

2017年2月22日 全16頁

# 日本経済見通し：トランプ政権成立で何が起きるのか？

国境税調整導入は日本の実質 GDP を▲0.4%程度下押しする見通し

エコノミック・インテリジェンス・チーム  
 執行役員 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸  
 シニアエコノミスト 長内 智  
 エコノミスト 岡本 佳佑  
 エコノミスト 小林 俊介  
 エコノミスト 前田 和馬  
 田中 誠人

## [要約]

- 経済見通しを改訂：2016年10-12月期 GDP 一次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は2016年度が前年度比+1.3%（前回：同+1.3%）、2017年度が同+1.3%（同：同+0.9%）、今回から新たに予測した2018年度が同+1.1%である。先行きの日本経済は、①輸出の持ち直し、②在庫調整の進展に加えて、③底堅い消費・設備投資に支えられた内需の回復により、バランスの取れた成長軌道へと移行する見通しである（→詳細は、熊谷亮丸他「第192回 日本経済予測」（2017年2月17日）参照）。
- トランプ政権成立で何が起きるのか？：2017年1月に米国でトランプ政権が成立したことを受け、①保護貿易主義化、②移民政策、③米国の通貨戦略についてその影響を検証した。主な結論は以下の3点である。第一に、米国がNAFTAから脱退するだけであれば、日本経済への影響は軽微なものにとどまるが、国境税調整が導入された場合には、日本の実質 GDP は▲0.4%程度下押しされる可能性がある。第二に、200万～300万人の不法移民の強制送還によって労働者が減少すれば、米国の潜在 GDP は▲0.7～▲1.1%程度押し下げられるリスクがある。第三に、為替市場では短期的にはドル高が進む可能性が高いものの、中長期的にみると、インフレ懸念が後退した際には、トランプ大統領が本格的な「ドル安政策」に踏み切る可能性がある（→トランプ政権成立が日本経済に与える影響についてご関心のある方は、弊社が2016年12月に緊急出版した『日経プレミアシリーズ：トランプ政権で日本経済はこうなる』（日本経済新聞出版社）をご一読いただきたい）。
- 日本経済のリスク要因：今後の日本経済のリスク要因としては、①トランプ大統領の政策、に加えて、②中国経済の下振れ、③米国の「出口戦略」に伴う新興国市場の動揺、④地政学的リスクおよび政治リスクを背景とする「リスクオフ」、⑤英国のEU離脱交渉や欧州金融機関のデレバレッジ、の5点に留意が必要だ。

## 1. 日本経済の見通し

### 日本経済はバランスの取れた成長軌道へ

2016年10-12月期GDP一次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2016年度が前年度比+1.3%(前回:同+1.3%)、2017年度が同+1.3%(同:同+0.9%)、今回から新たに予測した2018年度が同+1.1%である。先行きの日本経済は、①輸出の持ち直し、②在庫調整の進展に加えて、③底堅い消費・設備投資に支えられた内需の回復により、バランスの取れた成長軌道へと移行する見通しだ(→詳細は、熊谷亮丸他「第192回 日本経済予測」(2017年2月17日)参照)。

### 2016年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.0%(前期比+0.2%)

2016年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.0%(前期比+0.2%)と、おおむね市場コンセンサス(前期比年率+1.0%、前期比+0.3%)通りの着地となった。需要項目別には、設備投資、住宅投資、政府消費、輸出、輸入が増加した(輸入の増加は成長率に対してはマイナス寄与)一方で、個人消費、公共投資、民間在庫変動が減少に寄与している。総じて堅調な内容であり、GDPデフレータープラス幅も拡大に向かっている。しかし中身を見ると内需の前期比寄与度は▲0.0%ptであり、あくまで外需頼みの成長であることや、輸入物価の上昇に起因して交易条件が悪化している点などには注意が必要だ。

### 先行きも緩やかな回復を見込むが、下振れリスクは併存

先行きの日本経済は、基調として緩やかな拡大傾向が続く見込みである。ただし、外需寄与は緩やかな拡大を続ける見通しであるが、仮に世界経済の不透明感が強まることとなれば、内需が停滞する中、日本経済を下押しするリスク要因となる。例えば利上げに伴う米国経済の減速や、新興国からの資金流出などが危惧される。加えて、米トランプ大統領がTPPからの脱退、NAFTAの再交渉・脱退を宣言するなど、米国が保護貿易主義に転換しつつある点は周知の通りだ。米国の通商政策の転換を機に、世界経済の先行き不透明感が強まることとなれば、外需主導で成長する日本経済を下押しするリスク要因となるだろう。

個人消費は緩やかながら拡大基調が続くと見込んでいる。労働需給は引き続きタイトであり、このことが雇用者報酬の増加を通じて個人消費を下支えするとみられる。ただし、昨秋来の生鮮食品の値上がりを受けて、消費者物価上昇率が前年比でプラスに転じている点は気がかりだ。また、政府は2017年の春闘においてもベースアップを要請しているが、将来的な業績への影響を懸念する企業側は、月収ではなく年収ベースでの賃金の引き上げで対応する姿勢を示しているところが多いようだ。物価の影響を考慮した実質賃金が伸び悩めば、家計が財布の紐を緩めていくことは期待しづらいだろう。

住宅投資は緩やかに減速するとみている。確かに低水準で推移する住宅ローン金利は引き続き住宅投資の下支え要因となろう。しかし、2017年4月に予定されていた消費税増税前の駆け込み需要を見込んだ都市部のマンションを中心とした住宅着工は今後減少することが予想され、それに遅れる形で住宅投資も減少し始めるとみている。足下では住宅着工件数に頭打ち感が見られており、工事進捗ベースで計上される住宅投資は、住宅着工件数の動きに追随する形で弱

含む公算が大きい。

設備投資は緩やかな増加を予想する。労働需給がタイトな中、特に非製造業において、引き続き人手不足に対応した合理化・省人化投資が期待できる。また、7-9月期のGDP二次速報から計上されるようになった研究開発費も、設備投資の押し上げ要因となろう。ただし、企業収益が引き続き高水準で推移しているものの、収益の源泉は数量の増加ではなく、主として投入コストの低下によってもたらされている点には留意しておきたい。本格的な設備投資拡大の可能性については、外需の拡大などを背景とした稼働率の上昇がカギを握っている。

公共投資については、年度末に向けて持ち直しの動きが見られるだろう。経済対策が盛り込まれた第2次補正予算の執行により、先行きの公共投資は徐々に増加する見込みである。

輸出に関しては、海外経済が緩やかな成長を続ける中、消費財の輸出を中心に底堅く推移するとみている。財輸出を地域別に見ると、雇用環境の改善や金融緩和の効果などを背景に、各地で個人消費が堅調に推移しており、米国、EU、アジア向けの消費財輸出は引き続き底堅く推移しよう。ただし、トランプ大統領が就任直後にTPPからの離脱の決定やNAFTAの再交渉・脱退を表明した点には注意が必要だ。米国経済が極端な保護貿易主義に走れば、世界の貿易を停滞させる可能性があり、中長期的なリスク要因になると考えられる。仮に日米貿易摩擦問題が表面化するようなこととなれば、自動車産業を中心に輸出産業が打撃を受ける可能性がある。

### 日本経済のリスク要因

今後の日本経済のリスク要因としては、①トランプ大統領の政策、に加えて、②中国経済の下振れ、③米国の「出口戦略」に伴う新興国市場の動揺、④地政学的リスクおよび政治リスクを背景とする「リスクオフ」、⑤英国のEU離脱交渉や欧州金融機関のデレバレッジ、の5点に留意が必要だ。

## 2. トランプ政権成立で何が起きるのか？

2017年1月20日、ドナルド・トランプ氏が米国大統領に就任した。トランプ大統領は就任直後から、TPPからの永久離脱やNAFTAの再交渉・脱退を表明したほか、イスラム系移民の入国制限措置を発表するなど、選挙公約の実現に向けて積極的に動き出している。根底にあるのは米国の国益を最優先する「米国第一主義」だ。米国第一主義を標榜するトランプ政権の誕生は、世界経済にどのような影響を与えるだろうか。本章では、とりわけ経済面で影響が大きいと考えられる、①保護貿易主義化、②移民政策、③米国の通貨戦略、の3つにポイントを絞り、その影響を検証した。

本章の結論をあらかじめ述べれば、以下の通りである。

第一に、米国がNAFTAから脱退するだけであれば、日本経済への影響は軽微なものにとどまるが、国境税調整が導入された場合には、日本の実質GDPは▲0.4%程度下押しされる可能性がある。

第二に、200万～300万人の不法移民の強制送還によって労働者が減少すれば、米国の潜在GDPは▲0.7～▲1.1%程度押し下げられるリスクがある。

第三に、為替市場では短期的にはドル高が進む可能性が高いものの、中長期的にみると、インフレ懸念が後退した際には、トランプ大統領が本格的な「ドル安政策」に踏み切る可能性がある（→トランプ政権成立が日本経済に与える影響についてご関心のある方は、弊社が2016年12月に緊急出版した『日経プレミアシリーズ：トランプ政権で日本経済はこうなる』（日本経済新聞出版社）をご一読いただきたい）。

## 2.1 ポイント①：米国の保護貿易主義化が世界経済に与える影響は？

### トランプ大統領が日米自動車産業を口撃（こうげき）する理由

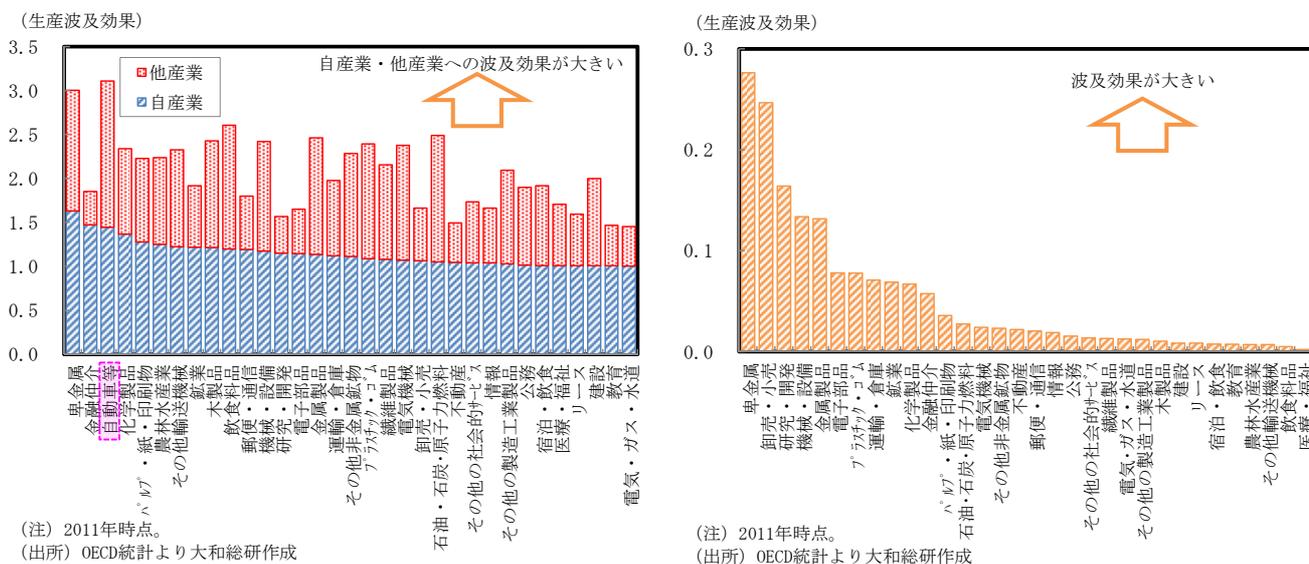
対日貿易に関して、トランプ大統領が「不公平だ」として槍玉に挙げてきたのが日本の自動車産業である。1980年代の日米貿易摩擦を経て、日系自動車メーカーは米国人を雇用し、現地生産を促進してきた。しかし、トランプ大統領は日系自動車メーカーに対して、さらなる米国内での雇用増・生産増を迫っている。口撃（こうげき）の矛先は米国のビッグスリーにも向かっており、耐えかねたフォードはメキシコでの工場建設計画を中止し、米国内での生産増強を発表している。

では、実際に米自動車産業の需要が拡大した場合、米国経済にどの程度の生産波及効果が期待できるだろうか。米国の産業連関表によれば、自動車等産業において1単位の需要が発生した場合、「自動車等」およびその他の産業を合わせて、新たに3.1単位の需要が発生することが期待される（**図表1左**）。そのうち、半分弱が「自動車等」の産業内で発生する需要であるが、残りは「卑金属」や「卸売・小売」、「研究・開発」などの他産業で需要が発生するとみられている（**図表1右**）。

**図表1左**から、その他の産業と比較して、「自動車等」は米国経済に対する生産波及効果が大きい産業であることが確認できる。つまり、「自動車等」は裾野が広く、同産業での需要の増加は米国経済全体に好影響を与えることができる。

結論として、日米自動車メーカーに対するトランプ大統領の口撃は、中長期的には価格上昇などを通じて米国消費者の負担増を招くといった致命的な問題点を抱えているものの、少なくとも短期的に米国人の雇用を創出するという観点からは、早期に実績を残したいトランプ大統領にとって、口撃を続ける誘因が存在するものと推察される。

図表1：米国の産業別生産波及効果（左）、自動車等の産業別生産波及効果（右）



## NAFTA は米国が締結する通商協定の中で唯一成果が上がっている協定

第二次世界大戦後、世界各国は自由貿易の名の下に、二国間あるいは多国間で各種通商協定を締結し、世界経済のグローバル化を深化させた。しかし、トランプ大統領は選挙戦中から一貫して貿易の自由化に消極的なスタンスを示してきた。こうした大統領の姿勢を象徴する出来事として挙げられるのが、TPP からの永久離脱や NAFTA の再交渉・脱退表明であろう。

NAFTA は 1994 年に発効した米国・カナダ・メキシコ（以下、加・墨）の 3 ヶ国間の自由貿易協定である。米議会予算局（CBO）が 2016 年 9 月に公表した通商協定の効果分析に関する資料によると、「米加間の輸出入増加分のうちの 6.5%、米墨間の輸出入増加分のうちの 48.6%、米国と加・墨間の輸出入増加分のうちの 24.4%が NAFTA に起因する」と試算されている（1994～2005 年）。こうした分析結果を基に、同資料では、「NAFTA は米国が締結する通商協定の中で唯一成果が上がっているものであり、特に米墨間の貿易拡大に貢献した」と記されている<sup>1</sup>。

## NAFTA 脱退が加・墨経済に与える影響はそれぞれ▲0.34%、▲0.58%程度と試算される

CBO の分析結果を踏まえ、米国が NAFTA から脱退した場合に加・墨経済が受ける影響について、当社の試算結果を示しておこう（**図表 2**）。

米国が NAFTA から脱退することによって、まず第一に、加・墨から米国への輸出品に対する関税率が現行のゼロ%から引き上げられ、加・墨の輸出が減少する可能性がある。第二に、米国から両国に対する輸出品に対する関税率も引き上げられることから、両国の輸入も減少することが予想される。第三に、関税率の引き上げに伴って両国の輸入物価が上昇することから、実質所得が低下し、個人消費にも下方圧力がかかることになる。これらの影響を勘案すると、加・墨の実質 GDP は、それぞれ▲0.34%、▲0.58%程度減少すると試算される。

米国が NAFTA から脱退した際に、純輸出の面で墨経済が加経済に比べてより大きな影響を受けるといふこの試算結果は、NAFTA 発効でメキシコの方が大きな経済効果を得ていたとする、上記の CBO の分析結果とも整合的である。

**図表 2：米国が NAFTA から脱退した場合のカナダ・メキシコ経済への影響の試算**

	カナダ経済への影響				メキシコ経済への影響			
	実質GDP	個人消費	輸出	輸入	実質GDP	個人消費	輸出	輸入
米政府の支出無し	▲0.34	▲0.40	▲0.21	▲0.11	▲0.58	▲0.67	▲0.33	▲0.17
米政府の支出有り	▲0.34	▲0.40	▲0.19	▲0.11	▲0.57	▲0.67	▲0.30	▲0.17

(注) 単位は%。実績値からの乖離率。米政府の支出の有無は、関税率引き上げに伴い、それを財源として政府支出を行ったか否かを示す。大和総研短期マクロモデルによる試算値。試算結果は幅を持って見ておく必要がある。

(出所) 大和総研作成

<sup>1</sup> CBO (2016) “How Preferential Trade Agreements Affect the U.S. Economy”, September 2016.

## NAFTA 脱退は米国経済に対して好影響をもたらすか？

次に、「NAFTA 脱退が米国経済に与える影響」についても試算結果を示しておきたい（**図表 3 左**）。結論から述べると、米国の NAFTA からの脱退は、トランプ大統領が主張するほど米国経済にとって大きなプラス効果をもたらす戦略とはならないと考えられる。

まず、外需の側面から考察してみると、第一に、関税率が引き上げられることで輸入物価が上昇するため、輸入が減少する公算が大きい。第二に、加・墨両国向け輸出品の関税率も引き上げられることから、輸出も減少することになるだろう。内需面では、第三に、輸入物価の上昇に伴って消費者物価が上昇することが個人消費の重石となる。第四に、個人消費と純輸出の変動によって、国内の設備投資も影響を受けることになる。これらの影響をまとめて試算すると、NAFTA からの脱退により、米国の実質 GDP は▲0.10%程度下押しされるリスクがある。

ただし、関税率の引き上げによって増加した税収を、需要創出のために政府がインフラ投資などに支出するのであれば影響度合いは変わってくる。その場合、米国の実質 GDP は+0.02%程度増加する可能性がある。なお、こうした政府支出による需要増効果を考慮するケースでは、加・墨経済が受けるマイナスの影響もやや和らぐことになるだろう（**前頁図表 2 下段**）。

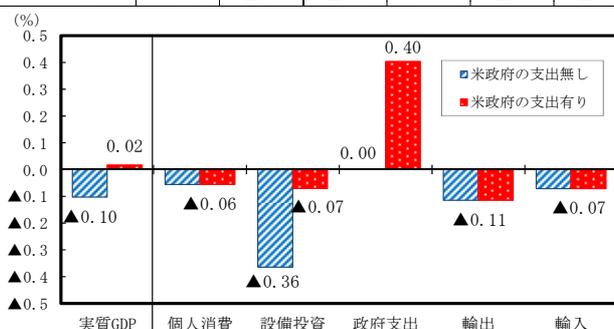
## 米国の NAFTA 脱退による日本経済全体への影響は軽微なものにとどまる見通し

「米国の NAFTA 脱退が日本経済に与える影響」についても試算結果を示しておこう（**図表 3 右**）。米国の NAFTA からの脱退は、自動車産業のようなメキシコに多くの生産拠点を構えている産業においては、高関税率を課されるリスクがあるほか、生産拠点の移転を迫られるといったマイナスの影響を受ける可能性が指摘されている。しかし、日本経済全体への影響としては限定的なものとなりそうだ。

当社の試算によれば、米国経済の減速を受けて輸出が減少することなどから、わが国の実質 GDP は▲0.01%程度下押しされる可能性がある。一方、米国が政府支出を増加させた場合は+0.00%と、ほぼ横ばいになると試算される。以上より、米国が NAFTA から脱退したとしても、日本経済全体としては、その影響は比較的軽微なものにとどまる公算が大きいと考えられる。

**図表 3：米国が NAFTA から脱退した場合の米国（左）、日本（右）経済への影響の試算**

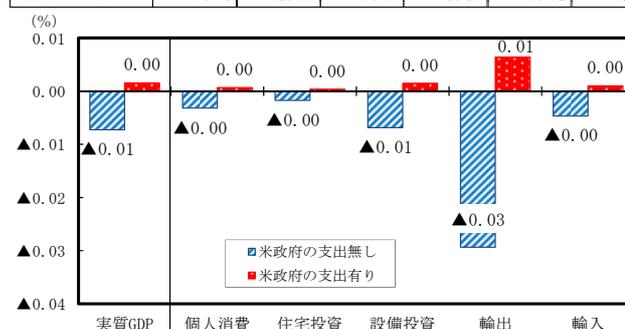
【十億ドル】	実質GDP	個人消費	設備投資	政府支出	輸出	輸入
米政府の支出無し	▲17.15	▲6.46	▲10.17	0.00	▲2.44	▲1.91
米政府の支出有り	2.79	▲6.46	▲1.97	11.75	▲2.44	▲1.91



(注) 実績値からの乖離率。表は金額。米政府支出の有無は、関税率引き上げに伴い、それを財源として政府支出を行うか否かを示す。大和総研短期マクロモデルによる試算値。試算結果は幅を持って見ておく必要がある。

(出所) 大和総研作成

【十億円】	実質GDP	個人消費	住宅投資	設備投資	輸出	輸入
米政府の支出無し	▲35.31	▲9.38	▲0.26	▲5.46	▲24.39	▲4.17
米政府の支出有り	7.71	2.05	0.06	1.19	5.32	0.91



(注) 実績値からの乖離率。表は金額。米政府支出の有無は、税率引き上げに伴い、それを財源として政府支出を行うか否かを示す。内閣府の短期日本経済マクロ計量モデル（2015年版）を利用して試算した。試算結果は幅を持って見ておく必要がある。

(出所) 大和総研作成

## 国境税調整の導入は、輸出の減少を通じて日本経済に悪影響を与える見込み

米国の保護貿易主義化によって、日本経済が大きな打撃を受けると考えられるのは、「米国が国境税調整を導入するケース」である。国境税調整とは、簡単に説明すると、「米国からの輸出品に対する課税を免除する一方で、米国外からの輸入品に対しては課税する」という課税方式だ。共和党では 20%の税率を課すことを検討しているもようであり、実際に導入された場合、日本からの輸入品に対しても高い税率が課されることが予想される。

国境税調整の導入による影響を検証する上で重要な点は、輸入品がどこで加工された（付加価値を付けられた）ものであるかを把握することである。国境税調整では、全て米国外で加工された輸入品であれば、20%の税率が課されるが、例えば、輸入品の 50%分が米国内で加工されていったん A 国に輸出され、A 国で残りを加工して米国が再輸入するような製品については、「10% (=20%×50%)」分の税率が課されることになる。

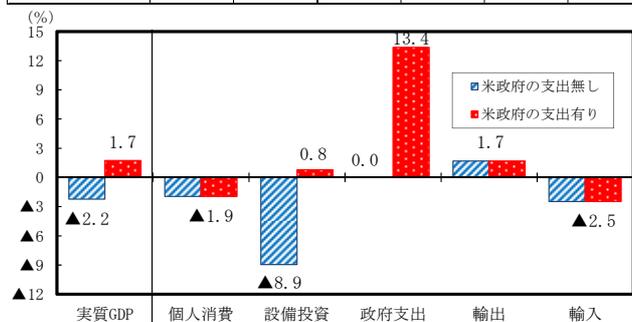
以上の考え方を基に、OECD と WTO が発表している付加価値貿易（Tiva）指標を利用して計算すると、米国の輸入品における米国外での付加価値額比率は 76%となる。そこで本稿では、米国の輸入品に対して、米国外での付加価値額比率（76%）に税率（20%）を乗じた 15%分の税率が掛けられるものと想定して試算した。また、日本の対米輸出に関しては、同様の考え方で 17%分の税率が掛けられると想定した。

**図表 4 左**は、米国経済への影響を示したものである。国境税調整が導入されることによって、輸入物価が上昇するため、個人消費が抑制される。さらに、内需の落ち込みなどにより設備投資も悪影響を受け、米国の実質 GDP は▲2.2%程度下押しされるとの試算結果が得られた。ただし、NAFTA の試算と同様に、増加した税収を政府支出として支出する場合には、その悪影響を上回る需要増が生じ、米国の実質 GDP は+1.7%程度押し上げられる可能性がある。

一方、日本経済への影響を示したのが**図表 4 右**である。甚大な影響を受けるのは輸出だ。輸出価格の上昇や世界経済の縮小などによって輸出は▲2.2%程度減少し、日本の実質 GDP は▲0.4%程度落ち込むと見込まれる。また、米国の政府支出が増加したとしても、輸出価格の上昇に起因する輸出の減少を補いきれず、実質 GDP は▲0.1%程度落ち込むと試算される。

図表 4：米国が国境税調整を課した場合の米国（左）、日本（右）経済への影響の試算

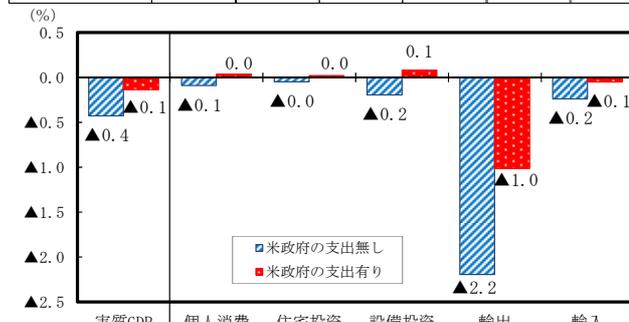
【十億ドル】	実質GDP	個人消費	設備投資	政府支出	輸出	輸入
米政府の支出無し	▲371.1	▲224.5	▲249.2	0.0	36.2	▲66.4
米政府の支出有り	288.7	▲224.5	21.9	388.7	36.2	▲66.4



(注) 実績値からの乖離率。表は金額。米政府支出の有無は、関税率引き上げに伴い、それを財源として政府支出を行うか否かを示す。大和総研短期マクロモデルによる試算値。試算結果は幅を持って見ておく必要がある。

(出所) 大和総研作成

【十億円】	実質GDP	個人消費	住宅投資	設備投資	輸出	輸入
米政府の支出無し	▲2,041	▲268	▲7	▲156	▲1,824	▲214
米政府の支出有り	▲619	110	3	64	▲842	▲46



(注) 実績値からの乖離率。表は金額。米政府支出の有無は、税率引き上げに伴い、それを財源として政府支出を行うか否かを示す。内閣府の短期日本経済マクロ計量モデル（2015年版）を利用して試算した。試算結果は幅を持って見ておく必要がある。

(出所) 大和総研作成

## 輸入品に対する高税率を円安・ドル高で相殺するには？

前頁で示したように、仮に米国が国境税調整のような高い税率を日本からの輸入品に対して課した場合、日本経済は大きな悪影響を受けることが予想される。しかし、わが国の景気減速に伴って、為替市場において円安・ドル高が進行することになれば、輸入品に対する税率引き上げの影響は一定程度相殺される。

**図表 5** は、そうしたケースを想定し、円の対ドル相場と米国の輸入品に対する税率の変動が日本の純輸出に与える影響を試算したものである。なお、本試算は、税率の変動や為替の変動が輸出物価に影響し、純輸出を変動させる効果のみを計算したものであり、世界経済の減速がもたらす輸出減少の効果は考慮していない。

米国の輸入品に掛けられる税率が高くなればなるほど（図表中で右に行くほど）、米国の輸入物価が上昇することになるため、日本からの輸出が減少する。一方、円安になるほど（図表中で上に行くほど）、日本の輸出物価が下落するため、輸出にとっての追い風となる。

仮に日本の対米輸出品に対して、前頁で想定したレベルの国境税調整が導入された（日本からの輸入品に対しては17%分の税率）場合、為替の変動がなければ、日本の純輸出は▲0.2%台半ば程度減少する計算となる。そして、こうした税率引き上げの影響を円安・ドル高によってカバーするためには、ドル円相場が15%程度、円安・ドル高方向で推移する必要がある。

以上、本節では米国の通商政策が保護貿易主義化した場合に発生し得る各国経済への影響を試算した。ただし、本試算は多くの前提を置いて行ったものであり、結果については相当程度の幅を持って見る必要がある点には留意しておいていただきたい。

図表 5：円の対ドル相場と米国の輸入品に対する税率の変動が日本の純輸出に与える影響の試算

現行税率		輸入品に対する税率引き上げ							
		0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%
円安 ↑	30%	0.41	0.36	0.31	0.27	0.22	0.17	0.12	0.07
	25%	0.34	0.29	0.24	0.19	0.14	0.09	0.03	▲0.02
	20%	0.27	0.22	0.16	0.11	0.05	0.00	▲0.05	▲0.11
	15%	0.20	0.15	0.09	0.03	▲0.03	▲0.09	▲0.14	▲0.20
	10%	0.14	0.07	0.01	▲0.05	▲0.11	▲0.17	▲0.23	▲0.29
	5%	0.07	0.00	▲0.06	▲0.13	▲0.19	▲0.26	▲0.32	▲0.38
	0%	0.00	▲0.07	▲0.14	▲0.20	▲0.27	▲0.34	▲0.41	▲0.48
	5%	▲0.07	▲0.14	▲0.21	▲0.28	▲0.35	▲0.43	▲0.50	▲0.57
	10%	▲0.14	▲0.21	▲0.29	▲0.36	▲0.44	▲0.51	▲0.59	▲0.66
	15%	▲0.20	▲0.28	▲0.36	▲0.44	▲0.52	▲0.60	▲0.67	▲0.75
円高 ↓	20%	▲0.27	▲0.35	▲0.44	▲0.52	▲0.60	▲0.68	▲0.76	▲0.84
	25%	▲0.34	▲0.43	▲0.51	▲0.60	▲0.68	▲0.77	▲0.85	▲0.94
	30%	▲0.41	▲0.50	▲0.59	▲0.67	▲0.76	▲0.85	▲0.94	▲1.03
	35%	▲0.48	▲0.57	▲0.66	▲0.75	▲0.84	▲0.94	▲1.03	▲1.12

(注) 単位は%。実績値からの乖離率。大和総研の短期マクロモデルによる試算値。試算結果は幅を持って見ておく必要がある。

(出所) 大和総研作成

## 2.2 ポイント②：不法移民の強制送還の影響は？

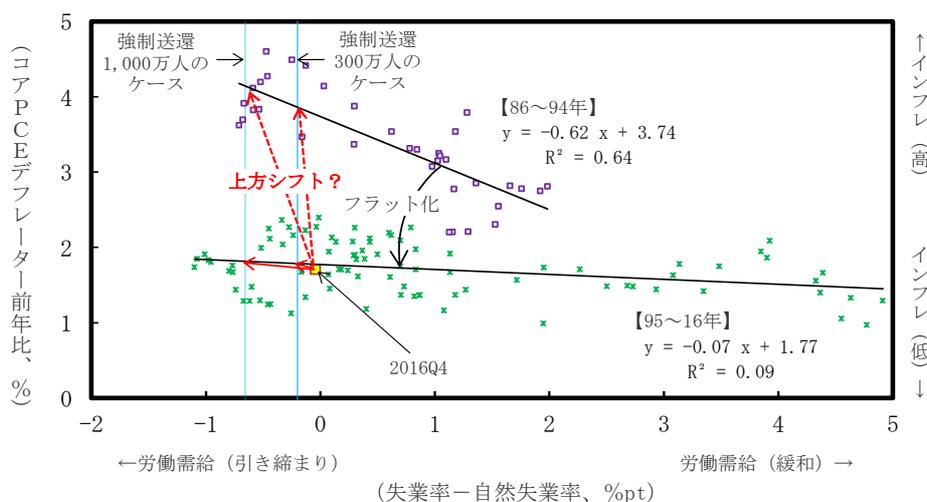
### 強制送還に伴うインフレ圧力は当面限定的

トランプ大統領は、2016年11月のテレビ番組のインタビューにおいて、1,100万人いるとされる不法移民のうち犯罪歴のある200万～300万人を速やかに強制送還する方針を明らかにした。具体的な移民対策については不透明な点が多いが、強制送還に伴う、①労働市場のタイト化によるインフレ圧力、②労働投入の減少による潜在成長率の下押し、という影響に留意したい。

まず、①に関して、労働市場の需給を示す「失業率－自然失業率」と、家計の直面する物価を示す「コアPCEデフレーター」の関係を示したのが**図表6**である。自然失業率とは、長期的な均衡状態の下での失業率であり、「失業率－自然失業率」が小さいほど需給が引き締まっていると評価でき、賃金上昇などを通じたインフレ圧力が生じやすい。この結果、両者には右下がりの関係が観察されることになる。実際、米国では、1980年代後半から1990年代半ばにかけて、両者の間に明確な右下がりの関係が見て取れる。しかし、1990年代後半以降、両者の関係はフラット化しており、労働需給が引き締まってもインフレ率が上昇しにくい構図となっている。

不法移民の強制送還は、米国で働く労働者の減少を通じて、米国の労働市場を一層引き締めることになる。一定の仮定の下、強制送還が300万人、1,000万人となるケースについて「失業率－自然失業率」の水準を機械的に試算すると、それぞれ▲0.2%pt、▲0.7%pt程度、労働市場がタイト化（左にシフト）する。ただし、現在の「フラット化したフィリップス曲線」に基づく限り、インフレ圧力は当面限定的なものにとどまろう。他方、中長期的には、トランプ政権の政策を背景とする期待インフレ率上昇などを通じて、フィリップス曲線が上方シフトする可能性もある。この場合、労働需給のタイト化を受けインフレ率が高進するリスクが生じかねない。

図表6：不法移民の強制送還とインフレ率（労働需給版フィリップス曲線）



(注1) 「失業率－自然失業率」は3四半期先行。

(注2) 強制送還の300万人、1,000万人のケースの「失業率－自然失業率」は、①強制送還で労働力人口が減少、②強制送還で失業者が減少（Foreign Bornの失業率分と仮定）、③移民以外の失業者が就業者となって移民の分を穴埋め、④自然失業率は足下で一定、と仮定して機械的に試算したもの。相当の幅を持って見ておく必要がある。

(出所) BEA、BLS、CBO、Haver Analyticsより大和総研作成

## 200万～300万人の強制送還で潜在 GDP を▲0.7～▲1.1%程度押し下げ

「労働投入の減少による潜在成長率の下押し」に関しては、不法移民の強制送還によって労働者が減少し、米国経済の実力を示す潜在 GDP が下押しされるリスクがある。図表 7 で、労働者の減少がコブ＝ダグラス型の生産関数に基づく潜在 GDP に及ぼす影響を示した。この関数は、(1) 就業者数と労働時間からなる労働投入、(2) 生産設備などの資本投入、(3) 技術革新などを示す全要素生産性、という 3 つの要素から構成される。トランプ政権の移民対策やインフラ投資は、労働投入の減少、資本投入の増加という形で潜在成長率に悪影響を及ぼすこととなる。

ここで、不法移民の強制送還によって、労働投入が減少する影響について確認しておきたい。200万～300万人を強制送還することによって、潜在 GDP の水準は▲0.7～▲1.1%程度押し下げられる計算となる。不法移民の穴を埋めるために米国人の労働参加が進めば、マイナスの影響を緩和できることや、不法移民が就いている職種の労働生産性が低いことなどを踏まえると、図表中の数字は幾分割り引いてみる必要があるだろう。しかし、米国のピュー・リサーチ・センター (Pew Research Center) による 2014 年の米国の労働力人口に占める不法移民の比率 (推計値) が 5%程度であることを勘案すると、米国の労働市場は多くの不法移民によって支えられている側面があるのも事実である。トランプ政権が一度に数百万人を強制送還する場合には、労働者の減少を通じて、潜在 GDP を一定程度下押しする可能性がある点には注意が必要だ。

他方、トランプ政権の掲げるインフラ投資は、純資本ストックの増加を通じて潜在 GDP に対してプラスに作用する。現在の潜在 GDP の構造に基づく、不法移民を 200 万人強制送還した場合でも、純資本ストックを 1.5%程度増やすことができれば、潜在 GDP に対するマイナスの影響をおおむね相殺することができる。物価変動を一定とすると、これは約 8,000 億ドル分の名目純資本に相当する。トランプ米大統領はインフラ投資の増加に前向きであり、その規模は 10 年間で 1 兆ドルとも言われてきた。実際の規模については不透明感が残っているものの、米国人の労働参加の拡大に加え、成長に資するインフラ投資が実施されることになれば、強制送還の悪影響を相殺し、さらには米国の潜在 GDP を押し上げる効果も期待されよう。

図表 7：不法移民の強制送還が米国の潜在 GDP に及ぼす影響 (%)

		不法移民の変化 (万人)								
		←移民減			0			移民増→		
		-800	-600	-400	-200	0	200	400	600	800
↑投資減	-2.0%	-3.8	-3.1	-2.4	-1.6	-0.9	-0.2	0.6	1.3	2.1
	-1.5%	-3.6	-2.9	-2.1	-1.4	-0.7	0.1	0.8	1.6	2.3
	-1.0%	-3.4	-2.7	-1.9	-1.2	-0.4	0.3	1.0	1.8	2.5
	-0.5%	-3.2	-2.4	-1.7	-1.0	-0.2	0.5	1.3	2.0	2.7
実質純資本	0%	-3.0	-2.2	-1.5	-0.7	0.0	0.7	1.5	2.2	3.0
	0.5%	-2.7	-2.0	-1.3	-0.5	0.2	1.0	1.7	2.4	3.2
	1.0%	-2.5	-1.8	-1.0	-0.3	0.4	1.2	1.9	2.7	3.4
投資増↓	1.5%	-2.3	-1.6	-0.8	-0.1	0.7	1.4	2.1	2.9	3.6
	2.0%	-2.1	-1.3	-0.6	0.2	0.9	1.6	2.4	3.1	3.8

(注1) Pew Research Centerの推計によると、2014年時点において労働力人口に占める不法移民の比率は5%である。米国の2016年の就業者数に占める不法移民の比率を同程度と仮定すると、750万人に相当する。

(注2) 表の影響は、コブ＝ダグラス型生産関数に基づく米国の潜在GDP (大和総研による試算値) に対するもの。

(出所) BEA、BLS、FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

## 2.3 ポイント③：米国は「ドル安カード」を切るのか？

### 米国の通貨戦略を規定する3つのファクター

「中国や日本が市場で何年も通貨安誘導を繰り返して、米国はバカをみている」

1月末の製薬会社幹部との会合において、トランプ大統領はこのように述べ、中国と日本の為替政策を批判した。米国が多額の貿易赤字を計上している原因は「他国の通貨安誘導」にあるという主張である。日本をはじめとした主要国は通貨安誘導を否定しているものの、この発言を受けて為替市場は乱高下している。今後のドル相場はどのように動くのだろうか。

今後のドル相場を占う上では、米国の通貨当局がどのようなスタンスを取るのかがカギとなる。**図表 8** は、米国の通貨戦略における「(1)ドル高政策→(2)ドル安政策→(3)ドル安定化策」というサイクル、およびこのサイクルを規定する3つのファクターを示したものだ。また、このサイクルの歴史とドル実質実効為替レート、ドル円相場の推移を示したのが**図表 9**である。

米国の通貨戦略のサイクルを規定するのは、①米経常収支、②米インフレ、③米金融市場、という3つのファクターである。すなわち、まず第一に、「①米経常収支」の悪化が懸念されると「(1)ドル高政策」から「(2)ドル安政策」へと転換し、その後、経常赤字が頭打ちになると「(3)ドル安定化策」を講ずる。第二に、「②米インフレ」圧力が限定的な時点で「(1)ドル高政策」から「(2)ドル安政策」へと移行し、インフレ懸念が強まると「(3)ドル安定化策」を取る。第三に、「③米金融市場」が安定している時に「(2)ドル安政策」を取り、金融市場が混乱しトリプル安（株安・ドル安・債券安）の懸念が生じると「(3)ドル安定化策」へと移行する。

日米経常収支の推移を示した**図表 10**、米コア CPI と、資源価格を映す CRB 指数の推移を示した**図表 11**、米長期金利と NY ダウの推移を示した**図表 12**を見ると、上記のサイクルが確認できる。

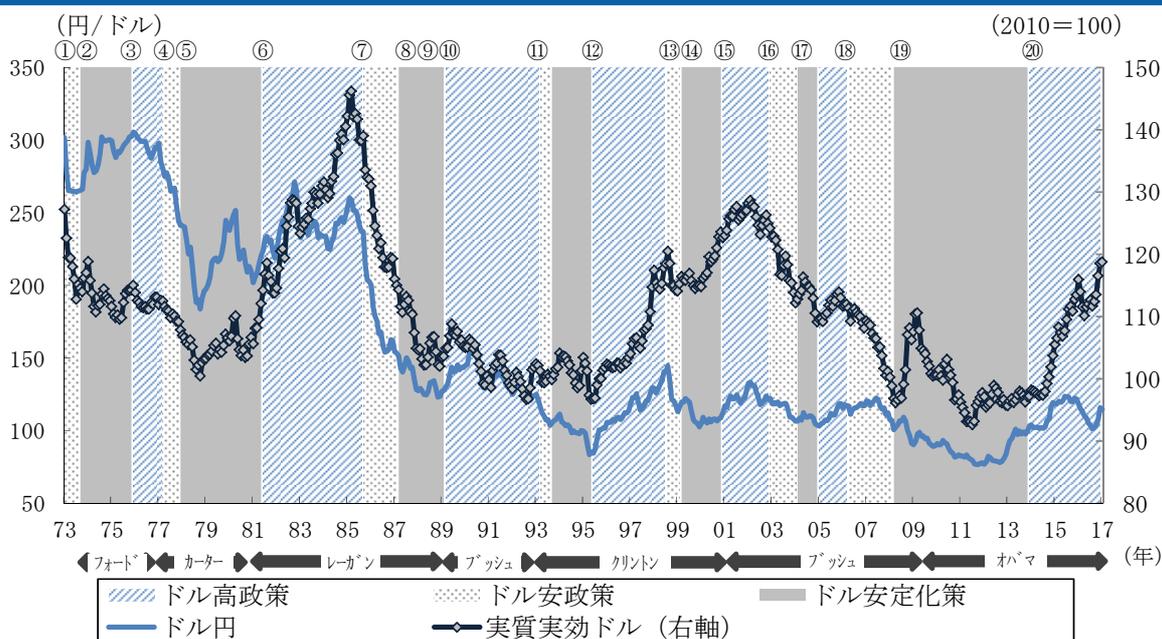
例えば、「(1)ドル高政策」を放棄し、「(2)ドル安政策」に転換した代表的な出来事として、1985年9月のプラザ合意が挙げられる。当時は、レーガノミクス（大型減税、規制緩和、軍事費拡大と他の歳出の削減、マネーサプライ抑制）に伴う「双子の赤字（財政赤字・経常赤字）」の積み上がり政策転換の契機となった。93年のクリントン政権においては、低インフレ下で米国景気が伸び悩む中、日米の貿易不均衡を解消するために円高ドル安政策が取られた。一方、米国が「(2)ドル安政策」から「(3)ドル安定化策」へと転じたのは、商品価格上昇などを反映したインフレ懸念の台頭や、金融市場の混乱といった条件が満たされた時であった。

**図表 8：米国の通貨戦略のサイクルと3つのファクターの関係**

	(1) ドル高政策	→	(2) ドル安政策	→	(3) ドル安定化策
①米経常収支			赤字拡大		赤字縮小
②米インフレ			物価安定		インフレ懸念
③米金融市場			安定		混乱

(出所) 大和総研作成

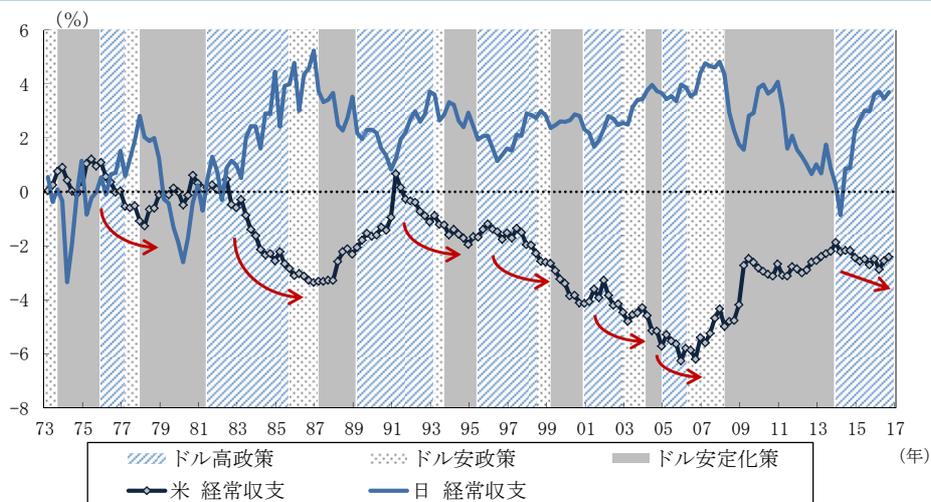
図表9：米国通貨戦略とドル実質実効為替レート・ドル円の推移



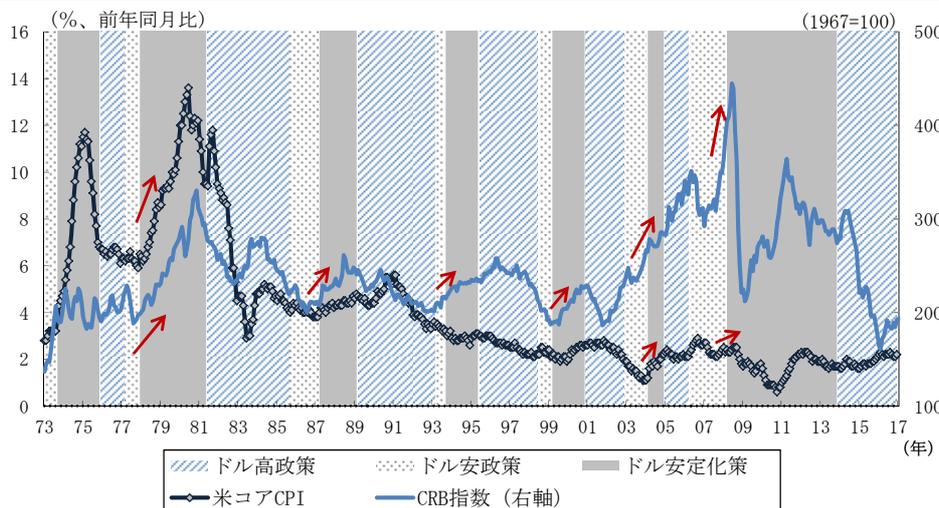
	年月	出来事
①	73. 3	変動相場制へ移行
②	73. 7	バーンズ連銀議長＝シュルツ財務長官のドル買い介入宣言 (「ドル安→インフレ」阻止の目的)
③	75. 11	ランブイエ・サミット：ドル安定を目的とした国際協調体制の構築
④	77. 2	ブルメンソール財務長官のドル安発言「円過小評価論」「日独機関車論」
⑤	77. 12	カーター大統領「ドル防衛」の意思表示 →78. 11 カーター大統領「ドル防衛策」
⑥	81. 4	リーガン財務長官＝スプリンケル財務次官の為替市場非介入宣言
⑦	85. 9	プラザ合意：「ドル安」政策を決定
⑧	87. 2	ルーブル合意：「ドル安定」を表明
	87. 4	ワシントン合意：「ドル安定」を確認
⑨	87. 12	クリスマス合意：「一層のドル安阻止」
⑩	89. 4	ワシントン G7「ドル高抑制」を確認
⑪	93. 2	フォーリー下院議長「クリントン大統領は円高を望んでいる」 ベンツェン財務長官「米国の輸出促進に繋がる円の上昇を支持する」
	93. 4	クリントン大統領「日米貿易不均衡で具体的な成果を出すには 第一に円高、第二に景気刺激策」
⑫	95. 7	日米協調介入。日市場金利低め誘導
	95. 11	米通貨当局ドル買い介入
⑬	98. 6	日米協調円買いドル売り介入
⑭	99. 2	G7蔵相・中銀総裁会議後に、榊原財務官「円安容認」発言
⑮	00. 12	共和党候補のブッシュ氏が大統領選勝利
⑯	02. 12	米オニール財務長官が更迭、スノー氏が新たな長官に就任
⑰	04. 10	米「本国投資法」成立、05年限りの時限立法で実施
⑱	06. 4	G7 財務省・中銀総裁会議「人民元レートの柔軟性は望ましい」
⑲	08. 9	リーマン・ショック →米国QE(08. 11～10. 6)、米国QE2(10. 11～11. 6)、 米国QE3(12. 9～14. 10)
⑳	13. 5	バーナンキショック→12月、テーパリング開始

(出所) 日本銀行統計、Haver Analyticsより大和総研作成

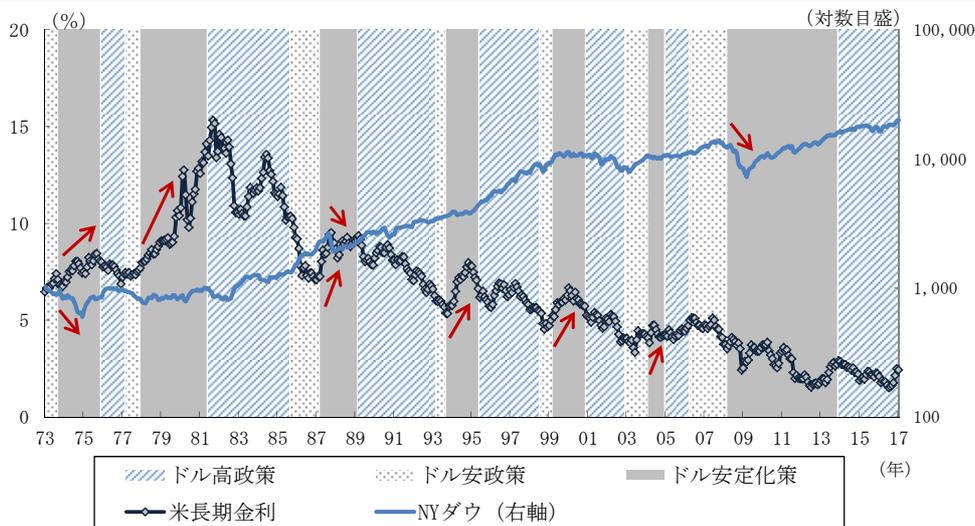
図表 10 : 米国通貨戦略と日米経常収支の推移



図表 11 : 米国通貨戦略と米インフレ率の推移



図表 12 : 米国通貨戦略と米金融市場



## 「インフレ懸念の後退」が「(2)ドル安政策」へと転換する条件

直近の米国の通貨戦略のサイクルを確認すると、現在は「(1)ドル高政策」を取っていると判断できる。

2001年に大統領に就任したブッシュ氏は、基本的に「(1)ドル高政策」を志向していた。しかし、「(1)ドル高政策」によって拡大を続けた経常赤字を背景に、2006年4月のG7財務相・中央銀行総裁会議では「多額の経常黒字がある新興国経済、特に中国の為替レートの一層の柔軟性は、必要な調整が進むために望ましい」との文言が声明に盛り込まれ、人民元売り・ドル買い介入を行う中国を牽制した。この結果、為替市場ではドル売りが進行した。しかし、米国の「(2)ドル安政策」は、2008年9月のリーマン・ショックによる金融市場の混乱を契機に「(3)ドル安定化策」へと転じる。そして、2014年1月にFRBはテーパリングを開始し、2017年現在においても年内複数回の利上げを示唆するなど、欧州や日本と比べて引き締めの金融政策を取っている。以上のような状況下で、最近のドル相場は上昇基調で推移しているのだ。

こうしたドル高の流れは、短期的には継続することが見込まれよう。その理由として、発言とは裏腹に、トランプ大統領の掲げている政策にはドル高を招く要素が多いことが挙げられる。①インフラ投資のための財政出動やドッド・フランク法の見直しによって米国経済の活性化が期待されること、②レパトリ減税によって米国企業が海外に留保している利益が米国内に還流するとの期待感、③国境税調整の導入——これらは全てドル高要因だと解釈されている。

また、米財務長官のムニューチン氏は、指名承認公聴会において「強いドルは長期的には重要」と述べている。この背景には、財政ファイナンスを国外に頼っている米国において、安定的な資金調達を行う上で「(1)ドル高政策」を取るインセンティブが強いことがある。

しかし、前述したように米国のトランプ大統領の発言からは、「(2)ドル安政策」を志向する本音も垣間見える。今後の焦点は「米国の通貨当局がどのタイミングで、こういった条件が満たされた時に、本格的な『(2)ドル安政策』に転じるか？」ではないだろうか。

米国の通貨戦略のサイクルを踏まえると、「(2)ドル安政策」への転換点を占うカギは「米インフレ」と「米金融市場」の動向にあると考えられる。足下で原油価格が上昇基調にあることや、減税・インフラ投資によって米国景気が拡大することはインフレ要因となる。また、本章の「ポイント②：不法移民の強制送還の影響は？」で指摘したように、不法移民の強制送還が実施されるのであれば、これもインフレの一因となり得る。加えて、インフレ懸念の増大はFRBの利上げを招く可能性があることから、長期金利に対する上昇圧力を生じさせる。

以上の考察を踏まえると、為替市場では短期的にはドル高が進む可能性が高いものの、中長期的にみると、インフレ懸念が後退した際には、トランプ大統領が本格的な「(2)ドル安政策」に踏み切る可能性があるだろう。当面、インフレ懸念が後退しない限りは、米国が「(1)ドル高政策」から「(2)ドル安政策」へと転じる可能性は低いと考えられるが、インフレ圧力が抑制され、金融市場の混乱が予想されない時には、トランプ大統領が「ドル安カード」を本格的に切ってくる公算が大きい。

図表 13 : 日本経済・金利見通し

	(予) →					(予) →				
	2016.10-12	2017.1-3	4-6	7-9	10-12	2018.1-3	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	1.0 1.7	1.8 1.5	1.2 1.3	1.4 1.3	1.2 1.4	1.2 1.3	1.3	1.3	1.3	1.1
経常収支 (季調済年率、兆円)	21.6	19.7	19.9	20.6	21.2	21.5	18.0	20.2	21.1	22.6
失業率 (%)	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.3	3.1	3.0	3.0
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2015=100) [前年比%]	-0.3	0.3	0.6	1.0	1.0	0.8	-0.0	-0.2	0.9	0.7
国債利回り (10年債最長期物) (期中平均、%)	0.00	0.08	0.09	0.09	0.09	0.09	0.26	-0.04	0.09	0.10

(注) 予測値は原則として大和総研・第192回日本経済予測による。

(出所) 各種統計より大和総研作成