

本論文は

# 世界経済評論 2018年7/8月号

(2018年7月発行)

掲載の記事です



## 世界経済評論 定期購読のご案内

年間購読料

1,320円×6冊=7,920円

# 6,600円

税込

17%

送料無料  
OFF



富士山マガジンサービス限定特典

※通巻682号以降

定期購読  
期間中

# デジタル版バックナンバー読み放題!!



世界経済評論 定期購読



☎0120-223-223

[24時間・年中無休]

お支払い方法

Webでお申込みの場合はクレジットカード・銀行振込・コンビニ払いからお選びいただけます。  
お電話でお申込みの場合は銀行振込・コンビニ払いのみとなります。

Fujisan.co.jp

雑誌のオンライン販売

# トランプ政権の評価と 米国経済展望

(株) 武者リサーチ代表 **武者 陵司**

むしゃ りょうじ 1949年生まれ。横浜国立大学卒業後、大和証券、ドイツ証券を経て、2009年より現職。著書：『経団連と増税政治家が壊す本当は世界一の日本経済』『結局、勝ち続けるアメリカ経済 一人負けする中国経済』（いずれも講談社 +  $\alpha$  新書）他多数。

米国経済をどう見るか、近未来をどのように展望するべきだろうか。カギは景気循環論から現状をどう位置付けるか、トランプ政権の政策をどう評価するか、の二点にかかっている。それは米国株式市場の現状評価に直結する。筆者は米国経済は循環的に十分若くリセッションは視野に入っていないこと、トランプ政権の政策は、経済政策でも、地政学、国際関係からみても信頼できるものであること、の二点から将来展望を楽観できると考えている。

楽観的展望に水を差したのは2月の株式クラッシュ、それに続く3月の株価底割れである。これは長期下落の始まりなのか、それとも上昇トレンドの中の一時的調整なのか。筆者は2月のクラッシュは市場内部要因による一過性のもの、3月の底割れはトランプ政権のタカ派的対外対応と貿易摩擦惹起が、世界経済をリセッションに陥れるのではないかと懸念によってもたらされたものと考えている。よってトランプ政権の対外政策（通商政策、外交軍事政策）が安定をもたらせば懸念は霧消するのではないか。

## I 変調をきたしている米国株式、 だが懸念は不要

突如の株式クラッシュが発生、NYダウは2月5日1175ドル、2月8日1032ドルとそれぞれ一日では史上最大の下落幅を記録、2週間で史上最高値から12%下落となった。日本株式も1月高値から2月前半のボトムまで2週間で13%下落した。世界的株式クラッシュにより、一気に高まったリスクオフセンチメントが円高圧力を強めドル円レートも1月末110円台で推移していたが2月14日には106円台へと急騰

した。まさしく青天の霹靂のクラッシュであった。上昇し続ける株価に警戒感を強めた投資家はいたものの、経済ファンダメンタルズや政治、地政学などクラッシュを引き起す口実が皆無と言える場面での下落は、かつてなかったのではないか。

ではなぜ需給が急変したのかだが、良好すぎるファンダメンタルズがかえって Complacency（過剰な満足）をもたらし、過度のリスクテイクにより市場と金融に一時的にゆがみが起こっていたため、と考えられる。きっかけは極めて投機色が強い金融商品ボラテリティ ETP（低ボラテリティ対する賭け→低ボラテリティ

に対する過信)が失敗し、その解消売りが急激にボラテリティを高め、それがプログラムトレード売り連鎖の引き金を引いたとみられている。特にCTA(もっぱらアルゴリズムにより株・債券為替・商品など全世界の資産クラスを投資対象にしたヘッジファンド)では市場の急変が自動的に連鎖的売りを発動し需給激変をもたらしたといえる。

あえて今回の下落の合理性を考えれば、それはスピード違反の修正、であろう。株価(NYダウ)はトランプ氏の大統領当選以降1年余りで42%と著しく上昇。これはスピード違反、その調整が起きている。株価水準はバブルではない。しかし急上昇は行き過ぎ、NYダウの過去の上昇率は120年間で年率6%弱、過去40年間では年率9%であり、それと比較しいかにも速い。株式投資家に異常に大きな超過リターンをもたらされたが、これは健全ではなく投機的ポジションの盛行等、金融市場にゆがみをもたらす原因になる。この株式投資家が享受した異常な高リターンが修正されつつある、と言える。

## II 循環論からみてまだ陰りは見えない

とはいえ、循環論の観点から、米国景気拡大は終盤に近く、株価クラッシュは迫りくるリセッションの予兆との見方も存在している。最大のヘッジファンド・ブリッジウォーターの創始者レイ・ダリオ氏は今回のクラッシュはより大きな波乱時代の入り口であるとの論陣を張っている。「中央銀行の過度の金融緩和による適温(Goldilocks)の時代は終わり、インフレの上昇、金融引き締めがより大きな波乱を引き起すだろう。トランプ政権にまつわる政治の混迷

がそれを加速させる」との主張である(2月12日ファイナンシャル・タイムズ)。またエコノミスト誌(2月10日号)は、景気循環が成熟化する局面で、財政拡大のギャンブルに打って出たトランプ政権の政策に懸念を示している。今回のクラッシュは投資家にとって最大の懸念が経済停滞からインフレへと移行する過程で起きたものである、との見解である。確かに2009年以降続いている景気拡大は9年目に達し、戦後最長記録10年に迫っている。またFRBは金融引き締めの途上にある。さらに株価がバブルであるとの見方もある。しかし以下に検証するように米国景気拡大に懸念は不要であろう。

米国経済はトランプ大統領就任以降ほぼ3%の経済成長が維持されている。消費の好調に加えて景気のドライバーである投資が加速し始めた。耐久財や資本財受注が大幅に上昇しているが、背景には労働需給タイト化による機械代替、新産業革命、IoT対応の投資本格化などの事情がある。トランプ政権の規制緩和と税制改革が今後さらに景況を後押しする。マクロ面から見た景気寿命はもはや9年と最長に近いが、今回の景気拡大をモノの動きから見るとまだ若い。世界貿易数量や資本財受注などマイクロデータでみれば2015年は経済活動はマイナス後退場面であった。今次のマイクロ面でみた拡大が始まったのは2016年の後半からであり、在庫過剰、設備過剰などの不均衡の積み上がりは見られず、まだ懸念するべき要素はみあたらない。

株式がバブルとの見解も支持する人は少数である。①PERは過去平均15倍、1月末実績利益ベースで22倍(益回り4.5%)、予想利益ベースで18倍と高かったが、長期金利の低さを考えれば、利回り2.8%台の米国国債と比較して

むしろ株の方が割安、イールドスプレッドは依然大きい、②ロバート・シラー教授のCAPE（景気変動を平準化させた利益に対する株価）がITバブル時以降最高の30倍という議論が株式バブル論の根拠とされているが、CAPEは低金利水準を全く考慮に入れてない点で、実用的ではない、③長期金利上昇は限定的かつ企業利益の見通しは良好（税制改革の効果も寄与）、④経済的厚生を示すミゼリーインデックス（失業率+インフレ率）が過去最低水準ということは高PERを正当化する、などが指摘できる。つまり株価水準は全く問題ではない。

唯一の懸念はFRBがビハインド・ザ・カーブに陥り、その反動からオーバーキル（過剰引締め）になることであるが、すでに6回の予防的利上げと資産圧縮が始められており、その可能性は小さい。アメリカが戦後リセッションに陥ったのは、長短期金利が逆転し銀行が逆ザヤに陥ったときのみ、しかし長短金利が逆転する条件はほとんど地平上に現れていない。長短金利が逆転する最大の要因はインフレの加速だが、その可能性は当面ほとんど考えられない。政策の間違いさえ無ければアメリカの景気拡大は2年というまでもなく、あと4~5年程度続く可能性もある。

### Ⅲ トランプ政権は地政学と貿易戦争で ちゃぶ台返しをするのか

2月の株価クラッシュがようやく癒え始めた局面で、3月後半に米国株価は底割れした。トランプ政権の閣僚が対外強硬派へ総入れ替えされ、貿易戦争惹起の懸念が強まったためである。国務長官をレックス・ティラーソン氏からマイク・ポンペオ氏へ、安全保障担当補佐官の

H. R. マクマスター氏からジョン・ボルトン氏へ、経済司令塔、国家経済会議（NEC）委員長をゲリー・コーン氏からラリー・クドロー氏へと対外強硬派に塗り替えた。また鉄鋼・アルミ関税強化に続き、対中通商要求の提示などトランプ政権が通商政策を大転換させた。市場は報復合戦の応酬が1930年のスムート・ホーリー法から始まった保護主義政策が世界貿易を収縮させ大恐慌を深刻化させた悪夢を連想し始めたのである。しかし株価の底割れは過剰反応、トランプ政策がむしろ安定をもたらすことが明らかになれば、株価は急速に反転するのではないか。

平昌オリンピック以降、韓国北朝鮮会談、米朝会談予定の発表、金正恩氏の電撃北京訪問と中国北朝鮮会談など、北朝鮮情勢は矢継ぎ早の変転を見せている。他方でトランプ政権による対中貿易制裁を視野に入れた圧力の強化、「米中貿易戦争」が勃発した。これらの情勢変化のすべてはトランプ政権の強硬なイニシャティブによっておこったもの、ということが重要である。北朝鮮と中国のマヌーバーは米国の圧力の高まりに対する対応に過ぎず、情勢展開のカギは米国トランプ政権が握っている。米国を射程に入れた核・弾道ミサイルの完成前に北朝鮮が対話を模索し始めたということは、対北経済制裁と米軍による軍事威圧に、金正恩氏が耐えられなくなった現れである。また後述するように米中疑似貿易戦争において中国は一方的な譲歩をせざるを得ない。トランプ政権の揺るぐことのない長期目標は何かと問えば、北朝鮮の非核化、中国のフリーライドによる経済台頭の阻止、米国覇権の強化であることは明白。中国・北朝鮮は米国が容認できるところまで譲歩し、一時的安定化を図るという方策しかない。トラ

ンブ政権側にも妥協が必要である。北の非核化も中国のフリーライド阻止も長期獲得目標であり、そのために目先の経済成長や人々の安全を損なってはならないということである。対北武力行使、対中国貿易戦争といった正面衝突の可能性が当面排除された、といえる。北は非核化の意思を行動によって証明しなければならない。中国は米国が納得するところまで通商交渉を譲歩しなければならない。不安定化していた金融市場は、北朝鮮と中国の譲歩による地政学・通商リスクの軽減を大いに評価する局面へと移行するだろう。

米中疑似貿易戦争が、一旦中国の譲歩で決着すると考えられるのは、以下の2要因からである。第一はトランプ政権の手口が畏怖・威圧により相手から譲歩を引き出すディール戦術であること。NAFTA交渉でも鉄・アルミ関税問題でも、当初の要求は大きいですが、着地点は穏やかなものになりそうである。中国に対する1000億ドルの対米貿易黒字削減要請、600億ドルの対米輸出品目に対する懲罰関税などもそのたぐいであろう。中国の不正貿易慣行を懲罰的関税を脅しに使うて是正させようとする戦略である。第二は米中貿易において中国は圧倒的に受益者であり、どのような譲歩も全面戦争よりは得であることである。米国の対中国貿易赤字(財+サービス)は3371億ドル(2017年)、それは中国GDPの3%に相当する。米国は中国の突出したお客なのであり、その要求は受け入れざるを得ない。中国は鉄・アルミ関税に対する報復措置を発表したが、その対象がフルーツ、ナッツ、シームレス鋼管、豚肉など重要性の低い品目にとどめられていることも、中国側の対決回避、妥協姿勢の表れと考えられる。

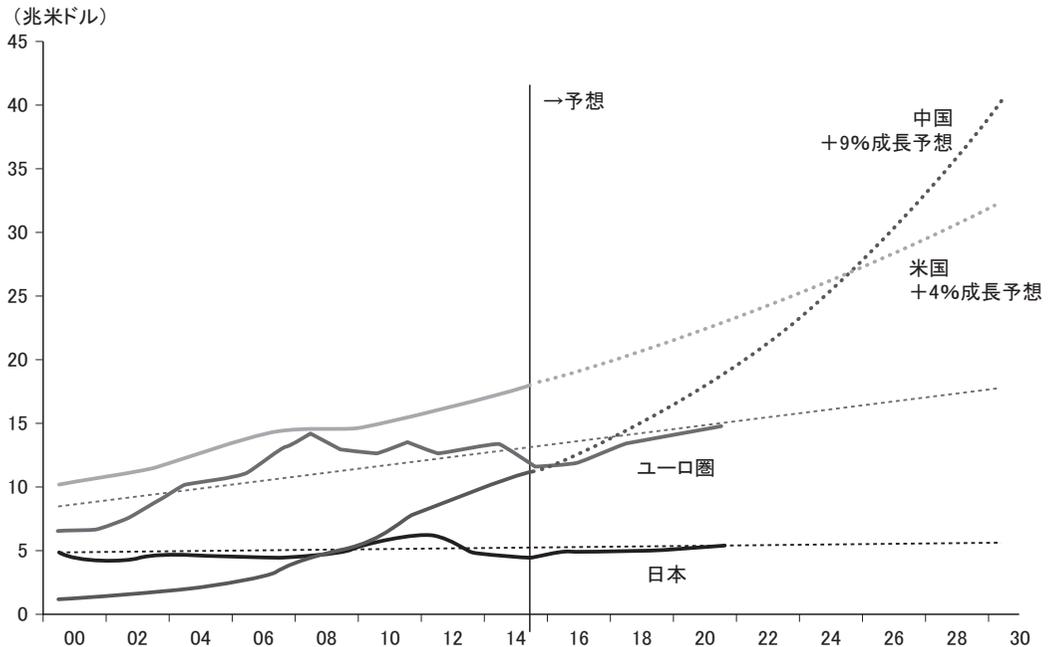
3月26日付のWSJ紙は米中が交渉に入って

いることを報じている。対中要求として、①米国車への輸入関税(25%)の引き下げ、②米国製半導体購入の増額、③米国金融機関の中国へのアクセス拡大、が挙げられている。また合弁企業に対する技術移転の強要をやめさせることも求めている。さらに金融の自由化、企業に対する補助金の削減、ルール明確化・透明化、対中進出に際しての合弁義務付けの廃止、等も挙げられている。トランプ大統領は鉛と鞭を使って交渉するといっている。トランプ政権は中国側からの譲歩を引きだしたうえで、懲罰関税を軽減するのではないか。その規模は米中双方の経済・貿易に大きな悪影響をもたらすものとはならないだろう。

とはいえ、トランプ政権はそれで目的が達成されるとは考えていない。トランプ政権の国家通商政策を担当しているカリフォルニア大学教授ピーター・ナバロ氏は、著書『米中もし戦わば 戦争の地政学』で共産党独裁政権の中国の覇権追求は変わりようがないこと、それは必然的に米中衝突を引き起すこと、それを回避するには中国の軍事力増強の基礎である中国経済力を弱め、他方では米国国防力を増強し、未然に中国に米国覇権に挑戦する意欲をそぐことしかない、と主張している。図は世界4極の名目GDP推移と予想であるが、中国は2009年に日本を上回り、2016年にはユーロ圏を凌駕し、今の成長トレンドが持続すれば2026年に米中逆転が起きると予測される。米国が中国のフリーライドの側面を容認しつつ、みすみす経済逆転を甘受するなどということは起きようもない。米国にとっての対中貿易戦争がいかに焦眉の課題かが明らかであろう。

ではいかに長期的に中国のフリーライドを抑制し経済台頭を抑えるのか。米国は大いなる成

図 米中日欧（ユーロ圏）のGDP（名目ドルベース）と予想



(注) ユーロ圏、日本の2016～21年の実線はIMF予想、点線は2000～21年の近似値線  
 (出所) IMF（国際通貨基金）、武者リサーチ

功体験である日米貿易摩擦にまなび、①通貨引き下げを禁止し中国の競争力を低下させる、②知的所有権尊重の厳格化、③中国の市場開放、を求め続けるのではないか。中国は「製造2025」プランを策定し、ハイテク市場、特に最先端の5G通信技術において世界市場での支配権を握ろうとしている。中国が最先端技術で先行し世界市場を押さえ、経済成長を持続させることができれば、先送りされてきた巨額の不良債権をスムーズに処理できる。それができなければいずれ中国はバブルの崩壊、金融危機の深化と外貨危機に陥る。米中覇権争いの焦点がハイテク分野における攻防にあることが明らかである。そこでの米国の攻勢は著しく激しくなると予想される。

#### IV 等身大のトランプ政権政策評価が必要

メディアにはトランプ氏に対する批判があふれている。対立をあおり国民を分断、格差拡大、米国の国際的評価失墜、トランプ大統領は歴代大統領で最低の支持率である、等々。それは米国に対する悲観論とも重なり合っている。ではトランプ氏は何者か、そこまで反対を押し切って何を実現したいのか。孤立主義・自国優先主義、保護主義、差別主義、といった批判ではとらえきれない本質を想起する必要がある。根本にある思想は経済主義であり、米国優越主義ではないか。理想主義、非経済主義、分配主義に偏ったオバマ政権に対するアンチテーゼと言える。いわばハト派理想主義対タカ派現実主義

義と対比される。

有権者が選択したからにはトランプ氏登場の必然性がある。それは3点の課題解決として整理できよう。

第一は経済的課題で、格差、取り残された白人労働者、資本・貯蓄の滞留、アニマルスピリットの喪失などである。トランプ氏はこれに対してケインズ政策、有効需要の創造、規制緩和を対置した。第二に地政学、国際関係面での危機感、中国の台頭、米国覇権の危機、国際秩序の形骸化である。トランプ氏はこれに対して、二国間主義、国際機関の再構築、力による平和を対置した。第三は価値観、理想主義・リベラル・分配主義、例えばPC（ポリティカル・コレクティブネス）という理想主義的建前の偏重。トランプ氏は法治の徹底、自己責任・リベタリアンを対置させ最高裁判事など人事を大きく刷新し、既存価値観からトランプ批判をするマスメディアに対して、ツイッターで対抗している。

オバマ氏の経済政策は基本的には適切で、リーマン危機から米国経済は見事に立ち直った。しかしそれでは不十分、米国経済はもっと良くなれる、そして強い経済を背景に米国の国益と世界におけるプレゼンスはもっと大きくなれるというのがトランプ氏の主張であったが、一年のトランプによる統治を見ればこの主張は、十分に正当であったと言わざるを得ない。オバマ政権の時代には規制が大きく強化されて企業家心理が抑圧され、米国の企業開業率が劇的に低下し、アニマルスピリットが損なわれた。トランプ政権下でこれが再び高まるのはほぼ確実であろう。

トランプ政権は規制緩和に全力を注いでいる。一つの規制の導入に際し二つの既存規制を廃止するとの方針を堅持している。また行政機

関の長、例えば消費者金融保護局（CFPB）、証券取引委員会（SEC）、商品先物取引委員会（CFTC）、等をことごとく規制緩和派にすげかえた。高い評価を得ていたジャネット・イエレン氏からパウエル氏にFRB議長を変えたのも、規制緩和に対する積極姿勢が鍵になったとみられる。トランプ氏に指名されたクオールズFRB副議長はボルカールールや資本規制の大幅緩和を進めていることを明言しており、金融機関と金融市場にリスクテイク促進風が吹いている。また環境規制派の反対を覆し石油パイプライン「ダコタアクセス」建設を認可した。ロビイスト活動が活況を呈し産業と政権の距離が急接近している様は、オバマ時代とは昼と夜ほどの違いがあると言われている。

しかしもっと大きな経済的意義がある成果は30年ぶりの税制改革であろう。まず減税規模が壮大である。5年間で1兆740億ドル、10年間で1兆4560億ドルというスケールは1981年のレーガン減税の5年で7473億ドルを大きく上回る。またその先が企業活動支援に集中していることも際立っている。具体的には①法人税減税（35%から21%へ）、②投資減税（5年間にわたり設備投資の100%即時償却）、③海外利益を非課税化、海外からの配当の非課税化、④移行措置として、これまで企業が溜め込んでいた海外留保利益の国内還流の際の軽減措置（35%であったものを15.5%に）、⑤中小企業減税（所得の20%を非課税化）、⑥個人減税（最高税率の引き下げと児童税額控除の拡充、遺産税課税最低限の引き上げ等）、等。さらに今年に入ってトランプ政権は公約で10年間1兆ドルと約束したインフラ投資の具体化に着手した。また国防支出はさらに増額する意向を表明している。

この野放図とも見られる大胆さに対して、財政赤字拡大、格差拡大を招くとの批判も大きい。が当面の経済効果は甚大であり、財政赤字と格差はその事後に検証されることである。すでにウォルマート、ボーイング、アメリカン・エアライン、ウェルス・ファーゴ、ATT、ベライゾン、バンク・オブ・アメリカ、シティ・グループ、JP モルガン、コムキャスト、ディズニー、スターバックス等多くの企業が海外利益の国内送金、投資増加、雇用増加、賃金引上げ、ボーナス支給、年金企業拠出額増加などを打ちだしている。例えばアップルは今後5年間で、海外に留保している利益2500億ドル(28兆円)を国内に還流させることで380億ドル(4.2兆ドル)の税金を支払うとともに、国内では300億ドル投資(内100億ドル国内データセンター)、2万人雇用、10億ドルから50億ドルへの先端製造業投資基金拠出積額の引き上げ、等を実施すると発表している。

## V トランプ経済政策を正当化する 二つの合理性

トランプ氏の経済政策は、米国経済のダイナミズムをなす、二つの基本的潮流に合致している、だから成功すると考えられる。第一の基本潮流は新産業革命が有効需要創造を決定的に必要としているという現実である。それは何かといえば、5年で10倍、10年で100倍の半導体・通信技術の発展が空前の生産性上昇を引き起こし、膨大な富が生み出されている。だから企業は儲かり、使い切れない資本が貯蓄余剰となって金利を引き下げる。また生産性上昇に伴って供給力が増大し物価を押し下げている。故に余剰資本を有効需要に転換する策が決定的に重要

なのである。有効需要が追加され需給ギャップが縮小すればインフレは高まり、実物・金融両面で投資需要が増加し金利を押し上げる。

経済学者やFRB、エコノミストたちを悩ませている現実、好況・好業績と物価・金利の低迷の併存は教科書には書いてないが、今やミステリーでも謎でもない。現在の常態が、【新産業革命→生産性上昇・企業利益増加→供給力増加・資本と労働余剰増大】なのである。この資本余剰、供給力過剰を放置することは危険である。資本が滞留し利率が下がっているということは、企業が稼いだお金が遊んでいるということである。お金が遊んでいることは資本主義の自己否定である。この状態を変える唯一の方策は政府のイニシアティブ、つまり政府が財政、金融、あるいは所得政策によって余剰資本が実態経済に還流する筋道をつけることである。余剰貯蓄を需要創造に繋げるという明確な政策のチャンネルを持っているトランプ大統領の誕生とともに株価が40%近くも上昇したという現象は根拠のあることである。

第二の基本潮流は金融市場の構造変化である。資本余剰時代の今日、金融市場の役割は根本的に転換した。かつての金融市場は家計貯蓄を企業投資につなげる場であったが、今は全く逆になっている。端的に言えば今日の金融市場の最大の役割は企業利益の還元とリスクキャピタルの提供である。そしてそのチャンネルとして株式市場、株価が決定的に重要になっている。故にリスクテイク環境を支援する金融規制緩和などのトランプ氏の一連の政策が的を射ていると言える。

2000年ごろから米国では企業が投資超過(フリーキャッシュフロー不足)から貯蓄超過(フリーキャッシュフロー余剰)に転換して久

しい。この企業の余剰を経済循環に還流させるチャンネルとして、米国では企業の自社株買いと配当による株主還元が一般化した。配当と自社株買いを足し合わせた株主還元率はここ10数年ほぼ100%になっている。つまり企業は平均5%の益回りを得ている（株価に対して5%利益を得ている）が、概ね配当2%、自社株買い3%の株主還元により利益の100%を吐き出しているのである。これこそ資本の死蔵を許さない、株主による経営者圧力であり、コーポレートガバナンスが貫徹されている表れと評価される。

その結果もたらされる株高は家計の資産価値増価→購買力増加となって経済に還流している。米国家計の現金収入（可処分所得に含まれる年金や保険の雇用者負担分や政府による社会保障給付を除く）を見ると、米国は労働所得3対資産所得1の割合となっている。日本の家計現金収入の労働所得対資産所得の割合は9対1となっており、米国家計が資本市場の恩恵を多く享受していることが分かる。また米国家計の資本市場を通じた資産形成も顕著である。米国家計純資産（総資産-債務）は、リーマンショック後の資産価格下落で20%減少（2007年2Qの67.7兆ドルから2009年1Qに54.8兆ドルへ）したものの、その後鋭角回復し、2017年末では98.7兆ドル、対GDP比では3.8倍から5.0倍へと大きく向上、米国家計消費の回復を支えてきた。

更に株式市場が果たすリスクキャピタルの提供が層の厚い株式市場に支えられていることは論を待たない。銀行の融資ポートフォリオに代わって、現在の米国では株式市場が時価総額構成の大幅な変化を通してリスクキャピタルが提供され、将来の青写真が作られている。人類経

済の新段階を画するインターネットインフラの創設と運営、活用を基盤とした多くの新ビジネスモデルは米国発であるが、それは米国金融市場に支えられていると言える。

米国の資本市場のリスクキャピタル提供は上場企業に止まらない。未上場の企業に資本を提供するプライベートエクイティの成長、M&Aの盛行、ジャンクファンドの発達などイノベーションを可能にする装置に溢れている。リスクキャピタル提供に心血を注いできた専門家が米国の経済政策の司令塔に座っていることも米国の特徴である。ゴールドマンサックス出身の歴代米国財務長官、続々政界に進出するベンチャーキャピタリスト（ウィルバー・ロス商務長官、前共和党大統領候補ミット・ロムニー氏）等、が制度設計を担ってきた。否定的側面から語られることが多い米国の格差、企業経営者の高額報酬も、逆の側面から見れば、次々に資本家を生み出し、彼らがリスクマネーの提供主体になっているという形で機能しているのである。

## まとめ

今回の株式クラッシュの背景と、トランプ政権の経済政策を検討すると、米国経済はさらに成長力を増し、株価も長期上昇軌道を持続すると結論づけられる。トランプ政権の経済政策が財政赤字を増加させ、企業・富裕者優遇は格差を拡大させる、との懸念はあるがその結果がわかるのは数年後であり、現時点での市場リスクにはなりえない、と考えられる。トランプ氏の対外強硬姿勢は米国覇権の再構築を狙ったものであるが、ビジネスを最優先するトランプ氏は経済への悪影響を極力回避しようとするだろう。