

## 歓迎すべき「トランプ相場」の変調

---

大和総研 経済調査部長 児玉 卓

### 世界

FRBによれば、昨年11月の米国大統領選挙から同年末にかけて、米ドルの名目実効レートは5%弱上昇し、後、4月中旬までに4%程度下落した。3月半ばに2.6%台だった米国10年国債利回りは2.2%前後に低下している。司法や議会の壁に直面するトランプ政策が迷走し、実効的な景気刺激策に対する期待が後退している結果であろうが、これ自体は必ずしも悪いことではない。第一に、経済合理性に真っ向から反する政策が繰り出される可能性は低下している。米国が中国の為替操作国認定を見送ったことなどは、その一例と捉えられよう。第二に、米国はそもそも景気刺激策を必要とする状況にはない。同国の景気が万全ということではないが、循環的には完全雇用近傍のマチュアな状況にあり、追加的な刺激策が賃金上昇の加速などを惹起する可能性がある。これとも関係するが、第三に期待先行のドル高や金利上昇が収束することで、米国景気拡大の延命の可能性が高まる。もっとも、いいことばかりではない。市場のメッセージはやや込み入っており、政権の政策執行能力への疑念が高まっている割には、米国株価の反落の程度は明らかに軽微である。恐らく注意すべきは、株価調整の本格化よりも、分配の不平等が一層深刻化し、トランプ政権の求心力が消失する可能性があることであろう。それが同政権のレームダック化を招くだけであれば良いが、内政の失策を高圧的な外交政策で相殺するべく、地政学的リスクをあちらこちらで撒き散らせば、上記の「加点」はすべて霧散する。

### 日本

日本経済は、トランプ政権の影響という「外患」に備えることが非常に重要な一方で、潜在成長率の長期低迷という国内の構造的な「内憂」にもしっかりと向き合う必要がある。人口減少社会に突入している日本では、潜在成長率の向上という観点から、働き方改革の加速などを通じて女性や高齢者の活躍を一層進めることが課題となっている。女性の積極的な労働参加が進む欧州諸国と比べると、日本は依然として見劣りしており、女性の労働市場への参加余地はまだ大きい。仮に育児や介護対策で就業障壁が完全に撤廃されることになれば、最大で100万人以上の女性が就業することができる計算となる。

### 米国

オバマケアの廃止・置き換え法案が、共和党内からの反対によって採決にすら至らなかったことで、トランプ政権は政策遂行能力の低さを露呈した。同政権は、今後の政策の優先課題として、減税を中心とした税制改革に軸足を移していくとみられる。しかし、日程が後ずれする公算が大きくなっているのに加えて、共和党内での意見調整の難しさによって、経済政策による景気刺激効果は期待していたほどにはならない可能性がある。短期的には、政策に対する期待感が剥落することで、大統領選挙以降、上昇してきた株価や、企業および消費者のマインドが腰折れする可能性には一定の注意が必要と考えられる。だが、これまで企業や消費者のマインドが改善基調を強めたのとは裏腹に、ハードデータに見る実体経済面での改善は緩慢なもの

に留まってきた。マインド悪化による影響も限定的なものとなると考えられ、過度に悲観視する必要はないだろう。2017年1-3月期の実質GDP成長率は同+1%台前半へと減速したとみられる。しかし、雇用・所得環境の着実な改善などに鑑みると、1-3月期の個人消費の減速は一時的なものとなると見込まれ、4-6月期には再び、個人消費を中心に成長率が加速すると見込む。

## 欧州

ユーロ圏では内需が牽引する緩やかな景気拡大が続いていると見込まれる。ここ半年の企業景況感の改善と比べると、1、2月の鉱工業生産の伸びには物足りなさがあるが、新車販売は好調で個人消費は底堅く推移している。なお、2月の消費者物価上昇率が前年比+2.0%に急加速してインフレ懸念が意識されたが、これは原油価格上昇に、厳冬による食品価格上昇という押し上げ要因が加わったもので、3月は同+1.5%に減速した。賃金上昇率の加速をもたらすような労働需給の逼迫はまだ生じておらず、ECBは緩和継続がユーロ圏の持続的な景気回復と物価安定の前提条件との認識を変えていない。英国のメイ首相は4月18日に、下院を解散して6月8日に議会選挙を前倒ししたいとの意向を表明した。首相のねらいは保守党の勢力拡大で、党内対立が目立つ最大野党の労働党から議席を奪取し、保守党が現有の330議席からどこまで議席数を伸ばすかが注目される。一方で、EU離脱に反対している自由民主党、スコットランド民族党なども議席を伸ばすと予想されるが、英国のEU離脱方針を覆すような勢力とはならないだろう。

## 中国

国家統計局によると、1月～3月の実質GDP成長率は前年同期比6.9%（以下、断りのない限り前年比もしくは前年同期比）と、0.1%ポイントずつとはいえ、2四半期連続で加速した。1月～3月の国民一人当たり消費支出統計では、教育・文化・娯楽消費支出などが大きく増加し、堅調な消費を支えている。中国の景気は、大きく下振れするリスクは限定的であるが、年後半には固定資産投資の鈍化を背景に、緩やかな減速が予想される。70都市の新築住宅価格上昇率は直近ピークである2016年11月、12月の10.8%から2017年3月は10.3%と、小幅ながらも鈍化した。3月中旬以降、各地方政府は一段と厳しい価格抑制策を相次いで発表しており、価格の上昇ペースはさらに鈍化していこう。不動産開発投資は年後半には減速していく可能性が高い。インフラ投資に関連して、新規着工された固定資産投資プロジェクトの総投資計画額の推移を見ると、2016年前半に景気下支え策として国有部門のインフラ投資を中心にプロジェクトが一斉に認可されたが、足元ではその反動が出ているなど、先行きに不透明感が高まっている。

### 主要国実質GDP見通し<要約表>

	(前期比年率%)			(前年比%)										
	2015年 4-6	7-9	10-12	2016年 1-3	4-6	7-9	10-12	2017年 1-3 (予)	2014年 (日本は年度)	2015年	2016年	2017年 (予)	2018年 (予)	
日本	-0.0	0.6	-1.0	1.9	2.2	1.2	1.2	2.8	-0.4	1.3	1.4*	1.4	1.1	
米国	2.6	2.0	0.9	0.8	1.4	3.5	2.1	1.1	2.4	2.6	1.6	2.1	2.3	
ユーロ圏	1.6	1.2	1.8	2.2	1.3	1.7	1.9	1.6	1.2	2.0	1.8	1.6	1.6	
英国	1.9	1.1	2.8	0.6	2.4	2.0	2.7	0.9	3.1	2.2	1.8	1.5	1.3	
中国	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	7.3	6.9	6.7	6.4	6.3	
ブラジル	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	0.5	-3.8	-3.6	0.9	1.8	
インド	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	6.9	7.5	7.5	6.3	6.7	
ロシア	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	0.7	-2.8	-0.2	0.8	1.2	

(注)2016年(前年比%)の「\*」は予測値。

(出所)各種統計より大和総研作成