

米国：「雇用抑制型の経済成長」は持続可能か

労働生産性改善の広がりと過剰投資の抑制がカギに

経済調査部

主任研究員

矢作 大祐

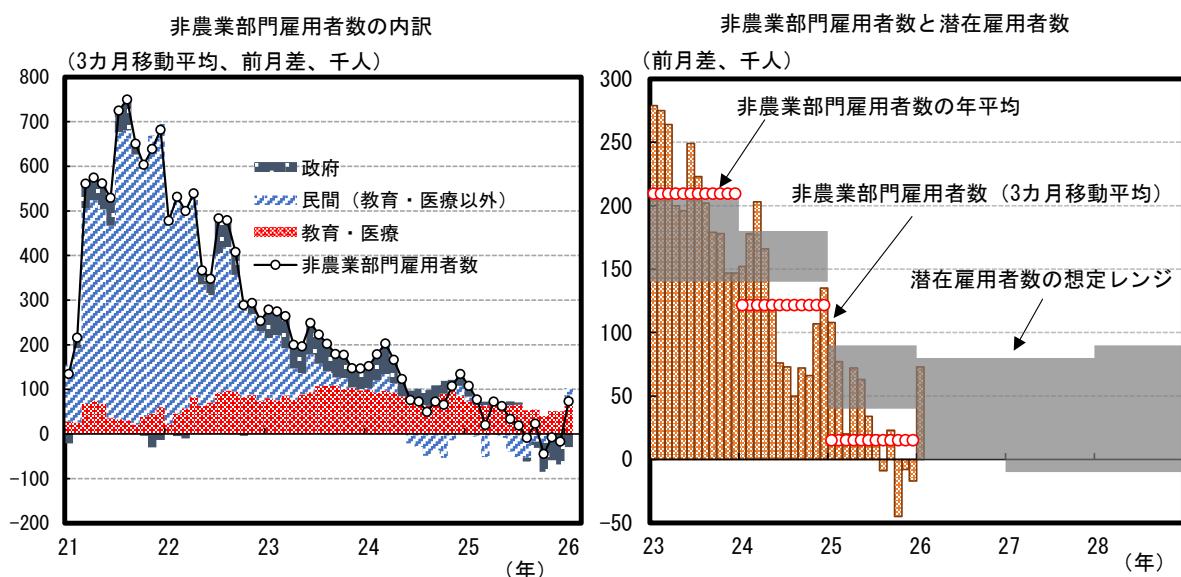
[要約]

- 米国では、雇用者数の伸びが低調となる一方、実質GDPが堅調に推移する「雇用抑制型の経済成長」の様相を呈している。雇用者数の伸び悩みは、厳格な移民政策による労働供給の制約に加え、AI活用の進展や関税負担の増加を背景に企業が労働需要を抑制していることが要因だ。他方で、AI関連の設備投資の積極化や、AI関連の株価上昇による資産効果が消費を押し上げることで、2025年の成長率は潜在成長率を上回る水準が見込まれている。
- 従来、雇用と実質GDPは連動する傾向があるが、足元ではこの関係性が弱まりつつある。過去を振り返ると、ITの活用が広がった1990年代後半～2000年代前半は労働生産性の上昇により、実質GDPの実績値が労働投入量を基にした実質GDPの試算値を上回って推移した。一方、2010年代はバランスシート調整の影響で実績値が試算値を下回る局面が続いた。「雇用抑制型の経済成長」が持続するかは、労働生産性の改善が幅広い業種に広がるかということに加え、設備投資が企業収益に見合った健全なペースに保たれるかがカギとなろう。
- 最後に、「雇用抑制型の経済成長」が続いた場合の米国経済への示唆は何か。前向きな点としては、生産性改善による潜在成長率の押し上げとインフレ圧力の緩和が見込まれ、物価安定と高成長の両立が可能となりうる。他方で、雇用増加の裾野が狭いままで、「K字経済」の深化による消費の脆弱性が高まるほか、過剰投資が積み上がれば将来的なバランスシート不況の火種となりうる。総じて、「雇用抑制型の経済成長」は生産性向上による高成長と物価安定というメリットと、恩恵の偏在・投資過熱というリスクが表裏一体の「両刃の剣」といえるのかもしれない。「雇用抑制型の経済成長」が有するリスクを低減するためには、生産性向上の成果が広範な所得層に波及する仕組みを確保するとともに、金融環境の過度な緩和による資産価格や設備投資の過熱を抑制するなど、マクロ経済運営と分配構造の両面からの慎重な舵取りが不可欠となる。

米国では雇用は低調も、景気は堅調に推移

米国では 2025 年以降、雇用者数の伸びが冴えない。2026 年 1 月は非農業部門雇用者数が前月差 +13 万人と 2024 年 12 月以来の伸びの大きさとなったが、中身を見ると景気に敏感ではない教育・医療の増分がほとんどで、それ以外の業種は低調な伸びが続いている（図表 1 左図）。こうした雇用者数の伸びが冴えない背景として、厳格な移民政策による労働供給の抑制が挙げられる。AEI¹の試算によれば、厳格な移民政策によって失業率を大幅に悪化させない雇用者数の伸び（＝潜在雇用者数）のレンジは 2025 年に大幅に下方シフトした（図表 1 右図）。他方で、2025 年の伸びの月当たり平均は、こうした潜在雇用者数をも大幅に下回った。厳格な移民政策による労働供給の抑制に加えて、労働需要の抑制による雇用者数の下押しも想定される。具体的には、関税によるコストアップが企業の労働需要を低下させるとともに、一部企業では AI の活用が進んだことで労働需要が雇用増を伴わずに充足した可能性がある。

図表 1 非農業部門雇用者数の内訳、非農業部門雇用者数と潜在雇用者数



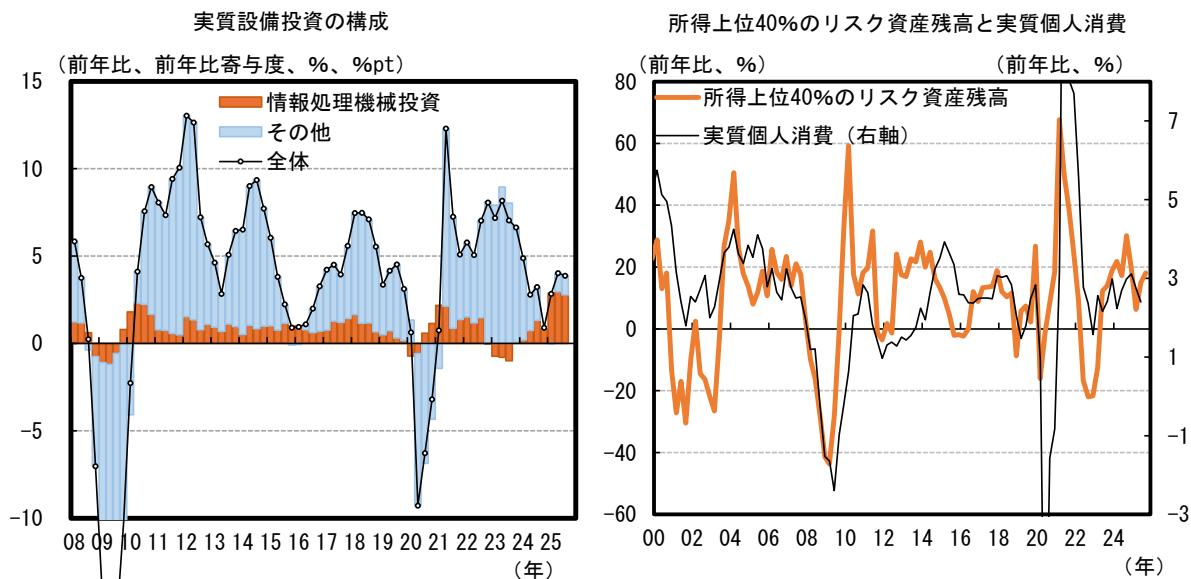
(注)潜在雇用者数の想定レンジは AEI の試算。

(出所)BLS、Edelberg et al. (2025)、Haver Analytics より大和総研作成

雇用者数の伸びは低調な一方で、2025 年の米国景気全体は堅調に映る。実質 GDP 成長率は 2025 年 1-3 月期こそマイナスに陥ったが、4-6 月期、7-9 月期は堅調な伸びが続いた。10-12 月期（2 月 20 日公表予定）は、過去最長の政府閉鎖の影響で減速が懸念される一方、アトランタ連邦準備銀行が公表する GDPNow では前期比年率 +3.7% の成長が見込まれている（2 月 10 日時点）。GDPNow の予想通りの成長となれば、2025 年通年の実質 GDP 成長率は前年比 +2.3% が想定され、2% 前後とされる潜在成長率を上回る堅調なペースと言えよう。こうした景気の堅調さの背景には、情報処理機械といった AI 関連の設備投資による押し上げ（図表 2 左図）や、AI 関連が主導する株価上昇の資産効果による個人消費の押し上げ（図表 2 右図）が挙げられる。

¹ 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

図表2 実質設備投資の構成、所得上位40%のリスク資産残高と実質個人消費



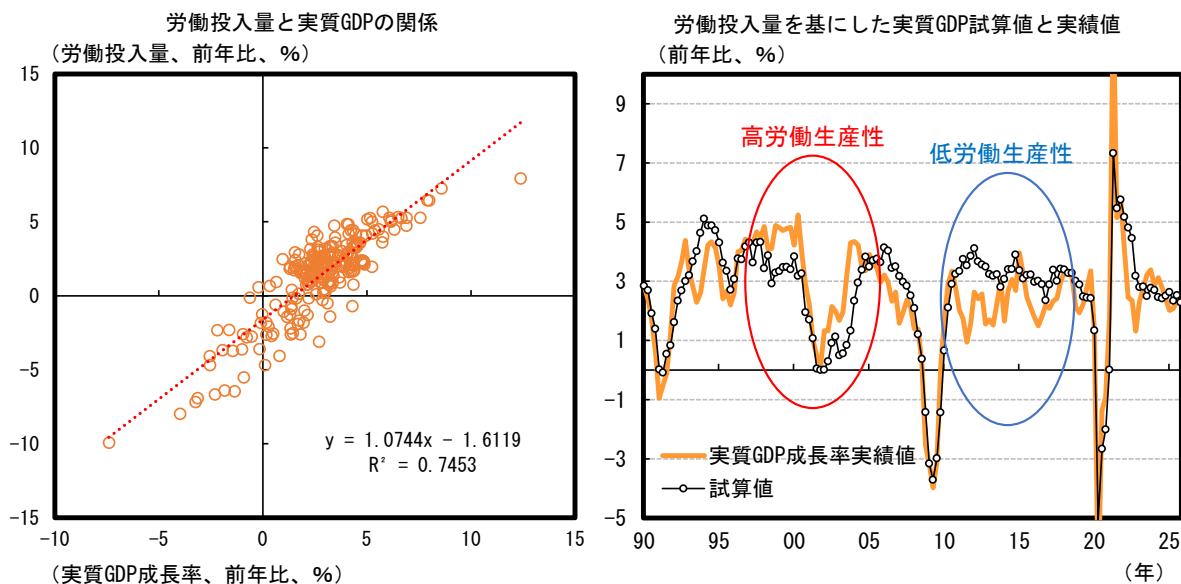
(注)リスク資産残高は株式・ミューチュアルファンド。

(出所)BEA、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

「雇用抑制型の経済成長」は持続可能か

足元の米国では、雇用環境が低調な一方で、堅調な成長が併存する「雇用抑制型の経済成長」の傾向があると言えよう。問題はこうした「雇用抑制型の経済成長」の持続可能性だ。従来、米国の失業率と実質GDP成長率が安定的に連動するオーケンの法則が指摘されてきた。オーケンの法則を援用し、労働投入量（雇用者数×労働時間）と実質GDP成長率の関係性に注目しても、強い連動性が見られる（図表3左図）。

図表3 労働投入量と実質GDPの関係、労働投入量を基にした実質GDP試算値と実績値



(注)労働投入量は雇用者数と労働時間の積。左図の対象期間は1970年1-3月期から2025年7-9月期。

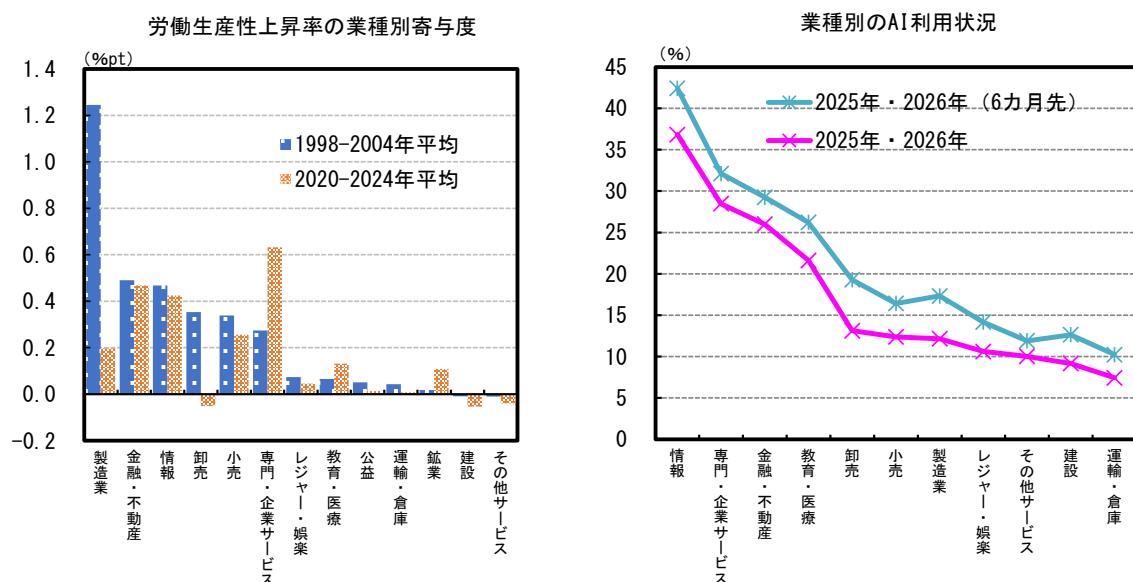
(出所)BEA、BLS、Haver Analytics より大和総研作成

しかし、「雇用抑制型の経済成長」は、従来観察されてきたオーケンの法則の関係性が弱まっている可能性を示唆している。過去を振り返れば、オーケンの法則の関係性には強弱があった。例えば、オーケンの法則を援用し、労働投入量を基に試算した実質 GDP 成長率（以下、試算値）と実績値を比較すると、1990 年代後半から 2000 年代前半にかけて実績値が試算値を上回って推移した（図表 3 右図）。この期間は IT の発展が進み、その活用に広がりが見られたことで、労働生産性が高い伸びで推移し、実質 GDP では実績値と試算値が乖離したと考えられる。他方で、2010 年代は実績値が試算値を下回ることが多かった。この期間はリーマン・ショックを契機とした企業や家計のバランスシート不況によって、投資よりも債務圧縮が優先され、労働生産性が低迷し、実績値が相対的に低調になったと考えられる。

労働生産性改善の広がりと過剰投資の抑制が持続性のカギに

「雇用抑制型の経済成長」が続くとすれば、1990 年代後半から 2000 年代前半のような労働生産性改善が継続することが重要となろう。1990 年代後半から 2000 年代前半の経済環境の再現に向けて、業種別の労働生産性に注目すると、同時期には製造業がけん引役となり、その他の業種でも労働生産性が改善していた。コロナ禍以降は製造業ほどのけん引役は見られず、専門・企業サービスや金融・不動産、情報の労働生産性が相対的に改善している（図表 4 左図）。こうしたコロナ禍以降で労働生産性が改善している 3 業種では、AI の活用が先行して進んでいる（図表 4 右図）。労働生産性改善の継続に向けては、こうした 3 業種の生産性の更なる改善に加えて、AI の活用の広がりなどを通じた広範な業種での労働生産性改善が必要となろう。

図表 4 労働生産性上昇率の業種別寄与度、業種別の AI 利用状況

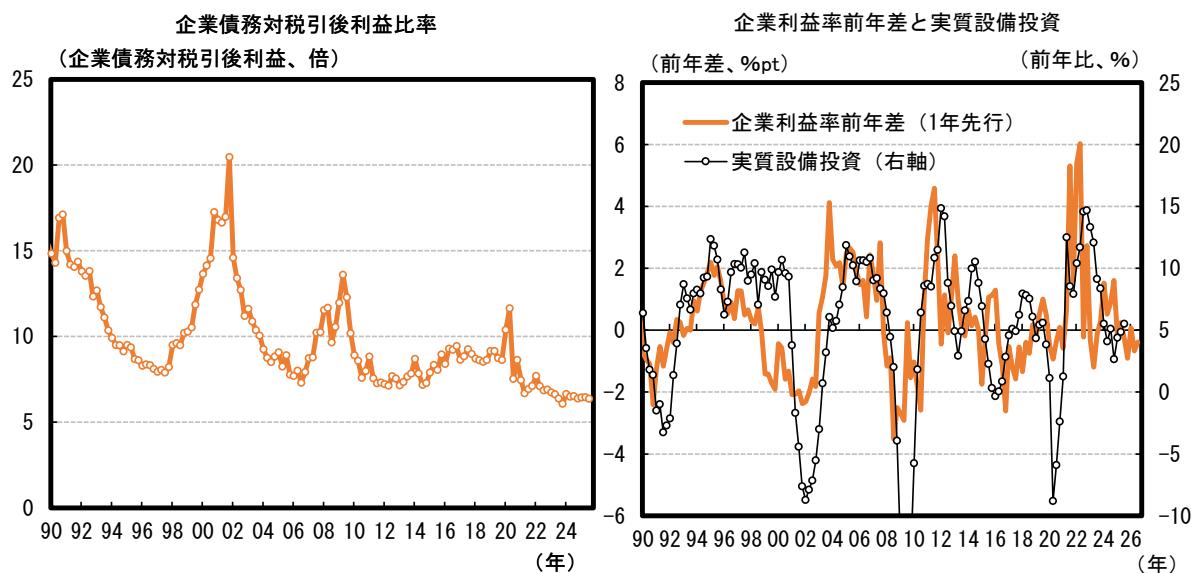


（注）左図の寄与度分解は当年と 1 年前の名目付加価値シェアの平均値を基に算出。右図の 2025 年・2026 年は「過去 2 週間で何かしらのビジネス機能で AI を活用したか」、6 カ月先は「今後 6 カ月で何かしらのビジネス機能で AI を活用する予定はあるか」を示している。詳細業種で AI の利用率が示されていた場合は、2024 年の付加価値比率を用いて、業種を統合。専門・企業サービスは企業管理サービスを含ます。

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

また、2010 年代のような労働生産性の低迷を避けるためには、企業や家計の過度な債務負担を抑制し、バランスシート不況の再発を防ぐ必要がある。例えば、足元の米企業債務対税引後利益比率は、1990 年代後半から 2000 年代前半や、2000 年代後半に比べて低水準であり、かつ低下傾向にある点は、バランスシート不況を回避する上では安心材料だ（図表 5 左図）。ただし、株式市場においては AI に対する巨額投資や、その投資の収益化に対する懸念が強まっている。実質設備投資に関しては、企業の利益率にやや遅れて連動する傾向があり、今後、利益率に比べて過度な投資が進まないかに注意を要するだろう（図表 5 右図）。

図表 5 企業債務対税引後利益比率、企業利益率前年差と実質設備投資



（注）企業債務、税引後利益、企業利益率のいずれも非金融企業ベース。企業利益率は純付加価値に対する税引後利益（在庫評価調整および資本消費調整後）の割合。

（出所）BEA、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

「雇用抑制型の経済成長」が継続した場合に、米国経済に与える示唆は？

米国で「雇用抑制型の経済成長」が継続するか否かという論点に加えて、継続する場合に米国経済に与える示唆を考えたい。まず、前向きな側面としては、生産性主導の成長が定着する可能性が挙げられる。労働生産性の改善によって潜在成長率の押し上げが期待できるほか、労働コストの抑制を通じてインフレ圧力が緩和されることで、高成長と物価安定が両立する環境が整う可能性がある（図表 6 左図）。また、労働コストの伸びが抑えられる中で企業の収益率が改善すれば、設備投資や研究開発投資を通じた更なる生産性向上という好循環が生まれうる。なお、こうした生産性改善による高成長と物価安定の両立は、次期 FRB 議長候補のケビン・ウォーシュ氏の持論でもある²。高インフレが金融緩和の余地を狭めている近年においては、物価が安定するならば、短期的な利下げ余地を拡大させうるだろう。もっとも、潜在成長率が高まれば中長期的には中立金利の水準は上昇する。利下げを進めすぎれば、金融環境が緩和的に

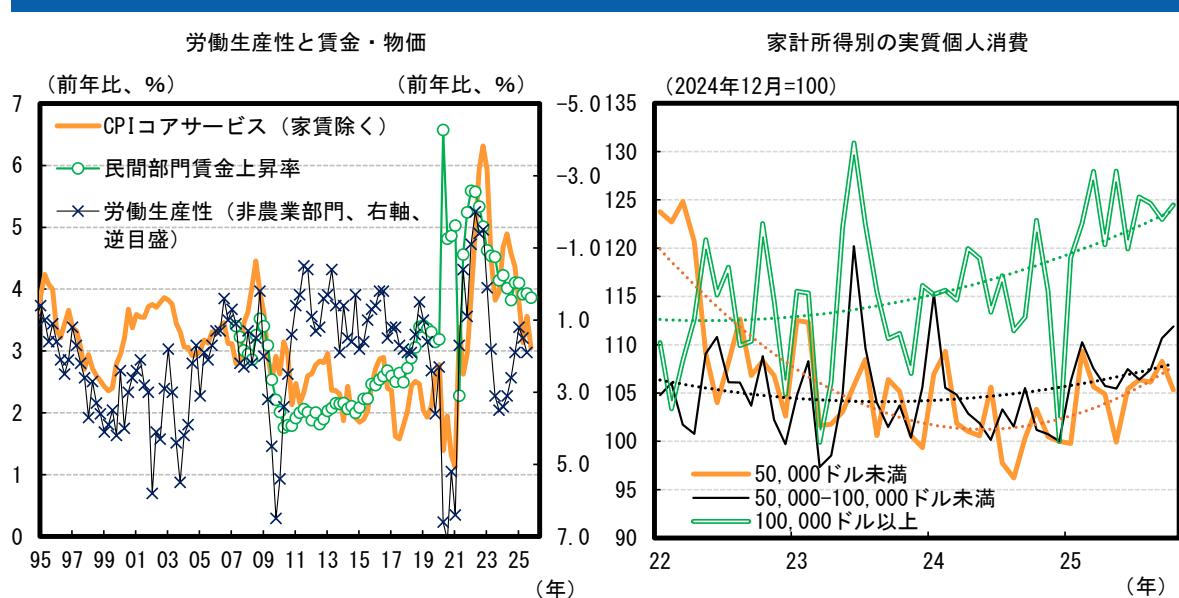
² Kevin Warsh, “The Federal Reserve’s Broken Leadership,” November 16 2025, The Wall Street Journal.

なりすぎる可能性がある点は注意を要する。

「雇用抑制型の経済成長」はリスクも内包する。雇用者数の伸びが限定的であれば、所得増加の裾野は広がりにくく、成長の果実が、資産を多く保有し高スキルを有する高所得層に集中する可能性がある。結果として所得格差が拡大し、消費の持続性が一部の高所得層に依存する構造、いわゆる「K字経済」の様相が一層強まることで、景気の安定性はむしろ低下しかねない（図表6右図）。また、生産性向上への期待が過度に高まることで、AI関連分野を中心に投資が先行し、収益化を伴わないまま設備投資が積み上がるリスクもある。とりわけ、金融環境が緩和的になりすぎる可能性がある中では、過剰な設備投資が進む環境も想定される。そうした過剰な設備投資が積み上がれば、企業収益が悪化に転じた際には、過去に見られたようにバランスシート調整を余儀なくされることになる。

以上を踏まえると、「雇用抑制型の経済成長」は、生産性向上を軸に潜在成長率の引き上げと物価安定の両立をもたらしうる一方で、所得分配の偏在や家計部門を中心とした需要基盤の脆弱化、さらには過剰投資の累積といった不均衡を内包する、いわば「両刃の剣」といえるのかもしれない。こうした「雇用抑制型の経済成長」が有するリスクを低減するためには、生産性向上の成果が広範な所得層に波及する仕組みを確保するとともに、金融環境の過度な緩和による資産価格や設備投資の過熱を抑制するなど、マクロ経済運営と分配構造の両面からの慎重な舵取りが不可欠となろう。

図表6 労働生産性と賃金・物価、家計所得別の実質個人消費



（注）右図の各点線はトレンド。

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