

Weekly  
エコノミスト・  
レター

## 米国経済の見通し

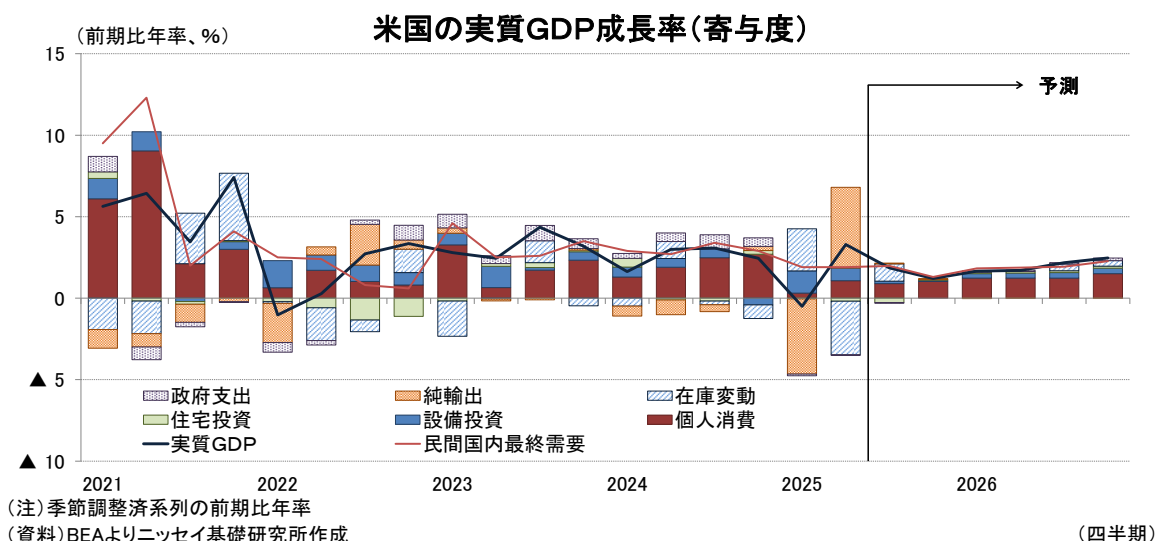
— 高関税政策にも関わらず米国経済は足元堅調維持。今後は景気減速へ

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4-6月期の実質GDP成長率（前期比年率）は+3.3%（前期：▲0.5%）と前期からプラス成長に転換。トランプ関税前の駆け込み需要の反動減に伴い外需が成長率を+5.0%ポイント押し上げたほか、内需は前期並みの伸びを維持。
2. 関税政策は依然として不透明な状況となっているものの、足元で個人消費は堅調。一頃に比べて経済政策の不確実性は低下したこともあって、株価は史上最高値圏で推移しているほか、長期金利は4%台前半での推移となるなど、金融市場は安定。
3. ただし、7月の雇用統計で過去2ヵ月分の雇用者数が大幅に下方修正されたほか、8月も雇用者数が前月、市場予想を大幅に下回るなど、労働市場の減速が顕著となっており、関税政策に伴う実体経済への影響が顕在化した可能性を示唆。
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年ともに小幅ながら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+1.7%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、労働市場の減速を受けて25年9月に利下げを再開、12月にも追加利下げを実施しよう。26年はインフレ低下もあって2回の追加利下げを予想。
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。一部の関税に関する違憲判決が確定した場合は成長を押し上げる可能性もあろう。

（図表1）



# 1. 経済概況・見通し

## (経済概況) 4-6 月期の成長率は前期からプラス成長に転換

米国の 25 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率（以下、成長率）は、改定値が前期比年率+3.3%（前期：▲0.5%）と 22 年 1-3 月期以来のマイナス成長となった前期からプラス成長に転換した（図表 1、図表 6）。

需要項目別では、住宅投資が前期比年率▲4.7%（前期：▲1.3%）、政府支出が▲0.2%（前期：▲0.6%）と 2 期連続でマイナス成長となった。また、在庫投資の成長率寄与度が▲3.3%ポイント（前期：+2.6%ポイント）と前期から大幅な成長押し下げに転じた。さらに、設備投資が前期比年率+5.7%（前期：+10.3%）と堅調を維持したものの前期から伸びが鈍化した。

これに対して、個人消費が+1.6%（前期：+0.5%）と前期から伸びが加速したほか、外需の成長率寄与度が+5.0%ポイント（前期：▲4.6%ポイント）と成長率を大幅に押し上げた。外需の大幅なプラス寄与は前期にみられたトランプ関税前の駆け込み需要に伴う輸入増加の反動減で輸入が大幅に減少したことが大きい。

GDP から外需、在庫投資、政府支出を除き内需の強さを示す民間国内最終需要は前期比年率+1.9%（前期：+1.9%）と前期並みを維持しており、関税政策の影響は限定的に留まった。

なお、個人消費は 25 年 7 月の実質個ベースの前月比が+0.3%（前月：+0.1%）と前月から伸びが加速しており、7-9 月期に向けて堅調なスタートを切った（図表 2）。サービス消費が+0.1%増加した一方、自動車・自動車部品が+4.5%となったこともあって財消費が+0.9%と高い伸びとなるなど、現時点で関税の影響は限定的に留まっている。さらに、7 月は実質可処分所得が前月比+0.2%（前月：横這い）と増加したことも消費の下支え要因となった。

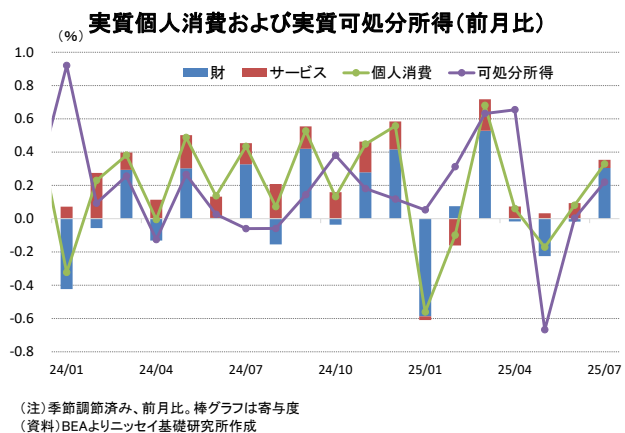
一方、トランプ政権の経済政策は関税政策を

はじめ不透明な状況が続いているものの、一頃に比べて政策の予見可能性低下には歯止めがかかっている。トランプ大統領が就任初日から大量の大統領令を発出してバイデン政権時代の経済政策を大幅に軌道修正した。また、4 月 2 日発表の相互関税をはじめとする場当たりの通商政策を実施した結果、米国の経済政策と通商政策の予見可能性を示す不確実性指数は 25 年 4 月には 1985 年の統計開始以来最高水準となっていた（図表 3）。しかしながら、その後は、新たな経済政策や関税政策の発表頻度が低下していることもあって、不確実性指数は 4 月をピークに低下し、足元は 25 年 2 月以来の水準となっている。

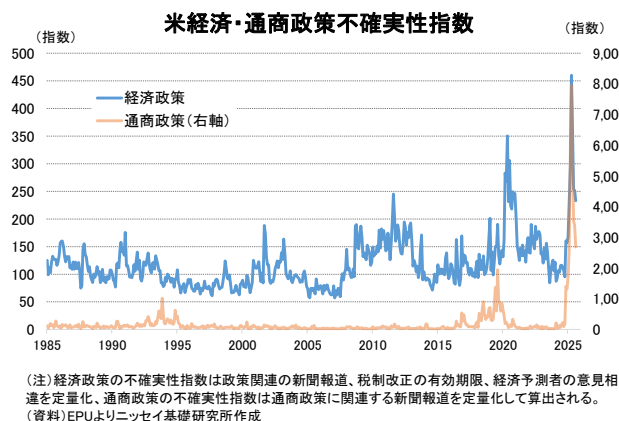
また、政策の予見可能性低下もあって、4 月に大幅に不安定化した金融市場も S & P 500 指数が足元は史上最高値圏で推移しているほか、米 10 年金利も 7 月中旬以降 4%台前半での推移となるなど足元は安定している（図表 4）。

このため、政策の予見可能性の低下に歯止めがかかっていることや、金融市場の安定も米国経済が堅調を維持する要因とみられる。

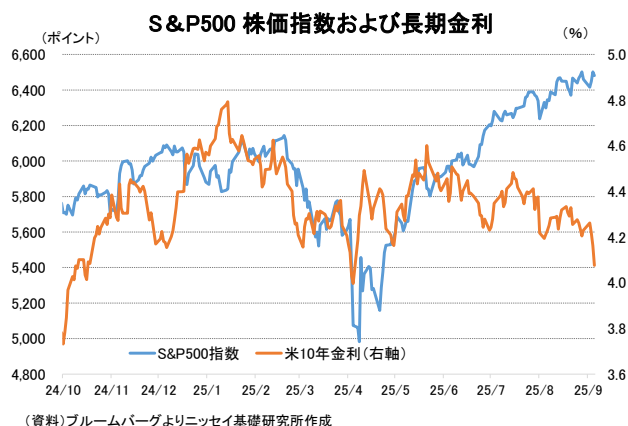
(図表 2)



(図表 3)



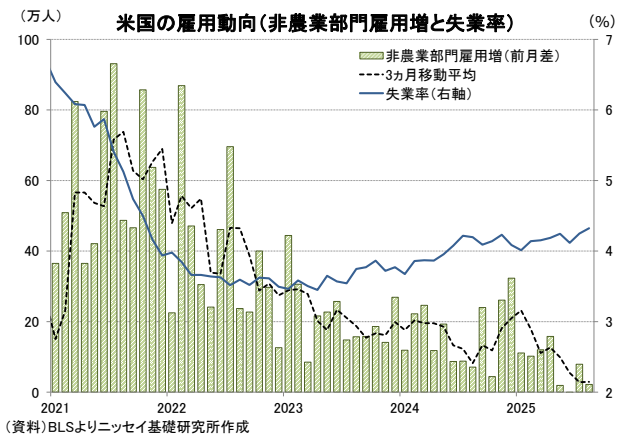
(図表 4)



そのような中、7月の雇用統計で非農業部門雇用者数が前月比+7.3万人と市場予想の+10.4万人を下回ったほか、過去2ヵ月分が合計▲25.8万人の大幅な下方修正されたことで衝撃が走った。とくに、2ヵ月合計の下方修正幅はコロナ禍の20年5月以来の水準であり、このような大幅な下方修正は過去には金融危機やパンデミックなど景気の転換点を示したことから、労働市場の減速懸念が広がった。

さらに、注目された8月の非農業部門雇用者数が前月比+2.2万人と前月改定値の+7.9万人、市場予想の+7.5万人を大幅に下回ったほか、過去2ヵ月分が合計▲2.1万人下方修正された結果、過去3ヵ月の月間平均増加ペースが僅

(図表 5)



か+2.9万人まで低下した(図表5)。これは、25年1月~4月の月間平均増加ペースの+12.3万人、24年5月~25年4月の+15.0万人と比べて25年5月以降に雇用の伸びが大幅に鈍化したことを明確に示した。

F R Bのパウエル議長は7月の雇用統計発表前に行われた7月F O M C会合後の記者会見で労働市場が完全雇用か完全雇用に近いとの評価を示していたものの、8月下旬のジャクソンホール会議での講演では7月の雇用統計の結果を受けて、雇用リスクが下方へ傾いていることを指摘した上で、政策スタンスの調整を必要とする可能性があるとして9月会合での利下げの可能性を示唆していた。8月の雇用統計を受けて9月会合での利下げがほぼ現実になったと言えよう。

### (経済見通し) 成長率(前年比)は25年、26年ともに+1.7%を予想

経済政策や通商政策は一頃に比べて予見可能性低下には歯止めがかかっている。しかしながら、トランプ大統領は依然として場当たりの関税政策運営を続けているほか、国際緊急権限法(I E E P A)に基づく関税政策に対して連邦控訴裁判所から違憲判決が示されるなど、関税政策は流動的な状況が続いている。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よって左右される状況が続いており、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「一つの大きく美しい法」(OBBBA)に盛り込まれた減税政策など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、関税政策では国別には9月9日時点で発表された相互関税率を前提とするほか、対中関税は30%、カナダ、メキシコ関税はUSMCA適合品が非課税、それ以外はカナダが35%<sup>1</sup>、メキシコが25%、インド、ブラジルが50%を想定した。物品別では鉄鋼・アルミ・銅は50%、自動車は25%（ただし、英国10%、EU・日本・韓国は15%）、半導体は9月末までに15%、医薬品は9月末までに25%関税を想定した。

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。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+1.7%と24年の+2.8%から大幅に低下することを予想する（図表6）。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 6)

|              |           | 2024年   | 2025年 | 2026年 | 2024年      |            |            |              | 2025年      |            |            |              | 2026年      |            |            |              |
|--------------|-----------|---------|-------|-------|------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|
|              |           | (実)     | (予)   | (予)   | 1-3<br>(実) | 4-6<br>(実) | 7-9<br>(実) | 10-12<br>(実) | 1-3<br>(実) | 4-6<br>(実) | 7-9<br>(予) | 10-12<br>(予) | 1-3<br>(予) | 4-6<br>(予) | 7-9<br>(予) | 10-12<br>(予) |
| 実質GDP        | 前期比年率、%   | 2.8     | 1.7   | 1.7   | 1.6        | 3.0        | 3.1        | 2.5          | ▲ 0.5      | 3.3        | 1.2        | 1.2          | 1.7        | 1.7        | 1.8        | 2.1          |
| 個人消費         | 前期比年率、%   | 2.8     | 2.0   | 1.7   | 1.9        | 2.8        | 3.7        | 4.0          | 0.5        | 1.6        | 1.0        | 1.5          | 1.8        | 1.8        | 1.8        | 2.2          |
|              | 設備投資      | 前期比年率、% | 3.6   | 3.9   | 1.8        | 4.5        | 3.9        | 4.0          | ▲ 2.9      | 10.3       | 5.7        | 1.0          | 0.5        | 1.8        | 2.0        | 2.2          |
| 住宅投資         | 前期比年率、%   | 4.2     | ▲ 1.9 | 0.7   | 13.7       | ▲ 2.8      | ▲ 4.3      | 5.5          | ▲ 1.3      | ▲ 4.7      | ▲ 8.0      | 1.0          | 2.5        | 3.0        | 3.5        | 4.0          |
| 政府支出         | 前期比年率、%   | 3.4     | 1.2   | 0.3   | 1.8        | 3.1        | 5.1        | 3.1          | ▲ 0.6      | ▲ 0.2      | ▲ 0.2      | 0.0          | 0.5        | 0.5        | 0.5        | 1.0          |
| 在庫投資         | 寄与度       | 0.0     | 0.0   | ▲ 0.1 | ▲ 0.5      | 1.1        | ▲ 0.2      | ▲ 0.8        | 2.6        | ▲ 3.3      | 0.8        | 0.0          | 0.0        | 0.0        | 0.0        | 0.0          |
| 純輸出          | 寄与度       | ▲ 0.4   | ▲ 0.3 | 0.3   | ▲ 0.6      | ▲ 0.9      | ▲ 0.4      | 0.3          | ▲ 4.6      | 5.0        | ▲ 0.1      | 0.1          | ▲ 0.0      | ▲ 0.0      | ▲ 0.0      | ▲ 0.0        |
|              |           |         |       |       |            |            |            |              |            |            |            |              |            |            |            |              |
| 消費者物価(CPI-U) | 前年同期比、%   | 2.9     | 2.9   | 2.8   | 3.2        | 3.2        | 2.7        | 2.7          | 2.7        | 2.5        | 3.1        | 3.3          | 3.1        | 3.0        | 2.6        | 2.3          |
| 失業率          | 平均、%      | 4.0     | 4.3   | 4.4   | 3.8        | 4.0        | 4.2        | 4.1          | 4.1        | 4.2        | 4.3        | 4.5          | 4.5        | 4.5        | 4.4        | 4.3          |
|              |           |         |       |       |            |            |            |              |            |            |            |              |            |            |            |              |
| FFレート誘導目標    | 期末、上限、%   | 4.50    | 4.00  | 3.50  | 5.50       | 5.50       | 5.00       | 4.50         | 4.50       | 4.50       | 4.25       | 4.00         | 3.75       | 3.50       | 3.50       | 3.50         |
| 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        | 4.3        | 4.5          | 4.4        | 4.3        | 4.2        | 4.2          |
| 米ドル(ユーロ)     | 平均、ドル/ユーロ | 1.09    | 1.13  | 1.20  | 1.09       | 1.08       | 1.10       | 1.07         | 1.05       | 1.13       | 1.17       | 1.18         | 1.19       | 1.20       | 1.20       | 1.21         |
| 米ドル(対円)      | 平均、円/ドル   | 152     | 148   | 140   | 148        | 156        | 150        | 152          | 153        | 145        | 148        | 145          | 142        | 141        | 140        | 138          |
| 原油価格(WTI先物)  | 平均、ドル/バレル | 76      | 65    | 61    | 77         | 81         | 75         | 70           | 71         | 64         | 65         | 61           | 59         | 61         | 61         | 62           |

(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年末にかけて再加速を予想する。通年では25年が前年比+2.9%と前年並みとなった後、26年は関税のインフレ押し上げ効果の剥落によって+2.8%と小幅に低下しよう。

金融政策は、25年は物価目標を上回るインフレに加速がみられるものの、労働市場の大幅な減速を重視して9月に利下げを再開し、関税政策に伴うインフレへの影響を慎重に見極めた上で12月にも追加利下げを実施すると予想。26年はインフレが徐々に低下する中、年前半に2回の利下げを見込む。

<sup>1</sup> エネルギー関連は10%



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 4.5%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）では関係者が頻繁に経済の不確実性に加え、関税をマイナス要因として挙げたことが示された<sup>2</sup>。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、政策の予見可能性低下が金融市場を不安定化させるほか、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高止まりにより、インフレ高進が長期化しよう。

一方、I E E P Aに基づく関税政策に対する司法判断については、最終的に連邦最高裁も委ねられることになるが、仮に違憲判決がでた場合には国別関税の多くが撤回されるほか、これまで徴収された関税が過去に遡って返還されるため、米国経済の押上げ要因とみられる一方、関税収入の減少に伴い大幅な財政悪化の要因となろう。

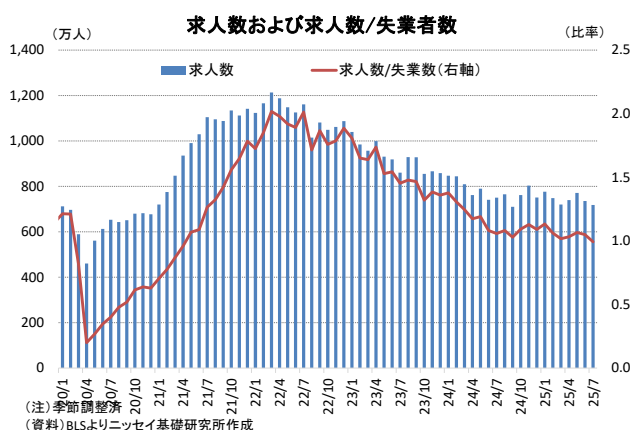
## 2. 実体経済の動向

### （労働市場、個人消費）労働市場の減速継続、個人消費も軟調へ

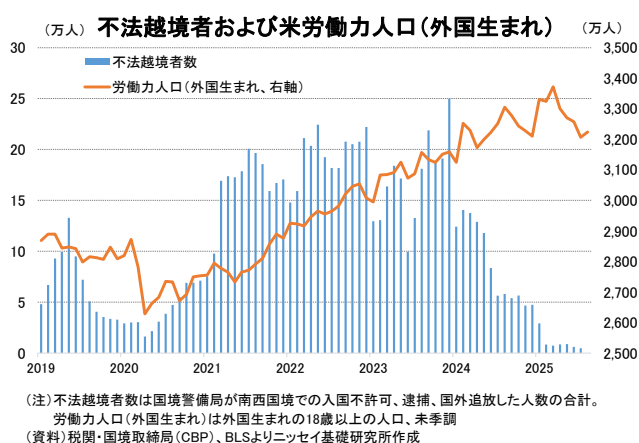
前述のように非農業部門雇用者数の伸びは大幅な鈍化がみられるが、労働需要を示す求人数も 25 年 7 月は 718 万人（前月：736 万人）と 2 ヶ月連続で減少した（図表 7）。また、求人数と失業数の比較でも失業者 1 人に対して求人件数が 0.99 件（前月：1.05 件）と 22 年 3 月につけた 2.0 件のピークから大幅に低下し、21 年 3 月以来となる求人件数が失業件数を下回る状況となっており、労働需要の低下が続いていることを示した。

一方、ここ数年労働供給の主力となっていた移民労働力は減少している。2 期目のトランプ政権は発足以来厳格な移民政策を実施しており、南部国境からの不法越境者数は 23 年 12 月の 25 万人から大幅に減少し、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 8）。

（図表 7）



（図表 8）



<sup>2</sup> [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/BeigeBook\\_20250903.pdf](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/BeigeBook_20250903.pdf)

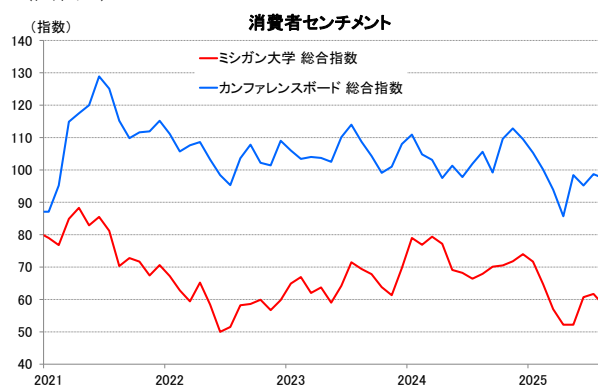
トランプ政権は強制送還件数の定期的な公表を停止しており、実体は把握し難くなっているものの、25年度（24年10月～25年9月）見込みが40万人超に達するとの報道もあり、前年度の27.1万人を大幅に上回るとみられる<sup>3</sup>。

不法越境者数の減少や強制送還の増加もあって、外国生まれの労働力人口は25年3月につけた3,372万人のピークから25年8月が3,223万人と▲149万人減少した（前掲図表8）。このため、移民労働力の減少に伴い労働供給は減少が見込まれる、建設業などの一部業種では労働力不足が深刻化しよう。

もっとも、労働供給の低下は景気減速に伴う労働需要の低下を受けた失業率の上昇を抑制する効果があり、今後の失業率の上昇を抑制する効果もあろう。

一方、個人消費は7～9月期に向けて良いスタートを切ったものの、消費者センチメントは回復が鈍い状況が続いている。消費者信頼感指数はトランプ政権の場合当たりの関税政策と株価下落などに伴い4月から5月にかけて大幅な悪化がみられた後、7月にかけては小幅な回復がみられたものの、ミシガン大学、カンファレンスボード調査ともに8月には再び悪化に転じるなど回復の鈍い状況が続いている（図表9）。消費者センチメントの回復が鈍い要因として不透明な関税政策が挙げられている。

（図表9）



（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。  
（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

今後も不透明な関税政策が続くほか、関税政策に伴うインフレ加速が見込まれていることから、労働市場の減速と併せて個人消費は軟調となるよう。

### （設備投資）関税政策に対する不透明感が重石

実質GDPにおける25年4～6月期の設備投資は前期比年率+5.7%（前期：+10.3%）と前期から低下したものの、堅調な伸びを維持した（前掲図表6）。知的財産投資が+12.8%（前期：6.0%）と前期から伸びが加速したものの、設備機器投資が+7.4%（前期：+23.7%）と大幅に伸びが鈍化したほか、建設投資が前期比年率▲8.9%（前期：▲2.4%）と前期からマイナス幅が拡大したことが大きい。

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7月が+3.9%（前月：▲1.8%）と6月からプラスに転じており、7～9月期に向けて設備投資も堅調なスタートを切ったと言える（図表10）。

一方、関税政策の影響を受けて悪化していた企業景況感は、非製造業では25年8月の景況感指数が52.0（前月：50.1）と前月から+1.9ポイント改善し、25年2月以来の水準となるなど足元で改善を示した（図表11）。とくに、新規受注は56.0（前月：50.3）と24年10月以来の水準に改善しており、非製造業では足元の関税の影響は限定的に留まっている。

これに対して、製造業も8月の新規受注が51.4（前月：47.1）と7ヵ月ぶりに好不況の境となる50を上回るなど、幾分明るい兆しもみられている。しかしながら、景況感指数は48.7（48.0）と前

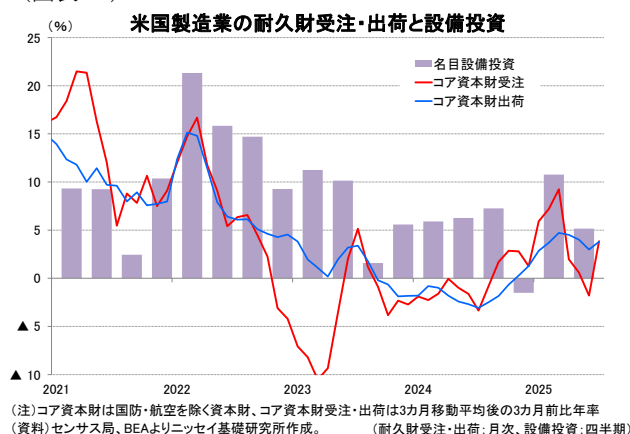
<sup>3</sup> 詳しくはWeeklyエコノミスト・レター（2025年8月29日）「米移民政策と労働市場への影響—トランプ政権の厳格な移民政策に伴い、外国生まれの労働力人口は大幅減少。懸念される労働供給への影響」<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=83092?site=nli>を参照下さい。

月からは小幅に回復したものの、25年3月から6ヵ月連続で好不況の境となる50を下回っており、景況感の悪化が続いている。また、回答者は多くの業種で関税のネガティブな影響に言及しており、製造業では高関税政策が重石となっていることを明確に示している。

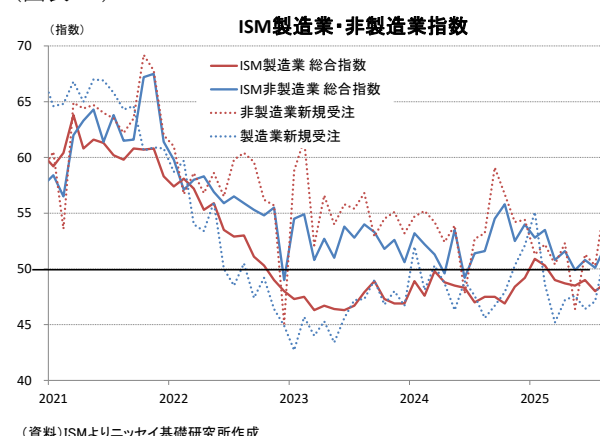
7月に成立したOBBAには設備投資や研究・開発費用の即時償却などの税優遇措置が盛り込まれているものの、関税政策に伴う不透明感から設備投資の意思決定は先送りされ易いとみられる。

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当面軟調に推移する可能性が高いだろう。

(図表 10)



(図表 11)



## （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4－6月期が前期比年率▲4.7%（前期：▲1.3%）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（前掲図表6）。集合住宅が前期比年率▲4.2%（前期：▲11.0%）と前期からマイナス幅が縮小した一方、戸建が▲12.0%（前期：▲0.3%）と前期からマイナス幅が拡大して住宅投資全体を押し下げた。

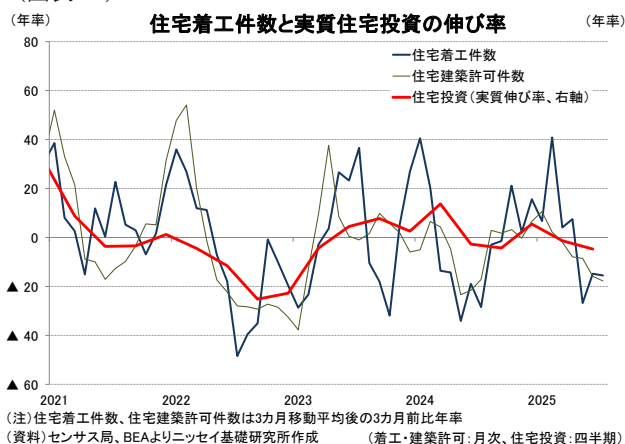
住宅着工件数（3ヵ月移動平均、3ヵ月前比年率）は25年7月が▲15.5%（前月：▲14.8%）と2桁のマイナスとなったほか、前月からマイナス幅が拡大した（図表12）。また、先行指標である住宅着工許可件数（同）は▲17.8%（前月：▲15.9%）と2ヵ月連続で2桁のマイナスとなっている。このため、住宅投資は7－9月期も3期連続でマイナス成長となる可能性が高まっている。住宅市場が低迷している要因は住宅ローン金利や住宅価格の上昇に伴い住宅取得のハードルが上がっていることがある<sup>4</sup>。

一方、住宅ローン金利は8月29日の週に6.6%と、23年10月につけた8%近辺の水準を下回っているものの、コロナ禍前の3%台後半を依然として大幅に上回っている（図表13）。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8月29日の週が163.8と25年1月につけた127.7からは増加したものの、コロナ禍の住宅ブームで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。

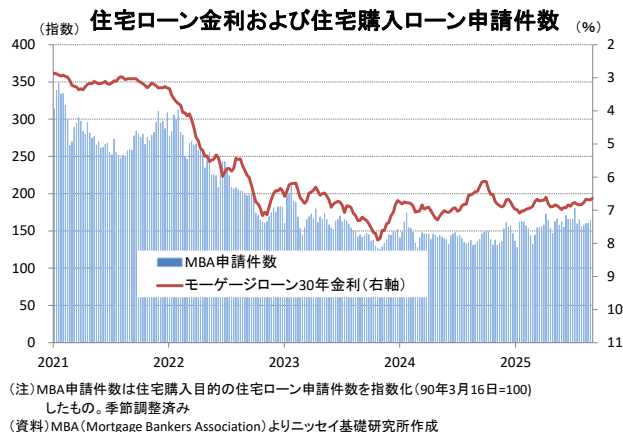
トランプ政権の関税政策に伴う建材価格の上昇や不法移民の強制送還に伴う建設労働者の不足などを受けて住宅価格の高止まりは続くとみられる。また、長期金利が25年末にかけて緩やかに上昇する中で、住宅ローン金利は当面高止まりが予想されることから、住宅市場は当面軟調な状況が続こう。

<sup>4</sup> 詳しくはWeeklyエコノミスト・レター（2025年8月1日）「低迷が続く米住宅市場  
一住宅ローン金利の高止まりから、当面住宅市場の本格回復は見込み難い」<https://www.nli-research.co.jp/report/detail?id=82859?site=nli>を参照下さい。

(図表 12)



(図表 13)



## (政府支出) OBBBAが個人消費、設備投資を一定程度下支え、26年度予算審議に注目

トランプ大統領が2期目の看板政策として掲げた減税や防衛費増、国境経費費用の歳出拡大などを包括的に盛り込んだ財政パッケージである「一つの大きく美しい法」(OBBBA)が7月4日成立した。同法には25年末で失効予定の個人所得減税の恒久化に加え、チップや時間外手当に対する非課税措置、研究開発や設備投資の即時償却などの税優遇などが盛り込まれた。さらに、防衛予算の増額や移民の強制送還関連費用といった歳出拡大も追加されている(図表 14)。

(図表 14)

### OBBBAの概要および財政影響額

| 主な項目 |                     | 財政影響額   |
|------|---------------------|---------|
| 減税   | ・個人所得減税の恒久化         | ▲4.5兆ドル |
|      | ・チップ・時間外手当への非課税     |         |
|      | ・65歳以上の納税者控除拡大      |         |
|      | ・研究開発や設備投資の即時償却、等   |         |
|      | ・EV(電気自動車)の税額控除廃止、等 |         |
| 歳出拡大 | ・国防予算の増額            | ▲0.3兆ドル |
|      | ・国境警備予算の増額          |         |
| 歳出削減 | ・メディケイドの支給要件の厳格化    | 1.4兆ドル  |
|      | ・食料支援の縮小            |         |
| 利払い  |                     | ▲0.7兆ドル |
| 合計   |                     | ▲4.1兆ドル |

(注) 財政影響額は2034年度までの債務残高への影響額、マイナスは赤字拡大要因。議会予算局(CBO)の試算を元にCRFBが推計  
(資料) 各種報道、CRFBよりニッセイ基礎研究所作成

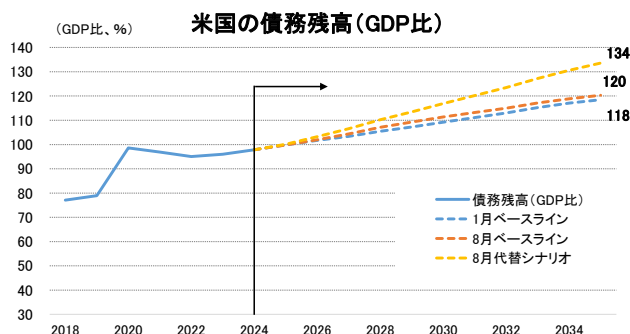
これに対して、低所得者向けの医療保険(メディケイド)や食料支援プログラム(SNAP)予算の削減、EVの税額控除の廃止等の歳出削減策も盛り込まれた。

OBBBAによって25年度～34年度合計で利払いを含めた財政赤字は▲4.1兆ドル増加が見込まれている。

米シンクタンクの責任ある予算委員会(CRFB)の試算によれば、債務残高(GDP比)は24年度実績の98%からOBBBAを含まない25年1月時点の財政政策が継続した場合の1月ベースライン予測で35年度に118%まで増加することが見込まれている(図表 15)。

これに対して、OBBBAに加え8月時点の関税政策が継続した場合の8月ベースライン予測では35年度に120%と1月ベースラインから+2.0%ポイント増加することが見込まれている。

(図表 15)





なお、OB BBAが財政赤字を大幅に拡大させるものの、債務残高の上昇が1月と8月のベースケースの比較で小幅に留まる理由は、8月ベースケースでは関税政策による歳入増加を+3.4兆ドル見込んでいることによる。一方、CRFBは8月代替シナリオとして、OB BBAでチップや残業代に対する非課税措置など時限措置となっている政策の恒久化に加え、IEEPAに基づく関税措置が司法判断により撤回されることを盛り込んだシナリオでも試算した。同シナリオでは債務残高は35年度に134%と1月ベースラインや8月ベースラインシナリオからの増加幅が大きくなっている。CRFBは恒久化措置で財政赤字が+1.7兆ドル、関税輸入の減少で+2.4兆ドル増加すると試算した。

OB BBAの成立により25年末で減税措置の失効が回避されたほか、新たに盛り込まれた個人向けや法人向けの税優遇措置が高関税政策に伴う個人消費や設備投資への悪影響を一定程度下支えすることが見込まれる。

一方、26年度(25年10月～26年9月)の裁量的経費に関する予算審議は難航しており、与野党の対立が先鋭化する中、本予算が年度始までに成立する目途は立っていない。このため、共和党は暫定予算の成立を目指しているが、暫定予算の期限を巡っても議会共和党とホワイトハウスで合意できていないようだ。また、暫定予算を成立させるためには上院で議事妨害(フィリーバスター)を回避して可決するために60人の賛成が必要となるため、民主党議員から7名の賛成を得る必要がある。しかしながら、民主党はOB BBAで削減されたメディケイド関連の歳出の復活を要求しており、与野党が合意するハードルは高い。このため、予算審議の時間切れに伴う10月以降の政府閉鎖の可能性が高まっている。

当研究所は主にOB BBAにより、財政政策は26年以降の成長率の押し上げ要因と予想している。

### (貿易) 外需は25年通年で成長率を押し下げ

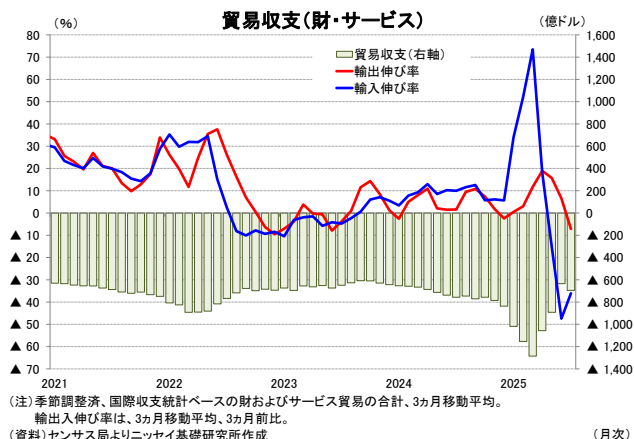
実質GDPにおける外需の成長率寄与度は前述のように25年4-6月期が+5.0%ポイントの大幅な成長押し上げとなった(前掲図表6)。輸出入の内訳をみると、輸出が前期比年率▲1.3%となったのに対して、輸入が▲29.8%と2桁の大幅な減少と輸入の落ち込みが輸出の落ち込みを大幅に上回った。輸入は財輸入が▲34.6%減少したことが大きい。これはトランプ関税前の駆け込み需要で輸入が大幅に増加した反動減を反映している。

一方、先日発表された25年7月の貿易収支(3ヵ月移動平均)は季節調整済で▲695億ドル(前月:▲635億ドル)の赤字となり、前月から赤字幅が▲60億ドルと4ヵ月ぶりに拡大に転じた(図表16)。輸出入では輸出が前月から▲38億ドル減少したほか、輸入が+23億ドル増加した。このため、4-6月期にみられた駆け込み需要の反動減に伴う輸入減少の動きは薄れてきており、7-9月期の外需は再びマイナス寄与となる可能性を示唆している。

一方、外需の今後の動向は引き続きトランプ政権の関税政策に左右されるとみられる。米国の平均関税率は4月上旬に対中関税率を一時145%に引き上げたことから、一時28.0%まで上昇したものの、対中関税率が30%から引き下げられたこともあって関税率は一頃からは大幅に低下した(図表17)。ただし、足元でも17.4%と依然として1935年以来の高水準を維持している。

足元で制裁関税は中国以外では限定的に留まっており、今後は関税によって輸入が減少することから、25年10-12月期には小幅ながら再びプラス寄与に転じよう。ただし、25年通年では外需の成長率寄与度はマイナスが見込まれる。

(図表 16)



(図表 17)



### 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し上げ

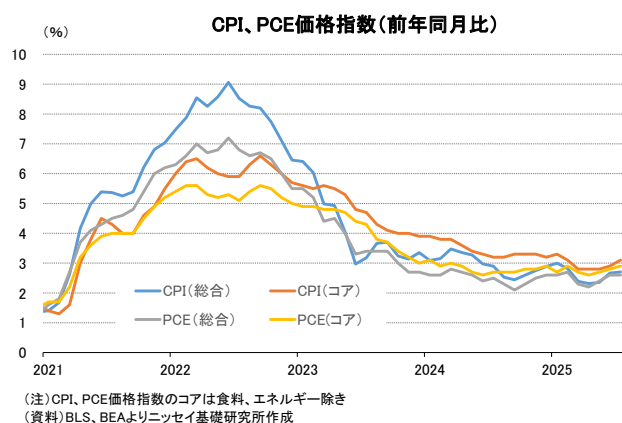
25年7月の主要なインフレ指標(前年同月比)は消費者物価(CPI)の総合指数が+2.7%、物価の基調を示すコア指数が+3.1%と総合指数は25年4月の+2.3%から、コア指数は25年5月の+2.8%からそれぞれ上昇している(図表 18)。また、FRBが物価指標として注目するPCE価格指数も7月の総合指数が+2.6%、コア指数が+2.9%とこちらも25年4月の+2.2%、+2.6%から上昇に転じており、関税政策に伴う価格転嫁が顕在化してきた可能性を示唆している。

一方、家計や専門家のインフレ予想はまちまちとなっている。家計の短期インフレ予想はミシガン大学調査の1年後のインフレ予想が25年8月に前年比+4.8%と25年5月の+6.6%からは幾分低下したものの、22年11月以来の水準に高止まりするなど、関税政策に伴うインフレ高進を見込んでいる(図表 19)。

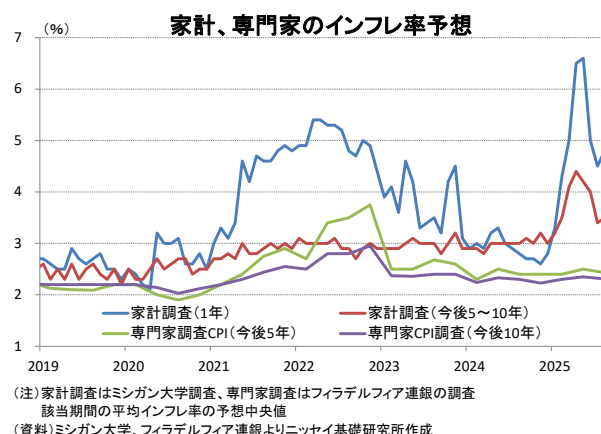
ただし、家計のインフレ予想とは対照的にフィラデルフィア連銀による専門家調査では25年7-9月期の今後5年間のCPI予想が前年比+2.4%、今後10年間のCPI予想が+2.3%と概ねFRBの物価目標(2%)と整合的な水準となっており、関税の影響は限定的に留まっている。

パウエル議長はこれまで長期の期待インフレ率が上昇することでインフレ高進が長期化するリスクについて注視する姿勢を明確に示しており、長期の期待インフレ率の安定が続くか、今後の金融政策を見極める上でも注目される。

(図表 18)



(図表 19)



一方、トランプ政権 1 期目の関税政策がほぼ 100% 価格転嫁された。これに対して、25 年 6 月に示されたアトランタ連銀の企業調査<sup>5</sup>では関税などによって製品またサービスのコストが 10% 上昇した場合に需要を損なうことなく価格転嫁できる幅の平均を 51.1%、同 25% 上昇した場合の平均を 47.3% と推計している。このため、1 期目の関税政策に比べると価格転嫁率は抑えられることが見込まれる。

当研究所は関税に伴う価格転嫁によって C P I の総合指数は 25 年 10－12 月期に +3.3% と足元の水準から +0.6% ポイント程度押し上げられると予想する。ただし、関税による物価押し上げは一時的で 26 年 1－3 月期以降は再び C P I が低下基調に転じ、26 年 10－12 月期には +2.3% までの低下を予想する。この結果、通年では 25 年が +2.9%（前年：+2.9%）と前年並みの伸びとなった後、26 年は関税のインフレ押し上げ効果の剥落によって +2.8% と小幅に低下しよう。

ただし、トランプ政権の場合当たりの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性が高まろう。

### （金融政策）25 年は 9 月、12 月の 2 回、26 年は年前半に 2 回の利下げを予想

F R B は 7 月の F O M C 会合で 5 会合連続となる政策金利の据え置きを決定した（図表 20）。パウエル議長は、会合後の記者会見で関税政策などの影響により、経済見通しの不透明感が増しているものの、経済は堅調な状況にあるとの認識を示し、労働市場が完全雇用に近い状況にある一方、インフレ率は 2% 目標を若干上回っているため、緩やかな引締めスタンスが適切との判断理由を示した。

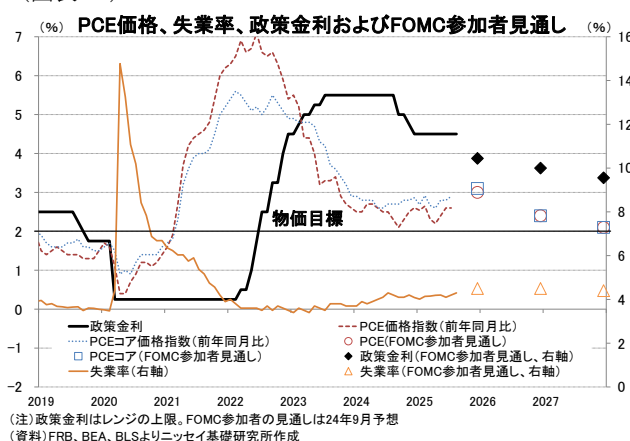
しかしながら、前述のように 7 月会合後に発表された 7 月の雇用統計で大幅な雇用鈍化が懸念される結果となったことを受けて、同議長は 8 月下旬のジャクソンホール会議で雇用リスクが下方へ傾いていることを指摘した上で、政策スタンスの調整を必要とする可能性があるとして 9 月会合での利下げの可能性を示唆した。

注目された 8 月の雇用統計でも雇用の大幅な伸び鈍化を確認する結果となったことから、労働市場の減速に対応するために 9 月の利下げはほぼ確実な情勢となった。

当研究所は F R B が 9 月に利下げを再開した後、インフレ率は物価目標を上回って上昇基調が持続していることから、労働市場の減速を踏まえつつ、関税政策に伴うインフレの影響を慎重に見極めて、12 月にも追加利下げを実施すると予想する。

26 年は関税政策によるインフレ押し上げの影響剥落によるインフレ率の低下が続く中で年前半にかけて 2 回の利下げを予想する。F O M C 参加者の政策金利見通し（中央値）は 26 年に 1 回の利下げ方針を示唆している（図表 20）。しかしながら、労働市場の減速感が強まっていることから、利下げ回数を増やして対応するだろう。

（図表 20）



<sup>5</sup> <https://www.atlantafed.org/blogs/macroblog/2025/06/05/worried-about-tariff-passthrough-onto-prices-so-are-business-execs>

## （長期金利）25 年 10－12 月期平均が 4.5%、26 年 10－12 月期平均が 4.2%と予想

長期金利（10 年金利）は、相互関税の発表など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（図表 21）。その後は、対中関税率の引き下げに伴って景気後退懸念が緩和したほか、米減税政策などに伴う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 5 月には一時 4%台半ばまで上昇する局面もあった。しかし、その後の雇用統計の悪化などもあって利下げ観測が強まる中、足元は 4%台前半で推移している。

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圧力もあって、25 年 10－12 月期平均で 4.5%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。

（図表 21）

