

経済金融 ウォッチ

2025年8月号

国内	1
米国	12
中国	20



与党大敗で拡張的な財政政策運営の思惑が高まる

～黄信号が灯った国内景気～

南 武志

要旨

トランプ関税の影響を相殺すべく、自動車製造業など輸出企業は米国向けの輸出価格を大幅に引き下げており、収益環境が悪化している。また、食料などの価格高騰で実質賃金の減少が続き、消費の低調さが続いている。日米関税交渉は合意に至ったとはいえ、対米輸出には15%の相互関税が課せられることとなり、それらによる悪影響は先行き強まることが見込まれる。先行き物価の鈍化傾向が強まれば、消費は持ち直しに転じる可能性があるものの、日本経済はしばらく足踏み状態が続くだろう。

こうしたなか、参院選での与党敗北を受け、野党が公約に掲げた消費税減税は現実味を増したように思われるが、実現までには課題も多い。マーケットは選挙結果について概ね予想通りとの反応であったが、財政悪化への懸念から金利上昇圧力がかかっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目		2025年			2026年	
		7月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		0.478	0.45～0.55	0.45～0.80	0.45～0.80	0.45～0.80
国債利回り	20年債 (%)	2.600	2.40～2.80	2.45～2.85	2.45～2.85	2.45～2.85
	10年債 (%)	1.590	1.40～1.80	1.40～1.80	1.40～1.80	1.40～1.80
	5年債 (%)	1.120	0.90～1.40	0.90～1.40	0.90～1.40	0.90～1.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	146.7	135～155	130～150	127～147	127～147
	対ユーロ (円/ユーロ)	172.3	155～175	150～170	150～170	150～170
日経平均株価 (円)		41,171	40,000±3,000	39,500±3,000	39,000±3,000	39,000±3,000

(資料) NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注) 実績は2025年7月23日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

与党惨敗で消費税減税の現実味が増す

7月20日に投開票が行われた参議院議員選挙は、昨年10月の衆院選に続き、連立与党が惨敗した。改選後の議席数は122で過半数(125議席)を割ったことから、衆参両院で少数与党となった。与党の過半数維持を必達の目標としてきた石破首相(自民党総裁)は、比較第1党としての責任や国政に停滞を招いてはならないとの思いを理由に、続投の考えを表明した。ただし、自民党内からは責任を問う声が上がっており、今後「石破おろし」の動きが強まる可能性もある。

一方、今回の参院選では、野党第1党である立憲民主党の議席数が伸び悩むなか、「手取りを増やす」政策を訴えた国民民主党や「日本人ファースト」というスローガンを掲げた参政党の躍進が目立った。野党はいずれも石破内閣との連立に応じる

考えはないとしており、政権運営に暗雲が垂れ込めている。

さて、今回の参院選の大きな争点として、物価高対策として現金給付をするか、それとも消費税を減税するか、といったものがあつた。社会保障財源としての役割もあり、政府・与党は消費税減税に否定的な考えを繰り返してきたが、今回の選挙結果からは消費税減税を容認する民意が示された。ガソリン税の暫定税率廃止に加え、消費税減税の現実味は高まったとみられる。とはいえ、財源をどこに求めるかが最大の問題で、仮に赤字国債発行で賄うことになれば、長期金利にはさらなる上昇圧力が加わる可能性がある。そのほか、小売店のシステム対応などに時間がかかるとの指摘や、減税前の買い控えや再増税の際の消費抑制効果への対処など、解決すべき課題は少なくない。

図表2 第27回参議院議員選挙の結果

		自民	公明	立民	維新	国民	れいわ	共産	参政	保守	社民	N党	みらい	無所属
今回	選挙区	27	4	15	3	10	0	1	7	0	0	0	0	8
	比例	12	4	7	4	7	3	2	7	2	1	0	1	
	合計	39	8											
		47		22	7	17	3	3	14	2	1	0	1	8
非改選		62	13											
		75		16	12	5	3	4	1	0	1	1	0	5
新しい議席数		101	21											
		122		38	19	22	6	7	15	2	2	1	1	13
選挙前との比較		▲13	▲6											
		▲19		0	1	13	1	▲4	13	2	0	▲1	1	1

(資料)マスコミ各社の報道より作成 (注)シャドー部は与党勢力。政党名は一般的な略称を使用。

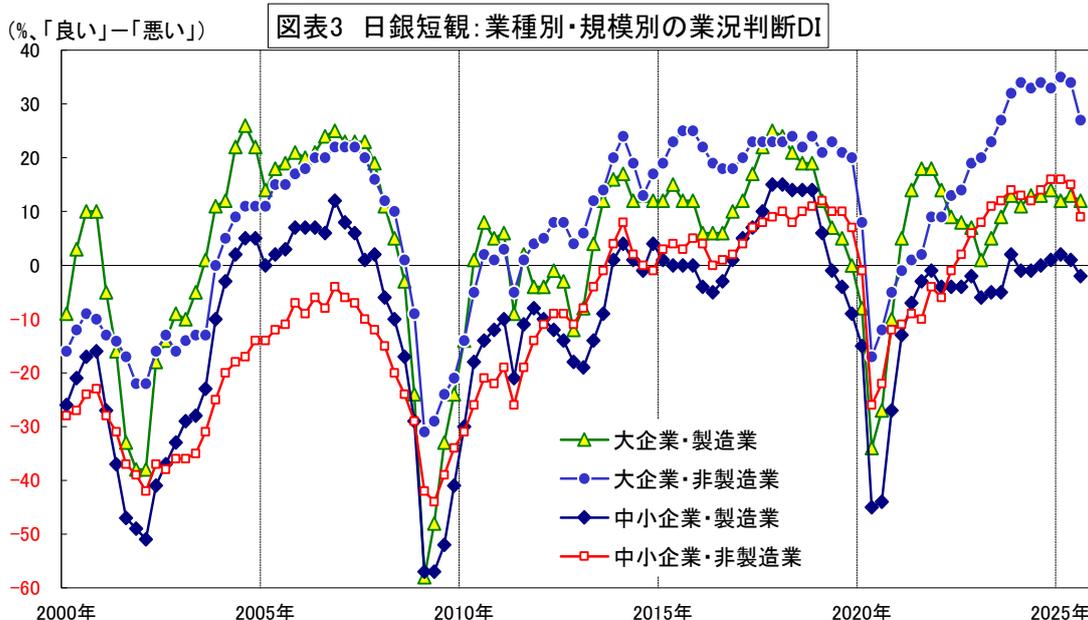
6月短観では景況感の底堅さが確認されたが...

以下、足元の国内景気動向について確認したい。まず、日銀短観(6月調査)によれば、大方の予想に反し、景況感の底堅さが確認できた。代表的な大企業・製造業の業況判断DIは13と、前回3月調査時(12)から+1ポイントと2期ぶりに改善した。一方の同・非製造業は34と、前回調査時(35)から▲1ポイントと2期ぶりの悪化であった。先行きについては、製造業、非製造業とも悪化の見通しであるが、製造業は今回から▲1ポイント、非製造業も同じく▲7ポイントと、非製造業の方が先行きについて厳しく感じているようだ。

そのほか、25年度の売上高見通しは前年度比1.4%へ上方修正されたが、経常利益見通しは同▲5.7%の減益見通しへ下方修正された。25年度の設備投資計画(含む土地投資額、除くソフトウェア・研究開発)は、全規模・全産業ベースで前年度比

6.7%へ上方修正されたが、21年度以降の6月調査時点としては最も低い数字であった。いわゆる「短観加重平均DI（生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均して算出）」からは、足元の不足感がやや緩和したものの、先行きは再び不足感が高まるとの見通しであった。なお、全般的にはトランプ関税の影響は限定的といった内容だった。

また、月次のソフトデータを確認すると、低調ながらも景況感の改善が散見された。6月の景気ウォッチャー調査の「景気の現状判断」DIは2か月連続で改善したが、判断基準である50は16か月連続で下回った。「先行き判断」DIも同じく2か月連続の改善ながらも10か月連続の50割れであった。S&Pグローバル日本PMI（6月）は、製造業は1年ぶりに判断基準となる50を上回ったほか、サービス業も3か月連続の50超であった。



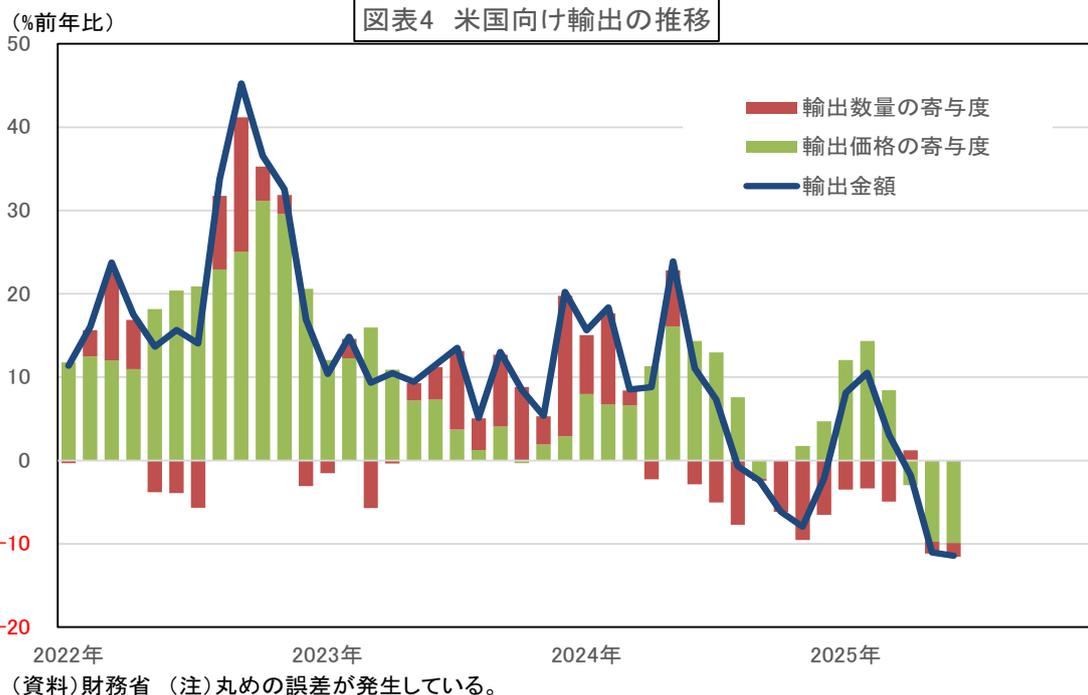
景気動向指数の基調判断は「悪化」へ下方修正

一方、5月の景気動向指数・CI一致指数は前月から▲0.1ポイントと2か月ぶりに低下、3か月後方移動平均が3か月連続で下降したことから基調判断は景気後退の可能性が高いことを示す「悪化」へ下方修正された。しかし、内閣府が参考指標として公表する「景気を把握するための新しい指数」（5月）は前月から+0.1ポイントと2か月連続で上昇しており、実際に国内景気がピークアウトした可能性は低いと思われる。

トランプ関税の影響を見る上で注目される貿易統計によれば、6月の輸出金額は前年比▲0.5%と2か月連続のマイナスだ

った。ただし、輸出数量は同 2.5%と 3 か月連続のプラスであり、トランプ関税による影響は依然として限定的である。しかし、輸出価格は同▲3.0%と 2 か月連続の下落、日銀の輸出物価指数（円ベース）でも同▲6.9%、うち北米向け自動車は同▲26.3%となっており、輸出製造業がトランプ関税分だけ割り引いて米国に輸出している姿が見て取れる。こうした状況は輸出製造業の収益減少につながり、「賃金と物価の好循環」を弱めかねない。ちなみに、6月の実質輸出指数も前月比 3.2%と 2 か月連続の上昇だった。

一方で、5月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は同▲0.6%と 2 か月連続の減少だった。6月の工作機械受注（内需）は同 3.3%（当総研による季節調整後）と 2 か月連続のプラスながらも、4月の落ち込み（同▲17.7%）のリバウンドとしては物足りない。前述の通り、日銀短観等の設備投資計画は底堅い数字であるが、企業は設備投資に対して慎重姿勢を強めている可能性がある。



実質賃金は減少継続、消費マインドも低迷

5月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比 1.4%、このうち一般労働者の所定内給与は同 2.2%と、5%超となった春闘賃上げ率（定昇込み）と比べれば低いものの、増加傾向をたどっている。一方、物価高止まりの影響で実質賃金は、現金給与総額で同▲2.0%と 5 か月連続、一般労働者の所定内給与

経済見通し：しばらく停滞感の漂う展開に

は同▲1.3%と7か月連続で下落するなど、マイナス状態から抜け出せていない。

一方、6月の消費者態度指数は2か月連続で上昇、低水準ながらも、内閣府の基調判断は「弱含んでいる」から「持ち直しの動きがみられる」へ上方修正された。しかし、実際の消費統計は弱含みでの推移であり、5月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は前月比▲0.3%と3か月連続で低下した（このうち、サービス消費は3か月ぶりの上昇）。

以下、国内景気の先行きを展望したい。足元4~6月期については、25年春闘において2年連続で5%超の賃上げが実現したこともあり、家計所得は増加傾向にあるとはいえ、物価高止まりによって実質賃金の減少には歯止めがかかっていない。家計の節約志向は根強く、消費は引き続き低調に推移している。また、世界経済の低成長状態に加え、トランプ関税によって輸出が伸び悩んでいる。2期連続でマイナス成長となる可能性は否定できない。夏場以降は、後述の通り、物価が沈静化に向かえば実質賃金のプラス定着を通じて民間消費は持ち直しが期待される。一方、トランプ関税の影響は徐々に強まるものとみられ、輸出や設備投資を抑制することに加え、業績悪化が見込まれる輸出製造業では冬季賞与や26年春闘への悪影響も懸念される。日本経済はしばらく停滞色の強い展開が見込まれる。

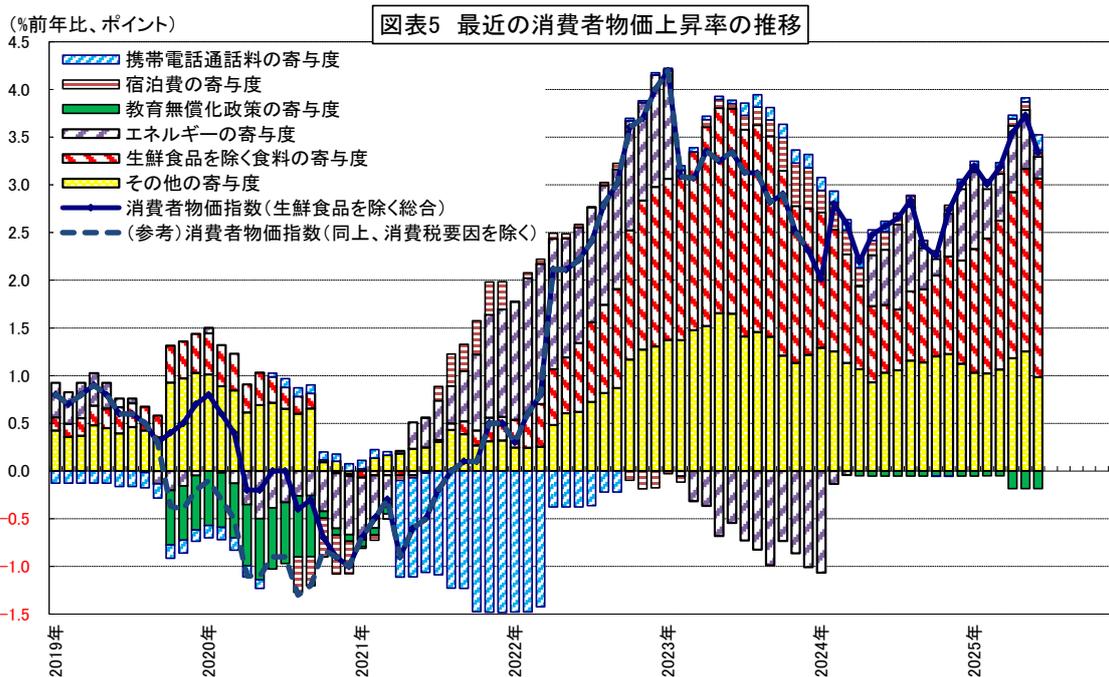
なお、米国が7月7日、日本からの輸入品への相互関税率を8月1日から25%（4月初の段階では24%）に引き上げると発表したことで、早期の決着が求められていた日米関税交渉であったが、8回目の対米関税交渉で合意にこぎつけた。最大5,500億ドルの対米直接投資支援枠の設定やコメ、自動車などの市場開放案が米側に評価された模様で、相互関税は15%へ、日本が撤廃を求めてきた自動車関税は15%（従来の関税率2.5%+4月以降の自動車関税25%の半分（12.5%））へ引き下げられることになった。

物価動向：コアCPIは前年比3.3%へ鈍化

6月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比3.3%と、4か月ぶりに鈍化した。内容的には、コメは僅かに鈍化したとはいえ、前年比100.2%と高騰が続いており、おにぎり、すし（外食）などの価格を押し上げている。また、コーヒー豆やチョコレートも大きく上昇、生鮮食品を除く食料は前年比8.2%へ一段と加速した。その半面、これまでの原油

安や円高、新しいガソリン補助金制度の導入などによってエネルギーは前年比 2.9%まで鈍化したほか、東京都の水道基本料金無償化も物価押し下げに寄与している。

なお、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコア CPI）」は同 3.4%と 6 か月連続で加速した。また、一般サービスは同 2.0%、宿泊費を除くベースでも同 1.8%と、ともに上昇率を高めた。人件費増がサービス価格を押し上げつつあり、今後の政策判断にどう影響するか注目される。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価見通し：25年後半にかけて物価沈静化が進む

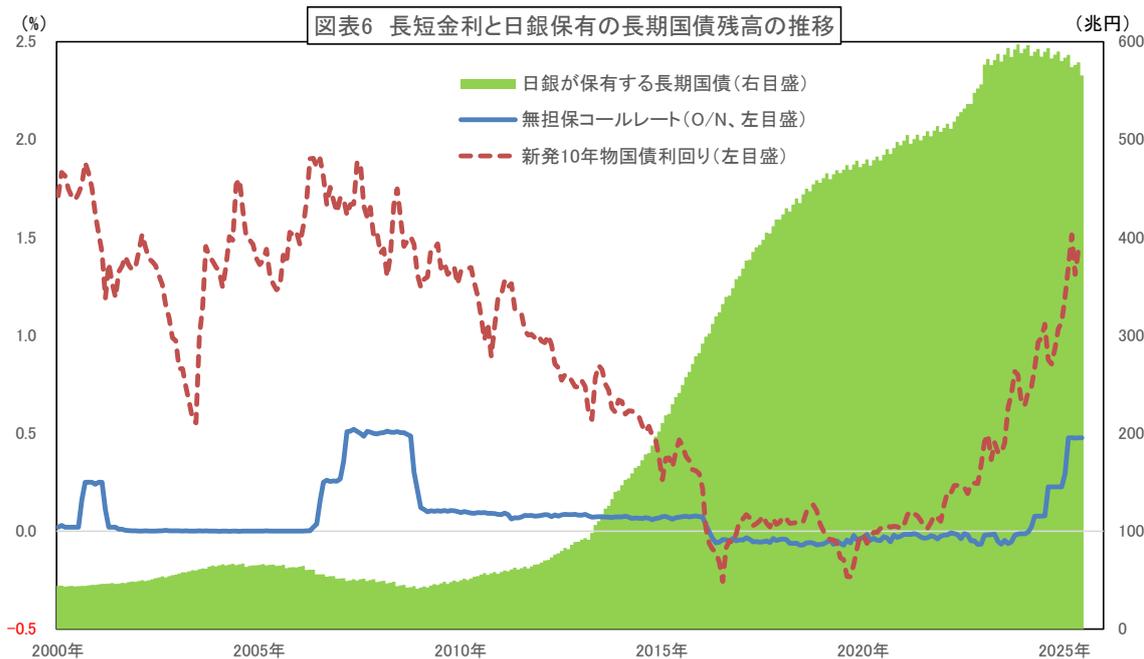
先行きについては 7～9 月に電気・都市ガス代の負担軽減策が導入されるほか、仮にガソリン税の暫定税率 (25.1 円/ℓ) が廃止されれば、エネルギー価格は大きく押し下げられる。一方、世界的な天候不順の影響に加え、政府備蓄米の放出効果も限定的であり、食料の高止まり状態はしばらく続くとみられる。ただし、コメについては今秋以降、一定の価格帯に収斂すれば押し上げ効果は徐々に剥落することになる。25 年後半にかけて物価の沈静化が進むことが見込まれる。

金融政策：日銀は利上げ継続方針を維持

日本銀行は 24 年 3 月に異次元緩和を終了、その後も 2 回の利上げを行ってきた。24 年 8 月からは長期国債買入れの減額を開始、26 年 1～3 月までは毎四半期 4,000 億円程度ずつ、4～6 月以降は同 2,000 億円程度ずつ、それぞれ減額することを決定した。これにより、毎月の国債買入れ額は 26 年 1～3 月には 3

兆円程度、27年1～3月には2兆円程度となる予定である。このように、日銀は緩やかなペースではあるが、金利・量ともに政策正常化を進めてきた。

日銀は今後の金融政策運営について、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、「展望レポート」で示すような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくとの考えを表明している。



(注) 日本銀行、日経FinancialQuest

金融政策：不確実性が高いが、今秋にも利上げを検討と予想

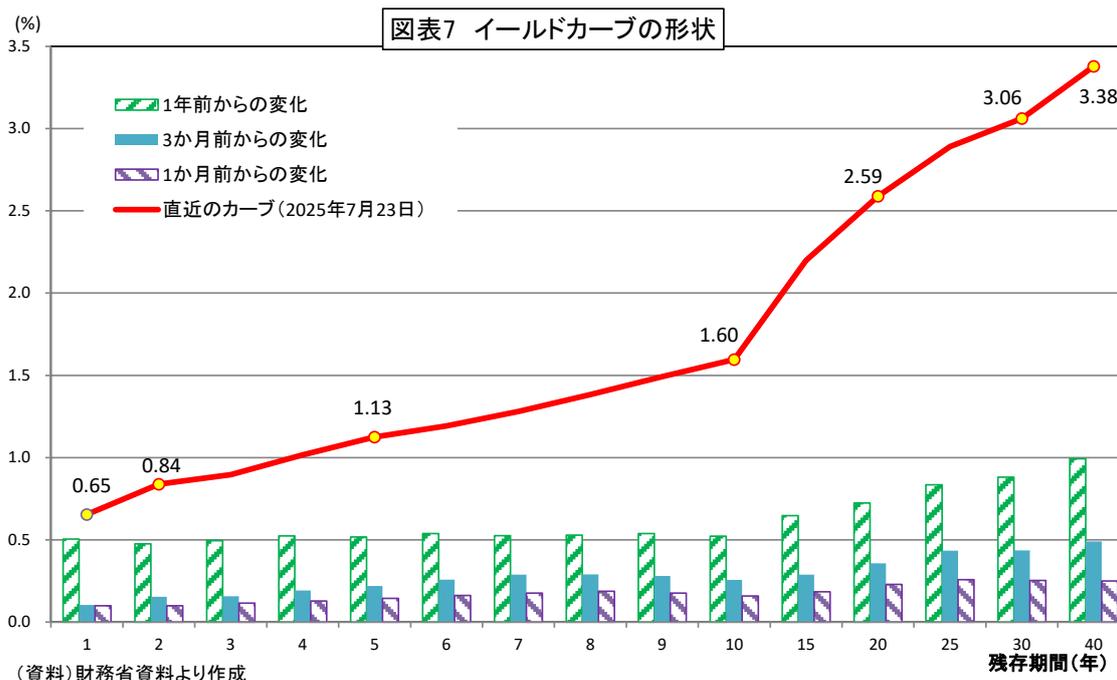
一方、利上げに向けて、今後の経済・物価情勢に関する不確実性が極めて高く、新たな情報やデータの動きを見極めなければならないこともあり、判断に時間を要するような状況となつつある。植田総裁は、実際の物価上昇率は2%を上回っているが、基調的な物価上昇率は2%を下回ったままであると述べるなど、利上げを急ぐ必要はないことを示唆している。実際、トランプ関税政策の動向に加え、国内の経済財政政策との整合性なども考慮せざるを得ないものと思われる。

とはいえ、25年内は2%超の物価上昇率が継続するとみられるほか、前述の通り、人件費がサービス価格に波及しつつあるなど、物価の基調が着実に高まっていること、さらに拡張的な財政政策運営がインフレを喚起させる可能性もあることを踏まえると、今秋にも追加利上げを検討するものと予想する。

金融市場：現状・見通し・注目点

参院選での与党敗北予想やその後の政策運営を巡る思惑から、金利に対しては上昇圧力が働いたほか、為替レートは円安気味の展開となった。一方、米国株の堅調さに加え、積極財政への期待感から、国内株式市場は底堅く推移した。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。



長期金利は一時17年ぶり水準まで上昇

今後も長期金利には上昇圧力がかかる

① 債券市場

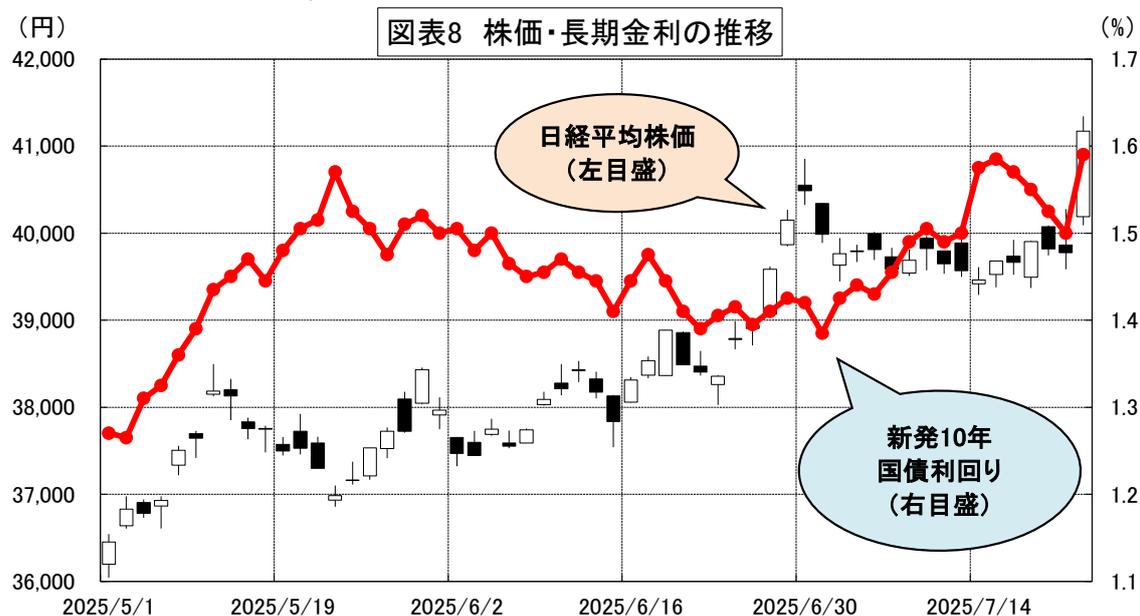
4月初旬のトランプ相互関税の発表直後には世界経済の悪化懸念が高まり、長期金利（新発10年物国債利回り）は一時1.105%まで急低下した。その後、マーケットの混乱が収束方向に向かったことで、5月上旬にかけて1.3%前後でもみ合ったが、5月中旬以降は米国債の格下げや米連邦準備制度（Fed）の利下げ観測の後退などで米国長期金利が上昇したことにつられて、国内金利も上昇傾向を強めた。5月20日の20年国債入札が不調だったこともあり、22日には1.57%まで上昇する場面もあった。その後は国債管理政策などへの期待感から低下に転じた。7月上旬にかけては1.4%前後で推移していたが、参院選を控えて先行き財政拡張的な政策が採用されるとの思惑から長期金利は再び上昇、一時17年ぶりに1.6%まで上昇した。

25年入り後、日本を含む主要国では財政悪化懸念などから長期金利が上昇する場面が散見されている。これに対して財務省

りやすい

は国債発行について年限の長いものから短いものへの振替を実施したほか、日銀も国債買入れ額を 26 年度から減額することを決定するなど、超長期ゾーンの金利上昇に配慮するような対応を見せた。

しかし、参院選で与党が敗北したことで、石破内閣が否定的な見解を示す消費税減税などが現実味を帯びつつあり、赤字国債の増発への警戒が高まっている。それゆえ、今後とも長期金利には上昇圧力がかかりやすいものと思われる。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

株価は上値が重い 展開

② 株式市場

トランプ関税への懸念から4月初旬の株式市場はリスクオフが強まり、7日には株価は約1年半ぶりとなる31,000円割れとなった。その後、相互関税は当面基本税率10%で運用するとの発表や二国間交渉の開始、さらには中国に対する追加関税を大幅に引き下げることを発表したことで、世界経済の悪化懸念が後退した。株価は戻り基調となり、5月下旬には一時40,000円台を回復した。その後は39,000円台を中心としたレンジ内でのみみ合いが続いたが、財政拡大への期待感もあり、7月下旬にかけて株価は上昇、23日には日米関税交渉の合意が好感され、1年ぶりに41,000円台を回復した。

先行きを展望すると、対米関税交渉が合意に至ったにせよ、15%の自動車関税、15%の相互関税が課された状態であることから、輸出製造業の収益を圧迫する可能性が高い。また、物価

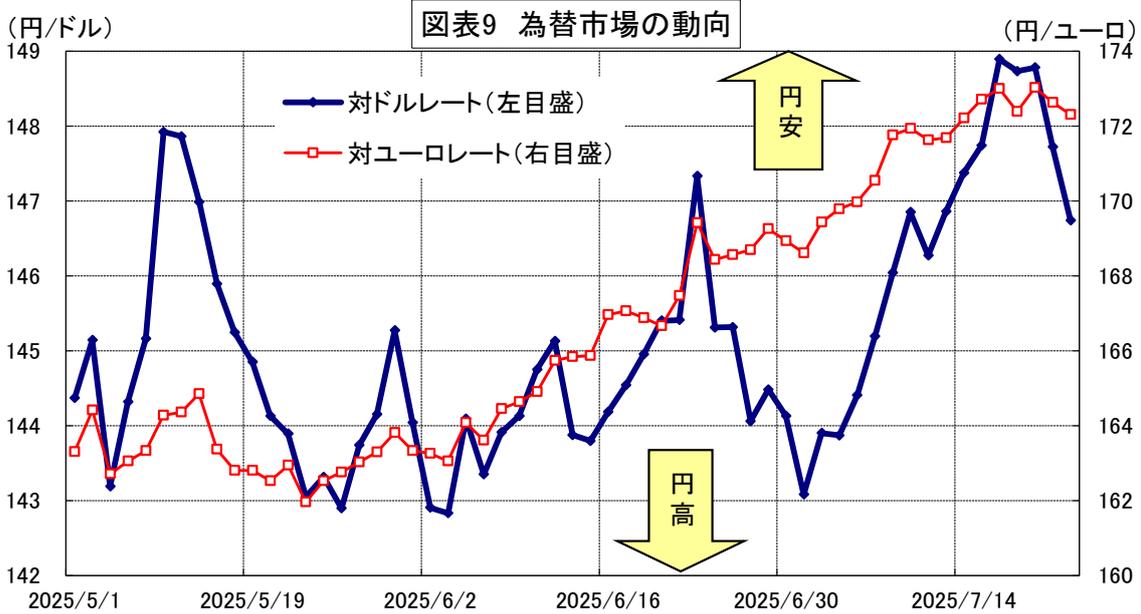
円安が再び進行

高が続く国内でも消費回復が遅れている。積極財政への期待は根強いものの、25年度の業績見通しは減益予想であり、株価は上値の重い展開が想定される。

③ 外国為替市場

4月初旬にトランプ相互関税の詳細が発表されたことでドル売り圧力が強まり、ドル円レートは22日には一時7か月ぶりとなる139円台まで円高が進んだ。4月下旬以降は米国の関税政策に柔軟化の動きがみられたが、特に5月中旬には米中間で高率関税の大幅引き下げが合意したことで米ドルが全面高となり、148円台まで円安が進んだ。6月中旬にかけては米インフレ指標の沈静化や米国債の格下げなどもあり、概ね140円台前半で推移した。6月下旬には中東情勢の緊迫化で一時的に円安が進んだ場面もあった。7月下旬にかけては政局流動化リスクなどが意識され、148円台まで円安が進んだ。

先行きについては、日米金利差は先行き縮小方向にあるとみられるほか、トランプ大統領はドル安志向であり、折に触れて日米間で為替協議が行われるとの観測が浮上するとみられることから、基本的には円高ドル安方向に戻ると予想する。



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注) 東京市場の17時時点。

ユーロ高が進行

欧州中央銀行 (ECB) が連続利下げをしたことで日欧金利差はだいぶ縮小してきたが、ユーロ高が強まっている。直近は1年ぶりとなる1ユーロ=170円台前半で推移している。

ユーロ圏では賃金・物価の上昇圧力が緩和に向かっているこ

ともあり、ECB は 8 会合ぶりに利下げを見送る方針である。一定の日欧金利差が残ることもあり、ユーロ高状態は続くだろう。とはいえ、トランプ関税の影響を注視する姿勢に変わりはなく、マーケットには年内の追加利下げを見込む予想が根強い。

(25. 7. 23 現在)

減税・歳出法案の成立で景気拡大が続く見込み

～関税の価格転嫁を見極める局面へ～

佐古佳史

要旨

相互関税の期限が8月1日に迫るなか、トランプ政権は各国との交渉を通じて、新たな相互関税を公表しつつある。こうしたなか、6月の消費者物価指数の上昇は小幅にとどまり、関税の影響は想定より小さいとも考えられ始めている。一方で、価格転嫁が今後数か月の内に進むとも指摘されており、インフレ率についての不確実性は高いといえる。

トランプ大統領は7月4日の独立記念日に減税・歳出法案に署名した。米議会予算局は、同法律により今後10年間で財政赤字が3.4兆ドル(25年1～3月期の名目GDP比45%)へと拡大すると試算した。

景気の先行きとしては、関税による下押し効果を減税・歳出法が打ち消す形となり、景気拡大効果が徐々に強まっていくと思われる。

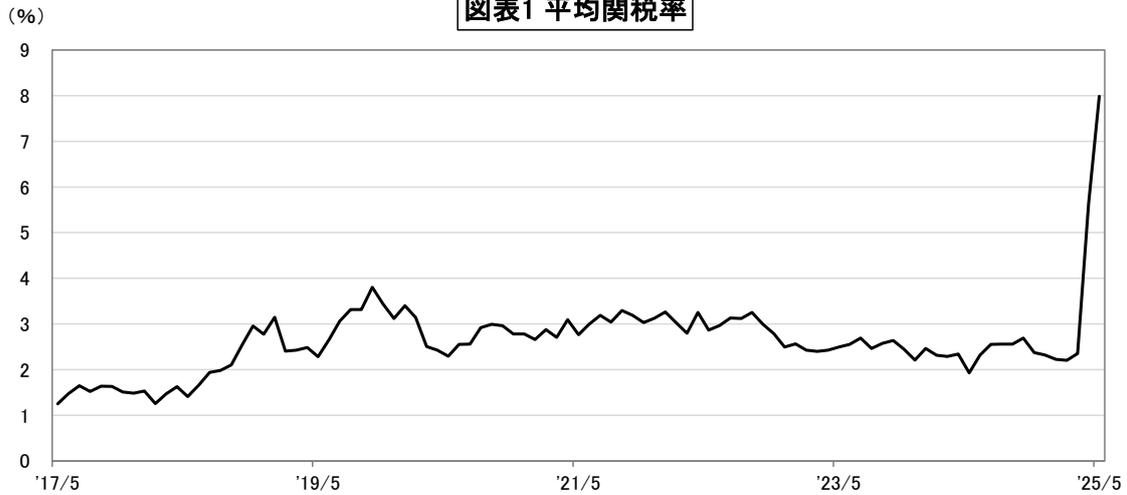
8月1日に発動期限を迎える相互関税

米国による相互関税の発動期限が8月1日(中国については12日)と迫るなか、各国との通商交渉が続いている。米中は6月26日に合意に達したことを背景に、中国から米国へのレアアース輸出や、米国から中国へのエヌビディア製画像処理半導体輸出などが再開された。7月末にかけて、より詳細な内容についての交渉が行われる予定となっている。

加えて、トランプ大統領は22日、日本に対する相互関税は15%になると自身のSNSへ投稿し、通商交渉がまとまったことを公表した。これを受けて、米自動車政策評議会は、25%関税対象のカナダ・メキシコ製自動車部品や、50%関税対象の鉄鋼・アルミ製品を使う米国自動車よりも、15%関税対象の日本車の方が関税面で優遇されていると批判した。輸入する中間財については米国企業も高い関税に直面していることから、財によっては日本に譲歩しすぎた可能性も考えられるだろう。

また、EUについては、期限までに合意がまとまるか微妙な状況となっており、米、EU双方が関税の引き上げを視野に入れつつ、集中的な交渉を続けている。それ以外の国々に対しても、通商交渉を行った結果として、個別に相互関税を改めて設定しつつある。こうしたなか、5月のデータからは米国の平均関税率が8%となったことが確認された。

図表1 平均関税率



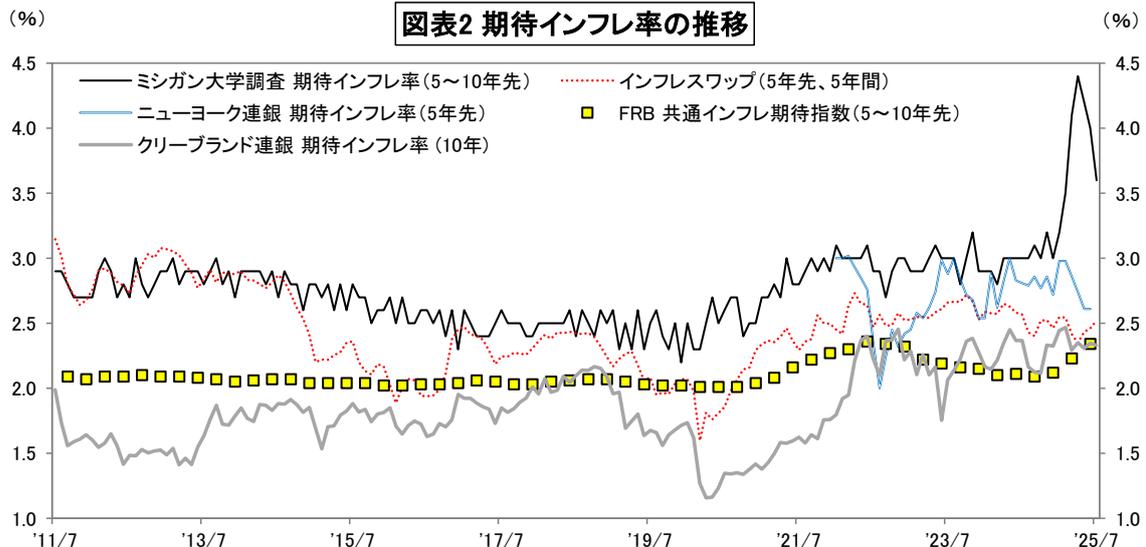
(資料)センサス局、財務省、LSEG

足もとでは低下傾向の期待インフレ率

トランプ関税による物価上昇が今のところ穏やかなことから、足もとの期待インフレ率は低下が続いている。期待インフレ率のニューヨーク連銀調査（6月）やミシガン大学調査（7月、速報値）では、概ね前月から低下か横ばいとなった。

一方で、FRB 共通インフレ期待指数（5～10年先）を確認すると、25年4～6月期は2.3%（小数点2桁までみると2.34%）と2四半期連続で上昇した。コロナ禍後の高インフレ環境下でみられた2.4%（同2.36%）に迫っている。期待インフレ率が安定していると評価するのは早計だろう。

図表2 期待インフレ率の推移



(資料)ミシガン大学、地区連銀調査、FRB、Bloomberg (注)共通インフレ期待指数は四半期データ。

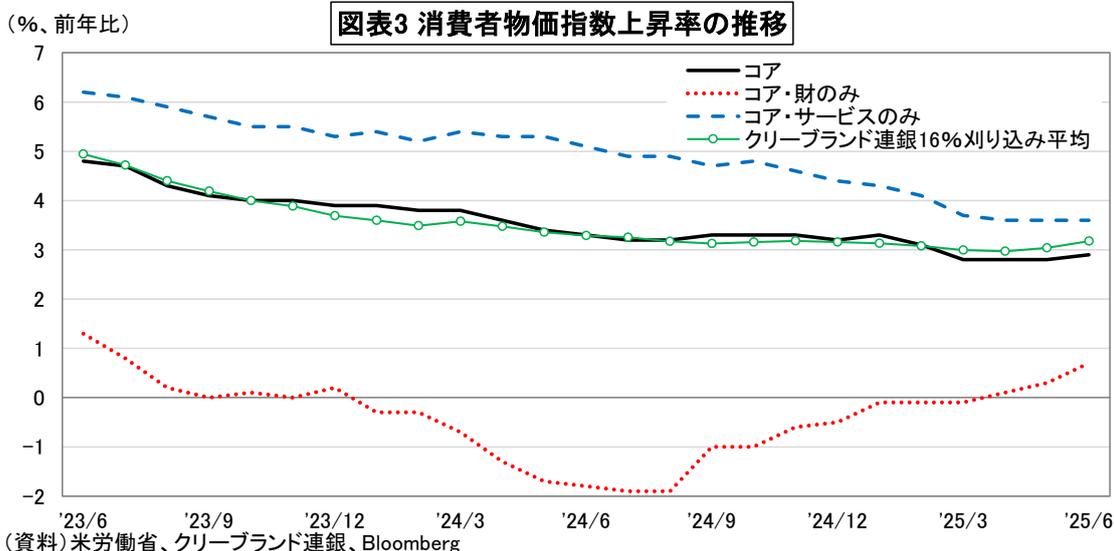
小幅にとどまっているインフレ率の

6月のインフレ関連統計を確認すると、15日に発表された6月の消費者物価指数（CPI）は、総合が前年比2.7%（前月比は

上振れ

0.3%)、食料とエネルギーを除くコアは同 2.9% (同 0.2%) となり、いずれも加速した。内訳をみると、エネルギー価格が前月比 0.9%と大幅に上昇した。また、関税の影響を受けやすいと思われる、衣服と新車はそれぞれ同 0.4%、同▲0.3%とまちな動きとなった。

足もとでは、関税の価格転嫁が当初の想定ほどではなく、インフレ率の上昇圧力は小さい可能性が考えられ始めている。一方で、5月末から7月初めまでの情報をまとめた地区連銀報告(ページブック)では、「幅広い業種の担当者が、今後数か月はコスト圧力が高止まりすると予想しており、夏の終わりまでには消費者物価がより急速に上昇し始める可能性が高まった」との報告もあり、先行きについては不確実性が高い。



減税・歳出法案が成立

トランプ大統領は7月4日の独立記念日に、かねてより重視していた減税・歳出法案(大きく美しい1つの法案)に署名し、成立させた。法律には、連邦法人税の35%から21%への引き下げ、個人所得減税の恒久化、チップへの一定期間の非課税、低所得者向けの医療保険制度(メディケイド)の厳格化などが盛り込まれている。また債務上限の引き上げも含まれ、連邦政府のデフォルトも回避された。

米議会予算局(CBO)は21日、1月時点のベースライン見通しと比べて、同法律により今後10年間で財政赤字が3.4兆ドル(25年1~3月期の名目GDP比45%)へと拡大すると試算した。なお減税効果は29年頃まで大きい一方で、以降は減少していくと見積もられている。

底堅さが維持されている労働市場

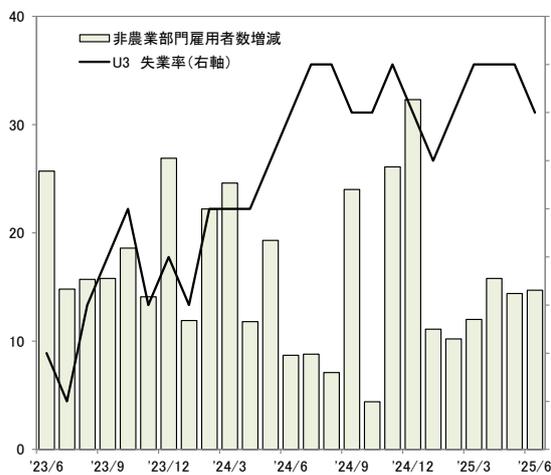
なお、保守系の FOX ニュースによる調査でも、今回の税制改革については、富裕層優遇や財政赤字拡大などの観点から反対意見が目立っており、米国民の評価はあまり高くないようだ。

さて、足元の労働市場を確認してみると、全体としては、労働市場の底堅さが維持されていると判断してよいだろう。

6月の非農業部門雇用者数の増加ペースは前月から14.7万人（事業所調査）と5月の同14.4万人から小幅に加速した。3か月平均では同15.0万人となった。失業率は▲0.1ポイントの4.1%と依然として低く、労働市場の底堅さが維持されている。なお、新規失業保険申請件数は減少傾向となっている。

(前月差、万人)

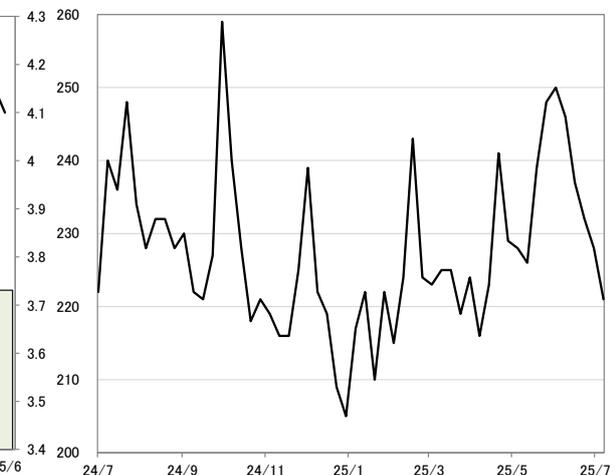
図表4 雇用関連指標の推移



(資料) 米労働省、米議会予算局、Bloombergより農中総研作成

(%) (千人)

図表5 新規失業保険申請件数



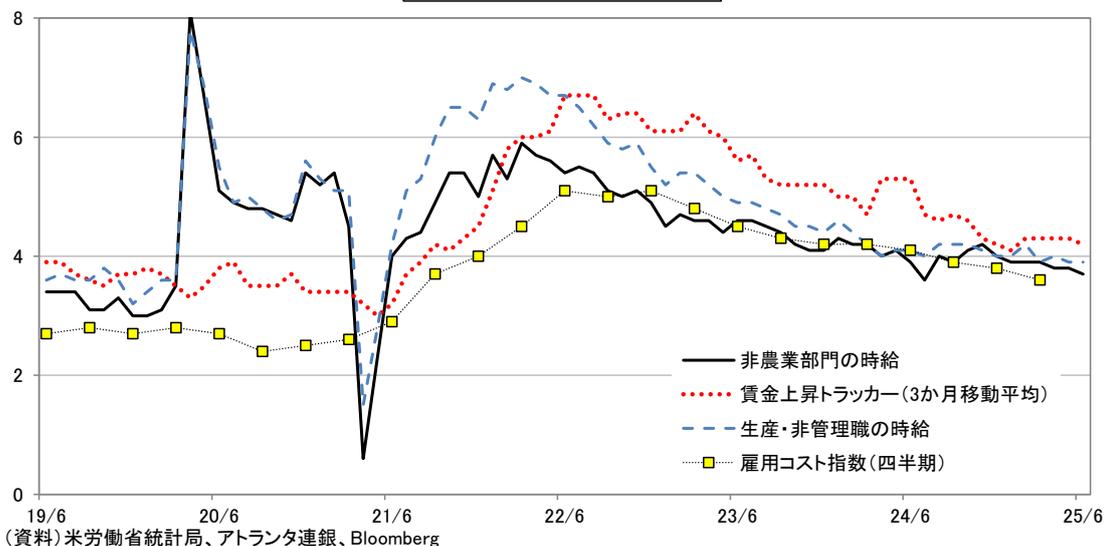
(資料) 米労働省、Bloomberg

6月の平均時給は前年比3.7%（前月比0.2%）、生産・非管理職の時給は同3.9%（同0.3%）の上昇となり、5月から減速し、2%物価目標と概ね整合的な上昇率といえる。

求人数と失業者数の比率をみると、5月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.07倍の求人が確認された。同比率はコロナ禍前の比率をやや下回っている。全体としては、労働市場の底堅さが維持されているといえる。

(%、前年比)

図表6 賃金上昇率の推移

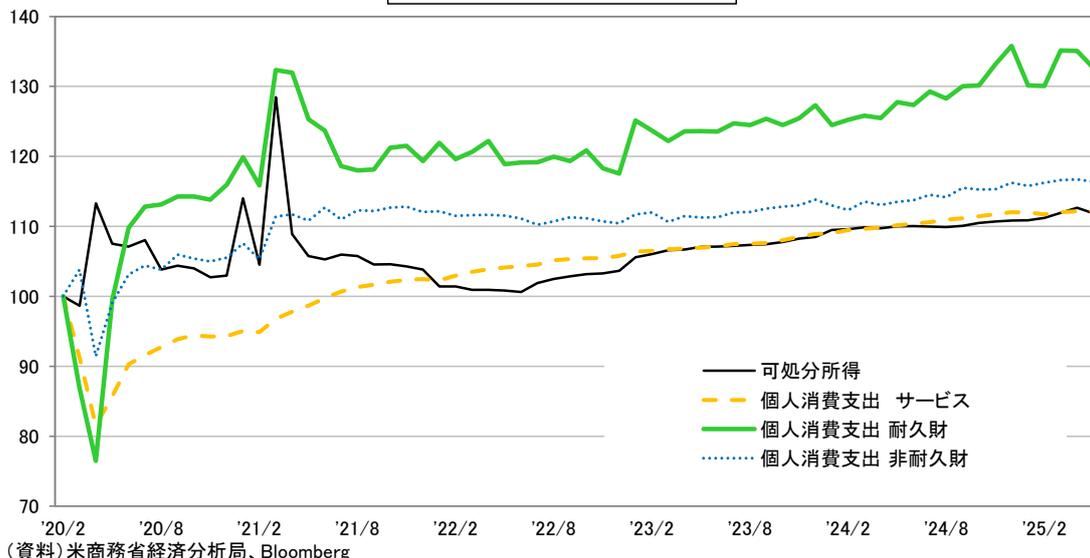


弱含んだ5月の個人消費

個人消費をみると、5月の実質個人消費支出の内、財消費は前月比▲0.8%、サービス消費は同0.0%、全体としては同▲0.3%と4月から減少したものの、6月の小売売上高(総合)は同0.6%と高い伸びを示した。内訳をみると、自動車・部品が同1.2%、アパレル、建築資材がいずれも同0.9%となった。もっとも、名目値であるため、価格上昇分が含まれることには注意したい。

(20年2月=100)

図表7 個人消費支出の推移

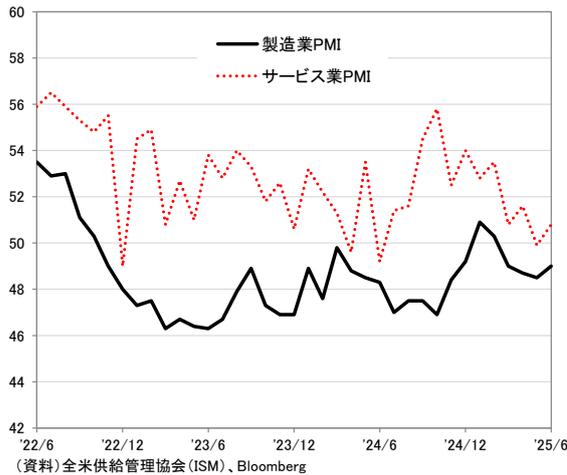


製造業の縮小と価格上昇が継続

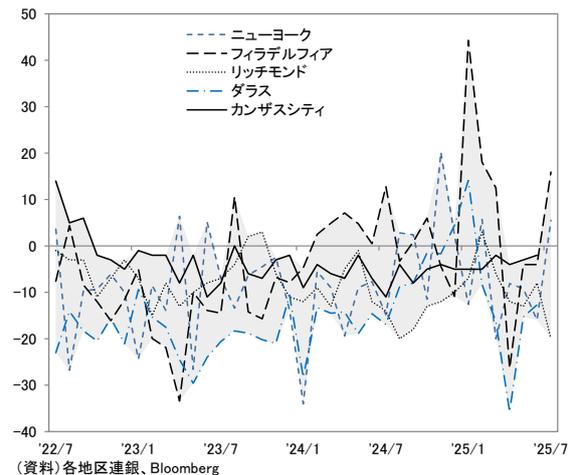
ISM 指数を確認すると、6月の製造業指数は前月から0.5ポイントの49.0%と、判断基準となる50%を4か月連続で下回り製造業の縮小局面を示した。サービス業指数は同0.9ポイントの50.8%と2か月ぶりに判断基準となる50%を上回った。

価格指数については、製造業が同 0.3 ポイントの 69.7%、サービス業は同▲1.2 ポイントの 67.5%となり、いずれも上昇傾向が継続している。雇用指数については、製造業が同▲1.8 ポイントの 45.0%と 5 か月連続で縮小傾向を示唆し、サービス業も同▲3.5 ポイントの 47.2%と縮小傾向となった。

図表8 ISM景況感指数の推移



図表9 地区連銀製造業景況指数



景気の先行き：景気拡張的な効果が強まる見込み

さて、以下では景気の先行きを考えたい。まず関税については各国との交渉を通じて、最終的には平均関税率が 10%半ばから後半に落ち着き、大規模な対抗関税は課せられないとの想定が、現在のところ妥当と思われる。こうした仮定の下で、関税率の経済効果についての様々な試算値から判断すると、GDP 成長率の下押しは 0.5 ポイント程度と見積もられる。

他方、Tax Foundation は減税・歳出法が 25 年に GDP を 0.2 ポイント、26 年に 1.2 ポイント程度の押し上げると試算している。特に関税の影響は見通しづらいものの、今後は徐々に景気拡張的な効果が強まると見込まれる。

インフレ率に関しては、関税の価格転嫁に加えて、減税政策と AI 関連インフラ投資による総需要の拡大などが、どの程度インフレ率を押し上げるのか見極める必要があるものの、全体としては高止まりそうだ。

各業界ごとの在庫・売上比率をみると、全ての流通段階で 7～9 月頃には相互関税前に仕入れた在庫が無くなると思われるため、関税の価格転嫁がどの程度進むのか見極める時期となるだろう。時期に関しては、地区連銀報告の内容とも整合的と思われる。

あわせて、特に長期期待インフレ率の安定性も 2%物価目標の実現に向けて重要な要素といえる。期待インフレ率を安定化させる観点から、筆者は引き続き、FRB は利下げについて慎重な姿勢を維持し、25 年内の利下げは見送りになるのではないかと予想している。

図表10 在庫・売上比率の推移



長期金利：引き続き利回りの低下余地は限定的

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では5月入り後、利下げ観測の後退や米英合意（8日）、米中合意（12日）、ムーディーズによる米債格下げ（16日）、減税・歳出法案が財政赤字拡大につながることへの警戒などから、米長期金利（10年債利回り）は4月末と比べて25bp程度の上昇となった。

6月入り後は、雇用統計（6日）への警戒感から、長期金利は一旦4.35%へ低下したが、労働市場の堅調さが確認されたことで4.5%台へ再度上昇した。その後は低下傾向となったが、13日にイスラエルがイランを攻撃すると、インフレ加速懸念などから小幅に上昇した。17日以降は、米国がイランとの戦争に関与することへの警戒感やFOMC参加者からの早期利下げ発言、原油価格下落などを背景に利回りは低下し、30日は4.23%となった。

7月に入ると、減税・歳出法案を巡る財政懸念に加えて、底堅い内容となった雇用統計（3日）、パウエルFRB議長解任の可能性、小幅に上昇したCPI（15日）、予想外に強い内容となった小売売上高（17日）などが利回り上昇の材料となり、7月半ばにかけて4.4%台後半で推移した。その後は7月FOMC（29、30日）を控えて様子見姿勢が強まるなかで、利回りは低下した。

先行きについて、まずは7月末のFOMCで早期利下げを主張するFOMC参加者が何人いるかが注目点になるだろう。その後は、雇用統計(1日)とCPI(12日)が材料視されるが、インフレ率についての不確実性が高いなか、FRBは利下げを急がない姿勢を示していることや、財政赤字拡大が見込まれることから、引き続き利回りの低下余地は限定的と思われる。



株式市場：引き続き上値が重い展開を予想

株式市場では、トランプ政権による4月2日の相互関税発表で大幅に下落したのち、関税の延期や免除、各国との交渉の継続姿勢などが評価され株価は徐々に上昇し5月12日のダウ平均は終値で42,000ドル半ばまで回復した。以降は、長期金利の高止まりや通商政策をめぐる不確実性、利下げ再開時期に関する思惑、中東情勢の悪化など様々な材料が交錯するなか、上値の重い展開が続いている。こうしたなか、24日は中東情勢についての楽観的な見方が広がったことから、主要株価指数は大幅に上昇し、6月末のダウ平均は44,000ドルを回復した。

7月に入ると、S&P500は最高値を更新する場面がみられたものの、ダウ平均は44,400ドルを中心にほぼ横ばいとなった。

先行きについては、決算を消化する過程で、AI関連投資や半導体需要の程度を確認する展開となるだろう。もっとも、長期金利の高止まりが見込まれることや、ダウ平均採用銘柄はAI関連株のウェイトが小さいことなどから、引き続き上値の重い展開が続きそうだ。

(25.7.23 現在)

予想を上回る 2025 年 4～6 月期の中国経済

～先行きは決して楽観視できない～

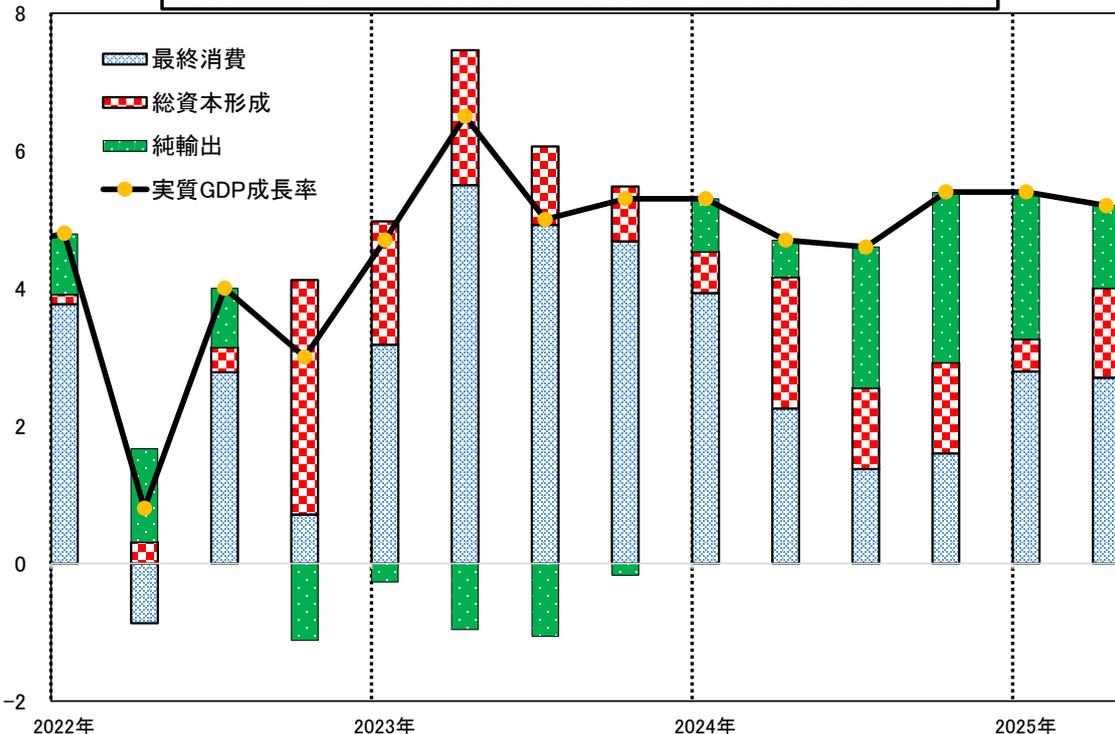
王 雷軒

要旨

輸出が駆け込みで比較的堅調に推移したこと、個人消費が消費促進策で押し上げられたこと、財政政策の前倒し実施を受けてインフラ整備向け投資が比較的底堅く推移したことなどを背景に、25 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 5.2%と予想を上回った。

しかし、先行きについては、消費促進策の効果が引き続き期待されるものの、不動産業および建設業が低調に推移するほか、トランプ関税による中国経済への悪影響も顕在化するとみられることから、足元 7～9 月期の成長率はさらに鈍化する可能性がある。

図表1 中国の前年比実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



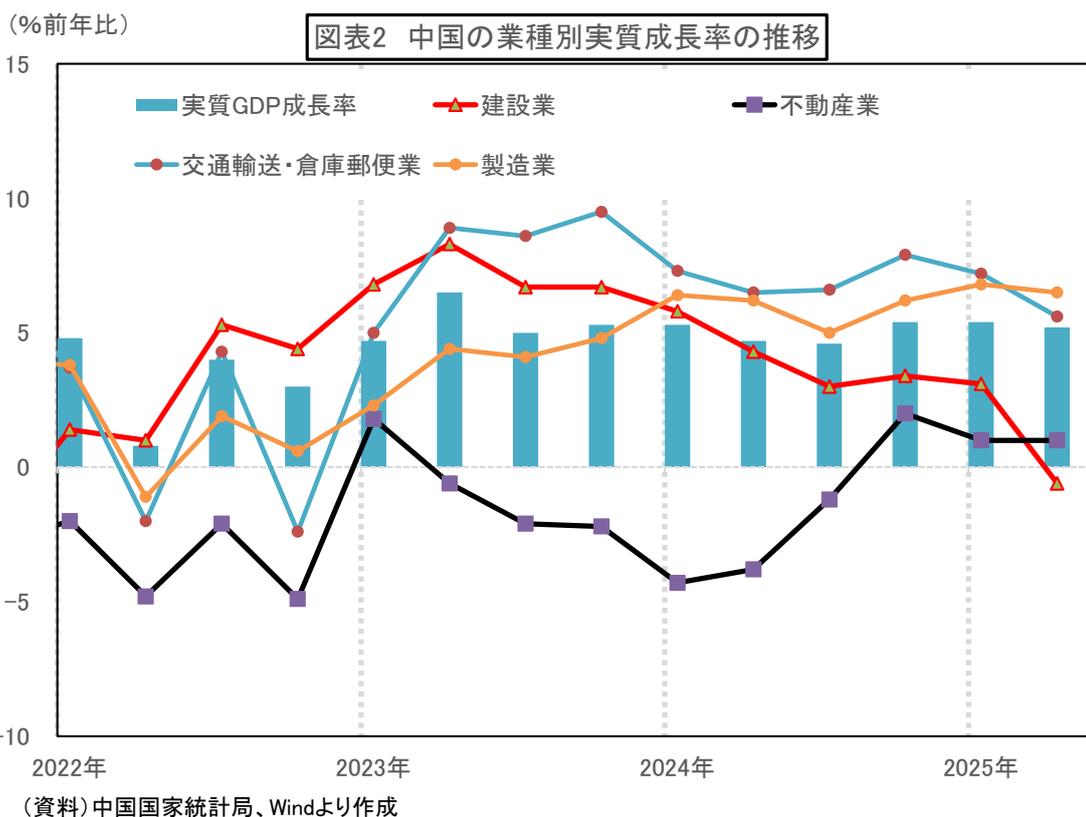
(資料)中国国家统计局、Windより作成

25 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 5.2%と予想を上回った

トランプ関税による中国経済への悪影響が大きく懸念されるなか、25 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 5.2%、前期比 1.1%と発表された(図表1)。前年比 5.2%の成長率は、1～3 月期(同 5.4%)からやや減速したものの、市場予想(Wind、同 5.0%)を上回ったほか、政府が掲げている 25 年の成長率目

標である「5%前後」の範囲内に収まった。

この前年比実質 GDP 成長率（前掲の 5.2%）に対する需要項目別の寄与度を見ると、最終消費は 2.7 ポイント、総資本形成は 1.3 ポイント、純輸出は 1.2 ポイントであった（図表 1）。内需（最終消費＋総資本形成）は今回の 4～6 月期の成長に最も寄与したが、純輸出は 6 期連続のプラスで予想を上回る寄与となった。

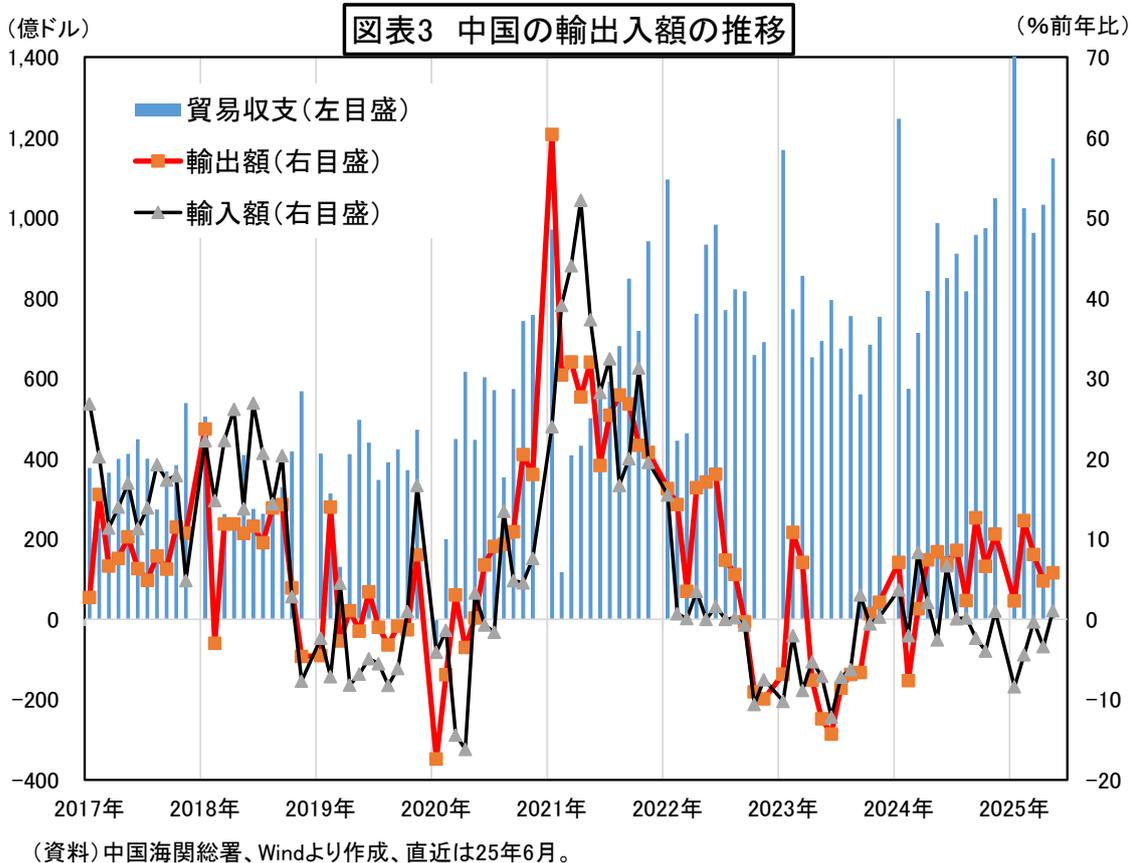


予想を上回った主因としては、輸出の堅調さ、消費促進策の効果、財政政策の前倒し実施などが挙げられる

このように、実質 GDP 成長率が市場予想を上回った背景には、①輸出が想定より堅調に推移したこと、②自動車や家電製品等の消費促進策により個人消費が押し上げられたこと、③財政政策の前倒し実施を受けてインフラ整備向け投資が比較的底堅く推移したこと、④不動産業が 3 期連続のプラス成長となったこと、が挙げられる。

実際、業種別の前年比実質成長率を確認すると、駆け込み輸出などを背景に製造業と交通運輸・倉庫郵便業はそれぞれ前年比 6.5%、同 5.6%といずれも実質 GDP 成長率（前掲の 5.2%）を上回っており、特に前者の成長は堅調だった。また、不動産業は同 1.0%と実質 GDP 成長率を大きく下回ったものの、プラ

ス成長を維持した（図表 2）。他方、住宅在庫の解消が一定程度進んでいたものの、なお時間がかかるとみられ、新規の不動産開発投資が依然として停滞したままであることを背景に建設業は同▲0.6%とマイナス成長に陥った。

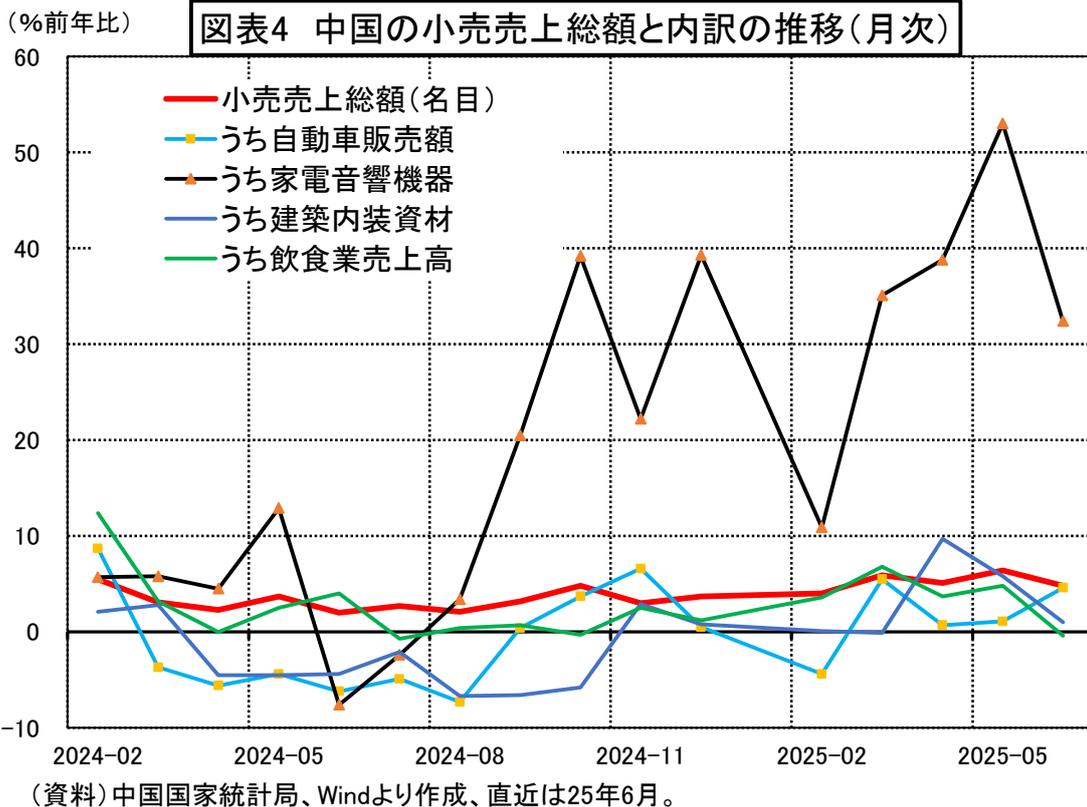


米国向けが急減したものの、アセアン向けが大幅に増加したことで輸出全体は比較的堅調

米国が高関税を課す前に駆け込み輸出が生じたとみられ、25年3月の輸出は大きく伸びた。米ドル建て輸出額を確認すると、25年3月は前年比12.3%と1~2月期(同2.3%)から大幅に拡大した(図表3)。しかしながら、その後は、米国が中国からの輸入品に対して30%の関税を課したことで対米輸出が大きく減少したため、鈍化傾向で推移した。

とはいえ、東南アジアの国や地域が米国からの関税率を告げられる前に、中国から中間財や部品を大量に輸入し、生産や加工を行い、速やかに米国に製品を輸出する動きがみられた。そのため、アセアン向けの輸出額が大幅に増加したことで輸出額は4月の同8.1%、5月の同4.8%、6月の同5.8%と比較的底堅く推移した。

しかし、輸出の先行きについては、トランプ関税（30%）が維持される見込みで輸出全体の15%近くを占める対米輸出の減少が続くと予想される。また、中国のサプライチェーンと密接な関係を持つベトナムやメキシコへの輸出はある程度抑制されるとみられることから、今後中国の輸出は落ち込む可能性が高い。引き続き米中通商協議の行方を注視していきたい。



個人消費は促進策を通じて伸びたものの、勢いが弱まりつつある

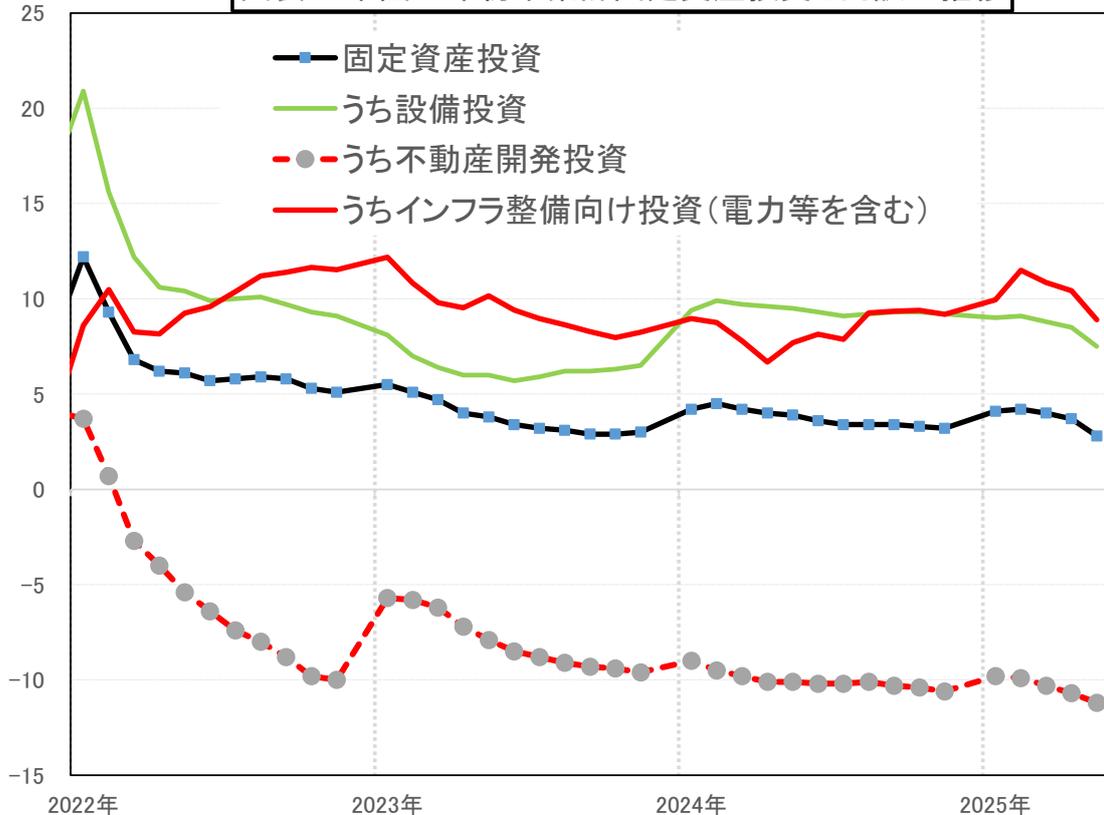
個人消費に目を向けると、持ち直し傾向にあるが、購入促進策が消費を押し上げる効果が薄れつつあるほか、雇用と所得をめぐる環境が依然として厳しいとみられることで消費回復の勢いは一服したとみられる。足元25年6月の小売売上総額は前年比4.8%と5月(同6.4%)から鈍化した(図表4)。

ただ、四半期別にみると、4~6月期は前年比5.4%と前期(同4.6%)から伸び率が加速した。これは、自動車販売促進策と家電製品等の買い替え促進策の効果によるところが大きかったとみられる。詳細を見ると、6月の自動車販売額は前年比4.6%と加速したほか、家電・音響機器も同32.4%と5月(同53.0%)から鈍化したものの、大きく伸びた。

しかし、消費促進策の補助金が半分以上利用されたほか、耐久財の需要がおおむね満たされてきているとみられることから、雇用や所得環境を改善させなければ、個人消費を一段と押し上げるのは難しいと思われる。一方、増大する外需の下振れリスクに備えるためにも、小売売上総額を一段と加速させることが求められるなか、今後は補助金の増額の有無に加えて、雇用や所得環境の改善策が焦点となる。

(%前年比)

図表5 中国の年初来累計固定資産投資と内訳の推移



(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は25年1~6月期。

不動産開発投資がさらに悪化したことなどで投資全体は低調に推移

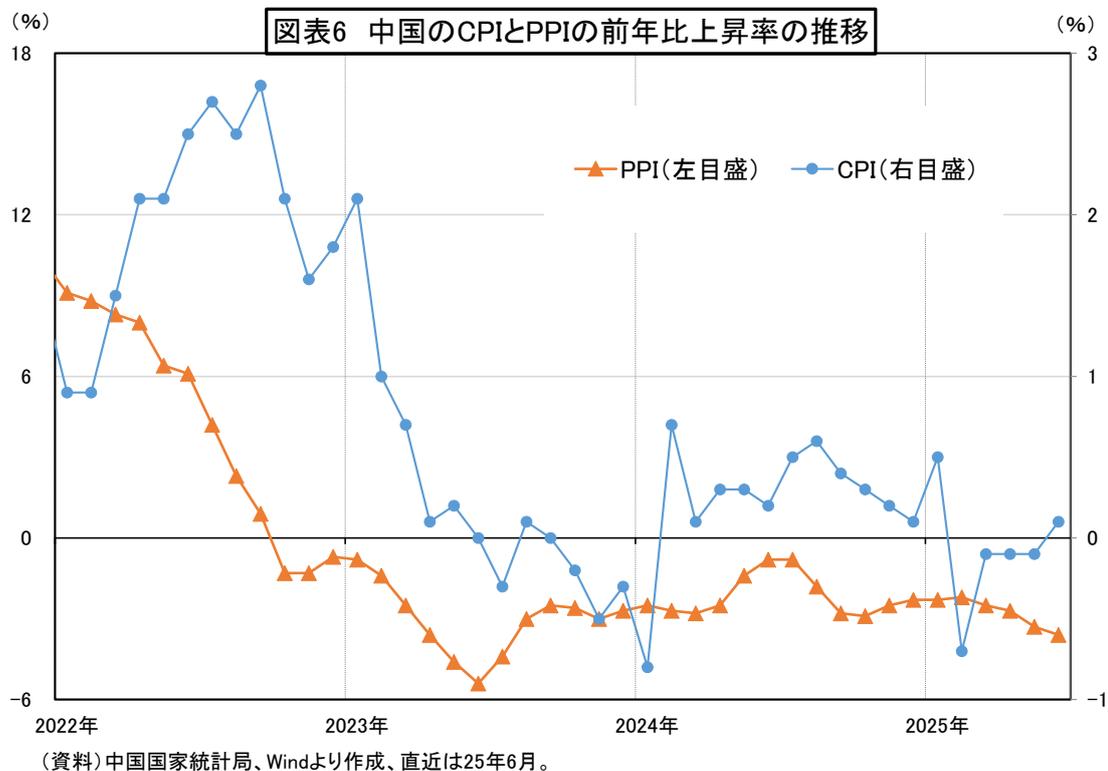
また、地方債の早期発行・利用など財政政策の前倒し実施が行われたものの、不動産開発投資がさらに悪化したことで25年1~6月期の固定資産投資(名目)は前年比2.8%に鈍化した。内訳を見ると、不動産開発投資は同▲11.2%と一段と悪化した。これに加え、インフラ整備向け投資(電力等を含む)は前年比8.9%と固定資産投資全体を大きく上回ったものの、鈍化傾向にある。さらに、「反内巻」(新エネルギー自動車や太陽光パネルなどの分野で企業の過度な生産・価格競争によって収益性が大きく損なわれている状態を防ぐこと)が進められるほ

か、輸出の先行きをめぐる不透明性もあり、設備投資の勢いも弱まりつつある（図表5）。

政府が引き続き推進している大規模な設備の更新や重要な公共工事の着工による押し上げ効果が見込まれるものの、住宅在庫の解消にはなお時間を要することから、固定資産投資全体は低調なままで推移する可能性が高いと思われる。

こうしたなか、7月14日から15日にかけて都市化政策などを決める「中央都市工作会議」が10年ぶりに開催された。会議では、イノベーション都市づくり、快適で住みやすい都市づくり、低炭素で美しい都市づくり、強靱な都市づくり、文化的都市づくり、スマート都市づくりなどの7つの重点任務が示されている。

15年の前回会議の後には都市部のバラック地区の再開発政策が打ち出され、不動産の救済策とも受けとめられた。今回の会議も都市化の減速、不動産の長期低迷の最中に開催されたことで期待感が高まりつつある。特に、「快適で住みやすい都市づくり」のなかに不動産の新たな発展モデルを構築し、旧市街地の整備や老朽住宅の修繕を推進するとの内容も改めて示されており、今後の施策を注視したい。



CPI 上昇率はプラスに転じたが、PPI は下落幅拡大

前述のとおり、個人消費の弱含みや不動産開発投資の長期低迷などを受けて内需が総じて弱く、物価は低位で推移している。足元では、6月の消費者物価指数（CPI）は前年比0.1%と5か月ぶりのプラスに転じたものの、低水準にとどまっている（図表6）。また、変動幅の大きい食料品・エネルギーを除いたコアCPIも前年比0.7%と弱い状況が続いている。

また、前述の「内巻」の深刻さを反映し、6月の生産者物価指数（PPI）も前年比▲3.6%と22年10月からの前年割れ状態が続いている。今後は、関税が物価上昇をもたらす可能性もあるものの、内需が緩やかな回復にとどまる可能性が高いことから、低インフレ状況は続くと思われる。

経済見通しと当面の注目点

中国経済の先行きを展望すれば、消費促進策の効果が引き続き期待されるものの、不動産業および建設業が低調に推移するほか、トランプ関税による中国経済への悪影響も顕在化するとみられることから、足元7~9月期の成長率はさらに鈍化する可能性がある。

しかしながら、25年前半の成長率は前年比5.3%となったことから、中国政府が掲げている25年通年の成長率目標である「5%前後」は達成される可能性が高い。当面は、「反内巻」をめぐる業界の動きおよび具体的な実行策、7月末に開催予定の党中央政治局会議で示される内容、7月27日から30日にかけてスウェーデンで開催予定の米中通商交渉（5月のスイス、6月の英国に続き3回目）などに注目が集まっている。

(25.7.23 現在)