

1 2026年米国経済の展望と課題^(注1)

～「スプリットスクリーン経済」へ～

木村 誠 *Makoto Kimura*
(一財)国際貿易投資研究所 客員研究員

要旨

国際通貨基金（以下、IMF）の世界経済見通し（WEO）によると、米国経済の成長率（実質GDP伸び率）は2025年前年比2.0%から26年には2.1%を見込む。26年はドナルド・トランプ税制改革が成長を押し上げる要因となる一方で、関税政策、不法移民の強制送還、就業ビザの規制強化などが引き続き雇用の成長を下押しする可能性もある。このように、26年は経済成長の見通しは明るい一方で、雇用の伸びは鈍化するという「スプリットスクリーン経済」（WSJ紙）になるとの見方も。

関税政策の行方は依然として不透明な状況となっているものの、足元で個人消費は依然堅調。人工知能（以下、AI）への投資が急増し、株価も高値圏で推移しているほか、長期金利は4%前後での推移となるなど、金融市場は安定している。

高関税措置は、第三国経由の迂回輸出、為替レートの変動などもあり、その効果が緩和される可能性もある。トランプ大統領は今春に相互関税導入を表明した際、適用対象に例外はないと主張していた。しかし、26年の中間選挙を睨んで、物価の上昇を早期に抑え込みたい意向も働き始めており、11月14日には、牛肉やコーヒーのほか、果物、ナッツ類、香辛料を含む100品目以上的一般食品を相互関税の適用対象から除外した。

7月の雇用統計で過去2か月分の雇用者数が大幅に下方修正されたほか、8月も雇用者数が市場予想を大幅に下回った。さらに、11月20日に発表さ

れた9月の雇用統計でも、失業率が4.4%へ上昇するなど、労働市場の減速が顕著となっている。AIへの投資が生産性と経済成長を押し上げているにもかかわらず、政治的な不確実性により企業が雇用に消極的になっているという事情がある。低所得者層における雇用環境が今後悪化する場合、個人消費を下押ししていく可能性もある。

このため連邦準備制度理事会（以下、FRB）は、労働市場の減速を受けて2025年9月に利下げを再開（政策金利は0.25%ポイント引き下げ4.0～4.25%に）したものの、12月に追加利下げを実施するかは不透明である。26年はインフレ低下もあって市場は1～2回程度の追加利下げを予想している。

今後の米国経済の先行きを見ていくうえで、懸念と課題は、①26年秋の中間選挙、②FRBの独立性の確保、③トランプ関税をめぐる最高裁の判断の3点が挙げられる。

1. 成長は引き続き期待できるものの、雇用は下振れを見込む

2025年10月IMFの世界経済見通し（WEO）^{（注2）}によると、米国経済の成長率（実質GDP伸び率）は25年の前年比2.0%から26年には2.1%を見込む。IMFのピエール・オリビエ・グランシャーフエコノミストは、「世界経済は懸念していたほど悪くはないが、1年前の想定よりも弱く、必要とされる水準にも届いていない」と、記者会見で指摘し、「依然としてリスクは下振れ方向に傾いている」と述べた。そして国・地域別では、米国の成長率が25年は2.0%と、24年の2.8%から大きく鈍化するとみている。しかし、減税や歳出削減、債務上限引き上げなどをまとめた「大きく美しい一つの法」（One Big Beautiful Bill Act：OBBA）による財政刺激、金融環境の緩和により、25年4月の成長率見通し（1.8%）からは上方修正された。26年は前年比2.1%でほぼ横ばいになると予測している。

民間の非営利調査機関カンファレンスボードは、「つなぎ予算」が成立して11月12日政府機関の閉鎖は終了したものの、「シャットダウンの波及効

果、遅延した支出、停止された契約、データの歪みが、2025年第4四半期の成長に重くのしかかり、同四半期の実質GDP成長率を約0.5ポイント押し下げる可能性がある」と推定しているが、「そのほとんどは2026年の初めに回復するだろう」とみている^(注3)。

また、ホワイトハウス国家経済会議（NEC）のケビン・ハセット委員長は25年11月CNBCのインタビューで、「（政府機関の閉鎖があったものの）米国経済は26年第1四半期までに3~4%の成長に回復するはずだ」との見通しを示した。

商務省によると25年4~6月（第2四半期）の実質国内総生産（GDP）確報値は3.8%増と、ほぼ2年ぶりの高い伸びとなった^(注4)。これは個人消費の上方修正に加えて、トランプ関税施行前の駆け込み需要が一服した結果（GDPのマイナスの構成要素である）輸入が急減し、成長率が押し上げられたためである。

一方、企業の景況感を示すISM製造業景況感指数^(注5)をみると、25年10月のISM製造業景気指数（季節調整値）は、48.7（前月49.1）と市場予想中央値の49.5を下回った。国内需要に支えられながらも、関税賦課などトランプ政権の政策による不確実性の高まりやコストの上昇によって、拡大縮小の分岐点である50を8か月連続で下回っており、米国の製造業部門で緩やかな縮小が継続していることを示している。一方、25年10月のISM非製造業景気指数（季節調整値）は、52.4（前月50.0）と前月比2.4ポイント上昇し、市場予想中央値の50.8を上回り、25年2月以来の高い水準に上昇した。非製造業部門の拡大ペースが加速していることがうかがえる^(注6)。

他方、ミシガン大学が11月7日発表した11月の消費者信頼感指数（速報値）は50.3と、10月の53.6から大幅に悪化した^(注7)。持続的な物価上昇と、長期化する政府機関の閉鎖が消費者心理を圧迫しているとみられている。

こうした景況感の悪化に加えて、個人消費の減速、労働市場の鈍化、インフレ懸念といった景気減速の兆候も見えはじめている。さらに不法移民の強制送還、就業ビザの規制強化などが引き続き雇用の伸びを下押しする可能性もある。

このように、2026年はAIへの投資で設備投資が景気を押し上げ、経済成長の見通しは比較的明るい一方で、企業は政治的不確実性とコストの上昇を受けて、雇用の増加には消極的という「スプリットスクリーン経済」(WSJ紙)になるとの見方もある。

2. 関税政策は依然不透明

関税政策の行方は依然として不透明な状況となっている。しかし、足元で個人消費は堅調である。AIへの投資が急増し、株価も高値圏で推移しているほか、長期金利は4%前後での推移となるなど、金融市場は安定している。前節でみたように、IMFは世界経済見通し(WEO)（25年10月）で関税をめぐるリスクが若干減少しているため、25年の米国の経済成長見通しを上方修正している。高関税措置は、第三国経由の迂回輸出、為替レートの変動などもあり、その効果が緩和される可能性もある。

労働省が10月24日に発表した25年9月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比で3.0%の上昇となった^(注8)。これは8月の2.9%上昇をわずかに上回り、年初来の急速な伸びとなった。変動の大きい食品とエネルギー価格を除いたコア物価指数も3.0%上昇した。住宅価格への圧力が和らいだため、コア物価指数は市場予想(3.1%上昇)より下回った。

今春トランプ大統領が国際緊急経済権限法のもと、各国に対して包括的で大幅な関税引き上げを発表した際、FRBが懸念したほど、足元ではインフレが大きな材料にはなっていない。しかし、25年会計年度(24年10月～25年9月)に連邦政府は1,950億ドルの関税収入を得たが、企業はそのすべては消費者に転嫁していない。他方、ゴールドマン・サックスは25年10月のリポートで、企業による関税コストの吸収は限界にきており、25年末までに消費者は関税コストの55%を負担することになると試算を示した。さらに、トランプ関税が今後も維持された場合、消費者の負担割合は26年末には70%に達すると予測している。

このような状況で、トランプ大統領は、消費者物価上昇を配慮して、11月

14日、牛肉やコーヒーのほか、果物、ナッツ類、香辛料を含む100品目以上の一般食品を相互関税の適用対象から除外した。米国で生産していない品目や、国内の事業者だけでは需要を満たせない品目の関税を免除する。トランプ大統領は25年春に相互関税導入を表明した際、適用対象に例外はないと主張していた。しかし、2026年の中間選挙を睨んで、物価の上昇を早期に抑え込みたい意向も働き始めている。

3. 雇用は下振れ

政府機関の閉鎖で重要指標である労働省の雇用統計は本稿執筆時点では、2025年9月分までしか公表されていない。

7月の雇用統計で過去2か月分の雇用者数が大幅に下方修正されたほか、8月も雇用者数が7月時点での市場予想を大幅に下回った。さらに11月20日に発表された9月の雇用統計でも、非農業部門雇用者数は前月から11.9万人増加し、市場予想を大幅に上回ったが、失業率が4.4%へ上昇するなど、労働市場の減速が顕著となっている。11月はAIへの投資が生産性と経済成長を押し上げているにもかかわらず、政治的な不確実性により企業が雇用に消極的になっているという事情がある。低所得層における雇用環境が今後悪化する場合、個人消費を下押ししていく可能性もある。

しかし、トランプ政権の不法移民取り締まりにより労働者の供給が減少しているため、雇用の伸びは鈍化しているものの、失業率の顕著な上昇にはつながらないだろうとみている。WSJ紙によると失業率は、26年は4.5%前後で推移すると予想されている。25年8月の失業率は4.3%だった。予測者らは、今後12か月間の景気後退確率を33%と見ており、これは7月から変わらない。

FRBが注視しているのは、この雇用市場である。25年9月25日発表の新規失業保険申請件数は、市場予想を下回る21.8万件だった。この数値は、労働市場の減速傾向を示しながらも、レイオフは限定的であること、実際の失業手当を申請する人は少ないままであることを示唆している。しかし、『雇用

が少ないが解雇も少ない』状態から、今後は『解雇が増える』状況に変わる可能性がある。

4. FRBは利下げを再開したものの、慎重姿勢

2025年10月に開催された連邦公開市場委員会（以下、FOMC）で、FRBは労働市場の減速を受けて、FFレート誘導目標レンジを25bp引き下げ、3.75～4.00%にすること、またバランスシートの縮小策（QT）を12月1日に終了することを決定した。なお、住宅ローン担保証券（MBS）に関しては保有額の縮小を継続し、その縮小分を国債への再投資に充てることも決められている。ジェローム・パウエルFRB議長（以下、パウエル議長）は、「インフレ率がやや高止まりしているが、労働市場が徐々に冷え込みつつあり、労働市場の悪化リスクが高まる形でのリスクバランスの変化を考慮して、より中立的な政策スタンスに向けてさらなる一歩を踏み出すことが適切」と判断し、25bpの利下げを決定したと説明した。今回のFOMCでの25bp利下げは賛成10人、反対2人という多数決で決定された。反対したメンバーのうち、スティーブン・ミラン理事は50bpの利下げを主張し、ジェフリー・シュミッド・カンザスシティ地区連銀総裁は金利据え置きを主張した。

市場はFRBが12月にも追加利下げを実施するか注目しているが、パウエル議長は、12月の追加利下げは既定路線ではなく、「少なくとももう1サイクル待つよう求める声がある」ことに言及している。しかし、関税の影響を除いたインフレ率が現在2%の目標に近づいており、労働市場は緩やかに冷え続いていると市場は見ている。

IMFによると、米国の財政赤字は 今後数年間、名目GDP比7%前後で推移する見込みである。そうなると、既に高水準にある米国の公的債務は、明らかに持続不可能な軌道を辿ることになる。米国経済の脆弱性は、財政赤字と貿易赤字の補填を外国に依存している点にある。実際、現在、29兆ドルの米国債発行残高（政府内部での保有分を除く）の約3割を外国人投資家が保有している。インフレが進行すると、外国人投資家は米国債の購入に消極的

になる可能性がある。その結果、ドルが下落し、住宅ローン金利を左右する10年国債の金利が上昇する可能性がある。

また、AIへの積極的な投資によって足元の株価が「バブル」ともいべき異常な水準に高騰している点も注目される。ノーベル賞受賞者である経済学者ロバート・シラーの景気循環調整株価収益率（CAPE）モデルは、株価の割高・割安を判断する指標である。これは単年度の利益ではなく、価格変動を加味した過去10年間の一株当たり純利益の平均値で株価収益率（PER）を計算するもので、「シラーPER」と呼ばれている。一般的に、このシラーPERが25倍を超えると株価は割高と判断される。S&P500指数のシラーPERは現在約40倍となっていて、ドットコムバブル崩壊前夜の2000年の水準とほぼ同じだ。また、ウォーレン・巴菲特氏が用いる「バフェット指數」、すなわち市場全体の評価額を国内総生産（GDP）で割った比率は、足元では過去最高の約220%に達している。にもかかわらず、トランプ大統領は拡張的な予算と金融政策を依然として志向し続けている。

5. 懸念と課題：中間選挙、FRBの独立性、トランプ関税に対する司法の判断

①2026年中間選挙

2026年11月3日の中間選挙まで1年を切っている。全議席の3分の1が改選される上院では共和党が過半数を維持する勢いだが、全議席が改選される下院の情勢は流動的である。先ず上院では改選議席は共和党が22、民主党が13だが、各種世論調査等による「270 to win」の予測（11月17日）に基づくと、共和党は19議席が優勢な状況（当選の確率がsafeとlikelyの合計）にあり、これに非改選議席の31を足すと過半数の50議席に達する^(注9)。他方、民主党が上院を制するには4議席の純増を達成する必要がある。

過去の中間選挙では特に下院において政権与党が苦戦する傾向がある^(注10)。1938年以降、過去22回の中間選挙では20回政権与党が敗北している。例外だった2回のうちの一つは2001年9月11日の同時多発テロ事件後に行われた中間選挙である。この時のジョージ・ブッシュ大統領（共和党）の支持率は選挙

日当日63%に達していた。その意味では、中間選挙前の国際政治情勢にも注視すべきであろう。

過去10回の中間選挙前後における経済をみると、中間選挙前までは先行きの政策不透明感を背景に株価は軟調に推移する傾向にあるが、「3期目」がないトランプ大統領が景気の浮揚を目的に、様々な政策変更や制度変更に乗り出していく可能性もある。ビル・クリントン元大統領の政治顧問、ジェームズ・カービルが、選挙に関しては「経済がすべてだ。愚か者（it's the economy, stupid）」という有名な言葉を残している。2025年11月、ニュージャージー州およびバージニア州の知事選やニューヨークの市長選で民主党が圧勝したが、経済全般、特に物価高に対する有権者の不満が、民主党の勝利に大きく影響したことは間違いない。政権与党の失策が選挙結果に大きく跳ね返ることは、24年の大統領選挙でも明らかになっている。26年の中間選挙に向けてトランプ大統領がどのような起死回生の一手を打ってくるか注目される。

②FRBの独立性が低下

トランプ大統領はパウエル議長が利下げをしないと執拗に批判しているほか、金融政策への自身の影響力を行使しようとして、パウエル議長、フィリップ・ジェファーソン副議長も入れて7人いるFRBの理事メンバーに「親トランプ派」を送り込もうとしている。先ず、側近のミラン大統領経済諮問委員会（CEA）委員長を2025年8月末に新たなFRB理事に指名したほか、リサ・クックFRB理事の解任に向け乗り出している。FRB理事は、大統領によって指名され、上院の承認を経て任命される。任期は理事7名全員が14年で、そのうち議長と副議長は理事就任期間中4年の任期で選出される。パウエル議長は、2026年5月に2期目の議長任期が満了する。制度上は、議長任期満了後も2028年1月31日まで理事としてFRBにとどまることは可能である。

一方、トランプ大統領は、パウエル議長の後任に誰を指名するかは明言していない。トランプ氏が指名する次期FRB議長候補は上院の承認を必要とするが、共和党は上院では民主党を議席数で3議席上回っているだけなの

で、党内の造反を最大で3人以内に抑えなければならない。

主要国の中銀はほとんど政府から独立して運営され、雇用と物価の安定を優先している。トランプ大統領が指名するパウエル議長の後任はFRBの独立性の低下につながる可能性が高いとみる向きが多い。

さらに、トランプ大統領は住宅ローンの虚偽表示の疑惑をめぐってリサ・クックFRB理事の解任を求めており、下級裁判所は、トランプ大統領が正当な理由でクック理事を解任するために必要な条件を満たしていないとの判決を下している。連邦最高裁判所は2026年1月にこの訴訟を審理する予定になっている。

③トランプ関税をめぐる最高裁の判断

トランプ大統領が課した包括的な相互関税の合法性をめぐり、連邦最高裁判所（以下、最高裁）で11月5日、口頭弁論が開かれた。政権が主張する相互関税の根拠となっている1977年「国際緊急経済権限法（IEEPA）」の適用に、複数の保守派判事が疑問を呈し、トランプ大統領の関税政策が揺らいでいる。

米国の憲法では、行政府が議会の承認を得ずに重大決定をすることを禁じる「重要問題法理（major questions doctrine）」の下、大統領は法令について、議会からの明確な指針がなければ、幅広い経済的・政治的影響をもたらす権限が自身にあると解釈することはできない。また「立法権委任禁止法理」の下、議会は他者に立法権を譲り渡すことはできない。

トランプ大統領に不利な判断が下された場合、1,950億ドルを超える関税の返還が命じられる可能性がある。ジェイミソン・グリア通商代表部（USTR）代表は11月6日、最高裁がトランプ関税を違憲と判断した場合、状況次第で一部の原告が払い戻しを受ける可能性があると述べている。

これにより、現在高関税を負担している米国の輸入業者は、重荷が軽減される。また、トランプ大統領は外交と通商で多用してきた関税という万能ツールを失いかねない。最高裁は中小企業が起こした2件の訴訟と、民主党勢力の強い12州の司法長官が提起した別の訴訟を併合して審理している。これ

まで三つの下級審はいずれも、トランプ政権の関税措置は違法との判断を下している。

しかし、トランプ大統領が敗訴しても、政権側は貿易不均衡を理由に150日間15%の関税を賦課できる「1974年通商法」、第一次政権時の対中関税発動の根拠になった「通商法301条（不公正な貿易慣行の是正）」、最大50%の関税を課せる「関税法338条（差別的待遇への対処）」などの代替手段を持ち出す可能性もあり、関税をめぐる混乱は最高裁判断が下された後も続く可能性がある。なお、鉄鋼とアルミ、自動車への関税は「1962年通商拡大法232条」に基づいているものなので、今回の判決は影響しない。

注.

1. 本稿は、2025年11月17日時点での情報をもとに執筆している。政府機関一部閉鎖の影響で、商務省（GDP統計、小売売上高）や労働局（雇用統計、CPI）など主要統計の最新データは反映されていない。10月1日に始まった政府機関の一部閉鎖は、過去最長の43日間続いたが、民主党健派が共和党に歩み寄る形で「つなぎ予算案」が成立し、11月2日トランプ大統領の署名を経て正式に発効した。つなぎ予算は26年1月30日までのものだが、争点の一つだった「オバマケア」税額控除の延長は見送られた。この間、雇用統計やCPIなど重要統計のデータ収集作業はできず、政策判断への影響が懸念されている。
2. <https://www.imf.org/ja/publications/weo>
3. <https://www.conference-board.org/research/us-forecast>
4. <https://www.bea.gov/news/2025/gross-domestic-product-2nd-quarter-2025-third-estimate-gdp-industry-corporate-profits>
5. <https://www.ismworld.org/supply-management-news-and-reports/reports/ism-pmi-reports/pmi/october/>
6. <https://www.ismworld.org/supply-management-news-and-reports/reports/ism-pmi-reports/services/october/>
7. <https://www.sca.isr.umich.edu/>
8. <https://www.bls.gov/news.release/cpi.nr0.htm>
9. <https://www.270towin.com/2026-senate-election/>
10. <https://www.brookings.edu/articles/what-history-tells-us-about-the-2026-midterm-elections/>