

米国経済：雇用悪化が景気を下押しする局面へ（改定見通し）

米国経済は、失業率が2021年9月以来となる4.6%まで上昇するなど、労働市場の冷え込みが続いている。米国景気の柱である個人消費は、こうした雇用・所得環境の悪化に加え、株価の伸び悩みによる資産効果の剥落も相まって、増勢が鈍化しつつある。他方で、11月の消費者物価は伸びが鈍化したものの、10月から11月中旬にかけての政府閉鎖の影響でデータに歪みが生じている可能性が高く、楽観視できない状況が続く。そうした中、FRBは雇用情勢の悪化リスクを背景に、12月FOMCでも予防的利下げを継続した。もっとも、インフレリスクを重視するFRB高官からは追加利下げへの慎重姿勢が示されており、この先の利下げペースは緩やかになることが見込まれる。先行きの景気は、2026年春ごろにかけて減速基調を辿る見通しである。その後は、①トランプ関税の影響一巡、②累積的な利下げの影響、③トランプ減税効果の本格化により、景気は回復に向かうと予想する。2026年のリスクとしては、11月の中間選挙を見据えて過度な景気浮揚策が実施されることによるインフレ再燃、米中関税交渉難航に伴う政策不確実性の高まりを挙げたい。

金融政策：予防的利下げ継続、政策金利の終着点が見えてきたことを示唆

12月9～10日のFOMCでは、政策金利を0.25%pt引き下げて3.5～3.75%にすることを決定した。利下げは3会合連続となる。パウエルFRB議長は、会合後の記者会見で、今回利下げを決定した理由として、労働市場について急悪化はしていないものの冷え込みが続いていること、それに伴って、賃金インフレ懸念が弱いことに言及した。そのうえで、今回の利下げにより、政策金利は中立金利の上限（中立金利の範囲内）に位置したと述べた。また、トランプ関税の財（モノ）物価への影響は2026年1～3月期頃にピークを迎えるとの予想を示し、その影響は一時的なものとの見方を維持した。

なお、カンザスシティ連銀のシュミット総裁とシカゴ連銀のグールズビー総裁が金利据え置きを主張した一方、ミラン理事が0.5%ptの利下げを求めた結果、3人が反対票を投じる異例の会合となった。

今会合ではFOMCメンバーによる経済見通し（中央値）がアップデートされた（右表）。実質GDP成長率（各年の第4四半期の前年同期比）の見通しは、2028年にかけて上方修正された（2025年：9月時+1.6%→今回+1.7%、2026年：+1.8%→+2.3%、2027年：+1.9%→+2.0%、2028年：+1.8%→+1.9%）¹。失業率（各年の第4四半期）の予想はほぼ横ばいで

FOMC参加者の見通し（中央値）

	FOMC参加者の見通し（中央値）				
	（％）				
	2025	2026	2027	2028	長期
経済成長率	1.7	2.3	2.0	1.9	1.8
（9月予想）	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
失業率	4.5	4.4	4.2	4.2	4.2
（9月予想）	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
PCEデフレーター	2.9	2.4	2.1	2.0	2.0
（9月予想）	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	3.0	2.5	2.1	2.0	—
（9月予想）	3.1	2.6	2.1	2.0	—
政策金利	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0
（9月予想）	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0

（出所）FRB

（注1）政策金利は年末値、それ以外は第4四半期

（注2）経済成長率は実質GDP前年比、PCEデフレーターは前年比

¹ 2026年10～12月期の成長率予想の大幅上昇修正は、政府閉鎖で成長率が押し下げられたとみられる2025年10～12月期からの前年比であることも寄与した模様。

あり、雇用情勢の見通しを特段改善させていないことから、資本装備率の上昇などによる生産性の向上が示唆される内容となった。一方で、インフレ率については、2025 年の見通し（PCE デフレーター：9 月時+3.0%→今回+2.9%、コア PCE デフレーター：+3.1%→+3.0%）、2026 年の見通し（PCE デフレーター：+2.6%→+2.4%、コア PCE デフレーター：+2.6%→+2.5%）がそれぞれ下方修正された。

成長率の見通しが上方修正され、物価の見通しは下方修正されたもとで、政策金利の見通しは 9 月時点の予想から変更がなく、2026 年末が 3.4%、2027 年末に 3.1%と予想された（2026 年と 2027 年にそれぞれ 1 回の 0.25%pt の追加利下げ実施に相当）。中立金利と考えられる政策金利の長期予想も 3.0%から修正がなく、2027 年中に概ねその水準に達することが見込まれた。

先行きについては、現時点では物価と雇用のリスクバランスが均衡しつつあるとの見方のもと、中立的な政策金利水準に緩やかに引き下げられていく方針であることが見込まれる。上記の FOMC メンバー参加者による金利見通し（中央値）の通り、0.25%pt の追加利下げが 2026 年、2027 年に 1 回程度実施されていくことがメインシナリオである。

もっとも、2026 年中に一段と利下げが進む可能性も相応に高い。この背景には、雇用・物価情勢という経済面の要因だけでなく、パウエル議長の後任としてハト派（利下げに積極的）な人物が選出される公算が大きいことなどがある²。トランプ政権の政治圧力を背景に、FRB 全体が現在よりハト派化し、今会合で示された方向性より大幅に利下げが進むシナリオには注意が必要だろう。

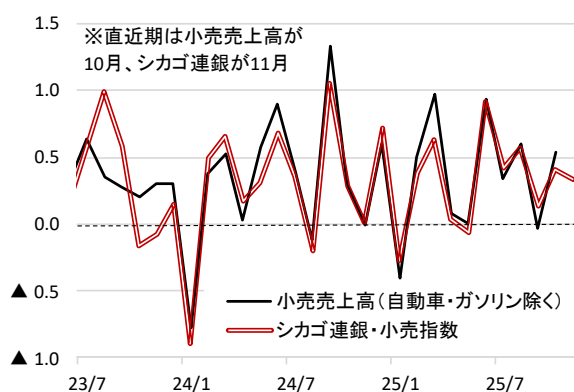
個人消費：底堅くも増勢は鈍化

11 月の個人消費は引き続き増勢が鈍化した。

財（モノ）消費に関し、政府閉鎖の影響で 11 月の小売・外食売上高の公表が遅れているため、同様の動きをするシカゴ連銀の小売指数³を確認すると、11 月は前月比+0.3%と 10 月（+0.4%）から底堅く増加した（右図）。もっとも、インフレ率を勘案した実質ベースでは、11 月は+0.0%と 10 月（+0.7%）から伸びが鈍化した。年末商戦についても、ブラックフライデーなど序盤の動向をみる限り売上高は堅調に増加したとみられるが、トランプ関税分の価格転嫁による名目額の押し上げや消費の前倒しが寄与したとみられる。財消費は減速基調にあると考えられる。

サービス消費も、11 月は全体として底堅く推移しつつも、増勢の弱さが窺える。サービス消費の中で動きが大きい娯楽関連をみると、調査会社 STR 公表のホテル稼働率は引き続き前年を下回った（10 月前年比：▲2.4%→11 月：▲2.8%）。また、米国運輸保安局（TSA）

小売・外食売上高（名目ベース、季調済前月比、%）



（出所）CEIC

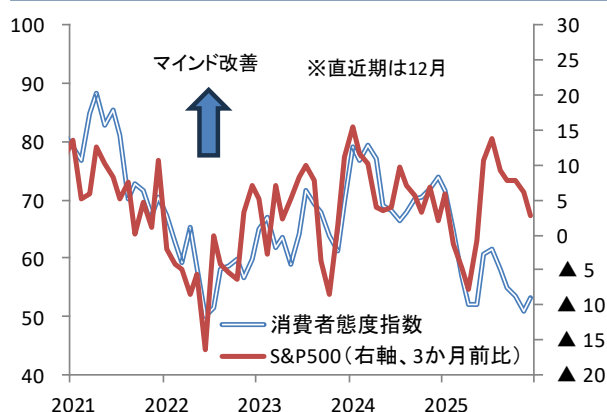
² 詳細については、2025 年 12 月 11 日付 Economic Monitor「米国経済：12 月 FOMC 予想通りの利下げは、嵐の前の静けさか」参照（<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/3063/>）。ただ、連銀総裁は FRB 理事により通例より早めに承認されたほか、ウォルシュ元 FRB 理事やウォラー FRB 理事が再び次期 FRB 議長に有力視されるなど状況は日々変化している。

³ シカゴ連銀が、小売り動向を早期に把握する目的で、クレジットカード取引高、小売店への来店客数、ガソリン販売高、消費者マインドなど各種指標を合成して独自に公表。

公表の航空機利用者数の前年比はマイナスに転じている（+3.3%→▲1.4%）。航空機利用者数の変動の大きさは、10月から11月中旬にかけての政府閉鎖を受けた政府職員の一時帰休などが影響したとみられるが、ならしてみると減速基調にあると判断できる。

足もとの個人消費の増勢の弱まりは、雇用・所得環境の悪化に加え、資産効果の剥落が続いていることも背景にあると考えられる。S&P500の3か月前比は、7月の+14%をピークに足元では+3%程度まで鈍化している（右図）。当社では株式の資産価値（実質ベース）が10%増加すれば、消費性向⁴が+0.4%pt増加すると試算しており、資産効果による個人消費の押し上げ効果は弱まりつつあると考えている。12月のミシガン大学調査による消費者態度指数（11月：50.3→12月：53.3<1966年=100>）は幾分改善したものの、今年入り後最低水準であることには変わりがない⁵。個人消費は、雇用・所得環境の悪化により、減速が続くことが見込まれる。

消費者マインド(ポイント)と株価上昇率(%)



(出所)CEIC

(注)消費者態度指数はミシガン大学調査。

住宅投資:金利低下が限定的で、動意が乏しい状況が続く

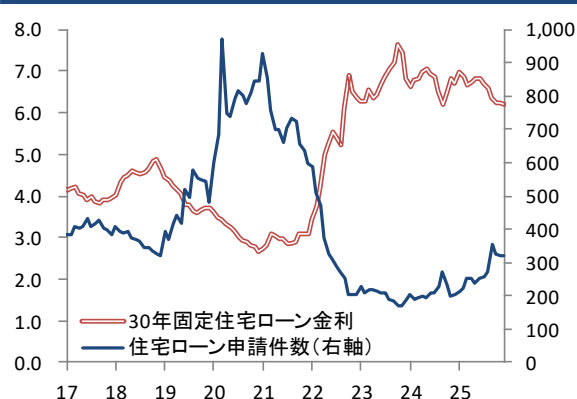
11月の住宅市場に関し、中古戸建販売（10月前月比：+1.1%→11月：+0.8%）は引き続き小幅な増加にとどまった（左下図）。12月入り後も、住宅市場は動意に乏しい状況が続いているとみられる。12月入り後の30年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）（11月13日：6.2%→12月11日：6.2%）が横ばいで推移する中、住宅ローン申請件数（米抵当銀行協会（MBA）公表、1990年3月=100）は、現時点までの12月平均が322と11月平均（320）から横ばいとなった（右下図）。新築住宅販売のセンチメントを示す住宅市場指数（全米建設業協会（NAHB）公表、50が景況感悪化の境目）は、12月が39と11月（38）から改善したが、改善ペースは非常に緩やかである。コロナ禍前の2019年平均の66と比較して

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)CEIC

⁴ 消費性向は個人が消費に費やす可処分所得の割合。ここでは、名目個人消費を名目可処分所得で除したものを消費性向とした。消費性向と資産価格の関係については、2025年9月26日付 Economic Monitor「米国経済：労働市場の悪化続くも、資産効果で個人消費の底堅さ継続」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/3003/>

⁵ 消費者態度指数と株価の伸びの関係は、2024年以前と2025年以降で大きな段差が生じている。トランプ政権が誕生したことで、民主党支持者の回答が大幅に悪化したことが直接の影響とみられ、現在の水準の低さは割り引いてみる必要がある。

も、低水準で住宅取得意欲は依然小さい。住宅ローン金利の水準がはっきりと切り下がるまでは、住宅市場の回復には弾みがつかないと考えられる。

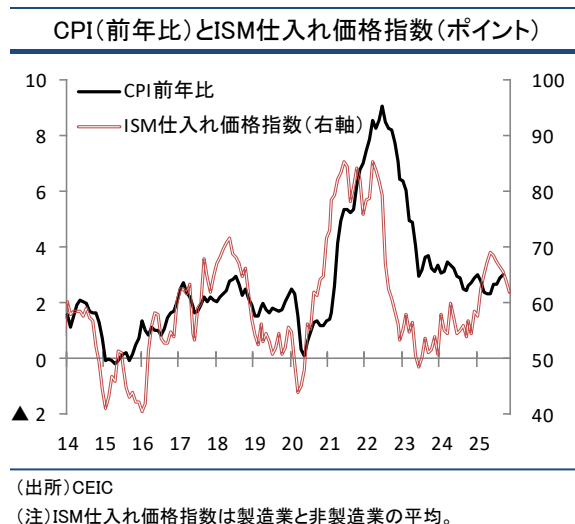
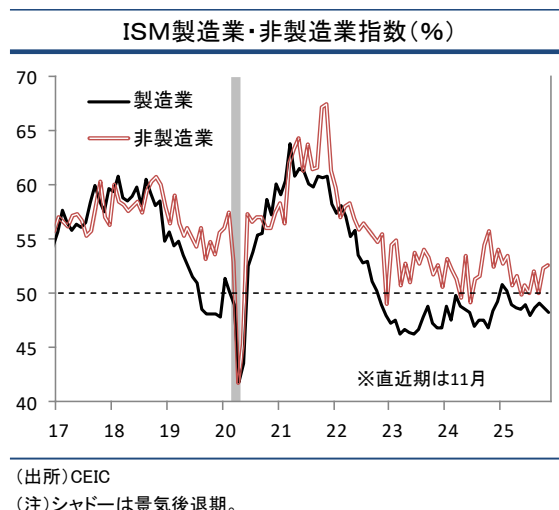
企業部門：全体として悪化基調は脱却も、回復力は限定的

11月の企業の景況感は、10月と同様、大幅な悪化懸念が小さい一方で、盛り上がりにも欠ける状況となった。

企業マインドを示す ISM 指数をみると、製造業は 11 月が 48.2 と、10 月（48.7）から悪化した（右図）。内訳については、生産状況を示す「生産」（10 月：48.2→11 月：51.4）が再び改善した一方、先行きの需要の強さを示す「新規受注」（49.4→47.4）が再び悪化した。「雇用」（46.0→44.0）も悪化しており、製造業の先行きに対する慎重姿勢は強い。企業のコメントをみると、トランプ関税と政策不確実が、依然として貿易の混乱や価格の変動を通じて需要の落ち込みにつながっていることが指摘されている。

一方、非製造業の ISM 指数は 11 月が 52.6 と 10 月（52.4）から幾分改善した（右上図）。「事業活動」（54.3→54.5）は幾分改善し、「新規受注」（56.2→52.9）は悪化と現状と先行きで区々となったが、いずれも好不況の境目となる 50 を上回る水準を維持した。ただ、非製造業の「雇用」（48.2→48.9）は改善傾向にあるものの、依然として 50 を下回る低水準にある。非製造業も先行きに対する慎重姿勢を払拭しきれていないと考えられる。

また、ISM 指数では、企業間での物価上昇圧力が和らぎ始めていることが示された。価格動向を示す「仕入れ価格」は、製造業（10 月：58.0→11 月：58.5）は幾分上昇したが、非製造業（70.0→65.4）は低下した。高止まりを続けてきた非製造業のコスト圧力が緩和されているとみられる。もっとも、製造業と非製造業はいずれも 50 を超える水準にあり、物価上昇圧力は残存している。企業からのコメントを見ても、トランプ関税を受けた利益率の低下や政策不確実性の高さに悩まされ続けていることが窺える。過去の経験則からは、来春頃から消費者物価の上昇率が鈍化に転じる⁶と考えられるが（右図）、それまではトランプ関税が企業活動の重石となる状況が続く見込みである。

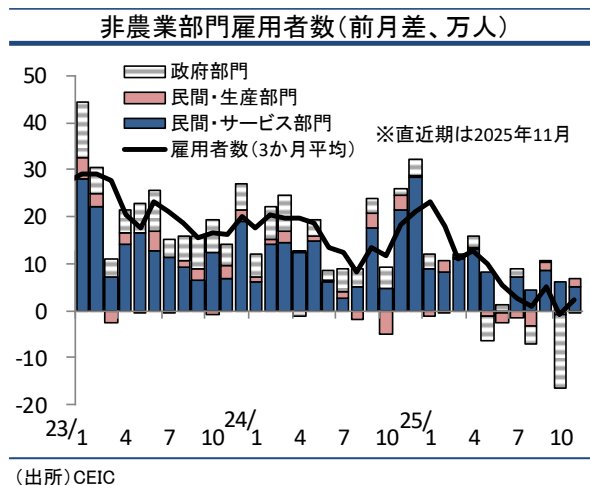


⁶ ISM 仕入れ価格指数の上昇から 5 か月程度遅れて、CPI（前年比）が上昇する傾向がある。コスト上昇から最終需要までの価格転嫁のラグが背景にあると考えられる。詳細は、2025 年 6 月 24 日付 Economic Monitor 「物価は無風状態続くも、トランプ関税の企業負担が増加」 参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2908/>

雇用情勢:労働市場の冷え込み続き、賃金上昇率は鈍化

11月の雇用統計では、労働市場の冷え込みが続いていることが示された。

11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+6.4万人と、政府部門の大幅減により▲10.5万人の減少となった10月から増加した（右図）。もっとも、後述する通り、雇用者数の伸びは景気動向の影響を受けづらい教育・医療に集中しており、それらを除くと▲0.1万人の伸びにとどまった。また、雇用者数の伸びについて、単月の変動を除くために3か月平均をみると、9～11月平均は+2.2万人と低位で推移した⁷。労働需要は引き続き弱いと考えられる。



雇用者数の内訳は、政府部門（10月：▲15.7万人→11月：▲0.5万人）の減少が続いた。10月の大幅減は、政府効率化省（DOGE）などによる早期退職プログラムによるものと考えられる⁸。民間部門（+5.2万人→+6.9万人）は伸び幅が幾分拡大した。民間部門の内訳をみると、生産部門（▲0.9万人→+1.9万人）が、製造業（▲0.9万人→▲0.5万人）のマイナス幅縮小や建設（▲0.1万人→+2.8万人）の増加により、増加に転じた。一方、民間のサービス部門（+6.1万人→+5.0万人）はプラス幅が縮小した。教育・医療（+5.9万人→+6.5万人）の底堅い伸びが続いたものの、卸小売・輸送・公共（▲0.1万人→▲1.2万人）、レジャー（+1.6万人→▲1.2万人）の減少が全体を下押しした。AIと関連が深いと考えられる業種については、情報（▲0.5万人→▲0.4万）が6か月連続で雇用者数が減少した一方、専門・事業サービス（▲0.7万人→+1.2万人）が増加するなど区々な動きとなった。

労働需給に関しては、11月の失業率は4.6%と9月（4.4%）から上昇し、FOMCメンバーによる長期予想値である4.2%を超えて上昇が続いた（次ページ左上図）。外国人労働者の増加ペースが落ちるなど労働供給の伸びが鈍化する中で、失業率を上昇させないための新規雇用者数（「ブレイクイーブン雇用者数」などと呼称）も低下⁹しており、失業率は上昇し難い状況にある¹⁰。しかしながら、労働供給以上に労働需要が弱く、失業率の上昇が続いている。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、10月は4.6%と9月（4.6%）から横ばいとなった（次ページ右上図）。求人率は、コロナ禍前の2019年の平均である4.5%程度での安定推移に戻った。一方、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」は、10月は1.8%と9月（2.0%）から低下し、コロナ禍前の2019年の平均である2.3%を有意に下回る水準に落ち込んでいる（次ページ右上図）。さらに、企業の「採用率」

⁷ 米労働省労働統計局（BLS）が9月9日に年次改定暫定値（確定値は2026年2月公表予定）を発表し、2024年4月～2025年3月の非農業部門雇用者数の増加幅を91.1万人下方修正するとした。また、2025年度入り後の雇用者数の伸びについても、パウエル議長は12月FOMC時の記者会見で「6万人程度過大に評価されている」としている。

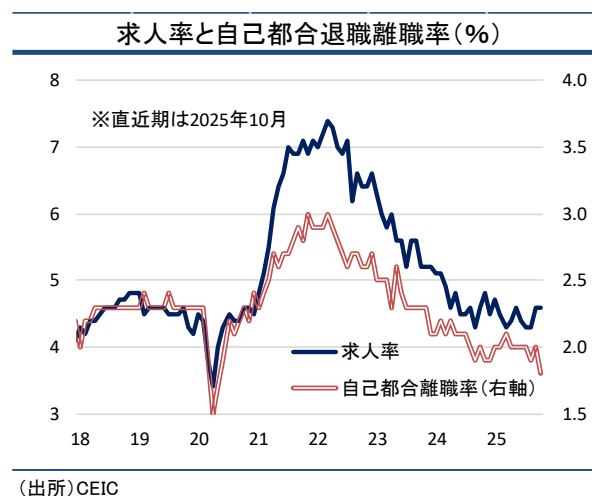
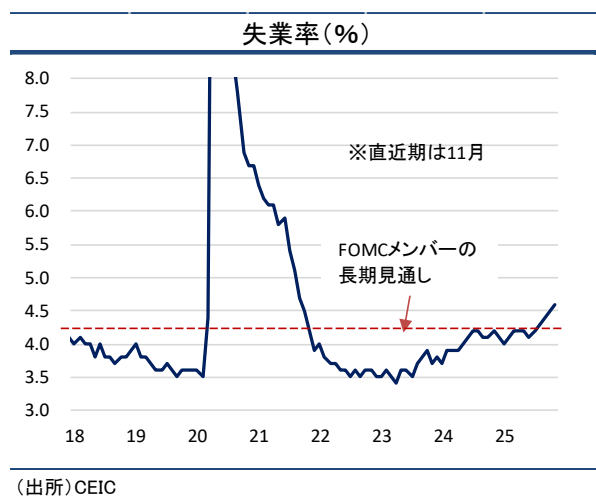
⁸ 米政府効率化省（DOGE）などが政権発足後に打ち出した早期退職プログラムは9月まで給与を支払う条件であり、早期退職者について、雇用統計上は10月以降に失業者として計上されたとみられる。

⁹ ブレイクイーブン雇用者数の試算値は幅広いが、足元では10万人を下回るとの見方が多い。パウエル議長は9月FOMCでの記者会見で、「0～5万人の範囲にあると見方もある」と発言。

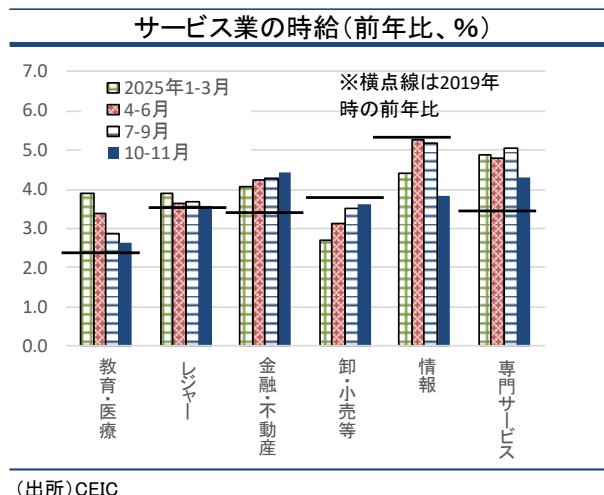
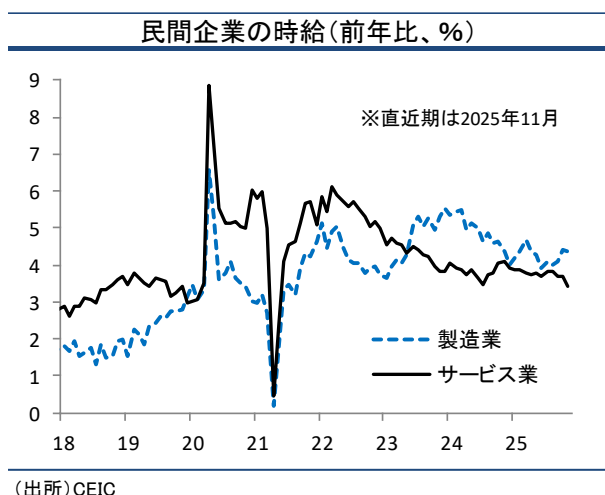
¹⁰ 米国の失業率の上昇が緩やかであることの一因として、労働供給の増加ペースの鈍化が挙げられることについては、2025年8月4日付Economic Monitor「米国経済：7月雇用統計 労働需要の減速基調鮮明、9月利下げを後押し」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2949/>

は、10月が3.2%と9月（3.4%）から低下し、2019年平均の3.9%を下回っている。企業の労働需要は大幅に落ち込んでいないものの、採用目線はコロナ禍前と比べて、厳しい状況にある。



労働需給が緩和傾向にあるもとで、サービス業を中心に賃金上昇圧力が低下し続けている。民間部門の時給の前年比は、11月が+3.5%と10月（3.7%）から低下し、コロナ禍前の2019年平均+3.3%に近付きつつある。業種別には、製造業（10月前年比：+4.4%→11月：+4.4%）はやや高めの伸びが続いたが、サービス業（+3.7%→+3.4%）は伸び鈍化が顕著である（左下図）。サービス業の内訳をみると、「教育・医療」の伸び鈍化が続いたほか、「情報」や「専門サービス」の伸びが大幅に縮小した（右下図）。「情報」や「専門サービス」は、一部業務がAI技術に代替されやすいことが指摘されており、景気鈍化の影響以上に、賃金の伸びが下押しされている可能性がある。



物価: データの下方バイアスに注意も、インフレ再燃は窺えず

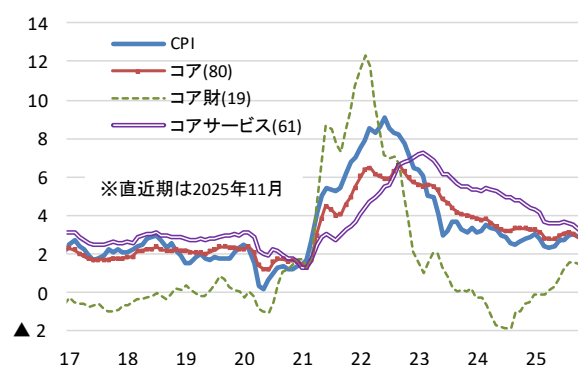
11月の消費者物価は、財（モノ）の上昇圧力は残っているものの、サービス分野の伸び鈍化が続いていることが示唆された。

消費者物価指数（CPI）は、11月の前年比は+2.7%と、9月（+3.0%）¹¹から低下した（右図）。また、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数も、11月の前年比は+2.6%と9月（+3.0%）から低下した。もともと、10月から11月中旬にかけての政府機関の一部閉鎖の影響でデータ収集が不十分であり、結果に歪みが生じていると考えられる。具体的には、①10月に収集できなかったデータの一部が9月分から横置きされ、全体の4割弱を占める住居費などが過小評価¹²された可能性があること、②11月分は、年末商戦が始まる月下旬のデータが多く用いられ、値引き幅の大きさが増幅されて推計された可能性があることなどが指摘されており、データが下方に偏っていると考えられる。こうしたことを踏まえると、消費者物価の伸びが加速している状況にはないが、インフレ率が着実に低下していると判断するには早計だろう。

コア指数の財（コア財）の前年比は、11月は+1.4%と9月（+1.5%）からプラスが幾分縮小した（右上図）。もともと、前述の通り、11月のデータは値引き幅が大きい時期を例年より多く参照している可能性があり、割り引いて考える必要があるだろう。内訳をみると、中古車を中心に輸送用機器（9月前年比：+2.3%→11月：+1.7%）の伸びが低下したほか、家具・家庭用品（+3.0%→+2.6%）やレクリエーション（+0.8%→+0.6%）の伸びが鈍化した（右図）。一方、衣料等（▲0.1%→+0.2%）は伸びがプラスに転じ、医療品（+0.7%→+1.1%）は加速した。品目により動きは区々であるが、2019年以前にインフレ率が+2%程度で推移していた時期には、コア財全体の伸びは0%程度であったことから、足元の財のインフレ圧力は依然残っていると判断できる。

コア指数のサービス（コアサービス）の前年比は、11月は+3.0%と9月（+3.5%）から低下した（本ページ右上図）。その主因は、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が、11月は+3.0%と9月（+3.6%）から低下したことである（右図）。住居費の主要品目である家賃¹³（9月前年比：+3.4%→11月：+3.0%）と帰属

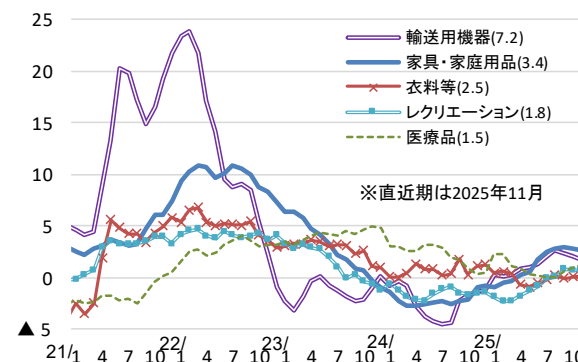
インフレ率の推移(前年比、%)



(出所) CEIC

(注) ()内はCPI全体に占めるウエイト(%)

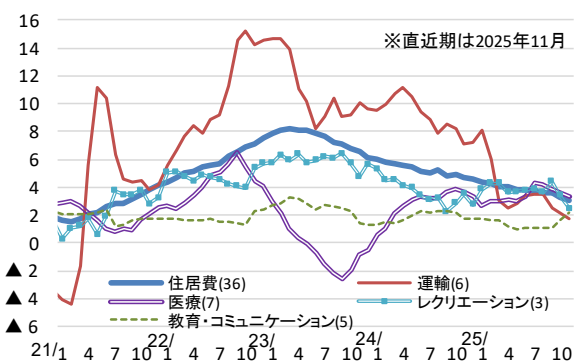
コア財(前年比、%)



(出所) CEIC

(注) ()内はCPI全体に占めるウエイト(%)

コアサービス(前年比、%)



(出所) CEIC

(注) ()内はCPI全体に占めるウエイト(%)

¹¹ 10月分については、10月から11月中旬にかけての政府機関の一部閉鎖の影響で公表されていない。

¹² CPIの推計方法として、住居費の多くを占める家賃と帰属家賃は、「前月の指数に6か月間の変動の6乗根を適用して当月の指数を算出する」とされている。10月分の家賃と帰属家賃の推計値が過小評価されていれば、6か月間となる来年4月までの推計値は過小評価されると考えられる。

¹³ 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/>

家賃（+3.8%→3.4%）がそれぞれ低下したが、前述の通り、伸びが過小推計された可能性があり、割り引いてみる必要があるだろう。住居費以外については、教育・コミュニケーション（+1.1%→+2.2%）の伸びは高まったものの、レクリエーション（+4.4%→+2.5%）、運輸（+2.5%→+1.7%）、医療（+3.9%→+3.3%）は伸びが縮小した。前述の通り、労働需給は緩和方向にあり、賃金コストの転嫁による価格上昇圧力が和らいでいる。

景気見通し：関税の影響一巡で来春以降は持ち直し

米国経済は、屋台骨である個人消費の増勢が足元で弱まりつつある。個人消費の減速は、①トランプ関税によるコスト増で企業の採用意欲が減退し、雇用・所得環境が冷え込んでいること、②ハイテク関連株の上昇ペース鈍化により、資産効果が弱まっていることが背景とみられる。また、需要鈍化で値上げが難しい環境下でも、財（モノ）に対するトランプ関税分の価格転嫁は続いており、インフレ率は下げ渋る状況が続いている。さらに、政府閉鎖終了のためのつなぎ予算成立には、2026年以降のオバマケア補助金延長が含まれておらず、保険料負担の増加が個人消費を下押しする公算が大きい¹⁴。2026年春頃にかけては、AI関連の投資と株価動向という不確実性はあるものの、労働市場の悪化とインフレ圧力の継続が重なり、個人消費を中心に景気は減速基調を辿ると予想する。

2026年春以降は、これまで需要を抑えてきた要因が和らぐことで、景気が回復に向かうと予想する。第一に、2025年春に本格化したトランプ関税の影響が概ね一巡し、インフレ圧力が和らぐことが見込まれる。実質所得は改善に向かい、個人消費を支えと考えられる。第二に、2024年秋以降の累計2%pt程度の利下げで、金融引き締め度合いが薄れたことは、株価の持ち直しも伴って景気を支えとみられる。第三に、2025年に成立した「トランプ減税」の効果が2026年春以降に本格化することが見込まれる。追加減税の多くは2028年までの時限措置で、年間2000億ドル程度の規模であり、2026年の実質GDP成長率を概ね+0.3～0.5%pt押し上げる可能性がある。2026年末にかけては、米国の巡航速度である実質GDP成長率+2%程度まで加速する見通しである。

米国経済の主なリスクとして、①中間選挙を見据えたトランプ政権の政策運営の混乱、②米中対立の再激化が挙げられる。

米国経済見通し

	2024	2025	2026	2027
GDP	2.8	2.0	2.0	2.0
個人消費	2.9	2.5	2.0	2.3
設備投資	2.9	4.1	2.2	2.1
住宅投資	3.2	▲ 1.5	0.0	1.6
在庫投資	(▲ 0.0)	(▲ 0.0)	(▲ 0.1)	0.0
純輸出	(▲ 0.5)	(▲ 0.4)	0.2	(▲ 0.1)
輸出	3.6	0.9	1.4	1.6
輸入	5.8	3.4	▲ 0.5	2.1
政府消費	3.3	0.6	1.2	1.0
公共投資	5.9	3.4	1.7	1.6
失業率	4.1	4.6	4.4	4.2
PCEコア	2.9	2.8	2.5	2.0
長期金利	4.4	4.1	4.1	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

¹⁴ 医療政策研究団体 KFF は、オバマケア加入者のうち約 2000 万人の負担増は年間平均で 1000 ドル程度（合計で名目 GDP 比 0.05%超）になると試算している。

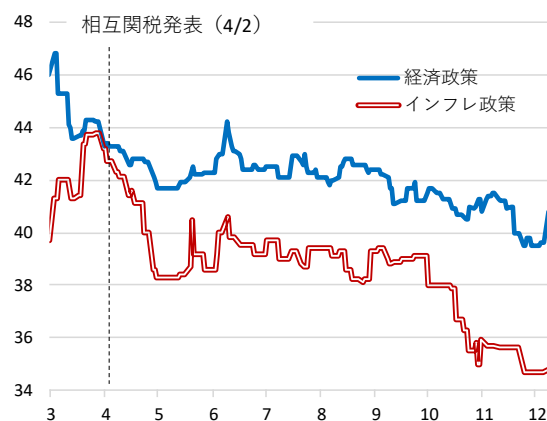
①についてみると、トランプ大統領の支持率は低迷しており、特に経済やインフレ政策に対する評価が低い（右図）。

2025 年 11 月の地方選挙では、生活費負担の増加に対する不満を背景に、共和党は民主党に全敗した。現状のままであれば、中間選挙で下院を民主党に奪還される可能性は相応に高く、2027 年以降の政策運営が制約されるだけでなく、弾劾を巡る動きが再燃する恐れもある。こうした状況を挽回するために、トランプ氏は景気浮揚の政策を打ち出すなどして、国民不満を和らげようとするだろう。最も可能性が高いのは、金利低下のために FRB への利下げ圧力を強めることと考えられる。2026 年 5 月に就任予定の FRB 次期議長の候補者は利下げ積極派が多く、トランプ政権の政治的圧力も背景に大幅な利下げが実施される可能性がある。それ以外にも、関税収入を原資とした現金給付・所得減税

¹⁵、関税の適用除外品目の拡大などが想定される。これらが実現すれば、短期的には金利低下や株高、実質所得の改善を通じて、個人消費や住宅市場など内需を押し上げる効果が期待される。一方、こうした景気浮揚策はインフレ再燃を招くリスクを伴う。現在の失業率は自然失業率¹⁶をやや上回った水準であり、景気は過熱しやすい状況にある。インフレが再び加速すれば利上げ再開に追い込まれる可能性もある。その場合、長期金利の上昇や株価下落といった金融市場の混乱を通じて、景気を下押しするリスクが高まる。

②の米中関係については、足元では融和ムードが広がり、対立激化のリスクは一時期と比べると後退している。トランプ氏は 2026 年 4 月の訪中意向を示し、同年後半には習主席を米国に招く姿勢も見せている。さらに、2026 年 11 月の APEC 首脳会議や、米国が議長国となる G20 首脳会議など、首脳会談が行われる可能性のある機会も控えている。もっとも、米中関係には依然として不安定要因が多い。2025 年 10 月の米中首脳会談で合意された半導体規制やレアアース規制は暫定的なものであり、特にレアアースを巡っては両国の解釈に相違が残る。また、台湾問題やロシア情勢など、安全保障に直結する論点は先送りされたままである。先行きについては、米中双方にディールをまとめる動機がある。米国は中間選挙を見据え、中国による農産物輸入拡大など通商面での成果を求める一方、中国も自国経済への悪影響を抑えるため、関税引き下げや半導体規制緩和を模索するとみられる。こうした中で、交渉が行き詰まり、再び対立が先鋭化するリスクも小さくない。中国がレアアースを交渉カードとして強硬姿勢を強め、米国が関税引き上げや規制強化に踏み切る場合、政策不透明感が高まり、株式市場を通じて経済に大きなショックが及ぶ可能性がある。今後も米中関係の動向には注意が必要である。

トランプ大統領の支持率（％）



(出所) Bloomberg、RealClearPolitics

¹⁵ トランプ氏は 11 月に関税収入の配当として、国民 1 人当たり 2000 ドルの支給案を示した。同案は議会で反発されるも、12 月には農家支援のためとして 120 億ドルを拠出する案を示した。

¹⁶ 12 月 FOMC で FOMC メンバーが長期の失業率と予想する 4.2%が、現時点での自然失業率の予想値と考えられる。