

巻頭特別寄稿

トランプ政権の経済政策、理念と現実の交差点

— OBBB に映る New conservatives の理想と「民主導の経済成長」の均衡点と相克

ジェトロニューヨーク事務所

加藤翔一

反「バイデノミクス」としてのトランプ経済政策、その思想的バックボーンとなる二つの思想

トランプ政権は1月の発足以来、関税政策、減税政策、規制緩和、移民政策などに代表される様々な政策を矢継ぎ早に打ち出してきた。これらの経済政策について一言で評価すると、「バイデノミクスの是正」と表現することが可能だが、これをどのような方法で実施していくのかには一定の理念的なバックボーンが存在すると考えている。筆者はこのバックボーンを形成するものとして、「民主導の経済成長」と「New conservatives」の二つの思想があると考えている。先般成立した「大きく美しい一つの法律（One Big Beautiful Bill Act : OBBB）」は、単なるトランプ政権の夢を詰め込んだ「政策の寄せ集め」に留まらず、この二つの思想の当面の均衡点を定め、一定の政策軌道を示すガイドライン的な性質を持つものともなっていると評価している。本レポートでは、具体的にこれらの思想がどのような形で反映されているのか、そしてそれがどのような効果をもたらすと考えられるのか、述べていきたい。

そもそも「バイデノミクス」とは何だったのか？経済的な成功の裏で進んだ政治的失敗

トランプ政権の経済政策の具体的な内容に入る前に、バイデノミクスについて再考してみることとしたい。バイデノミクスは、富裕層・大企業増税などの所得の再分配を行いつつ、政府主導で高賃金な仕事を作り出すことで、「ボトムアップとミドルアウトによる中間層の復活」を志向した経済政策を行ってきた。これを実現するために、CHIPS プラス法、インフレ削減法（IRA）、インフラ投資・雇用法（IIJA）をはじめとした政府主導の産業への大規模投資、新産業への政策誘導としての規制政策、労働組合の重視による賃上げの実現、薬価引き下げ・学生ローン減免・メディケイドの拡充等による中間層・低所得者層への負担軽減などの政策が選好されてきた。こうしたバイデノミクスは、マクロ経済上は大きな成功を収め、2023年は2.9%、2024年は2.8%もの潜在成長率（1.8%）を大きく上回る高成長を実現した。バイデノミクスがマクロ的に成功を収めた理由には、様々な要因が考えられるが、主要なところでは①ドルへの信認・ドル先高期待による資金流入、②政府主導の仕事づくり・分配政策、③開放的な移民政策に伴う労働供給の3つが挙げられるだろう。①については、i) 新型コロナウイルス感染症からの経済活動の再開が比較的早期に行われ、バイデン政権による各種給付の効果も相まってリベンジ消費の発現などが早期に見られたこと、ii) ウクライナ・中東など地政学的リスクの高まりなどを背景として、安全資産としてドルが選好されたこと、等に伴って米株・米債券に世界中の資金が流入した。こうした海外からの資金の流入によって、資産効果に伴う高所得者層の消費増や、起業数の上振れなどがもたらされた。これは債券についても同様で、旺盛な需要を背景として、国債発行自体は概ね安定的に消化され、バイデン政権の拡張的な財政政策を支える大きな要因になった。②については、IRAをはじめとしたニューディール以来とも評される政府の産業投資に伴って民間投資も喚起されたほか、雇用面への影響も見逃せない。i) 産業政策に伴う建設部門における雇用の増加、ii) メディケイドの受給要件の緩和やオバマケア（ACA）の補

助金拡大などに伴う医療サービスへのアクセス人口の増加（≒ヘルスケア部門の雇用の増加）、iii）これらの財政政策を適切に実施するための政府部門の雇用の増加、などがこの間の雇用増の約7割～8割を占めており、強い米国経済の象徴ともされた労働市場はこうした財政政策によって大きく支えられていた。③については、こうした旺盛な労働需要に対応する労働力を緩和的な移民政策、例えばキャッチ&リリースに代表されるような労働市場への積極的な参入促進策によって賄った。こうした移民政策と財政政策が結びつくことで、安定して消費できる人口が増加し、これも消費を下支えする一つの要因となった。これら①～③の要因が複合的に合わさってもたらされた強い成長が、更にドルの信託を強化するというサイクルが成立しており、これがバイデノミクスがマクロ的に成功した大きな要因となった。

他方で、大規模な財政拡張は米経済にとって需要過多の状態を作り出したほか、特に都市部への移民の流入は不動産価格や教育・医療など一部サービス価格の上昇を招き、2024年大統領選においてトランプ陣営が「バイデンフレーション」と呼称するインフレ率高止まりの要因にもなった。また、①富裕層増税や学生ローン減免といった分配政策は政治・司法面からの制約から実施が一部にとどまったこと。また、いわゆる「エリート」と「労働者」との分断を根本的に解決する処方箋にまではならなかったこと、②IRA等の財政政策によって支援された新産業による恩恵が十分な広がりを見せるには時間や現場レベルでの実行知（行政によるガイドライン発出の遅延など）が足りず、仕事づくりの恩恵は建設業など一部職種に留まっていたこと、などバイデノミクス下で想定されていた中間層の復活という政治的目標の達成という観点では予定されていた効果が十分に発揮できない部分もあった。中間層の復活を掲げたバイデノミクスにとっては皮肉なことに、こうした点が、資産効果によって果実を得られた富裕層・エリート層や、仕事づくりやセーフティネットによって恩恵を受ける移民層に比して、中・低所得者層がバイデノミクスによる成長の果実を十分に得られていないと感じる大きな要因ともなり、2024年の大統領選挙においてトランプ政権を誕生させる大きな要因になった。また、こと製造業にとっては、バイデノミクスの経済的成功を支えたドル高や、新産業への政策誘導手段として用いられた各種規制措置（GHG排出量規制やエネルギー効率規制など）が競争力劣後の要因にもなり、ラストベルトにおいて規制緩和や関税政策を掲げる共和党がより選好される一因にもなった。

反「バイデノミクス」としてのトランプ経済政策、これを支える理論的支柱「民主導の経済成長」と「New conservative」

こうしたバイデノミクス下での政治的失敗を受けて誕生したトランプ政権にとって、バイデノミクスからの転換は急務となっており、トランプ政権下での経済政策はこの観点から設計されている。先に述べたように、これにあたり、理論的な背景を構成しているものの一つがバイデノミクスの「政府主導の産業・雇用創出」の対となる概念としてスコット・ベッセント財務長官が言及している「民主導の経済成長」だろう。「民主導の経済成長」とは、すなわち政府支出を削減し、規制緩和や減税によって民間支出を増加させることで、政府支出に成長要素の多くを依存してきたバイデノミクスからの脱却を目指すという考え方だ。こうした考え方はトランプ政権特有のものではなく、過去のレーガン・ブッシュ政権など共和党政権にも見られる、ある種の「伝統的な共和党の経済政策」の系譜を受け継ぐものともいえる。

しかしながら、トランプ政権の経済政策は、伝統的な「民主導の経済成長」の要であった、グローバリゼーションや自由な労働市場へのアクセス等を明確に否定するなど、伝統的な共和党の経済政策とは明らかに一線を画しているのも確かである。こうした過去の共和党の経済政策とは異なる理論的背景を提供している思想が New conservatives である。New conservatives の理念を示す主な著作としては、J.D ヴァ

ンス副大統領の「ヒルビリー・エレジー」や Patrick Deneen の「Why Liberalism Failed」、Oren Cass の「The New Conservatives」などが挙げられるが、今回は「The New Conservatives」に沿ってその主張を見ていこう。同書では、過去数十年にわたる i) 米国の市場・労働・資本についての考え方の推移、ii) グローバル化が製造業にもたらした影響及びこれに対する政府の産業政策、iii) これらが人々の生活に与えた変化の3点について11の章にわけて評価しつつ、今後のあるべき政策を考察している。紙幅の関係から、その全てを紹介することはできないが、主な主張としては、①他者を助けることに目的と満足を見いだせる生産的な仕事に安定的にアクセスできることが、家族と地域社会を物心両面で支え、繁栄する社会と経済成長の決定要因となる（労働仮説）。②これまでの消費の最大化を目的とする経済政策は、「経済のパイ」を拡大することのみが目標とされ、いつしか「市場原理主義」と墮し、結果的に賃金の停滞、労働力の流出、不安定な家族の増加、地域社会の崩壊といった現象を生み出し続けている。③過去の「市場原理主義」の失敗を踏まえ、国が経済政策を運営するにあたっては、家族・地域社会・そして国家を強化することを目指すべく、生産や質の高い労働といった要素を重視すべき、中でも失われた製造業の雇用を取り戻すべきといった内容が強調されている。J.D. ヴァンス副大統領は、「ヒルビリー・エレジー」において白人労働者の貧困やこれに起因する家庭問題、地域社会の崩壊などをエッセイ調で描き、マルコ・ルビオ国務長官も、2023年4月のポッドキャストで「市場は道具であって、目的ではない。国家の繁栄には、家族・共同体・産業の健全性が不可欠だ。市場がそれらを破壊するならば、国家は介入すべきだ。」と発言するなど、New conservatives の考え方に賛同する閣僚がトランプ政権の重要なポジションを占め、政権の政策決定に一定の影響力を持っているもようだ。不法移民対策や地域コミュニティの立て直し、ラストベルトの不満といった2024年の大統領選において大きな論点となった課題に対しては、この考え方に沿って一定の処方箋を提供していると考えられる部分もあり、経済政策のもう一つの理論的バックボーンを提供していることは間違いないだろう。

これら二つの概念は本質的には相矛盾するところも多い。先に紹介した「The New Conservatives」では、「この数十年間、中道右派による経済政策は市場原理主義と化し、経済的自由それ自体を目的とし、市場の成果を形成するため、あらゆる公共政策を本質的に破壊した」と述べ、中道右派の採用してきた「伝統的な共和党の経済政策」に批判的な立場をとっている。特に、移民政策については、低賃金・低スキル労働市場に集中的に流入している状況を前提として、「移民は、雇用主が感じる労働力の確保・維持への圧力という課題と、何十年も変わらない低賃金と劣悪な労働条件で雇用するという課題の空白を埋め合わせる役割を果たした」と述べ、米国人の賃金上昇や労働者のインセンティブ・生産性向上の妨げになってきたと批判する。また、グローバリゼーションについては、「真の比較優位から生じたものではなく、中国のような国における搾取可能な労働力の存在に呼応した結果生じたものである」として、市場原理主義による公共性の破壊の一つの要因として移民政策と同様に強い批判の対象となっている。また、これが労働者の賃金低下や富裕層への富の集中といった現象を引き起こしているとも批判する。

しかし、このような移民・グローバリゼーションに対する New conservatives の理念を反映した途端、「民主導の経済成長」実現へのハードルは著しく高くなる。例えば、①移民を前提としない≡消費人口の増加が期待できない中で消費の裾野をどのように広げていくのか、②労働需給のバランスをどのように維持・確保していくのか、③安い製品・部品・労働力を前提としない中で企業のコスト削減をどのように図り稼げる仕組みを作り出すのか、④政府の介入なしで製造業の競争力をどのように回復させていくのか、といった新たな課題に対処していかなければならない。冒頭に述べたとおり、筆者は OBBB を「こ

うした本質的には矛盾し得る二つの理念について、一定の軌道を示し、今後進めていくべきトランプ政権の経済政策の輪郭を示すもの」と考えているが、次章では、同法案の内容を見ながら、「民主導の経済成長」と「New conservative」の闘ぎあいによどのような妥協点が示されているのかについて詳しくみていく。

OBBB における個人に対する減税・給付措置と New conservatives の理念

OBBB では、個人向け減税に係る Chapter に関し「中間層の家庭と労働者に対する恒久的な税制優遇の提供」「中間層向けの新たな税制措置の提供」と銘打ち、中間層の家庭・労働者に焦点をあてて実施していくことが強調されている。こうしたコンセプトを具現化するものとして、2028 年までの時限措置ながらチップ課税免除・残業代課税免除が新たに導入されたほか、児童扶養控除が恒久的に 2,200 ドル（現在 2,000 ドル）に引き上げられるなど、New conservative の影響が色濃く感じられる内容がふんだんに盛り込まれている。TAX Foundation によると、チップ課税免除には約 310 億ドル、残業代課税免除には約 1460 億ドル、児童扶養控除の増額に約 1,900 億ドルが投じられる予定だ。

また、歳出削減においても「福祉よりも仕事への報酬」という New conservatives の理念が体现されていることがみてとれる。例えば、OBBB ではメディケイドや低所得者向け栄養プログラム（SNAP）の受給要件として、ソーシャル・セキュリティ・ナンバー（SSN）保有者であることのみならず、扶養家族を含めて就労等の要件を新たに課し、これを厳格に確認して運用するための規定も設けられている。

しかし、OBBB においてこうした個人に対する減税・給付措置における New Conservatives の理念が強調される一方、個人向け減税全体をみると、主に概ね所得上位 20%層以上向けの措置である SALT 控除の上限の引き上げに約 3,000 億ドル、相続税・贈与税非課税枠の引き上げ・恒久化（1,180 万ドルから 1,500 万ドルへの引き上げ）に 2,490 億ドルが投じられるなど、規模感でいえばより高所得者層にはるかに恩恵の大きい内容となっている。また、キャピタルゲイン減税の延長・恒久化など、New Conservatives が批判の対象としていたキャピタリズムそのものとも言えるような内容も盛り込まれている。これに加え、上院での修正により、州がメディケイド財源として医療提供者から徴収する税について上限規定が導入されている。これにより州がメディケイド財源を十分に確保できなくなった場合には、メディケイド対象者を絞らざるを得なくなるが、上記の就労要件の確認等とは異なり、どのような者に影響が及ぶのかについての予見可能性は低い。メディケイド費用の削減による減税財源の確保といった実利面での要求が反映されたかたちで、New conservatives の理念とは似て非なる措置が盛り込まれたものと言えそうだ。

このように、個人向け減税・給付措置に関しては、New Conservatives の「働く者こそ報われるべき」という理念が強調され、トランプ政権が PR する目玉的な位置づけとなっているものの、内実は必ずしもこれを体现するものになっていない。CBO（米国議会予算局）の試算では、OBBB が低所得層にあたる所得下位 3 分位の家計に対してマイナスの効果を、最上位の 0.1%層の家計に対して最も大きな割合でプラスの効果をもたらすことが報告されており、富裕層ではなく労働者を中心に据えた政策を目指した New conservatives の理想とは必ずしも相容れない姿となっている。また、経済政策という観点でみても、個人向け減税は本来「移民を前提としない⇒消費人口の増加が期待できない中で消費の裾野をどのように広げていくのか」といった課題に対応するはずのものだが、この面での効果も限定的なものに留まる可能性が高そうだ。

OB BB における企業に対する減税措置・補助の見直しと New conservatives の理念

OB BB では、企業向け減税に関する Chapter に関し「米国の雇用創出者のための確実性と競争力の確立」と銘打っており、企業が「雇用を創出する主体」とあるという点が強調されている。また、企業向け減税の内容をみると、①事業用固定資産に対する 100%即時償却、②研究開発投資に係る費用の即時損金繰り入れなど第 1 次トランプ政権時に導入された措置の復活・恒久化を図る措置のほか、新たな減税措置として③米国内で使用される生産用不動産の 100%特別償却、④有形動産に対する減価償却費の上限引き上げ（米国内で有形動産を製造・生産・精製するための動産で 2029 年までに建設が開始され、2031 年 1 月 1 日以前に使用に供されるものに関し、100%の特別償却を認めるもの）などが盛り込まれている。これらの減税措置は、短期収益の改善より長期生産基盤の確立を主張する New conservatives の主張と整合的なものとなっている。また、雇用者提供保育クレジットも強化し、企業が従業員に提供する保育費用の税額控除の額（現行の 15 万ドルを 50 万ドルに引き上げ）・割合（現行の 25%を 40%に引き上げ）を引き上げる措置も導入しており、若年層の就労促進が見込める本措置も主張に整合的なものといえる。このほか、直接的な企業向け減税ではないが、個人向け減税の一つとして導入される自動車ローン利子控除は、最終組立が米国において行われた自動車のみが対象となっており、需要側から米国企業を支援する内容も見込まれている。

他方で、企業向け減税の中には、パススルー事業税控除の恒久化など必ずしも雇用増につながるとは限らない資本所得に対する減税措置や、GILTI（米国外軽課税無形資産所得）・FDII（外国稼得無形資産所得）など米国外における投資収益に対する減税措置の恒久化・税率引き下げなども盛り込まれている。また、EU などによるデジタルサービス課税やグローバルミニマム課税への対抗を目的とし、米国企業に対する税主権を守るための措置として下院案に盛り込まれていた Sec.899 も市場からの猛反発の末に最終的に取り下げられた。これに加え、「国家が産業基盤の確立や労働者の生活を支えるべき」という New conservatives の思想と本来は整合的な部分が多いインフレ削減法（IRA）に基づく補助・融資制度や税額控除も廃止・縮小されるものが多くみられた。

このように、企業向け減税に関しては、「トランプ減税の恒久化」という共和党としての政治的メッセージの発出やマーケットの意向などに影響を受けた部分も多く、New Conservatives が求める生産基盤強化・雇用創出支援という理念と、伝統的に共和党が重視してきた資本所得優遇・グローバル企業への配慮が交錯する内容となっている。

OB BB における労働の位置づけと不法移民対策

OB BB では、「労働」の価値を重んじる New conservatives の思想が随所に見られる。New conservatives にとって「労働」とは、単なる経済活動に留まらず、「自己責任・共同体への貢献・道徳的成長の手段」であり、この観点から、「就労せずに共同体から支援を受ける者」も、「非合法的な手段で米国人がやりたがらない仕事を安価で担っている不法移民」も、いずれも「労働の倫理性を歪めるもの」として捉えられている。

前者が具体化されているのが、既にみたような社会保障給付における就労要件確認などの措置である。一方で、後者についても国境措置の強化などの形で具現化されている。OB BB では、新たに 1,750 億ドルの予算が計上されており、主なものとしては、①国境の壁建設（約 470 億ドル）や税関・国境警備のため

の人員・施設の確保（約 100 億ドル）などの流入抑制対策、②収容施設の確保（約 450 億ドル）や移民関税執行局などの人員強化（約 300 億ドル）などの強制送還を強化するための措置などが挙げられる。①の流入抑制に関しては、既に現時点でも南部国境からの不法移民の流入数はゼロに近い数字となっているが、2023 年、2024 年と比較すると年間で 200 万人強の移民流入数の下押しされる状況が今後も数年間継続することとなる。また、②の措置により、トランプ政権は年間 100 万人の強制送還の実現を目指すとしており、これが実現すれば 2 年間という早いペースで犯罪歴のある不法移民（200 万人）の強制送還が完了する計算となる。①と②を合わせると、2023 年、2024 年と比較すると年間で 300 万人程度労働供給が下押しされる計算となり、純移民流入数自体もゼロないしマイナスとなるとの試算もされている。これに伴って、新規就業者に占める不法移民の割合が高い、建設、ホテル・レストランなどの娯楽・接客業、農業、食品加工、一部製造業などでは労働需給そのものに大きな影響が出ることは避けられないだろう。既に、農業や娯楽・接客業の関係者からは「不法移民は必要悪であり、移民政策はほぼ代替不可能で優秀な労働者を奪うことになる」との批判の声も聞かれ始めている。しかしながら、トランプ大統領はこうした声を認識しつつも、自身の SNS において「バイデン政権の愚かなオープンボーダー政策により受け入れられた犯罪者が、農業やホテル・レジャーなどの職に応募しているのは問題であり、犯罪者を米国から追放する必要がある」との姿勢を崩していない。OBBS で盛り込まれている就労促進は一定の効果が期待できるものの、第 1 期トランプ政権時と同程度の高い労働参加率が達成できた場合であっても、労働供給の増加は年間 150 万人に留まるとみられ、移民流入数の減少の半分程度しかカバーできない計算となる。よしんば米国人で一部を代替できたとしても、不法移民が担っていたポジションを米国人で代替する場合には 2 割程度の賃金上昇を許容する必要がある。これはまさに New Conservatives が期待した労働市場の歪みの是正そのものではある。しかし、ジェトロが毎年実施している在米日系企業調査では、2023 年、2024 年と 2 年連続で労働力確保や賃金が事業における最大のネックになっていると報告されており、移民政策によって労働需給の逼迫や労働コストの大幅な上昇が見られた場合、外国企業による新規投資・雇用創出の大きな足かせとなるだろう。

OBBS に含まれている不法移民対策自体は、「民主導の経済成長」の考え方よりも、New Conservatives の理念が色濃く反映されたものとなっていると言え、トランプ政権の支持層を満足させる可能性が高い。しかしながら、これによって、外国企業による新規投資・雇用創出が減少する事態になれば、彼らが目指す製造業の国内回帰という観点では逆効果となるかもしれない。

OBBS はじめトランプ政権の経済政策は New conservatives の夢を叶えるかー製造業の国内回帰

OBBS では、企業向け減税をはじめ、製造業の国内回帰を進めるための多くの措置が盛り込まれており、New conservatives の理念が色濃く反映されているともいえる。トランプ政権としては、こうした OBBS の取組と関税政策、規制緩和と三位一体で進め、製造業の国内回帰を進めていく方針だ。関税政策については今回は詳述しないが、主なものとしては、1962 年拡大通商法 232 条に基づき特定の品目に課される関税（鉄鋼・アルミ製品、銅に対する 50%関税など）、IEEPA（国際緊急経済権限法）に基づき国別に課される関税（相互関税、ベースライン関税、メキシコ・カナダ・中国への国別関税など）が発動ないし予定されている。これらは、財源（特にベースライン関税）や外交上のディール材料（特に相互関税）としての目的のほか、特に内外価格差を緩和し米国内に製造業を戻すための手段（特に 232 条関税）としても位置付けられている。規制緩和については、環境規制、AI 関連規制、金融機関に対する資本規制などが

提案されているが、この中で、幅広い業界に影響を及ぼすのは環境規制だろう。環境規制については、カリフォルニア州の ZEV 販売義務の撤廃、有害汚染物質の排出制限規制（OIAI 原則）の廃止など一部で実現しているものも始まってきているものの、GHG 排出量規制に係る連邦規制の見直しなど規制緩和の本丸と言える項目については、一部連邦政府の草案が出てきてはいるが、今後、反対派による司法チャレンジの可能性なども考慮すると実装時期が必ずしも見通しにくいものも多い。第 1 期トランプ政権時には、2 年～3 年程度の時間を要しているものも多く、今回も同程度の時間が必要なものもあるとみている。

こうした政策の下、製造業の国内回帰が進むかどうかについて考えてみたい。これを考える際には 2 つの視点を踏まえることが必要だ。一つは競争力・生産性の問題だ。ゴールドマン・サックス社は、各分野での対米輸出 TOP3 の国々の製品製造コストと米国内での製造コストの比較を行っているが、これによると輸出 TOP3/米国内製造コスト比率が 1 に近い数値となっている分野は、化学、航空機の 2 分野のみで、紙製品、医薬品が 0.8 程度、自動車や鉄鋼・アルミなどの金属加工が 0.6 程度、一般機械が 0.5 程度、コンピューターに至っては 0.4 強だ。関税引き上げによって一部コスト競争力が改善される分野もあり得るが、関税引き上げの影響は原材料や中間財などにも及び、米国内製造コストも一部上昇させる可能性があることにも留意が必要だろう。関税引き上げによって、製造コストの格差を埋め合わせられる分野は、原材料の供給に優位性のある医薬品や化学など一部にとどまるとみられ、製造業の国内回帰を進めるためには、生産性向上に対する更なる施策が必要と考える。実際、米国製造業の生産性の伸びをみると、特に自動車や鉄鋼、一般機械といった業種の比重が高いラストベルト 3 州（ミシガン・ウィスコンシン・ペンシルベニア）の生産性の伸びは 2000 年以降、全米平均よりもほぼ一貫して低い水準にとどまっており、既存産業に対する設備投資の絶対量の不足が影響している様子がみてとれる。これに対して、バイデン政権は気候変動対策を表看板とした新規の設備導入に対する補助・融資等によって直接的に介入することを試み、トランプ政権は企業向け減税による初期のキャッシュフローを改善することで設備投資を刺激することを試みている。第 1 期トランプ政権で企業向け減税が実施された際には、ソフトウェア・研究開発投資が大きく伸びており、こうした実績を踏まえれば、AI・自動化投資が促進され、これと相性の良い業種では生産性の向上につながる可能性もあるだろう。

ただ、競争力・生産性が一定程度改善されたとしても、製造業の国内回帰につながるような、キャパシティ拡大にまでつながるかどうかは分けて考える必要がある。これが二つ目の視点だ。第 1 期トランプ政権時の企業向け減税はソフトウェア・研究開発投資とは対照的に、構造物や産業用機器への伸びには殆どつながらなかった。もちろん企業向け減税の章で述べたとおり、生産用動産に対する特別償却の仕組みも新たに導入されており、トランプ政権としても対策は講じている。しかし、既存産業にとって、キャパシティ拡大のボトルネックはキャッシュフローの問題ではなく、労働コスト・労働の質の問題だろう。OBBS による労働供給の減少は、キャパシティ拡大の足かせになるかもしれない。筆者が在米日系企業と対話する中でも、労働力の質の問題により米国内での生産が困難な部品・製品があり、手先の器用なヒスパニック系が減少することによってこの傾向は益々強まる、との指摘を度々耳にする。New Conservatives にとっても労働者のスキルアップは重要な課題でもあるのだが、残念ながらこの点について OBBS で大きく措置された形跡はみられず、むしろ学生ローンプログラムの縮小など、マイナスの措置もみられる。労働者のスキルアップのためには、バイデン政権下で進められてきた労働ハブへの支援のような労働力育成についての計画的・集中的な取組が必要となるが、労働組合との関係をどう考えるべきなのかなど、政治的に別途の考慮が必要な点もあり、トランプ政権にとっての宿題となっている。

以上を踏まえると、現在の政策下で既存産業に関して製造業の国内回帰が進む条件としては、①自動化による対応が可能であり、労働力の質・量の問題を軽減できる業種であること、②米国内で原材料が調達できるなどコスト面での優位性を発揮できる要素が存在すること、③技術的優位性や現地ニーズに合わせたカスタマイズの必要性などコスト面以外で米国生産の優位性を発揮できること、といった要素のうちいくつかを満たす必要があるのではないかと考えている。これらを満たす業種はかなり限られたものとなる可能性が高い。

New conservatives と「民主導の経済成長」が両立した経済成長モデルは実現するのか？

先に述べたとおり、New conservatives と「民主導の経済成長」を両立させようとした場合には、4つの課題が生じる。このうち、「①移民を前提としない≒消費人口の増加が期待できない中で消費の裾野をどのように広げていくのか」については、OB BB において中・低所得者層の家計所得の伸びが限定的ないしマイナスになる中では、移民流入数の減少をカバーしきことは難しいだろう。一方で、高所得者層消費は、SALT をはじめとする減税の効果や堅調な AI 投資に伴う資産効果等に引き続き支えられ、2025 年、2026 年も比較的堅調に推移することになるとみる。New conservatives が期待した姿ではないものの、この点に関しては「民主導の経済成長」が一部で実現するかもしれない。

「②労働需給のバランスをどのように維持・確保していくのか」という点については、OB BB に盛り込まれた就労促進措置のほか、AI・自動化の進展や合法移民の受け入れ拡大といった措置によって補完されていくことになるだろう。ただし、H2-A、H2-B ビザの拡大等による合法移民の受け入れ拡大については、ようやく一部の下院議員の中で議論され始めた段階だ。関税引き上げの影響により、今後数か月間労働需要が軟化（≒失業率の上昇）していくと予想される中では、この議論を本格化させることはすぐには困難だろう。メディケイドに対する就労条件の適用も 2027 年からとなっており、こちらも労働市場に影響を与えるまでには時間がかかる。したがって、2026 年半ばから 2027 年前半頃にかけて労働供給の不足は一定程度避けがたいとみている。

「③安い製品・部品・労働力を前提としない中で企業のコスト削減をどのように図り稼げる仕組みを作り出すのか」という点に関しては、OB BB に含まれている企業向け減税や、先に述べた規制緩和のほか、i) エネルギーコストの削減、ii) 金利コストの削減などが主な手段として言及されている。i) のエネルギーコストの削減に関しては、電力については 2025 年～2035 年頃まではガス火力発電の新設迅速化、石炭火力発電の運転延長等で主に対応しようとしているもようだ。しかし、OB BB において太陽光・風力発電に対する税額控除の廃止を事実上大幅に前倒し（特例はあるものの、原則的には 2027 年までに稼働開始しない場合には税額控除の対象外となる）しており、ロジウム・グループは、これによって電力コストは 3～4%程度上振れすると試算している。

ii) については、金融政策要因と非金融政策要因によって左右されることになるが、前者に関しては、今後数カ月の間で関税引き上げに伴う物価上昇が予想され、その影響の幅・期間を見極める必要があることから、FRB による利下げは早くとも 9 月以降になるとみられる。それ以降の利下げペースに関しては、インフレリスクと労働市場の減速リスクとの比較衡量となるが、年内は 1～2 回程度（6 月時点の FOMC 参加者の中央値は 2 回）、2026 年は 2～3 回程度（同 2 回）とみている。いずれにしても、トランプ大統領が要求する 3 ポイント利下げには遠く及びそうにない。また、非金融政策要因でも、OB BB に伴う財政

赤字拡大懸念（CBO は 2035 年までに約 3 兆ドル赤字幅が増加すると試算）、ドル資産に対する需要減退などが影響し、こちらも利回りの大幅な低下圧力につながる要素はみられない。これらを踏まえると、企業のコスト低減が実現するか否かは、規制緩和のスピード感と、企業向け減税に伴う設備投資がどの程度効を奏し、生産性向上につながるかという二つの要素に大きく依拠しているといえよう。前者については、上述のとおり実装までに 2 年から 3 年程度を要するものもあるかもしれない。後者については、中期的には「製造業の国内回帰」で上述した内容が、短期的にはマクロ面での需要環境が大きく影響してくることになる。日系企業を含め、多くの企業は短期的には関税政策の動向を見極めている状況で、少なくともこの政策の先行き・需要への影響が明らかになるまでは、AI・ソフトウェア投資を除いては慎重な姿勢を示すとみられる。

「④政府の直接的な介入なしで製造業の競争力をどのように回復させていくのか」という点については既に製造業の国内回帰の章で見てきたとおり、①関税引き上げだけで内外製造コストのギャップを埋め合わせることでできる業種は限られている、②コスト削減には時間のかかるものや効果が見込みにくいものもある、③生産性を高めるための投資や労働力育成など更なる措置が必要なものがある、など課題を抱えており、今後の更なる努力が求められる状況だ。

以上を踏まえると、①～④の課題を解決しながら、統合的な形で経済成長モデルが軌道に乗るのは早くても 2027 年頃以降になるのではないかとみており、かつ一部追加措置が必要になる部分もあると思われる。

おわりに

これまで OBBB を中心にトランプ政権の経済政策が「民主導の経済成長」と「New conservatives」という二つの思想を両輪として運営されつつある旨を述べてきた。冒頭に述べたように、トランプ政権はその発足以来、本質的に対立し得るこの二つの思想を調整しながら均衡点を模索し、OBBB の策定を通じてようやく一応の均衡点を結実させた格好だ。この意味で、OBBB はトランプ政権の今後の経済運営についての一定の軌道を示すものとしてエポックメイキングなものといえよう。今後は、この OBBB で示されたラインをベースに経済政策が運営されていくことになると思っている。

ただし、OBBB は独立記念日という政治イベントで政権としての成果を PR するべく法案の早期成立が優先された面も否定しがたい。この結果、例えばこれまで述べてきた労働市場をめぐる問題や、エネルギー需給に関する問題など、対立を十分に調整・解決しきれなかった部分も多い。このため、二つの思想の緊張状態は、マクロ経済環境や政治日程などによって、一部が再び表面化していく可能性もある。短期的に可能性が高いのは、関税引き上げの影響が徐々に顕在化し、失業率が上昇した場合の移民政策をめぐる問題だろう。米国人の雇用確保を強く意識する New Conservatives の立場からは、不法移民の強制送還ペースを速めたり、犯罪歴の有無に関わらず不法移民を強制送還の対象としたりする、ことが選好される可能性もありそうだ。しかし、関税引き上げに伴うコスト増に苦しむ企業にとっては更なる労働コストの増加につながる、より厳しい移民政策が実施された場合の影響は深刻で、「民主導の経済成長」を実現していく立場との間で大きな軋轢を生むことになる。この他にも、今回は詳細に触れることができなかったが、いわゆる「エリート」と「労働者」の大きな壁が生じる一因にもなっているスキル形成・教育をめぐる政策の在り方など、容易には解決しがたい論点も複数存在している。こうした軋轢が今後どの程度の頻

度・強さで生じるのかはまだわからない。それでも、今後数年間は、トランプ政権の経済政策の根底となる二つの思想の闘いが米国の政治・経済・社会を動かす大きなうねりとなるのではないか。本レポートが今後の米国をみる上での何らかの示唆になればと願ってやまない。

(了)