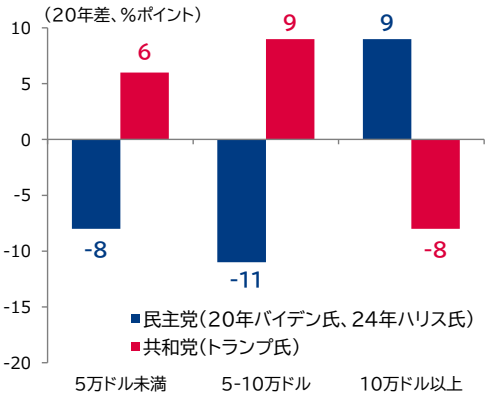
政策・経済センター 浅井 優汰

(1) 米国経済の現況

大統領選挙の結果、トランプ氏が次期大統領に

図表 3-1 世帯年収別の大統領選投票先（出口調査、20年との比較）



出所：abcNEWS National Exit Poll 2024／2020より三菱総合研究所作成

24年11月の米大統領選挙の結果、共和党トランプ氏（選挙人312人）が民主党ハリス氏（同228人）を抑え、次期大統領に就任する見通しである。トランプ氏勝利の背景には、長引くインフレによる中間層の生活水準の低下や歯止めのかからない所得格差拡大に対する不満があると考えられる[4]。大統領選の出口調査をみると、低・中所得層における共和党（トランプ氏）への投票率が、20年大統領選挙と比較して上昇している（図表3-1）。

また、同日に行われた議会選挙の結果、上院・下院ともに共和党が多数派を占め、共和党がホワイトハウスと上下両院で主導権を握る「トリプルレッド」となった。トランプ氏は、「米国第一」のスローガンのもと、追加関税や移民抑制策などの保護主義的な政策を打ち出すとみられ、経済や国際情勢に与える影響に注目である。

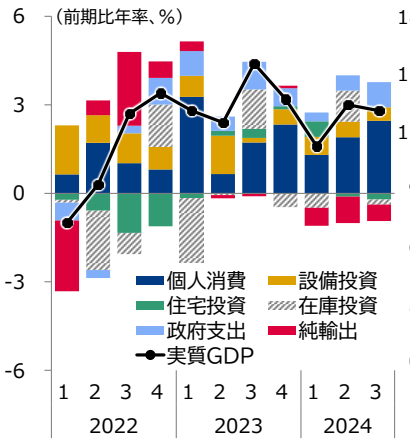
個人消費が牽引し米国経済は堅調も、低所得層・中小企業と高所得層・大企業の「二極化」鮮明

米国経済は、堅調に推移している。24年7-9月期の実質GDP成長率は、前期比年率＋2.8%（前期同＋3.0%）と高い伸びを維持した。内訳をみると、個人消費が同＋3.7%（前期同+2.8%）と伸びが拡大したほか、設備投資も同＋3.3%（前期同+3.9%）と成長率全体を押し上げ、内需の堅調さが示された（図表3-2）。

一方、低所得層や中小企業を中心に、消費・企業活動は低迷しており、高所得層・大企業との「二極化」が進んでいる。所得階層別の小売売上高をみると、コロナ危機時に貯まった貯蓄の払底や既往の高金利が重しとなり、低所得層の消費が伸び悩んでいる（図表3-3）。また、大企業の景況感を示すISM景況指数と比べて、NFIB中小企業楽観指数は低迷を続けている（図表3-4）。米国経済は、高所得層や一部の大企業が景気を支える形で堅調さを維持しているものの、既往の金融引き締めによる成長下押し圧力は強まっている。

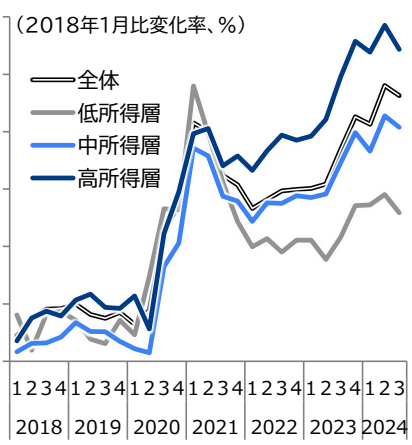
かかる状況下、FRBは過度な景気悪化を回避するために、9月FOMCで0.5%、11月FOMCで0.25%の利下げを実施した。22年以降、インフレの主因であった労働需給（失業者数あたりの求人件数）は、1.1倍とピーク時（2.0倍）から緩和している。物価の伸びは、緩やかなペースながらも鈍化傾向を維持しており、物価安定と同時に雇用最大化を掲げるFRBは、インフレ抑制に加え、雇用を重視した政策運営へと舵を切っている。

図表 3-2 実質 GDP 成長率



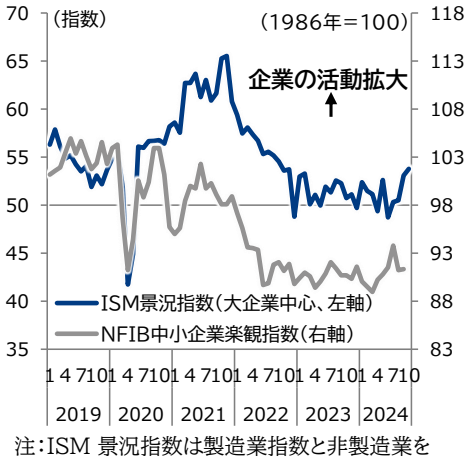
出所：米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-3 所得階層別の実質小売売上高



出所：Hoke et al (2024). "A Better Way of Understanding the US Consumer: Decomposing Retail Sales by Household Income" FEDS Notes より三菱総合研究所作成

図表 3-4 企業の景況感



注：ISM 景況指数は製造業指数と非製造業を GDP シェアで加重平均。ISM は50が好不況の分かれ目。NFIB 中小企業楽観指数は、長期平均である98が好不況の判断基準となる。
出所：Macrobond、米国商務省、ISM、NFIB より三菱総合研究所作成

[4] MRI エコノミックレビュー｜米国大統領選挙後も変わらない３つの潮流とは？ ― 米中対立・地産地消・政策分断 図表3、図表4を参照。 https://www.mri.co.jp/knowledge/insight/20241031.html

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

（2）米国経済の先行き

底堅い成長を予想するが、トランプ政権次第で成長率は変動

米国経済は第2次トランプ政権の政策に大きく左右される。基調としては、ソフトランディングに向かうと予想するが、トランプ政権の政策運営次第で成長率は変動し、不確実性が高い。24年の米国の実質GDP成長率は、前年比+2.7%とみる（図表3-5）。GDPの年次改定や7-9月期実績の上振れを映じ、前回8月時点（同+2.5%）から上方修正する。既往の金融引き締めによる成長の下押し圧力は当面継続するが、底堅い所得・雇用環境などが成長の下支えとなる。

図表 3-5 米国経済見通し

暦年ベース（前年比、%）	実績 2022	実績 2023	予測 2024	予測 2025
実質GDP	2.5	2.9	2.7	1.9
個人消費	3.0	2.5	2.6	2.0
設備投資	7.0	6.0	3.9	2.8
住宅投資	▲8.6	▲8.3	3.9	1.9
在庫投資寄与度	0.6	▲0.4	0.1	0.1
政府支出	▲1.1	3.9	3.3	1.3
純輸出寄与度	▲0.4	0.5	▲0.5	▲0.3
輸出等	7.5	2.8	3.4	3.2
輸入等 <控除>	8.6	▲1.2	5.5	4.3
FFレート誘導水準（年末）	4.25-4.5	5.25-5.5	4.25-4.5	3.25-3.5
物価（コアPCE）	5.4	4.1	2.7	2.3
失業率	3.6	3.6	4.1	4.3

出所：実績はFRB、米国商務省、米国労働省、予測は三菱総合研究所

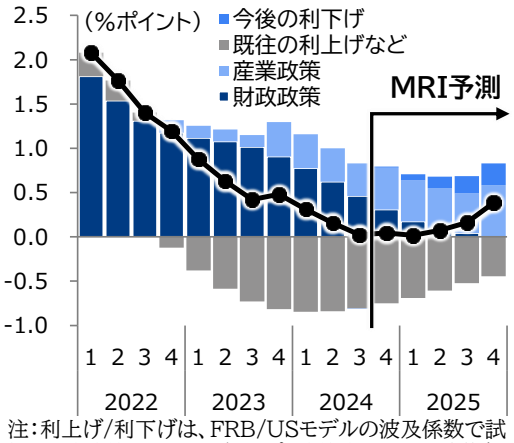
25年の成長率は同+1.9%（前回時点から変更無し）と緩やかに潜在成長率程度（約2.0%）へ落ち着くと予測する。インフレ率の鈍化を背景に、FRBの利下げ回数は、24年は12月に1回、25年内に4回（1回0.25%ずつ）とみる。もっとも、トランプ政権の掲げる追加関税などが25年に実施された場合、同+1.4%程度へ下振れし、FRBの金融政策の不確実性が高まるとみる（詳細は注目点②）。

先行きの注目点は、①内需を支える3つの要因、②トランプ政権の政策変更の影響、③FRBの利下げペースの3点である。

注目点① 内需を支える3つの要因 ―― 底堅い雇用、産業政策、債務返済負担の緩和が景気を下支え

高成長を続けてきた内需（消費・投資）の伸びは、25年前半にかけてコロナ危機前並みへ鈍化し、その後は底堅く推移するとみる。コロナ危機後に実施された大規模な財政刺激策の景気押し上げ効果（図表3-6■）は徐々に弱まる。それでも、①底堅い所得・雇用、②大規模な産業政策（同■）、③FRBの利下げ（同■）に伴う債務返済負担の緩和によって、内需は底堅く推移するだろう。

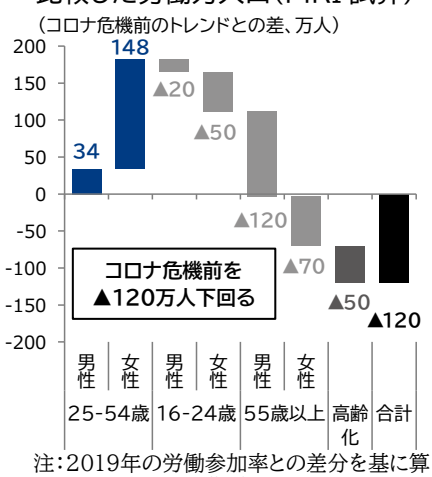
図表 3-6 金融・財政・産業政策によるGDPギャップへの影響（MRI 試算）



注：利上げ/利下げは、FRB/USモデルの波及係数で試算。財政政策は、GDPギャップ、政策金利、超過貯蓄（名目GDP比）からなるVARモデルを推計し、家計の貯蓄がGDPギャップに与える影響を試算したもの。産業政策はIRA、CHIPS法、インフラ投資・雇用法の政府支出、経済波及効果を基に試算。本試算では供給面は考慮していない。
出所：FRB、FRED、米国商務省、米国労働省、CBO、OECDより三菱総合研究所作成

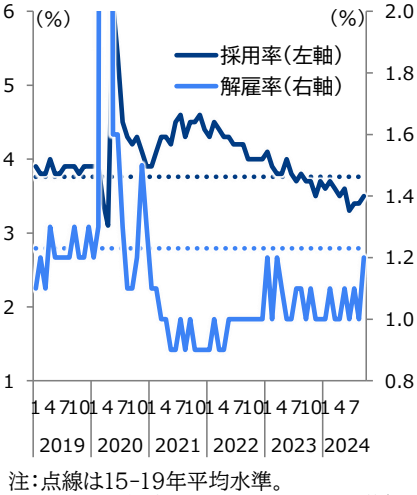
①について、早期退職や高齢化などの構造的な人手不足圧力の強まりが、所得・雇用環境を支えるとみる。米国の労働力人口は、依然としてコロナ危機前のトレンドを約120万人下回る。内訳をみると、コロナ危機を契機とする55歳以上の早期退職増加、高齢化の進展が労働力を押し下げている（図表3-7）。こうした変化を受け、企業は人員削減ではなく、新規採用の抑制などを通じて雇用調整を図っており、解雇率は依然としてコロナ危機前を下回る（図表3-8）。また、過去の人手不足局面で進んだ省力化投資などによる労働生産性の向上効果が発現し、実質雇用者報酬はプラス圏の伸びを維持（図表3-9）、個人消費は堅調に推移するとみる。

図表 3-7 コロナ危機前のトレンドと比較した労働力人口（MRI 試算）



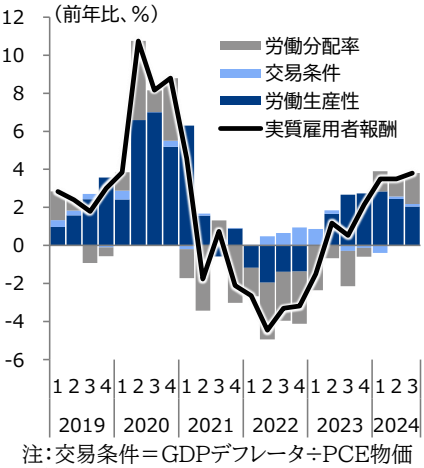
注：2019年の労働参加率との差分を基に算出。2024年7-9月期時点。
出所：米国労働省より三菱総合研究所作成

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 時間あたり実質雇用者報酬



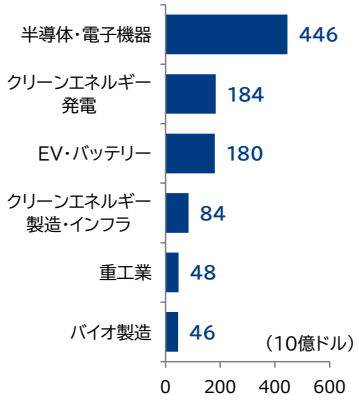
注：交易条件＝GDPデフレーター÷PCE物価で算出。
出所：米国労働省、米国商務省より三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

②について、国内生産回帰の土台となる産業政策は第2次トランプ政権下でも継続し、設備投資需要を支える。IIJA(インフラ投資・雇用法)、IRA(インフレ抑制法)、CHIPS及び科学法の3つの産業政策が成立して以降、企業から1兆ドル弱の投資計画が発表されている(図表3-10)。トランプ政権下で脱炭素投資などの伸び悩みは予想されるが、保護主義政策を追い風に米国内生産回帰に向けた投資は堅調に推移するだろう。

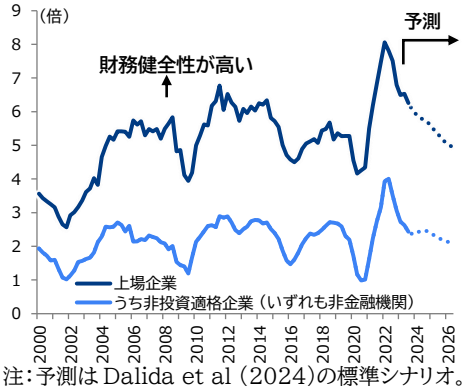
③について、FRBによる段階的な利下げは、米国企業・低所得層の債務返済負担を軽減させる。企業部門について、23年11月公表の内外経済見通し(P.20、図表3-7)で指摘の通り、コロナ危機下で発行した社債の償還／借り換えの増加に伴い、企業の利払い負担のさらなる増加が見込まれる。インタレスト・カバレッジ・レシオ(ICR)でみる米国企業の財務健全度は依然として高いものの、22年の利上げ開始以降は低下傾向にあった(図表3-11)。ただし、足元で利下げに転じたFRBは、今後も利下げを継続するとみており、非投資適格企業(財務健全性がぜい弱な企業)を中心に、利払い負担が緩和され、ICRの過度な落ち込みは回避されるだろう。設備投資の下押し圧力も限定的にとどまる。家計部門について、24年8月公表の内外経済見通し(P.19、図表3-2)で指摘の通り、低所得層を中心にクレジットカードローン延滞率が上昇しており、債務負担の増加が懸念される。利下げによる家計の金利受取・支払への影響を試算すると、低所得層でローン返済の利払い費が大幅に減少する(図表3-12■)。高金利下で生じた中小企業・低所得層の負担は軽減されるだろう。

図表 3-10
産業政策に関連する投資計画



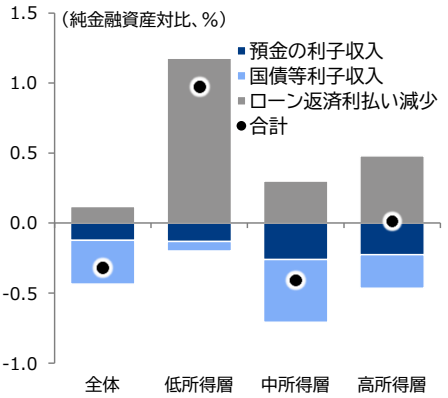
注:2024年11月15日時点。
出所:ホワイトハウス"Investing in America"より三菱総合研究所作成

図表 3-11 米国企業(非金融機関)のインタレスト・カバレッジ・レシオ(ICR)



注:予測はDalida et al (2024)の標準シナリオ。
出所:Dalida et al (2024). "Stress Testing the Corporate Debt Servicing Capacity: A Scenario Analysis" FEDS Notes より三菱総合研究所作成

図表 3-12 利下げによる家計の金利受取・支払への影響(MRI 試算)



注:政策金利が当社見通し(25年末にかけて1.25%ポイント低下)に沿って低下した場合の影響を試算。低所得層は下位2割、中所得層は2-8割、高所得層は上位2割。
出所:FRB、Macrobondより三菱総合研究所作成

注目点② トランプ政権の政策変更の影響 —— 主要公約の実施次第で、25年成長率は下振れの恐れ

ホワイトハウス(トランプ政権)と上下両院で共和党が主導権を握る「トリプルレッド」となった。減税など議会承認が必要な政策についても、実現可能性は高まったが、公約にはインフレなど副作用を伴う項目も多い。経済的影響が大きい税制、通商政策、移民政策、エネルギー政策ごとに、その経済影響を展望する(図表3-13)。

図表 3-13 トランプ氏の主要公約と実現可能性、米国経済への影響

政策分野	政策内容	経済的影響		実現可能性		
		GDP	物価	可能	部分的	不透明
税制	・トランプ減税(25年末失効の個人所得減税)の恒久化／延長 (※法人減税は継続)	▲	▲		●	
	・(米国内生産法人を対象に)法人税率の引き下げ(21%→15%)	▲	▲		●	
	・社会保障給付・チップ・残業代に対する非課税化	▲	▲			●
通商	・中国に対する60%超の追加関税(米国通商法に基づき実施可、実施範囲不明瞭)	▼	▲		●	
	・中国に対する最恵国待遇の停止(議会承認が必要)	▼	▲			●
	・米国への輸入品に一律10～20%の追加関税(150日間に限った時限措置は米国通商法に基づき実施可能も、恒久的な実施には立法必要)	▼	▲			●
	・26年～USMCA再交渉(原産地規則厳格化を通じた中国企業排除等)	▼	▲		●	
移民	・不法移民の入国制限	▼	▲	●		
	・4年間で約100万人の不法移民を強制送還	▼	▲			●
エネルギー	・石油・ガス生産の規制撤廃、原子力発電の促進	―	▼	●		
	・パリ協定からの再離脱(19年に離脱。バイデン政権下で復帰)	―	―	●		
	・IRAのクリーンエネルギー税額控除の撤廃	▼	―		●	
外交	・NATOからの脱退(原則として国防権限法の廃止が必要)	―	―			●
	・ウクライナ支援の停止・縮小(政権内のコンセンサスは定まっていない)	―	―		●	
	・イスラエル支援の強化・UNRWAの人道支援停止	―	―	●		

注:▲は GDP/物価を押し上げ、▼は押し下げ、―は影響が不明瞭であることを示す。実現可能性について、税制は Bloomberg、TAX FOUNDATION、CRFB を基に分類。通商・移民・エネルギー・外交は複数名の専門家インタビューに基づき MRI が分類。USMCA とは、米国・メキシコ・カナダの貿易協定。 出所:2024 年共和党政策綱領、Bloomberg、TAX FOUNDATION、CRFB より三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

経済影響の試算にあたっては、①26年中間選挙を見据えた経済への影響、②実現に必要な政治的プロセス、③複数の有識者インタビューから得た見解を踏まえ、「実現可能シナリオ（実施可能性のある政策のみを織り込む）」と「リスクシナリオ（実現可能性が不透明な政策も含む）」に整理した。実現可能シナリオとリスクシナリオで幅はあるが、25年のGDP成長率は▲0.5～▲0.4％ポイント程度下振れし、インフレ率は+0.3～+1.7％ポイント程度押し上げられると試算される。

税制について、法改正が必要なことから、効果の発現は主に26年以降となるだろう。トランプ氏は、①トランプ減税（25年末失効の個人所得減税）の恒久化／延長、②米国内で生産する法人のみを対象に法人税率の引き下げ、③チップの非課税化などを訴えている。これらのうち、③以外は概ね実施可能とみられ、26年のGDP成長率を+0.9％ポイント程度、物価を+0.2％ポイント程度押し上げると予想する（図表3-14）。

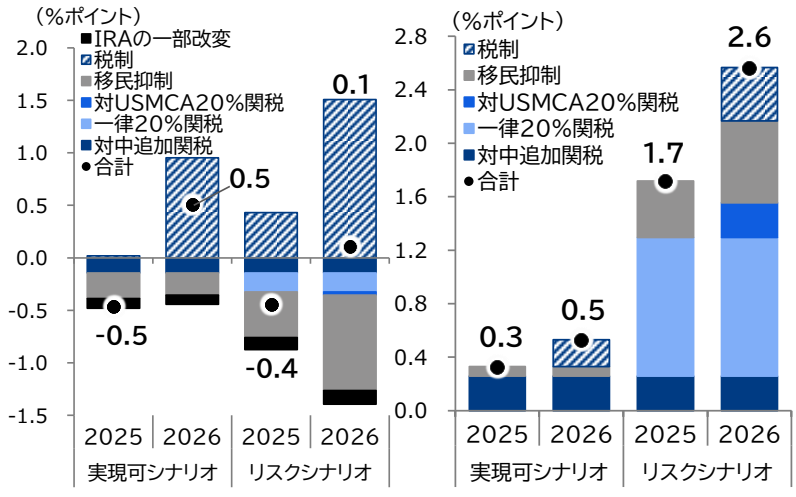
通商政策について、①関税は米経済に大きな負の影響を及ぼすこと、②実施の規模・時期・対象国は通商交渉（ディール）次第であることから、不確実性が高い。特に関税のなかでも、経済覇権競争を背景に超党派での合意が得られやすく、さらに貿易赤字の大きさから、中国への追加関税が実施される可能性は高い。当社では、対中60％の追加関税が実施された場合、25年のGDP成長率は▲0.1％ポイント程度、中長期的なGDPは▲0.7％ポイント程度押し下げられるほか、物価は+0.3％ポイント程度押し上げられると試算している。また、全輸入品に対する一律関税や26年に予定されているUSMCA（米国・メキシコ・カナダ協定）の再交渉によって対USMCA関税が導入された場合、GDP下押し／物価押し上げ効果は大きくなる（図表3-14）。

移民政策について、不法移民への入国規制が行われた場合、25年のGDP成長率が▲0.2％ポイント程度押し下げられ、物価が+0.1％ポイント程度押し上げられるとみている（図表3-14）。産業別にみると、雇用者数に占める移民の割合が相対的に高い娯楽・宿泊、専門サービス、教育・医療などのサービス産業での影響が大きいだろう。さらに、不法移民の強制送還が行われた場合、一段の成長下振れ、物価上振れが懸念される。

エネルギー政策について、トランプ氏は、A）石油・ガス生産の規制撤廃、B）パリ協定からの再離脱、C）IRAにおけるクリーンエネルギー税額控除の廃止を主張している。これらのうち、A）・B）は、大統領権限の範囲で実施可能と見る。一方、C）について、IRAの改変は小幅にとどまるとみる。23年11月公表の内外経済見通し（P.23、図表3-17）で指摘の通り、共和党の基盤州ほどIRAの経済的恩恵が大きいからである。脱炭素関連の投資について、個別分野での見直しは想定されるものの、全体としてみれば拡大傾向が続くだろう。

図表 3-14　トランプ氏の掲げる政策による GDP（左側・中間）、物価（右側）への影響（MRI 試算）

（GDPへの影響、%ポイント）		実現可シナリオ 2025	実現可シナリオ 2026	リスクシナリオ 2025	リスクシナリオ 2026
税制	トランプ減税の恒久化/延長 所得税等		0.7		0.7
	トランプ減税の恒久化/延長 法人税		0.2		0.2
	トランプ減税の恒久化/延長 州・地方税				0.2
	社会保障給付・チップ・残業代の非課税化			0.3	0.3
	追加法人減税（米国内生産する法人：21→15%）	0.1	0.0	0.1	0.0
	その他	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.1
通商	対中60%超追加関税	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
	一律20%の追加関税			▲ 0.2	▲ 0.2
	対USMCA20%関税				▲ 0.0
移民	不法移民の入国制限	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2
	不法移民の強制送還			▲ 0.2	▲ 0.7
エネ	IRAのクリーンエネルギー税控除廃止	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
合計		▲ 0.5	0.5	▲ 0.4	0.1



注：実現可シナリオは、図表3-13の実現可能性のうち、「可能」「部分的に実現可能」な政策のみを考慮。リスクシナリオは、「実現不透明」な政策も考慮した影響。税制、IRAの一部廃止の影響はTAX FOUNDATION、CRFBを基に作成。通商政策の影響はGTAPモデルよりMRIが推計。不法移民の入国制限の影響はCBO、米国労働省のデータを基にMRIが試算。強制送還の影響は、PIIEを基に作成。
出所：GTAPモデル、TAX FOUNDATION、CRFB、米国労働省、CBO、PIIEより三菱総合研究所作成

注目点③　FRBの利下げペース　――　FRBは段階的に利下げを進め、26年にかけて中立金利水準へ

FRBは、26年央にかけて段階的に利下げを実施するとみる。FRBの利下げ幅は、24年12月に1回、25年内で4回（1回0.25％ポイントずつ）、25年末の政策金利の誘導水準は3.25％-3.50％と予想する。

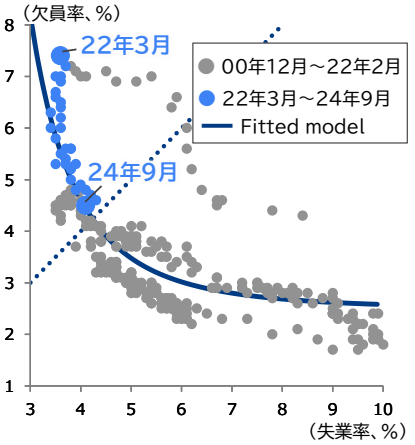
先行きの利下げペースを見通す上で、①雇用悪化、②インフレ再燃の両方のリスクに注目である。①について、既往の高金利による労働需要の鈍化や23年以降の移民流入数の増加を受け、失業率と欠員率は概ね均衡している（図表3-15）。これは、失業者数が増加に対し吸収可能な求人件数が限られていることを意味し、均衡が崩れた場合、失業の増加ペースは速まる。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

②について、インフレ率の鈍化傾向は続くものの、拡張的な財政政策などに起因するインフレ圧力は残存する。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。推計方法によって幅はあるが、景気・物価に対して中立な実質金利水準は、短期的な動向を反映しやすいモデルや金融機関の見通しを中心に上昇傾向を示している（図表3-16）。中立金利の上振れは、金融引き締めのインフレ抑制効果を弱める。インフレを確実に抑制するために、FRBは、25年にかけて3%台の政策金利水準を維持し、物価・雇用関連指標を注視しながら慎重に利下げを進める姿勢を堅持するだろう。

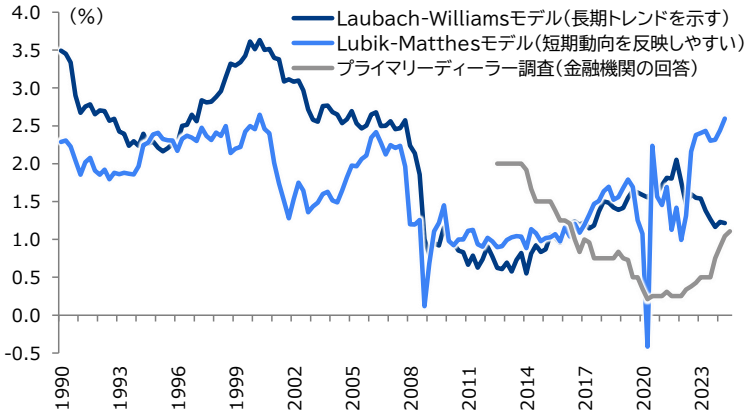
さらに、第2次トランプ政権の政策次第で、金融政策は大きく変動する。トランプ氏が掲げる大幅減税や追加関税、移民抑制策はいずれもインフレ圧力を高める。これら政策の実行規模・時期次第では、FRBは25年央にも利下げを打ち止めし、25年内の利下げは2回（1回0.25%ポイントずつ）程度にとどまる可能性があるとみる。FRBの金融政策に対する不確実性が一段と高まり、金融市場に混乱が生じやすい環境が続くだろう。

図表 3-15 ベバリッジ曲線



注：Fitted model はべき関数を推計。点線は欠員率／失業率＝1の水準。
出所：米国労働省、Macrobond より三菱総合研究所作成

図表 3-16 自然利子率（物価に対して中立な実質金利水準）



注：自然利子率の推計方法は複数あるが、Laubach-Williamsモデルは中長期的なトレンドを重視する一方、Lubik-Matthesモデルは短期的なショックをより反映しやすい傾向がある。プライマリーディーラー調査は、主要金融機関の回答結果（中央値）を示す。
出所：NY連銀、リッチモンド連銀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、2つのリスクが発生した場合、景気後退に陥る恐れがある。

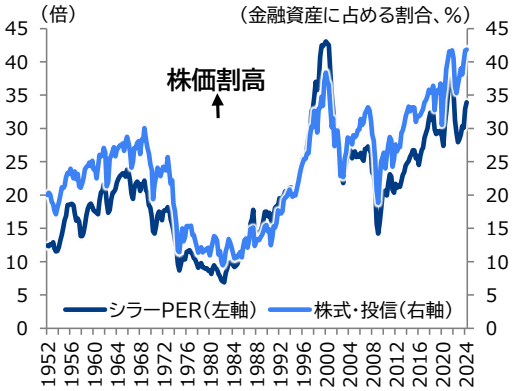
第一のリスクは、世界的な保護主義の加速と地政学的要因によるインフレ再燃である。トランプ政権による追加関税に対し、中国などが報復措置を講じることで、世界的に保護主義が一層進展し、インフレ圧力がさらに強まる恐れがある。また、中東情勢の緊迫化も懸念される。イランなどの主要産油国への紛争拡大や、ペルシャ湾を通る輸送ルートの閉鎖が生じた場合、国際的な原油価格が急上昇しかねない。

コストプッシュインフレ再燃は、①逆資産効果、②低所得・中堅中小企業の景況感の更なる悪化を招く。

①について、株価収益率（＝株価÷企業利益）は、FRBの段階的な利下げへの期待などを背景に、過去と比べて高水準にあり、株価も割高圏にある。かかる状況下、家計の金融資産に占める株式・投信の割合は4割を超えている（図表3-17）。低中所得層を中心にインフレ許容度が低下している中、コストプッシュインフレは業績悪化を通じて株価を下落させる恐れがある。逆資産効果による消費の腰折れリスクは高い。

②について、中小企業や低所得層向けローンの貸し倒れ急増には要注意である。米企業倒産件数は過去10年間を上回るペースで増加しており、今後、各種ローンの延滞が一段と増加した場合、金融不安が再燃する恐れがある。

図表 3-17 株価収益率、金融資産に占める株式・投信の割合



注：直近は 2024 年 4-6 月期。
出所：Online Data Robert Shiller、FRB より三菱総合研究所作成

第二のリスクは、第2次トランプ政権の政策による財政悪化である。減税の規模次第では、追加関税に伴う関税収入の増加を上回る歳入減を招き、2035年にかけて米債務残高（対GDP比）は143%へと上昇する（責任ある連邦予算委員会（CRFB）試算）。これは、現制度が続いた場合に35年に見込まれる125%を大きく上回る規模であり、財政悪化懸念はリスクプレミアムの上昇を通じて長期金利を高止まりさせる可能性がある。政府部門の資金需要の増加が金利上昇を通じて民間部門の投資を抑制させるクラウディングアウトを引き起こしかねない。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.