

米国大統領選を巡る 4 つの争点が経済に及ぼす影響

Tom Porcelli、米国チーフ・エコノミスト

Mehill Marku、地政学リード・アナリスト

米国における 11 月の総選挙では、大統領選挙が有権者にとって最大の争点となる。一方で、下院および上院の選挙結果が今後数年にわたる米国経済の方向性を左右する多くの政策を決定付けることになる。

本稿では、経済に大きな影響を与える 4 つの主要分野（貿易と関税、財政政策、移民と労働供給、金融政策への影響）について検証する。それぞれの分野における我々の検証結果は、以下に記された潜在的な選挙シナリオと、それらがインフレ、経済成長、財政赤字に及ぼし得る影響に基づく。最後に、各シナリオが[マクロ経済見通し](#)に及ぼす総合的な影響についても考察する。

米国大統領選挙を巡る 4 つのシナリオ

ハリス大統領+ねじれ議会	ハリス候補が大統領に就任、共和党が少なくとも上院か下院で過半数の議席を獲得
民主党が圧勝	ハリス候補が大統領に就任、上院と下院で民主党が過半数の議席を獲得
トランプ大統領+ねじれ議会	トランプ候補が大統領に就任、民主党が少なくとも上院か下院で過半数の議席を獲得
共和党が圧勝	トランプ候補が大統領に就任、上院と下院で共和党が過半数の議席を獲得

貿易と関税

ハリス候補：現在のバイデン/ハリス政権の政策が概ね継続されると予想

ハリス候補の選挙キャンペーンでは、貿易問題についてはあまり多くの主張がなされておらず、相対的に現政権の政策が踏襲されると我々は想定している¹。これには「スモールヤード・ハイフェンス（限定された最先端技術を厳重管理する）」という一般的な政策と、「主要産業」に対する戦略的支援/保護主義が含まれる。現時点では、特に**中国を対象**とした特定の国に対する貿易措置（関税引き上げや輸出規制など）が予想される。これは、マクロ経済の見通しに大きな影響を与えることはないだろう。**なお、バイデン政権では、トランプ前政権時代の中国に対する関税政策を踏襲する一方で、実効関税率は大きく変化していない。**民主党が圧勝するシナリオでは、議会がハリス政権に積極的な通商政策を迫ることで、より大衆迎合主義的な通商政策が打ち出される可能性が考えられる。しかし、これによる影響は、我々の主要な政策提案に関する分析には含まれていない。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

トランプ候補：関税引き上げに積極的な「タリフ・マン」

トランプ候補は幅広い政策案について言及しており、その潜在的な影響を分析することは難しい。よって、我々は次の 2 つの重要な特徴を持つ政策提案に焦点を当てる。1) トランプ候補の公約の一部であり、大統領に就任した場合には、より高い優先順位が与えられる可能性がある政策。2) 実施された場合、最も大きなマクロ経済への影響が予想される政策。こうしたアプローチに基づき、以下 3 つの関税政策について検証する。

- 1. **中国に対して最大 60%の関税引き上げ。**この政策提案に関してはさまざまな解釈が可能であるが、中国からの輸入品に対する実効関税率が 60%になることを想定する。これは 2 つの方法で実施可能である。選挙キャンペーンでは、公約として中国との恒久通常貿易関係（PNTR）の撤回を掲げている。これにより、実効関税率は自動的に最大 60%まで引き上げられることになり、議会は立法措置を講じる必要がある。これが、共和党の圧勝シナリオにおいて最も可能性が高い^{2,3}。別の方法は、既存の単独あるいは複数の貿易権限（301 条、232 条、国際緊急経済権限法など）を活用して実効関税率を 60%に引き上げるというものである。これには行政措置のみが必要であり、比較的迅速に実施可能である^{4,5}。
- 2. **全ての輸入品に対して 10%の関税率**⁶。中国に対する関税引き上げの提案と同様、これは、米国における全ての輸入品に対する実効関税率を 10%に引き上げるものと解釈できる。先ほど同様、一般的に 2 つの方法で実施可能である。1 つ目は、既存の行政権限、おそらくは国際緊急経済権限法もしくは通商法 301 条を活用する方法である。2 つ目は、「相互貿易法」の制定を目指すもので、これは米国の輸出品に課される税率に一致する水準まで税率を引き上げるものである⁷。この方法は、米国の全ての輸入品に対する実効関税率を 10%とするために、行政措置と組み合わせる実施される可能性がある⁸。
- 3. **特定目的の関税により、全ての輸入品の実効関税率が 2%ポイント上昇する可能性。**トランプ候補は、多くの製品や国に対して、10～200%の関税賦課を提案している。詳細は不明であり、個々の提案が及ぼす影響を評価することは現実的ではないが、上述の提案とは別の追加関税が課される可能性は十分にある。トランプ前政権時代において、大統領就任後の最初の数年間で実効関税率が 1.4%ポイント上昇した政策が概ね踏襲されると想定している。

今回トランプ候補が大統領に返り咲いた場合に推定される関税率を予測するに当たり、まずは 2023 年のデータを使用し、2023 年末時点における関税率のベースラインである 2.4%を含む、各関税政策下での実効関税率を推定する（図 1）

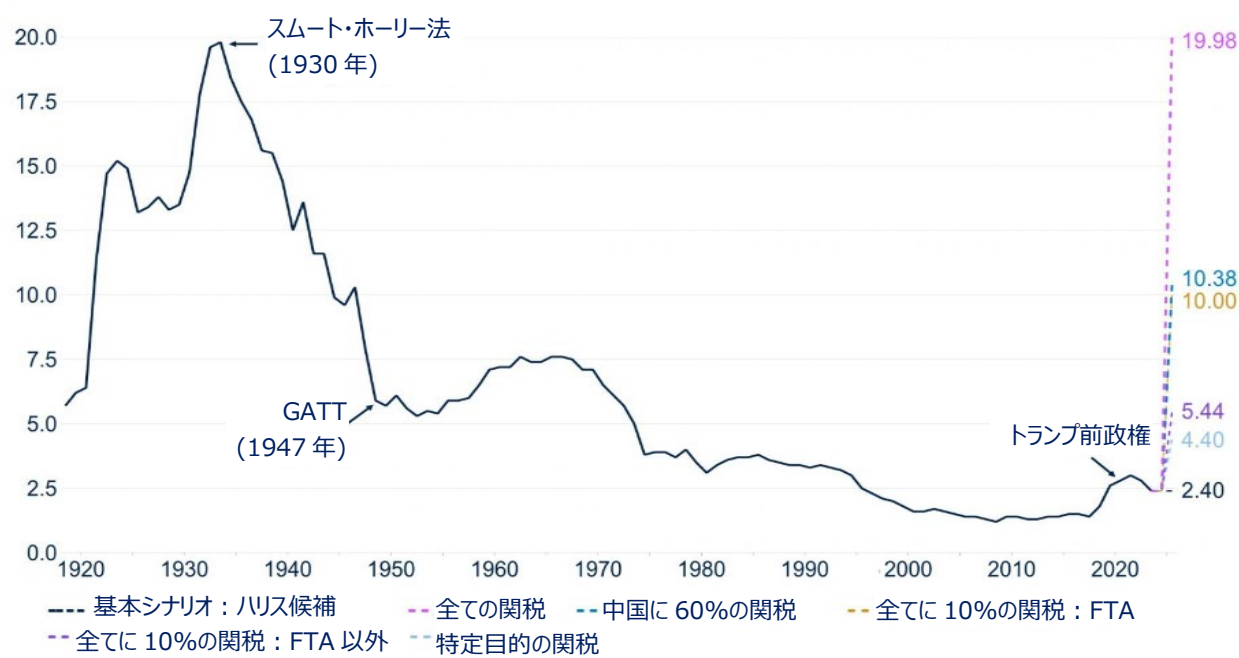
図 1：トランプ候補の政策提案に基づく実効関税率の推定値

関税政策	ベースライン	輸入割合 (推定)	実効関税率 全体への影響	実効関税率
中国に対して 60%の実効関税率	2.4	13	7.98	10.38
全ての輸入品に対して 10%の関税率：FTA 以外	2.4	60	4.56	6.96
全ての輸入品に対して 10%の関税率：FTA	2.4	40	3.04	5.44
特定目的の関税	2.4	100	2.0	4.40
全ての関税政策	2.4	2.4	17.58	19.98

出所：経済分析局の 2023 年輸入データを使用した、PGIM フィクスト・インカムによる実効関税率の推定値。

図 2 は、これらのシナリオから生じ得る幅広い実効関税率を示している。これら関税政策のうちの 1 つを実施するだけでも、過去数十年で最も高い実効関税率となる一方で、全ての関税政策が実施された場合には、実効関税率は 1930 年のスムート・ホーリー法の施行以来の水準まで回帰することになるだろう。

図 2：米国の輸入品に対する実効関税率と、それぞれの予想値



出所：PGIM フィクスト・インカム、経済分析局、マクロボンド。

我々の分析の次の段階として、これらの関税政策がマクロ経済に及ぼす影響を、インフレ、経済成長、財政状況に分解して検証する。

インフレへの影響は、インフレへの伝達が幾つかの主要な経路に限られるため、相対的には理解しやすい。明らかな伝達経路は、消費者物価への直接的な影響と中間財価格を通じた間接的な影響である。これらの影響は、米ドル高の可能性や成長鈍化に伴う需要の押し下げ圧力（フィリップス曲線効果）によってある程度相殺される可能性がある。

トランプ前政権時代の関税政策がインフレに及ぼした効果に関する研究は様々だが、妥当な出発点は関税がインフレに 1 対 1 で波及すると仮定することであろう¹⁰。これは、**実効関税率が 1%ポイント上昇すると、コア PCE は 0.1%ポイント上昇することを意味する**。図 3 で示されたインフレの影響は、物価水準を一度だけ押し上げるものだと留意することが重要である。1 年後には、インフレ率には影響を及ぼさなくなる。つまり、タイミングが重要なのである。

図 3：トランプ候補の関税に関する政策提案がインフレに及ぼす影響の推定値（%ポイント）

関税政策	実効関税率 全体への影響	コア PCE への影響
中国に対して 60%の実効関税率	7.98	0.80
全ての輸入品に対して 10%の関税率：FTA 以外	4.56	0.46
全ての輸入品に対して 10%の関税率：FTA	3.04	0.30
特定目的の関税	2.0	0.20
全ての関税政策	17.58	1.76

経済分析局の 2023 年末輸入データに基づく実効関税率。インフレへの影響は、実効関税率がコア PCE に 1 対 1 で波及することを想定し、FRB と全米経済研究所の調査を活用した PGIM フィクスト・インカムによる推定値。コア PCE への影響は、期間全体にわたって関税率が据え置かれたと仮定した場合の対前年増減率。影響は 1 年間。脚注 10 を参照。

関税が**成長に及ぼす影響**を試算するために、我々はトランプ前政権における関税の影響に関する研究を活用する¹¹。**関税率の直接的および間接的な影響を分離すると、実効関税率が 1%上昇するごとに GDP は少なくとも 0.13%押し下げられることが分かる。これは、財政政策の対応や貿易相手国の報復措置による影響を除外したものである¹²。**0.13%の押し下げという保守的な推定値を使用すると、図 4 の結果が得られる。

図 4：トランプ候補の関税に関する政策提案が成長に及ぼす影響の推定値（%ポイント）

関税政策	実効関税率 全体への影響	成長への影響
中国に対して 60%の実効関税率	7.98	-1.04
全ての輸入品に対して 10%の関税率：FTA 以外	4.56	-0.59
全ての輸入品に対して 10%の関税率：FTA	3.04	-0.40
特定目的の関税	2.0	-0.26
全ての関税政策	17.58	-2.29

経済分析局の 2023 年末輸入データに基づく実効関税率。成長への影響は PGIM フィクスト・インカムによる試算。影響は、期間全体にわたって関税率が据え置かれたと仮定した場合の GDP の対前年での変化。影響は 1 年間。脚注 11 を参照。

最後に、**財政収入に及ぼす影響**を試算する。この分析では、再び 2023 年の輸入データを使用し、輸入には即時の変化はないと仮定する。これによると、実効関税率が 1%ポイント上昇すると、年間約 310 億米ドルの追加的な関税収入が見込まれる。実効関税率の想定レンジが幅広いことを踏まえると、徴収される関税額は大規模なものとなる可能性がある（図 5）。

図 5：トランプ候補の関税に関する政策提案が財政収入に及ぼす影響の推定値（%ポイント）

関税政策	実効関税率 全体への影響（%）	財政収入への影響 （10 億米ドル、年間）
中国に対して 60%の実効関税率	7.98	247.38
全ての輸入品に対して 10%の関税率：FTA 以外	4.56	141.36
全ての輸入品に対して 10%の関税率：FTA	3.04	94.24
特定目的の関税	2.0	62.00
全ての関税政策	17.58	544.98

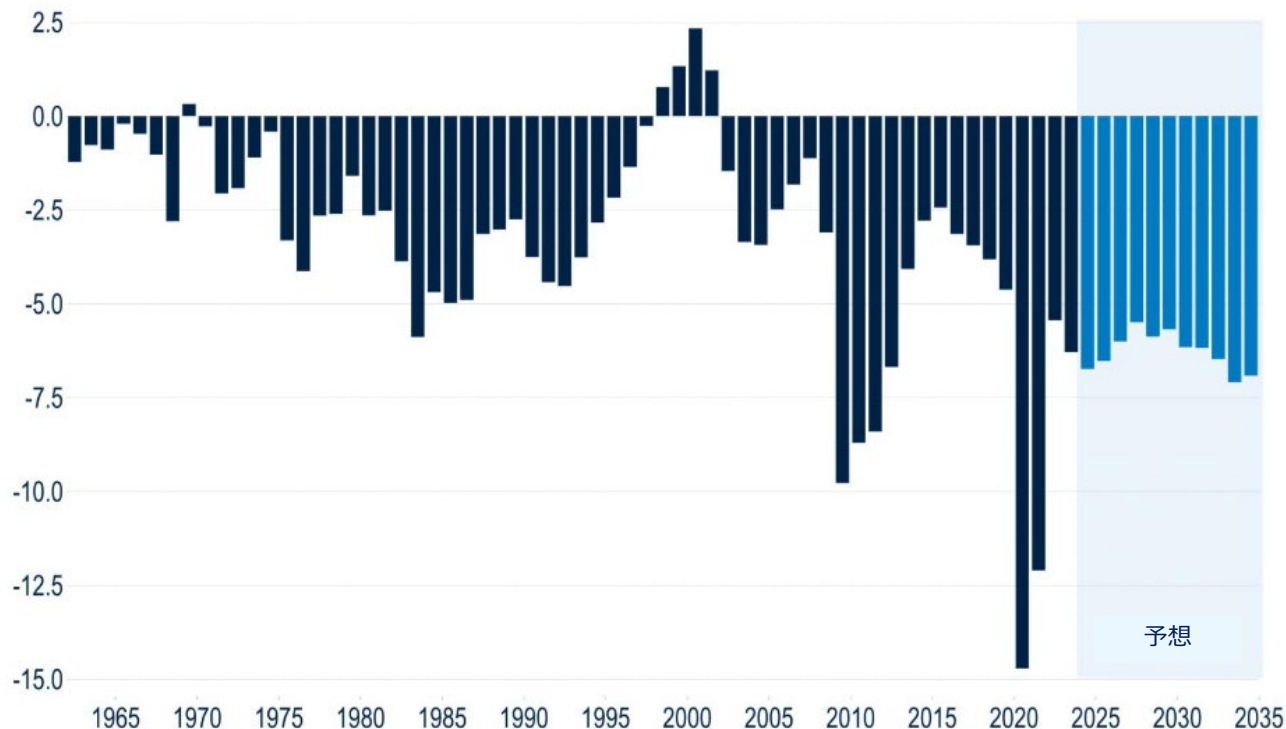
経済分析局の 2023 年末輸入データに基づく実効関税率。PGIM フィクスト・インカムによる試算。財政収入の試算値は、2023 年の輸入データを使用した年間合計であり、1 年にわたって関税率が据え置かれると仮定している。

この追加的な収入増を考慮すると財政見通しが大幅に変化することから、こうして得られる潜在的な財政収入の使い道は重要な経済変数となる。しかし、大統領は関税を課す広範な権限を有している一方で、追加的な財政収入の使途を決定するのは議会の権限であることには留意を要する。よって、議会において過半数の議席を占める政党が、これらの関税政策のマクロ経済全体への効果に大きな影響を及ぼすことになる。

財政政策

最終的にどのような選挙結果になるにせよ、次期政権は難しい財政状況を引き継ぐことになる。義務的および裁量的支出の際限ない増加、コロナ禍以前およびコロナ禍対応として実施された複数の景気刺激策、そして金利負担の増加により、米国連邦議会予算局（CBO）のベースライン予想では、近い将来に**財政赤字が 5%を超える**見通しとなっている（図 6）。どのような選挙結果になろうとも拡張的な財政政策が維持されると考えられるが、その内容は大きく異なる可能性がある。

図 6：米国の財政赤字と CBO の予想（対 GDP 比、%）



出所：2024 年 10 月 11 日時点における米国連邦議会予算局（CBO）のベースライン予想。

次期政権にとっての重要な決定事項は、2017 年に税制改革法（TCJA）の一部として実施した減税について、期限切れとなる 2025 年末以降も**減税を延長するかどうか**である。CBO は、時限立法の全てが 2029 年まで延長された場合、これに要する費用を 1.7 兆米ドルと試算している。

より広範には、米国の財政政策の策定には時間を要する。TCJA が 2025 年末に期限を迎える中、立法プロセスを考慮すると、政策変更の影響が現れるのは早くも 2026 年になると想定される。こうした財政政策が潜在的な成長やインフレに及ぼす影響、これに対する FRB の反応を評価するに当たっては、この点を念頭に置くことが重要である。

ハリス候補は、現時点では詳細な財政計画について言及しておらず、現政権の政策の多くを踏襲すると我々は想定している（図 7）。

図 7：ハリス候補の財政政策の評価

選挙結果	政策	予想される財政赤字への影響（2029 年まで）
ハリス大統領+ ねじれ議会	• 歳入：2017 年の減税の部分的な延長	-\$1.3 trillion
	• 歳入：チップに対する税金の撤廃	-\$40 billion
	• 歳出：国防費を除く裁量的支出の小幅な削減（つまり、インフレ抑制法）	+\$233 billion
	全体的な影響	-\$1.1 trillion
ハリス大統領+ 両院とも民主党	• 歳入：2017 年の減税の部分的な延長	-\$1.3 trillion
	• 歳入：チップに対する税金の撤廃	-\$40 billion
	• 歳入：法人税率の引き上げ	
	○ 21% → 25%	+\$213 billion
	○ 21% → 28%	+\$426 billion
	• 歳出：児童税額控除、勤労税額控除の拡大	-\$814 billion
	• 歳出：初めての住宅購入者向け補助金	-\$112 billion
	• 歳出：バイデン大統領が提案した育児、有給休暇、医療制度改革法、在宅介護、教育への支出拡大	-\$200 billion
	全体的な影響	-\$2 to -\$2.3 trillion

出所：CBO による試算。CBO の推計が利用できない場合は連邦予算委員会による試算。マイナスは財政赤字の拡大、プラスは財政赤字の縮小を意味する。

トランプ候補が提案している財政政策は、TCJA の全ての時限立法の延長、法人税率のさらなる引き下げを中心とした追加減税、国防費を除く裁量的支出の小幅な削減に重点を置いた内容となっている。主な不確定要素は関税収入であり、実効関税率の想定レンジが幅広いことを踏まえ、関税収入の試算額にも大きなばらつきがある（図 8）。

図 8：ハリス候補の財政政策の評価

選挙結果	政策	予想される財政赤字への影響（2029 年まで）
トランプ大統領+ ねじれ議会	歳入：2017 年の減税の部分的な延長	-\$1.3 trillion
	歳入：チップに対する税金の撤廃	-\$40 billion
	歳入：関税収入	
	○ 最大の関税率	+\$2.2 trillion
	○ 最低の関税率	+\$248 billion
	歳出：現状維持	(-)
	全体的な影響	
	○ 最大の関税率	+\$860 billion
	○ 最低の関税率	-\$1.1 trillion
トランプ大統領+ 両院とも共和党	歳入：2017 年の減税の全ての時限法を延長	-\$1.7 trillion
	歳入：チップに対する税金の撤廃	-\$40 billion
	歳入：関税収入	
	○ 最大の関税率	+\$2.2 trillion
	○ 最低の関税率	+\$248 billion
	歳入：法人税率を 21%から 15%に引き下げ	-\$207 billion
	歳出：社会扶助の小幅な減額	-\$100 billion
	歳出：インフレ抑制法の優遇措置の部分的な廃止	-\$350 billion
	全体的な影響	
	○ 最大の関税率	-\$197 billion
	○ 最低の関税率	-\$2.1 trillion

出所：CBO による試算。CBO の推計が利用できない場合は連邦予算委員会による試算。マイナスは財政赤字の拡大、プラスは財政赤字の縮小を意味する。

これらの財政政策の結果を比較すると、いくつかの興味深い結論が導かれる（図 9）。第一に、全てのシナリオにおいて、一般的な状態（対 GDP-2.4%〜-4.1%と推定）を超える水準まで拡大した、歴史的な財政赤字が続くことを示しているが、トランプ大統領とねじれ議会（最大の関税率）の組み合わせによるシナリオが例外となっている¹³。第二に、トランプ候補が勝利する様々なシナリオは、主に実効関税率の想定レンジが幅広いことと議会による財政対応によって、試算結果に大きなばらつきが見られる。第三に、ハリス候補の財政政策は、ねじれ議会の下で財政にマイナスの影響を与えるか、現状の高水準の財政赤字が概ね横ばいで推移することが示唆されている。

図 9：予想される財政赤字（対 GDP、%）

選挙シナリオ	2025	2026	2027
現在の財政政策	-6.1	-6.2	-6.6
CBO のベースライン予想	-6.1	-5.5	-5.2
ハリス大統領 + ねじれ議会	-6.1	-5.3	-5.0
民主党圧勝：28%の法人税率	-6.1	-6.2	-6.1
民主党圧勝：25%の法人税率	-6.1	-6.3	-6.3
トランプ大統領 + ねじれ議会：最低の関税率	-5.9	-5.5	-5.3
トランプ大統領 + ねじれ議会：最大の関税率	-4.1	-4.0	-3.8
共和党圧勝：最低の関税率	-5.9	-6.6	-7.2
共和党圧勝：最大の関税率	-4.1	-5.1	-5.7

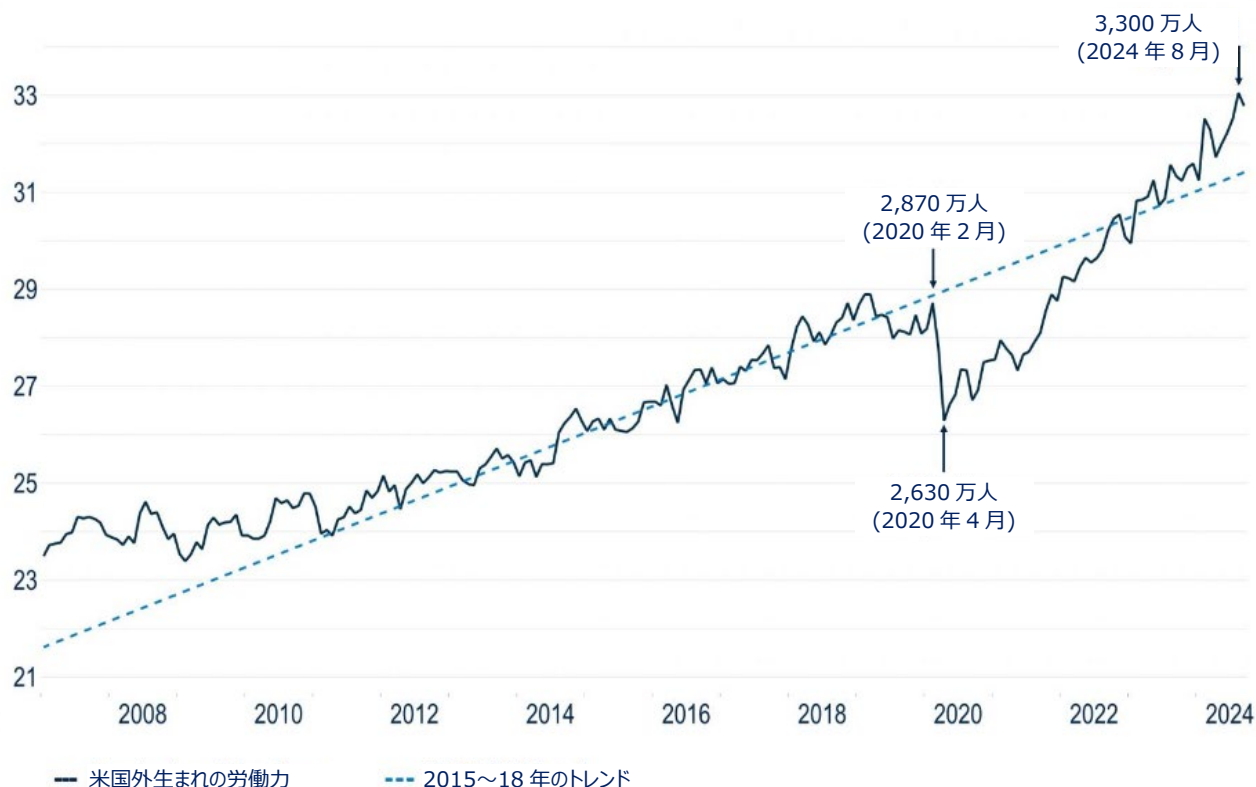
出所：この表は、財政政策だけでなく、本レポートで議論された全ての政策の影響によって予想される財政赤字を反映している。PGIM フィクスト・インカムによる試算。データの出所：米国連邦議会予算局、経済分析局、マクロボンド。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

移民と労働供給

移民の流入によって米国生まれでない労働力人口がトレンドを上回る伸びを示したことが、過去数年にわたって好調な米国経済の重要な要因となってきた（図 10）。しかし、様々な政策の結果によって、この傾向が変化する可能性が十分にある。

図 10：米国生まれでない労働力人口（百万人）



出所：米国労働統計局（BLS）、2024 年 9 月現在。

我々は、移民政策の有効性と合法性に関する研究結果を用いて、4 つの選挙シナリオをモデル化した。民主党の大勝シナリオでは、バイデン/ハリス政権が交渉に当たった超党派による厳格な移民政策案を、より左寄りの議会が受け入れない可能性があるため、概ね現在の政策が踏襲されると想定している。ただし、ハリス大統領とねじれ議会という組み合わせのシナリオでは、これと同等の法案が可決されると予想している。この移民法案が及ぼす影響に関して、大統領就任後の最初の 3 年間で純労働力人口は 32.5 万人減少する可能性が最も高いと我々は考えている。

トランプ大統領とねじれ議会という組み合わせのシナリオでは、移民法の積極的な施行によって、純労働人口は 65 万人減少すると想定している。しかし、議会からの十分な支持が得られず、執行担当者が限られることで純労働人口が 130 万人減少し得る共和党の圧勝シナリオほど深刻な状況には至らない。次に、CBO とピーターソン研究所の調査結果を用いて、純労働力人口の伸びがベースライン予想を下回ることによる成長とインフレへの影響を試算する（図 11）。ここで示された数字は、3 年間の累積の影響である¹⁴。

図 11：移民と労働供給に関する政策の比較

選挙結果	政策	予想される影響
ハリス大統領＋ ねじれ議会	超党派による移民改革法案の可決と厳格な施行により、米国外生まれの労働力人口の増加が鈍化。	- 最初の 3 年でネットの労働力人口は 32.5 万人減少 - 成長：-0.525% - インフレ：+0.325%
ハリス大統領＋ 両院とも民主党	現在の政策を概ね踏襲。	ベースライン予想通りの労働力人口の伸び
トランプ大統領＋ ねじれ議会	移民法の厳格な施行。執行の担当者不足が制約となり労働者の減少は抑制的。	- 最初の 3 年でネットの労働力人口は 65 万人減少 - 成長：-1.05% - インフレ：+0.65%
トランプ大統領＋ 両院とも共和党	- 移民法の厳格な施行。法律の制定を受け、執行の担当者増強が承認される。 - おそらくは追加の移民形態を制限することを目的とした移民法改正の可能性。	- 最初の 3 年でネットの労働力人口は 130 万人減少 - 成長：-2.1% - インフレ：+1.3%

出所：労働力人口の成長に関する予想は米国連邦議会予算局（CBO）、成長/インフレへの影響に関する予想はピーターソン国際経済研究所による。

4 つのシナリオのうち 3 つでは、今後 3 年間にわたり、成長に対する大きなマイナスの影響とインフレへの著しい効果を及ぼす。この試算によると、成長に対する大きなマイナスの影響がインフレへのプラスの効果を上回るため、後者が経済に及ぼす影響は緩和される可能性が高い。

金融政策への影響

これらの政策が金融政策の方向性に及ぼし得る累積的な影響について検証する前に、FRB に与える直接的な影響について取り上げる。図 12 は、次期大統領の 4 年間の任期中に任期が終了する理事の一覧である。

図 12：次期大統領の 4 年間の任期中に任期満了となる FOMC の理事

理事会メンバー	任命者	任期
ジェローム・パウエル氏（議長）	トランプ前大統領/バイデン大統領	2026 年 5 月（議長） 2028 年 1 月（理事）
アドリアナ・クーグラー氏	バイデン大統領	2026 年 1 月
マイケル・バー氏（金融監督担当副議長）	バイデン大統領	2026 年 7 月（金融監督担当副議長） 2032 年 1 月（理事）

出所：米連邦準備制度

次期大統領は、議長と金融監督担当副議長の 2 名を任命する機会を持つことになる。これらの任命には上院の承認が必要となる。つまり、大統領は連邦公開市場委員会（FOMC）において投票権を有する 12 名のメンバーのうち 2 名を指名することができる。議長や FOMC メンバーの影響力を軽視するつもりは全くないが、これによって FOMC の方向性が根本的に変わることはないだろう。最後に、米連

邦準備制度（FRB）の権限や構造などの重要な変更については、法的手段によってのみ実現することができる。どちらかの政党が「圧勝」するシナリオの可能性が極めて低いことを踏まえると、FRB を大幅に刷新することは困難だと考える（図 13）。

図 13：FRB を大幅に刷新するのは困難

選挙結果	政策	予想される影響
ハリス大統領+ ねじれ議会	超党派の支持を得た穏健派の理事と議長。	相対的に既存を踏襲し、2026 年まで現状維持。
ハリス大統領+ 両院とも民主党	- 相対的に既存を踏襲。 - 議長および金融監督担当副議長の監督のもと、規制当局の監視がやや厳格化。	規制当局の監視が強化される可能性はあるが、マクロ経済への影響は限定的。
トランプ大統領+ ねじれ議会	超党派の支持を得た穏健派の理事と議長。	相対的に既存を踏襲し、2026 年まで現状維持。
トランプ大統領+ 両院とも共和党	- 議会の承認があれば、FRB 議長の解任が可能か？その可能性は低い。 - FRB の独立性を妨げるような法案？その可能性は低い。 - 両院ともに共和党の支持を得られることで、議長および金融監督担当により影響力を与えられる。	2026 年まで現状維持。 - 短期的には支援的な金融政策？その可能性は低い。 - FEB の独立性に永続的な影響？その可能性は低い。

出所：PGIM フィクスト・インカム。

まとめ：マクロ経済見通しに及ぼす全体的な影響

ハリス大統領とねじれ議会：これまでと同様の政府および政策が踏襲される

図 14 は、この選挙シナリオが実現した場合、マクロ経済見通しが我々の基本シナリオからどの程度変化し得るか示したものである。これには移民規制の強化とそれに伴う労働力人口の伸びの鈍化による緩やかな成長、およびインフレ圧力が含まれる。ねじれ議会により、TCJA は部分的に延長され、裁量的支出の削減も限定的にとどまり、2026 年には財政状況が逼迫し始める可能性がある。

図 14：ハリス大統領とねじれ議会のシナリオがマクロ経済見通しに及ぼす影響（％）

選挙シナリオ	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025
基本シナリオ				
成長	1.7	1.6	1.6	1.5
コア PCE	2.3	2.1	2.0	2.2
財政赤字（対 GDP、％）	-6.1	-6.1	-6.1	-6.1
ハリス大統領 + ねじれ議会				
成長	1.7	1.6	1.6	1.5
コア PCE	2.3	2.1	2.0	2.2
財政赤字（対 GDP、％）	-6.1	-6.1	-6.1	-6.1

出所：PGIM フィクスト・インカム

民主党の圧勝：大幅な財政赤字が継続

2025 年には、政策決定により我々の基本シナリオから若干の乖離が生じると予想している。2026 年以降は、歳入の増加は TJCA の部分的な延長による歳出増の一部を相殺するにとどまるため、財政赤字は 6％前後で高止まりすると予想する（図 15）。

図 15：民主党圧勝のシナリオがマクロ経済見通しに及ぼす影響（％）

選挙シナリオ	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025
基本シナリオ				
成長	1.7	1.6	1.6	1.5
コア PCE	2.3	2.1	2.0	2.2
財政赤字（対 GDP、％）	-6.1	-6.1	-6.1	-6.1
民主党圧勝：最大の財政				
成長	1.7	1.6	1.6	1.5
コア PCE	2.3	2.1	2.0	2.2
財政赤字（対 GDP、％）	-6.1	-6.1	-6.1	-6.1

出所：PGIM フィクスト・インカム。「最大の財政」とは最大の財政赤字を意味し、「最小の財政」では法人税率が 28％に引き上げられるのに対し、このシナリオでは法人税率の引き上げは 25％にとどまる。

トランプ大統領とねじれ議会：関税率次第

このシナリオは、トランプ候補が勝利した場合、いつどのような実効関税率を導入するかによって大きく左右される。関税自体がスタグフレーション的であり、成長には下方圧力がかかる。一方で、インフレには上方圧力がかかる。「最大の関税率」のシナリオでは、経済がスタグフレーションに陥るのに十分大きな影響を及ぼすことが示されている。「最低の関税率」のシナリオでは、関税引き上げによる成長へのマイナスの影響がインフレへの上方圧力を上回ることが示されている。また、移民の規制は、インフレへのプラスの影響よりも成長へのマイナスの影響の方が大きくなる可能性がある。これは関税の影響を増幅し、成長とインフレに大きな影響を与えることになる（図 16）。こうした中、FRB は厳しい状況に追い込まれるだろう。FRB は単年の一時的なインフレ上昇を許容し、成長を下支えする政策が求められる可能性がある¹⁵。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

図 16：トランプ大統領とねじれ議会のシナリオがマクロ経済見通しに及ぼす影響（％）

選挙シナリオ	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025
基本シナリオ				
成長	1.7	1.6	1.6	1.5
コア PCE	2.3	2.1	2.0	2.2
財政赤字（対 GDP、％）	-6.1	-6.1	-6.1	-6.1
トランプ大統領 + ねじれ議会：最大の関税率				
成長	1.6	-0.8	-0.8	-0.9
コア PCE	2.4	3.9	3.8	4.0
財政赤字（対 GDP、％）	-6.1	-4.1	-4.1	-4.1
トランプ大統領 + ねじれ議会：最低の関税率				
成長	1.6	1.3	1.3	1.2
コア PCE	2.4	2.4	2.3	2.5
財政赤字（対 GDP、％）	-6.1	-5.9	-5.9	-5.9

出所：PGIM フィクスト・インカム。「最大の関税率」とは貿易政策の章で取り上げた 3 つの関税が全て実施されることを意味し、「最低の関税率」とは特定目的の関税のみが実施されることを意味する。

このシナリオでは、財政に及ぼす影響も実効関税率とそれによって得られる追加的な財政収入によって左右される。最大の関税率は、スタグフレーション・ショックと急激な財政縮小を同時にもたらし、財政赤字は対 GDP で 4%程度まで縮小する。この試算は、ねじれ議会となった場合には追加的な財政収入の用途について合意できず、法案が可決されない中でこれらの資金は赤字削減に充てられるとの想定に基づいている。また、最低の関税率となるシナリオにおいても財政赤字は若干縮小する。

共和党の圧勝：スタグフレーション、もしくはウィークフレーション？

同様に、共和党が圧勝するシナリオでも、行政機関が関税をどのように扱うかによって影響が左右される。最大の関税率はスタグフレーション・ショックとなる。一方で最低の関税率は、実施された初年度には成長を鈍化させ、インフレ率を押し上げる。しかし、このシナリオにおいては、上下両院ともに共和党が過半数の議席を確保していることから、何らかの財政対応が期待できる。TCJA の延長と法人税率のさらなる（おそらく 15%への）引き下げによって、成長は小幅に上振れるだろう（図 17）¹⁶。その後、関税引き上げによる成長へのマイナスの影響が明らかになり、インフレ・ショックの効果が剥落し始める 2026 年には、より大規模な財政政策が実施されると予想している。

図 17：共和党圧勝のシナリオがマクロ経済見通しに及ぼす影響（％）

選挙シナリオ	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025
基本シナリオ				
成長	1.7	1.6	1.6	1.5
コア PCE	2.3	2.1	2.0	2.2
財政赤字（対 GDP、％）	-6.1	-6.1	-6.1	-6.1
共和党の圧勝：最大の関税率				
成長	1.5	-0.9	-0.9	-1.0
コア PCE	2.4	4.0	3.9	4.1
財政赤字（対 GDP、％）	-6.1	-4.1	-4.1	-4.1
共和党の圧勝：最低の関税率				
成長	1.5	1.2	1.2	1.1
コア PCE	2.4	2.4	2.3	2.5
財政赤字（対 GDP、％）	-6.1	-5.9	-5.9	-5.9

出所：PGIM フィクスト・インカム。「最大の関税率」とは貿易政策の章で取り上げた 3 つの関税が全て実施されることを意味し、「最低の関税率」とは特定目的の関税のみが実施されることを意味する。

結論

我々の選挙シナリオ別の分析によると、ハリス候補が大統領に就任した場合には相対的に政策が安定し、基本シナリオからの乖離も最小限に抑えられることが示された。この場合、2025 年のマクロ経済見通しにも概ね変化は生じないだろう。

第 2 次トランプ政権が発足した場合には、関税引き上げの結果として、おそらく成長に対するマイナスの影響とインフレ率の上昇がもたらされることが考えられるが、その水準は依然として不透明である。当然のことながら、政策がもたらし得る影響においては、どの程度関税が引き上げられるかが重要な変数となる。これは議会でどちらの政党が多数派を占めるかにかかわらず、少なくとも 2025 年にかけてマクロ経済の主要な変動要因になり続けるだろう。

最低あるいは最大の関税率を適用することによる影響が生じた場合でも、FRB は一時的なインフレ・ショックよりも成長と労働市場への悪影響をより懸念するだろうという主張も成り立つ。よって、財政政策にかかわらず、トランプ政権が誕生した場合には、FRB は利下げサイクルを加速させる可能性がある。すなわち、2025～ 26 年にかけて FRB がさらなる利下げを実施する可能性が高まるかもしれない。

- 1 "Support American Innovation and Workers" (<https://kamalaharris.com/issues/>) を参照。
- 2 米中ビジネス評議会による分析に基づく
- 3 共和党からの統一した支持を得ることはできないかもしれないが、この法案が採決のために議会に提出されれば、一部の民主党議員が「党派を超えて」この法案を支持する可能性は十分にある。
- 4 IEEPA（国際緊急経済権限法）は、大統領による「米国の国家安全保障、外交政策、経済に対する通常ではない著しい脅威」の宣言を義務付けている。IEEPA を利用して関税を課すことの法的権限については検証されていないが、法律専門家はこれを潜在的な選択肢と見ている。
- 5 通商法 301 条に基づく関税は調査が必要であるが、中国からの輸入品 5,500 億米ドル分についてはすでに調査済みである。この関税はバイデン政権によって更新された。これにより、トランプ政権が発足した場合、ほぼ即座にこの関税を実施することが可能となる。どちらが大統領になっても、企業は特定の品目を関税の対象外とするよう申請することが可能だが、このプロセスは長期間にわたる可能性があり、また不確実性も伴う。仮に除外申請が認められるとしても、実効関税率に実質的な変化をもたらさない程度になると想定される。
- 6 選挙キャンペーンにおける公式な政策綱領では関税率が特定されておらず、最近トランプ候補は全ての輸入品に対して「10～20%」の関税をかけると言及している。本レポートの分析では、10%と想定して試算した。
- 7 これは公式な選挙キャンペーンであり、共和党の政策綱領である。
- 8 この分析では、両方の方法で実効関税率が 10% になると想定している。これは、共和党が圧勝するシナリオにおいて法制化されれば、持続的な効果を発揮する可能性がある。さらに、全ての輸入品に対する関税引き上げが既存の自由貿易協定の締結国やその製品にも適用されるかどうかは依然として不透明である。この関税引き上げが実施されるか否かによる影響を、貿易に関する評価表では区分して示している。
- 9 この分析では、現時点における既存の法的権限と、第 2 次トランプ政権で有効性が向上すると考えられることを想定し、就任後 1 年目で実効関税率が 2.0 ポイント上昇すると予測している。
- 10 ほとんどの研究では、インフレの転嫁率（パススルー）は 0.9%から 1.1%の間であることが示されており、少なくとも影響の大部分は米国の消費者と輸入業者によって吸収されている。1%を超えることを示した研究では、関税による直接的な影響はないにもかかわらず、国内生産者が機に乗じて価格を引き上げたことが分かった（FRB、Caldera 他）、（NBER、Cavallo 他）。
- 11 ここでは、連邦準備制度のスタッフによる研究とゴールドマン・サックスの推定値を活用している（FRB、Flaen 他）、（FRB、Caldera 他）。
- 12 財政対応とそれに伴う影響については、財政政策の次の章で取り上げている。
- 13 このシナリオでは、トランプ大統領は行政措置により全ての関税政策を実施できる一方、これによる関税収入の支出については民主党が過半数の議席を占める議会において阻止される。
- 14 推定される影響は、CBO のベースライン予想と比較した労働力成長へのネットの影響に基づいている。成長/インフレへの影響は、ピーターソン国際経済研究所の調査と CBO の手法を活用している。各シナリオでは、労働力人口に対するネットの効果が 3 年間（2025～27 年）にわたって広がると想定しており、上記の表におけるマクロ経済への影響は、その期間の累積を示している。
- 15 「最大の関税率」は、トランプ候補が最も影響力を有する関税案を実施する、最も極端なシナリオによる影響を説明するためのシナリオであることを強調したい。現時点では、このシナリオの生起確率は低いと見られるが、この推計を用いることで、その影響の大きさを説明しようと試みている。
- 16 ここでも、現時点において全ての関税が完全に実施される可能性は相対的に低いと考えられることを認識しつつ、これらの提案された関税引き上げがもたらす大きな影響を示すために、これらの推定値を利用する。

データの出所(特に断りのない限り)：PGIM フィクスト・インカム、2024 年 10 月現在。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

留意事項 1

PGIMフィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIMインクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点のPGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点のPGIMネーデルラント B.V.、(iii) 東京拠点のPGIMジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点のPGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点のPGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。特定の投資ニーズに関する情報が必要なお客様は、金融の専門家にお問い合わせください。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、および意見について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。**すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。**

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反：PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A 部をご覧ください。

英国では、PGIM インクの間接子会社である PGIM リミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIM リミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIM リミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) **欧州経済領域 (EEA)** では、PGIM ネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIM ネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定の EEA 諸国では、それが認められる場合には、英国の EU 離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIM リミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIM リミテッドまたは PGIM ネーデルラント B.V.によって、FCA の規則が定めるプロの投資家、および/または第 2 次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社 PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が情報を提供しています。**日本**では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録している PGIM ジャパン株式会社が情報を提供しています。**韓国**では、投資顧問サービスのライセンスを有する PGIM インクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。**香港**では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業である PGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されている PGIM インクに委託されることがあります。**オーストラリア**では、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、(豪州 2001 年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIM オーストラリアは PGIM リミテッドの代理人であり、PGIM リミテッドは金融サービスに関して豪州 2001 年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIM リミテッドは英国法に基づき FCA の監督下であり (登録番号：193418)、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009 が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。**南アフリカ**では、PGIM インクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。(ライセンス番号：49012) **カナダ**では、情報開示基準である NI 31-103 における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIM インクは次の事項について通知しています。(1) PGIM インクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103 に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIM インクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIM インクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州における PGIM インクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。**ケベック州**：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、**ブリティッシュコロンビア州**：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、**オンタリオ州**：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、**ノバスコシア州**：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、**アルバータ州**：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2024 PFI and its related entities.

2024-8157

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

留意事項 2

本資料に記載の内容は、PGIM フィクスト・インカムが作成した"Analysis of 4 Political Policy area on the U.S. Economy"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC の登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

本資料は、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

本資料は、当グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本案内に記載された内容等については今後変更されることもあります。

本資料に記載されている市場動向等は現時点での見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

PGIMジャパン株式会社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関ブルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブルーデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ113119

3978460-20241029

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。