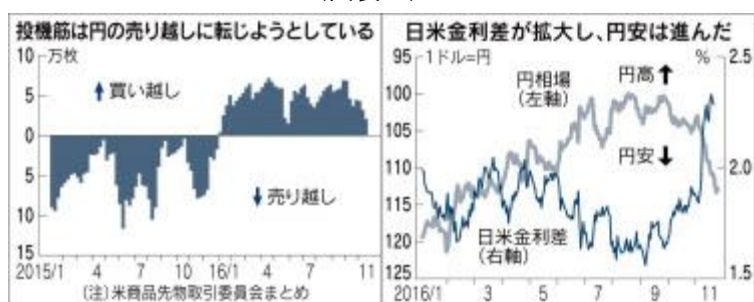


(トランプ当選後急激に進行する円安ドル高)

11月27日の日本経済新聞朝刊4面では「トランプ円安止まらず」という見出しで、「積極的な米財政政策の観測で日米金利差が拡大しており、ヘッジファンドなどの円売り・ドル買いが勢いを増している」と報じた(図表1)。これについて「大型減税やインフラ投資などのトランプ氏の政策が米国の成長期待とインフレ観測を高め、米10年債利回りは1年4か月振りに一時2.4%程度まで上昇した。一方、日本では日銀が長短金利操作の下で10年債利回りをゼロ近くに抑え込んでおり、金利差が開きやすくなっている」ためと解説している。

(図表1)

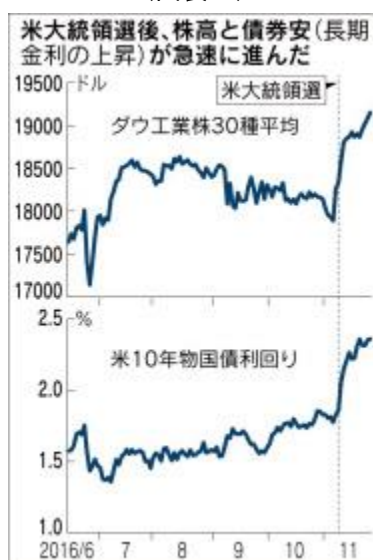


(注) 日経新聞 (2016.11.27) 朝刊4面による。

(米国内で進む債券から株式へのシフト)

また、続く11月28日の日本経済新聞朝刊4面では「米株急騰、期待と懸念」という見出しで「トランプ次期大統領が掲げる財政刺激政策への思惑が続き、債券から株式への資金シフトが大規模に起きている」とし、「債券売りの背景には、財政刺激で物価上昇の勢いが増すという見方があるほか、国債増発の思惑も一部でくすぶる」と報じた(図表2)。

(図表2)



(注) 日経新聞 (2016.11.28) 朝刊4面による。

(トランプの選挙公約は景気拡張政策)

トランプ次期大統領の選挙公約のうち目を引くものとしては、①老朽化した公共施設に対し10年間に1兆ドルのインフラ投資を行う②法人税率を現在の35%から15%に引き下げる③個人所得税の最高税率を約40%から25%に引き下げるなどがあり、その通り実行されれば、その効果は、年率で米国GDPの数パーセントに及ぶ大きなものであると言われている。このほかにも、トランプ氏はリーマンショック後に成立した金融規制強化法であるドット・フランク法の廃止、エネルギー関連規制法の見直しなど、産業の規制緩和政策を実行するとしており、これも成長期待や期待インフレ率を高める効果を持つであろう。

このような政策が公約通り行われるかどうかは現時点では未知数であり、現在起きているのはこのような政策を想定した投機筋の動きに過ぎないが、11月27日の上記記事が報じるとおり「米国の製造業への配慮をテコにして選挙戦の勝利をつかみ取ったトランプ氏だけに、(中産階級労働者の不利益になるので)「このままドル高(円安)を容認するとは思えない」(みずほ銀行の唐鎌大輔氏)」と考えられるため、常識的には、大統領就任後に取られる政策の変更に応じて、このような動きも徐々に修正されていくと考えられる。

(日本の不動産市場への影響は)

ところで「トランプ円安」がしばらく続くとすれば、日本の不動産市場にどのような影響を与える可能性があるだろうか。不確定な事象が多すぎて的確な予測は到底不可能であるが、比較的最近の日本経済に生じた経験に照らしてこの問題を考えることは可能かも知れない。

第一に短期的な影響である。円安や同時に生じている株高の動きは、日米金利差の拡大により、大規模に円安・株価上昇が生じた2013年(平成25年)アベノミクス開始時に、当時起きたのとほぼ同様の現象であることは記憶に新しいところであるが、この場面で生じた所得、消費、設備投資等の実態経済面への影響は極めて限定的であった。今回もそれと同様に考えることができよう。

次に、円安・株高の動きが1年~2年程度先まで続とした場合の中期的な影響については、これもアベノミクス2、3年目の経験に照らして考えると、円安が暫く続けば、半年から1年をかけて輸入物価の上昇はほぼ確実に消費者物価の上昇に波及する。しかし、2014年から2015年に生じたのと同様に、潜在成長率の増加が見込めず、名目賃金の上昇が限定的であれば、消費者物価の上昇は、かえって実質賃金を減少させるという経路をたどることが想定される。この場合に生ずる実質所得の低下は景気後退要因であり、不動産市場にもその影響が及ぶであろう。また、日本の長期金利が米国の長期金利に引きずられて上昇すれば、住宅ローン金利等の引き上げを通じて住宅投資が抑制される効果を持つであろう。

最後に、現実味のない飛躍した議論になるが、トランプの公約通り、大規模な減税、公共投資が継続されれば、景気の拡大により米国経済の長期金利を上昇させ、それはドル高を招く。しかし、米国が何時までもこれを容認するとは考えにくい。過去には、第一期レーガン政権時(1981~85年)の減税・景気拡大政策により生じたドル高を調整するため、プラザ合意という国際協調政策により、日本を含む諸外国の財政拡大が求められ、これが不動産バブルの引き金になったという経緯がある。今回も、今年6月の伊勢志摩サミットの「G7伊勢志摩経済イニシアティブ」における政策総動員を示唆する共同宣言等を見る限り、ドル高是正に向けた国際協調が必要になれば、プラザ合意の様な経緯が再現される可能

性が全くないわけではないであろう。しかし現在の日本には当時のような財政余力はない。国際協調による財政拡大は金利の急上昇を招き、利払い費の増加、日銀を含む金融機関の保有する国債価格の暴落を誘発し、財政破たんの引き金を引く危険な選択肢になると言えよう。日本の財政はすでにそのような危険水域にあるという認識は重要であろう。

11月28日の日本経経済新聞17面の「景気指標」解説欄で編集委員の小平龍四郎氏は「円安・ドル高の持続だけを頼りに企業業績の上方修正と株高を当て込むとすれば、そこには少なからず危うさが伴う。安倍相場から始まった株高の局面は「トランプ」という巨大な政治リスクと向き合いながら、年の瀬を迎えることになる」と結んでいる。

(荒井 俊行)