政策・経済センター 浅井 優汰

(1) 米国経済の現況

個人消費と設備投資が成長を押し上げ、米国経済は堅調維持

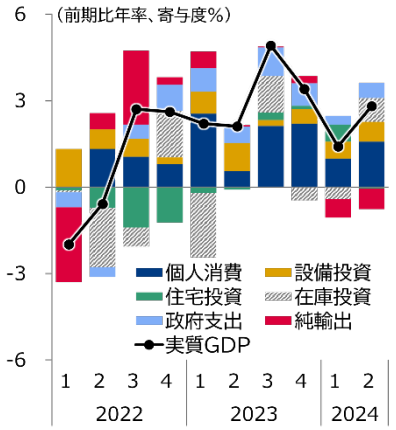
米国経済は、堅調に推移している。24年4-6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.8%(前期同+1.4%)と伸びが拡大した。内訳をみると、個人消費が同+2.3%(前期同+1.5%)、設備投資も同+5.2%(前期同+4.4%)と伸びが拡大、内需の堅調さが示された(図表3-1)。

低所得層を中心に信用環境は悪化、堅調だった労働市場も減速の兆し

もっとも、直近の米国経済指標は、成長鈍化を示すものも増えている。7月のISM製造業指数は好不況の分かれ目である50を下回り、非製造業指数も50近辺で推移している。低所得層の利用が多い中堅中小行のクレジットカードローン延滞率は直近で7.8%と統計開始来の高水準で推移(図表3-2)、支出余地は乏しい。

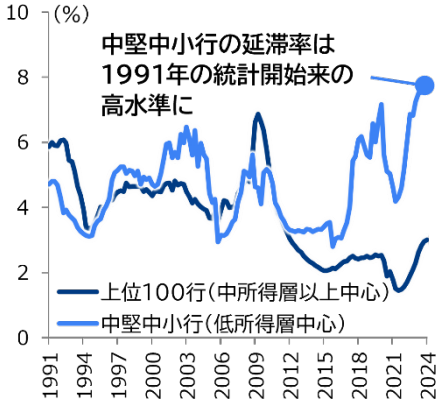
労働市場にも、減速の兆しがみられる。24年5月以降、新規失業保険申請件数・失業保険継続受給者数は増加基調にある(図表3-3)。これまで賃金上昇を通じて物価を押し上げてきた労働需給の逼迫が概ね解消するなか、インフレ率は鈍化している。物価・平均時給の伸びは、短期的な方向感を示す3カ月前比年率でみると、24年入り後に加速した後、4-6月期にかけて2%物価目標と整合的な水準に鈍化している(図表3-4)。物価安定と雇用最大化を掲げるFRBは、インフレ抑制のみならず、雇用を重視した政策運営へと転換しつつある。

図表 3-1 実質 GDP 成長率



出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-2 クレジットカードローンの延滞率



出所:FRED より三菱総合研究所作成

図表 3-3 新規失業保険申請件数、失業保険継続受給者数



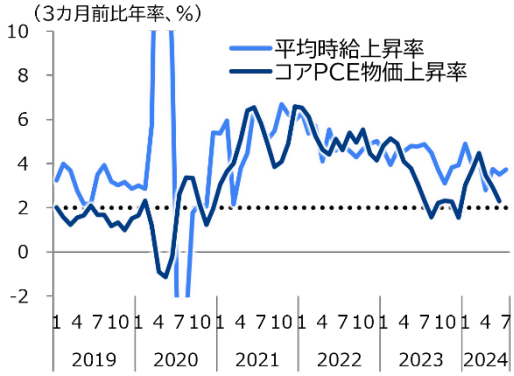
注:新規失業保険申請件数は4週間移動平均値。点線は各指標の17-19年平均。
出所:FRED より三菱総合研究所作成

(2) 米国経済の先行き

25年前半にかけて成長率は緩やかに鈍化後、持ち直しへ

米国経済はソフトランディング(軟着陸)に向かうと予想する。24年の米国の実質GDP成長率は、前年比+2.5%(前回5月時点から変更なし)とみる。信用環境の悪化を受け、低所得層を中心に支出抑制の動きが続くだろう。もっとも、底堅い雇用環境に支えられることで景気の急減速は回避、成長率は緩やかに鈍化するとみる。労働需給の逼迫緩和に伴い、インフレの主因であるサービス物価の伸びが鈍化を続けており、FRBは9月にも利下げに転じるとみる。

図表 3-4 物価上昇率、平均時給上昇率



注:点線はFRBの2%物価目標水準。
出所:米国商務省、米国労働省より三菱総合研究所作成

25年の成長率は大統領選挙後の政策運営に左右されるとみる。まず、現在の政策が継続する場合、同+1.9%と潜在成長率(同+2%程度)並みを予想する(前回5月時点から変更なし)。一方、共和党の政策綱領に盛り込まれた政策のうち、関税引き上げや移民抑制策などが25年早々に実施された場合、同+1.4%程度へ下振れるとみる(詳細は後述)。

先行きの注目点は、①転換点を迎える金融政策、②成長を下支えする2つの要因、③大統領選後の政策変更、の3点である。

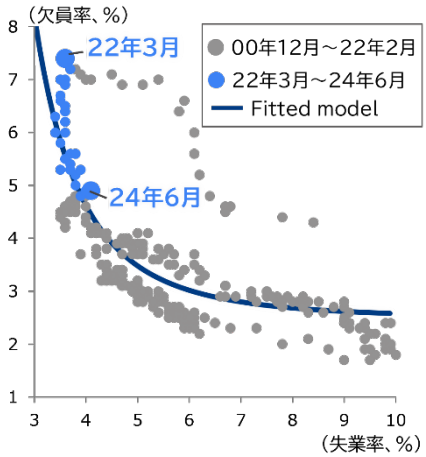
Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

注目点① 転換点を迎える金融政策 ―― FRBは9月に利下げも、インフレ根強く利下げは緩やかに

FRBは、24年9月にも利下げに転じると予想する。22年3月の利上げ開始以降、失業率が大きく上昇することなく、労働需給は緩和してきた。しかし、過去の傾向をみると、欠員率が4.0%を下回ると、失業率は急上昇する可能性がある(図表3-5)。また、22年以降に入国した移民の失業率が高位で推移している(図表3-6)。低所得層では、雇用に対する悲観的な見方が強まっており(図表3-7)、労働需要の一段の抑制は、余剰雇用を生み出し、失業者数の急増につながりかねない。物価安定に加え、雇用最大化も政策目標に掲げるFRBは、労働市場の急速な悪化を避けるための予防的な利下げに踏み切るだろう。

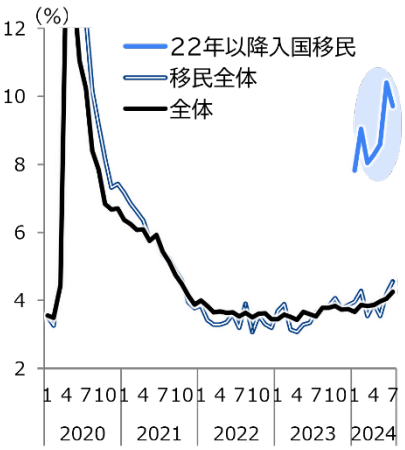
FRBの利下げ幅は、24年、25年内でそれぞれ0.75%ポイント、25年末の政策金利の誘導水準は3.75%－4.00%と、緩やかな利下げを予想する。底堅い経済、拡張的な財政政策が続くなか、インフレ圧力は根強く残存し、コアPCE物価上昇率(前年比)がFRBの2%物価目標へ到達する時期は、26年以降とみる。FRBは25年にかけて景気に中立な水準(6月FOMC参加者中央値:2.8%)を上回る政策金利を維持するだろう。

図表 3-5 ベバリッジ曲線



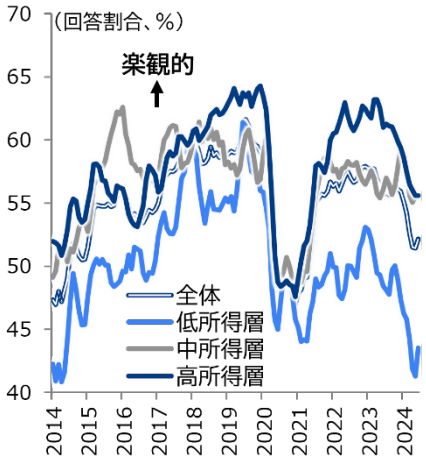
注:Fitted modelはべき関数を推計。
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-6 属性別の失業率



注:22年以降に入国した移民のデータは24年1－7月。
出所:米国国勢調査局、Macrobondより三菱総合研究所作成

図表 3-7 家計の雇用に対する見方



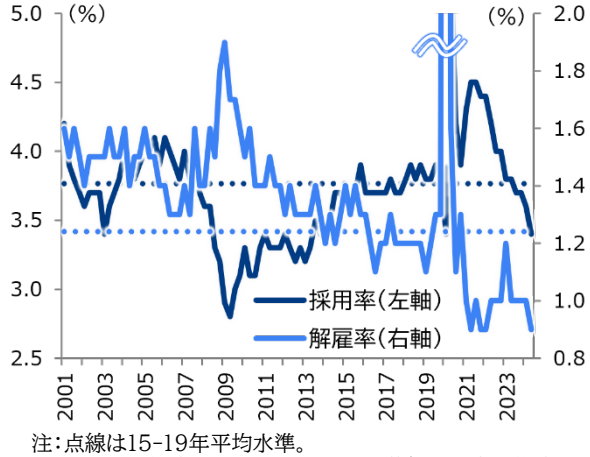
注:「今日仕事を失った場合、3か月以内に仕事を見つけられると思う」割合を示す。後方3カ月移動平均値。
出所:NY連銀、Macrobondより三菱総合研究所作成

注目点② 成長を下支えする2つの要因 ―― 底堅い雇用環境下、産業政策・旺盛なAI投資が成長牽引

当社は、FRBによる段階的な利下げに加え、コロナ危機後に生じた2つの要因が成長を下支えすることで、労働市場の急速な悪化は回避され、米国経済はソフトランディングに向かうとみる。

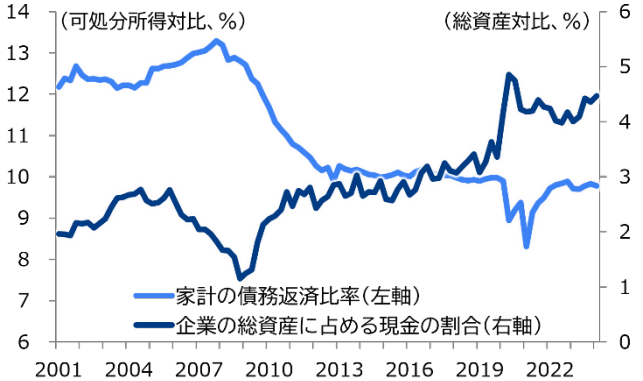
第一に、コロナ禍以降、米国企業が雇用維持を重視する姿勢を強めていることから、雇用は底堅く推移する。米国企業は、コロナ禍初期に大量の人員削減を実施し、失業率は約15%まで急上昇した。しかし、経済活動の再開後、移民流入数の減少や55歳以上の早期退職によって、企業は人手不足に直面した。この経験を踏まえ、企業は人員削減ではなく、新規採用の抑制や労働時間の短縮を通じて、雇用調整を図っている。実際、解雇率は依然としてコロナ禍前を下回る(図表3-8)。また、堅調な業績を背景に、企業の現金残高は高水準で推移しており、資金繰りに一定の余裕がみられることも雇用の下支え要因となる。米国全体で見た家計の債務負担も依然として低く(図表3-9)、底堅い雇用・所得環境に支えられ、個人消費は堅調な推移を予想する。

図表 3-8 採用率、解雇率



注:点線は15-19年平均水準。
出所:米国労働省、Macrobondより三菱総合研究所作成

図表 3-9 家計の債務負担、企業の総資産に占める現金の割合

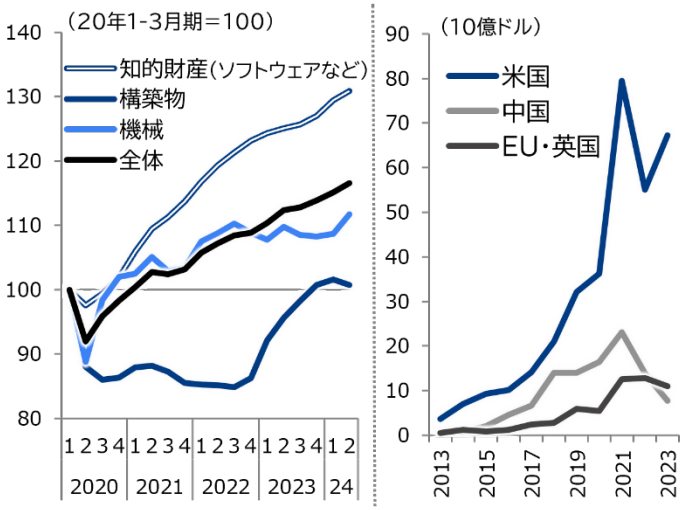


注:家計の債務返済比率(債務返済額／可処分所得)は季節調整値。
出所:FRBより三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

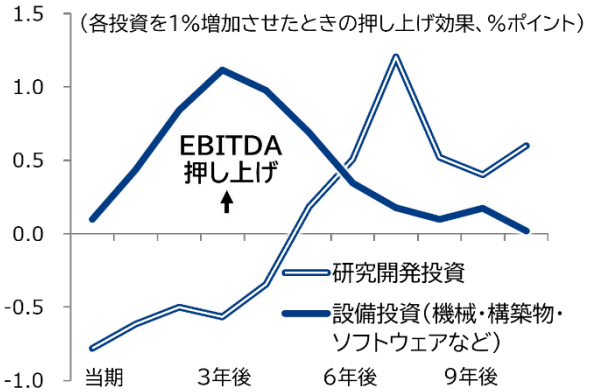
第二に、バイデン政権下で成立した産業政策を追い風とする国内生産回帰の動きや、デジタル・AI関連投資が設備投資を下支えする。IRA（インフレ抑制法）、CHIPSおよび科学法が成立した22年8月以降、脱炭素・半導体関連を中心に米国内生産回帰に向けた投資が活発化、企業から約9,000億ドルの投資計画が発表されている。また、コロナ危機以降、デジタル・トランスフォーメーション（DX）が加速、生成AIなどの技術革新も進んだ。DXは企業の優先取り組みとなっており、知的財産投資（ソフトウェアなど）は高金利下でも堅調に推移している（図表3-10、左）。さらに、米国では、中国・欧州を上回るペースでAI関連投資が拡大している（図表3-10、右）。ダラス連銀の調査では、既に米国企業の約4割がAIを利用、18年時点（同5%）から実装が進んでいる。同調査では、約7割の企業がAI導入による雇用への影響はないと回答しており、労働代替ではなく、労働生産性の向上に向けたAI活用が主である。当社試算では、設備投資（機械・構築物・ソフトウェアなど）や研究開発投資は、時間差をもってEBITDA（企業収益）を有意に押し上げる（図表3-11）。AIの収益化はまだ緒に就いたばかりであり、投資と収益拡大のサイクルは中長期にわたって続くだろう。

図表 3-10　実質設備投資（左）、民間の AI 関連投資（右）



出所：図表左は米国商務省、図表右はInstitute for Human-Centered AI, Stanford Universityより三菱総合研究所作成

図表 3-11　設備投資・研究開発投資が EBITDA に与える影響（MRI 試算）



注：厳密にはストックを1%増加させたときの効果を示す。$EBITDAj,t=\gamma+\delta1\cdot labor_{j,t-i}+\delta2\cdot rkstock_{j,t-i}+\delta3\cdot rrdstock_{j,t-i}+\vartheta_{j,t}$（$j$:対象企業、$t$:対象年度、$labor$:労働投入量、$rkstock$:資本ストック、$rrdstock$:知的資本ストック）の固定効果モデルを推計。対象はS&P500のうち174社。期間は05年～22年。
出所：Osiris、Bloombergより三菱総合研究所作成

注目点③　大統領選後の政策変更 ―― 追加関税と移民抑制実施の場合、25年は低成長・高インフレに

11月の大統領選挙は、共和党・トランプ前大統領、民主党・ハリス副大統領が争う構図が固まった。経済への影響を展望すると、政権交代にかかわらず、①対中国への強硬的な外交・通商政策、②バイデン政権下で成立した産業政策のうち、インフラ投資・雇用法、CHIPSおよび科学法は不変とみる。脱炭素政策の軸であるIRAの改変も小幅にとどまるだろう。また、ハリス政権の場合、概ね現バイデン政権の政策が踏襲されるとみる。一方、トランプ政権の場合、通商政策を中心に政策は大きく変化し、経済に与える影響は大きい（図表3-12）。

図表 3-12　トランプ政権成立の場合に予想される政策変更と 25・26年の米国経済への影響

		トランプ政権（共和党の政策綱領）	GDP成長率（%ポイント） 2025年	2026年
立法必要	税制	● **トランプ減税（所得・法人減税）恒久化**（※予算成立および景気浮揚効果の発現は25年末以降を想定）	―	+0.3
立法不要（ねじれでも可）	通商政策	● **普遍的基本関税**（米国への輸入品に一律追加関税） ● **対中追加関税（中国に対する最恵国待遇の停止**注）	▲0.3	▲0.3
立法不要（ねじれでも可）	移民政策	● 「国境の壁」の建設完遂、**不法移民の入国禁止** ● 米国史上最大規模の**不法移民の強制送還**	▲0.2	▲0.2
立法不要（ねじれでも可）	脱炭素政策	● **エネルギー自立**（石油・ガス生産の規制撤廃、原子力発電促進） ● **再エネ・EVシフト見直し**（※IRA（インフレ抑制法）の改変は部分的）		
政策変更による影響のまとめ	前提条件	● トランプ氏が就任早々に各政策の実現に取り組む	合計（前年比） ▲0.5	▲0.2

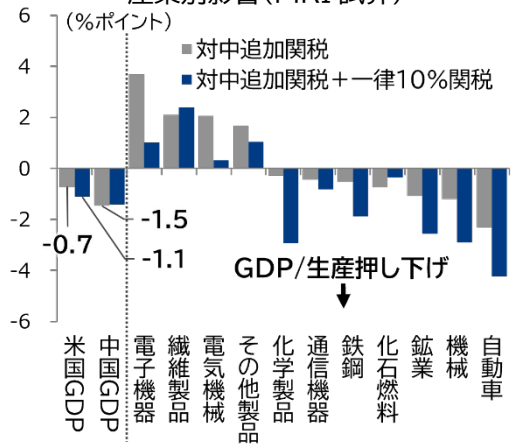
注：普遍的基本関税、中国の最恵国待遇停止は立法が必要。対中追加関税の場合は通商法 301 条などを活用し、立法無しでも実行可能。トランプ減税の GDP への影響は TAX FOUNDATION を基に作成。通商政策の GDP への影響は GTAP モデルより MRI が推計。移民政策の影響は CBO、米国労働省のデータを基に MRI が試算。
出所：2024 年共和党政策綱領、GTAP モデル、TAX FOUNDATION、CBO、米国労働省より三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

共和党の政策綱領のうち、25年中に実施される可能性がある、①対中追加関税（平均関税率を60%へ引き上げを想定）、②普遍的基本関税（メキシコ・カナダ・中国以外からの輸入関税率を一律10%引き上げを想定）、③移民抑制（25年の移民流入数を19年平均並みへ抑制を想定）の3つが実現した場合、25年のGDP成長率は、現政策を維持した場合と比べて▲0.5%ポイント程度下振れると予想する。関税引き上げにより、物価上昇率も上振れると予想され、FRBの利下げペースは鈍化するだろう。なお、トランプ減税（17年末成立の所得・法人減税）の恒久化にかかる予算成立および景気浮揚効果の発現は、25年末以降と想定している。

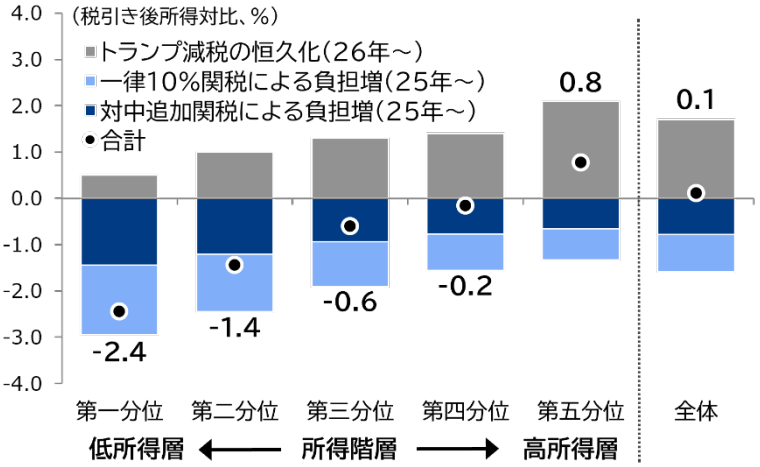
とりわけ、トランプ関税（対中追加関税＋一律10%関税）・トランプ減税の影響に注目が集まる。当社は、トランプ関税が、中期的に米国のGDPを▲1.1%ポイント程度、中国のGDPを▲1.5%ポイント程度低下させるとみる。米国の産業別の生産への影響をみると、部材調達コストの上昇などが重しとなり、自動車などの幅広い産業で生産が抑制される（図表3-13）。また、トランプ関税と減税措置は所得格差を拡大させる可能性がある。追加関税による家計への影響を試算すると、消費に占める財の割合が高い低所得層ほど負担は大きくなる（図表3-14■・■）。他方、トランプ減税の恒久化は、主に高所得層の所得を押し上げる（同■）。

図表 3-13 トランプ関税による米国の産業別影響（MRI 試算）



注：国・部門間の資本移動は許容、労働移動は許容しない前提。灰色は、トランプ氏の掲げる対中60%関税の試算にあたり、実効関税20%と仮定し、40%の追加関税を想定。青色は対中追加関税に加え、カナダ・メキシコ・中国以外の輸入品に追加的に10%関税を課した場合。
出所：GTAP モデルより三菱総合研究所作成

図表 3-14 トランプ関税・減税の家計への影響（MRI 試算）



注：トランプ関税は、対中追加関税（試算条件は、図表3-13の注釈参照）と中国・メキシコ・カナダ以外からの輸入品に一律10%の追加関税を課すと想定。試算方法は、Kimberly et al.（2024）“Can Trump replace income taxes with tariffs?” “Why Trump's tariff proposals would harm working Americans”, PIIEを参照。減税の影響はTax Policy Centerを基に作成。
出所：ピーターソン国際経済研究所、米国労働省、米国商務省、FRED、米国財務省、Tax Policy Centerより三菱総合研究所作成

（3）米国経済の先行きリスク

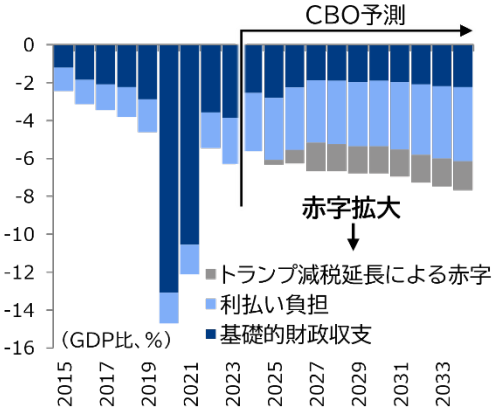
米国経済はソフトランディングへ向かうとみるが、下記リスクが発生した場合、景気後退に陥る恐れがある。

第一のリスクは、地政学リスクなどに起因するコストプッシュ型インフレの再燃である。24年以降、海上運賃コストは急上昇している。背景には、アジアでの港湾の混雑、米国での労働争議による物流遅延などがある。輸送コスト上昇分の価格転嫁が進んだ場合、FRBのインフレ抑制は難航する。

コストプッシュ型インフレ再燃に伴う金融引き締めの長期化は、①高所得層の逆資産効果、②低所得層・中堅中小企業の景況感の一段の悪化、の2つの経路を通じて内需を抑制する。①について、現在の米国の株価は割高圏にある。インフレ再燃で利下げが後ろ倒しされた場合、株価下落を通じて成長の下支え役である高所得層の消費が腰折れし、米国経済は急失速する恐れがある。②について、中小企業や低所得層向けローンの貸倒が急増した場合、金融不安が再燃する恐れがある。既に、クレジットカードローンを中心に延滞率は上昇傾向にあり、今後、各種ローンの延滞が一段と増加した場合、中堅・中小行の経営破綻が相次ぎ、景気は冷え込むだろう。

第二のリスクは、財政悪化懸念に起因する長期金利の高止まり・急騰である。米国財政は、大規模な産業政策や利払い費の増加により悪化が続くと予想される。かかる状況下、共和党の政策綱領ではトランプ減税（所得・法人減税）の恒久化が掲げられており、減税延長は財政赤字をGDP比で▲1%ポイント程度悪化させる（図表3-15）。財政悪化懸念を背景に長期金利が高止まり・急騰した場合、逆資産効果などを通じて景気を抑制するだろう。

図表 3-15 財政赤字



注：24年2月時点の予測。トランプ減税延長による赤字は基礎的財政収支と利払いの GDP 比。
出所：CBO より三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.