

トランプ政権下の米国経済の行方

— 必要とされる生産性向上への取組 —

小林 真一郎¹
(企画調整室客員調査員)

1. 景気拡大への期待感はしだいに後退
2. 米国経済の現状
 - (1) 大統領選前から堅調な拡大が続く
 - (2) 金融政策は引き締め姿勢に転じる
3. 2017～2018年の米国経済見通し
 - (1) 拡大基調が続く
 - (2) 政策効果が現れるまでには時間がかかる
4. 景気の下振れ要因
 - (1) インフレの加速と金利の急上昇
 - (2) 中国を中心とした新興国経済の悪化
 - (3) 政策実行の遅れ
5. 米国経済の抱える問題

1. 景気拡大への期待感はしだいに後退

2017年4月29日に、トランプ大統領が誕生して100日が経過した。米国では、政権交代を円滑に行うために、大統領就任から100日間は報道機関や議会が厳しい批判を控えるとされており、就任から100日後が政権に対する評価を下す節目のタイミングとなる。トランプ大統領も、「100日プラン」と呼ばれる公約を提示し、政策の具体的な取組に向けて動き始めていた。しかし、100日が経った時点でも、公約の実現に向けた具体的な動きは見えてこない。

2016年11月の米大統領選において、事前の予想を覆す形で大統領に当選した直後には、公約である大規模な法人税減税、規制緩和の推進、インフラ投資拡大などによって米国企

¹ 三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社主席研究員

業の業績改善が進み、米国景気は拡大するとの期待感が強まった。このため、株価は急反発し、昨年12月には連日、史上最高値を更新した。また、リスクオン（リスク選好）の動きから債券が売られ（金利は上昇）、金利上昇を反映してドル高が進んだ（図表1）。こうした金融市場の活況はトランプ相場と呼ばれた。

図表1 米国の金融市場の動向



(出所) Dow Jones、日本銀行、日本経済新聞社

図表2は、1月20日の大統領就任時に、改めて示された政権の政策方針の一覧である。大統領選挙中と同様、「アメリカ第一」を強く意識した内容となっている。この方針に基づいて、具体的な政策の策定が進められたが、100日時点では目立った成果があがっていないばかりか、今後の展望も十分に開けていない。

まず、就任直後には、TPP（環太平洋パートナーシップ）からの離脱に踏み切り、NAFTA（北米自由貿易協定）の再交渉に動き始めるといった動きがあった一方で、大統領就任直後に出されたイスラム圏から米国への入国を制限する大統領令が、連邦地裁の差し止め命令を受けて凍結された。また、早期に撤廃するとしてきた「オバマケア」は、議会での法案通過の目途が立たなかったことから、代替案の提出を撤回せざるを得ない状況に追い込まれた。加えて、中国を為替操作国に認定するという方針を撤回したほか、1兆ドルのインフラ投資については全く中身が見えてこない。減税については、法人税及び所得税の引下げを含む税制改革案をようやく公表したが、既に発表済の事柄が中心であり、財源については触れられていない。

一方、当初は孤立主義的な立場をとるとしていた外交では、シリアへの空爆や、北朝鮮への圧力の強化、さらには軍備力の拡大等、当初の方針を転換しつつある。

政策の具体化が遅れた理由としては、まず公約のハードルが極めて高かったことがある。減税やインフラ投資などには多額の財政支出が必要となるが、事前にその財源に目途が立っていた訳ではない。次に、政権スタッフの指名、就任の遅れによる作業の停滞がある。議会での承認に時間がかかり、100日経過時点で依然として空席の主要ポストもある。

図表 2 大統領就任時に示された方針

| | |
|---|---|
| エネルギー計画 | America First Energy Plan |
| <p>気候変動行動計画や水質ルールといった有害で不要な政策を排除する。 これらの規制撤廃により今後7年間で300億ドル以上の賃金増加に繋がる。 シェール革命を進め推定50兆ドルの価値がある埋蔵エネルギーを利用する。 エネルギー産業からの収入を道路等のインフラ再構築に充てる。 国内のエネルギー生産を高めることは国家安全保障上もメリットである。 同時に、反テロ戦略の一環として湾岸諸国と積極的なエネルギー関係の構築を進める。 大気と水の保護に向けてEPA（環境保護局）の役割を見直す。</p> | |
| 外交政策 | America First Foreign Policy |
| <p>ISISや他のイスラム過激主義のテロ組織の壊滅を最優先する。必要なら連合を組み軍事作戦に取り組む。 次に軍の再建に取り組む。最後にアメリカの国益に基づいた外交政策を進める TPPから撤退する。NAFTAも再交渉し公平な取り決めが拒否されれば離脱する。 自国の利益を害するような通商合意への違反を厳しい措置を講じる。 大統領は商務長官に対し、全ての貿易違反を特定し、あらゆる方法によりこれらを排除するよう指示する。</p> | |
| 雇用回復と経済成長 | Bringing Back Jobs And Growth |
| <p>今後10年間で2,500万人のアメリカ人の雇用を創出し、年4%成長を回復させる。 まずは税制改正に着手。所得税と法人税について、税率の引き下げと簡素化を行う。 新たな規制の導入を一時的に止め、悪影響のある雇用規制を特定し撤廃する。 製造業を支えるため、違法または不公平な貿易慣行の国を特定し、既存の貿易協定について厳しい姿勢で再交渉に挑む。</p> | |
| 軍の強化 | Making Our Military Strong Again |
| <p>防衛予算の自動削減を中止し新たな予算を議会へ提出。軍隊の再建計画を明らかにする。 イランや北朝鮮などの国からのミサイル攻撃を防ぐ最新のミサイル防衛システムを開発する。 サイバー戦争に関して、サイバー司令部における防衛的かつ攻撃的なサイバー能力の開発を最重要課題とする。 退役軍人に対するケアを厚くする一方、腐敗した無能な（corrupt and incompetent）幹部を解雇する等の改革を行う。</p> | |
| 法治社会の強化 | Standing Up For Our Law Enforcement Community |
| <p>暴力犯罪の削減への取り組みを続ける。 全ての国民が銃を保有する権利を支持する。 不法入国や薬物の流入等の阻止に向け、国境に壁を建設する。 法執行の強化により国境付近の不法移民を追放する。</p> | |
| 貿易取引 | Trade Deals Working For All Americans |
| <p>（※概ね外交政策と同様）</p> | |

（出所） ホワイトハウスホームページより三菱UFJリサーチ&コンサルティング作成

こうした政策面での動きを受けて、トランプ相場も終焉を迎え、就任100日後にかけては、株価が横ばい圏での推移にとどまった。また、ドルは、トランプ大統領によるドル高をけん制する発言もあって、ドル安傾向に転じている。債券市場では、2016年12月、2017年3月と連邦準備制度理事会（FRB）が2回にわたって金融引締めを実施し、今後も引締めが継続されるとの見方が根強い中で、金利は横ばい圏で推移している。

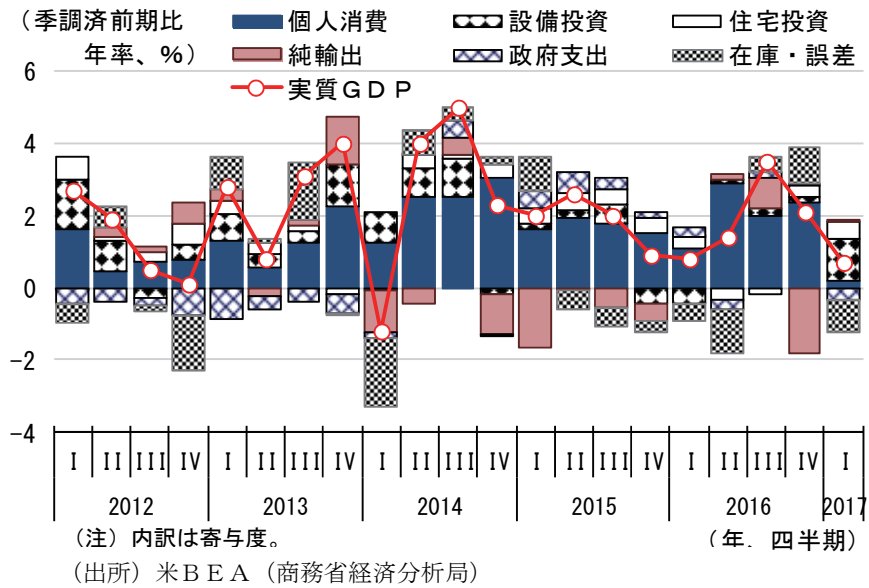
それでも、期待感の剥落によって金融市場が大きく崩れなかったのは（特に株価が上昇基調を続けているのは）、次に述べるように景気自体は底堅く推移していたためである。

2. 米国経済の現状

（1）大統領選前から堅調な拡大が続く

足元の米国景気は緩やかに拡大しているが、これは2016年夏以降の動きであり、大統領選挙の結果とは関係がない。実質GDP成長率は2016年10～12月期には季調済前期比年率で+1.9%と、堅調に拡大した後、個人消費の伸びが弱かったことや在庫のマイナス寄与度が大きかったことから、2017年1～3月期には同+0.7%に鈍化した（図表3）。しかし、伸び率の鈍化は一時的な動きと考えられ、均してみれば底堅く推移していると評価される。中身を見ても、これまで弱かった設備投資の伸びが高まるなどの好材料もある。

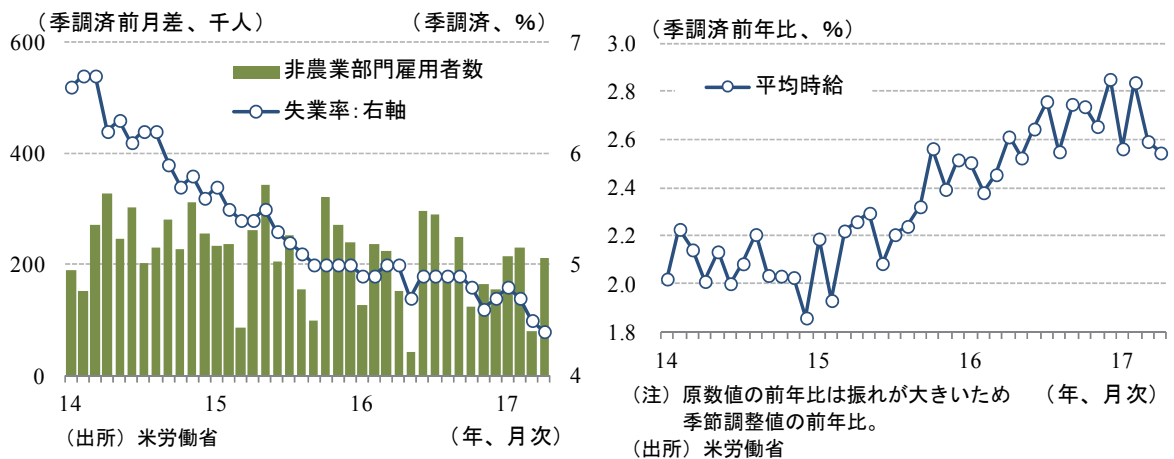
図表3 実質GDP成長率の推移



中でも顕著なのが、雇用情勢の改善である。4月の失業率は4.4%にまで低下しており、労働市場は、ほぼ完全雇用の状態(失業率で5%程度)にあると考えられている(図表4)。

これを受けて、賃金も上昇基調にある。このところ、やや伸びが鈍化しているとはいえ、平均時給の伸び率は前年比で2%台半ばを維持しており、底堅い個人消費の原動力となっている。こうした賃金の上昇率の高まりは、いずれ物価の上昇圧力となってくる可能性が高い。

図表4 雇用情勢と平均時給の推移



(2) 金融政策は引き締め姿勢に転じる

景気の回復を受けて、連邦準備制度理事会(FRB)の金融政策は引締め姿勢に転じている。2016年12月には連邦公開市場委員会(FOMC)において1年ぶりに金融引締めが決定され、FFレート誘導目標は0.25%ポイント引き上げられ、0.50~0.75%となった。

さらに、2017年に入ってから景気の順調な拡大基調が維持され、前述の通り雇用情勢が一段とタイト化したこともあり、3月には0.25%ポイントの追加金融引締めが実施された（FF金利の誘導目標は年0.75～1.00%）。

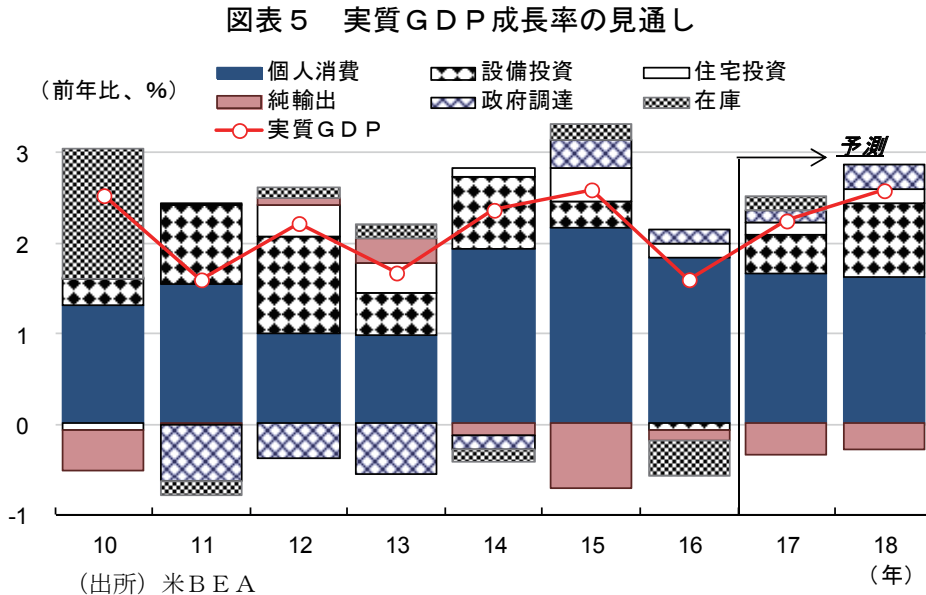
委員によるFF金利見通しでは、2017年末時点の誘導目標の中央値は1.25～1.50%となっており、0.25%ポイントずつの引上げであれば、FRBは年内後2回の利上げを見込んでいることになる。

また、最近では、金利の引上げからFRBのバランスシートの縮小へと市場の関心が移っている。現時点では、量的緩和の下で購入された住宅ローン担保証券（MBS）や長期国債については、償還とともに同額を再投資することで残高が維持されている。FOMCの声明文では、FF金利の水準が正常化するまで償還金の再投資を続けるという文言が盛り込まれており、目先の実施の可能性は低いであろう。しかし、景気の順調な拡大が続けば、早ければ年内にもバランスシートの縮小に着手する可能性がある。

3. 2017～2018年の米国経済見通し

(1) 拡大基調が続く

今後も米国経済は、拡大基調が維持される可能性が高い。実質GDP成長率は、2017年に2.3%に高まった後、2018年は2.6%と伸び率の拡大が続き、3年ぶりに2%台後半の成長を達成すると予測する（図表5）。



労働市場がほぼ完全雇用の状態にあるとみられる中で、今後は雇用者の増加数や失業率の低下余地は限られてくる一方で、賃金への上昇圧力は一段と増すと見込まれる。こうした良好な雇用・所得情勢を背景に、個人消費が堅調に推移し引き続き景気のけん引役となるだろう。ただし、名目では年率4%程度の拡大が続くとみられるものの、物価の上昇が加速することから、実質の伸びは抑制されることになる。

一方、企業収益の改善が続く中、生産の増加を受けて設備稼働率が上昇し、今後は回復が遅れていた設備投資も持ち直していく見込みである。ただし、トランプ政権の経済政策の効果が現われるのは早くても2017年後半とみられ、法人税減税やインフラ投資促進の効果が本格化するのには2018年になるだろう。このため、2017年前半は投資需要の弱さが残る中で企業が様子見姿勢を取ることで、設備投資の伸びは緩やかにとどまる可能性がある。

物価については、景気の拡大が続く中、賃金の増加と共にインフレが進むと予想され、継続的な金融引締めが実施される可能性が高い。しかし、足元で景気の過熱感やインフレ懸念が急速に高まっているわけでもない上、急速な引締めは市場や実体経済を悪化させるリスクがあることから、利上げは2017年に後2回、2018年も3回程度のペースで進むと見込む。ただし、バランスシートの縮小に着手することになれば、金利の引上げが、量の縮小に代替されることになると考えられ、この場合、利上げの回数は減少する可能性がある。

(2) 政策効果が現れるまでには時間がかかる

以上説明してきた米国の景気拡大は、トランプ新政権の政策が直接的に実体経済を刺激し成長を加速させるというよりも、2016年の夏以降、中国を中心とした世界景気の減速が一服する中で、そもそも自律的に景気が拡大する過程に転じているためと考えられる。

トランプ大統領の掲げる経済政策は、全てが実施に移されれば、経済成長率を高める効果は十分に期待される。しかし、実際に景気に効果を及ぼすまでに時間がかかる上、現実味に乏しいものが多い。また、後述するように政策が実行に移されない可能性もある。

たとえば、TPPからの脱退やNAFTAの再交渉、さらには中国やメキシコといった国々からの輸入品について高い関税を課すという保護貿易政策は、実現すれば輸出の増加と輸入の減少につながるであろう。また、一部の企業が発表しているように、大規模な生産の国内回帰が進めば、雇用創出や投資拡大という点では一時的に経済にとってプラスとなる。しかし、他国との交渉には時間がかかる上、WTO（世界貿易機関）のルールに抵触する可能性がある。さらに、高い輸入品を購入することは、米国民にとって大きな負担となるであろう。

このため、今回の経済見通しでは、トランプ政権の経済政策の効果については、減税や一部のインフラ投資などによる押上げが2018年を中心に現れるものの、それほど大きな効果があるとは見込んでいない。むしろ、次に述べるように、景気に下振れリスクがあると考えている。

4. 景気の下振れ要因

自律的な景気拡大局面に入ったと考えられる米国経済であるが、以下の通り大きく3つの下振れリスクが存在する。

(1) インフレの加速と金利の急上昇

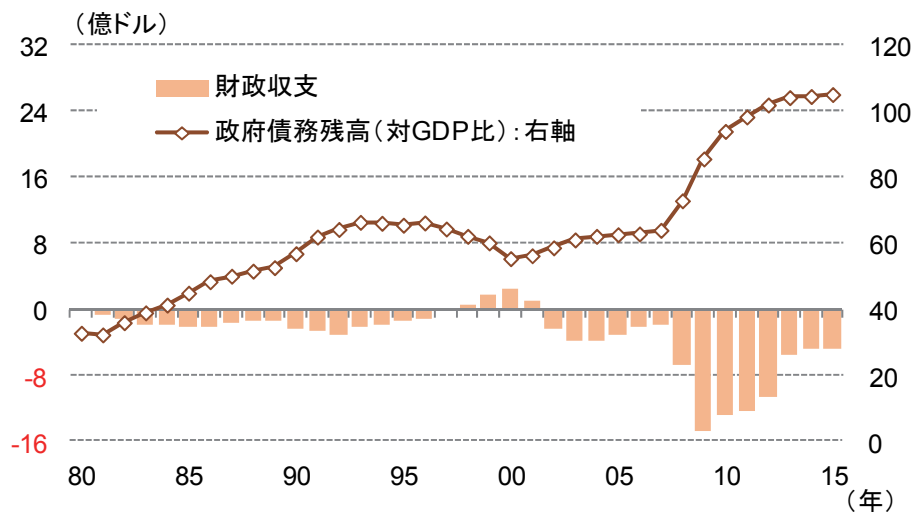
懸念される下振れリスクの第一が、インフレの加速と長期金利の上昇が、借入コストや

調達コストの増加を通じて消費や投資を抑制し、景気を悪化させてしまうというものである。FOMCにおいても、多くの参加者が今後の財政政策の拡大を見込み、景気の上振れリスクが高まっているとの認識を持っている。実際、市場でも財政拡大への期待から長期金利が押し上げられており、实体经济の拡大ペースが加速する中で想定以上に景気が過熱するリスクがある。そうなれば、FRBの金融引締めペースも増していくことになるであろう。

米国ではほぼ完全雇用の状態にあると先に指摘したが、本来、こうした状況下では、移民をはじめとする外国人労働者が貴重な労働の担い手となるところである。しかし、トランプ大統領の主張するように「アメリカ人を雇う」という流れが強まれば、賃金の上昇ペースがさらに高まり、インフレを一段と加速させるリスクがある。2016年末時点では、約1.52億人の就業者に対し、失業者は約720万人にしか過ぎない。このため、トランプ大統領の公約である10年間で2,500万人のアメリカ人の雇用を増やすという目標は、実現は極めて厳しいといえる。

さらに、公約に掲げる大規模な減税やインフラ投資には多額の資金が必要であるが、それを債務の増加で賄うことになれば、財政の悪化懸念を背景に金利が急上昇するリスクもある。財政収支は徐々に改善しつつあるものの、政府債務残高の対GDP比は依然として高水準にある（図表6）。

図表6 財政収支と政府債務残高



(出所) 米B E A、米財務省

(2) 中国を中心とした新興国経済の悪化

2015年から2016年にかけて、米国の景気が持ち直し、金融引締めが行われるとの観測が高まると、決まって新興国からの資金流出の懸念が高まり、新興国の通貨や株価が売られ、世界経済の先行き不透明感が強まるきっかけとなってきた。米国の大統領選後も、ドル高が進み、長期金利が上昇したことを受けて、メキシコをはじめとする新興国の通貨や株価が下落する動きが強まったが、新興国は通貨防衛のための利上げや自国通貨買いの為

替介入で対応したことで、ひとまず国際金融市場の動揺につながることは回避された。中国においても、資金が流出し、人民元安が続いたが、景気が持ち直してきたことや、トランプ相場が一段落したことで、大きな混乱には至っていない。

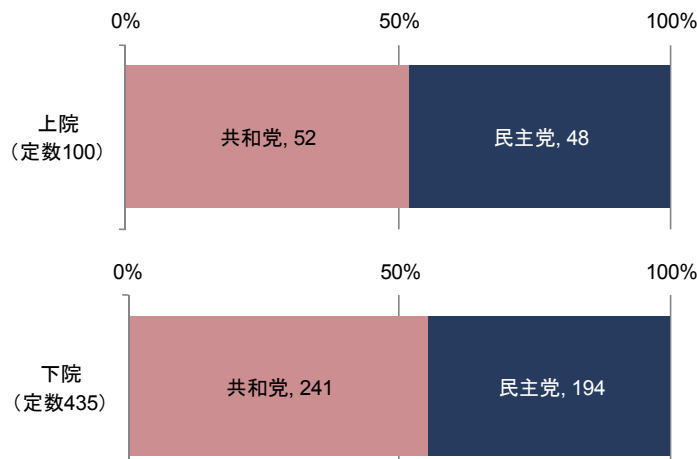
しかし、今後、ドル高や金利上昇が進んだ局面で、再び新興国からの投資流出の思惑が強まり、国際金融市場の混乱が深まれば、世界的な景気低迷につながることになりかねない。トランプ大統領の掲げる中国からの輸入に対する高関税の賦課や同国の為替操作国への認定は、実現すれば中国の輸出に打撃を与えるだけでなく、ドル高・人民元安を一段と加速させることにもなり得る。

(3) 政策実行の遅れ

大統領選挙と同時に行われた連邦議会選挙では、上院、下院とも共和党が過半数を制したが、トランプ大統領の掲げる極端な政策は必ずしも共和党の主張と一致しているわけではない。政策の実現には時間を要するとの見方が既に広がっているとはいえ、トランプ大統領が頑なな姿勢を取れば減税やインフラ投資等の重要な政策の法案さえまとまらない懸念もある。また、想定以上に政策実行のスケジュールが遅れると、先行して膨らんでいる期待が失望に変わり、金融市場の混乱を招くリスクがある。

その場合、先行き不透明感が強まることで短期的な景気に悪影響を及ぼすだけでなく、中長期的な成長期待を阻害し、潜在成長率を一段と低下させる悪循環に陥ることになりかねない。

図表7 米国の連邦議会体制



(出所) 各種報道資料等より三菱UFJリサーチ&コンサルティング作成

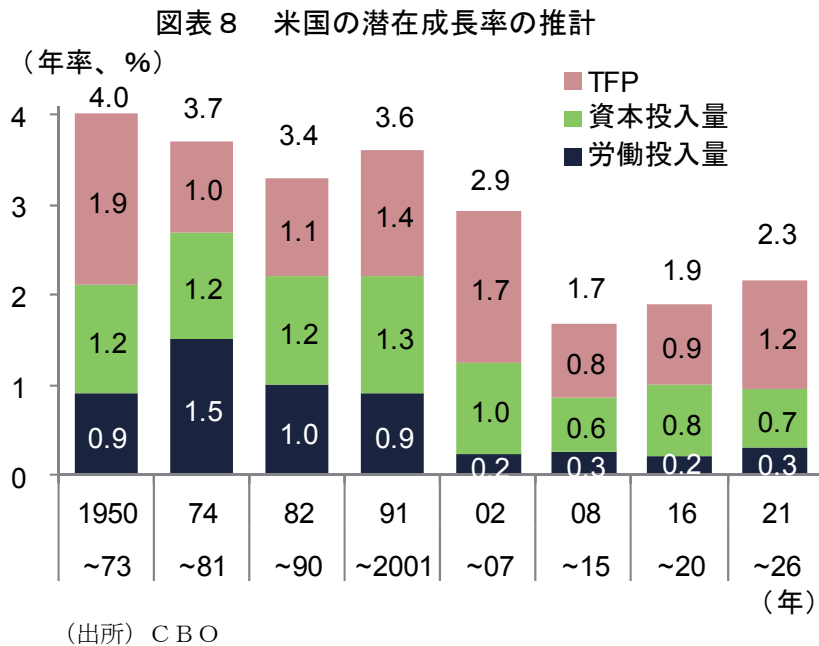
5. 米国経済の抱える問題

このように、せっかく回復してきた米国経済であるが、今後のトランプ政権の政策次第では、失速することになりかねない。本来、米国の採るべき経済政策はどのようなものなのであろうか。最後に、米国の抱える構造的な問題について考えていく。

米国の潜在成長率は徐々に低下している。CBO（米国議会予算局）の推計によれば、

2000年代に大きく低下した後、2010年代に入ってからはやや持ち直しているが、それでも足元では概ね1%台半ばにとどまっている（図表8）。

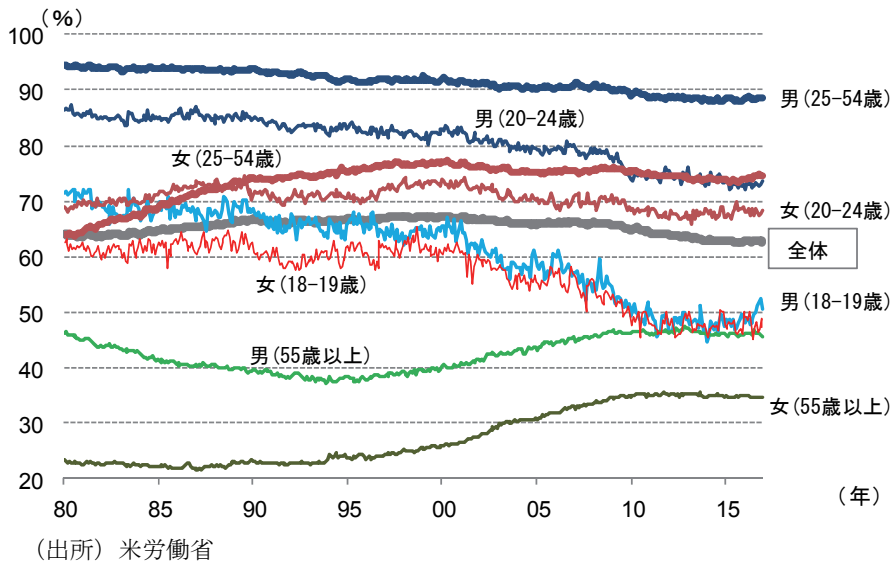
2000年代に入って、潜在成長率が大きく低下した主因は、労働投入量の伸びが急縮小したためである。足元でも年1%弱のペースで人口の増加が続いているものの、日本と同様に米国でも高齢化が進んでいる。生産年齢人口（15～64歳人口）に対する高齢者人口（65歳以上人口）の比率を示す「老年人口指数」は、2000年代半ばから大きく上昇し、2015年は22.5%と、10年前と比べ約4%ポイント上昇した。



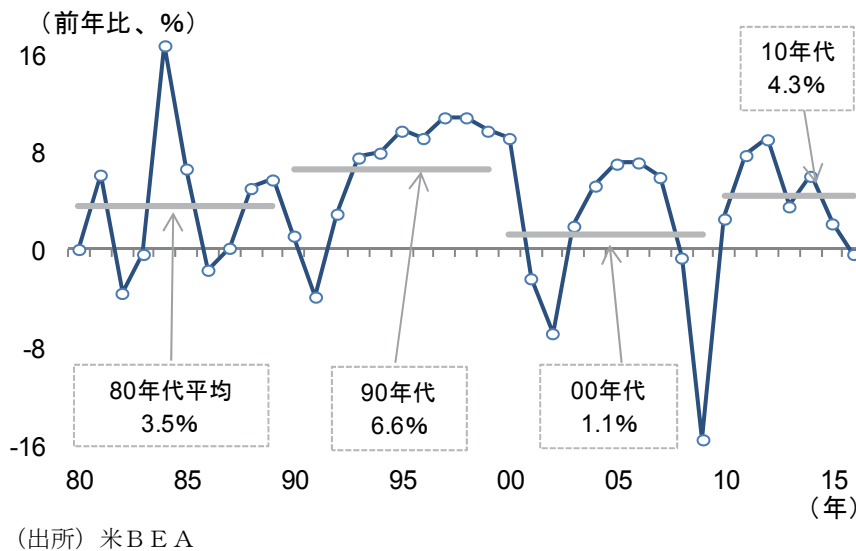
こうした人口構造の変化に加え、働き手の中心である25～54歳男性の労働参加率が、ITバブル崩壊やリーマンショックによって雇用環境が悪化する度に切り下がっていることも、労働力の減少につながっている（図表9）。また、高学歴化によって男女とも18～19歳及び20～24歳の労働参加率も低下している上、1990年代に進んだ女性の社会進出も2000年代に入って一服した。なお、2016年は労働参加率が前年差+0.1%ポイント（62.8%）と、10年ぶりに上昇に転じているが、労働投入量の拡大のためには、人数の多い25～54歳男女の労働参加率の上昇が欠かせない。

資本投入量についても、2000年代に入り成長への押上げ寄与が縮小するようになった。2000年代の実質設備投資の伸び率は平均1.1%と、ITバブル崩壊とリーマンショックの影響で伸び率が急縮小している（図表10）。2010年代に入ると、大幅減からの反動もあって比較的大きく増えてはいるが、近年は特に構築物投資の伸び悩みが続いており、設備投資の勢いが再び弱まってきている。また、2016年の設備稼働率は75.4%と、2014年半ば以降低下している。リーマンショック前には稼働率が80%を上回っていたことを考えると、当面、設備投資需要は弱さが続く可能性がある。

図表9 労働参加率の推移



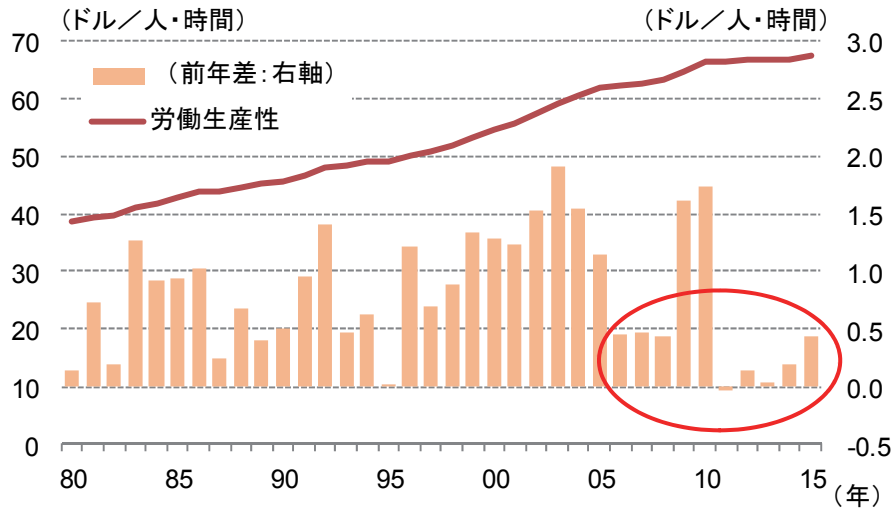
図表10 実質設備投資の推移



このように労働投入量と資本投入量が伸び悩む状況で成長を促すためには、生産性の伸びを高めるしかない。しかし、労働生産性（実質GDP÷総労働時間）は上昇が続いているものの、2000年代半ば以降、上昇ペースが鈍化している（図表11）。なお、2009、2010年に大きく上昇したのは、リーマンショックによって分母の総労働時間が急減したためである。

産業別にみると、唯一、情報通信業だけがリーマンショック後も生産性の向上が続いているが、2000年代に入って生産性の伸びをけん引してきた製造業や金融・不動産業ではリーマンショックを機に頭打ちとなった。加えて、相対的に労働生産性の低い教育・医療や宿泊・飲食といった産業の労働投入量が拡大したことも、全体で見た生産性を押し下げる要因となっている。

図表 11 労働生産性の推移



(出所) 米B E A

昨今では、A I の進化、活用が生産性の飛躍的な向上に資するのではないかとの期待もあるが、実現性や波及効果は未知数である。産業全体の生産性を高めるためには雇用者数や付加価値のウェイトが高い製造業や小売業といった分野での生産性向上が不可欠であるが、短期間で実現するものではない。中長期的に見て、米国の潜在成長率はなかなか上がりにくい状態にあるといえる。

このような米国経済の抱える問題を考えると、経済政策として取り組むべきは、雇用やインフラ投資を増やすことではなく、生産性を高めることであることがわかる。

(こばやし しんいちろう)