

# Weekly エコノミスト・ レター

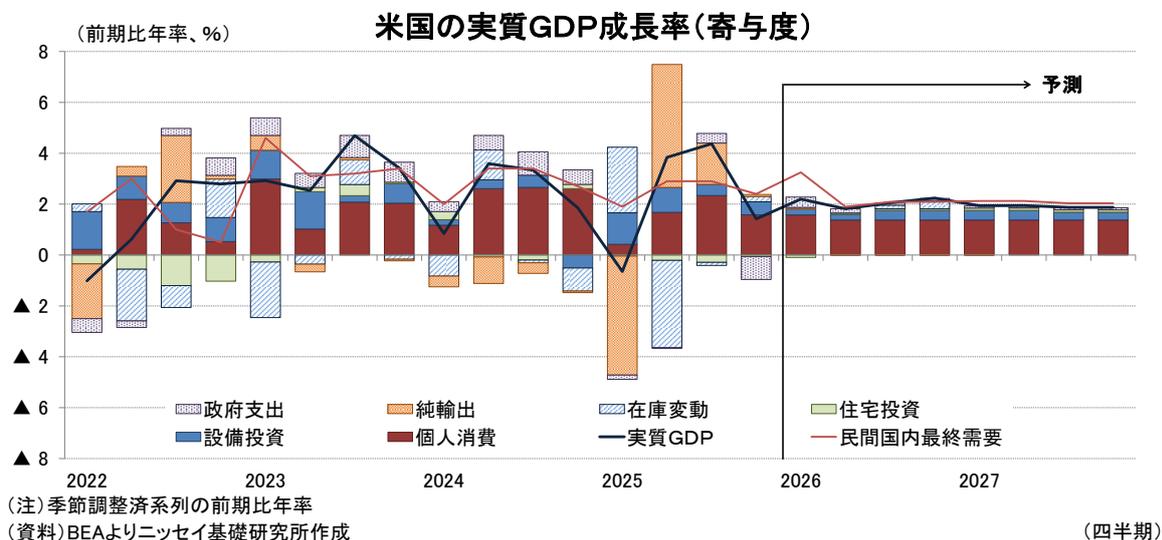
## 米国経済の見通し

—26 年は堅調維持を予想も、イラン戦争で景気下振れリスクが急浮上

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩  
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の 25 年 10-12 月期の実質 GDP（前期比年率）は+1.4%と前期の+4.4%から大幅に減速した。政府閉鎖に伴う政府支出の落ち込み、外需の成長率寄与度低下、個人消費の減速が成長率を押し下げた。もっとも、政府閉鎖の影響を除いた成長率は+2.4%程度とみられ、景気の基調は底堅かった。
2. 25 年の米経済は、関税・移民政策が逆風となったものの、AI 関連投資の拡大や株高を背景とする高所得層消費が下支えし、通年では+2.2%と堅調を維持した。
3. 26 年 2 月に、緊急経済権限法（IEEPA）を根拠とした関税について連邦最高裁が違憲と判断したことで、トランプ政権は代替措置を模索しており、通商政策の不透明感が強まった。さらに、2 月末に開始したイラン戦争によって足元でエネルギー価格が急騰しているほか、株式市場も不安定化しており、米経済の先行きリスクが急浮上している。
4. 経済見通しの前提として、代替措置による実効関税率の大幅な上昇が回避されるほか、イラン戦争も早期に収束すると想定する。この前提の下、26 年は関税政策の影響緩和、減税歳出法（OBBA）の減税効果、金融緩和、AI 関連投資を背景に成長率は+2.4%と、25 年の+2.2%を小幅に上回ると予想する。27 年は+2.0%を予想する。
5. 金融政策は、FRB 内で見方が割れるうえ議長交代を巡る不確実性も高いが、景気減速リスクへの対応から 26 年後半にかけて追加利下げを模索する動きが続くとみる。
6. 最大のリスク要因は、イラン戦争の長期化と、トランプ大統領による予見不能な経済・外交政策である。

(図表 1)



# 1. 経済概況・見通し

## (経済概況) 10 - 12 月期の成長率は政府閉鎖の影響で前期から大幅に鈍化

米国の 25 年 10 - 12 月期の実質 GDP 成長率 (以下、成長率) は、速報値で前期比年率+1.4% (前期: +4.4%) となり、前期から大幅に鈍化した (図表 1、図表 5)。

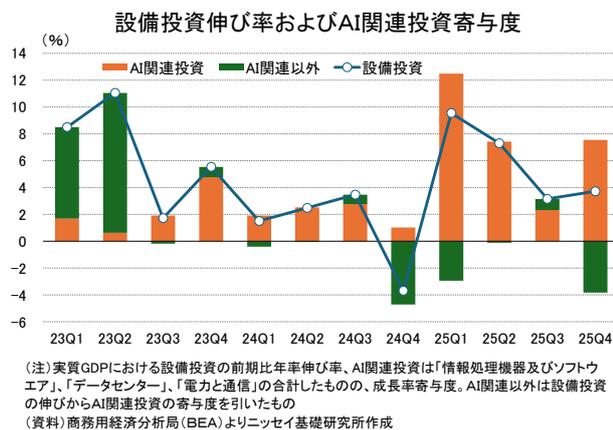
需要項目別では政府閉鎖の影響により、政府支出が前期比年率▲5.1% (前期: +2.2%) と大幅なマイナスに転じたほか、外需の成長率寄与度も+0.1%ポイント (前期: +1.6%ポイント) へ大きく低下した。また、個人消費は前期比年率+2.4% (前期: +3.5%) と依然として堅調を維持しているものの、伸びは鈍化した。

一方、25 年通年の成長率は前年比+2.2% (前年: +2.8%) と前年から減速したものの、トランプ政権による高関税政策や厳格な移民政策などの逆風にもかかわらず、米経済は堅調を維持した (図表 5)。底堅さを維持した要因としては、25 年 7 月に成立した減税・歳出法 (OB B B A) に盛り込まれた減税政策などの景気下支えに加え、A I 関連投資の増加や株高による資産効果を背景に、富裕層を中心とした消費が底堅く推移したことなどが挙げられる。

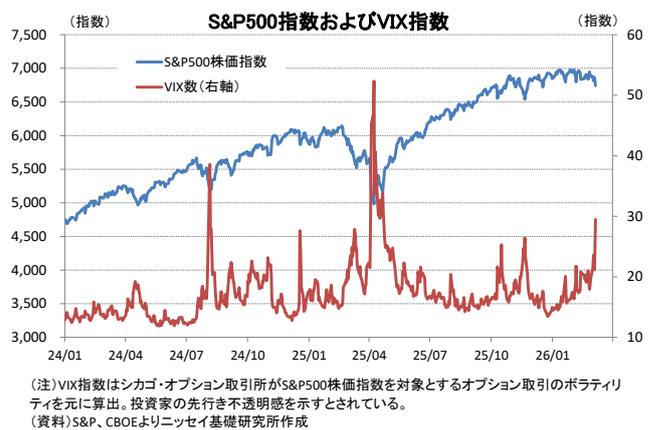
実際に、実質 GDP における設備投資は 25 年以降に高い伸びを示しているが、その内訳をみると、「情報処理機器・ソフトウェア」、「データセンター」、「電力・通信」など A I と関連の深い分野への投資の合計が設備投資の増加を牽引していることが分かる (図表 2)。

さらに株式市場をみると、25 年 4 月には相互関税の発表が嫌気され株価が急落した (図表 3)。しかし、その後は A I 関連株を中心に持ち直し、S & P 500 株価指数は 25 年通年では約 16%上昇するなど、史上最高値圏で推移した。また、25 年の実質個人消費は前年比+2.7%と堅調を維持した (図表 5)。OB B B A の減税効果に加え、株式保有が富裕層に偏在していることを踏まえると、株価上昇による資産効果が富裕層を中心に家計の購買力を押し上げ、消費を下支えした可能性が高い。

(図表 2)



(図表 3)



一方、26 年入り後、米国経済を取り巻く環境には不透明感が広がっている。2 月 20 日、米連邦最高裁は事前の予想通り、トランプ政権が国際緊急経済権限法 (I E E P A) に基づいて課した関税措置について違憲とする判断を示した。この決定を受けて同政権は、直ちに 1974 年通商法 122 条に基づき、すべての輸入品に対して 10% の関税を課す大統領布告<sup>1</sup>を発出した。

<sup>1</sup> <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2026/02/imposing-a-temporary-import-surcharge-to-address-fundamental-international-payments-problems/>

通商法 122 条は、巨額かつ重大な国際収支赤字に対応するため、輸入価格の 15%を上限とする輸入課徴金、または輸入割当などの規制措置を最大 150 日間発動する権限を大統領に与えている。同大統領は関税率や関税賦課期間に制限がある 122 条措置とは別に、関税率や期間の制約がない一方で調査手続きが必要となる 1974 年通商法 301 条を根拠とした新たな関税措置への移行を検討しているとみられる。また、トランプ政権は無効となった I E E P A 関税によって失われる関税収入と同程度の税収を確保する代替措置も検討しているとされる。このため、今後新たな関税措置が発動される可能性があり、通商政策の先行き不透明感が高まっている。

なお、I E E P A を根拠として過去に徴収した関税の還付措置について、連邦最高裁は判断を下級審に委ねた。これを受け、3 月 4 日に国際貿易裁判所のイートン判事は、過去に徴収された関税について法的に還付を受ける権利があるとの判断を示した<sup>2</sup>。この結果、25 年に徴収された 1,340 億ドル分について全額が還付される可能性が開かれた。ただし、還付時期などについては手続きに時間を要するとみられることから、財務省の資金手当てに伴う債券市場への影響は限定的だろう。

一方、2 月 28 日に米国とイスラエルがイランを攻撃（エピック・フェリー作戦）したことで、中東の地政学的リスクが急速に高まった。この攻撃により、イランの最高指導者であるハメネイ氏が殺害されたが、イランはサウジアラビアや U A E など湾岸諸国への攻撃を実施したほか、革命防衛隊がエネルギー輸送の要衝であるホルムズ海峡を封鎖した。

一連の動きを受けて金融市場ではリスクオフの動きが広がり、投資家の先行き不安を示す V I X 指数は、イラン戦争前の 20 を下回る水準から 3 月 6 日時点で 29.5 へと上昇し、相互関税の発表により株価が急落した 25 年 4 月以来の水準に上昇した（前掲図表 3）。もっとも、S & P 500 株価指数の下落率はイラン戦争前から▲2%程度にとどまっている。

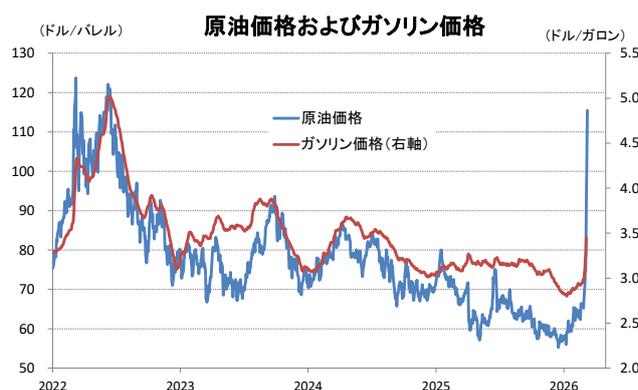
イランが封鎖したホルムズ海峡は、サウジアラビア、イラク、クウェートなどからの原油や液化天然ガス、液化石油ガスが輸送される世界有数のエネルギー輸送ルートであり、世界の原油供給量の約 15~20%が同海峡を通過している。このため、イランによるホルムズ海峡封鎖による供給への影響が懸念されている。

実際に、WT I 先物価格はイラン攻撃前の 67 ドル近辺から 3 月 8 日の時間外取引では 115.5 ドルまで上昇し、上昇率は 7 割を超えた（図表 4）。これは 22 年のロシアによるウクライナ侵攻時の 120 ドル台に迫る水準であり、仮にホルムズ海峡の封鎖が長期化する場合にはさらなる上昇も想定される。

ガソリン価格も上昇しており、イラン攻撃前の 1 ガロン 2.98 ドルから、3 月 6 日時点では 3.45 ドルと、47 セント（+15.8%）の大幅な上昇となった。

もっとも、本稿執筆時点（3 月 9 日）でイラン戦争は紛争範囲が拡大しており、終息の見通しはたっていない。ホルムズ海峡の封鎖が長期化する場合には、原油価格の急騰を通じたインフレ圧力の高まりや、景気への影響を懸念した株価下落など、金融市場リスクオフの動きが強まる可能性がある。ただし、現時点では状況は極めて流動的であり、経済への影響を評価するには時期尚早である。

（図表 4）



（注）原油価格はWTI先物価格、ガソリン価格はレギュラーガソリンは小売価格の米国平均  
（資料）AAA、Haverよりニッセイ基礎研究所作成

<sup>2</sup> <https://www.cbsnews.com/news/trump-tariff-refunds-court-of-international-trade-supreme-court/>

**(経済見通し) 成長率(前年比)は26年が+2.4%、27年が+2.0%を予想**

米国経済はI E E P A関税の代替措置やイラン戦争の動向など不確実性が高まっており、経済見通しを巡る不透明感が強まっている。当研究所では経済見通しの前提として、国別関税については、I E E P A関税の代替措置により同関税と同程度の関税収入が確保される一方、従前の実効関税率を大幅に押し上げるような新たな関税は賦課されないと想定した。物品関税については、3月9日時点の賦課関税が継続されるほか、26前半から半導体に15%、医薬品に25%の関税が適用される前提とした。移民政策では、26年以降も年間不法移民65万人ペースの強制送還が継続するとの想定とした。規制緩和は成長押し上げ要因となる可能性があるものの、定量的な評価が難しいことから、見通しへの影響は中立とした。また、イラン戦争については早期に収束し、原油価格は次第に低下、株式市場も回復に向かうことで、米国経済への影響は限定的にとどまることを前提とした。

これらの前提の下、26年は関税政策による経済への影響が25年に比べて緩和されるほか、25年7月に成立したO B B B Aに盛り込まれた減税政策の景気下支え効果、金融緩和の継続、A I 関連投資の増加などを背景に、成長率は前年比+2.4%と25年の+2.2%を小幅に上回ると見込む(図表5)。27年についても、これらの傾向が概ね継続するとみられることから、成長率は+2.0%と底堅い成長を維持すると予想する。

(図表5)

**米国経済の見通し**

		2025年	2026年	2027年	2025年				2026年				2027年			
		(実)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (実)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前期比年率、%	2.2	2.4	2.0	▲0.6	3.8	4.4	1.4	2.4	2.1	2.0	2.2	1.9	1.9	1.9	1.9
個人消費	前期比年率、%	2.7	2.3	2.0	0.6	2.5	3.5	2.4	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
設備投資	前期比年率、%	4.2	3.3	2.4	9.5	7.3	3.2	3.7	3.0	3.0	2.5	2.5	2.5	2.5	2.0	2.0
住宅投資	前期比年率、%	▲2.2	▲1.6	2.4	▲1.0	▲5.1	▲7.1	▲1.5	▲1.0	▲1.0	2.0	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0
政府支出	前期比年率、%	1.2	0.6	0.6	▲1.0	▲0.1	2.2	▲5.1	3.5	2.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
在庫投資	寄与度	▲0.1	▲0.0	0.1	2.6	▲3.4	▲0.1	0.2	0.4	0.0	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	▲0.2	0.4	▲0.0	▲4.7	4.8	1.6	0.1	▲0.6	▲0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.0
消費者物価(CPI-U)	前年同期比、%	2.7	2.8	2.4	2.7	2.4	2.9	2.7	2.6	3.0	3.0	2.6	2.5	2.4	2.3	2.3
失業率	平均、%	4.3	4.5	4.3	4.1	4.2	4.3	4.5	4.4	4.5	4.5	4.5	4.4	4.3	4.3	4.3
FFレート誘導目標	期末、上限、%	3.75	3.25	3.00	4.50	4.50	4.25	3.75	3.75	3.50	3.50	3.25	3.25	3.00	3.00	3.00
10年国債金利	平均、%	4.3	4.2	3.9	4.4	4.4	4.2	4.1	4.1	4.2	4.2	4.1	3.9	3.9	3.9	3.9
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.13	1.18	1.21	1.05	1.13	1.17	1.16	1.17	1.18	1.19	1.19	1.20	1.20	1.21	1.21
米ドル(対円)	平均、円/ドル	150	154	148	153	145	148	154	157	156	153	151	150	148	147	146
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	65	72	65	71	64	65	59	77	80	67	65	65	65	65	65

(資料)BEA、BLS、ブルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

物価については、関税引き上げや企業による価格転嫁に加え、イラン戦争に伴う原油価格上昇の影響によって、当面はインフレ率が押し上げられる可能性がある。もっとも、イラン戦争の終息や関税によるインフレ押し上げ効果の剥落などを背景に、その後はインフレ率の低下基調が続くとみられる。消費者物価(CPI、前年同期比)は、関税やエネルギー価格上昇の影響から26年4-6月期に+3.0%程度でピークをつけた後、27年10-12月期には+2.3%まで緩やかに低下すると予想する。この結果、通年では26年が前年比+2.8%と25年の+2.7%から小幅に上昇した後、27年は+2.4%まで低下すると見込まれる。

金融政策については、FRB内でも政策方針に関する見方が分かれており、不確実性が高い状況となっている。さらに、26年5月に任期満了を迎えるパウエルFRB議長の後任として指名されているウォーシュ氏が、議長就任後にどのような金融政策運営を行うのかについても不透明感が残る。

もっとも、同氏は最近の発言で、生成AIの普及による生産性向上が賃金やサービス価格の上昇圧力を抑制し、インフレを構造的に沈静化させる可能性を指摘している。また、実質ベースの政策金利が高水準にあることを踏まえると、追加的な利下げ余地があるとの見方も示している。このため、金融政策は今後、追加利下げの余地を探る展開になるとみられる。

当研究所では、26年に6月と12月の2回の利下げを見込むほか、27年についても6月に1回の利下げが実施されると予想する。ただし、トランプ政権の関税政策の動向やイラン戦争を巡る地政学リスクなど外部環境の不確実性は大きく、利下げの時期や回数は今後の経済・物価動向によって大きく変化する可能性がある。

長期金利は、当面はインフレ率の高止まりを背景に高水準で推移するとみられる。当研究所では、26年は概ね4.1~4.2%程度の水準で横ばい圏の推移が続くと見込む。その後、27年にはインフレ率の低下やFRBによる利下げの進展を背景に、長期金利は3.9%程度まで緩やかに低下すると予想する。もっとも、長期金利の先行きには不確実性も大きい。トランプ政権の関税政策の動向やイラン戦争を巡る地政学リスクによってエネルギー価格やインフレ率が影響を受ける可能性があるほか、財政赤字の拡大が続く場合には国債需給を通じて長期金利に上昇圧力がかかる可能性もある。このため、長期金利の見通しは、今後のインフレ動向や財政・地政学リスクの展開に大きく左右されるとみられる。

上記見通しに対する主なリスク要因は、イラン戦争の長期化とトランプ大統領の予見不能な経済・外交政策である。中東情勢の悪化によってエネルギー価格が大幅に上昇する場合には、インフレ率の上振れや金融市場の不安定化を通じて米国経済に下押し圧力が生じる可能性がある。こうした点を踏まえると、今後の米国経済は引き続き同大統領の経済・外交政策に大きく左右される展開が続く可能性が高い。

## 2. 実体経済の動向

### （労働市場、個人消費）堅調な経済下でも雇用鈍化の可能性

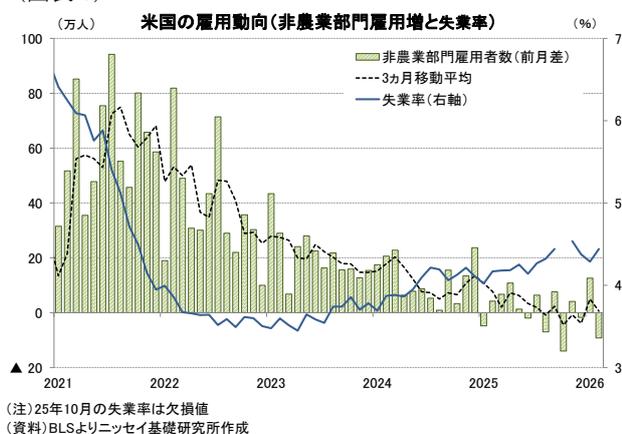
25年の米経済が比較的堅調を維持したのとは対照的に、労働市場では減速傾向が強まった。非農業部門雇用者数（前月比、3ヵ月移動平均）は25年1月の+10.8万人から大幅に鈍化し、政府閉鎖に伴って連邦政府職員の雇用が大幅に減少した10月には▲4.5万人と減少に転じた（図表6）。その後は政府閉鎖の終了に伴い幾分持ち直したものの、26年2月は+0.6万人と雇用者数の伸びは大きく鈍化している。

これに対して失業率は25年1月の4.0%から10月に4.5%まで上昇した後、26年2月は4.4%へ小幅に低下した。失業率は年初から上昇したものの、コロナ禍前の10~19年平均が6.2%であることを踏まえると、依然として低水準にとどまっている。

雇用者数の伸びが大幅に鈍化した一方、失業率の上昇が比較的緩やかにとどまっている背景には、労働需要の減速と同時に、トランプ政権による厳格な移民政策の影響によって労働供給の伸びが抑制されている可能性がある。実際、米国の採用率と解雇率をみると、25年12月の採用率は3.3%と13年10月以来の低水準となっている（図表7）。一方、解雇率も12月は1.1%と、24年6月の0.9%からはやや上昇したものの、コロナ禍前の16年10月以来の低水準にとどまっている。この

ため、企業は労働需要の調整を主に採用抑制によって行っているとみられる。労働市場の流動性が低下する中で雇用創出は弱まっているものの、解雇の増加には至っておらず、失業の急増は回避されている。

(図表 6)



(図表 7)

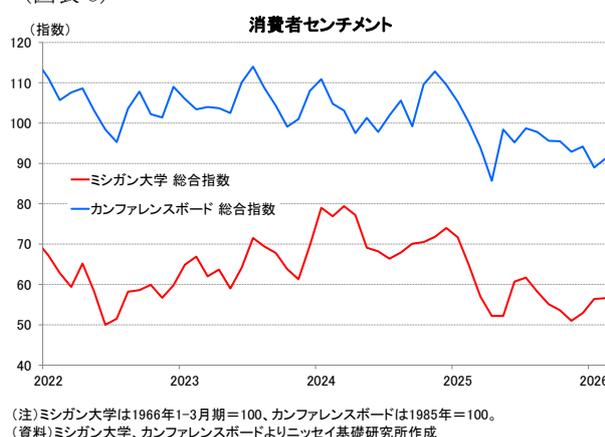


一方、中期的には生成A Iの活用拡大が労働市場に与える影響にも留意が必要である。生成A Iの普及によって労働生産性が構造的に向上した場合、企業が必要とする労働投入が減少し、景気が堅調であっても雇用の伸びが抑制される、いわゆる「雇用なき景気回復」が生じる可能性も指摘されている。仮に堅調な経済成長の下で雇用が減少し、失業率が上昇する局面となれば、FRBは物価安定と最大雇用という二つの政策目標の間で難しい政策判断を迫られる可能性がある。ただし、企業によるA I活用は本格化してからまだ日が浅く、A Iの普及が労働需要をどの程度押し下げるのかについて判断するのは時期尚早であろう。

25年の個人消費は、株価上昇を背景とした資産効果に支えられ、富裕層を中心に底堅く推移したとみられる。もっとも、消費者センチメントをみると25年に大きく低下した後も低水準で推移しており、減税政策が実施されたにもかかわらず、インフレの高止まりなどを背景に中低所得層を中心に個人消費を取り巻く環境は必ずしも良好とは言えない状況が続いている(図表8)。

26年については減税政策による消費の下支えが引き続き期待され、富裕層を中心に個人消費は堅調を維持する可能性が高い。ただし、地政学リスクの高まりなどを背景として株式市場が大幅に調整する場合には、資産効果の縮小を通じて富裕層の消費にも影響が及び、個人消費が下振れするリスクには留意が必要である。

(図表 8)



### (設備投資) A I 関連投資が設備投資を牽引、26年も底堅さを維持

実質GDPにおける民間設備投資は、A I 関連投資を中心に底堅い動きが続いている。前述の通り、近年の設備投資の拡大は「情報処理機器・ソフトウェア」「データセンター」「電力・通信」な

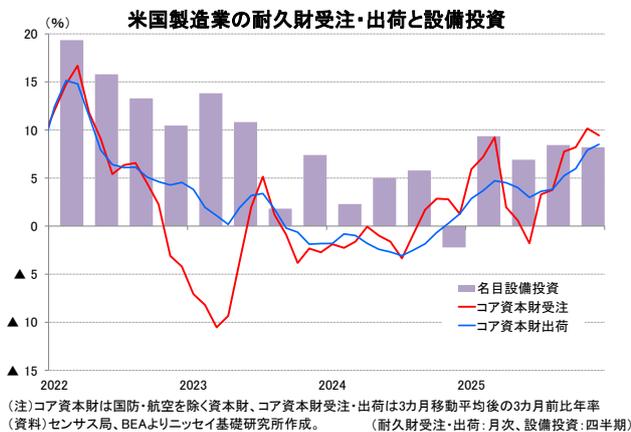
どA I 関連分野への投資増加が主因となっており、A I 関連投資が設備投資全体の伸びを押し上げている（前掲図表 2）。

足元の設備投資の先行指標をみても、底堅さが確認される。設備投資の代表的な先行指標であるコア資本財受注（3 か月移動平均、3 か月前比年率）は、25 年後半以降持ち直しており、25 年 12 月は+9.4%となった（図表 9）。コア資本財出荷も緩やかな増加傾向にあり、設備投資が当面堅調に推移する可能性を示唆している。

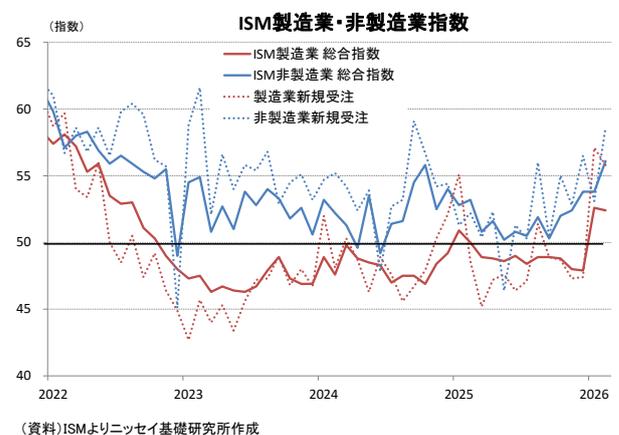
企業景況感をみると、製造業と非製造業で差がみられる。ISM製造業指数は長期間 50 を下回る状態が続いていたが、26 年は 1 月から 2 か月連続で 52 台まで上昇し、景気拡大と縮小の分岐点である 50 を上回った（図表 10）。また、製造業の新規受注指数も同様に 57 前後まで上昇しており、製造業活動には底打ちの兆しがみられる。

一方、非製造業の景況感は総合指数が 26 年 2 月に 56.1 と製造業より高い水準で推移しており、サービス部門が景気を下支えしている。非製造業の新規受注指数も 2 月は 58.6 と比較的高水準を維持している。

（図表 9）



（図表 10）



26 年の設備投資については、A I 関連投資の拡大が引き続き下支え要因となる可能性が高い。報道によれば、Amazon、Alphabet、Microsoft、Meta の米 I T 大手 4 社は、A I インフラ（データセンターや半導体など）への投資を大幅に拡大する計画であり、26 年の A I 関連投資額は約 6,500 億ドルと、25 年の約 4,100 億ドルから約 6 割増加する見通しとされている<sup>3</sup>。

こうした巨額投資が A I 関連分野を中心に設備投資を押し上げ、26 年も設備投資は底堅く推移する可能性が高いとみられる。もっとも、設備投資の拡大は主に I T 大手を中心とした A I 関連投資による側面が強く、製造業全体の投資環境が大きく改善しているわけではない。地政学リスクの高まりなどを背景に米株式市場が大幅に調整した場合には、A I 関連投資計画が見直される可能性もあり、設備投資の下振れリスクには留意が必要である。

### （住宅投資）住宅市場の低迷が続くも、金利低下を背景に緩やかな回復へ

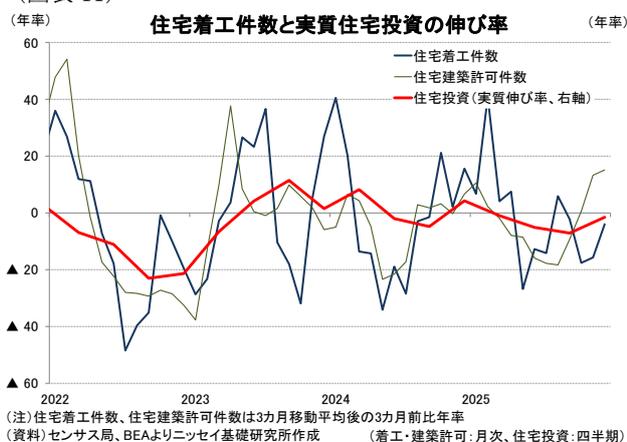
実質 GDP における住宅投資は低迷が続いている。25 年 10-12 月期の住宅投資は前期比年率▲1.5%となり、4 期連続のマイナス成長となった（前掲図表 5）。これは住宅市場の調整が続いていることを示している。

<sup>3</sup> [https://infotechlead.com/data-center/alphabet-amazon-meta-and-microsoft-to-invest-650-bn-in-ai-infrastructure-as-capex-surge-reshapes-u-s-economy-bridgewater-associates-93854?utm\\_source=chatgpt.com](https://infotechlead.com/data-center/alphabet-amazon-meta-and-microsoft-to-invest-650-bn-in-ai-infrastructure-as-capex-surge-reshapes-u-s-economy-bridgewater-associates-93854?utm_source=chatgpt.com)

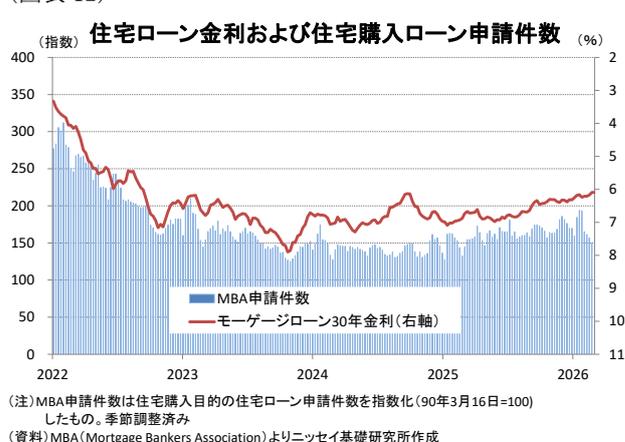
住宅供給の動向をみると、住宅建設活動は弱い状態が続いている。住宅着工件数（3か月移動平均、3か月前比年率）は25年12月が▲4.0%とマイナスとなった（図表11）。また、新築住宅販売のセンチメントを示すNAHB住宅市場指数は26年2月が36と、好不況の分岐点である50を大きく下回っている。さらに同指数は12月の39から2か月連続で低下しており、26年に入っても住宅市場の厳しい状況が続いていることを示唆している。

住宅需要をみても回復は限定的である。住宅ローン金利は25年初に7%近辺で推移していたが、足元では6.1%と22年9月以来の水準まで低下している（図表12）。しかし、米抵当銀行協会（MBA）が公表する住宅購入目的の住宅ローン申請件数（1990年3月=100）は、26年1月下旬に190台まで上昇した後、足元では150近辺まで低下している。こうした動きは住宅市場指数の動きとも整合的であり、26年1-3月期の住宅需要が弱い可能性を示唆している。

（図表11）



（図表12）



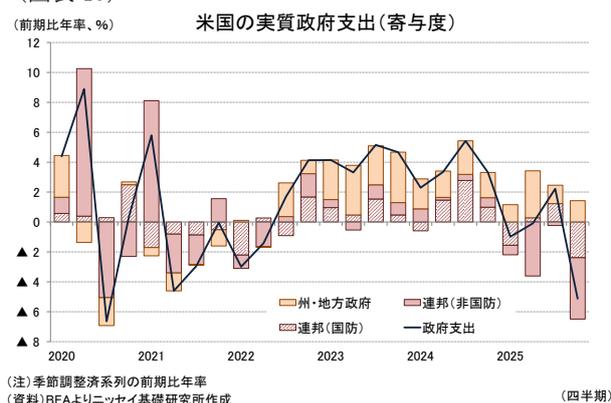
一方で、住宅市場には先行き改善の兆しもみられる。住宅着工の先行指標である住宅着工許可件数（3か月移動平均、3か月前比年率）は25年12月が+15.1%と2桁の伸びとなり、住宅建設活動が先行き持ち直す可能性を示唆している。また、住宅ローン金利は緩やかな低下傾向にあるほか、中古住宅価格の伸びも鈍化しており、住宅取得のハードルは徐々に低下している。

もっとも、労働市場の減速を背景に雇用不安も燃っており、住宅需要の本格的な回復には時間を要するとみられる。今後、FRBの利下げに伴い住宅ローン金利は緩やかに低下するとみられるものの、住宅投資の回復は緩やかにとどまり、本格的な回復にはなお時間を要する可能性が高い。

### （政府支出）政府閉鎖の反動で短期的に回復も、財政政策の影響は不透明

実質GDPにおける政府支出は、前述のように連邦政府機関の一部閉鎖の影響により弱い動きとなった。25年10-12月期の政府支出は前期比年率▲5.1%と大幅に減少した（前掲図表5）。政府支出のGDP成長率への寄与度をみると、25年後半は連邦政府支出が成長率を押し下げていることが確認できる（図表13）。もっとも、政府閉鎖期間中に未払いとなった連邦政府職員の給与が後に支給されることから、

（図表13）



26年1-3月期にはその反動で政府支出が一定程度回復する可能性が高い。

26会計年度（25年10月～26年9月）の歳出法案審議は概ね進展している。裁量的歳出12本の歳出法案のうち、国土安全保障省（DHS）を除く11本については年度末までの本予算が成立した（図表14）。一方、DHSの予算審議では、不法移民対策を巡る与野党の対立が続いており、暫定予算の期限を迎えた2月14日以降もDHSの政府閉鎖が継続している。さらに3月5日にはDHSのノーム長官が辞任しており、DHS予算の成立時期は依然として見通せない状況にある。ただし、DHSを除く歳出法案は成立しているため、今回の政府閉鎖がマクロ経済に与える影響は限定的とみられる。

（図表14）  
26年度歳出法案審議状況

	25年度実績	26年度成立分	暫定予算 (2月13日期限)
① 農業	266	267	
② 商務・司法・科学	678	780	
③ 国防総省	8,315	8,387	
④ エネルギー・水資源	581	580	
⑤ 金融サービス、一般政府	159	263	
⑥ 国土安全保障	650		650
⑦ 内務・環境保護	409	386	
⑧ 労働・保険社会福祉・教育	1,982	1,949	
⑨ 立法府	67	72	
⑩ 軍事建設・退役軍人等	1,466	1,533	
⑪ 外交・国務等	568	500	
⑫ 運輸・住宅都市開発省(HUD)	864	1,029	
<b>歳出合計</b>	<b>16,005</b>	<b>15,746</b>	<b>650</b>

（注）3月6日時点。裁量的歳出のBase Spending (Budget Authority)。災害・緊急指定などの特別増額を除く。25年度実績はCBOの4月28日付け、26年度分は2月3日付けの試算。単位は億ドル

（資料）CBOよりニッセイ基礎研究所作成

26年の財政政策については依然として不透明感が強い。トランプ大統領の一般教書演説では新たな大規模減税などの財政政策は示されておらず、当面は25年7月に成立した減税・歳出法（OBBBA）に盛り込まれた政策の実施が中心になる可能性が高い。もっとも、27年11月の中間選挙を控える中で、トランプ政権が景気下支えを目的として追加的な減税策などの財政政策を打ち出す可能性もある。ただし、財政赤字の拡大や関税政策の動向などを踏まえると、新たな大規模な財政政策が実現するかは不透明である。

また、中東情勢の緊張を背景に国防支出が拡大する可能性もある。イラン戦争の動向次第では追加的な軍事支出が必要となる可能性があり、今後の政府支出の動向を左右する要因となり得る。

さらに、関税政策の動向も財政余力に影響を与える可能性がある。I E E P A 関税を巡る司法判断によっては過去に徴収した関税の還付が必要となる可能性がある。税関・国境警備局（CBP）によれば、25年に徴収された同関税は約1,340億ドルとされる。ただし金額規模は限定的であり、仮に還付が実施された場合でも財政や金融市場への影響は大きくないとみられる。このため、政府支出は短期的には政府閉鎖の反動で持ち直す可能性があるものの、財政政策の先行きは依然として不透明な状況が続くとみられる。

### （貿易）外需寄与は縮小、関税政策の不確実性が今後貿易動向のカギに

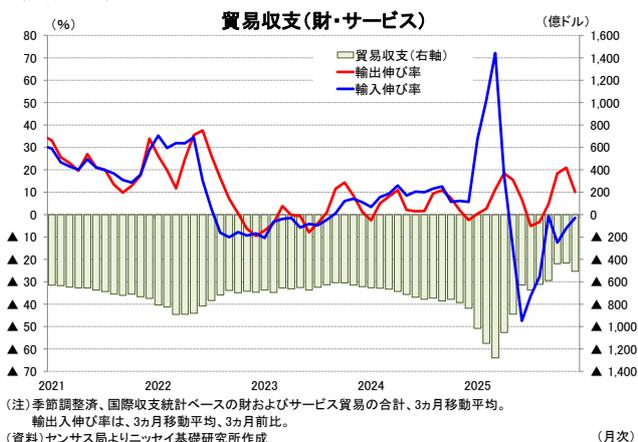
実質GDPにおける25年10-12月期の外需の成長率寄与度は+0.1%ポイント（前期：+1.6%ポイント）と、前期から大幅にプラス幅が縮小した（前掲図表5）。輸出入の内訳をみると、輸出が前期比年率▲0.9%（前期：+9.6%）と前期からマイナスに転じた。また、輸入は▲1.3%（前期：▲4.4%）と減少幅が縮小しており、輸出の減少と輸入の減少幅縮小のいずれもが貿易赤字を拡大させる方向に働いた。

月次の貿易統計をみると、財・サービスを合計した貿易収支は25年初に赤字幅が大きく拡大した後、春から夏にかけて赤字幅が縮小した（図表15）。これは、トランプ政権による関税措置の拡大を見込んだ輸入の駆け込み需要が年初に発生した後、その反動で輸入が減少したことが背景とみられる。もっとも、25年10月以降は赤字幅が概ね横ばい圏で推移している。

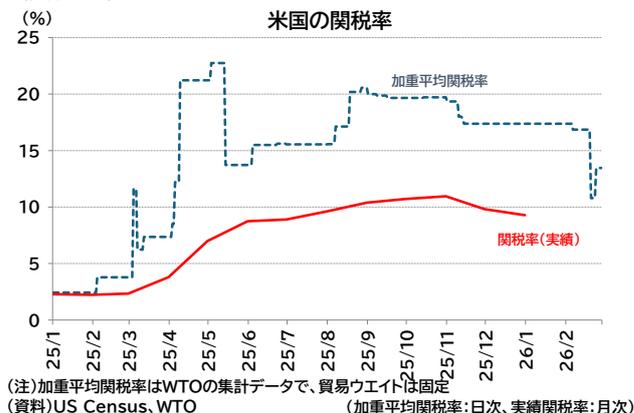
トランプ政権は25年以降、広範な輸入品に対する関税措置を相次いで導入した。公表された関税率を24年の輸入構成で加重平均した理論値をみると、平均関税率は25年春先には20%を超え

る水準まで急上昇した（図表 16）。その後はやや低下したものの、足元でも 15%超の高水準で推移している。

（図表 15）



（図表 16）



これに対し、実際の関税収入を輸入額で除して算出した実効関税率は理論値を大きく下回っている。実効関税率は 25 年夏以降に上昇し、足元では 10%前後で推移している。理論値と比較すると乖離が大きく、輸入品目の代替や関税対象外品目へのシフトなどにより、関税負担が一定程度回避されている可能性が示唆される。

このように関税率は大きく引き上げられたものの、これまでのところ関税政策が当初懸念されたほど米国経済に大きな下押し圧力を与えている状況にはないとみられる。

もっとも、関税政策の先行きには不透明感が残る。トランプ政権が発動した I E E P A 関税については連邦裁判所が違憲と判断しており、政権は通商法 301 条に基づく関税措置の導入を検討しているが、それまでの暫定措置として通商法 122 条を根拠とした関税を発動している。執筆時点では税率は 10%となっているが、最終的には 15%まで引き上げられる可能性がある。

一方、26 年の中間選挙を控える中でインフレ抑制は政権にとって重要な政策課題となっており、輸入価格を押し上げる大幅な関税引き上げには政治的な制約も大きいとみられる。

このため通商政策を巡る不確実性は当面残るとみられるが、関税による輸入抑制の影響が続くことを踏まえると、26 年の外需寄与度は小幅ながらプラスを維持する可能性が高い。

### 3. 物価・金融政策・長期金利の動向

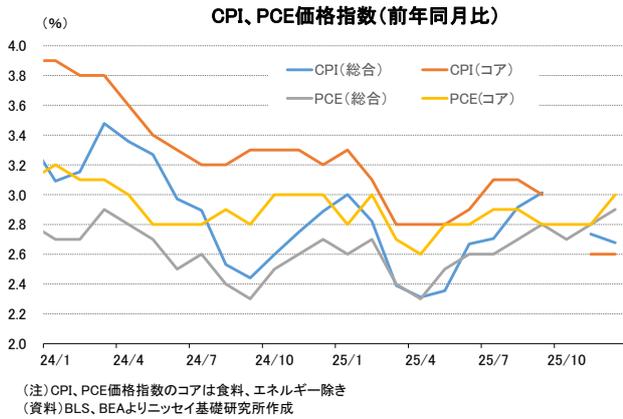
#### （物価）関税とエネルギー価格で一時的に上振れも、その後は鈍化へ

F R B が重視する P C E 価格指数（前年同月比）は、25 年 12 月は総合指数が+2.9%、コア指数が+3.0%と依然として物価目標の 2%を上回って推移している（図表 17）。また、26 年 1 月の C P I（前年同月比）も総合指数が+2.4%、コア指数が+2.5%と、25 年 9 月の+3%前後からは低下しているものの、なお目標を上回る水準にある。インフレ率の高止まりは、F R B の利下げ判断を慎重化させる要因となっている。

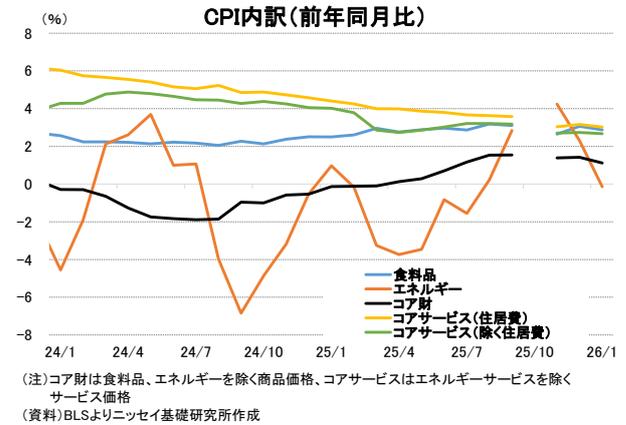
もっとも、物価上昇の内容をみると需要過熱を反映した動きとは言い難い。C P I 内訳（前年同月比）では、コア財が 25 年春以降プラス圏に転じ、26 年 1 月も+1%台と上昇しており、関税による輸入物価上昇の影響が表れている可能性がある（図表 18）。一方、これまでインフレを押し上げ

てきたコアサービスは、住居費および住居費除きともに伸び率が低下しており、サービスインフレにはデシインフレ傾向がみられる。

(図表 17)



(図表 18)



加えて、2月28日に始まったイラン戦争に伴いホルムズ海峡が封鎖されたことで、原油や天然ガスの供給懸念が強まり、足元ではエネルギー価格が上昇している。今後もエネルギー価格の高騰が続く場合には、インフレ率が再び加速する可能性がある。

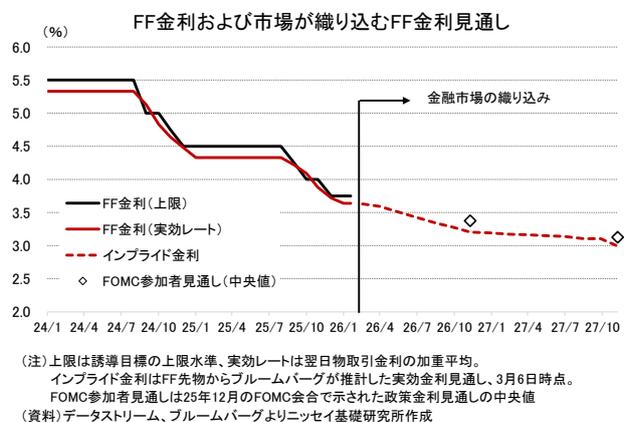
もっとも、当研究所ではインフレ見通しの前提として、現時点ではイラン戦争が短期間で終息し、原油価格の上昇は長続きしないことを想定している。この前提の下では、CPI総合指数(前年比)は関税に伴う価格転嫁やイラン戦争によるエネルギー価格上昇の影響から、26年4-6月期に+3.0%程度でピークをつけた後、関税の影響が次第に剥落することもあって27年末にかけて低下基調が続くと予想する。通年では26年が+2.8%と25年の+2.7%から小幅に上昇するものの、27年は+2.4%まで低下することを見込んでいる。

F R Bにとっては、インフレの基調的な鈍化を確認する一方で、関税や地政学リスクに伴う供給ショック的なインフレ上振れが長期化するリスクにも留意する必要がある。

### (金融政策) 26年は2回、27年は1回の利下げを予想も不確実性が高まる

F R Bは26年1月のF O M C会合で政策金利を据え置き、F F金利誘導目標は3.50~3.75%で維持された(図表 19)。市場では据え置きが概ね織り込まれていたこともあり、金融市場の反応は限定的だった。もっとも、金融政策の先行きを巡る見方はF R B内でも一致しているとは言い難い。25年12月会合で示された政策金利の中央値は1回の利下げ見込まれているものの、ドットチャートは据え置き派と複数回の利下げを見込む派に分かれており、F R B内で政策金利のパスに関するコンセンサスが形成されていない状況が示された<sup>4</sup>。金融市場が織り込む利下げ見通しとの乖離もみられており、

(図表 19)



<sup>4</sup> 詳しくは Weekly エコノミスト・レター (2026年2月24日) 「転換期を迎える米金融政策—見通しが割れる中で高まる政策不確実性」 <https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=84763?site=nli>

金融政策を巡る不確実性は依然として高い。

当研究所では、インフレ率が関税に伴う価格転嫁やエネルギー価格上昇の影響から当面は高止まりする可能性があるものの、その後は基調的に鈍化していくとみている。一方、労働市場については足元で減速の兆しもみられる。2月の雇用統計では非農業部門雇用者数が減少するなど市場予想を下回る結果となり、労働市場の下振れリスクが再び意識される状況となっている。このため、金融政策については26年6月と12月に各1回、27年6月に1回の利下げが実施されると予想する。ただし、トランプ政権の関税政策の動向や、イラン戦争を巡る地政学リスクなど外部環境の不確実性は大きく、利下げの時期や回数は今後の経済・物価動向によって大きく変化する可能性がある。

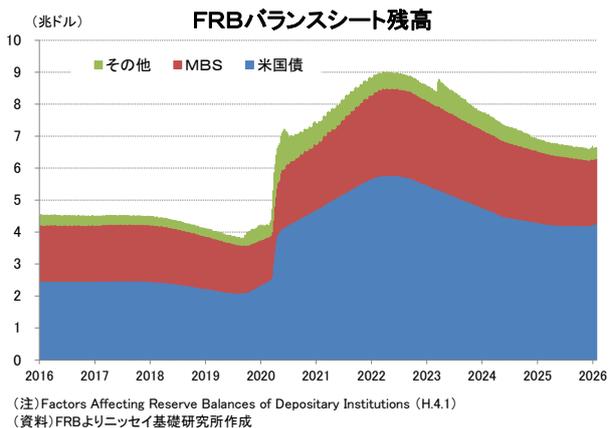
また、26年はFOMCの投票メンバー構成が例年より大きく変化する年となる可能性がある。FOMCではニューヨーク連銀総裁を除く4名の地区連銀総裁が輪番制で投票権を持つが、26年はこの4名が入れ替わる予定となっている。さらに、5月にはパウエル議長の任期が満了することから、後任として指名されているウォーシュ氏が上院で承認されれば、新議長として就任する見込みである。議長交代が実現すれば、FOMCの投票メンバーの顔触れは例年よりも大きく変化することになり、政策運営にも一定の影響を与える可能性がある。

ウォーシュ氏はリーマン・ショック時のFRB理事として知られ、当時は金融緩和の副作用に対して慎重な姿勢を示すなど「タカ派」との見方が強かった。一方、最近の発言では生成AIの普及による生産性向上がインフレ圧力を抑制する可能性などを指摘し、実質ベースの政策金利の高さを踏まえると追加的な利下げ余地があるとの見方も示している。このため、議長就任後は経済・物価動向を見極めながら利下げのタイミングを模索する可能性が高いとみられる。

一方、バランスシート政策についてみると、FRBはコロナ禍で拡大したバランスシートを縮小するため22年以降、量的引き締め(QT)を進めてきた。しかし、25年12月のFOMCでは準備預金の減少や短期金融市場の安定確保を背景にQTの停止が決定され、足元ではバランスシート残高の縮小は一旦止まっている(図表20)。ウォーシュ氏はこれまで量的緩和政策に批判的な立場を示してきたものの、当研究所では新体制下でも直ちにQTを再開する可能性は高くなく、当面は現行のバランスシート政策が維持されると見込んでいる。

このため、今後の金融政策運営では、政策金利の引き下げ時期に加え、FOMC内の見解の分裂や議長交代に伴う政策スタンスの変化、さらには関税政策や地政学リスクといった外部要因が金融政策判断に与える影響が重要な焦点となろう。

(図表 20)



### (長期金利) 26年10-12月期平均が4.1%、27年10-12月期が3.9%と予想

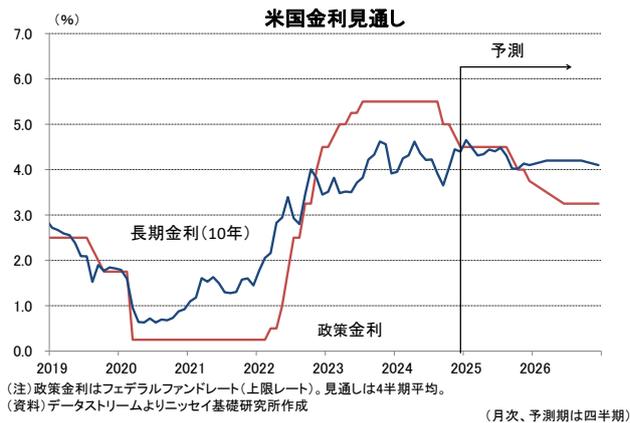
長期金利(10年金利)は、25年12月以降、概ね4%台前半で推移している。FRBが政策金利を据え置く中で、金融市場では年内の利下げ期待が意識される一方、インフレ率が依然として物価目標を上回る水準にあることや、関税政策などに伴う物価上振れリスクが意識されていることから、長期金利の低下は限定的となっている。また、米国の財政赤字の拡大や国債発行増加に対する懸念

も、長期金利の下支え要因となっている。

当研究所では、当面はインフレ率の高止まりを背景に長期金利は高水準で推移するとみている。具体的には、26年は概ね4.1~4.2%程度で横ばい圏の推移が続いた後、27年にはインフレ率の低下やFRBによる利下げの進展を背景に、長期金利は3.9%程度まで緩やかに低下すると予想する（図表21）。

もっとも、長期金利の先行きには不確実性も大きい。トランプ政権の関税政策の動向や、イラン戦争を巡る地政学リスクによってエネルギー価格やインフレ率が影響を受ける可能性があるほか、財政赤字の拡大が続く場合には国債需給を通じて長期金利に上昇圧力がかかる可能性もある。このため、長期金利の見通しは、今後のインフレ動向や財政・地政学リスクの展開に大きく左右されるとみられる。

(図表 21)



本資料記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と完全性を保証するものではありません。また、本資料は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。