

2024年5月29日 全9頁

「トランプ・リスク」の楽観視は禁物

主張が実現した場合の影響は前回政権時よりも大きくなるおそれ

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光
シニアエコノミスト 吉田 亮平
エコノミスト 岸川 和馬
研究員 石川 清香

[要約]

- 2024年11月の米大統領選に向けて、世論調査の支持率ではトランプ氏が優勢と伝えられている。それに伴い「トランプ・リスク」が話題となっている。仮に、関税引き上げや移民規制等に関する同氏の主張が実現する場合、米国の経済面の影響を試算すると最大でGDPが▲3.40%、インフレ率が+2.75%ptと大きなものになるおそれがある。
- 前回トランプ政権時の実績や、減税実施への期待などから、株式市場など一部には楽観ムードもみられる。しかし、今回主張されている対中輸入に60%、その他の全輸入品に10%の関税を賦課することの米国経済への影響は、前回政権での対中関税引き上げ時よりも大きくなると考えられ、決して楽観視はできないだろう。

2024年は世界的に「選挙の年」といわれる中でも、11月5日の米国大統領選挙が最も注目されることは間違いない。今年初めから行われた予備選挙の結果、民主党バイデン現大統領と、共和党トランプ前大統領の再戦の構図が固まった。既に昨年末頃から、各種の世論調査での両氏の支持率比較において、トランプ氏がバイデン氏をやや上回る状況が伝えられており、トランプ氏の発言や主張への注目度が一層高まっている。トランプ氏にしばしば見られる過激ともいえる主張や、前回政権時の強権的な記憶などから、今回の選挙でトランプ氏が勝利した場合に予想される事態が「トランプ・リスク」として意識されるようになってきている。

本稿では、このようなトランプ・リスクの見方について解説する。結論としては、仮にトランプ氏の現時点の主張がそのまま実現した場合、米国経済への影響はかなり大きくなる可能性がある。関税引き上げや移民規制等で最大限想定されるケースで米国の実質 GDP は▲3.40%、インフレ率は+2.75%pt と試算された（図表1）。これは、2%程度とされる米国の潜在成長率や、FRBが目指す2%のインフレ目標と比較しても大きな影響であるといえる。一方で、関税や移民に関して漸進的な変化にとどまる想定の中庸ケースでは、米国経済への影響は限定的になるとみられる。

直近でもトランプ氏がやや優勢とはいえ両者の支持率の差はわずかであり、米大統領選挙の行方はいまだに混沌としている。今夏に予定され、両者が正式に候補として指名される民主・共和両党の党大会までは、候補者が掲げる公約等も流動的であることから、今後もシナリオは刻々と変化すると考えられる。選挙戦については注視し続ける必要がある。

図表1：トランプ・リスクの影響試算

(%、%pt)	最大ケース 試算	中庸ケース 試算	政策に関わる内訳				減税等
			関税引き上げ		移民規制		
			最大	中庸	最大	中庸	
米国実質GDP	-3.40	-0.67	-1.84	-0.70	-0.45	-0.21	0.83
米国CPI	2.75	0.84	2.33	0.57	0.28	0.13	0.14
中国実質GDP	-1.13	-0.60	-1.29	-0.86	-0.19	-0.09	0.34
日本実質GDP	-0.48	-0.15	-0.66	-0.44	-0.21	-0.10	0.39

(注) 以下の想定で試算。GDP に関して、関税引き上げの試算は大和総研マクロモデルより、移民規制の試算は労働人口の減少率、減税等の試算は公的機関の試算の平均による。

関税引き上げ最大：対中国 60%とその他世界 10%関税

関税引き上げ中庸：対中国 40%関税（現状の平均税率の約2倍）

移民規制最大：全ての移民流入を停止

移民規制中庸：不法移民流入のみ停止

減税等：2017年トランプ減税延長

(出所) IMF、OECD、CBO などより大和総研作成

1. 「トランプ・リスク」

トランプ氏の主張に注目

トランプ氏が2024年大統領選での共和党の候補として有力視された昨年から、同氏は政策等を積極的に発信するようになった。「アジェンダ47」（“47”は2024年選挙で決まる第47代大統領を示す）もそのひとつであり（**図表2左**）、同氏が掲げる米国第一主義に基づくナショナリズム的な主張も多い。前回政権時にも指摘された、米国社会の分断への懸念は高まろう。

一方、経済面からはより直接的に影響する項目が注目されよう。それらは対中国を中心とした関税率の引き上げと、移民規制が主なものとなり、トランプ氏は具体的な数字等に言及している（**図表2右**）。いずれも足元の米国経済の大きな課題である高止まりしたインフレ率を再騰させかねないほか、輸入財に依存した生産に対しても直接悪影響を及ぼし得る。

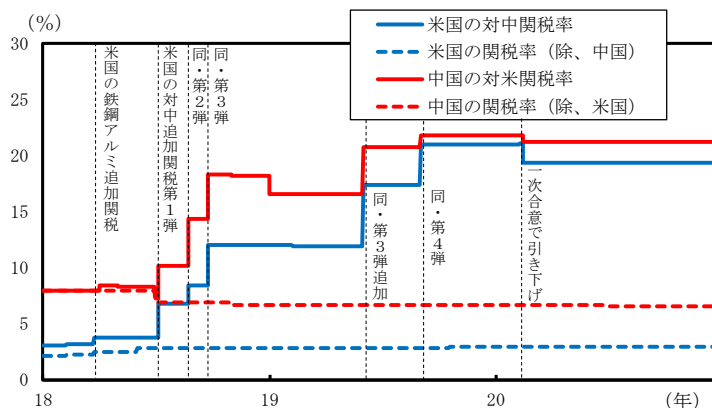
特に関税引き上げについては、前回政権時も対中国での大幅引き上げを実現した実績がある（**図表3**）。よって、トランプ氏の今回の主張が実現した場合の影響を分析する意義は大きい。

図表2：トランプ氏の主な主張

アジェンダ47		関税と移民に関する具体策	
外交	<ul style="list-style-type: none"> 米国第一の外交、ウクライナ紛争は直ちに停戦 第3次世界大戦の防止へ圧倒的な戦力を整備 「パリ協定」から離脱、グリーン・ニューディールを廃止 「普遍的基本関税」の導入 「相互貿易法」の創設 中国への最恵国待遇撤廃 	関税	<ul style="list-style-type: none"> 中国からの輸入に60% 全ての輸入に10% 中国メーカーのメキシコからの輸入に100%
内政	<ul style="list-style-type: none"> 大統領が予算執行を停止できる「没収権」を復活 規制緩和を重視、「フリーダム・シティ」建設 FTC（連邦取引委員会）などを大統領指揮下に 多様性重視の教育否定、「アメリカン・アカデミー」設立 	移民	<ul style="list-style-type: none"> 不法移民の強制送還 米国で誕生した不法移民の子に対する市民権付与を停止 特定の国（ガザ地区、リビア、ソマリア、シリア、イエメン、「われわれの安全を脅かす場所」）からの入国禁止
移民	<ul style="list-style-type: none"> 米市民権の取得を厳しく制限 不法移民の労働許可、公共住宅の利用資格等を剥奪 		
統治	<ul style="list-style-type: none"> 「ならず者」官僚を解雇 機密文書を公開し、ディープ・ステートを打倒 政府の10万人分の役職を首都から移転 連邦議会議員の多選を制限 		

（出所）各種資料より大和総研作成

図表3：トランプ前政権時の関税率の推移



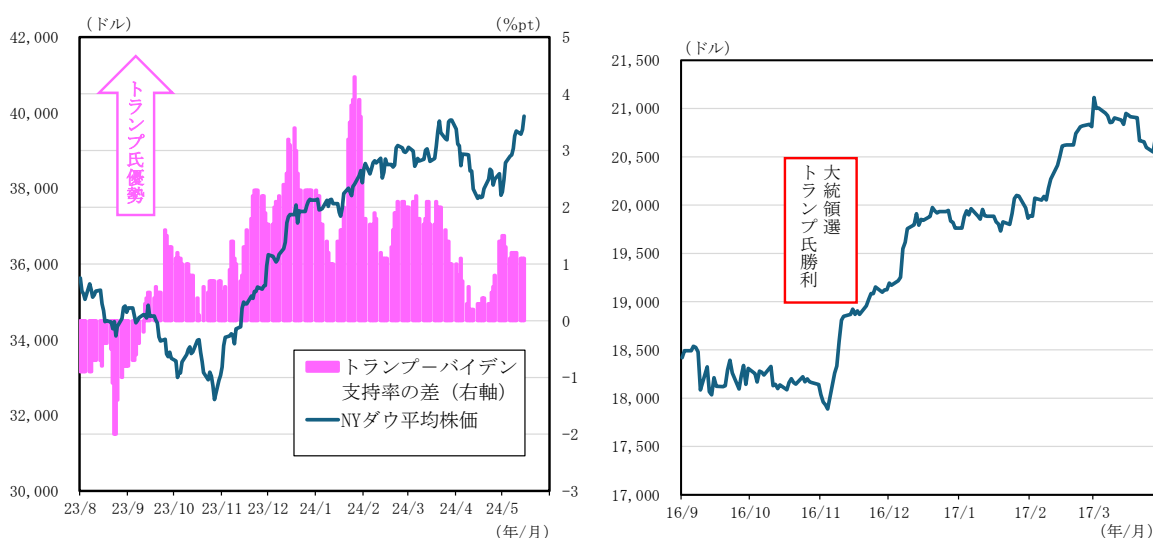
（注）関税率は2017年の貿易額による加重平均で算出したもの。

（出所）Peterson Institute for International Economics (PIIE) より大和総研作成

株式市場などには楽観的なムードも

一方、選挙戦でのトランプ氏の優位に対しては、一部に楽観ムードも感じられる。その代表例が株式市場であり、トランプ氏の支持率がバイデン氏を継続して上回るようになった昨年秋以降は堅調な推移となっている。これは、2016年大統領選挙でトランプ氏の勝利が伝えられた直後から株価が高騰した「トランプラリー」を先取りした動きのようにもみえる（**図表4**）。この株高について、より本質的には昨年秋以降にFOMCでの利下げ観測が高まったことが指摘されるが、トランプ氏は前回政権時にFRBに利下げを促す発言を行うなど金融緩和に積極的とみられていることとも一面的には整合しており、現時点で株式市場の期待感が勝っている印象だ。

図表4：両氏の支持率とNYダウ平均株価（左）、2016年大統領選前後のNYダウ平均株価（右）



(出所) RealClearPolitics、Bloomberg などより大和総研作成

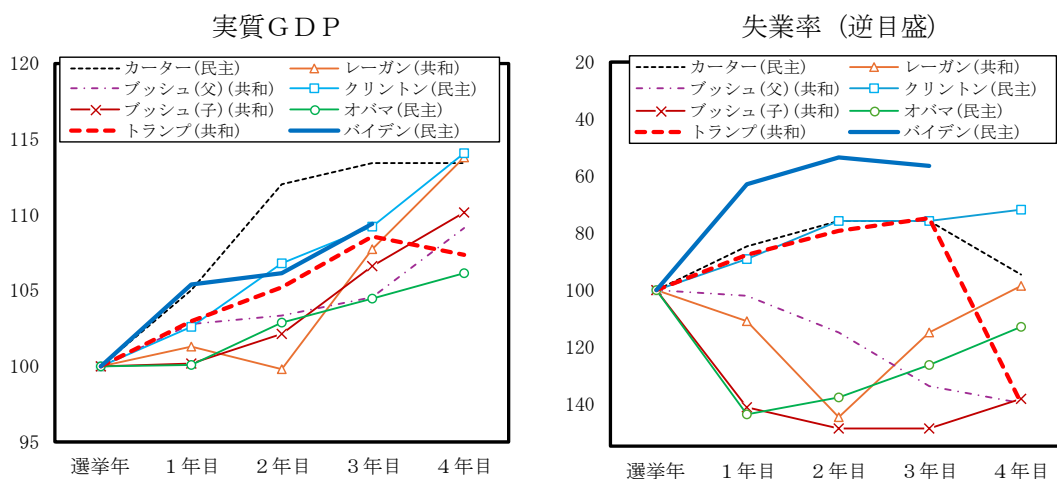
楽観ムードの要因

このような動きの理由については、いくつかの仮説が考えられる。

① 前回政権時の経済状況は、コロナ禍前までは比較的良好だった

米大統領選には、その時々々の経済状況が与える影響が大きいといわれる。カーター政権以降で大統領の1期目の経済状況を比較すると、トランプ前政権時のGDPや失業率の推移に関しては、少なくとも任期3年目までは他の大統領と遜色がなかった（**図表5**）。トランプ前政権の経済運営は、結果的にはうまくいったとの評価も可能だろう。しかしながら、4年目の2020年に起こった新型コロナウイルスの感染拡大（コロナ禍）によって経済は大きく落ち込んだ。これは不可抗力であったといえるものの、選挙直前の経済の悪化は選挙戦への影響も大きかったと考えられる。

図表 5 : カーター政権以降の米大統領 1 期目との比較



(注) 各大統領就任の1四半期前の指標=100。実線のマーカー付きは再選した大統領の1期目。点線は再選しなかった大統領。

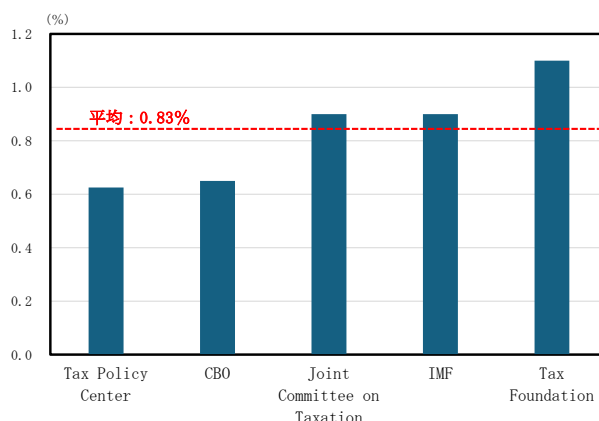
(出所) Bloomberg、米商務省、米労働省、Haver Analytics より大和総研作成

②経済成長にプラスとなる政策も実施された

経済が比較的良好だった主な理由として、政権1年目の2017年に大規模な減税策を決定したことが挙げられる。法人税や所得税を中心に、10年間で約1.5兆ドルに及ぶ減税を実施した。各種の公的機関も、これらが経済成長率を押し上げる効果はあると見積もっていた (図表6)。

今回、減税についての具体的な発言は本稿執筆時点で確認できないものの、今後減税策が浮上する可能性はあると考えられる。まずは、自らが実施したものの、2025年末で期限が切れる個人所得減税の延長が考えられるほか、前回妥協していた税率¹のさらなる引き下げも考えられよう。ただし、減税策は経済成長率を押し上げる半面、インフレも促進し得る。足元では高インフレに悩まされており、前回実施時とは経済環境が異なることに留意する必要があるだろう。

図表 6 : 2017 年減税策の経済効果の試算



(注) 当初4年間の実質 GDP の上乘せ率平均。Joint Committee on Taxation のみ当初5年間の平均。

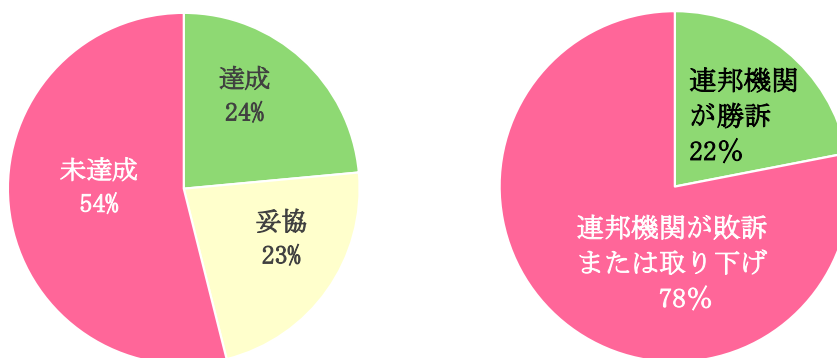
(出所) CBO 資料より大和総研作成

¹ 例えば、法人税率は従来の35%に対し、トランプ氏は15%を主張していたが、実際には21%となった。

③公約は結果的にあまり実現せず

トランプ前政権では対中関税引き上げを実現したほか、大統領令を頻発して政策を実行した印象も強い。しかし、結果を振り返ると、公約の達成率はあまり高くなく、政府機関による政策の実現も難航したとの評価がうかがえる（**図表 7**）。PolitiFactによると、**図表 7 左**と同基準でのバイデン大統領の公約達成率は本稿執筆時点で 27%となっており、任期途中にもかかわらずトランプ前政権を既に上回っている。トランプ氏の過激な主張についても現実化しなければ、影響は限定されるだろう。足元の株価の動きも、それらを見越しているとも考えられる。

図表 7：トランプ前政権時の公約達成率（左）、政策に関わる連邦機関に対する訴訟結果（右）



(注) 左図は公約の達成状況を個別に評価したもの。右図は政府機関の政策遂行に対する訴訟の結果。
(出所) PolitiFact、Institute for Policy Integrity より大和総研作成

今回は楽観視は禁物

ただし、トランプ前政権当時に実施したことと、直近で主張していることとの差は慎重に見極める必要がある。関税引き上げについても、前回と今回で主張が大きく異なる。対中関税については、前回は対象を段階的に拡大しながら最大 25%課税というものだったが、今回は全製品に 60%という主張だ。加えて、「普遍関税」として中国以外の全輸入品への 10%課税も主張しているほか、メキシコ経由の中国メーカーの輸出には高関税賦課をほのめかしている。米国の対中輸入依存度は、かつての 20%前後から、2023 年には 13%台にまで低下したが、トランプ氏の主張が仮に実現した場合、他国を経由した迂回輸出による関税負担の回避も困難となる。よって、米国経済への影響は格段に大きくなる可能性に注意しなければならないだろう（**図表 8**）。

図表 8：関税率引き上げに関わる影響の試算

(%、%pt)

	今回		2019年 試算
	関税最大	関税中庸	
米国実質GDP	-1.84	-0.70	-0.55
米国CPI	2.33	0.57	0.88

(注) 今回の試算は前掲図表 1 から抜粋。
 関税最大：対中国 60%とその他世界 10%関税
 関税中庸：対中国 40%関税（現状の平均税率の約 2 倍）
 2019 年試算：対中国関税第 1 弾～第 4 弾（最大 25%関税）
 (出所) IMF、OECD、「第 202 回日本経済予測（改訂版）」（2019 年 9 月 9 日）より大和総研作成

2. 米国経済への影響を試算

関税引き上げによる需要減とインフレ高進

ここからは、トランプ・リスクについて経済面の影響の算出を試みる。まずは関税引き上げの影響を取り上げる。関税の引き上げは、輸入価格の上昇を通じて需要や輸入財を使った生産を減少させるほか、インフレ率の上昇にも直結し得る。

大和総研のマクロモデルから影響を試算した結果、トランプ氏の主張する関税引き上げにおいて最大限想定されるケースでは、米国の実質 GDP は▲1.84%、インフレ率は+2.33%pt となった（**再掲図表 1**）。特に、「普遍関税」として全輸入品に 10%の関税を課す影響が大きいと見込まれる。またこの場合、米国経済への悪影響は中国経済への悪影響を上回る「ブーメラン効果（対外政策が、かえって自国に影響する）」が顕著となるだろう。一方で、対中国のみ関税率を約 2 倍に引き上げる想定の中庸ケースでは、影響はかなり抑制されるが、決して小さくはないといえよう。

なお、2024 年 5 月 14 日に、バイデン政権は EV や半導体、リチウムイオン電池などに関する対中輸入関税の引き上げを発表した。24 年から 26 年にかけて段階的に実施され、ホワイトハウスによると対象額は 180 億ドルとなっている²。ただし、これは 2023 年の米国の対中輸入額に対して 4%程度の規模であり、その半分以上を占める EV 向け以外のリチウムイオン電池への関税引き上げ実施は 2026 年であることから、今回の関税引き上げは中国製 EV の米国進出への予防的な意味合いが強く、現在の経済への影響は限定的と考えられる。

図表 1（再掲）：トランプ・リスクの影響試算

(%、%pt)			政策に関わる内訳				減税等
	最大ケース 試算	中庸ケース 試算	関税引き上げ		移民規制		
			最大	中庸	最大	中庸	
米国実質GDP	-3.40	-0.67	-1.84	-0.70	-0.45	-0.21	0.83
米国CPI	2.75	0.84	2.33	0.57	0.28	0.13	0.14
中国実質GDP	-1.13	-0.60	-1.29	-0.86	-0.19	-0.09	0.34
日本実質GDP	-0.48	-0.15	-0.66	-0.44	-0.21	-0.10	0.39

（注）以下の想定で試算。GDP に関して、関税引き上げの試算は大和総研マクロモデルより、移民規制の試算は労働人口の減少率、減税等の試算は公的機関の試算の平均による。

関税引き上げ最大：対中国 60%とその他世界 10%関税

関税引き上げ中庸：対中国 40%関税（現状の約 2 倍）

移民規制最大：全ての移民流入を停止

移民規制中庸：不法移民流入のみ停止

減税等：2017 年トランプ減税延長

（出所）IMF、OECD、CBO などより大和総研作成

移民規制により労働需給はひっ迫

続いて移民規制を取り上げる。トランプ前政権ではメキシコとの「国境の壁」建設などの移民規制を推進したが、結果としてコロナ禍前の 2019 年の移民流入数は 2016 年との比較では▲13%

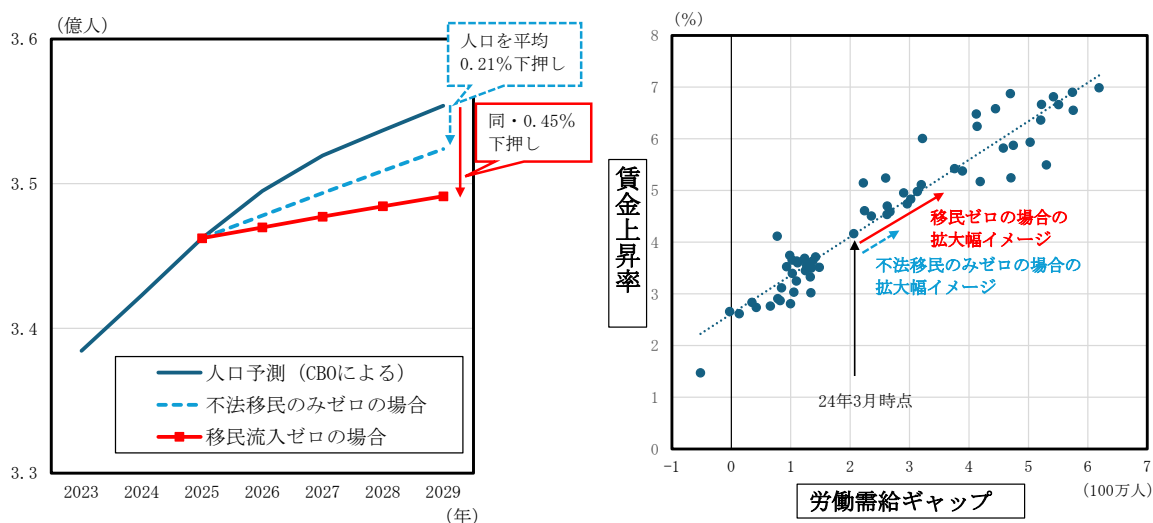
² ホワイトハウス “[FACT SHEET: President Biden Takes Action to Protect American Workers and Businesses from China’s Unfair Trade Practices](#)”（2024 年 5 月 14 日）

程度と限定的な減少にとどまった。しかし、近年の世界的に不安定な政治状況を反映した移民の急増は米国でも例外ではなく、移民流入に対する国民の認識も厳しくなりつつある³。

一方、コロナ禍からの経済正常化の過程を経て米国の失業率は極めて低い状態が続いている。人手不足という現実がある中で、移民が労働需給の緩和要因となってきたことは否めない。また将来にわたっても、移民の流入が米国の人口増加については労働力の確保には欠かせない。移民の流入を止めることは、労働力人口の下振れを通じて供給力の低下をもたらすだろう。また労働需給のひっ迫が続くことは、賃金上昇を通じてインフレ圧力にもなる。米国において、労働需給ギャップ（雇用者数+求人数-労働力人口）がプラスとなる労働力不足の環境下では、労働需給のタイト化は賃金上昇に直結しやすい（**図表9右**）。

米国議会予算局（CBO）によると、当面は近年で急増していた不法移民の流入減少が進む見込みだが、合法的な移民は年間80万人程度の安定的な流入を見込んでおり（**図表9左**）、これらを前提に成長率等の見通しも作成されている。一方、当社の試算では、移民規制により移民流入が完全に止まるケースを想定した場合、当初の4年間の平均で米国のGDPを0.45%押し下げ、インフレ率は0.28%pt上昇させる可能性がある（**前掲図表1**）。

図表9：米国の人口推移の見通し（左）、米国の労働需給ギャップと賃金上昇率（右）



(注) 各年の1月1日時点の試算。
(出所) CBOより大和総研作成

(注) 労働需給ギャップは、雇用者数+求人数-労働力人口。ギャップの拡大率は、2025-28年の平均。賃金上昇率は、平均時給（管理職除く）の前年比。データは2018年以降で、コロナ禍の2020年3月から2021年3月までを除く。
(出所) 米労働省より大和総研作成

減税策によりインフレは再加速

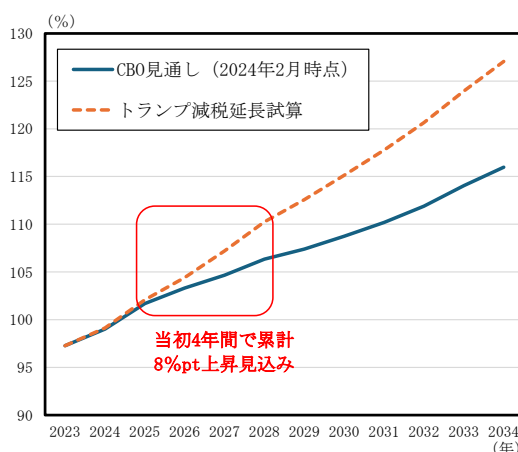
最後に、減税等を取り上げる。前述のように、減税策は経済成長の押し上げとインフレ上昇圧力の両面から影響する可能性がある。試算では、当初4年間の平均で実質GDPを0.8%程度押し上げる一方で、インフレ率を0.14%pt上昇させる要因となり得る（**前掲図表1**）。

³ Center For American Political Studies, “April 2024:Harvard CAPS-Harris Poll” など参照。

また、米国でもコロナ禍での大規模な財政支出を経て債務残高対 GDP 比の上昇が顕著となっており、財政状況の悪化は前回のトランプ政権時よりも進んでいる。よって、現時点からのさらなる財政赤字の拡大は（**図表 10**）、債券利回りの上昇などにも波及する可能性が高まっているといえよう。

以上で述べたように、関税引き上げ、移民規制、減税等のトランプ・リスクによってもたらされる米国経済に対する影響には、それぞれ警戒を怠ることはできないだろう。

図表 10 : 米連邦政府債務残高対 GDP 比の見通し



(出所) CBO より大和総研作成

なお、これまで大統領選挙に伴うトランプ・リスクについて述べてきたが、バイデン大統領が再選した場合にも、個人所得減税の予定通りの終了や、成長分野である AI 関連での規制強化など、経済のマイナスとなり得るリスク要因に留意する必要があるだろう⁴。

また、大統領選と同時に行われる連邦議会選挙も、現時点では与野党の接戦が伝えられている。トランプ前大統領の任期当初、バイデン大統領の任期当初とも、政権与党が議会の多数派となっていたが、いずれも中間選挙において下院では政権与党が敗北し、任期後半は“ねじれ議会”への対応を余儀なくされ、政策の停滞感が強まった。議会選挙の結果は新大統領の政策運営に影響することから、こちらも注目されよう。例えば、前回のトランプ政権時には、2017 年末に大規模減税策を決定したことで、経済にマイナスの影響がある対中関税引き上げを 2018 年以降に推進できたという見方も可能だ。今回の大統領選で仮にトランプ氏が勝利した場合、議会選挙でも上下院ともに減税に前向きな共和党が勝利すれば、大規模な減税策が打ち出される可能性が高まり、前回政権時同様に関税引き上げも実施しやすくなるといえる。他方で、ねじれ議会になれば、減税策は実現しにくくなり、関税引き上げも抑制される可能性があるだろう。

⁴ 詳細は、矢作大祐「もしもトランプ/バイデンが勝利したら米国経済はどうなるか」(大和総研レポート、2024年3月21日)を参照されたい。