

(4) 金融政策の正常化

前述の通り、アメリカの雇用情勢については、17年1月から5月にかけて、非農業部門雇用者数の前期差が月平均で約16万人増加と16年月平均の約18.7万人よりはやや減速しているものの基調としては増加していることに加え²¹、失業率がFOMCメンバーの予測する長期的な中心傾向（4.5～4.8%）若しくはそれを下回る水準で推移していることから、既に労働市場はひっ迫していると考えられる。物価情勢については、PCE総合及びコアPCEデフレーター共に17年以降の足下の数か月間はやや低下している。こうした最近のインフレ率の低下は、携帯電話サービスや処方箋薬といった特定カテゴリーでの物価の一時的な低下によるところが大きく、前年比ベースでは18年3月までそれらの影響が見込まれている。しかしながら、6月のFOMCでも説明されている通り、雇用が持続的な水準に近づき、労働市場が力強さを増し続けることで、今後2年間で、インフレ率は長期的な目標である2%付近に上昇して安定することが見込まれている。（第2-2-48図、第2-2-49図、第2-2-50図）。

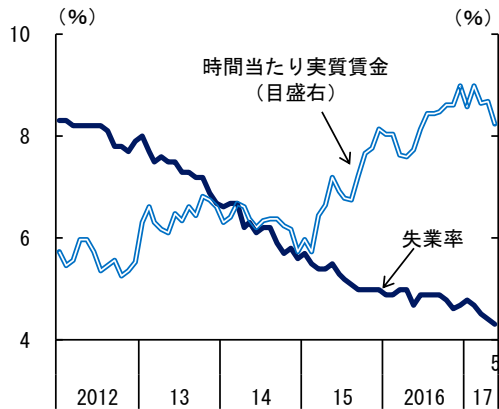
このような雇用・物価情勢等を背景として、17年3月14～15日に政策金利であるFFレート（フェデラル・ファンドレート）の誘導目標水準が引き上げられた後、6月13～14日に開催されたFOMCでも、FFレートの誘導目標水準が0.25%ポイント引き上げられ、1.00%～1.25%の範囲とすることが決定された。また、FOMCメンバーによる政策金利の見通し（中央値）では、17年末までにさらにあと1回の政策金利の引上げが想定されており、インフレ見通しでは18年10～12月期にはコアPCEデフレーターが2%に達するとみられている（第2-2-51図）。このほか、6月のFOMCでは、声明文において、「概して、経済が予測通りに推移すれば、委員会では今年中にバランスシート正常化プログラムの実施に着手することを予定している」旨の表現が追加され、近い将来に再投資政策の縮小が実施される可能性が示された²²。この再投資政策の縮小については、政策金利の引上げと並んで実質的な金融政策の引締め手段との見方もあることから、今後のFOMCによる金融政策正常化の動きについては、政策金利及び再投資政策の縮小の両方

²¹ FRBのイエレン議長は、The Executives' Club of Chicagoにおける講演“From Adding Accommodation to Scaling it Back”（17年3月3日、同年3月FOMCにおける政策金利の引き上げ前の講演）において、長期的な水準としては、月平均で7.5万人から12.5万人の間と言及している。

²² 声明文とは別途、14年9月に公表された金融政策正常化に関する基本方針を示す“Policy Normalization Principles and Plans”を修正する形で“Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans”が公表された。具体的には、国債及びエージェンシーMBSの保有削減は、政策金利水準の正常化が十分に進展した上で開始し、毎月の上限を超えた償還額のみ再投資を行うとされている。また、その毎月の上限は、当初、国債は60億ドル、エージェンシーMBSは40億ドルに設定されている。その後、毎月の上限については、3か月毎に、国債は60億ドル及びエージェンシーMBSは40億ドル増加していき、12か月後に、それぞれ300億ドル及び200億ドルに達した後、その水準を維持するとされている。

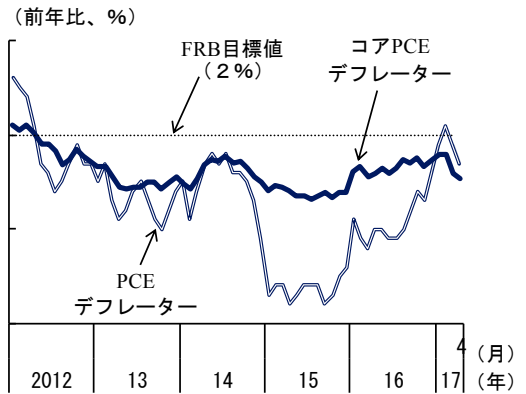
について留意していく必要がある（第2-2-52図、第2-2-53図）。

第2-2-48図 失業率・時間当たり賃金



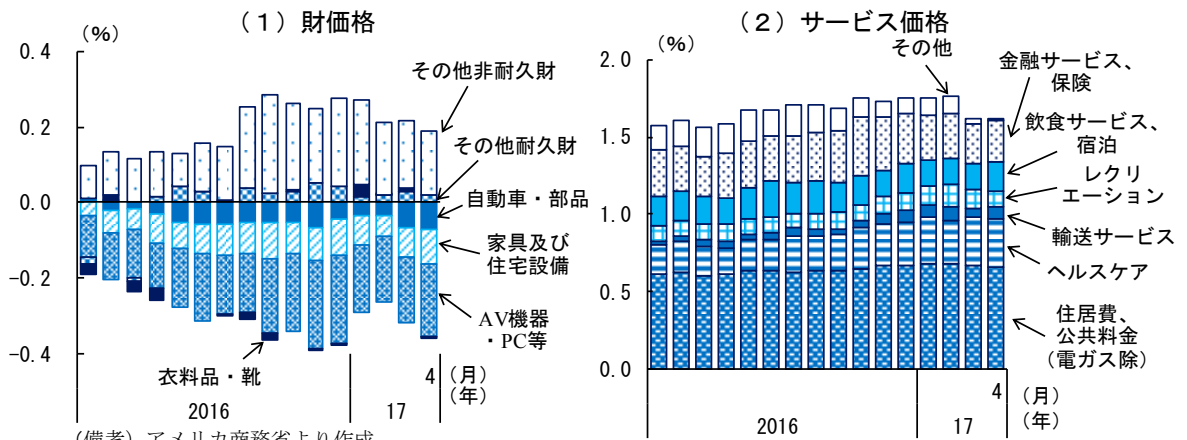
(備考) アメリカ労働省より作成。

第2-2-49図 PCEデフレーター



(備考) アメリカ商務省より作成。

第2-2-50図 コアPCEデフレーター（前年比、寄与度分解）

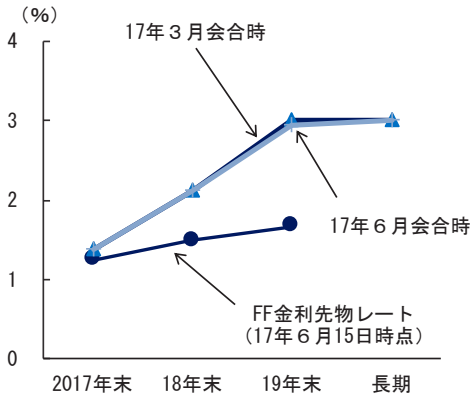


(備考) アメリカ商務省より作成。

(備考) アメリカ商務省より作成。

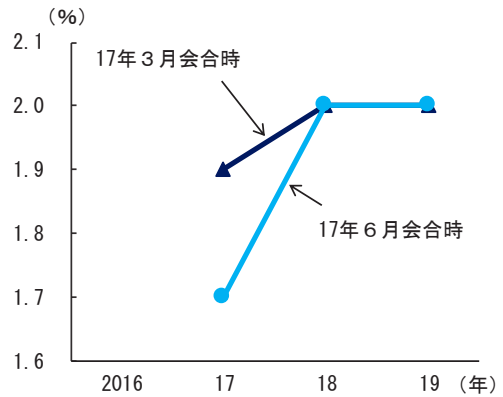
第2-2-51 図 FOMC メンバー見通し

(1) 政策金利見通し (中央値)



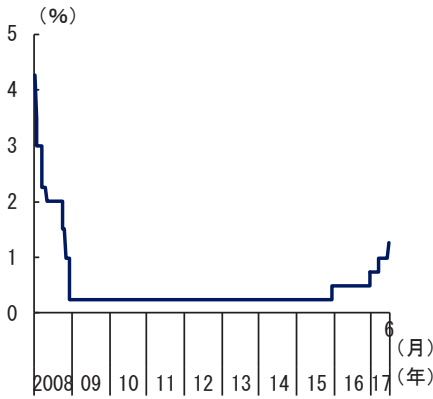
- (備考) 1. FRB及びブルームバーグより作成。
 2. 各期レートは、各会合時におけるFOMCメンバーによる政策金利見通しの中央値。
 3. 17年6月15日現在での政策金利の誘導目標水準は、1.00%から1.25%の範囲。

(2) インフレ見通し



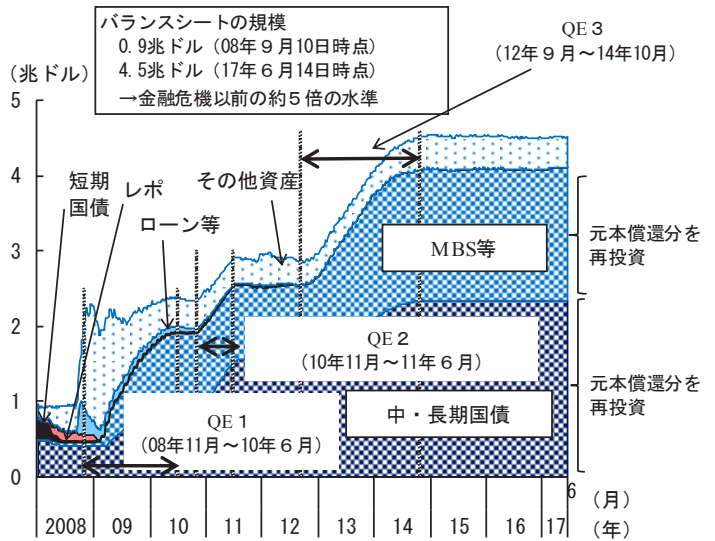
- (備考) 1. FRBより作成。
 2. 各期におけるコアPCEデフレーターは、各会合時におけるFOMCメンバーによる見通しの中央値。
 3. FOMCメンバーによる見通しは、各年の10-12月期の前年同期比の値。

第2-2-52 図 アメリカ政策金利



(備考) FRBより作成。

第2-2-53 図 FRBのバランスシート(資産側)



2. トランプ政権の経済政策 (経済・財政政策等)

17年1月20日に第45代アメリカ合衆国大統領に就任したトランプ大統領の下で新政策が発足し、選挙戦に掲げた政策の実現などに関心がもたれている中、就任直後から、

同大統領は大統領令や大統領覚書²³の公表などを通じて、新しい政策の方針を打ち出し
てきている。そのうち、予算措置を伴う政策については、17年3月21日にアメリカの
歳出全体の約3分の1を占める裁量的経費についてのみ、詳細を説明した2018会計年
度予算教書原案が公表された後、5月24日には義務的経費、税に関する提案及び財政収
支の見通しを含む完全な予算教書が公表されることで、その全体像が明らかとなってき
た。そこで、最初にこの予算教書の概要について整理し、次に新政権の経済・財政政策
等について個別にみていく。

(i) 2018 会計年度予算教書

アメリカでは予算編成の権限は議会にあるため、大統領の政策志向を反映させた予算
教書は参考に過ぎず、議会の予算編成には拘束力を持たない。そのため、5月に示され
た2018会計年度(2017年10月～2018年9月)予算教書は、大統領から議会に対する予
算提案という形となっており、この予算教書による提案を受けて、議会では、上下両院
に設置される各予算委員会及びその後の両院による審議が行われた後、正式な決議を経
て予算が成立することとなる。このため予算教書は、予算の内容を保証するものではない
ものの、新政権の政策スタンスを示す重要な資料となっている。2018会計年度予算教
書では、2018年度予算における優先順位の明確化とそれに伴う予算配分の見直しが行わ
れていることが大きな特徴として確認できる。同時に、財政の中長期の見通しについて、
財政健全化方針を示している。

(優先順位の明確化とそれに伴う予算配分の見直し)

最初に、同予算教書の特徴の一つである2018年度予算における優先順位の明確化と
それに伴う予算配分の見直しについて確認する。同年度予算における歳出面での取組と
して、国防費・国境の安全等にかかわる予算拡充が最優先課題として取り上げられてい
る。そのため、現行法上の2018年度における国防費の上限額²⁴について、5,490億ドル
から6,030億ドルへと540億ドルの引き上げを予定している。このように国防費の上限が
大幅に引き上げられた一方で、その引き上げ分を相殺するために、現行法上の2018年
度における非国防費の上限額について、5,160億ドルから4,620億ドルに540億ドルの削
減が提案されている²⁵。

²³ 外務省資料によると、大統領令 (Presidential Executive Order)、大統領覚書 (Presidential Memorandum)ともに、大統
領がその権限に基づき政府機関に対して指示を与えるものであるが、前者は憲法の規定に基づく。後者の定義は明確
に定められていないが、実質的には大統領令と類似のものと解されている。

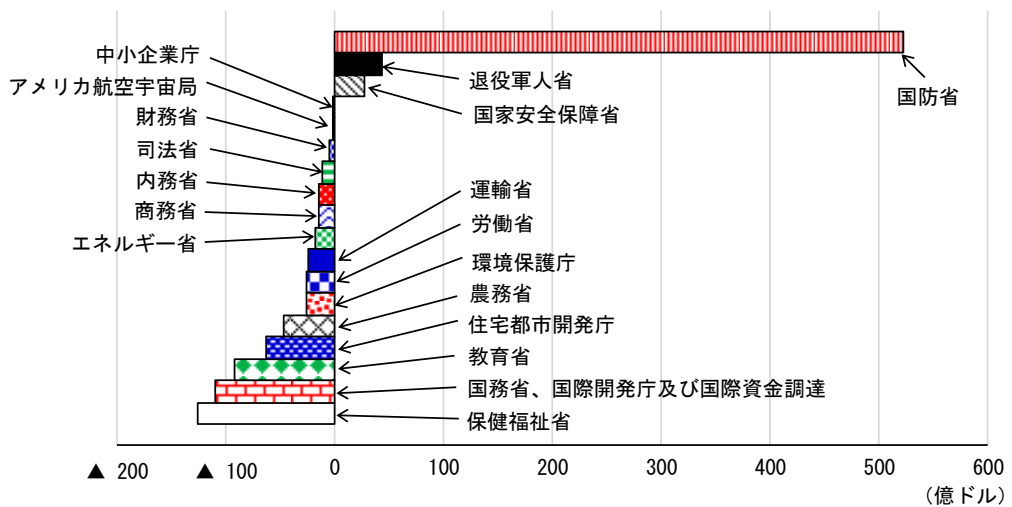
²⁴ キャップは、85年の均衡予算・緊急財政赤字削減法の修正版に基づいて定められており、これを超えた場合強制
歳出削減措置対象となる。

²⁵ 以後、毎年▲2%の削減も予定されている。

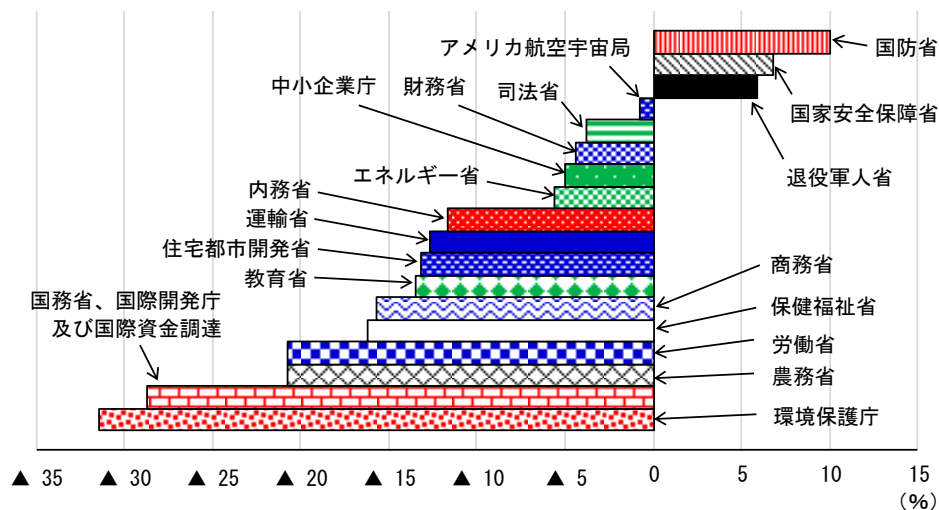
この結果、前年度（2017年度）と比較した予算額の増減を省庁別に見ると、国防省が大幅な増額となっているほか、退役軍人省及び国家安全保障省も増額となっている。一方で、これら省庁の予算が大幅に増額される分を相殺するために、保健福祉省、国務省、国際開発庁及び国際資金調達及び教育省等、幅広い省庁において予算が削減されていることが確認できる（第2-2-54図）。なお、予算額の増減を省庁別に前年度比で見た場合、環境保護庁、国務省、国際開発庁及び国際資金調達等が数十%の大幅な予算減額を提案していることも確認できる（第2-2-55図）。

このように、同予算教書では、国防費・国境の安全等に係る予算拡充を最優先課題として、その予算拡充分を相殺するために非国防費の上限額が大幅に減額されるといった形で、優先順位の明確化とそれに伴う予算配分の見直しが予定されていることが確認できる。なお、このほかに、歳出面での取り組みとしては、社会保障関連の義務的経費の合理化等を目的としたオバマケアの撤廃・代替、メディケイド改革、福祉施策改革といったことも提案されている。

第2-2-54図 各省庁別の予算の増減（前年度差）



第 2-2-55 図 各省庁別の予算の増減（前年度比）



（経済成長率の前提）

同予算教書で説明されているアメリカ経済の見通しについて見ると、2021 年度には実質成長率で年率+3.0%を達成し、2027 年度までその水準を維持するといったように、11 年から 16 年の年平均成長率の+2.1%と比べ、新政権は高い経済成長率を掲げている。これは、17 年 1 月に示された議会予算局 (CBO)の見通しである年率+1.9%と比べても高い（第 2-2-56 図）。

このように、アメリカの経済成長率が 16 年の年率+1.6%から年率+3.0%まで高まるためには、労働力人口の伸びが加速し、生産性上昇率が高まる必要がある。しかしながら、現状では、アメリカの人口増加率が低い水準（16 年は前年比で+0.7%）で止まっている中、既に指摘したように労働参加率は男性を中心に長期的に低下傾向を示しており、さらに労働生産性についても、年々その伸びが緩やかになっている（第 2-2-57 図）。

（財政健全化の進展）

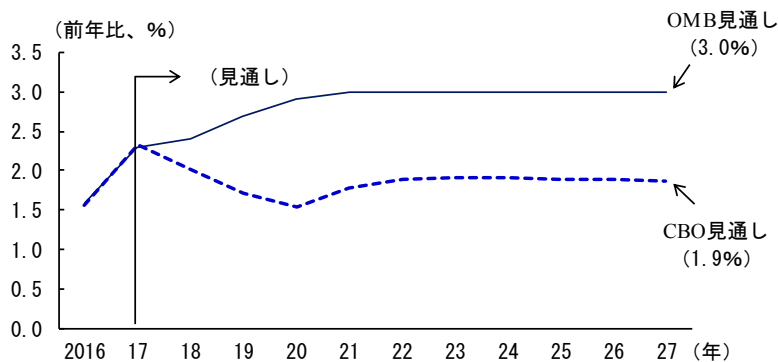
また、同予算教書では、アメリカ財政の見通しについて、債務残高が減少する方向での見通しを立てている。具体的には、前述の通り、各種の歳出削減にかかわる取組が行われ、経済成長率が高まることにより、2018 年度から 2027 年度の 10 年間にかけてベースライン比²⁶で 3.6 兆ドルの歳出削減²⁷が行われるとともに 2.0 兆ドルの歳入増が見込まれている。その結果、2027 年度には財政収支を黒字化した上で、債務残高対 GDP 比は

²⁶ 「ベースライン」とは、現行制度を前提に、前述の経済成長率等を織り込んで算出したもの。

²⁷ 3.6 兆ドルの歳出削減規模について、予算教書のブリーフィング資料では、「歴代大統領の提案の中で最大規模」とされている。

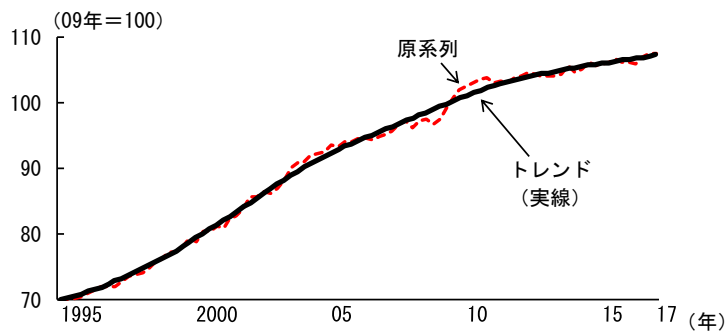
2017年度の77.4%から2027年度の59.8%まで低下すると見込んでいる。なお、17年1月に公表されたCBOの見通しでは、債務残高対GDP比は、将来の社会保障費の増大等を背景に、同予算教書とは逆に2027年度には88.9%まで増加すると予測している（第2-2-58図）。

第2-2-56図 OMBとCBOの経済成長率見通し



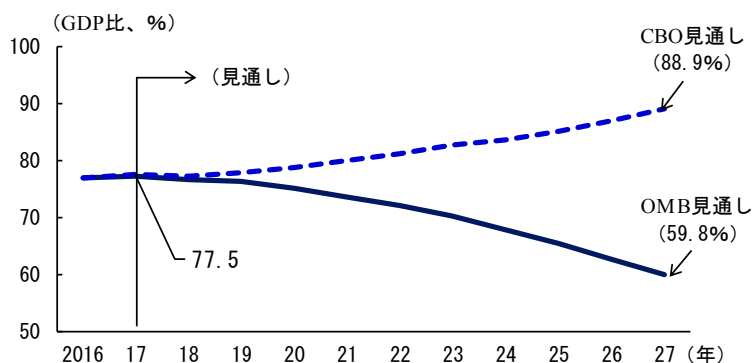
(備考) アメリカ行政管理予算局、アメリカ議会予算局より作成。

第2-2-57図 アメリカの労働生産性



- (備考) 1. アメリカ労働統計局より作成。
 2. トレンドについてはスムージングパラメータを1,600としてHPフィルタを適用したもの。

第 2-2-58 図 OMB と CBO の債務残高見通し



(備考) アメリカ行政管理予算局、アメリカ議会予算局より作成。

(ii) 新政権における各種政策

新政権における各種政策については、予算教書以外にも、就任直後から公表されている大統領令や大統領覚書等を通じて打ち出されている。主な経済政策としては、税制改革、インフラ投資、通商政策、規制緩和等が挙げられるが、いずれの内容も17年1月の就任演説で示された「アメリカ第一主義」に即し、経済成長率を高めることでアメリカ国民の所得や雇用機会を増やすことを意図している。すなわち、通商政策の見直しを通じて安価な輸入品の流入を減らす、法人税率を引き下げて対内投資を呼び込み国内の雇用を増やす、金融規制を緩和して銀行部門の収益性を高める、などの方針が示されている。これらの諸施策は、成長戦略として、企業部門の成長力を強化し、成長率を中期的に3%にまで高めていくための鍵となるとされている²⁸。他方、2017年6月末時点で、こうした施策はその実施時期、規模、内容及び財源等の大部分が未定である²⁹ことに加え、政権が当初予期していた以外の経路を通じて経済に様々な影響を及ぼす可能性もあり、その動向には注視が必要である。以下では、個別の政策の動向を確認する。

(税制改革)

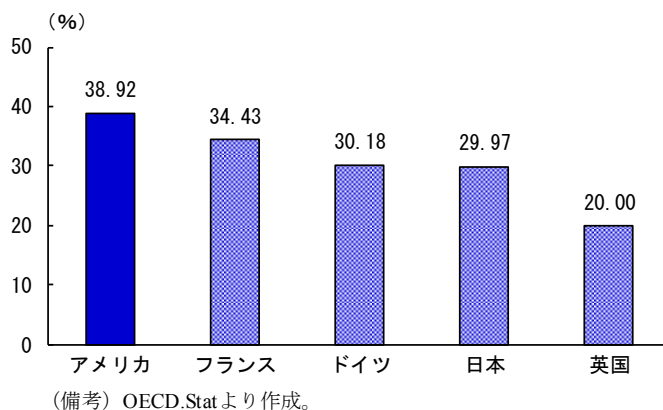
トランプ政権では、経済成長・雇用創出・中間所得層への負担軽減等を目的として税制の見直しが進められている。17年2月の上下両院合同議会演説において、トランプ大統領は、アメリカ国内に立地する企業の法人税率が世界のどこよりも高い(第2-2-59図)とした上で、法人税率を引き下げ、企業の競争力を高めると表明したほか、中間層に対し大規模な減税を行うと表明した。これを受け、4月に17年税制改革案が示され、法人

²⁸ 例えば U.S. Department of the Treasury (2017)

²⁹ FRB のイエレン議長は、17年6月のFOMC会合後の記者会見で経済の先行きについて問われ、「税や財政政策一般など期待されている政策変更のタイミングを後ろ倒しする見立てが多い」と述べている。

税率を 15%へ引き下げ、個人所得税率を現行の 7 段階から 3 段階に簡素化³⁰する、といった方針が示された。同改革案では歳入増の具体策³¹には言及していないものの、改革の力点を経済成長に置くという政権のスタンスが明確に打ち出されている。なお、予算教書では、減税が経済成長に寄与するとの立場で税収中立としているが、議会では税収が純減となる減税案を支持する考え方もみられる。

第 2-2-59 図 主要国の法人税率（国税と地方税の合計、16 年時点）



（インフラ投資等）

雇用創出・経済競争力確保等の観点から、トランプ政権はインフラ投資の実施を掲げている。上下両院合同議会演説では、官民の資本を総動員し、1兆ドルのインフラ投資（橋梁、トンネル等のインフラへの投資）を行うための予算法案承認を議会に要求することが表明されている。これを受け、予算教書では、連邦予算として 10 年間で計 2,000 億ドル³²をインフラ投資に充てることとされた³³。インフラ投資については、着実な回復が続くアメリカ経済に景気過熱を招き得るとの見方もあるが、投資対象を老朽化したインフラに絞ることで経済効率を大きく改善できるとの指摘もあり、今後の経過を注視する必要がある。

また、17 年 6 月にはインフラ投資に関わる労働力を強化するためのスキル実習教育への補助が公表された³⁴。予算教書で職業訓練全般に対する予算削減が提案されるなか、こ

³⁰ 同改革案で示された税率区分は 10%、25%、35%の 3 段階であることから、最高税率は現行の 39.6%から引き下げられることとなる。ただし、ブラケットの詳細については記載されていない。

³¹ 同改革案公表時の会見において、ムニューシン財務長官は、経済の成長と各種の控除削減等によって財政中立となる旨の発言をしている。

³² 10 年間の予算額 2,000 億ドルは、16 年の名目 GDP 比で約 1.1%程度。

³³ 6 月には、このうち 1,000 億ドルが地方のインフラ需要に優先的に配分される方針が公表された。

³⁴ 2 年間で 100 万人が対象。なお、インフラ投資関連に限定せず、実習訓練プログラム全般の強化を打ち出した大統領令も相次いで公表され（“Expanding Apprenticeships in America”）、雇用創出と併せて実習訓練を通じた労働者の技能育成を重視する方向が打ち出されている。

の提案の実現可能性に対する疑問もみられるが、建築関連の技能を持つ労働者の高齢化と大規模な引退が予想される現状を踏まえると、インフラ関連労働者の需給のひっ迫に対応した内容との評価も見られる³⁵。

（通商政策）

トランプ政権は、通商政策においてもこれまでの枠組みを根本から見直す取組を進めている。同政権が掲げる17年の通商政策アジェンダについては、3月に公表された USTR 年次報告において、アメリカの労働者・事業者に対する公正な機会の確保、ダンピング輸出への厳格な対応、知的財産権の確保、通商協定の改定等³⁶が示されており、自国経済優先の方針が明確に打ち出されている³⁷。

特に通商協定については、17年1月に署名された大統領覚書³⁸において、「将来の貿易協定の交渉では、二国間ベースで個々の国々に直接対処する」との方針を示した。具体的には、同覚書では環太平洋パートナーシップ協定 (TPP) から離脱することが表明された。また、16年秋の大統領選期間中から言及していた北米自由貿易協定 (NAFTA) の再交渉については、「現時点で NAFTA を終了させない」上で、「NAFTA の再交渉を可能とするために必要な内部手続きに従って迅速に進むこと」で合意している³⁹。

こうした「二国間交渉」の方針のもと、アメリカにとって最大の貿易赤字相手国である中国との間では、17年4月に行われた米中首脳会談において「100日計画」の策定が合意され、農業や金融サービス、エネルギー等の分野で赤字削減に向けた交渉が行われている。これを受け、5月には「中国側が17年7月16日までにアメリカ産牛肉の輸入を許可」するなど調整が進められることが決定した。

第1章でも述べた通り、貿易・投資関係の自由化はグローバルバリューチェーンの深化等を通じて世界経済を駆動する原動力となってきたことから、今後のアメリカの通商政策の動向に大きな注目が集まっている。

³⁵ 例えばブルッキングス研究所によると、アメリカでインフラ建設や維持管理に従事する労働者は現在1,450万人程度であるが、引退年齢が近づいている労働者の比率が高いため、今後10年間で300万人程度が入れ替わる必要があると指摘されている。

³⁶ USTR (2017)

³⁷ 17年4月には、財務省から半期ごとに出される「為替報告書」が公表された。この報告書では、為替操作を行っている国はない、とされたものの、操作に係る3つの判断基準（対米貿易黒字が200億ドル超、経常黒字が自国国内総生産 (GDP) の3%超、GDPの2%規模の海外資産購入による継続的な通貨安誘導）の複数を満たしている国がある（6か国）と指摘している。

³⁸ "Presidential Memorandum Regarding Withdrawal of the United States from the Trans-Pacific Partnership Negotiations and Agreement" (TPP 交渉及び協定からのアメリカの離脱に関する大統領覚書)

³⁹ トランプ大統領とカナダのトルドー首相及びメキシコのペニャ・ニエト大統領の3か国首脳の電話会談（17年4月）での合意。

（規制緩和）

規制関係については、企業に対する負担等を低減させるとの観点から緩和を進めていく方針を示している。17年1月に署名された大統領令⁴⁰の中で、17会計年度の規制上の上限として、(1)政府が1つの新しい規制を設ける場合には、少なくとも2つ、廃止する既存の規制を明らかにする、(2)廃止する規制を含むすべての新しい規制の費用増加分がゼロ以上にならないようにする、(3)新しい規制に関連する費用増加分は少なくとも2つの既存の規制に関連する既存の費用を取り除くことによって打ち消す、といった原則が示されている。

また、金融規制については、17年2月に署名した大統領令においてドッド＝フランク法の見直しを打ち出すなど、世界金融危機以降進められた、アメリカ金融行政の景気循環増幅効果（プロシクリシティ）抑制からの方針転換を掲げている。大統領令を受け、6月には預金制度や銀行等の規制に関する検証結果⁴¹が報告された。同報告では、現行制度上の規制当局の業務重複削減を目指すべきとした上で、消費者金融保護局（CFPB）の権限縮小⁴²、包括的資本分析レビュー（CCAR）やドッド＝フランク法ストレステスト（DFAST）の実施対象行要件の緩和⁴³、小規模行へのボルカールール適用除外等が盛り込まれている。金融規制の見直しについては、金融システムの安定性を損なうことなく、企業負担の軽減につながれば経済全体にとって望ましいものと考えられる一方、プロシクリシティが発生し得る内容も多数含まれる点には留意が必要である。

（その他の政策）

移民政策関連では、アメリカ人を犯罪等から保護するとの目的の下、入国者を今後制限していく方針を示している。トランプ大統領は17年2月の上下両院合同議会演説において、アメリカに雇用を取り戻すため、合法移民のためにシステムを改革し、能力に基づく査証審査の仕組みを導入することを表明した。また、トランプ大統領は一連の大統領令の中で移民取締りにかかわる職員の増員を打ち出すなど、不法移民問題への対応

⁴⁰ “Presidential Executive Order on Reducing Regulation and Controlling Regulatory Costs”（規制削減と規制費用管理に関する大統領令）

⁴¹ US Department of the Treasury (2017)

⁴² 同報告では、CFPBの銀行に対する過度な規制の結果、消費者等資金の借り手にとって選択肢が減っていること等が問題点として指摘されている。

⁴³ ドッド＝フランク法では連結総資産100億ドル以上の銀行持株会社に対して定期的に内部的なストレステストを実施することを求めている（小立（2016））が、銀行の多くはこうしたテストを実施しなくても、金融システム全体の安定性を損なうことはない、との指摘がある（Brookings Institution (2017)）。

強化⁴⁴も掲げており、予算教書でも国境の安全に関する予算に 26 億ドル⁴⁵を充てることとしている。

また、社会保障関連では、大統領就任直後に署名した大統領令において、いわゆるオバマケアの早急な撤廃を表明するなど、医療保険制度の見直しに取り組んでいる。17年3月に公表された声明では、オバマケアの下で医療費が増大し、医療オプションが減少したとして、消費者のコストを削減・選択肢を広げるために健康保険市場に競争性を回復させる、としている。こうした政権の方針の下で、国民に対する保険の加入義務撤廃やメディケイドの歳出削減等を盛り込んだ“American Health Care Act of 2017”が提出された⁴⁶。同法案は17年5月に下院で可決されており、今後の動向が注目される。

以上みてきたとおり、トランプ政権は17年1月の発足以降、矢継ぎ早に経済・財政政策の方針を打ち出している。インフラ投資や減税の実施は、経済成長にプラスの影響を与えると考えられることから、これらの政策が実現していけば、アメリカの経済成長に一段と弾みがついていく可能性がある。

⁴⁴ その他、17年2月には犯罪の減少と公安に係るタスクフォースを設置し、違法移民、麻薬密売等について議論することとしている。また、同月署名された大統領令において、全てのアメリカ人を保護・安全強化するため、(1)全ての連邦法を執行し、(2)戦略を策定した上で、(3)新しい連邦犯罪を定義する、としている。

⁴⁵ 26億ドルのうち、南部国境に「壁」を建設する費用として16億ドルを充てることとしている。なお、「壁」の単価について、マルバニー行政管理予算局長は17年3月のインタビューの中で、1マイルあたり800万～2,500万ドルとコメントしている。

⁴⁶ 17年6月、CBOは、同法案が施行された場合2026年までに無保険者がオバマケアに比べて2,200万人増加するとの試算を公表しており、低所得者層に対する公的医療制度であるメディケイドの縮小に懸念を示す内容となっている。