

# トランプ・ポノミクスの中間評価

## 高関税・減税・移民制限の成果と課題

高関税や減税などの公約をほぼ実現したトランプ政権。

その経済的な「成果」をマクロの指標から読み解く。

- ・ 米国経済は減速したものの、景気後退は回避
- ・ 物価上昇や製造業雇用の減少など課題も残る
- ・ 任期の折返しを前に、政策効果の見極めには時間を要する

ニッセイ基礎研究所  
主任研究員

## 窪谷 浩

くぼたに ひろし 1991年大阪大学卒業、日本生命入社。米Nリー・インターナショナル、ニッセイアセットマネジメント、国際金融情報センターなどを経て、2014年より現職。専門は米国経済。

2025年1月に発足したトランプ第2次政権は、「米国第一主義」を掲げ、高関税、減税、移民制限を柱とする経済政策を矢継ぎ早に打ち出してきた。その狙いは、製造業の国内回帰や雇用の創出を通じて中間層を再生し、米国経済の競争力を取り戻すことにあった。

もっとも、こうした政策には当初から賛否が分かれていた。高関税や移民制限は、企業のコスト増加や労働力不足を通じてインフレを加速させる一方、景気を下押しするとの見方が多く、高インフレと低成長が併存するスタグフレーションや景気後退を懸念する声も少なくなかった。

しかし、政権発足から約1年半が経過した現在、米国経済はそうした当初の見方とは異なる姿を示している。インフレ率は上昇したものの、懸念されたほどの高水準には至らず、景気も底堅さを維持し、雇用も大幅な悪化を回避している。その間、26年2月末からの中東情勢の緊迫化に伴うエネルギー価格の上昇という想定外のインフレ要因が加わった一方、大型減税や生成AIの普及を背景としたAI関連投資の急拡大などが景気を下支えた。

本稿では、高関税、減税、移民制限という主要政策がどこまで実現したのかを整理した上で、それらが米国経済に

もたらした成果と課題を検証し、「トランプノミクス」を中間評価する。

## 選挙公約はどのくらいまで実現したのか

トランプ大統領が2024年の大統領選挙で掲げた主要な経済公約は、おおむね実行に移されている。第2次政権では、就任直後から大統領令などの行政措置を相次いで打ち出すとともに、共和党が多数を占める議会での立法も通じて、公約の実現を急いだ。もつとも、その過程を見ると、公約どおりに実施された政策もあれば、司法判断などを受けて制度設計や運用面で修正を余儀なくされたものもある。以下では、高関税、減税、移民制限の三つを中心に、公約の実現状況を整理したい。

まず、関税政策について見ると、トランプ大統領は先の大統領選において、すべての輸入品に一律10〜20%の「ユニバーサル関税」を課すとともに、中国からの輸入品には60%の追加関税を課す方針を公約として掲げた。これに対し、実際にはすべての輸入品に一律の税率を課すのではなく、多くの国・地域を対象に、それぞれ異なる税率を適用する「相互関税」が導入され、中国に対しても段階的な税率の引き上げが見直しが実施された。また、カナダ、メキ

シコに対しては、違法薬物（フェンタニル）の流入や不法移民への対応を理由とした追加関税も導入された。これらの関税措置の多くは、大統領に国家非常事態への対応権限を付与する国際緊急経済権限法（IEEPA）を法的根拠として発動された。

もつとも、26年2月には、連邦最高裁判所がIEEPAに基づく関税措置を違法と判断した。これを受けて政権は、通商法122条に基づく一時的な追加関税を導入したほか、同措置の7月24日の失効に合わせて、強制労働を理由とする通商法301条に基づく追加関税を発動した。また、過剰生産を理由とする通商法301条や通商拡大法232条に基づく調査を進めるなど、IEEPAに代わる法的根拠を活用しながら関税政策を継続している。

関税率の引き上げに伴い関税収入は大幅に増加したものの、最高裁判決を受けてIEEPAに基づき徴収した関税の還付が進んでおり、歳入面での効果は一部相殺されている。制度面では当初の構想から修正を余儀なくされたものの、関税を通じて国内産業の保護を図るとともに、歳入を確保するという政策の方向性は維持されている。

減税政策については、公約は比較的そのまま実現したと評価できる。トランプ大統領は、第1次政権で成立した減

税・雇用法(TCJA)で時限措置とされていた個人向け減税の恒久化に加え、設備投資や研究開発投資を促す税制優遇措置などを公約に掲げていた。その後成立した減税・歳出法(OBBBA)では、TCJAによる個人向け減税の多くが恒久化されたほか、設備投資や研究開発に対する税制優遇措置が拡充された。さらに、選挙戦で掲げたチップや残業代に対する減税措置も盛り込まれた。財政赤字の拡大という課題はあるものの、公約実現という観点では高い実現度を示したと評価できる。

移民政策でも、公約はおおむね実現した。バイデン前政権は、難民受け入れや人道的な入国経路を拡大するなど、第1次トランプ政権の厳格な移民政策を転換したが、不法越境者の急増を受けて政権末期には国境管理の強化へと軌道修正した。第2次トランプ政権は、国境管理や庇護制度を一段と厳格化するとともに、国内での摘発・拘束・送還に向けた執行体制を大幅に強化するなど、第1次政権を上回る規模で不法移民対策を進めている。その結果、バイデン政権末期から減少していた南部国境の不法越境者数はさらに大幅に減少した。一方、移民流入の減少は外国生まれの労働力人口の伸びを抑制しており、人手不足が生じやすい産業を中心に労働供給の制約を強める可能性がある。

このように、高関税、減税、移民制限という三つの主要公約は、実現の程度や手法には違いが見られるものの、全体として見れば高い実現度を示している。関税政策では司法判断を受けて政策手段の修正を余儀なくされた一方、減税政策は公約に沿った内容がおおむね実現し、移民政策もバイデン前政権から大きく転換して、第1次政権を上回る規模で厳格化が進められた。ただし、公約を実現したことで、それが経済にどのような成果をもたらしたかは別の問題である。

## スタグフレーションや景気後退は起きたか

それでは、こうした政策が米国経済にどのような影響をもたらしたのか。以下では、景気、雇用、物価などの動きを確認し、当初懸念されたスタグフレーションや景気後退が現実となったのかを検証する。

まず、実質国内総生産(GDP)の動きを見ると、2025(26年上期)における各四半期の実質GDP成長率(前期比年率)は平均2.0%となり、22(24年平均)の2.4%から減速した(表1)。なお、21年はコロナ禍からの経済正常化を背景に6.2%の高成長となっており、バイデン政権期全体の平均成長率を大きく押し上げている。このため、

表1 米国の実質 GDP 成長率・需要項目別寄与度

|            | 2021年 | 2022～24年<br>平均 (1) | 2025～26年<br>上期平均 (2) | (2)-(1) |
|------------|-------|--------------------|----------------------|---------|
| 実質 GDP 成長率 | 6.2   | 2.4                | 2.0                  | ▲0.4    |
| 個人消費       | 5.8   | 1.8                | 1.4                  | ▲0.4    |
| 設備投資       | 0.8   | 0.7                | 0.9                  | 0.2     |
| 住宅投資       | 0.5   | ▲0.2               | ▲0.1                 | 0.1     |
| 在庫投資       | 0.3   | ▲0.3               | ▲0.2                 | 0.1     |
| 政府支出       | ▲0.0  | 0.5                | ▲0.0                 | ▲0.5    |
| 純輸出        | ▲1.3  | ▲0.1               | 0.0                  | 0.1     |

(注) 2021年は暦年の実績値。2022～24年平均および2025～26年上期は、各期間の四半期の  
実質 GDP 成長率 (前期比年率) および需要項目別寄与度の平均値。  
(資料) BEA (米商務省経済分析局) よりニッセイ基礎研究所作成

以下では主として22～24年平均と25～26年上期平均を比較する。

需要項目別の寄与度をみると、個人消費は22～24年平均の1.8%ポイントから25～26年上期には1.4%ポイントへ低下したものの、引き続き成長を支えた。関税率の引き上げや物価高による下押し圧力があつたものの、雇用

環境が大幅に悪化しなかつたことや、株高に伴う資産効果などが消費を支えたとみられる。一方、住宅投資は引き続き低調であり、高金利環境が住宅市場の重石となつたと考えられる。

設備投資の

寄与度は22～24年平均の0.7%ポイントから25～26年上期には0.9%ポイントへ拡大した。生成AIの普及を背景に、データセンターや半導体、情報処理機器などAI関連投資が活発であつたことがプラスに作用した。一方、政府支出の寄与は低下した。

26年に入ると、中東情勢の緊迫化に伴うエネルギー価格の上昇が家計の実質購買力を圧迫するなど、新たな景気下押し要因も加わつた。それでも、26年上期に限れば実質GDP成長率は前期比年率で平均1.8%と堅調な伸びを維持した。需要項目別にみても、個人消費や設備投資がそれぞれ1%ポイントを超える寄与となるなど、民間需要は堅調に推移した。こうした点を踏まえると、トランプ政権発足後の成長率はそれ以前に比べて鈍化したものの、現時点で米国経済が景気後退に陥つたとは評価できない。

次に、雇用、物価、株価について、トランプ2次政権発足前と足元の状況を比較したものが表2(次頁)である。雇用情勢を見ると、非農業部門雇用者数は24年12月から直近までに54万人増加し、失業率も4.1%で横ばいとなっている。移民流入の抑制によって労働供給の伸びが鈍化するなかでも、雇用全体では大幅な悪化は見られず、失業率の急上昇にはつながつていない。一方、製造業雇用者数は

2024年12月の前年同月比2.9%から直近では3.4%へ上昇した。高関税に伴う輸入コストの増加が一部の商品価格に転嫁されたことに加え、26年2月末からの中東情勢の緊迫化に伴う原油価格の上昇も物価を押し上げた。もっとも、関税による物価押し上げは、当初懸念されたほど大

表2 トランプ政権発足後の主要経済指標

| 項目          | 発足前      | 直近       | 変化幅                  | 評価 |
|-------------|----------|----------|----------------------|----|
| 非農業部門雇用者数   | 1億5832万人 | 1億5886万人 | 54万人                 | ○  |
| 製造業雇用者数     | 1269万人   | 1261万人   | ▲8万人                 | ×  |
| 失業率         | 4.1%     | 4.1%     | 横ばい                  | ○  |
| CPI 総合（前年比） | 2.9%     | 3.4%     | 0.5ポイント              | ×  |
| S&P500指数    | 5,881.63 | 7,748.50 | 1,866.87<br>(+31.7%) | ◎  |

（注）非農業部門雇用者数、製造業雇用者数、失業率、CPI 総合の発足前は2024年12月、S&P500指数は2024年末。直近はS&P500指数が2026年8月12日、それ以外は2026年7月。雇用者数は季節調整済み、CPI 総合は前年同月比。評価は変化幅と直近の水準を踏まえて判断。

（資料）BEA（米商務省経済分析局）、BLS（米労働省労働統計局）、Bloomberg よりニッセイ基礎研究所作成

同期間に8万人減少した。トランプ政権は高関税などを通じて製造業の国内回帰を促す方針を掲げているが、少なくとも雇用面では現時点で明確な成果が表れているとは言い難い。

他方、物価面ではインフレ圧力が強まっている。消費者物価指数（CPI）の上昇率は、

きくなかった。輸入企業による調達先の見直しや価格転嫁の遅れに加え、一部の関税率引き下げや適用除外品目の拡大などが、その影響を抑制したとみられる。

株式市場も、米国経済の深刻な停滞を織り込んではいない。図表2に示すように、S&P500指数は24年末の5881.63から直近（26年8月12日）には7748.50へ上昇した。AI関連企業の業績拡大への期待や減税による企業収益の押し上げ期待などが株価を支えたとみられる。株価の動きだけで経済政策の成否を判断することはできないものの、株式市場では少なくとも深刻な景気後退への懸念が強まっていないことがうかがえる。

以上を踏まえると、トランプ政権下では成長率の鈍化とインフレ率の上昇が同時に見られるなど、スタグフレーション的な動きは見られた。もっとも、物価上昇には高関税に加え、中東情勢の緊迫化に伴うエネルギー価格の上昇という外生要因も影響しているほか、個人消費は底堅さを維持し、雇用全体的大幅な悪化も回避されていることから、深刻な景気停滞とインフレが併存する状況には至っていない。一方、製造業雇用は減少しており、経済の一部には弱さも見られる。

さらに、こうした底堅さが今後も持続するかは不透明で

ある。関税の価格転嫁には時間差があるほか、移民制限による労働供給の伸びの鈍化はすでに見られており、雇用者数の増加ペースを抑える一因となっている可能性がある。また、中東情勢の長期化などを通じてエネルギー価格が高止まりすれば、インフレ圧力が一段と強まるかもしれない。大型減税による財政赤字の拡大が見込まれるなか、IEEPAに基づき徴収した関税の還付も財政収支の悪化要因となる。したがって、現時点では深刻な景気停滞や景気後退は回避されているものの、インフレ圧力が残るなか、スタグフレーションのリスクが完全に消失したと判断するのは早計であろう。

## トランプノミックスの中間評価

ここまで見てきたように、トランプ政権は、高関税、減税、移民制限という主要公約をおおむね実行に移した。成長率の鈍化とインフレ率の上昇というスタグフレーション的な動きは見られるものの、当初懸念されたような深刻な景気停滞や景気後退を招くには至っていない。もともと、政権発足から約1年半という現時点では、政策効果を最終的に評価するにはなお早い。

高関税政策については、輸入コストの上昇を通じて物価

を押し上げた一方、企業による調達先の見直しや価格転嫁の遅れ、関税率の引き下げや適用除外などもあり、これまでのところの影響は当初懸念されたほど大きくない。ただし、新たな関税措置も検討されており、今後の関税政策の動向次第では、インフレ押し上げ圧力が再び強まる可能性がある。また、製造業雇用は減少しており、製造業の国内回帰について、雇用面では明確な成果は確認できない。減税政策は、設備投資や研究開発に対する税制優遇を拡充した一方、財政赤字の拡大という課題を抱える。移民制限については、移民流入の抑制という政策目的は実現したが、労働供給の伸びを鈍化させており、今後、人手不足が生じやすい産業を中心に経済活動を制約する可能性がある。

このように、トランプノミックスは公約実現という点では高い実現度を示したものの、その経済的な成果については評価が分かれる。足元の景気の底堅さには、政策効果だけでなく、生成AIの普及を背景としたAI関連投資の拡大や株高に伴う資産効果なども寄与している一方、物価には中東情勢の緊迫化に伴うエネルギー価格の上昇という外生要因も影響している。今後は、関税や移民制限の影響に加え、減税が持続的な成長につながるか、関税政策が製造業の競争力強化や雇用創出につながるかを見極める必要がある。