

## トランプ政権の経済政策と米国経済 好調な株価と経済成長の一方で進行する米国経済のリスク

第2次トランプ政権の発足当初、ベッセント財務長官やラトニック商務長官が強調した経済・金融面での課題を巡って、足下までの経済・金融動向を確認しよう。ただし政権発足からまだ1年であり、最終的な評価を下すには時期尚早であり、中間的な評価として受け止めて頂きたい。好調な株価と経済成長の一方で進行する米国経済の3つのリスク要素を指摘する。

### 1、輸入関税引き上げによるインフレ高進懸念はどうなったか？

まずトランプ政権が目玉政策として掲げた輸入関税の大幅引き上げについて、「それが実施されれば輸入価格の上昇が国内物価を押し上げ、経済・金融政策の運営を難しくする」と25年初、米国の各種シンクタンクやエコノミストが警告的な予想を出した。

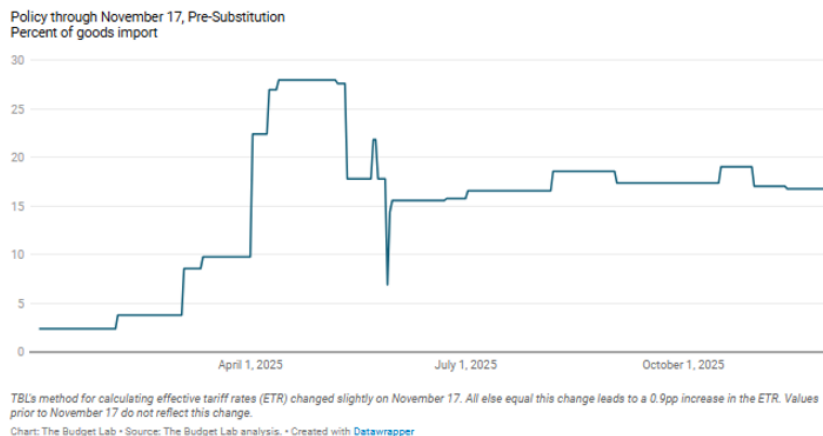
筆者自身も当初語られていた2つの関税引上げシナリオを前提に、消費者物価指数（全品目）は前年同月比で2%台から4.1%~4.5%へ上昇する予想した。<sup>i</sup> 筆者の予想よりずっと高い予測を公表するシンクタンクも多かったが、実際のインフレ率はほぼ2%後半で推移し、25年12月時点でも2.7%（前年同月比）と、FRBの目標である2%は上回ってるものの、3%を超えていない。

インフレ率が当初の予想を下回った要因として次の3つが考えられる。①関税率引き上げ自体が途中で下方修正された（いわゆるTACO：Trump always Chickens out.）。②海外の輸出企業が関税引き上げによる売り上げ減を抑制するためにドル建て輸出価格を下げた。③米国内の輸入、小売業者が売り上げ減を抑制するためにマージン率を落として消費者への転嫁を抑えた。

まず①の点については米国の実効輸入関税率の推移を計測する必要がある。米国エール大学のThe Budget Lab “State of U.S. Tariffs: Jan. 17, 2026”の算出によると図表1の通りであり、実効税率は25年5月に約28%に上昇した後、低下に転じ、同11月時点では約17%程度にとどまっている。<sup>ii</sup>

図表1

US Average Effective Tariff Rate Since January 1, 2025



②と③については、2026年1月に公表されたドイツのキール研究所の推計によると、米国の輸入関税引き上げによって生じた負担（コスト）のうち、海外輸出企業のドル建て価格引き下げによって負担された比率は4%と限定的であり、残り96%は米国の輸入業者と消費者に転嫁されたと報告されている。<sup>iii</sup>

また、NBER (National Bureau Economic Research) からは関税引き上げの小売り価格への転嫁状況について以下内容の論文 (working paper) が出ている。(Cavallo, Llamas, Vazquez 2025.11)  
iv

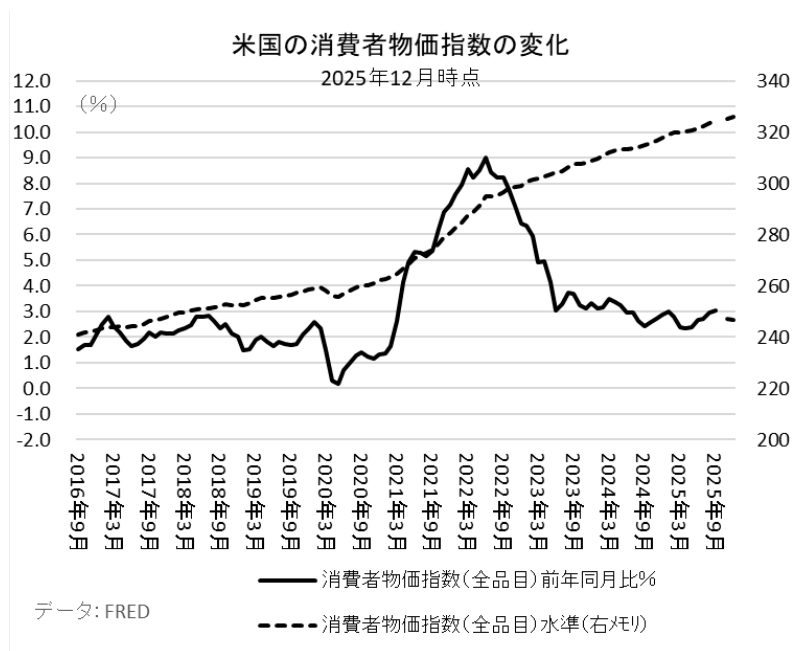
「2025年3月のトランプ関税措置の直後から物価は上昇し始め、その後数ヶ月にわたって緩やかに上昇を続け、輸入品は国産品の約2倍の上昇率を示した。小売価格への関税の転嫁率は20%と推定され、2025年9月までに全品目消費者物価指数への累積寄与度は約0.7%となる」

この関税引き上げの消費者物価指数への推計累積寄与度+0.7%を現下の消費者物価上昇率2.7% (25年12月時点、前年同月比) にそのまま当てはめると、関税引き上げがなければ物価上昇率はほぼ2%になっていたことになる。

ここで物価上昇に関する受け止め方は、政策当局並びにエコノミストと大衆的な消費者の間ではやや異なる点に注意すべきだろう。消費者物価指数の前年同期比の変化率と水準の変化を示した図表2をご覧ください。

一般に政策当局やエコノミストは高騰した物価上昇率が前年同月比で2%台に低下すれば「問題はほぼ終息した」と受け止める傾向が強いが、大衆的な消費者は過去の物価の水準を参照点にして「物価が高騰した後も高止まりしている」と不満を何年も持続させる傾向が強い。この点については、後にもう一度立ち返る。

図表2

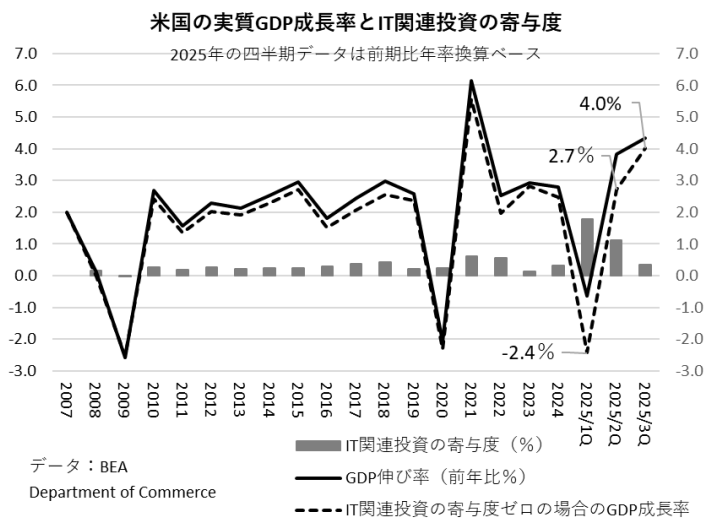


## 2、AI 投資ブームで押し上げられている GDP 成長率

次に景気行動に目を移すと、実質 GDP 成長率は、25 年第 1 四半期こそマイナス 0.65%（前期比年率換算ベース）と落ち込んだものの、第 3 四半期までの平均では同+2.5%で成長しており、好調である。

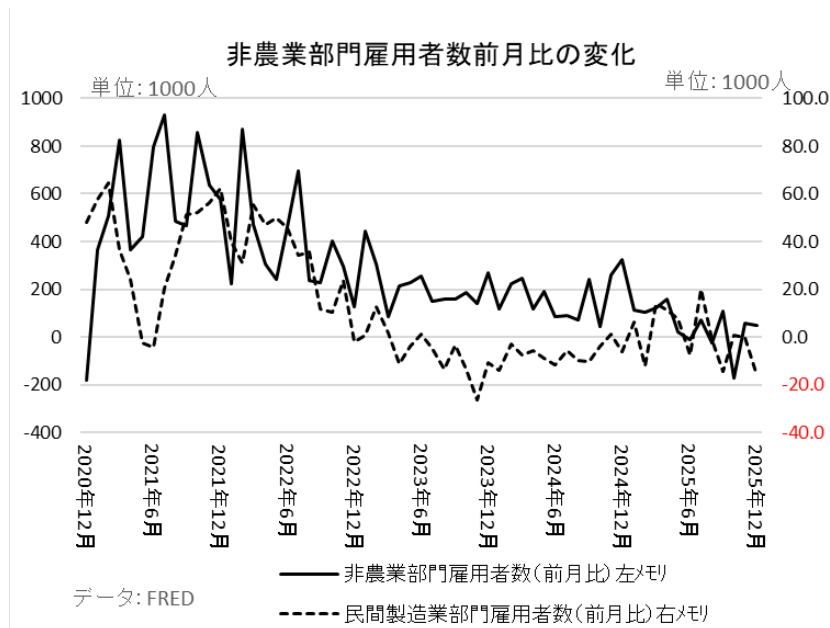
ただし AI 投資ブームの寄与度が高まっていることに注意しておくべきだろう。図表 3 は、IT 関連の民間設備投資の実質 GDP 成長率への寄与度（縦棒）と、寄与度がゼロ（投資額横ばい）だった場合の成長率を示したものだ。2025 年第 1 四半期から IT 関連投資の寄与度が跳ね上がっており、同分野の投資額が横ばいだった（寄与度ゼロ）場合には、25 年の 3 四半期の全体の成長率は平均+1.4%まで低下する。

図表 3



一方雇用動向に目を向けると（図表 4）、AI 投資ブームは広範な雇用を生むよりも、少なくとも短期・中期では大卒ホワイトカラーの職業を中心に雇用を削減し、「ジョブロス景気」の様相を呈している。また輸入関税引き上げで期待される製造業の雇用は、新型コロナショックからの回復での反動増が終了してからは、ほぼ横ばいにとどまっている。

図表 4



景気動向としてはAI投資ブームへの傾斜、依存が大きく、足下まで株価指数にみる株価動向は堅調ではあるが、一部のAI銘柄に牽引されている傾向が強まっている。そのため「AIバブル崩壊」を懸念する声も株式市場で上がっている。果たして2000年代初頭の「ITバブル崩壊」と同種の「AIバブル崩壊」がこの先に待ち受けているのかどうかは、本稿では語らない。

しかしながら、景気動向のAI投資への依存度が高まっていることを考えれば、今後中期的な展望としてAI投資ブームが調整局面を迎えた場合は、実体経済と株式市場双方にかなり大きな負のショックが生じる可能性が高いだろう。これが本稿で指摘する第1のリスクである。

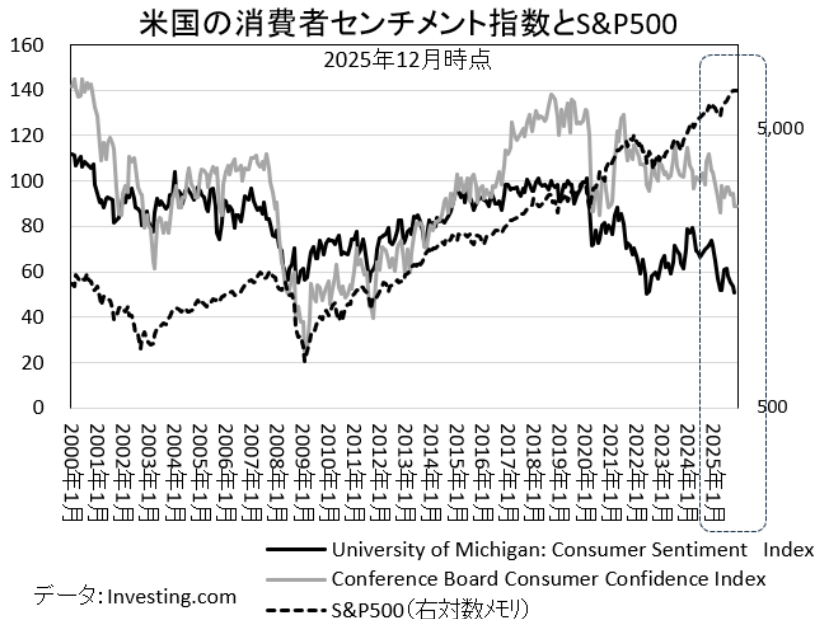
### 3、堅調な株価指数と低下する消費者センチメント指数

次に消費者センチメントは2025年に入って低下していることに注目しておきたい。図表5はミシガン大学、並びにコンフェランス・ボードによる消費者センチメントの指数と株価指数S&P500の推移を重ねたものだ。

米国では消費者センチメント指数と株価指数は、これまで概ね正の相関で変動して来た。この背景には景気と株価の変動の間に正の相関があることは言うまでもない。ただしそれだけではなく、所得上位層から中間所得層まで間接・直接の株式保有残高が家計の金融資産に占める比率が高い米国では、株価の上昇により保有株式の時価総額が増価することで消費者は楽観的になる。その結果、消費が増えるという正の資産効果が確認できる。そうした事情を踏まえれば、株価指数と消費者センチメントの変動に正の相関が存在することはよくわかる。

ところが2025年では株価が堅調な推移を辿る一方で、消費者のセンチメントが低下するという従来の逆の関係に転換している。

図表 5



こうした消費者センチメント指数の低下の要因候補として考えられるのは次のような事情だろう。①2022年のピーク時に前年同月比で9%まで上昇した物価が高止まりしていること、②同時期に住宅価格も高騰し、代表的な住宅価格指数（S&P Cotality Case-Shiller U.S. National Home Price Index）は2022年のピーク時に前年同月比で+20%まで高騰したこと、③既述の通り、大卒ホワイトカラー層を中心にAIによる雇用喪失が起こっていること。

もちろん物価の上昇は賃金上昇との関係で受け止める必要があるが、米国においてもフルタイム労働者のインフレ率調整後の週間実質賃金は中央値で5年前（2025年第3四半期時点）に比べて2%低下している。そのため消費者物価指数の前年比上昇率が2%台後半に落ち着いても、過去数年で賃金上昇が生活費の上昇に追いついていないという大衆的な不満が広がっていると思われる。

こうした所得中・下位層を中心にした消費者センチメントの低下、大衆レベルの不満が、本稿で指摘する第2のリスクである。大衆レベルの不満は、各種世論調査に見るトランプ大統領の支持率低下に現れていると考えられ、例えばギャラップの大統領支持率調査では就任直後の47%から36%（25年12月時点）まで低下している。共和党内部でも今年11月の中間選挙を控えて危機感が募る状況になっている。

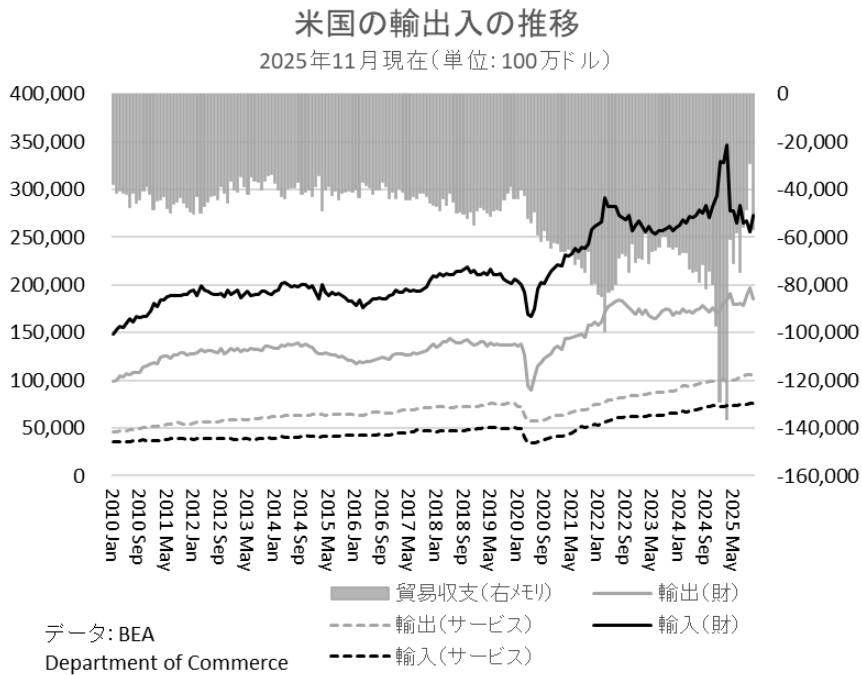
#### 4、貿易収支、対外不均衡の動向

次にトランプ政権が重視している米国の貿易赤字、対外不均衡の動向に目を向けてみよう。図表6が示す通り、25年第1四半期に関税引き上げ前の過去込み輸入で貿易収支赤字（マイナス値は赤字）が急拡大した後、第2四半期はその反動で赤字は急減した。赤字減少は第3四半期も続いているが、これがどこまで第1四半期の反動で、どこまでが定着する傾向か、見極めるまでもう少し時間が必要だろう。

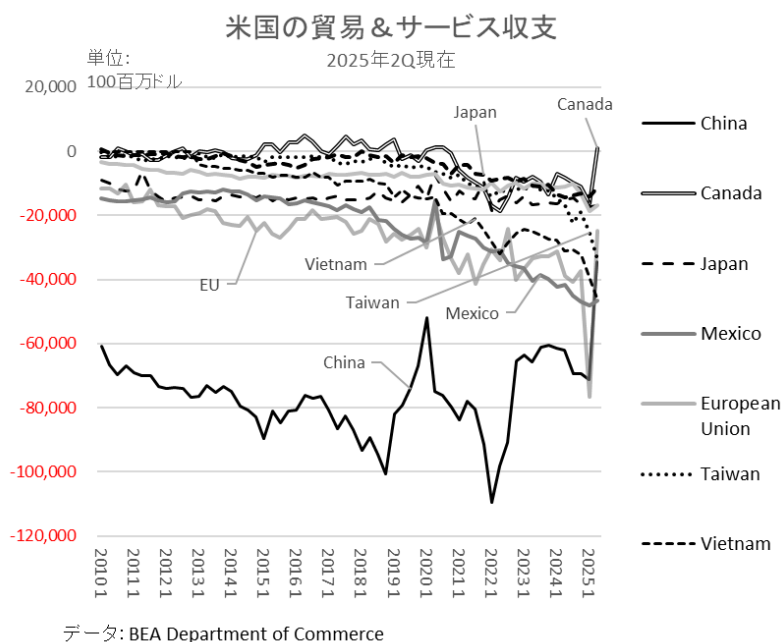
国別に貿易赤字の変化を見ると（図表7）、対中国で急減する一方、対台湾、ベトナム、メキシコでは赤字が拡大しており、特に対ベトナム、メキシコの赤字拡大は、世界各地からの迂回輸出（米国の輸入）が起こっていることを示唆している。

今後政権の思惑通り、海外企業から米国への輸出が、米国現地での生産にシフトするならば海外から米国への直接投資が趨勢的に増加するはずであるが、25年第2四半期までのデータでは海外からの対米直接投資の伸び率に変化は見られない。ただしこの点も現時点で評価するのは時期尚早であろう。

図表6



図表7



## 5、財政収支と連邦政府負債残高の動向

政権発足以来の連邦財政収支の推移を月次データで見る限り、月間平均 1500~1600 億ドルの赤字で推移しているが、これはバイデン政権期後半の 2023~24 年と比べて赤字幅としては横ばいである。

しかし議会予算局 (CBO) の 25 年 3 月時点の報告書によると歳入と歳出のギャップは次の 30 年間にわたって、GDP 比率で平均 6.3%の赤字が継続する。その結果連邦政府債務の対 GDP 比率は 2029 年に 107%に達した後、2055 年には 156%になると予測されている。<sup>v</sup> この予想は後述するトランプ政権下での OBBB 法成立前のものであり、それを反映していないことに注意しよう。

またトランプ政権が「成果」としてしばしば誇示する関税収入は確かに増えているが、2025 年度 (24 年 10 月~25 年 9 月) の総額は 1950 億ドルである。これは 25 年度の歳入総額 5 兆 2350 億ドルの 3.7%に過ぎない。

この関税引き上げの期間が 6 カ月であり、次年度はこの 2 倍になると想定しても、財政赤字が既に GDP 比率で 6%を超えていることを勘案すれば、追加の減税や 26 年 1 月にトランプ大統領が述べた国防費の 9000 億ドルから 1.5 兆ドル (2027 年度) への大幅増を賄う財源にはなり得ないだろう。

そこで 25 年 7 月にトランプ政権のイニシアチブで成立した OBBB (One Big Beautiful Bill) 法について概要と予想される影響を見てみよう。この点については大和総研のレポート (藤原、矢作 2025) に基づいてまとめると以下の通り。<sup>vi</sup>

- (1) 財政収支への影響: 10 年間で財政基礎収支ベース 3.4 兆ドルの赤字拡大
- (2) 減税: トランプ 1.0 での減税 (対個人&企業) の恒久化など (4.5 兆ドル)  
歳出増: 不法移民対策強化 (0.3 兆ドル)  
歳出減: メディケイドの削減 (1.4 兆ドル)
- (3) 景気への影響: 関税引き上げの負の効果と減税による正の効果でほぼ相殺か
- (4) 所得再分配に与える影響: CBO の試算では、1,090 万人のアメリカ人が健康保険の適用範囲を失う。所得上位 10%の層は主に減税により 2034 年までに所得が 2.7%増加、一方で所得下位 10%

の層は主にメディケイドや食糧援助などのプログラムの削減により、再分配後所得が3.1%減少

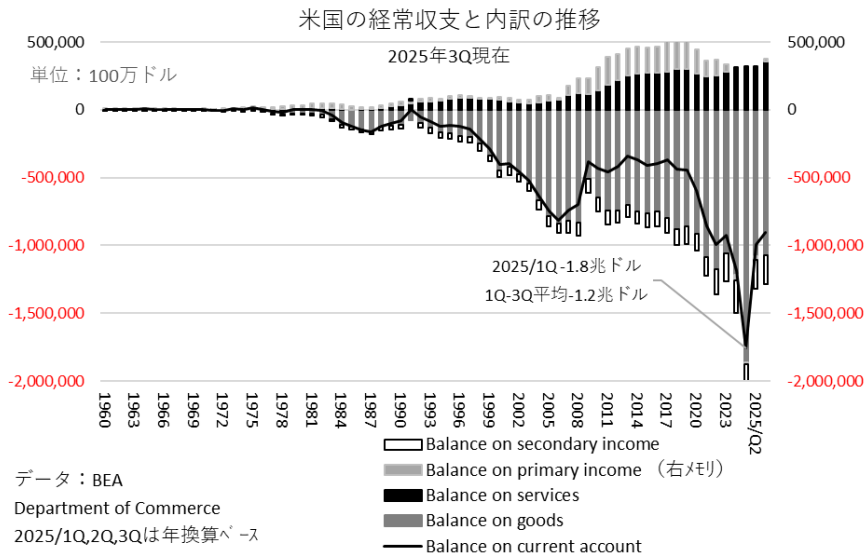
## 5、発散過程を辿る米国の対外不均衡

最後に近年の米国の対外不均衡の動向についてふれておきたい。トランプ政権は米国の長きにわたる貿易収支赤字の継続に強い不満を表明してきた。この点についてトランプ大統領の語る「米国の貿易収支赤字は米国の損失であり、相手国の儲けだ」という認識は、経済学的には全くのナンセンスであることは経済学者のコンセンサスである。

しかしながら貿易、経常収支赤字の長期にわたる結果として米国の対外純負債（対外資産と負債の差額）が対GDP比率で拡大・発散過程を辿っていることについては、これまで多くの経済学者が「長期的に持続不可能」と警鐘を唱えてきた。それでも結果として長期にわたって持続してきた。しかもこの問題は、国際金融論の分野ではドルの基軸通貨の地位の持続性とも絡んで論じられてきた。

本稿では米国の対外不均衡問題に近年生じている2つの変化を指摘しておこう。まず米国の経常収支の推移を確認しよう（図表8）。貿易収支のうちサービス収支は黒字だが、財の収支はその数倍規模の赤字が1980年代以降継続し、所得収支などを含む経常収支全体でも赤字が拡大し、近年は年間1兆ドルを超える赤字を記録している。

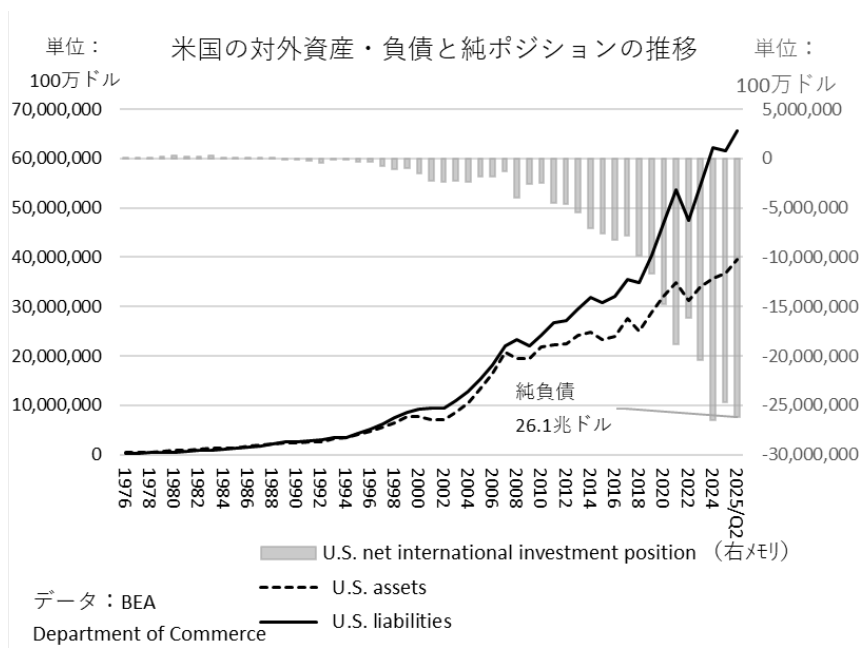
図表8



日本のように経常収支の趨勢的な黒字（フロー）は対外純資産（ストック）の増加となるが、経常収支の赤字は対外純負債の増加を結果する。それを示したのが図表9である。対外資産と負債の差額としての純負債が直近で25兆ドル（GDP比で約90%）を超えた。

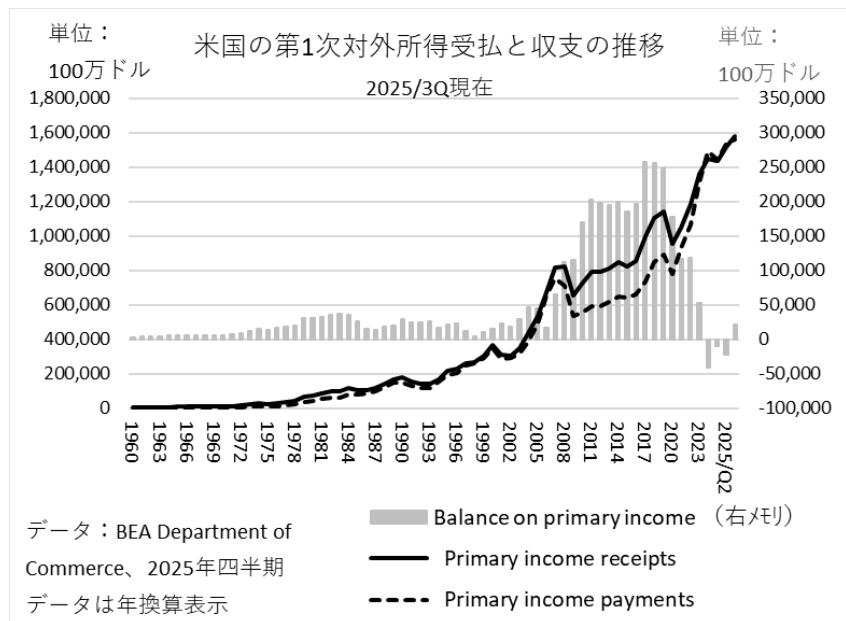
これに関連して2つの変化が生じている。ひとつは長らく黒字だった第1次所得収支（balance of primary income、主に海外からの配当・利息の受取りと海外への支払いの差額）の黒字が消滅し、2025年から赤字に転じ始めた（図表10）。

図表 9



そもそも米国が対外純負債に転じた 1980 年代以降も、所得収支は黒字を維持していた。これは米国の対外受取所得のうち特に対外直接投資からの所得リターン等が高く、対外負債のコストとの間で「対外所得受取リターン > 対外所得支払コスト」という正のリターン・ギャップ(年率 1 ~ 2%)が存在した結果である。

図表 10



その正のリターン格差は現在も維持されているものの、GDP 比率で 90%にも及ぶ対外純負債の拡大の結果、正のリターン・ギャップでは所得収支の黒字を維持できなくなり、赤字に転じた。トラン

プ政権は「米国への輸出よりも米国での生産（直接投資）を」というスタンスで主要国との交渉に臨んでいるが、それには対外所得収支の赤字増加を結果する側面もあることに注意しておくべきだろう。

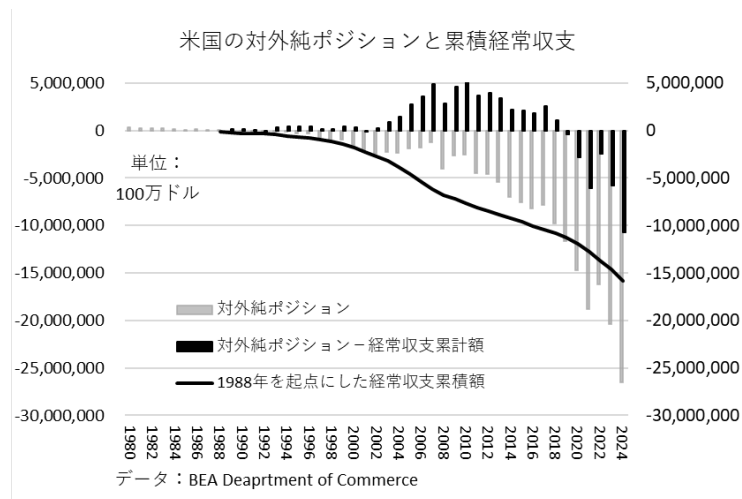
第 2 の変化は、米国の対外資産・負債がマクロ的なキャピタル・ゲインからキャピタル・ロスに転じたことだ。この点を説明しよう。まずドル換算で計算する対外資産価格と負債価格に変化がなければ、経常収支の過去の累積は対外純負債（あるいは純資産）の変化と一致する。

ところが米国の対外資産のうち外貨建て資産（株式、債券、ローン、不動産等）は、その外貨建て価格の変化とドル相場の変化で変動する。一方で米国の対外負債の大そうはドル建てであるが、これも当然時価が変動する。この対外資産・負債の価格変動から生じる評価損益全体が米国にとってプラスならば、キャピタル・ゲインとなり、その分だけ時価評価された対外純負債の増加は経常収支赤字の累積より小さくなる。

このマクロ的なキャピタル・ゲイン&ロスを示したのが図表 11 である。2000 年代から 2010 年代まではキャピタル・ゲインが生じており（「対外純ポジションの変化－経常収支累積額」がプラス）、その規模はピーク時に 5 兆ドルに及んだ。つまり 5 兆ドル分だけ、対外純負債はその時点での経常収支の累積額より小さかったことを意味する。

その主たる要因は次の通り。①ドル相場下落で米国が保有する外貨建て資産の為替評価益が発生、②米国の対外資産においては株式（証券投資・直接投資）の比率が高く、一方負債サイドでは海外の政府や民間の保有する米国債投資の比率が高いという資産・負債の非対称性が顕著だった。キャピタル・ゲインは資産サイドで高い比率を占める株式から生じるが、負債サイドで比率の高い債券からは満期保有を前提にすれば生じない。

図表 11



ところが 2020 年以降はキャピタル・ゲインがキャピタル・ロス（図表上マイナス値）に転換し、2024 年末時点でその規模が 10 兆ドルを超えている。この転換はなぜ起こったか。それは上記の事情が逆転したからである。

つまり①全般的なドル下落基調からドル高基調に転換し、米国の対外資産のうち相手国通貨建ての資産のドル換算額が縮小した。②日本を含む海外からの米国に対する直接投資、並びに証券投資

での保有株式残高が増え、しかも過去 10 年の主要国株価の上昇率は、米国株式市場が最も高かったため、海外投資家の米国株キャピタル・ゲインが増加（＝米国サイドのキャピタル・ロスが増加）した。

こうした変化は、筆者が 2024 年 9 月の論考で、予想、あるいは指摘したことであるが、その後その方向へ変化がやや加速している様だ。<sup>vii</sup>

以上の通り、米国の対外不均衡問題は、所得収支黒字と対外ポジションの巨額キャピタル・ゲインという過去の 2 つの優位が消失し、所得収支の赤字、マクロ的なキャピタル・ロスという劣位に転換している。この問題が直ちに何らかの危機につながるわけではないが、中長的にはドル相場下落の可能性を含む大きな調整局面を迎える可能性が高まっているように思われる。これが本稿で指摘する米国経済の孕む第 3 のリスクである。

(竹中正治 龍谷大学名誉教授)

---

<sup>i</sup> 竹中正治「トランプ関税が引き起こす“Make Inflation Higher Again”」国際通貨研究所、2025 年 1 月

<sup>ii</sup> Ale University, The Budget Lab, “State of U.S. Tariffs”  
Jan. 17 2026

<sup>iii</sup> J. Hinz, A. Lohmann, H. Mahlkow, A. Vorwig “America’s Own Goal: Who Pays the Tariffs?” Kiel Policy Brief, Jan.2026

<sup>iv</sup> Alberto Cavallo, Paola Llamas, Franco M. Vazquez “TRACKING THE SHORT-RUN PRICE IMPACT OF U.S. TARIFFS” NBER Working Paper 34496 Nov.2025

<sup>v</sup> CBO “The Long-Term Budget Outlook 2025-2050” Mar.2025

<sup>vi</sup> 藤原翼、矢作大佑「トランプ減税 2.0、“OBBBA”が成立」  
大和総研、2025 年 7 月

<sup>vii</sup> 竹中正治「強いドルいつまで(中) 対外純負債の急膨張に懸念」日本経済新聞「経済教室」2024 年 9 月