

# アメリカ経済見通し

調査部 研究員 井上 恵理菜

## 目 次

1. 景気の現状
2. トランプ政策のポイント
  - (1) 景気押し上げの期待が薄れる財政政策
  - (2) 過激さが後退しつつある通商政策
3. 2017～2018年のアメリカ経済見通し
  - (1) 景気見通し
  - (2) 金融政策見通し
4. トランプ政策の中長期的なリスク

## 要 約

1. アメリカ経済は、堅調な成長が持続している。一方、景気の押し上げにつながると期待されていたトランプ政権の財政政策は、その実現が遅れている。加えて、トランプ政権の保護主義的な通商政策が景気の下押しに作用するのではないかとの懸念が残っている。
2. アメリカ経済の成長ペースを見通すうえでは、トランプ政権の財政政策と通商政策の行方が焦点となる。まず、財政政策についてみると、減税策は財政再建との両立が難しく大規模な実施は困難である。加えて、インフラ投資は、建設業の労働需給のひっ迫が障害となり、景気押し上げ効果は限定的にとどまると見込まれる。一方、通商政策については、全製品に一律の関税を課すような保護貿易政策の実施は非現実的であり、一部の品目へのアンチダンピング課税等が課されるのみにとどまると予想され、アメリカ経済へのマイナス影響は軽微となるだろう。
3. 以上のように、トランプ政権の政策は、上下いずれの方向に対しても景気の先行きに大きく影響を与えるには至らないとみられる。もとより、アメリカ経済は民需主導の自律的な回復局面にあり、2017～2018年にかけては、上記の政策効果がなくとも、2%台前半の成長ペースを維持する見通しである。
4. 金融政策については、アメリカ経済の回復が続くなか、引き締め方針を維持する見込みながら、物価の上昇ペースが緩やかにとどまると見込まれるため、引き締めペースは緩やかになると予想される。
5. 短期的には、アメリカ経済は堅調な回復が続くとみられる一方、中長期的には、トランプ政権の移民制限や付加価値生産性を低下させかねない政策などが、潜在成長率の低下を招くリスクをはらんでいることに注意が必要である。

## 1. 景気の現状

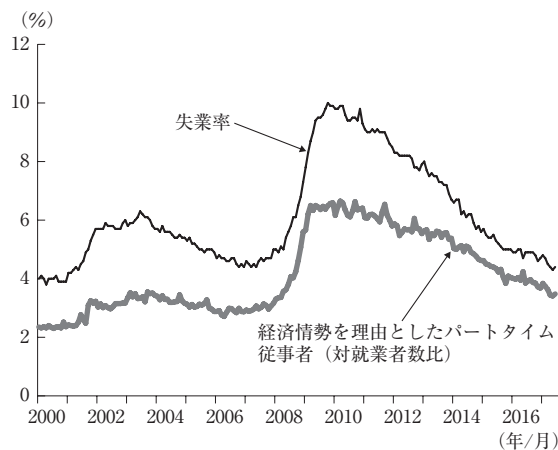
アメリカ経済は、家計部門・企業部門ともに回復傾向にあり、総じて堅調な成長が持続している。

家計部門では、失業率が2001年以来の低水準となるなど、雇用の量の面での改善が続いている(図表1)。加えて、経済情勢を理由としたパートタイム従事者も減少しており、質の面でも着実な改善がみられる。このような雇用環境の回復に支えられ、個人消費は景気拡大の牽引役であり続けている。

企業部門でも、持ち直しの動きが明確化してきている。輸出は、海外需要の弱含みやドル高の動きが一服し、2016年後半から増勢が加速している

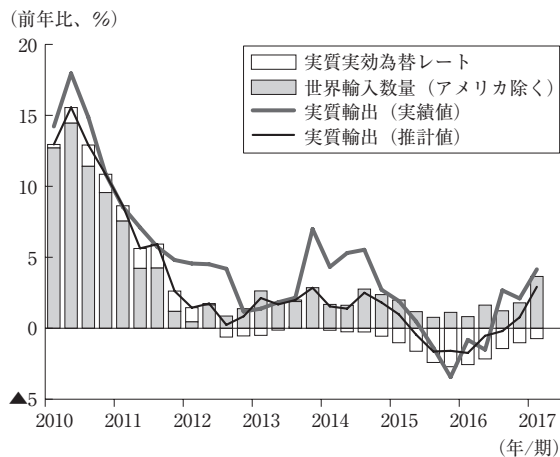
(図表2)。こうしたなか、鉱工業生産は緩やかな増加傾向にあり、内外需要の持ち直しに支えられて企業収益は大きく改善している(図表3)。企業収益の改善によって、企業マインドも上向き、設備投資は回復傾向にある。

(図表1) 雇用環境



(資料) Bureau of Labor Statistics

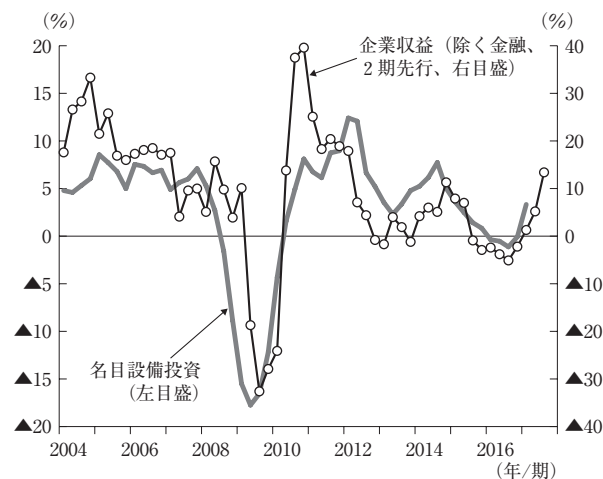
(図表2) 実質輸出の要因分解



(資料) CPB、FRB、U.S. Bureau of Economic Analysis を基に日本総合研究所作成

(注) 推計式は、 $\text{実質輸出} = -1.82 + 0.93 * \text{世界輸入} - 0.27 * \text{為替レート}$  (後方4期移動平均)。推計期間は、2000年1～3月期から2016年10～12月期。R2=0.94。

(図表3) 企業収益と設備投資(前年比)



(資料) Bureau of Economic Analysis、Bloomberg L.P.

以上のように、アメリカ経済は、雇用の改善から、消費、投資の拡大へとつながる、自律的な景気回復局面にある。

## 2. トランプ政策のポイント

このように、足許のアメリカ経済は回復が続いているものの、先行きの成長ペースを見通すうえでは、

トランプ政権の政策の行方が焦点となる。

当初、トランプ政権の財政政策は、景気の押し上げにつながると期待されていたものの、その実現が大幅に遅れている（図表4）。法案成立が最も容易とみられていたオバマケア代替法の成立に苦戦するなか、景気浮揚策として注目される減税やインフラ投資は、依然として実現の目途が立っていない。一方、トランプ政権の保護主義的な通商政策が景気の下押しに作用するのではないかとの懸念が根強く残っている。

そこで以下では、財政政策と通商政策の行方を展望し、アメリカ景気に与える影響を検討したい。

(1) 景気押し上げの期待が薄れる財政政策

まず、減税に関して、トランプ政権は4月26日に法人税と所得税の大胆な税制改革案を発表した（図表5）。もっとも、減税策の実現可能性は、今後、トランプ政権と議会の協議を経て、議会で改革案が承認されるかどうかにかかっている。

そこで問題となるのが、減税と財政再建との関係である。議会共和党は、アメリカの財政再建を従前から主張していたが、2016年の議会選挙の結果、共和党が上下両院で過半数の議席を獲得したことから、財政再建を進める機運が高まっている。一方、超党派の非営利団体である「責任ある連邦予算委員会」によると、トランプ政権の減税策の規模は、法人税減税で3.9兆ドル、所得税減税で1.6兆ドルと試算されている。こうした大規模な減税策は以下の2点を理由に共和党が目指す財政再建との両立が難しく、原案通りの減税策が議会で承認される公算は小さい。

第1に、税収見直しに対する懸念である。トランプ政権は、減税を行っても成長ペースの加速によって税収が増加するとしているものの、これは年率3%のGDP成長率が中期的に持続するという前提に基づく（図表6）。

(図表4) トランプ政策の進捗状況

政 策	当初の計画	現 状
<内 政>		
◆オバマケア代替法	100日以内に立法化	下院通過も上院通過は見通せず
◆減 税	100日以内に立法化	4月26日に政権の税制改革案を発表
◆インフラ投資	100日以内に立法化	予算教書に10年間で2,000億ドルの歳出を盛り込む
<通 商>		
◆TPP離脱	初日から取り組む	1月23日に離脱表明
◆NAFTA再交渉	初日から取り組む	8月に交渉開始予定
<安全保障・外交>		
◆メキシコ国境に壁を建設	100日以内に立法化	予算教書で2018年度に26億ドルの歳出を盛り込む
◆中国を為替操作国に認定	初日から取り組む	認定せず

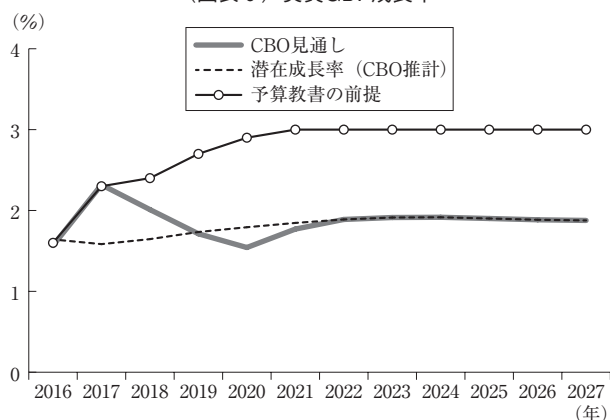
(資料) 各種資料を基に日本総合研究所作成

(図表5) トランプ政権の税制改革案 (2017年4月26日)

	内 容	規模 (10年間)
法人税	法人税率を35%から15%に引き下げ	3.9兆ドル
	海外利益をアメリカ内に還流する時の税率は10%	
所得税	税率区分を7から3に簡素化、全区分で減税	1.6兆ドル
	基礎控除を2倍に	

(資料) White House、CRFBを基に日本総合研究所作成

(図表6) 実質GDP成長率



(資料) CBO (2017年1月公表)、OMB

アメリカの潜在成長率が1.8%程度とされるなか、トランプ政権の前提はあまりにも楽観的であり、実際には、トランプ政権の思惑通り、税収を減らさずに大規模減税をすることは困難である。第2に、歳出削減に対する懸念である。トランプ政権の予算教書では、メディケイドなど低所得者向けの支出の削減が盛り込まれているため、共和党議員からも反対の声が出ている（図表7）。

以上を踏まえると、歳入・歳出の両面から、減税のための予算を確保することは難しい。議会共和党が財政再建への取り組みを放棄することは見込み難しく、減税策は実現されたとしても、アメリカ経済の成長ペースを加速させるほどの規模には至らないだろう。

一方、インフラ投資は、議会での承認を得やすい政策といえる。これまでのアメリカの建設投資の動向をみると、1970～1980年代にはGDP比6%程度で推移していたものの、足許では4%台に低下している（図表8）。この結果、道路など公共インフラの老朽化が進んでおり、更新投資の必要性がアメリカ国内で広く指摘されている（図表9）。

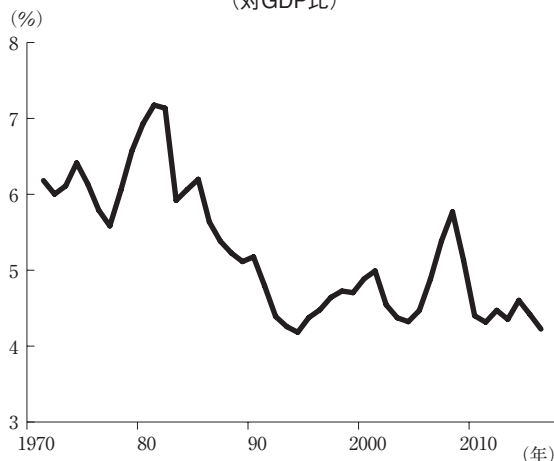
（図表7） 予算教書の財政赤字削減額

（2018～2027会計年度合計、ベースライン対比、兆ドル）

財政赤字削減	▲5.63
経済成長による効果	▲2.06
歳出増減（▲は歳出削減、+は歳出拡大）	▲3.56
非国防裁量的支出の一律削減（ペニープラン）	▲1.40
メディケイド	▲0.62
海外緊急作戦費（OCO）	▲0.59
社会福祉制度	▲0.27
オバマケア見直し	▲0.25
行政による不適当な支出の削減	▲0.14
学生ローン制度	▲0.14
障害給付金	▲0.07
農業補助金	▲0.04
金融規制の見直し	▲0.04
国防費	+0.47
インフラ投資	+0.20
退役軍人プログラム	+0.03
有給育児休暇制度	+0.02
利払い費	▲0.31

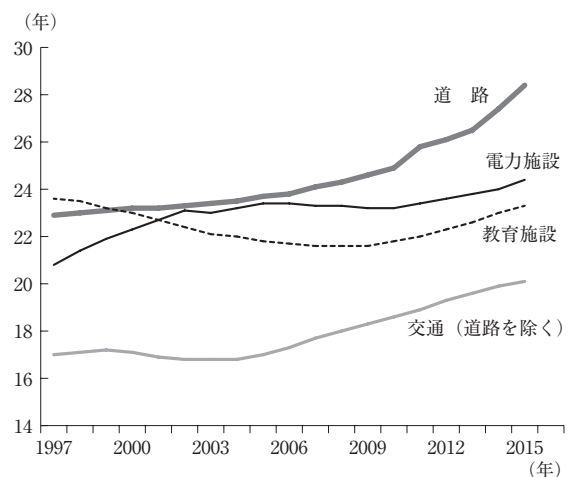
（資料） OMBを基に日本総合研究所作成  
（注） 歳出増減は主要項目。

（図表8） 民間と政府の非住宅構築物投資額  
（対GDP比）



（資料） Bureau of Economic Analysisを基に日本総合研究所作成

（図表9） 公共インフラの平均経過年数



（資料） Bureau of Economic Analysis

こうしたなか、トランプ政権は、10年間で1兆ドルのインフラ投資の実現を公約として掲げている。このうち、2,000億ドルを連邦政府が拠出し、その他の8,000億ドルを民間部門や、州政府、地方自治体からの投資で賄う方針である。仮に、年間1,000億ドルのインフラ投資が実施されれば、GDPを0.5%押

し上げる大きなインパクトになる（図表10）。

もっとも、実際には、インフラ投資による景気押し上げ効果は限定的にとどまると見込まれる。仮に、インフラ投資拡大のための予算が確保されても、建設業の労働需給がひっ迫しているため、進捗段階で大きなハードルに直面するとみられるためである（図表11）。結果として、実際に行われるインフラ投資の規模は、公約の3分の1程度に縮小され、GDPの押し上げ効果も+0.1%程度にとどまるだろう。

（図表10）年間1,000億ドルのインフラ投資の規模

GDP対比	0.5%
建設投資対比	7%
インフラ投資（住宅を除く建設投資）対比	13%

（資料）Bureau of Economic Analysis、各種報道を基に日本総合研究所作成  
 （注1）2016年の水準対比。  
 （注2）建設投資は、民間と政府の名目構築物投資の合計。インフラ投資は、民間と政府の名目非住宅構築物投資の合計。

以上を要すると、当初景気浮揚策として期待されていた減税やインフラ投資などの財政政策は大規模な実施が困難であり、顕著な景気押し上げ効果は期待し難い状況となりつつある。

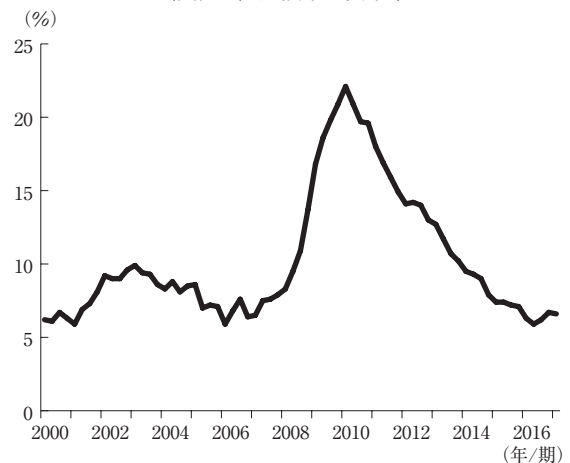
（2）過激さが後退しつつある通商政策

トランプ政権は、通商政策でも独自色を打ち出してきた。3月には、通商政策報告書で、「アメリカ第一主義」のもと、WTO軽視や自由貿易政策の見直しなど、通商政策の前政権からの転換を表明している（図表12）。

トランプ政権が公約通りに保護貿易を推し進め、輸입品に高関税を課した場合には、家計の負担増加は避けられない。仮に、中国からの輸입品に45%、メキシコからの輸입品に35%の関税が課されれば、家計の負担は足許の家計消費の1.6%分増加する（図表13）。とりわけ、消費に占める輸입品の割合が高い中低所得者層では、負担が重くなると見込まれる（図表14）。

もっとも、トランプ政権が過度な保護主義に傾倒する懸念は、足許で徐々に後退している。まず、関税の引き上げは、経済や雇用に占める規模の大きい小売業の反対などを受け、政治的に大規模な実施が難しい状況となっている（図表15）。NAFTAの見直しも、電子商取引や知的財産権の分野でのルール作りを目指す、「近代化」を主軸に進められており、トランプ政権の方針は、大統領就任前よりも現実

（図表11）建設業の失業率



（資料）Bureau of Labor Statistics

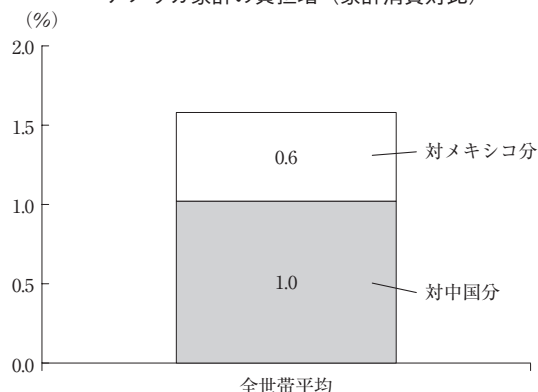
（図表12）通商政策報告書の概要（2017年3月1日）

- ・WTOの紛争解決手続きが自国の不利益になる場合には、これに従わない。
- ・貿易交渉では二国間交渉に重点をシフト。
- ・各国には一段の市場開放を求める。
- ・国際協議よりも国内法を優先。
- ・アンチダンピング関税、相殺関税、セーフガード、通商法301条などの国内法による貿易救済措置を厳格に執行。
- ・現行の貿易協定を必要に応じて改定。

（資料）通商代表部を基に日本総合研究所作成

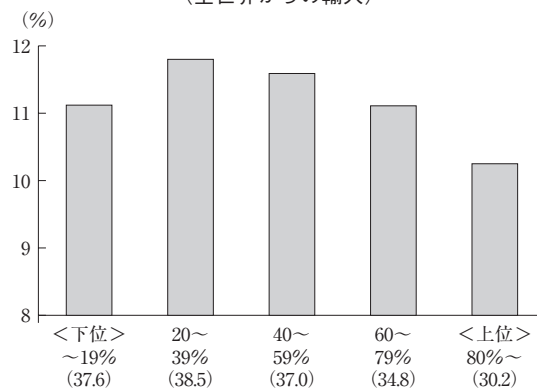


(図表13) 中国・メキシコ向け関税を引き上げた場合のアメリカ家計の負担増（家計消費対比）



(資料) Bureau of Labor Statistics、Bureau of Economic Analysis、Tax Policy Center、CEICを基に日本総合研究所作成  
 (注) 中国に45%、メキシコに35%の関税を課し、関税引き上げ分がすべて最終製品価格に転嫁された場合。為替レートは不変と想定。

(図表14) 所得階層別の家計消費に占める輸入比率（全世界からの輸入）



(資料) Bureau of Labor Statistics、Bureau of Economic Analysisを基に日本総合研究所作成  
 (注) 輸入比率は、生産過程で使用する中間投入も含む。括弧内は、消費に占める財支出の割合。

的かつ建設的な方向へ転換している。また、共和党が実現を目指してきた国境調整税に関しては、法人税の課税ベースに輸入を加え、輸出を除くという煩雑な税制の変更が必要である点などから、トランプ政権は導入に消極的であり、実現可能性は低下している。

以上を踏まえると、全製品に一律の関税を課するような保護貿易政策は採用されず、一部の品目へのアンチダンピング課税等が課されるにとどまると予想される。その場合、アメリカ経済に甚大な影響が及ぶ事態は回避される公算が大きい。商務省が現時点で保護品目として挙げている鉄鋼や木材について見ると、鉄鋼業や木材・木製品製造業が生み出す付加価値はGDP全体のそれぞれ0.2%程度と小さい。こうした一部品目への限定的な課税にとどまれば、アメリカ経済へのマイナス影響は軽微にとどまるとみられる。

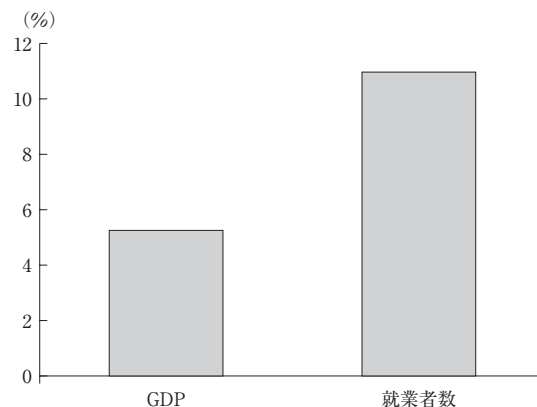
ただし、トランプ政権の方針は流動的であり、先行きを楽観視することはできない。財政政策などで公約未達が続くなか、何らかの実績作りを目指す過程で政権内外から保護貿易を主張する声が高まれば、再び過激な姿勢を強める可能性もある。引き続き、通商政策の行方を注視していく必要がある。

### 3. 2017~2018年のアメリカ経済見通し

#### (1) 景気見通し

以上のように、トランプ政権の政策がアメリカ経済に与える影響は、上下両方向に対して現時点では大きくないと想定される。もっとも、2017~2018年のアメリカ経済は、大きな政策効果がなくとも自律

(図表15) 小売業の規模（2016年）



(資料) Bureau of Labor Statistics、Bureau of Economic Analysisを基に日本総合研究所作成

(図表16) アメリカ経済成長率・物価見通し

(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2016年			2017年			2018年				2016年 (実績)	2017年 (予測)	2018年
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
実質GDP	3.5	2.1	1.4	2.3	2.2	2.3	2.2	2.3	2.2	2.1	1.6	2.1	2.2
個人消費	3.0	3.5	1.1	2.6	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.7	2.5	2.3
住宅投資	▲4.1	9.6	12.9	4.0	4.3	4.5	4.2	3.9	3.8	3.6	4.9	5.4	4.1
設備投資	1.4	0.9	10.4	3.5	4.3	4.5	4.2	4.0	3.9	3.7	▲0.5	4.4	4.1
在庫投資 (寄与度)	0.4	1.0	▲1.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	▲0.4	▲0.1	0.1
政府支出	0.8	0.2	▲0.9	1.4	0.5	0.4	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.1	0.9
純輸出 (寄与度)	0.9	▲2.0	0.2	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.1	▲0.3	▲0.3
輸出	10.0	▲4.5	7.0	3.2	3.9	3.8	3.6	3.5	3.5	3.5	0.4	3.5	3.6
輸入	2.2	8.9	4.0	4.2	4.3	4.2	4.5	4.5	4.6	4.6	1.1	4.5	4.4
実質最終需要	3.1	0.9	2.6	2.4	2.2	2.2	2.2	2.2	2.0	2.0	2.0	2.2	2.2
消費者物価	1.1	1.8	2.5	1.9	1.9	1.9	1.8	2.2	2.0	1.9	1.3	2.1	2.0
除く食料・エネルギー	2.2	2.2	2.2	1.8	1.6	1.7	1.8	2.0	2.0	2.0	2.2	1.8	1.9

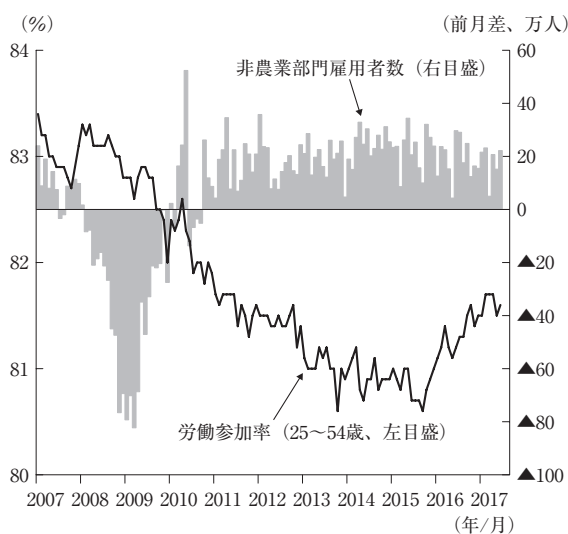
(資料) U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. Bureau of Labor Statisticsを基に日本総合研究所作成  
 (注) 在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。消費者物価は前年(同期)比。

的な回復が続き、2%台前半の成長ペースを維持する見通しである(図表16)。

まず、家計部門は、今後も景気の牽引役であり続けるとみている。賃金は、足許で伸び悩んでいるものの、労働需給の引き締まりに伴い、伸びが徐々に高まっていくと予想している。加えて、労働参加率が依然として低水準にあることから、雇用者数の増加余地も残っている(図表17)。このように、賃金や雇用の増勢に支えられ、家計所得が緩やかな増加ペースを維持するなか、個人消費や住宅投資は増勢が続く見通しである。

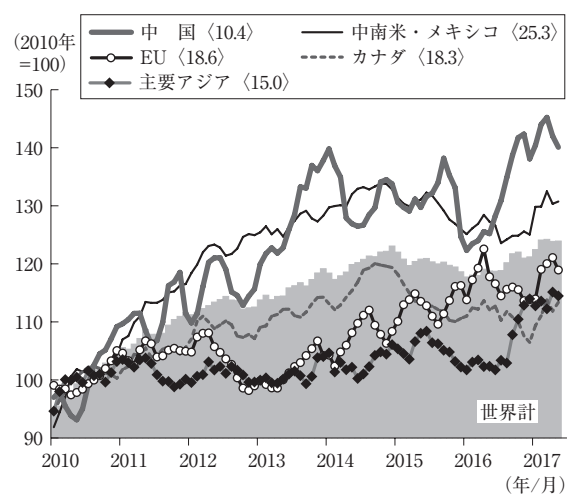
一方、企業部門では、先進国・新興国ともに海外景気が回復傾向を辿ることが予想され、輸出の堅調な増加が続くと見込んでいる(図表18)。内外需要の回復に支えられ、企業収益が改善傾向を辿るなか、設備投資も緩やかな持ち直しが続くだろう。

(図表17) 非農業部門雇用者数と労働参加率



(資料) Bureau of Labor Statistics

(図表18) 地域別実質輸出(3カ月移動平均)



(資料) U.S. Census Bureau, Bureau of Labor Statistics  
 (注1) 季節調整は日本総合研究所。〈 〉は2016年のシェア。  
 (注2) 主要アジアは、日本・韓国・台湾・ASEAN・インド。



## (2) 金融政策見通し

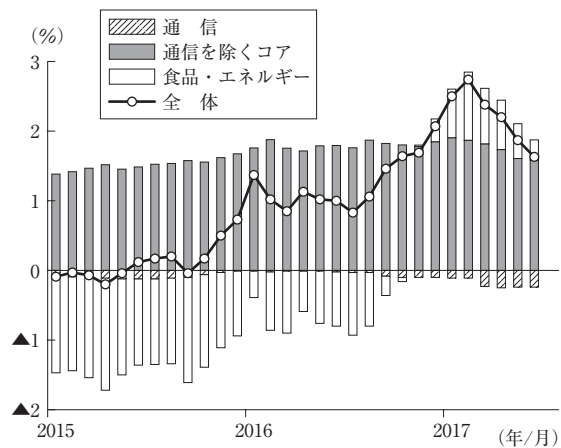
アメリカ景気の回復が続くなか、FRBは引き続き、金融政策の正常化を進めていくと見込まれる。ただし、FRBの金融政策の二大目標である雇用の最大化と物価の安定のうち、雇用については達成の目途が立ちつつあるものの、物価については未だ達成の見通しが立っていない。このため、物価の動向が、先行きの金融引き締めペースを見通すうえで鍵となる。

足許の物価は、通信費の低下やその他のコア物価の上昇圧力の弱まりを背景に、上昇ペースが鈍化している(図表19)。もっとも、消費者のインフレ期待が底堅く推移するなかで、コア物価が大幅に弱含む公算は小さい。先行き、雇用環境の改善などを背景に、家計消費が堅調に推移するなか、消費者物価は再び2%に向けて上昇していくと見込んでいる。

ただし、フィリップス曲線をもとに雇用と賃金の関係を見ると、アメリカでは、失業率が低下しても賃金が上がりにくい構造に変化している(図表20)。現状の5%程度の失業率であれば、過去の局面では4%近い賃金の伸びが期待されたものの、足許の賃金の伸びは2%台半ばにとどまっている。こうした変化は、高齢化等を背景としたヘルスケアの需要拡大等、低賃金労働のシェア上昇などに起因しているとみられる。先行き、更なる失業率の低下により、賃金への上昇圧力は高まると予想されるものの、近年の傾向からみて、賃金の伸び率は3%程度が上限となろう。この結果、物価の上昇圧力が高まりにくく、消費者物価の伸びが顕著に加速する可能性は低い。

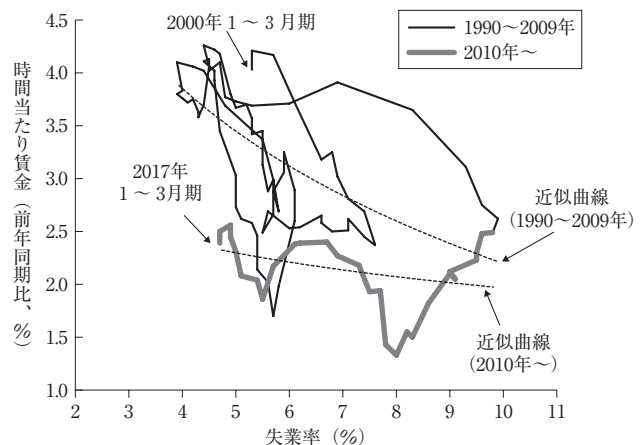
以上のように、物価の上昇ペースが緩やかにとどまるため、今後のFRBの利上げペースも緩やかとなる公算が大きい(図表21)。なお、潜在成長率の低下を背景に、政策金利の中立水準も2.75%程度水準まで低下しているとみられる。2017年12月に利上げが実施されたのち、年2回のペースで利上げが行われ、2.75%に到達する2020年には利上げが打ち止めになると予想している。一方、FRBは、年内にもバランスシート縮小に向け、償還を迎えた保有債券の再投資政策を見直す予定である。6月のFOMCで発表された方法によると、縮小を一度開始すれば、バランスシートの規模が自動的に縮小し続ける仕

(図表19) 消費者物価指数(前年比)



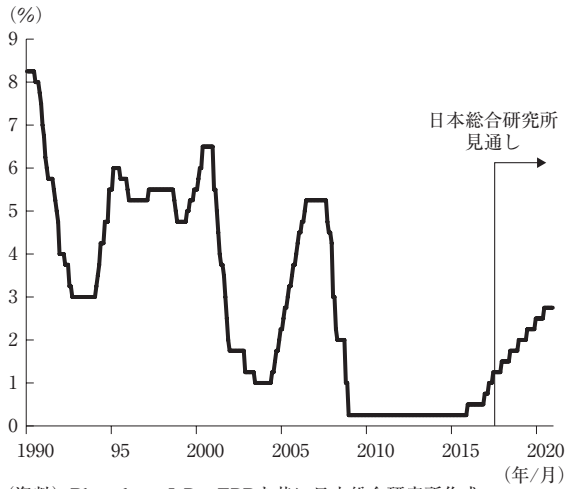
(資料) Bureau of Labor Statistics

(図表20) フィリップス曲線

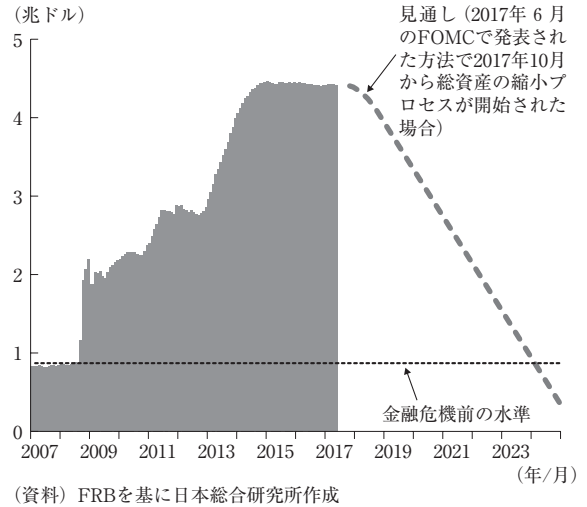


(資料) Bureau of Labor Statistics

(図表21) FRBの政策金利



(図表22) FRBの総資産



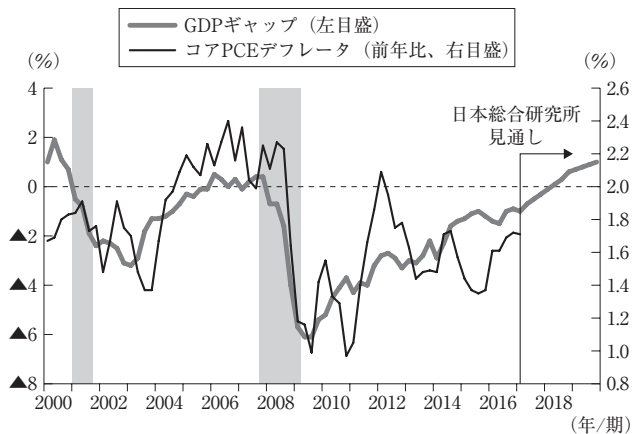
組みとなる (図表22)。いずれにせよ、FRBは、市場の混乱を避けるため、物価の動向を注視しつつ、慎重なペースでバランスシートの正常化プロセスおよび金融引き締めを進めていこう。

4. トランプ政策の中長期的なリスク

2017~2018年にかけては、トランプ政策によって景気が上振れ、または下振れする可能性は低く、アメリカ経済は堅調な回復が続くとみられる。しかし、中長期的には、トランプ政策が潜在成長率の低下に作用するリスクがある。

実体経済の堅調な回復が続けば、GDPギャップは着実に縮小し、2018年には需要不足が完全に解消される見込みである (図表23)。したがって、本来であれば、今後のアメリカ経済にとって必要な政策は、供給サイドの改革による潜在成長率の引き上げである。しかしながら、トランプ政策は需要面の対策が中心であり、労働力人口の拡大や付加価値ベースの労働生産性の向上といった供給力拡大には、むしろ逆風となる恐れがある。

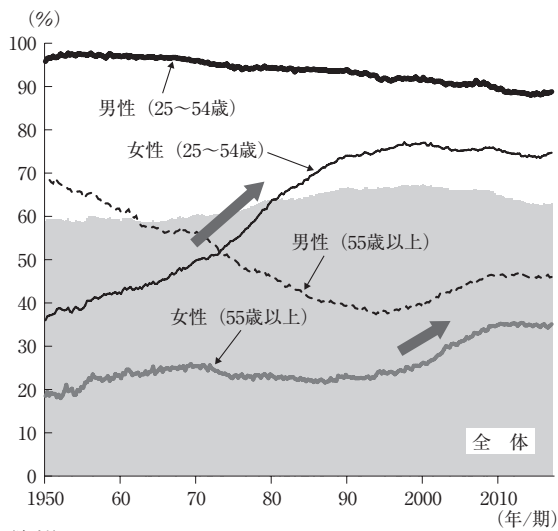
(図表23) GDPギャップとインフレ率



まず、アメリカの労働力人口は、1990年代に女性、2000年代に高齢者の労働参加率

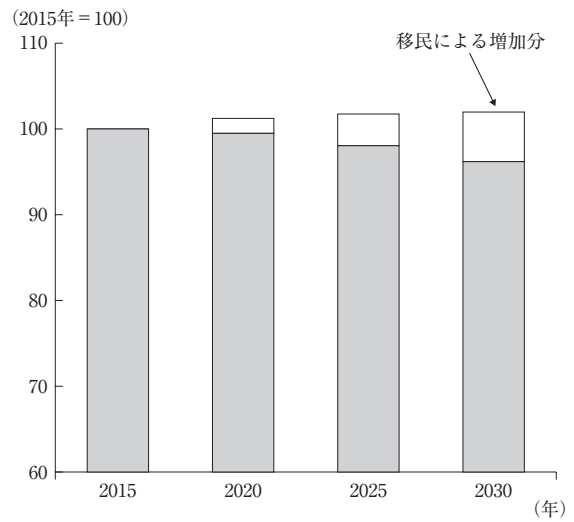
の上昇が頭打ちとなり、足許では伸びが鈍化している (図表24)。先行き、高齢化が労働力人口の重石となる構造が続くとみられ、労働力の確保が一段と困難になることが予想される。こうしたなか、トランプ政権の移民制限は、労働力人口の下押しに作用する恐れがある。実際、移民の受け入れを完全に停

(図表24) 労働参加率



(資料) Bureau of Labor Statistics

(図表25) 15~64歳人口の将来推計

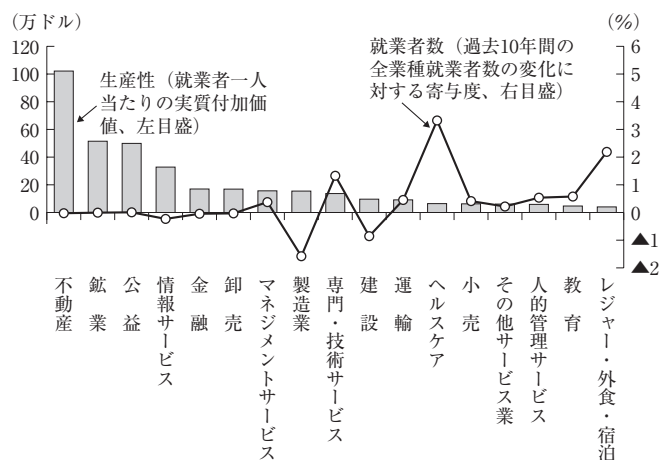


(資料) United Nations World Population Prospects (2015)

止した場合、アメリカの15~64歳の生産年齢人口は、直ちに減少に直面することになる (図表25)。

次に、付加価値ベースの労働生産性は、雇用増加が付加価値生産性の低い業種に偏っていることなどを背景に、低下傾向にある (図表26)。こうした動きを反転させるためには、IT化や労働移動を加速させ、各業種の付加価値生産性を向上させるとともに、より付加価値生産性の高い業種へ雇用をシフトさせていくことが必要である。一方、トランプ政権の政策は、むしろ付加価値生産性の低下に作用することが懸念される。第1に、優秀な外国人材の受け入れの縮小は、付加価値生産性の高い産業での人手不足を招く。第2に、トランプ政権は教育水準の向上に資する政策を重視しておらず、付加価値生産性の底上げに対する後押しが見込めない。第3に、鉄鋼や石炭などすでに国際競争力の低下した産業を保護する政策は、本来淘汰されるべき企業が生き残る結果となるため、アメリカ経済全体でみた場合、生産

(図表26) 業種別の生産性と就業者数の変化



(資料) Bureau of Labor Statistics、Bureau of Economic Analysisを基に日本総合研究所作成

性の低下に作用する。

以上のように、公約通りの政策が実行された場合には、トランプ政権の4年間で潜在成長率がさらに低下する恐れがある。足許の堅調な回復は循環的な持ち直しに過ぎず、中長期的に成長力が低下すれば、トランプ大統領の目指す「強いアメリカ」は実現されないだろう。

(2017. 7. 21)