

足元の金利・為替環境

「FRBは利下げ」「ECBは利下げサイクル終了」「日銀は利上げ」観測が高まる

FRBのパウエル議長は8月22日のジャクソンホール会議において、次回9月会合で利下げに着手する可能性を示唆した。他方、ECBが8月28日に公表した7月理事会の議事要旨では「金利はおおむね中立圏、金融環境もおおむね安定」との評価がなされており、足元で利下げ打止め観測が急速に高まっている。また、日本では8月8日に公表された7月の日銀会合の「主な意見」が若干タカ派的な内容であったことや、ベッセント米財務長官の「日銀の金融政策は後手に回っている」といった発言などを受けて足元で利上げ観測が高まっている。

米雇用統計の悪化やジャクソンホール会議でのパウエル議長の発言を受けて円高が進む

7月の円安急進から一転、8月は円高に振れている。月初には米雇用統計の急激な悪化がサプライズとなる形で9月の米利下げ観測が一気に高まり、日米金利差縮小を意識したドル売りが膨らんだ。その後、インフレ懸念の再燃などにより米利下げ観測が後退し円安に振れる局面があったものの、月後半に開催されたジャクソンホール会議におけるパウエル議長の発言で米利下げ観測が再び高まり、147円台まで円は買い戻されている。

1年先までの金利・為替見通し

FRBは利下げを再開、ECBは利下げサイクルが既に終了したと見込む。日銀の利上げ姿勢は変わらず

24年半ばから続くFRB、ECBの利下げサイクルは新たな局面に入った。FRBが足元の雇用悪化を受けて利下げ再開の可能性を示唆している一方、ECBではインフレ率が目標水準付近にあることから利下げ打止めが意識されている。先行きインフレ率や景気動向を注視しつつ、FRBは25年9月と12月、26年4～6月期に1回ずつの利下げ、ECBは25年6月を最後に利下げサイクルを終了させるとみている。他方、日銀はトランプ関税の影響を慎重に見極めつつ、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（9月2日現在）

		25年 8月29日	25年 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)	3.697	3.30～4.00	3.20～3.90	3.20～3.90	3.10～3.80
	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)	45544.88	43000～47000	43000～47000	43500～47500	44000～48000
ユ ー ロ 圏	中銀預金金利(期末)	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
	国債(ドイツ10年債)	2.723	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	5351.73	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)	0.538	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)	1.140	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)	1.600	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)	2.595	2.20～2.80	2.20～2.80	2.25～2.95	2.40～3.00
	日経平均株価(円)	42718.47	40000～44000	40000～44000	40500～44500	41000～45000
為 替	円/ドルレート	147.02	143～153	140～150	137～147	134～144
	円/ユーロレート	171.65	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。

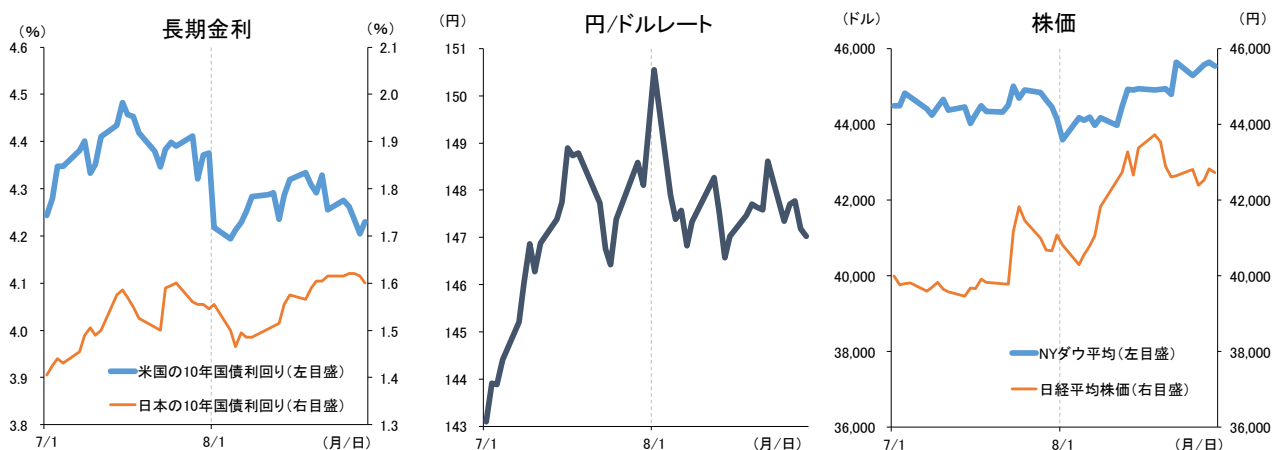
＜8月の金利・為替・株価レビュー＞

海外金利・・・長期金利(米 10 年国債利回り)は、インフレ懸念の再燃により上昇した局面もあったが、米利下げ観測の高まりから低下した。上旬は、7月の雇用統計が市場予想を下回り、過去分も大幅に下方修正されたことで利下げ観測が強まり低下した後、10年債・30年債入札が低調な結果となったことで、上昇した。中旬は、CPIが市場予測の範囲内となり米インフレ懸念が後退したほか、ベッセント財務長官の利下げ支持発言により米利下げ観測が高まり、低下した。しかしPPI(生産者物価指数)が上振れし、インフレ懸念が再燃すると上昇に転じた。下旬は、米経済指標が景気の底堅さを示したことで債券売りが出たが、パウエルFRB議長がジャクソンホール会議で9月の利下げ再開の可能性を示唆し、2年債・5年債入札では債券需要の堅調さが示されたことで、低下した。長期金利は前月末比 0.146 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、日銀の利上げ観測の高まりや財政拡張に対する懸念から、上昇した。上旬は、米雇用統計の下振れにより米利下げ観測が高まり、国内債も買われた。しかし、米長期金利が上昇すると、国内債の売りも優勢となった。中旬は、株高により相対的に安全資産とされる債券に売り圧力が高まり、GDPの上振れにより利上げ観測が高まったことから上昇した。下旬は、日銀の利上げ観測の高まりや財政拡張への懸念から上昇した後、米利下げ観測の高まりを受けて、国内金利は低下した。月末の長期金利は前月末比 0.055 ポイント上昇して 1.600%、新発 20 年国債利回りは同 0.055%上昇して 2.595%になった。

為替相場・・・円の対ドル相場は、米利下げ観測の高まりで日米金利差縮小が意識されて円高となった。上旬は、米雇用統計などの景気指標の悪化を受けて9月の米利下げ観測が強まり、日米金利差を意識したドル売りが膨らんだ。また、トランプ米大統領が利下げに積極的なミラン氏をFRB理事に指名したことも米利下げ観測を高め、円相場を押し上げた。中旬は、ベッセント米財務長官の発言や米国のCPIの結果を受け、日米金利差縮小を見込んだ円買いが優勢となったが、株高により「低リスク通貨」とされる円が売られ、米インフレ懸念の再燃で米利下げ観測が後退すると、一段と円安が進んだ。下旬は、米経済指標が米景気の底堅さを示したことから一時円安に振れたが、ジャクソンホール会議でのパウエル議長の講演を受けて米利下げ観測が高まり、円買いが優勢になった。月末の円の対ドル相場(銀行間直物、17 時時点)は 147 円 02 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、米利下げ期待により上昇した。上旬は、米景気の悪化懸念で米株式相場が下落した流れを受けて売りが優勢となったが、好決算を発表した銘柄に買いが入り、米関税政策への懸念が和らいだことも相まって上昇した。中旬は、米利下げ期待や決算発表の一巡による先行き不透明感の後退から大幅に上昇し、18 日の終値は 43,714.31 円と最高値を更新した。GDP統計が景気の底堅さを示したことも上昇を後押しした。下旬は、短期的な過熱感を警戒した売りが下押ししたが、米利下げ観測の高まりや米著名投資家による日本株の買い増し報道などが支えとなり、高水準で推移した。月末の日経平均株価は前月末比 1,648.65 円上昇し、42,718.47 円で引けた。



＜海外経済・金融情勢＞

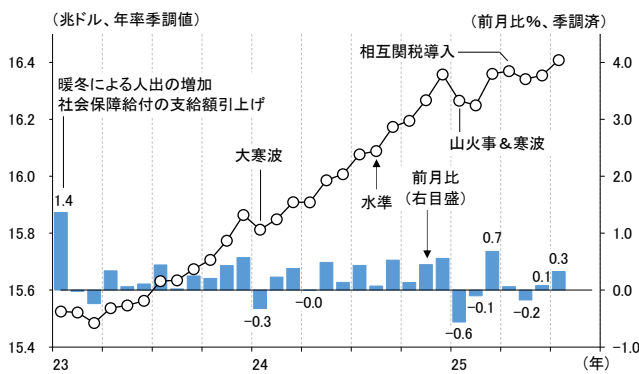
1. 米国経済～消費者マインドの回復は足踏み。雇用情勢悪化で所得の動きにも要注意

販促キャンペーンの効果もあり、財支出が足元で増加。住宅価格の下落には要注意

米商務省が発表した7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%増と、2か月連続で増加した(図表1)。内訳をみると、7月は財支出が同 0.9%増と4か月ぶりに増加し、高い伸びを記録した。自動車販売が好調だったほか、大型小売店による販促キャンペーンが押し上げに寄与したとみられる。半面、サービス支出は 0.1%増と5か月連続で増加したものの、低い伸びが続いている。

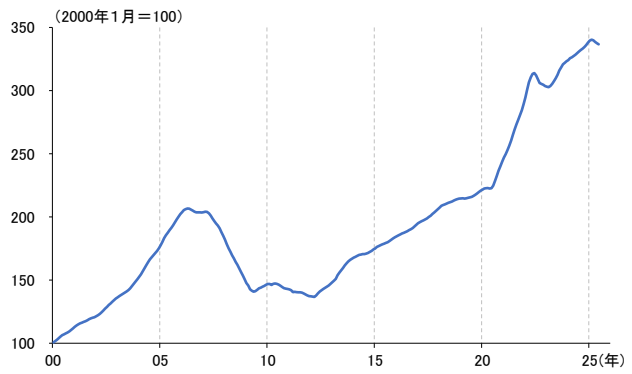
他方、住宅投資は低迷が続いている。住宅ローン金利(30年固定)が6%台後半で高止まりしていることから、住宅ローン申請件数(購入目的)の回復も思うように進んでおらず、結果として住宅売買の9割近くを占める中古住宅販売件数は 400 万件(年率換算)前後の低水準を続けている。こうした中、住宅価格(20都市)は4か月連続で低下しており、先行き資産価値の低下による個人消費への下押し圧力が強まる可能性もある(図表2)。

(図表1) 実質個人消費支出(米国)



(備考) 米商務省資料より作成

(図表2) 住宅価格指数(米国)



(備考) 1. 20 都市

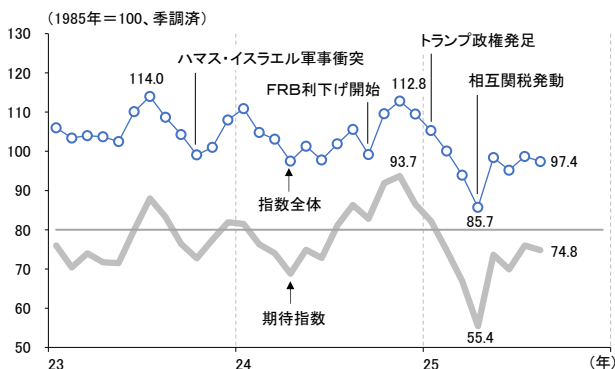
2. S & Pダウ・ジョーンズ・インディシズ資料より作成

消費者マインドは回復が足踏み。雇用情勢の悪化による所得への影響は要注意

消費の先行きを占う上で重要となる消費者マインドは、回復が足踏みしている。8月の消費者信頼感指数は 97.4 と、7月(98.7)から低下しており、トランプ関税による先行き不透明感の高まりが依然として重石となっている(図表3)。通商交渉の今後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。

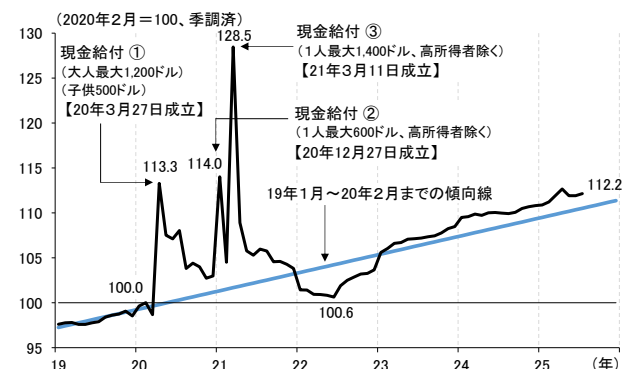
消費の原資となる所得は増加している。7月の実質可処分所得は前月比 0.2%増と伸び率を高めている(図表4)。ただ、足元で雇用情勢が急速に悪化していることを踏まえると、所得の増加が一本調子で続くとは考えにくい。

(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) 実質可処分所得(米国)



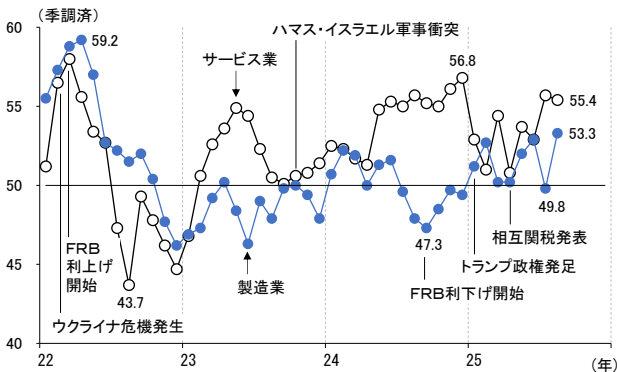
(備考) 米商務省資料より作成

GDPナウは7～9月期も高成長を予測

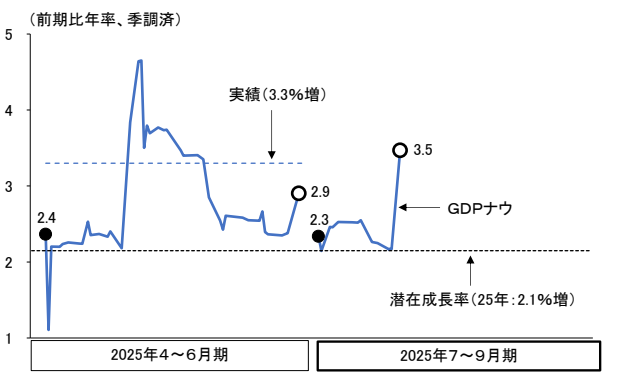
S&Pグローバルが公表している購買担当者景気指数(PMI)で企業景況感を確認すると、直近8月は製造業が 53.3 と景況感の分かれ目となる 50 を再び上回ったほか、サービス業も 55.4 と7月(55.7)に続き高水準を維持している(図表5)。もともと、中国など関税交渉を継続している国があることから、PMIは今後も振れの激しい状況が続くと予想される。

かかる状況下、アトランタ連銀のGDPナウによれば、7～9月期成長率の最新予測値(8月 29 日時点)が前期比年率 3.5%増となっている(図表6)。足元で大きく上方修正されており、4～6月期成長率(同 2.9%増)や潜在成長率(25年:2.1%増)を上回る高い伸びが見込まれている。

(図表5)購買担当者景気指数(PMI、米国)



(図表6)GDPナウ(米国)



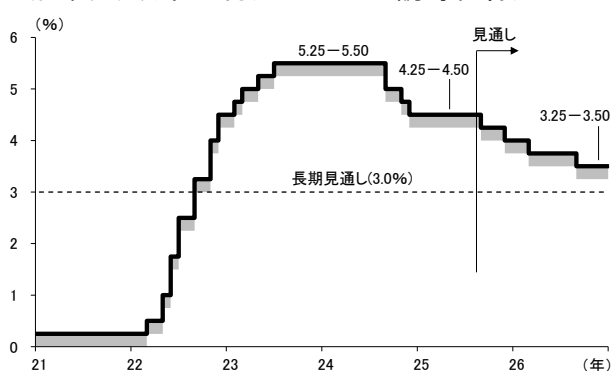
2. 金融情勢(米国)～パウエル議長が9月利下げ再開の可能性を示唆

パウエル議長は雇用悪化とインフレ再燃の双方に言及(ジャクソンホール会議)

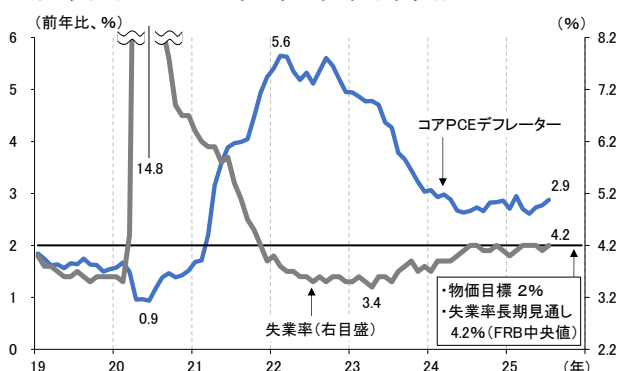
パウエルFRB議長は8月22日の年次経済シンポジウム(ジャクソンホール会議)における基調講演で「政策スタンスの変更を検討する際は慎重に進めることができる」と述べ、次回9月会合(9月16～17日)で利下げに着手する可能性を示唆した(図表7)。

また、労働市場について「供給と需要の双方が著しく減速していることから生じる奇妙な均衡」と指摘し、こうした状況は「雇用に対する下振れリスクの高まりを示唆している」と述べている。ただ、その一方で「関税による価格上昇圧力がより持続的なインフレ動向を誘発する可能性」についても言及しており、インフレ再燃に対する警戒も怠っていない(図表8)。こうした状況を踏まえ、当研究所では次回9月会合と、12月会合でそれぞれ0.25ポイントの追加利下げを行うと見込んでいる。

(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)



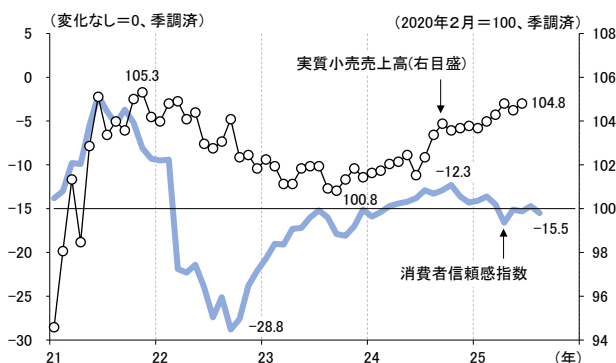
3. ユーロ圏経済～マインド悪化に合わせて個人消費が先行き減少に転じる可能性も

小売売上高は増加 基調。生産は反動減 の最中

6月のユーロ圏小売売上高は前月比0.3%増と再び増加した(図表9)。23年後半から増加トレンドで推移してきたものの、なお21年11月のピーク(105.3)には届いていない。また、8月のユーロ圏消費者信頼感指数は▲15.5と、24年10月の▲12.3をピークに下落傾向が続いており、先行きマインドの悪化に引きずられる形で個人消費が悪化に転じる可能性も考えられる。

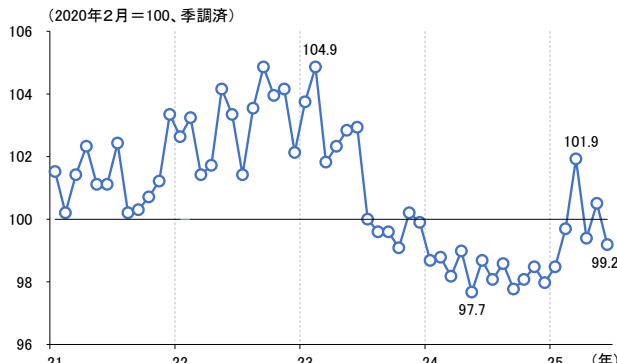
他方、6月のユーロ圏鉱工業生産指数は前月比▲1.3%と再び低下し、コロナ前(20年2月)の水準を下回っている(図表10)。2月(同+1.2%)、3月(同+2.2%)とトランプ関税発動前の駆け込みで大きく上振れた反動が足元で表れているとみられる。

(図表9) 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

(図表10) 鉱工業生産指数(実質、除く建設、ユーロ圏)



(備考)Eurostat より作成

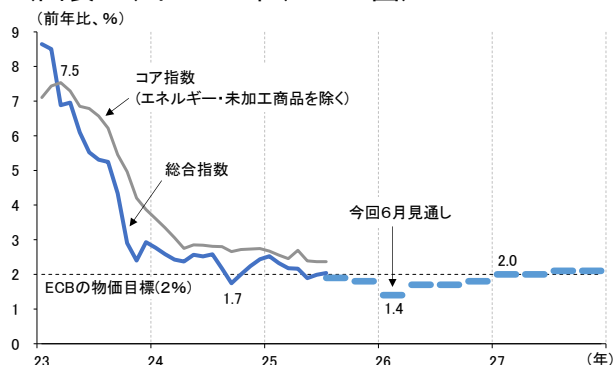
4. 金融情勢(ユーロ圏)～25年6月を最後に利下げサイクルは終了したと見込む

金利はおおむね中 立圏、金融環境もお おおむね安定 (7月議事要旨)

ECB(欧州中央銀行)が8月28日に公表した7月理事会の議事要旨では、「金利はおおむね中立圏にあり、金融環境もおおむね安定していると評価された」とし、6月会合以降の経済指標も「インフレとその見通しが良好な水準にあることを裏付けており、中期的にはインフレ率が目標に落ち着くとみられている」との見方が示されている(図表11)。

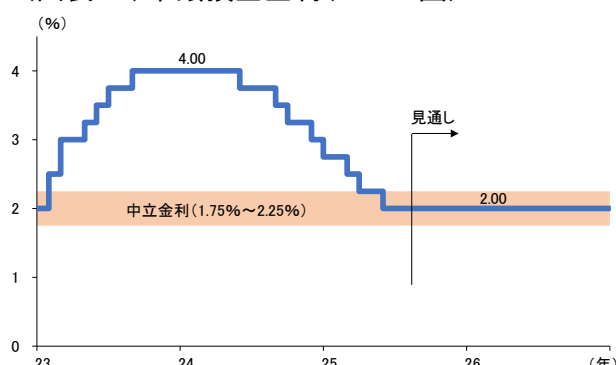
7月理事会直後の7月27日にEU(欧州連合)が米国との関税交渉で合意に達したことから、議事要旨でも指摘された「EUと米国の通商交渉の行方を見極める必要性」は低下し、貿易を巡る不確実性も軽減している。こうした状況も踏まえ、当研究所では25年6月を最後に利下げサイクルは終了したとみている(図表12)。

(図表11) 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12) 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

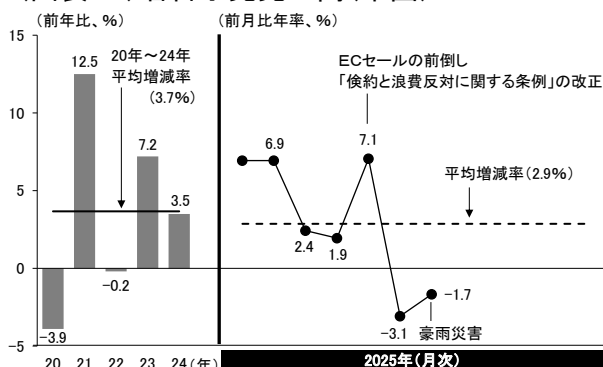
5. 中国経済～トランプ関税の影響などから消費・投資ともに弱含む展開

小売売上高が2か月連続で減少。米国向け輸出は4か月連続で前年割れ

7月の名目小売売上高は前月比年率 1.7%減(当研究所試算)と、2か月連続で減少した(図表 13)。消費財の買替えを促す「以旧換新」政策の効果が一部薄れたことに加え、豪雨による自然災害、米中貿易摩擦などが影響を与えたとみられる。また、5月中旬に職務上の会食で高級料理や酒を提供するのを禁じた条例の改定に対する過剰反応によって、飲食店収入(前年比 1.1%増)の伸びが鈍化していることも個人消費を押し下げた。

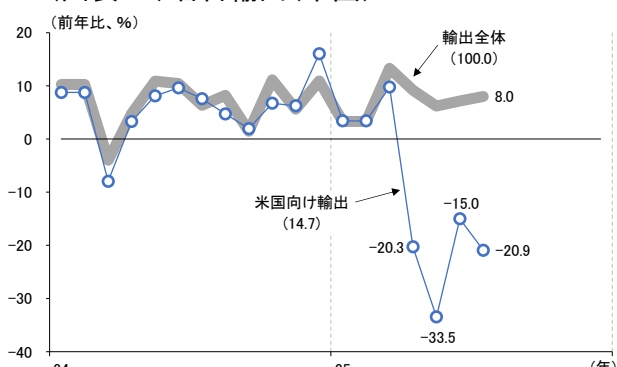
トランプ政権による関税強化の影響も続いている。中国海関総署が発表した貿易統計をみると、7月の米国向け名目輸出(元建て)は前年比 20.9%減と、4か月連続で前年割れとなった(図表 14)。もともと、輸出全体は7月も同 8.0%増と底堅く推移しており、引き続きASEAN向け(同 17.8%増)やEU向け(同 9.9%増)などが押上げ要因となっている。

(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) 名目輸出(中国)



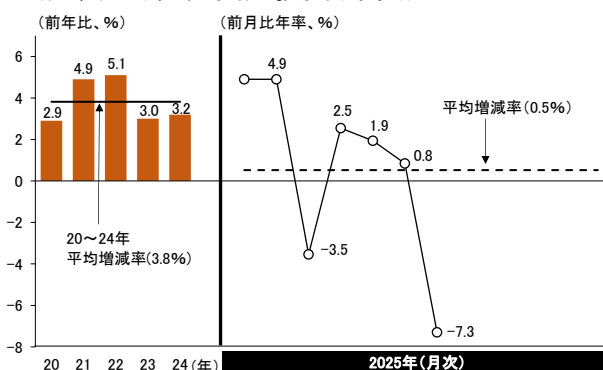
(備考) 1. ()内の数値は2024年の輸出額全体に占めるシェア
2. 元建てで計算。中国海関総署資料より作成

固定資産投資が足元で急減。トランプ関税の影響などで民間投資が前年割れ

他方、7月の固定資産投資は前月比年率 7.3%減(当研究所試算)と減少に転じ、25年の平均増減率も同 0.5%増にまで低下している(図表 15)。内訳をみると、政府主導のインフラ投資(7月:年初来累計前年比 3.2%増)の増加が続く半面、トランプ関税による先行き不透明感などから民間投資(同 1.5%減)が2か月連続で前年割れとなったほか、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 12.0%減)もマイナス幅を拡大させている。

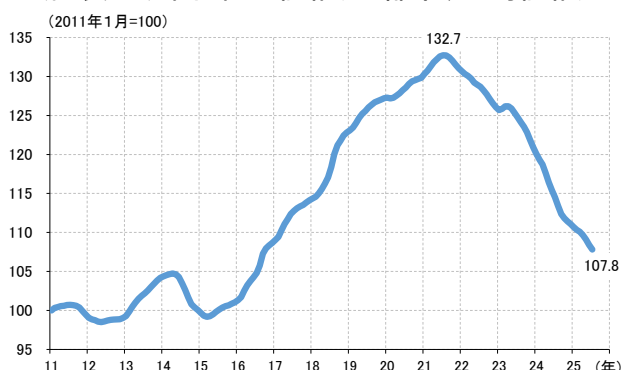
住宅市場も引き続き弱含んでいる。7月の70都市平均価格は前月比▲0.6%と下落傾向が続いている(図表 16)。21年半ばのピークからは20%近くも水準が切り下がっており、住宅市場が本格的な回復へと向かうためには、さらなる支援が必要となろう。

(図表 15) 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

(図表 16) 中古住宅価格(70都市、平均価格)



(備考) 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5四半期連続のプラス成長も、トランプ関税の影響が徐々に顕在化へ

4～6月期の実質GDPは前期比 0.3% (年率 1.0%) 増で5四半期連続のプラス成長

4～6月期の実質GDPは前期比 0.3% (年率 1.0%) 増で5四半期連続のプラス成長となった(図表 17)。輸出が同 2.0% 増で控除項目である輸入の伸び率(0.6%)を上回り、純輸出(外需)が 0.3%ポイントの押し上げに寄与した。一方、国内需要(内需)は 0.1%ポイント押し下げている。個人消費は同 0.2% 増であり、国内家計消費(含むインバウンド、除くアウトバウンド)は自動車や猛暑による季節商品等の販売が堅調で耐久財・半耐久財が増加したものの、物価高や円高を背景に同 0.1%の微増となった。設備投資はソフトウェア投資が好調で同 1.3% 増、住宅投資は建築関連の法改正に伴う駆け込み需要の工事の進捗から同 0.8% 増となったが、在庫投資や公共投資が押し下げた。4～6月期は外需主導の回復であり、国内輸出企業がトランプ関税分の値引きによる吸収で輸出数量の維持を図ったことも寄与している。先行き、米国向け製品の値上げや海外経済の減速などが顕在化すれば、輸出などが弱含む恐れがある。

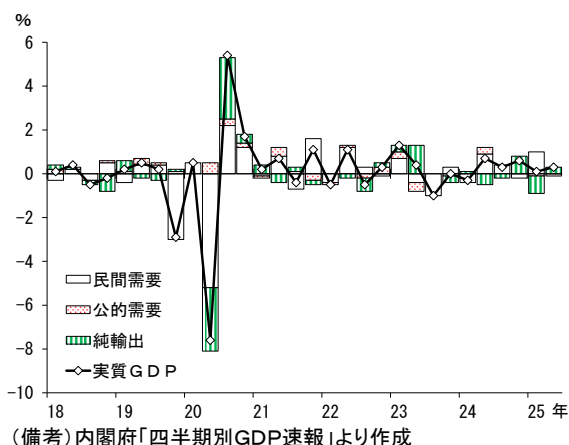
7月の国内経済を景気動向指数(CI)からみると、一致系列は、輸出、生産・出荷、商業販売など総じて悪化したため、前月差 2.6 ポイント程度的大幅な低下が見込まれる。ただ、機械的に決まる基調判断は「下げ止まり」に据え置かれよう。先行系列は、住宅着工床面積や東証株価指数等が改善し、0.8 ポイント程度上昇すると予測する。日米関税合意などで過度な景気懸念は後退したものの、今後、トランプ関税が実体経済に及ぼす影響には留意を要する。

4～6月の法人企業の営業利益は前期比 3.2%減。トランプ関税等の影響を受けた製造業に加え、非製造業も減益

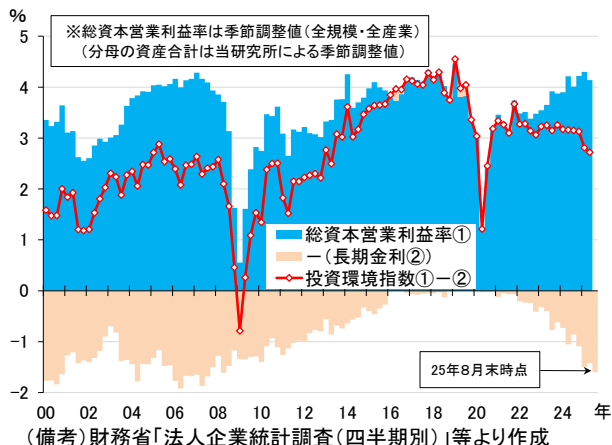
7月の実質輸出は前月比 4.3%減少した。米国向け乗用車輸出は、台数が前年比 1.8%減、価額が同 27.1%減となった。北米向け乗用車の輸出物価(円ベース)は同 24.4%低下している。日本車メーカーはトランプ関税分を値引きで吸収するなど、輸出台数の維持を図ってきたが、単価の低下や円高で収益が圧迫されている。また、7月の鉱工業生産は前月比 1.6%減少した。自動車や生産用機械などが押し下げた。8月は、経済産業省が同 1.7%減と試算しており、生産計画から算出する「企業の生産活動マインド指標(DI)」は▲5.3 で前月の▲0.7 から悪化した。ノイズを除去したDIトレンドは▲2.6 と5か月連続で低下しており、景気後退局面の可能性を示す水準(▲5以下)に近付いている。

企業の収益状況を財務省「法人企業統計」からみると、4～6月の売上高(全産業)は前期比 1.1%減少した。経常利益は同 0.7%増加したが、製造業はトランプ関税や円高で同 6.6%減少している。本業の儲けを示す営業利益は同 3.2%減で製造業・非製造業ともに減益となった。総資本営業利益率(全産業)は 4.1%に低下し、金利上昇もあって投資環境は悪化しつつある(図表 18)。

(図表 17) 実質GDPの前期比増減率・寄与度



(図表 18) 総資本営業利益率、投資環境指数



4～6月期の実質設備投資は前期比1.3%増で堅調

4～6月期の実質設備投資(GDP統計)は前期比 1.3%増加した。ソフトウェア投資が堅調であり、水準は直近のピークである消費税率引上げ(8→10%)前の19年7～9月期を上回った(図表19)。7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、前月比10.0%減少している。前月の高い伸び率の反動も影響したが、3か月移動平均でみても同1.1%減少した。

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、6月は前月比3.0%増加し、基調判断は「持ち直しの動きがみられる」に据え置かれた。製造業は同8.1%減少したが、非製造業(除く船舶・電力)が同8.8%増加した。4～6月は前期比0.4%増加したが、7～9月見通し(6月末時点)は同4.0%の減少が見込まれている。日米関税合意前の調査だが、持ち直しの動きが一服する恐れがある。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。ただ、海外経済の減速や輸出企業を中心とした企業収益の下振れなどが設備投資に及ぼす影響には留意を要する。

個人消費は盛夏商材が堅調で緩やかに回復。インバウンド消費に一服感も

4～6月期の実質個人消費(GDP統計)は前期比0.2%増加した。6月については、1世帯当たり実質消費支出(二人以上の世帯)が前月比5.2%減少し、前月の高い伸び率(4.6%)の反動が響いた。前年比は自動車購入、設備器具、パソコン等が押し上げて1.3%増と2か月連続のプラスである。また、日銀の実質消費活動指数(旅行収支調整済)は、前月比0.9%増と4か月ぶりにプラスとなった。耐久財はパソコン等の買替需要などが下支えして同2.7%増加し、サービスも緩やかに回復するなど、個人消費は底堅かった。

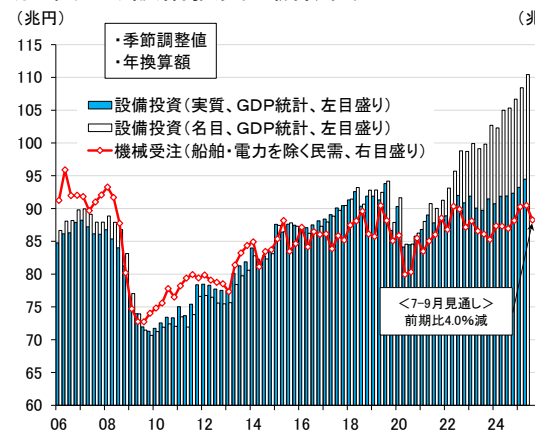
7月は、小売業販売額が前月比1.6%減少した。高温少雨で盛夏商材は堅調だが、高額商品や機械器具等が落ち込んだ。インバウンドは、訪日外客数が343.7万人で前年比は4.4%増に減速している。4～6月期の訪日外客(非居住者家計)の国内消費(GDP統計)は、円高や地震の流言も影響して前期比で名目2.3%減、実質2.9%減となった。7月の全国百貨店のインバウンドは、免税売上が前年比36.3%減、購買客数が同16.7%減で一服感がある。

国内経済は所得環境の改善が下支えも、先行き、賃上げ機運の一服や設備投資の慎重化の恐れ

所得・雇用情勢を総雇用者所得(実質)からみると、23年下期をボトムとして回復基調にあり、特に企業業績を反映しやすいボーナスの時期に上振れている(図表20)。一方、消費者態度指数は24年度に入ってから低下基調をたどり、足元はトランプ関税等による大幅な悪化から持ち直しつつあるが、生活必需品等の物価高への懸念は根強く、消費者心理の重荷になっている。

先行き、個人消費は、賃上げの動きに加え、物価高対策やインフレ率の鈍化などが下支えして緩やかに回復しよう。しかし、トランプ関税や円高などから企業収益の回復が足踏みし、賃上げ機運の一服や設備投資の慎重化へ波及する恐れがあり、国内経済の回復は緩やかなペースになると見込まれる。

(図表19) 設備投資と機械受注



(備考) 内閣府資料より作成

(図表20) 消費者態度指数、総雇用者所得(実質)



(備考) 内閣府「消費動向調査」、「月例経済報告」資料より作成

2. 日銀は利上げ継続姿勢を維持も、各国の通商政策等の影響を見極めへ

日銀は利上げ継続姿勢を維持。金融市場では年内の利上げ観測が強まる

日銀は、7月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、極めて低い実質金利などを背景に、利上げ継続姿勢を維持している。

日米関税合意に加え、4～6月のGDP統計の上振れで国内経済の底堅さが示されるなど、先行き不透明感が後退した。金融市場では、8月半ばに日経平均株価が最高値を更新するなど、楽観的な見方が広がった。金利スワップレートに基づく日銀の年内利上げ織込み確率は7割台に達する(9月1日、東短リサーチ/東短 ICAP)。7月の日銀会合の「主な意見」が若干タカ派的であり、ベッセント米財務長官の「日銀の金融政策は後手に回っている」との発言などで利上げ観測が強まった。しかし、国内輸出企業はトランプ関税や円高で企業収益が圧迫されており、先行き、米国向け製品の値上げなどで輸出が弱含む恐れがある。米労働市場は軟化しており、トランプ関税の影響が実体経済に波及し、円高が進む可能性もあるため、日銀は当面、経済・物価動向を見極めよう。

7月の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比上昇率は3.1%で2か月連続の減速

7月の国内企業物価の前年比上昇率は2.6%と4か月連続で減速した。前月比は0.2%上昇しており、ガソリンや事業用電力等が押し上げた。輸入物価は前年比10.4%低下している。契約通貨ベースは同5.1%低下し、前月比は地政学リスクの高まりやトランプ関税の影響などによる原油・銅鉱等の押上げで1.1%上昇した。また、賃上げなどの価格転嫁の動きを反映しやすい企業向けサービス価格は、前年比上昇率が2.9%で10か月ぶりに3%を下回っている。

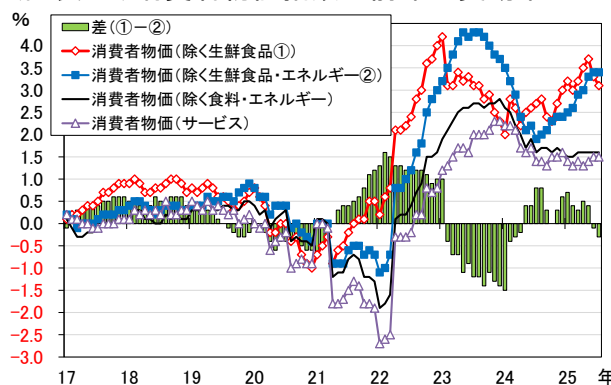
7月の消費者物価の前年比上昇率は、生鮮食品を除く総合が3.1%となり、2か月連続で減速した(図表21)。食料が加速した一方、電気代・都市ガス代が前年比マイナスに転じるなど、エネルギーが押し下げた。食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合は1.6%であり、24年12月以降、1%台半ば(1.5～1.6%)の水準を保っている。コスト増の価格転嫁の動きは続いているが、一服感もみられ、今後は、世界経済の減速などの影響が消費者物価にも徐々に波及しよう。

日銀は、各国の通商政策の影響を見極め、当面、様子見姿勢を維持へ

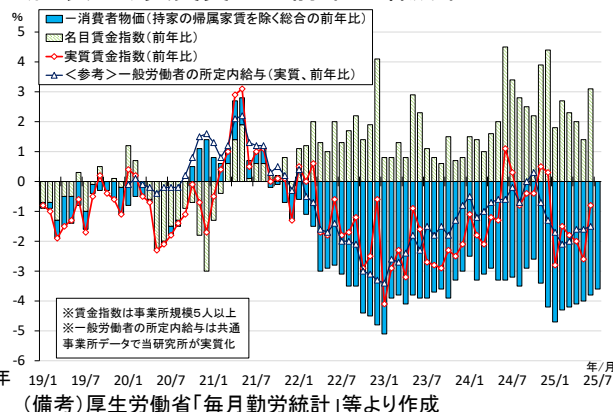
6月の実質賃金は前年比0.8%減で6か月連続のマイナスとなった(図表22)。名目賃金は同3.1%増と夏季賞与の押上げで加速した。しかし、安定的に推移する共通事業所の所定内給与(一般労働者)の名目増加率は2.3%であり、3%近辺だった24年下期頃よりも低下している。植田日銀総裁は「賃金上昇圧力がかかり続ける」との見方を示しており、最低賃金額改定の目安は高い引上げ率(6.0%)で決まるなど、今後、企業の人件費負担が増す恐れがある。

足元、物価・賃金の上昇圧力は一服しつつある。日銀は、各国の通商政策などが実体経済に及ぼす影響を見極め、賃上げ率や予想物価上昇率等の推移を判断するために、当面、様子見姿勢を維持するものと見込まれる。

(図表 21) 消費者物価指数の前年比変動率



(図表 22) 実質賃金の前年比増減率



<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 8月29日	25年 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	3.50 ~ 3.75	3.00 ~ 3.25	2.50 ~ 2.75
	国債(5年)	3.697	3.30 ~ 4.00	3.00 ~ 3.70	2.70 ~ 3.40	2.40 ~ 3.10
	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)	45544.88	43000 ~ 47000	42000 ~ 46000	41000 ~ 45000	40000 ~ 44000
ユ ー ロ 圏	中銀預金金利(期末)	2.00	2.00	1.75	1.50	1.25
	国債(ドイツ10年債)	2.723	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	5351.73	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)	0.538	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)	1.140	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)	1.600	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)	2.595	2.20 ~ 2.80	2.00 ~ 2.60	1.80 ~ 2.40	1.60 ~ 2.20
	日経平均株価(円)	42718.47	40000 ~ 44000	39000 ~ 43000	38000 ~ 42000	37000 ~ 41000
為 替	円/ドルレート	147.02	143 ~ 153	138 ~ 148	133 ~ 143	128 ~ 138
	円/ユーロレート	171.65	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)	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。

＜９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

６月は、名目賃金の前年比上昇率がボーナスの押上げで高いものとなった、物価高が根強く、実質賃金はマイナスとなった。７月の消費者物価（除く持家の帰属家賃）は同 3.6%に鈍化したものの、実質賃金は 7 か月連続でマイナスになる恐れがある。

② GDP 統計（２次速報） …… ８日

１次速報では実質 GDP が前期比 0.1%増と、市場予測を上回り、５四半期連続のプラスとなった。１日公表の法人企業統計等の結果を反映して改定されるが、国内経済の底堅さを維持できるか注目される。

③ 日銀金融政策決定会合 …… 18～19 日

日銀は、トランプ関税の実体経済への影響や、物価動向を見極めるために、様子見姿勢を維持している。９月の利上げは見送られよう。

④ 全国消費者物価指数 …… 19 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（８月中旬）は 2.5%となり、３か月連続で伸びが鈍化した。電気・ガス代の補助金再開でエネルギー価格のマイナス幅は拡大しており、全国のインフレ率も減速する公算が大きい。

（米国、海外）

⑤ 雇用統計 …… ５日

７月の雇用統計は、５、６月の大幅な下方修正も含め、労働市場の軟化を示した。８月の雇用統計も弱含めば、一段と利下げ観測が強まろう。

⑥ ECB 政策理事会 …… 11 日

７月末に米 EU で関税交渉が合意に達し、先行き不透明感が後退した。ECB 高官も金利据え置きを示唆しており、９月は現行の政策金利の水準を維持する公算が大きい。

⑦ 消費者物価指数 …… 11 日

８月の消費者物価指数はおおむね市場予測通りの結果となり、インフレへの過度な警戒感が後退した。関税引上げによる物価への影響を見るうえで、引き続き要注目である。

⑧ FOMC …… 16～17 日

８月に発表された雇用統計は労働市場の悪化を示し、パウエル F R B 議長はジャクソンホール会議で、９月の利下げ再開を示唆した。市場では 0.25%の利下げが見込まれている。なお、同時に公表される経済見通しも注目される。

（日本）

発表日	経済指標・注目材料等
１日	４～６月法人企業統計季報 自動車販売（８月）
５日	①毎月勤労統計（７月速報） 家計調査（７月） 景気動向指数（７月速報）
８日	②４～６月 GDP 統計（２次速報） 国際収支（７月） 景気ウォッチャー調査（８月）
９日	マネーストック統計（８月）
11 日	企業物価指数（８月） ７～９月法人企業景気予測調査
16 日	第 3 次産業活動指数（７月）
17 日	貿易統計（８月速報）
18 日	機械受注（７月） ③日銀金融政策決定会合（～19 日）
19 日	④全国消費者物価指数（８月）
25 日	企業向けサービス価格指数（８月）
26 日	都区部消費者物価指数（９月中旬）
30 日	商業動態統計（８月速報） 鉱工業生産（８月速報） 住宅着工統計（８月）

（米国、海外）

発表日	経済指標・注目材料等
２日	I S M 製造業景気指数（８月）
３日	製造業受注（７月）
４日	I S M 非製造業景気指数（８月） 貿易収支（７月）
５日	⑤雇用統計（８月）
10 日	生産者物価指数（８月）
11 日	⑥ECB 政策理事会 ⑦消費者物価指数（８月）
12 日	ミシガン大学消費者態度指数（９月速報）
16 日	⑧FOMC（～17 日） 鉱工業生産・設備稼働率（８月） 小売売上高（８月）
17 日	住宅着工件数（８月）
23 日	４～６月国際収支
25 日	４～６月 GDP 統計（確定値） 耐久財新規受注（８月）
26 日	個人所得・消費（８月）
30 日	消費者信頼感指数（９月）
毎週木	新規失業保険申請件数