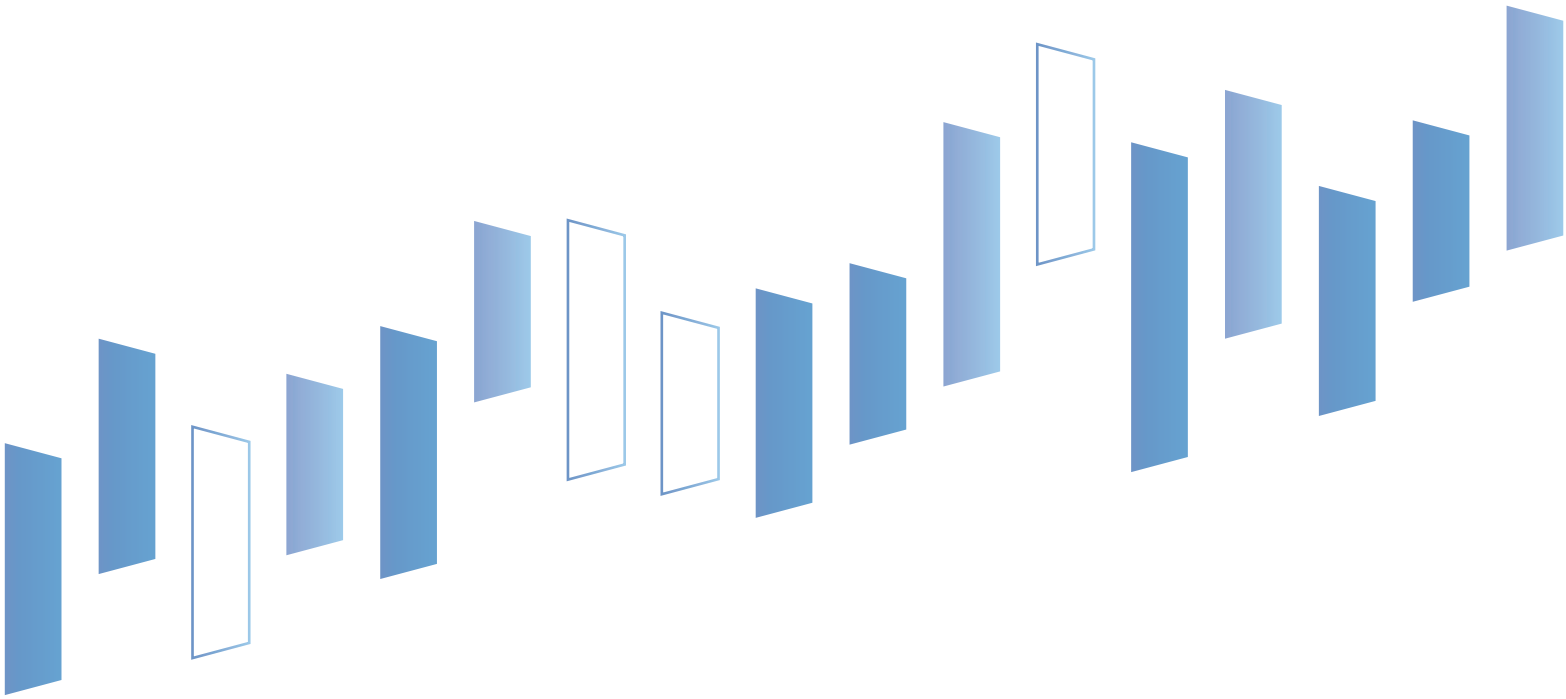
NRI

金融ITフォーカス

Financial Information Technology Focus



特別号

トランプ政権の政策がもたらす金融経済への影響

野村総合研究所
Nomura Research Institute

2025 4

巻頭言

米国で第2次トランプ政権が2025年1月20日に正式に発足しました。就任初日からトランプ大統領は数多くの大統領令に署名し、迅速に政策を推し進める姿勢を示しています。その中には、移民政策や国際協調路線の見直し、貿易赤字解消に向けた政策など、多岐にわたる分野が含まれています。

特に注目されるのは、トランプ政権が発足前から公言していた関税政策の強化です。米国の製造業を保護するという名目のもと、友好関係にある国々に対しても関税を引き上げる措置を実施し、これが世界的な貿易摩擦を引き起こす可能性を高めています。すでに各国の政府や企業は対応に追われており、混乱や困惑が広がる中、世界経済への影響が懸念されています。

金融ビジネスにおいては、規制緩和を中心とした政策が打ち出されており、これを歓迎する声も多く上がっています。しかしながら、上記で示した政策の遂行による金融経済への影響は大きく、金融市場全体のリスク要因として懸念される面は大きいといえます。

また、トランプ政権はこれまでも自身の発言や政策を突然変更することが多く、今回も同様の傾向が見られます。そのため、発表された政策が実際にどのように実行され、どの程度の影響をもたらすのかを見極めるには一定の時間が必要となるでしょう。短期的な市場の反応に左右されるのではなく、冷静に長期的な視点から動向を見守ることが求められます。

トランプ政権の発足から2か月が経過しましたが、このように先行きの予測が難しい不透明な状況が続いています。そうした中でも、金融経済の動向を把握する上で重要なトピックを整理することには意義があると考え、本特別号の発行を企画しました。本特別号が、今後のビジネスの展望を考える上で、一助となれば幸いです。

2025年4月吉日
執行役員
金融ITイノベーション事業本部長
武田 則幸

CONTENTS

トランプ政権の政策がもたらす金融経済への影響

巻頭言 1

特別対談 トランプ政権が発するメッセージ：イデオロギーと合理性 4

第１章 トランプ政権の経済政策による世界経済への影響 11
1-1 米国経済に及ぼす影響 12
1-2 欧州経済に及ぼす影響 18
1-3 中国経済に及ぼす影響 22

第２章 国際的枠組の再構築 26
2-1 第２次トランプ政権の関税政策とその行方 27
2-2 トランプ政権とサステナビリティへの逆風 33
―「実質重視の持続可能性」を問う
2-3 変化する暗号資産規制 38

特別対談

トランプ政権が発するメッセージ：イデオロギーと合理性

中尾 武彦様
Takehiko Nakao

国際経済戦略センター　理事長
元アジア開発銀行　総裁

1978年 東京大学経済学部卒、大蔵省（現財務省）入省。国際通貨基金（IMF）出向、国際局国際機構課長、主計局主計官（外務・経済産業・経済協力担当）、在米国大使館公使、国際局長などを経て、2011年 財務官。2013年から2020年までアジア開発銀行総裁。みずほリサーチ＆テクノロジーズ理事長を経て2024年から現職。東京大学公共政策大学院と政策研究大学院大学で客員教授を兼務。

此本 臣吾
Shingo Konomoto

株式会社野村総合研究所
取締役会長

1985年 野村総合研究所入社。グローバル製造業の戦略コンサルティングに従事。1994年 台北事務所長、その後、2010年 常務執行役員コンサルティング事業本部長、2015年 代表取締役専務執行役員ビジネス部門担当。2016年 代表取締役社長。2019年 代表取締役会長兼社長。2024年より現職。ソニーグループ株式会社、キリンホールディングス株式会社の社外取締役を兼務。

1月20日に誕生したトランプ政権は、選挙公約で掲げた目標を実行に移すべく、矢継ぎ早に政策を打ち出している。従来の国際秩序を覆すような政策の数々は、国内外を問わず、混乱を生じさせているのも確かである。こうした状況にどう向き合えば良いのか、長年にわたり国の代表として国際舞台で活躍されてきた国際経済戦略センターの中尾武彦氏に語っていただいた。（対談収録日：2025年3月10日）

トランプ政権発足から約2か月経過しての印象

此本　米国でトランプ政権が発足して、２か月が経過しようとしています。発足当初から活発な動きを見せていますが、中尾さんは、どのような印象をお持ちですか。

中尾　トランプ政権が登場した背景の一つには、民主党が労働者層に十分な配慮をしてこなかったことがあります。民主党のバイデン政権は、グローバリゼーションや高度技術に伴う社会の分断には無頓着に見える一方、LGBTやジェンダー、マイノリティに対するアファーマティブ・アクション（積極的格差是正措置）など、エ

野村総合研究所 ©2025 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

リート層のリベラルな価値観を反映した政策が重視されました。この結果、元は民主党を支持していた労働者層に疎外感が生じ、不満、憤りが大きくなったように感じます。

昨年11月の選挙の結果、下院も上院も共和党が多数を占めていますし、トランプ氏も大統領として2期目ですので、前回の実績を踏まえた信認を得たという自負があります。しかも、いわゆるスイングステート7州をすべて押さえて大統領選挙人の数で勝利をおさめただけではなく、一般投票でも過半数を取ったことが万能感につながっています。

トランプ大統領はアメリカの利益を最大にするという強固な意識を持っています。本来、どの国でも自国民の利益を最大化するのが政治家の役割ですので、それは当たり前のことです。ただ、従来の「アメリカ・ファースト」は、世界的なリベラル秩序、つまり自由な市場、多角的な貿易や決済のシステム、あるいは民主主義などを、アメリカの国益にも資すると理解して世界的に推進する、というものでした。それは、アメリカの価値観とか使命感も反映していたかもしれませんが、アメリカの経済的な利益、地政学的な利益にもなっていたと思います。

特に、ソ連が存在した時代には、世界に革命を起こそうと謳う共産主義が大きなライバルで、それにリベラル側として対抗する必要がありました。今はイデオロギーによる対立がなくなり、何のためにアメリカは他国を助けなければならないのか、という疑問が生じるわけです。

トランプ政権は、このような環境変化の中で、より直截な「アメリカのため」の政策に方針転換を図ろうとしています。つまり、今まで構築してきた国際秩序をいわば一方的に無視して、アメリカのむき出しの国益を目指そうとしているのです。

メキシコやカナダを関税で脅し、違法移民や薬物の流入の問題で譲歩させようとしています。グリーンランドは中国やロシアの利害も入っており戦略的に重要であるということを理由に、アメリカの一部になるべきだと主張しています。また、パナマ運河もアメリカ人が投資して作ったのだから返還すべきだと主張するなど、地政学的にもテリトリーを拡張しようとしています。

WHOからの脱退、パリ協定からの離脱を表明したりすることが示すように、国際的な枠組みに価値を置いていません。既にバイデン政権の時から、アメリカはWTOの紛争処理メカニズムの上級委員の任命を行わずに機能を止めたりということはありましたが、そうした動きを激しく強化しています。政府の効率化という議論もあり、突然USAID（国際開発庁）も解体状態になりました。

ロシアとウクライナの問題も、基本的に欧州内の国境問題として欧州自身で解決するべきだと考えていると思います。そもそも欧州の防衛はこれまでNATOにおけるアメリカの負担が大きすぎたので、欧州各国がもっと軍事費を負担すべきだという考え方に立っています。

貿易黒字のほうが得であり関税を用いるという重商主義、地理的な影響力を拡大しようとする帝国主義が復活したかのような印象です。しかし、重商主義や帝国主義の時代はまだ君主国も多く、お互いに一定の外交儀礼を重視していましたし、条約は守るという前提がありましたので、ある意味それ以上と言えるかもしれません。

此本　現在、アメリカは他国に比べて相対的に強い立場にあります。中国は国内で問題を抱えていますし、欧州も政治基盤が弱体化しています。トランプ大統領はそうした強い政治経済の基盤を盾に、スタートダッシュで色々なことを行っているという面があると思います。

トランプ大統領は1期目の時も日本に対して色々なことを言い出しました。その当時、安倍首相は一生懸命説得したのだと思います。「もしかすると、「アメリカ・ファースト」に思えないかもしれないけれど、回り回ってよく考えれば、これは「アメリカ・ファースト」です」と。2月の石破首相の訪米時の応対を見ると、意外にも様々な課題に対してトランプ大統領の見解が一方向に傾かなかった印象があります。それは、安倍首相の積み重ね、レガシーが残っているのではないかとも感じました。

ヨーロッパもカナダもメキシコも、一方的なトランプ

大統領の理屈に振り回されています。トランプ大統領は、個別の人間関係にかなり依存していくところがあるのですが、まだ、説得力をもったコミュニケーションを取れる人が現れていないため、トランプ大統領の突出した言動が多くなっているように思います。このまま行ってしまうのか、それとも、どこかでフィードバック・ループのようなものが効いてきて、ある部分は彼の主張自体が修正されていく可能性があるのか、その辺りもまだ見えていないように感じます。

中尾　おっしゃるように、安倍首相はトランプ大統領の懐に飛び込むような政治的手腕で、アメリカを説得する役割を担っていたと言われています。

一方、ヨーロッパやカナダのリーダーシップは、これまでいわば「上から目線」のリベラルな方向に流れていました。トランプ大統領はそういう価値観、姿勢に対して、嫌悪感があるのだと思います。日本は、良い、悪いは別にして、あまり極端なリベラルには向かっていません。DE&I（多様性、公正性、包摂性）についても比較的穏健に常識的に進めてきたと思います。日本ではこの方向をさらに進めていくべきでしょう。

関税政策は修正されるのか

此本　トランプ大統領は、関税の引き上げ策を矢継ぎ早に打ち出しています。確かに、貿易赤字を減らすというのが大統領選挙中の公約なので、それを実行に移しているという見方はあります。しかし、関税を上げただけでは、貿易赤字はすぐには減りません。一方で、関税を交渉の道具に使っている面も見られます。

まずは政策を打ち出して、発言の翌日には前言の修正を行う、そういうことが珍しくなくなっています。民間企業、特に日本の製造業の方々に話を聞くと、相当色々なコンティンジェンシー・プランを考えているけれども、どのタイミングで動けば良いのか、なかなか判断しきれない、という答えが返ってきます。いつ発言が修正されるか分からないということもあり、皆さん非常に悩まれています。

中尾　トランプ大統領は「貿易黒字は自国の得で、貿易赤字は自国の損」という考えを強く打ち出しています。貿易収支が赤字であっても、自国の生産以上の支出を相手国が資本収支を通じてファイナンスしてくれているわけですから、本来は悪い話ではないのですが。

今回のトランプ政権による関税政策の問題は、非常に予測しにくい形で、かつ突然に提示され、しかも高い税率であるという点です。WTO違反なのかどうかなど、色々な議論は置くとしても、かなり異例の事態です。メキシコやカナダはもちろん、中国や他の国々にどの程度影響が及ぶのかという問題も大きいですが、アメリカ経済自体はどうなるのか、というのが一番の問題です。

此本　アメリカ経済にマイナスの影響が考えられますよね。

中尾　その通りです。関税がかかると、国内物価の上昇につながります。消費財を扱うウォルマートのような会社、自動車産業その他の製造業も、国境を越えたサプライチェーンを行き来しながら取引するのが当たり前の時代です。急にサプライチェーンのネットワークを作り直すと言っても、国内に工場を建設したりするのは時間がかかります。アメリカの産業、そして消費者自身が相当マイナスの影響を受けるのではないでしょうか。

トランプ大統領は自国での生産の活性化という産業政策を、補助金でなく関税で実現しようとしています。しかし、アメリカの製造業のGDPや雇用に占める割合は10%以下であり、アメリカ経済の強さは投資銀行やプラットフォーム企業などが支えているのが現状です。

こうした政策がどこまで続くのか、どのように変化し

野村総合研究所 ©2025 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ていくのかを、見守る必要があります。トランプ大統領がこの2か月間に行っていることが、このまま続いて、アメリカが国際秩序の面でも国内政策の面でも完全に変わってしまうかどうかは、もう少し見なければ分からないでしょう。企業にとって対応は難しいのですが、あまり過剰反応はせずに、でもコンティンジェンシーは考えておくというほかはないと思います。

此本　そうですね。特に自動車は、アメリカに工場を持っていない自動車メーカーも日本に数社ありますし、輸出の3割ぐらいを占めますので、4月に25%の関税が課せられますと、自動車産業だけでなく、日本経済全体に非常に大きな影響を受けます。日本にとっての次の重要なポイントになると思います。

中尾　多くの人が言っているように、トランプ大統領はディールやトランザクションを重視する一方、必ずしも価値観に基づく絶対的なものがあるわけではないように思えます。リベラルなことばかり言われるのは嫌だけれど、それ以外の部分は消費者や企業の反応、株価の動向などを注視して、政策を修正していく可能性があります。

此本　そのほかに方針が変わる要素はありますか。

中尾　司法の判断が影響する可能性はあります。既に下級審では色々な政策を差し止めたりしています。もっとも、政権は連邦最高裁まで持っていくでしょうから、その間に事実上トランプ政権の政策が続くことになるし、連邦最高裁の現在の裁判官は9人のうち6人が保守派なので、どこまでの抑止力になるかはわかりません。

アメリカは州の集合体であるだけに、例えば、気候変動に関する政策は、リベラルな価値観を重視するカリフォルニアなどの西部、ニューヨークなどの東部の州が州法で進めていくことが考えられます。つまり各州がトランプ政権とは異なる政策を取り入れる可能性です。

さらに、連邦議会では民主党と共和党の議席数にそれほど差があるわけではない中で、共和党の穏健派がトランプ政権の一部の政策に同調しなくなる可能性は否定できません。特に、インフレが進行し、ビジネス界が不満を貯め、株価が下がるような事態になれば、流れが変わるかもしれません。

トランプ政権の通貨政策と日本円

此本　トランプ大統領の通貨政策についてもお聞きしたいと思います。トランプ大統領は、ドル高容認のような発言をした一方で、円安は非常に問題だと述べたりしました。FRBも、利下げのペースはそれほど早まらないと示唆したり、不安定な状態にあるように見えます。

今後の通貨政策、ドル円などの見通しについて、どのようにご覧になっていますか。

中尾　ドルが強くなる要素として、3つあると思います。1つは、関税、減税、不法移民の排除は国内インフレを助長しますが、インフレ率が上がるとFRBも金利を下げられないため、ドル高要因になると言われています。

二つ目は、トランプ政権による規制緩和がビジネスに追い風になることを期待する、いわゆる「トランプ・トレード」の効果です。海外投資家がこうした期待を背景に米国株に投資すればドル高要因になります。

三つ目は、トランプ大統領が、アメリカの覇権の一つの要素としてドルの基軸通貨としての地位を重視している点です。そのためにはドルは安定して強い方が良いという、かつてのルービン財務長官の考え方が出てきます。

しかし、ドルが弱くなってもおかしくない要因もあります。まず、インフレ率が高い通貨は、購買力平価の理屈に従えば、長期的には減価していくはずです。また、米国経済が混乱し、米国経済への信認が低下すれば、海外投資家による対米投資が減り、ドル安要因になります。さらに、トランプ大統領は他の通貨は安すぎるのではないかと主張していることをどう見るかです。

此本　最近ではドル安の傾向がみられますね。

中尾　それは、今、私が申し上げたドルが弱くなる要素が認識され始めているからではないかと思います。

ただ、私の考えでは、円はそもそも安すぎるのではないかということです。IMFは、購買力平価、つまり一定の商品バスケットを買うためのコストが同じになるような為替レートを試算していますが、米ドル／円レートは現在の時点で90円台半ばとしています。

円が安いことにより、日本のモノ、サービス、不動産、企業などすべてが安く買われてしまいます。輸出中心で海外に資産を持つ大企業の株価は上がっても、消費者や中小企業は輸入物価から来る物価上昇に苦しんでいます。輸出競争力やインバウンドという意味では良いと思っている人が多いのですが、海外の人に日本人が作ったモノやサービスなどが安く買われ、逆に輸入品や海外旅行が手に届きにくくなるのは、交易条件が悪化しているということであり、決して良いことではありません。

円安は日本経済の基本的な競争力が落ちているのが原因だという人がいますが、日本の異次元の金融政策も影響しています。私が財務官の時、2011年の夏から秋に対ドルレートが75円になり、合計で13兆6000億円で1700億ドルを買う為替介入をしました。当時は震災直後で日本経済が強かったわけではないのにあれだけ円高になったのは、欧米がリーマン危機後に日本以上に超緩和的な金融政策をとっていたのが主な要因です。金融政策のスタンスの違いが為替に大きく影響するのです。

此本　現在の円安は、日本経済の弱さだけが理由ではないということですね。

中尾　日本銀行がインフレ率を目標に、長期間にわたって、マイナス金利、国債の大規模購入、長期金利まで抑圧するようなイールドカーブコントロールなど、超金融緩和を取り続けてきたことが、投機的な面も含めて円安の行き過ぎを招いたと考えています。

ですから、私はトランプ大統領の政策によってある程度円高方向に修正されて行っても良いのではないかと思っています。ただ、それがあまり激しい形で起こると日本経済も不安定になり、金融政策の正常化を進めていくことも難しくなるかもしれません。

此本　今、海外の企業やファンドが日本企業に買収を仕掛けたり、海外投資家が東京の不動産を積極的に購入したりしています。不自然なバーゲンが日本で起こってしまっています。これは円安の為せる技です。この状況が長く続くことに、良いことは一つもありません。

中尾　その通りです。国益に関わる大きな問題です。

中国・アジアへの影響

此本　トランプ政権の様々な政策が、中国、アジアにどう影響していくかについてもお聞かせいただけますか。

中国は統制が効いている国なので、トランプ政権の発足によって急に混乱がおこるようなことはないと思いますが、少なからず経済的なダメージはあるのではないでしょうか。色々あるけれども、何とか乗り切っていけるような状況なのでしょうか。

中尾　アメリカは、全体として非常に強く、人口は若くて増えているし、経済的にも成功しています。そのアメリカが今後どうなっていくのか、国際秩序の中でのリーダー的な役割がどう変わるのかということと、中国経済はどうなるのか、そもそも中国がこれからどういう国になるのか、が21世紀前半の最大のテーマです。

中国経済は、2008年の北京オリンピック、2010年の上海万博のあとも減速するのではないかと言われましたが、インフラ投資や不動産投資、それに旺盛な設備投資も活用して乗り越えてきました。今では、世界中で中国製品があふれ、オーバーサプライが問題になっています。

ただ、最近不動産バブルが弾けたことは一つの屈折点

野村総合研究所 ©2025 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

だと考えています。日本の不動産バブル崩壊は、どちらかというと土地でしたが、中国は、マンションなどの住宅なので社会的な影響がより大きいように見えます。不動産開発会社の倒産により工事が中断すると、住宅の購入資金を既に払った人々をどう救済するのかという話になります。中国経済にとって、不動産関係の支出がGDPの3割を占めていたとも言われるだけに、かなり影響があると思わざるを得ません。

日本のバブル崩壊に比べて、金融システムは安定を維持しているという議論があります。不動産開発会社が住宅購入者からの前受金や企業間信用で資金を調達していたため、そのような企業の問題が銀行の不良債権の増加にそれほどつながっていないからです。しかし、住宅購入者による住宅ローンの返済が滞るなど、問題は出てくるでしょう。また、不動産は価格の低下局面では売り控え、買い控えにより取引が成立せず、価格の低下が見えにくいということが日本の経験でもありました。地方政府も、農民から安く買い上げた土地利用権の不動産開発会社への転売を通じた利益によって歳入の3割から4割を得ていたので、財政難に陥っています。

もちろん、アメリカとの貿易や金融上の摩擦、トランプ政権の政策は大きなチャレンジです。中国政府の政策が規制強化の方向に進んでおり、国家の安全を経済発展よりも優先する姿勢が感じられることも懸念材料です。人口の少子高齢化による生産年齢人口の比率の減少、医療や介護などの負担の問題もあります。

これらは中国経済にとってマイナス要因ですが、アメリカからのディカップリング政策は中国独自のイノベーションを促進する面もあるかもしれません。

此本　それは、私も同意見です。

中国はアメリカからの最先端半導体の輸入がストップされています。11月に深圳に行った時、「半導体の調達に苦労するから、イノベーションもかなり影響を受けるのではないか」と聞いたら、「そうなったら自分達で作りますから、ご安心ください」と返され、その直後に、ディープシークの発表がありました。

中国はイノベーションという意味で言うと、外から制約がかかると、内製化する、自分達だけで作る能力があります。不動産の問題などはありますが、イノベーションそのものは、ディカップリングしたから止まるということではない、と感じます。

中尾　確かに今の中国は、技術革新の力が非常に強いと思います。外国で教育や仕事の経験を持った人々の存在や外国とのネットワーク、また、人口が多いのは研究者の数も多いことになり、国家として強みになります。

此本　競争もありますからね。

中尾　日本は社会保障などに多額の費用をかけていますが、中国でも高齢化は進んでいても、研究開発や教育分野を優先的に支援しているという印象があります。

その裏返しとして、国内における地域間の格差が非常に大きいという問題もあります。教育、医療、年金などの公共サービスは戸口（戸籍）制度に基づき都市部と農村部で大きく異なります。都市をまず発展させて重化学工業を構築するという、計画経済的な考えが元にあるのです。投資から消費へのシフトが必要であり、中間層の拡大のためにも改革すべきなのですが、都市住民の既得権益にもつながっていて容易ではありません。

此本　東南アジアはどうなのでしょうか。

中尾　東南アジアは、今も成長しており、人口もASEAN10か国が7億人と中国の半分に達しています。日本としては、東南アジアとの信頼関係を引き続き強化していくことが大事です。東南アジアは、アメリカと中国のどちらを選ぶのかというのではなく、いずれともうまく対応していくというアプローチだと思います。

此本　私も先日タイに行きましたが、BYDのEVが相当走っていました。東南アジアでは、中国がインフラ、消費財、耐久消費財の面で台頭しています。

東南アジアの人々は、中国製品や日本製品に対してバイアスが

なく、良くて安いものはすべて受け入れるところがあります。日本企業が何も対策をとらないと、東南アジアは今後、中国勢にシェアを奪われるリスクもあると思います。

中尾　確かにそうですね。先進国だけでなく、中国や東南アジアとの関係でもそうですが、日本にしか作れないようなもの、より高い価値、価格が付くもの、それは品質、デザイン、ブランドなど、色々な要素があると思いますが、そういうものを強くしていくことが重要です。

アメリカ国内における規制緩和・効率化推進

此本　トランプ政権は、国内でも規制改革を進めようとしています。

特に金融分野での規制緩和が大きいように感じます。SECのトップの交代で、金融規制の関連法案が廃案になる見通しが生まれたり、暗号通貨への対応も今までとは違う方向に進みそうです。アメリカの金融業界からは、ポジティブに受け止められているのでしょうか。

中尾　金融領域、独占禁止法、AIなどのテクノロジー、暗号通貨、エネルギー、環境などの規制緩和に、ビジネス界は少なくとも当初は歓迎だったと思います。ただ、民主主義の重要な要素である三権分立や相互の牽制、異なる意見の尊重など従来大切だとされてきた価値を無視するようなやり方は、ビジネス界にも不確実性を招きます。選挙で選ばれたのだからあとは何をやっても良い、というわけではありません。

民主主義といっても、多数派がすべてを決めてしまうと、多数派による専制になります。選挙結果だけに正当性を求めるのではなく、本来は、権力分立、専門性の尊重、そしてメディアやアカデミアを含めた幅広い言論空間を大事にしなければならないのですが。

此本　政府の効率化を推進するという目的で、政府効率化省（DOGE）も設立しました。

中尾　DOGEを率いているイーロン・マスク氏の重用も第2期トランプ政権の大きな特徴です。マスク氏は、自分のビジネスであるITやEV、SNSなどの利益を図っているところもありますが、LGBTなどリベラルな価値観に対する反感が非常に強く、政府や官僚は既得権益を守るために規制を広げていると敵視するなど、イデオロギーの要素もあります。テクノエリート的な視点から、技術でほとんどのことは対応できる、国家もAIで効率的に運営できると考えているのではないでしょうか。

実際、色々な政府の機関を解体しようとしています。しかし、効率化すべきところは多々あるとしても、国家機関は、必要性に基づき存在しているのです。社会保障、パンデミック、高齢化、経済安全保障など、政府の役割は趨勢的には拡大してきたのが現実です。マスク氏のアプローチは大きな混乱を招き、かなり修正を迫られることになる可能性があります。

此本　Twitterを買収した時には、従業員の約半数を解雇しました。それでもXは動いているわけです。彼は、テスラがうまくいかない時も、一旦大胆な解雇を行って、その後で、必要な人間をもう一度採用する。とりあえずすべてクリアにしてから、もう一度新しいものを作る。それによって筋肉質の良い状態になるという成功体験があるため、政府機関でも行っているという面があるのだと思います。

中尾　政府には、子供や弱者を保護したり、原子力の安全を審査したり、航空機の管制をしたり、人の手、人の判断が必要な領域がたくさんあります。それらを、Xの経営感覚で運営されたら大混乱が生じます。国内からの反発も既に出てきているようです。

此本　今までの、規制、リベラルな価値観、アメリカの世界的な介入が、ある意味では行き過ぎていたわけで、それに対する揺り戻しが起こっていると思うのですが、今度はその修正のアプローチがあまり行き過ぎてしまうと混乱を招くということですね。

トランプ政権の影響について、多岐にわたるご意見を頂戴し、大変勉強になりました。本日は、ありがとうございました。

（文中敬称略）

野村総合研究所 ©2025 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

第1章

トランプ政権の経済政策による世界経済への影響

1-1 米国経済に及ぼす影響

トランプ政権の経済政策は、初期には物価への上方圧力、その後は景気への下押し圧力を生ずるとみられる。景気が後退しても財政政策や金融緩和の強化によって対応可能だが、長い目で見て、政府債務の持続可能性や金融政策への信認に疑念を生ずる恐れがある。

米国経済の「初期条件」と経済政策の焦点

トランプ政権の経済政策が米国経済に与える影響を考える上では、前回の政権発足時（2017年初）と比べた見通し面の特徴を理解しておくことが有用である。

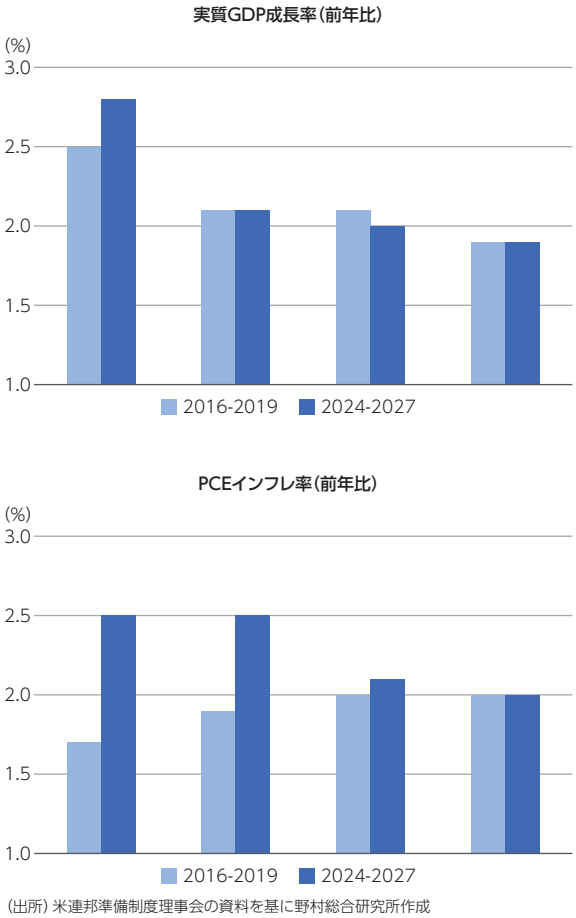
前回も今回（2025年初）も景気は減速局面にあるが、今回の方が景気は底堅く、経済成長率も高めに推移すると見込まれていた。これに対し物価は両局面で大きく異なる。前回は長期にわたる低インフレから脱しつつあったが、今回はコロナ禍後の高インフレから脱しつつあるとしても、インフレ率の低下は緩やかとみられていた（図表1）。

こうした環境の下でトランプ政権が標榜している経済政策は、ミクロ面、マクロ面の二つに分けることができる。

ミクロ政策の代表は関税政策と移民政策である。このうち、関税政策は主要な貿易相手国に対して発動すればマクロ的な側面を有するが、第一義的には特定の産業に影響を及ぼす点でミクロ政策となる。マクロ政策の代表は財政政策と金融政策である。このうち、金融政策は連邦準備制度理事会（FRB）が運営するが、トランプ大統領による政策金利の引き下げ要求を考慮する必要がある。

各政策は次節以降で詳しく検討するが、現時点（3月）では全体として不透明性が高い。このうち、ミクロ面の政策は具体的な内容や手法に不透明性が残る一方、マクロ面の政策は意図自体も不透明な面が強い。このため、米国経済への影響を定量的に示すことは困難かつミスリーディングであるだけに、本稿では、現時点で想定される各政策の方向性を整理し、どのような影響を与えうるかを検討することで、各政策が実施に移された際の

図表1　2017年と2025年の米国経済の比較（12月見通し）



（出所）米連邦準備制度理事会の資料を基に野村総合研究所作成

野村総合研究所 ©2025 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

全体的な影響を展望することとする。

ミクロ面：関税政策の影響

トランプ政権による関税政策は、現時点（3月初）で全体の枠組みがある程度明らかになってきた。

具体的には、①特定の相手国との問題を解決するための取引手段、②戦略物資の米国内での生産を保護するための手段、③米国にとっての「不公平貿易」を改善するための手段の三つに整理できる（図表2）。

上記の①はカナダやメキシコへの対応であり、違法薬物の輸入、違法移民の流入、米国からみた税負担回避のための「迂回生産」等を解決しようとするものである。これらが国際緊急経済権限法（IEEPA）という異例の根拠に基づくことも、政治的な意図を示唆している。

上記の②は鉄鋼やアルミ、銅といった戦略物資に対する関税引き上げであり、通商法第232条が規定するように安全保障上の懸念に対応するものである。また、上記の③は主要な貿易相手国に対する包括的な関税であり、「相互関税」という概念－非関税障壁も含めて、相互主義の観点から同等な関税を課す考え方－が加わっているが、基本的には通商法第301条の考え方に即して、米国内の生産活動を保護するためのものと理解できる（図表3）。

なお、中国に対する関税引き上げは、違法薬物の輸入阻止という点で上記の①と関連するが、貿易赤字の是正のという意味では上記の③の性格も大きい。

これらのうち、カナダやメキシコへの関税引き上げは、外交交渉を通じて米国経済全体への影響を抑制しうる可能性もある。また、戦略物資への関税引き上げも、影響が特定の産業に限定されることも考えられる。

しかし、主要な貿易相手国への関税引き上げは、米国で広範な財の輸入物価を押し上げる点でインフレ圧力になりうる。しかも、今回は米国内にインフレ圧力が残存しているほか、中国は金融システム不安、日本や欧州はインフレ圧力のために、意図的な自国通貨安による輸出採算の下支えという対応策を取りがたい状況にある。これらの点を考慮すると、インフレ圧力の上昇というシナリオには相応の蓋然性があると考えられる。

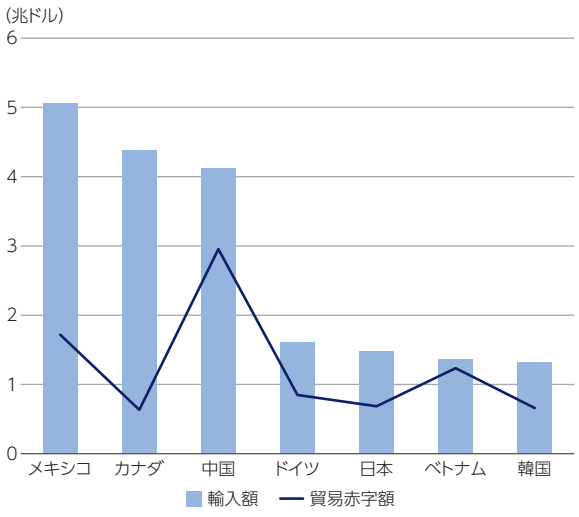
加えて厄介なことは、欧州や中国が報復関税の導入を示唆していることである。特に「相互関税」の考え方は、各国内の規制や税制に伴う実効税率を均衡化しようとする考え方である。それだけに内政の根幹に関わる問題として相手国が容易に妥協することは考えにくく、ある程度の規模で報復措置が実施される可能性は小さくない。そうなると、貿易量の減少を通じて世界経済の鈍化を招き、米国経済にも悪影響が跳ね返ることが想定される。

図表2　関税政策の分類

目的	今回の事例	法令	適用条件
特定の相手国との問題解決の手段	カナダ、メキシコ、中国への関税引き上げ	国際緊急経済権限法（IEEPA）	大統領による非常事態宣言（安全保障、外交、経済）
戦略物資の米国内生産を保護する手段	鉄鋼、アルミ、銅への関税引き上げ	通商法232条	安全保障上の懸念
「不公平貿易」を改善する手段	欧州や日本を含む貿易相手国への「相互関税」	通商法301条（見通し）	不公正貿易

（出所）各種ウエブサイトを基に野村総合研究所作成

図表3　米国の輸入額（主要相手国別と主要品目別）<2024年中>



（出所）米国商務省の資料を基に野村総合研究所作成

逆に言えば、米国経済が足元まで堅調であったことで、トランプ政権はこうした副作用を生じうる関税引き上げを敢えて実施する余裕があったともいえる。しかし、現時点（3月）では、企業や家計のマインドが慎重化し、資産価格も不安定化する兆しがみられる。これらの動きが消費や設備投資の実際の抑制につながるかどうかの重要な結節点にあるという意味で注意すべき状況にある。

ミクロ面：移民政策の影響

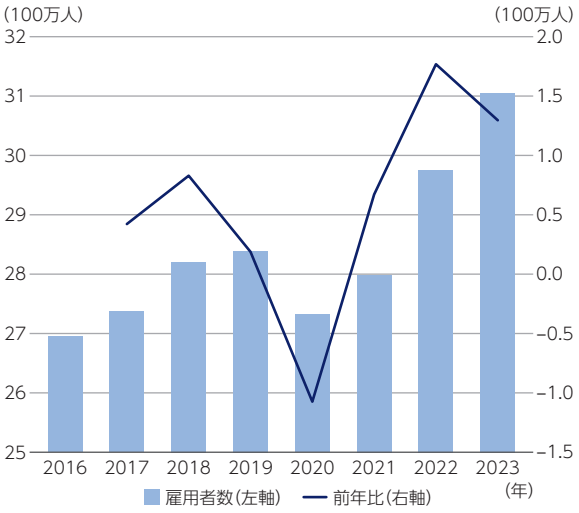
トランプ氏は、かねて移民政策の転換を公約として掲げてきたほか、不法移民による犯罪の増加を抑制すべきとの主張は有権者に広範に支持された印象もある。このため、政権の発足当初から、犯罪者の強制送還、メキシコ国境の警備強化、公式文書を保持しない移民の入国審査の停止などを実施に移した。さらに、2月末には公式文書を保有しない既存の移民に対して内国安全保障局（DHS）への登録を求める方針を公表したが、この点には実効性の限界も指摘されている。

米国経済との関連では、移民の流入をどの程度抑制するかという点が重要であり、現時点ではこの点に関する措置－公式文書を保持しない移民の入国審査停止－をいつまで継続するかは明確ではない。

実際、米国外の出生者による民間部門での雇用は、2024年には減少に転じたとみられるが、コロナ禍後に明確な上昇トレンドを辿った（図表4）。この点は、景気拡大に伴う労働需要を充足したとみられる。特に、移民が当初に就業するとみられる運輸や建設、飲食といった人手不足が顕著であった業種の労働需要を充足したことは、これらの賃金上昇を抑制し、人件費のウエイトの高いサービス価格の上昇に歯止めをかけたと考えられる。

従って、仮に移民流入数の抑制が維持された場合の影響は、サービス部門の人手不足を通じた賃金上昇と、その波及効果によるインフレの高止まりである。FRBのパウエル議長もこうしたリスクへの警戒感を示している。

図表4　米国外出生者の民間部門での雇用者数



(出所) 米国労働統計局の資料を基に野村総合研究所作成

もっとも、人手不足や賃金上昇は、飲食や宿泊、建設といった業種への需要の強さにも依存する。仮に、関税引き上げの副作用も含めて、企業や家計のマインドが悪化し、支出に慎重になれば、こうした業種の労働需要も減退し、結果として賃金やサービス価格の上昇も抑制されることも考えられる。

いずれのシナリオが実現するかは不透明な面も残るが、米国経済の「初期条件」、特に労働市場での低位な失業率や雇用者数の増加ペースの高さを踏まえると、インフレ圧力の上昇が先に顕在化する可能性が高いと思われる。FRBも3月の連邦公開市場委員会（FOMC）に際して改訂した物価見通しで、2025年にはインフレ率が若干加速するが、そうした影響は一時的に止まるとの見方を示した。

ただし、こうしたシナリオの実現には不透明性が高い。例えば、トランプ政権が関税引き上げの内容や対象を徐々に強化するようであれば、インフレ圧力は一時的ではなくなる。これに対し、移民流入の減少による労働供給の減少が、失業者の増加に歯止めとなることや、景気後退に伴う労働需要の減退と相殺する形で、賃金の下落に歯止めをかける可能性もある。

野村総合研究所 ©2025 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

マクロ面：財政政策の影響

トランプ氏は大規模減税を公約の一つと位置付けてきたが、前回の政権発足時に比べて優先度が高くない印象を受ける。

トランプ政権が主張しているのは、2017年に自ら導入した大規模な減税措置が2025年末で期限を迎えるため、その延長を図ることである。主な内容は、個人に対しては所得税における課税区分の変更や代替最小税（外形標準課税の一種）の課税対象の引き上げなど、法人に対しては累進課税から一律課税（税率21％）への移行、代替最小税の廃止などからなる（図表5）。米国の議会予算局（CBO）によれば、財政赤字の累計増加額は2兆ドルを上回るとされたほど大規模なものであった。

実際には、2022年以降の景気回復に伴う税収増加もあって、財政赤字の累計額は1兆ドル強に止まっているが、現時点ではトランプ政権から減税の強化を目指す動きは見られない。

最大の理由は、足元での経済活動が堅調であるため、財政赤字の拡大という政治リスクを取る必要がないとの判断とみられる。連邦議会の上院では議席が拮抗しているため、少数でも共和党議員の反対票が生じれば、財政赤字の拡大を伴う予算案を通過させることは困難となる。

また、今回はマスク氏が主導する行政改革との関係も注目される。経済政策としては、マスク氏の主眼は、幅広い行政サービスに関する非効率性を除去する点にあり、矛先は行政職員数の大規模な削減に向かっている。これが、仮に公務員給与の大幅な削減を実現できるのであれば、大規模な減税も幾分かは合理化しうることになる。

この間、民主党は第一期トランプ政権による大規模な減税策が、高額所得者や個人企業の経営者を優遇した結果、所得や資産の格差を一層深刻化したと批判してきた。もっとも、バイデン政権でも、大規模な減税策は概ね維持され、低所得層や子育て世帯にも一定の恩恵をもたらしたことを考えると、減税措置の継続に大きく反対する合理性も少ないように見える。

このように、トランプ政権の財政政策は当面の経済や物価に大きな影響を及ぼさないというのがメインシナリオと考えられる。その上でリスクは残っている。

つまり、米国経済が顕著に減速した場合、トランプ政権が拡張的な財政政策を通じた景気刺激を図る可能性は排除できない。しかも、トランプ政権は2026年11月に予定される中間選挙前に政策効果を実現する必要があるだけに、具体的な手段としては、必要な法案の策定や影響の評価、資材や人材の確保等に時間を要する公共支出の増加でなく、減税措置の強化を選択することになる。

結果として、既にGDP比で100％を超え、景気拡大期にも減少しなかった政府債務の持続可能性に対して金融市場が懸念を抱くようになれば、景気後退の下で長期金利が上昇するという厄介な事態が生じうる。

現時点で、金融市場は関税引き上げに伴う米国経済の減速のリスクを重視しているため、長期金利の上昇は抑制されている。また、より長い目で見ても、米国内外の投資家にとって米国債は金利差や安全性の面で魅力的な資産である。その意味であくまでもリスクシナリオではあるが、万一、金融市場が財政規律に懸念を持つようになれば、トランプ政権にとって財政政策の柔軟性が失われるだけでなく、長い目で見た米ドルの信認への影響も考慮せざるを得なくなる。

図表5　2017年減税策の主な内容

所得税	•課税所得の区分の変更と適用税率引き下げ
	•所得控除額の引き上げ
	•こどもの扶養に対する税還付の引き上げ
	•代替最小税の課税区分引き上げ
法人税	•累進課税（最高39%）から一律21%課税へ移行
	•領域課税制度の導入
	•法人向けの代替最小税の廃止
実施期間	•2018年～ 2025年

（出所）米国連邦議会の資料を基に野村総合研究所作成

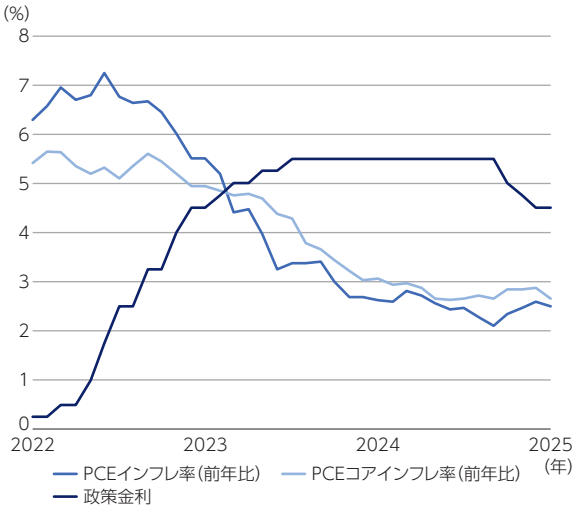
マクロ面：金融政策の影響

日本を含む先進諸国と同じく、米国でも金融政策は中央銀行に相当するFRBが独自の判断で運営する。FRBはコロナ禍後の高インフレに対して、2023年にかけて政策金利を5.5％まで急速に引き上げた後、2024年の秋以降はインフレ率の減速に即して、政策金利を4.5％にまで引き下げている（図表6）。

もっとも、先にみたサービス価格の根強い上昇もあって、インフレ率の減速に想定以上に時間を要しているほか、雇用面を中心に労働市場の底堅さも維持されている下で、FRBも今後の利下げには慎重な姿勢を示唆し始めており、3月のFOMCに際して示した政策金利の予想パス（ドットチャート）では2025年中の追加利下げが1回以下との見方が顕著に増加した。

こうした現状は、FRBからみれば好ましい状況と言える。なぜなら、政策金利を急いで調節しなくても、インフレ率は緩やかではあるが減速していく一方、労働市場の底堅さも維持されるからである。実際、同じく3月のFOMCに改訂した経済見通しでは、小幅な利下げによって景気減速を抑制しうるとの楽観的な見方を示した。

図表6　PCEインフレ率と政策金利の推移



(出所) 米連邦準備制度理事会、米国経済分析局の資料を基に野村総合研究所作成

従って、緩やかな利下げによって当面の経済や物価に大きな影響を及ぼさないというのが基本シナリオとなるが、ここにもリスクシナリオが存在する。

トランプ氏は選挙期間中だけでなく、今回のFOMC直後を含めて、FRBに対して政策金利の引き下げを求めるコメントを度々発信している。その真意は明確ではないが、実業界出身のトランプ大統領にとって金利はできるだけ低い方が良いという信念に基づくものかもしれないし、国内産業の活性化という大きな政策目標にとって、企業の資金調達コストは低いほど良いという発想かもしれない。

トランプ大統領による金融政策へのこうした発信は、関税政策など他の政策措置に比べて頻度や強度は低く、その意味で過剰反応すべきでないと考えることもできる。しかし、FRBの視点に立てば軽視しえない問題を含んでいる。

第一に、FRBとしてはインフレの減速ペースが鈍いからこそ、利下げを鈍化させている訳であり、政治的な要求に即して利下げを加速するようであれば、インフレ圧力の再燃に直面する恐れがある。つまり、FRBによる政策目標の達成が再び遠のくことを意味し、生活費の高止まりに対する国民からの不満も含めて、FRBの存在価値を問われることになる。

第二に、トランプ政権とFRBとの対立が深刻化した場合には、先行きの金融政策の不透明性を懸念して金融市場が不安定化する恐れもある。なかでも長期金利については、先にみた財政規律の懸念やインフレ圧力の長期化なども加わると不安定化しやすく、結果として幅広い資産価格の調整をもたらすことも考えられる。

もちろん、理由の如何に関わらず、米国の経済活動が実際に減速すれば、FRBはトランプ大統領の要求とは関係なく、政策金利の引き下げを進めるであろうし、そうなればトランプ大統領による金融政策への介入も減退していくことになる。これは、米国経済にとって決して望ましい展開ではないが、トランプ政権とFRBとの間では一種の均衡である。それでも、労働市場の現状や関税引き上げの初期段階の効果を考えると、先にみたようにイ

野村総合研究所 ©2025 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ンフレ圧力が当面残存する可能性は考えられるし、それが長引けば、結果として景気後退と同時進行となる－つまり、スタグフレーション化する－リスクも排除できない。

このように、今後の金融政策には米国の経済や金融市場を不安定化させるリスクも残ると考えるべきである。

おわりに

これらの検討を踏まえると、トランプ政権の経済政策は、初期段階では、関税政策や移民政策による影響を中心に物価に対して上昇圧力を高める方向に作用することが想定される。もっとも、関税政策の全面的な展開と貿易相手国による反応を考慮すれば、次第に景気に対する下押し圧力を強めることが考えられる。

もちろん、トランプ政権が景気の下振れを放置することは考えにくい。ただし、その場合でも、強い信念が窺われる関税引き上げを大きく転換する可能性よりも、財政や金融といったマクロ政策で国内景気の下支えを図る可能性が想定される。実際、双方の政策には一定程度は発動の余地が残されている。

ただし、より長い目で見た場合には、拡張的な財政政策には財政債務の持続可能性、金融緩和には物価安定に対するFRBへの信認という問題が各々存在する。実は家計の債務には既に借入れ増加の加速や延滞の増加といった兆候もみられるだけに、マクロ政策の運営を誤った場合には、米国の金融経済にとって大きな節目になる可能性も排除できない。

1-2 欧州経済に及ぼす影響

トランプ政権の経済政策は、欧州（ユーロ圏）の景気を悪化させるとみられる。これに対し、既に財政支出の大規模な拡大等の対応が打ち出されはじめたが、効果の発現に時間を要するほか金融市場の不安定化のリスクもある。域内主要国は、影響の抑制のためにも既往の構造問題への対応を急ぐ必要がある。

欧州（ユーロ圏）経済の「初期条件」と主な影響

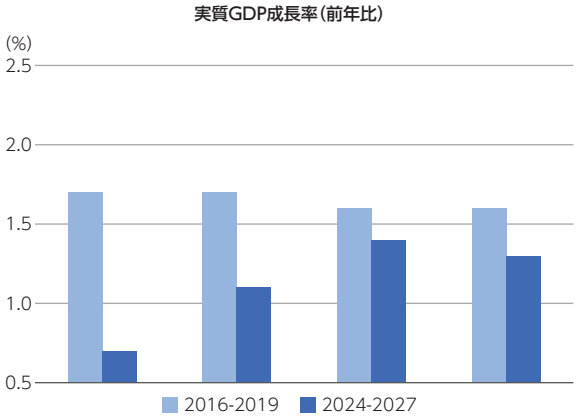
トランプ政権の経済政策が欧州（ユーロ圏）経済に与える影響を考える上で、第一次トランプ政権の発足時（2017年初）と比べた特徴を確認する必要がある。

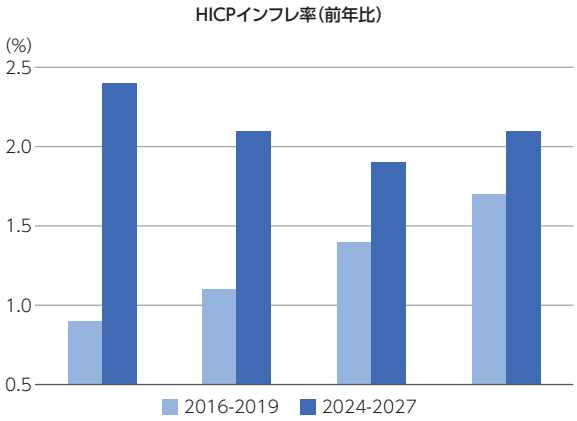
実際、両局面は大きく異なる。前回のユーロ圏経済は拡大局面にあり、比較的高い成長を維持すると予想されていた。現在は景気の低迷が顕著であり、回復には時間を要するとの見方が強い。物価も、前回は長期にわたる低インフレを脱することが展望されていた一方、今回はコロナ禍後の高インフレを脱し、本年中にも2%目標の達成が見込まれている（図表1）。

欧州（ユーロ圏）経済にとって、トランプ政権による経済政策は様々な要素が相互に連関しあいながら波及する。このため、経済活動の主な要素－企業や家計の行動、物価の動向、財政政策の運営、金融政策の運営に着目し、それらへの影響を検討することが有用である。

現時点（3月初）でトランプ政権の経済政策には内容や手法等の面で不透明性が高いため、欧州（ユーロ圏）経済への定量的な影響を示すことは困難かつミスリーディングである。このため、上記の各要素について現時点で想定される影響の方向を整理し、全体としてどのような影響を与えるかを検討することで、各政策が実施に移された際の推計に資することとする。

図表1　2017年と2025年の欧州（ユーロ圏）経済の比較（見通し）





（出所）欧州中央銀行の資料を基に野村総合研究所作成

企業や家計の経済行動への影響

現在の欧州（ユーロ圏）経済の停滞は、第1次トランプ政権による政策の後遺症という側面も有している。

野村総合研究所 ©2025 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

米国が中国からの広範な財の輸入に対する障壁を引き上げたことが、中国で過剰生産能力を出現させ、欧州への輸出圧力を高めた。これに対し欧州は、中国政府による不公平貿易として批判し、電気自動車やITで欧州産業の保護を図った結果、欧州と中国との通商摩擦が深刻化した。現在の欧州諸国による対中国輸出の不振にはこうした通商摩擦の影響が大きく、特にドイツ経済に打撃を与えている。

このため、今回のトランプ政権が中国に対する関税引上げに加えて、欧州にも「不公平貿易」を改善するための「相互関税」を導入した場合、欧州域外の主要な相手先である米国と中国への輸出が影響を受ける（図表2）。欧州（ユーロ圏）経済にとって景気回復のけん引力である外需が打撃を受けることは深刻な事態と言える。

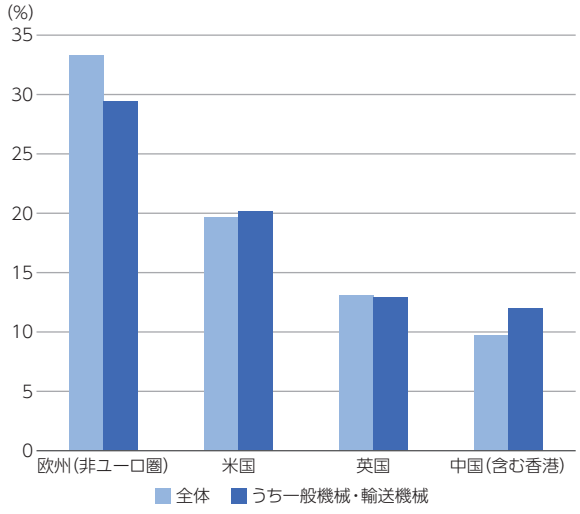
欧州（ユーロ圏）経済にとって、もう一つの大きな問題は地政学的ないし政治リスクである。

足元での景気低迷の背景としては企業や家計のマインドの慎重化も大きい。特に家計は労働市場が底堅いにも関わらず、貯蓄を積み上げている。その理由は、ウクライナ情勢を巡る不透明性の高まりと、ドイツやフランス等での政局の不安定化にあるとみられる。

その意味で、トランプ政権による対ウクライナ政策は、欧州経済の先行きに影響を及ぼしうる。もちろん、早期の停戦が実現すれば、企業や家計のマインドは好転し、近隣国には復興需要も期待できる、また、中国が外交交渉で役割を発揮し欧州との関係が改善すれば、通商摩擦も軽減しうる。しかし、米国も中国のプレゼンス拡大を望まないとすれば、こうした楽観シナリオの蓋然性は高くない。

すなわち、トランプ政権の経済政策は、安全保障を含めた幅広い観点からみて、欧州の企業や家計に下方の圧力を有すると考えられる。

図表2　欧州（ユーロ圏）主要国の輸出シェア（2023年）



(出所) Eurostatの資料を基に野村総合研究所作成

物価の動向への影響

欧州（ユーロ圏）経済では、ディスインフレが明確になっている。このため、欧州が米国の関税引上げに対する報復関税を導入しても、インフレ圧力の押上げにつながりにくいと考えることができる。実際、欧州中央銀行（ECB）が3月初に示したインフレ率見通しも、2025年はエネルギー価格の反発を理由に若干上方修正されたが、その後については据え置かれ、2026年中に2%目標近傍に収斂するとしている。

ドイツやフランスなどでの政局の不安定化の背景には高インフレによる生活費上昇への不満があっただけに、報復関税の内容も家計負担に配慮したものとなる可能性がある。加えて、欧州諸国におけるロシア産の天然ガスや原油への依存度は顕著に低下したため、ロシアがエネルギー供給を外交上の戦略手段として活用したとしても、ウクライナ開戦当初のような強いインフレ圧力となる恐れは低下している。

従って、メインシナリオは物価への影響は抑制的となるが、企業行動の影響には不透明性も残る。例えば、欧州企業は米国による関税引上げの影響を抑制しようとして、前回の関税引上げ時と同様に輸出価格の引下げを図る可能性がある。一方で、欧州（ユーロ圏）経済が停滞する下で、欧州企業は報復関税の影響を抑制するために輸入品の販売価格上昇を抑制する可能性もある。ただし、これらのいずれも、企業収益が相応に高い水準であ

れば可能だが、持続性には問題が残る。

財政政策への影響

欧州主要国では、コロナ禍への経済対策を主因に財政赤字が大きく増加した後、改善が進んでいない（図表3）。その理由は、エネルギー価格の抑制等の措置や景気停滞に伴う税収の抑制などとみられる。

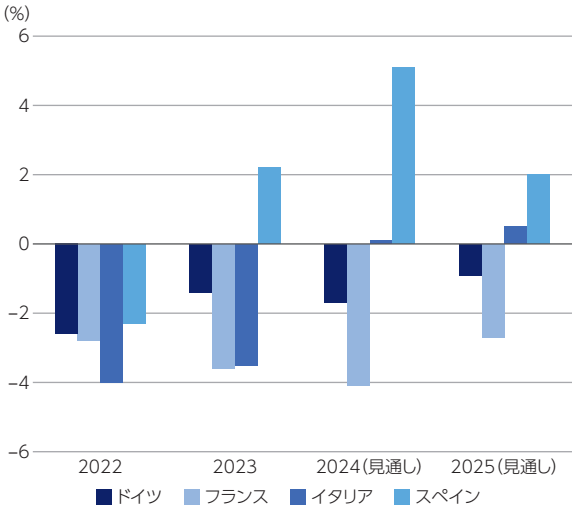
そうした状況でも、トランプ政権による安全保障政策の転換の恐れに対して、欧州委員会は3月初に総額8000億ユーロに上る大規模な防衛費の拡大計画に合意した。また、かねて財政規律を重視してきたドイツでも、リーマンショック後に同国基本法に規定した厳密な均衡財政ルールから、GDPの1％相当額の防衛費を除外するほか、インフラ整備等のための5000億ユーロもの政府基金を導入することを3月に連邦議会で決定した。こうした動きは他の主要国にも波及する可能性がある点も含めて、欧州内では経済の先行きに対する見方が改善している。

もっとも、今回の景気低迷が主として構造的ないし経済外的な要因に起因することに加え、財政支出が実現するまでの時間的なラグを考えると、当面の効果には不透明性が残る。加えて、ドイツ国債の利回りが足元で上昇しているが示すように、金融市場は財政リスクに敏感になっている面もあり、景気浮揚効果との兼ね合いではあるが、大規模な財政支出とこれに伴う国債の増発は長期金利を不安定化する恐れも残る。

加えて、欧州諸国がトランプ政権が求める安全保障コストの分担に応える際に、米国からの装備品の輸入増で対応するようでは、欧州経済の刺激効果はその分減衰する。

このように、欧州諸国が財政支出の拡大によって景気低迷に歯止めをかけようとすること自体には一定の意味があるが、それがユーロ圏経済の低位な成長率という根本的な問題を解決できなければ、金融市場の不安定化や裁量的支出の余地の縮小といった副作用に直面することが想定される。

図表3　欧州（ユーロ圏）主要国のプライマリーバランス（対GDP）



(出所) 欧州委員会の資料を基に野村総合研究所作成

金融政策への影響

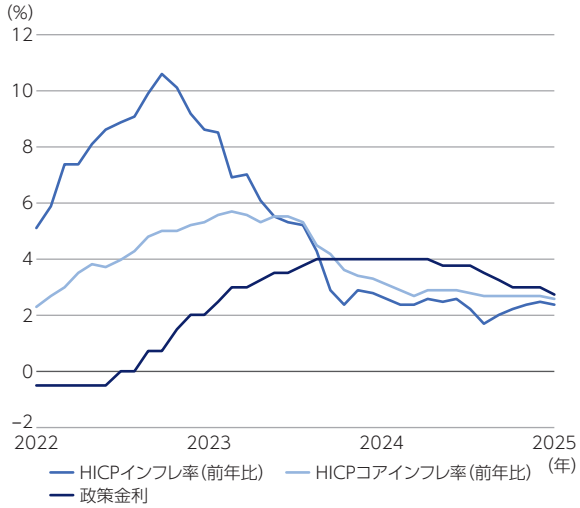
欧州（ユーロ圏）経済にとって、景気対策の観点では金融政策の方に相応の柔軟性が残されている。

ECBはコロナ禍後の高インフレに対して、2023年にかけて政策金利を4％まで引き上げた後、2024年の秋以降はインフレ率の減速に即して、政策金利を3月初には2.5％にまで引下げた（図表4）。現時点の政策金利は中立水準の近傍にあるが、景気低迷の深刻さやインフレ率が2％目標を下回るリスクを考慮すれば、ECBが金融緩和の領域まで利下げを進める余地がある。

ただし、ECBが利下げを進める一方、米国の中央銀行に当たる連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ圧力に対して政策金利を高めに維持するようであれば、ユーロ相場には減価圧力が働く。これに伴う輸入物価の上昇は、ディスインフレにある欧州（ユーロ圏）経済には長い目で見れば深刻な問題でないとしても、足元でインフレ率の若干の反発が見込まれるだけに、生活費の高止まりを通じて政治的には無視しえない問題となりうる。

野村総合研究所 ©2025 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

図表4　HICPインフレ率と政策金利の推移



(出所) 欧州中央銀行、Eurostatの資料を基に野村総合研究所作成

加えて、関税引上げでも米国の貿易赤字が顕著に減少しない場合、トランプ政権は欧州が「通貨安政策」を採用しているとの批判を始める恐れも考慮に入れておくべきであろう。実際、トランプ大統領は中国と日本に対して牽制を行った。ECBは、景気低迷とディスインフレに対して利下げを行った結果としてユーロ安が生じたと反論しうるが、いずれにせよ通商摩擦を深刻化させるリスクは排除できない。

欧州の視点に立てば、今回の景気低迷が主として構造的ないし経済外的な要因によって生じている以上、財政刺激策と同じく金融緩和も、その効果には限界がある。加えて、財政赤字が拡張する下で金融緩和を行うことの意味合いにも注意する必要がある。短期的には、ECBが利下げを進めることは、欧州諸国が巨額の国債増発に踏み切っても金融市場が円滑に消化することに寄与する。しかし、長い目で見た場合は、欧州諸国による財政規律へのインセンティブを低下させ、高水準の財政赤字が維持される状況をもたらす恐れもある。

このように、ECBによる金融緩和には発動余地があり、かつ相応に有効だとしても、対米関係と財政規律の双方から制約を受けることが考えられる。

おわりに

このように、トランプ政権の経済政策は、既に景気が停滞している欧州（ユーロ圏）経済に更なる下方圧力を高めることが想定される。

もちろん、世界経済の停滞が米国にも深刻に波及した場合は、トランプ政権も経済政策を見直すであろうが、財政や金融といったマクロ政策で国内景気の下支えを図ることが想定され、欧州経済に対するメリットは間接的に止まる。

一方で、欧州経済への影響の多くは、中国との経済関係や地政学的情勢、財政規律など、以前から存在した構造的な問題に起因している。従って、欧州経済は、トランプ政権の経済政策に関わらず、いわゆる「ドラギレポート」が強調したように、経済成長率の底上げを中心とする積年の宿題に真剣に対処することが求められている。

1-3 中国経済に及ぼす影響

トランプ大統領の貿易・関税に対する考え方

米国のトランプ大統領の貿易・関税に対する考え方は伝統的な貿易論とは異なる。

第2次トランプ政権発足後に発表された文書「America First Trade Policy」（米White House、1月20日）等をみると、財の貿易赤字は経済および国家安全保障へ影響しリスクになりうるもので、是正すべきものであると捉えている。また、貿易赤字の背景には、不公平な貿易慣行があると考えており、公平な競争の場を求める旨の発言もある。

そして、貿易赤字是正のためグローバルな追加関税やその他の政策などの適切な措置を勧告する。他国の不公正な貿易慣行を検討・特定の上、適切な是正行動を勧告する。その他、貿易相手国の為替操作に対する措置を勧告する、貿易協定等を再検討し適切な修正を勧告する、輸出市場へのアクセス獲得について協議できる国を特定し可能性のある協定について勧告する、アンチダンピング・補助金相殺関税に関する法律を再検討する（America First Trade Policy　Sec.2）。

比較優位に基づく貿易の利益といったリカード以来の伝統的貿易論の考え方はなく、関税についても、米国の経済的地位を利用して関税を梃子に国益（貿易と直接関係ないものも含む）を守る、つまり、関税は国益を守るための道具にすぎず、国内産業保護などを意図した従来の関税政策とは異なっている。

貿易相手国の貿易慣行を一方的に不公平であるとして報復措置で脅し米国の要求をつきつける方法は、80、90年代の日米貿易摩擦の際のスーパー301条等の利用を彷彿とさせ日本人には既視感があるが、今回は全世界が対象である。第2次世界大戦前の関税引上げ競争の反省から生まれた多国間・無差別主義のGATT（現WTO）体制を主導した米国が自ら同体制から実質上離脱したことで、従来とは異なる枠組みでの貿易体制が形成されていく可能性がある。

特に中国に対しては、米通商代表部は、米中間の経済貿易協定を再検討し、中国が同協定に従っているか否かを決定し、関税やその他の措置を採るよう勧告する。また、同じく米通商代表部は、24年5月の「301条調査で採られた措置の4年間の再検討：技術移転、知的財産、イノベーションに関する中国の行為、政策、慣行」を評価し、追加的な関税の調整を検討する、としている。ここでは、特に産業サプライチェーンと第三国経由の迂回と不公正な貿易慣行によるコスト評価更新も含まれる（同、Sec.3）。迂回輸出にも注意が払われていることがわかる。

第2次トランプ政権発足後の動向

第2次トランプ政権発足後の中国が関連する貿易政策は上述の方針に沿ったものである。

第一に、2月1日に25％の追加関税をカナダとメキシコからの輸入に、10％の追加関税を中国からの輸入に課すと発表し、中国については4日に発動した（カナダ、メキシコは1か月間延期）。これは、国際緊急経済権限法（IEEPA）に基づき、薬物（フェンタニエル）輸入や不法移民を国家の緊急事態と認定し、危機が緩和されるまで課税するものである。一方、中国は同日、米国か

野村総合研究所 ©2025 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

らの輸入品（石炭、液化天然ガス）に15％の追加関税を課すと発表した[1]。

第二に、2月10日、トランプ大統領は、すべての鉄鋼・アルミニウム製品の輸入に25％の追加関税を適用する大統領令に署名した（3月12日適用）。国家安全保障への脅威への対応であり、1962年通商拡大法232条に基づく措置である[2]。

第三に、2月13日には、貿易相手国の高関税や非関税障壁等の「相互的でない」貿易制度に対して、相互関税を導入すると発表、14日には輸入自動車に対する関税を4月2日頃に発表するとした。

第四に、3月4日に対中関税について10％を上乗のせし計20％とした。これに対し、中国は米国産農産物に最大15％の報復関税を課した[3]。

中国への影響とマクロ経済政策面での対応

米国の貿易赤字がマクロ経済要因（ISバランス）で生じているとすると、今後も対中貿易赤字を含む貿易赤字は減少しない可能性がある。また、トランプ政権が求める対米直接投資による米国内での生産が増えるには（輸入代替するには）、対米投資をしたとしても時間がかかる。同政権が、「貿易赤字がある限り不公平」という立場から貿易収支不均衡について管理・介入主義を採ると、結局、第1次トランプ政権の米中間で生じたと同様の関税のかけあいになる可能性が残る。その結果は世界貿易の縮小であろう。

不確実な要因が多くこれについての影響予想は困難だが、一例としてWorld Economic Outlook（IMF、2024年10月）の試算をみると、関税の影響によって世界貿易（輸出入）はベースケースと比較して約4％減少、世界GDPは同じく約0.3％減少（2026年までに）する（試算前提は、米、ユーロ地域、中国間で10％の関税、米国とその他の地域間で10％の関税。詳しくはWEO、2024年10月参照）。中国のGDPも同様である。

ここで、中国をみると、24年の実質GDP成長率5％の内訳は個人消費の寄与度が2.2ポイント、固定資産投資が1.3ポイント、純輸出が1.5ポイントであった。経済成長率目標5％前後を保った背景には外需の寄与があった。25年以降は、外需寄与にあまり期待できないことになる。足元で中国経済は低インフレ下にあり、外需減速で景気が悪化すれば、住宅在庫・不良債権の処理がさらに難しくなり、それが景気の足を引っ張る悪循環に陥るリスクがある。

これを避けるには、第一に、長らく指摘されていることだが、内需拡大がこれまで以上に重要になる。短期的には即効性のある固定資産投資の刺激が中心となる。具体的には、「両重（設備更新・消費財買い替え）、両新（国家重大戦略実施と重点領域安全能力建設）」に含まれるインフラ投資等である。一方、個人消費に対してこれまでに採られている買い替え促進策は需要の先食いであり、長期的に例えば個人消費のGDPに占める割合を増やすには、消費者の将来不安を軽減する社会保障制度の改革等が必要である。既に個人年金本格化等の動きが出る等、手は打たれつつあるが効果が現れるには時間を要する。

第二に、この20年余りの経済発展モデルがもたらした負の遺産（具体的には不動産バブル崩壊後の住宅在庫と不良債権、地方政府の隠れ債務）の処理である。これも対応を誤るとさらなる状況悪化をもたらす。

不動産市場に関しては、販売済・未完成住宅の引き渡しや住宅在庫の保障性住宅（中低所得者層の住宅難家庭向けの低価格・家賃住宅）への転用が、人民銀行の構造性金融政策ツール[4]等の支援を受けて進んでおり、これをさらに進める必要がある。また、地方政府隠れ債務については、既に始まっている隠れ債務の地方債への置換えを継続しなければならない。そして、不動産市場在庫にしても、地方政府隠れ債務にしても、処理の過程で不良債権が発生し、その結果、銀行の自己資本が毀損して銀行貸出に支障が出かねない。このため、銀行の自己資本を補充する政策も重要である。

これらの対策はいずれも財政・金融政策に頼ることになる。財政政策については、25年3月の全国人民代表

大会（全人代）で、財政赤字率4%前後への引上げ（24年当初予算ベースは3%）、超長期特別国債の増加発行（24年の1兆元に対して1.3兆元）による「両重、両新」のインフラ投資、地方専項債の増加等が打ち出されている。

23年末の国家の法定債務残高は70.77兆元（国債30.03兆元、地方政府法定債務残高40.74兆元。24年9月発表）であり、名目GDP比で54.7%である。実際には、これに地方政府の隠れ債務分の数10ポイントを上乗せする必要があるとみられる。財政状況に余裕があるわけではないが、景気悪化で状況がさらに悪化することを避けるには、財政刺激が必要となろう。金融政策についても、預金準備率や貸出金利等の引下げと構造性金融政策ツールによる特定分野の資金調達支援が考えられる。

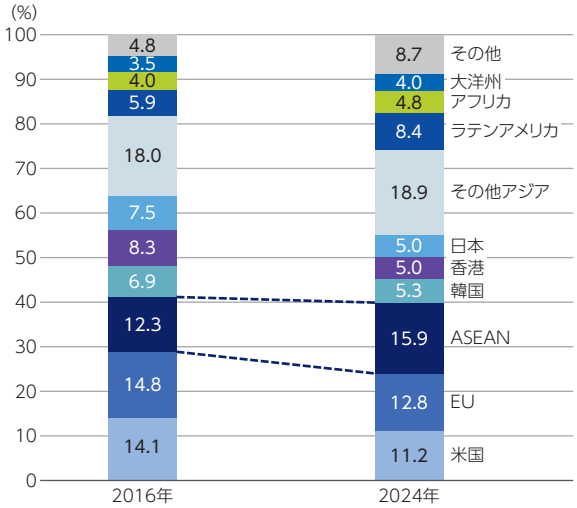
貿易・技術摩擦面での対応

米中間では経済貿易協定を巡り、どこかの時点で両国が手を打つ可能性はあるものの、そうでない場合、既に見られる「ブロック経済化」に向けた動きが進むことになる。

中国の対応を見ると、第1次トランプ政権時の貿易紛争の経験もあり、既に貿易構造を変化させている。第一は、迂回貿易や第3国での生産である。貿易構造を見ると、最近では、米国、EUを抜いてASEANが最大の貿易相手地域になっており（図表1）、直接投資でもASEAN向けが増加している（図表2、ドル・フローベース）。なお、ASEAN向け直接投資のうち20～23年では約4割が製造業である。

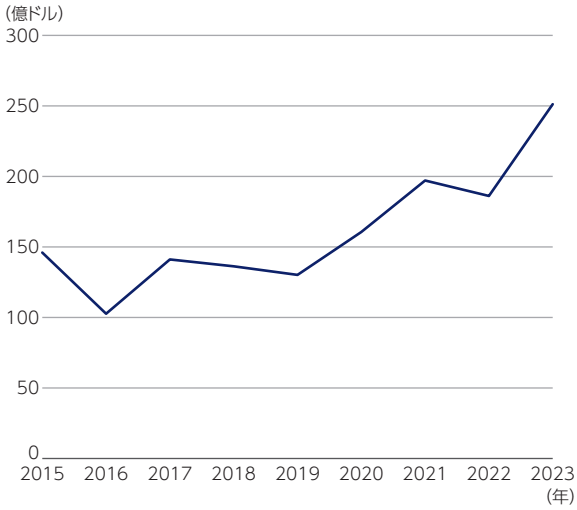
しかし、上述したように米国は既に迂回輸出にも目を光らせており、実際、米商務省は、24年11月にカンボジア、マレーシア、タイ、ベトナムから輸入されるソーラーパネルについて相殺関税を課す仮決定を出している。こうした中では、米国での現地生産も選択肢である。例えば太陽光発電の会社数社は既に米国に投資して

図表1　貿易額（輸出額＋輸入額）の国・地域別シェア



(出所) 中国海関総署の資料を基に野村総合研究所作成

図表2　対ASEAN直接投資



(出所) 中国商務部他「2023年度中国対外直接投資統計公報を基に野村総合研究所作成

いる。一方で、中国の製造業の強みは、上下流で充実した産業チェーンであり、一部だけ海外に持っていくのは必ずしも簡単ではないとの見方もある。加えて、米国は対米外国投資委員会（CFIUS）を通じて、中国からの投資を抑制してきたことにも留意しなければならない[5]。

第二に、貿易・投資の多角化である。中国は既に、以下の三方向で動いてきており、今後も継続するとみられる。

一つ目は、自由貿易協定（FTA）の拡大である。中

野村総合研究所 ©2025 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

国は、既に23（台湾との両岸経済協力枠組み協定、RCEP[6]を含む）の国・地域とFTAを結んでいる。

二つ目は、「一帯一路」（13年開始）経済圏の構築の継続である。足元で150以上の国が入っているこれは、単に貿易円滑化（投資を含む）だけでなく、政策疎通、インフラ施設の連結、資金融通等を含むものである。24年の貿易総額43.85兆元のうち、「一帯一路」は22.07兆元で全体の半分を超している。

三つ目は、開発戦略である。中国は21年に国際協力を促進する「グローバル開発イニシアチブ」を提唱し、並行して22年に安全保障面の「グローバル安全保障イニシアチブ」を打ち出している。その他、▽中国アラブ諸国協力フォーラム（2004年。隔年開催）、▽中国アフリカ協力フォーラム（2000年。3年毎開催）、▽中国・太平洋島嶼国第1回外相会議（21、22年）等を通して西側諸国以外との連携を強めている。

四つ目は、科学技術の「自立自強」である。これは、中国が目指す、従来の不動産開発に依存した発展モデルから科学技術とイノベーションによる新たな経済成長モデルへの転換とも関連する。

これに対し米国は既にエンティティリスト（商務省の取引制限リスト）によって中国への技術の輸出・移転を抑制している。また、バイデン政権でも既に米国からの対中投資は抑制されており、中国のドル建てベンチャーキャピタルファンドは減少している。中国への対内直接投資を通じた技術移転は期待薄である。

科学技術面の「自立自強」には多方面からの措置が必要で、金融面では、スタートアップ企業の資金調達支援にVCファンドは言うまでもなく銀行、証券、保険業界をあげて取り組んでいるところである[7]。

既に、中国企業は、電気自動車、リチウム電池、太陽光発電等の分野で実力を示している。バイデン政権下でも、22年10月に公表された対中半導体輸出規制等により、先端半導体分野における中国外しは進んできたものの、制裁を切り抜けたファーウェイの例に示されるように中国の半導体業界はしぶとさを見せている。これには国家産業ファンドも寄与している。最近のディープシークの例も、技術の遮断、輸出規制強化の難しさを示している。技術摩擦は当面中国経済にとってマイナス影響を及ぼすが、中長期的には却って中国の技術力の向上を早めることも考えられる。

中国の第2次トランプ政権期における対策をみると、マクロ経済、貿易政策にしても技術政策にしても、中国がトランプ政権の有無にかかわらず取り組まざるを得ず、かつ一部は既に取り組み始めているものであり、今後もそれらを引き続き加速させていくことが予想される。

1) また、原油、農業機械、ピックアップトラック、大型エンジン車には10%の関税。
2) 2018年に同条により鉄鋼に25%、アルミニウム製品に10%の関税が課されていた。今回、鉄鋼は例外をなくし25%を全面適用、アルミニウム製品は10%から25%へ引上げ。
3) 米国産の鶏肉、小麦、トウモロコシ、綿花に15%、コーリャン、大豆、豚肉、牛肉、水産物、果物、野菜、乳製品に10%の追加関税が課される。
4) 人民銀行によれば、構造性金融政策ツールとは、「人民銀行が金融機関の貸出の方向を導き、資金を正確に供給し、また、他の資金も呼び込む作用」を持ち、また、「再貸出あるいは資金的インセンティブの付与によって金融機関が特定分野・業界に対する貸出を拡大することで、企業の資金調達コストの低下を支援する」ものである（人民銀行2022-8-19発表文）。
5) 「America First Investment Policy」（米White House、25年2月1日）は、中国が米国の企業や資産に直接投資して戦略的産業における技術、知的財産を得ていると指摘した上で、米国はCFIUSを含むすべての必要な法的ツールを使い、中国と関連する者が米国の技術、重要なインフラ、ヘルスケア、農業、エネルギー、原料、その他戦略部門へ投資することを制限するとした。
6) 地域的な包括的経済連携（Regional Comprehensive Economic Partnership）。
7) 詳しくは神宮健「中国の金融面の課題と挑戦」『月刊資本市場』2025.2　資本市場研究会。

第2章

国際的枠組の再構築

2-1 第２次トランプ政権の関税政策とその行方

第2次トランプ政権の関税の使い方

1月20日に始まった第2次トランプ政権の政策のなかで、世界が最も注目しているものの一つが関税政策の出方と行方である。

昨年11月にトランプ氏の再選が決まってからこれまでに同氏から発信された内容や、大統領令[1)]などを見ていくと、第2次トランプ政権は少なくとも2つの利用目的で、関税という道具を駆使しようとしているように見える。

その一つは、内政や外交における公約を達成するために、関税という脅しを使って、他国から何らかの意思決定や行動の変化を引き出そうとする場合である。その典型例が、不法移民や合成麻薬フェンタニルの流入阻止を目的にカナダやメキシコ、中国からの輸入品に対して追加関税をかけようとしたケースだ。

このうち、カナダとメキシコについては、これらに関する一連の大統領令が2月1日に出された直後に協議が行われた結果、事態を緩和するべく迅速に措置が行われたとの理由で、2月4日に始まる予定だった追加関税25%の賦課が1か月間延期となった。

その後、トランプ政権は3月4日にメキシコからの輸入品に25%の追加関税を、カナダにはエネルギー関連には10%、その他の物品には25%の追加関税を課した。しかし、翌5日には、アメリカの自動車メーカーと協議し、アメリカ・メキシコ・カナダ協定（USMCA）に準拠した自動車への適用を除外し、6日にはUSMCAに適合する物品も対象から外した。ただし、これらの除外は4月2日までの一時的なものだとされている。

一方、中国からの輸入品に対する10%の追加関税は2月4日に発動されたのち、3月4日には追加関税率が20%に引き上げられた。これに対し、中国は2月10日と3月10日に報復関税を発動した。

このほか1月26日には、移民を強制送還する米軍機の着陸をコロンビアが拒否したことを受け、トランプ大統領は同国からのすべての輸入品に対して25%の関税をかけることを表明した。すると、コロンビアは移民の送還などアメリカ側の要求を同日中に受け入れ、トランプ政権も同国への関税賦課を撤回した。

このコロンビアの事例は、トランプ政権が前述の3か国に向けた追加関税について説明する2月1日付のファクトシートのなかで、国益に資する貿易政策の成功例として記載されている[2)]。それだけではなく、このファクトシートには「アメリカ市場へのアクセスは一つの特権（a privilege）」であり、「関税は国益を守るために必要な影響力の源泉で、強力で折り紙付き」だとわざわざ記している。トランプ政権は今後も、外交関係や経済安全保障に関連する問題をはじめ、国際決済通貨としてのドルの地位[3)]など、様々な点で他国・地域に不満や要求があれば、その度に関税をちらつかせて同様の脅しをかけていくものと思われる。

貿易相手国との互恵性の欠如が相互関税導入の背景

また、トランプ政権は貿易不均衡の是正や、アメリカ国内の産業競争力の回復を目指すためにも関税を使おうとしている。これが2つ目の関税の使い方だ。

トランプ大統領は2月13日に、いわゆる「相互関税

（reciprocal tariff）」の導入に向けた調査を指示する覚書[4]に署名している。調査項目には、米製品への関税のほか、貿易相手国・地域の付加価値税（VAT）[5]や非関税障壁、補助金、不公正慣行、為替操作などが含まれる。

同覚書やその目的などを説明するファクトシート[6]には、アメリカは最も開放的な経済で関税率も低く、輸入に関する障壁も少ないのに、貿易相手国はアメリカからの輸出に対して市場を閉じており、敵味方関係なく不公平な扱いを受けてきた。こうした互恵性の欠如（lack of reciprocity）によって、アメリカは多額の貿易赤字を長年にわたって抱えるようになり、同国の経済や安全保障を脅かしてきたほか、産業の空洞化を招き、国全体としての競争力を失う要因となったと書かれている。

こうした文脈から読み解くと、トランプ政権が言う相互関税は、アメリカからの輸出品にかかる関税率とアメリカが輸入する際にかかる関税率の差だけでなく、付加価値税や補助金、非関税障壁といった様々な不公平を、各貿易相手国・地域ごとに異なる関税率をかけることで均していくという発想に基づいているとみられる。

トランプ大統領は、1月20日の就任初日に署名した覚書「アメリカ第一の貿易政策」で、この貿易不均衡の問題や中国との経済・貿易関係、経済安全保障に関連する非常に広範な内容の調査開始を指示しており、一部を除きその結果を4月1日までに報告するよう求めている[7]。相互関税に関する調査はこれらに並行して進むとみられ、相互関税をはじめとするトランプ政権の通商政策の全体像は4月以降、具体化していくものと考えられる。ここまで取り上げてきたことは、トランプ大統領という「関税男（tariff man）」が繰り出す関税政策の序章にしか過ぎない可能性が高い。

もっとも、同政権が実行しようとする実際の関税の姿は、その2つの使われ方や目的が濃淡を織り交ぜながら混在したものになっていくと考えられる。現に、前述の相互関税を説明するファクトシートのなかにはブラジルやインド、EUとの関税率の差や非関税障壁についての事例が記載されているが、この記述そのものが、名指しされた国・地域に対して貿易の不公正さの改善を迫る、ある種の脅しに既になっているはずである。

また、トランプ政権は2月10日に、すべての貿易相手国からの鉄鋼とアルミニウムの輸入品に25%の追加関税を3月12日から賦課することを発表し、例外を設けずに実行に移している。その賦課の目的には、前述の不公正な貿易慣行への対処とともに、世界的な過剰生産によるダンピングへの対抗措置という点も明記されている[8]。この事例のように、同政権が今後、実行に移す関税には、上記の2つに加えて、より保護主義的なものを含めた他の政策目的も当然ながら含まれることになるであろう。

大胆さと歴史が同居するトランプ関税

我々がトランプ大統領を見るときには、西側諸国を中心に培ってきた政治・外交面でのコンテクストを無視した言動に自ずと目がいきがちだ。実際、本稿で取り上げている関税政策でも、前者の“脅し”という利用目的は貿易という本来の領域をはるかに飛び越えており、そこに同大統領が取っている手段のある種の大胆さがある。

その一方で、同政権が掲げる関税の後者の目的は、日米貿易摩擦だけでなく、19世紀末からアメリカで時折、頭をもたげる「公正な貿易」[9]の文脈とも重なることは決して無視できない。

このほかにも、政府のスリム化や減税、規制緩和といったトランプ政権の方向性は、連邦政府組織の整理の仕方に相当な乱暴さがあるものの、伝統的な共和党の「小さな政府」志向に通ずるところがあるとも言える。また、トランプ大統領はグリーンランドの併合に意欲を示しているが、1946年には、当時のトルーマン米大統領が米ソ冷戦による緊張感の高まりからグリーンランドにその戦略的価値を見出し、デンマークに1億ドルでの購入を打診したところ同国に拒否されている[10]。

このように、トランプ政権の言動のなかには、よく見れば、アメリカの歴史と伝統のなかで既に経験していることの繰り返しである面も実は少なくない。

こうしてみると、今回のトランプ政権による「公正な

野村総合研究所 ©2025 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

貿易」を目指すための関税の部分は、同国の過去の政権が取ってきた通商政策の範疇のなかにあるとも（今のところは）考えられ、その対処方法も、日米貿易摩擦時のものも含め、過去の経験や歴史から学べるところが実は多いのかもしれない。

アメリカ国民は自由貿易に否定的な見方が多いが・・・

ここまで、第2次トランプ政権が目指す関税・貿易政策の大まかな方向性について述べてきた。以下では有権者であるアメリカ国民が貿易政策についてどう捉えているのかについて見ていきたい。アメリカは政治の深刻な分極化といった多くの問題を抱えながらも、曲がりなりにも民主主義国家であり、来年11月の中間選挙や自身の後継が立候補する2028年11月の大統領選挙を見据え

図表1　アメリカ国民の貿易制限に関する見解

(%)

	全体	共和党支持	無党派	民主党支持
米国民が多くの選択肢と低価格を享受できるよう、制限をかけるべきではない	31	22	34	37
米国民の雇用を守るため、輸入品に制限をかけるべき	66	77	63	61
その他（無回答など）	3	1	3	2

(出所) Karl Friedhoff, "Americans See Benefits of Trade, yet Support Restrictions to Protect US Jobs," Chicago Council on Global Affairs, August 22, 2024.を基に野村総合研究所作成

図表2　望ましいアメリカの貿易政策

(%)

	全体	共和党支持	無党派	民主党支持
国家間の貿易を減らし、全ての領域で自給自足度を高めるべき	41	55	39	31
友好国やパートナーとの貿易ブロックを作り、他の国を除外すべき	20	21	18	24
グローバルな自由貿易を促進すべき	35	20	40	43
その他（無回答など）	4	4	3	2

(出所) Karl Friedhoff, "Americans See Benefits of Trade, yet Support Restrictions to Protect US Jobs," Chicago Council on Global Affairs, August 22, 2024.を基に野村総合研究所作成

ると、さすがのトランプ大統領も有権者の意向の変化を完全に無視することはできないはずだからだ。

米調査機関のピュー・リサーチ・センターが昨年4月にアメリカ人を対象に実施した世論調査によると、他国との貿易の増加によって、アメリカは得たものよりも失ったもののほうが多いと考えている人の割合は59%に達し、得たもののほうが多いとする人の割合の37%を上回っている。このうち、共和党支持者（共和党寄りの人を含む）が「失ったもののほうが多い」と回答する割合が73%と高いが、民主党支持者（民主党寄りの人も含む）による同じ回答割合も47%と決して低くはない[11]。

そのためか、シカゴグローバル問題評議会が昨年6月に実施した外交に関する調査の結果を見ると、アメリカと貿易相手国の両方が国際貿易から利益を得ているという回答者の意見が全体の63%に達しはするものの、図表1にあるように、全体の66%がアメリカ国民の雇用を守るためには海外製品の輸入に制限をかけるべきとも答えている。この回答は、共和党支持者（77%）だけでなく、民主党支持者や無党派でも6割以上を占めている[12]。

さらに同調査では、望ましい貿易政策の姿についても訊ねている。意見が分かれるなかでも、全体で最も多かった回答は「国家間の貿易を減らし、すべての領域で自給自足度を高めるべき」の41%であり、「グローバルな自由貿易を促進すべき」の35%を上回る（図表2）。これに、「友好国との貿易ブロックを形成すべき」という回答が2割もあることを踏まえると、政治的な分断から意見が大きく分かれがちなアメリカでも、こと国際貿易に関しては否定的な見解、別の言い方をすれば相互関税のところで触れたトランプ的な世界観[13]に近い見方をしている人がことのほか多いことが分かる。

国民にとってより切実なのはインフレの制御

だが、より重要なのは、貿易にこのような問題意識を持つ今のアメリカ国民がその問題にどこまで強い関心があるのかだ。そこで、英エコノミスト誌と調査会社ユー

図表3　米市民にとって最も重要な課題

(%)

	全体	ハリスに投票	トランプに投票
インフレ・物価	24	20	26
雇用・経済	12	9	11
ヘルスケア	12	18	5
移民	10	3	20
税・政府支出	8	2	15
市民の権利	7	13	2
気候変動・環境	5	10	1
市民の自由	5	10	2
安全保障	4	3	8
妊娠中絶	4	4	3
教育	3	4	3
犯罪	3	2	2
銃	2	2	2
外交政策	1	1	1
司法改革	1	0	0

(出所) The Economist/YouGov Poll, February 16 - 18, 2025, p.34を基に野村総合研究所作成

ガブが2月16日から18日にかけてアメリカ市民を対象に実施した世論調査を見てみると、回答者にとって最も重要な問題は貿易問題に関連する雇用や経済、安全保障ではなくインフレ・物価であって、その割合は2024年の大統領選挙でトランプ氏に投票した人のほうがハリス氏に投票した人よりも高い（図表3）。

すると、いくら今のアメリカを取り巻く貿易体制に不満があったとしても、それを関税を使って現政権が解決しようと動き出せば、人々はより関心の高いインフレ率の上昇のほうを強く心配するようになるはずだ。

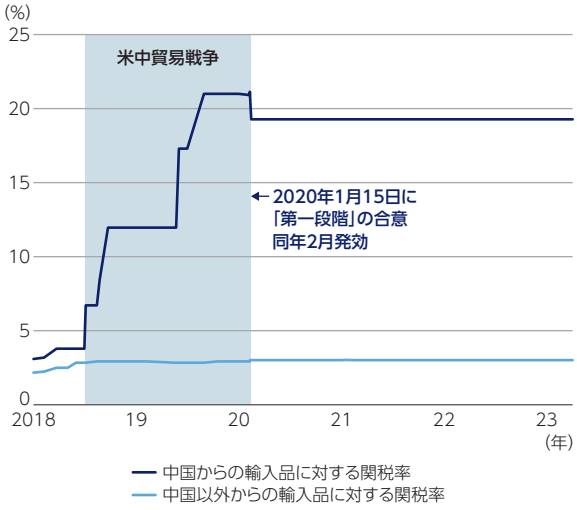
実際、米ミシガン大学が長年にわたって調査している消費者の期待インフレ率をみると、大統領選挙が行われた昨年11月時点では、1年先が2.6%、より長期の期待を示す5年先が3.2%だったが、今年2月には1年先が4.3%、5年先は3.5%に、翌3月には速報値ベースで1年先が4.9%、5年先が3.9%にまで急上昇し、インフレ期待が明らかに高まっている。特に5年先の期待インフレ率は目先の一時的な物価変動では大きく動くことはなく、安定的に推移することが多いが、この3.9%という値は1993年以来の水準であり、ここからも関税によるインフレ懸念の強さが窺える。

関税賦課はインフレ期待抑制や産業競争力回復と矛盾

こうした人々の懸念に対し、トランプ政権は総じて、関税によるインフレリスクには楽観的である。現政権で財務長官を務めるスコット・ベッセント氏は、長官就任に向けた上院での指名承認公聴会（1月16日）で関税のインフレへの影響について質問を受けた際、「仮に関税を10%引き上げた場合には為替が4%上昇し、10%がそのまま転嫁されるわけではない」と述べたほか、消費者の選好が変わる可能性、海外、特に中国の製造業が市場シェアを維持するために価格を引き下げ続ける可能性について触れ、インフレの危険性を否定している[14]。

しかし、同政権による関税政策の主眼が貿易不均衡の是正や国内の産業競争力の回復にあるなら、この説明はその目標とは矛盾する。関税率を上げても為替レートが同時に上昇し、輸出する企業が販売価格を引き下げれば、アメリカ国内に立地する企業の相対的な競争力は一向に改善しないからだ。

図表4　2018年から2023年の関税率の推移



(出所) Chad P. Bown, "US-China Trade War Tariffs: An Up-to-Date Chart," Peterson Institute for International Economics, April 6, 2023.のデータを基に野村総合研究所作成

野村総合研究所 ©2025 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

また、ベッセント氏は財務長官就任前に米ニュースサイトFox Newsに行った寄稿のなかで2017年からの第1次トランプ政権の間に発動された関税は、物価上昇にはつながらなかったと記している[15)]。

図表4は第1次トランプ政権下での関税率の推移を示しているが、同図表にあるように、この間に関税率が大きく上昇したのは中国からの輸入品に対してだけであった。その結果、輸出条件が悪化した中国からのアメリカへの輸入割合は確かに減ったものの、その代わりにベトナムなどの東南アジアやメキシコからの輸入割合が増えており、これによってインフレへの影響は軽減されていると考えられる。

第2次トランプ政権が実行しようとしている関税政策が、仮に前者の脅しが主目的で、その脅しがコロンビアの例のようにすぐに効けば、アメリカという国への評判は地に落ちても、同国の経済的な実害は少なくて済むだろう。しかし、同政権が関税のもう一つの目的のほうに固執すると、今回の関税の対象は図表4とは異なり、特定の国・地域や物品だけとはなりにくい。これは、今回が前回とは違って、インフレの加速を止める“抜け道”がその分だけ見つかりにくいことを意味する。

すると、人々のインフレへの懸念はそれだけ高まりやすくなるが、これは図表3で確認したように、今のアメリカ市民が政治に求めていることと矛盾する。その影響は仮にすぐには出なくても、来年11月や2028年11月における人々の投票行動で表面化してくるように思える。

その一方で、ベッセント財務長官が言うように関税賦課でドル高が進めば、確かにインフレ懸念は抑制されるかもしれない。しかし前述のように、そのドル高は、アメリカの産業競争力の回復と貿易赤字縮小を阻むものであり、トランプ政権は関税によっていつまでも政策目標が達成できないという困難に直面する。また、海外の国々にとってもドル高のさらなる進行はアメリカからの通貨安（＝インフレ）の輸出と同義であり、特に新興国からの同国への批判は高まる一方となろう。

いずれにしても、第2次トランプ政権がどのような使い方であれ、関税に固執すればするほど、有権者の信認低下や実体経済の不安定化、各国からのアメリカへの疑念の高まりといった形で同政権の行動余地が狭まることになりかねない。トランプ政権が、関税政策が抱えるこうした様々な矛盾にいつ気づき、方向を修正していくのかによって、同政権やアメリカの今後の命運が大きく変わっていくことになるだろう。

1) 日本でいうアメリカの大統領令には「大統領布告 (Presidential proclamation)」、「行政命令 (Executive order)」と「大統領覚書 (Presidential memorandum)」などが含まれる。
2) The White House, "Fact Sheet: President Donald J. Trump Imposes Tariffs on Imports from Canada, Mexico and China," February 1. 2025. https://www.whitehouse.gov/fact-sheets/2025/02/fact-sheet-president-donald-j-trump-imposes-tariffs-on-imports-from-canada-mexico-and-china/
3) 例えば、トランプ氏は2024年12月1日に、BRICS通貨の創設など、ドルの地位に影響を与えるような行為があれば、その国からの輸入品に100%の関税をかけるといった主旨の内容をSNSトゥルース・ソーシャルに投稿している。 https://truthsocial.com/@realDonaldTrump/posts/113573130299319701 posted by Donald J. Trump [@realDonaldTrump] on Truth Social.
4) The White House, "Reciprocal Trade and Tariffs," February 13, 2025. https://www.whitehouse.gov/articles/2025/02/reciprocal-trade-and-tariffs/
5) アメリカでは連邦レベルの付加価値税は導入されていないが、多くの国では付加価値税が導入されている。一般的には、輸出の際には輸出国の付加価値税が輸出企業に還付される一方で、輸入の時には輸入国の付加価値税が新たに賦課される。このためか、トランプ大統領は「付加価値税は関税よりも懲罰的 (punitive) であり、同制度を採用している国を関税を採用している国と同じように扱う」と2月16日にSNSトゥルース・ソーシャルで述べている。 https://truthsocial.com/@realDonaldTrump/114009175266247925 posted by Donald J. Trump [@realDonaldTrump] on Truth Social
6) The White House, "Fact Sheet: President Donald J. Trump Announces "Fair and Reciprocal Plan" on Trade," February 13, 2025. http://xn--https-g51h762vvffov3e//www.whitehouse.gov/fact-sheets/2025/02/fact-sheet-president-donald-j-trump-announces-fair-and-reciprocal-plan-on-trade/
7) The White House, "America First Trade Policy," January 20, 2025. https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/01/america-first-trade-policy/
8) The White House, "Fact Sheet: President Donald J. Trump Restores Section 232 Tariffs," February 11, 2025. https://www.whitehouse.gov/fact-sheets/2025/02/fact-sheet-president-donald-j-trump-restores-section-232-tariffs/
9) 佐々木隆雄 (1997)『アメリカの通商政策』岩波新書などを参照。
10) Lydia Saad and Rachael Yi, "Gallup Vault: Americans Not Sold on Buying Greenland in 1947," Gallup, January 31, 2025. https://news.gallup.com/vault/656033/gallup-vault-americans-not-sold-buying-greenland-1947.aspx
11) Shanay Gracia, "Majority of Americans take a dim view of increased trade with other countries," Pew Research Center, July 29, 2024. https://www.pewresearch.org/short-reads/2024/07/29/majority-of-americans-take-a-dim-view-of-increased-trade-with-other-countries/
12) Karl Friedhoff, "Americans See Benefits of Trade, yet Support Restrictions to Protect US Jobs," Chicago Council on Global Affairs, August 22, 2024. https://globalaffairs.org/research/public-opinion-survey/americans-see-benefits-trade-yet-support-restrictions-protect-us
13) こうした世界観はバイデン政権にも共通しているところがある。例えば、同政権で国家安全保障を担当していたサリバン大統領補佐官は、ブルッキングス研究所で2023年4月27日に行ったスピーチのなかで、貿易の恩恵は中間層に届くことはなく、産業の空洞化を招いたなどと述べている。 https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2023/04/es_20230427_sullivan_intl_economic_agenda_transcript.pdf
14) Tim Hains, "Bessent: China Will Cut Prices In Response To Tariffs So They Can Continue To "Export Their Way Out Of Economic Malaise"," Real Clear Politics, January 16, 2025. https://www.realclearpolitics.com/video/2025/01/16/bessent_china_will_cut_prices_in_response_to_tariffs_so_they_can_continue_to_export_their_way_out_of_economic_malaise.html
15) Scott Bessent, "SCOTT BESSENT: Let's talk tariffs. It's time to revitalize Alexander Hamilton's favorite tool," Fox News, November 15, 2024. https://www.foxnews.com/opinion/scott-bessent-talk-tariffs-its-time-revitalize-alexander-hamiltons-favorite-tool?msockid=0f2317ac9a0f6cf3257c031e9be56dcb

野村総合研究所 ©2025 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2-2 トランプ政権とサステナビリティへの逆風 ―「実質重視の持続可能性」を問う

2025年1月トランプ政権が正式に誕生した。新政権からは、サステナビリティに関するテーマである気候変動・DEI[1]・ESGに対するアンチ姿勢が明確に打ち出されている。パリ協定からの離脱や政府のDEI関連プログラムの廃止など象徴的な出来事が続いている。さらに、政府の方向性を受けて、米系の金融機関によるネットゼロ系アライアンスからの脱退が相次いでいる。こうした動きを踏まえて、米国内でのサステナビリティの動向をどのように捉えるべきか、日本国内でも整理を進める必要がある。本稿では、トランプ政権の政策や米国内の金融・産業界の動きを踏まえて考察する。（なお、本稿は2025年2月中旬に執筆しており、その後の動向を補足できていないことに留意いただきたい。）

トランプ政権移行により米国の気候変動対応は逆風に

トランプ政権は、気候変動対策に対して否定的な姿勢を明確にしている。「Drill, baby, drill（掘って、掘って、掘りまくれ）」というスローガンは、大統領選挙戦の時から掲げられ、同政権のエネルギー政策の基本方針を象徴している。このスローガンのもと、トランプ大統領は化石燃料の積極的な活用を推進し、気候変動対策に向けた政府支援の見直しを進めている。大統領就任初日には、パリ協定からの離脱に関する大統領令に署名し、その後、国連に正式に通達された。順調に進めば、2026年1月に正式な脱退が予定されている。また、就任以降、気候変動やエネルギー政策に関連する大統領令が次々と発令されている（図表1）。前政権が推進していた洋上風力発電や電気自動車（EV）の普及促進政策も廃止された。さらに、凍結されていたアラスカ州でのLNG輸出用ターミナル開発の審査が再開され、同州での石油・ガス開発を促進する政策も打ち出されている。

注目すべきは、前政権でインフレや雇用対策の一環として導入されたインフレ抑制法（IRA）の見直しである。IRAの多くの資金は気候変動対策へ充てられ、米国内のクリーンエネルギー市場の拡大に寄与してきた。ただし、IRAには共和党支持州にも多額の補助金が配分されているため、全面的な見直しには至らない見込みである。それでも、IRAは気候変動対策を進める投資を活性化してきたため、その見直しは今後の米国内の投資を縮小させる可能性が高い。

こうした気候変動対応に消極的な政策の背景には、トランプ政権がエネルギー価格の高騰をインフレの主要因と捉え、その抑制が国民生活の安定につながると主張している点にある。また、トランプ大統領は、「石油や天

図表1　環境・エネルギー関連する主な大統領令

対象	大統領令の内容
国際的な枠組み	•パリ協定から再離脱し、国際環境協定でも米国を第1に位置付け •途上国への気候変動対策に向けた資金計画を即時撤回
資金拠出	•インフレ抑制法（IRA）とインフラ投資雇用法（IIJA）による資金支出の停止
エネルギー・インフラ	•国家エネルギー緊急事態を宣言 •特定の環境規制の停止やエネルギー関連政策許可の迅速化 •洋上風力発電リースからの一時的な撤退・許可慣行の見直し •アラスカ州におけるLNG輸出用ターミナル開発の審査再開。石油・ガス開発の促進 •米国周辺海域の新たな石油・ガス開発を禁止する措置を撤回
輸送・EV	•電気自動車（EV）の義務化を廃止 •車両および軽トラックからの排気ガス規制の廃止
その他	•温室効果ガス（GHG）の排出量分析手法の見直し

（出所）The White Houseを基に野村総合研究所作成

然ガス産業は1,000万人の雇用を支え、年間40万人の雇用を生み出す」と述べており、支持基盤となる層の雇用創出を狙っているとみられる。

反DEI、反ESGも政権の基本姿勢

トランプ政権は、DEIやESGに対しても否定的な姿勢を明確にしている。トランプ大統領は、就任の翌日に前政権で進めてきた人種やマイノリティを優遇する政策の廃止を決める大統領令に署名した。この大統領令は、「違法な差別を終了し、実力に基づく機会の復活」と題されており、肌の色に関係のない実力主義の社会を築くことを狙ったものである。署名と合わせて、トランプ大統領は、政府の各省庁に対してDEIの廃止ならびに、民間企業のDEI撲滅にも働きかけるように指示している。

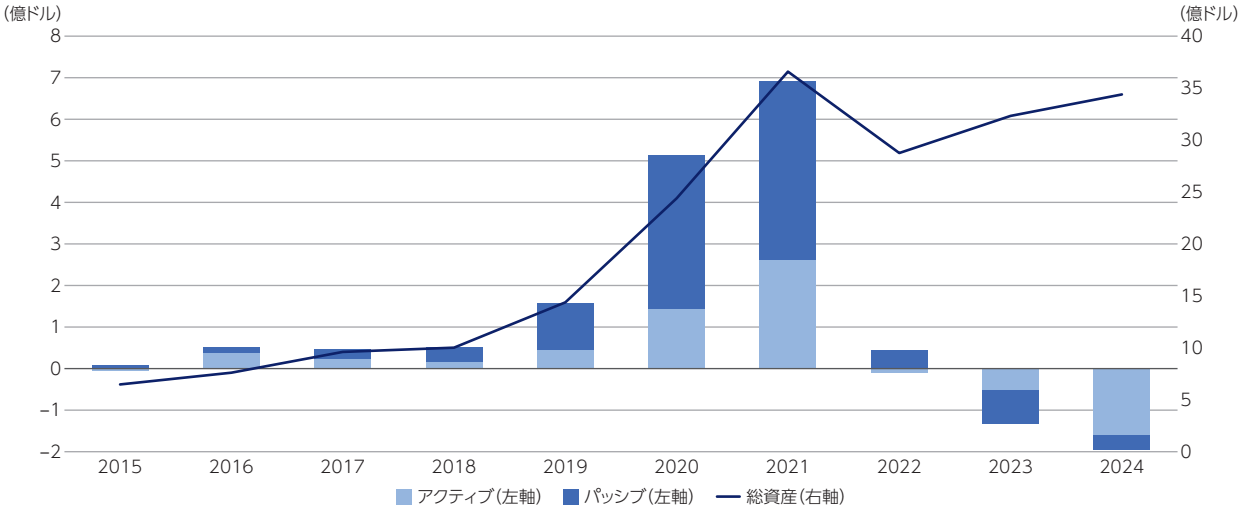
その後も2025年1月末、ワシントン近郊で発生した米旅客機と軍用ヘリの衝突事故に際しても、トランプ大統領は管制官の採用に多様性が重視されたことが問題だったと指摘し、前政権時代に進めたDEI政策に疑問を呈した。論拠は明確にはされなかったが、反DEIの姿勢は政治的にも強い主張であり、当面揺るぎそうにない。

こうした反DEIの動きは、トランプ大統領就任以前から米国内で始まっていた。保守系の活動家たちは、DEIを推進する企業に対してSNSを通じたボイコット運動や訴訟を通じて圧力をかけてきた。その結果、標的とされた企業の多くが、DEI関連の取り組みを縮小または撤回する状況に追い込まれてきた。たとえば、Harley-Davidsonは、社会正義に目覚めた企業だと反対派の圧力を受けて2024年に多様性推進の取り組みを撤回した。また、こうした動きを受けて、これまでDEIを積極的に推進してきたMeta、Google、Microsoftなども2023年から2024年にかけてDEIに関する取り組みを縮小している。

ESGについてもDEIと同様の傾向が見られる。現段階で、トランプ政権からESG投資を直接制限する大統領令は確認できていないが、これまで共和党はESGに対して根強い反対姿勢を続けてきた。州レベルでは、共和党の影響が強いフロリダ州、アーカンソー州、インディアナ州などで、2022年以降、反ESG法を成立させている。こうした州では、ESGという言葉自体に対する強い反発があり、訴訟も相次いでいる。結果として、米国のESG関連資金は、2021年をピークとして2022年以降は流出傾向にある（図表2）。

今後、トランプ政権下では、ESGに関連した規制強化（企業年金基金のESG考慮、株主提案の規制など）

図表2　サステナブル投資資金の流入／流出



(出所) Morningstar, What's Behind 2024 Outflows From US Sustainable Funds

野村総合研究所 ©2025 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

が進む可能性が高い。これまでも州ごとに対応は分かれてきたが、政権の方向性を汲んだ反ESGの動きは強化されるだろう。

ここまで見てきた通り、気候変動、DEI、ESGに対するトランプ政権の消極的な姿勢は根強い。こうしたトランプ大統領就任以前から続く共和党支持層の活発な主張や就任直後から始まったトランプ政権の政策に対して、米国の金融・産業界はどのような反応を見せているのだろうか。

企業は気候変動に対する目標見直しを進めるも、脱炭素の方向性は継続

トランプ政権誕生以前から、米国内では気候変動対応への逆風を受け、産業界での対応は始まっていた。

気候変動対応に積極的だったWalmartは、2024年12月に2030年までのGHG排出削減目標を下方修正した。これについて、Walmartはエネルギー政策やインフラ、低炭素技術の活用可能性に関する課題を理由としている。AlphabetやMicrosoftも、AI向けインフラ（データセンター）の投資により中間目標の達成が困難であるとコメントしている。特に中間目標は2030年に設定されているケースが多く、期日が近づいてきたことにより不透明感の強い米国内で、達成を無理強いすることが難しくなってきた模様だ。

また、米金融機関はネットゼロ系のアライアンスからの脱退を相次いで公表している。脱退の背景として、ネットゼロ達成に向けた政策や市場の不透明性に加え、ネットゼロをリードする立場を掲げ続けることで、気候変動対応反対派や反ESG勢力からの批判や訴訟等のリスクが高まっていることも大きな一因である。2024年11月末には、Blackrockなど大手資産運用会社らは、テキサス州など複数州から、進めてきたESG投資や経営陣へのGHG排出量の削減を通じてエネルギー価格を押し上げたと訴訟を受けている。

一方で、脱炭素に対する一貫性を保持する必要性を訴えかける声も上がっている。米石油大手Exxon MobilのCEOは2024年11月、新政権の政策を見越して、米国のパリ協定からの離脱に対して牽制するコメントを発表した。これについて同社は、化石燃料に依存するエネルギー業界も、再生可能エネルギーなどへの投資を進めるなど、ビジネス上の観点から脱炭素への移行に取り組んでおり、株主への責任を負う立場として、適切なインセンティブ付けを政府が担うべきであると述べている。

さらに、米Appleなどが加盟する気候有志連合「アメリカ・イズ・オール・イン」（AIAI）も、同月に米大統領選でのトランプ氏当選を受け、「気候変動対応へのコミットメントは揺らがない」と声明を発表した。AIAIには、Microsoft、Walmart、Starbucks、Nikeなど2300を超える企業（投資団体を含む）のほか、ニューヨークやカリフォルニアなど10州、ハーバード大学やコロンビア大学など425の教育機関が参画している。また、ネットゼロ系アライアンスを脱退した米系金融機関も2050年のネットゼロ目標の見直しは行っていない。

こうした産業・金融界の動きの背景には、気候変動へ向けた対応は地球全体で避けがたいものであり、一貫した企業方針を貫くことが長期的にはメリットが大きいと判断しているものと思われる。政権は4年ごとに変わりうるが、企業の技術開発や製造ならびにインフラへの投資はそうたやすく変化をさせることはできない。さらに、多くの米国企業は、欧州や日本を含むアジアでも既にビジネスを展開しており、米国国内の気候変動政策のみを見えているわけではない。今後も欧州やアジアで気候変動への対応が進む場合、政権の交代に合わせて自社の戦略の方向転換をしていては、ビジネス上のリスクにつながりうるのだ。

反DEI、反ESGに対してもリスク回避を開始。方針レベルではなく、実質的な意味を重視

反DEIや反ESGに対する動きに対し、産業・金融界は2021年頃から対応を始めている。WalmartやOccidental Petroleumなどの米国企業は、2021年以

降、決算説明会でESGに関する直接的な言及を避けるようになった。一方で、これら企業では事業継続に必要なESG施策は引き続き実施しており、直接的な批判をかわしつつも取り組みは継続していく形をとっている。また、批判をかわすためにDEIの旗を降ろしつつも、実態として重視姿勢を崩さない企業もいる。Starbucksでは従来、平等、社会、ガバナンス目標をDEIと紐づけて設定していたが、「タレント」として見直しを行った。このタレントに関する指標に基づき、役員ボーナスの約25%が決定される仕組みとなっている。この決定に際して、Starbucksは株主と協議をし、タレント指標を採用し、より広範な労働力を含めた新たな改善目標としていると開示資料で説明している。

一方で、金融機関はESG投資を長期的なリスク管理や収益性向上のための重要な戦略と位置づけており、経済合理的な観点から具体性や透明性を高める取り組みを進めている。実際、2023年に、Blackrockのラリー・フィンク氏は、ESG投資という言葉を使わないと発言する一方で、顧客が脱炭素化を望む場合には積極的に協力する姿勢を示している。

産業界は比較的冷静に受け止めている可能性が高い

ここまで見てきたように、気候変動・DEI・ESG投資に対して前政権が積極的に推進してきた状況とは異なり、トランプ政権下では強い逆風が吹くことは避けられない。その背景は、共和党の支持基盤が化石燃料に関する雇用層や保守的な価値観を持つ支持層の考え方と強く結びついているためである。

一方で、産業界はこれまで慎重にサステナビリティの考え方を取り入れてきたことも忘れてはならない。企業は、単なる環境や社会に対する慈善行為としてではなく、本業へのメリットやリスク回避の観点から、サステナビリティに関する多岐にわたる個別課題に取り組んできた。一つ一つのサステナビリティに関する課題について、実際に自身のビジネスにとって機会となるかリスクとなるか見極めて、対応が必要となる課題への取り組みを進めてきた。特に、気候変動は、地球全体に影響を及ぼす大きなリスクであり、好む好まざるにかかわらず、長期的には地球規模で脱炭素化を進めざるを得ないテーマである。企業が長期的に収益を生み続けるためには必須の外部の環境変化であり、それらを踏まえて戦略策定をすることは企業経営をする上で誰から批判を受けるものでもない。一方で、サステナビリティ関連市場はここ数年、政策的支援の下に拡大してきた面もある。よって、政策的支援が見直されるなかで、市場成長が鈍化するのも止むを得ないと言えよう。

しかしながら、たとえ米国の新政権下で逆風が吹いたとしても、気候変動自体を止めることはできず、結果として、より大きな気候変動対策という潮流を止めることはできない。実際、本稿で見てきた通り、金融・産業界では強く批判を受けるESG投資という言葉やネットゼロ系アライアンスの加盟など目立つ動きは避けつつ、実質的な対応を政権成立以前から進めてきた。さらに言えば、4年後に大統領選で米国政府がどのように進むかは不透明である。

サステナビリティから持続可能性の本質へ

今後、トランプ政権の大統領令が具体的な政策に落とし込まれていく中で、概念やスローガンとしてのサステナビリティは、米国内では一時的に影を潜めるかもしれない。しかし、ここで立ち止まって考えておきたい。サステナビリティという言葉が元々どういう意味を持つ言葉だったか。サステナビリティという言葉は本来、気候変動、DEI、ESG投資という意味ではなく、「持続可能性」を意味した言葉だ。ここ数年、サステナビリティという言葉を活用することで、社会全体でこれまで十分に考慮が行き届いていなかった環境や社会に対する理解が進んだ。その一方で、言葉やスローガンが独り歩きしてしまう傾向もあった。

トランプ政権の誕生で「サステナビリティ」という看

野村総合研究所 ©2025 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

板が表向きには外されるかもしれない。だからこそ、持続可能性とは何かを問い直す契機となり得るのではないか。持続可能性はどの組織や社会にとっても否定し難い普遍的な価値を持つものである。どの組織や社会にとっても、利益を生み出しながら長期的に繁栄を続けるためには、環境や社会に関する外部環境の変化やリスクを無視することはできない。今後は、看板のないサステナビリティと向き合うこと、つまり、「実質重視の持続可能性」を見据えることで、長期的な競争力や価値創造に結び付ける企業が増えていくことを期待したい。

1) DEIとは、Diversity（多様性）、Equity（公正性）、Inclusion（包摂性）。

2-3 変化する暗号資産規制

エンフォースメントによる規制からの転換

米国の暗号資産業界は、バイデン前政権に指名されたゲイリー・ゲンスラー前証券取引委員会（SEC）委員長の主導する暗号資産規制の手法が、明確なルールに基づかない「エンフォースメント（法執行）による規制」だと批判してきた。

SECは、1940年代の連邦最高裁判決で示された「ハウイ基準」と呼ばれる判例法理を用いて、暗号資産に証券法の規制を及ぼそうとした。同基準は、①資金の拠出、②拠出資金による共同事業、③事業による収益獲得の期待があり、④その収益獲得がもっぱら資金拠出者以外の他社の努力による、という4つの要件が満たされる場合には、証券の一類型である「投資契約」の売付けが行われたことになるというものである。

この法理を暗号資産プロジェクトに当てはめると、ICOによるトークンの組成は証券発行であり、トークン売買の場を提供する暗号資産交換業者は証券取引所だということになる。

SECは、証券公募や証券取引所の開設にはSECによる登録が求められると指摘し、無登録のままそうした行為を行う暗号資産業者に対して、次々に差止命令や民事制裁金支払命令の発出を求める訴訟を提起した。

SECによる摘発の矛先は、国際的な送金のコストを引き下げると期待された暗号資産XRPの発行者リップルや世界最大級の暗号資産取引プラットフォームの運営者コインベースといった大手企業にも向かい、暗号資産業界の強い反発を招くことになった。

トランプ氏は、大統領選挙期間中からこうしたSECの姿勢を厳しく批判し、選挙公約には「民主党の違法で非アメリカ的な暗号資産抑圧を終わらせる」という文言を盛り込んだ。また、ゲンスラーSEC委員長を「就任初日に解任する」と宣言して業界の喝さいを浴びた。

ゲンスラー氏は、政権交代直前に辞任したため、トランプ大統領による解任は現実化しなかったが、後任に指名されるポール・アトキンス元SEC委員は従来の暗号資産規制に批判的である。議会上院による承認を経て同氏が着任するまでの委員長代行には、SEC内で「エンフォースメントによる規制」を批判してきた共和党のマーク・ウエダ委員が就任した。

ウエダ氏は、早速、暗号資産業界に好意的な見解で知られ「クリプト・マム（暗号資産の母）」の異名をとるヘスター・ピアース委員を座長とする暗号資産規制見直しのためのタスクフォースを発足させた。

一方トランプ大統領は、就任3日後に署名した大統領令で、暗号資産などのデジタル資産は米国のイノベーションや経済発展に重要な役割を果たすとし、ホワイトハウスに関連する省庁や規制機関による作業部会を設置し、180日以内に新たな規制枠組みを盛り込んだ報告書を提出するよう命じた。

注目される今後の枠組み

今後示される新たな暗号資産規制の枠組みはどのようなものになるのだろうか。

恐らく、暗号資産業界が本音で望むような政府・規制機関からの介入をほとんど受けない環境での自由なビジネス展開は望み薄だろう。

野村総合研究所 ©2025 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

SEC内の暗号資産業界に対する最大の理解者であるピアース委員やSECによる恣意的ともいえるエンフォースメントに歯止めをかけるための法案作成に尽力した共和党議員を含め、この問題に詳しい専門家の間では、ビットコインやイーサリアムのような非分権的な状態にまで至っていない、特定の「発行者」が具体的な事業のための資金調達手段として組成する暗号資産に対しては、連邦証券法の規制が及ぶことが、ほぼ共通の認識となっているからである。

今後示される新たな枠組みでは、次のような点が注目される。

第一に、ビットコインやイーサリアム以外にも十分に非分権的な状態にあると判断され、証券規制の対象ではないとされる暗号資産が、具体的に示されるのかどうかである。資金決済手段を標榜するXRPやドルなどの法定通貨に価値が連動するステーブル・コインの位置付けなどが焦点となろう。

第二に、規制機関間の住み分けがどうなるかである。ビットコインやイーサリアムは、商品先物取引委員会（CFTC）が規制する商品取引所で先物取引が行われているので、原資産である現物暗号資産は、いわゆるコモディティ（商品）だと考えられている。

ビットコインやイーサリアムの現物取引は暗号資産交換業者の取引プラットフォームで行われているが、そこではICOトークンやデジタル・アート作品などにも用いられるNFTなど多様な暗号資産が取引されている。仮にそれらの暗号資産が、SECが主張してきたように証券規制の対象だということになれば、暗号資産交換業者はSECとCFTCの双方による規制を受けることになるのだろうか。あるいはCFTCは現物取引の規制は所管しないので、SECのみの規制下に置かれるのだろうか。

第三に、ミームコインの位置付けである。イーロン・マスク氏が推奨したことで知名度を上げたDOGEやトランプ大統領が推奨するTRUMPトークンなどは、ただのジョークだとされ、SECも証券とはみなさなかったが、活発な投機的取引の対象となっている。投資者保護の観点から問題はないのだろうか。

国際的な影響も注目点

日本では、2016年の資金決済法改正で暗号資産（2019年改正までは「仮想通貨」と呼ばれた）の法的な定義が定められ、暗号資産交換業者の登録制度が整備された。顧客が保有する暗号資産の分別管理や具体的な管理方法も規定され、金融庁による監督が行われている。暗号資産の不公正取引の規制も設けられた。

日本の暗号資産規制は、暗号資産の元祖ともいえるビットコインのイメージに引きずられて形成されたきらいがあり、暗号資産を基本的には資金決済手段とする考え方に立つ。資金調達手段としての性質に着目して証券法規制を課す米国の考え方とはかなり異なる。他方、欧州では、EUが暗号資産を証券や資金決済手段とは別のものとして規制する法令の整備を進めている。

暗号資産規制にグローバル・スタンダードといえるものは存在しないが、米国での規制整備が進めば、国際的な影響は小さくないだろう。日本でも暗号資産と証券市場を規制する金融商品取引法との関係を再検討しようとする動きがあるが、米国の動向は、そうした検討にも波紋を広げる。

もう一つ注意すべき点は、トランプ政権の中央銀行デジタル資産（CBDC）への対応である。暗号資産業界の守護神となったトランプ大統領は、一方で、暗号資産と同様にブロックチェーン技術を活用するCBDCについては、大統領選挙の公約にも「反対する」と掲げ、大統領就任後は「禁止する」と大統領令で明言するなど、全面否定の姿勢である。

CBDCをめぐっては、欧州や中国が導入に積極的であり、日本銀行も実証実験に着手している。新興国の中央銀行も銀行口座を持てない国民も金融サービスのメリットを享受できるようにする金融包摂の観点から強い関心を示す。そうした中で、世界で最も幅広く利用されている通貨ドルの発行国である米国がCBDCの発行に完全に背を向けることは、どのような影響をもたらすのだろうか。

著者紹介

井上 哲也
Tetsuya Inoue
金融イノベーション研究部
シニアチーフリサーチャー
focus@nri.co.jp
担当：1-1、1-2
専門は中央銀行、金融市場

神宮 健
Takeshi Jingu
金融イノベーション研究部
シニアチーフ研究員
focus@nri.co.jp
担当：1-3
専門は中国経済・金融資本市場

佐々木 雅也
Masaya Sasaki
未来社会・経済研究室
エキスパートエコノミスト
focus@nri.co.jp
担当：2-1
専門はマクロ経済分析

榊原 渉
Wataru Sakakibara
コンサルティング事業本部
パートナー
focus@nri.co.jp
担当：2-2
専門はサステナビリティ経営、インフラ産業

深井 恒太朗
Kotaro Fukai
経営コンサルティング部
グループマネージャー
focus@nri.co.jp
担当：2-2
専門はサステナビリティ経営、サステナブルファイナンス

大崎 貞和
Sadakazu Osaki
未来創発センター
主席研究員
focus@nri.co.jp
担当：2-3
専門は資本市場法

（論文の掲載順）

トランプ政権の政策がもたらす金融経済への影響

金融ITフォーカス特別号

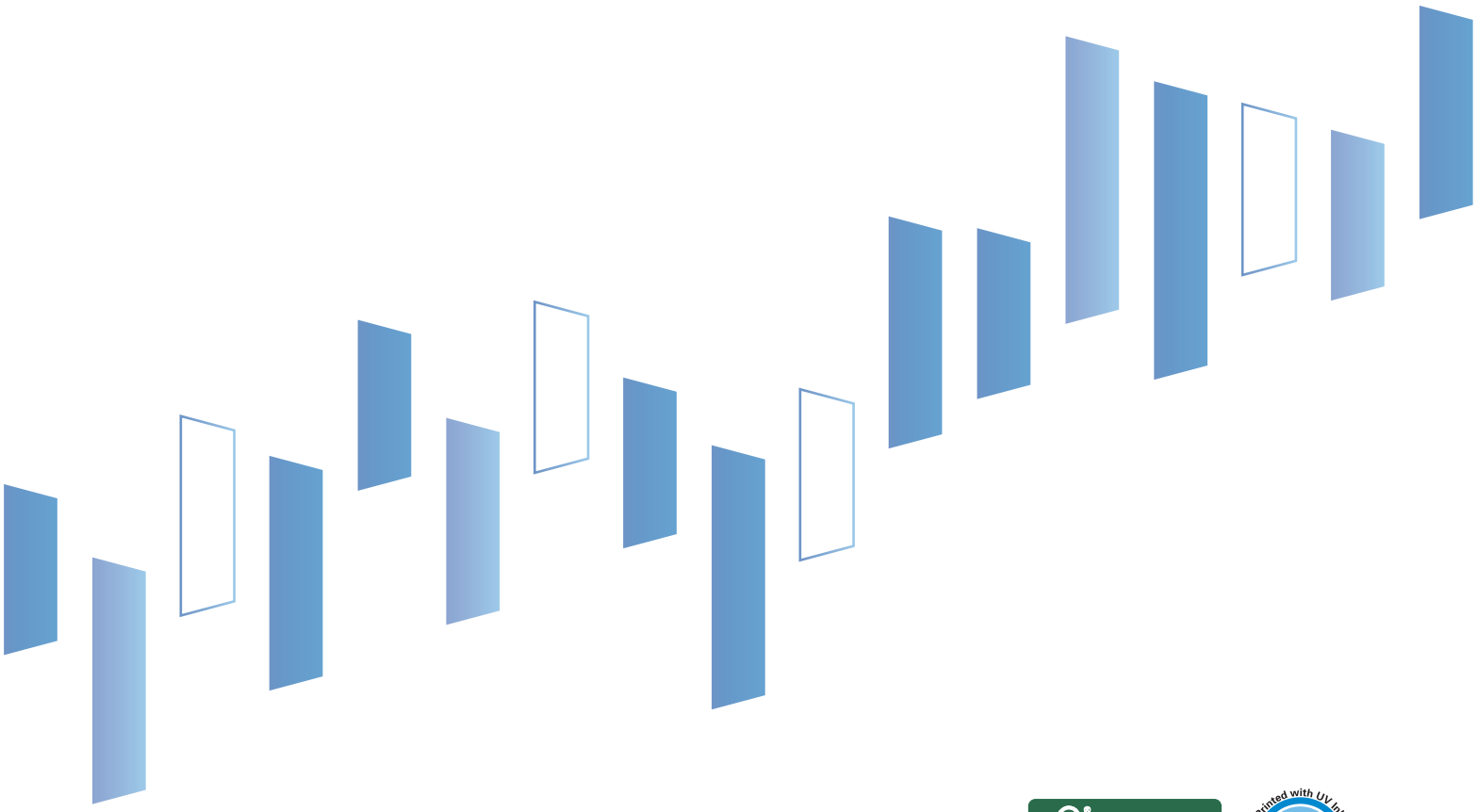
発行日　2025年4月10日

発行　株式会社野村総合研究所
〒100-0004　東京都千代田区大手町 1-9-2
大手町フィナンシャルシティ グランキューブ
https://www.nri.com/jp

発行人　武田 則幸
編集人　竹端 克利
企画・編集　銭谷 馨
デザイン　株式会社ベネクスマーケティング
対談写真　つちだ 耕平
印刷・製本　NRIフィナンシャル・グラフィックス株式会社
問い合わせ先　金融イノベーション研究部
focus@nri.co.jp

本レポートのいかなる部分も、その著作権、知的財産権その他一切の権利は、株式会社野村総合研究所又はその許諾者に帰属しております。本レポートの一部または全部を、いかなる目的であれ、電子的、機械的、光学的、その他のいかなる手段によっても、弊社の書面による同意なしに、無断で複製・転載または翻訳することを禁止いたします。
株式会社野村総合研究所は、本情報の正確性、完全性についてその原因のいかんを問わず一切責任を負いません。

NRI



FSC
www.fsc.org
ミックス
責任ある木質資源を使用した紙
FSC® C005531

Printed with UV Ink
VOC Free