

【 緊急レポート 】

---

## 米国大統領選挙の展望

～予測可能なクリントン政権、予測不可能なトランプ～

2016.10.24

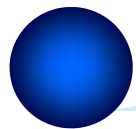
みずほ総合研究所

- 米国の大統領選挙はクリントン氏優位で終盤戦。焦点は議会選挙へ。
- 両候補に共通する保護主義的な政策、トランプ氏の「米国第一主義」など、米国は閉鎖的な政策に進む瀬戸際。TPP実現には時間が必要に。
- トランプ氏勝利の場合、不透明感が著しく高まり、利上げの障害に。
- クリントン氏勝利の場合、安心感から短期的には円安・株高もあり得るが、保護主義的な姿勢から、ドル高進行は限定的。
- 新政権の政権運営は議会との関係次第。来年秋にも必要となる債務上限の引き上げに手間取れば、市場が混乱するリスクも。

## 《 構 成 》

---

- |               |      |
|---------------|------|
| 1. 勝つのは誰か     | P 3  |
| 2. 何が問われているのか | P 9  |
| 3. 何が起こるのか    | P 15 |
| 4. まとめ        | P 34 |



# 1. 勝つのは誰か

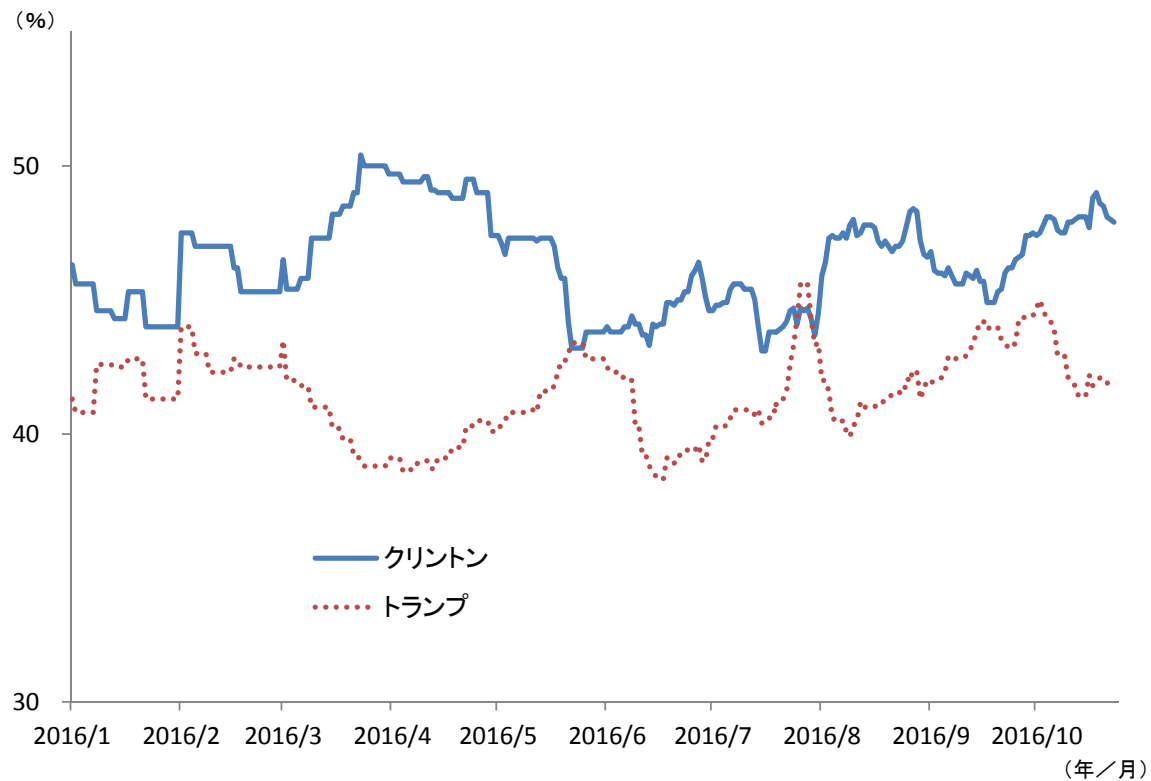
～「嫌われ者同士」の選挙、クリントン優勢の終盤戦～

---

## 大統領選挙は、クリントン優勢で終盤戦。議会選挙の行方が焦点に

- 9月前半には支持率接近も、第一回討論会(9月26日)前後を境に、再びクリントン氏がリード
  - ・ 総じてクリントン氏がリードしている期間が長く、逃げ切り体制に入りつつある様相
    - 女性蔑視発言発覚等による共和党支持者の離反が続けば、トランプ支持は底割れも
    - 焦点は議会選挙に移り、接戦である上院に加え、共和党優位の下院でも多数党交代が意識されかねない展開

【どちらに投票するか(世論調査)】

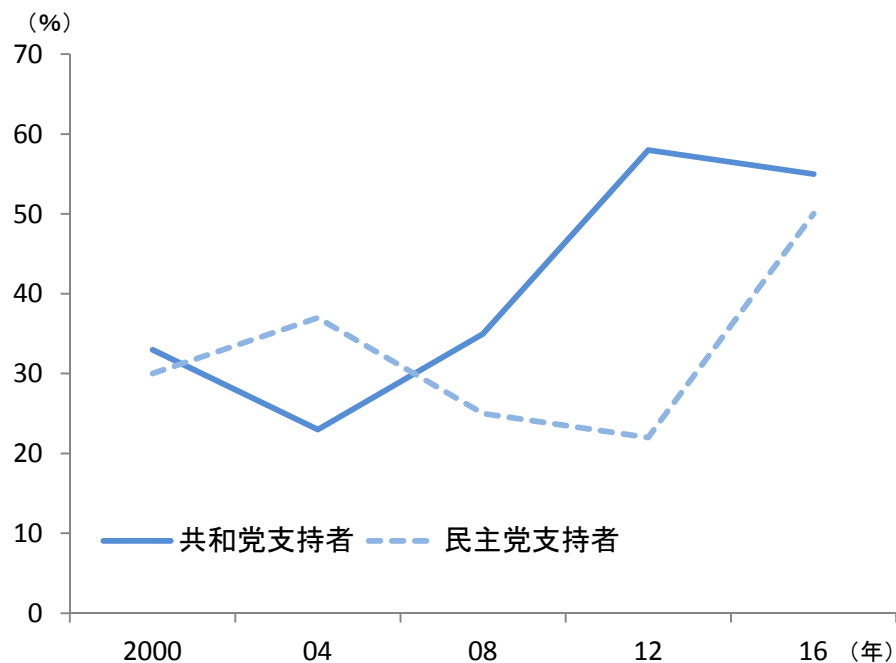


(資料)Real Clear Politicsより、みずほ総合研究所作成

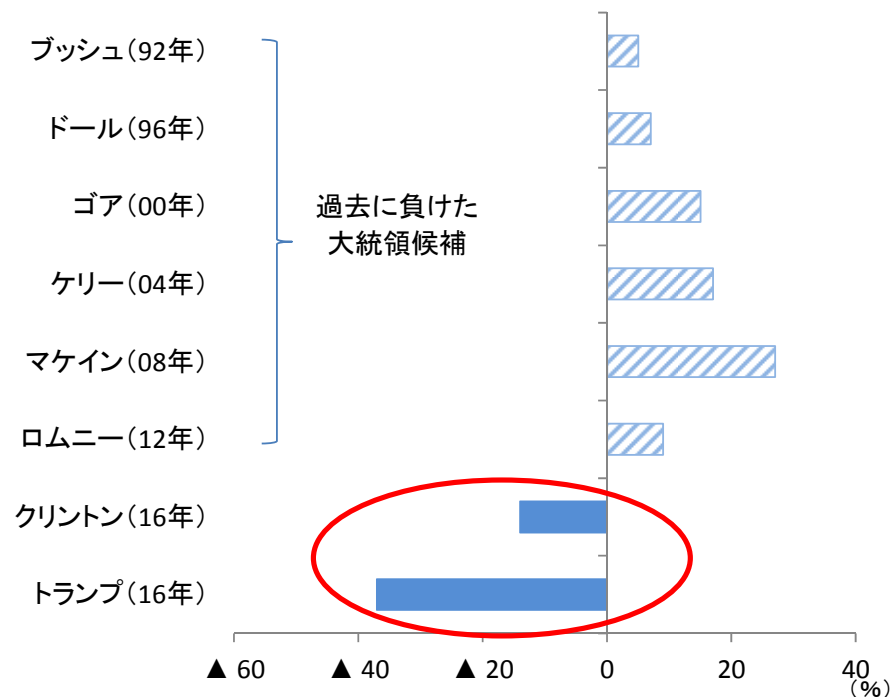
# 「嫌われ者」同士の選挙、クリントン優勢を生んだ「トランプ氏の信任投票」化

- どちらの候補が勝っても、幅広い国民の支持が得られない「熱狂なき新大統領」となるリスク
  - ・ 「相手候補が大統領になっては困る」として投票する有権者が多いため、候補者は注目されるほど不利
    - 注目がトランプ氏に集中、「トランプ氏の信任投票」となったことが、クリントン氏の追い風に
  - ・ いずれの候補の好感度も、過去の大統領選挙で負けた候補者を下回る異例の事態
    - 優勢に選挙戦を進めるクリントン氏の期待は、圧勝による「有権者の信任獲得」演出

【「相手候補への批判票」と考える割合(世論調査)】



【各候補の好感度】



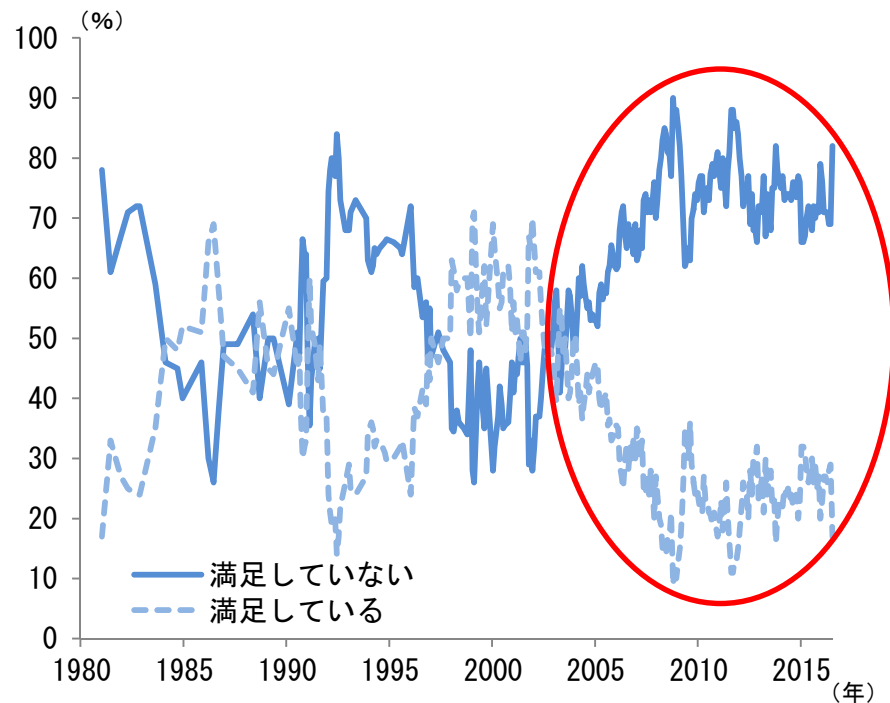
(資料)Pew Research Center調査より、みずほ総合研究所作成

(注)「ポジティブな評価」-「ネガティブな評価」(選挙年4月時点)。  
 (資料)Gallup社調査より、みずほ総合研究所作成

# トランプ氏が形勢を逆転するためには、支持者の広がりが必要

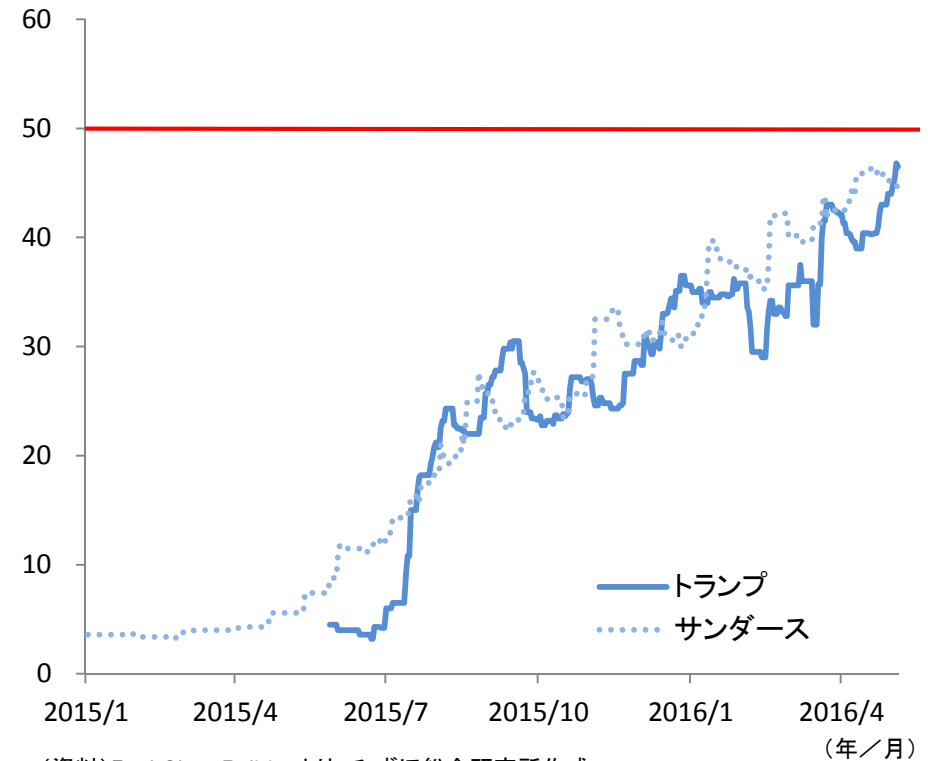
- うっ積する不満がアウトサイダー旋風を巻き起こすも、アウトサイダー支持者は「(無視できない規模の)少数派」に止まる
  - ・ 米国では、有権者の不満が高い状況が、長期間にわたって継続
  - ・ そうした不満のうっ積が、共和党予備選挙でのトランプ支持のみならず、民主党予備選挙でのサンダース支持の背景に
  - ・ ただし、いずれの候補者も明確に過半数の支持を得ていたわけではなく、コアな支持層の規模には限界

【米国が進んでいる方向性に満足しているか (世論調査)】



(資料) Gallup社調査より、みずほ総合研究所作成

(%) 【トランプ氏とサンダース氏の支持率 (世論調査)】

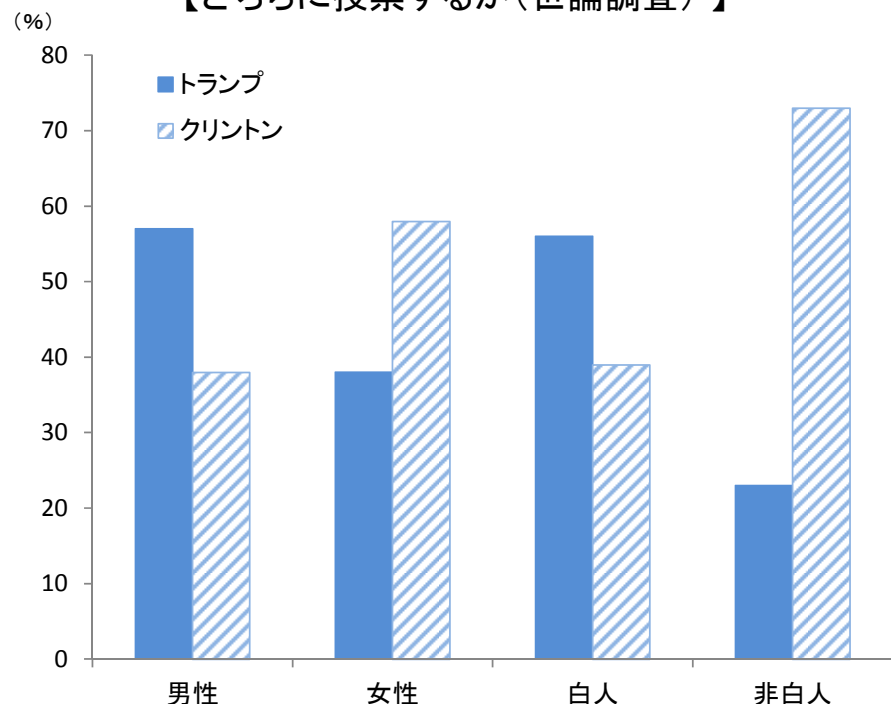


(資料) Real Clear Politicsより、みずほ総合研究所作成

## トランプ氏への支持は、白人男性・労働者階層に集中

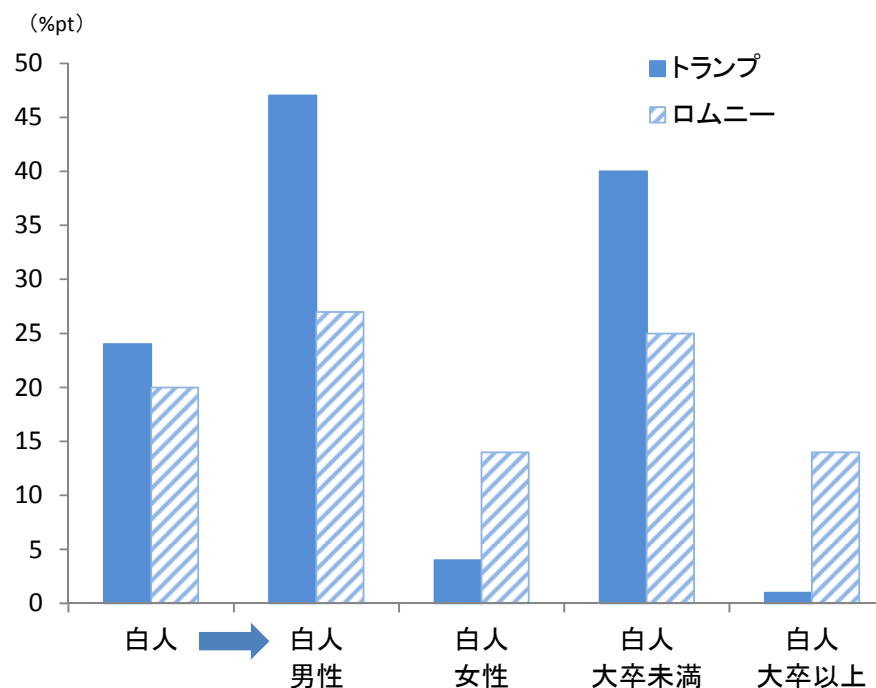
- 女性、非白人(ヒスパニック、黒人等)では、クリントン氏がトランプ氏をリード
  - ・ トランプ氏のコアな支持層は、「労働者階層の白人男性(ホワイト・ワーキング・クラス)」
    - 技術革新・グローバル化の下での雇用不安や、白人のマイノリティ化による疎外感を抱える人たち
  - ・ 同じ白人でも、女性や高学歴層におけるトランプ氏の支持は、前回大統領選の共和党候補(ロムニー氏)に見劣り

【どちらに投票するか(世論調査)】



(注) 2016年9月19～22日調査。  
 (資料) Washington Post 調査より、みずほ総合研究所作成

【トランプ氏とロムニー氏の支持率(世論調査)】



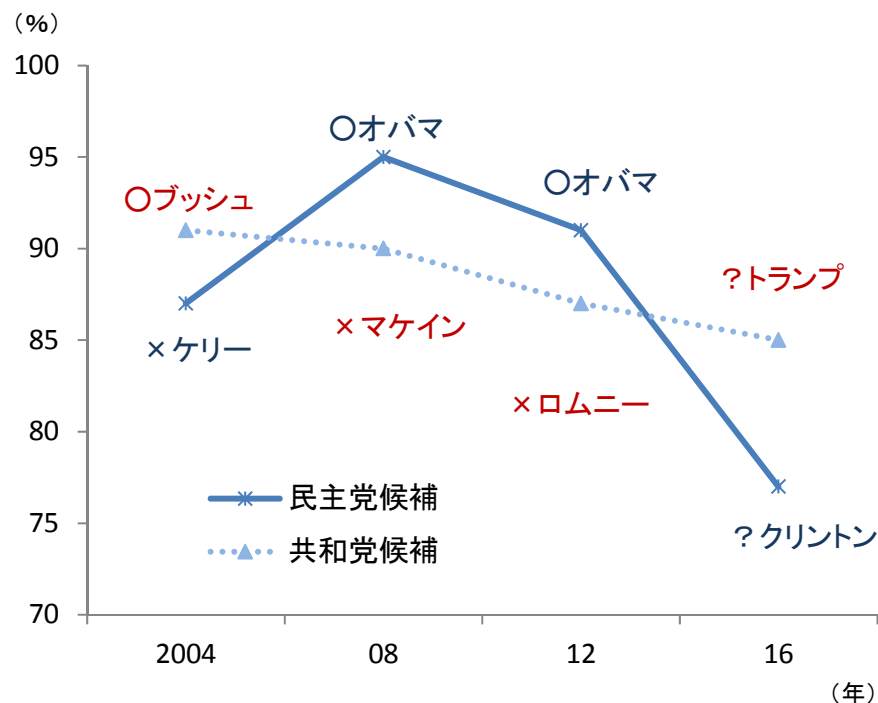
(注) 1.トランプ氏はクリントン氏との支持率の差(2016年5月16～19日調査)。  
 2.ロムニー氏は2012年大統領選挙でのオバマとの得票率の差(出口調査)。  
 (資料) Washington Post 資料より、みずほ総合研究所作成



# クリントン氏の懸念は、支持者の「熱意」の欠如

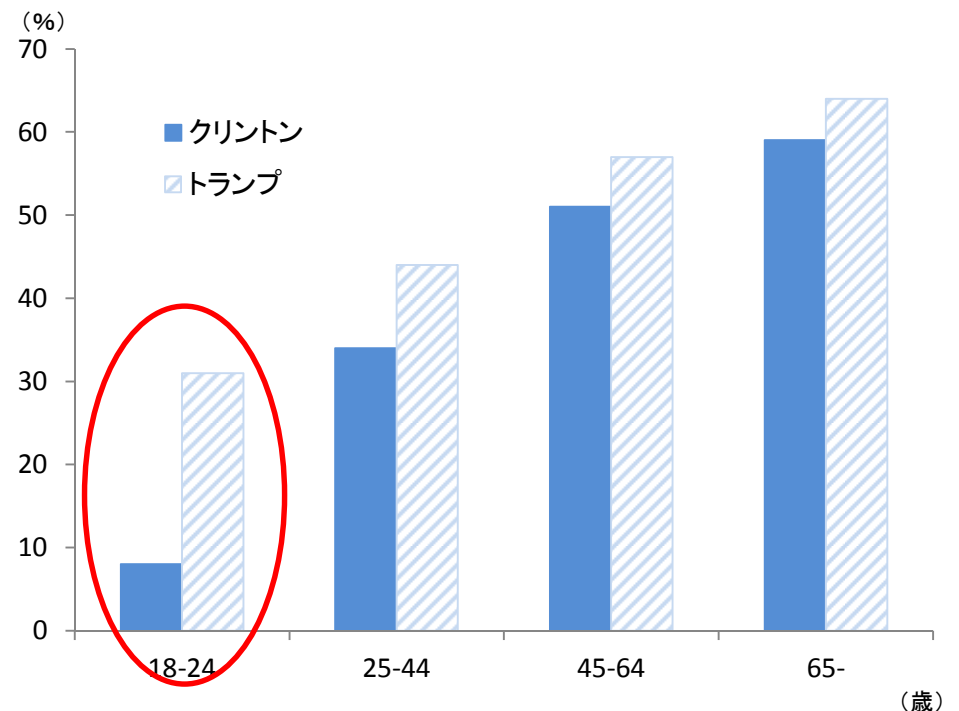
- クリントン氏の支持者は相対的に熱意が低く、投票率が伸び悩む懸念
  - ・ 変化を求める世論はクリントン氏に逆風。1950年代以降、同じ党による大統領選挙3連勝は一度だけ
  - ・ 過去の大統領選挙では、支持者の熱意が高い候補者が勝利
  - ・ 民主党支持が多い若者において、とくにクリントン支持者の熱意が低い

【 熱心な支持者の割合 】

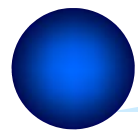


(注) 1. 支持者に占める「熱心な支持」の割合(選挙年9月末時点)。  
 2. ○は選挙での勝者、×は敗者。  
 (資料) Washington Post調査により作成

【 熱心な支持者の割合(年齢別) 】



(注) 支持者に占める「熱心な支持」の割合(2016年8月26日～9月1日調査)。  
 (資料) IBD/TIPP調査より、みずほ総合研究所作成



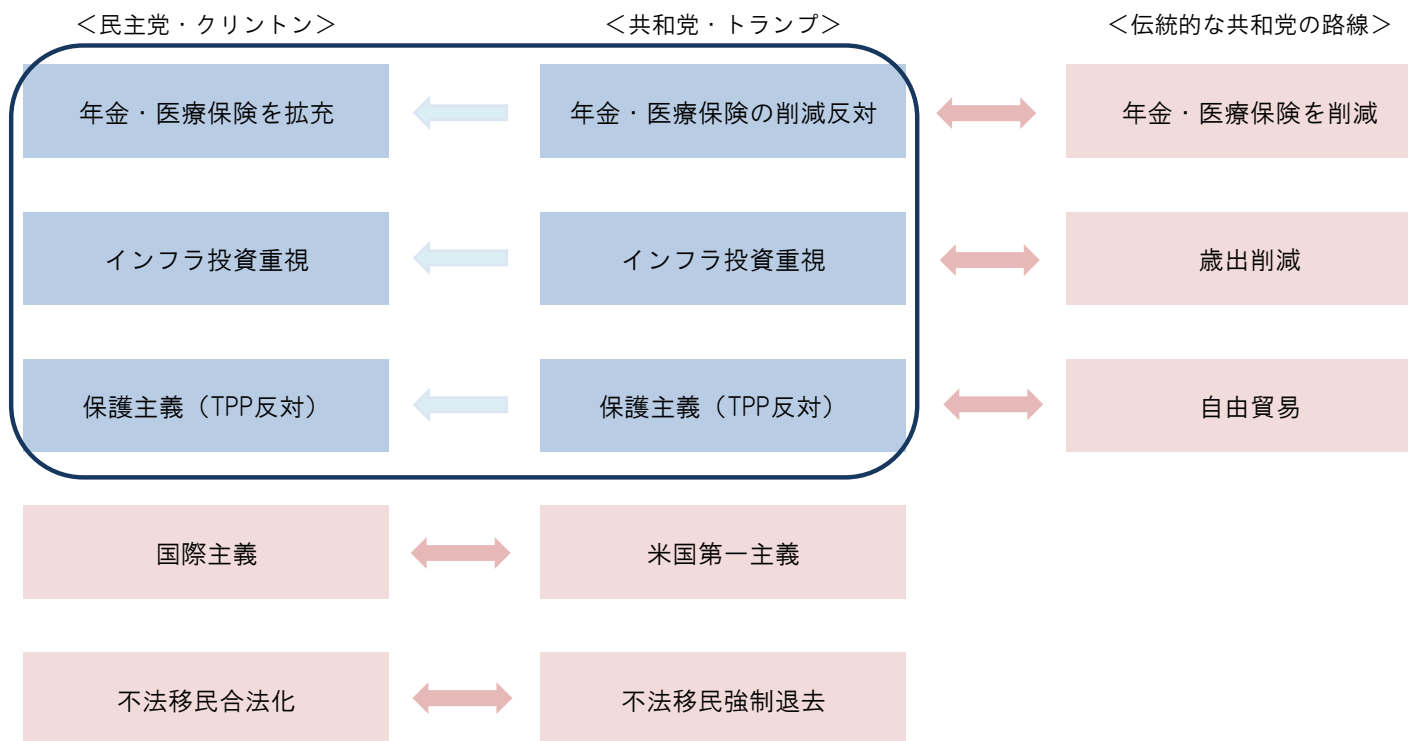
## 2. 何が問われているのか

～開放的な政策は維持できるか～

# (1) 総論: 国内政策は「大きな政府」で共通、開放的な政策を維持できるかが問われる

- 今回の大統領選挙では、これまでの二大政党の対立とは、異なった構図が展開
  - ・ 国内政策では、トランプ氏が伝統的な共和党路線から離れ「大きな政府」に傾斜、民主党に方向性が接近
    - とくにインフラ投資には、いずれの政権が誕生した場合でも、追い風が吹く見込み
  - ・ 外交政策・移民政策では、クリントン氏が開放的・国際的、トランプ氏が閉鎖的
    - 但し、通商政策は両候補ともに保護主義的。共和党の伝統から離れ、トランプ氏も閉鎖的に

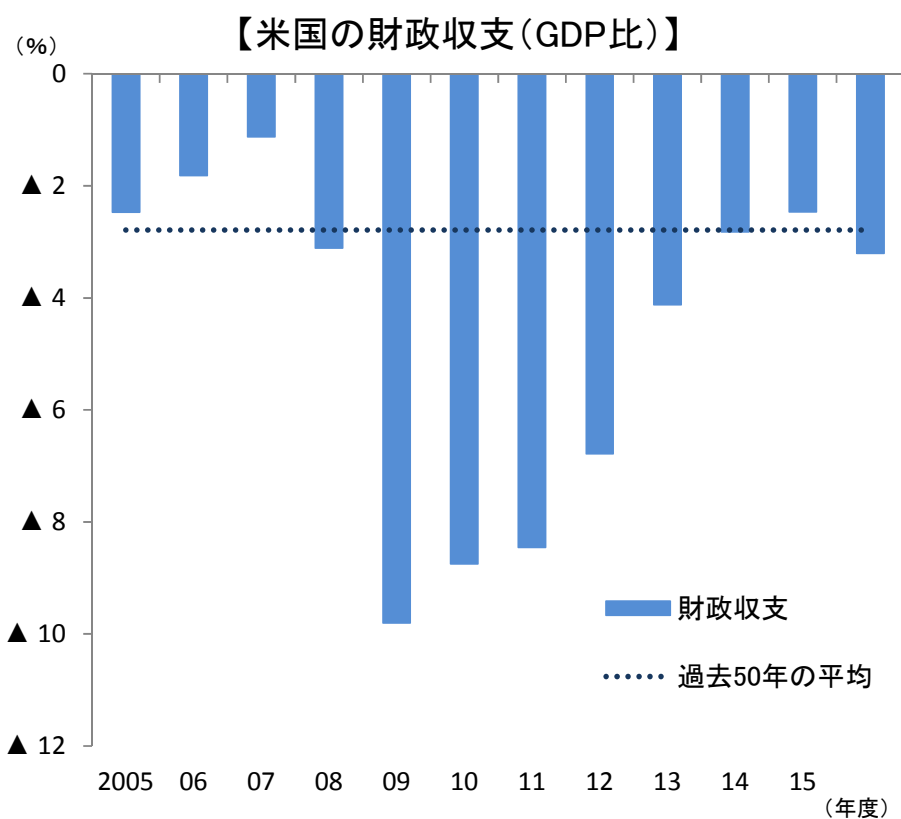
## 【選挙における各候補の政策】



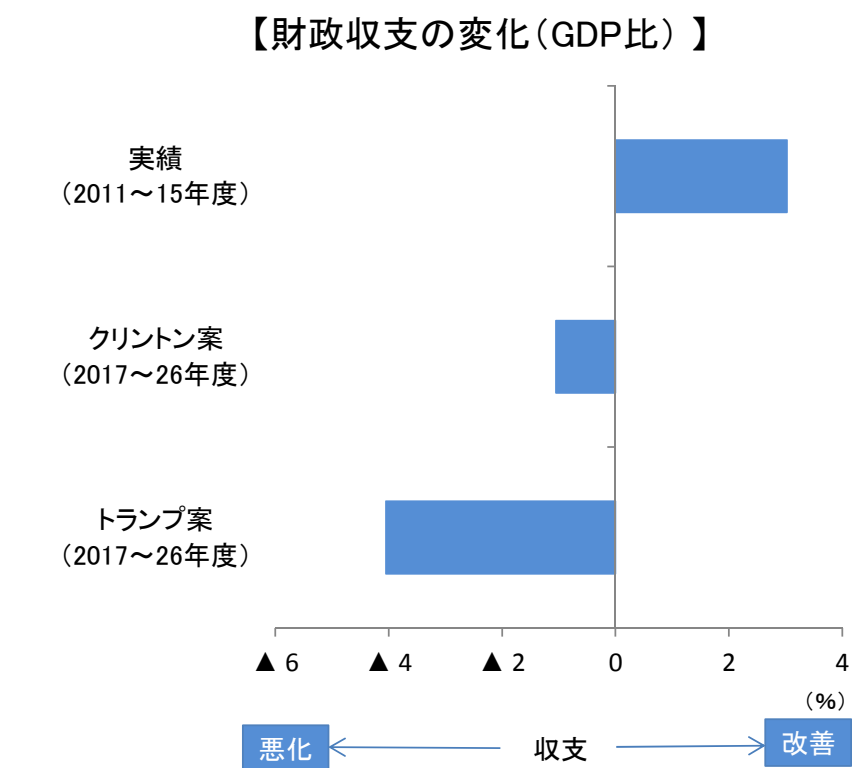
(資料)みずほ総合研究所作成

## (2) 財政: いずれの候補も赤字拡大を容認

- いずれの候補も、財政赤字の拡大傾向への転換を容認、緊縮財政は終了へ
  - ・ 金融危機後の財政再建局面は終了、一層の財政健全化努力の必要性は意識されず
  - ・ 今後の財政赤字は、医療保険支出増等により自然増に転ずる見込みも、両候補は黙認の構え
    - 自然増を超えて、どこまで赤字を増やすかが両者の違い。いずれにしても、財政の方向性は転換へ



(資料)CBO資料より、みずほ総合研究所作成

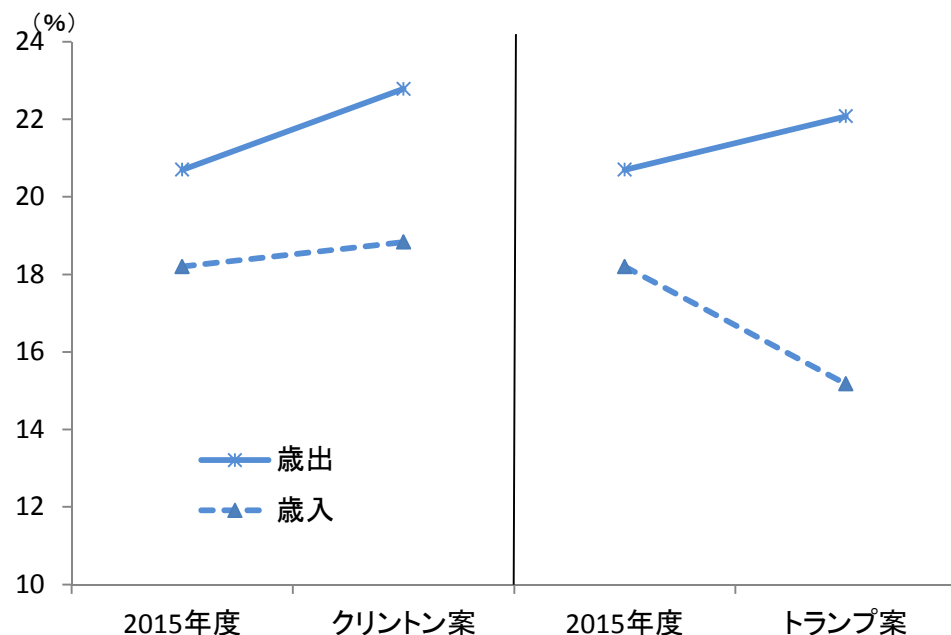


(注)初年度の財政赤字額が継続した場合との差額を累積。現行法に基づく変化を含む。  
 (資料)CBO, TPC, CRFB資料等より、みずほ総合研究所作成

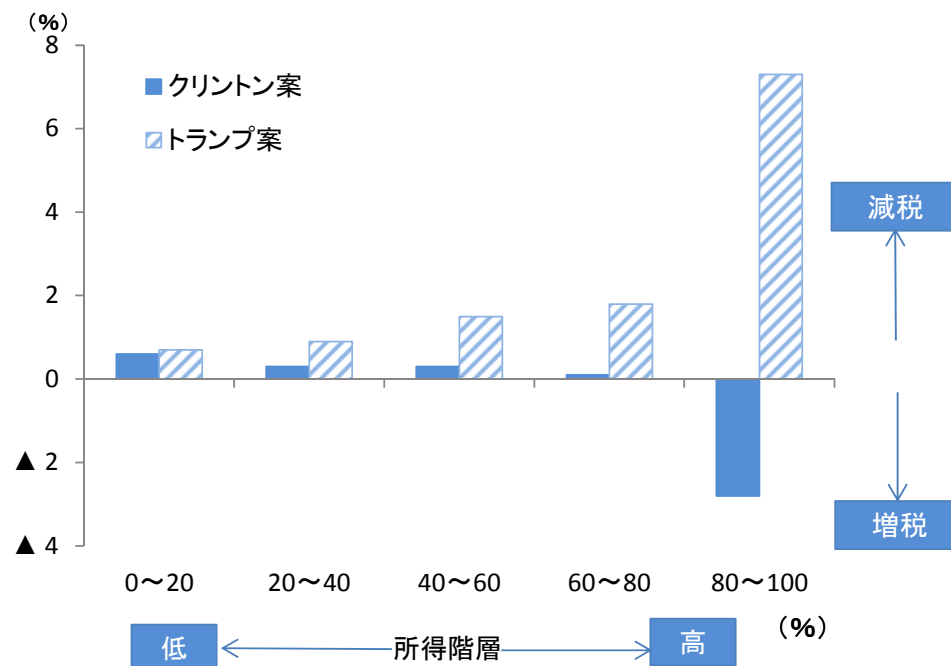
# 大きな違いは税制、クリントン氏は富裕層増税、トランプ氏は大型減税

- 歳出では、両候補が増加を提案。歳入では、トランプ氏の大型減税に対し、クリントン氏は富裕層に限定した増税を提案。
  - ・ クリントン氏の財政赤字拡大は、歳出拡大が主導。税制では富裕層増税が特徴
    - 中低所得層は細かな政策減税が中心、税率自体の変更は提案されず
  - ・ トランプ氏は大型の減税を提案、富裕層にも減税の方向
    - 規制緩和等を含めた成長促進効果による税収増により、財政赤字の拡大を防ぐと主張

【各候補の提案(GDP比)】



【税引き後所得の変化】



(注)クリントン案、トランプ案は10年間の累計。現行法に基づく変化を含む。  
 (資料)CRFB, CBO, TPC資料より、みずほ総合研究所作成

(注)2025年時点。  
 (資料)TPC資料より、みずほ総合研究所作成

### (3) 通商・外交：保護主義的な政策は共通、TPPの早期実現に暗雲

- クリントン氏、トランプ氏は、いずれもTPPに反対
  - ・ 議会承認が新政権に持ち越された場合、何らかの「追加作業」が必要となる見込み
    - 為替操作対策の不在が、TPP反対の論拠のひとつ。日本もやり玉に
    - オバマ政権が重視する対中政策としての観点でも、両候補は「TPPは中国を利する」との見解で一致
    - レイムダックセッション(選挙後・新議会招集前)に期待も、反TPPの大統領を選んだ直後の採決は難易度が高い

#### 【各候補の主張】

	クリントン	トランプ
TPPに対する評価	雇用を増やし、安全保障に資するという条件を満たしていない	もっともひどい通商合意の一つ。ない方が良い
TPPと為替操作	為替操作(対策)がTPPの一部でないことを懸念している	TPPIは日本に為替操作をやめさせることもできない。ひどい合意だ
TPPと中国	(TPPの)原産地規則が中国に迂回輸出の機会を与えている。それがTPPIに反対している理由のひとつである	TPPIは中国が裏口を使って利益を得るための合意である

(資料) 各種報道等より、みずほ総合研究所作成

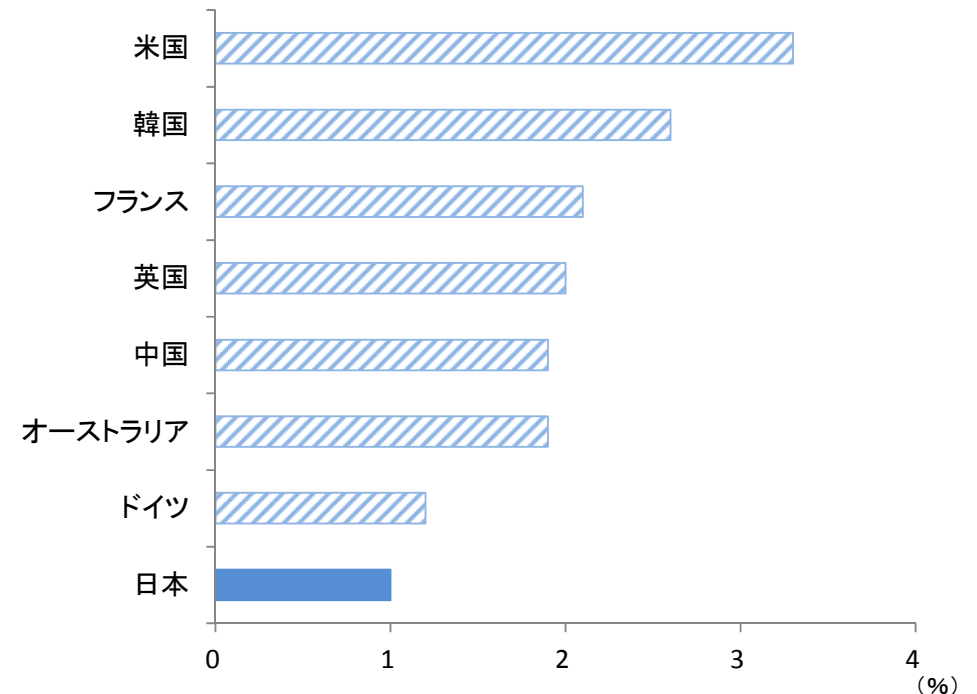
# クリントン氏は同盟重視、トランプ氏は責任分担論を主張

- トランプ氏は在日米軍経費の全額負担を要請
  - ・ トランプ氏は、欧州(NATO)等に対しても、責任分担の強化を要求
  - ・ 同盟国による責任分担の強化は、オバマ大統領も主張。米国内の雰囲気を反映している可能性には注意が必要
    - GDP比による国際比較では、日本の軍事費の水準は必ずしも高くない

【 責任分担に関する発言 】

トランプ	「米国が攻撃されても、日本は米国を助ける必要がない。公正とは思えない」
	「(在日米軍経費について)もちろん、日本は全額負担すべきだ。なぜ米国が支払わなければならないのか？」
	「米国はNATOに大金を支払ってきた。公正ではない。(加盟国は)滞納分を支払って欲しい」
オバマ大統領	「(安全保障の)ただ乗り国(Free Riders)には憤慨(aggavate)させられる」
	(キャメロン英首相に、GDPの2%以上を軍事費に使わなければ、米国との「特別な関係(special relationship)」を名乗る資格はないと迫り)「(英国は)公正なシェアを払わなければならない」

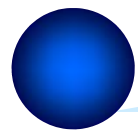
【 各国の軍事費(GDP比) 】



(注)2015年。

(資料)SIPRI Military Expenditure Databaseより、みずほ総合研究所作成

(資料)各種報道より、みずほ総合研究所作成



### 3. 何が起こるのか

～オバマ路線の継続か、不透明性の高まりか～

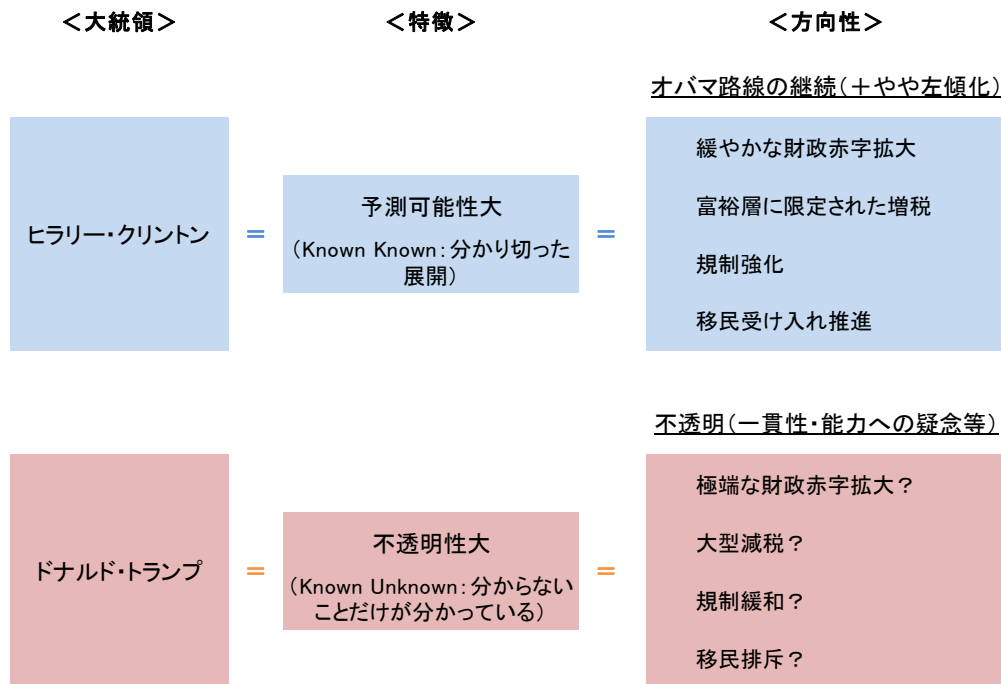
---



# (1) 総論: 予測可能なクリントン政権、予測不可能なトランプ政権

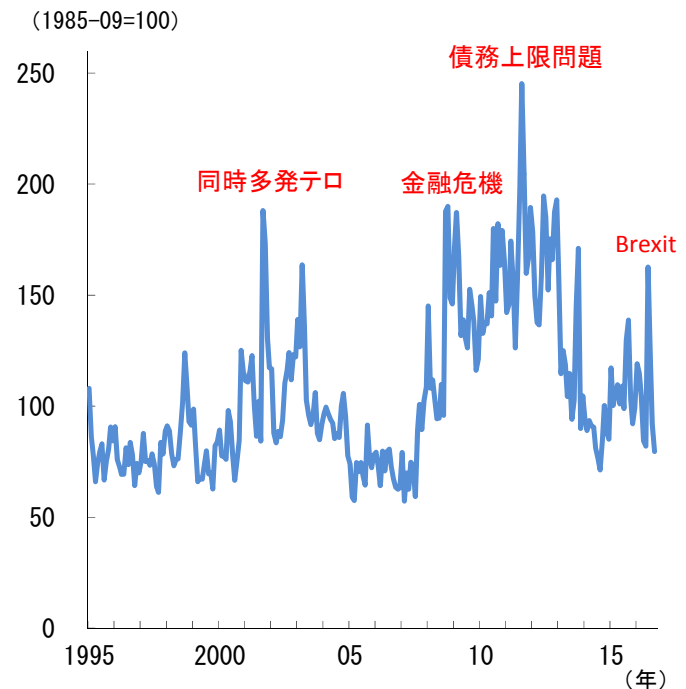
- 大統領選挙の勝者による最大の違いは予測可能性の有無
  - ・ クリントン政権の場合、政策の方向性は概ね予測可能
    - 基本路線はオバマ路線の継続、保護主義等で左傾化のリスクはあるも、堅実な政権運営を想定
  - ・ トランプ政権の場合、政策の不透明性が高水準となる懸念
    - 選挙中も公約は二転三転、経験不足・スタッフ不足、議会との対立等の波乱要因が山積

## 【各政権の特徴】



(資料)みずほ総合研究所作成

## 【経済政策不透明性指数】



(資料)PolicyUncertainty.com, Haver Analyticsより、みずほ総合研究所作成

## (2) 経済: 公約実現は、議会との関係次第

- クリントン政権が誕生した場合でも、下院で共和党が多数党の座を維持すれば、公約実現の障害に
  - ・ 2000年代以降の米国で大きな実績が残されているのは、大統領と議会が同じ政党の時期に限定
    - 1980～90年代には例外もあるが、党派対立は2000年代に激化

### 【 大統領・議会多数党の組み合わせと実績 】

開始年	大統領	議会多数党		実績
		上院	下院	
1981	レーガン (共和)	共和	民主	レーガン減税
83	レーガン (共和)	共和	民主	
85	レーガン (共和)	共和	民主	税制簡素化
87	レーガン (共和)	民主	民主	
89	ブッシュ (共和)	民主	民主	
91	ブッシュ (共和)	民主	民主	増税による財政再建 (OBRA91)
93	クリントン (民主)	民主	民主	増税による財政再建 (OBRA93)
95	クリントン (民主)	共和	共和	福祉改革 (PRWORA)
97	クリントン (民主)	共和	共和	財政黒字化 (BBA97)
99	クリントン (民主)	共和	共和	
2001	ブッシュ (共和)	共和	共和	ブッシュ減税 (EGTRRA)
03	ブッシュ (共和)	共和	共和	ブッシュ減税 (JGTRRA)
05	ブッシュ (共和)	共和	共和	
07	ブッシュ (共和)	民主	民主	
09	オバマ (民主)	民主	民主	景気対策、医療制度改革 (オバマケア)
11	オバマ (民主)	民主	共和	
13	オバマ (民主)	民主	共和	
15	オバマ (民主)	共和	共和	

(注) 議会多数党は会期開始時点。  
 (資料) CQ資料等により、みずほ総合研究所作成

# トランプ政権では不透明性が高水準、議会による制御が重要に

- トランプ政権の公約が完全に実現した場合には、米国経済にとって大きなマイナスとなるリスク
  - ・ 共和党が上下両院で多数党となっても、トランプ政権の過激な公約には抵抗する見込みだが、不透明性の上昇は不可避
    - 通商協定からの脱退等、大統領権限のみで実行できる場合があり得る点には注意が必要
  - ・ 最も可能性が高い「クリントン政権とねじれ議会」の組み合わせでは、債務上限問題等で「決められない政治」のリスク
    - 「クリントン政権と民主党議会」では、保護主義的な政策等への左傾化リスクが意識される可能性

## 【 選挙後のシナリオ 】

選挙結果				影響		リスク
	大統領	議会	可能性	不透明性		
①	クリントン	民主党議会 上下両院で民主党が多数党奪取	小	小	ややプラス 公約実現に成功。歳出拡大と増税の組み合わせで、財政赤字は短期的に既定路線よりやや拡大。不透明性は低下	左傾化 議会民主党の圧力で、保護主義的政策や各種規制の強化等が進展
②	クリントン	ねじれ議会 上院は民主党が多数党奪取も、下院は共和党が多数党維持	大	中	中立 議会との対立で公約実現ならず。財政赤字の拡大は、既定路線程度。不透明性は残存	決められない政治 議会との対立で、債務上限引き上げ・予算編成等に混乱
③	トランプ	共和党議会 上下両院で共和党が多数党維持	小	大	ややマイナス 議会との対立、政策運営の混乱で公約実現ならず。不透明性は上昇	公約実現 保護主義、移民排斥、財政赤字の大幅拡大が、経済成長に悪影響。景気後退入りを指摘する声も

(資料)みずほ総合研究所作成

### (3) 産業：反・大企業の機運に注意(みずほ総研ニューヨーク事務所分析)

○「共和党＝規制緩和」、「民主党＝規制強化」の構図だが、反・大企業の機運がビジネスへの逆風となる懸念

#### 【 大統領選挙候補者の主張とビジネスへの影響 】

		通商政策	個別産業			
			金融	エネルギー	ヘルスケア	IT・知財
共和 党	トランプ	×	△	○	△	○
		<ul style="list-style-type: none"> <li>● TPP反対</li> <li>● NAFTA再交渉</li> <li>● 中国の為替操作国認定</li> <li>● 中国をWTO提訴(不公平な輸出補助金制度)</li> <li>● 中国製品への関税賦課</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● グラス・スティーガル法(銀証分離)復活</li> <li>● 新たな銀行規制施行の一時停止</li> <li>● 資産運用業界規制の強化阻止</li> <li>● Dodd-Frank法・CFPB廃止</li> <li>● 中小銀行規制緩和</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● EPAのClean Power Plan(天然ガスによる石炭発電の代替で温室効果ガス排出削減)に反対</li> <li>● クリーンエネルギープロジェクトに対する政府支援(税控除など)に反対</li> <li>● EPA権限縮小</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● オバマケア廃止</li> <li>● 薬価引き下げによるメディケア医薬品支出額の削減については立場が不明確。共和党主流派は反対</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● FCCによるメディア企業合併認可基準の緩和</li> <li>● FCCによるネットワーク中立性規制緩和</li> <li>● 中国への知的財産移転を防止(Zero Tolerance Policy)</li> </ul>
民主 党	クリントン	×	×	△	×	△
		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 現在のTPP合意案に反対</li> <li>● 製造業の米国内生産奨励策を提案</li> <li>● 中国の鉄鋼ダンピング等に対抗措置を実施すると主張</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 大手銀行リスクフィーの導入</li> <li>● 高頻度取引への課税</li> <li>● ボルカールール強化(HF、PE出資の全面禁止)</li> <li>● スワップ部門分離(Swap Push Out)条項の復活</li> <li>● シャドーバンキングの情報開示・レバレッジ・流動性規制強化</li> <li>● 取引所外市場(ダークプール)規制強化</li> <li>● CFTCとSECの予算増額</li> <li>● 当局による規制適用基準強化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 風力・太陽光発電への税控除継続</li> <li>● 2020年までに140ギガワット分の太陽光発電能力を新設</li> <li>● 大気汚染防止を目的とした石油・ガス生産業者のメタンガス排出基準値導入</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 薬価引き下げに向け、政府に薬価交渉権を付与</li> <li>● オバマケア維持</li> <li>● 高額医療保険への課税撤廃</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● FCCによるネットワーク中立性規制強化</li> <li>● 特許訴訟基準改革(特許権乱用の防止)</li> <li>● ユーザー情報開示に関しIT企業と連邦政府の協力を要請</li> <li>● テロリストのSNS利用制限を支持</li> </ul>

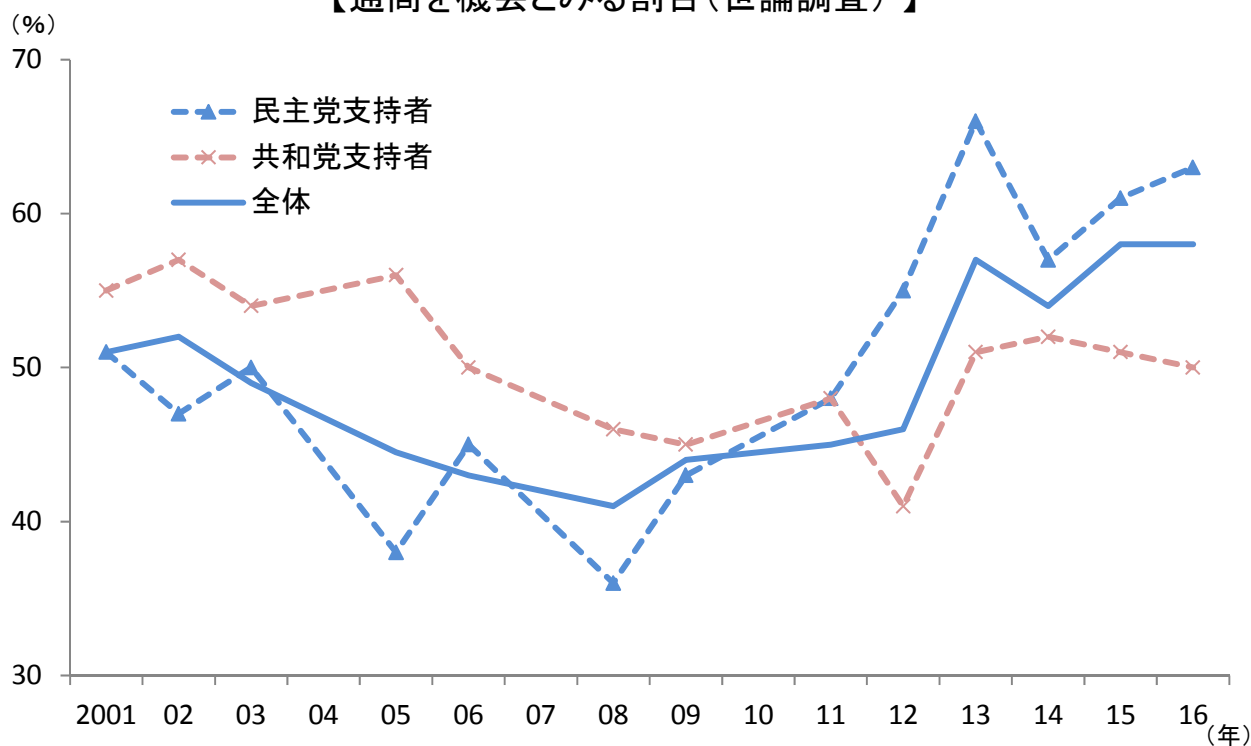
(注) ○×△は定性評価。通商政策は自由貿易推進、金融は大手金融機関、エネルギーは石炭・石油・ガス産業、ヘルスケアは製薬産業、ITはメディア企業の観点から評価。  
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

## (4) 通商・外交：クリントン政権に保護主義回避を期待も、TPP回帰には時間が必要

### ○ 保護主義回避の期待は、クリントン政権の方が高い

- ・ TPPを含むクリントン氏の保護主義的な主張は、いずれも条件付きであり、条件さえ満たせば政策転換の余地
- ・ 支持者のレベルでは、民主党支持者の方が、共和党支持者よりも自由貿易に前向き
- ・ ただしTPPに関しては、改めて議会に諮るまでには時間が必要となる公算が大きい  
——— 就任当初は移民改革・インフラ投資等の重要課題を優先。態度表明は、17年11月のAPECが節目となる可能性も

【通商を機会とみる割合(世論調査)】

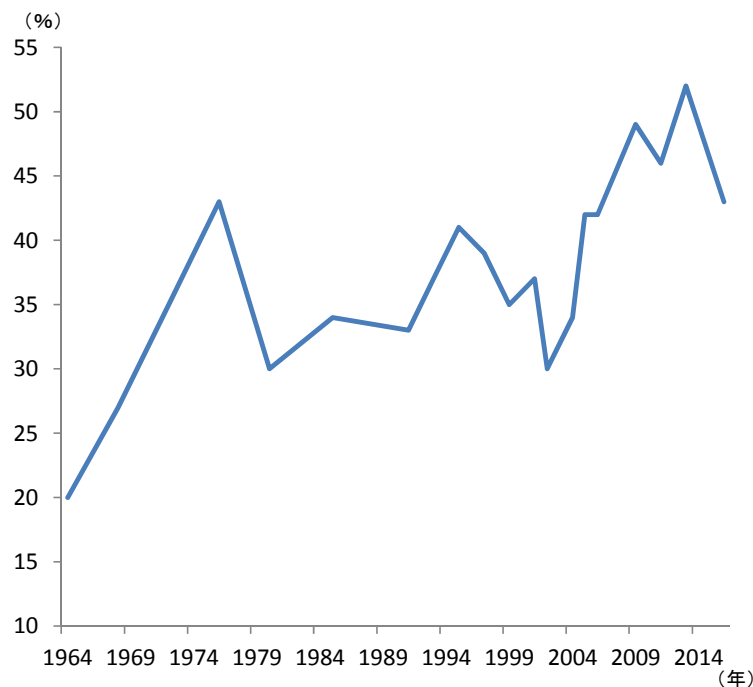


(資料) Gallup社調査より、みずほ総合研究所作成

## 自国中心的外交政策への傾斜が、地政学リスクの高まりを招く懸念

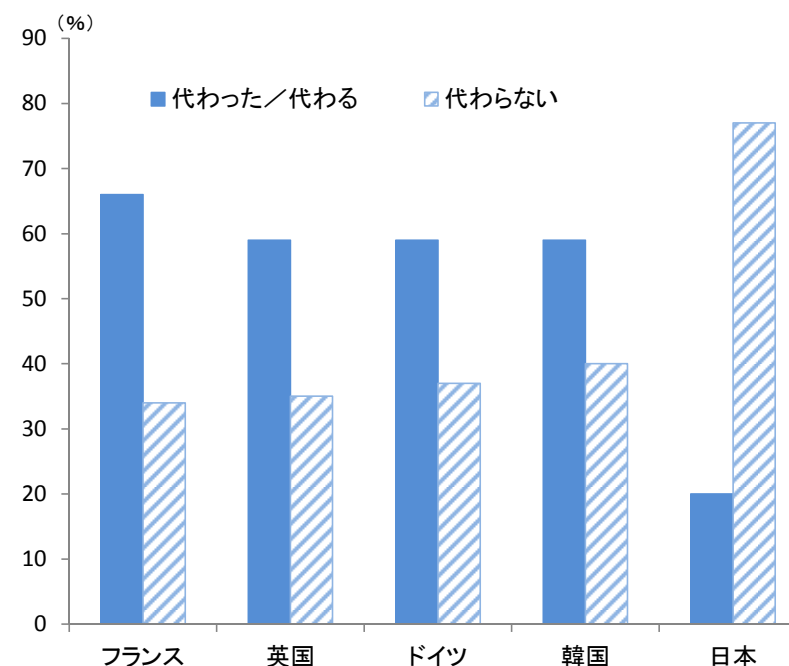
- 米国の存在感・信頼感の低下が、「力の空白」につながる可能性
  - ・ 「米国第一主義」を標榜するトランプ政権下では、米国の国際的信用の低下に拍車がかかるリスク
  - ・ クリントン氏は国際主義だが、世論の「内向き志向」が制約要因に
    - 「自国重視の外交」への支持は若干減少するも、依然として過去の水準を上回る
  - ・ 欧州諸国等では、中国との覇権交代が多数意見。米国の覇権を信じる日本とは対照的

【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

## (参考) 現地の見方/市場の視点: クリントン優勢を織り込み、関心は議会選挙に

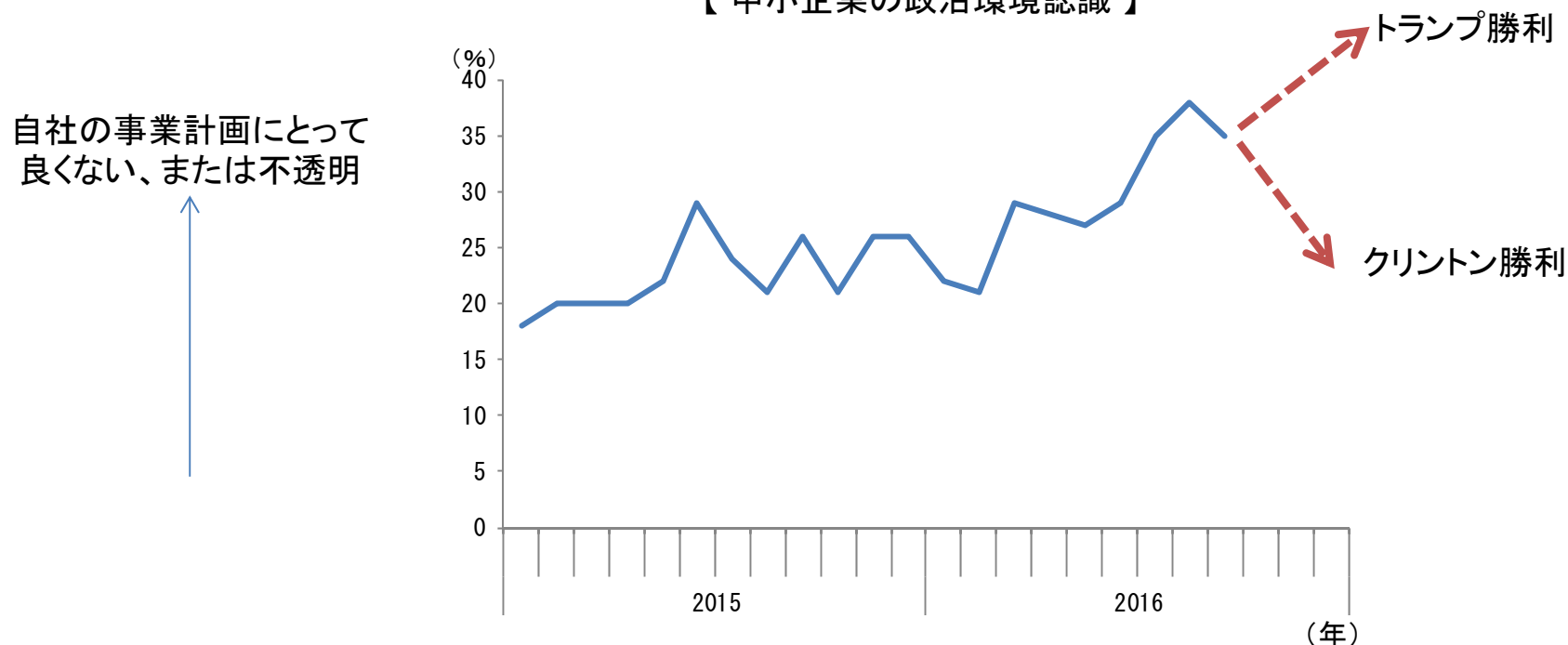
---

- 市場関係者等に対するヒアリング(みずほ総研ニューヨーク事務所)
  - ・ トランプ大統領の可能性は既に「テールリスク」化しており、クリントン大統領の誕生がほぼ確実視されている。このようなか、大統領選を巡る論点は、①大統領と議会多数党(少なくとも下院)との「ねじれ」の下での政策遂行力、さらに最近では、②大統領と議会多数党が民主党で占められることに伴うリスク、に移りつつある。
  - ・ 為替市場では、大統領選の影響は、円やユーロなど主要通貨では見られないものの、メキシコ・ペソ、カナダ・ドル相場に現れていた(トランプ氏が優勢になると両国通貨が売られる構図)。現在では、クリントン候補の優勢が伝えられるなか、政策の不透明感が薄れると認識され、リスクオンから米株買いとセットとなったドル買い(ドル高)となっている。ただし、いずれの候補が大統領になったとしても、基本的にドル高は容認しないと見られており、ドル買いはあくまで短期的な動きの可能性が高い(為替市場関係者)。
  - ・ 債券市場においては、トランプ氏が優勢になると、債券が売られて長期金利が上昇する(イールドカーブがスティープ化する)という形で影響が出ていた。ただし、クリントン氏の当選がほぼ確実と見られるようになっており、長期金利上昇には歯止めがかかっている。既に、市場の関心は、大統領選から議会選に移り、民主党が政権と上下両院多数党の双方を獲得した場合の影響が議論され始めている状況(債券市場関係者)。
  - ・ クレジット市場は、これまでは、トランプ氏が優勢となれば「リスクオフ」で売られる、という単純な形でしか影響は出ていない。本来であれば、両候補の政策に応じてセクター毎の影響を見極める必要があると思われるが、現状ではそこまで細かく材料視されていない(クレジット市場関係者)。
  - ・ 株式市場については、どちらの候補が勝っても財政支出拡大を志向すると考えられており、株価にはプラス要因と見られている。他方、現在は、むしろ議会選の不透明感(下院で民主党が多数党となる可能性)が意識され始めている。上下両院とも民主党が多数党となった場合、政策が中道から左傾化するとの連想から、株価にとってはネガティブ視される可能性がある(株式市場関係者)。

## (5) 金融政策～トランプ勝利は利上げの障害に

- トランプ・リスクの行方が、年内の金融政策を左右(メインシナリオ＝11月据え置き、12月利上げ実施を予想)
  - ・ トランプ氏の勝利は、通商・移民政策等に関する不透明感を強め(トランプ・リスク)、年内利上げが困難になる公算大
  - ・ クリントン氏が勝てば、上記トランプ・リスクの後退による安心感の広がりが、年内利上げを後押し(メイン・シナリオ)
    - ただし、下院・共和党が多数派を維持できず、株安・ドル安圧力等が強まれば、FOMCの政策判断に影響

【 中小企業の政治環境認識 】



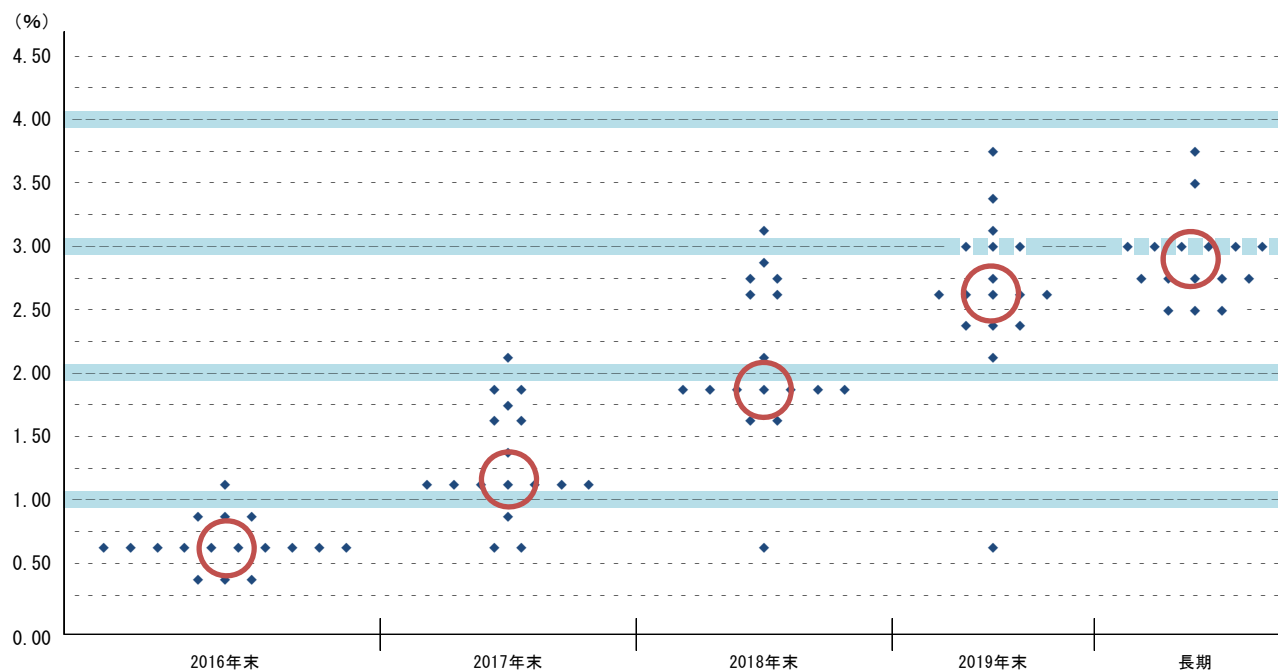
(注) 自社の事業計画にとって最も重要な理由として、「景気動向」、「売上見通し」、「金融環境」、「コスト」、「政治環境」、「その他」の6項目について3段階評価(良い、良くない、不透明)。全体を100としたときの、「政治環境は自社計画にとって良くない、または不透明」と答えた割合。  
(資料) NFIBより、みずほ総合研究所作成



## 新政権・議会誕生後も、金融政策には無視しえない影響

- 企業・消費者センチメントや物価への影響を通じ、中期的にも金融政策に無視しえない影響を及ぼす可能性
  - ・ 両候補に共通の拡張的財政政策やドル安志向は、景気・物価両面で利上げ加速要因に  
—— トランプ氏は低金利政策を「オバマ政権支援」として批判(2016年9月12日等)
  - ・ 保護主義や規制強化は経済活動の停滞を通じ利上げの障害に。インフレ加速(スタグフレーション)なら政策判断困難に
  - ・ 金融政策に対する監査の導入、FRBと民間金融機関との関係見直し(地区連銀取締役会からの民間金融機関関係者排除)など、様々な面で政治的圧力が高まり、FRBの独立性が揺らぐリスクにも注意が必要

【 FOMC参加者の政策金利見通し 】



(注)赤い○印は分布中央値。  
(資料)FRBより、みずほ総合研究所作成

## (6) 金融市場: クリントン勝利の場合、短期的には円安・株高へ

### 【各市場シナリオ】







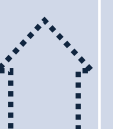
	メインシナリオ (クリントン大統領)	リスクシナリオ (トランプ大統領)
為替相場	短期的にはリスクオンが円安圧力となるも、保護主義的姿勢からドルの上値は重い	投資家のリスクセンチメント悪化が円高圧力に。保護主義的なスタンスからドル高是正圧力が高まり、円高が進展
新興国市場	短期的にはリスクオンが新興国通貨高圧力となるも、その後は米利上げに伴って、新興国通貨下落傾向に。ただし、保護主義姿勢から下落ペースは緩やかに	保護主義姿勢の強まりから、人民元や韓国ウォンに通貨高圧力。一方、不法移民対策などが懸念され、メキシコペソは下落
米国株式	不透明感が払しょくされ、短期的には株価を大きく押し上げる可能性。薬価抑制推進や金融規制強化から医薬・バイオ株や金融株はネガティブな影響に注意	ネガティブ・サプライズとなり短期的にはリスク回避的な株安の可能性。中長期的には保護主義によるドル高回避はサポート材料も、急速な貿易停滞リスクに留意
米国債券	緩やかなペースの利上げが予想され、金利上昇は限定的と予想。中長期的にはインフラ投資などによる財政悪化懸念が金利上昇圧力となる可能性も	リスク回避の動きや、年内利上げが困難になるとの見方から、長期金利は低下する可能性。中長期的にはインフラ投資などによる財政悪化懸念が金利上昇圧力となる可能性
クレジット (米HY債 スプレッド)	短期的にはリスクオンによりスプレッドは縮小方向に。ただし、原油価格の低位推移が見込まれる中、スプレッド縮小は限定的	リスク回避の動きから短期的にはスプレッドが拡大。ただし、国内エネルギー業界に対する保護主義的なスタンスなどから中長期的にはスプレッド拡大が抑制



(資料) みずほ総合研究所作成

## ドル円:いずれも保護主義的スタンスで、ドル高進行は限定的となる見込み

- いずれも保護主義的なスタンスで、急激なドル高進展への警戒感が高まる可能性が高い
  - ・ クリントン勝利の場合、リスクオンが円安圧力に。ただし保護主義的姿勢が意識され、ドルの上値はやや重いと想定
  - ・ 法人税改革等、米企業のレパトリエーション促進に繋がる政策の実現により、ドル高圧力となる可能性には要注意
  - ・ トランプ勝利の場合、市場の不透明感の高まりから短期的には円高ドル安が進展する見通し
    - ただしトランプ氏の財政政策は拡張的であり、米景気拡大への期待の高まりから、ドル高材料になる可能性も

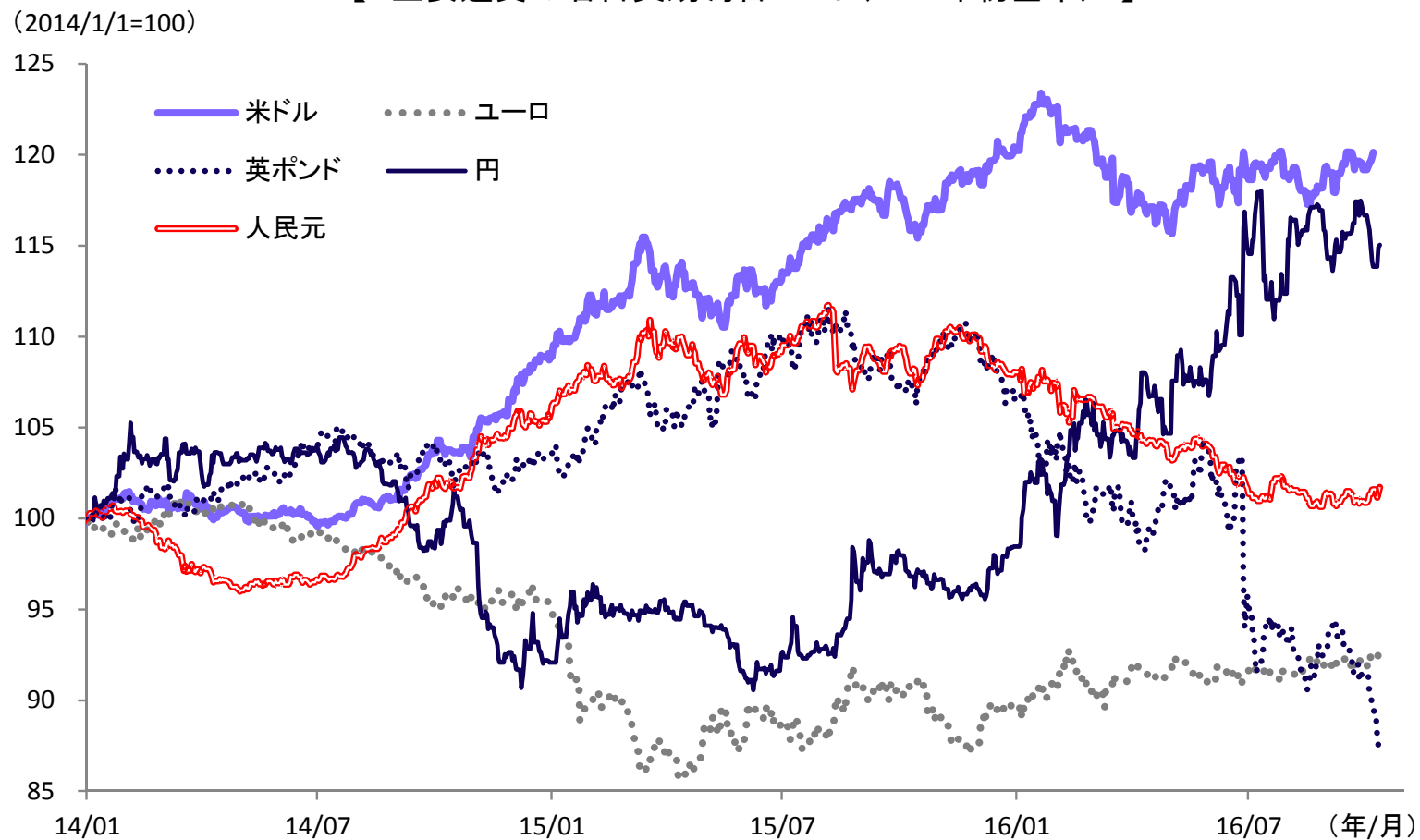
### 【ドル円相場に影響を与える主要要素の整理】

	投資家の リスクセンチメント (短期的)		通商政策		財政政策		金融政策	
評価の ポイント	政治・経済政策の 不透明感の高まりは 円高圧力に		保護主義的姿勢は ドル高進展への 警戒感を高める		拡張的な財政政策が 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	
クリントン	 円安 圧力	リスクオン	 円高 圧力	やや 保護主義的		やや拡張的		ドル高に留意し つつ、段階的に 利上げか
トランプ	 円高 圧力	リスクオフ	 円高 圧力	保護主義的		拡張的 (大幅な財政 赤字)	??	議長再任せず (ただし方向感 は不透明)

(注)  は円安ドル高圧力、 は円高ドル安圧力。点線はまだ未確定な側面が強い要素。  
(資料)みずほ総合研究所作成

# (参考)主要通貨の名目実効為替レート

【 主要通貨の名目実効為替レート(2014年初基準) 】



(注) 日次名目実効レート。各国当局の公表値(一部推計)。2014年初基準。

(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

## 新興国市場：米国のドル高けん制姿勢から、大幅な新興国通貨安は想定されず

- 短期的な反応は、大統領選の結果次第で正反対
  - ・ クリントン勝利の場合、リスクオン地合いの世界的な株高が新興国通貨の買い材料
  - ・ トランプ勝利の場合、リスクオフ地合いの世界的な株安によって新興国通貨の売り圧力が増大
- 長期的な新興国通貨の動きは、クリントン氏の場合は横ばいないし小幅安、トランプ氏の場合は一部で上昇の可能性も
  - ・ クリントン氏の場合、やや保護主義的なスタンスと段階的な利上げの間で綱引き
  - ・ トランプ氏では、保護主義の強まりから資金流出が長期化。他方、米為替報告書監視リスト国通貨に上昇圧力の可能性

### 【 大統領選の結果が新興国通貨に与える影響 】

	短期的影響	長期的影響
メインシナリオ (クリントン大統領)	世界的株高 (リスクオン) ↓ 新興国通貨 上昇	(米国) やや保護主義的 段階的利上げ ↓ 新興国通貨 横ばい/小幅下落
リスクシナリオ (トランプ大統領)	世界的株安 (リスクオフ) ↓ 新興国通貨 下落	(米国) 保護主義 政策が整合的でな いなど不確実性大 ↓ 新興国通貨 資金流出で下落 一部通貨は上昇 の可能性も？

(資料)みずほ総合研究所作成

### 【 米為替報告書(監視リスト国と評価基準) 】

評価軸	大幅な対米 貿易黒字	大幅な経常黒字	持続的・一方的な 為替介入
主な基準	対米貿易黒字が 200億ドル超	経常黒字が GDPの3%超	1年間のネット為替 介入額が GDPの2%超
単位	(億ドル)	(%)	(%)
中国	3,561	2.4%	▲5.1%
ドイツ	711	9.1%	-
日本	676	3.7%	0
韓国	302	7.9%	▲1.8%
台湾	136	14.8%	2.5%
スイス (今回追加)	129	10.0%	9.1%

(注)1. 監視リスト対象6カ国の評価基準。数値は2015年7月～2016年6月の値。

2. 中国の為替介入額は基準値超だが、世界経済へのネガティブな影響を防ぐものであり、持続的・一方的な為替介入には当たらないとされている。

(資料)米財務省「為替報告書」より、みずほ総合研究所作成

# メキシコ: トランプ勝利は「ハリケーン」級の衝撃、ペソ相場は神経質に反応

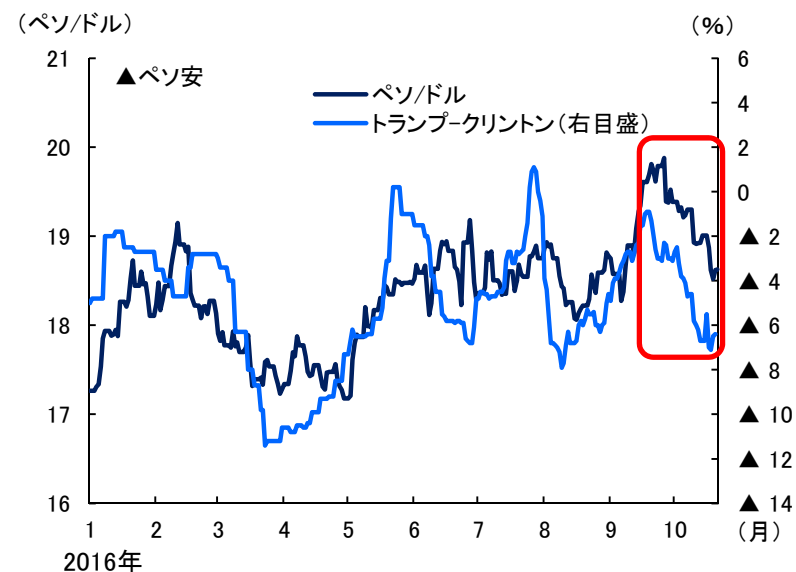
- メキシコに対するトランプ氏の強硬姿勢は、メキシコ経済・通貨にとって大きな脅威
  - ・ NAFTA(北米自由貿易協定)の再交渉、「米墨国境の壁」建設(応じなければ移民送金停止)等を主張
    - 高関税政策が実現した場合、世界貿易が縮小し、メキシコは景気後退に陥るとの試算も
  - ・ カルステンズ墨中銀総裁は、トランプ勝利はメキシコに「ハリケーン」級の衝撃を与えると警戒
- 「トランプ・トレード」と呼ばれるペソ売りが進行、ペソドル相場はクリントン氏の健康不安が表面化した9月に最安値
  - ・ 失言等でトランプ氏の支持率が低下すると、ペソドル相場は反発

## 【メキシコに関係するトランプ氏の政策】

既存通商協定の再交渉
北米自由貿易協定(NAFTA)は再交渉、不調ならば脱退
多国間協定に反対、二国間協定を目指す
環太平洋パートナーシップ協定(TPP)に反対
高関税政策の利用
メキシコ等への移転企業からの輸入品に35%課税
協定違反と見なされた場合にはWTO脱退も辞さず
不法移民対策として米墨国境に壁を建設
壁の建設費用(50~100億ドル)はメキシコが負担、応じなければ在米メキシコ人移民から本国への送金禁止

(資料) トランプ氏の指名受託演説等より、みずほ総合研究所作成

## 【ペソドルレートと大統領候補支持率】

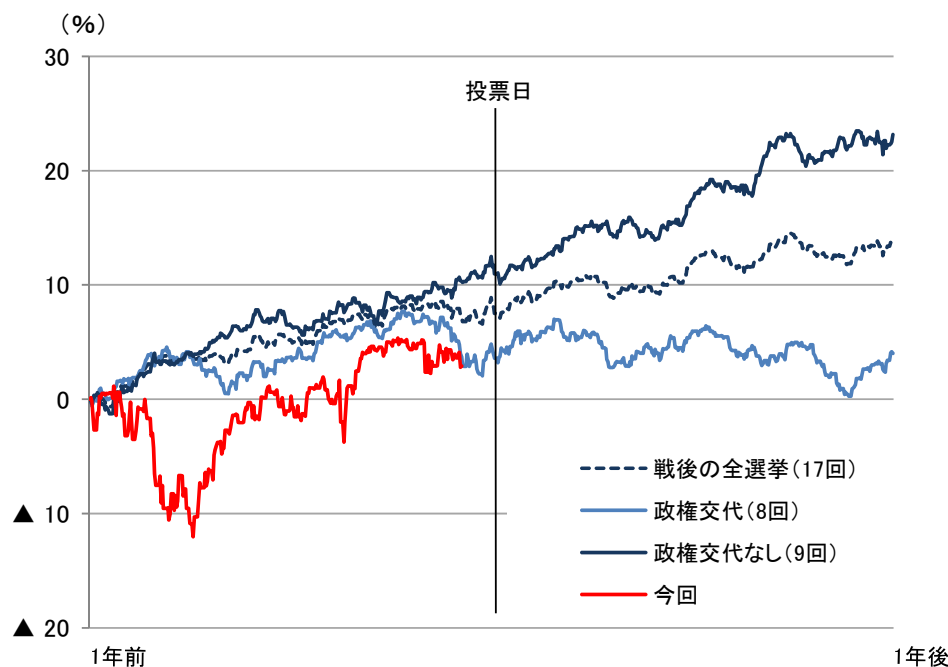


(注)「トランプ・クリントン」は、各候補の支持率の差。プラスはトランプ氏優位。  
 (資料) Real Clear Politics, Bloombergより、みずほ総合研究所作成

## 米国株:いずれの政権でも、中長期的にはドル高回避が株価のサポート要因に

- 株式市場はクリントン勝利をメインシナリオとしながらも、トランプ勝利の可能性も念頭に置きつつある状況。
  - ・ 過去に政権交代が起こる際は、直前に株価が下落する傾向
  - ・ クリントン勝利の場合、不透明感が払しょくされ、短期的には株価を大きく押し上げる可能性
  - ・ トランプ勝利の場合、ネガティブ・サプライズとなり、短期的にはリスク回避的な株安の可能性
- 中長期的に見れば、いずれも保護主義的スタンスであることから、ドル高が回避されることは企業業績へのサポート材料
  - ・ 但し、トランプ氏の場合は、過度に内向的な政策に傾く懸念があり、貿易の急速な停滞リスク等を内包

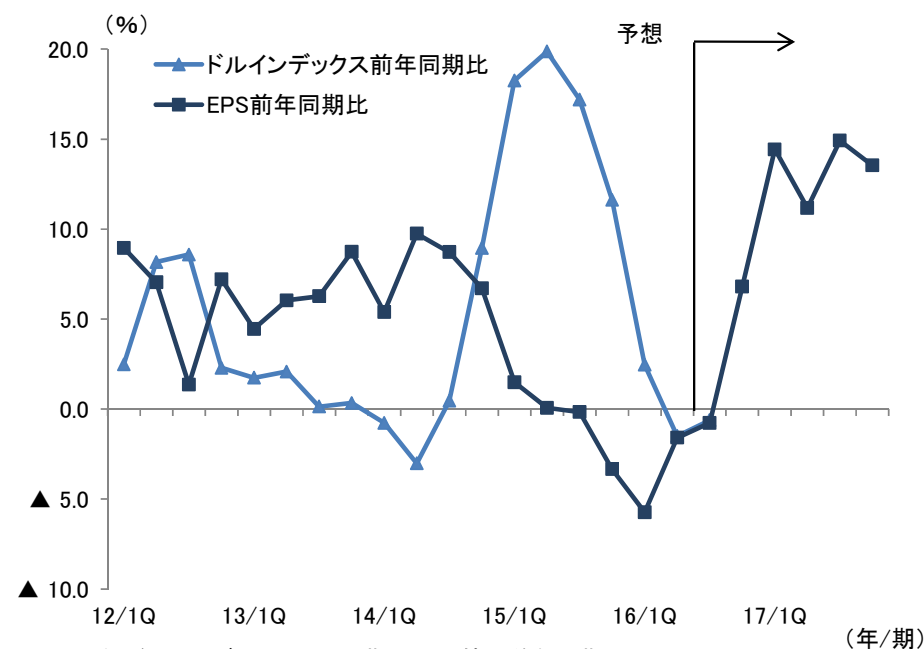
【 大統領選挙の前後1年のS&P500指数の推移 】



(注)大統領選挙投票日1年前を基準としたS&P500指数の変化。

(資料)Bloombergより、みずほ総合研究所作成

【 ドルインデックスとS&P500採用企業のEPSの推移 】



(注)ドルインデックスは四半期の平均値の前年同期比。

(資料)Bloomberg, Thomson Financial Callより、みずほ総合研究所作成

## 米金利: 緩やかな金利上昇を見込むが、中長期的には財政規律の緩みがリスクに

- 利上げに伴い米金利は緩やかに上昇すると見込むが、中長期的には財政規律の緩みによる金利急上昇リスクも
  - ・ クリントン勝利の場合、緩やかな利上げに伴い米金利も上昇する見込み
  - ・ トランプ勝利の場合、政治・先行き不透明感が高まり、金利の一時的な低下を予測
  - ・ 両候補者とも保護主義的姿勢がみられ、経済活動の停滞に繋がれば利上げの障害に。また、財政規律の緩みが意識され、金利急上昇に繋がるリスクも(トランプ勝利の場合、財政悪化がより意識される可能性が高い)

### 【 米金利に対する短期的・中長期的な影響 】

	短期	中長期
クリントン大統領	米金利は大きく変わらず (12月に利上げを実施)	段階的な利上げに伴い 金利は緩やかに上昇
トランプ大統領	リスクオフから 一時的に金利低下 (12月の利上げは困難)	財政悪化懸念がより高く、 金利急上昇に繋がる 可能性も

(資料)みずほ総合研究所作成



## (7) 新政権の時間軸：試練は2017年夏から秋、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임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】

【第一フェーズ】 助走	【第二フェーズ】 離陸	【第三フェーズ】 試練
11月 8日 選挙投開票 レ임ダックセッション (予算、TPP?)	3月 16日 債務上限適用再開 (暫定予算期限切れ?)	7月
12月 9日 暫定予算期限切れ 人事選考	4月 15日 為替報告書	8月
1月 3日 新議会開始	5月 「最初の100日」	9月 債務上限引き上げ期限?
20日 就任式		30日 2018年度予算期限
2月 議会演説? 人事議会承認 予算教書?	6月	10月 15日 為替報告書

(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

## 最初の課題は閣僚等の人事、政権の方向性を占う試金石に

- 選挙後早々に、閣僚の人事・議会への根回し等が本格化へ
  - ・ クリントン政権は、女性(閣僚の半数以上を公約)、経験者、実務派中心となる見込み
    - 党内リベラル派・議会民主党の要請により、反ビジネス的な要素の強い人事に傾斜することがリスク
  - ・ トランプ政権は、男性、アウトサイダー、ビジネス経験者(エネルギー等)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

### 【各陣営の閣僚・スタッフ候補者】

	クリントン	トランプ
財務長官	レアル・ブレイナード(FRB理事) シェリル・サンドバーグ(Facebook) ゲーリー・ゲンスラー(元CFTC委員長) シルビア・バーウェル(厚生長官) ジーン・スパーリング(元大統領補佐官)	スティーブン・ムーチン(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)
国務長官	ウィリアム・バーンズ(元国務副長官) トム・ドニロン(元大統領補佐官) ウェンディ・シャーマン(元国務次官)	ジョン・ボルトン(元国連大使) ボブ・コーカー(上院議員)
司法長官	トム・ペレス(労働長官) ジェニファー・グランホルム(元ミシガン州知事)	クリス・クリスティー(ニュージャージー州知事) ジェフ・セッションズ(上院議員)
国防長官	ミシェル・フロノイ(元国防次官) ジャック・リード(上院議員)	マイケル・フリン(退役陸軍中將)
商務長官	テリー・マコーリフ(バージニア州知事) ザビエル・ベセラ(下院議員) ジェフ・イメルト(GE) メグ・ホイットマン(元HP)	デビッド・パーデュー(上院議員)
エネルギー長官	ジョン・ボDESTA(元首席補佐官)	ハロルド・ハン(コンチネンタル・リソース)
その他	ニーラ・タンデン(アメリカ進歩センター) トム・ビルサック(農務長官) トマス・ナイズ(元国務副長官) ヘザー・ブーシェイ(Wasngnton Center for Equitable Growth)	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

## 4. まとめ

- 米国の大統領選挙は、民主党のクリントン氏優位で終盤戦へ。焦点は議会選挙に。
- 両候補がともに保護主義的な政策を主張、共和党のトランプ氏が自国中心的な外交政策・閉鎖的な移民政策を提唱する等、開放的な政策を維持できるかが問われる。
- 税制では富裕層増税(クリントン氏)と大型減税(トランプ氏)の違いがあるが、いずれの候補も財政赤字拡大を容認しており、緊縮財政は転換に向かう見込み。
- 実際の政策運営については、クリントン政権ではオバマ路線継続の色彩が強く、予測可能性が高いのに対し、トランプ政権となった場合には、予測可能性が極めて低い。
- トランプ勝利による不透明性の高まりは、利上げの障害に。いかに過激な政策を議会が制御できるかが焦点。
- クリントン勝利の場合、短期的に円安・株高の展開を予想。しかし、保護主義的なスタンスであるため、ドル高進行は限定的となる見込み。
- 2017年秋までには、債務上限の引き上げが必要となる見込みであり、議会との対立等が生じた場合には、市場が混乱する展開も。

---

〔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

TEL : 03-3591-1307

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、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。