

アメリカ経済見通し

調査部

目 次

1. 景気の現状
2. 先行きを展望するうえでのポイント
 - (1) トランプ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) 所得二極化に対する人々の不満は残存
3. 2017～2018年のアメリカ経済見通し
4. サブシナリオ

要 約

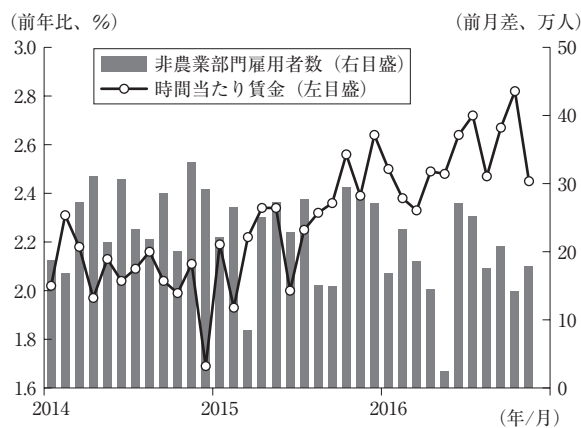
1. アメリカ景気は、足許で成長ペースが加速している。個人消費の増勢が続くなど家計部門が底堅く推移するなか、企業部門にも持ち直しの兆しがみられるようになった。大統領選ではトランプ氏が勝利したが、拡張的な財政政策への期待からマーケットはポジティブに反応している。
2. 共和党主流派は財政赤字の拡大に反対であることから、トランプ氏の掲げる財政政策がすべて実行される可能性は低い。もっとも、議会共和党との交渉により、所得減税や法人減税、インフラ投資の一部は実現し、アメリカ景気は2017年後半から成長ペースが加速する公算が大きい。
3. 財政面から景気上振れ圧力が生じるものの、FRBはある程度のインフレ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残存しているため、今後の利上げは年2回の緩やかなペースとなる見通しである。
4. 一方、懸念材料も多い。トランプ新政権が保護主義的な政策を導入すれば、世界的な保護主義化の動きを煽る恐れがある。この場合、アメリカの輸出の減少や輸出企業の業績悪化による投資の減少、輸入品の価格上昇などを通じて、アメリカ景気にマイナス影響が及ぶ。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となる。こうした保護主義・排外主義の強まりが、アメリカ経済にとって最大の下振れリスクである。
5. 大統領選の争点になった所得の二極化問題に関しても、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である。このため、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が大きい。二極化是正のためには、低所得者に対する所得拡大策や、グローバル化を肯定し、その恩恵をアメリカ国民に均霑していくための企業立地環境の整備などが必要である。
6. 今後2年程度に限定すれば、新政権の政策は景気へのプラス影響が上回るとみられる。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、アメリカ経済の成長率は3%近くまで高まる見通しである。
7. ただし、トランプ新政権の政策運営にはなお不透明な要素が多く、アメリカ経済には上振れ・下振れ双方のリスクがある。公約に近い形で財政政策が実現すれば、成長率は2017年後半に3%を超えるペースへ加速する可能性がある一方、強硬な保護主義・排外主義が実行されるケースでは、同時期の成長ペースが1%台へ下振れる可能性も否定できない。

1. 景気の現状

アメリカ経済は、家計部門が底堅く推移するなか、企業部門の持ち直しにより足許で成長ペースが加速している。まず、雇用・所得環境についてみると、雇用者数が月20万人弱のペースで増加し続けているほか、時間当たり賃金の伸びも前年比+2%台後半まで上昇している（図表1）。このように、雇用・所得環境の改善が続くなか、個人消費は堅調に推移しており、景気回復の牽引役となっている（図表2）。一方、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するなど、持ち直しの兆しがみられるようになった（図表3）。

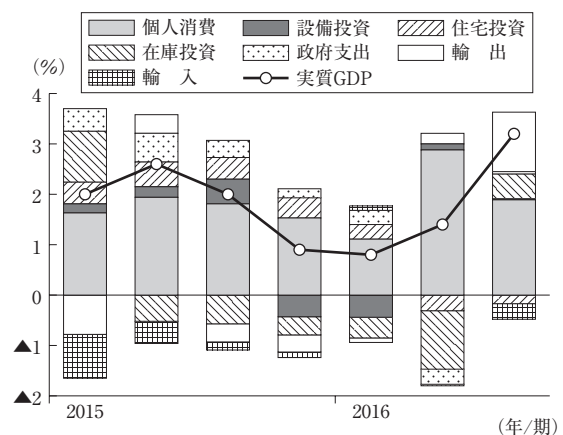
こうしたなか、2016年11月8日に実施された大統領選挙では、所得環境に不満を持つ白人ブルーカラーを主な支持層とするトランプ氏が当選を果たした。事前には、トランプ氏が勝利すれば大規模なマーケットの混乱が生じると予想されていたものの、選挙後は同氏の掲げる大型減税やインフラ投資が景気拡大に寄与するとの期待感が先行して株価が大幅に上昇するなど、マーケットはポジティブに反応している（図表4）。

（図表1）雇用者数と時間当たり賃金



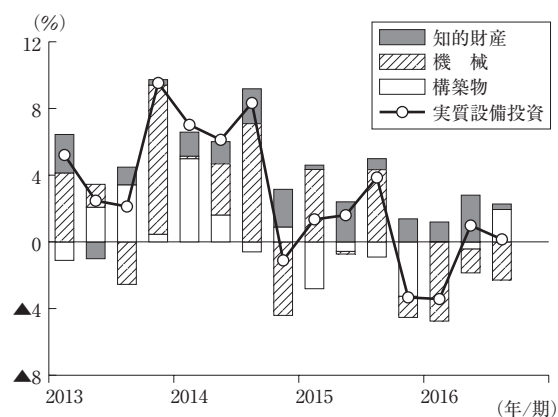
（資料）Bureau of Labor Statistics

（図表2）実質GDP成長率（前期比年率）



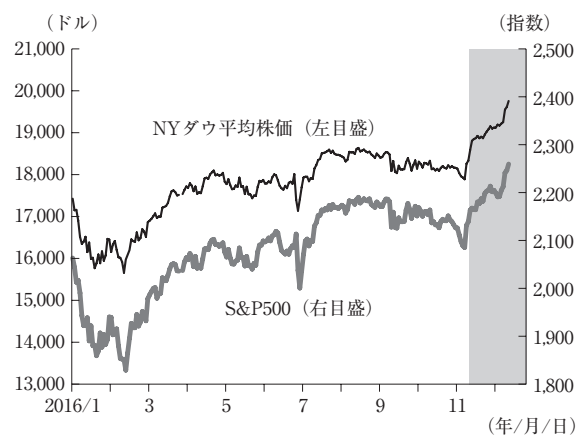
（資料）Bureau of Economic Analysis

（図表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4）アメリカの主要株価



（資料）Bloomberg L.P.

（注）シャドウ部は大統領選挙後。直近は2016年12月7日。

一方、トランプ氏は、選挙戦で掲げていた保護主義や排外主義のスタンスは崩しておらず、関税引き上げの対象に名指しされたメキシコでは、選挙後に通貨ペソが大幅に下落している。総じてみると、トランプ氏の今後の経済政策には不透明な点が多く、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必ずしも反映しきれていない可能性がある。

2. 先行きを展望するうえでのポイント

トランプ新政権の政策は本稿執筆時点で不明瞭な点が多いものの、先行き1～2年のアメリカ景気は、トランプ新大統領が掲げる拡張的な財政政策により、成長ペースが加速する可能性が高い。本稿では、アメリカ景気の先行きを見通すにあたり、まず、財政政策による景気押し上げ効果を検討し、それを受けた金融政策の行方を展望する。続いて、トランプ新大統領がこれまで主張してきた保護主義・排外主義がアメリカ経済に与える負の影響について、短期・中長期双方の視点から考察する。さらに、大統領選で焦点となった所得の二極化について、トランプ新大統領が掲げる所得税改革では二極化は緩和せず、むしろ格差の拡大につながりかねない点を指摘し、アメリカの政治や経済に対するリスクとなり続けることを示す。

(1) トランプ新大統領の政策の目玉は大規模な財政出動

トランプ新大統領は、経済政策として様々な施策を掲げているが、その目玉は減税やインフラ投資など大規模な財政出動である（図表5）。足許で回復傾向にあるアメリカ経済は、これらの景気浮揚策の実施により、成長ペースがさらに加速すると見込まれる。ただし、景気がどの程度上振れるかは、財政支出の規模をどの程度拡大するかに左右される。トランプ氏の掲げる法人税・所得税減税やインフラ投資が公約通りに実施された場合には、短期的な景気の急拡大が見込まれる一方、10年後の公的債務残高を約30%ポイント上振れさせると試算されており、中期的なアメリカの財政に対する信頼性が低下する恐れがある。議会を支配する共和党主流派は公的債務の大幅な拡大に反対の立場であるため、トランプ

（図表5）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 ・海外利益をアメリカ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などを基に日本総合研究所作成

氏の公約の実現度合いは、トランプ氏と議会共和党との交渉次第となる。

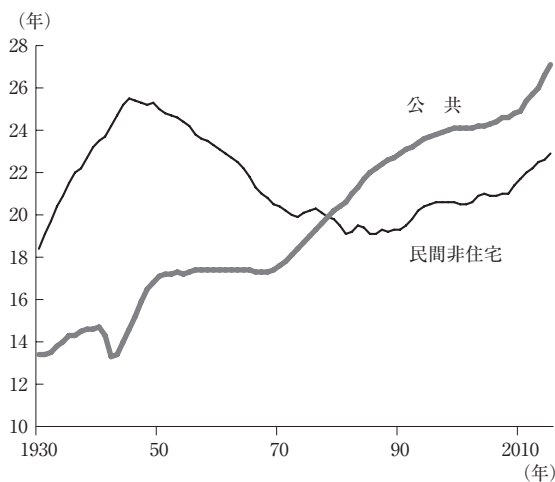
具体的に、今回の予測で想定している各政策の実現度合いは、以下の通りである。まず、所得税減税は、2017年後半から家計の可処分所得の増加を通じて個人消費の拡大に寄与すると見込まれる。もっとも、公約通りの実施では財政赤字の大幅拡大が見込まれるため、減税幅は縮小される公算が大きい。このため、今回の予測では、手厚い減税が見込まれている高所得者の減税幅は半減されると想定し、所得税減税により2017年のGDPは+0.2%押し上げられるとみている。

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とみられる。もっとも、持続的な法人税の減税が実現すれば、中長期的に設備投資の増加に寄与すると見込まれる。今回の予測では、2018年以降、法人税が毎年5%ずつ引き下げられると想定し、2018年のGDPが+0.2%押し上げられると試算した。

インフラ投資については、元々共和党主流派は反対の立場ではあるものの、2016年の共和党の政策綱領で公共インフラの老朽化が指摘されたことにみられるように、現在は共和党全体で投資の必要性についての認識が共有されている（図表6）。もっとも、トランプ氏の提案するインフラ投資の規模は、過去の連邦政府のインフラ投資の規模と比べて極めて大きく、財政規律の順守を重視する共和党主流派がトランプ氏の公約に無条件で賛成することは見込み難い（図表7）。したがって、今回の予測では、インフラ投資の規模が公約の3分の1程度に縮小されると想定し、2017年のGDPを+0.1%押し上げると予想している。

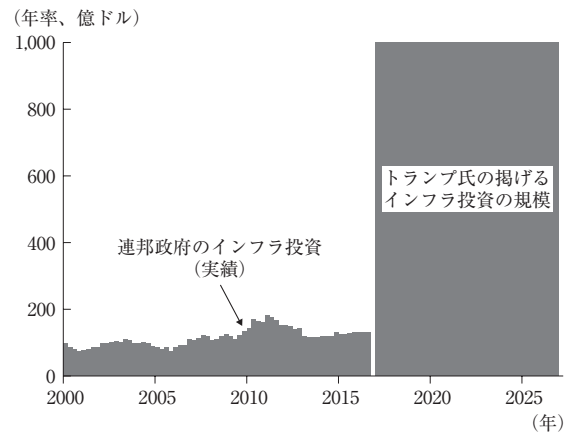
以上を踏まえると、トランプ新政権による一連の財政政策により、2017年の実質GDP成長率はベースライン対比+0.3%押し上げられ、アメリカの成長ペースは2%台後半に向けて加速すると予想される。

（図表6）インフラの平均経過年数



（資料）Bureau of Economic Analysis

（図表7）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を基に日本総合研究所作成

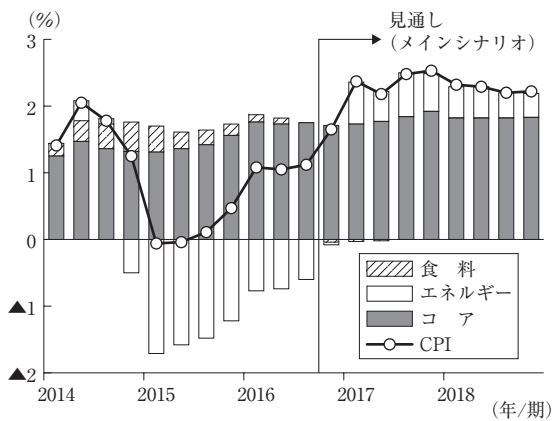
（2）財政政策の行方に左右される金融政策

以上のように、アメリカ景気は新政権の下で成長が加速するとみられるものの、FRBは、2017年を通じて急ピッチの引き締めには踏み込まない公算が大きい。背景としては、以下の3点が挙げられる。

第1に、共和党主流派との調整を経て、新政権発足後も財政の拡大ペースは緩やかなものになると見込まれることである。このため、FRBに政策変更を迫る3%を超えるような急速な物価上昇は回避されるとみている。第2に、インフレ率は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である(図表8)。第3に、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、依然としてスラックが残存していることである(図表9)。以上の理由から、今回のメインシナリオでは、年2回程度の緩やかなペースでの利上げを想定している。

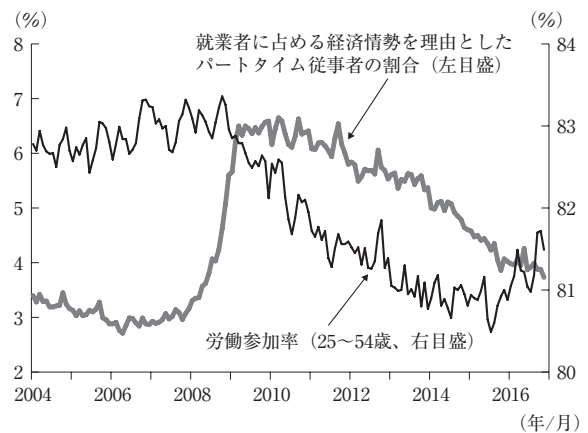
もちろん、想定よりも拡張的な財政政策が実施されれば、利上げペースが加速する可能性もある。メインシナリオでは、2018年初にGDPギャップが解消されると見込んでいるものの、トランプ新政権の大幅な財政支出を起点に需要が押し上げられれば、GDPギャップの解消が前倒しになると予想される(図表10)。実質GDP成長率が3%を超えて加速し続けた場合、需給ひっ迫などによりインフレ圧力が

(図表8) 消費者物価指数(前年比)



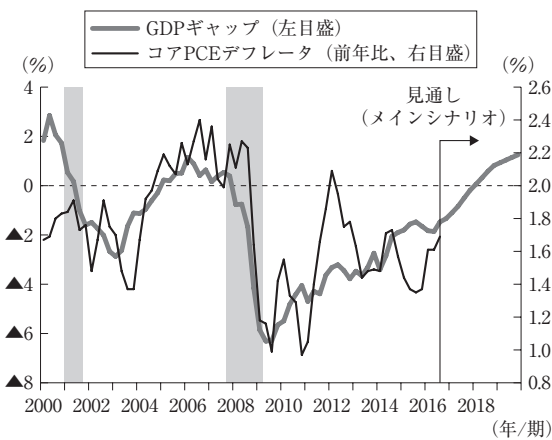
(資料) Bureau of Labor Statisticsを基に日本総合研究所作成

(図表9) 労働参加率とパートタイム従事者



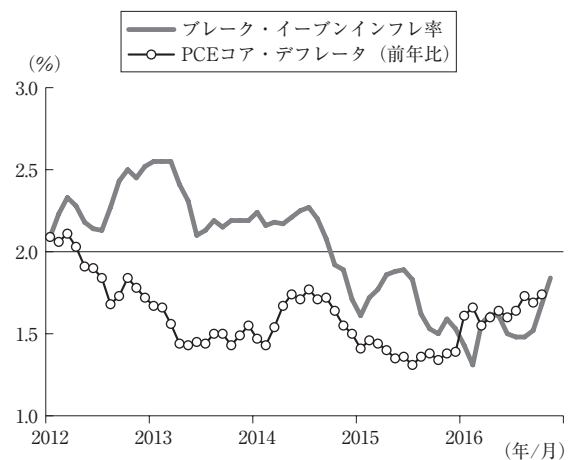
(資料) Bureau of Labor Statistics

(図表10) GDPギャップとインフレ率



(資料) Bureau of Economic Analysis "National Economic Accounts", CBO "Budget and Economic Outlook" (2016年8月)
 (注) GDPギャップの見通しは、CBOの潜在GDP推計、日本総合研究所のGDP見通しを基に算出。シャドー部分は景気後退期。

(図表11) PCEデフレータと期待インフレ率



(資料) Bureau of Economic Analysis, Bloomberg L.P.
 (注) ブレークイーブン・インフレ率=10年債利回り-10年物価連動債利回り。

急速に高まることが想定される。実際に、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、インフレ期待が上昇している（図表11）。今後、公約に近い形で財政政策が実施されるとの見方が強まれば、インフレ期待がさらに高まると予想される。この場合、FRBは年4回程度のペースで利上げを実施するだろう。

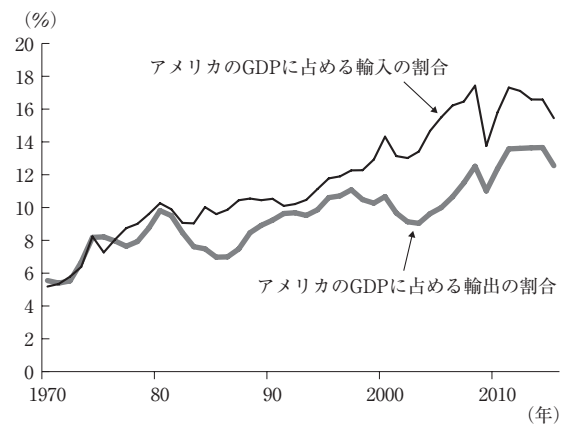
(3) 保護主義や排外主義は短期・中長期双方のリスク

トランプ氏の拡張的な財政政策により、アメリカ景気の成長ペースは加速すると予想される一方、トランプ氏の保護主義や排外主義は、景気の下押しに作用すると見込まれる。メインシナリオでは、トランプ氏の大統領就任後は、保護主義・排外主義の主張は抑制され、景気悪化を招く事態は回避されるとみているが、こうした主張が抑制されることなく、実行に移された場合には、以下のようなアメリカ景気へのマイナス影響が顕在化する可能性がある。

まず、短期的には、関税引き上げなどがアメリカ景気を下押しするリスクに注意が必要である。アメリカ経済は、元来内需主導で回復してきたものの、近年はグローバル化の進展により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変化している（図表12）。政策の実現可能性からみると、関税引き上げは、一時的であれば大統領権限で実現可能であることから、トランプ新政権が望めば、自由貿易を支持する共和党主流派の協力を得ずとも、保護貿易を推進することは可能である。このため、トランプ新政権が関税を引き上げ、その報復措置として貿易相手国による関税引き上げを招けば、アメリカ輸出の減少や輸出企業の業績悪化による国内投資の減少、輸入品の価格上昇などを通じて、アメリカ経済へマイナスの影響が生じかねない。

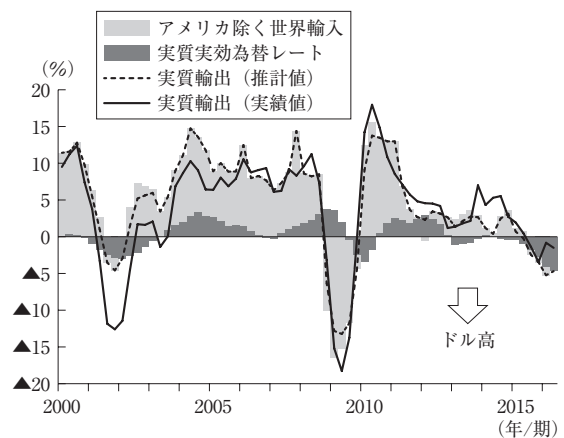
加えて、トランプ氏は、アメリカの輸出拡大のためドル安を愛好する可能性がある。確かに、ドル高はアメリカにとって輸出抑制要因であり、世界輸入と為替レートを被説明変数とした輸出関数からみると、これまでのドル高で輸出が押し下げられている姿になっている（図表13）。しかし、為替レート変動のアメリカ輸出へのインパクトはさほど大きくなく、むしろ世界輸入

（図表12） GDPに占める輸出入の割合



（資料） Bureau of Economic Analysis

（図表13） 実質輸出（前年比）



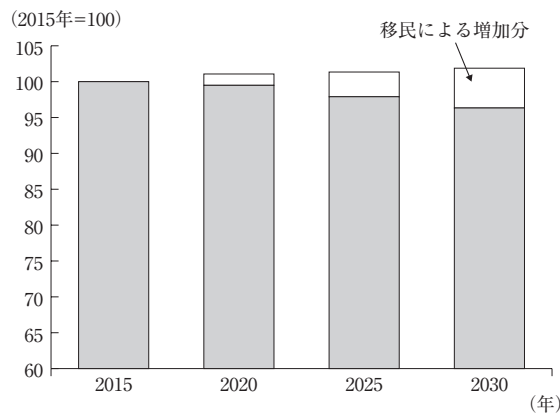
（資料） IMF、FRB、U.S. Bureau of Economic Analysis

（注） 推計式は、実質輸出 = $-0.64 + 0.93 * \text{世界輸入} - 0.46 * \text{為替レート}$ （2期先行）。推計期間は、1980年1～3月期から2014年10～12月期。R2 = 0.98。

(所得効果)の方が影響は大きい。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作用するため、新政権がドル安誘導を試みた場合には、世界需要の落ち込みが引き起こされる可能性がある。総じてみれば、ドル安政策がアメリカ輸出の拡大に結び付くとは必ずしもいえない状況である。

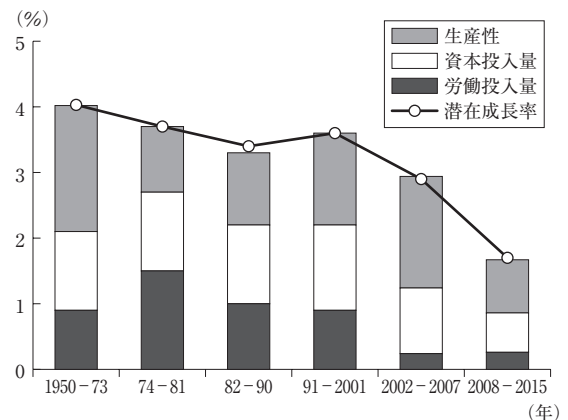
一方、中長期的にみると、新政権による排外主義の高まりが、アメリカの人的資本の伸びを下押しするリスクがある。アメリカの生産年齢人口は、移民による人口の増加分がなければ、減少する見通しである(図表14)。これまでも、労働投入量の伸びが低下したこともあって、潜在成長率は低下傾向にある(図表15)。トランプ新政権が移民排斥の動きを強め、移民の流入を制限したり、移住地としてのアメリカの魅力低下を招いたりすれば、中長期的にアメリカの潜在成長率がさらに下押しされる恐れがある。

(図表14) 20~64歳人口の将来推計



(資料) United Nations World Population Prospects (2015)

(図表15) 潜在成長率



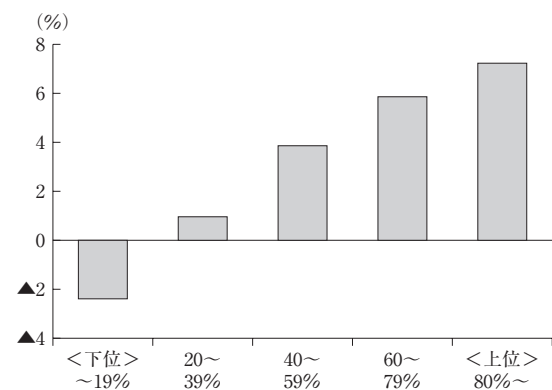
(資料) Congressional Budget Office

(4) 所得二極化に対する人々の不満は残存

以上のような保護主義や排外主義などのトランプ氏の主張は、アメリカで深刻化している所得二極化の是正に向けた処方箋として位置付けられていたものである。こうした主張は、現状に不満を持つ層の熱烈な支持を得て、トランプ氏を勝利に導いた。実際に、二極化が拡大したというトランプ氏の認識は正しく、過去6年で、低所得者層の所得は減少した一方、高所得者層ほど所得の伸びが大きかったため、所得の二極化は深刻化している(図表16)。

しかしながら、トランプ氏の政策が二極化の是正に寄与する可能性は低い。第1に、トランプ氏の主張する保護貿易は、前節でみたように、貿易

(図表16) 所得階層別の実質家計所得の変化 (2009~2015年)



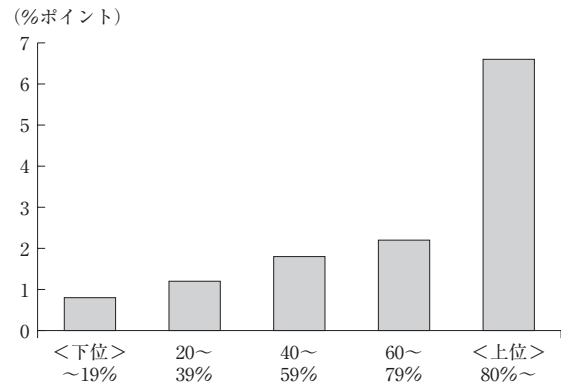
(資料) U.S. Census Bureau

相手国の報復が輸出減少や国内の生産拠点の縮小を招き、縮小が指摘される中間層の復活にはつながらない可能性が高い。第2に、トランプ氏が経済政策の目玉の一つとして掲げる所得税減税は、高所得者ほど減税幅が大きいため、所得格差の拡大に作用すると見込まれる（図表17）。公約をそのまま実行すれば財政赤字の大幅な悪化が予想されるため、高所得者を中心に減税幅が縮小される可能性が高いとみられるものの、高所得者に手厚い政策の基本的な形が変わらなければ、結果として二極化が一段と拡大することになる。

所得の二極化の主因は、産業構造の変化である。

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した（図表18）。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をたどっている。

（図表17） 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（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18） 業種別の賃金と雇用者数の変化

	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

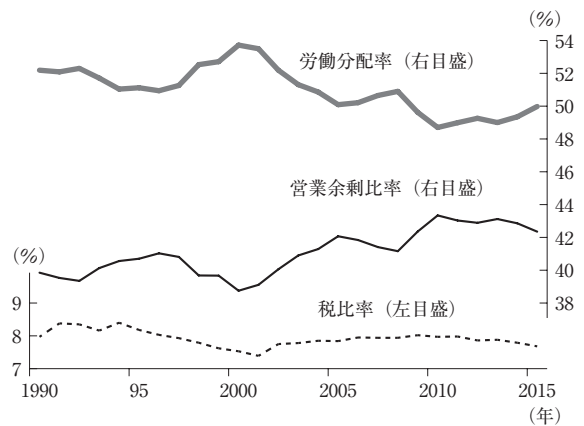
（注） 時間当たり賃金は2015年、賃金の伸び率は2009年Q2～2016年Q2の平均、雇用者数に占める割合の変化は2009～2015年。

こうした背景を踏まえると、二極化を是正するためには、低所得者層の所得を引き上げる必要がある。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を通じて強制的に賃金への上昇圧力を作り出すことも一案である。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っている（図表19）。足許で、賃金は上昇しているが、政策面からも賃上げをサポートすることで、低所得者層の雇用者報酬の持ち直しが実現されよう。一方、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、他国企業がアメ

リカでの事業展開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であろう。

もっとも、現在のところ、トランプ新政権の公約には、上記のような低賃金業種の賃金引き上げや製造業の雇用拡大につながる政策は含まれていない。したがって、二極化が解消するという中間層と低所得者層の期待は裏切られる結果となるだろう。新政権発足後も、アメリカ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が大きい。

(図表19) 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

3. 2017～2018年のアメリカ経済見通し

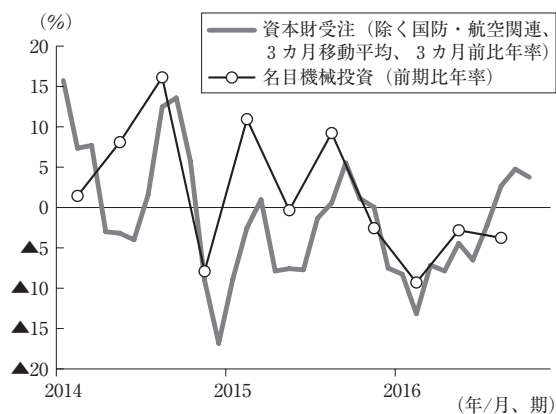
2017～2018年のアメリカ経済を展望すると、当面、民需の成長ペースが次第に高まり、景気回復を牽引するとみられる。

企業部門では、海外景気の回復に伴い、輸出は緩やかな増加傾向をたどると見込まれる。企業収益は、内外需要の回復と原油価格の反発により改善に向かう。企業マインドの改善傾向が続くなか、設備投資は緩やかな増加が続く見通しである (図表20)。

家計部門でも、回復が持続すると見込まれる。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・所得環境は良好である (図表21)。企業部門の回復を受けて、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もあって、個人消費は回復傾向が続くと見通される。

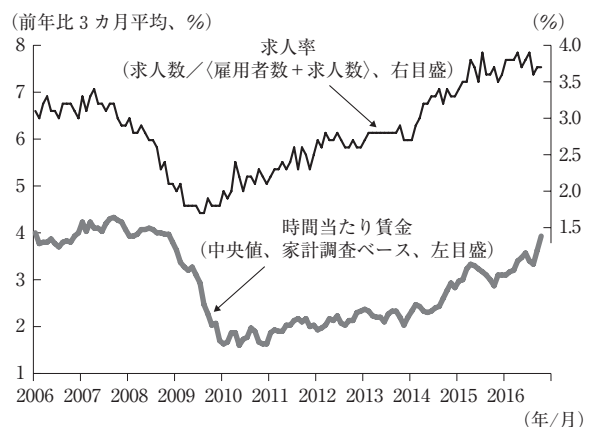
加えて、財政政策も景気を押し上げに寄与する。減税やインフラ投資などの実施により、2017年後半から個人消費や政府支出の増勢が加速するだろう。保護主義や排外主義が景気下押し要因となるリスク

(図表20) 資本財受注と機械投資



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

(図表21) 時間当たり賃金と求人率



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

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が上回ると判断される。

以上を踏まえると、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である（図表22）。

アメリカ経済が、1.8%程度とされる潜在成長率を上回るペースで拡大するため、GDPギャップは2018年初めごろには解消する見通しである。GDPギャップの解消に加え、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と予想される。

（図表22）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				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。

4. サブシナリオ

アメリカ経済の最大のリスクは、トランプ新政権の経済・通商・外交政策の不透明感である。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が続くと見込まれ、景気の上振れと下振れの双方のリスクが高まっている。以下では、これまでに言及してきたトランプ新政権の政策が景気に与える影響を踏まえたうえで、上振れと下振れの二つのサブシナリオを提示したい（図表23）。

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ケースが想定される。仮に、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

（図表23）各シナリオのイメージ

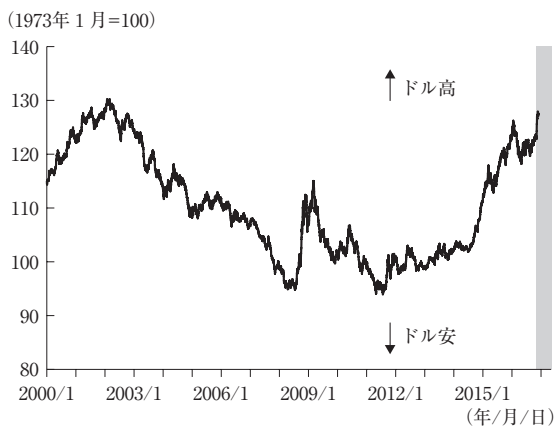
	2017前半に実施される政策		2017後半のアメリカ経済
	財政政策	保護主義	
メインシナリオ	公約の3割実現	NAFTAの見直しや関税引き上げの可能性は示唆しつつも、二国間の通商協議を進めるのみ	2%台後半の成長ペース
上振れシナリオ	公約の7割実現	保護主義は封印	3%台半ばの成長ペース
下振れシナリオ	公約の3割実現	NAFTAの見直しに着手、中国やメキシコに対し大統領権限で一時的な関税引き上げを実施	1%台の成長ペース

（資料）日本総合研究所作成

の8割まで実現する場合、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%台半ばまで高まる見込みである。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なる。

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、公約通りの強硬な保護主義が実行される場合が想定される。足許で、新政権の拡張的な財政政策に対する期待からドル高が進行しているものの、一方的なドル高の進行により製造業をはじめとした輸出関連企業の業績が弱含み、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国民の不満が高まれば、トランプ氏は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可能性がある(図表24)。こうした政策により、輸出の減少や企業活動の弱含み、輸入物価の上昇が引き起こされ、成長ペースが1%台まで下振れる可能性も否定できない(図表25)。この場合、政策金利は据え置かれる見通しである。

(図表24) ドル名目実効レート



(資料) FRB

(注) シャドー部は大統領選挙後。直近は2016年12月2日。

(図表25) 保護主義を実施した場合のアメリカ経済への影響

	年	個人消費	投資	失業率
		現行政策シナリオとの乖離 (%ポイント)		
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アメリカ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アメリカ輸出に課す。②アメリカは中国に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。

いずれにせよ、今後トランプ新政権が採用する政策次第で、アメリカ経済のコースは大きく変わる可能性がある。2017年は、トランプ氏の一挙手一投足から目が離せない1年となる。

研究員 井上 恵理菜

(2016. 12. 7)