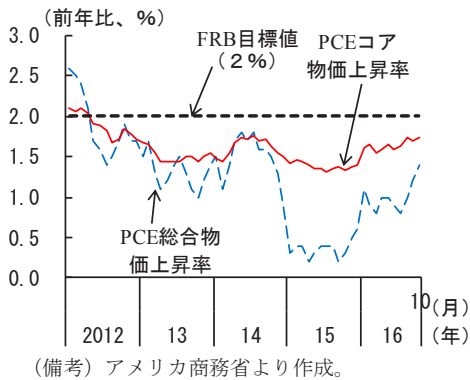
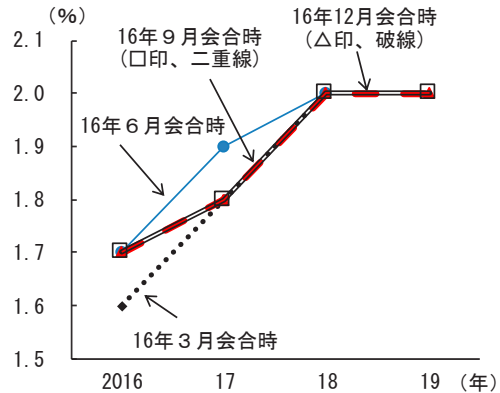


第 2-2-23 図 PCE デフレーター



第 2-2-24 図 FOMC メンバーのインフレ率見通し

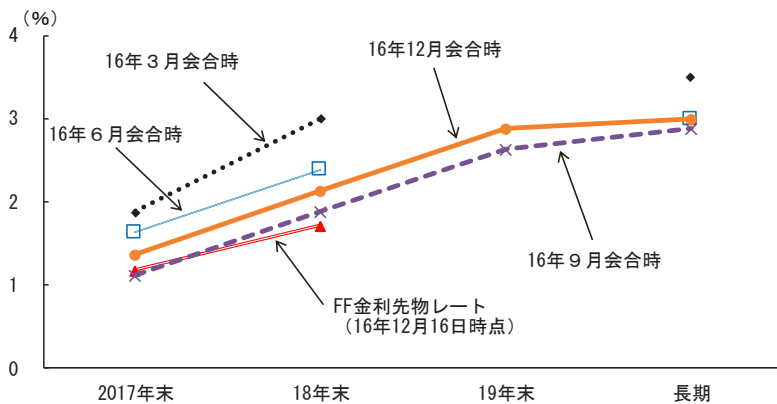


FOMC は 15 年 12 月、9 年 6 か月ぶりに政策金利の誘導目標である FF レート（フェデラル・ファンドレート）の引上げ（0.00～0.25%から 0.25～0.50%）を決定した。FOMC による声明文では、経済状況は FF レートの緩やかな引上げしか正当化しないとしつつも、FOMC 参加者による FF レートの見通し（中央値）では、16 年末までに更に 1%ポイントの引上げ<sup>10</sup>が想定されていた（第 2-2-25 図）。

しかしながら、16 年年初以降の国際金融資本市場の大幅な変動や、英国における EU 離脱を問う国民投票等、主に海外経済の不透明感の高まりを受け、政策金利の引上げは見送りが続いた。物価の安定と雇用の最大化の達成状況に照らし、16 年 12 月の FOMC において、FF レートを 0.25～0.50%から 0.50～0.75%に変更する 1 年ぶりの利上げが決定された。

<sup>10</sup> 1 回当たり 0.25%の引上げが行われると仮定すると年間で合計 4 回の引上げが想定されていた。

第2-2-25 図 FOMCメンバーの政策金利見通し（中央値）



- (備考) 1. FRB及びブルームバーグより作成。  
 2. 各期におけるレートは、各会合時におけるFOMCメンバーによる政策金利見通しの中央値。  
 3. 16年12月16日現在での政策金利の誘導目標水準は、0.50%から0.75%の範囲。

### (5) アメリカ経済の見通しとリスク

アメリカ経済は、雇用・所得環境の改善が続く中、個人消費の増加に支えられ、引き続き回復が続くと見込まれる。アメリカ政府や国際機関等の見通しによれば、17年の実質経済成長率見通しは2～2%台半ば程度になると見込まれる（第2-2-26表）<sup>11</sup>

第2-2-26表 国際機関によるアメリカ実質経済成長率の見通し

	(前年比、%)	
	16年	17年
行政管理予算局 (OMB) (16年7月)	1.9	2.5
議会予算局 (CBO) (16年8月)	2.0	2.4
連邦公開市場委員会 (FOMC) (16年12月)	1.9	2.1
IMF (16年10月)	1.6	2.2
OECD (16年11月)	1.5	2.3

(備考) 行政管理予算局、アメリカ議会予算局、FRB、IMF "World Economic Outlook, October 2016"、OECD "Economic Outlook 100"より作成。

次期大統領のトランプ氏は、オバマ大統領の政策からの大胆な転換を訴えて当選した

<sup>11</sup> OECDによる見通し（16年11月）には、トランプ次期大統領による拡張的財政政策による成長率押し上げ効果（17年に0.4ポイント程度）が織り込まれている。

ことから、今後の政策の動向及び影響等に留意する必要がある。

## 2. 2016 年大統領選挙における議論とその背景

16 年 11 月 8 日に行われた大統領選挙では、共和党のドナルド・トランプ候補が民主党のヒラリー・クリントン候補を接戦の末破り、第 45 代アメリカ大統領に就任することになった（参考 1）。また、同日行われた連邦議会選挙においては、上院、下院のいずれにおいても共和党が過半数を占める結果となった（参考 2）。トランプ新大統領は 17 年 1 月 20 日に就任し、選挙中に掲げた各種の政策の実現に取り組むことになる（参考 3）。以下では、選挙戦において争点となった主要な経済問題の背景について整理する。

### （1）経済成長、インフラ投資、税制改革

既に述べたとおり、アメリカ経済は、7 年半にわたる景気拡大を続けている。一方、実質経済成長率は長期的に低下傾向にあるほか（第 2-2-27 図）、CBO の試算による潜在成長率も下方修正が繰り返されている（例えば、16 年の潜在成長率は、12 年頃に公表されたものでは 2% 台半ばとされていたが、最新のものでは 1% 台半ばと推計されている）（第 2-2-28 図）。成長率低下の要因としては、高齢化の影響や、労働生産性の低下が指摘されている（第 2-2-29 図）<sup>12</sup>。

こうした中、公共インフラへの投資を拡大すべきとの意見が高まっている。アメリカにおける公的資本形成の GDP 比は低下の一途をたどっている（第 2-2-30 図）。15 年 12 月には当面のインフラ予算を確保する措置が採られたが<sup>13</sup>、安定的な財源の確保は今後の課題となっている。税収に頼らず、PPP を含む民間資金の活用を求める意見もある。

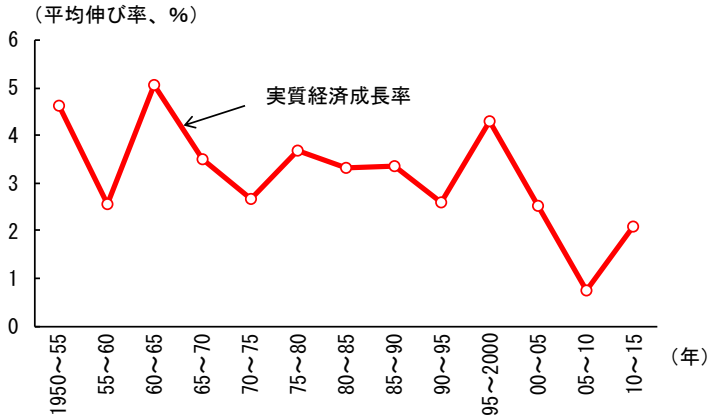
抜本的な税制改革の必要性も指摘されている。法人税については、レーガン政権による 86 年の税制改革法に基づく改革以降、抜本的な改革が行われておらず、法定税率は先進国で最も高い水準となっている。各種の控除により実際の税負担はそれほど重くないとの指摘もあるものの、税制の簡素化と法定税率の引下げの必要性はこれまでも各方面から求められてきた。

一方、アメリカの財政赤字の GDP 比は 3.5%、公的粗債務残高の GDP 比は 105%（いずれも 15 年、一般政府ベース。IMF 推計）と先進国の中で高水準となっていることから、今後の政策の財政への影響にも留意が必要である（第 2-2-31 図）。

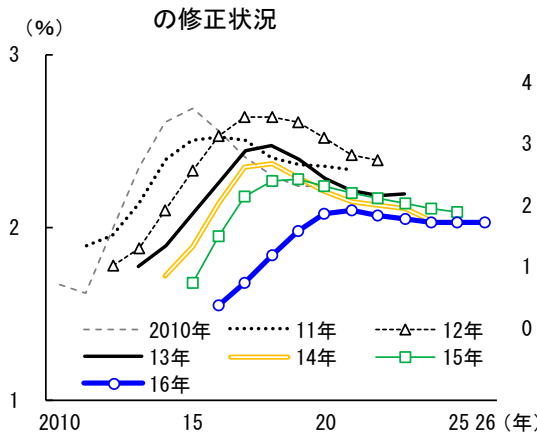
<sup>12</sup> 生産性低下の要因については Furman (2016)等を参照。

<sup>13</sup> アメリカ陸上交通修復法により、道路や鉄道インフラに対し、2016 年度から 20 年度にかけ 5 年間で 3,050 億ドルの連邦予算が割り当てられた。

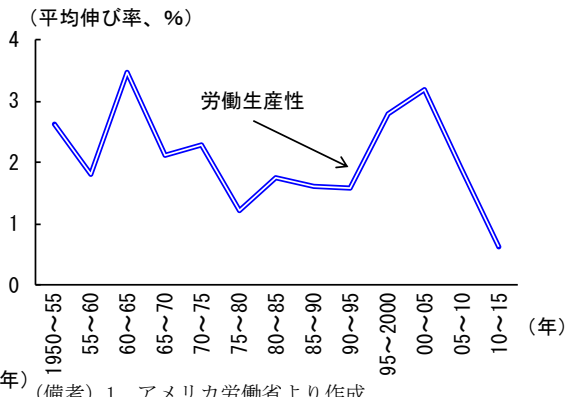
第 2-2-27 図 アメリカの実質経済成長率の長期的推移



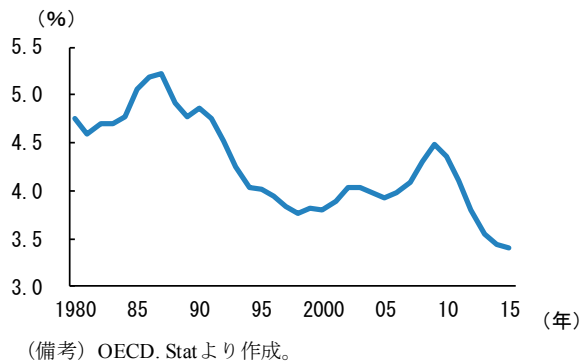
第 2-2-28 図 アメリカの潜在成長率



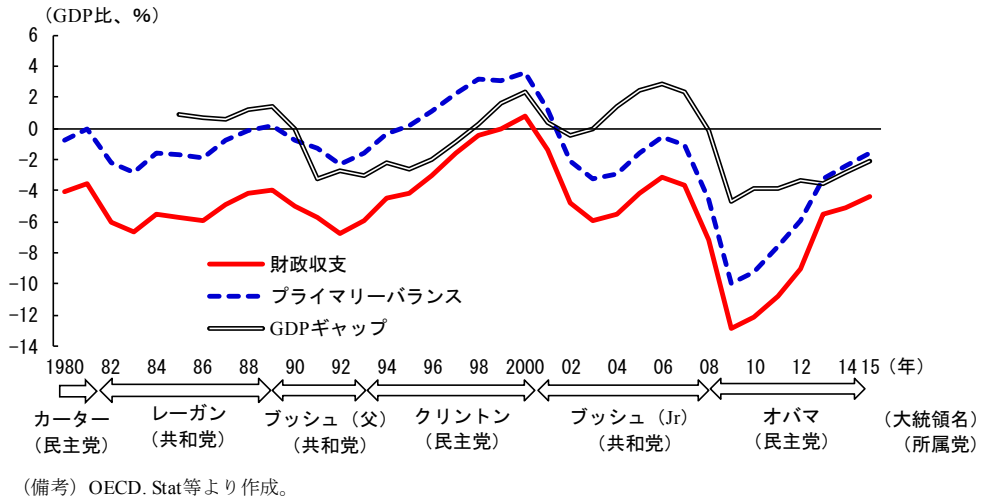
第 2-2-29 図 アメリカの労働生産性の推移



第 2-2-30 図 アメリカの公的資本形成 (GDP 比)



第 2-2-31 図 アメリカのプライマリーバランス、財政収支、GDP ギャップ

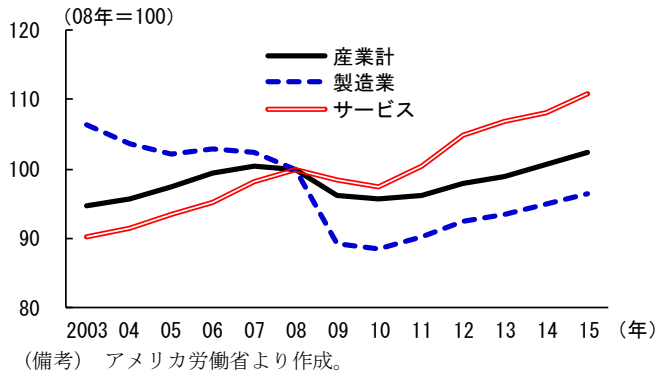


## (2) 産業、雇用関係

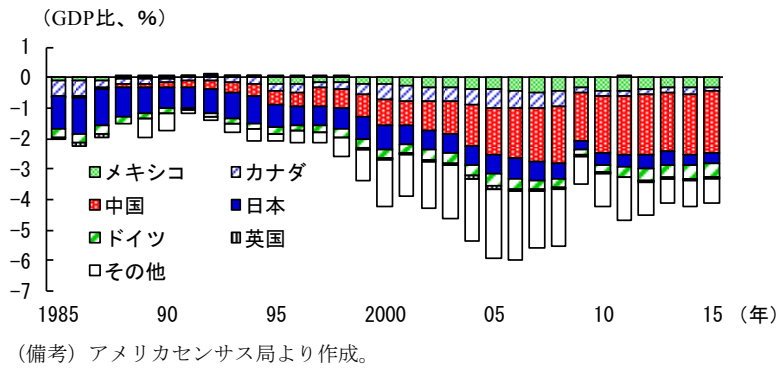
アメリカの非農業部門雇用者数は世界金融危機直後の08年1月から10年2月にかけて約870万人減少し、その後、16年10月までに約1,520万人増加した。雇用者数全体は危機前を大幅に上回る水準まで回復したものの、その内訳は大きく変化し、08年1月と16年10月の雇用者数を比較すると、サービス業雇用が約900万人の増加となっているのに対し、製造業雇用は約147万人の減少となっている(第2-2-32図)。なお、サービス業雇用の増加は飲食店、ヘルスケア、小売業等が中心となっている。

製造業の平均賃金は雇用の増加した小売業等に比べて高いため、製造業の雇用拡大を求める意見がある。新政権の経済政策が産業構造や雇用、更には貿易に与える影響が注目される(第2-2-33図、第2-2-34図)。

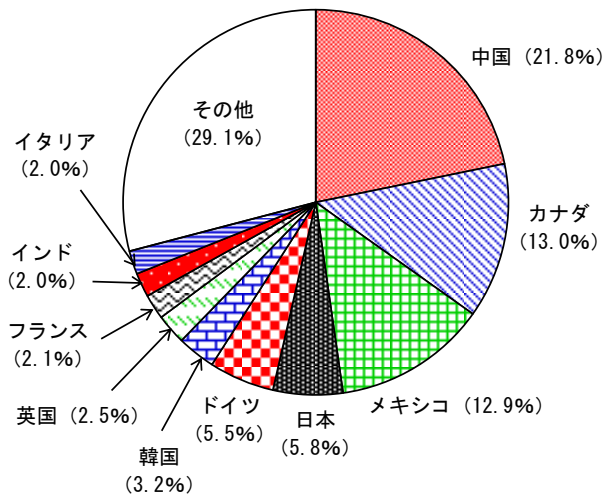
第 2-2-32 図 非農業部門雇用者数の推移



第 2-2-33 図 アメリカの相手国別貿易赤字



第2-2-34図 アメリカの輸入先国のシェア（15年）



(備考) International Trade Centreより作成。中国は香港除く。いずれも名目値。

(参考1) 16年アメリカ合衆国大統領選挙の結果

	ドナルド・トランプ氏 (共和党)	ヒラリー・クリントン氏 (民主党)
選挙人数	306名	232名

(備考) 1. 選挙人数は全部で538名であり、そのうち過半数(270名)を獲得すれば勝利。  
2. CNNより作成。

(参考2) 16年アメリカ連邦議会議員選挙の結果

(1) 上院

	民主党	共和党
現議席数	46	54
改選数	10	24
改選結果	48(+2)	52(▲2)

(2) 下院

	民主党	共和党
現議席数	188	247
改選数	435	
改選結果	194(+6)	241(▲6)

(備考) 1. 民主党の現議席数には民主系無所属を含む。  
2. CNNより作成。

(参考3) トランプアメリカ次期大統領が選挙期間中に表明した経済関連の政策 (抜粋)

- 税制改革、通商政策改革、規制緩和等を通じ、4%成長、2,500万人以上の雇用創出を実現
- 税制改革 (個人所得税の税率区分を7段階から3段階に簡素化、法人税率は35%から15%に引下げ)
- PPPの活用等により、10年間で1兆ドルのインフラ投資の推進
- メキシコ国境に壁を建設するなど、移民政策を厳格化
- TPPからの脱退、NAFTAの再交渉等、通商政策を見直し
- オバマ政権により導入された医療保険制度改革法の廃止

(備考) "Donald J. Trump Contract With The American Voter"より作成。



### 3. アメリカ企業の成長の源泉

#### (1) アメリカにおける起業を取り巻く状況

##### (i) アメリカの起業環境

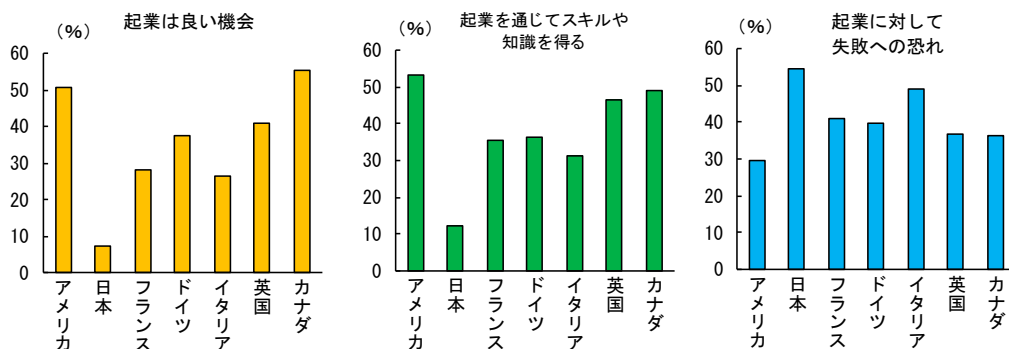
アメリカ経済の強みは、旺盛な起業家精神、企業の新陳代謝、柔軟な経済構造等にあると言われてきた（Decker, Haltiwanger, and Jarmin (2014) 等）。「起業化精神指数」や「起業に対する見方」といった指標からも、アメリカには他国と比較して起業を前向きに捉える風土があり、それを支える環境が整備されていることがみてとれる（第2-2-35表、第2-2-36図）。一方で、企業の参入率・退出率が年々低下するなど、アメリカ経済のダイナミズムは低下してきているとの指摘もある。ここでは、アメリカにおける企業の参入や再編等のビジネスダイナミズムの現状と経済成長への影響について、様々なデータを用いて検証を行う。

第2-2-35表 グローバル起業家精神指数：主要国の比較

	アメリカ	日本	フランス	ドイツ	イタリア	英国	カナダ	世界平均
グローバル起業家精神指数のスコア	83.4	51.7	64.1	64.9	37.0	71.3	75.6	—
国際ランキング	1	25	13	12	46	8	3	—
(参考) 同指数の内訳(抜粋)とスコア								
スタートアップスキル	1.00	0.15	0.45	0.57	0.33	0.58	0.73	0.36
リスクの容認	0.98	0.64	0.68	0.62	0.37	0.84	0.75	0.31
人的資本	1.00	1.00	0.55	0.45	0.20	0.75	0.92	0.42
競争	0.97	0.58	0.76	0.92	0.29	0.76	0.71	0.35
国際化	1.00	0.60	0.72	0.78	0.55	0.64	0.98	0.38
リスクキャピタル	1.00	0.55	0.75	0.76	0.66	0.56	1.00	0.36

(備考) 1. Global Entrepreneurship Development Institute "The Global Entrepreneurship Index 2017" より作成。  
 2. Global Entrepreneurship and Development Instituteが各種データに基づき作成した指標。

第 2-2-36 図 起業に対する見方：主要国の比較



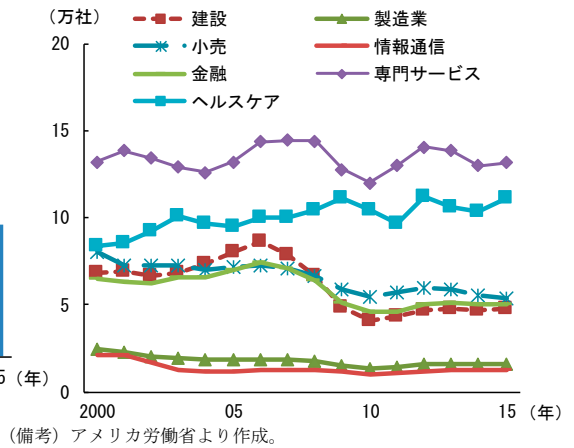
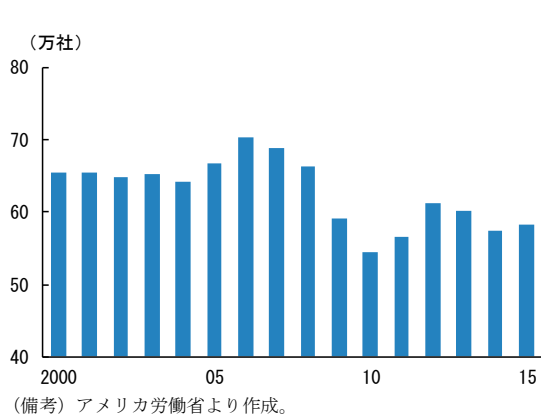
(備考) OECD "Entrepreneurship at a glance 2015"より作成。

## (ii) アメリカにおける起業状況

2000年以降のアメリカの起業件数の推移をみると、世界金融危機前後に大きく落ち込んだものの、その後やや持ち直しており、15年には57万件の起業が行われている(第2-2-37図)。その業種別内訳をみると、07年頃に顕在化したサブプライムローン問題や08年の世界金融危機を契機に、「建設業」や「金融業」の起業件数が大幅に減少したほか、実店舗からネット販売への移行が影響していると考えられる「小売業」の起業件数も減少していることがわかる。また、「製造業」は低い水準で低下傾向にある<sup>14</sup>。一方、新しい知識や技術を活用する専門・科学・技術サービスや経営管理サービスといった業種が含まれる「専門サービス」の起業件数が高い水準で推移しているほか、「ヘルスケア」の起業件数も増加を続けている(第2-2-38図)。これらのデータからは、起業件数には景気との相関関係があること、その業種別内訳にはアメリカの産業構造の変化が反映されていることがみてとれる。

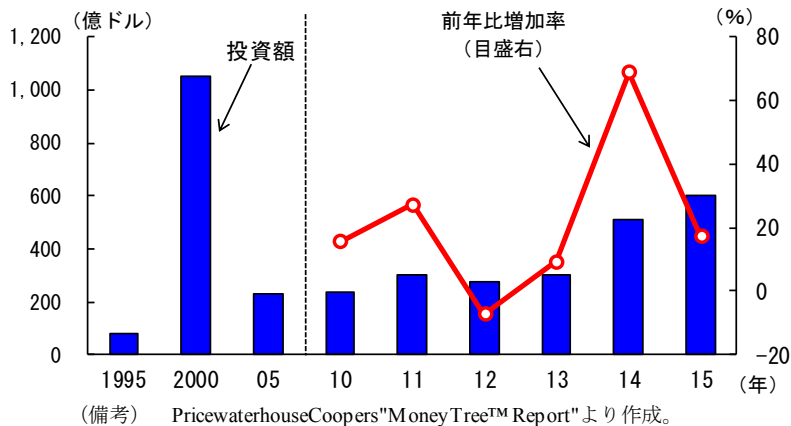
<sup>14</sup> 「情報通信業」の件数が低位で推移している要因としては、情報通信関係企業の中に「専門サービス業」に分類されるものも多いことが影響していると考えられる。

第 2-2-37 図 アメリカの起業件数の推移 第 2-2-38 図 アメリカの起業件数（業種別）



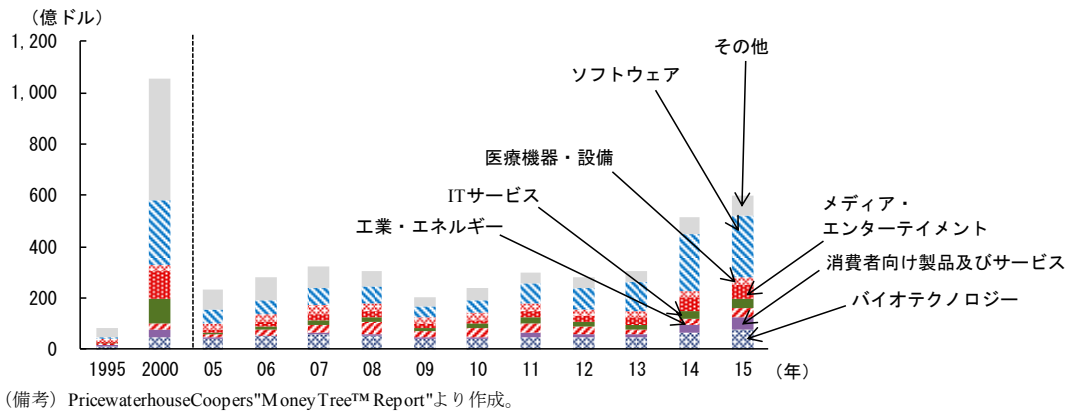
こうした起業活動を支えているのは、新興企業を資金面で支援するベンチャーキャピタルである。ベンチャーキャピタル投資額は IT バブル期の 2000 年頃に急増し、その後減少したものの、14 年以降は 2 年連続で投資額が増加している（第 2-2-39 図）。

第 2-2-39 図 アメリカのベンチャーキャピタル投資額の推移



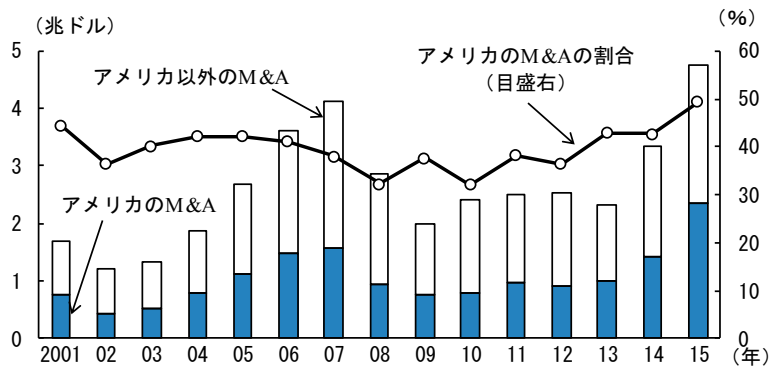
ベンチャーキャピタル投資額を分野別にしてみると、まず、「ソフトウェア」分野への投資が IT バブル崩壊に伴い大幅に減少し、その後停滞していたものの、13 年から再び増加に転じ、15 年には全投資額の約半分を占めるに至っている。他の主要分野である「メディア・エンターテインメント」、「消費者向け製品・サービス」、「IT サービス」、「バイオテクノロジー」についても 14 年から再び投資額が増加しているほか、「医療機器・設備」、「工業・エネルギー」についても安定的に投資が行われている（第 2-2-40 図）。IT 関係を中心に、ベンチャーキャピタル投資が幅広い分野で行われていることがわかる。

第 2-2-40 図 アメリカのベンチャーキャピタル投資額（分業別）



純粋なスタートアップ（創業）に加え、企業の合併及び買収（M&A）もアメリカでは企業の再活性化手段として活発に用いられている（第 2-2-41 図）。ベンチャーキャピタルから投資を受けた企業についても、M&A や新規公開株（IPO）といったコーポレートアクション<sup>15</sup>を通じて次の成長段階に進むことが多い。このいずれの手法についても、世界金融危機後の減少を経て、近年再び活発化してきている（第 2-2-42 図）。

第 2-2-41 図アメリカの M&A 額の推移

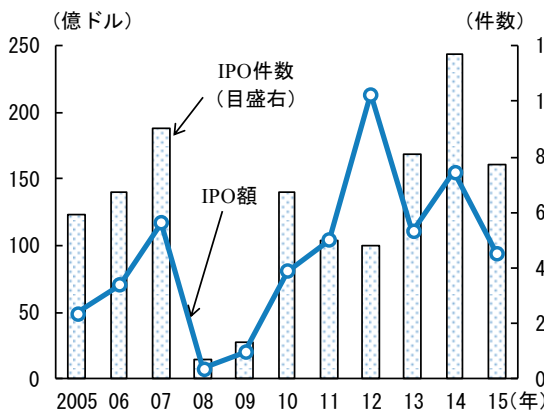


<sup>15</sup> コーポレートアクションという用語は、株式分割、減資・併合、合併等に伴い株式の価値に影響を与える企業の財務上の意思決定という意味で用いられることが多い。

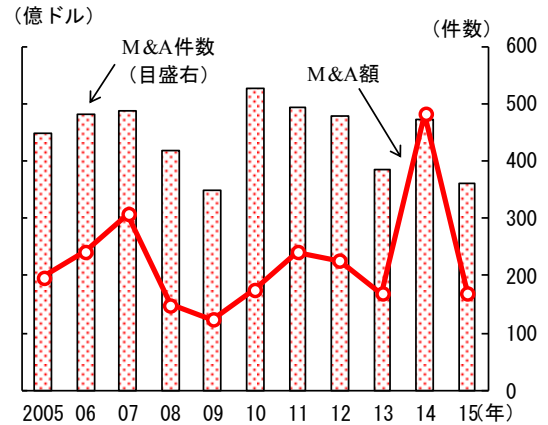
## 第 2-2-42 図アメリカにおけるベンチャーキャピタル投資先のコーポレートアクション

(1) IPO

(2) M&A



(備考) 全米ベンチャーキャピタル協会 (NVCA) より作成。



(備考) 1. 全米ベンチャーキャピタル協会 (NVCA) より作成。

2. M&A額は公開されている金額のみの集計。

### (2) 個別企業データを用いた分析

次に、起業や事業再編と企業の成長との関係について、個別企業のデータベースを用いて検証を行う。

#### (i) 売上高上位 500 社に占める社齢の若い企業

最初に、アメリカと日本における売上高上位 500 社について、社齢別の企業数を 05 年及び 15 年のデータを用いて比較する<sup>16</sup> (第 2-2-43 図)。まず、アメリカについては、社齢の若い企業が売上高上位企業の多くを占めており、社齢 20 年以下の企業の割合は 05 年には約 52%、15 年には約 45%とそれぞれ約半数となっている。ただし、社齢 10 年以下の企業の割合に着目すると、05 年から 15 年にかけてやや減少している。これに対し、日本では、戦後 10 年以内を設立年とする企業の数が圧倒的に多く、逆に社齢の若い企業の割合はアメリカと比較して非常に小さいことがわかる (社齢 20 年以下の企業の占める割合は 15 年に約 15%)。

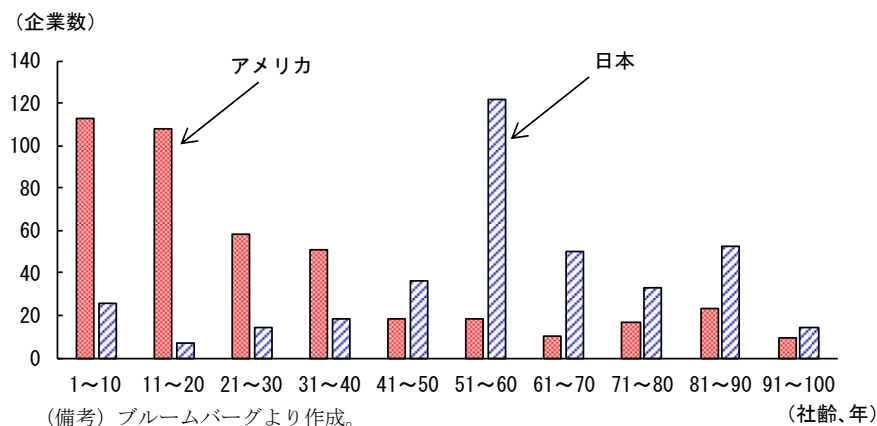
なお、ここで言う社齢の若い企業には、創業からの期間が短い企業に加え、元々は創業年の古い企業が、M&A や破たん後の再上場といったコーポレートアクションを通じ

<sup>16</sup> ブルームバーグから取得した売上高上位 500 社のうち、社齢を算出できた以下の企業について分析を行った。  
 アメリカ：425 件 (05 年)、472 件 (15 年)  
 日本：373 件 (05 年)、458 件 (15 年)

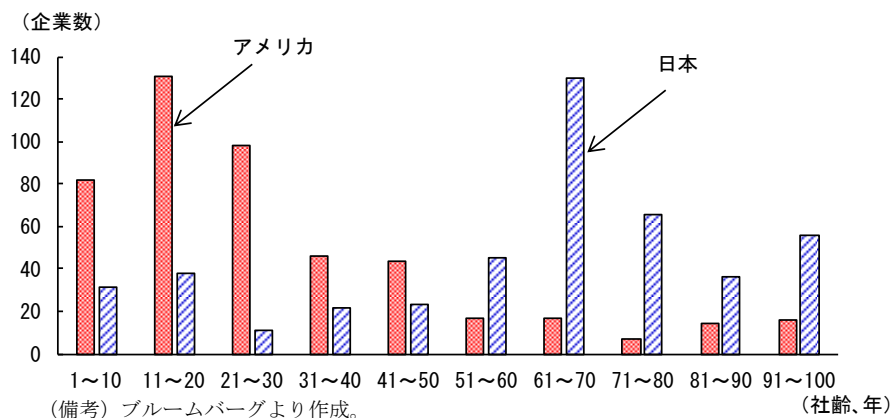
て新しい企業に生まれ変わり設立年が変更された事例も含まれていることに留意が必要である。

第 2-2-43 図 アメリカと日本における社齢別の企業数（売上高上位 500 社）

(1) 05 年



(2) 15 年



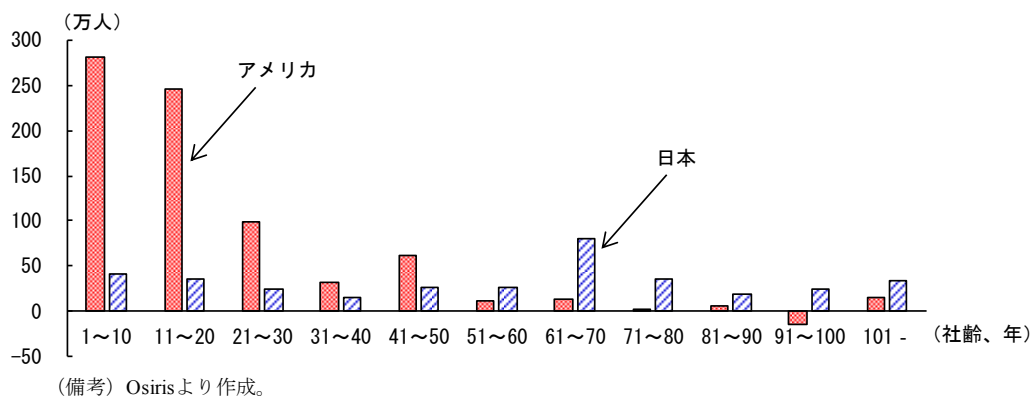
## (ii) アメリカの若い企業による雇用創出力

次に、個別企業のデータベースを用い、06年から15年間の雇用者数の増減を社齢別に日米比較してみよう<sup>17</sup>。まず、アメリカにおいては、社齢が20年以下の企業による雇用創出が全ての企業による雇用創出の約71%を占めている(第2-2-44図)。これに対し、日本では、戦後10年以内の間に設立された企業による雇用創出の割合が最も大きく

<sup>17</sup> ここでは、上場企業を中心とする企業情報データベース Osiris に登録されている企業(16年7月10日時点)のうち、社齢及び雇用者数の変化が確認できるアメリカ企業3,316社、日本企業3,391社について分析を行った。

なっており、社齢 20 年以下の企業による雇用創出の割合は全体の約 21%にとどまっている。アメリカにおいては、新たに創業した企業、M&A などのコーポレートアクションを経て生まれ変わった企業の両方を含む社齢の若い企業が雇用創出において大きな役割を果たしていることが分かる<sup>18</sup>。

第 2-2-44 図 アメリカと日本における社齢別でみた雇用者数の増減  
(06 年～15 年)



### (iii) 社齢が若く急成長している企業の特徴

以上の分析では、純粋なスタートアップ企業と、コーポレートアクションを通じて社齢が若くなった企業を区別することができなかった。そこで、以下では個別企業に関する情報も踏まえながら、社齢の若い企業の特徴を確認していくことにする。まず、日米の売上高の大きい企業について、社齢別の売上高の分布をみてみよう (第 2-2-45 図)。アメリカの上場企業を対象とした企業データベースから抽出した 3,917 社のうち、社齢が 20 年以下の若い企業の割合は 90%を超えているのに対し、日本では同様の 3,230 社に占める社齢 20 年以下の企業の割合は 2 割程度にとどまっている (第 2-2-46 表)。また、アメリカにおける社齢 20 年以下の企業の中には、売上高が 1,000 億ドルを超える企業が 8 社存在していることも分かる。経済規模の違い等により単純には比較できないものの、日本については社齢 20 年以下で売上高 10 兆円を超える企業は確認できない。

<sup>18</sup> コーポレートアクションを通じて新しい企業に生まれ変わることで社齢が若くなった企業については、実際に雇用の増加がなくても、その企業の雇用者数が雇用増加数として計上されることに留意する必要がある。