

2016年11月9日 全7頁

緊急レポート：トランプ・ショックで日本経済に何が起きるのか？

円高・株安、世界経済の減速で日本の実質 GDP は 0.71%程度下押しされる可能性

エコノミック・インテリジェンス・チーム
エコノミスト 岡本 佳佑
エコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 11月8日(米国時間)、米国で大統領選挙および議会選挙が実施され、即日開票された。大統領選挙では、事前の予想を裏切る形で、共和党候補のドナルド・トランプ氏が勝利した。
- トランプ氏の勝利を受けて、世界経済の先行き不透明感が強まるとともに、グローバルな金融市場においては、リスクオフによる世界的な株安や急速なドル安の動きに警戒する必要があるだろう。
- 当社の短期マクロモデルを用いて、トランプ氏の勝利が日本経済に与える影響を試算した。結論として、米国の実質 GDP の水準が▲1.0%低下し、リーマン・ショック級の株安・円高を想定した場合、ベンチマークと比較して日本の実質 GDP は 0.71%程度、リーマン・ショック級の株安・円高・世界経済の縮小を想定した場合は、日本の実質 GDP は 1.12%程度押し下げられるとの試算結果が得られた。

米国民はトランプ大統領を選択

11月8日（米国時間）、米国で大統領選挙および議会選挙が実施され、即日開票された。大統領選挙では、事前の予想を裏切る形で、共和党候補のドナルド・トランプ氏が勝利した。ドナルド・トランプ氏は、これまでの大統領選において、TPP（環太平洋経済連携協定）への反対を強調したほか、他国の通貨安戦略を牽制するなど、内向き志向の政策を掲げていた。このため、同氏の勝利を受けて、世界経済の先行き不透明感が強まるとともに、グローバルな金融市場においては、リスクオフによる世界的な株安や急速なドル安の動きに警戒する必要があるだろう。

目先は、こうした市場の反応に対応した主要国政府と中央銀行の動きが焦点となる。例えば、ドル安自国通貨高や金融市場の動揺を背景に、中央銀行は緩和的な金融政策を維持する可能性が高い。日本国内においては、11月9日の午後3時（日本時間）に、政府と日本銀行が緊急会合を開催した。さらに、今後、日銀も含め、各国政府首脳・中央銀行が臨時の会合を開催し、金融市場の安定化について議論する可能性もあるだろう。

トランプ大統領決定が日本経済に与える影響を試算

ドナルド・トランプ氏の勝利は、主に①円高、②株安、③世界経済の減速、という波及経路を通じて日本経済に負の影響を与える可能性がある。①世界経済とグローバル金融市場の先行き不透明感が強まり、リスク回避的な円買いが起きることが想定される。円高は、日本の輸出減少や、輸出関連企業の収益悪化などを通じて、日本経済を下押しすることとなる。また、②株安は消費者マインドを冷やすことで個人消費を縮小させる要因となる。さらに、③米国で内向き志向が強まることで世界経済が減速することとなれば、日本からの輸出も減少して GDP を減少させることとなる。

図表 1 は、当社の短期マクロモデルを利用した、トランプ大統領決定が日本経済に与える影響の試算値である。想定したのは、世界経済への影響が①米国の実質 GDP の水準が▲1.0%低下（世界の実質 GDP の水準が▲0.2%低下）したケース、②リーマン・ショック級を想定（世界の実質 GDP の水準が▲1.3%低下）したケースであり、それぞれのケースにおいてドル円の増価率および TOPIX 騰落率の前提を置き、試算した。

試算結果によると、ドル円相場が 15%増価、TOPIX が 20%下落した場合、①米国の実質 GDP の水準が▲1.0%低下したケースでは、日本の実質 GDP はベンチマークと比較して 0.71%程度押し下げられることとなる。一方、②リーマン・ショック級の影響を想定したケースでは、日本の実質 GDP は同 1.12%程度押し下げられるとの結果が得られた。試算結果から、急速な円高・株安に見舞われるだけであれば、日本経済への影響は比較的軽微であると言えるだろう。しかし、世界経済までもが急減速する事態となれば、輸出の減少などを通じて、日本経済は大きく下押しされる可能性があると考えられる。

図表1：トランプ大統領決定が日本経済に与える影響の試算

ケース①：米国の実質GDPの水準が▲1.0%低下したケース

		TOPIX騰落率				
		▲10%	▲15%	▲20%	▲25%	▲30%
ドル円増価率	5%	▲0.37%	▲0.42%	▲0.48%	▲0.54%	▲0.60%
	10%	▲0.47%	▲0.53%	▲0.59%	▲0.65%	▲0.70%
	15%	▲0.59%	▲0.65%	▲0.71%	▲0.76%	▲0.82%
	20%	▲0.72%	▲0.78%	▲0.84%	▲0.89%	▲0.95%
	25%	▲0.86%	▲0.92%	▲0.98%	▲1.04%	▲1.10%

ケース②：リーマン・ショック級の影響を想定したケース

		TOPIX騰落率				
		▲10%	▲15%	▲20%	▲25%	▲30%
ドル円増価率	5%	▲0.96%	▲0.99%	▲1.02%	▲1.05%	▲1.08%
	10%	▲1.01%	▲1.04%	▲1.07%	▲1.10%	▲1.13%
	15%	▲1.06%	▲1.09%	▲1.12%	▲1.15%	▲1.18%
	20%	▲1.12%	▲1.15%	▲1.18%	▲1.21%	▲1.24%
	25%	▲1.19%	▲1.22%	▲1.25%	▲1.28%	▲1.31%

(注1) 図表内の数値は、ベンチマークと比較した日本の実質GDPの押し下げ幅（発生後4四半期の平均値）。

(注2) ケース①は米国の実質GDPの水準が▲1.0%低下（世界の実質GDPの水準が▲0.2%低下）したケース、ケース②はリーマン・ショック級の影響を想定（世界の実質GDPの水準が▲1.3%低下）したケース

(注3) 赤枠線内は、各金融市場において、リーマン・ショック直後（2008年10-12月期、14%の円高（対ドル）、TOPIXが21%下落）相当の影響があったケースの想定。

(出所) 大和総研短期マクロモデルによるシミュレーション

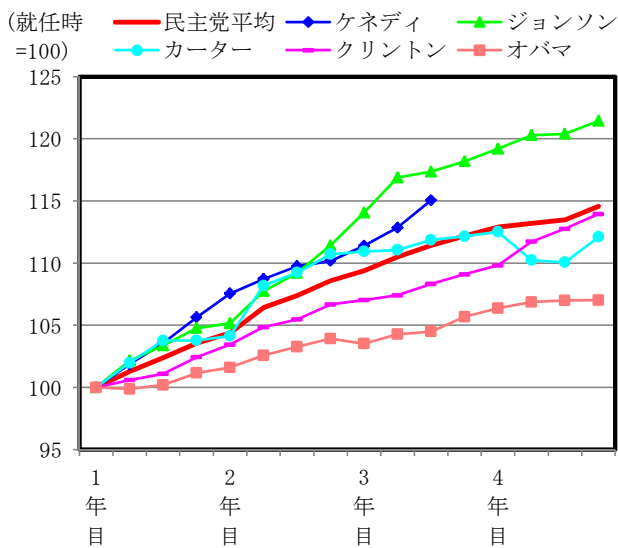
米国経済のサイクルに与える影響

次に、前頁で示した試算の前提の妥当性を検証するため、過去の米国の政権と経済の関係について考察していくこととする。

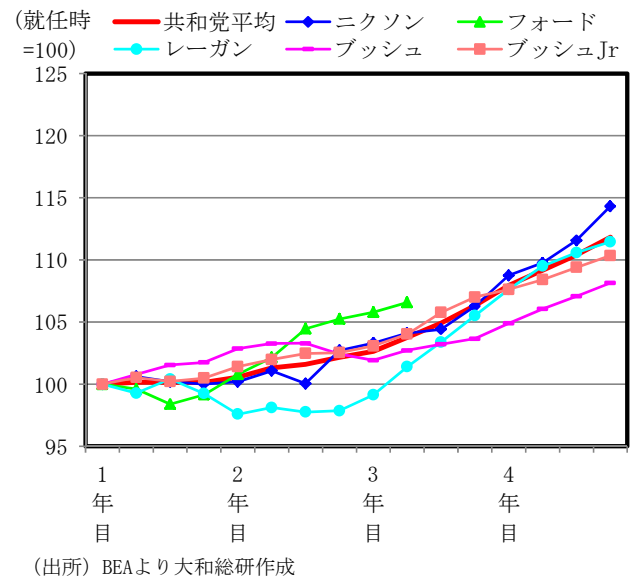
図表 2 は民主党時代、**図表 3** が共和党時代の実質 GDP の推移を示したものだ。これらを確認すると、「民主党時代は安定して右肩上がり」である一方で、「共和党時代は最初の 2 年程度はやや苦しいが、3 年目から大きく盛り返してくる」という経験則が顕著に表れている。この背景には、セレクションバイアスが多かれ少なかれ存在しているとみられる。しかしそれ以上に、党是の違いを端緒として、異なる景気サイクルが発生している可能性が指摘できる。

すなわち、「民主党は大きな政府による財政拡張路線を志向し、景気は安定的に拡大」する（＝景気敏感業種が優位な展開が続く）一方、「共和党は小さな政府による構造改革を優先するため、当初の景気は苦しい－けれども構造改革が結実し数年後に生産性が大きく向上する（＝成長産業優位と景気敏感業種劣位の展開が続く）」というサイクルが存在してきたということだ。

図表 2：民主党政権時代の経済成長経路



図表 3：共和党政権時代の経済成長経路



ドルの通貨戦略に与える影響

そして、この政治的ビジネスサイクルはドルの通貨戦略にも当てはまる。図表 4 に示すように、変動相場制に移行してから 40 年以上の間、赤いチャートで示したドルの実質実効レートは見事に 8 年、ないしは 4 年のサイクルを描いている。

これは次項に示したような政治的サイクルに起因するものである。まず、ドル高政策は、とりわけ民主党政権下で、財政赤字の拡張とセットで志向される傾向が強い。これは、財政ファイナンスを国外に頼っている米国において、利払い費を抑制する上でドル高を許容するインセンティブが発生することによる。

なお、唯一の例外はレーガン政権（共和党）下でのドル高であるが、当時はレーガノミクス（≒大幅な減税）により、共和党大統領時代には珍しく財政赤字が拡張していたという背景がある。

他方、ドル高が行き過ぎると企業を苦しめ、政治的な反動が発生する。その結果、共和党が勝利し、あるいは、民主党大統領続投の場合でも、二期目の財務長官の変更を経て通貨戦略が転換されるケースが、過去 40 年以上も確認されてきたということだ。

図表 4：米国の通貨戦略と為替相場のサイクル



年月	出来事
① 73. 3	変動相場制へ移行
② 78. 11	米国カーター大統領「ドル防衛策」
③ 85. 9	プラザ合意「ドル安」政策を採用
④ 95. 4	ワシントンG7→7月日米協調介入、11月米国ドル買い介入
⑤ 98. 6	日米協調円買いドル売り介入
⑥ 01. 3	日銀による量的緩和開始（-06.3）、日本政府による円売り介入（01-02）
⑦ 08. 9	リーマン・ショック→米国QE（08.11-10.6）、QE2（10.11-11.6）、QE3（12.9-13.12）
⑧ 12.12	日本、安倍政権誕生→量的・質的金融緩和（13.4）、追加緩和（14.10）
⑨ 13. 5	バーナンキショック→12月、テーパリング開始
⑩ 15. 3	ECBによる量的緩和開始

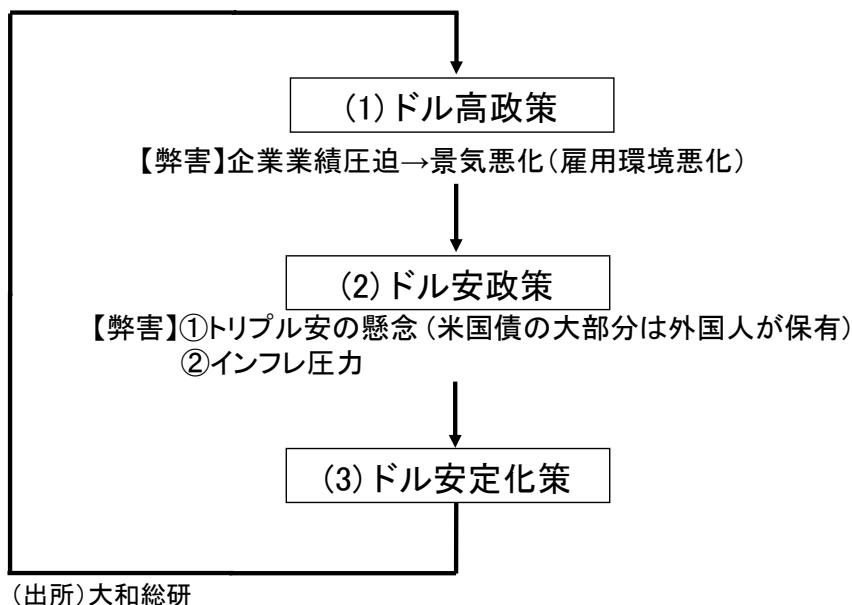
（出所）FRB、BIS、Haver Analytics、各種資料より大和総研作成

この政治的サイクルを踏まえつつ、これまでの状況を確認すると、民主党政権下にありながら、2016年初から「ドル安志向」に通貨戦略が転換しているように見える。このパラドキシカル（逆説的）な現象の背景にあるのは、結局のところ、ドル高で職が劣化した中間層の不満が予想外に強すぎ、想定してきたよりも遥かにドナルド・トランプ氏が強かったため、民主党としても「これ以上失点するわけにいかない（これ以上ドナルド・トランプ氏に塩を送るわけにいかない）」状況に追い込まれてしまったのだろうと推察される。

事実、ルー財務長官は今年に入ってから突然思い出したかのように為替に対して神経質な発言を繰り返すようになり、2月以降のG20では必ず「通貨の競争的な切り下げ」を牽制する声明文が追加されるようになった。さらに極め付きは、4月の為替報告書の中で日本が「為替操作国」の可能性のある監視リストに入れられてしまったことであり、10月の為替報告書でも監視リストから外されることはなかった。

今回の大統領選挙・議会選挙の結果を踏まえると、ドル安政策が取られる可能性に注意が必要だ。ただし、今後の先行きを考える上で重要なポイントは、トランプ新政権が「財政政策」が拡張方向に向かうのか、それとも緊縮方向に向かうのかに依存していると言える。

図表5：米国通貨戦略の決定要因



過去の経験則は今回も当てはまるのか

以上の議論を踏まえた上で、ドナルド・トランプ氏の選挙公約を確認すると、法人税引き下げ、所得税簡素化・引き下げ、債務上限重視など「いかにも共和党らしい」内容と、オバマケア削減反対、インフラ投資拡充など、「いかにも民主党らしい」内容が混在していることがわかる（図表6）。実際、同氏のこれまでの発言を確認しても一貫性が見られず、選挙公約どうしが矛盾し合っている。このため、当面は、政策の不透明性が高まる中で、金融市場も実体経済もリスク回避的な動きが広まりやすくなると考えられる。今後の焦点は、同氏が、保守／リベラルいずれの政策ヘシフトしてくるかということになる。ただし、同日に開票された議会選挙においても共和党が勝利したことから、保守寄りの政策を打ち出していく可能性が高いとみている。

図表6：大統領候補者別 政策比較一覧

	民主党 ヒラリー・クリントン	共和党 ドナルド・トランプ	従来の共和党
貿易政策	TPP反対(見直し要請)	TPP反対	自由貿易
年金・医療保険 (オバマケア)	拡充	削減反対	削減
財政政策	インフラ投資拡充	インフラ投資拡充	歳出削減 (小さな政府)
	法人租税回避抑制	法人税引き下げ	
	富裕層への所得課税強化	所得税簡素化・引き下げ	
	-	債務上限重視	
雇用関連政策	最低賃金引き上げ	-	
金融政策	-	緩和	-
金融規制	規制強化	ドッド・フランク法の廃止	緩和
外交政策	同盟関係重視	不干渉、内向的	
移民政策	寛容	不寛容	

(出所)各種資料より大和総研作成