

Contents

特集：米国経済は「もう」か「まだ」か？

1p

<海外報道ウォッチ>

「トランプ関税」をめぐる悲喜こもごも

7p

<From the Editor> 両院議員総会

9p

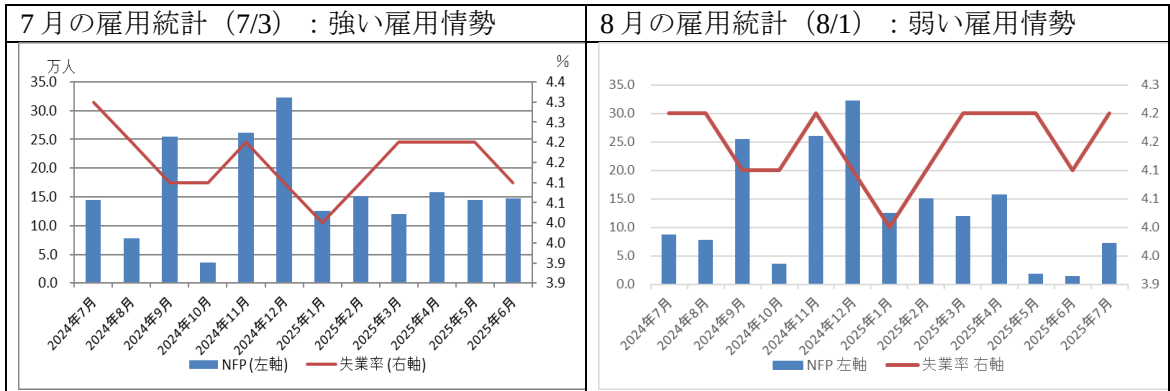
特集：米国経済は「もう」か「まだ」か？

「もうはまだなり、まだはもうなり」とは、味わい深い相場格言だと思います。「まだ大丈夫」と言っていると、景気はどこかで失速してしまう。ところが「もう危ない」と思って控えていると、その後に大きな相場がやってくることもある。「もう」と「まだ」のタイミングを考えることこそ、エコノミストの仕事というべきでしょう。

その意味で、まことに悩ましいのが現在の米国経済です。表面的な好調さは続いているので、「まだ行ける」と言いたいところながら、トランプ関税や政策の不透明性を考えるといかにも「もう危ない」。ただし、米国経済には「理外の理」みたいなものがある、常識的な推論がよく外れるという経験則もある。悩ましい問題を取り上げてみました。

●「雇用統計の下方修正」が意味するもの

1 か月前の本誌 7 月 11 日号では、6 月米雇用統計の数字が強くて、飲み会の最中だったエコノミスト一同がビックリした、という瞬間をご紹介した。それが今月は、7 月の統計が市場予測よりも弱かったのみならず、6 月と 5 月分が思い切り下方修正されていた。経済統計に修正はつきものとはいえ、以下のようにすっかり景色が変わってしまった。



米雇用統計はあまりにも影響力があるデータだけに、大幅な修正はしばしば物議を醸すことになる。今回はトランプ大統領が噛みついた。「米労働統計局 (BLS) は政治的な目的でデータを操作してきた」と糾弾し、バイデン政権下で任命されたエリカ・マッケンタ―ファー局長を解任してしまった。

思い起こせば、昨年 9 月や 11 月の雇用統計は非常に強い数字が出たものである。トランプ氏の視界には、あれも大統領選挙でカマラ・ハリスを勝たせるための恣意的な操作だった、と映っていたのであろう。

とはいえ、経済統計は国のインフラである。それを「政治化」してしまうことのリスクは看過できない。実際問題、雇用統計が信用できないからと言って、ADP 雇用統計や JOLTS 求人件数などの民間データで代替できるか、といえそれは難しい。民間の調査回答率は得てして政府よりも低く、データとしての品質が劣るのである。

雇用統計の信憑性に疑義を持つ方のために、選挙分析者のネイト・シルバー氏のブログをご紹介します（”Trump's jobs data denialism won't fool anyone”＝トランプの雇用統計否定は誰も騙せない）¹。「データ・キッズ」の観察はきわめてリアルである。

- * 連邦政府による経済指標は、自分の専門領域である大統領選挙予測の一部である。その中でも BLS のデータは、非常に高品質なものだと自分は考えている。
- * 経済データは何度も改定される。①可能な限り迅速に必要な情報を提供し、②永久記録として扱われるデータを残す、つまり速度と精度というトレードオフがあるからだ。
- * 雇用統計は 2 つの調査から成り立つ。①世帯調査（6 万世帯）から失業率を導き出し、②事業者調査（12 万社）から NFP（非農業部門雇用者数）を算出している。
- * 雇用統計は経済の減速を示唆している。直近 3 カ月の平均雇用増は 3.5 万件に過ぎず、この数値がマイナスになったのはパンデミックや国際金融危機の時くらいだ。
- * 5 月と 6 月の NFP 修正値は大きかったが、歴史的な基準内にある。米国には 1.6 億人の雇用があり、修正の絶対値は平均 6 万件で、これは全体の 0.04% に過ぎない。統計的な意味での「外れ値」 (Outlier) には該当しない。
- * 今回の下方修正は、経済界やエコノミストが以前から懸念していた通りのこと。一部撤回されたとはいえ、今の米国はスムート・ホーリー法以来の高関税率となっている。最近の雇用増は、ほとんど高齢化に伴う医療部門と旺盛な AI 投資から来ている。AI はかえって雇用を減らすかもしれない…。

経済統計が、政治家の「体感温度」と食い違うのは昔からよくあることである。だが、不都合な結果が出た場合でも、統計はあくまでも通常の手続きに沿って作られるべきであろう。政治家は常に、不完全な情報に基づいて決断しなければならない。だからこそ、なるべく融通の利かない経済統計が有用なのである。

¹ <https://www.natesilver.net/p/trumps-jobs-data-denialism-wont-fool>

●お陰で「9月利下げ」は織り込み済みに

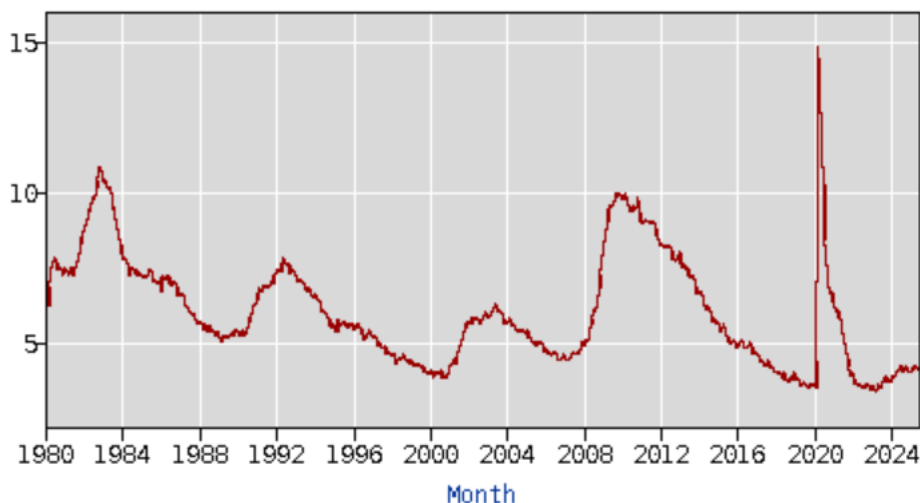
BLS 局長を解任することは、トランプ政権にとって「悪手」となるだろう。悪いニュースを持ってきた部下をクビにしていたのでは、トップに正確な情報が集まらなくなってしまう。さらに今後の雇用統計においても、今回のような「不都合なデータ」は繰り返されるだろう。そのときにトランプ大統領は、自らが指名した局長を非難しなければならない。もっとも第1期政権で任命したパウエル FRB 議長を、「遅過ぎる」などと罵ってやまないトランプ氏であるから、そこは全く気にしないのかもしれないが。

最悪のケースは、新しい BLS 局長が統計を改竄することであろう。その場合に、全世界の投資家が受ける動揺は計り知れないものになるだろう。幸いなことに、雇用統計の算出には数百人の職員が携わり、改定に当たっても各段階で多数の担当者が関与する。局長個人が恣意的に関与できる余地は乏しいのである。

さらに理解に苦しむのは、今回の弱い雇用統計はトランプ氏にとって好都合なはずなのである。「データ重視」志向の FRB は、これで遠慮なく利下げに踏み切れる。市場の雇用情勢に対する見方は一気に慎重化し、金利先物市場では9月の利下げ確率が9割台に上昇した。年内にあと3回ある FOMC では、おそらく2回以上の利下げが行われるだろう。場合によっては、9月分は0.50%の利下げとなるかもしれない。

それというのも米国経済は、「景気が悪くなると一気に失業率が上昇する」ことを過去に何度も繰り返している。以下に失業率の長期トレンドを掲げておこう。足元の4%台の失業率は、歴史的に見てかなりの低水準であることがわかる。ただし5年前、世界がパンデミックに見舞われたときは、失業率は一気に10ポイントも跳ね上がった。新型コロナウイルスで世界中が大混乱に陥ったのは、第1期トランプ政権の最後の頃である。

○米国の失業率の推移（BLS）



●IMF エコノミストも困る関税の影響

おそらくトランプ氏としては、「今の米国経済には何の問題もない」と強調したいのであろう。そしてインフレの恐れもないから、FRB は金利も下げるべきであると。ただしそのような見方は少数派であり、ほとんどのエコノミストは「トランプ関税がどのように景気の足を引っ張るか」が読めずに頭を抱えている。

一例を挙げれば、IMF の”WEO”は 7 月分の改定が G20 財務相・中銀総裁会議（7/17-18）には間に合わず、月末の 29 日になって公表している。4 月に大幅下方修正した分をわずかに上げているが、これは米中の関税協議が軟化し、「高関税率の 90 日間引き下げで合意した」から。全体のテーマも、**”Tenuous Resilience amid Persistent Uncertainty”**（不確実性が続く中でレジリエンスも希薄）と弱気なトーンである。

○世界経済見通し（WEO）7/29 改訂版

GDP 成長率	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
全世界	3.5%	3.3%	3.0% (+0.2)	3.1% (+0.1)
米国	2.9%	2.8%	1.9% (+0.1)	2.0% (+0.3)
ユーロ圏	0.5%	0.9%	1.0% (+0.2)	1.2% (0.0)
日本	1.4%	0.2%	0.7% (+0.1)	0.5% (-0.1)
中国	5.4%	5.0%	4.8% (+0.8)	4.2% (+0.2)
インド	9.2%	6.5%	6.4% (+0.2)	6.4% (+0.1)
世界貿易量	1.0%	3.5%	2.6% (+0.9)	1.9% (-0.6)
原油価格	-16.4%	-1.8%	-13.9% (+1.6)	-5.7% (+1.1)
物価（先進国）	4.6%	2.6%	2.5% (0.0)	2.1% (-0.1)
物価（新興国）	8.0%	7.7%	5.4% (-0.1)	4.5% (-0.1)

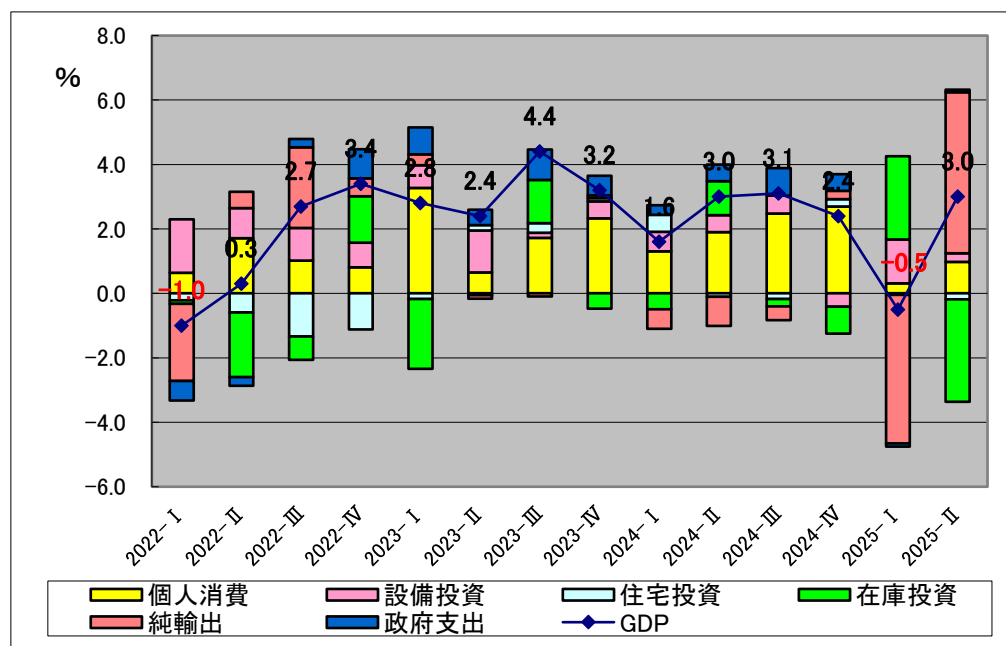
* 網掛けは IMF 推計値 / () 内は 4 月予想との差異

トランプ関税による不透明性・不確実性とは、単に「関税による物価や雇用への影響」が読めないだけではない。以下のように、予想がつかないことが多過ぎるのである。

- * **相互関税**：8 月 7 日から新たな税率が発足したが、細部が決まっていない。さっそく日米間の解釈にズレが出ている。カナダ、メキシコ、中国などの交渉はこれからだ。
- * **自動車関税**：日韓 EU の税率は 15% と決まったが、引き下げ時期が未定である。
- * **追加関税**：インド、ブラジルなどに対しては懲罰的な上乗せ関税を実施する意向。
- * **半導体関税**：分野別関税として半導体に 100% 課税の方針。アップルの iPhone は？
- * **司法の判断**：相互関税の法的根拠として、IEEPA（国際緊急経済権限法）を用いることの是非をめぐって控訴審で係争中。
- * **財政状況**：OBBBA（ひとつの大きな美しい予算）が可決され、米国の長期的な財政の持続可能性が怪しくなっているが、関税収入による増収効果もある。

トランプ関税がいかにか米国経済を惑わしているかは、GDP のグラフにも表れている。1-3 月期には「駆け込み輸入」があつて純輸出が大幅マイナスとなり、4-6 月期にはその反動減が出た。従つて今年第 1 四半期はマイナス成長となり、第 2 四半期はプラス成長となっている。この間、肝心の個人消費（黄色の部分）が低迷していることが見て取れる。

○米国の実質 GDP 成長率（寄与度）



●米国経済に起きていた生産性向上

ここまで考えると、米国経済に相応しい評価は「まだ」（大丈夫）ではなく「もう」（危ない）であろう。

既に主流派のエコノミストは悲観論に傾いている。7 月の雇用統計はいわば **Wake-up Call** であり、「トランプ関税に怯えた企業が雇用を抑制し始めた」「不法移民が減ったことにより、労働供給が制約を受けている」という 2 つの政策効果が同時に表れ始めたという解釈となる。

市場の見通しも、「年後半には景気後退が始まる恐れあり。ただし FRB による利下げのよろしきを得て、ソフトランディングは十分に可能」といったところであろう。こちらは必ずしも悲観ムードではなく、9 月の FOMC 会合に向けて、あと 1 回の雇用統計と 2 回の CPI 統計に注目が集まることになるだろう。

ただし、過去四半世紀にわたって米国経済をウォッチしてきた本誌としては、「そんな常識的な見方でいいのだろうか？」との警戒感が働くところである。ピンチを迎えたときには「理外の理」が働く、ということが過去に何度も繰り返されてきたからだ。

以下の表は、WEO のデータを使った「日本/米国/EU/中国」の GDP シェアの推移である。EU や日本がシェアを低下させ、中国経済が頭打ちになる中にあっても、「世界の 4 分の 1」をキープしている米国経済は「侮るべからず」と思えてくる。

○日米欧中の世界シェア推移

%	2000	2005	2010	2015	2020	2025	2029
米国シェア	30.03	27.19	22.57	24.29	24.97	26.27	25.39
中国シェア	3.53	4.78	9.05	14.75	17.38	16.91	17.61
日本シェア	14.55	10.08	8.64	5.90	5.91	3.80	3.63
EU シェア	21.35	24.93	21.98	18.13	18.10	17.57	16.74

(注：網掛け部分は IMF による推計値)

少なくとも 2000 年以降の米国経済は、「IT バブル崩壊」「国際金融危機」「新型コロナウイルス」(パンデミック)という 3 つのピンチを乗り越えてきた。それぞれに課題は残ったけれども、そのたびに強靱さを増してきたのが米国経済の歴史である。

特に直近のコロナ危機では、米国は 100 万人を超える死者を出している。医療衛生面での対応は失敗だったと断じていいだろう。ところが経済面においては、「労働人口の 1 割が失業する」ことを放置し、この間に労働生産性が上昇していた。つまり約 1600 万人がよりペイのいい職場に移ったり、リスクリングを経て転職したりしたのである。こんな荒療治は、(中国も含めて)他の国では考えられないだろう。

あらためて本誌 P3 の失業率のグラフをご覧願いたい。労働市場がこれだけ激しく変動する経済が、米国以外に考えられるだろうか？ こんな状況を、政府と労働者がともに許容できてしまうところに、他国に真似ができない米国経済の強みがある。

もうひとつの経験則をご紹介しますと、米国経済を考えるときは過度に政治に注目すべきではない。特に大統領の任期が 2 期にわたるときは、彼らは強力な指導力を発揮することができる。レーガノミクスしかり、クリントン時代しかりである。

とはいえ、彼らは目指した通りの結果を得たわけではない。「小さな政府」を目指したはずのレーガン大統領は、軍拡を通して政府機構を肥大化させ、財政赤字を拡大している。クリントン大統領は当初「ミドルクラスのために」と言っていたが、8 年後には財政黒字を実現し、IT ブームとグローバル化を残して去った。そして「ミドルクラス」は今では「忘れられた人々」となり、トランプ支持の MAGA 層に傾斜している。

たぶんトランプ氏も、2 期目の終わり頃には「製造業の復活」や「貿易赤字の解消」ではなく、何か違う成果を米国経済に残すのであろう。それは AI 覇権とか、統一仮想通貨とか、かなり突拍子もないものかもしれない。ともあれ、「米国経済はもうおしまいだ！」という言葉だけは、口が裂けても言っちゃいけないなといつも考えている。

<海外報道ウォッチ>

トランプ関税をめぐる悲喜こもごも

(観察対象：The Economist/ FT/ WSJ)

新しいトランプ関税が 8 月 7 日にスタートした。日韓 EU は既に合意し、加墨はまだで
あり、中国はこれからが正念場だ。関税による経済効果は現時点では非常に読みづらい。

以下は、日本から見えにくい反応を選んでみた。まずは欧州から。The Economist 誌が米
欧合意について論じている。7 月 30 日付の”**Transatlantic trade truth**”² (大西洋貿易の真
実) は、EU の対米合意に対して意外なほど好意的に評価している。

- * 7 月 27 日に欧州委員会がトランプ大統領と貿易協定を締結すると、すぐに激しい非難
が飛び交った。メルツ首相はドイツ経済に「深刻な打撃」が及ぶと懸念した。
- * 対米関税 15%は事前の脅し 30%よりは低い、以前の 10 倍近くになる。EU は対米輸
入関税を撤廃し、エネルギー輸入を増やし、投資をする。これは搾取だろうか？
- * 反対派は間違っている。トランプ氏が権力に留まる限り低関税時代には戻れない。EU
は日本と類似の条件を確保したので、相対的な貿易地位は変わらない。デジタルサー
ビス規制計画を放棄する必要もない。関税の負担は、米企業と消費者が負うだろう。
- * 地政学的文脈を考えれば、報復措置は取り得る選択肢ではなかった。これは安全保障、そしてウクライナの問題でもある。米国の対欧関与のために必要な条件だった。
- * IMF 推計によれば、EU 内の障壁は商品 44%、サービス 110%の関税に相当する。米国の
間違いよりも EU 内の問題に目を向けるべきだ。ドラギ報告も実行されていない。

対外貿易よりも域内の改革に目を向けよ、と現実論を説く。ただしそこは The Economist
誌なので、別の記事では”Donald Trump thinks he’s winning on trade, but America will lose”
(トランプ氏が貿易で勝ったと思っても、米国は敗れている) と原則論を貫いている。

FT 紙は、自動車貿易の不条理を伝えている。”**How carmakers are becoming the biggest
losers in Trump’s trade war**”³ (貿易戦争で自動車会社が最大の敗者となる理由)。

- * デトロイト・アクスル社はメキシコ経由の中国製自動車部品の関税が 72.5%となり、
関税撤廃を求めて政府を提訴している。貿易戦争が広範な影響を与えている一例だ。
- * 関税の目的は米国の製造業を復活させること。「雇用と工場が戻ってくる」と言っ
ていたが、自動車産業は最大の被害者となっている。ビッグスリーは今年 70 億ドルの利
益減を予測。トヨタ、ヒュンダイ、VW など以上に大きな損失を被る可能性がある。
- * 米国は日韓 EU と協定を締結し、関税率を 15%に引き下げた。だが加墨とは合意して

² <https://www.economist.com/leaders/2025/07/30/what-opponents-of-the-eu-us-trade-deal-get-wrong>

³ <https://www.ft.com/content/654a54d1-10d3-4f75-bf11-891f104fd516>

おらず、27.5%が課税されることになる。米自動車メーカーとサプライヤーは、必死に政府の支援を求めている。関税による勝ち組、負け組は容易に判じ難い。「USMCA はいずれ再交渉されるので、日韓 EU に対して不利とは限らない」との声もある。

- * 長期的に見れば、米自動車産業は国内回帰を進めている。ただし今度は鉄鋼・アルミ・銅の 50%関税が痛い。これらの負担増は、最終的には消費者に転嫁されよう。
- * 一部メーカーは、ローン金利の引上げや割引削減などの「ステルス値上げ」を実施している。「世界は変わった。もう元には戻れない」とアクスル社 CEO は語っている。

日韓 EU への自動車関税引き下げが「お預け」なのは、国内メーカーの猛反発によるものであろう。ただしライバル国と条件が同じであれば、関税の影響は小さいはずである。

一連の関税合意に対して、「従来の貿易協定のような持続力はない」と言い切るのは WSJ 紙である。7 月 30 日付の **“Trump’s New Trade Order Is Fragile”**⁴（トランプ氏のもろい新貿易秩序）によれば、強引な不平等条約は長続きしないものであるとのこと。

- * 米国の実行関税率は約 15%になり、日本と EU は計 1.2 兆ドルの対米投資を約束した。エネルギーと防衛装備品の購入にも同意した。しかも見返りは何もない。トランプ氏にとっては御の字だろう。しかし従来のシステムに比べて脆弱で、正当性が低い。
- * まさにトランプ流交渉術の成果である。EU は報復措置を準備していたが、実行しなかった。不公平な合意は米国を NATO に繋ぎ止める代償だった。メキシコとカナダは譲歩して何も得られない公算が高い。反撃した中国は違う展開になるかもしれない。
- * 「任務完了」を告げるには時期尚早だが、トランプ氏は同盟国との関係を再調整し始めたらしい。欧州は 15%の関税率を受け入れ、5%の国防支出を約束した。
- * 関税がトランプ氏の目標達成につながるかどうかは不明だ。グリア USTR は、①貿易赤字縮小、②実質所得上昇、③製造業の GDP 比拡大、の 3 つの判断基準を掲げる。
- * 1947 年から 2012 年まで、米国は貿易障壁の削減と経済統合を主導してきた。これら貿易協定は議会の承認を必要とし、長期間継続した。対照的に、最近の一連の合意は「口約束」に過ぎない。トランプ氏は関税引き上げの脅しを自由に使える。これに対し、欧州は米国に関税引き下げを迫る交渉材料をほとんど持ち合わせていない。
- * トランプ氏は議会を完全に無視して行動した。裁判所は既に、トランプ氏が制裁に関する法律を使って関税を課したのは違法だとの判断を示している。控訴審がこれを支持すれば、一連の関税合意の合法性が疑問視されることになる。
- * これらの合意は不公平な成立ゆえに脆弱性も高い。既に日本は 5500 億ドルの投資をめぐる解釈に疑問を投げかけている。無理強いから生まれた合意は政治的に人気がなく、耐久力も低い。欧州の極右ポピュリスト指導者たちは否定的になっている。

⁴ https://jp.wsj.com/articles/trumps-new-trade-order-is-fragile-67612bfa?mod=hp_featst_pos3

<From the Editor> 両院議員総会

本日 8 月 8 日は自民党の両院議員総会。たぶん石破茂総裁に対して、辞任を求める声がたくさん出るのでしょう。とはいえ、相手は「令和の三木武夫」。おそらくは驚異の粘り腰を発揮するのだろうと思います。それに本人が辞めると言い出さない限り、日本の首相を引きずり下ろすことはもともと至難の業なのです。

それでは少し見方を変えて、「過去にどういうときに自民党の総理・総裁は白旗を掲げてきたか」を思い出してみましょう。直近の 3 代はこんな感じです。

- * 2024 年 8 月 14 日（岸田文雄首相）→裏金問題で総裁再任を求めず「プラン B」発動。
- * 2021 年 9 月 3 日（菅義偉首相）→「二階幹事長斬り」で力尽き、総裁選へ不出馬宣言。
- * 2020 年 8 月 28 日（安倍晋三首相）→コロナ下、健康状態の悪化により辞任の記者会見。

さらにもう少し前を振り返ると、こんな時期もありました。

- * 2008 年 9 月 1 日（福田康夫首相）→「防災の日」に唐突な辞任宣言。
- * 2007 年 9 月 12 日（安倍晋三首相）→体調悪化で突然の辞意表明。
- * 2006 年 9 月 26 日（小泉純一郎首相）→総裁任期満了で悠々自適の引退。

総理大臣が自発的に身を引くのは、見事に 8 月中旬から 9 月中旬にかけてなんですよ。日本政治にはどうもこの時期に「ミシン目」のようなものがあって、総理が辞任するタイミングが集中しているように見えます。

考えてみれば 8 月上旬は広島、長崎と原爆投下の記念日があり、8 月 15 日には終戦記念日がある。今年は戦後 80 年でもある。このタイミングで首相不在というわけにはいかん、という事情があるのでしょう。「政治とは日程也」の典型みたいな感じです。

今年の場合は 8 月 20-22 日に TICAD 会合があって、アフリカの首脳を多く横浜にご招待しているので、それも考慮しなければなりません。参院選を敗北を総括する文書がまとまるのが 8 月 25 日くらい、やっぱり 9 月は自民党総裁選挙でしょうかねえ。

ちなみにこれは先週、金沢市で聴いたジョークです。いや、大の里はまだ若いんで、これからですよと申し上げたいです。

「引かなくて叱られる首相もいれば、引いて叱られる横綱もいる」

- * 次号は 8 月 22 日（金）にお届けいたします。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記にてお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区千代田 2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-soken.com/>

E-mail: yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com