

# Pictet Global Market Watch

## 米国経済分析：トランプ減税のインパクト

米国のドナルド・トランプ大統領は、財政刺激による米国経済の活性化を選挙公約の目玉の一つとしていました。とりわけ注目を集めたのは、法人税と個人の所得税率の引き下げです。

トランプ大統領が公約を実行に移せるかどうかは不明です。疑問視されているのは、連邦政府債務の現状が懸念される状況下でどこまで議会で受け入れられるのかということです。とはいえ、財政刺激策には現実的な見通しがあり、その効果は一考に値すると思えます。

本稿では、景気浮揚を目的とした財政刺激策の適切性とその経済的帰結を考察したうえで、ピクテの独自モデルを使用しトランプ減税が米国経済に与える影響をシミュレーションします。

### ポイント

- ✓ 金融危機以降、低成長が続く米国経済を再び活性化させる手段として、財政刺激策は選択肢の一つだと考えられます。ただし、米国の景気循環が既に拡張局面の後期にあるとしたら、現時点での財政刺激策はインフレの昂進をもたらすリスクを伴うこととなります。
- ✓ シミュレーションの結果、法人税と所得税の両方が減税された場合、設備投資と個人消費の増加により、2018年のGDP成長率を0.9%押し上げる効果が見込まれます。
- ✓ 名目GDPの上昇は米国企業の利益をさらに増加させるため、株式市場に追い風となります。一方、ソブリン債は、インフレの急上昇により、大きな打撃を受けるリスクを伴います。減税の主だった効果は2018年にならなければ現れませんが、市場は2017年の下期から織り込み始められると思われれます。

### 財政刺激策と経済成長

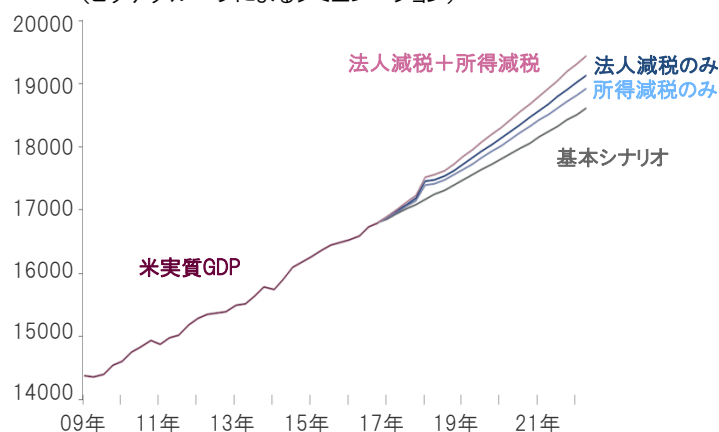
先進国の大半は、金融危機発生から10年が経過しても、投資、貿易、生産性の不足による低成長の罫から抜け出せないでいます。この間、金融政策は、デフレ回避の主要な手段としての役割を果たしてきましたが、経済の押し上げ効果は限界に達したように思われます。一方、財政政策は、巨額の政府債務による制約が一因となり二番手に甘んじてきました。

このような状況下、トランプ氏は、財政刺激による米国経済の活性化を選挙公約の目玉の一つとしてきました。とりわけ注目を集めたのは、法人税の最高税率の引き下げ(35%→20%)と、個人の所得税率の引き下げです。

トランプ大統領が公約を実行に移せるかどうかは不明です。疑問視されているのは、連邦政府債務の現状が懸念される状況下で大統領の政策がどこまで議会で受け入れられるかということです。とはいえ、財政刺激には現実的な見通しがあり、その効果は一考に値すると思えます。

本稿では、景気浮揚を目的とした財政刺激策の適切性とその経済的帰結を考察します。まず最初に、近年の米国の財政政策と経済的帰結を振り返ります。

図表1:トランプ減税が米GDP成長率に及ぼす効果  
(ピクテグループによるシミュレーション)



※2009年から2016年は実績値、2017年以降はピクテグループが想定する基本シナリオ  
出所:ピクテグループ

< 次ページに続きます >

## 米国経済の回復力はユーロ圏経済を上回るが、懸念は残る

金融危機発生以降の米国とユーロ圏の財政政策は、大きく異なります。

財政の立ち位置を測る有効な手段とされる基礎的財政収支(プライマリー・バランス)を比較すると、米国の場合は2008年以降、平均でGDP(国内総生産)比3.6%の赤字となっています。2010年から2014年にかけて財政刺激策が徐々に解除されたとはいえ、2008年以降でプライマリー・バランスが黒字になった年はありません(図表2参照)。

一方、ユーロ圏の状況は対照的です。経済通貨同盟(EMU)の規定に抵触しないよう緊縮財政を余儀なくされた結果、2008年以降のプライマリー・バランスは、平均でGDP(域内総生産)比+0.3%となり、2012年以降はいずれの年も黒字を維持しています(図表2参照)。

財政刺激策の経済的帰結は明白だといえるでしょう。

米国の実質GDPは、2007年10-12月期以降の6四半期で4.2%縮小し、金融危機前の水準を回復するのに、2年以上(9四半期)を要しましたが、直近では、2007年10-12月期的水準を12.1%上回っています(図表3参照)。一方、ユーロ圏経済は、米国経済よりも遥かに弱い。2008年1-3月期にピークを付けた後、5四半期で5.7%収縮し、収縮の期間は若干短かったものの谷が深かったことから、金融危機前の水準を回復するのに、6年以上(25四半期)を要しました。また、直近のGDPも2007年10-12月期の水準を2.4%上回るに過ぎません(図表3参照)。両者の違いを説明する要因は多々ありますが、財政政策の違いが主な要因であることは明らかです。

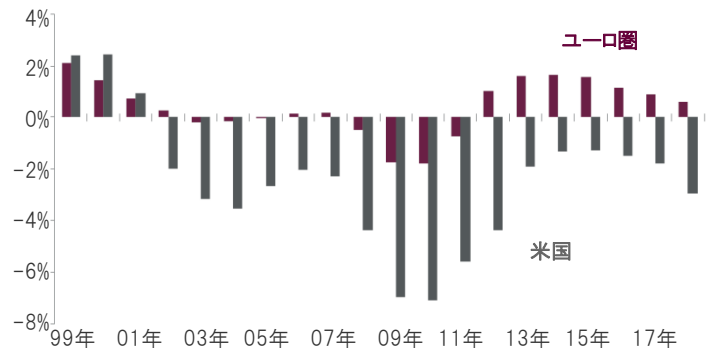
ただし、ユーロ圏経済を凌ぐ回復力を発揮したとはいえ、米国経済には懸念が残ります。金融危機以降の期間を通じて低成長が続いた結果、2009年4-6月期以降の成長率は平均2.1%(前年同期比)と、金融危機前の10年間の平均である3.0%に届きません。

特に懸念されるのは、広い分野で技術革新(イノベーション)が進んだにもかかわらず、生産性の持続的な回復が認められないことです。2004年以降の時間当たりの労働生産性の伸びは年平均1.3%と極めて低位に留まり、第2次世界大戦からオイル・ショックまで(1950年～1972年)の2.7%を大きく下回ります。1973年～1995年にかけては1.4%と落ち込んだものの、1990年代後半にはIT投資の拡大を背景に回復基調となり、1996年～2003年には3.3%に達しています。

経済を再び活性化させるには新しい手段が必要であり、財政刺激策は選択肢の一つだと考えます。

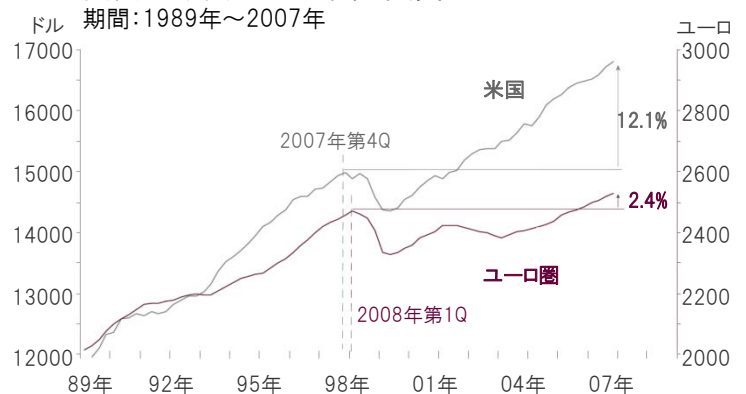
<次ページに続きます>

図表2: 米国とユーロ圏のプライマリー・バランス  
期間: 1999年～2018年、対GDP比



出所: OECD Economic Outlook, Vol.2016(2), November 2016 のデータを使用しピクテグループ作成

図表3: 米国とユーロ圏の実質GDP



出所: ピクテグループ

## インフラ投資の効果 ～ 過去最低水準で推移する米国の公共投資

現時点で財政刺激を実行することは米国にとって適切だと言えるでしょうか？ そうであるとも、そうでないとも言えます。

米国の公共投資は過去最低水準に留まります(図表4参照)。金利水準も、足元では上昇したとはいえ、過去最低水準で推移しています。したがって、長年の投資不足の結果、老朽化が激しいインフラ設備を整備することは、時宜に合うと思われれます。

一方、米国の景気循環が既に拡張局面の後期にあるとしたら、生産要素はフル稼働の状況に近付いていることとなり、現時点での財政刺激が、景気の一段の過熱や生産要素の過剰な投入、その結果としてのインフレの昂進をもたらすリスクを伴うこととなります。クラウドディング・アウト効果(政府の財政刺激が、民間投資に使われるはずだった民間貯蓄の利子率を上昇させ、民間の投資を減少させてしまう現象)が生じるリスクもありますが、そのような状況では、財政乗数(図表5参照)がマイナスの数値になることもあり得ます。

また、100%を越えるにまで膨れ上がった政府債務残高に、新たな債務を加えるリスクも生じます。財政乗数は、このような観点でも重要です。1を上回る財政乗数が政府支出を上回るGDPを創出し、GDPに対する政府債務の比率を低下させる一方で、1を下回る財政乗数は、債務を拡大させ、政府目標の達成を妨げます。

## 減税の効果 ～ シミュレーション

ピクテでは、財政刺激が米国経済に及ぼす影響の評価に際して、主要国の中央銀行にも広く採用されている「動学的確率的一般均衡モデル(DSGEモデル)」を用いています。

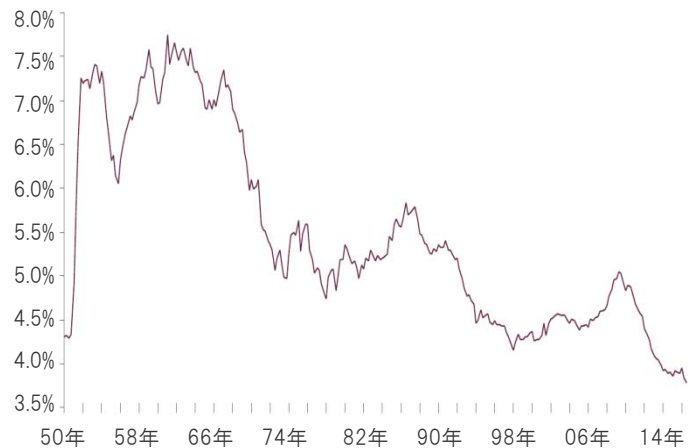
トランプ大統領の掲げる財政刺激策のうち、インフラ投資計画は、これまでの報道によると、公共インフラ建設でさえ民間セクターの資金調達で賄いたいとの意図が窺われ、政府の直接的な支出を伴うものにはならないと見られます。したがって、本稿ではもう一つの財政刺激策、減税に焦点を絞ってシミュレーションを行います。

シミュレーションでは、連邦法人税の最高税率を35%から20%に引き下げるとするトランプ大統領の計画は、資本税(各種企業収益への課税の平均)の7%の引き下げに相当するとします。また、個人の所得税については、10%の税率引き下げがあると仮定し、大型の税制改革は実施までに時間を要することから、税率の変更は2018年1-3月期以降に適用されるものと仮定します。

< 次ページに続きます >

図表4: 米国の公共投資

期間: 1950年～2016年、対GDP比



出所:ピクテグループ

図表5: 財政乗数とは

財政政策の効果の評価にあたっては、財政乗数が注目されます。

財政乗数とは、財政政策の変更(政府支出や税制の変更)などに伴って生産がどれだけ変化するかを示す数値です。

支出以上に生産を増やすこと、つまり、財政乗数が1を上回る状態とすることが財政刺激策の目的ですが、エコノミストの間では、乗数の大きさ(場合によっては方向性)について意見が割れており、予想も広い範囲に散らばっています。

エコノミストの予想が異なるのは、経済に影響を与えるさまざまな要因についての評価がエコノミスト毎に異なるためですが、財政刺激策の特性も重要です。財政政策の変更が税制の変更によるものなのか、政府支出の拡大によるものなのか、公共投資を伴うものなのか、消費を喚起するものなのか、などによって経済に及ぼす影響は大きく異なります。

財政乗数が極めて不確実なものであることは、2013年に国際通貨基金(IMF)のチーフ・エコノミストを務めていたオリビエ・ブランシャール氏が、金融危機時のギリシャの財政乗数が大幅に過小評価されていたとして「過失を自認」したことからも証明されます<sup>注1</sup>。

重要なのは、財政乗数が定数ではなく、時間の経過と共に変化する値であるという点です。ピクテの分析は、米国経済の足元の財政乗数が1.0程度であることを示唆しています。

出所:ピクテグループ

注1 BLANCHARD Olivier, LEIGH Daniel, "Growth forecast errors and fiscal multipliers", IMF Working Paper 13/1, January 2013  
<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=40200.0>



## 法人税の減税は投資の大幅な増加をもたらす

ピクテのシミュレーションからは、税率の引き下げが経済成長に大きな影響を及ぼすことが示唆されました。(図表6参照)

2018年の実質GDP成長率は、税制変更が無いことを前提とした基本シナリオでは2.3%と予想されるのに対し、法人税の減税により2.9%に達するものと見込まれます。高成長のけん引役となる2018年の投資の伸びは、基本シナリオの1.7%に対し、減税があった場合は4%に達するものと予想されます。なお、法人税率の変更は消費の伸びにも若干の影響を及ぼしますが、基本シナリオの2.4%を僅かに上回る2.5%に留まりそうです。

もっとも、税制の変更に起因する総需要の増加は、物価に大きな影響を及ぼすことが予想されます。ピクテのモデルは、2018年のインフレ率が基本シナリオの2.2%を上回る2.9%に達すると予測しています。

所得税率の平均10%の引き下げは、法人税ほどの影響を及ぼさないと考えられます。この場合、2018年の実質GDP成長率については2.7%、投資と消費についてはそれぞれ2.6%の伸びが見込まれ、インフレ率は3.1%に達することが予想されます。インフレ率の急上昇は金融引締めを引き金となる可能性があるため注意が必要です。

資本税(法人税に相当)と個人所得税の両方を減税すると、消費と投資への影響はより均衡の取れたものとなり、GDP成長率も3.2%と更に上昇すると予想されます。1950年～1999年の平均成長率が3.6%だったのに対し、2005年以降、成長率が3%を上回ったことは一度もありません。しかし、シミュレーションの結果は、トランプ減税が実現すれば、米国経済は長期の停滞局面を脱し、過去の平均水準を回復する可能性を示唆しています。

図表6:トランプ減税が米国経済に及ぼす効果(シミュレーション)

	年	基本シナリオ	成長率年率(%)		
			資本税 7%減税	所得税 10%減税	資本税7%減税 + 所得税10%減税
GDP	2016	1.6	1.6	1.6	1.6
	2017	2.0	2.2	2.1	2.4
	2018	2.3	2.9	2.7	3.2
個人消費	2016	2.7	2.7	2.7	2.7
	2017	2.6	2.6	2.7	2.8
	2018	2.4	2.5	2.6	2.8
設備投資	2016	1.3	1.3	1.3	1.3
	2017	2.2	3.6	2.8	3.6
	2018	1.7	4.0	2.6	4.1
インフレ率 (CPI)	2016	1.3	1.3	1.3	1.3
	2017	2.5	2.7	2.8	2.7
	2018	2.2	2.9	3.1	3.0

※資本税:法人税に相当、各種企業収益への課税の平均  
出所:ピクテグループ

## 減税が及ぼす市場への影響と投資戦略

米国の財政刺激策がどのようなものになるかは未だ定かではありませんが、減税はトランプ氏の選挙公約に繰り返し言及されてきたことから、実現される可能性は高いように思われます。ピクテのシミュレーションは、公約が実現した場合、複数の分野に大きな影響が及ぶことを示唆しています。

**マクロ経済への影響:** 資本税率が2017年中に7%引き下げられた場合には、主に投資の拡大を通じて、2018年のGDP成長率が押し上げられる公算が高いと考えます。もっとも、米国経済が既に景気循環の拡張局面の後期にあるとしたら、インフレの昂進をもたらすリスクが生じます。

**市場への影響:** 2017年中に資本税率が7%引き下げられた場合、2018年の名目GDP成長率予想は、実質GDP成長率予想(2.9%)とインフレ予想(2.9%)を足し合わせた5.8%となり、基本シナリオを大きく上回ります。名目GDPの伸びは企業の利益の伸びを促すことから、株式には良好な環境が提供されると考えます。一方、ソブリン債は、インフレの急上昇により大きな打撃を受ける可能性があります。

減税が実現した場合には、債券よりも株式を選好する投資戦略に利があり、債券セクター内では高利回り社債が選考されるだろうと考えます。

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

# ピクテのウェブサイト 最新情報にキャッチアップ！

ピクテ

検索

<http://www.pictet.co.jp>

## Market Flash マーケット関連ニュース

ヨーロッパから見た世界のマーケット関連情報  
ピクテならではの分析はこちら

MF



<http://www.pictet.co.jp/archives/category/news/markets>

## Today's Headline 今日のヘッドライン

今、マーケットで注目の話題をプロの視点でレポート  
平日夕方 毎日配信中！

TH



<http://www.pictet.co.jp/archives/category/news/headline>

## Fund Watch ファンド関連ニュース

ファンドの現状と日々変動するマーケットの関係を  
詳しく、解りやすく解説します

FW



<http://www.pictet.co.jp/archives/category/news/fundinfo>

### 当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものではありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。