

# 微妙になってきた日米経済



りそなホールディングス 市場企画部  
エコノミスト 佐藤 芳郎



日本経済と米国経済は微妙な状況にある



日本経済：インフレはデフレよりも経済が正常化した状態だが万能薬ではない



日本銀行：インフレを睨みつつ次回利上げは4-6月、最終到達点は1.50%を想定



米国経済：労働市場が曲がり角にあるように見えるが、なぜか景気は順調



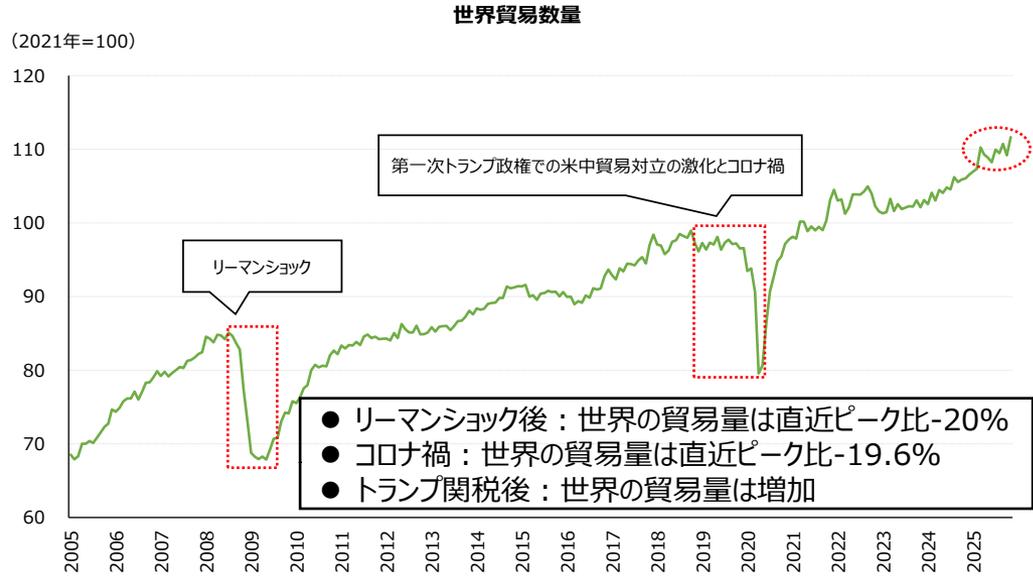
FRB：次期FRB議長のウォーシュ氏の下では金融政策と共に金融規制の動向にもご注意を

- 米国での相互関税の違憲判決があり通商動向は再び不透明感を高め、イラン動向が地政学リスクを高めるという新たな要因は出てきているが、トランプ関税の日本経済への影響は限定的と判断して良い状況になってきた
- 日本の景気・金融政策の焦点はインフレ動向に

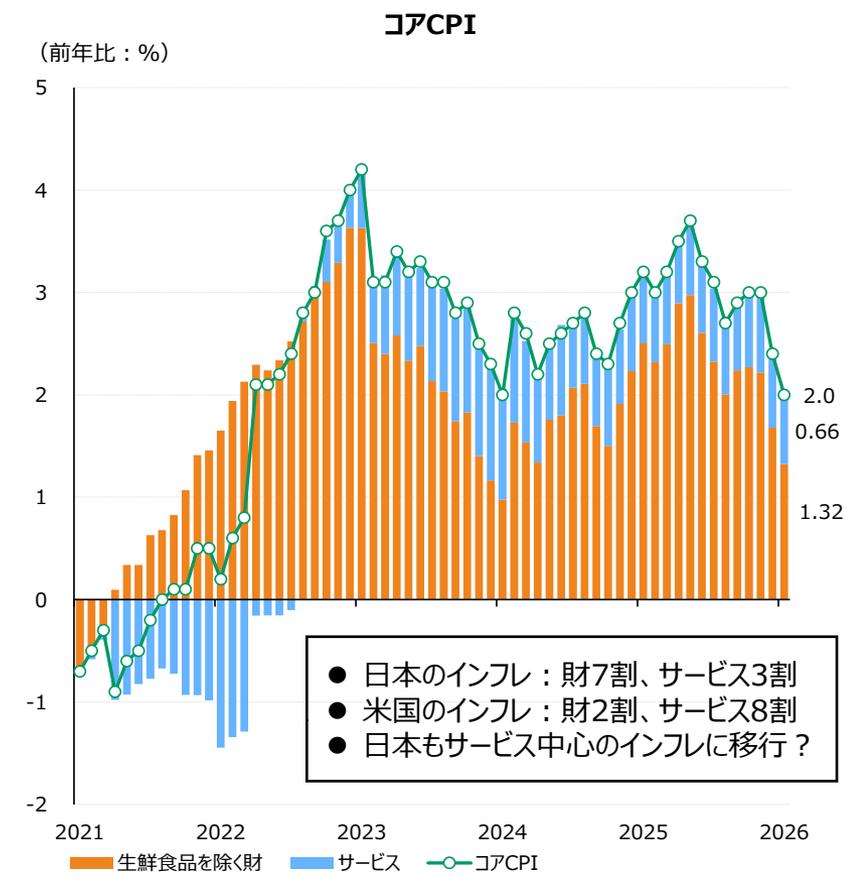
## トランプ関税は直接的な影響も間接的な影響も限定的

- 米経済の好調（2025年は2.2%成長）により関税による日本経済への影響はほぼなし

日本の成長率への影響（%ポイント）	米国の経済成長率（%）					
関税率（%）	0.0	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5
10	-0.53	-0.38	-0.23	-0.08	0.07	0.22
15	-0.58	-0.43	-0.28	-0.13	0.02	0.17
20	-0.64	-0.49	-0.34	-0.19	-0.04	0.11
25	-0.69	-0.54	-0.39	-0.24	-0.09	0.06



## 財が中心の日本特有のインフレ



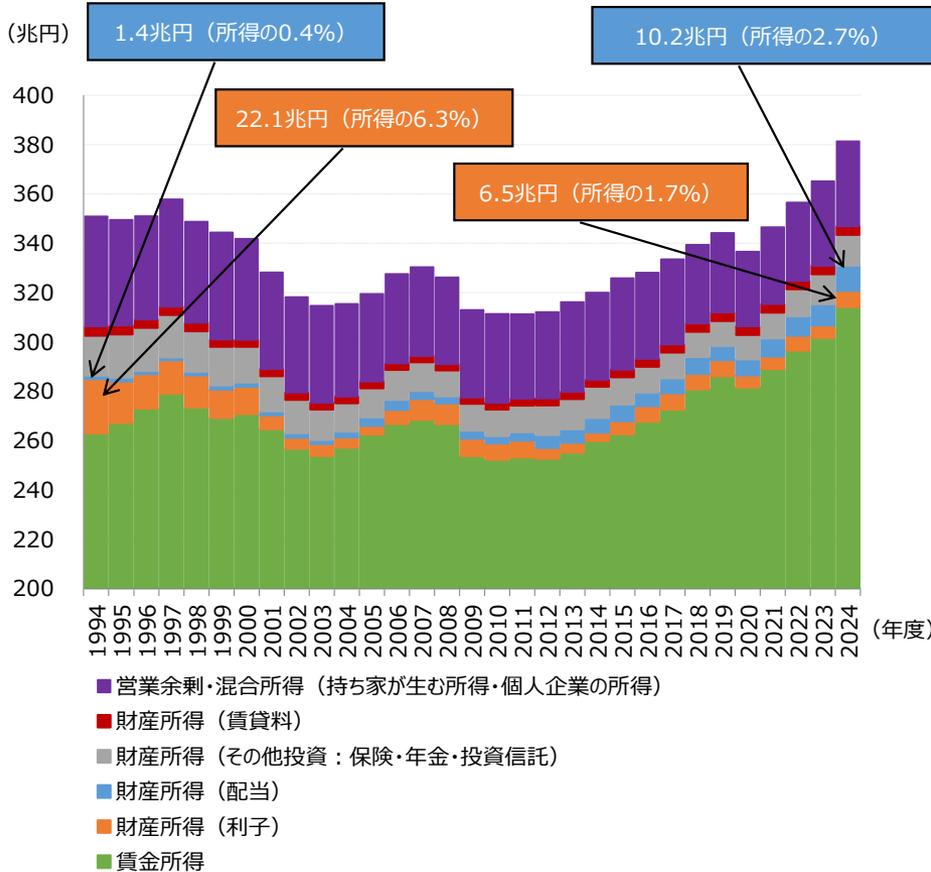
出所：オランダ経済政策分析局、総務省、りそなホールディングス

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

- インフレは金利と株価が上昇しやすい環境が醸成：家計の利子所得と配当所得の増加
- インフレは現金を保有していると価値が目減り：企業の現金有効活用の継起

## 家計の財産所得が正常化へ

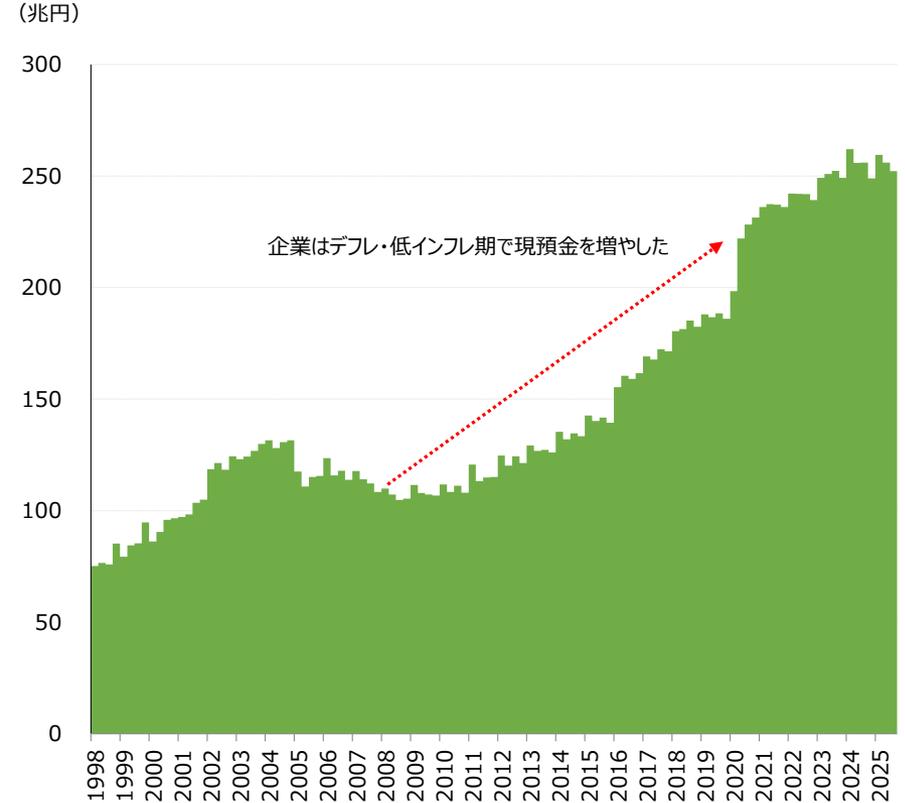
- 2025年度は株価と金利上昇で財産所得が更に増えた可能性



出所：内閣府、日本銀行、りそなホールディングス

## 政府も企業の現預金保有の活用を後押しへ

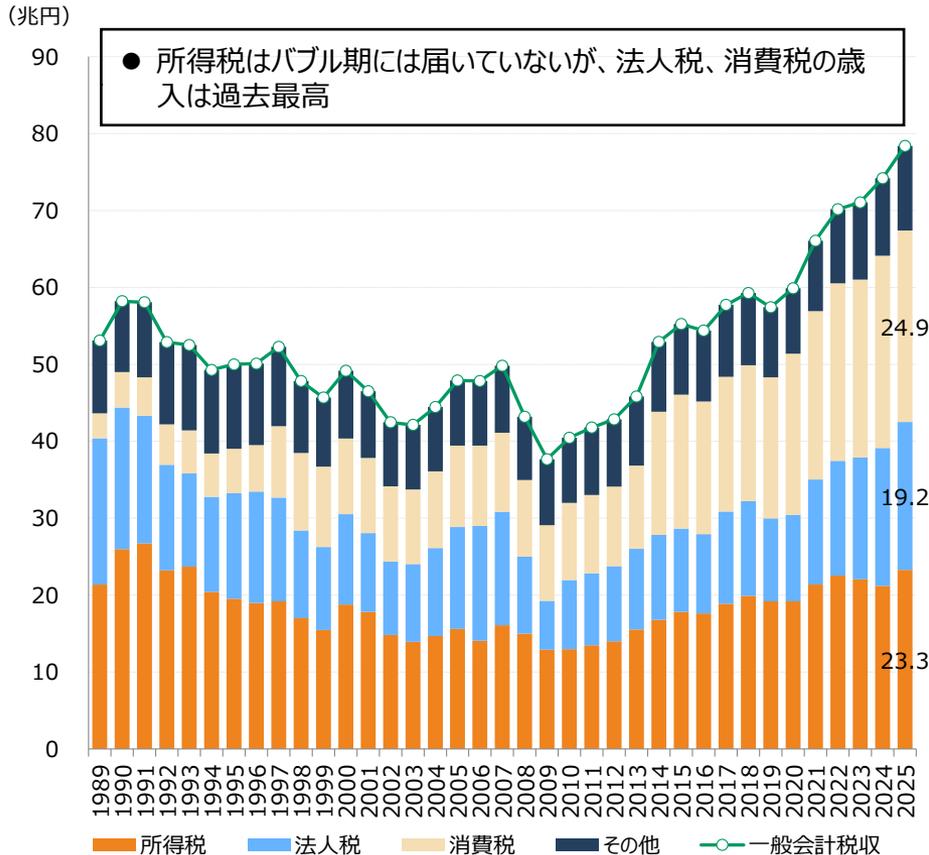
民間非金融法人の手元流動性 (現金・流動性預金) 残高



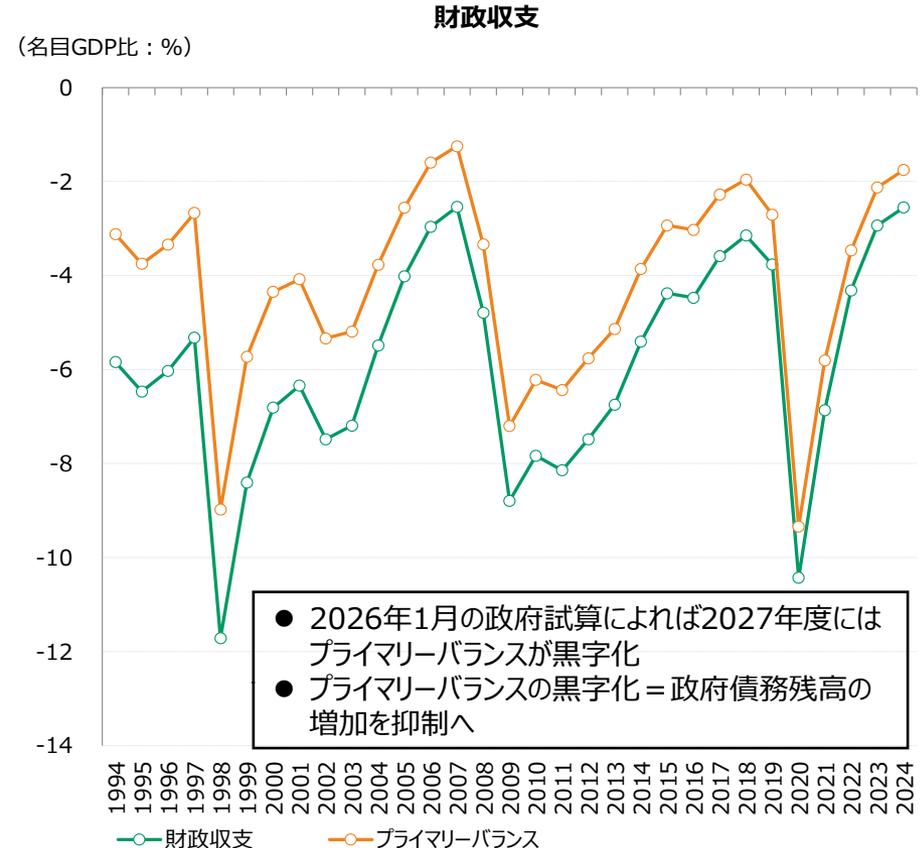
- 金融庁は2026年度中にコーポレートガバナンスコードを改定へ
- 現預金の成長投資への活用と人的資本投資の強化を促す
- リーマンショック前との比較で現預金が130兆円規模で動き出すとの試算も

- 本格的なインフレになってから政府の税収は大幅に増加
- 「インフレ＝債務者から債権者への富の移転」との批判はあるが、政府の財政収支は黒字まであと一息

## 一般会計税収は近年度で毎年過去最高を更新中



## 「インフレ増税」との批判はあるがインフレは財政不安を軽減

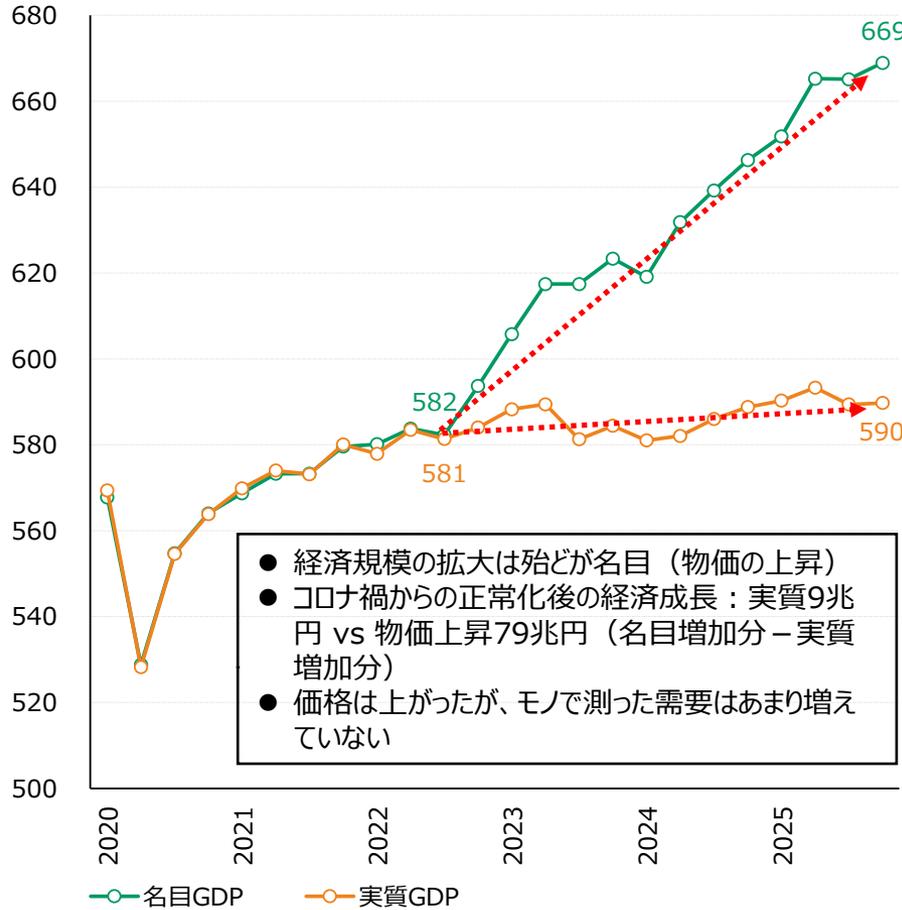


備考：2025年度の税収は当初予算  
出所：財務省、内閣府、りそなホールディングス

- インフレが顕著になってからは名目GDPは大幅に増加したものの、実質GDPはほぼ横ばい
- 「企業は賃上げ余地がある」との考え方は本当なのか？

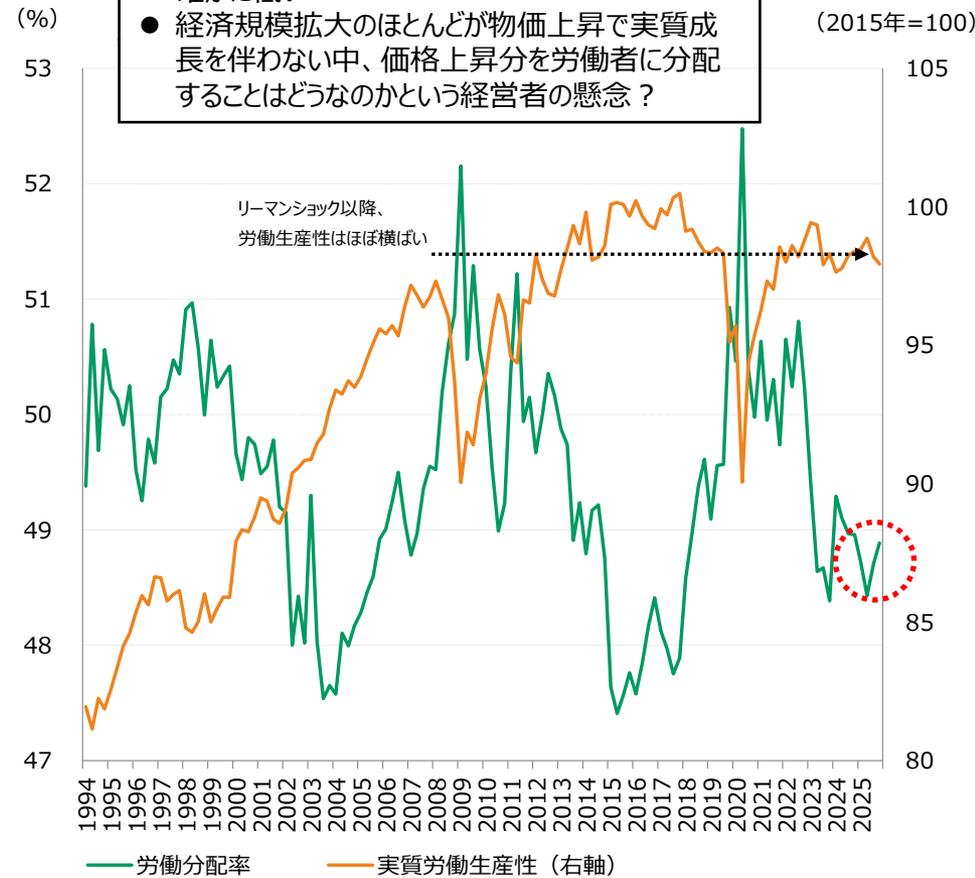
## 大きくなる名目経済規模、あまり増えていない実質需要

(年率：兆円)



## 確かに低位にある労働分配率

- 付加価値の労働者の取り分（労働分配率）は確かに低い
- 経済規模拡大のほとんどが物価上昇で実質成長を伴わない中、価格上昇分を労働者に分配することはどうなのかという経営者の懸念？



出所：内閣府、総務省、りそなホールディングス

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

- 手取りは確かに増えた、でも物価がそれ以上に上がった。。
- 家計はサービス（旅行など）支出を増やしながらも、耐久財（家電や自動車など）や非耐久財（食品など）は節約

## 物価上昇に追いつかない賃金

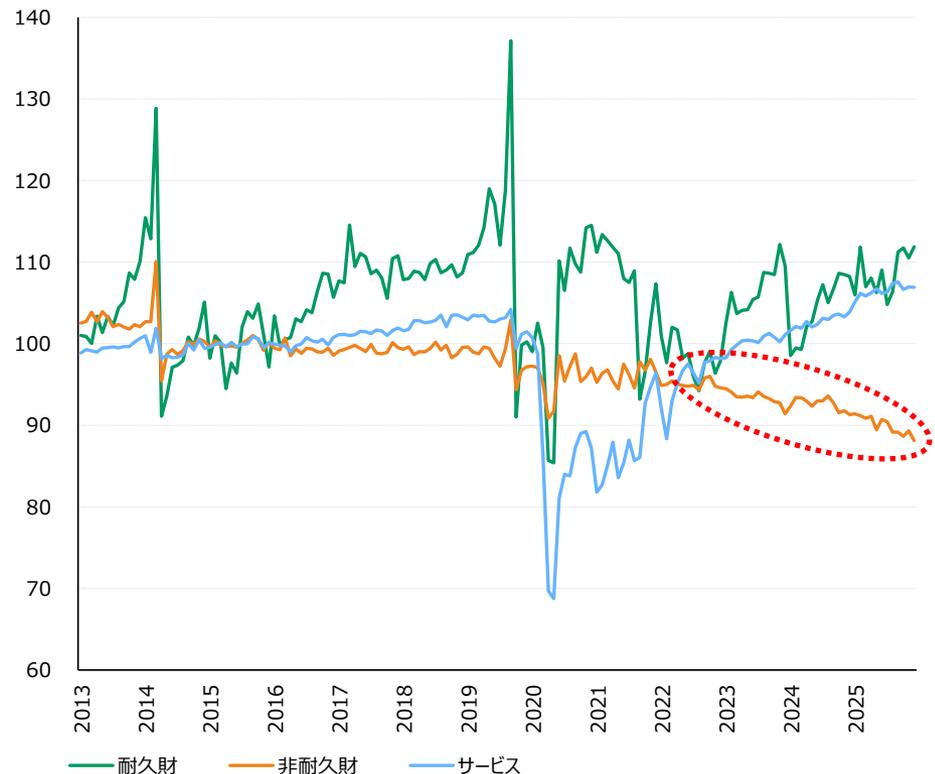
(2020年平均=100)



## 節約志向を強める家計

実質消費支出

(2015年=100)



出所：厚生労働省、日本銀行、りそなホールディングス

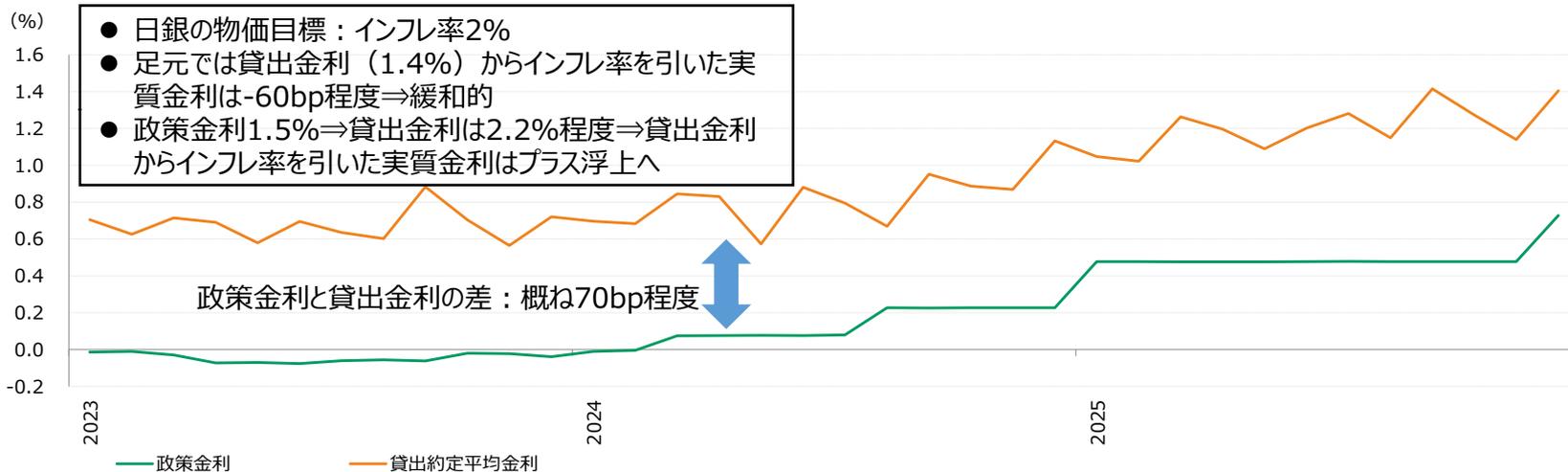
- アナリスト予想：日銀の利上げ最終到達点（ターミナルレート）は1～1.5%の間
- 日銀：現状の金融環境は「きわめて緩和的」

## アナリストのターミナルレート予想は徐々に上方修正

政策金利の到達点	2024年3月調査 (回答者数47人)	2024年7月調査 (回答者数48人)	2024年8月調査：株価急落後 (回答者数34人)	2025年1月調査 利上げ後の調査 (回答者数45人)	2025年12月調査 (回答者数48人)	2026年1月調査 (回答者数52人)
0.25	2	0	1			
0.50	18	11	2	2		
0.75	3	8	6	8	4	1
1.00	7	13	15	15	14	10
1.25	0	0	1	6	9	13
1.50	6	9	4	10	11	13
1.75	1	2	1	1	5	6
2.00	3	1	3	2	4	6
2.25	0	0	0	1	1	1
2.50	1	0	0	0	0	2

- マイナス金利解除と利上げ初期段階のターミナル予想は0.50%
- 政策金利が0.50%になってからのターミナル予想は1%
- 足元のターミナル予想1～1.5%

## 日銀は何を以って「金融環境はきわめて緩和的」と言っているのか？



出所：ブルームバーグ、日本銀行、りそなホールディングス

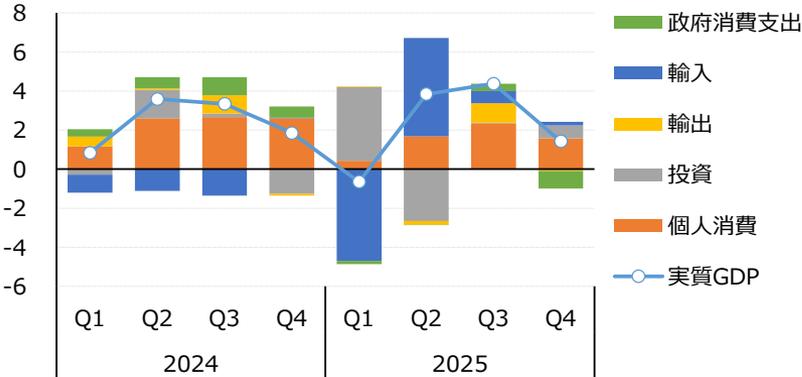
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

- サービスを中心として下がりにくくなっているインフレ
- 労働市場は“*No hire, no fire*”（雇いもせず、解雇もせず）

## 米経済：順調な成長と下がらないインフレ

### 米国の四半期実質GDP

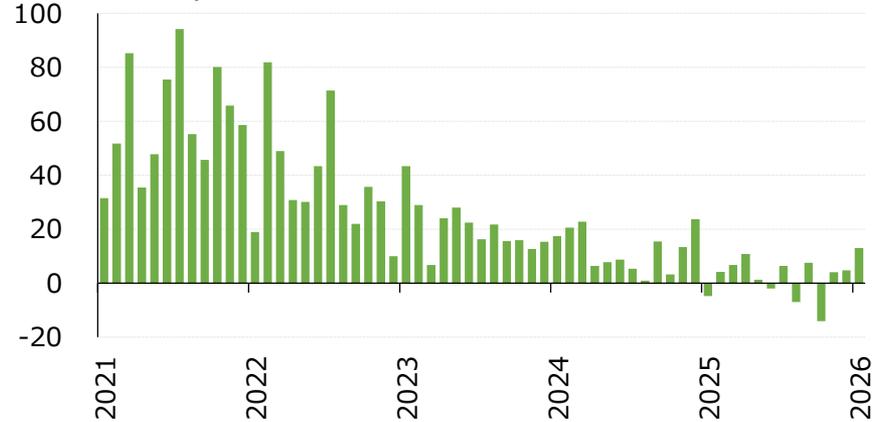
(前期比年率寄与度：%ポイント)



## 労働市場は曲がり角？

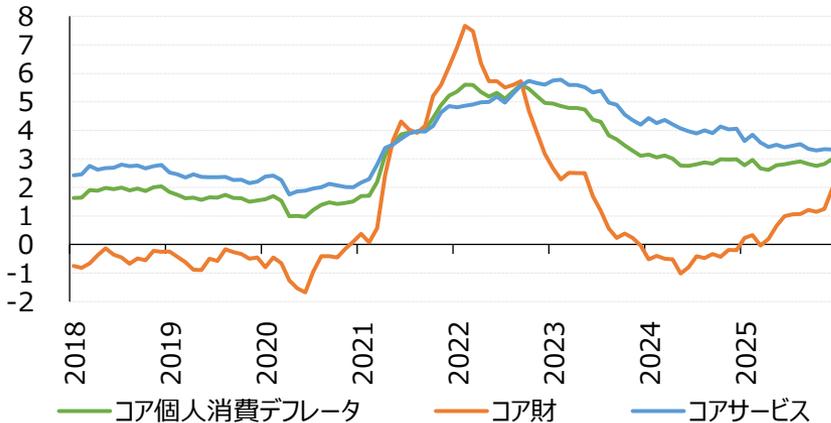
### 非農業雇用者数

(前月比：万人)



(前年比：%)

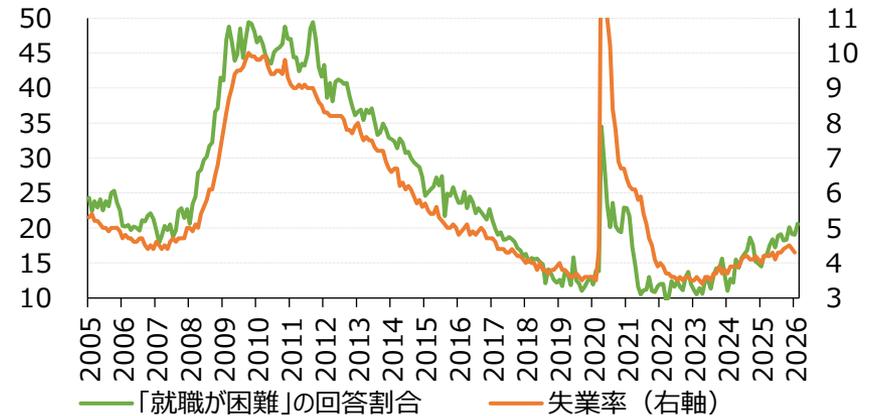
### コアPCEデフレータと内訳



(%)

### 「就職が困難」の回答割合と失業率

(%)



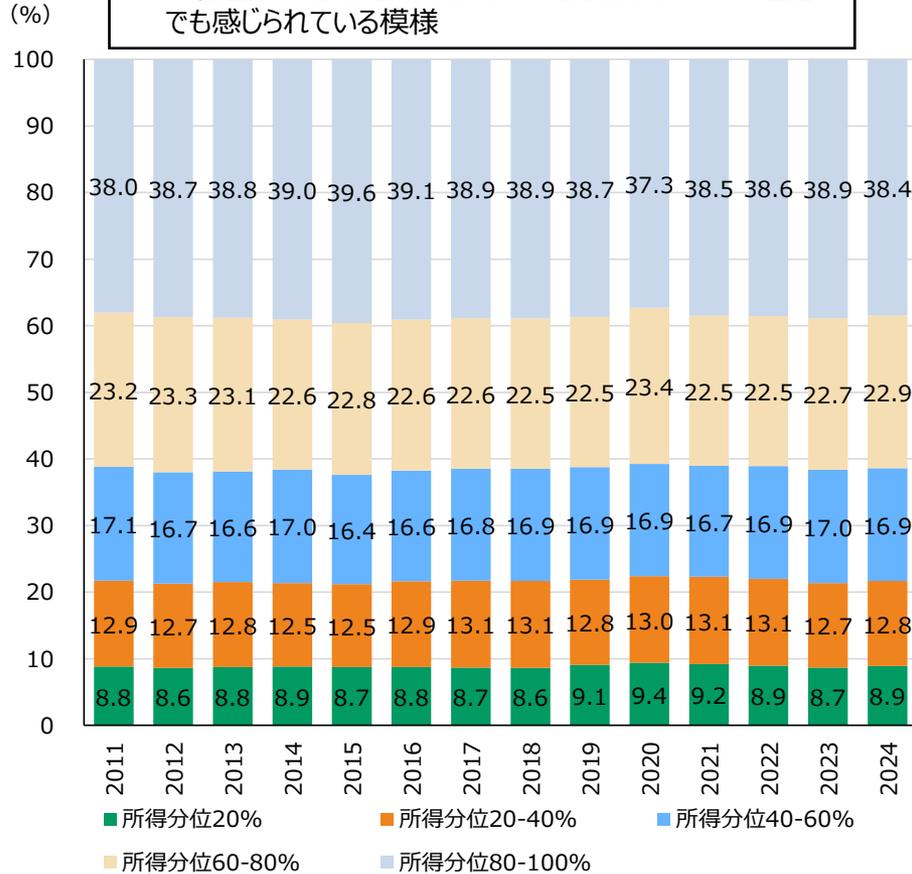
出所：経済分析局、労働統計局、ブルームバーグ、りそなホールディングス

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

- 「米国の個人消費は株高を背景として富裕層が牽引している」との考え方は、間違っていないが正確でもない
- 米国は平均的な家計でも、退職金運用口座などを通じた株式へのエクスポージャーは高い

## 米国の所得階層別の消費割合はあまり変化していない

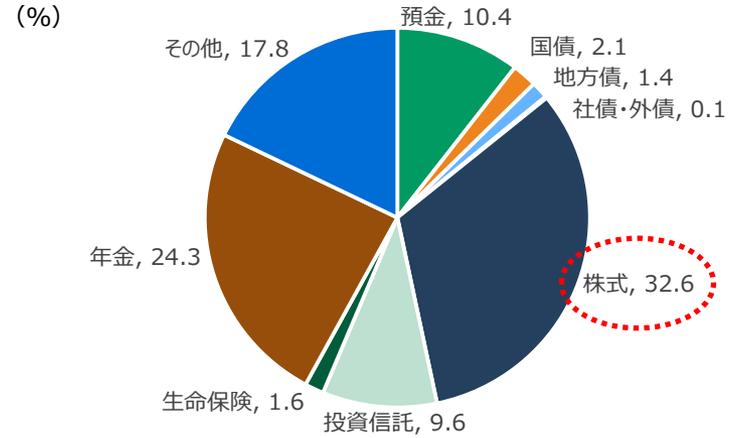
- 足元10年強程度を見ても、所得下位と所得上位が消費に占める割合はあまり変わっていない
- 株価上昇の恩恵は、資産効果などを通して所得下位層でも感じられている模様



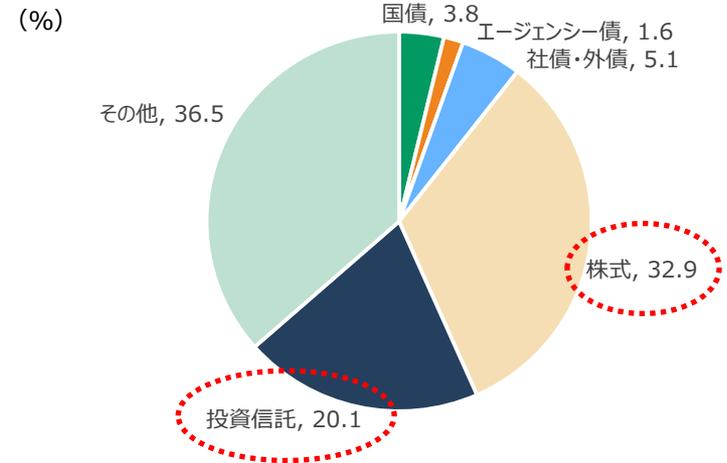
出所：労働統計局、FRB、りそなホールディングス

## 間接保有も含めると米国では「株＝富裕層の持ち物」ではない

### 家計の金融資産配分（2025年第3四半期）



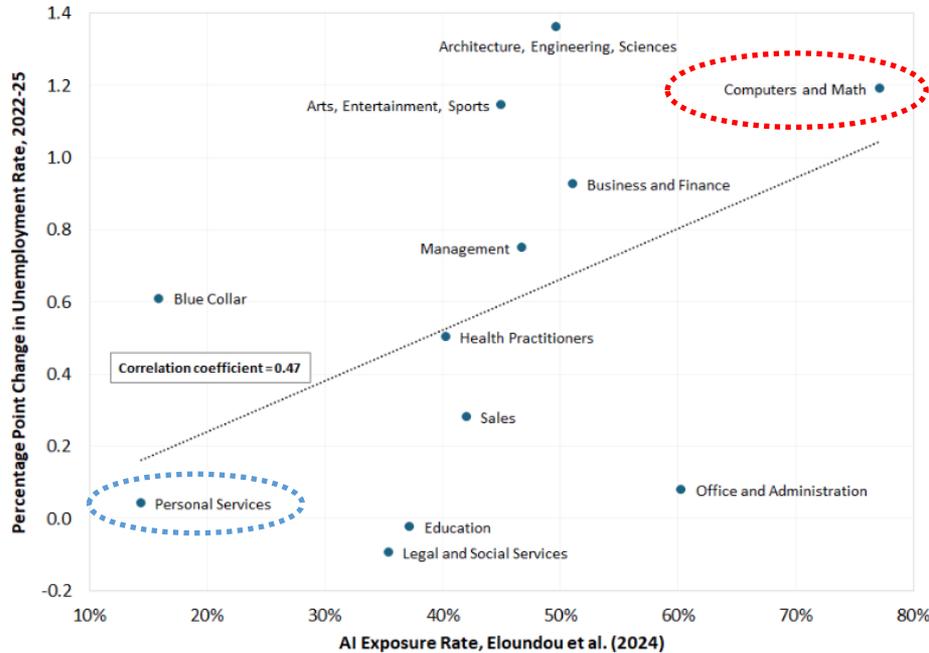
### 年金基金の金融資産配分（2025年第3四半期）



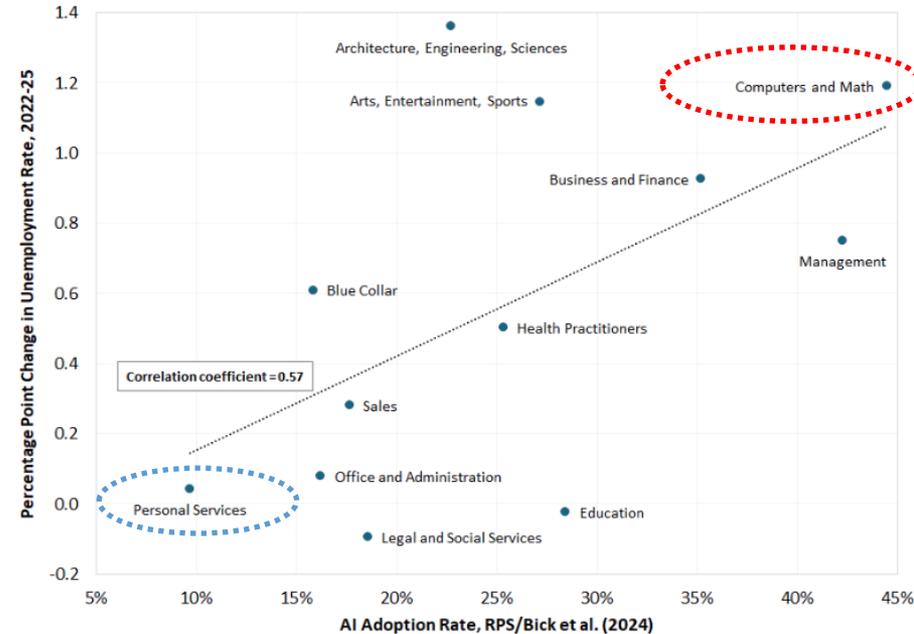
- AIによって影響を受ける（AI Exposure）職種とAIを実装している（AI Adoption）職種を見ると、両者でAIとの関連が深い職種は失業率が高くなるとの分析結果

## AIは失業率を高くする？

AI Exposure and Change in Unemployment across Occupations



AI Adoption and Change in Unemployment across Occupations

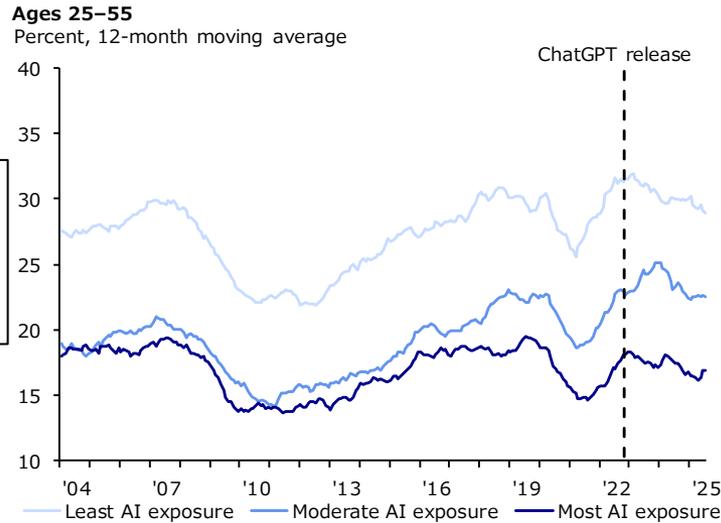
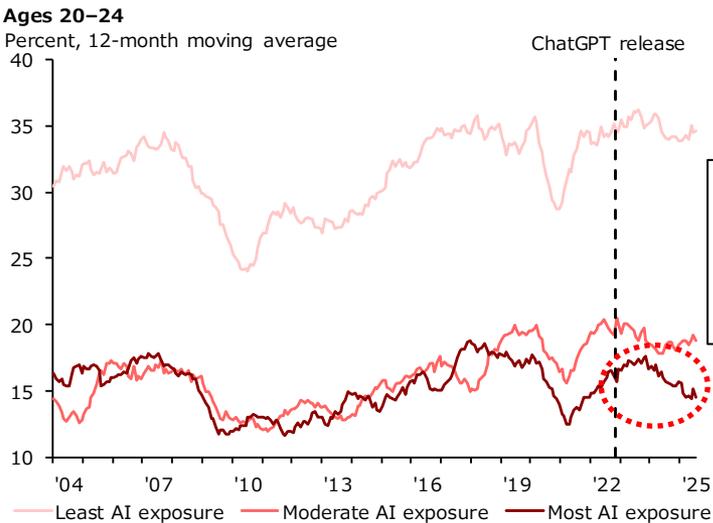
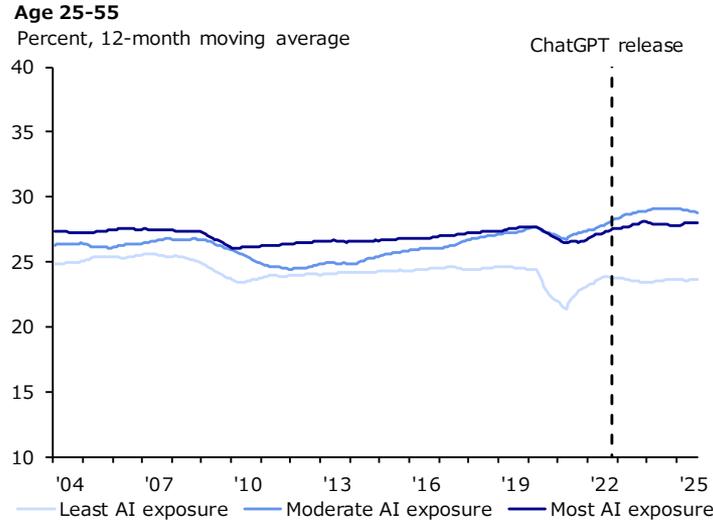
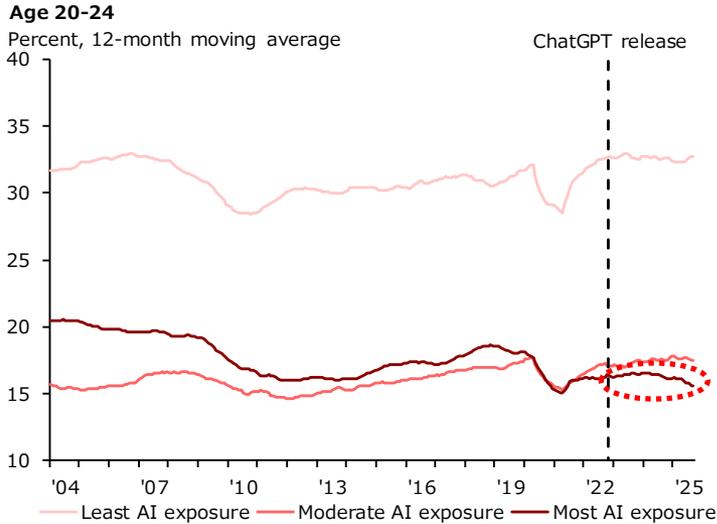


- 失業率はAIとの関連性とAIとの実装率の両者と正の相関（AIとの関連性や実装率が高い程失業率は高くなる）
- 影響が少ない職種に個人サービス（Personal Services）があり、影響が強い職種にコンピューター・数学（Computers and Math）があるなど納得感のある調査結果であり、偶然の結果には見えない
- ただし、図は相関関係を示しただけであり、因果関係を示した訳ではなく、AIの浸透が最近数年であることを踏まえてもデータ蓄積はまだまだ途上

備考：図にある失業率の変化は2022年～2025年の5月から7月までの3か月平均  
 出所：セントルイス連銀、りそなホールディングス

## ➤ AIは若年層の労働市場により影響を深めている？

### チャットGPTのリリースをAIの転機と定義した各種労働指標



- AIとの関連が最も深い職種では若年層の雇用率の低下が顕著
- 離職率、失業者の就業率に特異なパターンは見られない
- AIとの関連が最も深い職種では若年者の労働市場への参入者の就職率が低くなった
- この分析についても因果関係までははっきりしておらず、データの蓄積途上

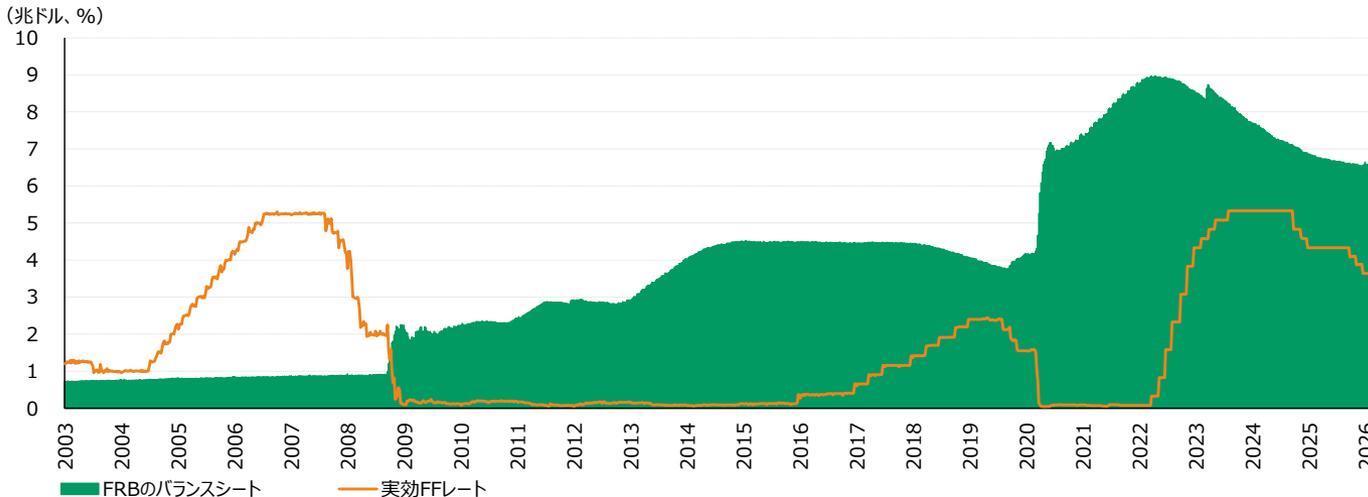
出所：ダラス連銀、りそなホールディングス

- 現職のパウエル議長は2026年5月でFOMC議長の任期満了（通例で恐らくFRB理事としても辞職）
- トランプ大統領：「私に反対なら（注釈：大幅な利下げに反対なら）FRB議長になれない」
- 残っていたと言われる候補（ケビン・ハセット氏、クリストファー・ウォラー氏）に比較するとバランスの取れた人選

## トランプ大統領は次期FRB議長としてケビン・ウォーシュ氏を任命へ

人物（敬称略）	主な経歴	ポイント
ケビン・ウォーシュ 	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 米投資銀行勤務</li> <li>● 元FRB理事（2006年2月～2011年3月）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● FRB理事時代に世界金融危機（リーマンショック）に対応</li> <li>● 金融システムに係る改革を重視</li> <li>● 最近では積極的な利下げを主張しながらも、FRBのバランスシート正常化も同時に進めるべきと議論</li> <li>● 2022年のインフレ台頭期には利上げの遅れを批判</li> </ul>

## ウォーシュ氏は何をしたいのか？



- インフレ動向を見ながら今年は1回利下げか
- ウォーシュ氏は膨らみ過ぎたFRBのバランスシートを縮小したい（これ自体は金利の上昇要因）
- 金融政策の言わば矛盾した状態（2022年以降のバランスシートが拡大したままでの利上げ）を解消したい
- それを実行するためには、金融規制改革（金融機関の自己資本規制の緩和など）を同時に行う必要があり、景気に対する影響は不透明

出所：各種報道、FRB、りそなホールディングス