

米国経済：相互関税の不確実性低下も、徐々に進む需要鈍化と物価上昇

米国と各国・地域との関税交渉の進捗期待が高まり、トランプ関税を巡る不確実性が低下している。このため、株価の上昇も相まって、消費者や企業の景況感は改善することが見込まれる。もっとも、実体経済に対しては、発動済みのトランプ関税の悪影響が次第に広がりを見せている。個人消費は財(モノ)とサービスともに増勢が弱まり、住宅投資は金利の高止まりも背景に低迷が続いている。また、雇用情勢は、民間企業の労働需要に陰りがある。物価は、トランプ関税の影響が本格化していないものの、家具や家電など輸入シェアが大きい一部財で価格が明確に押し上げられている。夏場以降も輸入企業の価格転嫁が進むことで、インフレ率は加速し、実質可処分所得が目減りして個人消費は下押しされることとなろう。今年後半は、前期比年率で、2%を大幅に下回る成長率と、2%を大幅に上回るインフレ率が並走することが予想される。そうした中、FRBは、トランプ関税の影響を見極めるとして、7月FOMCでは金利を据え置くことが濃厚だが、秋以降は景気悪化とインフレ加速に同時に対応するために、緩やかなペースでの利下げを再開すると予想する。

トランプ関税：相互関税を巡る交渉加速の期待高まる

トランプ政権の関税政策を巡っては、相互関税に関する交渉合意が広がりつつあることで、不確実性が低下している。

相互関税については、当初の7月9日の交渉期限までに米国が合意した国・地域は英国とベトナムのみであった。そのため、トランプ政権は多くの国に対して新たな相互関税率を記した書簡を送り、8月1日を新たな交渉期限と定めて、交渉合意に向けた圧力を強めた。この時期はトランプ大統領の強気かつ乱暴な姿勢が目立ち、トランプ関税に関する不透明感は再び強まった。特に、ブラジルに対しては、4月までは世界共通関税分の10%のみとしてきた相互関税率を、8月1日から50%に引き上げることを突如宣言した。この理由は、「ブラジルでのボルソナロ元大統領の扱いが不当である」という内政干渉ともいえる理由であった。

もっとも、その後は、日本を含むアジアの複数の国との合意がなされたことで、米国と各国との交渉合意が進むとの期待が高まってい

米国の主な貿易赤字国・地域と相互関税率

	貿易赤字額 (2024年、 億ドル)	相互関税率 (世界共通分 10%+上乘せ分) (%)		
		4月公表時	7月公表時 ^(注1)	合意済み税率
中国 ^(注2)	2,955	34	34	—
EU	2,359	20	30	—
メキシコ ^(注2)	1,715	免除	扱い不明	—
ベトナム	1,235	46	20(合意済み)	20
台湾	737	32	不明	—
日本	694	24	25	15
韓国	660	25	25	—
カナダ ^(注2)	620	免除	扱い不明	—
インド	458	26	不明	—
タイ	455	36	36	—
スイス	383	31	不明	—
マレーシア	249	24	25	—
インドネシア	179	32	32	19

(出所)米商務省、White House、各種メディア情報をもとに作成

(注1)8月の関税交渉期限までに合意しない場合の関税率(現状は合意に達していない国は、共通関税分の10%のみが課されている)。

(注2)相互関税とは別に、不法移民や麻薬流入対策として、中国、メキシコ、カナダには20%、25%、25%の追加関税。

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。

る。日本に対しては、7月に示した相互関税率 25%を 15%に引き下げるとしたほか、分野別関税に含まれる自動車・同部品向けの追加関税 25%を 12.5%に引き下げることで合意した。これに対し、日本側は、米国に対する 5,500 億ドルの投資、コメなどの農産品や自動車・同部品などの市場開放などを約束したとされる。米国は、日本との関税合意と前後して、インドネシア、フィリピンとも合意しており、いずれも、対米関税率をほぼ 0%に引き下げるなどの合意条件を取り付けたうえで、7月に示した相互関税率を大幅に引き下げることとした。

トランプ政権が、相互関税の世界共通分の 10%を引き下げる動きは今のところない。ただ、米国にとって有利に見える条件を取り付ければ、相互関税の上乗せ分を大幅に引き下げる流れができつつある。また、別途進んでいる対中関税交渉についても、8月12日の交渉期限が再び延期されるとの見方が強まっている。10月末から開催される APEC 前後での米中首脳会談実現に向けて、米中両国のコミュニケーションが進んでいるとみられ、米国の対中強硬姿勢は足元で影を潜めている。

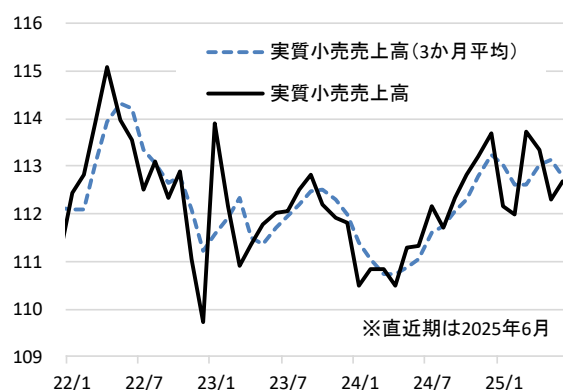
ただし、トランプ関税の不確実性が残る国や分野もある。トランプ大統領は、7月中旬に、カナダとメキシコに対して、それぞれ 35%と 30%の追加関税を課す方向にあると発言した。追加関税の詳細や相互関税との関係は不明ながら、合成麻薬「フェンタニル」の流入に対する対策不足を理由として挙げていることから、同理由等をもとに3月から両国に課している 25%の追加関税を引き上げることを意図していると考えられる。米国と両国間にまたがるサプライチェーンを不安定にしかねない懸念材料である。また、前述のブラジルのように、内政干渉ともいえる理由で突如追加関税が課される動きは、多くの国にとって引き続き大きなリスクである。さらに、分野別関税が拡大傾向にあることも引き続き懸念される。現在は、鉄鋼・アルミニウム製品に対して 50%、自動車・同部品に対して 25%の追加関税が発動済みであるが、来月以降は銅に 50%の追加関税が課される予定である。また、医薬品と半導体についても、いつ追加関税が発動されてもおかしくない状態とみられる。英国や日本との関税合意に見られる通り、分野別関税が各国ごとに緩和される動きが増える可能性は十分にあるが、予断は許さない状況にある。

個人消費：財とサービスともに停滞感

6月の個人消費は、トランプ関税による物価の押し上げ前の駆け込み的な需要が再び下支えしたものの、財（モノ）とサービス向けの消費は、いずれも停滞した状況が続いている。

財（モノ）消費を中心とする小売・外食売上高（実質ベース、セントロイス連銀試算）をみると、6月は前月比+0.3%と5月（▲0.9%）から増加に転じた（右図）。ただ、駆け込み消費とその反動減を繰り返している中で、堅調であった昨年後半から明らかに増勢は弱まっている。内訳をみると、自動車（5月前月比：▲3.8%→6月：+1.2%＜名目ベース＞）と建材・園芸（▲2.7%→+0.9%）が大幅増に転じたほか、衣料品（+0.3%→+0.9%）も堅調に増加した。これらの品目は価格の上昇が目立っていないことから、駆け込み的な消費の動きが再び生じたとみられる。一方で、家具・家電（▲0.5%→▲0.1%）は、マイナス幅は

小売・外食売上高(実質ベース、2020年2月=100)



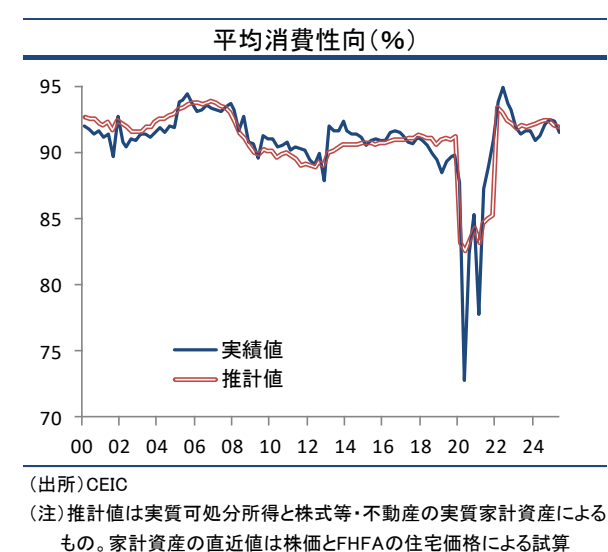
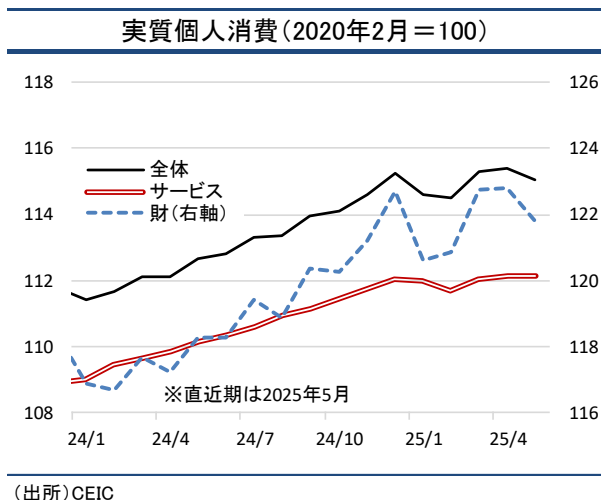
(出所)CEIC

縮小したものの、5月に続いて冴えない動きとなった。後述の通り、家具・家電はトランプ関税の影響を受けて価格上昇が加速しており、需要の低迷につながったと考えられる。夏場以降、輸入消費財を中心に価格上昇の動きが強まり、財消費はさらに下押しされることが見込まれる。

サービス消費は、6月も品目ごとに区々な動きが続き、全体として緩やかな増加にとどまったとみられる。5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+0.0%と、4月（+0.1%）から横ばいとなった（右図）。内訳をみると、レクリエーション（4月前月比：+0.7%→5月：+0.7%）は堅調に推移したものの、サービス消費のけん引役である旅行や飲食関連については、交通サービス（▲0.2%→▲0.5%）が減少幅を広げ、飲食・宿泊（+0.0%→▲1.0%）は減少に転じるなど力強さに欠けた。6月のサービス消費は、まちまちの動きとなる見込みである。小売・外食売上高に含まれる「外食」は、6月は前月比（名目ベース）が+0.6%と5月（▲0.1%）

から増加に転じた。一方、旅行関連については、米国運輸保安局（TSA）公表の航空機利用者数は前年からの減少が続き（5月前年比：▲1.7%→6月：▲1.0%）、調査会社STR公表のホテル稼働率は減少幅が拡大した（▲0.7%→▲1.7%）。

7月以降も個人消費は減速を続けると見込む。堅調な株価上昇を受けて消費性向（消費意欲）が改善する一方、インフレ率の上昇により実質可処分所得が下押しされることが背景である。米国の消費性向は、株式などの家計資産の影響が大きいと考えられる¹。実際、今年の4月にかけての株価下落を背景に、消費性向は低下が続いていた（1～3月期：92.3%→4月：91.3%）（右図）。ただ、米国の株価は5月以降に持ち直している。現在の米国の株価水準が7～9月も継続するとの想定のもとでは、7～9月期の消費性向は4～6月期と比べて+0.2%pt上昇すると見込む。他方で、トランプ関税の影響で、7～9月期のPCEデフレーターは前期比で+1.0%（前期比年率で約+4.0%）まで加速すると予想する。底堅い雇用者数の増加や賃金上昇率を背景に、7～9月期の名目可処分所得は前期比で+1.0%と見込むが、PCEデフレーターは加速に打ち消され、実質可処分所得は前期比+0.0%と横ばいになると予想する。この結果、7～9月期の個人消費は、消費性向の改善で押し上げられるものの、前期比で+0.2%、前期比年率で+0.8%程度と、1%台後半の伸びと見込む4～6月期から大幅に減速する見通しである。



¹ 消費性向は個人が消費に費やす可処分所得の割合。ここでは、名目個人消費を名目可処分所得で除したものを平均消費性向とした。消費性向と資産価格の関係については、2023年11月24日付 Economic Monitor「米国経済：インフレ鈍化が着実に進み、景気鈍化の動きも散見」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2479/>

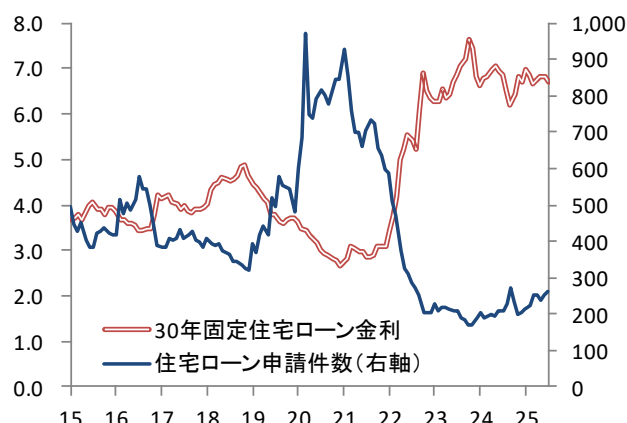
住宅投資:金利高止まりで需要回復に弾み付かず

住宅市場をみると、6月の住宅着工戸数（戸建て）は前月比で▲4.6%と5月（▲2.3%）から引き続き減少したほか、6月の中古戸建販売は前月比で▲3.0%と5月（+1.4%）から減少に転じた（左下図）。いずれも3月から減少基調にあり、昨夏以来の水準まで落ち込んだ。住宅ローン金利の高止まりが需要回復の勢いを抑えているほか、トランプ関税による木材等の価格上昇を警戒した今春にかけての駆け込み的な建設需要の反動減が続いていると考えられる。

この先は、住宅需要は回復に向かうとみられるが、その勢いに弾みがつかない見通しである。7月中旬にかけて、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7月平均が264と6月平均（253）から引き続き増加した。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、7月は33と6月（32）から幾分改善しており、需要は最悪期を脱したと考えられる。もっとも、需要が安定した回復基調に復していくと判断するには力弱い。30年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）は高止まりが続いており（6月13日：6.8%→7月18日：6.8%）（右下図）、需要を下押ししているとみられる。金利低下がはっきりするまでは、今後も金利の動向に振られながら、緩やかな回復が続くと予想する。

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:企業の業況は足元で幾分改善も、先行きに対する懸念は強い

6月の企業の景況感は、足元の業況は改善が窺えるものの、雇用環境に対する見方は厳しく、先行き不安がぬぐえない状況と考えられる。また、トランプ関税によるインフレ圧力は依然強く意識されている。

企業のマインドを示すISM指数をみると、引き続き停滞感が残る水準にある。製造業は6月が49.0と5月（48.5）から幾分改善したものの、景況悪化の境目となる50を下回る状態が続いた（次ページ右上図）。指数の内訳を見ると、生産状況を示す「生産」（5月：45.4→6月：50.3）が大幅に改善した一方、先行きの需要の強さを示す「新規受注」（47.6→46.4）や「雇用」（46.8→45.0）が悪化した。製造業の先行きに対する懸念は根強いと考えられる。また、非製造業のISM指数も6月は50.8と5月（49.9）から改善したが、昨年までと比べると水準は低い（次ページ右上図）。「事業活動」（50.0→54.2）と「新規受注」（46.4

→51.3) は 5 月から上昇し、需要低迷の最悪期は脱したことが示唆される。もっとも、「雇用」(50.7→47.2) の悪化は労働需要の鈍化を示しているとみられ、非製造業でも先行き不安が広がっていると考えられる。

また、ISM 指数からは、トランプ関税による物価上昇圧力の強まりが引き続き確認された。価格動向を示す「仕入れ価格」は、製造業では 2 月以降に急上昇し、6 月は 69.7 と 5 月 (69.4) からほぼ変わらず、コロナ禍の高インフレ下の 2022 年 6 月以来の高水準にある²。また、非製造業でも、6 月は 67.5 と 5 月 (68.7) から幾分低下したものの、コロナ

禍でサービス価格のインフレ圧力が本格化した 2022 年 11 月以来の高水準が続く。企業からのコメントを見ても、製造業と非製造業いずれも、トランプ関税を受けたコスト上昇圧力の指摘は依然多く、トランプ関税が企業活動の重石となる状況は続いている。

6 月の鉱工業生産指数は前月比で +0.3% と、5 月 (+0.0%) から上昇した (右図)。全体の 8 割弱を占める製造業は、6 月の前月比が +0.1% と 5 月 (+0.3%) から伸びが鈍化した。製造業は、幅広い分野で上昇したものの、自動車・同部品 (5 月前月比: +4.6%→6 月: ▲2.6%) やアパレル (+2.2%→▲1.5%) が再び低下に転じた。自動車・同部品やアパレルは、トランプ関税を巡って動きが激しくなっており、基調が見え難くなっている。今後は、トランプ政権の関税政策の影響でコストが一層上昇し、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、引き続き注意が必要である。

雇用情勢: 民間部門の労働需要と労働供給に弱さ

6 月の雇用者数は堅調に増加したものの、民間部門の労働需要は大幅に減速した。労働供給も鈍化が続いており、労働市場はやや弱さが窺える内容となった。

6 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 +14.7 万人と、5 月 (+14.4 万人) から幾分伸びを高め、堅調に増加した (次ページ右上図)。4~6 月の 3 か月平均でも、雇用者数の増加幅は +15.0 万人と、雇用環境改善の目安とされる +15~20 万人程度に戻った。しかしながら、6 月の堅調な雇用増は、地方政府の一時的な増加が押し上げたものである。民間部門の雇用者数は前月差 +7.4

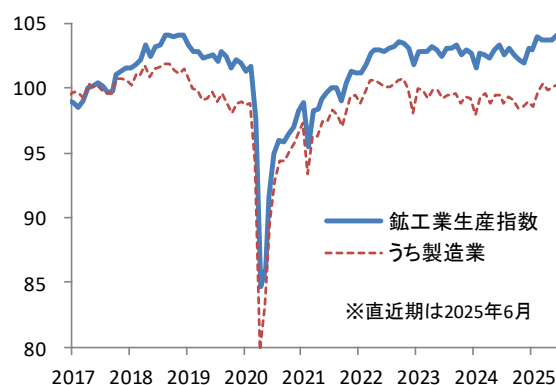
ISM 製造業・非製造業指数 (%)



(出所) CEIC

(注) シャドローは景気後退期。

鉱工業生産指数の推移 (2017年=100)



(出所) CEIC

² ISM 仕入れ価格指数の上昇から 5 か月程度遅れて、CPI (前年比) が上昇する傾向がある。コスト上昇から最終需要までの価格転嫁のラグが背景にあると考えられる。詳細は、2025 年 6 月 24 日付 Economic Monitor 「物価は無風状態続くも、トランプ関税の企業負担が増加」 参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2908/>

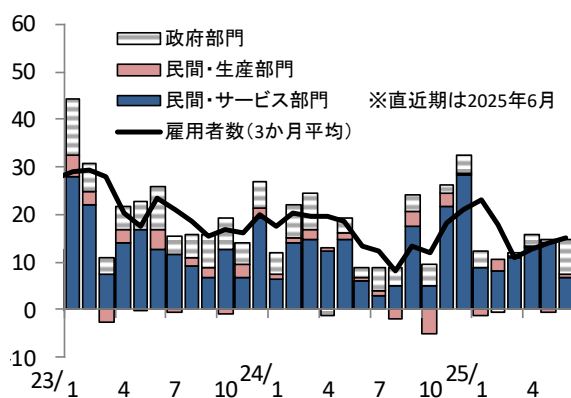
万人と昨年10月以来の低水準であり（右図）、労働需要の基調は強いとは判断できない。

雇用者数の内訳をみると、政府部門は、地方政府の一時的な教員採用の増加を背景に、6月の増加幅は+7.3万人と5月の+0.7万人から大幅に拡大した（右図）。一方、前述の通り、民間部門（5月前月差：+13.7万人→6月：+7.4万人）は大幅に伸びが鈍化した（右図）。民間の生産部門（▲0.4万人→+0.6万人）は、建設業の堅調な雇用増を背景に全体でプラスに転じたものの、サービス部門は6月が+6.8万人と5月（+14.1万人）から大幅に伸びが鈍化した。サービス業の内訳をみると、教育・医療（+8.3万人→+5.1万人）を中心に、幅広い業種で伸びが鈍化ないしは減少した。5月と同様に、関税引き上げの影響が及びやすいと考えられる輸送・倉庫（+0.4万人→+0.8万人）や製造業（▲0.7万人→▲0.7万人）は小幅の変動にとどまるが、トランプ政権の政策不確実性の高さが、幅広い業種で労働需要に悪影響を及ぼし始めている可能性がある。

労働需給に関し、雇用統計（家計調査）では、6月の失業率が4.1%と5月（4.2%）から幾分低下し、引き続き4%程度の完全雇用状態を維持した（右図）。ただ、足元で失業率が上昇していないことは、労働参加率の低下といった、労働供給の鈍化によるところが大きい（右図）。6月の失業率が低下した要因を、①生産年齢人口要因、②労働参加率要因、③就業者数要因に分解すると³、①と③が打ち消しあう中で、②が全体を押し下げた構図である（下表）。これは、就業者の増加は生産年齢人口の増加と同様であったにもかかわらず、労働参加率が低下したことで、労働供給が鈍化し、労働需給がややひっ迫したとと解釈できる。また、ト

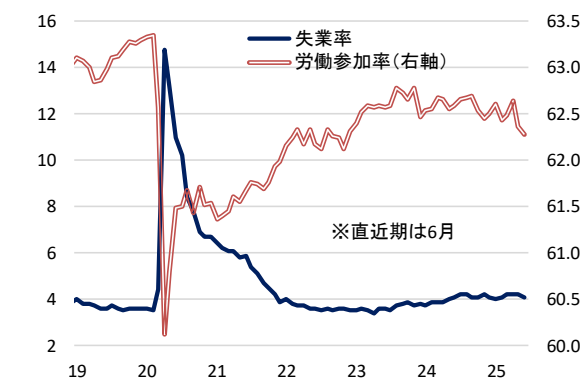
ランプ政権発足の2025年1月以降、失業率にはほぼ変化がないことについても、就業者数の鈍化と生産年齢人口の増加が失業率を押し上げたが、労働参加率の低下が失業率を押し下げていることが分かる。トランプ政権の厳格な移民政策によって、労働参加率が高い傾向がある外国人労働者数の増加ペースが落ちていることが背景と考えられる。失業率からみると完全雇用の状態が続いているものの、労働供給力の鈍化による影響も大きく、労働市場は必ずしも良好な状態とは言えないだろう。

非農業部門雇用者数（前月差、万人）



(出所)CEIC

失業率と労働参加率(%)



(出所)CEIC

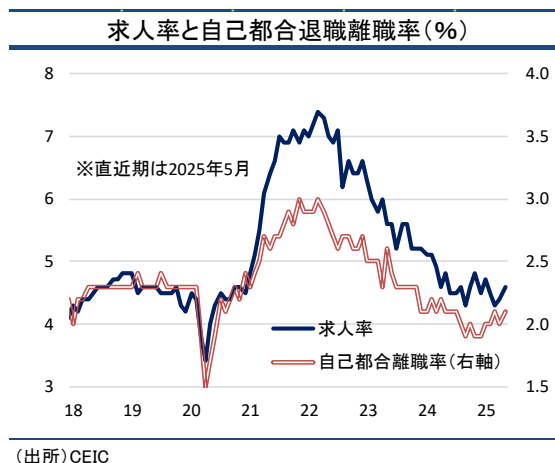
6月失業率と過去失業率の変化の要因分解

	失業率の変化幅(%pt)			
		生産年齢人口要因	労働参加率要因	就業者数要因
1月との比較	0.11	0.32	▲ 0.52	0.31
5月との比較	▲ 0.13	0.07	▲ 0.14	▲ 0.05

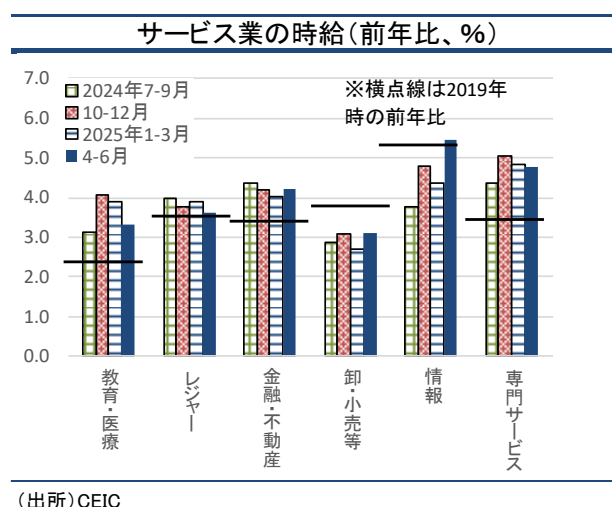
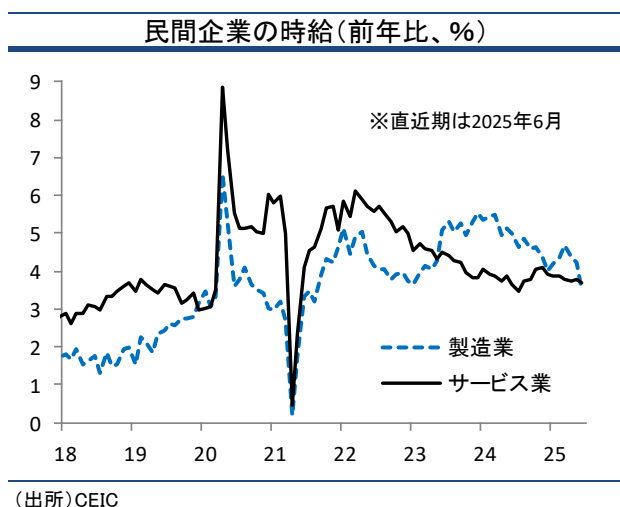
(出所)CEIC

³ 失業率 = (失業者数 / 労働力人口) = 1 - (就業者数 / (生産年齢人口 × 労働参加率)) から、失業率の変化は、①生産年齢人口要因、②労働参加率要因、③就業者数要因に分解できる。

他方で、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、5月は4.6%と4月（4.4%）から幾分上昇した（右図）。求人率は、昨年中にコロナ禍前の2019年の平均である4.5%程度まで低下した後、横ばい圏内の動きが続いている。また、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、5月は2.1%と4月（2.0%）から幾分上昇し、コロナ禍前の2019年の平均である2.3%を幾分下回った水準で底打ちした（右図）。企業の採用目線はほぼコロナ前の水準に戻り、足もとでは大きな変化がない状態にある。



労働の需要と供給のバランスが取れている状態のもと、民間部門の時給の前年比は、6月が+3.7%と5月（+3.8%）から伸びが縮小した。コロナ禍前の2019年の平均+3.3%と比べると高い伸びが続いているが、乖離幅は徐々に縮小している。前月比をみると、6月は+0.2%と5月（+0.4%）から鈍化しており、賃金上昇圧力が緩和した姿が窺える。業種別には、製造業（5月前年比：+4.2%→6月：+3.5%）とサービス業（+3.8%→+3.7%）はいずれも前年比が縮小した（左下図）。サービス業の内訳をみると、「情報」や「金融・不動産」など給与水準の高い職種の伸びが加速したが、「教育・医療」の伸び鈍化が目立つ。（右下図）。サービス業の賃金上昇率は全体として加速感は窺えず、賃金コストがサービス価格を押し上げる懸念は徐々に小さくなっていると考えられる。



物価：トランプ関税の影響が一部でみられ、インフレ率下げ止まり

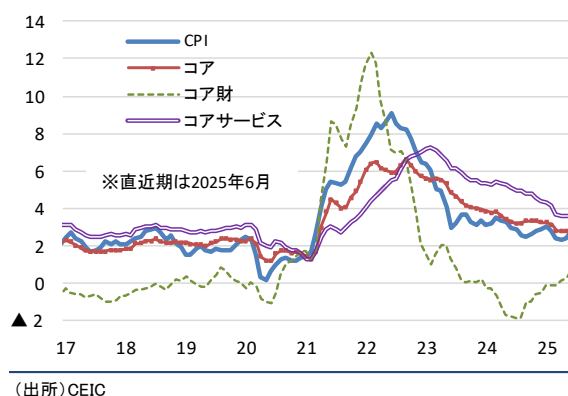
6月の消費者物価は、サービス価格は比較的落ち着いていたものの、一部の財（モノ）の価格がトランプ関税により押し上げられ、全体でも伸びが拡大した。

消費者物価指数（CPI）の6月の前年比は+2.7%と、5月（+2.4%）からプラス幅が拡大した（次ページ右上図）。変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数でも、6月の前年比は+2.9%と、5月（+2.8%）から幾分上昇した。前月比でみても、CPIは+0.3%、コア指数は+0.2%といずれも年率で+2%を超える伸びであり、インフレ沈静化からはやや後退した。

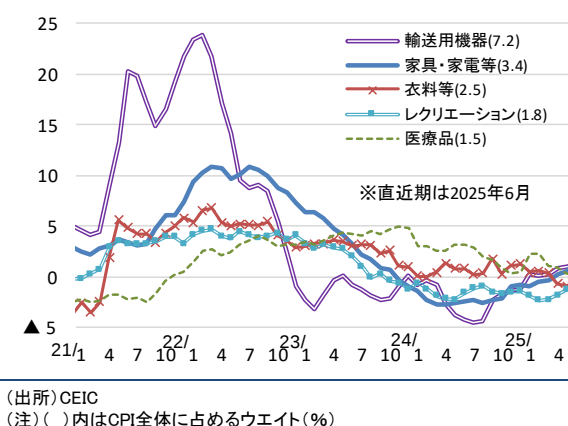
コア指数の財（コア財）の前年比は、6月は+0.7%と5月（+0.3%）からプラスが拡大した（右図）。前月比でみても6月は+0.2%と5月（+0.0%）から加速した。過去にインフレ率が+2%程度で推移していた際は、コア財の伸びは0%程度であった（右図）ことから、足元の財のインフレ圧力は強いと判断できる。内訳をみると、自動車などの輸送用機器（5月前年比：+1.0%→6月：+1.2%）や家具・家電等（+0.6%→+1.7%）が伸びを高めたほか、衣料等（▲0.9%→▲0.5%）のマイナス幅が縮小した（右図）。前月からの伸びは、輸送用機器（5月前月比：▲0.3%→6月：▲0.4%）は今春の駆け込み需要の反動減が価格を下押ししマイナスが続いているものの、家具・家電等（+0.3%→+1.0%）は大幅に加速し、衣料等（▲0.4%→+0.4%）もプラスに転じた。これらの品目は、トランプ政権による自動車向け追加関税や各国向けの追加関税の影響を受けやすいと考えられ、その影響が顕在化してきていると考えられる。この先、関税引き上げ前に蓄積した在庫が減少するにつれて、追加関税を価格転嫁する動きがさらに増えていくことが見込まれる⁴。特に、現時点では価格の伸びが抑制されている輸入自動車の関税分の価格転嫁が本格化すれば、財価格は加速することとなろう。

コア指数のサービス（コアサービス）の前年比は、6月は+3.6%と5月（+3.6%）から横ばいとなった（右上図）。内訳をみると、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、6月は+3.8%と5月（+3.9%）から引き続き低下した（右図）。住居費の主要品目である帰属家賃（5月前年比：+4.2%→6月：4.2%）が横ばいとなったものの、家賃（+3.9%→+3.8%）が低下した⁵。住居費以外については、運輸（+2.8%→+2.8%）とレクリエーション（+3.7%→+3.7%）の前年比が横ばいとなったものの、医療（+3.0%→+3.4%）と教育・コミュニケーション（+1.0%→+1.1%）の前年比が上昇した（右図）。サービス部門は、需要減速を背景に、緩やかに価格の伸びが鈍化しているが、6月は全体として足踏み感が窺えた。

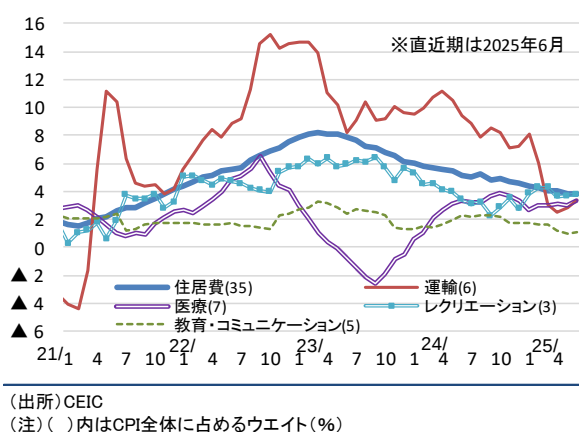
インフレ率の推移(前年比、%)



コア財(前年比、%)



コアサービス(前年比、%)



⁴ PPI（生産者物価指数）を含めたトランプ関税の物価への影響については、2025年7月18日付 Economic Monitor「米国経済：6月物価関連指標 トランプ関税の影響を各所で確認」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2931/>

⁵ 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/>

金融政策：利下げ再開は夏場のトランプ関税影響見極め後が濃厚、FRB の独立性を巡る混乱を注視

7 月 29～30 日の FOMC では、政策金利が 4.25～4.5% に据え置かれる公算が大きい。FRB はトランプ関税の物価や経済への影響を見極める姿勢を取っており、パウエル議長は「夏場にその影響がよりはっきりするだろう」と述べている。8 月分の多くの経済指標の公表後となる 9 月 FOMC までは、FRB は様子見姿勢を継続することが見込まれる。そのうえで、①インフレ再燃が深刻なものでなく、②インフレ上昇と景気減速という金融政策に対する上下の要因がある程度均衡していることを確認した後、今年中には、政策金利を中立金利⁶に向けて徐々に低下させていくことが FRB の中心的な方向性と考えられる。

こうした方向性に対し、FRB 高官の中では、利下げに対して慎重な「タカ派」と、利下げに対して積極的な「ハト派」の 2 つの見方が同時に強まっていることには注意が必要である。タカ派は、インフレ率がピークアウトするまでは、インフレ再燃の懸念が残り、利下げを再開できないという考えであろう。今年中は政策金利を据え置くと予想する FOMC 参加者は、6 月は 7 人と 3 月の 4 人から増加していた。一方、ハト派は、人数こそ少ないが、最近の政策遂行の理論的支柱となってきたウォラー理事とボウマン FRB 副議長という、FRB にとって重要な人物に代表される。ウォラー氏は、利下げ再開を急ぐ必要について、①トランプ関税によるインフレは一過性であり、②雇用情勢は減速を始めているとの見方を挙げている。

FRB 高官の中で、先行きの金融政策に関する考え方が分かれることは珍しいことではない。しかしながら、トランプ大統領による利下げ圧力が繰り返されることで、FRB の意思統一が一層難しくなっている現状がある。特に、足元でハト派姿勢を鮮明にしているウォラー氏とボウマン氏は、第 1 次トランプ政権時に指名された経緯から、トランプ大統領の利上げ圧力に沿った動きとの見方もくすぶる。さらに、トランプ氏はパウエル氏に辞任を求めるような発言を繰り返し、次期 FRB 議長の候補者選びを話題にするなど、パウエル氏のリーダーシップを弱めるような動きが続いている。FRB の意思統一や情報発信が混乱し、金融政策の遂行に影響がないか注視すべきだろう。

景気見通し：景況感改善もインフレ加速で国内需要は下押し

米国の 4～6 月期の実質 GDP 成長率（前期比年率）は、米国の巡航速度である 2% 程度を上回る伸びになったと予想する。これは、今春にかけての輸入急増により下押しされた国内生産が、4～6 月期は持ち直したことが背景である。また、トランプ関税発動の本格化前に蓄積された在庫の販売が続いたことで、インフレ率が加速せず、雇用情勢も底堅さを維持した。もっとも、需要面をみると、消費者と企業のマインドは低迷し、個人消費、設備投資、住宅投資いずれも増勢が弱まっていることが窺える。景気の基調を示す国内民間最終需要は、前期比年率で 1% 台半ばと 1～3 月期の 1.9% から減速する見通しである。

7 月以降は、米国企業がトランプ関税分を価格転嫁する動きが強まると予想する。その結果、インフレ率が加速し、実質可処分所得が目減りすることで、個人消費が一層押し下げられると見込む。株価上昇などで消費意欲は改善しているが、トランプ関税の悪影響の強まりを回避することはできないだろう。こうした需要鈍化に加え、企業が価格転嫁できずトランプ関税の一部を負担することは、企業収益の悪化を通じて、雇用情勢と設備投資を下押しするとみられる。国内民間最終需要の落ち込みを主因に、今年後半は +2% を大幅に下回る成長率になると見込む。

⁶ 6 月 FOMC の参加者による予想（中央値）では「中立金利」を意味する長期の政策金利は 3.0% と示された。