

「トランプ政権の経済政策と世界経済」

エグゼクティブ・エコノミスト 木内 登英

株式会社野村総合研究所

2025年2月4日

NRI

Envision the value,
Empower the change

2025年の世界経済は成長鈍化

世界経済見通し

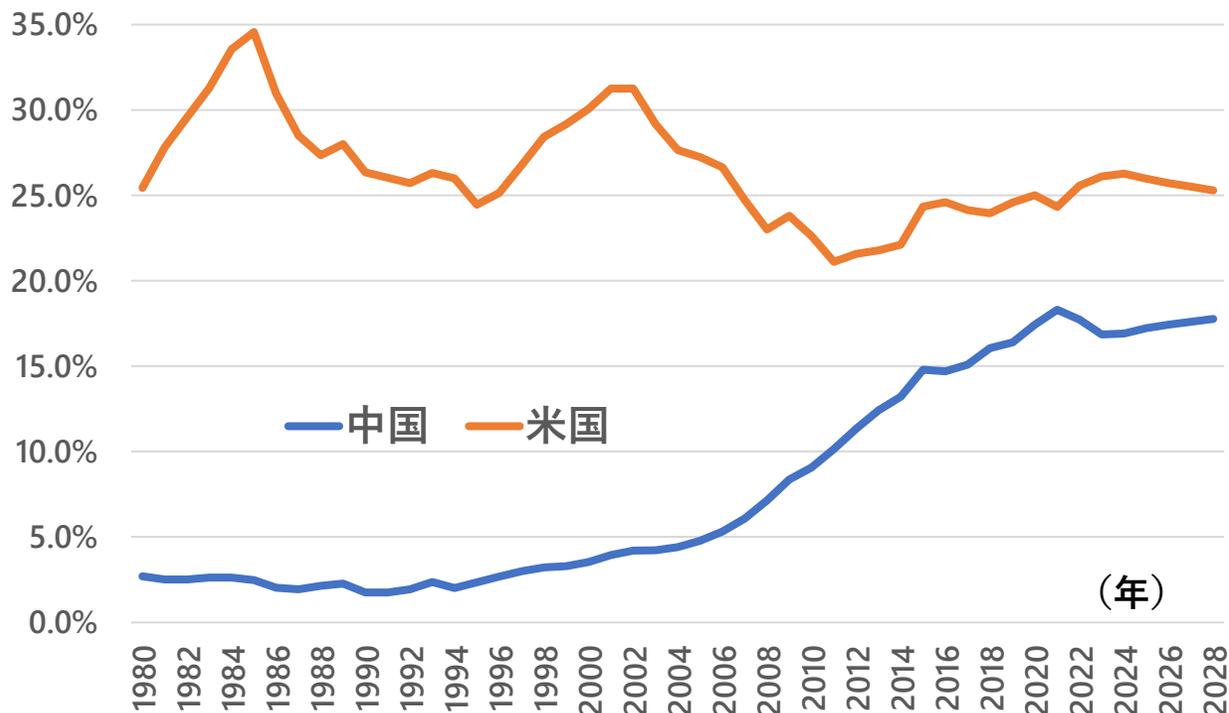
	実質GDP（前年比、%）			消費者物価指数（前年比、%）			政策金利（期末、%）		
	2024年	2025年	2026年	2024年	2025年	2026年	2024年	2025年	2026年
全世界	3.2	2.9	3.0	4.0	3.1	2.8			
先進国	1.6	1.7	1.6	2.7	2.4	2.3			
新興国	4.4	3.8	4.1	5.1	3.6	3.1			
米国	2.8	2.2	1.8	3.0	3.0	2.9	4.375	4.125	3.625
日本	-0.2	1.5	0.8	2.7	2.3	1.6	0.25	0.75	1.00
ユーロ圏	0.8	1.1	1.3	2.4	1.8	1.8	3.00	1.75	1.75
フランス	1.1	0.7	1.2	2.3	1.2	1.4			
ドイツ	-0.2	0.2	0.7	2.5	2.0	1.7			
英国	0.8	0.7	1.2	2.5	2.9	2.2	4.75	3.75	3.50
中国	5.0	4.0	4.0	0.2	0.2	0.6	1.50	1.20	1.20
インド	6.5	5.8	7.0	4.9	4.1	4.6			
ロシア	3.7	1.5	1.4	8.3	7.3	4.9			

（出所） Nomura Global Market Research

（注） 見通しは2025年1月20時点

中国経済の成長率低下と米中パワーバランスの変化

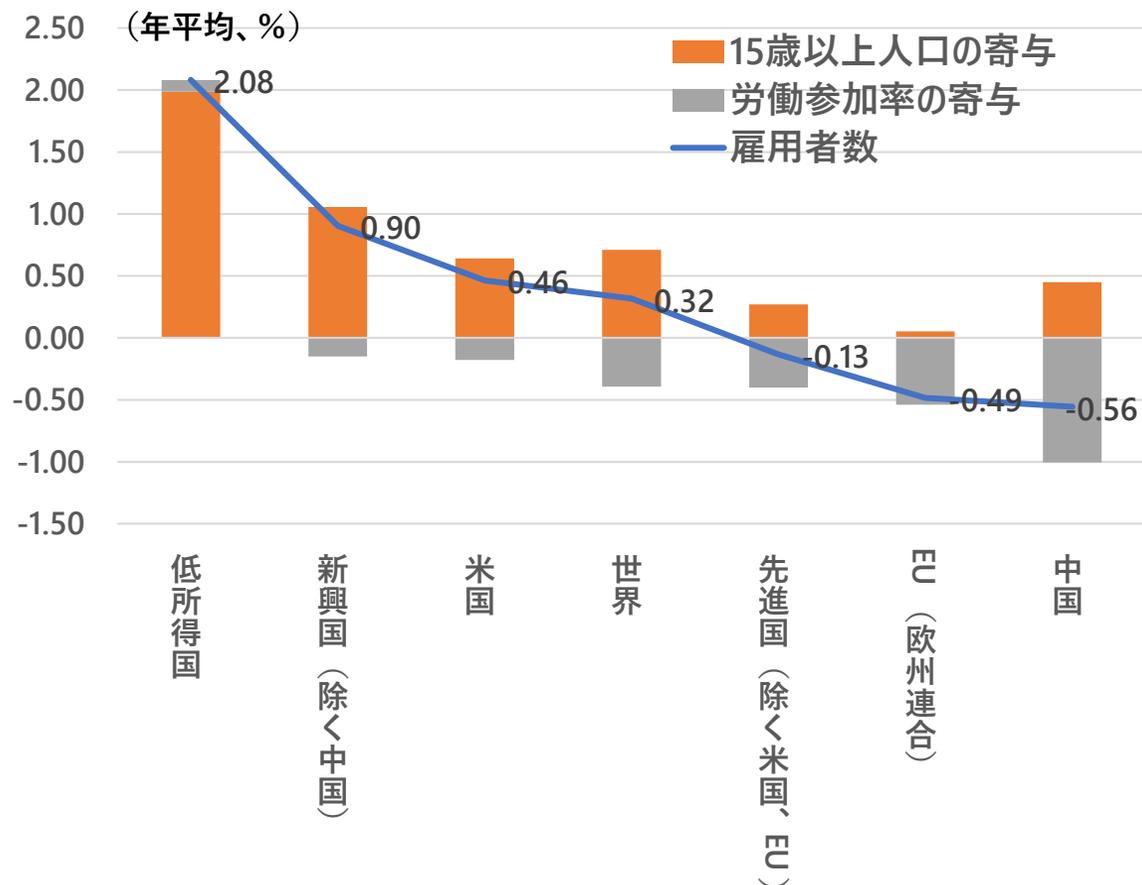
世界のGDPに占める中国と米国の構成比



(注) ドル建て名目GDPから算出

(出所) IMF (国際通貨基金) より野村総合研究所作成

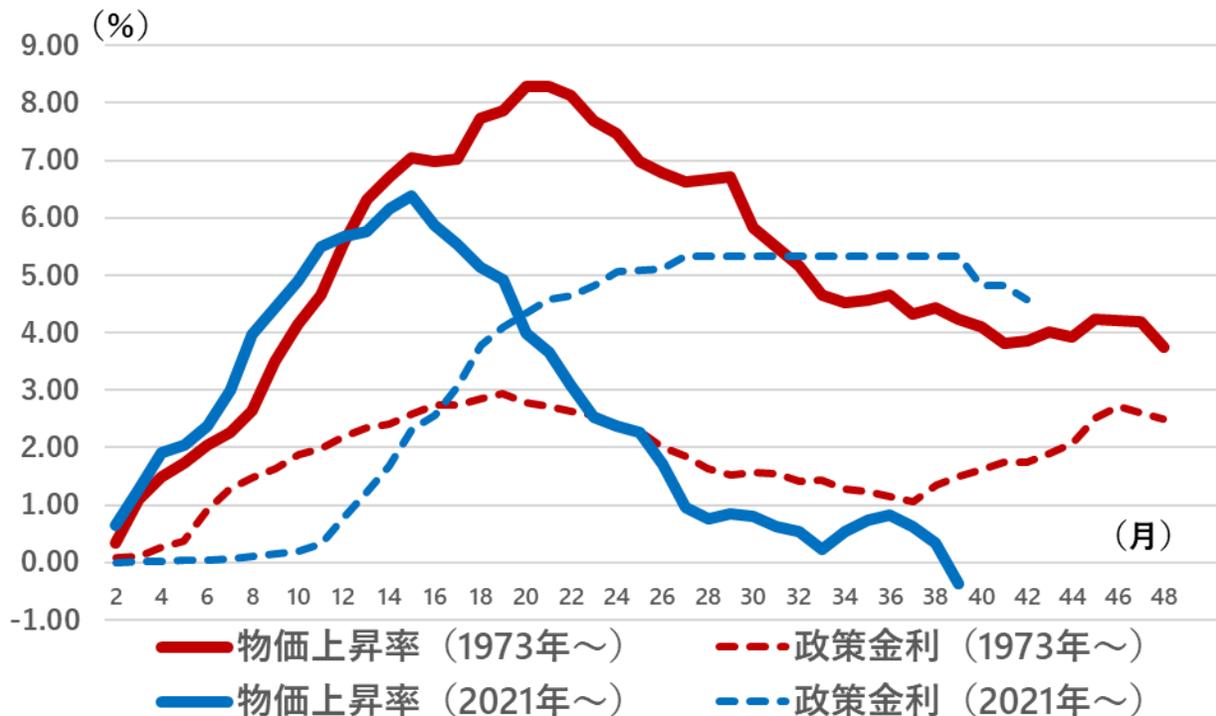
中期雇用者数増加率見通し (2024年時点の5年間予測)



(出所) IMF (国際通貨基金) 「世界経済見通し (2024年4月)」より野村総合研究所作成

移民の労働力に支えられてきた米国経済

米国インフレ率と政策金利 (1973年～と2021年～の比較)

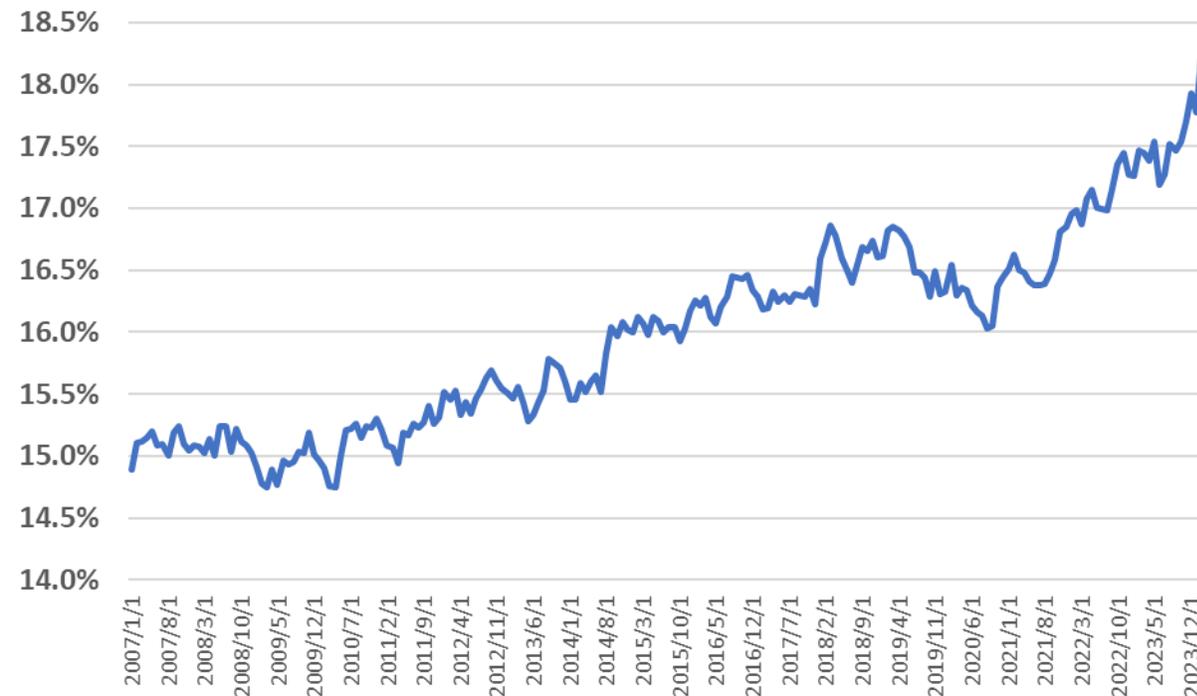


(注) 物価加速開始時 (1973年、2022年) からの月次推移

物価上昇率は、物価加速開始時の消費者物価上昇率 (前年同月比) との差

(出所) BIS Annual Economic Report, June 2024より野村総合研究所作成

米国人口増加率の長期トレンド



(注) 12カ月移動平均値の前年同月比

(出所) セントルイス連銀より野村総合研究所作成

トランプ「米国第一主義」再び

【大統領選挙でトランプ大統領掲げた各種政策】

- ① ウクライナ支援を縮小
- ② イスラエル寄りの姿勢を強める
- ③ 気候変動対策、エネルギー対策を転換。パリ協定から再離脱
- ④ 移民受け入れ規制強化の大統領令発令
- ⑤ ドル安政策
- ⑥ 減税延長など財政拡張政策
- ⑦ 中国以外の国からの輸入品に10%～20%の追加関税導入
- ⑧ 中国からの輸入品に60%超の追加関税。中国の最恵国待遇を撤回する可能性
- ⑨ FRBの金融政策への介入を強める法改正を検討。2026年パウエル議長を再任しない

イエスマンで固めた第2次トランプ政権の布陣（経済関連主要人事）

1. 財務長官：スコット・ベッセント …… ファンドの経営者、暗号資産を支持、「3-3-3政策」を掲げる
2. 商務長官：ハワード・ラトニック …… 金融会社の経営者、暗号資産を支持、USTRも所管
3. 農務長官：ブルック・ロリンズ …… トランプ前政権で国内政策会議の責任者
4. 労働長官：ロリ・チャベスデレマー …… オレゴン州下院議員
5. 運輸長官：ショーン・ダフィー …… 検察官、オレゴン州下院議員の後FOXテレビ司会者
6. エネルギー長官：クリス・ライト …… 石油・天然ガス採掘会社の経営者
7. 行政予算局（OMB）長官：ラス・ポート …… 前トランプ政権でOMB長官
8. 国家経済会議（NEC）委員長：ケビン・ハセット …… 前トランプ政権でNEC委員長
9. 米通商代表部（USTR）代表：ジェミソン・グリア …… 前トランプ政権でライトハイザー・USTR代表の首席補佐官、通商専門の弁護士、対中強硬派
10. 国境担当責任者：トム・ホーマン …… トランプ前政権時に「ゼロトレランス（不寛容）」移民政策の顔を担った。今回は不法滞在者の本国送還を担う

貿易赤字の削減を目指す：ビジネスマン感覚で政策を考える危うさも

1. トランプ氏は、一律追加関税を、特定の問題で相手国からの譲歩を引き出す交渉手段として利用する一方で、米国の貿易赤字を削減する手段としても利用する考えとみられる
2. トランプ氏は、中国からの輸入品に一律10%、カナダ、メキシコからの輸入品に一律25%の追加関税を課す考え。2024年1～10月の輸入額（財）の国別比率を見ると、メキシコが15.5%で第1位、中国が13.9%で第2位、カナダが13.5%で第3位。トップ3の国にまずは一律追加関税を課して、貿易赤字の削減を図る考えか。今後は一律追加関税の対象国を順次拡大して行くことが予想される。輸入額で第4位のドイツ、第5位の日本、第6位のベトナム、第7位の韓国などがターゲットとなる可能性も
3. トランプ氏は、貿易赤字を企業の赤字と同様なものと考え、赤字を減少させることでGDPを押し上げることができると考えているが、これは、ビジネスマン感覚を単純に国の政策に適用した誤った考えか。追加関税は国内需要や米国企業のサプライチェーンに混乱をもたらし、その分GDPを押し下げる
4. 各国がそれぞれ適したものを生産し、それを交換し合うことで、世界全体のGDPをより押し上げることができる、という自由貿易のメリットが十分に理解されていない。自由貿易の中で2国間の貿易不均衡が生じることは問題ではない

米国貿易赤字・輸入の相手国構成

米国の貿易赤字額（財） 上位10か国

	国・地域	構成比
1位	中国	21.7%
2位	EU(欧州連合)	17.3%
3位	メキシコ	12.7%
4位	ベトナム	9.1%
5位	アイルランド	6.5%
6位	ドイツ	6.2%
7位	台湾	5.4%
8位	日本	5.1%
9位	韓国	4.9%
10位	カナダ	4.5%

(注) 2024年(1~11月)の計数

(出所) 米センサス局より野村総合研究所作成

米国の貿易輸入額（財） 上位10か国

	国・地域	構成比
1位	EU(欧州連合)	15.0%
2位	メキシコ	12.5%
3位	中国	10.8%
4位	カナダ	10.1%
5位	ドイツ	4.0%
6位	中南米	3.9%
7位	日本	3.7%
8位	ベトナム	3.3%
9位	韓国	3.3%
10位	台湾	2.8%

(注) 2024年(1~11月)の計数

(出所) 米センサス局より野村総合研究所作成

米通商法に基づく制裁措置発動

通商法122条： 巨額かつ深刻な ("large and serious") 貿易赤字が発生している場合、最大15%の関税賦課を大統領に認める

通商法232条： 国家安全保障を損なう恐れがある場合、関税引き上げなどを認める

通商法301条： 不公正貿易に対する制裁措置の発動を認める

通商法421条： 輸入急増時にセーフガード（緊急輸入制限）を認める

マスク氏の「DOGE（政府効率化省）」は機能するか

1. 「DOGE（政府効率化省）」は暗号資産“Doge Coin”から名前をとった新組織。当初は政府機関ではなく政府にアドバイスを行う諮問委員会のようなものとされたが、トランプ大統領は就任初日に政府機関に位置付けた
2. 主な役目は、政府の無駄な支出を削減し、規制緩和を進めること。マスク氏とトランプ氏が連携することで、今まで成しえなかった規模で政府支出の削減、規制緩和が進むかが注目される
3. 一方、懸念が2つある。第1は、利益相反の問題。マスク氏の会社は多くの政府機関と取引があるため、自身の会社に都合の良い規制緩和策を進めたり、競争相手を蹴落とすために政府の支出を削ったりすることがないか懸念されている。DOGEがスキャンダルまみれとなる可能性も
4. 第2の懸念は、経済への悪影響。政府支出の削減を急速に進め、連邦職員を大幅に削減すると、短期的には経済の逆風になる。マスク氏は、年間5,000億ドルの無駄な予算の削減を計画。その規模は年間連邦予算の8%、名目GDPの2%程度に達する

「名目値」に目を奪われるな

「34年ぶりの株価（日経平均）水準（2024年）」

「41年ぶりの消費者物価上昇率（2023年）」

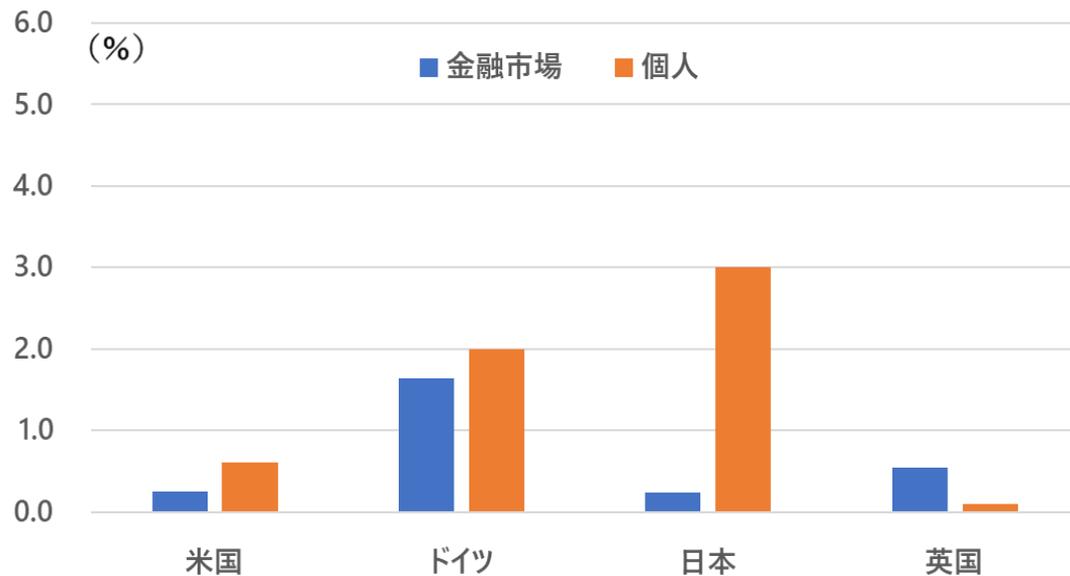
「33年ぶりの春闘賃上げ率（2024年）」

「33年ぶりの地価（公示地価）上昇率（2024年）」

「34年ぶりの円安（ドル円レート）（2024年）」

物価・賃金上昇率の上振れと実質成長率の低迷持続

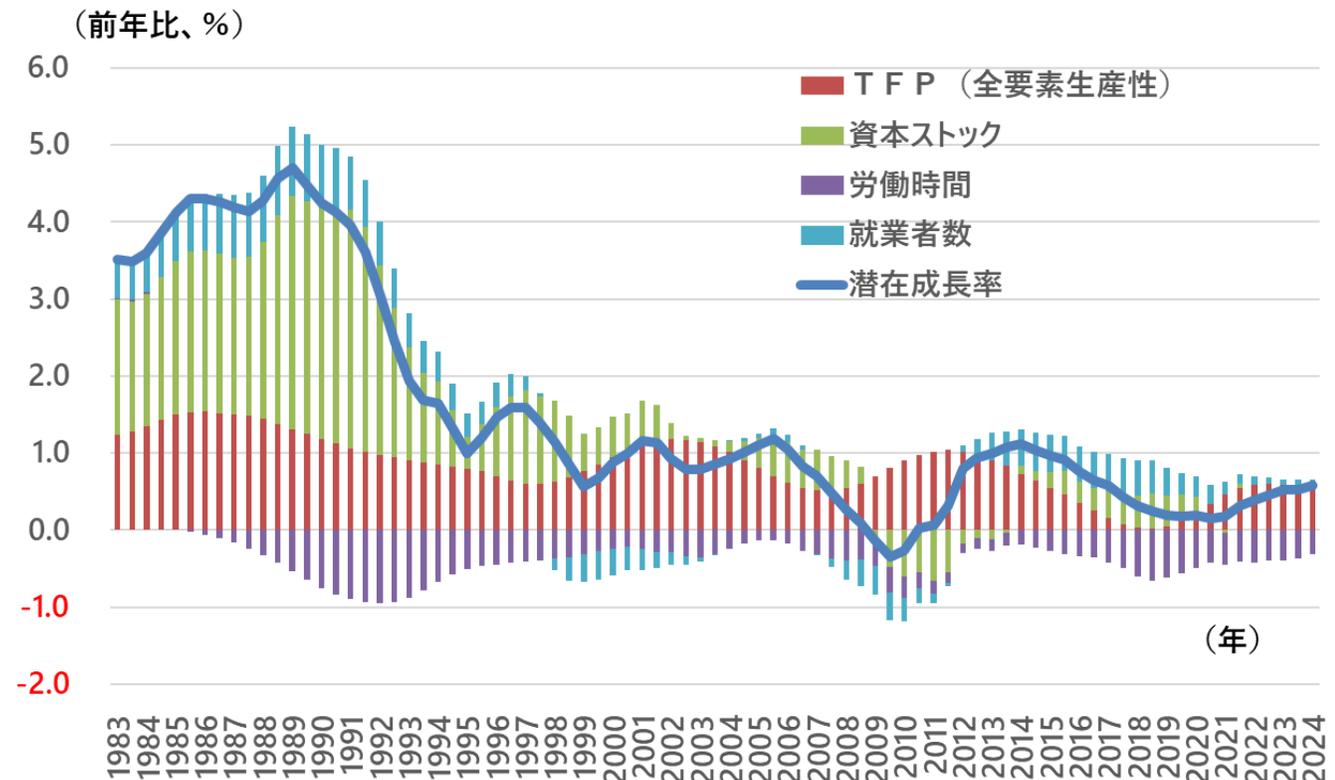
長期インフレ期待の変化



(注) 2020年末時点と2023年6月時点の差

(出所) BIS (国際決済銀行) より野村総合研究所作成

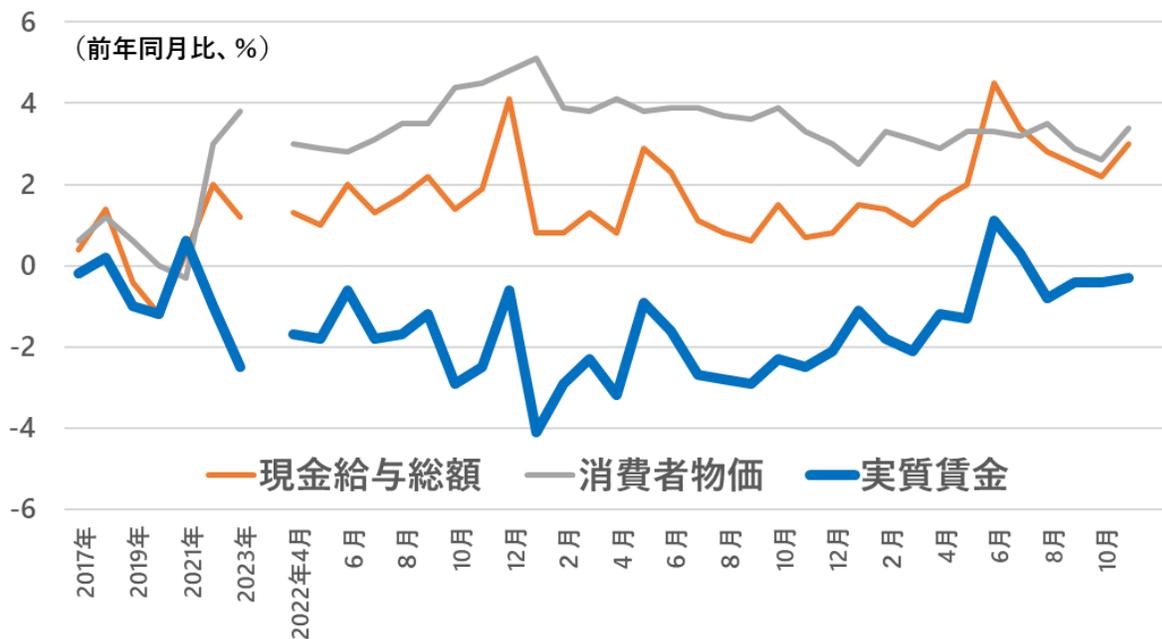
潜在成長率の試算



(出所) 日本銀行より野村総合研究所作成

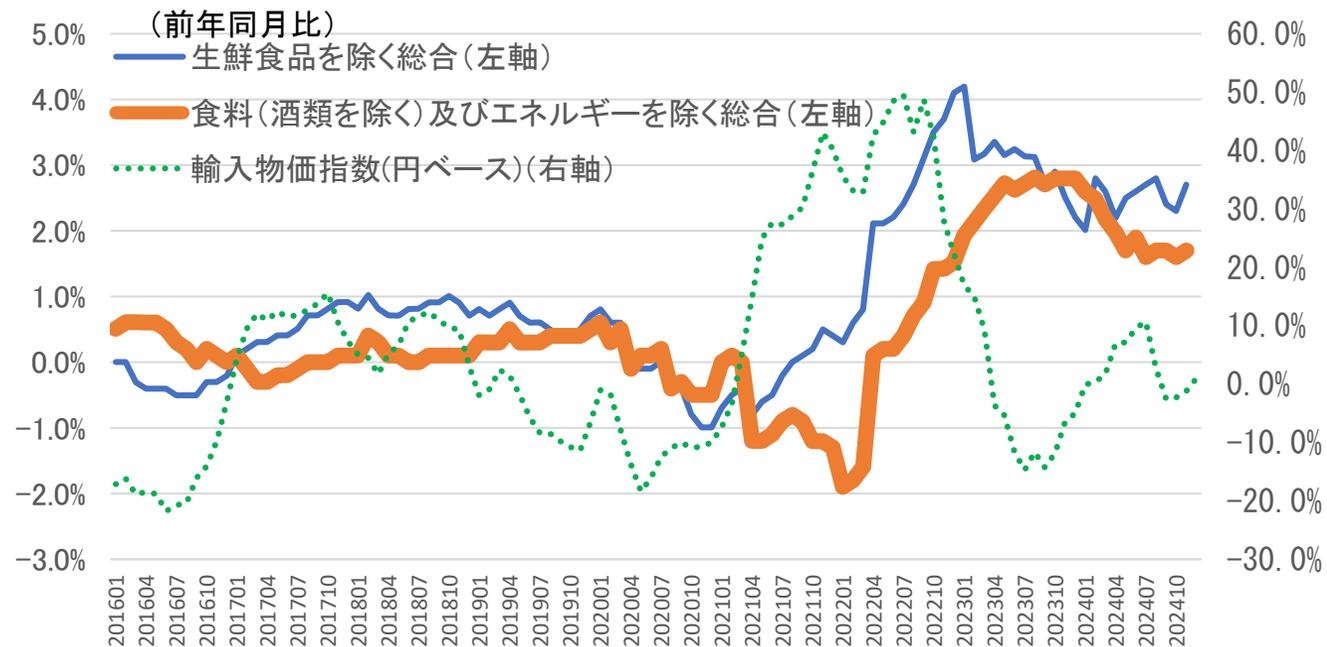
回復が遅れる実質賃金と消費者物価の推移

実質賃金の推移



(出所) 厚生労働省、総務省より野村総合研究所作成

基調的な消費者物価上昇率の推移



(出所) 総務省、日本銀行より野村総合研究所作成

名目短期金利の均衡水準

短期金利の中立水準【1%弱】

= 実質短期金利（自然利子率）【小幅マイナス】

+

インフレ率の中長期トレンド 【1%程度】

日本銀行金融政策の修正プロセス予想

- ① マイナス金利政策を解除 【2024年3月】
- ② 長期国債残高削減（QT）開始 【2024年7月】
- ③ 追加利上げ（0.1%→0.25%） 【2024年7月】
- ④ 追加利上げ（0.25%→0.50%） 【2025年1月】
- ⑤ 追加利上げ（0.50%→0.75%） 【2025年9月】
- ⑥ 追加利上げ（0.75%→1.00%）？ 【2026年6月】
- ⑦ ETFのオフバランス化 【2026～2027年】

足もとの歴史的な円安進行は日米の金融政策姿勢の差に起因

実質実効円レートは円の大幅な割安を示唆

(2020年平均 = 100)



(注) 最新値は2024年10月

(出所) 日本銀行より野村総合研究所作成

■ 実質実効円指数10年移動平均値から推定されるドル円の均衡値は1ドル115円 – 120円程度

トランプ政策・為替動向と2025年の日本経済

【標準シナリオ】 トランプ政権の追加関税は制限されたものにとどまる
⇒ ドル安円高が緩やかに進行 ⇒ 国内個人消費の回復を助ける

【リスクシナリオ 1】 トランプ政権が大規模な追加関税を行い、米国と世界の経済に大きな打撃 ⇒ ドル安円高が急速に進行 ⇒ 企業収益悪化、株価下落で国内経済は失速

【リスクシナリオ 2】 トランプトレードが継続 ⇒ ドル高円安傾向が続く
⇒ 物価高懸念から国内個人消費の低迷が続く