

米国絶好調経済の陥穽を探る



グローバルマーケットエコノミスト

鈴木 敏之

米国経済は、コロナ禍からいち早く回復し、その後も強い経済成長を続けている。インフレの高進があって、23年7月にFF金利を5.5%まで引き上げる強い金融引き締めがなされたが、それでも経済成長のスピードは落ちず、失業率も低位を保ち続けている。懸案だったインフレ率も随分と下がってきている。アメリカ経済の奇跡といえるこの絶好調の中で、トランプ大統領が再就任し、トランプ2.0の経済政策が動き出した。トランプ2.0は、この絶好調状態を維持できるのかが、経済分析界の大きな関心になっている。はたして、絶

好調状態に陥穽はないのかを探っておきたい。

■ 1. 驚異的な好調の米国経済

1月17日にIMFの世界経済見通し（WEO）の更改があったが、25年の米国の経済成長率見通しが、10月時点の2.2%から2.7%に0.5%も引き上げられていた（第1表）。他国との比較でも21年にインフレの高進をみて、連邦準備（Fed）は、金融引き締めに移じ、最後はFF金利を5.5%まで引き上げ、傍らで証券保有量を減らして行く量的引き締め（QT）も行って、経済にブレーキをかけようとしていた。一頃は、長短金利が逆転し、景気先行指数の前年比がマイナス圏で推移し、過去の景気後退を察知してきたISM製造業景気指数（ISM-M）の50割れの連続、失業率の動きで景気後退を察知してきたSRI：Sahm Recession Indicatorが景気後退警戒域に入る

—〈目次〉—

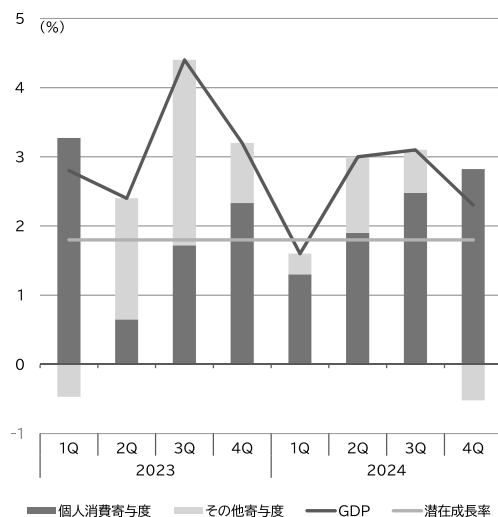
1. 驚異的な好調の米国経済
2. 好調持続の素地 果敢な財政金融政策の発動、科学技術力、問題解決力
3. 好調持続を妨げる陥穽
4. 米経済失速へのコンテインジェンシープラン策定が課題に

(第1表) IMFの世界経済見通し (2025年1月17日)
～米国の成長率見通しが大きく上方改訂～

対象	2024	2025			2026	
	25/1月	25/1月	24/10月	改定幅	25/1月	改定幅
世界全体	3.2	3.3	3.2	0.1	3.3	0
米国	2.8	2.7	2.2	0.5	2.1	0.1
ユーロ圏	0.8	1	1.2	-0.2	1.4	-0.1
ドイツ	-0.2	0.3	0.8	-0.5	1.1	-0.3
フランス	1.1	0.8	1.1	-0.3	1.1	-0.2
イタリア	0.6	0.7	0.8	-0.1	0.9	0.2
スペイン	3.1	2.3	2.1	0.2	1.8	0
日本	-0.2	1.1	1.1	0	0.8	0
英国	0.9	1.6	1.5	0.1	1.5	0
カナダ	1.3	2	2.4	-0.4	2	0

(出所) IMF

(第2図) 米GDP成長率、個人消費の寄与度の推移



(出所) 米商務省、FRB

など、景気に不安をもたらす動きが相次いでいた。その中であったが、2期以上連続のマイナス成長は起きず、それどころか、個人消費が非常に強く、GDP成長率は高過ぎるといえる3%ペースが続いている(第2図)。

24年第4四半期は、前期比年率2.3%であったが、これは、トランプ関税の賦課を見越しての駆け込み輸入が、GDPを押し下げてしまったところがあり、国内需要はGDP2.3%が示す以上に強い。雇用の拡大も続いている、

直近の1月の失業率は4.0%で、FOMCの経済予測（SEP）が示している自然失業率4.2%を下回っている。コロナ禍の落ち込みからの急回復、その後の堅調成長、雇用拡大の維持、同時にインフレの抑制も成し遂げ、株価上昇も底堅く推移しているのは、アメリカ経済の奇跡と言えるほどである。

■ 2. 好調持続の素地 果敢な財政金融政策の発動、科学技術力、問題解決力

底流の動きをみれば、先行きも好調持続が見込める。このコロナ禍からの急回復、その後の経済好調は、三つの底力に支えられている。第一は、果敢な財政金融政策の発動である。コロナ禍で、2,186.8万人の雇用が失われる落ち込みが起き、恐慌の淵まで行ったが、そこではGDP比7%を超える財政発動、政策金利はゼロまで引き下げ、傍らで連邦準備のバランスシートを5.2兆ドルも大きくする量的緩和もなされた未曾有の金融緩和が、発動された。さらに、出遅れはあったもののインフレの高進には、0.75%の利上げを4回も続ける果敢さがあり、インフレの沈静を見込ませている。第二は、短時間でワクチンを実装して迅速にリオープニングをなしとげた科学技術力である。これは、今日、AIに受け継がれている。第三は、問題解決力である。市場金融中心の金融システムであるので、株式市場が、問題を解決しない経営を許さない。

政権交代のある政治体制であるので、問題を解決しない政治を許さない。コロナ禍を経て、生活必需品の価格上昇後の高止まりがあったが、それを放置したバイデン政権は倒された。三つの底力は、依然、健在である。

当座についても、景気先行指数からみて、ISM-Mの50割れはなさそうであり（第3図）、また、しっかりした雇用の拡大も続きそうである（第4図）。

■ 3. 好調持続を妨げる陥穽

その好調持続が、米国経済をみる基本線であるが、トランプ2.0の経済政策には、次の経済好調持続を阻む陥穽となる危惧があり、監視（モニタリング）が要る。

(1) 経済政策不確実性の高まり

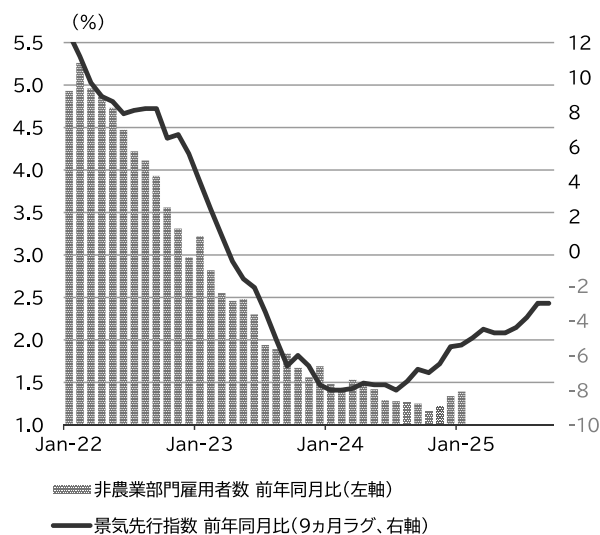
トランプ2.0は、就任初日から一気呵成で次々に政策をくりだしているが、その多くが、現時点では、政策の5W1Hが定かでなく、政策のもたらす効果を読み切れない。この悩ましさは、経済政策不確実性（EPU）指数に表れている。トランプ2.0開始に伴うEPU指数の高まりは、過去の大きな経済ショック、戦争勃発といった地政学的イベントなみである（第5図）。こうした不確実性の高まりと、ISM-M指数の落ち込みには相関が見いだされる（第6図）。先行きが不確実であると、投資や採用など企業の前向きの行動が控えられるからである。政策の具体化が遅いと、米

(第3図) 景気先行指数からみて、ISM製造業指数は50超が持続しそう



(出所) ISM、コンファレンスボード

(第4図) 景気先行指数からみて、雇用増加の堅調続きそう

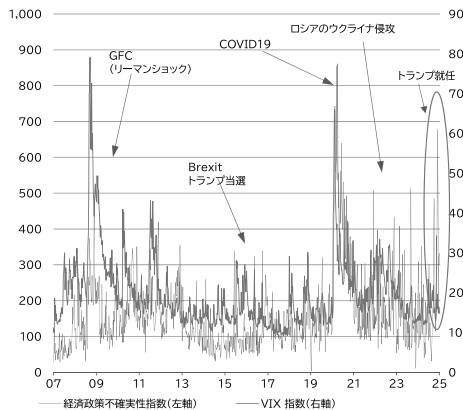


(出所) 米労働省、コンファレンスボード

国経済好調を妨げることになりかねない。

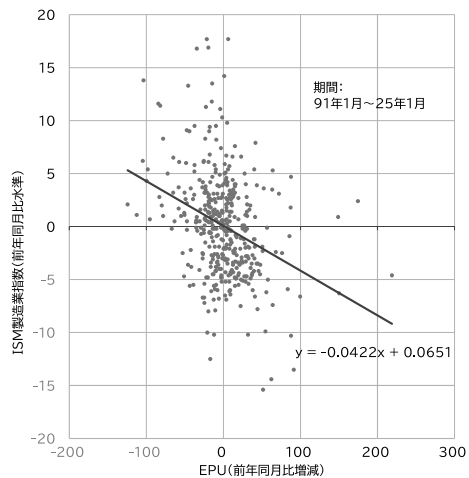
(2) 自分の足を撃つ過大な関税の賦課
関税賦課についてみると、その賦課の目的

(第5図) 経済政策不確実性指数の高まりは経済ショック時なみ



(資料) EPU、Bloombergより筆者作成

(第6図) 経済政策不確実性指数の高まりと企業景気の減退



(出所) EPU、ISM

が、相手国との諸交渉のツールなのか、貿易収支の改善を狙っているのか、合衆国の歳入確保の手段なのかが見えきっていない。いつ、どの期間で、どの国からの輸入か、どの品目にかけるか、最終的な負担者が誰になるのか、報復関税がどのようにかけられるのかの見通しなど見えていない。

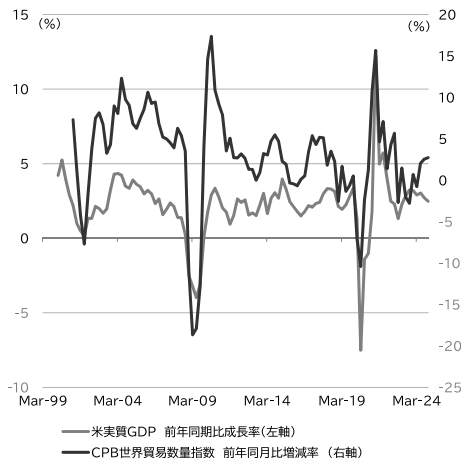
各国との間で関税のかけあいとなると、世界貿易の萎縮になってしまう。また、関税が輸入物価を押し上げてしまう場合は、金融政策の引き締めを連想させかねない。原材料を輸入して米国内で生産を行うところでは採算の悪化の危惧になる。関税賦課は、古から、自分の足を撃つとされている。関税賦課、引き上げの悪影響が出てこないかを監視しなくてはならない (第7図)。

(3) 経済好調の歯車を逆回転させる不法移民の大量強制送還

米国経済の好調は、移民流入があって、彼らが職、所得を得て、消費需要を喚起し、その消費需要が、次の雇用の需要となる高度成長経済にみられるゴールデンサイクルがまわっているからという側面がある (第8図)。不法移民の大量送還がなされれば、そのサイクルが逆回りを始めかねない。また、不法移民の大量送還が人手不足を引き起こせば、賃金上昇が誘発され、Fedに追加の金融引き締めをさせかねない。

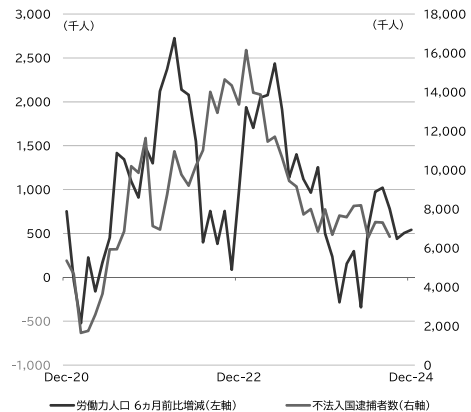
マクロ経済に影響を与える規模の送還がなされるかについて懐疑的にみられているが、どれだけの送還がなされるかの監視が要る。

(第7図) CPB貿易数量指数と米GDP
成長率の推移



(出所) 米商務省、CPB

(第8図) 不法移民の入国と労働力人
口の推移



(出所) 米労働省、米移民税関管理局

(4) 金融政策への干渉

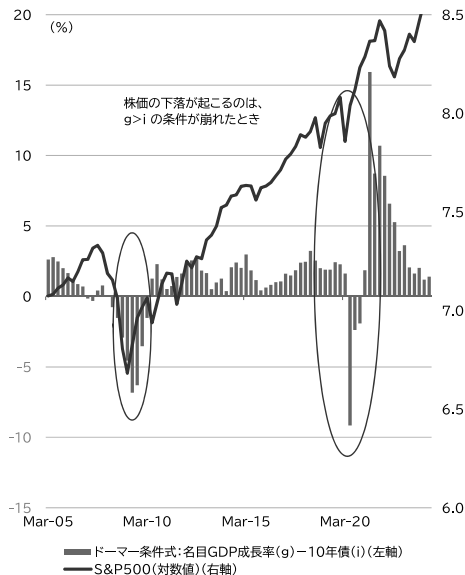
トランプ大統領は、「低金利と関税でアメリカ経済はロックンロール」というなど低金利を求める情報発信をしている。Fedは、確固たる姿勢で、そうした干渉に応じることはないとしているし、政権内でもベッセント財務長官は、自分と大統領が求めるのは低い長期金利であるといって、Fedへの干渉を避けようとしている。しかし、パウエルFRB議長の任期到来後の交代時などで何が起きるかわからない。Fedが独立性を失い、過度の低金利を強いられることでインフレの高進があれば、一大事である。また、そうした暗雲があって、期待インフレ率の上昇、長期金利（債券利回り）の上昇があれば、その弊害も危惧になる。

(5) 財政規律喪失がもたらす長期金利の上昇、ドーマー条件の罠

減税の大型化や支出の拡大が財政規律の喪失を懸念させ、長期金利のタームプレミアムが上がると、「経済成長率(g)>金利(i)」のドーマー条件が満たされない事態になりえる。直近の24年第4四半期で名目GDPの前年比成長率は5.0%、10年債の利回りは、4.53%（2月13日）である。目下の米国の経済成長率は出来過ぎであり、名目GDP成長率5%以上が続くというのは、楽観が過ぎる。ドーマー条件の充足はいつ崩れてもおかしくなくなっている。

ドーマー条件が崩れると、利払いの増加で、財政収支が悪化、債務も増加する。それは、米国債の信用格付けの引き下げなどになりかねない。また、バブルに関する経済理論は、「経

(第9図) ドーマー条件と株価指数の推移

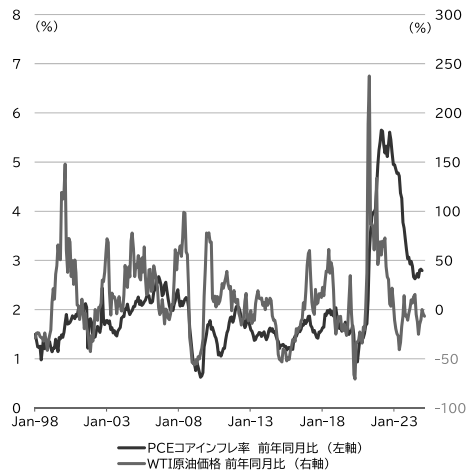


(出所) 米商務省、Bloomberg

「経済成長率(g) > 金利(i)」の条件喪失が、資産価格の下落、バブルの収縮を引き起こすことを言っている (第9図)。

目下、米議会は、債務上限到達への対処をしなければならない。下院の共和党、民主党の議席差は僅差であり、また、共和党内に財政規律を重んずる勢力がいる。このため、財政運営についての議会審議は難航が予想されるが、財政に関する議会の決定がどこに落ちるかが見えていない。仮に、財政規律維持に消極的にとらえられる着地が見込まれると、金融市場には動揺が生じよう。

(第10図) 原油価格とPCEコアインフレ率の推移



(出所) 米商務省、Bloomberg

(6) Drill, Baby, Drill がもたらすエネルギーの価格変動

トランプ大統領は、就任初日 (Day One) にエネルギー非常事態宣言を出して、諸規制を緩め、“Drill, Baby, Drill” (掘って、掘って、掘りまくれ) と、エネルギーの米国内での増産を求めた。ベッセント財務長官は、3%の財政赤字GDP比、3%の経済成長、1日300万バーレル相当のエネルギーの増産の「3-3-3」政策を言っている。これで、ガソリン代を下げることで、バイデン政権時代の生活必需物資の高価格を放置した“Bideflation”を打破することは、トランプ政権にとって至上命題である。この動きは、Fedの金融政策の動きを攪乱する。政権の求める通りに、原

油価格の低下が起き、それが一般物価も押し下げると見込まれるならば（第10図）、今のFedが行っている金融引き締めを弱めなければならない。一方で、エネルギー価格の低下が、ポジティブなサプライショックになれば、金融政策は、経済活動が押し上げられることに、備えなければならない。

この動きについては、そもそも、どれだけのエネルギーの増産がなされるかが見えておらず、リグの稼働数などの監視が要る。また、米国でエネルギー価格が下がった場合、OPECプラスがいかに反応するかについても不確実性がある。

きであろう。



■ 4. 米経済失速へのコンテイングエンシープラン策定が課題に

奇跡といえる米国経済の好調を支える底力は維持されていると見られ、過度の悲観はしなくてよさそうである。しかし、上記の通り、トランプ2.0のもとでは、米経済に変事が起きる可能性を無視できない。米国経済の好調が崩れれば、本邦企業、経済にも大きな影響が及びかねない。為替市場では、そのときは、ドル高が崩れるかも知れない。また、本邦企業の業績にダメージが及べば、賃上げが阻まれるかも知れない。それは、日銀の追加利上げの見方にも影響しよう。本邦企業は、トランプ2.0の政策の混沌発の動揺について、コンテイングエンシープランは、持っておくべ