

経済を読む眼

米国大統領選の結果が経済に及ぼす影響¹

2024年7月18日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

上席運用専門員 丸山泰斗

エコノミスト 関東享佑

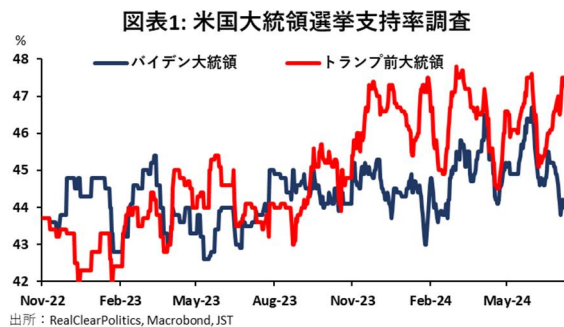
要旨

1. 米国大統領選が迫っている。トランプ前大統領と民主党候補のいずれが勝つか次第で、世界・米国経済への影響も大きく変わる。
2. 想定される経済政策は以下の通りで、トランプ政権の方が景気刺激的でありインフレ的。同時に、政策の不確実性も高まるだろう。
 - (1) 貿易政策では、トランプ政権になれば、関税を対中で大幅に賦課、それ以外に対しても小幅に一律賦課。この場合、米国の消費者に大きな負担がかかり、インフレをもたらし得る。他国でも報復関税を大規模に導入すれば他国もインフレ的になろう。民主党政権の場合、影響は内外共に軽微。
 - (2) 財政政策では、トランプ大統領時代に制定された TCJA 法について、トランプ政権は全条項を延長するだろうが、下院の過半数を民主党がとれば法人税率のみ引き上げ等の妥協も考え得る。民主党政権なら富裕層の増税や法人税率引き上げを行いそうだが、実体経済への悪影響は限定的だろう。
 - (3) 移民政策では、トランプ政権は移民の締め出しに全力を挙げる結果、現在みられている雇用増の動きも止まり、住宅需要も減少するだろう。一方、民主党政権では制限を厳しくしても移民数は高止まりし、雇用数の増加と住宅等の需要増につながり得る。全体としてインフレへの影響は不確実。
 - (4) 産業政策では IRA 法と CHIPS 及び科学法によりクリーン技術や半導体投資を促進中。トランプ政権は規制緩和で脱炭素も反転させようとしようが、限定的な修正になる可能性。このため規制緩和のメリットは特定の産業に留まる一方、市場の失敗のコストも高そうだ。民主党政権では変化なし。
 - (5) 反トラスト政策では、民主党政権では変化がないものの、トランプ政権ではより寛大になろう。それでも共和党内でも巨大過ぎる企業規制への賛同者が増えているので、実質的には緩和が縮減される可能性がある。
3. 但し、財政赤字の制約から、トランプ政権では財政政策の転換が、民主党政権では産業政策の推進が、思うようには進められない可能性が高い。

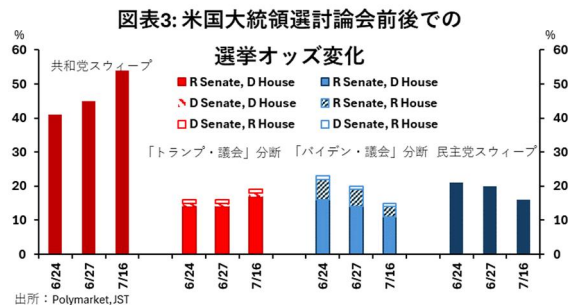
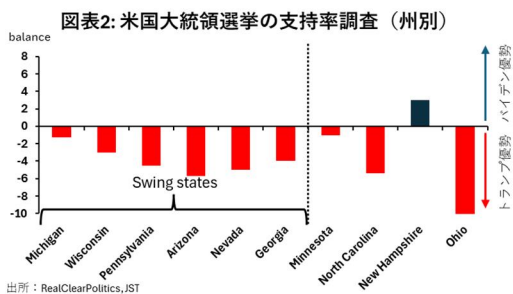
¹ 本稿は、2024年7月15日現在のデータに基づいている。

1. はじめに～米大統領選の展望と問題意識

米国大統領選まであと 4 ヶ月を切った。バイデン・トランプ両氏による第 1 回の討論でバイデン大統領の対応が民主党側に不安感を抱かせ、バイデン大統領の支持率が急低下している（図表 1）。これは州レベルの支持率にも影響しており、Swing states と呼ばれる、ここで選挙に勝った方が大統領選で勝利



できるとされる地域でも、トランプ前大統領が優勢となっている（図表 2）。大統領選での支持率が同時に改選される上下院の選挙にも影響するため、あくまでも現時点に限定すれば、トランプ前大統領が大統領選で勝つのみならず共和党も上下院ともに勝つというスウィープの可能性も高まりつつあるようだ（図表 3）。また、先週末にはトランプ前大統領の暗殺未遂事件も発生する等、波乱の選挙戦になっている。こうした状況下、メディアや民主党議員からは、バイデン大統領は選挙から撤退せよといった意見も聞かれるようになっており、8 月 19～22 日の民主党全国大会での決着に向けて、民主党側の対応が非常に流動的になってきている。ただ、民主党側は、仮にバイデン大統領から他に大統領候補が変わったとしても、政策綱領は大きくは変わらないと見込まれる。一方、共和党も 7 月 15～18 日の全国大会でトランプ前大統領を共和党大統領候補に指名するに先立ち、政策綱領を発表したばかりだ²。



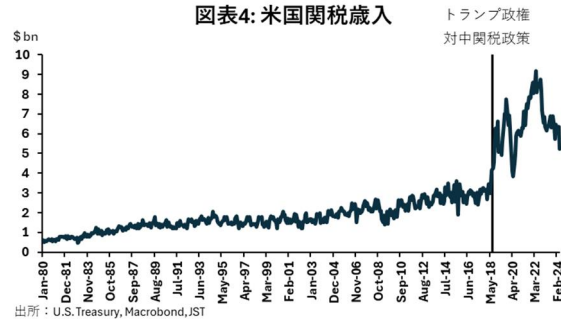
そこで本稿では、トランプ前大統領と民主党側のどちらが大統領になるか、その際に上下院は共和党と民主党のどちらが過半数を得るのかによって、経済政策がどう変化するか、更にはその世界・米国経済に及ぼし得る影響を展望する。なお、第 2 期トランプ政権が発足する場合には、ロシア・ウクライナ戦争やイスラエルとハマスの武力衝突、更には NATO を筆頭とする安全保障に対する米国の対応も大きく変わる可能性があり、これも世界の地政学的リスクとその対応に大きな影響を与えると考えられるが、本稿ではあくまでも経済政策に絞って議論を行う。

² The Republican National Committee (2024) “2024 GOP Platform Make America Great Again”.

2. 選挙結果別に見た経済政策とその影響

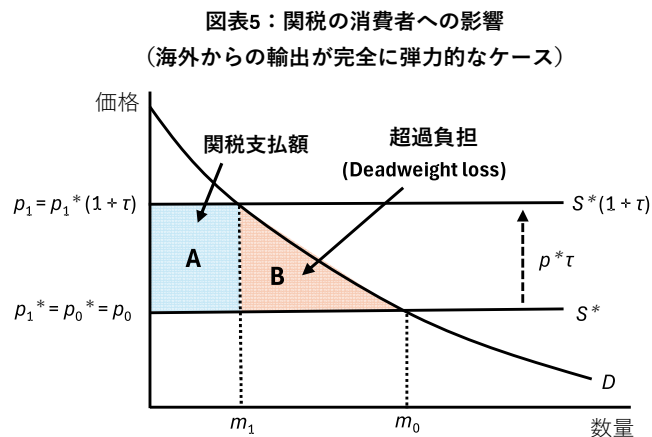
(1) 貿易政策

まず、貿易政策、特に対中国を中心とした関税政策が大きく異なり得る。現バイデン政権は、第1期トランプ政権が中国に対して課した関税を残存させているが、それ以上の関税の賦課は行っていない(図表4)。先般、中国からのEV等への関税率を25%から100%に引き上げる方針を決めたが、実際には中国から米国へのEV輸出は殆どみられず、実効性よりも象徴性を意識したものである。したがって、米中のテック技術を巡る分断は止まらないにしても、直接的な経済効果は大きなものではない。



しかし、第2期トランプ政権になる場合は、トランプ前大統領自身の意見として、中国製品に60%ないしそれ以上の関税を賦課し、それ以外の国の製品に対しても一律10%の関税を課すと述べている。こうした貿易政策は、大統領令によって実施されるので、議会が民主党と共和党のどちらが過半数をとるかに関係なく実行が可能な点が特徴だ。そこで、トランプ前大統領が次期大統領になった場合にこれをそのまま行いかまではわからないが、少なくともこの政策は米国経済、世界経済に大きな影響を及ぼし得るものであることを明らかにしよう。また、共和党の政策綱領では中国の最恵国待遇(恒久的正常貿易関係)を剥奪するとされていて、そうすれば中国に対して自由に関税をかけることができる。しかし、これは中国から強い報復を招くと予想される。

第1期トランプ政権では2018年から2019年にかけて、対中国を中心に、しかし一部は他国の製品にも、関税を賦課した経緯がある。この関税のコストとしては、経済学の教科書的に説明すれば、消費者が支払う関税の支払額と、国内の生産や消費者の消費の意思決定を歪めることによる社会厚生上の超過負担(deadweight loss)が存在する。図表5は、横軸を数量、縦軸を価格として、消費需要曲線(D)と海外からの輸出供給曲線(S)を書いたもの(簡単化のために海外からの輸出供給曲線が関税に対して完全に弾力的なケースを想定)であり、 τ が新たに賦課する関税率、 p_0 が元



の価格、 p_1 が関税賦課後の新たな価格を表す。ここで、A が消費者からの関税分の支払額、B が deadweight loss を表している。Amiti *et al.* (2019-a)³は、この大きさを 2018 年の実際の関税賦課に即して計測しており、Amiti *et al.* (2019-b)⁴ではこの結果を用いて 2018～19 年の様々な関税賦課のコストを具体的に計算している。計測結果によれば、中国への関税賦課に対して、中国企業はコストを全く負担しなかったため、米国の輸入価格がほぼ関税分上乗せされ、10%の関税率引き上げで当該商品の米国での輸入需要が 43%減少した。

今回、この結果を第 2 期トランプ政権の関税賦課について現在トランプ前大統領が述べているプランが実現すると想定してそのまま適用すると、巨額の負担が米国の消費者にかかることになる（図表 6）。また、上述の Amiti *et al.* (2019-a)は関税の上昇に対する輸入製品価格へのマークアップと輸入品を投入して製品を作る企業のコスト上昇の転嫁を、それぞれ計算している。彼らの計測結果を簡略化して適用すると、今回のトランプ提案は PPI のうち財価格を大きく上昇させ、PPI を（1 回限りではあるが）約 1.4%上昇させる計算となる⁵。つまり、インフレ率を 2%へ収束させようとするまさにその時にインフレを再燃させかねない。しかも、米国が多額の関税を課せば、中国をはじめ、対象となった国は米国製品に報復関税をかけることが予想され、こうして物価上昇が他国へ波及していくことも想定される。

図表6：第2期トランプ政権による関税のコスト（試算）

| | 関税支払額 | 超過負担 (Deadweight loss) | 合計 |
|-----------------|--------|---------------------------|----------|
| 月次コスト(10億ドル) | 31.93 | 93.78 | 125.71 |
| 年間コスト(10億ドル) | 383.14 | 1,125.34 | 1,508.48 |
| 1世帯当たりの負担金額(ドル) | 2,915 | 8,562 | 11,477 |

出所：Amiti *et al.* (2019), JST推計

もちろん、これだけ消費者への影響が大きいことの裏側では、巨額の関税収入が国に入ることで、これを後述する TCJA 法にある個人所得税減税を恒久化する原資として使うことも、トランプ前大統領自身は想定しているようだ。

また、第 1 期トランプ政権の中国への関税賦課を思い起こすと、関税政策に関する大きな不確実性の発生が経済成長にも影響する可能性を考えておく必要がある。

³ Amiti, M., Redding, S., and D. Weinstein (2019-a) “The Impact of the 2018 Tariffs on Prices and Welfare,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 33, No. 4.

⁴ Amiti, M., Redding, S., and D. Weinstein (2019-b) “New China Tariffs Increase in Costs to U.S. Households,” *Liberty Street Economics of the New York Fed* を参照。

⁵ 但し、このような価格の上昇が輸入品と関連の無い企業に及ぼす影響は考慮されていないし、米国の消費需要がどう変化するかも考慮していない。あくまでも簡便法による試算である。

(2) 財政政策

次に、財政政策については、大統領令だけでできることには限度があるので、大統領選の結果のみならず、上下院の選挙結果にも大きく左右されるだろう。新たに選ばれた大統領はすぐに、TCJA法（Tax Cut and Job Growth Act<減税・雇用法>）の個人所得税に関する多くの減税が 2025 年末に期限（sunset）を迎えることに対処しなければならぬ。

図表 7 はその主要項目を概観したもので、民間でも 2026 年からの税制の在り方について議論が行われている⁶。バイデン大統領は、年収 40 万ドル以下の個人については減税を延長するほか、2024 年度予算教書で子ども税額控除の拡大も打ち出している一方、年収 40 万ドル以上の高額所得者に対しては、所得税率を元の高所得税率に戻すほか、メディケア税額控除の課税ベースの拡大も示唆している。それだけでなく、期限切れしない法人税率にしても、上限を 21%から 28%へ引き上げるほか、期限切れする米国外軽課税無形資産所得への課税（GILTI、国外子会社が利益を上げた時点で課税する制度）も現行の 10.5%から 21%へ戻すとされている。

図表7: TCJA法のうち変更される可能性のある主な項目

| 項目 | 現行法 | トランプ 前大統領提案 | バイデン 現大統領提案 |
|----------------------------------|---|-------------------------------|-------------------|
| 個人所得税(2025年末期限) | | | |
| 個人所得税率 | 7段階累進税率 (10%, 12%, 22%, 24%, 32%, 35%, 37%) | 恒久化 | 高額所得者の税率引き上げ |
| 個人代替ミニマム税 | 代替ミニマム税適用 所得上限の引き上げ | 恒久化 | 原則廃止 |
| 標準控除拡大 (standard deduction) | 単独申告\$12,400、 共同申告\$24,800 | 恒久化 | 原則廃止 |
| 項目別控除 (itemized deduction) | 各種制限を撤廃 (州税額控除は \$10,000が上限) | 恒久化 | 原則廃止 |
| 金利控除可能なモー ゲージ・バランス上限 の引き下げ | \$750,000へ | 恒久化 | 延長か? |
| 相続税 (estate tax) | 生涯免除額を倍増 | 恒久化 | 原則廃止 |
| 子ども税額控除 (child tax credit) | 大幅拡大 その後も拡大続く | 恒久化 | 拡大 |
| メディケア税額控除 下限引き下げ | 10%から7.5%へ | 恒久化 | 高額所得者の 課税ベース拡大 |
| 法人税(一部期限切れ) | | | |
| 法人税率上限 (期限切れせず) | 35%から21% | 20%に引き下げ 民主党に妥協 なら引き上げ? | 28%へ引き上げ |
| 米国外軽課税無形資産 所得(GILTI) | 半減させて10.5%へ | 恒久化 | 21%へ戻す |

出所: TCJA法, JST

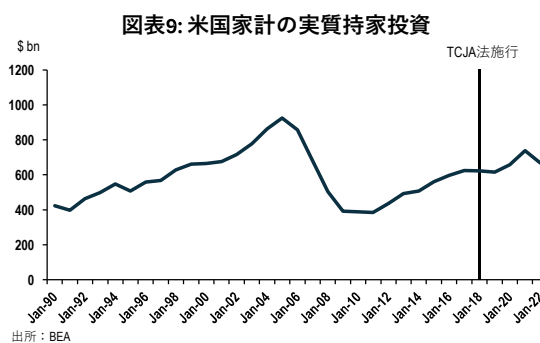
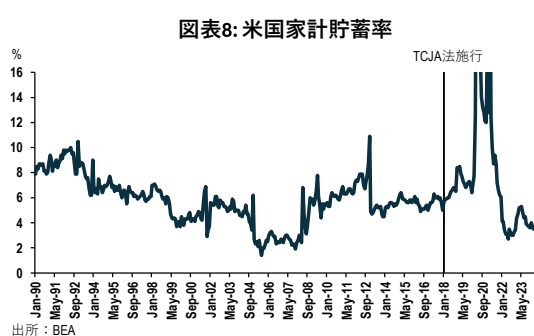
これに対し、第 2 期トランプ政権は、低額所得者から高額所得者まで、更には法人にも低税率のメリットを与えるとされており、期限切れする減税策を全て恒久化すると述べているほか、法人税率を 20%に引き下げること企業に約束している。この点で現在のバイデン政権とは姿勢が大きく異なっている。但し、議会が共和党と民主党とでねじれる場合には、いくら関税で得た歳入増を TCJA 法改正による歳入減に充当すると言っても、民主党の協力を得られない可能性が高く、結局は TCJA 法をそのまま恒久化できない可能性をみておくべきであろう。その場合には、恒久化ではなく延長に留めるだけでなく、法人税率を幾分引き上げるといった形で民主党と妥協する可能性も

⁶ 例えば、Kimberly, A., and N. Sarin (2023) "The coming fiscal cliff: A blueprint for tax reform in 2025," The Hamilton Project of Brookings では、歳入の増加による財政の維持可能性の改善、課税の累進性拡大による不平等性への対応、税に起因する非効率性の縮小、気候変動や税の国際競争力といった世界的な課題への対応、といった側面から、見直しの方向性を提言している。

残されている。

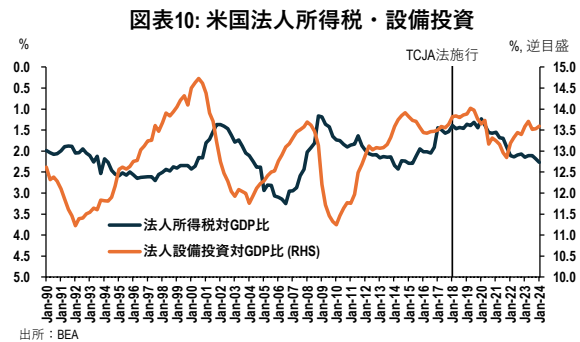
さて、次期民主党政権か第 2 期トランプ政権かでこれだけ税制が変わると、これがどの程度米国経済に影響するかが焦点となろう。そこで、TCJA 法が第 2 期トランプ政権によって見直された場合の経済への影響を見積もってみよう。まず、消費への影響であるが、元々 2018 年に TCJA 法が施行された時から、減税が期限付きであることから家計が認識する恒常所得はそこまで増えないとみて、景気刺激効果が小さく見積もられることが多かったが、実際に貯蓄率でみて、TCJA 法施行後に消費に回らなかったために貯蓄率が当初は上昇し、消費刺激効果が減殺されていたことがみてとれる。(図表 8)。今回家計減税が恒久化されるとしても、民主党案に比べた違いは主として高額所得者の扱いであるうえ、今後民主党政権になれば再び引っ繰り返されると認識されれば、やはり恒常所得の増加にはつながりにくい。しかも、減税の原資の一部は関税率の引き上げによる消費者の負担によって賄われる可能性がある。したがって、仮に家計の所得減税を恒久化すると、景気刺激的ではあるが、その効果は総じて小さいとみておくべきだろう。

一方、家計の持家投資への影響も考える必要がある。TCJA 法の施行時には、標準控除を 2 倍に拡大してモーゲージ借入れのメリットを相殺したほか、金利控除可能なモーゲージ・バランス上限を引き下げ、州の税額控除も引き下げた。このため、モーゲージ借入れをしてまで持家投資を行うことには、マイナスの影響が及んだ⁷ (図表 9)。今回は、第 2 期民主党政権で標準控除が引き下げられれば、モーゲージ借入れの利用インセンティブが上向くであろうが、一方でモーゲージ・バランス上限の引き下げが維持される可能性が高いため、プラスの影響は大きくないと考えられる。



⁷ この点の評価は、M. Feroli (2017) “US: Unwrapping the tax package,” J.P. Morgan Special Report を参考にしている。

最後に、法人税率が今後引き上げられる場合の影響であるが、そもそも TCJA 法施行時にも、法人税率引き下げによる資本コスト低下に対する資本ストックの弾力性 (tax-adjusted Q) については、色々な試算がなされており、初期の試算は小さかった。これに対し、トランプ政権時の CEA アドバイザーであった Hassett (K. Hassett and G. Hubbard 2002)⁸が、資本ストックの資本コストに対する弾力性が-0.5~-1.0 と極めて大きい試算を公表したので、話題になった。当時のエコノミストは、どちらかと言えば弾力性が小さいとの見方が多かったと記憶している⁹。実際、2018 年の TCJA 法施行時の実績は、図表 10 にあるように、小さな正の影響にとどまった。このことからすれば、今回法人税率を引き上げることになったとしても、影響は小さいとみておくことが妥当と考えられる。



このようにみえてくると、次期民主党政権が TCJA 法期限付きの条項を期限切れさせるとしても、それが経済を悪化させる程度は大きくないと見込まれる。また、第 2 期トランプ政権になって TCJA 法を延長ではなく恒久化した場合、景気に対して刺激的であり、それに応じてインフレも押し上げるものの、その程度は小さいと見込まれる。

一方、第 2 期トランプ政権によって TCJA 法の恒久化が実施されれば、財政収支には大きな影響が出てくると考えられる。この点は他の施策とも合わせて本ノートの最後で論じる。

(3) 移民政策

トランプ大統領が就任した場合に大きな違いが出るのは、移民政策であろう。元々、CBO (Congressional Budget Office<議会予算局>) によれば、ネットの移民数は 2024 年が 2023 年とほぼ同数となったところでピークアウトし、2027 年には移民が顕著に増加する前の推移に戻るとされている (図表 11)。これを前提とし、更に移民の労働参加率が流入してから 3 年程度かけて上昇していくことを踏まえれば¹⁰、少なくとも 2025 年までは労働力が増え続け、米国経済の潜在成長率が、以前の水準 (FRB の見積もりに依れば 1.8%) よりも上昇して 2%を超えている可能性が高い。バイデン大統領は最近になって移民の規制を厳格化した。それでも移民の流入は僅かに減少した程度とみられ (図表 12)、大きな潮流の変化は見込まれない。現在は、成長率が潜在成長率並みで推移するとしても、それに見合う雇用の増加数は、以前のように 10 万人/月台から

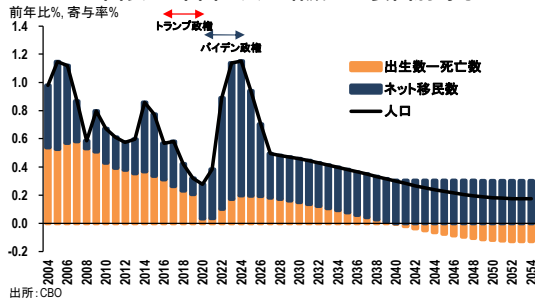
⁸ Hassett, K., and G. Hubbard (2002) "Tax Policy and Business Investment," *Handbook of Public Economics: Vol. 3* を参照。

⁹ この見方も、前述の M. Feroli (2017) "US: Unwrapping the tax package," J.P. Morgan Special Report を参考にしている。

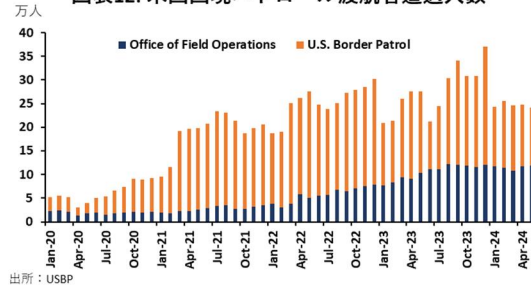
¹⁰ 詳細は、鶴飼博史・関東享佑 (2024) 「移民が米国経済を活性化」 経済を読む第 22 回、科学技術振興機構を参照。

20万人/月程度に増加していると考えられ、こうした状況は今暫く続くと思込まれる。

図表11: 米国の人口増減への要因別寄与



図表12: 米国国境パトロール渡航者遭遇人数



しかし、第 2 期トランプ政権が就任すると、移民の流入は明確に減少するだろう。実際、トランプ大統領の時代は移民の流入が顕著に減少していたことから示唆される（前掲図表 11）。したがって、トランプ政権が発足する場合は 2025 年から移民が急減して潜在成長率が低下し、以前の水準程度に戻っていくとみられよう。その場合、労働需給が逼迫するのでインフレ率も上昇するとの見立てが聞かれることがある。その可能性は否定しないが、しかし、以前に論じたように、移民の急減は、一方で住宅をはじめとして総需要も減少させるので、全体としてインフレ率を上げるのか下げるのかは明確ではない¹¹。

（4）産業政策と規制緩和

米国はトランプ前大統領が 2016 年の就任日に TPP を離脱する等、どちらかと言えば、自由競争から国内産業保護へと重心を置いてきた。しかし、その中にあっても第 1 期トランプ政権は規制緩和も重視していたところから、バイデン政権は産業政策重視へと重心を移してきた。バイデン政権は、2022 年に実施された IRA 法で主としてクリーン・エネルギー分野の投資を、同じく 2023 年実施の CHIPS 及び科学法で先端技術の投資を促しており、ホワイトハウスによれば、両者を合わせて法案成立 1 年経過時点で 0.4 兆ドル程度の投資を促進したとされている¹²ほか、Atlantic Council によれば、製造業の新しい設備の建設投資が 2023 年に前年比で 2 倍を超え、グリーン及びデジタルに限定すると 4 倍にまで増加している¹³。また、以前はこうした特定産業を助成するような産業政策については、市場メカニズムに委ねることに比べて効果が大きいかは疑問しいとの見方が向けられてきたが、学界の産業政策に対する考えもこの数年に大きく変わってきており、産業政策は大きくて長い効果を特定地域や分野にもたらすので市場の失敗に対応する意義が大きいとして、産業政策の価値が見直されている¹⁴。クリー

¹¹ 注 9 と同じ文献を参照。

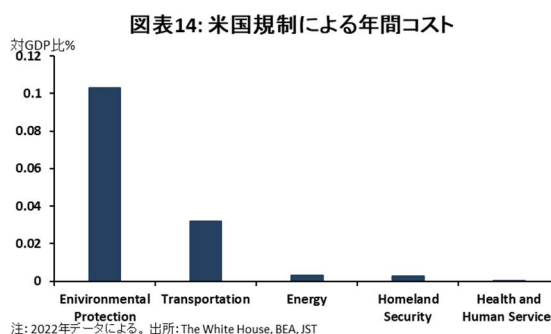
¹² White House の IRA 法、CHIPS 及び科学法に関する 2023 年の fact sheet を参照。

¹³ Atlantic Council (2024) “The IRA and CHIPS Act are supercharging US manufacturing construction”を参照。

¹⁴ こうした産業政策再評価の動向については、Juhász, R., Lane, N., and D. Rodrik (2024) “The new economics of industrial policy,” Annual Review of Economics, Vol. 16 で詳細にレビューされている。

これらは、総じて規制緩和としても位置付けられるが、選択的な規制緩和であり、旧来型の化石燃料型産業に産業の軸を戻そうとする試みとも位置付けられるだろう。経済学の教科書的には、規制緩和は経済を活性化させることになる。しかし、OMB（Office of Management and Budget<行政管理局>）が毎年集計している規制のコストをみると、トランプ政権時代後半には規制のコストが対 GDP 比でみてほぼ 0%だったことと比較すれば、2022 年から上昇に転じたとは言っても同 0.1%程度と、トランプ政権の前と比べても大きくはない。しかも、コストの大半は環境規制であり（図表 14）、これを規制せずに放置すれば、一方で温暖化の進展による大災害やインフレ、更には最終的に温室効果ガスの発生抑制に迫

い込まれても対応できないといった、大きな市場の失敗を伴いかねない。更には、上述のように産業政策をドラスティックに見直し、規制緩和を大きく進めることまでは難しいとすれば、なおさら評価が難しくなる。第 2 期トランプ政権のこうした施策の影響は、マクロ的な大きさよりは、個別に恩恵を受ける旧来型のエネルギー産業や自動車産業のメリット、脱炭素型の新産業のデメリットに表れるという捉え方をしていく方が適切であろう。



ただし、次期民主党政権が産業政策を推し進めるとしても、財政収支にはやはり大きな影響が出てくると考えられる。この点も本ノートの中で最後に論じる。

（5）反トラスト政策（独占禁止政策）

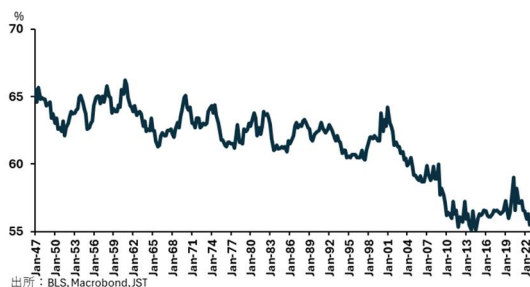
現在のバイデン政権は、FTC（Federal Trade Commission<連邦取引委員会>）に、1970 年代以降の反トラスト法解釈を問題視し、デジタル・プラットフォーマーの低価格戦略による反競争的な市場支配の構図にメスを入れた Kahn 准教授を長官に据え、FTC と司法省を両輪として Google や Meta 等の巨大なテック企業へ反トラスト法の観点から攻撃を強めている。この点は次期民主党政権では変わらないだろうが、第 2 期トランプ政権になると、寛大になる可能性が高い。

とは言え、共和党の中にも、民主党の競争促進政策に共感を示す者は多い。第 2 期トランプ政権の政策の青写真と言われる Heritage Foundation の Project 2025 でさえも、Big Tech に対する反トラストのアクションについては、現在のバイデン政権の考え方と大きな差はないようにみえる¹⁶。したがって、実質的には緩和が縮減される可能性がある。

¹⁶ A. Candeub (2023) “Federal Trade Commission,” in ‘Mandate for Leadership: The Conservative Promise’ of Project 25 of Heritage Foundation を参照。

このことが目先の景気循環に影響を与えることは考えにくいですが、生産性が最も高い超大型企業（superstar firms）が生産市場で集中度を高めると、価格マークアップが高くなり、高収益を確保する一方で、労働分配率が顕著に低下する¹⁷。この傾向は既にこの 10 年間にみられてきたことであり、バイデン政権下でも変化はない（図表 15）。このことは、経済の長期的なパフォーマンスには影響を及ぼすと考えられる。

図表15: 米国労働分配率（非農業法人部門）



3. おわりにかえて～財政制約

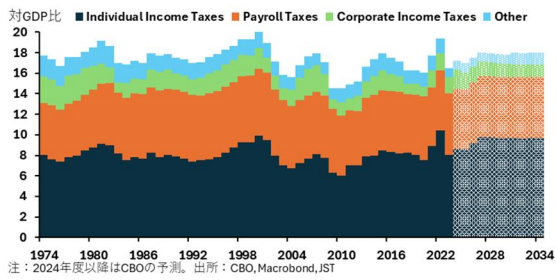
ここまで、第 2 期民主党政権と第 2 期トランプ政権とでは、経済政策がどの程度変わり得るか、その影響はどのようなものかを概観してきた。総じて、第 2 期トランプ政権になった方が、関税率の引き上げや TCJA 法の恒久化を進める等の点でインフレ的であり¹⁸、他国にもそれをスピルオーバーさせる可能性が高い一方、移民の流入を抑え込むので潜在成長率が鈍化し易いことになる。ただし、第 2 期トランプ政権であっても、市場の動向には敏感であろうから、債券金利の上昇によって株価が下落するといった市場の反応次第では、結局は手加減を行う可能性もある点や、更には上下両院で共和党がスウィープできなければ TCJA 法の恒久化に歯止めがかかる等、議会選挙の帰趨によっても政策展開が変わり得る点には注意が必要である。

最後に、実際には財政の健全化維持の観点から、どちらに対しても政策には相当な抑制力が働くことに注意を促しておきたい。まず、次期民主党政権の下で個人所得課税が増大しても、高金利によって利払いがかさむこともあって、財政赤字は今後 10 年間は減らないとの予測が CBO から公表されている（図表 16・17）。それだけ財政支出抑制の圧力が働くだらう。

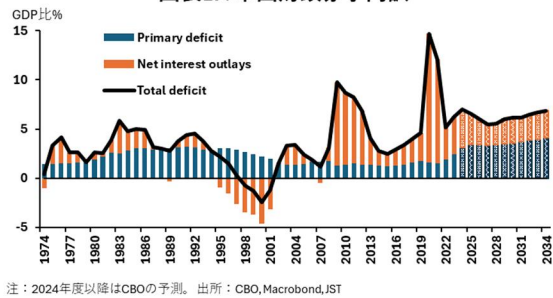
¹⁷ この議論は、MIT の Autor 教授等が火をつけた考え方である。詳細は、例えば D. Autor et al. (2020) “The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms,” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 135, Issue 2, Oxford Academic を参照されたい。

¹⁸ 米国の 16 人のノーベル経済学賞受賞エコノミストは、6 月 25 日に連名で発出したレターで第 2 期トランプ政権のリスクを訴えているが、その中でも、第 2 期トランプ政権の政策はインフレを助長すると指摘している。

図表16: 米国連邦歳入内訳



図表17: 米国財政赤字内訳



これが第2期トランプ政権になると、特に個人所得税率低下を恒久化することによって、財政赤字が一段と膨らむことが予想される。CBOは、2025年に期限を迎える減税項目を全て延長すれば、財政赤字が10年間で4.6兆ドル近く拡大すると試算している。その一部は関税の引き上げによって増えた歳入を充当すれば減殺されるのであろうが、それでも、財政赤字が制御可能な範囲であることを、市場に納得させなければならない。結局、第2期トランプ政権によるTCJA法の恒久化や、次期民主党政権による産業政策の推進による歳出策には、歯止めが掛かる可能性が高いだろう。トランプ大統領が繰り出す施策が財政赤字による影響をどの程度受けるか、更には市場がどの程度のリスクプレミアムを長期金利に乗せてくるかを注視する必要がある。

著者紹介

鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年のFinancial Stability Board発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月までJPモルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

丸山泰斗

損害保険ジャパンにおいて、債券ポートフォリオの運用やアセットアロケーション業務を経験。その後、ニッセイアセットマネジメントに在籍し、チーフ・ポートフォリオ・マネジャーとして債券のアクティブファンド等の運用を担当した。2022年11月より現職。債券・為替投資業務を行う債券ユニットの総括に加え、経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

関東享佑

福岡県警察科学捜査研究所を経て、2018年から科学技術振興機構に入構。現在、同資金運用本部に在籍し、経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を用いて行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。
当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくはURL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。
当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容はJSTの管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。