

米国経済：雇用悪化が先行、拭い切れないインフレ圧力（改定見通し）

4～6 月期の米国経済は、景気の基調を示す国内民間最終需要が前期比年率で+1.2%と 1～3 月期の+1.9%から減速した。7 月は、個人消費は大手小売のセールが奏功し底堅さを維持したとみられるが、企業の労働需要は低位で推移し、景気の実勢は弱いと考えられる。一方、物価は、財(モノ)に対するトランプ関税分の価格転嫁が徐々に進む中、サービス価格の伸びも下げ渋る動きが目立った。財への価格転嫁が今後も続くことを踏まえると、少なくとも今年中はインフレ率が上昇し続けることとなろう。FRB は、9 月 FOMC で利下げを再開する公算が大きい、その後は、これまで通り引き締め的な金利水準を維持しながら、緩やかに利下げを進めることが見込まれる。米国経済は、2025 年後半は物価加速により国内需要に下押し圧力がかかり、2025 通年の実質 GDP 成長率は+1.6%と 2024 年の+2.8%から大幅に減速すると予想する。2026 年以降は、①トランプ関税によるインフレ圧力が 2026 年央には一巡すること、②FRB の利下げが進むことで金融引き締め度合いが緩和されること、③トランプ追加減税の需要押し上げなどから、巡航速度とされる約+2%に向けて成長率を高めると見込む。米国経済にとっての先行きの最大のリスクは、トランプ大統領の圧力に屈する形などで FRB が過度な利下げを実施し、インフレが再燃することと考える。

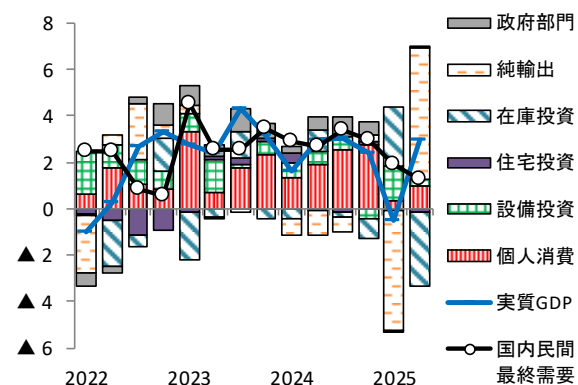
4～6 月期 GDP: 輸入の反動減で堅調なプラス成長も、内需は+1%程度まで減速

2025 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は、輸入の反動減が国内生産を押し上げ、前期比年率で+3.0%となった（右図）。もっとも、米国景気の基調を示すと考えられる国内民間最終需要（実質 GDP から輸出入、在庫投資、政府部門の影響を除いたもの）は、2025 年 4～6 月期の伸びが+1.2%と 2025 年 1～3 月期の+1.9%から減速を続けた。トランプ政権による関税政策などを巡る不確実性の高まりで、消費者や企業のマインドが冷え込み、需要が下押しされたと考えられる。

国内民間最終需要の内訳をみると、米国経済の屋台骨である個人消費の 4～6 月期の伸びは+1.4%となった。1～3

月期の+0.5%からは加速したものの、+3%程度の堅調な拡大を続けた 2024 年と比べると低い伸びにとどまった。個人消費は、自動車関連（1～3 月期前期比年率：▲11.2%→4～6 月期：+16.3%）の持ち直しが全体を押し上げたが、トランプ関税の価格転嫁が進む家具・家庭用品（+1.5%→▲2.4%）や娯楽用材（+0.4%→▲3.8%）は減少し、サービス（+0.6%→+1.1%）も 2024 年平均の+3.0%と比べ低い伸びとなった。設備投資（+10.3%→+1.9%）は、ソフトウェアなど知的財産投資（+6.0%→+6.4%）の堅調な拡大が続く一方で、PC などの情報処理機器（+72.9%→+5.4%）は大幅に伸びが鈍化し、建設投資（▲2.4%→▲10.3%）は減少幅を拡大した。住宅投資（▲1.3%→▲4.6%）は、政策不確実性に加え、住宅ローン金利の高止まりによりマイナス幅を拡大した。

実質GDP成長率(季節調整値、年率、%、%pt)



(出所)CEIC

外需については、輸出（+0.4%→▲1.8%）が減少に転じる中で、輸入（+38.0%→▲30.3%）が大幅に減少した。輸入の減少は、1～3月期の財（モノ）の駆け込み輸入からの反動減（+51.6%→▲35.3%）が主因とみられる。これに伴って、民間在庫は残高が幾分減少し、在庫投資の実質 GDP に対する寄与は 1～3月期の+2.6%pt から 4～6月期は▲1.4%pt と大幅なマイナス寄与に転じた。

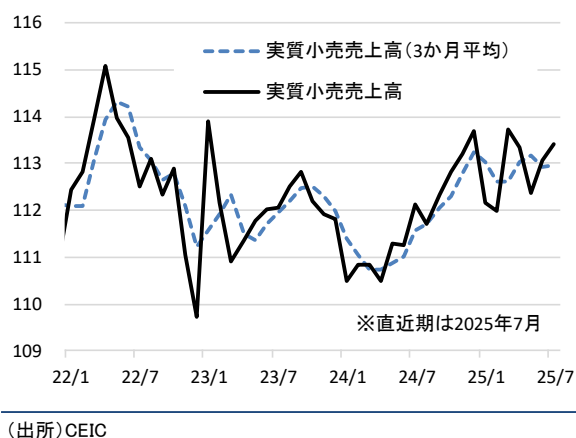
個人消費:7月は夏季セールが奏功し財消費は堅調

7月の個人消費は、サービス向けは緩やかな伸びにとどまったとみられるが、財（モノ）は大手小売店の夏季セールが奏功し堅調な伸びとなった。

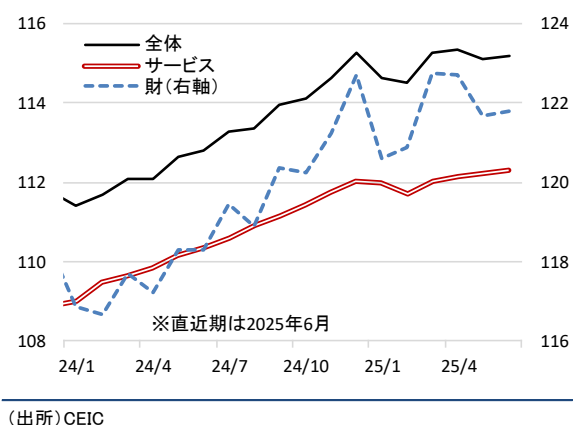
財（モノ）消費を中心とする小売・外食売上高（実質ベース、セントロイス連銀試算）をみると、7月は前月比+0.3%と6月（+0.6%）から増加が続いた（右図）。トランプ関税の価格転嫁が未だ本格化していないとみられる自動車・同部品（6月前月比：+1.4%→7月：+1.6%＜名目ベース＞）と衣料品等（+1.1%→+0.7%）は、堅調な増加が続いた。自動車・同部品については、電気自動車向け税額控除制度の9月終了を前にした駆け込み需要も後押ししたと考えられる。また、トランプ関税の影響が顕在化しつつあった家具（+0.1%→+1.4%）、おもちゃ（▲0.7%→+0.8%）、オンラインショッピング（+0.9%→+0.8%）も、堅調に増加した。7月はアマゾンやウォルマートなどがトランプ関税の影響を吸収する形で夏季セールを実施し、需要を喚起したとみられる。財の夏季商戦は堅調なスタートを切ったが、値引き販売による需要の先食いや価格転嫁の後ずれという側面があり、この先の反動減には警戒が必要だろう。

サービス消費は、7月も品目ごとに区々な動きが続き、全体として緩やかな増加にとどまったとみられる。6月を振り返ると、個人消費支出（PCE）における実質サービス消費は前月比+0.1%と、5月（+0.1%）と同様の緩やかな増加となった（右図）。内訳をみると、サービス消費のけん引役である旅行や飲食関連については、飲食・宿泊（5月前月比：▲0.2%→6月：+0.2%）は増加に転じたものの、交通サービス（+0.1%→▲0.3%）が減少幅を広げるなど区々となった。また、住宅・公共料金（+0.1%→+0.1%）は緩やかな増加が続くものの、レクリエーション（+0.9%→▲0.7%）は減少に転じた。7月のサービス消費も、まちまちの動きとなる見込みである。小売・外食売上高に含まれる「外食」は、7月は前月比（名目ベース）が▲0.4%と6月（+0.6%）から減少に転じた。一方、旅行関連については、米国運輸保安局（TSA）公表の航空機利用者数は前年からプラスに転じ（6月前年比：▲1.0%→7月：+1.1%）、調査会社 STR 公表のホテル稼働率は幾分減少幅が縮小した（▲1.7%→▲1.4%＜当社試算＞）。

小売・外食売上高(実質ベース、2020年2月=100)



実質個人消費(2020年2月=100)



住宅投資：7月は販売と着工ともに反発も、増勢は弱い

住宅市場をみると、7月の住宅着工戸数（戸建て）は前月比で+2.8%と6月（▲3.8%）から増加に転じ、7月の中古戸建販売も前月比で+2.0%と6月（▲3.0%）から増加に転じた（左下図）。ただ、いずれも低水準から抜け出せておらず、増勢は弱い。住宅ローン金利の高止まりが需要回復の勢いを抑えているほか、トランプ関税による木材等の価格上昇を警戒した今春にかけての駆け込み的な建設需要の反動減の影響が続いていると考えられる。

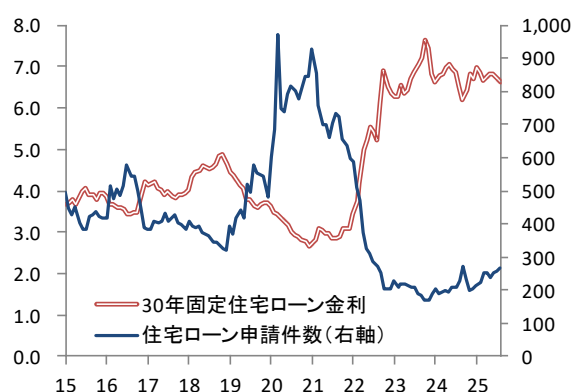
この先も、住宅需要の回復は続くと思われるが、勢いに弾みがつかない見通しである。8月中旬にかけて、住宅ローン申請件数（米抵当銀行協会（MBA）公表、1990年3月=100）は、現時点までの8月平均が267と7月平均（259）から引き続き増加した（右下図）。もっとも、新築住宅販売のセンチメントを示す住宅市場指数（全米建設業協会（NAHB）公表、50が景況感悪化の境目）が、8月は32と7月（33）から再び低下するなど、需要が回復基調に復したと判断するには力弱い。30年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）は高止まりが続いており（7月18日：6.8%→8月15日：6.6%）（右下図）、需要を下押ししているとみられる。長期金利の低下がはっきりするまでは、緩やかな回復に止まると予想する。

新築戸建着工と中古戸建販売（季節調整値、年率万戸）



(出所)CEIC、National Association of Realtors

住宅ローン金利(%)と申請件数(1996年3月=100)



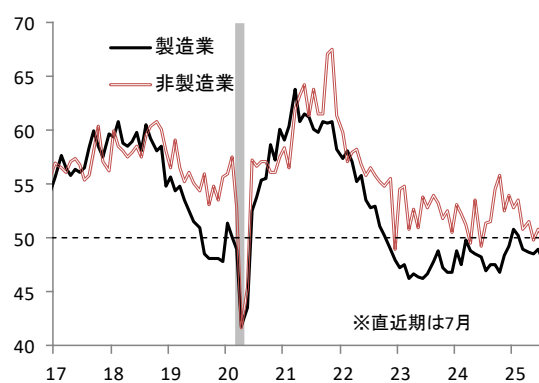
(出所)Bloomberg、CEIC

企業部門：景況感の停滞が長期化

7月の企業の景況感は、トランプ関税の不透明感が和らぐ中でも改善がみられなかった。製造業は先行きに対する不安が残り、非製造業はサービス消費の増勢の弱さを背景に停滞している。

企業のマインドを示すISM指数は、停滞した状況が続いている。製造業は7月が48.0と6月（49.0）から悪化し、景況悪化の境目となる50を下回る状態が続いた（右図）。指数の内訳を見ると、生産状況を示す「生産」（6月：50.3→7月：51.4）と先行きの需要の強さを示す「新規受注」（46.4→47.1）が改善した。一方で、「雇用」（45.0→43.4）は、製造業の先行きに対する慎重姿勢を背景に、引き続き悪化した。また、非製造

ISM製造業・非製造業指数(%)



(出所)CEIC

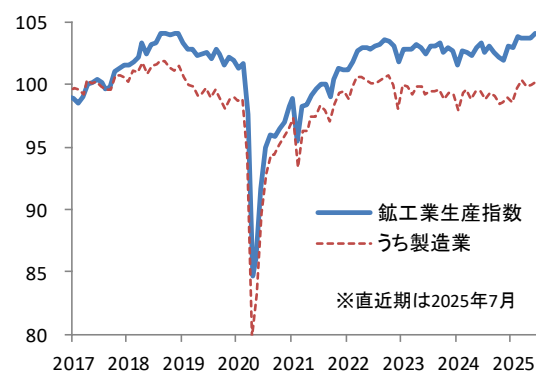
(注)シャドーは景気後退期。

業のISM指数も7月は50.1と6月(50.8)から悪化した(前ページ右下図)。「事業活動」(54.2→52.6)と「新規受注」(51.3→50.3)はいずれも50を上回りつつも低下し、増勢の弱さが示唆される。また、「雇用」(47.2→46.4)は引き続き悪化し、非製造業でも先行きに対する慎重姿勢が広がっているとみられる。

また、ISM指数では、トランプ関税による物価上昇圧力が引き続き確認された。価格動向を示す「仕入れ価格」は、7月は64.8と6月(69.7)から低下したものの、50を大幅に超えて価格上昇圧力の強さが窺える¹。また、非製造業でも、7月は69.9と6月(67.5)から上昇し、コロナ禍でサービス価格のインフレ圧力が本格化した2022年秋以来の高水準が続く。企業からのコメントを見ても、製造業と非製造業いずれも、「トランプ関税を受けたコスト上昇圧力」と、それに伴う「利益幅圧迫」等の指摘は依然として多く、トランプ関税が企業活動の重石となる状況は続いている。

7月の鉱工業生産指数は前月比で▲0.1%と、6月(+0.4%)から幾分低下した(右図)。全体の8割弱を占める製造業は、7月の前月比が+0.0%と6月(+0.3%)から横ばいとなった。製造業は、電気機械(6月前月比:▲3.1%→7月:+1.0%)が上昇に転じるなど耐久財(▲0.1%→+0.3%)は幅広く上昇したが、アパレル・皮革製品(▲0.1%→▲1.7%)を中心に非耐久財(+0.7%→▲0.4%)が低下した。今後は、トランプ政権の関税政策の影響でコストが一層上昇し、生産の下押し要因となると考えられる。トランプ関税による輸入減少による国内生産回帰の動きとの上下の綱引きに、注意が必要である。

鉱工業生産指数の推移(2017年=100)



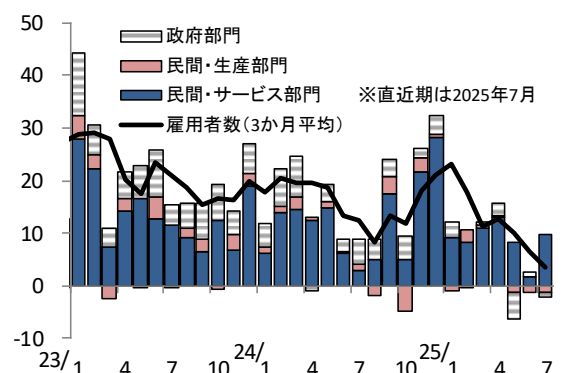
(出所)CEIC

雇用情勢:労働供給の減速で需給の緩みは限定的も、労働需要の減速トレンドが鮮明に

7月の雇用統計からは、労働需要の減速が鮮明となり、労働市場は健全とは言い難い状況と考えられる。

7月の雇用統計(事業所調査)は、非農業部門全体の雇用者数が前月差+7.3万人と、雇用環境改善の目安とされる+15~20万人程度と比べて低い伸びとなった(右図)。また、5月、6月の雇用者数はこれまでに公表されていた速報値から大幅に伸びが下方修正された(5月の雇用増:+14.4万人→+1.9万人、6月の雇用増:+14.7万人→+1.4万人)。単月の変動を除くために3か月平均をみると、5~7月平均は+3.5万人となり、2~4月平均の+12.7万人と比べ労働需要の伸びは大幅に鈍化した。2024年の雇用者数の伸びは平均で+16.8万人であったことを踏まえると、労働需要は減速基調にあることが明確と考えられる。

非農業部門雇用者数(前月差、万人)

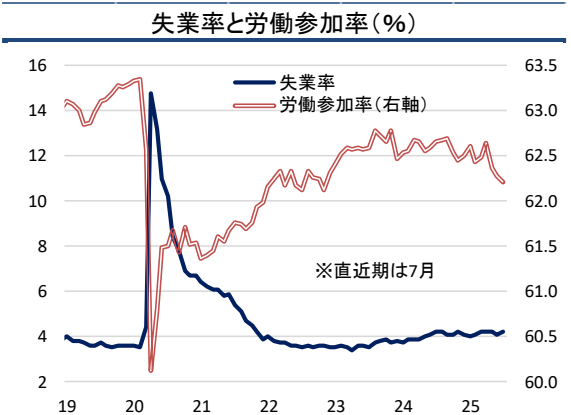


(出所)CEIC

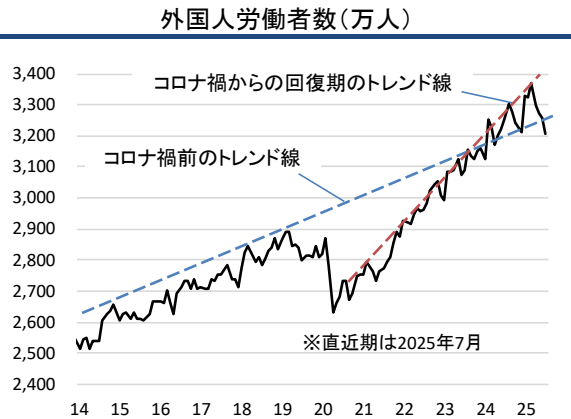
¹ ISM 仕入れ価格指数の上昇から5か月程度遅れて、CPI(前年比)が上昇する傾向がある。コスト上昇から最終需要までの価格転嫁のラグが背景にあると考えられる。詳細は、2025年6月24日付 Economic Monitor「物価は無風状態続くも、トランプ関税の企業負担が増加」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2908/>

雇用者数の内訳は、政府部門（6月：+1.1万人→7月：▲1.0万人）が前月から減少に転じた一方、民間部門（+0.3万人→+8.3万人）は伸びを高めた。民間部門の内訳をみると、生産部門（▲1.3万人→▲1.3万人）は製造業（▲1.5万人→▲1.1万人）を中心に減少が続く中で、サービス部門（+1.6万人→+9.6万人）は増加幅が拡大した。サービス部門の増加幅拡大は、教育・医療（+5.2万人→+7.9万人）の堅調な増加が続き、小売り（▲1.4万人→+1.6万人）や金融（▲0.2→+1.5万人）が増加に転じたことが主因である。全体としては、景気の変動を受けにくい教育・医療は底堅い伸びを維持しているが、トランプ関税の影響を受けやすい製造業や卸売業（▲0.8万人→▲0.8万人）は減少し、小売業の増加も数か月間減少が続いた後の揺り戻しと考えられる。4月の相互関税発表により、企業のマインドが大幅に悪化したことを受けて、労働需要が落ち込んだことが改めて確認された。なお、専門サービス（▲1.1万人→▲1.4万人）の減少も続いており、AI化の進展による労働需要の下押しが顕在化しているとの見方もある。

労働需給に関しては、7月の失業率は4.2%と6月（4.1%）から幾分上昇した（右図）。労働需要が減速基調にあるのに対し、失業率の上昇ペースは緩やかで、いまだ完全雇用の水準にとどまっている。しかしながら、これは、労働参加率の低下（右図）といった、労働供給の鈍化によるところが大きい。7月の失業率が上昇した要因を、①生産年齢人口要因、②労働参加率要因、③就業者数要因に分解すると²、①と③が失業率を押し上げる中で、②が失業率の上昇を和らげた構図である（下表）。これは、就業者数が鈍化、すなわち労働需要が鈍化したものの、生産年齢人口の増加と労働参加率の低下が相殺しあって労働供給の伸びも鈍化し、失業者の増加が抑えられたと解釈できる。また、トランプ政権発足の2025年1月以降、失業率の上昇が限定的であることについても、就業者数の鈍化と生産年齢人口の増加が失業率を押し上げたが、労働参加率の低下が失業率を押し下げていることが分かる（下表）。労働供給の鈍化は、トランプ政権の厳格な移民政策によって、労働参加率が高い傾向がある外国人労働者数の増加ペースが大幅に落ちていることが背景と考えられる（右図）。失業率の上昇が目立たず完全雇用に近い状態が続いていることは、労働供給力の鈍化による影響が大きく、労働市場は必ずしも健全とは言えないだろう。



(出所) CEIC



(出所) 労働省

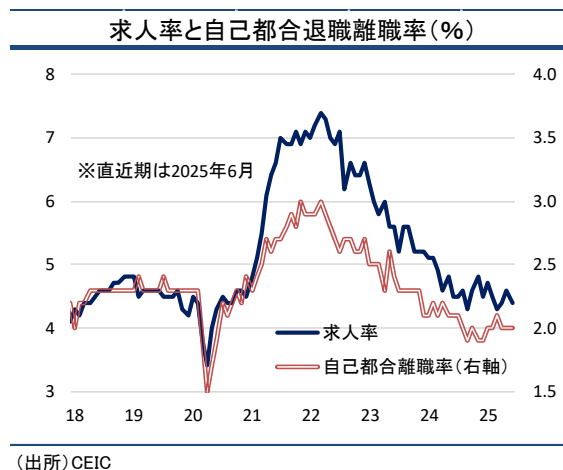
7月失業率と過去失業率の変化の要因分解

	失業率の変化幅(%pt)			
		生産年齢人口要因	労働参加率要因	就業者数要因
1月との比較	0.24	0.39	▲ 0.61	0.46
6月との比較	0.13	0.07	▲ 0.09	0.15

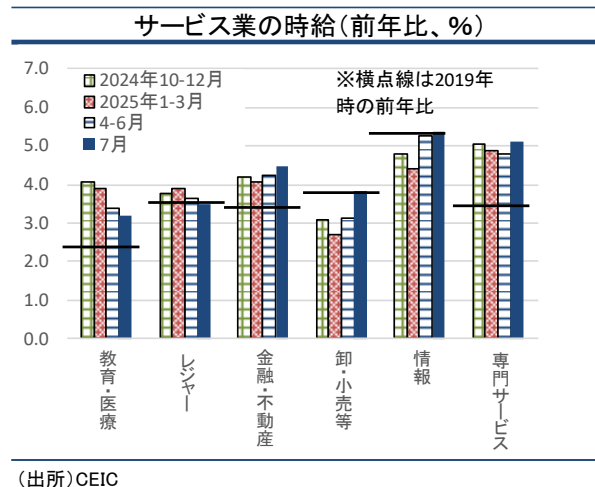
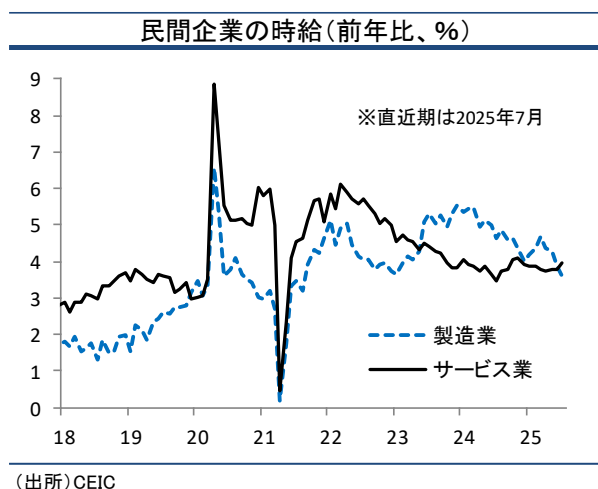
(出所) CEIC

² 失業率 = (失業者数 / 労働力人口) = 1 - (就業者数 / (生産年齢人口 × 労働参加率)) から、失業率の変化は、①生産年齢人口要因、②労働参加率要因、③就業者数要因に分解できる。

また、労働需給を、企業の求人率（求人件数／＜就業者数＋求人件数＞）からみると、6月は4.4%と5月（4.6%）から幾分低下した（右図）。求人率は、昨年中にコロナ禍前の2019年の平均である4.5%程度まで低下した後、横ばい圏内の動きが続いている。また、処遇改善等を見込んだ転職の動きを示す「自己都合での離職率」をみても、6月は2.0%と5月（2.0%）から横ばいとなり、コロナ禍前の2019年の平均である2.3%を幾分下回った水準で推移している（右図）。企業の採用目線はほぼコロナ前の水準に戻り、足もとでは大きな変化がない状態にある。



労働の需要と供給のバランスが保たれている状態のもと、民間部門の時給の前年比は、7月が+3.9%と6月（+3.8%）から伸びが幾分拡大した。コロナ禍前の2019年の平均+3.3%と比べると高い伸びが続いている。前月比をみると、7月は+0.3%と6月（+0.2%）から幾分加速しており、賃金上昇圧力がやや強まったことが窺える。業種別には、製造業（6月前年比：+3.9%→7月：+3.6%）は前年比が縮小した一方、サービス業（+3.8%→+4.0%）は拡大した（左下図）。サービス業の内訳をみると、「教育・医療」の伸び鈍化が続いているものの、「卸・小売等」を中心に、7月は伸びを高める業種が目立った（右下図）。サービス業の賃金上昇率は加速するには至っていないものの、低下に一服感が窺える。



物価:トランプ関税の価格への影響が緩やかな中で、サービス価格が再加速

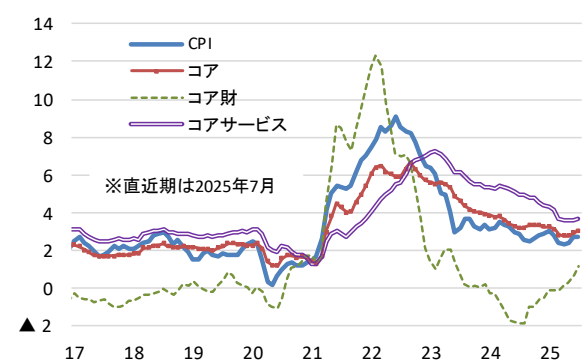
7月の消費者物価は、トランプ関税の財（モノ）価格への押し上げ圧力は6月と同様な強さにとどまったものの、このところ比較的落ち着いたサービス価格が再び加速し、全体では高めの伸びとなった。

消費者物価指数（CPI）の7月の前年比は+2.7%と、6月（+2.7%）から横ばいとなった（次ページ右上図）。一方、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数では、7月の前年比は+3.1%と、6月（+2.9%）からプラス幅が拡大した。前月比でも、CPIはエネルギー関連の価格下落で+0.2%と緩やかな伸びにとどまったが、コア指数は+0.3%と年率で+2%を超える伸びであり、インフレ沈静化からは引き続き後退した。

コア指数の財（コア財）の前年比は、7月は+1.2%と6月（+0.7%）からプラスが拡大した（右図）。前月比でみると7月は+0.2%と6月（+0.2%）から横ばいとなった。過去にインフレ率が+2%程度で推移していた際は、コア財の伸びは0%程度であったことから、足元の財のインフレ圧力は強いと判断できる。内訳をみると、自動車などの輸送用機器（6月前年比：+1.2%→7月：+2.0%）や家具・家庭用品（+1.7%→+2.4%）が引き続き伸びを高めたほか、衣料等（▲0.5%→▲0.2%）のマイナス幅が縮小した（右図）。前月からの価格の伸びは、衣料等（6月前月比：+0.4%→7月：+0.1%）はプラス幅が縮小したが、輸送用機器（▲0.4%→+0.2%）は上昇に転じ、家具・家庭用品（+1.0%→+0.7%）はプラス幅が縮小しつつも高い伸びが続いた。これらの品目は、トランプ政権による自動車向け追加関税や各国向けの追加関税の影響を受けやすいと考えられ、徐々にその影響が顕在化してきていると考えられる。この先、関税引き上げ前に蓄積した在庫が減少するにつれて、追加関税を価格転嫁する動きがさらに増えていくことが見込まれる。特に、輸入自動車の関税分の価格転嫁が本格化すれば、財価格は加速することとなろう。

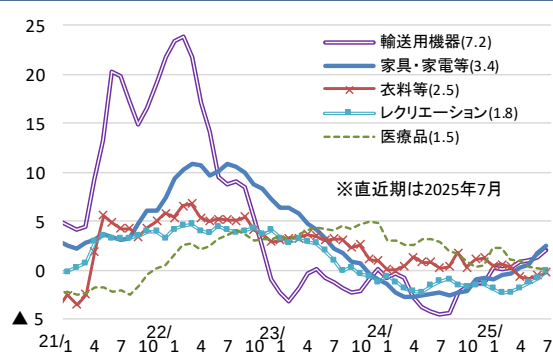
コア指数のサービス（コアサービス）の前年比は、7月は+3.6%と6月（+3.6%）から横ばいとなった（右上図）。内訳をみると、コアサービスの半分強のシェアを占める住居費の前年比は、7月は+3.7%と6月（+3.7%）から横ばいとなった（右図）。火災保険（6月前年比：+4.8%→7月+5.8%）の伸びが拡大した一方、住居費の主要品目である帰属家賃（6月前年比：+4.2%→7月：4.1%）が幾分低下し、家賃（+3.8%→+3.5%）も低下した³。一方、住居費以外は伸びが加速する品目が目立った。教育・コミュニケーション（+1.1%→+1.1%）の前年比は横ばいとなったものの、運輸（+2.8%→+3.5%）、レクリエーション（+3.7%→+3.9%）、医療（+3.4%→+4.3%）など幅広い品目で加速した。運輸は航空運賃（▲3.5%→+0.7%）、レクリエーションはペットサービス（+5.9%→+6.3%）、医療は歯科（+2.4%→+4.8%）などの伸びが目立っており、サービス部門に従事する労働者の人員不足が再び影響している可能性がある。サービス部門は、労働供給の鈍化が価格の押し上げにつながらないか、再び注意が必要な状況にある。

インフレ率の推移(前年比、%)



(出所)CEIC

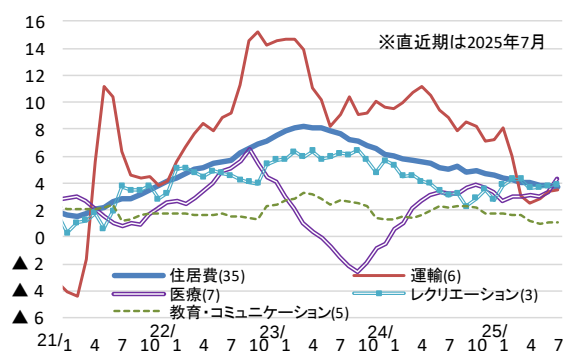
コア財(前年比、%)



(出所)CEIC

(注) ()内はCPI全体に占めるウェイト(%)

コアサービス(前年比、%)



(出所)CEIC

(注) ()内はCPI全体に占めるウェイト(%)

³ CPIの家賃は既存契約分だが、民間業者把握の新規契約分の前年比は既にコロナ禍前と同様の伸びまで低下しており、この動きに遅れて今後も着実にプラス幅を縮めていくとみられる。詳細は、2023年10月25日付 Economic Monitor「米国経済：底堅い景気が長期金利の上昇を招き、新たな下押し要因に」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2460/>

金融政策:労働市場の変調が、9月利下げを後押し

7月29～30日のFOMCでは、政策金利が4.25～4.5%に据え置かれた。会合後のパウエル議長の記者会見では、「労働市場は最大雇用に近い状態を維持している」としたうえで、「インフレ率は目標である+2%をやや上回る」ことからやや引き締めの金利水準を維持したと説明した。トランプ関税の物価への影響については、一過性のものになることが基本的なシナリオと述べた。ただ、トランプ関税の影響はこれから本格化するため、その影響の拡大を予防することの重要性を強調した。なお、同会合では、ボウマンFRB副議長とウォラー理事の2人が利下げを求め反対することとなった。正副議長を含む7人の理事のうち2人が反対したのは32年ぶりのことであり、組織の意思決定と情報発信が難しくなっている状況が窺えた。

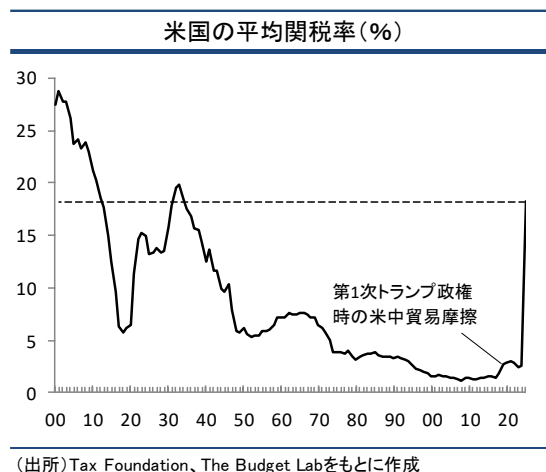
一方、前述の通り、7月雇用統計で、5月と6月の雇用者数が大幅に下方修正され、労働需要が既に減速している可能性が強まった。7月雇用統計の結果を受けても、失業率は低位にとどまっており、労働需給は緩んでいないとの見方はできる。ただし、これは労働供給が減速していることの影響が大きい。労働需要が減速基調にあるとすれば、7月FOMCにおける「労働市場が悪化リスクを抱えつつも、健全である」との前提は疑わしい状況といえ、この先失業率が上昇するリスクは高まったと考えられる。

そうした中、パウエル議長はジャクソンホール会議における8月22日の講演で、雇用悪化のリスクが高まっているとして、利下げを慎重に進めると述べた。利下げの時期は明言していないものの、金融市場が織り込む9月FOMCでの利下げ再開を迫認したと考えられる。FRBは、この先インフレ再燃が深刻なものでないと確認しつつ、利下げを進めていくこととなろう。これには、今後のインフレ率の上昇が、トランプ関税によって機械的に生じる程度に収まっていることを見極めることが重要となる。すなわち、①トランプ関税の影響を直接受けない品目にまで価格加速が拡大していないこと、②賃金インフレが顕在化していないこと、③インフレ期待が上昇していないことを都度確認することとなろう。当社では、「FRBは、9月FOMCで利下げを再開し、その後は、インフレ上昇と雇用悪化という金融政策の上下の要因がある程度均衡していることを確認しつつ、3%程度とみられる中立的な金利水準に向けて緩やかなペースで利下げを続ける」との予想を維持する。

景気見通し:25年内は減速継続、その後は27年にかけて潜在成長率を上回るまで加速

米国経済は2025年入り後には減速基調を辿っている。トランプ関税を背景に貿易が混乱したことで、1～3月期の実質GDP成長率（前期比年率）は▲0.5%、4～6月期は+3.0%と振幅が激しくなったが、1～6月期を通してみると+1.1%と2024年の+2.8%から大幅に減速した。景気の基調を示すと考えられる国内民間最終需要についても、1～6月期の伸びは前期比年率で+2.0%と2024年の+3.0%から減速した。

先行きの米国経済を見通す上で、トランプ関税に関する前提条件を置くことが重要となる。米国の平均関税率は、現状では19%程度と試算⁴される（右図）。中国を除く各国との8月上



⁴ エール大予算研究所による8月7日時点の試算。

旬の相互関税延長期限を経て、多くの国に対する相互関税率が定まったほか、中国に対しても 11 月中旬までは相互関税の上乗せ分の延長が継続される方向にある。分野別関税を引き上げる動きは続いているが、一部の国に対する減免措置や除外品目などが設けられるなど、平均関税率が大幅に上昇する懸念は和らいでいる。トランプ関税は良くも悪くも不確実性が低下し、15%程度の平均関税率が続くと思込む。

こうした平均関税率を前提とすれば、2025 年後半の米国経済は減速が続く見通しである。足元ではトランプ関税の価格転嫁のペースは比較的ゆっくりであり、需要の大幅な落ち込みには見舞われていない。また、7 月は、大手小売の夏季セールが奏功したこともあって、価格転嫁の本格化前の駆け込み的な需要も確認されている。一方、トランプ関税を受けた企業マインドの悪化を背景に、企業の労働需要は減速している。この先、クリスマス商戦などでトランプ関税の価格転嫁が進み、実質可処分所得の目減りを通じて、個人消費が下押しされる公算が大きい。7～12 月期の国内民間最終需要の伸びは+1%程度まで減速し、米国の潜在成長率と考えられる 2%程度を下回る低成長になると予想する。この結果、2025 年の実質 GDP 成長率は+1.6%と 2024 年の+2.8%から大幅に減速する見通しである。

2026 年以降は国内需要を中心に回復し、2027 年にかけては巡航速度とされる約+2%を超える成長率に達すると思込む。その背景として、①トランプ関税による物価

の押し上げが 2026 年央には一巡すること、②FRB の利下げが進むことで金融引き締め度合いが緩和されること、③2025 年 7 月に成立したトランプ減税の追加減税分が 2026 年春頃には還付され需要を押し上げることが挙げられる。物価に関しては、利下げに慎重な金融政策により、賃金インフレは生じず、インフレ期待も上昇が抑制されることでインフレ上昇は一過性なものに終わると予想する。インフレ率は、2026 年前半には+3%程度まで上昇するが、2026 年末には+2%台前半まで低下する見込みである。

米国経済にとっての足元の最大のリスクはインフレ再燃と考える。トランプ大統領は、SNS などでの情報発信を通じて FRB に対して度重なる利下げ圧力をかけている。また、FRB の高官人事を通じて FRB の組織自体に圧力を強めている。トランプ氏の利下げの判断が誤っているとは言い切れないが、トランプ氏の景気重視の姿勢は明らかである。過度な利下げがなされれば短期的に景気が押し上げられ、賃金インフレやインフレ期待の上昇が生じる懸念がある。インフレが再燃すれば、FRB は利下げを休止ないしは利上げに転じる必要が生じ、結果的に金利上昇と株価下落などを通じて景気下押しのショックがかかる可能性には注意が必要だろう。

米国経済見通し

	2024	2025	2026	2027
GDP	2.8	1.6	1.7	2.0
個人消費	2.8	2.0	1.8	2.3
設備投資	3.6	3.3	1.7	2.1
住宅投資	4.2	▲ 0.7	1.1	1.6
在庫投資	0.0	(▲ 0.1)	(▲ 0.0)	0.0
純輸出	(▲ 0.4)	(▲ 0.4)	0.1	(▲ 0.2)
輸出	3.3	1.3	1.4	1.6
輸入	5.3	3.5	0.5	2.1
政府消費	2.5	0.9	0.9	1.0
公共投資	7.0	4.0	1.8	1.6
失業率	4.1	4.5	4.4	4.2
PCEコア	2.9	3.5	2.1	2.0
長期金利	4.4	4.3	4.2	4.0

(出所) CEIC, BEA

(注1) オレンジ色の部分は伊藤忠総研予測

(注2) 在庫投資、純輸出はGDPへの寄与度

(注3) 失業率、PCEコア前年比、長期金利は年末値