

Weekly エコノミスト・ レター

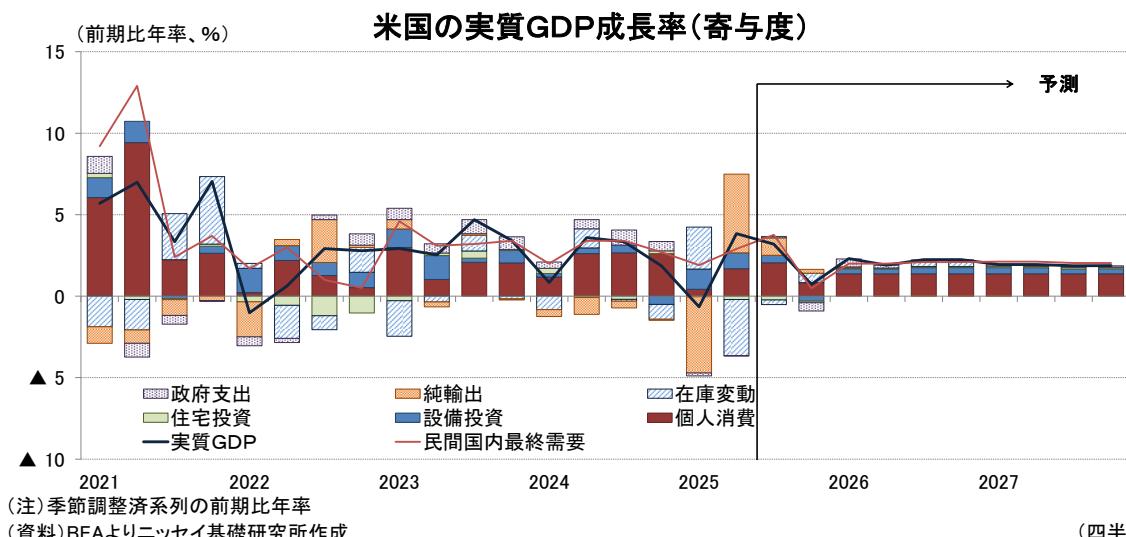
米国経済の見通し

—政策不透明感の中でも底堅さを維持する米経済。
関税政策の影響緩和などから 26 年も堅調を予想

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の 25 年 7-9 月期の実質 GDP は、政府閉鎖の影響で公表が遅れ、12 月 23 日に発表される予定である。既発表の 7-9 月期の実質個人消費は前期から伸びが加速しているほか、アトランタ連銀の GDP ナウも前期比年率+3.5%と底堅い成長が見込まれている。
2. 米経済はトランプ政権の関税・移民政策が重石となっているものの、影響は当初想定ほど大きくない。A I 関連投資の増加や株高による富裕層消費が下支えし、景気は底堅い。
3. 10-12 月期は労働市場の減速が続く一方、年末商戦の好調で個人消費は堅調とみられる。ただし、政府閉鎖の影響から成長率は大きく低下する見通しである。
4. 緊急経済権限法 (IEEPA) を根拠とした関税の違憲判断の可能性が高まり、政策の予見可能性が低下しているが、関税の影響は 26 年以降徐々に緩和するとみられる。7 月に成立した減税・歳出法 (OBBA) の景気押し上げや金融緩和、A I 関連投資を背景に、26 年は実質 GDP 成長率+2.1%と 25 年見込みの+1.9%を上回る見込み。27 年は+2.0%を予想している。
5. 金融政策では、関税によるインフレ押し上げが限定的であることや労働市場の弱さを踏まえ、FRB は 12 月に利下げを実施する見込み。当研究所は 26 年にさらに 2 回の利下げを見込んでいる。
6. リスク要因として、トランプ政権の関税政策をはじめとする予見可能性の低い経済政策に加え、株価調整に伴う A I 関連投資や富裕層消費の減速が挙げられる。

(図表 1)



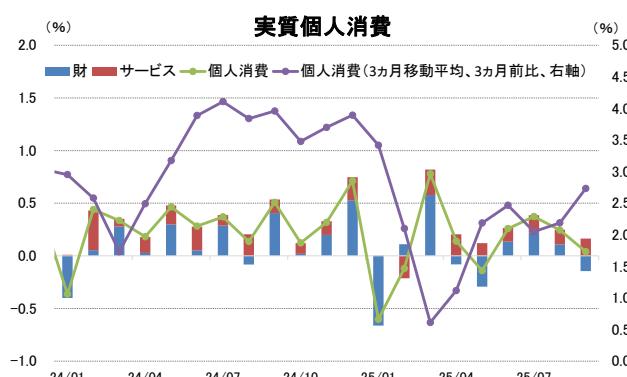
1. 経済概況・見通し

(経済概況) 政府閉鎖で7-9月期の実質GDPの発表は延期、ナウキャスト等は堅調を示唆

米国の25年7-9月期の実質GDP成長率(以下、成長率)は、10月1日から11月13日まで続いた連邦政府機関の一部閉鎖により推計作業が遅れ、12月23日の公表予定となっている。当初予定(10月31日)から35日遅れた12月5日に公表された9月の実質個人消費支出によれば、個人消費は7-9月期が前期比年率+2.7%と4-6月期の+2.5%から伸びが加速し、7-9月期も堅調を維持したことが確認された(図表2)。

アトランタ連銀が利用可能データをもとに推計するGDPナウは、12月9日時点で7-9月期の成長率を前期比年率+3.5%と見込んでいる。4-6月期の+3.8%からは小幅に鈍化するものの、堅調な経済環境が続いていることを示唆している(図表3)。ブルームバーグによるエコノミスト予想は+2.9%、当研究所は+3.0%を見込んでいる(後掲図表10)。

(図表2)



(注)季節調整済み、注記の無いものは前月比
(資料)BEAよりニッセイ基礎研究所作成

(図表3)

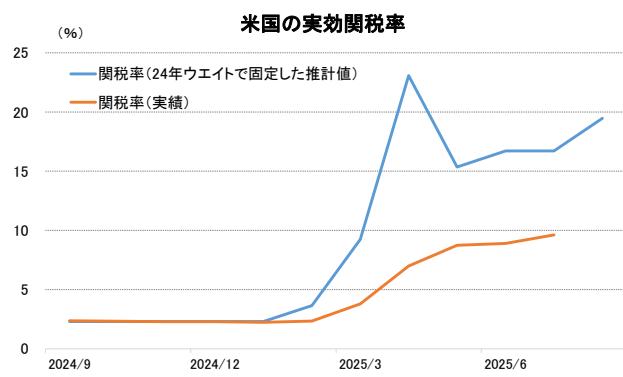


(注)前期比年率。コンセンサスはブルームバーグによるコンセンサス予想。GDPNowはアトランタ連銀によるナウキャスト(現時点予測)の推計値

(資料)ブルームバーグ、アトランタ連銀よりニッセイ基礎研究所作成

米国経済は、トランプ政権の場当たり的な関税政策や厳格な移民政策を背景に春先には景気後退懸念が高まったが、4-6月期以降の成長率は当初想定を上回る底堅い推移となっている。背景として、関税政策の実質的な影響が想定より軽微であったことが挙げられる。発表ベースの関税率と24年の輸入実績から計算される理論上の実効関税率は、24年4月に23%超へ上昇した後、対中関税率の引き下げもあって低下に転じた(図表4)。さらに、実際の関税収入と輸入額をもとにした実効関税率は理論値を下回っており、USMCA適合品の除外、企業による価格転嫁抑制、高関税国から低関税国への輸入シフトなどが影響したとみられる。

(図表4)



(注)関税額の実績は貿易統計ベースの計算額、推計値はOECD
(資料)センサス局、OECDよりニッセイ基礎研究所作成

(図表5)



(注)経済政策の不確実性指数は政策関連の新聞報道、税制改正の有効期限、経済予測者の意見選択を量化する。通商政策の不確実性指数は通商政策に関連する新聞報道を量化して算出される。

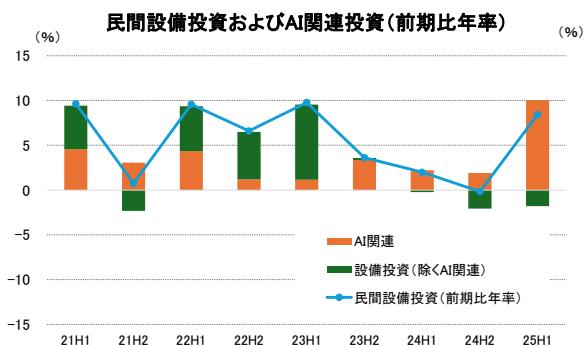
(資料)EPUよりニッセイ基礎研究所作成

これを受け、通商政策の不透明感を示す不確実性指数は依然高水準にあるものの、25年4月のピークからは顕著に低下した（前掲図表5）。経済政策不確実性指数も同様に低下しており、20年5月のコロナ禍でのピークを下回る水準となっている。これらより、以前より政策の予見可能性は改善している。

加えて、AI関連投資の大幅な増加が成長を押し上げた。25年上期の民間設備投資は前期比年率+8.4%と、24年下期の▲0.2%から大幅な増加へ転じた（図表6）。「情報処理機器・ソフトウェア」「データセンター」「電力・通信」などAI関連分野の寄与は+10.0%ポイントで、設備投資増加の主因となった。25年上期の実質成長率+1.6%のうち、AI関連投資は1%超押し上げた計算となる。

また、AI関連株の上昇を背景に株価指数は春先の落ち込みから反転し、史上最高値圏で推移している（図表7）。資産効果により富裕層の消費が堅調となり、景気全体を下支えしているとみられる。高所得層の消費は、クレジットカード支出データ¹やラグジュアリーブランドの決算においても堅調さが示されている一方、中低所得層向け小売では軟調な売上が目立ち、いわゆるK字型の消費動向が観察される。

（図表6）



（注）AI関連投資は設備投資のうち、「情報処理機器およびソフトウェア」、「データセンター」、「電力・通信」の合計。AI関連投資および、民間設備投資（除くAI関連）は、前期比年率の寄与度。

（資料）BEAよりニッセイ基礎研究所作成

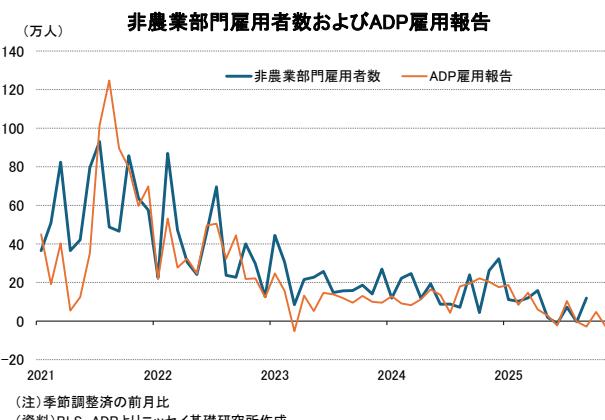
（図表7）



（資料）ブルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

一方、10-12月期の経済状況の把握は政府閉鎖による統計の遅れから難しくなっている。労働市場に関して、9月の雇用統計では非農業部門雇用者数が前月比+11.9万人（前月：▲0.4万人）と改善したものの、ADP社による政府部門除き雇用は25年11月が▲3.2万人と減少し、8月以降は10月を除いてマイナス基調が続いている（図表8）。労働市場は鈍化傾向にあるとみられる。

（図表8）



（注）季節調整済の前月比
（資料）BLS、ADPよりニッセイ基礎研究所作成

（図表9）



（注）年末商戦売上高は11月および12月の自動車ディーラー、ガソリンスタンド、食品サービスを除く小売売上高合計。25年は全米小売業連盟（NRF）予想
（資料）センサス局、NRFよりニッセイ基礎研究所作成

¹ <https://institute.bankofamerica.com/content/dam/economic-insights/consumer-checkpoint-october-2025.pdf>

ただし、年末商戦は好調である。マスターカードは11月28日のブラックフライデー売上が前年比+4.1%と発表²しており、24年の+3.4%を上回った。全米小売業協会（NRF）の25年売上見通し（+3.7%～+4.2%）の上限に近い伸びであり、10～12月期も個人消費は堅調を維持した可能性が高い（前掲図表9）。

もっとも、10～12月期は政府閉鎖の影響が成長率を大きく押し下げる見込みである。議会予算局（CBO）は、閉鎖期間中の連邦政府職員給与の遅配、物品・サービス購入停止、食料支援（SNAP）給付停止などにより、25年10～12月期の成長率を▲1.5%ポイント押し下げる一方、26年1～3月期はその反動で+2.2%ポイント押し上げると試算³している。このため、10～12月期は大幅減速、26年1～3月期は反動増による高成長となる見通しである。

（経済見通し）成長率（前年比）は25年見込みが+1.9%、26年が+2.1%、27年が+2.0%を予想

前述のとおり、経済政策や通商政策を巡る予見可能性の低下には一定の歯止めがかかりつつある。しかし、国際緊急権限法（IEPA）に基づく関税については、連邦最高裁判所が違憲判決を示す可能性が高まっており、過去に徴収した関税の扱いに加え、IEPA関税に替わる関税制度をどのように構築するか、依然として流動的な状況にある。このため、米国経済は引き続きトランプ政権の経済政策に左右されやすく、先行きは非常に不透明である。

当研究所は、減税・歳出法「一つの大きく美しい法」（OBBA）に盛り込まれた減税政策などは成長押し上げ要因となる一方、関税引上げや移民の強制送還は成長押し下げ要因になるとみている。今回の経済見通しにおける政策前提として、関税政策は、IEPA関税が違憲となった場合でも、他の法律を根拠として同水準の関税が維持されると仮定した。また、物品関税については12月9日時点の賦課関税が継続され、半導体には26年初から15%、医薬品には25%の関税を適用する前提とした。

移民政策では、不法移民65万人の強制送還が25年初から継続すると想定した。一方、規制緩和は成長押し上げ要因となる可能性があるが、定量的評価が難しいため、見通しへの影響は中立とした。繰り返しになるが、トランプ政権の経済政策は予見可能性が低いため、これらの前提に対する確信度は高くない。

こうした前提の下、当研究所では、25年の成長率見込みは+1.9%と、24年の+2.8%から大幅に低下すると予想する。ただし、26年は経済政策の影響が25年より緩和されるうえ、OBBAの成長押し上げ効果、金融緩和の継続、AI関連投資の増加を背景に、成長率は+2.1%と25年見込みを小幅に上回ると見込む（後掲図表10）。27年もこれらの傾向が続くため、成長率は+2.0%と堅調を維持すると予想する。

物価については、関税引上げや企業の価格転嫁により一時的にインフレが押し上げられるものの、その影響はこれまでの想定より小幅にとどまる見通しである⁴。消費者物価（CPI）は前年同月比で25年末にかけて高止まりし、26年は4～6月期にピークを付けると予想する。その後は関税の影響が剥落することで低下基調に転じ、26年末にかけてインフレ率は鈍化、27年には安定した物価環境が続くと見込まれる。この結果、CPI上昇率（前年比）は25年・26年ともに+2.7%と24年の+2.9%から小幅に減少し、27年は+2.3%へ大きく低下すると予想する。

² <https://www.mastercard.com/global/en/news-and-trends/press/2025/november/mastercard-spendingpulse--us-black-friday-retail-sales-up--4-1--.html>

³ [A Quantitative Analysis of the Effects of the Government Shutdown on the Economy Under Three Scenarios, as of October 29, 2025](https://www.cbo.gov/analysis/47000/quantitative-analysis-effects-government-shutdown-economy-under-three-scenarios-as-of-october-29-2025)

⁴ Weekly エコノミスト・レター（2025年11月10日）「米関税政策がもたらすインフレ圧力—9月CPIにみる足元の動向とリスク要因」<https://www.nli-research.co.jp/report/detail?id=83690?site=nli>を参照下さい。

金融政策については、政府閉鎖により統計が十分に揃わない中でも、関税によるインフレ押し上げが限定的であることから、F R Bは労働市場の下振れリスクを重視し、25年12月に政策金利を▲0.25%引き下げるだろう。当研究所は、26年も労働市場の減速が続くことを踏まえ、年前半に2回の追加利下げが実施されると予想する。27年も3月に1回の利下げが行われる見通しである。

長期金利は、関税の影響によるインフレ高止まりが続くため、26年は4.1%～4.2%で横ばい推移すると見込む。27年は金融緩和の継続とインフレ低下を背景に、3.9%へ小幅に低下する見通しである。

(図表10)

米国経済の見通し

		2024年 (実)	2025年 (予)	2026年 (予)	2027年 (予)	2025年				2026年				2027年			
		1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前期比年率、%	2.8	1.9	2.1	2.0	▲0.6	3.8	3.0	0.7	2.3	1.9	2.2	2.2	1.9	1.9	1.9	1.9
個人消費	前期比年率、%	2.9	2.5	2.0	2.0	0.6	2.5	2.7	1.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
設備投資	前期比年率、%	2.9	3.8	1.8	2.4	9.5	7.3	3.0	▲2.0	2.0	2.0	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
住宅投資	前期比年率、%	3.2	▲2.2	▲0.7	2.6	▲1.0	▲5.1	▲7.0	▲3.0	1.8	1.8	2.0	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0
政府支出	前期比年率、%	3.8	1.1	0.5	0.5	▲1.0	▲0.1	0.5	▲3.0	3.0	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
在庫投資	寄与度	▲0.0	▲0.1	▲0.1	0.1	2.6	▲3.4	▲0.3	0.6	0.0	0.0	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	▲0.5	▲0.3	0.5	▲0.0	▲4.7	4.8	1.1	0.2	0.1	▲0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.0	0.0	0.0
消費者物価(CPI-U)	前年同期比、%	2.9	2.7	2.7	2.3	2.7	2.5	2.9	2.9	2.8	2.9	2.7	2.6	2.3	2.3	2.3	2.2
失業率	平均、%	4.0	4.3	4.5	4.3	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5	4.5	4.4	4.4	4.4	4.4	4.3	4.3
FFレート誘導目標	期末、上限、%	4.50	3.75	3.25	3.00	4.50	4.50	4.25	3.75	3.50	3.25	3.25	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00
10年国債金利	平均、%	4.3	4.3	4.2	3.9	4.4	4.4	4.2	4.1	4.2	4.2	4.1	4.1	3.9	3.9	3.9	3.9
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.09	1.13	1.19	1.21	1.05	1.13	1.17	1.16	1.18	1.19	1.19	1.20	1.20	1.21	1.21	1.21
米ドル(対円)	平均、円/ドル	152	150	152	145	153	145	148	154	155	153	151	149	147	146	144	143
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	76	65	59	60	71	64	65	59	57	59	60	60	60	60	60	60

(資料)BEA、BLS、ブルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

上記見通しに対するリスクとしては、トランプ政権の予見不可能な経済政策や、株価の大幅調整に伴うA I 関連投資・富裕層消費の減速が挙げられる。特に前者については、連邦最高裁がI E E P A関税を違憲と判断した場合、代替の関税政策に移行する過程で関税政策に対する不透明感が再び高まり、実体経済への下押し圧力が強まる可能性がある。

後者については、25年の米国経済がA I 関連投資と富裕層消費に大きく依存しているため、株価が大幅に調整した場合には、これらが急速に減速し、景気全体の悪化につながるリスクが懸念される。

2. 実体経済の動向

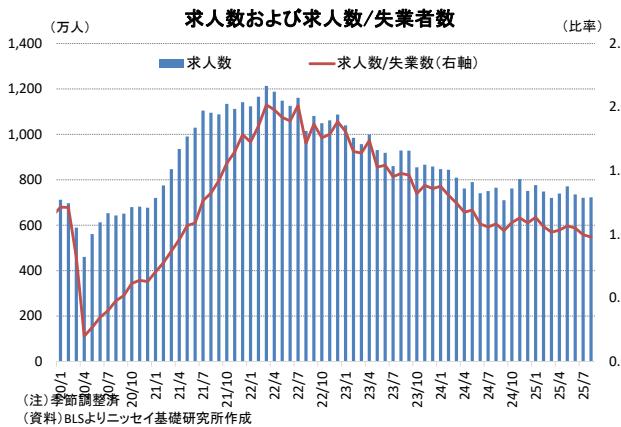
(労働市場、個人消費) 労働市場は減速が続く一方、個人消費は富裕層主導で底堅さを維持

前述のとおり、雇用の鈍化がみられる中、労働需要の弱さも顕在化している。求人件数は25年8月に723万人となり、24年11月の803万人から低下基調が続いている(図表11)。失業者1人当たりの求人件数も0.98件と21年3月以来となる1件割れとなり、労働需要の減退を示している。

一方、労働供給面でも移民労働力の減少が続いている。トランプ政権の厳格な移民政策により、南部国境での不法越境者数は23年12月の25万人から急減し、25年1月以降は1万人を下回る水準で推移している(図表12)。その結果、外国生まれの労働力人口は25年3月の3,372万人をピークに、25年9月には3,207万人へと▲165万人減少した。

こうした供給・需要の両面での縮小にもかかわらず、失業率の上昇は限定的である。25年9月の失業率は4.4%と24年5月以降の4.0%～4.2%のレンジをやや上回ったものの、上昇幅は小さい。ただし、政府閉鎖の影響で統計公表が遅れており、足元の労働市場の把握が難しくなっている。

(図表 11)



年末商戦は堅調とみられるものの、消費者センチメントは低迷している。25年11月のカンファレンスボード調査は25年4月以来の低水準となり（図表13）、インフレや雇用不安に加え、政府閉鎖がセンチメントを押し下げた可能性が指摘されている。実際に、同社チーフエコノミストのピーターソン氏は「経済に影響を与える要因に関して、物価・インフレ、関税・貿易、政治への言及が引き続き上位を占め、連邦政府の閉鎖に関する言及が増加した」としており、政府閉鎖がセンチメントのさらなる悪化に繋がった可能性を示唆した。また、ミシガン大学調査では、25年12月にインフレ期待の改善を受けて指数が小幅に持ち直したものの、依然として低迷圏にある。

個人消費は、労働市場の減速が続く中でも、資産効果による富裕層の消費が下支えとなっている。26年以降は、関税の影響が前年より緩和されるほか、O B B B Aによる減税や金融緩和の継続も見込まれ、富裕層を中心に個人消費は底堅さを維持すると予想される。

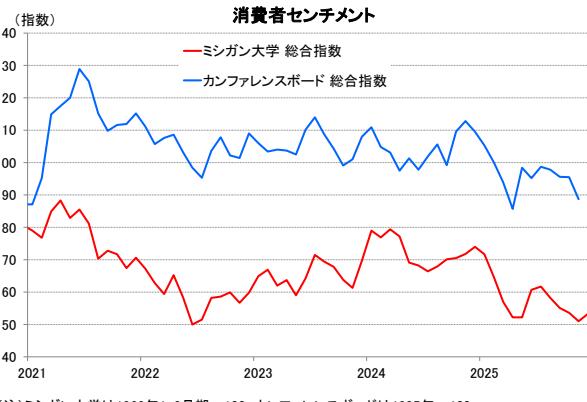
（設備投資）26年の設備投資はプラス維持も成長鈍化は不可避。A I 関連頼みの構図が続く

実質GDPにおける民間設備投資は、25年上期にA I 関連が主導する形で大きく増加した。7～9月期もA I 関連分野が設備投資を押し上げる構図が続くとみられるが、25年上期のA I 関連投資は前期比年率+25.5%と持続困難な高水準に達していた。そのため、7～9月期の設備投資の伸びは、前期の+7.3%を下回る可能性が高い。

設備投資の先行指標であるコア資本財受注（3か月移動平均、3か月前比年率）は、25年9月に+7.6%（前月：+3.8%）となり、10～12月期もプラス成長を示唆している（図表14）。

企業景況感をみると、製造業と非製造業で明暗が分かれている。非製造業では25年11月の景況感指数が52.6（前月：52.4）となり、2か月連続で好不況の境目である50を上回った（図表15）。

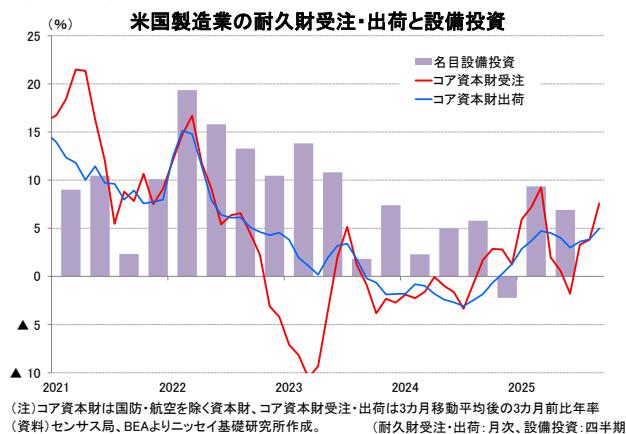
(図表 13)



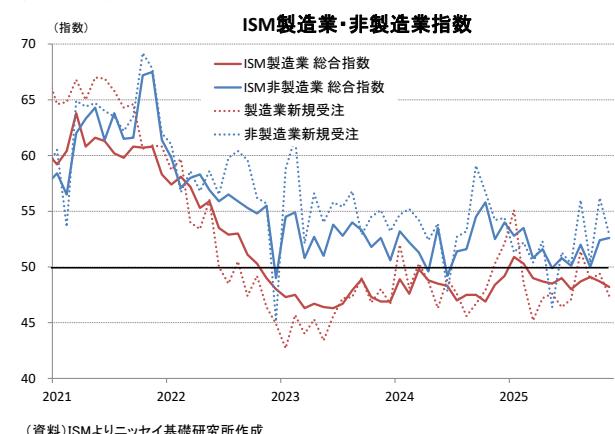
ただし、新規受注は 52.6 (前月 : 56.2) と大幅に低下しており、先行き需要に対する慎重な姿勢がみられる。業種別では、情報関連が関税の影響で低調と指摘される一方、小売業は堅調とされ、関税の影響が残る中でも一部の業種では事業環境が改善している可能性が示されている。

これに対し、製造業の景況感は弱い。11 月の景況感指数は 48.2 (前月 : 48.7) と低下し、9 か月連続で 50 を下回った。また、新規受注も 47.4 (前月 : 49.4) と 3 か月連続で 50 を下回り、25 年 7 月以来の低水準となった。業種別コメントでは、関税や経済の不確実性に対する懸念が多く、全般的にネガティブなトーンが強い。

(図表 14)



(図表 15)



総じて、A I 関連投資の増加は続く見通しであるものの、25 年以降は伸び鈍化が予想される。また、関税政策の不透明感から製造業の景況感が低迷していることも踏まえると、26 年の設備投資はプラス成長を維持するものの、成長率の低下は避けられないだろう。

(住宅投資) 当面マイナス基調が続くも、金利低下で 27 年にかけて緩やかに回復へ

住宅着工件数は政府閉鎖の影響で 9 月以降の公表が遅れている。最新の 25 年 8 月の着工件数（3 か月移動平均、3 か月前比年率）は+8.5%（前月 : ▲13.4%）と、4 か月ぶりにプラスへ転じた（図表 16）。しかし、先行指標である住宅着工許可件数（同）は▲18.3%（前月 : ▲17.8%）と 25 年 3 月以降マイナスが続いている。6 月以降は 2 枝の減少が継続している。このため、実質 G D P における住宅投資は 7-9 月期も 3 期連続でマイナス成長となる可能性が高い。

(図表 16)



(図表 17)



加えて、新築住宅販売のセンチメントを示す住宅市場指数は11月に38（前月：37）と低迷したままで、好不況の境である50を大幅に下回っている。このことから、11月も新築住宅販売は軟調であったとみられ、住宅投資は10-12月期もマイナス成長が続く可能性が高いだろう。

一方、住宅ローン金利は低下しつつある。11月28日の終了週には6.3%と23年4月以来の水準まで低下した（前掲図表17）。また、米抵当銀行協会（MBA）が公表する住宅購入目的の住宅ローン申請件数（90年3月=100）は、金利低下を受けて11月21日の終了週に181.6と上昇し、23年2月以来の高水準となった。これらは足元の住宅需要が改善しつつある兆しを示している。

26年以降は金融緩和の継続が見込まれる中で住宅ローン金利が低位で推移するとみられるため、住宅投資は緩やかに回復へ向かうと予想される。ただし、金利の大幅な低下は期待しにくく、住宅投資の本格的な回復は27年以降になるとみられる。

（政府支出）史上最長の政府閉鎖後も財政運営は不透明、IEEPA関税判決が新たなリスクに

26会計年度（25年10月～26年9月）の開始時点で歳出法案が1本も成立しなかったため、10月1日から連邦政府機関が閉鎖された。その後、11月12日に26年度歳出法案12本のうち「農業」「立法府」「軍事建設・退役軍人等」の3本が成立した（図表18）。残りの9本についても、25年度の歳出実績をベースとした暫定予算が26年1月30日までの期限で成立し、史上最長となった政府閉鎖は43日間で終了した。

一方、実質GDPにおける政府支出は、政府閉鎖の影響により25年10-12月期はマイナス成長が避けられない。ただし、前述の予算案には閉鎖期間中の連邦政府職員の未払い給与の支給が盛り込まれており、26年1-3月期はプラス成長へ転じる見通しである。

現在係争中のIEEPA関税について連邦最高裁が違憲判決を下した場合、既に徴収した関税の返還が求められ、歳入は1,000億ドル超減少するとみられる。このため、財政運営や経済への下押し圧力が懸念される。

暫定予算の期限である1月30日までに9本の歳出法案が成立しない場合、1月31日から再び政府閉鎖となる可能性は残る。しかし、一部の本予算はすでに成立しているため、前回ほど影響は大きくないとみられる。

当研究所では、7月に成立した減税・歳出法（OBBBA）に盛り込まれたチップや時間外手当の非課税措置、設備投資の税優遇措置などが、26年の成長率を押し上げると予想している。

一方、トランプ大統領は新たな関税収入を財源として、国民1人当たり2,000ドル以上の配当を支払う構想を示している。しかし、米シンクタンクCRFBは、この関税配当には年間

26年度歳出法案審議状況

		25年度実績	26年度 成立分	暫定予算 (1月30日期限)
①	農業	266	267	
②	商務・司法・科学	678		784
③	国防総省	8,315		8,344
④	エネルギー・水資源	581		579
⑤	金融サービス・一般政府	159		263
⑥	国土安全保障	650		650
⑦	内務・環境保護	409		403
⑧	労働・保険社会福祉・教育	1,982		2,078
⑨	立法府	67	72	
⑩	軍事建設・退役軍人等	1,466	1,533	
⑪	外交・国務等	568		598
⑫	運輸・住宅都市開発省(HUD)	864		958
歳出合計		16,005	1,872	14,657

（注）12月9日時点。災害・緊急指定などの特例増額を含まないベース。25年度実績はCBOの4月28日付け、26年度分は11月10日付けの試算。年率換算額、単位は億ドル

（資料）CBOよりニッセイ基礎研究所作成



（注）除き連邦最高裁の係争分は新規関税収入からIEEPAに基づく関税分を除いたもの。

CRFBが試算

（資料）CRFBよりニッセイ基礎研究所作成

6,000 億ドルの財源が必要と試算している（前掲図表 19）。これは新規関税収入の見込み額 3,000 億ドルを大きく上回り、さらに I E E P A 関税が違憲となり代替措置がとられない場合の見込み額（1,000 億ドル）からも大幅に乖離している。このため、関税配当の実現は極めて困難だろう。

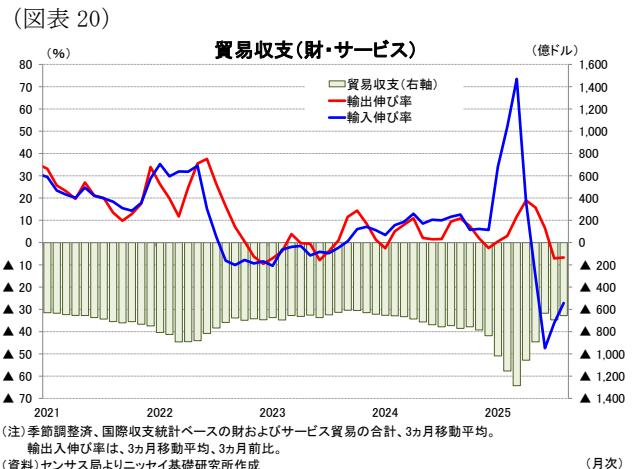
（貿易）外需は回復傾向だが、関税政策の行方が今後の貿易動向のカギに

貿易収支統計は政府閉鎖の影響により遅延しており、25 年 8 月分は 11 月 19 日に公表されたものの、9 月以降の公表時期は未定である。8 月の貿易収支（3 か月移動平均）は季節調整済みで▲656 億ドル（前月：▲695 億ドル）となり、赤字幅は▲39 億ドル縮小した（図表 20）。輸出が+2 億ドル増加し、輸入が▲37 億ドル減少したことが背景である。このため、足元の統計では貿易赤字が縮小傾向にあり、外需の成長率寄与度は 7—9 月期も前期の+4.8% ポイントに続いてプラスを維持した可能性が高い。

外需の先行きは、引き続きトランプ政権の関税政策に大きく左右される。半導体や医薬品への新たな関税が検討されており、これら品目の関税対象は拡大する見通しである。一方で、11 月 14 日には相互関税の対象からコーヒー、バナナ、牛肉など幅広い食品を除外する措置も発表され、関税適用範囲を縮小する動きもみられる。足元のインフレ率が関税によって押し上げられていることや、26 年の中間選挙を控える政治的事情を踏まえると、関税対象拡大の勢いには一定の歯止めがかかる可能性がある。

他方、I E E P A 関税が違憲と判断された場合、トランプ政権は関税法 338 条⁵や通商法 122 条⁶などを根拠に代替的な関税措置を講じるとみられる。しかし、関税法 338 条はこれまで適用実績がなく、通商法 122 条には 150 日間という適用期限があるなど、制度上の制約が大きい。また、既に徴収した関税の払い戻し問題も生じるため、関税政策に対する不透明感が再び高まる可能性がある。

当研究所は、関税政策の予見可能性が低い点を踏まえつつも、関税による輸入減少の影響が残ることから、26 年通年の外需寄与度は小幅ながら 25 年度のマイナスからプラスへ転じるだろう。



3. 物価・金融政策・長期金利の動向

（物価）関税の押し上げ効果はピークアウト、27 年にかけてインフレは鈍化へ

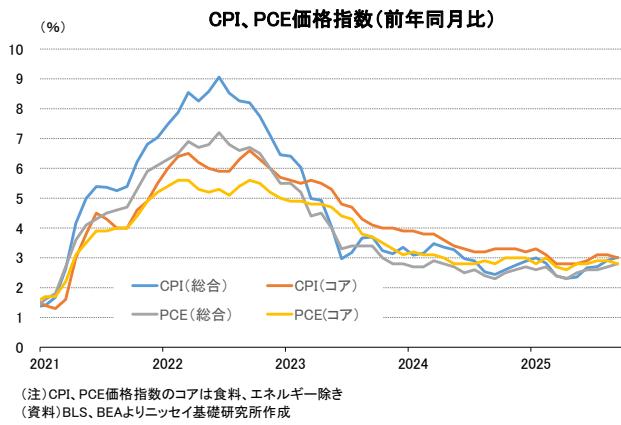
25 年 9 月の主要なインフレ指標（前年同月比）をみると、消費者物価（C P I）の総合指数とコア指数はいずれも+3.0% となった。総合指数は 25 年 4 月の+2.3% から上昇基調が続く一方、コア指数は 8 月の+3.1% から小幅に低下し、上昇に一服感がみられる（図表 21）。また、F R B が注目する P C E 価格指数も 9 月の総合・コアともに+2.8% となり、C P I と同様に総合指数の押し上げが続く一方、コア指数の伸びはやや落ち着いている。

⁵ 1930 年関税法第 338 条は他国と比較して米国の商業を差別した国からの輸入品に対して、最大 50% の追加関税を課す権限を大統領に与える。

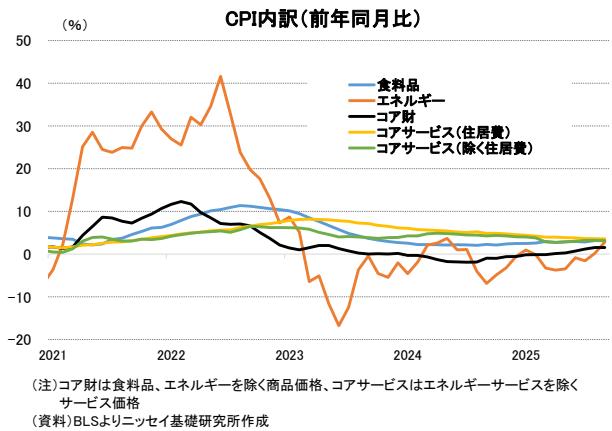
⁶ 1974 年通商法第 122 は「大規模かつ深刻な」な国際収支赤字に対処するため、最大 150 日間、最大 15% の関税等を課す権限を大統領に与える。

CPIの内訳をみると、25年春先以降、エネルギー価格がマイナス圏から足元では+2.8%へ上昇し、物価の押し上げ要因となっている。食料品価格も前年比で3%近辺の高止まりが続く（図表22）。コア指数では、賃金動向と連動するコアサービス（除く住居費）が+3.2%と、25年4月の+2.7%から緩やかな上昇が続いている。さらに、コア財価格は+1.5%と水準は低いものの、プラス幅の拡大が続いている。一方、コロナ禍後のインフレ高止まりの要因であったコアサービス（住居費）は+3.6%と依然高いものの、低下基調が続いている。物価押し上げ圧力は和らぎつつある。

（図表21）



（図表22）



関税の影響によりインフレは春先以降押し上げられてきたが、ハーバード大学のCavollo教授によるオンライン販売データの分析では、10月24日時点での関税によるCPI総合指数の押し上げ幅は+0.6%ポイントと推計⁷されている。春先には押し上げ幅が1%超になると見方があったが、足元では当初想定より影響は小さい。これは、前述のように関税政策が実体経済へ及ぼす影響が想定ほど大きくなかったためと考えられる。

26年1月は多くの企業が価格改定を行う時期であり、これまでホリデーセールなどを前に価格転嫁を抑制していた企業が値上げに踏み切る可能性には注意が必要だ。しかし、25年春先から本格化した関税のインフレ押し上げ効果は、引き上げから1年以上が経過する中で次第に緩和するとみられる。

当研究所は、関税引き上げや企業による価格転嫁が今後も一時的にインフレを押し上げるもの、その押し上げ幅はこれまでの想定より小幅にとどまるとしている。CPI総合指数（前年比）は25年末にかけて高止まりした後、26年は4-6月期にピークを付けると予想する。その後は関税の影響が剥落することで低下基調に入り、26年末まで鈍化が続く見通しである。27年にはインフレは安定した水準に戻ると見込まれ、通年のCPI上昇率は25年見込みおよび26年が+2.7%と24年の+2.9%から小幅に低下し、27年は+2.3%へ大きく低下すると予想している。

（金融政策）25年は12月に利下げした後、26年は2回、27年は1回の利下げを予想

FRBは25年10月のFOMC会合で、2会合連続となる政策金利の引き下げを決定した（図表23）。政府閉鎖により一部の政府統計が確認できない中で、インフレの上振れリスクと雇用の下振れリスクが併存したが、FRBは雇用面でのリスクをより重視し、利下げの継続を選択した。パウエル議長は会合後の記者会見で、12月会合の金融政策方針についてFOMC内で意見が割れてい

⁷ <https://www.pricinglab.org/tariff-tracker/>

ることを示したものの、その後のインフレ指標が概ね市場予想に沿った動きとなり、労働市場の顕著な減速が代替指標で確認されていることから、12月の利下げはほぼ確実視されている。

12月会合後には、新たなFOMC参加者の政策金利見通し(ドットチャート)が公表される。前回9月会合での見通し(中央値)は26年・27年に各1回の利下げを示していた。しかし26年の見通しは、12月利下げ後にさらに1回追加利下げする案(3.25~3.50%)と2回利下げする案(3.00~3.25%)が拮抗しており、参加者1名の見解変更で中央値が2回利下げに転じる状況にあった。9月以降、インフレは緩やかな上昇が続く一方で労働市場の下振れリスクが強まっていることを踏まえると、今回提示される見通しでは26年の利下げ回数が2回に引き上げられる可能性が高い。

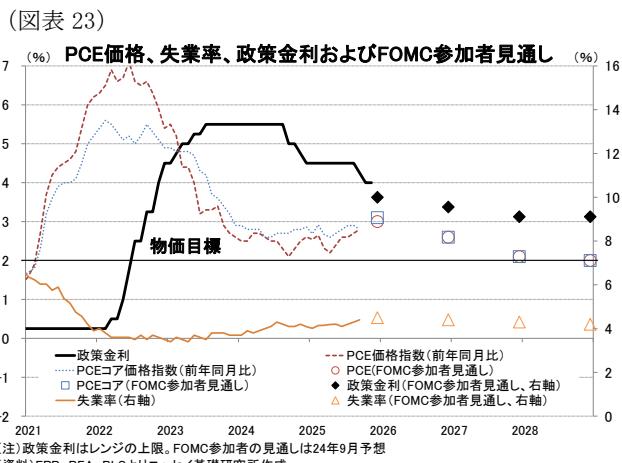
当研究所は、12月に▲0.25%の利下げが実施後、26年は3月と6月にそれぞれ▲0.25%の追加利下げ、さらに27年3月にもインフレ低下を受けて▲0.25%の利下げが行われると予想している。

一方、トランプ大統領は、任期が26年5月に終了するパウエル議長の後任を年明けに指名する方針を示している。後任候補としては、トランプ大統領との関係が深いとされるケビン・ハセット国家経済会議委員長が有力視されている。ただし、同氏が議長に就任しても金融政策への影響は限定的だろう。FOMCの投票権はニューヨーク連銀総裁を含む理事8名と地区連銀総裁4名の計12名が有し、議長の票はそのうち1票にすぎない。また、金融政策に対する見解が参加者内で大きく分かれる中で、経験の乏しいハセット氏が独立性を損なうような積極的利下げを主導できる可能性は低いと判断される。

(長期金利) 26年10~12月期平均が4.1%、27年10~12月期が3.9%と予想

長期金利(10年金利)は、9月以降、米中貿易摩擦への懸念による安全資産への選好や米利下げ観測を背景に、25年10月には一時4%を下回る場面がみられた。その後は、3%台後半から4%台前半で方向感に乏しい推移が続いている(図表24)。

当研究所では、26年以降も金融緩和が継続する一方、関税によるインフレ高止まりが残ることから、長期金利は26年を通じて4.1%~4.2%のレンジで横ばい推移すると見込んでいる。この結果、26年10~12月期平均は4.1%を予想している。27年については、金融緩和の継続とインフレ低下の進行により、長期金利は年間を通じて3.9%へ小幅に低下すると見込む。これにより、27年10~12月期平均も3.9%を予想している。



(注)政策金利はレンジの上限。FOMC参加者の見通しは24年9月予想

(資料)FRB、BEA、BLSよりニッセイ基礎研究所作成

(米国金利見通し)

