

トランプノミクス下の日本経済の行方

～ブームはいつまで続くのか～

BNPパリバ証券株式会社
経済調査本部長・チーフエコノミスト

この
河野 龍太郎



大規模財政、移民規制、保護貿易を掲げるトランプ氏が米国の大統領選挙で勝利した。この先、いったい何が起るのか。本稿では、世界経済そして日本経済への影響を論じる。

I. 世界中で吹き荒れるポピュリズムの嵐

トランプ氏の政治手法は、典型的なポピュリズムである。日々の生活に潜む人々の不安を煽り、既存の政治家では解決できないと強く批判し、非現実な政策目標を有権者に約束することで、現状の政治に不満を抱く人々から支持を得る。事実、移民や自由貿易によって雇用が失われたと信じる低所得の白人層からの強い支持が、トランプ氏勝利の原動力だった。しかし、大規模財政による景気刺激以外については、多くの約束はまず達成できず、最終的には政治へのさらなる失望を生み出すだけである。それを糊塗するため、さらなる大規模財政に頼ることになる。

周知の通り、ポピュリズムの台頭は世界的な現象である。大陸欧州では、反移民、反EUを掲げる極右政党が発言力を強め、一部の国では中道派が政権から既に転落している。米国と並び自由貿易と移民に最も寛容だった英国でも、今年6月にEU離脱を国民投票で

選択した。

グローバルゼーションに対する人々の苛立ちが強まっていることも背景にあるが、より深層には、労働力の伸びの鈍化やイノベーションの枯渇によって、潜在成長率が低下していることがある。税収が伸びず、分配可能な果実が失われているのである。社会保障費の分担などを働かせる既存の政治家が嫌われるのも、当然だろう。

ポピュリストは増税や給付削減以外の魅力的だが非現実な解決方法を提示する。振り返ると、先進各国で民主主義が上手く機能していたのは、戦後の50〜60年程度の期間だが、それは結局のところ、「成長の時代」だったからである。今後もポピュリズムの嵐は吹き荒れる。

II. 移民規制と保護貿易の帰結

それではトランプ氏が掲げる経済政策の帰結は何か。まず、移民規制と保護貿易について。

経済のメカニズムは複雑であり、移民を規制したとしても、低所得の白人層の雇用や所得が増えるわけではない。移民排斥で経済のパイが縮小すれば、むしろ雇用や所得が減少する可能性すらある。これまで、先進国の中

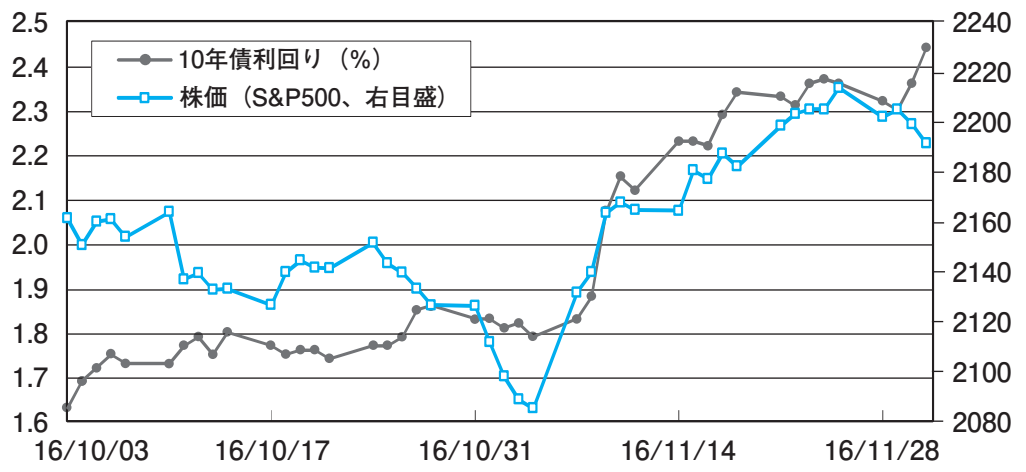
で、米国経済が比較的堅調だったのは、移民流入のおかげで、労働力の減少が避けられていたからである。仮に移民が規制されると、労働力の制約で米国のトレンド成長率は一段と低下する。

保護貿易策として、メキシコや中国からの輸入品に高率の関税を課すというが、それは両国経済に悪影響を及ぼすだけではない。米国人の生活が世界で最も豊かなのは、世界各国から安価な商品を低関税で輸入しているためである。保護主義的政策の結果、仮に生産拠点が米国に回帰し、国内で生産が増えるとしても、割高なものが増えるだけで、結局長い目で見れば、物価上昇によって家計の実質所得は損なわれる。トランプ氏が助けると約束したはずの米国の労働者は、さらに苦しむことになる。保護主義的な政策で国を豊かにするのは無理である。

Ⅲ. トランプノミクス効果で米国経済は復活するのか

目くらしは、大幅に上昇する米国の株価である。株価さえ上昇していれば、トランプノミクス成功の証しと、多くの人が誤認する。多くの人は、株価上昇を潜在成長率の改善と結び付けたがるが、全ての株価上昇が潜

図1：米国の株価と金利（日次）



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

在成長率の改善によってもたらされる訳ではない。そのことは、日本のアベノミクスでも実証済みである。

短期的な視野で動く株式市場は、トランプ氏が掲げる大規模な減税や大規模なインフラ投資の効果に強い期待を寄せる。確かに、財

政資金をバラ撒きさえすれば、一時的に米国の成長率は高上げされ、少なくとも2017年中は高い成長が続く。18年も政策効果はある程度持続するだろう。賞味期限は1年半〜2年程度ではないだろうか。

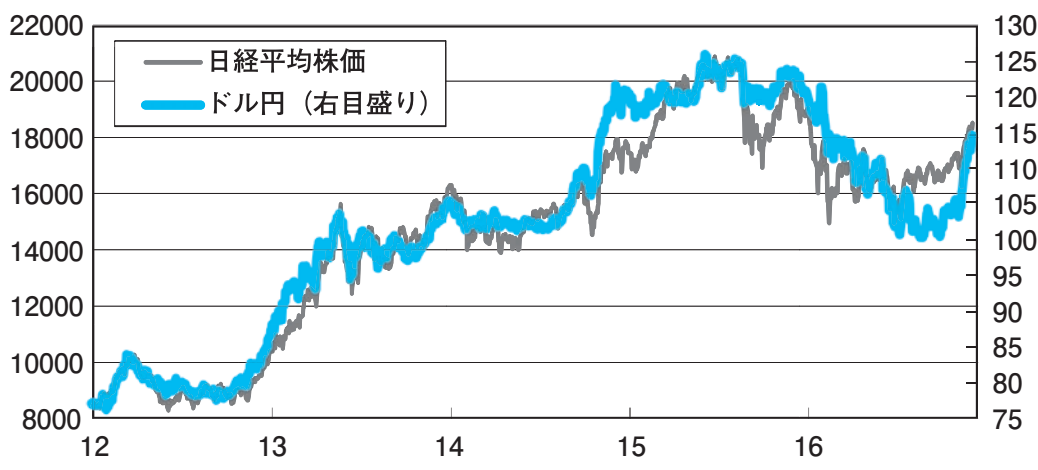
12年末〜14年年初までのアベノミクスを想像すれば良い(次頁図2)。この間、「トランプノミクス効果で米国経済は復活した」と喧伝される。日本を始め世界経済もトランプノミクス効果の恩恵を享受できる。「トランプ効果で世界経済が復活した」と資産市場を中心に熱狂が当面続く。

しかし、所詮、追加財政の効果の本質は、将来の所得の前借りでしかなく、潜在成長率が改善する訳ではない。日本と異なり社会インフラの不足する米国では、理論上、インフラ投資は潜在成長率を改善させる可能性はあるが、トランプ氏が掲げる民間を使った方法では、ワイズスペンディング(賢い支出)とならない可能性が高い。そもそも、ワイズスペンディングは難しい。結局、財政赤字が大きく膨らむだけで、景気刺激効果は長続きしない。

また、米国経済は既に完全雇用にあるため、追加財政で景気を高上げすると市場金利が上昇し、それが原因で、いずれ景気拡大は終焉に向かう。永年に亘って緩和的な金融環境が

る。の上昇が総需要にブレーキをかけることにな
 過剰ストックを抱えていなくても、市場金利
 や家計が増えているため、極端な過剰債務や
 続けられ、低金利永続を前提にしたビジネス

図2：日経平均株価とドル円レート（日次）



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

IV. トランプノミクス逆回転のメカニズム

米連邦準備制度(FED)も昨年12月に利上げに踏み切るだけでなく、減税や歳出拡大の実行が予想される2017年後半以降、糊代を少しでも確保しようと、四半期ごとの利上げを模索するに違いない。今のところ17年は少なくとも2度の利上げを予想している。18年に入っても、景気拡大が続いていれば、実質金利をゼロまで引き上げるべく、利上げが継続される。インフレ予想の上昇と共に、FEDの継続利上げに対する思惑から、長期金利も3%台へと上昇が見込まれる。前述した通り、これが景気後退の原因の一つとなる。

ドル高も続く(図3)。第1期レーガン政権時と同様、追加財政と金融引締めポリシーミックスがドル高圧力を生むのである。マンデル・フレミング効果によって、追加財政の景気刺激効果はドル高を通じ、海外に漏出、日本を含め多くの国もトランプノミクスの恩恵を享受する。

結局、ドル高は、トランプ氏がサポートすると約束したはずの米国の製造業の競争力を削ぎ、一段の苦境に追いやる。17年後半には1ドル120円台後半までドル高円安が進む

可能性がある。金利差から考えると、18年は1ドル130円台も考えられるが、そうなる
 と米国の製造業だけでなく、日本の家計部門
 や輸入部門も持たなくなる。現状のターゲット
 トは120円台後半としておこう。

図3：米国・名目実効為替レート



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

どうやら次回の米国の景気後退の輪郭が見えてきた。元々、景気拡大局面は7年を超え、成熟局面に入っていた。完全雇用がもたらす雇用所得環境の改善によって消費は回復しているが、一方で、自動車販売や設備投資などは既に減速局面に入っていた。

大規模な追加財政によって、これらは一旦持ち直す。潜在成長率が改善するわけでない。むしろ移民規制や保護主義的な政策は潜在成長率を悪化させる。嵩上げされた景気は、将来の所得を先食いすることに他ならず、トランプを超えた成長が続けば、調整過程において超えた分だけ落ち込みが発生する。金利上昇とドル高の継続によって、トランプ景気は、トランプ不況に転じる。19年まで景気拡大は続かない。恐らく18年中に転機が訪れるだろう。

V. スタグフレーション・リスク

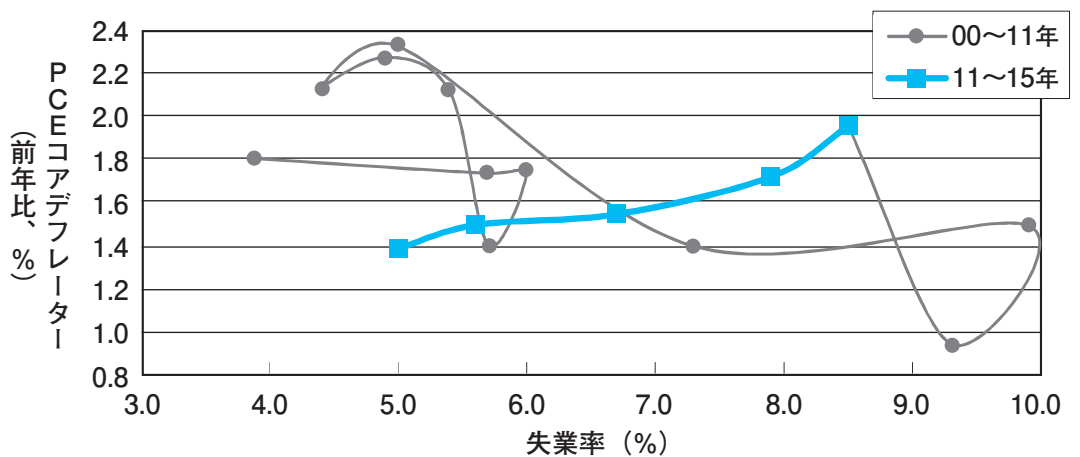
もちろん、ポピュリズム政治であるから、景気高上げのために、効果が剥落すれば、さらなる追加財政を決め、景気の延命を図るといったシナリオも考えられる。その際には、金融政策も景気延命のために緩和に転じていると思われる。ただ、経済が完全雇用であり、かつ景気が最終局面に近づく段階で大規模財

政を発動するのだから、民間資金が締め出されるクラウディング・アウトが生じ、何時までも景気拡大を持続させることは難しい。FEDの金融緩和で金利上昇を避けようとしても、インフレ予想の上昇で長期金利を抑え込むことは難しいだろう。

そもそもインフレが加速する局面で、FEDが金融緩和を実行するのかが疑問を持つ人もいるだろうが、ポピュリズム政治においては、イエレン議長の後任には、必ずしも金融政策に高い見識を持つ主流派経済学者が就く訳ではなく、基本的には、任命権者のトランプ新大統領と同じ考えを持つ人が選ばれる。トランプノミクスの帰結は、低い成長率と高いインフレ率の組み合わせ、つまりスタグフレーションということだろうか。

世界的にインフレ率の低下が続く中、アベノミクスを実施した日本ですら、低い成長率と低いインフレ率を変えることができなかった。トランプノミクスの実験においても、インフレ率の低下傾向に歯止めはかけられないと考える人も少なくないだろう。米国もフィリップスカーブが水平化しており、いかにアグレッシブなマクロ安定化政策を行おうとも、インフレ率のトレンドを上向かせることは難しいのではないかと(図4)。

図4：米国のフィリップスカーブ



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

確かにその可能性も排除はできないが、日本との大きな違いは、より大規模な追加財政が完全雇用の下で発動されることである。日本で大規模な追加財政が取られたのは、12年度の補正予算だけだが、当時はスラックが残

存していた。その後、主に金融緩和が続けられたが、自然利子率そのものが大幅に低下しているため、景気刺激効果も限られていた。

追加財政は、財政資金が民間部門に手渡されるため、強いリカーディアン効果(※)が働かなければ、短期的には景気高上げ効果を持つ。もちろん、公的債務の返済まで考慮すれば、長期の乗数はゼロ、資源配分の歪みなど非ケインズ効果まで考えれば長期の乗数はマイナスだが、短期的にはプラスである。需給ギャップがプラスの領域で改善するため、インフレ率は高まって行く。米国の成長率は17年が2・2% (従来1・6%)、18年が2・8%、消費者物価指数(CPI) コア上昇率は17年が2・2% (従来2・0%)、18年が2・6%と予想している。

※リカーディアン効果

財政出動に対し、公的債務増加に伴う将来の増税不安から貯蓄を優先し消費や投資が抑制され、景気刺激効果が減殺されること。

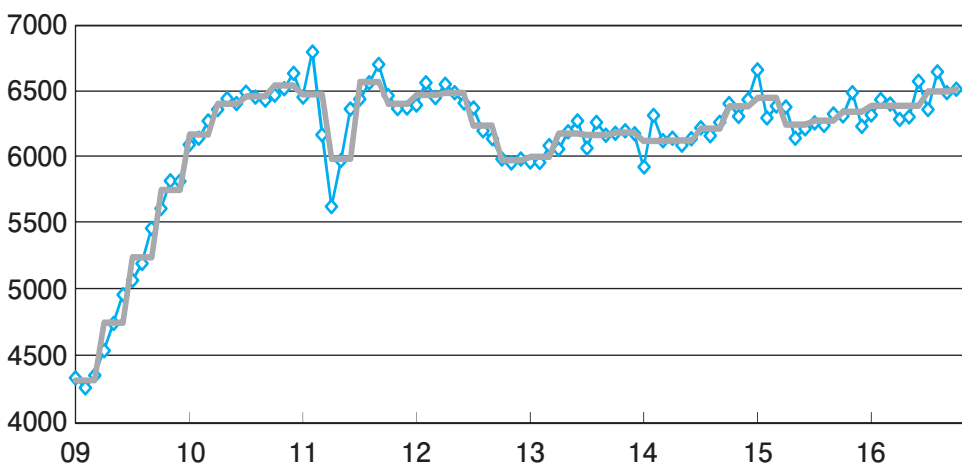
VI. トランプノミックスの恩恵を享受する日本経済

日本経済への影響はどうか。前述した通り、しばらくは米国の内需拡大とドル高円安の恩恵を享受できる。しかし、円安になっても効

果はあるのだろうか。

量的・質的金融緩和(QQE)による円安誘導では輸出数量は殆ど増えず、円安を通じて家計部門から輸出部門への所得移転に終わった(図5)。支出性向の高い家計部門から、支出性向の低い輸出企業への所得再分配と

図5：実質輸出 (10億円、季節調整値)



(出所) 財務省、日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

なったため、マクロ刺激効果が乏しいどころか、抑制効果すら生じた。

しかし、今回は、米国の拡張財政が起点となっているため、単にドル高・円安がもたらされるだけではなく、プラスの総需要ショックも同時に訪れる。完全雇用にあるから、トレンドを大きく超える成長の継続は難しいが、年率で1%弱の成長が当面可能だと思われる。潜在成長率はゼロ近傍まで低下しているため、需給ギャップの改善は続く。

従来、循環的に成熟局面に入った米国経済が、2017年中にも後退局面入りするリスクを勘案し、17年、18年の日本経済は潜在成長率並みのゼロ成長を予想していた。しかし、新興国バブルの調整がかなり進捗し、グローバルサイクルが回復局面に入ったこと、そして今回、トランプ新大統領の下で大規模な拡張財政が取られることから、17年、18年の日本の成長率見通しを、筆者としてはかなり大胆に上方修正している。

新しい見通しは17年度が1・1% (従来0・1%)、18年度が0・6%である。GDP統計の改定による影響も大きいですが、これほど大幅修正したのは、12年末のアベノミックスのスタート時以来である。ただし、前述した通り、18年の何れかの段階で、米国経済が後退局面入りするリスクを勘案し、18年後半以降

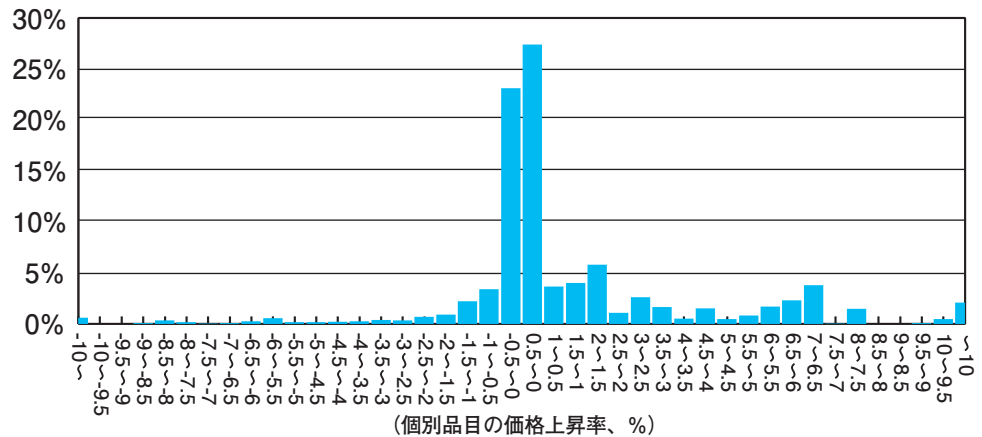
は、再び年率で1%弱からゼロ%への減速を想定している。実際、米国経済が後退に入れば、18年度の成長率はさらに低くなる。19年には米国が景気後退に入る可能性はさらに高いと思われるが、そうなると同年10月に予定されている消費増税は再び先送りされる。

現在、CPIコアは前年比マイナス0.4%まで低下しているが、今後、原油価格下落の影響が剥落するため、17年第1四半期には0.2%とプラスの領域に浮上する。ただ、日本におけるゼロインフレ予想は相当に根強く、為替レートや原油などの影響を取り除いた日本のインフレのトレンドは0.3%程度と考えられる。

14年4月には一時前年比で1.5%まで上昇したが(消費税を除く)、このQ QEの成功は主に円安によってもたらされたものである。食料品やエネルギー、家電の価格が円安で上昇していただけで、サービスを中心とするCPIのウェイトの約半分の品目では、当時も全く価格は引き上げられていない(図6)。トランプ効果で需給ギャップが改善しても、フィリップスカーブの水平化は著しく、物価上昇圧力は中々強まらない。

とは言え、為替の物価への影響度合いは、従来より一段と強まっているのも事実である。だから14年春に予想外のインフレ上昇と

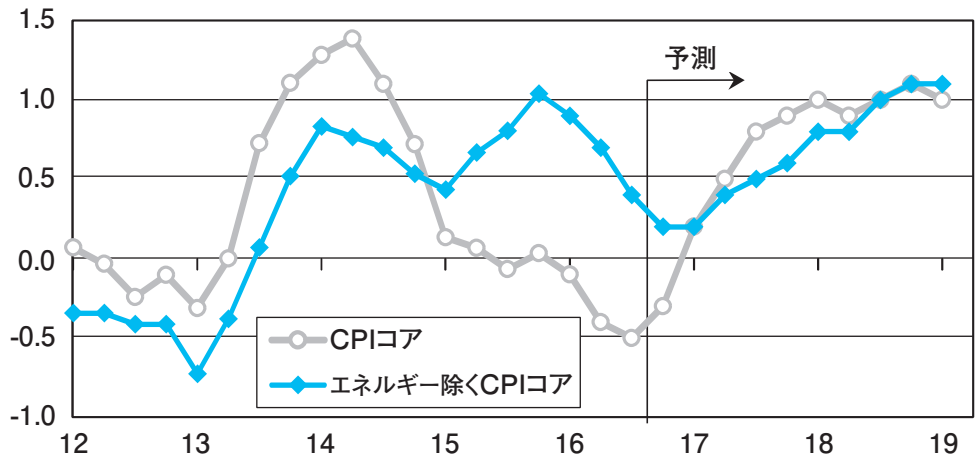
図6：CPIの品目別価格上昇率の頻度分布12年12月～14年3月 (CPIウェイトベース、生鮮食品を除く、年率)



(出所) 総務省資料より、BNPパリバ証券作成

なった。これは、ITデジタル家電の多くの生産が海外にシフトし、円安が進むと、食品やエネルギーだけでなく、家電の価格も上昇するためである。かつては、ITデジタル家電は物価を低下させる要因になっても上昇させることはなかったが、産業構造の変化で今

図7：CPIコア(消費増税除く)の見通し(前年比、%)



(出所) 総務省資料より、BNPパリバ証券作成

では為替レートに大きく左右される。1ドル120円台後半までの円安が進むことを前提にすると、CPIコアは17年第4四半期には0.9%まで上昇が見込まれ、17年度は0.8% (従来0.5%)、18年度は1.0%となる(図7)。上方修正は主にトランプノミ

クスによる円安効果である。

問題は、そうした輸入物価上昇によるインフレ上昇に対し、日本社会が悲鳴を上げるのではないかと、ということである。14年末に1ドル120円を超えると、円安に対し家計から強い反発が見られた。資材等の上昇もあって、輸出企業ですら120円台の為替レートを行き過ぎと捉えていた。これは実質為替レートで見ると1970年代前半の水準まで円安が進んでいたことや、高齢化の進展で、むしろ円安のデメリットを被る家計の割合が増えていることがある。

インフレ醸成のために円安誘導を行っていた黒田日銀総裁も15年6月には、1ドル125円を上回る円安を牽制せざるを得なくなっていた。安倍首相が15年秋にアベノミクス第2ステージとして、旧3本の矢を撤回したのも、円安の弊害を強く認識するようになっていたためである。

当初、円安進展は産業界から歓迎されたが、早晩、円安への警戒が聞かれ始めるのではないかと。既に金融緩和はもう十分という風潮が醸成されている。金融界でも、金利水準をもう少し引き上げるべきという論調が多数である。1ドル120円を超えてくると、過度な円安の元凶として、日本銀行の金融政策がスケープゴートとされる可能性がある（新しい

金融政策の枠組みには円安進展を増幅させるメカニズムが組み込まれているため、必ずしも濡れ衣とは言えないが）。

しかし、トランプノミクスがもたらすドル高円安を日本の政策当局者の力で修正することはできるだろうか。まさか円買い介入は実施しないと思われるが、円安けん制の口先介入が始まる可能性はある。

Ⅶ. 日銀の金融政策の行方

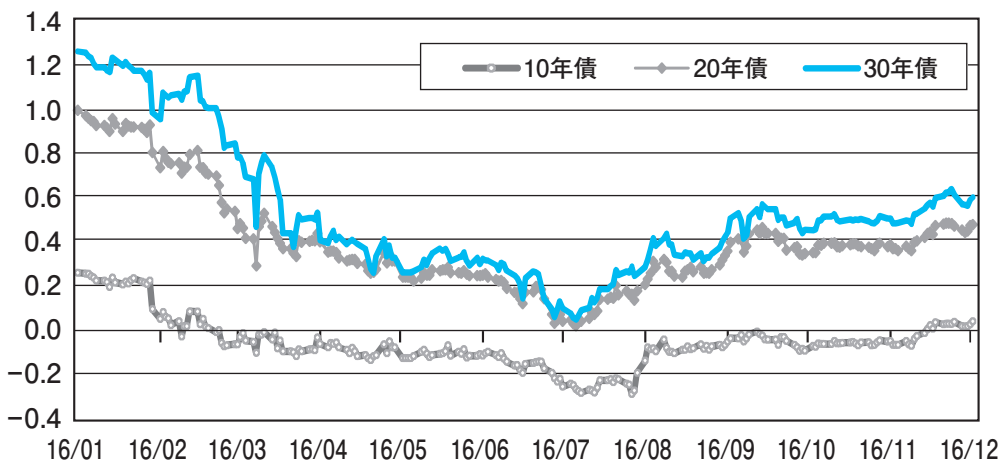
それでは、日銀の金融政策はどうなるか。「追い風を待つ戦略」に転じた日本銀行にとって、足下ではトランプ氏の勝利は、思いがけない追い風となっている。

まず、新たな枠組みへの変更は、大幅な需給ギャップの悪化など、余程のことがない限り、追加緩和は行われまいというメッセージだった。それでも為替レートの先行きに対する不透明感から、早期の緩和観測は根強かった。しかし、トランプノミクス効果への期待から米国の長期金利が大幅に上昇、ドル高が進んだことから、日銀の追加緩和の可能性が相当に小さいことが金融市場に織り込まれた。マーケットの関心は、米国経済の拡大による米長期金利上昇とドル高円安が続く中で、超長期金利の上昇をどこまで日銀が容認

するのか、誘導目標とする10年金利の上昇をどの程度まで容認するのかということであろう（図8）。

日銀の「追い風を待つ戦略」は、ポジティブな総需要ショックやインフレショックが訪れた場合、10年金利をゼロに維持すること

図8：長期金利の推移（%）



（出所）Bloombergより、BNPパリバ証券作成

で、ポジティブなショックを増幅させることを狙ったものである。上がるはずの10年金利を抑えることで、金融緩和効果が増幅される。この時、20年金利や30年金利が上昇し、イールドカーブがステイプニング（急傾斜）する可能性が高いが、余程急激なものでなければ、政策効果の表れとして、日銀は基本的に歓迎する。

10年金利の容認レンジについては、マイナス0・1%〜プラス0・1%の20bpだと基本的には考えられているが、必ずしも上と下とはシムメトリックではないのかもしれない。金利上昇圧力が強まるとそれを抑えるために国債購入額を増やす必要があるが、上限の容認レンジを多少広げれば、購入額を必ずしも増やす必要がないためである。また、20bpのレンジのままでは、国債マーケットから撤退する外資の業者が増えてくる恐れがある。上方サイドのレンジ拡大で、市場機能の不全を少しでも和らげようとするかもしれない。

一方、10年金利のターゲットそのものを引き上げると、継続的な引き上げ予想が生まれる恐れがある。そのことは民間金融機関の国債売却すなわち日銀の国債購入増にもつながる可能性がある。そもそも操作目標の引締め方向への変更は、2%インフレ達成が見込ま

れることが条件と解釈されているため、少なくとも17年中はそうした事態になるとは予想していない。

仮に18年に1ドル130円台を超えるような円安加速が見られる場合、それを抑えるため、長期金利ターゲットの引き上げが検討されるだろうか。指し値オペの実行などで長期金利のコントラビリティ（可制御性）が高いことを日銀は示そうとしているが、真にそれが試されるのは、米長期金利がさらに上昇し、円安が一段と加速する局面である。

既に操作目標ではなくなったが、80兆円を目標とする国債購入額については、新しい枠組での金融調節に市場参加者が慣れてくれば、徐々に減額が行われると見られる。多くの人が認識している通り、10年金利をゼロに維持するために80兆円もの国債購入は不要である。それでも、国債購入額の減少が円高につながる偽薬効果を信じる人がいることを懸念し、購入額は維持されてきた。しかし、円安傾向が定着すれば、国債購入額の減額をいざれ開始するのではないか。あるいは、トランプ新大統領の誕生による米長期金利の大幅上昇が、日銀の目論見を破ることになるのだろうか。

ただ、やや長い目で見ると、日銀は追加緩和に踏み切らざるを得ないのだと考えられ

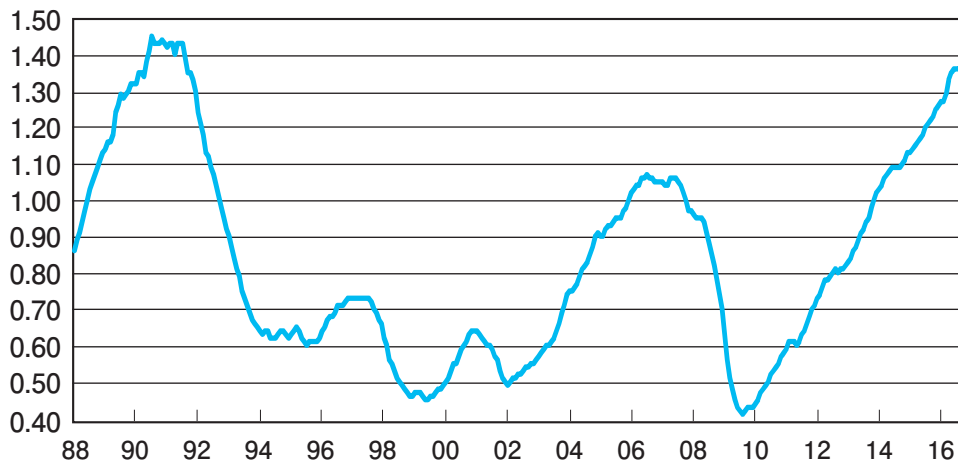
る。前述した通り、19年には米国経済は後退局面に入る可能性が高く、早ければ18年中に転機が訪れる。そうなれば、当然、FEDは利上げではなく、利下げを進め、今度はそれが大幅なドル安・円高をもたらす。1ドル90円、いや1ドル80円割れを回避するため、日銀はマイナス金利の深掘りを行うと見られる。

そもそも、日銀が新しい枠組みを導入したのは、将来の世界経済の後退局面入りに備えられた政策ツールをそれまで温存するためである。もちろん、日銀の追加緩和によって、円高進展が止められるのは心許ない。良くても円高のスムーズな程度にしかならない場合もあるだろう。このため、円高の悪影響を相殺するための役割は、追加財政になると思われる。

金融政策が機能不全となり、今後、安倍政権による大規模な追加財政が発動される可能性はないのか、海外投資家から質問を受けることが多い。ゼロ%の長期金利ターゲットの下で追加財政を発動することは、事実上のマネタイゼーションとなり、非リカーディアンの効果を得られると考える人が少なくない。ただ、現状、日本経済は完全雇用であり、企業経営者にとり最大の問題は、需要不足ではなく、人手不足である（次頁図9）。

安倍首相の支持率が高いのも、労働需給の逼迫で、家計にとり、失業が問題ではなくなっているためである。もちろん、米国経済が後退局面に入り、大幅な円高が訪れれば、悪影響を相殺するため、安倍首相は躊躇することなく大規模な追加財政を編成するだろうが、

図9：有効求人倍率（季節調整値）



(出所) 厚生労働省資料より、BNPパリバ証券作成

目先は追加財政が行われても、規模の小さいものに留まる。

Ⅳ. 当面のリスク要因は人民元的大幅切下げ

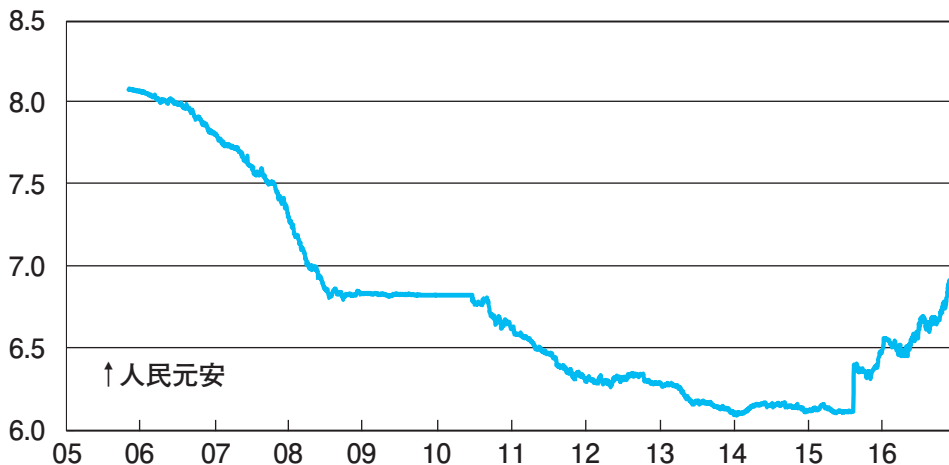
2017年以降の基本シナリオは、トランプノミクスによって米国経済、世界経済、そして日本経済も拡大が続くというものである。(公的債務問題や日銀のバランスシート膨張問題を除くと) 極端な不均衡が国内に蓄積されている訳ではないため、引き続き、リスクは国内ではなく海外から訪れると考えるとよいだろう。筆者が最も懸念するのは、中国の人民元的大幅切り下げである。

潜在成長率が大きく下方屈折する中、構造的な過剰問題を中国経済は抱えている。今年最高指導部人事が決定されるため、権力集中を狙う習近平国家主席は、何としても景気失速を避けたいところであり、それ故、財政投融資策を繰り返しているが、それが不動産バブルを生み、手詰まり感が強まっている。このため、人民元の一部限りの大幅な切下げを行うことで景気下支えに走る可能性がある。

中国の脆弱な実体経済に比して人民元は割高であり、それが原因で、15年夏、16年年初

には人民元的大幅切下げ観測が広がった(図10)。ただ、人民元を大幅に切り下げると、他国にデフレ圧力を輸出することになり、メソンの問題もあって、これまでは緩やかな切下げを行うと共に、それが急激な資本流出につながることを回避するため、資本規制も同

図10：中国人民元の対ドルレート



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

時に強化していた。ただ、緩やかな切下げが可能になっているのは、米国の利上げ観測が後退していたことの影響も大きい。

しかし、今後、トランプノミクスによる拡張財政が取られると、FEDの継続的な利上げが予想されるようになり、ドル上昇と共に、中国から資本流出圧力がさらに強まる。資本規制で対応できなくなれば、人民元買い介入が必要になるが、それは金融引き締めにならず、景気を悪化させる。そもそも景気の下支えを狙っているのだから、その場合、一度限りの大幅な人民元の切り下げを行う可能性がある。

既に中国の資源開発関連企業は、外貨準備を使って、抱えていたドル債務を人民元債務に切り替え済みで、人民元的大幅切下げによって過剰債務問題が生じるリスクは低下している。トランプノミクスの登場によって、人民元的大幅切下げリスクは従来以上に高まった。

人民元的大幅な切下げが行われる場合、中国と競合する新興国の通貨も大幅に減価する。つまり、新興国通貨は下がり、先進国通貨が上昇する。リスクオフとなれば、先進国通貨の中でも円買いが進む。トランプノミクスがもたらす楽観が消滅することはないが、一時的には楽観論へ冷や水を浴びせることに

なるのだろう。いや、そうしたショックを吸収することで、トランプノミクスへの楽観は徐々に頑強になっていく。ブームは、崩壊する時は一瞬だが、醸成には時間を要するものである。

もう一つの懸念は、欧州中央銀行(ECB)が量的金融緩和(QE)の延長に際し、資産買い入れのテーパリング(縮小)開始を決定する可能性が高まっていることである。スムーズな購入が難しくなるため、購入資産の範囲を広げたり、購入の際のフロア金利を撤廃するのではなく、買い入れ額の減額で対応する。

景気が当初想定していたよりも堅調であることなどもその理由だが、秋にドイツの総選挙を控える中、極端な金融緩和の銀行業や年金などへの悪影響の広がり、ECB批判が強まっていることも影響している。日本のみならず、金融政策は十分どころか、弊害が強まっているという認識が各国で広がっている。

昨年9月21日に日銀が導入した新たな政策の枠組みも量的緩和については撤退を開始したものであると受け止められ、日銀に倣ってECBも方向転換しつつある。例えば、昨年12月8日に資産購入額を月800億ユーロから600億ユーロに減額したが、これは事

実上のテーパリングである。その後も延長の際に減額が行われ、量的緩和は終了に向かうと見られる。引き締め方向への変化は、FEDだけではなくという見方が広がり、世界的に長期金利がさらに上昇するリスクがある。

秋のドイツの総選挙の前には、春にフランスの大統領選が予定されている。前述した通り、17年も世界各地でポピュリズムの嵐が吹き荒れる。そのこと自体、マーケットは新たな地政学的リスクと捉えるであろうが、同時に各国ともトランプ新大統領を真似て、移民規制や保護貿易だけでなく、拡張財政も打ち出すであろうから、それは短期的にはマクロ経済を刺激する方向の政策となる。国民が緊縮財政を好むドイツを除くと、各国の政府と党も低下する支持率を維持しようと、可能な限り拡張財政を打ち出そうと近視眼的な振る舞いとなる。

アベノミクスで始まりトランプノミクスで強化された大規模財政を伴うポピュリズム戦略は、各国のポピュリストに継承されていく。