

2025 年 5 月 23 日 全 11 頁

# 米国経済見通し 米中デタントも、 景気は減速へ

## 財政悪化と学生ローン政策の変更が景気を一層減速させるリスク要因

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]

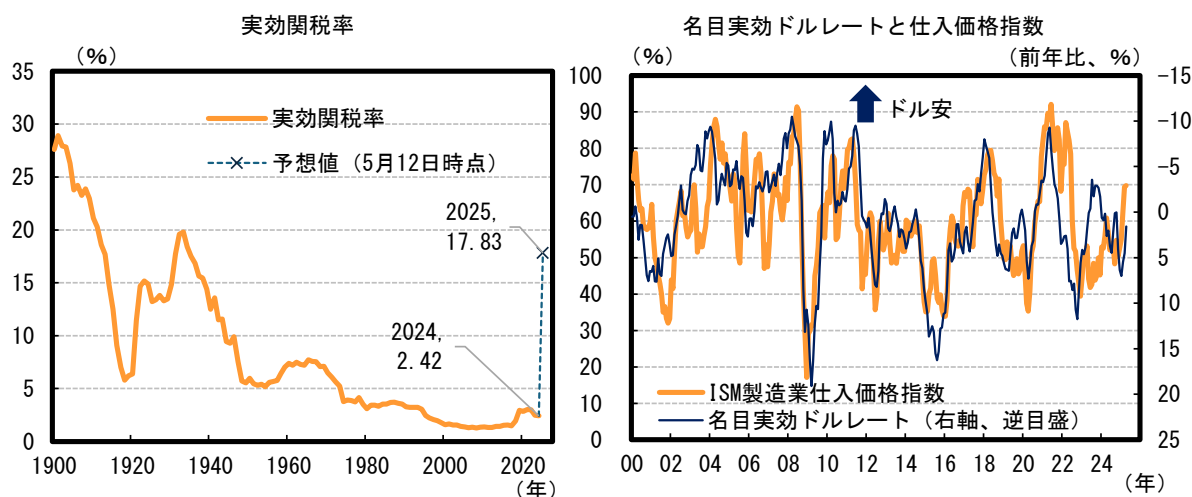
- 5 月 12 日に米中政府は両国間の関税率引き下げ等を含む共同声明を公表した。米中間の貿易戦争がデタント（緊張緩和）に向かうとともに、足元までは景気が底堅く推移していることから、米国経済に対する市場での悲観的な見方は幾分後退した。
- 追加関税措置はマイルド化しているが、実効関税率は上昇が見込まれる。ドル安も相まって、仕入価格は上昇傾向にあり、インフレ率が再加速する可能性がある。企業が足元で収益マージンの縮小に直面している点は、最終消費者への価格転嫁が軽減されることを意味する一方、雇用増や設備投資のための資金余力も低下させ得る。大幅な景気悪化リスクは低下したものの、景気が減速するとの見立ては変わらない。
- 2025 年通期の実質 GDP 成長率は、米中間の貿易戦争のデタントを反映し、前回見通し時点の前年比+1.3%から同+1.6%へと引き上げた。上方修正したとはいえ、+2%前後とされる潜在成長率を下回るペースであり、2024 年の成長率が同+2.8%であったことを踏まえれば減速感強い。
- メインシナリオとして景気減速を想定する中で、一層のペースダウンをもたらし得るリスク要因として、財政悪化と学生ローン政策の変更がある。財政に対する懸念が金融環境の悪化へとつながれば、設備投資や住宅投資等を冷やし得る。また、学生ローン政策の変更により、可処分所得が減少し、個人消費に下押し圧力がかかる恐れもある。
- 他方、景気の下支え要因として、民間企業や外国政府主導の投資の積極化が挙げられる。ただし、それらの投資は必ずしも公表通りに実施されるわけではなく、実施されても GDP 統計に反映されないものもある。また、投資促進には政策によるサポートも必要となるが、減税策は早期の成立が可能かは予断を許さず、FRB は利下げの判断について様子見姿勢を続けている。こうした投資による景気の押し上げ効果は、近い将来というよりも、やや先の将来での発現を想定すべきだろう。

## 米中デタントも、景気は減速へ

トランプ政権による追加関税措置等に伴い、米国の景気悪化に対する懸念が強まる中、5月12日に米中政府は両国間の関税率引き下げ等を含む共同声明を公表した。米国の中国産品に対する関税措置については、①4月2日に公表した34%の相互関税のうち24%を90日間の適用停止とすることに加え、②4月8-9日に公表した合計91%の追加関税率の適用を撤廃した。なお、フェンタニルの流入防止を目的とし、2・3月に中国産品に課された合計20%の追加関税措置は据え置きとなっている。結果、トランプ第2次政権以降に実施された中国に対する追加的な関税率は、従来の合計145%から大幅に引き下げられ、当面は30%が適用されることとなった。

中国による米国に対する報復措置に関しても、①4月4日に公表した米国産品に対する34%の追加関税のうち24%を90日間の適用停止とし、②4月11日に公表した合計91%の追加関税率の適用を撤廃、③4月2日以降に米国に対して講じた非関税措置を停止、または廃止するために必要な行政措置を講じる、とした。米中両国による関税の引き上げ合戦がデタント（緊張緩和）に向かうとともに、足元までの米国経済指標が底堅く推移し、インフレ再加速が限定的であることも支えとなり、米主要株価指数のS&P500指数は、足元ではトランプ政権による追加関税措置が実施され始めた今年2月の水準まで回復した。市場における米国経済に対する悲観的な見方は幾分後退したといえるだろう。

図表1 米国の実効関税率、名目実効ドルレートと仕入価格指数



(出所) 米財務省、Census、ISM、FRB、The Budget Lab at Yale、Haver Analytics より大和総研作成

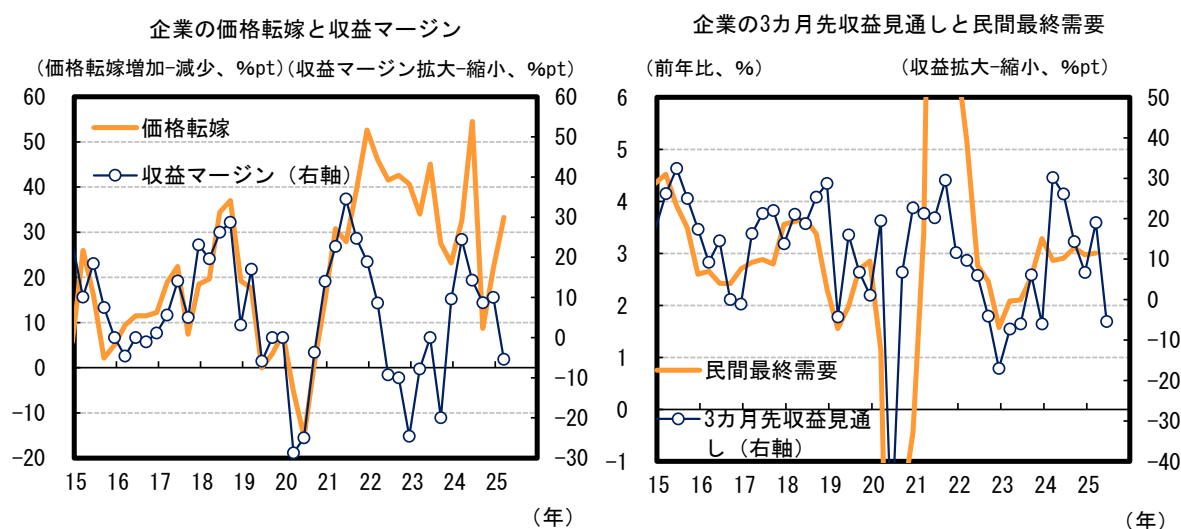
追加関税措置がマイルド化していることは米国経済が大幅な景気悪化を回避する上で好材料である一方、各国・地域一律10%のベースライン関税や、主要な貿易相手国であるカナダ・メキシコ・中国への高い関税率、そして、鉄鋼・アルミや自動車・同部品に対する品目別関税が実施されていることに変わりはない。米国の2025年の実効関税率（関税収入／輸入金額）は2024年の2.4%から、20%弱まで上昇することが見込まれる（図表1左図）。また、トランプ第1次政権時の対中追加関税措置の実施に際しては、中国人民元に対する米ドル高が進んだことでコスト上昇圧力は一部緩和した。しかし、足元の名目実効ドルレートは2025年2月以降に前年比

で減価しており、コストを上昇させ得る。名目実効ドルと連動する傾向のある ISM 製造業の仕入価格指数は上昇傾向にあり、インフレ率が再加速する可能性を示唆している（図表 1 右図）。

インフレ再加速の蓋然性は企業の価格転嫁に対するスタンスによって左右される。全米エコノミスト協会（NABE）の調査によれば、一部企業はコスト増分の価格転嫁を進めているとされる（図表 2 左図）。米小売大手のウォルマート社も追加関税措置によるコスト上昇を受け、5 月から値上げを始める方針を示した。価格転嫁は川上から川下である最終消費者へと徐々に向かい始めると考えられよう。もっとも、NABE の調査によれば、企業は収益マージンの縮小にも直面している。収益マージンの縮小は企業がコスト上昇を吸収する動きであり、最終消費者への価格転嫁が軽減されることを意味する一方、雇用増や設備投資のための資金余力の低下も意味する。

過去を振り返れば、価格転嫁進行と収益マージン縮小の並存は、コロナ禍後のインフレが加速し始めた 2021 年から 2022 年末にも見られた。当時の 3 カ月先収益見通しは大きく落ち込み、連動する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）も減速した（図表 2 右図）。足元の 3 カ月先収益見通しも低下傾向にあり、内需が減速する可能性を示唆している。追加関税措置がマイルド化し、大幅な景気悪化リスクは低下したものの、米国景気が減速するとの見立ては変わらない。

図表 2 企業の価格転嫁と収益マージン、企業の 3 カ月先収益見通しと民間最終需要



(注) 右図の 3 カ月先収益見通しは 1 四半期先行表示。  
(出所) BEA、NABE、Haver Analytics より大和総研作成

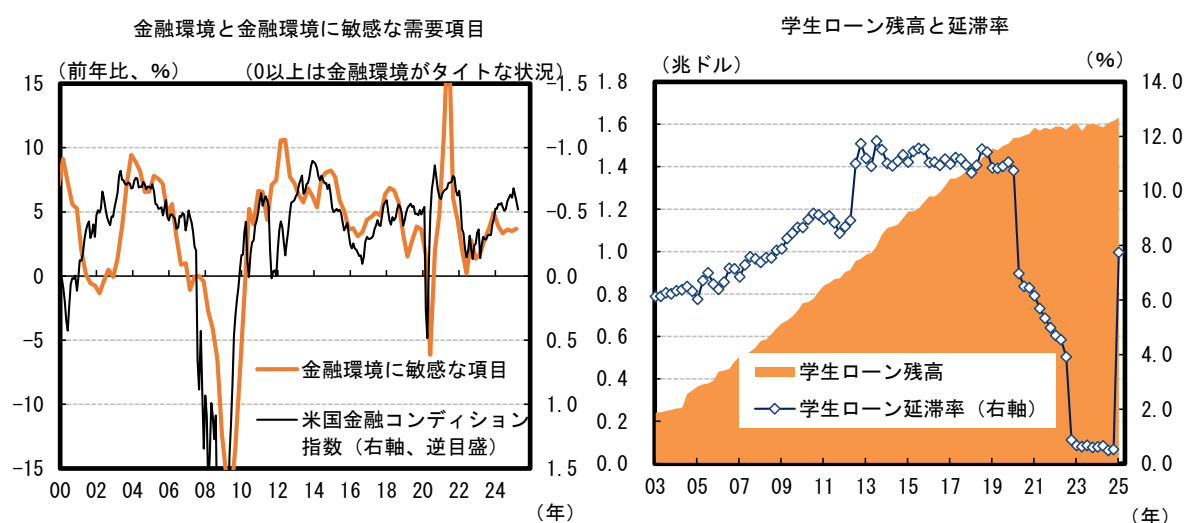
## 財政悪化と学生ローン政策の変更が、景気を一層減速させるリスク要因

メインシナリオとして景気減速を想定する中で、一層のペースダウンをもたらし得るリスク要因として、財政に対する懸念の高まりによる金融環境の悪化が挙げられる。大手格付会社のムーディーズ・レーティングス社(\*)<sup>1</sup>は、5 月 16 日に米政府債務や利払い費の増加を理由に、米国債の信用格付けを最上位から引き下げた。

<sup>1</sup> 無登録格付機関には(\*)の注記を付与しています。詳細は巻末のディスクレイマーをご参照ください。

格下げ直後の米長期債利回りは概ね安定していたが、5月21日の20年債入札が軟調な結果となったことで、利回りが上昇した。現在は議会で減税に関する議論が行われており、財政赤字の大幅な拡大が示されれば、市場は財政リスクに対する懸念を高め得る<sup>2</sup>。また、米政府債務や利払い費の増加によって政府からの支援能力が低下したとの理由から、5月19日には米銀大手5行の長期優先債務の信用格付けも引き下げられた。足元で米銀大手5行の信用スプレッドは概ね安定しているが、景気減速が見込まれる中で貸出先の信用リスクの高まりが意識される恐れもある。先行きにおいて金融環境が悪化すれば、金融環境に敏感な需要項目（設備投資、住宅投資、耐久財消費）が一層下振れしやすくなると考えられる（図表3左図）。

**図表3 金融環境と金融環境に敏感な需要項目、学生ローン残高と延滞率**



(注) 左図の金融環境に敏感な項目は、設備投資、住宅投資、耐久財消費の和。

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

また、2つ目のリスク要因として、学生ローンに関する政策変更に伴う個人消費の下振れが挙げられる。学生ローンの残高は2025年1-3月期時点で約1.6兆ドルと、家計債務の中では住宅ローン、自動車ローンに次ぐ規模となっている（図表3右図）。2020年のコロナ禍から2023年9月までは、学生ローンの返済猶予や元利払いの減免措置などが実施されてきたが、2023年10月から返済が再開された。他方で、バイデン政権は2023年10月から1年間は返済が遅延しても、信用情報への反映を一時停止する措置を実施してきた。結果、学生ローンの返済が遅延しても債務不履行とは認識されなかったことから、家計への影響はこれまで軽微であったといえる。

しかし、2024年10月から信用情報への反映が再開されたことで、2025年1-3月期の学生ローンの延滞率は約7.7%と、前期の約0.5%から急上昇した。延滞率はコロナ禍前と比べて低水準にあるものの、返済遅延が信用情報に反映されることで、延滞者のクレジットスコア（個人の信用力を数値化したもの）が低下し、今後の借入条件の悪化や借入拒否なども想定される。また、トランプ政権は4月21日に債務不履行となった学生ローンの回収を強化する旨を発表した。延滞者に自主的な返済の再開を促すとともに、自主的な返済が見込めない場合には給与の差し押さえといった強制的な手段を取り得るとしている。信用情報への反映や回収の強化といった

<sup>2</sup> 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）

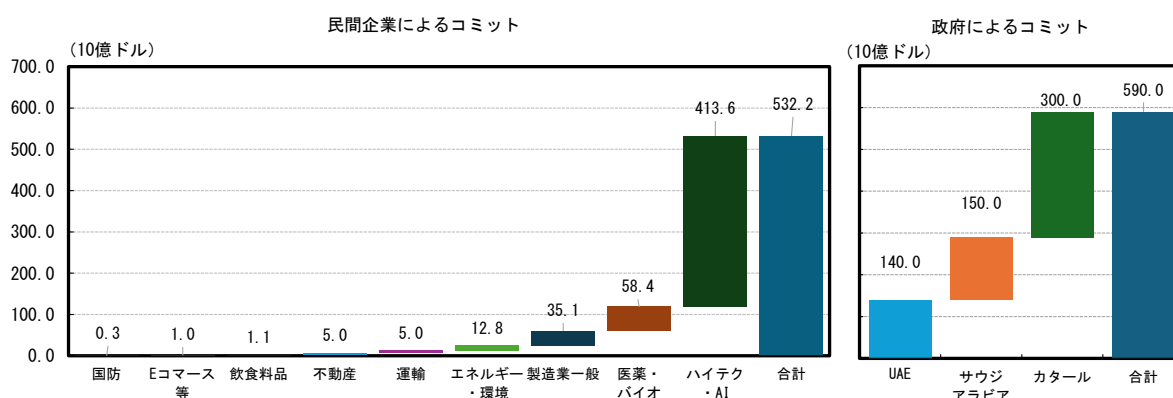
政策変更は、学生ローンの借り手にとってネガティブ・インセンティブとなり、返済を促進し得ると考えられる一方、可処分所得が減少し、個人消費に下押し圧力がかかる恐れがある。

## 投資増による景気の下支え効果は、近い将来は期待しにくい

他方で、景気の下支え要因として期待されているのは、民間企業や外国政府主導の投資の増加だ。収益マージンの縮小が企業の設備投資を抑制し得ることは前述の通りだが、トランプ政権発足以降、民間企業や外国政府は米国での投資拡大を相次ぎ公表している。ホワイトハウスのウェブサイトによれば、民間企業は合計 2.1 兆ドル、外国政府は合計 3.2 兆ドルの投資計画を公表している。こうした投資計画を 1 年当たりの投資額に換算すれば、民間企業は 0.5 兆ドル程度、外国政府は 0.6 兆ドル程度、合計 1 兆ドル強となり、対 2024 年名目 GDP 比で約 3.8% となる。なお、主な投資分野としては、AI 等のハイテク分野や医療・バイオといった先端技術に関連した分野が多い（図表 4）。もっとも、こうした投資計画の実施や経済効果に関しては、保守的な見積もりが必要だろう。民間企業や外国政府主導の投資は、必ずしも公表通りに実施されるわけではなく、実施されても GDP 統計に反映されないものもある。

また、企業や外国政府主導の投資の増加に向けて、政策によるサポートも重要となる。具体的にはトランプ大統領が主張している法人関連の減税、FRB の利下げによる資金調達コストの低下等が挙げられる。減税は議会で議論が行われている最中であり、前述の通り財政悪化懸念の高まりとのバランスをとる必要があることから、早期の法案成立が可能かは予断を許さない。加えて、FRB による追加利下げに関しては、5 月の FOMC で当面の様子見姿勢の継続が示唆されたことから、景気や金融環境の大幅な悪化がなければ、早くとも年後半以降となることが想定される<sup>3</sup>。こうした政策サポートの動向も考慮すれば、民間企業や外国政府主導の投資による景気の押し上げ効果は、2025 年末から 2026 年以降といったやや先の将来での発現と捉えるべきであり、2025 年央などの近い将来における発現は期待しにくい。

図表 4 トランプ政権発足後公表された投資計画における 1 年当たりの投資規模



(注) 投資計画の 1 年当たりの規模は、特段の期間設定がない場合には、全体の投資規模をトランプ大統領の任期期間である 4 年間で除して算出。ホワイトハウスのウェブサイトにて 2025 年 5 月 21 日アクセス。

(出所) ホワイトハウスより大和総研作成

<sup>3</sup> 矢作大祐・藤原翼「[FOMC 様子見姿勢を強調](#)」（大和総研レポート、2025 年 5 月 8 日）



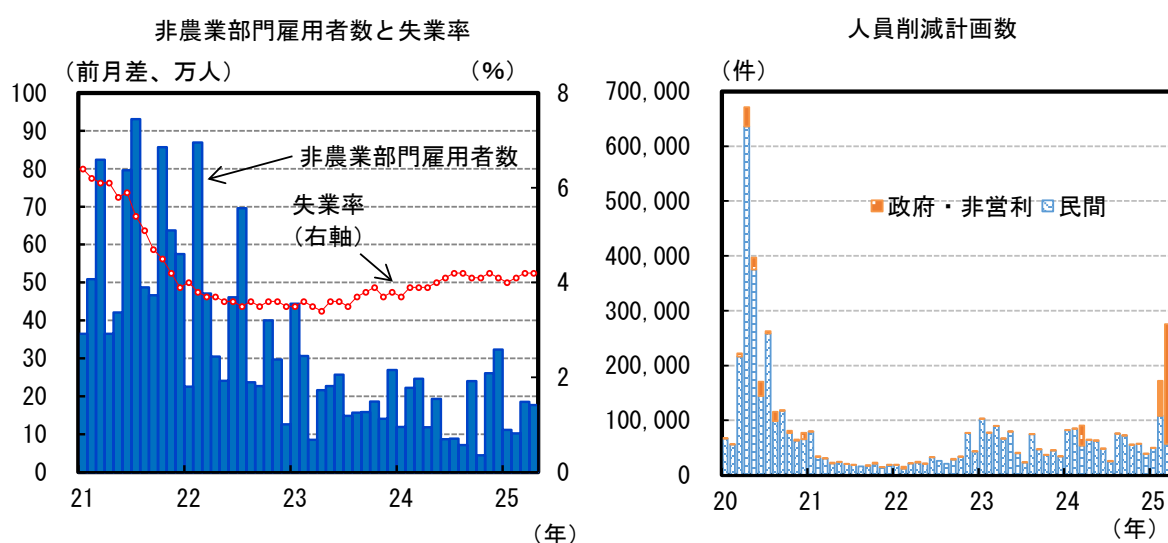
## 4月までの雇用環境も底堅さを維持

2025年4月の米雇用統計<sup>4</sup>は、非農業部門雇用者数が前月差+17.7万人と前月から減速したものの、市場予想（Bloomberg調査：同+13.8万人）を上回った。過去分については下方修正され、3カ月移動平均は同+10万人台半ばと昨年末からペースダウンしているものの、政府部門の雇用が抑制され、労働供給面では不法移民の流入が急減していることを踏まえれば、底堅いペースといえる。家計調査については、解雇による失業者数の増加が続いていることは懸念点であるものの、失業率は4.2%と前月から横ばいで安定している。総じて見れば、4月の雇用統計は底堅い結果だったといえよう。

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5月11日-2025年5月17日）が22.7万件と、前年同期の水準をやや上回っている。もっとも、2025年のレンジ内（20-24万件台）での推移であり、急速な雇用環境の悪化を示していない。他方で、Challenger, Gray & Christmas社調査による2025年4月の人員削減計画数を確認すると、政府・非営利部門が大幅にペースダウンした一方で、民間部門が10万件程度とやや高い水準となった。また、労働需要に着目すると、3月の求人件数は前月差▲28.8万人と2カ月連続で減少した。直近の失業者数と比較した求人件数の比率は1.0倍と前月から低下しており、労働需給は緩やかに緩和しているとみられる。このように、雇用環境の緩やかな悪化の兆候が一部の指標で見られる。

現時点において雇用環境は急激な悪化には至っていないものの、市場は追加関税措置による悪影響がいつ顕在化するかを引き続き警戒している。追加関税措置については、5月12日に米中間で追加関税措置をマイルド化させたものの、従来に比べて実効関税率が上昇していることに変わりはない。今後追加関税措置がさらに縮小されるようなことがなければ、景気が減速し、雇用が下振れするリスクは高まっているといえる。

図表5 非農業部門雇用者数と失業率、人員削減計画数



(注) 右図の人員削減計画数において、全体から政府・非営利部門を除いたものを民間部門とした。

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

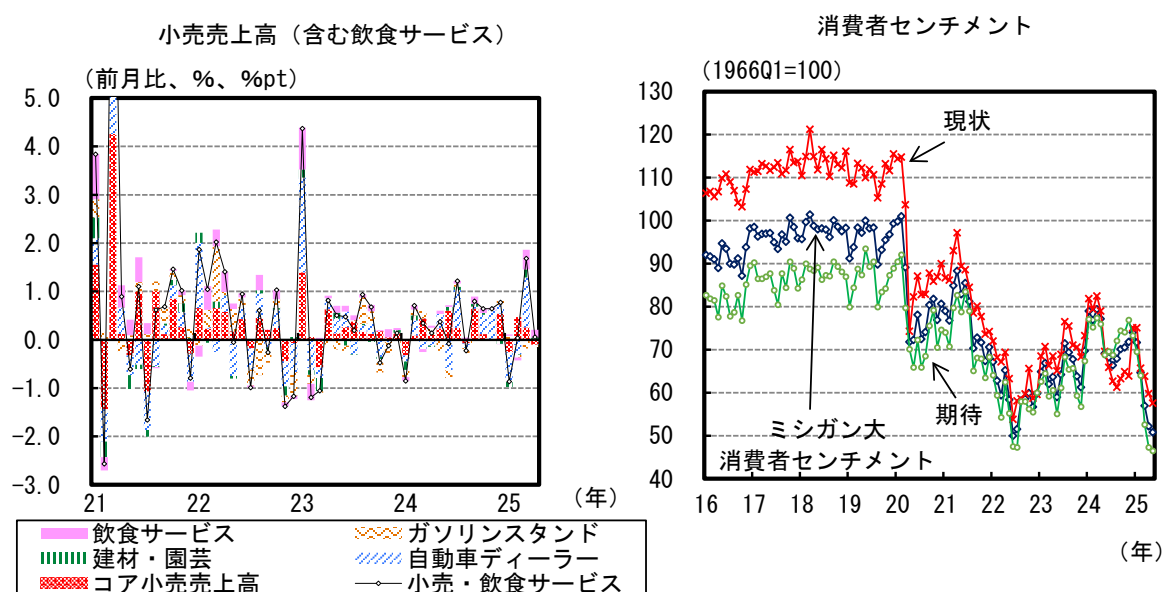
<sup>4</sup> 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+17.7万人](#)」(大和総研レポート、2025年5月7日)

## 小売売上高は駆け込み需要の反動で減速、消費者マインドは5カ月連続悪化

個人消費の動向を確認すると、2025年4月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.1%と大幅に減速したものの、市場予想(Bloomberg調査:同+0.0%)を上回った。過去分については、3月分が0.2%pt上方修正された。また、4月の小売売上高の3カ月移動平均は同+0.6%と加速した。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、4月は同▲0.2%と3カ月ぶりにマイナスに転じたものの、3カ月移動平均で見ると同+0.4%と底堅さを維持した。3月に追加関税措置の本格化を前にした駆け込み需要が生じ、4月はその反動があったとみられるものの、均して見れば小売売上高は底堅さを維持したといえる。続いて、4月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、レジャー・娯楽用品(同▲2.5%)、その他小売(同▲2.1%)のマイナス幅が大きかった。また、ガソリンスタンド(同▲0.5%)はガソリン価格の低下に伴い3カ月連続でマイナスとなった。この他、衣服・宝飾品(同▲0.4%)、GMS(総合小売)(同▲0.2%)、ヘルスケア(同▲0.2%)、自動車・同部品(同▲0.1%)がマイナスとなった。他方で、飲食サービス(同+1.2%)は2カ月連続で堅調な伸びとなった。この他、建材・園芸(同+0.8%)が2カ月連続、無店舗販売(同+0.2%)が3カ月連続でプラスとなった。

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5月(速報値)が前月差▲1.4ptと5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。内訳については現状指数(同▲2.2pt)、期待指数(同▲0.8pt)のいずれも悪化した。ミシガン大は貿易政策を巡る不確実性が消費者マインドを左右していると指摘した。消費者のインフレ見通し(期待インフレ率)は1年先が同+0.8%ptの+7.3%、5年先が同+0.2%ptの+4.6%と上昇した。米中間の追加関税措置のマイルド化は消費者マインドの下支え要因であるが、依然として不確実性は高く、物価・雇用への悪影響が顕在化すれば、個人消費も下振れし得る。

図表6 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



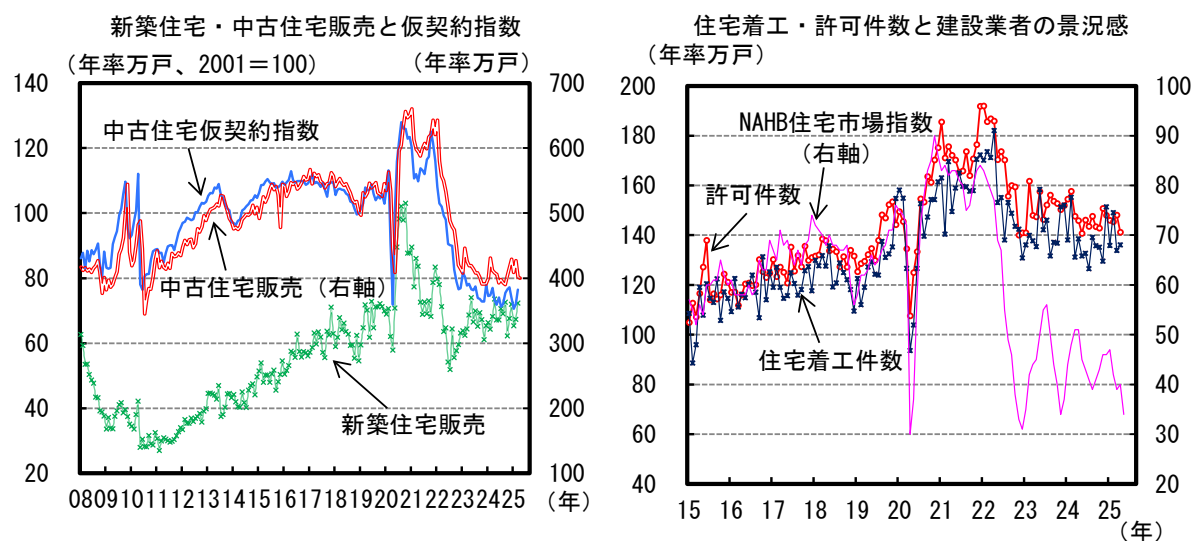
(出所) ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

## 住宅着工はプラスに転じるも、関税や金利高を背景に様子見が続く可能性

住宅需要に目を向けると、2025 年 4 月の中古住宅販売（ condominium 等含む）は前月比▲0.5%と2カ月連続でマイナスとなった。他方で3月の新築住宅販売（戸建）は同+7.4%と2カ月連続でプラスとなった。続いて直近の消費者マインドを確認すると、5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+1pt と小幅に改善したものの依然として低水準で推移している。内訳を見ると、経済の不確実性の項目が7カ月ぶりに改善した一方、金利と価格の項目が悪化した。米中間の追加関税措置がマイルド化したことは住宅購入マインドを回復させる要因になるとみられるものの、依然として不確実性は高く、消費者の物価や景気への懸念は強いとみられる。さらに住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）は4月半ば以降にやや上昇するなど、高止まりが続いている。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見込まれる。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2025 年 4 月に前月比+1.6%とプラスに転じ、年率136.1万戸となった。ただし、一軒家に限れば同▲2.1%と2カ月連続で減少し、2024 年 7 月以来の低水準となった。また、新築住宅着工の先行指標である建設許可については、4 月は同▲4.7%とマイナスに転じ、年率 141.2 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 5 月分は前月差▲6pt の 34 と悪化し、2023 年 11 月以来の低水準となった。NAHB は、金利上昇、関税への懸念、建設資材コストを巡る不確実性、不透明な経済見通しによって、マインドが悪化したと指摘した。住宅市場の先行きについて、米中間での追加関税措置のマイルド化は住宅建設業者のマインドも回復させるとみられる一方、依然として貿易交渉を巡る不確実性は高い。さらに金利の高止まりが続き、目先の住宅需要は軟調に推移すると見込まれる中で、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 7 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



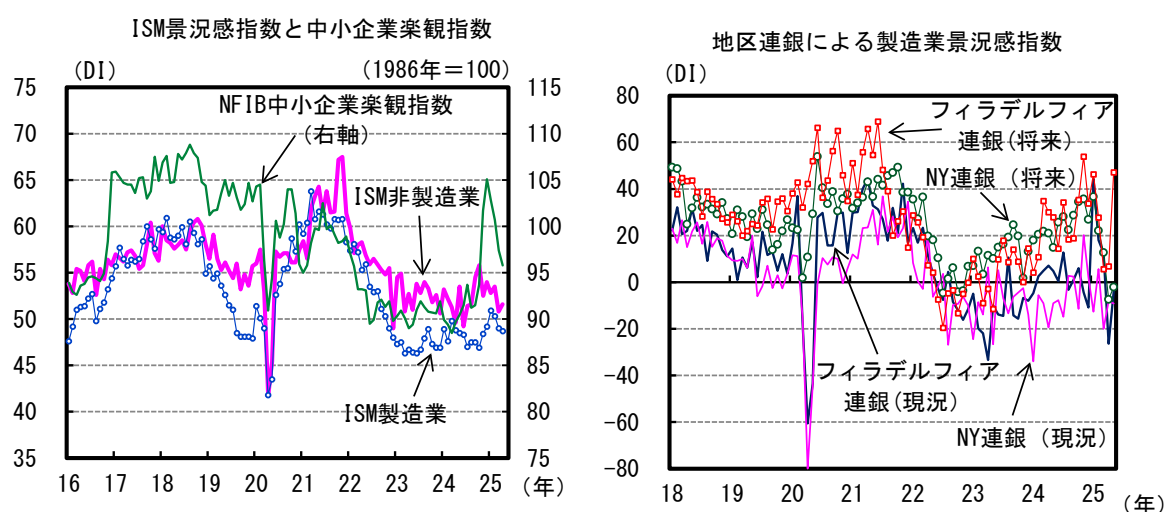
## ISM 製造業は悪化も、フィラデルフィア連銀製造業は改善

2025 年 4 月の ISM 景況感指数は、製造業が前月差▲0.3%pt と 3 カ月連続で悪化し、48.7% となった。他方で非製造業については同+0.8%pt と改善し、51.6%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、新規受注指数、雇用指数、入荷遅延指数が改善した一方で、生産指数と在庫指数が悪化した。新規受注指数、生産指数、雇用指数は好不調の基準となる 50%割れが続いており、特に生産指数は 44%と 2020 年 5 月以来の低水準となった。非製造業に関しては、事業活動指数が悪化した一方、雇用指数、新規受注指数、入荷遅延指数が改善した。なお、非製造業は雇用指数が 2 カ月連続で 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、追加関税措置に伴うビジネスの混乱を指摘していた。特に製造業では、サプライチェーン上での関税負担の分担や価格決定等について混乱が生じているとしている。他方で非製造業では、一部業種で業績の堅調さを指摘するコメントも見られた。

中小企業に関して、2025 年 4 月の NFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲1.6pt と 4 カ月連続で悪化し、95.8 となった。内訳を確認すると、「景況感の改善に対する期待」、「求人状況」の悪化幅が大きかった。また、「景況感の改善に対する期待」の項目は 4 カ月連続で悪化した。NFIB は、先行きの不確実性が雇用計画や投資決定等のあらゆる面に影響していると指摘した。

以上をまとめれば、総じて追加関税措置による不確実性が企業マインドの下押し要因になったといえる。2025 年 5 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▲1.1pt）が悪化した一方、将来指数（同+5.4pt）は 4 カ月ぶりに改善した。フィラデルフィア連銀は現況指数（同+22.4pt）が 4 カ月ぶりに大幅に改善し、将来指数（同+40.3pt）も 2 カ月連続で改善した。米中間での追加関税措置のマイルド化により、ビジネス環境の悪化懸念が和らいだとみられる。しかし、中国を含む各国・地域との関税交渉の先行きは依然として不確実性が高く、継続的に回復するかは見通しがつきにくい。

図表 8 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

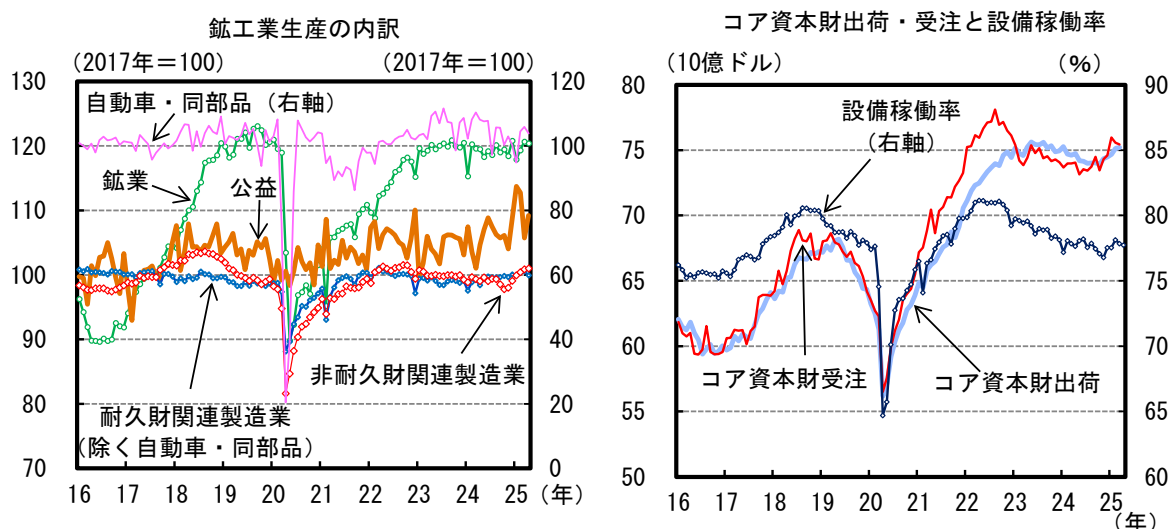
## 鉱工業生産指数は横ばい、目先は設備投資を増やしにくい

企業の実体面に関して、2025 年 4 月の鉱工業生産指数は前月比横ばいとなり、市場予想 (Bloomberg 調査: 同▲0.3%) を上回った。4 月の鉱工業生産指数の内訳を確認すると、公益 (同+3.3%) が 3 カ月ぶりに大幅なプラスに転じた一方で、製造業 (同▲0.4%) と鉱業 (同▲0.3%) は 3 カ月ぶりにマイナスに転じた。

製造業の内訳を見ると、非耐久財 (前月比▲0.6%)、耐久財 (同▲0.2%) がいずれもマイナスに転じた。耐久財に関しては、自動車・同部品 (同▲1.9%) が 3 カ月ぶりにマイナスに転じ、足を引っ張った。また、非金属鉱物 (同▲1.4%)、その他耐久財 (同▲1.4%)、一次金属 (同▲0.7%)、コンピューター・電子機器 (同▲0.7%) もマイナスとなった。他方で、木製品 (同+1.3%) と電気機械 (同+0.6%) がプラスに転じた。また、金属製品 (同+1.0%) が 2 カ月連続で加速し、家具 (同+0.9%) も加速した。このほか、その他輸送用機器 (同+1.1%) は減速したものの高い伸びを維持し、機械 (同+0.3%) もプラスを維持した。非耐久財に関しては、衣服・革製品 (同▲1.9%)、飲食料品・タバコ (同▲1.0%)、化学 (同▲0.7%) のマイナスが目立った。

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 3 月に前月比+0.1%と減速したものの 5 カ月連続でプラスとなった。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 2 カ月連続でマイナスとなった。続いて設備稼働率については、2025 年 4 月は前月差▲0.1%pt の 77.7%と 2 カ月連続で低下した。もっとも、設備稼働率は 2024 年末から 2025 年 2 月にかけて上昇していたことから、均して見れば概ね横ばいといえる。なお、設備稼働率は長期平均 (1972-2024 年: 79.6%) を下回る状況が続いており、引き続き逼迫している状況ではない。米中間での追加関税措置のマイルド化が発表されたことで、景気の悪化懸念を和らげることが想定されるものの、従来に比べて実効関税率は高く、各国・地域との交渉も依然として不確実性が高いことから、目先は設備投資が増加しにくいだろう。

図表 9 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

2025 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲0.3%と、2022 年 1-3 月期以来のマイナス成長となった。マイナス成長の主因は追加関税措置の本格化を前にした駆け込み輸入の急増であり、米国経済の自律的な成長を反映する民間最終需要は同+3.0%と好調を維持した。もっとも、民間最終需要に関しても駆け込み需要が含まれているとみられ、割り引いてみる必要があるだろう。

2025 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率については、前期比年率+2.1%とプラス成長への転換を予想する。プラス成長への転換の主因は輸入の反動減であり、駆け込み需要の一巡と関税によるコスト上昇などにより民間最終需要は減速が見込まれる。2025 年全体の実質 GDP 成長率は、米中間の貿易戦争のデタントを反映し、前回見通し時点の前年比+1.3%から同+1.6%へと引き上げた。上方修正したとはいえ、+2%前後とされる潜在成長率を下回るペースであり、2024 年が同+2.8%であったことを踏まえれば、減速感強い。

米国経済の先行きにおける、更なる景気の下押し要因として、財政悪化懸念の高まりと学生ローン政策の変更が挙げられる。財政に対する懸念が強まり、金融環境の悪化へとつながれば、連動する設備投資や住宅投資等を冷やし得る。また、学生ローン政策の変更により、可処分所得が減少し、個人消費に下押し圧力がかかる恐れがあるだろう。

他方、景気の下支え要因として、民間企業や外国政府主導の投資の積極化が挙げられる。ただし、それらの投資は必ずしも公表通りに実施されるわけではなく、実施されても GDP 統計に反映されないものもある。また、投資促進には政策によるサポートも必要となるが、減税策は早期の成立が可能かは予断を許さず、FRB は利下げの判断について様子見姿勢を続けている。こうした投資による景気の押し上げ効果は、近い将来というよりも、やや先の将来での発現を想定すべきだろう。

図表 10 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<br>（前年同期比、%） | 1.6  | 3.0  | 3.1  | 2.4  | -0.3 | 2.1  | 1.7  | 1.4  | 1.6  | 1.9  | 2.0  | 2.1  |       |       |       |
| 個人消費               | 2.9  | 3.0  | 2.7  | 2.5  | 2.1  | 1.8  | 1.5  | 1.2  | 1.7  | 1.7  | 1.7  | 1.9  | 2.8   | 1.6   | 1.7   |
| 設備投資               | 1.9  | 2.8  | 3.7  | 4.0  | 1.8  | 1.4  | 1.0  | 1.1  | 1.3  | 1.6  | 1.8  | 2.0  | 2.8   | 2.3   | 1.4   |
| 住宅投資               | 4.5  | 3.9  | 4.0  | -3.0 | 9.8  | 3.5  | 1.0  | 1.6  | 2.3  | 2.3  | 2.5  | 2.5  | 3.6   | 3.4   | 2.1   |
| 輸出                 | 13.7 | -2.8 | -4.3 | 5.5  | 1.3  | 1.0  | 0.7  | 1.4  | 1.9  | 2.0  | 2.3  | 2.4  | 4.2   | 1.0   | 1.7   |
| 輸入                 | 1.9  | 1.0  | 9.6  | -0.2 | 1.8  | 0.6  | -0.6 | 0.7  | 1.0  | 1.3  | 1.7  | 1.9  | 3.3   | 1.7   | 0.9   |
| 政府支出               | 6.1  | 7.6  | 10.7 | -1.9 | 41.3 | -4.1 | -6.6 | -1.8 | 0.5  | 1.1  | 2.0  | 2.2  | 5.3   | 8.6   | -0.7  |
| 国内最終需要             | 1.8  | 3.1  | 5.1  | 3.1  | -1.4 | 2.9  | 1.0  | 1.6  | 1.7  | 2.0  | 1.9  | 1.6  | 3.4   | 1.8   | 1.7   |
| 民間最終需要             | 2.7  | 2.8  | 3.7  | 3.0  | 2.3  | 2.0  | 1.0  | 1.3  | 1.5  | 1.8  | 1.9  | 2.1  | 3.0   | 2.3   | 1.6   |
| 鉱工業生産              | 2.9  | 2.7  | 3.4  | 2.9  | 3.0  | 1.8  | 1.0  | 1.2  | 1.5  | 1.7  | 2.0  | 2.1  | 3.0   | 2.4   | 1.5   |
| 消費者物価指数            | -1.8 | 2.4  | -0.6 | -1.1 | 5.5  | 1.6  | 0.5  | 1.0  | 1.4  | 1.6  | 1.8  | 2.0  | -0.3  | 1.5   | 1.4   |
|                    | 3.7  | 2.8  | 1.4  | 3.0  | 3.8  | 2.8  | 4.1  | 2.6  | 3.1  | 2.1  | 2.2  | 2.5  | 2.9   | 3.1   | 2.8   |
| 失業率（%）             | 3.8  | 4.0  | 4.2  | 4.2  | 4.1  | 4.1  | 4.3  | 4.4  | 4.3  | 4.3  | 4.2  | 4.2  | 4.0   | 4.2   | 4.2   |
| 貿易収支（10億ドル）        | -205 | -227 | -236 | -250 | -394 | -400 | -380 | -372 | -371 | -372 | -375 | -377 | -918  | -1546 | -1496 |
| 経常収支（10億ドル）        | -243 | -277 | -310 | -304 | -444 | -446 | -422 | -410 | -405 | -401 | -399 | -397 | -1134 | -1722 | -1602 |
| FFレート（%）           | 5.50 | 5.50 | 5.00 | 4.50 | 4.50 | 4.50 | 4.25 | 4.00 | 3.75 | 3.50 | 3.25 | 3.25 | 4.50  | 4.00  | 3.25  |
| 2年債利回り（%）          | 4.48 | 4.82 | 4.03 | 4.15 | 4.15 | 3.85 | 3.76 | 3.61 | 3.50 | 3.41 | 3.32 | 3.27 | 4.37  | 3.84  | 3.38  |
| 10年債利回り（%）         | 4.16 | 4.44 | 3.95 | 4.28 | 4.45 | 4.36 | 4.31 | 4.17 | 4.06 | 3.97 | 3.88 | 3.83 | 4.21  | 4.32  | 3.94  |

（注 1）網掛けは予想値。2025 年 5 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