

市川レポート (No.445)

FRB議長人事と米税制改革がドル円相場に与える影響

- 議長が誰でも政策運営は当面不変、議長指名後に相場が変動しても短期間で収束するとみる。
- 予算決議成立はドル高要因、ただ税制改革法案の成立遅延ならば、年末にかけてドル安要因に。
- 議長指名と税制改革を経ても金融政策の運営は変わらず、ドル円はレンジ推移との見方も不変。

議長が誰でも政策運営は当面不変、議長指名後に相場が変動しても短期間で収束するとみる

今回のレポートでは、米連邦準備制度理事会（FRB）の次期議長人事と米税制改革が、ドル円相場に与える影響について考えます。はじめに次期議長人事について、これまでの報道に基づく、最終候補はFRBのパウエル理事とスタンフォード大学のテラー教授に絞られたように思われます。そして、トランプ米大統領による指名は、米連邦公開市場委員会（FOMC）終了後、アジア歴訪前の11月2日に行われる可能性が高いとみられます。

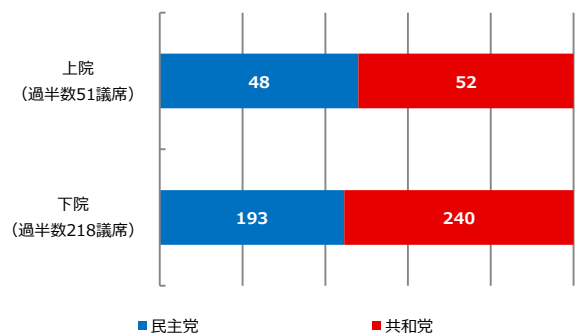
市場では、パウエル理事→ハト派→指名ならドル安、テラー教授→タカ派→指名ならドル高、という予想が多いように思われます。ただ、テラー教授は「テラー・ルール」（図表1）の適用については柔軟な姿勢を示しており、どちらが次期議長となっても、現行の政策運営が直ちに变更される可能性は低いと考えます。そのため、議長指名直後にドル円相場が大きく反応しても、その動きは比較的短期間で収束するとみています。

【図表1：テラー・ルールについて】

<b>テラー・ルールとは</b>
米経済学者のジョン・テラー氏が1993年に提唱した金融政策ルール。中央銀行が誘導する政策金利の適正値をインフレ率などのマクロ経済指標により定める関係式。
<b>公式</b>
フェデラルファンド（FF）金利 = 均衡実質金利 + 目標インフレ率 + $\alpha \times$ （インフレ率 - 目標インフレ率） + $\beta \times$ 需給ギャップ
<b>テラー氏の最近の言動</b>
テラー氏は2017年10月13日、テラー・ルールは金融当局者の手を縛るものではないと述べ、また、同ルールの主要項目の一つである均衡実質金利に関し、自身の推計を調整することにもオープンな姿勢を示唆した。

(注) 公式中の $\alpha$ と $\beta$ は政策反応パラメータと呼ばれる正の定数。この値が大きいかほど経済の振れに対して積極的に金利を上下させる金融政策を表す。  
(出所) 各種資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表2：米連邦議会の議席数】



(注) 2017年10月23日時点。下院は2議席が空席。  
(出所) 米議会資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

## 予算決議成立はドル高要因、ただ税制改革法案の成立遅延ならば、年末にかけてドル安要因に

次に米税制改革について、米議会では先週、予算決議が成立し、いよいよ税制改革法案の審議が始まります。下院では過半数の賛成で税制改革法案を可決できますが、上院では野党の議事進行妨害（フィリバスター）を回避するため、100議席中60議席の賛成が必要になります。ただ、今回の予算決議の成立により、上院でも過半数で可決可能となり、共和党が単独で法案を通過させる環境が整いました（図表2）。これ自体はドル高要因です。

下院歳入委員会では、ブレイディ委員長が11月1日に税制改革案を発表することを明らかにしており、11月6日から審議が始まる見通しです。トランプ米政権は、税制改革法案について、年内の成立を目指していますが、州税・地方税の連邦税からの控除を巡り、共和党内に意見の相違がみられます。そのため、税制改革法案の成立が遅延する見通しとなれば、年末にかけてドル安要因となる恐れもあり、注意が必要です。

## 議長指名と税制改革を経ても金融政策の運営は変わらず、ドル円はレンジ推移との見方も不変

ただし、足元で米国経済が底堅く推移しているため、減税については規模が幾分縮小し、実施時期が年明けにずれ込んだとしても、景気が冷え込むリスクは極めて小さく、実施される限りは景気の下支えになると考えます。以上を踏まえると、この先、次期FRB議長が指名され、米税制改革が進むなかでも、①米金融政策の正常化はゆっくりと進み、②米長期金利の上昇はかなり抑制されるという、従来の見方を変える必要はないと思われます。

現時点におけるドル円の予想レンジは、2017年10-12月期が108円～115円、2018年1-3月期は108円～118円です。また各期末の着地予想は、2017年12月末が112円、2018年3月末も112円です。上記①、②より、2018年1-3月期のレンジ上限を、ややドル高・円安方向に設定していますが、ドル円相場も、基本的にレンジ内での推移が続くという見方に変更はありません。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- 当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会会員/一般社団法人日本投資顧問業協会会員/一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員