

2024年3月21日 全9頁

# もしもトランプ／バイデンが勝利したら米国経済はどうか

トランプ氏勝利＝インフレ高止まり、バイデン氏勝利＝米国経済の活力低下がリスク要因

経済調査部 主任研究員 矢作 大祐

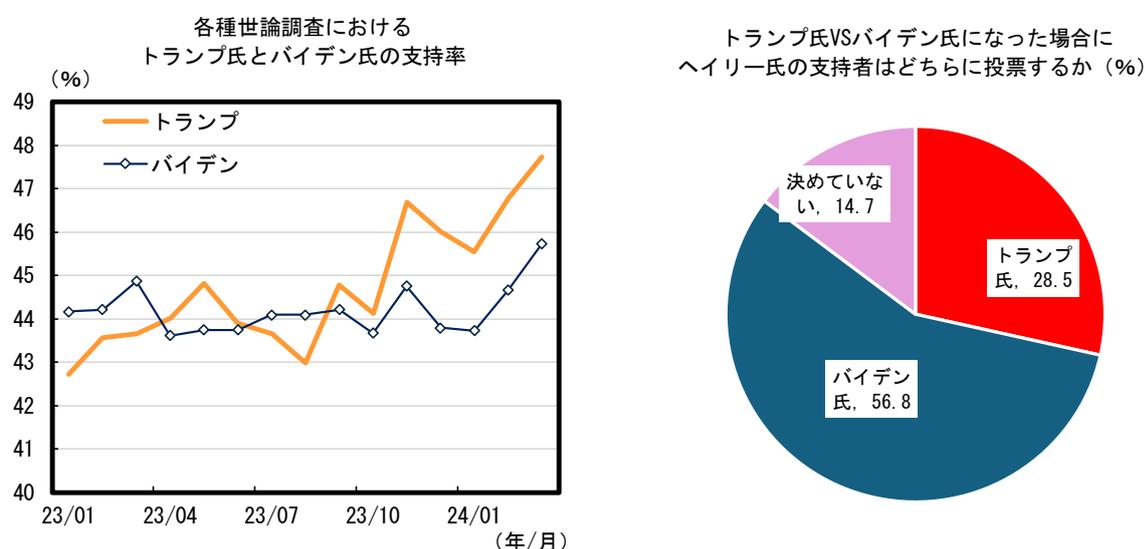
## [要約]

- 2024年11月5日の米大統領選挙（本選）まで8カ月を切った。民主党は現職のジョー・バイデン氏、共和党は前任のドナルド・トランプ氏が候補者として選出される予定である。本選に向けて両者の支持率を見ると、トランプ氏がバイデン氏を上回っているが、その差は僅差といえる。トランプ氏にとっては、共和党内の反トランプ派の受け皿となっていたニッキー・ヘイリー氏の支持者を取り込むことが本選で勝利するためのカギとなる。他方で、バイデン氏にとっては、景気を底堅く維持しつつ、インフレが減速するという米国経済のソフトランディングを実現し、景気の良し悪しを重視する無党派層にアピールする必要があるだろう。
- 本選の結果が現時点で見通しづらい中では、トランプ氏、バイデン氏のそれぞれが勝利した場合の米国経済のリスク要因を整理し、どちらが勝利してもよいよう準備しておく必要があるだろう。トランプ氏が勝利した場合には、移民抑制策や中国に対する輸入規制の強化によるインフレ圧力の上昇がリスク要因といえる。これらの政策はトランプ前政権時にも実施されたことから意外性は少ないものの、高インフレが懸念される現在の米国においては引き締め的な金融環境を長期化させ、金融システムに負荷をかけたたり、結果として景気的大幅な調整を引き起こしたりする恐れがある。
- バイデン氏が勝利した場合には、現在の政策の継続が想定される点はポジティブといえる。しかし、トランプ減税の期限切れによる高所得層への増税が個人消費を下押ししたり、厳格なAI規制の導入によってイノベーションが抑制され、生成AIへの期待を背景に盛り上がる株式市場にも水を差したりする恐れがある。こうした政策に伴う米国経済の活力の低下は、バイデン氏が再選した際のリスク要因として注意が必要だろう。

## トランプ氏が優勢も、勝利にはヘイリー氏の支持票の確保が重要

2024年11月5日の米大統領選挙（本選）まで8カ月を切った。民主・共和党それぞれの候補者選び（予備選挙）が集中する3月5日のスーパーチューズデーを終えて、民主党はジョー・バイデン氏、共和党はドナルド・トランプ氏が候補者として選出される予定であり、2020年の構図が再現されることになる。今回の本選ではトランプ氏が2020年の雪辱を果たすことになるのだろうか。あるいは、2020年同様にバイデン氏が勝利するのだろうか。3月時点の世論調査に基づくと、全米でのトランプ氏の支持率（47.7%）がバイデン氏の支持率（45.7%）を上回っている（図表1左図）。しかし、その差は2%pt程度と僅差であり、現時点でトランプ氏が勝利すると考えるのは早計だろう。

**図表1 各種世論調査におけるトランプ氏とバイデン氏の支持率、トランプ氏 VS バイデン氏になった場合にヘイリー氏の支持者はどちらに投票するか（%）**



（注）左図の支持率は各世論調査の実施月に基づいた平均値。右図は2024年2月時点。  
（出所）The ABC NEWS、Emerson College より大和総研作成

両者ともに残り8カ月間での支持基盤の拡大が不可欠といえる。トランプ氏が支持基盤を拡大する上で、共和党の候補者の一人であったニッキー・ヘイリー氏の支持者の動向が注目点の一つである。ヘイリー氏は、予備選挙でトランプ氏に大幅に後れを取り、3月6日に選挙戦からの撤退を表明した。その際に、ヘイリー氏は常に共和党の大統領候補者を支持してきたと、民主党とは一定の距離を置きつつも、トランプ氏を支持するかは明言しなかった。ヘイリー氏がトランプ氏への支持を示さなかったのは、自身が共和党内の反トランプ派の受け皿となっていたからだろう。世論調査によれば、ヘイリー氏の支持者は、トランプ氏が大統領になった場合の米国の民主主義制度への悪影響を懸念しており、本選がトランプ氏 VS バイデン氏の対決になった場合にはバイデン氏に投票するとの声も多く見られる（図表1右図）。

また、支持者の属性（学歴）もヘイリー氏とトランプ氏では大きく異なる。例えば、トランプ氏の支持者は高卒・専門学校卒・短大卒の割合が大きい一方で、ヘイリー氏の支持者は大卒・大

学院卒の割合が大きく、両者の間には明確な違いがある。他方、バイデン氏の支持者の属性（学歴）は各学歴でバランスが取れており、ヘイリー氏の支持者層に相対的に近い。バイデン氏は、ヘイリー氏の撤退表明時においても、ヘイリー氏の支持者の居場所は、トランプ氏陣営ではなく、バイデン氏陣営にあると秋波を送っている。バイデン氏にとっては、ヘイリー氏の支持者を取り込むことができれば、得票率を伸ばすだけでなく、共和党内の団結を切り崩すという観点でも有意義であろう。他方で、ヘイリー氏の支持者がトランプ氏に投票する以外（バイデン氏を支持、あるいは白紙投票）は、トランプ氏にとって票の取りこぼしを意味する。トランプ氏が、支持者層が異なる上に、反トランプの集まりであったヘイリー氏の支持者を取り込むことはハードルが高いとも考えられ、支持基盤の拡大には困難を伴うとみられる。

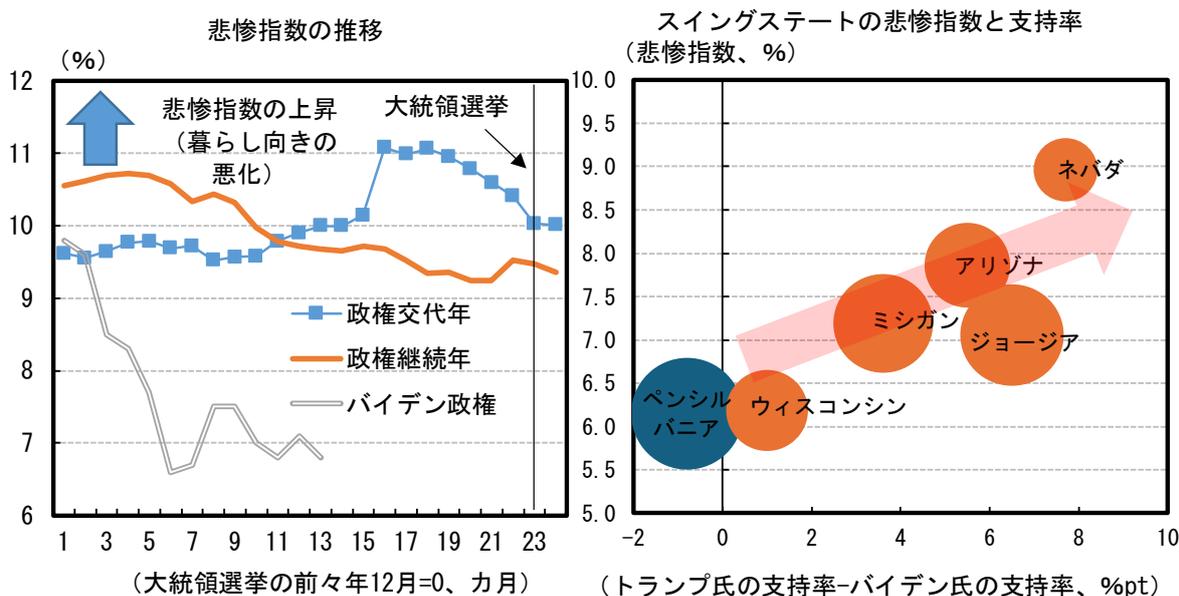
## 景気の良し悪しがバイデン氏の再選可能性を左右

ヘイリー氏の支持者層の動向がトランプ氏の懸案だとすれば、バイデン氏にとっては無党派層の動向が支持基盤を左右する要因となる。とりわけ、党派色が薄く、無党派層の多いスイングステート（ネバダ州、ジョージア州、ミシガン州、アリゾナ州、ウィスコンシン州、ペンシルバニア州の6州）での支持の広がりがかぎを握る。以前より、無党派層が投票時に重視するのは景気の良し悪しである。1992年の大統領選挙でクリントン氏が、景気後退を経験したブッシュ（父）氏に勝利した際に、「重要なのは経済だ、愚か者」というスローガンを用いて勝利したのは有名な話といえる。足元の世論調査でも、無党派層は景気やインフレの動向を最大の関心事としている。

景気の良し悪しを測る上で、消費者物価指数（CPI）の前年比と失業率を足し合わせた悲惨指数に着目したい。1968年以降の大統領選挙年の悲惨指数を、政権交代ケースと政権継続ケースで分けてみた場合、政権交代ケースは選挙前年までは低水準となるも、選挙当年に上昇（人々の暮らし向きは悪化）する傾向がある（図表2左図）。他方で、政権継続ケースは選挙前年までは高水準でも、選挙当年に低下（人々の暮らし向きは改善）する傾向がある。バイデン政権下での悲惨指数は低水準かつ緩やかな低下傾向から横ばいへと変化しつつあるが、過去の政権交代ケースほどの悪化は見せていないことから、現段階では政権継続の可能性を示唆している。

しかし、スイングステートの悲惨指数に注目すると、6州のうち4州が米国全体の平均値（2023年12月：7.1%）以上となっている。また、悲惨指数とバイデン氏とトランプ氏の支持率を合わせてみると、悲惨指数が高い州ほどトランプ氏の支持率が高い傾向が見られる（図表2右図）。スイングステートの最大票田であるペンシルバニア州は悲惨指数が低く、唯一バイデン氏の支持率がトランプ氏を上回っている。しかし、バイデン氏が本選で勝利するためには、ペンシルバニア州のほかに、少なくともウィスコンシン州とミシガン州でも勝利する必要がある。本選までの8カ月の間、景気を底堅く維持しつつ、インフレが減速するという米国経済のソフトランディングを実現し、スイングステートの人々の暮らし向きを改善できるかが、バイデン氏再選のかぎを握るだろう。

図表2 悲惨指数の推移、スイングステートの悲惨指数と支持率



(注) 悲惨指数は消費者物価指数(CPI)の前年比と失業率。左図は1968年から2020年までの政権が対象。右図の悲惨指数は2023年12月時点、支持率は2024年2月時点。円の大きさは選挙人の割り当て数。

(出所) BLS、The ABC NEWS、Haver Analytics より大和総研作成

## トランプ氏の勝利=インフレ高止まりリスク

トランプ氏とバイデン氏の支持率が僅差であることに加え、ヘイリー氏の支持者やスイングステートを中心とした無党派層といった不確定要因もあり、本選の結果は現時点で見通しづらい。こうした中では、トランプ氏、バイデン氏のそれぞれが勝利した場合の米国経済のリスク要因を整理し、どちらが勝利してもよいよう準備しておく必要があるだろう。まず、トランプ氏が勝利した場合を想定すると、バイデン政権からの政策変更の可能性がリスク要因だろう。トランプ氏が主張している政策の中で米国経済に関連した注目点としては、(1) メキシコ国境の警備強化等を通じた移民抑制策の推進、(2) 対中追加関税等の保護主義政策の推進が挙げられる。

### (1) メキシコ国境の警備強化等を通じた移民抑制策の推進

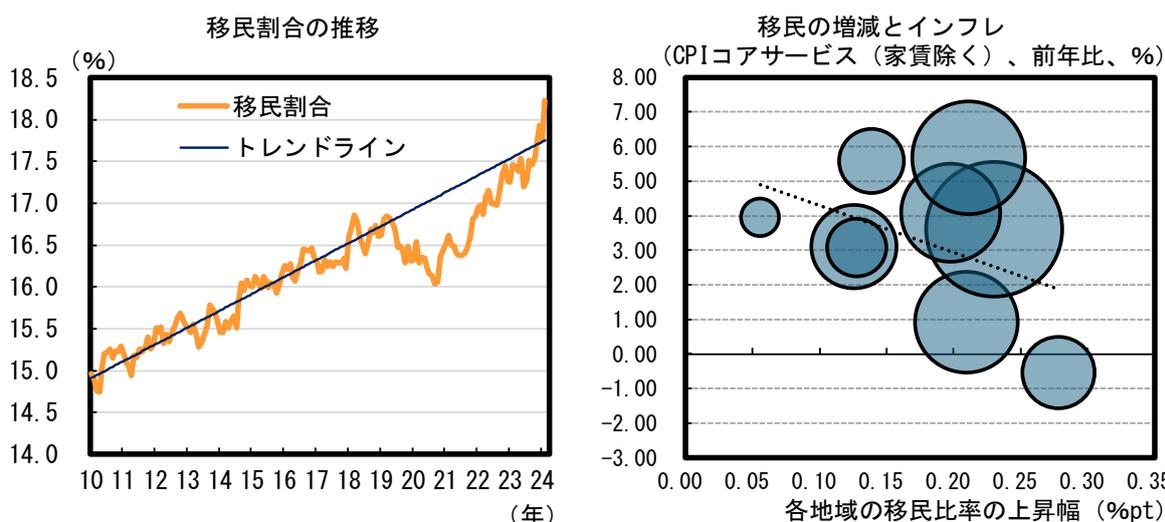
(1) に関しては、トランプ前政権時には非正規移民の取り締まりの強化やメキシコとの間の国境の壁の建設、ビザ発給数の抑制といった移民抑制策を進めてきたが、バイデン政権になり、ビザ発給の正常化や国境の壁の建設停止を推し進め、移民の受け入れを積極化させてきた。結果、トランプ政権時の施策やコロナショックで落ち込んだ移民数は、2023年後半以降トランプ政権前のトレンドライン(2010年-2016年)を上回るまで回復してきた(図表3左図)。こうした移民の増加は、コロナショックからの回復過程において急増した労働需要を埋めるための原動力となった。

他方で、メキシコ国境を通じた非正規移民の増加に対する人々の不満は強まった。例えば、移民の受け入れに寛容な都市であるニューヨーク市でも、移民を受け入れるための施設のキャパシティを超えるほど移民が増加し、非常事態宣言が発出された。移民に親和的で民主党支持者

が多いニューヨーク市民の中でも移民に対する懸念が強まった。トランプ氏は大統領になったあかつきには、非正規移民の取り締まりの強化やメキシコとの間の国境の壁の建設を復活し、「米国史上最大規模の強制送還作戦」を実施すると述べている。こうしたトランプ氏の移民抑制策は、トランプ氏の支持者だけでなく、幅広い人々に歓迎され得る。

しかし、移民抑制によって労働供給が減少し、労働需給がひっ迫することで、賃金の上昇、ひいてはインフレ圧力が高まり得ることは懸念材料といえる。FRBは、インフレの抑制に向けて、賃金上昇率と連動しやすいコアサービス価格（家賃除く）の減速が必要との見解を示している。移民の賃金水準は米国で生まれた人々に比べて8-9割程度の水準と相対的に低く、安価な労働力が增加することで賃金上昇率、ひいてはインフレ率の抑制に寄与してきた。移民比率の上昇幅とCPIコアサービス価格（家賃除く）の関係を米国内の地域別で見ても、2022年に移民が増加している地域ほど、2023年のCPIコアサービス価格（家賃除く）が低水準となる傾向が見られる（図表3右図）。トランプ氏が厳しい移民抑制策を実施すれば、これまでのように労働需給の緩和が進まず、コアサービス価格（家賃除く）を高止まりさせる恐れがあるだろう。

図表3 移民割合の推移、移民の増減とインフレ（家賃除く）



(注) 左図の移民割合は全人口における移民のシェア、トレンドラインは2010-2016年。右図のCPIコアサービス（家賃除く）は2023年の前年比。各地域の移民比率の上昇幅（国外からの移民数/人口）は、2022年と2021年の移民比率の差分。各地域はCensus基準（米国を9つの地域でグループ化）。円の大きさは移民のシェア。  
(出所) BLS、Census、Haver Analytics より大和総研作成

## (2) 対中追加関税等の保護主義政策の推進

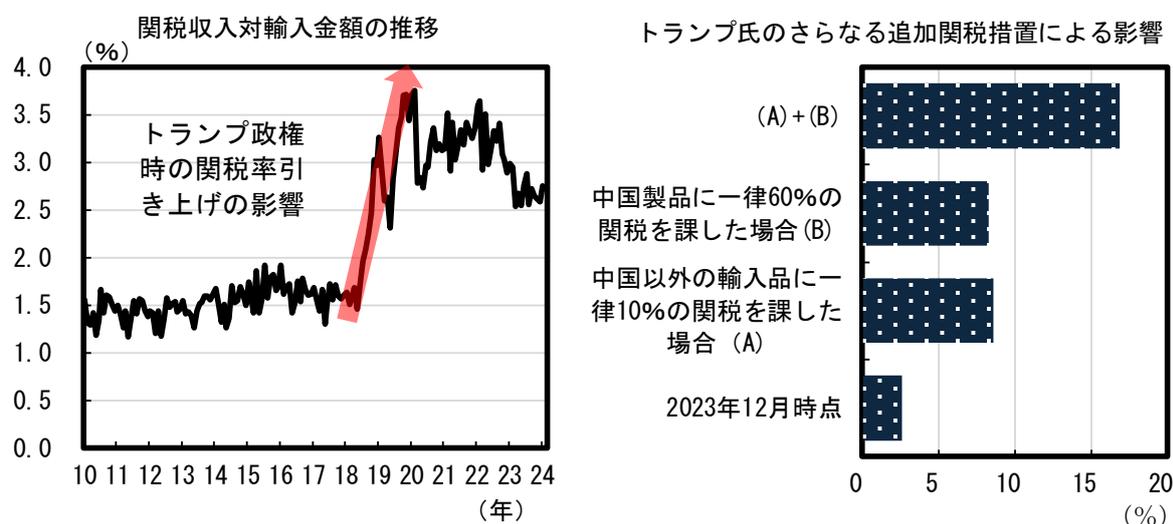
続いて、(2)に関しては、トランプ前政権時には、中国からの輸入品に対する最大25%の追加関税措置が実施された。バイデン政権もこうした措置を概ね据え置いてきたものの、さらなる追加関税措置は課していない。トランプ氏は、大統領に当選した場合、こうした既存の措置に比べてさらに厳格化措置を取ることを示唆している。具体的には、(A) 中国からの輸入品に対して一律60%の関税を課すことに加え、(B) その他の国・地域からの輸入品に対して一律10%の関税を課すと述べており、保護主義政策を一層強化することになる。

これまでの追加関税の影響を振り返ると、米国の全輸入額に対する米国政府の関税収入の比

率（関税コスト）は、従来 1.5%程度だったのに対し、追加関税措置が実施された 2018 年後半以降は急上昇し、2019 年末から 2020 年初頭には 3.5%を超えるまで上昇した（図表 4 左図）。米国の連邦政府機関である米国際貿易委員会（USITC）の報告書によれば、こうしたトランプ前政権時の関税コストの上昇分のほぼ全額を米国企業が負担したとされている。その後の関税コストは、2020 年から 2022 年にかけては平均 3%強で推移した後、2023 年以降は 2%台後半へと低下した。足元で関税コストが低下した背景には、リショアリングやフレンドショアリングが積極化し、中国からの輸入が減少したこと、つまり米中間のデカップリングの進展が挙げられるだろう。

他方で、トランプ氏が本選に勝利し、前記 (A)、(B) という厳格な措置を取ると仮定した場合、米国の全輸入額に対する米国政府の関税収入の比率は、(A)、(B)それぞれ 8%強となり、合計で 17%弱になると試算される（図表 4 右図）。(A)の中国からの輸入品に対する関税の税率が高いことから、米国企業は中国からの輸入を減らし、リショアリングやフレンドショアリングを継続すると想定される。しかし、その移転先も米国外であれば(B)の影響を受けることになる。仮に、(A)、(B)を避けるために、米国内に生産拠点を移したとしても、前述の移民抑制によって労働供給が増えにくくなっていけば、労働需給のタイトさが一層厳しくなることも想定される。また、過去の追加関税措置の際と同様に、中国側も米国からの輸入品に対して追加関税といった対抗措置を取る可能性があり、米企業を取り巻くビジネス環境は大きく悪化することも想定される。ビジネス環境が悪化し、米企業が関税等のコスト増を吸収できなければ、価格転嫁を進めざるを得なくなり、コストプッシュインフレが懸念されることになりそう。

図表 4 関税収入対輸入金額の推移、トランプ氏のさらなる追加関税措置による影響



(出所) U. S. Department of The Treasury、Census、Haver Analytics より大和総研作成

移民抑制策や中国に対する輸入規制の強化は程度の差こそあれ、トランプ前政権時にも実施されたことから意外性は少ない。しかし、トランプ前政権時と現在では高インフレという点で、経済環境に大きな違いがある。トランプ氏が移民抑制策や中国に対する輸入規制の強化を推し進め、インフレ圧力が高まる場合には、FRBはインフレを抑制するために、引き締めの金融環

境を長期にわたって維持せざるを得なくなる。金融環境が引き締めのなままで長期間維持されれば、金融システムに負荷をかけたり、結果として景気の大幅な調整を引き起こしたりする恐れがある点に注意が必要だろう。

## バイデン氏の勝利＝米国経済の活力低下リスク

バイデン氏が本選で勝利し再選した場合、政策の継続が想定される点はポジティブな側面といえる。移民政策や対中関係に関しても、バイデン氏がトランプ氏のような政策を推し進めるとは考えにくい。他方で、バイデン氏、あるいは民主党が主張している政策の中で米国経済に関連したリスク要因としては、(1)トランプ減税の期限切れ、(2)厳格なAI規制の導入が挙げられる。

### (1) トランプ減税の期限切れ

(1)に関しては、2017年に成立したトランプ減税のうち、個人所得税の最高税率の引き下げや税額控除の拡大といった措置が2025年に期限を迎える。連邦所得税の累進税率に関しては、10%→据え置き、12%→15%、22%→25%、24%→28%、32%→33%、35%→据え置き、37%→39.6%へと変更される。7段階の累進税率のうち、最高税率を含めた5つの区分の税率が引き上げられることになる。また、標準控除(単身者12,000ドル→6,500ドル、夫婦合算24,000ドル→13,000ドル)といった税額控除も縮小し、家計の実質的な税負担は増加することになる。

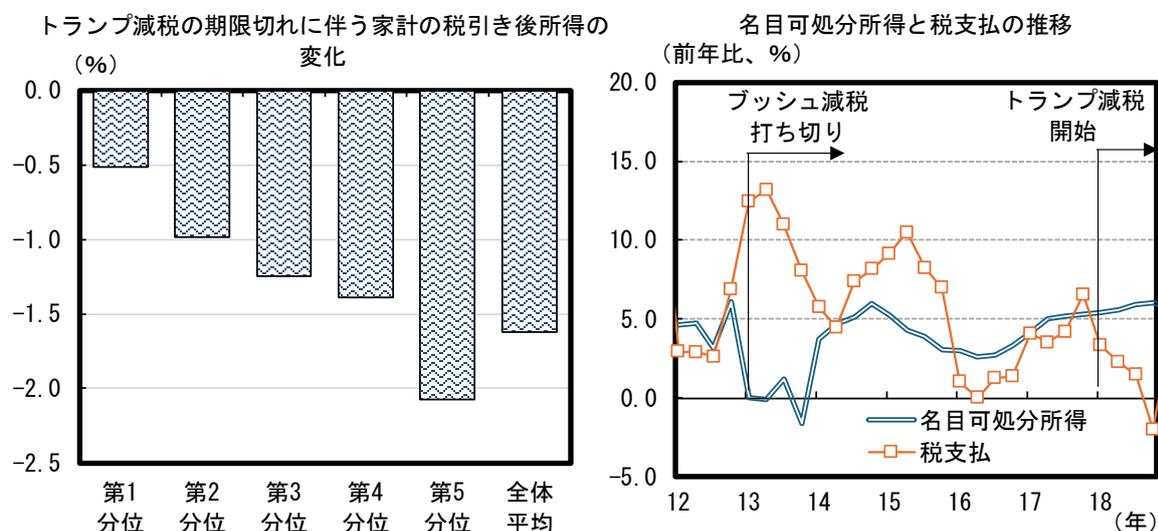
トランプ氏や共和党はこうした減税措置の延長、あるいは具体的な内容は不透明ながらも更なる減税についても意欲的である。他方で、バイデン氏はこうしたトランプ減税の延長に対して消極的な姿勢を示している。Tax Policy Centerによれば、トランプ減税によって中所得世帯(年収約6万ドルから11万ドル)は平均約1,000ドルの減税を受け、税引き後所得は1.3%増加するとされる。他方で、約40万ドルから100万ドルの高所得世帯は、平均で約1万5,000ドルの減税を受け、税引き後の収入は3.1%増加するとされる。バイデン氏は格差是正を推し進めており、富裕層が優遇されているように映るトランプ減税を延長することは考えにくいといえる。

バイデン氏が大統領に再選し、トランプ減税が延長されない場合、2026年の家計の税引き後所得は、延長された場合に比べて平均で▲1.6%程度減少すると見込まれる。所得5分位のうち低所得層(第1分位)は▲0.5%程度と小幅な減少にとどまる一方、高所得層(第5分位)は▲2.1%程度と減少幅が相対的に大きい(図表5左図)。所得上位40%(第4分位、第5分位)の世帯の消費が米国の個人消費の6-7割を占めることを踏まえれば、高所得層の税引き後所得を大きく押し下げるトランプ減税の期限切れは、個人消費全体への悪影響も大きいと考えられる。

減税の期限切れに関する過去の事例を振り返ると、2001年から段階的に導入されたブッシュ減税が一部廃止(高所得者層向けの増税、勤労者向けの社会保障税の減税終了)された2013年が挙げられる。ブッシュ減税の一部廃止に伴い、家計の税支払(控除項目)は前年比で大幅に上昇し、名目可処分所得は前年比で落ち込んだ(図表5右図)。結果、名目個人消費も2013年上半期を中心に減速した。仮にトランプ減税が期限切れになった場合、個人消費が下押しされ、2026

年の名目 GDP 水準を▲0.5%pt～▲0.7%pt 程度下押しすることも想定される。

**図表5 トランプ減税の期限切れに伴う家計の税引き後所得の変化、名目可処分所得と税支払の推移**



(注) 左図は 2026 年の家計の税引き後所得の変化。

(出所) Tax Policy Center、BEA、Haver Analytics より大和総研作成

## (2) 厳格な AI 規制の導入

(2) に関しては、イノベーションの最注目分野である AI に対して、民主党はプライバシー保護などを理由に法整備に積極的といえる。2023 年 10 月には、バイデン大統領が「AI の安全・安心で信頼性のある開発と利用に関する大統領令」を発令した。具体的な内容としては、①国防生産法に基づき、開発業者に対して AI システムの安全性テストの結果共有を義務付けること、②プライバシー保護のための基準を策定すること、③AI による差別を抑制するためのガイダンス、ベストプラクティスの策定、④医療や教育の利便性を高めるための AI の利用促進、⑤AI による雇用への悪影響を軽減するための原則、ベストプラクティスの策定、⑥AI の研究に向けた障害を減らし、イノベーションと競争を促進すること、⑦AI に関する国際的な協力関係の構築、⑧政府による AI 利用に関するガイダンスの発効という 8 つの柱で構成されている。

こうした大統領令に加え、上下院議会でも AI に対する法整備に関する動きが積極化している。2023 年 11 月には、民主党が多数派を占める上院で「AI 研究、技術革新、説明責任法案」が提出された。具体的には、重大な影響を有する AI システム開発業者に対し、厳格なリスク管理や違反した場合に制裁金を課すことなどを内容としている。また、共和党が多数派を占める下院では、AI に関する超党派のタスクフォースが設立し、AI 政策の方針や原則、政策提言を含む報告書を作成することとなっている。このほか、ディープフェイク (AI に基づく画像・映像・音声の合成) が選挙に影響を及ぼさないよう、超党派で法整備が進められている。

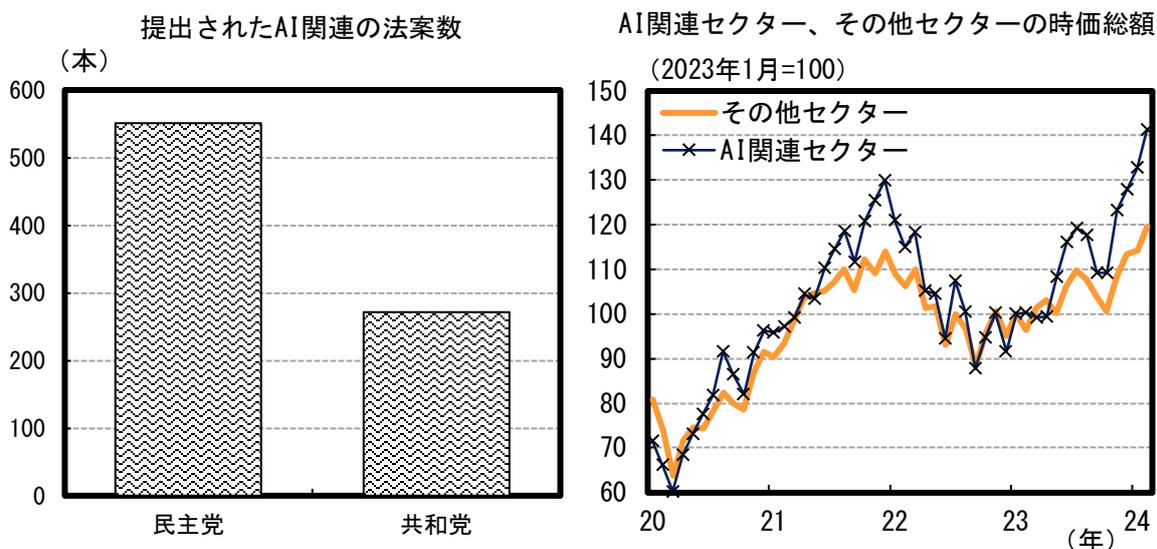
AI に対する規制は超党派で取り組むことのできる数少ないテーマといえるが、民主党と共和党の間でスタンスに違いも見られる。バイデン政権以来の AI 関連の法案数に注目すると、民主党が共和党の約 2 倍の法案を提出している (図表 6 左図)。民主党が政権与党であるとはいえ、

提出した法案数は突出しており、規制に向けた積極性がうかがえる。こうした両党のスタンスの違いに関して、政府による過度な干渉を嫌う共和党の保守派は、安全性テストの結果共有を義務付ける根拠に国防生産法を用いることに対して、戦争や天災、疫病などを対象とした本来の国防生産法の目的を越えた大統領権限の濫用と批判している。こうした保守派を抱える共和党は、リスクへの対応とイノベーションの促進のバランスを取りながら、法整備を漸進させていくと想定される。他方で、大手企業による利益の独占を嫌う民主党リベラル派の中には、巨大IT企業に対する批判とAI規制を結び付けるような意見も見られ、AIに対する規制に積極的であるととともに、リスクの抑制という目的を超えた厳格な法整備を進める可能性があるだろう。バイデン氏は民主党をまとめるために、リベラル派に対しても配慮する必要があり、厳格なAI規制を導入することも考えられる。

AIの長期的かつ健全な発展に向けて、適切な規制を整備することは重要といえるものの、バイデン氏が大統領に再選した場合には、厳格な規制が導入され、イノベーションが抑制される恐れがある。AIを通じたイノベーションの加速が将来的な米国経済の成長の原動力の一つとなり得ることに加え、労働生産性の改善を通じたインフレ抑制への寄与も期待されている。また、足元で好調を維持する米株式市場は、AIによるこうした先行きへの期待を織り込む形で関連セクターの株価上昇がけん引してきた（図表6右図）。しかし、厳格なAI規制が導入されることで、イノベーションが米国経済の活力を高めるという期待が低下してしまえば、結果的に、株式市場にも悪影響を及ぼし得る点に注意が必要だろう。

バイデン氏が再選すれば、現在の政策が継続することでの予見可能性は高まるものの、トランプ減税の期限切れや厳格なAI規制の導入に伴う米国経済の活力の低下は懸念材料といえる。僅差ながらもトランプ氏の支持率が高いことで、現時点ではトランプ氏に関連したリスクが注目されているものの、バイデン氏が勝利した場合のリスク要因にも目を向ける必要があるだろう。

図表6 提出されたAI関連の法案数、AI関連セクター、その他セクターの株式時価総額



(注) AI関連セクターは、ITセクターおよび半導体を含む電子機器セクター。  
(出所) S&P、米上下院議会ウェブサイト、Haver Analytics より大和総研作成