

経済金融 ウォッチ

2025年5月号

国内	1
米国	12
中国	21



トランプ関税が揺るがす「消費主導の景気回復シナリオ」

～日銀の早期利上げ観測は後退～

南 武志

要旨

4月2日にトランプ米大統領が発表した「相互関税」が想定を上回る規模となったことで、世界経済の悪化懸念が意識され、内外マーケットは大荒れの展開となった。その後、相互関税について90日間は10%の基本税率で運用することとされたが、中国に対しては逆に税率を引き上げ、中国も更なる報復措置をとるなど、米中貿易戦争の様相が強まった。

これに対して、日本政府は赤澤経済再生相を米国に派遣、対米関税交渉を行った。しかし、交渉は難航も予想され、今後の展開次第では従来の「消費主導での緩やかな景気回復シナリオ」の修正を余儀なくされる可能性がある。

こうしたなか、日本銀行の早期利上げ観測が後退、長期金利の上昇は一服したが、財政悪化懸念から下げ渋る場面も散見された。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目		2025年				2026年
		4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 (%)	2.235	2.00～2.50	2.05～2.55	2.10～2.60	2.20～2.65
	10年債 (%)	1.305	1.10～1.60	1.25～1.75	1.30～1.80	1.45～1.95
	5年債 (%)	0.870	0.70～1.15	0.80～1.30	0.85～1.40	0.90～1.50
為替レート	対ドル (円/ドル)	140.3	130～150	127～147	125～145	122～147
	対ユーロ (円/ユーロ)	161.4	145～165	140～160	138～158	135～155
日経平均株価 (円)		34,220	35,500±3,000	37,000±3,000	38,000±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4月22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。

トランプ関税・対日相互関税率は事前予想を上回る24%

MAGA(米国を再び偉大な国にする)を掲げる米トランプ政権は、発足直後からメキシコ、カナダ、中国などの特定国、さらには鉄鋼、アルミニウムに対して追加関税を導入してきた。3月26日には一律25%の自動車関税を4月3日に導入し、5月3日までには自動車部品に対しても25%の追加関税を導入する方針が示された。

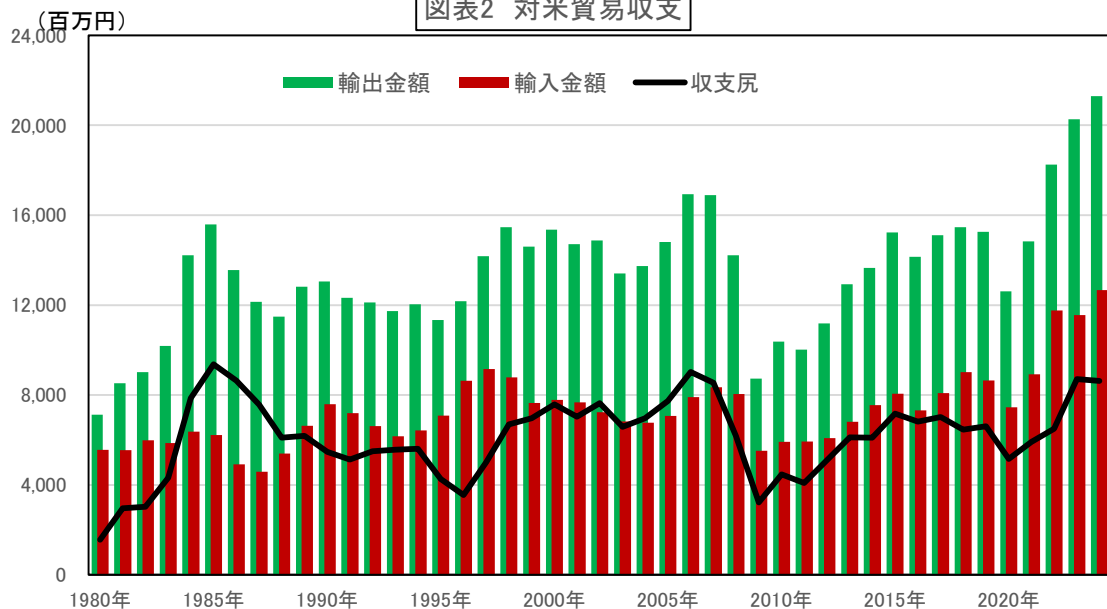
そして、4月2日には相互関税についての詳細が公表され、全ての輸入相手国・地域に対して一律10%の基本関税を課したうえで(5日に発動)、相手国・地域の関税や非関税障壁、貿易赤字の大きさを考慮した税率を上乗せする(9日に発動)こととなった。日本に対して24%(基本税率10%+14%)と設定されたほか、中国は34%(当初)、EUは20%などといった具合

に、柔軟に運用されるとの事前の想定を上回る規模となった。

こうした一連の動きを受けて、米国内のインフレ加速・景気悪化懸念が急浮上したほか、世界経済の先行き警戒感が一気に高まり、マーケットはリスクオフが強まった。なお、中国以外のほとんどの国・地域に対する税率上乘せ措置は導入直後に停止（90日間）され、この間個別に協議を行うこととした半面、報復措置を講じた中国に対しては相互関税率を段階的に引き上げて145%とするなど、米中貿易戦争の様相が強まった。

石破首相はいち早く対米関税交渉を行う意向を表明、責任者に赤澤経済再生担当大臣を指名した。赤澤大臣は4月16日（現地時間）にトランプ大統領と会談したほか、ベッセント財務長官、ラトニック商務長官、グリア米国通商代表部（USTR）代表と協議を行い、関税措置の見直しを求めた。日本側は世界最大の対米直接投資国であり、米国内の雇用創出に大きく貢献してきたことをアピールしたが、米国側は車検制度などが米国製自動車の販売抑制につながっているなどと主張、対日赤字の解消に向けて非関税障壁の撤廃や円安是正などを求めたとされている。なお、日米の意見には大きな隔たりがあり、合意に至るまでには難航が予想される。

図表2 対米貿易収支



(資料)財務省

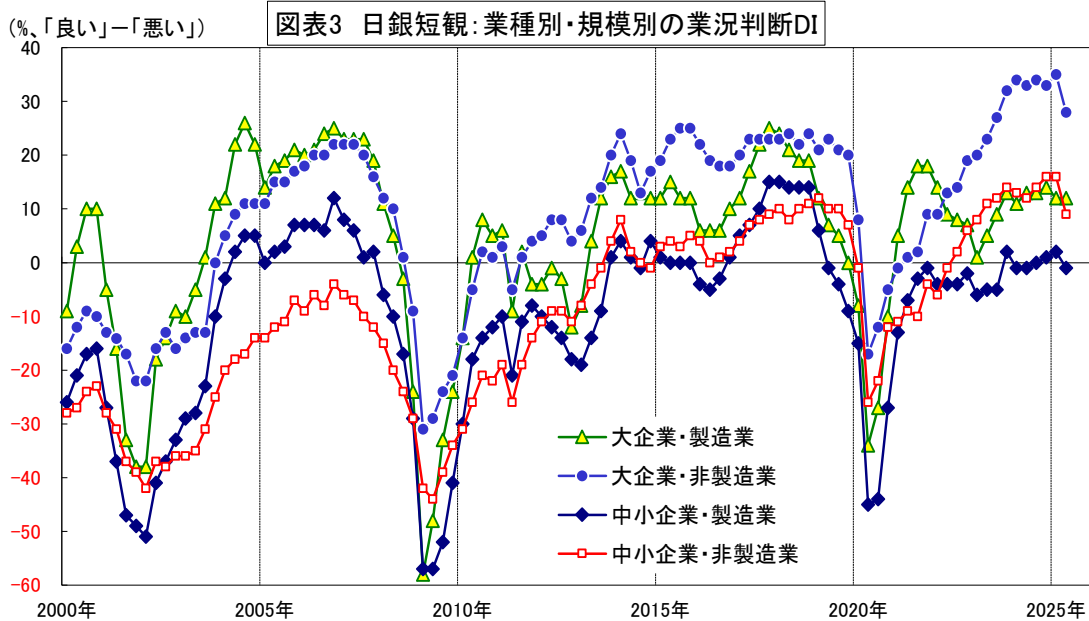
短観では大企業製造業の景況感は悪化、同・非製造業は改善

以下、足元の国内景気動向について確認したい。日銀短観3月調査によれば、代表的な大企業製造業の業況判断DIは12と、12月調査(14)から▲2ポイントの悪化であった。一方の同・

非製造業では35と、12月調査(33)から+2ポイントと2期ぶりに改善した。なお、先行きについては、製造業が今回と変わらず、非製造業は悪化の見通しであるが、特に製造業についてはトランプ関税の影響は十分反映されておらず、足元では大幅に悪化している可能性がある。

24年度の経常利益は増益に転換したものの、新たに公表が始まった25年度は減益の見通しとなった。また、25年度の設備投資計画(含む土地投資額、除くソフトウェア・研究開発)は、全規模・全産業ベースで前年度比0.1%と、辛うじて5年連続の増加計画となったものの、新年度入り前の調査としては底堅いと評価できる。

ちなみに、月次のソフトデータを確認すると軒並み弱い。3月の景気ウォッチャー調査の景気の現状判断DIは3か月連続で悪化、判断基準である50を13か月連続で下回った。先行き判断DIも4か月連続で悪化、7か月連続での50割れとなった。引き続き、物価高で消費者の節約志向が強いことに加え、トランプ関税への警戒感が高いことが指摘されている。

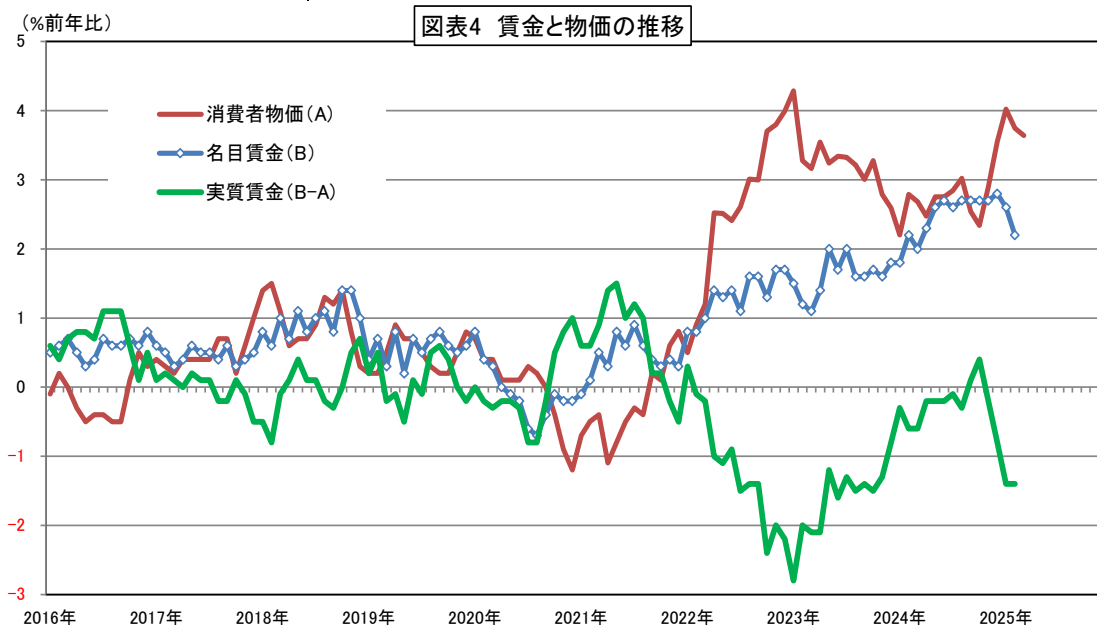


国内の景気回復ペースは緩慢なまま

実体経済面に目を転じると、2月の景気動向指数・CI一致指数は前月から+0.8ポイントと3か月連続で上昇、コロナ禍からの回復局面における最大値を更新したが、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた(10か月連続で同じ表現)。

3月の実質輸出指数(日本銀行試算)は、1~2月にみられた

旧正月要因による不規則変動が剥落したこともあり、前月比▲3.2%と2か月ぶりの低下となったが、1~3月期としては前期比3.2%と2期ぶりの上昇だった。なお、製造工業生産予測指数からは3月の生産は2か月連続のプラスとなる可能性が見取れる。これらの動きが相互関税の詳細公表前の駆け込みだったとすれば、その後の反動減も考慮すべきであろう。



(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。

実質賃金はマイナスが続いたが、消費に持ち直しも

2月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比3.1%の増加だった。ただし、「基本給」に相当する一般労働者の所定内給与は同2.2%(1月は同2.6%)へ鈍化した。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3.7%))については、一般労働者の現金給与総額で前年比0.1%と2か月ぶりにプラスとなったが、所定内給与では同▲1.4%と4か月連続で下落するなど、なかなかプラスが定着しない。

こうした状況もあり、消費者マインドは低調な状態が続いている。3月の消費者態度指数は4か月連続で低下、2年ぶりの低水準となっているほか、内閣府の基調判断は「足踏みがみられる」で据え置かれた。一方、消費統計は単月ながらも底入れの動きがみられた。2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2か月ぶり、2月の実質消費活動指数(旅行収支調整済、日本銀行)は同1.2%と7か月ぶり、ともに上昇した。

25年春闘もはっきり

先行きの景気・物価情勢や金融政策などを占う上で注目され

とした賃上げ継続が濃厚

経済見通し：消費に薄日が差し始めたものの、トランプ関税による景気下押しの可能性も

物価動向：食料値上げの影響でコアCPIは前年比3.2%へ再加速

る 25 年春闘は、33 年ぶりとなる 5%台の高い賃上げが実現した 24 年春闘を上回るペースとなっている。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が、4 月 17 日に公表された第 4 回集計では 5.37%と、第 3 回集計（5.42%）から下方修正されたものの、24 年最終集計（5.10%）を上回る高い伸びを維持している。

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、物価上昇圧力が再び強まったこともあり、消費は総じて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こともあり、外需寄与度はマイナスとなる可能性がある。その結果、経済成長率は失速、4 期ぶりのマイナスとなる可能性も否定できない。

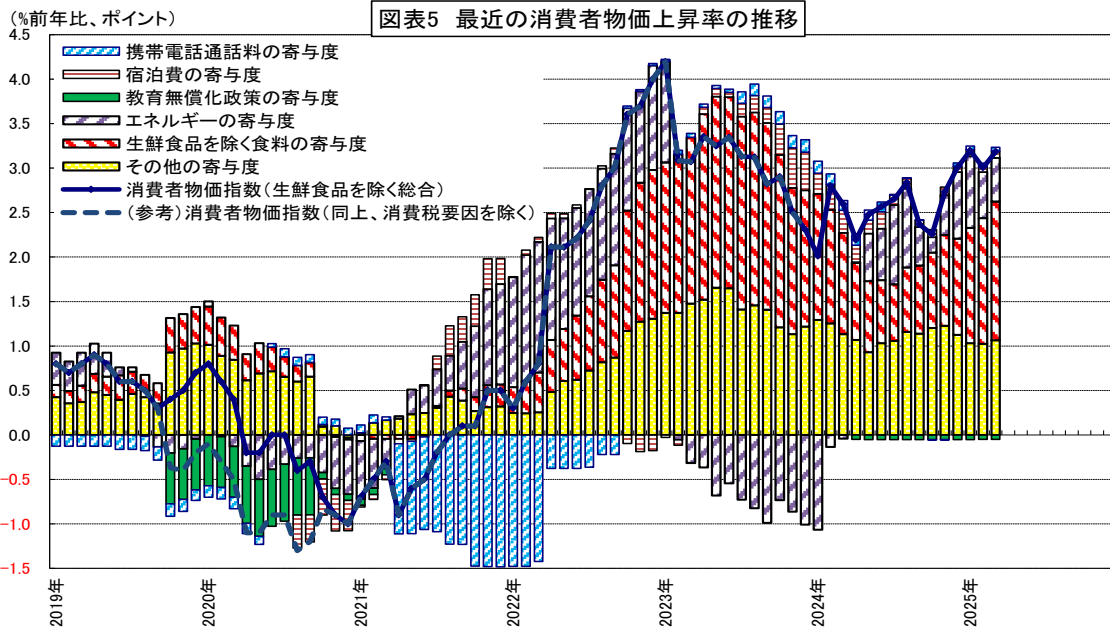
一方、25 年度入りは徐々に 25%の自動車関税などの影響が出てくる可能性があり、少なくとも輸出に牽引役を期待するのは難しい。しかし、25 年春闘ではしっかりと賃上げ実現が濃厚であり、家計の所得環境は改善が続くことが期待される。25 年度下期にかけて物価上昇率が鈍化してくれば、民間消費には持ち直しの動きが強まるだろう。こうした動きは非製造業の設備投資にも好影響を与えるとみられる。しかしながら、日米関税協議の行方に左右される面も多く、当初想定していた「民間消費が主導する緩やかな景気回復シナリオ」は大きく揺らいでいる。

ちなみに、4 月 22 日に公表された国際通貨基金（IMF）の世界経済見通しでは、25 年の日本経済の成長率を 1 月の見通しから▲0.5 ポイントの下方修正となった。トランプ関税による輸出減やそれらに付随する不確実性が実質賃金の改善を背景とした消費回復の効果を相殺する、としている（世界経済全体も同じく▲0.5 ポイントの下方修正）。

3 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 3.2%と 2 か月ぶりに上昇率が高まるなど、4 か月連続で 3%台の上昇となった。「電気・ガス料金負担軽減支援事業」によってエネルギーはある程度抑制されたが、昨夏以来高騰が続くコメが前年比 92.0%（2 月は同 81.0%）へ上昇率が加速、物価上昇率を+0.54 ポイントも押し上げた。世界的な天候不順などの影響で、生鮮食品を除く食料は同 6.2%と 23 年末以

来の上昇率となっている。さらに、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコア CPI）」も同 2.9%と、3 か月連続で上昇率が拡大した。

ただし、一般サービスは同 1.4%、宿泊費を除くベースで同 1.2%と、ともに低い上昇にとどまるなど、人件費増がサービス価格を押し上げている様子はまだ確認できない。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価見通し:25年半ばにかけて物価は高止まりが続く

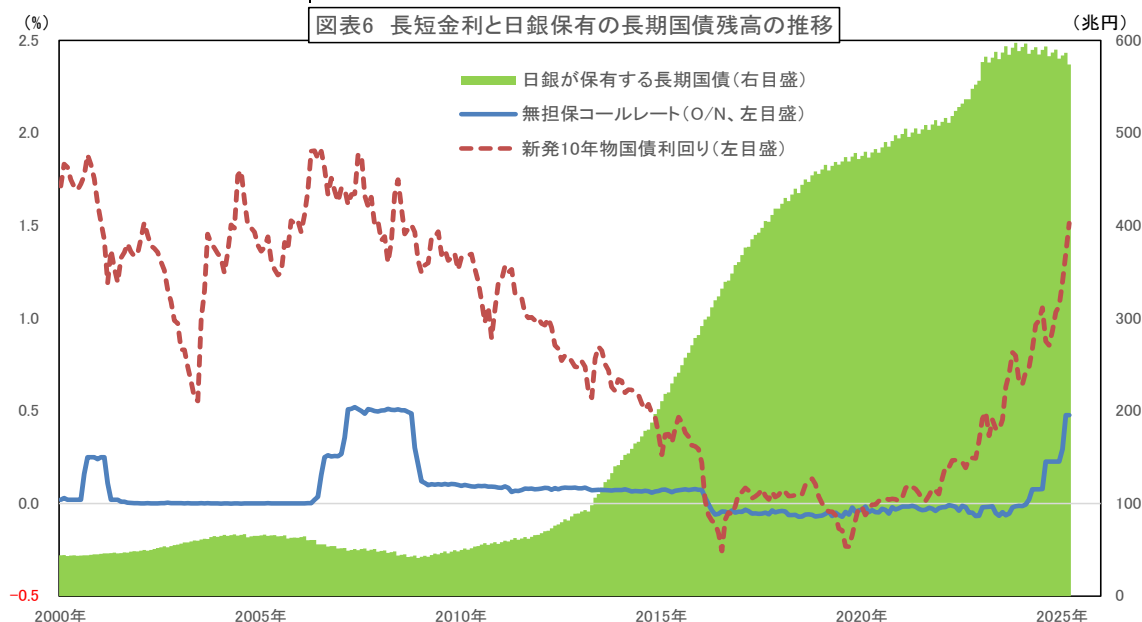
25年度入り後も食料や日用品を中心に値上げ圧力が高まっているほか、政府備蓄米の放出にも関わらず、コメ価格は高止まりが続いている。また、「電気・ガス料金負担軽減支援事業」も3月使用分（支払いがされる4月の統計に反映）で規模が半分に縮小されたうえ、終了することとなっており、エネルギーの押し上げ効果が再び強まる可能性が高い。一方、25年度予算に盛り込まれた高校授業料無償化によって、25～26年度にかけて物価上昇率は0.2ポイントほど押し下げられるとみられる。以上を踏まえると、25年半ばにかけてコアCPIは前年比2%台後半で推移する可能性が高いだろう。

こうしたなか、政府・与党は物価高対策を再度導入する構えである。7～9月使用分の電気・ガス料金への補助金を再開するほか、5月22日からガソリン補給金を拡充し、販売価格を10円/ℓほど引き下げる方針である。これらの財源として25年度予算の予備費などを充てることとし、補正予算は編成しないとしている。加えて、最近の為替レートの円高傾向や資源価格の

金融政策：日銀は利上げ継続方針を繰り返し表明

軟調さなどもあり、25年度半ば以降、物価上昇圧力は緩和していくとみられる。

日銀が1月の金融政策決定会合で追加利上げを決定した直後から、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た。3月会合では政策金利は据え置かれたものの、25年春闘でも前年を上回る賃上げの実現が濃厚となったほか、2%を上回る物価上昇が続いていることから、マーケットでは5月利上げを予想する意見も散見された。しかし、冒頭で触れたように、トランプ相互関税によって内外景気動向の先行き悪化懸念が強まったこともあり、早期利上げ観測は一気に後退した。



(注) 日本銀行、日経FinancialQuest

金融政策：トランプ関税の影響見極めもあり、次回利上げは9月以降にずれ込む可能性も

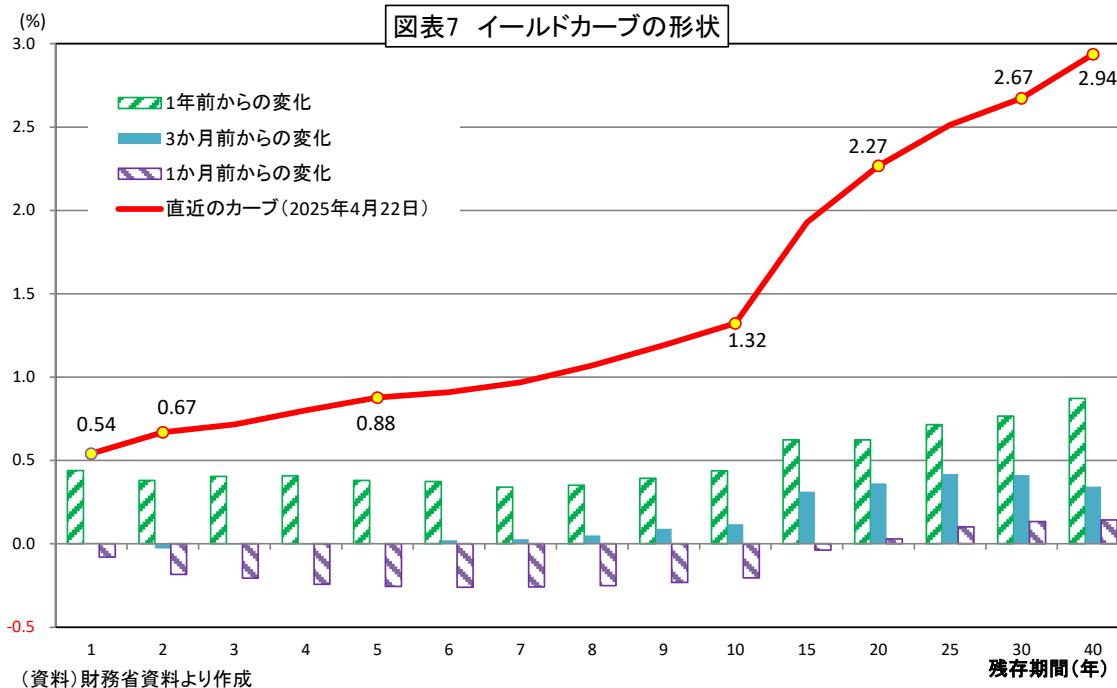
日本銀行は今後の金融政策運営について、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、日銀の想定通りに経済・物価動向が推移するのであれば、それに応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していくとの方針が繰り返している。一方、植田総裁はトランプ関税によって、経済に対しては下押し、物価に対しては上下両方向の影響があるとし、先行き不確実性の高まりを踏まえ、予断を持たずに政策判断を行うとの見解を示している。

当総研では、日銀はこれまでの「半年に25bp」のペースでの利上げを継続するとし、次回利上げは7月と想定していたが、9月以降にずれ込む可能性も高まっている。

金融市場：現状・見通し・注目点

トランプ米大統領が明らかにした相互関税が予想を上回る規模となったことで、世界経済の悪化懸念が浮上し、マーケットはリスクオフの展開となった。さらに、日米財務相会合を前に「プラザ合意 2.0」が意識され、円高ドル安が進んだ。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。



早期利上げ観測が後退、長期金利は一時 1.1% 台へ低下

① 債券市場

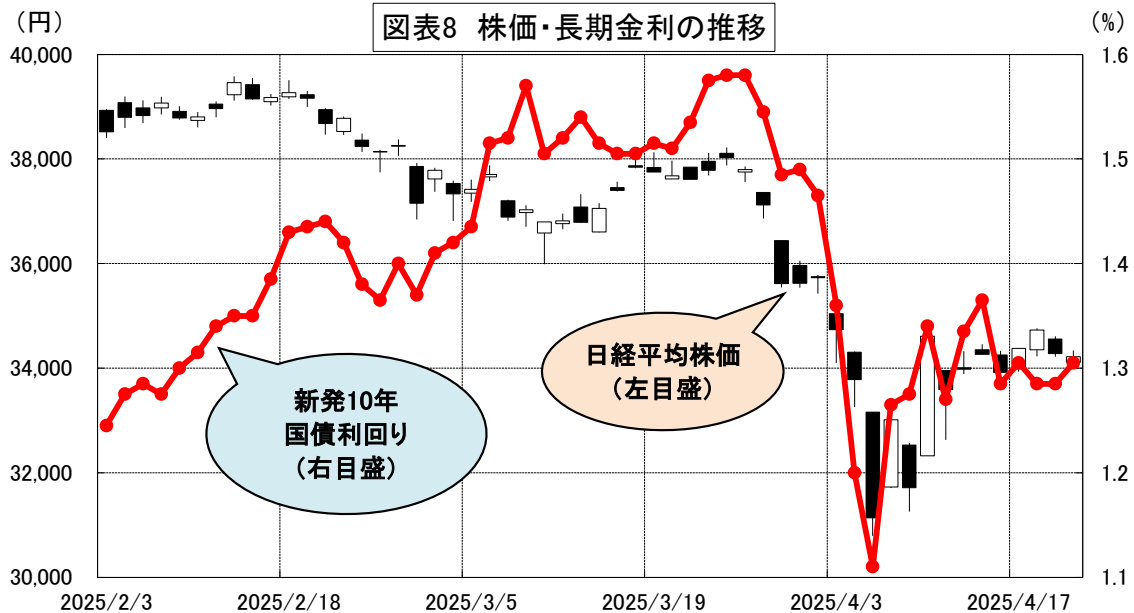
25年入り後の長期金利（新発10年物国債利回り）は、インフレ再燃や財政悪化などへの警戒から米国長期金利が上昇傾向となったほか、日銀の1月利上げの確度が高まったことで13年8か月ぶりに1.2%に上昇した。日銀が1月に利上げした直後はしばらく1.2%前後でもみ合ったものの、25年春闘の堅調さや物価上振れなどもあり、利上げペースの前倒し観測が浮上、長期金利は上昇傾向を強めた。しかし、長期金利が急激に上昇するような例外的な状況では機動的に国債買い入れを増額すると植田総裁が述べたことを受けて、2月下旬には金利上昇が一服する場面もあった。ただし、早期利上げ観測は根強く長期金利は上昇基調をたどり、年度末を控えた3月27日には一時16年半ぶりとなる1.59%まで上昇した。

しかし、米国の自動車関税や相互関税などが世界経済を悪化させるとの思惑が台頭しリスクオフが強まると金利は急低下、

長期金利は上昇継続

4月7日には一時1.105%となった。その後はマーケットの動揺が落ち着き始めたものの、足元は1.3%前後で推移している。

内外経済には下振れリスクが強まっており、日銀の利上げ時期が後ズレするとの見方も浮上している。一方で、前述の通り、日銀は今後の金融政策運営として、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。日銀はトランプ関税などの影響を慎重に見極めながら、政策判断をしていくことになるものの、基本的には利上げ自体は継続していくものと思われ、長期金利も緩やかな上昇をたどるだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

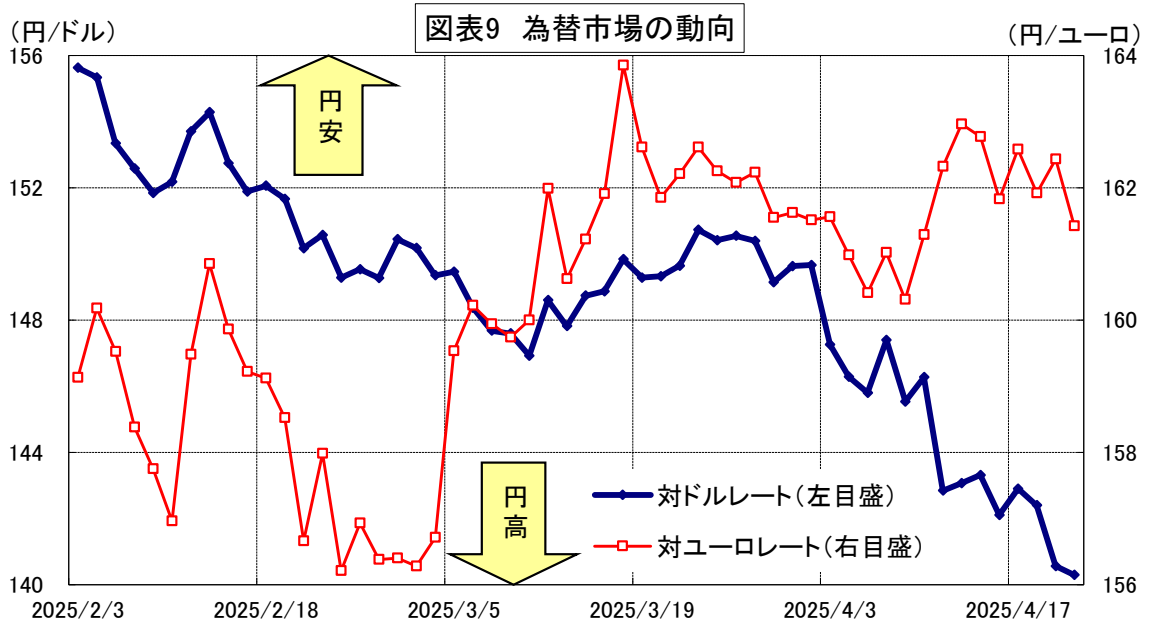
日経平均株価は大幅下落した後、半値戻し

② 株式市場

2月中旬にかけて日経平均株価は概ね38,000~40,000円のレンジ内でもみ合う展開が続いたが、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。その後、トランプ関税は柔軟に運営されるとの期待感から株価は38,000円台まで戻す場面もあったが、輸入自動車への25%追加関税発表(3月26日)、相互関税の詳細公表(4月2日)などを受けて、マーケットは一気にリスクオフに傾き、4月7日には株価は約1年半ぶりに一時31,000円割れとなった。その

後、上乗せ分の相互関税を90日間停止するとの発表もあり、株価は34,000円台まで戻したが、トランプ大統領がドル高是正を求めるとの思惑もあり、上値が重い展開となっている。

先行きを展望しても、自動車への25%追加関税などの影響に加え、それ以外の対米輸出についても10%の相互関税率がかかった状態であり、輸出製造業にとっては収益圧迫要因となっている。また、物価高が続く国内でも消費回復が遅れている。株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

トランプ関税への警戒や日米財務相会談への思惑などから円高ドル安が進行

1月に日銀が追加利上げをした後も、早期利上げ観測は根強く、国内金利に上昇圧力がかかるとともに、ドル円レートも円高が進行した。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1ドル=146円まで円高が進んだ。その後はトランプ関税への警戒感が弱まった場面で150円前後までドル高方向に戻したものの、自動車関税や相互関税の賦課が現実味を帯びたことでドル売り圧力が強まり、直近は7か月ぶりの139円台まで円高が進む場面もあった。

先行きについては、①日銀は利上げ継続の方針を保持していること、②トランプ大統領はドル安志向であること、③「中央銀行の独立性」が損なわれる事態となれば、ドルの信認が低下する可能性があること、等を踏まえると、基本的に円高ドル安

ドル安を横目にユーロ高状態が継続

傾向が続くと予想される。

ドイツの財政運営の方針転換もあり、3月以降はドイツの長期金利が上昇し、ユーロ高状態となっている。この間、ドル安が進んだ半面、ユーロは1ユーロ=160円台前半での展開となっている。

一方、欧州中央銀行（ECB）は4月17日の政策理事会において、6会合連続となる利下げ（25bp）を決定した。トランプ関税による景気下振れリスクが高まっていることから、マーケットではさらなる利下げを想定するなど、日欧金利差は縮小を続ける可能性が高い。そのため、基調として円高ユーロ安で推移するだろう。

（25.4.22 現在）

関税の公表から、混乱が広がる

～FRBの独立性に対する圧力も～

佐古佳史

要旨

トランプ政権は4月2日、10%の基本関税と、貿易赤字に基づく相互関税を公表し、5日から賦課されることとなった。その後9日には、相互関税の90日間延期を公表し、貿易について各国と交渉することとなった。一方で、米中通商摩擦は激化しており、中国製品に145%の関税を賦課している。

景気の先行きについては関税率次第ではあるものの、平均関税率が20%程度に落ち着き、中国以外からは大規模な対抗関税を回避できるとの想定では、景気後退を回避できると見込まれる。

金融政策をめぐることは、トランプ大統領によるFRBへの利下げ圧力や、FRB議長解任の可能性が言及されてはいるものの、長期期待インフレ率を安定させる観点から、FRBは25年度の利下げについて慎重に判断すると見込まれる。

4月2日に関税を公表

トランプ政権は4月2日、一律10%の基本関税と米国の貿易赤字に連動する相互関税を公表し、5日から賦課されることとなった。9日になると、相互関税の賦課を90日間延期することが公表された。延期期間中に各国と交渉するとみられており、交渉の1か国目として、日本からは赤澤経済再生担当大臣が17日にホワイトハウスにて閣僚交渉を行った。

また、米中通商摩擦は激化の一途をたどっており、現在の中国製品への関税率は145%となっている。加えて、米通商代表部(USTR)は17日、米国内の中国籍船舶に入港料を課す提案を公表した。米中通商摩擦の新たな火種となるだけでなく、世界的な物流が混乱する可能性も懸念される。もっとも、米政府高官の発言からは、対中製品への関税率は将来的に引き下げられる可能性が高そうだ。

なお、トランプ政権は現在、医薬品や半導体、レアアースなどの重要鉱物について、国防上の観点から調査を実施しており、関税率などをめぐって近々発表があるとみられる。

図表1 関税率・時期・輸入に占める割合

	関税率	時期	輸入に占める割合	備考
基本関税	10%	4月5日	ほぼ100%	
メキシコ製品 (USMCA対象外)	25%	3月4日	7.7%	
カナダ製品 (USMCA対象外)	25%	3月4日	7.8%	
メキシコ製品 (USMCA対象)	10%で据え置き	4月2日	7.7%	
カナダ製品 (USMCA対象)	10%で据え置き	4月2日	4.7%	
中国製品	145%	4月9日	13.3%	将来的には引き下げも？
自動車 (部品は5月3日頃)	25%	4月2日	14.4%	メキシコ、カナダ製品の見直し検討
医薬品	25%以上？	近々公表予定	7.4%	5月12日まで意見公募
半導体	？	近々公表予定	2.5%	5月12日まで意見公募
鉄鋼・鉄鋼製品	25%	3月12日	0.7%	
アルミ	25%	3月12日	0.5%	
銅	？	調査～11月22日	0.3%	
相互関税		7月8日まで延期		電子機器と部品は対象外

(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。

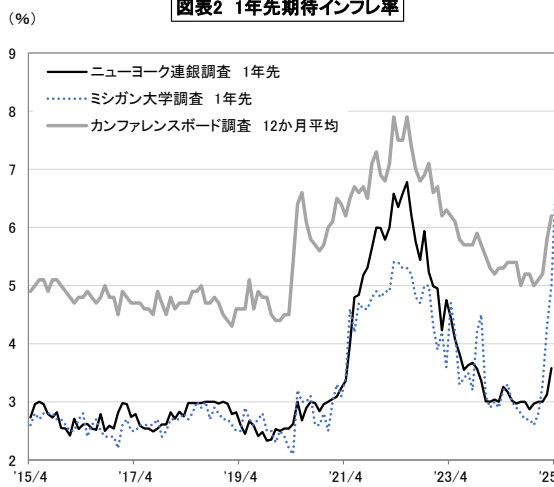
期待インフレ率の上昇が懸念事項になりつつある

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。ミシガン大学調査 (4月、速報値) では、1年先期待インフレ率が1.7ポイント上昇の6.7%となり、長期期待インフレ率も0.3ポイント上昇の4.4%となった。

一方で、ニューヨーク連銀調査 (3月) では、期間によって期待インフレ率の動きはまちまちとなった。1年先期待インフレ率は0.5ポイント上昇の3.6%となったが、3年先は変わらずの3.0%、5年先は0.1ポイント低下の2.9%となった。

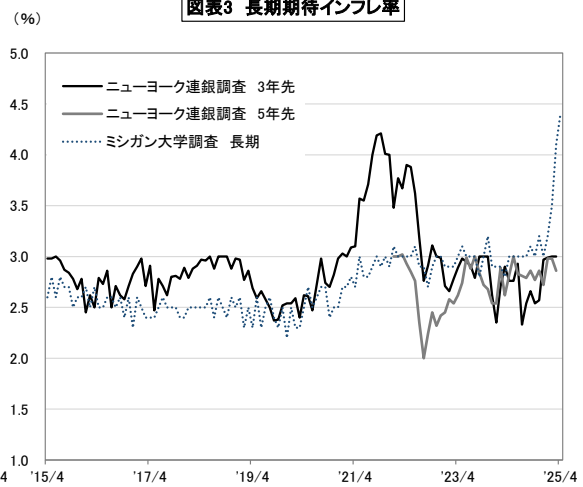
一方で、5年と10年のブレイク・イーブン・インフレ率は2%近辺で推移していることから、債券市場での長期期待インフレ率は安定しているといえる。

図表2 1年先期待インフレ率



(資料) ニューヨーク連銀、ミシガン大学、カンファレンスボード、LSEG

図表3 長期期待インフレ率



(資料) ニューヨーク連銀、ミシガン大学、LSEG

大統領からの圧力 を受ける FRB 議長

こうしたなか、パウエルFRB議長は16日、トランプ政権による関税率の引き上げ幅が予想を大幅に上回ったため、経済への影響も予想以上に大きいものとなり、インフレ率の加速と成長率の鈍化などが見込まれると述べた。

また、FRBの義務は、長期期待インフレ率を安定させ、関税のような一時的な物価上昇が継続しないようにすることであるとも言及した。

一方でトランプ大統領は、FRBに利下げするよう圧力をかけており、期待インフレ率の安定にとって中央銀行の独立性は非常に重要度が高く、今後の展開を注視する必要がある。

期限が迫りつつあ る債務上限問題

続いて、債務上限問題をめぐる動きを確認すると、米議会予算局(CBO)は3月26日、早ければ5月下旬に債務上限の期限が訪れ、米政府が部分的に債務不履行に陥る可能性があると警告した。足元では、4月10日までに5兆ドルの債務上限引き上げを盛り込んだ法案が上下両院で可決された。今後は、予算決議に基づく財政調整法を成立させる必要がある。

底堅さが維持され ている労働市場

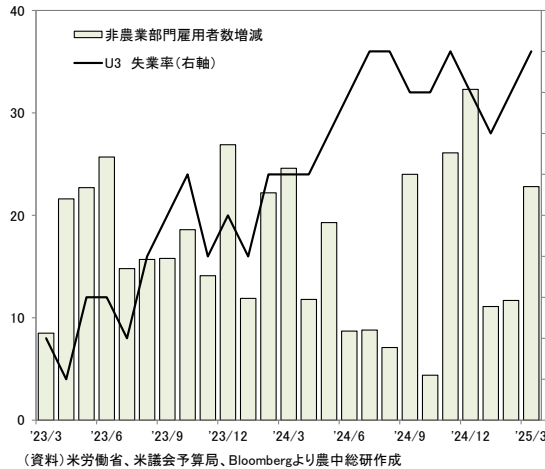
さて、足元の労働市場を確認してみると、全体としては、労働市場の底堅さが維持されている。

非農業部門雇用者数は前月から22.8万人増(事業所調査)と2月の同11.7万人から加速した。3か月平均では同15.2万人となった。失業率は0.1ポイント上昇の4.2%となったが依然として低いといえる。また、失業保険申請件数は、3月以降平均22万人で推移している。

トランプ政権による連邦政府職員の削減に伴い、政府職員の失業保険申請件数は一時的に増加したものの、3月入り後は平常時の水準に戻った。

(前月差、万人)

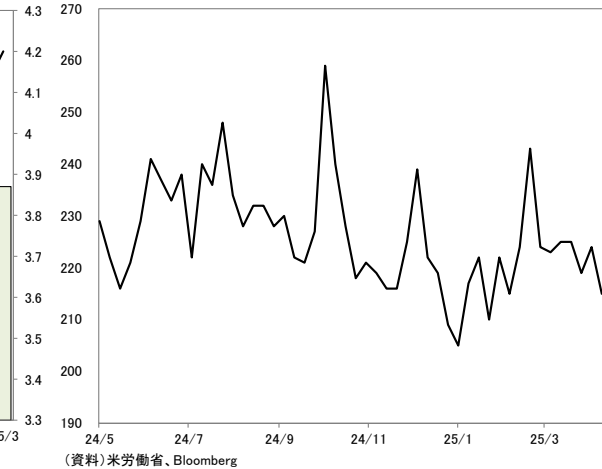
図表4 雇用関連指標の推移



(資料)米労働省、米議会予算局、Bloombergより農中総研作成

(%) (千人)

図表5 新規失業保険申請件数

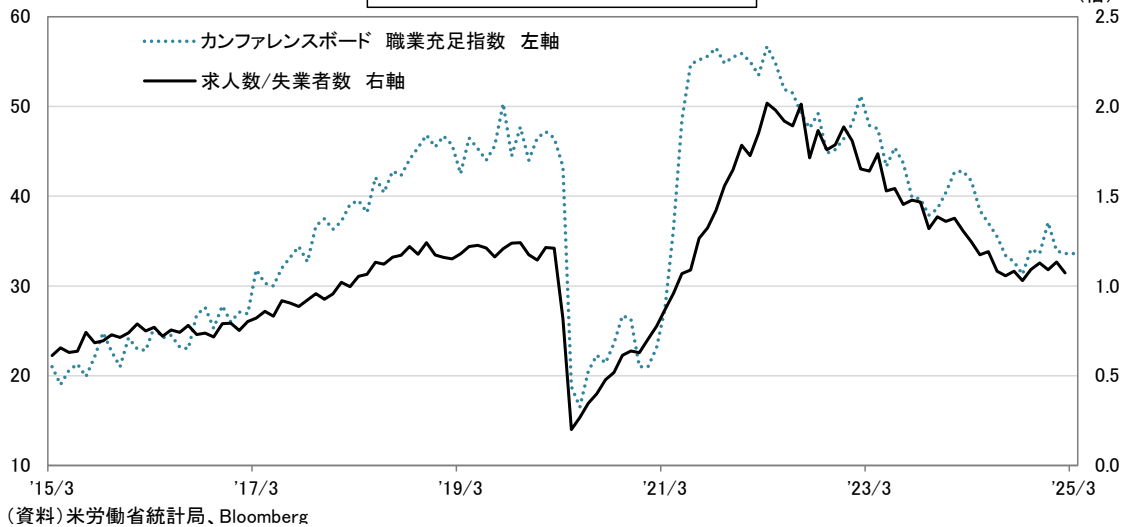


(資料)米労働省、Bloomberg

3月の平均時給は前年比3.8%（前月比0.3%）、生産・非管理職の時給は同3.9%（同0.2%）の上昇となり、上昇率は鈍化した。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%物価目標とほぼ整合的な水準と思われる。

求人数と失業者数の比率をみると、2月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.07倍の求人が確認された。同比率はコロナ禍前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、底堅さが維持されているといえる。

図表6 求人・失業者倍率の推移



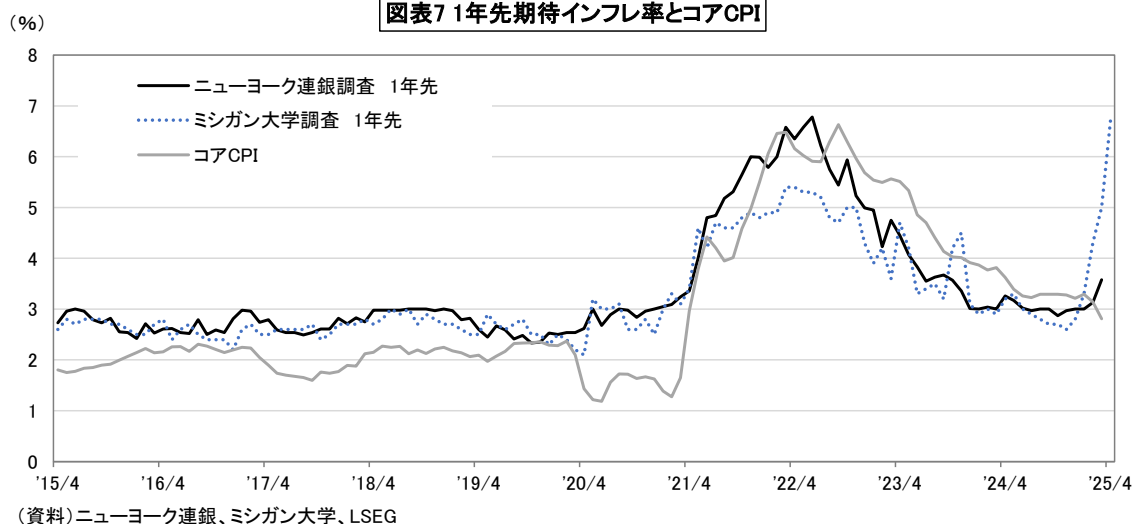
(資料)米労働省統計局、Bloomberg

3月 CPI は鈍化

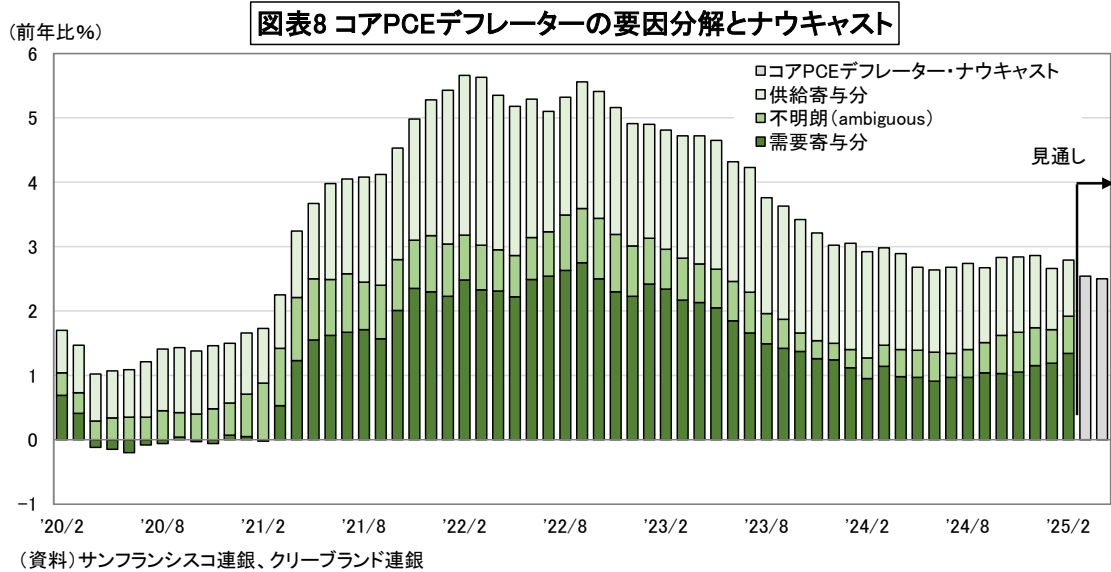
3月の消費者物価指数（CPI）は、総合が前年比2.4%（前月比は▲0.1%）、食料とエネルギーを除くコアは同2.8%（同0.1%）となり、いずれも鈍化した。エネルギー価格が前月比▲2.4%と大幅に低下したほか、医療用品、輸送サービスも同▲1.1%、▲1.4%と低下した。コアCPIについてより足元の動きを確認しやすい1、3、6か月前比（年率換算）を計算すると、3月はそれぞれ0.7%、3.0%、3.0%となった。関税の本格的な影響はこれからとみられるものの、インフレ率の鈍化はFRBにとって朗報といえるだろう。

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に先行して動い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7 1年先期待インフレ率とコアCPI



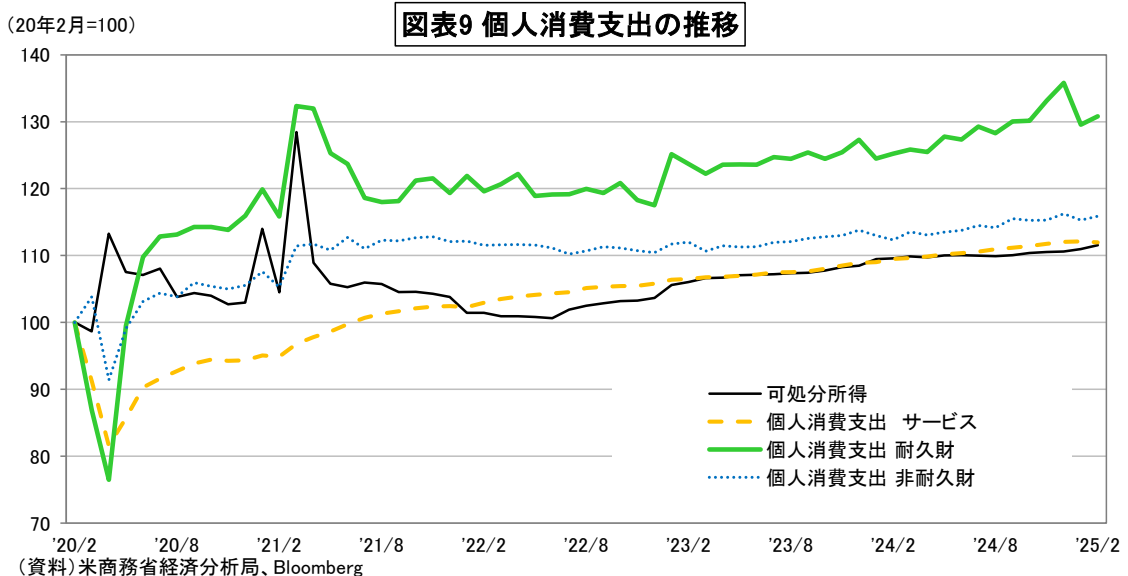
2月のコアPCEデフレーターは0.1ポイント上昇の前年比2.8%（前月比は0.4%）、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは変わらずの同2.6%となり、2%物価目標を上回って推移している。



**先行きは個人消費
の下振れが見込まれる**

個人消費をみると、2月の実質個人消費支出の内、財消費は前月比0.7%、サービス消費は同▲0.1%、全体としては同0.1%と、小幅にプラス。また、3月の小売売上高（総合）は同1.4%と約2年ぶりの大幅な伸びとなった。内訳としては、自動車、自動車部品が同5.3%と大幅な伸びとなり、関税前の駆け込み需要が出たとみられる。なお、1～3月期GDPは30日に公表される予定となっている。

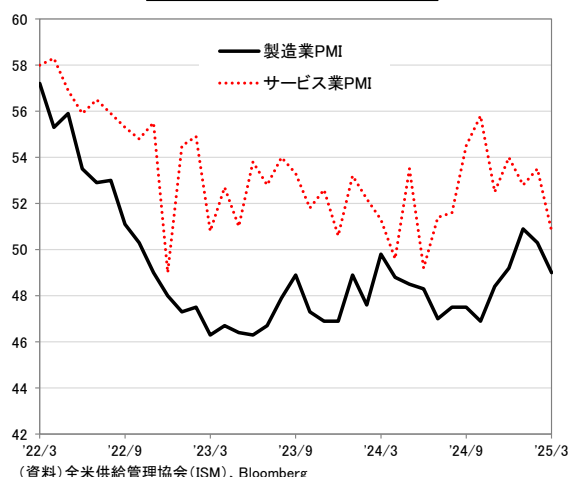
4月以降は、10%の基本関税に加えて中国製品への高い関税が賦課されることから、個人消費には逆風となるだろう。



製造業の縮小と価格 上昇を示唆

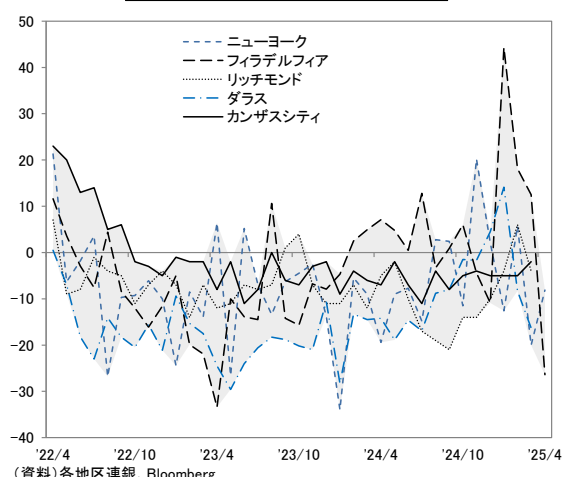
ISM 指数を確認すると、3月のISM製造業指数は、前月から▲1.3ポイントの49.0%と、判断基準となる50%を3か月ぶりに下回り製造業の縮小局面を示した。サービス業指数は同▲2.7ポイントの50.8%となり、引き続きサービス業の堅調さが示唆された。価格指数については、製造業が同7.0ポイントの69.4%と急上昇した一方で、サービス業は同▲1.7ポイントの60.9%となった。いずれも上昇傾向を示唆している。

図表10 ISM景況感指数の推移



(資料) 全米供給管理協会 (ISM)、Bloomberg

図表11 地区連銀製造業景況指数



(資料) 各地区連銀、Bloomberg

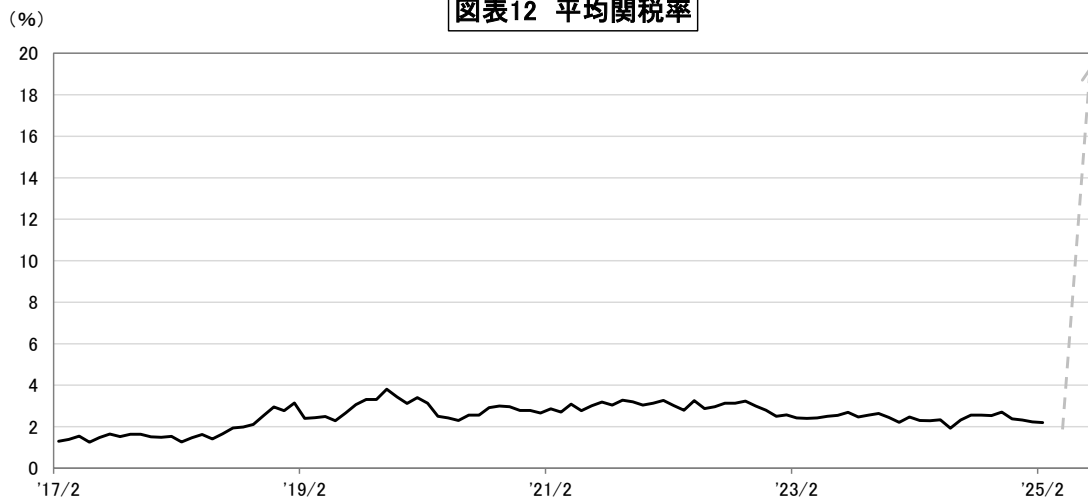
景気の先行き：景 気後退は回避でき る見込み

さて、以下では景気の先行きを考えたい。足もとでは、相互関税の発動が延期され、各国と交渉するとみられることから、関税率は幾分低下すると考えられる。現在のところ、最終的に平均関税率が20%程度に落ち着き、大規模な対抗関税が中国以外からは課せられないとの想定がもっとも妥当と思われる。この仮定の下では、GDP成長率の下押し効果が1ポイント前後と見積もられるため、米国の景気後退は回避できるとみられる。もっとも、26年半ば頃までは関税引き上げによる景気下押し効果が続きそうだ。その後は、25年末頃に決定されると見込まれるトランプ減税の延長と拡大の効果から、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、全体としては高止まりそうだ。数値例としては、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は、期待インフレ率を安定化させるためにも、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12 平均関税率



(資料)センサス局、財務省、LSEG

長期金利：関税発表により乱高下

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では、4月2日に発表された相互関税の影響を見極めるなか、景気後退懸念から、米長期金利（10年債利回り）は急落し、4日は4%割れとなった。その後は、米債売りが強まったことで、11日は4.49%まで利回りは上昇した。以降は、市場がやや落ち着きを取り戻しつつあるものの、足もとではトランプ大統領のパウエルFRB議長解任発言などから、FRBの独立性に対する懸念が強まり、再び利回りは上昇し、21日は4.41%となった。22日は一転して、FRB議長の解任をめぐる発言を否定した。

トランプ大統領の一連の政策や発言から、足もとでは株、債券、ドルがいずれも下落する「米国売り」が進みつつあるとみられる。通商政策について、トランプ政権がやや軟化しつつある兆しは見られるものの、大統領が根本的な軌道修正するとは考えづらいことから、先行きについても長期金利の高止まりは続きそうだ。



株式市場：FRBの独立性をめぐる懸念や、通商政策をめぐる不確実性が株価の重石

株式市場では、42,000ドル前後で推移していたダウ平均は、2日の相互関税発表を受け、景気後退懸念の強まりなどから、大幅に下落し、8日の終値は37,645.59ドルとなった。9日は相互関税の90日延期を受け大幅上昇となったものの、FRBの独立性をめぐる懸念や、関税をめぐる不確実性などが嫌気され、再び続落した。22日は、FRB議長の見解を否定したことや、ベッセント米財務長官が中国との交渉に積極的な姿勢を示したことなどから反発した。

先行きについては、収益見通しが前年比10%程度はあるものの、引き続きFRBの独立性をめぐる懸念や、通商政策をめぐる不確実性が株価の重石となりそうだ。関税についての交渉内容や大統領の発言に反応する展開が続くだろう。

(25. 4. 23 現在)

トランプ関税による悪影響が一段と強まる中国経済

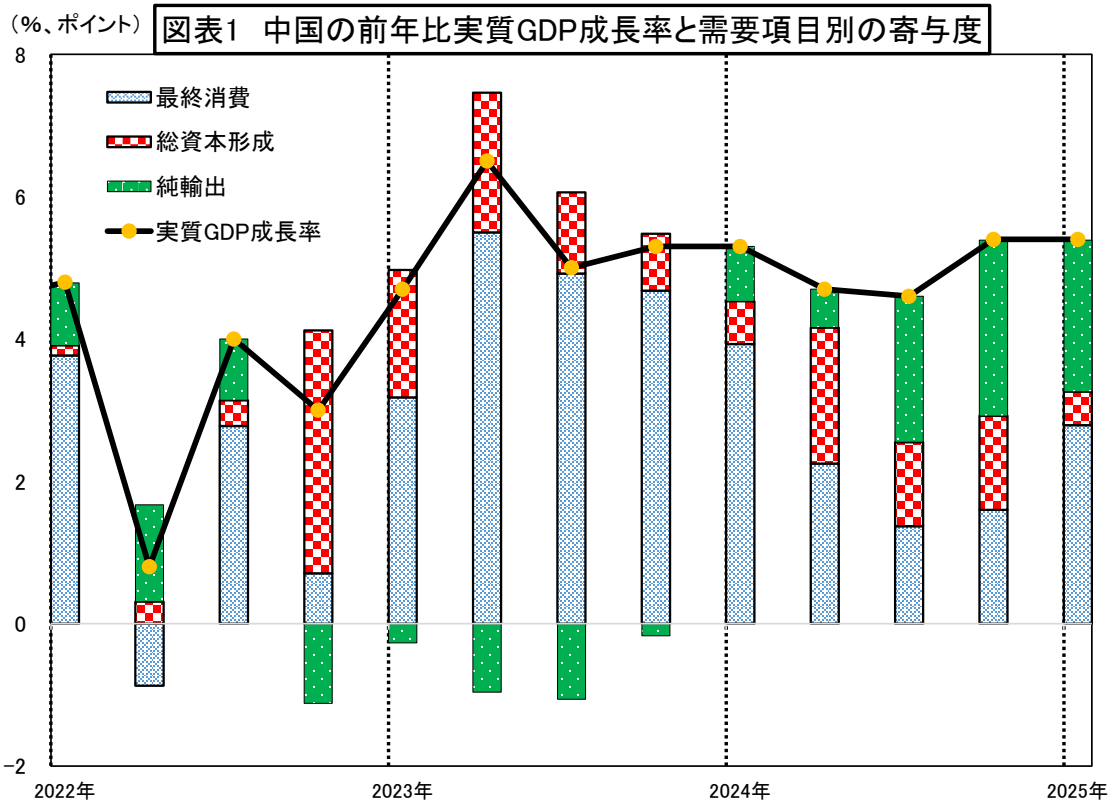
～25年1～3月期は好スタートも、先行きは減速の公算～

王 雷軒

要旨

トランプ関税への警戒感から駆け込み輸出が生じ、中国の輸出は比較的堅調に伸びた。一方で内需の弱さ等を受けて輸入は低迷した。この結果、純輸出が成長に大きく寄与し、25年1～3月期の中国の実質GDP成長率は前年比5.4%と予想を上回った。

先行きについては、内需促進策の効果が顕在化するとみられるものの、トランプ関税による中国経済への下押し圧力の増大を受けて、25年4～6月期の実質GDP成長率は前年比5%を下回る可能性が高い。



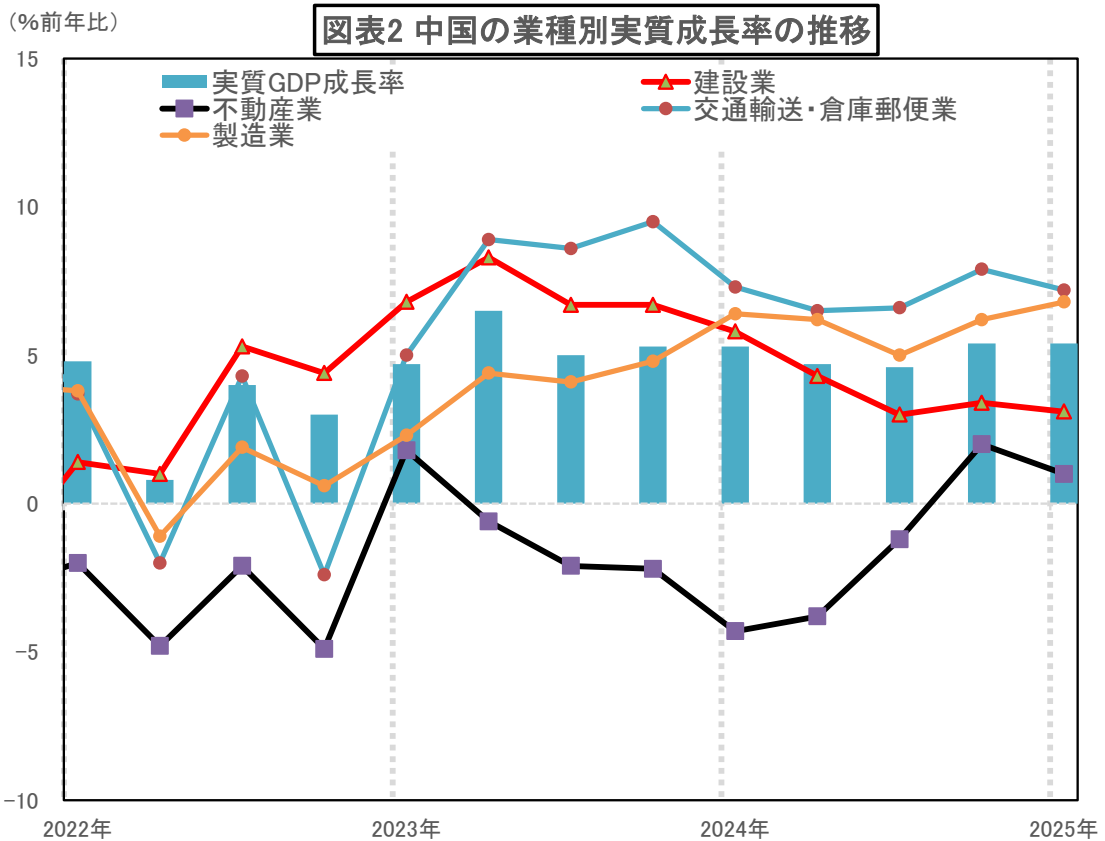
25年1～3月期の実質GDP成長率は前期比1.2%、前年比5.4%と予想を上回った

トランプ関税による中国経済への悪影響が大きく懸念されるなか、注目されていた中国のGDPは4月16日に発表された。25年1～3月期の実質GDP成長率は前年比5.4%で24年10～12月期(同5.4%)と同様であった(図表1)。これは、市場予想(Wind)の前年比実質GDP成長率の平均値である同4.9%を上

回ったほか、政府が掲げている 25 年の成長目標である「5%前後」の範囲内に収まった。

このように中国経済が比較的好スタートを切ったとはいえ、前期比を確認すると 1.2% (年率換算 4.9%) と、前期の同 1.6% (同 6.6%) から減速しており、景気回復の勢いは加速したわけではない。

この前年比実質 GDP 成長率 (前掲の 5.4%) に対する需要項目別の寄与度を見ると、最終消費は 2.79 ポイント、総資本形成は 0.47 ポイント、純輸出は 2.13 ポイントであった (図表 1)。最終消費は 24 年 10~12 月期から上昇しており、今回の成長に最も寄与した。また、純輸出は 5 期連続のプラスで予想以上の寄与となった。



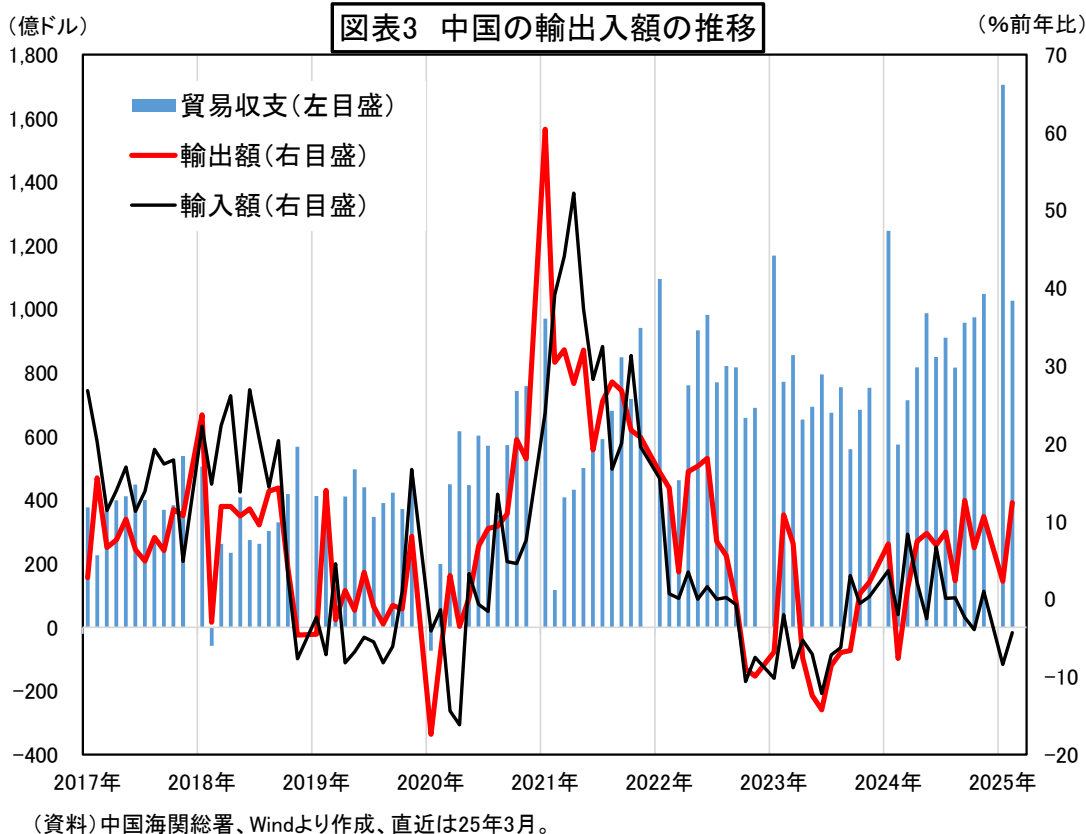
(資料) 中国国家统计局、Windより作成。

予想を上回った主因は輸出の堅調さ、個人消費の上向き、インフラ整備向け投資の加

このように、実質 GDP 成長率が市場予想を上回った背景には、①輸出が比較的堅調に推移したこと、②自動車や家電製品等の購入促進策により個人消費が押し上げられたこと、③財政政策の前倒し実施等を受けてインフラ整備向け投資が大幅に加速したこと、④不動産業が 2 期連続のプラス成長になったこと、

速、不動産業のプラス成長の維持がある

が挙げられる。実際、業種別の前年比実質成長率を確認すると、駆け込み輸出などを背景に製造業と交通輸送・倉庫郵便業はそれぞれ前年比 6.8%、同 7.2%といずれも実質 GDP 成長率を上回っており、特に前者の成長は加速したことが見て取れる。また、不動産業は同 1.0%と GDP 成長率(同 5.4%)を大きく下回ったものの、プラス成長を維持した(図表 2)。



駆け込み輸出から3月の輸出は大きく伸びたが、先行きは期待薄

米国が 100%超の高関税を課す前に駆け込み輸出が生じたとみられ、25年3月の中国輸出は大きく伸びた。米ドル建ての輸出額の動向を確認すると、25年3月は前年比 12.4%と1~2月期(同 2.3%)から大幅に拡大した(図表 3)。

しかし、輸出の先行きについては、当面人民元安基調の進行や政府による政策的な支援といった好材料があるものの、ランプ高関税が襲来したことで輸出全体の 15%近くを占める対米輸出の大幅な減少が予想される。また、中国のサプライチェーンと密接な関係を持つベトナムやメキシコへの輸出がある程度抑制されるほか、海外経済の下振れに伴う間接的な輸出の下押し圧力も大きいとみられることから、今後中国の輸出は落ち込む可能性が高い。

一方、中国の内需が弱含みで推移していることもあり、輸入は低調に推移した。25年3月の輸入額は前年比▲4.3%と1～2月期（同▲8.4%）からマイナス幅が縮小したものの、依然として弱かったままである。そのため、純輸出（輸出－輸入）は大きく増加したことにつながり、1～3月期のGDP成長に大きく貢献した。

図表4 小売売上総額の前年比伸び率の推移(%)

	24年3月	9月	10月	11月	12月	25年2月	3月
小売売上総額	3.1	3.2	4.8	3.0	3.7	4.0	5.9
食品	11.0	11.1	10.1	10.1	9.9	11.5	13.8
飲料	6.1	-0.7	-0.9	-4.3	-8.5	-2.6	4.4
タバコ・酒	9.4	-0.7	-0.1	-3.1	10.4	5.5	8.5
衣類等	3.8	-0.4	8.0	-4.5	-0.3	3.3	3.6
化粧品	2.2	-4.5	40.1	-26.4	0.8	4.4	1.1
宝飾品	3.2	-7.8	-2.7	-5.9	-1.0	5.4	10.6
日常用品	3.5	3.0	8.5	1.3	6.3	5.7	8.8
体育・娯楽用品	19.3	6.2	26.7	3.5	16.7	25.0	26.2
家電・音響機器	5.8	20.5	39.2	22.2	39.3	10.9	35.1
医薬品	5.9	5.4	1.4	-2.7	-0.9	2.5	1.4
事務用品	-6.6	10.0	18.0	-5.9	9.1	21.8	21.5
家具	0.2	0.4	7.4	10.5	8.8	11.7	29.5
通信機	7.2	12.3	14.4	-7.7	14.0	26.2	28.6
石油	3.5	-4.4	-6.6	-7.1	-2.8	0.9	-1.9
建設資材	2.8	-6.6	-5.8	2.9	0.8	0.1	-0.1
自動車	-3.7	0.4	3.7	6.6	0.5	-4.4	5.5
飲食サービス	3.2	0.7	-0.3	2.5	1.2	3.6	6.8

(資料) 中国国家统计局をもとに作成、(注) 内訳は一定規模以上小売売上ベース。

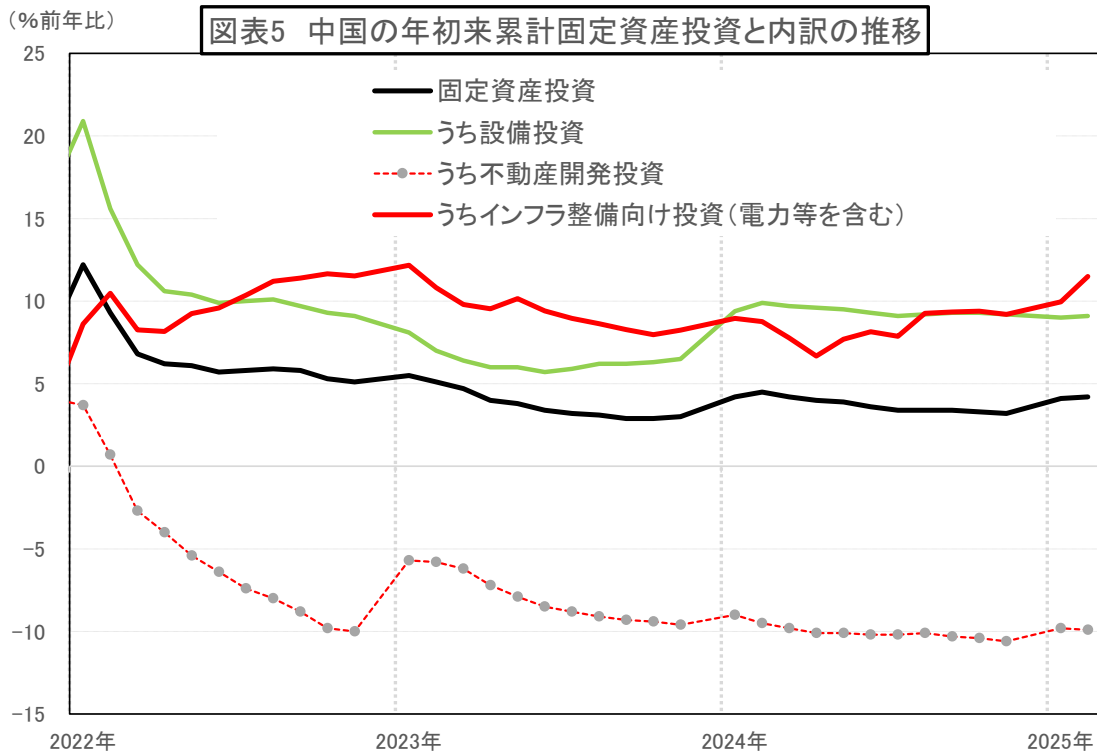
個人消費は促進策を通じて大きく押し上げられたが、総じて弱含み

個人消費に目を向けると、回復しつつあるが、先行きの雇用と所得をめぐる不透明性・不確実性が極めて高いことへの警戒感を受けて、総じて弱含みで推移しているとみられる。25年3月の小売売上総額は前年比5.9%と1～2月期（同4.0%）から大きく加速した（図表4）。四半期別に見ても、1～3月期は前年比4.6%と前期（同3.8%）から伸び率が高まった。しかし、これは、自動車販売促進策と家電製品等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、3月の自動車は前年比5.5%と加速したほか、家電・音響機器も同35.1%と大幅に伸びた。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26.2%、同28.6%と好調に推移した。

しかし、個人消費は総じて弱く、増大する外需の下振れリスクに備えるためにも、小売売上総額を一段と加速させることが求められる。こうしたなか、4月入り後、政府はサービス消費の拡大に注力し始めている。4月中旬に発表された「2025年におけるサービス消費喚起の活動方案」(サービス消費提質惠民行動2025年工作方案)では、飲食、宿泊、健康、文化娯楽、観光・レジャー、スポーツイベント等におけるサービス消費を拡大するため、政策支援の強化、キャンペーンの実施、プラットフォームの整備、消費環境の最適化等を通じて48の取組み事項が盛り込まれている。



(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は25年1~3月期。

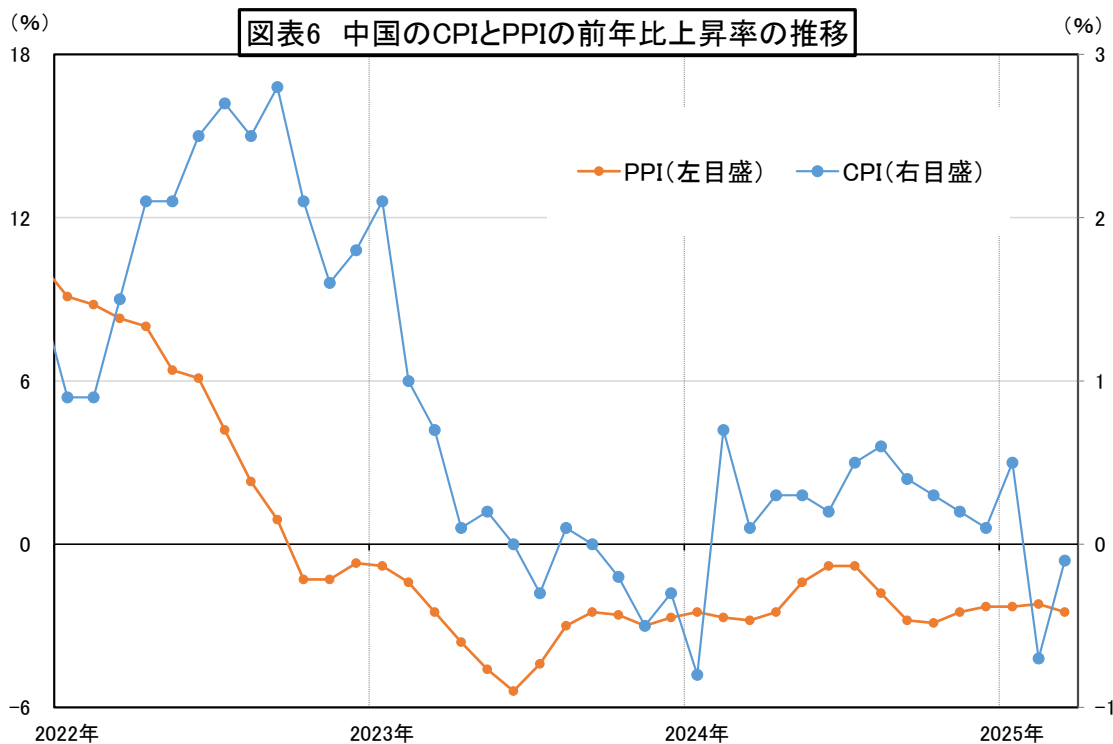
インフラ整備向け投資が好調に推移したが、不動産開発投資が低迷したままで投資全体は

また、インフラ整備向け投資が堅調に推移したものの、不動産開発投資が低迷したままで25年1~3月期の固定資産投資は前年比4.2%と横ばい状態で推移した。内訳を見ると、インフラ整備向け投資(電力等を含む)は前年比11.5%と、固定資産投資全体の同4.2%を大きく上回り、堅調に推移している。一

ほぼ横ばいだった

方、不動産開発投資は同▲9.9%と長期低迷状態が続いたほか、輸出をめぐる不透明性の強まりなどを背景に設備投資も横ばいで推移した（図表5）。

特別国債および地方債の発行・利用が前倒しで行われているなか、政府が積極的に推進している大規模な設備の更新や重要な公共工事の着工による押し上げ効果が顕在化するとみられ、インフラ整備向け投資は好調さが維持するほか、設備投資は上向く可能性もある。他方、上海市や北京市などの特大都市の住宅市場で改善の動きが見られたが、中小都市では依然在庫の解消に時間を要することが見込まれる。これらを踏まえると、不動産開発投資は一時的に下げ止まり感が出るものの、不振状況が続く可能性が高いと思われる。



CPIは2か月連続のマイナス、低インフレ状況が続く

前述の通り、個人消費の弱含みや不動産開発投資の長期低迷などを受けて内需が総じて弱く、物価は低位で推移している。足元では、3月の消費者物価指数（CPI）は前年比▲0.1%とマイナス幅が縮小したものの、2か月連続のマイナスとなっている（図表6）。ただ、変動幅の大きい食料品・エネルギーを除いたコアCPIは前年比0.5%とプラスに転じた。

また、3月の生産者物価指数（PPI）も前年比▲2.5%と22年

経済見通しと今後の 注目点

10月からの前年割れ状態が続いている。今後は、関税による物価上昇の可能性もあるものの、内需が緩やかな回復となる可能性が高いことから、低インフレ状況が続くと思われる。

中国経済の先行きを展望するうえで、100%以上の高関税が続く場合、中国の景気や雇用が大きく悪化することは確かに避けられない。しかし、中国も米国に対して125%まで関税を引き上げて徹底的に対抗する姿勢を見せている。関税率が高く、その対象が広範囲にわたるため、米国は期待インフレ率がすでに上昇しているほか、消費者が雇用や景気の悪化を予想し始めており、消費者マインドも急落している。

また、中国も報復を見せたものの、今後は追加の関税引き上げではなく、そのほかの措置で対応するとみられ、状況は変わりつつある。こうした状況を踏まえると、米中通商協議により高関税の状態がいずれ解消されると考えている。ただ、高関税引き下げの時期と引き下げ幅を見通すことが難しい状況にある。報復関税の応酬をめぐる状況が日々変化しており、平等で対話する用意があるとの報道も見られたが、まずは米中通商協議の有無を注視したい。

現段階では、中国政府による追加対応策が実施せず、対中関税が25~30%に着地すれば、25年の中国輸出全体は前年比▲3~▲5%に減少、実質GDP成長率は0.3~0.5ポイントを引き下げる効果があると試算した。この場合、中国政府は、関税による悪影響を相殺するための新たな景気刺激策を打ち出す可能性が高い。具体的には、財政政策では2兆人民元規模の特別国債の発行、金融政策では1%の預金準備率引き下げと0.5%の利下げの実施が想定される。

いずれにしても米中関税協議が容易に進まないと見込まれるなか、中国の内需（消費+投資）促進策の効果が一段と顕在化するとみられるものの、トランプ高関税による中国経済への下押し圧力の強まりを受けて25年4~6月期の実質GDP成長率は前年比5%を割り込んで再び減速すると予想している。当面は、米中関係のほか、新たな景気刺激策の有無を含めて4月末に開催予定の中共中央政治局会議で示される内容に注目が集まっている。

(25. 4. 22 現在)