

# トランプ新政権発足後の米国経済のリスク

木村 誠 Makoto Kimura

(一財)国際貿易投資研究所 客員研究員

## 要約

ドナルド・トランプ氏が第45代合衆国大統領に選出され、共和党が8年ぶりに政権に復帰する。大統領選挙と併せて行われた上下院議会選挙でも、共和党は過半数の議席を維持した。トランプの大統領選出を予想外と見る向きは多い。それだけ所得格差、その起因とされるグローバリズムや自由貿易主義に対する国民の怒りや不満は想定を超えて大きかったということだ<sup>1</sup>。しかしトランプの大統領選出は、短期的には市場に不確実性や不透明感をもたらす。これは選挙期間中を通じて「米国第一主義」「アメリカを再び偉大にする」といったワンフレーズのキャンペーンのほかには、具体的な政策を殆ど打ち出していないこと、これまでの共和党の安全保障政策や通商政策とかけ離れた発言が多いこと、さらにトランプの周囲に著名な政策アドバイザーが不在であるためだ。他方、政治家としてのキャリアがないこと、また少なからずの暴言もあってトランプ大統領の行方を不安視する向きもいるが、米国はチェック&バランスの国家であり、行政府の暴走を食い止めることはできる。

現時点で留意すべきトランプ政権発足後の米国経済のリスクは以下の4点である。

- 1) 新政権構築までの不確実性
- 2) 財政再建
- 3) FRB
- 4) 保護貿易主義

## はじめに

毎年世界のトップリスクを発表している米国のシンクタンク「ユーラシア・グループ」は、今回の大統領選挙でトランプがクリントンを破る可能性は「宝くじに当たるくらいの確率」とみていた。このため米国の大統領選挙そのものはリスクではなく「レッドヘリング」(リスクもどき)と過小評価していた。しかし、そのテールリスクは現実となり、巨大なブラックスワンが登場してきた。

### 1. 新政権構築まで高まる不確実性

戦後、大統領の任期が最大2期8年と定められた1951年以降、1期4年で政権交代となったのは第39代ジミー・カーター(民)と第41代のジョージ・ブッシュ父(共)両大統領だけである。また2期8年間続い

た政権の後に行われた大統領選挙で野党が再び敗退したケースは皆無である。その意味で、今回8年ぶりの共和党への政権交代は、米国で2大政党政治が定着している証左であるといえよう。

しかし大統領選挙の結果に加えて、同時に行われた連邦議会選挙の帰趨も注目された。2009年に発足したオバマ政権では、連邦議会上下両院とも当初民主党が多数を占めていた。しかし、その後の中間選挙で2011年から下院で、さらに2015年から上院でも共和党が多数を占めるに至った。このためホワイトハウスと議会の「ねじれ」状態がオバマ政権の足かせとなってきた。2011年以降、連邦議会に提出された法案の成立比率は、同じく「ねじれ」状況にあった直前のブッシュ(子)政権期の4%に対して、オバマ政権では2%と低くなっている。

2013年には医療保険改革法（オバマケア）を巡って、下院で多数を占める共和党は政府支出増大を招くとして反対し、予算法案が成立しなかった。このため、同年10月1日から一部政府機関が閉鎖された。連邦政府機関の閉鎖は、ビル・クリントン政権時以来17年ぶりだ。スタンダード&プアーズ（S&P）によれば、政府機関の一部閉鎖により240億ドルの経済損失が発生したとされる。

下院は任期2年のため、2016年の選挙で435議席全てが改選された。上院は任期6年で2年ごとに3分の1にあたる34議席が改選された。上院改選議席数は民主党10、共和党24である。下院選挙では、民主党が193議席と改選前から6議席増やしたものの、過半数の218議席には届かなかった。また上院では民主党がイリノイ州とニューハンプシャー州で共和党から議席を奪い2議席伸ばしたが、非改選の議席とあわせても過半数に達していない。共和党にとってみればホワイトハウスを奪還したことに加えて、上下院とも過半数を維持することができた。これによってオバマ政権末期のようなホワイトハ

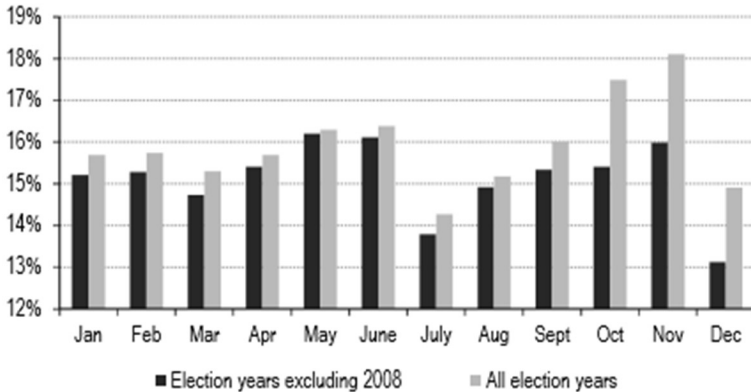
ウスと議会との「ねじれ」は解消された。

4年に一度行われる大統領選挙と米国の景気の動きには歴史的に一定のパターンが見られる。まず、S&P500を対象とするオプション取引の値動きを元に算出されるボラティリティ指数（VIX）は、各党予備選挙を経て、民主、共和両党の大統領候補が党大会で決定される7月頃まで、徐々に低下していく。しかし大統領選挙が行われる11月まで反転上昇し、その後大統領が決まり経済政策の方向が明らかになるにつれて、VIX指数は低下していく。これは、その年の大統領選挙で誰が大統領に選出され、どのような経済政策がとられていくのかを市場が見極めにくいためである（図1）。

とりわけ今回の大統領選挙では、政治家としての経験が皆無のトランプ候補が共和党の大統領候補として登場し、打ち出す政策も不明瞭な点が多い。対するクリントン候補は、民主党予備選で若年層から絶対的な人気を集めるバーニー・サンダース候補との大接戦をかわろうじて勝ち抜いてきた候補者である。予備選挙後

図1 大統領選実施年のVIX指数の月別変化（1928年以降）

Chart 3: Average level of the VIX\* by month in election years (incl. & excl. 2008), 1928-present



\*Based on VIX from 1990-present and average of realized volatility from 1928-1989  
Source: BofA Merrill Lynch US Equity & US Quant Strategy, CBOE, S&P

(出所)Bank of America, Merrill Lynch

の民主党からの支持は必ずしも磐石ではなく、このため現職のオバマ大統領がクリントン候補の選挙応援を行うなど異例づくめであった。

興味深いのは、1929年以降S&P500株価指数の動きをみると、共和党政権発足直後、市場はポジティブな反応を示すものの、民主党政権下のほうが共和党政権下より総じて良好だ。特に民主党の大統領のもと議会が「ねじれ」状態にある年の景気は良好だった。

今回のように、大統領が共和党で、

上下院とも共和党が多数を占めるのは、1929年から32年のフーバー政権の4年間、8年続いたブッシュ(子)政権のうち2002年から2006年までの4年間だけである。フーバー政権は1年目の1929年10月大恐慌に見舞われ、在職中マイナス成長が続いた。ブッシュ(子)は2005年10月にイラク開戦に踏み切り、2006年の中間選挙で民主党に大敗し上下両院の多数派の座を奪われた。

政権移行に向けて、新大統領が最初に着手するのが閣僚人事である。

本稿脱稿時（11月10日）では財務長官にヘッジファンド「デューン・キャピタル・マネジメント」の共同創業者でもあるスティーブン・ムニューチン最高経営責任者（CEO）やJPモルガン・チェースのジェイミー・ダイモン最高経営責任者（CEO）の名前があがっている。ムニューチン氏は、トランプが5月上旬、大統領選挙キャンペーンの資金管理統括に指名した人物だ。親子2代で金融大手ゴールドマン・サックスの幹部を務め、現在はニューヨークで投資会社を営んでいる。国務長官、国防長官など主要閣僚も、大統領選挙でトランプを支えた人物を論功行賞で指名する可能性が高い。

## 2. 財政再建は可能なのか

大統領選を通じて明らかになっていた、トランプの経済財政政策は、次の通りである。

先ずトランプは所得税制度を簡素化し、個人所得税率を現行の7段階から12%、25%、33%の3段階へと簡素化する。このうち最高税率（33%）は11万2,500ドル以上の単身者と22

万5,000ドル以上の夫婦合算に適用する。この結果、トランプ案では税制の累進性は弱まり、富裕層ほど有利となる。

さらにトランプはAMT税制の廃止、法人税率の35%から15%への引き下げなどを打ち出している。AMT税制とは、Alternative Minimum Taxの略である。通常の方法で算定する税金Regular Taxに対して、AMTは主に特定の控除を否認して別の税率を適用して税金を再計算することとなる。また、通常の税金（Regular Tax）が税法上の特典を利用してゼロまたは低い場合でも、AMTくらいは支払わなくては行けない、という意味で「Minimum（最低でも）」となる。

AMTはベトナム戦争の戦費を捻出するため、ニクソン政権で導入されたが、10%でスタートしたAMTはビル・クリントン時代には最高税率は28%にまで上がった。法人税率の引き下げは、企業の海外移転により国内の雇用が奪われることを防ぐため、レーガン時代の政策成果を標榜したものだ。しかし、米国企業の実効税率は15%に近く、その効果は疑問だ。

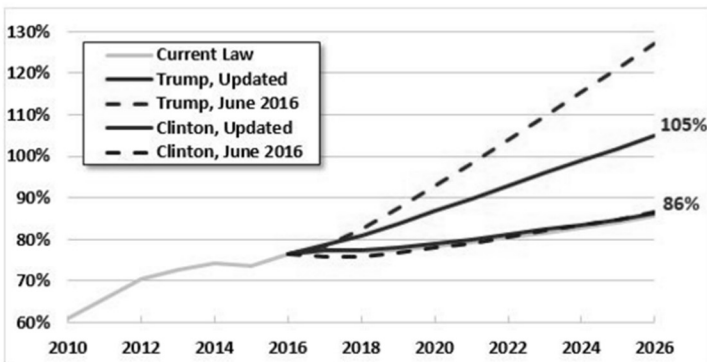
トランプは相続税の廃止を主張しているが、富裕層には有利だ。

こうしたトランプの税制改革案により、現行の税制に比べて向こう10年間で連邦政府の税収がどの程度減収となるかについて、「責任ある連邦財政のための委員会」(CFRB)が今年9月22日に試算を発表した。CFRBはホワイトハウスの行政管理予算局(OMB)や上院予算委員会のスタッフらが1981年に設立したNPOで、年に数回財政均衡の模擬実験を市民と共に行っている。それによると、米国の債務残高は2026年までに、トランプでは対GDP比で105.0%まで上昇する見通しだ(図2)。

減税策のほかに財政赤字の拡大が懸念されるもうひとつの要因が、インフラ投資である。11月9日の大統領選勝利演説のなかで、トランプは「治安の悪い中心市街地を立て直し、高速道路、トンネル、空港、学校、病院を再建する。インフラをどこよりも優れたものに立て直す」と表明している。トランプは選挙期間中、クリントンのインフラ投資計画の2倍の資金、すなわち5000億ドル以上の支出を行うと明らかにしている。

図2 クリントン、トランプ両氏の政策の連邦財政赤字への影響

Fig. 1: Debt Under Central Estimate of Candidates' Proposals (Percent of GDP)



(出所)「責任ある連邦財政のための委員会」(CFRB:Committee for Responsible Federal Budget)

### 3. FOMC は金利引き上げを行えるのか

米連邦準備理事会 (FRB) のメンバーと連邦準備銀行総裁 5 人で構成される連邦公開市場委員会 (FOMC) は 9 月の利上げを見送った。年内 1 回の金利引き上げが確実視されるなかで、FRB が立ち往生している。イエレン議長は、労働参加率が上昇し、雇用者数が増加する余地が出てきたものの、労働需給の過熱には程遠く、依然として労働市場のスラック (緩み) が解消していないとみており、これを理由に金利引き上げを先送りした。利上げに踏み切るためには「より明確なエビデンスが必要」と判断している。

しかし、そもそもイエレン議長をはじめ FRB の理事は、大統領が指名し、議会で承認される。米国経済は、本来利上げしても良い状況にあるが、株価下落やドル高に繋がる可能性がある利上げを、大統領選たけなわの秋口にオバマ大統領から任命された理事が率先して動くことは考えにくかった。選挙前に FOMC が金利引き上げを決定し、これにより景気が失速すると、トランプに有利に働くこ

とになる。現時点では、大統領選の結果が出た後の 12 月、すなわちオバマ政権末期に、経済情勢が変化していなければ、金利が引き上げられるとの見方が有力だ。他方トランプはイエレン議長の更迭を明言している。米国では本来中立であるべき中央銀行が、時の政権、政局に影響を受けることもある。

一方、FOMC メンバーは米国経済の長期的な成長力の低下を懸念し始めている。2008 年の金融危機後の景気回復から 8 年目に入り、景気循環がピークアウトしてきたのではとの見方が内外で広がっている。米国をはじめとする先進国を中心に潜在成長率は低下しており、景気後退が視野に入りかけているという。米国の名目成長率は 1980 年頃の 9% 強がピークで、それ以降は一貫して低下している。

金融危機前までの名目成長率の低下は、ある意味インフレ率の低下で、実質成長率はそれなりに高かったが、金融危機後は実質成長率そのものが低下している。金融危機直前の 2007 年に潜在的な成長軌道とされていた水準を、その後はほぼ 10% も下回っ

ている。しかも、極端な金融緩和やマイナスの実質金利政策によって、かろうじて支えられている。クリントン政権で財務長官を務めたローレンス・サマーズは、これを過剰貯蓄（需要不足）による長期停滞と指摘している。その要因として挙げられているのは、高齢化による労働生産性の低下、経済のサービス化、イノベーションの減速である。賃金や物価の上昇を鈍化させるデフレギャップの存在によって、米国が潜在力を大幅に下回った長期停滞期に入った可能性が高いとサマーズは見ている。

#### 4. 保護貿易主義への道を回避できるのか

今回の大統領選の候補者であるトランプ、クリントン両氏ともに同一の政策で一致したのはTPP反対という点である。

クリントンは2012年に環太平洋経済連携協定（TPP）は「自由・公平な貿易につながる絶対基準（gold standard）」だとしてこれを評価したが、大統領選参入後は、選挙期間中も大統領就任後もTPPに反対との姿

勢に転じた。これは最後まで民主党予備選を争った左派サンダース候補の主張を意識したものである。

2008年、民主党の大統領予備選期間中、オバマ氏は労働や環境に関する基準を強化するため、カナダおよびメキシコと北米自由貿易協定（NAFTA）に関する再交渉を目指すとし、両国が交渉に応じない場合は6か月以内のNAFTA離脱もありうると述べた。NAFTA発足で米国企業は賃金水準が安く、また労働、環境規制が緩いメキシコに流出し、米国内の雇用機会を低下させると同時に、メキシコの環境を悪化させているといわれる。しかし、オバマは大統領就任後、2008年9月に発生した100年に一度の金融危機収束を最優先するため、NAFTA見直しの公約を反故にしている。

また、同じく上院議員時代にオバマ氏は「韓国は数十万台の自動車を米国に輸出しているのに対して、米国が韓国に輸出する自動車は5,000台にも満たない」と批判、当時のブッシュ大統領に「米韓自由貿易協定（FTA）は大きな欠陥のある協定」であるとして、批准同意案を議会に提



出しないよう訴えていた。

オバマ大統領は、大統領選挙および連邦議会選挙後、今年 11 月 14 日からのレームダック会期（現在の第 114 議会の残りの会期）中に TPP 実施法案を議会で審議成立させたいと考えている。トランプが大統領に就任してからは、TPP の成立は想定できない。

しかし、今回自由貿易を標榜する共和党が上下院で多数派を維持したとはいえ、レームダック会期中に TPP 実施法案を議会で通すことは難しい。議会共和党議員は当然次期大統領であるトランプの意向を無視できないからである。

## 結語

大統領選挙に関するイアン・ブレマーの予測は外れたが、トランプが選挙期間中に提起した課題は、2017 年から少なくとも 4 年間かけてトランプ自身が解決していかなければならない。その成果が問われるのは、2 年後の中間選挙であり、4 年後の大統領選挙である。格差拡大に対する国民の怒りが収まらないのであれば、トランプは 1 期 4 年でホワイトハウスを去ったブッシュ（父）と同じ道を歩むことになる。

## 注

- i 木村誠「米国：トランプ現象を生んだものの」（ジェトロ・センサー2016年10月号）  
[https://www.jetro.go.jp/ext\\_images/\\_Reports/01/98904b4abcce37de/20160063.pdf](https://www.jetro.go.jp/ext_images/_Reports/01/98904b4abcce37de/20160063.pdf)