

2025年4月23日 全12頁

米国経済見通し 高まるスタグフレーションリスク

2025年の実質GDP成長率見通しは前年比+1.3%に改定

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

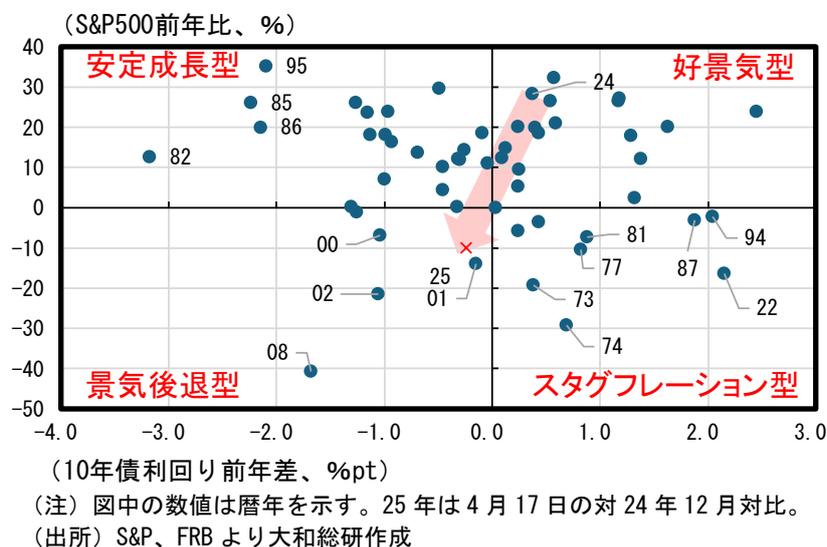
[要約]

- トランプ大統領は4月2日に公表した相互関税に関して、4月9日には中国を除く国・地域に対する上乗せ税率の適用を90日間停止した。こうした変更に伴い、米国経済への悪影響は、当初の想定（4月2日時点）に比べて、幾分緩和すると考えられる。しかし、景気を押し下げ、インフレ率を押し上げるというスタグフレーションリスクが高いことに変わりはない。
- 足元の経済指標を見ると、3月の小売売上高は堅調な伸びとなり、鉱工業生産も製造業を中心に底堅い結果となった。インフレ指標に関しては、3月のCPIはヘッドラインが前月比でマイナス、コアCPIは減速した。現時点では大幅な景気悪化は見られず、インフレ指標も落ち着いているといえよう。しかし、駆け込み消費やそれに伴う企業の受注増が影響していると考えられ、先行きの反動減が想定される。また、期待インフレ率に沿って粘着性の高いインフレ指標が上昇する可能性がある。米国のスタグフレーションリスクは小さくなっておらず、米国経済に黄色信号は灯ったままといえる。
- 米国経済がスタグフレーションリスクに直面する中、FRBは様子見姿勢を維持している。インフレ再加速への警戒感から、FRBは迅速な金融政策運営が困難な状況にあり、米国の景気悪化リスクを高め得るだろう。景気悪化リスクに対しては、減税による景気の下支えが期待されている一方で、米10年債利回りが上昇するなど、財政悪化リスクも懸念されている。財政リスクを抑制するために、減税規模が縮小されれば、景気の下支え効果も抑制される。結局は、景気悪化懸念の根源である追加関税措置をマイルド化させ、景気への悪影響を軽度にとどめ、大掛かりな景気対策の必要性を低下させられるかが、米国経済および財政を巡るリスク軽減に向けて重要となろう。

上乗せ関税は適用猶予も、スタグフレーションリスクは高い

トランプ大統領は、自身が「解放の日」と呼んだ4月2日に、相互関税を発表した。相互関税は、各国・地域に対して一律に適用されるベースライン10%（4月5日発効）に加え、一部の国・地域に追加的に適用される上乗せ税率（4月9日発効）という二段階方式が採用されている。市場は関税率の引き上げ幅が予想以上に大幅になったことを受け、米国の景気後退リスクが高まったと認識した。例えば、S&P500 株価指数と米10年債利回りの関係図を見ると、2024年は株価・利回りともに上昇する好景気型であったが、2025年は株価下落・金利低下という景気後退型へと移行している。また、4月に入り、株価が冴えないまま米10年債利回りが上昇したことで、徐々に右側のスタグフレーション型へとシフトしつつある。

図表1 S&P500 指数と米10年債利回りの関係



こうした中、トランプ大統領は4月9日に、米国への報復措置を実施した中国に対する上乗せ税率（34%→84%→125%）を引き上げる一方、各国・地域に対する上乗せ税率の適用を90日間停止した。こうした4月9日の変更に伴い、米国経済への悪影響は、当初の想定（4月2日）に比べて、幾分緩和すると考えられる¹。4月2日の想定では、実質GDPを最大0.8%程度押し下げ、CPIを最大1.1%程度押し上げるという試算結果であったが、4月9日の想定では、実質GDPを最大0.5%程度押し下げ、CPIを最大0.8%程度押し上げという試算結果となった。

他方、景気を押し下げ、インフレ率を押し上げるというスタグフレーションリスクが高いことに変わりはない。とりわけ、輸入浸透度の高い衣料品・革製品や電気機械・電子機器などは、追加関税措置によるコストアップ圧力が高いと考えられる²。消費者は追加関税措置に伴うインフレ再加速を懸念し、購買意欲を低下させる恐れがある。また、現状は相互関税の上乗せ税率の適

¹ 4月2日時点为前提とした試算は、矢作大祐・久後翔太郎「[『相互関税』による米国経済への影響は？](#)」（2025年4月8日）、4月9日時点为前提とした試算は、矢作大祐・久後翔太郎「[『相互関税』猶予による米国経済への影響](#)」（2025年4月11日）を参照。

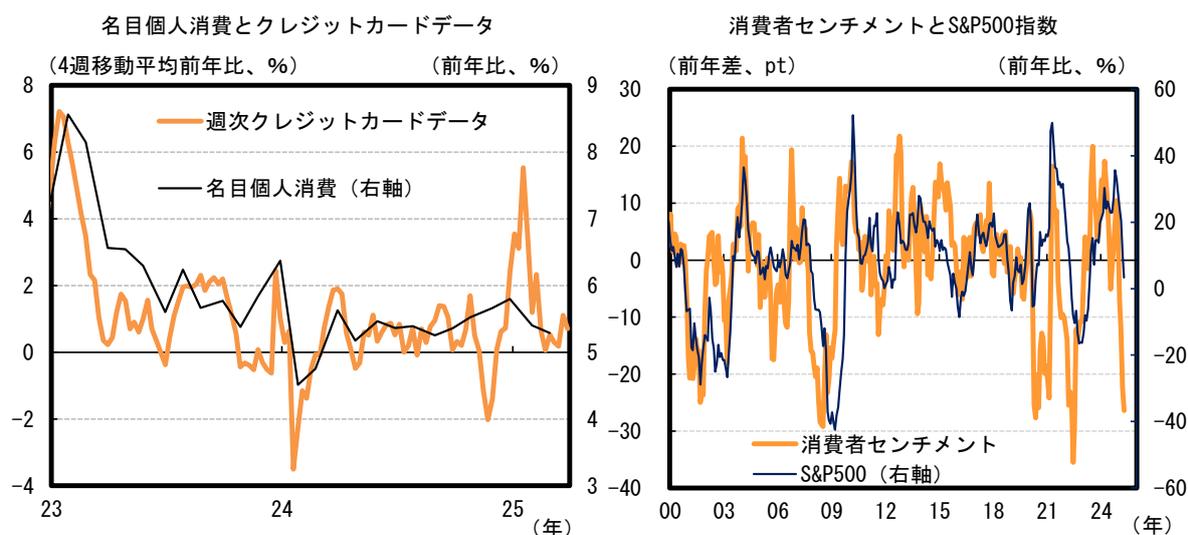
² 輸入浸透度に関しては、矢作大祐・藤原翼「[米国経済見通し 米国経済の自律性を損ね得る相互関税](#)」（2025年2月26日）を参照。

用が一時的に猶予されているにすぎず、トランプ政権と各国・地域政府の交渉次第では、今後上乘せ税率が適用されるリスクは残る。不確実性が高い中で、企業による投資や雇用は抑制されることも予想されよう。

現時点でスタグフレーションは未発現も、黄色信号は灯ったまま

では、スタグフレーションリスクが、顕在化する兆しは見られるのだろうか。足元の経済指標を確認すると、個人消費関連の小売売上高は3月に堅調な伸びを示した。原動力となったのは、自動車・同部品であり、関税率の引き上げ前の駆け込み消費の増加が示唆されよう。また、4月以降の動向について、クレジットカードのトランザクションデータを見ても堅調さを維持しており、追加関税措置による値上げが本格化する前の駆け込み消費の増加が足元まで継続していることがうかがえる（図表2左図）。企業活動に関しては、3月の鉱工業生産指数は前月比ベースでマイナスに転じたものの、製造業はプラスを維持した。なお、2025年1-3月期で見れば、鉱工業生産指数は前期比年率+5.5%と高い伸びとなった。上述の駆け込み消費に見られるように、関税発動の影響をにらみ、顧客の多くが前倒して発注を増やしたと考えられる。

図表2 名目個人消費とクレジットカードデータ、消費者センチメントとS&P500指数



(注) 右図のS&P500の直近値は4月17日時点のデータ。

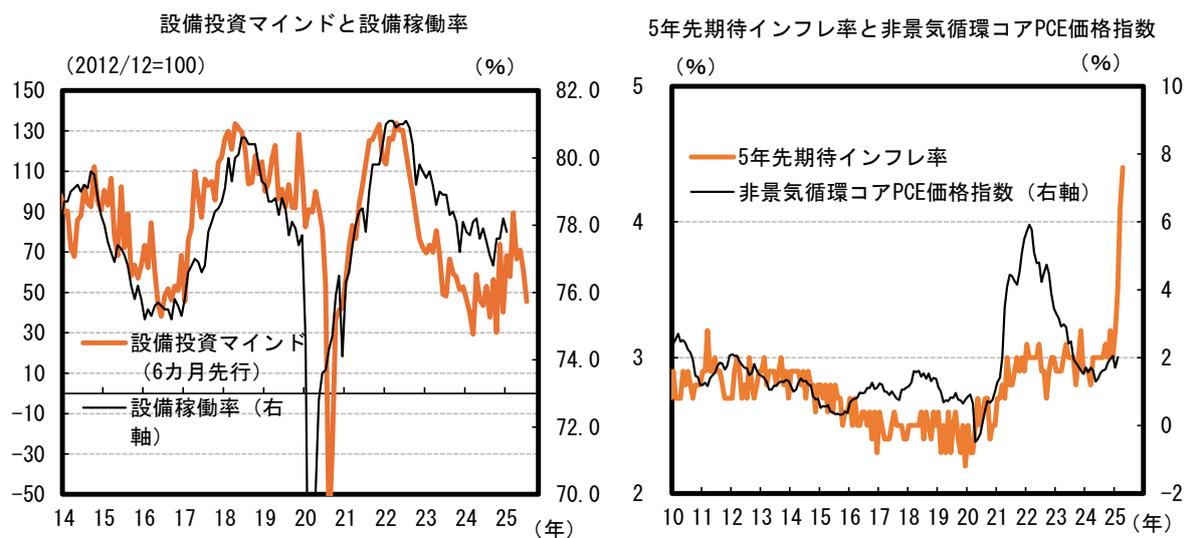
(出所) BEA、Bloomberg、ロイター／ミシガン大、S&P、Haver Analytics より大和総研作成

インフレ動向に関しては、3月のCPIが前月比▲0.1%とマイナスに転じ、前年比は+2.4%と2月の同+2.8%から減速した。また、コアCPIに関しては、前月比+0.1%と低い伸びとなり、前年比も+2.8%と2%台まで減速した。年初にかけてCPI・コアCPIを押し上げてきた季節要因等の効果が剥落したことに加え、エネルギー価格の下落が全体を下押ししたと考えられる。

以上を踏まえれば、スタグフレーションリスクへの警戒感は強いものの、現時点では大幅な景気悪化は見られず、インフレ指標も落ち着いている。ただし、駆け込み消費が一巡すれば、その反動によって消費は減速感を示すことになる。消費の反動減の後の持ち直しが焦点となるが、足元の株安によって富裕層を中心とした株式保有者の消費マインドの消極化が懸念材料といえ

る（図表 2 右図）。また、企業活動に関しても設備投資と連動性の高い設備稼働率は、各地区連銀の製造業景況感指数の設備投資関連マインドの悪化に沿う形で今後低下していくことが見込まれる（図表 3 左図）。そして、サーベイベースの 5 年先期待インフレ率は続伸しており、これと連動する、景気に左右されにくく粘着性の高いインフレ指標が今後上昇する可能性を示唆している（図表 3 右図）。以上を踏まえれば、米国のスタグフレーションリスクは小さくなっておらず、米国経済に黄色信号は灯ったままといえる。

図表 3 設備投資マインドと設備稼働率、5 年先期待インフレ率と非景気循環コア PCE 価格指数



(注) 設備投資マインドは NY 連銀、フィラデルフィア連銀、カンザス連銀、ダラス連銀、リッチモンド連銀、シカゴ連銀の製造業景況感指数の構成指数のうち、設備投資関連の指標の平均値。

(出所) FRB、各地区連銀、ロイター／ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

FRB は様子見を継続、政策変更の遅延リスクが懸念材料

米国経済がスタグフレーションリスクに直面する中、パウエル FRB 議長はブラックアウト期間（発言自粛期間）前の 4 月 16 日にシカゴ経済クラブでの講演会に登壇した。パウエル議長は、不確実性が高い中で、より明確な変化が訪れるまで待つことができるという従来同様の発言をし、様子見スタンスを維持した。景気は減速しつつも、依然として底堅いことに加え、想定を大きく上回る関税引き上げがインフレ率を押し上げるリスクがあることから、FRB としては拙速な政策変更（利下げ）を避けたいということだろう。こうしたパウエル議長のスタンスを踏まえれば、5 月 6 日・7 日の FOMC では FF 金利の据え置きが見込まれる。CME が算出する FedWatch（FF 先物市場から算出される利上げ・利下げ確率）によると、パウエル議長の講演会前から金利据え置き確率が最も高かったことから、今回の同氏の発言は市場にとっても想定内だろう。

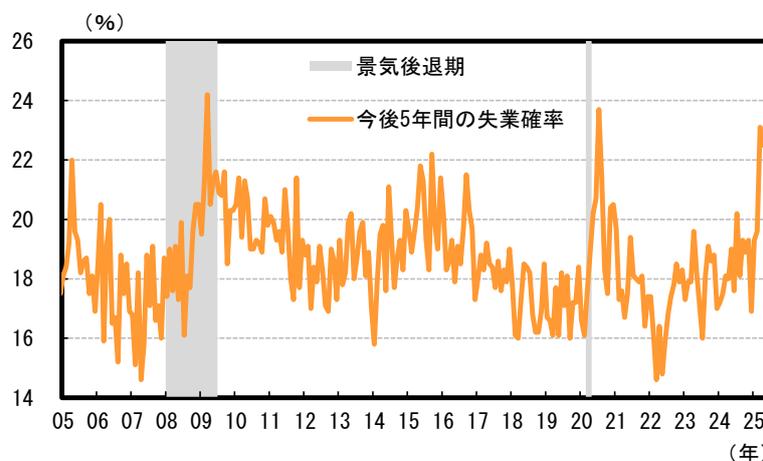
他方で、こうした FRB の様子見姿勢は、政策変更が遅延するリスクをはらむ。例えば、5 月の FOMC 前に、4 月 30 日には 2025 年 1-3 月期の GDP が公表される。駆け込み輸入により、実質 GDP 成長率はマイナスに転じる可能性があるが、重要なのは米国経済の自律的な成長を反映する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）の動向だろう。アトランタ連銀が公表する GDPNow（実質 GDP 成長率のリアルタイム推計値）によれば、民間最終需要は前期比年率+2.5%

程度と 2024 年 10-12 月期からは減速するものの底堅い結果となることが見込まれている。こうした推計通りの結果となれば、FRB の様子見姿勢を後押しするだろう。他方で、1-3 月期の民間最終需要には駆け込み消費や、受注増による投資の押し上げが含まれている可能性があり、その後の反動減の見込みも踏まえれば、実際の景気を過大評価させ得る。

また、5 月 2 日に公表される 4 月の雇用統計も合わせて注目される。後述のように、足元までの新規失業保険申請件数に大きな変化が見られないことを踏まえれば、雇用環境の大幅な悪化は考えにくい。他方で、Challenger, Gray & Christmas 社調査による 2025 年 3 月の人員削減計画数は大幅に増加しており、連邦政府の人員削減の影響がうかがえる。また、ロイター／ミシガン大の消費者センチメントの内訳項目である今後 5 年間の失業確率は、追加関税措置を巡る不確実性の高まりなどを背景に、過去の景気後退期並みの水準まで上昇している（図表 4）。ウォラーFRB 理事が、失業率は上昇し始めるとしばしば大幅に上昇し得ると指摘したように、雇用環境が急変する恐れがあるだろう。

このように、現状の景気への過大評価と、雇用環境が急変する恐れがある一方で、高インフレへの警戒感が FRB の足かせとなっている。FRB は迅速な金融政策運営が困難な状況にあり、これは米国の景気悪化リスクを高め得るといえよう。

図表 4 今後 5 年間の失業確率



（出所）NBER、ロイター／ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

市場が期待するトランプ減税 2.0 の成立に向け、年次予算決議を両院で可決³

米国経済が景気悪化リスクに直面している中、景気の下支え策として、「トランプ減税 2.0」への期待が高まっている。トランプ政権は減税と債務上限問題の解決をパッケージで成立させる意向を示しており、債務上限問題のタイムリミットとされる 2025 年 7-10 月より前での法案可決を目指している。こうした中、具体的な減税案を策定する前に必要な手続きとなる年次予算決議が、4 月に上下両院で可決された。年次予算決議には、共和党単独で減税案を成立できる

³ 詳細は矢作大祐・藤原翼「[トランプ減税 2.0 の注目ポイントは？](#)」（大和総研レポート、2025 年 4 月 22 日）

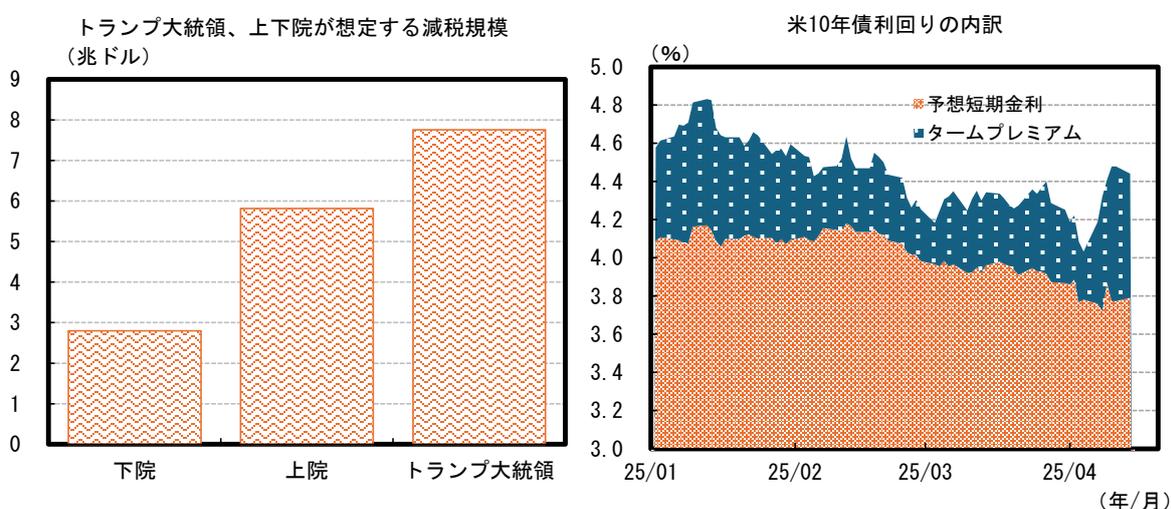
よう、財政調整プロセスを活用するための調整指示が含まれている。今後は調整指示をもとに具体的な減税等を含む法案を策定、予算委員会が法案を統合し、両院で審議されることになる。

もっとも、両院の各委員会への調整指示を確認すると、減税幅や歳出削減幅等の指示内容に隔たりが大きい。例えば、減税規模に関して、トランプ大統領案は約7.8兆ドルであるのに対し、上院は約5.8兆ドル、下院は約2.8兆ドルとなっている（図表5左図）。とりわけ両院における違いの背景には、上院共和党が下院共和党の主導する歳出削減（メディケイド等）に反対し、財政赤字の拡大を許容した一方、下院共和党の保守強硬派（フリーダム・コーカス）は財政赤字の大幅な悪化に対して反対の姿勢を取っていたことがある。共和党内で見解の相違がある中、両院は1.5兆ドルの歳出削減を口約束し、見解の差異を先送りにして予算決議を可決した。そのため、歳出削減規模や減税規模を巡る議論はこれから本格化すると考えられる。

トランプ減税2.0の内容について、経済効果の観点からは、トランプ減税1.0（2017年成立）の延長/恒久化に加え、チップ/残業代/社会保障給付の非課税化等の新規の減税措置をどの程度深掘りできるかが注目点となる。他方で、減税の深掘りが大きくなれば、財政悪化に対する懸念が高まることが想定される。足元の米10年債利回りの上昇は、国債需給を示すタームプレミアムの拡大が押し上げ要因となった（図表5右図）。減税等による財政悪化見込み等、安全資産としての米国債の魅力が低下していると考えられる。

米国の財政リスクを抑制するためには、歳出削減に加えて、減税規模に関しても縮小を検討する必要がある。トランプ減税1.0の延長/恒久化をしなければ、2025年末をもって期限切れとなり、実質的な大幅増税になることから、トランプ減税1.0の延長/恒久化による財政赤字拡大は避けられない。そのため、減税の主な縮小対象は深掘り部分となるが、減税の深掘りを縮小するほど、新規での経済効果は乏しくなるとみられる。結局は、景気悪化懸念の根源である追加関税措置をマイルド化させ、大掛かりな景気対策の必要性を低下させられるかが、米国の財政リスクを抑制する上では重要といえる。

図表5 トランプ大統領、上下院が想定する減税規模、米10年債利回りの内訳



(注) 減税規模はプライマリー・バランスの赤字拡大幅を意味し、上下院案には一部の減税以外の予算も含まれる。

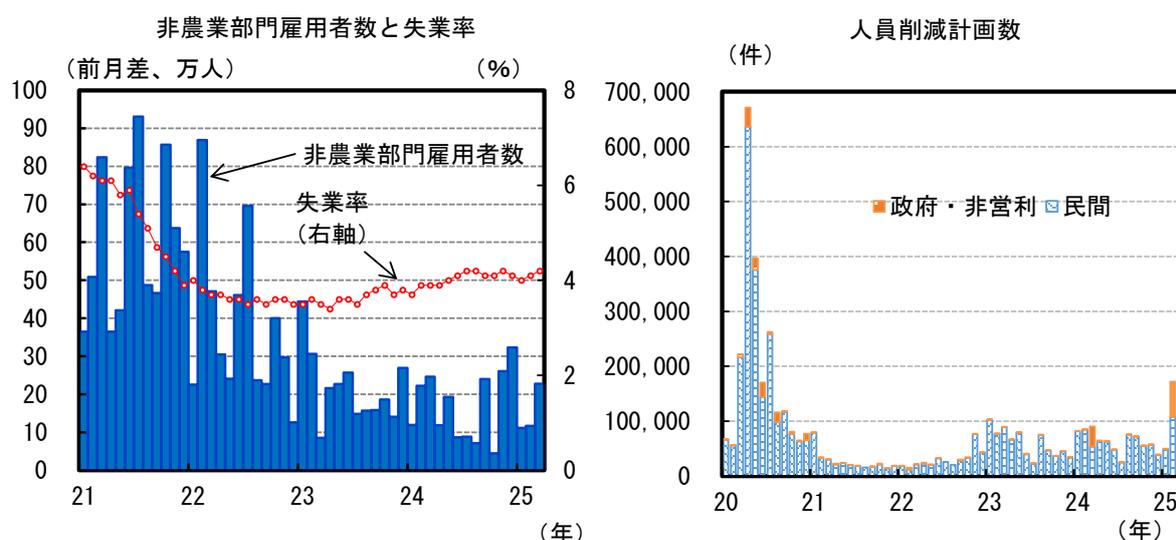
(出所) Tax Foundation、年次予算決議、NY 連銀、各種資料より大和総研作成

3月までの雇用環境は底堅いものの、関税により下振れリスクは高まる

2025年3月の米雇用統計⁴は、非農業部門雇用者数が前月差+22.8万人と前月から加速し、市場予想（Bloomberg 調査：同+14.0万人）を上回った。他方で、雇用者数は2025年1-3月期に月平均で同+15.2万人と、2024年10-12月期の同+20.9万人から減速した。雇用者数は足元で振れが大きくなっているものの、均して見ればペースダウンしている。失業率に関しては4.2%と2カ月連続で上昇（悪化）した。もっとも、四捨五入が見栄えを悪くしており、小数点第2位まで含めて見ればほぼ横ばいといえる。また、非自発的失業と非自発的パートタイム労働者が減少したことは、雇用環境が急激に悪化していないことを示している。総じて見れば、3月までの雇用環境は底堅さを維持していたといえよう。

その他の指標を確認すると、新規失業保険申請件数は直近週（2025年4月6日-2025年4月12日）が21.5万件となった。新規失業保険申請件数は概ね前年同期と同程度の水準であることから、雇用環境は直近でも悪化していないといえる。続いて政府の人員削減に関連して、連邦政府職員を対象とした失業補償の申請件数に着目すると、直近週（2025年3月30日-2025年4月5日）は542件と2月末に付けた2025年のピーク時（1,634件）を下回って推移している。失業補償の申請件数では明確な影響は見られない一方で、Challenger, Gray & Christmas 社調査による2025年3月の人員削減計画数を確認すると、政府・非営利部門は21.8万件と急増した。トランプ政権による連邦政府職員の人員削減を巡っては不確実性が高いものの、先行きの雇用者数の下押し、失業率の押し上げ要因となる恐れがある。さらに、トランプ政権による一連の大規模な追加関税措置は景気悪化をもたらすとみられ、雇用環境も悪化していくリスクは高まっている。景気の悪化が顕著になれば、新規雇用の抑制にとどまらず、レイオフ・解雇が増加していくことも想定する必要がある。

図表6 非農業部門雇用者数と失業率、人員削減計画数



(出所) BLS、Challenger, Gray & Christmas、Haver Analytics より大和総研作成

⁴ 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+22.8万人](#)」(大和総研レポート、2025年4月7日)

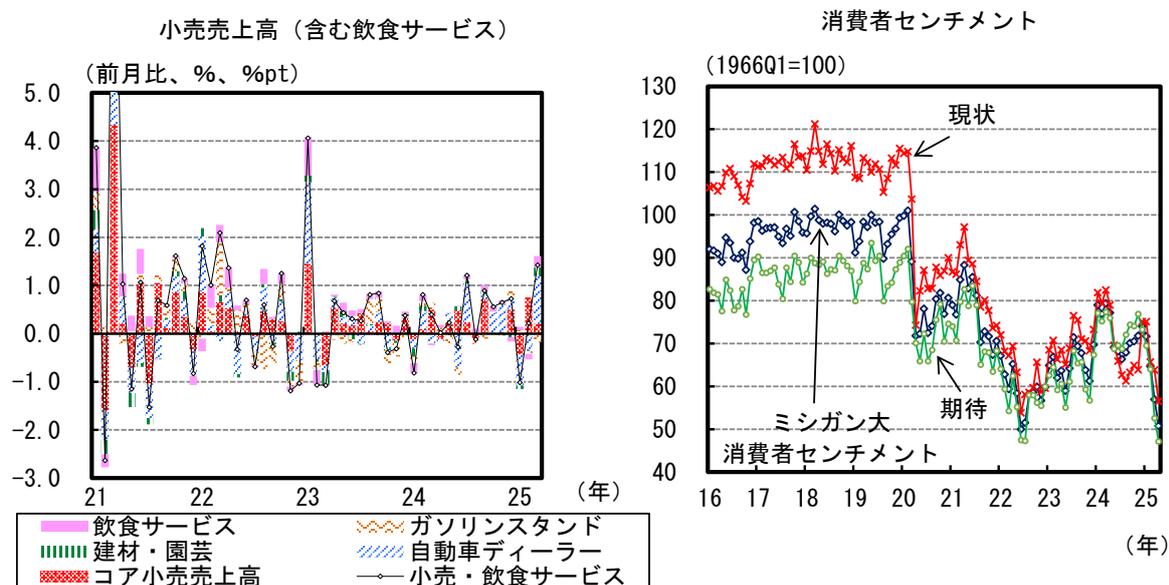
関税を要因とした駆け込み消費で、3月の小売売上高は急増

個人消費の動向を確認すると、2025年3月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+1.4%と大幅に加速し、市場予想(Bloomberg調査:同+1.4%)通りの結果となった。一連の追加関税措置を受けた値上げへの警戒感から、消費者が駆け込み消費を行ったとみられる。他方で、四半期ベースで見ると、1-3月期の小売売上高は前期比年率+1.2%と、年初の悪天候の影響等もあり2024年10-12月期(同+7.4%)から大幅に減速した。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については、3月は前月比+0.4%と減速した。

3月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、自動車・同部品(前月比+5.3%)が全体をけん引した。さらに、建材・園芸(同+3.3%)やレジャー・娯楽用品(同+2.4%)、飲食サービス(同+1.8%)も伸び幅が大きい。また、家電(同+0.8%)、ヘルスケア(同+0.7%)、その他小売(同+0.7%)、GMS(総合小売)(同+0.6%)も堅調な伸びとなった。この他、衣服・宝飾品(同+0.4%)は3カ月ぶりにプラスとなった。他方で、ガソリンスタンド(同▲2.5%)は2カ月連続でマイナスとなり、家具(同▲0.7%)もマイナスに転じた。この他、無店舗販売(同+0.1%)が減速した。飲食料品(同+0.2%)については前月と同程度の伸びとなった。

続いて消費者マインドについて確認すると、ロイター/ミシガン大消費者センチメントは、2025年4月(速報値)が前月差▲6.2ptと4カ月連続で低下し、50.8と2022年6月以来の低水準となった。内訳についても現状指数(同▲7.3pt)、期待指数(同▲5.4pt)のいずれも悪化した。ミシガン大は関税により消費者が景気悪化懸念を強めていると指摘した。消費者のインフレ見通し(期待インフレ率)についても、1年先が同+1.7%ptの+6.7%、5年先が同+0.3%ptの+4.4%と上昇している。先行きの消費者マインドは追加関税措置による物価上昇と景気減速懸念が引き続き下押しするとみられ、個人消費についても下振れリスクが高まっている。

図表7 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



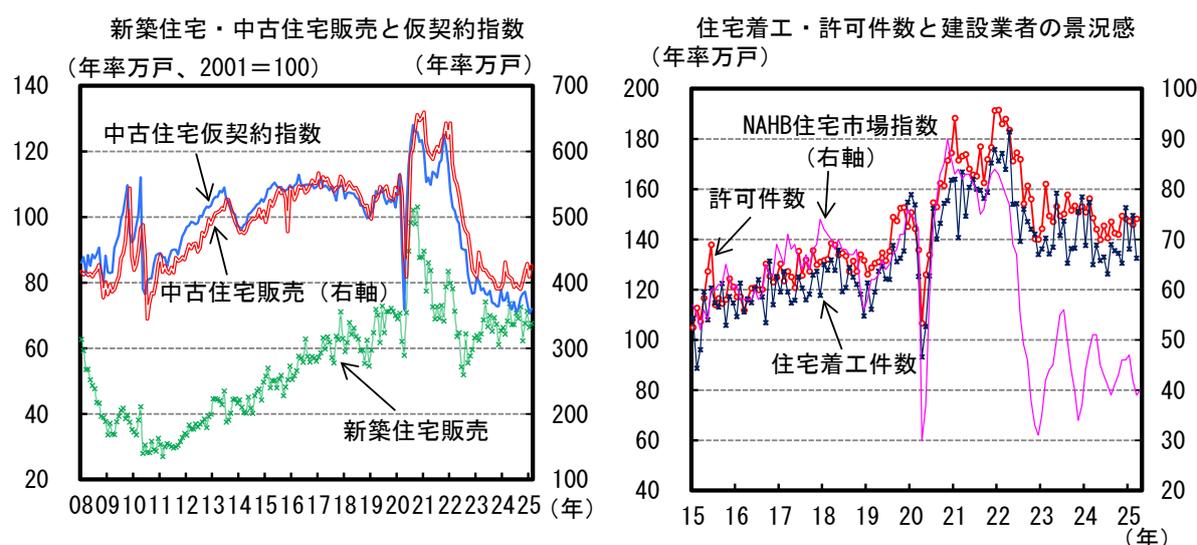
(出所) ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

住宅着工は減少、住宅建設業者は関税の影響で建設コスト高に直面

住宅需要に目を向けると、2025年2月の中古住宅販売（ condominium等含む）は前月比+4.2%、新築住宅販売（戸建）は同+1.8%といずれもプラスに転じた。また、中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数は、2月が同+2.0%と3カ月ぶりにプラスとなった。もっとも、直近の消費者マインドを確認すると、4月のロイター/ミシガン大消費者センチメントの住宅購入判断は前月差▲3ptと悪化した。内訳を見ると、金利と価格の項目が改善した一方、経済の不確実性の項目が悪化した。トランプ政権の追加関税措置により消費者が景気悪化懸念を強めた結果、住宅の購入意欲が低下したとみられる。また、2月半ば以降に緩やかな低下傾向にあった住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）は、4月半ばに再び上昇した。これらを踏まえれば、目先の住宅需要は軟調に推移することが予想される。さらに、追加関税措置による建築資材の高騰に伴い、新築住宅価格が上昇する可能性があり、先行きの需要抑制要因として注意が必要だ。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2025年3月に前月比▲11.4%とマイナスに転じ、年率132.4万戸と4カ月ぶりの低水準となった。他方で、新築住宅着工の先行指標である建設許可については、3月は同+1.6%と4カ月ぶりにプラスとなり、年率148.2万戸となった。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4月分は前月差+1ptの40と、小幅に回復したものの低水準で推移している。NAHBは、大多数の建設業者が建築資材価格の上昇を報告するなど、追加関税措置による悪影響が出ていることを指摘した。住宅市場の先行きについて、住宅建設業者は建設資材の高騰によるコスト高に直面していることに加え、目先の住宅需要は軟調に推移すると見込まれる中、住宅供給については当面様子見姿勢を続けざるを得ないとみられる。

図表8 新築住宅・中古住宅販売と仮契約指数、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



(出所) Census、NAR、NAHB、Haver Analytics より大和総研作成

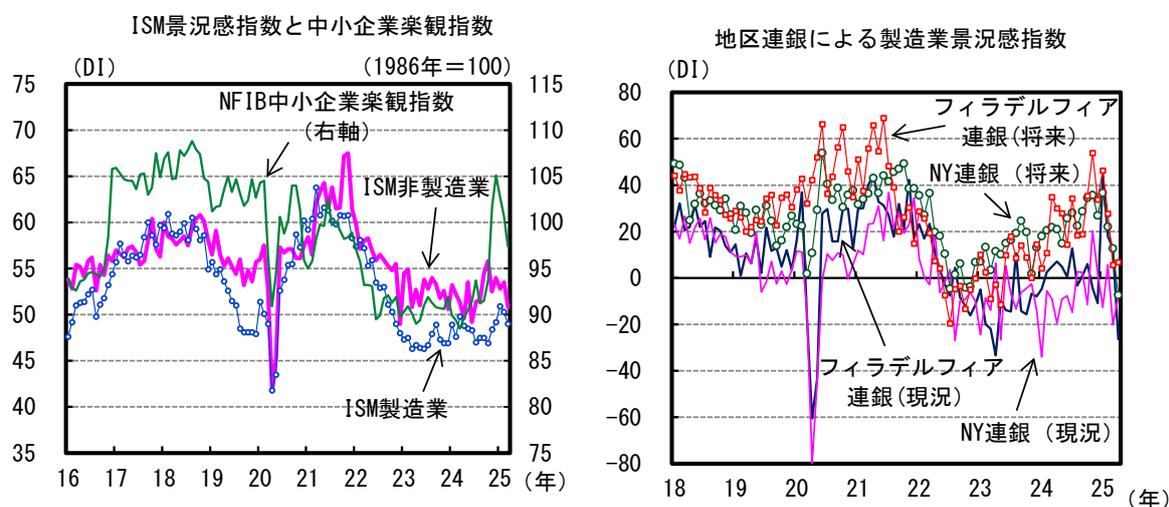
企業マインドは関税により悪化

2025年3月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲1.3%ptと2カ月連続で悪化し、49.0%と3カ月ぶりに好不調の基準となる50%を下回った。非製造業についても同▲2.7%ptと悪化し、50.8%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、在庫指数は改善した一方、新規受注指数、雇用指数、生産指数、入荷遅延指数が悪化した。新規受注指数・雇用指数は2カ月連続で50%割れとなり、生産指数も3カ月ぶりに50%割れとなった。非製造業に関しては、事業活動指数が改善した一方、雇用指数、入荷遅延指数、新規受注指数が悪化した。なお、非製造業は雇用指数が6カ月ぶりに50%割れとなった。企業コメントを確認すると、製造業・非製造業のいずれも、追加関税措置によるインフレと景気への影響の懸念が多く見られた。特に製造業では、既に需要が減少していると指摘するコメントが見られ、報復関税の影響を懸念するコメントも散見される。さらに、インフレについては、製造業の仕入価格指数は4カ月連続で上昇し、2022年6月以来の高水準となった。

中小企業に関しては、2025年3月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲3.3ptと3カ月連続で悪化し、97.4となった。内訳を確認すると、「景況感の改善に対する期待」、「実質販売増加に対する期待」の悪化幅が大きかった。NFIBは、トランプ政権の政策の影響により不確実性が高まっており、売上の増加に対する期待が縮小していると指摘した。

以上をまとめれば、トランプ政権の追加関税措置を背景に、製造業・非製造業・中小企業の企業マインドが揃って悪化した。2025年4月中旬までの動向を含む地区連銀製造業景況感指数を見ると、NY連銀は現況指数（前月差+11.9pt）が前月の大幅悪化から回復した一方、将来指数（同▲20.1pt）は3カ月連続で悪化した。フィラデルフィア連銀は現況指数（同▲38.9pt）が3カ月連続で悪化した一方、将来指数（同+1.3pt）が3カ月ぶりに小幅に改善した。大規模な追加関税措置が実施されることにより、企業はインフレや景気への悪影響が強まると懸念しており、当面は企業マインドが悪化しやすい状況が続くとみられる。

図表9 ISM景況感指数とNFIB中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



（出所）ISM、NY連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analyticsより大和総研作成

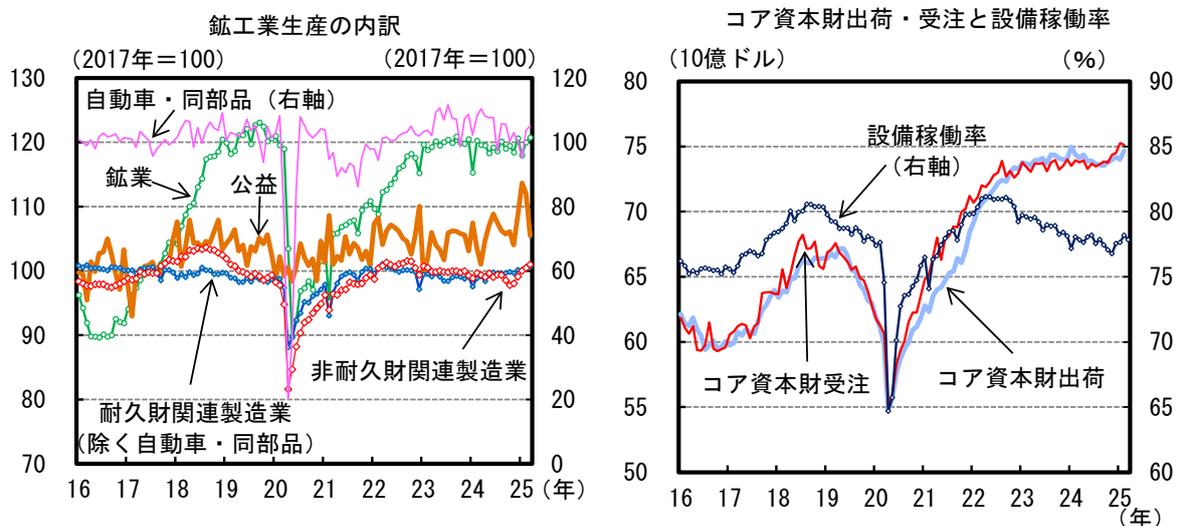
鉱工業生産指数は公益が押し下げ、4カ月ぶりにマイナス

企業の実体面に関して、2025年3月の鉱工業生産指数は前月比▲0.3%と4カ月ぶりにマイナスとなり、市場予想（Bloomberg 調査：同▲0.2%）を下回った。なお、1-3月期で見ると、前期比年率+5.5%と3四半期ぶりにプラスとなった。3月の鉱工業生産指数の内訳を確認すると、公益（前月比▲5.8%）が2カ月連続でマイナスとなり下押し要因となった。鉱業（同+0.6%）と製造業（同+0.3%）はプラスを維持したものの、前月の高い伸びからは減速した。

製造業の内訳を見ると、耐久財（前月比+0.6%）は減速し、非耐久財は前月から横ばいとなった。耐久財に関しては、自動車・同部品（同+1.2%）は2カ月連続でプラスとなったものの、前月の大幅な伸び（同+9.2%）からは減速した。また木製品（同▲3.0%）、電気機械（同▲0.4%）はマイナスに転じた。他方で、その他輸送機器（同+1.8%）、非金属鉱物（同+0.9%）、機械（同+0.9%）、金属製品（同+0.8%）は加速し、コンピューター・電子機器（同+1.0%）、家具（同+0.7%）はプラスに転じた。非耐久財に関しては、衣服・革製品（同+2.2%）、ゴム・プラスチック製品（同+1.0%）が押し上げ要因になった一方で、石油・石炭製品（同▲2.3%）、繊維・繊維製品（同▲2.1%）が下押し要因となった。

設備投資関連の指標について、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷は2025年2月に前月比+0.8%とプラスに転じた。他方で、先行指標であるコア資本財受注については同▲0.2%と4カ月ぶりにマイナスに転じた。続いて設備稼働率については、2025年3月は前月差▲0.3%ptの77.8%と4カ月ぶりに低下した。設備稼働率は依然として長期平均（1972-2024年：79.6%）を下回る状況が続いており、逼迫している状況ではない。設備投資の先行きについては、想定よりも大規模となった追加関税措置の影響を強く受けるとみられる。追加関税措置によって景気の下振れリスクが高まっており、関税を巡る各国との交渉の行方も不透明感が強い中、大部分の企業は様子見姿勢を続けるとみられる。

図表 10 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



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

経済見通し

足元までの経済指標を踏まえ、2025年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.6%と、2022年1-3月期以来となるマイナス成長への転換を見込む。マイナス成長の主因は駆け込み輸入の急増だ。他方、民間最終需要に関しても減速感は強まる。設備投資がプラスに転じる一方、個人消費と住宅投資は減速する。4-6月期から7-9月期にかけて民間最終需要は低迷すると見込むが、7-9月期には駆け込み輸入からの反動減が発現し、実質GDP成長率は一時的に加速すると考えられる。ただし、10-12月期には輸入の反動減も一巡し、成長率は再び減速する。

2025年通年の実質GDP成長率については、前年比+1.3%と3月時点の見通し(同+1.7%)から下方修正する。4月4日の暫定的な見通し改定値(同+1.1%)⁵から上方修正したのは、相互関税の上乗せ税率の猶予期間が90日間を超えて継続するとの想定に変更したことによるものだ。なお、2026年に関しては、2025年中ごろ以降の金融緩和再開に加え、減税による景気の下支えによって回復が進み、通年の実質GDP成長率は同+1.7%とペースアップを予想する。

米国経済の先行きに関して、スタグフレーションリスクが主な懸念材料だ。とりわけ、インフレ再加速への警戒感から、FRBは迅速な金融政策運営が困難な状況にあり、米国経済の景気悪化リスクを高め得る。景気悪化リスクに対しては、減税による景気の下支えが期待されている。しかし、減税の規模を巡って、トランプ大統領、そして、上下院の間の乖離は大きい。米10年債利回りが上昇するなど、財政悪化リスクも懸念されており、減税規模の縮小も想定される。減税規模が縮小されれば、景気の下支え効果も抑制される。結局は、景気悪化懸念の根源である追加関税措置をマイルド化させ、景気への悪影響を軽度にとどめ、大掛かりな景気対策の必要性を低下させられるかが、米国経済および財政を巡るリスク軽減に向けて重要となろう。

図表 11 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、%		
	前期比年率、%												前年比、%		
国内総生産 (前年同期比、%)	1.6	3.0	3.1	2.4	-0.6	0.8	1.8	1.4	1.7	1.9	2.0	2.1	2.8	1.3	1.7
個人消費	1.9	2.8	3.7	4.0	0.7	0.6	0.7	1.0	1.3	1.6	1.8	2.0	2.8	1.8	1.3
設備投資	4.5	3.9	4.0	-3.0	4.7	1.4	1.0	1.7	2.3	2.4	2.5	2.6	3.6	1.8	2.0
住宅投資	13.7	-2.8	-4.3	5.5	2.0	1.7	0.6	1.3	1.8	2.0	2.2	2.3	4.2	1.3	1.7
輸出	1.9	1.0	9.6	-0.2	3.0	-2.8	-2.6	0.4	1.0	1.3	1.7	1.9	3.3	1.1	0.4
輸入	6.1	7.6	10.7	-1.9	28.5	-3.0	-9.2	-1.4	-0.3	1.1	2.0	2.2	5.3	5.9	-1.1
政府支出	1.8	3.1	5.1	3.1	3.3	1.7	1.3	1.3	2.1	2.5	2.4	2.2	3.4	2.8	1.9
国内最終需要	2.7	2.8	3.7	3.0	1.7	0.9	0.8	1.2	1.6	1.9	2.0	2.1	3.0	2.0	1.5
民間最終需要	2.9	2.7	3.4	2.9	1.4	0.8	0.7	1.1	1.5	1.7	2.0	2.1	3.0	1.8	1.4
鉱工業生産	-1.8	2.4	-0.6	-1.1	5.5	1.8	0.3	0.9	1.3	1.6	1.8	2.0	-0.3	1.6	1.3
消費者物価指数	3.7	2.8	1.4	3.0	3.8	5.3	4.0	2.3	3.1	2.2	2.2	2.4	2.9	3.5	2.9
失業率(%)	3.8	4.0	4.2	4.2	4.1	4.3	4.5	4.5	4.4	4.4	4.3	4.3	4.0	4.3	4.3
貿易収支(10億ドル)	-205	-227	-236	-250	-372	-364	-341	-335	-332	-332	-334	-336	-918	-1412	-1333
経常収支(10億ドル)	-243	-277	-310	-304	-422	-410	-383	-373	-365	-361	-358	-355	-1134	-1588	-1439
FFレート(%)	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	3.25	3.00	3.00	4.50	3.75	3.00
2年債利回り(%)	4.48	4.82	4.03	4.15	4.15	3.76	3.57	3.42	3.31	3.22	3.13	3.04	4.37	3.73	3.18
10年債利回り(%)	4.16	4.44	3.95	4.28	4.45	4.22	4.03	3.88	3.77	3.68	3.59	3.50	4.21	4.15	3.64

(注1) 網掛けは予想値。2025年4月23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

⁵ 神田慶司・矢作大祐・齋藤尚登・橋本政彦「『相互関税』を受け、日米欧中の経済見通しを下方修正」(大和総研レポート、2025年4月4日)