



SCB

# 金利・為替見通し

No.2025-2

(2025.5.2)

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

### ECBは追加利下げ、日銀は利上げ見送り。どちらもトランプ関税の影響を考慮

4月はECBが6会合連続となる政策金利の引下げを決めている（米FOMCの開催はなし）。トランプ政権の相互関税導入による景気下振れリスクが強く意識されており、交渉の結果次第で追加利下げを行う姿勢も示している。他方、日銀は政策金利の据え置きを決めた。利上げ姿勢は維持しているものの、トランプ関税の影響で不確実性が極めて高い状態にあることが金融政策の現状維持につながった。また、同日公表された「展望レポート」では、貿易摩擦激化の影響などを受けてGDP成長率、消費者物価上昇率ともに下方修正されている。

### トランプ関税の影響を受けて円高・ドル安が急激に進む

4月初旬にトランプ政権の相互関税導入が発表されてから、円高・ドル安が急激に進んだ。貿易摩擦激化による景気悪化懸念などから株価も大きく下落し、低リスク通貨とされる円が買われた。中旬には、トランプ政権による円安是正要求への思惑なども重なり、円高が加速している。下旬には一時1ドル139円台まで円高が進んだものの、その後はトランプ大統領のFRB議長解任発言撤回や貿易摩擦緩和への期待などから、円安・ドル高に振れている。

## 1年先までの金利・為替見通し

### トランプ政権の相互関税導入を受けて、FRBとECBは利下げペースを加速すると見込む

24年半ばからFRB、ECBともに利下げサイクルに入った。インフレ再燃に対する警戒感などから両者とも利下げペースの鈍化を示唆していたが、トランプ政権の相互関税導入によって景気悪化懸念が急速に高まっていることから、利下げペースを再び速めるとみている（FRBは25年6月と7～9月期、10～12月期に各1回、ECBは6月と7～9月期に各1回と予想）。他方、日銀は関税交渉の行方を慎重に見極めつつも、利上げを続けよう（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。

### ◇予測一覧表（5月2日現在）

		25年 4月30日	25年5～6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	3.75～4.00	3.50～3.75	3.50～3.75
	国債(5年)	3.727	3.40～4.10	3.30～4.00	3.20～3.90	3.20～3.90
	国債(10年)	4.163	3.70～4.40	3.60～4.30	3.50～4.20	3.50～4.20
	NYダウ平均(ドル)	40669.36	39000～43000	39500～43500	40000～44000	40500～44500
ユ ー ロ 圏	中銀預金金利(期末)	2.25	2.00	1.75	1.75	1.75
	国債(ドイツ10年債)	2.443	2.10～2.60	2.00～2.50	2.00～2.50	2.00～2.50
	ユーロ・ストックス50	5160.22	4950～5350	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)	0.499	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)	0.880	0.70～1.10	0.70～1.30	0.95～1.35	0.95～1.55
	長期国債(新発10年債)	1.310	1.05～1.55	1.05～1.55	1.10～1.60	1.15～1.75
	超長期国債(新発20年債)	2.195	1.90～2.50	1.90～2.50	1.95～2.55	2.00～2.70
	日経平均株価(円)	36045.38	34500～38500	35000～39000	35500～39500	36000～40000
為 替	円/ドルレート	142.82	140～150	137～147	134～144	131～141
	円/ユーロレート	162.49	158～168	155～165	152～162	149～159

(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。

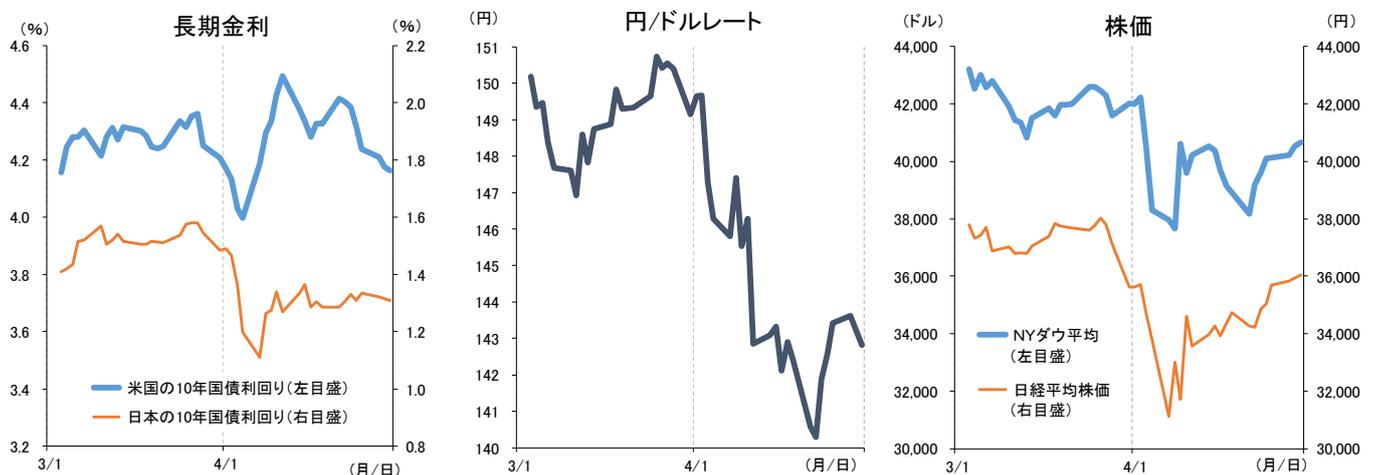
## <4月の金利・為替・株価レビュー>

海外金利・・・長期金利(米 10 年国債利回り)は、関税政策に伴う米ドル資産の持ち高縮小等で上昇した後、景気悪化懸念から低下した。上旬は、「相互関税」に伴う景気悪化懸念で「質への逃避」から低下したものの、過度な関税政策への警戒感の緩和、株価の大幅下落に伴う換金売りや貿易摩擦の激化による中国等の米国債売りへの思惑なども影響して急上昇した。中旬は、金利の大幅上昇に伴う持ち高調整の買いや貿易戦争による株安などでリスク回避目的の安全資産への買いが優勢となり、低下に転じた。下旬は、トランプ大統領のパウエルFRB議長解任・利下げ要求発言でFRBの独立性が懸念されて上昇したが、解任発言撤回や景気指標の悪化、貿易摩擦緩和への期待によるインフレ懸念の後退、FRB高官の発言に伴う利下げ観測の高まりなどから低下した。長期金利は前月末比 0.044 ポイント低下の 4.163% で終えた。

日本金利・・・長期金利(新発 10 年国債利回り)は、米関税政策による世界的な景気下振れ懸念を受けて低下した。上旬は、米関税政策による景気悪化懸念から安全資産である国内債の買いが優勢となって低下したが、米国債の売り圧力の強まりや「相互関税」の上乗せ分の一時停止発表などから上昇に転じた。中旬は、日米関税交渉への期待等で過度な警戒感が緩和した一方、日銀の利上げペース鈍化への思惑や補正予算見送り報道による財政拡張懸念の後退から一進一退で推移した。下旬は、米関税政策による過度な警戒感が緩和した半面、世界的な景気下振れ懸念が強く、横ばい圏で推移した。月末の長期金利は前月末比 0.175 ポイント低下して 1.310%、新発 20 年国債利回りは同 0.025 ポイント低下して 2.195% になった。

為替相場・・・円の対ドル相場は、米景気悪化懸念から円高が進んだ。上旬は、米「相互関税」による米国を中心とした景気悪化懸念や株価急落から「低リスク通貨」の円買いが膨らみ、円高が進んだ。中旬は、貿易摩擦の激化による世界的な景気悪化懸念や米トランプ政権の円安是正要求への思惑から一段と円高が進行した。下旬は、日米財務相会談で円安是正が要求されるとの観測やFRBの独立性への懸念などから一時1ドル 139 円台まで円が買われたが、トランプ大統領のFRB議長解任発言撤回や貿易摩擦緩和への期待などでドルが買い戻され、円安基調をたどった。月末の円の対ドル相場(銀行間直物、17 時時点)は 142 円 82 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、米関税政策による景気悪化懸念から大幅に下落した後、過度な警戒感の緩和から持ち直した。上旬は、米トランプ政権の「相互関税」発表による世界的な景気悪化懸念から下落が続き、7日には歴代3位となる大幅な下落幅となった。しかし、「相互関税」の上乗せ分の一時停止発表などで過度な警戒感が緩和し、米株高や自律反発狙いの買いを背景に大幅反発して 10 日には歴代2位となる上昇幅となった。中旬は、米中貿易戦争の激化や円高進行を受けて下落した後、米関税政策への過度な警戒感の緩和から持ち直しに向かった。下旬は、急激な円高から輸出関連株を中心に下落した後、関税交渉進展への期待や円安基調などを反映して緩やかに上昇した。月末の日経平均株価は前月末比 427.82 円上昇し、36,045.38 円で引けた。



## <海外経済・金融情勢>

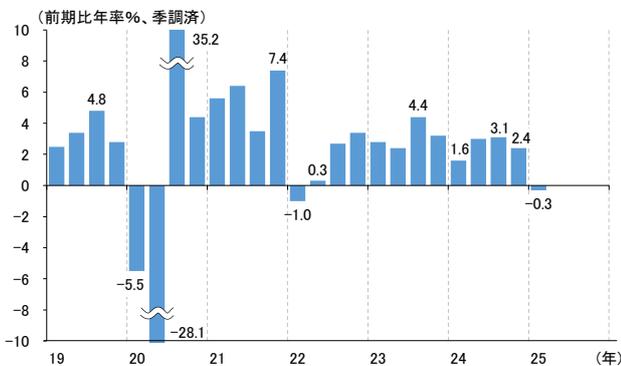
### 1. 米国経済～3年ぶりのマイナス成長。トランプ関税導入を見込んだ動きが影響

**1～3月期の成長率は前期比年率 0.3% 減。関税導入前の駆け込み需要で輸入が大幅増加**

米商務省が発表した 25 年1～3月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率 0.3%減と、3年ぶりに減少した(図表1)。トランプ政権の関税引上げを見込んだ企業や消費者の動きが成長率に大きく影響した。

需要項目別にみると、関税導入前の駆け込み需要で輸入(前期比年率41.3%増)が急増し、成長率を大きく押し下げた(図表2)。もっとも、この輸入の一部は設備投資(同 9.8%増)や在庫投資(年率寄与度:+2.3%ポイント)に回ったと考えられ、成長率の押し上げにも作用している。一方、個人消費(前期比年率1.8%増)も駆け込み需要の恩恵を受けたものの、不確実性の高まりによるマインド悪化などの悪影響の方が上回り、伸び率は低下したと考えられる。また、政府支出(同 1.4%減)もウクライナ向け軍事支援の一時停止などを受け11 四半期ぶりに減少した。

(図表1) 実質GDP成長率(米国)



(備考) 米商務省資料より作成

(図表2) 実質GDP成長率(米国、需要項目別)

	(前期比年率%, 季調済)						コロナ前回復率
	2023年 10～12月	2024年			2025年		
	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	
実質GDP (100.0)	3.2	1.6	3.0	3.1	2.4	-0.3	112.1
個人消費 (68.9)	3.5	1.9	2.8	3.7	4.0	1.8	115.7
住宅投資 (3.4)	2.5	13.7	-2.8	-4.3	5.5	1.3	103.6
設備投資 (15.0)	3.8	4.5	3.9	4.0	-3.0	9.8	121.0
在庫投資	(-0.5)	(-0.5)	(1.1)	(-0.2)	(-0.8)	(2.3)	—
政府支出 (16.9)	3.6	1.8	3.1	5.1	3.1	-1.4	108.9
輸出 (11.2)	6.2	1.9	1.0	9.6	-0.2	1.8	106.9
輸入 (15.6)	4.2	6.1	7.6	10.7	-1.9	41.3	132.3

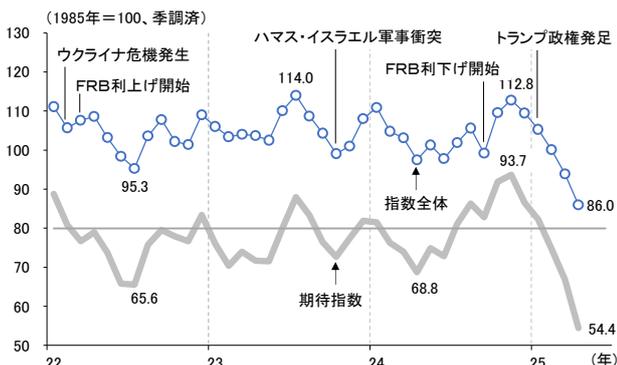
(備考) 1. シャドローは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。在庫投資は寄与度  
2. コロナ前回復率は直近GDPと19年10～12月期を比較  
3. カッコ内数値は24年の実質GDPに対するシェア  
4. 米商務省資料より作成

**トランプ関税が雇用に与える影響に要注意**

消費者マインドの悪化は足元でも続いている。4月の消費者信頼感指数は86.0と5か月連続で低下し、今後6か月の見通しを反映する期待指数も54.4と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3)。

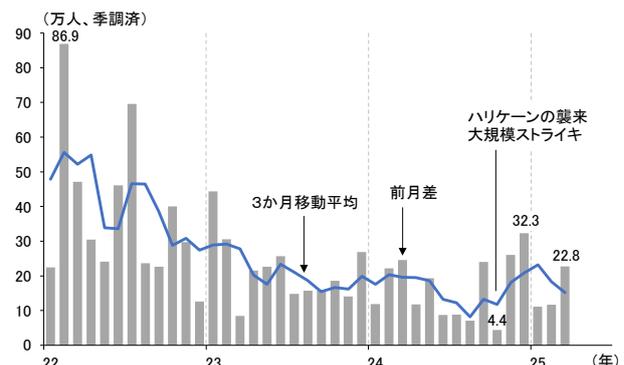
他方、雇用情勢は底堅く推移している。3月の非農業部門雇用者数は前月差22.8万人増と、2月(同11.7万人)から増加幅が拡大した(図表4)。半面、基調的な動きを示す3か月移動平均は2か月連続で低下しており、トランプ関税の悪影響が雇用にまで及んでくるのかどうか、消費の先行きを左右しよう。

(図表3) 消費者信頼感指数(米国)



(備考) 米コンファレンスボード資料より作成

(図表4) 非農業部門雇用者数(米国)



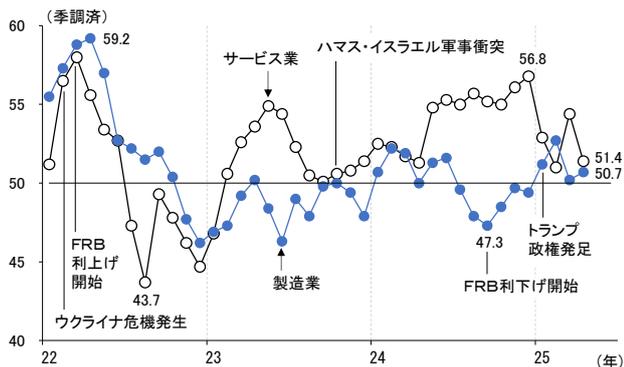
(備考) 米労働省資料より作成

### IMFが米国の成長率見通しを大幅下方修正

足元の企業景況感は大崩れしていない。4月の購買担当者景気指数(PMI)をみると製造業が50.7と上昇に転じたほか、サービス業も51.4と3月(54.4)からは大きく低下したものの水準は依然として高く、景況感の分かれ目となる50を上回り続けている(図表5)。もっとも、年明け以降のPMIはどちらも上昇と低下を繰り返す不安定な動きとなっている。トランプ政権の政策に一喜一憂している状況を反映した結果ともいえ、企業マインドの方向感はまだ定まっていない。

なお、IMF(国際通貨基金)の最新見通しでは、トランプ政権による相互関税導入を受けて、米国の成長率が大幅に下方修正された(25年:1.8%増、26年:1.7%増、図表6)。4月4日時点で入手可能な情報に基づく予測であることから、今後の展開次第でさらに下方修正される可能性もある。

(図表5)購買担当者景気指数(PMI、米国)



(備考) S & Pグローバル資料より作成

(図表6)IMFの最新見通し(25年4月4日時点)

	21年	22年	23年	24年	25年(予測)	26年(予測)	コロナ回復率	潜在成長率
世界全体 <100.0>	6.6	3.6	3.5	3.3	2.8 (▲0.5)	3.0 (▲0.3)	115.0	—
米国 <26.4>	6.1	2.5	2.9	2.8	1.8 (▲0.9)	1.7 (▲0.4)	112.5	2.4
ユーロ圏 <14.8>	6.3	3.5	0.4	0.9	0.8 (▲0.2)	1.2 (▲0.2)	104.8	1.2
中国 <17.0>	8.6	3.1	5.4	5.0	4.0 (▲0.6)	4.0 (▲0.5)	126.7	—
日本 <3.6>	2.7	0.9	1.5	0.1	0.6 (▲0.5)	0.6 (▲0.2)	100.9	0.2

(備考) 1. <>内の数値は世界GDP(24年名目)に占める各国・地域のウエイト。( )内の数値は前回1月見通しとの差  
2. 潜在成長率はOECDのデータ(25年)を使用  
3. IMF「World Economic Outlook」より作成

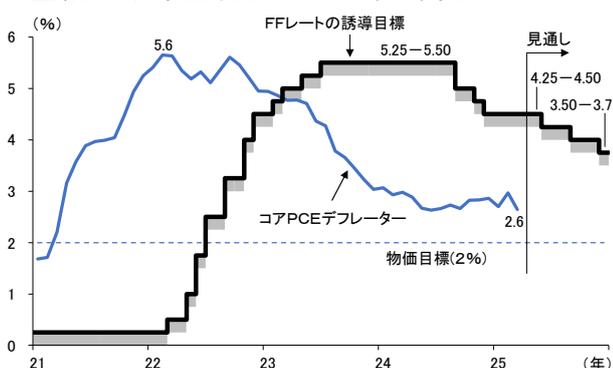
## 2. 金融情勢(米国)～FOMC参加者は「インフレ上振れ、雇用下振れ」のリスク認識

### 一部の参加者はスタグフレーション発生に警戒感を強める(FOMC議事要旨)

FRB(米連邦準備理事会)が4月9日に公表した3月18日～19日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)議事要旨では、参加者のほぼ全員が「インフレリスクが上振れる一方、雇用リスクは下振れに傾いている」との認識を示していたことが分かった(図表7)。また、一部の参加者は「インフレがより根強いことが判明する中で、成長と雇用見通しが弱含んだ場合、困難なトレードオフに直面する」と指摘しており、景気悪化と物価高が同時に進行するスタグフレーションに対する警戒感を強めている。

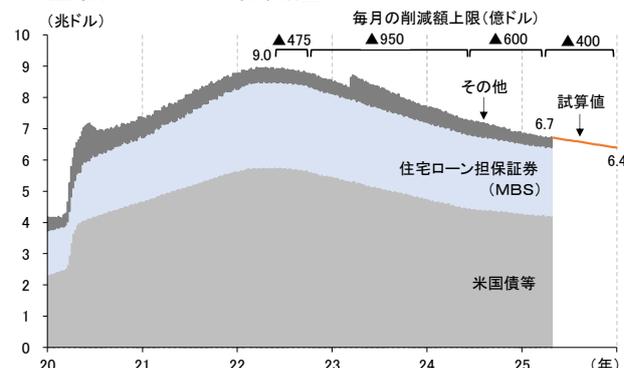
他方、同要旨では債務上限問題による金融市場の混乱に備えた措置であった3月の量的引締め(QT)のペース減速について、数人の参加者が「説得力のある根拠が見当たらない」との考えを表明していたことも分かった(図表8)。

(図表7)政策金利とインフレ率(米国)



(備考) 1. 見通しは当研究所の予測  
2. FOMC、米商務省資料より作成

(図表8)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

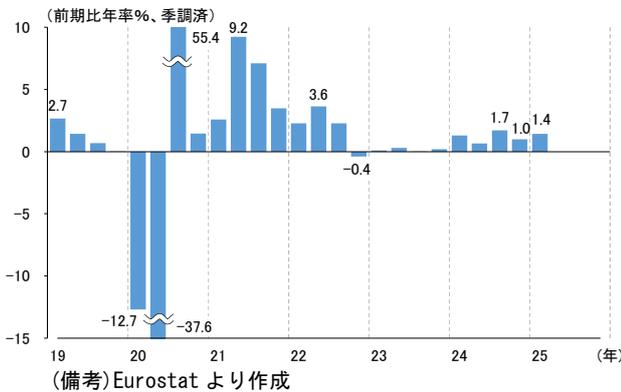
### 3. ユーロ圏経済～足元の成長率は加速も、先行き貿易摩擦の影響が懸念される

**1～3月期の成長率は前期比年率 1.4%増。主要国はそろってプラス成長**

EU(欧州連合)統計局が発表した25年1～3月期のユーロ圏実質GDP(速報値)は前期比年率1.4%増と、24年10～12月期の同1.0%増から加速した(図表9)。ほぼゼロ成長となった23年から一転、24年以降は潜在成長率(25年:前年比1.2%増、OECD推計)前後の成長を続けている。

主要国別にみると、1～3月期は域内最大の経済規模を誇るドイツ(前期比年率0.8%増)が増加に転じた(図表10)。また、フランス(同0.5%増)も再び増加したほか、イタリア(同1.0%増)は2四半期連続のプラス成長となり、伸び率も高まっている。スペイン(同2.3%増)も高成長を維持しており、引き続き観光業や積極的な投資、移民流入、人件費やエネルギーコストの安さなどが成長率を押し上げ、にユーロ圏全体の成長を支えている。

(図表9) 実質GDP成長率(ユーロ圏)



(図表10) 実質GDP成長率(ユーロ圏主要国)

	(前期比年率%、季調済)						コロナ前回復率 (%)
	2023年 10～12月	2024年				2025年 1～3月	
ユーロ圏 (100.0)	0.2	1.3	0.7	1.7	1.0	1.4	105.3
ドイツ (26.9)	-1.5	0.9	-1.2	0.4	-0.8	0.8	100.1
フランス (20.5)	1.7	0.5	1.3	1.8	-0.3	0.5	104.2
イタリア (15.1)	0.9	0.7	0.8	-0.0	0.7	1.0	106.3
スペイン (11.2)	3.0	4.2	3.3	2.9	2.9	2.3	108.0
[参考] 英国	-0.8	3.7	1.8	0.0	0.4	—	103.4

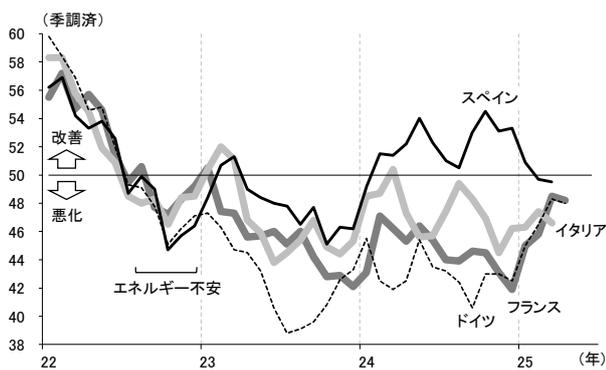
(備考) 1. シャドローは伸び率がマイナスの部分。カッコ内の数値はユーロ圏の24年実質GDPを100とした各国のシェア  
2. コロナ前回復率は直近GDPと19年10～12月期を比較  
3. Eurostat、各国統計より作成

**スペインの製造業PMIが足元で50を下回る**

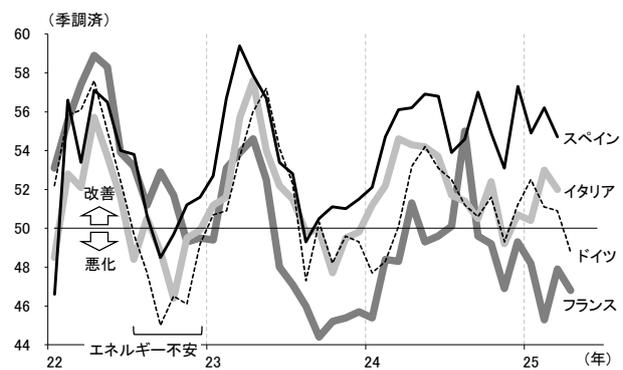
他方、足元の企業景況感をS&Pグローバル発表の購買担当者景気指数(PMI)で確認すると、製造業ではスペインが年明けから急低下し、2か月連続で景況感の分かれ目となる50を下回っていることが分かる(図表11)。トランプ政権の関税政策による不確実性の高まりに加え、ドイツの製造業不振の長期化が同国に影響を及ぼしている可能性がある。一方、サービス業ではフランスのPMIがパリ五輪以降、悪化傾向にあるほか、ドイツも足元で50を下回る水準まで低下している(図表12)。

先行き米国の関税強化によって製造業の景況感はさらに悪化する恐れがある。さらに、EU(欧州連合)が報復措置に踏み切る事態となれば、サービス業にも貿易摩擦の悪影響が伝播する可能性もあり、注意が必要である。

(図表11) 購買担当者景気指数(PMI、製造業)



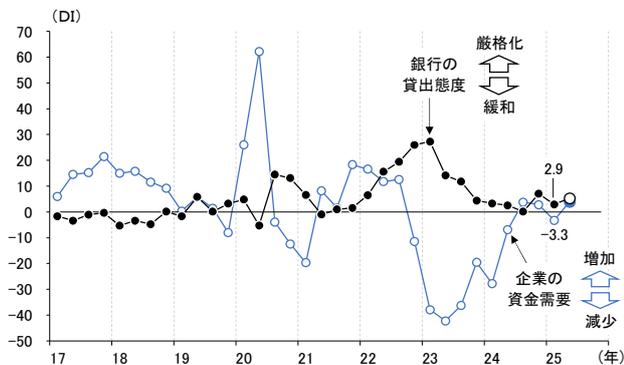
(図表12) 購買担当者景気指数(PMI、サービス業)



**関税問題が企業の資金ニーズに影響した可能性**

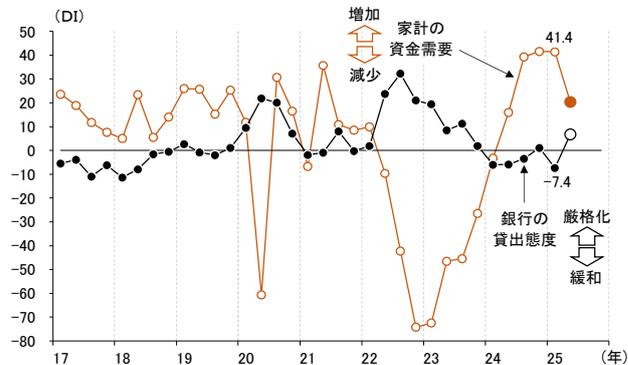
こうした中、企業の資金需要は回復が足踏みしている。ECBの銀行貸出調査によると、25年1～3月期における企業の資金需要DIは▲3.3と、三四半期ぶりにマイナスとなった(図表13)。米国の関税政策をめぐる不透明感が資金需要を減少させた可能性がある。一方、同四半期の住宅ローンの資金需要DIは41.4と非常に強い(図表14)。銀行間の競争激化などで貸出態度DIは緩和に転じており、資金需要の拡大を後押ししている。

(図表13) 貸出態度と資金需要(企業向け)



(備考) 1. 直近はいずれも先行き見通し  
2. ECB「銀行貸出調査」より作成

(図表14) 貸出態度と資金需要(住宅ローン)



(備考) 1. 直近はいずれも先行き見通し  
2. ECB「銀行貸出調査」より作成

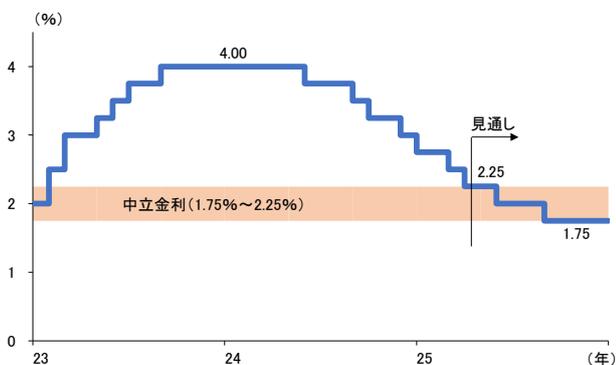
**4. 金融情勢(ユーロ圏)～ECBが6会合連続で利下げ。今後もさらなる利下げが見込まれる**

**ECBは相互関税導入による景気下振れリスクを強く意識。関税導入による物価下押し圧力にも言及**

ECB(欧州中央銀行)は4月17日の理事会において、6会合連続となる政策金利の引下げを決めた(全会一致、図表15)。声明文には、ユーロ圏の成長率見通しについて「貿易面での緊張が高まり悪化した」と記されており、トランプ政権の相互関税導入による景気下振れリスクを強く意識していることが分かる。また、金融政策について「実質的に引締めの的でなくなりつつある」という文言が声明文から削除されている。関税交渉の行方次第で追加利下げを行う姿勢を示したと言えよう。

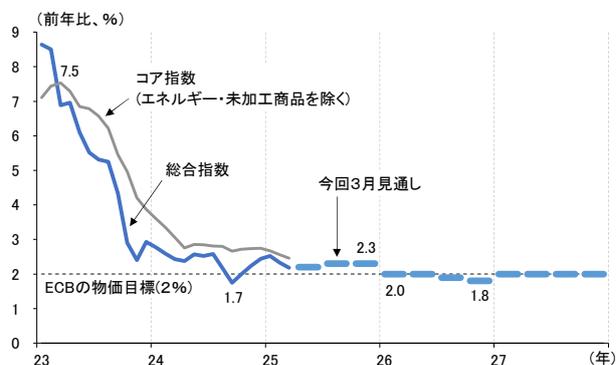
他方、ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、インフレ見通しについて「世界的なエネルギー価格の下落とユーロ高がインフレにさらなる下押し圧力をかける可能性がある」と述べるなど、物価下押し圧力にも言及している(図表16)。こうした発言も踏まえ、当研究所では次回6月会合(6月5日)でも利下げが行われるとみている。また、続く7～9月期もユーロ圏経済の弱含みを背景に1回の利下げが行われよう。もっとも、貿易摩擦の激化によって景気がさらに悪化する事態となれば、中立金利を下回る水準まで利下げが行われる可能性もある。

(図表15) 中銀預金金利(ユーロ圏)



(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16) 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

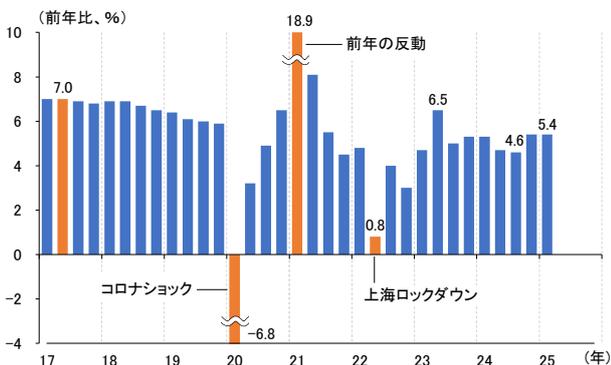
## 5. 中国経済～1～3月期成長率は前期比年率 4.9%増。景気刺激策等の効果がやや弱まる

### 先行き貿易摩擦の激化などが成長率を下押すとみられる

中国国家统计局が発表した 25 年1～3月期の実質GDP成長率は前年比 5.4%増と、10～12 月期から横ばいとなった(図表 17)。一方、先進国で一般的に用いられる前期比年率の成長率は 4.9%増(当研究所試算)と、10～12 月期(同 6.6%増)から減速している(図表 18)。利下げや景気刺激策の効果がやや弱まったことが要因と考えられる。

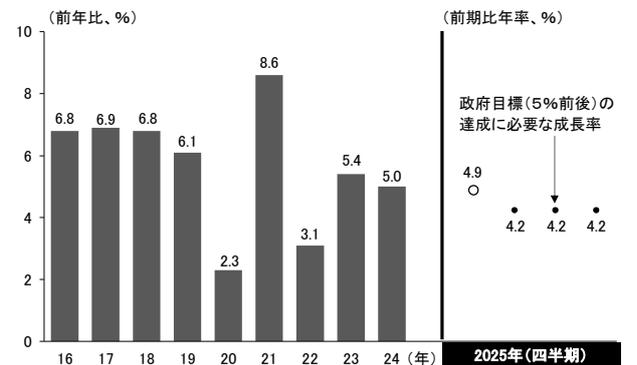
今回の結果を受けて、中国政府が年間目標(同5%前後)を達成するために必要となる成長率は、計算上、残りの3四半期平均で前期比年率 4.2%増程度となる。ハードルはやや下がったものの、景気刺激策による押し上げ効果が今後さらに弱まると見込まれることや、米中貿易摩擦の激化が予想されることから、目標達成は容易ではないと言える。

(図表 17) 実質GDP成長率(中国、前年比)



(備考) 中国国家统计局資料より作成

(図表 18) 実質GDP成長率(前年比&前期比年率)



(備考) 中国国家统计局資料より作成

### 雇用の弱含みが消費を下押し。住宅市場はやや上向くも、勢いに欠ける

他方、雇用は弱い動きを続けている。2月の都市部新規就業者数は年初来累計で 154 万人と、24 年同月と比べて8万人多くなった(図表 19)。ただ、コロナ前の 19 年同月と比べると 20 万人少なく、雇用の回復が思うようには進んでおらず、消費を下押ししていると考えられる。

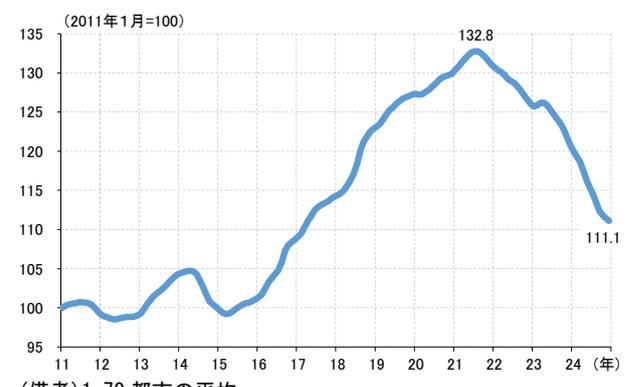
一方、住宅市場はやや上向いている。市場の需給をより反映しやすい中古住宅の価格をみると、3月に上昇した都市数は 10 都市と、2月(同3都市)から増えている。政策金利の引下げや、相次ぐ支援策の効果が表れているとみられる。ただ、2月の 70 都市平均価格は前月比▲0.2%と下落率こそ小さくなったものの、下落そのものには歯止めがかかっていない(図表 20)。21 年半ばのピークからは 16%以上も水準を切り下げており、住宅市場が本格的な回復へと向かうためには、さらなる支援が必要となろう。

(図表 19) 都市部新規就業者数(中国)

	19年	20年	21年	22年	23年	24年	25年	前年差(24年比)	コロナ前との差(19年比)
1月	86	69	76	75	67	70	70	+0	▲16
2月	174	108	148	163	161	146	154	+8	▲20
3月	324	229	297	285	297	303	—	—	—
4月	459	354	437	406	424	436	—	—	—
5月	597	460	574	529	552	565	—	—	—
6月	737	564	698	654	678	698	—	—	—
7月	867	671	822	783	806	826	—	—	—
8月	984	781	938	898	924	944	—	—	—
9月	1,097	898	1,045	1,001	1,022	1,049	—	—	—
10月	1,193	1,009	1,133	1,079	1,109	1,132	—	—	—
11月	1,279	1,099	1,207	1,145	1,180	1,198	—	—	—
12月(年間合計)	1,352	1,186	1,269	1,206	1,244	1,256	—	—	—
政府目標	1,100	900	1,100	1,100	1,200	1,200	1,200	(単位:万人)	(年初来累計)
達成率	122.9%	131.8%	115.4%	109.6%	103.7%	104.7%	—	—	—

(備考) 人力資源・社会保障部資料より作成

(図表 20) 中古住宅価格(中国、70 都市)



(備考) 1. 70 都市の平均  
2. 中国国家统计局資料より作成

## <国内経済・金融情勢>

### 1. 日本経済は米関税政策による先行き不透明感の高まりが重荷に

**3月の景気動向指数(CI一致系列)は前月より低下すると予想。1～3月の実質GDPは横ばい圏の推移にとどまる見込み**

3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、有効求人倍率等が改善したが、輸出・生産・出荷関連が軒並み悪化したため、前月より1.3ポイント程度低下すると予測する(図表21)。7か月移動平均は前月差プラスを維持しており、緩やかな回復基調をたどっているが、基調判断は「下げ止まり」に据え置かれよう。先行系列は、住宅着工・新規求人数等が改善したものの、在庫率・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。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、長引く物価高や米関税政策の影響などによる家計・企業の負担増、先行き不透明感の高まりなどから、力強さを欠いた推移が続く恐れがある。

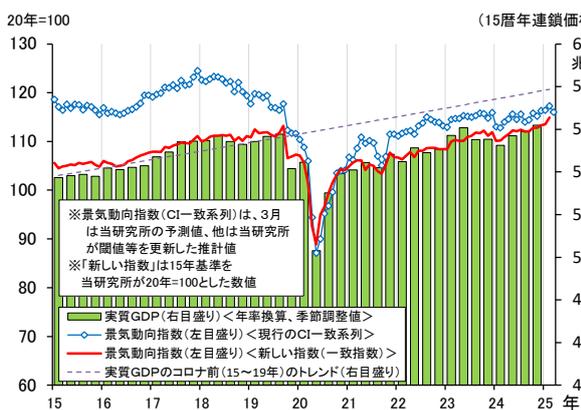
実質GDPと近い推移をたどり、経済の総体量を示す「景気を把握する新しい指数(一致指数)」をみると、1～2月平均は前期(10～12月)比1.2%増となった。特に、2月は財・サービスともに経済活動が活発化して堅調だった。しかし、3月は、景気動向指数(CI一致系列)が輸出・生産・出荷関連の悪化で前月差マイナスが予想されるなど、経済活動が停滞した恐れがある。1～3月の実質GDPは前期から横ばい圏の推移にとどまると見込まれる。実質GDPはコロナ禍後に緩やかに持ち直してきたが、コロナ前のトレンドを下回る水準が続き、回復力が極めて弱い(図表21参照)。先行き、米関税政策に伴う生産体制の見直しなどで、GDPに再び押下げ圧力がかかるリスクには留意を要する。

**1～3月の鉱工業生産は前期比0.7%減。先行き、世界経済の下振れで弱含み**

3月の実質輸出は前月比3.2%減少した(図表22)。1～3月は前期比3.2%増であり、自動車関連(同6.5%増)などが総じて改善した。一方、3月の鉱工業生産は前月比1.1%減少した。自動車が部品工場の爆発事故の影響もあって同5.9%減と大幅に押し下げ、基調判断は「一進一退」に据え置かれた。1～3月は前期比0.7%減であり、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だ前年同期と比べても0.6%増にとどまる。4月は、経済産業省の試算値で同2.5%減と見込まれており、弱含みで推移する可能性がある。

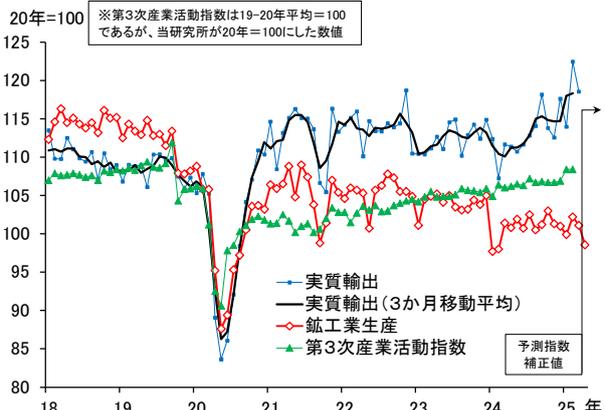
IMF(国際通貨基金)による世界の経済成長率見通し(4月4日時点)は、25年が2.8%と前回(1月)より0.5%ポイント下方修正された。日本は0.6%であり、自動車等の輸出の減少などから0.5%ポイント引き下げられた。先行き、米トランプ政権による自動車等への品目別の追加関税や「相互関税」、非関税障壁の緩和要求や円高進行などが、輸出の押下げ、コストの増加、供給制約、先行き不透明感の高まりによる設備投資の先送りなどに波及すれば、生産活動の低迷や企業収益の悪化がもたらされて、国内経済の重荷になると見込まれる。

(図表21) 景気動向指数とGDPの推移



(備考) 内閣府「景気動向指数」、「四半別GDP速報」より作成

(図表22) 輸出・生産・第3次産業活動指数



(備考) 日本銀行、経済産業省資料より作成

### 設備投資は米関税政策の影響で慎重化も

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、1~3月は前期比 4.7%増加した。機械設備投資は堅調であるが、輸入品が同 14.5%増加した一方、国産品は同 5.4%減少している。設備投資が輸入を押し上げた一方、国内生産の活発化には結び付かなかった可能性がある。

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、2月は前月比 4.3%増で3か月ぶりにプラスとなった。非製造業(除く船舶・電力)は同 11.4%増、製造業は同 3.0%増である。1~2月平均は前期(10~12月)比 1.1%減であるが、24年末時点の1~3月見通し(同 2.2%減)よりは上振れている。基調判断は「持ち直しの動きがみられる」に据え置かれた。手持月数(受注残高÷販売額)は 14.8 か月で 15 か月に達した前月より低下したものの、受注残は高水準である。ただ、先行き、米関税政策等の影響で設備投資計画を見直す動きが強まる可能性がある。製造業の輸出依存度(出荷の輸出割合)は 21.5%(24年)であり、生産用機械・電機関連・輸送機械等は 30%を超える(図表 23)。世界的な景気悪化による輸出の下振れや企業収益見通しの引下げなどを反映して、能力増強投資等を中心に設備投資が慎重化する恐れがある。

### インバウンド消費は円高や世界的な先行き不透明感の高まりで増勢一服の恐れ

個人消費の動向をみると、2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 3.5%増加した。前年比は価格高騰や寒波で食料、春物衣料などが振るわず、0.5%減少したが、前年のうろう年の影響を除くと 1.8%増になる。また、日銀の実質消費活動指数(旅行収支調整済)は前月比 1.2%増加した。非耐久財は同 0.0%減と横ばいであるが、耐久財は同 4.0%増、サービスは同 0.6%増と底堅かった。ただ、1~2月平均は前期(10~12月)比 0.1%増で力強さを欠いている。

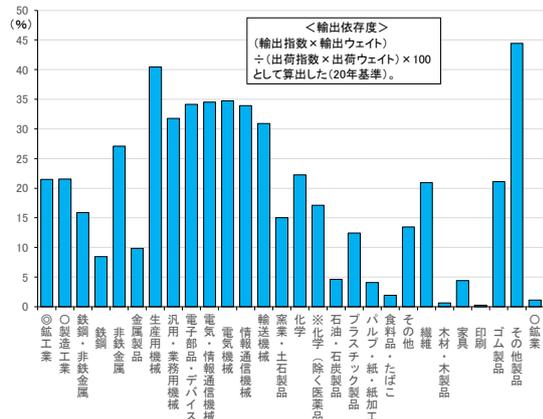
3月は、小売業販売額が前月比 1.2%減少した。新車販売台数の落込みなどが響いた。インバウンドは、訪日外客数が前年比 13.5%増の 349.8 万人となった。お花見目的の訪日客が下支えしたが、イースター休暇のズレ(今年は4月で前年は3月から)などで伸び率は鈍化している。全国百貨店売上高のインバウンド(免税)売上は前年比 10.7%減少しており、今後、円高や世界的な先行き不透明感の高まりでインバウンド消費の増勢が一服する可能性がある。

### 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

家計の名目可処分所得は24年以降、賃上げや財産所得の増加などを背景に高い水準で推移している(図表 24)。先行き、25年の賃上げ率も高水準が維持されると見込まれたため、堅調な所得環境が個人消費を下支えしよう。

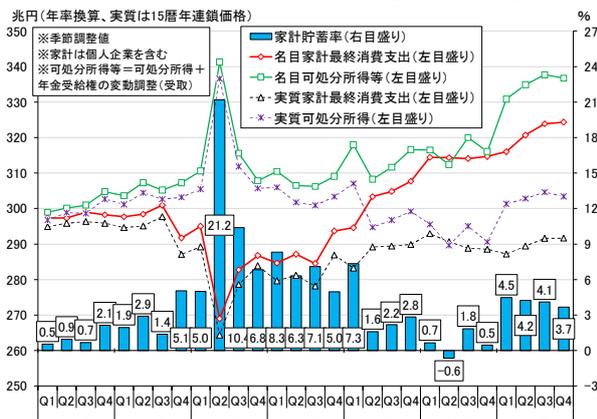
しかし、米関税政策が製造業を中心とした企業収益の重荷になり、先行き不透明感が企業・消費者のマインド悪化や賃上げの慎重化に波及する可能性がある。設備投資の先送りや消費者の生活防衛意識の高まりなどで、国内景気の回復は極めて緩慢なペースになると見込まれる。

(図表 23) 業種別の輸出依存度(24年)



(備考) 経済産業省「鉱工業出荷内訳表」より算出

(図表 24) 家計可処分所得・消費支出・貯蓄率



(備考) 内閣府「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報」より作成

## 2. 日銀は各国の通商政策等の影響から経済・物価見通しを下方修正

**日銀は政策金利を据え置き。各国の通商政策等の影響から経済・物価見通しを下方修正**

日銀は4月30日～5月1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。実質金利は極めて低い水準であり、経済・物価見通しが実現すれば、経済・物価情勢の改善に応じて金融緩和の度合いを調整するとして、利上げ姿勢は維持している。しかし、米関税政策の影響に伴う世界的な景気下振れリスクなどで不確実性が極めて高いため、現状の金融政策を維持した。

日銀は「展望レポート」で経済・物価見通しを下方修正した(図表 25)。実質GDP成長率は25年度が0.5%(前回1.1%)、26年度が0.7%(同1.0%)へ下方修正し、27年度は1.0%と見込んでいる。消費者物価(除く生鮮食品)上昇率は、成長ペースの鈍化を受けて25年度が2.2%(同2.4%)、26年度が1.7%(同2.0%)へ引き下げ、27年度は1.9%とした。基調的な物価上昇率は、見直し期間の後半(26年度後半～27年度)には2%の「物価安定の目標」と整合的な水準で推移するとし、従来(25年度後半～26年度)から後ズレさせている。

**3月の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比上昇率は米類等が押し上げて加速**

3月の国内企業物価の前年比上昇率は4.2%で前月の4.1%から加速した。前月比は0.4%上昇し、石油製品、ガス・電力、精米・すし等の農林水産物・飲食物品などが押し上げた。一方、輸入物価は前年比2.2%低下した。円高が押し下げに寄与したが、契約通貨ベースも同1.7%低下しており、前月比は原油・一般炭・ジェット燃料油等の押し下げで0.2%低下した。先行き、資源価格等は需給緩和で低下が見込まれ、各国の通商政策の影響にも留意を要する。

また、3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3.2%で前月の3.0%から加速した(図表 26)。米類等が押し上げたが、生鮮食品の上昇率が低下したため、生鮮食品を含む総合は3.6%と前月の3.7%から鈍化している。食料価格の高騰や観光需要の拡大を反映して、外食・宿泊等のサービスに価格上昇圧力が波及している。先行き、米関税政策の影響がコスト増や供給制約などを通じて物価の押し上げに寄与する一方、世界的な景気下振れによる需給緩和や円安是正等が進めば、インフレ圧力を緩和させると見込まれる。

**日銀は利上げ姿勢を維持も、経済・物価見通しの下振れで利上げペース鈍化も**

2月の実質賃金は前年比1.5%減で2か月連続のマイナスとなった。名目賃金は同2.7%増と特別給与の押し上げで加速したが、物価高が重荷になっている。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2.0%と前月の2.9%から低下した。前年のうるう年の影響による一時的な減速の可能性があるが、引き続き賃金動向に留意する必要がある。

日銀は、利上げ姿勢を維持しているが、米関税政策等の影響による成長ペースの鈍化を反映して、基調的な物価上昇率が一旦、足踏みすることを見込んでいる。米関税政策等の影響を見極めるためにも、従来の半年に1回程度の利上げペースを鈍化させる可能性がある。

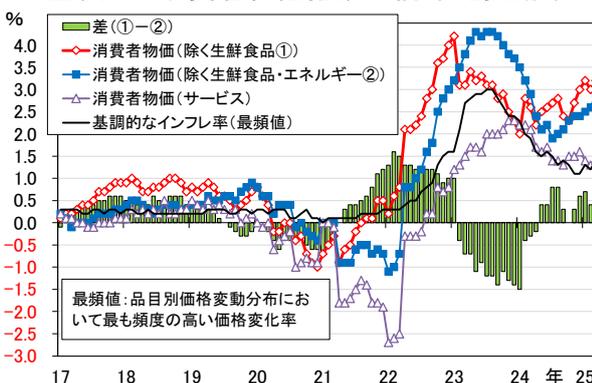
(図表 25) 日銀政策委員の大勢見直し

	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)	前年度比(%) <参考> 除く生鮮食品・エネルギー
24年度	+0.7 (+0.7~+0.7)	+2.7	+2.3
1月時点	+0.5 (+0.4~+0.6)	+2.7 (+2.6~+2.8)	+2.2 (+2.1~+2.3)
25年度	+0.5 (+0.4~+0.6)	+2.2 (+2.0~+2.3)	+2.3 (+2.2~+2.4)
1月時点	+1.1 (+0.9~+1.1)	+2.4 (+2.2~+2.6)	+2.1 (+2.0~+2.3)
26年度	+0.7 (+0.6~+0.8)	+1.7 (+1.6~+1.8)	+1.8 (+1.7~+2.0)
1月時点	+1.0 (+0.8~+1.0)	+2.0 (+1.8~+2.1)	+2.1 (+1.9~+2.2)
27年度	+1.0 (+0.8~+1.0)	+1.9 (+1.8~+2.0)	+2.0 (+1.9~+2.1)

※上段は中央値。下段は見直しレンジ(各政策委員が示した見直し値から、最大値・最小値を1個ずつ除いて幅で示したもの)

(備考) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」より作成

(図表 26) 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

<リスクシナリオ（確率 20%）>

トランプ政権が発動した相互関税の見直しが 90 日の交渉期間内にまとまらず、貿易摩擦が激化する。世界貿易の縮小を通じて各国景気は悪化し、株安が進む。これを受けて、FRBとECBは追加利下げに踏み切り、日銀は追加利上げを見送る。日米金利差の縮小を通じて、円高・ドル安に振れると想定。

		25年 4月30日	25年 5 ~ 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	3.50 ~ 4.75	3.00 ~ 3.25	2.50 ~ 3.00
	国債(5年)	3.727	3.30 ~ 4.00	3.00 ~ 3.70	2.70 ~ 3.40	2.40 ~ 3.10
	国債(10年)	4.163	3.60 ~ 4.30	3.30 ~ 4.00	3.00 ~ 3.70	2.70 ~ 3.40
	NYダウ平均(ドル)	40669.36	38000 ~ 42000	37000 ~ 41000	36000 ~ 40000	35000 ~ 39000
ユ ー ロ 圏	中銀預金金利(期末)	2.25	2.00	1.75	1.50	1.25
	国債(ドイツ10年債)	2.443	2.10 ~ 2.60	1.90 ~ 2.40	1.70 ~ 2.20	1.50 ~ 2.00
	ユーロ・ストックス50	5160.22	4900 ~ 5300	4800 ~ 5200	4700 ~ 5100	4600 ~ 5000
日 本	無担保コール翌日物	0.476	0.45 ~ 0.55	0.45 ~ 0.55	0.45 ~ 0.55	0.45 ~ 0.55
	TORF(3か月)	0.499	0.40 ~ 0.60	0.40 ~ 0.60	0.40 ~ 0.60	0.40 ~ 0.60
	中期国債(新発5年債)	0.880	0.65 ~ 1.05	0.60 ~ 1.00	0.55 ~ 0.95	0.50 ~ 0.90
	長期国債(新発10年債)	1.310	1.05 ~ 1.55	0.90 ~ 1.40	0.75 ~ 1.25	0.60 ~ 1.10
	超長期国債(新発20年債)	2.195	1.80 ~ 2.40	1.60 ~ 2.20	1.40 ~ 2.00	1.20 ~ 1.80
	日経平均株価(円)	36045.38	34000 ~ 38000	33000 ~ 37000	32000 ~ 36000	31000 ~ 35000
為 替	円/ドルレート	142.82	138 ~ 148	133 ~ 143	128 ~ 138	123 ~ 133
	円/ユーロレート	162.49	156 ~ 166	151 ~ 161	146 ~ 156	141 ~ 151

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。

< 5月の内外経済・金融スケジュール >

(日本)

- ①毎月勤労統計 . . . 9日  
2月の実質賃金は、2か月連続で前年比マイナスとなった。3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4.2%と高水準であり、3か月連続でマイナスになる公算が大きい。
- ②GDP統計 . . . 16日  
実質GDPは、個人消費が物価高に伴う節約志向の高まりで力強さを欠いたうえ、輸入が前期に落ち込んだ反動増から押下げに寄与するため、前期比マイナスの可能性もありえる。
- ③貿易統計 . . . 21日  
米トランプ政権は4月に自動車に対する25%の追加関税や一律10%の「相互関税」を課しており、関税の影響を確認するうえで重要である。
- ④全国消費者物価 . . . 23日  
先行指標である東京都区部(除く生鮮食品)前年比上昇率(4月中旬)は3.4%となった。前年の都の高校授業料支援策による押下げ効果のはく落や電気・ガス代の補助縮小等で前月の2.4%から上昇した。25年度から全国で高校無償化の一部が実施されたが、新年度入りで値上げの動きも強まっており、全国の動向が注目される。

(米国、海外)

- ⑤雇用統計 . . . 2日  
非農業部門雇用者数は前月差13~14万人程度の増加が見込まれている。雇用者増加数の下振れや失業率の上昇など、景気悪化を示す結果になれば、利下げ観測を後押しするものと見込まれる。
- ⑥FOMC . . . 6~7日  
トランプ政権の関税政策で景気下振れリスクが急速に高まっており、トランプ大統領はFRBに利下げを求めている。しかし、先行き不透明感やインフレ懸念が強いため、様子見姿勢を維持する公算が大きい。
- ⑦消費者物価指数 . . . 13日  
トランプ政権による関税引上げの影響を受けて、インフレ圧力が高まっているのかを確認するうえで注目される。
- ⑧消費者信頼感指数 . . . 27日  
関税政策によるインフレ率の再加速や雇用悪化への懸念が消費者マインドに影響を及ぼす恐れがあるため、個人消費の先行きを展望するうえで重要である。

(日本)

発表日	経済指標・注目材料等
1日	日銀金融政策決定会合(4月30日~) 日銀展望レポート 消費動向調査(4月) 自動車販売(4月)
2日	失業率・有効求人倍率(3月)
9日	①毎月勤労統計(3月速報) 家計調査(3月) 景気動向指数(3月速報)
12日	国際収支(3月) 景気ウォッチャー調査(4月)
13日	マネーストック統計(4月)
14日	企業物価指数(4月)
16日	②1~3月GDP統計(1次速報)
19日	第3次産業活動指数(3月)
21日	③貿易統計(4月速報)
22日	機械受注(3月)
23日	④全国消費者物価指数(4月)
27日	企業向けサービス価格指数(4月)
29日	消費動向調査(5月)
30日	都区部消費者物価指数(5月中旬) 失業率・有効求人倍率(4月) 鉱工業生産(4月速報) 商業動態統計(4月速報) 住宅着工統計(4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(4月)
2日	⑤雇用統計(4月) 製造業受注(3月)
5日	ISM非製造業景気指数(4月)
6日	⑥FOMC(~7日) 貿易収支(3月)
13日	⑦消費者物価指数(4月)
15日	生産者物価指数(4月) 小売売上高(4月) 鉱工業生産・設備稼働率(4月)
16日	住宅着工件数(4月) ミシガン大学消費者態度指数(5月速報)
27日	耐久財新規受注(4月) ⑧消費者信頼感指数(5月)
29日	1~3月GDP統計(改定値)
30日	個人所得・消費(4月)
毎週木	新規失業保険申請件数