

2016年6月15日

三井住友アセットマネジメント  
チーフマクロストラテジスト 吉川 雅幸

## 吉川レポート【No.1】

# もしトランプ大統領になったら

## ～財政拡張の可能性大、ドル安に警戒が必要～

※当該レポートは2016年6月15日の状況に基づく見解であり、今後変更される可能性があります。

- 無視できない「トランプ大統領」の可能性。
- 当面、7月の共和党大会に向けた政策のとりまとめに注目。
- 財政拡張の可能性が大。ドル安に一応警戒。

### 無視できない「トランプ大統領」の可能性

11月(8日)投票が行われる米大統領選挙では、ドナルド・トランプ氏とヒラリー・クリントン氏がそれぞれ共和党、民主党の大統領候補となることがほぼ確定しました。両候補とも世論調査において有権者の好感度が低いため、他の政党の候補者(特に中道政党であるリパタリアン党のゲーリー・ジョンソン氏)の動向にも目配りしていくことが必要ですが、選挙戦が共和・民主の二大政党の候補である両氏を軸に進んでいくのは確かでしょう。

クリントン氏は非白人層、女性などトランプ氏よりも多様な支持層に支えられているだけに、最終的にはクリントン氏が有利との見方もあります。しかし、世論調査における支持率の差は決して大きくはありません。また、サンダース候補の予想以上の健闘が示すように、民主党も一枚岩になりきれていません。更に、クリントン氏は国務長官時代の私用メール使用問題という弱点があります。そもそも、トランプ氏が共和党候補になったこと自体、今回の米大統領選挙には過去の経験からは予測しがたい要素があることを如実に示しています。もしトランプ氏が大統領になった場合、経済や金融市場にどのような影響があるのか。この点について、あらかじめ考えておく必要が高まっています。

表は3人の候補者のウェブサイトや報道などをもとに、これまで打ち出してきた政策を整理したものです。トランプ氏は政治家や軍関係の経験がなく、当初、「泡沫候補」と言われていました。しかし、既存の政治家(いわゆるエスタブリッシュメント)に対する一般有権者の反感を上手く取り込むことで支持を拡大してきました。当然のことながら、既存政治の批判をてこに勝ち上がってきた同氏の政策は、多様な分野にわたって現状を大きく変える急進的な内容が多くなっています。また、保守派なのか革新派なのか、小さな政府志向なのか大きな政府志向か、など、分野によってまちまちと思われる部分も散見されます。一言でいえば、金融市場にとっては、消化することが簡単ではない内容です。

### 当面、7月の共和党大会に向けた政策のとりまとめに注目

よくわからないものに直面した時、金融市場は一旦安全資産に退避しようとする反応を見せると予想されます。但し、それは一時的なものでしょう。大事なのは、その先です。仮にトランプ氏が大統領になったと想定した場合、トランプ氏が打ち出してきた政策はどこまで実現するのでしょうか。「トランプ大統領」の経済や金融市場へのインパクトを考える上では、この点を見極めることが肝要です。

米大統領は強い権限を与えられており、貿易や移民政策などについては理論上は議会の承認なしに変更できるとの見解もあります。しかし、現実的には政策の実行において議会と一定の協調・妥協が必要でしょう。この点に着目すると、同氏の政策の実現性を考える上で次の二点が注目されます。

### <米大統領候補の政策>

	(経済)	(税制)	(通商・外交)	(金融)	(社会保障・その他)	
民主党	<b>ヒラリー・クリントン</b> (68) シカゴ出身 元国務長官 中道リベラル	<ul style="list-style-type: none"> <li>・インフラ投資を拡大（インフラ銀行の創設）</li> <li>・連邦最低賃金の引き上げ（12ドル）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・法人税：租税回避を抑制</li> <li>・所得税：富裕層への課税強化（年収25万ドル以下は増税回避）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・TPP：条件付き承認（為替操作対策が不十分）</li> <li>・包括的な移民制度改革（平等な市民権）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・規制改革を支持（ヘッジファンドなどにはさらなる強化）</li> <li>・大手銀行から手数料徴収、高頻度取引への課税強化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・オバマケア：維持（保険料や医薬品の負担は軽減）</li> <li>・エネルギー：グリーン化促進</li> <li>・学生ローン金利の引き下げ</li> </ul>
共和党	<b>ドナルド・トランプ</b> (70) NY出身 不動産会社社長 無信条	<ul style="list-style-type: none"> <li>・6%成長を実現</li> <li>・中国、日本、インドから雇用奪回</li> <li>・債務上限強化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・法人税：15%</li> <li>・所得税：3段階へ簡素化（低所得者はゼロ）</li> <li>・相続税：廃止</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・TPP：反対（中国を為替操作国に認定、知的財産権の侵害もあり。制裁関税を強化）</li> <li>・移民：完全反対（強制送還、イスラム教徒は入国禁止）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ドットバブル法の廃止</li> <li>・ヘッジファンドへの課税強化</li> <li>・FRBに低金利政策を要求</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・オバマケア：反対、別の皆保険を導入</li> <li>・同性婚、銃規制、中絶には触れず</li> <li>・軍事力の強化</li> </ul>
リパタリアン党	<b>ゲーリー・ジョンソン</b> (63) ノースダコタ出身 元ニューメキシコ州知事 リパタリアン候補	<ul style="list-style-type: none"> <li>・歳出の徹底削減により均衡財政を達成</li> <li>・規制排除による自由経済</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・税制簡素化（消費税以外を廃止、法人二重課税の解消など）</li> <li>・各種補助金の廃止</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・専守防衛、防衛費削減（米軍は世界から撤退）</li> <li>・移民容認（より良い制度による労働力の獲得）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・言及なし（おそらく規制撤廃を志向）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・個人の自由を追求（中絶、同性婚などの権利擁護）</li> <li>・教育は州地方政府の管轄</li> <li>・環境保護</li> </ul>

(注) 2016年6月15日時点。

(出所) 各候補者のホームページ等を基に三井住友アセットマネジメント作成

第一にトランプ氏が共和党の挙党体制を固めるため、共和党の指導部と交渉することになるでしょう。その過程で、どの程度政策を調整していくかが注目されます。

さる6月2日、共和党主流派のポール・ライアン下院議長がトランプ氏支持を表明しました。共和党内にはなおトランプ氏に投票しないとしている大物政治家が残っているものの少数であり、共和党内の「反トランプ運動」は一応終息したといえそうです。しかし、そのライアン下院議長も、トランプ氏支持を表明するにあたり、「予備選の過程で生じた亀裂を修復するための取り組み」について協議したと述べたほか、なお移民問題や社会福祉などでトランプ氏との意見の相違があることを認めています。

トランプ氏が正式に共和党の大統領候補に選出されるのは7月18-21日に開催される共和党大会においてです。共和党大会に向け、同党が11月の大統領選および議会選挙を戦うにあたって主張する政策(政策綱領、英語ではプラットフォームと呼ばれます)がまとめられます。このプラットフォームのとりまとめの過程で、トランプ氏が政策をどの程度修正するかが注目されます。トランプ氏の政策を判断していく上で、この党大会は一つの節目になるイベントといえるでしょう。

第二に選挙後の議会構成です。現在は上下院ともに共和党が多数を占めています。しかし、上院で共和党は過半数を4議席上回っているにとどまっています。現時点で議会選挙の結果を予測することは簡単ではありませんが、下院は共和党が多数を維持するとして上院については民主党多数となる可能性も取り沙汰されています。ねじれ議会(上院と下院で異なった政党が多数を占めている状況)になった場合、「トランプ大統領」の政策実行がある程度制約されることが予想されます。

このように、「トランプ大統領」の下での政策についてはなお不確定な部分が多いというのが実情です。すでに述べましたが、7月の共和党大会で採択される政策綱領の内容がまずは注目されます。

### 財政拡張の可能性が大。ドル安に一応警戒。

しかし、現段階でも可能性が高いと思われる政策分野や、警戒を要する展開を指摘することは可能です。

まず「トランプ大統領」の下では、財政政策が景気刺激的なものとなる確率が高いと考えられます。トランプ候補が主張する経済政策で最も特徴的なものは、大型減税策です。個人関連では、所得税を現在の7段階から3段階(10、20、25%)に簡素化するとともに、低所得者は無税とすることなどを主張しています。企業についても法人税率を15%とすることを提案しています。これらを実行すると10兆ドルを超える減税となると推定されています。また財政支出面でも、分野は特定していないものの、雇用創出のためのインフラ投資を強化すると主張しています。

すべてが実行されるとは考えにくいのですが、所得税や法人税の減税、インフラ支出の増額は共和党の主流派の従来の主張にも含まれている分野であり、議会との協調が可能と考えられ、2017年以降、米国景気を刺激する要因となることが考えられます。減税やインフラ支出の増加が実際に大規模に行われるとすると、景気が押し上げられ、経済成長率や企業業績に対してプラスに寄与すると見られます。この場合の注目点として二点あげることが出来ます。第一に、これまでの一方向的な金利低下の流れに歯止めがかかる可能性が高まります。もう一点は、恩恵をうけるセクターはどこかという点です。所得減税に重点が置かれれば、消費の活発化につながりますし、インフラ支出の増額に重点が置かれれば、関連セクターに注目が集まるでしょう。

一方、警戒を要するのは、米ドルの為替レートの動向です。トランプ氏は米国の貿易赤字を問題視しており、ドル高の阻止、輸入関税の引き上げ、自由貿易協定(NAFTA、TPP)の破棄などを訴えています。非常に急進的な内容を含んでいるため、どこまで実行できるかは非常に不透明です。しかし、過去の経験でも、米政府がドル高を容認しないという姿勢を明確にする中で、貿易摩擦が強まると、金融市場の最初の反応としてはドル安円高になる可能性があります。「トランプ大統領」の可能性が高まる場合、為替面ではまずドル安を警戒しておくべきとみられます。

トランプ氏が今後、通商、為替分野での政策に関する主張をどの程度現実路線に修正してくるか、また、共和党の政策綱領にどのような内容が盛り込まれるかによって、為替へのインパクトは変わってきますので、それを注目したいと考えます。また、本来は減税や財政支出の増加など財政政策によって景気を刺激すればドルが強くなるのが自然です。「トランプ大統領」の可能性を意識して一旦ドル安に振れても、米景気の見通しが改善してくると、切り返してくることもありうる点に留意しておくべきでしょう。

「トランプ大統領」は通常の米大統領選挙とくらべて大きな不透明要因となっています。当面は、財政面からの景気刺激の可能性が高いこと、通商政策によってドル安に振れるリスクがあることを意識しつつ、7月の共和党大会に向けたトランプ氏や共和党首脳の発言に注目していくことが重要と思われる。

※上記の見通しは当資料作成時点のものであり、将来の成果および市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。今後、予告なく変更することがあります。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号  
加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会