

【みずほリポート】

トランプ政権発足から1カ月を振り返る ～世論を捉えた現実的な政策の帰結は？～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

2025年2月21日

ともに挑む。ともに実る。



要旨

ポイント① 経済構造変化で『保護主義に傾く世論』

- 政権発足から1カ月、トランプ大統領は国民からの強い支持を受け、実行力重視の政策運営を展開
- ハイテク産業を中心に生産性は力強く改善、インフレを抑制する要因に。一方、ハイテク部門成長の恩恵は一部の富裕層に集中。格差拡大への国民の不満が蓄積していることが、トランプ政権による保護主義的政策を後押しする構図

ポイント② 『世論を意識したトランプ政策』とは？

- 政権発足当初は関税を交渉材料に「移民・麻薬対策の強化」に注力。一方、足元で、政策の軸足は徐々に「貿易不均衡の是正」に転換。この先、トランプ政権は世論に配慮した現実的な政策を展開すると予想。保護主義政策で景気は減速するが影響は一時的で、支持層の離反には至らない見込み

ポイント③ それでも『見逃せないリスク』

- 仮に、保護主義政策によりインフレが再燃し、FRBが利下げできない事態となれば、高金利が経済に変調をきたす懸念。また、ハイテクに偏った経済成長には不確実性が伴うことにも留意

ポイント④ 『トランプ後の世界』を考えることも重要に

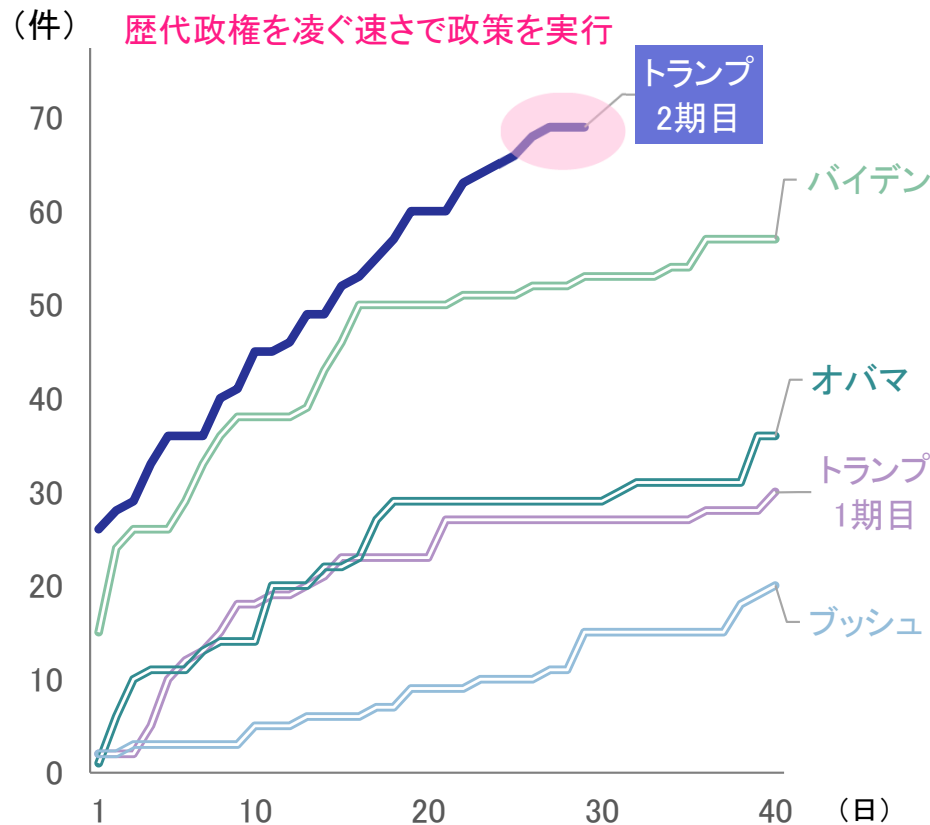
- 目の前のトランプ政策ばかりに目を奪われると、先行きを見誤る可能性。中間選挙後はポスト・トランプを巡る動きが加速。米国の将来を担う若中年世代がどのような米国を望むかをイメージすること（備えること）が重要に

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

トランプ政権は大統領権限を最大限活用。米国民の支持を背景に今後も継続へ

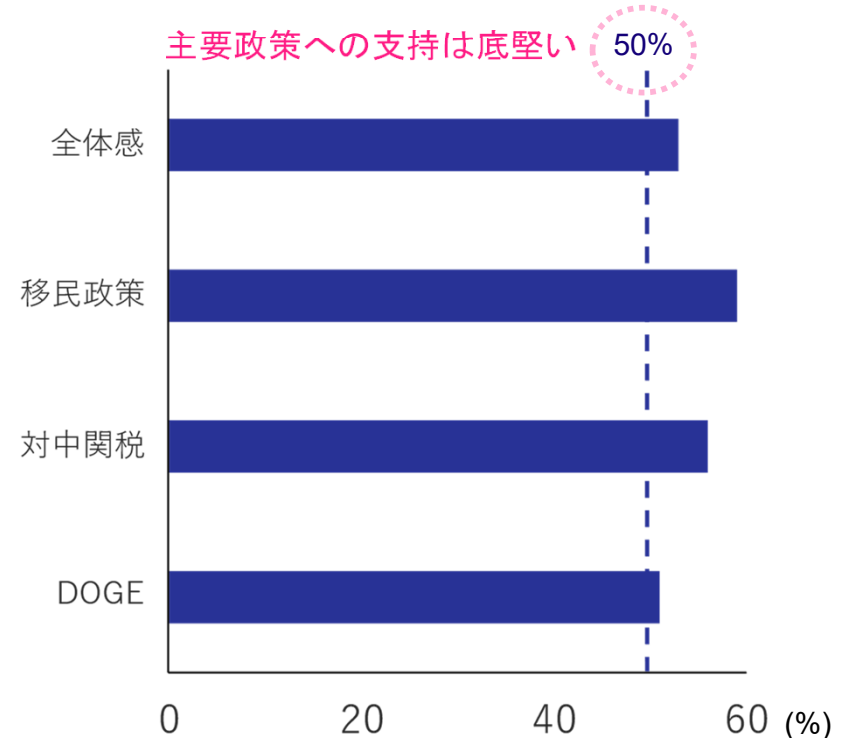
- 1月20日の就任日から1カ月。トランプ大統領は歴代政権を凌ぐ速度で政策を実行
 - とりわけ、移民排斥や環境政策の転換、関税の引き上げ、歳出削減といった分野に注力
 - 就任後の世論調査でもこうした政策運営への支持率は過半を維持。米国民の支持を背景に実行力重視の政権運営が継続する見込み

就任以降に署名した大統領令(Executive Order)



(出所) The American Presidency Projectより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

政策別の支持



(注) トランプ氏の各政策のやり方を認める割合。「DOGE」は、DOGEが政府の運営や歳出に影響を持つべきかという質問への、「とても」と「ある程度」の回答合計。調査は2月5～7日、米国の成人2,175人を対象に実施

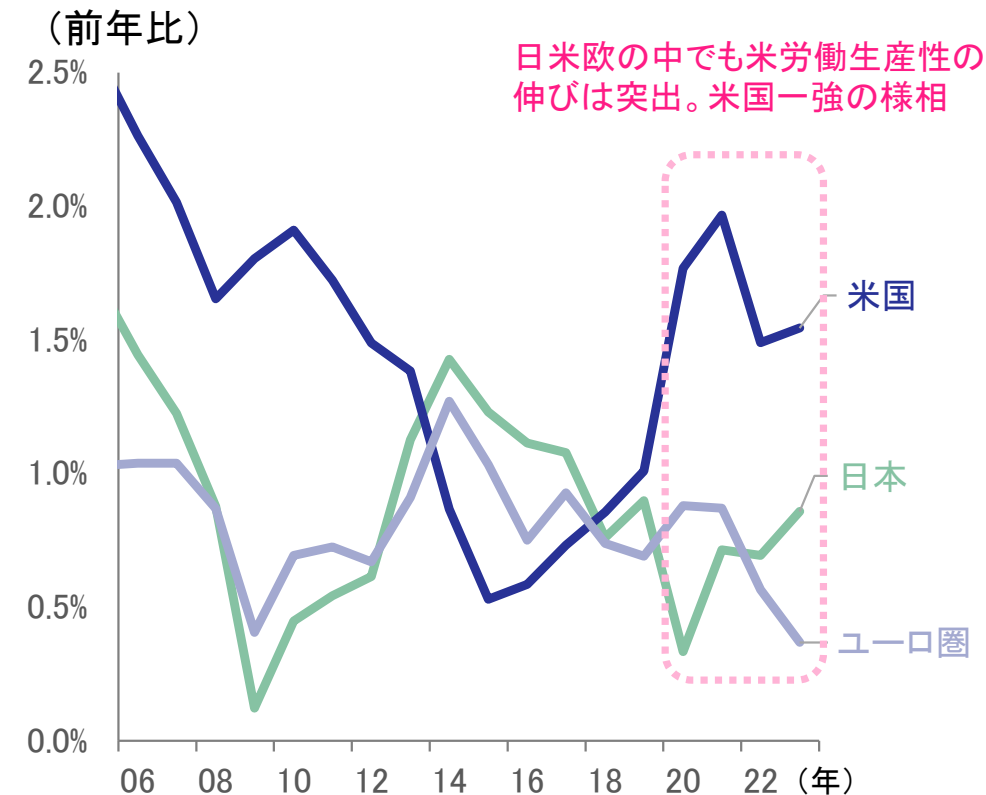
(出所) CBS News/YouGov より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

産業高度化の功罪：【功】ハイテク分野を中心に生産性は改善

■ 米国のコロナ禍以降の労働生産性の伸びは日欧と比較して突出

- ITを中心とする専門サービスはGDPシェア13%ながら、生産性上昇分の48%を占め、全体の生産性を押し上げ
 - コロナ禍を通じたハイテク産業の需要拡大や、労働市場の流動化が足元の高い労働生産性の伸びにつながっている可能性

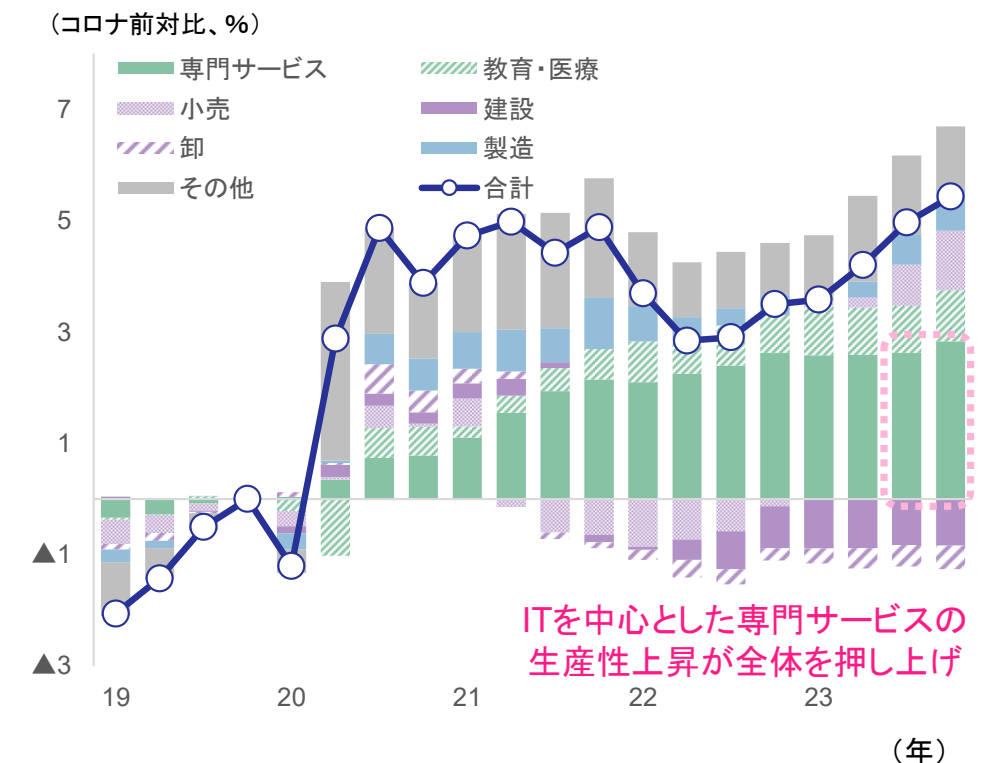
日米欧の労働生産性上昇率



(注) 時間当たり生産性。過去5年平均

(出所) OECDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

産業別労働生産性寄与(コロナ以降の累積変化)



(出所) 米国商務省、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

一方、米製造業の復活には程遠く

■ 景気拡大に伴い財需要が高まるなか、国内製造よりも輸入が力強く拡大

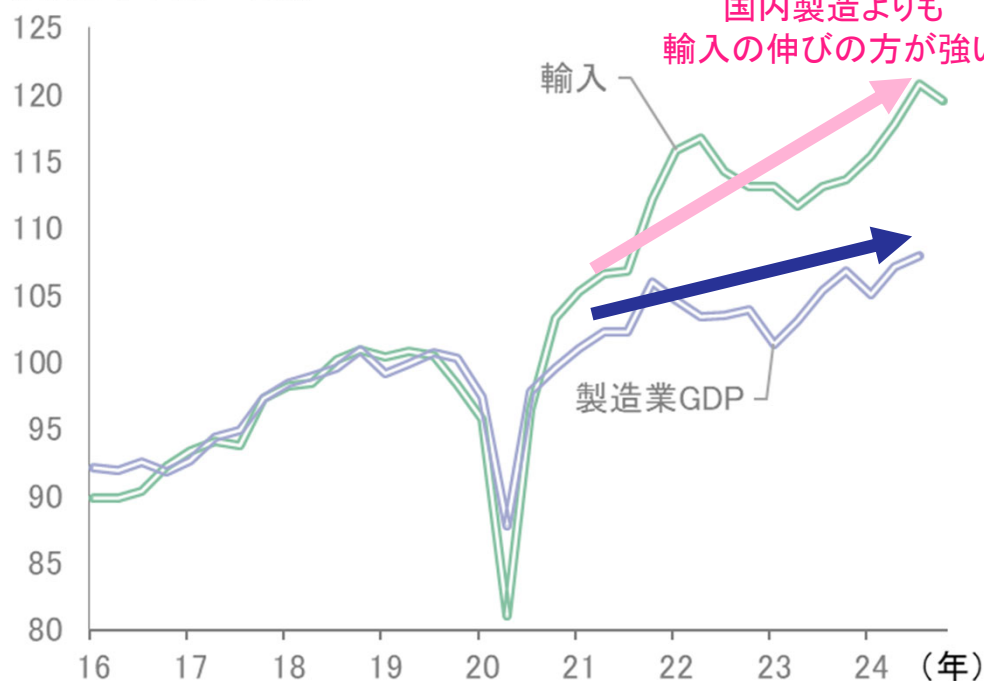
— トランプ政権1期目で課した関税により、米国は中国からの輸入を抑制する一方で、ベトナムやメキシコ等の第三国からの代替輸入に切り替え、総じてみた輸入は増加傾向を維持

■ 1期目政権以降、製造業で生産能力を拡大できたのは自動車やPC・電子部品などごく限られた分野に留まる

— ただし、そうした分野でさえ、生産額は輸入ほどは伸びず、海外依存を高める展開

国内製造と輸入

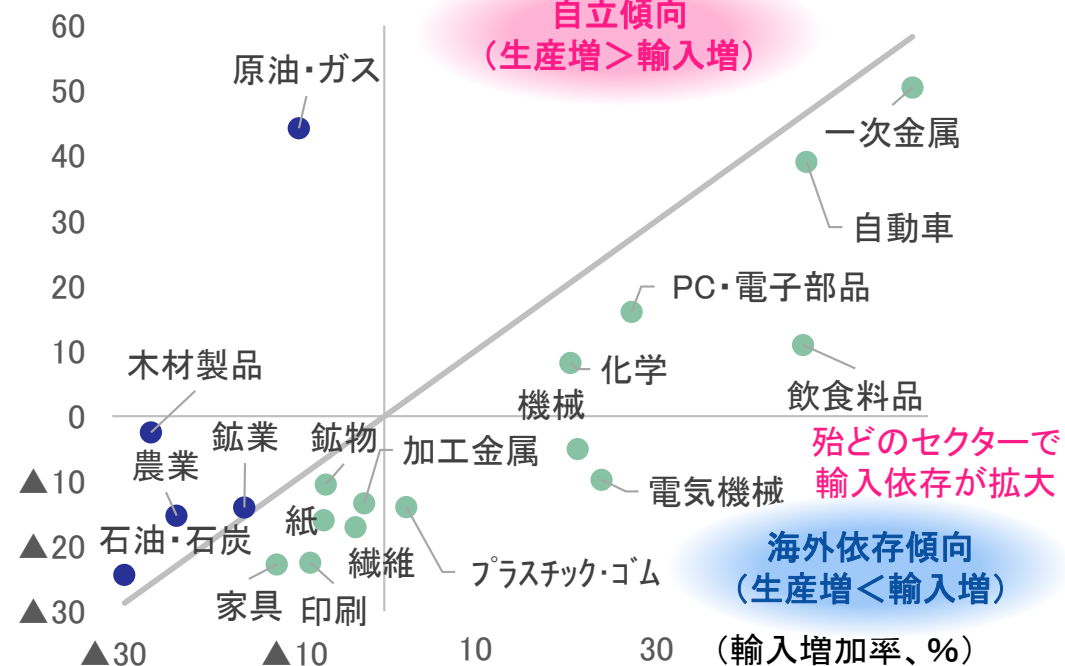
(2019年平均=100)



(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

産業別生産額と輸入額の関係(2016年対比)

(生産増加率、%)

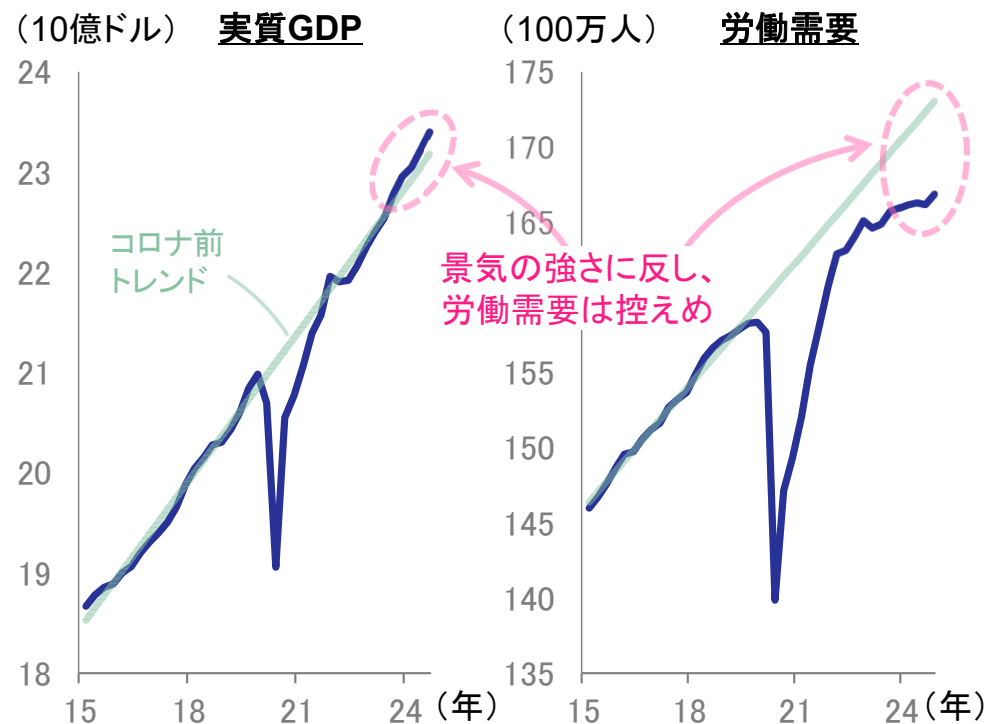


(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

産業高度化の功罪：【罪】ハイテクへの集中で雇用を必要としない経済構造に変化

- 実質GDPは既にコロナ前のトレンドを上回る水準に回復する一方、労働需要（雇用者＋求人）は力強さを欠く展開
 - コロナ以降に経済成長のドライバーとなった専門サービス（テック企業を含む）や情報通信業を始めとするハイテク分野では事業活動に多くの労働力を必要とせず
 - 経済成長と労働需給の関係に変化をもたらしている可能性

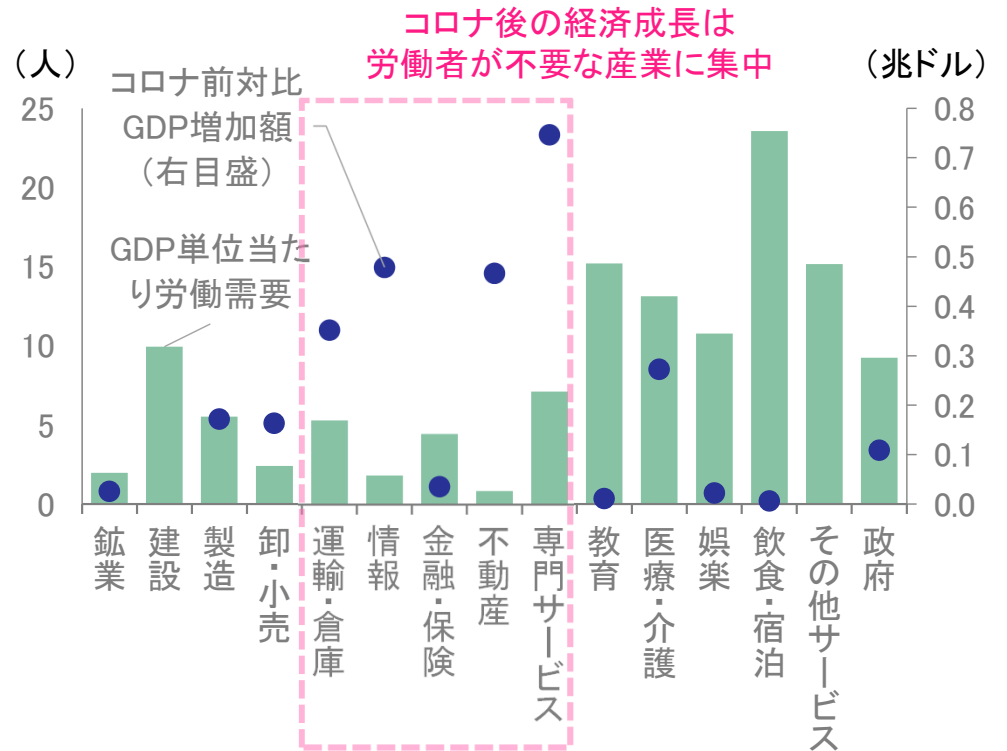
GDPと労働需要



(注) 労働需要は、雇用者数に求人数を加えたもの

(出所) 米国商務省、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

産業別のGDPと労働需要の関係

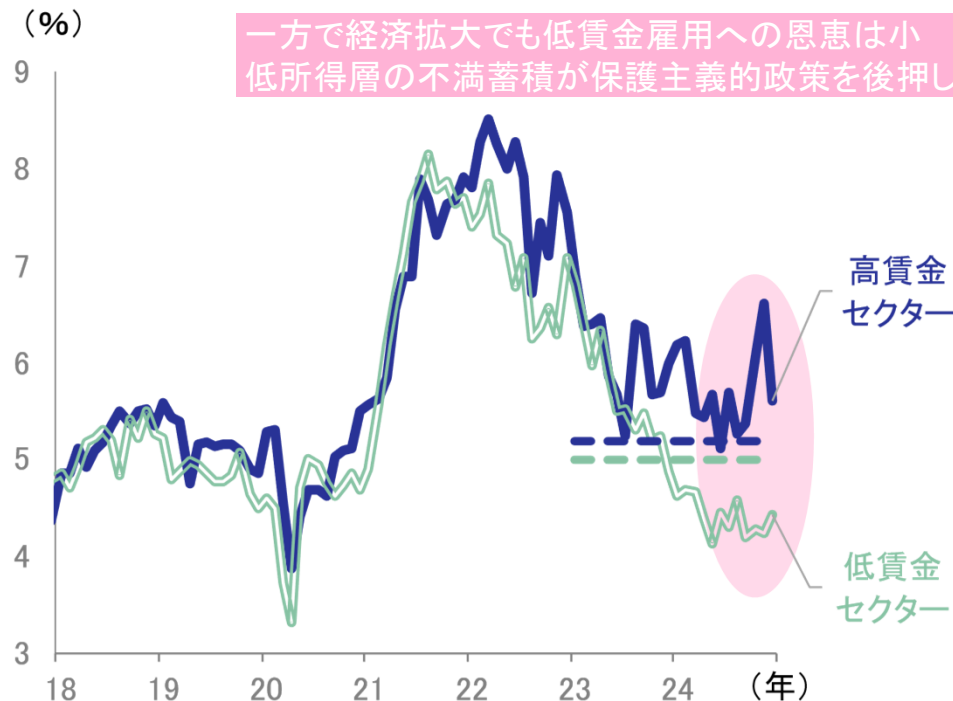


(出所) 米国商務省、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

高成長でも国民の不満は解消せず。強い「内向き志向」が保護主義を求める構図

- 企業の労働需要はセクター間で二極化の傾向、経済成長の中でも低所得者への恩恵は限定的
 - 金融、情報、専門サービスなどの高賃金セクターの求人率はコロナ前水準を超過。一方、低賃金セクターは底割れはしていないものの、コロナ前を下回る
- 暮らし向きの改善ペースは極めて緩慢、国民の不満がトランプ政権による保護主義的政策を後押しする構図

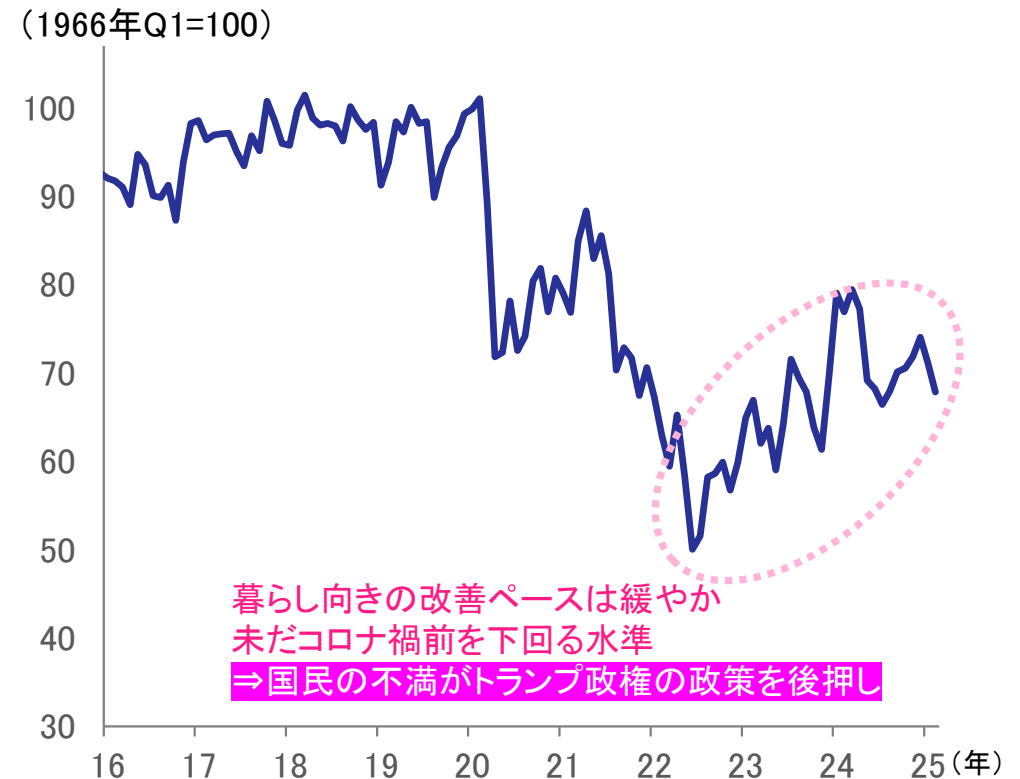
求人率の推移(セクター別)



(注) 点線は2018-19年平均。時間当たり賃金上位3業種(金融、情報、専門サービス)を高賃金セクター、同下位3業種(小売・卸売・運輸、レジャー・接客、その他サービス)を低賃金セクターとして算出

(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米消費者信頼感指数



(出所) ミシガン大学より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

トランプ政権は、世論に応える保護主義政策を矢継ぎ早に実行に移す

- 国民世論の変化を受けて、トランプ氏は内向き志向(≡「米国第一主義」)に対応した政策を矢継ぎ早に打ち出す
 - 一方、あまりに目まぐるしい展開に、国内外では政策の不確実性に対する不安も募る

トランプ政権が推進する政策

『内向き化』する米国民

米国民の生活を最優先とする政策ニーズの発生

トランプ政権の保護主義的な経済政策

①通商・関税政策

- 「米国第一」の貿易政策推進
- 中国への関税賦課

他国排除による雇用保護、
減税に向けた財源の捻出

どこまでの政策が
実行されるのか？

②政府効率化

- 政府効率化省(DOGE)設立
- 政府職員の新規採用停止
- 政府組織の改廃

減税のための財源捻出

国内外で
募る不安

③移民政策

- 国境地帯への軍の派遣
- 移民の国外退去
- 移民の子どもへの自動的な米国籍付与の停止

米国内雇用の保護、
治安の安定

経済への影響は？

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

トランプ政策①関税政策：序盤は移民・薬物対策強化に向けた交渉材料として活用

- 当選以降、トランプ大統領は移民や麻薬の流入に対処するため、関税を交渉材料としたディール外交を展開
 - 2月4日より、中国に対して10%の追加関税を導入したほか、交渉次第でメキシコ・カナダにも関税を課す方針
- 一方、最近では、貿易不均衡の是正を理由に関税を賦課するとの発言が目立ち始めている

トランプ第2次政権が展開するディール外交

対象国	内容	実施状況
中国	11/25、 <u>麻薬などの違法薬物の流入を抑制するため</u> 、輸入品に10%の追加関税を導入すると自身のSNSに投稿	2月4日より発動済
メキシコ・カナダ	11/25、 <u>移民や違法薬物の流入を理由に</u> 、輸入品に25%（※カナダ産原油は10%）の関税を課すことを表明	3月4日まで延期
コロンビア	1/26、 <u>移民の強制送還時に米軍機の着陸を拒否したことを受けて</u> 、25%の関税を課すことを表明	実施せず （コロンビアが送還受け入れに合意）
半導体・医薬品・ 軍事関連品	1/27、共和党下院議員向けの演説で、 <u>製造業の国内回帰を促すため</u> 、近い将来に関税を課す計画があると発言 2/18、半導体・医薬品に25%以上の関税を課す意向を示す	具体的な日程は言及せず
鉄鋼・アルミ	2/10、 <u>安全保障の観点から</u> 、世界からの鉄・アルミの輸入に25%の関税を課す大統領令に署名	3月12日より開始予定
貿易取引に高い 障壁を設ける国 （相互関税の導入）	2/13、 <u>不当な貿易慣行に対処するため</u> 、相互関税導入（※貿易相手と同率の関税を課す政策）に向けて各国との貿易関係の調査・報告を指示する覚書に署名	順次交渉後に実施
自動車	2/14、4月2日にも自動車に高関税を導入する方針を表明 2/18、 <u>国内製造強化のため</u> 、25%の関税を課す意向を示す	4月2日頃に実施、または、 計画を公表予定

（出所）各種報道、ホワイトハウスより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

今後は政策の軸足を移民・麻薬から貿易不均衡の是正へと転換する見込み

- トランプ大統領は、経済閣僚に貿易不均衡に係る問題を調査し、4/1までに適切な措置を検討するよう指示
 - 3～4月頃から、トランプ大統領の政策目標の軸足は移民・麻薬問題から貿易問題に移ると予想
- 広範な関税引き上げは物価(主に財物価)の上昇を通じて国民の購買力を抑制
 - 特に財消費のウエイトが高い低所得者の生活を圧迫することに。昨年の選挙ではインフレが大きな焦点となっただけに、支持層の離反を回避するためには、世論・景気を意識した政策運営が求められる展開

大統領令覚書『米国第一の貿易政策』

項目	主な指示内容
不公正・不均衡な貿易への対処	➢ 貿易赤字の原因を調査し、世界的な追加関税など、適切な措置を勧告(商) ➢ USMCAの見直しに備えた手続き開始(U) ➢ 不当な為替操作への適切な措置を検討(財)
中国との経済・通商関係	➢ 第一段階の合意の遵守可否を調査(U) ➢ PNTR(※)を評価、修正すべきか提案(商)
経済安全保障に関する追加事項	➢ 安全保障を脅かす輸入品を調査、1962年通商拡大法232条に基づく調査を開始する必要があるか検討(商) ➢ 不法移民及びフェンタニル流入の評価(商)

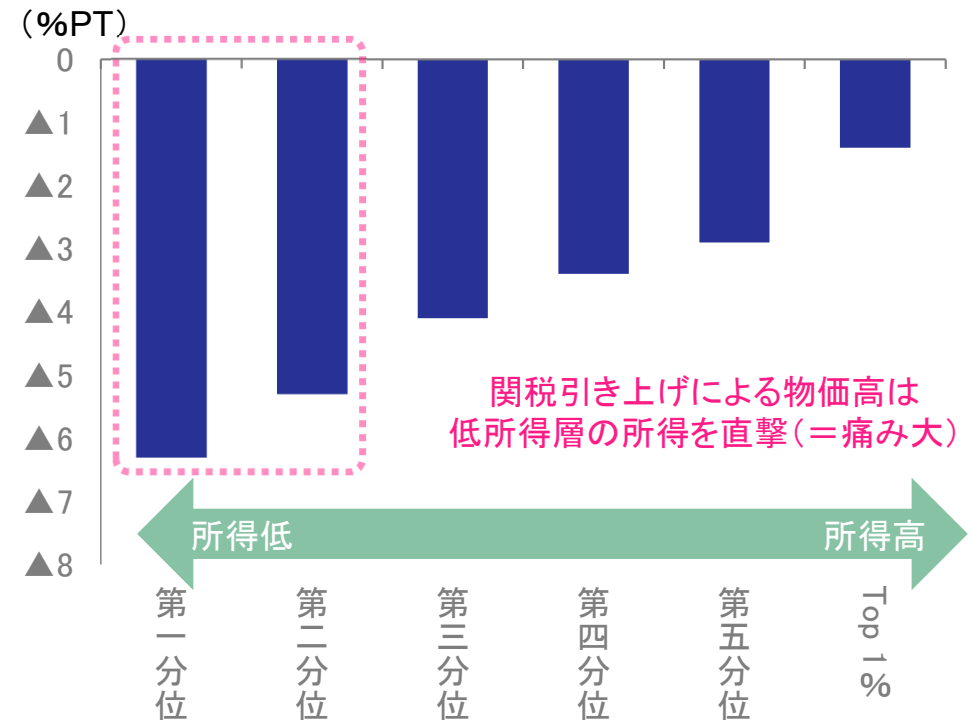
(調査指示の対象)商:商務長官、財:財務長官、U:USTR代表

4/1までに調査・検討内容を大統領に報告

(注)PNTRは、恒久的正常貿易関係。なお、OMBに指示を出した外国政府による補助金の影響調査の報告は4月30日が期限となっている

(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

関税による実質所得の押し下げ影響(対中60%、その他20%)



(出所) PIIEより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米政府は、世論・景気に配慮しつつ、緩やかに関税を引き上げると予想

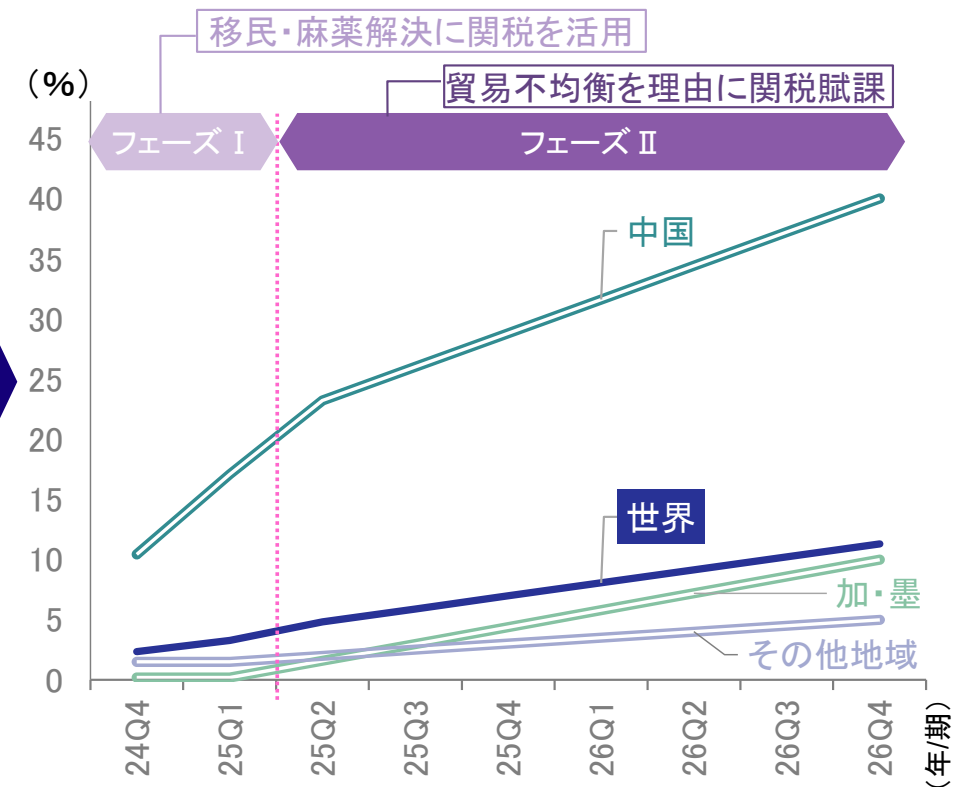
■ 過度な関税引き上げは米国経済に返り血、各関税の影響を精査しながら関税が引き上げられると予想

- 過去にも実施経験のある中国や鉄・アルミに対する関税強化が進む可能性は高い。一方、カナダ・メキシコや半導体・医薬品・自動車分野への関税については、全ての品目に同時に25%の追加関税を行った場合、米国経済への悪影響が大きいと見られ、適用範囲(国・品目)を調整しながら、交渉の中で緩やかに関税を引き上げると予想
- 本稿では、トランプ政権の関税政策を、移民・麻薬の解決に関税を活用する局面(フェーズⅠ)、貿易不均衡を理由に関税賦課する局面(フェーズⅡ)の2局面に分類し、影響を考察

各関税政策の蓋然性評価

対象	蓋然性評価
中国 関連分析 P12	既に10%の追加関税を導入したことから、他国と比べ高関税を課す公算大
カナダ・メキシコ P13 ~14	高関税を課した場合、自動車産業を中心に米国にも大きな影響。影響を勘案しつつ、緩やかに引き上げるのが現実的か
鉄・アルミ P15	過去にも実施した経緯があり、引き上げや適用範囲拡大の可能性が高い
相互関税 P16 ~18	非関税障壁なども考慮し、交渉次第で個別国・個別品目の引き上げを行う可能性は十分にあり得る
半導体・医薬品・自動車 P19	3分野に一挙に25%は課さないと予想。導入する場合でも、景気影響を踏まえながら緩やかに実施する見込み

みずほRTの関税想定(2月中旬時点)



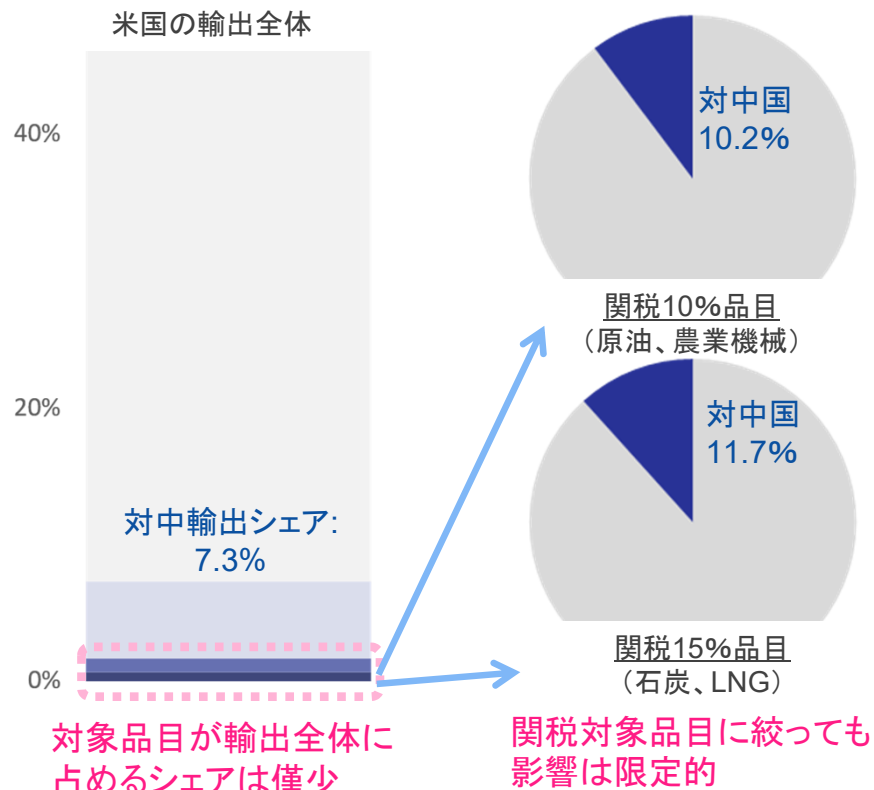
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

関税政策フェーズⅠ：発動済の対中関税の影響はトランプ政権にとって許容範囲か

- 2/4、米国は中国からの輸入に10%の追加関税を賦課、中国政府は即座に報復措置を発表
 - 追加関税はエネルギーなどの一部品目に標的を絞り、輸出管理や独禁法などを絡めた合わせ技で対抗
 - レアメタルの管理強化やグーグルへの独禁法調査で米国をけん制。対抗姿勢を鮮明にしつつディールを模索へ
- 中国による報復関税の対象品目が米国の輸出全体に占めるシェアは1.6%であり、米国経済への影響は僅少
 - 一方、輸出管理規制が課されたレアメタルには対中輸入依存度が高い品目が存在。軍需品の生産にも使われており、実際に禁輸が行われた場合には生産に影響が及ぶリスク

米国の輸出に占める報復関税品目の規模感



(出所) UN comtradeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

輸出規制品目の対中依存度と主な用途

品目	対中輸入依存度	用途
ビスマス	41.6%	化粧品、製薬、はんだ
タングステン	36.6%	超硬合金(砲弾、装甲板など)
モリブデン	35.6%	半導体、ロケットエンジン
インジウム	25.0%	液晶、はんだ、半導体
テルル	7.5%	太陽光電池、触媒(化学など)

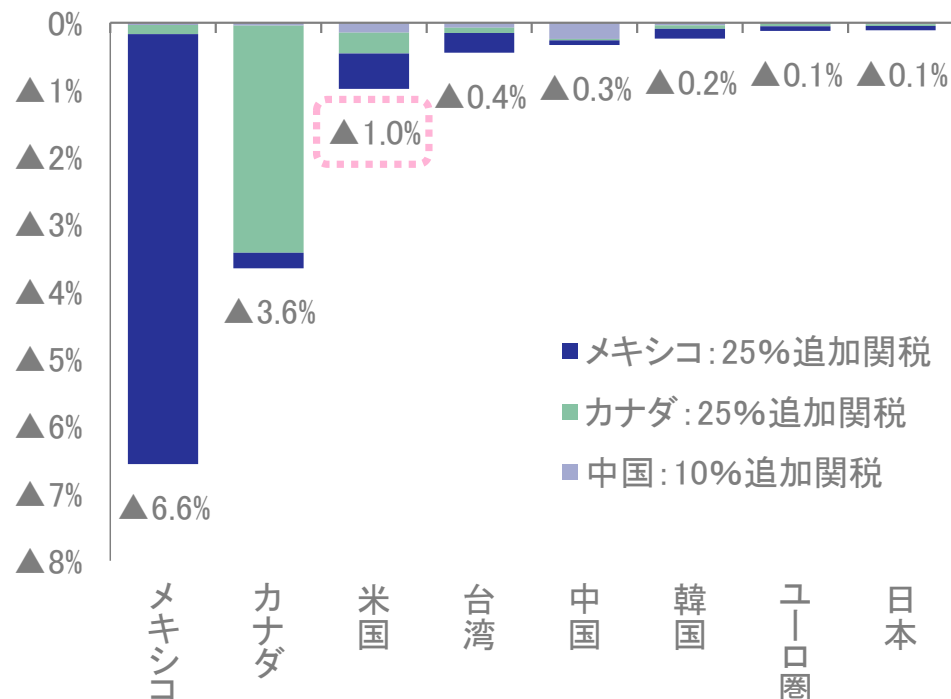
レアメタルは対中依存度が高く、
禁輸実施時には生産に影響が出るおそれ

(出所) 米国商務省、USGSより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

3月4日に墨・加への追加関税が発動されるリスクには要注目

- 米政府は、移民・薬物流入を理由にメキシコ・カナダからの輸入に25%（※カナダ産原油などは10%）の関税を課す方針
 - 2/3時点で、メキシコ・カナダ両国が移民・麻薬の緊急措置に応じ、3/4まで関税導入は先送りされた形となっているが、今後の交渉次第では高関税が課されるリスクは残存
 - 高関税が導入された場合、メキシコ・カナダには甚大な影響、中国への措置も含めれば米国の実質GDPも1.0%Ptと大幅に押し下げられる計算。米国はメキシコ・カナダから2,000億ドルの自動車及び部品を輸入。日系OEMも23年に当該2カ国で200万台以上の完成車を製造、その約6割を米国に輸出。日系の海外ビジネスにも大きな影響に

メキシコ・カナダ・中国への追加関税に伴う影響試算

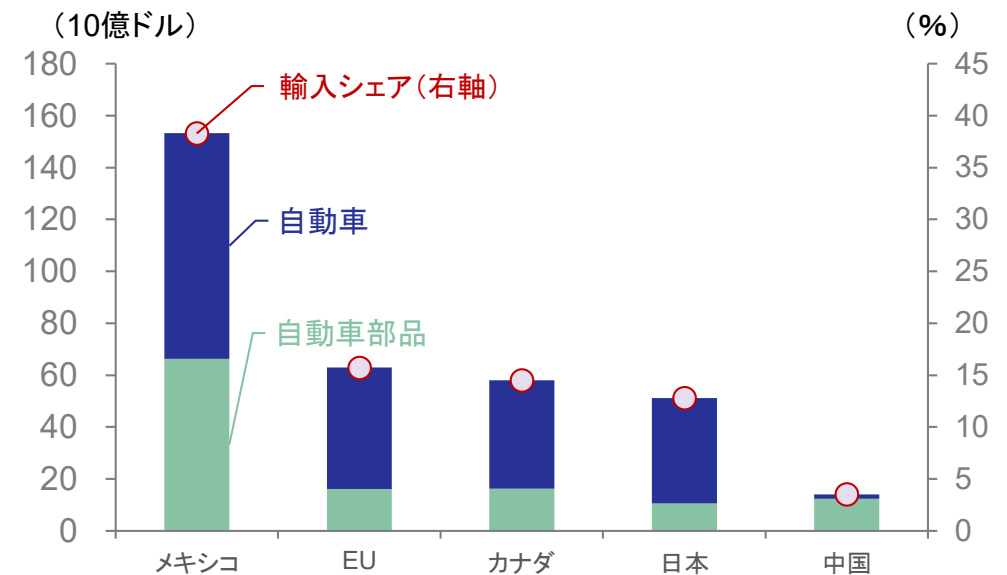


(注) 関税に伴う①世界的な貿易縮小効果、②物価上昇による購買力低下の影響を試算。

メキシコ・カナダ・中国による同率の報復関税がある前提

(出所) ADBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国の仕入れ国別・自動車・自動車部品の輸入規模



(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

【参考】米国の国別主要輸出入品目（2023年）

米国の輸入

国	品目	金額 (億ドル)	輸入シェア
カナダ 	原油	966	59%
	乗用車	355	17%
	石油製品	128	19%
	石油ガス	124	87%
	自動車部品	122	14%
メキシコ 	乗用車	447	22%
	自動車部品	349	41%
	貨物自動車	328	75%
	コンピュータ関連機器	277	27%
	原油	198	12%
中国 	携帯電話	546	47%
	コンピュータ関連機器	392	38%
	蓄電池	156	53%
	玩具	122	77%
	ゲーム機	106	80%

米国の輸出

国	品目	金額 (億ドル)	輸出シェア
カナダ 	貨物自動車	158	70%
	乗用車	158	25%
	自動車部品	136	29%
	石油製品	136	12%
	原油	103	9%
メキシコ 	石油製品	287	25%
	自動車部品	173	36%
	石油ガス	93	14%
	エンジン	62	82%
	トウモロコシ	52	38%
中国 	大豆	153	55%
	石油ガス	104	15%
	原油	91	8%
	乗用車	84	13%
	電子回路	83	19%

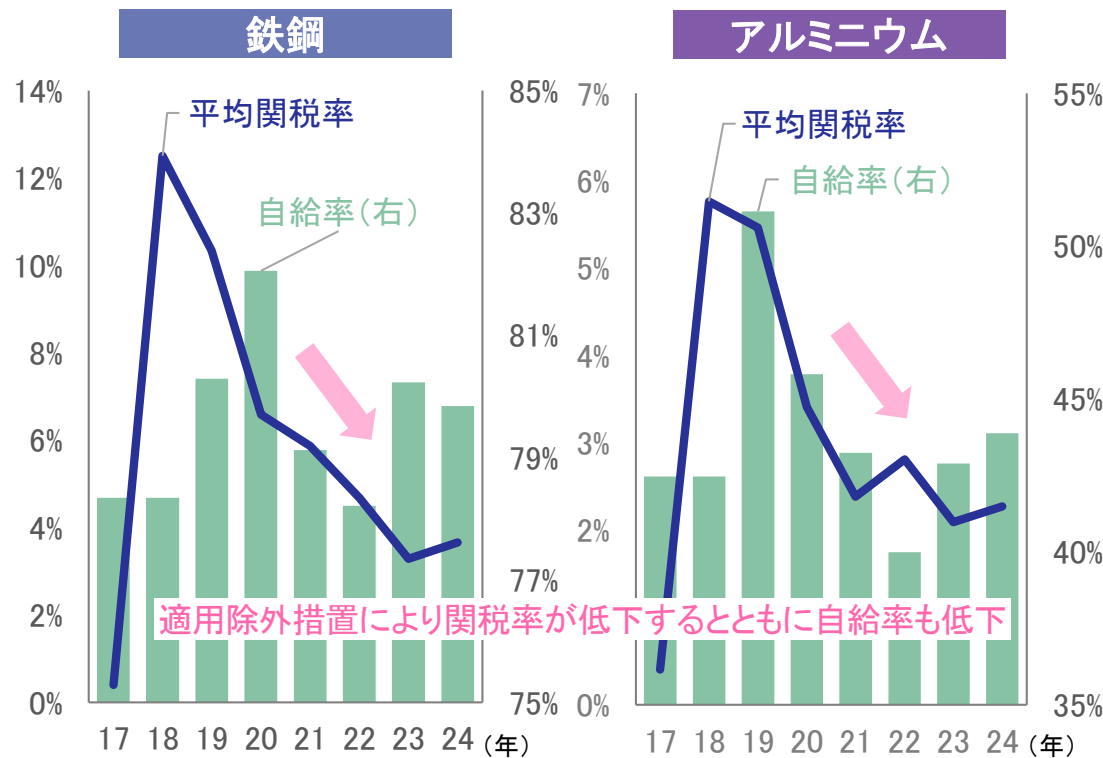
(注)HSコード4桁ベース。シェアは、各品目ごとの米国の全輸入／輸出に占める、各国からの輸入額／輸出額のシェア

(出所) UN comtradeより、みずほリサーチ＆テクノロジー作成

関税政策フェーズⅡ：国内生産回帰を目的に鉄・アルミ関税を引き上げへ

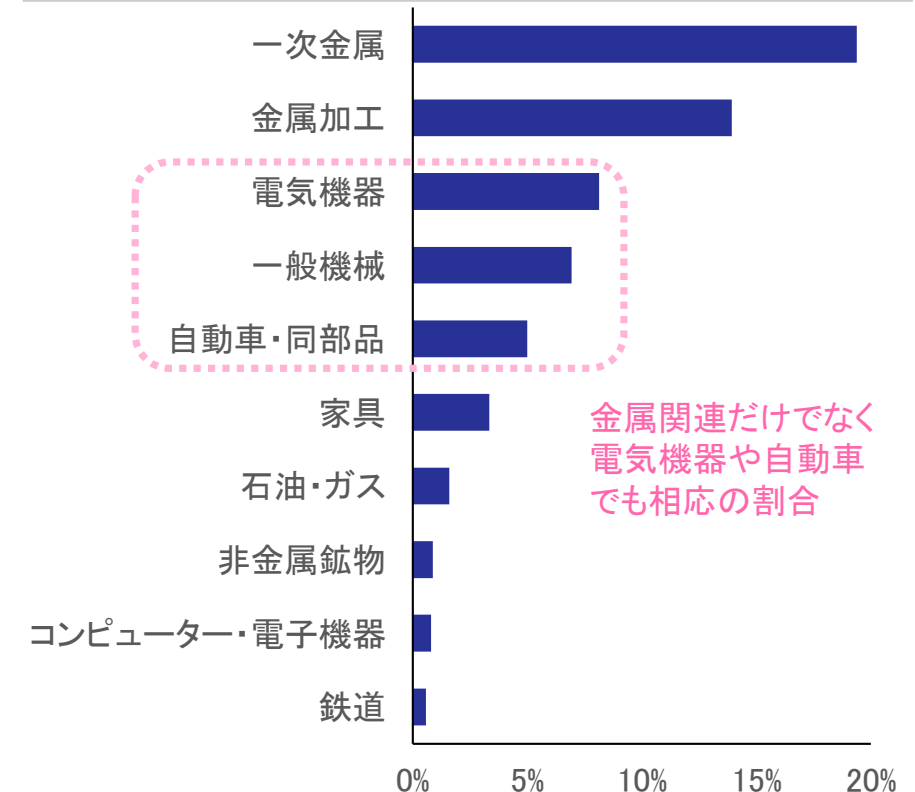
- トランプ大統領は鉄・アルミの世界からの輸入に25%の関税を課す大統領令に署名（3/12適用開始）
 - 2018年にも同様の政策（鉄鋼25%、アルミ10%）を実施。当初は国内生産押し上げ（自給率を高める）効果が見られたが、順次適用除外が認められ平均関税率が低下するのに伴い、米国の自給率も低下
 - 今回は適用除外を限定し国内生産を喚起する戦略。なお鉄・アルミの価格上昇の影響は広範に波及。金属関連業種だけでなく、電気機器や自動車産業などのコストプッシュ要因に

鉄鋼、アルミの関税率及び輸入依存度



（出所）USGS、米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

売上に占める鉄・アルミの投入割合が高い主な産業



（注）2023年の産業連関表に基づく

（出所）米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米政府は貿易取引における幅広い分野の「障壁」を問題視

■ 「相互関税」に関する覚書は、各国に関税だけでなく、非関税障壁や付加価値税など幅広い障壁の削減を要求

- 米政府は、EUが自動車に高関税を課していることや、高い付加価値税(VAT)を導入していることを問題視。日本については自動車産業などに非関税障壁を設けていることがやり玉に

各国が米国と貿易交渉を行う上で問題となりうるポイント

青枠：選挙後にトランプ大統領が直接言及した分野

	米貿易赤字 (10億ドル)	麻薬流入 (米政府主張)	ビザなし移民 (千人)	関税率 (対米超過分)	デジタル・ サービス課税(%)	付加価値税・ 消費税(%)	産業補助金 (対GDP比、%)	為替介入 (米財務省基準)	非関税障壁	
									(頻度指数)	(米政府が問題視する慣行)
中国	▲295	Yes	79	—	—	13	1.73	Yes	90	・産業政策を通じた国内外市場の支配 ・市場アクセスの条件に技術移転を要求
EU27	▲236	—	—	1.0	3.0 (仏・西・伊等)	21	0.48 (仏・独平均)	No	92	・複雑な関税コードシステムの導入 ・米国産の貝類の輸出を禁止
メキシコ	▲172	Yes	668	—	—	16	—	No	38	・BSEを理由に、米牛肉製品輸入を禁止 ・中古資本財の輸入禁止
ベトナム	▲123	—	—	8.2	1.5	10	—	No	89	・自動車、精製石油燃料、天然ガスなどの輸入にライセンスを要求
台湾	▲74	—	—	2.0	—	5	0.41	No	—	・米安全基準に準拠した車両に台数制限 ・BSEを理由に、米牛肉製品輸入を禁止
日本	▲68	—	—	0.1	—	10	0.50	No	61	・食品の輸入・流通に厳格な制度を導入 ・自動車に日本独自の基準を要求
韓国	▲66	—	—	—	—	10	0.67	No	—	・牛肉の取り扱いに独自の基準を導入 ・遺伝子組み換え作物の承認手続きが煩雑
カナダ	▲63	Yes	45	—	3.0	5	—	No	100	・酪農、鶏肉等に厳しい供給管理を要求 ・乳製品に関税割当
インド	▲46	—	90	12.2	6%(デジタル広告) 3%(電子商取引)	18	—	No	47	・化学物質等の輸入にライセンスが必要 ・通関手続きが煩雑
タイ	▲46	—	—	7.1	—	7	—	No	28	・バイオ燃料の輸入を制限 ・石油、食品等の輸入にライセンスが必要
出典	米商務省	ホワイト ハウス	税関・国境警 備局(CBP)	WTO	各国資料	各国資料	CSIS	為替報告書 (2024年11月)	UNCTAD	ホワイトハウス、 米通商代表部(USTR)

(注) 非関税障壁欄の「頻度指数」は、どれだけの割合の品目に非関税措置が課されているかを示す指数

(出所) 米国商務省、ホワイトハウス、WTO、各国資料、CSIS、米国財務省、UNCTAD、USTRより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

【参考】米国政府は、日本が農林水産物や自動車に高い障壁を設けていると認識

■ トランプ大統領は、過去に日本の自動車分野における環境や安全等の基準が厳しく、参入障壁が高いと批判

— 24年にUSTRが発表した報告書では、日本が農林水産物や自動車に高い関税・非関税障壁を設けていると指摘

米政府が問題視する日本との貿易における障壁

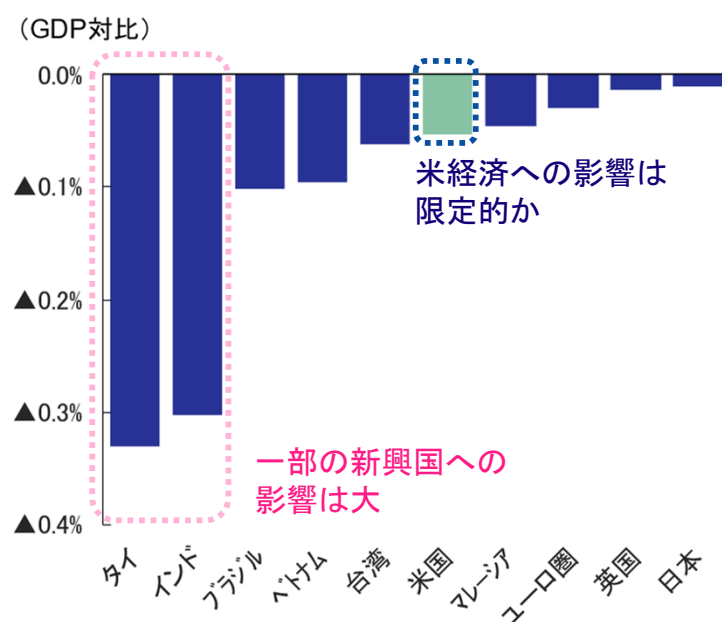
品目		内容
関税障壁	魚介類	・ タラ、ニシン、サーモン、魚油などに対する関税は3.5～10.0%と高関税 ・ タラ、サバ、イワシ、イカ、ニシン、タラコ、ホタテ、昆布等に輸入割当を設定
	革製品及び履物	・ 革製品、履物、旅行用品に対して高い関税を維持。特定の履物には約3.5～約130%の関税が課せられているほか、一部の皮革に対して関税割当(TRQ)を適用
	その他	・ 米・米製品、特定の乳製品、飲料(果汁など)、加工食品及びペットフード、ブドウ、冷凍ブルーベリー、砂糖、チョコレート、甘味料のココアパウダーなどに高関税が課せられている
非関税障壁	米	・ 米の輸入・流通に厳格な制度を導入 ・ 日本は米の輸入に関して68万2,200トンの関税割当(TRQ)を設定
	牛肉および牛肉製品	・ 米国の輸出業者に指定リスク物質(SRM)を除去するよう要求。日本のSRMの定義は、国際獣疫事務局(WOAH)が牛海綿状脳症(BSE)のリスクが無視できる国に対して定めているガイドラインや、米国農務省食品安全検査局(FSIS)の規制よりも厳しい
	ジャガイモ	・ 米国産のジャガイモ輸出は現在、ポテトチップス加工用に限定
	自動車	・ 米国の安全基準が認められないほか、独自の基準や試験が求められる ・ 通信システムの周波数割り当てが存在 ・ 日本は、地場企業が製造する燃料電池自動車(FCV)には、最大255万円の補助金を提供しており、これにより競争上の不公平が生じている ・ 充電ステーションに補助金を提供しているが、日本独自の規格に準拠することが求められる

(出所) 米国通商代表部(USTR) “2024 National Trade Estimate Report On Foreign Trade Barriers”より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

相互関税は、米経済への影響は限定的も、一部新興国には一定の影響

- 米国が相互関税を導入した場合、関税の上昇率が高いタイ、インドのGDPを0.3%程度押し下げ
 - ― 品目別に見ると、新興国では関税率の高い食料品、米国の輸入額が大きい一般・電気機械で相対的に影響が大きくなる見込み。先進国では影響が全般的に小さいものの、欧州の輸送機械では一定の影響
 - ― ただし、日本でも食肉(牛肉:最大38.5%、加工品:最大50%)など特定の高関税品目が争点になる可能性は存在

米国が相互関税を導入した場合の影響



(注) 米国の関税率が各国の関税率と同水準になる前提で試算。非関税障壁、付加価値税などは織り込まず

(出所) WTO、米国商務省、ADBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

国別×品目別の関税上昇率寄与度

多くの新興国で食料品、一般・電気機械の影響大

	タイ	インド	ブラジル	ベトナム	台湾	マレーシア	EU	英国	日本	合計
食料品	1.5%	2.3%	0.8%	0.6%	0.1%		0.2%	0.2%		0.2%
鉱物・燃料		0.4%								
医薬・化学	0.1%	2.1%	0.3%	0.2%			0.3%	0.1%		0.2%
ゴム・木材	0.4%	0.3%	0.6%	0.5%		0.4%				
繊維・衣料	0.2%	0.8%	0.2%	1.7%						0.1%
ガラス・陶磁器	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%		0.1%				
金属	0.2%	2.2%	1.3%	0.3%	0.2%	0.1%				0.1%
一般・電気機械	1.6%	2.1%	1.0%	3.1%	0.2%	0.3%	0.1%			0.3%
輸送機械	1.4%	0.7%	0.7%	0.2%	0.4%	0.1%	0.5%	0.6%		0.1%
光学・精密機器	0.1%	0.1%	0.1%							
その他	0.4%	0.5%	0.1%	1.7%		0.2%				0.1%
合計	6.0%	11.6%	5.3%	8.4%	1.0%	1.1%	1.2%	0.9%	0.1%	1.2%

欧州は輸送機械が相対的に影響大

(注1) 図中の数値は、米国の国別輸入関税上昇率に対する寄与度を表す。試算前提は左図と同様

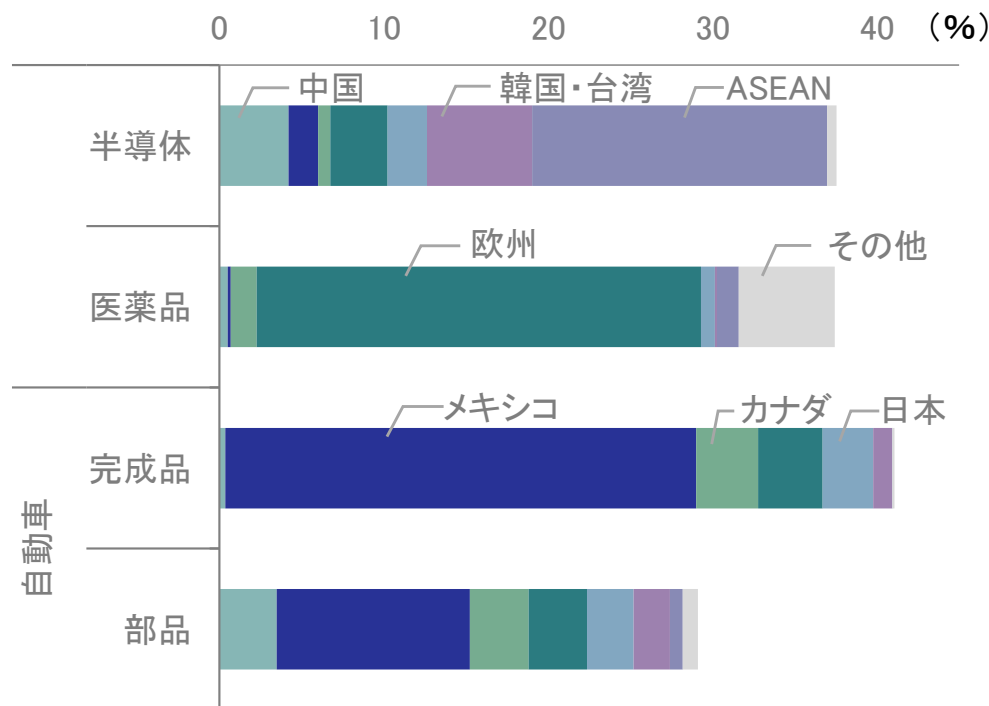
(注2) 見やすさのため、寄与度が0.05%未満の箇所は非表示にしている

(出所) WTO、米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

半導体・医薬品・自動車に同時に高関税導入なら世界経済に大きな影響

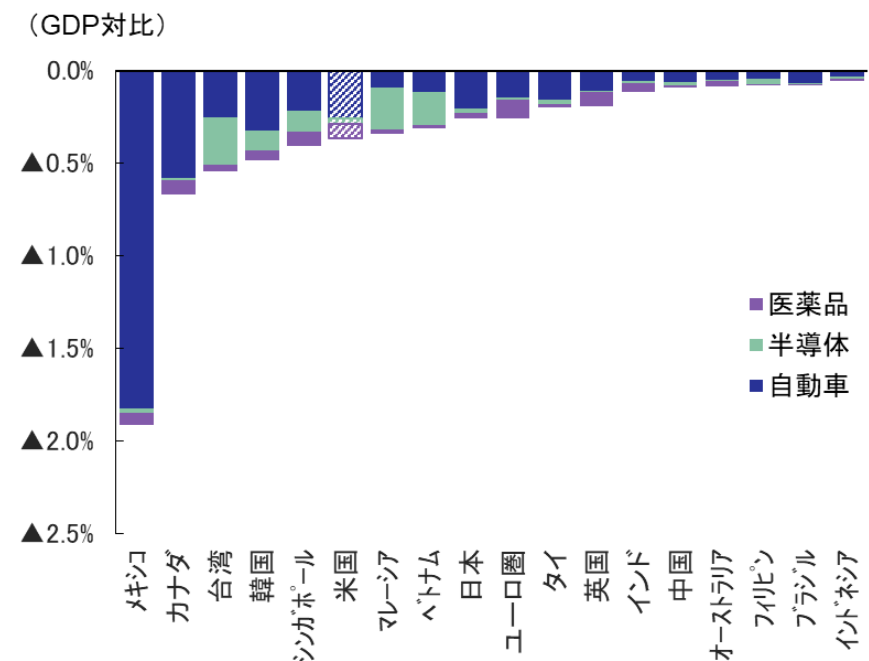
- 2/18、トランプ大統領は、半導体・医薬品・自動車に25%の関税を課す方針を発表
 - 自動車の関税引き上げは4/2に実施するほか、半導体・医薬品には1年以内に25%超の税率を適用する意向
- 米国における上記品目の輸入依存度はいずれも約4割に上り、直ぐに国内生産に切り替えることは困難
 - 半導体は韓国・台湾・ASEAN(主にマレーシア)、医薬品は欧州、自動車はメキシコ・カナダ・欧州・日本に依存
 - 仮に、これら関税政策を導入した場合、米国のGDPは0.4%程度下押しされるほか、海外経済にも大きな影響

半導体・医薬品・自動車分野における米国の輸入依存度



(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

半導体・医薬品・自動車関税(25%)の影響試算



(注) 米国が全ての国の医薬品、半導体、自動車の関税を25%引き上げた場合の試算
(出所) ADBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

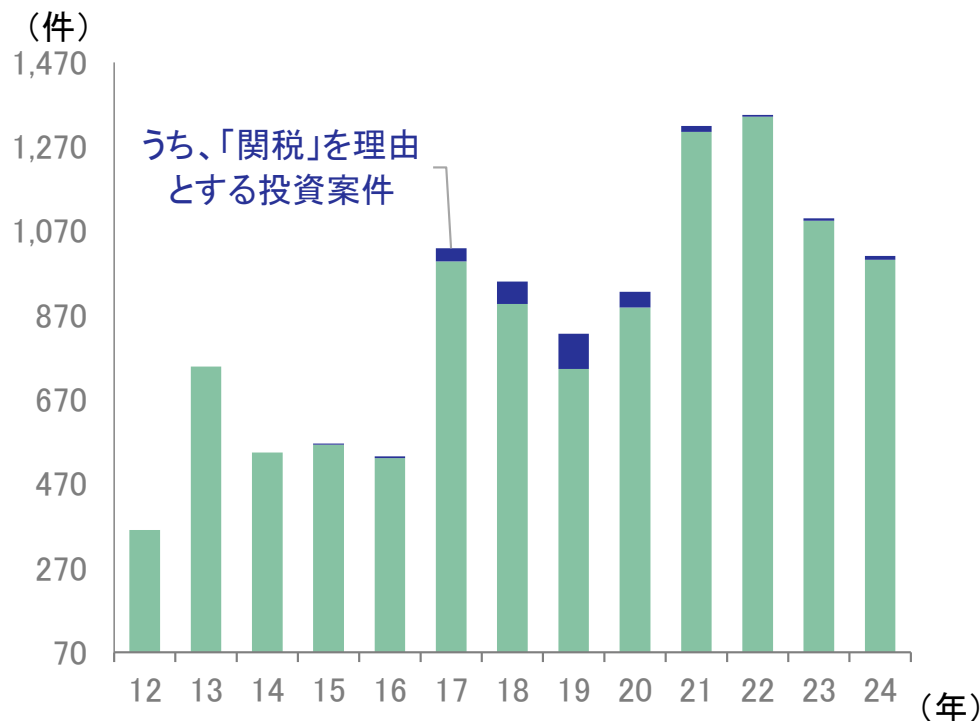
一方、生産コスト抑制のため、将来的には一部製造が米国内に回帰

■ 生産コスト抑制のため一部製品の生産が国内に回帰する動きも出る見込み

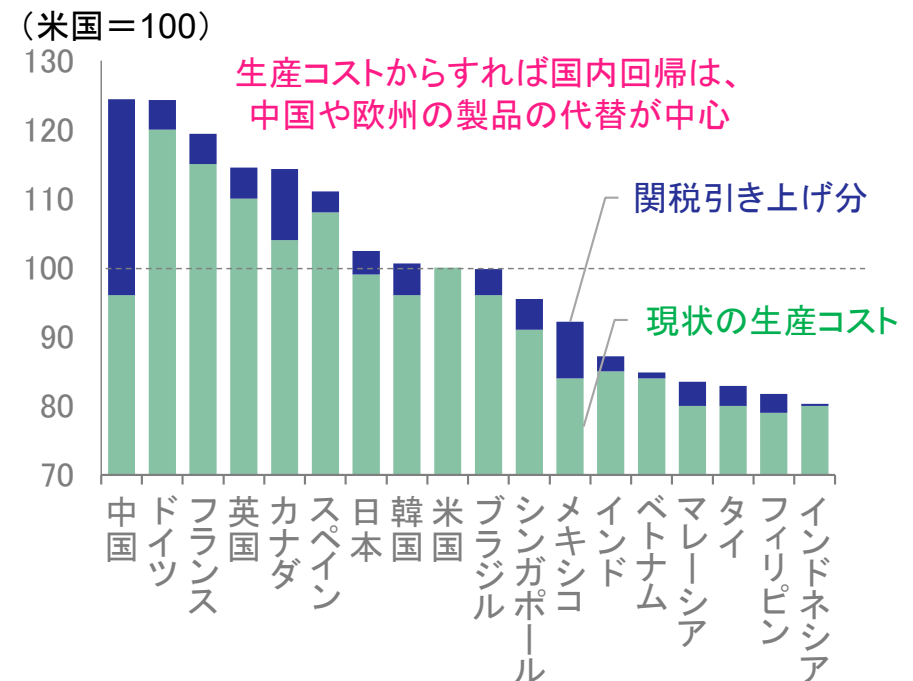
- 前政権では、報道ベースでみた米国の投資計画のうち、関税回避を原因とする投資案件は僅かにとどまった。一方、今回は相応の関税コストが発生することを踏まえると、一定の生産移管が発生するとみられる
- 米国が調達する製品について、国別に生産コストを比較すると、中国や欧州は米国対比割高であり、これらの国・地域から輸入する製品で国内代替が進む可能性はある
 - なお、今般の関税引き上げを踏まえても東南アジア・南アジアは安価な生産コストを維持

米投資案件報道のうち「関税」を理由とした企業

米国の調達財の生産コスト：生産国別



(出所) Reshoring Initiativeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



(注)「関税引き上げ分」は、みずほRTが2026年末に想定する関税率(P11右図)をもとに計算

(出所) BCGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

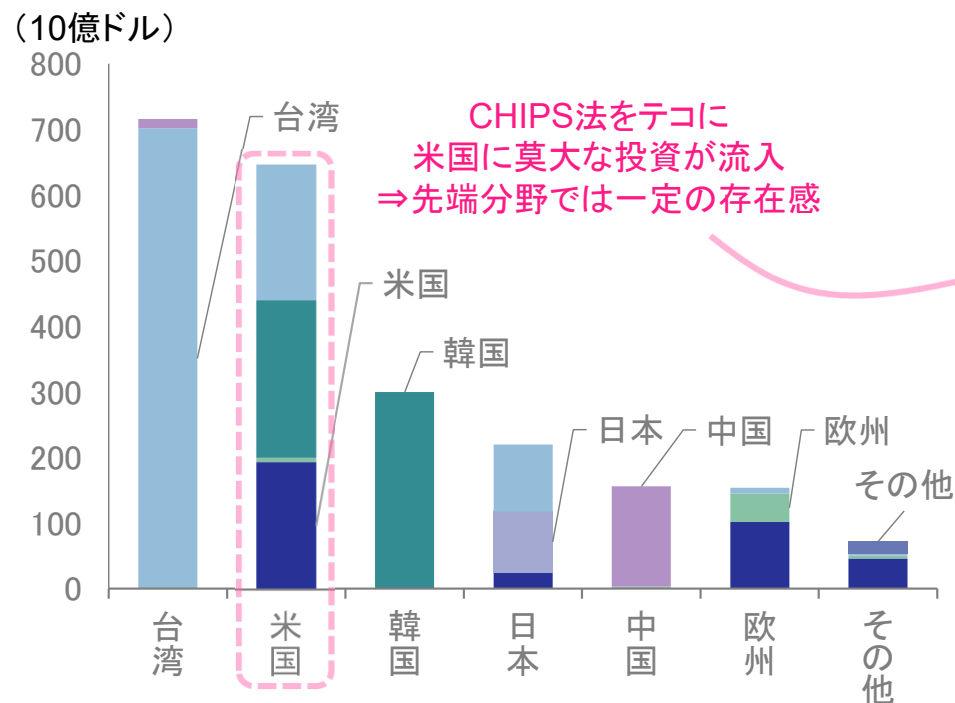
産業政策の後押しで半導体関連の投資は拡大、先端分野は国内製造へ

■ バイデン政権が導入した産業政策(CHIPS法)の後押しもあり、半導体分野における米国への投資は拡大

- インテルは、アリゾナ州やオハイオ州で先端ロジック半導体製造施設を新設するほか、ニューメキシコ州のパッケージング施設を最先端に刷新する計画。サムスンも、テキサス州での2つの最先端ロジック半導体製造施設と研究開発施設を建設予定

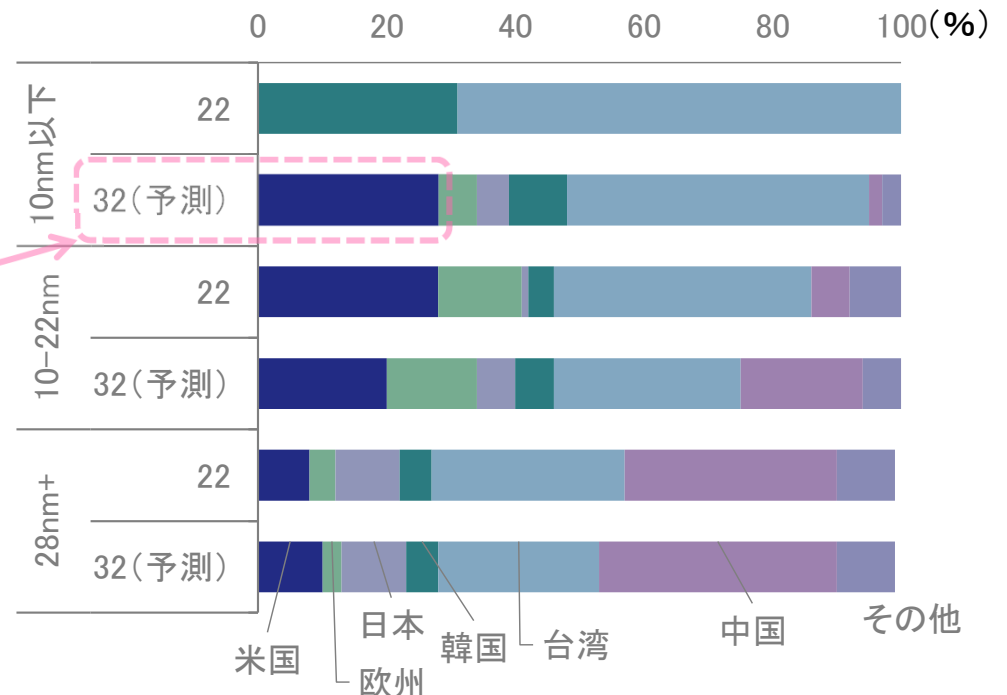
■ 投資の拡大により、将来的に先端半導体の分野では米国が一定のシェアを獲得できるとの見方も

半導体投資額(受入国×投資国、2024~32年)



(出所) BCG、SIAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ロジック半導体の生産能力の見通し(2032年)



(出所) BCG、SIAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

トランプ政策②政府効率化：DOGEを旗振り役に財政支出、政府職員の削減を推進

- 新たに組織された政府効率化省(DOGE)を旗振り役に、歳出削減に取り組み
 - 連邦政府職員の採用制限、退職勧告による職員数の削減、財政支出の見直しなどの施策を次々に実行
 - 予算の執行停止を狙った大統領令は司法によって差し止められているものの、今後の予算作成プロセスで議会共和党と協力しながら一定の進捗を図る見込み

第2次トランプ政権の政府効率化政策

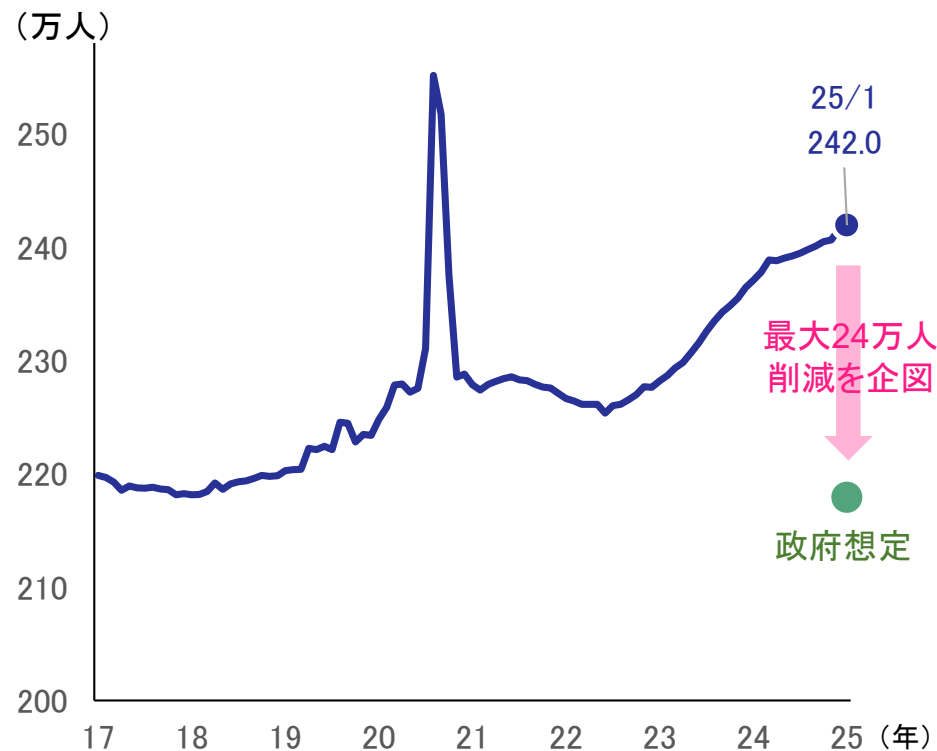
政策	実施事項	削減額
DOGEの設立	➤ テクノロジーを用いて連邦政府の効率化、生産性向上を推進する臨時組織を設置	➤ 目標2兆ドル
連邦職員の新規採用制限	➤ 1月20日時点で未充足ポストの採用を停止 ➤ 採用数を退職した職員数の4分の1に制限	➤ —
連邦職員への早期退職勧告	➤ 連邦政府職員240万人に対して9月までの給与支払いと引き換えに早期退職勧告。7万5千人が応募	➤ 約82億ドル
USAIDの閉鎖	➤ 米国国際開発庁(USAID)の閉鎖、対外援助支出の90日間の停止(※対外援助停止について司法が差し止め) ➤ 最終的には国務省に機能を統合する計画	➤ 最大400億ドル
政府による財政支援の停止	➤ 政府による助成金、融資、財政支援等の停止(※ただし、支出停止の範囲が広範に及び得る指示であったため、実施前に司法が差し止め)	➤ —

(出所) ホワイトハウス、米国商務省、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

急進的な組織改廃で混乱も、雇用への影響は限定的か

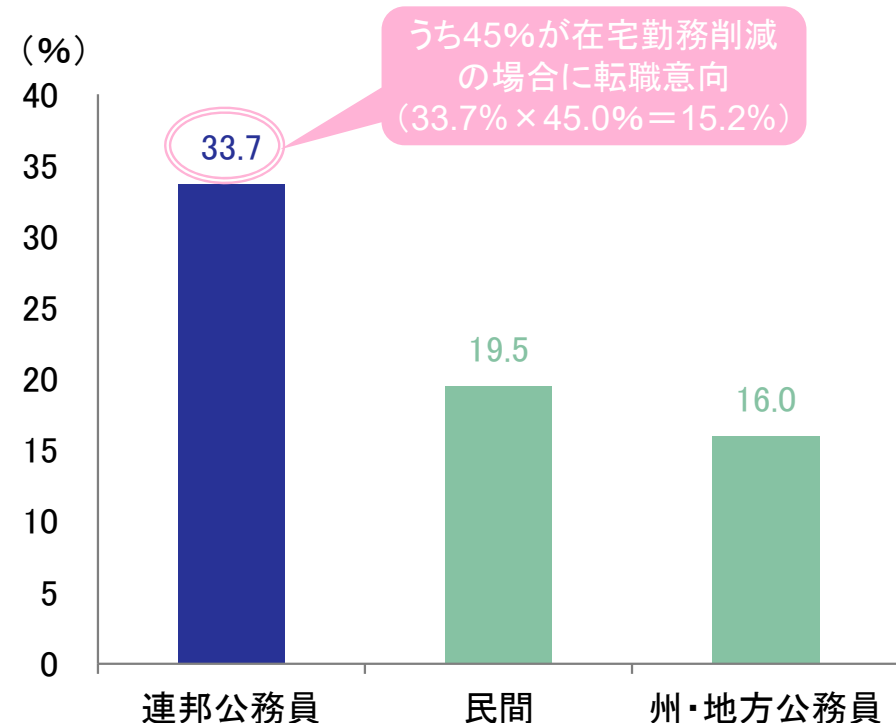
- 政府は連邦政府職員240万人に早期退職を勧告。**最大24万人の応募を想定**
 - 応募者数は7万5千人にとどまる。新規採用の抑制など他の施策と合わせて追加削減を図る意向
 - 早速、勧告に応じない職員にフル出社を要請。米労働省によると、在宅勤務を行う政府職員34%のうち45%が在宅勤務が減る場合に転職すると回答。**単純計算で全体の約15% (37万人) が潜在的な退職予備軍**
 - **仮に24万人の職員削減が行われた場合、失業率は+0.1%Pt上昇。消費減少によりGDPは▲0.1%Pt低下**

連邦政府職員数(除く郵便サービス、軍人)



(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

連邦公務員の在宅勤務比率



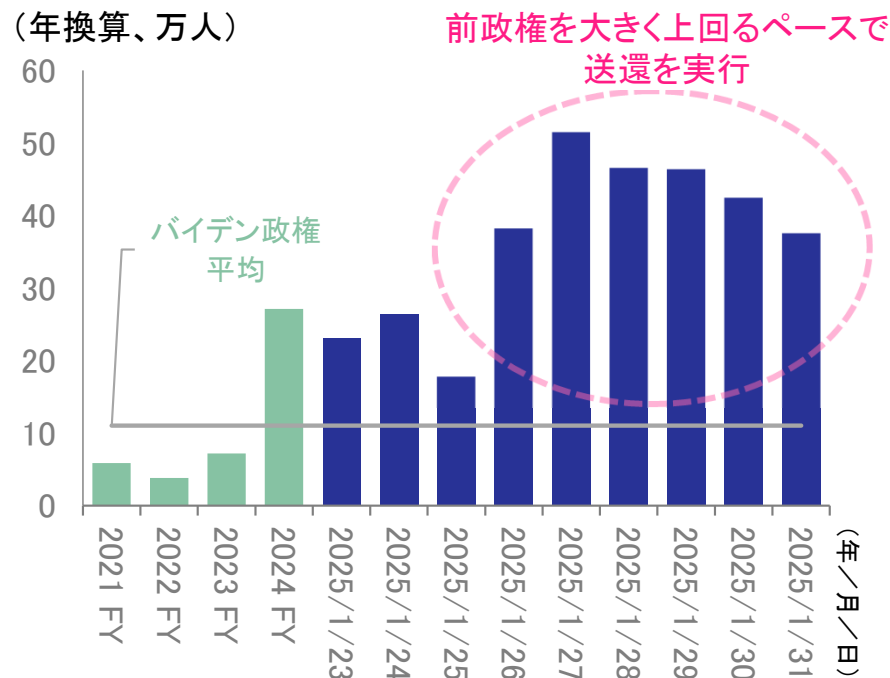
(注) 在宅勤務比率は2024年12月、退職意向は2023年5月時点の調査

(出所) Global Government Forum、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

トランプ政策③移民政策：流入が大幅減速。サプライサイドから経済成長を下押し

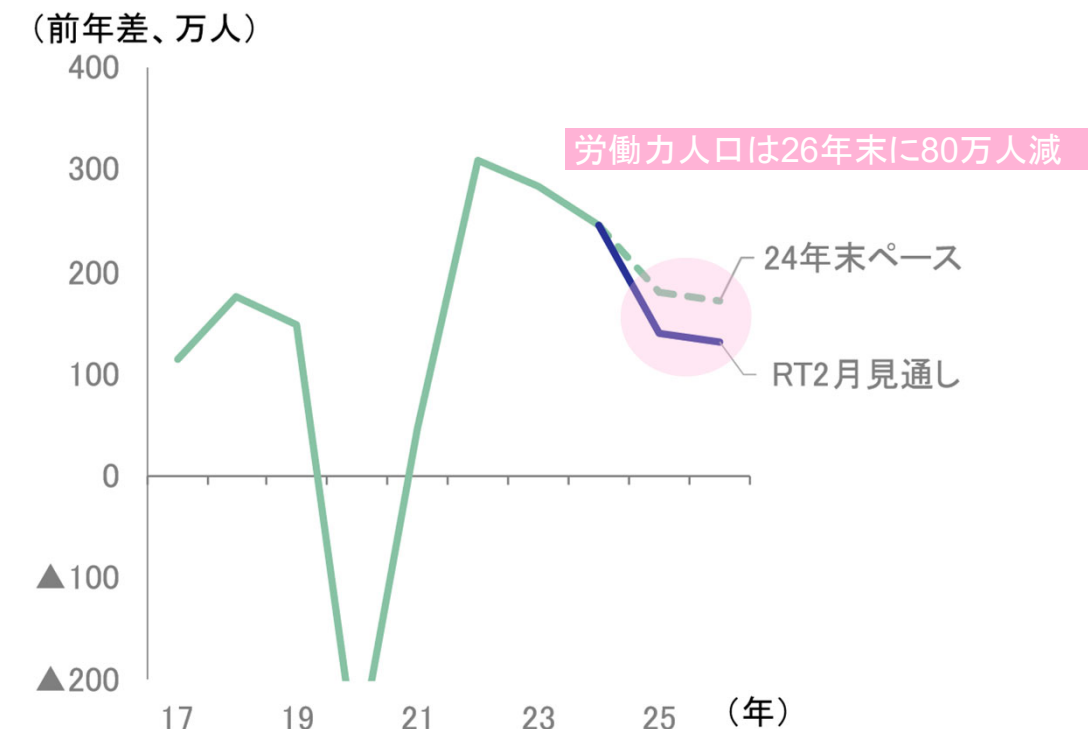
- 移民排斥政策（※詳細は次ページを参照）によって足元ではハイペースで移民の送還が進行
 - 1月23～31日は年率40～50万人の不法移民が退去、バイデン政権平均（同11万人程度）を上回るペースに
 - 新規流入も含め、移民抑制に伴い労働力人口の伸びは2年間で同80万人減速すると想定。成長率は0.2%Pt下押しされるほか、インフレ率を0.1%Pt押し上げ

不法移民の国外退去数の試算



（注）2025年1月23～31日はICEがSNS(X)で公表した逮捕・拘束数から、2024年のバイデン政権と同程度の割合が国外退去に至るとの想定の下で算出
 （出所）米移民・関税執行局(ICE)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

労働力人口（前年差）の見通し



（注）「24年末ペース」とは24年末の移民流入ペースが続くと仮定した場合の労働力人口見通し
 （出所）米国労働省、ICEより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(参考) 第二次トランプ政権の移民政策

政策	実施事項
移民の送還	➤ 国防総省が、テキサス州国境警備隊に拘束された5,000人以上の移民を国外に送還するために軍用機を提供すると発表 ➤ ICEの公表値では、政権4日目で1,000人以上が国外追放または送還
米移民・関税執行局(ICE)の権限拡大	➤ ICEが移民取締りの任務を州警察や地元警察に委任することを認めるプログラムの拡大を認可 ➤ シカゴ・ニューヨークなどの「聖域都市」で家宅捜索
国境の監視体制強化	➤ 米国南部の国境に1,500人の現役兵士を追加配備 ➤ カナダ政府による国境警備の強化(13億カナダドル支出) ➤ メキシコ政府が国境警備強化のため兵士1万人を直ちに配備 ➤ 国境の壁建設の推進・支援
移民・亡命希望者の申請手続き停止	➤ 難民定住プログラムの停止 ➤ 「メキシコ滞在」政策の復活
移民希望者向けスマートフォンアプリの廃止	➤ 移民が米国境警備隊との面談予約に利用していたアプリ「CBP One」の廃止 ➤ このアプリが停止されて以来、約3万人がメキシコ国内で足止め ➤ 米自由人権協会は、このアプリの閉鎖に対して法的措置に訴え
出生地主義の見直し	➤ 両親に市民権・在留資格が無くとも、米国で生まれた子供には市民権が認められる「出生地主義」の見直しを命令 ➤ 1月23日、連邦地裁によって差し止め命令

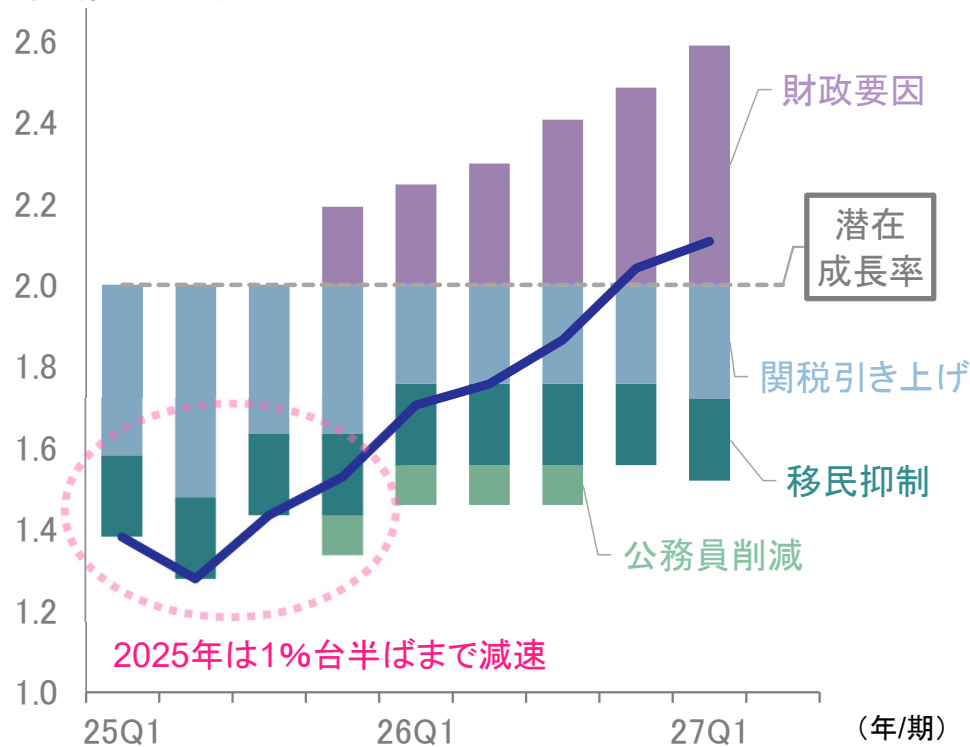
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

政策影響まとめ：保護主義政策で経済減速も一時的。支持層の離反を招くには至らず

- 関税引き上げや移民抑制の影響で景気は一先ず減速も、景気的大幅悪化には至らず
 - 2025年各四半期ベースでみた成長率は1%台半ばまで減速。ただし、2025年末からは減税等による押し上げ効果が発現することで、中間選挙を控える2026年Q4には2%近傍の成長に回帰すると予想
 - 景気減速などから4.5%まで上昇を見込む失業率も、景気回復とともに再び改善に向かう見通し。影響が一時的にとどまることから、米国第一主義を支えるトランプ支持者の離反には至らない公算大(＝米国第一主義を推進)

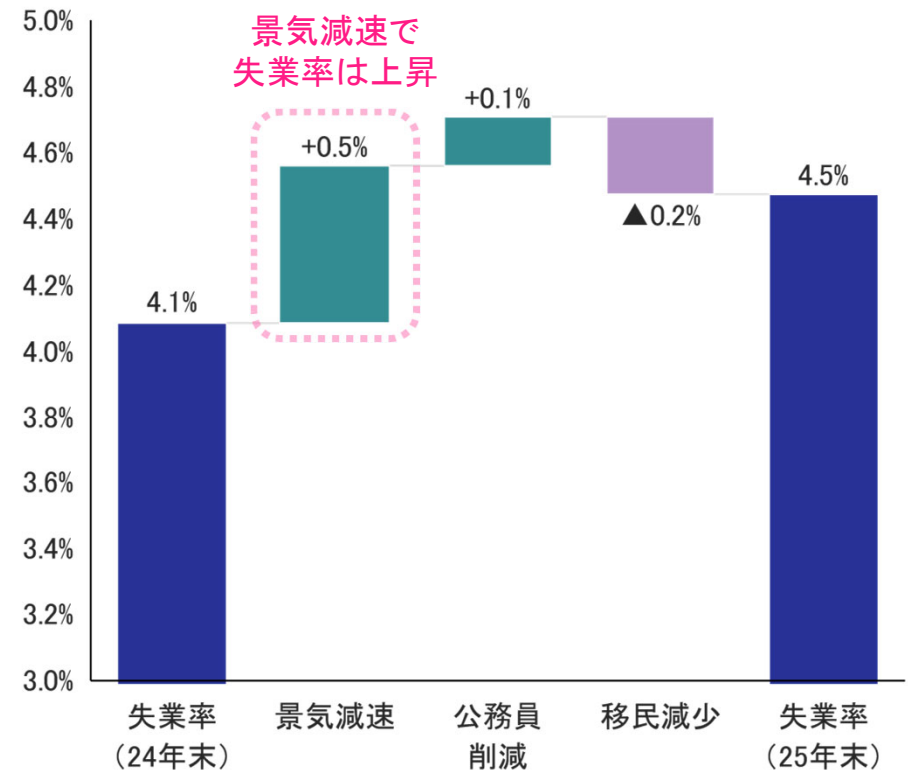
トランプ政策の影響

(前期比年率、%)



(注) 各種想定につて、関税はP11右図、公務員削減はP23、移民政策はP24を参照
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

失業率の見通し



(注) 想定は左図と同様
(出所) 米国労働省などより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

物価：政策に伴うコスト増を生産性向上が緩和。物価のオーバーシュートは回避

■ トランプ政策に伴うコスト高の一部を生産性の改善がカバー

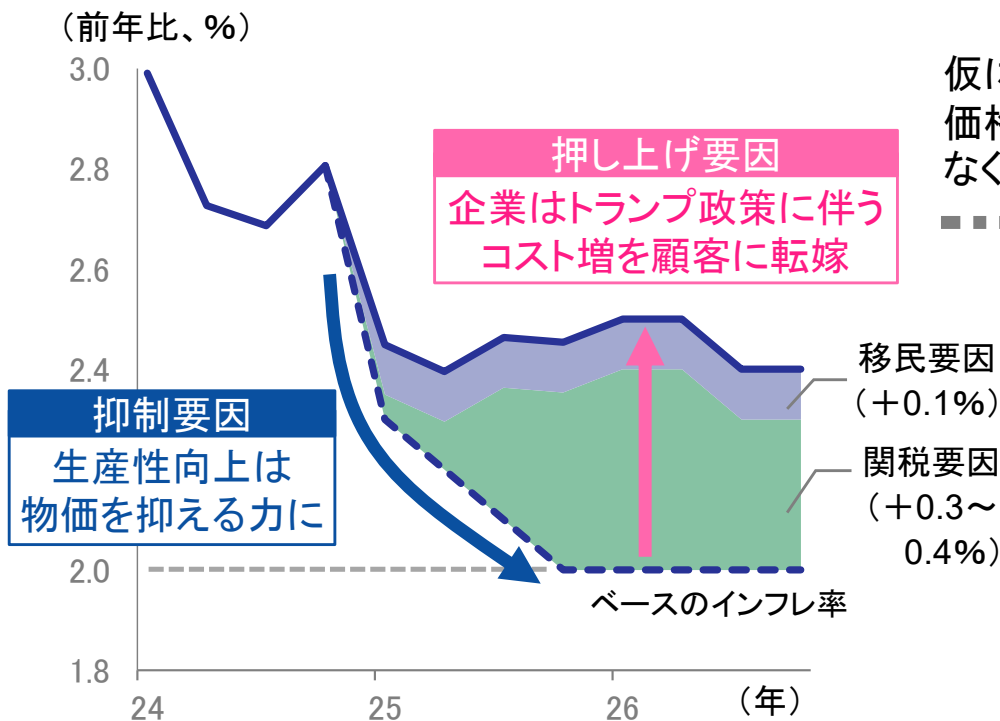
- 企業は、関税負担や移民抑制に伴う人件費の増加分を商品に転嫁するとみられる。一方、生産性の改善は人件費等のコストを幾分抑制する要因として作用
- 2025年末のインフレ率は2.5%と高めの伸びとなるが、オーバーシュートは回避

■ 仮に企業がトランプ政策に伴うコストを商品価格に転嫁できない場合、財セクターの利益率は大幅悪化

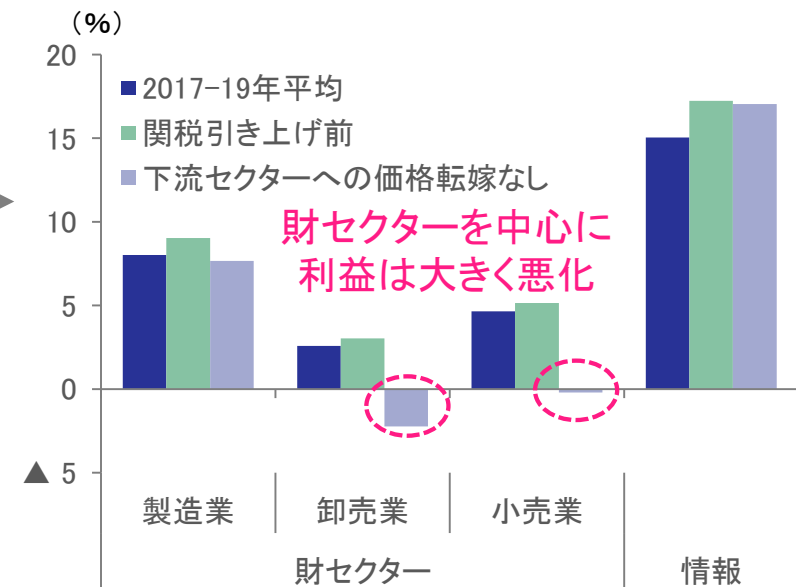
- 企業業績の低迷は、設備投資の抑制につながるほか、人員削減に伴う雇用・所得の悪化を通じて個人消費も緩慢

物価見通しの考え方

セクター別営業利益率



(注) 各種想定につて、関税はP11右図、移民政策はP24を参照
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



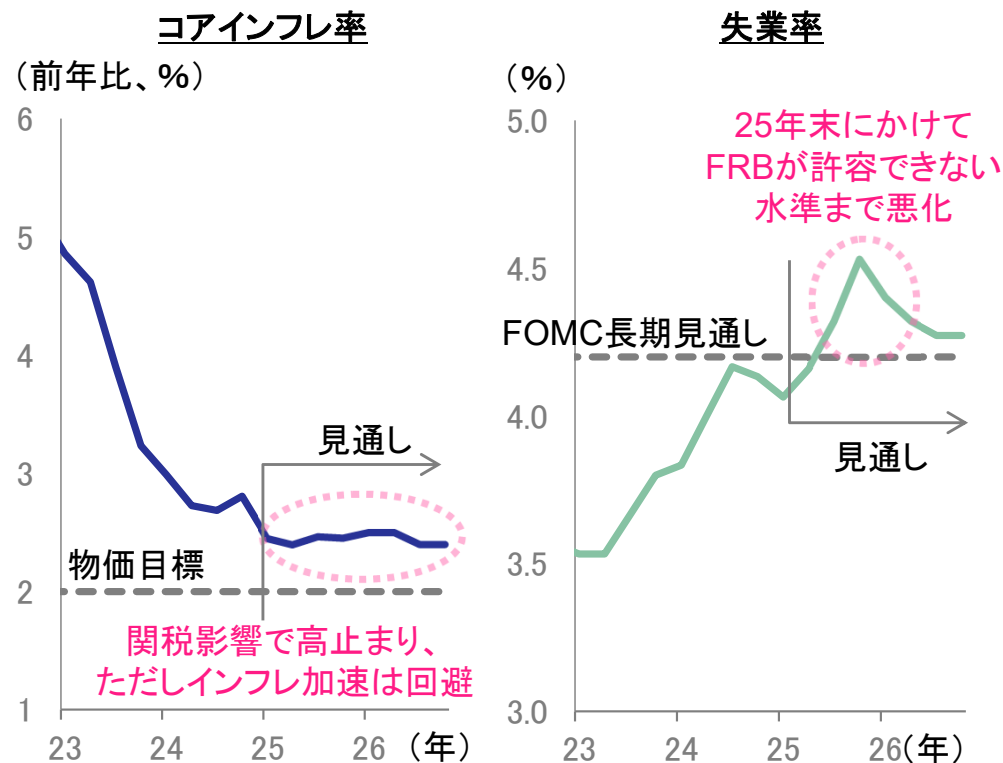
(注) 平均関税率が2.3%から11.3%に引き上げられたケースを想定。「下流セクターへの価格転嫁なし」はある財セクターにおける輸入コストの上昇分を、下流のセクターに転嫁しなかった場合の営業利益率を試算。情報は他セクターとの価格の転嫁・被転嫁は考慮していない
(出所) FRB、米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

金融政策：FRBは失業率上昇を受け利下げ再開。26年初には中立スタンスへ移行

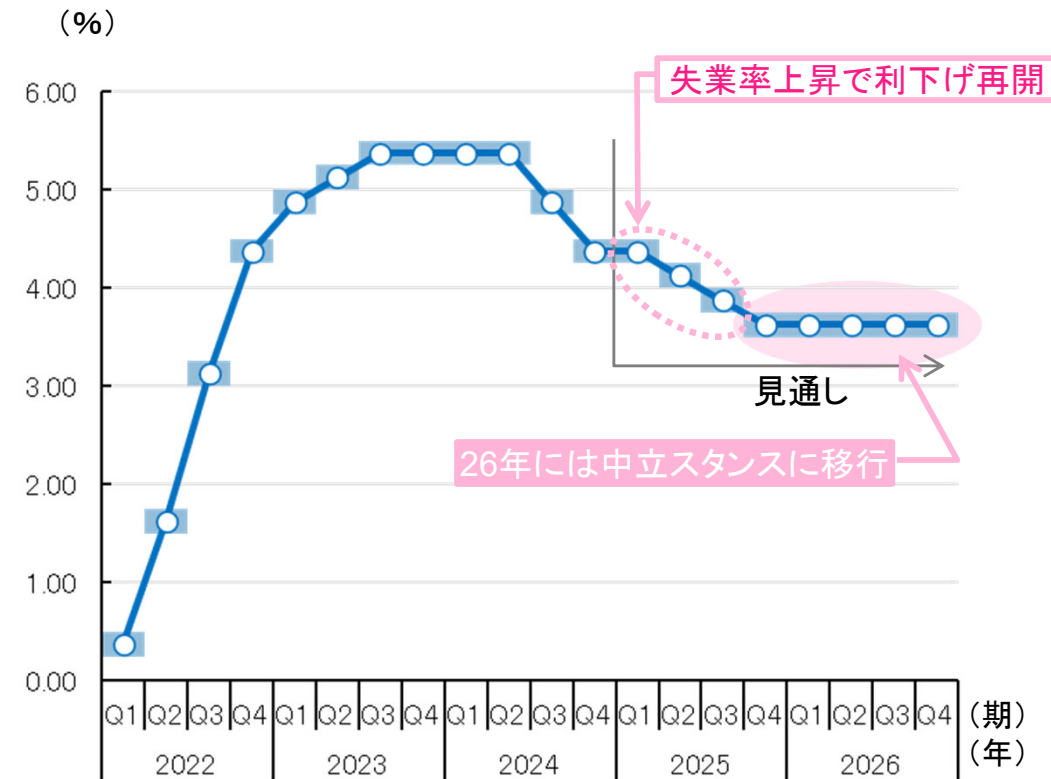
■ インフレ加速の懸念が和らぐ中、FRBは景気減速を踏まえ利下げを再開

- 関税影響により、インフレ率は2025年末に2.5%と高めの伸びとなるが、オーバーシュートには至らず
- 一方、失業率は25年末にかけて上昇し、ピークで4.5%とFRBの長期見通し(4.2%)を超過
- FRBは景気減速を意識し、3.50~3.75%まで利下げを実施

インフレ率と失業率の見通し



政策金利の見通し



(出所) 米国労働省、米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

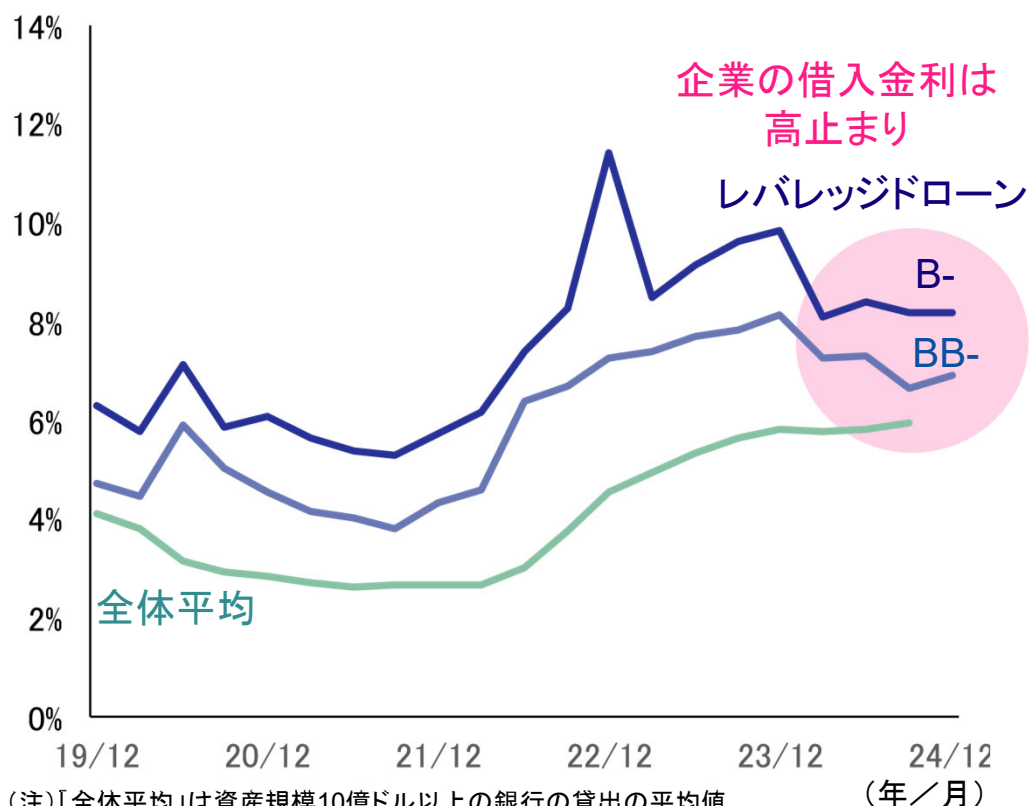
(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

リスク①:『High for Long』となれば、企業の債務負担は増加

■ 緩慢な利下げペースのもと、足元では企業の借入金利は高止まり

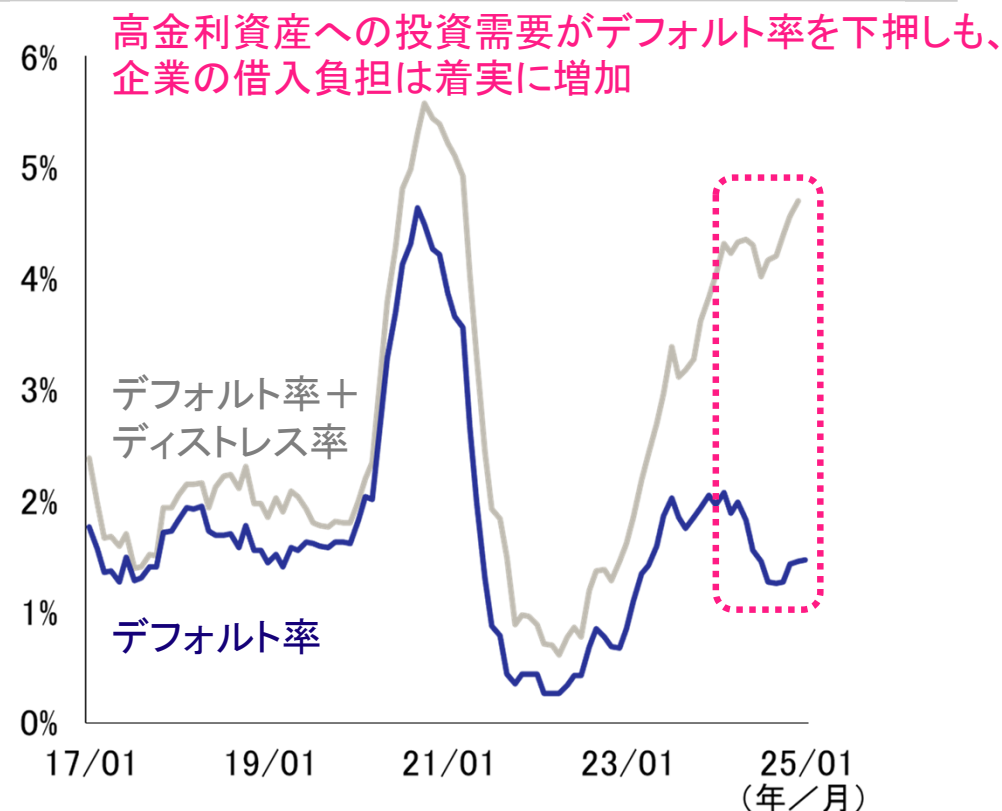
- 特に、債務負担が重いレバレッジドローンでは、デストレス率の上昇が継続しており好調な米国景気のもとでも債務負担は着実に増加
- 高金利資産への投資需要は強く、債務の借換はスムーズに行われているために足元のデフォルト率は低水準だが、強硬な関税政策によって景気下振れと高金利継続が同時進行した場合、デフォルト率は大幅上昇の可能性

各種ローン金利



(注)「全体平均」は資産規模10億ドル以上の銀行の貸出の平均値
(出所)Pitchbook、FDICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

レバレッジドローンのデフォルト率(企業数ベース)



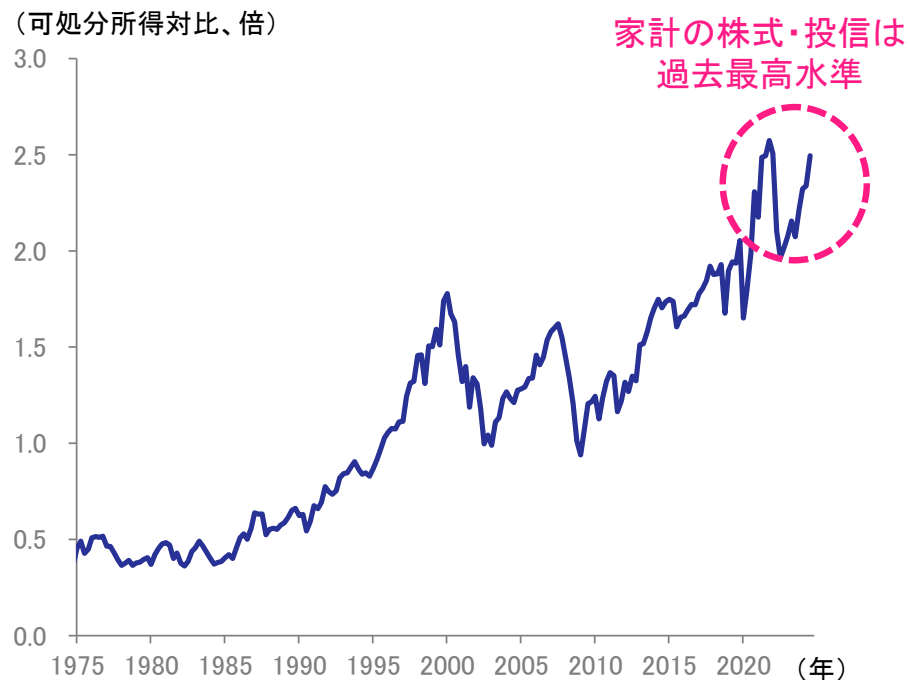
(注)デストレス率は、時価評価が額面の80%以下のローンの比率
(出所)Pitchbookより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

リスク②AIに偏った経済成長には不確実性、株価下落なら家計にも悪影響が波及

■ 足元では高い期待に支えられたハイテク株高が、米国の消費が堅調を維持する要因に

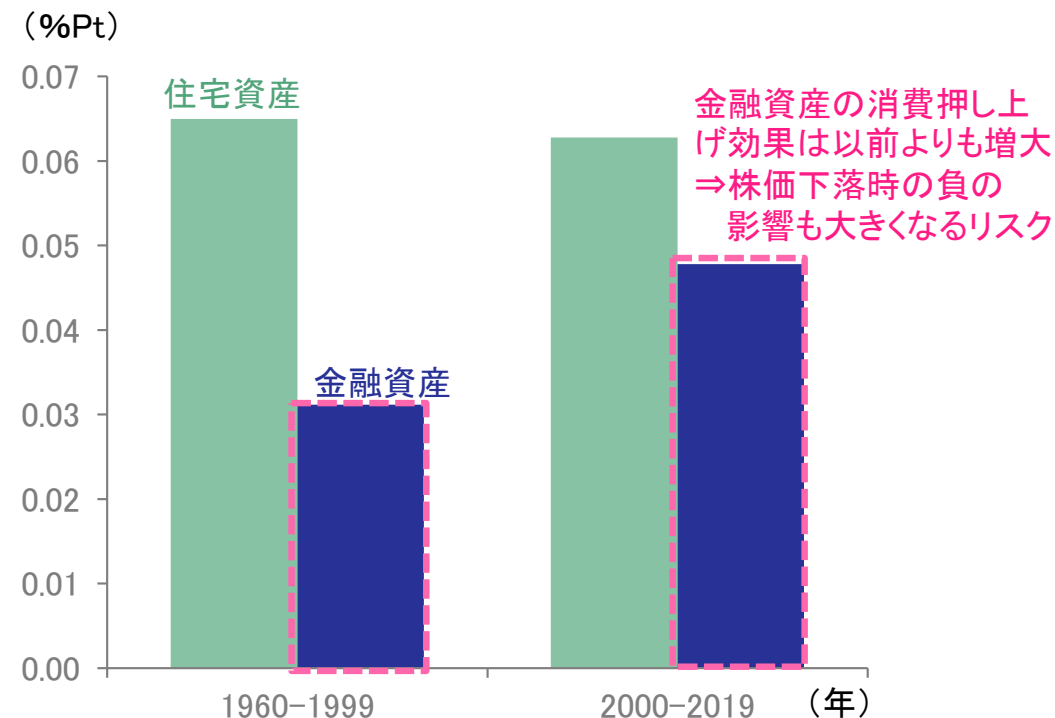
- 家計の金融資産残高(株式・投資信託)は過去最高水準に到達。金融資産の保有が進んでいる分、金融資産の消費押し上げ効果は増大
- 一方、市場で調整が起きた場合の下押し圧力は以前よりも大きなものになるリスク
 - 足元の米株の株価収益率(PER)は20倍超と割高圏で推移しており、株式市場の動向は要注視

家計の株式・投資信託残高(可処分所得対比)



(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

資産が1%増加した時の消費押し上げ効果の試算



(注)データは四半期。実質個人消費を実質可処分所得、住宅資産・金融資産(PCEデフレーターで実質化)、リーマンショックダミーで回帰

(出所)FRB、米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

近視眼的になりすぎず中長期の米国を意識することも重要に、世代交代に要注目

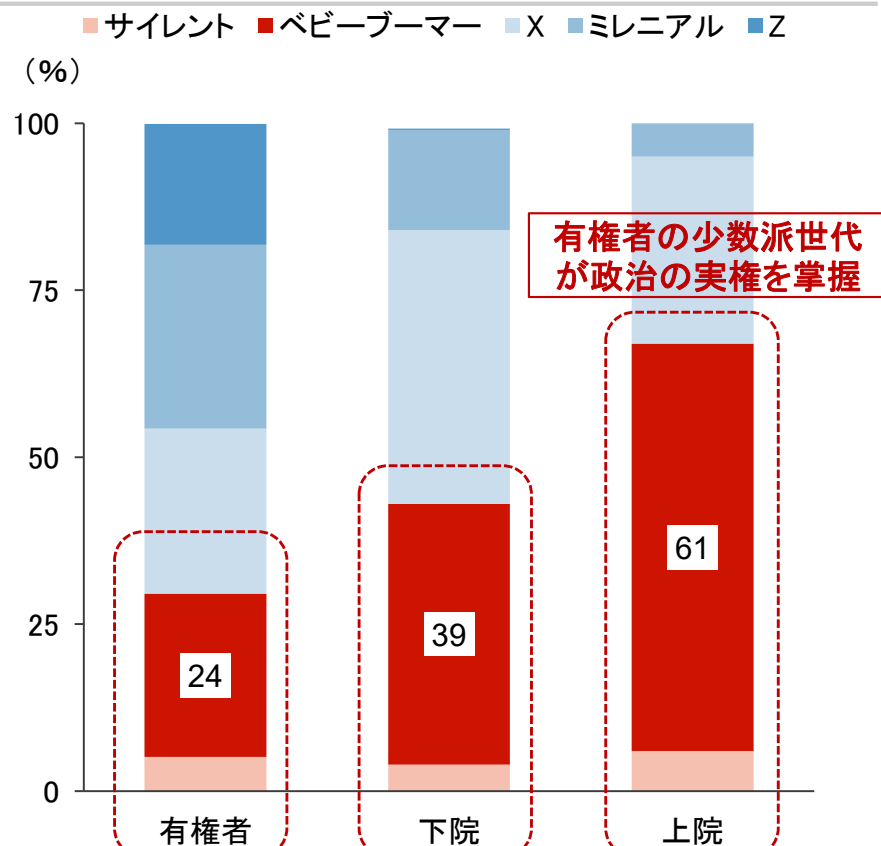
■ 米国の大統領はベビー・ブーマー世代から若返っておらず、有権者とのかい離が拡大

- バイデン氏(1942年生まれ)はサイレント世代、トランプ氏(1946年生まれ)はベビーブーマー世代に該当
- 投票者に占める割合では、既にベビー・ブーマー以前の世代は少数派。議会でも有権者とのかい離は歴然

■ 2028年選挙では発言力増すミレニアル世代・Z世代の動向に要注目

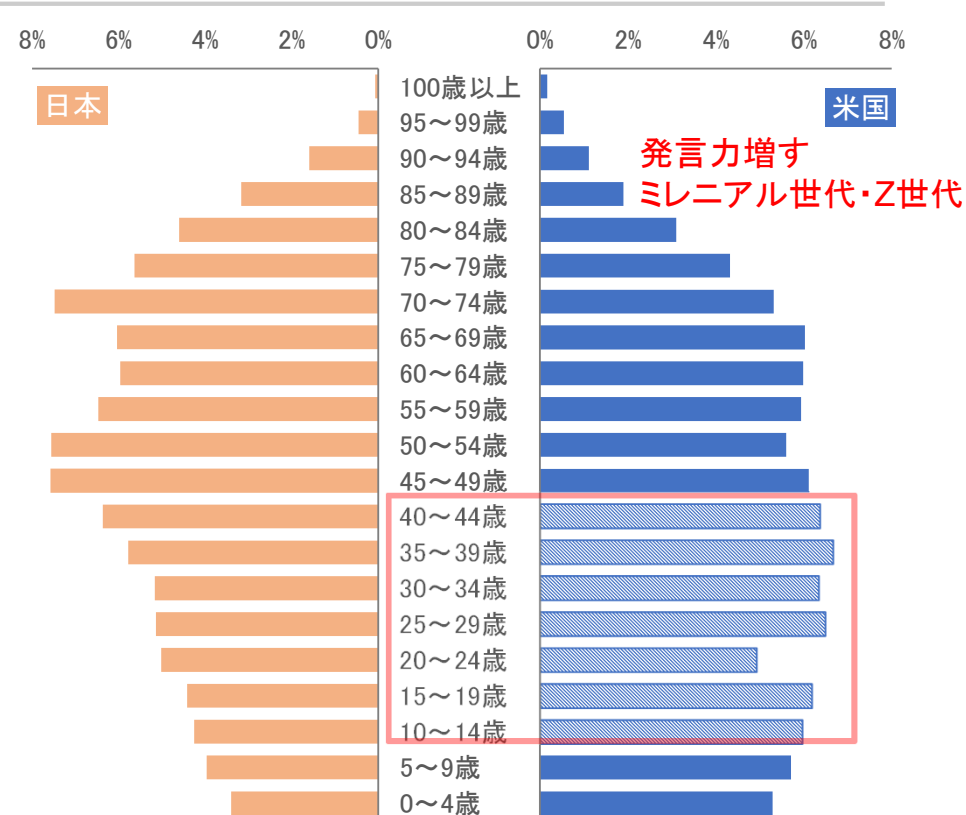
- 米国のミレニアル世代・Z世代はベビーブーマーに匹敵する人口。議会での世代交代に現実味

議会の世代構成



(出所) Pew Research Center等よりみずほリサーチ&テクノロジーズ作成

年齢階層別人口構成の日米比較

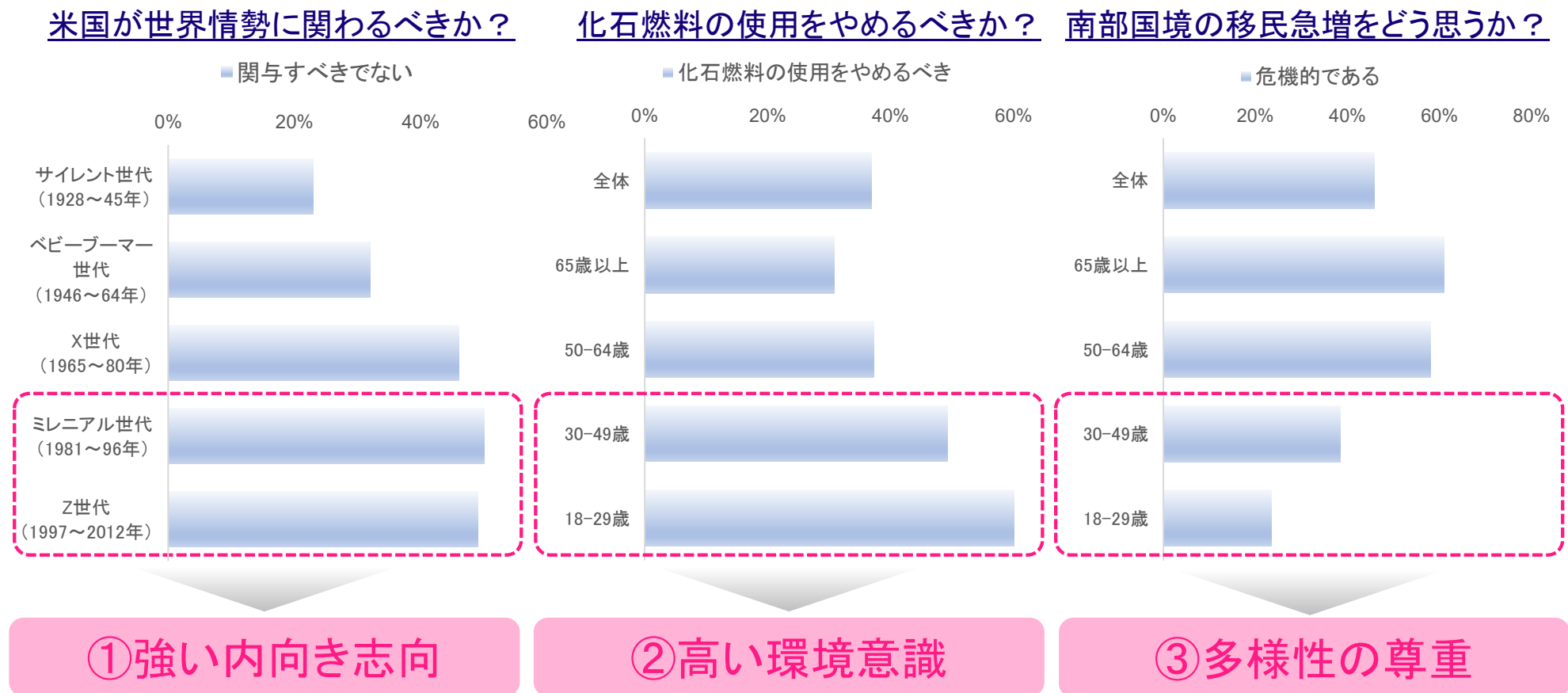


(出所) 米国商務省、総務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

世代交代がもたらす価値観の変化：国民の関心は①内向き、②環境重視、③多様性重視へ

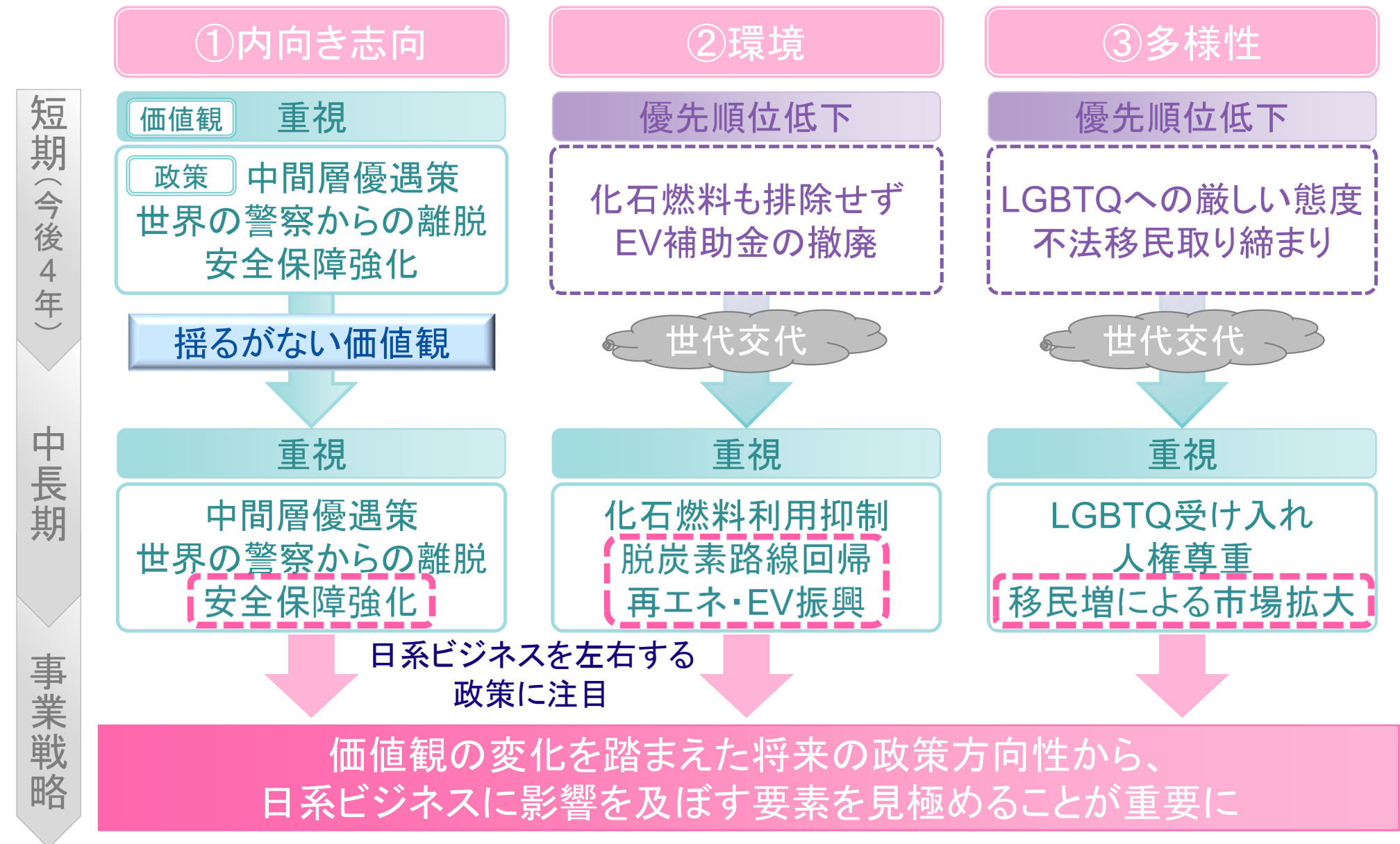
- 近い将来に有権者の世代交代を迎えることに鑑みれば、国民の価値観が変化する公算大
 - ― 次世代の政治を担うZ世代やミレニアル世代は、内向き志向が強い一方で、環境や多様性を尊重
- こうした価値観の変化から、日系企業がより収益を得られるビジネス戦略を見いだせる可能性

米国民に対する世論調査（世代別調査）



(出所) Pew Research Center、PPRIより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

価値観の変容がもたらす政策の変化に対応することが必要



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

YouTube®動画「MHRT Eyes」を、より分かりやすくリニューアル！

複雑さ、変化の激しさを増す経済・金融動向…
エコノミスト・コンサルタントが旬な情報を
5分程度の動画でクイックに解説

MHRT Eyes



リニューアルして配信中！！
より分かりやすく、クイックに。毎週金曜日定期配信(週次版)でお届け
(定期配信に加え、タイムリーな情報も随時配信)
多数のエコノミストが国内外の注目トピックスを網羅
YouTube®動画で手軽に素早くインプット

(QRコードはデンソーウェーブの登録商標です)



コンテンツ拡大中！>>>>
ご視聴・チャンネル登録お待ちしております！



YouTube

みずほリサーチ&テクノロジーズ
公式YouTube®にて配信中
(「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です)



エコノミスト・研究員
幅広い分野を網羅する専門家



<https://www.mizuho-rt.co.jp/business/research/economist/index.html>



調査レポート (無料)
経済・金融動向を解説



<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/index.html>



メールマガジン (登録無料)
レポート・動画配信をいち早くお知らせ！



ご登録はQRコード®をスキャンして頂くか、
ブラウザから下記URLを入力してください。
<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/others/0015.html>

お問い合わせ：
みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社
調査部 メールマガジン事務局
<03-6808-9022>
<chousa-mag@mizuho-rt.co.jp>

〔本資料に関する問い合わせ先〕

みずほリサーチ&テクノロジーズ
調査部

シニア米国経済エコノミスト 松浦 大将

TEL : 080-1069-4902

E-mail : hiromasa.matsuura@mizuho-rt.co.jp

主任エコノミスト 白井 斗京

TEL : 080-1069-5062

E-mail : tokio.shirai@mizuho-rt.co.jp

主任エコノミスト 菅井 郁

TEL : 080-1069-4582

E-mail : kaoru.sugai@mizuho-rt.co.jp

Copyright © みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。