

Weekly Macro Economic Insights

7月21日(月)～7月25日(金)

2025年7月23日

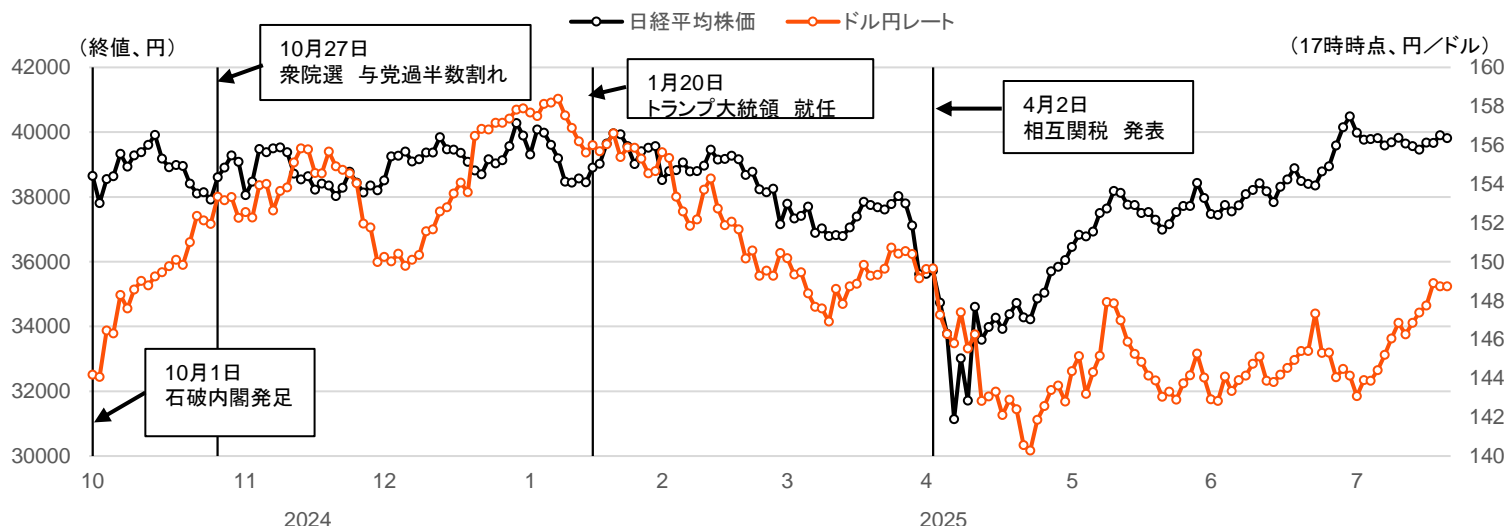
参院選後の日本経済－4つのポイント

7月20日に開催された参議院選挙は125の議席をめぐる争われた。与党である自民党・公明党の獲得議席は47議席(自民党39議席、公明党8議席)となり、非改選分を含めて122議席と過半数の125議席を下回る結果となった。これで衆院選に続き、参院選でも少数与党が確定したことになる。以下では、参院選後の日本経済の先行きにつき4つのポイントに分けて考えてみることにしたい。

まず第1のポイントは、参院選後の政局が日本経済にどのような影響を及ぼすかについてである。21日午後、石破総理は自民党本部で党総裁として記者会見を行い、自らの続投および党執行部の人事に変更はないことを表明した。参議院の過半数125議席まであと3議席という結果から考えると、石破総理は現在の与党の枠組みを基軸にしながら、政策に応じ他党等との協力関係を構築していく可能性が高い。経済政策面では物価高対策に対しては給付金で対応し消費税減税は行わない、ガソリン暫定税率廃止は行う可能性があるが単なる減税に留めず別途増税策を講じる、といった政策が予想される。図表1は石破政権発足後の日経平均株価とドル円相場の推移をまとめている。図表からも分かる通り、石破政権発足後の日経平均株価の動きはトランプ大統領の就任や相互関税の発表といった対外経済要因で下落する局面はあるものの、衆院選で与党が過半数割れとなった際にも大きく変化することはなかった。参院選直後の7月22日の日経平均終値は3万9,774円92銭と44円19銭安に留まったが、石破政権が継続することになれば株価は4万円前後を基準としつつ、対外要因の状況いかにで変化する展開が続くことになるだろう。為替レート(ドル円レート)については、米FRB、日本銀行の政策スタンスが変わらない限りはやや円高気味で推移すると予想する。そして、ここ数年の日本経済の課題である、コストプッシュ要因が大きい物価高が続く中で、賃上げは進むものの内需(消費)の拡大は生じず、所得増→需要増→物価上昇→企業利益増→所得増...といった所得と支出の好循環サイクルは成立せず、対外要因に大きく影響を受ける経済動向が続く可能性が高い。

もっとも、米国との関税交渉に加え、自然災害や安全保障のリスクを挙げながらの続投表明は石破総理にとっては合理的であったとしても、改選前の52議席から39議席と大きく議席を減らした事実、衆院選に続き参院選も過半数割れとなった事実への責任を問う声が強まるのは当然の反応だ。今回の選挙では最大野党の立憲民主党の議席は増えず、公明党や共産党は議席を減らした。代わって議席を増やしたのは参政党や国民民主党である。石破総理の続投が安倍政権以降自民党を支持していた現役層や保守層の他党への離反につながるとすれば、今回の参院選の結果と石破総理続投は今後の政界再編の分岐点として後に捉えられることになるだろう。逆に石破総理続投ではなく新政権への動きが本格化すれば、財政政策を通じた内需拡大策に積極的な政権が誕生する可能性は高い。物価高対策には給付ではなく減税が、暫定税率は廃止、実質税負担もインフレに見合う形で抑制される、こうした方向感での政策が実現しやすくなるということだ。日米関税交渉が一段落した今、石破下ろしの風が本格化するのか否かがポイントとなるだろう(次頁に続く)。

図表1: 石破政権発足後の日経平均株価、ドル円レートの推移



さて石破政権が続く場合、日本経済の先行きをみる上で重要となるのが対外経済の変化である。特に相互関税の交渉の帰結を含むトランプ関税の全体像がどの程度のものとなるかで日本を含む世界経済への悪影響は変わりうる。これが第2のポイントだ。

23日朝(日本時間)、トランプ大統領はSNSに投稿し、関税措置を巡る交渉で日本と合意を締結したことを明らかにした。ポイントを紹介すると、①15%の相互関税が適用される、②自動車関税は当初の25%を半減した12.5%に既存の関税率2.5%を加えた15%に、③日本は米国に5500億ドル(約80兆円)を投資する、④日本はコメなどの農産品や自動車の市場開放を約束、といったものである。投資や市場開放の具体的内容は現状不明であるし、鉄鋼・アルミ・自動車部品といった品目の関税率も不明であるが、相互関税の適用により日本の輸出品に広く悪影響が及ぶことは間違いないだろう。ただし相互関税・自動車関税が15%となったこと(自動車関税も無制限に15%の関税率が適用されるのか否かは不明)は米国への輸出で競合する他国との比較の観点、当初25%と目されていた観点からするとポジティブといえる。

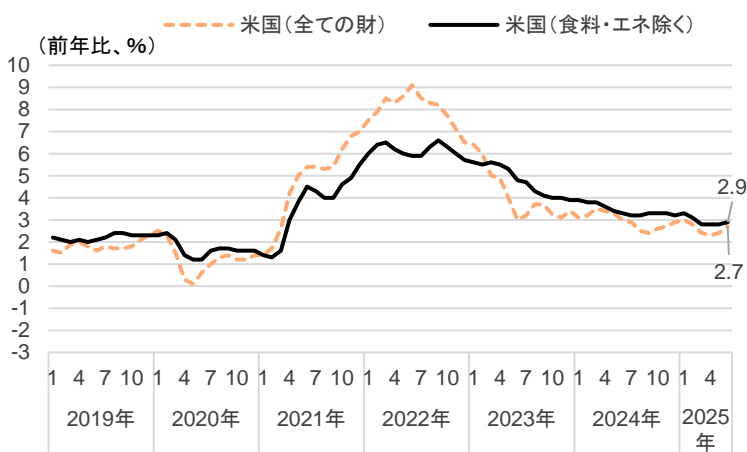
もっともトランプ大統領の経済政策の最大のリスクはその政策がいつ・どのような形で本当に実行されるかが分からない「不確実性」にある。トランプ関税の本格化により米国の物価が大きく上昇せず、米国の家計への悪影響が顕在化しない限り、トランプ大統領による関税率引き上げの動きは続くことになる。図表2の通り米国の消費者物価指数は総合で前年比+2.7%、食料・エネルギー除く総合で同+2.9%と、2025年以降でみて物価上昇率が加速していない。こうした状況が続けば、トランプ大統領が主張通りに関税率を引き上げる可能性は高まるはずだ。

第3のポイントはトランプ関税が米国経済に及ぼす影響についてである。米国の物価上昇率は高まっていないが、期待インフレ率はトランプ関税に大きく反応した。図表4をみると、5月の1年先の短期期待インフレ率は+6.6%、5年後の中長期期待インフレ率は+4.4%まで高まった。足元ではやや伸びは鈍っているものの、5年後の中長期期待インフレ率の高止まりが続くと、米国の物価上昇率も今年後半以降大きく高まることになるはずだ。今後の中長期期待インフレ率の動きには要注目である。なお先日上下院で可決されたトランプ大統領の減税策(OBBB法)の景気刺激効果は小さいため、トランプ関税により見込まれる米国経済へのダメージを打ち消すことは難しい。仮に物価高と景気悪化の両方が生じた場合に、今後FRBは利下げを優先する可能性が高いと筆者はみる。特にパウエルFRB議長の任期が切れる2026年5月以降はその傾向が強まるはずだ。そしてトランプ関税の実行が米国の景気悪化を生み、FRBの利下げも相まって物価上昇率が高進する場合には、米国の家計にとってトランプ関税の悪影響がはっきりと意識されることになる。2026年の中間選挙を意識する段階でトランプ関税の悪影響が顕在化している場合、トランプ大統領が自らトランプ関税を反故にする可能性もある。逆にトランプ関税の実行により米国の物価は上がらずに景気悪化のみが生じた場合、FRBの利下げは実行され、トランプ関税も継続する形となるだろう。

トランプ関税の帰趨は日本経済に影響を及ぼす。特に筆者が懸念しているのが日本の物価への影響である。これが第4のポイントだ。先週の本コラムで述べた通り、日本の物価は食料品価格の上昇の影響が大きく、予想インフレ率、需給バランス、マネーといった物価上昇率に影響を及ぼす要因の動きを確認する限り、物価上昇率がさらに伸びを強める可能性は小さい。むしろ図表3の通り、トランプ関税は輸出価格の低下を通じてデフレ圧力として作用するだろう。自動車産業は日本の基幹産業であり、円安も相まって企業利益の拡大を起点とした30年ぶりの賃上げの立役者でもある。自動車への対米追加関税15%の適用は、こうした流れを逆流させるリスクをはらむ。この影響は石破政権が重視する賃上げの拡大に対してもネガティブに働く懸念もある。そして相互関税を含めトランプ関税が世界各国で広範化し、米国の物価上昇率が高まらない中、FRBの利下げが実行される、という状況になればなるほど、日本が直面するデフレ圧力は円高を伴いながら顕在化することになるはずだ。物価高対策は参院選の主要な論点の1つであったが、これは正確に言えば食料品価格の高騰をいかに是正するかの話であって、物価ではなく個別財価格の問題だ。物価を巡る今後のリスクはインフレ圧力ではなくデフレ圧力にあることは意識される必要があるだろう。

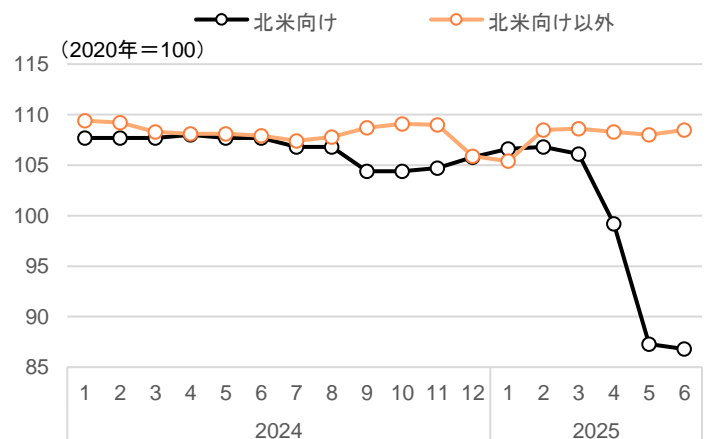
(PwC Intelligence チーフエコノミスト、上席執行役員 片岡 剛士)

図表2: 米国消費者物価指数



(出所)米国商務省

図表3: 乗用車輸出価格(北米向け・除く北米向け)



(出所)日本銀行

先週(7月7日(月)～7月11日(金))の振り返り:機械受注(5月)、通関貿易統計(6月)、消費者物価指数(全国、6月)、第三次産業活動指数(5月)

先週の動向を振り返っておこう。まず日本についてである。機械受注(5月)についてみると、民間設備投資の先行指標とされる「船舶・電力を除く民需」(コア受注)は5月に前月比-0.6%(前月(4月):-9.1%)と2か月連続で減少し9,135億円となった。内閣府は基調判断を「持ち直しの動きがみられる」で維持した。据え置きは6か月連続となる。5月の製造業からの受注は-1.8%(前月:同-0.6%)の4,485億円となり、2か月連続で減少した。製造業17業種のうち、非鉄金属、石油製品・石炭製品、その他輸送用機械など9業種で増加し、造船業、化学工業、業務用機械など8業種で減少した。船舶・電力を除く非製造業は、5月は同+1.8%(前月:-11.8%)で4,793億円となった。2か月ぶりに増加したものの、前月の大幅な落ち込みは取り戻せていない。5月は船舶・電力を含む非製造業12業種のうち、電力業、金融業・保険業、その他非製造業など10業種で増加し、運輸業・郵便業、通信業の2業種で減少した。

通関貿易統計(6月)は、輸出金額(名目、原数値)は9兆1,626億円、前年比-0.5%となり、2か月連続の減少となった。品目別では、船舶は増加したものの、自動車、鉄鋼、非鉄金属で減少した。商品別にみると、輸送用機器が前年比-3.6%(寄与度-0.8%ポイント)となり、輸出を押し下げた。自動車、自動車部分品の落ち込みが大きい。一般機械は同+1.7%(寄与度+0.3%ポイント)となった。原動機、金属加工機械が増加した。電気機器は前年比-3.2%(寄与度-0.5%ポイント)となり、うち半導体等電子部品、音響・映像機器の部分品、重電機器、通信機が押し下げた。輸入金額(同)は9兆95億円となり、前年比+0.2%と3か月ぶりに増加した。エネルギー関連の鉱物性燃料は同-19.1%(寄与度-3.9%ポイント)と5か月連続で減少した。非鉄金属鉱・鉄鉱石を含む原料品が同-1.3%(寄与度-0.1%ポイント)と押し下げた。貿易収支(原数値)は1,531億円となり、3か月ぶりにプラスとなった。なお、季節調整済み値では輸出が8兆9,759億円(前月比-0.4%)、輸入が9兆2,114億円(同-1.0%)となり、貿易収支は-2,355億円となった。

消費者物価指数(全国、6月)は、総合で前年比+3.3%、生鮮除く総合で同+3.3%、生鮮・エネルギー除く総合で同+3.4%となり、総合、生鮮除く総合では共に伸びは弱まった。また食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合(欧米型コア指数)は同+1.6%と、1%台半ばの伸びであり、2%を下回って推移する状況が続いている。エネルギー価格の前年比は+2.9%と5月の同+8.1%から大きく減速した。内訳をみると、電気代、灯油、ガソリンの前年比が+5.5%、+4.8%、-1.8%と伸びを弱めたことが影響している。なお、食料については、生鮮野菜は前年比-1.5%、野菜・海藻は同+1.6%といった形で先月よりも伸びはやや強まっているほか、米を中心とした穀類は同+29.0%と価格上昇は強まっており、食料全体としては前年比+7.2%と伸びは強まっている。こうした価格上昇は引き続き家計消費の重石となるだろう。

第三次産業活動指数(5月)は前月比+0.6%と2か月連続の上昇となった。業種別にみると、「金融業、保険業」「電気・ガス、熱供給・水道業」をはじめとする4業種が低下したものの、「運輸業、郵便業」「生活娯楽関連サービス」などの6業種が上昇したため、全体としては上昇した。基調判断は引き続き「一進一退」の形で維持されている。

米国:消費者物価指数(6月)、ニューヨーク連銀製造業景気指数(7月)、フィラデルフィア連銀景況指数(7月)、ミシガン大学消費者信頼感指数(7月)

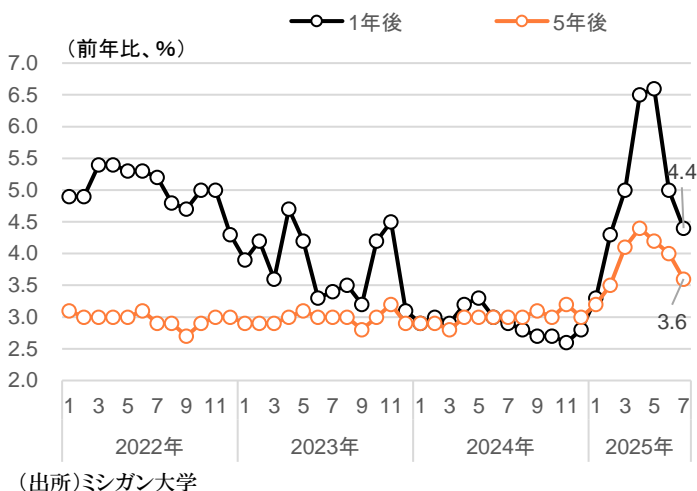
続いて米国についてみよう。消費者物価指数(6月)は前月比+0.3%となり、5月の同+0.1%から加速した。前年比は+2.7%となり、こちらも5月の同+2.6%からはわずかに伸びが強まった。食料とエネルギーを除くコア指数の前年比は+2.9%となり、5月の同+2.8%から加速している。トランプ関税の影響により価格転嫁が徐々に進み始めている。ニューヨーク連銀製造業景況指数(7月)は21.5ポイント上昇のプラス5.5となった。新規受注指数と出荷指数の上昇が大きく影響している。景況見通し(半年先)も改善している。フィラデルフィア連銀景況指数(7月)も6月のマイナス4.0から19.9ポイント上昇のプラス15.9と改善した。ミシガン大学消費者信頼感指数(7月)は61.8と6月確報値の60.7から上昇した。だが先日上下院で可決されたトランプ大統領の減税策(OBBB法)は消費者マインドの押し上げにはあまり

り寄与していない模様だ。注目の期待インフレ率の動きは図表4の通りだが、1年先は4.4%、5年先は3.6%となり、ともに6月の値を下回った。ただし依然として高い伸びであり、今後インフレ率が高まる可能性は未だある情勢といえるだろう。

ユーロ圏:ユーロ圏ZEW景況感指数(7月)

続いてユーロ圏についてみよう。ZEW景況感指数(7月)はユーロ圏は-24.2となり、6月から+6.5ポイント改善した。先行きの期待指数はユーロ圏で36.1となり、6月から0.8ポイント改善、ドイツは52.7となりこちらも6月から5.2ポイント改善した。

図表4:米期待インフレ率(1年後、5年後)の推移



中国:実質GDP成長率(2025年上半期)、小売売上高(6月)、固定資産投資(1-6月)、鉱工業生産(6月)

最後に中国経済についてみよう。2025年上半期の実質GDP成長率は前年比+5.3%となった。政府当局の景気刺激策により個人消費がまず堅調に推移したほか、トランプ関税の影響を踏まえた前倒しの駆け込み輸出による外需の伸びに支えられ、政府当局の目標である「+5.0%前後」を上回る経済成長を実現した。2025年6月の小売売上高は前年同月比+4.8%となり、前月の同+6.4%から減速した。これまで消費の伸びを牽引してきた「外食」は同+0.9%と前月の同+5.9%から大幅に減速した。「商品」は同+5.3%となり、前月の同+6.5%から減速した。買替需要を喚起する「以旧換新」策に支えられている家電製品や通信機材の伸びが鈍化したほか、石油類のほか、飲料や化粧品、医薬品の伸びがマイナスとなった。2025年1-6月の固定資産投資は前年同期比+2.8%と、同1-5月の同+3.7%からさらに減速した。最大のネックである不動産(同-11.2%)のマイナス幅は拡大し、引き続き深く水面下で推移している。また、製造業(同+7.5%)は政府当局による産業高度化に向けたテコ入れ効果もあり、伸びが減速しつつも高水準を続けているほか、インフラ(同+4.6%)も政府当局による公共投資の後押しに支えられつつも、減速して着地した。2025年6月の鉱工業生産は前年同月比+6.8%となり、前月の同+5.8%から加速した。分野別にみると、製造業(同+7.4%)が前月から加速しつつ、鉱工業生産全体の伸びを支えるほか、鉱業(同+6.1%)も加速して着地した。また、エネルギー関連(同+1.8%)の伸びは低水準で推移しつつ減速して着地した。中国経済は相変わらず長引く不動産不況に伴う需要不足に直面している。昨年から個人消費テコ入れを狙い継続している「両新」政策により特定品目の需要拡大が実現しているが、需要先食いや反動減の不安は払拭されない状況にある。加えて、足元ではトランプ米大統領による対中強硬スタンスが続いているなか、外需へのマイナスの影響も想定される。今後も中央政府主導による消費拡大はじめ景気テコ入れに向けた追加施策の効果を確認しつつ、景気回復に向けた動きを丁寧に見極めていく必要があろう。

今週(7月21日(月)~7月25日(金))のポイント

図表5は今週の指標についてまとめている。日本は20日に参議院選挙が行われ、与党は参議院でも過半数を割ることになった。25日(金)に東京都区部の消費者物価指数(7月中旬速報値)が公表されるが、米価を含む食料品価格の動向や、ガソリン価格の先行きを考える上で重要な指標である。米国では23日、24日に住宅関連の指標が公表される。住宅金利と販売件数・建築許可件数の動きは改めて確認しておきたい。欧州は24日にECB政策理事会が開催される。6月理事会でラガルドECB総裁は利下げを続ける現在の金融政策サイクルの終わりを示唆したが、トランプ米大統領が予定する相互関税が8月から実施された場合にはEU諸国の対米輸出減少は避けられず、これは総需要低下と物価下落という形で欧州経済に悪影響を及ぼすことになるだろう。こうした先々のリスクを踏まえ、当面の金融政策をどう決定するのが注目だ。

図表5: 今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
7/21 (月)	・ 参議院選挙(20日)		
7/22 (火)		・ リッチモンド連銀製造業指数(7月)	
7/23 (水)		・ 中古住宅販売件数(6月)	
7/24 (木)		・ 住宅建築許可件数(5月確報) ・ 新築住宅販売件数(6月) ・ 新規失業保険申請件数(6月)	・ ユーロ圏製造業PMI(7月速報) ・ ユーロ圏サービス業PMI(7月速報) ・ ECB政策理事会
7/25 (金)	・ 消費者物価指数(東京都区部、7月中旬速報値)	・ 耐久財受注(6月)	

片岡 剛士

チーフエコノミスト、上席執行役員

PwC Intelligence

PwCコンサルティング合同会社

伊藤 篤

シニアエコノミスト

PwC Intelligence

PwCコンサルティング合同会社

藺田 直孝

シニアエコノミスト

PwC Intelligence

PwCコンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

PwCコンサルティング合同会社
〒100-0004 東京都千代田区大手町1-2-1 Otemachi One タワー Tel: 03-6257-0700