

2016年10月17日
No.2016-026

米国大統領選挙が為替相場に与える影響

～クリントンならドル高、トランプならひとまずドル安～

調査部 副主任研究員 井上肇

《要 点》

- ◆ 為替市場の当面の最大の注目点は11月8日の米国大統領選挙である。ドル円相場の歴史を振り返ると、日本がどのような政策を採ろうとも、結果的には基軸通貨国である米国の政策に振り回されてきたと言っても過言ではない。このため、今後の為替相場を展望するうえでは、米国大統領選挙で民主党のクリントン候補、共和党のトランプ候補のどちらが勝利し、新大統領の下で採られる政策が為替相場にどのような影響を与えるのかを考察することが重要である。
- ◆ クリントン候補が勝利した場合は、米国の経済政策の先行き不透明感の後退や、FRBの利上げ再開により、円安ドル高に振れやすくなると見込まれる。さらに、来年1月に新政権が誕生し、政策が実行に移されていく段階では、緩和的な財政政策や移民制度改革などが米国景気を下支えし、円安ドル高の流れが続くと予想される。ただし、財務長官人事次第では、円高ドル安に振れるリスクが残る。
- ◆ トランプ候補が勝利した場合は、米国の経済政策の先行き不透明感が高まり、ひとまず円高ドル安に振れると予想される。一方、来年1月に新政権が誕生して以降は、トランプ大統領が実行に移す政策ミックス次第でドル安、ドル高どちらにも振れうる。例えば、①積極的な財政政策や、保護主義的な通商政策、排外主義的な移民抑制政策を公約通り実施するという政策ミックスでは、一時的にドル高に振れて、ドル安に戻るシナリオ、②保護主義的な通商政策や排外主義的な移民抑制政策を封印しつつ、財政規律にも配慮した緩和的な財政政策を実行するという政策ミックスでは、ドル高が続くシナリオ、などが想定される。
- ◆ もっとも、どちらの候補が当選するにしても、大幅かつ持続的な円安ドル高が進行する展開は見込み難い。ドル高が予想されるクリントン候補が当選しても、大統領と連邦議会の「ねじれ」状態が続く状況下では、財政政策を中心に政策変更余地は限られる公算が大きい。財政面からの景気押し上げ効果が限られるなかで、トランプ氏ほど過激ではないものの、保護主義的な姿勢で共通しているクリントン氏の為替政策が大幅なドル高を容認するものになるとは見込み難い。FRBも米国経済の「長期停滞論」が払拭できないなかで、利上げに対して慎重姿勢を続けざるを得ないだろう。

本件に関するご照会は、調査部・副主任研究員・井上肇宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0920, Mail: inoue.hajime@jri.co.jp

1. 米国の政策に振り回されてきたドル円相場

注目された9月の日米の金融政策イベントは、日銀が金融緩和強化の新しい枠組みを発表、FRBが利上げを見送るといった結果に終わり、市場の関心は11月8日に投開票が行われる米国大統領選挙に向かいつつある。

ドル円相場の歴史を振り返ると、日本がどのような政策を採ろうとも、結果的には基軸通貨国である米国の政策に振り回されてきたと言っても過言ではない。直近の動きをみても、本年入り後に円高ドル安が進んだ背景として、日銀の金融緩和の限界を指摘する声もあるが、より重要なのは、FRBがハト派化（利上げ慎重化）し、米国政府もドル高容認姿勢を転換したことである。2014年半ば以降、FRBの利上げを織り込む過程で大幅なドル高が進み、政策当局が米国景気へのマイナス影響拡大を懸念したことが主因とみられる。

このため、今後の為替相場を展望するうえでは、米国大統領選挙で民主党のクリントン候補、共和党のトランプ候補のどちらが勝利し、新大統領の下で採られる政策が為替相場にどのような影響を与えるのかを考察することが重要である。

2. クリントンならドル高、ただし円高リスクは残存

クリントン候補が大統領に当選した場合は、米国の経済政策の先行き不透明感がひとまず後退し、投資家のセンチメントは改善するだろう。クリントン候補は、トランプ候補とは対照的に、豊富な政治経験を有しているほか、掲げる政策の細部や实体经济への影響に不明瞭な点が少ないためである。さらに、大統領選後も良好な米経済指標が続けば、FRBは12月にも利上げ再開に踏み切る公算が大きく、米金利の上昇がドル高要因となろう。ドル円相場は、投資家のセンチメント改善と米金利の上昇に後押しされる形で、ひとまず円安ドル高に振れやすくなると見込まれる。

来年1月にクリントン政権が誕生し、政策が実行に移されていく段階では、緩和的な財政政策や移民制度改革などが米国景気を下支えし、円安ドル高の流れが続くと予想される。第1に、クリントン氏は財政政策として、企業や富裕層への増税を財源としたインフラ投資拡大などを掲げている。こうした緩和的な財政政策が米国景気を下支えすると見込まれる。第2に、移民政策としては、労働力供給の拡大に資する移民制度改革を掲げている。米国経済が完全雇用状態に近づいているとみられるなかで、移民の流入が少子高齢化等に伴う労働力人口の伸びの鈍化を補い、成長を下支えすることが期待される。第3に、金融政策については、FRBの独立性を擁護するとしている。FRBは経済のファンダメンタルズの改善を素直に評価して、利上げを進めることが可能になると予想される。

ただし、財務長官人事次第では、円高ドル安に振れるリスクが残る。クリントン候補が大統領に就任した場合は、為替政策を司る財務長官にハト派（利上げ慎重派）のブレイナードFRB理事（元財務次官）が充てられるのではとの憶測が飛び交っている。ブレイナード理事は、FRB高官のなかでは珍しく為替相場に言及するケースが散見され、「利上げによってドル高になれば、ただでさえ目標値にとどいていないインフレ率が一段と下がってしまうリスクがある」などと発言している。ドル高への懸念を示してきたブレイナード理事が財務長官に就任した場合は、米国為替政策におけるドル安志向が強まる恐れがある。

日本にとっての苦い経験は、1993年に誕生したビル・クリントン政権第1期前半のベンツェン財

務長官在任時の円高政策であろう。ベントゥエン財務長官の下でクリントン政権が当時最大の対米貿易黒字を抱えていた日本に対して政治的圧力を強めた際には、大幅な円高ドル安が進行した。現在、最大の対米貿易黒字国の地位は中国に譲っているものの、日本は主要な対米貿易黒字国であることに変わりはない。米財務省は半期ごとに、主要貿易相手国の為替政策を分析した「為替報告書」を議会に提出している。日本は、10月14日に公表された「為替報告書」において、中国、韓国、台湾、ドイツ、スイスとともに、その為替政策が「監視リスト」に指定されている（図表1）。仮に円高に振れても、米国

(図表1)米為替報告書における評価基準と足許の状況

	対米貿易黒字が 年200億ドル超 (4四半期累計)	経常黒字が 対GDP比3%超 (4四半期累計)	一方的な為替介入による 外貨買いが対 GDP比で 年間2%超
中国	3,561	2.4%	-5.1%
ドイツ	711	9.1%	-
日本	676	3.7%	0.0%
メキシコ	626	-2.9%	-2.2%
韓国	302	7.9%	-1.8%
イタリア	283	2.3%	-
インド	240	-0.8%	0.3%
フランス	180	-0.5%	-
台湾	136	14.8%	2.5%
スイス	129	10.0%	9.1%
カナダ	112	-3.4%	0.0%
英国	▲3	-5.7%	0.0%
(参考)ユーロ圏	1,305	3.2%	0.0%

(資料)US Treasury "Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States" October 14, 2016を基に日本総研作成

(注1)赤字が基準抵触項目。黄色の網掛けの6カ国・地域が基準に抵触し、「監視リスト」に指定。

(注2)「一方的な為替介入による外貨買いが対GDP比で年間2%超」の項目におけるマイナス表記は外貨売り介入を意味。

政府が為替介入の実施を容認せず、日本の通貨当局が円売り介入を封じられるとの見方が市場で強まれば、ビル・クリントン時代初期の構図の再来となり、円高ドル安が加速するリスクがある。

3. トランプならひとまずドル安、その後の展開は不透明

トランプ候補が大統領に当選した場合は、米国の経済政策の先行き不透明感が高まると予想される。トランプ候補は、クリントン候補とは違い、これまで政治経験を有していないことに加え、掲げる政策は、細部や実体経済への影響に不明瞭な点が多いためである。トランプ候補の勝利はリスク回避の動きを強め、新興国・資源国通貨などが米ドルに対して全体的に弱くなると思われる一方、円などの「逃避先通貨」は米ドル以上に強くなるが見込まれる。このため、大統領選直後のドル円相場の反応としては、円高ドル安に振れると予想される。

トランプ候補の政策について市場が懸念しているのは以下の点である。トランプ候補は、大型の所得・法人減税やインフラ投資拡大などの積極的な財政政策を掲げているものの、財源が不明確であるほか、保護主義的な通商政策や排外主義的な移民抑制政策が米国内外景気へのマイナス要因として懸念されている。金融政策については、イエレンFRB議長の利上げ慎重姿勢が現オバマ政権や民主党の支持率に有利に働いていると批判しており、そうした姿勢が2018年2月に任期を迎えるイエレン議長の後任人事や、FRBの独立性に対する不透明感を高めている。

一方、来年1月にトランプ政権が誕生して以降の為替相場は、トランプ大統領が実行に移す政策ミックス次第でドル安、ドル高どちらにも振れうる。というのも、トランプ氏が掲げている政策は、どこまでが「本気」で、どこからが「はったり」なのか不明瞭であるためである。

①一時的にドル高に振れて、ドル安に戻るシナリオ

例えば、トランプ大統領が積極的な財政政策や、保護主義的な通商政策、排外主義的な移民抑制政策などを公約通り実行した場合、当面は財政面から米国景気が刺激され、一時的にドル高に振れ

た後、保護主義的な通商政策、排外主義的な移民抑制政策などが次第に景気の足かせとなり、最終的にはドル安に戻ると予想される。

このシナリオでは、まず、積極的な財政政策が米国景気を刺激し、FRBが利上げを進めやすくなるなかで、米金利の上昇がドル高を後押しすると予想される。過去の例をみると、1981年に誕生したレーガン政権下で、財政拡張と金融引き締め政策のミックスが採られた際に、1979年から84年まで6年にわたってドル高が続いた(図表2)。

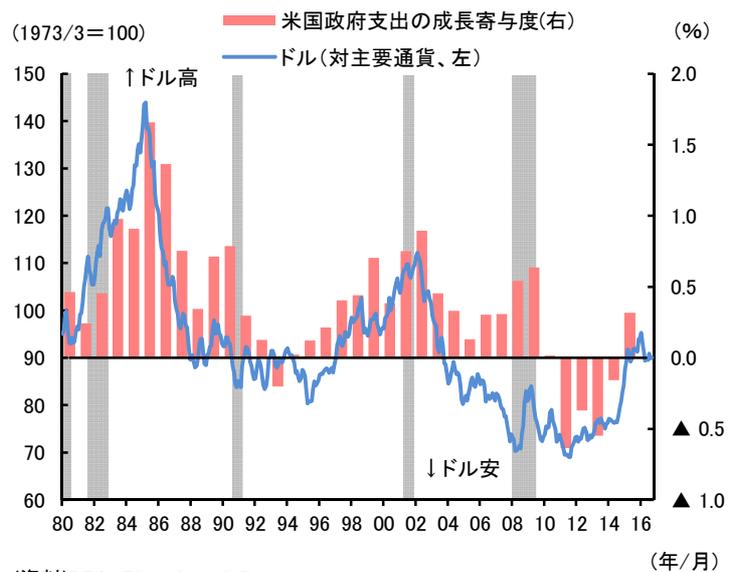
もっとも、トランプ大統領の場合は、保護主義的な通商政策や排外主義的な移民抑制政策などが次第に米国経済の足かせとなるため、ドル高局面は長期化しないと見込まれる。米国の輸入関税の引き上げが国内物価の上昇に伴う実質購買力の低下につながると思われるほか、TPPやNAFTAなどの貿易協定の見直し・脱退や、貿易相手国との貿易摩擦などが生じた場合には、米国の外需環境が悪化する可能性が高い。加えて、少子高齢化等に伴い、労働力人口の伸びの鈍化傾向が続くと見込まれるなか、移民の流入が抑制されれば、労働需給の逼迫や人件費高騰を招く可能性がある。さらに、財源が十分に手当てされないまま、積極的な財政政策が続くことにより、財政赤字拡大による米国債の格下げや景気過熱によるインフレ率の急上昇などが発生するリスクもある。FRBはインフレ率の高進を理由に、利上げをペースアップさせる可能性があるものの、最終的には高インフレと急激な金融引き締めにより、米国景気は失速に向かうと見込まれる。米国の名目金利は大きく上昇しても、実質金利はさほど上昇せず、ドル高は一過性に終わると予想される。

それ以上に、トランプ氏の保護主義的な通商・為替政策は、直接的なドル安要因となりうる。トランプ氏は、大統領に就任すれば、中国を「為替操作国」に認定すると主張するなど、「為替操作」「通貨安誘導」に対して厳しい姿勢を示している。日本は、前述の「為替報告書」のなかで、すでに対米貿易黒字額、経常黒字規模の2つの基準に抵触しており、今後、自国通貨売り・外貨買い介入でも基準に抵触した場合、6カ国・地域のなかで唯一3つの基準すべてに抵触することになる(前掲図表1)。そうなれば、米国からは是正に向けた2国間協議を要請され、場合によっては「為替操作国」に認定される可能性が出てくる。日本が中国とともに「為替操作国」に認定されることを恐れ、円高が進行しても為替介入を自重するとの見方が市場で強まれば、投機的円買いによって円高ドル安が加速する可能性がある。

②ドル高が続くシナリオ

一方、トランプ氏が保護主義的な通商政策や排外主義的な移民抑制政策を封印するなかで、財政規律にも配慮した緩和的な財政政策を実行した場合は、ドル高が続きやすいと予想される。こうした政策ミックスの下では、保護主義的な通商政策や排外主義的な移民抑制政策による景気への悪影

(図表2)米国の政府支出の成長寄与度と米ドル相場



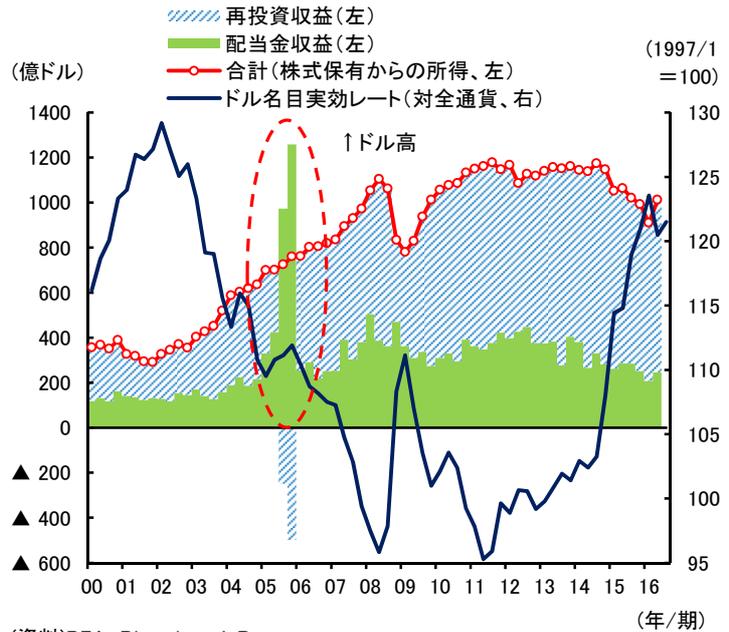
(資料)BEA、Bloomberg L.P.
(注)シャドー部は米景気後退期。

響は顕在化せず、財政面から景気が下支えされるなかで、FRBが利上げを進めやすい環境が続くと見込まれるためである。

実際、こうした政策ミックスが採られる可能性は小さくない。トランプ候補は、通商分野における自身の公約は、相手国との「公正」な貿易を実現するための交渉戦略に過ぎないと発言している。また、財政政策については、議会の承認が必要となるため、トランプ大統領は、議会共和党との協調が必要となる。本来、共和党主流派の財政政策は、減税などを掲げつつも、財政規律を重視する「小さな政府」志向であるため、トランプ大統領の財政政策が財政規律に配慮したものに修正される可能性がある。

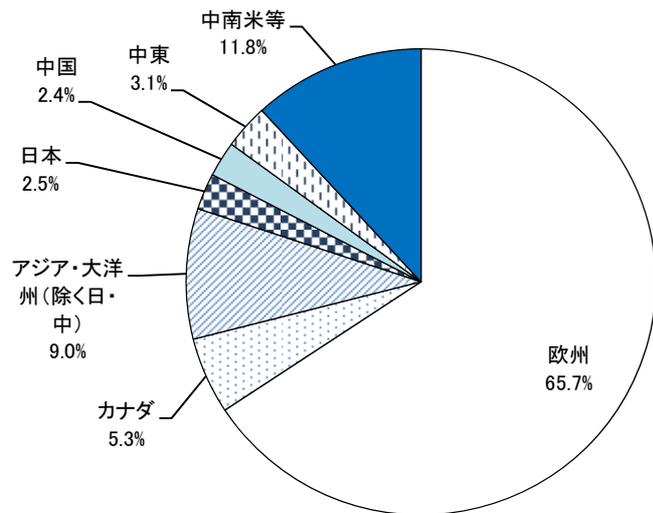
トランプ氏が掲げる財政政策（税制改革）のなかで、より直接的なドル高要因となりうるのは、米国企業の海外留保利益を米国内に還流させる際の税率引き下げ（「レパトリ減税」などとも呼ばれる）である。2005年に米国で「本国投資法」が時限立法で施行された際には、米国内への資金の還流が増加し、ドル高が進む場面がみられた（図表3）。米国企業の海外留保利益の所在地は欧州に集中しており、米国企業による資金の還流が生じた（ないしはその観測が高まった）場合は、対欧州通貨を中心にドル高圧力が強まる公算が大きい（図表4）。一方、米国企業の海外留保利益に占める日本の割合は小さく、対円でのドル高圧力は限られるだろう。

（図表3）米国の直接投資収益受取と米ドル名目実効為替レート



（資料）BEA、Bloomberg L.P.

（図表4）米国の対外直接投資収益の内訳（再投資分、2015年）



（資料）Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce
を基に日本総研作成

4. 大幅かつ持続的な円安ドル高は見込み薄

ここまで両大統領候補の政策が為替相場に与える影響について考察してきたが、今回、大統領選挙とともに重要なのは、新大統領の政策の実現可能性を大きく左右する連邦議会選挙の結果である。世論調査などでは、民主党のクリントン候補が大統領に当選、連邦議会選挙では、上院は民主・共和党が接戦、下院は共和党が議席の過半数を維持、というシナリオが最有力となっている。

大統領選挙にまつわるドル円相場の経験則として、選挙翌年は円安ドル高が進む傾向がある（図表5）。1985年のプラザ合意以降をみると、選挙翌年に円高傾向となったのは、民主党候補が大統領に当選し、議会も民主党が主導権を握っていた1993年のクリントン政権第1期開始年のみである。足許で最も可能性の高い、民主党のクリントン候補が大統領に当選、議会（少なくとも下院）の主導権は共和党が握るといった結果となった場合、過去の経験則は円安になりやすいことを示唆している。

もともと、どちらの候補が当選するにしても、大幅かつ持続的な円安ドル高が進行する展開は見込み難い。ドル高が予想されるクリントン候補が当選しても、2010年以降続いてきた大統領と連邦議会の「ねじれ」状態が続く下では、財政政策を中心に政策変更余地は限られる公算が大きい。財政面からの景気押し上げ効果が限られるなかで、トランプ氏ほど過激ではないものの、保護主義的な姿勢で共通しているクリントン氏の為替政策が大幅なドル高を容認するものになるとは見込み難い。

実体経済面からも過度のドル高は受け入れられにくい。2013年頃から取り沙汰される米国経済の「長期停滞論」が払拭できないなかで、FRBは利上げに対して慎重姿勢を続けざるを得ないだろう。さらに、今回の利上げ局面では、前回とは違い、FRBが利上げをすれば、運用資金がドル建て資産に集まりやすい状況になっていることが利上げを難しくしている面もある。これは、日欧の主要先進国で超低金利による運用難が広がる一方、成長期待が低下した新興国の資金運用先としての魅力が低下していることが大きく影響しているためである。実際、前回の利上げ局面では、実効レートベースでドル安基調であったのとは対照的に、今回は2014年半ば以降、大幅なドル高が進み、製造業などへのマイナス影響が拡大した（図表6）。足許でも、実効レートベースでドルが高止まりするなか、今後一段とドル高が進めば、製造業などへのマイナス影響が再び大きくなる公算が大きい。FRBは為替相場を金融政策の目標にしているわけではないものの、実体経済に悪影響を及ぼしかねない大幅なドル高を回避するべく、慎重なペースで利上げを進めざるを得ない状況が続くと見込まれる。

以上

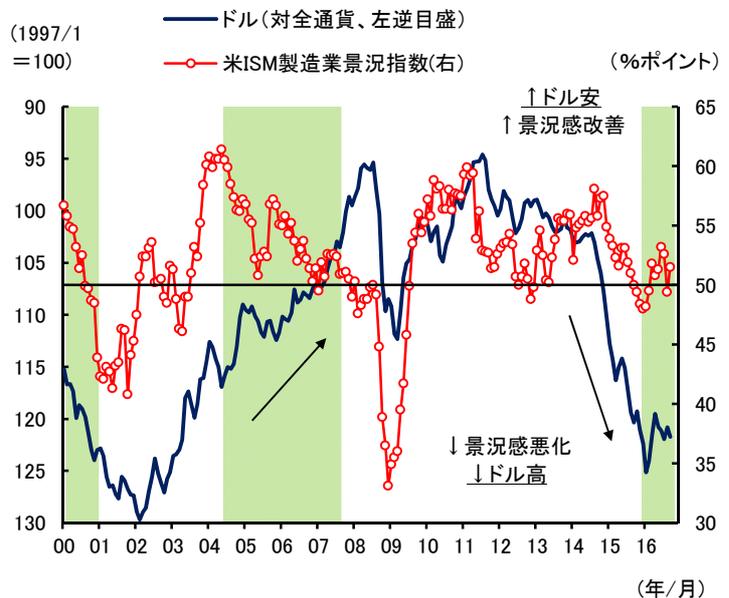
（図表5）米大統領選挙年・翌年の円安・円高傾向

選挙年 →選挙翌年	(1) 大統領、議会優勢政党			(2) 円安・円高傾向	
	大統領	上院	下院	選挙年	選挙翌年
1988→89年	共→共	民→民	民→民	円安	円安
1992→93年	共→民	民→民	民→民	円高	円高
1996→97年	民→民	共→共	共→共	円安	円安
2000→01年	民→共	共→民	共→共	円安	円安
2004→05年	共→共	共→共	共→共	円高	円安
2008→09年	共→民	民→民	民→民	円高	円安
2012→13年	民→民	民→民	共→共	円安	円安
2016→17年	民→?	共→?	共→?	円高	?

（資料）Bloomberg L.P.

（注）円安・円高傾向は、ドル円相場の前年末から当該年末までの変化率で判定。2016年は9月末時点。

（図表6）米ドル相場と米国の製造業景況感



（資料）米ISM、Bloomberg L.P.

（注）シャドー部は、米FRBの利上げ局面。