

みずほマーケット・トピック(2025年1月28日)

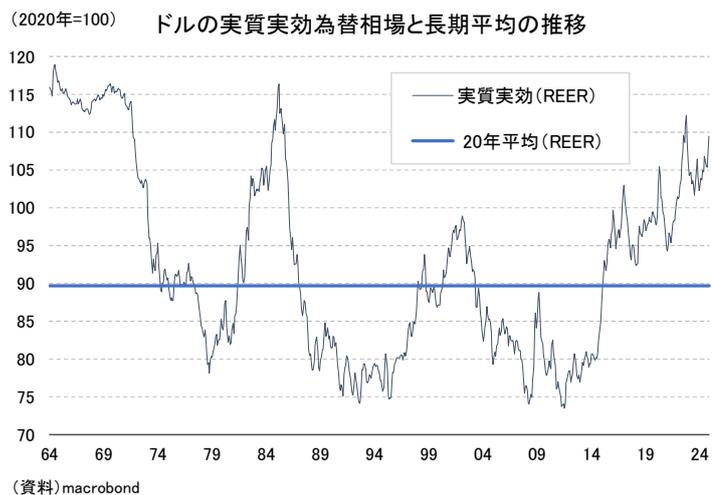
一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬

日本時間早朝、ベッセント財務長官の就任が承認された。ベッセント財務長官の言動はトランプ政権において極めて常識的であるため、承認を好意的に捉える向きが殆ど。しかし、だからこそ不規則発言が目立つトランプ大統領との齟齬が気になる部分も。今月16日の公聴会でベッセント氏はドル高とFRBの独立性を強く求める主張を展開。しかし、1週間後の23日、トランプ大統領はダボス会議でFRBの金融政策を念頭に「金利が直ちに下がることを要求する」と述べ注目を集めた。ホワイトハウス内で色々な議論があるものと推測するが、ヘッドライン上、ベッセント財務長官とトランプ大統領の主張は真っ向から矛盾している。関税政策やドル高、財政政策を巡るベッセント財務長官の言動はトランプ大統領に寄り添いつつ、それと反する自説も強調されていることから、若干苦しいロジックも含まれている印象が拭えず。米金利高とドル高が終わらず、これが米経済の足枷となっているという理解が充満し始めた時、果たしてトランプ大統領とベッセント財務長官は良好な関係を保てるのか。第二次トランプ政権の見どころの1つ。

～ドル高と中銀独立性を求めるベッセント氏～

米国時間27日(日本時間28日朝)、トランプ米大統領が財務長官に指名したスコット・ベッセント氏の人事承認を巡る上院採決が行われ、承認された。周知の通り、ベッセント財務長官の言動はトランプ政権において極めて常識的であるため、承認を好意的に捉える向きが殆どである。しかし、だからこそ不規則発言が目立つトランプ大統領との齟齬が気になる部分も小さくない。

今月16日に行われた上院財政委員会で開催された公聴会でベッセント氏は「何より重要なのは基軸通貨の維持を確実にすること」、「FOMCの金融政策決定は独立しているべき」と述べ、ドル高とFRBの独立性を強く求める主張を展開していた。それから1週間後の23日、トランプ大統領は世界経済フォーラムの年次総会(ダボス会議)で演説し、FRBの金融政策を念頭に「金利が直ちに下がることを要求する」と述べ注目を集めた。もちろん、ホワイトハウス内



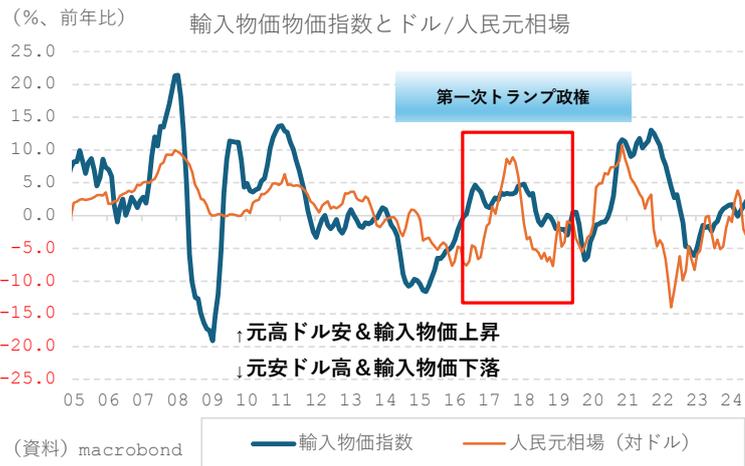
では色々な議論があるものと推測するが、ヘッドライン上、ベッセント財務長官とトランプ大統領の主張は真っ向から矛盾している。ちなみに、ベッセント財務長官は追加関税がインフレ高進を経て米国民に負担を強いるとの懸念に対しては「仮に10%の関税を発動した場合、ドルが4%上昇し、10%が消費者に転嫁されるわけではない」と述べ、トランプ大統領の関税政策を実施する上でもド

ドル高がその副作用を緩和するといった旨を指摘している(後述するように、この考え方は本質的な矛盾を孕んでいる)。プラザ合意以来の高水準で推移するドル相場に関し、ベッセント財務長官は懸念を抱かず、むしろ、これを支持する姿勢にあるし、それと整合的なFRBのタカ派傾斜も咎めそうにない。仮に、通貨政策を司るこうした財務長官の意向がそのまま相場に反映されれば、ドルの実質実効為替相場は今後4年間で史上最高値も視野に入るだろう(前頁図)。

～苦しさが垣間見られるトランプ大統領への同調～

率直にベッセント財務長官の主張は殆どの市場参加者にとって正論であり、反論の余地は小さい。しかし、だからこそ不規則な挙動を常とするトランプ大統領とぶつかる懸念は残る。2017年1月に発足した第一次政権を振り返ると、国務長官、大統領首席補佐官、大統領報道官など、要職における辞任や更迭が異例の多さとなったことが話題にもなった。意見の食い違いが即人事に繋がるのが第一次トランプ政権の特徴でもあった。第二次政権では最初からトランプ大統領の「やりたいこと」がはっきりする中、それに必要な人材を集めたと言われているだけに、前回のようない人事にまつわるリスクは小さいのかもしれないが、市場の信頼が厚そうなベッセント財務長官の取り扱いが政権内部をウォッチする上での注目材料になり続けるのではないかと懸念される。

実際、公聴会の弁舌には若干、苦しさも感じられた。上述したように、ベッセント財務長官は「仮に10%の関税を発動した場合、ドルが4%上昇し、10%が消費者に転嫁されるわけではない」と関税政策を擁護している。10%の追加関税がなぜドル高に繋がるのか。これは「追加関税を課す→輸入が減る→貿易収支が改善する→ドル高になる」といった経路を想定した発言である。また、「不況脱出のため

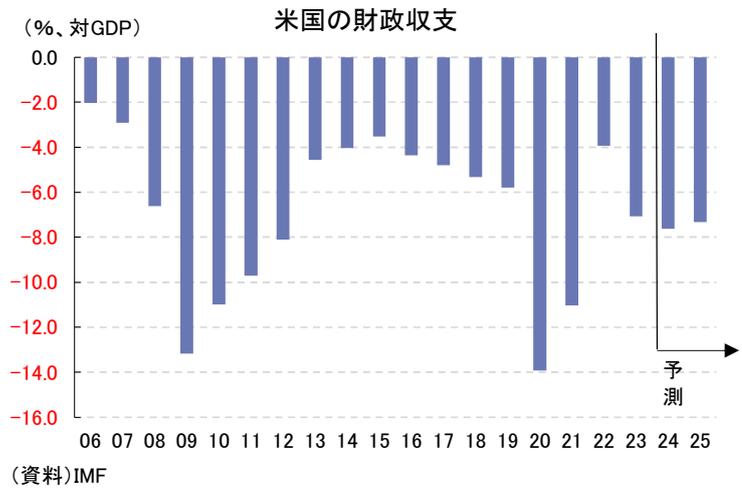


輸出を伸ばさざるを得ない中国はシェア確保のために値下げに応じ続ける」といった経路にも言及があった。だから、トランプ政権が推し進める関税政策の結果として「米国の消費者がインフレ高進に苦しむということはない」という主張である。確かに、第一次トランプ政権では2018年以降に対中関税が順次発動され、輸入物価指数は前年比+5%近辺での高進が続いた。しかし、2018年半ばから元安・ドル高が加速すると、これに連れて輸入物価も押し下げられた(図)。もっとも、第一次トランプ政権時代の貿易収支が追加関税の影響で改善したという証跡はないので、ベッセント財務長官のこうした主張にどこまでの確度を認めるべきか議論の余地はあるように思える。

しかし、ベッセント財務長官が正しいとすれば別の疑問が生じる。ドル高や(中国の)値下げといった動きを通じて米消費者が追加関税の痛みを感じないのであれば、結局、中国を筆頭とする相手国からの対米輸出は減る理由がない。よって、トランプ大統領の追加関税は無意味ということになる。結局、ベッセント財務長官も本音では追加関税は大して意味がない(もしくは経済に悪影響)といった基本認識を抱いているのではないかと懸念される。だとすれば、財務長官にどこまで留まれるだろうか。

～減税は良いが、歳出拡大はダメという理屈～

さらに、ベッセント財務長官は財政赤字の拡大についても警告も忘れず、「問題は歳入ではなく歳出<中略>歳出は制御不能に陥っている」、「過去4年間の平均で財政赤字はGDP比7%という歴史的な高水準へ膨れ上がった」などと拡張財政路線の危うさを指摘している(図)。この点もトランプ大統領との差異は気がかりである。ベッセント財務長官は2017年に導入され2025年に期限を迎えるトランプ減税の延長可否について「最も重要な経済問題」と述べ、その延長を強く訴えることでトランプ大統領に同調している。



拡張財政路線の危うさを指摘しつつ、なぜ減税延長を支持できるのか。それは「問題は歳入ではなく歳出」という基本認識であるため、歳入が減る政策(減税)については問題ないというロジックである。その上で歳出削減による財政健全化の必要性を訴えている。これは政府効率化省(DOGE)を軸に政府業務の効率化を進めるトランプ大統領に寄り添いつつ、財政再建の重要性を訴えた構図である。だが、トランプ減税を予定通り停止することによる財政再建効果は侮れず、それ自体がインフレ抑制の一手になる目もあるだけに、主張を上手く妥協しているといった印象が抱かれた。

現在入手可能な情報を踏まえる限り、ベッセント財務長官は各論でトランプ大統領に身を寄せつつ、総論ではトランプ大統領とバッティングするような自説を強く謳っている。米金利高とドル高が終わらず、これが米経済の足枷となっているという理解が充満し始めた時、果たしてトランプ大統領とベッセント財務長官は良好な関係を保てるのか。第二次トランプ政権の見どころの1つに思える。

金融市場部
 チーフマーケット・エコノミスト
 唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したらガルドECB総裁
2025年1月22日	ワンノッチは解消されたのか～日銀レビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年12月分) 就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、バリエーションを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「ブラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見直しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年11月分) 週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か？～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのバリエーション
2024年11月22日	週末版(史上最大の受給資金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期受給資金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年10月分) 日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか？
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか？～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか？
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分) 不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は？～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分) 週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強～)
2024年9月11日	ECB政策理事会レビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分) ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～