

トランプノミクスと持続的成長

財政の景気押し上げ効果は短命

欧米調査部首席エコノミスト

小野 亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- トランプ氏の勝利は、拡張的財政と規制緩和（トランプノミクス）への期待を高め、金融市場は大きく動いている。落ち着いた勝利演説が、楽観論が生まれる重要な転換点であった。
- 大型減税の遡及措置が取られた場合、2017年半ばにもその効果がGDP統計に現れる。インフラ投資は同年終盤以降となりそうだ。ただいずれにせよ、財政効果は長続きしない（3年目にガス欠）。
- 政権人事に見え隠れする保護主義等への不安は、持続的成長に欠かせない企業マインドの高まり、設備投資の障害である。トランプ氏の選択によって、米国の辿る道は大きく異なってくる。

1. 「怒れるトランプ候補」はもういない？

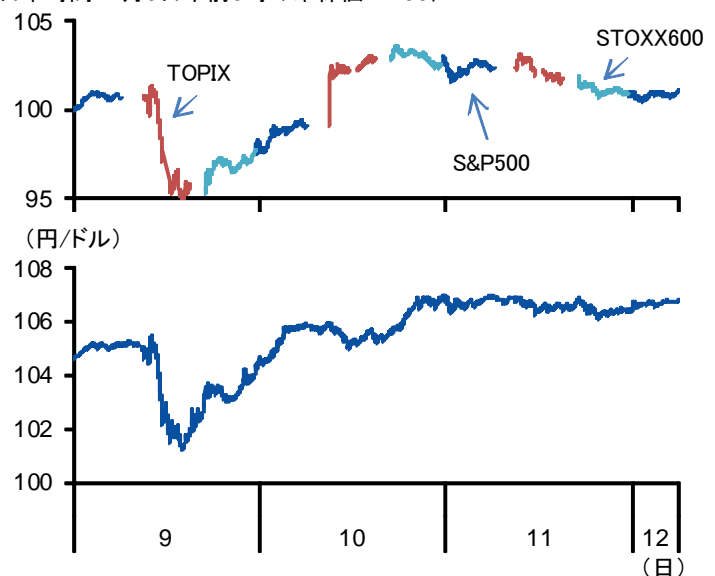
トランプ氏の勝利に終わった今回の米大統領選は、米国経済の行方にどのようなインプリケーションを持つのか。「トランプ氏の勝利」は長らく、同氏が掲げる極端な保護主義的措置等を通じて米国の経済活動に大きな下振れをもたらすと見られてきた。しかし足元では、大規模な減税、インフラ投資及び規制緩和—いわゆるトランプノミクスに関心が向かい、「トランプ氏の勝利」によって米国経済が加速していくという見方が強まっている。

11月9日、大統領選の開票と同時進行だったアジアの株式市場は、「トランプ氏勝利」のニュースを受けて大幅に下落した。その後、同日の夕方から開いた欧州市場、及び米国市場へと移るにつれ、株価は持ち直しの動きを見せるようになった（図表1）。この間、為替市場でも、急速な円高とその揺り戻しが起きた。トランプ氏勝利のパンickは1日も経たずに収束した。

市場安定のきっかけを作ったのは、トランプ氏の勝利演説（日本時間9日夕方）である。もし勝利演説が、選挙期間中と同じようにクリントン氏や

図表1 大統領選直後の日米欧主要株価指数と円相場の動き

（日本時間11月9日午前0時の米株価=100）



（資料）Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

移民、貿易相手国等への敵対心を含むものであったなら、市場の混乱を抑える役割は、各国当局に委ねられたかもしれない。しかし、勝利演説が教科書通り「落ち着いて融和的」(Financial Times、11/11)なものになり、トランプ氏が大人の対応を見せたことで、「怒れるトランプ候補と、トランプ大統領は、全く同じというわけではないかもしれない」(同)との期待が金融市場に広がったとみられる。勝利演説でのトランプ氏は、わずか18日前、ゲティスバーグ(ペンシルベニア州)で、NAFTA再交渉や犯罪歴のある不法移民の国外退去を含む極端な措置を大統領就任日に実行すると公約した“あのトランプ候補”とは別人、という期待である。

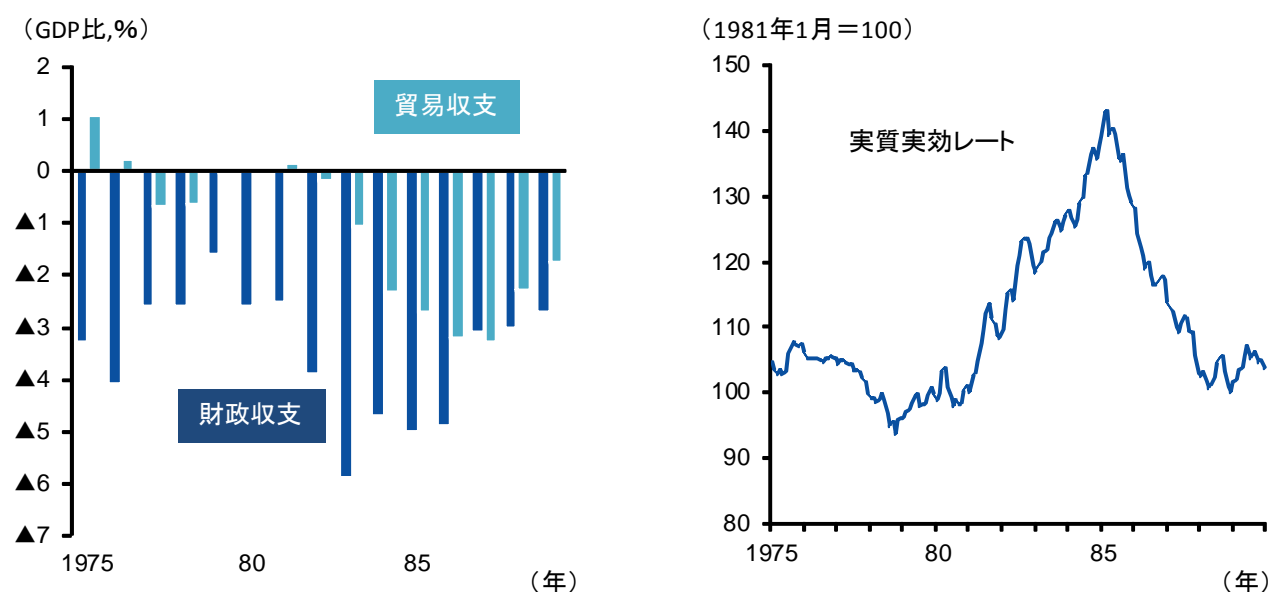
トランプ氏が掲げる拡張的財政政策と規制緩和(トランプノミクス)は、レーガノミクスを彷彿とさせる。

レーガン大統領は就任当初、①歳出の抑制、②増税の抑制、③規制改革、④物価安定という「4つの矢」(four-point program)を掲げていた。①と②は相反するものだが、税負担の高まりを抑えながらも、連邦政府債務残高の膨張は避けたいというレーガン大統領の思いが込められたものだった。また④は、連邦準備制度理事会(FRB)の政治的独立性を尊重し、ボルカー議長(当時)によるインフレ抑制を目指した金融引き締めをレーガン大統領が追認したものだ。

しかし数年後、レーガノミクスは大規模な財政赤字を生んだ。レーガン政権下で大統領経済諮問委員会(CEA)の委員長を務めたマーチン・フェルドシュタイン教授(ハーバード大)は、後に、FRBの引き締めと財政赤字が米国の実質金利を引き上げたことがドル高を加速させ、その結果、貿易赤字(双子の赤字)が膨らんだと述べている(図表2)。またレーガン政権・議会とボルカー議長との関係は、徐々にこじれ始め、ボルカー議長は1987年に辞職した。金融緩和を求めるレーガン政権・議会に、ボルカー議長が強く反発したためであった。

こうして見ると、トランプノミクスは、結果としてのレーガノミクス(財政赤字抑制⇒財政赤字拡大)やホワイトハウスとFRBとの関係(FRBの独立性を尊重⇒政治的圧力)をそのスタート台に据えて

図表2 1980年代前半の「双子の赤字」とドル高



(資料) 米国財務省、米国商務省、FRB より、みずほ総合研究所作成

いる、ということができる。

2. 財政政策の効果とタイミング

楽観的な期待通り、トランプ氏がその政策を穏健なものに転換するなら、米国経済は活力を取り戻す可能性が高まる。その代表的な政策が、大規模減税とインフラ投資である。トランプ氏の財政政策は、もしそれが需要増に直結するとすれば、政策実施初年度の米国の成長率を2%近く上振れさせる大きさである。それが2017年なのか、2018年になるのかどうかは、減税の遡及措置が行われるかどうかによって左右される。通常減税は、翌年1月1日に実施されるためである。

「責任ある連邦財政委員会」(CRFB)とタックス・ポリシーセンターの試算値を使うと、トランプ氏の減税策はベースライン対比で初年度+1.8% (GDP比)、次年度+2.8%、第3年度+2.9% (以降はほぼ同じ)の大きさになる。景気押し上げ効果はこれら数値の前年度差によって決まるため、減税効果は初年度+1.8%、第2年度+1.0%の大きさになる (第3年度以降はほぼゼロ)。

歳出面では、国防費とインフラ投資の拡大が中心になる。その大きさには不透明な部分があるが、景気押し上げ効果の持続性については、おそらく減税と同様、第2年度までは続くかも知れない。

これらの措置は、新議会において2017年10月に始まる2018年度予算として審議される。通常通りなら、GDP統計で影響が確認できるのは2017年10~12月期のGDP統計 (国防費やインフラ関連投資)であろう。税制改正は1月1日を基準とするため、GDP統計への反映は2018年1~3月期を待たなければならぬとみられる。

ただし、減税については遡及措置が採用される可能性もある。例えば2001年に実施されたブッシュ減税では、その遡及措置によって、米国財務省は同年夏、減税相当額の小切手を納税者に送付・還付している。今回も、上下両院を共和党が制したことによって予算審議が円滑に進み、減税の遡及措置も盛り込まれることになれば、夏頃には還付小切手が送付されるだろう。そうなれば、2017年7~9月期のGDP統計に減税の影響が現れることになる。

トランプ氏の減税は消費性向の低い富裕層が中心である。したがって、消費を押し上げる直接的な効果は、上述した数値よりもずっと低い可能性がある。むしろ、トランプノミクスへの期待の高まりが株高を演出し続けることによる資産効果の方が重要かもしれない。

3. ホワイトハウス人事に燃える不安

「トランプ大統領は極端な公約をすっかり脇に追いやるはずである」という考え方が正しいのかどうか、誰にも分からない。ホワイトハウスの人事や、トランプ氏が受けたTVインタビュー (CBS「60ミニッツ」、11月13日)には、勇気づけられる部分もあれば、不安が残る部分もある。

ホワイトハウスの人事では、11月13日、政策・戦略担当上級顧問として選対本部CEOのステイブ・バノン氏を起用、大統領首席補佐官には共和党全国委員会のラインス・プリーバス委員長を指名することが発表された。

バノン氏は反移民、政治腐敗などに焦点を当てた選挙戦略を立案し、トランプ氏を勝利に導いた立役者だが、人種差別主義者として強い批判を受けている。一方、プリーバス氏は、ウィスコンシン州共和党トップの経歴を持ち、同州はポール・ライアン下院議長の地盤でもある。首席補佐官は議会と

のパイプ役を担うため、プリーバス氏の起用は、共和党議会に対するトランプ氏の融和的姿勢を示唆するものと理解することができる。そうした見方が正しければ、後述する極端な公約についても、トランプ氏はいずれ撤回すると考えてよいことになる。

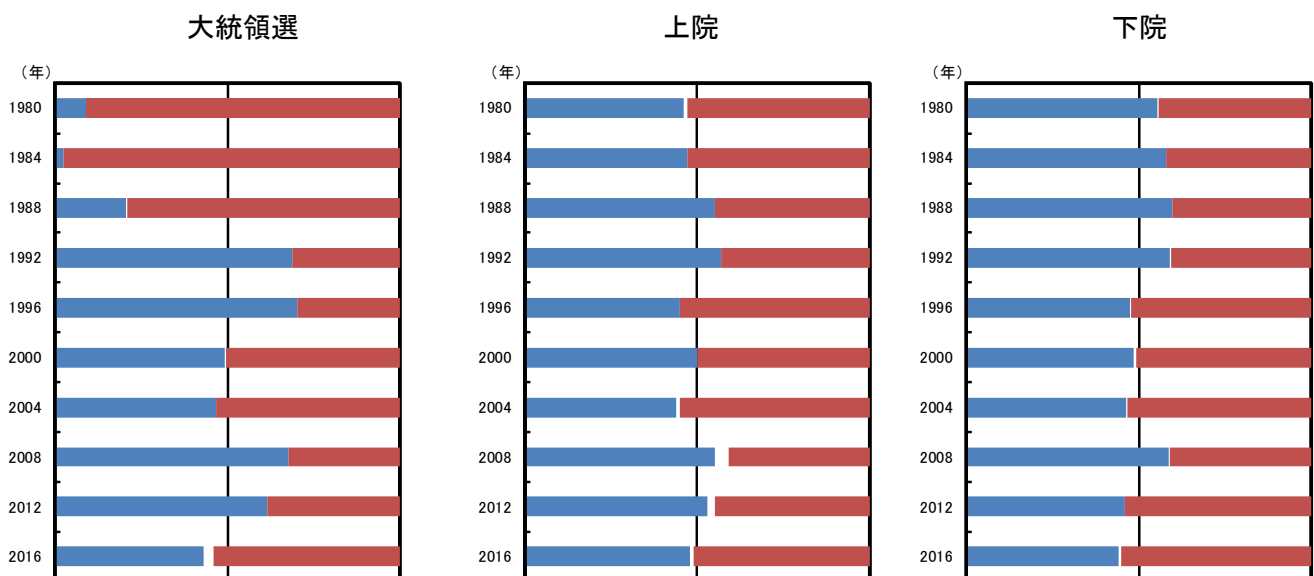
しかし、かつてのジョージ・W・ブッシュ政権では、政策・戦略担当上級顧問を務めたカール・ローブ氏が、「影の大統領」として政権運営に強い影響力を発揮した。バノン氏もまた、同様の役割を担う可能性がある。バノン氏の起用に米国内で強い反対の声が聞かれるのも、同氏の力を恐れるからこそだろう。

トランプ氏は、そうした反対が起きることを予想したはずであるが、それでもバノン氏の起用を決めた。人事発表と同日に放映されたTVインタビューでも確認できるように、その決断は、トランプ氏が「信念は決して曲げない」「最後の一线は譲らない」という人物であることを示唆している。TVインタビューは穏やかなムードで進められたが、都合が悪い質問に対しては、トランプ氏は「それでも私は選挙に勝った」（つまり「勝てば官軍」）というロジックを貫き通した。そうしたトランプ氏の姿勢とバノン氏の地位に着目した場合、先行き不安は消えないのである。

議会との関係を考えてみても、トランプ氏が考えの異なる共和党にすり寄っていくと考えるのは楽観的過ぎるかもしれない。経済政策と同様にレーガン大統領と比べてみると、トランプ氏は上下両院で共和党を勝利に導いたという点で、レーガン大統領よりも議会に対する立場は強い。レーガン大統領自身は、国民から圧倒的な支持を得て就任したが、下院では民主党が多数を占めていたのである（図表3の1980年）。「ねじれ議会」の下、レーガン大統領にとって、議会共和党の協力を得る必要性はトランプ氏以上に高かった。

議会に対して強い立場にあり、勝利の立役者であるバノン氏を登用したトランプ氏が、果たして極端な公約を破棄し、穏健なスタンスに変貌していくのか。その答えは、2017年1月20日の大統領就任式

図表3 大統領・議会選挙の結果



(注) 青が民主党、赤が共和党の選挙人数（大統領選）と議席数。

(資料) 米国下院議会、米国立公文書記録管理局、New York Times より、みずほ総合研究所作成

には明らかになるだろう。前述したように、10月22日に行ったゲティスバーグ演説で、トランプ氏は大統領就任当日に取る措置を発表した（図表4）。その冒頭には、政治腐敗、雇用不安、不法移民という3本柱から構成された、議会の承認を必要とせずトランプ氏が大統領として指示すれば決まる、という公約が並ぶ。

図表4 大統領就任日に実行する措置

政治腐敗への対応（ワシントンD.C.の汚職と特定利益集団の一掃）

- ① 議会のすべての議員に対して任期の制限を課すための、憲法修正提案。
- ② 自然減による職員数削減のため、軍隊、公共の安全、及び公衆衛生を除くすべての連邦職員の雇用を凍結。
- ③ すべての新たな連邦規制ごとに、2つの既存規制を削減。
- ④ ホワイトハウスと議会関係者が公職を離れてから5年間はロビイストになることを禁止。
- ⑤ ホワイトハウス関係者が外国政府のためにロビー活動を行うことを終生にわたって禁止。
- ⑥ 外国のロビイストが米国の選挙で資金集めを行うことを完全に禁止。

雇用不安への対応（米国労働者の保護）

- ① 北米自由貿易協定（NAFTA）の再交渉、もしくは協定第2205条に基づき脱退するという意思の表明。
- ② 環太平洋パートナーシップ協定（TPP）からの撤退発表。
- ③ 財務長官に対し、中国を為替操作国として認定するよう指示。
- ④ 商務長官及び通商代表部（USTR）に対し、米国の労働者に不公平な影響を与えている外国の通商濫用行為を特定し、米国法及び国際法に基づくあらゆる手段を用いて即座にそうした行為を止めさせることを指示。
- ⑤ 50兆ドルの価値を有し、雇用を生み出す米国のエネルギー資源（シェール、原油、天然ガス、精炭を含む）の産出規制を撤廃。
- ⑥ オバマ＝クリントンによる邪魔を取り除き、キーストン・パイプラインのような、死活的なエネルギー・インフラ・プロジェクトを前進。
- ⑦ 国連気候変動プログラムに対する資金拠出を撤回し、その資金を米国の水道及び環境インフラの修復に充当。

不法移民への対応（安全保障と憲法に基づく法規制の回復）

- ① オバマ大統領が発した、憲法違反の大統領令及びメモランダムを撤回。
- ② 20名の候補者リストに基づく、合衆国憲法を支持し、守る、スカリア判事の後任選出手続きの開始。
- ③ （移民に優しい政策を取る）「聖域都市」に対する連邦資金の停止。
- ④ 200万人以上の犯罪歴を持つ不法移民の国外退去の開始、及び彼らを引き受けない外国政府へのビザ停止。
- ⑤ 審査が安全に行われないテロ地域からの移民受け入れの留保。

（資料） donalldrump.com (https://assets.donaldjtrump.com/CONTRACT_FOR_THE_VOTER.pdf) より、みずほ総合研究所作成

4. 景気拡大は短命か、持続的か

おそらく財政効果はせいぜい2年しか続かない。今後明らかになるトランプ氏の選択は、果たしてその2年間で、米企業の成長期待を高め、設備投資を促すものになるのか。それによって持続的成長への道筋を見出せるかどうかこそが、トランプ氏に託された最も重要な政策課題と言っても過言ではない。

オバマ大統領は、英Economist誌への寄稿の中で、自身がやり残した政策課題を4つ挙げた（“The way ahead”、9月1日）。格差拡大・格差固定化への対応、雇用の確保、システミックリスクの防止・ショックへの対応という3つの課題に先んじて挙げられた課題が、「生産性の伸びの引き上げ」である。実際、大統領選挙前に繰り広げられた米国経済の先行きを巡る議論において、生産性の伸びの低さほど、多くの経済学者が指摘したマクロ経済上の問題はないだろう。

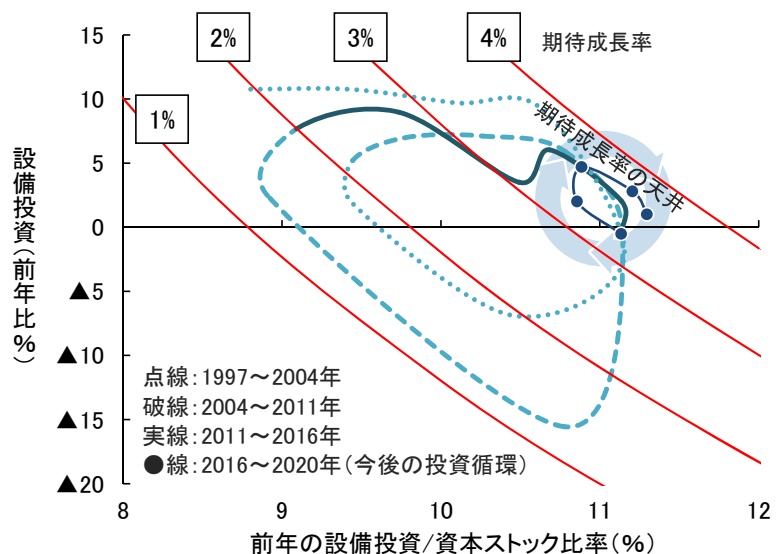
オバマ大統領は、生産性向上策として、法人税の引き下げ、民間投資を喚起するための政府による研究開発、幅広い教育支援（幼児教育、高校、大学学費の抑制等）、貿易自由化などを挙げている。労働生産性上昇率の研究において最も有名な経済学者の1人であるマーチン・ネイル・ベイリー上級研究員（米ブルッキングス研究所）は、生産性の伸びを高める上では多面的な対応が必要であることを示唆している。大企業による市場の寡占化や規制によって、最も生産性の高い企業の経営行動（ベストプラクティス）が他企業・他産業に広がりにくいことや、関税や貿易上の割り当て、補助金、ゾンビ企業の保護、外国投資規制、労働規制の存在が生産性向上の障害だと言う。金融、ヘルスケア、環境、エネルギーなどの分野における経済規制の簡素化・合理化に加え、過剰な職業資格を必要とするようになっている雇用規制・慣行なども問題視されている。

こうした点で、トランプ氏の掲げる減税、インフラ投資、規制緩和は、生産性向上の呼び水となることが期待できる。しかし、同氏が主張する保護主義や反移民政策などの極端な公約は、企業マインドを委縮させるものだ。生産性の

伸びが高まるには、企業による設備投資の拡大が不可欠であり、そのためには企業の成長期待（アニマルスピリッツ）が高まらなければならない。加えて、足元における米国の設備投資循環は、企業の成長期待が従来水準で留まれば、景気拡大が短命に終わることを示唆している（図表5）。

トランプ氏はどのような大統領を目指すのか。その選択によって、米国経済の辿る道は大きく異なってくる。

図表5 米国の設備投資循環図



(注) 期待成長率は資本係数の伸びをゼロ、償却率を8.0%として計算。
(資料) 米国商務省より、みずほ総合研究所作成

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。