

トランプ・ユーフォリアはいつまで続くのか

株式会社日本総合研究所 副理事長 湯元健治

2016年11月のトランプ大統領誕生は、市場のみならず全世界の人々にとっても大きなサプライズだった。しかし、その後のマーケットは、ドル高、長期金利上昇、株価上昇という予想外の反応を示し、トランプ・ユーフォリアともいべき状況が続いている。市場は、トランプの公約である金融、環境分野などでの規制緩和や大規模な所得・法人減税、インフラ投資などの財政支出拡大を好感。超低金利時代は終わりを告げ、債券から株式へのグレート・ローテーションが始まると囃し立てている。まさに、期待先行のリスクオン相場が形成されているわけだ。果たして、このトランプ相場はいつまで続くのか、本稿では、トランプノミクスの負の側面を徹底的に検証し、その本質的矛盾について考察したい。

1. トランプノミクスの負の側面～保護貿易主義と反グローバリズム

市場の楽観論の背景には、トランプ発言が大統領選勝利後、比較的穏やかなトーンに修正されたことの影響が大きい。トランプ大統領は何をするか全く分からないポピュリストだという当初のイメージが、彼は実業家であり、自分の間違いに気づけば柔軟に修正する現実主義者だという好意的な見方に次第に変わっていった。

しかし、筆者はそこまで楽観的にはなれない。トランプ大統領誕生の基本的背景は、(1)貧困や格差拡大に対する大衆の強い不満、(2)反エスタブリッシュメント、反ワシントンなど現体制や既存政治家では、自らの境遇は絶対に変わらないという米国民、とりわけ低所得層の不満にトランプがポピュリストとして上手く便乗したからに他ならない。「アメリカ・ファースト」を掲げるトランプ政策には、自由貿易やグローバリズムという米国経済の強さの根幹を揺るがす危険な負の側面が内在しているからだ。

第1は、保護貿易主義への傾斜だ。トランプは、選挙期間中、不公正な貿易を行っているとして、中国製品には45%、メキシコ製品には35%の関税をかけると宣言した。この内容は、1988年に成立したスーパー301条(包括通商競争力法)の復活を彷彿とさせる。この法律は、不公正な貿易政策を取る国を特定し、制裁措置を振りかざしながら譲歩を迫るための手続きを定めており、USTR(米国通商代表部)が米国製品の輸出を妨げている国と政策を特定し、それを改めるよう交渉するものだ。交渉後、一定の成果が得られない場合には、報復関税などが課される。

トランプの本気度は、USTR代表に対中強硬派で有名なライトハイザー氏を指名したことから明らかだ。彼は、レーガン政権下でUSTR次席代表を務め、日本製品の輸入抑制に中心的な役割を果たした人物であり、今度は中国を相手に強硬姿勢で臨むことになるだろう。しかし、中国がかつての日本のように簡単に譲歩するとは思えない。政治・外交面も含めて米中関係の悪化は必至であり、米中対立は世界貿易の縮小など深刻なリスクを孕むことは間違いない。

第 2 は、NAFTA(北米自由貿易協定)再交渉や TPP(環太平洋戦略的経済連携協定)からの離脱による影響だ。自由貿易から得られる恩恵を最も享受している米国が自らそのメリットを放棄することの意味は大きい。米共和党は、元来自由貿易を党是としているため、トランプが NAFTA や TPP からの離脱を主張しても、議会で簡単に法案は通らないとの見方が有力だ。しかし、今回の大統領選では共和党有権者全体の 53%、トランプ支持層に限れば 67%が自由貿易に反対している。トランプの主張は自由貿易に真っ向から反対するのではないにせよ、米国にとって不公正な協定は断固見直すということであり、就任初日に TPP から脱退すると宣言したのは、単なるブラフでないことは明らかだ。

日本企業にとって深刻な影響が出かねないのは TPP ではなく、NAFTA の再交渉問題だ。トランプは、GM やフォードなど米自動車メーカーのみならず、トヨタに対してもメキシコでの工場建設に待ったをかけた。フォードは、トランプの意向を受けてメキシコ工場建設を撤回すると表明したが、これは明らかに企業経営への政府の過剰介入であり、自由貿易はおろか、資本主義経済をも否定しかねない暴挙だ。トランプが本気で NAFTA 再交渉ないし離脱を行うとすれば、近年 NAFTA のメリットを前提にメキシコへの進出を加速させてきた日本企業にとって大打撃となりかねない。自動車だけでなく、自動車部品、鉄鋼、機械など 957 社がメキシコに進出、大規模なサプライチェーンを構築しているだけに、NAFTA 離脱となれば、北米戦略の根底からの見直しを迫られるからだ。

第 3 は、移民排斥など反グローバルイズムの動きだ。メキシコとの国境に壁を作るといった過激な発言はトーンダウンしたとはいえ、移民制限を行うことは確実だ。米国の不法移民は 1,100 万人とも推計されているが、トランプはまず第一弾として犯罪歴のある不法移民 300 万人を国外に強制退去させると宣言した。トランプがどこまで本気で移民排斥を行うのかは定かでないが、司法長官に指名したセッションズ氏は、共和党最右派で不法移民排斥を主張している。しかも、彼は不法移民のみならず、米国でビザを取得した合法移民についても、低賃金米国人労働者保護の観点から移民削減を主張する強硬派だ。一定規模の移民制限措置が打ち出される可能性を排除することはできないだろう。しかし、そもそも人口の 13%を占める移民は米国経済の活力を支える原動力になっている。低賃金労働者の活用を妨げられれば、米国企業のコスト競争力が低下するだけではない。シリコンバレーの創業ベンチャーの半分は移民だといわれている。例えば、Uber の共同創業者の一人はカナダからの移民、シェアオフィスの WeWork のトップはイスラエル出身だ。本格的な移民制限は、労働力面だけでなく、イノベーションへの影響も含めて、米国経済の潜在成長率を低下させる要因となる。

2. トランプリスクの世界への伝播

第 4 に、トランプ大統領の誕生そのものが世界中にポピュリズムを蔓延させ、政治・経済の不透明感を高める要因になる。とくに、欧州にとって 3 月にはオランダ議会選挙を皮切りに、4~5 月にかけてフランス大統領選挙、9 月にはドイツ議会選挙が相次いで予定されるなど、今年は選挙の年であり、政治不安が経済の混乱を助長する可能性に警戒が必要だ。トランプ大統領誕生で、欧州では反移民、反緊縮財政、反 EU を標榜する極右政党が躍進を続けている。オランダでは、反イスラムを掲げる極右・自由党(PVV)のヘルト・ウィルダース党

首の支持率がトップになっており、PvV が第一党に躍り出る可能性が高まっている。フランスの動向は、より警戒が必要だ。反 EU と反移民を掲げる極右政党の国民戦線(FN)党首のマリーヌ・ルペン氏の国民的人気は高く、中道・右派の統一候補となった保守政治家フランソワ・フィヨン元首相との一騎打ちとなり、接戦が繰り広げられると予想されている。仮に、ルペンが大統領となった場合には、移民制限は当然のこと、EU からの離脱に関する国民投票が実施される可能性も否定できない。また、9 月に予定されるドイツ連邦議会下院選挙では、移民排斥を訴える反イスラム、反 EU 政党「ドイツのための選択肢(AfD)」が支持を伸ばしている。同党は、昨年秋、メルケル首相の地元選挙区である州議会選挙で、キリスト教民主同盟(CDU)の得票率を上回り、第 2 党に躍進している。4 選を目指すメルケル首相にとって、侮れない厳しい選挙となることは間違いない。さらに、イタリアでは昨年末に憲法改正の国民投票を否決された結果、レンツィ首相が辞任に追い込まれたが、他方で、反ユーロを掲げる新興野党で支持率も与党民主党と拮抗している「5 つ星運動」がユーロ離脱の国民投票を行うとして、即刻、総選挙を行うべきだと主張している。次回総選挙は 2018 年 2 月の予定だが、今年の前半にも前倒しで総選挙となる可能性も取り沙汰されており、予断は許さない状況だ。

以上のように、トランプ大統領誕生の余波は、欧州政治に大きなインパクトを与えつつあり、野党政権がどこかの国で誕生すれば、EU 離脱ドミノが一気に噴出するリスクを孕んでいるといえよう。

第 5 は、トランプ外交が世界のパワーバランスを変化させ、地政学リスクを高める懸念である。トランプ政権の外交政策がどうなるかは、現時点では不透明要因が多い。しかし、確実に言えることは、(1)イランに対する強硬姿勢の強まり、(2)米中関係の悪化、(3)ロシアとの関係改善模索の 3 点である。まず、トランプはイランに対して、核合意を破棄する可能性がある。確率は高いとは言えないが、現実にならった場合、イランが核武装を再開し、シリア内戦に本格介入するなど一気に中東情勢が緊迫化しかねない。次に、トランプは台湾総統との電撃的な電話会談やツイッターで中国の為替政策や南シナ海での活動を批判するなど中国との対決姿勢を強めている。トランプは、オバマ大統領の対中政策が中国の軍備増強を放置したと批判し、米軍のアジア地域における軍事力増強を示唆しており、米中の対立が南シナ海での一触即発の危機に発展するリスクをあり得ない一笑に付すことはできないだろう。さらに、トランプはロシアとの関係改善に意欲的だ。これは、新ロシア派のティラーソン氏を次期国務長官に任命したことからも明らかだ。トランプ大統領は、ロシアとの関係改善によって、シリアへの軍事介入から手を引きたいとの思惑があるとみられるが、これは、下手をすればアメリカンパワーの低下を意味する。米国が新たな孤立主義に向かい、「世界の警察官」がいなくなった後の世界は、イラン、ロシア、中国、北朝鮮などが勝手気ままに自国の利益追及に邁進し、地政学リスクを世界中にばらまく懸念を高めよう。

3. トランプノミクスの本質的矛盾

以上のように、トランプノミクスの負の側面は、その具体的な姿が次第に明らかになるにつれて、投資家のみならず世界経済全体にとって大きなリスク要因となることが懸念される。しかも、市場が称賛している財政拡大策についても、米国経済ひいては米国企業、米国民に

とつてもマイナスに転化しうるという意味で、本質的矛盾を抱えていることを見逃すべきでない。すなわち、大規模減税やインフラ投資などの財政支出拡大は、現実には、株高だけでなく、ドル高、長期金利の上昇を招いている。財政支出の規模がどの程度になるのかは、大統領就任後に公表される予算教書の内容と議会共和党との法案審議状況などを見極める必要があるが、規模が大きくなればなるほど、ドル高、長期金利上昇、インフレ高進による政策金利引き上げ加速などの懸念が高まろう。

市場では、トランプノミクスを 1980 年代のレーガノミクスになぞらえる向きが少なくないが、レーガノミクスの帰結は、財政・貿易の双子の赤字拡大であり、財政支出で生産性は高められないことは明らかだ。貿易赤字の拡大は米国の労働者の利益にも反する。結局のところ、トランプは、保護貿易主義とドル安誘導に走るしかなくなる。これは、日本も含めて世界各国にとって決して望ましい結果はもたらさない。また、トランプの政策、とりわけ所得税減税は却って格差拡大を助長する。税率区分の 3 段階への簡素化と全般的な税率引き下げの効果は、中低所得層よりも高所得層への恩恵が大きいからだ。この事実には、トランプ支持者の白人ブルーカラー層が気づいた時、トランプへの期待は失望に変わることは間違いない。

さらに、ドル高の加速が長期化する場合には、新興国の通貨危機発生リスクを高めかねない。大幅なドル高は、(1)新興国通貨安によるインフレ圧力の高まりと金利上昇、(2)資源価格の下落、(3)新興国から米国への資本流出、(4)新興国のドル建て債務増大という 4 つのルートを通じて、資源国・新興国経済を下押しするからだ。すでに、トルコは 2 年 10 か月振りの利上げに踏み切り、メキシコもペソ暴落で昨年 12 月に 0.5%と市場の予想を上回る大幅な利上げを余儀なくされている。インドネシアやブラジルは自国通貨買いの為替介入を始めているが、為替介入は外貨準備を減らし、通貨危機への対応能力を弱める点には留意が必要だ。今年には新興国のドル建て債券の償還ラッシュが予想され、金利上昇と債務増大のダブルパンチに見舞われることも通貨危機発生懸念を高めよう。

4. おわりに

以上のようにみると、トランプ・ユーフォリアともいうべき現象は、少なくともトランプノミクスの詳細が明らかになるまでは、一定期間続くとみられるが、それはとりもなおさず、リスクがマーケットの中に深く静かに蓄積されていくことを意味する。投資家がトランプノミクスの負の側面を本当に意識した時、米欧中が共振する世界的金融危機が到来する可能性を過小評価してはならないだろう。

(2017.1.10)