

経済を読む眼

米国出張の印象記——ポスト OBBBA——¹

2025年7月24日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

エコノミスト 岩井真子

要旨

1. 7月6～13日にワシントン、ニューヨークに出張し、主として米政権の減税・歳出法（OBBBA）成立後中間選挙までの政策展望、米国金融経済動向、米金融政策の展望について議論。
2. 米政権の経済政策への関心は、関税への集中を止め、むしろ移民抑制政策の影響、財政政策の帰趨と影響へと広がりを見せていた。しかし、トランプ大統領就任前にみられた熱狂は影を潜めており、以前は期待されていた規制緩和も、大きな効果は見込まれていなかった。更には来年秋の中間選挙以降は新しい政策は打ち出されなくなるのではないかとの見方であった。
3. 米国経済の先行きについては、経済成長率が本年下期に減速した後、2026年には潜在成長率に向けて回復していくという見方はほぼコンセンサスになっていた。しかし、移民抑制策が効き過ぎて、米国の労働供給をこれから大きく制約するとの考え方も目立っていた。雇用者数の breakeven が急激に収縮するため、毎月の非農業部門雇用者数が10万人を下回っても失業率が上昇しないことは十分にあり得るとの見方が多かった。
4. 一方、インフレの展望はばらつきが大きく、関税の価格転嫁も一時的との見方が相対的に多いとは言え、二次波及を心配する意見まで区々であった。労働供給制約の強まりによって賃金・物価が上振れし易くなっているため2026年末までには再びインフレへの警戒が必要になるとの見方まであった。
5. このため、Fedの再利下げの開始タイミングも、本年9月から来年後半まで大きくばらついていた。その中では本年9月～12月との見方が比較的多かった。利下げは中立金利水準までとの見方が圧倒的に多かったのだが、その中立金利水準をFOMCのSEPよりもかなり高く見る傾向が窺われた。
6. 世界経済の先行きの成長経路も米国経済に類似していたが、関税の影響、米国経済減速の影響、国別の事情を勘案すると、米国を除く主要国の経済見通しは弱めにとどまるとの意見が大勢。更に、世界の金融市場は資産間の相関が通常と異なっている点に警戒が必要、との意見が聞かれた。

¹ 本稿は、2025年7月16日現在のデータ・情報に基づいている。

1. はじめに～米政権の日々変わる政策の下で

7月6日～13日の間、ワシントン、ニューヨークに出張した²。ワシントンでは、空港での入管審査が厳しく、何人かに一人は別室に連れられていくとの噂が事前には流れていたが、そうした時期も過ぎ去ったようで、極めてスムーズに入国することができた。今回は、民間金融機関や中銀、国際機関等約20先を訪問し、米国の政治情勢や金融経済を中心に面談を実施した。また、こちらからも、必要に応じて日本経済の先行きについて説明し、世界金融システムのリスクに関する意見交換では、中銀が量的緩和から量的引き締めに移行していく際の金融システムの潜在的な脆弱性に関する研究結果を紹介し³、議論を行った。

日本から米国をみていると、米政権が歴史的な高関税政策を日々動かしていることにばかり目が向く。実際、米国が高い相互関税を90日猶予するとしたその期限直前のタイミングでワシントンに滞在したのだが、関税交渉の期限が8月1日に変更され、その間にトランプ大統領から各国に暫定的に高い関税率を記したレターが発送されたばかりであった。関税政策は多くの国と決着するまでまだまだ長引きそうな情勢となる一方で、米国では政権や議会の政策を追い、ロビイング活動を行っている関係者は、移民抑制政策の影響が予想以上に強まりそうな点から、可決されたばかりの減税・歳出法 One Big Beautiful Bill Act（以下、OBBBA）の詳細や影響等に至るまで、関心事項が関税以外に広がっている印象であった。昨年11月にトランプ氏が米大統領選に勝利し、共和党が上下両院をスウィープした直後には、米国出張時に投資家が規制緩和と財政刺激策をはじめとして米国経済へのポジティブな潜在的影響にばかり焦点を当てて熱狂している感があったが、今回は米国を見る目も冷静になり、今後予想される各種規制緩和にしても経済を押し上げる効果への期待感が殆ど感じられなくなっていたのも特徴的であった。また、関税や外交政策等において、米政権は決して TACO⁴ではないとして、市場の楽観に警鐘を鳴らす意見も印象に残った。

米国経済の先行きについては、日本から見ていると見解のばらつきをそれほど感じないが、現地のエコノミストと直接会って議論を行うと、インフレの見方や Fed の金融政策の見方が予想以上に分かれていたという印象を持った。

また、焦点は来年秋の上下両院の中間選挙に移りつつあった。今回の面談では、個人的にはやや意外であったが下院では民主党が勝つことが既にコンセンサスになっており、選挙以降は重要な法案は殆ど通らなくなるとみられていた。また、選挙結果を別にしても、就任以来矢継ぎ早に政策を繰り出してきたトランプ大統領からこれ以上目玉となる政策は出てこないのではないかと意見も一部で聞かれた。

² 面談のアレンジを手伝ってくださった金融機関の皆様には感謝を申し上げたい。

³ Ugai, H., and T. Osada (2024) “The Reversal of BoJ’s Balance Sheet Policy; Liquidity Dependence,” Discussion Paper series, SU-RCSDEA 2024-002 を参照。

⁴ “Trump Always Chickens Out（トランプはいつもびびって退く）”の略で、FT紙が命名したもの。

昨年 11 月の米国出張の印象記では、筆者達は米国の新政権発足後の世界について、A. Huxley を引用して「2025 年の世界経済・秩序を一言で表すと、皮肉を込めて “Brave New World” との表現が当て嵌まりそうである、との感想を最後に伝えておきたい。」と書いた。今回の出張では、新しく醸成された厳しい環境に米国の金融経済が妙に慣れてしまい、一見すると楽園が続いているように見えるということで、同じ感想を更に強く持った。

以上が今回の主張の全体的な印象である。以下の各論では、米国経済を巡る様々なトピックスについて、細かな議論は捨象し、興味深かった点のみをまとめて紹介する。

2. 米政権の政策

まず、予算についてみると、米政権が OBBBA の 7 月成立を強くプッシュしてきたのは、第 1 期トランプ政権時代に減税法 (TCJA) が 2018 年 12 月に成立し、その恩恵が国民に行き渡る前に中間選挙を迎えたために共和党が惨敗したことを教訓としているようだ。すなわち、今回は来年上半期には家計に減税の継続やチップ・残業代の免税の恩恵が届き、かつ低所得者向けのメディケイドの削減は 2027 年からなので、その間に中間選挙を乗り切ろうとしているとのことであった。しかし、そううまくいくかは疑問が多いとの声が多いほか、OBBBA が成立しても、実際の支出のための個別歳出法案を何十本も議会で通す必要があり、これが 9 月末までに間に合うかと考えると、政府が閉鎖されるリスクは 50% 程度との見方が多かった。

OBBBA の詳細については、まず内国歳入法 899 条 (米国源泉の収入に対する法定税率引き上げ) が出張直前に OBBBA から削除されたことに筆者としては安堵した。ワシントンの政府とのリレーションを担当する金融機関の人達と話をしても、同 899 条に対する海外からの削除圧力は非常に強いものであったようだ。さて、OBBBA のこれ以外の側面、すなわち国内への影響を考えると、家計への減税の主たる部分は延長に過ぎないほか、企業向けではボーナス控除 (固定資産の 100% 即時償却) や国内研究開発費の即時換金化に僅かに設備投資促進の効果を期待できる程度なので、総じて景気刺激効果は小さいとの見方でどの面談先もほぼ一致していた。しかし、それでも家計には強いて言えば 2026 年上期に若干の消費刺激効果が見込まれるので、景気を再浮揚させる一要因くらいにはなるとしていた。

一方で OBBBA によって CBO が見積もるように米国の財政赤字は利子コストの増大もあって 10 年で 3 兆ドルを超える赤字となり、政府債務も CBO 見積もりだと 30 年後には GDP 比 150% を超え、Committee for Responsible Federal Budget (以下、CRFB) の見積もりだと 180% 程度にまで上昇する。これを関税収入で相殺するというのが米政権の狙いであろうが、そもそも現在の関税率が 30 年間続く保証もないし、そこまで続けば相手国の輸出の米国離れも生じ得るため、無理があるだろう。

しかし、少々驚いたのは、こうした債務の積み上がりが長期国債のリスクプレミア

ムを大幅に高めるリスクについて、ニューヨークの金利ストラテジストからは、目先の1~2年については殆ど懸念する意見が聞かれなかったことだ。例えば10年国債金利については、リスクプレミアムが現在よりやや高くなっても、フェアバリューの見積もりは4.0~4.5%で据え置くとの見方が殆どであった。ただ、社会保障関連基金が2032年にも枯渇するリスク（CRFB試算）が顕在化し、そこで政治家が誰も火中の栗を拾わなければ（拾わない可能性が高いとみられるが）、政府債務の持続性に対する懸念が一気に高まるかもしれないとは言っていた。

これに関連して、政府債務の累増が長期金利を押し上げるリスクは、世界を見渡すと高い順に①英国、②日本、③米国、との意見も聞かれた。

第2に、関税政策については、面談先はどこも最終的な落ち着き処はトランプ大統領のみぞ知ることであるとしつつも、米国の平均関税率は、結局は今よりももう少し上昇し、15~20%の間に収まるのではないかとの見方でほぼ一致していた。現時点でタイムリミットとされる8月1日時点では、相互関税の憲法判断も同日にくだされるので、仮に違憲と出れば政権側が最高裁に上訴するであろうから、最終決定にはまだまだ至らず、不確実性が残ったまま来年に突入する可能性が高いとされていた。その経済効果については、次章で論じよう。

第3に、トランプ大統領が時々言及しているGSE改革については、単純に民営化すればモーゲージ金利が上昇してしまうので、景気に悪影響が及んでしまう。このため、大統領は暗黙の保証は残すとしているが、おそらく明示的な保証が必要になるだろう、との意見が聞かれた。その場合は議会で法案を可決する必要があるので、どうなるか全くわからない由。ただ、トランプ大統領は自分の大統領選を応援してくれた人の期待に応えたいという気持ちが強いので、その意味で進めようとするリスクはあるとのことであった。

最後に、昨年秋に投資家の期待が強いと感じた規制緩和については、大統領の関心とニュースのインパクトの両面からみて、**crypto currency**の規制緩和には力を入れるだろう、としていた。これ以外にはエネルギー政策や銀行規制の緩和も進めるとされていた。銀行規制強化論の高まりには、2023年春に中堅銀行が相次いで破綻したことが背景としてあったのに、今や共和党内でそのことを気に留める者がいなくなっている、と指摘されていた。一方で規制緩和論者からみると、今後はeSLR⁵の緩和だけでなく、Basel3最終化の緩和をはじめ、規制緩和の議論がもう少し進むとは思うとしたうえで、今後規制緩和をして欲しい分野はG-SIBの負担軽減以外に幾らでもあるのに、例えば銀行規制上、銀行規模のbucket間の段差を小さくするとか、LCRの規制緩和といった論点については全く話し合われていないと不満を示す先もあった。いずれにしても、

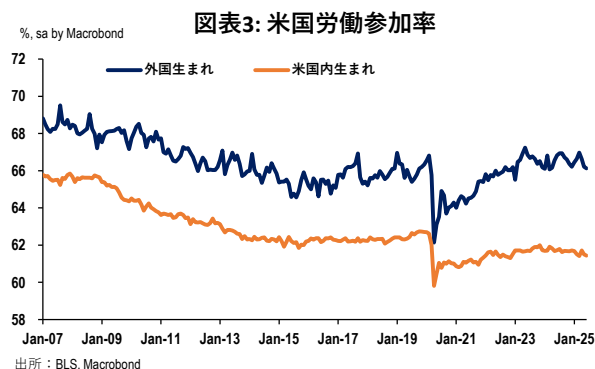
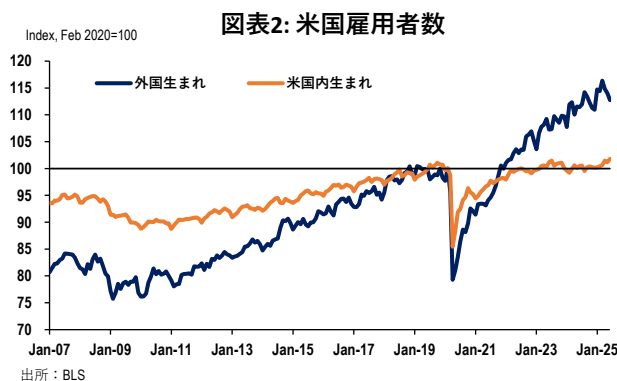
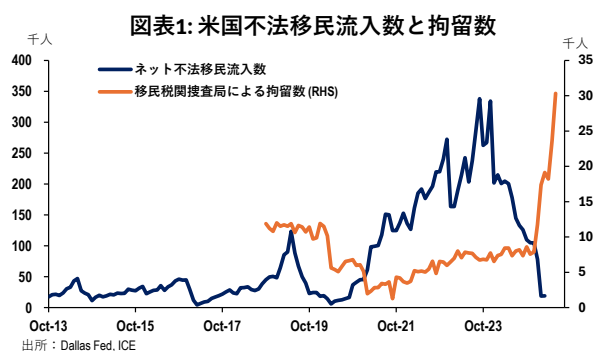
⁵ G-SIBsに対する補完的レバレッジ比率。米銀大手に課されているもので、FRBが6月25日に発表した見直し案では、レバレッジ比率の最低要件を引き下げることで、同比率に基づく銀行持ち株会社の資本要件を現行の5%から3.5~4.5%に、銀行子会社についても、6%から3.5~4.5%に引き下げられる内容になっていた。現在、60日間のパブリック・コメントを求めているところ。

現在議論されている銀行規制の緩和は、現政権で緩和しても次に民主党政権が誕生すればすぐに改正されてしまうリスクを銀行経営者なら誰も理解しているので、銀行が突然リスクテイクを行うといった変化を生むことはないだろう、と冷静な見方を示す先が多かった。

3. 米国経済・インフレ見通し

米国の経済成長率の見方はどのエコノミストもあまり違いはなく、実質 GDP 成長率は本年下期に 1%ないしそれ以下まで減速するがリセッションには陥らず、1Q26 辺りをボトムに 2026 年末にかけて潜在成長率並みにまで回復していくという見方でほぼ一致していた。これまでリセッション入りすると唱えていた人も今ではその見方を撤回していた。その中でも、我々は現政権の方針に基づく学生ローンの返済再開に伴って消費者のクレジットの内容が更に悪化し、消費を抑制するリスクを気にしていたのだが、消費者クレジットをリサーチしている先では、これまでの動きは政策的な恩恵がなくなって通常のクレジット・サイクルに戻っただけで、消費者のクレジットは消費抑制を通じて景気を悪化させるようなドライバーにはならないとの見方が圧倒的であった。

今回の面談で興味深かったのは、米政権による移民抑制策の効果は予想以上に労働供給を抑制しそうだとの意見が多く先で聞かれたことである。そもそも移民の抑制は物理的に限度があるので、不法移民を完全に押さえ込むことは難しく、しかも米国に入ってから労働市場に出てきて職を得るまでに通常 6ヶ月以上かかるので、筆者らはそんなに早く強く労働供給を制約するとは考えていなかった。しかし現実には、不法移民の拘留を大幅に増やすことで、その流入をネットではほぼゼロまで抑え込み（図表 1）、このためこれまで外国で生まれた人の雇用者数が伸びてきたのが、ここにきて減少に転じている（図表 2）。しかも、将来拘束されて強制送還されるリスクを怖れてそもそも労働市場に入ってくる移民の数まで減り始め



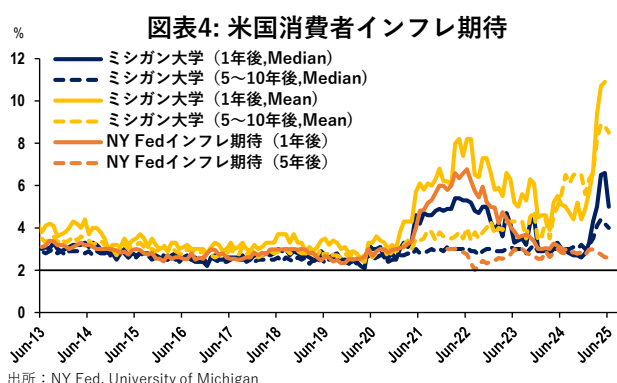
ていること⁶（図表 3）は想定外であった。しかも、バイデン政権時代に実施された CHNV（China, Nicaragua, Haiti, and Venezuela）仮釈放プログラムや TPS（Temporary Protection Status）プログラムによって 180 万人もの移民が合法的に入国・就職したが、これが現政権下で段階的に廃止されることで、2025 年下期から 2026 年上期にかけて 100 万人規模の労働力が供給されなくなることになりかねない。

このため、雇用統計の非農業部門雇用者数の失業率を動かさない breakeven 雇用者増加数は、これまでの 140～150 千人程度から、平均的には 50～80 千人、最も労働供給力に対して悲観的な見方では人口高齢化の影響も含めると 10 千人、と労働供給力がこれまでよりもかなり減少するという見方があちこちで聞かれた。この見方に立てば、来月以降の同雇用者数が今後 100 千人を割り込んでいく程度では、労働需給の引き緩みとはみなせないことになり、雇用統計の結果の見方がかなり難しくなる。

また、この見方に立つと、労働供給の制約に直面している日本の経験に根ざすならば、米国の潜在成長率もかなり低下すると考えそうなものであるが、この点は、企業が設備投資によって労働供給の不足を代替できるとか、米国のイノベーションを産む土壌は今でも損なわれていないので問題ないといった意見も聞かれる等、見方が定まっていなかった。

次にインフレ見通しについては、考え方が予想以上に分かれていたのが特徴であった。まず米国が賦課する関税の影響から見方が分かれていた。どちらかと言えば、短期的な価格転嫁にとどまるとの見方の方が多かったが、賃金を通じた二次波及を懸念する声も聞かれた。2026 年中末には、前者だと 2% 台前半ないし半ばまで減速するが、後者だと 3% を割らないとの見方であった⁷。

さらには、ミシガン大学調査の消費者のインフレ期待をもって、関税に端を発したインフレ期待の上昇によってインフレ期待がアンカーから既に外れたとの見方はさすがに聞かれなかったものの、インフレ期待はボラティリティの大きさからみて引き続き不安定であり、アンカーから外れるリスクも念頭に置くべきとの意見は聞かれた（図表 4）。このように、関税のインフレへの影響は、市場がみているよりは慎重な見方も聞かれた点が印象に残った。



⁶ 米国では、人口の高齢化が進捗しており、これも労働参加率を趨勢的に低下させている。

⁷ 余談だが、出張時の実感としては、コロナ禍後は米国内を飛行機で移動しようとするれば座席指定にサービス料をとられるケースがあったり、今年に入るとニューヨークでは都心部に車で入ると渋滞税をチャージされるようになる等、体感的にはインフレ率はそもそも 2% 台という感じはしなかった。

更には、インフレの先行きについては、関税の価格転嫁だけに焦点を当てて考えるべきではないとの見方が増えていた。具体的には、前述の不法移民抑制が労働需給を緩めにくくすることによって、賃金上昇率が予想していたように減速しない可能性を指摘する声が聞かれた。ごく一部の先からは、不法移民が雇用者に占めるシェアが特に高いのは、農業と建設業であり、農業はともかくとしても建設業で雇用が逼迫し、それが賃金・住宅価格の上昇に繋がり得るので、2026年末までには Fed はインフレへの警戒が再び必要になるとの意見まで聞かれたところである。

4. Fed の金融政策と人事

今回、日本からみている以上に意見が分かれていると感じたのが、Fed の利下げ再開時期とその利下げ幅であった。元々前述のようにインフレに対する見方も分かれているうえに、Fed が政策で何を重視するかという理解も分かっていたからである。

具体的には、Fed の利下げ再開時期は、最短で本年 9 月から、最長で来年後半まで大きくばらついていて、その中で比較的多かったのが、本年 9 月～12 月である点だけは日本からみていた感覚に近いものであった。

その後の利下げ幅は、中立金利水準の近辺までという意見が多かった。これは、米
国経済が大幅な悪化にはならないとの見方からすれば容易に想像がつくところである。しかし、利下げの到達点である中立金利水準に関する理解についてはばらつきが大きかった。特に、自然利子率（実質）が 1.5～2.0%、中立金利（名目）が 3.5～4.0%との見方が意外に多く、これは FOMC の Summary of Economic Projections（SEP）で現在示されている longer-run の中央値の 3.0%からかなり上方に乖離している。筆者達も経済成長率外の要因まで考慮して中立金利がもう少し高いのではないかと考えており、また自然利子率の推計値として最も注目される Laubach-Williams モデルが自然利子率の上昇を示していないことの妥当性にも疑問を持っているが、それでも 4%に近い水準とまで見るのであれば、前述した労働供給の制約が予想以上に大きくて潜在成長率を下げかねない（自然利子率を下げかねない）ことと平仄が取れているかが不安になる。また、中には中立金利がこの程度上昇しているとしながらも、Fed が 3.0%と認識していることを前提にしながら利下げ見通しを組み立てるといった苦勞をしている先もみられた。一方で、実際の中立金利が 3.0%より低いとみている先はなかった。

なお、筆者達の米国滞在中にはメディアでも 2026 年 5 月に任期を迎える Powell FRB 議長の後任人事が話題になっていた。メディアは two Kevins と称して Kevin Warsh 元 FRB 理事と Kevin Hassett NEC 長官を取り上げることが多かった。その中では、トランプ大統領は確実に利下げしてくれる人を望んでいるので、本質的に物価安定重視派の Warsh 氏よりも Hassett 氏を選ぶ可能性の方が高いのではないかとの議論が主流であった。しかし、筆者達が面談した先、特にニューヨークにおいては、メディアにそこまで騒がれていない Waller FRB 理事がダークホースであり、実際には可能性が高いので

はないかとか、財務長官としての仕事を止めるのが難しいという制約は大きいものの依然として Bessent 財務長官でも何らおかしくないとして、two Kevins とは異なる見方も結構聞かれていた。

それでは、利下げを指向する FRB 議長を任命すれば Fed が政権のいいなりになるのかと問うと、FOMC は結局は政権の影響が及ばない地区連銀総裁も交えた合議制であり、理事にも様々な考え方の人がいるので、そこまでは至らず、Fed は信認を何とか維持できるのではないかとの意見も聞かれた。

5. 世界経済

最後に、今回の出張では世界経済の先行きについての議論も行った。そのコンセンサスを掬ってみると、世界景気の行方は、大きく捉えれば本年下期に減速した後、2026 年には回復に向かうものの、①米国が賦課する関税の影響、②米国経済減速の影響、③国別の事情を勘案すると、米国を除く主要国の経済見通しは弱めにとどまる、との見方であった。

このうち、中国は短期的に上振れリスクがある（注：2Q25 の GDP で既に顕在化）が、国内で不動産問題をずっと引きずっており、デフレによる税収減で地方政府の資金繰りも厳しく、隠れ債務も含めたリファイナンスは悪い均衡に向かいそうであるとの意見が聞かれたところである。

一方、ユーロ圏はドイツの軍事関連支出の大幅な拡大が集中的に出れば 2026 年に上振れリスクとなるとの意見が聞かれる一方で、防衛品を製造する企業が国内で育っていないために、軍事関連の需要増が短期的には米国にスピルオーバーしてしまうとか、エネルギーコストが高止まりするリスクが残ることで、当面は下振れリスクを警戒すべきとの意見も聞かれた。

また、世界の金融市場を見渡すと、特に米国経済のレジリエンスとドルの推移が通常と異なる関係を見せる等、通常とは異なる資産間の相関がみられている。この点を、金融リスクとして指摘する意見も聞かれ、投資家の立場にある筆者達に対してもこの点が孕むリスクについて質問を投げかけてきた。

著者紹介

鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年の Financial Stability Board 発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月まで JP モルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

岩井真子

りそなアセットマネジメントにおいて経済・市場分析および複数資産ポートフォリオのアセットアロケーション業務を経験。2025年5月より現職。エコノミストとして経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を用いて行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくは URL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容は JST の管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。