

2016年11月22日 全10頁

日本経済見通し：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
執行役員 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸
シニアエコノミスト 長内 智
エコノミスト 岡本 佳佑
エコノミスト 小林 俊介
エコノミスト 齋藤 勉
エコノミスト 前田 和馬
田中 誠人

[要約]

- 経済見通しを改訂：2016年7-9月期 GDP 一次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は2016年度が前年度比+1.1%（前回：同+0.9%）、2017年度が同+0.9%（同：同+0.9%）である。先行きの日本経済は、①実質賃金の増加、②原油安と交易条件の改善、③経済対策の実施、などの国内要因が下支え役となり、緩やかに回復する見通しである。（→詳細は、熊谷亮丸他「第191回 日本経済予測」（2016年11月21日）参照）。
- トランプ・ショックで日本経済に何が起きるのか？：米国大統領選挙におけるトランプ氏の勝利が、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リスクがある。とりわけ中長期的には、同氏の勝利を受けて、世界経済の先行き不透明感が強まり、グローバルな金融市場において、リスクオフによる世界的な株安や急速なドル安の動きが生じる可能性もあるだろう。
- 日本経済のリスク要因：今後の日本経済のリスク要因としては、①トランプ氏の政策、に加えて、②中国経済の下振れ、③米国の「出口戦略」に伴う新興国市場の動揺、④地政学的リスクおよび政治リスクを背景とする「リスクオフ」、⑤英国のEU離脱交渉や欧州金融機関のデレバレッジ、の5点に留意が必要だ。

1. 日本経済の見通し

トランプ・ショックで日本経済に何が起きるのか？

2016年7-9月期GDP一次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2016年度が前年度比+1.1%（前回：同+0.9%）、2017年度が同+0.9%（同：同+0.9%）である。先行きの日本経済は、①実質賃金の増加、②原油安と交易条件の改善、③経済対策の実施、などの国内要因が下支え役となり、緩やかに回復する見通しである。ただし、米国大統領選挙におけるトランプ氏の勝利が、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リスクがある。とりわけ中長期的には、同氏の勝利を受けて、世界経済の先行き不透明感が強まり、グローバルな金融市場において、リスクオフによる世界的な株安や急速なドル安の動きが生じる可能性もあるだろう（→詳細は、熊谷亮丸他「第191回 日本経済予測」（2016年11月21日）参照）。

2016年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.2%（前期比+0.5%）

2016年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.2%（前期比+0.5%）と、市場コンセンサス（前期比年率+0.8%、前期比+0.2%）を大きく上回った。需要項目別には、個人消費、設備投資、住宅投資、輸出が増加に寄与した一方、公共投資、輸入が減少している（輸入の減少は成長率に対してはプラス寄与）。総じて堅調な内容だったと評価されるが、成長の源泉が主に外需であることや、デフレーター下落により名目GDP成長率は実質成長率よりも小幅にとどまった点などには注意が必要だ。

先行きも緩やかな回復を見込むが、下振れリスクは併存

先行きの日本経済は、基調として緩やかな拡大傾向が続く見込みである。しかし引き続き内需に力強さが欠けている点には留意しておく必要がある。外需寄与は緩やかな拡大を続ける見通しであるが、仮に世界経済の先行き不透明感が強まることとなれば、内需が停滞する中、日本経済を下押しするリスク要因となる。例えば米国ではFEDが年内にも利上げを実施する見込みであり、利上げ実施後の米国経済の減速や、利上げに伴う新興国からの資金流出などが危惧される。また、大統領選挙におけるトランプ氏の勝利を受けて、世界経済に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。

個人消費は緩やかながら拡大基調が続くと見込んでいる。労働需給は引き続きタイトであり、このことが雇用者報酬の増加を通じて個人消費を下支えするとみられる。また、消費者物価上昇率が前年比でマイナスに転じ、物価の影響を考慮した実質賃金が堅調に推移していることも個人消費の追い風となる。一方、円高などに伴い企業業績に頭打ち感が見られる中、所得環境の先行き不透明感が強まりつつあることや、足下の生鮮食品の値上がりを受けて家計が節約志向を強める可能性があることなどには注意が必要だ。

住宅投資は緩やかに減速するとみている。確かに低水準で推移する住宅ローン金利は引き続き住宅投資の下支え要因となろう。しかし、2017年4月に予定されていた消費税増税前の駆け込み需要を見込んだ都市部のマンションを中心とした住宅着工は今後減少することが予想され、

それに遅れる形で住宅投資も減少し始めると予想している。

設備投資は横ばい圏での推移を予想する。労働需給が引き続きタイトな中、特に非製造業において、人手不足に対応した合理化・省人化投資が期待できる。一方、世界経済の停滞や円高・ドル安に加え、依然として力強さを欠く内需などを背景として企業収益に頭打ち感が見られており、企業が設備投資に対する慎重姿勢を強めつつある点には注意が必要だ。

公共投資については、年度末に向けて持ち直しの動きが見られるだろう。経済対策が盛り込まれた第2次補正予算が成立したことを受け、これから年度末に向けて公共投資が徐々に押し上げられる見込みである。

輸出に関しては、海外経済が緩やかな成長を続ける中、消費財の輸出を中心に底堅く推移するとみている。財輸出を地域別に見ると、雇用環境の改善や金融緩和の効果等を背景に、各地で個人消費が堅調に推移しており、米国、EU、アジア向けの消費財輸出は底堅く推移するとみている。一方、米国では企業収益の伸びが低位にとどまっているほか、アジアでは鉄鋼業などを中心に過剰設備の調整が必要とされており、資本財や素材については輸出不振が継続する公算が大きい。

日本経済のリスク要因

今後の日本経済のリスク要因としては、①トランプ氏の政策、に加えて、②中国経済の下振れ、③米国の「出口戦略」に伴う新興国市場の動揺、④地政学的リスクおよび政治リスクを背景とする「リスクオフ」、⑤英国のEU離脱交渉や欧州金融機関のデレバレッジ、の5点に留意が必要だ。このうち②について、当社の中国に対する見方は「短期＝楽観。中長期＝悲観」である。中国経済を取り巻く状況を極めて単純化すれば、「1,000兆円弱の過剰融資」「550兆円以上の過剰資本ストック」に対して、中国政府が600兆円から800兆円規模の財政資金で立ち向かう、という構図だ。中国経済の底割れは当面回避されるとみているが、中長期的なタイムスパンでは大規模な資本ストック調整が発生するリスクを警戒すべきであろう。

2. トランプ・ショックで日本経済に何が起きるのか？

2016年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。同氏は、これまでの大統領選挙において、TPPへの反対を強調したほか、他国の通貨安を牽制するなど、内向き志向の政策を掲げていた。このため、とりわけ中長期的には、同氏の勝利を受けて、世界経済の先行き不透明感が強まり、グローバルな金融市場において、リスクオフによる世界的な株安や急速なドル安の動きが生じる可能性もあるだろう。

2.1 トランプ大統領決定が日本経済に与える影響を試算

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リスクがある。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り世界経済が減速した場合、日本からの輸出も低迷して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、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、仮にドル円相場が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。

ただし、トランプ氏の勝利の報道を受けて、2016年11月9日の東京株式市場では日経平均株価が急落したが、翌日にはその下落分を取り戻したことなどを考慮すると、トランプ・ショックが日本経済に与える影響は、現時点では限定的であるとみることができよう。

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

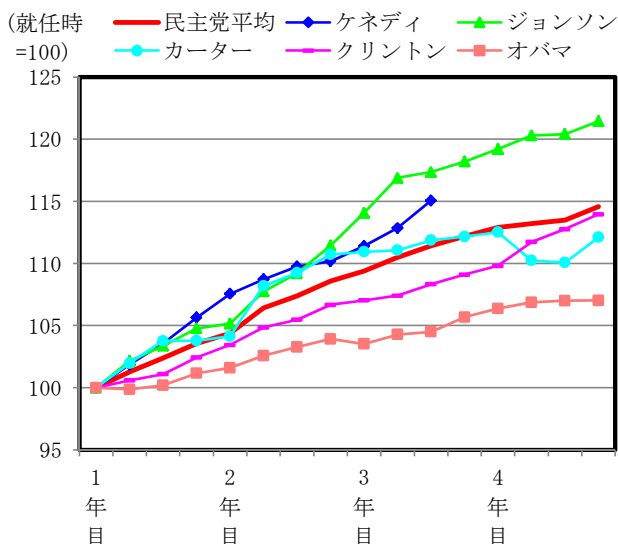
2.2 米国経済のサイクルに与える影響

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。

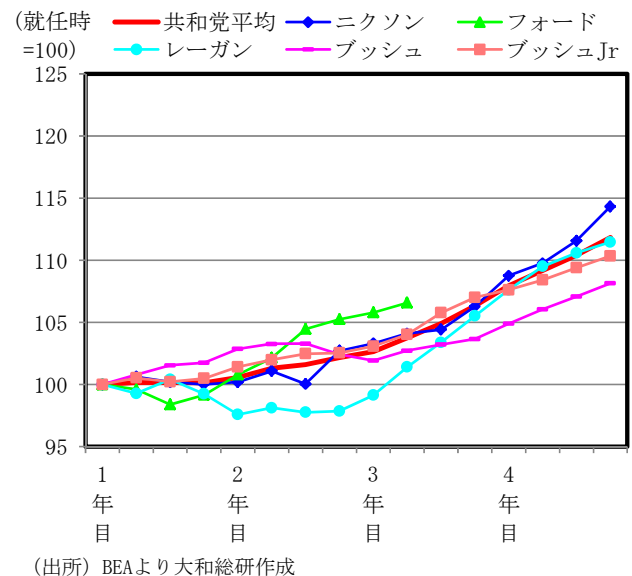
図表 2 は民主党政権時代、**図表 3** が共和党政権時代の実質 GDP の推移を示したものだ。「民主党政権時代は安定して右肩上がり」である一方で、「共和党政権時代は最初の2年程度はやや苦しいが、3年目から大きく盛り返してくる」という経験則が顕著に表れている。この背景として、党是の違いが端緒となり、異なる景気サイクルが発生している可能性が指摘できる。

すなわち、「民主党は大きな政府による歳出拡張路線を志向し、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



2.3 米国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 年以上もの間、赤い折れ線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。

これは次項に示す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、財政赤字の拡張に伴うインフレの高進と同時に志向される傾向が強い。これは、インフレを抑制する目的で金利上昇・ドル高が進展しやすいことに加え、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って起きている。

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、財政政策・金融政策の方針転換と並行し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。

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

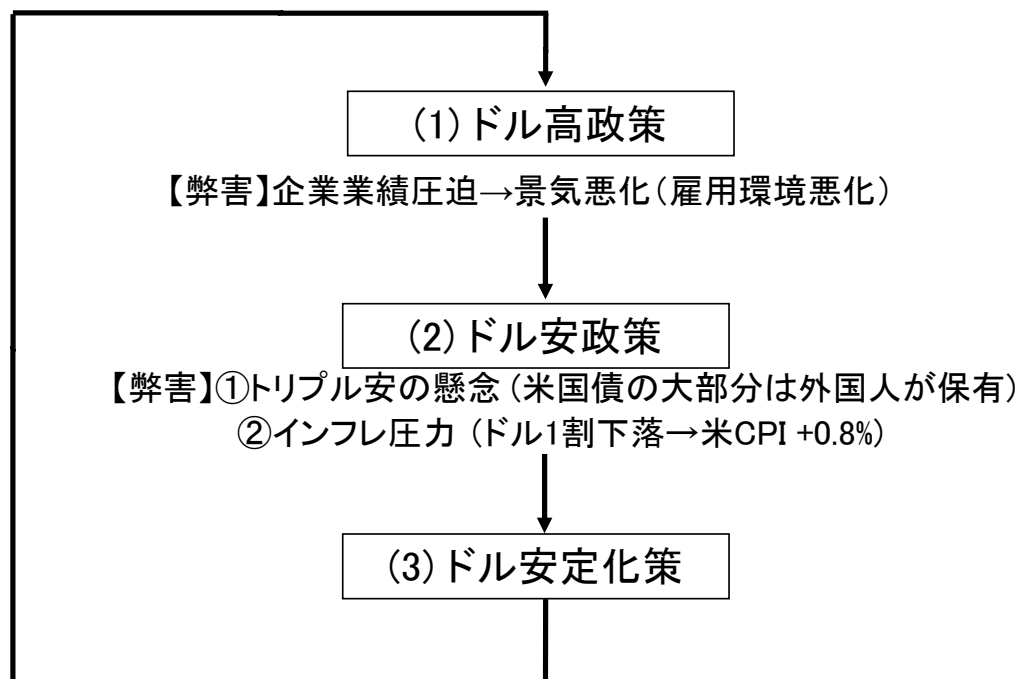
(出所) FRB、BIS、Haver Analytics、各種資料より大和総研作成

こうした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、2015年までのドル高進展の後、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も見える。この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、2016年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、トランプ新政権の「財政政策」が「大きな政府」路線に向かうのか、それとも「小さな政府」路線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



(出所)大和総研作成

2.4 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、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「小さな政府」路線の政策と、インフラ投資拡充など、「大きな政府」路線の政策が混在していることが分かる（**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、中長期的には、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、「小さな政府」路線と「大きな政府」路線のうち、いずれの政策へ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、今のところ前者寄りの政策を打ち出していく公算が大きいのではないだろうか。

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	オバマケア廃止 メディケイドは州に裁量を付与	削減
財政政策	インフラ投資拡充 法人租税回避抑制 富裕層への所得課税強化 -	インフラ投資拡充 法人税引き下げ 所得税簡素化・引き下げ 債務上限重視	歳出削減 (小さな政府)
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

図表 7 : 日本経済・金利見通し

	(予) →						(予) →			
	2015.10-12	2016.1-3	4-6	7-9	10-12	2017.1-3	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	-1.6 0.7	2.1 0.2	0.7 0.6	2.2 0.9	1.3 1.6	1.7 1.4	-0.9	0.9	1.1	0.9
経常収支 (季調済年率、兆円)	19.2	19.9	18.5	20.4	20.9	21.4	8.7	18.0	20.6	23.2
失業率 (%)	3.3	3.2	3.2	3.0	3.1	3.0	3.5	3.3	3.1	3.0
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2015=100) [前年比%]	-0.1	-0.1	-0.4	-0.5	-0.4	0.4	2.8	-0.0	-0.2	0.4
国債利回り (10年債最長期物) (期中平均、%)	0.29	-0.01	-0.15	-0.12	0.00	0.00	0.46	0.26	-0.07	0.00

(注) 予測値は原則として大和総研・第191回日本経済予測による。

(出所) 各種統計より大和総研作成