

2024. 7. 18



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

## トランプ氏の勝利を織り込む金融市場

～「もしトラ」から「ほぼトラ」へ、ただし方向性は変わりうる～

### ポイント

- トランプ前大統領の銃撃事件後、金融市場では大統領選におけるトランプ氏勝利を見込む向きが広がった。もっとも、初期段階でのおおまかな方向性が示されただけで、いずれトレンドが変わる可能性は大いにある
- 短期から長期まで含めた経済への懸念材料は3点ある。1点目は、過度な保護主義路線。2点目は財政赤字の拡大、3点目は地球温暖化対策の軽視
- 米中摩擦が激化することになれば日本経済も大きな影響を受ける。プラス要因は、円安ドル高トレンドに歯止めがかかる可能性があること

### 1. 「ほぼトラ」相場の方向性は変わりうる

現地時間で7月13日に起きたトランプ前大統領の銃撃事件後、金融市場では大統領選におけるトランプ氏勝利を見込む向きが急速に広がった。このところ、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長の発言や、軟調な経済指標などさまざまな要素が働いており、事件の影響だけを分離できるわけではないが、週明け15日の米市場はとりあえず株高、長期金利上昇、ドル高という反応だった。ダウ平均は2ヵ月ぶりに最高値を更新、初日はトランプ氏が立ち上げたメディア関連銘柄や、規制緩和が予想される暗号資産関連銘柄等が買いを集めた。ダウ平均はその後3日連続で高値を更新している。国債市場や為替市場では、景気回復期待やインフレ率の下げ渋り観測が相場に影響を与えたとの声が聞かれた。防衛、金融、インフラなどの「トランプ銘柄」が、米国以外でも幅広く買いを集めている模様である。

トランプ氏が勝利した2016年の大統領選時、下馬評ではトランプ氏勝利なら株価は下がり、世界経済は大きく悪化との見方がもっぱらだった。しかし、実際は当選の翌日から株価は大きく上昇した。ドライな市場の論理が明確になった形だったが、当時の動きを覚えている人が多いことも足元の動きに影響しているだろう。バイデン氏優勢なら株価は下がるとみるわけではないが、減税、規制緩和といった親ビジネス的な政策を繰り出すトランプ氏の方が、相対的に株価は上昇しやすいのは確かと考えられる。

「もしトラ」から「ほぼトラ」モードへと移行しつつある市場だが、現状では初期段階でのおおまかな方向性が示されただけで、当然ながら今後いくらでも変わる可能性はある。そもそも、事件後に大手の通信社と市場調査会社が共同で実施した世論調査では、トランプ氏の43%という支持率に対し、バイデン大統領は41%とさほど差がついていなかった。また、大統領選挙までに残された約3ヵ月半という時間は、再び不測の事態が流れを変えるには十分な長さであり、選挙自体、決まったようなことを言うのは時期尚早である。トランプ氏が

当選した場合でも、今回は株式市場で買いが先行した分、選挙後は噂で買って事実で売るといった動きとなる可能性もあるだろう。あとは、外交面等、政策面での先行き不透明感の台頭とのバランスを市場がどう評価するかということになる。

どのみち、内政面では議会の構成が重要となる。上下両院とも共和党が多数派となるいわゆる「トリプルレッド」が実現すれば、トランプ氏の政策遂行の自由度は高まる。逆に、民主党が議회를制する展開となれば、トランプ氏が打ち出す大型減税案も相応の規模縮小を余儀なくされる可能性が高い。2025 年末に期限を迎えるトランプ減税の延長だけでも、少なからぬ政治的資本の費消を強いられることになるだろう。こうした経緯も市場の先行きに大きな影響を与えうる。

## 2. 高関税は米経済への悪影響大

株価のトレンドに最も大きな影響を与えるのはやはり景気であろう。大統領が誰になるかが景気の先行きを左右する割合は、通常であればそれほど大きくないと考えるのが自然だが、トランプ氏の場合、かなりドラスティックな政策を打ち出していることもあり、そのまま実行に移されれば無視できない影響が現れる可能性が高い。

懸念材料としては大きく3つある。1点目は、中国との貿易摩擦の激化が米国経済、ひいては世界経済の足を引っ張る可能性である。前回の大統領在任時も、後半の2018年から2019年にかけては、中国との貿易摩擦が激化するなかで景気は徐々に減速に向かった。当時のISM製造業指数は、2018年8月の60.5ポイントから、2019年8月には48.5ポイントにまで一気に低下している。トランプ氏は今回、中国からの輸入品に一律60%の関税を課すと述べている。当社の経済モデル(OEGM)では、もし2025年の年初から引き上げた場合、2025年の米国の実質GDPの伸びをベースラインから▲1.2%押し下げ、消費者物価指数(CPI)を+0.8%押し上げる(図表)。中国に対してはそれぞれ▲0.6%、▲0.1%の押し下げ効果として働く。ここでのポイントは、米国のGDPへのマイナスのインパクトが、中国の2倍もあるという点である。関税を払うのは中国政府ではなく、米国民であることを考えれば当然の成り行きである。

試算結果は、中国への高関税が、米国でスタグフレーションが定着するほどの強力な供給ショックになりかねない可能性を示している。ただ、60%はさすがに支持層へのインパクトを意識したスローガンの可能性が高いだろう。かつてのトランプ関税も、第3弾、第4弾と後半に差し掛かるにしたがい、小刻みに引き上げたり、一部品目については延期したりと、次第にこわごわモードになっていった経緯がある。前政権時もトランプ氏は米経済への関税の影響をちゃんと吟味していた。

とはいえ、少なくとも「これならバイデン政権時代の政策と大差ない」と言われたいレベルのものにはめぐりに違いない。この場合の景気へのリスクは2通り考えられる。まずは、FRBがインフレに対抗して利上げを急ぐことで、インフレ抑制と引き換えに米景気が後退局面に陥る可能性である。この場合、主要相場は株安、長期金利は上昇の後低下、為替相場はドル高の後ドル安と言った経路をたどるだろう。あるいは、すでに失業率が上昇を始めるなど、景気減速傾向が明らかになっているなかで物価が上昇することにより、実質所得が大きく減少、FRBが動く前に景気悪化に拍車がかかる可能性もある。この場合、株安、長期金利は低下、為替はドル安といった形になるだろう。

(図表) 米の対中関税60%のインパクト

	GDP	CPI (総合)
米国	-1.2	0.8
中国	-0.6	-0.1
日本	-0.2	-0.2

※2025年の年初から中国への関税を一律60%とした場合の各国の2025年の実質GDP、CPIへの影響(ベースラインからの伸び率の差)

(出所) OEGMより明治安田総研作成

### 3. 財政リスクも無視できず

2点目は財政面のリスクである。伝統的な共和党の政策スタンスは小さな政府であり、減税もするが歳出も削減というのが基本だが、トランプ氏の場合は歳出拡大も躊躇しないスタンスである。大型財政と保護主義がトランプノミクスの根幹という姿は、再選されても変わらない可能性が高い。前政権時はトランプノミクスがもたらす、いわゆる「高圧経済」が、需要面のみならず供給サイドにも好影響を及ぼすという楽観的な主張がみられたが、当時とはいろいろな意味で取り巻く環境が異なる。インフレ圧力が根強く残るなかでの「高圧経済」は自殺行為になりかねないほか、財政もコロナ禍を経るなかで大幅に悪化している。1~2年のうちに、財政赤字の拡大傾向に歯止めがかからないことが明らかになれば、長期金利にリスクプレミアムが乗る可能性も考えられる。さすがに米国が財政インフレに見舞われる展開までは考えにくいものの、長期金利上昇が景気の下押し圧力となる可能性があるほか、米国外への資金移動が進むことがドル安と株安の連鎖を招く可能性もありうる。前述のとおり、内政、特に予算がかかわる話は議会勢力に大きく左右されるが、民主党が緊縮財政路線を敷いているわけでもないことから、この問題は誰が大統領になっても残る。

3点目はきわめて長期的な視野からの話になるが、トランプ氏が地球温暖化対策を軽視するスタンスをとることで、世界の気候や経済への不安感が広がるリスクである。どちらかといえば近視眼的な株式市場では、むしろオールドエコノミー関連株が株価をけん引する展開が予想されるが、欧州でも温暖化対策への過度な傾斜を見直す機運が台頭しており、世界経済の長期予想を行なうにあたっては無視できないファクターとなる。

### 4. 気になる日本経済への影響

米国が中国に対し高関税を課せば、日本もその悪影響から無縁ではいられないのは前掲の図表が示している。そもそもトランプ氏は、同盟国を含め輸入品に一律10%の関税をかけると公言している。これが実現するなら、日本も含め世界経済への下押し圧力はさらに大きなものとなるだろう。一方、トランプ氏がドル高に反対の姿勢を示していることは、円安に悩む日本にとって必ずしもマイナスではない。4月にはSNSに「ドルが円に対しておよそ34年ぶりの高値をつけた。これはアメリカにとって大惨事だ」と投稿したほか、7月16日に公表された通信社のインタビューでも「私たちは大きな通貨問題を抱えている。強いドルと弱い円、弱い人民元で、これはとんでもないことだ」と述べている。

この点、財務省にとっては、為替介入の了承を取り付けやすくなるかもしれないという期待はできる。イエレン財務長官は、「介入はきわめてまれであるべき」との立場を再三表明しているが、トランプ政権下ではスタンスが変わるかもしれない。トランプ氏自身、大統領在任時から日本が為替操作を行なっているとさんざん批判してきたが、米国にとって都合のいい方向に操作するなら黙認ということになるのだろう。

日本の財務省は11、12日と2日連続で円買い介入に入った模様で、18日時点で155円/ドル台まで円高が進んでいる。ただ、まだ150円/ドル台半ばであり、このレベルであれば円高圧力が収束したとは到底言えない。経済指標やイベント次第で再び160円/ドル台に戻る可能性も十分考えられる。そうなると財務省は悩ましい。しかし、トランプ氏の当選観測が高まるとともに、円買い介入の自由度も高まると市場が考えれば、それだけでさらなる円高が進む展開も期待できる。これは、いまだマイナスの実質賃金に悩まされる家計にとって、少なくとも直接的にはプラスとなる。一方、グローバル企業中心に株が売られ、せっかく盛り上がっている「貯蓄から投資へ」の流れに水を差すリスクと背中合わせである点には注意が必要である。

トランプ氏は、ドル高を攻撃する一方で、FRBに対しては、「大統領選挙の前に利下げをするべきではない」とけん制発言を繰り返すなど、その主張には必ずしも一貫性がない。なんらかの政治的意図が働いているとみられるが、就任後は一転して利下げ圧力をかける可能性もあるだろう。パウエル議長は、15日に、「4-6月期の経済データで、インフレ率が目標の2%に向かって低下しているとの自信を深めた」と述べており、今のところ

大統領選の趨勢にかかわらず早晚利下げに舵を切る構えだが、そのペースやタイミングが政治的圧力で左右される可能性は残る。また、トランプ氏のことなので、いずれ、強いアメリカには強いドルがふさわしいと言いつ出す可能性もゼロではない。政策のかじ取りを巡る予測不可能性が相場の先行き不透明感につながるリスクは、在任中ずっとくすぶり続けることになるだろう。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください

明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

電話番号：03-6261-7947

e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411