

Weekly Macro Economic Insights

8月4日(月)～8月8日(金)

2025年8月5日

日銀金融政策決定会合、米FOMCの結果についてのコメント

日本銀行、FRBはそれぞれ金融政策決定会合、FOMCで当面の金融政策を決定した。以下これらにつきコメントしたい。

まず7月30日・31日に開催された日銀の金融政策決定会合については、大方の予想通り、政策金利(無担保コール翌日物金利の誘導目標)を0.50%程度で据え置きとする決定がなされた。これで4会合連続の据え置きとなり、日銀は引き続き慎重な姿勢を維持している。今回の会合のハイライトは最新の「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」における政策委員の経済・物価見通しだろう。図表1にある実質GDPの見通しをみると、4月時点と比べて2025年度の成長率がわずかに高まったものの、他の年は変化がない。こうした見通しは、海外経済の減速や通商政策の不確実性が企業収益や設備投資に影響を与えていることの反映と言えるだろう。また図表1の消費者物価指数の見通しは2025年度において2.7%と、従来の2.2%から大きく上昇した。これは食料品価格の上昇がより強固・かつ長期化すると見込まれることの反映だろう。植田総裁は会見で、関税合意により不確実性は低下したが、依然として慎重な政策運営が必要との認識を示した。こうした認識は今後も政策金利は維持される可能性が高いことを示唆する。年内の追加利上げの可能性を指摘する向きもあるが、物価上昇が総需要の高まりに起因したものと判断されない限り、政策金利の引き上げが早期に行われる可能性は低いと思われる。先週のコラムで述べた通り、関税率上昇の影響を米国の消費者ではなく、日本の輸出業者が負担するという構図が続けば、それは日本の物価を押し下げる方向に働く。こうした影響を見極めるには相応の時間が必要であり、軽々に判断するのは好ましくないだろう。

続いて7月29日・30日に開催されたFOMCでは、政策金利(FF金利誘導目標レンジ)を4.25～4.50%で据え置きとする決定が下された。これで5会合連続の据え置きとなり、インフレ抑制と景気維持のバランスを重視する姿勢が示された。声明では、経済活動の評価を「堅調な拡大」から「伸びが緩やかになっている」に修正している。図表2は米国の実質GDP成長率と各項目の寄与度を示している。2025年1-3月期のGDP成長率は前期比年率-0.5%であったが、これは関税率引き上げを見越した財輸入・在庫投資の急増(それぞれ-4.84%ポイント、+2.59%ポイント、輸入は逆符号)によるところが大きく、個人消費の寄与は+0.3%ポイントにとどまっていた。4-6月期のGDP成長率は同+3.0%と上昇したが、財輸入の減少(寄与度+5.02%ポイント)が大きく作用し、消費・投資・政府支出・在庫を含めた内需の寄与度は-2.0%ポイントと低下している。今回の会合ではウォラー理事とボウマン副議長が利下げを主張し反対票を投じたが、実体経済の動きを考慮すれば、利下げという判断も十分に考慮に値するだろう。問題は物価への影響であり、関税率引き上げの影響が不明な現段階で利下げを行うことは物価をFRBの目標以上に固定化してしまうリスクがある。パウエル議長は当面、「様子見姿勢」を堅持する模様だ。

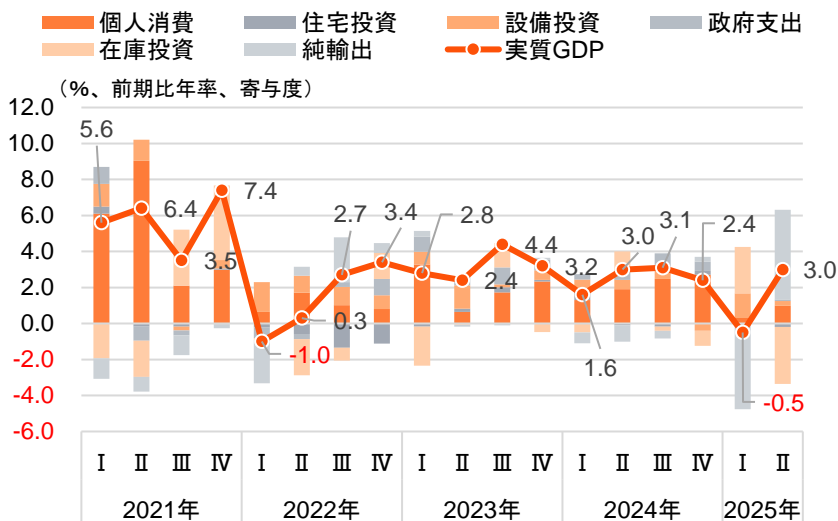
(PwC Intelligence チーフエコノミスト、上席執行役員 片岡 剛士)

図表1: 日銀政策委員の経済・物価見通し(中央値、%)

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮)
2025年度	0.6	2.7
4月見通し	0.5	2.2
2026年度	0.7	1.8
4月見通し	0.7	1.7
2027年度	1.0	2.0
4月見通し	1.0	1.9

(出所)日本銀行

図表2: 米国実質GDP成長率と各項目の寄与度



(出所)BEA

先週(7月28日(月)～8月1日(金))の振り返り: 鉱工業生産(6月)、商業動態統計(6月)、完全失業率・有効求人倍率(6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。鉱工業生産(6月)は前月比+1.7%と3か月ぶりに増加、前年比は+3.6%と4月以来2か月ぶりの増加となった。経済産業省は「生産は一進一退」と引き続き基調判断を維持している。業種別生産は全15業種のうち8業種が増加、7業種が低下という結果となり、特に輸送機械工業(自動車除く)が前月比+14.8%、寄与度+0.33%ポイントと増加に寄与した。一方で低品位品目は自動車工業、電気・情報通信機械工業、無機・有機化学工業といったところである。出荷は前月比-0.8%、前年比+3.5%、在庫は前月比-0.4%、前年比-3.1%となった。稼働率(5月)は引き続き前月比は増加したが前年比は減少となった。生産能力実績は24年3月以降、前年比で減少が続いている点は不変である。

商業動態統計(6月)についてみると、卸売業と小売業を合わせた商業販売額は52兆350億円、前年比+1.7%となった。卸売業は39兆690億円、同+1.7%、小売業は12兆9,660億円、同+2.0%であった。季節調整済前月比は、卸売業が-1.6%、小売業が+1.0%である。卸売業は食料・飲料、農畜産物・水産物、機械器具といった業種で増加した。他方で各種商品、繊維品、衣服・身の回り品、建築材料といった幅広い業種で減少している。また小売業について業種別にみると、各種商品は大きく減少したが、織物・衣服・身の回り品、機械器具の売上が増加している。経済産業省は、小売業販売額の基調判断を「一進一退」と維持した。

完全失業率・有効求人倍率(6月)については、有効求人倍率(季節調整値、以下同)は1.22倍となり、前月から0.02縮小した。悪化は2か月連続であり、COVID-19からの回復期にあった2022年2月の1.21倍以来、3年4か月ぶりの低水準に落ち込んだ。内容をみると、有効求人数は235.0万人(前月比-1.2%、前年比-2.7%)、有効求職者数は191.8万人(前月比+0.4%、前年比-1.7%)となった。新規求人(原数値)は前年比-2.5%と2か月連続で減少した。労働力人口は7,004万人(季節調整済値(以下同)、前月差-4.0万人、前年差+45.0万人)、就業者数は6,832万人(同-5.0万人、前年差+49.0万人)、完全失業者数は172万人(前月と同じ、前年差-4.0万人)となった。完全失業率(季節調整値)は2.5%となり、3か月連続で同水準。求人率は3.4%となり、11か月連続で同水準。失業率・求人率から計算され、労働市場の需給がバランスするとみられる均衡失業率は、6月に2.90%となった。6月の失業率は2.5%と、均衡失業率を0.40%ポイント下回った。

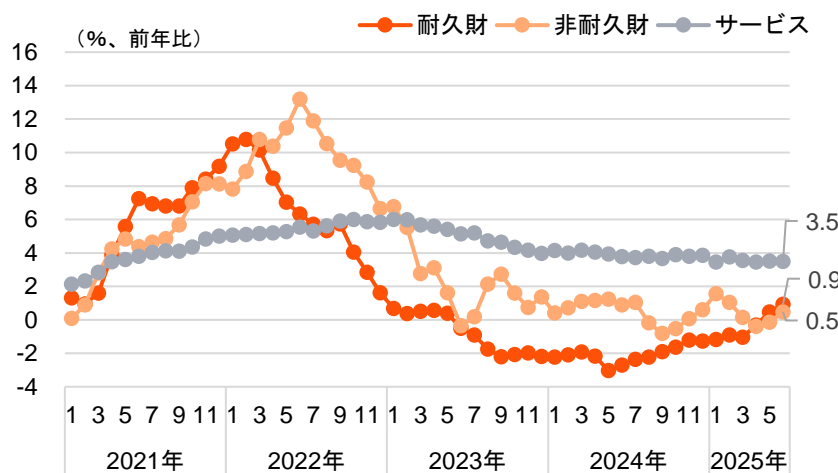
米国: 実質GDP(2025年4-6月期速報)、個人支出・PCEデフレーター(6月)、雇用統計(7月)

続いて米国についてみよう。米国GDPは前頁のコラムで紹介した通り、実質GDP成長率(前期比年率)は+3%、名目GDP成長率(同)は+5%となった。6月の個人支出は名目で前月比0.3%増、実質では0.1%増と微増にとどまった。物価上昇により実質可処分所得は横ばいとなり、消費の勢いは鈍化している。PCEデフレーター(6月)は総合で前年比+2.6%、食料・エネルギー除くコアで同+2.8%となった。図表3は財別インフレ率の推移をまとめているが、サービス価格は3%台半ばで横ばいの中、関税率上昇の影響もあって、耐久財・非耐久財の価格上昇率が2025年4月以降伸びを強めている。トランプ関税の影響により、財価格上昇率は今後も加速することが予想される。

雇用統計(7月)についてみると、非農業部門雇用者数が7.3万人増と市場予想(10万人超)を大きく下回り、失業率は4.2%に上昇した。さらに、5月・6月分の雇用者数は合計で26万人近く下方修正され、雇用の減速が鮮明になった。平均時給も前月比+0.3%と伸びは限定的で、労働参加率も62.2%に低下している。こうした結果を受けて、FRBの9月利下げ観測が急速に強まっている。一方、トランプ政権による追加関税の影響で将来のインフレ懸念も根強い。

以上の結果からは、FRBは利下げと物価抑制の間で今後も難しい判断を迫られそうだ。

図表3: 財別インフレ率の推移



(出所) 米BEA

ユーロ圏: GDP(2025年4-6月期速報)、失業率(6月)

2025年4-6月期のユーロ圏実質GDP(季節調整済み)は前期比0.1%増となり、1-3月期の0.6%増から減速した。これは2四半期ぶりの伸び率縮小で、景気減速傾向が鮮明となった。主要国ではドイツが0.1%減とマイナス成長に転落し、アイルランドやイタリアもマイナス成長。一方、フランスは0.3%増と堅調さを維持した。

失業率(6月)は6.3%となり前月から横ばいかつ低水準を維持。失業者数は約1,083万人で、前月比で5.4万人増加。若年層(25歳未満)の失業率は14.4%と高止まりしており、構造的な課題が残る。主要国別では、ドイツ(3.7%)とオランダ(3.8%)が低水準を維持する一方、スペイン(10.8%)やフランス(7.1%)は依然として高い失業率を記録している。

GDP、失業率ともに域内のばらつきや外部環境の不透明さが懸念材料となっている。ユーロ圏経済は依然として慎重な見通しが必要な状況にあるといえよう。

中国：製造業PMI(7月)、非製造業PMI(7月)、財新製造業PMI(7月)

最後に中国経済についてみよう。中国国家统计局が発表した7月の製造業PMIは49.3となり、前月の49.7から0.4ポイント低下し、好不調の境目となる50を4か月連続で下回った。中国では政府当局による景気刺激策が強化されているが、内需は伸び悩みを続けているうえ、米中間の輸入関税引き上げ前の駆け込み輸出にも陰りが見え始めており、生産(50.5)は前月の51.0から低下したほか、新規受注(49.4)も前月の50.2から低下した。外需の先行きを占う輸出受注(47.1)は前月の47.7から低下したほか、輸入(47.8)は前月から横ばいで推移したが、16か月連続で50を割り込んで推移した。在庫や雇用も50を下回り、低水準で推移を続けている。また、7月の非製造業PMIは50.1となり、前月の50.5から低下した。このうち建設業(50.6)は前月の52.8から大幅に低下した。中国経済の下支えが期待されるサービス業(50.0)は前月の50.1から低下し、辛うじて10か月連続で50を上回って着地した。製造業と非製造業を合わせた7月の総合PMIは50.2と、前月の50.7から低下した。

財新が発表した7月の製造業PMIは49.5となり、前月の50.4から0.9ポイント低下し、好不調の境目となる50を下回った。財新のPMIにおける調査対象は輸出志向が高い沿岸部の中小企業の割合が多く、企業の生産活動や新規輸出受注が減退したことを反映したものとみられる。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。昨年からの個人消費テコ入れを狙い続けている「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、楽観しがたい経済環境が続くものとみられる。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、製造業および非製造業ともに回復に向けたトレンドを丁寧に見極めていく必要がある。

今週(8月4日(月)～8月8日(金))のポイント

図表4は今週の指標についてまとめている。日本では6日に毎月勤労統計の最新値が公表される。前年比マイナスを続ける実質賃金の動きがやはり注目だ。また景気動向指数(6月速報)、景気ウォッチャー調査(7月)といった形で、足元の景気の最新動向も明らかとなる。景気動向指数は5月速報段階で一致指数の基調判断が「悪化」へと下方修正された。この基調判断自体は確報段階で「下げ止まりを示している」と上方修正されたが、微妙な状況にあるのは変わらない。7月の景気ウォッチャー調査の状況も含めしっかりと点検しておきたいところだ。

米国は貿易収支(6月)から米国の輸出入動向、そしてISM非製造業景気指数(7月)から、米国経済をけん引している非製造業の景況に大きな変化があるか否かが注目点、ユーロ圏については小売売上高、中国については消費者物価指数が注目点といえるだろう。

図表4: 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
8/4 (月)		・ 耐久財受注(6月)	
8/5 (火)		・ 貿易収支(6月) ・ ISM非製造業景気指数(7月)	・ ユーロ圏生産者物価指数(6月)
8/6 (水)	・ 毎月勤労統計(6月速報)		・ ユーロ圏小売売上高(6月)
8/7 (木)	・ 景気動向指数(6月速報)	・ 新規失業保険申請件数(先週分)	・ 中国貿易収支(7月)
8/8 (金)	・ 国際収支統計(6月) ・ 景気ウォッチャー調査(7月) ・ 家計調査(6月)		・ 中国消費者物価指数(7月、9日公表) ・ 中国生産者物価指数(7月、9日公表)

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>