

Weekly Macro Economic Insights

7月28日(月)～8月1日(金)

2025年7月29日

トランプ関税が米国物価に及ぼす影響ー上がるのか、それとも下がるのか？

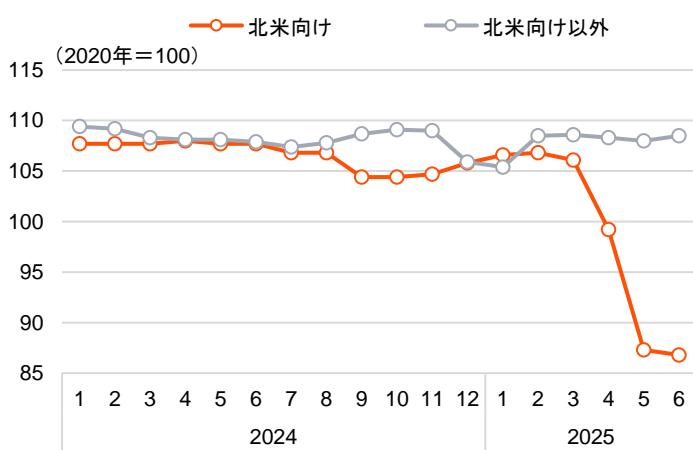
トランプ政権は、7月23日に日本との間で関税措置を巡る交渉に合意したのに続き、27日にEUとの間でも貿易交渉に合意した。報道によれば、米国とEUに対する相互関税を15%（自動車も15%）とする代わりに、EUは米国からの7,500億ドル（約110兆円）相当のエネルギー購入や6,000億ドル超の対米投資を約束したという。だが米国とEUの双方が説明する合意内容には食い違っているポイントもいくつかあり、これは日米の合意内容における対米投資の枠組みと同様、合意自体が詳細まで双方が納得していない状況にあることを示唆する。今回の交渉合意に関し、日本と米国、米国とEUは合意文書を作成・公表していない。米国との貿易を巡る交渉は今後も続くとみてよいだろう。

さて、トランプ関税により物価にはどのような影響が及ぶのだろうか。当初は輸出業者が関税率分を価格転嫁することで、輸入価格が上昇し、それが米国の物価を更に引き上げる可能性が指摘された。こうした可能性は、過去行われた関税率引き上げの際に生じていた話であるし、トランプ第一次政権の米中貿易戦争が活発化した時期、2021年から2022年における米国の物価急騰時にも生じていた話もある。だが、今回においては輸出側は価格転嫁を行わず、関税率上昇分だけ輸出価格を引き下げることでトランプ関税に対処している模様である。つまり輸出価格は下がっているということだ。図表1は先週の本欄で取り上げた日本の乗用車の輸出価格だが、6月の北米向け輸出価格は4月と比べて2割以上低下した。図表2は日本の輸出物価指数（円ベース）の前年比を折れ線グラフで、輸出物価（契約通貨ベース）と為替レート変化分を掲載している。円建ての輸出価格は6月に前年比-6.9%となったが、その多くが為替レートの変化（-5.3%）による。だが契約通貨建てでも輸出価格は同一-1.6%と下がっている。The Economist誌の記事によると、こうした輸出価格の低下は日本企業に留まつた話ではなく、各国にも広がっており、米国の主要貿易相手国（カナダ、ドイツ、メキシコ、日本、韓国、スペイン）を輸入ウエイトで合成した各国通貨建て輸出価格指数は前年比-3.6%と低下している。つまり輸出価格の低下は日本に限った話ではないということだ。輸出価格の低下は輸出企業の利益を減らし、その影響は輸出企業が輸出財を作る際に原料や部品を提供した他の企業にも及ぶ。結局、トランプ関税の悪影響は輸出国の経済にデフレ圧力として作用する。この場合、米国の物価は上がらないため、米国経済の悪影響は最小化されるだろう。米国の物価が上がらないなら、トランプ大統領がFRBパウエル議長に対して要望しているように利下げをしても物価が急騰するリスクは少なくなる。米国経済はトランプ関税と利下げのポリシーミックスで堅調さを維持することが可能となる。

他方でもう1つの可能性がある。トランプ関税は以前から予告されていた話であり、企業は在庫を蓄積し、急激な関税率上昇に備えてきた。在庫の取り崩しや輸出企業の我慢にも限度がある。米国経済が堅調さを維持し、価格を上げても販売額が維持できることを判断すれば、輸出価格は維持され、関税率上昇の影響は輸入価格の上昇を通じ米国の物価を上げ、米国家計の消費を減らすというシナリオだ。トランプ関税の悪影響が輸入国である米国に向かうか、輸出国に向かうかで話は大きく異なる。その分水嶺は物価の動き次第ということだろう。

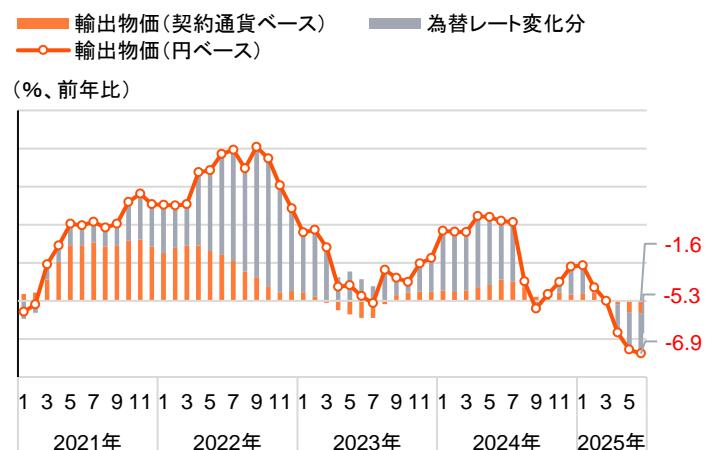
(PwC Intelligence チーフエコノミスト、上席執行役員 片岡 剛士)

図表1:乗用車輸出価格(北米向け・除く北米向け)



(出所)日本銀行

図表2:輸出物価指数の推移



先週(7月21日(月)～7月25日(金))の振り返り:消費者物価指数(東京都区部、7月中旬速報値)

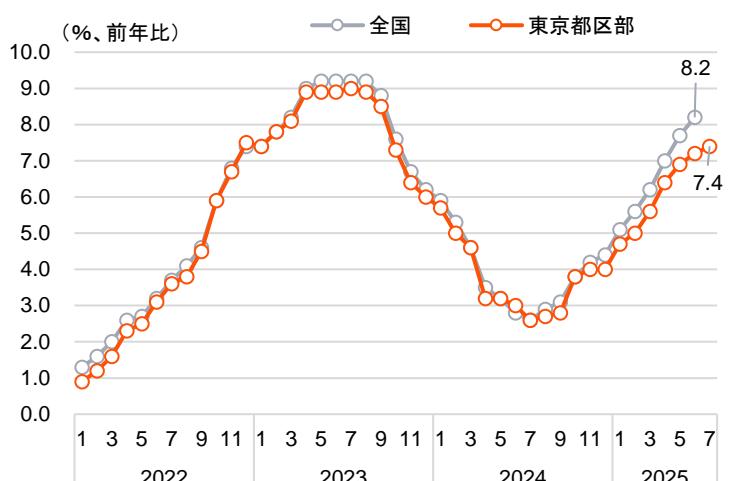
先週の動向を振り返っておこう。まず日本についてである。消費者物価指数(東京都区部、7月中旬速報値)は総合が前年比+2.9%、生鮮除く総合が同+2.9%、生鮮食品及びエネルギー除く総合が同+3.1%、食料およびエネルギー除く総合が同+1.7%となった。電気代・都市ガス代といったエネルギー価格の低下が総合の減速に影響した。図表3は全国と東京都区部の消費者物価指数(生鮮除く総合)の動きを比較しているが、7月の全国は6月に続き減速する可能性が高い。もっとも、図表4のとおり、コメを含む生鮮除く食料の価格は引き続き上昇傾向にあることが見込まれる。生鮮食品についても全国は5月に前年比-0.1%、6月は同+1.6%とマイルドな伸びに留まっていたが、7月の東京都区部の値は同+4.4%と再び加速している。2023年以降、毎年秋口から冬場にかけて生鮮食品の価格が大きく上昇していることを考慮すると、食料品価格の上昇が続く可能性が高い。政府は早期に対策を講じるべきである。

図表3:生鮮除く総合指数の比較



(出所)総務省

図表4:生鮮除く食料指数の推移



米国:リッチモンド連銀製造業指数(7月)、新築住宅販売件数(6月)、中古住宅販売件数(6月)、耐久財受注(6月)、新規失業保険申請件数(7月14日週)

続いて米国についてみよう。7月リッチモンド連銀製造業指数は-20となり、6月から悪化して昨年8月以来の低水準となった。新規受注が-25と大きく落ち込んだ他、出荷も-18と2020年5月以来で最低値。雇用も-16と最低値を記録した。フィラデルフィア連銀、NY連銀の結果は良好であったが、対照的な結果となっている。

新築住宅販売件数(6月)は62.7万件(季節調整値)となった。図表5は新築住宅件数と住宅ローン金利の推移をみている。2021年に住宅ローン金利が3%程度だった際、新築住宅販売件数は70万件から90万件程度で推移していた。住宅ローン金利が上昇するにつれ新築住宅件数は低下傾向にある。住宅ローン金利が7%弱の状況が続く限り、新築住宅件数の軟調な動きは続くだろう。

中古住宅販売件数(6月)は前月から2.7%減少の393万戸となった。中古住宅販売価格(中央値)が前年比+2%と上昇が続いている。金利高も相まって購入を減少させる動きが続いている。

耐久財受注(6月)は、民間設備投資の先行指標とされるコア資本財(航空機除く非国防資本財)受注が前月比-0.7%となった。コア資本財出荷は同+0.4%にとどまっている。以上から、企業の設備投資が4～6月期に大きく減速したことが示唆される。米国が適用する関税率が固まっている状況の中で、設備投資を手控える動きが企業に広がっている模様である。

新規失業保険申請件数(7月14日週)は21.7万件と6週連続で減少し、4月以来の低水準となった。米国の労働市場が堅調な状態を維持していることが示唆される。他方で継続需給件数は195.5万件と増加が続いている。失業者が新たな職に就くことが難しくなってきてていることが示唆される。

図表5:新築住宅件数、住宅ローン金利の推移



(出所)米商務省、FRED

ユーロ圏:ユーロ圏PMI(7月速報)、ECB政策理事会

最後にユーロ圏についてみよう。ユーロ圏PMI(7月速報)は、51.0と6月の50.6から上昇して11か月ぶりの高水準となった。業種別にみると、製造業PMIは49.8と分水嶺の50をわずかに下回るも6月の49.5からは増加した。サービス業PMIは50.5から51.2となつたが、投入・産出価格指数の低下からもうかがえるとおり、インフレ圧力が低下してきていることが業況改善に影響している模様だ。

24日に開催された欧州中央銀行(ECB)政策理事会で、ECBは政策金利(中銀預金金利)を2.00%で据え置いた。大方の事前見通しに沿った結果である。注目された先行きの金融政策についての言及について、ラガルド総裁は「データ次第であり会合ごとに判断する」という説明に終始した。ユーロ圏PMIからもわかる通り、ユーロ圏経済の業況は改善基調にある中、消費者物価指数も2%程度で安定して推移している。現在の経済状況が続く限り、ECBは政策金利を維持する可能性が高い。

今週(7月28日(月)～8月1日(金))のポイント

図表6は今週の指標についてまとめている。今週は日本で金融政策決定会合、米国でFOMCが開催される。日米ともに金融政策には変更なしと予想するが、日米貿易交渉が一定の区切りをつけたこともあり、先行きの経済動向や金融政策スタンスについてどのような発言が出てくるのか注目だ。その他、日本では、鉱工業生産、商業動態統計、完全失業率・有効求人倍率の最新値が公表される。これらはDaily Macro Economic Insightsでフォローする予定だ。

米国については、30日の実質GDP、31日の個人支出・PCEデフレーター、それから1日の雇用統計の結果が注目材料だろう。関税率引き上げの影響は、物価に対しては十分に広がっておらず、先行きもこのままの状態が続くのがどうかが注目される。他方で、関税率引き上げに伴うコスト増が販売価格に転嫁されない場合、その負担は輸出企業か、輸入した部材を加工して販売する米国企業のいずれかが負担することになる。米国企業が被るコスト増により、雇用や設備投資に悪影響が今後生じることが懸念される。こうした影響が雇用統計からうかがえるのかどうかを注目したい。

ユーロ圏については、GDPおよび消費者物価指数の動向が注目である。GDP成長率は2025年1-3月期にやや加速している。この調子が維持されているのかどうかがポイントだろう。中国については国家統計局・財新からPMIの最新値が公表される。こちらも注目してみていきたい。

図表6: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
7/28 (月)			
7/29 (火)		・コンファレンスボード消費者信頼感指数(7月)	
7/30 (水)		・実質GDP(2025年4-6月期速報)	・ユーロ圏GDP(2025年4-6月期速報)
7/31 (木)	・日銀政策決定会合(30日・31日) ・鉱工業生産(6月) ・商業動態統計(6月)	・FOMC(30日・31日) ・個人支出・PCEデフレーター(6月) ・シカゴPMI(6月)	・中国製造業PMI(6月) ・ユーロ圏失業率(5月) ・財新製造業PMI(6月)
8/1 (金)	・完全失業率・有効求人倍率(6月)	・雇用統計(7月) ・ミシガン大学消費者信頼感指数(7月確報)	・ユーロ圏消費者物価指数(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

薦田 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