



2016年11月17日

## トランプ大統領と「100日蜜月」:ドル高の持続性について考える

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 上席研究員 武田 紀久子

### <新大統領と「100日蜜月」>

周知の通り、米国政治には「100日の蜜月期間」と呼ばれる紳士協定がある。就任（或いは当選）後100日程度は与野党・メディアともに新大統領に対するあからさまな批判や評価を避け、むしろ政策推進を援護する。比較的支持率が高い就任直後の勢いに乗じて重要法案等が多数成立することを温かく見守る「歓迎ムードの持続期間」を指す表現だ。二大政党制の下で8年毎の政権交代がほぼ常態化し、新政権の機能が軌道に乗るまでにはある程度の時間的猶予が必要なことを国民ともども理解している米国ならではの慣習であろう。異例尽くし、などという生易しい表現では全く足りない驚天動地のトランプ大統領誕生劇であったが、選挙後約1週間の金融市場の反応を見る限り、少なくともこの「100日蜜月」の伝統は、定石通りに守られているように見受けられる。

### <金融市場は「トランプ・リフレ」を好感>

現在、米金融市場で急激な「株高・金利上昇・ドル高円安」が進行している背景は、新政権下で「財政刺激と金融引き締めポリシー・ミックス」が採用されることへの期待に他ならない（トランプ氏の公約については末尾掲載の図表2ご参照）。即ち、大規模な「減税・インフラ投資・規制緩和」のリフレ政策を受けて、米国経済が近い将来、高成長・高インフレに向かうことを所与に、その過程で期待される株価上昇とともに、「財政赤字拡大→期待インフレ上昇→米長期金利上昇（Fedによる利上げ加速）→ドル高」を一気に織り込みに行っているのが今の市場の反応だ。セクター毎に騰落ありつつも、エネルギーや薬品、金融等の規制緩和業種、或いはインフラ関連業種などに牽引され、米主要株価指数は連日の最高値更新。他方、堅調な株価以上に目を見張る状況にあるのが、米長期金利の上昇だ。これまでは、グローバルな長期停滞を反映し一種諦念ともいえる「超低金利の長期化見通し」が浸透していただけに、米10年債利回りは約1週間で約50bpも上昇するなど、超低金利からの反転上昇の速度と幅は、マグニチュードの非常に大きなものになっている。

### <金利差拡大でドル高円安が進行>

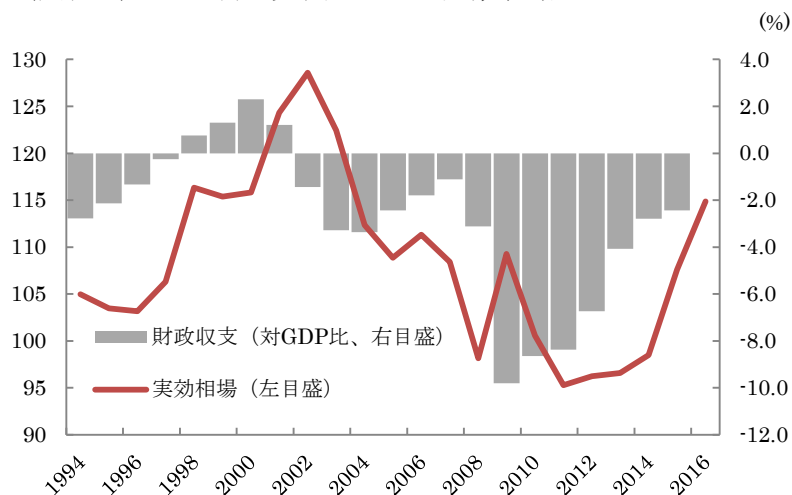
ドル円相場でドル高円安が急進行した背景は、専ら、この米長期金利の上昇に連れた「金利差要因」にある。そもそも、市場では「仮にトランプ氏当選となればリスク回避で円高」との予想が大勢であったため、9日の海外市場で始まったドル高円安進行を当初はやや意外感をもって受け止めたはずだ。しかし「100日蜜月」効果か、未だ公式情報が皆無と言って良い「トランプ政権の経済政策」を1980年代のレーガノミクスの成功に準える論調まで出回るようになり、「ドル高は意外」から「ドル高で当然」へ、市場心理は変わりつつある。また、為替市場参加者の多くは、市場が大きく動意付くことそのものを商機到来として歓迎する傾向が強い。何であれ商機のあるトレンドには水を差さず、ともあれ流れについて行くという彼らのこうした投資行動も、「トランプ・リフレ」期待のドル先高観を助長していよう。

### <対円ドル高の持続期間はせいぜい「100日蜜月」？>

もっとも筆者は、以下3つの理由から、対円でのドル高基調の持続力と上昇幅については、慎重に見るべきだと考えている。確かに、一旦走り出した相場は「100日蜜月」程度は持続するかもしれない。しかし、少なくとも対円でのドル高地合いがこの先長期化するという信頼感は、定着しにくいように思われる。

1点目は、財政規律の棄損である。未だ確かな情報に乏しいが、トランプ氏の公約を前提にすれば、法人税の最高税率引き下げ(35%→15%)を初めとする大型減税やインフラ投資、そして、「Make America Great Again」の軍事予算拡大など、新政権下では財政規律の弛緩が必至となっている。これらは理念的には共和党の伝統的スタンスである「財政均衡＝小さな政府」と相容れないため、どこまで実現可能か未知数ではあるが、少なくとも法人減税を含む税制改革やインフラ投資策等は共和党主流派・保守派も合意しており、赤字拡大は避けられそうにない。下図(図表1)で示す通り、ドル相場と財政収支には長い目で見て「赤字拡大でドル安・赤字改善でドル高」という傾向が見て取れる。財政収支悪化とドル高の同時進行には限界がある、考えて良いだろう。

(図表1) <米財政収支とドル実効相場>



2点目は、インフレが通貨価値に与える示唆＝購買力平価理論である。今のロジックは、財政支出拡大→期待インフレ上昇→米長期金利上昇→利上げ加速→ドル高にあるが、その先の展開について思考停止している。インフレ加速が、最終的・本質的な意味でその国の通貨に与える影響は、上昇（増価）ではなく下落（減価）である。購買力平価理論に立ち返れば、インフレ圧力が高まる米国の通貨ドルは、一定のタイムラグはあるものの、下落（減価）していくことになる。

3点目は、トランプ氏の唱える貿易保護主義への傾斜である。米当局が保護主義を追求することと、市場力学に基づく本国通貨高を受け入れ続けることは両立しないだろう。もとより、オバマ政権下で昨年「貿易円滑化・貿易執行法」が施行され、米財務省はこれを受け為替操作国認定のための「監視国リスト」の公表を今年4月に開始している（[「IIMAの目」No.40](#)ご参照）。先月10月に発表された最新版では6カ国が「監視リスト」入り。この6カ国中、相対的に大きな経済規模と対米貿易黒字を抱える国は、中国、ドイツ、日本の3カ国となっている。トランプ氏は中国を早々に為替操作国として認定すると発言しているが、それも含め、この3カ国の通貨に対するドル高進行を、新政権が長い期間に渡って受け入れる可能性は低い、と考える。

ドル高が米国経済に与える悪影響について明言している米国の公人は、何もトランプ氏だけではない。米FRBは今年前半の経済活動が下振れた理由として「新興国経済の調整」と「ドル高の影響」の2点を挙げ、FOMC声明等の公式文書で繰り返し指摘している。Fed要人というよりも国際金融界の重鎮と言って良いフィッシャー副議長は10%のドル高で「3年後の米GDPが1.5%下押しされる」等の試算結果を講演で発表している。ドル高が更に大幅、且つ、急激に進行すれば、米金融当局が警戒を強め、利上げスタンスは更に緩やかなものへ修正されるだろう。現在のドル高は「Fedによる利上げ加速観測＝米ドル金利の先高観」と「新興国からの逃避マネー流入」が相乗した結果であるが、大幅なドル高進行そのものが、Fedの利上げ判断を鈍らせる可能性は高い。

#### <トランプ・リスクからトランプ・チャンスへ>

金融市場では、トランプ氏とその選挙公約に対し、選挙前は否定的・懐疑的な評価ばかりであったが、結果判明後は手のひらを返したような好意的な解釈が増えている。勝利受諾スピーチが穏当な内容であった安心感や、不動産王としてのビジネス経歴に鑑みて、過激路線が軌道修正されるとの期待もあろう。また「景気は気から」で、トランプ氏というトリックスターの登場で、グローバルな「長期停滞」が打破される芽があるならば、是非それに乗ろうという発想も理解できなくはない。更に、どの国であれ、政治的なレジーム・チェンジを格好の「商売のネタ」にしているマクロ系ファンドなどが、暫くは「株高・金利上昇・ドル高」の流れに提灯を付ける相場地合いも続こう。

しかし、筆者が一番懸念するのは、減税・インフラ投資等の財政支出策のみならず、輸入関税引き上げや移民労働者排斥などの保護主義政策も含め、トランプ氏の主要経済政策のマクロ的帰結が米国内のインフレ上昇にある、という点だ。インフレは、「トラ

ンプ大統領誕生」の原動力となっただけで、低所得の白人層に象徴される「グローバル化から置き去りにされた人々」を、更に窮乏化させる。これにドル安が加われば、国内のインフレ圧力は一層強まり、結果的に格差も更に拡大する。他方、「America First＝米国第一主義」の下で推進される通商政策は、メキシコのみならず、中国等主要貿易相手国の輸出減速を通じて、グローバル全般の経済活動へ逆風となる。選挙後の楽観相場を英字メディアが“Trump party”と呼んでいるが、いつかの宴に過ぎない party であるならば、「100 日蜜月」を待たずにお開きになる場面が意外に早く来るかもしれない。いずれにしても、トランプ・リスクがトランプ・チャンスに変わったと確信するには、まだまだ情報も時間も必要に思われる。

(図表 2) <トランプ氏公約：最初の 100 日で立法化を目指す政策>

①	税制改革(所得税・法人税)
②	企業の海外移転を阻止するための税制改革
③	エネルギー開発・インフラ投資の促進
④	教育改革(学校選択の自由度向上など)
⑤	オバマケア廃止
⑥	育児・介護支援
⑦	不法移民対策(壁建設等)
⑧	コミュニティの安全確保(凶悪犯罪対策など)
⑨	安全保障改革(国防費強制削減廃止など)
⑩	政治腐敗対策
出所 Trump氏ホームページより	

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。