

## 景気後退はまだだが、リスクは残る

関税、ビジネス不安、憲法闘争、株価下落などの雑音は、すでに景気後退の恐怖を生み出していました。2025 年第 1 四半期の実質 GDP が減少したとき、不況はすでに到来しているのではないかという声も出始めました。深呼吸して事実を考えてみましょう。

確かに、第 1 四半期の実質 GDP は年率 -0.3% で、2022 年以降、四半期ベースで初めて減少しました。しかしその主な理由は、対外貿易が少なくとも 1947 年以降で最大の足かせとなったことです。GDP は国内生産を測定するように設計されているため、アメリカ人が輸入品を購入しても、それは海外で生産されたものであるため差し引かれます。弊社は GDP が欠陥統計だと言っているのではなく、GDP を正しく読む必要があると言いたいのです。

第 1 四半期の実質（インフレ調整後）個人消費は年率 1.8% と緩やかに上昇し、実質設備投資は年率 22.5% と急増しました。「コア」GDP とは、個人消費、企業固定投資、住宅建設のことで、政府購入、在庫、国際貿易のような最も変動しやすいカテゴリーを除いたものです。第 1 四半期のコア GDP 成長率は年率 3.0% で、過去 1 年間の成長率と完全に一致しました。

つまり、GDP はヘッドライン（主要）数値が示唆するようなシグナルではなかったのです。実際、この数字が発表された当初、株価は下落しましたが、市場は冷静に判断し、回復しました。非農業部門雇用者数は先月 17.7 万人増加し、今年に入ってから毎月 14.4 万人増えています。雇用の構成比はよりポジティブです。2023-24 年の雇用者数増加の 73% は、政府、教育、ヘルスケア、社会サービスの職でした。これらの雇用は、財政支出、特に赤字支出によって大きく左右されます。過去 3 ヶ月では、その割合は半分以下にまで低下しています。言い換えれば、最近の雇用増加のうち、財政支出拡大によるものは少なくなっているということです。

米国が第 1 四半期中に景気後退に陥っていないことを示すもうひとつのシグナルは、鉱工業生産が年率 5.4% 増、製造業が年率 5.1% 増だったことです。

ただ、実質 GDP の落ち込みは 2022 年初頭の落ち込みを思い起こさせます。当時、多くのアナリストや投資家（保守的な政治評論家も同様）は、GDP の落ち込みが今年の第 1 四半期のように在庫や貿易のような一過性の要因によるものであったにもかかわらず、すぐに景気後退を宣言しました。

とはいえ、弊社はデータが景気後退を示すとはまだ考えていないとはいえ、来年以降に景気後退が始まる確率は通常より高いと考えます。弊社はその確率を 40~50% の範囲と見積もっています。なぜ景気後退リスクが通常より高いのでしょうか？ひとつには、2022-23 年の金融引き締めの影響をまだ十分に実感できていないことがあります。

同時に、連邦予算タカ派が政権を奪取しました。2023 年と 2024 年の財政赤字は GDP 比 6.0~6.5% に達し、失業率は 4.0% 近辺にとどまりました。失業率が 4.0% 近くだったにもかかわらず、財政赤字は GDP 比 6.0~6.5% に達しました。過去 2 年間の無謀な財政赤字の拡大は、金融引き締めによる痛みを隠蔽してきました。

しかし今、財政政策はその痛みを覆い隠したり、明らかにしたりする可能性を秘めながら、逆方向に進んでいます。関税は引き上げられ、その分税収は増えています。その一方で、大統領が最も操作できる連邦予算の一部である非国防裁量支出は、USAID（米国国際開発庁）や教育省などでも削減されています。先週、トランプ政権は 2026 年度の非国防裁量プログラムに対する予算権限を 6,790 億ドルと要求しましたが、これは議会予算局が 1 月の時点で想定していた 9,970 億ドルを 32% 下回るものでした。

これは連邦政府の支出習慣の大きな転換を意味し、成立すれば、より多くの資源が民間部門に留まることになるでしょう。しかし、ごく短期的には、その支出に頼って生活している人々に一過性の経済的苦痛をもたらすかもしれません。その影響はすぐには現れないでしょう。

その一方で、関税に関する不確実性も景気減速の一因となるかもしれません。すでに、輸入は急増後に減速しており、企業は関税の時期と期間が不透明なため、経済活動の（米国への）再移転をためらっています。

要するに、景気後退が始まる可能性はまだ低いと思われ、投資家は警戒を怠らないべきだということです。

| 発表日時<br>(米国中部時間) | 米国経済指標               | コンセンサス     | ファースト<br>トラスト予測 | 発表結果 | 前回         |
|------------------|----------------------|------------|-----------------|------|------------|
| 5-5 / 9:00 am    | ISM 非製造業指数 - 4 月     | 50.2       | 50.2            | 51.6 | 50.8       |
| 5-6 / 7:30 am    | 国際貿易収支 - 3 月         | -\$1,368 億 | -\$1,367 億      |      | -\$1,227 億 |
| 5-7 / 2:00 pm    | 消費者信用 - 3 月          | \$95 億     | \$45 億          |      | -\$8 億     |
| 5-8 / 7:30 am    | 新規失業保険申請者数 - 5 月 3 日 | 230,000    | 233,000         |      | 241,000    |
| 7:30 am          | 第 1 四半期 非農業部門生産性     | -0.7%      | -0.8%           |      | +1.5%      |
| 7:30 am          | 第 1 四半期 単位労働コスト      | +5.2%      | +6.2%           |      | +2.2%      |

情報提供のみを目的としています。投資家向けではありません。ここに掲載されている情報は、投資活動への招待、申し出、勧誘、推奨を意味するものではありません。

コンセンサス予測はブルームバーグ社が提供するものです。このレポートは、First Trust Advisors L.P.によって作成されたものであり、著者の意見を反映したものです。正確かつ信頼できる情報源とデータに基づいたものです。意見および将来の見通しに関する記述は、予告なしに変更される場合があります。この情報は、証券の売買の勧誘または売り出しを目的とするものではありません。