

Contents *****

特集：トランプ大統領と米国経済が強気な理由	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
”Playing ketchup with the dollar” 「ドルでケチャップでも何でも買え」	8p
<From the Editor> ダボスのトランプ大統領	9p

特集：トランプ大統領と米国経済が強気な理由

本誌の前号では、全世界的な「ひどい政治と好調な経済」というテーマを取り上げましたが、その最たるものは米国でありましょう。先週 1 月 20 日、トランプ政権は発足 1 周年を迎えましたが、ちょうどその日に政府閉鎖を迎えるという混乱ぶり。今月はまた”Fire and Fury”なる政権の内幕暴露本が、ワシントンの「紙価を高からしめて」いるようです。

ところが米国経済は好調が続いていて、変な楽観ムードが支配的になっています。トランプ政権が貿易戦争に打って出て、「ひどい政治が経済を台無しにする」(ダウンサイド・シナリオ) かもしれないのに、むしろ「好調な経済がひどい政治を癒す」(アップサイド・シナリオ) を期待しているように見える。その理由を考えてみました。

●米減税で IMF は見通しを上方修正

毎度お馴染み、「IMF の WEO」が今週、改訂された。1 年に 4 回、改訂されることになっているのだが、昨年 10 月公表の前回分に比べて上方修正されている。新興国はあまり変わっていないが、先進国経済の見通しが大幅に改善されている。特に米国経済が昨年末に決まった税制改正を受けて、大幅な上方修正となっている。

今回の WEO のタイトルは、”Brighter prospects, Optimistic Markets, Challenges Ahead” (さらに明るい見通し、楽観的な市場、待ち受ける課題) である。前回”Seeking Sustainable Growth” (持続的成長を求めて)、その前の”A Firming Recovery” (確かさを増す回復) に比べて、ますます手応えを感じている様子が窺える。次ページの表にまとめた通り、18 年と 19 年の世界経済成長率はいずれも 3.9% となり、貿易量は 3 年連続で 4% 台と見る見込み。そして資源価格も下げ止まっている。

○IMF "World Economic Outlook"最新版 (1月22日更新)¹

単位：%	2015	2016	2017	2018	2019
全世界	3.1	3.2	3.7	3.9(+0.2)	3.9(+0.2)
先進国	2.0	1.7	2.3	2.3(+0.3)	2.2(+0.4)
－アメリカ	2.6	1.5	2.3	2.7(+0.4)	2.5(+0.6)
－ユーロ圏	1.5	1.8	2.4	2.2(+0.3)	2.0(+0.3)
－日本	0.6	1.0	1.8	1.2(+0.5)	0.9(+0.1)
新興国	4.0	4.3	4.7	4.9(+0.0)	5.0(+0.0)
－中国	6.8	6.7	6.8	6.6(+0.1)	6.4(+0.1)
－インド	7.3	7.1	6.7	7.4(+0.0)	7.8(+0.0)
－ブラジル	-3.0	-3.5	1.1	1.9(+0.4)	2.6(+0.1)
－ロシア	-3.8	-0.2	1.8	1.7(+0.1)	1.5(+0.0)
－ASEAN5	4.6	4.9	5.3	5.3(+0.1)	5.3(+0.0)
世界貿易量	3.2	2.5	4.7	4.6(+0.6)	4.4(+0.5)
石油価格	-46.4	-15.7	23.1	11.7(+11.9)	-4.3(-5.0)
非石油商品	-16.9	-1.6	6.5	-0.5(-1.0)	1.0(+1.5)

今後の米国経済に関して、WEO は以下のように説明している。

- * 2017年の経済活動は予想以上に活発だったし、外需も増加している。
- * 税制改革(特に法人税減税と設備投資の即時償却措置)がマクロ経済に影響を与える。短期的には経済活動を刺激する。内需が伸びて輸入が増え、経常赤字は拡大する。
- * **2020年まで経済成長は加速**し、減税がない場合に比べて1.2%高くなる。ゆえに2018年は2.3%→2.7%、2019年は1.9%→2.5%に見通しを引き上げる。
- * 他方、財政赤字が拡大するので、**将来的には調整が必要になる**。2022年以降の成長率はかえって低くなり、部分的に相殺されよう。
- * 内需が増えてもインフレはあまり進まない。ゆえに**ドル高もさほど進まない**。
- * 中低所得世帯に比べ、高所得世帯の平均税率が低下する。

12月末に決まった今回の減税は、IMFのメインシナリオには含まれていなかった。そこで上記の修正に至ったわけだが、そうでなくても好調な米国経済にさらに追い風が吹くことになる。NYの賢者、エド・ハイマン氏曰く。「ケネディ政権以来、過去7回の大型減税の発足時における失業率は平均7.0%でしたが、今回は4.0%近い水準です。『**火に油を注ぐ**』』といった言葉が心に浮かびます」(Evercore ISI ウィークリー・レポート、2017年12月18日号)。

¹ <http://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/01/11/world-economic-outlook-update-january-2018>

●景気好調で利上げでもドル安が進む

減税効果で米国経済が過熱することになると、「今年は年3回程度」と見られている利上げが加速するかもしれない。そうでなくても、長期金利は2%台後半に上昇している。「金利差拡大で2018年はドル高・円安」となりそうなもので、筆者なども昨年来そういう見方をしていたのだが、直近の動きはむしろドルの全面安である。下のグラフはWSJ日本語版の「トランプ氏のドル安政策、『信認の危機』をもたらすか」から。²

WSJドル指数の推移

(主要16通貨のバスケットに対するドルの価値を示す)



Source: WSJ Market Data Group

なぜそんなことになっているのか。今週はダボス会議に出席しているトランプ政権要人の発言により、さらにドル安が進んで注目を集めているが、実はドル安は昨年前半から始まっている。この事情を上手く説明しているのが、今週号の *The Economist* 誌”Playing ketchup with the dollar”という論説記事である（本誌 P8 で抄訳を掲載）。

つまりドル安の原因となっているのは、①強過ぎる世界経済。米国内の企業や投資家は、レパトリによる海外資金の還流以上の速さで対外投資を積極化している。②通貨戦争の終わり。国際金融危機を潜り抜けた後の世界経済では、もはや為替競争や量的緩和政策は不要になっている。③ファンダメンタルズ。「ビッグマック指数」を見ても、既にドルは割高。米国におけるビッグマック価格 5.26 ドルを上回るのは、スイスなど3か国のみ。

ちなみにビッグマック価格は、ユーロ圏は 4.84 ドル、日本は 3.43 ドル、中国は 3.17 ドルとなっている³。ユーロは昨年対ドルで1割程度強くなっていて、こちらは既に調整が進んでいる。逆に円や人民元は、まだ過小評価されている。ユーロと同様に1割程度の調整があると考えれば、ドル円レートでは当面1ドル105円程度までの円高は十分にあり得るのではないかと。このことは米国経済にとって、さらなる支援材料となるだろう。

² <http://jp.wsj.com/articles/SB10959360909180964770204584003492484094158>

³ *The Economist* January 20th 2018 “The Mac strikes back”

●トランプがアニマル・スピリッツを全開させた？

米国経済はなぜかくも強気なのか。米国企業や投資家の「アニマル・スピリッツ」の復活は驚くほどで、彼らは今回の減税によって増える可処分所得をボーナスとして懐に入れるよりも、さらに投資に回すつもりであるらしい。だから景気過熱によるドル高ではなく、資本の海外流出に伴うドル安が進行するという逆説的な状況が出現している。

アニマル・スピリッツは株式市場でも健在だ。今年1月1日以降に税率が下がったということは、本来は株を売る絶好のチャンスを迎えているはず（去年に比べて手取りが増えるから）。ところがNYダウもナスダックも続伸している。察するに「こんなおいしい局面で相場から降りられるものか！」と考えているのではないだろうか。

こういうとき、最近の日本ではよく「今の××はバブルだから…」の一言で片づけてしまいがちである。だが、そこで思考停止してしまうのはもったいない。今の米国経済の強気には、しかるべき理由があるのではないだろうか。

トランプ大統領は今の株高は自分の成果だと誇っている。そして衆目の一致するところ、「単なる偶然」「少なくともアンタのお陰じゃない」。ただし点検してみると、就任1年目のトランプ政権の経済政策は「意外と悪くない」ことが浮かび上がっている。

○トランプ政権の経済政策

	経済ナショナリスト路線 (ポピュリストでTVマンのトランプ)	プロビジネス・グローバリスト路線 (ニュー Yorker で大富豪のトランプ)
主要閣僚	<ul style="list-style-type: none"> ・ スティーブ・バノン 前首席戦略官 ・ ウィルバー・ロス 商務長官 ・ ロバート・ライトハイザー 通商代表 	<ul style="list-style-type: none"> ・ デーリー・コーン NEC 議長 ・ スティーブン・ムニューシン 財務長官 (ゴールドマンサックス人脈)
支持者	いわゆる「トランプ支持層」 (低所得白人層)	伝統的な共和党支持者 大企業、投資家など
政策課題	<ul style="list-style-type: none"> * 移民対策 → 壁建設、入国制限は難航 (×) DACA 問題も長引く見込み * 環境・エネルギー → パリ協定離脱 (△) 石炭産出州はトランプ政権を歓迎 * 通商 : TPP 離脱、NAFTA 再交渉など (△) ソーラーパネルでセーフガードを発動。 	<ul style="list-style-type: none"> * 税制改正 → 成立！ (○) 経済効果が出てくるのはこれから * 規制緩和 → 進行中！ (○) 次なる課題はドッド＝フランク法見直し * 医療保険 → オバマケア撤廃は難航 (×)
	* インフラ投資 → 今年最大のテーマ 超党派で実現できるか？	

トランプ大統領は、バノン前首席戦略官に代表される「経済ナショナリスト」と、コーン NEC 議長に代表される「プロビジネス・グローバリスト」という2つの面を兼ね備えている。つまり「ニューヨーク育ちの大富豪」であると同時に、「庶民の心が読めるポピュリスト」でもある。

政権1年目を終えた時点で採点すると、「プロビジネス路線」の方はかなり成功を収めている。オバマケアの Repeal & Replace はさすがに難しいようだが、税制改正が成立して規制緩和が着々と進行中ということは、ウォール街的には「満額回答」であろう。逆に「経済ナショナリスト路線」の方は難航中、検討中のものが多くなる。しばしば「TPP とパリ協定」からの離脱が大きく取り上げられるが、前向きの成果はほぼゼロと言ってよい。

この状況をウォール街や大企業から見ると、「トランプ政権はまことに都合が良い」。あと4年、民主党政権が続いていたら、今ごろは増税や環境規制強化などのアンチビジネス政策が追加されていたはずだ。もっと言えば、将来、政治の揺り戻しが生じるかもしれないから、「今のうちに稼げるだけ稼いでおこう」と考えているのかもしれない。

●意外としぶといトランプ人気

「プロビジネス・グローバリスト連合」の視点から行くと、天下の奇書”Fire and Fury”の出版を契機に、あのバノンがいよいよトランプと袂を分かった、というのも朗報であろう。本書で家族を非難されたトランプの怒りはすさまじく、情報源となったバノンを裏から手をまわしてブライトバードニュースから追い出してしまった。これで「経済ナショナリスト路線」は、ホワイトハウスからますます遠ざかることになる。

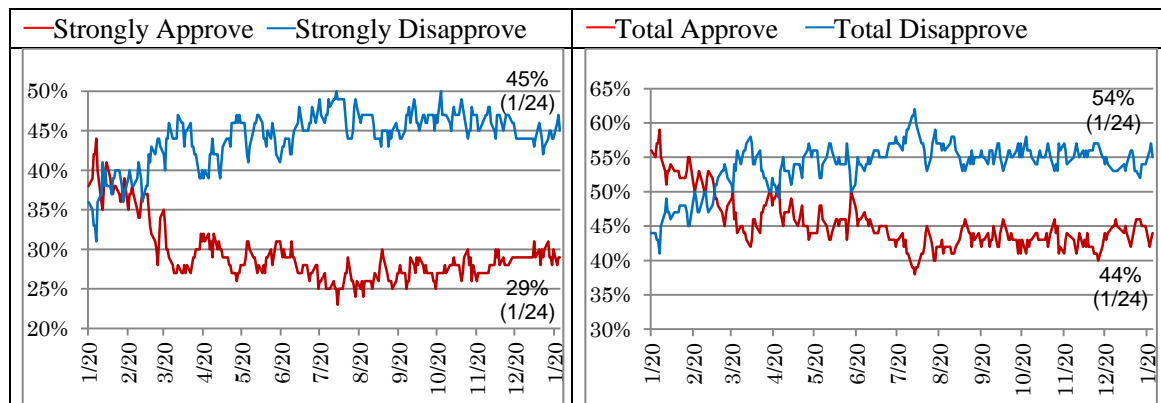
同書はマイケル・ウォルフというジャーナリストの手によるもので、そこには例えば以下のようなゴシップが収録されている⁴。こうした情報は耳目を集めるし、大統領への信認を確実に低下させるはずだ。ところが、「犬が人を噛むことはニュースではない」。笑い話にはなるのだが、本書によるワシントン情勢への影響は限定的であろう。

1. トランプ陣営ではドナルド当人も含めて、誰もが選挙戦では敗北を確信していた。
2. トランプはそれを気にしておらず、彼の目標は「世界でもっとも有名な男」になることだった。
3. マイケル・フリン（初代の国家安保担当補佐官）が選挙期間中にロシアとの接触行為を怖れなかったのは、「どうせ負けるから問題にならない」と思っていたから。
4. 選挙結果が判明したとき、トランプはまるで幽霊を見たような顔になった。メラニア夫人は泣き出したが、それは嬉し涙ではなかった。
5. 「首席補佐官には、ジョン・ベイナー（元下院議長）はどうだろう」との助言を受けたとき、トランプはそれが誰のことだか分からなかった。
6. ルパート・マードックは何度かトランプに助言しようと試みたが、「このクソ馬鹿たれが！」と叫んで諦めた。
7. 招待客が大勢欠席したために、トランプは大統領就任式の日是不機嫌で、一日中夫婦喧嘩をしていた。
8. トランプは病的な潔癖症である。マクドナルド製品を好むのは、大量生産だから毒殺の怖れがないと思っているから。
9. ホワイトハウス内の情報を漏らしていたのは、どうやらトランプ自身らしい。あの人は友達に限らず誰にでも吹いちゃうから。
10. ジャレッド・クシュナーとイヴァンカ夫人は協定を結んだ。もしもチャンスがあれば、彼女は大統領選に出馬する。そして初の女性大統領を目指す。

⁴ ようやく Amazon に発注した現物が届いたばかりで、ほとんど読んでいないことを白状しておきます。

実際のところ、トランプ政権の支持率はさほど変動していない。いつも通りギャラップや CNN ではなく、大統領が自分でチェックしているラスムッセンを見てみよう。下記の通り、昨年 8 月以降の支持率はほぼ横ばいといっているくらいである。

○Rasmussen Reports Daily



先週、Axios で流れていた情報（”Trump softens on NAFTA”）によれば⁵、NAFTA 見直し交渉においてもトランプは融和姿勢に傾いているらしい。それというのも、「NAFTA から撤退すると、今の株高が崩れてしまうかもしれないから」。トランプはまた、NAFTA で利益を得ている農業関係者を”My people”と見なしているという。

もっともこの調子で金持ちや旧来の共和党関係者ばかりを喜ばせていると、トランプ政権はみずから発掘した支持者たちを造反させてしまうかもしれない。それに減税や規制緩和は、貧富の格差をさらに拡大させてしまう恐れがある。

その部分は、手つかずの「インフラ投資」という公約に懸ってくる。トランプ大統領は 1 月 30 日に初の一般教書演説に臨む予定だが、そこではインフラ投資計画をぶち上げることになるだろう。このテーマであれば、「経済ナショナリスト」と「プロビジネス・グローバルリスト連合」が手を組めるからである。

●「偉大なる視聴率男」2 年目の挑戦

トランプ氏はしばしば「不動産王」と称されるが、その実態はいささか怪しい。なにしろ 4 回も倒産しているのだから、少なくとも「王」と呼ぶのは不適切だろう。

近年のトランプ・オーガニゼーションは、みずからリスクを取ることはほとんどなく、なるべく他人の出資を仰ぎ、”Trump”という名前を提供することでフィーを取るビジネスを展開していた。商品はホテルからブランド品まで多岐にわたっている。

⁵<https://www.axios.com/trump-softens-on-nafta-1515969352-841775cc-6a83-44a3-85b4-cb5bcea01c2f.html>

どこでそのように転換したのかと言え、おそらく 2004 年に『アプレンティス』というリアリティ TV 番組を成功させてからだろう。テレビの司会兼プロデューサーとして、トランプ氏は赫々たる成功を収めてきた。高い視聴率を維持したまま、2012 年の第 12 シーズンまで引張ったのだから、並大抵の才能ではない。ただしこういう仕事で成功を収めるにつれて、ビジネスマンとしてのトランプ氏の仕事は、“Trump”という名前を売ることに転じて行った。

そういう意味で、大統領選挙への出馬は最高のパブリシティであった。共和党予備選挙の最中、トランプ氏が部下に与えた命題は「2 位になること」であったという⁶。さすがに本気で大統領になろうとは考えておらず、「言いたいことを言って”The Donald”を全米に売り込み、最後はカッコよく撤退すること」が理想のシナリオだったのである。ビジネスの見地から言えば、それがもっとも望ましい。“Fire and Fury”で描かれた開票日のトランプ一家の情景は、「さもありなん」である。

最近しみじみ思うのだが、ドナルド・トランプ氏の本質は「不動産王」でも「ポピュリスト」でもない。ましてや「白人至上主義者」でもない。トランプ大統領＝「偉大なる視聴率男」なのではないか。

視聴率を維持するためには、かならずしも視聴者に好かれる必要はない。嫌われてもいいから、常に話題を提供し続けることが肝要である。無関心こそが、最大の敵なのである。実際のところわれわれは、「なんて低俗な番組なんだ！」などと文句を言いつつ、くだらない番組をよく見ているのではないか。

かくしてホワイトハウスの「炎上商法」に乗せられて、われわれは怒ったり笑ったり嘆いたりしながらこの 1 年を過ごしてきた。2 年目もたぶん同じことが繰り返される。といっても、「トランプ劇場」に対して無関心でいることは難しい。

何しろ真剣に怒ってしまっている人たちが居て、彼らは現政権に対する攻撃の手を緩めない。それを見たトランプ支持者たちは、なにくそと大統領を守ろうとする。さまざまな反トランプデモが行われるのを見て、大統領は内心ほくそ笑んでいるのではないだろうか（もっともそれに対して怒り狂って見せることで、またまた「トランプ劇場」が長寿化することはご当人は百も承知である）。

もっともこんな「視聴率至上主義」を続けていると、いきおい政策は近視眼的になっていく。長期的な戦略やシナリオといったものは、トランプ政権には無縁である。

さしあたってトランプ一座は今週、スイスのダボス会議に乗り込んでいる。またまたドラマが演じられることだろう。抱腹絶倒かもしれないし、怒り心頭かもしれない。そのような米国外交は、確実に対外的な信頼を損ねて行くだろうし、既存の国際秩序をも着実に蝕んでいくはずなのだが。

⁶ 本誌の 2016 年 4 月 8 日号「トランプ以後の米共和党研究」で紹介済み。

<今週の”The Economist”誌から>

”Playing ketchup with the dollar”

「ドルでケチャップでも何でも買え」

January 20th 2017

*かつて「日銀はケチャップでも買え」と言ったのは学者時代のベン・バーナンキ教授でした。ただ今絶好調の米国経済も、何でも買うからドル安になるのだと。なるほど。

<抄訳>

昨年 12 月、ムニューシン財務長官のサイン入り新ドル紙幣が流通し始めた。普通とは違って活字体で描かれている。ただしドル紙幣の景気づけにはならなかった。ドルが他通貨に対するバスケットで最高値を付けたのは 1 年も前のこと。再びそこへ戻る気配はない。外国為替市場の大家たちによれば、2018 年は引き続き緩やかなドル下落になる公算が高いとのこと。ドルに下方圧力をもたらす 3 つの理由がある。

第 1 は世界経済だ。ドルの下落は、米国経済の好調さが他国に取って代わられる兆候ではない。米国が世界で唯一、成長が期待されるのならドルは強くなるだろう。ところが世界的な株高や石油価格の上昇から見て、明らかに世界全体が好調である。投資家はドル以外の通貨に資金を投下することになる。その効果は想像以上で、今回の減税によって加速する米国企業のレパトリ以上の強さである。影響は今後も続きそうだ。

第 2 の理由は政策の変化によるものだ。このところ安い通貨こそがお値打ちであった。貴重な世界の需要を掴むには、輸入を減らして輸出を伸ばすしかない。2010 年にはブラジルの財務相が、「通貨戦争」が勃発していると述べたものだ。量的緩和や資本規制によって為替を弱くする競争が行われ、特に先進国の中央銀行は金融引き締めを匂わせるだけで通貨が上昇し、経済の重荷となることを恐れた。しかしグローバル成長の加速とともに、各国は通貨上昇を気にしなくなりつつある。金利上昇は米国のみならず、カナダや英国でも起きている。ECB は債券購入プログラムを減額するし、日本銀行もそうなるだろう。

異常な金融政策が静かに解除されるにつれて、ファンダメンタルズが重要性を増す。そこにドル安の第 3 の理由がある。本誌がベンチマークとする「ビッグマック指数」は、ハンバーガーのコストは世界のどこでも同じであるべきという前提に立つ。最新の指数をみると、ドルよりも強い先進国通貨はごくわずかしかない（注：スイス、ノルウェー、スウェーデンのみ）。2008 年にはドルよりも安かったのは 2 カ国だけだった。

既に対ドルで跳ね上がっている通貨もある。ドラギ総裁の債券買い入れテーパリング発言を受け、昨年夏に 1.11 ドルだったユーロは 1.20 ドルに。他国の通貨はさらに上昇しそうだ。今年は円も妥当な価格に向かうと想像することは容易い。好調な EU 経済と隣接しながら、まだ通貨が安いポーランドやチェコのような国もある。ブラジルのリアルを除けば、新興国通貨は全般に過小評価されている。さらに上昇すると見るべきだ。

紙幣に誰のサインがあるにせよ、2018 年を通してドルの高値は考えにくい。

<From the Editor> ダボスのトランプ大統領

今週のトランプ大統領は、スイス・ダボスで行われている世界経済フォーラムに出席しています。

ダボスと言えば世界中のエリートが集まって、グローバリズムや資本主義、新しい技術などを寿ぐ場所でもありますから、トランプ支持者から見ればまことに唾棄すべき場所でしょう。最終日となる 26 日の演説を担当するとのことですが、異端の米国大統領はそこで何を訴えるのか。「アメリカ・ファースト」か「貿易戦争」か、はたまた「打倒北朝鮮」か。これは嫌でも気になります。

その前から、「ドル安発言」や「TPP 復帰発言」など、上手にメディアの関心を惹きつけていますよね。さすがは「偉大なる視聴率男」で、これも演説への前人気を高める小技だと考えれば心憎い演出です。既に現地では「反トランプデモ」も行われている様子。もっともこれは、ご当人にとっては「待ってました」であろうと思います。

他方、政治家が為替を弄ぶような発言をすると、しばしば痛いしっぺ返しを食らうという法則もあります。人為的なドル安誘導は、米国債への資金流入を止めてしまう恐れもありますから、「強いドルは国益」と繰り返す方が本当は無難なはず。去年は比較的平穏だった為替市場ですが、今年はちょっと荒れるのかもしれない。

エコノミストの世界では、「為替の予測ではドデンを恐れるな」という鉄則があります。今週の”The Economist”の記事には意表を突かれましたが、言われてみれば当面の円高は十分にありそうなこと。君子でなくても、豹変しなければなりません。

ただし今後の日米の金利差拡大を考えれば、年末にかけてはやはりドル高、円安に向かうのではないかと。上半期は円高、下半期は円安というイメージで考えておきたいと思いません。

* 次号は 2018 年 2 月 9 日（金）にお送りします。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com