

2016 no.5

トランプの米国

～新政権の論点：

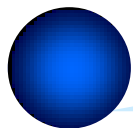
議会はトランプを止められるのか～

MIZUHO Research & Analysis

- 米国の大統領選挙ではトランプ氏が勝利、議会選挙では共和党が上下両院で多数党を維持
- 今後は、保護主義や移民に対する強硬な姿勢など、トランプ氏の過激な公約を、いかに議会が修正していくかが焦点
- トランプ氏は人事に着手するが、経験・専門性を備えた陣容を整備できるかどうかがポイントに
- 短期的には財政拡張期待から円安ドル高の動き。ただし、政策期待の後退や新大統領の保護主義的姿勢から円高圧力が高まる可能性も

《 構 成 》

1. 選挙結果	P 3
2. 今後の注目点と日本への影響	P 7
3. 金融市場への示唆	P 31



1. 選挙結果

大統領選挙を終えて(みずほの視点)

今年6月24日の「世紀の誤算」、BREXITを上回る激震が生じた。みずほ総合研究所が昨年末に発表した「2016年のとんでもシナリオ」トップはトランプ候補の当選だった。これが現実となった今、世界は先進国のカントリーリスクを意識しなければならない。選挙直前になってFBIがクリントン氏のメール事件再捜査を公表したオクトーバーサプライズが今回の歴史的結果を生んだ。

「選挙が終われば霧が晴れる」とされてきたが、我々が直面するのは、現実になったトランプ・リスクだ。しかも、2010年代後半の世界は「低温経済」、3つのL「低成長、低インフレ、低金利(3L)」経済、渦巻く不満と政治の分断だ。トランプリスクは、「保護主義リスク」、次いで「米国第一主義」という内向きバイアスでの地政学的リスク、さらに「ポピュリズム・リスク」である。暴言のトランプ候補の当選を招いた背景には、日本人の理解をはるかに超えた米国にある不満と格差を含めた分断があった。

トランプ候補の財政拡大の景気回復効果が世界の金融財政政策のゲームチェンジャーとして景気の底上げとなる可能性もある。これも、今日の閉塞感を反映したものと言える。いずれにしても、2021年1月まで超大国のかじ取りをトランプ政権が担う。同じ時期、中国は習近平、ロシアはプーチンというグローバルレジームのなか、日本は2021年まで安倍政権の安定を見込めるのが救いだ。

(みずほ総合研究所 常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創)

米国は、先の読めない時代に突入した。トランプ氏は国政の経験に欠け、政策に関する発言にも一貫性がない。巨大な不透明性に、米国のみならず世界経済が覆われようとしている。

トランプ氏が掲げる経済政策が、全て有害というわけではない。公約である減税や規制緩和は、組み立て方によっては経済への活力になり得る。しっかりとしたスタッフを集め、議会共和党と協力するなかで、強烈的な保護主義や厳格な移民対策等、経済に害となるような公約が修正されていく展開となれば、トランプ氏への不安は期待に変わる。

それでも、まず不透明感が先に立つのは避けられない。選挙戦では、周囲のアドバイス通りに真っ当な演説を行う「良いトランプ」と、制御の効かない「悪いトランプ」が交互に表れてきた。大統領になりさえすれば、「良いトランプ」だけがずっと信じる材料はない。

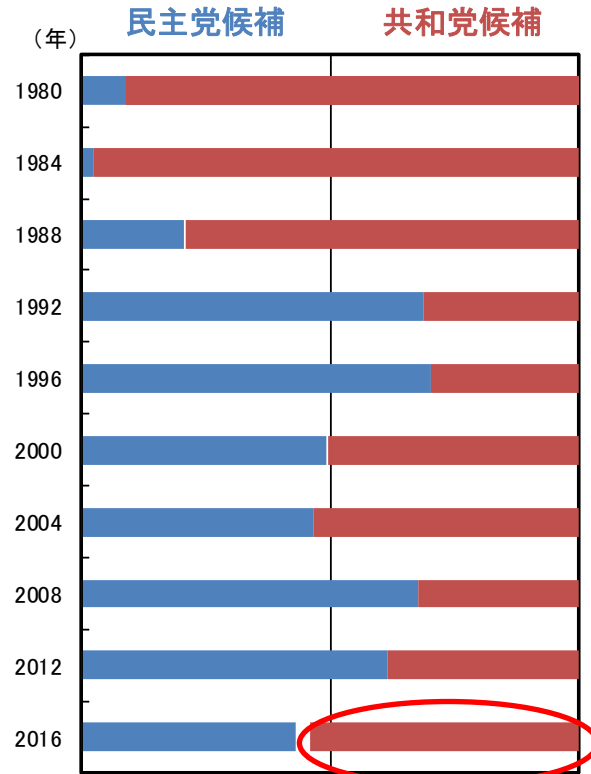
外交の面でも、米国が世界のリーダーであることへの責任感を持たない大統領の誕生は、大きな不安定要因になる。米国に頼れない時代を、日本はどう進むのか。日本自身が考えなければならない。

(みずほ総合研究所 欧米調査部長 安井明彦)

米国大統領選挙はトランプ氏勝利、議会選挙は共和党が上下両院で多数党維持

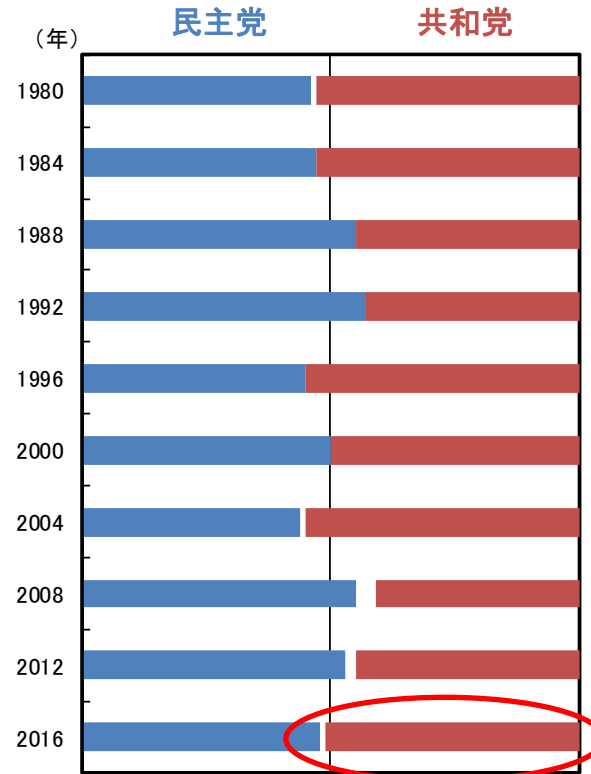
- 保護主義的な傾向の強さ等、トランプ氏の主張は議会共和党と距離
- ・ 過激な提案を議会がどこまで修正できるかが焦点に

【大統領選:選挙人数(538人)】



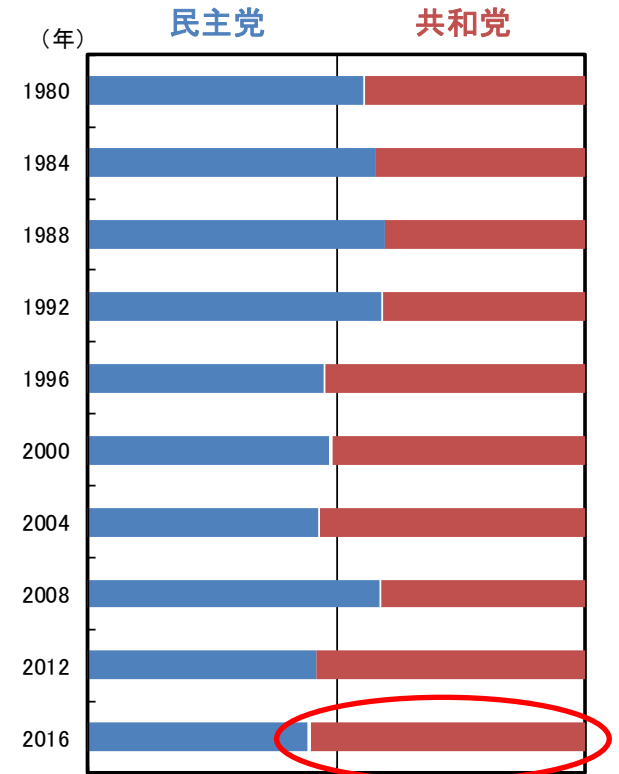
トランプ氏の勝利

【上院(100議席)】



共和党が多数党

【下院(435議席)】



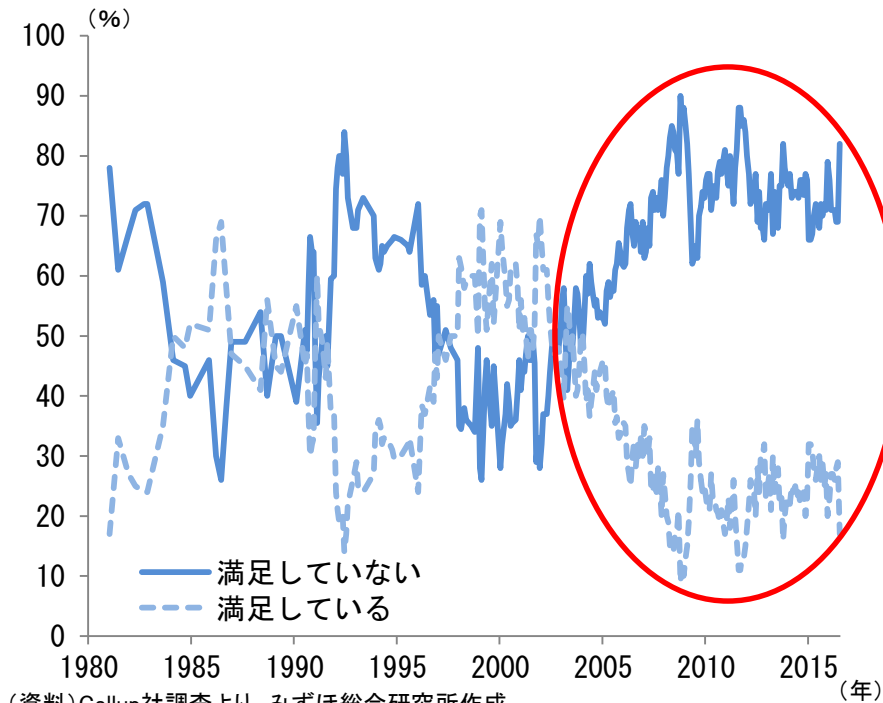
共和党が多数党

(注)2016年の結果は日本時間2016年11月15日19時現在。空白は無党派・空席・未定議席等
(資料)New York Times、米国下院議会、米国立公文書記録管理局により、みずほ総合研究所作成

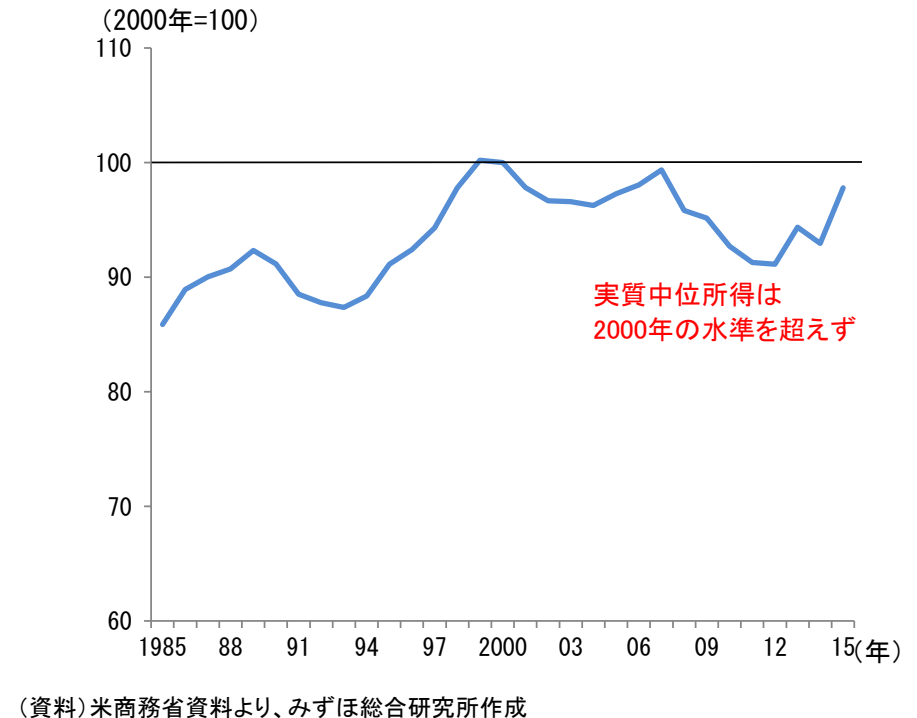
格差拡大等を背景とした不満のうっ積が、既存の政治の枠組みを揺るがす結果に

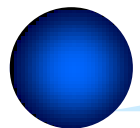
- 既存の政治の枠組みに対する反感が、究極のアウトサイダーであるトランプ氏の予想外の活躍を演出
 - ・ 米国では、国の方向性に対する不満が強い状況が長期にわたって継続
 - 底流には、低成長、格差の拡大、所得の伸び悩み等が存在
 - ・ とくに製造業等に従事する中間層以下(労働者階層)の白人が、民主党の地盤である中西部等でも、トランプ氏を後押し
 - 技術革新・グローバル化の下での雇用不安や、非白人の増加等により、疎外感を抱える人たち
 - ・ 現状を打開する特効薬は存在せず、トランプ政権下では不満のはけ口として自由貿易・移民等が標的にされるリスク

【 米国が進んでいる方向性に満足しているか (世論調査) 】



【 実質中位所得の推移 】





2. 今後の注目点と日本への影響

最初の100日間の工程表:トランプ政権は、議会の協力を必要としない措置を優先

- トランプ氏は、就任初日に実行する7つの措置と、最初の100日間で立法化を目指す10の措置を発表済み
 - ・ 就任初日の措置には、通商関連を中心に、大統領権限で断行できると思われる内容を選択
—— NAFTA再交渉、TPPからの撤退等が、宣言される見込み
 - ・ 最初の100日間については、大型減税を含む税制改革が目玉
—— 税制変更に限れば、「財政調整法」と呼ばれる措置により、民主党の妨害を受けても、共和党だけで立法化可能

【 就任初日に実行する措置 】

① NAFTA再交渉、もしくは脱退の意図を発表
② TPPからの撤退を発表
③ 中国を為替操作国に認定
④ 貿易相手国の不正捜査を開始、あらゆる手段で対抗
⑤ 米国内におけるエネルギー開発関連規制の緩和
⑥ インフラ建設を阻害する政策の撤廃、キーストーン・パイプラインの建設認可
⑦ 国連による温暖化対策への資金拠出撤回、国内の水道・環境関連インフラ投資の財源に

(資料)トランプ氏HP資料より、みずほ総合研究所作成

【 最初の100日間で立法化を目指す措置 】

①税制改革(所得税、法人税、法人国際課税)
②企業の海外移転を阻止するための税制改革
③エネルギー開発、インフラ投資の促進
④教育改革(学校選択の自由度向上等)
⑤オバマケア廃止
⑥育児・介護支援
⑦不法移民対策(防壁建築等)
⑧コミュニティの安全確保(凶悪犯罪対策強化等)
⑨安全保障改革(国防費強制削減廃止等)
⑩政治腐敗対策

(資料)トランプ氏HP資料より、みずほ総合研究所作成

財政政策は緩和的も、保護主義等が経済にマイナスの影響を与える可能性

- トランプ氏の経済政策により生じる追加的な財政赤字の規模は、10年間で5.3兆ドル程度の見込み
 - ・ 所得税・法人税率の引き下げ等をはじめ、大型の減税を計画
 - ・ 減税は景気刺激効果を持つが、貿易障壁の導入と厳格な移民政策、不確実性の高まり等が成長率の押し下げ要因に

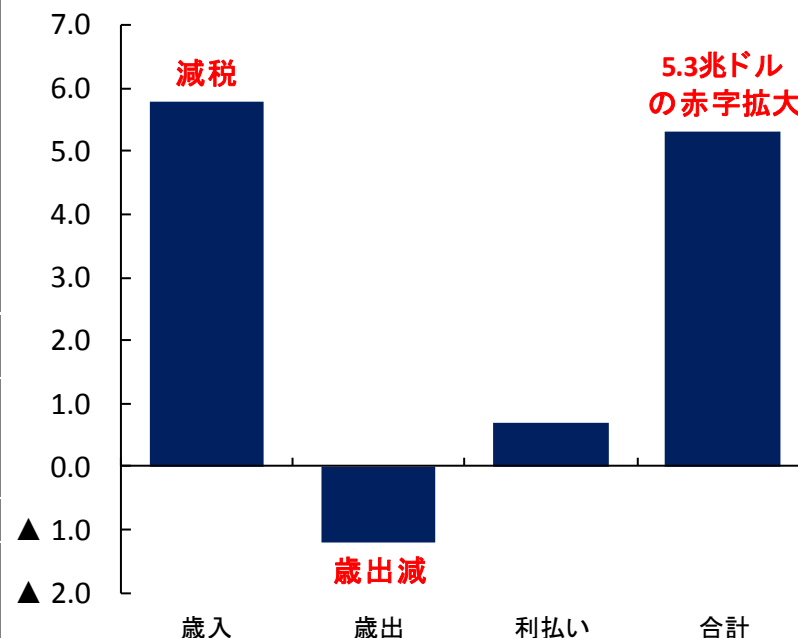
【トランプ提案の経済政策】

財政	財政赤字	10年間で5.3兆ドル拡大
	税制	法人、低所得者への減税 【法人】 ・法人税率を15%（現在35%）へ引き下げ ・本国に還流していない海外利益に対して1回限定で課税 【個人】 ・所得税区分の簡素化、従来の7区分から12%、25%、33%の3区分に変更 ・所得控除の利用制限（増税）
	歳出	インフラ投資の拡大、教育支援、オバマケアの廃止 【インフラ投資】クリントン氏を上回る規模の投資拡大 【教育支援】授業料や教育ローンの負担を軽減 【医療政策】オバマケアの廃止、個人向け医療貯蓄口座の促進、規制緩和
移民	移民枠の制限、米国の労働者を優先して雇用	
貿易	保護主義的な姿勢 TPP反対、NAFTA再交渉 為替操作国に対する罰則規定の設定 中国、メキシコの輸入品にそれぞれ45%、35%の関税を課す意向	
最低賃金	明確でない	
GDP成長率への影響	【トランプ氏の政策を全て実行】 2017～2020年の平均成長率の現状見通しとのかい離：▲1.6～▲4.6%ポイント 【議会による制約大】 2017～2020年の平均成長率の現状見通しとのかい離：▲0.8～▲0.9%ポイント	

（注）GDPへの影響は、Oxford Economics（2016）、Moody's（2016）のレポートから引用。
 （資料）各種資料より、みずほ総合研究所作成

【経済政策にかかる財政コスト（10年間累計）】

（財政赤字への追加的な影響、兆ドル）



（注）現行法に基づくベースラインとのかい離。10年間の累積。
 プラスが連邦政府債務の増加（拡張的政策）、マイナスが減少（緊縮的政策）。
 （資料）CRFB資料（2016年9月22日）より、みずほ総合研究所作成

注目政策①通商政策：TPPからは撤退、大統領権限での保護主義化が懸念材料

- 通商政策は大統領権限を発揮できる分野。議会の制御が効き難く、保護主義化のリスクは大
 - ・ TPPからの撤退は、就任初日に宣言される見込み
 - ・ 通商政策に関する大統領権限は大きく、貿易協定からの脱退や一部輸入品への関税引き上げは議会承認無しでも可能
 - ・ トランプ氏が主張する中国やメキシコに対する関税の引き上げは、経済に深刻な悪影響を及ぼす可能性
—— ピーターソン国際経済研究所は、トランプ氏の関税引き上げが、景気後退を招くほどの悪影響になると指摘
 - ・ 米国の保護主義傾斜を起点に、すでに強まっている保護主義的な動きが、世界各地で加速する恐れ

【 関税率引き上げが経済に与える影響 】

ポジティブな影響

- 輸入の減少と国内生産へのシフト
- 関税収入の増加



「ネガティブな影響」が
「ポジティブな影響」を
上回る見込み

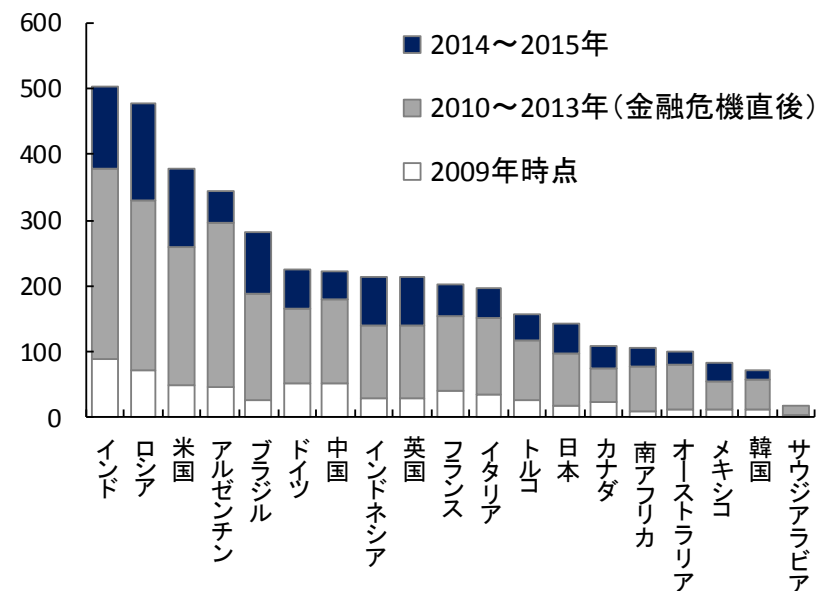
ネガティブな影響

- 世界的な貿易の停滞
- 輸入物価上昇による実質購買力の低下
- 金融市場の混乱、不確実性の高まり

(資料) 各種資料より、みずほ総合研究所作成

【 各国が発動した保護主義的措置 】

(2015年までの累計、件)



(資料) Global Trade Alertより、みずほ総合研究所作成

(ご参考) TPP協定の発効によって期待されていた日本産業への効果

- トランプ氏がTPPからの撤退を実行した場合、その発効により期待されていた、製造業における関税撤廃・税率引下げによる採算性改善や国際競争力向上、非製造業における非関税障壁撤廃による海外進出の活発化等、日本産業へのプラス効果が喪失

【 TPP協定の発効により予想される日本産業への影響 】

業界	主な締約内容	予想される影響
一般機械	✓ 大部分の産業用機械で関税撤廃(現状5%前後)	➢ <u>輸出環境・価格競争力が改善、輸入面に与える影響は軽微</u>
自動車	✓ 乗用車は長期的に関税率撤廃の方向(米国向けでは、自動車が25年目、トラックが30年目に撤廃) ✓ 自動車部品は多くが即時撤廃	➢ 「 <u>地産地消</u> 」の流れを大きく変えるほどの影響は想定しづらい ➢ 日米/加二国間合意では日本にとって不利な面も(拡充されたセーフガード措置等)
医薬品	✓ 新薬のデータ保護期間に係るルール構築(TPP参加国内:実質8年)	➢ <u>日本企業への影響は軽微</u> (日本のデータ保護期間は従来から8年)
その他製造業	✓ 工業製品の関税99.9%撤廃(即時撤廃は、品目数ベースで86.9%、金額ベースで76.6%)	➢ <u>関税撤廃によって価格競争力が向上</u> ➢ <u>既存EPAで関税撤廃となる品目が多く、対米を除くと影響軽微</u>
建設	✓ ベトナム、マレーシア、ブルネイで政府調達市場を開放	➢ 新たに解放される3ヶ国で <u>受注機会が増加</u> (但し市場規模は小)
通信	✓ ベトナムにおける外資出資比率規制の緩和 ✓ セーフガードや相互接続等、競争促進的な規定義務付け	➢ <u>新興国の外資規制緩和等により国際展開上プラス</u> ➢ 一方、 <u>先進国間での影響は限定的</u>
小売	✓ ベトナム、マレーシアにおける外資規制の緩和(出資規制、出店規制等)	➢ <u>コンビニ、GMS、食品スーパーにとって海外展開に追い風</u> ➢ <u>但し、地場でのバリューチェーン構築も必要</u>
外食	✓ 食品等の関税が削減・撤廃 ✓ ベトナムで外資規制緩和	➢ <u>輸入原料の調達コストが低下</u> ➢ ベトナムでは多店舗展開が容易に
農産品等食品 (加工食品)	✓ 多くの農林水産品(除く主要5品目)、食品で関税削減・撤廃	➢ <u>加工食品メーカーの輸入原料の調達コストが低下</u> ➢ 国内畜産生産の縮小を通じて悪影響が生じる恐れ ➢ <u>中堅以下メーカーの再編を促進する可能性</u>

(資料)みずほ銀行産業調査部作成

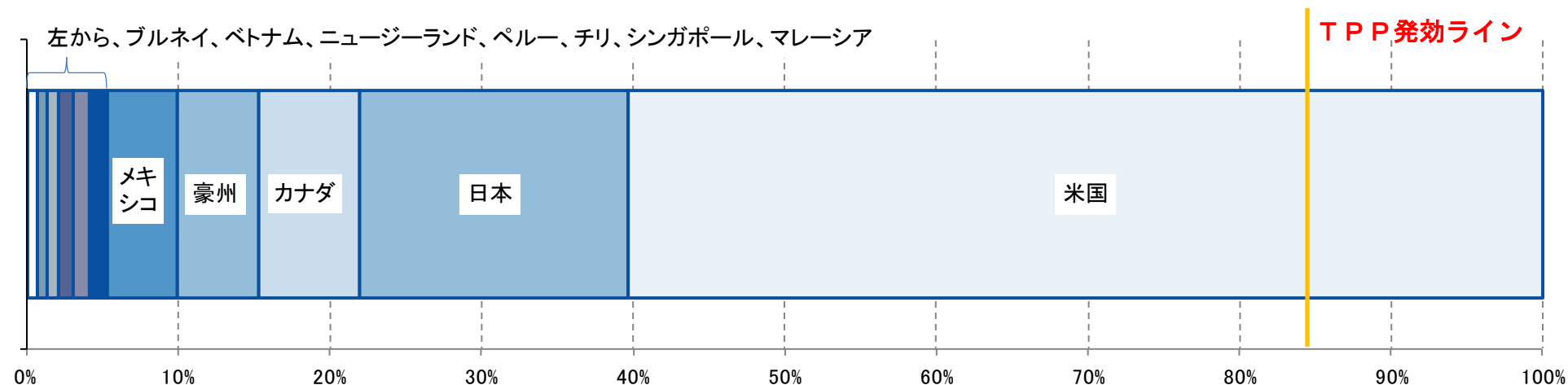
(ご参考)TPP発効の条件

○ TPP発効には米国の批准が絶対条件

【 TPP発効の条件 】

- ① 12カ国全てが国内法上の手続を完了した旨を書面により寄託者^(注)に通知した後60日後
- ② 2年以内に完了しない場合、域内GDP合計の85%超かつ6カ国以上で手続が完了

【 TPP参加国のGDPシェア 】



(注) TPPの場合は、ニュージーランド

(資料) IMF、内閣官房TPP政府対策本部資料より、みずほ銀行産業調査部作成

中国・メキシコの関税率引き上げ時の日本産業への影響

- 仮に、米国の主要な輸入相手国であるメキシコや中国に対する輸入関税が大幅に引き上げられる場合、輸送機械など一部産業に大きな影響が及ぶリスクも
 - ・ 日本企業の在中南米現地法人(約1/4がメキシコ)の北米向け(大宗が米国とみられる)輸出額は約2兆円で、その大部分(9割近く)が輸送機械
 - ・ 日本企業の在中国現地法人の北米向け輸出額は全体で約7,000億円。また、中国の対米輸出(2015年実績約4,000億ドル≒約42兆円)の冷え込みを通じた日本産業への間接的影響も懸念される

【日本企業の在中南米・在中国現地法人における対北米輸出額】 【(ご参考)中国の米国向け輸出の財別構成(2015年)】

	在中南米現地法人	在中国現地法人
	北米への輸出額(億円)	
全産業	19,720	7,081
製造業	19,097	3,990
化学・医薬	438	53
一般機械	112	762
電気機械	97	955
輸送機械	17,449	1,655
その他	1,000	564
非製造業	623	3,092
卸売	267	2,682
小売	-	0
その他	356	410

(資料) 経済産業省「海外事業活動基本調査(2014年度)」より、みずほ銀行産業調査部作成

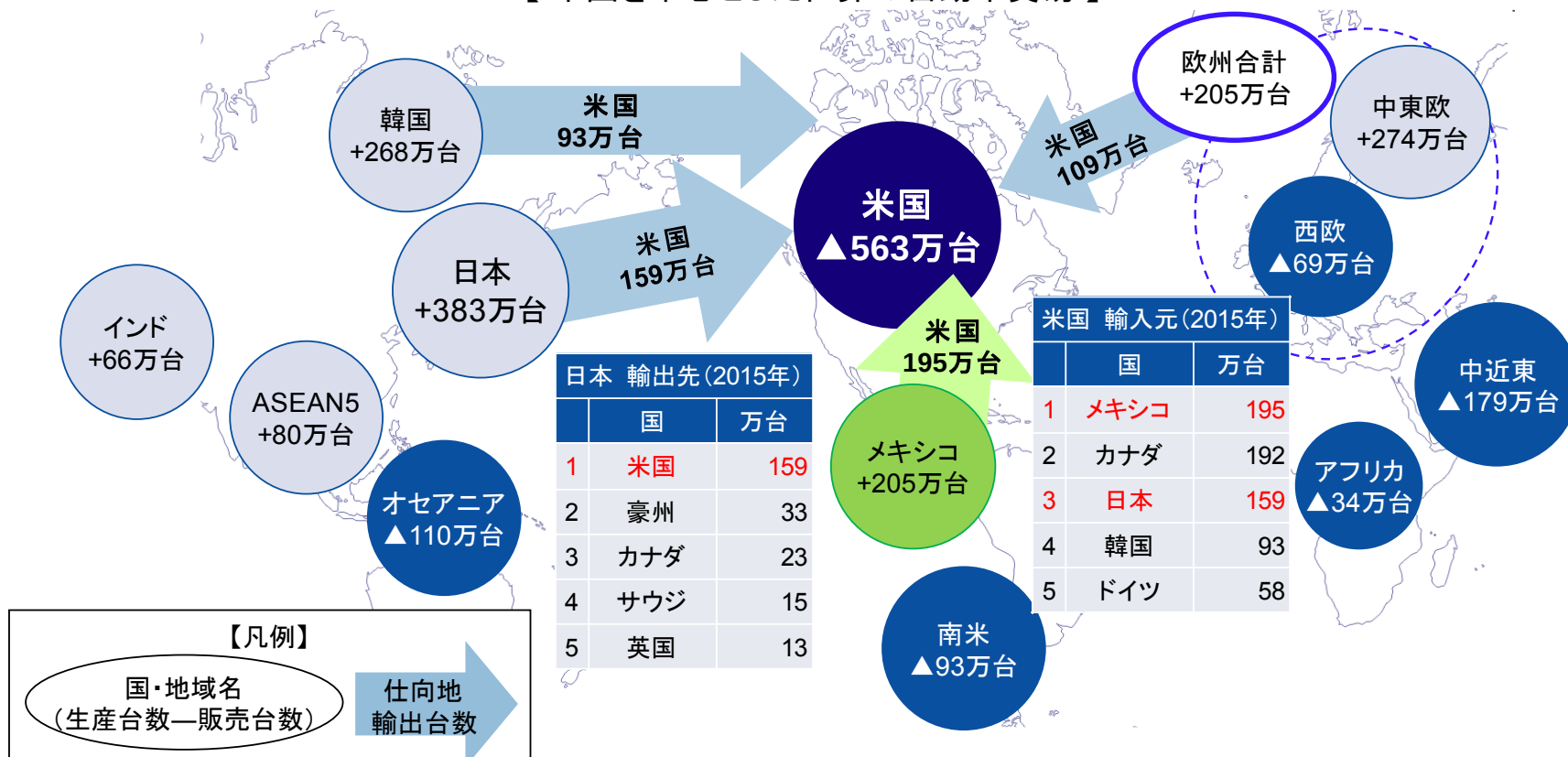
	輸出額 (億ドル)	シェア (%)
輸出総額	4,101	100.0
機械、電気機器	1,799	43.9
繊維	448	10.9
化学	306	7.5
鉄・非鉄	274	6.7
自動車等・部品	170	4.1
その他	1,105	26.9

(資料) 中国海関総署資料より、みずほ銀行産業調査部作成

米国を中心とした世界の自動車貿易

- 日本の自動車産業にとって米国は最大の輸出先であり、日本(輸出台数159万台)以外ではメキシコが最大の輸出元(日系完成車メーカー輸出台数56万台)となっている
- メキシコは自動車産業における米国の輸入元第1位となっており、NAFTAが再交渉となった場合、その内容次第では日本企業に限らず自動車業界全体へ影響が及ぶ可能性も

【米国を中心とした世界の自動車貿易】

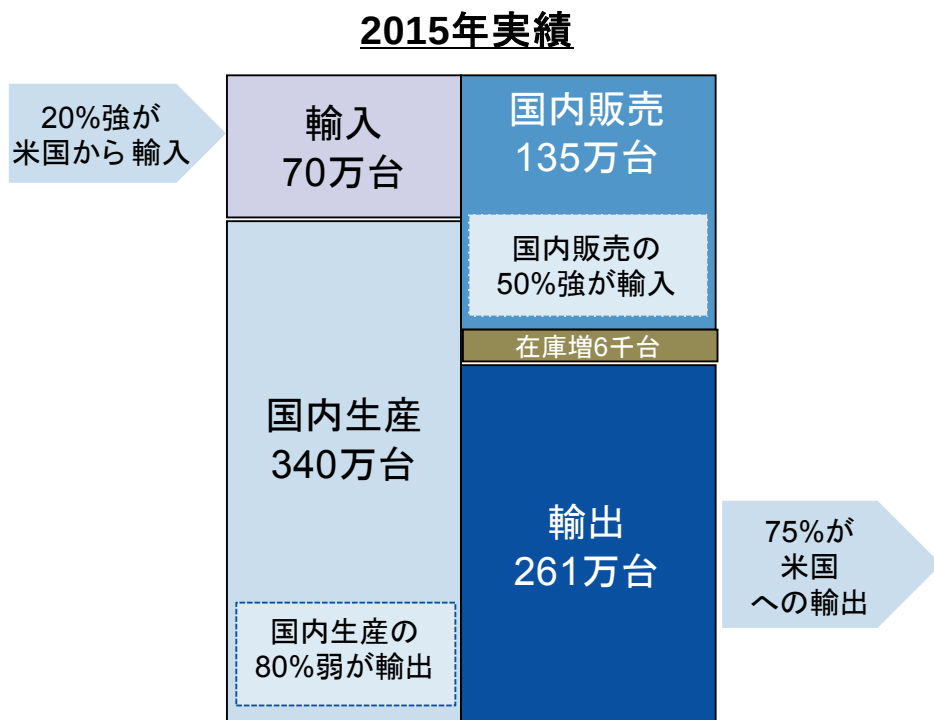


(資料)各国自工会資料等より、みずほ銀行産業調査部作成

メキシコ自動車産業とNAFTAの活用状況

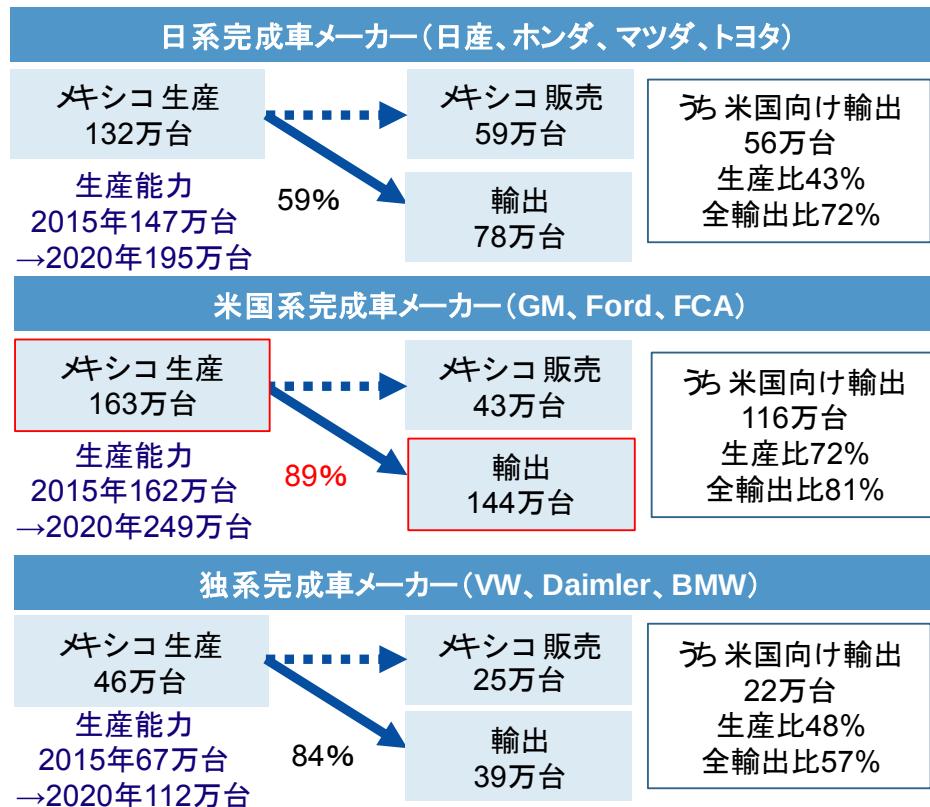
- メキシコは国内自動車販売の50%強を輸入で賄い、国内生産の80%弱を輸出する開放型の市場構造
- メキシコの安価な生産コスト、地理的近接性、NAFTAを活用し、自動車各社は米国向けの輸出拠点として活用。その恩恵を最も享受しているのは米国系完成車メーカー

【メキシコ自動車産業の現状】



(資料) 各国自工会資料等より、みずほ銀行産業調査部作成

【国籍別完成車メーカーメキシコ活用状況(2015年実績)】

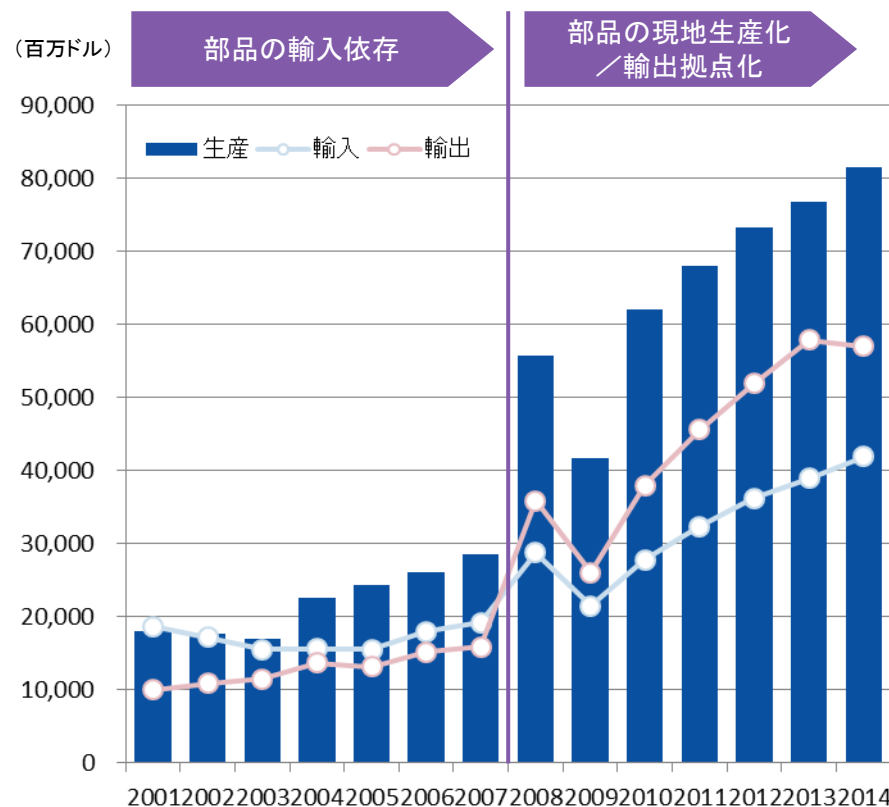


(資料) 各国自工会資料等より、みずほ銀行産業調査部作成

メキシコにおける自動車部品生産の動向

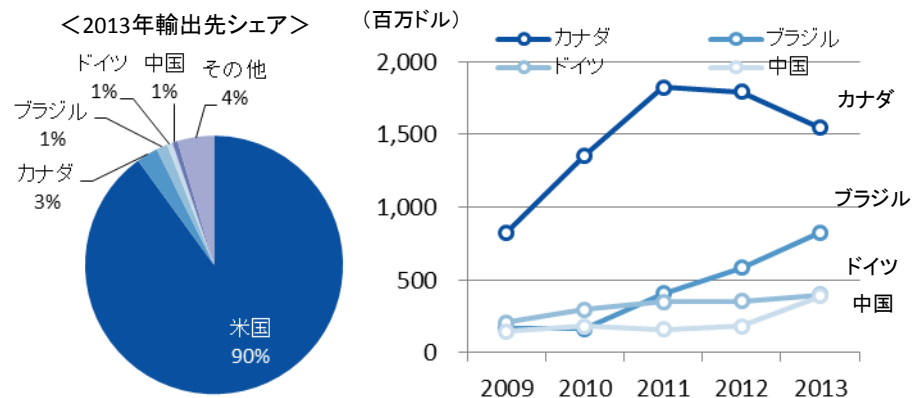
- メキシコでは部品サプライヤーの集積も進み、完成車のみならず、部品の輸出も大幅に増加
- メキシコからの部品輸出額の9割が米国向けであり(米国の部品輸入額の3割超)、NAFTAからの脱退や再交渉による内容の大幅な変更が生じた場合、米国の自動車生産へも影響を及ぼすことに

【メキシコ 自動車部品生産/輸入/輸出額推移】

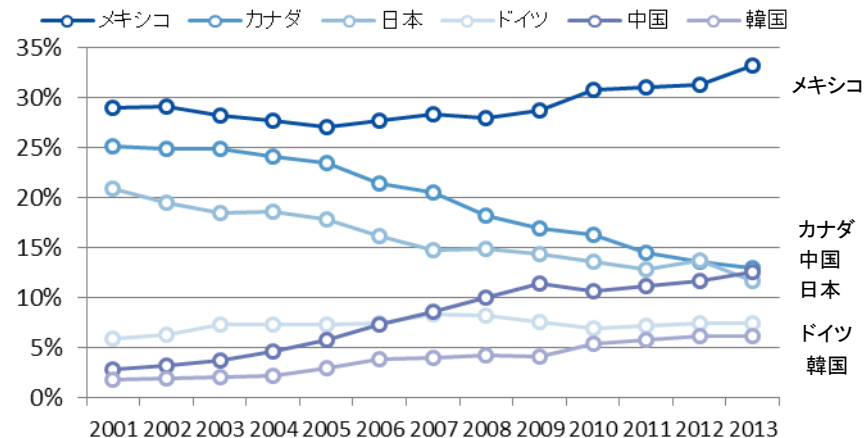


(資料)メキシコ自動車部品工業会(INA)及び米国商務省統計より、みずほ銀行産業調査部作成

【自動車部品輸出先シェア・金額推移(除く米国)】



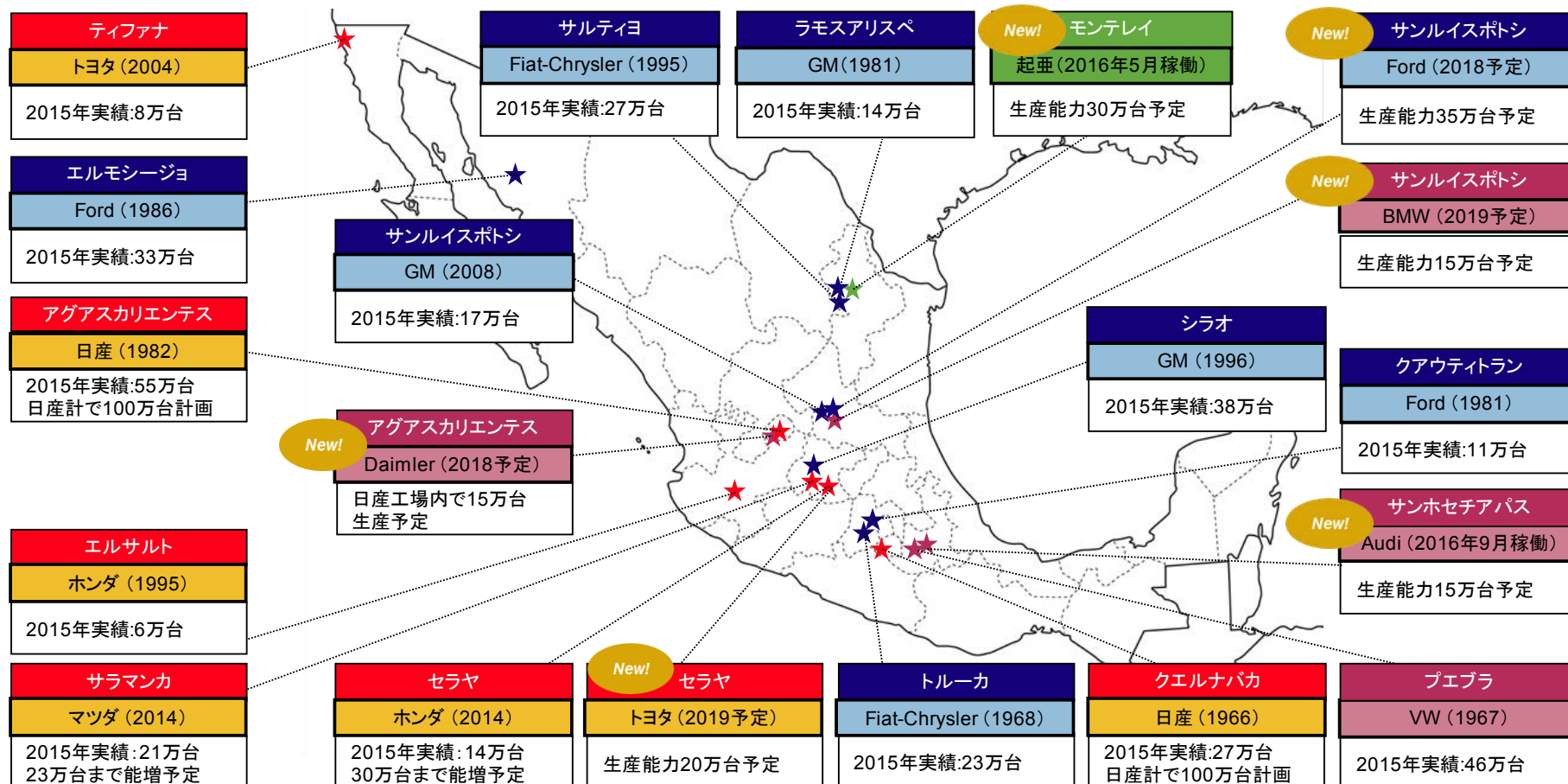
【米国 自動車部品輸入元シェア推移】



(ご参考)メキシコにおける完成車組立工場と生産能力

- 日系では、日産・ホンダ・マツダの新工場稼働に続き、トヨタも2019年の乗用車工場新設を発表
- 日系以外でも、独プレミアムブランド(Audi、BMW、Daimler)や韓国・起亜、米Fordが工場新設を公表済み

【完成車メーカーの生産拠点と生産能力】



(資料)各種報道資料よりみずほ銀行産業調査部作成

(ご参考)通商政策の変更が日本産業に及ぼす影響

- 日本企業の在米現地法人の現地調達比率は5割強に過ぎず、仕入の多くを輸入に頼る中で、今後保護主義的な政策が強化されれば、サプライチェーンの見直しを迫られる可能性
 - ・ 仕入のうち、日本からの輸入が3分の1強、第三国からの輸入が1割強を占める(うち約半分は中国を含むアジア)
 - ・ 業種毎に差があり、電気機械では輸入が7割を超え、その他(主に情報通信機械)では、仕入の1割をアジア(日本除く)からの輸入に依存

【日本企業の在米現地法人における仕入・売上状況】

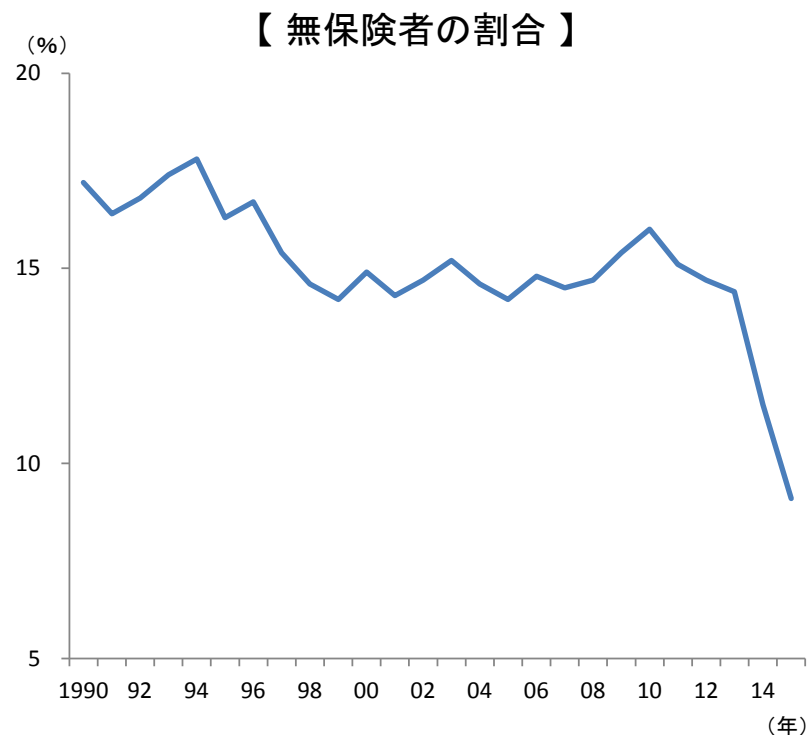
	仕入高 (兆円)	現地調達比率 (%)	第三国からの 輸入比率(%)	内アジア(%)	日本からの輸 入比率(%)	売上高 (兆円)	現地売上比率 (%)	輸出比率(%)
全産業	56.4	54.5	11.3	5.7	34.2	81.5	60	40
製造業	18.3	62.3	10.5	5.5	27.2	30.2	72	28
化学・医薬	1.7	56.0	9.0	3.7	35.0	3.7	80	20
一般機械	1.2	50.9	12.2	2.9	36.9	1.9	75	25
電気機械	0.6	28.1	5.5	4.4	66.4	1.1	87	13
輸送機械	11.1	69.5	9.9	4.8	20.6	15.4	61	39
その他	3.7	52.9	13.5	9.5	33.6	8.1	86	14
非製造業	38.1	50.8	11.7	5.8	37.5	51.3	53	47
卸売	29.2	47.0	9.0	6.3	44.0	35.0	53	47
小売	2.9	52.6	11.1	4.7	36.3	5.3	94	6
その他	6.0	68.5	24.7	4.0	6.7	11.0	33	67

(資料) 経済産業省「海外事業活動基本調査(2014年度)」より、みずほ銀行産業調査部作成

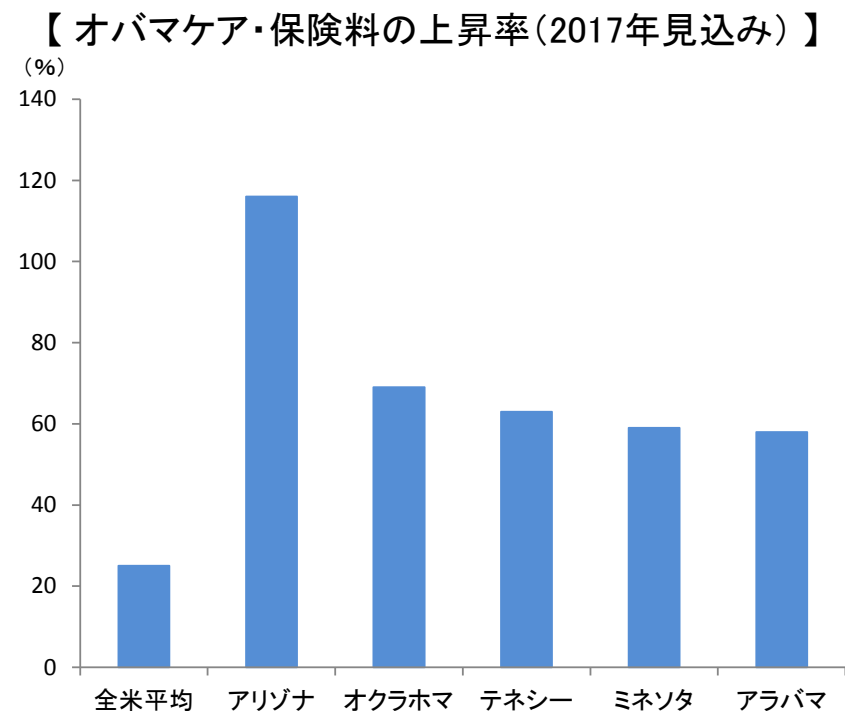
注目政策②医療制度:オバマケアの廃止・修正が論点に

○ オバマケアは一定の成果も、保険料負担の上昇等への対応が課題に

- ・ 2010年に成立したオバマ政権の医療制度改革(オバマケア)の効果もあり、米国では無保険者の割合が大きく低下
- ・ しかし、オバマケアが設けた官製市場において医療保険料が急上昇する等、制度の維持には課題も浮上
 - 米国財政においても、医療費の上昇が続くと見込まれており、いずれは医療費抑制策の実施が必要に
- ・ トランプ氏は、オバマケアを廃止し、州境を超えた保険会社間の競争促進などを軸に、市場原理重視の改革を進める方針
 - オバマケアが廃止された場合には、再び無保険者が増加する公算が大きい



(資料) CDCP資料より、みずほ総合研究所作成



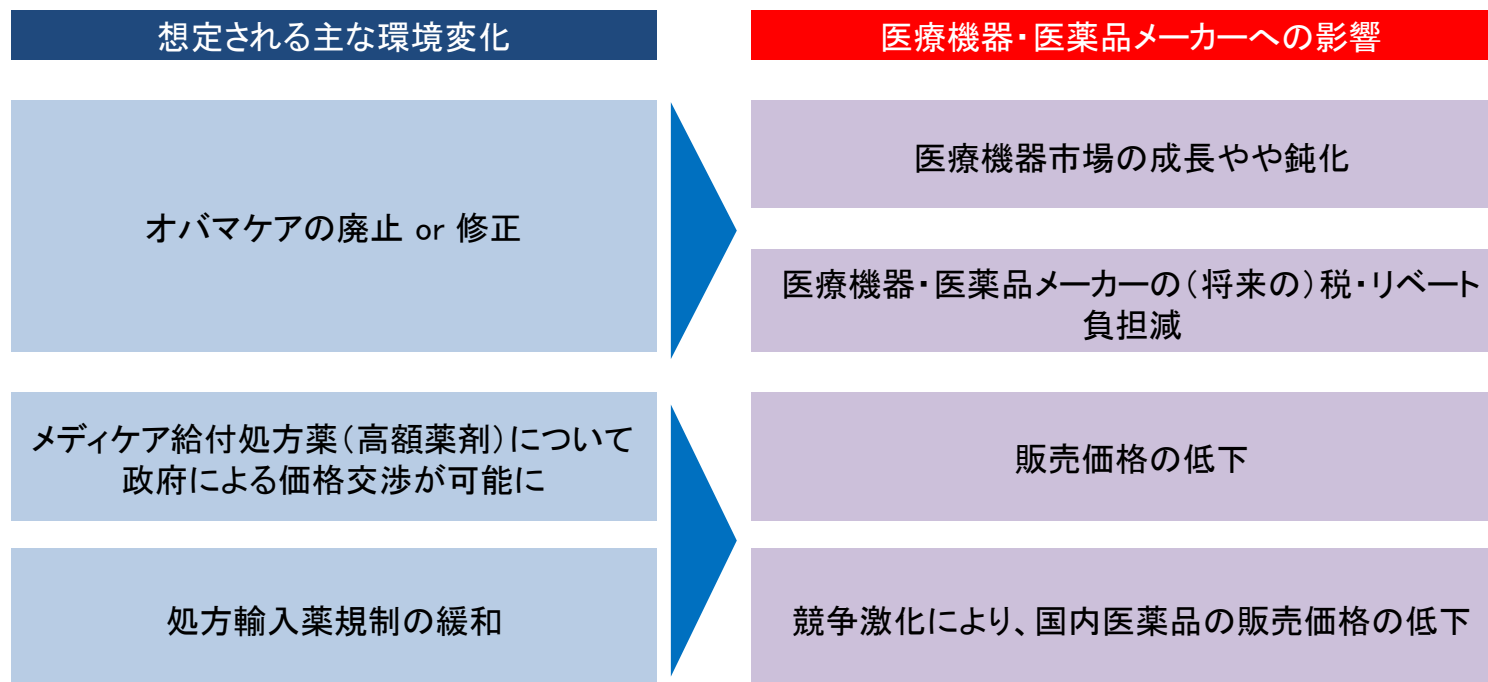
(注) 前年比。二番目に安価なシルバー・プランに27歳で加入した場合。

(資料) HHS資料より、みずほ総合研究所作成

医療制度の変革に伴う医療機器・医薬品メーカーへの影響

- オバマケアが廃止もしくは修正されれば医療機器・医薬品市場の成長はやや鈍化するも、医療機器・医薬品メーカーの税・リベート負担は軽減
- 政府による薬価交渉や処方薬輸入の規制緩和が実現すれば、医薬品の販売価格が低下すると想定される
 - ・ 米国では、従来政府が直接医薬品メーカーと薬価交渉を行うことを禁止。メディケア（公的保険）処方薬について政府による価格交渉が実現すると、販売価格が引き下げられる可能性大
 - ・ また、米国では製造元以外による処方薬輸入が禁止されているが、規制緩和が実現されれば米国市場での競争が激化し、販売価格への下落圧力が高まる見込み

【医療制度の変革に伴う医療機器・医薬品メーカーへの影響】



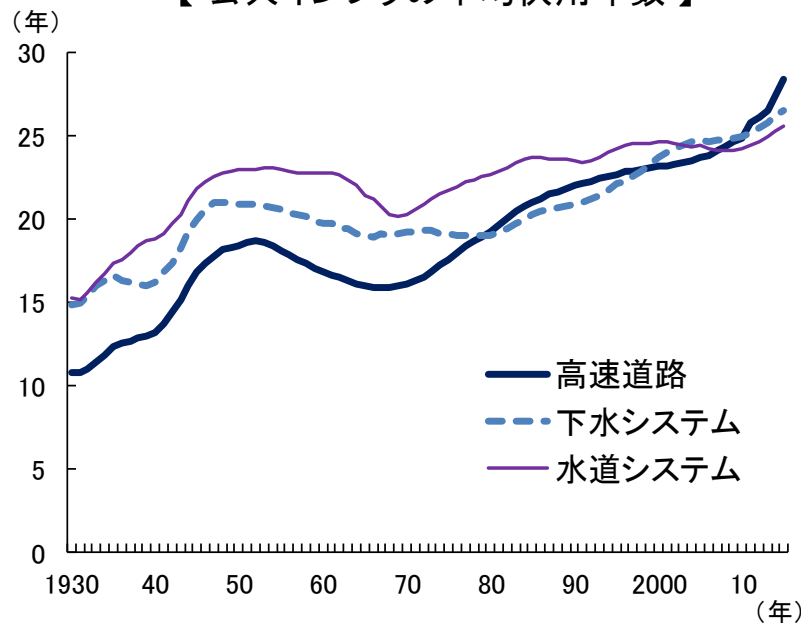
（資料）みずほ銀行産業調査部作成

注目政策③国際法人税改革とインフラ投資：海外留保利益の本国送金増加の可能性

○ インフラ投資拡大の財源として、国際法人税改革が候補に

- ・ トランプ氏は、インフラ老朽化に対する問題意識の高まりや、雇用創出効果への期待から、インフラ投資の拡大を主張
- ・ 財源として、米企業の海外留保利益(約2.5兆ドル)への課税を提案
 - 現行よりも低い税率での本国送金が可能になるため、実現すれば、米国への資金流入が増加する見込み
 - 2004年の「本国投資法」は、海外留保利益の本国送金時の税制を優遇し、約3,000億ドルの資金流入を誘発

【 公共インフラの平均供用年数 】



(資料)米国商務省より、みずほ総合研究所作成

【 タックスヘイブンに積み上げられた留保利益 】

企業名	産業分類	海外利益 (億ドル)
Apple	IT	2,149
Pfizer	医薬・ヘルスケア	1,936
Microsoft	IT	1,240
General Electric	電機	1,040
International Business Machines	IT	681
Merck	医薬・ヘルスケア	592
Google	IT	583
Cisco Systems	IT	580
Johnson & Johnson	医薬・ヘルスケア	580
Exxon Mobil	エネルギー	510
.	.	.
.	.	.
.	.	.
総額		24,924

上位10社で
全体の40%

(注) Fortune500社について、タックスヘイブンに設けられた子会社で積み上げられた留保利益額 (2015年時点)。

(資料) Citizens for Tax Justice資料より、みずほ総合研究所作成

米国のインフラ投資拡大と日本企業に求められる戦略

- トランプ氏は、米国内における老朽化インフラの更新・補修に重きを置いた投資の拡大を標榜
 - ・ クリントン氏が掲げたインフラ投資の公約(5年間で2,750億ドル、対象:道路、水道、鉄道、港湾、空港、通信等)の少なくとも2倍の規模のインフラ投資を行うと発表
- 日本企業が米国のインフラ需要を取り込むためには、現地における設計・補修体制の強化に加え、予防保全への対応力を強化していくことが重要になるものと推察
 - ・ 老朽化インフラへの対応は安倍政権が掲げる国土強靱化政策の中枢をなし、日本企業も積極的に取り組んでいることから、日本国内で培った最先端の技術・ノウハウを米国に輸出できる可能性も

【米国内のインフラ需要を取り込むにあたって日本企業に求められる戦略方向性】

インフラ 案件種類	需要	産業構造	日本企業に求められる戦略方向性
新設案件	限定的	事業規模の大きい 上位企業優位の構造	<u>・案件受注力の強化</u> - 例: 設計力、コスト競争力、生産能力、企業体力
更新・補修 案件	旺盛	最先端の技術・ノウハウを持つ 企業に事業機会のある構造	<u>・米国における設計・補修体制の強化</u> - 例: 設計・補修に従事する人員の増強、設計・メンテナンス拠点の拡充 <u>・予防保全への対応力の強化</u> - 例: IoT、センシング、ドローン等のキーテクノロジーの手の内化

(資料)みずほ銀行産業調査部作成

注目政策④:エネルギー・環境政策:オバマ政権からの転換可能性

- トランプ氏は、「An America First」を掲げ、エネルギー安全保障強化、エネルギー自給率向上、エネルギー価格低減、雇用創出等の観点から、自国内の化石燃料の開発・利用を推進する姿勢
 - ・ 米国のエネルギー・環境政策は、気候変動対策や環境規制を強化してきたオバマ政権から転換する可能性
- オバマ政権下で公表された火力発電所に対する環境規制であるClean Power Planを撤廃する方針

【火力発電所に対するCO₂排出規制案 (Clean Power Plan)の概要】

- Clean Power Planでは各州のCO₂排出量削減目標を規定
 - 米国環境保護庁(EPA)は、各州にCO₂排出量削減目標を割振り
 - 各州は、目標を踏まえてCO₂排出量削減計画を策定
- 目標値は、各州の発電部門全体のCO₂排出原単位
 - 中間目標(2020年～2029年)と最終目標(2030年)の2段階で設定

発電所のCO₂排出量を
全米で2030年に2005年対比▲30%削減する目標

【新設火力発電所に対するCO₂排出規制案の概要】

石炭火力発電 に対する CO ₂ 排出基準	• 稼働当初からCCSを導入する場合 - 1年平均: 1,100lb-CO₂/MWh以下 (≒0.499 kg-CO₂/kWh) • 段階的にCCSを導入する場合 - 7年平均: 1,000～1,050lb-CO₂/MWh以下 (≒0.454-0.476 kg-CO₂/kWh) ⇒IGCC等の高効率発電と部分的なCCSとの併用を想定(CCSなしでは達成できない水準)
天然ガス火力発電 に対する CO ₂ 排出基準	• 大規模設備(850MMBtu/h≒25万kWh超) - 1,000lb-CO₂/MWh以下 (≒0.454 kg-CO₂/kWh) • 小規模設備(850MMBtu/h≒25万kWh以下) - 1,100lb-CO₂/MWh以下 (≒0.499 kg-CO₂/kWh) ⇒ガスコンバインドサイクル発電を想定

(資料)米国環境保護庁(EPA)資料等より、みずほ銀行産業調査部作成

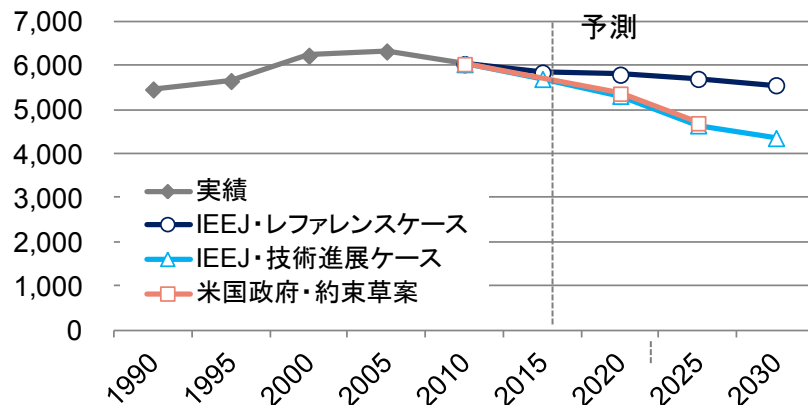
グローバル気候変動対策に負の影響をもたらす可能性

- 国外政策では、共和党に根強く残る地球温暖化懐疑論を基に、パリ協定からの離脱や気候変動枠組条約への資金拠出を停止する方針を表明
 - ・ オバマ大統領は大統領権限でパリ協定を批准したため、トランプ氏が大統領権限を行使し撤回することは可能
- パリ協定は発効後3年間の離脱通告を認めておらず、米国が直ちに離脱する事態は想定されないものの、将来の離脱を見据えて、気候変動対策や新興国に対する資金拠出を停止した場合、パリ協定は早々に実効性を損ない、グローバルでの気候変動対策に負の影響をもたらす可能性があることには留意の要
- 気候変動対策において、世界第二位の温室効果ガス排出量を有する米国の動向には注視が必要

【米国のCOP21 約束草案と温室効果ガス排出量見通し】

- ・ 温室効果ガス排出量を、2025年までに2005年比▲26～28%削減
- ・ ▲28%削減を達成できるように最大限努力する

(CO₂換算百万トン)



(資料) UNFCCC、IEEJ資料よりみずほ銀行産業調査部作成

【パリ協定のポイント】

- ✓ 世界共通の長期目標として、2℃目標のみならず1.5℃へ向けた努力、可及的速やかな排出のピークアウト、今世紀後半における排出と吸収の均衡達成への取組に言及
- ✓ 主要排出国を含むすべての国が削減目標を5年ごとに提出・更新、その実施状況を報告し、レビューを受ける
- ✓ 5年ごとに世界全体の進捗状況を把握する取組み(グローバル・ストックテイク)の導入
- ✓ 日本が提案する二国間クレジット制度も含めた市場メカニズムの活用を位置づけ
- ✓ 先進国が資金の提供を継続するだけでなく、途上国も自主的に資金を提供
- ✓ イノベーションの重要性を位置づけ
- ✓ 協定の発効要件に国数(少なくとも55ヶ国)及び排出量(少なくとも55%)を用いる

(資料) 経済産業省「COP21の結果と今後の課題」より、みずほ銀行産業調査部作成

注目政策⑤所得税改革：大型減税を提案、規模等を巡る議会との調整が焦点に

○ トランプ氏は大型の減税を提案

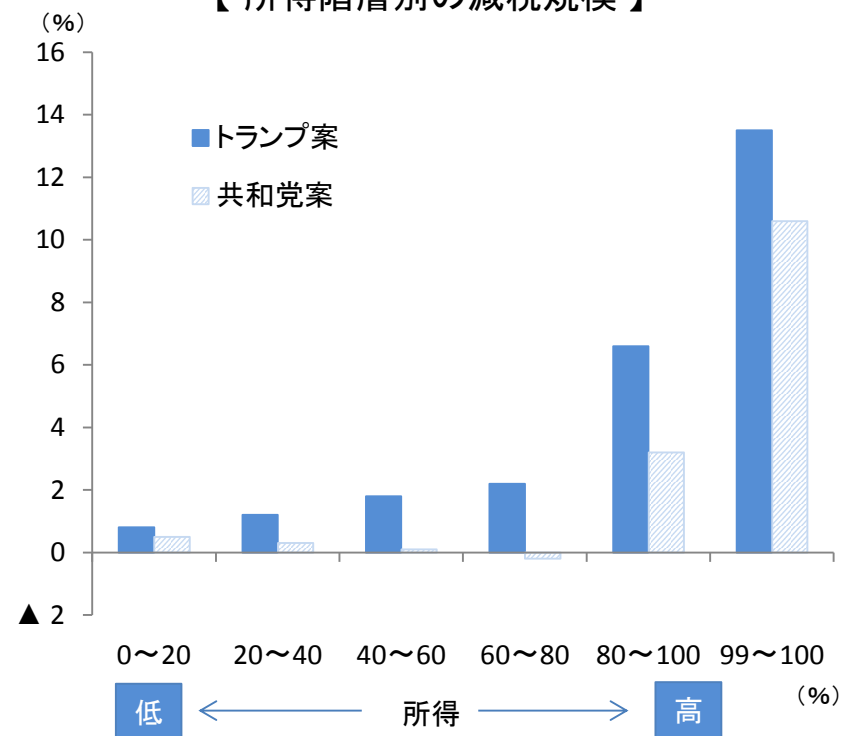
- ・ 全ての所得階層が減税となり、とくに富裕層の減税が大きい内容。中低所得層には子育て減税等を提案
- ・ 2016年の議会共和党案と方向性は似通っており、両者が合意に至る可能性はあるが、減税の規模等には違いが残る
 - 租税特別措置の整理度合い等に違い。議会共和党案は簡素化の色彩が強く、全体としての減税規模は小さい
 - 歳入を含めた財政赤字の拡大度合いも論点になる可能性

【 所得税率に関する提案 】

(%)			
	現行制度	トランプ案	共和党案
所得税率	10	12	12
	15		
	25	25	25
	28		
	33	33	33
	35		
	39.6		

(注) 税率ブラケット間の対応は、大まかなイメージ。
(資料) TPC資料より、みずほ総合研究所作成

【 所得階層別の減税規模 】



(注) 税引き後所得の変化率。
(資料) TPC資料より、みずほ総合研究所作成

注目政策⑥移民制度改革：移民減につながれば、米国経済への打撃に

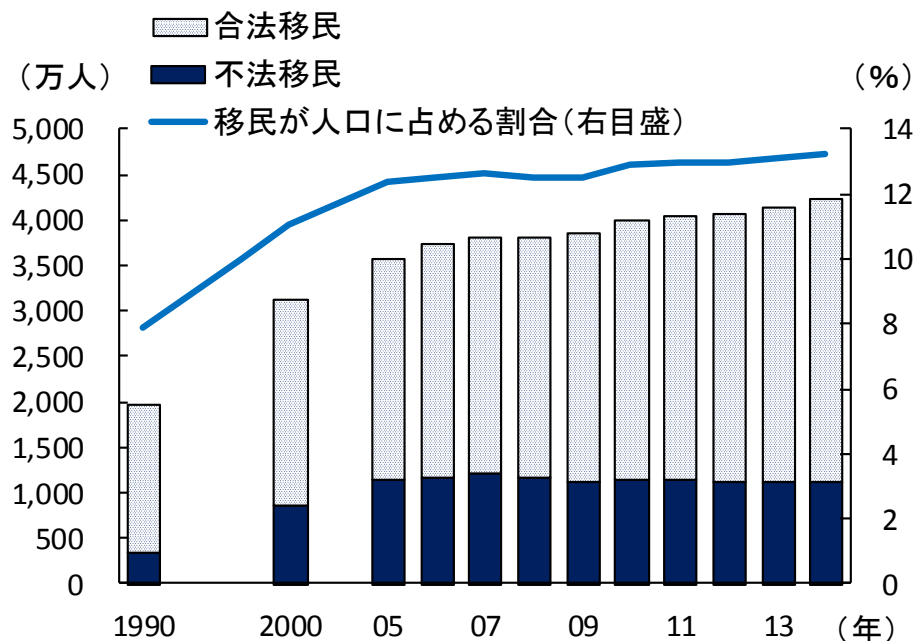
○ トランプ氏は、不法移民の本国送還を示唆する等、移民に厳格な政策を標榜

・ 移民は米国の重要な労働力であり、厳格な方針が移民の減少につながれば、米国経済には大きな打撃

—— 移民は人口の13%程度。合法移民の緩やかな増加が続く一方、不法移民は2007年をピークにほぼ横ばい

—— これまで議論されてきた「移民制度改革」は、不法移民に合法滞在への道を開き、米国の人口を増加させる内容

【 移民人口と移民人口の割合 】

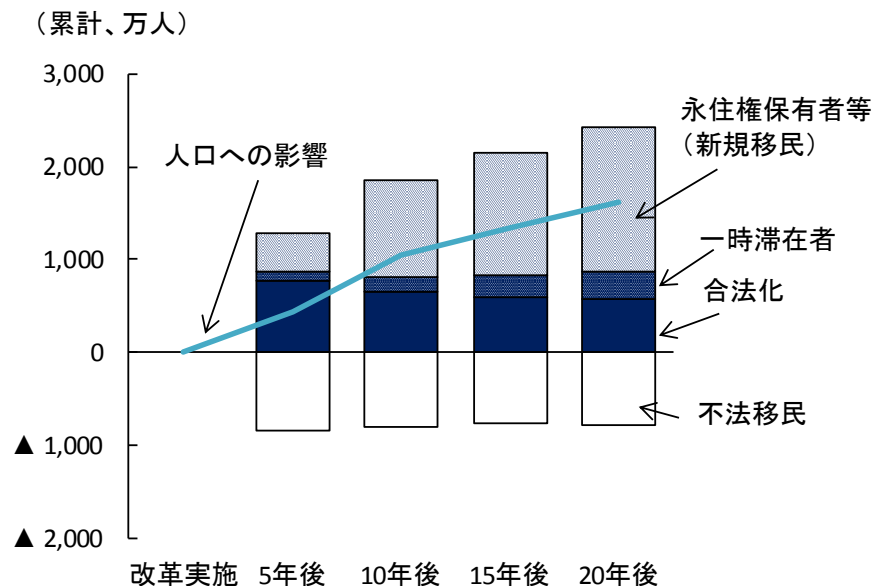


(注) 外国生まれの居住者を移民と定義。

合法移民は、帰化者(市民権保有)、永住権保有者、一時滞在者の合計。

(資料) Pew Research Center資料より、みずほ総合研究所作成

【 移民制度改革による人口への影響(2013年時点) 】



(注) 2013年に上院で可決された「移民制度改革法」の施行による人口への影響。

(資料) Congressional Budget Office 資料より、みずほ総合研究所作成

注目政策⑦金融規制：中小銀行を中心に規制を緩和する方向

- 共和党は、金融危機後の包括的な金融規制改革法であるドッド・フランク法について、「中小銀行に負担をかけ、経済に悪影響を及ぼした」と批判しており、中小銀行を中心に規制を緩和する方針。
 - ・ トランプ氏の主張のうち、「グラス・スティーガル法（銀証分離）の復活」については、共和党内にも反対意見があるほか、「ドッド・フランク法の撤廃」についても、上院において民主党の反対が見込まれるため、それぞれ実現は不透明。

【各党・各候補の金融規制に関する主張】

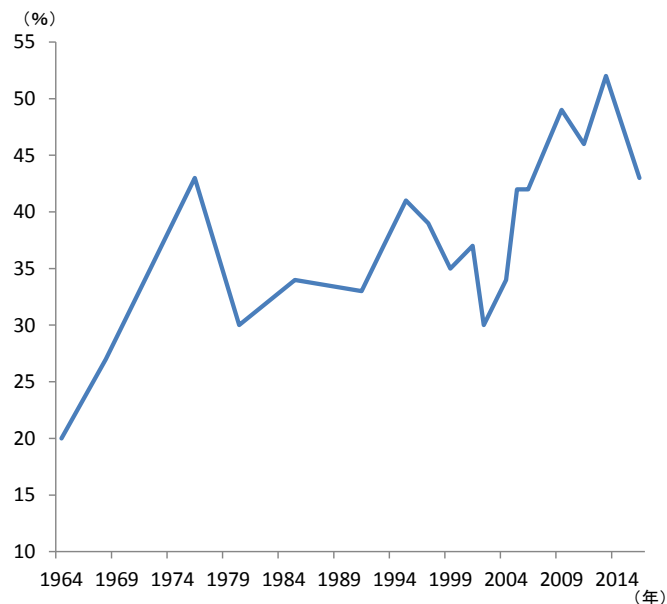
共和党／トランプ氏		民主党／クリントン氏	
政策綱領 (16年7月)	・ <u>ドッド・フランク法</u>は、法令対応のコスト等により中小銀行による企業や家計への資金供給に悪影響を及ぼしており、経済成長の足かせとなっている ・ <u>グラス・スティーガル法の復活</u>を支持 ・ <u>CFPB（消費者金融保護局）</u>をドッド・フランク法の最も悪い部分として批判	政策綱領 (16年7月)	・ <u>ドッド・フランク法</u>を力強く施行・発展させる ・ 必要な場合、規制当局に<u>金融機関の縮小・解体やシャドーバンキング規制の強化</u>のための権限を付与 ・ 銀行による納税者資金を用いたギャンブルを防止するための様々な手段(<u>グラス・スティーガル法の現代版</u>を含む)を支持 ・ 過度な投機や高頻度取引を抑制するためのウォール街に対する<u>金融取引税</u>を支持 ・ 法令に違反した<u>個人・法人の説明責任</u>の強化 ・ <u>CFPB</u>を擁護
トランプ氏	・ <u>ドッド・フランク法の撤廃</u> ・ 新たな規制の施行の一時停止	クリントン氏	・ 大手金融機関に対する<u>リスク料 (risk fee)</u>の賦課 ・ <u>ボルカー・ルール</u>の強化 ・ <u>シャドーバンキング規制</u>の強化 ・ <u>報酬規制</u>の強化

(資料)みずほ総合研究所作成

注目政策⑧外交政策：地政学リスクの高まりに警戒

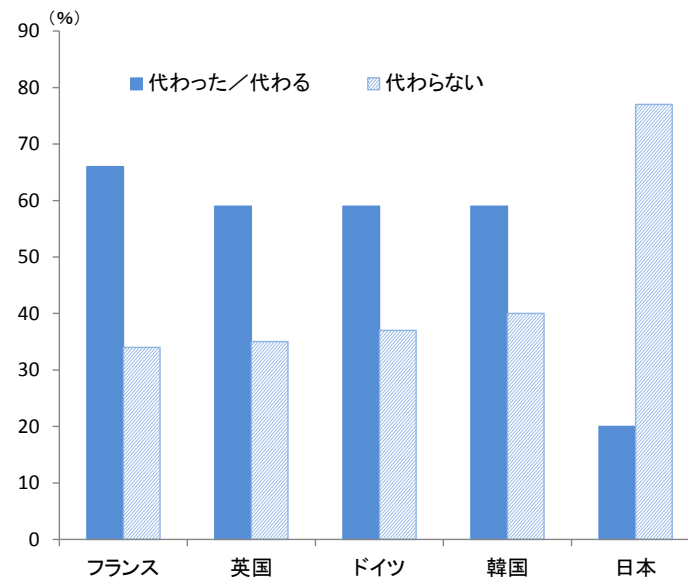
- 米国の存在感・信頼感の低下が、「力の空白」につながる可能性
 - ・ トランプ氏は「米国第一主義」を標榜、世論の内向き志向を増長させる可能性
 - 「自国重視の外交」への支持は若干減少するも、依然として過去の水準を上回る
 - 同盟国に負担増を要求する方針であり、日本についても駐留経費の負担増等を求めることを明言
 - ・ 既に欧州諸国等では、中国との覇権交代が多数意見。米国の覇権を信じる日本とは対照的

【米国は自国重視の外交をすべき(世論調査)】



(資料) Pew Research Center調査より、みずほ総合研究所作成

【中国は米国に代わって覇権国となるか(世論調査)】



(注) 2015年3月25～27日調査。

(資料) Pew Research Center調査より、みずほ総合研究所作成

最初の課題は閣僚等の人事、政権の行方を占う試金石に

- 選挙後早々に、閣僚の人選・議会への根回し等が本格化へ
 - ・ トランプ政権は、男性、アウトサイダー、ビジネス経験者（投資家、エネルギー関連等）中心となる見込み
——経験者、専門家が不足、政権運営の混乱につながるリスク

【トランプ政権の閣僚・スタッフ候補者】

財務長官	スティーブン・ムニューチン（デューン・キャピタル・マネジメント） ジェブ・ヘンサリング（下院議員・金融サービス委員長） ウィルバー・ロス（WLロス・アンド・カンパニー会長） カール・アイカーン（アイカーン・エンタープライズ創業者）
国務長官	ジョン・ボルトン（元国連大使） ボブ・コーカー（上院議員・外交委員長）
司法長官	ジェフ・セッションズ（上院議員） クリス・クリスティー（ニュージャージー州知事）
国防長官	マイケル・フリン（退役陸軍中將）
商務長官	デビッド・パーデュー（上院議員）
エネルギー長官	ハロルド・ハン（コンチネンタル・リソース）
その他	フォレスト・ルーカス（ルーカス・オイル） ステファン・ムーア（ヘリテージ財団） デビット・マルパス（元ベア・スターンズ） ピーター・ナバロ（カリフォルニア大アーバイン校）

（資料）報道資料等より、みずほ総合研究所作成

【トランプ政権の財務長官候補】

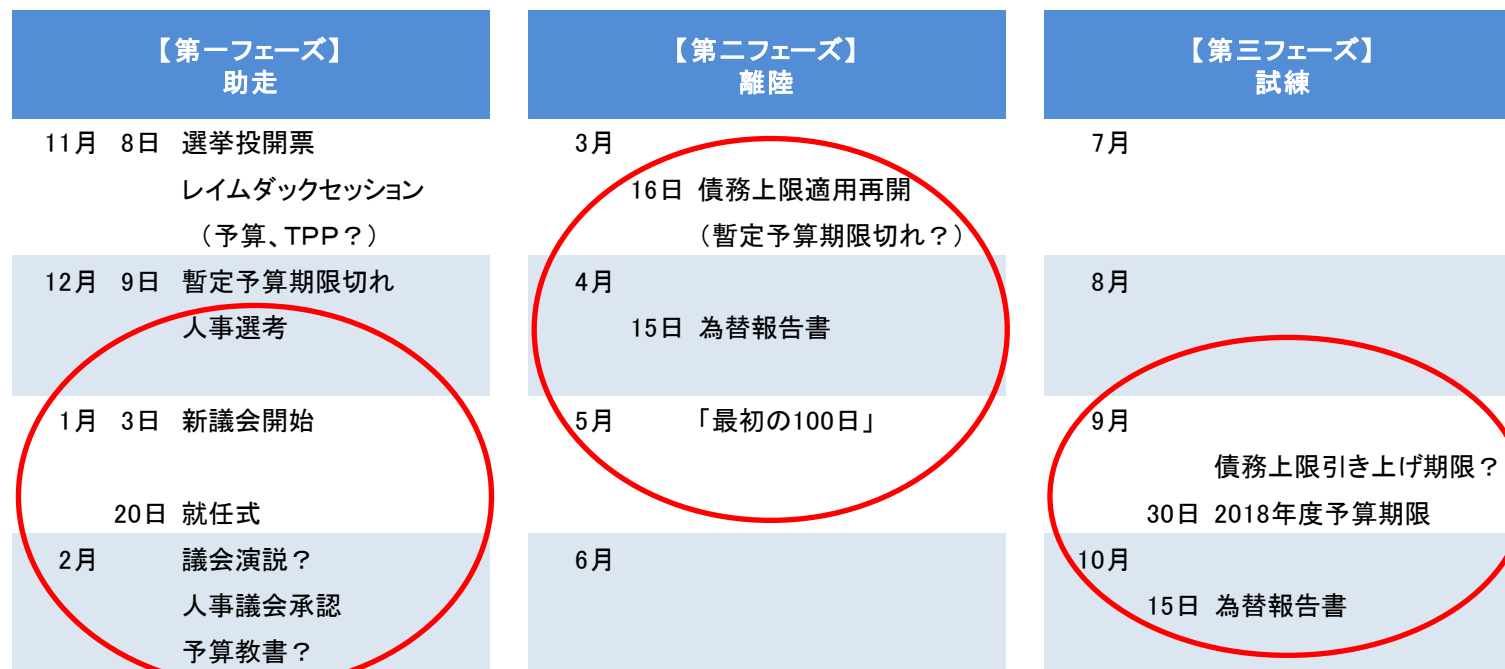
スティーブン・ムニューチン
デューン・キャピタル・マネジメントCEO トランプ選挙事務所・財務責任者 元ゴールドマン・サックス社パートナー 映画等、娯楽産業関連の投資で知られる トランプ氏本人が、「財務長官候補」と発言
ジェブ・ヘンサリング
下院議員（2002年～、テキサス州選出） 金融サービス委員長 ドッド・フランク法への反対派として知られる 歳出削減を重視する保守派 副大統領候補のペンス氏に近い

（資料）報道資料等より、みずほ総合研究所作成

2017年夏から秋に訪れる試練、債務上限問題等で市場の混乱も

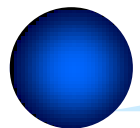
- 新政権にとっては、公約の実現はともかく、円滑な財政運営を行うことが、最低限達成しなければならない課題
 - ・ 選挙後、最初のフェーズは、人事・予算教書等を整備する助走期間
 - 選挙から新議会開始までの「レイムダックセッション」では、2017年度予算の審議・TPPの取扱いが焦点
 - ・ 第二のフェーズは、「最初の100日」までの重要課題成立を目指す離陸期間。予算・債務上限が絡む可能性も
 - ・ 第三のフェーズでは、2018年度予算・債務上限の引き上げが必須。最初の試練に
 - 議会との対立等により米国債のデフォルト懸念が高まれば、リスク回避の動きが強まり市場が混乱する可能性

【新政権のスケジュール】



(注)流動的な日程を含む。

(資料)CQ資料等より、みずほ総合研究所作成



3. 金融市場への示唆

金融政策への影響：拡張的財政政策と保護主義、市場動向が左右。政治的関与も

- トランプ氏が掲げてきた各政策の実現可能性が、企業、消費者、市場のセンチメントの変化を通じて、米金融政策に影響
 - ・ FOMCの投票メンバーはハト派シフト。労働市場の引き締めと共にゆっくり利上げするとみられる
 - ・ トランプ氏の大規模な財政政策は、経済活動を押上げる点で利上げをサポート
 - 効果が出てくる時期は、歳出が2017年10～12月、減税が2018年入り後とみられるが、期待先行という経路も
 - ・ 一方、トランプ氏の保護主義的スタンスや、金融市場での米長期金利及びドルの上昇は、利上げの障害に
 - 米長期金利の上昇やドル高は米国にとり金融引き締めを意味すると共に、国際的には新興国不安を惹起
 - ・ 共和党議会からの金融政策に対する政治的関与が強まるおそれ

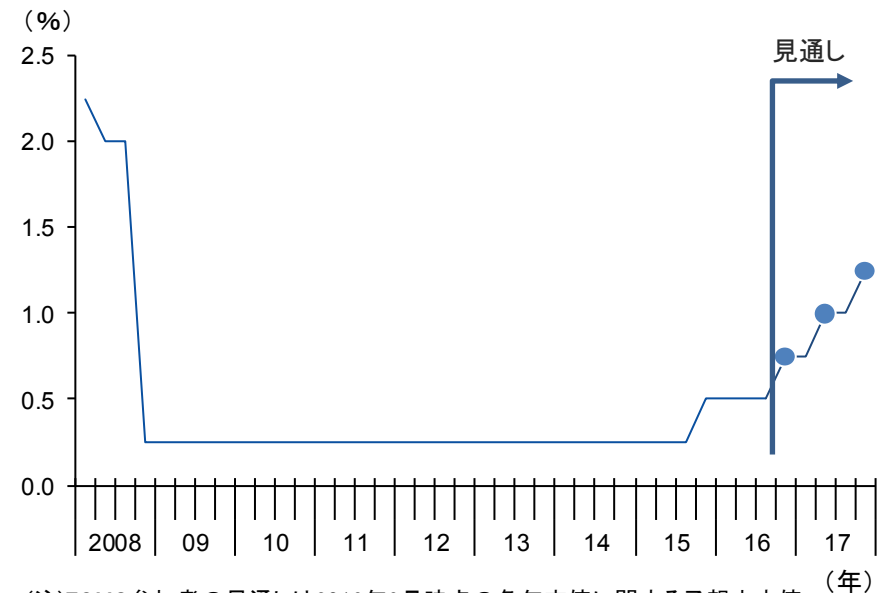
【 FOMC投票メンバー 】

	2016	2017
恒久	イエレンFRB議長	イエレンFRB議長(2018/2任期) ⇒後任指名のおそれも(史上初)
	フィッシャーFRB副議長	フィッシャーFRB副議長
	パウエルFRB理事	パウエルFRB理事
	タルーロFRB理事	タルーロFRB理事
	ブレイナードFRB理事	ブレイナードFRB理事
	ダドレー(ニューヨーク)	ダドレー(ニューヨーク)
ローテーション		エバンス(シカゴ)
	ブラード(セントルイス)	カプラン(ダラス)
	ローゼン格林(ボストン)	カシュカリ(ミネアポリス)
	メスター(クリーブランド)	ハーカー(フィラデルフィア)
	ジョージ(カンザスシティ)	

ハト派
↑
↓
タカ派

(注)ハト派、タカ派の判断は2016年11月時点。
(資料)FRBより、みずほ総合研究所作成

【 政策金利見通し 】



(注)FOMC参加者の見通しは2016年9月時点の各年末値に関する予想中央値。
(資料)FRBより、みずほ総合研究所作成

金融市場：トランプ新大統領への政策期待から短期的にはリスクオンの動き

【 大統領選の結果を受けたマーケットシナリオ 】

	各市場の見通し
為替相場	短期的には財政拡張期待が先行し、米金利上昇とともにドル高が進展。ただし、政策期待の後退や新大統領の保護主義的姿勢からドルの上値が重くなる可能性。ドル高進展に伴い新興国資金流出懸念が意識されれば、安全資産としての円へ資金流入が進む可能性も
新興国市場	短期的には米金利上昇・米ドル高の動きから新興国通貨には下落圧力。長期的には保護主義姿勢の強まりから米ドル高是正圧力が強まりやすく、特に人民元や韓国ウォンは一段と通貨高圧力が強まる可能性。メキシコペソは不法移民対策などが懸念されて軟調
米国株式	財政支出の拡大や減税等への政策に対する期待が先行し、短期的には上昇。但し、政策期待の後退や保護主義的通商政策強行への懸念から今後下落圧力が高まる可能性も
米国債券	財政出動による米経済押し上げへの期待から長期金利が上昇。今後の長期金利の動向は、年明け以降徐々に明らかとなる具体的な政策の内容次第。大規模な財政拡大路線となれば長期金利の更なる上昇に繋がる可能性
クレジット (米HY債 スプレッド)	トランプ政権の政策への期待からエネルギーやヘルスケアなどを中心にスプレッドが縮小。今後は、具体的政策内容や、原油価格動向を見極める動きからスプレッド縮小は限定的となる可能性

(資料) みずほ総合研究所作成

短期的に財政拡張期待がドル高圧力。ただし保護主義的姿勢からドルの上値は重い

- 短期的にはトランプ氏の財政拡張期待から米長期金利上昇とともにドル高が進展
 - ・ 米国の期待インフレ率が上昇し、米利上げへの期待の高まりを通じてドル高が進んでいる要素も
 - ・ 期待先行の側面もあり、新大統領の政策が具体化するに従い、一旦ドル高が一服する可能性
- 新大統領の保護主義的姿勢から急激なドル高への警戒感はやや高まり、ドルの上値を重くする材料に
 - ・ 更にドル高進展で、新興国の資金流出懸念が意識されれば、安全資産としての円に資金が流入する可能性も

【ドル円相場に影響を与える主要要素の整理】

	財政政策		金融政策		通商政策	
評価のポイント	拡張的な財政政策への期待が米景気拡大期待を高め、ドル高圧力に		米利上げは日米金利差拡大を通じドル高圧力に		保護主義的姿勢はドル高進展への警戒感を高める	
トランプ大統領のスタンス (選挙前)	 円安ドル高圧力	拡張的 (大幅な財政赤字)	??	(金融政策の独立性が担保されれば、緩やかな利上げでややドル高圧力に)	 円高ドル安圧力	保護主義的

(注)  は円安ドル高圧力、 は円高ドル安圧力。
(資料) みずほ総合研究所作成

(ご参考) 為替変動による日本企業の収益への影響度

- 仮に、ドル円相場が10円振れた場合、東証一部上場企業(除く金融)の営業利益には1.8兆円程度の変動要因になると試算される
 - ・ 全体では、電機や自動車(輸送用機器)などを中心に、円安メリットが上回る
 - ・ 但し、食料品製造業や電気・ガス、小売等の内需関連業種では円高が収益にプラスと、影響は業種毎に一律ではない

【ドル円相場が10円変動した場合の業種別の営業利益への影響試算】

円高メリット業種	ドル円相場10円の変動による 営業利益への影響(10億円)
小売・卸売	408
電気・ガス	115
食料品・紙パ	108
その他非製造業計	31
小計	662

円安メリット業種	ドル円相場10円の変動による 営業利益への影響(10億円)
電気機器	751
輸送用機器	720
その他製造業計	839
その他非製造業計	133
小計	2,444

ネット	1,782
-----	-------

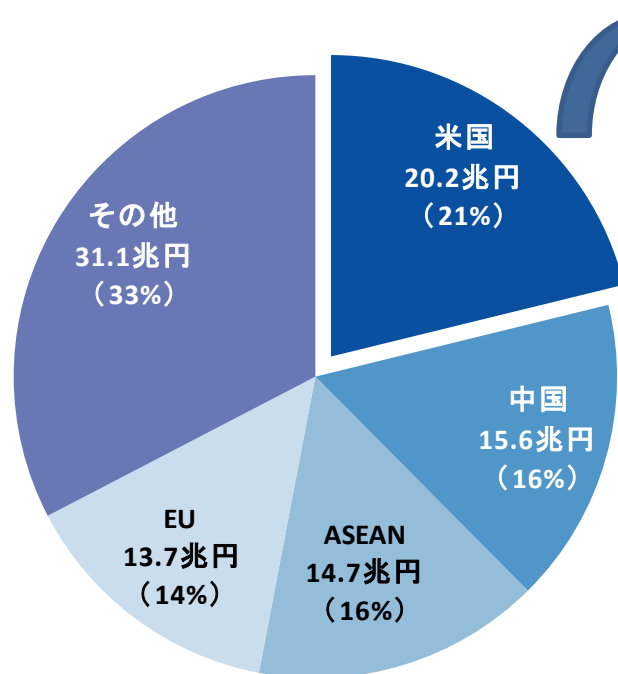
(出所) 東洋経済「会社四季報2016年3集」、Pacific Dataよりみずほ銀行産業調査部作成
 (注) 営業利益への影響は、東洋経済アンケート調査、各社の直近決算を元に算出

(円安方向の場合) +1,782
 (円高方向の場合) ▲1,782

(ご参考) 日本産業の米国経済への依存度

- 日本の米国向け輸出(財+サービス)は20兆1,720億円と、輸出全体の約20%を占め、最大の輸出相手国
 - ・ 米国向け輸出の約4分の1が自動車、一般機械・電気機器と合わせると半分以上を占める
- 日本企業の在米現地法人の売上高は、約80兆円

【日本の国・地域別輸出金額(2015年)】



【日本の米国向け輸出の財別構成(2015年)と在米現地法人売上高(2014年度)】

	米国向け (兆円)	シェア (%)	日本企業の在米現地法人 売上高(兆円)	
輸出総額	20.2	100.0	全産業	81.5
財輸出総額	15.2	75.5	製造業	30.2
自動車・同部品	5.3	26.1	輸送機械	15.4
一般機械	3.4	16.7	一般機械	1.9
電気機器	2.2	10.7	電気機械	1.1
化学製品	0.9	4.4	化学	3.7
その他	2.5	12.1	その他	8.1
サービス輸出総額	4.9	24.5	非製造業	51.3

(資料) 財務省「貿易統計」より、みずほ銀行産業調査部作成

(資料) 財務省「貿易統計」、経済産業省「海外事業活動基本調査(2014年度)」より、みずほ銀行産業調査部作成

【本資料に関する問い合わせ先】

みずほ総合研究所 調査本部 03-3591-1307

みずほ銀行 産業調査部 03-5222-5075

MIZUHO Research & Analysis／5

平成28年11月9日発行
平成28年11月17日一部改訂

©2016 株式会社みずほフィナンシャルグループ

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊社の書面による許可なくして再配布することを禁じます。

編集／発行 株式会社みずほフィナンシャルグループ リサーチ&コンサルティングユニット
東京都千代田区大手町1-5-5 Tel. (03) 5222-5075