

## 《2017～18年米国経済見通し》

2016年11月30日  
No.2016-007

# トランプ新大統領に左右される米国経済

～ 財政拡大で成長ペース加速するも、保護主義による下振れリスクあり ～

調査部 マクロ経済研究センター

### 《要 点》

- ◆ 米国景気は、足許で成長ペースが加速。個人消費が底堅く推移するなか、企業部門も持ち直しの動き。大統領選でのトランプ氏の勝利後も、拡張的な財政政策への期待感からマーケットはポジティブに反応。
- ◆ 共和党主流派は財政赤字の拡大に反対であることから、トランプ氏の掲げる財政政策が、全て実行される可能性は小。もっとも、議会共和党との交渉により、所得減税や法人減税、インフラ投資の一部は実現し、米国景気は2017年後半から成長ペースが加速する見通し。
- ◆ 財政面から景気上振れが生じるものの、FRBはある程度のインフレを許容する姿勢をとっているほか、労働市場にもスラックがあるため、今後の利上げは年2回の緩やかなペースとなる見通し。
- ◆ 一方、保護主義的な政策が導入されれば、世界的な保護主義化の動きを煽る恐れ。この場合、①米国の輸出減、②輸出企業の業績悪化による投資減、③輸入品の価格上昇、などを通じて米国景気にマイナス影響。また、移民抑制策は中長期的な潜在成長率の押し下げ要因に。保護主義・排外主義の強まりが、米国経済にとって最大の下振れリスク。
- ◆ 大統領選の争点になった所得二極化問題は、高所得者に対する減税を通じて、トランプ新政権下でむしろ悪化する見込み。国民に蔓延する不平等感は、今後も政治・経済に大きな影響を及ぼす公算大。二極化解消のためには、低所得者に対する所得拡大策、グローバルに開かれた経済を維持するスタンスに基づいた立地環境の整備などが必要。
- ◆ もっとも、今後2年程度に限定すれば、マイナス影響よりもプラス影響の方が上回る見込み。家計・企業部門ともに回復基調が強まるなか、財政政策による押し上げ効果が加わるため、米国経済の成長率は3%近くまで高まる方向。公約に近い形で財政政策が実現すれば、成長率は3%を超える可能性も。

< 目 次 >

1. 現状	1
2. 分析	2
(1) 新大統領の政策の目玉は大規模な財政出動	
(2) 財政政策の行方に左右される金融政策	
(3) 保護主義や排外主義は短期・中長期双方のリスク	
(4) 所得二極化は是正されず人々の不満残存	
4. 見通し	6
5. サブシナリオ	7

本件に関するご照会は、以下宛にお願いいたします。

井上 恵理菜 Tel : 03-6833-6380 Mail : inoue.erina@jri.co.jp

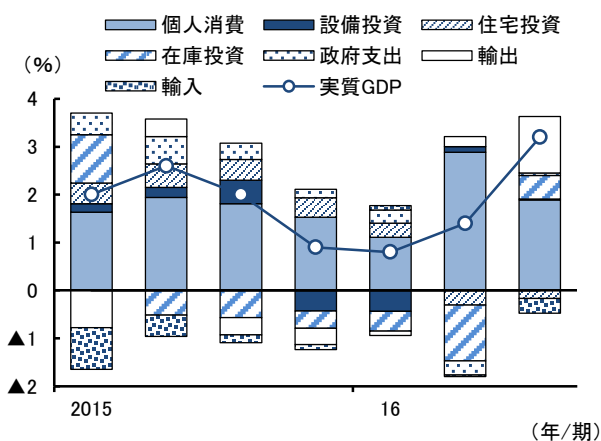


現状

成長ペースが加速し、大統領選挙後の混乱も回避

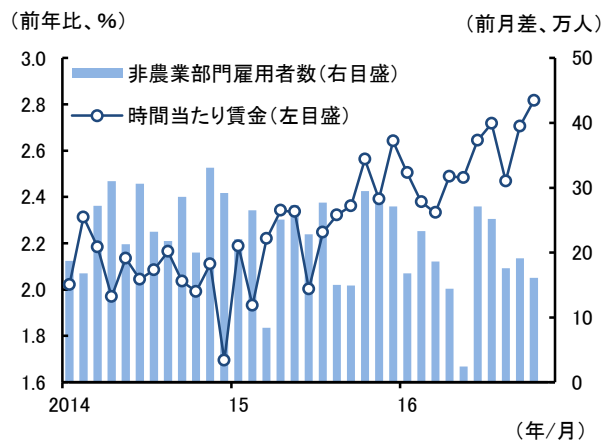
- (1) 米国経済は、足許で成長ペースが加速。2016年7～9月期の実質GDPは、前期比年率+3.2%と力強い伸びに（図表1-1）。家計部門では、雇用者数の堅調な増加が続いているほか、時間当たり賃金の伸びも前年比+2%台後半まで上昇（図表1-2）。雇用・所得環境の改善が続くなか、個人消費は底堅く推移。悪化が続いてきた企業部門も、2四半期連続で設備投資が増加したほか、輸出の伸びも高まるなど、持ち直し傾向（図表1-3）。
- (2) 11月8日に実施された大統領選挙では、所得に不満を持つ白人ブルーカラー層の支持を受けたトランプ氏が当選。大規模な混乱が生じるという事前予想に反し、減税・インフラ投資への期待感から、マーケットはポジティブに反応（図表1-4）。
- (3) 一方で、保護主義・排外主義のスタンスは崩しておらず、関税引き上げ対象に名指しされたメキシコでは通貨が大幅に下落。今後の経済政策には不透明感が強く、マーケットもトランプ新大統領のプラス影響とマイナス影響を消化し切れていない可能性。
- (4) 以下では、今後の米国経済を展望するうえでのポイントとして、①トランプ氏の掲げる拡張的な財政政策のインパクト、②金融政策の行方、③保護主義・排外主義の影響、④今回の大統領選挙の争点ともなった所得二極化の行方、の4点を検討。

(図表1-1) 実質GDP成長率(前期比年率)



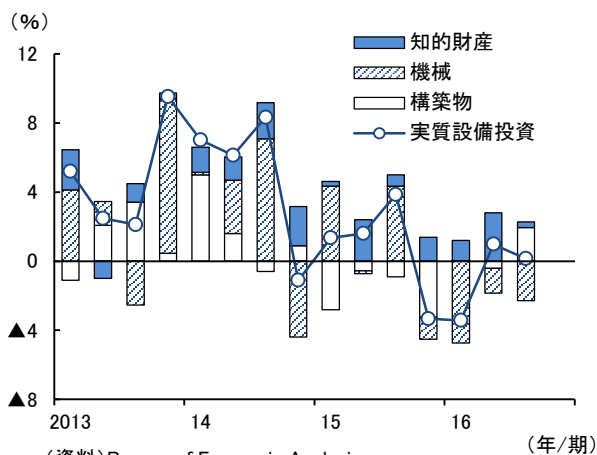
(資料) Bureau of Economic Analysis

(図表1-2) 雇用者数と時間当たり賃金



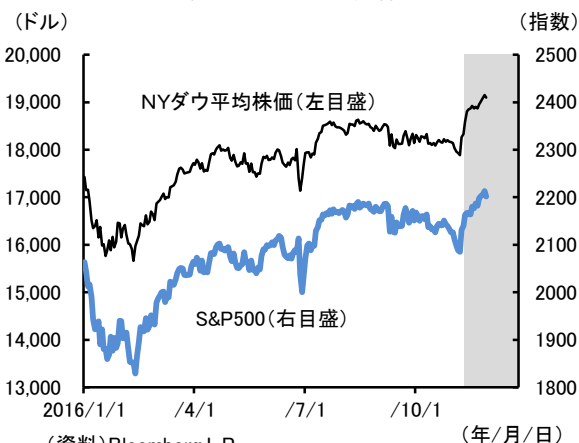
(資料) Bureau of Labor Statistics

(図表1-3) 実質設備投資の寄与度分解(前期比年率)



(資料) Bureau of Economic Analysis

(図表1-4) 米国の主要株価



(資料) Bloomberg L.P.

(注) シャドー部は大統領選挙後。直近は2016年11月28日。

## 分析① 新大統領の政策の目玉は大規模な財政出動

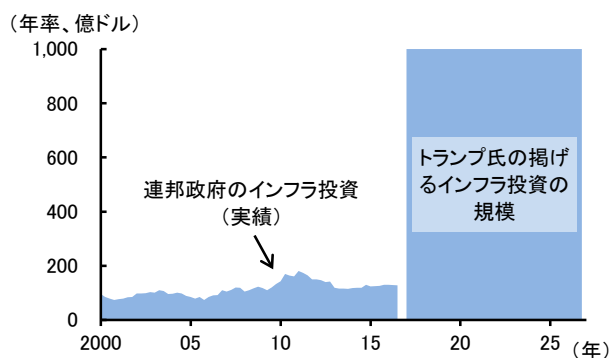
- (1) トランプ氏の経済政策の目玉は、大規模な財政出動（図表2-1、2-2）。所得税や法人税の減税、インフラ投資が実施されれば、米国経済の成長率を押し上げる見込み。
- (2) もっとも、トランプ氏の掲げる法人税・所得税減税やインフラ投資の大半が実施された場合には、短期的な景気の急拡大が見込める一方、10年後の公的債務残高が約30%ポイント上振れると試算されており、中期的な米国の財政に対する信頼性が低下する恐れ。議会を支配する共和党主流派は公的債務の大幅拡大に反対の立場であるため、トランプ氏の公約の実現度合いは、議会共和党との落とし所、妥協点を探る交渉次第。
- (3) 所得税減税は、2017年後半から家計の可処分所得の増加を通じて個人消費の拡大に寄与する見通し。もっとも、公約通りの実施では財政赤字の拡大が深刻化するため、減税幅は縮小される公算大。今回の予測では、手厚い減税が見込まれている高所得者の減税幅は半減されると想定し、個人消費の増加により17年のGDPは+0.2%押し上げられると予想。
- (4) 一方、法人税減税は、直ちに企業行動の変化に結びつきにくいものの、中期的な投資環境の改善に寄与する見込み。今回の予測では、法人税減税が毎年5%ずつ下がると想定し、2018年のGDPが+0.2%押し上げられると予想。
- (5) 大規模なインフラ投資については、公共インフラの老朽化により投資拡大の必要性は広く共有されており、部分的な実施であればコンセンサスを得やすい状況（図表2-3）。今回の予測では、規模が3分の1に縮小されて実施されると想定し、政府支出の拡大を通じて17年のGDPを+0.1%押し上げると予想。

(図表2-1)トランプ氏の掲げる主な経済政策

	内容	実現方法	10年間の公的債務の増加額
法人税	・法人税率を35%から15%に引き下げ ・海外利益を米国内に還流させる際の課税を10%に引き下げ	議会での立法 議会での立法	2.6兆ドル
所得税	・所得税率は税率区分を7から3に簡素化し、全区分で減税 ・育児や介護費用を税額控除	議会での立法 議会での立法	3.3兆ドル
インフラ投資	・10年で1兆ドル	議会での立法	1.0兆ドル
金融	・ドッド=フランク法全廃	議会での立法	-
環境	・パリ協定脱退 ・環境規制撤廃 ・キーストーンパイプライン建設を承認	事前通知で脱退可能 議会での立法 法案承認のみで可能	-
医療	・オバマケア廃止	議会での立法	-
通商	・TPP反対 ・NAFTA再交渉 ・中国を為替操作国に認定	大統領権限で可能 大統領権限で可能 財務省が認定	-
合計(10年間の公的債務の増加額)			7兆ドル
2026年の公的債務GDP比率の上昇幅			28%ポイント

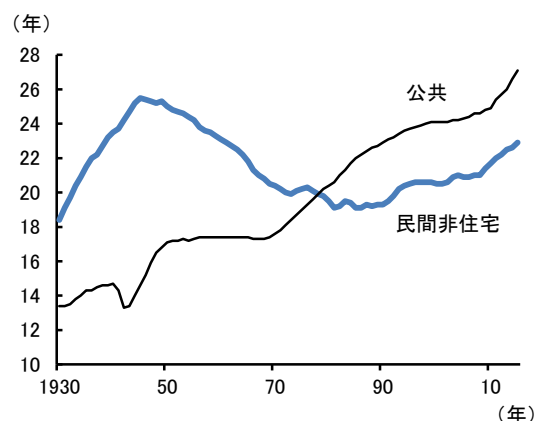
(資料) Tax Policy Centerやトランプ氏公式HPなどを基に日本総研作成

(図表2-2)連邦政府のインフラ投資とトランプ氏の掲げるインフラ投資計画



(資料) Bureau of Economic Analysisとトランプ氏の公式HPを基に日本総研作成

(図表2-3)インフラの平均経過年数

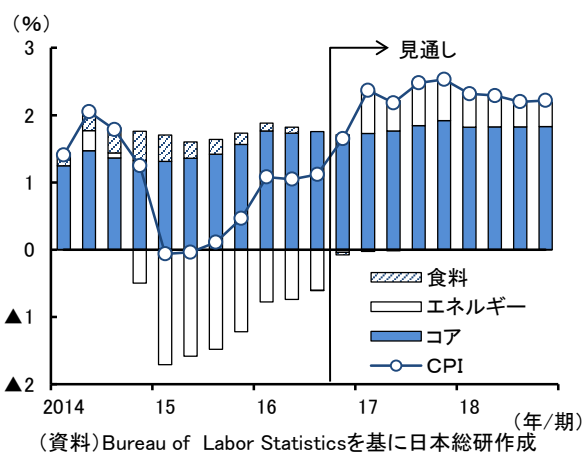


(資料) Bureau of Economic Analysis

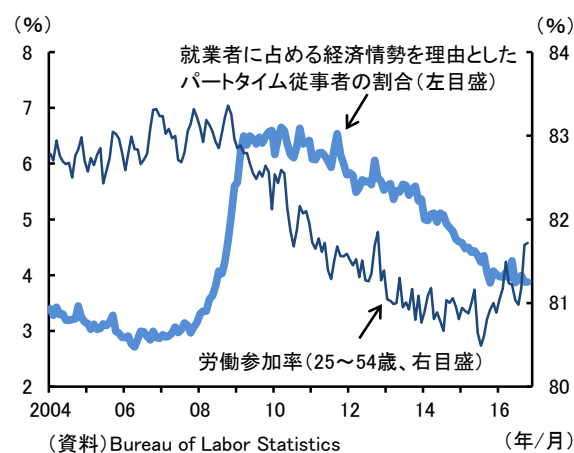
## 分析② 財政政策の行方に左右される金融政策

- (1) 金融政策は、財政支出の増加幅により大きく左右される見通しながら、メインシナリオでは、FRBは極めて緩慢なペースで利上げを実施すると予想。背景として、①新政権発足後も財政の拡大ペースは緩やかにとどまると予想されること、②インフレ率は、原油価格の持ち直しにより2017年にかけて上昇すると予想されるものの、FOMC参加者は、一時的にインフレ率が2%を超えても利上げペースを加速しないことを示唆していること(図表3-1)、③FRBのもう一つの金融政策目標である労働市場は回復傾向が持続しているものの、労働参加率や不本意なパートタイム従事者には改善の余地が大きく、労働市場に依然としてスラックが残存していること(図表3-2)、を指摘可能。今回の予測では、年2回のペースで利上げが行われると予想。
- (2) もっとも、利上げペースは加速する可能性も。トランプ新政権の大幅な財政支出を起点に需要が押し上げられ、GDPギャップの解消が前倒しになれば、需給ひっ迫などによりインフレ圧力が急速に高まる可能性も(図表3-3)。実際、足許では、トランプ新大統領の財政政策により物価が押し上げられるとの見方から、インフレ期待が急速に持ち直し(図表3-4)。今後、公約に近い財政政策が実施される見通しが高まれば、年4回ペースの利上げへ。
- (3) さらに、新政権で中央銀行の独立性が維持されるかどうかにも留意が必要。共和党は、政府監査院にFRBの金融政策決定を監査させることなどを目的としたFRB監査法案を、既に議会に提出。新政権下で、政府からFRBへの圧力が強まれば、FRBの独立性が侵され、経済状況に応じた柔軟な金融政策が実施できなくなる可能性も。

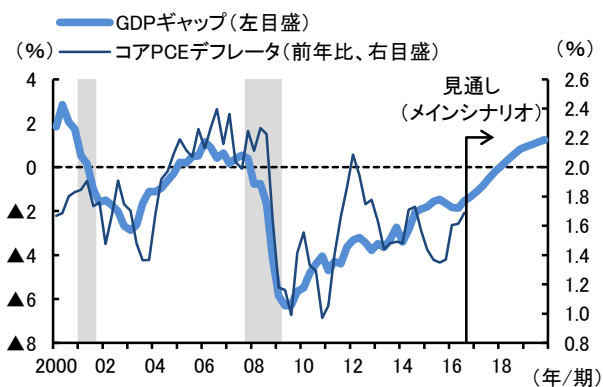
(図表3-1) 消費者物価指数(前年比)



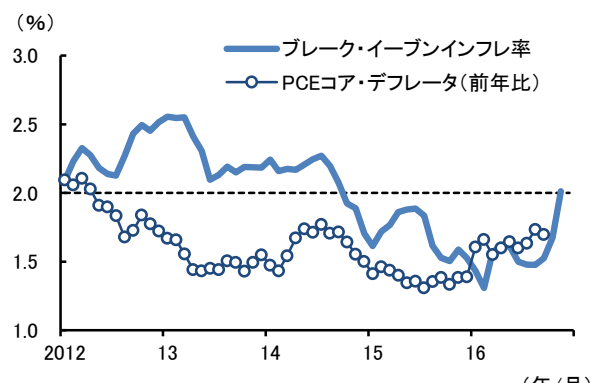
(図表3-2) 労働参加率とパートタイム従事者



(図表3-3) GDPギャップとインフレ率



(図表3-4) PCEデフレーターと期待インフレ率

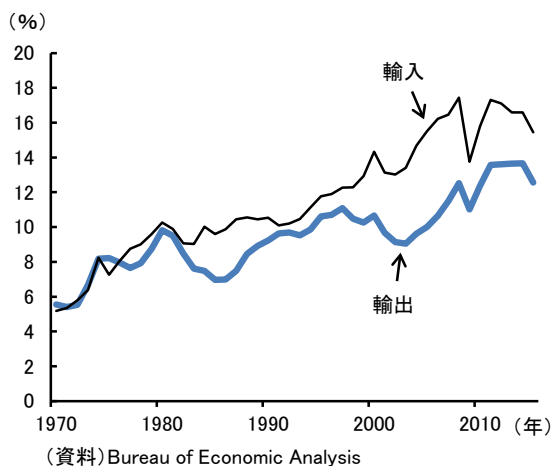


分析③

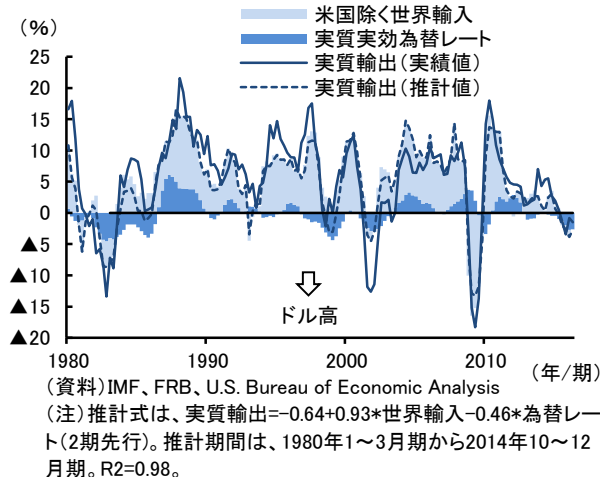
保護主義や排外主義は短期・中長期双方のリスク

- (1) トランプ新大統領の保護主義や排外主義は、短期的に米国景気を下振れさせるだけでなく、世界的な景気悪化や、米国の中長期的な成長力低下につながる懸念大。
- (2) まず、短期的に米国景気が下押しされるリスク。米国ではGDPに占める輸出入の割合が高まっており、世界経済の影響を受けやすい構造に（図表4-1）。関税の引き上げなどの保護主義的な施策は、貿易相手国による報復措置を招くことになり、①米国輸出の減少、②輸出企業の業績悪化による国内投資の減少、③輸入品の価格上昇など、米国経済へのマイナス影響が生じる見込み。
- (3) 加えて、トランプ氏は、米国の輸出拡大のためドル安を選好する可能性。米国の輸出関数を推計すると、ドル安は輸出拡大要因ながら、インパクトはさほど大きくなく、むしろ世界の需要動向の方が米国輸出への影響が大（図表4-2）。保護主義の広がりやドル安政策は他国の景気悪化要因としても働くため、世界景気の下振れを通じて、ドル安効果が顕在化しない可能性も。
- (4) 一方、トランプ氏の移民抑制姿勢は、米国の人的資本の伸びを下押しするリスク。長期的にみると、米国では移民による人口の増加分がなければ、生産年齢人口は減少する見通し（図表4-3）。米国の人的資本の増加にとって移民は重要な役割を果たしており、トランプ新政権が移民排斥の動きを強めれば、米国の潜在成長率が中長期的に下押しされる恐れ（図表4-4）。

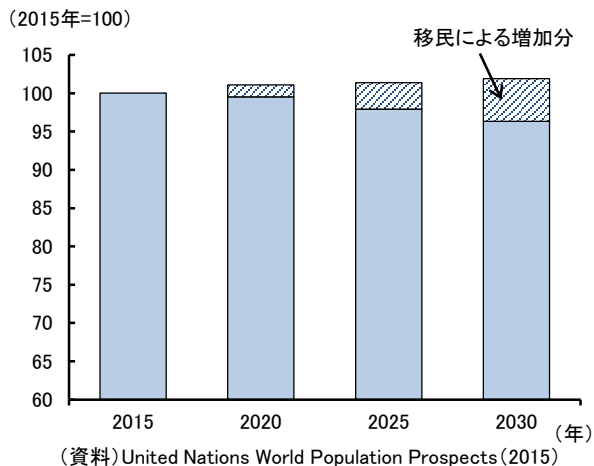
(図表4-1) GDPに占める輸出入の割合



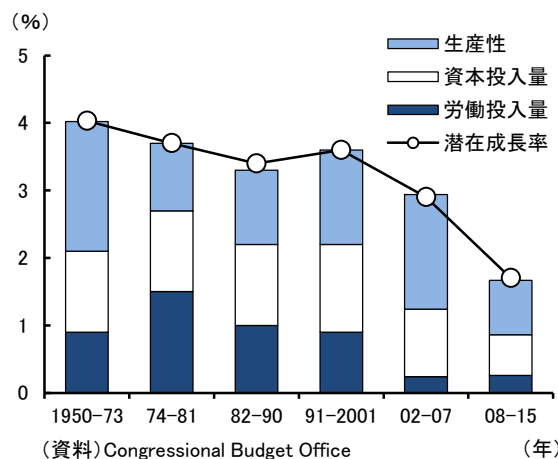
(図表4-2) 実質輸出(前年比)



(図表4-3) 20~64歳人口の将来推計



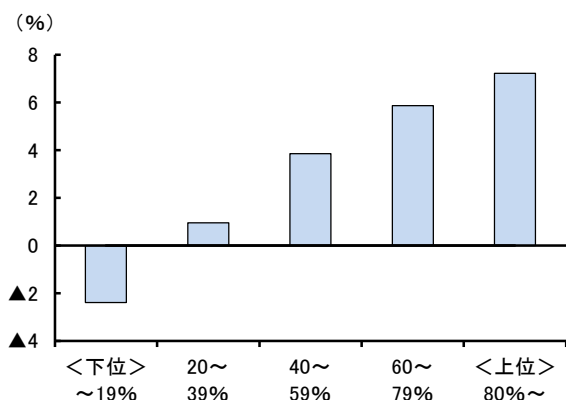
(図表4-4) 潜在成長率



# 分析④ 所得二極化は是正されず人々の不満残存

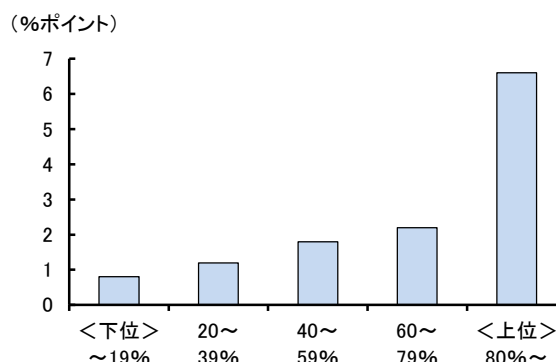
- (1) 大統領選の焦点となっていた所得二極化の是正は期待薄。2009年以降のオバマ政権下では、低所得者層の所得が減少する一方、高所得者層ほど所得の伸びが大きく、所得格差が拡大（図表5-1）。トランプ氏は自由貿易の拡大が二極化の原因であると主張し、今回の選挙戦で保護貿易を掲げた結果、中間層の支持を獲得して当選。
- (2) 一方、トランプ氏が経済政策の目玉の一つとして掲げる所得減税策は、景気の押し上げに寄与するものの、高所得者ほど減税幅が大きいいため、所得格差の拡大に作用する見込み（図表5-2）。原案のままでは財政赤字の大幅な悪化が見込まれるため、高所得者を中心に減税幅が縮小される可能性が高いものの、高所得者に手厚い政策の基本的な形が変わらなければ、所得格差は拡大する方向。米国に蔓延する不平等感は解消されず、こうした民意が今後も様々な形で政治・経済に影響を与える公算大。
- (3) 所得二極化の主因は、産業構造の変化。産業別の賃金と雇用者数の推移をみると、2009年以降、低賃金業種の賃金の伸び悩みが続くなか、内需主導の景気回復によりこうした業種での雇用者数が大幅に増加（図表5-3）。中間層が多く属する製造業でも、雇用がほとんど増えておらず、全体の雇用に占めるシェアも低下傾向。
- (4) レジャー・外食などの低賃金業種の賃金を引き上げるためには、最低賃金の引き上げなど強制的に賃金への上昇圧力を作り出すことも一案。労働分配率をみても、足許の水準は依然として低水準にあり、雇用者報酬の引き上げ余地は残存（図表5-4）。製造業の雇用を拡大するには、保護主義ではなくグローバルに開かれた経済を維持し、他国企業が米国拠点を魅力に感じるようなビジネス環境を整えることが必要。

(図表5-1) 所得階層別の実質家計所得の変化(2009~15年)



(資料) U.S. Census Bureau

(図表5-2) トランプ氏の掲げる政策を実施した場合の所得階層別の税引き後現金収入の変化(現行政策シナリオとの乖離、2017年)



(資料) Tax Policy Centerによる推計

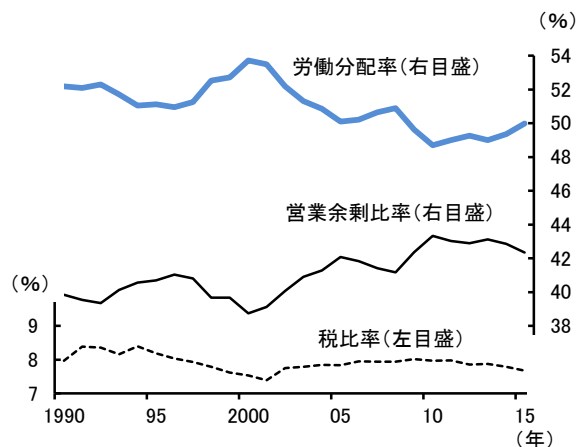
(図表5-3) 業種別の賃金と雇用者数の変化

業種	時間当たり賃金	賃金の伸び率 (前年比、%)	雇用者数に占める割合の変化 (%ポイント)
公益	34.0	2.5	▲0.0
専門・技術サービス	32.9	2.3	0.3
情報サービス	29.0	2.4	▲0.3
経営マネジメントサービス	27.5	2.9	0.1
天然資源・鉱業	26.5	2.3	0.0
金融・不動産	25.3	3.2	▲0.4
建設	25.2	2.0	▲0.2
卸売	23.6	2.3	▲0.2
教育・ヘルスケア	22.1	2.3	0.4
運輸	20.8	1.6	0.1
製造業	19.9	1.7	▲0.6
その他サービス	19.0	2.3	0.0
事務管理・雇用サービス	16.7	1.6	0.7
小売	14.8	2.1	▲0.3
レジャー・外食	12.4	2.0	0.6

(資料) Bureau of Labor Statistics

(注) 時間当たり賃金は2015年、賃金の伸び率は2009年Q2~16年Q2の平均、雇用者数に占める割合の変化は2009~15年。

(図表5-4) 民間企業の労働分配率・営業余剰比率・税比率

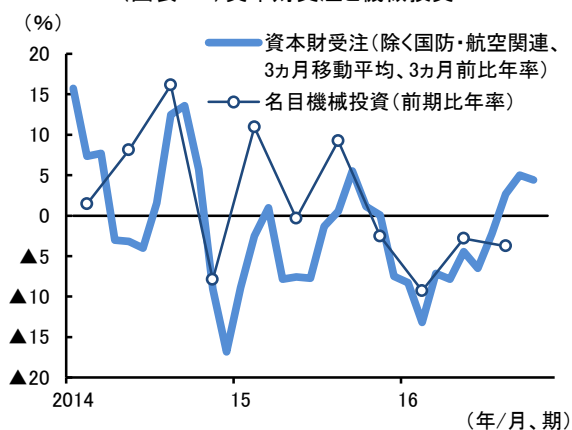


(資料) Bureau of Economic Analysis

# 見通し 自律的な景気回復に財政政策が加わり成長ペース加速

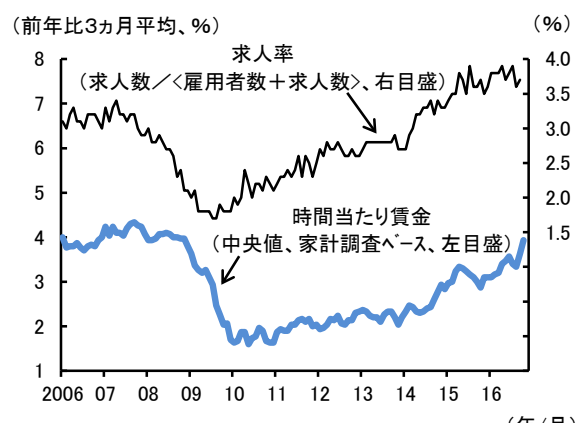
- (1) 米国経済の先行きを展望すると、民需の牽引力が次第に高まる方向。企業部門では、海外景気の回復に伴い、輸出が緩やかな増加傾向をたどる見通し。内外需要の回復と原油価格の持ち直しで、企業収益も改善へ。企業マインドの持ち直し傾向が続くなか、設備投資に先行する資本財受注が増加に転じており、設備投資は緩やかな持ち直しへ（図表6-1）。
- (2) 家計部門でも回復が持続する見込み。求人率が高水準で推移するほか、時間当たり賃金の上昇ペースが加速するなど、雇用・所得環境は良好（図表6-2）。企業部門の回復もあり、労働需要は増加傾向が続くと見込まれ、労働需給の引き締まりに伴う賃金の伸びの高まりを背景に、個人消費は回復傾向が続く見込み。
- (3) 加えて、トランプ新政権発足後は、財政政策も景気を押し上げ。減税やインフラ投資などの実施により、2017年後半から個人消費や政府支出の増勢が加速へ。保護主義や排外主義が景気下押し要因となるリスクがあるものの、今後2年程度に限れば、財政政策による景気押し上げ効果のほうを上回ると判断。これらの結果、2017年の成長率は2.6%、2018年の成長率は2.8%と、回復ペースは徐々に高まっていく見通し（図表6-3）。
- (4) 潜在成長率（1.8%程度）を上回る成長が続くため、GDPギャップも18年初めごろには解消。原油価格の持ち直しもあり、消費者物価は前年比+2%台半ばに向けて上昇していく見通し。

(図表6-1) 資本財受注と機械投資



(資料) Bureau of Economic Analysis, U.S. Census Bureau

(図表6-2) 時間当たり賃金と求人率



(資料) Bureau of Labor Statistics, アトランタ連銀

(図表6-3) 米国経済成長率・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				2015年 (実績)	2016年 (予測)	2017年	2018年
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12				
	(実績)	(予測)												
実質GDP	3.2	2.3	2.5	2.6	2.9	2.9	2.7	2.7	2.8	2.7	2.6	1.6	2.6	2.8
個人消費	2.8	2.5	2.6	2.8	2.8	2.8	2.8	2.7	2.8	2.8	3.2	2.6	2.8	2.8
住宅投資	▲4.4	5.2	5.0	4.5	4.3	4.7	4.2	3.9	3.8	3.6	11.7	4.6	2.8	4.2
設備投資	0.1	3.2	4.2	4.3	4.6	4.8	5.4	5.5	5.5	5.6	2.1	▲0.5	3.4	5.2
在庫投資(寄与度)	0.4	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.2	▲0.4	0.0	0.1
政府支出	0.2	0.8	0.1	0.5	0.7	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9	1.8	0.8	0.3	0.8
純輸出(寄与度)	0.9	▲0.3	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.7	▲0.0	0.0	▲0.2
輸出	10.1	3.5	4.5	4.6	4.5	4.3	3.6	3.5	3.5	3.5	0.1	0.9	4.8	3.9
輸入	2.1	4.6	4.1	4.2	4.3	4.2	4.5	4.5	4.6	4.6	4.6	0.9	3.7	4.4
実質最終需要	2.7	2.1	2.5	2.6	2.7	2.8	2.7	2.6	2.6	2.7	2.4	2.0	2.5	2.7
消費者物価	1.1	1.6	2.4	2.2	2.5	2.5	2.3	2.3	2.2	2.2	0.1	1.2	2.4	2.3
除く食料・エネルギー	2.2	2.2	2.2	2.2	2.3	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	1.8	2.2	2.3	2.3

(資料) U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. Bureau of Labor Statistics

(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。



# サブシナリオ トランプ新大統領の経済・通商・外交政策の行方次第

- (1) 2017年1月の新政権発足後も、経済政策の方向感が読みにくい状況は持続する見込み。新大統領の政策の行方により、上振れと下振れの双方のシナリオを想定可能（図表7-1）。
- (2) まず、上振れシナリオとしては、大規模な財政政策の実施と保護主義の封印により、成長ペースが大幅に加速する可能性。インフラ投資は公約の5割、法人税減税・所得税減税は公約の8割までは実現するとした場合、ドル高の進行が輸出への下押し圧力となるものの、国内需要の上振れが輸出減によるマイナス影響を上回り、成長率は3%台半ばにまで高まる見込み。成長ペースの加速により労働需給のひっ迫が進み、物価上昇圧力が急速に高まる結果、FRBの利上げペースは年4回程度に加速することに。
- (3) 一方、下振れシナリオとしては、自由貿易協定の見直しや関税の引き上げなど、公約通り強硬な保護主義を維持する可能性。すでに足許で、拡張的な財政政策に対する期待からドル高が進行（図表7-2）。トランプ氏の当選に寄与したラストベルト地帯を中心に不満が高まり、トランプ氏は大統領就任後、国民からの支持を取り付けるために保護主義を強固に主張する展開に。この場合、関税引き上げにより輸入は抑制されるものの、同時に輸出も減少するほか、輸入物価の上昇が引き起こされ、景気は1%台にまで下振れへ（図表7-3）。この場合、政策金利は据え置かれる見通し。
- (4) いずれにせよ、今後明らかになる政策次第で、米国経済のコースは大きく変わる可能性があり、トランプ新大統領の経済・通商・外交政策の行方を注視する必要。

(図表7-1)各シナリオのイメージ

	2017年前半に実施される政策		2017年後半の米国経済
	財政政策	保護主義	
メインシナリオ	公約の3割実現	NAFTAの見直しや関税引き上げの可能性は示唆しつつも、二国間の通商協議を進めるのみ	2%台後半の成長ペース
上振れシナリオ	公約の7割実現	保護主義は封印	3%台半ばの成長ペース
下振れシナリオ	公約の3割実現	NAFTAの見直しに着手、中国やメキシコに対し大統領権限で一時的な関税引き上げを実施	1%台の成長ペース

(資料)日本総研作成

(図表7-2)ドル名目実効レート



(図表7-3)保護主義を実施した場合の米国経済への影響

	年	現行政策シナリオとの乖離(%ポイント)		
		個人消費	投資	失業率
①貿易戦争シナリオ	2017	▲0.2	▲0.5	+0.2
	2018	▲1.7	▲5.2	+1.8
	2019	▲2.9	▲9.5	+3.7
②短期的な輸入関税シナリオ	2017	▲0.2	▲0.2	+0.1
	2018	▲1.3	▲3.4	+1.0
	2019	▲0.6	▲3.5	+1.3

(資料)ピーターソン国際経済研究所 "Assessing Trade Agendas in the US Presidential Campaign, September 2016、Moody's Analytics "The Macroeconomic Consequences of Mr. Trump's Economic Policies, June 2016"

(注)ピーターソン国際経済研究所がMoody's Analyticsのマクロモデルを基に推計。①米国は中国からの非原油輸入に45%の関税を課し、メキシコからの非原油輸入に35%の関税を課す。中国とメキシコは報復として同様の関税を米国輸出に課す。②米国は中国に45%、メキシコに35%の関税を課すが、1年で打ち切り。中国とメキシコは報復措置を実施しない。