

Weekly エコノミスト・ レター

米国経済の見通し

ー25 年初から関税政策をはじめ、経済政策は混沌の極み。景気後退回避を予想もリスクは上昇

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

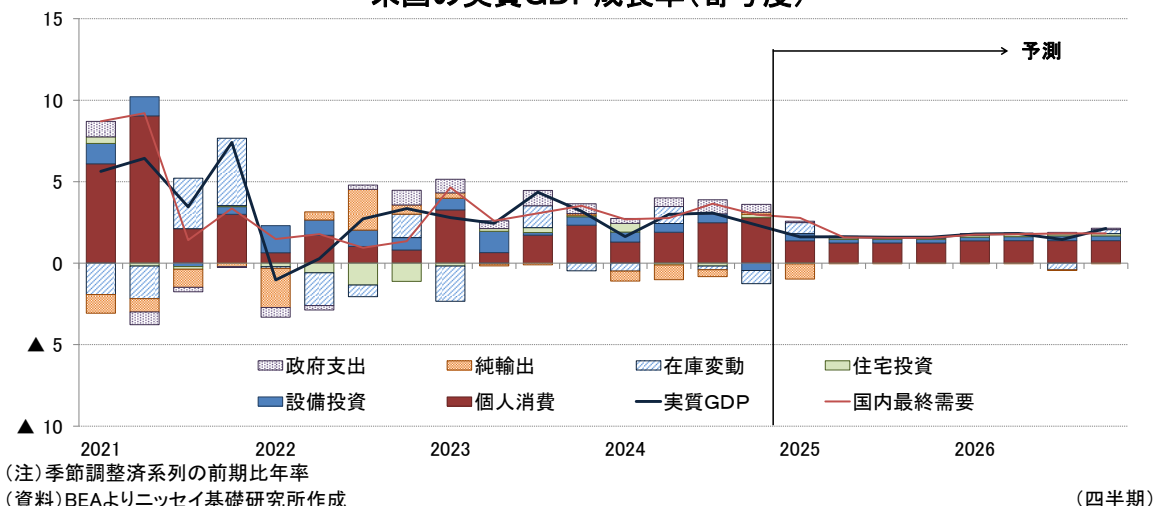
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の 24 年 10-12 月期の実質GDP成長率（前期比年率）は+2.3%（前期：+3.1%）と前期から低下。在庫投資の成長押し下げ（▲0.8%ポイント）の影響が大きく、個人消費は前期比年率+4.2%（前期：+3.7%）と高成長となった前期から伸びが更に加速。
2. 25 年 1 月のトランプ政権発足以降、カナダ、メキシコに対する 25%（その後延期）、中国に対する 20%関税を発動するなど、通商政策をはじめ政策の予見可能性が大幅に低下。この結果、株式市場が下落したほか、消費者センチメントが大幅悪化、短期のインフレ予想が大幅上昇。個人消費は 1 月の減少と併せ、足元で大幅減速の可能性。
3. トランプ大統領が連日、矢継早に政策を打ち出す中で、25 年以降の米国経済は同氏の経済政策運営に左右されるため、米国経済見通しに対する不透明感は大幅に上昇。
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 年ともに成長押し下げが優勢になると評価。実質GDP成長率（前年比）は 25 年が+2.0%、26 年が+1.7%と 24 年の+2.8%から大幅な低下を予想。現時点で景気後退回避を予想しているが、関税政策などによりリスクは上昇。
5. 金融政策は、25 年 6 月に利下げを実施した後、インフレ高進に伴い 26 年後半にかけて政策金利を据え置き。インフレ低下に伴い 26 年は年後半に 1 回の利下げを予想。
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予見可能性低下も含めた国内政治の混乱。

(図表 1)

(前期比年率、%)

米国の実質GDP成長率(寄与度)



1. 経済概況・見通し

(経済概況) 10－12 月期の成長率は前期から低下も個人消費は堅調維持

米国の 24 年 10－12 月期の実質 GDP 成長率（以下、成長率）は、改定値が前期比年率+2.3%（前期：+3.1%）と前期から低下した（図表 1、図表 8）。

需要項目別では、政府支出が前期比年率+2.9%（前期：+5.1%）と前期から伸びが鈍化したほか、設備投資が▲3.2%と 21 年 7－9 月期以来のマイナスに転じた。また、在庫投資の成長率寄与度が▲0.8%ポイント（前期：▲0.2%ポイント）と前期からマイナス幅が拡大して、成長率を大幅に押し下げた。

一方、住宅投資が前期比年率+5.4%（前期：▲4.3%）と 3 期ぶりにプラスに転じたほか、外需の成長率寄与度が+0.1%ポイント（前期：▲0.4%ポイント）と小幅ながら 4 期ぶりにプラスに転じた。さらに、個人消費が前期比年率+4.2%（前期：+3.7%）と高成長となった前期からさらに伸びが加速した。

このため、当期は成長率が低下したものの、在庫投資の大幅な成長押し下げの影響が大きく、個人消費は堅調を維持していることを確認した。

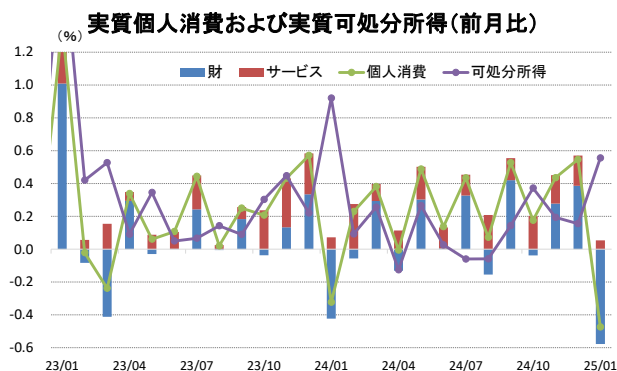
もっとも、25 年 1 月の実質個人消費は前月比▲0.5%と 24 年 11 月の+0.4%、12 月の+0.5%から大幅な減少に転じており、25 年に入って好調な個人消費が変調した可能性が示唆されている（図表 2）。サービス消費は+0.1%とプラスを維持したものの、自動車・自動車部品などを中心に財消費が▲1.7%と大幅な落ち込みとなったことが大きい。1 月は実質可処分所得が+0.9%と高い伸びになっており、財消費の落ち込みは暴風雪などの悪天候が影響した可能性が指摘されている。

一方、25 年 1 月のトランプ政権発足以降、不法移民や違法薬物問題に関連して 2 月 4 日に中国からの輸入品に 10%の関税を賦課したことを皮切りに 3 月 4 日にカナダ、メキシコからの輸入品に 25%（ただし、カナダからのエネルギー関連輸入に対しては 10%）、中国からの輸入品に追加で 10%の関税を賦課した。その後、カナダ、メキシコ関税の大部分は 1 ヶ月後に先送りされた。

また、安全保障を理由に鉄鋼・アルミニウム製品への関税強化、自動車、半導体、医薬品に対する関税、税率の高い国からの輸入品に対して関税負担を対等となることを目指す相互関税など様々な関税措置の方針を示しており、トランプ政権は保護主義的な通商政策を推進している。

トランプ政権は 1 期目も対中関税を中心に保護主義的な政策を推進していたが、1 期目の関税対象輸入額はおよそ 3,800 億ドルとなっていたのに対して、カナダ、メキシコ、中国は米国の財輸入額の上位 3 カ国であり、これら 3

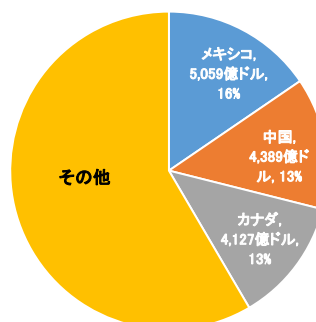
(図表 2)



(注)季節調整済み、前月比。棒グラフは寄与度
(資料) BEAよりニッセイ基礎研究所作成

(図表 3)

米財輸入金額シェア(24年)



(注)センサスベース
(資料) BEAよりニッセイ基礎研究所作成

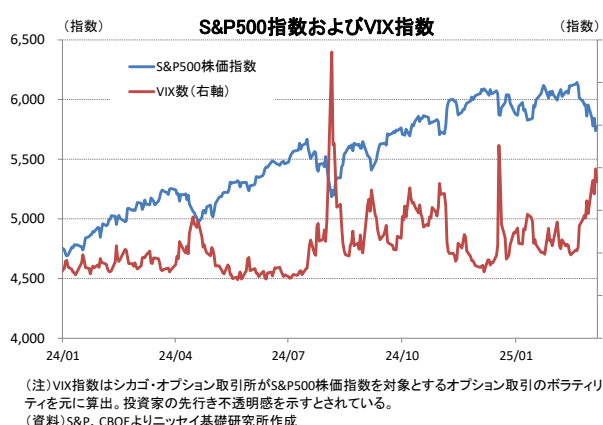
カ国が関税対象となる場合の関税対象額は24年の財輸入ベースで1兆3,560億ドルと1期目の対象額を大幅に上回る（前掲図表3）。また、これ以外にも様々な関税措置が検討されており、関税対象額はさらに増加する可能性が高く、1期目と比較にならない程の実体経済への影響が懸念されている。

実際に関税政策の不透明感などを背景に株価は下落している。主要株価のS&P500指数は24年11月5日の大統領選挙時点の水準からトランプ政権の規制緩和や減税政策などに対する期待から25年2月下旬には一時+6.2%高まで上昇していた（図表4）。しかしながら、一連の通商政策方針に伴い株価は下落し、本稿執筆時点（3月7日）では選挙時点から▲0.2%の下落と2月までの上昇幅を全て吐き出す展開となっている。投資家の先行き不安を示すVIX指数も足元で24.9と24年12月中旬以来の水準に上昇した。

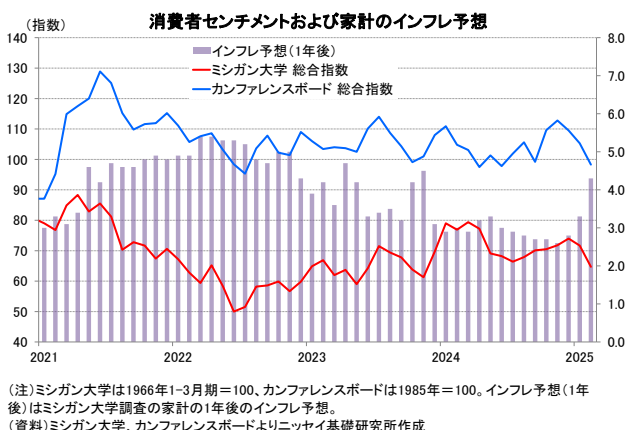
また、2月の消費者センチメントはミシガン大学調査が64.7（前月：71.7）と前月から▲7.0ポイントの大幅な低下となり、23年11月以来15ヵ月ぶりの水準に悪化した（図表5）。コンファレンスボード調査も98.3（前月：105.3）と24年6月以来の水準に低下したほか、前月からの低下幅（▲7.0ポイント）は21年8月以来となった。

さらに、ミシガン大学調査による家計の今後1年間のインフレ予想は2月が前月から+1.0%ポイント上昇の+4.3%（前月：+3.3%）と23年11月以来の水準となり、短期のインフレ予想が大幅に上昇した。

（図表4）



（図表5）



消費者センチメントの大幅な悪化や短期のインフレ予想の大幅な上昇は関税政策による景気減速、インフレ上昇懸念を反映しているとみられる。これらの結果、1月の個人消費の減少と併せて足元で個人消費の大幅減速の可能性が高まっており、個人消費主導の景気回復の変調が懸念される。

（経済見通し）成長率（前年比）は25年が+2.0%、26年が+1.7%を予想。

トランプ大統領は3月7日時点で125件¹の大統領令に署名するなど、政策公約に掲げていた政策や政策公約に掲げていなかった政策も含めて連日矢継早に様々な政策を打ち出している。トランプ大統領が実現を目指す政策のうち、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なることが見込まれ、最終的な経済への影響はトランプ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。

¹ <https://edition.cnn.com/politics/tracking-trump-executive-orders-actions-dg/index.html>

このため、通商政策をはじめトランプ政権の経済政策の予見可能性が大幅に低下する中で、25 年以降の米国経済見通しに対する不透明感が大幅に上昇している。

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、税制改革はトランプ氏の政策公約を実現、通商政策では 25 年にカナダ、メキシコからの輸入品に 25%、中国からの輸入品に 30% 関税を賦課、鉄鋼・アルミニウム製品に対する関税強化を実施するほか、26 年初から全輸入品に対する 5% 関税を実施すると想定した。相互関税は想定が難しいため、今回は前提に含めない。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が見込まれるものの、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。ただし、これらの経済前提はトランプ政権の方針が非常に流動的なため、確信度は低い。

これらの前提の下、当研究はトランプ政権の経済政策が 25 年、26 年ともに成長押し下げが優勢になると評価した。この結果、実質 GDP 成長率（前年比）は 25 年が+2.0%、26 年が+1.7%と 24 年の+2.8%から大幅な低下を予想する（図表 6）。一方、現時点で景気後退回避をメインシナリオとしているが、想定されていなかった関税方針が次々に示されており、関税に伴う実体経済への影響に加え、政策の予見可能性の低下が個人消費や企業の設備投資が抑制される可能性が高まっているため、景気後退リスクが 24 年 12 月の見通し策定時点に比べて高まっていることは否定できない。

（図表 6）

米国経済の見通し

		2024年	2025年	2026年	2024年				2025年				2026年			
		(実)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (実)	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	2.0	1.7	1.6	3.0	3.1	2.3	1.6	1.6	1.6	1.6	1.8	1.8	1.9	2.0
個人消費	前期比年率、%	2.8	2.6	1.9	1.9	2.8	3.7	4.2	2.0	1.8	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0
設備投資	前期比年率、%	3.6	1.4	1.6	4.5	3.9	4.0	▲ 3.2	3.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.7	2.0	2.0
住宅投資	前期比年率、%	4.2	0.8	3.3	13.7	▲ 2.8	▲ 4.3	5.4	▲ 1.5	3.0	2.0	2.0	4.0	4.0	4.0	4.0
政府支出	前期比年率、%	3.4	1.7	0.5	1.8	3.1	5.1	2.9	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
在庫投資	寄与度	0.0	0.0	0.0	▲ 0.5	1.1	▲ 0.2	▲ 0.8	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
純輸出	寄与度	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.0	▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 0.4	0.1	▲ 0.9	▲ 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、%	3.0	3.0	2.9	3.2	3.2	2.7	2.7	2.7	2.8	3.2	3.2	3.1	3.0	2.8	2.7
失業率	平均、%	4.0	4.2	4.2	3.8	4.0	4.2	4.1	4.1	4.3	4.2	4.2	4.2	4.2	4.1	4.1
FFレート誘導目標	期末、上限、%	4.50	4.25	4.00	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.00
10年国債金利	平均、%	4.3	4.4	4.3	4.2	4.5	4.0	4.3	4.4	4.4	4.4	4.4	4.3	4.3	4.3	4.2
米ドル（ユーロ）	平均、ドル/ユーロ	1.09	1.06	1.09	1.09	1.08	1.10	1.07	1.05	1.06	1.06	1.07	1.08	1.09	1.09	1.10
米ドル（対円）	平均、円/ドル	152	150	145	148	156	150	152	152	150	150	149	147	146	145	142
原油価格（WTI先物）	平均、ドル/バレル	76	70	70	77	81	75	70	70	68	70	70	70	70	70	71

（資料）BEA、BLS、ブルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

物価は、関税引上げが一時的に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。この結果、C P I（前年比）は 25 年後半から 26 年前半にかけて再加速すると予想している。通年では 25 年が+3.0%と 24 年の+3.0%から横這い、26 年は+2.9%と小幅な低下に留まろう。物価見通しのリスクは見通し前提を上回る関税実施に伴う上振れリスクである。

金融政策は、25 年 6 月に利下げを行った後、トランプ政権の経済政策に伴うインフレ加速により、F R B は 25 年後半から 26 年前半にかけて政策金利を据え置き、その後インフレ率の低下を確認した上で 26 年後半に 1 回の利下げを実施すると予想する。

長期金利はトランプ政権の関税政策などに伴う景気減速懸念から長期金利に低下圧力がかかる一方、インフレ高進に伴う金利上昇圧力もあって、長期金利の方向感の出難く、25年を通じて4.4%で横這い推移を予想。26年はインフレ低下や利下げ再開もあって26年10-12月期平均が4.2%と小幅低下しよう。

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低下も含めた国内政治の混乱が挙げられる。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る可能性が高い。関税の引上げは一時的なインフレ押し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FRB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FRB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。

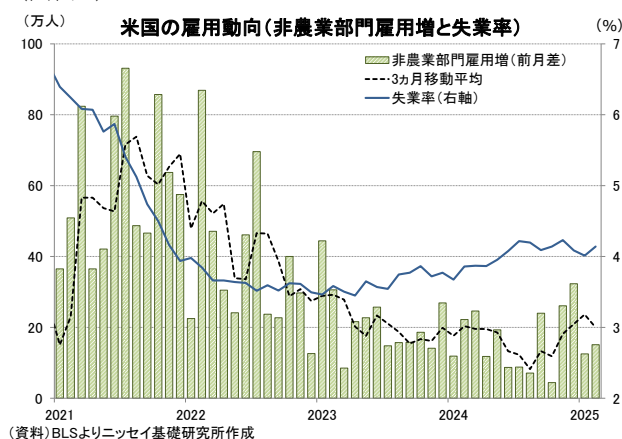
一方、トランプ氏はカナダ、メキシコに対する25%関税や自動車、半導体、医薬品などに対する25%関税など、政策公約に掲げていない関税策を次々に打ち出したほか、カナダ、メキシコ関税を1ヵ月猶予するなど政策の軌道修正も頻繁に行われており、政策の予見可能性は大幅に低下している。今後も公約に掲げていない政策が矢継早に打ち出される可能性が高い場合には、家計や企業のセンチメントを悪化させ、個人消費や設備投資が抑制される可能性が高まろう。また、これまでは大統領権限での政策実現努力が目立つが、予算措置が必要な政策では今後議会で法案を通過させる必要がある。上下院ともに与野党の議席数が僅差となる中で法案審議は難航が予想され、予算審議の遅れや債務上限問題の処理に手間取るなどの国内政治の混乱が生じた場合には米国経済のリスク要因となろう。

2. 実体経済の動向

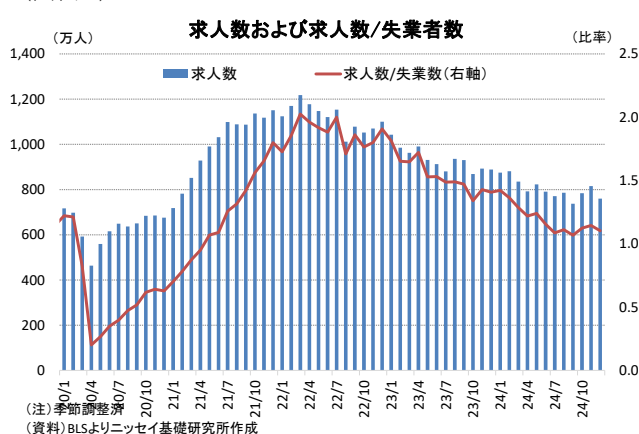
(労働市場、個人消費) 労働市場の減速は継続、個人消費は減速へ

非農業部門雇用者数(前月比)は25年2月が+15.1万人となったほか、24年12月~25年2月の3ヵ月平均が+20.0万人と過去12ヵ月平均の+16.2万人を上回っており、足元で堅調な雇用増加が続いている(図表7)。

(図表7)



(図表8)

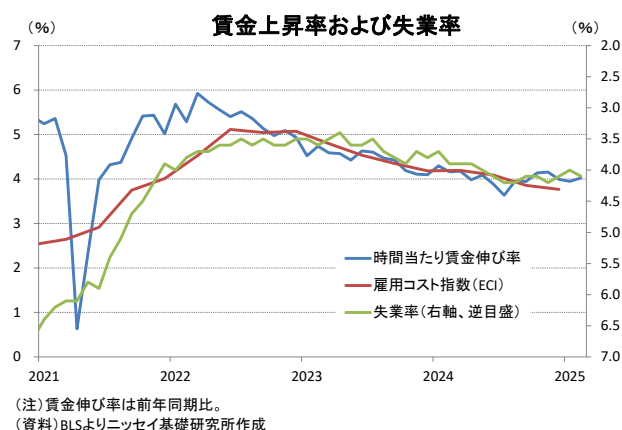


ただし、トランプ政権による連邦政府職員の削減方針に伴い連邦政府の雇用者数が2月に前月比▲1.0万人となったほか、3月以降にさらに減少することが見込まれている。また、チャレンジャー&グレイが集計する人員削減計画は2月が▲17.2万人とコロナ禍を除くと金融危機後の09年以来の水準に上昇しており、今後雇用増加ペースが鈍化する可能性が高い。

労働需要を示す求人数は24年12月が760万人（前月：816万人）と前月から▲56万人減少したほか、24年通年ではおよそ▲130万人の減少となった（前掲図表8）。求人数と失業数の比較では失業者1人に対して求人数が1.1件（前月：1.2件）と22年3月につけた2.0件のピークから大幅に低下し、コロナ禍前（20年2月）の1.2件も下回るなど、労働需要の低下傾向が続いている。

また、時間当たり賃金（前年同月比）は、25年2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、FRBの物価目標と整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9）。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10-12月期が前年同期比+3.8%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。

（図表9）



今後も労働需給の緩和から賃金上昇圧力の低下傾向が続くとみられる。ただし、トランプ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だろう。

一方、個人消費は前述のように1月の個人消費が減少したほか、関税政策などに伴い消費者センチメントが悪化するなど減速の兆候がみられる。今後、減税政策が実現すれば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とあって、個人消費は減速しよう。

（設備投資）規制緩和などは追い風も関税政策の不透明感もあって大幅な減速を予想

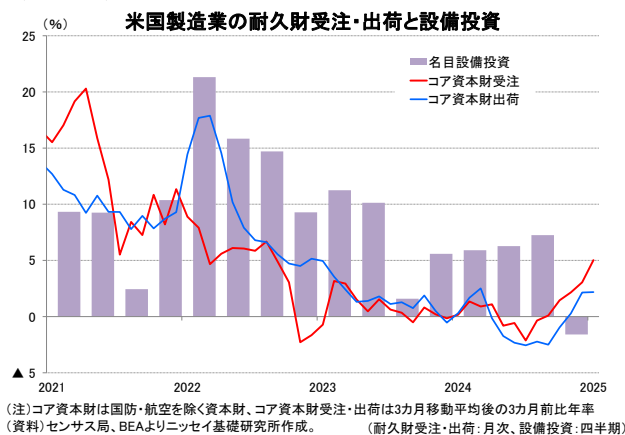
実質GDPにおける24年10-12月期の設備投資は前期比年率▲3.2%（前期：+4.0%）とマイナス成長となった（前掲図表6）。建設投資が前期比年率+1.1%（前期：▲5.0%）と前期からプラスに転じた一方、知的財産投資が横這い（前期：+3.1%）と伸びが鈍化したほか、設備機器投資が▲9.0%（前期：+10.8%）と前期から大幅なマイナスに転じて設備投資全体を押し下げたことが大きい。

もともと、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25年1月が+5.0%（前月：+3.1%）と伸びが加速しており、25年1-3月期に設備投資が増加に転じる可能性を示唆している（図表10）。

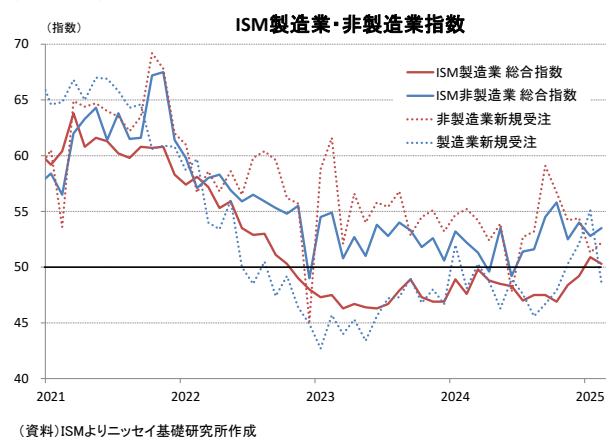
一方、25年2月のISM企業景況感指数は非製造業が53.5（前月：52.8）と前月から改善したほか、24年7月以降は好不況の境となる50を上回っており、比較的堅調を維持している（図表11）。また、新規受注も52.2（51.3）と24年9月の59.1からは低下しているものの、前月からは改善した。

これに対して製造業の景況感指数は 50.3 (50.9) と辛うじて 50 は上回ったものの、前月から低下した。とくに、新規受注は 48.6 (前月：55.1) と前月から大幅に低下し 50 を割り込んだ。ISM は、製造業指数の悪化要因としてトランプ政権による関税政策による経営ショックを挙げている。今後も関税政策をはじめ政策の予見可能性の低下は製造業の景況感をさらに悪化させる可能性が高いとみられる。実際に、3 月 5 日に発表された F R B の地区連銀経済報告 (ページブック)² では、全米企業の多くがトランプ政権による関税政策に対する不確実性に言及したことが示された。

(図表 10)



(図表 11)



設備投資は先行指標などから足元では増加に転じた可能性が高いものの、長期金利の高止まりに伴う調達コストの上昇や通商政策をはじめトランプ政権の政策に対する不透明感に伴い企業景況感の悪化から企業の購買や設備投資に関する意思決定は先送りされる可能性が高く、設備投資は来年にかけて大幅に減速しよう。

(住宅投資) 当面は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

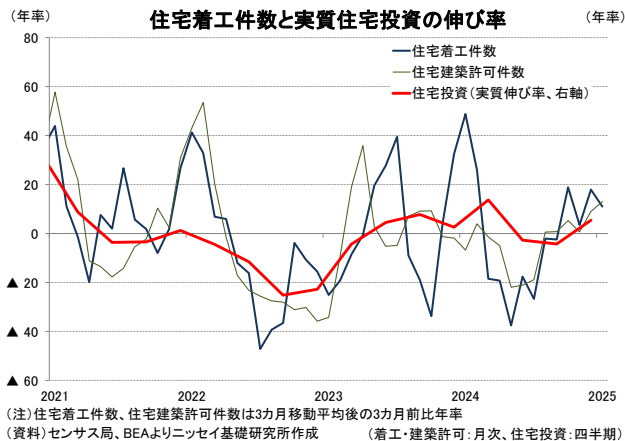
実質 GDP における住宅投資は 3 期ぶりにプラスに転じた (前掲図表 6)。これは集合住宅建設の減少が続いた一方、戸建てが増加に転じたことが大きい。また、住宅着工件数 (3 ヶ月移動平均、3 ヶ月前比年率) は 25 年 1 月が +11.0% (前月：+17.9%) と前月から伸びは鈍化したものの、2 ヶ月連続で 2 桁の伸びを維持しているほか、先行指標である住宅着工許可件数 (同) も +13.0% (前月：8.9%) と 2 桁の伸びとなっている (図表 12)。ただし、1 月の民間住宅建設支出は前月比年率で ▲5.2% (前月：+16.7%) と 4 ヶ月ぶりにマイナスに転じており、25 年 1-3 月期の住宅投資は再びマイナスに転じる可能性が示されている。

一方、住宅ローン金利は米国債金利の低下を反映して 2 月 28 日の週に 6.7% (前週：6.9%) と 24 年 12 月以来の水準に低下した (前掲図表 13)。また、住宅ローン金利の低下を受けて米抵当銀行協会 (M B A) 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 144.5 (前週：132.4) となり、前週比 +9.1% と 6 週ぶりに増加に転じた。

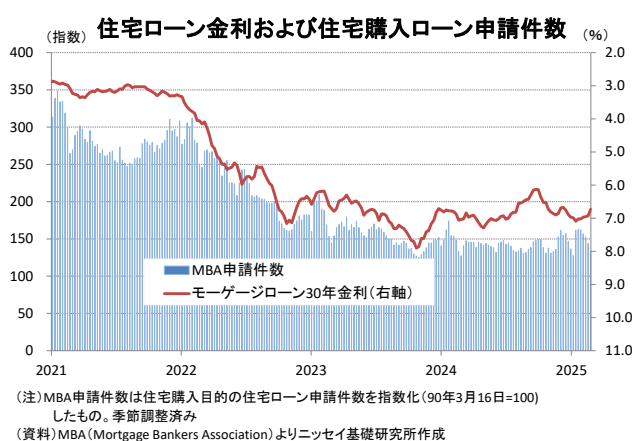
トランプ政権の関税政策などに伴うインフレ上昇や不法移民の強制送還に伴う建設労働者の不足などを受けて住宅価格の高止まりが続くとみられる。さらに、F R B は引き続き 26 年にかけて政策金利の引下げを断続的に実施すると予想しているものの、インフレ上昇から 25 年は住宅ローン金利の高止まりが予想される。その後、26 年末にかけてはインフレ低下に伴い住宅ローン金利の低下が見込まれるものの、低下幅は小幅に留まることから住宅需要の回復は限定的だろう。

² [Federal Reserve Board Publication](#)

(図表 12)



(図表 13)



(政府支出) 25 年度予算は予算決議の一本化、暫定予算への対応など非常に不透明

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、3 月 14 日期限の暫定予算で凌ぐ状況が続いている。上下院ともに共和党が過半数を占めているものの、下院では共和党の 218 議席に対して民主党が 214 議席と議席数の差が僅か 4 議席に留まっており、共和党から数人の反対がでるだけで法案が可決しない状況となっている。また、上院は共和党の議席数が 53 と議事妨害を防ぐのに必要な 60 議席を下回っており、トランプ減税の延長や不法移民の強制送還など予算措置をとる政策の実現は一筋縄ではいかない状況となっている。

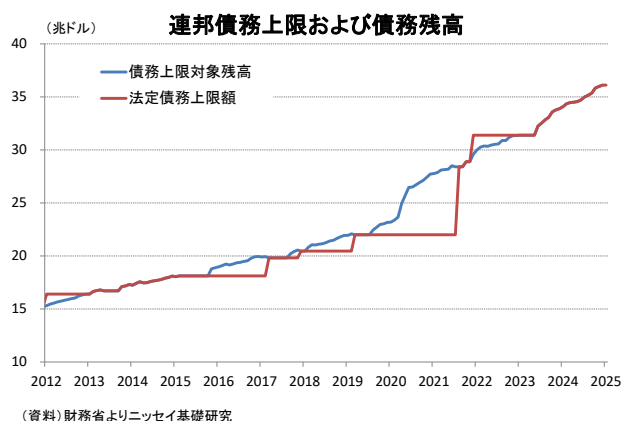
このような状況に対して、共和党は予算案を過半数の賛成で通過させるために財政調整措置の活用を目指している。財政調整措置を活用するためには予算決議が必要となるため、共和党は上下院で 25 年度の予算決議を策定し、それぞれの院で成立させた。しかしながら、上院では国境警備強化、不法移民の強制送還、エネルギー規制緩和、国防費増額などを盛り込み今後 10 年間で 3,400 億ドルの予算規模を提示したが、議論に時間を要するトランプ減税の延長については 25 年度分に盛り込まず、25 年 10 月からの 26 年度の予算決議に盛り込む方針である。

これに対して下院では今後 10 年間で 3,000 億ドル規模の国境警備強化などの歳出増加を見込むほか、最低▲1 兆 5,000 億ドル規模の歳出削減と最低 4 兆ドル規模の減税を盛り込んだ。同予算決議では歳出削減を▲2 兆ドルまで拡大した場合には減税額が 4 兆 5,000 億ドルまで拡大する仕組みとなっている。

一方、25 年 1 月 2 日にこれまで不適用となっていた連邦債務上限が 36.1 兆ドルで復活し、財務省は債務上限の抵触をさけるための特別措置で凌いでいる(図表 14)。この問題に関連して、下院の予算決議では債務上限を 4 兆ドル引き上げることも盛り込まれた。

今後共和党は予算決議の上下院案の一本化を図る。トランプ大統領は下院案を支持しているものの、下院案が目指す歳出削減を実現するためには国民に不人気のメディケイドやメディケアの削減が不可避となるため、26 年の中

(図表 14)



間選挙を前にこれらの削減に踏み込むのか、政治的に依然不透明となっており、上院で下院案が成立するのか予断を許さない。

また、14 日の暫定予算の期限が迫る中、25 年度の歳出法案審議が佳境を迎えているものの、マスク氏が主導する政府効率化省（DOGE）の歳出削減策をはじめ歳出法案の下院共和党内での意見集約に手間取っており、歳出法案審議は不透明となっている。このため、予算の期限切れに伴う連邦政府機関の閉鎖リスクが高まっている。

25 年度、26 年度の政府支出の動向は税制改革やDOGE の歳出削減の動向も含めて現時点で予測するのが非常に難しい状況となっている。

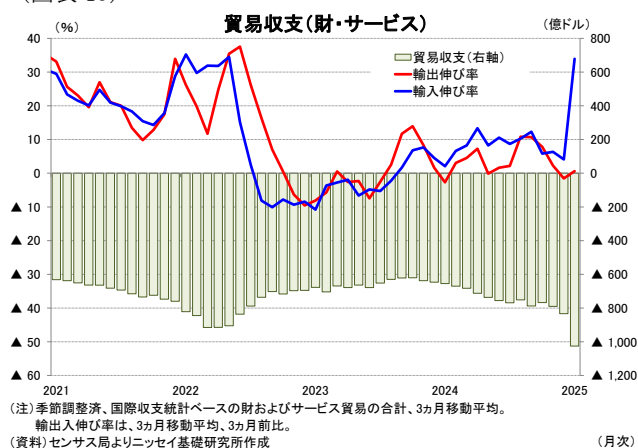
（貿易）流動的な関税政策に伴い予測が困難

実質GDPにおける24年10－12月期の外需は成長率寄与度が+0.1%ポイント（前期：▲0.4%ポイント）と小幅ながら4期ぶりにプラスに転じた（前掲図表6）。輸出入の内訳をみると輸出が前期比年率▲0.5%（前期：+9.6%）と前期から小幅なマイナスに転じた一方、輸入が▲1.2%（前期：+10.7%）と輸出を上回る減少となって外需の成長押上げに寄与した。

一方、先日発表された25年1月の貿易収支（3ヵ月移動平均）は季節調整済で▲1,026億ドル（前月：▲833億ドル）の赤字となり、前月から赤字幅が▲192億ドルの大幅拡大となった（図表15）。輸出入では輸出が前月から+12億ドル増加した一方、輸入が+204億ドルの大幅な増加となったことが大きい。このうち、財輸入は前月比+362億ドルの大幅な増加となったが、このうち205億ドルは完成金属輸入が占めており、商品の裁定取引に伴う金塊移送の影響が大きいとみられている。一方、当該金塊は他の製品の生産に使用される可能性は低いため、経済分析局はGDP産出からは除外するようだ。ただし、金塊の特殊要因を除いても1月の財輸入は拡大しており、トランプ政権の関税政策を見込んで輸入を前倒しした可能性が高い。このため、外需の成長率寄与度は25年1－3月期に再びマイナスに転じるとみられる。

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、外需は成長率寄与度のマイナス傾向を継続することが想定される。ただし、トランプ大統領は貿易赤字の解消を目指しており、今後も関税政策を乱発する可能性が高いため、貿易収支の動向は非常に不透明となっており、予測は困難である。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想定した。

（図表 15）



3. 物価・金融政策・長期金利の動向

（物価）関税、不法移民の強制送還がインフレ押上げ

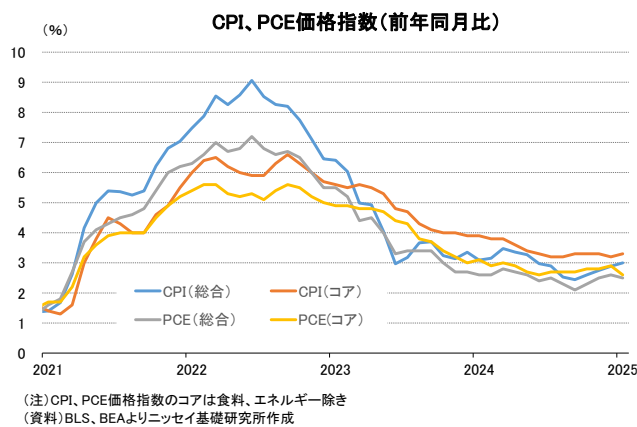
25年1月の主要なインフレ指標（前年同月比）は消費者物価（CPI）の総合指数が+3.0%（前月：+2.9%）、物価の基調を示すコア指数が+3.3%（前月：+3.2%）と前月から小幅上昇した（図表16）。また、FRBが物価指標として注目するPCE価格指数の総合指数が+2.5%（前月：+2.6%）、

コア指数が+2.6%（前月：+2.9%）とこちらは前月から小幅低下するなど両者の動きに乖離がみられた。ただし、いずれにせよF R Bが物価目標とする2%を上回っているほか、トランプ政権の関税に伴うインフレ上昇が見込まれることから、当面物価目標を上回る水準が継続することが見込まれる。

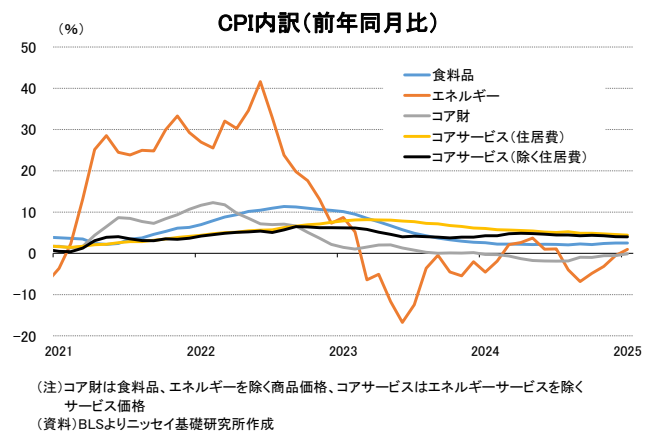
一方、25年1月のC P I（前年同月比）の内訳をみると、コア財価格が▲0.1%と引き続き物価押下げとなっているほか、エネルギー価格が+1.0%と物価上昇圧力が限定的に留まっている（図表17）。食料品価格は+2.5%と24年2月以降は2%台前半で比較的安定しているものの、依然としてF R Bの物価目標を僅かながら上回っている。

これに対して、C P Iの高止まり要因となっているコアサービス価格は、住居費が+4.4%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F R B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+4.0%とこちらも24年4月の+4.9%から低下基調が持続しているものの、依然として物価目標を大幅に上回っている。

（図表 16）



（図表 17）



コアサービス価格の先行きについては、トランプ政権の関税政策や移民政策を度外視すると、民間家賃指数の低下を後追いする形で住居費の低下が見込まれるほか、労働需給に緩和に伴う賃金上昇圧力の低下から、住居費除きのコアサービス価格も緩やかながら低下が見込まれる。

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70ドル近辺で横這い推移するとみており、エネルギー価格上昇によるインフレ加速は限定的と考えている。一方、当研究所はトランプ政権による関税政策が一時的な物価押し上げ要因となるほか、不法移民の強制送還に伴う労働力不足が賃金上昇圧力を高めると考えており、C P Iの総合指数（前年同月比）は25年後半から26年前半に3%超の水準に上昇すると予想する。通年では25年が+3.0%と24年（+3.0）並み、26年は+2.9%と僅かな低下を予想する。

（金融政策）25年、26年ともに年1回の利下げを予想

F R Bはインフレ抑制のために22年3月から政策金利の引上げを開始し、23年7月に5.5%に引上げた後は、23年9月から8会合連続で政策金利を据え置いた（図表18）。その後、F R Bはインフレ率が持続的に2%に向かいつつあることに自信を深めているとしたほか、もう一段の労働市場の悪化を望まないとして24年9月に政策金利を▲0.5%ポイントの引下げに転じたほか、11月、12月にも▲0.25%ポイント引き下げて4.5%とした。

ただし、25年1月のF O M C会合でパウエル議長は政策スタンスは有意に景気抑制的とした上

で、24年9月以降の▲1%ポイントの利下げによって、以前より大幅に緩和されているとし、経済好調を維持する中で政策スタンスの調整を急ぐ必要はないとして政策金利を据え置いた。

また、1月会合の議事要旨では次の利下げの前にインフレ抑制の更なる進展が必要となることが示された。さらに、同議長は3月7日の講演でも経済は底堅いペースで成長しているとして、利下げを急がない方針を示しており、3月のFOMC会合で政策金利が据え置かれる可能性が高い。

一方、トランプ政権の関税政策が景気を減速させる一方、一時的にインフレを加速させる可能性が高いことから、FRBは金融政策で難しい舵取りを迫られよう。当研究所は6月会合に向けてインフレが低下する一方、労働市場の減速が続く前提でFRBが6月に利下げを実施した後、関税政策や移民政策の影響に伴うインフレ上振れから25年後半から26年後半にかけて政策金利の据え置きを予想する。その後、関税政策に伴う一時的なインフレ加速の効果が剥落したことを確認して26年後半に年内1回の利下げを実施すると予想する。

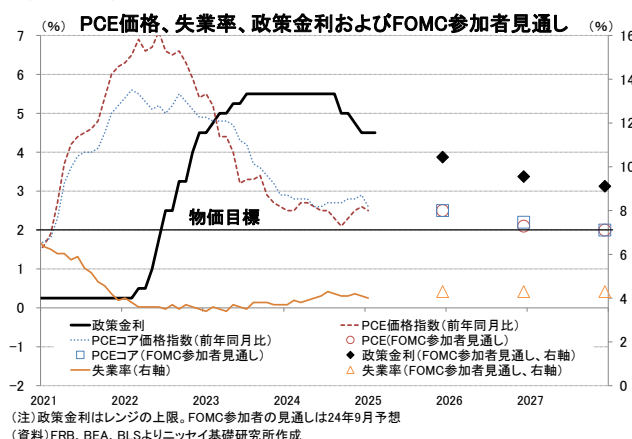
次回3月会合ではFOMC参加者の政策金利見通しが示されるが、24年12月に示された25年と26年で年2回の利下げペースからどのように変更されるのか注目される。

（長期金利）25年10－12月期平均が4.4%、26年10－12月期平均が同4.2%と予想

長期金利（10年金利）は、労働市場やインフレの低下を背景に24年9月のFOMC会合で通常の▲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（図表19）。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25年1月には一時4.8%近辺まで上昇した。しかし、その後は関税政策に伴う経済への不透明感が強まる中、個人消費や消費者信頼感指数が下振れするなど、リスク回避的な動きが強まり長期金利は低下に転じ、足元では4.3%近辺で推移している。

当研究所は、トランプ政権の関税政策などに伴う景気減速懸念から長期金利には低下圧力がかかる一方、インフレ高進に伴う金利上昇圧力もあって、長期金利の方向感の出難く25年を通じて4.4%で横這い推移を予想する。26年はインフレ低下や利下げ再開もあって26年10－12月期平均が4.2%と小幅低下しよう。米国経済やインフレ動向と同様、トランプ政権の政策予見可能性低下から長期金利の予想も非常に困難となっている。

（図表18）



（図表19）

