Weekly エコノミスト・レター

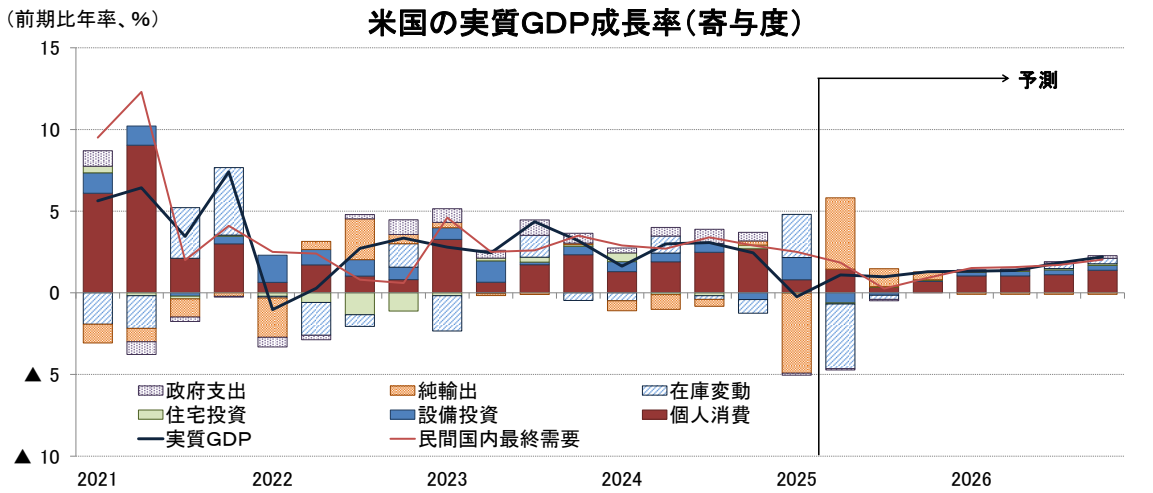
米国経済の見通し

－対中関税引き下げから景気後退懸念は緩和も、政策の予見可能性の低さから経済見通しは不透明

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 1－3 月期の実質ＧＤＰ成長率（前期比年率）は▲0.2%（前期：+2.4%）と 22 年 1－3 月期以来のマイナス成長。トランプ関税前の駆け込み需要による輸入の大幅な増加が成長率を▲4.9%ポイント押し下げたことが主な要因。
2．一連の関税政策に伴い米国の平均関税率は一時 28%程度まで上昇し、消費者や企業センチメントの大幅な悪化、株価や米国債が下落するなど米景気後退リスクが大幅に上昇。
3．しかしながら、5 月 12 日に対中関税の大幅な引き下げ発表を受けて、足元で景気後退懸念は一旦緩和。ただし、関税政策をはじめトランプ政権の経済政策に対する不透明感は強く、個人消費や設備投資の重石となる見込み。今後の焦点はトランプ減税の延長を含めた財政政策の行方。
4．トランプ政権の経済政策の予見可能性が低いため、経済見通しは非常に不透明。当研究所は引き続き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、26 年ともに+1.4%と 24 年の+2.8%から大幅な低下を予想。現時点では景気後退の回避がメインシナリオ。
5．金融政策は、トランプ政権の経済政策に伴う経済への影響を見極めた上で 25 年 12 月に利下げを再開。インフレ低下に伴い 26 年は 3 回の利下げを予想。
6．上記見通しのリスクはトランプ政権の予見不可能な関税政策を始めとする経済政策。

（図表１）



（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）

 | Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

１．　経済概況・見通し

（経済概況）1－3 月期の成長率は 22 年 1－3 月期以来のマイナス

米国の 25 年 1－3 月期の実質ＧＤＰ成長率（以下、成長率）は、改定値が前期比年率▲0.2%（前期：+2.4%）と 22 年 1－3 月期以来のマイナス成長となった（図表 1、図表 7）。

需要項目別では、設備投資が前期比年率+10.3%（前期：▲3.0%）と前期から 2 桁のプラスに転じたほか、在庫投資の成長率寄与度が+2.6%ポイント（前期：▲0.8%ポイント）と前期から成長押上げに転じた。

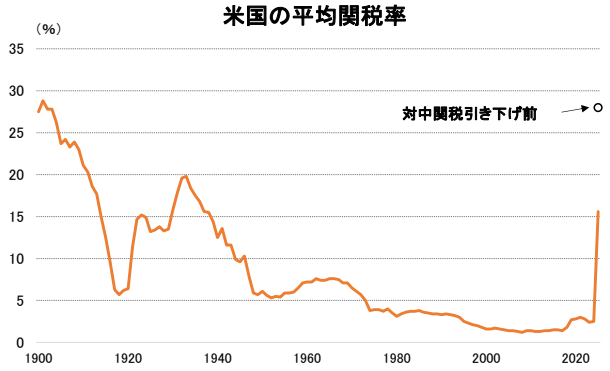
これに対して、住宅投資が前期比年率▲0.6%（前期：+5.5%）、政府支出が▲0.7%（前期：+3.1%）と前期からマイナスに転じたほか、個人消費が+1.2%（前期：+4.0%）と高い伸びとなった前期から大幅に鈍化した。さらに、外需の成長率寄与度が▲4.9%ポイント（前期：+0.3%ポイント）と大幅に成長率を押し下げた。外需の大幅なマイナス寄与と在庫投資のプラス寄与はトランプ関税前の駆け込み需要による輸入の増加とそれに伴う在庫の積み上げが主因である。

なお、ＧＤＰから外需、在庫投資、政府支出を除き民間需要の強さを示す民間国内最終需要は前期比年率+2.5%（前期：+2.9%）と前期からは小幅に伸びが鈍化したものの、堅調を維持しており、駆け込み需要による変動などを除けば米国経済は依然として堅調であることを示している。

一方、トランプ大統領は就任以来、カナダとメキシコを除くほとんどの国に対して 10%のユニバーサル関税を賦課したほか、カナダ、メキシコに対してＵＳＭＣＡ適合品以外の輸入品に 25%の関税、品目別にも安全保障を理由に鉄鋼・アルミ製品に 50%、自動車に 25%の関税を賦課している。この結果、米国の平均関税率は 4 月 9 日にトランプ大統領が対中関税率を 145%に引上げる発表したことを受けて一時 28%に急上昇したものの、5 月中旬に対中関税率が 30%に引下げられたことで 15%後半に低下した（図表 2）。なお、平均関税率は一頃よりは低下したものの、依然として 1938 年以来の高水準を維持している。

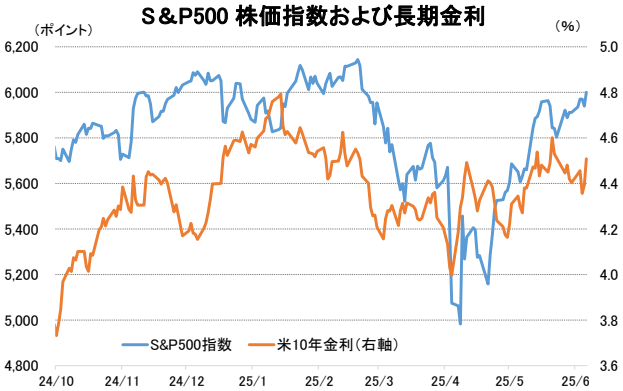
一連の関税政策を受けてＳ＆Ｐ500 株価指数は 25 年 2 月下旬につけた高値から 4 月上旬には▲18.9%の大幅な下落となった（図表 3）。また、通常安全資産とみなされている米国債も 10 年金利が 4 月上旬の 4%割れの水準から 5 月中旬には 4%台半ばまで上昇するなど、資金流出がみられドル安と併せて米金融資産離れの様相となった。

（図表 2）



（注）イエール大学バジェットラボ（TBL）が試算
（資料）イエール大学バジェットラボよりニッセイ基礎研究所作成

（図表 3）



（資料）ブルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

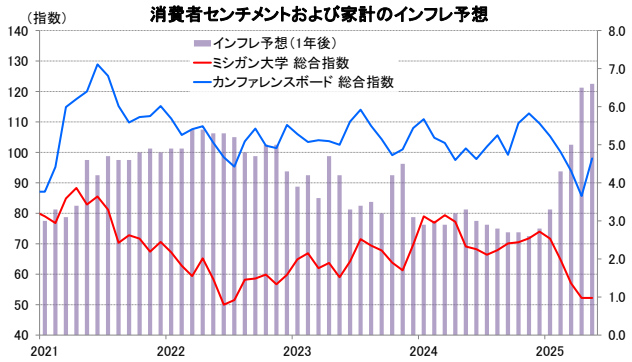
さらに、関税政策を懸念して消費者や企業センチメントなどのソフトデータは大幅に悪化した。消費者センチメントは 25 年 2 月以降悪化に弾みがついており、25 年 4 月のミシガン大学調査が

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

52.2 と 22 年 7 月以来の水準に低下したほか、コンファレンスボード調査が 85.7 とコロナ禍で大幅に悪化した 20 年 4 月以来の水準となった（図表 4）。また、関税に伴うインフレ懸念を背景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 4 月以降 6%超と 1981 年以来の水準に急上昇した。

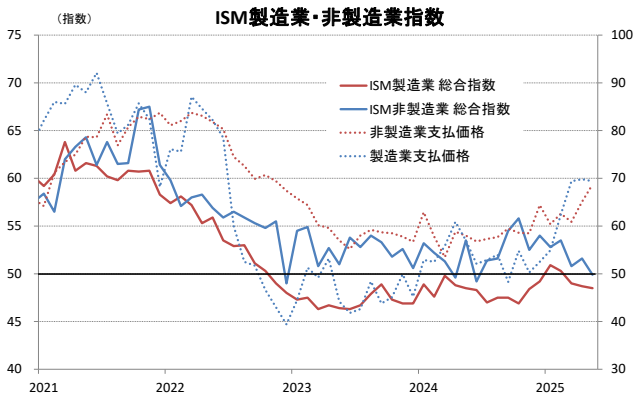
企業センチメントもＩＳＭ製造業景況指数が 25 年 3 月以降 3 ヵ月連続で好不況の境となる 50 を下回っているほか、同非製造業指数も 5 月が 49.9 と 24 年 6 月以来の 50 割れとなった（図表 5）。さらに、製造業の支払い価格指数は 5 月が 69.4 と 22 年 6 月以来、非製造業も 4 月は 68.7 と 22 年 11 月以来の水準に上昇するなど関税に伴うインフレ懸念も高まっている。

（図表 4）



（注）ミシガン大学は1966年1-3月期＝100、カンファレンスボードは1985年＝100。インフレ予想（1年後）はミシガン大学調査の家計の1年後のインフレ予想。
（資料）ミシガン大学、カンファレンスボードよりニッセイ基礎研究所作成

（図表 5）

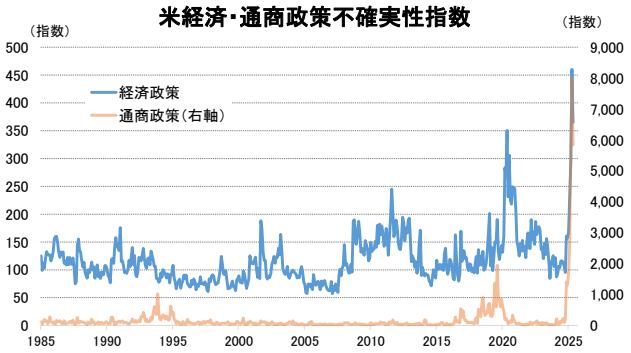


（資料）ISMよりニッセイ基礎研究所作成

このため、トランプ政権による関税政策によって 5 月中旬の対中関税引き下げ前までは、米景気後退懸念が強まると同時に、インフレ上昇が意識されるスタグフレーションリスクが高まった。ただし、前述の対中関税の大幅な引き下げに伴い株式市場や債券市場が上昇に転じたほか、5 月のカンファレンスボード調査が大幅な改善を示すなど米景気後退懸念は一旦緩和する状況となっている。

もっとも、一連の場当たり的な関税政策によって米国の経済政策および通商政策の予見可能性は大幅に低下した。実際に、経済政策の変動が経済の先行きに与える不確実性を示す米国の経済政策不確実性指数は 25 年 5 月が 365（前月 ： 460）、通商政策の不確実性指数が 5,847（前月 ：7,983）といずれも 1985 年の統計開始以来最高となった前月からは幾分低下したものの、依然として史上 2 番目の高水準となっている（図表 6）。

（図表 6）



（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、経済予測者の意見相違を定量化、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定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

このような経済政策や通商政策の不透明感は個人消費では高額商品の購入や企業の設備投資の意思決定を先送りさせる可能性が高いとみられる。

一方、関税政策は依然不透明な状況が続いているものの、連邦議会ではトランプ減税の延長を含めた税制改革審議が行われており、米国経済をみる上で今後の財政政策の行方も注目される。

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

（経済見通し）成長率（前年比）は 25 年、26 年ともに+1.4%を予想

トランプ大統領は就任以来、大統領令を活用して矢継早に政策を打ち出す中、関税政策の方針発表後に早期に軌道修正が行われるなど場当たり的な経済政策運営が続いている。米国経済はトランプ政権の経済政策によって左右されるが、トランプ政権の経済政策の予見可能性が低いため、米国経済の見通しは非常に不透明である。

当研究所は引き続き税制改革が成長押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考えている。今回の経済見通しを策定する際の経済政策の前提として、税制改革は現在上院で審議中の「一つの大きくて美しい予算案」（ＯＢＢＢＡ）の成立を想定した。関税政策ではユニバーサル関税の 10%、対中関税は 30%、カナダ、メキシコ関税はＵＳＭＣＡ適合品が非課税、それ以外は 25%、鉄鋼・アルミは 50%、自動車は 25%、半導体、医薬品は 7 月以降に 25%の関税が賦課されることを想定した。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。繰り返すが、トランプ政権の経済政策の予見可能性が低いため、これらの経済前提の確信度は低い。

これらの前提の下、当研究はトランプ政権の経済政策では主に関税政策の影響によって 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、当研究所は実質ＧＤＰ成長率（前年比）が 25 年、26 年ともに+1.4%と 24 年の+2.8%から大幅に低下することを予想する（図表 7）。また、現時点では景気後退の回避がメインシナリオである。

（図表 7）

米国経済の見通し

		2024年（実）	2025年（予）	2026年（予）	2024年 1-3（実）	2024年 4-6（実）	2024年 7-9（実）	2024年 10-12（実）	2025年 1-3（実）	2025年 4-6（予）	2025年 7-9（予）	2025年 10-12（予）	2026年 1-3（予）	2026年 4-6（予）	2026年 7-9（予）	2026年 10-12（予）
実質GDP	前期比年率、%	2.8	1.4	1.4	1.6	3.0	3.1	2.5	▲ 0.2	1.1	1.0	1.3	1.3	1.4	1.8	2.2
個人消費	前期比年率、%	2.8	2.2	1.4	1.9	2.8	3.7	4.0	1.2	2.1	0.5	1.0	1.5	1.5	1.6	2.0
設備投資	前期比年率、%	3.6	1.8	0.8	4.5	3.9	4.0	▲ 2.9	10.3	▲ 4.0	▲ 1.0	0.5	1.5	1.8	2.0	2.0
住宅投資	前期比年率、%	4.2	▲ 0.0	1.6	13.7	▲ 2.8	▲ 4.3	5.5	▲ 0.6	▲ 1.8	1.0	1.0	2.0	2.0	2.5	3.0
政府支出	前期比年率、%	3.4	1.0	0.2	1.8	3.1	5.1	3.1	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.5	0.0	0.5	0.5	0.5	1.0
在庫投資	寄与度	0.0	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.5	1.1	▲ 0.2	▲ 0.8	2.6	▲ 4.0	▲ 0.3	0.0	0.0	0.0	0.3	0.3
純輸出	寄与度	▲ 0.4	▲ 0.5	0.4	▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 0.4	0.3	▲ 4.9	4.4	1.1	0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
消費者物価（CPI－U）	前年同期比、%	3.0	3.4	2.9	3.2	3.2	2.7	2.7	2.7	3.4	3.7	3.6	3.4	2.6	2.7	2.7
失業率	平均、%	4.0	4.4	4.6	3.8	4.0	4.2	4.1	4.1	4.3	4.4	4.6	4.7	4.6	4.6	4.5
FFレート誘導目標	期末、上限、%	4.50	4.25	3.50	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	3.50
10年国債金利	平均、%	4.3	4.5	4.4	4.2	4.5	4.0	4.3	4.4	4.4	4.5	4.6	4.5	4.4	4.3	4.2
米ドル（ユーロ）	平均、ドル/ユーロ	1.09	1.12	1.17	1.09	1.08	1.10	1.07	1.05	1.13	1.14	1.15	1.16	1.17	1.17	1.18
米ドル（対円）	平均、円/ドル	152	146	137	148	156	150	152	153	144	145	141	139	137	137	136
原油価格（WTI先物）	平均、ドル/バレル	76	64	60	77	81	75	70	71	62	62	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

物価は、関税引上げに伴い一時的にインフレを押し上げることが見込まれる。消費者物価（ＣＰＩ）は前年同月比で 25 年後半から 26 年 1－3 月期にかけて再加速を予想する。通年では 25 年が前年比+3.4%と 24 年の+3.0%から上昇、26 年は+2.9%と関税のインフレ押上げ効果の剥落によって幾分低下しよう。

金融政策は、インフレが物価目標を上回る中、政策金利は幾分引締め気味となっており、ＦＲＢは経済政策による経済やインフレの動向を慎重に見極める姿勢を示している。このため、関税

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

政策をはじめとする経済政策による経済への影響を慎重に見極めた上で、25 年は 12 月に利下げを再開すると予想する。26 年はインフレ低下が続く中 9 月にかけて四半期に 1 回のペースで利下げを継続しよう。

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ものの、インフレ高進や財政赤字拡大に伴うタームプレミアムの上昇による上昇圧力もあって 25 年 10－12 月平均で 4.6%に上昇した後、26 年はインフレ低下もあって 26 年 10－12 月期平均で 4.2%へ低下しよう。

上記見通しに対するリスクは、関税政策をはじめトランプ政権の予見不可能な経済政策が挙げられる。先日発表された地区連銀報告（ベージュブック）では全地区で経済や政策の不透明感が高まり、企業や家計の意思決定に躊躇な慎重な姿勢がみられると報告された[1]。今後も様々な政策が矢継早に打ち出され、その直後に軌道修正されることが繰り返される場合には、金融市場が不安定化するほか、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一層抑制される可能性が高まろう。また、関税に伴うインフレの押上げは一時的とみられるが、関税政策の不透明感が続く場合には期待インフレ率の上昇が続く可能性があり、インフレ高進が長期化しよう。

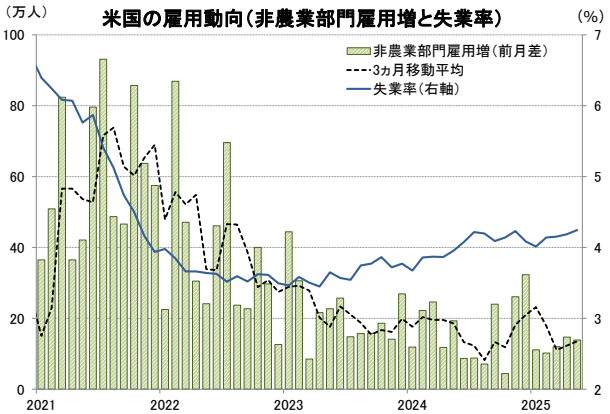
２． 実体経済の動向

（労働市場、個人消費）労働市場の緩やかな減速は継続、個人消費も関税の影響から減速へ

非農業部門雇用者数（前月比）は過去 3 ヵ月の雇用増加ペースが+13.5 万人と、過去 12 ヵ月の+14.9 人に比べて小幅な低下に留まるなど緩やかなペースで減速している（図表 8）。失業率は 24 年 5 月以降 4.0%～4.2%の狭いレンジで推移しており、関税政策に伴う企業景況感の悪化などにも関わらず、足元で雇用統計に大幅な悪化はみられない。

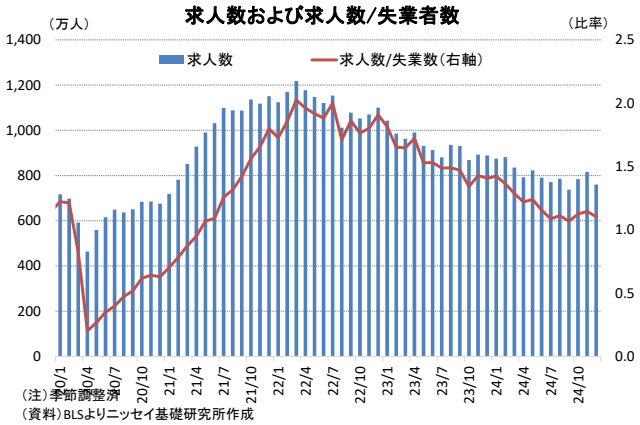
一方、労働需要を示す求人数は 22 年 3 月につけた 1,200 万人のピークから低下基調が持続しており、25 年 4 月は 739 万人とコロナ禍以前の水準を下回った（図表 9）。求人数と失業数の比較でも失業者 1 人に対して求人件数が 1.1 件（前月：1.2 件）と 22 年 3 月につけた 2.0 件のピークから大幅に低下し、コロナ禍前（20 年 2 月）の 1.2 件も下回るなど、労働需要の低下が続いている。

（図表 8）



（資料）BLSよりニッセイ基礎研究所作成

（図表 9）



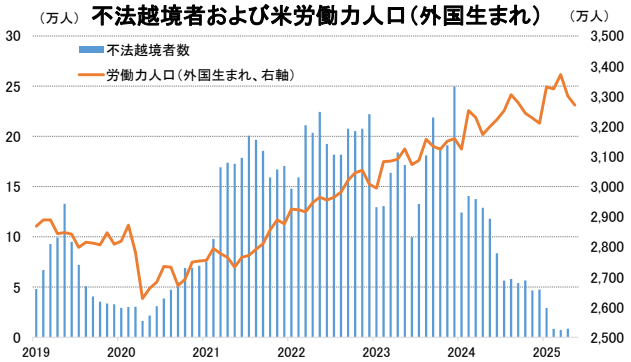
（注）季節調整済
（資料）BLSよりニッセイ基礎研究所作成

[1] https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/BeigeBook_20250604.pdf

Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

一方、ここ数年労働供給の主な回復要因となっていた不法移民をはじめとする移民流入人口は、外国生まれの労働力人口が 25 年 3 月に頭打ちとなるなど回復に陰りがみられている（図表 10）。これはバイデン政権が 24 年後半に移民政策を厳格化したことで、南部国境からの不法移民越境者数が 23 年 12 月の 25 万人をピークに大幅な減少に転じたことに加え、2 期目のトランプ政権で一段と厳格な移民政策が導入されたことから、25 年 2 月以降は 1 万人を下回る水準まで減少したことが大きい。今後も労働供給の回復は足踏みとなる可能性が高いだろう。

（図表 10）

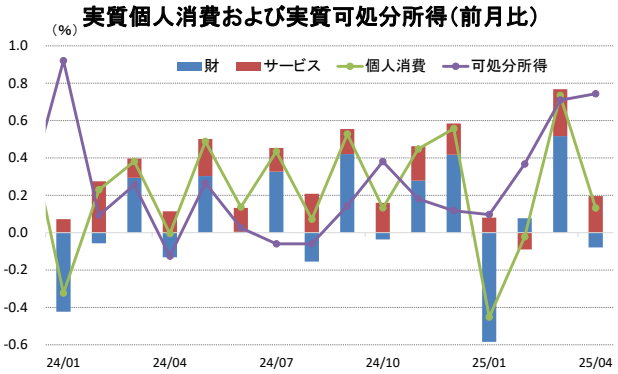


（注）不法越境者数は国境警備局が南西国境での入国不許可、逮捕、国外追放した人数の合計。
労働力人口（外国生まれ）は外国生まれの18歳以上の人口、未季調
（資料）税関・国境取締局（CBP）、BLSよりニッセイ基礎研究所作成

この結果、景気減速に伴う労働需要の低下にも関わらず労働供給の低下から労働需給の緩和は限定的となり、失業率で 5%を超えるような大幅な上昇は避けられよう。

一方、実質個人消費（前月比）は 25 年 1 月に大幅な落ち込みを示した後、3 月はトランプ関税による自動車価格の上昇を見込んだ関税前の駆け込み需要で自動車販売などが大幅に増加したこともあって、堅調な伸びとなっていた（図表 11）。4 月は駆け込み需要の反動もあって自動車販売が減少に転じるなど財消費は小幅なマイナスに転じたものの、サービス消費が堅調を維持した結果、全体ではプラスを維持した。

（図表 11）



（注）季節調節済み、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

今後は関税に伴う価格上昇や労働市場の減速もあって個人消費の減速は不可避だろう。一方、現在議会で審議されている大型減税策が成立すれば個人消費の落ち込みを一定程度緩和するとみられるため、財政政策の動向が注目される。

（設備投資）不透明な経済政策運営を背景に、当面は軟調推移を予想

実質ＧＤＰにおける 25 年 1－3 月期の設備投資は前期比年率+10.3%と高い伸びとなった（前掲図表 7）。建設投資が前期比年率▲1.4%とマイナスになったものの、知的財産投資が+4.6%となったほか、設備機器投資が 24.8%と大幅な伸びとなったことが大きい。設備機器投資では情報処理関連が+72.9%となり増加を牽引した。

一方、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 4 月が+2.0%（前月：+9.2%）とかろうじてプラスを維持しているものの、前月から大幅に伸びが鈍化しており、足元の企業景況感の悪化などを反映して、今後マイナスに転じる可能性が高い。このため、4－6 月期の設備投資は高い伸びとなった前期の反動もあってマイナスに転じるとみられる（図表 12）。

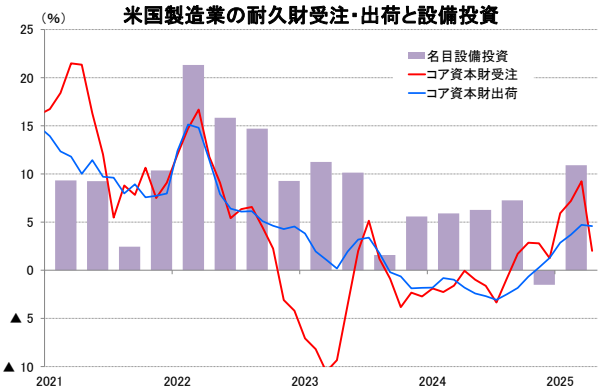
また、トランプ政権の関税政策に対する不透明感によって製造業では今後 1 年間の設備投資計画を縮小する動きがみられる。全米製造業協会（ＮＡＭ）による製造業企業に対する調査では現在の事業見通しが「やや前向き」または「非常に前向き」との回答割合が 24 年 10－12 月期の 70.9%か

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

ら 25 年 4－6 月期には 55.4%に低下する中、今後 1 年間の設備投資計画は 4－6 月期が前年比で僅か+0.3%といずれもコロナ禍で最も経済が落ち込んだ 20 年 4－6 月期以来の水準に低下しており、設備投資に慎重になっている姿勢が明確である（図表 13）。

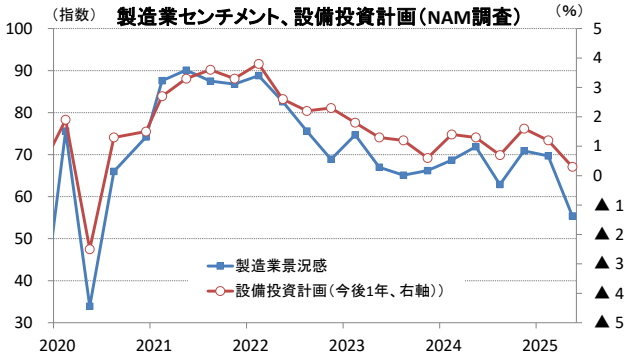
このため、当面は関税政策をはじめとする不透明な経済政策を背景に設備投資は軟調に推移する可能性が高いだろう。

（図表 12）



（注）コア資本財は国防・航空を除く資本財、コア資本財受注・出荷は3カ月移動平均後の3カ月前比年率
（資料）センサス局、BEAよりニッセイ基礎研究所作成。　（耐久財受注・出荷：月次、設備投資：四半期）

（図表 13）



（注）全米製造業協会（NAM）が420社に対して四半期毎に実施している景況感調査。製造業景況感は現在の事業見通しが「やや前向き」または「非常に前向き」と回答した割合。
（資料）NAMよりニッセイ基礎研究所作成

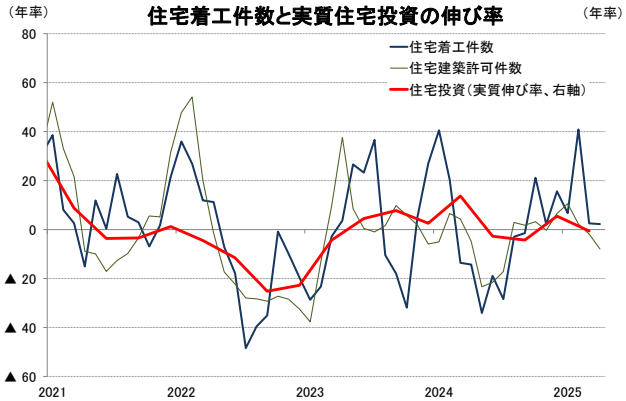
（住宅投資）当面は住宅ローン金利の高止まりから住宅需要も軟調推移

実質ＧＤＰにおける住宅投資は 25 年 1－3 月期が前期比年率▲0.6%と小幅ながらマイナス成長となった（前掲図表 7）。戸建て住宅は前期比年率+1.1%とプラス成長となった一方、集合住宅が▲12.0%の 2 桁のマイナスとなって住宅投資全体を押し下げた。

住宅着工件数（3 ヵ月移動平均、3 ヵ月前比年率）は 25 年 4 月が+2.2%と 2 月の+40.9%から大幅に低下しているほか、先行指標である住宅着工許可件数（同）は▲7.9%と 2 ヵ月連続でマイナスとなっている（図表 14）。このため、住宅投資は 4－6 月期も 2 期連続でマイナス成長となる可能性が高まっている。

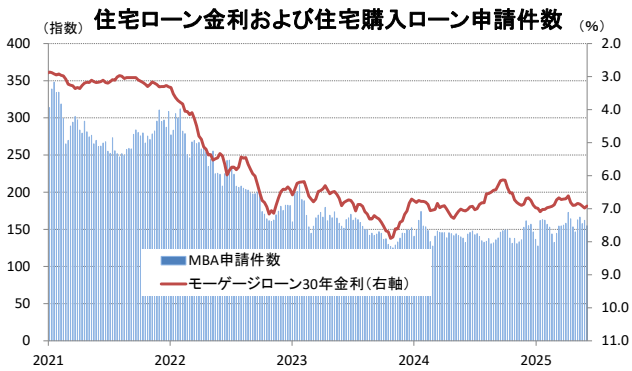
一方、住宅ローン金利は 5 月 30 日の週に 6.9%となっており、25 年 4 月以降は 6.8%から 7%のレンジで推移している（図表 15）。また、米抵当銀行協会（ＭＢＡ）が公表している住宅購入目的の住宅ローン申請件数（90 年 3 月を 100 とする指数）は 5 月 30 日の週が 156.5 と 25 年 1 月につけた 127.7 からは増加したものの、コロナ禍で 300 台と好調だった時期に比べて依然低水準で推移している。

（図表 14）



（注）住宅着工件数、住宅建築許可件数は3カ月移動平均後の3カ月前比年率
（資料）センサス局、BEAよりニッセイ基礎研究所作成　（着工・建築許可：月次、住宅投資：四半期）

（図表 15）



（注）MBA申請件数は住宅購入目的の住宅ローン申請件数を指数化（90年3月16日=100）したもの。季節調整済み
（資料）MBA（Mortgage Bankers Association）よりニッセイ基礎研究所作成

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

トランプ政権の関税政策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は続くとみられる。また、長期金利が 25 年末にかけて緩やかに上昇する中で住宅ローン金利は当面高止まりが予想されることから、住宅市場は当面軟調な状況が続こう。

（政府支出）減税法案審議が本格化、上下院案に乖離があり最終的な合意内容は不透明

25 年度（24 年 10 月～25 年 9 月）の予算審議では 3 月 15 日に年度末までの裁量的経費を確保するための暫定予算が成立したため、年度内の政府閉鎖は回避されることになった。暫定予算では国防費が前年度から約 60 億ドル増加する一方、非国防費が約 130 億ドル増加することが盛り込まれた。

一方、トランプ政権は 2017 年減税法で 25 年末に期限を迎える所得税減税の延長や政策公約で掲げたチップに対する非課税などの税政改正を実現するために上院での議事妨害を回避し、共和党の過半数だけで成立させることができる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、今後 10 年間の歳入・歳出等の見通しなどの予算編成の大枠を示す予算決議に各委員会に歳入法案や義務的経費の変更法案を作成することを示す財政調整指示を盛り込むことが必要となる。

共和党議会は下院の財政調整指示を盛り込んだ 25 年度の予算決議を 2 月 25 日に可決した後、上院は下院の予算決議に上院の財政調整指示を盛り込んだ修正案を 4 月 5 日に可決し、その後下院は 4 月 10 日に修正案を了承した。このため、予算決議は上下院の財政調整指示が混在するイレギュラーな形となっている。上下院の財政調整指示では下院が減税などに伴い 25 年度から 34 年度までの財政赤字を+2.8 兆ドル拡大することを許容する一方、上院案では+5.8 兆ドルの拡大を許容する内容となっている（図表 16）。また、歳出削減の規模は下院案の▲2 兆ドルに対して上院案では▲40 億ドルに留まるほか、債務上限の引き上げ幅は下院案の 4 兆ドルに対して、上院案が 5 兆ドルと上下院案で乖離がある。

（図表 16）
財政調整指示比較

項目	下院	上院
純赤字の影響	+2.8兆ドル	+5.8兆ドル(*)
最低総赤字削減額	▲2.0兆ドル	▲40億ドル
最大総赤字増加額	+4.8兆ドル	+5.8兆ドル(*)
ベースライン	現行法	現行政策
債務上限の引き上げ	+4.0兆ドル	+5.0兆ドル
経済成長の前提	予算は年平均2.6%の実質GDP成長率を想定	
下院歳入委員会、上院財政委員会指示	+4.5兆ドル	+1.5兆ドル

（＊）トランプ減税の延長に伴う現行政策を活用した場合の債務残高の削減分3.8兆ドルを含む
（資料）CRFBよりニッセイ基礎研究所作成

一方、予算決議を受けて下院は税制改革やメディケイドなどの歳出削減、不法移民の強制送還の費用確保、債務上限の引き上げなどを盛り込んだ財政調整法案「一つの大きくて美しい予算案」（ＯＢＢＢＡ）を 5 月 22 日、賛成 215 票、反対 214 票の僅差で可決した。

同法案には減税延長や 28 年度末の時限付きでチップや残業代の非課税化、子供向けの 1,000 ドルの貯蓄口座（ＭＡＧＡ口座）の創設などが盛り込まれる一方、低所得層向けの医療保険プログラムであるメディケイドに対して支給の条件として子供のいない健常成人に就労要件を課すことや、食料支援（ＳＮＡＰ）の制限による歳出削減などが盛り込まれた（図表 17）。

議会予算局（ＣＢＯ）はＯＢＢＢＡにより 25 年度～34 年度で財政赤字が▲2.4 兆ドル、利子を合わせた財政赤字の増加幅がおよそ▲3 兆ドルに上ると試算[2]している。なお、チップや残業代の非課税措置など新たに示された減税案の多くは 28 年度末までの時限措置となっており、これらの措

[2] https://www.cbo.gov/system/files/2025-06/61459-Debt-Service.pdf

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

置を恒久化した場合には、米シンクタンクの責任ある連邦予算委員会（ＣＲＦＢ）は財政赤字が5兆ドルに拡大するとしている[3]。

一方、ＯＢＢＢＡが実現した場合の経済への影響について、米シンクタンクのタックス・ファウンデーションは34年度のＧＤＰを+0.8％ポイント押し上げると試算[4]している。ちなみに、同シンクタンクは6月2日時点の関税政策に伴う長期のＧＤＰの押し下げ幅を▲0.8％ポイントと試算[5]しており、減税と関税で同程度の水準を見込んでいる。

（図表17）

OBBBAの概要

委員会・主な項目	財政赤字への影響
歳入委員会	▲3兆7,544億ドル
・2017年のトランプ税制改革の恒久化（個人・法人税減税）	
・チップ・残業代の非課税化、新たな子供向け貯蓄口座（MAGA口座）の創設	
州・地方税控除（SALT）の上限を$10,000から$40,000に引き上げ（年収$50万未満の納税者対象）	
非営利団体の税免除資格の見直し（テロ支援と判断された場合）	
軍事委員会	▲1,440億ドル
・無人機（ドローン）や無人水上・水中艇の導入を含む防衛費の増加	
国土安全保障委員会	▲791億ドル
・国境の壁建設（465億ドル）	
・税関・国境警備局（CBP）の施設改善（50億ドル）	
・CBP職員の増員と監視技術の強化	
・年間100万人の強制送還能力の整備	
司法委員会	▲90億ドル
・移民関連の法執行強化	
・特定の訴訟に対する免責条項の導入	
エネルギー・商務委員会	1兆856億ドル
・メディケイド（Medicaid）への就労要件の導入	
・受給者の費用負担増加と資格確認の強化	
教育・労働力委員会	3,491億ドル
・連邦直接補助付き学生ローンの廃止	
・Pell Grantの対象要件の厳格化	
・職業訓練向けの新たなPell Grant（Workforce Pell）の導入	
農業委員会	2,381億ドル
・補助金プログラムや食料支援（SNAP）の削減	
監督・政府改革委員会	124億ドル
・公的メディアや外交援助などの支出削減	
運輸・インフラ委員会	366億ドル
・インフラプロジェクトの見直しと効率化	
天然資源委員会	183億ドル
・国有地の管理費用の削減	
金融サービス委員会	52億ドル
・金融規制の見直しと効率化	
相互作用	▲1,750億ドル
債務増加額	▲2兆4,162ドル
利子	▲5510億ドル
利子を含む債務増加額	▲2兆9,670億ドル

（資料）CBO、CRFBよりニッセイ基礎研究所作成

ただし、減税が高所得層を中心に恩恵があるのに対して関税は低所得層ほど影響が大きくなるため、財政政策と関税を合わせた影響は所得階層によって大きく異なるとみられる。

なお、ＯＢＢＢＡは上院に送られ修正案が審議されているが、前述のように下院案とは開きがあるため、トランプ政権が成立を目指す7月4日までに成立するか予断を許さない。また、共和党議会での審議が難航した場合には8月中とみられる債務上限の期限前に合意できない可能性がある。その場合には別途超党派での債務上限の引き上げ法案を成立させる必要がある。

現時点で上院での修正案に関する報道が幾つかでているが、最終的な上院の修正案がどのような内容になるか現時点では不透明な他、上院の修正案は再度下院で採決する必要があるが、下院ですんなり上院案が可決されるか予断を許さない状況となっている。

当研究所は前述のように経済見通し前提としてＯＢＢＢＡの成立を想定しており、財政政策は26年以降の成長率の押上げ要因と予想している。

[3] https://www.crfb.org/blogs/cbo-estimates-3-trillion-debt-house-passed-obbba
[4] https://taxfoundation.org/research/all/federal/big-beautiful-bill-house-gop-tax-plan/
[5] https://taxfoundation.org/research/all/federal/trump-tariffs-trade-war/

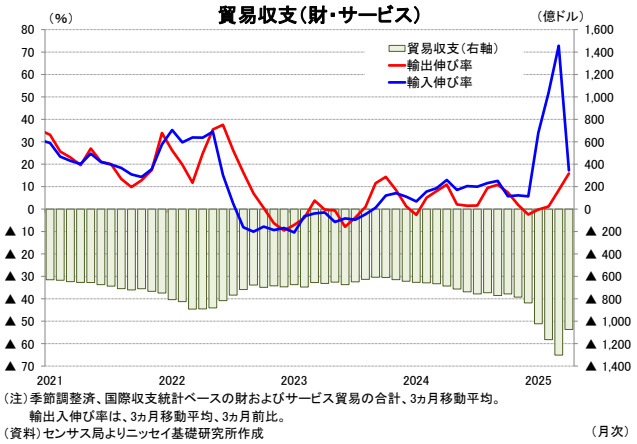
 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

（貿易）25 年 4－6 月期は前期の駆け込み需要の反動で外需の成長寄与度は大幅なプラス寄与へ

実質ＧＤＰにおける外需の成長率寄与度は前述のように 25 年 1－3 月期が▲4.9%ポイントの大幅な成長押し下げとなった（前掲図表 7）。輸出入の内訳をみると、輸出が前期比年率+2.4%となったのに対して、輸入が+42.6%と 20 年 7－9 月以来の伸びとなって貿易赤字を大幅に拡大させた。輸入は財輸入が+53.3%増加したことが大きいが、これはトランプ関税前の駆け込み需要に伴う輸入の増加を反映しており、消費者財（自動車除き）が+142.9%、資本財+50.9%、自動車関連が+12.6%と大幅な増加となった。

一方、先日発表された 25 年 4 月の貿易収支（3 ヵ月移動平均）は季節調整済で▲1,073 億ドル（前月：▲1,302 億ドル）の赤字となり、前月から赤字幅が 229 億ドルの大幅な縮小となった（図表 18）。輸出入では輸出が前月から+56 億ドル増加した一方、輸入が主に財を中心に▲172 億ドル縮小した。このため、3 月までの駆け込み需要に伴う輸入増加はピークを過ぎた可能性が高く、4－6 月期の外需の成長率寄与度は 1－3 月期の反動もあって大幅な成長押上げに転じることが見込まれる。

（図表 18）



（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

外需はトランプ政権の場当たり的な関税政策の影響を受けるため、予測するのが困難である。当研究所は基本的に現在の関税政策が継続することを見通しの前提にしており関税競争の激化は避けられると予想している。また。既に駆け込みの輸入増によって在庫が大幅に積み上がっていることから、当面は輸入の増加は緩やかになろう。

この結果、25 年の外需の成長率寄与度はプラスを維持すると予想する。26 年以降は米国経済が貿易相手国に対して相対的に堅調を維持することが見込まれるため、輸入が輸出を上回る状況が続き、外需の成長率寄与度は小幅ながらマイナス寄与が続くと予想する。

３．　物価・金融政策・長期金利の動向

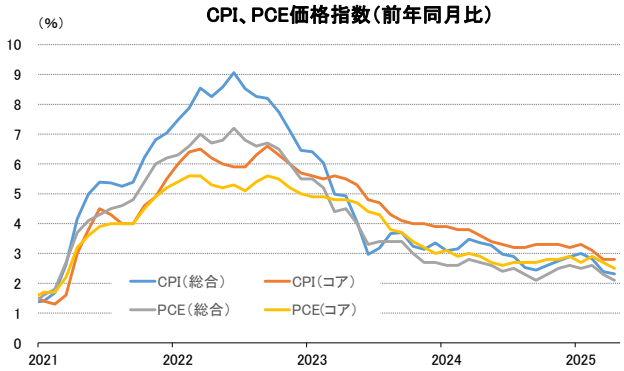
（物価）関税が一時的にインフレを押上げ

25 年 4 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+2.3%、物価の基調を示すコア指数が+2.8%とそれぞれ 25 年 1 月の+3.0%、+3.3%から低下基調が持続している（図表 19）。また、ＦＲＢが物価指標として注目するＰＣＥ価格指数も総合指数が+2.1%、コア指数が+2.5%（前月：+2.9%）とこちらも 25 年 2 月の+2.6%、+2.9%から低下基調が続いているため、足元でトランプ政権の関税引き上げの影響は限定的となっている。

これに対して、前述のように家計の短期インフレ予想が関税政策を懸念して大幅に上昇した。ミシガン大学調査の家計の 1 年後のインフレ予想は 25 年 5 月が前年比+6.6%と 1981 年以来の水準に上昇したほか、今後 5 年～10 年のインフレ予想は 5 月が+4.2%と前月の+4.4%からは低下したものの、91 年以来の水準となっている（図表 20）。

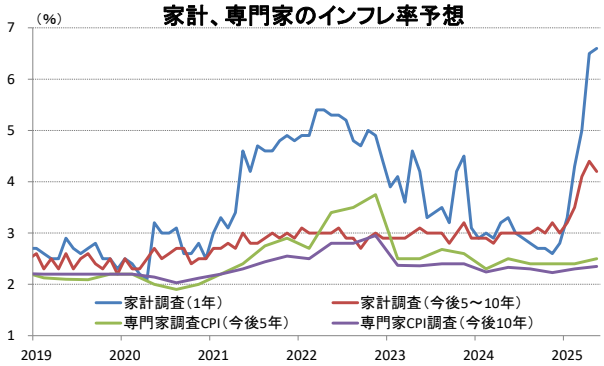
 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

（図表 19）



（注）CPI、PCE価格指数のコアは食料、エネルギー除き
（資料）BLS、BEAよりニッセイ基礎研究所作成

（図表 20）



（注）家計調査はミシガン大学調査、専門家調査はフィラデルフィア連銀の調査
該当期間の平均インフレ率の予想中央値
（資料）ミシガン大学、フィラデルフィア連銀よりニッセイ基礎研究所作成

もっとも、家計のインフレ予想とは対照的にフィラデルフィア連銀による専門家調査では 25 年4－6 月期の今後 5 年間のＣＰＩ予想が前年比+2.5%、今後 10 年間のＣＰＩ予想が+2.4%と概ねＦＲＢの物価目標（2%）と整合的な水準となっており、関税の影響は限定的に留まっている。

当研究所はトランプ政権による関税政策によってＣＰＩの総合指数は 25 年 7－9 月期には+3.7%と足元の水準から 1%ポイント以上の押上げになると予想するものの、関税による物価押上げは一時的で 25 年 10－12 月期以降は再びＣＰＩが低下基調に転じ、26 年 10－12 月期には+2.7%まで低下すると予想している。この結果、通年では 25 年が+3.4%と 24 年の+3.0%から上昇するものの、26 年は+2.9%と 25 年から低下しよう。

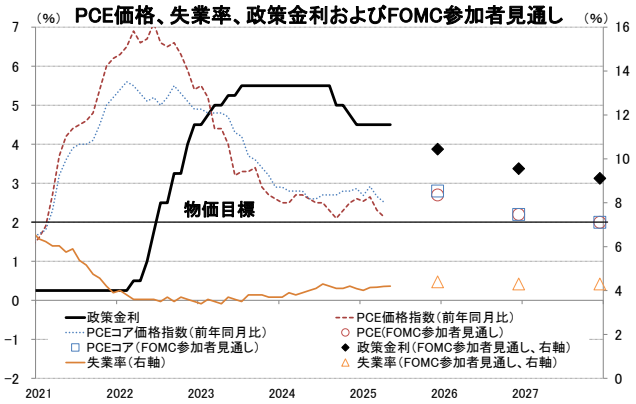
ただし、トランプ政権の場当たり的な関税政策が今後も継続し、家計のインフレ予想は高止まり、もしくは一段と上昇する場合にはインフレ高進が長期化する可能が高まろう。

（金融政策）25 年内は 1 回、26 年は 3 回の利下げを予想

ＦＲＢはインフレ率が持続的に 2%に向かいつつあるとした上で、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%引き下げたほか、11 月と 12 月にもそれぞれ▲0.25%引き下げて 4.25%～4.5%としていた（図表 21）。

その後、ＦＲＢは 25 年 5 月会合まで政策金利を 3 会合連続で据え置いている。これは、トランプ大統領による場当たり的な関税政策の影響で 25 年の経済見通しの不透明感が増している中、ＦＲＢは足元の政策金利水準は適切で経済の状況がより明確になるまで様子をみると判断していることが背景にある。

（図表 21）



（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

直近 5 月会合に関する議事要旨でも、ＦＯＭＣ参加者が主に関税引き上げの潜在的な影響を反映して、雇用と経済活動に関する下振れリスクとインフレに対する上振れリスクが高まったことを指摘した上で、経済見通しの不確実性が高まったことから、政府政策の一連の変更による正味の経済効果が明かになるまで慎重なアプローチを取ることが適切であるとの認識で一致したことが改めて示された。

一方、5 月会合以降も経済見通しに対する不確実性は払拭されていないことから、来週予定され

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

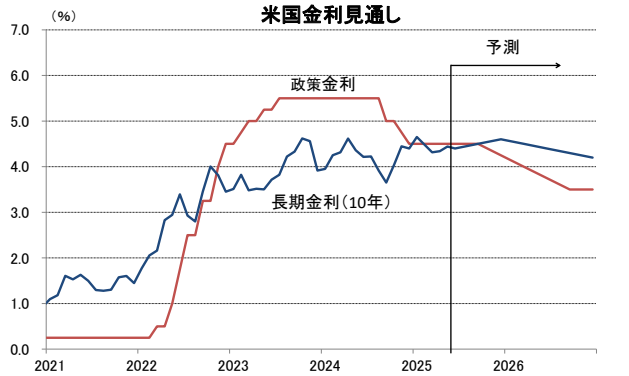
ている６月会合でも政策金利の据え置きが確実視されている。なお、６月会合ではＦＯＭＣ参加者の政策金利見通しが公表される。ＦＯＭＣ参加者がどの程度の利下げを見込んでいるのか、見通しの中央値だけでなく、各参加者の見通しのバラつきをみる上でドットチャートの動向が注目される。

当研究所はインフレが物価目標を上回る中、政策金利は幾分引締め気味となっており、ＦＲＢは経済政策による経済やインフレの動向を慎重に見極める姿勢を示していることから、これらの影響を慎重に見極めた上で 25 年は 12 月に利下げを再開すると予想している。26 年はインフレ低下が続く中で９月にかけて四半期に１回のペースで利下げを継続しよう。

（長期金利）25 年 10－12 月期平均が 4.6%、26 年 10－12 月期平均が 4.2%と予想

長期金利（10 年金利）は、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（図表 22）。しかし、ユニバーサル関税や相互関税の発表を受けて米景気後退懸念が強まり、４月上旬に一時 4%割れまで低下した。その後は、相互関税の適用延期や対中関税の大幅な引き下げを受けて米景気後退懸念が緩和したほか、米財政赤字拡大懸念が強まったこともあって長期金利は上昇に転じ、足元は 4%台半ばで推移している。

（図表 22）



（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）

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低下圧力がかかるものの、インフレ高進や財政赤字に伴うタームプレミアムの上昇による上昇圧力もあって、25 年 10－12 月期平均で 4.6%に上昇した後、26 年はインフレ低下もあって 26 年 10－12 月期平均で 4.2%への低下を予想している。

本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と完全性を保証するものではありません。
また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。