

金利・為替見通し

No.2025-3

(2025.6.3)

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

研究員 佐藤 愛佳

03-5202-7671

s1000790@FacetoFace.ne.jp

足元の金利・為替環境

不確実性が高まる中、FRBは利下げを見送る。日米欧の中央銀行はトランプ関税への警戒感を強める

5月はFRBが政策金利の据置きを決めている。声明文には「経済見通しに対する不確実性がさらに高まっている」と記されたほか、「失業率とインフレ率双方の上昇リスク」にも触れている。また、ECBが公表した4月の議事要旨からは、複数のメンバーが0.5ポイントの利下げに言及していることが確認される。日銀も5月公表の「展望レポート」で経済・物価見通しを下方修正するなど、トランプ関税に対する警戒感を強めている。もっとも、日銀は経済・物価情勢の改善に応じて金融緩和の度合いを調整していく姿勢は崩していない。

為替はトランプ政権の動きに左右され方向感が定まらず

5月はトランプ政権の動きに揺さぶられる展開が続いた。月前半は、米国経済の堅調さや米中関税引下げ合意などを背景に、一時148円台前半まで円安・ドル高が進んだ。しかし、その後は日米関税交渉で円安は正が議論されるなどの思惑や、大型減税を巡る米国財政悪化への懸念から円買いが進んだ。ただ、下旬には米裁判所による関税差止め命令がすぐに一時停止されるなど、方向感が定まりにくい状況となった。

1年先までの金利・為替見通し

不確実性が低下する中でFRBとECBは利下げを継続、日銀も利上げを再開すると見込む

24年半ばからFRB、ECBともに利下げサイクルに入った。ただ、25年入り後は貿易摩擦激化による不確実性の高まりを受けて、FRBが利下げを見送る一方、ECBは利下げペースを速めるなど対応が異なっている。先行き通商交渉の進展などにより不確実性が低下する中で、FRBは25年7～9月期と10～12月期に各1回、ECBは6月と7～9月期に各1回の利下げを予想する。他方、日銀は関税交渉の行方を慎重に見極めつつ、利上げを続けよう（25年10～12月期に1回、25年度末の誘導目標は0.75%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（6月3日現在）

		25年 5月30日	25年 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	4.00～4.25	3.75～4.00	3.75～4.00
	国債(5年)	3.963	3.60～4.30	3.50～4.20	3.40～4.10	3.40～4.10
	国債(10年)	4.403	4.00～4.70	3.90～4.60	3.80～4.50	3.80～4.50
	NYダウ平均(ドル)	42270.07	40000～44000	40000～44000	40500～44500	41000～45000
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)	2.499	2.20～2.70	2.10～2.60	2.10～2.60	2.10～2.60
	ユーロ・ストックス50	5366.59	5150～5550	5150～5550	5200～5600	5250～5650
日 本	無担保コール翌日物	0.476	0.45～0.55	0.45～0.55	0.45～0.80	0.70～0.80
	TORF(3か月)	0.493	0.40～0.60	0.40～0.85	0.65～0.85	0.65～0.85
	中期国債(新発5年債)	1.015	0.80～1.20	0.80～1.20	0.80～1.40	1.05～1.45
	長期国債(新発10年債)	1.500	1.25～1.75	1.25～1.75	1.30～1.90	1.45～1.95
	超長期国債(新発20年債)	2.405	2.10～2.70	2.10～2.70	2.15～2.85	2.30～2.90
	日経平均株価(円)	37965.10	36000～40000	36000～40000	36500～40500	37000～41000
為 替	円/ドルレート	144.05	140～150	137～147	134～144	131～141
	円/ユーロレート	163.35	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。

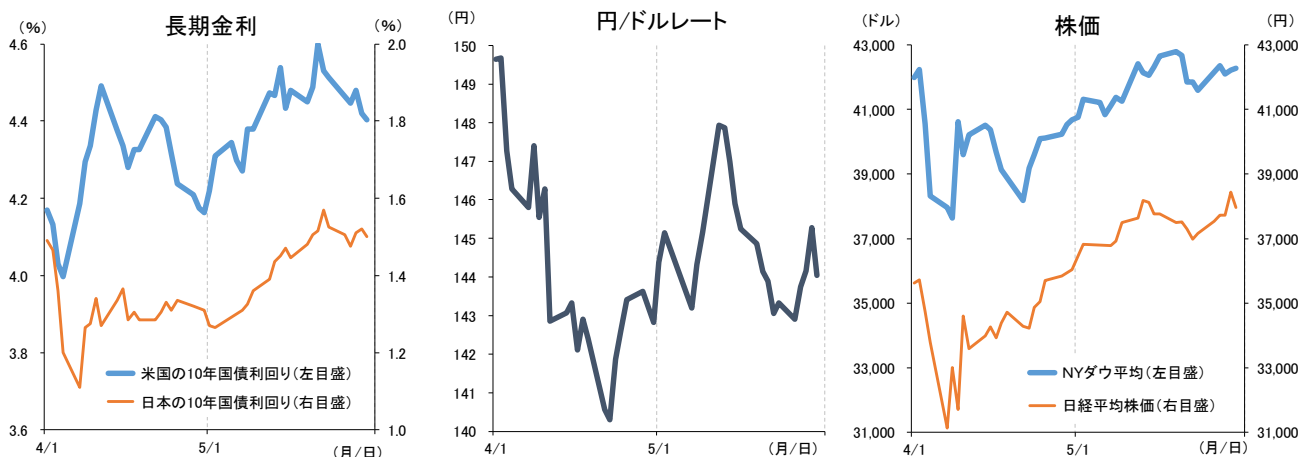
<5月の金利・為替・株価レビュー>

海外金利・・・長期金利(米 10 年国債利回り)は、米景気の底堅さや米トランプ政権の政策によるインフレ懸念などから上昇した。上旬は、FRBが「利下げを急がない」姿勢を示したことに加え、雇用統計などの景気指標の上振れで米景気の減速に対する懸念が後退したことで上昇した。中旬は、米中関税引下げ合意による景気懸念の後退や米国債の格下げで上昇した一方、PPIなど物価関連指標の下振れが下押し要因となり、一進一退で推移した。下旬には、トランプ減税の恒久化など財政の不透明感が強まったことで売りが優勢となったが、日本の超長期債の発行減額観測やFRBの年内利下げ観測を受けて低下した。長期金利は前月末比 0.240 ポイント上昇の 4.403% で終えた。

日本金利・・・長期金利(新発 10 年国債利回り)は、世界的な景気悪化懸念が後退したことで上昇した。上旬は、関税交渉への期待による米長期金利上昇などで売りが優勢となった。また中旬には、米長期金利の低下で一時国内債にも買いが及んだが、米中関税引下げ合意による米株価の高騰・米長期金利の上昇を受けて国内債の売りが進み、上昇基調で推移した。下旬は、拡張的な財政政策などで需給不安が高まり、超長期債が売られたことに連れて上昇したが、その後は財務省が超長期債の発行額を減らすとの思惑が広がり、米国債を買い戻す動きも相まって低下した。月末の長期金利は前月末比 0.190 ポイント上昇して 1.500%、新発 20 年国債利回りは同 0.210 ポイント上昇して 2.405% になった。

為替相場・・・円の対ドル相場は、対米関税交渉の進展により円安に振れた後、米国の財政悪化に対する懸念から円高が進んだ。上旬は、先行き不透明な米中関税政策を材料に一時円買いが進んだものの、対米関税交渉進展への期待や米経済の堅調さを受け、円安基調で推移した。中旬は、米中関税引下げ合意により 148 円台前半まで円安に振れたが、日米関税交渉で円安是正が議論されるという思惑や、日米金利差縮小を意識した円買いが進んだ。下旬は、大型減税を巡る米国財政への懸念から円買いが進んだが、日米金利差拡大を意識した円売りが徐々に優勢となり、米国際貿易裁判所の関税差止め命令後は円安が加速した。しかし、米連邦巡回区控訴裁判所の関税差止め一時停止や、都区部CPIの上振れが日銀の利上げを後押しするとの思惑から円高に転じ、月末の円の対ドル相場(銀行間直物、17 時時点)は 144 円 05 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、対米関税交渉の進展から上昇した。上旬は、FOMCの無難な通過や米英の貿易協定成立を受けて米国株に買いが入り、円安も追い風に自動車などの輸出関連銘柄を中心に上昇した。中旬は、米中の関税協議の進展から主力株に買いが入り、一時 38,000 円超えまで上昇したが、利益確定売りや円高進行による輸出関連株の売りにより反落した。下旬は、米財政悪化への懸念や円高進行により下落したが、日米金利が低下し円安が進むと、ハイテク株を中心に買いが入り、約3か月ぶりの高値水準となった。月末の日経平均株価は前月末比 1,919.72 円上昇し、37,965.10 円で引けた。



<海外経済・金融情勢>

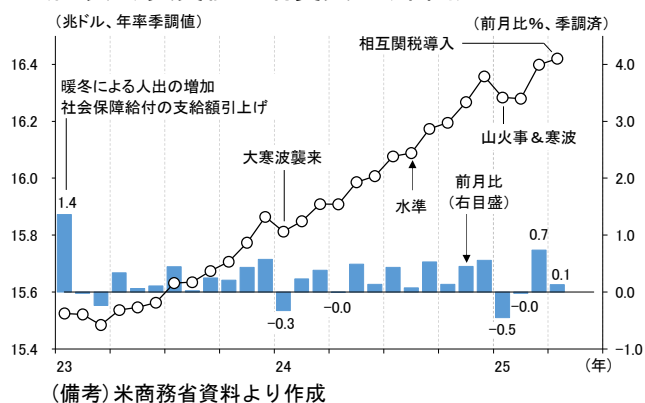
1. 米国経済～不確実性が高い中、堅調な雇用所得情勢が個人消費を下支え

サービス消費が再び増加基調。消費者マインドは低下にいったん歯止め

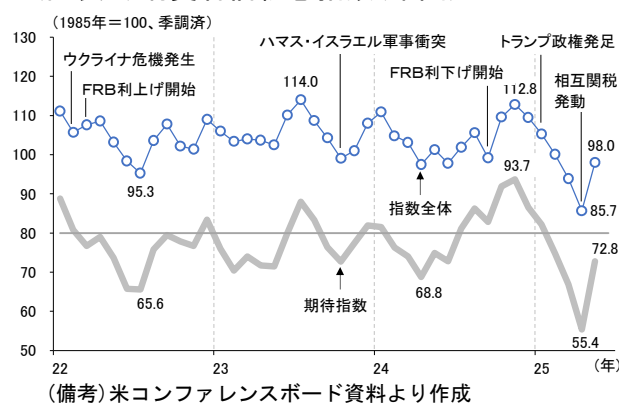
米商務省が発表した4月の個人消費支出は、物価変動の影響を除いた実質ベースで前月比 0.1%増と2か月連続で増加した(図表1)。内訳をみると、4月は財支出が同 0.2%減と減少に転じており、トランプ関税発動前の駆け込み需要で増加した3月(同 1.5%増)の反動が出たとみられる。一方、サービス支出は 0.3%増と増加基調を取り戻している。インフレ率の鈍化などが押上げにつながったと考えられる。

他方、消費者マインドは下落トレンドにいったん歯止めがかかっている。5月の消費者信頼感指数は 98.0 と、4月(85.7)から大きく上昇した(図表2)。米中間における追加関税の一時引下げ合意などが、消費者心理の改善に寄与したとみられる。もっとも、通商交渉の展開次第で上下ともに振れる可能性があり、引き続き注意してみていく必要がある。

(図表1) 実質個人消費支出(米国)



(図表2) 消費者信頼感指数(米国)

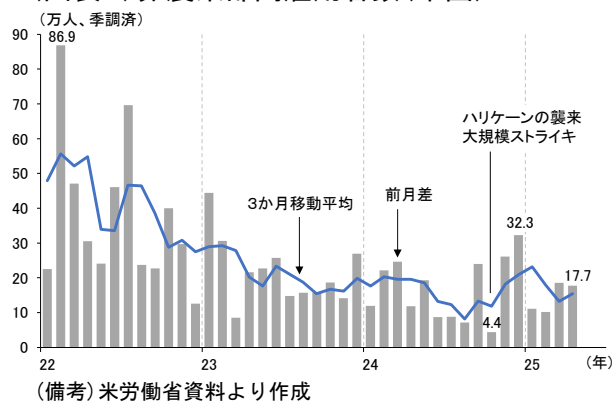


雇用所得情勢は堅調さを維持

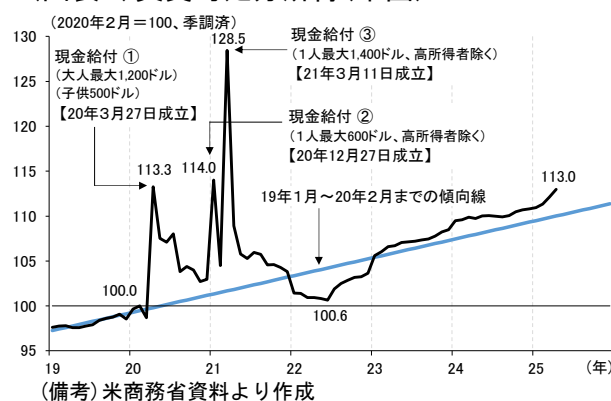
こうした中でも、雇用情勢は底堅く推移している。4月の非農業部門雇用者数は前月差 17.7 万人増となり、増加幅は3月(同 18.5 万人増)とほぼ同程度であった(図表3)。また、基調的な動きを示す3か月移動平均も同 15.5 万人増と、24 年8月(同 8.2 万人増)を底に上向きに転じている。

消費の原資となる所得も拡大している。4月の実質可処分所得は前月比 0.7%増と、3月(同 0.7%増)に続いて高めの伸びとなった(図表4)。雇用の底堅さに加え、社会保障給付の増加や、物価高が落ち着いてきたことなどが実質可処分所得の押上げにつながり、不確実性が極めて高い状況下における個人消費を下支えしている。

(図表3) 非農業部門雇用者数(米国)



(図表4) 実質可処分所得(米国)

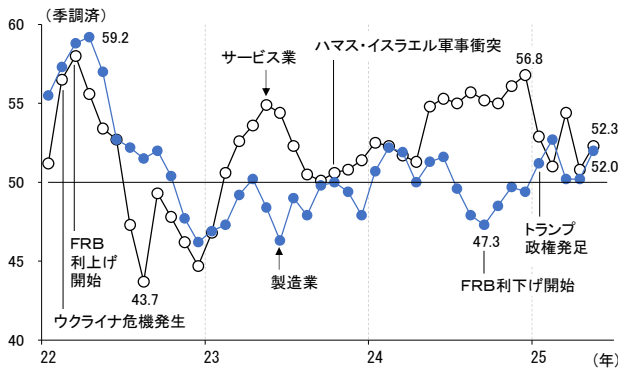


企業マインドの方向感 は定まらず。GDP ナウは4～6月期の 高成長を予測

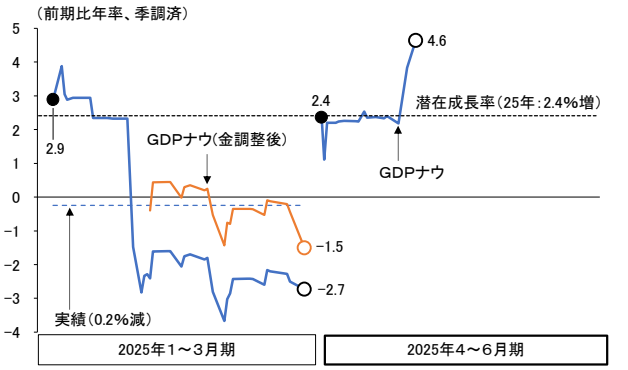
企業景況感を購買担当者景気指数(PMI)でみると、5月は製造業が 52.0、サービス業が 52.3 と、ともに4月の 50 付近から持ち直しており、米中貿易摩擦の一時的な緩和がマインド改善に寄与したとみられる(図表5)。もっとも、トランプ政権の発足以降、製造業とサービス業のPMIはどちらも振れの激しい状況が続いており、企業マインドの方向感定まっていな

かかる状況下、アトランタ連銀のGDPナウによれば4～6月期成長率の最新予測値(6月2日時点)は前期比年率 4.6% 増となっている。トランプ関税発動前の駆け込み輸入の反動で、潜在成長率(24 年:2.4%増)を大きく上回る伸びが見込まれている(図表6)。

(図表5) 購買担当者景気指数(PMI、米国)



(図表6) GDPナウ(米国)



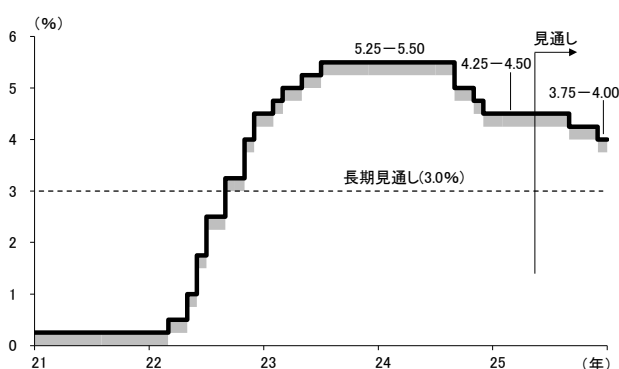
2. 金融情勢(米国)～FRBは不確実性の高まりを理由に利下げを見送る

失業率とインフレ率 双方の上昇リスクを 指摘 (FOMC声明文)

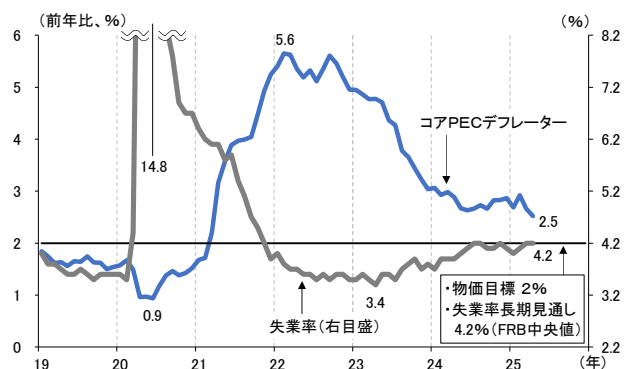
FRB(米連邦準備理事会)は、5月6日～7日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)でFF金利の誘導目標の据置きを決めた(全会一致、図表7)。声明文には「経済見通しに対する不確実性がさらに高まっている」と記されたほか、「失業率とインフレ率双方の上昇リスク」にも言及があった。FRBが最も重視するコアPCEデフレーターは直近4月が前年比+2.5%と、低下はしてきているものの、依然として目標の2%を上回っている(図表8)。他方、失業率はFRBの長期見通し(中央値)付近にあるが、徐々に水準を切り上げてきている。両者の今後の動きに注目が集まる。

また、パウエル議長は会合後の会見で「関税の影響がより明らかになるまで政策金利は現在の水準が適切だろう」とも述べている。こうした点も踏まえ、当研究所では次回の利下げは年後半にずれ込むとみている。

(図表7) 政策金利(FFレートの誘導目標)



(図表8) インフレ率と失業率(米国)



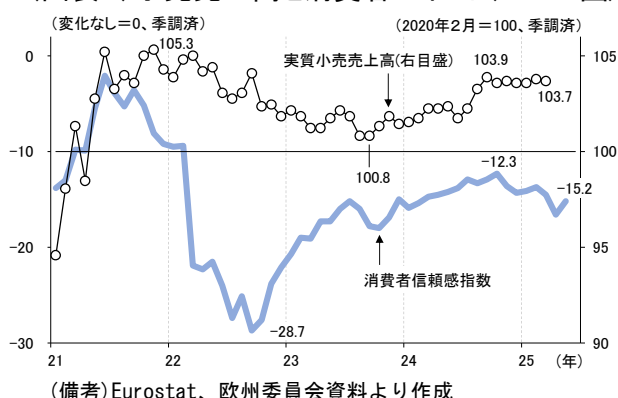
3. ユーロ圏経済～トランプ関税発動前の駆け込みで生産が急拡大

個人消費は横ばい圏での動き。生産は4月以降に反動減が見込まれる

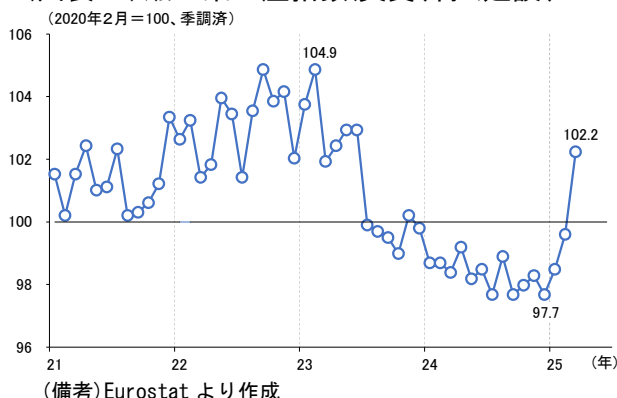
3月のユーロ圏小売売上高は前月比0.1%減と3か月ぶりに減少した(図表9)。21年11月のピーク(105.3)には未だ達せず、横ばい圏内の動きが続いている。また、5月のユーロ圏消費者信頼感指数は▲15.2と、4月(▲16.6)から上昇したものの、24年後半からの低下傾向に歯止めはかかっている。

他方、3月のユーロ圏鉱工業生産指数は前月比+2.6%増と、3か月連続でプラスとなり、コロナ前(20年2月)の水準を再び上回った(図表10)。もっとも、この急拡大は米国の追加関税発動前の駆け込みとみられ、4月以降に反動減も見込まれる。

(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)



4. 金融情勢(ユーロ圏)～トランプ関税への警戒感が高まる。賃金の伸びは大幅に減速

複数メンバーが 0.5 ポイントの利下げに言及 (4月議事要旨)

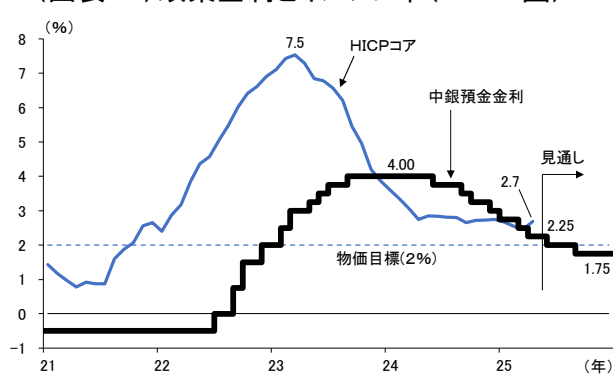
ECB(欧州中央銀行)が5月22日に公表した4月理事会の議事要旨では、トランプ関税の影響について様々な議論がなされていたことが明らかとなった。一部のメンバーは「4月の利下げが金融市場のボラティリティが高い時期における不確実性の増大を回避できる」と言及していたほか、成長への下振れリスクが増したことなどを理由に、通常の倍となる0.5ポイントの利下げを支持するメンバーも複数存在した。

一方、1～3月期のユーロ圏妥結賃金は前年比+2.4%と、24年10～12月期(同+4.1%)から大幅に低下している(図表11)。先行きサービス価格の上昇圧力の弱まりを通じて、インフレ率の低下が進む可能性もある。こうした状況も踏まえ、当研究所では年内は6月に1回、7～9月期に1回の利下げを予想する(図表12)。もっとも、今後の通商交渉の行方によっては、年末にかけて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11) 妥結賃金(ユーロ圏)



(図表12) 政策金利とインフレ率(ユーロ圏)



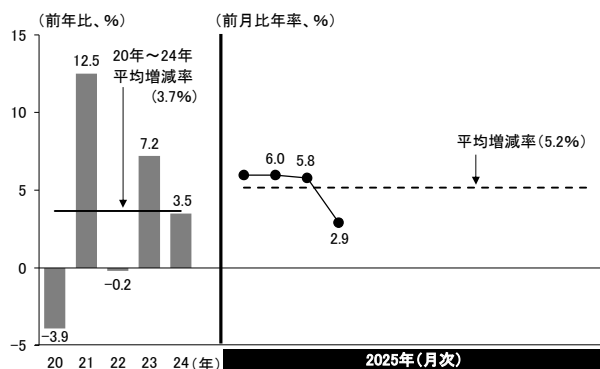
5. 中国経済～米中貿易摩擦の激化が先行き個人消費や輸出を強く下押す可能性あり

**個人消費の伸びが
足元で鈍化。報復関
税の影響で先行き
食料品価格が上昇
する恐れも**

4月の名目小売売上高は前月比年率 2.9%増(当研究所試算)と、2か月連続で伸び率が鈍化した(図表 13)。政府の買替え支援策で好調だった家電製品や自動車などを中心に、やや息切れ感が出てきた可能性がある。

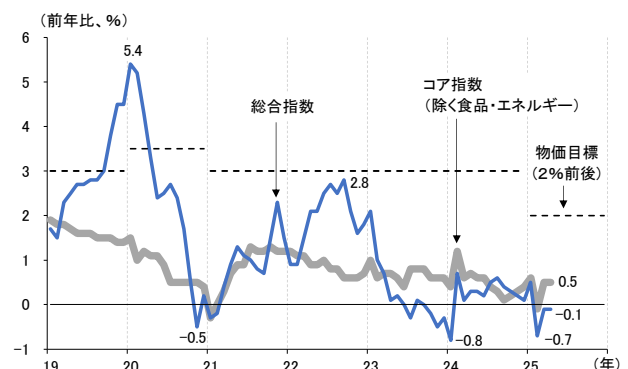
個人消費の弱さは物価にも表れている。4月の消費者物価指数(総合)は前年比▲0.1%と3か月連続でマイナスとなった(図表 14)。また、家計の購買力を示すとされるコア指数(除く食品・エネルギー)も、同+0.5%と政府目標の2%前後を大幅に下回った状況が続いている。他方で、米国への報復措置として実施されている追加関税が、先行き豚肉などの食料品価格を押し上げる可能性がある。コストプッシュインフレによって消費者マインドがさらに悪化し、個人消費の下押し圧力が強まるリスクには注意が必要である。

(図表 13) 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 14) 消費者信頼感指数(中国)



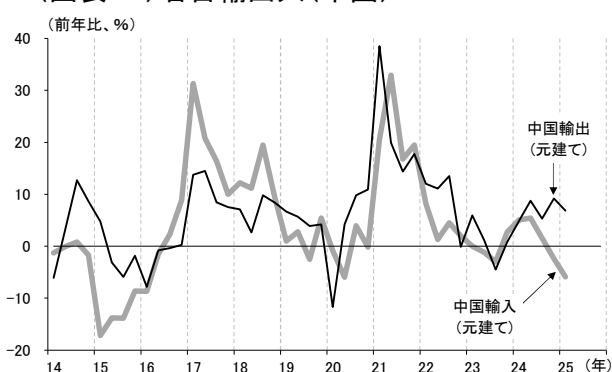
(備考) 中国国家统计局資料より作成

**トランプ関税の影響
などで輸入が弱含
む。人民銀は金融緩
和姿勢を強める**

一方、米中貿易摩擦激化の影響は既に実体経済に表れてきている。名目輸入(元建て)は、中国景気の弱さに加え、トランプ関税に対する報復措置の影響で1～3月期は前年比 5.9%減と2四半期連続で減少した(図表 15)。また、直近4月も前年比 0.8%増とわずかなプラスにとどまっている。他方、名目輸出(元建て)は前年比 5.9%増と高めの伸びを続けている。関税強化前の駆け込み需要が押し上げに寄与したとみられる。ただ、直近4月は米国向け輸出が前年比 1.5%減と減少に転じていることから、今後反動減の影響が本格化してくるかもしれない。

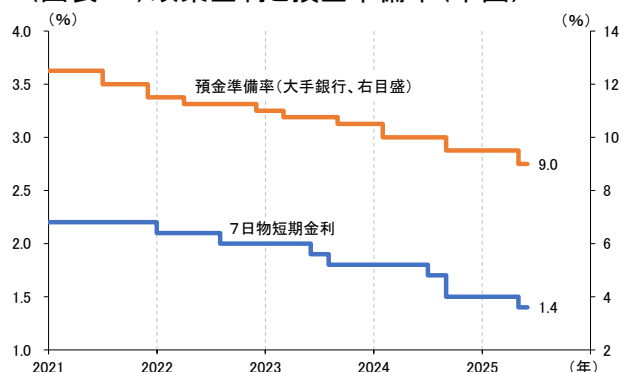
こうした中、中国人民銀行は5月に入って主要な政策金利である7日物短期金利を 1.4%に引き下げた(図表 16)。また、同時に市中銀行から強制的に預かる資金の比率を示す預金準備率も 9.0%に引き下げるなど、金融緩和姿勢を強めている。

(図表 15) 名目輸出入(中国)



(備考) 中国海関総署資料より作成

(図表 16) 政策金利と預金準備率(中国)



(備考) 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4四半期ぶりのマイナス成長。先行き、トランプ関税の影響が徐々に顕在化へ

1～3月の実質GDPは前期比 0.2%減（年率 0.7%減）で4四半期ぶりのマイナス成長

1～3月の実質GDPは前期比 0.2%減（年率 0.7%減）で4四半期ぶりにマイナスとなった（図表 17）。GDPの控除項目である輸入が同 2.9%増加し、輸出は同 0.6%減少したため、外需が 0.8%ポイントの押下げに寄与した。また、個人消費は横ばいにとどまり、物価高の影響で力強さを欠いている。一方、設備投資は同 1.4%増、住宅投資は同 1.2%増であり、在庫積上げの動きもあって民間投資が伸びたことから、内需は 0.7%ポイントの押上げに寄与した。輸出は減少したが、知的財産権使用料や研究開発等のサービスが同 3.4%減少した影響が大きく、財貨は自動車等のトランプ関税前の駆け込みもあって同 0.4%増加した。ただ、先行きは、鉄鋼・アルミ製品、自動車・同部品への 25%の分野別追加関税（半導体関連・医薬品等も検討中）、基本税率 10%の相互関税（上乗せ分 14%は7月上旬まで 90 日間停止）といったトランプ関税や円安修正の動きが、輸出の減少や設備投資の先送りなどの形で顕在化する恐れがある。

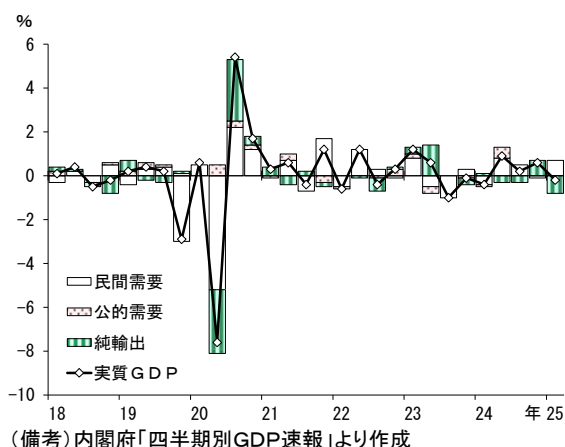
4月の国内経済を景気動向指数（CI）からみると、一致系列は、耐久消費財出荷等が改善した一方、輸出や鉱工業生産・投資財出荷等が悪化したため、前月より 0.3 ポイント程度低下すると予測する。基調判断は「下げ止まり」に据え置かれよう。先行系列は、前月に急増した住宅着工の反動減やトランプ関税による消費者態度指数・株価指数等の悪化で 4.2 ポイント程度的大幅な低下が見込まれる。足元、過度な景気悪化懸念は後退しているが、米関税政策等による影響で不確実性は高く、国内経済は力強さを欠いた推移が続く恐れがある。

1～3月の企業の収益状況は、前期比で増収減益。先行き、トランプ関税や円安修正の影響で製造業を中心に悪化の恐れ

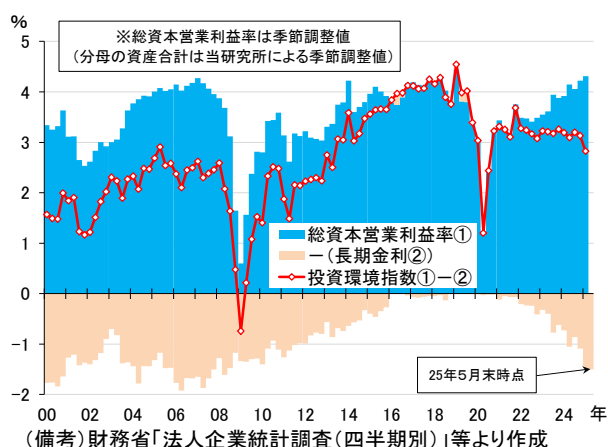
4月の実質輸出は前月比 1.3%減少した。米国向け乗用車輸出は、台数は前年比 12.4%増加したが、単価の低下で価額は同 4.0%減少した。円高に加え、北米向け乗用車の輸出物価（契約通貨ベース）が同 4.6%低下しており、自動車メーカーが関税を一部負担したとの見方がある。4月の鉱工業生産は前月比 0.9%減少し、基調判断は「一進一退」に据え置かれた。生産用機械などが落ち込んだ。5月は、経済産業省の試算値で同 5.2%増と見込まれている。

1～3月の企業の収益状況を財務省「法人企業統計」からみると、全産業（除く金融・保険）の売上高は前期比 1.5%増、経常利益は製造業が落ち込んで同 2.6%減となった。本業の総合的な収益性を示す総資本営業利益率をみると、4.3%で前期より改善している（図表 18）。ただ、金利水準が高まっており、投資環境は悪化した。トランプ関税によってトヨタ自動車が4～5月の営業利益が 1,800 億円押し下げられると公表するなど、先行き輸出関連を中心とした製造業は、円安修正もあって業績が悪化する公算が大きい。

（図表 17）実質GDP前期比増減率・寄与度



（図表 18）総資本営業利益率・投資環境指数



1～3月の設備投資は前期比 1.4%増で4四半期連続のプラス。研究開発やソフトウェアが下支え

1～3月の実質設備投資(GDP統計)は前期比 1.4%増で4四半期連続のプラスとなった(図表 19)。研究開発やソフトウェア等への支出が底堅く、回復基調をたどっている。ただ、4月の機械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、前期(1～3月平均)比 4.8%減で前期の水準を下回った。

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、3月は前月比 13.0%増加したが、大型案件の影響が大きく、基調判断は「持ち直しの動きがみられる」に据え置かれた。非製造業(除く船舶・電力)は同 9.6%、製造業は同 8.0%増加した。1～3月は前期比 3.9%増で2四半期連続のプラスだが、4～6月見通しは同 2.1%の減少が見込まれている。先行き、設備投資は、人手不足等の構造変化に対応するため、省力化投資やDX・ソフトウェア投資等の下支えで底堅く推移すると見込まれる。ただ、米関税政策や円安修正等の影響による先行き不透明感の高まり、輸出や企業収益見通しの下振れなどを反映して、能力増強投資等を中心に設備投資が足踏みする恐れがある。

1～3月の個人消費は前期比横ばい。4月の百貨店インバウンド売上は2か月連続の前年割れ

1～3月の実質個人消費(GDP統計)は前期比横ばいであり、力強さを欠いている。外食等のサービスは緩やかな持ち直しの動きが続いている一方、物価高を背景に食料品等の非耐久財が弱含んだ。3月には新車販売台数が落ち込むなど、耐久財も減少している。3月は、1世帯当たり実質消費支出(二人以上の世帯)が前月比 0.4%増加した。前年比では、私立大学授業料等やパソコンなどが押し上げて 2.1%増加している。

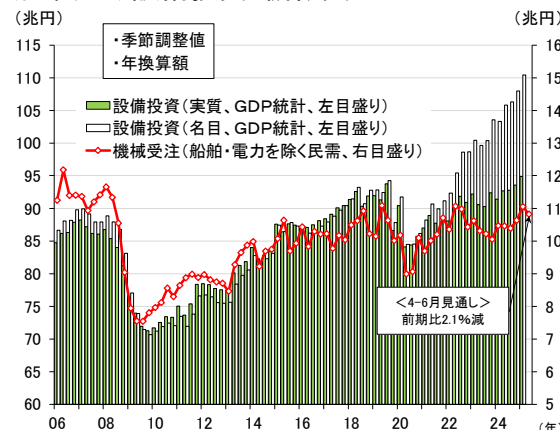
4月は、小売業販売額が前月比 0.5%増加した。新車販売台数が前月の落ち込みの反動もあって増加したことなどが影響した。インバウンドは、訪日外客数が前年比 28.5%増の 390.9 万人となった。中国客の回復やイースター休暇が4月(前年は3月開始)だったことなどが押し上げた。しかし、全国百貨店売上高のインバウンド(免税売上)は、同 26.7%減で2か月連続のマイナスとなった。円高などで購買単価が減少しており、インバウンド消費に一服感がみられる。

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

所得環境は、賃上げや雇用者数の増加から実質総雇用者所得(1人当たり名目賃金×非農林業雇用者数÷物価指数)が上昇基調で推移するなど、緩やかに持ち直している(図表 20)。先行き、インフレ圧力が弱まれば、家計の購買力は回復に向かう。ただ、今後半年間の暮らし向き等の見通しを示す消費者態度指数は、5月は前月比で上昇したが、4月までは米関税政策による先行き不透明感などで5か月連続の悪化となり、消費者マインドは弱含んでいる。

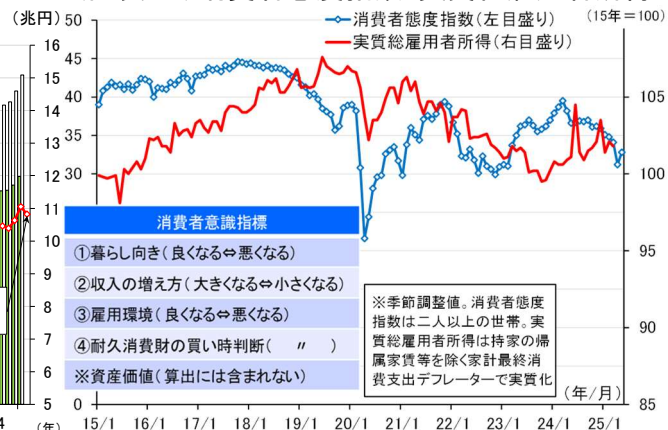
足元、米関税政策については、各国との交渉等が依然として不透明な状況であり、すでに輸出企業などの収益には重荷になっている。輸出の下振れに加え、不確実性の高まりが企業マインドや消費者マインドに悪影響を及ぼす恐れがあり、国内景気は緩慢な回復基調をたどるものと見込まれる。

(図表 19) 設備投資・機械受注



(備考) 内閣府「四半期別GDP速報」、「機械受注統計」より作成

(図表 20) 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」等より作成

2. 日銀は米関税政策等の影響による不確実性の高まりから、当面、様子見姿勢へ

日銀は利上げ姿勢を維持も、米関税政策等の影響で不確実性が高いとの認識を示す

日銀は、5月公表の「展望レポート」で経済・物価見通しを下方修正しており、米関税政策等の影響によって成長ペースの鈍化や物価上昇率の減速が見込まれるとした。一方、金融政策運営については、経済・物価の見通しが実現していけば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく方針を維持している。

日銀は、基調的な物価上昇率が足踏みすると想定しており、日米関税交渉が難航し、7月上旬まで90日間停止中の「相互関税」の上乗せ分(14%)などが実施される恐れもある。4月のような過度な景気悪化懸念は後退しているが、植田日銀総裁は、「先行きは非常に不確実な状況が続いている」との認識を示している。ただ、各国の対米関税交渉が進展したり、世界経済の底堅さが示されたりするなど、不確実性が緩和に向かえば、再び利上げ観測が強まる可能性もある。

4月の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比上昇率は電気・ガス代の補助縮小や生鮮食品を除く食料等が押し上げて加速

4月の国内企業物価の前年比上昇率は4.0%で前月の4.3%から鈍化した。前月比は0.2%上昇し、政府による補助金が縮小された電力・ガスや米・鶏肉等の農林水産物が押し上げた。また、輸入物価は前年比7.2%低下した。円高が押下げに寄与したが、契約通貨ベースも同2.6%低下しており、前月比は一般炭・原油・液化天然ガス等の押下げで0.6%低下した。先行き、円安修正や資源価格等の需給緩和などが国内企業物価の押下げに寄与しよう。

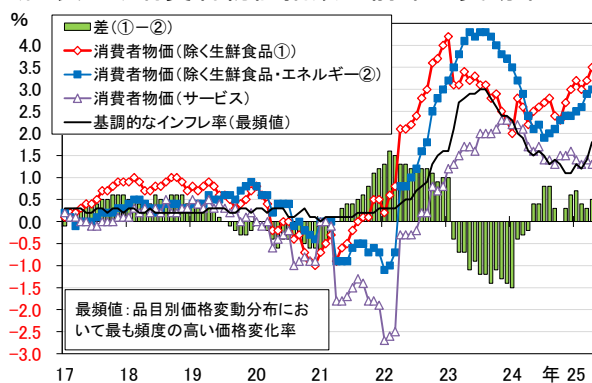
一方、4月の消費者物価の前年比上昇率は、生鮮食品を除く総合が3.5%で前月の3.2%から加速した(図表21)。公立高校授業料が押し下げた一方、電気・ガス代の補助縮小や生鮮食品を除く食料の値上げなどが押し上げた。食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合は1.6%であり、1%台半ばの推移が続いている。先行き、食料の値上げが一服し、世界的な景気下振れによる需給緩和や円安修正等が進めば、インフレ圧力が徐々に緩和すると見込まれる。

日銀は基調的な物価上昇率の足踏みを受けて、当面、様子見姿勢へ

3月の実質賃金は前年比1.8%減で3か月連続のマイナスとなった(図表22)。国際比較のために3月分から公表された持家の帰属家賃を含む消費者物価で実質化した賃金は同1.2%減である。名目賃金は同2.3%増であり、物価高で賃金が目減りした。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、名目増加率が同2.1%となった。3%近辺から2%程度に鈍化しているが、前年のうろう年の影響との見方もあり、一時的な減速の可能性はある。

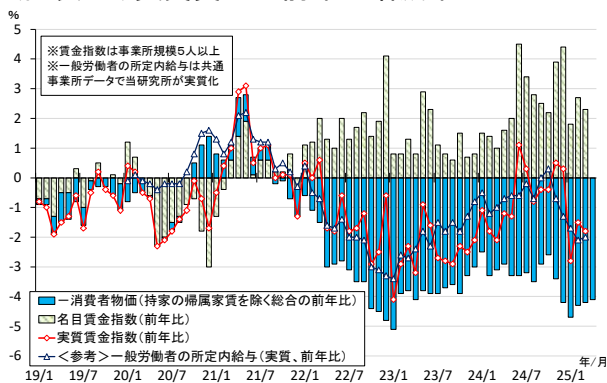
日銀は、利上げ姿勢を維持しているが、米関税政策等の影響による成長ペースの鈍化を反映して、基調的な物価上昇率が一旦、足踏みすることを想定している。米関税政策等の影響や賃上げの持続性、予想物価上昇率の動きなどを見極めるために、当面、様子見姿勢を維持するものと見込まれる。

(図表21) 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22) 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 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 5月30日	25年 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	3.75 ～ 4.00	3.25 ～ 3.50	2.75 ～ 3.00
	国債(5年)	3.963	3.60 ～ 4.30	3.30 ～ 4.00	3.00 ～ 3.70	2.70 ～ 3.40
	国債(10年)	4.403	4.00 ～ 4.70	3.70 ～ 4.40	3.40 ～ 4.10	3.10 ～ 3.80
	NYダウ平均(ドル)	42270.07	40000 ～ 44000	39000 ～ 43000	38000 ～ 42000	37000 ～ 41000
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)	2.499	2.20 ～ 2.70	2.00 ～ 2.50	1.80 ～ 2.30	1.60 ～ 2.10
	ユーロ・ストックス50	5366.59	5150 ～ 5550	5050 ～ 5450	4950 ～ 5350	4850 ～ 5250
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)	0.493	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)	1.015	0.80 ～ 1.20	0.75 ～ 1.15	0.70 ～ 1.10	0.65 ～ 1.05
	長期国債(新発10年債)	1.500	1.25 ～ 1.75	1.10 ～ 1.60	0.95 ～ 1.45	0.80 ～ 1.30
	超長期国債(新発20年債)	2.405	2.10 ～ 2.70	1.90 ～ 2.50	1.70 ～ 2.30	1.50 ～ 2.10
	日経平均株価(円)	37965.10	36000 ～ 40000	35000 ～ 39000	34000 ～ 38000	33000 ～ 37000
為 替	円/ドルレート	144.05	140 ～ 150	135 ～ 145	130 ～ 140	125 ～ 135
	円/ユーロレート	163.35	158 ～ 168	153 ～ 163	148 ～ 158	143 ～ 153

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。

＜6月の内外経済・金融スケジュール＞

（日本）

① 毎月勤労統計 …… 5日

3月の実質賃金は、3か月連続で前年比マイナスとなった。4月は消費者物価（持家の帰属家賃を除く総合）が前年比4.1%と高水準であり、4か月連続でマイナスになる公算が大きい。

② 日銀金融政策決定会合 …… 16～17

G7サミットにおける関税交渉の結果によっては早期利上げ観測が強まる可能性はあるが、依然として不確実性は高い状態にあり、政策金利は据え置かれよう。26年4月以降の国債買入れ方針も示される予定であり、注目度が高い。

③ 貿易統計 …… 18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、引き続き実体経済への影響を確認するうえで重要である。

④ 全国消費者物価 …… 20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（5月中旬）は3.6%となり、前月の3.4%から上昇した。1～3月（使用分）の電気・ガス代補助金の打ち切りや、生鮮食品を除く食料の価格高騰が押し上げに寄与した。全国のインフレ率も加速すると見込まれる。

（米国、海外）

⑤ ECB政策理事会 …… 5日

欧州の物価は鈍化傾向にあり、理事会メンバーも追加利下げを示唆している。政策金利の0.25ポイントの引下げを見込む。

⑥ 雇用統計 …… 6日

非農業部門雇用者数は前月差13万人程度の増加が見込まれている。トランプ関税による景気減速への懸念が高まっているが、市場予想を上回れば、FRBの利下げシナリオにも影響する可能性がある。

⑦ 消費者物価指数 …… 11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 FOMC …… 17～18日

FRB高官からは「利下げを急がない」との発言が目立つ。関税の影響と景気の堅調さも相まって、今回は現状維持の公算が大きい。同時に公表されるFOMC参加者の経済見通しが米国の政策金利の行方を展望するうえで注目される。

（日本）

発表日	経済指標・注目材料等
2日	自動車販売（5月） 1～3月法人企業統計季報
5日	①毎月勤労統計（4月速報）
6日	家計調査（4月） 景気動向指数（4月速報）
9日	1～3月GDP統計（2次速報） 国際収支（4月） 景気ウォッチャー調査（5月）
10日	マネーストック統計（5月）
11日	企業物価指数（5月）
12日	4～6月法人企業景気予測調査
13日	第3次産業活動指数（4月）
16日	②日銀金融政策決定会合（～17日）
18日	機械受注（4月） ③貿易統計（5月速報）
20日	④全国消費者物価指数（5月）
25日	企業向けサービス価格指数（5月）
27日	商業動態統計（5月速報） 失業率・有効求人倍率（5月） 都区部消費者物価指数（6月中旬）
30日	鉱工業生産（5月速報） 住宅着工統計（5月）

（米国、海外）

発表日	経済指標・注目材料等
2日	ISM製造業景気指数（5月）
3日	製造業受注（4月）
4日	ISM非製造業景気指数（5月）
5日	⑤ECB政策理事会 貿易収支（4月）
6日	⑥雇用統計（5月）
11日	⑦消費者物価指数（5月）
12日	生産者物価指数（5月）
13日	ミシガン大学消費者態度指数（6月速報）
15日	G7サミット（～17日）
17日	小売売上高（5月） 鉱工業生産・設備稼働率（5月） ⑧FOMC（～18日）
18日	住宅着工件数（5月）
24日	米1～3月国際収支 消費者信頼感指数（6月）
26日	米1～3月GDP統計（確定値） 耐久財新規受注（5月）
27日	個人所得・消費（5月）
毎週木	新規失業保険申請件数