



SCB

金利・為替見通し

No.2025-4

(2025.7.2)

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

研究員 佐藤 愛佳

03-5202-7671

s1000790@FacetoFace.ne.jp

足元の金利・為替環境

FRBとECBのインフレ見通しの違いが鮮明。日銀は長期国債買入れの減額幅縮小を決定

6月はFRBが政策金利を据え置いたのに対し、ECBは7会合連続での利下げを決めるなど対応が分かれた。背景には、インフレ率の見通しの違いがあるとみられる。FRBがトランプ関税の影響で上方修正した一方、ECBはエネルギー価格の下落やユーロ高などを反映して下方修正している。他方、日銀は6月の金融政策決定会合で金融政策の据置きを決めた。半面、長期国債買入れの減額計画は26年4月以降、減額幅を毎四半期2,000億円程度に縮小することとした。1年後の26年6月会合では中間評価と、27年4月以降の買入れ方針の見直しが行われる予定である。

中東情勢の緊迫化を受けて円安、停戦合意で円高に振れる

6月は中東情勢に揺さぶられる展開となった。上旬は、トランプ関税への警戒感から低リスク通貨とされる円が買われた。しかし、月半ば頃からは中東情勢の緊迫化を受けた「有事のドル買い」に、原油高による米長期金利の上昇などが加わったことで、一時148円台まで円安が進んでいる。ただ、下旬にイスラエルとイランの停戦合意が発表されると円は急速に買い戻され、6月末は5月末とほぼ同水準の1ドル144円台で終えている。

1年先までの金利・為替見通し

インフレ率や景気動向を注視しつつ、25年中にFRBは2回、ECBは1回の追加利下げを見込む

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から、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。先行きインフレ率や景気動向を注視しつつ、FRBは25年7～9月期と10～12月期、26年4～6月期に、ECBは25年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ながら、利上げを続けよう（26年1～3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（7月2日現在）

		25年 6月30日	25年7～9月	10～12月	26年1～3月	4～6月
米 国	FFレートの誘導目標・期末	4.25～4.50	4.00～4.25	3.75～4.00	3.75～4.00	3.50～3.75
	国債(5年)	3.798	3.40～4.10	3.30～4.00	3.30～4.00	3.20～3.90
	国債(10年)	4.230	3.80～4.50	3.70～4.40	3.70～4.40	3.60～4.30
	NYダウ平均(ドル)	44094.77	41500～45500	41500～45500	42000～46000	42500～46500
ユ ー ロ 圏	中銀預金金利(期末)	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75
	国債(ドイツ10年債)	2.605	2.30～2.80	2.20～2.70	2.20～2.70	2.10～2.60
	ユーロ・ストックス50	5303.24	5150～5550	5150～5550	5200～5600	5250～5650
日 本	無担保コール翌日物	0.477	0.45～0.55	0.45～0.55	0.45～0.80	0.70～0.80
	TORF(3か月)	0.484	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)	0.980	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)	1.420	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)	2.345	2.10～2.70	2.10～2.70	2.15～2.85	2.30～2.90
	日経平均株価(円)	40487.39	37500～41500	37500～41500	38000～42000	38500～42500
為 替	円/ドルレート	144.14	140～150	137～147	134～144	131～141
	円/ユーロレート	168.95	163～173	160～170	157～167	154～164

(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。

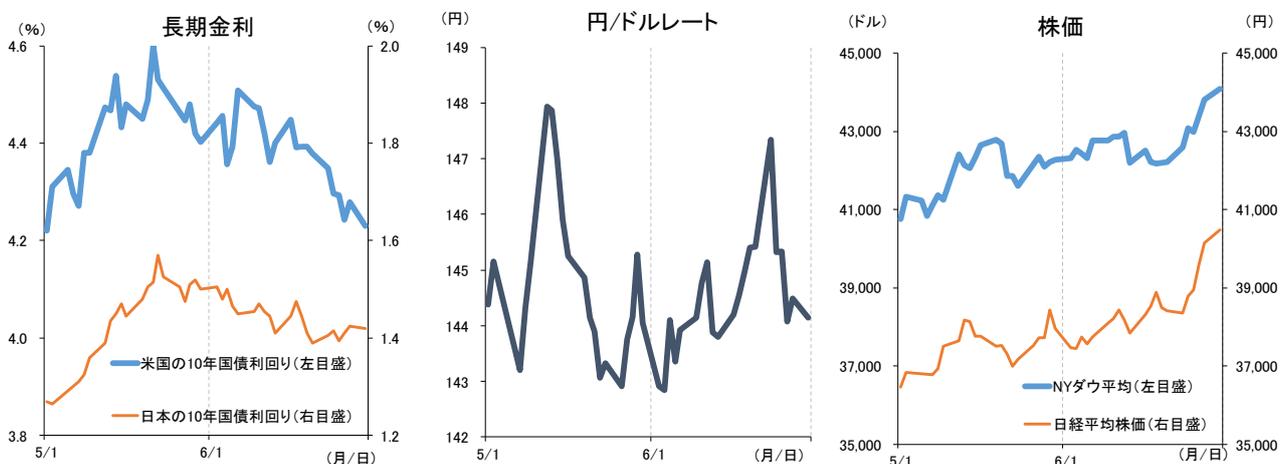
<6月の金利・為替・株価レビュー>

海外金利・・・長期金利(米 10 年国債利回り)は、米国の景気悪化懸念から低下した。上旬は、米景況感が悪化したことにより米国債への買いが膨らんだが、米雇用統計が市場予測を上回ると、利下げ観測が後退し上昇した。中旬は、原油高を背景に一時上昇したが、米物価指標が市場予測を下回り、中東情勢の不透明感が高まったことで低下した。下旬は、FRB高官が早期利下げを支持する姿勢を示し、その後発表された経済指標が下振れたことで、早期の利下げ観測が一層強まり、低下した。長期金利は前月末比 0.173 ポイント低下の 4.230% で終えた。

日本金利・・・長期金利(新発 10 年国債利回り)は、中東情勢の緊迫化や米関税政策による景気悪化懸念を受けて、低下した。上旬は、米国金利の低下や債券の需給環境が改善に向かうとの観測から買いが進んだが、政府による財政拡張への懸念から売りが優勢となり、低下基調が一服した。中旬は、米経済指標の下振れや中東情勢の緊迫化により国内債に買いが及んだ後、持ち高調整目的の売りで一時上昇したが、米国経済と中東情勢の先行き不透明感が強まり、再び低下した。下旬は、中東情勢の先行き懸念が後退し、日米の株高を受けて相対的に安全資産とされる国内債が売られ、上昇した。月末の長期金利は前月末比 0.080 ポイント低下して 1.420%、新発 20 年国債利回りは同 0.060 ポイント低下して 2.345% になった。

為替相場・・・円の対ドル相場は、中東情勢の緊迫化を受けた「有事のドル買い」で円安に振れた後、中東情勢の懸念後退などで円高が進んだ。上旬は、米中貿易摩擦激化への懸念から「低リスク通貨」の円が買われたが、米雇用統計が上振れし、日銀が利上げに慎重な姿勢を示したことで日米金利差拡大が意識され、円安に転じた。中旬は、米国金利が低下したことで円高に振れたが、原油高による米長期金利の上昇や「有事のドル買い」により円安が進んだ。下旬は、一時 148 円台まで円が売られたが、中東の停戦合意が発表されると円が買い戻され、FRBによる年内利下げの可能性が意識されたことも相まって、円高基調をたどった。月末の円の対ドル相場(銀行間直物、17 時時点)は 144 円 14 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、米早期利下げ期待や中東情勢の緊張緩和による米株高を受け、月末にかけて急上昇した。上旬は、米中貿易摩擦による米景気悪化懸念などによる円高を受けて下落したが、その後は米雇用情勢の堅調さを背景に米国株が買われ、円安も追い風になって上昇した。中旬は、米関税政策を巡る不透明感の再燃や中東情勢への警戒から売りが優勢となった。その後円安に転じたうえ、米株高に合わせて持ち直したが、中東情勢の緊迫が重荷となった。下旬は、FRBによる年内の利下げ観測が高まったことに加え、中東情勢や米関税政策を巡る過度な懸念が後退したことで急激な米株高となり、半導体株を中心に幅広い銘柄に買いが入った。月末の日経平均株価は前月末比 2,522.29 円上昇し、24 年 7 月中旬以来の高値である 40,487.39 円で引けた。



<海外経済・金融情勢>

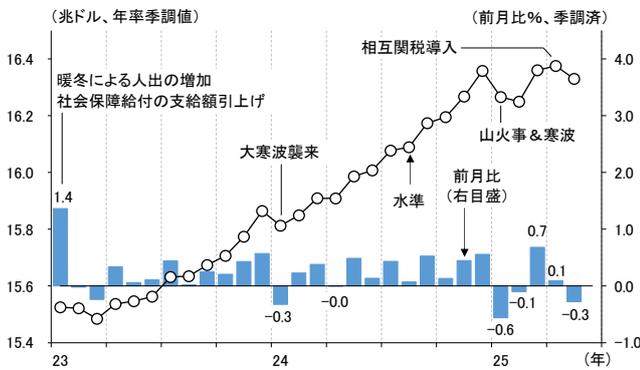
1. 米国経済～個人消費が3か月ぶりに減少。消費者マインドも再び低下

5月は財支出、サービス支出ともに前月から減少

米商務省が発表した5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0.3%減と3か月ぶりに減少した(図表1)。内訳をみると、5月は財支出(同0.8%減)とサービス支出(同0.0%減)ともに減少に転じている。トランプ関税発動前の駆け込み需要の反動に加え、貿易政策の不確実性が長期化していることが消費者の購買意欲を低下させているとみられる。

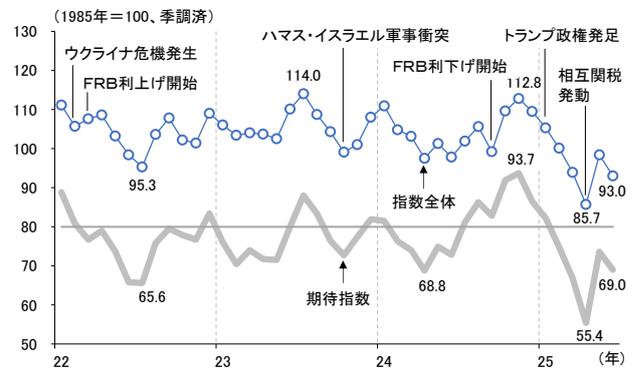
実際、6月の消費者信頼感指数は93.0と、5月(98.4)から再び低下した(図表2)。今後6か月の見通しを反映する期待指数も69.0と、景気後退リスクの高まりを示すとされる80を5か月連続で下回っており、家計の先行きに対する不安感が依然として強いことが分かる。

(図表1) 実質個人消費(米国)



(備考) 米商務省資料より作成

(図表2) 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

GDPナウは依然として潜在成長率を上回る予測値

一方、雇用所得環境は安定している。5月の非農業部門雇用者数は前月差13.9万人増と、4月(同14.7万人増)を小幅に下回った。ただ、基調的な動きを示す3か月移動平均は2か月連続で上昇しており、底堅く推移している。また、物価変動の影響を除いた実質平均時給は、5月が前月比0.3%増と増加基調を維持している(図表3)。インフレ率(総合)が2%近くまで低下していることが、実質ベースでみた賃金の押上げに寄与している。

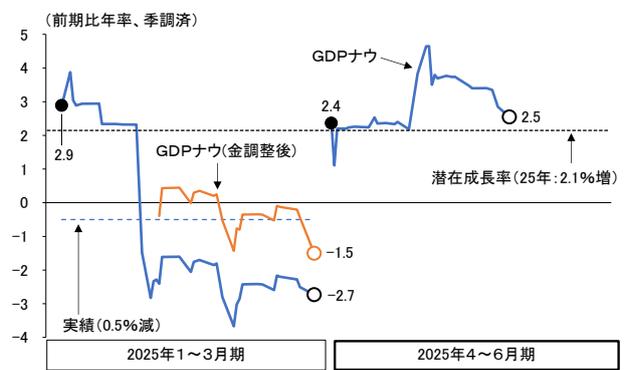
かかる状況下、アトランタ連銀のGDPナウでは1～3月期成長率の最新予測値(7月1日時点)が前期比年率2.5%増となっている(図表4)。低下してきたものの、トランプ関税発動前の駆け込み輸入の反動などから潜在成長率(24年:2.1%増)を上回る伸びが見込まれている。

(図表3) 実質賃金とインフレ率(米国)



(備考) 米商務省、米労働省資料より作成

(図表4) GDPナウ(米国)



(備考) 1. ●は当初予測値、○は直近ないし最終予測値を示す。
2. 潜在成長率はOECDのデータを使用
3. アトランタ連銀資料より作成

2. 金融情勢(米国)～4会合連続で政策金利を据置き。25年は引き続き2回の利下げを見込む

「不確実性は依然高い水準にある」
(パウエル議長)

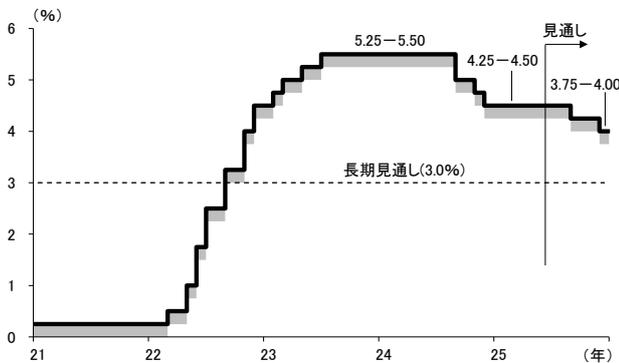
FRB(米連邦準備理事会)は、6月17日～18日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)でFF金利の誘導目標を据え置いた(4会合連続、図表5)。声明文では「最近の指標は経済活動が堅調なペースで拡大し続けていることを示唆している」との表現が維持された。一方で、経済見通しの不確実性については「一時期よりやや軽減したものの、依然として高い水準にある」と記されており、警戒感を緩めていない。なお、量的引締め(QT)については現行ペース(月400億ドル削減)の維持を決めている。

25年中に「利下げなし」を見込むFOMC参加者が増加

6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3月会合から足元25年末(2.8%→3.1%)を中心に上方修正された(図表6)。パウエルFRB議長は会合後の記者会見で「関税の影響が消費者に及ぶまでに時間がかかる」と述べており、この点が今回の予測に織り込まれている。また、失業率の見通し(中央値)も前回3月会合から引き上げられた(図表7)。ただ、ピーク時でも4.5%までしか上昇せず、引き続き低水準での推移を見込んでいる。

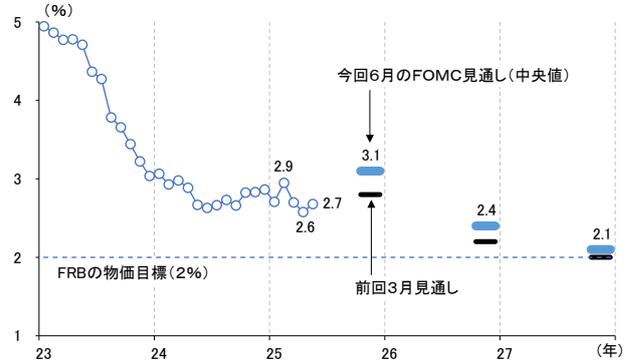
注目されたFOMC参加者の政策金利見通しは、前回3月会合から25年末の中央値に変化はなく、引き続き年2回の利下げが見込まれている(1回あたり0.25ポイント、図表8)。半面、利下げなしと予想する参加者が3人から7人に増えており、トランプ関税の影響に対する見方は分かれている。続く26年と27年にはそれぞれ1回ずつの利下げが見込まれ(26年は2回から1回に減少)、27年末までの回数の合計は5回から4回へと減少している。

(図表5) 政策金利(FFレートの誘導目標)



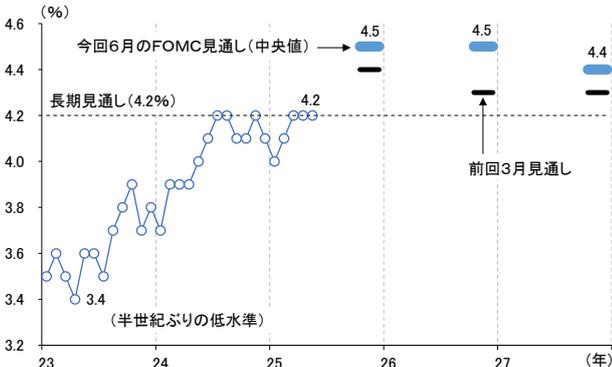
(備考) 1. 見通しは当研究所の予測
2. FOMC資料より作成

(図表6) 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7) 失業率(米国)



(備考) 米労働省、FOMC資料より作成

(図表8) FOMC参加者の政策金利見通し

	25年末	26年末	27年末	長期
4.5%	7人			
4.0%	2人	1人		
3.5%	8人	5人	2人	2人
3.0%	2人	4人	3人	4人
2.5%		5人	6人	1人
2.0%		2人	3人	4人
		1人	3人	4人
		1人	2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～25年1～3月期は高成長。4～6月期はトランプ関税の反動が見込まれる

1～3月期は個人消費の伸びが鈍化

25年1～3月期のユーロ圏実質GDP(確定値)は前期比年率2.5%増と、5月発表の改定値から上方修正された。需要項目別にみると、利下げ効果もあって設備投資が含まれる総固定資本形成(同9.0%増)や住宅投資(同2.8%増)が伸びている(図表9)。また、トランプ関税発動前の駆け込みの影響などで輸出(同7.6%増)と輸入(同5.8%増)がどちらも大幅に増えている。

半面、GDPの半分以上を占める個人消費は同0.8%増と伸びが鈍化している。貿易摩擦による先行き不透明感が消費者マインドを下押ししているとみられ、6月のユーロ圏消費者信頼感指数も▲15.3と、24年後半から続く低下傾向に歯止めがかかっていない(図表10)。

(図表9) 実質GDP成長率(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		
		1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	
実質GDP (100.0)	0.2	1.0	0.9	1.6	1.2	2.5	105.8
個人消費 (52.7)	0.1	1.8	0.4	2.1	1.9	0.8	103.4
住宅投資 (5.2)	-3.9	-5.6	-6.0	-2.9	0.6	2.8	102.5
総固定資本形成 (15.7)	7.7	-8.0	-10.5	11.1	3.7	9.0	94.6
在庫投資 ・不突合	(-1.6)	(-1.1)	(0.6)	(2.5)	(-1.0)	(-0.6)	—
政府支出 (22.1)	3.0	1.2	3.8	3.0	1.7	-0.1	111.8
輸出 (51.3)	1.3	2.9	8.6	-6.1	-0.0	7.6	111.2
輸入 (47.1)	1.0	-2.4	6.4	1.8	-0.5	5.8	105.8

- (備考) 1. シャドローは伸び率がマイナス(ただし輸入はプラス部分)
 2. ()内の数値は24年の実質GDPに対するシェア
 3. 総固定資本形成には設備投資や公共投資などが含まれる(住宅投資は除く)。在庫投資は寄与度
 4. コロナ前回復率は直近GDPと19年10～12月期を比較
 5. Eurostatより作成

(図表10) 小売売上高と消費者マインド(ユーロ圏)



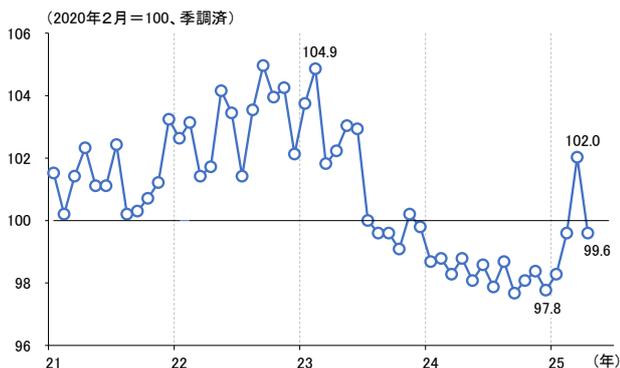
- (備考) Eurostat、欧州委員会資料より作成

先行き不透明感の高まりから企業マインドは弱含む

他方、輸出入は駆け込み需要の反動で、4月以降大幅な減少が見込まれる。ユーロ圏の鉱工業生産指数をみても、3月に大きく上昇(前月比2.4%増)した後、4月は急低下(同2.4%減)しており、トランプ関税の影響を強く受けていることが分かる(図表11)。

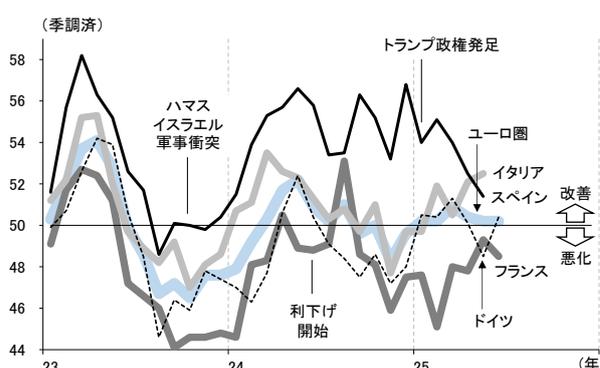
こうした中、6月のユーロ圏購買担当者景気指数(PMI、総合)は50.2と、先行き不透明感の高まりから景況感の分かれ目となる50に近づいている(図表12)。なかでも、フランスは50を下回った状態が長く続いており、高水準を続けてきたスペインも年明け以降急低下している。

(図表11) 鉱工業生産指数(実質、除く建設、ユーロ圏)



- (備考) Eurostatより作成

(図表12) 購買担当者景気指数(PMI、総合)



- (備考) S & P グローバル資料より作成

4. 金融情勢(ユーロ圏)～ECBが7会合連続で利下げ。利下げ打止めが近いことを示唆

ラガルド総裁は金融政策が「良好な位置にある」と繰り返し発言

ECB(欧州中央銀行)は6月5日の理事会で、7会合連続となる政策金利の引下げを決めた(反対1名、図表 13)。トランプ政権の関税強化による景気や物価の下振れリスクが意識されたとみられる。声明文では「データに依存し、会合ごとに決定する」というこれまでのスタンスが維持されている。一方、ラガルド総裁は理事会後の記者会見で「危機対応の金融政策サイクルは終わりに近づいている」との認識を示したほか、金融政策は「良好な位置にある」と繰り返し述べなど、利下げの打止めが近いことを示唆している。

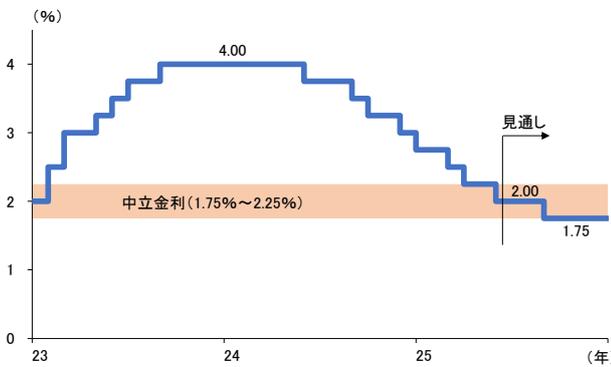
こうした発言も踏まえ、当研究所では次回7月会合での利下げを見送った後、9月会合での追加利下げを最後に利下げサイクルは終了するとみている。他方、量的引締め(QT)については、従来方針から変更はない(図表 14)。

インフレ見通しは下方修正。トランプ関税の影響で上下に振れる可能性を指摘

ECBが6月理事会後に公表した新たな見通しでは、エネルギー価格の下落やユーロ高などを反映して、25年と26年のインフレ率(総合指数)がいずれも0.3%ポイント下方修正された(図表 15)。他方、ユーロ圏の成長率見通しは前回3月からほとんど変更されていない(図表 16)。短期的には貿易政策を巡る不確実性の高まりが輸出と投資の重荷となる半面、中期的にはこれまでの利下げや国防・インフラ投資強化策などが成長を支えていくとの見方を示している。

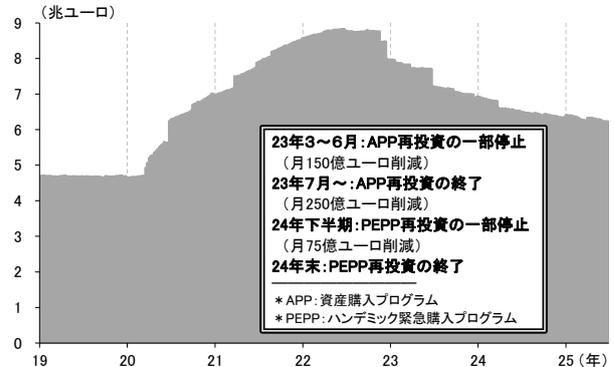
もっとも、ラガルド総裁は会見で「大きな不確実性に直面している」とも述べており、貿易摩擦の展開次第で成長率やインフレ率が大きく揺さぶられる可能性がある。こうした中、ECBもベースラインのシナリオとは別に、貿易摩擦が早期に収束する「マイルドシナリオ」と、貿易摩擦がさらに激化する「シビアシナリオ」の2つを提示している。

(図表 13) 中銀預金金利(ECB)



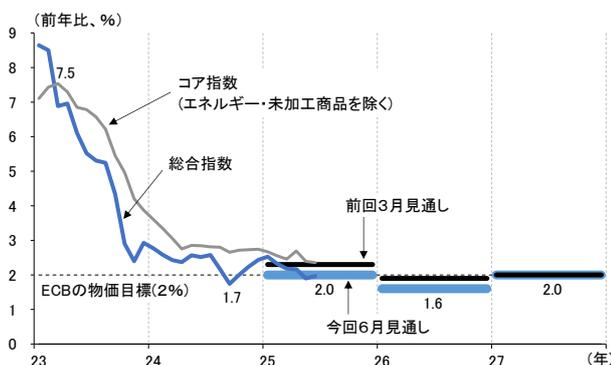
(備考) 1. 見通しは当研究所の予測。中立金利はECBの試算値
2. ECB資料より作成

(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) ECBの経済見通し(ユーロ圏、シナリオ別)

(単位: %)		24年	25年(予測)	26年(予測)	27年(予測)	想定
マイルドシナリオ	経済成長率	0.8	1.2	1.5	1.4	米国とEU間の2国間関税は撤廃(米中も関税を引下げ)。貿易政策の不確実性は18年以前のレベルまで急速に低下
	インフレ率	2.4	2.0	1.7	2.1	
ベースラインシナリオ	経済成長率	0.8	0.9(+0.0)	1.1(▲0.1)	1.3(+0.0)	関税の一時停止はすべて継続される。EUは報復せず(中国は報復)。貿易政策の不確実性は徐々に低下するも高止まる
	インフレ率	2.4	2.0(▲0.3)	1.6(▲0.3)	2.0(+0.0)	
シビアシナリオ	経済成長率	0.8	0.5	0.7	1.1	米国の関税が全面的にさらに引き上げられる。EUも報復措置を実施。貿易政策の不確実性が持続的に高まる
	インフレ率	2.4	2.0	1.5	1.8	

(備考) 1. カッコ内は前回3月見通しとの差。インフレ率はHICP総合
2. ECB資料より作成

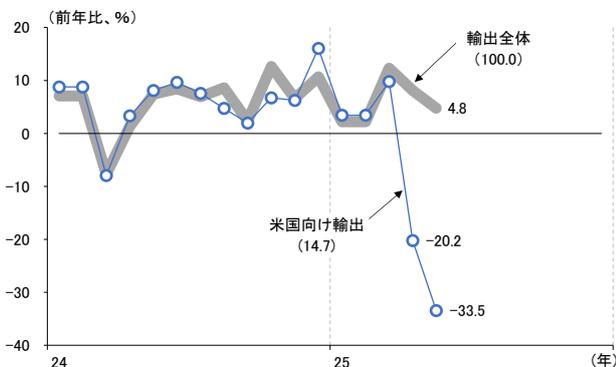
5. 中国経済～米中貿易摩擦の激化や長期化によって、先行き輸出全体が下押される恐れも

米中貿易摩擦の影響で米国向け輸出が足元急減

中国海関総署が発表した貿易統計をみると、5月の名目輸出(元建て)は前年比 4.8%増と伸びが鈍化しているものの、前年割れにはなっていない(図表 17)。もっとも、米国向け輸出に限定すると、4月(同 20.2%減)、5月(同 33.5%減)と2か月連続で前年を大幅に下回っており、トランプ政権による関税強化の影響が如実に表れている。今のところ、ASEAN向け輸出などが下支え役となり輸出全体は底堅く推移しているが、先行き米中貿易摩擦の激化や長期化などによって影響が出てくる可能性もあり注意が必要である。

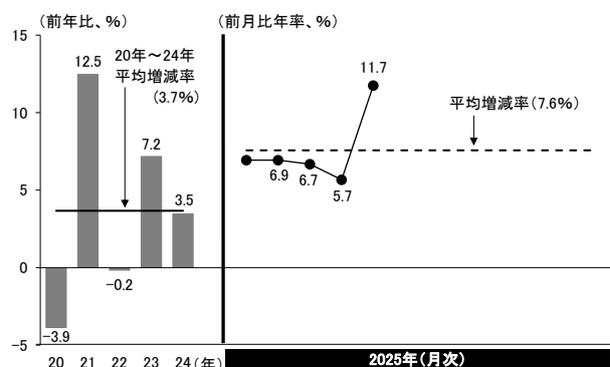
他方、5月の名目小売売上高は前月比年率 11.7%増(当研究所試算)と、4月(同 5.7%増)から伸び率が大幅に高まった(図表 18)。政府の買替え支援策の効果によって家電製品や通信機器などの売れ行きが好調であり、全体を押し上げている。ただし、こうした支援策による消費の拡大は需要の先食いの性質を持っていることから、その持続性には疑問が残る。

(図表 17) 名目輸出(中国)



(備考) 1. ()内の数値は2024年の輸出額全体に占めるシェア
2. 元建てで計算。中国海関総署資料より作成

(図表 18) 名目小売売上高(中国)

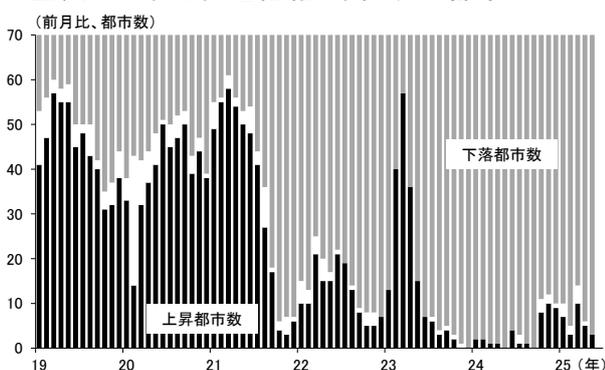


(備考) 1. 1月と2月は両月の平均値を使用
2. 中国国家统计局資料より作成

低金利の中でも住宅市場は低迷

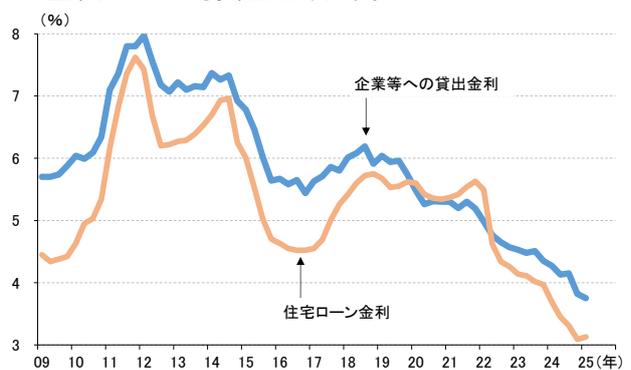
かかる状況下、住宅市場の動向が個人消費の先行きを左右する重要な要素となろう。市場の需給をより反映しやすい中古住宅の価格をみると、5月に上昇した都市数は3都市にとどまり、2か月連続で減少している(図表 19)。また、5月の70都市平均価格も前月比▲0.5%と下落幅が再び拡大するなど、下押し圧力は弱まっていない。政策金利の引下げなどによって、足元の住宅ローン金利(加重平均)は過去最低水準で推移しているものの、住宅ローンの増加などには結び付いていない(図表 20)。当分の間、住宅価格の下落を通じた消費マインドの低下(逆資産効果)によって、個人消費は弱い動きを続けるとみている。

(図表 19) 中古住宅価格(中国、70都市)



(備考) 中国国家统计局資料より作成

(図表 20) 平均貸出金利(中国)



(備考) 1. 加重平均金利
2. 中国人民銀行資料より作成

<国内経済・金融情勢>

1. 日本経済は米トランプ政権の政策等による先行き不透明感が重荷に

1～3月の実質GDP(2次速報)は前期比0.0%減(年率0.2%減)で上方修正も、マイナス成長は変わらず。5月の景気動向指数の基調判断は「悪化」へ引き下げも

1～3月の実質GDP(2次速報)は前期比0.0%減(年率0.2%減)で1次速報の0.2%減(同0.7%減)から上方修正されたが(図表21)、4四半期ぶりのマイナス成長は変わらなかった。上方修正は、石油等の原材料在庫などの上振れで民間在庫変動の寄与度が0.3%ポイントから0.6%ポイントへ引き上げられた影響が大きい。また、個人消費は同0.0%増から0.1%増へ小幅に上方修正されたが、設備投資や公的需要は下方修正されている。外需の寄与度は1次速報の▲0.8%ポイントと同じだった。一方、在庫を含まない最終需要は、前期比0.7%減と1次速報の0.5%減から下方修正され、マイナス幅が拡大した。

5月の国内経済を景気動向指数(CI)からみると、一致系列は、鉱工業生産、投資財・耐久消費財出荷等が改善した一方、有効求人倍率、商業販売額、輸出数量等が悪化したため、速報では前月より0.1ポイント程度低下すると予測する。低下すれば、基調判断が「下げ止まり」から景気後退の可能性が高いことを示す「悪化」へ引き下げられる公算が大きい。先行系列は、新規求人数、住宅着工等が悪化した一方、在庫率、消費者態度指数等が改善し、1.1ポイント程度上昇すると予測する。過度な景気懸念は後退しているが、米トランプ政権の政策等による不確実性は高く、輸出・生産の下振れ、企業収益の悪化、設備投資の先送りなどから国内経済は力強さを欠いた推移が続く恐れがある。

企業の景況感は総じて横ばい圏で推移

5月の実質輸出は前月比0.0%減であり、前月の水準をほぼ維持した。しかし、米国向け乗用車輸出は、台数が前年比3.1%減、価額は同24.2%の大幅な減少となった。北米向け乗用車の輸出物価(契約通貨ベース)が同18.9%低下しており、自動車メーカーはトランプ関税の負担増や円高で収益が圧迫されている。5月の鉱工業生産は前月比0.5%増加した。生産用機械等が押し上げたが、基調判断は「一進一退」に据え置かれた。6月は、経済産業省の試算値で同1.9%減と見込まれている。一部自動車メーカーが中国のレアアース輸出規制の影響で生産を停止するなど、各国の通商政策の影響も散見される。

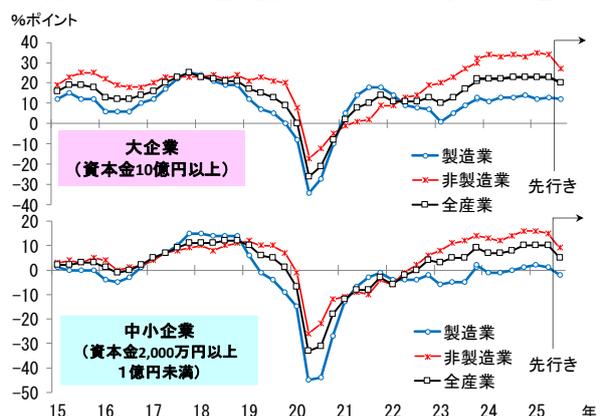
企業の景況感を日銀『短観(6月調査)』業況判断DI(良いー悪い)でみると、大企業製造業は+13で前回より1%ポイント上昇、非製造業は+34で1%ポイント低下した(図表22)。製造業は、自動車は+8で前回より5%ポイント低下したが、素材業種が上昇するなど、小幅に改善した。全産業では、中小・大企業ともに前回から横ばいであり、景況感は底堅い。ただ、25年度(計画)の經常利益(全規模全産業)は前年度比5.7%減で大企業の加工業種等が大幅に下方修正されており、米関税政策・円高等の影響には留意を要する。

(図表21) 1～3月のGDP統計の改定状況

需要項目 <前期比、【】は年率換算、()は寄与度>	(%、%ポイント)	
	1次速報値 (5月16日公表)	2次速報値 (6月9日公表)
名目GDP	0.8【3.1】	0.9【3.6】
実質GDP	▲0.2【▲0.7】	▲0.0【▲0.2】
民間需要		
民間最終消費支出(個人消費)	0.0	0.1
民間住宅(住宅投資)	1.2	1.4
民間企業設備(設備投資)	1.4	1.1
民間在庫変動	(0.3)	(0.6)
公的需要		
政府最終消費支出	▲0.0	▲0.5
公的固定資本形成(公共投資)	▲0.4	▲0.6
公的在庫変動	(0.0)	(0.0)
財貨・サービスの純輸出	(▲0.8)	(▲0.8)
財貨・サービスの輸出	▲0.6	▲0.5
財貨・サービスの輸入	2.9	3.0

(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製造業を中心にやや鈍化

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、4~5月(平均)は前期(1~3月)比3.5%減少した。高めの伸び率となった前期の反動で落ち込んでいる。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、4月は前月比 9.1%減少した。前月の大型案件の反動減の影響が大きく、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)が同 11.8%減少し、製造業も同 0.6%減でともにマイナスとなった。

25 年度の設備投資計画(日銀『短観(6月調査)』)は、全規模全産業(含む土地投資額)で前年度比 6.7%増となり、24 年度の計画(24 年6月調査)の伸び率(8.4%)を下回った(図表 23)。特に、製造業は 12.4%増と伸び率は高いが、24 年度の計画(17.2%)より鈍化した。設備投資は、人手不足等に伴う省力化投資やDX・ソフトウェア投資等の下支えで底堅く推移しよう。ただ、米関税政策等の影響による先行き不透明感の高まり、海外需要や企業収益見通しの下振れなどを反映して、設備投資が慎重化する可能性がある。

個人消費は緩やかに回復。インバウンド消費に一服感も

個人消費について、4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 1.8%減で3か月ぶりにマイナスとなった。前年比は 0.1%減で葬儀関係費・仕送り金・贈与金等が押し下げた。住居等を除くベース(仕送り金・贈与金や自動車等購入も除く)も 0.1%減少している。一方、実質消費活動指数(旅行収支調整済)は前月比 0.2%増加した(図表 24)。新車販売台数の前月の落ち込みの反動増で耐久財などが増加し、個人消費は緩やかに回復している。

5月は、小売業販売額が前月比 0.2%減少した。燃料価格の低下に加え、降水量が例年より多く、買物等の外出控えも影響した可能性がある。インバウンドは、訪日外客数が前年比 21.5%増の 369.3 万人となった。客数が多い韓国、中国、台湾等で5月の過去最高を更新した。しかし、全国百貨店売上高のインバウンド(免税売上)は同 40.8%減で下落幅が拡大し、3か月連続のマイナスとなった。購買客数が 38 か月ぶりに前年を下回り、円高も影響して高額商材が振るわず客単価が減少するなど、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

米関税政策について、足元、自動車等の国内メーカーが追加関税分を一部負担しているものと見込まれ、先行きは、米国での販売価格への転嫁が進む可能性がある。米国市場での収益悪化や日本製品の需要減による輸出・国内生産の下振れが、徐々に顕在化する恐れがある。

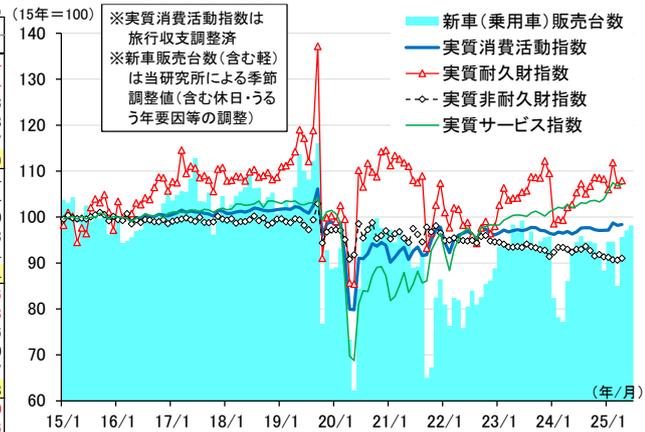
先行き、国内経済は賃金上昇やインフレ率の鈍化などが下支えしよう。しかし、日米関税交渉の難航や関税品目の拡大・関税率の引上げ、世界経済の減速、サプライチェーンの混乱などの懸念から先行き不透明感は強い。賃上げ機運や消費者マインドの後退、設備投資の先送りなどに影響が及ぶ可能性があり、国内経済は緩慢な回復基調をたどるものと見込まれる。

(図表 23) 設備投資計画(日銀『短観』)

調査年月	企業規模別			前年度比増減率, %		
	全産業	製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業
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
実績	7.5	7.3	7.6	7.5	7.3	7.8
25年度						
25年3月	0.1	5.4	-2.9	3.1	0.3	-10.0
25年6月	6.7	12.4	3.6	11.5	3.4	-5.6

(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) 実質消費活動指数・新車販売台数



(備考) 日本銀行「消費活動指数」、自販連・全軽自協資料より作成

2. 日銀は政策金利を据え置き、当面、各国の通商政策等の影響を見極めへ

日銀は政策金利を据え置き、26年4月以降の国債買入の減額幅を縮小

日銀は、6月16～17日の金融政策決定会合で、政策金利(無担保コールレート翌日物)を0.5%程度で推移するように促す現行の金融政策を据え置いた。一方、実質金利は極めて低く、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引き続き政策金利を引き上げる姿勢を維持している。基調的な物価上昇率は、各国の通商政策等による成長ペースの鈍化を受けて一旦伸び悩むが、「展望レポート」の見通し期間の後半(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見込んでいる。

長期国債買入れの減額計画は、中間評価によって26年1～3月まで月間買入れ額を毎四半期4,000億円程度ずつ減額する現状の方針を継続し、26年4月以降は減額幅を同2,000億円程度に縮小することを決定した。買入れ額は、25年4～6月の月間4.1兆円程度から27年1～3月には同2.1兆円程度に減額される。26年6月の会合で、今回の減額計画の中間評価と27年4月以降の買入れ方針が示される。参院選を控えた財政拡張への懸念や生保の新資本規制対応による超長期国債買入れ一巡などから、国債金利が不安定化したため、日銀は減額ペースを緩めることで国債市場の安定に配慮した。

5月の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比上昇率は生鮮食品を除く食料等が押し上げて3.7%へ加速

5月の国内企業物価の前年比上昇率は3.2%で前月の4.1%から減速した。前月比は0.2%低下しており、政府による電気・ガス代補助の一旦終了や再エネ賦課金の引上げが押し上げに寄与したが、ガソリン等の石油製品が押し下げた。また、輸入物価は前年比10.3%低下した。契約通貨ベースも同4.7%低下しており、前月比は原油・液化天然ガス等の押下げで1.2%低下した。先行き、世界的な景気減速による需給緩和などが物価上昇率の押下げに寄与する一方、中東情勢等の地政学リスクには引き続き留意を要する。

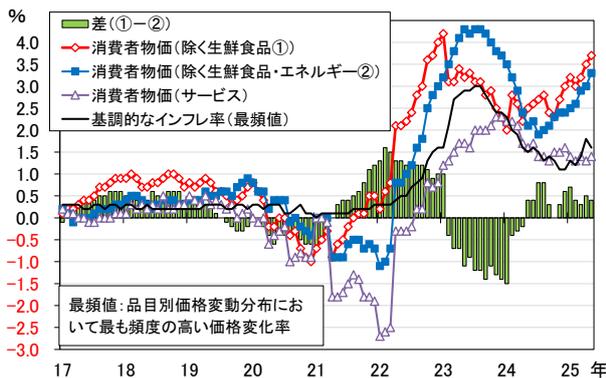
5月の消費者物価の前年比上昇率は、生鮮食品を除く総合が3.7%で前月の3.5%から加速した(図表25)。米等の食料(除く生鮮食品)が押し上げており、食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合は1.6%で1%台半ばでの推移が続いている。先行き、食料の値上げが一服し、世界的な景気減速による需給緩和や円高が進めば、インフレ圧力が徐々に緩和すると見込まれる。

日銀は、各国の通商政策等の影響を見極めるため、当面、様子見姿勢へ

4月の実質賃金は前年比2.0%減で4か月連続のマイナスとなった(図表26)。名目賃金は同2.0%増であり、物価高で賃金が目減りしている。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、名目増加率が同2.5%となった。3%近辺で推移していた24年後半頃に比べると増勢は鈍化している。

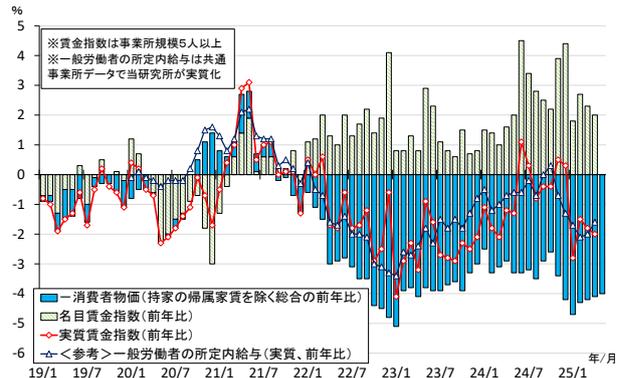
日銀は、先行きの不確実性は極めて高いとしており、各国の通商政策等が実体経済に及ぼす影響を見極め、高い賃上げ率の持続性や予想物価上昇率の動きなどを判断するために、当面、様子見姿勢を維持するものと見込まれる。

(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 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 6月30日	25年7～9月	10～12月	26年1～3月	4～6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)	3.798	3.40～4.10	3.10～3.80	2.80～3.50	2.50～3.20
	国債(10年)	4.230	3.80～4.50	3.50～4.20	3.20～3.90	2.90～3.60
	NYダウ平均(ドル)	44094.77	41500～45500	40500～44500	39500～43500	38500～42500
ユ ー ロ 圏	中銀預金金利(期末)	2.00	1.75	1.50	1.25	1.00
	国債(ドイツ10年債)	2.605	2.30～2.80	2.10～2.60	1.90～2.40	1.70～2.20
	ユーロ・ストックス50	5303.24	5150～5550	5050～5450	4950～5350	4850～5250
日 本	無担保コール翌日物	0.477	0.45～0.55	0.45～0.55	0.45～0.55	0.45～0.55
	TORF(3か月)	0.484	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)	0.980	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)	1.420	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)	2.345	2.10～2.70	1.90～2.50	1.70～2.30	1.50～2.10
	日経平均株価(円)	40487.39	37500～41500	36500～40500	35500～39500	34500～38500
為 替	円/ドルレート	144.14	140～150	135～145	130～140	125～135
	円/ユーロレート	168.95	163～173	158～168	153～163	148～158

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。

< 7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
春闘による賃上げの動きを反映して、名目賃金の前年比上昇率が高まるか注目される。5月の消費者物価(持家の帰属家賃を除く総合)の上昇率は前年比4.0%と高水準であり、5か月連続でマイナスになる公算が大きい。

②貿易統計 . . . 17日
5月は、輸出が米国向け自動車の落込みの影響から、前年比で8か月ぶりのマイナスとなった。引き続き、トランプ関税が自動車輸出に影響を及ぼしているか、要注目といえる。

③全国消費者物価 . . . 18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(6月中旬)は3.1%となり、前月の3.6%から低下した。東京都による水道の基本料金無償化がインフレ率の鈍化に寄与した。生鮮食品を除く食料は、伸び率が拡大しており、全国のインフレ率は高止まりすると見込まれる。

④日銀金融政策決定会合 . . . 30~31日
米トランプ政権の政策などの影響で不確実性が高い状況が続いており、政策金利は据え置かれよう。展望レポートで示される日銀の経済・物価見通しにも注目が集まる。

(米国、海外)

⑤雇用統計 . . . 3日
非農業部門雇用者数は前月差11万人程度の増加が見込まれている。米労働市場の軟化を示す結果になれば、FRBの年内利下げ観測が一段と高まる可能性がある。

⑥消費者物価指数 . . . 15日
5月の消費者物価指数は市場予測を下回り、関税政策によるインフレ懸念が後退した。関税引上げによる物価への影響をみるうえで、引き続き注目される。

⑦ECB政策理事会 . . . 24日
ラガルド総裁などは利下げの打止めを示唆している。トランプ関税を巡る不確実性が高く、状況を見極めるために、7月の利下げはいったん見送られよう。

⑧FOMC . . . 29~30日
トランプ大統領はFRBに利下げを求めているが、パウエルFRB議長などは7月の利下げに慎重な姿勢を示している。インフレへの警戒から、様子見姿勢を維持する公算が大きい。

(日本)

発表日	経済指標・注目材料等
1日	日銀短観(6月) 消費動向調査(6月) 自動車販売(6月)
4日	家計調査(5月)
7日	①毎月勤労統計(5月速報) 景気動向指数(5月速報)
8日	国際収支(5月) 景気ウォッチャー調査(6月)
9日	マネーストック統計(6月)
10日	企業物価指数(6月)
14日	機械受注(5月) 第3次産業活動指数(5月)
17日	②貿易統計(6月速報)
18日	③全国消費者物価指数(6月)
25日	企業向けサービス価格指数(6月) 都区部消費者物価指数(7月中旬)
30日	④日銀金融政策決定会合(～31日)
31日	日銀展望レポート 鉱工業生産(6月速報) 商業動態統計(6月速報) 住宅着工統計(6月) 消費動向調査(7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(6月)
3日	ISM非製造業景気指数(6月) 貿易収支(5月) 製造業受注(5月) ⑤雇用統計(6月)
15日	⑥消費者物価指数(6月)
16日	生産者物価指数(6月) 鉱工業生産・設備稼働率(6月)
17日	小売売上高(6月)
18日	住宅着工件数(6月) ミシガン大学消費者態度指数(7月速報)
24日	⑦ECB政策理事会
25日	耐久財新規受注(6月)
29日	⑧FOMC(～30日) 消費者信頼感指数(7月)
30日	米4~6月GDP統計(速報値) ユーロ圏4~6月GDP統計(速報値)
31日	個人所得・消費(6月) 米4~6月雇用コスト指数
毎週木	新規失業保険申請件数