

アメリカ経済見通し

調査部 研究員 立石 宗一郎

目 次

1. アメリカ経済の現状

2. アメリカ経済の見通し

- (1) 景気は不安定化
- (2) トランプ政策により高まるインフレ圧力
- (3) 金融環境の引き締まりが設備投資の重石に
- (4) 関税引き上げを上回る減税効果が個人消費を押し上げ

3. 当面のリスク

- (1) 多くの国・地域への高関税は景気を大きく下押し
- (2) 財政赤字の拡大による金利高騰
- (3) 移民規制の厳格化で高インフレ・低成長に

要 約

1. 足元のアメリカ経済は、内需を中心に堅調に推移している。良好な雇用・所得環境を背景に個人消費が増加しているほか、世界的な生成AI需要の拡大を受けてハイテク産業の設備投資が活発化していることが主たる要因である。
2. 今後のアメリカ景気は、トランプ次期政権が打ち出す政策を受けて、不安定化する見通しである。実質GDP成長率は2025年に+1.9%へ減速した後、2026年には+2.5%へ高まる見込みである。2025年後半にかけて、既往の利上げによる金融環境の引き締まりが家計の消費活動や企業の設備投資を抑制するほか、対中関税引き上げなどによる物価高が個人消費を下押しすることで、景気は減速すると見込む。2026年には、大規模減税が実施され、関税による負の影響が相殺されるかたちで、成長率は高まると予想する。
3. インフレ圧力は再び高まる見通しである。トランプ氏による関税政策が輸入価格を引き上げるほか、大規模減税などの需要刺激策を受けたディマンドプル・インフレも再燃する見込みである。これにより、インフレ率は3%前後で高止まりすると予想している。インフレ再燃を受けて、FRBは2025年春にも利下げを停止すると見込んでいる。政策金利は、2026年末にかけて4%台と中立金利を上回る水準で据え置かれる見通しである。
4. 当面の景気下振れリスクとしても、アメリカ政府の政策動向が挙げられる。メインシナリオでは織り込んでいない政策、財政の悪化、移民排斥などが景気を悪化させうる。通商政策の面では、多くの国・地域を対象に関税を引き上げる「ユニバーサル・ベースライン関税」の実施が物価高を通じて景気を大きく下押しする可能性が高い。加えて、財政赤字の拡大で、財政の持続性を巡る懸念が高まれば、金利が急騰する恐れもある。さらに、アメリカに居住する不法移民を強制的に送還するような事態となれば、人口減を通じて、構造的な潜在成長率の低下や物価上昇を招く可能性がある。

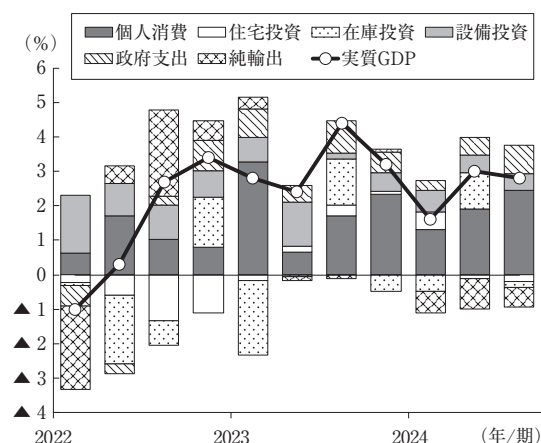
1. アメリカ経済の現状

足元のアメリカ経済は、内需を中心に堅調に推移している。2024年7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.8%と、前期（同+3.0%）から鈍化したものの、高めの伸びを維持している（図表1）。需要項目別にみると、純輸出や住宅投資が下押し圧力となった一方、個人消費や設備投資が全体を押し上げている。

足元の景気を押し上げている主たる要因として、良好な雇用・所得環境を受けた堅調な個人消費やAI需要の高まりを受けたハイテク関連産業の投資の増加が挙げられる。

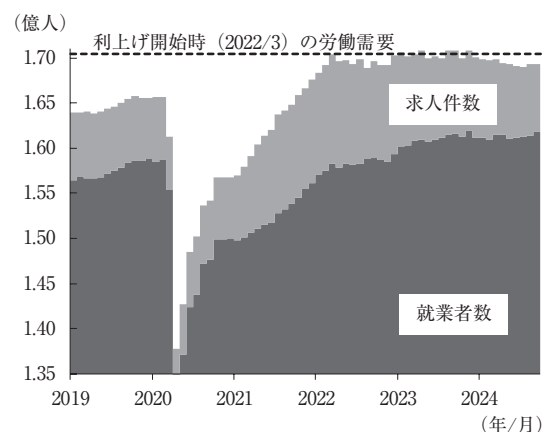
アメリカの雇用情勢は引き続き良好である。2022年3月の利上げ開始時から求人件数は緩やかに減少しているものの、就業者数は安定的に推移している（図表2）。この背景には、コロナ禍で深刻な人手不足を経験した企業が、将来の人手不足に備えて雇用維持の姿勢を強めていることがある。新規雇用を減らすことで雇用調整を行った結果、解雇率（雇用者全体に対する解雇者の比率）は1%強と、歴史的な

（図表1）実質GDP成長率（前期比年率）



（資料）BEAを基に日本総合研究所作成

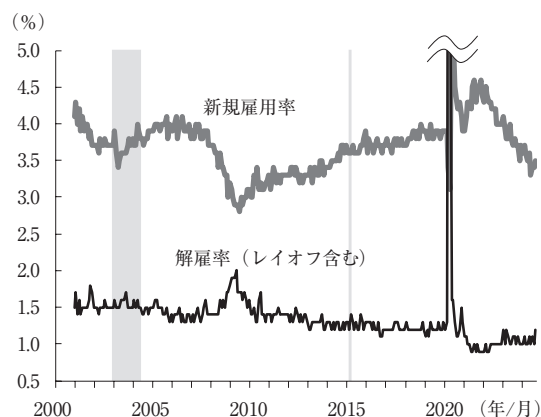
（図表2）労働需要の内訳



（資料）BLSを基に日本総合研究所作成

（注）就業者数は家計調査ベース。

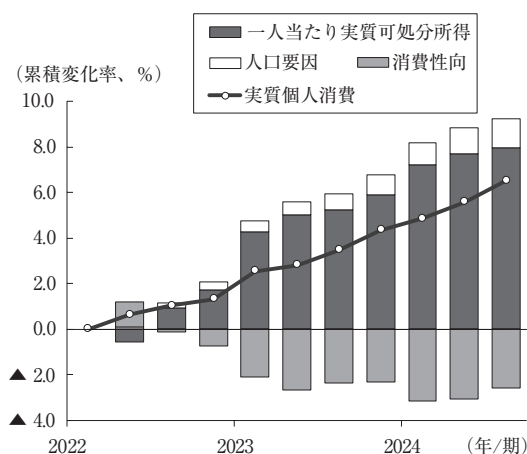
（図表3）新規雇用率と解雇率



（資料）BLS、NBERを基に日本総合研究所作成

（注）解雇率（新規雇用率）は、雇用者全体に対する解雇者（新規雇用者）の比率。シャドーは景気後退期。

（図表4）実質個人消費の要因分解
（2022年初対比）



（資料）BEAを基に日本総合研究所作成

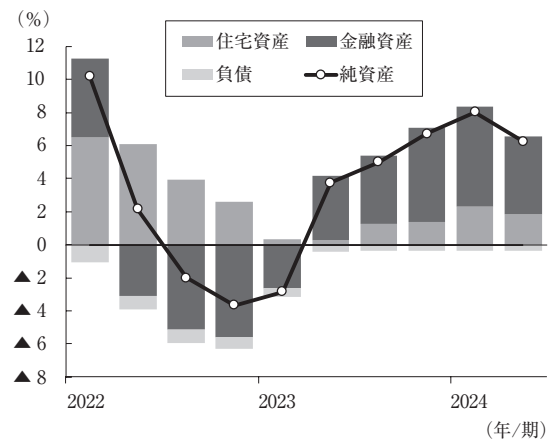
低水準となっている。(図表3)。

こうした状況を受けて所得環境も改善している。実質個人消費の内訳をみると、平均消費性向は低下しているものの、インフレ圧力の緩和による実質可処分所得の増加が消費を押し上げている(図表4)。さらに、株高による資産効果も個人消費の押し上げに作用している。好調な企業決算やハイテク関連産業の成長期待などを背景に、アメリカの株価は上昇基調にあり、足元では過去最高値を更新している。金融資産の増加により家計部門の純資産の伸びは、2024年4～6月期に前年同期比+6.3%と、増勢が持続している(図表5)。

企業部門をみると、サービスやハイテク関連の産業が景気をけん引している。堅調な個人消費を受けて、サービス部門の実質GDPはすでにコロナ禍以前のトレンドに回帰している(図表6)。一方、製造業は勢いに欠ける状況にある。製造業の生産活動をみると、デジタル化の進展などからハイテク関連の業況が大きく改善しており、全体を押し上げているものの、それ以外の分野では、高金利などを受けて、生産活動の低迷が続いている(図表7)。

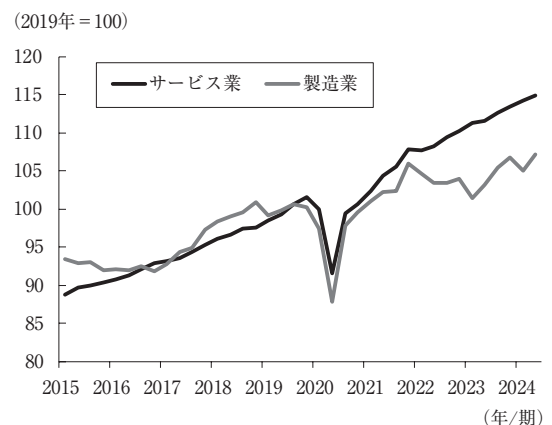
こうしたなか、2024年11月5日に実施された大統領選挙では、共和党のトランプ氏が再選された(図

(図表5) 家計部門の純資産(前年同月比)



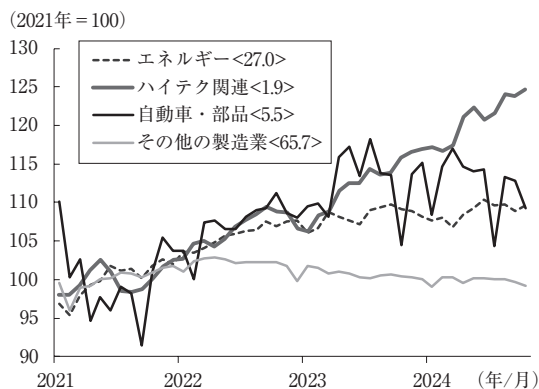
(資料) FRBを基に日本総合研究所作成

(図表6) 産業別実質GDP(付加価値ベース)



(資料) BEAを基に日本総合研究所作成

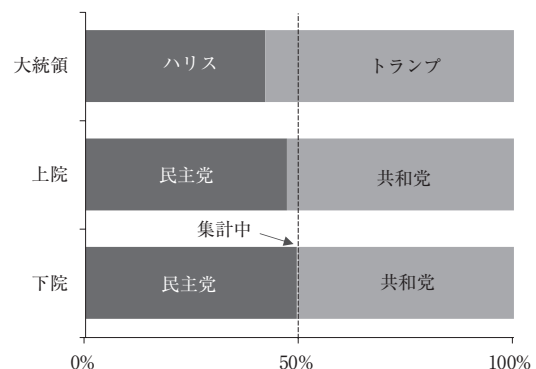
(図表7) 鉱工業生産



(資料) FRBを基に日本総合研究所作成

(注) <>内は、指数全体に占めるシェア(2023年)。ハイテク関連は、コンピューター・通信機器・半導体など。

(図表8) 大統領選挙・議会選挙の結果



(資料) AP通信を基に日本総合研究所作成

(注) 2024年12月4日時点。

表8)。事前の世論調査では、民主党のハリス氏との接戦が予想されていたものの、選挙結果を左右する激戦7州（スイングステート）をすべてトランプ氏が制し、圧勝する結果となった。民主党のバイデン政権下における高インフレの長期化や不法移民の増加などを嫌気した向きが、トランプ氏支持に回ったとみられる。

同時に行われた連邦議会選挙においても、上下院とも共和党が過半数を占めたことで、大統領職、上下院の多数派を共和党が占める「トリプルレッド」となった。これによりトランプ氏が掲げる公約の多くが実現する可能性が高まっている（図表9）。トランプ氏は、選挙戦で掲げていた保護主義の姿勢を一段と強めており、選挙後には、事前に言及していた中国向けの関税引き上げだけでなく、カナダやメキシコにも25%の追加関税を課すとの考えを明らかにした。こうした関税の引き上げをはじめ、トランプ減税の恒久化や法人税率の引き下げなど、トランプ氏が打ち出す政策が先行きのアメリカ景気を大きく左右すると見込まれる。

（図表9）トランプ氏が選挙前に掲げた政策

項目	政策
税制	・トランプ減税恒久化、残業代やチップ収入の非課税化
	・国内で生産する企業などへの法人減税（税率21→15%）
通商・産業政策	・対中関税を60%へ引き上げ
	・ユニバーサル・ベースライン関税の導入（10～20%）
外交	・同盟国へ軍事負担を要求
	・イスラエル支持
	・ウクライナ戦争の停戦
移民	・国境警備の強化
	・不法移民の強制送還
環境・エネルギー	・パリ協定からの離脱
	・EV推進の撤回
	・石油・天然ガスの増産

（資料）各種報道を基に日本総合研究所作成

2. アメリカ経済の見通し

（1）景気は不安定化

先行きのアメリカ経済は、トランプ次期政権が打ち出す政策を受けて、不安定な動きとなる見通しである。実質GDP成長率は2025年に+1.9%へ減速した後、2026年には+2.5%へ高まると予想される（図表10）。2025年後半にかけて、既往の利上げによる金融環境の引き締まりが家計の消費活動や企業の設備投

（図表10）アメリカ経済成長率・物価見通し

（四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント）

	2024年		2025年				2026年				2023年	2024年	2025年	2026年
	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	(実績)	(予測)	(実績)	(予測)
	(実績)	(予測)												
実質GDP	2.8	2.0	1.6	1.5	1.4	2.1	2.9	3.1	3.1	3.0	2.9	2.7	1.9	2.5
個人消費	3.7	2.8	1.9	1.4	1.3	2.4	3.5	3.8	3.8	3.6	2.5	2.7	2.2	3.0
住宅投資	▲2.0	▲1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	2.0	3.0	4.0	▲8.3	4.1	▲0.6	1.5
設備投資	3.3	1.9	1.9	1.7	1.5	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	6.0	3.8	2.1	2.0
在庫投資（寄与度）	▲0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	▲0.4	0.1	0.1	0.0
政府支出	5.0	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	3.9	3.3	1.8	1.0
純輸出（寄与度）	▲0.7	▲0.4	▲0.3	▲0.0	0.1	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	0.5	▲0.5	▲0.3	▲0.1
輸出	8.9	5.0	4.5	1.0	0.5	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	2.8	3.5	3.4	0.7
輸入	11.2	6.0	5.0	1.0	0.0	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5	▲1.2	5.9	4.4	1.2
消費者物価	2.6	2.6	2.2	2.2	2.7	3.1	3.3	3.3	3.0	2.8	4.1	2.9	2.6	3.1
除く食料・エネルギー	3.2	3.1	2.8	2.7	3.1	3.3	3.3	3.3	3.1	2.9	4.8	3.4	3.0	3.1

（資料）BEA、BLSを基に日本総合研究所作成

（注）在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。消費者物価は前年（同期）比。

資を抑制するほか、対中関税引き上げなどによる物価高が個人消費を下押しすることで、景気は減速すると見込む。一方、2026年には、大規模減税が実施されると想定し、これが関税による負の影響を打ち消すかたちで、成長率は高まると予想する。

トランプ政策では、供給を阻害する政策と需要を押し上げる政策がともに盛り込まれており、インフレ圧力が再び高まるもとで景気は不安定な動きになると考えられる。供給を阻害する主要な政策として関税の引き上げが挙げられる。トランプ氏は、選挙期間中に中国への関税を60%に引き上げるほか、ユニバーサル・ベースライン関税を導入し、すべての国の製品に10～20%の関税を課すと主張した。このほか、必要であればメキシコからの輸入車に200%の関税をかけるとの考えも表明した。

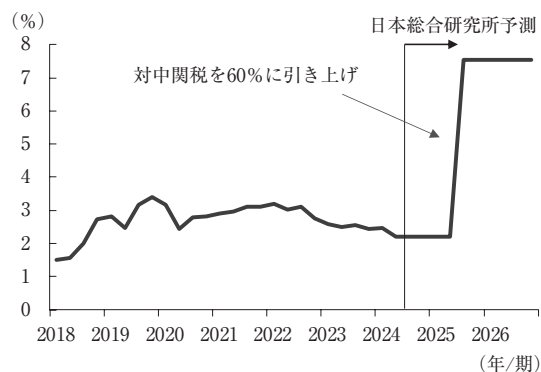
本稿の見通しでは、関税政策のうち、対中関税60%への引き上げのみを織り込んでいる。この政策は大統領権限で実行可能とみられることから、2025年中と比較的早期に実行されると想定している。この関税引き上げによる物価上昇を通じて、アメリカの家計の購買力が低下し、実質GDP成長率は2025年に▲0.3%ポイント、2026年に▲0.5%ポイントほど押し下げられると予想する。

以上の見通しは、トランプ氏や議会が関税引き上げの範囲をどこまで広げるかによって大きく変わらう。見通しでは、トランプ政策のなかでも最も影響が大きいユニバーサル・ベースライン関税は実施に至らないと想定している。同政策は対中関税の引き上げと異なり、議会の承認を得る必要があるとみられるほか、実施される場合のアメリカ国民への痛みも大きく、法案成立までのハードルは高い。もっとも、一部には議会承認なしで実行できるとの見方もあり、その実現可能性はなお不透明である。

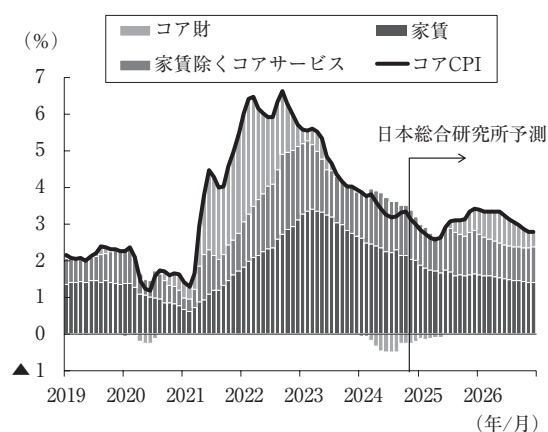
(2) トランプ政策により高まるインフレ圧力

インフレ圧力は再び高まる見通しである。足元のインフレ率は家賃や賃金の騰勢鈍化を受けて、沈静化に向かっているものの、今後はトランプ氏による関税政策がインフレ圧力を再び高めることが見込まれる。対中関税の60%への引き上げによりアメリカの平均輸入関税率は現行の2.2%から7.5%と、5%ポイント近く上昇する見込みである（図表11）。これは前回在任時（2018～2019年）の対中関税引き上げによる上昇幅（約2%ポイント）を大きく上回る見通しである。これにより中国製品の輸入価格が上昇し、

（図表11）アメリカの平均輸入関税率



（図表12）コア消費者物価指数（前年比）



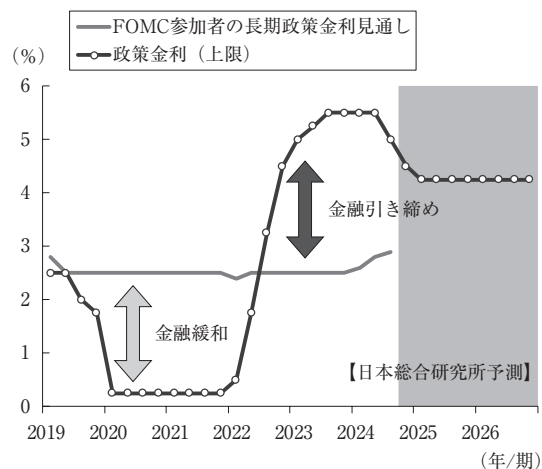
消費者物価は2025年に0.8%ポイント、2026年に0.5%ポイントほど押し上げられるとみる。加えて、2026年には大規模減税などの需要刺激策を受けたディマンドプル・インフレも再燃する見込みである。これにより、インフレ率は3%前後で高止まりすると予想している（図表12）。

インフレ再燃を受けて、FRBは2025年春にも利下げを停止すると見込まれ、政策金利は2026年末にかけて4%台で据え置かれると予想する（図表13）。政策金利は中立金利を上回る水準で据え置かれるため、先行きの景気に対して抑制的に作用すると見込まれる。加えて、FRBによるバランスシートの縮小も継続する見込みである。FRBは2024年6月からバランスシートの縮小ペースを月950億ドルから月650億ドルに減速したものの、GDP比でみた最終的なバランスシート規模の着地水準は変わらないとみられる（図表14）。ニューヨーク地区連銀が公表する準備金需要弾力性（準備預金に対する政策金利の弾性値）をみると、足元で弾性値はゼロ近傍にあることから、バランスシート圧縮の停止を余儀なくされるような資金需要ひっ迫の兆候はみられない。FRBは、市場の資金需給動向を確認しつつ、量的引き締めを続け、2025年末にはバランスシートの規模はコロナ前の水準まで圧縮される見込みである。

(3) 金融環境の引き締まりが設備投資の重石に

企業部門では、既往の利上げ効果が顕在化し、設備投資を下押しすると見込まれる。これまでFRBが政策金利を大幅に引き上げてきたにもかかわらず、企業への金融引き締め効果は十分に浸透していない。コロナ流行直後の低金利局面で、多くの企業が固定金利での調達を増やし、金利上昇による返済負担の急増を回避したことが背景にある。企業の平均的な資金調達金利を示す有利子負債利率は足元で徐々に上昇しているものの、依然として長期金利を下回る水準で推移している（図表15）。

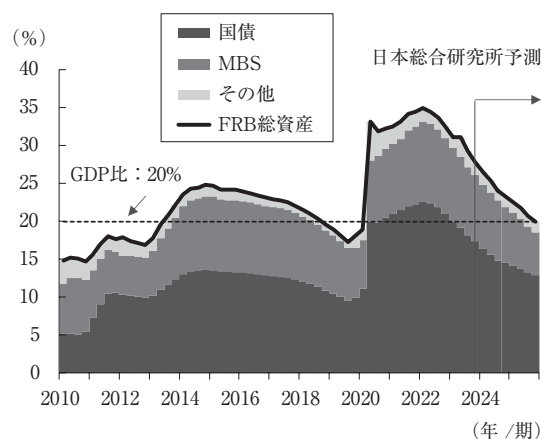
（図表13）政策金利見通しと中立金利



（資料）FRBを基に日本総合研究所作成

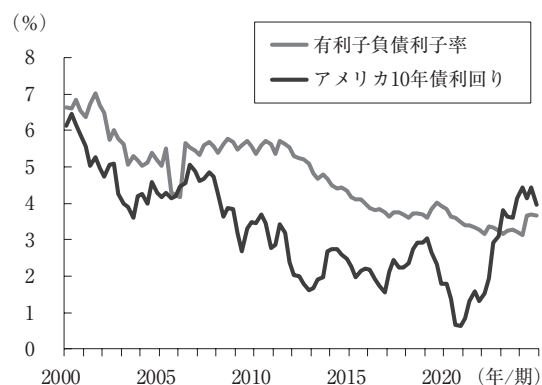
（注）政策金利は、FF金利（上限）の各期末値。

（図表14）FRBの総資産（GDP比）



（資料）FRB、BEAを基に日本総合研究所作成

（図表15）非金融企業の負債利率とアメリカ10年債利回り



（資料）BloombergL.P.を基に日本総合研究所作成

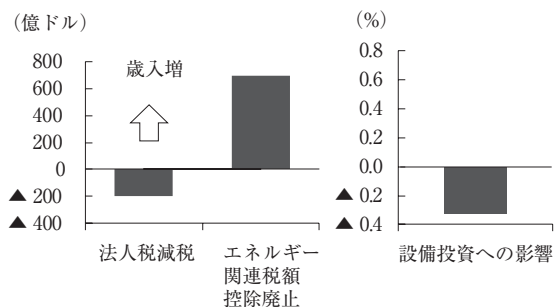
（注）対象は、S&P500種株価指数のうち金融業を除く企業。
有利子負債利率＝支払利息÷有利子負債。

もっとも、今後は多くの企業で、低金利環境下で調達した社債が満期を迎える（図表16）。2025年に満期が到来する社債は約7,600億ドルと2024年（3,200億ドル）から一段と増加する予定である。償還分の借り換えには、足元の高金利が適用されるため、企業の資金調達コストは上昇する見込みである。企業の利払い負担の増大はキャッシュフローの減少などを通じて設備投資を抑制する。

加えて、トランプ政策も企業収益の圧迫を通じて、設備投資を下押しする要因となる。トランプ氏が掲げる法人税減税は、対象がアメリカ国内で製品を生産する企業に限られる。一方、バイデン政権下で導入されたインフレ抑制法に基づく再生エネルギー向け税額控除が廃止されることによる負担は、多くの企業で発生する。アメリカの超党派で構成する「責任ある連邦予算委員会（CRFB）」の試算によれば、法人税減税の歳入減少は、今後10年で2,000億ドル規模となる一方、再生エネルギー向けの税額控除などの廃止は、同期間で7,000億ドルの歳出を抑制する。これによる企業の設備投資への影響を試算すると、実質設備投資は年間で▲0.3%程度下押しされる計算となる（図表17）。企業部門全体でみれば、上述のトランプ政策は企業の税負担を増大させ、設備投資を抑制すると考えられる。

ただし、設備投資の底割れは回避される公算である。生成AI関連などへの需要の高まりを受けて、ハイテク関連投資が今後も設備投資をけん引することが背景にある。生成AI関連サービスの多くは、データセンターのサーバー上で開発や運用が実施されており、旺盛なAI需要の取り込みに向けて、クラウド大手企業を中心にこれらの分野での設備投資は拡大を続けると予想されている（図表18）。こうした設備投資の多くをデータセンター新設が占めるとみられ、構築物投資全体を下支えするほか、データセンター内のコンピューターなどの機械投資を押し上げる見込みである。

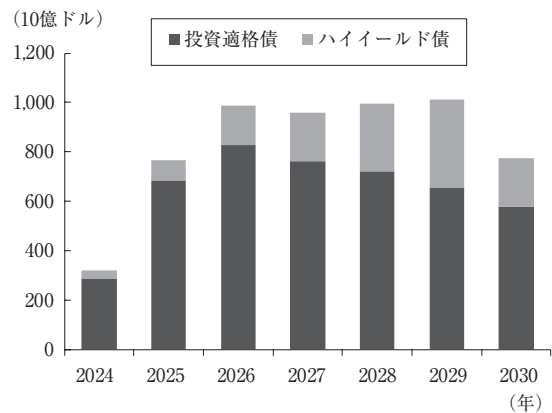
（図表17） トランプ政策による財政影響額と設備投資の下押し幅



（資料）CRFB、BEA、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

（注）今後10年間（2026～2035年）の財政への影響額の試算を、1年当たりの平均額にしたもの。設備投資は、企業利益、S&P500を説明変数とした設備投資関数を推計。推計期間は2000年1～3月期から2024年7～9月期。

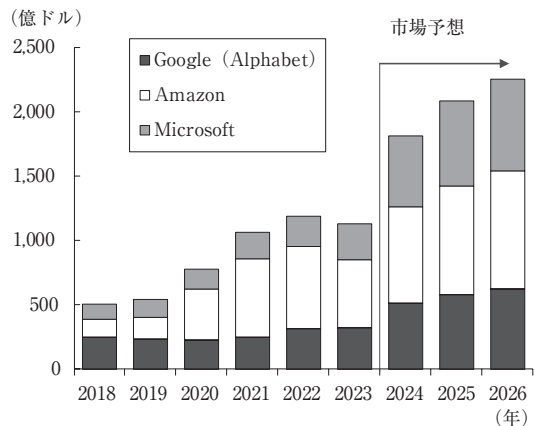
（図表16） 非金融企業の償還満期別社債残高



（資料）Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

（注）2024年は11月時点の残高を年率換算。

（図表18） クラウド大手3社の設備投資額



（資料）各社IR資料、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

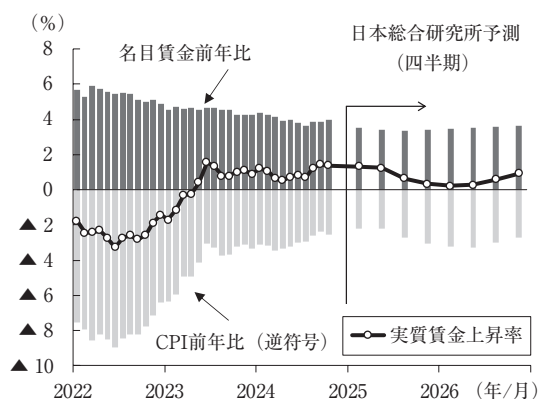
（注）市場予想は2024年11月26日時点。

(4) 関税引き上げを上回る減税効果が個人消費を押し上げ

家計部門では、2025年後半にかけて対中関税の引き上げなどによる物価上昇が、実質賃金の低下を通じて個人消費を下押しすると予想される。労働需給の緩和を受けて名目賃金が緩やかに低下する一方、インフレ率が上昇し、実質賃金はゼロ%台に低下する見込みである（図表19）。

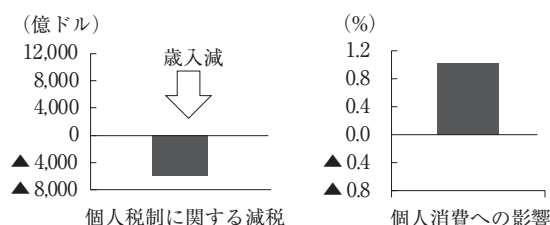
こうした関税による景気下押し圧力は、遅れて発現する減税による押し上げ効果で打ち消されると予想する。トランプ氏は前任時に導入した「トランプ減税」をすべての家計を対象に延長するほか、社会保障給付、残業代、チップ収入といった種々の所得も非課税とする案を打ち出していることから、2026年以降、家計の購買力は回復する見込みである。こうした個人税制に関する減税規模を基に個人消費への影響を試算すると、実質個人消費を年間で1.0%程度押し上げる計算となる（図表20）。

（図表19）実質賃金上昇率（前年比）



（資料）BLSを基に日本総合研究所作成

（図表20）トランプ政策による財政影響額と個人消費の押し上げ幅



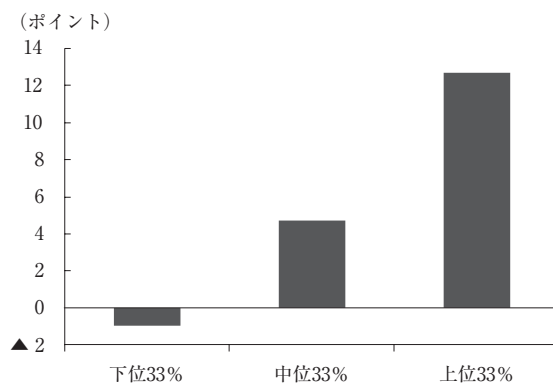
（資料）CRFB、BEAを基に日本総合研究所作成

（注）今後10年間（2026～2035年）の財政への影響額の試算を、1年当たりの平均額にしたもの。個人税制に関する減税は、トランプ減税延長、残業代・社会保障給付・チップの非課税化。個人消費は、可処分所得、株式資産、住宅資産を説明変数とした消費関数を推計。推計期間は2010年1～3月期から2024年4～6月期。

ただし、低所得層の支出抑制が個人消費の足かせとなる見込みである。これまでの高インフレや高金利を受けて、消費者マインドは高所得層と低所得層で明暗が分かれている。ミシガン大学の消費者信頼感指数をみると、所得上位33%の高所得層では、2023年から消費者マインドが大きく改善する一方、低所得層ではむしろ悪化している（図表21）。低所得層では、生活必需品への支出が多いため、インフレの影響で生活苦を実感しやすいことが背景にある。

今後も金利の高止まりが続くことで、低所得層の消費行動は一段と慎重化すると予想される。低所得層では、債務延滞への懸念が強まるなど金融環境が引き締まっている。消費者が向こう3カ月間で債務の最低返済額を滞納する予想確率は平均で13.9%と、コロナ後のボトムである9%台半ばから大きく上昇している。所得別にみると、年収5万ドル未満では

（図表21）所得別の消費者マインドの変化（2023年平均対比）



（資料）ミシガン大学を基に日本総合研究所作成

（注）2024年10月調査と2023年平均の差。

20%近くへ上昇しており、低所得層の延滞懸念が強まっている（図表22）。これらの層では、金利上昇により返済負担が増加しており、追加的な借り入れ余地は縮小し、消費を下押しすると予想される。

低所得層では、株価上昇の恩恵も小さいと考えられる。所得階層別の株式保有率をみると、所得上位10%の富裕層は95%が株式資産を保有しているのに対し、所得下位50%では3割強にとどまっている。このことから、大規模な減税が実施されることで、仮に株式などの資産価格が上昇しても、その恩恵は高所得層に偏ると予想される。

3. 当面のリスク

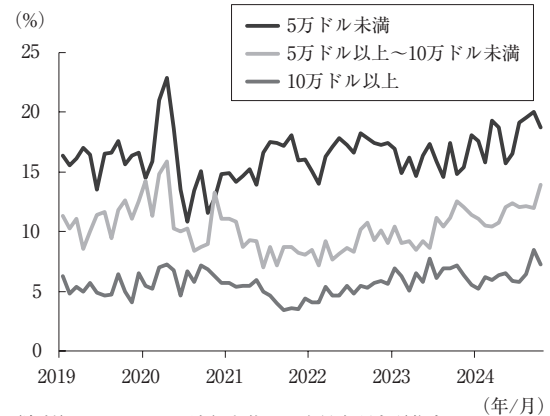
アメリカ景気のリスクも、やはりトランプ次期政権の政策動向である。通商政策の面では、中国にとどまらない多くの国・地域への関税引き上げが、景気的大幅下振れリスクとなる。加えて、財政赤字の拡大が長期金利の急騰を招くほか、不法移民の強制送還も成長力を低下させる可能性がある。

(1) 多くの国・地域への高関税は景気を大きく下押し

ユニバーサル・ベースライン関税の導入など、中国だけでなく多くの国・地域を対象とした関税引き上げが実施されれば、アメリカ国内の大幅な物価上昇を通じて景気を下押しする見込みである。トランプ氏が公約したすべての国・地域の製品に対する一律10～20%の関税賦課の実現には、議会の承認を得る必要があるとみられる。次期アメリカ通商代表部代表への就任が予定されているグリア氏は、1974年通商法122条を根拠に、大統領権限での関税の一律引き上げが可能との見解を示しているが、同法による関税措置の効力は最大150日間に限られ、延長には議会の承認が必要となる（図表23）。その他の法令に基づく大統領権限による関税引き上げは、特定の国・地域や品目などを指定する必要があるとみられ、一律の関税引き上げには向かないとの見方もある。もっとも、トランプ氏が肝入りとするユニバーサル・ベースライン関税に固執し、通商法や関税法などを拡大解釈して実現を目指す可能性も排除できないと考えられる。

仮に、すべての国・地域に対して、一律20%の関税が課されると、平均関税率も20%台へと跳ね上がり、大幅な物価上昇を通じてアメリカ景気は後退に陥ると考えられる。試算によれば、広範囲な関税引き上げによって、アメリカの実質GDP成長率は追加

（図表22）消費者の債務延滞予想
（所得別、先行き3カ月）



（資料）ニューヨーク連銀を基に日本総合研究所作成
（注）消費者が今後3カ月間で債務の最低返済額を滞納すると予想する平均確率。

（図表23）トランプ氏が普遍関税を実施可能とする法的根拠

法令	内容
1962年通商拡大法 232条	輸入品が国家安全保障を損なうと判断された場合、関税賦課などの輸入制限を実施可能。
1974年通商法 301条	外国の不正な貿易慣行に対して、報復関税を含む対抗措置を実施可能。
国際緊急経済権限法（IEEPA）	国家安全保障や経済への異例の脅威に対し、非常事態宣言を出した場合、貿易制限や資本取引を制限可能。
1974年通商法 122条	大規模かつ深刻な国際収支赤字に対処するため、最大150日間、15%を超えない範囲で関税を課することが可能。議会承認を受けて延長可。
1930年関税法 338条	特定国が、アメリカの通商に対して差別的な待遇を取っていると大統領が認定した場合、上限50%の輸入関税賦課が可能。

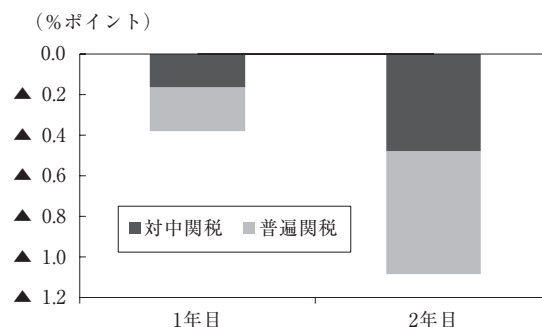
（資料）戦略国際問題研究所（CSIS）、ケイト研究所（CATO）を基に日本総合研究所作成

的に▲0.6～▲1.2%ポイント押し下げられるとみられる（図表24）。

(2) 財政赤字の拡大による金利高騰

トランプ政策による財政赤字の拡大が市場で嫌気されれば、金利の急上昇につながる可能性がある。トランプ政策は、減税額が大きい一方、歳入の増分は関税引き上げなどにとどまり、財政収支の改善効果は小さい（図表25）。CRFBの試算によれば、トランプ氏が掲げる減税政策は今後10年間で財政収支を10.2兆ドル押し下げる一方、関税引き上げによる収支改善効果は10%の一律関税を含めても3.7兆ドルにとどまり、財政赤字は6.5兆ドル拡大する見込みである。その結果、トランプ政策による財政赤字額は2028年にGDP比で8.4%に達する計算になる（図表26）。これはリーマンショックやコロナショックなどを除いた平時としては異例の大きさであり、財政赤字が問題視された1980年代の水準を大きく上回る。

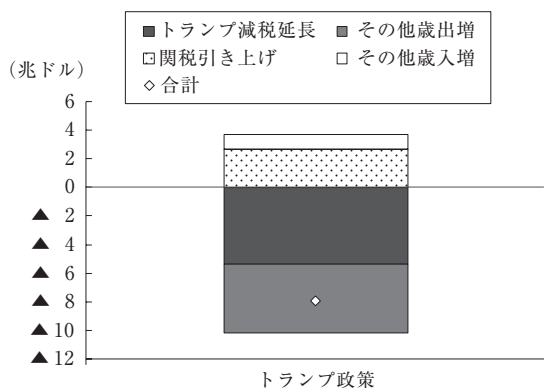
（図表24）トランプ関税による実質GDP成長率の下押し効果



（資料）OECDなどを基に日本総合研究所作成

（注）アメリカが中国への関税を60%、その他の国への関税を10%に引き上げた場合のGDPへの影響。関税引き上げ時のアメリカの輸入の変化を多変数自己回帰モデルで試算。

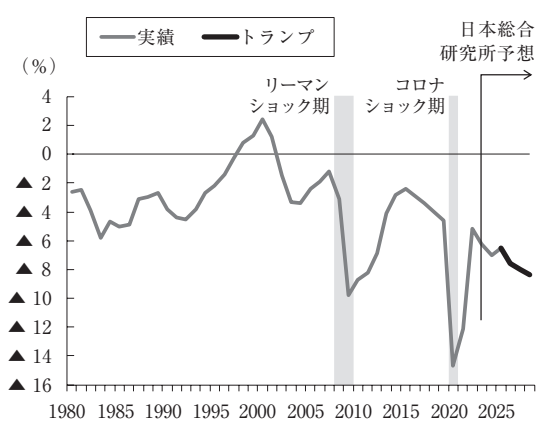
（図表25）トランプ政策による基礎的財政収支への影響



（資料）CRFBを基に日本総合研究所作成

（注）今後10年間（2026～2035年）。富裕層増税はキャピタルゲイン課税と高所得層への金融所得課税を指す。関税引き上げは、対中関税を60%、すべての国に対して10%の関税を課す想定。

（図表26）アメリカ政府の財政収支見通し（対GDP比）

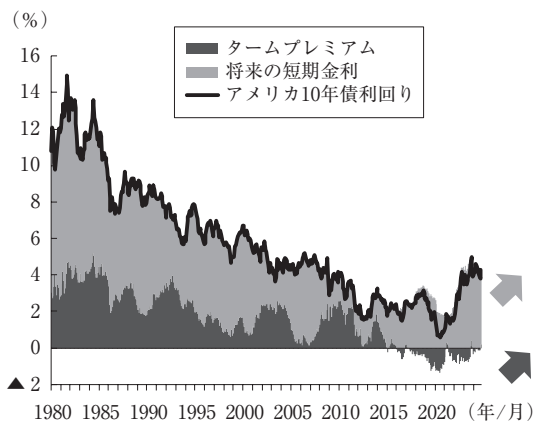


（資料）CBO、CRFBを基に日本総合研究所作成

（注）CRFBによるトランプ氏の財政支出規模の試算から作成。

仮に、こうした財政赤字の急拡大や、それに伴う信用格付けの引き下げなどが市場で嫌気されると、長期金利に強い上昇圧力がかかる。アメリカのタームプレミアムは足元ではゼロ%台にとどまっているものの、FRBは国債保有の減額に着手しており、タームプレミアムは上昇しやすい地合いにある。財政赤字が急速に拡大した1980年代にはタームプレミアムが4%に達していたことを踏まえると、今後、財政赤字の大きさ次第では、長期金利が7～8%へ上昇する事態も考えられる（図表27）。

(図表27) アメリカ10年債利回りの期間構造



(資料) ニューヨーク連銀を基に日本総合研究所作成

(3) 移民規制の厳格化で高インフレ・低成長に

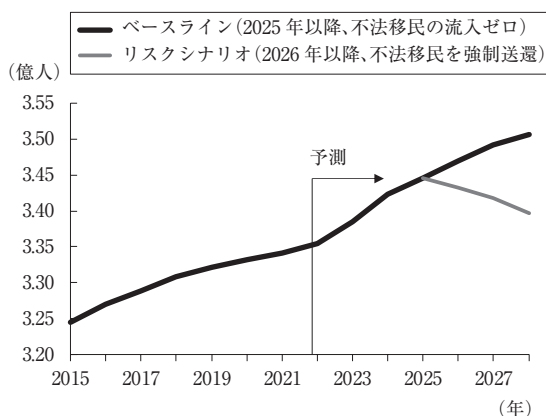
移民規制の厳格化は、労働供給の不足をもたらし、高インフレと低成長を招く可能性がある。バイデン大統領が就任した2021年以降、メキシコなど南部国境からの不法移民は前トランプ政権下と比べて急速に増加している。メキシコ国境付近で国境警備隊が拘束した不法移民は、2023年のピーク時には月25万人近くにのぼる。アメリカ国土安全保障省（OHS）によると、2022年時点でアメリカに住んでいる不法移民は1,099万人に達すると推計されている。不法移民の急増による治安悪化への懸念などから、バイデン大統領は2024年6月より

り不法移民の増加を抑制する方針に転換し、同年10月には月5万人程度へ減少している。

トランプ氏は、移民規制を一段と厳格化するとみられ、その余波として労働供給の不足が深刻化する可能性がある。トランプ氏は不法移民だけでなく、合法的な移民についても受け入れに慎重な姿勢を示している。アメリカの生産年齢人口の約2割が外国生まれであることから、移民規制が強化される場合、労働供給が絞られ、賃金インフレが再燃する可能性が高まる。

さらに、移民の排斥は、人口減少を通じて、中長期的にアメリカの潜在成長率を押し下げる恐れがある。仮に、トランプ氏が新たに流入する不法移民だけでなく、すでにアメリカに居住しているすべての不法移民の強制送還を断行すれば、アメリカの人口は2028年にはベースライン対比1,100万人下押しされる（図表28）。その場合、潜在成長率は▲0.8%ポイント下押しすると試算される（図表29）。

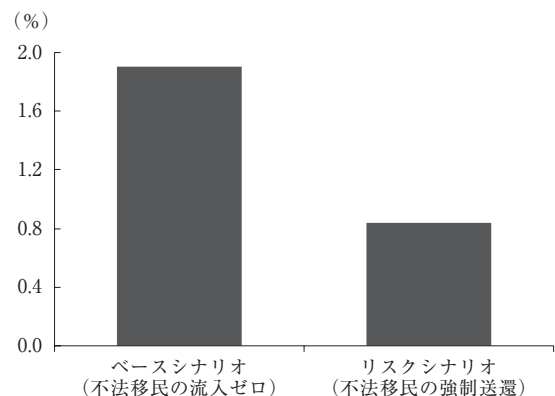
(図表28) 人口の見通し



(資料) CBOを基に日本総合研究所作成

(注1) CBOの人口見通し（2024年1月時点）から不法移民の純流入を控除して日本総合研究所が試算。リスクシナリオは、2026年以降、不法移民1,100万人がトランプ在任期間中に強制送還された場合。

(図表29) 潜在成長率のシミュレーション
【2025～2028年の平均（年率）】



(資料) CBOを基に日本総合研究所作成

(注) ベースラインは不法移民の流入がゼロの場合。強制送還シナリオは1,100万人の不法移民が強制送還された場合。

(2024.11.28)

参考文献

- ・立石宗一郎、松田健太郎、西岡慎一 [2024] .「米景気、ハリスで軟着陸、トランプで不安定化:両候補とも財政悪化リスク、長期金利の大幅上昇も」日本総合研究所、リサーチ・フォーカス、No.2024-041