2025 年 11 月 25 日　全 7 頁

米国経済に潜む短期・中長期の下振れリスクと日本経済への影響

株安・関税政策・移民政策強化で日本の GDP は 29 年までに 0.33%減

経済調査部　エコノミスト　小林 若葉
エコノミスト　中村 華奈子
シニアエコノミスト　久後 翔太郎

[要約]

■ 米国の個人消費は、株高に支えられて好調な高所得層と、実質所得が伸び悩む低所得層で二極化している。資産効果が消費をけん引する状況で注意すべきは株価の急激な落ち込みだが、世界金融危機の直前と比べると、家計向け、企業向けともに主要なローン市場で信用不安が広まるリスクは小さいと評価できる。一方、プライベートクレジット市場では債務残高比率が上昇している。インフレ率が高止まりすれば、引き締め的な金融政策の継続によって、プライベートクレジット市場での破産件数の増加やそれに伴う株安が発生する可能性があり、警戒が必要だ。

■ トランプ米政権による高関税政策（トランプ関税）は、潜在成長率を下押しし、米国経済に中長期的に悪影響を与える可能性がある。確かに関税率引き上げは保護産業へは一定程度のプラスの影響があるものの、保護産業に対する追加関税が価格に転嫁されれば、より下流に位置する産業の生産コストは増加する。これが同産業の競争力の低下を通じて生産水準を下押しするだけでなく、雇用や設備投資にも悪影響を及ぼすと考えられる。トランプ関税によって 2027 年の米国内生産は 10%程度下押しされるとみられ、とりわけ自動車・同部品や一次金属、建設業などで悪影響が大きい。

■ 株安やトランプ関税のほか、トランプ政権が重視している不法移民政策の強化によって、米国の実質 GDP は 2029 年時点で合計 3.2%押し下げられるとみられる。たとえ AI 技術の普及により生産性が大幅に向上しても、マイナスの影響が全て相殺されるわけではない。当社のマクロモデルで試算すると、米国経済の下振れにより、日本の実質 GDP は 2029 年に最大で 0.33%下押しされる。

株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目 9 番 1 号 グラントウキョウ ノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研と大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

米国では高インフレが続く中でトランプ米政権による高関税政策（トランプ関税）の悪影響が徐々に表れている。そこで本稿では、米国経済の下振れリスクについて短期と中長期の時間軸で検討した上で、米国および日本経済への影響を定量的に示す。

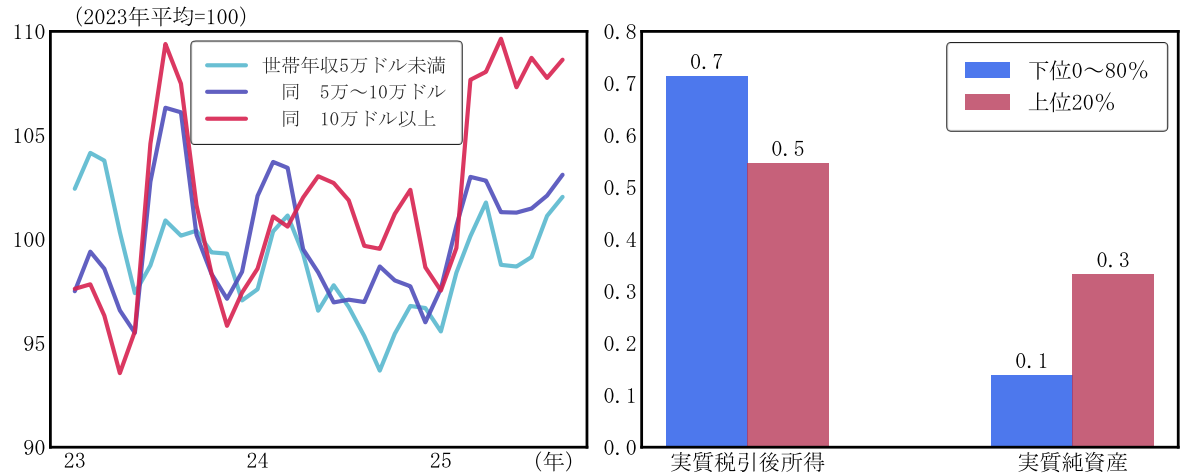
1. 短期の下振れリスク

株高による資産効果は高所得層に集中し、米個人消費は二極化

米国経済の屋台骨である個人消費は、高インフレと高金利が重なる厳しい局面でも、全体として堅調に推移している。しかし、実質個人消費の推移を世帯年収別に確認すると（**図表１左**）、2025 年に入って消費の二極化が鮮明になっている。世帯年収 10 万ドル以上の世帯では消費が大幅に拡大し、足元でも高水準を維持する一方、同 10 万ドル未満の世帯では、2023 年の水準を僅かに上回る程度の回復にとどまる。

背景には、所得階層ごとの消費行動の違いがあるとみられる。所得階層別に消費関数を推計し（**図表１右**）、消費の実質税引後所得弾性値（所得が 1%増加した場合に消費が何%増加するかを示す値）を確認すると、所得階層下位 0～80%で 0.7、同上位 20%で 0.5 となった。また、消費の実質純資産弾性値を見ると、所得階層下位 0～80%では弾性値は 0.1 にとどまる一方、同上位 20%では 0.3 と相対的に高い。

図表 1：世帯年収別実質個人消費（左）、実質消費に対する実質税引後所得と実質純資産の弾性値（右）



（注）左図は 3 カ月移動平均。右図では実質個人消費に対する実質税引後所得および実質純資産の弾性値を所得階層下位 0～80%と上位 20%に分けて推計。推計式は、ln（実質個人消費）=定数項+α*ln（実質税引後所得）+β*ln（実質純資産残高）+γ*コロナ禍期間ダミー。推計期間は 2000～23 年。各係数はいずれも 1%有意。
（出所）Morning Consult、BLS、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

所得階層下位 0～80%では、同上位 20%に比べて名目所得の伸び率が低下しただけでなく、直面している物価上昇率も高いことから、実質所得の伸び悩みが顕著だった。さらに、所得弾性値が比較的高いことも相まって、所得階層下位 0～80%の消費が停滞している。他方、所得

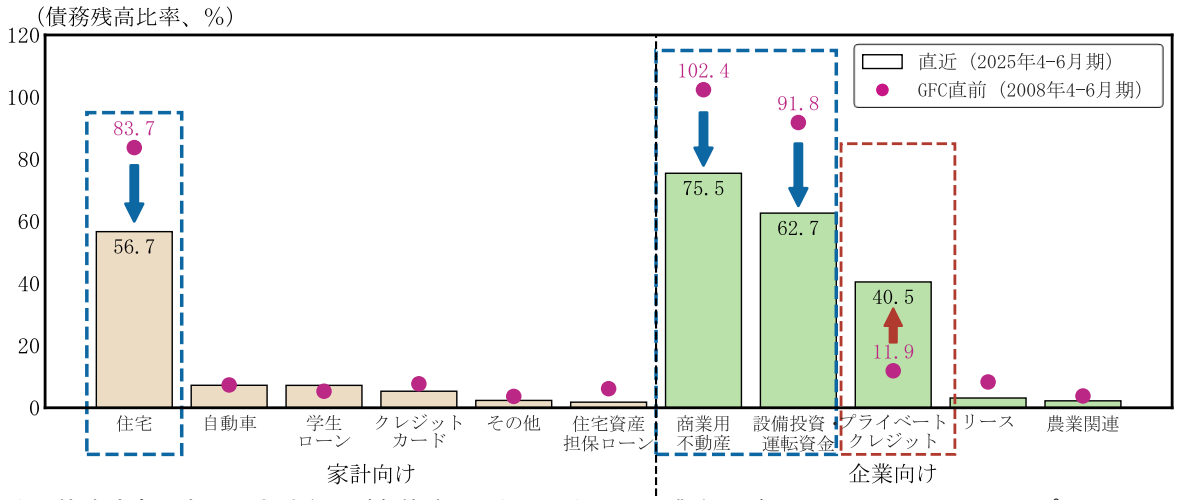
階層上位 20%では実質所得の伸びが相対的に高く、10 月末までの株高を中心とした資産効果で消費が喚起されていることが二極化の主因である。

家計・企業とも信用不安の拡大リスクは総じて小さいが、プライベートクレジット市場に注意

資産効果が消費をけん引する状況で注意すべきは株価の急激な落ち込みだ。2000 年代中頃までは現在と同様に株高が米国の消費を下支えしていたが、低所得者向け住宅ローン（サブプライムローン）市場の崩壊に端を発した 2008 年の世界金融危機（GFC）の発生で状況は一変した。

家計・企業の各ローン市場に潜むリスクの度合いを把握するため、GFC 直前（2008 年 4-6 月期）と直近（2025 年 4-6 月期）の債務残高比率を示したのが**図表 2** だ。家計向けでは住宅ローンの債務残高比率が 83.7%から 56.7%へと低下している。貸出審査が厳格化したことなどが背景にあるとみられ、GFC と同様のメカニズムで危機が広まる可能性は現時点では低い。企業向けでは、商業用不動産ローンの債務残高比率が 102.4%から 75.5%へ、設備投資・運転資金ローンが 91.8%から 62.7%へと低下しており、主要市場で債務残高比率は比較的低位にある。

図表 2：世界金融危機（GFC）前と比較した各種ローン市場の状況



（注）債務残高比率は、家計向けが各債務の可処分所得比、企業向けが同キャッシュフロー比。プライベートクレジット市場はデータの制約上、2007 年と 2024 年の比率を示している。

（出所）NY 連銀、BEA、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

以上を踏まえると、家計・企業向けとも主要なローン市場では信用不安が広まるリスクは小さいと評価できよう。だが、プライベートクレジット[1]市場に着目すると、市場規模は他の企業向けローンと比較して小さいものの、債務残高比率は 11.9%から 40.5%へと上昇しており、注意が必要だ。銀行融資に比べて透明性が低く、流動性リスクが高いという特徴を持つプライベートクレジット市場では小さな規模の破産でも信用不安が急速に広まる可能性がある。

[1] プライベートクレジットとは、通常、非公開市場で取引される債務性の金融商品であり、銀行以外の主体が民間企業に資金を提供するものである。

こうしたリスクの発生確率を高める要因としては、米国におけるインフレ率の高止まりが挙げられる。インフレ率が高止まりすれば、FRB は物価の安定を重視して利下げペースを緩やかにせざるを得ない。引き締め的な金融政策が継続することで企業の資金調達環境は悪化し、米景気が想定以上に減速する可能性がある。こうした中でプライベートクレジット市場での破産件数が増加し、株安も重なって景気を一段と下押しするリスクには警戒が必要だ。

2. 中長期の下振れリスク

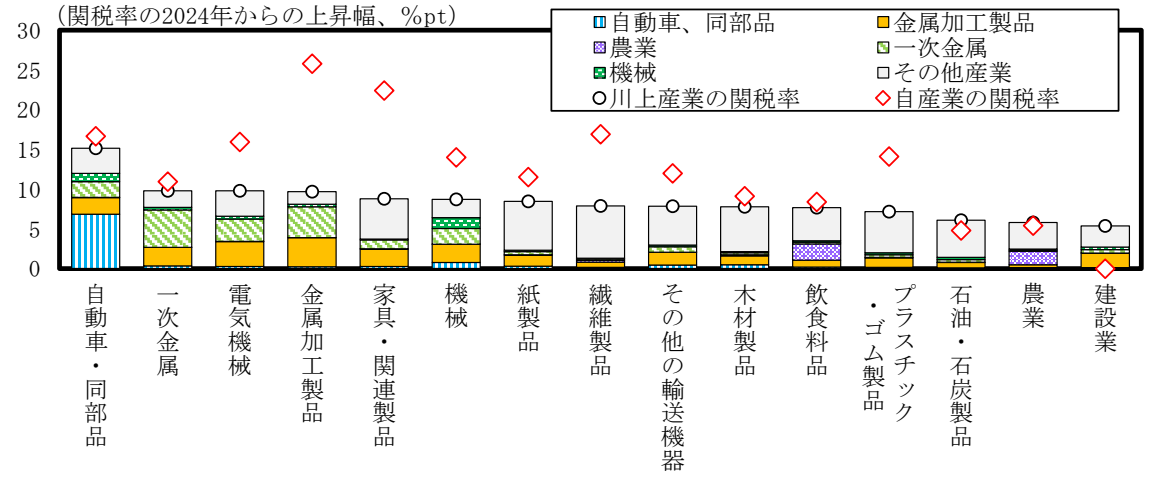
トランプ関税で、米国企業の中間投入にかかる関税負担が増大

次に中長期的な視点で米国経済を取り巻くリスクを検討すると、トランプ関税が米国の潜在成長率を下押しする可能性が考えられる。

トランプ政権が強硬な関税政策を行う目的の 1 つに、産業保護がある。関税率の引き上げによって輸入価格が上昇すれば、価格が相対的に安くなることで国内生産品への需要が増加するだけでなく、海外企業が米国内での現地生産を増加させることで雇用の創出も期待できる。ただし、保護産業よりも下流に位置する産業（保護産業の製品を投入して生産を行う産業）では、追加関税分の価格転嫁が企業収益の重荷となる。

図表 3 は、米国の輸入品における平均関税率について、2024 年平均から 2026 年 1 月時点に見込まれる上昇幅を産業別に示している。ここで「自産業の関税率」は当該産業の輸入品に課される平均関税率である。一方、「川上産業の関税率」は当該産業より上流に位置する産業の輸入品に課される関税率を、当該産業の生産への波及の大きさで加重平均したものである。

図表 3：米国の自産業・川上産業（自産業よりも上流に位置する産業）の関税率上昇幅



（注）米国の世界からの輸入における平均関税率の、2024 年から 2026 年 1 月時点に見込まれる上昇幅。2026 年の関税率は、11 月 19 日時点で公表されている主要国・地域別、主要分野別の関税措置を考慮した。川上産業の関税率は、産業別の関税率上昇幅に 2024 年の産業連関表の逆行列係数（自産業への影響のうち 1 を除く）を乗じたものの合計。

（出所）BEA、米国国際貿易委員会、Haver Analytics より大和総研作成

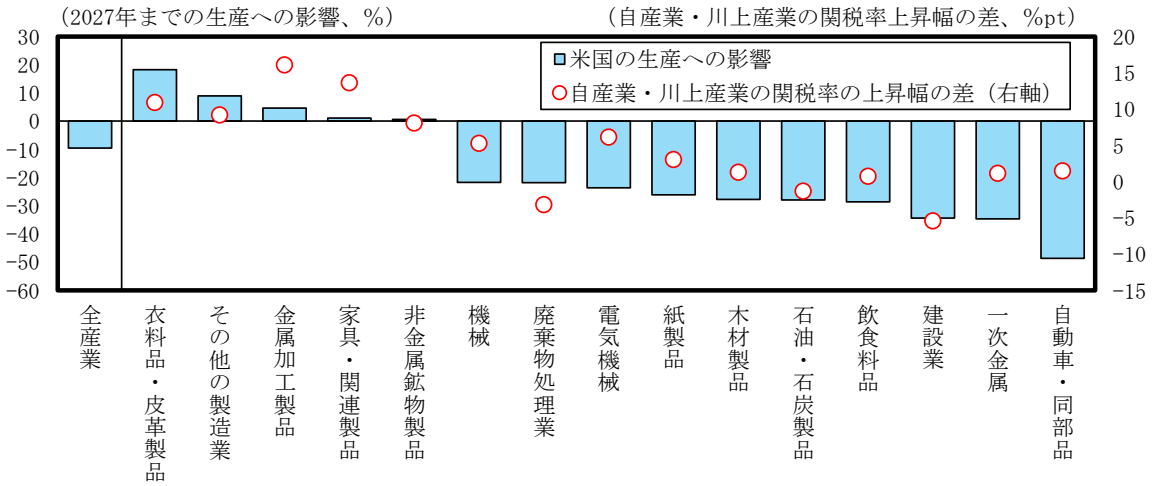
自産業の関税率について見ると、金属加工製品や家具・関連製品の変化幅が＋20%pt 超ととりわけ大きい。金属加工製品は鉄鋼や銅の派生製品に対する追加関税の影響で、家具・関連製品は木製家具等に対する追加関税の影響である。自動車・同部品も分野別関税が課せられているが、日本や EU、韓国から輸入する自動車等への追加関税率は引き下げられたため、＋16%pt と影響は一定程度抑えられている。

他方、川上産業の関税率に注目すると、自動車・同部品の変化率が＋15%pt と自産業の関税率と同程度となっているが、これは自動車部品への関税率の高さが影響しているとみられる。次いで、一次金属や電気機械、金属加工製品の川上産業の関税率が上昇しているが、いずれも金属加工製品や一次金属が押し上げている。また、非製造業でも、農業や建設業などで川上産業の関税率が上昇している様子がうかがえる。

トランプ関税は自動車・同部品や一次金属、建設業などの米国産業の生産を押し下げ

前述のように、自産業の関税率の引き上げは生産を増加させる効果がある一方、川上産業の関税率の上昇は生産コストを押し上げ、競争力の低下を通じて生産水準を押し下げる効果もある。実際、2017～24 年の産業別のパネルデータを用いて推計すると、1%pt の自産業の関税率上昇は 1 年後の生産を 3%押し上げる一方、川上産業の関税率上昇は 8%押し下げると試算される。すなわち、自産業の関税率の上昇幅が、川上産業のそれを十分に上回らない限り、生産にはマイナスの影響を及ぼすということだ。

図表 4：米国内の自産業・川上産業の関税率の上昇幅の差と生産への影響



（注）米国の生産への影響は、2027 年までの累積の影響。生産への影響がプラスとなる 5 業種と、マイナス幅の大きい 10 業種。2017～24 年の非農業・民間部門の 63 産業（振れの大きいファンド、信託、その他の金融商品は除く）のパネルデータを用い、以下の推計式により試算した。定数項、自産業の関税率は 1%有意、川上産業の関税率は 5%有意。

Δln（実質付加価値額）＝0.02＋0.03×自産業の関税率の前年差（%pt）(-1)
－0.08×川上産業の関税率の前年差（%pt）(-1) ＋産業固定効果

（出所）BEA、米国国際貿易委員会、Haver Analytics より大和総研作成

これを踏まえ、トランプ関税による 2027 年までの影響を試算すると、全産業の生産を 10%程度押し下げるとみられる（**図表 4**）。産業別では、自産業の関税率の上昇幅が大きい金属加工製品や家具・関連製品のほか、川上産業の関税率の上昇幅が比較的小さい衣料品・皮革製品やその他の製造業などはプラスとなる一方、多くの産業ではマイナスの影響が表れる。中でも、川上産業の関税率の上昇幅が大きい自動車・同部品や一次金属、「自産業の関税」がない建設業などで悪影響が大きい。

こうしたトランプ関税による生産の減少は、雇用者数や設備投資額の減少を通じて潜在成長率を下押しする。FRB のマクロモデルを応用して試算すると、2029 年の米国の実質 GDP を 2.2%押し下げるとみられる（**後掲図表 5**）。

3. 日本経済への影響

米国経済の短期・中長期的なリスクの発現で日本の実質 GDP は 2029 年で最大 0.33%減

最後に、ここまで見てきたような米国経済の短期・中長期の下振れリスクに加え、トランプ政権が重視している不法移民政策や人工知能（AI）分野の競争力強化も考慮し、日本経済への影響を確認しよう。リスクシナリオは、以下の 4 つを作成した。

シナリオ①は、**前掲図表 4** で示したトランプ関税による影響を示す。シナリオ②は、シナリオ①に加え、2026 年の 1 年間に GFC 時の半分程度（S&P500 では 18%）の株価下落が発生した際の個人消費の減少による影響である。さらに、シナリオ③では、不法移民政策による雇用者数の減少による影響、シナリオ④では AI 技術の普及による全要素生産性（TFP）への影響、といった中長期的な変化も盛り込んだ。具体的には、シナリオ③では、シナリオ②に加え、Edelberg et al.（2025）[2]で示される純移民流入が最も少ないシナリオを用いた。シナリオ④では、シナリオ③に加え、Filippucci et al.（2024）[3]で示される AI 技術の普及による TFP の押し上げが最も大きい想定（年平均＋0.6%pt）を用いた。

米国の実質 GDP はシナリオ①のトランプ関税の影響により、2029 年時点で 2.2%押し下げられ、シナリオ②の株価下落やシナリオ③の不法移民政策強化ではそれぞれ追加的に 0.6%pt、0.4%pt 下押しされる（**図表 5**）。一方、金利の低下が経済活動を下支えすることに加え、シナリオ④の AI 技術の普及の影響は実質 GDP を 1.2%pt 押し上げるものの、マイナスの影響全ては

---

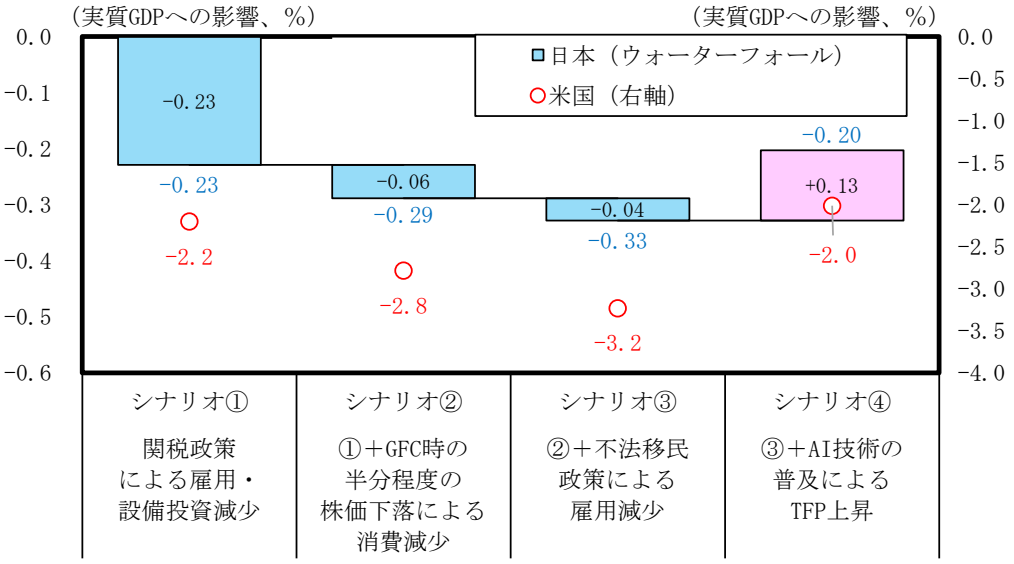
[2] Edelberg, W., S. Veuger, and T. Watson （2025）, “Immigration Policy and Its Macroeconomic Effects in the Second Trump Administration,” AEI Economic Perspectives July 02, 2025. 同論文の純移民流入を抑制し続けることを想定した移民小シナリオの潜在雇用者増加数（月間、シナリオ下限）は、2025 年は前月差＋4 万人、2026 年は同＋0 万人、2027 年は同▲1 万人、2028 年は同▲1 万人である。なお近年、移民の就業が増えた産業は、運輸業やレジャー・宿泊業、小売業などの非製造業が中心であり、不法移民政策の強化の影響は、製造業が中心のトランプ関税の影響とは独立的と考えられる。移民の就業者数についての詳細は、藤原翼「米国の労働需給の緩和は不均一」（大和総研レポート、2024 年 10 月 31 日）を参照。

[3] Filippucci, F., P. Gal, and M. Schief （2024）, “Miracle or Myth? Assessing the Macroeconomic Productivity Gains from Artificial Intelligence,” OECD Artificial Intelligence Papers, No. 29. 同論文は AI の活用度や AI が及ぼす影響度の違い等により TFP の押し上げの程度に違いが生じると想定し、メインシナリオとして、年平均で＋0.25～0.6%pt のレンジで TFP を押し上げるとしている。

相殺できず、トランプ政権発足前に見込まれた水準（ベースラインシナリオ）からは 2.0%下振れするとみられる。

当社の短期マクロモデルにより日本の実質 GDP への影響を試算すると [4]、シナリオ①のトランプ関税の影響によって 2029 年時点で 0.23%下振れし、シナリオ②の株価下落、シナリオ③の不法移民政策強化で更に下押しされることで、ベースラインシナリオからは最大で 0.33%の押し下げが見込まれる。一方、シナリオ④の AI 技術の普及はマイナスの影響を緩和するものの、ベースラインシナリオからは 0.20%下振れするとみられる。

図表 5：米国経済下振れシナリオによる 2029 年時点の日米の実質 GDP への影響



（注）米国経済の下振れによる日米経済への影響を FRB/US と当社の短期マクロモデルでシミュレーションした結果。米国経済の下振れシナリオについて、シナリオ①は、関税政策による生産減少を通じて雇用者数と実質設備投資額が減少する想定であり、図表 4 の推計結果を用いた 2 段階最小二乗法により、それぞれ以下の推計式にて試算した。雇用者数の推計では、実質付加価値額は 5%有意、定数項は有意でなかった。実質設備投資額の推計では、実質付加価値額は 10%有意、定数項は有意でなかった。

Δln（雇用者数）＝−0.00＋0.45×Δln（実質付加価値額）＋産業固定効果

Δln（実質設備投資額）＝−0.00＋1.29×Δln（実質付加価値額）＋産業固定効果

シナリオ②は、①に加え 2026 年の 1 年間に株価が世界金融危機（GFC）時の半分程度（S&P500 では 18%）下落することにより実質純資産を通じて消費が減少する想定。シナリオ③は、②に加え Edelberg et al.（2025）で示される純移民流入が最も少ない想定。シナリオ④は、③に加え Filippucci et al.（2024）で示される AI 技術の普及による TFP の押し上げが最も大きい想定（年平均＋0.6%pt）。

（出所）BEA、米国国際貿易委員会、CBO、FRB、Edelberg et al.（2025）、Filippucci et al.（2024）、内閣府、各種統計、Haver Analytics より大和総研作成

[4] なお、ここでは米国経済の下振れによる日本経済への影響を試算したが、トランプ関税による日本の輸出への直接的な影響や、米国での株価下落による日本の家計の逆資産効果、日本における AI 技術の普及と生産性向上などの影響は考慮していない。このため、試算結果については幅を持ってみる必要があり、米国経済の動向には引き続き注意が必要である。