

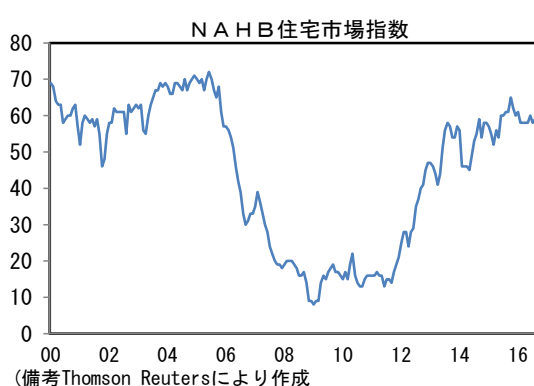
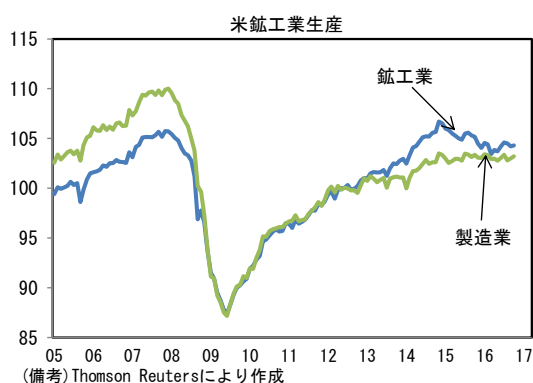
レーガノミクス 最後はプラザ合意だった

2016年11月17日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【欧米経済指標他】

- ・10月鉱工業生産は前月比±0.0%と市場予想(+0.2%)を下回ったうえ、9月分も下方修正された(+0.1%→▲0.2%)。他方、製造業生産は+0.2%と2ヶ月連続の増産を確保し、ISMなど各種サーベイと概ね整合的な結果となった。しかしながら、生産水準は前年比▲0.2%とマイナス圏が常態化しており、製造業の業況は依然として芳しくない。設備稼働率も75.3%へと0.1%pt低下した。増産に向けた設備投資加速シナリオは描きにくい。
- ・11月NAHB住宅市場指数は63と10月から横ばい。市場予想に一致した。住宅ローン金利の上昇がやや懸念されたが、この指標には现阶段で影響が及んでいない模様。足もとの好調な住宅着工指標と整合的だ。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場】

- ・前日の米国株は反落。NYダウは8日ぶりに下落。これまで上昇を主導してきた金融株が一転下落に転じ、セクター別では銀行が下落率トップ。一方、ハイテクセクターは買われ、相場を下支えした。NYダウ(▲0.29)、S&P500(▲0.15%)ともに下落率は小幅。WT I原油は45.57^{ドル}(▲0.24^{ドル})で引け。週間在庫統計で原油が予想外に増加。需給懸念が生じた。
- ・前日のG10通貨は豪賃金統計の予想比下振れを受けたAUDの弱さが目立った一方、USDの強さは続いた。ドルインデックス(DXY)は続伸。ただしリスク選好の流れが一服する下でJPY売りも一服。USD/JPYは一時110回復が目前に迫ったが、米国時間入り後に反落。新興国通貨は総じて見れば弱く、JPMエマージング通貨インデックスの下落は続いたが、一様に売られる展開ではなくなっている。
- ・前日の米10年金利は2.223%(+0.4bp)で引け。水準バイヤーの買いに支えられた模様。欧州債市場(10年)はコア堅調、周縁国軟調。米債ラリーに追随してドイツ(0.297%、▲1.1bp)が金利低下となった一方、イタリア(2.033%、+7.0bp)、スペイン(1.544%、+8.6bp)、ポルトガル(3.673%、+17.9bp)が何れも金利上昇。米金利上昇、ECBの緩和打ち止め観測は、周縁国ソブリンにその影響が色濃くでているようだ。周縁3ヶ国加重平均の対独スプレッドは大幅にワイドニング。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は米株反落、USD/JPY上昇一服を受けて利益確定売りが優勢（10：00）。日経平均は大統領選直前から700円近く上昇してきたこともあって、さすがに買いが一巡。

<#レーガノミクス #マンデルフレミング #USD/JPY #失業率>

- ・トランプ共和党が掲げる大型減税、それを織り込んだ米金利上昇、USD高はレーガン政権下における経済政策、すなわちレーガノミクスを彷彿させる。実際、法人税減税、規制緩和など供給力重視の経済政策は企業収益の拡大を通じて「強い米国」を作りあげようと試みたレーガン政権と共通する部分があるし、それを意識している市場参加者も多いだろう。
- ・USD/JPYを予想する上ではマンデルフレミングモデルに基づいた当時との比較が役立つ。マンデルフレミングモデルによると変動相場制下における財政出動は、第一段階としては景気刺激的となり実際に経済成長率を加速させるが、国内金利上昇（米金利）が通貨高（USD）をもたらす結果、次第に純輸出が減少（輸出減・輸入増）するため、最終的には財政出動の効果が減殺されることになる。実際、当時の米国はそれに近い状況となり「経常赤字・財政赤字」が問題化し、最後は「プラザ合意」だった。
- ・トランプ共和党政権がレーガノミクスと同じ軌跡を辿ると仮定し、今次局面のUSD/JPYに应用すると2017年頃までUSD高傾向になる可能性が高まったように思える。完全雇用に近い段階での大型減税はインフレ圧力を高め、FEDをインフレタカ派方向に傾斜させる可能性が高い。そうした下では米金利上昇による日米金利差拡大が意識され、USD/JPYは上昇し易い。
- ・だが、一方で当時と同じ展開にならない可能性も検討しておきたい。いわゆる「学習効果」という投資家行動を念頭に置いた場合、プラザ合意という帰結が意識されUSD買いの勢いが萎む可能性は否定できない。
- ・また、より重要な相違点としてレーガン政権発足時の1980年代前半は、米国の失業率が高水準にあり景気の伸びシロはかなり大きかったが、それに対して今次局面は完全雇用に近い、伸びシロが小さい。市場参加者が景気の伸びシロが小さいことに着目すれば、そもそもUSD高が進まない可能性もあるだろう。

