

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。

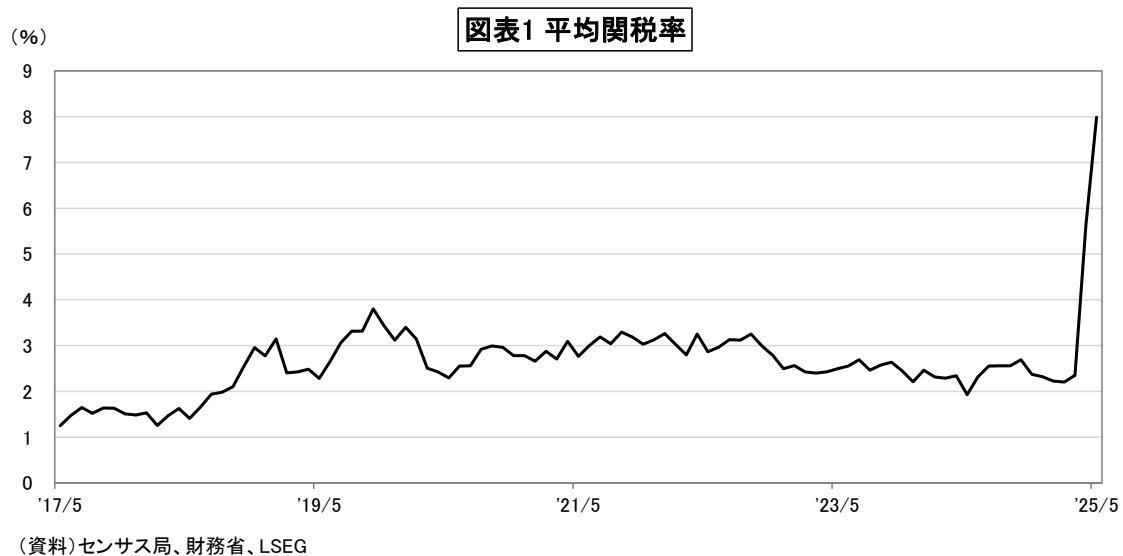
景気の先行きとしては、関税による下押し効果を減税・歳出法が打ち消す形となり、景気拡大効果が徐々に強まっていくと思われる。

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。米中では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。

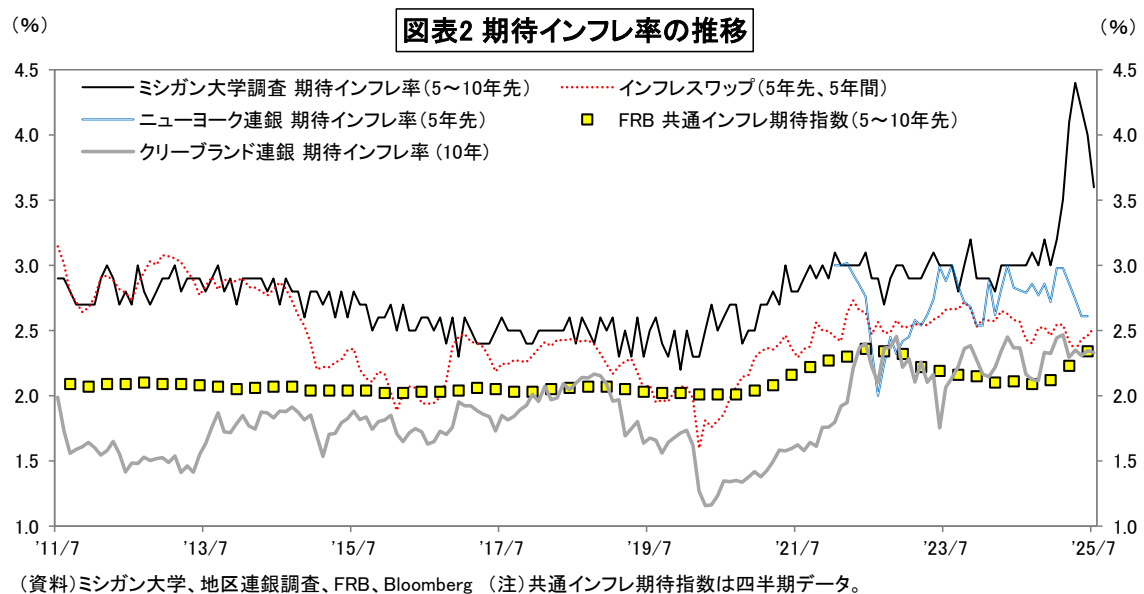
また、EUについては、期限までに合意がまとまるか微妙な状況となっており、米、EU双方が関税の引き上げを視野に入れつつ、集中的な交渉が続いている。それ以外の国々に対しても、通商交渉を行った結果として、個別に相互関税を改めて設定しつつある。こうしたなか、5月のデータからは米国の平均関税率が8%となったことが確認された。



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。



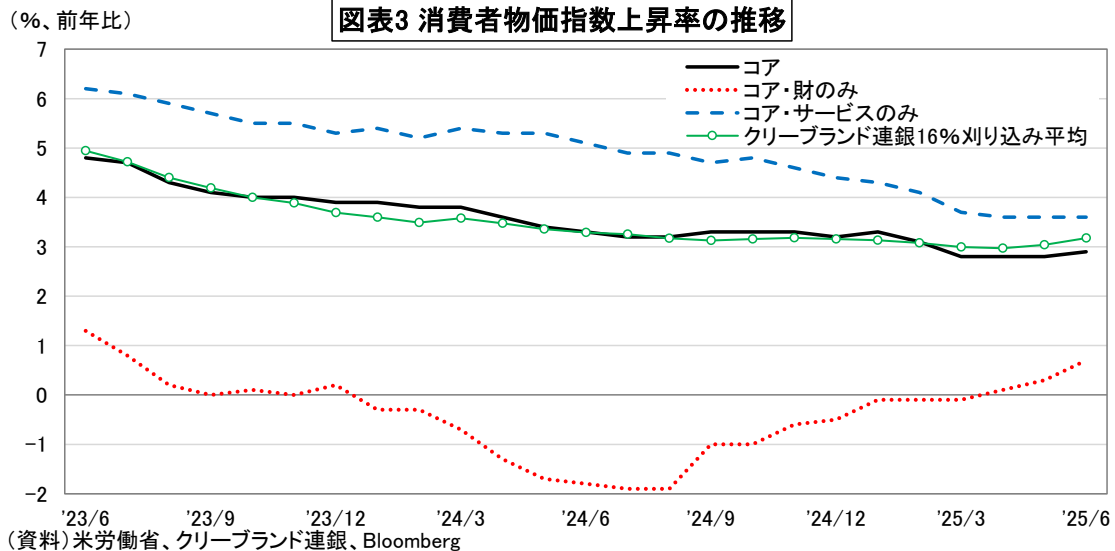
小幅にとどまっ ているインフレ率の

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

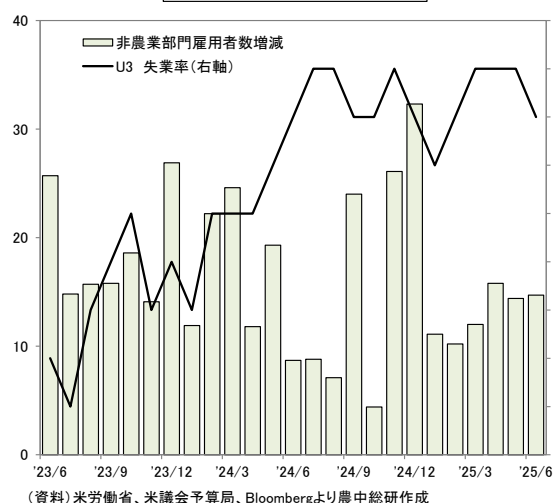
なお、保守系の FOX ニュースによる調査でも、今回の税制改革については、富裕層優遇や財政赤字拡大などの観点から反対意見が目立っており、米国民の評価はあまり高くないようだ。

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。

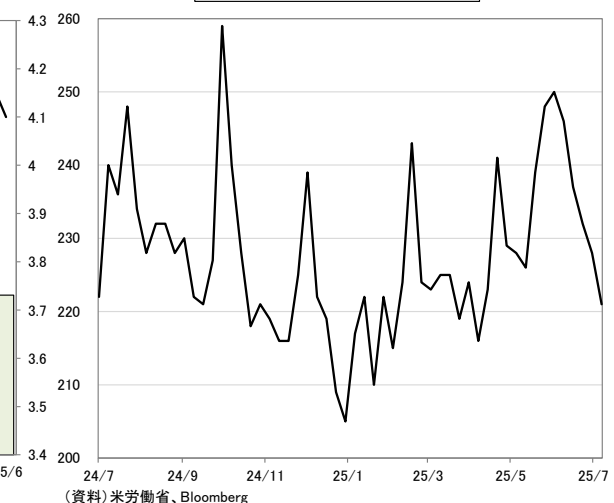
(前月差、万人)

図表4 雇用関連指標の推移



(%) (千人)

図表5 新規失業保険申請件数

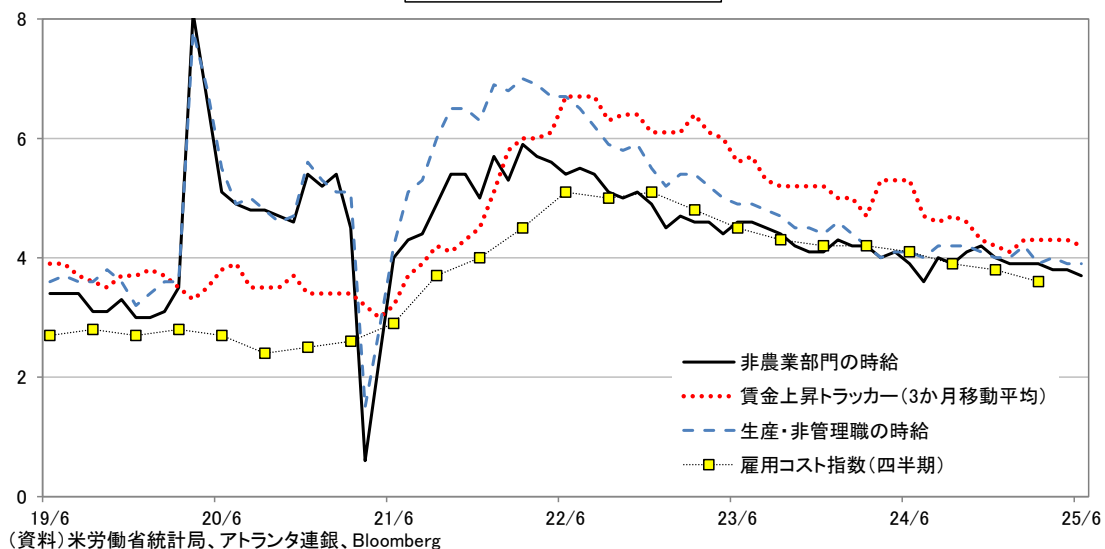


6月の平均時給は前年比3.7%（前月比0.2%）、生産・非管理職の時給は同3.9%（同0.3%）の上昇となり、5月から減速し、2%物価目標と概ね整合的な上昇率といえる。

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

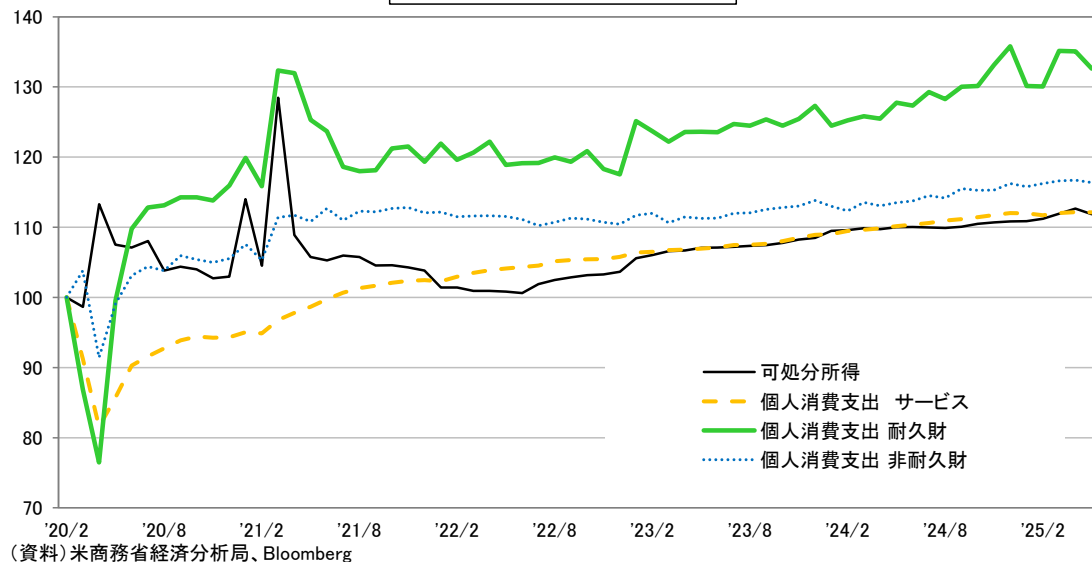


弱含んだ5月の個人消費

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。もともと、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

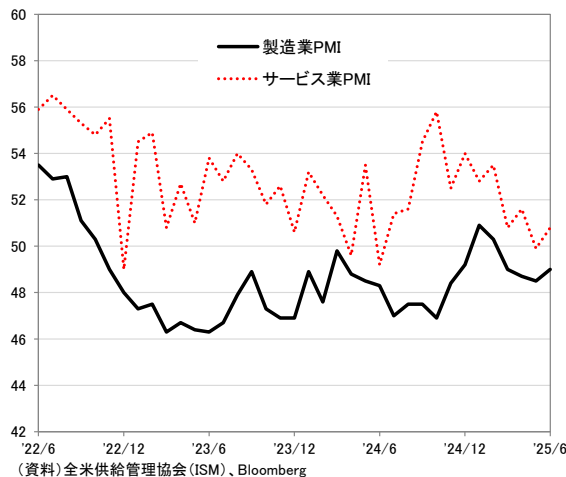


製造業の縮小と価格上昇が継続

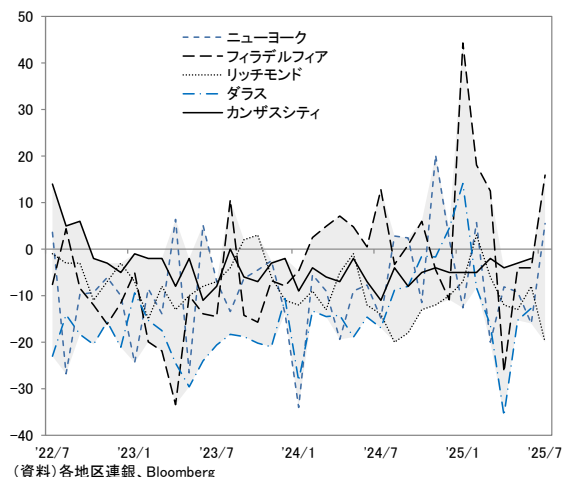
ISM 指数を確認すると、6月の製造業指数は前月から0.5ポイントの49.0%と、判断基準となる50%を4か月連続で下回り製造業の縮小局面を示した。サービス業指数は同0.9ポイントの50.8%と2か月ぶりに判断基準となる50%を上回った。

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。

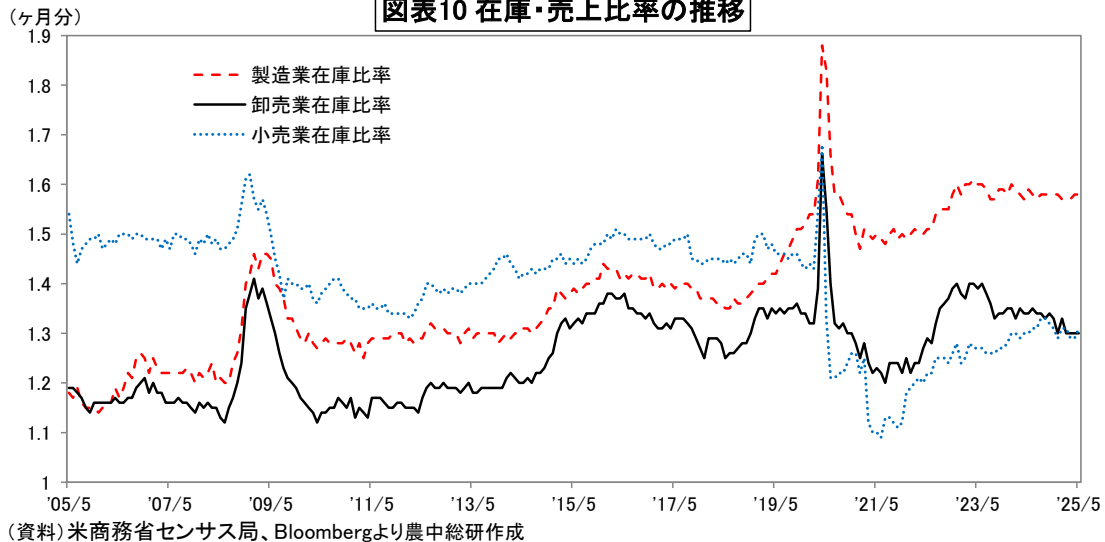
他方、Tax Foundation は減税・歳出法が25年にGDPを0.2ポイント、26年に1.2ポイント程度の押し上げると試算している。特に関税の影響は見通しづらいものの、今後は徐々に景気拡張的な効果が強まると見込まれる。

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



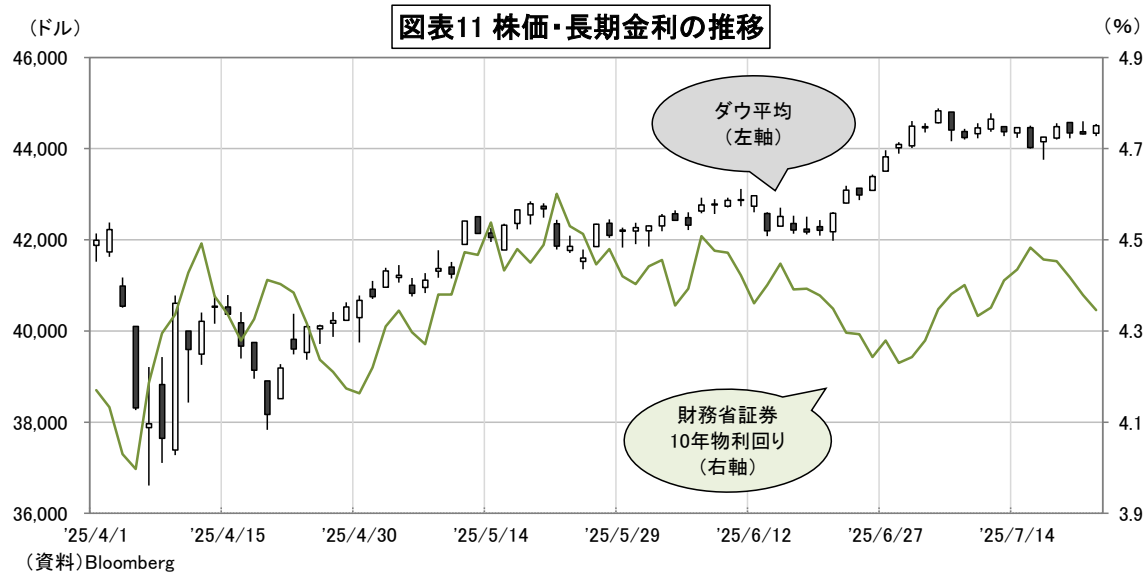
長期金利：引き続き利回りの低下余地は限定的

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くそうだ。

(25.7.23 現在)