



米国の雇用なき景気拡大は続くのか？

客員研究員
古金 義洋

○当初予想に反して、トランプ関税でも米国経済が堅調に推移したのはなぜか？

トランプ関税下でも米国経済は予想外の好調を維持している。「トランプ大統領が発動した輸入関税のコストが米国内物価に転嫁され、物価上昇により米国消費が減少する一方、関税政策の不確実性で企業の投資マインドが悪化し設備投資も停滞するため、米国経済は失速する」というのが、昨年の当初予想だったが、予想は大きく外れた。

実際には、まず、確かに輸入関税は発動されたが、関税率はその後の交渉で引き下げられ、しかも、関税コストは対米輸出企業や米国の輸入・小売企業などが負担し、ほとんど米国内物価に転嫁されず、物価上昇による消費の落ち込みはなかった。

また、A I ブームによる株高の資産効果が高所得層の消費を増加させ、A I 関連投資が「関税政策の不確実性」による企業の投資マインド悪化を補った。

さらに、関税による物価上昇でF R Bは当初、金融緩和に慎重になるとみられていたが、ほとんど物価が上昇しなかつたことで利下げが可能となり、これが株高に拍車をかけた。

米国の実質G D P成長率は、関税発動を前にした輸入急増でマイナス成長だった2025年1～3月の前期比年率マイナス0.6%のあと、4～6月はその反動で同3.8%と上向き、7～9月は同4.3%と一段と加速した。

7～9月の高成長の要因を需要項目別にみると、個人消費はヘルスケアサービス、娯楽サービスなどのサービス消費が好調で、全体では前期比年率3.5%増と4～6月の同2.5%

増から加速した。

個人消費の7～9月G D P前期比成長率に対する押し上げ寄与度は2.4%と、成長(4.3%)の半分以上が個人消費の寄与だった。

後述するように雇用の伸びは減速し、雇用者報酬は伸び悩んでいる。消費者信頼感指数などからみた消費者マインドが低迷するなかでも個人消費が盛り上がっているのは、株高による資産効果が高所得層の消費を押し上げたからにほかならない。実際、家計貯蓄率は3月の5.1%から6月4.6%、9月4.0%と低下し、消費が可処分所得以外の要因で増加していることを示している。

一方、設備投資はデータセンター建設などA I 関連投資の好調が続いたが、2025年7～9月の伸びは前期比年率2.8%増と1～3月の同9.5%増、4～6月の同7.3%増から伸びは徐々に鈍化している。7～9月の設備投資のG D P押し上げ寄与度は0.4%と個人消費ほど大きくない。

設備投資のうちA I 関連投資に該当する「コンピューター及び周辺設備」投資は、関税引き上げ前の駆け込みで2025年1～3月に前期比年率103.7%増と急増したあと、4～6月同61.7%増、7～9月同46.1%増と伸びは幾分鈍化しているが、大幅増加が続いている。

ただ、「コンピューター及び周辺設備」投資の経済全体に対する規模はまだ小さいため、「コンピューター及び周辺設備」投資のG D P押し上げ寄与度は1～3月0.5%、4～6月0.4%、7～9月0.3%とさほど大きくない。

しばしば、A I 関連投資の好調が米国経済



を牽引していると言われることがある。A I ブームは確かに、株高をもたらし、その資産効果を通じて米国の消費（経済）を押し上げている。だが、A I 関連投資の直接的なG D P押し上げ効果は思ったほど大きくないことがわかる。

また、「コンピューター及び周辺設備」以外の設備投資の7～9月G D Pに対する押し上げ効果は0.1%にとどまっている。その点で、トランプ関税政策の不確実性は、事前に言っていた通り、企業の投資マインドに悪影響を及ぼしていると言つていいだろう。

7～9月に続き、10～12月も高い成長が続く可能性が高い。隨時発表される経済指標からG D P成長率を推計しているアトランタ連銀のG D Pナウによれば、消費の堅調に加え、G D Pの控除項目である輸入の減少により、1月14日時点での10～12月の成長率は年率5.3%と7～9月を上回る高成長が予想されている。

○「奇妙な均衡」による失業率上昇抑制効果は薄れている

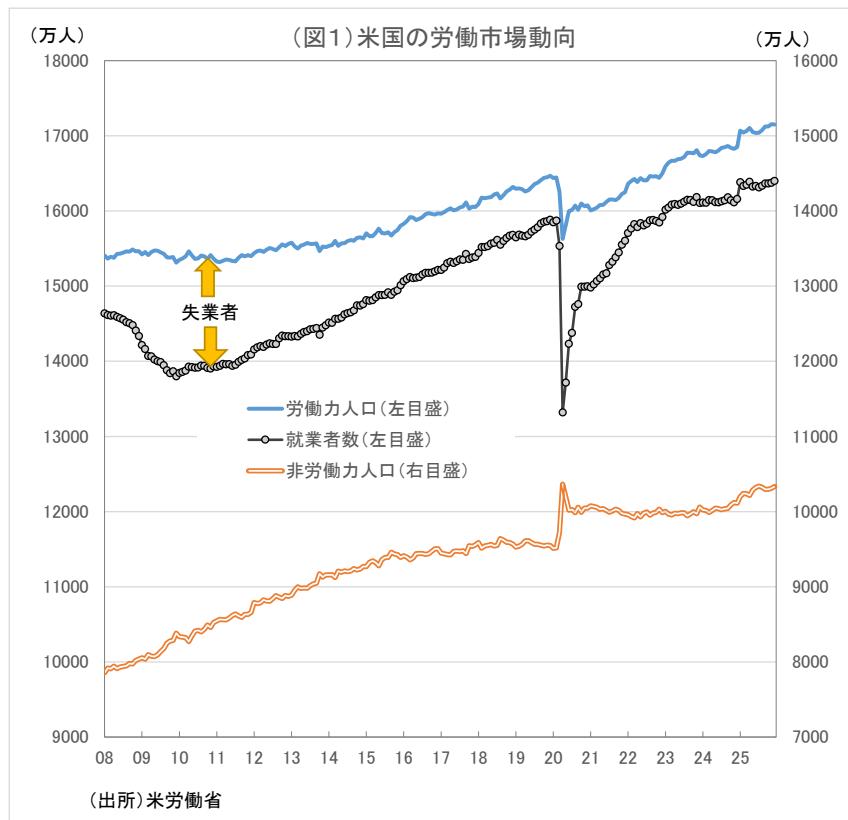
このようにトランプ関税のもとでも、G D P（需要）は個人消費を中心に上向いたが、その反面、雇用は伸び悩んでいる。こうした点で、今の米国経済の状況は「雇用なき景気拡大」と言ってもいいだろう。

米雇用統計によれば、2025年12月の非農業雇用者は前月比5.0万人増となり、前月の同5.6万人増から雇用増加テンポは若干ながら鈍化した。うち、民間雇用増加は同3.7万人増となり、前月の5.0万人増から雇用増加

テンポは幾分鈍化した。

2025年に入ってからの傾向をみると、1～3月の非農業雇用者数の月平均増加幅は11.1万人だったが、4～6月は同5.5万人、7～9月は5.1万人に鈍化し、10～12月は政府閉鎖の影響から政府部門の雇用が減少したため、同マイナス2.2万人となった。民間部門だけでみた月平均雇用増加幅は1～3月10.0万人、4～6月5.8万人、7～9月5.7万人、10～12月2.9万人となっている。

この数字をみると、2025年4月以降、企業の雇用活動は消極化し、10～12月には、政府閉鎖の影響を除いても、その傾向が強まっていることがわかる。確かに、関税政策の不確実性が企業の設備投資に及ぼした悪影響は、A I 関連投資の好調によって補われたかもしれない。だが、関税政策の不確実性は、企業の雇用活動に悪影響を及ぼし、雇用の伸び鈍化につながっている可能性がある。





一方、失業率は上向きの推移が続いており、景気悪化のサインではないかと心配されていましたが、12月は4.4%と前月の4.5%からわずかに低下した。

ただ、失業率の動きについては、雇用者数の増減、つまり労働需要の動きだけではなく、労働力人口または非労働力人口の増減、つまり労働供給の動きによって左右されるため、注意しなければいけない。

とくに、コロナショック以降、労働力人口または非労働力人口の増減が、失業率の動きを大きく左右している（図1参照）。

すなわち、コロナショックに伴って早期退職者（非労働力人口）が急増し、その一方、コロナショック後の経済再開に伴って雇用が増加したため、失業者が減少し、失業率は2023年4月に3.4%まで低下した。

だが、その後は移民の流入増加によって労働力人口が増加し、その一方で、雇用の増加テンポが鈍化したことにより、失業率は徐々に上昇していった。

2025年に入ってからは、トランプ政権下での移民政策が厳格化されたことで、移民として米国内で職を得ようとすることが難しくなり、非労働力人口が増加し、労働力人口が頭打ちとなった。これが失業率の上昇を抑制する効果をもたらした。

労働市場において、労働需要（雇用）が伸び悩む一方、労働供給（労働力人口）も伸び悩み、失業率が上昇しない状況について、パウエルF

R B議長は、2025年8月のジャクソンホール会議において「奇妙な均衡」と述べた。

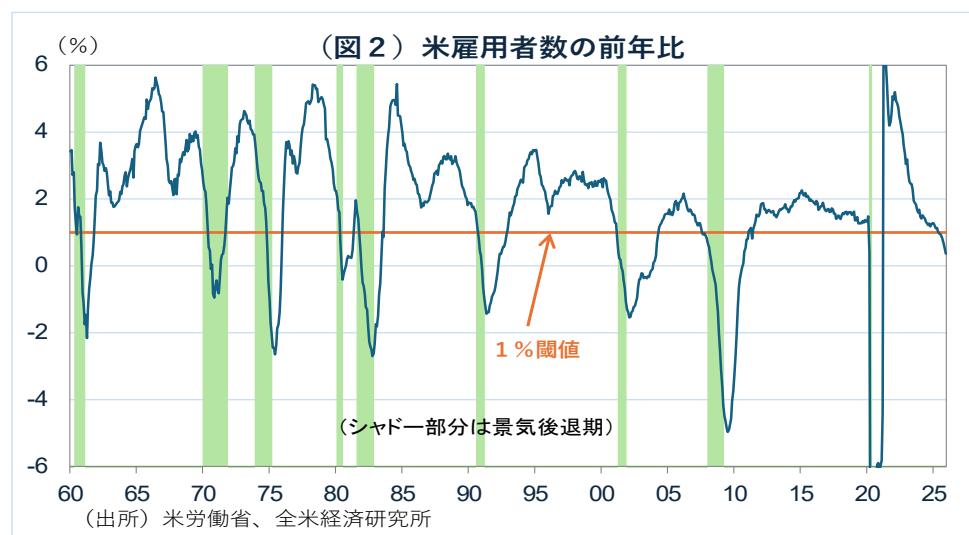
だが、2025年後半からは、非労働力人口の増加が止まり、労働力人口が再び増加しました。それが失業率を25年6月の4.1%から11月には4.5%と上昇させた。こうしてみると、「奇妙な均衡」による失業率の上昇抑制効果は、25年半ば以降、薄れているように見える。

12月は単月でみると就業数（労働需要）が増加したことに加え、労働力人口（労働供給）が減少したことが、失業率を低下させたが、月次の労働力人口データは数値の振れが大きいため、12月に失業率が低下したことを、米国景気判断のうえで過大評価することはできない。

「奇妙な均衡」による失業率上昇抑制効果が薄れ、雇用増加テンポが2025年10～12月並みの極めて鈍いものにとどまるとすれば、失業率は月次ベースで多少の振れはあっても、傾向としては上昇傾向が続くだろう。

○雇用の伸びは「前年比1%」のリセッション入り閾値を下回る

1960年代以降の米国の景気循環と雇用増加





率の動きを比べてみると、雇用の伸びが前年比1%割れに鈍化し、さらに減少していく局面では、米国経済は必ずリセッション入りしていた（図2参照）。

米国の景気循環をみると、金融引き締めに伴って消費や投資などの需要が失速し、収益悪化を警戒した企業が大規模なレイオフを実施するという形で、リセッションが雇用減少につながるケースが多いが、雇用減少が雇用者報酬を減少させ、それが消費を減少させて経済全体がリセッションにつながることも考えられる。

今回の場合、雇用の伸びは前年比1%割れどころか、ゼロ近くまで（12月の非農業雇用者は前年比0.4%増。民間雇用は前年比0.5%増）鈍化している。雇用の「前年比1%」がリセッション入りの閾値だとすると、すでに、雇用情勢はリセッション入りを示唆している。

今のところ、景気後退の引き金になるような大規模なレイオフが始まっているわけではない。米再就職斡旋会社のチャレンジャー・グレイ・アンド・クリスマスによると、発表された人員削減数は、トランプ関税発動時の2025年初めに、2月17.2万人、3月27.5万人、4月10.5万人と増加したが、その後、秋口にかけ小康状態となった。10月には15.3万人と再び増加したが、11月7.1万人、12月3.6万人と減少し、振れはあるが、企業が足元で人員削減の動きを強めているわけではない。

11月に公表されたベージュブック（地区連銀経済報告）によれば「レイオフの発表は増えているものの、企業は従業員を直接削減するのではなく、採用凍結や自然減などの策を講じているとの報告が増えた」とされる。企業が積極的に人員削減を実施しているわけではないことがわかる。

ただ、大規模なレイオフが実施されていなくとも、雇用の伸び悩みが個人消費に悪影響を及ぼすことは十分考えられる。今回、雇用が伸び悩んでいるのもかかわらず、消費が堅調に推移しているのは、雇用者報酬が伸び悩み低中所得者層の消費が低迷しても、株高による資産効果によって高所得者層の消費が盛り上がっているからにほかならない。

確かに、株高が続ければ、今後も雇用なき景気拡大は続く可能性があるが、もし株高が止まれば、雇用鈍化に引きずられて、景気も悪化していく可能性がある点に注意しなければいけないだろう。

以上