



SCB

金利・為替見通し

No.2025-7

(2025.10.2)

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が利下げを再開、年内の追加利下げも見込まれる。日銀はETFとJ-REITの売却開始を決定

9月にはFRBが雇用情勢の悪化を理由に6会合ぶりの利下げに踏み切った。同時に公表されたFOMC参加者の政策金利見通しでは、年内の「連続利下げ」と「利下げなし」で意見が割れている。他方、ECBは2会合連続で政策金利を据え置いた。ラガルド総裁が「デysinフレのプロセスは終わった」と述べるなど、2%の物価目標達成に自信を深めている。また、日銀も政策金利の据置きを決めている。一方で、日銀保有のETF（上場投資信託）を年間3,300億円（簿価）、J-REIT（不動産投資信託）を同50億円程度のペースで市場へ売却する方針も決定している。

円高・円安双方の要因が交錯する展開

9月のドル円レートは上下に振れる展開となった。労働市場の悪化による米利下げ観測の高まりや、日銀高官の発言によって年内の利上げが意識されたこと、米政府機関閉鎖への警戒感などが円高要因となった半面、石破首相の退陣による財政政策の不透明感や、パウエルFRB議長の追加利下げに対する慎重姿勢などが円安を後押しした。9月末の対ドル円相場は148円台前半と、8月末より1円程度円安・ドル高となっている。

1年先までの金利・為替見通し

25年10~12月期はFRBが利下げを、日銀が利上げをそれぞれ1回ずつ行うと見込む

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を再開した一方で、ECBはインフレ目標達成に自信を深め、政策金利の据置きを続けている。先行きインフレ率や景気動向を注視しつつ、FRBは25年10~12月と26年4~6月期に1回ずつの利下げを行うと予測する。これに対し、ECBは25年6月で利下げサイクルを終了させたとみている。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（25年10~12月期と26年7~9月期に1回ずつ）。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（10月2日現在）

		25年 9月30日	25年10~12月	26年1~3月	4~6月	7~9月
米 国	FFレート(誘導目標・期末)	4.00~4.25	3.75~4.00	3.75~4.00	3.50~3.75	3.50~3.75
	国債(5年)	3.742	3.20~3.90	3.20~3.90	3.10~3.80	3.10~3.80
	国債(10年)	4.151	3.70~4.40	3.70~4.40	3.60~4.30	3.60~4.30
	NYダウ平均(ドル)	46397.89	44000~48000	44000~48000	44500~48500	45000~49000
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)	2.710	2.30~2.80	2.30~2.80	2.20~2.70	2.20~2.70
	ユーロ・ストックス50	5529.96	5300~5700	5300~5700	5350~5750	5400~5800
日 本	無担保コール翌日物	0.477	0.45~0.80	0.70~0.80	0.70~0.80	0.70~1.05
	TORF(3か月)	0.578	0.40~0.85	0.65~0.85	0.65~1.10	0.90~1.10
	中期国債(新発5年債)	1.225	0.90~1.50	1.15~1.55	1.20~1.60	1.20~1.80
	長期国債(新発10年債)	1.645	1.40~2.00	1.55~2.05	1.60~2.10	1.65~2.25
	超長期国債(新発20年債)	2.610	2.25~2.95	2.40~3.00	2.45~3.05	2.50~3.20
	日経平均株価(円)	44932.63	42000~46000	42000~46000	42500~46500	43000~47000
為 替	円/ドルレート	148.08	142~152	139~149	136~146	133~143
	円/ユーロレート	173.91	166~176	163~173	160~170	157~167

(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。

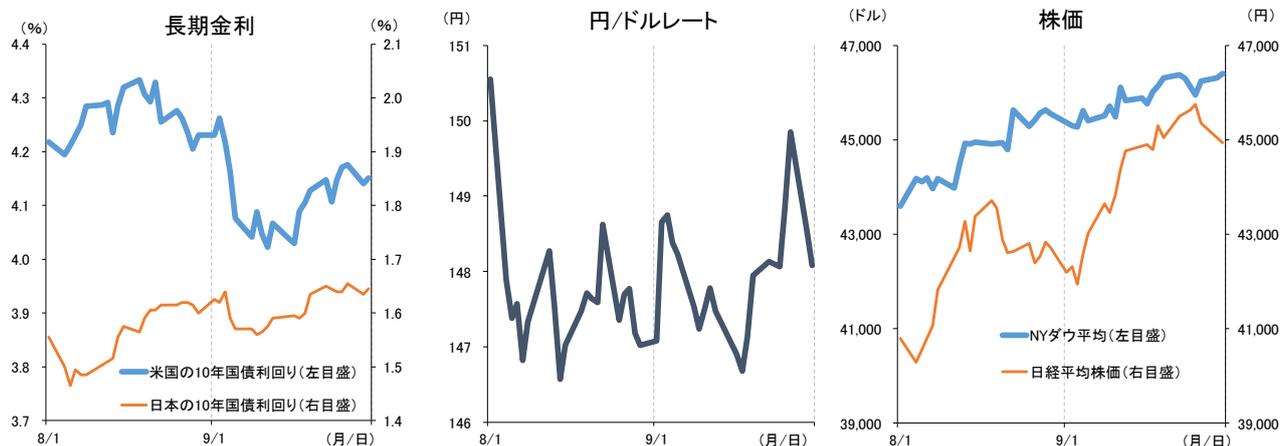
<9月の金利・為替・株価レビュー>

海外金利・・・長期金利(米 10 年国債利回り)は、米雇用統計の悪化などを受けて低下した後、米国景気の底堅さを示す経済指標が発表されると、上昇に転じた。上旬は、米雇用関連指標が米国経済の減速を示したことで米利下げ観測が高まり、低下した。中旬は、景況感の悪化を示す指標の発表後に低下したが、新規失業保険申請件数等の経済指標が米国経済の改善を示し、パウエルFRB議長が追加利下げに慎重な発言をしたことで利下げ観測が後退し、上昇した。下旬は、米耐久財受注や新規失業保険申請件数等の経済指標が米景気の底堅さを示すと上昇した。月末に向けては、政府機関閉鎖への懸念が高まり、経済指標が米景気減速を示すと、買いが優勢になった。長期金利は前月末比 0.079 ポイント低下の 4.151% で終えた。

日本金利・・・長期金利(新発 10 年国債利回り)は、米利下げ観測の高まりを受けて低下した後、米長期金利の上昇や日銀の利上げ観測の高まりにより上昇した。上旬は、米長期金利の低下により国内債にも買いが波及したことに加え、石破首相が退陣を表明し、日銀が政治動向を見極めるため利上げに慎重になるとの見方から、低下した。中旬は、日米株高により安全資産とされる債券の売りが優勢となり、日銀金融政策決定会合で2人の審議委員が利上げを求めたという報道を受けて利上げ観測が高まると、一段と上昇した。下旬は、米長期金利の上昇が国内債の売り圧力となり、2年物国債入札が低調だったことで需給の緩みも意識され、上昇した。月末の長期金利は前月末比 0.045 ポイント上昇して 1.645%、新発 20 年国債利回りは同 0.015% 上昇して 2.610% になった。

為替相場・・・円の対ドル相場は、米利下げが実施され、日米金利差が縮小したことで円高に振れたが、その後は米国の大幅利下げ観測が後退するなか円安が進んだ。上旬は、石破首相の退陣観測が高まり、財政政策への不透明感から円安が進んだが、米雇用関連指標が米労働市場の悪化を示し、米利下げ観測が高まると、円高に転じた。中旬は、FOMCで利下げが決定されるとの見方から円高に振れたが、利下げの実施後にパウエルFRB議長が追加利下げに慎重な姿勢を示し、日米金利差の拡大を意識した円売りが優勢となった。下旬は、複数の米経済指標が市場予測を上回り、米利下げ観測が後退したことで日米金利差拡大を意識した円売りが膨らんだ。しかし、日銀高官の発言により年内の利上げが意識されたうえ、米政府閉鎖への警戒が強まると、円高に振れた。月末の円の対ドル相場(銀行間直物、17 時時点)は 148 円 08 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、米利下げや財政拡張観測から上昇した。上旬は、米利下げ観測の高まりや、石破首相の辞任後に次期政権が財政拡張的な政策に傾くとの思惑から、上昇した。中旬は、米利下げによる米株高を受けて半導体関連などハイテク株を中心に買いが入り、45,000 円台まで上昇した。下旬は、自民党総裁選の候補者による公開討論会などで次期政権の財政拡張が意識され、米株高を追い風に続伸し、最高値を更新した。その後、持ち高調整や配当落ちによる売りに加え、円高が進んだことで、下落した。月末の日経平均株価は前月末比 2,214.16 円上昇し、44,932.63 円で引けた。



<海外経済・金融情勢>

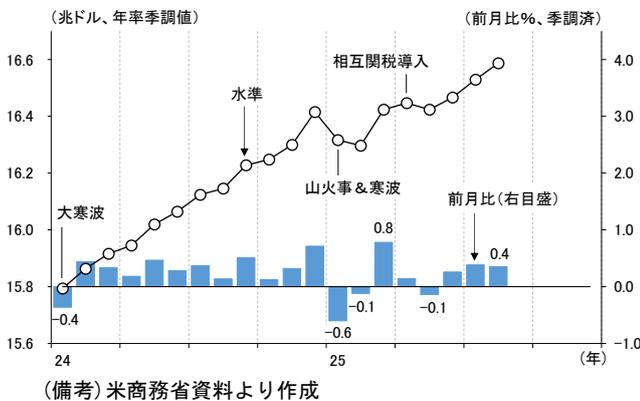
1. 米国経済～トランプ関税下でも個人消費は堅調維持。実質賃金の上昇が寄与

個人消費は3か月連続で増加。他方、マインドは悪化に転じる

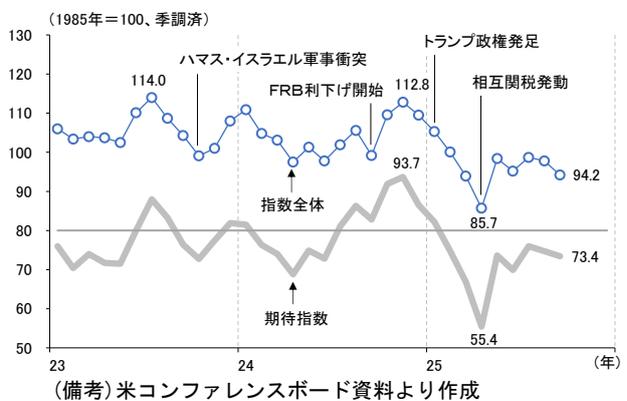
米商務省が発表した8月の個人消費支出は、物価変動の影響を除いた実質ベースで前月比 0.4%増と3か月連続で増加した(図表1)。内訳をみると、8月は財支出(同 0.7%増)が高い伸びとなっている。新学期入りを控え、小売店が積極的に値引きを行っており、需要の掘り起こしにつながった可能性がある。また、サービス支出(同 0.2%増)も6か月連続で増加しており、インフレ再燃が警戒される中でも底堅く推移している。

他方、消費者マインドは再び悪化している。9月の消費者信頼感指数は94.2と2か月連続で低下した(図表2)。雇用環境に対する懸念の高まりが背景にあるとみられる。今後6か月の見通しを反映する期待指数も73.4に低下し、景気後退リスクの高まりを示すとされる80を下回った状態が続いている。

(図表1) 実質個人消費(米国)



(図表2) 消費者信頼感指数(米国)

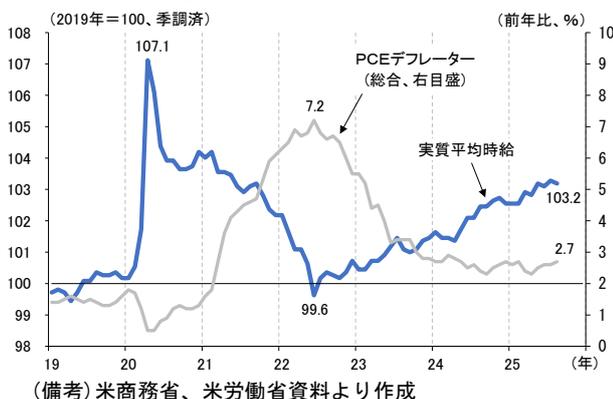


実質賃金は上昇基調を維持。GDPナウは7～9月期の高成長を予測

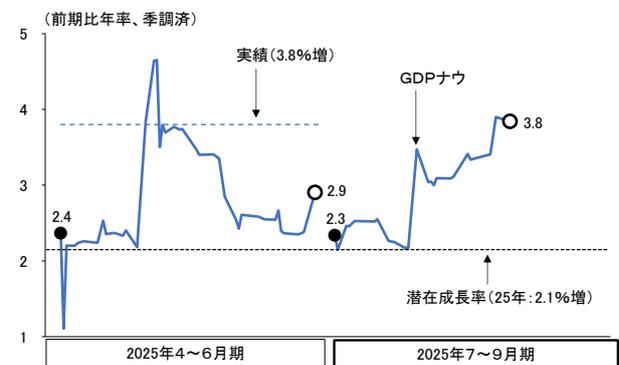
マインドが悪化する中でも消費が堅調な理由として、所得の改善が挙げられる。物価変動の影響を除いた実質平均時給をみると、8月こそ前月比0.1%減と減少に転じたものの、22年半ば頃から続く上昇基調は維持している(図表3)。この間、インフレ率(総合)の低下が進んだことが、実質ベースでみた賃金を押し上げたとみられる。

かかる状況下、アトランタ連銀のGDPナウでは7～9月期成長率の最新予測値(10月1日時点)が前期比年率3.8%増となっている(図表4)。潜在成長率(25年:2.1%増)を大きく上回り、トランプ政権の関税引上げを見込んだ動きの反動が出た4～6月期(同3.8%増)に匹敵する高成長が予想されている。

(図表3) 実質賃金とインフレ率(米国)



(図表4) GDPナウ(米国)



2. 金融情勢(米国)～6会合ぶりの利下げ。25年内の追加利下げは見方が分かれる

雇用の下振れリスクに配慮し、利下げを再開

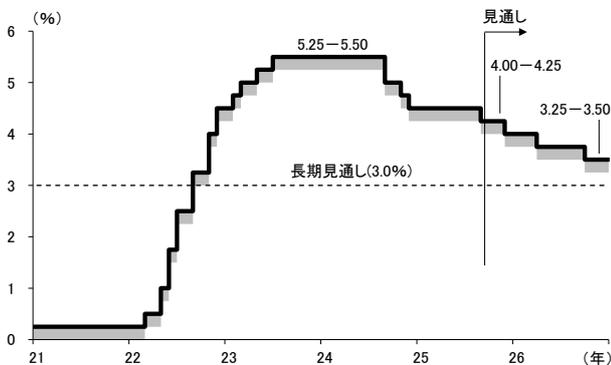
FRB(米連邦準備理事会)は、9月16日～17日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)で、6会合ぶりにFF金利の誘導目標を0.25ポイント引き下げ、4.00～4.25%とした(図表5)。声明文では、雇用について「伸びが減速している」との表現に修正した上で「下振れリスクが高まった」と言及しており、今回の利下げ判断に強く影響を与えたことがうかがえる。

FOMC参加者の見通しは、年内「連続利下げ」と「利下げなし」に二分

9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6月会合から26年末(2.4%→2.6%)が上方修正された(図表6)。半面、足元25年末の見通しは前回から据え置かれており、トランプ関税に起因するインフレ率の再上昇がFOMC参加者の想定範囲内で進んできたことがうかがえる。また、失業率の見通し(中央値)は前回6月会合から小幅に引き下げられた(図表7)。25年末の4.5%をピークに、低下に転じるという見方に変化はなかった。

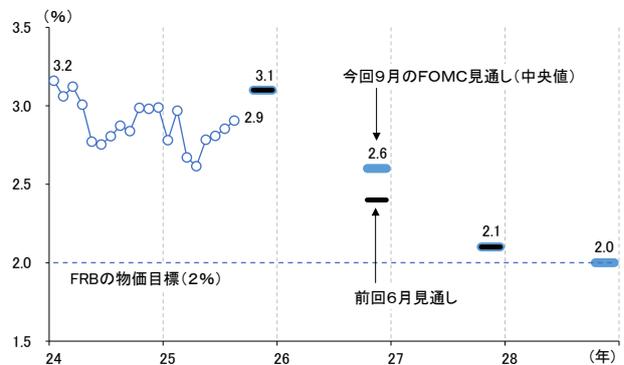
注目されたFOMC参加者の政策金利見通しは、25年末の中央値が3.625%となり、前回6月見通しから0.25ポイント引き下げられた(図表8)。これは、25年の残り2回の会合で連続利下げ(1回あたり0.25ポイント)が見込まれていることを意味する。もっとも、年内の利下げを見込んでいないFOMC参加者も依然として多いことから、今後発表される雇用や物価の関連指標の結果が金融政策に影響を与えることになろう。続く26年と27年は前回と同じくそれぞれ1回ずつの利下げが見込まれている一方、今回新たに発表された28年には利下げが想定されていない。

(図表5) 政策金利(FFレート)の誘導目標



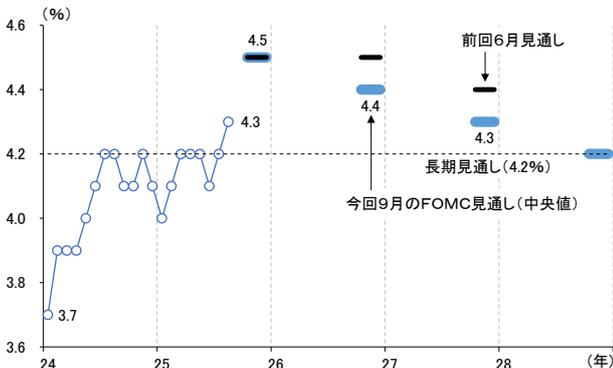
(備考) 1. 見通しは当研究所の予測
2. FOMC資料より作成

(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	28年末	長期
4.5%	1人				
4.0%	6人				
3.5%	2人	2人	2人	2人	2人
3.0%	9人	6人	2人	2人	2人
2.5%		2人	2人	2人	3人
2.0%		4人	7人	5人	6人
1.5%	1人	3人	3人	5人	3人
1.0%		2人	2人	3人	3人
0.5%			1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～個人消費の減速が続く。マインドも低下トレンドから抜け出せず

4～6月期はトランプ関税の影響で設備投資や輸出が減少に転じる

25年4～6月期のユーロ圏実質GDP(確定値)を需要項目別にみると、トランプ関税発動前の駆込みの反動で、設備投資が含まれる総固定資本形成(前期比年率8.9%減)や、輸出(同1.9%減)が減少へと転じ、成長率全体を押し下げたことが分かる(図表9)。GDPの半分以上を占める個人消費(同0.6%増)の伸び率低下が続いていることを踏まえると、トランプ関税の影響を除いた実勢ベースでも、足元のユーロ圏景気は弱含んでいる可能性が高い。また、9月のユーロ圏消費者信頼感指数も▲14.9と、24年後半から続く低下トレンドから抜け出せておらず、マインドの点からみても先行き個人消費の増勢は強まりにくいと考えられる(図表10)。

(図表9) 実質GDP成長率(需要項目別)

	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)	1.1	0.8	1.6	1.6	2.3	0.5	106.0
個人消費(52.8)	2.4	0.6	2.2	1.9	1.0	0.6	103.9
住宅投資(5.2)	-6.7	-4.9	-3.0	-0.3	2.1	-0.3	100.8
総固定資本形成(15.7)	-7.3	-11.0	9.9	3.2	14.1	-8.9	93.5
在庫投資・不突合	(-0.8)	(0.9)	(2.1)	(-0.6)	(-0.7)	(2.2)	—
政府支出(22.1)	0.6	3.9	2.9	2.0	-0.3	2.1	112.3
輸出(50.9)	0.9	6.3	-5.4	0.2	8.9	-1.9	110.0
輸入(46.8)	-3.5	5.2	1.4	-0.4	9.1	-0.2	105.7

(備考) 1. シャド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)



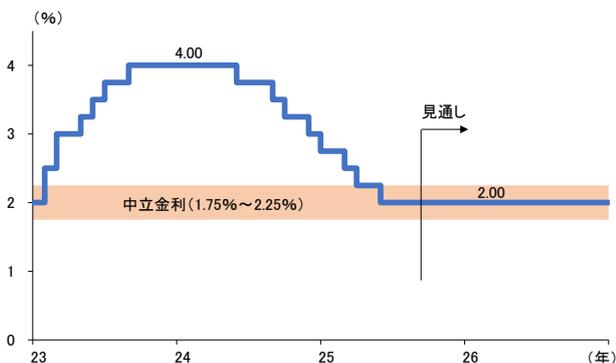
(備考) Eurostat、欧州委員会資料より作成

4. 金融情勢(ユーロ圏)～2会合連続で政策金利を据置き。インフレ率も2%近辺で推移

ECBは2%物価目標の達成に自信を示す

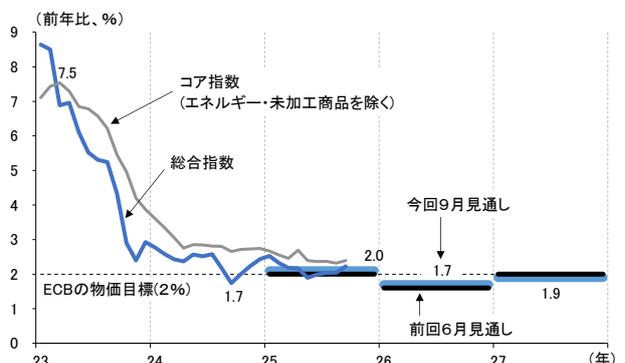
ECB(欧州中央銀行)は9月11日に開催した理事会において、2会合連続で政策金利を据え置いた(図表11)。理事会後の記者会見ではラガルド総裁が「デイスインフレのプロセスは終わった」と述べるなど、2%の物価目標達成に自信を示している。足元9月のインフレ率(HICP、総合)は前年比+2.2%と、2%近辺で推移している(図表12)。また、ラガルド総裁は米国との関税交渉の合意を受けて「不確実性は低下した」と述べ、下振れリスクの低減にも言及している。

(図表11) 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12) 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

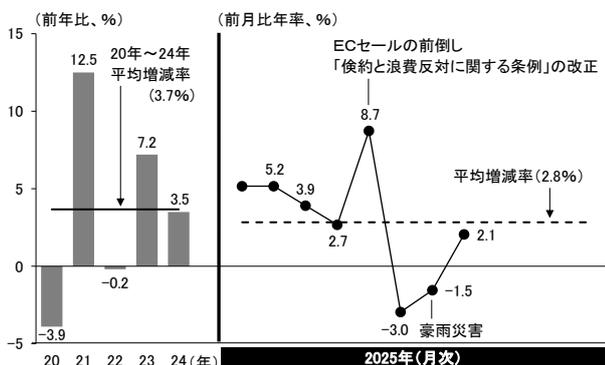
5. 中国経済～投資の弱さが顕著。先行き注目は10月末のAPEC首脳会議

小売売上高が3か月ぶりに増加も、回復力は弱い。米国向け輸出は5か月連続の前年割れ

8月の名目小売売上高は前月比年率 2.1%増(当研究所試算)と、3か月ぶりに増加した(図表 13)。もっとも伸び率は低く、住宅市場の低迷長期化による影響に加え、消費財の買替えを促す「以旧換新」政策の効果一巡や、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などが消費回復の足かせとなっている。

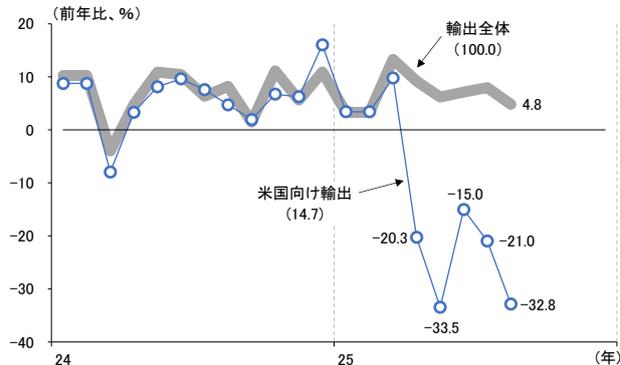
トランプ政権の関税強化による輸出下押しも続いている。中国海関総署が発表した貿易統計をみると、8月の米国向け名目輸出(元建て)は前年比 32.8%減と、5か月連続で前年割れとなった(図表 14)。もっとも、輸出全体は8月も同 4.8%増と大きく落ち込んでおらず、引き続きASEAN向け(同 23.3%増)やEU向け(同 10.9%増)などが下支え役となっている。

(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)



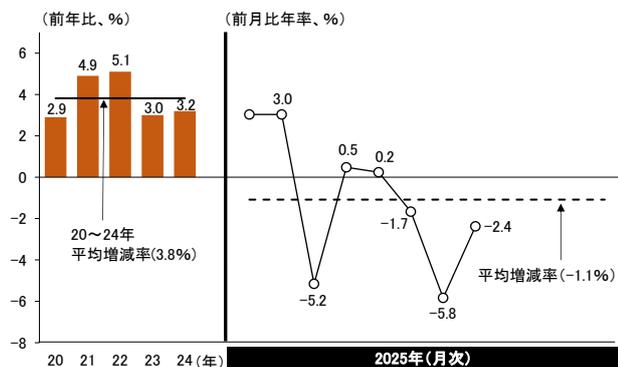
(備考) 1. ()内の数値は2024年の輸出額全体に占めるシェア
2. 元建てで計算。中国海関総署資料より作成

固定資産投資が3か月連続で減少。10月末のAPEC首脳会議に向けた動きに要注目

他方、8月の固定資産投資は前月比年率 2.4%減(当研究所試算)と、3か月連続で減少した(図表 15)。25年の平均増減率も同 1.1%減とマイナスに転じており、投資の弱さが鮮明となっている。内訳をみると、トランプ関税による先行き不透明感などから民間投資(8月:年初来累計前年比 2.3%減)の前年割れが続いているほか、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 12.9%減)もマイナス幅を拡大させている(図表 16)。また、政府主導のインフラ投資(同 2.0%増)は前年を上回っているものの、伸び率は徐々に低下してきており、けん引役としての存在感は薄れてきている。

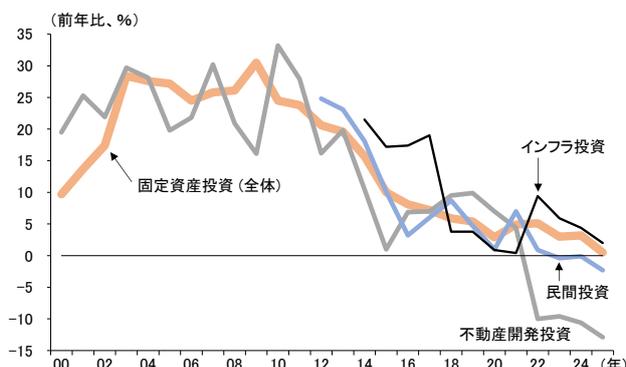
先行き注目されるのが関税交渉の行方である。11月10日の交渉期限が近づく中、10月末から韓国で開催されるアジア太平洋経済協力会議(APEC)首脳会議で行われる米中首脳会談に向けて動きがあるかもしれない。

(図表 15) 固定資産投資(全体)



(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) 固定資産投資(投資分野別)



(備考) 1. 直近25年は8月までの年初来累計値
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7～9月期にマイナス成長に転じ、一時的に足踏みする可能性も

4～6月期の実質GDP(2次速報)は前期比0.5%(年率2.2%)増へ上方修正も、7～8月の国内経済は下振れ

4～6月期の実質GDP(2次速報)は前期比0.5%(年率2.2%)増で1次速報の同0.3%(同1.0%)増から上方修正された(図表17)。高い伸び率となったが、民間在庫変動の寄与度が▲0.0%ポイントと1次速報の▲0.3%ポイントから引き上げられた影響が大きい。個人消費も前期比0.4%増と0.2%増から上振れている。外食やゲームソフト・PC等への消費が好調だったが、前期(1～3月期)が同0.0%増と1次速報の0.2%増から引き下げられたことが寄与しており、25年上期でみると下方修正された。また、設備投資、住宅投資、公共投資といった投資関連は1次速報から軒並み引き下げられている。外需は0.3%ポイントの押上げに寄与したが、トランプ関税等の影響で輸出などが弱含む恐れがある。個人消費は24年度下期に根強い物価高などを背景に力強さを欠いていたが、今後、内需が国内経済を下支えするか注目される。

8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・投資財出荷、商業販売などが悪化したため、前月から低下すると予測する。2か月連続の悪化が見込まれるが、基調判断は「下げ止まり」に据え置かれよう。先行系列は、株価の上昇や消費者マインドの持ち直しなどで上昇が見込まれる。7～9月期の実質GDP成長率は、輸出の落込みや住宅投資の法改正に伴う駆け込み需要の反動減などで6四半期ぶりにマイナスへ転じる恐れがあり、一時的に足踏みする可能性がある。

日銀「短観」による企業の景況感は横ばい圏の推移が続く

8月の実質輸出は前月比0.3%増加した。しかし、7～8月平均は前期(4～6月)比2.0%減で、米国向けは同8.4%減少している。特に、8月の米国向け乗用車輸出は、金額が前年比28.1%減、台数は同9.4%減少した。トランプ関税等の影響で北米向け乗用車の輸出物価(契約通貨ベース)が同20.9%低下したうえ、米国向けの輸出台数も約1割落ち込んだ。また、8月の鉱工業生産は前月比1.2%減少した。PC等の落込みが響いた。7～8月平均は前期比0.4%減である。9月は、経済産業省が同2.3%増と試算しているが、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▲5.4、▲5を下回ると景気後退の可能性を示すトレンドは▲3.5(前月▲3.0)で企業マインドは悪化している。

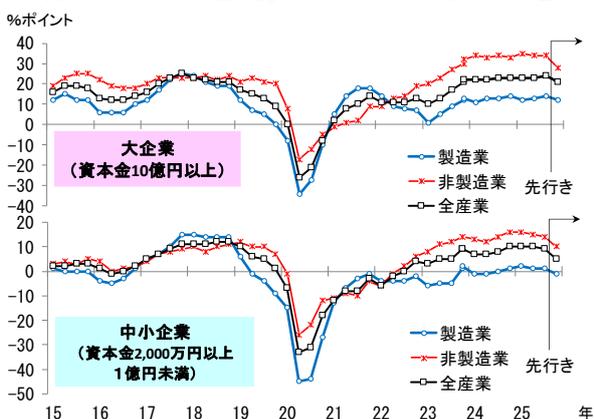
企業の景況感を日銀「短観(9月調査)」業況判断DI(良い-悪い)からみると、大企業は製造業が+14で前回調査より1%ポイント上昇し、非製造業は+34で横ばいだった(図表18)。中小企業は製造業が横ばい、非製造業は1%ポイント悪化している。全規模では製造業・非製造業ともに前回調査と変わらず、日銀「短観」による企業の景況感は横ばい圏の推移が続いている。

(図表17) 4～6月期のGDP統計の2次速報

需要項目 <前期比、【】は年率換算、()は寄与度>	1次速報値 (8月15日公表)	2次速報値 (9月8日公表)
名目GDP	1.3【5.1】	1.6【6.6】
実質GDP	0.3【1.0】	0.5【2.2】
民間需要	0.0	0.4
民間最終消費支出(個人消費)	0.2	0.4
民間住宅(住宅投資)	0.8	0.5
民間企業設備(設備投資)	1.3	0.6
民間在庫変動	(▲0.3)	(▲0.1)
公的需要	▲0.3	▲0.3
政府最終消費支出	0.0	0.0
公的固定資本形成(公共投資)	▲0.5	▲0.6
公的在庫変動	(▲0.0)	(▲0.0)
財貨・サービスの純輸出	(0.3)	(0.3)
財貨・サービスの輸出	2.0	2.0
財貨・サービスの輸入	0.6	0.6

(備考) 内閣府「四半期別GDP速報」より作成

(図表18) 日銀「短観」業況判断DI(良い-悪い)



(備考) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より作成

日銀「短観」の 25 年度の設備投資計画は前年度比 8.4%増

設備投資について資本財(除く輸送機械)総供給からみると、7~8月平均は前期(4~6月)比 4.7%減少するなど、機械設備投資は弱含んでいる。

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、7月は前月比 4.6%減少した。製造業は同 3.9%増加したものの、非製造業(除く船舶・電力)が同 3.9%減少した。基調判断は「持ち直しの動きがみられる」に据え置かれているものの、3か月移動平均が2か月連続で前月比マイナスになるなど、回復基調が一服している。日銀「短観(9月調査)」の 25 年度の設備投資計画(除くソフトウェア等)は、全規模・全産業で前年度比 8.4%増と堅調だが、24年度の伸び率(9月調査 8.9%)を若干下回っている(図表 19)。大企業は底堅い一方、中小企業は 2.3%減であり、人件費高騰などでソフトウェア投資を優先させ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投資の下支えで底堅い推移が見込まれる。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。

個人消費は緩慢な回復ペースが続く

個人消費についてみると、7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 1.7%増で一進一退の推移が続いている。前年比は自動車購入の押上げで 1.4%増加したが、供給側の統計である新車(乗用車、含む軽)販売台数は7~9月に同 4.4%減少している。また、日銀の実質消費活動指数(旅行収支調整済)は前月比 0.4%減少した(図表 20)。サービスは同 0.2%増加したが、耐久財は電機・自動車等の落込みが影響して同 3.8%減少し、非耐久財も物価高を背景に同 0.6%減と緩やかに下落している。実質消費活動指数は、コロナ・消費税引上げ(10%)前の水準を下回り、回復ペースは緩慢である。

8月は、小売業販売額が前月比 1.1%減少した。名目値にもかかわらず前年比は 1.1%減で3年半ぶりのマイナスとなった。インバウンドは、訪日外客数が 342.8 万人で前年比 16.9%増加した。全国百貨店のインバウンド(免税)売上は前年比 4.7%減で下落幅が縮小し、購買客数は同 8.9%増加している。夏頃から円安に振れており、インバウンド消費が持直しに転じるか注目される。

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も

先行き、個人消費は、人手不足を背景とした賃上げや最低賃金の引上げ等による所得環境の改善に加え、日米関税合意等による過度な景気懸念の後退や株式相場の上昇などによる消費者マインドの持直し、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。

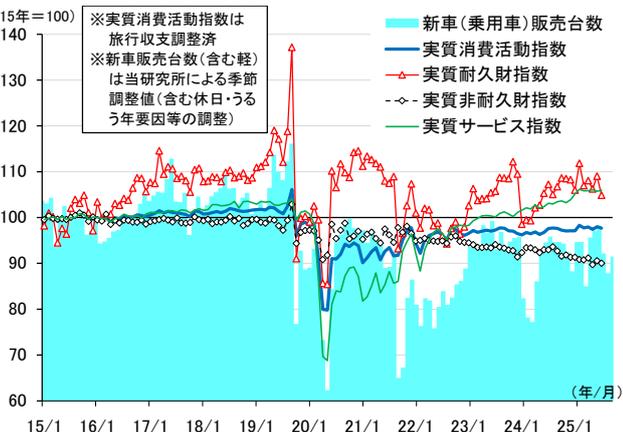
しかし、トランプ関税の影響や海外経済の減速などから輸出が弱含み、製造業を中心に企業収益の回復も足踏みする恐れがある。賃上げ機運の一服や設備投資の慎重化へ波及する可能性があるうえ、根強い物価高を受けて低所得者層等を中心に節約志向が長期化しているため、国内経済の回復ペースは緩やかになると見込まれる。

(図表 19) 日銀「短観」設備投資計画

調査年月	企業規模・業種					
	全産業	製造業	非製造業	大企業	中堅企業	中小企業
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
25年9月	8.4	13.9	5.3	12.5	5.6	-2.3

(備考) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より作成

(図表 20) 実質消費活動指数、新車販売台数の推移



(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も、審議委員2人が利上げを提案。10月利上げの可能性も

日銀は政策金利を据え置きも、審議委員2人が利上げ提案

日銀は、9月18～19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%程度に促す現行の金融政策を据え置いた。ただ、極めて低い実質金利などを背景に、利上げ姿勢は維持されている。高田・田村両審議委員は0.75%への利上げを提案した。また、日銀保有のETF(上場投資信託)を年間3,300億円(簿価)、J-REIT(不動産投資信託)を同50億円程度のペース(市場全体の売買代金の0.05%程度)で市場へ売却する方針も決定した。

金融市場では、審議委員2人の利上げ提案などを受けて、早期利上げ観測が高まっている。日銀は、各国の通商政策等の影響で、海外経済は一部に弱めの動きがみられるものの、緩やかに成長しており、企業収益も製造業は関税が圧迫しているが、全体としては高水準を維持しているとの見方を示した。不確実性が高い状況は続いており、成長ペースは一旦鈍化し、基調的な物価上昇率は伸び悩むものの、徐々に上昇ペースが高まると予想している。

8月の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比上昇率は2.7%で3か月連続の減速

8月の国内企業物価の前年比上昇率は2.7%となった。前月比は0.2%低下しており、政府の補助金再開で電力・都市ガス、豚・牛肉や鶏卵等の農林水産物などが押し下げた。輸入物価は前年比3.9%低下している。契約通貨ベースは同4.6%の低下で12か月連続のマイナスとなり、前月比は横ばいだった。企業向けサービス価格の前年比上昇率は2.7%と3か月連続で3%を下回った。

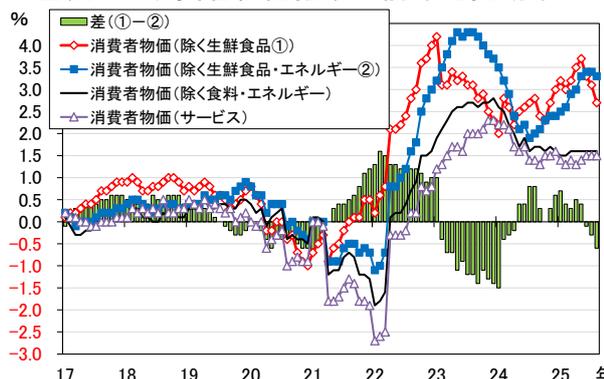
8月の消費者物価の前年比上昇率は、生鮮食品を除く総合が2.7%となり、3か月連続で減速している(図表21)。電気・都市ガス代の下落幅の拡大が寄与した。食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合は1.6%であり、24年12月以降、1%台半ば(1.5～1.6%)の水準が続いている。原材料費・人件費・物流費といったコスト増を価格転嫁する動きがみられるものの、インフレ率が基調的に加速しているという状況ではない。

日銀は、各国の通商政策等の影響を見極め、内外経済の底堅さなどが確認できれば早期利上げの可能性も

7月の実質賃金は前年比0.2%減で7か月連続のマイナスとなった(図表22)。名目賃金は同3.4%増で特別給与が押し上げたが、消費者物価(持家の帰属家賃を除く総合)上昇率(3.6%)を下回っている。25年春闘では高い賃上げ率(連合5.25%、ベア3.70%)で妥結したが、サンプル替え等の影響を受けにくい共通事業所の基本給に当たる所定内給与(一般労働者)の増加率は同2.4%であり、基調的な賃金上昇率は2%台前半の推移が続いている。

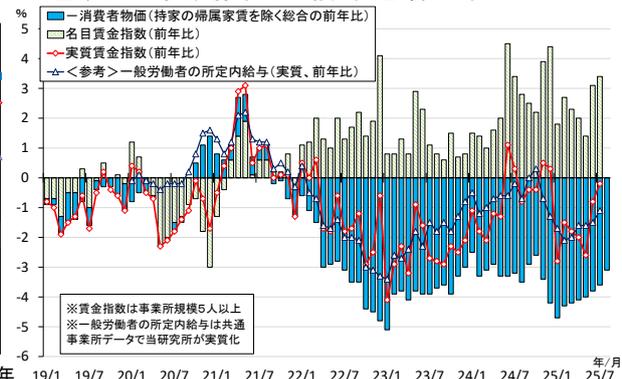
日銀は、各国の通商政策などが実体経済に及ぼす影響を見極め、賃上げ率や予想物価上昇率等の動向を判断すると見込まれる。日銀は利上げ路線を維持しており、極めて低い実質金利を調整するため、内外経済の底堅さやインフレ圧力の高まりなどを確認し、経済・物価見通しの実現の確度が高まったと判断すれば、早ければ10月にも利上げに踏み切る可能性がある。

(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」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 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 9月30日	25年 10 ~ 12月	26年 1 ~ 3月	4 ~ 6月	7 ~ 9月
米 国	FFレート(誘導目標・期末)	4.00 ~ 4.25	3.50 ~ 3.75	3.00 ~ 3.25	2.50 ~ 2.75	2.00 ~ 2.25
	国債(5年)	3.742	3.20 ~ 3.90	2.90 ~ 3.60	2.60 ~ 3.30	2.30 ~ 3.00
	国債(10年)	4.151	3.70 ~ 4.40	3.40 ~ 4.10	3.10 ~ 3.80	2.80 ~ 3.50
	NYダウ平均(ドル)	46397.89	44000 ~ 48000	42000 ~ 46000	40000 ~ 44000	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)	2.710	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	5529.96	5300 ~ 5700	5100 ~ 5500	4900 ~ 5300	4700 ~ 5100
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)	0.578	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)	1.225	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)	1.645	1.40 ~ 1.90	1.25 ~ 1.75	1.10 ~ 1.60	0.95 ~ 1.45
	超長期国債(新発20年債)	2.610	2.25 ~ 2.85	2.05 ~ 2.65	1.85 ~ 2.45	1.65 ~ 2.25
	日経平均株価(円)	44932.63	42000 ~ 46000	40000 ~ 44000	38000 ~ 42000	36000 ~ 40000
為 替	円/ドルレート	148.08	142 ~ 152	137 ~ 147	132 ~ 142	127 ~ 137
	円/ユーロレート	173.91	166 ~ 176	161 ~ 171	156 ~ 166	151 ~ 161

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。

<10月の内外経済・金融スケジュール>

(日本)

- ① 毎月勤労統計 . . . 8日
7月の実質賃金は、根強い物価高を背景に、7か月連続で前年比マイナスとなった。ただし、実質賃金のマイナス幅は縮小しており、プラスに転じるかが注目される。
- ② 貿易統計 . . . 22日
8月の輸出額は4か月連続で前年比マイナスとなった。米国向け輸出の落ち込みが顕著であり、トランプ関税の影響を判断するうえで、引き続き要注目である。
- ③ 全国消費者物価指数 . . . 24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(9月中旬)は2.5%となり、前月から横ばいであった。東京都の保育料無償化による押下げが大きかったため、全国への影響は小幅に留まるとみられる。
- ④ 日銀金融政策決定会合 . . . 29~30日
9月の会合では2人の審議委員が利上げを提案した。政策委員のタカ派的な発言も散見されており、10月の利上げ観測が高まっている。

(米国、海外)

- ⑤ 雇用統計 . . . 3日
8月の雇用統計は市場予測を下回り、年次改定(推計値)では雇用者数が大幅に下方修正されるなど、労働市場の悪化が続いている。9月の雇用統計も弱含めば、早期の利下げ観測が高まろう。
- ⑥ 消費者物価指数 . . . 15日
9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。
- ⑦ FOMC . . . 28~29日
8月の雇用統計は市場予想を下回り、労働市場の減速が改めて意識された。また、経済見直しによるとFOMCの参加者は年内2回の利下げを予想しており、利下げ観測が高まっている。
- ⑧ ECB政策理事会 . . . 30日
9月の理事会後の記者会見で、ラガルド総裁は当面の利下げ停止を示唆した。ECB高官は、現在のインフレ状況は安定しているとの見方を示しており、10月は政策金利を据え置こう。

(日本)

発表日	経済指標・注目材料等
1日	日銀短観(9月) 自動車販売(9月)
2日	消費動向調査(9月)
3日	失業率・有効求人倍率(8月)
7日	景気動向指数(8月速報) 家計調査(8月)
8日	①毎月勤労統計(8月速報) 国際収支(8月) 景気ウォッチャー調査(9月)
10日	企業物価指数(9月)
14日	マネーストック統計(9月)
16日	機械受注(8月) 第3次産業活動指数(8月)
22日	②貿易統計(9月速報)
24日	③全国消費者物価指数(9月)
27日	企業向けサービス価格指数(9月)
29日	消費動向調査(10月) ④日銀金融政策決定会合(～30日)
30日	日銀展望レポート
31日	都区部消費者物価指数(10月中旬) 失業率・有効求人倍率(9月) 商業動態統計(9月速報) 鉱工業生産(9月速報) 住宅着工統計(9月)

(米国、海外)*

発表日	経済指標・注目材料等
1日	I S M製造業景気指数(9月)
2日	製造業受注(8月)
3日	I S M非製造業景気指数(9月) ⑤雇用統計(9月)
7日	貿易収支(8月)
10日	ミシガン大学消費者態度指数(10月速報)
15日	⑥消費者物価指数(9月)
16日	小売売上高(9月) 生産者物価指数(9月)
17日	鉱工業生産・設備稼働率(9月) 住宅着工件数(9月)
27日	耐久財新規受注(9月)
28日	⑦FOMC(～29日) 消費者信頼感指数(10月)
30日	米7~9月GDP統計(速報値) ユーロ圏7~9月GDP統計(速報値) ⑧ECB政策理事会
31日	個人所得・消費(9月) 米国7~9月の雇用コスト指数
毎週木	新規失業保険申請件数

* 米政府機関の一部閉鎖に伴い、統計の公表が延期される可能性がある。