



トランプ後の世界を占う③

トランプ政権下で金融政策はタカ派に傾斜か  
～ 今後はバランスシート縮小議論やFRB議長人事が焦点に～

岡三証券  
OKASAN SECURITIES

ポイント

- ・トランプ政権下で金融政策はタカ派に傾斜か
- ・FRBは段階的な利上げを実施へ
- ・今後はバランスシート縮小議論やFRB議長人事が焦点に

■ トランプ政権下で金融政策はタカ派に傾斜か

シリーズ第3弾目ではトランプ政権下の金融政策について考えてみる。今後の利上げペースを占ううえで①FRB理事、②投票メンバー、③FRB議長の人事の行方が注目されよう。

①FRB理事:

トランプ大統領は就任後3カ月以内に現在空席となっているFRB理事を指名する見通しだが、上院は共和党が過半数を握っているため、トランプ大統領が望む人物を送り込むことは十分可能だろう(FRB理事は大統領が指名し、上院の承認で決定する)。利上げが見込まれる6月のFOMCまでにタカ派色の強いFRB理事が新たに加わっているかもしれない。

②地区連銀総裁(投票権あり):

次に、2017年に投票権を有する地区連銀総裁の勢力図をみると(次ページ)、2016年と比較して利上げに慎重なメンバーが若干多いようだ。ただ、2018年はメスター総裁やラッカー総裁など利上げに積極的なメンバーが顔を揃えることになる。2018年の勢力図はこれまでよりタカ派に傾斜することになる。

③FRB議長:

さらに、トランプ大統領はFRB議長は自分自身と考えがより近い人が望ましいとの考えを明らかにしている。そのため、FRB議長のポストはイエレン氏の2018年2月3日の任期満了をもって交代となる可能性が高いだろう。今年中央辺りから議長人選に注目が集まるとみる。ト

<FRB議長の有力候補 >

候補者 (ブッシュ政権下の役職)	FOMCの金融政策 についての発言
ジョン・テイラー教授 (財務次官)	政策金利は適正水準をかなり下回っている (16年12月、下院公聴会)
グレン・ハバート氏 (大統領経済諮問委員会委員長)	有効期間が過ぎた政策を続けた。利上げを加速する可能性も (17年1月、米国経済学会)
ケビン・ウォーシュ氏 (経済顧問)	景気拡大局面の早い段階で利上げの機会を見過ごした (17年1月、パネル討論会)

出所: 各種報道より岡三証券作成

ランプ大統領は以前、「金利が上昇しドル高になれば重大な影響を及ぼす」、「インフレの急騰がない限り低金利を維持すべき」などと発言しており、足元でもドル高をけん制している。しかし、大統領選挙戦終盤にはイエレンFRB議長のことを「とても政治的」であり、「オバマ大統領が株高を望んでいるから低金利政策を続けている」と批判したことを踏まえれば、タカ派寄りの候補が指名される可能性も否定できない。現在、FRB議長の有力候補と目されているジョン・テイラー教授、グレン・ハバート氏、ケビン・ウォーシュ氏はタカ派色が強すぎるとの見方もある。ただ、イエレン議長のような民主党寄りのリベラル派が指揮を取り続けることは困難だとみられ、誰に決まってもイエレン議長よりは金融スタンスがタカ派寄りとなりそうだ。

今後1年余りで米金融政策を巡る環境が大きく変わる可能性があり目を配っておきたい。

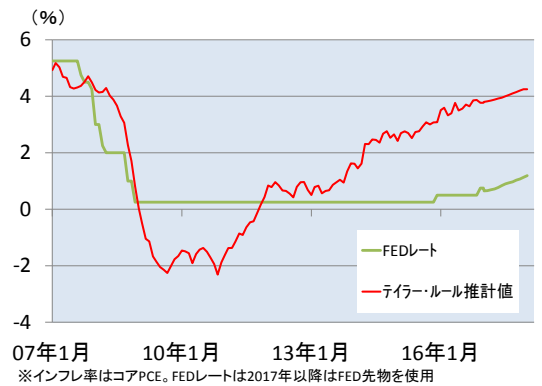
## ■FRBは段階的な利上げを実施へ

FRB議長候補に挙がっているテイラー教授はテイラー・ルール(インフレ率と成長率を基に適正金利を算出)を考案した人物としても知られる。同ルールを基に政策金利(FF金利)の適正水準を推計すると(右図)、足元の0.5~0.75%からは大きく乖離しており、大幅な利上げが必要ということになる。また、共和党が議会を握ったことで、テイラー・ルールのような金融政策のルールを義務付ける法案の成立に向けた動きが出てくる可能性もある。今後の経済指標によっては今年最初の利上げが3月にも実施される可能性が意識されるかもしれない。

一方で、昨年12月のFOMCでは2017年の利上げ見通しを2回から3回程度に上方修正していたが、1月31日~2月1日開催のFOMCでは、金融政策のスタンスは従来通り「緩やかな調整を見込む」との表現にとどめた。声明文

では「消費者や企業の景況感は足元で改善した」との文言を追加したほか、物価については「原油価格や輸入物価の下げが物価の下押し圧力となっている」との文言を削除するなど、若干上方修正した印象だが、2017年は3回の利上げがメインシナリオであり、そのペースなら、6月、9月、12月を想定するのが自然だろう。

### <政策金利とテイラー・ルール推計値>



#### <理事>

#### <FOMC参加者>

	役職	氏名	任期満了予定	利上げに対する姿勢
①	FOMC議長 FRB議長	ジャネット・イエレン	2024年1月31日 FRB議長:2018年2月3日	中間~やや慎重
②	FRB副議長	スタンレー・フィッシャー	2020年1月31日 FRB副議長:2018年6月12日	中間~やや積極的
③	理事	ラエル・ブレイナード	2026年1月31日	極めて慎重
④	理事	ダニエル・タルーロ	2022年1月31日	慎重
⑤	理事	ジェローム・パウエル	2028年1月31日	やや慎重
⑥	理事	空席	-	
⑦	理事	空席	-	

※FOMCでは7名の理事(現在2名空席)と5名の地区連銀総裁の計12名が投票権を有する。このうち理事とニューヨーク地区連銀総裁は常任メンバーで、残りのメンバーはその他の地区連銀総裁が輪番制で1年間担当する。

#### <地区連銀総裁>

	役職、所属	氏名	2016年 投票権	2017年 投票権	2018年 投票権	利上げに対する姿勢
①	FOMC副議長 NY連銀総裁	ウィリアム・C・ダドリー	○	○	○	中間~やや慎重
②	セントルイス連銀	ジェイムズ・ブロード	○			中期的には慎重
③	カンザスシティ連銀	エッシャー・L・ジョージ	○			極めて積極的
④	クリーブランド連銀	ロレッタ・J・マスター	○		○	極めて積極的
⑤	ボストン連銀	エリック・ローゼングレン	○			積極的
⑥	シカゴ連銀	チャールズ・C・エバンス		○		極めて慎重
⑦	フィラデルフィア連銀	パトリック・ハーカー		○		中間派
⑧	ダラス連銀	ロバート・カプラン		○		やや積極的
⑨	ミネアポリス連銀	ニール・カシュカリ		○		極めて慎重
⑩	リッチモンド連銀	ジェフリー・M・ラッカー			○	極めて積極的
⑪	アトランタ連銀	デニス・P・ロックハート(2/28退任予定)			○	中間派
⑫	サンフランシスコ連銀	ジョン・P・ウィリアムス			○	中間~やや積極的

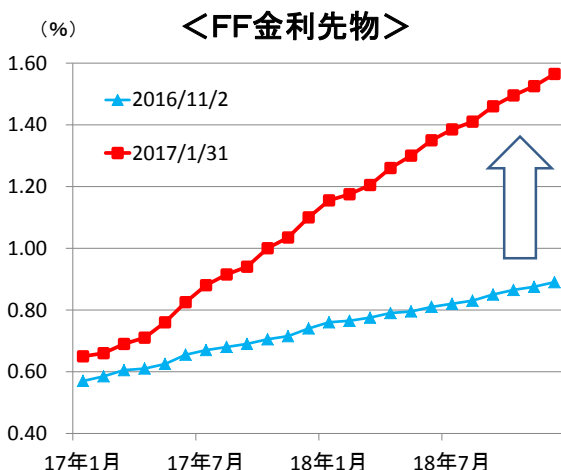
出所:各種報道等より岡三証券作成

## ■ 経済拡大が続けばバランスシート縮小も視野に

また、シリーズ②で米国経済はすでに加速しはじめていた、と論じたが、米国はすでにほぼ完全雇用状態にあり、足元では賃金の伸びも加速し始めた。さらに、今後は中長期的な循環から個人消費が上振れる期間に入ってこよう。米国経済が加速しはじめるなか、トランプ大統領が目指す財政政策(減税や1兆ドル規模のインフラ投資など)が効果的に実施されれば、経済成長がさらに押し上げられ、物価上昇圧力が強まる可能性がある。経済加速の度が過ぎた場合、物価上昇圧力を抑えるためFRBは利上げペースを速めることもあり得よう。減税やインフラ投資拡大の効果が本格的に現れるのは、2017年秋以降になるとみられるが、2018年12月限のFF先物金利は大統領選挙直前(2016年11月2日)から倍近くに上昇しており、すでに先々の利上げペースが加速するとの思惑が広がっているといえよう。

他方、FOMC声明文は「FF金利の水準が十分正常化するまで再投資(=保有証券の残高を維持する)を継続する」としている。仮に、今年と来年に3回ずつ利上げをするとFF金利は

今年年末に1.50%に、来年年末には2.25%まで上昇することになる。今年投票権を持つフィラデルフィア連銀ハーカー総裁は先日、FF金利が1%に達した時点で再投資の停止を考えるべきと発言、今年中にもバランスシート縮小に着手する可能性を示唆しているうえ、金融政策の正常化を目指す共和党が上下両院で過半数を握っていることもあり、徐々にバランスシート縮小が意識される可能性もありそうだ。そうなれば金利はさらに上昇し、利上げ余地が広がることになろう。



## ＜今後のスケジュール＞

2017年		予定
2月	14-15日	イエレンFRB議長 半期に一度の議会証言
	28日頃	トランプ大統領、上下両院合同会議での演説
	未定	閣僚人事議会承認完了
2-3月?	未定	2018会計年度予算教書
	未定	大統領経済報告
3月	14-15日	連邦公開市場委員会 (FOMC、議長会見あり)
	15日	連邦債務上限適用停止の終了
4月	29日	大統領就任100日経過
5月	2-3日	連邦公開市場委員会 (FOMC)
6月	13-14日	連邦公開市場委員会 (FOMC、議長会見あり)
7月	25-26日	連邦公開市場委員会 (FOMC)
9月	19-20日	連邦公開市場委員会 (FOMC、議長会見あり)
10月	1日	2018会計年度開始
10、11月	31-1日	連邦公開市場委員会 (FOMC)
12月	12-13日	連邦公開市場委員会 (FOMC、議長会見あり)

出所:各種報道等より岡三証券作成

## 手数料およびリスクについての重要な注意事項

### <有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,240円（税込み）の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,240円（税込み）の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいたしません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,480円（税込み）を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

### <株 式>

株式の売買取引には、約定代金（単価×数量）に対し、最大1.242%（税込み）（手数料金額が2,700円を下回った場合は2,700円（税込み））の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.242%（税込み）の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.35%（税込み）の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭（仕切り）取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。

※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します（外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません）。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

### <債 券>

債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

### <個人向け国債>

個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます（直前2回分の各利子（税引前）相当額×0.79685）。

- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

### <転換社債型新株予約権付社債（転換社債）>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.08%（税込み）（手数料金額が2,700円を下回った場合は2,700円（税込み））の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

### <投資信託>

投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。

- ・お申込時に直接ご負担いただく費用：お申込手数料（お申込金額に対して最大3.78%（税込み））
- ・保有期間中に間接的にご負担いただく費用：信託報酬（信託財産の純資産総額に対して最大年率2.2312%（税込み））
- ・換金時に直接ご負担いただく費用：信託財産留保金（換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%）
- ・その他の費用：監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません（外国投資信託の場合も同様です）。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者（或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社）の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合があります。

### <信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.242%（税込み）（手数料金額が2,700円を下回った場合は2,700円（税込み））の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

○平成49年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。当該金融商品の取引契約をされる場合、その金融商品の「契約締結前交付書面」（もしくは目論見書）または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

○この資料は岡三証券が信頼できると判断した情報に基づいて作成されたものですがその情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、資料中の記載内容、数値、図表等は、本資料作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

○岡三証券およびその関係会社、役職員が、この資料に記載されている証券もしくは金融商品について自己売買または委託売買取引を行う場合があります。

○自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。

## 岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第53号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

（平成27年7月改訂）