政策・経済センター 浅井 優汰 江口 修平

(1) 米国経済の現況

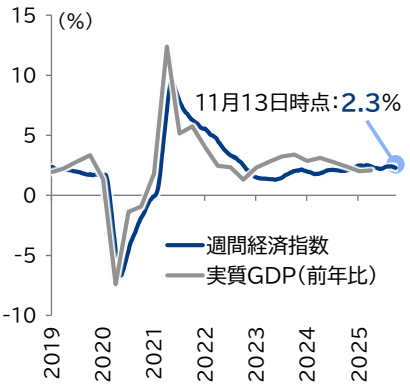
トランプ関税発動後も内需は堅調を維持、一方で労働市場は減速

政府閉鎖の影響で公式統計の公表は遅れているが、利用可能なデータに基づけば、米国経済は堅調に推移しているとみる。各種週次データを用いて実質GDP成長率をリアルタイムで推計する週間経済指数(WEI)は、25年7-9月期の実質GDP成長率も前年比+2%超の高い伸びを維持したことを示唆する(図表3-1)。

堅調さの背景には、①関税コストの低減、②旺盛なAI関連投資、がある。①について、米国の関税率は6月以降10%程度にとどまり、従来の輸入構造を前提に算出される理論値を約6%ポイント下回る。これは、カナダ・メキシコの対米輸出におけるUSMCA(米国・メキシコ・カナダ協定)の免税申請拡大などが寄与している。②について、AI開発競争を背景にビッグテックは設備投資を急拡大させている(図表3-2)。また、AI株高は家計の保有株式額の上昇を通じて資産効果を醸成し(図表3-3)、高所得層の消費を押し上げている。

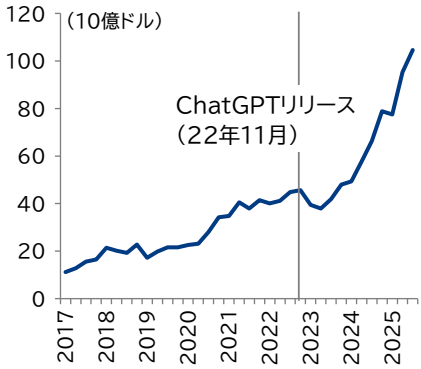
一方、労働市場は減速している。民間雇用サービス企業ADPによると、直近3カ月の民間雇用の伸び(前月差)は月平均+0.3万人にとどまり、景気循環との連動性が低い医療・教育を除くと10月に減少へ転じている。FRBは、関税によるインフレリスクが残るなかでも、雇用減速を懸念し、2会合連続での利下げに踏み切った。

図表 3-1 週間経済指数(WEI)



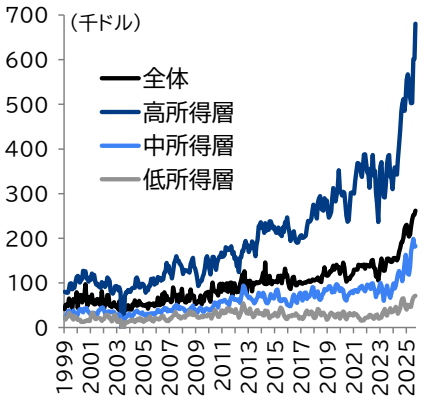
注:週間経済指数は後方13週間移動平均値。実質GDP成長率の直近は25年4-6月期。
出所:ダラス連銀、米国商務省、Macrobondを基に三菱総合研究所作成

図表 3-2 ビッグテックの設備投資額



注:Apple、Microsoft、Alphabet、Amazon、NVIDIA、Meta、Teslaを対象に集計。
出所:Bloombergを基に三菱総合研究所作成

図表 3-3 家計が保有する株式資産残高(中央値)



注:株式を保有する家計が対象。保有株式時価評価額(投信・退職口座なども含む)。所得三分位別の中央値。
出所:ミシガン大学、Macrobondを基に三菱総合研究所作成

(2) 米国経済の先行き

関税による内需下押し圧力は強まるが、AI需要が下支えし、景気は底堅く推移

米国経済は、関税による下押し圧力が強まるものの、AI需要拡大が下支えとなり、底堅く推移するだろう(図表3-4)。実績値上振れと関税率の想定見直し(詳細はP.5総論、注目点①)を踏まえ、25年の実質GDP成長率は前年比+2.0%(前回8月時点同+1.6%から上方修正)、26年は同+1.9%(前回同+1.6%から上方修正)と予測する。

成長率は強いものの、関税とAIの影響の偏在により米国経済の二極化が進むとみる。関税の悪影響は低・中所得層や中堅・中小企業で相対的に大きい(注目点①トランプ関税の経済影響)一方、AIの恩恵は一部企業や富裕層に偏るおそれがある(注目点②AIの経済影響)。

雇用環境についても、関税による需要減速懸念だけではなく、AIによるタスク代替の影響もあり、労働需要が軟化している。関税の価格転嫁進展に伴い、インフレ率は高めで推移するが、FRBは雇用の急減速回避に向け、25年12月および26年前半のFOMCで各0.25%ポイントの利下げを行い、政策金利を中立金利(3%台前半)へ調整するとみる(注目点③物価と金融政策)。

図表 3-4 米国経済見通し

暦年ベース(前年比、%)	実績		予測	
	2023	2024	2025	2026
実質GDP	2.9	2.8	2.0	1.9
個人消費	2.6	2.9	2.5	1.9
設備投資	7.3	2.9	3.9	3.0
住宅投資	▲7.8	3.2	▲1.0	3.8
在庫投資寄与度	▲0.5	0.0	0.1	▲0.0
政府支出	3.5	3.8	1.2	0.5
純輸出寄与度	0.5	▲0.4	▲0.5	▲0.0
輸出等	2.8	3.6	0.7	0.8
輸入等<控除>	▲0.9	5.8	3.7	0.6
FFレート誘導水準(年末)	5.25-5.5	4.25-4.5	3.5-3.75	3.25-3.5
物価(コアPCE)	4.1	2.8	2.8	2.6
失業率	3.6	4.0	4.3	4.4

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.

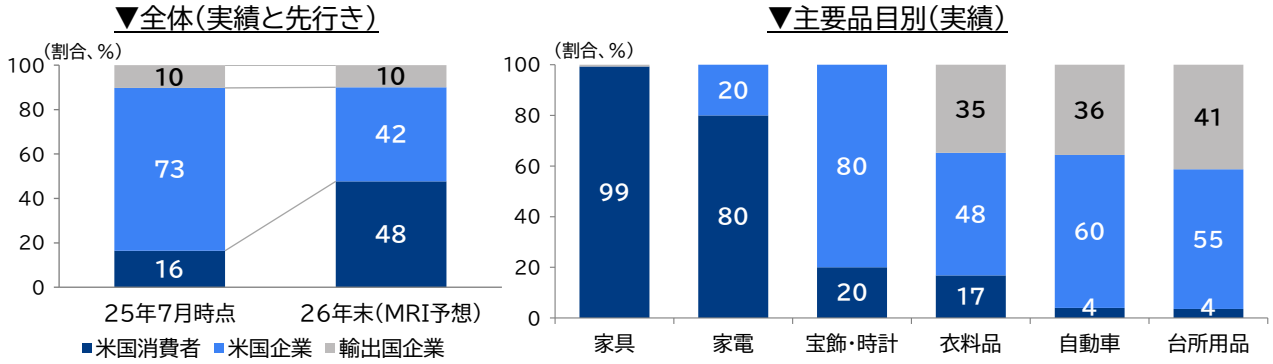
注目点① トランプ関税の経済影響

―― 関税コストの価格転嫁が徐々に進み、低・中所得層や中堅・中小企業への悪影響が表面化

トランプ関税の消費者への価格転嫁が徐々に進み、内需は緩やかに減速するとみる。関税コストの負担先は米国消費者・米国企業・輸出国企業に大別できるが、当社試算では25年7月時点で米国企業が約7割、米国消費者が約2割、輸出国企業が約1割を負担しており、米国企業がコストの大部分を吸収した(図表3-5、左)。主要品目別では、家具や家電などは既に価格転嫁が進んでいる一方、自動車や衣料品などでは米国企業や輸出国企業の負担割合が大きい(図表3-5、右)。米国企業のコスト吸収を可能にしてきたのは、高い収益力である。米国の非金融企業の利益率(総付加価値に占める税引後利益比率)は25年4-6月時点で14.1%と、15-19年平均(10.9%)を上回る。この傾向は、小売・卸売や情報通信をはじめ幅広い産業に及ぶ。

もっとも、企業が関税コストを恒常的に吸収し続ける余地は限られ、今後は徐々に消費者への価格転嫁が進むとみる。当社は、アトランタ連銀の7月企業アンケート(関税コストの転嫁意向)を踏まえ、関税コストのうち米国消費者の負担割合は、現在の約2割から26年末には5割程度まで高まるとみる(図表3-5、左)。

図表 3-5 関税コストの負担割合の実績と先行き(MRI 試算)

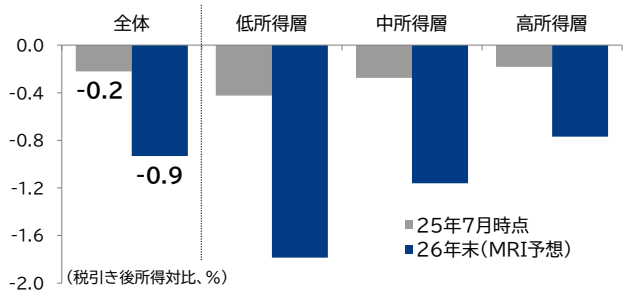


注:関税を考慮した輸入物価と公表ベースの輸入物価を比較し、関税コストの米国内負担割合を算出。産業連関表から企業の投入コスト変化を推計し、価格転嫁率の実績値と関税導入後の推計値を比較し、消費者の負担を推定。先行き(MRI予想)は、先行研究に基づき、輸出国側の負担率をコストの10%と想定。米国側の負担内訳は、アトランタ連銀が7月に実施した価格転嫁意向に関する調査結果に基づき算出。
出所:OECD、Macrobond、Bloomberg、米国国際貿易委員会、アトランタ連銀、Barbiero et al.(2025)“The Impact of Tariffs on Inflation”、 Cavallo et al.(2019)“Tariff Pass-Through at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy”を基に三菱総合研究所作成

関税の家計への悪影響について、購買力低下に伴う消費減速を見込むが、その影響は低・中所得層で特に大きいとみる。当社試算では、関税の価格転嫁が一巡すると、価格の上昇により家計の税引後実質所得は平均で▲0.9%押し下げられ、低所得層ほど減少率が大きい(図表3-6)。金利高止まりを背景に家計のローン延滞率は上昇傾向にあり、貯蓄率は直近25年8月で4.6%と15-19年平均(6.1%)を下回っている。既に乏しい低・中所得層の支出余力は、一段と厳しさを増すと予想される。

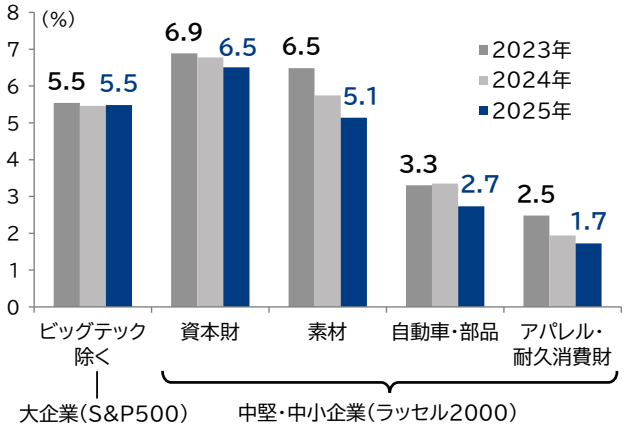
また、関税による需要減少とコスト増加は、特に中堅・中小企業の収益を圧迫し、設備投資や雇用の伸びを抑制するとみる。米国上場企業を対象に売上高に占める設備投資比率を集計すると、大企業(ビッグテック除くS&P500)は横ばいであるのに対し、中堅・中小企業(ラッセル2000)では、関税の影響が大きい資本財、素材、自動車・部品やアパレル・耐久消費財を中心に軟調に推移している(図表3-7)。

図表 3-6 トランプ関税の家計実質所得への影響(MRI 試算)



注:7 月時点の推計は、7 月の平均関税率と、図表 3-5(関税コストの消費者負担割合、25 年 7 月実績)に基づく。26 年末の推計は、トランプ関税の当社見通し(P.6 総論、図表 1-10)と、図表 3-5(26 年末の消費者負担割合)に基づく。所得階層区分は、高所得層:上位 20%、中所得層:中位 60%、低所得層:下位 20%。
出所:米国労働省、米国財務省、CBO、イェール大学予算研究所を基に三菱総合研究所作成

図表 3-7 企業規模別の売上高設備投資比率



注:各年7-9月期データを集計。S&P500は比較可能な488社、ラッセル2000は1571社が対象。ビッグテックは図表3-2と同定義。
出所:Bloomberg を基に三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

注目点② AIの経済影響

—— 旺盛なAI投資が内需を下支えも、恩恵の偏在が米国経済の二極化を招くおそれ

トランプ関税の景気下押し圧力が続くなかでも、AI投資拡大が下支え要因となり、米国経済は底堅さを維持するとみる。旺盛なAI需要は、①AI関連投資の拡大、②資産効果による富裕層消費の押し上げを通じて、景気を下支えするだろう。また、中長期的には、③AI活用に伴う生産性向上が成長力を押し上げるだろう。

①について、AI産業では、基盤モデル、データセンター、半導体など、各領域の主要企業が巨額の投資計画・戦略的協業を相次いで発表し（図表3-8、当社25年8月見通し図表3-14参照）、開発競争が激化している。OBBBA（One Big Beautiful Bill Act）の設備・R&D投資費用の即時償却措置や、AI Action Planに基づく規制緩和など、政策支援も追い風となり、AI産業での旺盛な設備投資が続くだろう。また、AI活用拡大も投資を促すとみる。米国国勢調査局の企業調査によれば、企業の事業目的でのAI利用率は上昇しており、先行きもさらなる利用拡大姿勢が示されている（図表3-9）。情報通信関連機器の新規受注は堅調に推移しており、企業収益に関わらず一般産業におけるAI関連支出拡大が見込まれる。

図表 3-8 AI 関連企業の投資計画

企業	投資計画・戦略的協業
Salesforce（SaaS）	✓サンフランシスコで150億ドル投資
OpenAI（AI基盤モデル）	✓Oracleと3,000億ドルのクラウド契約 ✓NVIDIA, AMDと半導体購入契約（計最大8,000億ドル注） ✓Amazonと380億ドルのクラウド契約
Oracle（クラウド）	✓OpenAIへの計算能力供給に向けて400億ドル分のNVIDIA製GPUを調達
Vantage Data Centers（データセンター）	✓テキサスで250億ドルのデータセンター投資
NVIDIA（半導体）	✓OpenAIへ最大1,000億ドル出資 ✓Intelへ50億ドル出資

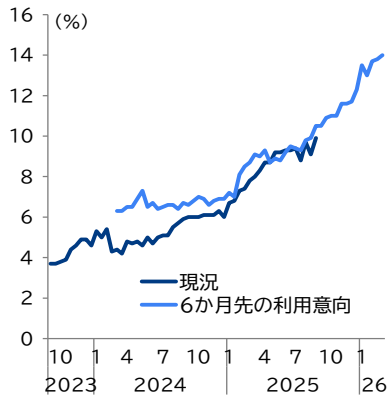
注：Financial Times による試算額。
出所：各種報道を基に三菱総合研究所作成

②について、AIブームを背景にAI関連企業の株価上昇が続いている。短期的には過熱感の解消に向けた調整余地はあるものの、旺盛なAI需要と関連企業の業績拡大を踏まえると、株価の上昇基調は今後も続く可能性が高い。関税影響で低・中所得層の支出が抑制される中でも、株高に伴う資産効果により米国消費全体の6割を占める富裕層（所得上位20%）の消費は堅調を維持し、米国全体の消費を下支えするだろう（図表3-10）。

③について、Brynjolfsson et al.（2025）[4]などの先行研究は、AIが労働者の生産性を高めることを実証している。今後、従業員のリスキリングや業務プロセスの再設計といった補完投資が進展すれば[5]、AIの生産性押し上げ効果が時間差を伴いながらも経済全体に波及し、米国経済の成長力を徐々に押し上げるだろう。

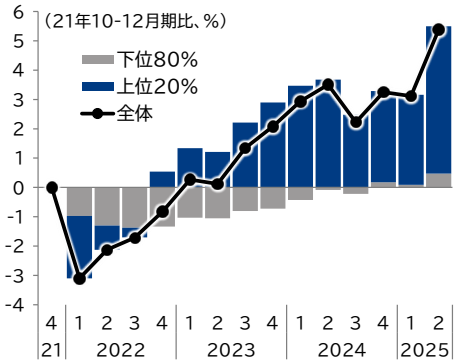
ただし、AIの恩恵の偏在に伴う米国経済の二極化が懸念される。特に雇用面では、特定業種や若年層においてAIによる雇用代替（AI失業）が現れ始めている（図表3-11）。現時点では、AI失業の影響は全体の雇用に対して限定的だが、今後、生産性上昇と雇用代替が同時に進むことで、「雇用なき成長」に陥るおそれがある。この場合、生産性上昇の恩恵は、少ない人手で収益を高められるAI活用企業、補完的なAI活用で生産性を高め、より高い賃金を得ることのできる労働者、企業収益向上の恩恵を受ける株主等に偏る可能性がある。一方、若年層を中心に就業機会が減り、社会全体の所得格差が拡大しかねない。類似の現象は90年代初頭のIT革命時にも観察され、景気が底を打ち、拡大局面を迎えた後も失業率が上昇し、所得格差が拡大した（篠崎[1999][6]）。富の再分配を巡る政策・制度面での対応が今後の重要論点となるだろう。

図表 3-9 企業の AI 利用率



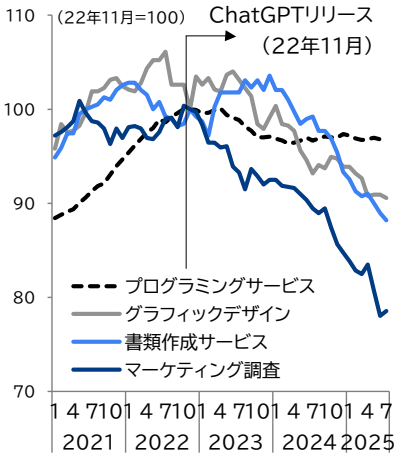
注：「6 カ月先の利用意向」は、6 カ月先行させて表示。直近は 25 年 9 月。
出所：米国国勢調査局“Business Trends and Outlook Survey”を基に三菱総合研究所作成

図表 3-10 実質消費の所得階層別寄与度（MRI 試算）



注：FRB の資金循環統計に基づく。PCE デフレーターで実質化し、後方 4 四半期移動平均値。米国商務省の個人消費支出（PCE）とは定義が異なる点には留意。 出所：FRB、WID、米国商務省を基に三菱総合研究所作成

図表 3-11 業種別雇用者数



注：季節調整値。直近は 25 年7月。
出所：米国労働省を基に三菱総合研究所作成

[4] Brynjolfsson et al.（2025）“Generative AI at Work”
[5] Brynjolfsson et al.（2021）“The Productivity J-Curve: How Intangibles Complement General Purpose Technologies” は、IT・AI などの汎用技術が経済全体の生産性を高めるには、業務の再設計といった幅広い補完投資が必要と指摘する。
[6] 篠崎彰彦（1999）『情報革命の構図：日米経済に何が起こっているか』

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

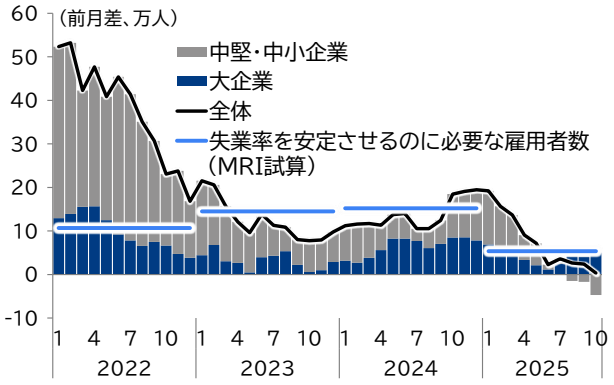
注目点③ 物価と金融政策 ―― インフレ率はやや高めで推移も、FRB は利下げを通じた雇用下支えへ

FRBは、26年前半にかけて利下げを継続し、政策金利を景気・物価に対して中立的な水準（3%台前半）へ近づけるとみる。26年末の政策金利誘導目標は3.25～3.50%と予想する。当社は、FRBは労働市場の悪化を回避すべく、関税起因のインフレ圧力が強まるなかでも利下げを継続するとみている。

雇用の悪化リスクは高まっている。直近3カ月の民間雇用増は月平均＋0.3万人にとどまり、失業率を安定させるのに必要な増加幅を下回る（図表3-12）。これは、雇用の伸び鈍化が、移民流入抑制による労働供給の伸び鈍化に加え、関税やAIによるタスク代替に伴う需要減速によって生じている可能性を示す。25年7月の解雇率は1.1%（15-19年平均：1.2%）と依然低く、企業はこれまでは解雇ではなく採用抑制で雇用調整を図ってきた。しかし、既に雇用が減少している中堅・中小企業を中心に、解雇が広がるおそれはくすぶる。

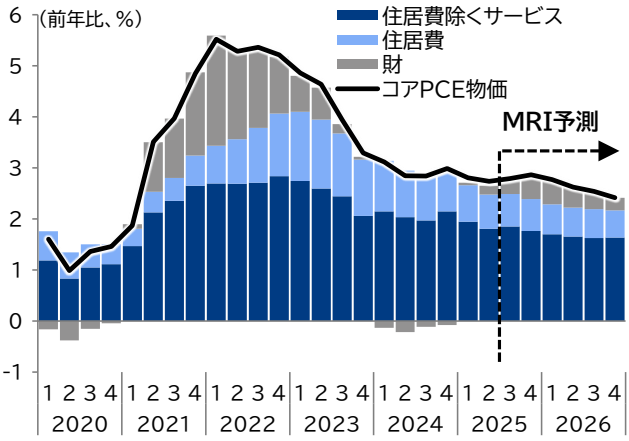
一方、関税コストの価格転嫁が26年にかけて進むことで、インフレ率はやや高めに推移するだろう。ただし、労働市場の減速局面では、関税起因のインフレ圧力が賃金やサービス価格への波及を通じて物価全体を持続的に押し上げる可能性は低い。当社試算では、関税は短期的に財価格（図表3-13■）を押し上げるが、サービス価格の伸び鈍化により、コアPCE物価上昇率は27年にかけて約2%へ収れんすると見込んでいる。

図表 3-12 企業規模別の民間雇用者数



注：後方3か月移動平均値。25年の失業率安定に必要な雇用は、AEIの25年の純移民流入数予測（+11.5万人）を用い、8月の失業率・労働参加率から試算。中堅・中小企業は従業員数500名未満。
出所：ADP、米国労働省、CBO、AEIを基に三菱総合研究所作成

図表 3-13 コア PCE 物価



出所：米国商務省を基に三菱総合研究所作成

（3）米国経済の先行きリスク

米国経済は低・中所得層の消費停滞など一部に弱さを抱えているため、以下の2つが顕在化した場合、景気後退に陥る恐れがある。

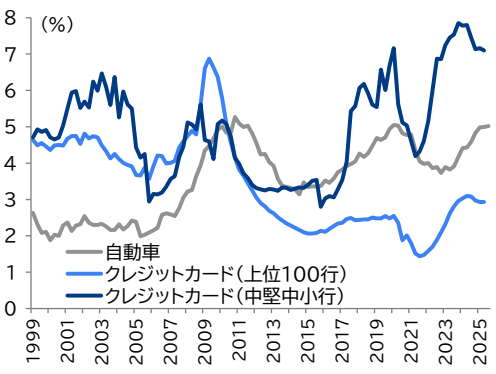
第一のリスクは、トランプ政権の通商政策を巡る混乱である。特に、米中貿易摩擦は覇権競争の色彩も強く、断続的な先鋭化と局所的妥協を繰り返す公算が大きい。交渉が難航し、追加関税やレアアース輸出規制の強化といった報復の連鎖に発展すれば、景気下押し圧力は一段と強まる。また、トランプ関税のうち、IEEPA（国際緊急経済権限法）を根拠とする国別関税の合憲性が争点となっている。最高裁判決でIEEPA関税が無効と判断された場合、関税政策の見直しや米国政府が徴収してきた関税の還付を迫られる恐れがある。その結果、通商環境の不確実性が高まり、サプライチェーンの混乱を招くのみならず、米国財政の持続可能性への懸念も広がり得る。

第二のリスクは、金融市場の混乱である。その契機として、①与信の貸し倒れ増加、②AIバブルの崩壊、が挙げられる。

①について、足元で自動車ローンの延滞率が上昇基調にあるほか、低・中所得層の利用が多い中堅・中小銀行のクレジットカードローン延滞率は高水準で推移している（図表3-14）。内需の下押しが強まれば、低・中所得層や中小企業向け与信での貸し倒れが増加し、金融不安が生じるおそれがある。

②について、AI開発・利活用に不可欠な電力・半導体などの供給制約や、収益化の遅れに伴う期待剥落を契機に、AI関連株のバリュエーション調整が進むリスクがある。その場合、株価調整を通じた逆資産効果により富裕層の消費が下押しされ、景気が腰折れしかねない。

図表 3-14 家計のローン延滞率



注：自動車ローンはニューヨーク連銀公表の90日以上延滞率で直近は25年7-9月期。クレジットカードローンはFRB公表の30日以上延滞率（非季節調整値）で直近は25年4-6月期。
出所：Macrobondを基に三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.