

Topics

- ▶ 20日の就任演説で、トランプ大統領は従前から示している政策方針を改めて披露した。米国第一主義のもとで経済成長が重視されるため、関税引き上げという成長抑制策が実現する一方で、減税政策や規制緩和など成長率を高める政策が2025年に実現する見通し。
- ▶ 2024年に高金利が続く中で米国の経済成長は高まった。新規ビジネス拡大による労働資源のシフトが起きて、労働生産性が高まったことが影響した模様。トランプ2.0では新規ビジネス拡大が続くとみられ、2025年は高めの経済成長率と4%台半ばの長期金利が共存すると見込まれる。

シニアエコノミスト 村上 尚己

トランプ2.0が本格始動

1月20日にドナルド・トランプ氏が大統領に就任、トランプ2.0が本格始動します。従前から、関税引き上げ、移民政策などの方針が示されていた中で、20日の就任演説では新政権の方針が概ね確認されました(図表1参照)。一方で、やや懸念されていた、就任初日からの関税引き上げ発動は見送られました。

経済政策だけではなく外交安全保障などでも、政策方針が実施時には公約から変わるとみられますが、当面はトランプ2.0のもとの、政策の内容、各種政策がどのようなタイミングで実現するか、などが金融市場の主たる材料になるでしょう。これらが、2025年の米国そして世界経済の成長率を大きく左右すると考えられます。

11月15日付コラムでは、トランプ大統領が打ち出す政策が、経済成長やインフレ率に対する影響を考察しました。今後、関税引き上げを強化する一方で、減税などで成長率を高める財政政策を繰り出すと予想されます。双方の影響を加味すると、トランプ政権が繰り出す経済政策は、米経済全体に対して若干のプラス方向(+0.2%/年)に作用する、と筆者は引き続き考えています(図表2参照)。

経済政策の司令塔は経済成長を重視

財務長官への任命が予定されているスコット・ベッセント氏は、マクロ系ヘッジファンドの創設者であり、またジョージ・ソロス氏とともに1992年のボンド危機時にボンド売りトレードにも関わっていたとされる金融市場のプロフェッショナルです。ウォール・ストリート・ジャーナル紙によれば、同氏は、トランプ大統領に、規制緩和によりGDP成長率3%を実現しつつ、2028年までに財政赤字を国内総生産(GDP)比3%に削減、そして日量300万バレル相当の原油増産、を提言したとされています。

米国の経済成長率の過去の推移を踏まえると、3%の経済成長はかなり高い目標です。適切なマクロ安定化政策を行い、市場メカニズムを徹底させる規制緩和を進めて経済成長率を一段と高めることで、「強い米国」を実現させることをベッセント氏らが目指していることを示しています。

高い経済成長によって税収増が実現すれば、政府の財政収支の持続可能性が高まります。そして、経済全体の成長があつてこそ、原油増産などでエネルギーを含めた伝統産業も復活する。経済成長を重視する政策メニューは、アベノミクスに似た「トランプ流の3本の矢」と言えるでしょう。

関税引き上げという経済活動への制約を課しながらも、トランプ2.0の下で、2025年も米国の経済成長は底堅い推移が続く、と筆者は予想しています。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1

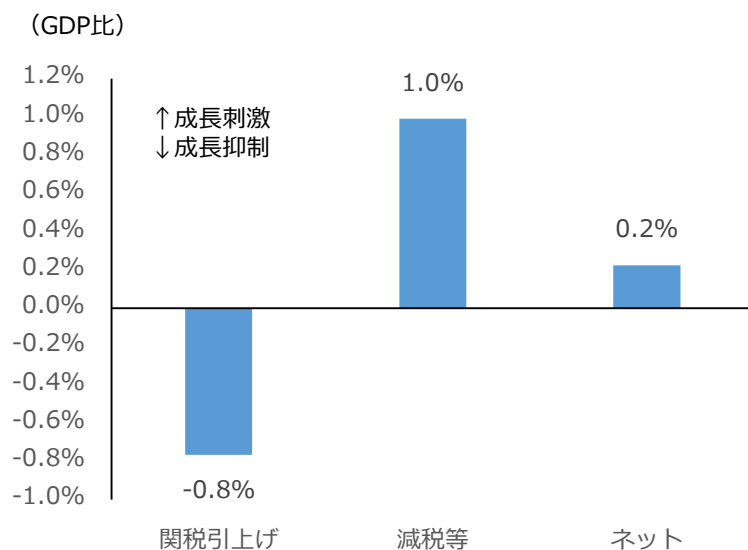
トランプ大統領の就任演説のポイント

関税政策	貿易システムを改革、国民を潤すために外国に関税を課す。外国輸入を制限。
移民政策	不法移民対策に国家緊急事態宣言。不法移民の停止、強制送還。南部国境への軍隊派遣。
インフレ対策	全閣僚にインフレ対策、コスト減へ権限行使を指示。
エネルギー政策	国家エネルギー非常事態宣言。原油採掘を促進。グリーンニューディール政策の廃止。EV義務化の廃止。
宇宙開発	領土拡大の「明白な運命」を追求するために、アメリカ人宇宙飛行士により火星に星条旗を掲げる。

(出所) 各種報道よりアセットマネジメントOneが作成

図表2

減税政策と関税引き上げの影響



(出所) 責任ある連邦予算委員会(CRFB)よりアセットマネジメントOneが試算

## 長期金利が高止まっても経済成長は続く

トランプ大統領就任への思惑を背景に、2024年末にかけて金融市場では米国長期金利が上昇、25年1月には一時4.80%まで金利は大きく上昇しました(図表3参照)。FRB(米連邦制度準備理事会)が3月会合にも利下げすると筆者は予想しており、5%を超えるまで長期金利上昇が続く可能性は低いとみられます。

長期金利上昇が続いた一つの理由は、トランプ2.0においてインフレが上振れるとの思惑です。関税引き上げをディールの材料としてトランプ政権が使うとみられるため、これが米国のインフレ率を一時的にせよ高めるでしょう。それを前提にして、筆者は24年11月時点から、25年のFRBによる利下げは年間2回程度に止まるとの予想を維持しています。

更に、最近の長期金利上昇は、インフレ見通しの修正に加えて、米国経済が当面2%を超えて成長する蓋然性が高まっていることも影響していると筆者は考えています。

実際に2023年から、金利が高止まる中で、約2%とされる潜在成長率を超える経済成長が続きました。2024年には、政策金利が4.5~5.5%と高水準で推移していた中で、経済成長率が3%弱に達したとみられ、これは経済の巡航速度が高まっていたことを示唆します。

この背景には、米国で労働生産性が高まっている可能性が挙げられます。24年半ばまで、筆者はこの説に懐疑的でしたが、昨年末には米国で労働生産性が高まっている事を示す傍証が増えたため、筆者は従来から判断を変えました。

## 米国では高金利でも起業活動が全く衰えない

米国では、新規ビジネスを始める起業申請件数が2020年のコロナ禍直後に大きく増えました(図表4参照)。コロナ禍による生活様式や働き方の変化によって、新たなビジネス機会が創出されて淘汰されるビジネスも同時に増えました。この動きが1年程度続くと予想していましたが、実際には4年経過した2024年も起業申請件数はずっと高止まったままで、同年末には再び増える兆しがみられています。

コロナ禍の経済ショックを経て、労働者を含めた経済資源が成長産業に円滑にシフトして、経済全体の生産性を高めていることを示しています。この動きが、長期金利が4%台で推移している中でも、続いていることが重要でしょう。

また、サンフランシスコ連銀のエコノミストが作成したデータによって、米国の労働生産性を分析することができます(図表5参照)。これを踏まえると、労働者のスキル向上などの要因が、2023年から労働生産性をさらに高める方向で作用していると考えられます。

## 1990年代後半の再来か？

1990年代後半のいわゆるIT革命と呼ばれた時期には、米国では新たなビジネスの盛り上がりとともに、情報通信技術の利用が広がり、同国の労働生産性は3%前後まで高まりました。もっとも、2000年代半ばから労働生産性は低下したため「趨勢的な変化」ではありませんでした。ただ、技術革新と同時に、新たな急成長産業が生まれるフェーズでは、5年前後の期間にわたり労働生産性が高まる可能性は相応にあると考えられます。

トランプ2.0では、減税政策が実現するとみられ、環境政策などで介入的な政策が目立った民主党政権とは異なり、減税や規制緩和など民間の経済活動を支援する対応が行われるでしょう。こうした政策対応が、新規ビジネス拡大を後押しして、労働生産性の高まりがより顕著になる可能性があります。

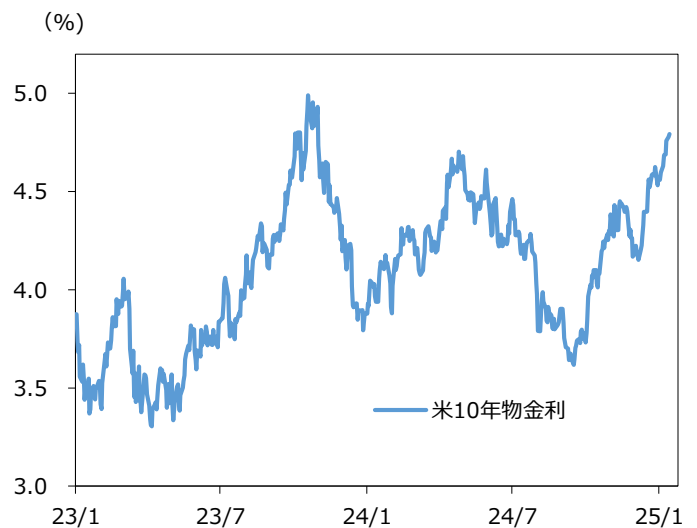
このため、2025年も米国では堅調な経済成長と4%台半ばの長期金利の共存が続く、と筆者は考えています。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3

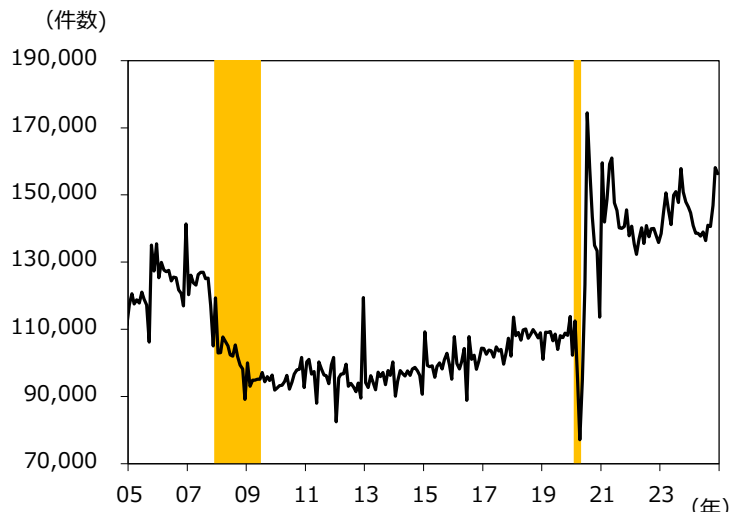
米10年国債利回り



期間：2023年1月1日～25年1月14日(日次)  
(出所) BloombergよりアセットマネジメントOneが作成

図表4

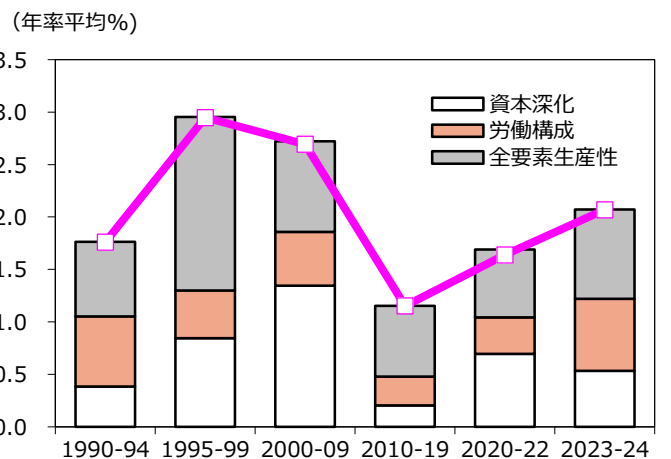
米 起業申請数の推移



期間：2005年1月～2024年12月(月次)、シャドーは景気後退局面  
(出所) LSEGよりアセットマネジメントOneが作成

図表5

米労働生産性の要因分解



(出所) サンフランシスコ連銀よりアセットマネジメントOneが作成 (年)

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。