金利・為替見通し
No.2025－5

（2025.8.4）

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、ＥＣＢ、日銀ともに政策金利を据え置くも、金融政策の方向性は三者とも異なる

７月はＦＲＢ、ＥＣＢともに政策金利を据え置いた。ただ、ＦＲＢでは利下げを求めて反対票が投じられたのに対し、ＥＣＢでは利下げサイクルの終了が意識されるなど、両者の置かれている状況は異なる。日銀も７月の金融政策決定会合で金融政策の据置きを決めている。もっとも、実質金利が極めて低いことなどを理由に、利上げ姿勢は崩していない。また、同時に公表された「展望レポート」では、日米関税交渉が合意に達したにもかかわらず、経済・物価見通しは概ね据え置かれた。当面、各国の通商政策等の影響を見極めるものと見込まれる。

日米金利差縮小観測の後退から円安が進む。日米関税合意でも円安の流れは変わらず

７月は日米金利差縮小観測の後退から円安が進んだ。米国ではトランプ関税に端を発するインフレ懸念が再燃したことなどから、利下げ時期が後ずれするとの見方が強まった。半面、日本では関税の影響を見極めるために利上げには踏み切りづらいとの見方が広まったため、円が売られた。下旬には日米関税交渉が合意に達したことで円高に振れる局面もあったが、その後も流れは変わらず、月末には１ドル 149 円台まで円安が進んだ。

１年先までの金利・為替見通し

ＦＲＢはインフレ再燃を、ＥＣＢは景気悪化を警戒。日銀は各国の関税交渉の影響を慎重に見極める姿勢

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 年入り後はトランプ関税の影響を受けて、ＦＲＢがインフレ再燃への警戒から利下げを見送る一方、ＥＣＢは景気悪化を懸念して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９月期に各１回の利下げをすると予想する。他方、日銀は各国の関税交渉の影響も慎重に見極めつつ、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（８月４日現在）

		25年 7月31日	25年8 ～ 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	4.00 ～ 4.25	3.75 ～ 4.00	3.75 ～ 4.00	3.50 ～ 3.75
	国債(5年)	3.973	3.40 ～ 4.10	3.30 ～ 4.00	3.30 ～ 4.00	3.20 ～ 3.90
	国債(10年)	4.376	3.80 ～ 4.50	3.70 ～ 4.40	3.70 ～ 4.40	3.60 ～ 4.30
	NYダウ平均(ドル)	44130.98	41000 ～ 45000	41000 ～ 45000	41500 ～ 45500	42000 ～ 46000
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)	2.693	2.40 ～ 2.90	2.30 ～ 2.80	2.30 ～ 2.80	2.20 ～ 2.70
	ユーロ・ストックス50	5319.92	5150 ～ 5550	5150 ～ 5550	5200 ～ 5600	5250 ～ 5650
日本	無担保コール翌日物	0.478	0.45 ～ 0.55	0.45 ～ 0.55	0.45 ～ 0.80	0.70 ～ 0.80
	TORF(3か月)	0.479	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)	1.085	0.90 ～ 1.30	0.90 ～ 1.30	0.90 ～ 1.50	1.15 ～ 1.55
	長期国債(新発10年債)	1.545	1.35 ～ 1.85	1.35 ～ 1.85	1.40 ～ 2.00	1.55 ～ 2.05
	超長期国債(新発20年債)	2.540	2.20 ～ 2.80	2.20 ～ 2.80	2.25 ～ 2.95	2.40 ～ 3.00
	日経平均株価(円)	41069.82	38000 ～ 42000	38000 ～ 42000	38500 ～ 42500	39000 ～ 43000
為替	円／ドルレート	149.40	143 ～ 153	140 ～ 150	137 ～ 147	134 ～ 144
	円／ユーロレート	171.06	165 ～ 175	162 ～ 172	159 ～ 169	156 ～ 166

（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。

＜7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、米関税政策によるインフレ再燃懸念から上昇した。上旬は、雇用統計等の経済指標が底堅かったことに加え、トランプ減税の恒久化を柱とする大型の減税・歳出法が米財政赤字を拡大させるという懸念や、日本を含む 14 か国に新たに通知した相互関税がインフレを引き起こすとの警戒から、上昇した。中旬は、6月のCPIの結果やカナダへの 35%の相互関税を受けて、米関税政策がインフレ再燃につながるとの懸念から大幅に上昇したが、持ち高調整の買いや米経済への先行き不透明感により、上昇が一服した。下旬は、日本やEUとの関税合意により景気下振れ懸念が後退し、上昇したが、FOMCや7月の雇用統計の内容を見極めたいという思惑や労働市場の軟化を示す指標などを受けて、買いが入った。長期金利は前月末比 0.146 ポイント上昇の 4.376%で終えた。

日本金利･･･長期金利（新発 10 年国債利回り）は、財政拡張への懸念や日米関税合意による先行き不透明感の後退で上昇した。上旬は、参院選後に財政政策が拡張的になるとの警戒感から超長期債が売られ、長期債の売りに波及して上昇した。米長期金利の上昇も国内債の売り材料となった。中旬は、参院選で与党が過半数を割り込めば、消費税減税などを掲げる野党と連立する可能性が強まることが意識されたことで、財政拡張への懸念が一層高まり、一時 1.595%と約 17 年ぶりの高さまで上昇した。その後、割安感を意識した買いが入り、低下に転じた。下旬は、日米の関税交渉が想定以上に低い関税率で妥結したとして先行き不透明感が後退し、日銀が利上げに動きやすくなるとの見方が強まって急上昇したが、持ち高調整の買いが入ると低下に転じた。月末の長期金利は前月末比 0.125 ポイント上昇して 1.545%、新発 20 年国債利回りは同 0.195%上昇して 2.540%になった。

為替相場･･･円の対ドル相場は、米国の利下げと日本の利上げ観測の後退から、円安が進んだ。上旬は、米景気指標の上振れや米関税政策によるインフレ懸念の再燃で米国の利下げ観測が後退した一方、米関税政策の影響を見極めるため日銀は利上げに踏み切りづらいとの見方から、日米金利差を意識した円売りが膨らんだ。中旬は、米CPIの伸び率が高水準であったことから早期の利下げ観測が一層後退し、日米金利差を意識した円売りが続いた。下旬には、日米関税合意により米関税政策の不透明感が薄れ、日銀の利上げ観測が高まったことで円が買い戻される場面もあったが、米長期金利が上昇すると円売りに転じた。月末の円の対ドル相場（銀行間直物、17 時時点）は 149 円 40 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、円安進行や日米関税合意を受けて上昇した。上旬は、6月末に4万円台に達するなど、短期的な過熱感を警戒した売りが幅広い銘柄に出て、下落した。半導体株高や円安が相場を支えた一方、米関税政策を巡る先行き不透明感が重荷となった。中旬は、円安が相場を下支えしたものの、米関税政策への警戒や参院選を巡る不透明感が重荷になり、一進一退で推移した。下旬は、日米関税合意により自動車株を中心に急上昇し一時4万 2,000 円台に乗せたが、その後短期的な過熱感を警戒した売りが優勢となった。月末の日経平均株価は前月末比 582.43 円上昇し、41,069.82 円で引けた。

＜海外経済・金融情勢＞

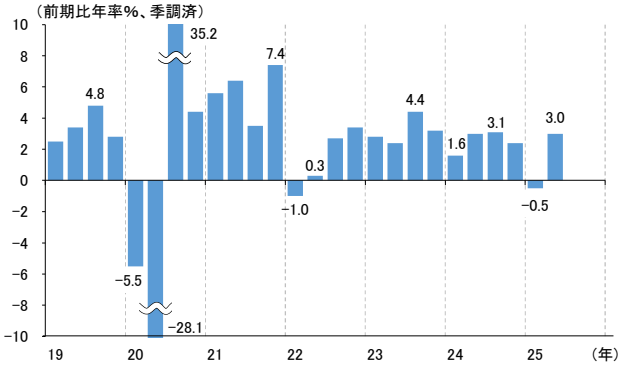
1. 米国経済～トランプ関税の反動で成長率は大幅プラス。一方、雇用者数は足元で急減

4～6月期の成長率は前期比年率 3.0%増。関税導入前の駆込みの反動が表れる

米商務省が発表した25年4～6月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率 3.0%増と、1～3月期（同 0.5%減）から増加に転じた（図表1）。トランプ政権の関税引上げを見込んだ動きの反動が、成長率を大きく押し上げた。

需要項目別にみると、関税導入前の駆込み需要の反動で輸入（前期比年率 30.3%減）が急減し、成長率の押上げ要因となった（図表2）。半面、輸入が減少したことで、設備投資（同 1.9%増）や在庫投資（年率寄与度：▲3.2%ポイント）は弱い動きとなっている。他方、個人消費は前期比年率 1.4%増と、1～3月期（同 0.5%増）からは加速したものの、不確実性の高まりによるマインド弱含みや雇用情勢の悪化などを受けて2四半期連続で低い伸びとなった。

（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）　（%）

	2024年				2025年		コロナ前回復率
	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	
実質GDP (100.0)	1.6	3.0	3.1	2.4	−0.5	3.0	112.9
個人消費 (68.9)	1.9	2.8	3.7	4.0	0.5	1.4	115.8
住宅投資 (3.4)	13.7	−2.8	−4.3	5.5	−1.3	−4.6	101.7
設備投資 (15.0)	4.5	3.9	4.0	−3.0	10.3	1.9	121.8
在庫投資	(−0.5)	(1.1)	(−0.2)	(−0.8)	(2.6)	(−3.2)	—
政府支出 (16.9)	1.8	3.1	5.1	3.1	−0.6	0.4	109.3
輸　出 (11.2)	1.9	1.0	9.6	−0.2	0.4	−1.8	106.1
輸　入 (15.6)	6.1	7.6	10.7	−1.9	37.9	−30.3	120.2

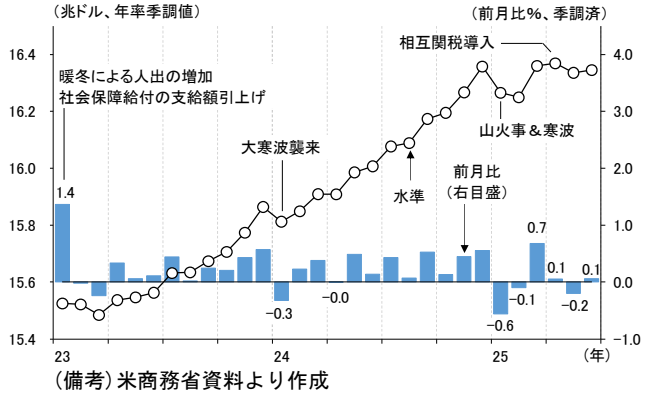
（備考）1. シャドーは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。在庫投資は寄与度
2. コロナ前回復率は直近ＧＤＰと 19 年 10～12 月期を比較
3. カッコ内数値は 24 年の実質ＧＤＰに対するシェア
4. 米商務省資料より作成

個人消費は足元横ばい圏内で推移。雇用情勢は急激に悪化

月次統計をみても個人消費の弱さが分かる。6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%増とわずかな増加にとどまり、相互関税が導入された4月以降ほぼ横ばいで推移している（図表3）。内訳をみると、6月は財支出が同 0.1%増と、5月（同 0.8%減）の大幅減からの反発力は弱く、サービス支出も3か月連続で同 0.1%増の低い伸びとなっている。

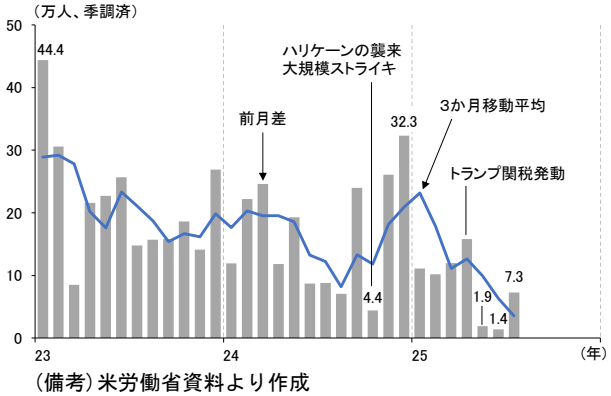
こうした中、雇用情勢の急激な悪化がサプライズとなった。7月の非農業部門雇用者数は前月差 7.3 万人増と市場予想を下回ったほか、5月（同 1.9 万人増）と6月（1.4 万人増）の数値が大幅に下方修正された（図表4）。トランプ関税の悪影響が雇用にまで及んできた可能性があり、先行き要注意である。

（図表3）実質個人消費（米国）



（備考）米商務省資料より作成

（図表4）非農業部門雇用者数（米国）



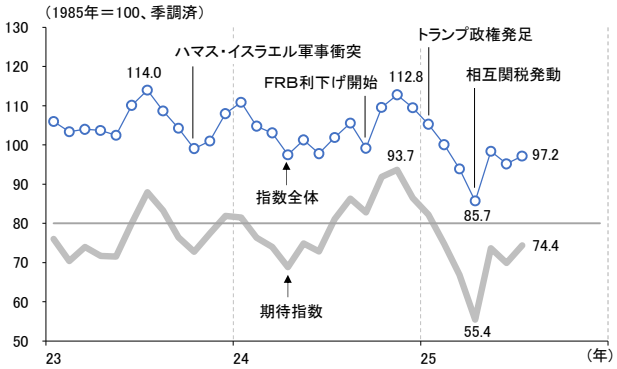
（備考）米労働省資料より作成

米国の成長率見通しは上方修正。ただし、トランプ関税前の予測値には届かず（IMF見通し）

他方、7月の消費者信頼感指数は 97.2 と、6月（95.2）から上昇に転じた（図表5）。ただ、水準は依然として低く、消費者マインドは弱含んでいる。今後6か月の見通しを反映する期待指数も 74.4 と、景気後退リスクの高まりを示すとされる 80 を6か月連続で下回っている。

なお、IMF（国際通貨基金）の最新見通しでは、米国の成長率が上方修正された（25 年：1.9%増、26 年：2.0%増、図表6）。米国の関税率が4月発表時よりも低い水準に落ち着いていることや、OBBB法（一つの大きな美しい法）が7月に成立したことなどが押上げ要因となった。ただ、上方修正されたとはいえ、トランプ関税導入前の予測値は大きく下回っている。中国など合意に至っていない国との交渉結果が米国経済の先行きを大きく左右することになろう。

（図表5）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6）IMFの最新見通し（25 年7月）

（%）

	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	3.0 (+ 0.2)	3.1 (+ 0.1)	115.0	—
米国 <26.4>	6.1	2.5	2.9	2.8	1.9 (+ 0.1)	2.0 (+ 0.3)	112.5	2.1
ユーロ圏 <14.8>	6.3	3.5	0.5	0.9	1.0 (+ 0.2)	1.2 (+ 0.0)	104.9	1.2
中国 <17.0>	8.6	3.1	5.4	5.0	4.8 (+ 0.8)	4.2 (+ 0.2)	126.7	—
日本 <3.6>	2.7	0.9	1.4	0.2	0.7 (+ 0.1)	0.5 (▲ 0.1)	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４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

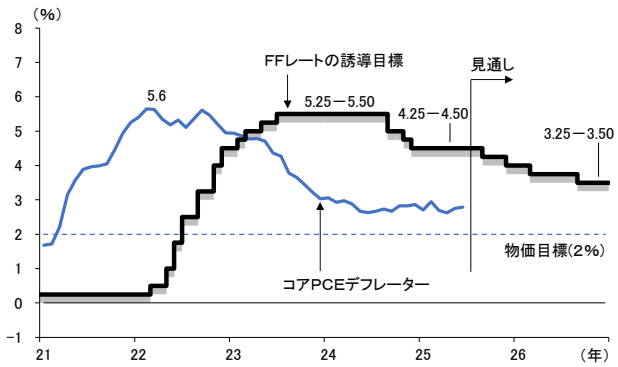
2. 金融情勢（米国）～7月も利下げは見送り。パウエル議長は引き続きインフレ再燃を警戒

利下げを求めて反対票を投じる理事がいるなど、FOMC内でも意見が分かれる

FRB（米連邦準備理事会）は、7月 29 日～30 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（5会合連続、図表7）。ただ、今回は正副議長を含む7人の理事のうち2人が利下げを求めて反対票を投じるなど、FOMC内でも意見が割れている。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（図表8）。

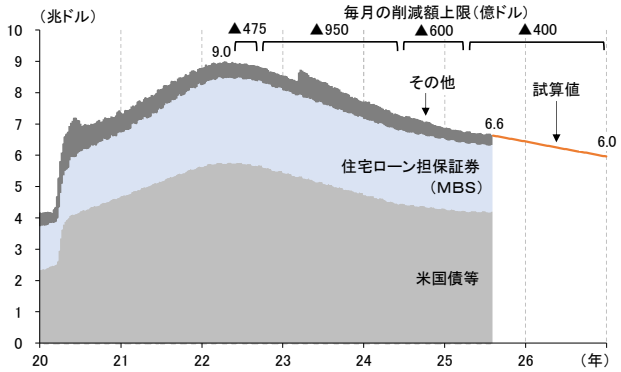
声明文には「最近の指標は年前半の経済活動の伸びが緩やかになっていることを示している」と記され、これまでの「堅調」から表現が見直された。また、パウエルFRB議長は会合後の記者会見で物価高の影響が「短期的なもの」となる可能性に言及する一方で、「関税の影響が持続するというリスクを分析し管理することも必要だ」とも指摘し、インフレ再燃に対する警戒感を緩めていない。

（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

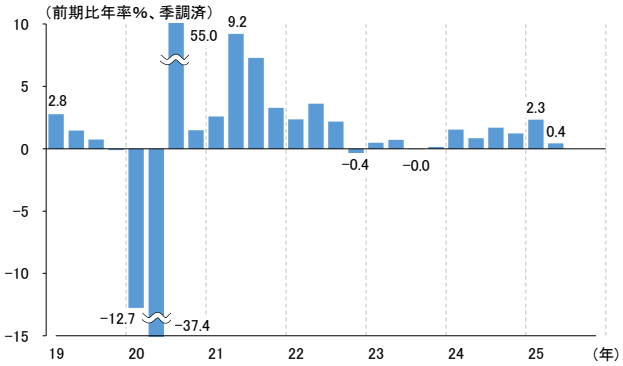
3. ユーロ圏経済～駆込み需要の反動で4～6月期は減速。半面、関税交渉合意は追い風

4～6月期の成長率は前期比年率 0.4%増。ドイツとイタリアがマイナス成長

EU(欧州連合)統計局が発表した 25 年4～6月期のユーロ圏実質GDP(速報値)は前期比年率 0.4%増と、1～3月期の同 2.3%増から急減速した(図表9)。トランプ関税導入前の駆込み需要の反動が成長率の押下げにつながったと考えられる。

主要国別にみると、4～6月期は域内最大の経済規模を誇るドイツ(前期比年率 0.3%減)とイタリア(同 0.3%減)が減少に転じている(図表 10)。一方で、フランス(同 1.2%増)が伸び率を高めたほか、スペイン(同 3.0%増)も高成長を維持しており、明暗がはっきりと分かれている。また、医薬品の駆込み輸出の反動などで、アイルランドが1～3月期(同 33.0%増)から減少(同 3.9%減)に転じたこともユーロ圏全体の成長率を押し下げた。

(図表9)実質GDP成長率(ユーロ圏)



(備考)Eurostat より作成

(図表 10)実質GDP成長率(ユーロ圏主要国)

(前期比年率%、季調済) (%)

	2024年				2025年		コロナ前回復率
	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	
ユーロ圏 (100.0)	1.5	0.8	1.7	1.2	2.3	0.4	106.0
ドイツ (26.8)	-0.4	-1.0	0.1	0.7	1.2	-0.3	100.3
フランス (20.6)	0.5	0.9	1.5	-0.4	0.6	1.2	105.1
イタリア (15.1)	0.6	0.9	-0.1	0.8	1.2	-0.3	106.3
スペイン (11.2)	4.3	3.1	2.8	2.9	2.5	3.0	108.8
[参考] 英国	3.7	1.8	0.0	0.4	3.0	—	104.2

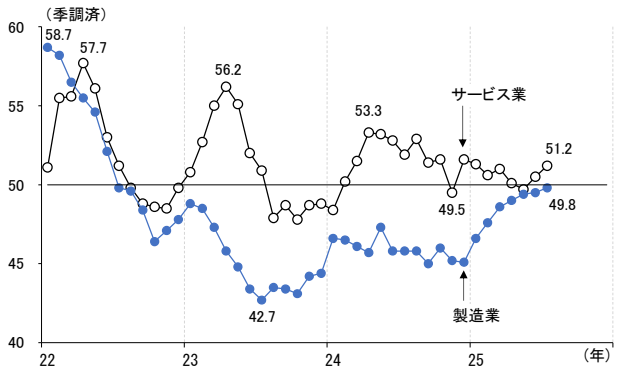
(備考)1. シャドーは伸び率がマイナスの部分。カッコ内の数値はユーロ圏の 24 年実質ＧＤＰを 100 とした各国のシェア
2. コロナ前回復率は直近ＧＤＰと 19 年 10～12 月期を比較
3. Eurostat、各国統計より作成

企業景況感の回復は続く。IMFの見通しは今後上方修正される可能性も

ただ、こうした状況下でも企業のマインド回復は続いている。購買担当者景気指数(PMI)をみると、製造業は利下げの効果などもあって年明けから上昇を続けており、景況感の分かれ目となる 50 が目前まで迫っている(図表 11)。

なお、IMF(国際通貨基金)が発表した最新見通しをみると、ユーロ圏の成長率は小幅に上方修正されている(図表 12)。財政支出の拡大などから 26 年の成長率は加速すると見込まれている。また、米国との関税交渉が合意に達したことで、成長率が予測値より上振れする可能性もあると言えよう。

(図表 11)購買担当者景気指数(PMI、業種別)



(備考)Ｓ＆Ｐグローバル資料より作成

(図表 12)IMFの最新見通し(25 年7月)

(%)

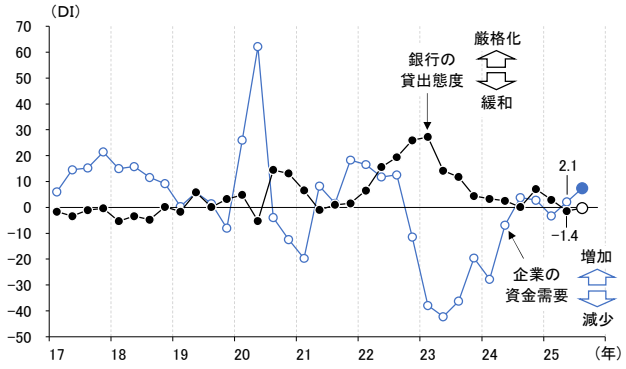
	21年	22年	23年	24年	25年(予測)	26年(予測)	コロナ回復率	潜在成長率
ユーロ圏 <100.0>	6.3	3.5	0.5	0.9	1.0 (+0.2)	1.2 (+0.0)	104.9	1.2
ドイツ <26.8>	3.7	1.4	▲0.3	▲0.2	0.1 (+0.1)	0.9 (+0.0)	100.3	0.5
フランス <20.6>	6.8	2.6	1.6	1.1	0.6 (+0.0)	1.0 (+0.0)	104.0	1.0
イタリア <15.1>	8.9	4.8	0.7	0.7	0.5 (+0.1)	0.8 (+0.0)	105.6	1.3
スペイン <11.2>	6.7	6.2	2.7	3.2	2.5 (+0.0)	1.8 (+0.0)	106.8	1.9

(備考)1. <>内の数値はユーロ圏全体の 24 年実質ＧＤＰを 100 とした場合の各国シェア。( )内の数値は前回４月見通しとの差。潜在成長率はＯＥＣＤ(25 年)を使用
2. コロナ回復率は 19 年と 24 年を比較したもの
3. ＩＭＦ「World Economic Outlook」より作成

資金需要は企業で弱く、家計で強い

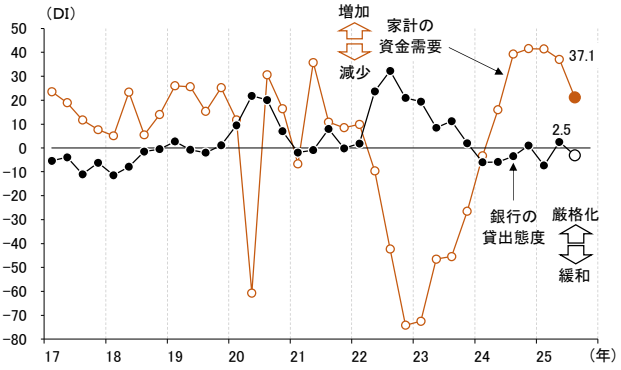
他方、企業の資金需要は回復が足踏みしている。ECBの銀行貸出調査によると、25年4～6月期における企業の資金需要DIは+2.1とプラスに転じた（図表13）。ただ、プラス幅はわずかであり、地政学リスクやトランプ政権の政策不確実性などが資金需要の重石になったとみられる。一方、同四半期の住宅ローンの資金需要DIは37.1と高水準が続いている（図表14）。貸出態度DIが厳格化に転じる中でも、資金需要の強い状況が続いている。

（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

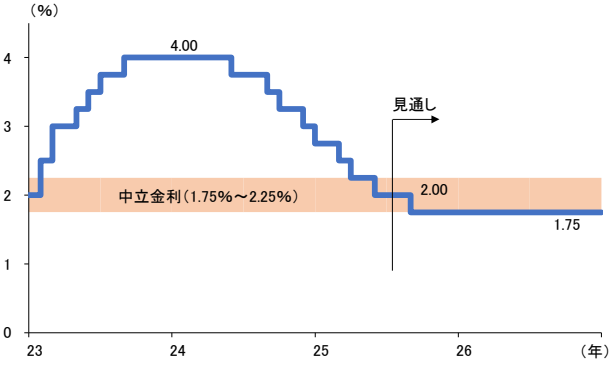
4. 金融情勢（ユーロ圏）～ECBが8会合ぶりに利下げを見送り。関税交渉合意でリスクも低下

次回9月会合を最後に利下げサイクルは終了すると見込む

ECB（欧州中央銀行）は7月 24 日の理事会において、8会合ぶりに政策金利の引下げを見送った（全会一致、図表 15）。声明文には「過去の利下げを一部反映し、厳しい世界環境の中で経済は全体として底堅さを見せている」と記されており、トランプ関税の影響が限定的であるとの見方を示している。他方、インフレ率については目標通りの水準にあると評価している。実際、直近7月のインフレ率（HICP）は総合指数が前年比＋2.0%と、2か月連続でECBの物価目標と一致している（図表 16）。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。

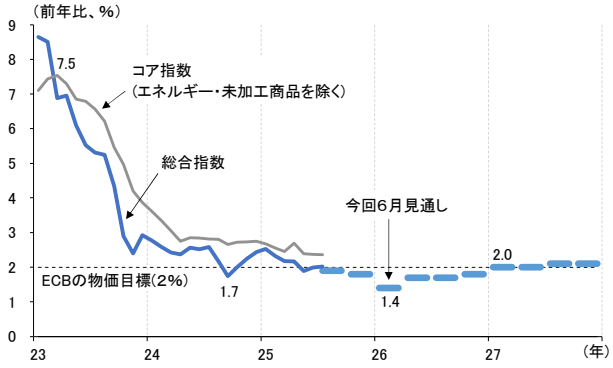
また、ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、リスクについて「依然として下向きに傾いている」とし、貿易摩擦の一段の高まりと、それに伴う不確実性に言及している。ただ、直後の7月 27 日にEU（欧州連合）は米国と関税交渉で合意に達している。「貿易を巡る不確実性が早期に解決されれば、対処しなければならない不確実性は軽減する」とラガルド総裁が発言した通り、足元で下振れリスクは急速に小さくなったと考えられる。こうした発言等も踏まえ、当研究所では次回9月会合での追加利下げを最後に利下げサイクルは終了するとみている。

（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

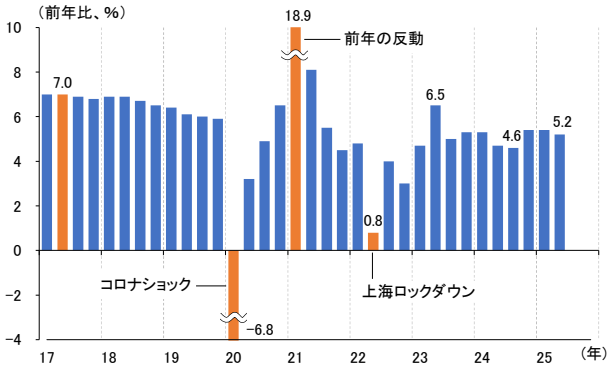
5. 中国経済～4～6月期成長率は前期比年率4.5%増。不動産問題や米中貿易摩擦が足かせ

25 年上半期と同程度の成長が下半期も実現できれば、政府目標5%を達成できる見込み

中国国家統計局が発表した 25 年4～6月期の実質GDP成長率は前年比5.2%増と、1～3月期(同 5.4%増)から小幅に低下した(図表 17)。また、先進国で一般的に用いられる前期比年率の成長率も 4.5%増(当研究所試算)と、1～3月期(同 4.9%増)から減速している(図表 18)。長引く不動産問題に加え、米国との貿易摩擦激化が成長率を押し下げている。

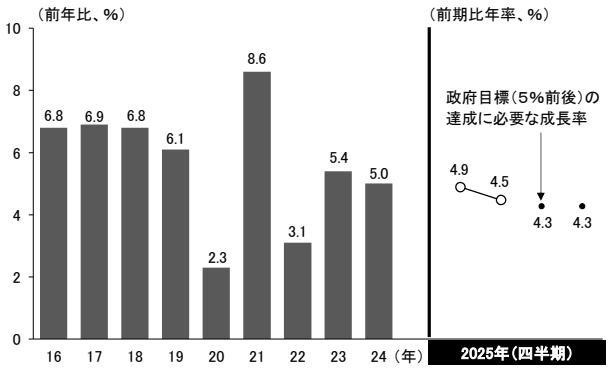
今回の結果を受けて、中国政府が年間目標(同5%前後)を達成するために必要となる成長率は、計算上、残りの2四半期平均で前期比年率 4.3%増程度となる。ハードルはやや上がったものの、25 年上半期と同程度の成長が実現できれば達成できる数値である。ただ、先行き米中貿易摩擦の影響が徐々に実体経済へも表れてくることから、目標達成は容易とは言えない。

(図表 17)実質GDP成長率(中国、前年比)



(備考)中国国家統計局資料より作成

(図表 18)実質GDP成長率(前年比＆前期比年率)



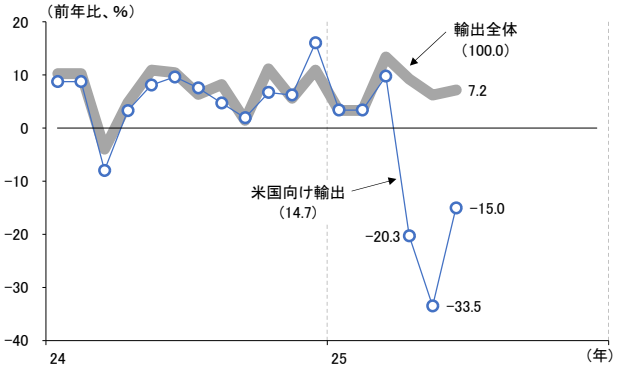
(備考)中国国家統計局資料より作成

米国向け輸出は弱含むも、輸出全体は底堅く推移

足元の統計にもトランプ政権による関税強化の影響が表れてきている。中国海関総署が発表した貿易統計をみると、米国向けの名目輸出(元建て)は4月(前年比 20.2%減)、5月(同 33.5%減)、6月(同 15.0%減)と、3か月連続で前年を大きく下回った(図表 19)。ただ、輸出全体は6月も同 7.2%増と、トランプ関税の影響を感じさせない底堅い動きをしている。ASEAN向け輸出の増加などが引き続き穴埋め役となっているが、迂回輸出の取り締まり強化などによって先行き急減する可能性もあることから注意する必要がある。

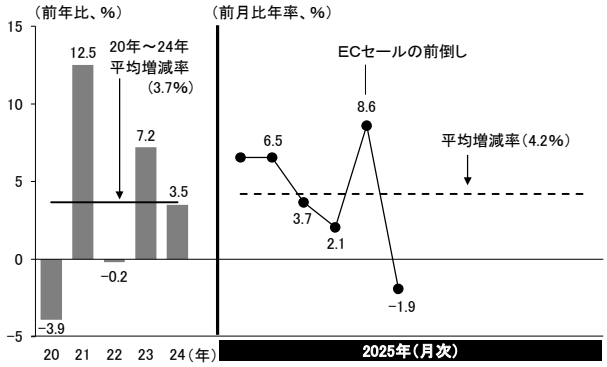
他方、6月の名目小売売上高は前月比年率 1.9%減(当研究所試算)と、今年に入って初めて減少した(図表 20)。大型ネット通販セール(618 商戦)の開催時期前倒しの反動や、政府の消費財買替え支援策の息切れなどが影響したとみられる。不動産問題や米中貿易摩擦などによる消費者マインドへの下押し圧力も続いているため、個人消費の本格回復には時間がかかるとみている。

(図表 19)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 20)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. 中国国家統計局資料より作成

＜国内経済・金融情勢＞

1. 日本経済は、日米関税合意で先行き不透明感が後退も、企業収益への影響が懸念

日米関税交渉、相互関税・自動車関税15%で合意

米トランプ大統領は7月 22 日に日本と関税交渉で合意したと発表した。内容は、①8月1日に実施を予定していた 25%の相互関税の税率を 15%へ、自動車・同部品に対する 25%の追加関税を 12.5%へ引下げ（原則、既存税率 15%未満の品目の関税率を一律 15%へ）、②日本による 5,500 億ドル（約 80 兆円）の対米投資、③米国産の自動車の認証手続き簡素化やコメ等の農産品などの輸入拡大などである。関税引下げ合意などを受けて、先行き不透明感が後退した。しかし、米国向けの多くの輸出品に対しては 15%の関税率、品目別では鉄鋼・アルミ等に 50%の追加関税率が課されるなど、日本企業が関税引上げ分の負担増や米国市場での値上げによる需要減少などの影響を被る点には引き続き留意を要する。

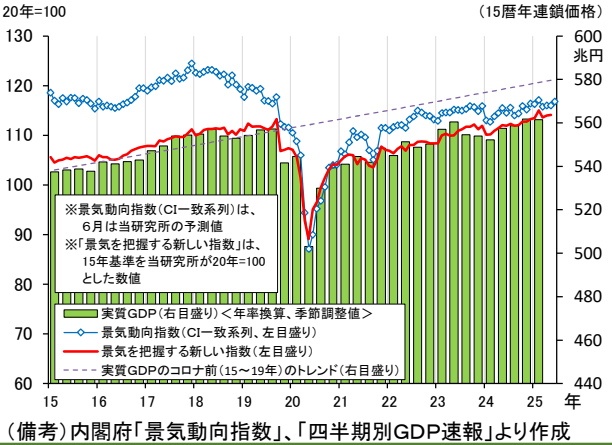
6月の国内経済を景気動向指数（CI）からみると、一致系列は、有効求人倍率等が悪化した一方、輸出・生産等が改善したため、前月より 0.8 ポイント程度上昇すると予測する（図表 21）。基調判断は、5月に速報で「悪化」へ引き下げられたが、改訂で算出に加わった労働投入量が改善し、「下げ止まり」に上方修正された。6月は「下げ止まり」に据え置かれよう。先行系列は、在庫率等が悪化したものの、住宅着工や消費者態度指数・株価等が改善し、1.3 ポイント程度上昇すると予測する。各国の対米関税交渉の進展などで過度な景気懸念が後退したものの、今後、トランプ関税が実体経済に及ぼす影響に留意を要する。

4～6月期の国内経済は緩やかな回復にとどまる公算

6月の実質輸出は前月比 3.2%増加したが、4～6月平均は前期比 0.0%増にとどまった（図表 22）。6月の米国向け乗用車輸出は、台数が前年比 4.6%増加したが、価額は同 25.3%減少した。北米向け乗用車の輸出物価（契約通貨ベース）が同 19.4%低下するなど、トランプ関税などで日本車メーカーの収益は圧迫されている。一方、6月の鉱工業生産は前月比 1.7%増加した。航空機向け部品等が押し上げた。基調判断は「一進一退」に据え置かれ、7月は、経済産業省の試算値で同 1.0%減と見込まれている。先行き、トランプ関税などの影響による輸出・生産への下押し圧力が顕在化するか注目される。

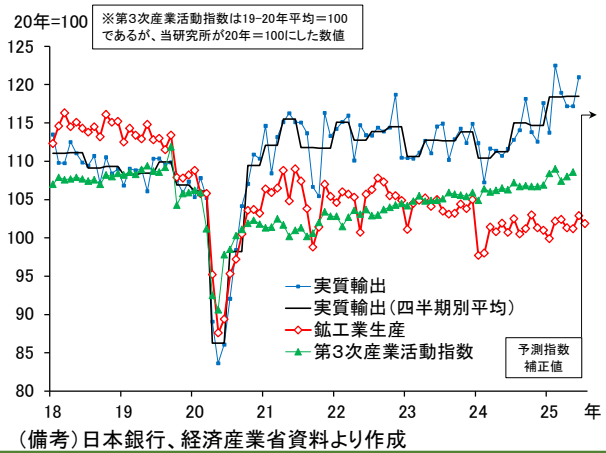
非製造業の活動を「第3次産業活動指数」からみると、4～5月平均は1～2月の上振れも影響して前期（1～3月）比横ばいにとどまった。実質GDPと連動性が高くなるように設計されている内閣府「景気を把握する新しい指数」は、4～5月平均が前期比横ばいであり、回復ペースは緩慢である（図表 21 参照）。6月は、景気動向指数（CI一致系列）の上昇が予想されて景気は底堅いものの、4～6月期の実質GDPは前期比で小幅な増加にとどまると見込まれる。

（図表 21）景気動向指数・実質GDPの推移



（備考）内閣府「景気動向指数」、「四半期別GDP速報」より作成

（図表 22）輸出、鉱工業生産、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

設備投資は人手不足に伴う省力化・DX投資等が下支えも、企業収益の下振れが懸念

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、6月は前月比7.5%増加した。4～6月平均は前期比 1.0%減少したが（図表 23）、水準はコロナ前を上回っており、底堅く推移している。

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、5月は前月比 0.6%減少し、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 1.8%増加したが、製造業の同 1.8%減が重荷となった。ただ、2か月連続のマイナスで4～5月平均は前期（1～3月）比0.5%減であるが、4～6月見通し（3月末時点）の同 2.1%減からは上振れている。また、手持月数（月末受注残高÷前3か月平均販売額）が 15.5 か月と高水準であり、生産・出荷等の遅れが設備投資の足かせになっている可能性がある。設備投資は、人手不足等に伴う省力化・DX・ソフトウェア投資等の下支えで底堅く推移しよう。各国の対米関税交渉が進展したが、米国向け輸出品の関税率引上げ等の負担増による企業収益の下振れなどの影響が懸念される。

個人消費の回復ペースは緩慢。インバウンド消費に一服感も

個人消費についてみると、5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 4.6%増、前年比も 4.7%増と高い伸び率となった。振れが大きい自動車購入が前年比で3%ポイント押し上げた影響が強いものの、パック旅行費などの教養娯楽サービスや外食等が底堅かった。一方、実質消費活動指数（旅行収支調整済）は前月比 0.3%減少している。サービスは同 0.4%増加したが、耐久財や非耐久財が減少したことが響いた。4～5月平均は前期（1～3月）比横ばいにとどまり、個人消費の回復ペースは緩慢である。

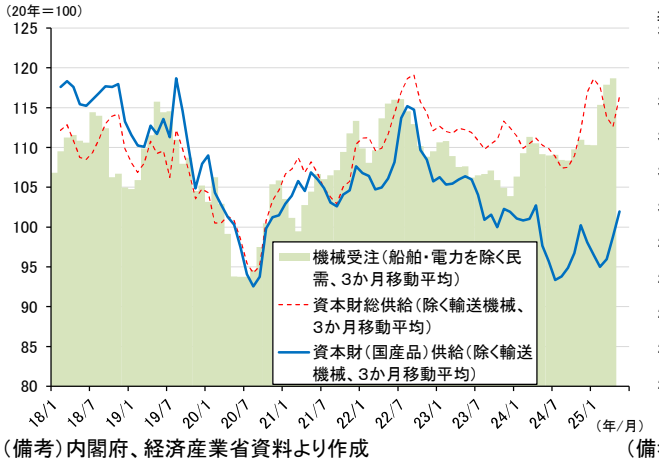
6月は、小売業販売額が前月比 1.0%増加した。6月としては歴代1位の高温となり、エアコンや夏物衣料・日傘等の季節商材が堅調だった。インバウンドは、訪日外客数が 337.8 万人で6月の過去最高を記録したが、風説による香港客の落込みもあり、前年比は 7.6%増で 22 年1月（61.8%減）以来の低水準である。全国百貨店売上高のインバウンド（免税売上）は同 40.6%減少した。購買単価・客数ともに2桁の減少率となり、インバウンド消費に一服感がみられる。

各国の対米関税交渉が進展も、先行き不透明感が依然として残り、国内経済の重荷に

家計全体の所得水準は、名目可処分所得が賃上げや雇用者数の増加などから高まったが、物価高で目減りしている（図表 24）。家計貯蓄率は、24 年以降、消費税率引上げ（19 年）前の水準を上回る3～4%台を維持しており、生活防衛意識は根強く、実質個人消費は横ばい圏の推移にとどまっている。

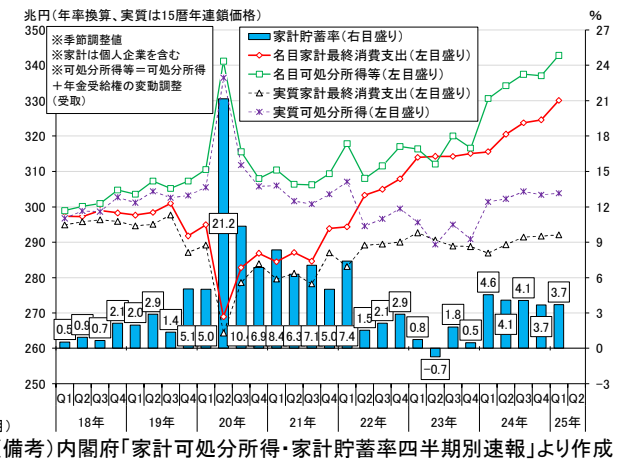
先行き、個人消費は、賃上げの動きに加え、物価高対策や物価上昇率の鈍化、日米関税合意などによる消費者マインドの改善が下支えして、緩やかに回復しよう。しかし、米国向け輸出品の多くに 15%の関税率が課されるうえ、各国の通商政策などの影響から、先行きの世界経済や企業収益には依然として不透明感が残るため、国内経済の足取りは重いものになると見込まれる。

（図表 23）資本財供給と機械受注



（備考）内閣府、経済産業省資料より作成

（図表 24）家計可処分所得・貯蓄率・消費支出



（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. 日米関税合意も不確実性は高く、日銀は当面、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。「展望レポート」で 25 年度の物価見通しは食品高を反映して引上げも、経済・物価見通しは概ね不変

日銀は、7月 30～31 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。しかし、実質金利は極めて低く、見通しどおりに経済・物価情勢が改善すれば、引き続き政策金利を引き上げる姿勢を維持している。

同時に公表された「展望レポート」では、日米関税交渉が合意したものの、依然として不確実性は高く、経済成長率の見通しは 25 年度が 0.6%と前回の 0.5%から小幅な上方修正にとどめ、26、27 年度は前回から据え置いて概ね不変とした（図表 25）。消費者物価（除く生鮮食品）上昇率の見通しは、コメ等の食料品価格の上昇などを反映して、25 年度が 2.7%と前回の 2.2%から引き上げた。ただ、基調的な物価上昇率は、各国の通商政策等の影響による成長ペースの鈍化を受けて伸び悩み、「展望レポート」の見通し期間の後半（26 年度後半～27 年度）に2%の「物価安定の目標」と整合的な水準で推移するとの想定は崩していない。日銀は、日米関税合意を受けても経済・物価見通しを概ね据え置いており、当面、各国の通商政策等の影響を見極めるものと見込まれる。

6月の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比上昇率はエネルギーの上昇幅縮小で 3.3%へ減速

6月の国内企業物価の前年比上昇率は 2.9%で前月の 3.3%から減速した。24 年8月以来 10 か月ぶりの2%台である。前月比は 0.2%低下しており、定額補助が始まったガソリンや電力・都市ガス等が押し下げた。また、輸入物価は前年比 12.3%低下している。契約通貨ベースも同 6.1%低下しており、前月比は原油・液化天然ガス等の押下げで 1.6%低下した。先行き、資源等の需給緩和を反映して、インフレ圧力が緩和すると見込まれる。

6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 3.3%で前月の 3.7%から低下した（図表 26）。ガソリンや電気代等のエネルギーの上昇幅縮小が影響した。穀類等の食料の他に通信料などが押上げに寄与したが、食料（除く酒類）・エネルギーを除く総合は 1.6%であり、24 年 12 月から1%台半ば（1.5～1.6%）の水準で安定的に推移している。物価高対策に加え、世界的な景気減速による需給緩和などの影響が消費者物価にも徐々に波及しよう。

日銀は、各国の通商政策等の影響を見極めるため、当面、様子見姿勢を維持へ

5月の実質賃金は前年比 2.6%減で5か月連続のマイナスとなった。名目賃金は同 1.4%増と特別給与などの押下げで前月から伸び率（2.0%）が縮小した。調査対象入替による影響の可能性があるものの、同じ事業所で比較した共通事業所の所定内給与（一般労働者）の名目増加率は同 2.4%であり、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、「不確実性が高い状況が続いている」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、当面、様子見姿勢を維持すると見込まれる。

（図表 25）日銀政策委員による大勢見通し

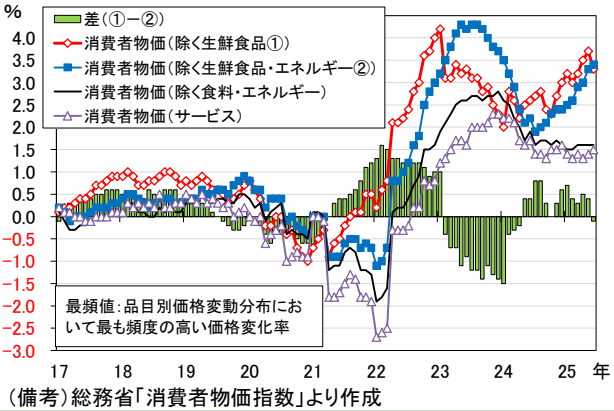
前年度比（%）

	実質GDP	消費者物価（除く生鮮食品）	＜参考＞除く生鮮食品・エネルギー
25年度	+0.6（+0.5～+0.7）	+2.7（+2.7～+2.8）	+2.8（+2.8～+3.0）
4月時点	+0.5（+0.4～+0.6）	+2.2（+2.0～+2.3）	+2.3（+2.2～+2.4）
26年度	+0.7（+0.7～+0.9）	+1.8（+1.6～+2.0）	+1.9（+1.7～+2.1）
4月時点	+0.7（+0.6～+0.8）	+1.7（+1.6～+1.8）	+1.8（+1.7～+2.0）
27年度	+1.0（+0.9～+1.0）	+2.0（+1.8～+2.0）	+2.0（+2.0～+2.1）
4月時点	+1.0（+0.8～+1.0）	+1.9（+1.8～+2.0）	+2.0（+1.9～+2.1）

※上段は中央値。下段は見通しレンジ（各政策委員が示した見通し値から、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（展望レポート）」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」より作成

＜リスクシナリオ（確率 25%）＞

トランプ政権が発動した相互関税の見直しが一部の国でまとまらず、貿易摩擦が激化する。また、合意に達した国でも、これまでより高い関税率が適用されているため、世界貿易に対する下押し圧力は次第に高まり、各国景気の悪化も相まって株安が進む。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 7月31日	25年8 ～ 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）	3.973	3.40 ～ 4.10	3.10 ～ 3.80	2.80 ～ 3.50	2.50 ～ 3.20
	国債（10年）	4.376	3.80 ～ 4.50	3.50 ～ 4.20	3.20 ～ 3.90	2.90 ～ 3.60
	NYダウ平均（ドル）	44130.98	41000 ～ 45000	40000 ～ 44000	39000 ～ 43000	38000 ～ 42000
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）	2.693	2.40 ～ 2.90	2.20 ～ 2.70	2.00 ～ 2.50	1.80 ～ 2.30
	ユーロ・ストックス50	5319.92	5150 ～ 5550	5050 ～ 5450	4950 ～ 5350	4850 ～ 5250
日本	無担保コール翌日物	0.478	0.45 ～ 0.55	0.45 ～ 0.55	0.45 ～ 0.55	0.45 ～ 0.55
	TORF（3か月）	0.479	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）	1.085	0.90 ～ 1.30	0.85 ～ 1.25	0.80 ～ 1.20	0.75 ～ 1.15
	長期国債（新発10年債）	1.545	1.35 ～ 1.85	1.20 ～ 1.70	1.05 ～ 1.55	0.90 ～ 1.40
	超長期国債（新発20年債）	2.540	2.20 ～ 2.80	2.00 ～ 2.60	1.80 ～ 2.40	1.60 ～ 2.20
	日経平均株価（円）	41069.82	38000 ～ 42000	37000 ～ 41000	36000 ～ 40000	35000 ～ 39000
為替	円／ドルレート	149.40	143 ～ 153	138 ～ 148	133 ～ 143	128 ～ 138
	円／ユーロレート	171.06	165 ～ 175	160 ～ 170	155 ～ 165	150 ～ 160

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）	ＦＯＭＣ （米連邦公開市場委員会）	ＥＣＢ （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。したがいまして、投資・施策実施等についてはご自身の判断でお願いします。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。

＜８月の内外経済・金融スケジュール＞

（日本）

①毎月勤労統計　　・・・６日

６月の消費者物価(除く持家の帰属家賃)前年比上昇率は3.3%に鈍化しており、春闘の結果等を反映した所定内給与の高まりや夏季賞与の増額から、実質賃金のマイナス幅が縮小するか注目される。

②ＧＤＰ統計　　・・・15 日

物価高により個人消費は伸び悩んでいるものの、米トランプ関税の影響が限定的で、輸出は底堅く、実質成長率は２四半期ぶりの前期比プラスと見込まれている。

③貿易統計　　・・・20 日

７月は、一部自動車メーカーが米国での値上げに踏み切った。米トランプ関税が自動車などの輸出に及ぼす影響を見極めるうえで、重要である。

④全国消費者物価指数　　・・・22 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(７月中旬)は2.9%となり、前月よりも鈍化した。エネルギーやコメ等の伸び率の低下を受けて、全国のインフレも減速しよう。

（米国、海外）

⑤消費者物価指数　　・・・12 日

６月の米ＣＰＩは前年同月比 2.7%上昇と、伸びは５月から加速した。トランプ関税の影響が顕在化しつつあり、今後、物価上昇圧力が強まれば、早期の利下げ観測が後退する可能性がある。

⑥小売売上高　　・・・15 日

６月の小売売上高は、急減していた前月から幅広い分野で回復し、個人消費の減速懸念を和らげる結果となった。先行き、米トランプ関税による値上げの影響が顕在化するか、注目される。

⑦ジャクソンホール会議　・・・21～23 日

カンザスシティ連銀が開催する経済政策シンポジウム。世界の中銀総裁等が集まって議論を交わす。ＦＲＢは５年毎に政策枠組みの見直しを行っており、当会議で見直し案に関する方針が示される可能性がある。

⑧消費者信頼感指数　　・・・26 日

７月に日本やＥＵとの貿易交渉が合意に達し、米国経済の先行き不透明感が薄まった。消費者心理の改善に寄与するか、注目される。

（日本）

発表日	経済指標・注目材料等
1日	自動車販売（7月） 失業率･有効求人倍率（6月）
6日	①毎月勤労統計（6月速報）
7日	景気動向指数（6月速報）
8日	家計調査（6月） 国際収支（6月） 景気ウォッチャー調査（7月）
12日	マネーストック統計（7月）
13日	企業物価指数（7月）
15日	②4～6月ＧＤＰ統計（1次速報）
18日	第３次産業活動指数（6月）
20日	機械受注（6月） ③貿易統計（7月速報）
22日	④全国消費者物価指数（7月）
26日	企業向けサービス価格指数（7月）
29日	消費動向調査（8月） 失業率･有効求人倍率（7月） 都区部消費者物価指数（8月中旬） 鉱工業生産（7月速報） 商業動態統計（7月速報） 住宅着工統計（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（7月） 雇用統計（7月）
4日	製造業受注（6月）
5日	ＩＳＭ非製造業景気指数（7月） 貿易収支（6月）
12日	⑤消費者物価指数（7月）
14日	生産者物価指数（7月） ユーロ圏4～6月ＧＤＰ統計（改定値）
15日	⑥小売売上高（7月） 鉱工業生産･設備稼働率（7月） ミシガン大学消費者態度指数（8月速報）
19日	住宅着工件数（7月）
21日	⑦米ジャクソンホール会議（～23日）
26日	耐久財新規受注（7月） ⑧消費者信頼感指数（8月）
28日	米4～6月ＧＤＰ統計（改定値）
29日	個人所得・消費（7月）
毎週木	新規失業保険申請件数