

# 経済金融 ウォッチ

2025年4月号

国内	.....	1
米国	.....	12
中国	.....	22



## 25 年春闘もしっかりとした賃上げ実現へ

～一方で、長引く物価高で消費低迷からは抜け出せず～

南 武志

### 要旨

2025 年入り後も食料などの値上げによって物価高騰が続いており、実質賃金はマイナス状態から脱することができず、かつ消費者の節約志向も強まっている。そのため、民間消費は低調なままである。また、世界経済も全般的に低成長状態が続いており、輸出も伸び悩んでいる。徐々に明らかにされつつあるトランプ関税へ警戒感も根強い。

こうしたなか、25 年春闘では 24 年に続き、しっかりとした賃上げが実現する可能性が高まるなど、家計の所得環境は改善が続くことが見込まれている。25 年度半ばまでは物価高止まりが継続するとみられるが、年度下期にかけて沈静化が進めば、消費の持ち直し傾向が強まるだろう。

こうしたなか、日本銀行の早期利上げ観測が意識されており、長期金利は一時 17 年半ぶりとなる 1.5% 台後半まで上昇する場面もみられた。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目		2025年				2026年
		3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.476	0.45～0.80	0.70～0.80	0.70～0.80	0.70～1.05
国債利回り	20年債 (%)	2.305	2.00～2.50	2.05～2.55	2.10～2.60	2.20～2.65
	10年債 (%)	1.575	1.20～1.70	1.30～1.85	1.50～2.00	1.60～2.10
	5年債 (%)	1.170	0.85～1.30	0.90～1.40	0.95～1.50	1.05～1.60
為替レート	対ドル (円/ドル)	150.7	143～163	140～160	138～158	135～155
	対ユーロ (円/ユーロ)	162.6	145～165	140～160	138～158	135～155
日経平均株価 (円)		37,780	38,500±3,000	39,000±3,000	39,500±3,000	39,000±3,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

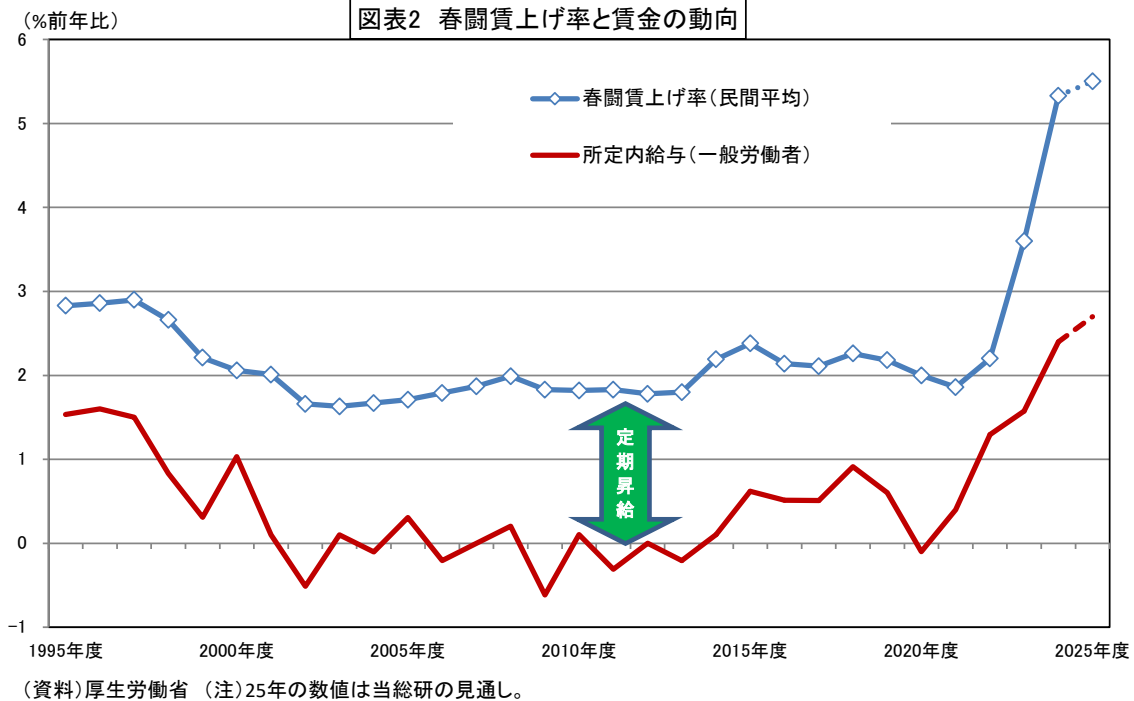
(注)実績は2025年3月25日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

### 25 年春闘もしっかりとした賃上げ実現の可能性高いが、中小企業への広がり鈍さも

国内景気・物価、さらには金融政策の先行きを占う上で、2025 年も引き続き、賃上げ動向への注目度が高い。労働力不足が強まるなか、企業の価格転嫁の進展や好業績を受けて 24 年春闘では 33 年ぶりとなる 5% 台の高い賃上げが実現した。25 年春闘においても日本労働組合総連合会(連合)は「5%以上」の目標を掲げている。注目された大手企業の集中回答日(3月14日)には満額回答が相次ぎ、連合による第1回集計では全体で 5.46% (平均賃金方式、以下同じ) と、24 年最終集計(5.10%) を上回る高い伸びとなった。19日に公表された第2回集計では若干下方修正されたが、5.40% と高い伸びを維持した。

なお、組合員数 300 人未満の中小企業については、規模の違

いによる格差是正の観点から「6%以上」の目標が掲げられたが、第2回集計では4.92%と大手企業(5.41%)を下回るなど、格差はむしろ広がる可能性もある。



### 景況感は業種ごとに まちまち、製造業は弱 め

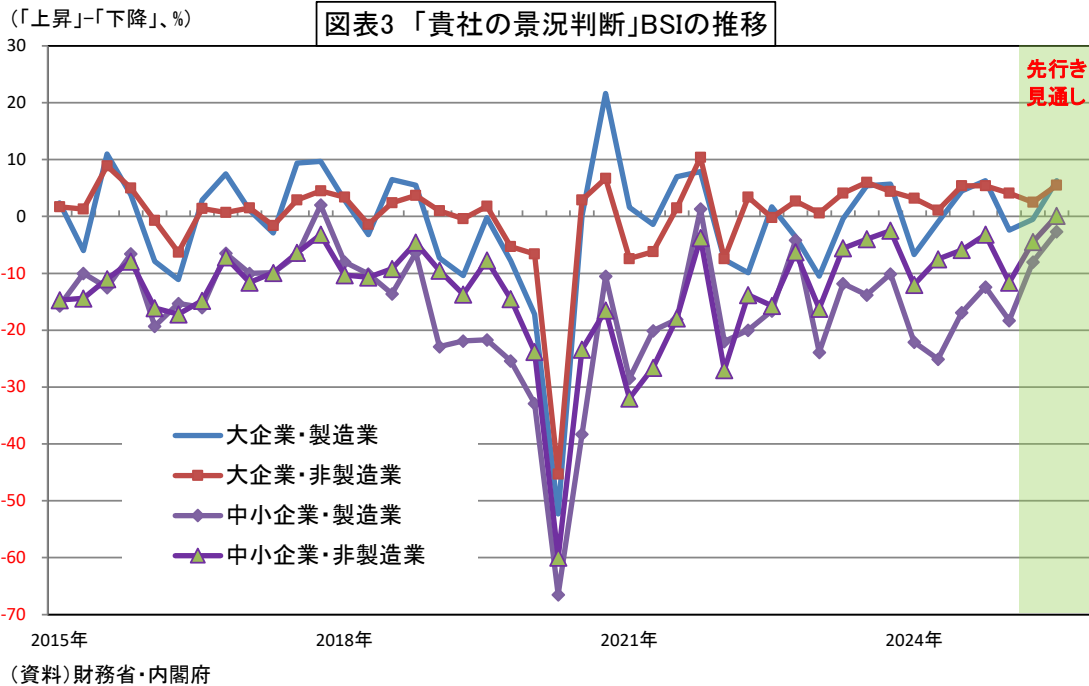
政府短観とも呼ばれる25年1~3月期の法人企業景気予測調査(内閣府・財務省)によれば、製造業と非製造業との景況感格差が広がっていることが見てとれる。景況感を示す「貴社の景況判断」BSI(「上昇」-「下降」、%ポイント)は、大企業・製造業が▲2.4と3期ぶりのマイナス(=「下降」超)だったのに対し、同・非製造業では2.5と10期連続のプラス(=「上昇超」)であった。中堅企業についても同様の結果であった(中小企業はいずれもマイナス)。なお、先行き(4~6月期)についても、大企業・製造業はマイナス、同・非製造業ではプラスであり、景況感の違いが維持される見込みである。

企業業績(全産業)については、24年度は増収増益の見込みながらも、25年度は増収減益見通しであった。一方、設備投資計画(同、ソフトウェア投資額を含み、土地購入額を除く)については、24年度は前年度比7.4%へ下方修正されたが、25年度も同5.9%と初回調査にしては高い伸びとなった。

その他の月次ソフトデータを確認すると、2月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断DIは2か月連続で悪化、22年7月以来の低水準となったほか、判断基準である50を12

か月連続で下回った。先行き判断DIも3か月連続で悪化、6か月連続で50割れであった。物価高で消費者の節約志向が強いことに加え、豪雪などによる悪影響などが指摘された。

また、auじぶん銀行PMI(3月速報)からは、製造業、サービス業とも判断基準となる50割れ(それぞれ9か月連続、5か月ぶり)となっており、新規受注の鈍さが報告されている。

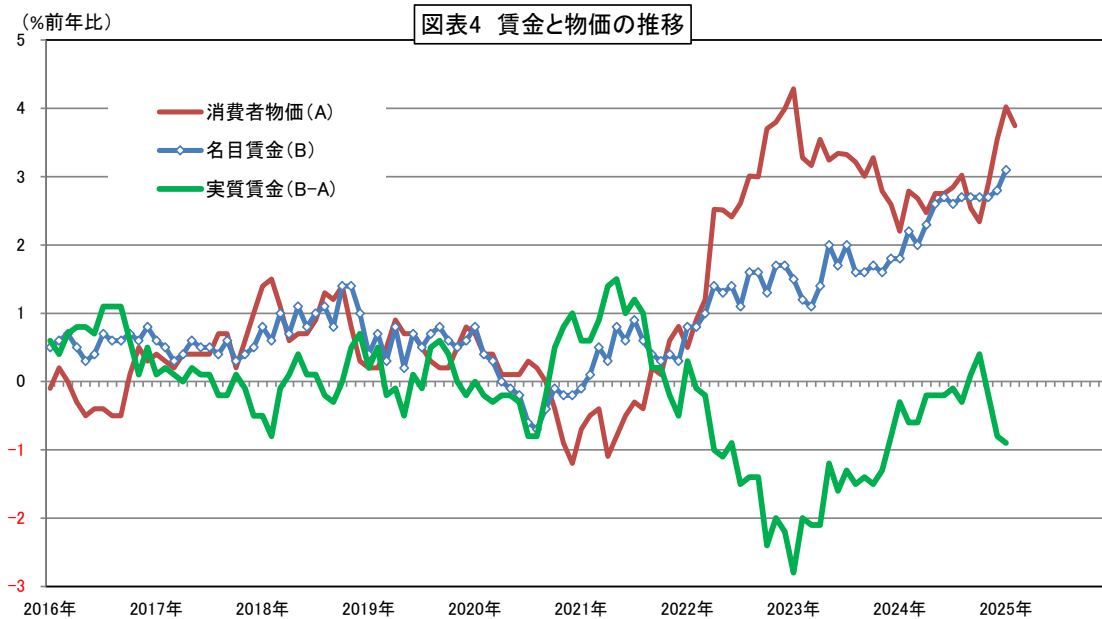


### 国内景気は足踏み状態から抜け出せず

一方、24年10～12月期のGDP第2次速報で経済成長率は前期比年率2.2%へ下方修正(1次速報:同2.8%)されたものの、潜在成長率(0%台半ば)を上回ったほか、3期連続のプラスは確保した。とはいえ、民間消費は前期比0.03%へ失速するなど、1次速報と同様、民間需要の弱さが目立つ内容であることには変わりはない。

月次経済指標に目を転じると、1月の景気動向指数・CI一致指数は前月から+0.1ポイントと小幅ながらも2か月連続で上昇したが、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた(9か月連続で同じ表現)。一方、内閣府が試算している「景気を把握する新しい指数(一致指数)」の1月分は前月から▲0.3ポイントと5か月ぶりに低下した。中身を見ても、相変わらず「分配面(所得)」や「サービス」は堅調だが、「生産面(供給)」や「財」は低調であり、景気指標の動きは一樣ではないことが見てとれる。

また、1月の鉱工業生産は前月比▲1.1%と3か月連続、第3次産業活動指数も同▲0.3%と2か月ぶり、ともに低下するなど、年初の産業活動は総じて弱かった。一方、2月の輸出動向については、旧正月要因で落ち込んだ1月の反動が出ており、実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比10.4%と2か月ぶり、かつ大幅に上昇した。ただし、1～2月を均すと12月の水準を0.6%下回るなど、上向いているとは言い難い。



(資料)内閣府、総務省統計局 (注)賃金は「毎月勤労統計」一般労働者・所定内給与を使用。

### 実質賃金のマイナス 継続、消費も低調なま ま

物価高を受けて実質賃金のマイナス状態が続いている。1月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比2.8%の増加となった。冬季賞与要因が剥落したこともあり、12月(同4.4%)からは鈍化したが、いわゆる「基本給」に相当する一般労働者の所定内給与は同3.1%(12月は同2.7%)へ伸び率を高めた。しかしながら、実質賃金(内閣府試算、デフレーターは全国消費者物価指数(総合、前年比4.0%))については、一般労働者の現金給与総額で前年比▲1.3%と8か月ぶり、所定内給与でも同▲0.9%と3か月連続で、いずれも下落するなど、マイナス状態から抜け出せていない。

こうした状況を受けて、このところ消費者マインドは低調である。2月の消費者態度指数は3か月連続で低下、内閣府の基調判断は1月に続き、「足踏みがみられる」で据え置かれた。消費回復も進んでおらず、1月の総消費動向指数(CTIマクロ、総務省統計局)は前月比▲0.1%と3か月連続、同じく実質消費

**経済見通し：国内  
景気は緩やかなが  
らも消費主導で回  
復継続**

活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は同▲1.3%と2か月連続で、ともに低下した。このように、賃上げの機運は定着しつつあるものの、物価高が消費回復の妨げになっている構図が続いている。

以下、国内景気の先行きを展望したい。足元1～3月期については、引き続きインバウンド需要は底堅かったとみられるが、物価高の影響が再び強まったこともあり、消費は低調だったとみられる。さらに、10～12月期の輸入減の反動が見込まれるほか、世界経済の低成長が続いていることから輸出拡大も期待薄であり、外需寄与度は一転マイナスが予想される。その結果、経済成長率は4期ぶりにマイナスとなる可能性がある。24年度は0.7%成長と、23年度と変わらずと予想する。

一方、トランプ関税への懸念が広がっている。3月12日には鉄鋼・アルミニウムの全ての輸入に対して25%の追加関税措置が発動したほか、4月2日には自動車・半導体・医薬品などについても25%程度の関税適用などの詳細が公表される予定である。加えて、「相互関税」なども導入する方針とされている。

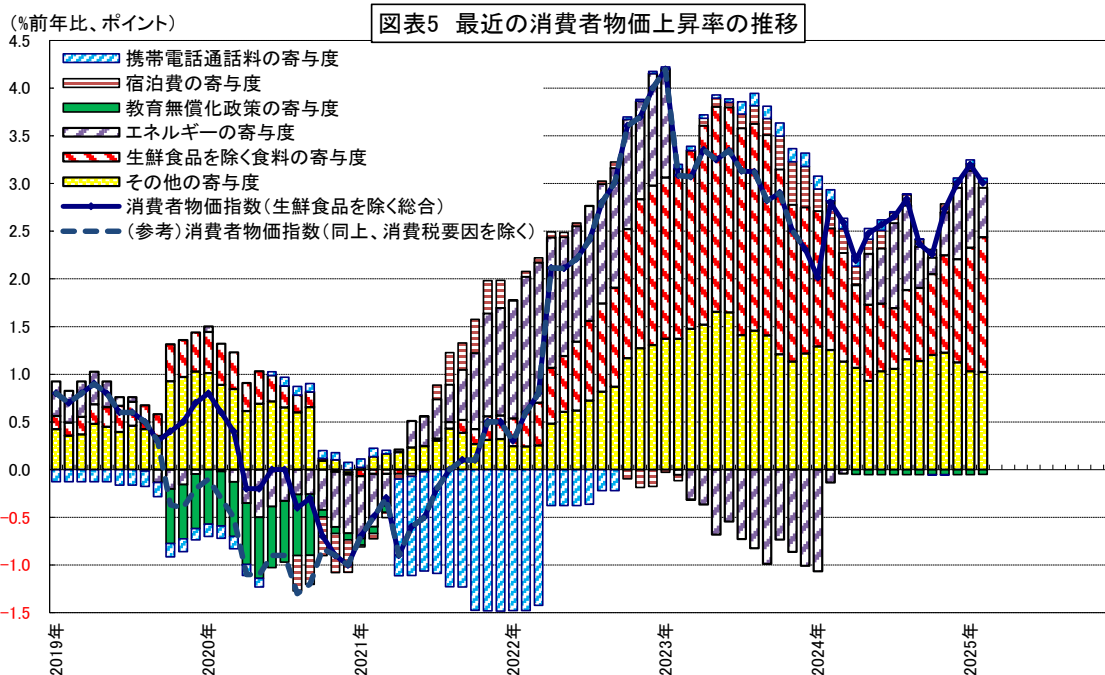
最近はこうした関税政策は柔軟に運用されるとの見方が浮上しているものの、25年度の輸出再拡大は厳しいだろう。一方で、25年春闘ではしっかりとした賃上げ実現が濃厚であり、家計の所得環境は改善が続くことが期待される。25年度末にかけて物価上昇率が鈍化していけば、民間消費に明るさが出てくるだろう。こうした動きは非製造業の設備投資にも好影響を与えるとみられる。25年度は民間需要が主導する格好で国内景気回復が続くと予想される（詳細は3月11日発表の「2025～26年度改訂経済見通し」を参照のこと）。

**物価動向：食料高騰が継続するなか、政府の物価高対策の再導入でコアは前年比3.0%へ鈍化**

引き続き、食料を中心に物価高状態が続いている。2月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比3.0%と4か月ぶりに鈍化したものの、3か月連続で3%台の上昇となった。1月から上昇率が鈍化したのは、24年度補正予算に盛り込まれた「電気・ガス料金負担軽減支援事業」が開始されて電気・ガス代が抑制されたためである。一方で、昨秋以来高騰が続いているコメが前年比81.0%（1月は同70.8%）へ一段と値上がりし、物価上昇率を+0.50ポイントも押し上げるなど、食料の高騰値上がりは継続している。

また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」

も同 2.6%と、2 か月連続で上昇率が拡大した。ただし、一般サービスは同 1.3%、宿泊費を除くベースでも同 1.2%と、ともに落ち着いた動きであり、最近の人件費の高まりによってサービス価格が押し上げられた様子は確認できていない。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

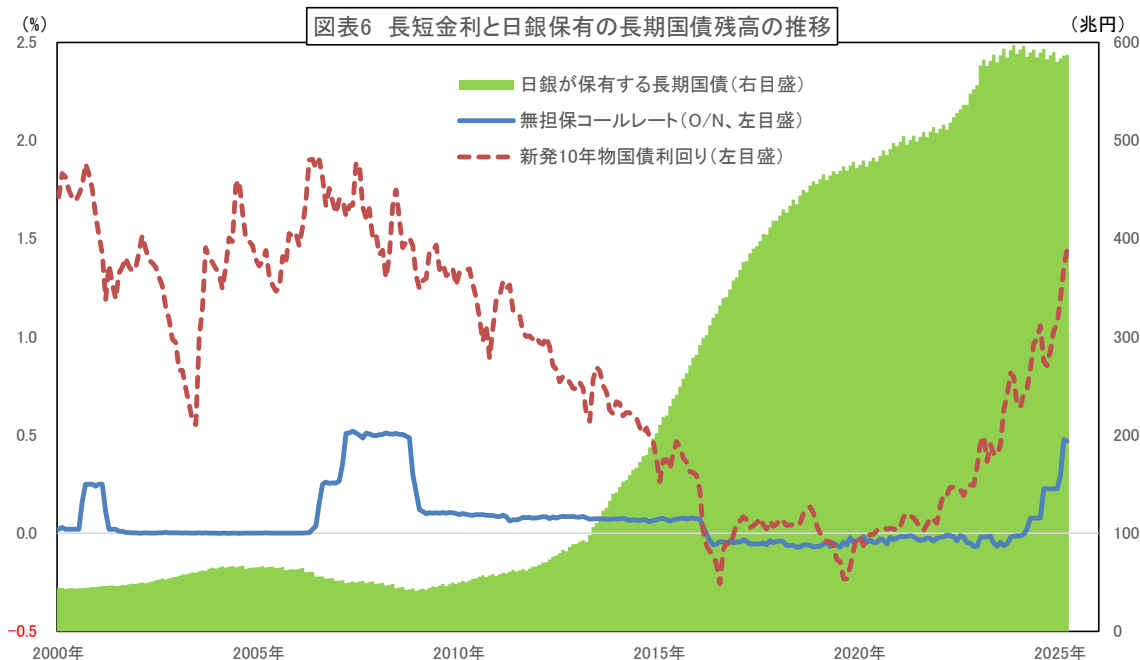
### 物価見通し:25年半ばまで物価は高止まり状態か

帝国データバンクによれば、25年春にかけて前年を上回る値上げラッシュが常態化するとの見通しが示されており、今後とも一定の物価上昇は続くと思われる。また、「電気・ガス料金負担軽減支援事業」も3月使用分(支払いがされる4月の統計に反映)で規模が半分に縮小されたうえ、終了することとなり、25年度入り後にはエネルギーの押し上げ効果が再び強まる可能性が高い。

一方、政府は備蓄米を最大21万t放出することを決定、3月10~12日に15万t分について入札が行われたが、平均落札価格は21,217円/60kgと、2月の相対取引価格の全銘柄平均(24年産米、26,485円/60kg)を2割ほど下回った。実際の小売価格への押し下げ効果がどの程度あるか不明だが、4月以降は徐々に値下がりするとの見方もある。

とはいえ、世界的な天候不順の影響に加え、物流など諸コストの高まりなどを理由とした価格転嫁の動きは続いており、今後とも一定の値上げ圧力は残るだろう。25年度上期にかけてコアCPIは前年比2%台後半で下げ渋ると思われる。その後、コ

メ高騰効果の一巡、円安解消、原油安という流れになれば、25年度末に向けてコアCPIは2%前後へ鈍化していくと予想する。



(注)日本銀行、日経FinancialQuest

### 金融政策：日銀は利上げ継続方針を繰り返し表明

3月18～19日に開催された金融政策決定会合において、日本銀行は現行の金融政策を維持することを決定した。今後の金融政策運営については、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、日銀の想定通りに経済・物価動向が推移するのであれば、それに応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していくとの方針が改めて示された。

日銀が1月に追加利上げを決定した後、マーケットでは早期利上げ観測が浮上し、長短金利に上昇圧力がかかっていたが、消費が低調ななか、これまでの利上げの効果を見極めるという意味で妥当な判断だったと評価できる。しかし、25年春闘は24年実績を上回る賃上げが実現する可能性があるほか、すでに2%物価目標は達成しており、利上げペースの加速が必要との意見も散見されるなど、マーケットでは5月にも利上げされると予想する意見も少なくない。

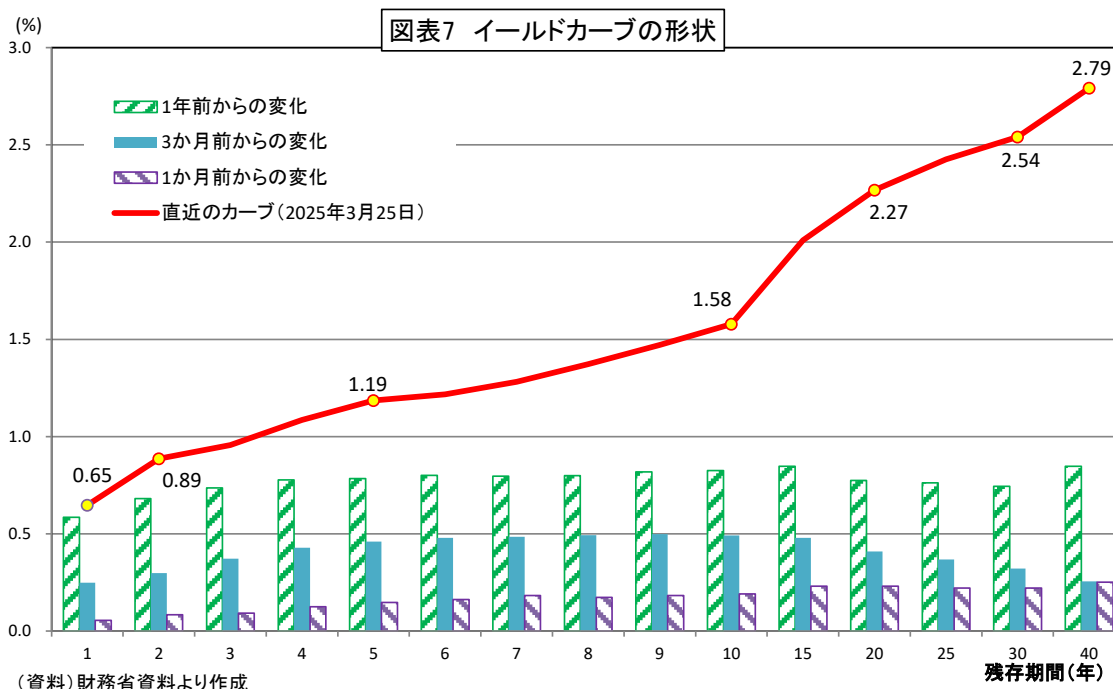
### 金融政策：消費回復が鈍いなど、利上げペースを加速させる理由に乏しく、次回利上げは7

1月の展望レポートによれば、日銀は26年度にかけて物価は2%台で推移するとの見通しを示している。日銀は2%の物価安定目標を掲げていることもあり、物価上昇率が2%以上で推移している限り、政策金利を引き上げていくものと思われる。

しかし、足元では消費回復の勢いが乏しいこともあり、日銀

## 月と予想

が利上げペースを加速させる可能性は薄いものの、利上げした1月会合から半年後の7月会合では追加利上げが検討されると思われる。仮にこれまでと同様の「半年に25bp」のペースで利上げした場合、25年度末の段階で政策金利は1.0%になっているはずである。ただし、当総研では26年度入り後には物価上昇率が2%を割れると予想しており、その後の利上げ継続は困難になるだろう。



## 金融市場：現状・見通し・注目点

徐々に明らかになるトランプ関税による世界経済への圧迫が警戒されたほか、米国消費動向への懸念も広がり、3月前半にかけて内外株価は調整が続いた。一方、日銀の早期利上げの思惑は根強く、国内の長期金利には上昇圧力がかかった。一方、外国為替市場ではユーロ高が進んだ。

以下、長期金利、株価、為替レートの見通しについて考えてみたい。

### ① 債券市場

## 早期利上げ観測から長期金利は一時1.5%台後半まで上昇

25年入り後の長期金利（新発10年物国債利回り）は、インフレ再燃や財政悪化などへの警戒から米国長期金利が上昇傾向となったほか、日銀の1月利上げの確度が高まったことで13年8か月ぶりに1.2%に上昇した。日銀が1月に利上げした直後はしばらく1.2%前後でもみ合ったものの、25年春闘の堅調さや物価上振れなどもあり、2月に入ると早期利上げ観測が浮

## 長期金利は上昇継続

上、長期金利は上昇傾向を強めた。長期金利が急激に上昇するような例外的な状況では機動的に国債買い入れを増額すると植田総裁が述べたことを受けて、2月下旬には金利上昇が一服する場面もあったものの、長期金利は上昇基調をたどり、3月10日には一時17年半ぶりとなる1.57%まで上昇した。その後、一旦は1.5%まで低下したが、25日には1.58%へ上昇した。

前述の通り、日銀は今後の金融政策運営として、足元の実質金利がマイナス状態であることもあり、想定通りに経済・物価が改善していけば、政策金利を引き上げていくとの方針を示している。さらに、欧米でも金利が上昇しやすい環境となっていることもあり、国内の長期金利も上昇傾向をたどるだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

## 日経平均株価は上値の重い展開

### ② 株式市場

24年10月以降、概ね38,000~40,000円のレンジ内でもみ合う展開が続いた日経平均株価であったが、2月下旬以降はトランプ関税への警戒や堅調だった米国消費への懸念が高まったこともあり、調整色の強い展開となった。トランプ大統領が景気後退の可能性を否定しなかったこともリスクオフにつながり、3月11日には一時半年ぶりとなる36,000円割れとなった。直近はトランプ関税への柔軟姿勢が示されたことが好感され、株価は38,000円前後まで戻している。

とはいえ、先行きを展望すると、トランプ関税などへの警戒は根強いほか、国内でも消費回復が遅れていることもあり、株

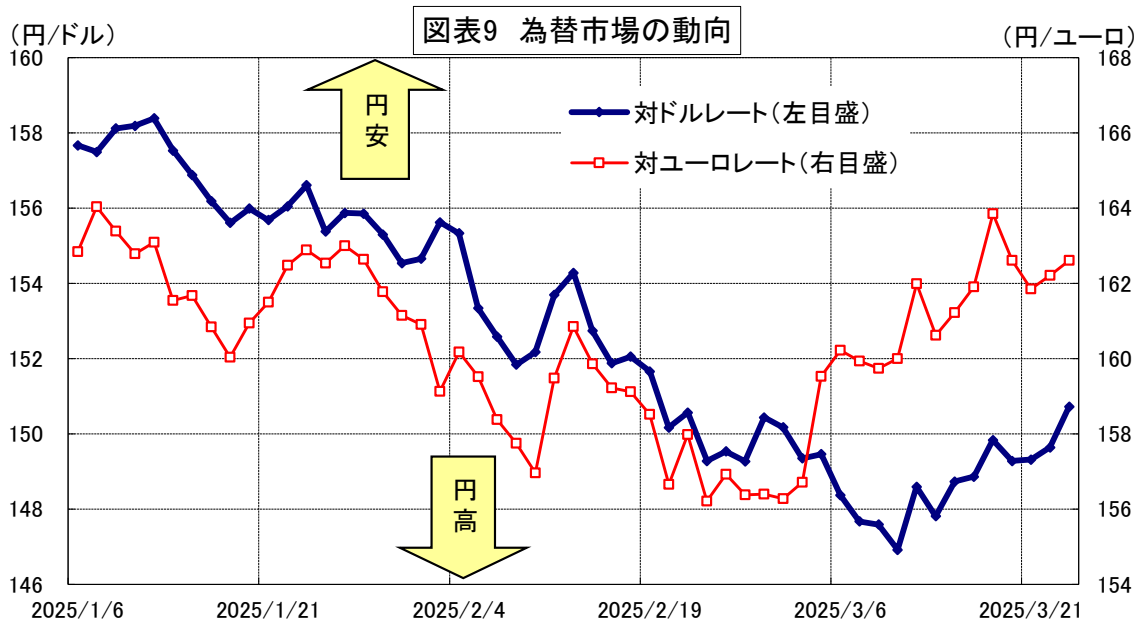
**日銀の利上げ継続  
が意識されて円高  
が進行**

価は引き続き上値の重い展開が想定される。

**③ 外国為替市場**

12月FOMCで利下げを決定したFedが先行きの利下げ回数を減らす半面、日銀が12月利上げを見送ったことから円安圧力が高まり、ドル円レートは1月前半にかけて一時1ドル=159円に迫った。その後、日銀の利上げ継続姿勢が改めて意識されて円高に転じたほか、3月上旬にかけてもトランプ関税による米国景気の悪化懸念から米長期金利が4.1%近くまで低下したことで5か月ぶりに146円まで円高が進んだ。その後はトランプ関税への柔軟姿勢が好感され、150円前後までドル高方向に戻している。

先行きについては、日銀の利上げ継続によって日米金利差は縮小するものとみられ、総じて円高気味の展開が予想される。しかし、米国のインフレ警戒感は根強いことから一方的な円高進行の可能性は薄いだらう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点。

**ドイツの財政規律  
の緩和を受けて金利  
上昇、ユーロ高へ**

3月に入ってからユーロ高が進行している。背景には、2月のドイツ連邦議会選後、財政政策を規律付けてきた「債務ブレーキ」を緩和する動きが本格化したことがある。ウクライナ戦争の勃発後、「欧州の再軍備」が喫緊の課題となるなか、ドイツも国防費の大幅増額が必要とされたほか、苦境にあえぐドイツ経済の復興策としてインフラ整備も求められていた。3月18日には連邦議会で基本法(憲法に相当)の改正案が可決され、21

日には連邦参議院で承認された。こうした一連の動きを受けて、1~2月にかけて2.5%前後で推移してきたドイツの長期国債は一時3%近くまで上昇した。対ユーロレートも2月下旬の1ユーロ=156円台から3月中旬には164円前後に上昇した。

他方、欧州中央銀行（ECB）は今しばらくは利下げを模索するとみられ、日欧金利差は縮小する可能性が高いことから、基調としては円高ユーロ安で推移するだろう。

(25. 3. 26 現在)

## 相互関税発表前夜

### ～関税による景気後退懸念は恐らく行き過ぎ～

佐古佳史

#### 要旨

4月2日にトランプ政権による関税の公表が予定されている。報道では、相互関税は限定的に運用されるとみられる。経済指標を確認すると、関税政策についての懸念から短期の期待インフレ率の上昇が大きい。また、個人消費は1、2月に弱含んだことがうかがえる。一方で、労働市場は堅調さが続いている。

先行きについては、公開されている様々なシミュレーションから判断すれば、現時点では関税の影響だけで景気後退を想定するのは難しく、2月から3月にかけて一時強まった景気後退懸念は現時点では恐らく行き過ぎと思われる。

#### 4月2日に関税公表

4月2日にトランプ政権による関税の公表が予定されている。事前の報道によると、相互関税は貿易相手国に対して一律に高関税を賦課するわけではなく、限定的に賦課する見通しとなっている。まずは、関税の公表を確認したい。また、4月2日に予定されている全ての関税が公表されるわけではなく、以降も公表が続く見込みとなっている。

図表1 追加関税率・時期・輸入に占める割合

	追加関税率	時期	輸入に占める割合
メキシコ製品 (USMCA対象外)	10%→25%	3月4日	7.7%
カナダ製品 (USMCA対象外)	10%→25%	3月4日	7.8%
メキシコ製品 (USMCA対象)	10%→25%	4月2日	7.7%
カナダ製品 (USMCA対象)	10%→25%	4月2日	4.7%
中国製品	10%→20%	3月4日	13.3%
EU製品	25%?	未定	18.4%
自動車 (部品・エンジンを含む)	25%?	4月2日	14.4%
医薬品	25%?	4月2日	7.4%
半導体	25%?	4月2日	2.5%
鉄鋼・鉄鋼製品	25%	3月12日	0.7%
アルミ	25%	3月12日	0.5%
銅	25%?	4月?	0.3%
相互関税	?	4月2日	?

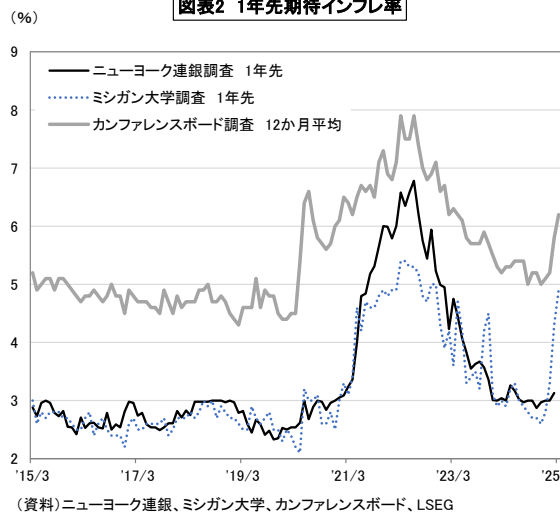
(資料) 米センサス局、各種報道、ホワイトハウス

(注) 輸入に占める割合は24年の平均値、財輸入のみ。特例的に対象外になっている財もある。

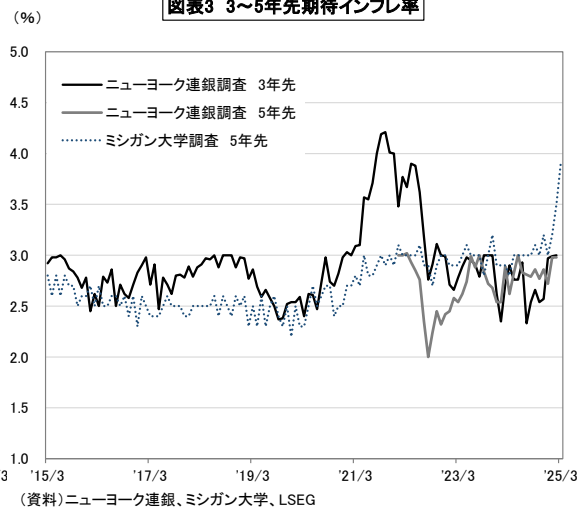
## 短期の期待インフレ率は上昇

関税政策を受け、足元では期待インフレ率が上昇している。3月のミシガン大学調査（確報値）によれば、1年先期待インフレ率は前月から0.6ポイント上昇の4.9%、長期期待インフレ率は0.4ポイント上昇の3.9%となり、3月のカンファレンスボード調査の期待インフレ率も上昇した。こうした期待インフレ率の上昇が継続するかどうかは今後の焦点の一つといえるだろう。

図表2 1年先期待インフレ率



図表3 3～5年先期待インフレ率



## 不確実性の高まりを強調した3月FOMC

こうしたなか、3月18日、19日にかけて開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利の据え置きが決定され、政策金利の誘導目標は4.25～4.50%で維持された。

FOMC後に公表された資料から大勢見通しを確認すると、失業率見通しはほぼ変わらなかったものの、トランプ政権の一連の関税発表を受け、経済成長率は下方修正、インフレ見通しは上方修正、政策金利見通しも上方修正された。なお、政策金利見通しについて、ドットプロットの中央値で評価すれば25年内の2回利下げ見通しは維持された。

図表4 FRB大勢見通し(3月時点)

		2025年	2026年	2027年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	1.5-1.9	1.6-1.9	1.6-2.0	1.7-2.0
	12月時点	(%前年比)	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0
失業率	(%)	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.4	3.9-4.3
	12月時点	(%)	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4
PCEデフレーター	(%前年比)	2.6-2.9	2.1-2.3	2.0-2.1	2.0
	12月時点	(%前年比)	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	2.7-3.0	2.1-2.4	2.0-2.1	
	12月時点	(%前年比)	2.5-2.7	2.0-2.3	2.0
政策金利	(%)	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6
	12月時点	(%)	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6

(資料)FRBより作成

(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

**バランスシート縮小ペースの減速を決定**

FOMC 後の記者会見にて、パウエル FRB 議長は、①経済は堅調であること、②インフレ率は2%物価目標よりやや高いこと、③長期期待インフレ率は安定的であること、④政策不確実性が高いことについて言及した。加えて、足もとで悪化が著しいソフトデータについて、ハードデータとの連動性が必ずしも高くないことから、あまり重視しない方針を示した。

全体としてみれば、3月 FOMC は関税の影響を評価し、経済見通しを小幅に更新した以外は、不確実性の高まりを理由に様子見姿勢を強めた内容となった。

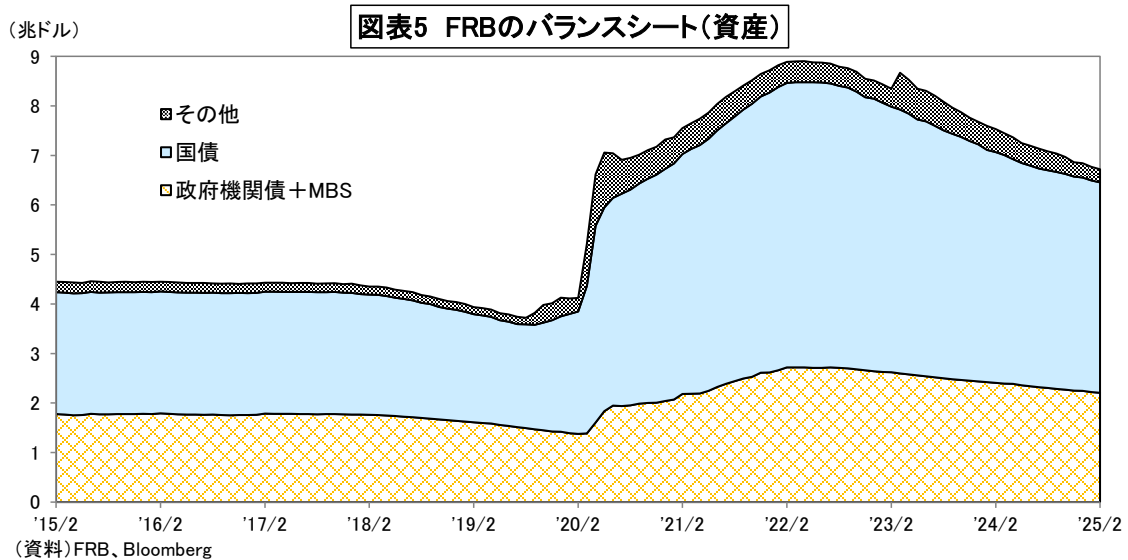
もともと、3月 FOMC が行われた19日時点では、4月2日に公表予定の関税の規模が不明なため、経済見通しにはそうした影響が部分的にしか反映されていないと思われる。このため、3月 FOMC 時点では様子見姿勢を維持するほかなかったと考えられる。

また、3月 FOMC ではバランスシート縮小ペースの減速も決定され、4月1日から償還に伴う保有証券減少(ランオフ)の上限を一月当たり250億ドルから50億ドルへ減額する。なお、住宅ローン担保証券は同350億ドルで据え置かれた。

FRBは22年6月以降、米国債などの再投資縮小(=流動性の吸収)により、バランスシートの縮小を行ってきた。こうしたなか、米財務省は25年1月半ばに債務上限に到達し、その後は

FRB 内の政府預金を用いる緊急措置で資金繰りを行っている。この措置の副次的な効果として、金融システムへ流動性が供給されている。債務上限問題解決後は政府預金残高を回復する動きによって、金融システムから流動性が吸収されることが予想される。

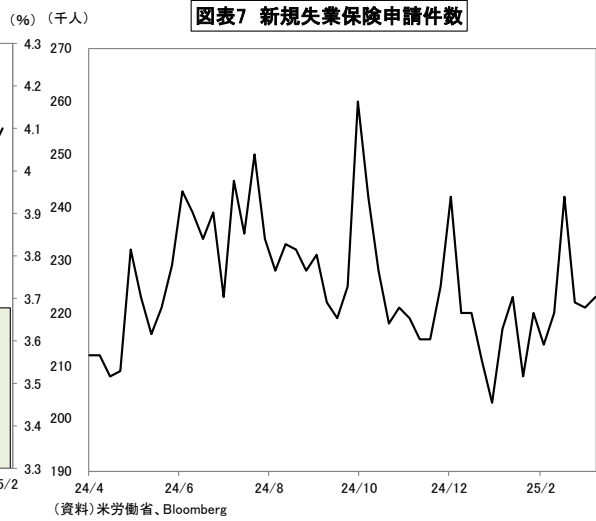
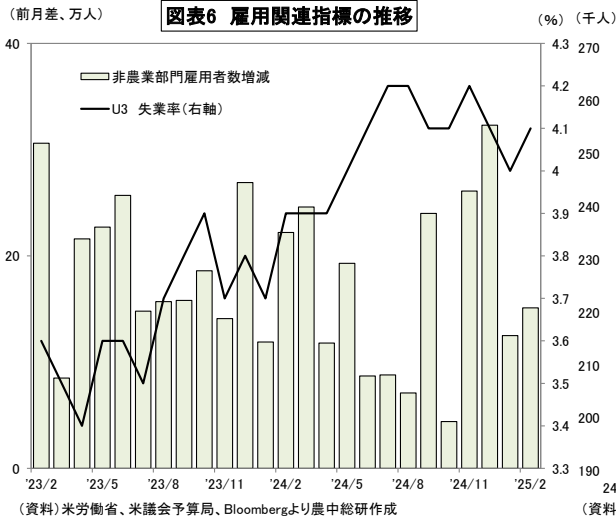
こうした背景から、現在のペースで米国債の再投資縮小を継続すると、債務上限問題解決後に流動性が枯渇する可能性が危惧されるため、3月 FOMC ではそれを回避するための措置が決定された。なお、債務上限問題の期限は 25 年 7 月半ばと考えられている。



### 堅調さが維持されている労働市場

さて足元の労働市場を確認してみると、堅調に推移しているといえる。2月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月から15.1万人増（事業所調査）と1月から加速した。3か月移動平均では同20.0万人となり、労働市場の堅調さが維持されている。また、失業率は0.1ポイント上昇の4.1%となったが依然として低い水準にある。

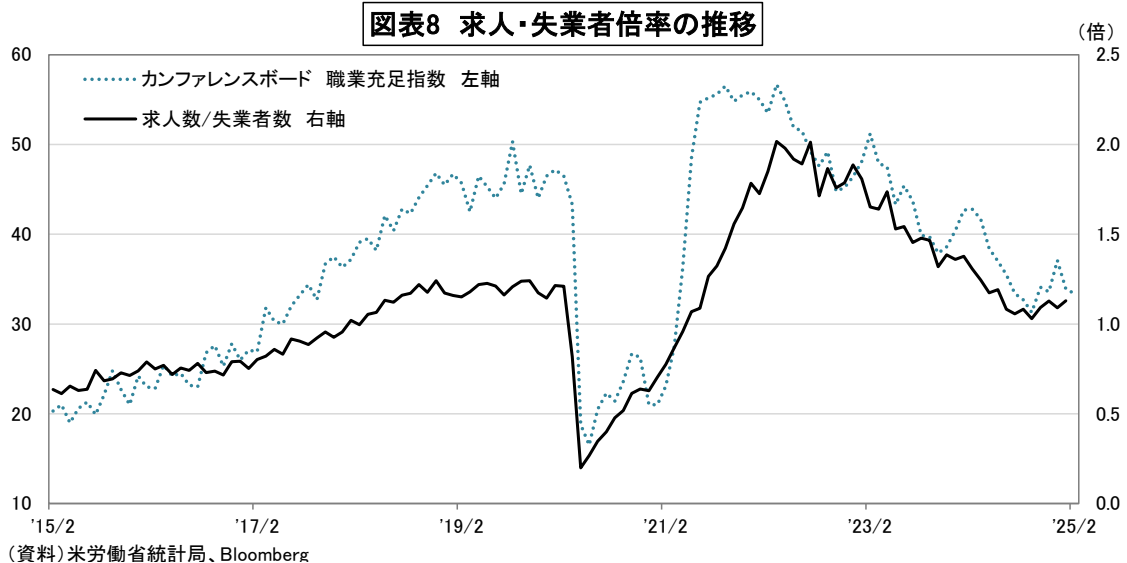
トランプ政権による連邦政府職員の解雇を受け、連邦職員失業保険制度(UCFE)申請件数はそれまでの5~600件から2月前半には1,600件程度へ急増したが、以降は低下した。また、新規失業保険申請件数については目立った変化はない。



2月の平均時給は1月からいずれも鈍化し、前年比4.0%（前月比0.3%）、生産・非管理職の時給は同4.1%（同0.3%）となった。

24年10～12月期の労働生産性をみると、伸び率は前年比2.0%となり、振れ幅の大きい統計ではあるものの、同1%前後での推移となったコロナ禍前の伸び率を足元では上回っている。労働生産性の伸びの高まりが確認されたことから、賃金上昇率は2%物価目標と整合的な水準の上限に近いと思われる。

求人数と失業者数の比率をみると、1月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.13倍の求人が確認された。同比率はコロナ禍前の倍率と同程度となっており、労働市場の過熱感は解消している。全体としては、堅調さが維持されているといえる。

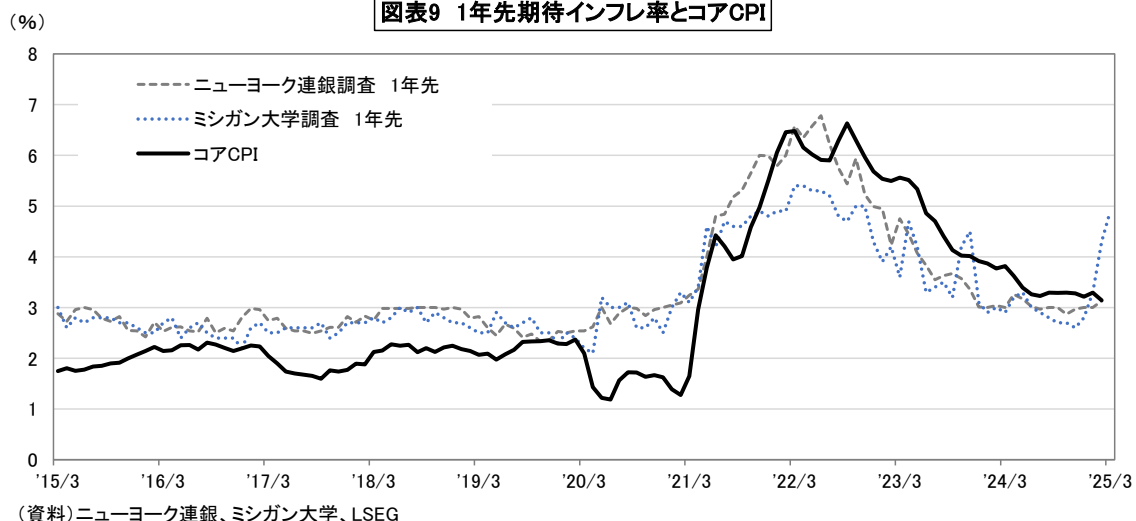


## 2月 CPI は鈍化

2月の消費者物価指数（CPI）は、総合が前年比2.8%（前月比は0.2%）、食料とエネルギーを除くコアは同3.1%（同0.2%）となり、いずれも鈍化した。エネルギーの伸びが1月の前月比1.1%から0.2%へと大幅に鈍化したほか中古車、医療用品、輸送サービスなども大幅に鈍化した。コアCPIについてより足元の動きを確認しやすい1、3、6か月前比（年率換算）を計算すると、2月はそれぞれ2.8%、3.6%、3.6%となった。

期待インフレ率とコアCPIの連動性をみると、コロナ禍以降はミシガン大学やニューヨーク連銀調査の1年先期待インフレ率がコアCPIに先行して変動していたことがうかがえる。今回の関税によるインフレ率の動きを考える上でも参考になるだろう。

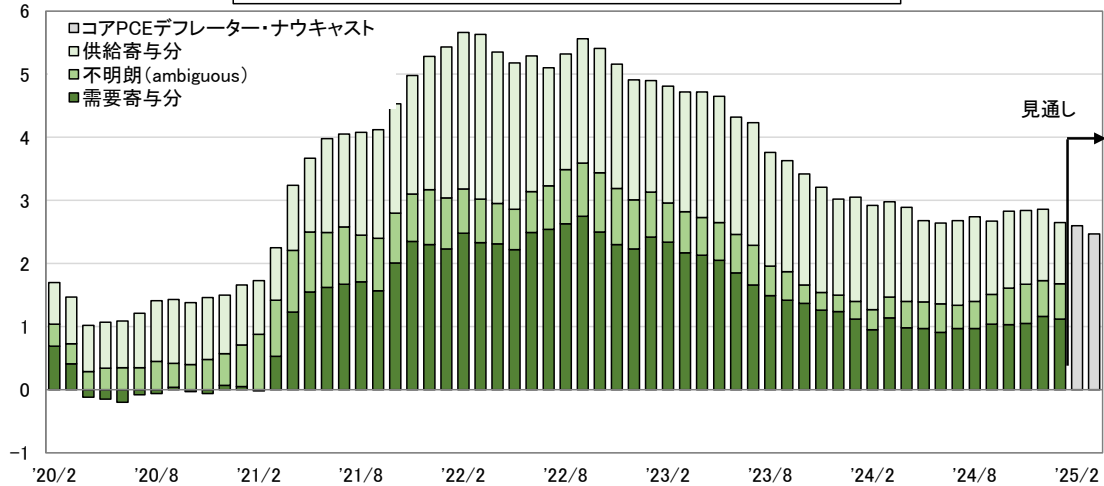
図表9 1年先期待インフレ率とコアCPI



1月のコアPCEデフレーターは変わらずの前年比2.8%（前月比は0.2%）、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは0.1ポイント加速し同2.8%となり、2%物価目標を上回って推移している。

(前年比%)

図表10 コアPCEデフレーター・ナウキャスト



(資料) サンフランシスコ連銀、クリーブランド連銀

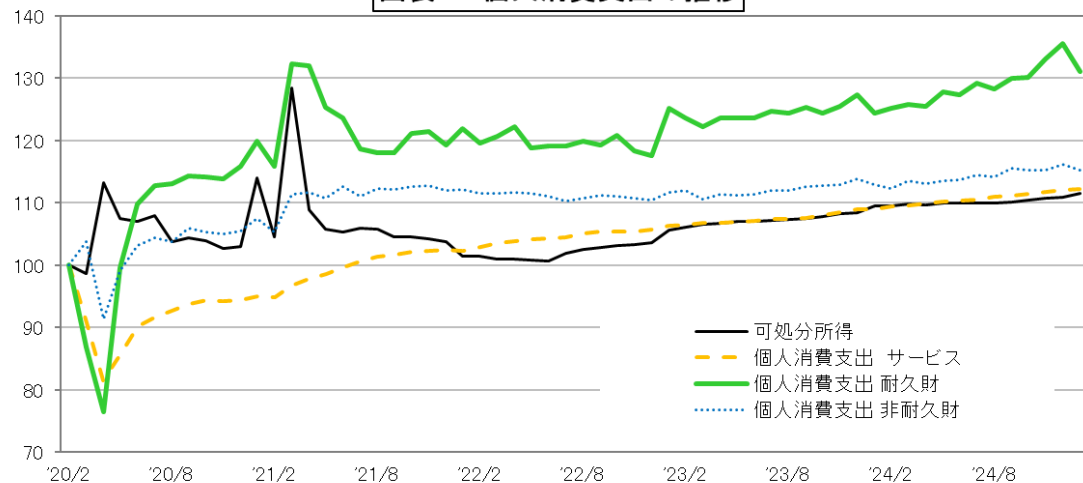
### 短期的な個人消費 の下振れも

個人消費をみると、1月の実質個人消費支出の内、財消費は前月比▲1.7%、サービス消費は同0.1%となり全体としては同▲0.5%となり、寒波と山火事などの影響から弱含んだとみられる。また、2月の小売売上高（総合）は同0.2%となり、実質値で見ればゼロ成長といえる。短期的な個人消費の下振れが見込まれる。

ミシガン大学やカンファレンスボードの調査によると、追加関税や政策不確実性などへの懸念から2、3月は消費者マインドが低下した。追加関税の詳細は4月2日に明らかになるものの、消費に対する下押し効果は避けられない。

(20年2月=100)

図表11 個人消費支出の推移



(資料) 米商務省経済分析局、Bloomberg

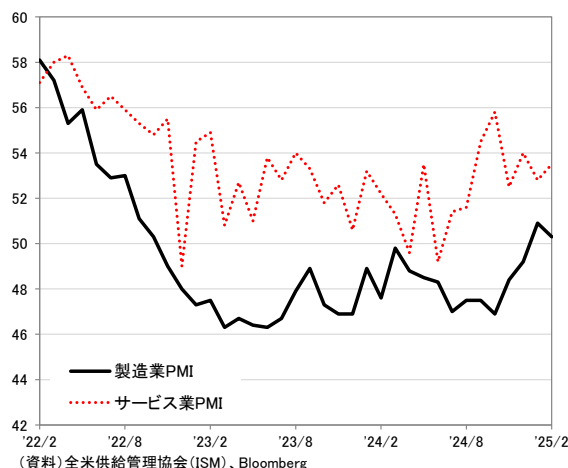
### 製造業指数は新規受 注、生産、雇用が低下

ISM 指数を確認すると、2月のISM製造業指数は、前月から▲0.6ポイントの50.3%と、判断基準となる50%を2か月連続で

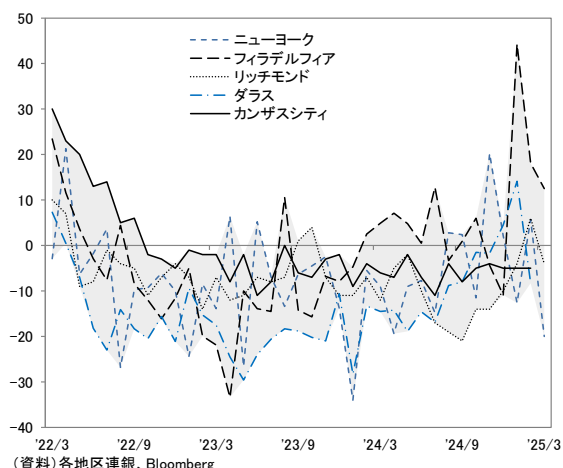
上回り製造業の拡大局面を示したが、内訳をみると供給遅延と在庫指数が上昇したものの、新規受注、生産、雇用指数はいずれも低下したため、良い内容とは言い難い。また、価格指数は同 7.5 ポイントと大幅に上昇した。

一方で、サービス業指数は同 0.7 ポイントの 53.5% となり、引き続きサービス業の堅調さが示唆された。

図表12 ISM景況感指数の推移



図表13 地区連銀製造業景況指数



**景気の先行き：相互関税を確認する必要があるものの、景気の底割れは回避できる見込み**

さて、以下では景気の先行きを考えたい。前提として、4月2日に予定されている相互関税などの公表を待つ必要があるが、事前の報道では、「多くの国が」相互関税を免除される可能性があることや、一部の財については関税の発表が後ずれすることになるとされている。このため、全面的な関税の引き上げと貿易戦争は回避されるかもしれない。

25年は関税による景気下押し効果が予想されるものの、現時点では景気の底割れは回避できそうだ。関税の影響についての数値例としては、米国が10%の関税を賦課すると、米国のGDPに対して0.4ポイントの下押し効果があり、貿易国が対抗関税を賦課した場合は同0.9ポイントの下押し効果となると推計されている (McKibbin, Hogan, and Noland (2024))。同様の試算値は世界銀行が1月に公表した経済見通しにおいても公表されている。潜在成長率が年率2%程度あることを考えれば、仮に平均20%の関税と対抗関税が賦課された場合でも、小幅ながらプラス成長を維持できそうだ。

また、25年末に期限を迎えるトランプ減税の延長と、減税対象のさらなる拡大については、政権幹部が上下両院の共和党指導部と規模や資金繰りについて交渉している段階となってお

り、法案の審議は25年秋ごろにずれ込むとされている。こうした効果を合わせて考えると、26年半ばまでは景気下押し効果が続き、以降は緩やかに経済成長率が上向くこととなりそうだ。

インフレ率に関しては、追加関税による輸入品価格の上昇に加えて国内企業の値上げ、AI関連インフラ投資による総需要の拡大などが、どの程度インフレ率を押し上げるのか見極める必要があるものの、全体としては下げ渋りが続くと思われる。数値例としては、前出のMcKibbin, Hogan, and Noland (2024)では、10%の関税を賦課すると、米国のインフレ率が0.6ポイント、対抗関税がある場合は同1.3ポイント程度一時的にインフレ率を押し上げると試算されている。こうした影響から筆者としては、FRBは25年内の利下げについて慎重な姿勢を維持すると予想している。

図表14 平均関税率



(資料)センサス局、財務省、LSEG

### 長期金利：小幅な 上昇を予想

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では2月入り後、関税政策に対する不透明感や、「ガザ所有・復興」構想、4~6月期までの入札増額はない見込みが示されたことなどを背景に5日の米長期金利（10年債利回り）は4.4%前半まで低下した。その後は12日の1月CPIを受け、利下げ織り込みが後退したことなどを受け長期金利は4.6%前半まで上昇した。以降は、相互関税についての動向や国債発行計画を変更しないとする財務長官の発言などを消化しつつ4.5%前後での推移となった。21日以降は、予想を下回る経済指標が相次いで発表されたことから先行きへの警戒感が強まり、長期金利は急低下した。

3月入り後も引き続き、関税政策をめぐる不確実性と景気後退懸念、インフレ昂進懸念、利下げについての思惑などから長

期金利は方向感を欠いた。トランプ大統領の景気をめぐる発言や3月FOMCなどはあったものの、4.2%台を中心に狭いレンジでの取引にとどまった。

先行きについては、4月2日に発表される関税の規模が想定よりも小さいと見込まれることから、利回りは小幅に上昇すると思われる。



### 株式市場：反発が続くと予想

株式市場では12月から1月半ばにかけて軟調な展開が続いた。1月10日のダウ平均は、堅調な雇用統計を受け、インフレ再燃懸念が強まったことなどから、41,938.45ドルで取引を終えた。その後は、インフレ指標が落ち着いたことで長期金利が低下したことや決算を消化するなかで反発し、1月末から2月半ばにかけて44,000ドル台での推移となった。2月半ば以降は経済指標の悪化などから景気後退懸念が強まり下落基調となった。3月13日は終値で41,000ドルを割り込んだ。足元では、関税についての楽観的なムードが広まったことで反発している。

先行きについては、景気後退懸念は一時的と思われることや、25年にかけてS&P500構成銘柄の収益見通しが前年比10%程度あることが株価を下支えすると見込まれる。4月2日には一時的にせよ関税政策をめぐる不確実性が低下することから、株価は反発が続くと思われる。

(25. 3. 25 現在)

## 積極財政の前倒し実施等で緩やかな回復続く中国経済

～ 内需は依然弱く、今後は内需拡大施策への注目高まる～

王 雷軒

### 要旨

2025年入り後、積極財政の前倒し実施などを受けて、中国経済は緩やかな回復傾向にあるとみられる。しかしながら、依然内需(消費+投資)は弱く、トランプ関税による中国経済への下押し圧力が徐々に増大してくることが予想されるなかで内需を一段と拡大させることが求められる。今後も、内需拡大施策の効果やトランプ関税による中国経済への悪影響などを注視していきたい。

### トランプ関税 2.0 により米中貿易摩擦は激化

トランプ大統領は25年2月1日に中国からのすべての輸入品に10%の追加関税を課すことを表明した。2月4日に発動された対中追加関税の数分後に、中国は米国産の液体天然ガス(LNG)や石炭などに15%、原油、一部の商用車、乗用車(4輪駆動のクロスカントリー車、排気量2,500~3000cc)などに10%の追加関税を課す(2月10日に発動)と発表した。

こうした中国の報復措置は事前に準備されていたが、その内容は戦略的かつ慎重なものだったとみられる。24年の対象品目の輸入実績は140億ドルで、米国からの輸入総額1,643億ドルに占める割合が8.5%となっており、規模は比較的小さかったとみられる。

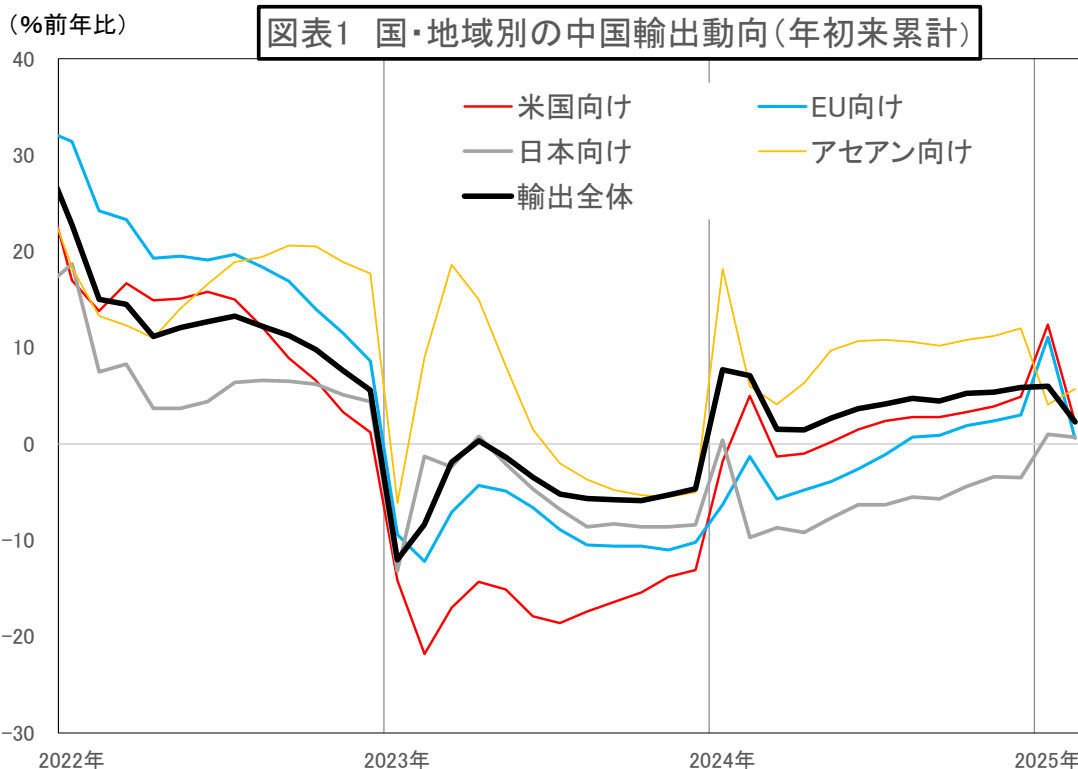
このほか、報復措置として数社の米国企業に対する独禁調査、重要な鉱物(タングステン、テルル、ビスマス、モリブデン、インジウムという5種類のレアメタル)の輸出規制を行うことも発表された。

この第1弾に続き、米国は再び2月末に合成麻薬フェンタニルの問題を理由に、対中関税をさらに10%上乘せすることを表明した。3月4日に発動された追加関税上乘せに対する報復措置として、中国政府は同日に米国産の小麦および混合麦と鶏肉、トウモロコシ、綿花などに15%、大豆、食用グレーンソルガム、牛肉などに10%の追加関税を課すことを表明した。これにより、3月10日から223億ドル相当の米国からの輸入品に対し追加関税が課されることとなった。

これに加えて、中国商務部は、新たに米国をWTOに提訴した

ほか、米国企業 25 社への輸出・投資制限を実施することも講じた。さらに、米国産の木材輸入の一時停止と、米国大豆輸出企業 3 社の中国への輸出資格停止も発表した。また、反ダンピング措置を回避したとして米国の光ファイバーメーカーを調査することも明らかにした。

このように米中貿易摩擦が激しくなるなか、米国共和党のデインズ上院議員が 3 月 20 日から北京を訪問し、中国の李首相らと会談したほか、「中国発展ハイレベルフォーラム」（23～24 日）にも出席した。第 2 次トランプ政権発足後、米国の政治家が訪中し、中国の高官と会談するのは初めてとなるが、この訪中で米中首脳会談の早期実現や関税問題について協議・議論したとみられる。これが事態の打開に向けた動きにつながるか注目されている。



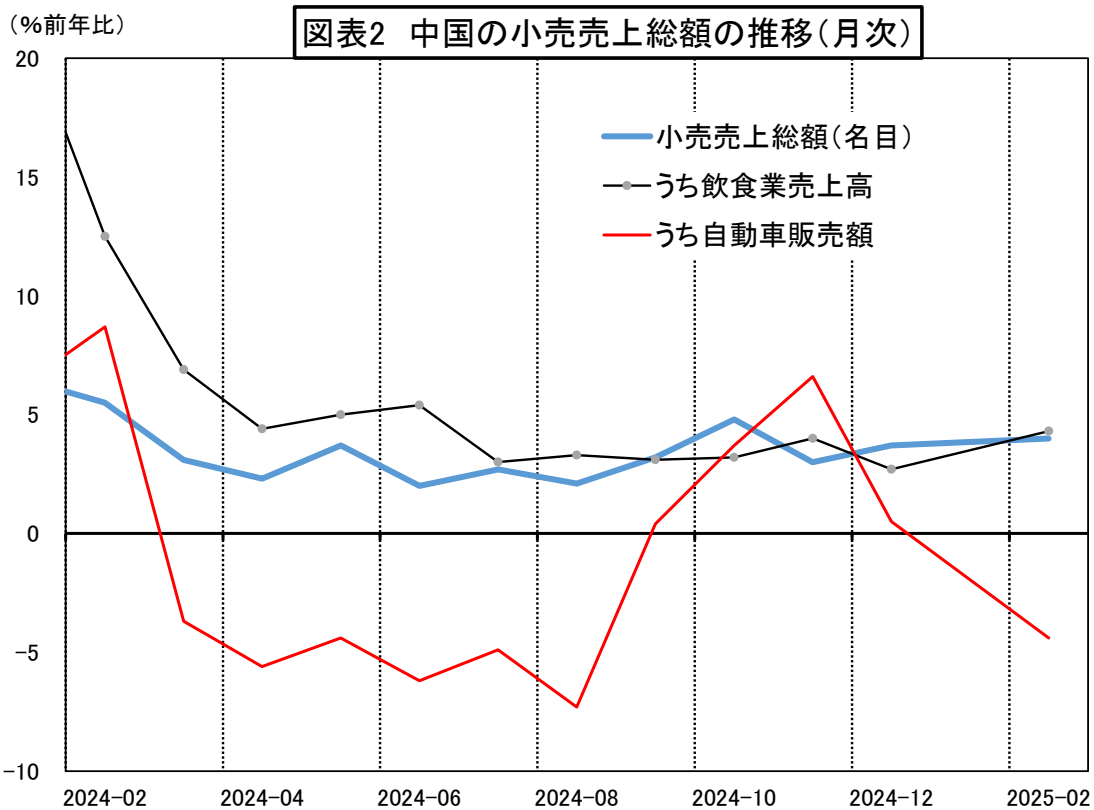
**輸出は大幅に鈍化、先行きも低調に推移**

米ドル建ての輸出額の動向を確認すると、25年1～2月期は5,399億ドルで前年比2.3%と24年12月(同10.7%)から大きく鈍化した。国・地域別にみると、日本向け(240億ドル)は同0.7%とプラスに転じたものの、米国(756億ドル)、欧州向

け（790億ドル）はそれぞれ同 2.3%、同 0.6%といずれも 24 年 12 月から大幅に鈍化した（図表 1）。

大幅鈍化した背景には、24 年 1～2 月期における輸出が比較的大きく伸びたことの反動があるが、春節休暇要因（旧正月、昨年と春節休暇の時期がずれたこと）とトランプ関税 2.0 による影響もある。中国の対米輸出は関税引き上げ前の駆け込み的輸出が一段落したほか、第 1 弾の対中追加関税引き上げ（10%）による影響が出ているとみられる。

輸出の先行きについても、中国政府による政策的な支援や輸出企業の自助努力が行われるとみられるものの、米国の関税がさらに引き上げられるリスクがあり、輸出全体の 15% 近くを占める対米輸出の減少が予想されることで、低調に推移する可能性が高い。



**政策効果で個人消費は上向きも依然弱い**

こうしたなか、内需は回復基調にあるが、依然その回復力は弱いとみられる。まず、25 年 1～2 月期の小売売上総額は前年比 4%と 24 年 12 月（同 3.7%）から小幅ながら加速した（図表

2)。これは、自動車販売促進策と消費財の買い替え促進策の効果を受けて個人消費が上向いたためとみられる。

詳細を見ると、飲食業売上高は前年比 4.3%と 24 年 12 月 (同 2.7%) から加速した。前年同期の大幅な増加を踏まえると、この数値は比較的堅調に推移したとみられる。一方、自動車販売額 (自動車類) は前年比▲4.4%とマイナスに転じた。

自動車販売額のマイナスは、自動車販売促進策を受けて 25 年 1～2 月期の新車販売台数が 455 万台で前年比 13.2%と大きく増加する一方で、電気自動車 (EV) など新エネルギー車を巡り値下げ合戦が繰り広げられたことが主因であると考えられる。国家統計局によると、この自動車販売額を除いた小売売上総額は前年比 4.8%と比較的堅調に回復している。

家電・音響機器は同 10.9%と 24 年 12 月 (同 39.3%) から鈍化したものの、比較的底堅く推移した。また、一部の大都市では住宅販売に改善の動きが見られたことで建設資材も小幅ながらプラスを維持した。

さらに、ウィンタースポーツの活性化が図られた効果の発現と携帯電話 (スマホ)、タブレット、スマートウォッチの買い替えに対しても補助金を支給するなど消費財の買い替え促進策の対象も拡充されたことから、体育・娯楽用品および通信機器はそれぞれ同 25.0%、同 26.2%と好調に推移した。

しかし、個人消費は総じて弱く、外需の下振れリスクに備えるためにも、小売売上総額は前年比 5%に加速させることが求められる。こうしたなか、政府は 3 月 16 日に「消費喚起の特別行動方案」(提振消費専項行動方案)を発表した。

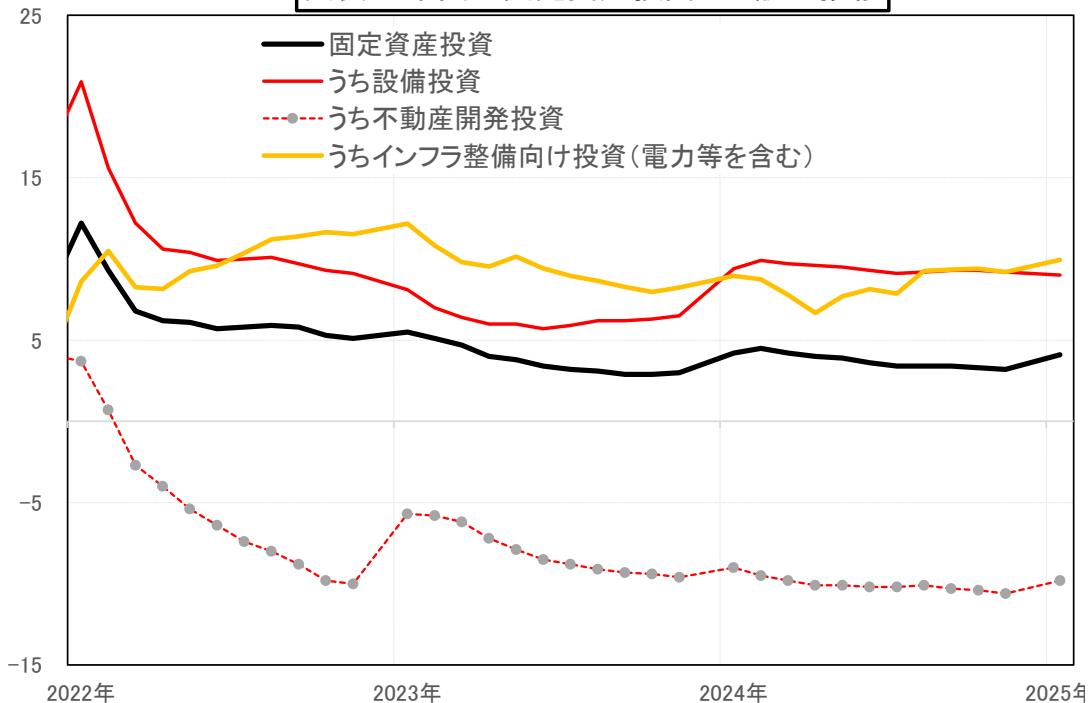
同方案では、①最低賃金を引き上げるほか、重要なプロジェクトと農業・農村インフラ整備事業に携わる労働者への報酬を増やす、②農村住民の所得向上に向けて賃貸や出資などを通じて農家所有の住宅を有効に活用するほか、農産物のブランド化や農家民宿事業も進める、③株式市場の安定化などを通じて財テクのルートを拡大させて増収につなげる、④個人消費者向けローンへの特別利子補助を実施するなどの 30 項目の内容が打ち出された。

消費の先行きについては、所得向上や資産効果を目指す消費喚起策による効果がある程度期待されるほか、消費財の買い替え促進策の財源となる超長期特別国債の発行が 24 年の 1,500

億元（約3兆円）から倍増したこともあり、持ち直しが続く可能性が高いとみている。

(%前年比)

図表3 中国の固定資産投資と内訳の推移



(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は25年1~2月期。(注)年初来累

### インフラ整備の加速と不動産開発投資のマイナス幅の縮小で固定資産投資全体は加速へ

また、25年1~2月期の固定資産投資も前年比4.1%と24年(同3.2%)から加速した(図表3)。内訳を見ると、設備投資とインフラ整備向け投資(電力等を含む)はそれぞれ前年比9%、同10%と、全体の同4.1%を大きく上回り、いずれも堅調に推移している。一方、不動産開発投資は同▲9.8%と依然足かせとなっているが、それでも24年(同▲10.6%)からマイナス幅が縮小した。

固定資産投資が加速した背景には、政府が積極的に推進している大規模な設備の更新による効果を受けて、設備投資が好調に推移したほか、地方債の前倒し発行など積極財政の迅速な実施がなされたことがある。25年1~2月期の専項債を含む地方債発行額は1兆8,633兆円で、近年の同期間において最多となっているほか、地方政府の隠れ債務への対応策である置き換え債の発行も25年発行上限額(2兆円)の半分以上に達するなど、例年には見られない動きがあった。

足元では、上海市や北京市などの特大都市の住宅販売市場に改善の兆しが見られたことで、全国不動産景気動向指数は上昇

に転じ推移している（図表 4）。しかし、中小都市では依然在庫の解消に時間を要するとみられることから、先行きの不動産開発投資は下げ止まり感が出るものの、マイナスが続く可能性が高いと思われる。一方、国と地方の積極財政などを背景に、設備投資とインフラ整備向け投資は引き続き固定資産投資全体を下支えしていくとみている。

図表4 全国不動産景気動向指数の推移



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は25年2月。

### 今後の見通しと注目点

以上の内容と3月入り後の動向を踏まえると、輸出は大幅に鈍化したものの、積極財政の迅速な実施で内需が緩やかに回復していることから、25年1~3月期の実質GDP成長率は前年比で5%を上回る可能性が高い。この数値は24年10~12月期(同5.4%)から減速するものの、比較的順調な滑り出しであると思われる。

しかし、不動産開発投資の低迷など、依然内需は弱いほか、トランプ関税による中国経済への下押し圧力が徐々に増大してくることも予想されることから、成長目標の達成に向けて内需(消費+投資)を一段と拡大させることが急務である。今後は、トランプ関税2.0による中国輸出への悪影響、不動産市場の調整動向、積極財政の実施に伴う内需拡大の動き、追加金融緩和などが注目点となる。

(25.3.25 現在)