

米国経済：インフレ圧力本格化を目前に控え、底堅さを見せる内需

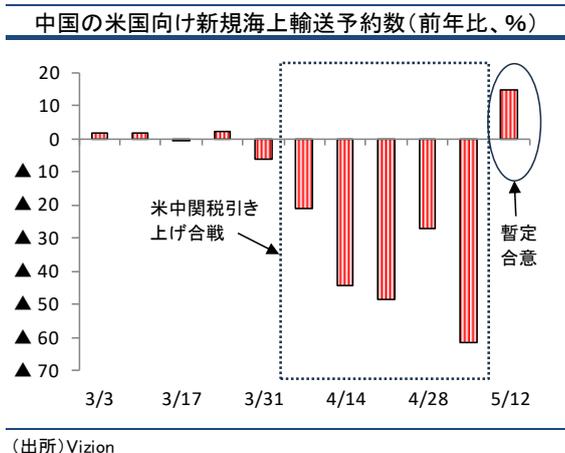
4月上旬に勃発した米中関税引き上げ合戦は、5月12日に一時休戦することが決まった。財(モノ)不足などが生じ、米国経済が急激に悪化する懸念は和らいだ。4月までの米国経済は、トランプ関税の影響本格化を前にして、減速方向にある中でも底堅さを見せた。もっとも、家計や企業のセンチメントは依然として弱く、関税引き上げ分の価格転嫁が進むにつれて、国内需要は下押しされることが見込まれる。FRBは、依然として不確実性が大きいトランプ関税に対して、その動向と経済・物価への影響を見極めるために様子見姿勢を強めている。利下げ再開による景気下支えは夏場以降になる可能性が高い。また、秋までには追加減税が成立する可能性があるが、関税引き上げによる景気下押しを相殺するには力不足と見込まれる。今年の後半にかけて景気減速が進み、米国の実質GDP成長率(前年比)は、2025年が+1.4%、2026年が+1.6%と予想する。

トランプ関税:米中関税合意で財(モノ)不足は回避も、政策不確実性と今後のインフレ圧力は残存

5月12日、米国と中国は双方に課していた追加関税率を大幅に引き下げることで暫定合意した。これにより、米国は、中国に課してきた125%もの相互関税率を引き下げ、相互関税のうちの世界共通関税の10%のみを適用することとなった(相互関税以外の追加関税は維持)。ただ、中国に対する相互関税上乘せ分24%の引き下げ期間は90日間とされ、米国は、その間に、中国に対して米国製品の輸入拡大や過剰生産の解消などを求めていくとみられる。

米国が中国と合意した背景としては、4月2日の相互関税発表以降に発生した両国の関税引き上げ合戦を一旦停止して、冷静に交渉を進めていく舞台を整えたかったということが挙げられる。さらに、早期の合意を求めた背景には、中国からの輸入物価の急激な上昇や、輸入が大幅に減少することで、小売店などで商品不足となることを懸念したことも大きいだろう¹。

しかしながら、今回の関税合意はあくまで暫定的な措置である。対中関税が再び引き上げられることを警戒して、中国からの駆け込み輸入が再開する公算が大きい。実際、コンテナ貨物の情報を収集しているVizion社によると、中国発の米国向け新規海上輸送の予約数は、米中関税合意後に急増している(右図)。そして、それらの輸入品の多くには、世界共通関税10%とフェンタニル流入防止を目的とした20%の追加関税を合算した、30%もの高い追加関税率が課されている。米中貿易の途絶という最悪の事態は避けられたものの、インフレ圧力が強まることは避けられないだろう。また、日本を含む主要国との関税交渉も継続している。トランプ関税の不確実性は依然高く、企業や消費者のマインドを下押しする状況は続いているとみられる。



¹ 詳細は、2025年5月14日付 Economic Monitor 「米国経済：米中関税合意で米国の財(モノ)不足は一旦回避か」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2867/>

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

1～3 月期 GDP: 輸入大幅増でマイナス成長も、内需は依然として底堅さを維持

2025 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は、輸入の大幅増が全体を押し下げ、前期比年率で▲0.3%と 2022 年 1～3 月期以来のマイナス成長となった（右図）。もっとも、実質 GDP から輸出入と在庫投資、政府部門の影響を除いた国内民間最終需要は、2025 年 1～3 月期の伸びが+3.0%と 2024 年 10～12 月期の+2.9%から堅調な伸びが続いた。ただ、国内民間最終需要のけん引役となった設備投資は、後述する通り、駆け込み的な需要が全体を押し上げており、今後の反動減が見込まれる。このため、1～3 月期の景気は、貿易面の混乱が引き起こしたマイナス成長が示すほどには悪化していないが、個人消費を中心に減速方向にあると判断できる。

国内民間最終需要の内訳をみると、米景気の屋台骨である個人消費が、1～3 月期は+1.8%と 10～12 月期の+4.0%から大幅に減速した。個人消費は、昨年末にかけて確認された耐久財の駆け込み消費後の反動減（10～12 月期前期比年率：+12.4%→1～3 月期：▲3.4%）に加え、サービス消費の伸び鈍化（+3.0%→+2.4%）が全体の伸びを押し下げた。設備投資（▲2.9%→+9.8%）は、PC などの情報処理機器（▲7.3%→+69.3%）や輸送機器（▲17.2%→+13.2%）の大幅増が全体を押し上げた。ただし、情報処理機器や輸送機器の急増は、関税引き上げを警戒した輸入増やストライキ後の需要回復という実勢以上の需要を示したものと考えられ、今後反動減が起こる可能性が高い。住宅投資（+5.5%→+1.3%）は、住宅ローン金利の高止まりにより回復の動きが鈍い。

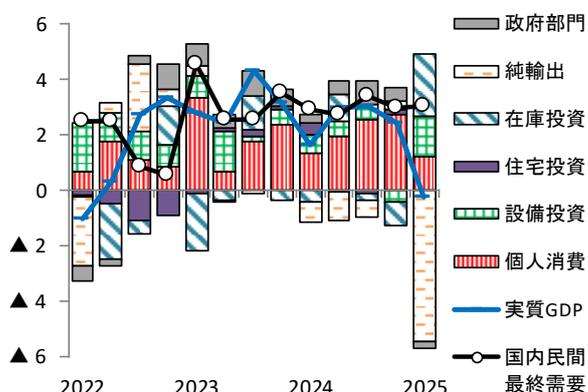
外需については、輸出（▲0.2%→+1.8%）が小幅な伸びにとどまった一方、輸入（▲1.9%→+41.3%）が大幅に増加した。輸入の増加は、4 月以降の関税引き上げ本格化を警戒した、駆け込み的な財（モノ）の輸入急増（▲4.9%→+50.9%）が主因とみられる。別途公表された貿易統計では消費財、工業用品などの中間財、資本財がいずれも大幅に増加している。米国と各国の関税交渉は継続していることから、今後も駆け込み輸入とその反動減を繰り返すことが見込まれる。

個人消費: 駆け込み消費残存で底堅さを維持

4 月の個人消費は、トランプ関税によるインフレ圧力が本格化していない中で、駆け込み的な消費が一部続いていることもあって底堅く推移した。

財（モノ）消費を中心とする小売・外食売上高（実質ベース、セントルイス連銀試算）をみると、4 月は高い水準を維持しつつも、前月比▲0.2%と幾分減少した（右図）。4 月も関税引き上げの影響を受けやすい品目の動きが目立った。具体的には、3 月にかけて関税引き上げ前の駆け込み消費が確認されたスポーツ・玩具（3 月前月比：+3.8%→

実質GDP成長率(季節調整値、年率、%、%pt)



(出所)CEIC

小売・外食売上高(実質ベース、2020年2月=100)



(出所)CEIC

4月：▲2.5%＜名目ベース＞の反動減が確認された一方、自動車（+5.5%→▲0.1%）や建材・園芸（+2.9%→+0.8%）は小幅の減少ないしは増加が続いた。スポーツ・玩具は中国からの輸入が多いが、4月にかけて関税が大幅に引き上げられたことで、輸入が減少し消費に影響が出た可能性がある。一方で、中国以外の国からの輸入が多い自動車などの品目については、駆け込み的な消費が残っていると考えられる。5月以降は、輸入財の価格上昇圧力が一層強まると考えられ、財消費は減少基調を辿ることが見込まれる。

サービス消費は緩やかな増加が続いている。3月を振り返ると、個人消費支出（PCE）における実質サービス消費は前月比+0.4%と、低調であった2月（+0.0%）から増加した。内訳をみると、宿泊（2月前月比：+0.6%→3月：▲0.3%）などが減少した一方、飲食店（▲1.1%→+1.2%）が持ち直し、交通サービス（+0.3%→0.5%）も堅調な伸びとなった。4月のサービス消費も、品目によって区々な展開が見込まれる。小売・外食売上高に含まれる「外食」は、4月は前月比（名目ベース）が+1.2%と3月（+3.0%）から堅調な増加が続いた。一方で、サービス消費のけん引役である旅行関連については、調査会社STR公表のホテル稼働率は前年からのマイナス幅が拡大し（3月前年比：▲0.3%→4月：▲1.9%）、米国運輸保安局（TSA）公表の航空機利用者数は前年から小幅な伸びにとどまった（▲0.2%→+0.2%）。

住宅投資：金利高止まりやトランプ政権の政策不確実性で回復に足踏み

住宅市場をみると、4月の住宅着工戸数（戸建て）は▲2.1%と、3月（▲13.8%）から減少した（左下図）。住宅ローン金利の高止まりが需要回復の勢いを抑え、膠着状態が続いている。また、関税引き上げによって木材などの建築資材の価格が上昇する懸念から、2月にかけて駆け込み的に住宅建設が進んだが、その反動減も継続していると考えられる。

住宅市場は回復に弾みにつかない状況が続くとみられる。5月中旬にかけて、30年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）は幾分上昇した（4月11日：6.6%→5月16日：6.8%）（右下図）。高止まりする金利を受けて、住宅ローン申請件数（米抵当銀行協会（MBA）公表、1990年3月=100）は、現時点までの5月平均が246と4月平均（254）から幾分減少した（右下図）。新築住宅販売のセンチメントを示す住宅市場指数（全米建設業協会（NAHB）公表、50が景況感悪化の境目）も、5月は34と4月（40）から悪化した。住宅市場指数に用いられている回答の90%は5月12日の米中関税合意前のものであるが、それを考慮してもセンチメントは良くない。住宅市場は昨年後半には底入れしたとみられるが、引き続き金利の高止まりやトランプ政権の政策不確実性が需要を下押しする状況が続いている。

新築戸建着工と中古戸建販売（季節調整値、年率万戸）



(出所)CEIC、Bloomberg

住宅ローン金利(%)と申請件数(1996年3月=100)



(出所)Bloomberg、CEIC

企業部門：インフレ圧力の強まりを懸念する企業増加

4月の企業の景況感は、悪化に一服感が窺える。4月上旬は相互関税の発動などで大きく混乱したが、その後、トランプ政権が政策修正に動いたことなどで、企業の景況感悪化に歯止めがかかったとみられる。ただ、インフレ圧力は引き続き強まっており、コスト増による景況感の下押しが続く見込みである。

企業のマインドを示すISM指数をみると、製造業は4月が48.7と3月（49.0）から幾分悪化し、景況悪化の境目となる50を下回る状態が続いた（右図）。指数の内訳を見ると、生産状況を示す「生産」（3月：48.3→4月：44.0）が大幅に悪化した。ただ、先行きの需要の強さを示す「新規受注」（45.2→47.2）と「雇用」（44.7→46.5）は、いずれも50を下回る水準ながらも改善した。トランプ政権が相互関税の上乗せ分の発動を延期するなど、関税政策を修正する姿勢を見せたことで、需要が急速に悪化する懸念が弱まったと考えられる。一方で、「価格」（69.4→69.8）は50を大幅に超えて推移しており、価格上昇に対する懸念はさらに強まっている。企業からのコメントをみても、急激な関税引き上げに伴うコスト増や輸入停止に苦慮する姿が多く示されている。製造業では、需要鈍化と価格上昇圧力が併存している状況にある。

一方、非製造業のISM指数は、4月は51.6と3月の50.8から幾分上昇した（上図）。「事業活動」（55.9→53.7）が低下したが、「新規受注」（50.4→52.3）と「雇用」（46.2→49.0）が上昇した。もっとも、「価格」（60.9→65.1）は、製造業と同様に50を超えて一段と上昇しており、インフレ圧力に対する懸念は続いている。企業からのコメントをみると、製造業ほどではないが、関税引き上げに伴うコスト増への言及が増加している。この先、サービス業でもインフレ圧力が強まり、需要を下押しすると考えられる。

4月の鉱工業生産指数は前月比で+0.0%と、3月（▲0.3%）から横ばいとなった（右図）。一方で、全体の8割弱を占める製造業は、4月の前月比が▲0.4%と3月（+0.4%）から低下した。製造業は、耐久財と非耐久財のいずれも低下し、全体では6か月ぶりの低下となった。耐久財の上昇をけん引してきた自動車・同部品（2月前月比：+10.1%→3月+1.4%→4月▲1.9%）が低下に転じ、駆け込み消費に対応するための生産増が一服していることが確認された。今後は、トランプ政権の関税政策の影響でコストが上昇することが、生産の下押し要因となると考えられる。これまでの駆け込み需要を背景とした生産増からの反動減が強まる可能性があり、注意が必要である。

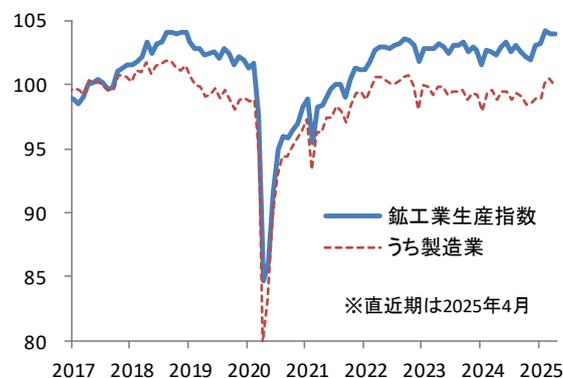
ISM製造業・非製造業指数(%)



(出所)CEIC

(注)シャドーは景気後退期。

鉱工業生産指数の推移(2017年=100)



(出所)CEIC

雇用情勢:労働市場は健全な状態続く

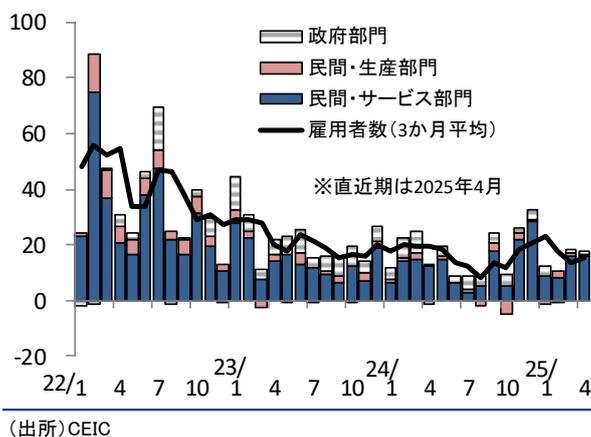
4月の雇用情勢は、トランプ政権による関税政策の影響がまだ及んでおらず、底堅い労働需要を維持した。

4月の雇用統計（事業所調査）は、非農業部門全体の雇用者数が前月差+17.7万人と、3月（+18.5万人）と同様堅調に増加した（右図）。2～4月の3か月平均でも、雇用者数の増加幅は+15.5万人と、雇用環境改善の目安とされる+15～20万人程度を維持し、労働需要の基調は底堅い。内訳をみると、政府部門は、連邦政府の減少が続くものの州政府などの伸びが底堅く、全体として増加した（3月前月差：+1.5万人→4月：+1.0万人）。また、民間部門も堅調な増加が続いた（+17.0万人→+16.7万人）。民間部門のうち、関税引き上げの影響が及びやすいと考えられる製造業（+0.3万人→▲0.1万人）や輸送・倉庫（+0.3万人→+2.9万人）では、まだその影響が確認されていない。生産部門（+0.9万人→+1.1万人）やサービス部門（+16.1万人→+15.6万人）も、幅広い業種で底堅い雇用増が続いている。

労働需給に関し、雇用統計（家計調査）では、4月の失業率が4.2%と3月（4.2%）から横ばいとなり、引き続き4%程度の完全雇用状態の低水準にある。もっとも、労働需給を、企業の求人率（求人件数/＜就業者数+求人件数＞）からみると、3月は4.3%と2月（4.5%）から低下した。求人率は、コロナ禍前の2019年の平均である4.5%を下回る水準まで低下しており、求人面からみると需給は悪化領域に入り始めている。処遇改善等を見込んだ転職の動きを示す「自己都合での離職率」をみても、3月は2.1%と2月（2.0%）から幾分上昇したが、コロナ禍前の2019年の平均である2.3%を引き続き下回った。また、企業の「採用率」は、3月が3.4%と2月（3.4%）から変わらず、2019年平均の3.9%を引き続き大幅に下回った。企業の採用への目線が厳しい状況が続いており、労働需要は緩やかな鈍化方向にあると考えられる。

民間部門の時給の前年比は、4月が+3.8%と3月（+3.8%）から伸びが横ばいとなり、コロナ禍前の2019年の平均+3.3%と比べると高い伸びが続く。もっとも、前月比は、4月は+0.2%と3月（+0.3%）から幾分鈍化し、賃金上昇圧力が弱まりつつある姿が窺える。業種別には、製造業の前年比が再び鈍化（3月前年比：+4.7%→4月：+4.3%）し、サービス業の伸びは横ばいとなった（+3.7%→+3.7%）（次ページ左上図）。サービス業は前月比でも、足元で+0.2%程度の低い伸びが続いている。サービス業の内訳をみると、「専門サービス」、「教育・医療」、「レジャー」は、人手不足感を背景に3月にかけて時給の前年比は高止まりしてきたが、4月はいずれも伸びが鈍化した。一方で、「金融・不動産」、「卸・小売等」、「情報」は時給の伸びが再び加速した（次ページ右上図）。サービス業の時給の伸びは緩やかな鈍化傾向にあるが、進捗は業種によりまだら模様である。

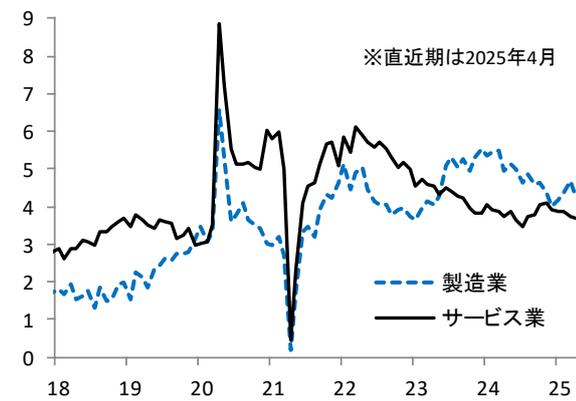
非農業部門雇用者数(前月差、万人)



求人率と自己都合退職離職率(%)

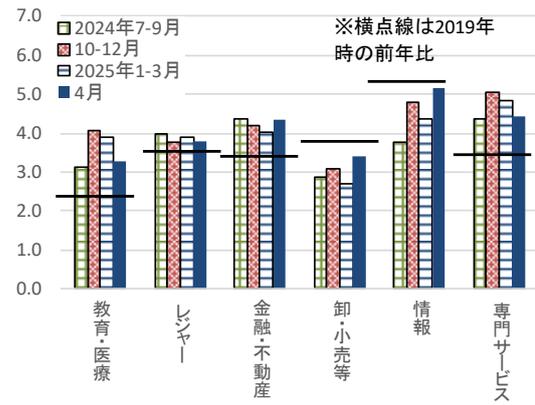


民間企業の時給(前年比、%)



(出所)CEIC

サービス業の時給(前年比、%)



(出所)CEIC

物価:財価格に関税波及の兆し、サービス価格は伸び鈍化続く

4月の消費者物価は、サービス価格を中心に伸び鈍化が続いた。一方、財（モノ）では、トランプ関税による価格押し上げの影響が徐々に及んでいる姿が窺えた。

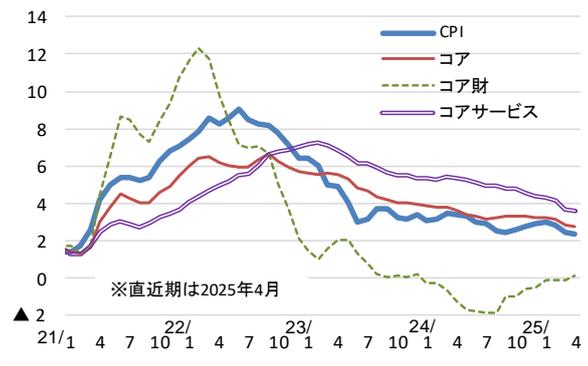
消費者物価指数（CPI）の4月の前年比は+2.3%と、3月（+2.4%）から引き続きプラス幅が縮小した（右図）。変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数をみると、4月の前年比は+2.8%と、3月（+2.8%）から横ばいとなった。もっとも、コア指数の前月比は、4月は+0.2%と低い伸びにとどまっており、緩やかなインフレ鈍化基調にある。

コア指数の財（コア財）の前年比は、4月は+0.1%と3月（▲0.1%）からプラスに転じた（右図）。前月比でも4月は+0.1%と3月（▲0.1%）から上昇に転じた。コア財は昨年の夏にかけては前月比ベースでマイナスが続いていた

が、昨秋以降は緩やかなプラス基調を辿っている。内訳をみると、衣料品（3月前年比：+0.3%→4月：▲0.7%）が前年比マイナスに転じた一方、オーディオ機器や写真用機材を中心にレクリエーション関連（▲2.3%→▲1.8%）のマイナス幅が縮小するなど、価格下落が収まる品目が増えつつある。世界的に供給制約が解消²した状態が続き、エネルギー価格も安定して推移していることは財価格の押し下げに寄与しているが、4月にかけて本格化したトランプ関税の影響が少しずつ及び始めているとみられる。

コア指数のサービス（コアサービス）の前年比は、4月は+3.6%と3月（+3.7%）からプラス幅が引き続き縮小した（右上図）。コアサービスの半分強のシェアを占める住居費の前年比は、4月は+4.0%と3月（+4.0%）から横ばいとなった（次ページ右上図）。住居費の主要品目である家賃（+4.0%→+4.0%）や帰属家賃（+4.4%→+4.3%）の伸びが横ばい、ないしは、幾分の低下にとどまったことが背景である。

インフレ率の推移(前年比、%)

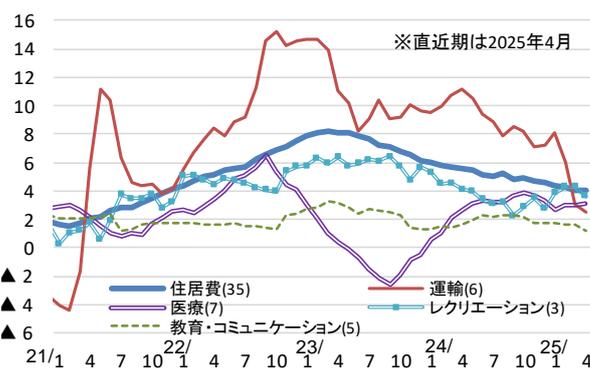


(出所)CEIC

² 世界の供給網のひっ迫度合いを数値化した指標である「グローバル・サプライチェーン圧力指数（GSCPI）」（NY 連銀公表、値が大きいほどサプライチェーンがひっ迫）は、2023年秋以降は0程度で推移し、供給制約が解消しているが示されている。

ただ、前月比でみるといずれも加速感はなく、月ごとに動きは区々ながら、緩やかな伸び鈍化³が維持されていると考えられる。また、住居費以外のサービス価格の前年比については、医療(3月前年比: +3.0%→4月: +3.1%)が幾分拡大した一方で、運輸(+3.1%→+2.5%)、レクリエーション(+4.3%→+3.6%)、教育(+1.6%→+1.2%)など幅広い分野で低下した(右図)。価格の伸び鈍化の背景にはサービス消費の減速があるとみられ、旅行需要と関連の深い「航空運賃」の価格下落は続いている。また、強気な価格設定が続いていた「動画配信サービス」の価格もピークアウトした。個人消費の増勢が弱まるもとの、サービス価格の伸びも鈍化基調を維持するだろう。

コアサービス(前年比、%)



(出所)CEIC

(注)()内はCPI全体に占めるウエイト(%)

金融政策:トランプ政権の経済政策に対する様子見姿勢を強調

5月6~7日のFOMCでは政策金利が4.25~4.5%に据え置かれた。金利据え置きは3会合連続となる。声明文では、失業率とインフレ率の上昇リスクがともに高まったことが示され、トランプ政権の関税政策の影響への警戒を強める内容となった。もっとも、パウエルFRB議長の記者会見では、トランプ関税の影響を注視するとしつつも、現時点の景気は堅調との見方を示した。そのうえで、政策金利は動きやすい水準にあると述べ、急いで政策変更をする必要性を改めて否定した。

FRBが様子見姿勢を改めて強調していることから、利下げ再開はこれまで当社が予想してきた6月より後になる可能性が強まった。また、前述の通り、米中間の関税暫定合意が早期に実現したことで、景気が急速に悪化するリスクが低下した。当社の予想を、「FRBは、米国と中国など各国との関税交渉の状況や影響を見定めるため、9月FOMCまで利下げ再開を後ずれさせ、その後は、4半期に1回程度のペースで利下げを続ける」との見通しに修正する。一方で、FRBは、金融市場の混乱に対応する準備があることも示唆してきた。関税政策の影響次第では、景気悪化が進行し、金融市場が不安定になる可能性もある。景気悪化が強まれば、大幅利下げが実施されるなど、政策パスが大きく変わる可能性があることに引き続き注意が必要である。

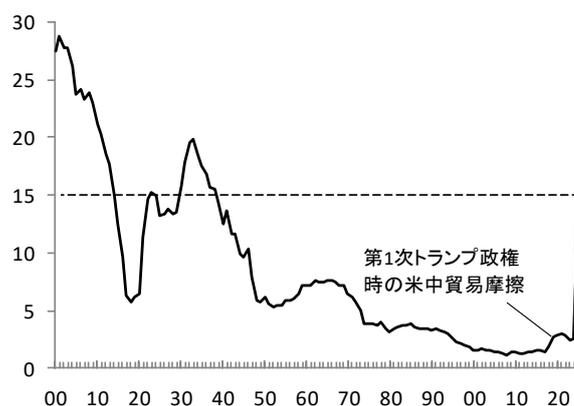
景気見通し:急激な景気悪化は一旦回避も、インフレ圧力の強まりで2025年後半にかけて減速続く

足元の米国経済は、トランプ政権の関税政策を受けて貿易面の混乱が続き、景況感も大幅に悪化している。ただ、インフレ圧力は未だ本格的に強まっておらず、国内の民間最終需要の悪化は限定的である。また、前述の通り、米中間で暫定的な関税合意が成立した。中国からの輸入急減により、米国内の品不足が生じ、景気が急速に悪化する懸念も和らいだ。

³ CPIの家賃は既存契約分だが、民間業者把握の新規契約分の前年比は既にコロナ禍前と同様の伸びまで低下しており、この動きに遅れて今後も着実にプラス幅を縮めていくとみられる。詳細は、2023年10月25日付Economic Monitor「米国経済:底堅い景気が長期金利の上昇を招き、新たな下押し要因に」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2460/>

しかしながら、米国が世界各国に課している平均関税率は、現時点で 15%程度（当社試算）と歴史的な水準にあることには変わりがない（右図）。今後も各国との関税交渉が続き、関税率は上下両方のリスクがあるため、米国の平均関税率は最終的に 16%程度になるという当社の前提⁴を維持する。この前提のもとでは、2025 年後半にかけてインフレ圧力が強まり、需要が下押しされることとなる。一方、これと並行して、今秋までには追加減税が成立する可能性が高まっているが、関税引き上げによる景気下押しを相殺するには力不足と見込まれる。米国の実質 GDP 成長率（前年比）は、2025 年が +1.4%、2026 年が +1.6%と予想する。

米国の平均関税率(%)



(出所)Tax Foundationをもとに当社試算

⁴ 詳細は、2025 年 4 月 22 日付 Economic Monitor 「米国経済：米中関税合戦勃発、米景気の先行きは関税交渉次第」参照。
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2849/>