

(2) 米国経済：トランプ政権の政策運営が先行きのリスク

トランプ政権の経済政策は、中長期的に米国経済の押し下げ要因に

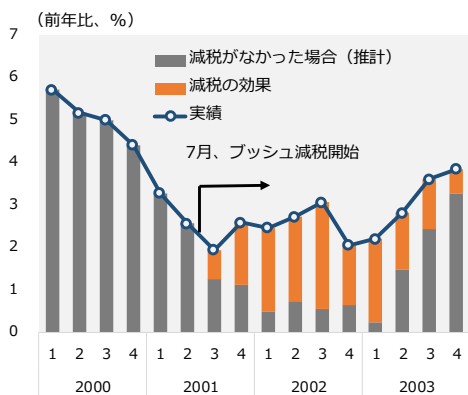
2016年11月、トランプ氏が第45代米大統領に決まった。トランプ政権は、「3%の経済成長率」を掲げており、①大幅減税や大規模なインフラ投資など財政拡張、②移民の取り締まり強化、③通商政策の保護主義化などを主張している。

トランプ政権の税制改革やインフラ投資に関する法案が2017年に成立すれば、2018～2019年にかけて経済成長率が押し上げられるとみられるが、トランプ政権の経済政策は、中長期的には、成長押し下げ要因となる可能性が高い。それぞれの政策効果を検討すると、まず、大幅減税は、実施開始1～2年後にかけて、消費を押し上げる見込みだ。2001年のブッシュ減税時は消費の伸びが2%pt程度高まった（図表1-8）。

一方、保護主義化を進めて、関税を引き上げれば、輸入物価が上昇し、輸入品の消費割合が高い低所得層を中心に消費が押し下げられる。相手国から報復措置がとられれば、輸出が減少し、製造業以外にも、輸送、卸売業など幅広い産業に悪影響が及びうる（図表1-9）。また、移民の取り締まり強化は、労働力人口の伸び鈍化や、多様性後退による生産性の伸び低下を通じて、中長期的な潜在成長率を押し下げる（後述）。

図表 1-8

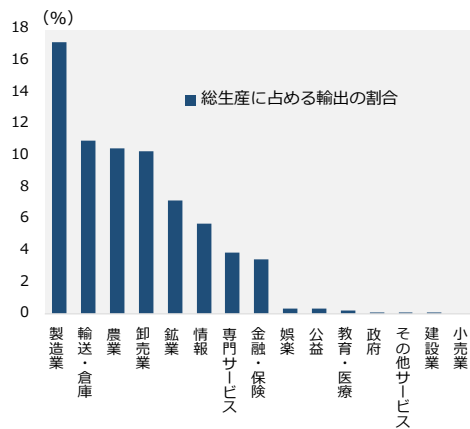
減税は消費を押し上げる ブッシュ減税の消費押し上げ効果



注：消費の所得弾力性のパラメータを推計して計算。
出所：米国商務省「個人消費支出（PCE）」より三菱総合研究所試算

図表 1-9

幅広い業種で輸出割合が高い 生産に占める輸出の割合



注：2015年産業連関表より算出。
出所：米国商務省「産業連関表」

財政拡張による長期金利上昇がリスクに

また、トランプ政権が掲げる財政拡張は、中長期的に米国経済のリスクとなる。財政赤字が続く中、すでに米国の政府債務残高は2016年時点で対GDP比77%に達する。トランプ政権が主張する大幅な財政拡張が財源の手当てがなされずに実行されれば、①高齢化の本格的な進行によるメディケアなど歳出増加や、②金融正常化に伴う金利上昇による利払い費の増加と相まって、**政府債務残高が一段と拡大する可能性が高い。**

非営利団体の責任ある連邦予算委員会（CRFB）の推計値を用いて試算すると、トランプ政権の経済政策が行われた場合、2027年時点で政府債務残高は対GDP比122%となり¹、欧州債務危機時に長期金利が急上昇したイタリアを上回る水準となる。財政赤字や政府債務残高の拡大は、長期金利上昇リスクを高め、中長期の経済成長に悪影響を及ぼしうる。

移民による社会の多様性を活かせるか

トランプ政権が主張する、不法移民の取り締まり強化や移民の入国制限などの過激な移民政策も、米国経済の押し下げ要因となりうる。

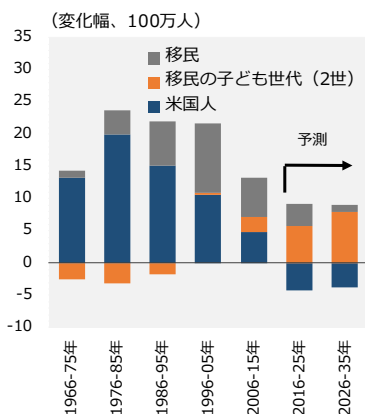
第1に、**米国経済の供給力が低下する可能性がある**。移民は、米国の労働力の「質」や「量」の向上に貢献してきた。「量」の面では、1965年の移民法の改正後、移民の割合が急激に上昇。2010年には約13%と、20世紀初の水準まで高まり、**米国の労働力人口を押し上げた**（図表1-10）。「質」の面では、1965年以降の移民は、非欧州出身者が多く（図表1-11）、**多様性を通じたイノベーションの促進**など、米国経済にダイナミクスをもたらしてきた。**米国の移民に占める高学歴層の割合も高い**（図1-12）。

第2に、**社会の分断が助長される恐れがある**。現在、ラテンアメリカやアジアからの移民が増え、米国社会の構成集団は細分化している。トランプ大統領の移民・非移民間の対立を煽る発言は、社会の分断を深刻化し、経済成長の押し下げ要因になりかねない²。

移民による多様性を今後も経済成長に活かせるか、それとも移民の増加が社会の深刻な分断につながるのか、が注目される。

図表 1-10

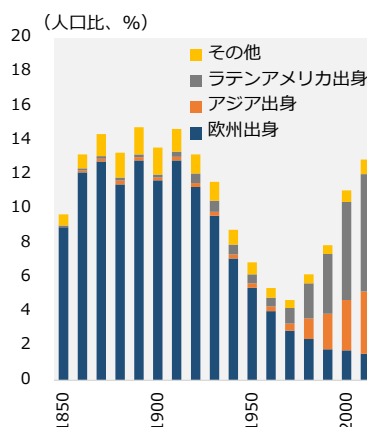
移民が労働力を押し上げ 米国の労働力人口



出所: Pew Research Center 「Immigration projected to drive growth in U.S. working-age population through at least 2035」

図表 1-11

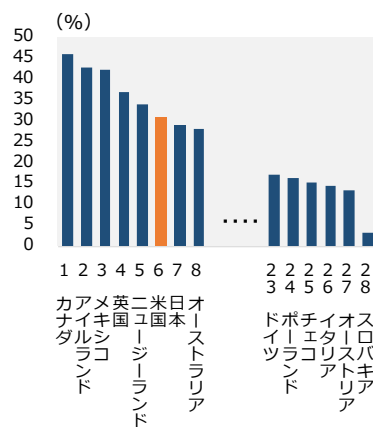
非欧州からの移民の割合が増加 人口に占める移民の割合



出所: Immigration Policy Institute

図表 1-12

米国内の移民は比較的高学歴 移民に占める高学歴層の割合



注: 25~64歳の移民。2000年前後。
出所: OECD Statistics

¹ 予算議会局（CBO）のGDP見通し（2017年6月時点の予測）と、CRFBの推計したトランプ政権による財政赤字額を用いて試算。CBOは、現行法に基づけば、2027年には政府債務残高が対GDP比91%になると試算している。

² Alberto, Alesina; Arnaud, Devleeschauwer; William, Easterly; Sergio, Kurlat; Romain, Wacziarg. "Fractionalization". 2003. Journal of Economic Growth. vol.8, p.155-194.

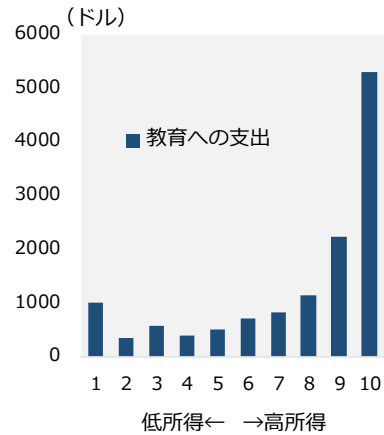
経済格差の拡大は持続的な成長の懸念要因

米国の経済格差の拡大も気がかりだ。1980年に0.40程度だったジニ係数は上昇を続け、2015年には0.45程度まで高まった。経済格差の拡大は、高所得を目指して投資や起業を行うインセンティブを高めるプラス効果がある一方、①消費性向の低い高所得層に富が集中することで一国全体の消費需要が押し下げられることや、②低所得層が過度に借入を行い、金融市場が脆弱となること、などのマイナス効果が経済成長を抑制する可能性がある。

経済格差は、先行きの経済見通しにも悪影響を及ぼす可能性がある。所得階層ごとの教育への支出をみると、高所得層と低所得層の差は大きい（図表 1-13）。教育格差を通じて格差の固定化が進めば、所得増加に向けて努力するインセンティブが低下し、経済成長の抑制要因となる。また、低所得層の子供世代が十分な教育を受けることができず、国全体として人的資本が蓄積されなければ、潜在成長率が中長期的に低下しかねない。

図表 1-13

高所得ほど教育への支出が大きい 所得別の教育への支出



注：2015年のデータ。
出所：米国労働省「消費支出調査」

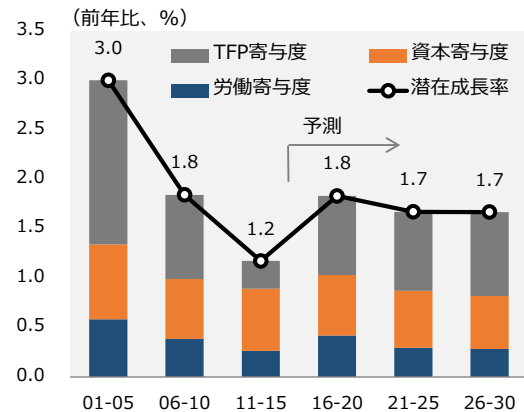
潜在成長率は+1%台後半

以上を考慮して、米国の潜在成長率は、中長期的には+1%台後半で推移すると予測する（図表 1-14）。

構成要素別にみると、労働投入は、今後は高齢化が本格化するため、伸びは鈍化すると予想する。トランプ政権による不法移民の取り締まり強化などにより移民の流入が減少すれば、さらに伸びが鈍化する可能性もある。資本ストックは、企業の期待成長率の低下などから、過去に比べ伸びはやや低下するとみられる。全要素生産性（TFP）は、金融危機後に伸びが低下したと推計されるが、欧米経済の総論（P.49）で述べたとおり、イノベーションを生む土壌を背景に、1%弱程度の伸びは続くであろう。ただし、経済格差の拡大など近年の社会・経済の変化が、人的資本の低下などを通じて潜在成長率を押し下げる可能性もあり、その動向には注意が必要である。

図表 1-14

潜在成長率は+1%台後半で推移する見込み 米国の潜在成長率（推計値）



出所：米国商務省、労働省統計を基に三菱総合研究所作成

トランプ政権の政策がリスクに

米国の経済成長率は、2020年にかけて潜在成長率をわずかに上回る+2.0%台前半で推移すると予想する（図表 1-15）。背景として、第1に、所得環境の改善による消費の拡大が挙げられる。雇用者数の増加を背景に所得は増加しており、消費と所得の増加による内需主導による自律的な回復が続くとみられる。第2に、緩和的な金融政策の継続が挙げられる。FF金利の引き上げペースは2000年代半ばに比べて緩やかになるとみられ、緩和的な金融環境は続くだろう。第3に、トランプ政権の財政刺激策がある。大幅な減税やインフラ投資に関する法案が2017年に成立すれば、2018~2019年には、経済成長率が押し上げられるだろう。

2020年以降は、新興国を中心に海外経済の緩やかな減速が予想されるほか、米国の高齢化の進行が経済の抑制要因となるが、生産性の向上に重要な研究開発投資は持ち直していることから長期停滞は回避され、+1%台後半の経済成長率は維持されるだろう。

リスクシナリオは、第1に、**イノベーション力の低下**が挙げられる。①経済格差の拡大・固定化に伴う人的資本の低下や、②投資の伸び悩み、③移民流入の減少による多様性の低下などにより、イノベーション力が弱まれば、全要素生産性の低下を招き、潜在成長率が1%程度まで低下する可能性がある。第2に、**新たな社会・経済変化への対応力の低下**である。議会の機能不全を背景に、新たなイノベーションを社会に実装し、経済成長に十分つなげるのに必要な制度変更を行えない可能性が考えられる。第3に、**中長期の財政再建に向けた取り組みの遅れ**が考えられる。トランプ政権の財政拡張と相まって財政赤字が拡大し、長期金利が急激に上昇する場合には、国内のマインドや消費、投資が悪化し、経済が下押しされる。

図表 1-15

2030年にかけて伸びが鈍化する見込み
米国の経済見通し

暦年ベース (前年比平均、%)	実績	予測		
	2011-15	2016-20	2021-25	2026-30
実質GDP	2.1	2.1	1.8	1.7
名目GDP	3.8	3.8	3.9	3.6
FFレート誘導水準 (平均)	0.13	1.62	3.75	3.75
失業率 (平均)	7.2	4.7	4.7	4.7

出所：実績は米国商務省、労働省、FRB。予測は三菱総合研究所