

トランプ政権下の 米国経済

ニューヨークリサーチセンター 橋本 政彦

要 約

2016年11月の大統領選挙でトランプ氏が勝利して以降、トランプ氏の政策に対する期待感は大きく高まっている。トランプ氏による減税や大型インフラ投資といった拡張的な財政政策は、2017年末頃から実行され始めるとみられ、米国の成長率を再加速させる要因となろう。ただし、トランプ氏による政策案は財政収支を大幅に悪化させることに加え、大型のインフラ投資については伝統的な共和党の考え方に反する政策である。政策が実行されるには議会の承認を得る必要があるため、財政政策の規模は縮小される可能性が高いだろう。加えて、政策による経済の押し上げ効果は、財政支出や減税規模ほどには大きくならないと見込まれる。

米国経済の先行きのリスクとしては、景気過熱や保護貿易によるインフレの高進や、財政悪化懸念による長期金利の上昇、ドル高などが考えられよう。金融政策に関して、インフレリスクが高まる中で、FRBは利上げペースを速める必要性が高まると見込まれる。一方で、今後明らかになるトランプ氏の政策や議会動向、市場動向を見極める必要があるため、2016年12月のFOMCで示された、2017年に3回の利上げ見通しは、利上げ回数の上限の目安と考えられよう。

目 次

- 1 章 トランプ大統領の政策
- 2 章 政策を踏まえた経済見通し
- 3 章 トランプ政権下でのリスク
- 4 章 2017年以降の金融政策見通し

1章 トランプ大統領の政策

1. はじめに

2016年を振り返って、米国における最大の出来事は、言うまでもなく大統領選挙におけるトランプ氏の勝利であろう。選挙戦の序盤においては劣勢と目されていたトランプ氏は、予備選挙を勝利した勢いそのままに、ヒラリー・クリントン氏有利と伝えられていた本選挙でも専門家を含む多くの人の予想を裏切って勝利を手にした。

選挙戦においては、政治経験がないことや、その過激な発言からトランプ氏が次期大統領になることをネガティブに捉える向きが多かった。しかし、実際に勝利が決まった後、特に金融市場ではトランプ氏の政策に対する期待感が大きく高まり、株価は大幅に上昇することとなった。

トランプ氏やその政策に対する期待感が高まる一方で、政策の詳細などに関しては依然はっきりしない部分も多く、具体的な政策等は2017年1月の大統領就任後に徐々に明らかになってくるとみられる。本稿ではトランプ新大統領の政策、とりわけ経済政策を考える上での論点を整理し、公約の実現性を検討した上で、2017年以降の米国経済の先行きを見通すことを目的とする。

2. 「米国第一主義」とは

まず、トランプ氏が掲げる政策の全体像を概観する。トランプ氏は大統領選挙において「アメリカを再び偉大に (Make America Great Again)」をスローガンとし、「米国第一主義 (America First)」を政策全体の根幹に据えていた。では、「米国第一主義」とは具体的に何なのか。トランプ氏が掲げる政策を見ると、全体に共通するテーマは「米国生まれの米国人の雇用を守る」ことである。

トランプ氏の政策では、基本的には国内産業の競争力を強化し、企業活動を活性化することで、雇用の創出を目指している。そのための手段として減税や規制緩和といったプロビジネス（企業寄り）の政策を掲げている点は、伝統的な共和党の考え方に近いと言える。オバマケアの変更・修正を求めるなど、民主党・オバマ前大統領がこれまで重視してきた貧困者の救済など、分配政策に対する関心が低いことも、伝統的な共和党の考え方に近い。

一方で、大型のインフラ投資による雇用の創出や、国内雇用を守るために関税を引き上げるといった保護主義的な通商政策は、民主党が伝統的に主張する政策に近い。つまり、トランプ氏による政策は、雇用重視という目的については一貫しているものの、その達成手段として、減税等による「小さな政府」と、拡張財政による「大きな政府」を同時に目指すという矛盾を含んでいる。

3. 政策の実現性

1) トランプ新大統領の政策コスト

トランプ政権下での米国経済の先行きを考える上では、各政策の効果を評価する前に、政策の実現性を検討する必要がある。

米国においては、立法権限は議会に委ねられており、行政府に法案提出権限はないため、新たな政策を行うためには議会の同意を得る必要がある。予算に関しても、大統領は予算教書という形で予算案を示すが、これはあくまで議会に対する提案であり、議会の予算作成に対して拘束力は持たない。共和党トランプ氏の勝利に加えて、大統領選挙と同時に行われた議会選挙でも上下両院の過半数を共和党が握ったことから、これまでの「分割政府」は解消され、政策議論は進みやすくなる

と考えられる。しかし、伝統的な共和党とは異なる主張が含まれることから、トランプ氏の政策が全て実現するとは考え難い。トランプ氏と議会共和党が、今後どれだけ互いに歩み寄るかが政策運営上の最大のポイントである。

経済政策に関して、最も調整が必要であると考えられるのは、財源をいかに確保するか、財政規律をどれだけ維持するかであろう。トランプ氏は減税やインフラ投資といった景気刺激的な政策を提案する一方で、財源に関する議論はほとんど進んでいない。これまでトランプ氏が示してきた政策案を単純に積み上げていくと、そのコストは10年間で6兆ドル近くに上ると見込まれる。特に財政に与える影響が大きい項目としては、法人税減税を中心とした企業税制の変更や所得税減税である。また、支出項目に関しても、インフラ投資に加えて国防関連費用の増加などでこれまでよりも歳出規模が拡大する見通しとなっている。歳入の増加や歳出の削減など、財政収支を改善させる項目については、メディケイドの変更や「ペニープラン」など、わずかな提案にとどまっているため、公約の政策が全て実行されれば財政収支赤字の大幅な拡大は免れないだろう。トランプ氏は、減税や規制緩和などの政策による経済成長の加速によって、減税による歳入減や歳出の増加分を補うことができると主張するが、そうした主張は裏付けに乏しい。

2) 財政政策の規模は縮小される可能性大

財政を悪化させる政策でも、伝統的に「小さな政府」を志向する共和党からすれば、法人税減税、所得税減税については、より前向きと考えられる。しかし、共和党がこれまで主張してきた減税は、トランプ氏による案よりも減税規模が総じて小さ

い。例えば、連邦法人税率に関してトランプ氏は最高税率を現行の35%から15%へ引き下げる提案をしているのに対し、共和党の案による最高税率は20%となっている。Tax Policy Centerの試算によれば、税制変更に関する共和党、トランプ氏の案が実現した場合、いずれも財政収支は悪化することになるが、トランプ氏による提案ではより悪化幅が大きい。

そもそも、CBO（議会予算局）の見通しによれば、政策が変更されなかった場合でも米国の財政収支の先行きは、ソーシャル・セキュリティやメディケアなどの社会保障関連支出の増加が続くことで、中期的に悪化が続いていく見通しとなっている。野放図な財政収支の悪化を招くような税制変更は容認されづらいと考えられる。

また、歳出面に関して、トランプ氏が掲げる5年間で5,500億ドル規模とされる大型インフラ投資は、伝統的に「小さな政府」を志向する共和党の主張に反する政策である。このため、共和党ではこうした投資に対する反対意見は少なくないと考えられる。ただし、共和党も老朽化するインフラを更新する必要性については認識しており、単なる景気対策ではなく生産性の上昇に資するインフラ投資に対しては、一部の保守派を除いて理解を示している。その証左として、2015年12月には道路や鉄道インフラに対し、5年間で3,050億ドルの予算をつけるアメリカ陸上交通修復法（Fixing America's Surface Transportation Act）を共和党主流派と民主党の超党派の賛成で通過させている。

ただし、やはり問題になるのは、財源をいかに確保するかということである。トランプ氏はインフラ投資の財源として海外留保利益に対する課税分を充てる案に言及しているほか、PPP（官民

図表1 トランプ新大統領の10年間の政策コスト

(単位：兆ドル)

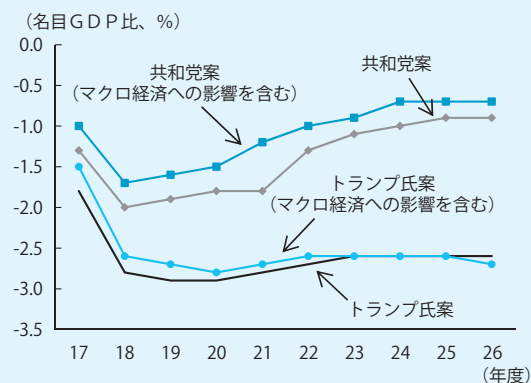
社会保障	+ 0.05
オバマケアの変更	+ 0.50
薬価引き下げ、保険市場の改革	+ 0.05
メディケイドの変更	▲ 0.50
税制	+ 4.50
企業税制の変更	+ 2.85
個人所得税の変更	+ 0.90
チャイルドケアの促進	+ 0.55
相続税の変更	+ 0.20
支出	+ 0.55
国防関連費用	+ 0.45
インフラ投資	+ 0.55
退役軍人関連費	+ 0.50
有給休暇関連	+ 0.05
「ペニープラン」による支出削減	▲ 0.75
その他非国防関連費用	▲ 0.25
移民政策	+ 0.05
移民改革	+ 0.05
政策合計	+ 5.15
利払い	+ 0.70
財政収支への影響合計	+ 5.85

(注1) プラスの値は財政収支悪化要因、マイナスは改善要因

(注2) "Committee for a Responsible Federal Budget" の試算ではインフラ投資は計上されていない。トランプ新大統領のウェブサイトの情報を基に大和総研で加算した。「ペニープラン」とは非国防に関する裁量的支出を年間1%削減する政策のこと

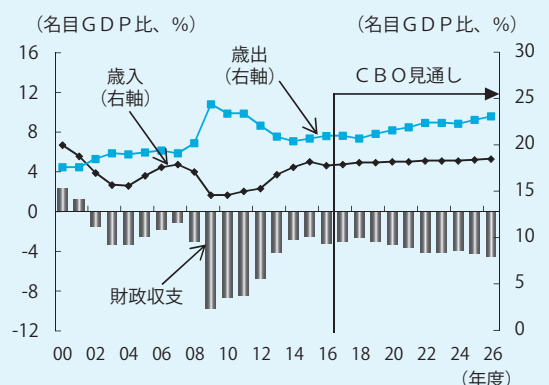
(出所) "Committee for a Responsible Federal Budget" 資料から大和総研作成

図表2 税制変更が財政収支に与える影響



(出所) Tax Policy Center資料から大和総研作成

図表3 CBOによる財政収支見通し



(出所) 財務省、CBO、Haver Analyticsから大和総研作成

パートナーシップ) や税優遇による民間資金の活用を提案している。一方で、財務長官に指名されたムニューチン氏は民主党候補のヒラリー氏が掲げていたインフラ投資銀行の設立などにも言及するなど、財源に関しては依然不透明感が強い。インフラ投資の規模を占う上では財源に関するさらなる議論の進展を待つ必要がある。

2章 政策を踏まえた経済見通し

1. 政策効果発現のタイミング

トランプ氏による政策の規模に加えて、2017年以降の米国経済を見通す上で重要となるのは、政策が実行され、実際に経済に影響を与えるタイミングである。

トランプ氏は、大統領就任当日に実行する措置および、大統領就任後の100日間、いわゆるハネムーン期間において立法化を目指す項目を公表しており、その中に所得税、法人税などの税制改革やインフラ投資の促進など、経済への押し上げが期待される財政措置が含まれている。

しかし、インフラ投資などの財政支出に関しては、基本的には2017年10月から始まる2018

年度予算として審議されることになると思われるため、実際に効果が表れるのは2017年10～12月期以降となる可能性が高いだろう。一方、減税に関しては法案が成立し次第、実施可能であり、かつ過去に遡って適用される可能性もある。過去の例を見ると、G.W.ブッシュ大統領(当時)による、いわゆる「ブッシュ減税」は、2001年1月に大統領に就任した直後の6月に成立し、2001年1月1日に遡及して減税が適用された。遡及措置による減税相当額が、7月から10月にかけて小切手の形で納税者に還付されたため、減税による効果は2001年7～9月期には発現し始めていたことになる。仮にトランプ氏による減税が同様の過程を経て成立し、遡及措置が導入されるとすれば、個人消費を押し上げる効果は2017年7～9月期頃から発現することになるだろう。ただし、ブッシュ減税が実施された当時は財政収支が黒字であったこと、ブッシュ減税がITバブル崩壊後の景気悪化に対応した経済対策としての側面があったことに鑑みると、トランプ氏の減税案において遡及措置がとられる可能性はさほど高くないのではないかと推察される。

効果が発現し始めるタイミングに加えて、減税

図表4 トランプ新大統領が100日以内の立法化を目指す法的措置案

中間層への減税と簡素化 (Middle Class Tax Relief and Simplification Act)
海外移転の禁止 (End The Offshoring Act)
エネルギー、インフラ投資 (American Energy and Infrastructure Act)
学校選択と教育機会 (School Choice and Education Opportunity Act)
オバマケアの廃止、修正 (Repeal and Replace Obamacare Act)
育児・介護支援 (Affordable Childcare and Eldercare Act)
不法移民の停止 (End Illegal Immigration Act)
コミュニティの安全確保 (Restoring Community Safety Act)
国家の安全保障回復 (Restoring National Security Act)
政治腐敗対策 (Clean up Corruption in Washington Act)

(出所) トランプ氏公式ウェブサイトから大和総研作成

やインフラ投資の財政措置に関しては、景気を押し上げる効果が短期にとどまる可能性にも留意が必要である。財政政策が経済成長率に与える影響は、各年の財政政策の規模の前年との差によって決まる。5年で5,500億ドルとされるインフラ投資が、仮に毎年1,100億ドルずつ支出されるとすれば、2年目以降、成長率に対する財政政策の単純な押し上げ効果はなくなる。そればかりか、投資が打ち切られるタイミングでは、成長率の押し下げに寄与することになる。仮に、減税やインフラ投資などの財政措置が、段階的に拡大されていくということになれば、2年目以降も効果は持続することになるが、初年度への影響は当然小さくなる。

2. 雇用の増加ペースは鈍化

2017年内に関しては、政策効果が大きくは出づらと考えられるため、トランプ氏が1月20日に大統領に就任してすぐに、米国経済に劇的な変化が起こるとは考え難い。後述するように政策期待を織り込んだ金融市場の変動やマインドの変

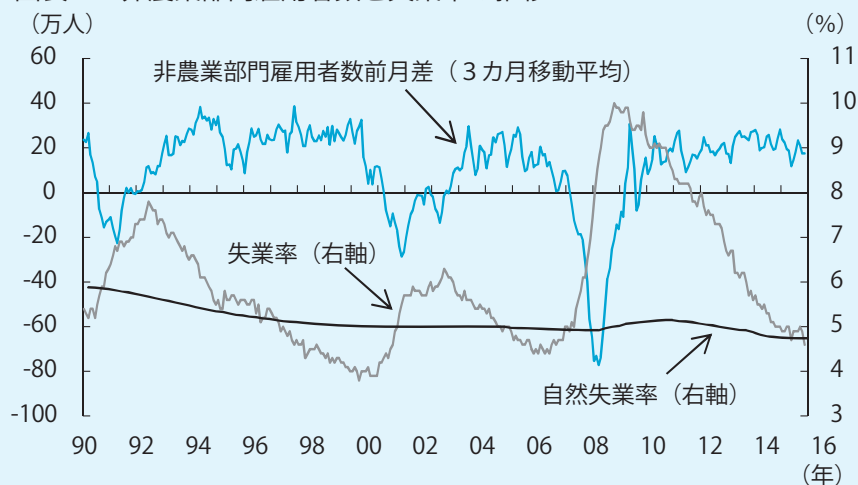
化は政策実効以前から実体経済に影響を与え得るが、2017年前半は基本的には2016年までの経済の延長として考えるべきであろう。

米国経済の足元までの状況を確認すると、雇用者数の増加を背景とした個人消費の拡大が主なけん引役となり、緩やかな景気拡大が続いてきた。こうした個人消費の拡大は先行きも継続することになる。ただし、先行きについては雇用者数の伸びが鈍化することで、個人消費の伸びも縮小していくとみられる。

雇用の伸びが鈍化していく最大の理由は、米国の労働市場が完全雇用に近い状態にあることである。失業率の足元までの推移を見ると、5%を下回り、長期の均衡水準と考えられる自然失業率に迫る水準まで低下している。失業率のさらなる低下が難しくなる中、企業による労働力の確保は困難さを増しており、労働力人口の増加ペースが雇用者数の増加を規定する状況になりつつある。労働市場の主な問題は、失業から労働供給不足へと変わってきている。

労働需給がひっ迫し、企業が提示する賃金や福

図表5 非農業部門雇用者数と失業率の推移



利厚生、その他の就労条件が改善されれば、これまで職探しをしていなかった非労働力人口の就業意欲が高まり、労働参加率が上昇する可能性がある。しかし、非労働力人口には長期間職から離れていたことでスキルが陳腐化した労働力も多く含まれると考えられる。労働市場では、労働供給の絶対数が不足していることに加えて、労働者の質、すなわちハイスکیل人材の不足も問題となっているため、労働参加率の上昇が単純に雇用者数の増加につながるとは限らない。イエレン議長をはじめとするF R B（連邦準備制度理事会）高官が、完全雇用が近づく中では、毎月10万人程度の雇用増加があれば労働力の増加を吸収するには十分であると主張しているように、2014、2015年のような毎月20万人を上回る雇用者数の増加は困難となりつつある。

3. 政策効果に過度な期待は禁物

雇用者数、個人消費の伸びが鈍化することで循環的には成長率が鈍化する局面にあるとみられる

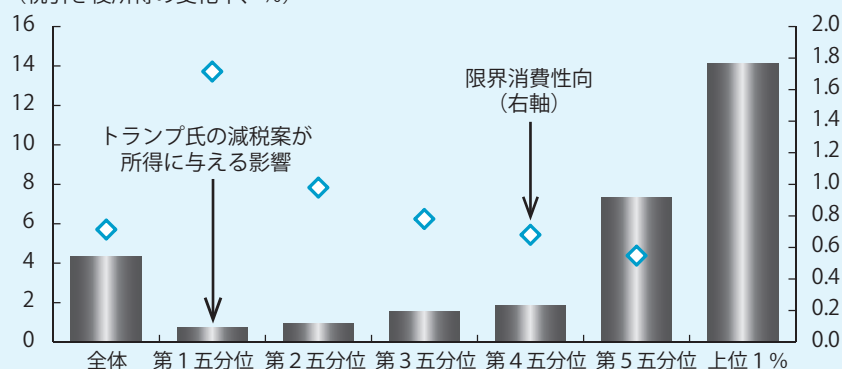
が、2017年後半頃からは、トランプ氏による政策効果が発現し始めることで、2018年にかけて米国経済は加速することとなろう。だが、留意が必要なのは、既述したように、政策の規模はトランプ氏が主張するものから縮小する可能性が高いことに加えて、財政政策が実行に移された際の経済効果が財政規模に比べて小幅となる可能性があることである。

1) 所得税減税は富裕層に恩恵

トランプ氏は個人向け税制に関して、所得税の最高税率を現行の39.6%から33%へと引き下げるとともに、税率の適用区分を現行の7段階から3段階へ簡素化を図るとしている。Tax Policy Centerの試算によれば、トランプ氏による所得税減税案が実現すれば、家計の税引き後所得は平均的に4.3%増加するとされており、減税による景気押し上げに対する期待感は大い。

ただし、現行税率からの低下幅は所得の多い富裕層ほど大きく、減税による恩恵は富裕層でより

図表6 所得階層別に見た所得税減税（トランプ氏案）の影響と消費性向
（税引き後所得の変化率、%）



(注) 限界消費性向は以下の推計式における α の値。
消費支出 = $\alpha \times$ 税引き後所得 + 定数項。推計期間は1984年～2015年

(出所) Tax Policy Center、B L S、Haver Analyticsから大和総研作成

大きくなる。また、廃止が検討されている相続税に関しても、より多くの資産を持つ富裕層にとって有利な税制変更といえる。富裕層の消費性向は低所得層に比べて低いことから、恩恵が富裕層に集中することで、減税による個人消費の押し上げ効果は期待されていたほどにならない可能性がある。

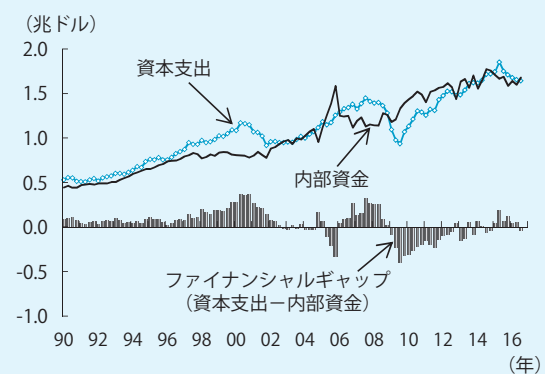
また、こうした富裕層に対する恩恵が大きい政策によって、格差が拡大することが、経済にとってマイナスの影響を及ぼす可能性もあろう。格差の拡大は社会不安を増大させるのみならず、長期的な成長力の向上を阻害する要因となり得る。

2) カネ余りで投資喚起効果は限定的

法人税率の引き下げは企業収益を押し上げ、余剰資金が投資に回ることによるGDPの押し上げが期待されている。また、国内税率を諸外国に比べて低い水準に引き下げること、米国から海外への企業流出を防ぎ、海外からの投資資金を呼び込む効果も期待される。

しかし、法人税減税が設備投資を大幅に押し上げるとも考えづらい。企業の資本支出と内部資金の推移を見ると、2009年から続く今回の景気拡大局面においては、2015年になってようやく資本支出額が内部資金を上回ったものの、超過幅は過去の景気拡大局面に比べて非常に小幅にとどまっている。すなわち、企業は負債を積み増して投資をすることに慎重であることがうかがえる。仮に法人税減税が行われたとしても、資金面が投資需要を抑制する主要因でないとすれば、設備投資を押し上げる効果も限定的なものとなろう。減税によって増加した利益は、自社株買いや配当などの株主還元の原資となるか、内部留保として企業に滞留する可能性が高いだろう。

図表7 民間非金融法人の資本支出と内部資金



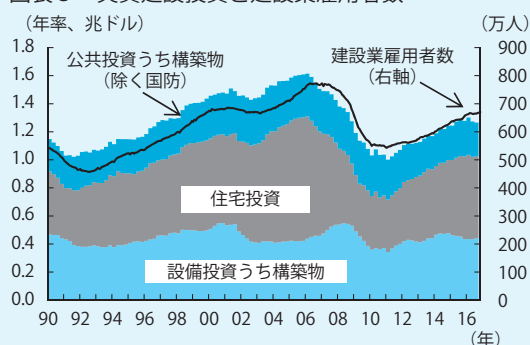
(出所) FRB、Haver Analyticsから大和総研作成

これまで設備投資が伸び悩んできた理由として、設備稼働率の低迷が挙げられる。鉱工業生産や設備投資を押し下げてきた鉱業の生産は足元で持ち直しているものの、水準はなおも低く、稼働率も低位にとどまっている。製造業の稼働率も緩やかな上昇傾向が続きつつも、依然金融危機前の水準を回復するには至らず、長期平均に比べても低いままである。また、資本ストック循環図からは、中期的に設備投資が停滞する可能性が示唆される。持続的な設備投資の拡大のためには、企業の期待成長率を引き上げる必要がある。トランプ氏は、広く規制緩和を進めるとしており、そうした政策が企業の期待成長率を引き上げるか否かが、減税による経済効果を左右することになる。

3) インフラ投資は労働供給がボトルネックに

インフラ投資に関しても、その効果は割り引いてみる必要がある。財源の問題により財政支出の規模が不透明であることに加えて、仮に大型の予算が計上されたとしても、労働力不足がボトルネックとなって経済効果が限定的となる可能性がある。

図表8 実質建設投資と建設業雇用者数



(出所) B E A (米商務省経済分析局)、B L S、
Haver Analyticsから大和総研作成

トランプ氏はインフラ投資を、雇用創出のための手段の一つとしてきた。しかし、既述のように、失業率は自然失業率近傍まで低下しており、米国の労働市場はむしろ非常に引き締まった状態にある。また、定性的なアンケート調査などでは、様々な産業において労働力不足が報告されているが、その代表例の一つが建設業である。人手不足による住宅供給の不足が販売の増加を妨げ、住宅価格が上昇する要因になっていることが業界団体などから指摘されている。同じ建設業でもインフラ投資に必要な人材と住宅建設に必要な人材が必ずしも一致するわけではないが、住宅市場における人手不足は、インフラ投資が人手不足によって抑制される可能性を示唆している。仮に大型の予算が策定されたとしても、執行が進まなければ経済効果は限られる。

3章 トランプ政権下でのリスク

1. インフレ加速のリスク

1) 市況要因による押し下げの剥落と景気過熱

ここまで見てきた通り、米国経済は循環的な景気拡大局面が続くとみられることに加えて、経済

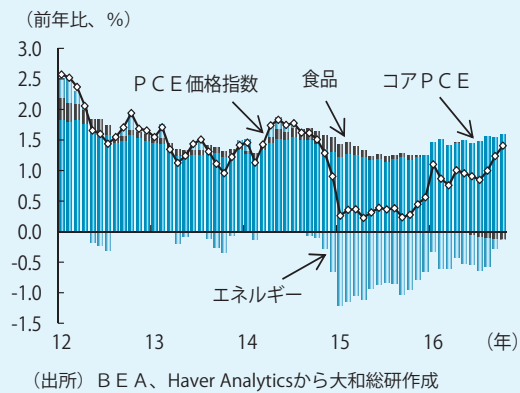
政策が景気の押し上げに作用し、景気拡大が持続する公算が大きい。そうした中で、米国経済のリスクとなるのはインフレ率の高進であろう。

短期的にインフレ率が高まる要因として、原油価格の動向が挙げられる。原油価格は2016年1月を底に緩やかに上昇しつつある。このため、前年比で見た原油価格の変化率は、2017年はプラスで推移するとみられ、エネルギー関連品目はむしろ消費者物価を押し上げる要因になる。食品・エネルギーを除いたコアPCE（個人消費支出）価格指数は、1%台後半の上昇が足元まで続いており、これにエネルギーが上乗せされる形でインフレ率は加速することになる。

加えて、エネルギーなどの市況要因を除いた基調的な物価についても、今後さらに上昇率を高めると見込まれる。労働需給は既にひっ迫した状況が続いており、賃金も緩やかに上昇率を高めつつある。こうした状況下で、トランプ氏の政策によって景気が一層過熱することとなれば、賃金やインフレ率の上昇はさらに加速することになるだろう。

インフレ率の上昇が所得増加を伴うものであれば、インフレ加速による弊害は軽微なものになるとみられる。しかし、前章で既述した通り、経済を過熱させる要因となる個人に対する減税策は、富裕層に対する恩恵がより大きい。一方で、インフレに関しては全ての家計に対して影響を及ぼすことから、低所得層が受ける弊害が相対的に大きくなると考えられる。市況要因によるエネルギー価格の上昇に関しても、より影響が大きくなるのは支出に占めるエネルギー関連項目のウェイトが高い低所得層である。消費性向の高い低所得の購買力低下は、個人消費を減速させる要因となる。

図表9 PCE価格指数の要因分解



2) 移民政策・保護貿易によるインフレ加速

また、トランプ氏による移民政策や通商政策が実現すれば、インフレ率が一層押し上げられる可能性には留意が必要である。

トランプ氏は選挙中、不法移民の強制送還を掲げていたが、当選後は「犯罪歴のある」不法移民を強制送還するとして、不法移民の取り締まりに対してやや姿勢を軟化させている。しかし、現在米国内にいる不法移民の排除にとどまらず、移民や難民審査の厳格化を主張し、移民流入を抑制するという姿勢は変化していない。移民流入は、米国が労働力を維持するための重要な要素の一つである。これが制限されることになれば、労働需給のひっ迫を一層加速させ、賃金上昇やインフレをさらに加速させる要因となる。

さらに、NAFTA（北米自由貿易協定）の見直しをはじめとする保護貿易的な通商政策が実現されれば、輸入物価が大きく上昇することになる。トランプ氏は海外からの輸入の増加によって国内雇用が失われたことや、貿易赤字を強く問題視しており、大統領就任初日に、NAFTAの再交渉・離脱、TPP（環太平洋戦略的経済連携協定）からの撤退を実行するとしている。また、不

正行為を働く国に対する関税の引き上げなど、保護貿易的な政策を掲げている。

国内市場に占める輸入品の割合である輸入浸透度は足元で頭打ち傾向にあるものの、長期にわたって上昇傾向が続いてきた。単なる消費財の輸入にとどまらず、企業のサプライチェーン上も輸入の重要性は過去に比べて増している。仮に中国やメキシコからの輸入品に対して関税が引き上げられ、輸入品価格が高騰した場合、急速なインフレを引き起こすと考えられる。トランプ氏は輸入を制限することによる国内雇用の保護を謳っているが、製造業の国内回帰が進んだとしても、中国やメキシコに比べて人件費が高い米国内で、これまでと同様のコストで製品を製造することは困難であるとみられ、インフレ率の加速は避けられないだろう。

2. 政策期待による市場変動の影響

トランプ氏による政策が実行され経済に影響を及ぼすまでには時間がかかるとみられるが、政策を織り込んだ金融市場の変動は、政策が実現する以前から実体経済にも影響を及ぼすことになる。

トランプ氏の当選以降、政策による景気、インフレ率の加速に対する期待感が高まったことで、長期金利は速やかに上昇しており、景気の引き締めに作用する可能性がある。既述したように、企業は内部留保やキャッシュフローが潤沢な状況にあるため、金利上昇が即座に投資の大幅な減少を引き起こすとは考えづらい。また、家計についても、金融危機以降のバランスシート調整を受けて健全な状態にあり、所得対比で見た金利負担の水準は過去に比べて高くない。ただし、これまで低金利が需要を押し上げる一因となってきた住宅市場などでは、金利上昇が需要を押し下げる可能性

があろう。住宅市場においては、需給のひっ迫を背景に価格の上昇が続いており、家計の住宅取得能力は低下傾向が続いている。住宅ローン金利の上昇は、新規の住宅購入を一層難しくさせる要因となり、住宅販売を鈍化させるリスクが高まろう。

さらに、金利上昇と同時に進むドル高も米国経済にとって向かい風となろう。近年の例を見ると、2014年半ばから進んだ急速なドル高は、米国企業、とりわけ製造業に大きなダメージを与えた。ドル高による価格競争力の低下によって、米国の輸出数量は伸び悩んだことに加えて、海外収益の目減りなどから非製造業も含めて広く企業収益を押し下げる要因となった。2016年に入ってドル高傾向に歯止めがなかったことで、製造業のマイナスインドルや輸出環境、収益環境は改善しつつあったが、さらなるドル高の進行は、こうした製造業の持ち直しに水を差す可能性がある。

他方、株価については、選挙後に大幅に上昇し、ダウ平均株価やS&P500などが史上最高値を更新している。米国では家計資産における株式の割合が高いため、株価が上昇すれば資産効果によって個人消費が押し上げられるとみられる。ただし、

より所得の高い層ほど、多くの株式を保有していることから、株価上昇の効果が高所得層に集中する点にはやはり留意が必要である。

4章 2017年以降の金融政策見通し

1. 高まる利上げの必要性

前章で確認したように、2017年以降、インフレ率はこれまで以上に高まりやすくなると考えられる。2015年12月以降、F R Bは2016年12月まで利上げを見送ってきたが、この背景には、インフレ率が低位で推移してきたことでF R Bは利上げを急ぐ必要がなく、景気動向を慎重に見極めることができたということがあった。インフレ率がF R Bの目標である2%に接近することになれば、インフレを抑制するために利上げを行う必要性が高まることとなる。2017年以降はこれまでよりも利上げペースを速めるのが基本シナリオと考えられる。また、2018年頃からトランプ氏の政策による景気過熱や、輸入インフレによってさらにインフレ率が高まることになれば、利上げペースを一層加速させる必要が出てくることになろう。

また、トランプ氏の勝利以降、F R B高官による財政政策に対する期待が高まっていることも、今後の金融政策運営に影響を与え得る。これまで、F O M C（連邦公開市場委員会）参加者による長期の成長率見通し、すなわち潜在成長率に対する見方は下方修正が続き、それに伴って、均衡金利である長期のF F金利の見通しも引き下げられてきた。潜在成長率や生産性の低下に対する懸念が高まる一方で、潜在成長率の引き上げに関しては、F R Bの金融政策では限界があるというのが、最

図表10 製造業の景況感と為替



(出所) ISM (米供給管理協会)、F R B、Haver Analyticsから大和総研作成

近ではFOMC参加者のコンセンサスとなっているとみられる。トランプ氏が掲げるインフラ投資などの政策が短期的な景気の押し上げにとどまらず、生産性の向上につながれば、経済にとってプラスになるとの見方を複数のFOMC参加者が明らかにしている。今後具体的になるトランプ氏の政策が生産性の向上に寄与するとFOMC参加者によって評価されれば、FOMC参加者の潜在成長率や中立金利に対する見方が上方修正され、利上げのペースを速める要因になる。

2. 利上げを阻む要因

1) 長期金利の上昇

しかし、利上げの必要性が高まる一方で、トランプ氏が新大統領となったことでFRBはこれまで以上に、利上げを行いつづらなくなった側面がある。最大の要因はトランプ氏が選挙で勝利した後、長期金利が上昇していることであろう。

金利上昇の一部は先行きのインフレ加速および、それに対応した将来の利上げを織り込んだ金利上昇であると考えられるが、これに加えて財政悪化懸念が金利上昇の一因になっていると考えられる。トランプ氏による政策は不透明な部分が非常に多く、大統領就任後に、具体的な政策像が明らかになる過程で、大幅な財政の悪化が見込まれた場合、長期金利がさらに高騰するリスクが高まっている。

財政要因による長期金利の上昇は、FRBによって金利をコントロールしづらくなるというデメリットがある。FRBが利上げサイクルを続けていく根拠としては、緩和を緩めることによるインフレの抑制があるが、急激な金利上昇は景気抑制にとどまらず景気後退を招くリスクを高める。また、2015年12月からの利上げサイクルはあ

くまで金融政策の標準化の過程であり、次なる景気後退の際の緩和余地、いわゆる「のりしろ」を作る意図もあると考えられる。財政要因に起因した長期金利の上昇は、FRBにとって決して望ましいことではない。

2017年の財政関連のイベントリスクとしては、連邦政府の債務上限の適用が3月に再開されることが挙げられる。財務省の緊急措置によって実際に連邦債務が上限に達するのは8月～9月頃になるとみられるが、こうした時期には債券市場が不安定化する可能性が高い。財政要因によって市場金利が不安定となる中では、FRBが追加利上げの先送りを余儀なくされるだろう。

2) FRBの独立性低下

また、議会や大統領とFRBの関係性の変化も追加利上げを阻む要因になり得る。各種人事の承認権を握る上院で共和党が多数派を維持したことで、トランプ氏の意向に沿う新たな人事が行われる可能性がある。FRB理事には2つの空席があり、オバマ大統領（当時）は2015年1月に地銀トップを務めた経験を持つランドン氏を、また同年7月にはミシガン大のドミンゲス教授を指名していたが、共和党は公聴会などの開催に同意しなかった。

また、トランプ氏はイエレンFRB議長主導の金融政策に否定的で、議長としての任期が2018年2月3日までである同議長の再任を留保する発言もあった。イエレン議長が早期に退任することが見込まれた場合、次期執行部に判断を委ねるために政策変更を手控えることになるだろう。

さらに、議会共和党はこれまでもFRBへの監査義務付けなどを主張してきた。FRBの独立性の低下が見込まれるようになると、FRBにおい

てインフレ率の上昇をある程度容認するスタンスが強まると予想され、利上げペースはさらに緩やかになると想定される。

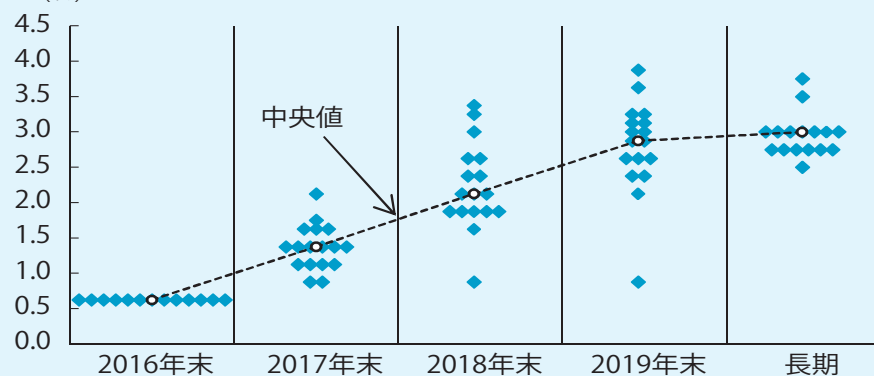
3. 利上げ見通し

1年ぶりの追加利上げが決定された2016年12月のFOMCで示されたFOMC参加者の見通しによれば、2017年から2019年まで、FOMC参加者は年間3回の利上げを見込んでいる。しかし、ここまで見てきた通り、とりわけ2017年は政治動向を見極める必要性が高いことに加えて、政策効果による景気の押し上げも期待しづらいことから、FOMC参加者による3回の利上げ見通しは、利上げ回数の上限の目安と考えられよう。他方、2018年以降の見通しに関しては、政策による景気の押し上げが期待されるものの、FOMCの見通しにおいては、こうした効果が十分に織り込まれていないとみられる。政策の具体像が明らかになるにつれ、利上げペースに対する見方は一層上方修正される可能性があるだろう。

ただし、こうした見方はあくまでトランプ氏に

よる政策がある程度は実現するという前提に基づいたものである。選挙戦においても荒唐無稽な発言を繰り返してきたトランプ氏が、これまでの主張から大きく変化することも十分に考えられる。そうなった場合には、先行きのシナリオに大幅な変更を迫られる可能性があるだろう。金融政策動向を見通す上でも、トランプ氏の政策が今後どう変化していくかが重要な要素となろう。

図表11 FOMC参加者が考える適切な政策金利水準
(%)



(注) 2016年12月時点

(出所) F R Bから大和総研作成

【参考文献】

- Jim Nunns, Len Burman, Ben Page, Jeff Rohaly, and Joe Rosenberg (2016) “An Analysis of Donald Trump's Revised Tax Plan”, Urban-Brookings Tax Policy Center.
- Jim Nunns, Len Burman, Ben Page, Jeff Rohaly, and Joe Rosenberg (2016) “An Analysis of the House GOP Tax Plan”, Urban-Brookings Tax Policy Center.
- Mark Zandi, Chris Lafakis, Dan White, and Adam Ozimek (2016) “The Macroeconomic Consequences of Mr.Trump's Economic Policies.”, Moody's Analytics.
- Committee for a Responsible Federal Budget (2016) “Promises and Price Tags: A Fiscal Guide to the 2016 Election”
- CBO (2016) “How Preferential Trade Agreements Affect the U.S. Economy”

[著者] _____

橋本 政彦（はしもと まさひこ）



ニューヨークリサーチセンター
エコノミスト
担当は、米国経済全般