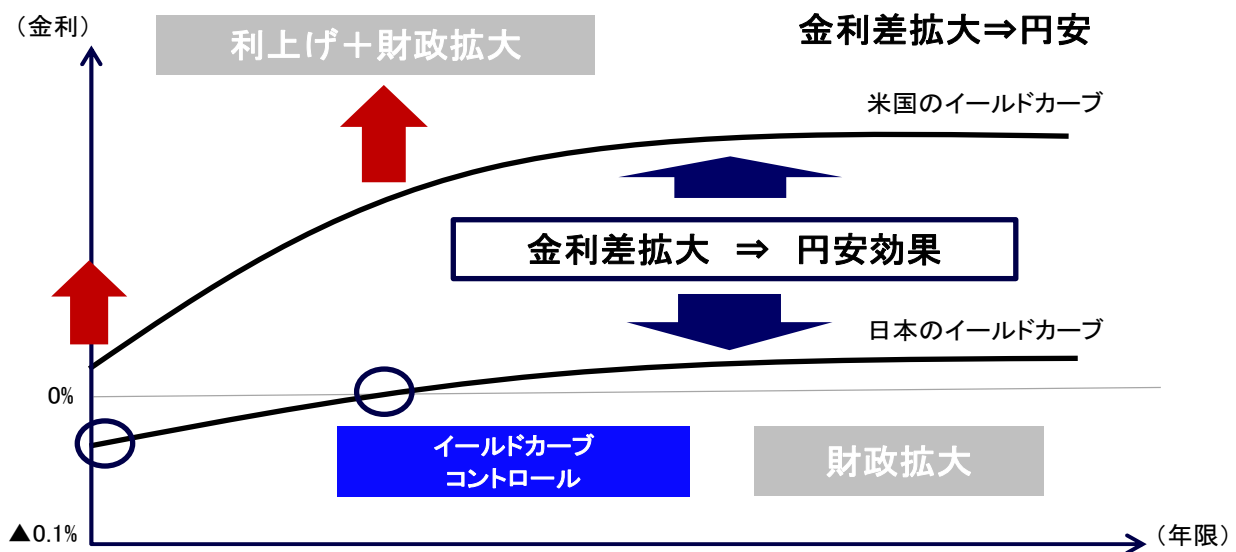


## 今日、市場はFTPL、米国財政政策が決める米国金利・為替

専務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

昨年来、市場ではFTPL(Fiscal Theory of Price Level:物価水準の財政理論)が話題になっている。これは財政政策によって物価水準が決定されるとするもので、日本の財政政策に対してもこの理論を活用すべきとの見方が台頭している。本稿は、日本でFTPLの議論を持ち出して財政議論をするものではない。筆者のスタンスは、日本ではアベノミクスの3本の矢のなかで、第1の矢すなわち金融政策はもう既に機能を果たしており、今後はそれ以外の、第2・第3の政策に依存すべしというものだ。ただし、現段階で殊更に財政を拡大させる必要はなく、第3の成長戦略に依存すべきで、企業の活力拡大を中心に長期戦覚悟で潜在成長力引き上げを行うべきと考える。本稿では、FTPLを米国の財政政策が日本も含め世界の市場を大きく左右することと考える。下記の図表は日本と米国のイールドカーブを示した概念図である。昨年11月にトランプ氏が米大統領に当選して以降円安に転じたのは、米国でトランプ氏が公約とする大減税を中心とした財政拡大により、長期金利が急上昇した一方、日本では2016年9月に決まったイールドカーブ・コントロールで10年金利が0%近傍に固定化されたことによる。その後、足元で再び110円割れの円高に戻ったのは、トランプ政権による米国の財政政策拡大の思惑が議会との折衝で容易でないとの失望感から米国長期金利が大幅に低下し、日米金利差が縮小したことによる。結局、財政政策への期待が世界的な市場動向を決めるという点でこれはFTPLだ。日本としても他人頼み、米国財政に期待せざるを得ない。

■図表: ポリシーミックスの違いを反映した日米金利差の影響概念図



(資料) みずほ総合研究所作成

具体的な状況を下記の図表で確認してみよう。昨年来のドル/円相場は日米長期金利差との連動が強く見られた。今日、日本の長期金利は基本的に0%近傍に誘導されているので、図表の日米金利差は、結局、米国の長期金利の動きと同義となる。2016年11月の米大統領選前に1.8%程度だった米国10年金利は、2017年初にかけピークの2.6%まで0.8%程度上昇したため、日米金利差が0.8%程度拡大した。その結果、為替は米大統領選前の103円程度からピークの116円程度まで、13円程度の円安になった。この背景には、先述のFTPL、つまり米国財政政策への拡大期待があったが、その後、オバマケアの修正困難、減税策実現には時間を要するとの失望から、米国長期金利は半値を戻し、0.8%の半分の0.4%の低下で2.2%程度になり、同時に為替も半値戻して7円程度円高に戻り、109円程度の水準にある。ただ、この109円近辺の水準は、丁度今月初の日銀短観で示された企業の想定為替レート水準であり、これ以上の円高は、企業収益の下方修正→株安との連想を生じさせやすい微妙な水準となる。

■図表：日米金利差(10年国債)とドル/円相場推移



(資料) Bloomberg よりみずほ総合研究所作成

昨年、米大統領選後の米国財政拡大期待のなかで市場が期待した方向感は、

米国長期金利:3.0%、為替:120円、日経平均:2万円水準

という楽観的な状況だった。一方、今日、米国財政の期待外れで米国指標の下振れが半値を戻し、先述の

米国長期金利:2.2%、為替:109円、日経平均:1万8500円程度の水準

となった。更にこれが進めば、全値戻しまではならないにしても、

米国長期金利:2.0%割れ、為替:105円、日経平均:1万8千円割れ水準

との思惑も生じやすい。

筆者は、ストーリーラインとして戦後の為替市場70年間を「達磨さんが転んだ」というゲームに例え、結局「ゲームの鬼」である米国に左右されてきたとしてきた。今日は「トランプさんが転んだ」の如く、米国の財政政策の思惑を中心に市場が左右される状況にある。年前半にかけて米国の財政政策実現への期待が高まりにくい以上、当面の為替については110円割れの円高リスクを意識した状況を覚悟する必要がある。日本が期待する、円安・株高の好循環は、結局米国財政頼みとなっているのが実情だ。

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。