2017 年 2 月 1 日

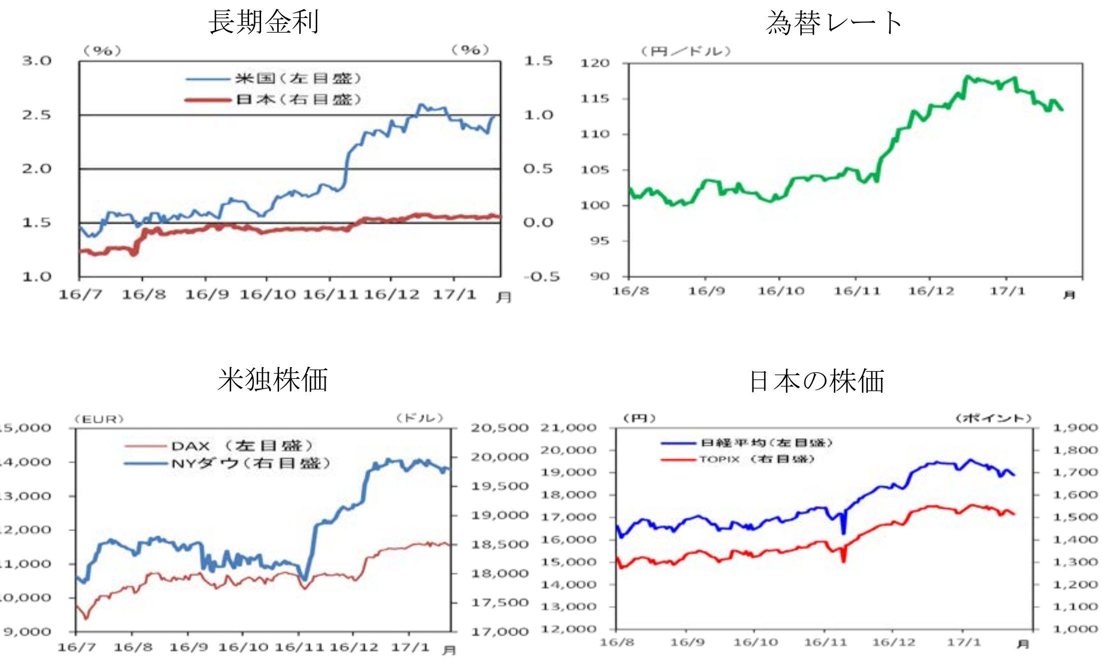
日本銀行富山事務所長
武田　英俊 [1]

動き始めたトランプのアメリカの経済政策

１．はじめに

1 月 20 日、ドナルド・トランプ氏が第 45 代米国大統領に就任しました。選挙中は、ほぼ一貫して対立候補であったクリントン氏が優勢とされていたこともあって、トランプ氏の当選については、昨年 6 月の Brexit に続く大きなサプライズと受止めた向きが多かったようです。金融・資本市場では、大統領選当日（11 月 8 日）に株価等が大幅に下落した後、トランプ氏が主張する拡張的な経済政策への期待感等から、米国のみならず各国市場において株高、金利高、ドル高（円安）が急速に進むなど、大きな動きが見られています（図表１）。

（図表１）最近の主な金融・資本市場の動き



（出所）FRB、財務省、Bloomberg、日本相互証券

一方、トランプ政権の保護主義的な傾向や、個別企業の投資動向にまで至る様々な発言により、米国および世界経済の先行きへの懸念も高まりつつあります。

政権発足後まだ日が浅いこともあって、「トランプノミクス」の先行きはまだ見通し難いところですが、本稿では動き始めた「トランプのアメリカ」の経済

[1] 本稿で示された意見等は筆者に属し、日本銀行の見解を反映するものではありません。

動向に関する私見をお示しします。

―― 因みに、米国のコンサルティング会社であるユーラシアグループ[2]は、2017 年の世界のトップリスクとして「わが道を行くアメリカ」を挙げ、トランプ政権の方向性（経済面に限りませんが）に警鐘を鳴らしています。

２．トランプ政権の経済政策

トランプ政権が打ち出している経済関係の政策綱領を纏めると以下の通りです（比較のために共和党（下院）の政策綱領と合わせて提示しています）。

（図表２）トランプ大統領と共和党の政策綱領

	トランプ大統領	共和党（下院）
税制	• 法人税の最高税率を35%から15%に引き下げ • 所得税の適用区分を7段階から3段階に変更し、それぞれ12%、25%、33%に引き下げ	• 法人税の最高税率を35%から20%に引き下げ • 所得税の適用区分を7段階から3段階に変更し、それぞれ12%、25%、33%に引き下げ
政府支出	• インフラ投資の拡大（今後10年で1兆ドル）	• 10年間で1,000億ドル規模の交通インフラ投資を実施
移民	• 不法移民の流入防止、本国への強制送還	• 国益を損なう不法移民の流入を阻止するべく移民法改正を行う
貿易	• TPP非署名（別途、NAFTA再交渉） • 中国を為替操作国に認定。中墨に輸入関税を課す	• 国益にかなう通商協定を推進
医療・福祉	• オバマケア撤回	• オバマケア撤回、従来の制度への回帰
環境・エネルギー	• オバマ大統領令（クリーンパワープラン等）を撤回し、石油や天然ガスの生産を拡大	• 国内のエネルギー生産を拡大、輸出を促進
金融	• ドッド・フランク法撤廃	• ドッド・フランク法の見直し

（出所）各種報道等

上記を要約すると、①拡張的な財政政策（税制、政府支出）、②移民の流入抑制、③保護主義的な貿易政策、④規制緩和（環境・エネルギー、金融）となります。それぞれの項目について多数の論点があり、様々な議論が可能ですが、これらの政策効果等について気付いた点をお示しします。

（１）拡張的な財政政策

● 減税、公共投資等の拡張的な財政政策が、短期的に経済の拡大・成長に寄与することは間違いありません。トランプ氏の大統領当選以降の金融・資本市場の動きは、こうした効果を先取り（期待）したものと考えられます。

―― 大胆に単純化すると、①株価は、拡張的財政政策による国内需要の拡大

[2] 1998 年に政治学者のイアン・ブレマー氏が設立した、政治リスクの分析を専門とするコンサルティング会社。毎年初にその年の「世界 10 大リスク」を公表している。「2017 年世界 10 大リスク」（日本語版）は、以下の ULR より入手できます（http://www.eurasiagroup.net/siteFiles/Services/Top_Risks_2017_Japanese.pdf）。

や関係業界への波及効果を期待して上昇、②長期金利は、総需要の拡大、財政政策のための財源調達（例えば、国債増発）に伴う金利上昇等を予想して上昇、③為替相場については、相対的に金利が高い通貨の魅力が高まることから、ドル金利の上昇⇒ドル需要の増加⇒ドル高（円安）進行という連想が働いたと考えることが出来ます。

- 一方、米国経済は既に完全雇用に近い状態にあると考えられています（失業率は趨勢的に低下し、足許 5%を割り込んでいます)。こうした中で経済の拡張を図れば、インフレが発生する可能性が高くなり、金利がさらに上がると見込まれます。こうした金利上昇は、少し長いスパンでみると財政拡張の経済拡大効果を部分的に打ち消してしまう可能性があります（いわゆるクラウディングアウト)。また、金利上昇に伴うドル高も輸出競争力の低下等を通じて経済への下押し圧力となりえます。

―― 財政拡張に伴う金利、為替の変化が米国経済に影響するメカニズムはかなり複雑ですので、ここではかなり単純化しています。上記の他に、米国金利の上昇に伴う海外からの資金流入や市場の反応のスピードといった数々の要因が複雑に作用すると考えられます。

- また、ドル高、米国金利高は、米ドル建負債を抱える新興国等にとっては、実質的に債務が増加することを意味します。そうした国々にどういった影響が及ぶのかについても注意深く見ていく必要があります。

―― 1980 年代に中南米で発生した通貨危機（1982 年メキシコ、1987 年ブラジル）については、当時の米国のレーガノミックスに伴う高金利、ドル高が一因とする見方が有力です。

- 財政政策の効果を高めるには、財政拡張のペースと金利上昇ペースのバランスを取りつつ、とくに財政支出については、中長期的にも経済に恩恵をもたらすように、単にハコ物を中心としたハードのみを対象とするのではなく、職業訓練（ブルーカラー労働者の IT 技術の習得等)、教育、研究開発促進といったソフトターゲットに向けた投資を増やすことが適切と考えられます。

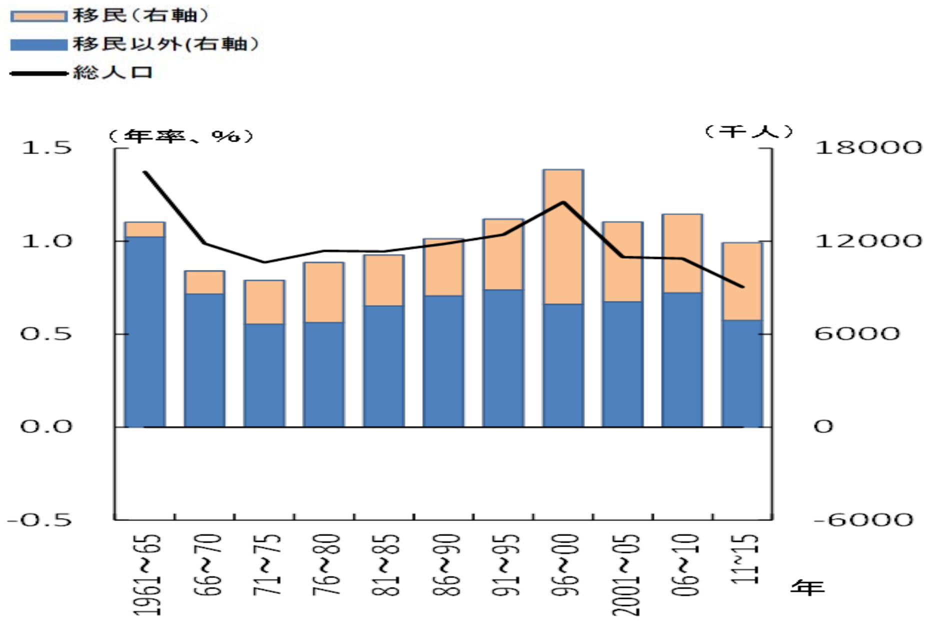
（２）移民の流入抑制

- 多分に政治的要素が混じる項目ですが、米国の労働力の増加の相当部分が移民に拠っている（図表３）ことを考えれば、今後、移民の流入が減少（または、現在いる移民の一部が国外に退去）することになれば、米国内での人手不足⇒賃金上昇⇒インフレ⇒金利高…という経路を辿ることが予想されます。

―― この他、既に報道等でも見られていますが、ハイテク産業等を支える技術者の確保が難しくなるほか、（定量的な評価は難しいにせよ）多様な価値

観、意見の交流がもたらすイノベーションの停滞といったことも考えられます。

（図表３）米国の人口動向



（出所）国際連合

（３）保護主義的な貿易政策

- トランプ政権は、既に大統領令により、TPP からの離脱、北米自由貿易協定（NAFTA）の見直しを決定しています。この他、中国、日本、メキシコ等との貿易・為替問題について頻繁に発言していますし、個別企業の投資判断等に関する言及もみられています。

- 経済的な影響は、実際にどこまでこうしたスタンスを貫くのかによって変わってきますが、個別産業・企業等といったミクロのベースで利益を得る者は一部にあるにせよ、米国経済全体にプラスに作用することは考え難いと思われます。例えば、関税等の引上げがあれば、輸入物価の上昇によりインフレ圧力が高まりますし、中長期的にみても、企業の部品・原材料等の調達コスト、人件費負担等が上昇し、米国製品の産業競争力の低下、消費者の実質購買力の低下といった悪影響が発生すると考えられます。

―― また、貿易・通商には相手がありますので、既に各方面で指摘されている通り、米国の保護主義的政策は相手方の対抗措置を招く可能性が高く、その場合、当然に米国も相手国への輸出等が困難になるなどの悪影響を受けることになります。

（４）規制緩和

- 規制緩和については、一般論としては対象分野の経済活動を活発化し、経済

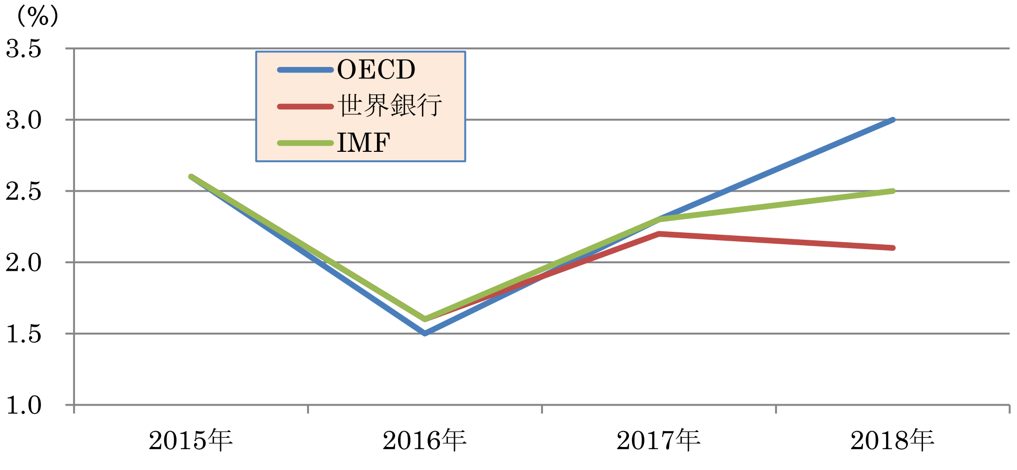
を刺激するとともに潜在成長率の引上げも期待できます。とくに、このところ資源価格の底打ち感が広がりつつあるほか、ドッド・フランク法等による厳しい金融規制については、金融業界の活力を奪うとの批判も一部で聞かれており、こうした分野での規制緩和には、相応の経済刺激効果を期待することが出来ると思われます。

- 一方、環境・エネルギー分野の規制は、地球温暖化リスクや環境汚染への対応を企図したものですし、金融規制はリーマンショックの経験を踏まえ、金融危機の再来を防ぐために金融部門のリスク管理の強化を企図したものです。こうした政策意図が正しいとすれば、十分な代替策を伴わずに規制を緩和した場合には、温暖化の進行、環境汚染の拡大、金融危機の再発リスクの高まりといった大きな副作用を伴います。経済面だけを見ても、温暖化や環境問題は長期にわたって大きな負の影響をもたらす可能性がありますし、万が一金融危機が再発した際のショックは甚大となりうることには十分留意する必要があります。

３．不透明感を超えて

トランプ政権の経済政策の効果、世界経済への影響等が中々読み切れないことから、経済の先行きに不透明感を感じるとの声が良く聞かれます。実際、IMFや世界銀行等の国際機関の最新の経済見通しをみると、米国新政権の経済政策の影響が十分に見極められないことを主因に、先行き（とくに新しい経済政策の効果が現れる 2018 年）の見通しには大きなバラツキが見られています。

（図表４）主要国際機関の米国経済の見通し[3]（実質GDP前年比）



では、どのように考えたらよいのでしょうか。現時点で、トランプ政権の経済政策とその効果、日本や富山経済への影響等を中々見通せないのは確かです。

[3] それぞれの機関が公表した最新の経済見通し（OECD は 2016 年 11 月、世界銀行、IMF は 2017 年 1 月）を使用。

とくに新政権が政策綱領に掲げ、また実際に推進し始めている経済政策（経済政策に限りません）が、これまでの米国政権のものとはかなり違うところが不透明感をさらに高めています。

もっとも、そうした中でも、例えば以下の点は明確と思われます。

① トランプ政権は既に正式に発足しており、よほど特別なことがない限り、最低 4 年は続く。

② （現在のところ）政策綱領に掲げた政策をほぼそのまま実行しようとしている。ただし、かなりの摩擦を生んでいる。

―― その意味で、政策の評価は兎も角、やろうとしていることはクリアであり、本当にこうした政策を実行するのかという疑問は解消されつつあると思われます。足許では、「その結果がどうなるのか」といった面の不透明感が高まっていると言えます。

③ 政策綱領に掲げられた政策のうち、予算措置や法改正が必要な案件については、議会の承認、調整が必要。また、貿易・通商政策等は相手方の同意が必要なものが多く、一方的には決められない。

これらを前提にすると、かなり当り前ではありますが、以下のようなスタンスで米国経済を見ていく、または米国ビジネスに臨むのが生産的と思われます。

① 楽観的（希望的）にでも、悲観的にでもなく、根拠のある情報に基づいてニュートラルに有り得る事態を考える。

―― 当初、貿易や移民政策を中心にかなりの修正が施されるはずとの、ある意味楽観的な見方が多かったと思われますが、少なくとも今までのところそうなってはいません。

② 代替策を用意しておく。

―― 各方面と大きな摩擦が予想される（または既に起きている）政策が少なからず見受けられます。上に見たとおり、過度に楽観的（または悲観的）に見る必要ありませんが、摩擦の結果生じる変化に対応できる現実的な代替策を可能な限り用意しておくことが適当と思われます。

③ 時間軸を持つ。

―― トランプ政権が確実に継続する 4 年を軸に、経済の見方、施策を考えるのが適当と考えます。

以　上