

2025年1月23日 全12頁

米国経済見通し トランプ新政権における 4つの注目点

移民排除のエスカレーションと追加関税措置の示唆に翻弄され得る

経済調査部 主任研究員 矢作 大祐
ニューヨークリサーチセンター 研究員 藤原 翼

[要約]

- 足元の米国経済は、ソフトランディングに向けて歩みを進めている。一方、米国経済の先行きを左右する要因として、1月20日に発足したトランプ新政権の政策動向が挙げられる。トランプ大統領の就任演説等を踏まえ、経済における注目政策は(1)減税・財政、(2)エネルギー政策、(3)関税、(4)移民排除の4つだ。
- (1)減税・財政に関しては、3-5月を目途に、2025財政年度の本予算成立、債務上限問題の解決、トランプ減税の延長を含む減税策の策定が主な目標となる。共和党議員を中心に財政悪化に対する懸念が強まっている中、早期に本予算・減税案を成立させ、債務上限問題を解決できるかが、市場参加者の注目材料となっている。(2)エネルギー政策に関しては、高インフレに苦しんできた低中所得層から、安価なエネルギー供給に対する期待は高い。化石燃料の掘削許可の迅速化・積極化、生産支援などを通じて、安価なエネルギーを供給できれば、インフレ減速に向けた好材料となろう。
- (3)関税に関しては、トランプ大統領も就任直後から中国やカナダ・メキシコに対する追加関税措置をほのめかしている。新政権・共和党は従来、インフレ抑制を主張してきたが、追加関税措置はインフレ圧力を高め得る。追加関税措置は必ずしも喫緊の課題とはいえないが、交渉カードの一つとして度々取り上げられることになろう。(4)移民排除に関しては、トランプ大統領は、不法移民の強制送還や新規流入の抑制に関する大統領令を発出した。不法移民の強制送還を中心に予算・制度面の制約は多いが、トランプ支持者は移民排除を支持しており、政策がエスカレーションする可能性がある。その場合、労働需給のひっ迫やインフレ高止まりを引き起こす恐れがあるだろう。
- なお、本稿の後半部分には米国経済に関する中期見通しを掲載している。メインシナリオとして、米国経済の今後10年間(2025年-2034年)の成長率は、平均+2.1%程度と予想している。他方で、トランプ新政権の政策動向を巡る不確実性は高い。リスクシナリオとして、追加関税措置や移民排除策が過激化すれば、最悪の場合には、一時的に高インフレと景気悪化が並存するスタグフレーションも想定される。

米国経済はソフトランディングに向けて歩みを進める

足元までの経済指標を振り返ると、雇用環境では雇用者数の増加が加速し、失業率が低下したように、底堅く推移している。雇用環境改善による所得面の裏付けに加え、ホリデー商戦による値引きセールが追い風となり、小売売上高も堅調な伸びとなった。屋台骨である個人消費が米国経済をけん引する構図は続いている。市場が懸念しているインフレ動向に関しては、直近のPPIおよびコアCPIが前月比で市場予想を下回り、インフレ減速の継続が示唆された。総じてみれば、米国経済はソフトランディングに向けて、引き続き歩みを進めているといえるだろう。

当面の注目点はトランプ新政権の4つの経済政策

一方、米国経済の先行きを左右する要因として、1月20日に発足したトランプ新政権の政策動向が挙げられる。新政権発足後の100日間は前政権からの業務の引継ぎに加え、自身の政策の方針を表明するハネムーン期間と呼ばれ、注目度は高い。ハネムーン期間においては、野党やマスコミ等からの厳しい批判は控えられる一方で、100日を目途にその滑り出しが評価されることが通例だ。トランプ大統領は過去に、ハネムーン期間という慣例に対して否定的なスタンスを示したことがあるものの、順調なスタートを切り、世論から高評価を得ることの重要性は変わらない。とりわけ、世論から支持されれば、議会などでの求心力も高まり、政権運営が容易になる。トランプ大統領もスタートダッシュのために、100本~200本の大統領令を発出する予定であったことが、事前に報じられており、就任後早々に移民政策やエネルギー政策等に関する大統領令を発出している。こうした中、トランプ大統領の就任演説等を踏まえると、当面の米国経済における注目政策として、(1) 減税・財政、(2) エネルギー政策、(3) 関税、(4) 移民排除の4つが挙げられる。

(1) 減税・財政に関しては、3-5月を目途に、2025財政年度(2024年10月-2025年9月)の本予算成立、債務上限問題の解決、そして、トランプ減税の延長を含む減税策の策定が、主な目標となる。本予算成立・債務上限解決・減税の実現に向けては、議会での承認が不可欠だ。上下院ともに共和党が過半数を占めているとはいえ、議席数のリード分は僅差であり、トランプ新政権としても、共和党議員の離反は可能な限り抑えたいところだろう。

しかし、共和党も一枚岩ではない。2024年12月に行われた、2025財政年度の本予算成立までのつなぎ予算案の審議において、トランプ氏が支持した債務上限問題の解決を含む案は、財政悪化に対する懸念を呼び起こし、下院で30人を超える共和党議員が反対したことで否決された。その後、債務上限問題に関する条項を除き、3月14日を期限とするつなぎ予算が成立した。このつなぎ予算の審議は、トランプ新政権の発足前であり、1月3日から開始した上下院の新たな議員構成とは異なる。一方、現上下院においても、トランプ氏の案に反対した共和党議員のほとんどが留任しており、離反の可能性は残る。つなぎ予算が期限切れとなる3月を目途に、トランプ新政権の議会運営能力が試されることになる。

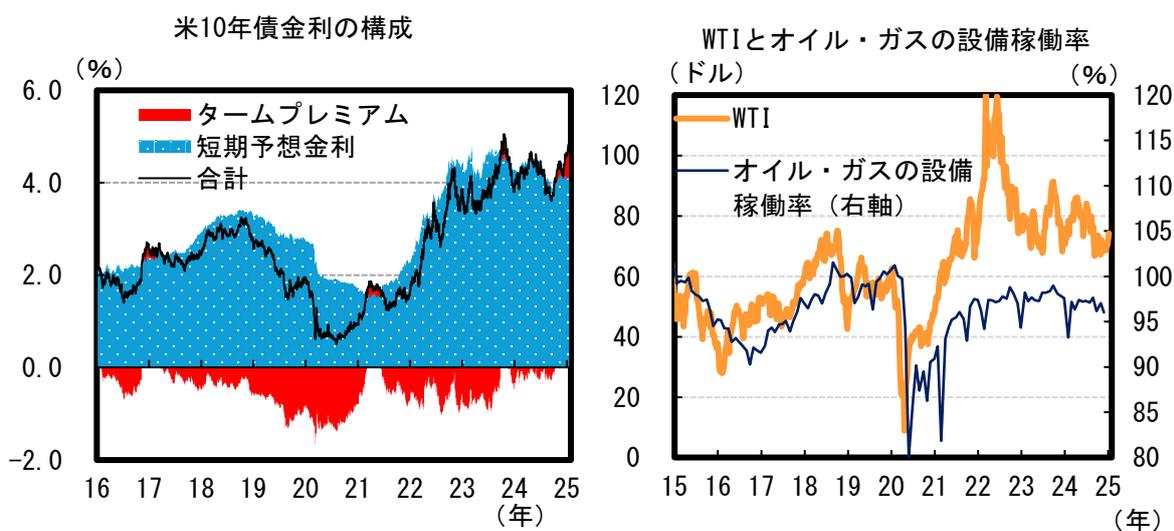
債務上限問題に関しては、2025年1月に上限に達し、新規国債の発行が停止される。仮に問

題が解決できない場合、政府の資金繰りが行き詰まる時期は、早ければ2025年6月が想定される。減税に関しては、トランプ減税が2025年12月に期限を迎えることから、時間的な余裕はある。一方、トランプ新政権の中では、債務上限問題の解決と新たな減税法案の成立をまとめて行うとの主張もある。減税・財政に関する見通しが不透明な中で、市場では減税による財政の悪化や債務上限問題の長期化後の国債発行の急増が意識され、米10年債のタームプレミアムが上昇した。減税の規模縮小などを通じて、共和党議員の財政悪化に対する懸念を軽減し、早期に本予算・減税法案を成立させ、債務上限問題を解決できるかが、トランプ新政権に問われている。

続いて、(2)のエネルギー政策に関しては、バイデン政権が推し進めてきた気候変動対策の巻き戻しと、エネルギー価格の抑制が挙げられる。具体的には、CO2削減目標の撤回やパリ協定からの再離脱、インフレ削減法（IRA）の執行停止、化石燃料の掘削許可の迅速化・積極化、化石燃料の生産支援などが想定される。バイデン政権の気候変動対策に関して、トランプ大統領にとってパリ協定からの離脱は実行しやすく、就任直後に離脱を指示する大統領令を発出した。他方、注目は気候変動対策関連法ともいわれるインフレ削減法（IRA）の執行停止だ。IRAに紐づいた既存のプロジェクトに関しては、共和党州を中心に雇用増等の恩恵を受けており、共和党議員も撤回には賛同しにくいと考えられる。そのため、新規プロジェクトの許可停止やトランプ大統領が繰り返し主張する電気自動車に対する税額控除の廃止等が目指されることになろう。

このほか、トランプ大統領は選挙期間中から“Drill, Baby, Drill”（「掘って、掘って、掘りまくれ」）というスローガンを用いて、安価なエネルギーの供給拡大を主張してきた。高インフレに苦しんできた低中所得層からも、安価なエネルギーに対する期待は高い。足元で原油価格が高止まりしている中で、オイル・ガスの設備稼働率はひっ迫しており、更なる生産拡大への施策が必要となる。具体的には、化石燃料の掘削許可の迅速化・積極化や化石燃料の生産支援などを通じて安価なエネルギーを供給できるかが、新政権が世論からの支持を得る上で重要だ。

図表1 米10年債金利の構成、WTI価格とオイル・ガスの設備稼働率



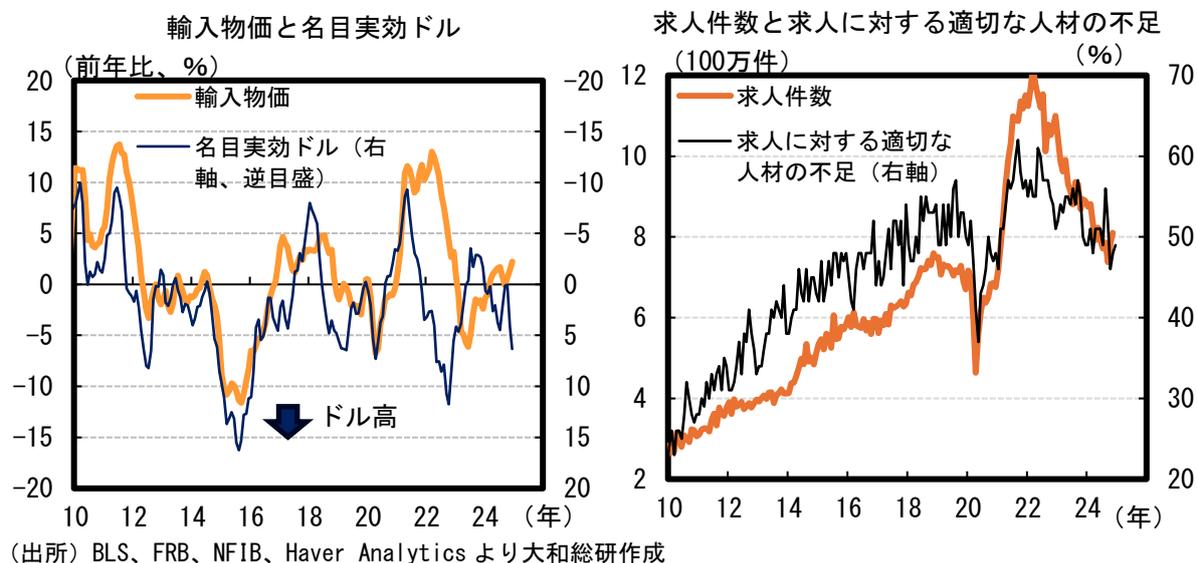
(出所) EIA、FRB、NY 連銀、Haver Analytics より大和総研作成

(3)の関税に関しては、トランプ大統領は足元でも、カナダ・メキシコに対する25%の追加

関税措置の2月1日からの実施と、中国に対する10%の追加関税措置の実施を示唆している。しかし、追加関税措置を実施すれば、インフレ圧力を強め得る。トランプ新政権・共和党がインフレの抑制を主張してきた一方で、インフレが加速してしまえば、世論からの支持を失いかねない。

足元では、関税の対象品目を限定する可能性や、追加関税措置を段階的に実施する可能性があることが報じられており、追加関税措置のマイルド化も想定される。トランプ大統領はこうしたマイルド化の可能性を否定しているが、その背景には追加関税措置の実行可能性を担保したいという思惑もあるだろう。そもそもカナダ・メキシコへの追加関税措置は不法移民や違法薬物への対応を迫るための交渉カードの一つであり、交渉に進展が見られれば、実施が回避できる可能性がある。他方で、中国に対しては、トランプ新政権で想定される新閣僚等に対中強硬派が多いことや、米中間のデカップリングの必要性が共有されていることを踏まえれば、追加関税措置は避けがたいように映る。なお、大和総研は中国に対する10%の追加関税措置にとどまれば、米国のインフレへの悪影響は軽微であり¹、為替のドル高等で吸収できると見込んでいる。大統領には3選禁止規定があり、トランプ大統領は世論を気にせずに追加関税措置を実施できると考えられる一方で、共和党議員は2026年11月に中間選挙を控えており、インフレを加速させ得る追加関税措置に対しては、批判的な声もある。減税法案に共和党議員の協力が必要な中で、トランプ大統領が追加関税措置をマイルド化させるかが、注目点となる。

図表2 輸入物価と名目実効ドル、求人数と求人に対する適切な人材の不足



(4) の移民排除に関しては、不法移民の強制送還や新規流入の抑制が挙げられる。不法移民の強制送還に関しては、トランプ大統領はこれまでのインタビューで第一に取り上げるなど、他の政策に比べても優先順位は高い。トランプ大統領は、就任後に移民収容施設の拡大や不法移民の検挙に向けた執行権限の拡大に関する大統領令を発出した。もっとも、不法移民を強制送

¹ 矢作大祐、佐藤光「[トランプ新政権発足で、米経済政策はいつ／どのように変わるのか?](#)」(大和総研レポート、2025年12月18日)

還するための費用は巨額であり、財政負担が大きくなり得る。また、強制送還を積極化するための効率的な人員配置のために、トランプ大統領は州兵の活用を示唆しているが、民主党知事の州を中心に抵抗される可能性がある。不法移民が多いカリフォルニア州のロサンゼルス市では、不法移民の強制送還に同市の資源が活用されることを禁止する条例を採択している。

新規流入の抑制に向けては、難民受け入れのプログラムの凍結や南部国境での不法移民の受け入れ・短期滞在の抑制に関する大統領令を発出した。近年の労働参加の拡大は移民の流入増が主因となってきたことから、不法移民の流入抑制は労働需給をひっ迫させ、インフレを押し上げ得る点が懸念材料だ。足元の労働需給を確認すると、求人件数は下げ止まりの傾向を示しているが、企業の人員の過不足感は落ち着いている。労働供給が抑制され得ることは気がかりであるものの、FRBが利下げペースを緩め、引き締めの金融環境の維持が想定される中で、労働需要が急激に増加することは考えにくいだろう。ただし、移民排除に関しては、トランプ氏の支持者に最重要視されており、今後、移民排除に向けた政策のエスカレーションが発生する可能性には十分な注意が必要となる。

トランプ新政権の4つの注目政策の中でも、トランプ氏が就任後に公表した“President Trump’s America First Priorities”（米国第一の優先事項）を参考にすれば、(2) エネルギー政策、(4) 移民排除、そして、期限が設定されている(1) 減税・財政が最優先課題といえる。(2) に関しては、気候変動対策の巻き戻しが危惧される一方で、エネルギー価格が抑制されれば、インフレ減速に向けては好材料といえよう。(1) 減税・財政に関しては、市場の懸念材料となっており、早期に解決できれば金融・資本市場へのストレスの緩和をもたらす。(3) の追加関税措置に関しては、必ずしも喫緊の課題とはいえないが、移民問題の解決に向けて、カナダ・メキシコへの交渉カードの一つとして度々取り上げられることになる。また、世論からの支持を受け、(4) 移民排除にエスカレーションが生じ得る点は、労働需給のひっ迫やインフレ高止まりを引き起こすリスク要因といえる。

図表3 米国経済見通し

	四半期												暦年		
	2024				2025				2026				2024	2025	2026
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	前年比、%		
国内総生産	1.6	3.0	3.1	2.6	2.1	2.0	2.0	2.1	2.2	2.0	2.0	1.9	前年比、%		
（前年同期比、%）	2.9	3.0	2.7	2.6	2.7	2.4	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	2.8	2.3	2.1
個人消費	1.9	2.8	3.7	3.3	2.3	2.1	2.2	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0	2.7	2.6	2.2
設備投資	4.5	3.9	4.0	2.2	2.4	1.8	1.9	2.0	2.1	1.9	1.9	1.9	3.9	2.5	2.0
住宅投資	13.7	-2.8	-4.3	2.7	2.6	2.1	2.2	2.4	2.4	2.2	2.0	1.9	4.1	1.2	2.3
輸出	1.9	1.0	9.6	1.2	2.2	1.9	2.1	2.3	2.1	2.0	1.9	1.9	3.4	2.8	2.1
輸入	6.1	7.6	10.7	0.4	1.4	1.9	2.1	2.3	2.3	2.2	2.0	2.0	5.5	2.9	2.2
政府支出	1.8	3.1	5.1	3.1	2.0	1.5	1.4	1.3	1.5	1.3	1.3	1.1	3.4	2.4	1.4
国内最終需要	2.7	2.8	3.7	3.0	2.3	2.0	2.0	2.1	2.1	2.0	1.9	1.9	3.0	2.5	2.0
民間最終需要	2.9	2.7	3.4	3.0	2.3	2.1	2.2	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0	3.0	2.5	2.1
鉱工業生産	-1.8	2.4	-0.6	-0.8	2.0	1.2	1.7	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6	-0.3	1.0	1.7
消費者物価指数	3.8	2.8	1.2	3.1	3.6	2.7	2.2	2.3	2.3	2.4	2.4	2.6	3.0	2.7	2.4
失業率（%）	3.8	4.0	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.1	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0	4.2	4.0
貿易収支（10億ドル）	-203	-225	-234	-230	-237	-238	-238	-238	-240	-242	-243	-245	-892	-951	-969
経常収支（10億ドル）	-241	-275	-311	-326	-352	-371	-388	-405	-422	-439	-456	-471	-1153	-1515	-1788
FFレート（%）	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.25	4.25	4.00	4.00	3.75	3.75	3.50	4.50	4.00	3.50
2年債利回り（%）	4.48	4.82	4.03	4.15	4.30	4.21	4.12	4.03	3.94	3.85	3.76	3.67	4.37	4.17	3.81
10年債利回り（%）	4.16	4.44	3.95	4.28	4.61	4.52	4.43	4.34	4.25	4.16	4.07	3.98	4.21	4.48	4.12

（注1）網掛けは予想値。2025年1月22日時点。

（注2）FFレートは誘導レンジ上限の期末値。2年債利回り、10年債利回りは期中平均。

（出所）BEA、FRB、BLS、Census、Haver Analyticsより大和総研作成

家計：底堅い雇用環境の中、個人消費は堅調さを維持

2024年12月の雇用統計²は、非農業部門雇用者数が前月差+25.6万人と2カ月連続で加速し、市場予想（Bloomberg調査：同+16.5万人）を大幅に上回った。また、失業率についても、前月から0.1%pt低下の4.1%となり、市場予想（Bloomberg調査：4.2%）を下回る（良い）結果となった。振れが大きい点には注意を要するものの、雇用環境の基調は底堅く推移していると評価できる。新規失業保険申請者数を確認すると、直近週（2025年1月5日-2025年1月11日）は21.7万件と前年同時期と同程度の水準となった。続いて労働需要に着目すると、2024年11月の求人件数は前月差+25.9万件と2カ月連続で増加し、809.8万件となった。直近の失業者数と比べた求人件数の比率は1.2倍程度と、前月から上昇（労働需給はひっ迫）した。労働需給の緩和が停滞すれば、賃金上昇率、ひいてはインフレ率が高止まりし得る点に注意が必要だ。

個人消費に注目すると、2024年12月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比+0.4%と減速し、市場予想（Bloomberg調査：同+0.6%）を下回った。もっとも、小売売上高を四半期で見れば、10-12月期は前期比年率+7.3%と3四半期連続で加速した。また、振れが大きい業種（自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス）を除くコア小売売上高は前月比+0.7%と2カ月連続で加速した。内訳を確認すると、レジャー・娯楽用品、家具、衣服・宝飾品等が堅調であり、ホリデー商戦が好調だったことがうかがえる。続いて、消費者マインドについてロイター/ミシガン大消費者センチメントを確認すると、2025年1月（速報値）は前月差▲0.8ptと6カ月ぶりに小幅に悪化し、73.2となった。内訳を見ると、現状指数（同+2.8pt）が2カ月連続で改善した一方、期待指数（同▲3.1pt）が2カ月連続で悪化した。ミシガン大は、期待指数の悪化は先行きのインフレ懸念を反映しているとコメントした。

企業：企業マインドは改善し、鉱工業生産指数は上昇

2024年12月のISM景況感指数は、製造業が前月差+0.9%ptの49.3%と2カ月連続で改善し、非製造業も同+2.0%ptの54.1%と改善した。企業コメントを確認すると、製造業では需要についての見解が強弱まちまちだった。もっとも、ISMの公表文では製造業の需要に改善の兆しが見られるとの見解が示された。非製造業では、追加関税措置を懸念する企業コメントが引き続き多く見られた。中小企業に関しては、12月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、同+3.4ptと4カ月連続で改善し、105.1と2018年10月以来の高水準となった。NFIBは新政権への期待から中小企業が楽観的になっているとコメントした。

企業の実態面に関して、2024年12月の鉱工業生産指数は前月比+0.9%と加速した。内訳を見ると、公益（同+2.1%）、鉱業（同+1.8%）がプラスに転じ、製造業（同+0.6%）は2カ月連続でプラスとなった。製造業については、非耐久財（同+0.7%）が4カ月連続でプラス、耐久財（同+0.4%）は2カ月連続でプラスとなった。耐久財について、ボーイングのストライキが11月初旬に終了したことを受け、その他輸送機器（同+6.3%）が大幅な伸びとなった。設備投資関連の指標については、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷が11月に同+0.3%と

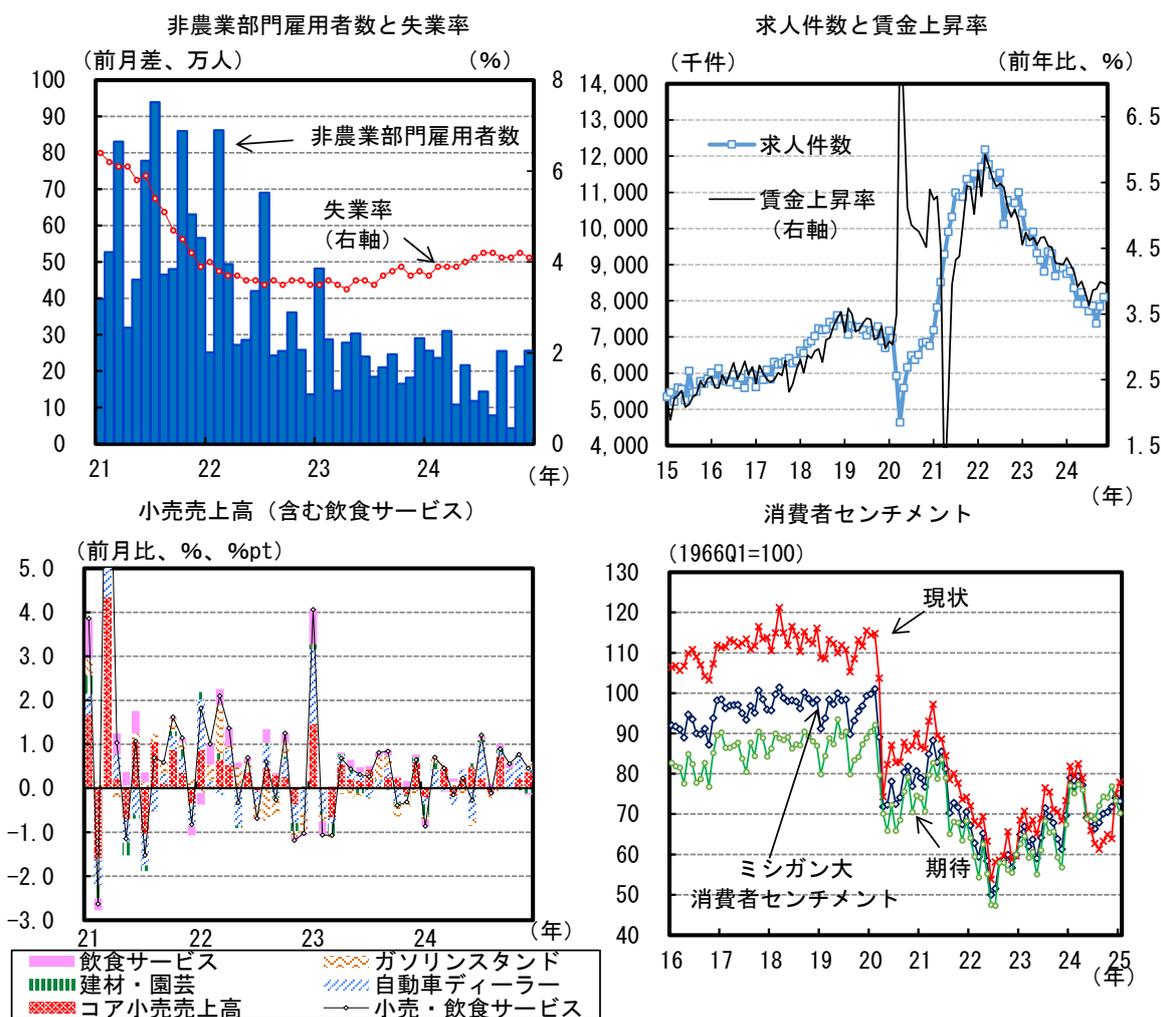
² 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+25.6万人](#)」（大和総研レポート、2025年1月14日）

2 カ月連続でプラスとなり、先行指標であるコア資本財受注についても同+0.4%とプラスに転じた。設備稼働率については、12月は前月差+0.6%ptの77.6%と2カ月連続で上昇した。

住宅：住宅販売、住宅建設ともに増加も、住宅ローン金利の上昇が先行きの重石に

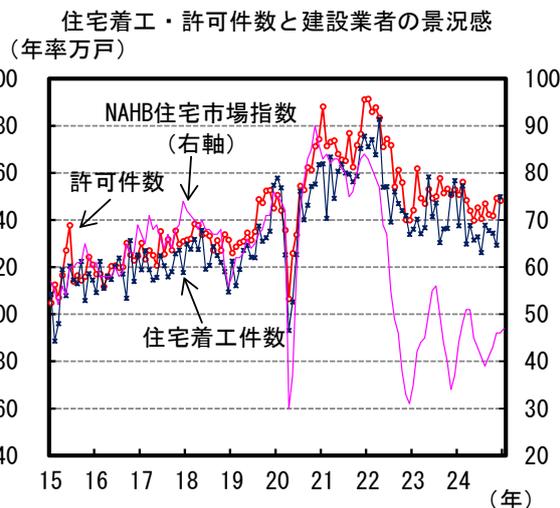
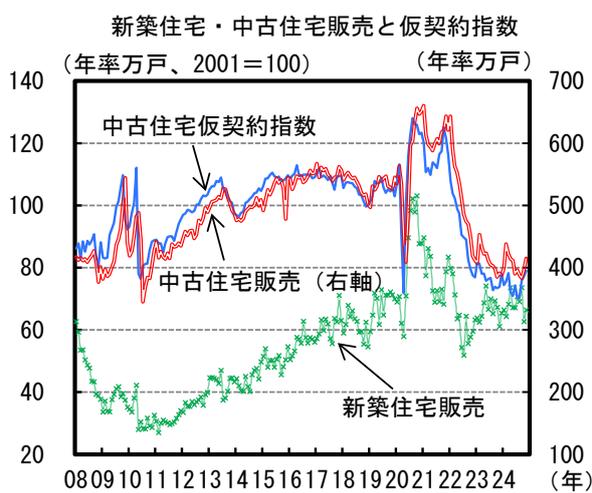
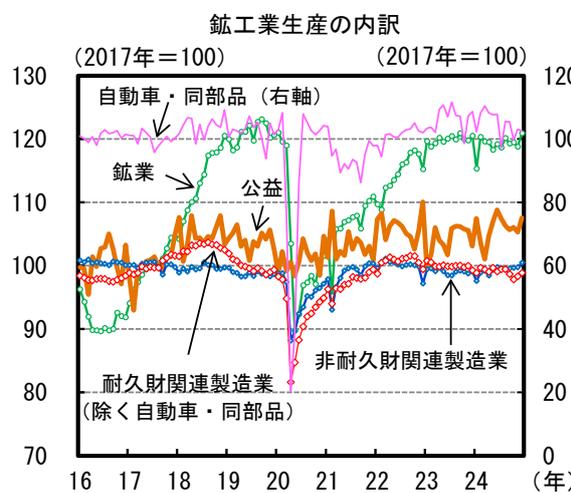
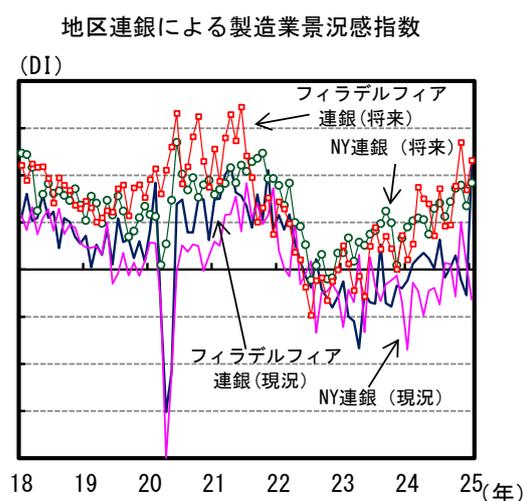
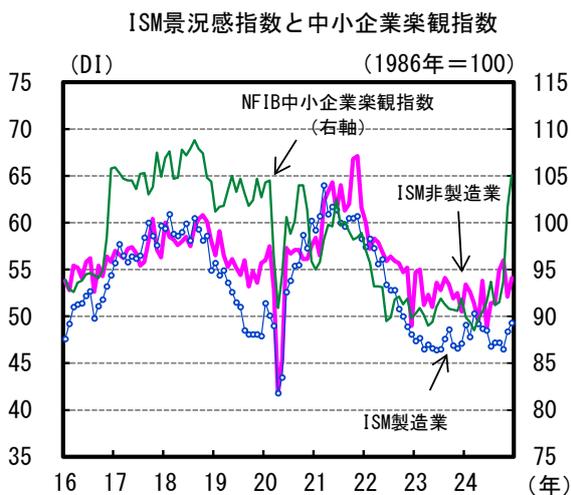
住宅需要に目を向けると、中古住宅販売（ condominium等含む）は、2024年11月は前月比+4.8%と2カ月連続でプラスとなり、新築住宅販売（戸建）についても、11月は同+5.9%とプラスに転じた。もっとも、住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）は直近（2025年1月3日-9日）で6.93%と、2024年7月初旬以来の水準まで再上昇している。高金利は引き続き住宅需要の抑制要因となろう。住宅供給に関しては、新築住宅着工は2024年12月に前月比+15.8%と4カ月ぶりにプラスとなり、年率149.9万戸と2024年2月以来の高水準となった。ただし、新築住宅着工の先行指標である建設許可については、12月は同▲0.7%とマイナスに転じた。続いて住宅建設業者のマインドに関してNAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2025年1月分は前月差+1ptの47となった。NAHBは、建設業者が新政権の政策に伴うインフレと住宅ローン金利への上昇圧力を懸念しているとコメントした。

図表4 各種指標



(次ページへ続く)

(前ページからの続き)



(出所) BLS、ロイター／ミシガン大、Census、NAR、NAHB、ISM、NY 連銀、フィラデルフィア連銀、FRB、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

米国経済中期見通し

要約

米国経済は堅調さを維持しつつも、インフレは順調に減速している。FRBは2024年9月には利下げ局面へと転じ、2024年の利下げ幅は合計で1.00%ptとなった。米国経済は、大幅な景気悪化を経ずに高インフレから脱却するという、ソフトランディングへと歩みを進めてきたといえる。

米国経済の今後10年間（2025年-2034年）の成長率は、年平均+2.1%程度と予想している。予測期間を前半と後半に分けて見た場合、前半5年間は同+2.1%、後半5年間は同+2.0%と、どちらも年+2%前後とされる潜在成長率に近い伸びになると見込んでいる。前半5年間の各年の成長率に関しては、2025年から2027年にかけて緩やかに減速した後、2028年以降は小幅に持ち直し、後半5年間に関しては2030年をピークに緩やかに減速することを想定している。

金融政策の先行きに関しては、2025年内は合計0.5%pt、2026年は合計0.5%pt、2027年は0.25%ptの利下げを実施し、FF金利は最終的に景気に中立的な金利水準（中立金利）と考えられる3%程度まで低下すると見込んでいる。FRBが重視するPCE価格指数・コアPCE価格指数は緩やかなペースで減速を続け、FRBの2%インフレ目標を達成できる時期は、2027年を見込む。

なお、リスクシナリオとしては、トランプ第二次政権が追加関税措置や移民排除を過激化させることが挙げられる。当社はリスクシナリオにおいては、最大で米国の実質GDPを▲2.07%押し下げ、CPIを+1.98%pt押し上げると想定している。トランプ大統領は3選禁止規定のもと、世論を気にしなくてもよいことや、移民排除に関しては世論からの支持が高いことが、リスクシナリオの蓋然性を高める要因といえる。

リスクシナリオにおいては、最悪の場合に、一時的に高インフレと景気悪化が並存するスタグフレーションも想定されよう。こうした場合、FRBは高インフレ対策を優先し、再度金融引き締めを実施するのか、或いは、景気対策を優先し、金融緩和を実施するのか、難しいかじ取りを迫られることになる。FRBの立場としては、高インフレへの対処を優先すると考えられる一方で、2026年5月に任期を終えるパウエル議長の後任を巡ってはFRBに対する政治の関与が強まることも想定され、金融政策運営を巡る不確実性となり得るだろう。

図表5 米国経済の中期見通し（2025年～2034年）

	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年
実質GDP成長率(前年比、%)	2.3	2.1	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0
個人消費(前年比、%)	2.6	2.2	2.1	2.3	2.4	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1
設備投資(前年比、%)	2.5	2.0	1.9	2.0	2.1	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0
政府支出(前年比、%)	2.4	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
輸出(前年比、%)	2.8	2.1	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.0
輸入(前年比、%)	2.9	2.2	2.1	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0	1.9
短期金利(FFレート、%)	4.0	3.5	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
長期金利(10年債金利、%)	4.5	4.1	3.8	3.6	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4
インフレ率(CPI、前年比、%)	2.7	2.4	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0

(注) FFレートは誘導レンジ上限の期末値。10年債利回りは期中平均。

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

米国経済の現状と概要

足元までの米国経済を概観すると、2022年4-6月期から2024年7-9月期まで、10四半期連続で前期比プラスの成長となっている。構成項目に目を移すと、底堅い雇用環境が家計の所得を下支えし、米国経済の屋台骨である個人消費がけん引役となっている。また、旺盛なAI需要やサプライチェーンの増強を背景に、設備投資も堅調な伸びが続いている。他方、金利の変動が大きい中で、2024年1-3月期の住宅投資は前期比で大幅なプラスとなったものの、4-6月期以降は2四半期連続でマイナスとなるなど変動が大きい。米国の自律的な成長を反映する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は2023年1-3月期以降、前期比年率+2%を上回るペースを維持しており、米国経済は内需中心に堅調さを維持しているといえよう。

懸案事項であるインフレに関しては、2024年12月のCPIは前年比+2.9%、コアCPIは同+3.2%と、2023年12月（CPI：同+3.4%、コアCPI：同+3.9%）から緩やかなペースでの減速が続いている。コア財価格やエネルギー価格、食品価格といったモノの価格の減速が一巡したことで、CPI全体の減速ペースも緩やかとなった。他方で、コロナ禍前と比べて依然高い伸びであるコアサービス価格は、緩やかながらも減速を続けている。高インフレからの脱却に向けた進展がみられるとともに、2024年夏場の雇用環境悪化懸念の高まりを背景に、FRBは2024年9月に0.50%ptの利下げを実施した。2024年11、12月にも0.25%ptずつ利下げを実施し、2024年の利下げ幅は合計で1.00%ptとなった。足元までの米国経済は、大幅な景気悪化を経ずに高インフレから脱却するという、ソフトランディングへと歩みを進めてきたといえる。

米国経済の中期展望

米国経済の今後10年間（2025年-2034年）の成長率は、年平均+2.1%程度と予想している。予測期間を前半と後半に分けて見た場合、前半5年間は同+2.1%、後半5年間は同+2.0%と、どちらも年+2%前後とされる潜在成長率に近い伸びになると見込んでいる。前半5年間の各年の成長率に関しては、2025年から2027年にかけて緩やかに減速した後、2028年以降は小幅に持ち直し、後半5年間に関しては2030年をピークに緩やかに減速することを想定している。

2025年から2027年の米国経済は、トランプ第二次政権による政策運営によって左右されることになる。とりわけ注目される政策としては、減税（トランプ減税の延長、チップ・残業代・社会保障給付に対する非課税化、法人減税）、追加関税措置（対中国10%、対カナダ・メキシコ25%など）、移民排除（不法移民の強制送還、新規流入の抑制）の3点だろう。景気に対する影響としては、追加関税措置や移民排除が下押し要因となる一方で、減税が押し上げ要因となる。追加関税措置などが過激化するシナリオでは、最大で米国の実質GDPを▲2.07%押し下げると見込むが、政策がマイルド化するシナリオでは実質GDPは+0.08%と、減税による押し上げ幅と概ね相殺することが可能と見込んでいる。また、インフレに対しては、減税はデマンドプル、追加関税措置や移民排除はコストプッシュのインフレをもたらし得る。追加関税措置などが過激化するシナリオでは、CPIの押し上げ幅は+1.98%ptと大きくなり、FRBの利下げも一時停止や最悪の場合は利上げへと再転換しかねない。他方、政策がマイルド化するシナリオでは、CPIへ

の影響は+0.55%程度にとどまり、為替のドル高等によって吸収され得る範囲だ。インフレへの影響が限定されれば、緩やかなペースでの利下げも可能となり、景気の下振れリスクは抑制されることになる。

大和総研は、今後政策がマイルド化するシナリオをメインシナリオ、政策が過激化するシナリオをリスクシナリオとして置いている。政策がマイルド化する要因としては、トランプ大統領が提起する減税案は、財政赤字を大幅に拡大し得ること、共和党が上下院で多数派となり、減税案を実現しやすいとはいえ、共和党議員は財政規律を重視することから、減税規模に関しても縮小等の調整を要することが挙げられる。また、移民排除に関しては、米国に滞在する不法移民の強制送還をトランプ大統領は提起しているが、その費用は莫大で、予算制約を有する。そのため、一部の罪を犯した不法移民の強制送還や新規流入の抑制が現実的といえるだろう。追加関税措置に関しては、大統領権限で実施することが可能な一方で、景気・インフレへの悪影響も大きい。追加関税措置の過激化については、有権者がインフレ抑制を期待してトランプ氏を支持したこと、共和党議員は2026年の中間選挙を控え、景気を悪化させたくないこと、そして、米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）において関税率の一時的な引き上げを講じてはならないとする規定があること、といった制約がある。大規模な追加関税措置の実施はハードルが高い。他方で、リスクシナリオが発現し得る要因としては、トランプ大統領は3選禁止規定のもと、世論を気にしなくてもよいことが挙げられる。このほか、移民排除に関しては世論からの支持も高く、移民排除に向けて政策がエスカレーションする可能性がある点には留意が必要だろう。

その後、2028年から2029年にかけては、トランプ第二次政権の終盤から次期政権への移行期に該当する。追加関税措置など、大統領権限に基づいた政策はトランプ第二次政権の終盤でも実施可能だが、2028年秋の大統領選挙を控え、景気を悪化させ得る政策は共和党内でも一層不人気となり、政治による景気下押しの可能性は低下すると見込まれる。ポスト・トランプへと移行する2029年は、トランプ第二次政権への評価次第で政権交代が発生し得るが、次期政権が共和党政権であれ、民主党政権であれ、景気・インフレへの影響は限定的とみている。共和党政権の継続は、トランプ第二次政権の政策による景気への悪影響を回避し、世論の不満が高まっていないことが前提となる。共和党政権が継続する場合、追加関税措置や移民排除といった基本路線が維持される一方で、トランプ第二次政権と同様に景気やインフレ見合いでの政策の調整が図られることになろう。他方で、民主党への政権交代が実現する場合、トランプ第二次政権からの脱却が目指されることになる。ただし、バイデン政権時もトランプ第一次政権時の追加関税措置は継続された。また、移民排除に関しては、不法移民の強制送還は実施されないとしても、バイデン政権時の不法移民の急増に対する世論の不満の高まりが教訓となり、大規模な新規流入は抑制されることが想定される。

後半5年間に関しては、成長ペースの緩やかな減速が続き、潜在成長率並みのペースへと収斂していくと見込む。2023年から2024年上半期にかけての不法移民の流入急増に伴う労働投入量の拡大や、サプライチェーンの増強やAI投資などの積極化による資本ストックの増加及び生産性の改善によって、潜在成長率が上昇した可能性がある。一方で、トランプ第二次政権による移民排除は労働投入量を抑制することが想定される。また、追加関税措置に関しては、企業がコ

スト増に伴い投資を抑制するとともに、輸入品との競争の減少に伴い生産性が低下する恐れがある。追加関税措置や移民排除のマイルド化をメインシナリオとして想定しているとはいえ、不法移民の新規流入は抑制され、追加関税措置も対中国を中心に漸進的に実施していくと見られる中では、潜在成長率が更に上昇することは考えにくい。なお、議会予算局（CBO）は、今後10年間の潜在成長率を年平均+2.1%と予想しているが、前半5年間の平均は+2.2%、後半5年間の平均は+1.9%とペースダウンを見込んでいる。

米国金融政策の行方

金融政策の先行きに関しては、FRBは2025年は合計0.5%pt、2026年は合計0.5%pt、2027年は0.25%ptの利下げを実施し、FF金利は最終的に景気に中立的な金利水準（中立金利）と考えられる3%程度まで低下すると見込んでいる。FRBが重視するPCE価格指数・コアPCE価格指数は緩やかなペースで減速を続け、FRBの2%インフレ目標を達成できる時期は、2027年を見込んでいる。2024年と同様に、エネルギー価格や食品価格、コア財価格といったモノの価格は既に減速余地が少ないことから、コアサービス価格のペースダウンがカギを握る。コアサービス価格に関しては、緩やかな利下げペースが想定される中で、FF金利は当面の間、中立金利水準を上回り、引き締め的な金融環境が継続することにより、家賃の減速が進むと考えられる。

メインシナリオに対するリスク要因は、トランプ大統領による政策の過激化が挙げられる。前述の通り、大規模な追加関税措置や移民排除が実施されれば、CPIは上昇し、利下げ停止や利上げ再開のリスクは高まる。リスクシナリオでは、景気の悪化も想定されることから、最悪の場合には、一時的に高インフレと景気悪化が並存するスタグフレーションも想定される。この場合、FRBは高インフレ対策を優先し、再度の金融引き締めを実施するのか、或いは、景気対策を優先し、金融緩和を実施するのか、難しいかじ取りを迫られることになる。FRBの立場としては、1970～1980年代の教訓から、高インフレへの対処を優先すると考えられる一方、2026年5月に任期を終えるパウエル議長の後任を巡ってFRBに対する政治の関与が強まることが想定される。トランプ大統領は、過去にFRBに対する介入を示唆したことがあり、議長の交代を機に金融政策に対する政治的圧力を強めかねないことから、金融政策運営を巡る不確実性となり得るだろう。

もう一つの大きな論点であるバランスシートの縮小（QT）については、2024年6月より縮小ペースが減速した。FRBは2024年5月まで、国債は毎月600億ドル、エージェンシー債・MBSは毎月350億ドルをキャップにして、保有分を減額してきたが、国債の減額キャップが毎月250億ドルへと変更された。他方で、エージェンシー債・MBSについては、減額キャップが毎月350億ドルのまま変更されず、毎月の減少額がキャップを超える場合は国債に再投資するとした。こうしたQTのペースダウンは、短期金融市場におけるストレスを軽減し、QTの継続を可能にするための措置といえる。他方で、2024年下半期の各四半期末を中心に、短期金融市場における金利の上昇が見られている。QTが続く中で、過剰流動性を示すリバースレポ残高が払底し、準備預金が減少しつつある。準備預金残高対GDP比は、過去にウォラー理事が適正水準として言及した10-11%の下限値に近づきつつあることから、2025年から2026年にかけてQTの更なるペースダウンやQTの停止も想定されよう。