政策・経済センター 浅井 優汰

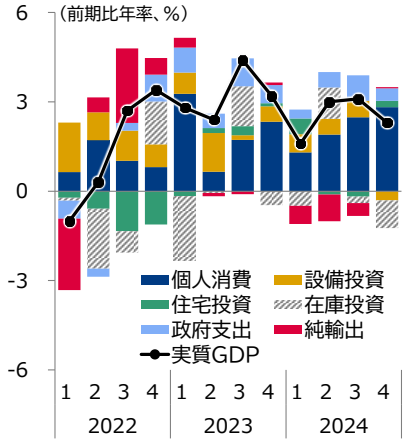
(1) 米国経済の現況

個人消費が成長を押し上げ、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10-12月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.3%(前期同+3.1%)と高い伸びを維持した。内訳をみると、個人消費が同+4.2%(前期同+3.7%)と全体を押し上げた(図表3-1)。背景には、底堅い雇用・所得環境がある。早期退職や高齢化を背景に、構造的な人手不足圧力が根強く残存している。そのため、高金利下にあっても、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、解雇率は低水準にとどまる。底堅い雇用を背景に実質賃金はプラスの伸びを維持、家計の債務返済負担はコロナ危機前を下回る水準で推移しており(図表3-2)、家計の購買力を支えている。

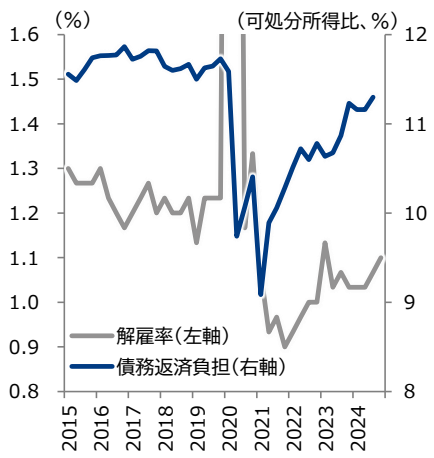
一方、家計の消費・生活実感は低・中所得層と高所得層の間で「二極化」が進んでいる。所得階層別の消費者マインドをみると、高所得層に比べて低・中所得層の回復ペースは鈍く、所得階層間で差が広がっている(図表3-3)。米国経済は、株高などによる資産効果を享受しやすい高所得層が景気を支える形で堅調さを保っているものの、根強いインフレや既往の金融引き締めによる成長下押し圧力は依然として続いている。

図表 3-1 実質 GDP 成長率



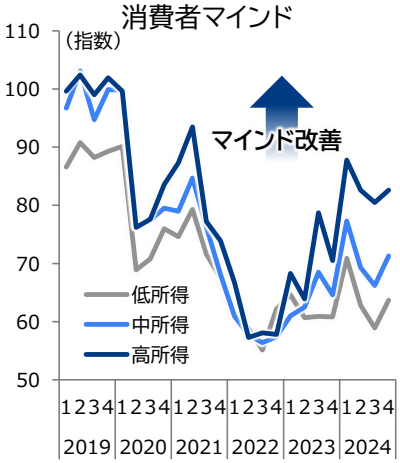
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-2 解雇率、家計の債務返済負担



出所:Macrobond、米国労働省、FRB より三菱総合研究所作成

図表 3-3 所得階層別の消費者マインド



注:所得階層は、三分位階級。
出所:Macrobond、ミシガン大学より三菱総合研究所作成

(2) 米国経済の先行き

堅調な経済成長を予想するが、トランプ政権の政策運営次第で成長率は変動

米国経済の基調は強く、トランプ政権が景気に配慮した政策運営を続ければ、堅調な成長軌道を維持するだろう。25年の実質GDP成長率は、前年比+2.4%とみる(図表3-4)。24年10-12月期実績の上振れなどを映じ、前回24年11月時点(同+1.9%)から上方修正する。高金利による景気下押し圧力は残存するが、米国経済に吹く3つの追い風(①米国内生産回帰、②データセンター・エネルギー関連投資、③AI活用による生産性向上)が成長を支えるとみる。26年の成長率は同+2.1%と潜在成長率並みの堅調な成長を予測する。良好な経済を背景に、インフレ率の鈍化ペースは緩やかにとどまることから、FRBの利下げ回数は、25年・26年内に各2回(1回0.25%ポイントずつ)、利下げ局面の終了は26年後半を予想する。

もっとも、トランプ政権の掲げる追加関税などの実施規模次第では、実質GDP成長率は上記見通しに比べて、各年平均▲0.5%ポイント程度下振れる恐れがあり、FRBの金融政策の不確実性が高まるとみる(詳細は注目点①・③)。

先行きの注目点は、①トランプ2.0の政策による経済影響、②米国経済に吹く3つの追い風、③「中立金利水準」と「トランプ政策」が左右する金融政策の3点である。

図表 3-4 米国経済見通し

暦年ベース (前年比、%)	実績 2023	実績 2024	予測 2025	予測 2026
実質GDP	2.9	2.8	2.4	2.1
個人消費	2.5	2.8	2.6	2.3
設備投資	6.0	3.7	3.3	3.8
住宅投資	▲8.3	4.2	2.9	3.4
在庫投資寄与度	▲0.4	0.0	0.0	▲0.1
政府支出	3.9	3.4	2.3	1.3
純輸出寄与度	0.5	▲0.5	▲0.4	▲0.3
輸出等	2.8	3.2	2.4	1.5
輸入等 <控除>	▲1.2	5.4	4.1	3.2
FFレート誘導水準(年末)	5.25-5.5	4.25-4.5	3.75-4.0	3.25-3.5
物価(コアPCE)	4.1	2.8	2.4	2.2
失業率	3.6	4.0	4.1	4.0

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

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

注目点① トランプ2.0の政策による経済影響 ―― 「米国第一主義」と「小さな政府」のバランス次第

第2次トランプ政権（トランプ2.0）では、就任早々、「米国第一主義」に基づく4つの優先課題の実現に向けた政策が次々と打ち出されている。同時に、市場原理を重視し、政府の関与を最小限に抑える「小さな政府」を志向しており、伝統的な共和党の基本方針にも沿っている。トランプ2.0下の米国経済は、「米国第一主義」と「小さな政府」のバランス次第で大きく変わる。ここでは、前者のうち「安全保障の回復」「エネルギー・経済自立回復」「行政改革」と、後者の「減税」「規制緩和」の5分野に焦点を絞り、政策運営を展望する（図表3-5）。

図表 3-5　トランプ 2.0 の政策運営シナリオ

		主な政策目標	メインシナリオ（景気・インフレに一定程度配慮）	リスクシナリオ（公約強行）
米国第一主義（4つの優先課題）	安全保障の回復 MAKE AMERICA SAFE AGAIN	• 不法移民の排除 • 麻薬カルテルの取り締まり強化	目的❸ ディールの材料 ➡関税は時限措置 • 対中10%追加関税【実施済】、対メキシコ・カナダ25%関税[注] • 国境警備の強化やメキシコとの国境の壁建設再開・完成による不法移民の流入抑制（第1次トランプ政権時並み）	• 交渉が難航、各種関税措置の長期化や報復関税の応酬に • 不法移民の強制送還（犯罪歴のある約130万人を対象[注]）
	エネルギー・経済自立回復 MAKE AMERICA AFFORDABLE AND ENERGY DOMINANT AGAIN	• 米国内生産回帰の促進 • 貿易赤字の削減 • インフレの抑制	目的❶・❷ 貿易不均衡是正 連邦歳入増加 ➡関税は本格実施 • 鉄鋼・アルミ25%関税 • 自動車・半導体・医薬品へ追加関税 • トランプ相互関税 • ①化石燃料生産の規制緩和、②LNG輸出規制撤廃、③温室効果ガス排出規制の撤廃、④IRAにかかるEV補助金廃止	• 対中60%超関税（中国に対するPNTR（恒久的通常貿易関係）廃止） • その他の国へ一律20%関税 —
	行政改革 DRAIN THE SWAMP	• 官僚機構の権限縮小	• 官僚機構・歳出の改革（DOGE[注]主導の下、行政府予算・人員削減などを通じた、年800億ドル規模[注]の歳出削減）	—
	伝統的価値観の回復 BRING BACK AMERICAN VALUES	• 伝統的価値観の重視	• 生物学的性別に基づく政策のための大統領令（DEI廃止） • 「メキシコ湾」を「アメリカ湾」へ改名等	—
小さな政府	減税	• 経済成長の促進	• ①所得減税の延長、②追加法人減税（製造業の税率を21%→15%）、③社会保障給付・チップ・残業代の非課税化	—
	規制緩和	• イノベーションの促進	• 反トラスト法運用の緩和（ビッグテック規制案件は継続） • ①AI・自動運転開発の促進、②暗号資産の普及、③宇宙開発の加速、に資する規制緩和	—

注：対メキシコ・カナダ関税は発動延期（2月 18 日時点）されており、26 年の USMCA（米国・メキシコ・カナダの貿易協定）再交渉に向けたディールの一環との見方もある。不法移民の強制送還は PIIE の試算前提に準拠。DOGE（政府効率化省）は年 5,000 億ドルの歳出削減を掲げるが、実現可能性は低い。CRFB を基に年 800 億ドルの歳出削減を想定。 出所：ホワイトハウス、PIIE、CRFB より三菱総合研究所作成

メインシナリオでは、「米国第一主義」に基づく追加関税・移民抑制による成長の下押し圧力と、「小さな政府」に基づく減税・規制緩和などの成長促進圧力がおおむね均衡し、堅調な経済成長が続くとみる（図表3-6）。特に注目すべきは、関税の影響である。関税には、①貿易不均衡の是正、②連邦歳入の増加、③ディール（交渉）の材料という3つの目的がある（図表3-7）。影響を評価する上では、4つの優先課題と3つの目的を踏まえ、狙いを見極めることが重要となる。①・②を目的とする関税は本格導入される可能性が高い。一方、③は通商環境の不確実性を高めつつも、交渉次第では実施が見送られ、経済的影響は限定的にとどまる可能性がある。

「安全保障の回復」について、不法移民の排除と麻薬カルテルの取り締まり強化に向け、A）関税とB）国境警備の強化の2点を中心に政策が進められるだろう。A）について、不法移民および合成麻薬フェンタニルの主要流入国とみなすメキシコ・カナダ、フェンタニルの供給元とみなす中国に対し、「対中10%追加関税、対メキシコ・カナダ25%関税」を表明し、中国への措置は既に適用されている。これは、優先課題である「安全保障の回復」の一環として、関税を武器に迅速な対応を迫った動きだ。この場合の関税はあくまでも③交渉の手段であり、問題解決のめどが立つまでの時限的な措置とみるのが妥当であろう。B）について、同政権は既に国境警備要員の増強を計画しており、対処への本気度が窺える。産業別の雇用に占める不法移民の割合をみると、建設・農業で特に高く（図表3-8）、流入ペースの鈍化による人手不足が懸念される。

「エネルギー・経済自立回復」について、ⅰ）米国内生産回帰の促進、ⅱ）貿易赤字の削減、ⅲ）インフレ抑制を重点に政策が進められるとみる。ⅰ）・ⅱ）の実現に向け、同政権は、雇用創出力が高い重厚長大産業や、国家競争力を左右する産業を中心に関税引き上げを進めるだろう。既に、鉄鋼・アルミに対し25%関税を課す大統領令に署名しているほか、相互関税の導入に向けた覚書を発表している。また、自動車・半導体・医薬品への追加関税も主張しており、成長下押しリスクとなる（図表3-9）。ⅲ）について、同政権は、エネルギー価格の引き下げのほか、データセンターの増加などに伴うエネルギー需要拡大に対応するため、化石燃料生産の規制緩和や輸出規制の撤廃を進めている。ダラス連銀調査によると、政権発足を受け、34%の石油・ガス会社が

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

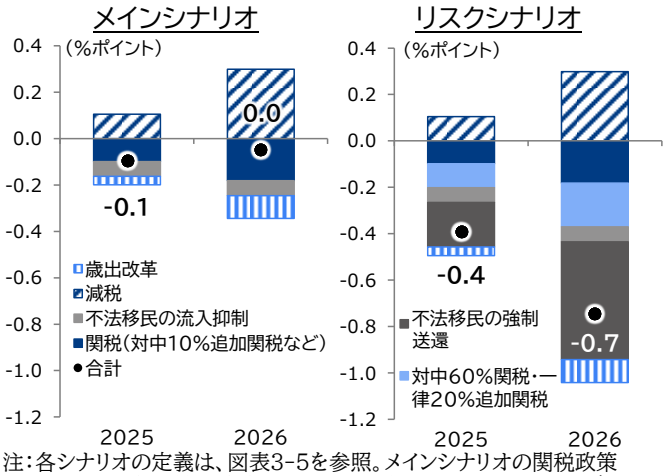
新たに化石燃料関連投資の拡大を検討している（当社レポート、図表3）。一方、米国の原油生産の約7割を占めるシェールオイルについては、損益分岐点の上昇などを背景に、慎重な投資姿勢を維持する企業も多い。不法移民の流入減により建設が滞るリスクもあり、エネルギー価格の抑制効果は幅をもってみる必要がある。

「行政改革」について、改革の推進機関として、DOGE（政府効率化省）を設置し、トップにイーロン・マスク氏を起用、行政府予算・人員削減を進めている。これにより、歳出改革が進む可能性がある一方、削減対象となる予算の多くは低所得層向け支援策となる公算が大きく、家計の二極化が一層進む恐れがある。さらに、マスク氏は選挙で選ばれたわけでなく、議会承認も得ていないうえ、連邦政府の規制の影響を受ける事業を複数抱える。マスク氏が政権内での影響力を強めることへの反発が強まり、改革が十分に進まない可能性もある。

「減税」について、25年末失効予定の所得減税の延長に加え、米国内生産の促進を目的に法人税率の引き下げが進められるとみる。また、上下両院ともに共和党が多数派を占める「トリプルレッド」であるため、トランプ大統領が掲げてきた「社会保障給付・チップ・残業代の非課税化」なども一部実現する可能性があるだろう。

「規制緩和」について、反トラスト法の運用緩和や、AI・自動運転、宇宙、金融・暗号資産分野など次世代産業の規制緩和が進められるとみる。政権には、「テクノ・リバタリアン」と呼ばれるテクノロジー企業の経営者が多数登用されている。規制緩和により、株価上昇や企業の投資意欲の促進といったプラス面がある一方、米銀の過度なリスクテイクが金融システムの安定性を損なうなど、中期的リスクの増大には注意が必要である。

図表 3-6 「トランプ政策」の GDP 成長率への影響（MRI 試算）



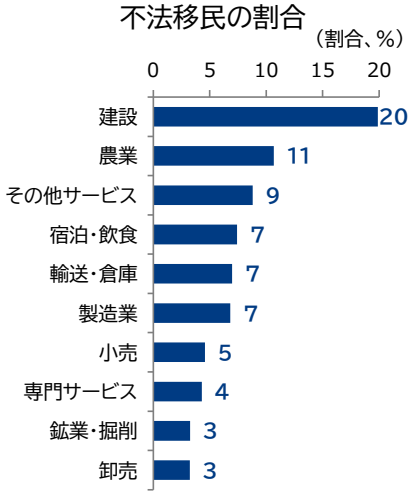
注：各シナリオの定義は、図表3-5を参照。メインシナリオの関税政策は、対中10%追加関税、鉄鋼・アルミ25%関税、対メキシコ・カナダ25%関税（試算の都合上、長期的な実施を想定しており、影響は小さくなる可能性）、自動車・半導体・医薬品への追加関税を想定。
出所：GTAPモデル、TAX FOUNDATION、CRFB、米国労働省、CBO、PIIE、Bloomberg、FRBを基に三菱総合研究所作成

図表 3-7 「トランプ関税」を読む視点

関税の3つの目的	4つの優先課題	狙い	主な関税政策
目的 ❶・❷ 貿易不均衡是正＋連邦歳入増加	エネルギー・経済自立回復 MAKE AMERICA AFFORDABLE AND ENERGY DOMINANT AGAIN	• 米国内生産促進と雇用創出 • 国家競争力の強化 ➡関税は本格実施	• 鉄鋼・アルミ25%関税（3月12日～実施予定） • 自動車・半導体・医薬品への追加関税
		• 貿易赤字削減 • 関税収入の増加 • 米国の輸出を促進 ➡関税は本格実施	• トランプ相互関税 ※米国市場の魅力は大きく、各国は追加関税回避に向け、対米関税引き下げに動く可能性。その場合、関税引き上げ幅は限定的に
目的 ❸ ディールの材料	安全保障の回復 MAKE AMERICA SAFE AGAIN	• 麻薬密輸問題の解決 • 不法移民問題の解決 ➡関税は時限措置	• 対中10%追加関税（実施済） • 対メキシコ・カナダ25%関税（延期） • 対コロンビア関税（撤回）

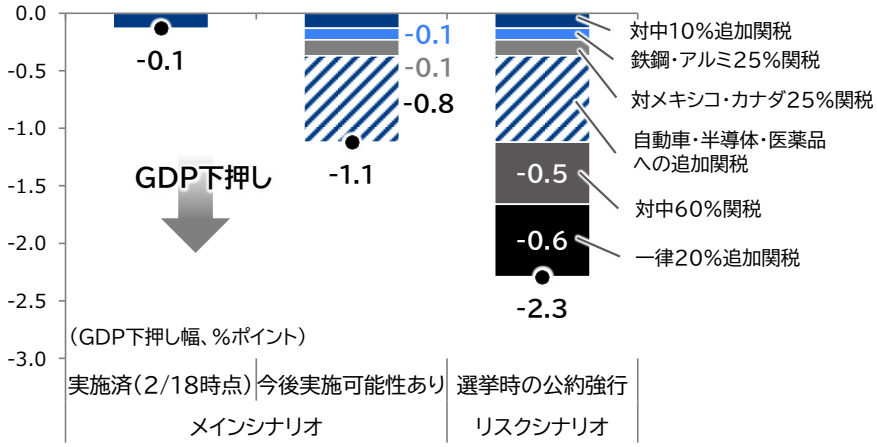
出所：ホワイトハウス、各種資料より三菱総合研究所作成

図表 3-8 雇用に占める不法移民の割合



注：2022 年時点。各産業の雇用者数に占める不法移民の割合を試算。
出所：American Immigration Council “Mass Deportation: Devastating Costs to America, Its Budget and Economy”、米国労働省、Macrobond より三菱総合研究所作成

図表 3-9 「トランプ関税」による中期的な米国の GDP 水準への影響（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。対中 60%関税は実行関税を 20%と仮定した上で、10%追加関税も考慮し、30%の追加関税を想定。一律 20%追加関税は中国・メキシコ・カナダ以外の輸入品に追加的に 20%課税を課した場合。自動車・半導体・医薬品への追加関税は、全品に一律25%の追加関税を想定。試算の都合上、半導体は電子・光学機器への追加関税を想定。各関税の影響には重複があり、組み合わせ次第で影響の大小は変わる点には留意が必要。
出所：GTAP モデルより三菱総合研究所作成

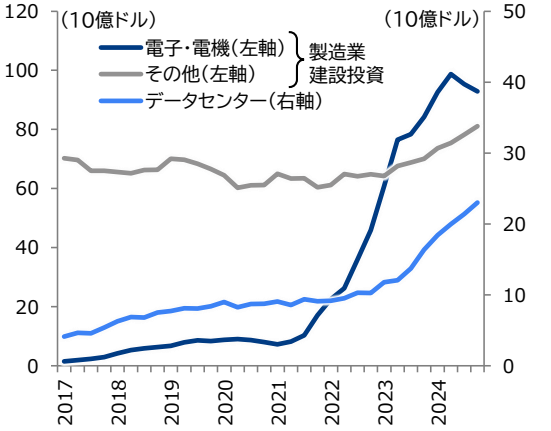
Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

注目点② 米国経済に吹く3つの追い風 ―― 米国内生産回帰、エネルギー投資、AI活用が成長押し上げ

内需(消費・投資)の伸びは、26年前半にかけて鈍化するものの、堅調な伸びを維持するとみる。24年11月公表の内外経済見通し(P.24、図表3-6)で指摘の通り、コロナ危機後の財政刺激策による景気押し上げ効果が弱まるが、3つの追い風(①米国内生産回帰、②データセンター・エネルギー関連投資、③AI活用による生産性向上)が成長率を押し上げると考える。

第一は、米国内生産回帰に伴う投資の拡大である。バイデン政権のもとで、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つの大型産業政策が成立し、とりわけ電子・電機分野を中心に製造業の建設投資が急拡大している(図表3-10)。第2次トランプ政権下では、IRAに含まれるEV補助金の廃止や風力発電の用地許認可の厳格化などが予定されており、一部の脱炭素関連投資の鈍化が見込まれる。それでも、トランプ政権も関税導入や法人減税を通じて、米国内生産回帰を促す方針を掲げており、同政権下でも生産回帰を軸とした投資は引き続き堅調に推移するだろう。

図表 3-10 製造業建設・データセンター投資

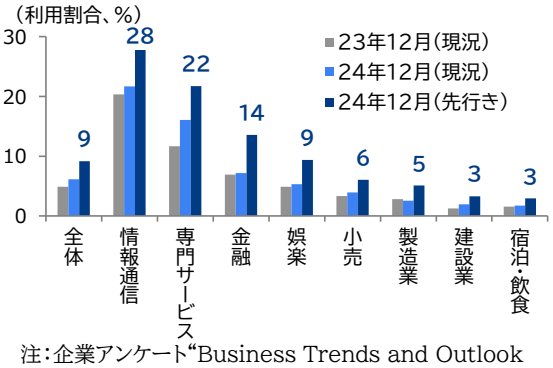


注:建設投資デフレータで実質化。
出所:米国国勢調査局、米国商務省より三菱総合研究所作成

第二は、データセンター・エネルギー関連投資の拡大である。AI需要の拡大を受け、米国ではデータセンターの建設が加速している(図表3-10)。さらに、米国内生産回帰やAI・データセンターの電力消費量の増加により、米国の電力需要は今後急拡大する可能性がある。カンザスシティ連銀のレポートによると、国立再生可能エネルギー研究所(NREL)が示す「需要拡大シナリオ(電化技術普及)」の場合、GDP当たりの電力消費量は40年までに23%増加すると試算されている。トランプ大統領は、電力需要拡大に対応するための大統領令に署名しており、今後、送電網・配電網の拡充や原子力などのクリーンエネルギーへの投資が拡大すると見込まれる。

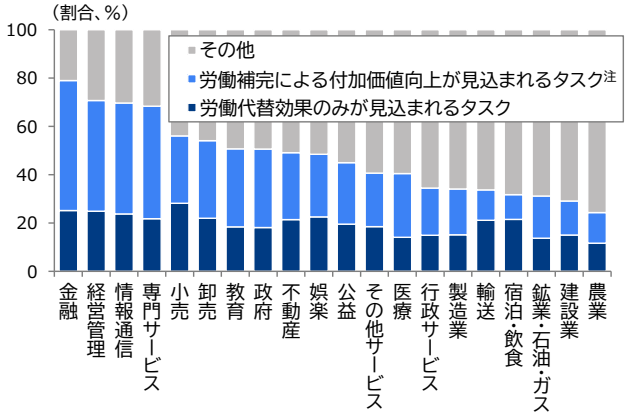
第三は、AI活用による生産性向上である。米国企業におけるAIの利活用は年々拡大しており、情報通信業や専門サービスなどでの利用が顕著だ(図表3-11)。今後、AI活用の進展が米国の生産性向上に寄与するとみる。生成AIを用い、業種ごとにAIで代替されるタスク(図表3-12■)とAIによる補完が可能なタスク(同■)の割合を試算したところ、サービス業を中心に、補完可能なタスクの割合が高いことが示された。労働代替に伴う「AI失業」の発生など、経済への負の影響は避けられないものの、労働補完による付加価値の向上がTFP(全要素生産性)を押し上げる効果も期待される。ITバブル期には、インターネットなどの急速な普及を背景に、業務効率化や新たなビジネスモデルの創出が進み、労働生産性が大幅に向上した(図表3-13)。同様に、AIの普及も生産性向上の新たな原動力となる可能性があるだろう。

図表 3-11 企業の AI 利活用



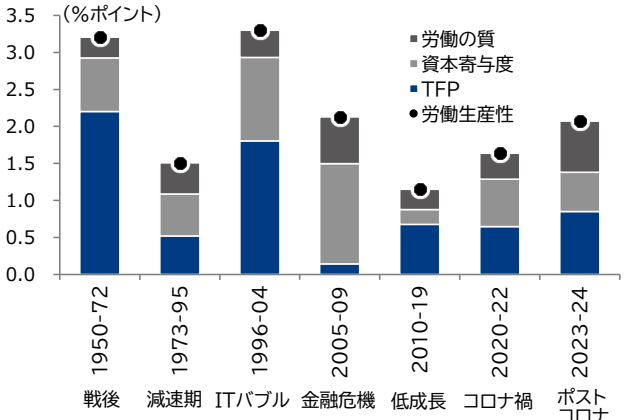
注:企業アンケート"Business Trends and Outlook Survey"の結果。「製品の生産やサービス提供に AI を活用している」と回答した企業の割合。現況は回答時から 2 週間以内の利用経験、先行きは 6 カ月先の利用意向。
出所:米国国勢調査局より三菱総合研究所作成

図表 3-12 生成 AI のタスクへの影響(MRI 試算)



注:OpenAI の GPT-4o を用い、約 2500 のワークアクティビティについて、デジタル技術と人間の協調によって、アウトプットの質を高められるかを AI 判定した結果。
出所:米国 O*NET データ、米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-13 米国の労働生産性



出所:Nida et al.(2024)"The Future of U.S. Productivity: Cautious Optimism amid Uncertainty", Federal Reserve Bank of Kansas City より三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

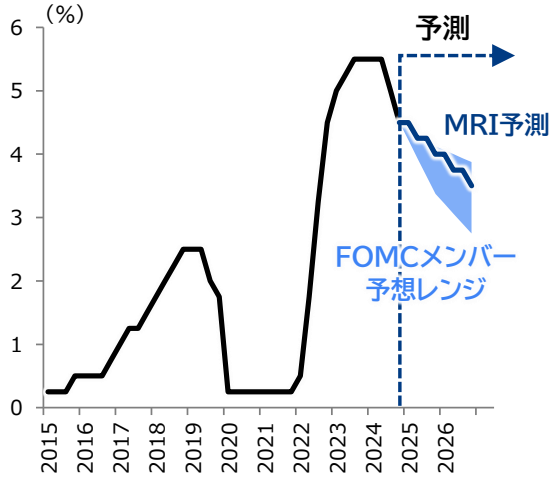
注目点③「中立金利水準」と「トランプ政策」が左右する金融政策 ―― 不確実性の高い金融政策が続く

FRBは、26年後半にかけて段階的に利下げを実施するとみる。25・26年にそれぞれ2回ずつ、計4回（1回0.25%ポイントずつ）の利下げを行い、26年末の政策金利誘導目標は3.25%-3.50%になると予想する。26年後半には、24年9月に開始された今回の利下げ局面が終了するとみる（図表3-14）。

先行きの金融政策は、①中立金利水準および②トランプ政権の政策影響という2つの不確実要因に左右される状況が続くだろう。①について、24年12月時点でFOMCメンバーが予想するロンガーラン（長期的な中立金利水準）のレンジは2.4%～3.9%と過去と比較してばらつきが大きくなっている。一因には、注目点②で示したように、AI活用の進展による労働生産性の向上など、供給面での構造変化がある。

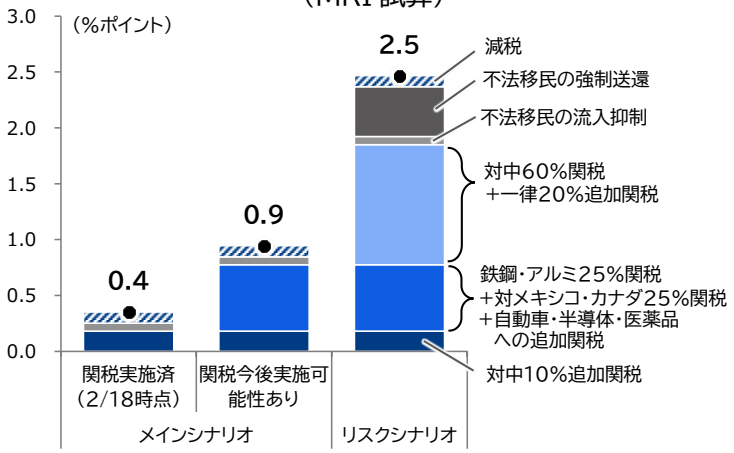
②について、当社試算では、注目点①（図表3-5）で示したメインシナリオにおいて、関税、不法移民抑制、減税により、消費者物価が前年比+0.4～0.9%ポイント程度押し上げられるとみる。さらに、より大規模な関税や移民の強制送還を想定したリスクシナリオでは、押し上げ幅が+2.5%ポイントに拡大し（図表3-15）、FRBは再利上げを迫られる恐れがある。ただし、関税が物価に与える影響は、対象品目の代替可能性や種類（資本財・中間財・消費財）によって異なる。また、関税がドル高を招いた場合、輸入インフレ圧力が緩和される可能性があり、インフレ圧力の程度は不透明である。加えて、化石燃料の増産がエネルギー価格を抑制する可能性もある。以上を踏まえ、当社はコアPCE物価上昇率（前年比）がFRBの2%物価目標へ到達するのは、26年以降と予想する。FRBは、中立金利水準とトランプ政権の動向を見極めつつ、慎重に金利を調節していくだろう。

図表 3-14　政策金利見通し



注：予想レンジは、24 年 12 月時点で、最大・最小値を除く。
出所：FRB より三菱総合研究所作成

図表 3-15 「トランプ政策」による消費者物価への影響（MRI 試算）



注：影響は 25-26 年平均。試算前提は図表 3-5 を、関税については図表 3-9 を参照。なお、化石燃料の増産によるエネルギー価格抑制効果は不確実性が高く、未考慮。
出所：GTAP モデル、TAX FOUNDATION、CRFB、米国労働省、CBO、PIIE、Bloomberg より三菱総合研究所作成

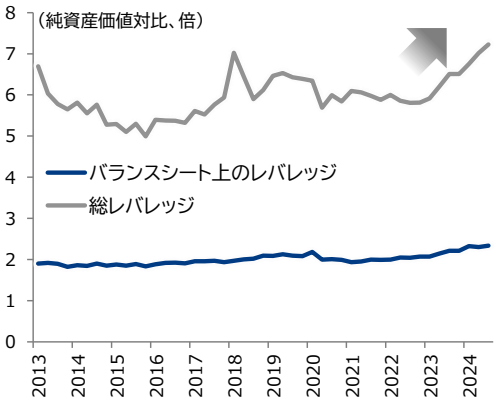
（3）米国経済の先行きリスク

米国経済は堅調な推移が予想されるものの、2つのダウンサイドリスクに注意が必要である。

最大のリスクは、トランプ政権のさらなる保護主義の強化である。注目点①（図表3-5）で示したリスクシナリオのように、トランプ政権が「米国第一主義」に基づく大規模な関税措置などを実施した場合、米国GDP成長率は各年平均で▲0.5%ポイント程度下押しされるとみる（注目点①図表3-6）。各国が米国に対し報復関税や輸出入規制を講じた場合、米国経済は一段と減速する恐れがある。

第二のリスクは、金融市場の不安定化である。米国株の株価収益率は、AI活用による収益拡大への期待から、歴史的に高水準にあり、株価も割高圏で推移している。かかる状況下、米国証券取引委員会（SEC）登録のヘッジファンドのレバレッジをみると、バランスシート上に計上されないオフバランスのレバレッジが急上昇している（図表3-16）。これは、円キャリー取引などの短期的な投機取引の増加が主因であろう。今後、インフレ再燃によるFRBの利下げ期待の後退や、「DeepSeekショック」のように巨額のAI投資に見合う収益への期待が揺らぐ事態が発生すれば、ヘッジファンドの資金流出が加速する可能性がある。結果、米国株の急落や米国債売却による長期金利急騰など、金融市場の不安定化を招く恐れがある。

図表 3-16　米国証券取引委員会（SEC）登録のヘッジファンドのレバレッジ



注：直近は 2024 年7-9 月期。
出所：Office of Financial Research より三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.