

2025 年 12 月 24 日 全 13 頁

2026 年の米国経済見通し

底堅くも脆い「K 字経済」は続く

経済調査部
ニューヨークリサーチセンター

主任研究員
研究員

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

- 2025 年の米国経済は、トランプ第二次政権下での関税強化という逆風に直面しつつも、実質 GDP 成長率は前年比+2.1%を見込んでおり、予想以上に底堅く推移している。ただし、その内実は一様ではなかった。高所得層の消費や AI 関連投資が景気を支える一方、低・中所得層の消費や中小企業・非 AI 分野の投資は低迷する「K 字経済」（上昇する層と停滞・悪化する層が分岐する様子をアルファベットの“K”に例えた表現）が鮮明となった。
- 2026 年については、利下げや減税効果を背景に実質 GDP 成長率は前年比+2.4%と緩やかな回復が見込まれるものの、「K 字経済」の構図は継続する可能性が高い。減税は高所得層に恩恵が集中し、低・中所得層向け社会保障削減が消費回復の重石となる見通しである。また、トランプ政権下で公表された民間企業の投資計画は AI 偏重であり、非 AI 分野の設備投資に波及する見込みは小さい。
- 「K 字経済」における下側の回復は緩慢であり、高所得層の消費や AI 関連投資による「片輪走行」の様相が続く中、仮に株価の調整や AI 投資に期待外れが生じた場合には、景気の下振れリスクが顕在化しやすい。こうした中、景気下支え策への期待は引き続き大きい。迅速な対応が可能な金融政策に着目すると、インフレが加速しやすい 1-3 月期は金利据え置きも、4-6 月期以降は計 0.50%pt 程度の利下げを行うことが想定される。
- 2026 年の米国経済を巡るリスク要因としては、追加関税措置の再強化が挙げられる。ただし中間選挙を控え、景気を悪化させ得る追加関税措置は難しく、国家緊急経済権限法（IEEPA）裁判の影響で国別の追加関税は無効化される可能性もある。追加関税措置のマイルド化は景気に対してポジティブだが、財政悪化リスクは高まる。財政悪化リスクを反映し、米 10 年債利回りが高止まりする可能性がある中で、トランプ大統領は FRB に利下げ圧力を強め得る。FRB 次期議長の下で、FRB が景気を十分に考慮せずに利下げを強行すれば、インフレの再燃や、高止まりする恐れがあるだろう。

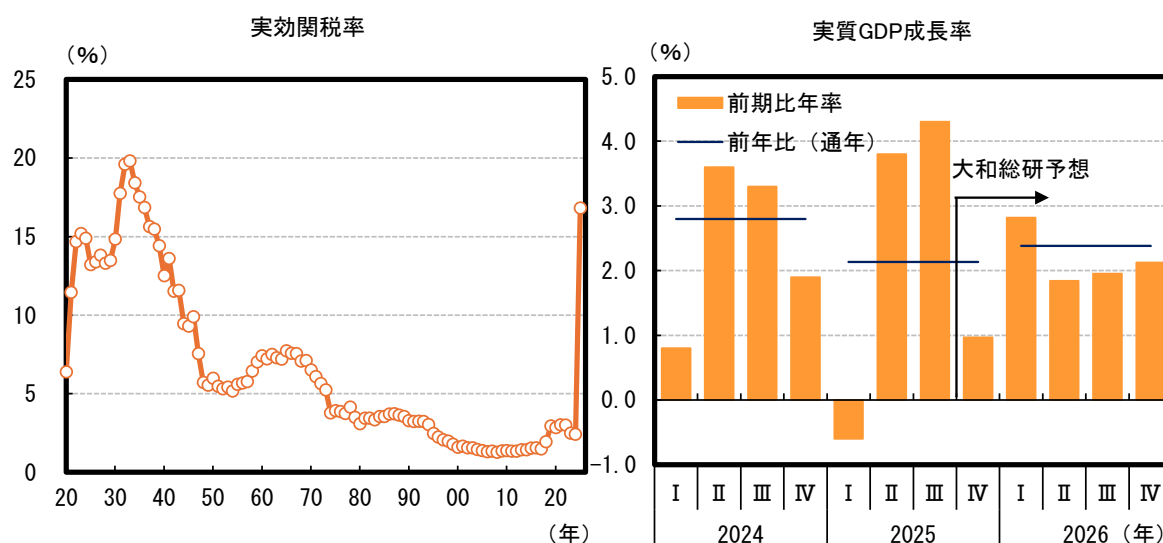
2025 年の米国経済は予想以上に底堅いが、「K 字経済」の様相を呈する

2025 年の米国経済は、トランプ第二次政権の発足を受け、大きな転換点を迎えた。2024 年は、底堅い景気とインフレ減速が同時に進む、いわゆるソフトランディング局面が続いていた。しかし、2025 年 2 月以降は、追加関税措置が相次いで打ち出されたことで、情勢は一変した。鉄鋼・アルミニウムや自動車・同部品といった分野別関税に加え、各国・地域別の相互関税が導入され、中国に対しては一時、関税率が 100%を超える水準にまで引き上げられた。その後、トランプ大統領の“TACO”（“Trump Always Chickens Out（＝トランプはいつもビビって取りやめる）”の頭文字を取った略語）や、貿易交渉の進展により、追加関税措置は一部マイルド化した。その結果、米国の実効関税率は足元 17%程度と、関税率の引き上げが激化した 2025 年 4 月の最悪期と比べれば低下したものの、2024 年の水準（2%強）と比べれば大幅な上昇となった（図表 1 左図）。

追加関税措置が激化した 4 月にかけては、スタグフレーション・リスクへの警戒感が高まり、米国経済の景気後退を予想する見方も多かった。しかし、実際の景気は、こうした悲観的な予想ほど悪化していない。実質 GDP 成長率を見ると、追加関税措置が矢継ぎ早に公表された 2025 年 1-3 月期には前期比年率でマイナス成長となったものの、4-6 月期にはプラス成長に転じ、7-9 月期も堅調さを維持した。10-12 月期には過去最長となった政府閉鎖の影響が見込まれるものの、それでも 2025 年通年では前年比+2.1%の成長が想定される（図表 1 右図）。

こうした景気の底堅さの背景には、想定よりも関税コストによる物価への悪影響が発現しなかったことがあるだろう。関税本格化前の駆け込み輸入などによって価格引き上げが一気に進まなかったことや、米国向けの輸出価格の引き下げ、米国の企業が関税コストを吸収したことなどが理由として挙げられる。物価への悪影響が軽減された結果、米国経済の屋台骨である個人消費はマクロで見た場合には大きな落ち込みは回避できたと考えられる。

図表 1 米国の実効関税率、実質 GDP 成長率

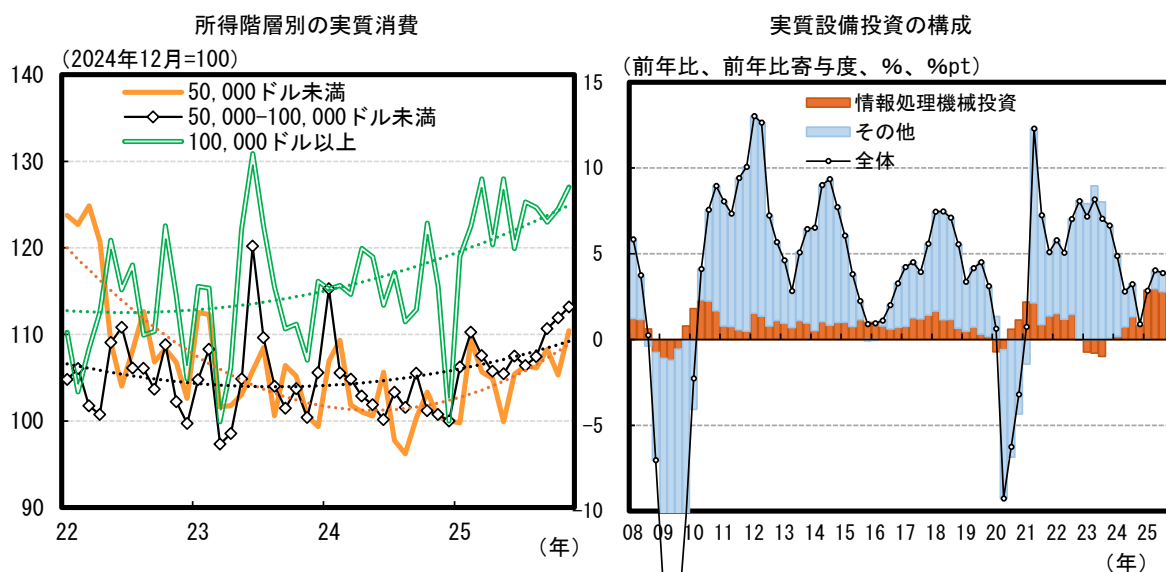


（出所）米財務省、Census、BEA、The Budget Lab at Yale、Haver Analytics より大和総研作成

もっとも、その内訳に目を向けると、景気の「底堅さ」は一様ではない。家計部門では、低・中所得層の実質消費が伸び悩む一方、高所得層は堅調さを維持した（図表2左図）。2025年5月以降、雇用環境が悪化傾向を示す中、低・中賃金業種の求人率は低水準で推移しており、労働所得への依存度が高い低・中所得層の家計環境は悪化した。一方、高賃金業種の求人率は相対的に安定しているほか、株価上昇による資産所得が下支えとなり、高所得層の所得環境は底堅く推移した。家計は、主体毎に明暗が大きく分かれる「K字経済」（上昇する層と停滞・悪化する層が分岐する様子をアルファベットの“K”に例えた表現）の様相を呈している。

企業部門においても、「K字経済」化が進んでいる。関税コストの上昇により価格マージンが圧迫される中でも、設備投資全体は底堅く推移した。ただし、その内訳を見ると、AI関連需要を追い風とした情報処理機械への投資に偏重しており、それ以外の分野への投資は伸び悩んでいる（図表2右図）。すなわち、高所得層の消費や大企業・IT分野を中心とするAI関連投資が景気全体を下支えする一方、低・中所得層の消費や中小企業、AIとの関連性が低い分野への投資は停滞するという「K字経済」が、2025年の米国経済の特徴であったといえる。

図表2 所得階層別の実質消費、実質設備投資の構成



(注) 左図の点線はトレンド線。

(出所) BEA, Morning Consult, Haver Analytics より大和総研作成

2026 年は緩やかな回復を見込むも、「K 字経済」は継続

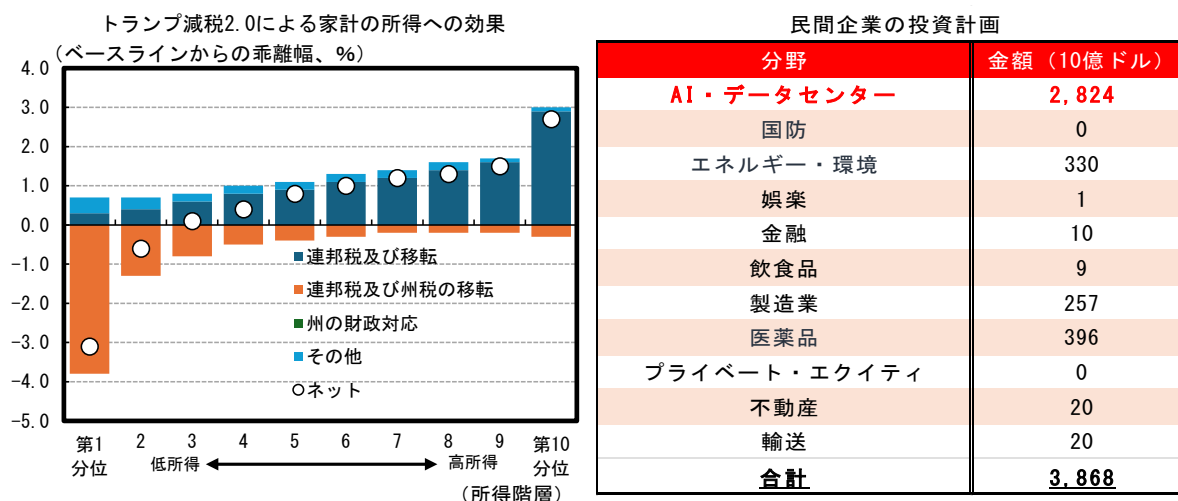
2026 年の米国経済も、2025 年の構図の延長線上に位置づけられよう。実質 GDP 成長率は前年比+2.4%と、2025 年から緩やかに加速すると見込まれる（図表1右図）。2025 年 10-12 月期の政府閉鎖による下振れからの反動が 2026 年 1-3 月期に表れるほか、2025 年 9 月以降の FRB による利下げや、同年 7 月に成立したトランプ減税 2.0 の効果が徐々に顕在化し、景気回復が進むと考えられる¹。もっとも、2026 年においても「K 字経済」の構図は続く可能性が高い。ト

¹ 藤原翼・矢作大祐「[トランプ減税 2.0、「OBBBA」が成立](#)」（大和総研レポート、2025 年 7 月 11 日）

ランプ減税 2.0 は、もともと税負担の大きい高所得層ほど恩恵が大きい制度設計となっている。うえ、財源確保の一環として低・中所得層向けの社会保障削減が盛り込まれている。この結果、低・中所得層の税引後所得は押し下げられると見込まれる（図表 3 左図）。そのため、高所得層の消費は引き続き堅調に推移する一方、低・中所得層の消費は緩やかな回復が想定される。

設備投資についても、AI 関連投資は引き続き底堅い伸びが見込まれる。実際、トランプ政権発足以降に公表された民間企業の投資計画を見ると、その約 4 分の 3 が AI 関連投資で占められている（図表 3 右図）。トランプ減税 2.0 では、設備投資費用や国内研究開発費の全額即時償却が復活・恒久化され、情報処理機器や知的財産関連投資の押し上げ要因となり得る。一方、関税コストなどを背景に収益力が低下している中小企業や、AI との関連性が低い分野では、投資計画自体が小規模となっており、設備投資の大幅な積極化は見込みにくい。

図表 3 トランプ減税 2.0 による家計の所得への効果、民間企業の投資計画



(注) 右図は 12 月 19 日時点。

(出所) CBO、ホワイトハウスより大和総研作成

2026 年の利下げは 4-6 月期以降に計 0.50%pt を想定

米国経済は全体として底堅く推移しているものの、「K 字経済」における下側に位置する主体では回復ペースが緩慢となる可能性が高い。また、高所得層の消費や AI 関連投資による「片輪走行」の様相が続く中、仮に株価の調整や AI 投資に期待外れが生じた場合には、景気の下振れリスクが顕在化しやすい。こうした中、景気下支え策への期待は引き続き大きい。財政政策については、トランプ大統領が低・中所得層向けの現金給付に言及している。しかし、10 月からの政府閉鎖が過去最長となったように 2026 財政年度予算の策定も困難に直面する中、米議会内をまとめ上げる見通しは立たない。こうした中で、FRB による利下げが最大の注目点となろう。

12 月の FOMC で公表された FOMC 参加者の FF 金利見通し（ドットチャート）によれば、2026 年の利下げ幅は中央値で合計 0.25%pt となっている²。2024 年（合計 1.00%pt）や 2025 年（合計 0.75%pt）の利下げ幅に比べて緩やかなペースが想定されている。これは、利下げが進

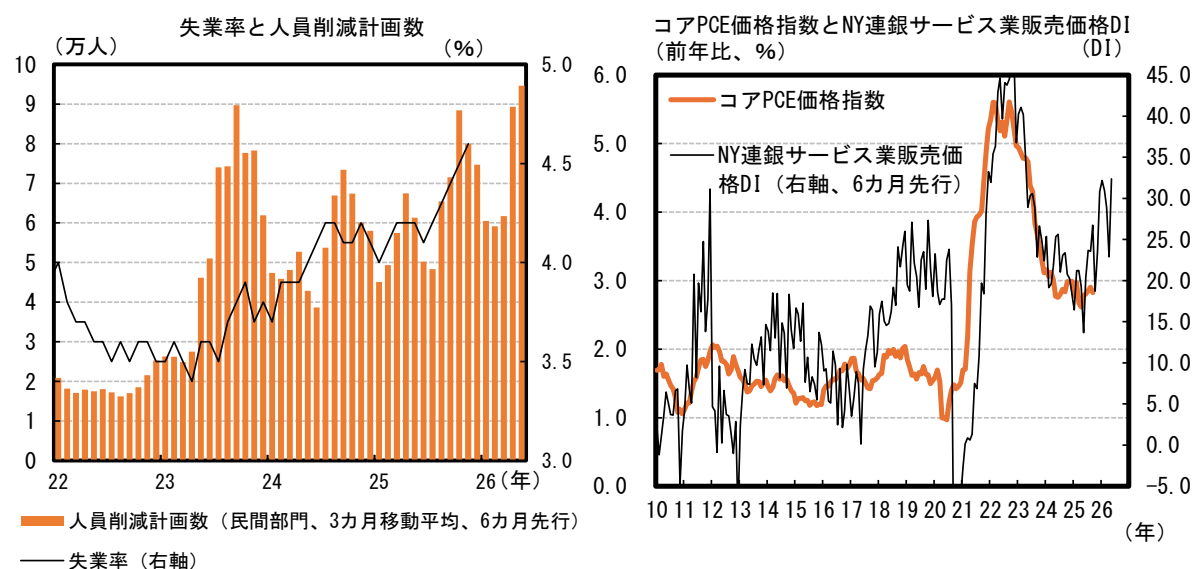
² 矢作大祐・藤原翼「[FOMC 3 会合連続で 0.25%の利下げを決定](#)」（大和総研レポート、2025 年 12 月 11 日）

むにつれて FF 金利水準（2025 年 12 月時点中央値：3.625%）が景気に中立的な水準（＝中立金利）とされる 3%程度（レンジ：2.8%～3.5%）に近づいていることが背景にあるだろう。

具体的な利下げ幅や利下げタイミングは、雇用環境と物価情勢次第となる。雇用環境に関しては、民間部門雇用者数に持ち直しの兆しが見られる一方、失業率は上昇傾向にある。失業率に先行する傾向のある Challenger, Gray & Christmas 社調査による人員削減計画数は、失業率が 2025 年末から 2026 年初にかけて緩やかに低下する一方で、2026 年の春先以降に再上昇する可能性を示唆している（図表 4 左図）。AI 活用等による省力化・省人化の動きが進んでいることが背景にあるだろう。景気回復が順調に進めば、AI 活用等による失業が他業種の採用増によって吸収され得るが、景気回復が緩やかだった場合には、失業率が上昇しやすくなる。

雇用環境の悪化リスクがくすぶる中で、利下げが可能か否かは物価情勢次第となる。物価情勢に関して、2025 年は関税コストの転嫁により食品・財価格が上昇する一方で、サービス価格が低下し、全体としては緩やかな上昇にとどまってきた。2026 年に関しては、食品・財価格の上昇が一服する一方、サービス価格の減速ペースが緩やかとなり、上半期中心に高止まりする可能性がある。例えば、NY 連銀が公表するサービス業の仕入価格 DI は先行きのコア PCE 価格指数の再加速を示唆している（図表 4 右図）。他方で、更なる追加関税措置の激化等がなければ、インフレ率は 2026 年央から下半期にかけて減速していくことが予想される。

図表 4 失業率と人員削減計画数、コア PCE 価格指数と NY 連銀サービス業販売価格 DI



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

2026 年の雇用環境と物価情勢の見通しを踏まえ、当社は 1-3 月期中心に FF 金利は据え置き、様子見が続く、4-6 月期に 0.25%pt、7-9 月期に 0.25%pt の合計 0.50%pt の利下げを見込んでいる。ドットチャートの中央値よりは大きい利下げ幅を見込んでいるが、これは雇用環境の悪化リスクを織り込んでいることが理由だ。合計 0.50%pt の利下げを実施した場合、FF 金利水準（中央値）は 3.125%pt と概ね中立金利の中央値付近となる。なお、リスクシナリオとしては、1-3 月期に雇用環境の悪化が予想以上に進んだ場合には、追加的な 0.25%pt の利下げの可

能性もあり得るだろう（2026 年内合計 0.75%pt）。この場合においても、FF 金利水準（同）は 2.875%となり、中立金利の下限值（2.8%）付近となる。

2026 年のリスク要因①：更なる関税措置があり得るも、現実はやマイルド化？

2026 年の米国経済見通しをまとめれば、底堅い景気の中で、「K 字経済」の下側や下振れリスクへの対処として緩やかに利下げを進めるというものだ。こうした見通しの下、最後にリスク要因を取り上げたい。2025 年の米国経済の最大のリスク要因は関税だった。2026 年においても、国・地域別関税では実施が猶予されているメキシコや中国に対して、分野別関税に関しては現在調査中の半導体・製造装置、重要鉱物、航空機、ポリシリコン、無人航空機システム、風力タービン、医療用品・医療用機器、ロボット・産業機械に対して、関税率が引き上げられる可能性がある。

他方で、追加関税措置に関しては、現状維持やマイルド化の可能性もある。一つは2026年11月に中間選挙が控える中で、景気に悪影響の大きい追加関税措置を実施しにくいことが挙げられる。とりわけ、トランプ大統領の支持率が低迷している中で、一部の共和党議員からも追加関税措置等に対する不満が見られ、4月や10月には一部の関税引き上げの停止を求める決議が上院で可決された³。トランプ大統領は、貿易交渉を進めることで国別の関税率を引き下げたり、農産物に対する相互関税の適用を停止したりと、追加関税措置のマイルド化を進めており、世論や共和党議員の不満に配慮を示している。2026年に入れば、世論や議会の中間選挙に対する意識は強まることになり、景気が大幅に回復しなければ、トランプ政権としても追加関税措置を推進しづらいだろう。

もう一つは現在進行中の国家緊急経済権限法（IEEPA）を巡る裁判だ。トランプ政権は、IEEPA を根拠として、国・地域別の追加関税措置を実施してきたが、保守派の最高裁判事からもその合法性に対して疑問が呈されている。IEEPA を根拠とした追加関税措置の実施が困難となっても、他の法律を根拠に追加関税措置は可能だが、迅速な実施や大幅な引き上げなどはハードルが高い。なお、The Budget Lab at Yale によれば、米国の輸入に関する実効関税率は IEEPA 有効（現状）の 17%程度から、無効となる場合には 9.3%程度まで低下するとされる。

リスク要因②：財政悪化、そして利下げの無理強い（によるインフレ再燃）

追加関税措置の現状維持やマイルド化は、景気や物価に対する悪影響が抑制され得ることから、ポジティブ要素といえる。他方で、関税収入の減少に伴う財政への悪影響は懸念材料だろう。米国のプライマリー・バランス（対 GDP 比、以下 PB）に注目すると、トランプ政権の発足前の前提では、2026 年は 2%強の PB 赤字が予想されていた（図表 5 左図）。これに対して、7月に成立したトランプ減税 2.0 は、税収減により PB 赤字を 4%弱まで拡大させ得る一方、追加関

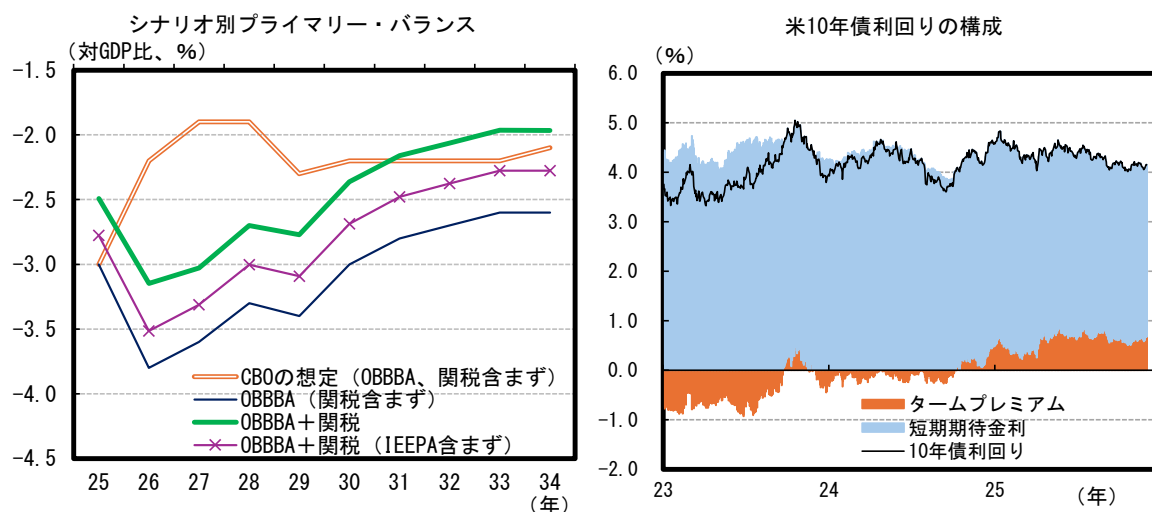
³ 矢作大祐・藤原翼「[米国経済見通し 関税政策はマイルド化へ](#)」（大和総研レポート、2025 年 11 月 25 日）

税措置による関税収入の増加によって、PB 赤字は 3%強まで縮小し、財政悪化が軽減するとされていた。しかし、IEEPA を根拠とした追加関税措置が無効になれば、関税収入の減少により PB 赤字は 3.5%程度まで拡大することが見込まれる。財政悪化に対する懸念は、米 10 年債利回りにも反映されている（図表 5 右図）。米 10 年債利回りを短期期待金利とタームプレミアムに分けると、利下げの進展に伴い、短期期待金利は低下しているものの、国債需給等を反映するタームプレミアムが押し上げている。

トランプ大統領はこれまで米 10 年債利回りを重視しており、金利を低下させるために FRB に利下げを要請してきた。また、2025 年上半期に利下げをせず、様子見を続けてきたパウエル FRB 議長を「Mr. Too Late」と揶揄してきた。2026 年 5 月に、パウエル議長は FRB 議長の任期を終え、トランプ大統領は新議長に利下げ推進派を指名することが想定される。足元で新議長の最有力候補とされるケビン・ハセッティ氏や、元 FRB 理事のケビン・ウォーシュ氏は、これまでに利下げを推進するような発言をしてきた。12月のFOMCで公表されたドットチャートでも、2026 年内の利下げに慎重な FOMC 参加者が複数確認できる中で、次期議長がこうした慎重な見方を考慮するのか、或いは、トランプ大統領の意向に沿うように利下げを推し進めていくのかは、2026 年の米金融政策を巡る焦点といえる。

仮に次期 FRB 議長がトランプ大統領に従って利下げを大幅に推し進めた場合、景気が過熱気味となり、関税コストの転嫁に伴う高インフレが定着してしまうリスクは高まる。過去を振り返れば、インフレ率が不安定化した 1970 年代は、ニクソン大統領（当時）が事実上の一律関税を導入し、当時のバーンズ・FRB 議長に利下げ圧力をかけた。また、1970 年代後半には、カーター大統領が FRB 人事を巡って迷走したこともあった。現在と 1970 年代では経済環境が大きく異なるが、こうした FRB に対する政治的介入の姿は似通っている。トランプ大統領からの要請に応じて次期議長が利下げを急ぐ場合、1970 年代のようにインフレ率が不安定化するリスクには注意が必要だろう。

図表 5 シナリオ別プライマリー・バランス、米 10 年債利回りの構成



(出所) The Budget Lab at Yale、CBO、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

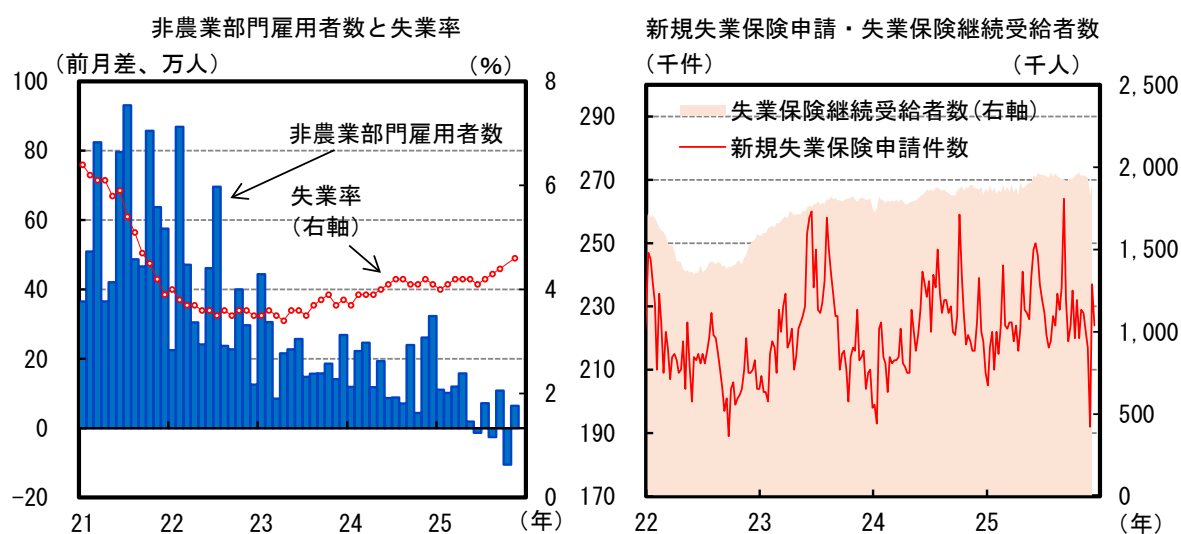
失業率は 4.6%に上昇も、政府閉鎖の影響を踏まえ慎重な評価が必要

2025 年 10・11 月の雇用統計⁴について、非農業部門雇用者数の 10 月分は前月差▲10.5 万人と政府部門の減少により大幅なマイナスに転じた一方、11 月分は同+6.4 万人とプラスに転じた。民間部門雇用者数に着目すると夏場を底に持ち直しつつあるが、内訳を確認するとけん引役は教育・医療であり、相対的に景気動向に敏感な民間部門（除く教育・医療）に力強さは見られない。2025 年 11 月の失業率については、9 月からの変化幅が+0.2%pt の 4.6%となった。失業率の上昇は雇用環境の悪化が継続している可能性を示唆している。ただし、BLS が指摘するように、11 月分の家計調査は、政府閉鎖の影響を受けて推計値のばらつきが大きくなっているとみられ、雇用環境の悪化ペースについては慎重な評価が求められる。

その他の雇用関連指標を確認すると、新規失業保険申請件数は直近週（2025 年 12 月 7 日-2025 年 12 月 13 日）が 22.4 万件と、前年同時期と同程度で推移している。さらに、失業保険継続受給者数の直近週（2025 年 11 月 30 日-2025 年 12 月 6 日）は 189.7 万人と、2 週連続で 190 万人を下回った。続いて労働需要に目を向けると、2025 年 10 月の求人件数は前月差+1.2 万人と 3 カ月連続で増加した。直近の失業者数に対する求人件数の比率は、2025 年下半年は 1 倍弱で横ばい圏の推移となっていることから、労働需給は急激には悪化していないといえる。これらの指標は、雇用環境は緩やかな悪化が継続していることを示唆している。

先行きについて、2026 年はトランプ減税 2.0 や FRB による利下げが景気の押し上げ役として期待され、結果として雇用環境の改善に寄与することが見込まれる。他方で、足元では AI の活用等を理由としてコストカットを行う動きも見られている。これまでは景気悪化リスクの高まりに伴う雇用抑制という側面が強かったが、先行きは AI の活用拡大等によるコストカットが雇用の回復を抑制する可能性に注意が必要だろう。

図表 6 非農業部門雇用者数と失業率、新規失業保険申請・失業保険継続受給者数



(出所) BLS、DOL、Haver Analytics より大和総研作成

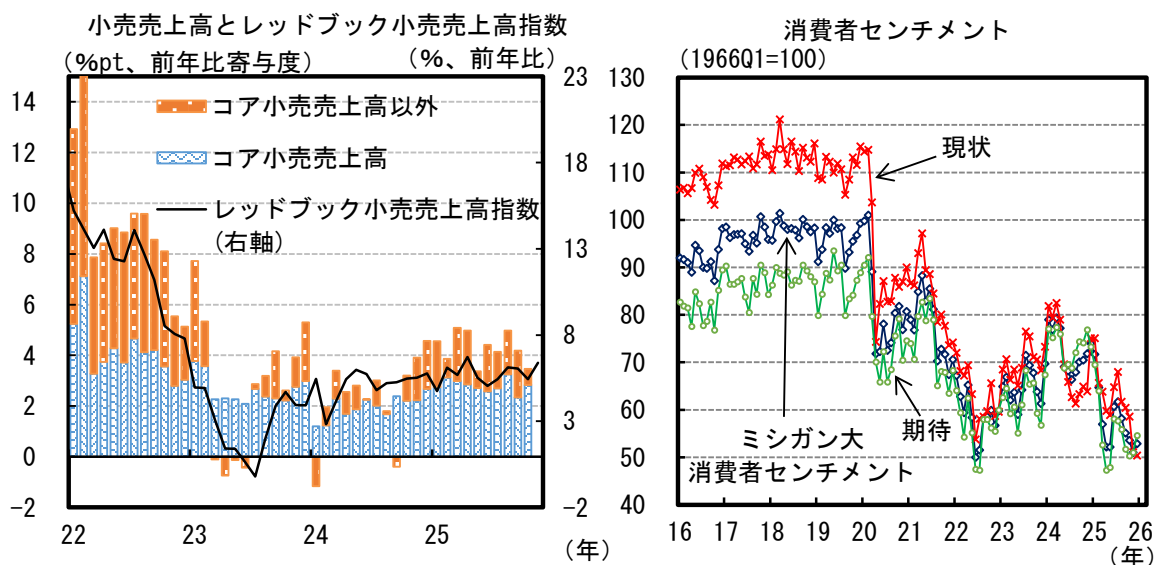
⁴ 藤原翼「[米失業率は 4.6%に上昇](#)」(大和総研レポート、2025 年 12 月 17 日)

小売売上は年末商戦の前倒しが奏功も、個人消費全体は軟調か

個人消費の動向について、2025 年 10 月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比ほぼ横ばいと、市場予想（Bloomberg 調査：同+0.1%）を下回り、4 カ月連続で減速した。他方で、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、同+0.8%とプラスに転じた。値引きセールの実施に伴い、無店舗販売（同+1.8%）の押し上げが大きかった。直近の動向について、小売売上高と連動する傾向のある、総合小売店を調査対象としたレッドブック小売売上高指数は、11 月は前年比+6.4%と加速した。年末商戦の前倒し戦略が奏功したことに加え、セールを実施しているとはいえ前年に比べると価格が上昇していることで名目値を押し上げたとみられる。他方で、より幅広い消費動向を反映する、Bloomberg によるクレジットカード等の消費動向データを確認すると、10月末から12月前半にかけて概ね前年比マイナスで推移した。政府閉鎖の影響に加え、雇用環境の悪化傾向が続く中で、個人消費全体では減速感が強まった可能性がある。

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 12 月（確報値）が前月差+1.9pt と 5 カ月ぶりに改善し、52.9 となった。もっとも、内訳については期待指数（同+3.6pt）が 2 カ月連続で改善した一方、現状指数（同▲0.7pt）は 5 カ月連続でマイナスとなった。ミシガン大は、年末にかけて消費者心理は改善しつつあるものの、家計の負担感は根強く、2024 年末を大幅に下回っていると指摘した。先行きについては、雇用環境の悪化傾向が続いている一方で、2026 年はトランプ減税 2.0 によって税還付が増加し、消費者マインド、ひいては個人消費の押し上げ要因になると見込まれる。

図表 7 小売売上高とレッドブック小売売上高指数、消費者センチメント



(注) コア小売売上高は小売売上高（含む飲食サービス）から飲食サービス、建材・園芸、ガソリンスタンド、自動車ディーラーを除いたもの。積み上げ棒グラフは前年比寄与度。

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

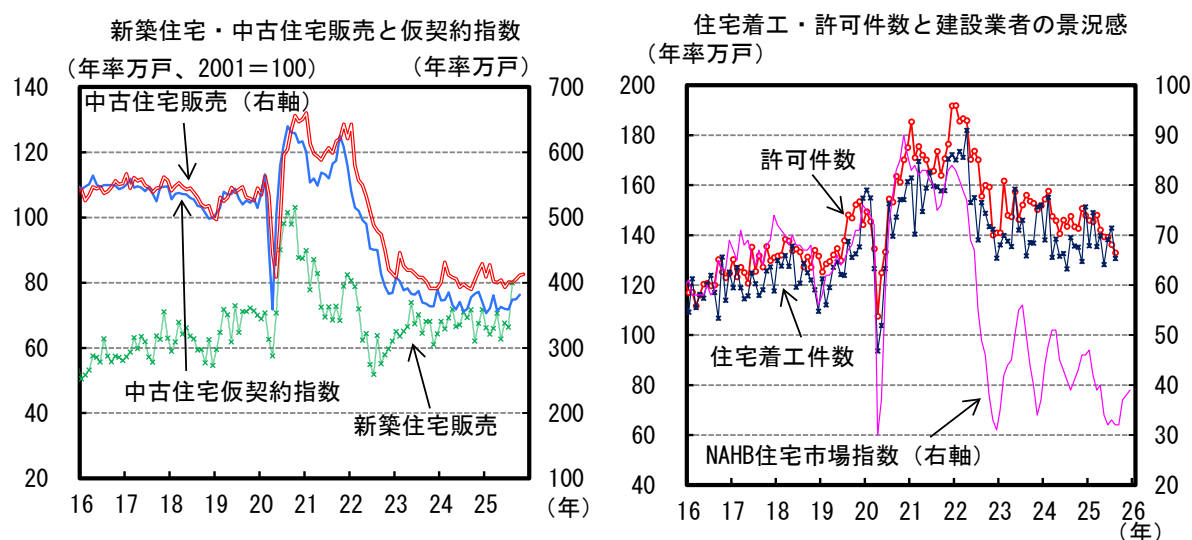
中古住宅販売は3カ月連続で増加、ただし住宅市場の回復には時間を要する

住宅需要に目を向けると、2025年11月の中古住宅販売（コンドミニウム等含む）は前月比+0.5%と3カ月連続でプラスとなった。住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）が5月から10月にかけて低下したことで、金利低下を待っていた消費者の住宅購入が続いた。

直近の消費者マインドを確認すると、12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▲5ptの36ptと、依然として低水準で推移している。内訳を確認すると、金利、経済的不安定性、価格の項目がいずれも悪化した。足元で雇用環境が悪化傾向にある中、消費者の住宅購入マインドは改善しにくいとみられる。住宅価格に目を向けると、11月の中古住宅の販売価格（中央値）は前年比でのプラス幅が縮小したものの上昇が続いており、住宅価格は依然として高止まりしている。新築住宅で見られる販売促進のための値下げキャンペーンは消費者の住宅購入を後押しし得るものの、住宅市場全体では、価格面が住宅購入を積極化する要因とはなりにくい。また、住宅ローン金利の低下は住宅販売の押し上げ要因になってきたとはいえ、足元は6%台前半で足踏みしており、コロナ禍前と比較して依然として高水準で推移している。住宅需要の本格回復には、一層の金利低下が必要になるとみられる。

住宅供給に関して、住宅建設業者のマインドを確認すると、NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数は2025年12月分が前月差+1ptの39と、3カ月連続で上昇した。NAHBはコメントで、先行きの売上見通しが改善した点はポジティブな兆候とした。他方で、建設業者は関税による建設コスト上昇や労働コスト上昇への対応に苦慮していると指摘した。また、多くの住宅建設業者が販売促進のためのインセンティブを提供しているとし、住宅市場は依然として厳しい状況との見解を示した。住宅供給の先行きについて、関税コストや労働コストが引き続き重石になるとみられる。また、FRBによる目先の利下げ余地は小さくなる中で、住宅需要は短期的には大幅な改善を見込みにくく、住宅供給の本格回復にも時間を要するとみられる。

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

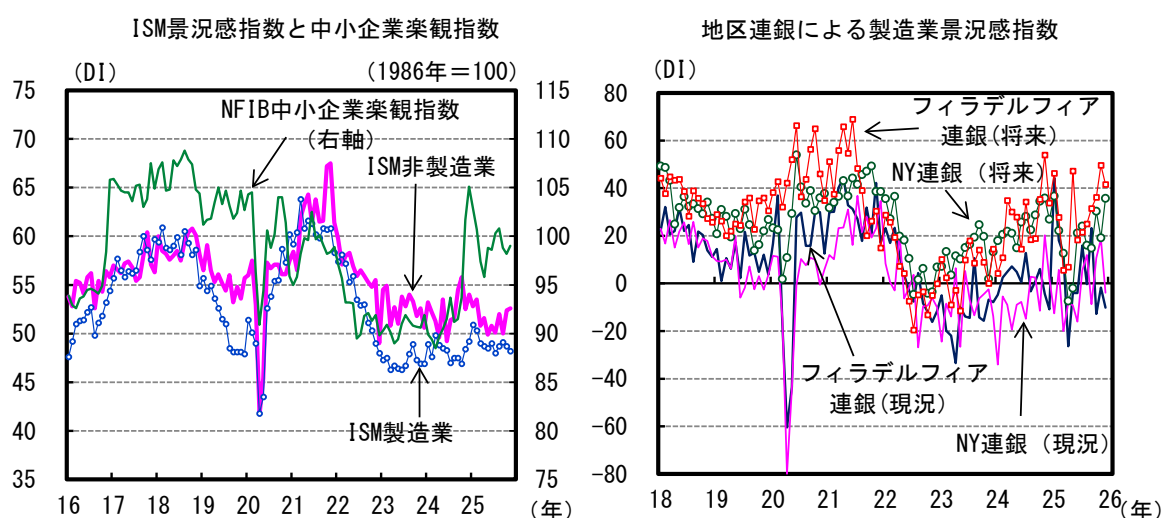
企業マインドはサービス業が改善した一方、製造業は悪化

2025年11月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲0.5%ptと2カ月連続で悪化し、48.2%となった。他方で、非製造業は同+0.2%ptと2カ月連続で改善し、52.6%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、生産指数と在庫指数が改善した一方で、入荷遅延指数、新規受注指数、雇用指数が悪化した。生産指数は好不調の目安となる50%を上回った一方で、その他の項目は50%を下回っている。非製造業に関しては、新規受注指数が悪化した一方で、入荷遅延指数、雇用指数、事業活動指数が改善した。なお、雇用指数のみが依然として50%を下回っている。続いて企業コメントを確認すると、製造業は引き続き関税による不確実性やコスト高がビジネスの障害になっているとの指摘が多く、人員削減への言及も見られた。非製造業においても関税の悪影響が指摘されるものの、小売業がビジネスの好調さを指摘する等、ポジティブなコメントも散見された。

中小企業に関して、2025年11月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差+0.8ptと3カ月ぶりに改善し、水準は99.0となった。内訳を確認すると、「実質販売増加に対する期待」や「新規雇用創出」の改善幅が大きかった。NFIBは、中小企業事業者の楽観姿勢が強まったものの、人材不足に不満を持っているとした。もっとも、人材不足の中で、近い将来に新規採用を計画する中小企業事業者が増えているとも指摘した。

2025年12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▲22.6pt）が大幅に悪化した一方で、将来指数（同+16.6pt）は改善した。また、フィラデルフィア連銀については現況指数（同▲8.5pt）が悪化し、将来指数（同▲8.0pt）も6カ月ぶりに悪化した。このように、製造業については直近の企業マインドも冴えない。先行きについては、減税や利下げといった景気の下支え策が講じられる一方で、企業は依然として関税コストの上昇に直面しており、企業マインドの継続的な回復への重石となっている。

図表9 ISM景況感指数と中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



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

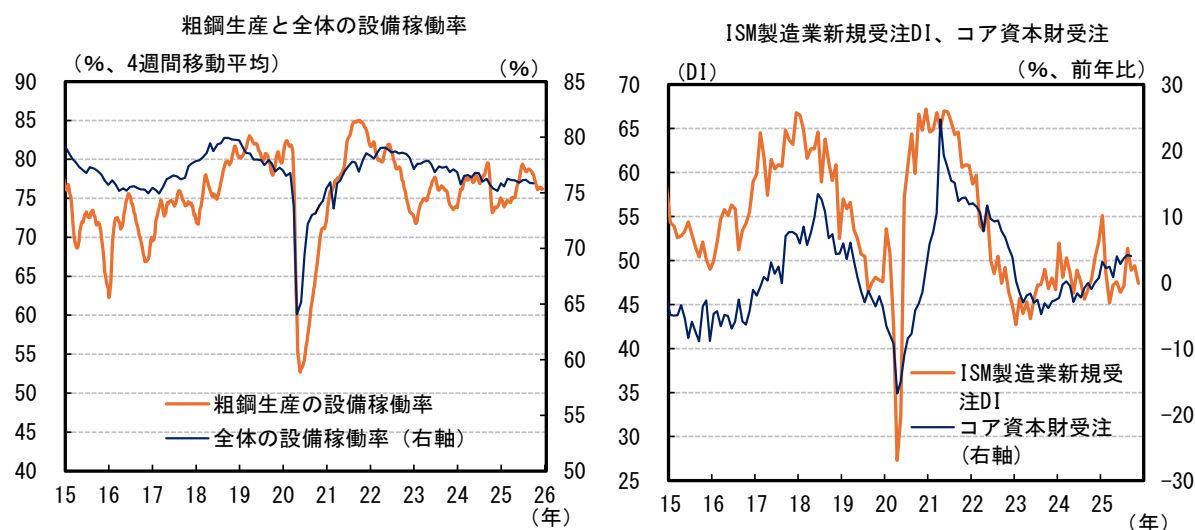
AI 関連・省力化投資を除き、設備投資の積極化は期待しづらい

企業の実体面に関して、FRB による鉱工業生産指数・設備稼働率は政府閉鎖の影響を受けて公表が遅延している⁵。生産活動の現状を把握する代替指標として、製造業や建設業の基礎素材である粗鋼生産の週次の設備稼働率に注目すると、足元では2025年6月をピークに低下に転じており、直近の2025年11月半ばについても緩やかな低下傾向にある。なお、粗鋼生産の設備稼働率は全体の設備稼働率と方向感が一致しやすい。

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とその先行指標であるコア資本財受注は政府閉鎖の影響を受けて公表が遅延している。コア資本財受注と連動する傾向にあるISM製造業の新規受注指数を確認すると、11月は前月差▲2.0%ptと悪化し、水準は47.4%と4か月ぶりの低水準となった。同指数は2025年3月以降、均して見れば緩やかな回復基調にあったものの、足元ではその傾向が一服し、水準は好不調の目安となる50%を下回っている。こうした中、連動するコア資本財受注の回復も足踏みしている可能性がある。

設備投資の先行きについて、AI関連投資が引き続き全体のけん引役として期待されることに加え、7月に成立したトランプ減税2.0が先行きの押し上げ要因となり得る。ただし、前述のように既存の追加関税措置に伴うコスト高が企業収益の重石となっている。企業によるコストカットへの言及が増える中で、省力化投資は進む可能性がある一方で、製造業を中心に設備増強のための投資はハードルが高いだろう。

図表 10 粗鋼生産と全体の設備稼働率、ISM 製造業新規受注 DI とコア資本財受注



ISM、NY 連（注）左図の全体の設備稼働率は、鉱工業生産指数を基にした月次の設備稼働率。粗鋼生産の設備稼働率は週次ベースのデータを4週間移動平均にしたもの。

（出所）FRB、American Iron and Steel Institute、Census、ISM、Haver Analytics より大和総研作成

⁵ 企業活動に関しては日本時間 2025 年 12 月 23 日時点。

経済見通し

政府閉鎖で公表が遅れていた 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+4.3%と、堅調な伸びを示した。しかし、10-12 月期は過去最長の政府閉鎖によって減速が見込まれる。2025 年は四半期ベースの実質 GDP 成長率の変動が大きい 1 年だったが、通年ベースで見れば前年比+2.1%の成長が想定される。2024 年の同+2.8%から減速したが、関税率の大幅引き上げによって景気後退待ったなしといわれていた 4 月を思い起こせば、米国経済は粘り強さを示したといえる。

2026 年の米国経済はトランプ減税 2.0 や FRB によるこれまでの利下げが景気を下支えし、実質 GDP 成長率は通年で前年比+2.4%を見込む。2026 年 1-3 月期に政府閉鎖からの反動増が見られた後、緩やかに回復すると予想している。ただし、2025 年の米国経済の特徴である「K 字経済」も続くことが想定される。高所得層の消費や AI 関連の投資は堅調さを維持する一方で、低中所得層の消費や AI 関連以外の投資は緩やかな回復にとどまると考えている。高所得層の消費を支えた株高が調整局面を迎えたり、AI 関連の投資が想定以上に伸び悩んだりすれば、米国経済は下振れリスクに直面し得るだろう。こうした景気の下振れリスクに対しては、追加的な利下げが期待される。インフレ再燃リスクから 2026 年 1-3 月期は利下げしにくい環境が想定される一方で、4-6 月期以降に合計 0.50%pt の利下げを想定している。

2026 年の米国経済のリスク要因は財政悪化だ。11 月に中間選挙を控える中、関税政策のマイルド化が進みやすい。また、IEEPA を巡る裁判でトランプ政権には逆風が吹いている。関税収入が抑制され、財政悪化が意識されれば、トランプ政権が重視する長期金利が高止まりし得る。2026 年 5 月に FRB 議長の交代を控える中で、長期金利の低下に向けてトランプ政権による FRB への利下げ圧力が高まる可能性があるだろう。ただし、FRB が景気を十分に考慮せずに利下げを強行すれば、インフレが再燃し、高止まりするリスクが強まることになる。

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			
	前期比年率、%												前年比、%		
国内総生産 （前年同期比、%）	0.8	3.6	3.3	1.9	-0.6	3.8	4.3	1.0	2.8	1.8	2.0	2.1	2.8	2.1	2.4
個人消費	1.7	3.9	4.0	3.9	0.6	2.5	3.5	1.9	2.6	1.8	1.9	2.1	2.9	2.6	2.3
設備投資	1.5	2.5	3.5	-3.7	9.5	7.3	2.8	1.9	2.6	2.2	2.3	2.4	2.9	4.0	2.7
住宅投資	8.2	-2.0	-4.8	4.3	-1.0	-5.1	-5.1	-2.2	3.9	1.4	1.7	2.0	3.2	-2.0	0.1
輸出	4.6	0.7	8.9	-0.9	0.2	-1.8	8.8	1.9	1.7	1.7	1.8	1.9	3.6	1.8	2.4
輸入	6.9	8.4	10.1	-0.2	38.0	-29.3	-4.7	1.7	3.4	2.0	2.1	2.1	5.8	2.9	-0.9
政府支出	2.3	3.3	5.4	3.3	-1.0	-0.1	2.2	-2.0	4.9	2.1	2.2	2.2	3.8	1.4	1.9
国内最終需要	2.0	3.4	3.8	2.8	1.4	2.4	2.9	1.1	3.0	1.9	2.0	2.1	3.1	2.4	2.2
民間最終需要	2.0	3.4	3.4	2.7	1.9	2.9	3.0	1.7	2.7	1.8	1.9	2.1	3.0	2.6	2.3
鉱工業生産	-2.6	2.7	-2.3	-1.5	4.2	1.8	1.1	0.9	1.8	1.5	1.6	1.8	-0.3	-1.3	1.4
消費者物価指数	3.7	2.8	1.4	3.0	3.8	1.6	3.1	2.4	4.1	2.5	2.4	1.4	2.9	2.7	2.8
失業率（%）	3.8	4.0	4.2	4.2	4.1	4.2	4.3	4.5	4.5	4.4	4.4	4.3	4.0	4.3	4.4
貿易収支（10億ドル）	-200	-221	-231	-251	-385	-190	-189	-160	-163	-164	-165	-166	-904	-925	-658
経常収支（10億ドル）	-261	-286	-326	-312	-440	-251	-243	-207	-203	-196	-190	-183	-1185	-1141	-772
FFレート（%）	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.50	4.25	3.75	3.75	3.50	3.25	3.25	4.50	3.75	3.25
2年債利回り（%）	4.48	4.82	4.03	4.15	4.15	3.86	3.72	3.53	3.47	3.42	3.39	3.35	4.37	3.82	3.41
10年債利回り（%）	4.16	4.44	3.95	4.28	4.45	4.36	4.26	4.10	4.09	4.04	4.01	3.97	4.21	4.29	4.03

（注 1）網掛けは予想値。2025 年 12 月 24 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