



SCB

金利・為替見通し

No.2025-8

(2025. 11. 5)

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2会合連続の利下げに踏み切る。QT終了も発表。ECBと日銀は政策金利を据え置く

10月はFRBが雇用の下振れリスクを理由に2会合連続での利下げを決めている。さらに、22年6月から開始されていた量的引締め（QT）を12月1日で終了することも明らかにした。他方、ECBは3会合連続で政策金利を据え置いた。合わせて独自の中銀デジタル通貨「デジタルユーロ」を29年に発行する計画も示された。日銀も政策金利の据置きを決めている。また、同時に公表された展望レポートにおける政策委員の大勢見通しでは、経済成長率と消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）上昇率がわずかな変更にとどまっている。

自民党総裁選をきっかけに円安・ドル高が加速

10月は一気に円安・ドル高が進んだ。上旬には、自民党の新総裁に財政拡張や金融緩和を志向するとされる高市氏が就任したことがサプライズとなり、円買いが進んだ。自公の連立解消を受けた「高市トレード」の巻き戻しや、米中貿易摩擦の再激化、米地銀の信用リスクへの懸念などで円高に振れる場面があったものの、株高や高市政権発足、日銀の早期利上げ観測後退などで再び円売りが加速した。10月末の対ドル円相場は154円台と、9月末より6円以上も円安・ドル高に振れている。

1年先までの金利・為替見通し

FRBの次回利下げは26年4～6月期と見込む。日銀は利上げスタンスを維持

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。雇用悪化を受けてFRBが連続利下げに踏み切る一方、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。FRBは景気動向やインフレ率を注視しつつ、26年4～6月期に次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、高市政権とのコミュニケーションも図りながら、利上げを続けよう（26年1～3月期と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・ドル安が緩やかに進むと見込んでいる。

◇予測一覧表（11月5日現在）

		25年 10月31日	25年 11～12月	26年 1～3月	4～6月	7～9月
米 国	FFレート(誘導目標・期末)	3.75～4.00	3.75～4.00	3.75～4.00	3.50～3.75	3.50～3.75
	国債(5年)	3.688	3.20～3.90	3.20～3.90	3.10～3.80	3.10～3.80
	国債(10年)	4.078	3.70～4.40	3.70～4.40	3.60～4.30	3.60～4.30
	NYダウ平均(ドル)	47562.87	45000～49000	45000～49000	45500～49500	46000～50000
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)	2.632	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	5662.04	5400～5800	5400～5800	5450～5850	5500～5900
日 本	無担保コール翌日物	0.477	0.45～0.55	0.45～0.80	0.70～0.80	0.70～1.05
	TORF(3か月)	0.556	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)	1.220	0.90～1.30	0.90～1.50	1.10～1.50	1.10～1.70
	長期国債(新発10年債)	1.655	1.40～1.90	1.45～2.05	1.60～2.10	1.65～2.25
	超長期国債(新発20年債)	2.585	2.25～2.85	2.30～3.00	2.45～3.05	2.50～3.20
	日経平均株価(円)	52411.34	48000～53000	48000～53000	48500～53500	49000～54000
為 替	円/ドルレート	154.32	148～158	146～156	144～154	142～152
	円/ユーロレート	178.48	170～180	168～178	166～176	164～174

(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。

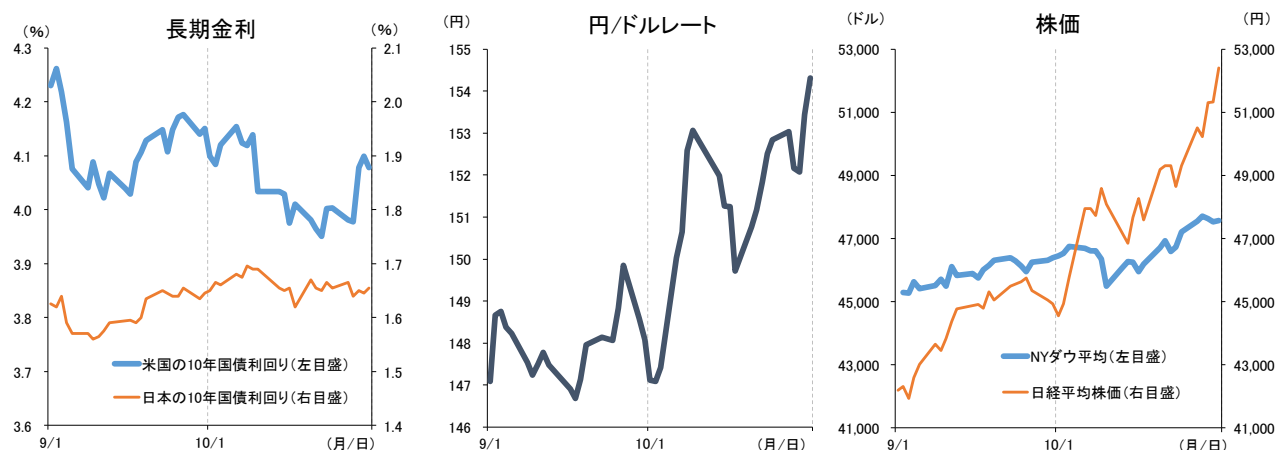
<10月の金利・為替・株価レビュー>

海外金利・・・長期金利(米 10 年国債利回り)は、米中対立の激化や米地銀の信用リスク不安により低下した後、12 月の利下げ観測の後退により上昇した。上旬は、米政府機関の一部閉鎖により主要な経済指標の発表が停止されたことで、方向感に乏しい動きが続いたが、トランプ米大統領が対中関税の大幅引上げを警告すると、大きく低下した。中旬は、米中関係悪化への不安が強まるなか年内の米利下げ観測が相場を支えたうえ、米地銀を取り巻く信用リスクが高まったことで、一段と低下した。下旬は、10 月の米利下げ観測が高まる一方、原油高が重荷となり一進一退で推移したが、FOMCでパウエルFRB議長が 12 月の追加利下げに慎重な姿勢を示すと、上昇した。長期金利は前月末比 0.073 ポイント低下の 4.078%で終えた。

日本金利・・・長期金利(新発 10 年国債利回り)は、高市氏の自民党総裁就任による積極財政への警戒感から上昇した後、過度な財政拡張懸念が後退したことで低下した。上旬は、自民党の新総裁に高市早苗氏が選出され、財政政策が拡張的になるとの懸念から上昇した。高市氏の選出により急速に円安が進行すると、日銀の利上げ観測が高まり、一段と上昇した。中旬は、米地銀の信用リスク問題による米長期金利の低下や、自公連立の解消による国内政局の先行き不透明感の強まりを受けて低下した後、日銀審議委員のタカ派的な発言などにより、上昇した。下旬は、財政規律を重んじる日本維新の会の連立入りや、日米首脳会談の内容を受けて財政拡張懸念が緩和し、低下した。月末の長期金利は前月末比 0.01 ポイント上昇して 1.655%、新発 20 年国債利回りは同 0.025%低下して 2.585%になった。

為替相場・・・円の対ドル相場は、高市政権が掲げる積極財政や金融緩和への思惑、日銀の早期利上げ観測の後退により、円安が進んだ。上旬は、自民党の新総裁に財政拡張や金融緩和を志向するとされる高市氏が就任すると、一時は 153 円台に乗せるなど、急速に円安が進行した。中旬は、自公の連立解消を受け、「高市トレード」が巻戻されたうえ、米中貿易対立の激化や米地銀の信用リスクへの懸念から、円高が進んだ。下旬は、日米の株高や、国内政局の不透明感の後退を受けて「低リスク通貨」である円が売られ、日銀政策決定会合後の植田総裁の発言で早期の利上げ観測が後退すると、円安が加速した。月末の円の対ドル相場(銀行間直物、17 時時点)は 154 円 32 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、高市氏の自民党総裁選勝利を受けて財政拡張的な政策への期待が高まり、防衛関連など高市氏が掲げる政策に関連した銘柄を中心に買いが入ったことで、大幅に上昇した。中旬は、米株高や国内政局の混迷を受け乱高下したが、自民・維新の連立合意の見通しにより高市氏の首相選出が確実視されると「高市トレード」が再開し、急上昇した。下旬は、高市政権への政策期待や円相場の下落に加え、米中貿易摩擦の緩和や米利下げ観測の高まりを背景に米株式相場が最高値圏を推移したことを受け、大幅に上昇した。AI・半導体関連や好決算銘柄が押し上げた。月末の日経平均株価は前月末比 7,478.71 円上昇し、52,411.34 円で引けた。



<海外経済・金融情勢>

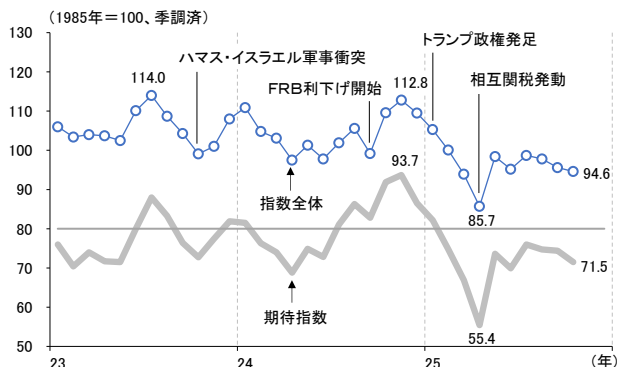
1. 米国経済～政府機関閉鎖がマインドにも影響。IMF見通しは小幅上方修正

政府機関閉鎖が消費者マインドの弱含みに拍車をかける

政府機関閉鎖の影響によって主要な経済統計の公表や集計が止まっている。こうしたなか、コンファレンス・ボードが発表した10月の消費者信頼感指数は94.6と、3か月連続で低下した(図表1)。政府機関閉鎖が景気の先行きに対する不安感に拍車をかける形で、消費者マインドは弱含んでいる。

他方、IMF(国際通貨基金)の最新見通しでは、米国の成長率が関税交渉の進展などを受けて小幅に上方修正された(25年:2.0%増、26年:2.1%増、図表2)。もっとも、トランプ関税導入前の予測値までは回復していないことから、貿易摩擦による下押し圧力は依然として残っていると見えよう。

(図表1) 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2) IMFの最新見通し(25年10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	3.8	3.5	3.3	3.2 (+ 0.2)	3.1 (+ 0.0)	115.1	—
米国 <26.4>	6.2	2.5	2.9	2.8	2.0 (+ 0.1)	2.1 (+ 0.1)	112.8	2.1
ユーロ圏 <14.8>	6.4	3.6	0.4	0.9	1.2 (+ 0.2)	1.1 (▲ 0.1)	104.9	1.2
中国 <16.9>	8.6	3.1	5.4	5.0	4.8 (+ 0.0)	4.2 (+ 0.0)	126.7	—
日本 <3.6>	2.7	1.0	1.2	0.1	1.1 (+ 0.4)	0.6 (+ 0.1)	100.7	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7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

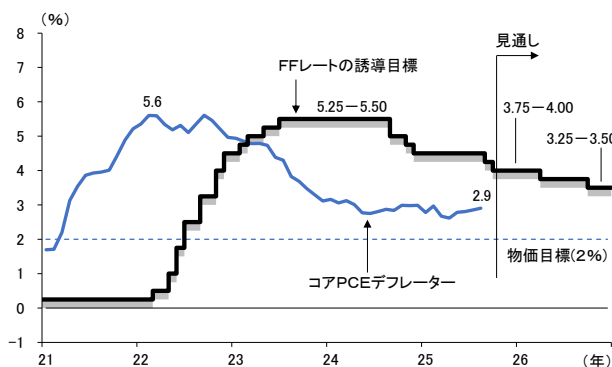
2. 金融情勢(米国)～FRBが2会合連続で利下げ。12月会合は据置きと予想

雇用下振れリスクを理由に2会合連続での利下げ。QT終了も発表

FRB(米連邦準備理事会)は、10月28日～29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2会合連続で引き下げ、3.75～4.00%とした(反対2票、図表3)。また、22年6月から開始されていた量的引締め(QT)を、12月1日で終了することも明らかにした(図表4)。

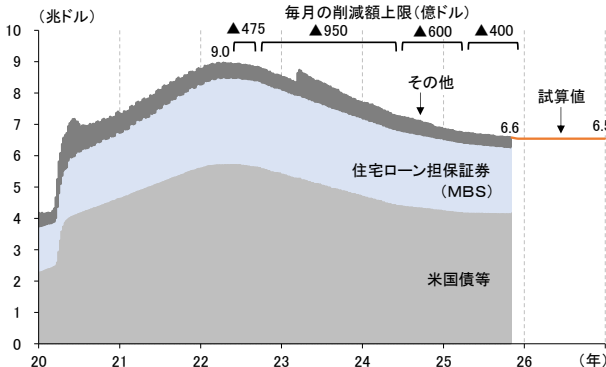
パウエルFRB議長は会合後の記者会見で「ここ数か月で雇用の下振れリスクが高まった」と述べ、利下げ継続の理由を説明した。また、今後の利下げについて「あらかじめ決められたコースをたどるものではない」と述べていることも踏まえ、当研究所では次回12月会合での追加利下げは見送ると予想している。

(図表3) 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4) FRBの総資産



(備考) 1. 試算値は現行ペースが続くと想定した場合
2. FRB資料より作成

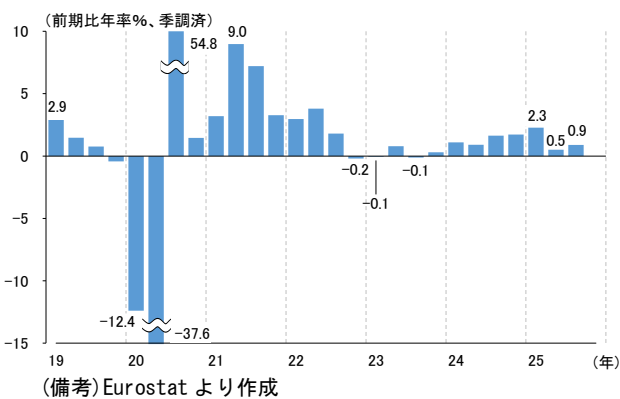
3. ユーロ圏経済～前期から成長率は加速も水準は低め。サービス業の景況感改善が続く

独伊と仏西で足元の
経済情勢は真逆

EU(欧州連合)統計局が発表した25年7～9月期のユーロ圏実質GDP(速報値)は前期比年率0.9%増と、4～6月期の同0.5%増から加速した(図表5)。もともと、潜在成長率(24年:前年比1.2%増、OECD推計)を下回る低い伸びであることを踏まえると、力強さに欠ける展開が続いていると言えよう。

主要国別にみると、7～9月期は域内最大の経済規模を誇るドイツ(前期比年率0.0%)が横ばいとなった(図表6)。また、イタリアは同0.1%減と、2四半期連続でマイナス成長となり、テクニカルリセッション入りしている。一方で、フランス(同2.0%増)が伸び率を高めたほか、スペイン(同2.6%増)も高成長を維持しており、4～6月期に続き主要国経済の明暗がはっきりと分かれている。

(図表5) 実質GDP成長率(ユーロ圏)



(図表6) 実質GDP成長率(ユーロ圏主要国)

	(前期比年率%, 季調済)			(前期比年率%, 季調済)			(%)
	2024年	2024年	2024年	2025年	2025年	2025年	
	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	
ユーロ圏 (100.0)	0.9	1.6	1.7	2.3	0.5	0.9	106.4
ドイツ (26.8)	-1.0	0.1	0.7	1.2	-0.8	0.0	100.1
フランス (20.6)	0.8	1.4	-0.2	0.4	1.3	2.0	105.6
イタリア (15.1)	0.9	-0.2	0.9	1.2	-0.2	-0.1	106.5
スペイン (11.2)	3.7	3.1	3.3	2.4	3.0	2.6	110.0
[参考] 英国	2.6	0.8	1.0	2.7	1.1	—	105.2

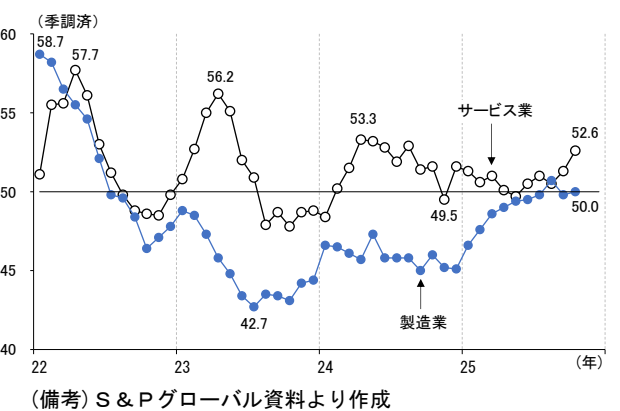
(備考) 1. シャドーは伸び率がマイナスの部分。カッコ内の数値はユーロ圏の24年実質GDPを100とした各国のシェア
2. コロナ回復率は直近GDPと19年10～12月期を比較
3. Eurostat、各国統計より作成

財政支出の拡大等
でドイツ経済の成長
加速を見込む
(IMF見通し)

企業景況感も明暗が分かれている。購買担当者景気指数(PMI)をみると、製造業がトランプ関税の影響を受けて景況感の分かれ目となる50付近で推移しているのに対し、サービス業はマインド改善が進み、水準も高い(図表7)。

また、IMF(国際通貨基金)が発表した最新見通しでは、25年のユーロ圏成長率が前回7月見通しから上方修正された(図表8)。主要国別にみると、ドイツでは財政支出の拡大などで成長加速が見込まれているほか、高成長を続けるスペインはさらに上方修正され、潜在成長率(25年:1.9%)を上回る予測となっている。

(図表7) 購買担当者景気指数(PMI、業種別)



(図表8) IMFの最新見通し(25年10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>	6.4	3.6	0.4	0.9	1.2 (+ 0.2)	1.1 (▲ 0.1)	104.9	1.2
ドイツ <28.5>	3.9	1.8	▲ 0.9	▲ 0.5	0.2 (+ 0.1)	0.9 (+ 0.0)	100.0	0.5
フランス <19.2>	6.8	2.8	1.6	1.1	0.7 (+ 0.1)	0.9 (▲ 0.1)	104.2	1.0
イタリア <14.4>	8.9	4.8	0.7	0.7	0.5 (+ 0.0)	0.8 (+ 0.0)	105.6	1.3
スペイン <10.5>	6.7	6.4	2.5	3.5	2.9 (+ 0.4)	2.0 (+ 0.2)	107.1	1.9

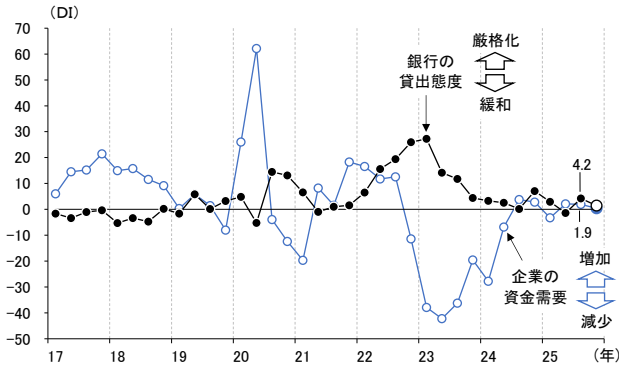
(備考) 1. <>内の数値はユーロ圏全体の24年実質GDPを100とした場合の各国シェア。()内の数値は前回7月見通しとの差。潜在成長率はOECD(25年)を使用
2. コロナ回復率は19年と24年を比較したもの
3. IMF「World Economic Outlook」より作成

トランプ関税の影響 などから、企業の資金 需要は弱含む

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7～9月期における企業の資金需要DIは+1.9と、4～6月期時点での見通し(+7.4)ほどは回復していない(図表9)。トランプ関税に端を発する不確実性の高まりが需要を抑制しているとみられる。

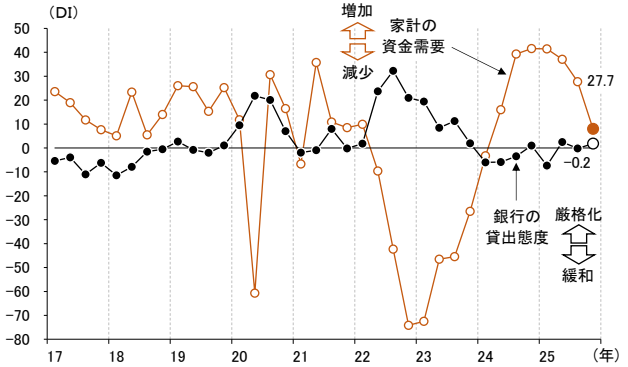
一方、同四半期の住宅ローンの資金需要DIは+27.7と、4～6月期時点での見通し(+21.2)を上回る高い水準となった(図表10)。住宅ローン金利の低下が需要を押し上げているとみられる。

(図表9) 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10) 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)～3会合連続で政策金利を据置き。デジタルユーロの発行計画を発表

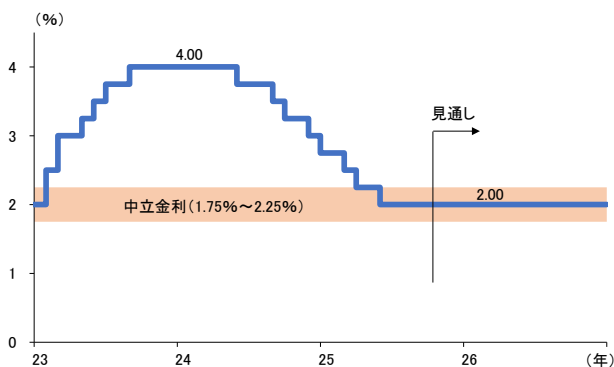
ラガルド総裁は下振れ リスクの一部が緩和したとの 認識を示す

ECB(欧州中央銀行)は10月30日の理事会において、3会合連続で政策金利を据え置いた(図表11)。声明文にはインフレ率について「引き続き2%の中期目標付近にあり、理事会の評価は概ね不変である」と記され、政策変更を急がない姿勢を示している。直近10月のインフレ率(HICP)も総合指数が前年比+2.1%と、ECBの物価目標近辺での推移が続いている(図表12)。

ラガルド総裁は理事会後の記者会見で「金融政策の観点から、我々は良い位置にあると言える」と述べている。また、米EU間の関税交渉合意や米中間の貿易交渉の進展、中東での停戦交渉合意を具体例として挙げ、下振れリスクの一部が緩和したとの認識も示した。こうした発言等も踏まえ、当研究所では25年6月を最後にECBの利下げサイクルは終了したとみている。

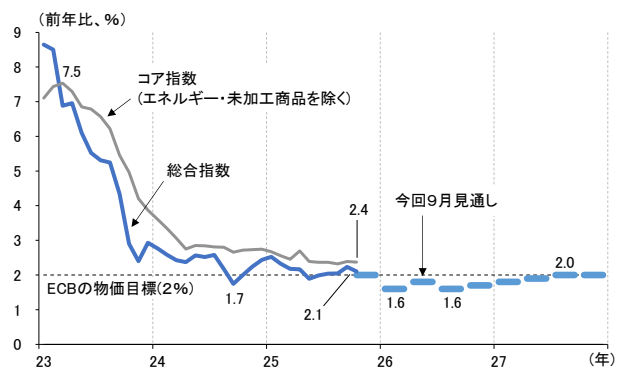
なお、同理事会では独自の中銀デジタル通貨「デジタルユーロ」について、26年中に必要な法整備が進むことを前提に27年から試験運用を始め、29年に発行する計画が示された。実現すれば、主要中銀が発行する初のデジタル通貨となり、流通量次第で金融政策に影響を与える可能性もある。

(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

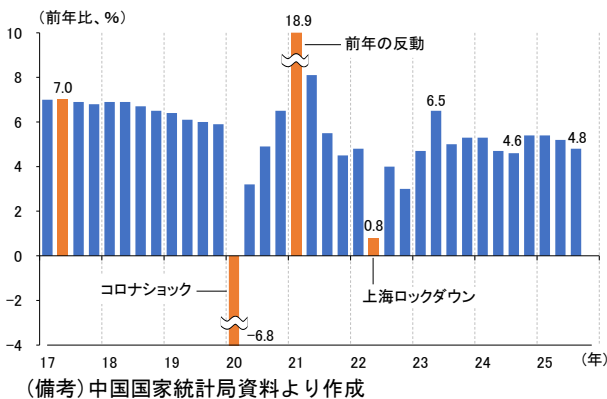
5. 中国経済～7～9月期成長率は前期比年率 4.5%増。5%目標をクリアできる可能性あり

逆風が強まる中でも、景気の底割れは回避

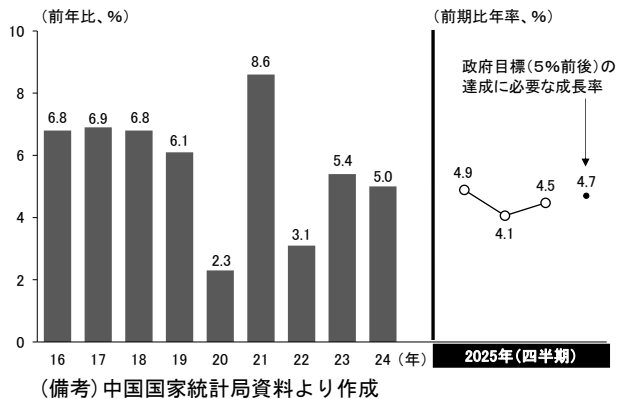
中国国家統計局が発表した 25 年7～9月期の実質GDP成長率は前年比 4.8%増と、2四半期連続で低下した(図表 13)。一方、先進国で一般的に用いられる前期比年率の成長率は 4.5%増(当研究所試算)と、4～6月期(同 4.1%増)から加速した(図表 14)。不動産問題の長期化や米中貿易摩擦といった逆風が強まる中でも、景気の底割れは回避できている。

今回の結果を受けて、中国政府が年間目標(5%前後)を達成するためには、計算上 10～12 月期に前期比年率 4.7%増程度の成長率が必要となる。足元の成長ペースを維持できれば、25 年は目標近辺での着地が見えてくることになるが、トランプ関税の適用停止期限が 11 月 10 日に迫っていることから、交渉結果次第で景気下押し圧力が一気に強まる可能性もある。

(図表 13) 実質GDP成長率(中国、前年比)



(図表 14) 実質GDP成長率(前年比 & 前期比年率)



雇用の弱含みや住宅市場の低迷が個人消費の回復を妨げる

他方、足元では雇用の弱い動きが続いている。9月の都市部新規就業者数は年初来累計で 1,057 万人と、24 年同月と比べて8万人多かった(図表 15)。ただ、コロナ前の 19 年同月と比べると 40 万人も少ない。雇用の回復が思うようには進んでおらず、消費の下押しになっていると考えられる。

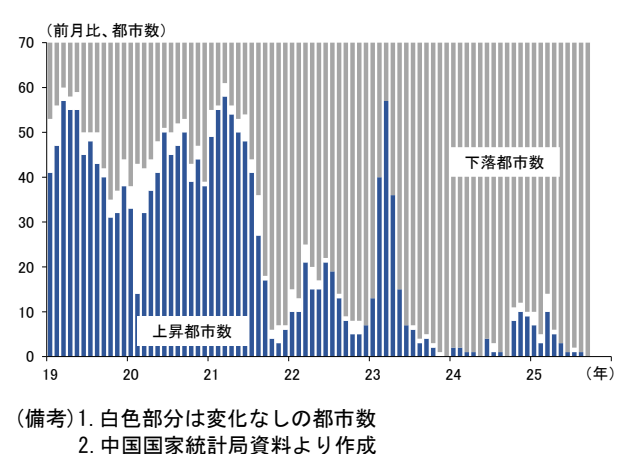
住宅市場も依然として回復の兆しが見えない。市場の需給をより反映しやすい中古住宅の価格をみると、9月は 70 都市すべてが前月から下落する結果となった(図表 16)。政策金利の引下げや、支援策が相次いで導入されているにも関わらず、弱い動きが続いている。9月の住宅平均価格(70 都市)も前月比▲0.6%と下落が止まらず、ピークの 21 年半ばからは 20%近くも水準が切り下がっている。こうした住宅市場の弱含みも、逆資産効果を通じて個人消費を下押ししていると考えられる。

(図表 15) 都市部新規就業者数(中国)

	19年	20年	21年	22年	23年	24年	25年	前年差 (24年比)	コロナ前との差 (19年比)
1月	86	69	76	75	67	70	70	+ 0	▲ 16
2月	174	108	148	163	161	146	154	+ 8	▲ 20
3月	324	229	297	285	297	303	308	+ 5	▲ 16
4月	459	354	437	406	424	436	436	+ 0	▲ 23
5月	597	460	574	529	552	565	558	▲ 7	▲ 39
6月	737	564	698	654	678	698	695	▲ 3	▲ 42
7月	867	671	822	783	806	826	820	▲ 6	▲ 47
8月	984	781	938	898	924	944	946	+ 2	▲ 38
9月	1,097	898	1,045	1,001	1,022	1,049	1,057	+ 8	▲ 40
10月	1,193	1,009	1,133	1,079	1,109	1,132	—	—	—
11月	1,279	1,099	1,207	1,145	1,180	1,198	—	—	—
12月 (年間合計)	1,352	1,186	1,269	1,206	1,244	1,256	—	—	—
政府目標	1,100	900	1,100	1,100	1,200	1,200	1,200	(単位: 万人)	(年初来累計)
達成率	122.9%	131.8%	115.4%	109.6%	103.7%	104.7%	—		

(備考) 人力資源・社会保障部資料より作成

(図表 16) 中古住宅価格(中国、70 都市)



＜国内経済・金融情勢＞

1. 日本経済はマイナス成長が見込まれる一方、消費者マインドは持ち直しへ

7～9月の経済成長率は6四半期ぶりに前期比マイナスの見込み

国内経済の動向を景気動向指数(CI)からみると、9月の一致系列は、輸出、鉱工業生産・投資財出荷、商業販売などが改善したため、前月差1.8ポイント程度上昇すると予測する(図表17)。3か月ぶりのプラスとなり、基調判断は「下げ止まり」に据え置かれよう。先行系列は、東証株価指数や消費者態度指数などの改善で、1.0ポイント程度上昇すると予測する。内閣府「消費動向調査」の消費者態度指数は、トランプ関税が発表された25年4月に前月の34.1から31.2へ落ち込んだが、10月は35.8に持ち直している。足元、AI(人工知能)や積極財政・金融緩和を重視する高市政権への期待から、日経平均株価が初めて5万2千円台に達するなど、金融市場は楽観的である。

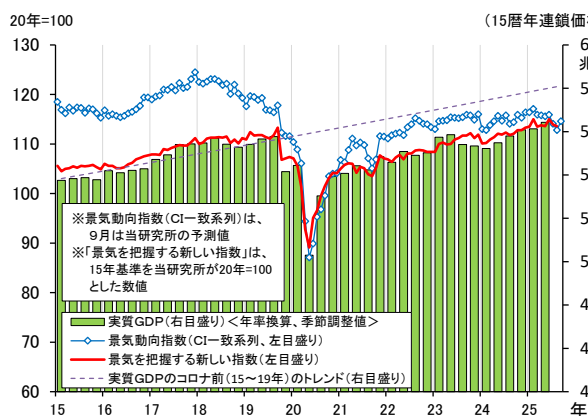
国内経済の総体量の動向を示す内閣府「景気を把握する新しい指数(一致指数)」の推移をみると、7～8月平均は前期差(4～6月)0.4ポイント低下した。製造業の生産活動に加え、小売業や製造業依存型事業所向けサービス・観光関連産業を中心に商業・サービス活動などが弱含んだ。9月は輸出・生産関連が改善したものの、7～9月の実質GDP成長率は、輸出の落込みや住宅投資の法改正による駆け込み需要の反動などが押下げに寄与し、6四半期ぶりに前期比マイナスになると見込まれる。

7～9月の輸出・生産は前期比マイナスとなり、製造業は弱含み。非製造業も足踏み状態

9月の実質輸出は前月比2.9%増加した(図表18)。しかし、7～9月は前期比1.1%減と弱含んでいる。9月の対世界の輸出は前年比4.2%増加したが、対米は同13.3%減少した。特に、対米の乗用車輸出は、金額が同24.0%減、台数は同13.4%減となった。日米関税合意を受けて9月16日に自動車等の関税率が27.5%から15%に引き下げられたが、台数や価格は落ち込んでいる。また、9月の鉱工業生産は前月比2.2%増加した。半導体製造装置等の生産用機械などが押し上げた。7～9月は前期比0.1%減であり、10月は経済産業省の試算で前月比0.5%減と力強さを欠いた推移が続くと見込まれている。

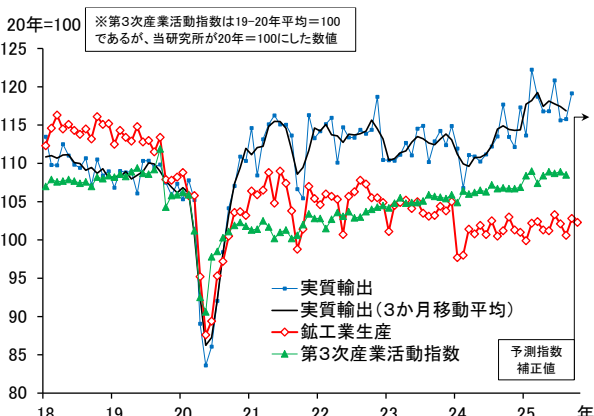
非製造業について第3次産業活動指数からみると、7～8月平均は前期(4～6月)比横ばいである。広義対個人サービスは同0.1%低下、広義対事業所サービスは同0.2%上昇した。高気温などで飲食店等が同1.0%上昇した一方、物価高による家計負担の強まりなどで小売業が同1.9%低下し、大阪万博等が下支えしたものの、観光関連産業は同0.9%低下している。また、トランプ関税や海外経済の減速などを背景に、製造業依存型事業所向けサービスは同0.9%低下した。非製造業は、物価高や製造業の弱含みなどの影響を被っており、足踏み状態にある。

(図表17) 実質GDPと景気動向指数の推移



(備考) 内閣府資料より作成

(図表18) 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

設備投資の先行指標である機械受注の基調判断が「持ち直しの動きに足踏みが見られる」に下方修正

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、7～9月は前期比 3.9%減少するなど、機械設備投資は弱含んでいる(図表 19)。特に、輸入品は同 0.4%増で底堅い一方、国産品は同 6.8%減と下落幅が大きい。設備投資が国内の生産活動を誘発する効果が低下している可能性がある。

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、8月は前月比 0.9%減少し、2か月連続のマイナスとなった。製造業は同 2.4%減、非製造業(除く船舶・電力)は同 6.4%減で共に落ち込んだ。3か月移動平均は同 0.9%減で3か月連続のマイナスとなり、基調判断は「持ち直しの動きが見られる」から「持ち直しの動きに足踏みが見られる」に下方修正された。設備投資は、人手不足に伴う省力化・DX投資やソフトウェア投資等が下支えすると見込まれるが、海外経済の減速、トランプ関税の影響やコスト高等による企業収益の下振れなどを反映して、慎重化する恐れには留意を要する。

個人消費は、小売業販売の基調判断が「弱含み傾向」にあるなど、力強さを欠く

個人消費についてみると、8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 0.6%増で2か月連続のプラスとなった。前年比は自動車購入などの押上げで 2.3%増加した。昨年は地震・台風等による自動車販売店の臨時休業や外出抑制などで落込み、その反動で上振れたと報じられている。一方、日銀の実質消費活動指数(旅行収支調整済)は前月比 0.4%減で2か月連続のマイナスとなった。7～8月平均は前期(4～6月)比 0.5%減少している。耐久財は同 2.1%減、非耐久財は同 1.3%減、大阪万博・ヒット映画等が下支えしたサービスも同 0.2%減であり、個人消費は力強さを欠いている。

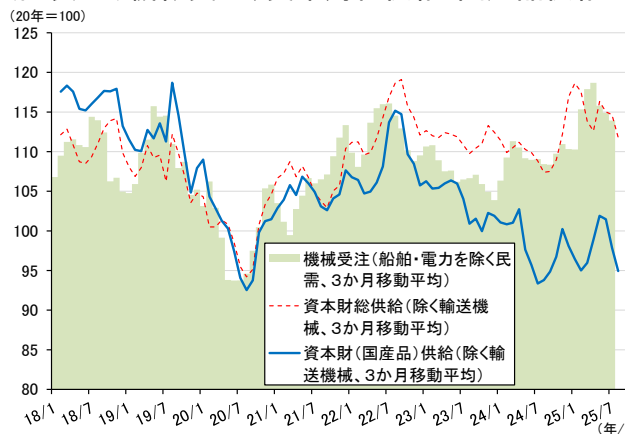
9月の小売業販売額は、自動車や機械器具等の押上げで前月比 0.3%増加した。7～9月は、価格上昇で販売額がかさ上げされているうえ、Windows10のサポート終了でPC等が好調だったが、前期比 1.7%減少するなど、基調判断は「弱含み傾向」にある。一方、9月のインバウンドは、訪日外客数が前年比 13.7%増の 326.7 万人で底堅かった。全国百貨店のインバウンド(免税)売上は前年比 0.3%減で下落幅が縮小しており(8月は 4.7%減)、持ち直しつつある。

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

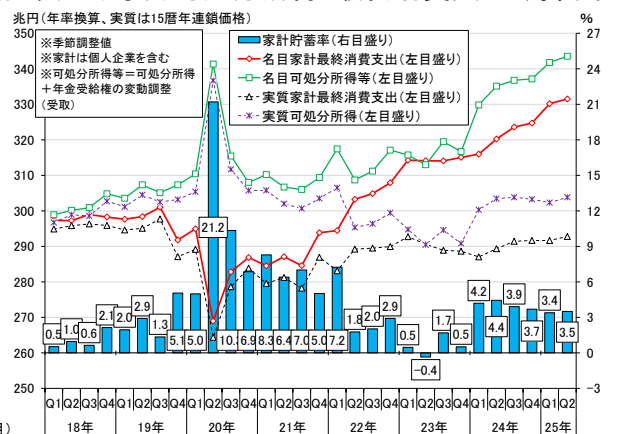
足元、物価高で生活費の出費が膨らんでいるが、家計の節約意識は根強く、4～6月の貯蓄率は 3.5%を維持している(図表 20)。先行きの個人消費は、賃上げや金利上昇等による所得環境の改善、株高等による消費者マインドの持ち直しや資産効果、ガソリンの旧暫定税率廃止(12 月末)等の物価高対策・各種支援策やインフレ率の鈍化などが下支えして回復へ向かうと見込まれる。

ただ、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が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た節約志向の定着などによって、国内経済の回復ペースは緩慢になると見込まれる。

(図表 19) 機械受注、資本財総供給・国産品供給 (図表 20) 家計可処分所得・最終消費支出・貯蓄率



(備考) 内閣府「機械受注統計」、経済産業省資料より作成



(備考) 内閣府「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報」等より作成

2. 日銀は政策金利を据え置き。高市政権下でも利上げ路線は維持へ

日銀は政策金利を据え置き。高市政権下でも利上げ路線は維持へ

日銀は、10月29～30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。極めて低い実質金利などを背景に、利上げ路線は維持されている。審議委員2人は前回に続いて利上げを提案した。「展望レポート」の政策委員の大勢見通しは、25年度の経済成長率と26年度の消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)上昇率が前回より0.1%ポイント引き上げられたが、概ね不変であった(図表21)。

10月21日、金融緩和を重視する高市自民党総裁が首相に就任した。高市首相は「マクロ経済(金融)政策の最終的な責任は政府が持つ」、「日銀が政府と十分に連携を密にして意思疎通を図っていくのが何より大事」との見解を示した。金融政策への政治介入については、「金融政策の手法は日銀に委ねられる」として、利上げを明確にけん制する発言は控えている。円安が進めば物価上昇圧力が強まるうえ、米国も円安是正の意向があることから、高市政権は、利上げけん制等の金融政策への関与に慎重な姿勢をとるものと見込まれる。

9月の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比上昇率は2.9%に加速。一方、食料・エネルギーを除く総合は3年ぶりの低い伸び

9月の国内企業物価の前年比上昇率は2.7%で伸び率は前月と同じであった。前月比は0.3%の上昇でコメ・鶏卵等の農林水産物や銅等の非鉄金属などが押し上げた。輸入物価は前年比0.8%低下している。契約通貨ベースは同3.2%低下し、前月比は金属・同製品や原油等の押上げで0.1%上昇した。先行きは、財政懸念などによって円安圧力が強まるか注視する必要がある。

9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2.9%となり、前月の2.7%から4か月ぶりに加速した(図表22)。電気・都市ガス代の補助金が前年より縮小されるなど、エネルギーが押し上げた。一方、食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合は1.3%と前月の1.6%から減速した。22年9月以来、3年ぶりの低い伸び率となり、インフレ率の基調的な推移は落ち着いている。

日銀は、各国の通商政策等による不確実性はなお高いとしている。ただ、経済・物価見通しが実現する確度は高まっているとみており、今冬にも利上げ実施へ

8月の実質賃金は前年比1.7%減で8か月連続のマイナスとなった。名目賃金は同1.3%増と夏季賞与の押上げ効果の剥落で前月(3.4%増)から伸び率が低下している。安定的に推移する共通事業所の所定内給与(一般労働者)は同2.4%であり、25年度入り後は2.4%前後の伸び率を保つ。連合は、26年春闘の目標賃上げ率を「5%以上」に据え置き、パート等は7%の数値目標を示す方針である。高い賃上げ率が継続するか、労使交渉の行方が注目される。

日銀は、各国の通商政策等による不確実性はなお高いとしており、企業収益・春闘に向けた賃金交渉の動向や予想物価上昇率の推移などを慎重に見極めるものと見込まれる。ただ、経済・物価見通しが実現する確度は少しずつ高まっているとみており、物価上振れリスク等を警戒する政策委員もいることから、政府との足並みが揃えば、今冬にも利上げに踏み切るものと見込まれる。

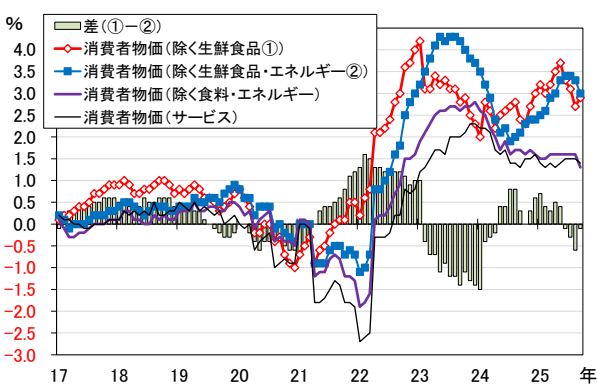
(図表 21) 日銀政策委員の大勢見通し

	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)	前年度比(%) <参考> 除く生鮮食品・エネルギー
25年度	+0.7 (+0.6~+0.8)	+2.7 (+2.7~+2.9)	+2.8 (+2.8~+3.0)
7月時点	+0.6 (+0.5~+0.7)	+2.7 (+2.7~+2.8)	+2.8 (+2.8~+3.0)
26年度	+0.7 (+0.6~+0.8)	+1.8 (+1.6~+2.0)	+2.0 (+1.8~+2.2)
7月時点	+0.7 (+0.7~+0.9)	+1.8 (+1.6~+2.0)	+1.9 (+1.7~+2.1)
27年度	+1.0 (+0.7~+1.1)	+2.0 (+1.8~+2.0)	+2.0 (+2.0~+2.2)
7月時点	+1.0 (+0.9~+1.0)	+2.0 (+1.8~+2.0)	+2.0 (+2.0~+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(25年10月)」より作成

(図表 22) 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 10月31日	25年 11 ~ 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)	3.75 ~ 4.00	3.50 ~ 3.75	3.00 ~ 3.25	2.50 ~ 2.75	2.00 ~ 2.25
	国債(5年)	3.688	3.20 ~ 3.90	2.90 ~ 3.60	2.60 ~ 3.30	2.30 ~ 3.00
	国債(10年)	4.078	3.70 ~ 4.40	3.40 ~ 4.10	3.10 ~ 3.80	2.80 ~ 3.50
	NYダウ平均(ドル)	47562.87	45000 ~ 49000	43000 ~ 47000	41000 ~ 45000	39000 ~ 43000
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)	2.632	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	5662.04	5400 ~ 5800	5200 ~ 5600	5000 ~ 5400	4800 ~ 5200
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)	0.556	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)	1.220	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)	1.655	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)	2.585	2.25 ~ 2.85	2.05 ~ 2.65	1.85 ~ 2.45	1.65 ~ 2.25
	日経平均株価(円)	52411.34	48000 ~ 53000	46000 ~ 51000	44000 ~ 49000	42000 ~ 47000
為 替	円/ドルレート	154.32	148 ~ 158	143 ~ 153	138 ~ 148	133 ~ 143
	円/ユーロレート	178.48	170 ~ 180	165 ~ 175	160 ~ 170	155 ~ 165

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。

<11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

8月の実質賃金は、根強い物価高を背景に、8か月連続で前年比マイナスとなった。9月の消費者物価（除く持家の帰属家賃）の上昇率は3.4%と伸び率が拡大に転じたため、9か月連続でマイナスになると見込まれる。

② GDP統計 …… 17日

米トランプ関税の影響で輸出が落ち込んでおり、外需がマイナスに寄与すると見込まれる。また、4月の建築基準法等の改正に伴う駆け込み需要があった反動で、住宅投資も押下げ要因になる。実質成長率は前期比マイナスになる公算が大きい。

③ 貿易統計 …… 19日

25年度上半期の対米黒字は前年同期比22.6%減となり、自動車産業を中心に、トランプ関税による影響が顕在化している。自動車産業では生産拠点の移転や価格転嫁の動きもみられており、引き続き要注目と言える。

④ 全国消費者物価指数 …… 21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（10月中旬）は2.8%で、前月の2.5%から加速した。都の水道基本料金の無償化が終了し、全体を押上げたとみられる。

(米国、海外)

⑤ ADP全米雇用リポート …… 5日

9月の雇用統計は、米政府機関の一部閉鎖に伴い公表が延期された。10月分も公表が延期される可能性があり、代替指標として注目される。10月28日から週次データの公表も開始された。

⑥ 米PMI …… 21日

10月の総合PMI（速報値）は市場予測を上回り、米民間需要の底堅さが確認された。景気動向を占う先行指標として、注目度が高い。

⑦ 米地区連銀経済報告 …… 26日

米政府機関の一部閉鎖により主要経済指標の公開が止まるなか、パウエルFRB議長はページブックを政策判断における材料にすると発言した。米経済情勢をみるうえで、重要である。

⑧ 消費者信頼感指数 …… 26日

10月の米消費者信頼感指数は3か月連続で低下し、6か月ぶりの低水準となった。雇用情勢の悪化が消費者心理の重荷になっており、個人消費の先行きを展望するうえで重要である。

(日本)

発表日	経済指標・注目材料等
4日	自動車販売（10月）
6日	①毎月勤労統計（9月速報）
7日	家計調査（9月）
10日	景気動向指数（9月速報）
11日	国際収支（9月） 景気ウォッチャー調査（10月）
12日	マネーストック統計（10月）
13日	企業物価指数（10月）
14日	第3次産業活動指数（9月）
17日	②7～9月GDP統計（1次速報）
19日	機械受注（9月） ③貿易統計（10月速報）
21日	④全国消費者物価指数（10月）
26日	企業向けサービス価格指数（10月）
28日	商業動態統計（10月速報） 鉱工業生産（10月速報） 失業率・有効求人倍率（10月） 住宅着工統計（10月） 都区部消費者物価指数（11月中旬）

(米国、海外)*

発表日	経済指標・注目材料等
3日	ISM製造業景気指数（10月）
5日	ISM非製造業景気指数（10月） ⑤ADP全米雇用リポート（10月）
7日	雇用統計（10月） ミシガン大学消費者態度指数（11月速報）
13日	消費者物価指数（10月）
14日	生産者物価指数（10月） 小売売上高（10月）
18日	鉱工業生産・設備稼働率（10月）
19日	住宅着工件数（10月）
21日	⑥米購買担当者景気指数（PMI、11月速報）
26日	⑦米地区連銀経済報告（ページブック） 米7～9月GDP統計（改定値） 個人所得・消費（10月） 耐久財新規受注（10月） ⑧消費者信頼感指数（11月）
毎週木	新規失業保険申請件数

* 米国の経済指標は、一部の政府機関の閉鎖に伴って公表日が未定であるため、閉鎖前時点の予定日を記載した。公表日が未定となっている米国指標は以下の通り。

製造業受注（8～9月）、雇用統計（9月）、貿易収支（8～9月）、小売売上高（9月）、生産者物価指数（9月）、鉱工業生産・設備稼働率（9月）、住宅着工件数（9月）、耐久財新規受注（9月）、米7～9月GDP統計（速報値）、個人所得・消費（9月）、米国7～9月の雇用コスト指数