

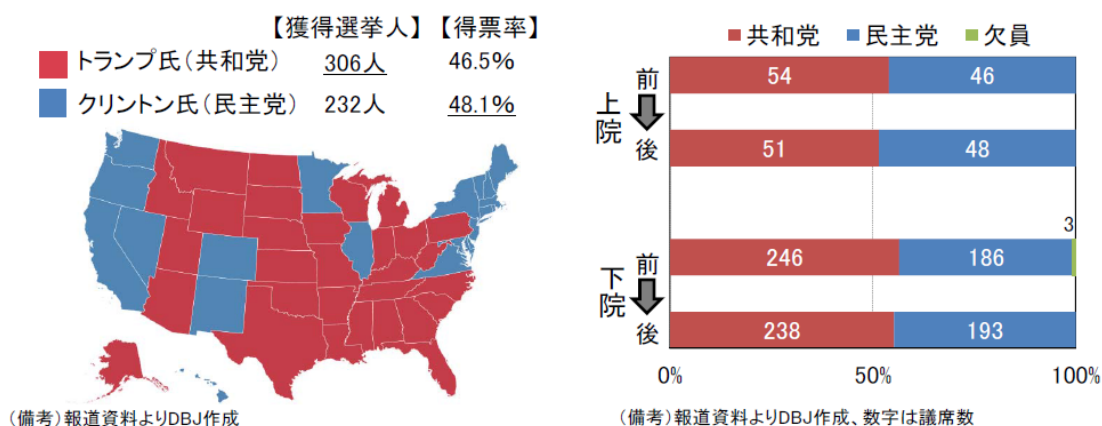
1. トランプ次期大統領の政策

(1) 大統領選を通じて明らかとなった米国民の不満

アメリカの次期大統領選を通じて、米国民の本音が浮き彫りになった。長引く低成長、一向に良くならない日々の生活、支配階級への富の偏り、移民拡大など白人の保守派層の中で鬱積したこれらへの不満を放置してきた政治への不満から、意見の対立と分断がおきている。今後の政策はこうした国民世論に左右されるとみられる。

連邦議会選挙では上下院とも共和党が過半数を獲得し、大統領と議会のねじれが解消された。共和党内に反トランプ勢力は残るが、「決められる」政治へ変わる可能性がある。

【図表 1-1】 大統領選の結果と議会選挙前後の議席数の変化



トランプ氏の政策への不透明感に金融市場は身構え、当初はリスク回避の動きが広がったが、態度は一変し、財政政策による景気拡大への期待が広がり、ドル高・株高への転じている。11月9日の開票時に市場が開いていた日本では、株価暴落となったが翌日には回復した。一方、メキシコでは通貨・株価とも大幅下落し、NAFTA見直しや関税強化、国境の壁建設を訴えるなどトランプ氏の保護主義政策の悪影響が最も大きいのはメキシコとみられている。

(2) 理念は「偉大な米国の復活」と「米国第一主義」

トランプ氏の政策の基本理念は「偉大な米国の復活」と「米国第一主義」である。減税やインフラ投資などで需要を創出し、それを国内の雇用創出に結びつけ、低所得層の底上

げとともに最強の経済をつくることで、偉大な米国を復活させるという。米国民の不満解消を優先し、移民や輸入品に価値を認めず、経済政策は保護主義的である。外交面でも、世界の警察を否定するなど世界秩序への関心は低く、内向きの志向である。世界のパワーバランスに大きな変化が生じる可能性もある。

【図表 1-2】 トランプ次期大統領の政策メニュー

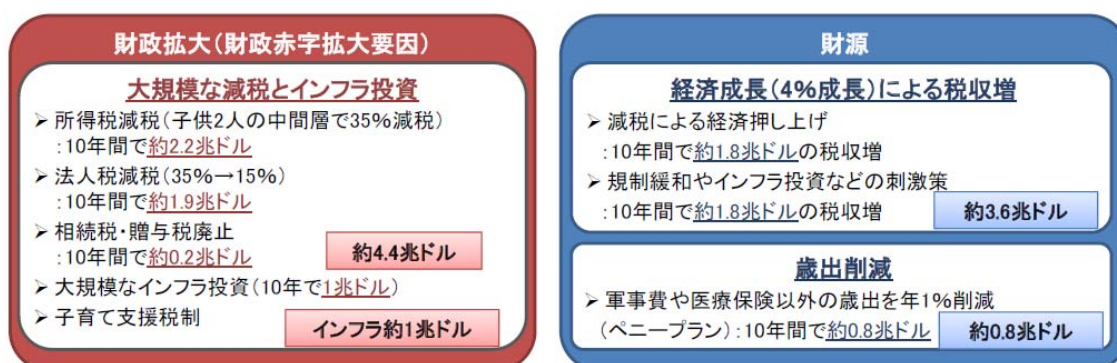
経済	税制	所得税減税、法人税減税(35→15%)、米企業の海外留保資金の還流を促す優遇税
	公共投資	10年で1兆ドルのインフラ投資(老朽化したインフラの再生)
	環境・エネルギー	シェール開発の規制緩和、CO2排出規制の棚上げでエネルギー産業振興
	金融	ドッド・フランク法の廃止、グラス・スティーガル法の復活
社会	医療	オバマケア廃止(新たな仕組みの導入)、医薬品の認可迅速化、薬価引き下げは限定的
	移民	移民流入制限、不法移民の送還、専門職向けビザ優遇見直し、メキシコ国境に壁設置
	その他	治安改善、公務員削減、外国人のロビー活動を規制
海外	外交方針	対外関係重視から米国第一主義、アジア重視からの転換
	安全保障	世界の警察の役割を否定、米軍駐留経費の各国負担、国防費の減額停止
	貿易	自由貿易協定の見直し、中国の為替操作国認定、中国やメキシコへの関税強化

(備考) donaldjtrump.com 等により作成

1) 経済政策① 財政拡大

トランプ氏の経済政策の1つ目の柱は財政拡大である。法人税減税でビジネスコストを下げ、所得税減税で需要を喚起し、10年間で1兆ドルのインフラ投資で需要を創出する。トランプ陣営は、こうした財政政策や規制緩和によって経済活力を戻し、実質成長率を現在の倍に相当する4%へ押し上げることを想定している。財政拡大の財源は、経済成長による税収増に加え、軍事費や医療費以外を削減することで補うと主張しており、財源を主として経済成長へ求めることに危うさが残る。

【図表 1-3】 財政拡大策とその財源



(備考) 1.各種資料よりDBJ作成 2.減税効果の試算はTax Foundation

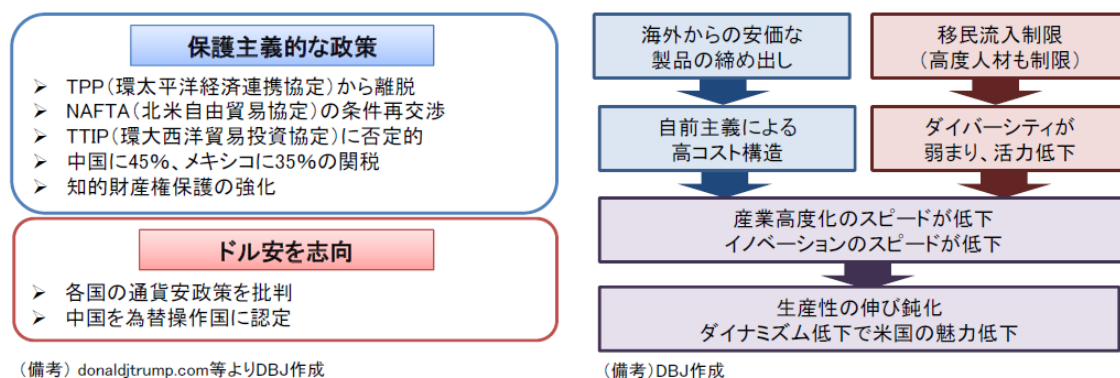
成長の恩恵は、移民や海外ではなく米国民が目に見える形で享受すべきとトランプ氏は考える。経済刺激策をテコに米国民のために10年間で2,500万人の雇用を創出することを見込んでいる。失業率は4.9%へ低下したが、リーマンショック後に労働市場からの退出者

が増加したため労働参加率はまだ低い。彼らに雇用を提供し労働参加率の上昇を想定している。米国の強みの一つは人口増であり、その一翼を担っているのは移民である。2,500万人の雇用増にはリーマンショック前の労働参加率を上回る必要があり、移民抑制との両立は難しい。

2) 経済政策② 保護主義

経済政策の2つ目の柱は保護主義である。NAFTA再交渉やTPPからの離脱などを主張している。日本はTPPの成否にかかわらず欧州とのEPA締結に注力するほか、アジアでRCEPなどが進むと、米国は世界の広域FTAの流れに乗り遅れる可能性がある。米国の強みはヒト・モノ・カネを惹きつける世界に開かれた巨大市場であることであり、グローバル化による活力が新しいイノベーションを生み続け、米国はグローバル化の恩恵を最も受けてきた。保護主義による自前主義はコスト増を招き、将来の生産性にはマイナス効果となりうる。

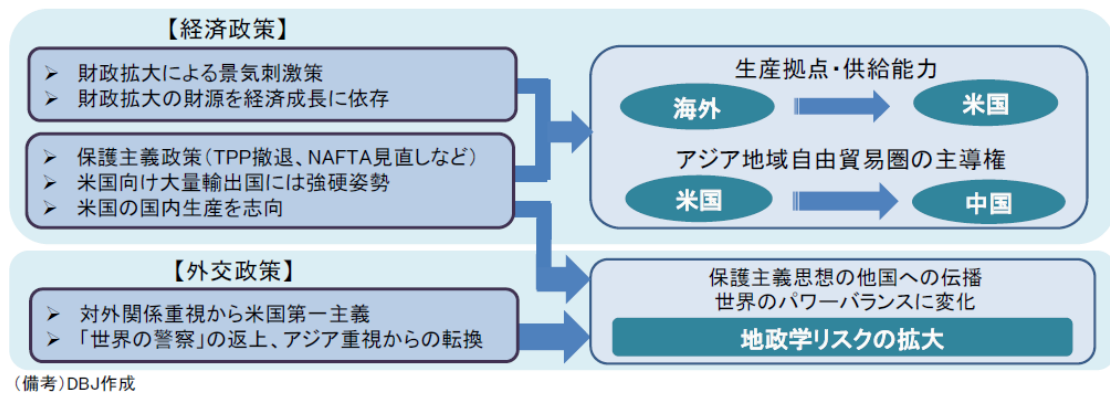
【図表 1-4】 保護主義政策とその中長期的な問題点



トランプ氏の政策の全貌は不透明だが、財政拡大と保護主義の政策から、財政拡大は短期的には米国の成長率やインフレ率の押し上げが要因である。米利上げを後押しし、円安要因となる。ただし、想定ほど成長率が高まらないと、財政赤字が懸念される。保護主義は中長期的には米国の生産性に下押し圧力をかけ、成長率の押し下げ要因となる。今のところ市場では財政拡大への期待が見られるが、長くは続かない可能性もある。

トランプ氏の財政拡大政策は、日本企業にとってもビジネスチャンスとなるが、保護主義政策が強まれば、生産拠点の変更などの調整に迫られる可能性がある。米英で拡大する保護主義思想の他国への伝播が懸念される。一方で、TPPが漂流することによって、アジアの貿易協定の主導権が中国に移行する可能性もある。米国がアジア重視の外交から転換すれば、パワーバランスが崩れ、地政学リスクが拡大し、アジア各国の関係が悪化した場合の経済面での悪影響が懸念される。

【図表 1-5】 トランプ氏の政策から想定される留意点

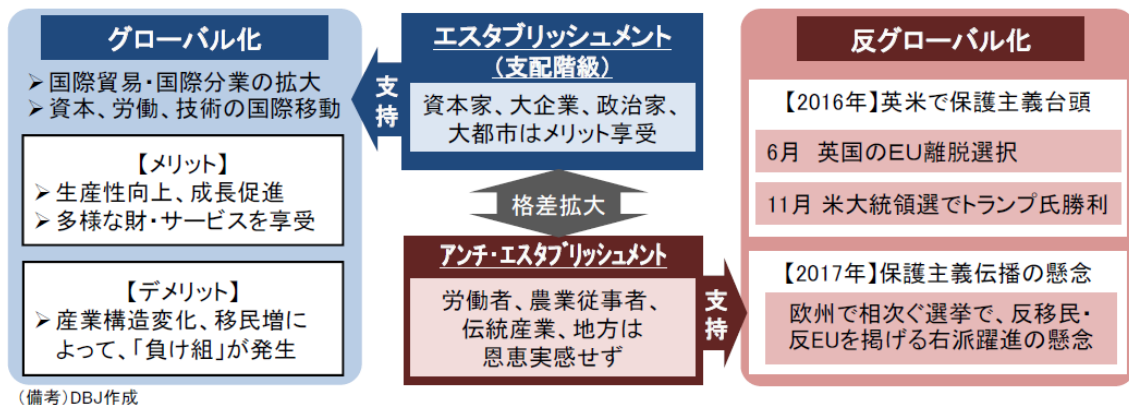


2. 世界経済の見通し

(1) 保護主義の台頭に連れる世界経済

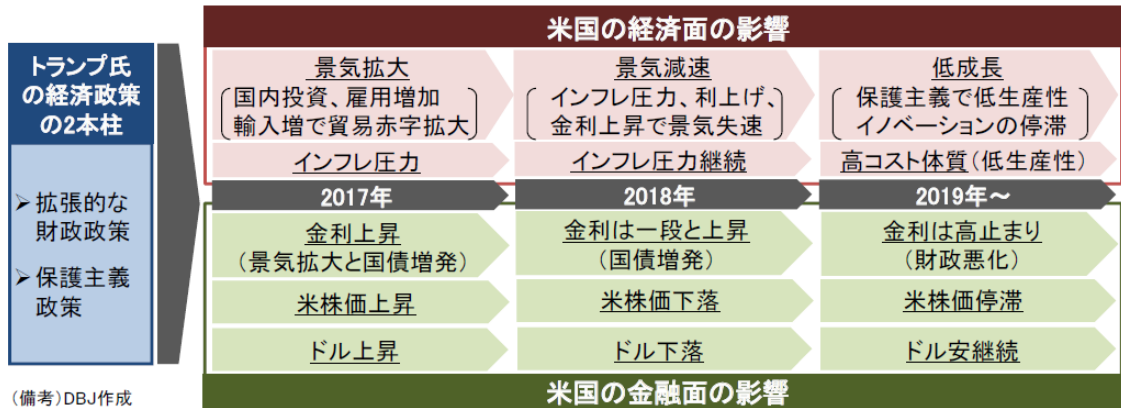
世界で広がる所得格差に庶民の不満が高まっている。2016年はこの不満が反グローバル化を訴えるポピュリズムと化し、英国のEU離脱国民投票や米大統領選では、これまで世界経済の成長を促したグローバル化に背を向ける選択がなされた。2017年以降の世界経済は、保護主義の台頭の影響を受けることになる。英米の政策に保護主義姿勢が強まったり、その流れが他国へ伝播するようなことになれば、世界経済への下押し圧力が強まることに留意すべきである。

【図表 2-1】 グローバル化と保護主義の台頭



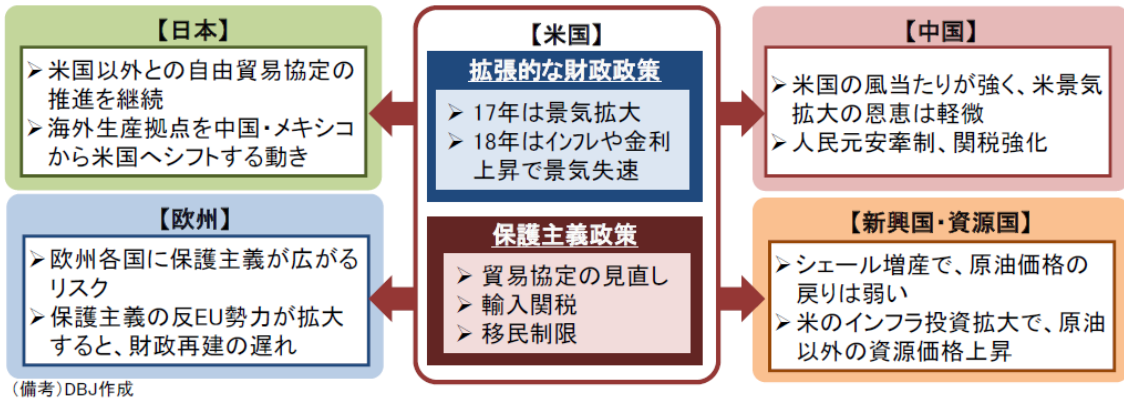
トランプ次期米大統領の経済政策の2本柱は、拡張的な財政政策と保護主義的政策である。2017年は拡張的な財政政策が米景気を押し上げるが、次第に政策の負の側面が顕在化している。需要拡大とともに輸入品から自前主義への転換を目指すのが、すぐには国内供給体制が伴わず、貿易赤字は拡大するとみられる。18年には貿易と財政の双子の赤字が懸念され、インフレ圧力や金利上昇で景気は失速すると思われる。保護主義政策は高コスト体質につながるほか、長期的にはイノベーション停滞を招く。

【図表 2-2】 トランプ次期大統領の政策による米国の経済・金融面への影響



トランプ氏の経済政策は、米国だけでなく海外経済へも大きな影響を及ぼす。拡張的な財政政策による米国の需要拡大は、米国内の供給体制が伴わない中、貿易を通じて海外にも恩恵となる。しかし、2018年には米国経済の失速で恩恵は消滅する。一方、保護主義政策は海外に生産拠点の調整や貿易協定の見直しを迫る。対米貿易黒字の大きい中国などには、不公正貿易提訴や為替操作国指定、関税強化などの圧力がかかる。他国に保護主義政策を追随する動きが広がることが懸念される。

【図表 2-3】 米国の政策転換が世界経済に及ぼす影響

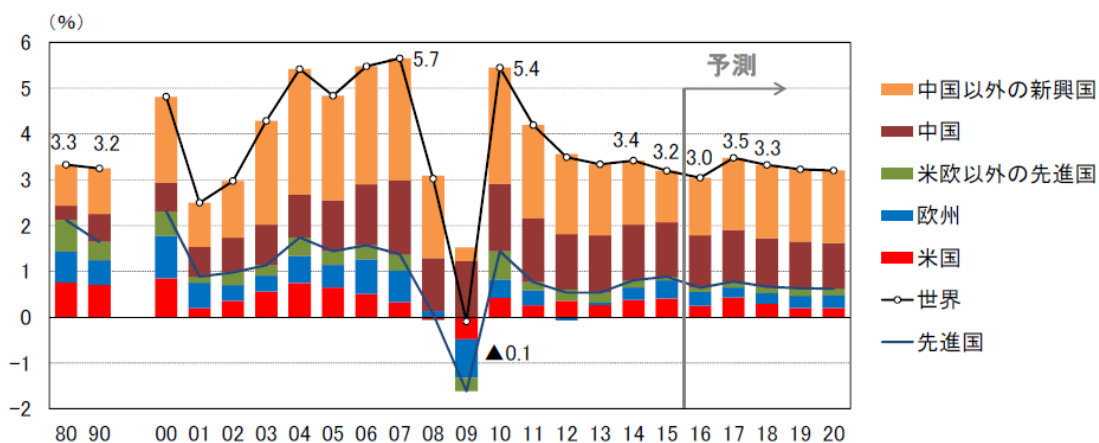


米国利上げは2016年には12月の1回だが、17年には景気拡大、雇用拡大、インフレ率の高まりによって、利上げペースが速まる。新興国は資金流出圧力を抑制するため利上げせざるを得ず、これが新興国経済の下押し圧力となる。米国の利上げや長期金利の上昇は、日欧の金利にも上昇圧力を与える。日欧とも金融緩和を続けるが、長期金利を中心に緩やかに上昇していく。米国の金利上昇に引きずられる形で、世界の異常な超低金利状態が解消へ向かう。

(2) 世界経済は2017年に持ち直すが、2018年には減速する

世界経済は2017年に持ち直す。米国の拡張的な財政政策の恩恵が世界へ及ぶ。ただし、欧州ではBREXIT問題が投資を手控えさせるほか、中国の減速は続く。新興国では資金流出会費のための利上げが成長の制約となる。2018年は減速の兆しである。米国はインフレ圧力と金利上昇で失速し、その影響が世界へ及ぶ。BREXIT問題で欧州が力強さを欠くほか、中国は引き続き減速している。新興国では資金流出圧力は和らぐが、外需が伸び悩む。

【図表 2-4】 海外経済の見通し（実質GDP成長率）

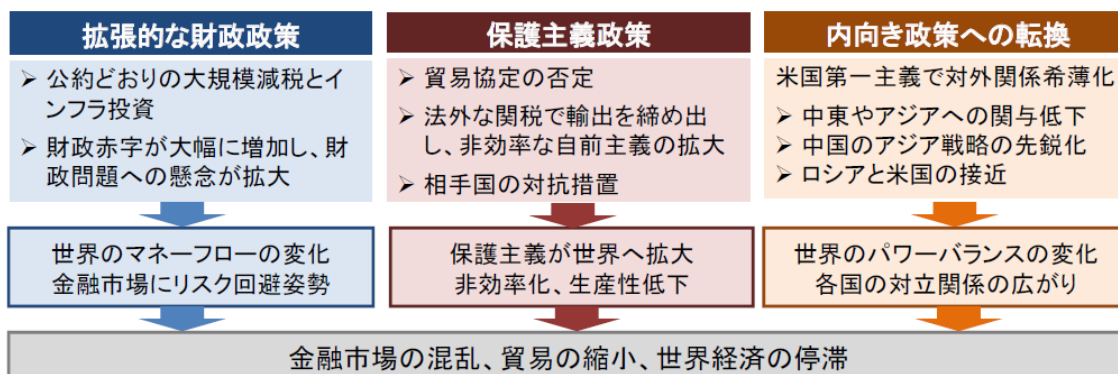


(備考)1. PPPウエイトで加重平均 2.IMF見通しは2016年10月、インドのIMF予想は年度 3.予測はDBJ

(3) 世界経済の新たな下振れリスク

トランプ氏の政策は今後、穏健なものへ修正されてくる可能性が高いが、微修正にとどまった場合、世界経済にとって新たな下振れリスクとなる。公約通りの財政拡張が進められた場合には、世界的な金利上昇圧力が強まり、金融市場の混乱を生む可能性がある。また、保護主義政策が他国へ伝播するリスクがある。米国が対外関係重視から転換し、内向き姿勢が強まれば、世界のパワーバランスが崩れ、地政学リスクが拡大し、経済面での悪影響が広がる可能性に留意する必要がある。

【図表 2-5】 トランプ次期大統領下で出現した新たな下振れリスク



(備考)DBJ作成

(4) 米国・欧州・中国の予測

1) 米国

2017年は、大規模減税とインフラ投資で景気拡大が見込まれるが、2018年にはインフレ圧力や金利上昇で景気は失速するものと思われる。(2017年:+2.7%、2018年:+1.9%) 拡張的な財政政策が景気を押し上げ、雇用が拡大とともに賃金も上昇するが、次第に過熱感が高まる。インフレ圧力抑制のために利上げが加速するほか(17年3回、18年2回の利上げ)、財政悪化に伴う国債増発懸念が金利上昇圧力をかける。潜在成長率が高まらない中で需要刺激策の効果は長くは続かず、18年には景気が失速することが予測されている。

2) 欧州

2017年にはBREXITへ向けての調整が始まるが、英国とEUの貿易協定などの調整は難航が予想される。不透明感が高まる中、投資を手控える動きが広がり、英国だけでなくEU諸国全体へ下押し圧力がかかる。16年末以降、欧州主要各国には重要な政治イベントが待ち受ける。反EU勢力の拡大や、保護主義的な思想が各国へ広がるようになると、政治の混乱につながり、金融市場の混乱を招いたり、経済へ悪影響が及ぶリスクに留意が必要である。

3) 中国

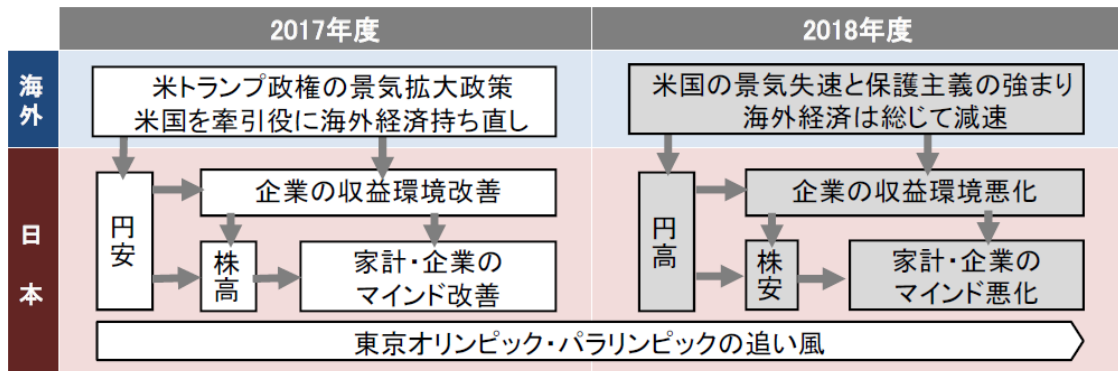
過剰設備を解消しながら経済のソフトランディングを図る難しいかじ取りが続くが、景気下支えが優先され、引き続き緩やかな減速傾向になるものと予測される。米国の対中貿易赤字が政治問題化し、不公正貿易提訴や為替操作国指定などの圧力がかかり、米国のインフラ投資拡大による対米輸出拡大のメリットは軽微だが、2017年は市況の改善などで、間接的に影響が及ぶ。18年には米国経済が失速するため、貿易を通じて中国にも逆風となる。

3. 日本経済の見通し

(1) 米国の政策転換が日本経済へ影響

トランプ次期米政権の経済政策(財政拡張、保護主義)の影響は日本経済にも及ぶ。2017年度は、日本経済にプラス効果が強く現れる。既に、米国の景気拡大を先取りして円安株高が進んでおり、当面この流れが続く。円安に加え海外経済も持ち直すため、企業の収益環境は改善されていく。家計や企業のマインドが上向くものと思われる。2018年度は米政策のマイナス効果が日本を襲う。インフレと利上げで米景気が失速するほか、保護主義姿勢が強まる。円高株安へ転じ、家計や企業のマインドが悪化する。

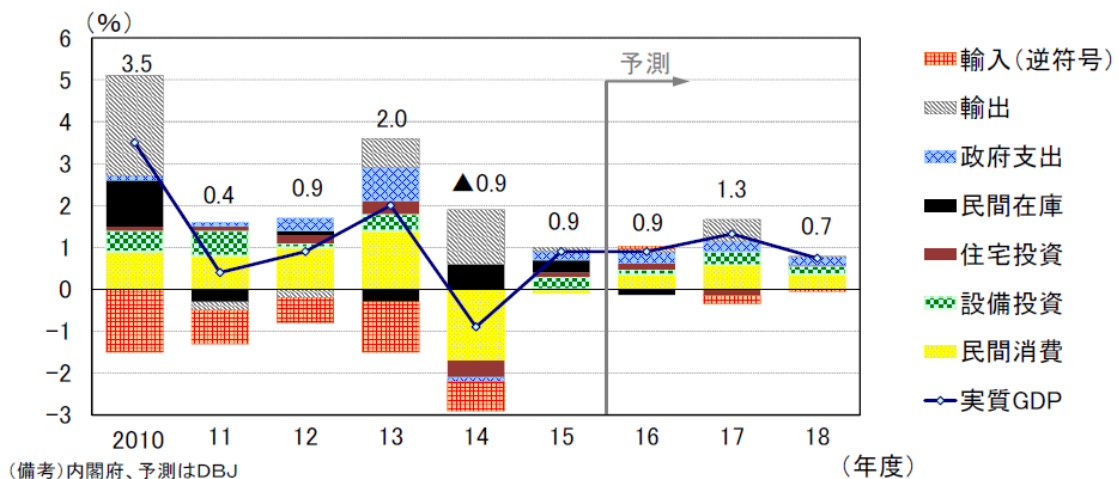
【図表 3-1】 2017、18 年度の日本経済を取り巻く環境



(備考)DBJ作成

2017年度は+1.3%の見通しである。雇用所得の改善に加え、円安株高で消費マインドが改善し、消費が緩やかに持ち直す。東京オリンピック・パラリンピックを睨んだ設備投資や、前年度の経済対策による押し上げ効果が見られるほか、輸出も持ち直す。2018年度は減速し、+0.7%の見通しである。雇用所得の改善は続くが、円高株安が消費を抑制する。東京オリンピック・パラリンピックの追い風で設備投資の増加は続くが輸出は伸び悩むものと思われる。

【図表 3-2】 2016、17、18 年度の実質 GDP 成長率



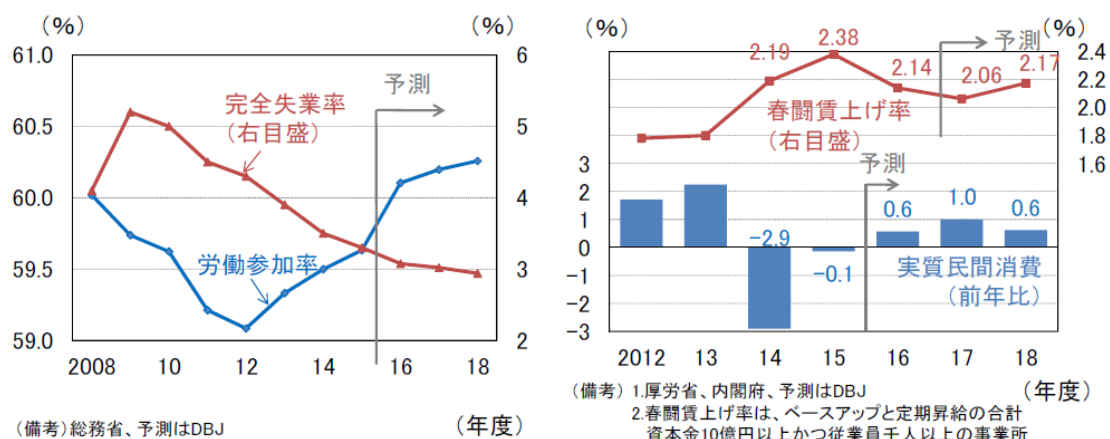
(備考)内閣府、予測はDBJ

米国の財政拡張は米金利に上昇圧力をかけ、インフレ抑制のために米利上げも加速していく。一方、日銀の金融緩和は続くため、日米金利差が拡大し、円安圧力がかかる。2017年度の為替レートは1ドル120円目前までは円安が進み、日経平均株価は20,000円に達する。2018年度には米国経済は失速するため、米利上げペースは弱まる。為替レートは円高へ転じ、1ドル100円前半となる。日経平均株価も下落へ転じ、18年度末で17,000円程度にとどまる。

(2) 賃上げペースは鈍いが円安株高で消費マインド改善

2016年度には、金融市場の混乱、夏の台風頻発、秋の生鮮食品高騰などの負のショックに家計は敏感に反応し、生活防衛の動きが広がる傾向にあった。人手不足で労働市場がタイトな中、今後も引き続き雇用所得の改善が見込まれる。2017年度のベースアップは小幅にとどまるが、円安株高へ転じたことで、家計の生活防衛の意識が薄れ、消費は持ち直す。しかし、2018年度には円高株安へ転じるため、負のショックが家計を襲い、再び生活防衛の意識が高まり、消費は失速する見込みである。

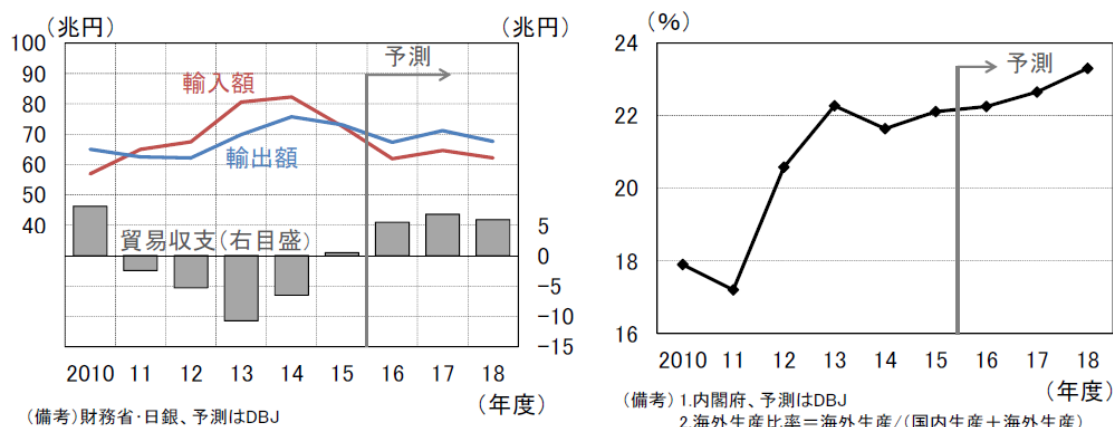
【図表 3-3】 労働参加率と完全失業率 / 春闘賃上げ率と消費



(3) 米景気拡大で押し上げられた輸出は2018年度に失速

2017年度の米国を牽引役とした世界経済の持ち直しは、日本の輸出にも恩恵となる。輸出増加に伴い2017年度の貿易黒字は拡大し、米国内での生産拡大を志向するトランプ政権からの圧力が強まるものと予想される。2018年度は、海外経済減速や米国の保護主義政策の影響で、輸出は伸び悩むものと思われる。巨大な米国市場でのビジネス継続のために、米国へ生産をシフトする動きが出始め、日本の製造業の海外生産比率は上昇することが予測される。

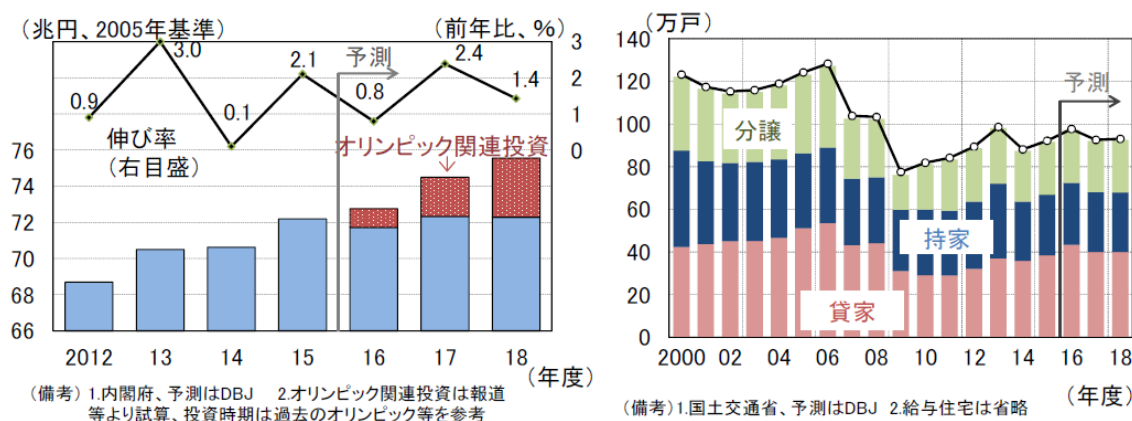
【図表 3-4】 輸出入額と貿易収支 (国際収支ベース) / 海外生産比率



(4) 設備投資は底堅く、金利は米金利上昇に引きずられ上昇

為替レートが円安へ振れ、企業の収益見通しが改善したことで、2017年度の設備投資は持ち直す見込みである。2018年度には、再び円高へ転じるため投資マインドは悪化するが、東京オリンピック、パラリンピックを睨んだ投資は底堅く、設備投資の増加基調は継続する。相続税対策で貸家建設の需要は根強いが、2017年4月に予定されていた消費税率引き上げ前の駆け込み需要が剥落し、2017年度の設備投資は減少する。

【図表 3-5】 実質設備投資 / 住宅着工戸数



2017、2018年度の消費者物価（生鮮食品を除く）は、1%程度の上昇率にとどまる。原油安による下押し圧力は剥落するが、2%のハードルは高く、日銀は金融緩和を継続させていく。米国の金利上昇が、日本の金利にも上昇圧力がかかる。2016年9月の金融政策の枠組み変更後、日銀はイールドカーブ・コントロールを行っており、現在の長期金利のターゲットは0%程度だが、世界的に金利上昇圧力がかかる中、日銀も緩やかな金利上昇を容認した。2018年は、ターゲットを0.1%程度へ引き上げる予定である。

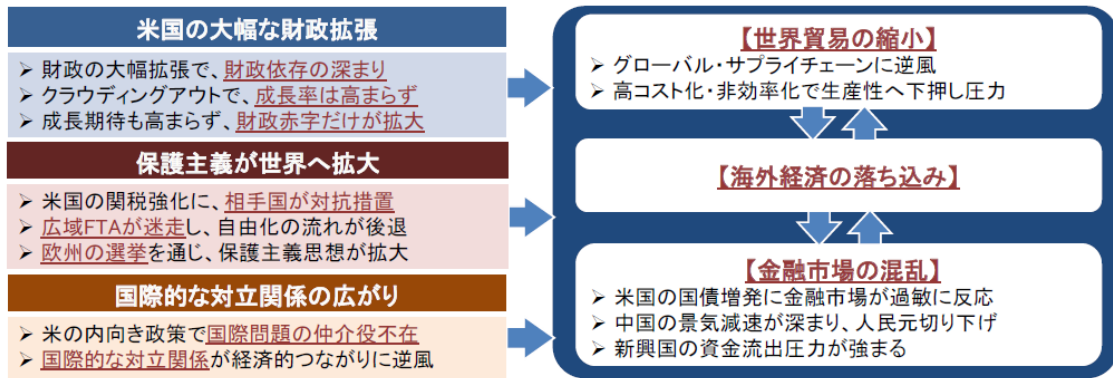
4. リスクシナリオ

(1) シナリオ①：米国の政策転換が大規模な場合

標準シナリオでは、トランプ次期米政権の政策が公約時点から穏健なものへ修正されることを前提とするが、微修正にとどまった場合には、世界経済の下振れリスクとなる。

米国経済が財政依存を深めても、インフレや金利上昇でクラウディングアウトされ、成長期待は高まらず、財政赤字だけが残り金融市場が神経質になる。保護主義政策が他国へ伝播したり、米国の内向き姿勢が地政学リスクへつながる可能性もある。こうした場合には、貿易停滞や金融市場の混乱で、海外経済が落ち込むリスクがある。

【図表 4-1】 米国の大規模な政策転換による世界経済の下振れリスク

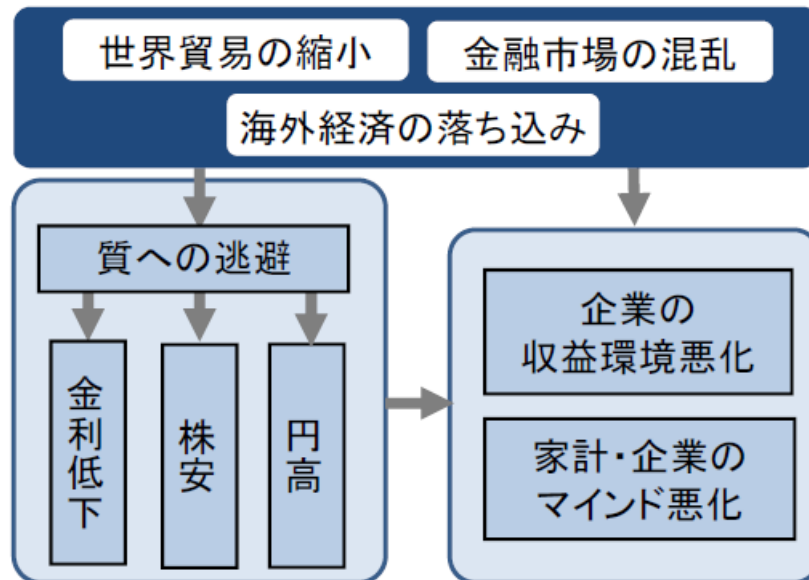


(備考)DBJ作成

(2) シナリオ②：日本経済への影響

日本経済への影響は、まず金融面から現れる。「質への逃避」でリスク回避的な円買いが進むほか、国債への資金シフトで長期金利は低下し、株価も下落していく。金融面の混乱は、家計・企業のマインド悪化につながる。消費が抑制されるほか、企業収益環境の悪化で、設備投資にも下押し圧力がかかる。海外経済の下振れに加え、保護主義の広がりや円高も輸出へ下押し圧力をかける。2018年度の日本経済はマイナス成長へ陥るリスクがある。

【図表 4-2】 リスクシナリオの日本経済への波及経路



(備考)DBJ作成