

## トランプ次期大統領の公約と金融資本市場

### 【ポイント】

1. トランプ次期大統領が誕生し、日米の金融資本市場は大きく変化した。
2. 次期大統領の公約は、米景気の押し上げ効果がどの程度か不透明であるが、規制緩和や積極的な財政政策への期待が先行し株価が上昇。また、期待インフレ率の高まりを受けて、長期金利は大幅に上昇している。
3. 日本経済への影響は見極める必要があるが、トランプ相場の余波により日米金利差の拡大を背景とした円安進行によって日本株も堅調に推移している。

米大統領選挙における想定外のトランプ氏勝利によって、日本市場では一時リスクオフの展開となったが、翌米国市場では米株高とリスクオンの動きとなった。その後も株価が堅調に推移しているトランプ相場をみると、2012年11月の衆議院解散発言以降に期待先行で株高が進行したアベノミクス相場を想起させる。選挙戦においてトランプ次期大統領が示した公約には、有権者の耳目を集めるための大胆な政策も含まれており、現状では米経済にどれくらいポジティブな影響を及ぼすのか不透明と言わざるを得ない。今後予定される来年1月20日の就任演説、3月までの一般教書、予算教書演説で詳細が次第に明らかになるのを待つしかない状況である。

### 1. トランプ次期大統領の公約

大統領選挙前、市場の大方の見方ではトランプ氏の勝利はリスクオフ相場になるとされていたが、実際は正反対の相場となった。後講釈になるが、それは大統領選挙の勝利演説が選挙中の過激な発言を封印して穏当な内容であったこと、上下院ともに共和党が過半数を確保しねじれが解消されたことで、改めてトランプ次期大統領の公約内容に注目が集まったことが要因であろう。議会とのねじれが足かせになるヒラリー大統領誕生と異なり、共和党主流派等とのしこりは残るもののトランプ次期大統領は政策を実行しやすい環境にある。そのトランプ次期大統領の公約は、「米国第一主義」を掲げ、保護的な通商政策や移民政策などにおいて排他的な政策である一方、減税やインフラ投資の拡大など積極的な財政政策が並んでいる（図表1）。

公約の中で金融制度や環境分野における規制緩和等は粛々と進めていくとみている

図表1. トランプ次期大統領の公約

	公約・発言など		公約・発言など
通商政策	NAFTAの再交渉もしくは脱退	移民政策	不法入国した者は強制送還
	TPP反対(撤退・再交渉否定)		合法移民も抑制
	中国への高関税化等		移民・関税執行局の職員を3倍に
財政政策・税制	10年間で1兆ドルのインフラ投資	環境・エネルギー	パリ協定からの撤退
	連邦法人税率を35%から15%へ引下げ		資源開発に対する規制緩和
	個人所得税の税率を3段階に簡素化	金融等	金融規制改革法廃棄
	相続税の見直し		FRB監督強化法案
医療	米企業の益金を10%の税率で米国へ送金	外交関係	日本等に米軍駐留費負担
	オバマケアを廃止し、別制度に		NATOへの関与見直し

(資料)各種報道等により富国生命作成

が、その他海外諸国にも影響を及ぼす通商政策や移民政策は、ともに中長期的に米国の経済成長を阻害する要因になり、どこまでトランプ次期大統領が公約に拘るか見通すことができない。通商政策においては、TPP（環太平洋パートナーシップ）協定は撤退を宣言したことで発効の目途がたたなくなり、NAFTA（北米自由貿易協定）の見直しの影響を受けるメキシコや就任初日に為替操作国に認定されるだろう中国に対して強硬姿勢を貫けば、ともに米国の主要貿易相手国だけに米国にとっても輸出入で大きな影響を受ける。関税率引上げは輸入物価の上昇（インフレ懸念）につながり、両国が制裁措置をとれば輸出減につながるだろう。また、米企業も10年20年かけて築いてきたグローバルな生産ネットワークの再構築が不可欠となり、企業収益を圧迫することになる。また、グローバル化の流れを反転させることで、世界的に貿易活動が停滞するリスクもある。移民政策も過度な在米移民の送還は低賃金産業の労働力不足につながり、移民流入抑制も経済の活力が失われる要因となろう。こちらも中長期的にみると、生産性が高まらなければ人件費の上昇にともなうインフレ率上昇や潜在成長率の低下要因となろう。

一方、財政政策については、先行きの景気を押し上げることが期待される。トランプ次期大統領が示唆する大規模な減税は、どのレベルで議会と折り合いがつくのか不透明な面は残るが、減税自体は共和党の政策とも合致しているため実行されることになろう。公約である主な減税策（10年間累計）をみると、連邦法人税率を35%から15%へ大幅に引き下げ、所得税についても、税率を簡素化（12%、25%、33%の3段階へ）することで高所得者が優遇されるが0.9兆ドルの減税規模となる。これらの減税策を公約通り実施すると4.5兆ドルの財政悪化要因となり、トランプ次期大統領はそれを歳出削減と成長加速に伴う税収増で賄うとしているが、財政赤字の拡大は避けられないだろう（図表2）。

また、インフラ投資を10年間で1兆ドルに拡充するという公約も注目点である。米国のインフラはかなり老朽化が進み、維持・補修などの事業の遅れが指摘されている。政権移行チームのHPでは交通インフラ関連（道路、トンネル、空港等）で5,500億ドルの投資をしようとしている。とは言え、トランプ次期大統領は、インフラ投資は民間資金を活用して実施するとし、財政中立としている。PPP（官民連携）事業に即さないインフラ補修もあり一定程度は財政支出の拡大につながるだろう。公約における財政収支へのインパクトは、インフラ投資分を含めると10年で5.6兆ドルにおよび、単年で単純計算すると対GDP比で3%となる。さすがに規模は縮小すると見込むが、これらの財政政策が2017年終盤以降の米景気の押し上げ要因になる。

図表2. 財政収支への影響  
(10年間累計)

(単位:兆ドル)	
医療制度改革	-0.05
税制改革	-4.50
法人税	-2.85
個人所得税	-0.90
保育・介護	-0.55
相続税	-0.20
歳出	0
国防支出	-0.45
退役軍人向け支出	-0.50
家族向け有給休暇の付与	-0.05
ベニーブランによる削減	0.75
その他非国防支出の削減	0.25
移民政策	-0.05

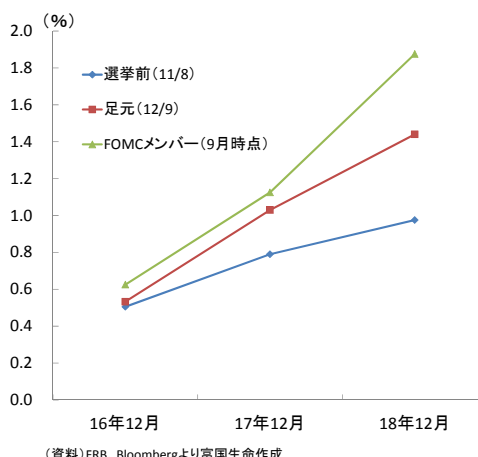
(資料) Committee for a Responsible Federal Budget  
(備考) CRFBは1兆ドルのインフラ投資を除いている

## 2. 変化した米国の利上げペースの見通し

足元の米国の実体経済を鑑みると、財政赤字の大幅拡大につながる政策の必要性は乏しい。リーマンショックから立ち直って以降景気回復が続く循環面では成熟期と言えるが、まだ底堅い動きとなっている。雇用所得環境が改善し、個人消費も安定している。11月の雇用統計をみても、非農業部門雇用者数は前月比17.8万人増となり、失業率は4.6%へ改善している。賃金の伸びは前月より鈍化して過熱感が強まっている訳ではないが、ほぼ完全雇用状態である。こうした状況で積極的な財政政策をとればインフレ圧力

が高まることになる。それによりマーケットの金融政策の先行きの見方が大きく変わっている。12月のFOMC（米連邦公開市場委員会）の利上げが確実視され、既に来年以降の利上げペースに注目が集まっている。足元のFFレートの先物金利をみると、大統領選挙直前と比べると2017年12月はおおよそ25bp上昇しており、1回の利上げを25bpとした場合、2017年の利上げの回数が1回から2回へと変化している（図表3）。9月のFOMCでメンバーが示した利上げ回数（中央値）と等しくなっている。現時点で不確実なトランプ次期大統領の政策をFOMCメンバーがどのように評価するのか、12月の声明文等に注目が集まることになる。

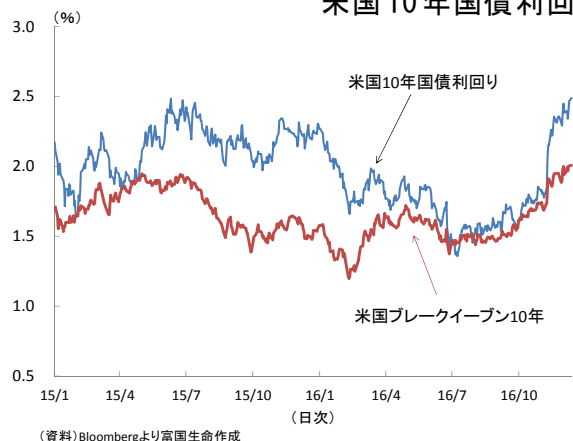
図表3. F F金利先物等の推移



### 3. トランプ相場の背景

足元の米景気が底堅く推移するなか、トランプ次期大統領の公約を織り込む形で金融資本市場は大きく変化した。前述した通り、完全雇用状態で積極的な財政政策をとればインフレ圧力が高まることに加え、不透明な通商政策、移民政策も輸入物価の上昇や人件費上昇を通じてインフレ率上昇といった連想が働きやすい。それらに反応したとみられる期待インフレ率（米ブレークイーブン10年）はおおよそ1ヵ月で0.3%上昇し、2015年半ば頃の水準となった（図表4）。それを映して今年を底に緩やかに上昇していた米国10年国債利回りは、大統領選挙後に急上昇し昨年夏以来の2.4%台となった。長期金利はフィッシャー方程式では、期待インフレ率、期待成長率、リスクプレミアムに分解することができるが、リスクプレミアムの一端を示す米国債CDS（5年）は殆ど変化がみられないことから、インフレ期待の高まりなどに反応したものであろう。

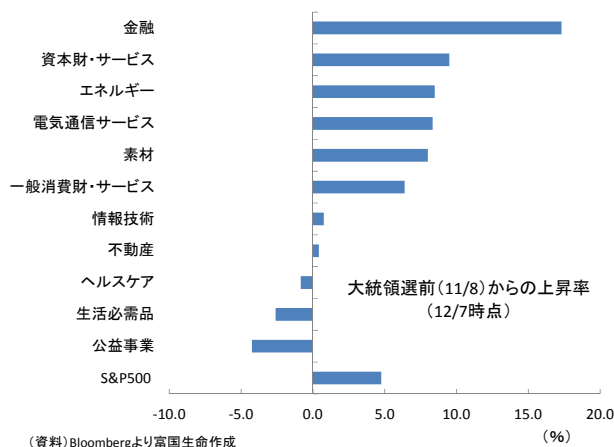
図表4. 期待インフレ率と米国10年国債利回り



今年を底に緩やかに上昇していた米国10年国債利回りは、大統領選挙後に急上昇し昨年夏以来の2.4%台となった。長期金利はフィッシャー方程式では、期待インフレ率、期待成長率、リスクプレミアムに分解することができるが、リスクプレミアムの一端を示す米国債CDS（5年）は殆ど変化がみられないことから、インフレ期待の高まりなどに反応したものであろう。

米国の株式相場は、インフレ期待の高まり（金利上昇）と各政策への期待が変動要因になっている。大統領選後の米国の株価上昇率をみると、S&P500はおおよそ1ヵ月で4.8%上昇したが、セクター毎の動向は、はっきり明暗が分かれている。図表5はS&P500のセクター別の上昇率を示しているが、規制緩和や金利上昇の恩恵を受ける金融、インフラ投資の拡大への思惑から資本財・サービス、環境規制の緩和期待からエネルギーといったセクターがS&P500の上昇率を大きく

図表5. S & P 500 セクター別上昇率



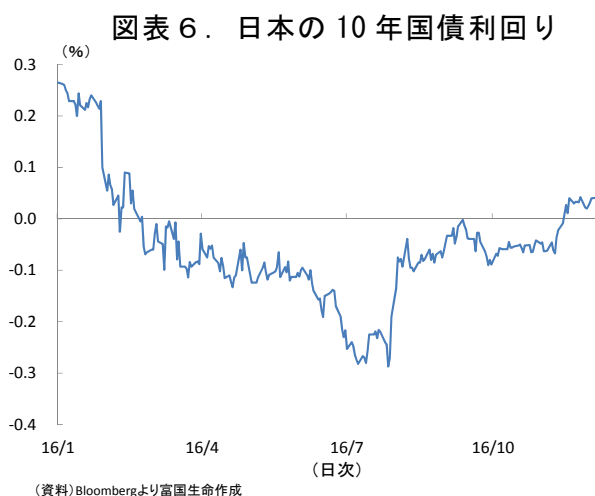
上回っている。一方、配当利回りの高さから買われていた公益事業などは金利上昇を受けて下落している。このように比較的確度が高いインフレ期待の高まり（金利上昇）の要因を除くと、政策に対する期待が先行している状況である。

#### 4. 日本への影響

また、日本にとって最大の対外直接投資先、輸出先である米国経済の拡大は日本の実体経済にもプラスの効果がある。NEEDS 日本経済モデルを用いて米国の実質 GDP 成長率が高まった場合の影響を試算すると、米成長率が年率 1%高まるとベースシナリオ対比で日本の成長率を 0.4 ポイント押し上げることになる。しかし、そのような効果が及ぶのかは米国の通商政策がどうなるかによる。内閣官房では 2030 年までに実質 GDP を 2.6%押し上げると試算していた TPP 協定の離脱をトランプ次期大統領が表明したことに加え、まだはっきりしない中国やメキシコに対する関税引上げ等も日本の輸出減につながるリスクがある。両国には対米輸出を目的とした日系企業も多く進出しており、その国への部品輸出減等を通じて間接的に影響を受ける。

短期的には、トランプ相場の余波が日本にも及び、米金利高に伴う日米金利差の拡大を背景としたドル高・円安の進行とともに日本株も上昇している。円ドルレートで推計される日経平均株価の水準は、日銀の ETF（指数連動型上場投資信託受益権）の年間 6 兆円への買入れ額増額による下支え効果や本邦企業の円高耐久力の向上などにより 2016 年夏場以降 1,500 円程度切り上がったとみられるが、円ドルレートと株価は再び連動する形で動いている。日本の実体経済も持ち直しつつあるなか、この推計に基づけば 1 ドル 120 円になれば 2 万円の大台乗せも期待できる。

日本の長期金利にも上昇圧力がかかっている。日銀のイールドカーブ・コントロールによって 10 年国債利回りはゼロ%程度で推移するように国債の買入れを行っているので上昇幅は限られるが、マイナス圏の推移から足元プラスに転じ、およそ 0.1%上昇している（図表 6）。総括的な検証において日銀は米 10 年金利が 1%上昇すると日本の 10 年金利は 0.2%強上昇すると分析しており、足元の日本の 10 年金利上昇は、0.6%上昇した米 10 年金利が大きく影響しているとみられる。



振り返ってみると、日米ともに政策の大幅転換が見込まれる新リーダーの誕生は金融資本市場の潮目が変わるきっかけとなっている。当初のアベノミクス相場では、円安進行、財政支出の拡大、異次元緩和などを追い風に株価上昇局面がおおよそ半年間続いた。また、1 ヶ月経過したトランプ相場も金融資本市場の潮目の変化を映し出している。積極的な財政政策などを背景としたインフレ期待の高まりにより金利水準は上方にシフトした。また、株価は政策に対する先行き期待を原動力に急ピッチで上昇した。次第に政策が明らかになるにつれて一本調子の上昇に歯止めがかかると見込むが、米国外のリスクオフ要因が顕在化しなければ、下値が切り上がった状態が「最初の 100 日」まで続く可能性もあろう。

(財務企画部 森実 潤也)