

Weekly
エコノミスト・
レター

米国経済の見通し

— 25年以降の経済見通しはトランプ次期政権の
政策が左右

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

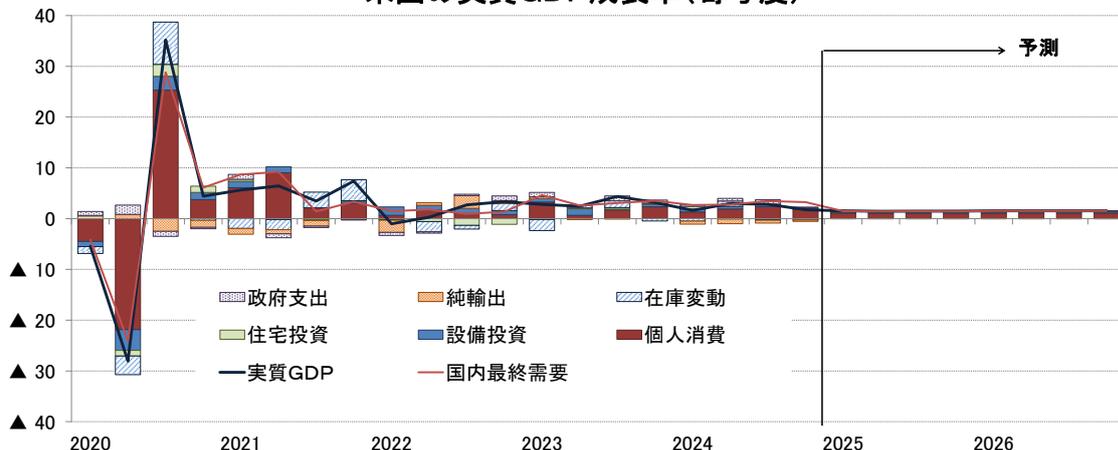
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の24年7-9月期の実質GDP成長率（前期比年率）は+2.8%（前期：+3.0%）と前期から小幅に低下も堅調を維持。外需が成長率を押し下げた一方、個人消費が+3.5%（前期：+2.8%）と前期から伸びが加速。
2. 個人消費は10月も前月比でプラスを維持しているほか、年末商戦も底堅い伸びが予想されている。一方、FRBが9月に利下げを開始する中、政策目標である労働市場は緩やかに減速、インフレは足元で低下が足踏み状態。
3. 11月の大統領・議会選挙ではトランプ前大統領が再選し、議会は上下院で共和党が過半数を確保しトリプルレッドとなった。このため、トランプ氏が掲げる政策公約の実現可能性が上昇。25年以降の米経済は同氏の経済政策運営が大きく左右。
4. 当研究所は税制改革が成長押し上げ要因となる一方、関税の引上げや移民の強制送還が成長押し下げ要因とみられ、政策全体では25年と26年の成長率をそれぞれ▲0.1%ポイント、▲0.4%ポイント押し下げると予想。この結果、成長率（前年比）は25年が+1.8%、26年が+1.5%となる。
5. 金融政策は関税と移民の強制送還に伴い25年後半から26年前半にかけてインフレが押し上げられると予想しており、政策金利は12月の利下げ後、25年は前半に2回の利下げを実施した後、26年後半まで政策金利を据え置くと予想。
6. 上記見通しのリスクはインフレ高進とトランプ氏の政策の予見可能性の低下。

(図表1)

(前期比年率、%)

米国の実質GDP成長率(寄与度)



(注)季節調整済系列の前期比年率

(資料)BEAよりニッセイ基礎研究所作成

(四半期)

1. 経済概況・見通し

(経済概況) 7-9 月期の成長率は前期から小幅低下も堅調を維持

米国の24年7-9月期の実質GDP成長率(以下、成長率)は、改定値が前期比年率+2.8%(前期:+3.0%)と前期から小幅に低下したものの、堅調を維持した(図表1、図表8)。

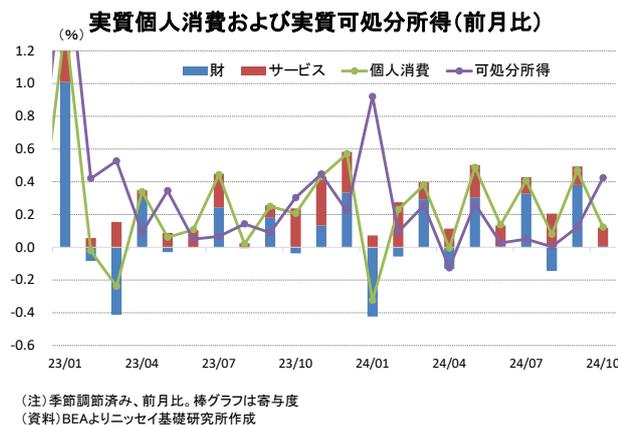
需要項目別では、住宅投資が前期比年率▲5.0%(前期:▲2.8%)と2期連続でマイナス成長となったほか、前期からマイナス幅が拡大した。また、外需の成長率寄与度が▲0.6%ポイント(前期:▲0.9%ポイント)とマイナス幅が縮小したものの、3期連続で成長を押し下げたほか、在庫投資の成長率寄与度も▲0.1%ポイント(前期:+1.1%ポイント)と前期の大幅な成長押し上げから小幅ながら成長押し下げに転じた。

一方、設備投資が前期比年率+3.8%(前期:+3.9%)と前期並みを維持したほか、政府支出が+5.0%(前期:+3.1%)と前期から伸びが加速した。さらに、個人消費も+3.5%(前期:+2.8%)と前期から伸びが加速するなど、個人消費主導の景気回復が持続していることを確認した。

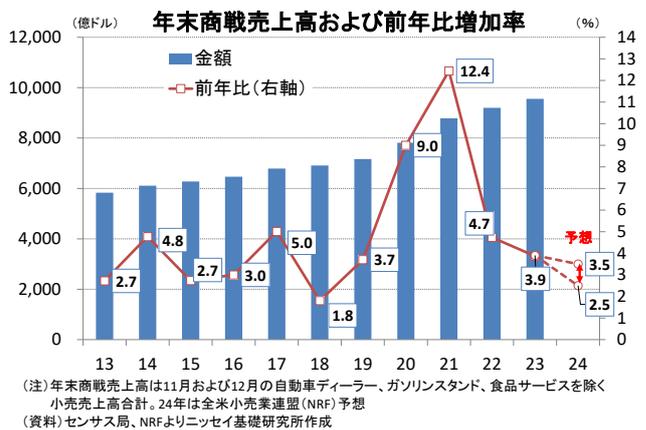
とくに、個人消費は10月の実質個人消費(前月比)が+0.1%(前月:+0.5%)と高い伸びとなった前月から低下したものの、引き続きプラスを維持している(図表2)。実質個人消費の内訳では最近変動が大きくなっている財消費が横這い(前月:+1.1%)と前月から低下した一方、サービス消費が+0.2%(前月:+0.2%)と底堅い伸びが続いている。

また、米国は年末商戦を迎えているが、全米小売業協会(NRF)による今年の年末商戦の売上高予想は前年比+2.5%~+3.5%と昨年の+3.9%からは低下も、底堅い伸びが予想されている(図表3)。実際に、マスターカードは同社の決済サービス利用額に基づいて推計した11月29日のブラックフライデーの売上高が前年比+3.4%と発表¹しており、NRFの予想上限に近い水準となっている。

(図表2)



(図表3)



一方、FRBは24年9月のFOMC会合でインフレリスクが後退する中でこれ以上の労働市場の悪化は望まないとして▲0.5%ポイントの引下げを決定した。FRBは政策金利が依然として中立金利を上回っていると判断しており、時間をかけて利下げを継続する方針を示している。

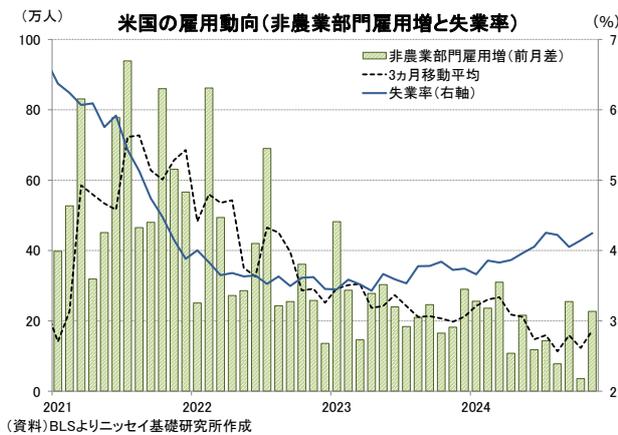
FRBの政策目標のうち、労働市場は非農業部門雇用者数(前月比)がハリケーンやストライキの影響で10月に+3.6万人に留まった後、11月は+22.7万人に大幅増加したことで雇用増加ペース

¹ <https://newsroom.mastercard.com/news/press/2024/november/mastercard-spendingpulse-us-black-friday-retail-sales-up-3-4-vs-last-year/>

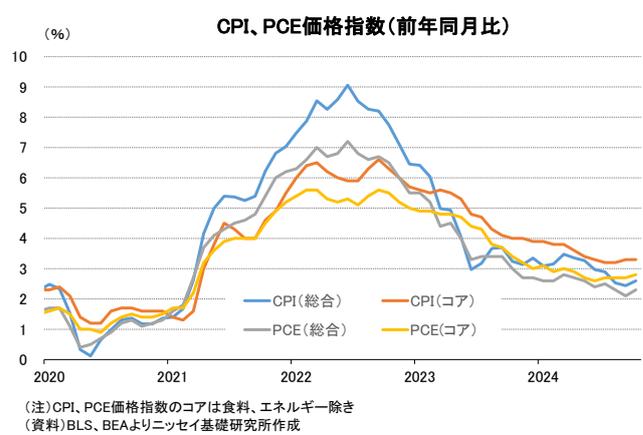
の急減速懸念は後退した(図表4)。もっとも、3ヵ月移動平均では11月が+17.3万人と年初の+24.3万人から低下するなど雇用増加ペースの緩やかな減速が続いている。また、失業率は11月が4.2%と過去との比較では依然低水準を維持しているものの、昨年4月の3.4%からは上昇し、労働需給の緩和を示しており、労働市場は全般的に減速傾向が続いている。

次に、インフレは主要な物価指標(前年同月比)で低下基調が持続しているものの、消費者物価(CPI)の総合指数が10月は+2.6%と7ヵ月ぶりに前月から上昇したほか、物価の基調を示すコア指数も+3.3%と8月の+3.2%から小幅に上昇した(図表5)。さらに、FRBが物価指標として注目するPCE価格指数も同様に10月の総合指数が+2.3%と3ヵ月ぶりに上昇したほか、コア指数も+2.8%と6月の+2.6%から上昇しており、いずれも物価目標(2%)を上回っているほか、足元で低下が足踏みとなっている。

(図表4)



(図表5)



このような中、FRBは労働市場の減速を踏まえて12月のFOMC会合でも▲0.25%の利下げを実施するとみられるものの、会合後に発表される来年以降のFOMC参加者の政策金利見通し(中央値)はインフレの上振れなどを反映して、9月発表時点から上方修正される可能性が高いだろう。また、トランプ次期政権への政権交代によるインフレへの影響についてどのような評価を示すのか注目される。

(経済見通し) 成長率(前年比)は24年見込が+2.7%、25年が+1.8%、25年が+1.5%を予想。

11月の大統領・議会選挙ではトランプ前大統領が再選を果たし、議会は上下院で共和党が過半数を確保しトリプルレッドとなった。このため、トランプ氏が掲げる政策公約の実現可能性が上昇した。トランプ氏は主要な経済政策として、税制改革、関税引上げなどの通商政策、不法移民の強制送還などの移民政策、エネルギー分野をはじめとする規制緩和などを掲げている。当研究所はこのうち、税制改革や規制緩和が成長押し上げ要因となる一方、関税の引上げや不法移民の強制送還が成長押し下げ要因と考えており、最終的な経済への影響はトランプ次期政権がどの政策をどのような優先順位でどこまで実行するのかによって大きく左右されるとみられる。

当研究所は経済見通しを策定する際の経済政策の前提として、税制改革、通商政策、移民政策、規制緩和について(図表6)に示す前提を置いた。税制改革はトランプ氏の政策公約を実現、通商政策では対中関税30%が25年初から、全輸入品に対する5%関税を26年初から実施すると想定した。また、移民政策については不法移民65万人の強制送還を25年初から開始すると想定した。一

方、規制緩和については定性的には成長押し上げ要因となることを見込まれるものの、定量評価が困難なため、経済見通しへの影響を中立とした。

(図表 6)
見通し前提

税制改革	公約通りTCJAの期限延長に加え、新規に提案した減税策を実施
通商政策	対中関税30%賦課を25年初から、全輸入品に対する5%関税を26年初から実施
移民政策	不法移民65万人の強制送還を25年初から開始
規制緩和	経済見通しには織り込まない

これらを踏まえて、税制改革の経済見通しの影響については米シンクタンクの Tax Foundation の推計²を通商政策、移民政策についてはピーターソン国際経済研究所の各政策に対する推計³を使って、ベースケースシナリオへの影響を試算した。当研究所はベースケースシナリオの成長率（前年比）を25年、26年ともに+1.9%と想定した。なお、税制改革のうち、2017年の減税・雇用法（TCJA）で25年末を期限とする暫定措置の期限延長については、ベースケースシナリオに含まれている。

前期の試算からベースケースシナリオに対する成長率への影響は税制改革（新規提案分）が25年、26年をそれぞれ+0.1%ポイント押し上げる一方、通商政策は25年に横這い、26年を▲0.4%ポイント押し下げ、不法移民の強制送還は25年を▲0.1%ポイント、26年を▲0.2%ポイント押し下げると推計し、合計で25年を▲0.1%ポイント、26年を▲0.4%ポイント押し下げると予想した。

この結果、成長率は24年見込の+2.7%から25年が+1.8%、26年が+1.5%と予想する（図表7、図表8）。

(図表 7)

		経済見通し(①)			ベースケース(②)		(①-②)	
		2024年	2025年	2026年	2025年	2026年	2025年	2026年
実質GDP	前期比年率、%	2.7	1.8	1.5	1.9	1.9	▲0.1	▲0.4
消費者物価(CPI-U)	前年同期比、%	3.0	2.7	2.8	2.3	2.2	0.4	0.6
FFレート誘導目標	期末、上限、%	4.50	4.00	3.75	3.50	3.00	0.50	0.75
10年国債金利	平均、%	4.3	4.2	4.2	3.7	3.4	0.5	0.8

一方、CPIへの影響については、関税引上げがインフレを押し上げるほか、移民の

強制送還も労働力不足に伴う労働需給の逼迫を背景にした賃金インフレの加速からインフレを押し上げることが見込まれる。CPI（前年比）のベースケースからの押し上げ幅は成長率と同様の試算で、ベースケースシナリオ（25年：+2.3%、26年：+2.2%）から25年は+0.4%ポイント、26年は+0.6%ポイント押し上げられると予想する。この結果、CPI（前年比）は24年見込の+3.0%から25年が+2.7%、26年が+2.8%となる。

金融政策は、ベースケースシナリオでは25年に四半期毎に1回の頻度で、年4回の利下げを見込むほか、26年は年2回の利下げを見込む。これに対して、トランプ氏の経済政策によるインフレ加速に伴いFRBは25年後半から26年後半にかけて政策金利を据え置く結果、利下げ回数は25年が2回、26年が1回に留まろう。

長期金利はインフレ高進や利下げ回数の減少、財政赤字悪化懸念などを背景に25年、25年ともにベースケースからそれぞれ+0.5%ポイント、26年が+0.8%ポイント上振れしよう。

上記見通しに対するリスクは、インフレ高進とトランプ氏の政策の予見可能性の低下が挙げられる。前述のようにトランプ氏が実現を目指す関税の引上げや移民の強制送還はインフレを押し上げ

² <https://taxfoundation.org/research/all/federal/donald-trump-tax-plan-2024/>

³ <https://www.piie.com/publications/working-papers/2024/international-economic-implications-second-trump-presidency>

る可能性が高い。関税の引上げは一時的なインフレ押上げ要因とみられるが、不法移民の強制送還で労働力不足が深刻化し、賃金と物価がスパイラル的に上昇する場合にはF R Bはインフレ抑制のために政策金利の引上げを余儀なくされる可能性がある。また、トランプ氏がF R Bに対して利上げしないように政治的な圧力をかける場合には期待インフレ率の上昇を招きインフレ高進リスクがより高まろう。この結果、早晚金融政策は引締め政策に軌道修正せざるを得なくなり、米経済には下振れリスクとなろう。

一方、トランプ氏は11月25日にSNS上で薬物問題や不法移民問題を背景に中国からの輸入品に10%、カナダとメキシコからの輸入品に25%の追加関税を賦課する可能性を示唆した。カナダやメキシコに対する25%関税は選挙公約で言及されたことはなく、寝耳に水の政策であった。トランプ氏の1期目を振り返っても、SNS上で唐突に政策方針が示されることが多く、2期目も同様の事が繰り返され、政策の予見可能性が低い状況が続くとみられる。政策の予見可能性の低下は家計や企業の意思決定に影響を与えるため、個人消費や設備投資が抑制される可能性が高まろう。

(図表 8)

米国経済の見通し

		2023年	2024年	2025年	2026年	2024年				2025年				2026年			
		(実)	(予)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	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、%	2.9	2.7	1.8	1.5	1.6	3.0	2.8	1.7	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
個人消費	前期比年率、%	2.5	2.6	2.1	1.6	1.9	2.8	3.5	2.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
設備投資	前期比年率、%	6.0	3.9	2.1	1.6	4.5	3.9	3.8	2.0	1.5	1.5	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
住宅投資	前期比年率、%	▲8.3	3.7	1.5	4.0	13.7	▲2.8	▲5.0	▲1.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
政府支出	前期比年率、%	3.9	3.3	1.3	0.5	1.8	3.1	5.0	1.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
在庫投資	寄与度	▲0.4	0.1	▲0.0	0.0	▲0.5	1.1	▲0.1	▲0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	0.5	▲0.5	▲0.2	▲0.0	▲0.6	▲0.9	▲0.6	▲0.3	▲0.0	▲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、%	4.1	3.0	2.7	2.8	3.2	3.2	2.8	2.6	2.4	2.5	2.8	3.0	3.0	2.9	2.8	2.7
失業率	平均、%	3.6	4.2	4.4	4.1	3.8	4.0	4.4	4.5	4.5	4.5	4.4	4.3	4.2	4.1	4.0	3.9
FFレート誘導目標	期末、上限、%	5.50	4.50	4.00	3.75	5.50	5.50	5.00	4.50	4.25	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	3.75
10年国債金利	平均、%	3.9	4.3	4.2	4.2	4.2	4.5	4.0	4.3	4.2	4.1	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.0
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.08	1.09	1.05	1.08	1.09	1.08	1.10	1.07	1.04	1.05	1.05	1.06	1.06	1.07	1.08	1.09
米ドル(対円)	平均、円/ドル	141	152	149	143	148	156	150	152	150	150	148	147	145	144	143	140
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	78	76	66	67	77	81	75	70	65	66	67	67	67	67	67	67

(資料) BEA、BLS、ブルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

2. 実体経済の動向

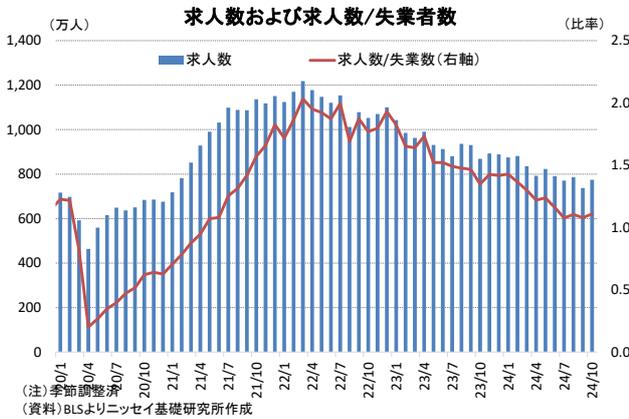
(労働市場、個人消費) 労働市場の減速が持続、個人消費は来年以降減速へ

労働市場の減速が続く中、労働需要を示す求人数は24年10月が774万人(前月:737万人)と21年1月以来の水準に低下した前月からは増加した(図表9)。また、求人数と失業数の比較では失業者1人に対して求人件数が1.11件(前月:1.08件)と依然コロナ禍前(20年2月)の水準を下回っているものの、こちらも前月から上昇に転じており、10月は労働需要の悪化が一服した。もっとも、求人数は22年3月の1,218万人をピークに低下基調が持続しており、足元の回復は一時的で今後も緩やかな低下が続く可能性が高い。

時間当たり賃金(前年同月比)は、24年11月が+4.0%と22年3月につけたピークの+5.9%からは低下したものの、F R Bの物価目標と統合的な賃金上昇率とみられる+3%台半ばの水準を引き続き上回っている(図表10)。また、賃金・給与に加え、給付金を反映した雇用コスト指数は24年7-9月期が前年同期比+3.9%とこちらも22年10-12月期の+5.1%をピークに低下基調が持続して

いるものの、時間当たり賃金同様、依然として物価目標と整合的な水準を上回っている。足元で失業率の上昇にみられるように労働需給は緩和しているため、ベースケースシナリオでは今後も賃金上昇率の低下が見込まれる。ただし、トランプ次期政権が大規模な不法移民の強制送還を実施する場合には建設業や農業、接客業で労働力不足が顕在化し、賃金上昇圧力が再び高まる可能性がある。

(図表 9)



(図表 10)



一方、個人消費は前述のように年末商戦の底堅い伸びが見込まれることから、年内は堅調を維持することが見込まれる。ただし、25年以降は減税政策が可処分所得の増加を通じて個人消費を下支えする一方、関税引上げが低所得層中心に増税と同様の影響を与えるほか、不法移民の強制送還に伴い不法移民の消費を喪失することもあるため、個人消費が鈍化する可能性が高まろう。

(設備投資) 長期金利の高止まりから回復は限定的。来年以降は次期政権の政策が左右

実質GDPにおける24年7-9月期の設備投資は前述のように前期比年率+3.8% (前期:+3.9%) と前期並みの堅調な伸びを維持した (前掲図表 8、図表 12)。建設投資が前期比年率▲4.7% (前期:+0.2%) と前期からマイナスに転じた一方、知的財産投資が+2.5% (前期:+0.7%) と伸びが加速したほか、設備機器投資が+10.6% (前期:+9.8%) と前期に続いて堅調な伸びとなるなどマチマチの結果となった。

設備投資の先行指標であるコア資本財受注 (3ヵ月移動平均、3ヵ月前比年率) は10月が+1.4% (前月:+0.1%) と2ヵ月連続でプラスとなったほか、前月からプラス幅が拡大しており、10月に入っても設備投資のプラス成長が続いている可能性を示唆している (図表 11)。

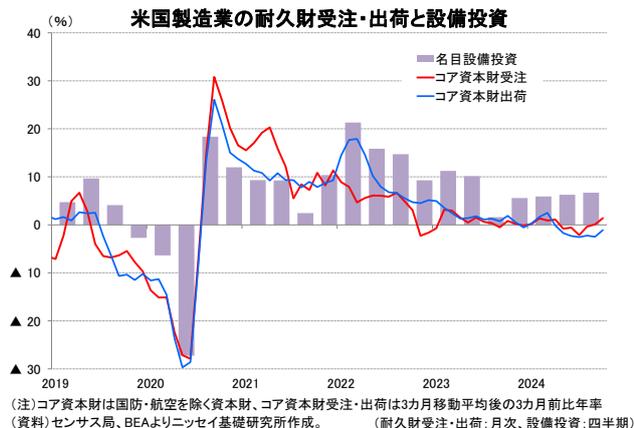
また、大企業の今後6ヵ月の設備投資計画に関する調査 (指数) でも、24年7-9月期が72.9 (前期:70.1) と23年10-12月期の62.1を底に回復傾向となっており、設備投資計画の上方修正は続いている (図表 12)。

これに対して、24年9月以降FRBによる政策金利の引下げが継続しているものの、長期金利は9月に3%台後半まで低下したものの、その後は4%台前半で推移しており、資金調達コストの改善は限定的に留まっているため、現状で金融緩和が設備投資の追い風となっていない。

一方、25年以降の設備投資はトランプ次期政権の経済政策の影響を大きく受けるとみられる。政策金利の引下げは続くと思われるものの、税制改革に伴う財政赤字の拡大や関税引上げや不法移民の強制送還に伴うインフレ高進から長期金利は高止まりするとみられることから、設備投資は26

年末にかけて小幅な伸びに留まろう。もっとも、一部製造業に対する法人税率の引下げ（21%→15%）、規制緩和に伴うビジネスコストの低下が実現する場合には幾分追い風となろう。

(図表 11)



(図表 12)



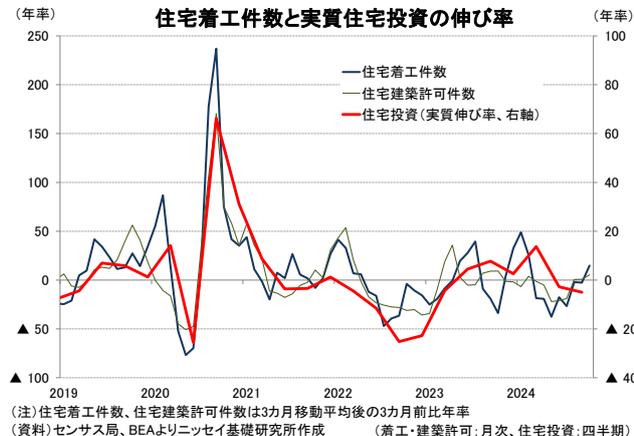
(住宅投資) 住宅ローン金利の高止まりから住宅需要の回復は限定的

実質GDPにおける住宅投資は2期連続のマイナスとなった。戸建ておよび集合住宅建設ともに減少したことが大きい。一方、住宅着工件数（3ヵ月移動平均、3ヵ月前比年率）は24年10月が+14.8%（前月：▲2.7%）と24年2月以来のプラスに転じたほか、先行指標である住宅着工許可件数（同）も+5.3%（前月：0.7%）と3ヵ月連続でプラスに転じた（図表13）。このため、住宅着工は足元で回復に転じた可能性が高い。

もっとも、住宅ローン金利は6.7%と足元では1ヵ月ぶりの水準に低下しているものの、9月につけた6.1%台やコロナ禍前の3%台後半に比べて高止まりしているため、住宅需要の回復は限定的に留まっている。実際に米抵当銀行協会（MBA）が公表している住宅購入目的の住宅ローン申請件数（90年3月を100とする指数）は足元が161.5と11月上旬につけた130.8からは回復したものの、依然としてコロナ禍前の水準（250近辺）を大幅に下回っている（図表14）。

今後はFRBによる金融緩和政策への転換もあって住宅ローン金利は26年にかけて低下するものの、米国債10年金利の低下幅が小幅に留まることから、住宅ローン金利の低下幅も小幅に留まることが予想され、26年にかけて住宅投資の回復は緩やかに留まろう。

(図表 13)



(図表 14)



(政府支出) トランプ次期政権の政策実現で財政赤字は拡大

25年度(24年10月~25年9月)の予算審議では本予算で合意できておらず、12月20日期限の暫定予算で凌ぐ状況が続いている。暫定予算の期限が近づく中、感謝祭の休会が終わり連邦議会で予算審議が本格化している。現状で下院のジョンソン議長は来年1月以降の新議会でトリプルレッドになることを睨み、来年以降の審議の柔軟性を確保するため3月までの短期の暫定予算を提案するとみられている。

なお、25年度の裁量的経費は財政責任法で国防費が8,952億ドル、非国防費が7,107億ドルの合計1兆6,059億ドルと前年度比+1%となる上限が設定されている。また、上下院からは既に財政責任法で規定される歳出上限に沿う形で12本の歳出法案が提出されている(図表15)。しかしながら、25年1月以降は新議会になるため、財政責任法で定める裁量的経費額の扱いも含めて25年度の歳出法案がどのような内容になるのか非常に不透明である。

(図表15)

25年度歳出法案比較

	24年度統合予算	下院	上院
① 農業	262	259	270
② 商務・司法・科学	665	783	692
③ 国防総省	8,245	8,331	8,309
④ エネルギー・水資源	582	592	615
⑤ 金融サービス、一般政府	137	236	212
⑥ 国土安全保障	618	648	605
⑦ 内務・環境保護	386	377	377
⑧ 労働・保険社会福祉・教育	1,944	1,866	1,987
⑨ 立法府	68	71	70
⑩ 軍事建設・退役軍人等	1,539	1,475	1,489
⑪ 外交・国務等	558	517	557
⑫ 運輸・住宅都市開発省(HUD)	895	904	877
歳出合計	15,900	16,060	16,060

(注)9月6日時点。単位は億ドル。

(資料)CBO、責任ある連邦予算委員会よりニッセイ基礎研究所作成

一方、米シンクタンクのCRFBはトランプ次期政権が選挙公約を実現する場合に今後10年間で利払いも含めた財政赤字が▲1兆6,500億ドルから▲15兆5,500億ドル増加するとの試算⁴を発表している(図表16)。

(図表16)

トランプ次期政権の政策公約および政策コスト

(億ドル)

政策提言	低コストシナリオ	中央シナリオ	高コストシナリオ
減税・雇用法(TCJA)の延長と修正	▲46,000	▲53,500	▲59,500
残業代の非課税	▲5,000	▲20,000	▲30,000
社会保障給付金への課税廃止	▲12,000	▲13,000	▲14,500
国内メーカーの法人税率を15%に引下げ	▲1,500	▲2,000	▲6,000
チップ収入の非課税	▲1,000	▲3,000	▲5,500
個人および中小企業向け税制優遇の制定または拡大	▲1,500	▲2,000	▲3,500
軍の強化と近代化	▲1,000	▲4,000	▲24,500
国境の安全保障と無許可移民の強制送還	0	▲3,500	▲10,000
初回住宅購入者への控除を含む住宅改革	▲1,000	▲1,500	▲3,500
医療、長期介護、介護への支援強化	▲500	▲1,500	▲3,000
減税と歳出増加の小計	▲69,500	▲104,000	▲160,000

通商関税の引上げ	43,000	27,000	20,000
現在のエネルギー/環境政策を転換し、生産を拡大	7,500	7,000	5,500
無駄、不正、濫用を削減	2,500	1,000	0
教育省を廃止し、学校選択を支援	2,000	2,000	0
歳入増加と歳出削減の小計	55,000	37,000	25,500

純利息	▲2,000	▲10,500	▲21,000
-----	--------	---------	---------

正味赤字の影響	▲16,500	▲77,500	▲155,500
----------------	----------------	----------------	-----------------

(注)政策コストは2026年~2035年の累計

(資料)CRFBよりニッセイ基礎研究所作成

このような状況に対して、トランプ次期大統領は歳出削減を推進するための「政府効率化庁」(D

OGE)を新設し、実業家のイーロン・マスク氏と同じく実業家のビベック・ラマスワミ氏を責任者に任命した。マスク氏は連邦予算から2兆ドルを削減できるとの見方を示しているものの、それを実現する期間などの具体的な内容は示されておらず、実効性には疑問符がついている。

⁴ <https://www.crfb.org/papers/fiscal-impact-harris-and-trump-campaign-plans>

いずれにせよ、25年以降の政府支出の動向はトランプ次期政権の政策動向によって大きく左右されるため、不透明な状況となっている。

（貿易）25年以降の関税策と相手国からの制裁関税が外需の成長率寄与度を左右

実質GDPにおける24年7-9月期の外需は成長率寄与度が▲0.6%ポイント（前期：▲0.9%ポイント）と3期連続のマイナス寄与となった一方、マイナス幅は縮小した（前掲図表8）。輸出入の内訳をみると輸出が前期比年率+7.5%（前期：+1.0%）、輸入が+10.2%（前期：+7.6%）といずれも前期から伸びが加速する中、輸出寄与度の前期からの増加幅が輸入寄与度の増加幅を上回った。

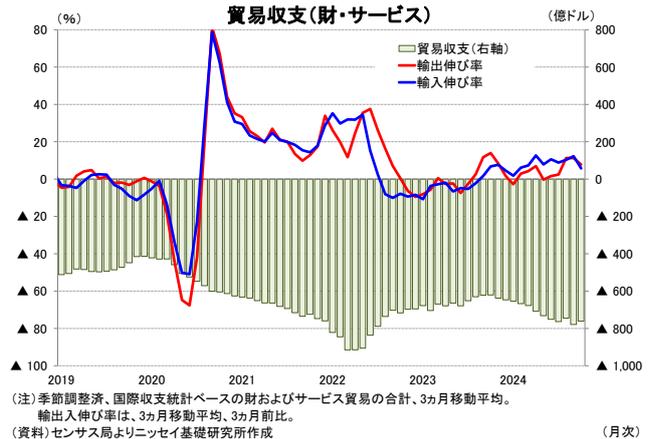
また、先日発表された24年10月の貿易収支（3ヵ月移動平均）は季節調整済で▲761億ドル（前月：▲779億ドル）の赤字となり、前月から赤字幅が▲18億ドル縮小した（図表17）。輸出入では輸出が前月から▲4.8億ドル減少したものの、輸入が▲22.6億ドルと輸出の減少幅を上回る減少を示した。このため、10月以降は外需の成長率寄与度のマイナス幅がさらに縮小する可能性がある。

一方、ベースケースシナリオでは米国経済が貿易相手国に比べて相対的に堅調を維持する

ことが見込まれるため、今後も輸入が輸出を上回る状況が続き、外需は成長率寄与のマイナス傾向が継続すると想定した。

これに対して、トランプ氏の再選によって輸入関税が大幅に上げられる可能性が高まった。関税を上げた相手国がどの程度の制裁関税をかけるのか不透明だが、米国と同程度にかけるのは難しいとみられるため、トランプ氏の通商政策によって米国の貿易赤字は縮小する方向に働くとみられる。この結果、当研究所は25年と26年の外需の成長率寄与度はほぼ中立と予想する。

（図表17）



（注）季節調整済、国際収支統計ベースの財およびサービス貿易の合計、3ヵ月移動平均。
輸出入伸び率は、3ヵ月移動平均、3ヵ月前比。

（資料）センサス局よりニッセイ基礎研究所作成

（月次）

3. 物価・金融政策・長期金利の動向

（物価）関税引上げ、不法移民の強制送還がインフレを押し上げ

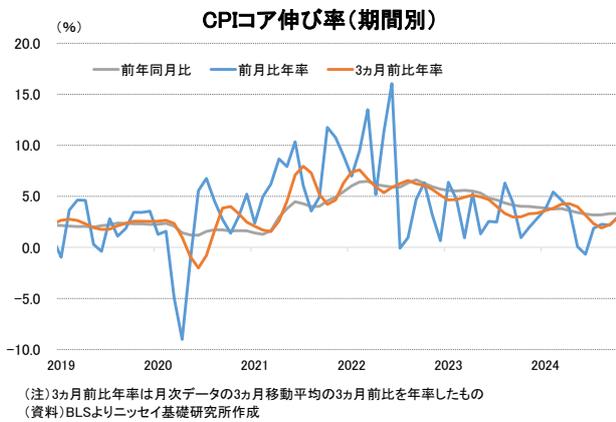
CPIのコア指数は前述のように前年同月比で足元で低下傾向が一服しており、期間別でも前月比年率が+3.4%と6月の+0.8%から大幅に上昇しているほか、3ヵ月前比年率も+2.9%と8月の1.9%から2ヵ月連続で上昇するなど、物価上昇圧力が高まっていることを示している（図表18）。

一方、コア指数（前年同月比）の内訳をみると、24年10月のコア財価格が▲1.0%と24年1月以降はマイナスが続いており、物価押し下げ要因となっている（図表19）。これに対して、コアサービス価格は住居費が+4.9%と23年3月の+8.2%をピークに低下基調が持続しているものの、依然としてFRBの物価目標を大幅に上回っているほか、賃金上昇率との連動性が高いコアサービス（除く住居費）が+4.4%とこちらも物価目標を大幅に上回っているほか、7月以降は+4.3%から+4.5%で横這い推移となっており、低下傾向が足踏み状態となっている。

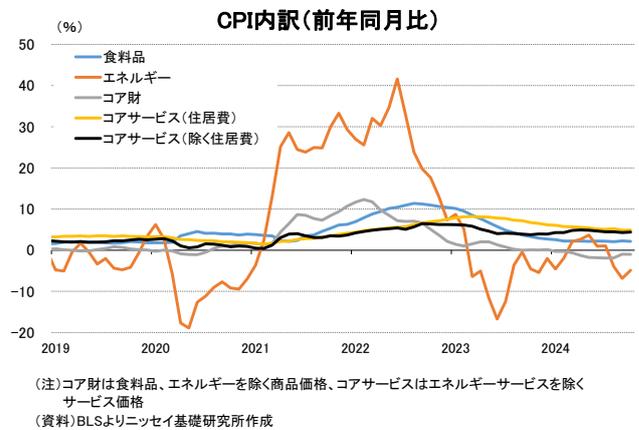
また、住居費のうち、家賃指数に先行する民間家賃指数は前年同月比で家賃指数を下回っており、家賃指数の一段の低下を示唆しているものの、24年以降は3%台前半で横這い推移していることから、今後家賃指数の低下は緩やかに留まる可能性がある。

さらに、住居費除きでは前述のようにトランプ次期政権の移民政策次第では労働力不足を背景に賃金上昇率が加速する可能性があり、住居費除きも高止まり、もしくは再加速するシナリオも否定できない。

(図表 18)



(図表 19)



当研究所は原油価格が24年10-12月期平均の70ドルから25年、26年を通じて概ね65ドル〜67ドルに低下すると予想しており、エネルギー価格は物価の押し上げ要因とならないほか、ベースケースシナリオではコアサービスの住居費および住居費除きともに緩やかに低下すると予想しており、総合指数(前年同月比)が24年見込の+3.0%から25年に+2.3%、26年に+2.2%に低下することを想定している。これにトランプ次期政権の経済政策に伴う押し上げ効果を合わせた見通しは、25年が+2.7%、26年が+2.8%と26年にかけてインフレは高止まろう。

(金融政策) 25年前半に2回、26年後半に1回の利下げを予想

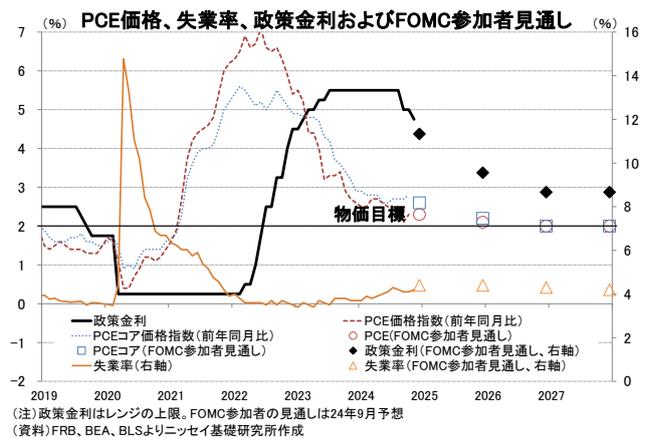
FRBはインフレ抑制のために22年3月から政策金利の引き上げを開始し、23年7月に5.5%に上げた後は、23年9月から8会合連続で政策金利を据え置いた(図表20)。その後、前述のように24年9月に政策金利を▲0.5%引下げたほか、11月にも▲0.25%引下げて政策金利を4.75%とした。

11月のFOMC会合後のパウエル議長の記者会見では依然として政策金利は中立金利を上回っているとの見方が示された。FRBは中立金利を明示的に示していないものの、FOMC参加者の長期見通し(中央値)が2.9%となっていることなどを踏まえて、中立金利水準が3%台前半との見方が多く、中立金利との乖離幅は依然大きいとみられている。また、先日発表されたFOMC議事要旨では多数の参加者が時間をかけて利下げを行うことが適切と認識していることが示されており、今後も継続的な利下げが実施される可能性が高い。

足元でインフレは上振れているものの、労働市場の緩やかな減速傾向に加え、政策金利と中立金利の乖離幅を考慮すれば、次回(12月)会合でも▲0.25%の利下げが行われる可能性が高い。

一方、9月会合後に発表されたFOMC参加者の経済見通しで24年末のPCE価格のコア指数

(図表 20)



が予想の 2.6%に対して 10 月が 2.8%と上振れしているほか、失業率も 24 年末予想の 4.4%に対して 11 月が 4.2%と下振れしている。また、前述のように次期トランプ政権の経済政策に伴うインフレ高進リスクを考慮すると、12 月会合後に発表される FOMC 参加者の政策金利見通し（中央値）は 25 年以降の政策金利水準が上方修正される可能性が高い。

当研究所ではベースケースシナリオとして 25 年以内に▲0.25%の 4 回利下げ、26 年以内に▲0.25%の 2 回利下げを想定しており、ベースケースからのインフレ高進に伴い 25 年の利下げ回数が 2 回、26 年が同 1 回に留まると予想する。

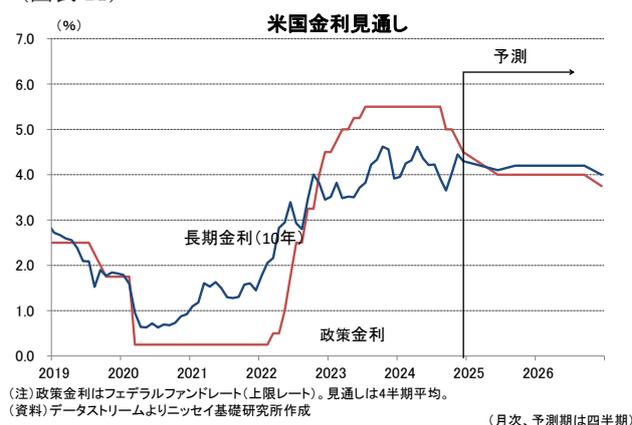
（長期金利） 25 年 10—12 月期平均が 4.2%、25 年 10—12 月期平均が同 4.0%と予想

長期金利（10 年金利）は、インフレ指標が上振れし、FRB の利下げ観測が後退したことから、24 年 5 月には一時 4.7%まで上昇した（図表 21）。しかしながら、労働市場やインフレの鈍化を背景に再び利下げ観測が強まり、9 月の FOMC 会合で通常▲0.25%ではなく、▲0.5%の利下げが実施されたことから、9 月には一時 3.6%台に低下した。

その後は堅調な経済指標を受けて利下げペースが緩やかになるとの見方が強まったことやトランプ氏の再選でインフレ高進や財政赤字拡大の見方が強まったことなどから一時 4.4%台に上昇し、足元は 4.2%近辺での推移となっている。

当研究所は、インフレ率の緩やかな低下や金融緩和の継続からベースケースシナリオとして 25 年 10—12 月期平均が 3.6%、26 年 10—12 月期が 3.4%と想定している。これに対してインフレが上振れするほか、政策金利見通しが上方修正されることに加え、財政赤字の拡大から国債発行額が増加することなどを受けて、ベースケースシナリオから上振れする結果、長期金利は 25 年 10—12 月期平均が 4.2%、26 年 10—12 月期平均が 4.0%と高止まりを予想する。

（図表 21）



（注）政策金利はフェデラルファンドレート（上限レート）。見通しは4半期平均。

（資料）データストリームよりニッセイ基礎研究所作成

（月次、予測期は四半期）