



SCB

金利・為替見通し

No.2025-1

(2025.4.2)

信金中央金庫 地域・中小企業研究所

上席主任研究員 峯岸 直輝

上席主任研究員 鹿庭 雄介

03-5202-7671

s1000790@FacetoFace.ne.jp

足元の金利・為替環境

FRBが量的引締めペース減速を決定。ECBと日銀は貿易摩擦の激化に警戒感を強める

3月はFRBが利下げを見送る一方で、債務上限問題への対応として量的引締め(QT)のペース減速を決めている。半面、ECBは5会合連続で利下げに踏み切ったものの、貿易摩擦の激化によるインフレ再燃を念頭に今後の利下げ中断の可能性にも触れている。他方、日銀は政策金利を0.5%程度に据え置いた。トランプ政権による関税引上げなどで不確実性が高まったためであるが、経済・物価見通しどおりの展開となれば、それに応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整する方針を維持している。

一時ドル買いが強まるも、25年入り後から続く円高・ドル安の流れは変わらず

年明けから続く円高・ドル安の流れは3月も続いている。上旬から中旬にかけて、国内金利上昇による日米金利差縮小への思惑やトランプ大統領による円安けん制発言、リスク回避の円買い、米国の景気減速懸念などから、1ドル146円台まで急ピッチで円高・ドル安が進んだ。その後、ウクライナ情勢の緊張緩和や、関税政策を巡る警戒感がやや和らいだことなどで、ドル買いが進む局面もあったものの、月末にかけて米国景気に対する懸念が再び強まり円高に転じている。

1年先までの金利・為替見通し

25年度中、日銀の利上げ回数は2回と予想。関税政策を巡る不確実性の急速な高まりに要注意

24年半ばからFRB、ECBともに利下げサイクルに入った。ただ、インフレ再燃が警戒される米国(4~6月期と10~12月期に各1回と予測)と、景気が弱含むユーロ圏(4~6月期と7~9月期に各1回と予測)では、先行き利下げペースに差が生じるとみている。他方、日銀は経済・物価動向をみつつ、慎重に利上げを進めよう(25年7~9月期と26年1~3月期に各1回、25年度末の誘導目標は1.00%と予測)。かかる状況下、金融政策のスタンスの違いから日米金利差の縮小が続き、円高・ドル安トレンドで推移すると見込んでいる。半面、トランプ政権の関税政策を巡る不確実性は急速に増しており、金融政策が大きく揺さぶられるリスクは高まっている。

◇予測一覧表(4月2日現在)

		25年 3月31日	25年4~6月	7~9月	10~12月	26年1~3月
米 国	FFレート(誘導目標・期末)	4.25 ~ 4.50	4.00 ~ 4.25	4.00 ~ 4.25	3.75 ~ 4.00	3.75 ~ 4.00
	国債(5年)	3.950	3.60 ~ 4.30	3.60 ~ 4.30	3.50 ~ 4.20	3.50 ~ 4.20
	国債(10年)	4.207	3.70 ~ 4.40	3.70 ~ 4.40	3.60 ~ 4.30	3.60 ~ 4.30
	NYダウ平均(ドル)	42001.76	40000 ~ 44000	40000 ~ 44000	40500 ~ 44500	41000 ~ 45000
ユ ー ロ 圏	中銀預金金利(期末)	2.50	2.25	2.00	2.00	2.00
	国債(ドイツ10年債)	2.736	2.40 ~ 2.90	2.30 ~ 2.80	2.30 ~ 2.80	2.30 ~ 2.80
	ユーロ・ストックス50	5248.39	5000 ~ 5400	5000 ~ 5400	5050 ~ 5450	5100 ~ 5500
日 本	無担保コール翌日物	0.476	0.45 ~ 0.55	0.45 ~ 0.80	0.70 ~ 0.80	0.70 ~ 1.05
	TORF(3か月)	0.526	0.40 ~ 0.60	0.40 ~ 0.85	0.65 ~ 0.85	0.65 ~ 1.10
	中期国債(新発5年債)	1.095	0.75 ~ 1.15	0.75 ~ 1.35	1.00 ~ 1.40	1.00 ~ 1.60
	長期国債(新発10年債)	1.485	1.15 ~ 1.65	1.15 ~ 1.65	1.20 ~ 1.70	1.25 ~ 1.85
	超長期国債(新発20年債)	2.220	1.90 ~ 2.50	1.90 ~ 2.50	1.95 ~ 2.55	2.00 ~ 2.70
	日経平均株価(円)	35617.56	34000 ~ 38000	34000 ~ 38000	34500 ~ 38500	35000 ~ 39000
為 替	円/ドルレート	149.15	143 ~ 153	140 ~ 150	137 ~ 147	134 ~ 144
	円/ユーロレート	161.57	155 ~ 165	152 ~ 162	149 ~ 159	146 ~ 156

(備考)「金利・為替見通し」は、原則として毎月第3営業日に発信する予定です。

<3月の金利・為替・株価レビュー>

海外金利・・・長期金利(米 10 年国債利回り)は、インフレ再燃リスクから上昇した後、景気懸念の強まりで急低下した。上旬は、ドイツの財政拡張懸念によるドイツ国債相場の急落やパウエルFRB議長が利下げを急がない姿勢を示したことを受けて上昇した後、トランプ大統領の景気悪化容認発言などから低下した。中旬は、ウクライナ紛争の停戦への期待やトランプ政権の関税政策によるインフレ再燃リスクから上昇したが、景気指標の下振れや FOMC がタカ派的な内容ではなかったことから低下に転じた。下旬は、トランプ政権が「相互関税」の減免措置等で関税政策を柔軟に対応するとの思惑から過度な警戒感が緩和して上昇したが、消費者マインドや個人消費の下振れなどで景気懸念が強まり、大幅に低下した。長期金利は前月末比 0.002 ポイント低下の 4.207% で終えた。

日本金利・・・長期金利(新発 10 年国債利回り)は、日銀による利上げが継続するとの見方から上昇した。上旬は、米独債券相場下落や防衛費の拡大懸念に加え、春闘の賃上げ要求や所定内給与が高い伸び率になったことから、日銀の追加利上げ観測が強まり昇した。中旬は、米景気懸念に伴う米長期金利の低下を受けて、国内債も買いが優勢となった。下旬は、米トランプ政権の関税政策を巡る警戒感が緩和して上昇したが、米の輸入自動車への追加関税・「相互関税」等による景気下振れリスクや米景気懸念の強まりを背景に、月末にかけて急低下した。月末の長期金利は前月末比 0.115 ポイント上昇して 1.485%、新発 20 年国債利回りは同 0.190 ポイント上昇して 2.220% になった。

為替相場・・・円の対ドル相場は、米景気懸念から円高が進んだ。上旬は、国内金利上昇による日米金利差縮小への思惑や米トランプ大統領の円安けん制発言、株安局面での「低リスク通貨」の円買い圧力などから円高が進んだ。中旬は、米景気懸念から一段とドルが売られ、1ドル 146 円台に達した。その後、ウクライナ情勢の緊張緩和や米小売売上高の結果を受けた米景気懸念の後退などからドル買いが優勢となった。下旬は、米関税政策を巡る警戒感の緩和から円安基調で推移したが、米消費者マインドや個人消費の下振れなどで米景気懸念が強まり、円高に転じた。月末の円の対ドル相場(銀行間直物、17 時時点)は 149 円 15 銭で終えた。

日本株式・・・国内株式相場を日経平均株価で振り返ると、米関税政策への警戒感から下落した。上旬は、米のウクライナ軍事支援停止等の地政学リスクの高まりや国内金利先高観などを受けて防衛・金融株などが上昇したが、米関税強化に伴う景気懸念や円高進行などから半導体・輸出関連銘柄などが下落し、一進一退で推移した。中旬は、ウクライナを巡る地政学リスクの後退や円相場下落に加え、米著名投資家の商社株買増し等により、「日本株は割安」との見方が広がったことから、輸出関連・バリュー株などを中心に上昇した。下旬は、米トランプ政権による輸入自動車への追加関税表明・「相互関税」や米景気悪化・インフレ再燃への懸念に伴う米株安、円高進行などから、月末にかけて急落した。月末の日経平均株価は前月末比 1,537.94 円下落し、35,617.56 円で引けた。



<海外経済・金融情勢>

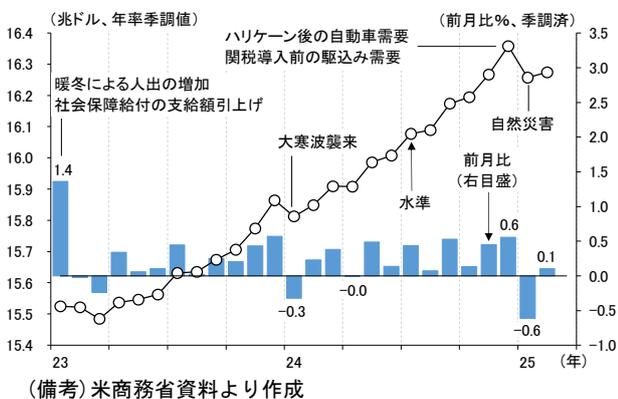
1. 米国経済～不確実性の高まりで消費者心理の悪化が進む。1～3月期はマイナス成長も

サービス支出は約3年ぶりに減少。消費者マインドの悪化が加速

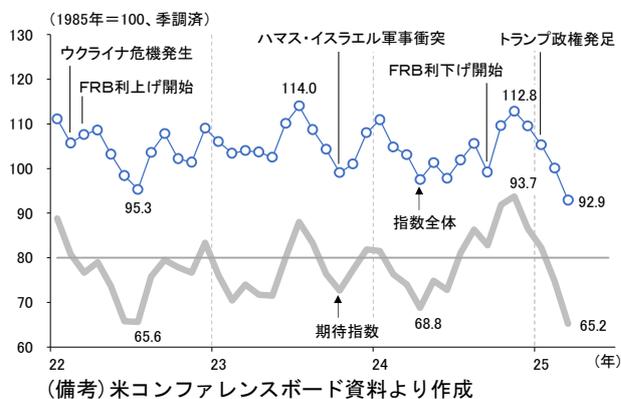
米商務省が発表した2月の個人消費支出は、物価変動の影響を除いた実質ベースで前月比 0.1%増と再び増加した(図表1)。ただ、1月(同 0.6%減)の大幅減からの戻りとしては弱く、足元で消費が減速感を強めている可能性がある。内訳をみると、2月は財支出(同 0.7%増)が増加に転じた半面、サービス支出(同 0.1%減)は約3年ぶりに減少した。

消費減速はマインドの悪化加速が要因として挙げられる。3月の消費者信頼感指数は 92.9 と、2月(100.1)からさらに低下した(図表2)。インフレ再燃への警戒感に加え、トランプ政権の関税政策に対する不確実性の高まりがマインドを強く下押している。今後6か月の見通しを反映する期待指数も 65.2 と、12年ぶりの低水準となり、景気後退リスクの高まりを示すとされる 80 を大幅に下回っている。

(図表1) 実質個人消費(米国)



(図表2) 消費者信頼感指数(米国)

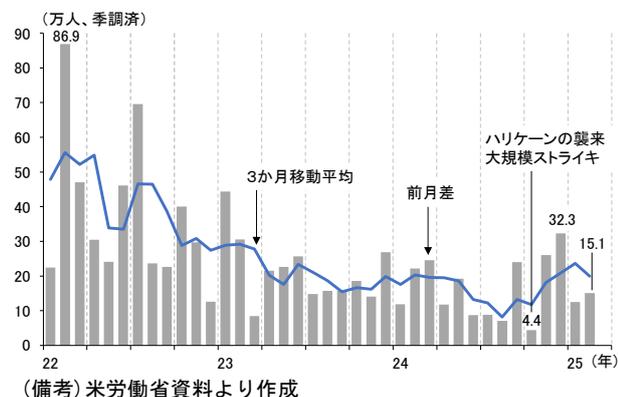


雇用情勢は底堅く推移。GDP ナウは修正値でもマイナス予測に

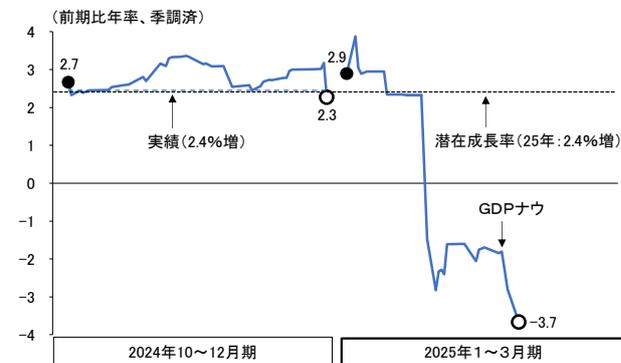
一方、雇用情勢は底堅く推移している。2月の非農業部門雇用者数は前月差 15.1 万人増と、1月(同 12.5 万人増)を上回った(図表3)。基調的な動きを示す3か月移動平均も、23年8月をボトムに上昇トレンドに転じている。また、失業率(2月:4.1%)も、FRBの長期見通し(4.2%)を下回る水準で推移している。

かかる状況下、アトランタ連銀のGDPナウでは1～3月期成長率の最新予測値(4月1日時点)が前期比年率 3.7%減となっている(図表4)。関税引上げを警戒した駆込みで輸入が増えている金地金(GDPを算出する際には通常除外)を除いた修正値も、同 1.4%減とマイナスに転じている。

(図表3) 非農業部門雇用者数(米国)



(図表4) GDPナウ(米国)



2. 金融情勢(米国)～2会合連続で政策金利を据置き。量的引締めペースを減速

パウエル議長は、貿易政策の見直しについて「不確実性が非常に強い」と指摘

FRB(米連邦準備理事会)は、3月18日～19日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)でFF金利の誘導目標を据え置いた(全会一致、図表5)。パウエルFRB議長は会合後の記者会見で「(経済の先行きが)より明確になるまで待つことができる良いポジションにある」と述べ、利下げを急がない姿勢を示している。一方、同議長はトランプ政権による貿易政策の見直しについて「不確実性が非常に高い」と指摘し、警戒感を強めている。

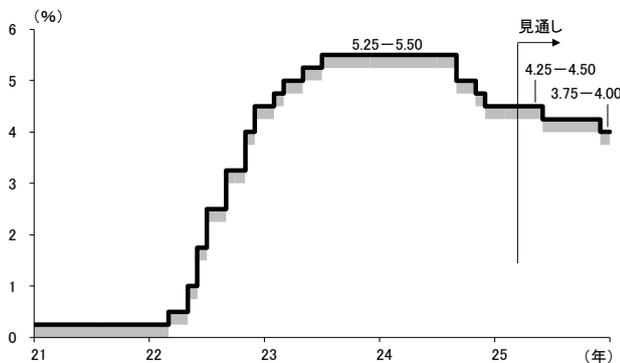
量的引締め(QT)については、4月からのペース減速を決定した(米国債:月250億ドル削減→月50億ドル削減、図表6)。これは、債務上限問題による金融市場の混乱に備えた措置であり、同議長も「金融政策や最終的なバランスシート規模には影響しない」と説明している。

FOMC参加者の政策金利見通しは前回から変わらず

3月会合ではFOMC参加者による四半期予測も合わせて公表された。このうち、インフレ率の見通し(コアPCEデフレーター、中央値)は、前回12月会合から25年末(2.5%→2.8%)が上方修正された(図表7)。また、失業率の見通し(中央値)も25年末が小幅に引き上げられている(4.3%→4.4%)。

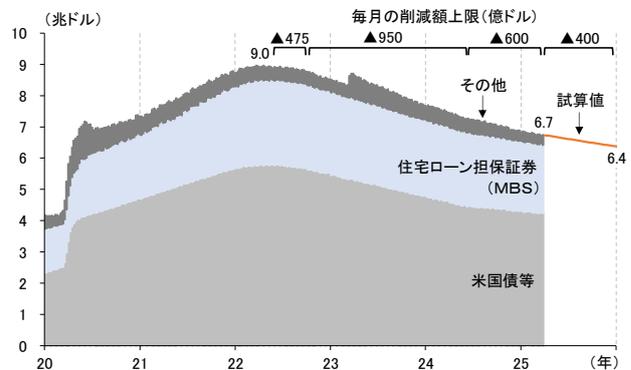
注目されたFOMC参加者の政策金利見通し(中央値)は、前回12月会合から変化がなかった(図表8)。ただ、25年中の利下げ回数(1回あたり0.25ポイント)を1回以下と見込む参加者は4人から8人に増えており、金融引締めの状態をより長期間維持しようとする姿勢が強まっていることが分かる。当研究所では25年に2回の利下げ(4～6月期と10～12月期)を行うと見込んでいるが、トランプ政権の政策次第で1回に留まる可能性もあるとみている。

(図表5) 政策金利(FFレートの誘導目標)



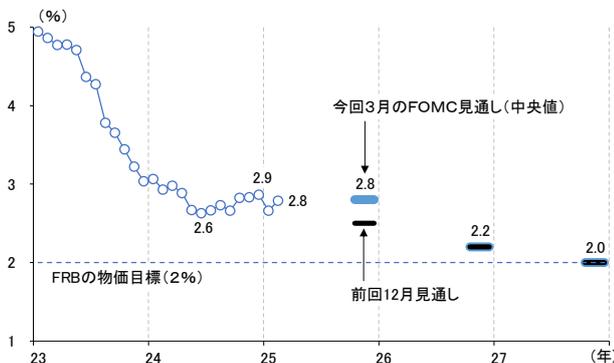
(備考) 1. 見通しは当研究所の予測
2. FOMC資料より作成

(図表6) FRBの総資産



(備考) 1. 試算値は現行ペースが続くと想定
2. FRB資料より作成

(図表7) インフレ率(米国)



(備考) 1. インフレ率とFOMC見通しはコアPCEデフレーター
2. 米商務省、FOMC資料より作成

(図表8) FOMC参加者の政策金利見通し

政策金利 (%)	現在	2025年末	2026年末	2027年末	長期
4.5%	4人				
4.0%	4人	3人			
3.5%	9人	1人	2人	2人	2人
3.0%	2人	2人	4人	4人	4人
2.5%		9人	2人	1人	1人
2.0%		1人	6人	4人	4人
		3人	3人	4人	4人
			2人	4人	4人

(備考) 1. 青枠は中央値。例えば3.0%は3.0～3.25%の枠に含まれる
2. FOMC資料より作成

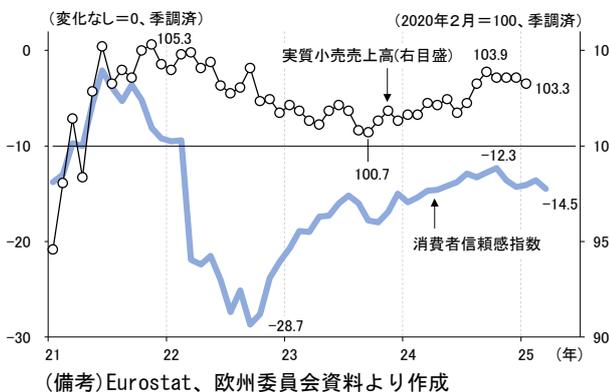
3. ユーロ圏経済～個人消費、生産、輸出ともに低下トレンド。ドイツの財政拡張策に期待

トランプ政権による関税強化が消費者心理のさらなる悪化を招く恐れ

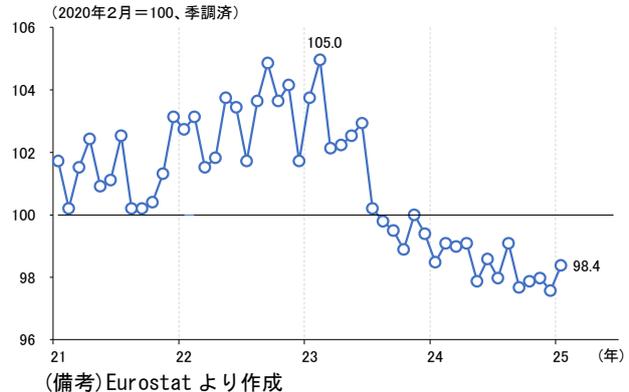
1月のユーロ圏小売売上高は前月比0.3%減と、パリ五輪が開催された24年半ばをピークに減少トレンドが続いている(図表9)。また、3月のユーロ圏消費者信頼感指数も▲14.5と3か月ぶりに低下し、マインド面からも消費に下押し圧力がかかっている。先行きトランプ政権による関税強化が消費者心理のさらなる悪化を招く恐れもあり、要注意と言えよう。

生産活動も縮小が続いている。1月のユーロ圏鉱工業生産指数は前月比+0.8%増と増加に転じたものの、23年初めから続く低下傾向に歯止めがかかっておらず、コロナ前(20年2月)の水準を依然として下回っている(図表10)。ユーロ圏最大の経済大国であるドイツで製造業の不振が長期化しており、域内全体の生産活動の大きな足かせとなっている。

(図表9) 小売売上高と消費者マインド(ユーロ圏)



(図表10) 鉱工業生産指数(実質、除く建設、ユーロ圏)

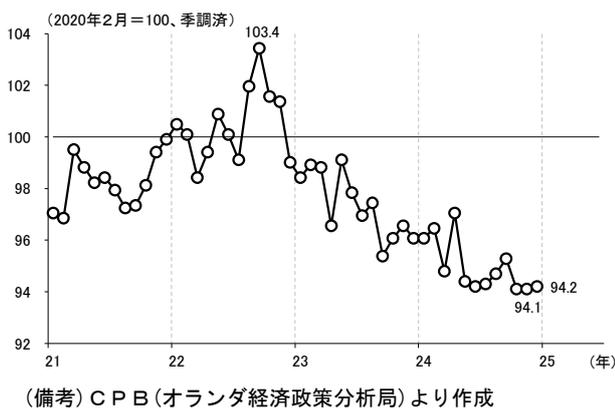


中国の景気減速とユーロ高が輸出回復を阻む

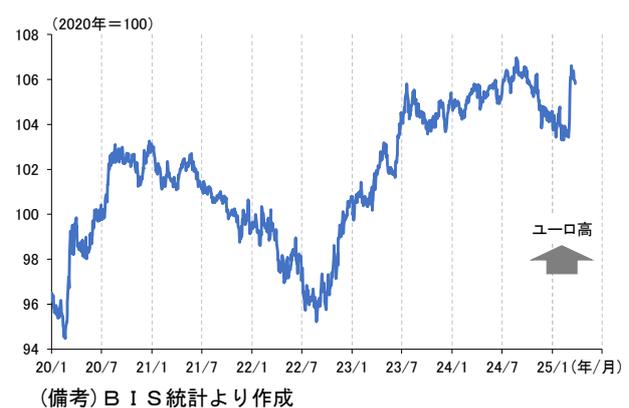
輸出の弱含みも生産活動を下押ししている。12月のユーロ圏実質輸出は前月比+0.1%と増加したものの、減少トレンドからは未だ抜け出せておらず、コロナ直前の20年2月と比べて水準は6%も低い(図表11)。主要輸出先である中国の景気減速に加え、ユーロ高が重石となっている。通貨の総合的な実力を示す名目実効為替レートが3月に入って再びユーロ高に触れており、輸出に対する下押し圧力が今後強まる可能性がある(図表12)。

さらに、トランプ政権による関税強化がユーロ圏の景気悪化を加速させる可能性がある。関税引上げによって米国向け輸出の低迷が予想されるほか、EU(欧州連合)側が報復関税の実施に踏み切ればインフレが再燃し、消費者心理の悪化を通じて個人消費が大幅に落ち込む恐れがある。こうした中、ドイツでは国防費に対する債務ブレーキの適用緩和や、インフラ基金の創設といった財政拡張策が検討されており、ユーロ圏景気を下支えする役割が期待されている。

(図表11) 実質輸出(ユーロ圏)



(図表12) ユーロの名目実効為替レート



4. 金融情勢(ユーロ圏)～ECBが5会合連続で利下げ。米国との貿易摩擦激化に懸念強める

早ければ次回会合で、中立金利の上限に到達

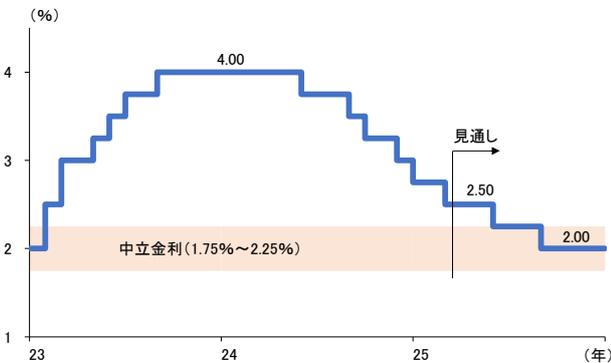
ECB(欧州中央銀行)は3月6日の理事会で、5会合連続となる政策金利の引下げを決めた(図表 13)。声明文では「デフインフレのプロセスが順調に進んでいる」との評価が維持されている。今回の利下げで市場が注目する中銀預金金利は 2.50%となり、早ければ次回会合でECBが試算する中立金利(1.75～2.25%)の上限に到達する。これを受け、声明文には金融政策が「実質的に引き締めの的でなくなりつつある」との文言が新たに追加された。なお、量的引締め(QT)については、従来方針から変更がなかった(図表 14)。

かかる状況下、懸念されるのが米国との貿易摩擦激化である。ラガルド総裁も理事会後の記者会見で「深刻化すればユーロ安と輸入コストの上昇をもたらし、インフレ圧力を強める可能性がある」と述べ、警戒感を強めている。また、同総裁は「データが必要だと示すなら利下げするし、そうでなければ一時停止する」と述べ、利下げ中断の可能性にも触れている。こうした発言も踏まえ、当研究所では今後の利下げペースが四半期に1回程度に減速するとみている。

2%物価目標の達成時期は 26 年前半に後ずれ

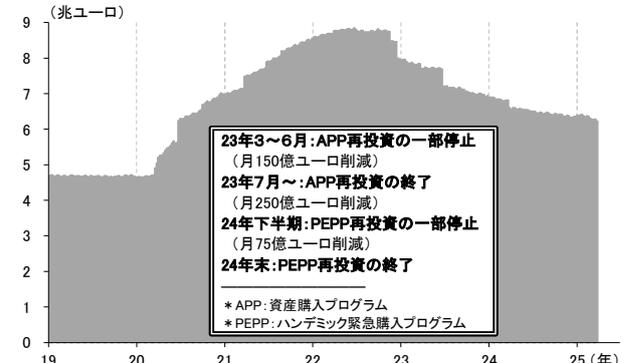
ECBが3月理事会後に公表した新たな見通しでは、25 年のインフレ率(総合指数)がエネルギー価格の上昇を主因に0.2%ポイント上方修正された(図表 15)。これに伴い、2%物価目標の達成時期も 25 年 10～12 月期から 26 年1～3月期に後ずれしている。他方、直近3月のインフレ率(HICP、総合)を主要国別にみるとドイツ(前年比+2.3%)とスペイン(同+2.2%)、イタリア(同+2.1%)が 2%を上回ったのに対し、フランス(同+0.9%)は大きく下回っている(図表 16)。ユーロ圏主要国が2%を挟んで上下に位置する状況は続いており、金融政策等に影響を与える可能性がある点には注意が必要である。

(図表 13) 中銀預金金利(ECB)



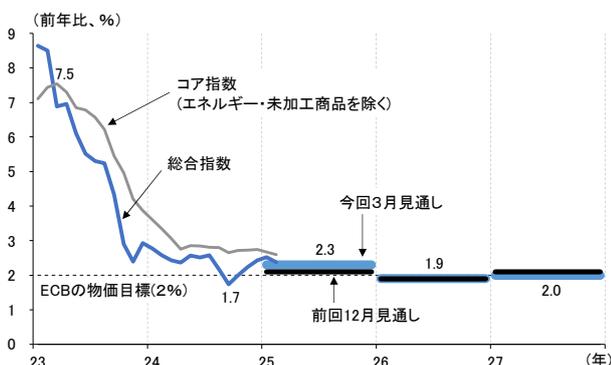
(備考) 1. 見通しは当研究所の予測。中立金利は ECB の試算値
2. ECB 資料より作成

(図表 14) ECB の総資産



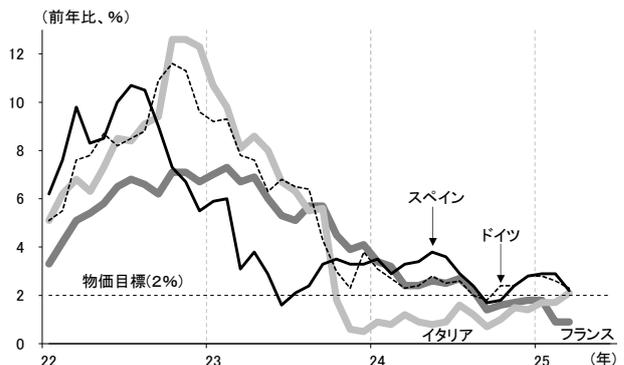
(備考) ECB 資料より作成

(図表 15) インフレ率(ユーロ圏)



(備考) 1. 見通しは総合
2. Eurostat、ECB 資料より作成

(図表 16) インフレ率(ユーロ圏主要国)



(備考) 1. いずれも総合指数
2. Eurostat より作成

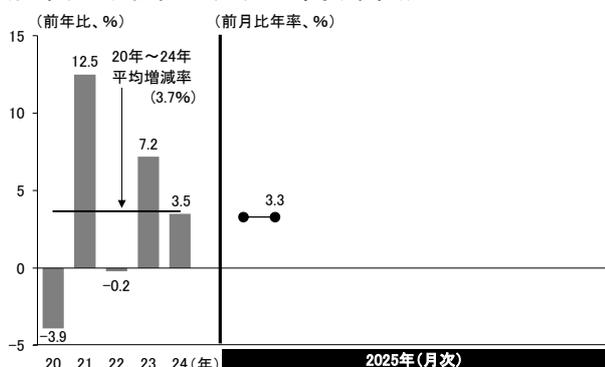
5. 中国経済～個人消費は年明けますますのスタート。25年成長率目標は5%前後で据置き

「以旧換新」の拡充や消費クーポン券の発行などが個人消費押上げに寄与

1～2月平均の名目小売売上高は前月比年率 3.3%増(当研究所試算)と、12月(同 1.6%増)から伸びが加速した(図表 17)。コロナ後の20年～24年平均(前年比 3.7%増)に近い水準であり、24年1～2月平均(前期比年率 0.4%増)を大幅に上回っていることを踏まえると、25年の個人消費はますますのスタートを切ったと言えよう。耐久消費財の買替えを促す「以旧換新」の拡充や消費クーポン券の発行などが押上げに寄与したとみられる。

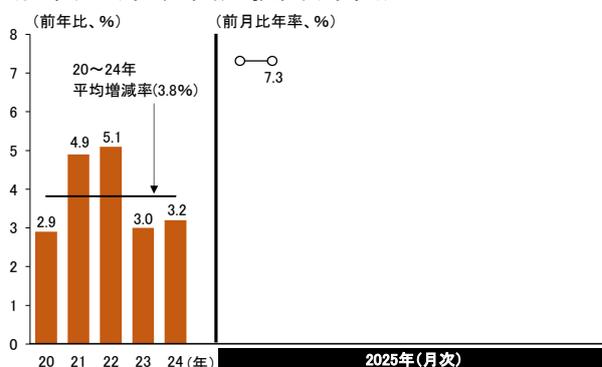
1～2月平均の固定資産投資は前月比年率 7.3%増(当研究所試算)と、12月(同 4.9%増)から伸び率を高め、コロナ後の平均増減率(前年比 3.8%増)を大きく上回っている(図表 18)。ただ、内訳をみると政府主導のインフラ投資(1～2月平均:前年比 5.6%増)が高い伸びとなる一方、民間投資(同横ばい)やマンションの販売不振の影響を受けやすい不動産開発投資(同 9.8%減)が投資全体を下押す構図が続いている。

(図表 17) 名目小売売上高(中国)



(備考) 1. 1月と2月は両月の平均値を使用
2. 中国国家统计局資料より作成

(図表 18) 固定資産投資(中国)



(備考) 1. 1月と2月は両月の平均値を使用
2. 中国国家统计局資料より作成

25年の成長率目標は5%前後で据置き。財政支出は拡大、金融緩和は継続する方針

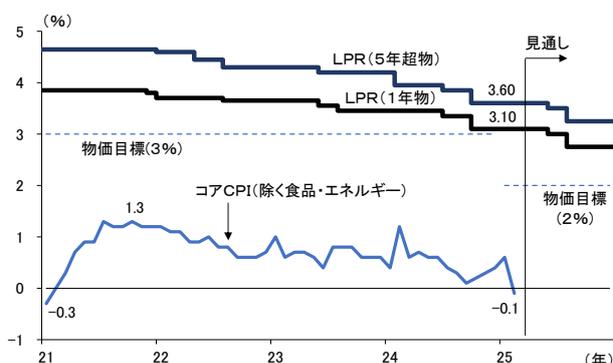
3月に開催された全国人民代表大会(全人代、国会に相当)では、25年の成長率目標が3年連続で5%前後に据え置かれた(図表 19)。一方、財政赤字(対GDP比)は4.0%前後に、インフラ債新規発行枠は4.40兆元に、それぞれ目標が変更されており、財政支出の拡大を通じて経済を下支えしようとする中国政府の姿勢がうかがえる。他方、インフレ目標は主要先進国と同水準の2%前後へと引き下げられた。もっとも、足元2月のインフレ率(コア)は前年比▲0.1%と、内需の弱含みに春節(旧正月)の季節要因が重なってマイナスへと転じた(図表 20)。こうした中、中国人民銀行の潘総裁は「政策金利などを適時に引き下げる」と述べ、金融緩和の継続方針を示している。

(図表 19) 中国政府の主な数値目標

	2020年 目標	2021年 目標	2022年 目標	2023年 目標	2024年 目標	2025年 目標
経済成長率	—	6%以上	5.5%前後	5%前後	5%前後	5%前後
都市部の新規就業者数	900万人以上	1,100万人以上	1,100万人以上	1,200万人前後	1,200万人以上	1,200万人以上
都市部の調査失業率	6%前後	5.5%前後	5.5%以内	5.5%前後	5.5%前後	5.5%前後
インフレ率	3.5%前後	3%前後	3%前後	3%前後	3%前後	2%前後
財政赤字(対GDP比)	3.6%以上	3.2%前後	2.8%前後	3%	3%	4.0%前後
インフラ債新規発行枠	3.75兆元	3.65兆元	3.65兆元	3.80兆元	3.90兆元	4.40兆元

(備考) 各種資料より作成

(図表 20) 政策金利とインフレ率



(備考) 1. 見通しは信金中央金庫 地域・中小企業研究所の予測
2. 中国国家统计局、中国人民銀行資料より作成

<国内経済・金融情勢>

1. 日本経済は物価高・米関税政策等による先行き不透明感や企業・家計の負担増が重荷に

2月の景気動向指数(CI一致系列)は3か月連続で前月より上昇する見込み。早ければ3月の基調判断が引き上げられる可能性も

24年10～12月の実質GDP(2次速報)は前期比0.6%増(年率2.2%増)で1次速報の同0.7%増(同2.8%増)から下方修正された(図表21)。設備投資がソフトウェア等の上振れで同0.5%増から同0.6%増へ上方修正された一方、個人消費が外食等のサービスの下振れで同0.1%増から横ばいへ下方修正された。純輸出(外需)の寄与度は0.7%ポイントで1次速報と変わらなかったが、国内需要(内需)は個人消費や民間在庫投資などの下振れで▲0.1%ポイントから▲0.2%ポイントへ下方修正され、内需の弱さがより色濃くなった。

2月の国内経済の動向を景気動向指数(CI)からみると、一致系列は、商業販売・有効求人倍率等が悪化した一方、輸出・生産や投資財・耐久消費財出荷等が改善したことから、前月より0.8ポイント程度上昇し、3か月連続で改善すると予想する。先行系列は、在庫率・住宅着工等が改善したが、新規求人数・消費者態度指数等が悪化したため、低下すると見込まれる。2月の基調判断は「下げ止まり」に据え置かれると予想するが、3月の一致CIが上昇すれば、3月の基調判断が「上方への局面変化」に引き上げられる可能性がある。ただ、先行き、国内景気は賃上げ等による所得環境の改善が下支えするものの、物価高・米関税政策の影響などによる先行き不透明感や家計・企業の負担増などから、力強さを欠いた推移が続く恐れがある。

3月の日銀「短観」業況判断DIは、大企業製造業が4四半期ぶりに悪化

2月の実質輸出は前月比10.4%増加した。1～2月平均でみると前期(10～12月)比3.5%増である。また、2月の鉱工業生産は、前月比2.5%増で4か月ぶりにプラスとなった。生産用機械や電子部品・デバイス等の回復が寄与したが、基調判断は「一進一退」に据え置かれた。3月は、経済産業省の試算値では同0.6%増と見込まれているが、自動車部品工場の爆発事故の影響が懸念される。先行き、米トランプ政権が自動車等への分野別の追加関税や「相互関税」を課す方針を打ち出しており、米関税政策による世界的な景気下振れやコスト増が、輸出・生産や企業収益の押下げ要因になる恐れがある。

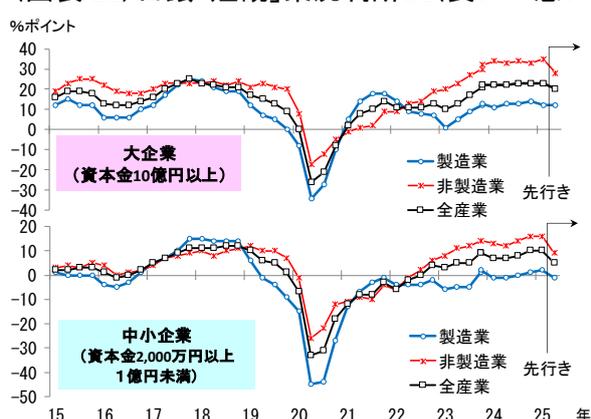
企業の景況感について日銀「短観(3月調査)」の業況判断DI(良いー悪い)からみると、全規模全産業は+15で前回(12月調査)と同じであった。大企業は製造業が前回より2ポイント低下し、4四半期ぶりに悪化した(図表22)。繊維、石油・石炭製品その他、米関税政策の影響で鉄鋼の低下幅が大きく、素材業種が落ち込んだ。一方、非製造業は2ポイント上昇し、底堅さを維持した。小売や宿泊・飲食サービス等が改善しており、インバウンド需要が下支えした。足元、大企業・中小企業ともに景況感は横ばいで推移している。

(図表21) GDP統計(10～12月)の改定状況

需要項目 <前期比、【】は年率換算、()は寄与度>	1次速報値 (2月17日公表)	2次速報値 (3月11日公表)
名目GDP	1.3【5.1】	1.1【4.6】
実質GDP	0.7【2.8】	0.6【2.2】
民間需要	▲0.1	▲0.3
民間最終消費支出(個人消費)	0.1	0.0
民間住宅(住宅投資)	0.1	▲0.2
民間企業設備(設備投資)	0.5	0.6
民間在庫変動	(▲0.2)	(▲0.3)
公的需要	0.1	0.1
政府最終消費支出	0.3	0.4
公的固定資本形成(公共投資)	▲0.3	▲0.7
公的在庫変動	(▲0.0)	(▲0.0)
財貨・サービスの純輸出	(0.7)	(0.7)
財貨・サービスの輸出	1.1	1.0
財貨・サービスの輸入	▲2.1	▲2.1

(備考)内閣府「四半期別GDP速報」より作成

(図表22) 日銀「短観」業況判断DI(良いー悪い)



(備考)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より作成

25年度の設備投資計画は0.1%増で先行き不透明感から慎重化の可能性も

設備投資の動向を資本財(除く輸送機械)総供給からみると、1~2月平均は前期(10~12月)比7.8%増加した。機械設備投資は堅調に推移しているとみられるが、輸入品が同19.7%増加した一方、国産品は同5.9%減少しており、設備投資が国内生産の活発化に結び付きにくくなっている。

設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)をみると、1月は前月比3.5%減で2か月連続のマイナスとなった。非製造業(除く船舶・電力)は同7.4%減、製造業が同1.3%減とともに落ち込んだ。基調判断は「持ち直しの動きがみられる」に据え置かれたが、3か月移動平均は同0.6%減でマイナスに転じた。日銀「短観(3月調査)」による25年度の設備投資計画(全規模全産業、除くソフトウェア等)は、前年度比0.1%増と見込まれている(図表23)。24年3月調査での24年度計画の伸び率(同3.3%増)を下回っており、米関税政策等による先行き不透明感から計画が慎重化している可能性がある。ソフトウェア等を含む計画は同2.2%増であり、情報化・研究開発投資等が下支えするものの、米関税政策の他、人手不足による工事遅延・供給制約、資本財価格・金利の上昇やコスト増などが設備投資の押下げに寄与する恐れがある。

個人消費は物価高や悪天候で力強さを欠く

個人消費の動向をみると、1月の1世帯当たり実質消費支出(二人以上の世帯)は前月比4.5%減で4か月ぶりにマイナスとなった。前年比では0.8%増加したが、前年は一部自動車メーカーの認証不正問題や能登半島地震等で落ち込んでいたことを勘案すると回復力は弱いといえる。特に、家庭用耐久財や食料品が振るわなかった。また、日銀の実質消費活動指数(旅行収支調整済)は前月比1.3%減少した。サービスは同0.3%増とプラスになったが、耐久財は同2.5%減、非耐久財は同1.2%減と弱含んでいる。

2月は、小売業販売額が前月比0.5%増加した。寒波・降雪等の悪天候が押し下げ要因になったが、通信機器・PC等の買替え需要などが下支えした。インバウンドは、訪日外客数がうるう年の前年より16.9%増加し、326万人となった。春節休暇の前倒しも押し下げ要因になったが、中国客の回復や雪目当ての豪米客の増加などが押し上げた。2月の全国百貨店売上高のインバウンド(免税)売上は、前年比14.5%増加しており、国内売上の落込み(同3.5%減)を減殺した。

物価高や米関税政策等による先行き不透明感が国内経済の重荷に

先行き、国内景気は、賃上げの動きや家計に対する各種支援策などが下支えて、個人消費を中心に緩やかに回復すると見込まれる。

しかし、内閣府「消費動向調査」の消費者態度指数(今後半年間の見通し)をみると、2月は35.0と3か月連続で低下した(図表24)。物価高などで「暮らし向き」や「耐久消費財の買い時判断」が低下し、賃上げの動きにもかかわらず、「収入の増え方」が2か月連続で悪化している。物価高や米関税政策等による消費者・企業のマインドの悪化が国内経済の重荷になる恐れに留意を要する。

(図表23) 日銀「短観」の設備投資計画

調査年月	企業規模 業種	(ソフトウェア・研究開発投資を除く、土地投資を除く設備投資額、前年度比増減率、%)					
		全規模			大企業	中堅企業	中小企業
		全産業	製造業	非製造業	全産業	全産業	全産業
22年度	22年3月	0.8	9.0	-4.0	2.2	8.2	-11.4
	22年6月	14.1	20.5	10.5	18.6	14.1	-1.4
	22年9月	16.4	21.2	13.6	21.5	13.5	1.3
	22年12月	15.1	20.3	12.1	19.2	11.8	3.8
	実績見込み	11.4	15.7	8.9	16.4	3.9	0.7
	実績	9.2	9.0	9.3	11.7	5.2	3.9
23年度	23年3月	3.9	6.3	2.4	3.2	9.7	1.4
	23年6月	11.8	15.1	9.9	13.4	16.0	2.4
	23年9月	13.0	15.0	11.8	13.6	15.9	8.0
	23年12月	12.8	14.6	11.7	13.5	12.8	10.3
	実績見込み	10.7	9.4	11.6	11.5	10.7	8.4
	実績	10.6	6.7	12.8	10.6	11.4	9.4
24年度	24年3月	3.3	8.2	0.5	4.0	7.7	-3.6
	24年6月	8.4	17.2	3.5	11.1	9.0	-0.8
	24年9月	8.9	17.0	4.4	10.6	9.5	2.6
	24年12月	9.7	15.1	6.7	11.3	10.1	4.0
	実績見込み	8.1	11.6	6.2	8.7	8.5	5.7
25年度	25年3月	0.1	5.4	-2.9	3.1	0.3	-10.0

(備考) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より作成

(図表24) 消費者態度指数・実質総雇用者所得



(備考) 内閣府「消費動向調査」、月例経済報告資料より作成

2. 日銀は、米関税政策等で不確実性が高まるも、利上げ継続へ

日銀は、3月の追加利上げを見送り。米関税政策等で不確実性が高まる

日銀は3月 18～19 日の金融政策決定会合で政策金利を 0.5%程度に据え置いた。春闘第1回答集計の賃上げ率が 5.46%と 34 年ぶりの高水準になったが、1月会合での見通しに沿った動きであり、米トランプ政権による関税引上げ等の「各国の通商政策等の動き」などで不確実性が高まったことから、追加利上げが見送られた。

しかし、日銀は、経済・物価見通しが実現していけば、それに応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整する方針を維持している。米トランプ政権の関税政策等による不確実性は高いが、次回会合までに関税政策の内容がある程度判明し、それを反映させた経済・物価見通しに基づいて政策判断がなされる。春闘の賃上げ率がやや強めの結果である一方、米関税政策等による輸出・生産の下振れやコスト増の影響などが懸念され、5月の「展望レポート」で経済・物価見通しがどのように修正されるのかが重要なポイントになる。

2月の消費者物価の前年比上昇率は電気・ガス代の補助再開で低下

2月の国内企業物価の前年比上昇率は 4.0%で前月の 4.2%から減速した。前月比は横ばいであり、鶏卵・精米等の農林水産物などが押し上げた一方、事業用電力・都市ガスの補助再開が押し下げに寄与した。また、輸入物価は円高も影響して前年比 0.7%低下した。契約通貨ベースは同 1.6%低下したが、前月比は原油等の押上げで 0.5%上昇した。先行き、資源価格は需給緩和で低下が見込まれるが、米トランプ政権の関税政策などの影響には留意を要する。

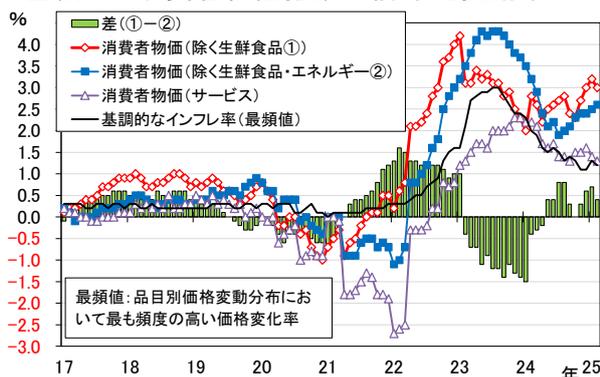
また、2月の消費者物価の前年比上昇率は、生鮮食品を除く総合が 3.0%で前月の 3.2%から低下した(図表 25)。電気・ガス代の補助再開が影響しており、食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合は 1.5%で前月と同水準だった。日銀が賃金上昇の価格転嫁を反映するとして注目する一般サービスは、1.3%で前月の 1.4%から減速している。ただ、日銀「短観(3月調査)」の物価全般の見通し(全規模全産業)が、1・3・5年後の全てで前回より0.1%ポイント高まっており、予想物価上昇率の上振れが日銀の利上げを後押しする可能性がある。

日銀は、米関税政策等で不確実性が高まるも、利上げ継続へ

1月の実質賃金は前年比 1.8%減で3か月ぶりにマイナスとなった(図表 26)。名目賃金が同 2.8%増と冬季賞与の押上げ効果のはく落で前月の 4.4%増から減速した。安定的に推移する共通事業所の所定内給与(一般労働者)は、名目の増加率が同 3.0%に達している。ただ、食料等を中心にインフレ圧力が根強いいため、実質賃金の前年比プラスの定着が遅れる可能性がある。

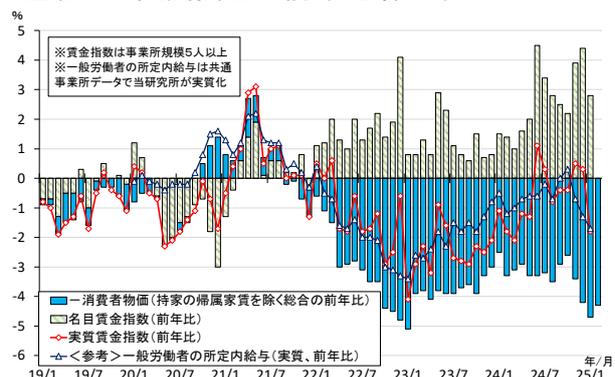
日銀は、実質金利は極めて低く、経済・物価が見通しに沿って実現していけば、利上げで金融緩和の度合いを調整するとしている。米関税政策や市場向などのリスクを見極めながら、賃金と物価の好循環が実現する確度が高まったと判断すれば、追加利上げに踏み切ろう。

(図表 25) 消費者物価指数の前年比変動率



(備考) 総務省「消費者物価指数」等より作成

(図表 26) 実質賃金の前年比増減率



(備考) 厚生労働省「毎月勤労統計」等より作成

<リスクシナリオ（確率 30%）>

25 年半ばにかけてインフレ率が再び高まり、FRBとECBは追加利下げを見送る。これにより金融市場では長期金利の上昇圧力が再び強まり、物価高も相まって米欧経済は減速感を強めるため、株安が進む。他方、日銀は金融政策の正常化に向けて25年7～9月と26年1～3月に追加利上げを行うも日米金利差はさほど縮小せず、円安・ドル高が進むと想定。

		25年 3月31日	25年 4～6月	7～9月	10～12月	26年 1～3月
米 国	FFレート(誘導目標・期末)	4.25～4.50	4.25～4.50	4.25～4.50	4.25～4.50	4.25～4.50
	国債(5年)	3.950	3.60～4.30	3.70～4.40	3.80～4.50	3.90～4.60
	国債(10年)	4.207	3.70～4.40	3.80～4.50	3.90～4.60	4.00～4.70
	NYダウ平均(ドル)	42001.76	40000～44000	39000～43000	38000～42000	37000～41000
ユ ー ロ 圏	主要政策金利(期末)	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
	国債(ドイツ10年債)	2.736	2.40～2.90	2.50～3.00	2.60～3.10	2.70～3.20
	ユーロ・ストックス50	5248.39	5000～5400	4900～5300	4800～5200	4700～5100
日 本	無担保コール翌日物	0.476	0.45～0.55	0.45～0.80	0.70～0.80	0.70～1.05
	TORF(3か月)	0.526	0.40～0.60	0.40～0.85	0.65～0.85	0.65～1.10
	中期国債(新発5年債)	1.095	0.75～1.15	0.75～1.35	1.05～1.45	1.10～1.65
	長期国債(新発10年債)	1.485	1.15～1.65	1.15～1.65	1.25～1.75	1.30～1.90
	超長期国債(新発20年債)	2.220	1.90～2.50	1.90～2.50	2.00～2.60	2.05～2.75
	日経平均株価(円)	35617.56	34000～38000	33000～37000	32000～36000	31000～35000
為 替	円/ドルレート	149.15	143～153	145～155	147～157	149～159
	円/ユーロレート	161.57	155～165	157～167	159～169	161～171

日米欧中央銀行会合スケジュール

<2025 年>

金融政策決定会合 (日本銀行)	F O M C (米連邦公開市場委員会)	E C B (政策理事会)
1月23～24日	1月28～29日	1月30日
3月18～19日	3月18～19日	3月6日
4月30日～5月1日	5月6～7日	4月17日
6月16～17日	6月17～18日	6月5日
7月30～31日	7月29～30日	7月24日
9月18～19日	9月16～17日	9月11日
10月29～30日	10月28～29日	10月30日
12月18～19日	12月9～10日	12月18日

(備考) 各国資料より作成

本レポートは発表時点における情報提供を目的としており、文章中の意見に関する部分は執筆者個人の見解となります。したがって、投資・施策実施等についてはご自身の判断をお願いします。また、レポート掲載資料は信頼できると考える各種データに基づき作成していますが、当研究所が正確性および完全性を保証するものではありません。なお、記述されている予測または執筆者の見解は予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

< 4月の内外経済・金融スケジュール >

(日本)

①毎月勤労統計 . . . 7日

1月の実質賃金は、3か月ぶりに前年比マイナスとなった。2月は消費者物価(持家の帰属家賃を除く総合)前年比上昇率が4.3%と高水準であり、2か月連続でマイナスになる公算が大きい。

②消費動向調査 . . . 9日

2月の消費者態度指数は3か月連続で前月より悪化した。食料の物価高騰などを反映して、消費者マインドの低迷や生活防衛意識の高まりが今後も続くのかを見極めるうえで注目される。

③全国消費者物価指数 . . . 18日

先行指標である3月中旬の東京都区部(除く生鮮食品)前年比上昇率は2.4%で前月の2.2%から加速した。生鮮食品を除く食料が押し上げており、全国も食料価格の高騰から加速するものと見込まれる。

④日銀金融政策決定会合...30日~5月1日

春闘の賃上げ率が高水準で妥結している一方、米トランプ政権の関税政策などで不確実性は高まっており、政策金利は据え置かれよう。

(米国、海外)

⑤雇用統計 . . . 4日

非農業部門雇用者数は前月差14万人程度の増加が見込まれている。先行き、トランプ政権による関税政策や歳出削減策・移民政策などが雇用情勢にも影響を及ぼす可能性がある。

⑥消費者物価指数 . . . 10日

トランプ政権による関税引上げが、消費者物価上昇率の押し上げに影響を及ぼし始めているのか見極めるうえで注目される。

⑦ECB政策理事会 . . . 17日

ユーロ圏のインフレ率は鈍化しつつあり、米トランプ政権による関税政策の影響などで景気下振れリスクが強まっていることから、連続利下げに踏み切る可能性がある。

⑧米GDP統計 . . . 30日

トランプ政権による関税政策等の影響で消費者マインドは悪化しており、個人消費などの増勢が前期より鈍化する公算が大きい。実質GDP成長率は減速すると見込まれる。

(日本)

発表日	経済指標・注目材料等
1日	日銀短観(3月調査) 失業率・有効求人倍率(2月) 自動車販売(3月)
4日	家計調査(2月)
7日	①毎月勤労統計(2月速報) 景気動向指数(2月速報)
8日	国際収支(2月) 景気ウォッチャー調査(3月)
9日	②消費動向調査(3月)
10日	企業物価指数(3月)
11日	マネーストック統計(3月)
16日	機械受注(2月)
17日	貿易統計(3月速報)
18日	③全国消費者物価指数(3月)
23日	第3次産業活動指数(2月)
24日	企業向けサービス価格指数(3月)
25日	都区部消費者物価指数(4月中旬)
30日	④日銀金融政策決定会合(~5月1日) 鉱工業生産(3月速報) 商業動態統計(3月速報) 住宅着工統計(3月)

(米国、海外)

発表日	経済指標・注目材料等
1日	ISM製造業景気指数(3月)
2日	製造業受注(2月)
3日	ISM非製造業景気指数(3月) 貿易収支(2月)
4日	⑤雇用統計(3月)
10日	⑥消費者物価指数(3月)
11日	生産者物価指数(3月) ミシガン大学消費者態度指数(4月速報)
16日	鉱工業生産・設備稼働率(3月) 小売売上高(3月)
17日	⑦ECB政策理事会 住宅着工件数(3月)
24日	耐久財新規受注(3月)
29日	消費者信頼感指数(3月)
30日	⑧米GDP統計(1~3月速報値) 個人所得・消費(3月) 雇用コスト指数(1~3月)
毎週木	新規失業保険申請件数