経済金融ウォッチ

2025年7月号

国内 …… 1
米国 …… 12

農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute Co.,Ltd.

国内経済金融

物価高やトランプ関税で国内景気は足踏み状態を脱せず

～政府・日銀ともに金利上昇圧力に配慮～

南　武志

要旨

食料などの価格高騰で消費者マインドは低調な状態が続いているが、25 年春闘では 2 年連続で 5%超の賃上げが実現しており、物価が鈍化し始めれば、消費は持ち直しに転じる可能性がある。一方、トランプ関税によって米国向けの輸出環境が悪化しており、先行き、企業設備投資や冬季賞与への抑制効果が強まることも予想される。日本経済はしばらく足踏み状態が続くと予想される。

こうしたなか、日銀は 6 月の金融政策決定会合で現状政策の維持を決定したが、利上げを継続する方針を改めて示した。一方、最近の超長期ゾーンの金利上昇への配慮として、24 年 8 月から開始した国債買い入れの減額ペースを 26 年度入り後に緩めることを決定した。財務省もまた国債発行計画を修正、7 月以降の超長期債発行を減額することとした。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月			2025年			2026年	
			6月（実績）	9月（予想）	12月（予想）	3月（予想）	6月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	0.478	0.45～0.55	0.70～0.80	0.70～0.80	0.70～0.80
国債利回り	20年債	(%)	2.340	2.05～2.55	2.10～2.60	2.15～2.65	2.15～2.65
	10年債	(%)	1.415	1.30～1.75	1.40～1.80	1.40～1.80	1.40～1.80
	5年債	(%)	0.960	0.80～1.30	0.85～1.40	0.85～1.40	0.85～1.40
為替レート	対ドル	(円/ﾄﾞﾙ)	145.3	132～152	130～150	127～147	127～147
	対ユーロ	(円/ユーロ)	168.4	145～165	145～165	140～160	140～160
日経平均株価		(円)	38,790	38,000±3,000	38,000±3,000	37,500±3,000	37,500±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6月24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。

1%程度の実質賃金上昇の定着などを目標として掲げた「骨太方針 2025」・「成長戦略」

政府は 6 月 13 日に「経済財政運営と改革の基本方針 2025（骨太方針 2025）」と「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2025 年改訂版（成長戦略）」を閣議決定した。石破内閣としては初のとりまとめであるが、基本路線は岸田内閣を踏襲したものとなっている。今回の骨太方針 2025・成長戦略では「賃上げを起点とした成長型経済の実現」を基本理念に掲げ、①物価上昇を上回る賃上げの普及・定着、②地方創生 2.0 の推進、③「投資立国」及び「資産運用立国」による賃金・所得の増加、④国民の安心・安全の確保、⑤中長期的に持続可能な経済社会の実現、といった 5 つの柱から構成されている。

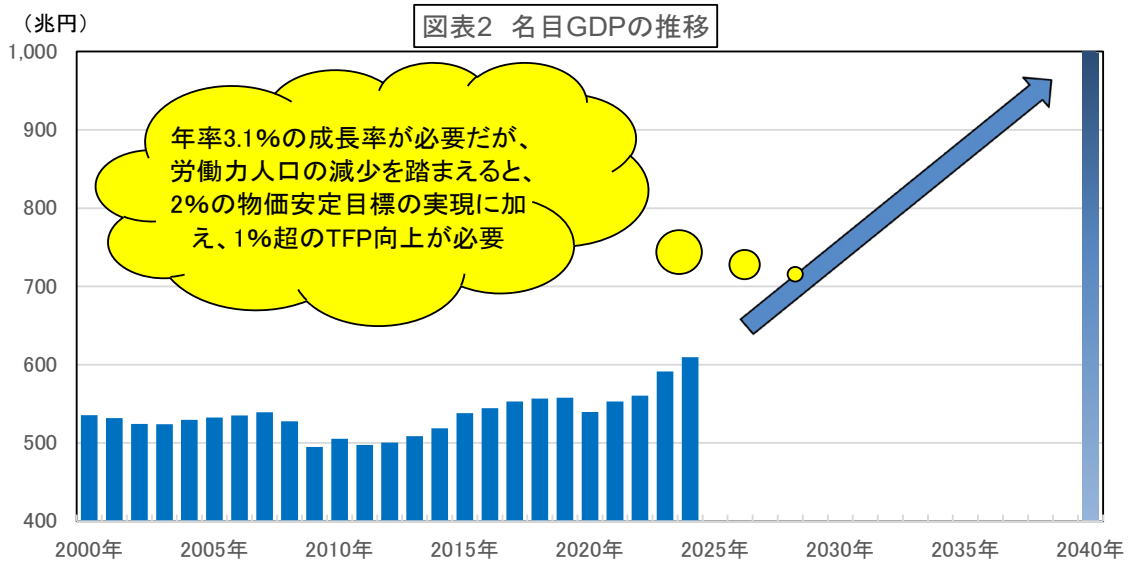
数値目標的な表現を抜き出すと、「賃上げこそが成長戦略の要」であるとし、29 年度までの 5 年間で年 1%程度の実質賃金

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

上昇をノルム（社会通念）として定着させ、国民の所得と経済全体の生産性を向上させる考えを盛り込んでいる。最低賃金については「20 年代に全国平均 1,500 円」という目標を掲げた（24 年度は 1,054 円であり、目標達成には年率 6.06%の伸びが必要）。また、人口減少が続くなかでも中長期的に実質 1%を安定的に上回る成長を確保、2%の物価安定目標実現する下で、2040 年ごろには名目 GDP は 1,000 兆円程度を目指すとしている。

なお、参院選を控えて、物価対策として消費税減税を公約として掲げる政党も少なくないが、骨太方針 2025 では減税政策よりも賃上げ政策を優先する方針が示すなど、引き続き財政健全化を意識した内容となった。国・地方を合わせた基礎的財政収支（PB）の黒字化目標は、達成時期を「25～26 年度の可能な限り早い時期」へ先送りしたものの、堅持されている。

図表2 名目GDPの推移



（資料）首相官邸、内閣府、農林中金総合研究所

国内の景気回復ペースは緩慢なまま

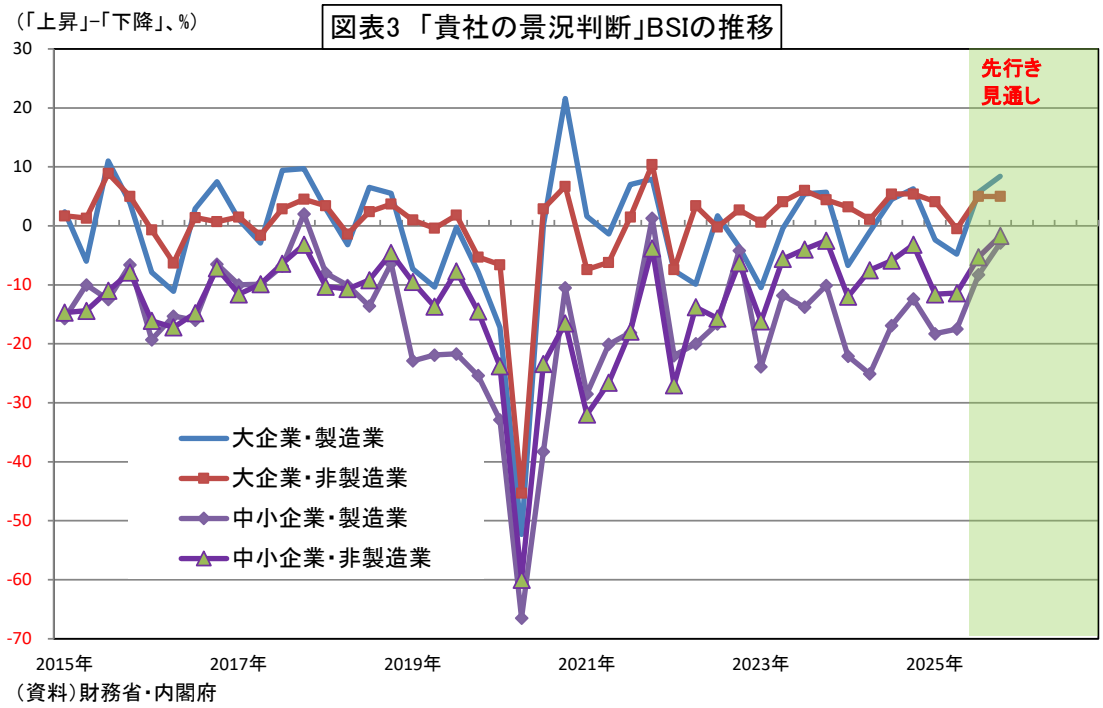
以下、足元の国内景気動向について確認したい。まず、4～6月期の法人企業景気予測調査（内閣府・財務省）によれば、景況感の悪化が確認できた。「貴社の景況判断」BSI（「上昇」-「下降」、%ポイント）は、大企業・製造業が▲4.8 と 2 期連続、同・非製造業も▲0.5 と 11 期ぶりで、ともにマイナス（＝「下降」超）となった。トランプ関税の影響もあり、自動車製造業関連、鉄鋼業での業況悪化が目立った。なお、先行きはいずれもプラス（＝「上昇」超）の見通しであり、内外景気の底割れが強く意識されているわけでもなさそうだ。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

そのほか、25 年度の企業業績は増収減益の見通しだった。さらに、大企業・製造業以外では設備不足感は根強く、設備投資計画は前年度比 7.3%へ上方修正された。

それ以外の月次のソフトデータを確認すると、5 月の景気ウォッチャー調査の「景気の現状判断」DI は 5 か月ぶりに改善したが、判断基準である 50 は 15 か月連続で下回った。「先行き判断」DI も 6 か月ぶりの改善ながらも 9 か月連続での 50 割れである。また、au じぶん銀行 PMI（6 月速報）では、製造業は 1 年ぶりに判断基準となる 50 を上回ったほか、サービス業も 3 か月連続の 50 超であった。

図表3 「貴社の景況判断」BSIの推移



（資料）財務省・内閣府

トランプ関税の影響で輸出物価が下落、輸出金額も減少へ

一方、リアルデータを見ていくと、1～3 月期の GDP 第 2 次速報では経済成長率は前期比年率▲0.2%へ上方修正（1 次速報：同▲0.7%）されたものの、4 期ぶりのマイナス成長に変わりはなかった。ただし、民間最終需要は前期比 0.5%と 4 期連続のプラスであり、10～12 月期（同 0.2%）から加速が見られた。

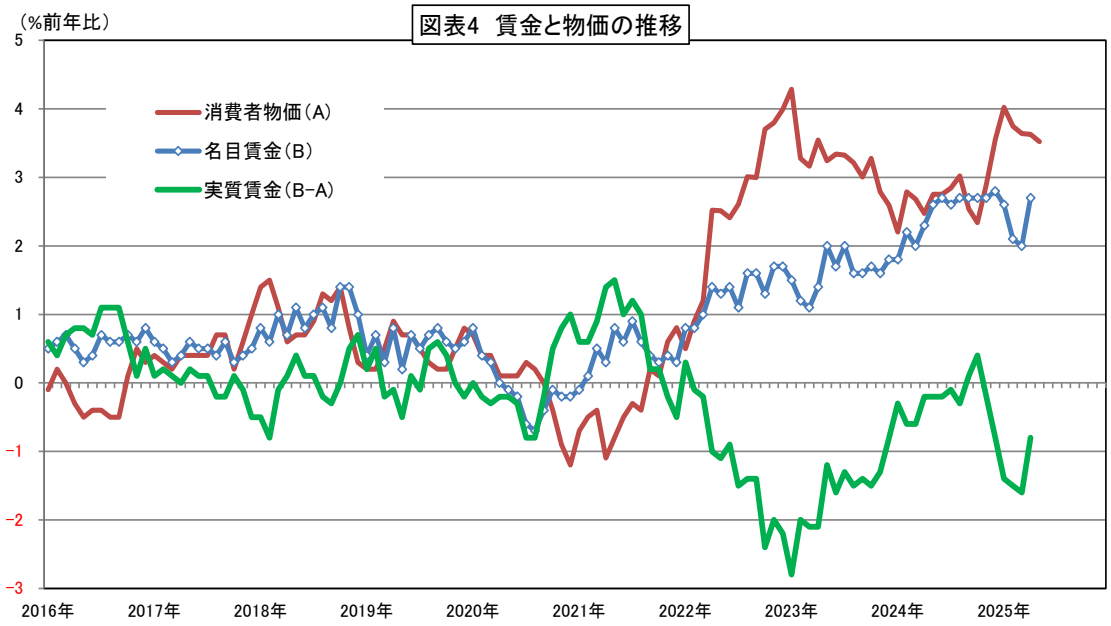
月次指標を確認すると、4 月の景気動向指数・CI 一致指数は前月から+0.2 ポイントと 2 か月ぶりに上昇したが、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた（12 か月連続で同じ表現）。一方、内閣府が参考指標として公表する「景気を把握するための新しい指数」（4 月）は前月から+0.2 ポイントと 2 か月ぶりに上昇した。「分配面」や「サービス」が押し上げに寄与した。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

トランプ関税の影響を見る上で注目される貿易統計によれば、5月の輸出金額は前年比▲1.7%と8か月ぶりに減少した。ただし、輸出数量は同1.9%と2か月連続の上昇であり、表面的には関税の影響は見えてこない。しかし、輸出価格は同▲3.5%と4年半ぶりの下落（日銀の輸出物価指数（円ベース）では同▲6.4%、うち北米向け自動車は同▲24.9%）であり、輸出製造業では関税引き上げ分を出荷価格の下落で調整している可能性が指摘される。輸出物価の下落が続けば収益減少が引き起こされることになる。ちなみに、5月の実質輸出指数は前月比▲0.02%と3か月連続の低下で、頭打ち状態にある（うち、米国向けは同▲3.0%と3か月連続の低下）。

また、4月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は同▲9.1%と大幅増だった3月（同13.0%）の反動減が出たほか、5月の工作機械受注（内需）は同0.6%（当総研による季節調整後）の微増だったものの、大幅減だった4月（同▲17.9%）からのリバウンドが不発だったことを踏まえると、企業の設備投資マインドは慎重化している可能性もある。

図表4　賃金と物価の推移



（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。

実質賃金は減少継続、消費マインドも低迷

4月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比2.0%、このうち一般労働者の所定内給与は同2.6%と、加速しているわけではないが、増加傾向をたどっている。一方、実質賃金（全国消費者物価指数（総合、前年比3.6%）で実質化）は、現金給与総額で同▲1.6%と4か月連続、一般労働者の所定内給与は

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

同▲1.0%と 6 か月連続で下落するなど、物価高止まりによってマイナス状態が続いている。

5 月の消費者態度指数は 6 か月ぶりに上昇したが、水準は低いままで、内閣府の基調判断は「弱含んでいる」で据え置かれた。各業界団体が公表する販売統計（5 月）によれば、全国百貨店は前年比▲7.0%と 4 か月連続のマイナスだったが、全国スーパーは同 4.6%と 3 か月連続で増加した（ともに店舗調整後）。とはいえ、スーパーマーケットなどの POS データに基づいて計算した一橋大学消費者購買価格指数が 5 月を通じて前年比 5%前後で上昇していたことを考慮すると、実質ベースではスーパー販売額も前年比割れである可能性が高い。

経済見通し：しばらく停滞感の漂う展開が想定されるなか、新たな下振れリスクが浮上

以下、国内景気の先行きを展望したい。足元 4～6 月期については、賃上げの機運が継続していることから家計所得は増加基調をたどっているものの、食料を中心に物価高が続くなか、家計の節約志向は根強く、消費は引き続き足踏みするだろう。さらに、トランプ関税による自動車などの輸出悪化も想定される。2 期連続でマイナス成長となる可能性がある。

後述の通り、25 年夏場以降に物価が沈静化に向かい、実質賃金のプラス定着を通じて民間消費は回復傾向が強まることが期待される。一方、トランプ関税の影響は徐々に顕在化するとみられ、輸出や設備投資を抑制することに加え、業績悪化が見込まれる輸出製造業では 25 年冬季賞与の減少につながりかねない。25 年度を通じて日本経済は景気後退入りこそ免れるものの、停滞感が漂う展開が見込まれる（詳細は 6 月 9 日発表の「2025～26 年度改訂経済見通し」を参照のこと）。

こうしたなか、米国がイランの核施設を攻撃するなど、中東情勢が一段と緊迫する場面もあった。その後、イランはカタールの米軍基地を報復攻撃したものの、事前通告があり、死傷者は出なかったと報じられている。23 日には米国の要請を受けたカタールの仲介でイランとイスラエルが停戦合意に至ったと報じられたが、予断を許さぬ状況だ。ちなみに、日本は原油の 90%、LNG の 10%を中東からの輸入に依存しているが、仮にホルムズ海峡を封鎖されるような事態となった場合、多大な影響を受けるとみられている。

物価動向：食料・エネルギーの影響で

5 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 3.7%と 3 か月連続で加速、直近ピークの 23 年 1 月

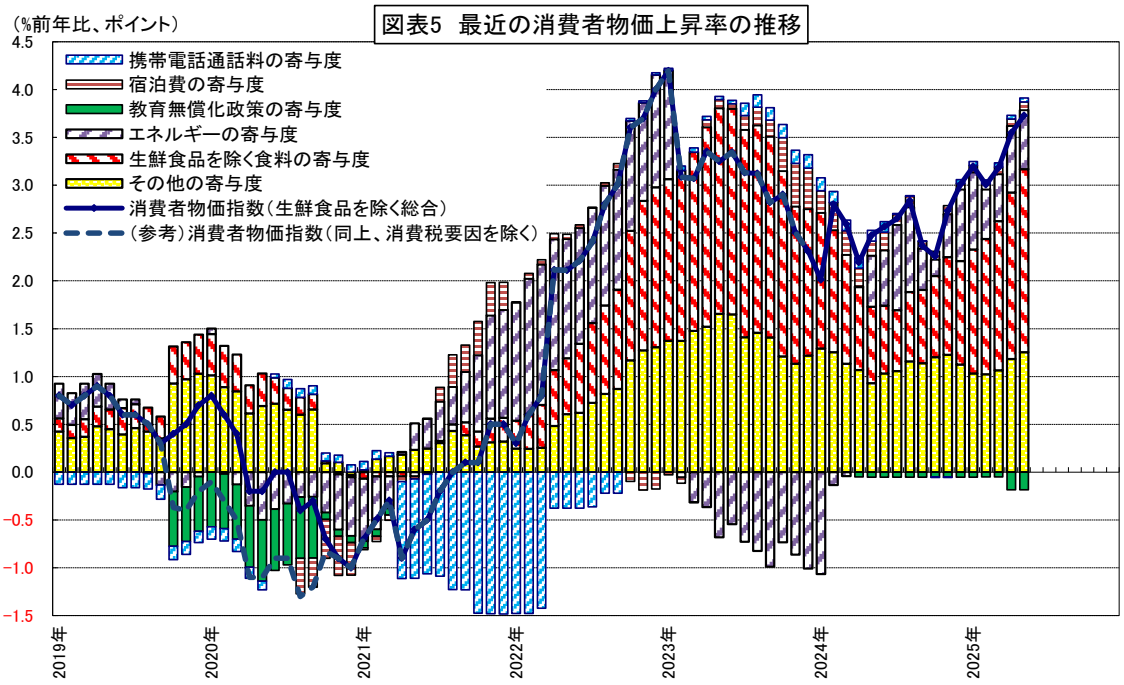
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

コア CPI は前年比 3.5%へ加速

（同 4.2%）以来の高い上昇率となった。内容を見ると、昨夏以来高騰が続くコメは前年比 101.8%となったことで、おにぎりやすしなどにも価格上昇が及んでいる。また世界的な天候不順でチョコレートやコーヒー豆も高騰しており、生鮮食品を除く食料は前年比 7.7%へ加速した。一方、エネルギーも上昇が続いているが、円高・原油安の恩恵もあり、「電気・ガス料金負担軽減支援事業」終了による押し上げ効果は相殺された格好となった。

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 3.3%と 5 か月連続で加速した。さらに、一般サービスは同 1.6%、宿泊費を除くベースで同 1.4%と、いずれも上昇率を高めた。人件費増がサービス価格を大きく押し上げる状況にはないものの、今後の「物価の基調」を捉える上で動向が注目される。

図表5 最近の消費者物価上昇率の推移



（資料）総務省統計局の公表統計より作成

物価見通し：しばらく物価は高止まるが、25 年後半にかけて鈍化へ

輸入インフレは終息しているが、世界的な天候不順の影響に加え、政府備蓄米の放出効果も限定的であり、食料の高止まり状態はしばらく続くとみられる。一方、7～9 月には電気・都市ガス代の負担軽減策が導入される。中東情勢の緊迫化によって原油価格が一時大きく上昇したものの、政府は全国ガソリン価格の上限が 175 円（6 月下旬は 172.8 円）になるよう補助金を支給することを決定するなど、エネルギー高騰を阻止する方針

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

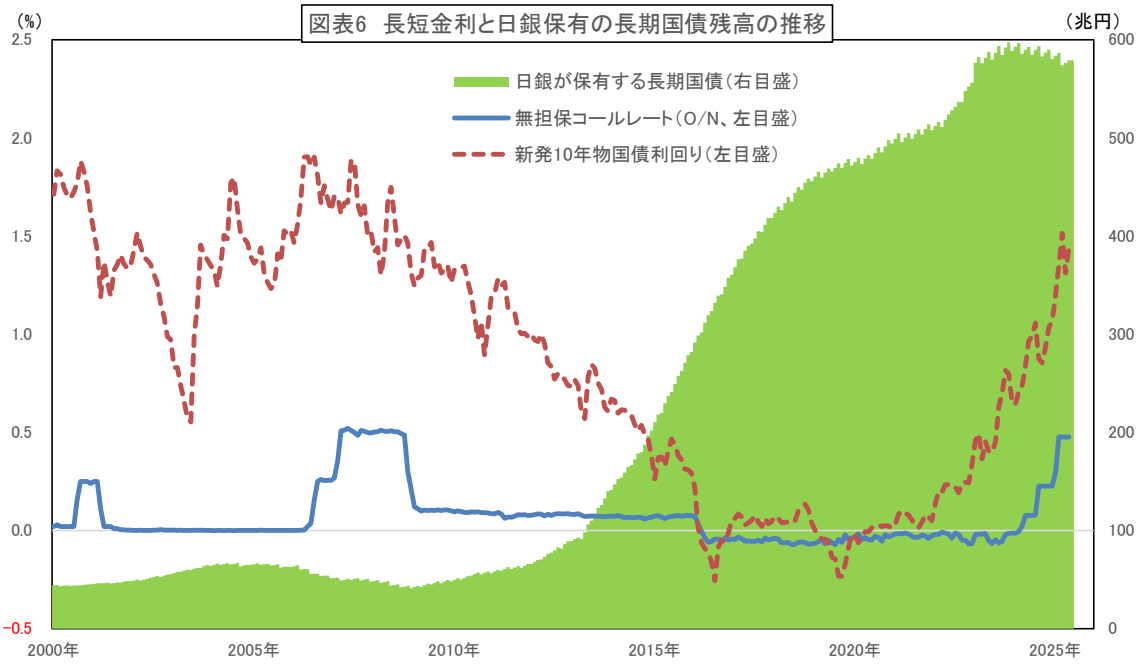
である。高騰が続くコメについても今後一定の価格帯に収斂すれば押し上げ効果は剥落していくことから、25 年後半には物価は沈静化に向かうと予想される。

金融政策：6 月会合では政策変更なしだったが、日銀は利上げ継続方針を改めて表明

日銀は 6 月 16～17 日に開催した金融政策決定会合にて政策金利（現状 0.5%程度）を据え置いた。一方で、24 年 8 月から開始した長期国債買入れの減額について中間評価を行い、26 年 4～6 月以降は毎四半期 2,000 億円程度ずつの減額へと圧縮（26 年 1～3 月までは同 4,000 億円程度ずつの減額）することを決定した。これにより、26 年 1～3 月には月 3 兆円程度、27 年 1～3 月には月 2 兆円程度の国債買入れとなる予定である。なお、26 年 6 月会合において新たな減額計画の中間評価を再度行うこととした。

今後の金融政策運営については、先行きの経済・物価・金融情勢次第としながらも、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、4 月の「展望レポート」で示した経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになる、と従来の方針を改めて示した。

図表6　長短金利と日銀保有の長期国債残高の推移



（注）日本銀行、日経FinancialQuest

金融政策：不確実性が高いが、今秋にも利上げされる

日銀が 2%の物価安定目標を掲げて金融政策運営をしていることを踏まえれば、物価上昇率が 2%以上で推移し、かつトランプ関税の影響が限定的で「賃金と物価の好循環」が維持でき

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

可能性も

ていれば、利上げを検討する可能性はある。一方、トランプ関税や中東情勢の緊迫化を背景とした原油高などで国内景気の失速が現実味を帯びれば、利上げは難しくなる。

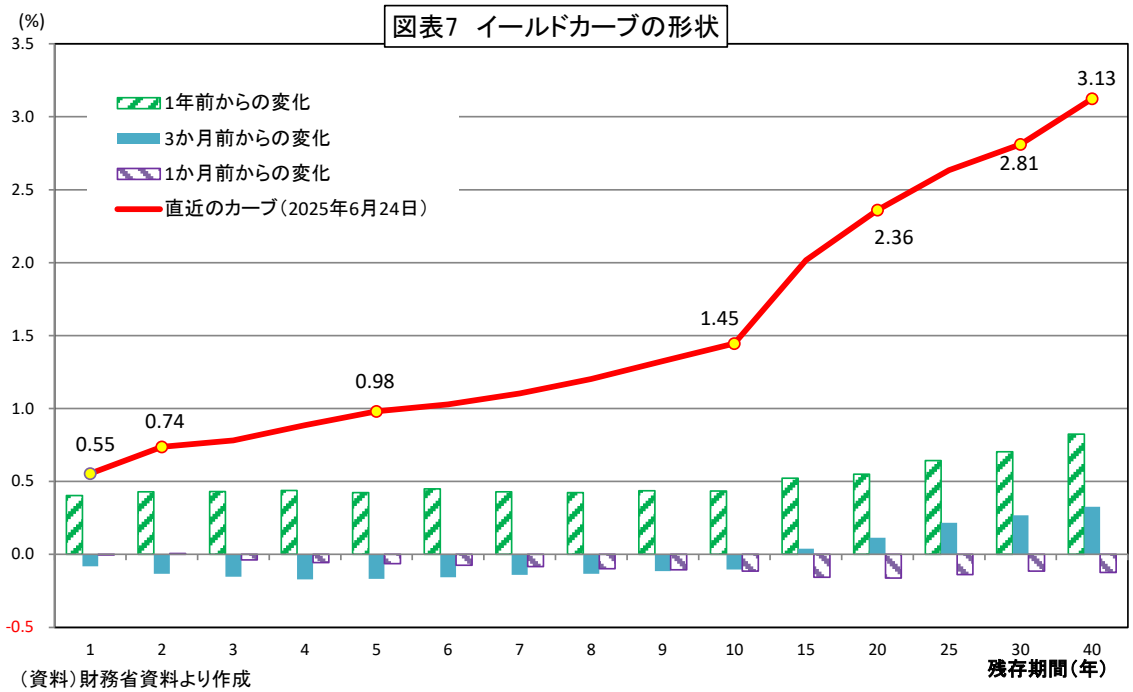
現時点で、当総研は25年10月頃には追加利上げを検討するとみているが、26年入り後は物価2%割れが予想されるため、利上げ継続は困難になるとみている。

金融市場：現状・見通し・注目点

トランプ関税による世界経済の悪化懸念が後退したことでマーケットは4月初旬以前の水準に戻っており、その後は小動きが続いている。中東情勢が一段と緊迫する場面ではリスクオフの動きが強まったが、停戦合意が報じられると持ち直しがみられた。なお、最近は超長期ゾーンの金利上昇への警戒が高まっていたが、政府・日銀は金利上昇の抑制に資する施策を決定した。

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。

図表7　イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

長期金利は上昇に転じ、1.5%台を回復

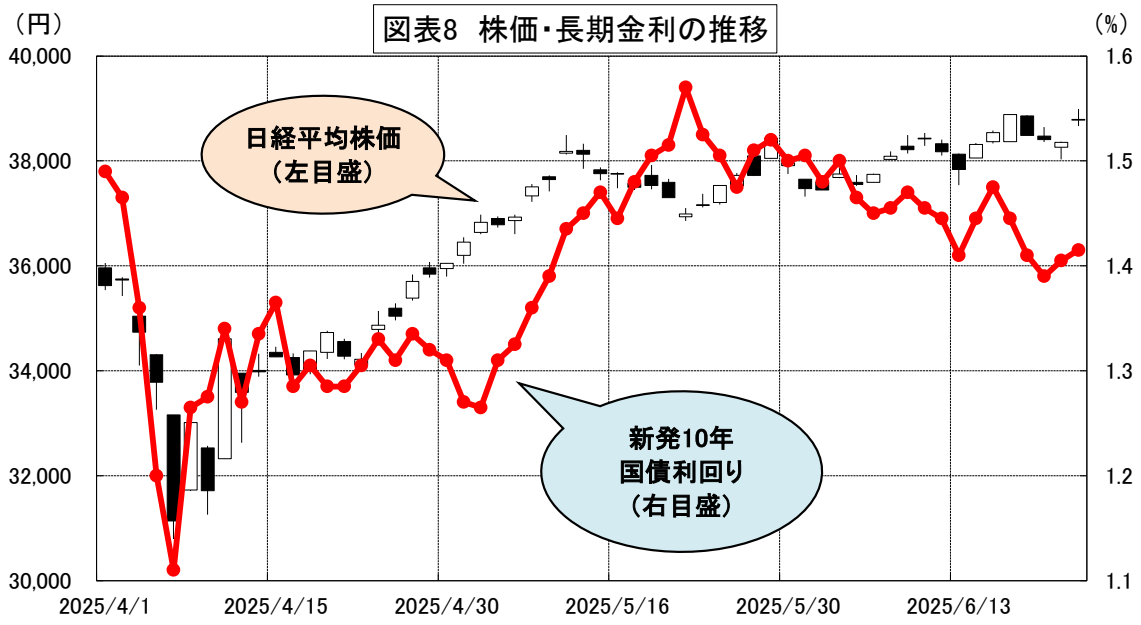
① 債券市場

日銀の早期利上げ観測が意識されたことなどもあり、3月下旬にかけて金利上昇圧力が高まり、長期金利（新発10年物国債利回り）は一時16年半ぶりとなる1.59%まで上昇したが、4月に入ると米国の自動車関税や相互関税の導入などが世界経済を悪化させるとの観測が急浮上、7日には1.105%まで急低下

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp

した。その後はマーケットの混乱が収束方向に向かったことで、5 月上旬にかけて 1.3%前後でもみ合ったが、5 月中旬以降は米国債の格下げや米連邦準備制度（Fed）の利下げ観測の後退などで米国長期金利が上昇したことにつられて、国内金利も上昇傾向を強めた。5 月 20 日の 20 年国債入札が不調だったこともあり、22 日には 1.57%まで上昇する場面もあった。その後は国債管理政策などへの期待感から低下に転じた。なお、直近は 1.4%前後で推移している。

図表8　株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

政府・日銀は金利上昇の抑制に資する対策を講じたが、今後も長期金利には上昇圧力がかかりやすい

25 年入り後、日本を含む主要国では財政悪化懸念などから長期金利が上昇する場面が散見された。日本でも超長期ゾーンの金利上昇が目立っていたが、財務省は 6 月 23 日に国債発行計画を修正、7 月から 20 年債の入札 1 回あたりの発行額を 8,000 億円（当初計画から 2,000 億円減）、30 年債、40 年債は同じくそれぞれ 7,000 億円、4,000 億円（ともに当初計画から 1,000 億円減）とした。8 月以降は超長期ゾーンの流動性供給入札も入札 1 回あたりの発行額を 3,500 億円（当初計画から 1,000 億円減）とする方針だ。それらの減額分は 2 年債、TB の増額や個人向け販売分の上振れ実績を反映することなどで対応する。これにより、25 年度に発行する国債の平均償還年限は 7 年 6 か月（当初計画：8 年 1 か月）へ短縮されることになる。このように、日銀の国債買い入れの減額ペース縮小と歩調を合わせる格好で、財務省も金利上昇に対して配慮を示している。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

一方で、日銀は利上げを継続する姿勢を示しているほか、参院選の結果次第では消費税減税などを含む大型の経済対策が策定される可能性もあり、それらの財源として赤字国債の増額圧力が高まる可能性もある。先行きも長期金利には上昇圧力がかかりやすいだろう。

② 株式市場

株価は上値が重い展開

輸入自動車に対する25%の追加関税（3月26日）、相互関税の詳細（4月2日）などの発表を受けて、4月初旬の株式市場はリスクオフが強まり、7日には株価は約1年半ぶりとなる31,000円割れとなった。その後、相互関税は当面基本税率10%で運用するとの発表や二国間交渉の開始、さらには中国に対する追加関税を大幅に引き下げることを発表したことで、世界経済の悪化懸念が後退した。株価は戻り基調となり、5月中旬には38,000円台を回復した。直近1か月は概ね38,000円を中心としたレンジ内での展開が続いている。

先行きを展望すると、仮に対米関税交渉が合意に至ったとしても、自動車・同部品に対する25%追加関税や10%の相互関税は撤回される可能性は薄く、輸出製造業の収益を圧迫し続ける可能性が高い。また、物価高が続く国内でも消費回復が遅れている。業績見通しでは減益予想も根強く、株価は上値の重い展開が想定される。

③ 外国為替市場

中東情勢の緊迫化で一時円安が進行

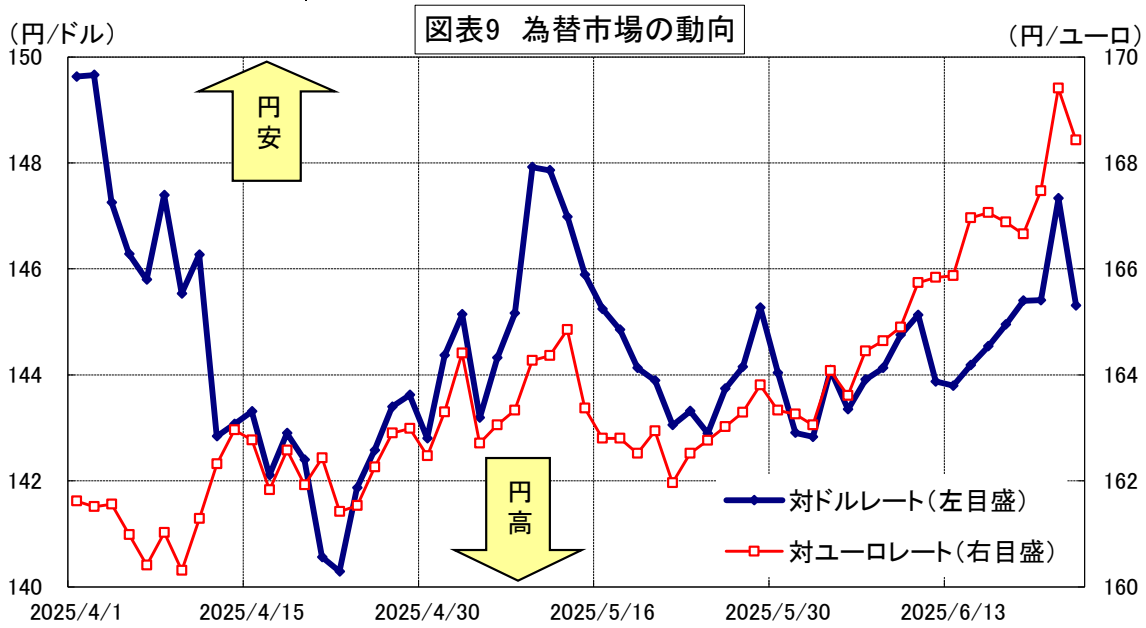
4月初旬に詳細が公表されたトランプ相互関税が米国経済を悪化させるとの見方からドル売り圧力が強まり、ドル円レートは22日には一時7か月ぶりとなる139円台まで円高が進んだ。4月下旬以降は米国の関税政策に柔軟化の動きがみられ、特に5月中旬には米中間で高率関税の大幅引き下げが合意したことで米ドルが全面高となり、148円台まで円安が進んだ。5月下旬以降は米国インフレ指標の鈍化、米国債格下げなどもあり、円高ドル安が進み、6月中旬にかけて概ね140円台前半で推移した。6月中旬以降は中東情勢の緊迫化によってドル高となり、米国のイラン核施設攻撃後には148円台まで下落した。足元は145円台に戻している。

先行きについては、地政学的リスクが燻るなか、ドル高圧力は根強いものの、引き続き日米金利差は縮小方向にあるほか、トランプ大統領はドル安志向であり、折に触れて日米間で為替

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp

協議が行われるとの観測が浮上するとみられることから、基本的には円高ドル安が進むものと予想する。

図表9　為替市場の動向



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

ユーロ高が進行

欧州中央銀行（ECB）は 6 月 5 日の政策理事会で 7 会合連続となる利下げ（25bp）を決定した。日欧金利差は縮小してきたが、最近はユーロ安にはならず、むしろユーロ高が強まっている。直近は 1 ユーロ＝170 円手前まで上昇している。

ユーロ圏では賃金上昇圧力が緩和に向かっていることもあり、ECB はインフレ沈静化に対する自信を強めているようで、ラガルド総裁は利下げの最終局面に入っていることを示唆している。とはいえ、マーケットでは 9 月にも追加利下げを見込む予想も根強く、今後も一方的にユーロ高が進む可能性は大きくないだろう。

(25.6.25 現在)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp

米国経済金融

不確実性が高い中でも底堅い労働市場

～様子見姿勢を継続した 6 月 FOMC～

佐古佳史

要旨

関税をめぐる不確実性は依然として高いものの、労働市場は底堅く推移している。また、関税の価格転嫁は 5 月のデータからは確認されておらず、今後データを注視することになるだろう。

減税・歳出法案（トランプ減税法案）は、現在上院の財政委員会で審議中であり、7 月 4 日の独立記念日までの成立が予想される。

6 月 17、18 日にかけて開催された FOMC では、政策金利の据え置きが決定され、関税の影響を適切に評価するためにデータを待つ必要性があることから、様子見姿勢の継続が示された。また、25 年内の 2 回利下げが維持された。ドット・プロットを確認すると、FOMC 参加者の政策金利見通しにばらつきがあることがうかがえる。

白物家電へ追加関税を賦課

トランプ政権は 23 日、洗濯機や冷蔵庫などの白物家電に対して、鉄鋼・アルミ関連製品との認識から、追加関税を課す方針を発表した。鉄鋼・アルミ製品には現在 50%の関税がかかっており、白物家電にも最大 50%の関税が賦課されることになる。トランプ政権は現在、日本、EU、カナダ、中国など各国と通商政策をめぐって交渉中となっている。

（財のみで計算した）4 月の平均関税率は 5.6%と 3 月の 2.4%から急上昇した。5 月以降も上昇が予想される。なお、後述の通り、関税の価格転嫁は 5 月のデータからは確認されていない。

図表1 平均関税率

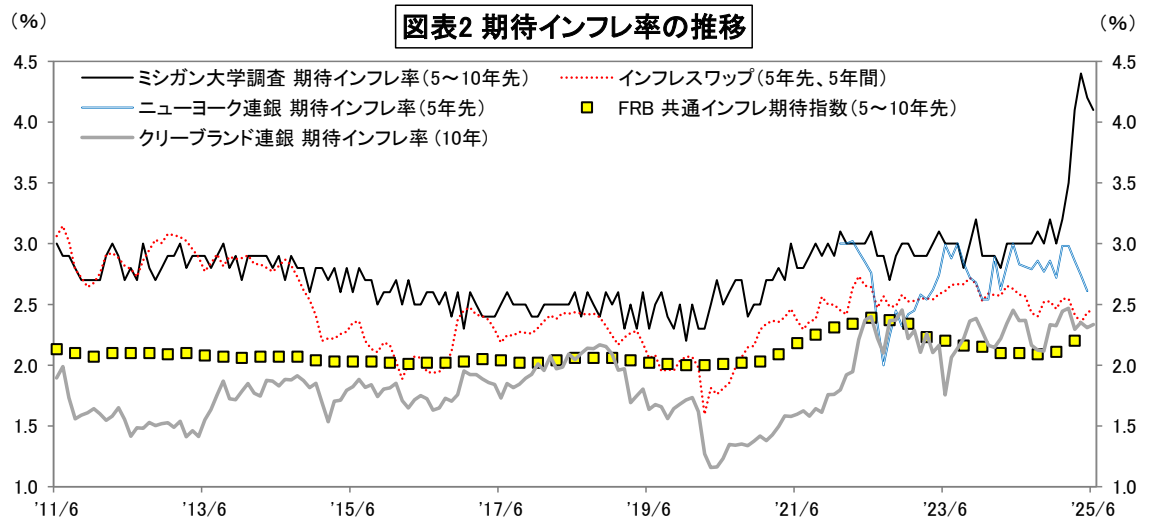
（資料）センサス局、財務省、LSEG

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

期待インフレ率の高止まりが一部にみられる

トランプ政権の関税政策を受け、期待インフレ率関連統計の一部が高止まりしている。貿易政策が来年もインフレ上昇に寄与する可能性があるとの見方が広がっていることを反映してミシガン大学調査（6月、速報値）では、1年先期待インフレ率と長期期待インフレ率はそれぞれ5.1%、4.1%と、前回調査からは低下したものの高止まりしている。一方で、5年と10年のブレーク・イーブン・インフレ率は安定的に推移しており、債券市場での長期期待インフレ率はアンカーされているといえる。

図表2 期待インフレ率の推移



（資料）ミシガン大学、地区連銀調査、FRB、Bloomberg （注）共通インフレ期待指数は四半期データ。

関税の価格転嫁はこれから

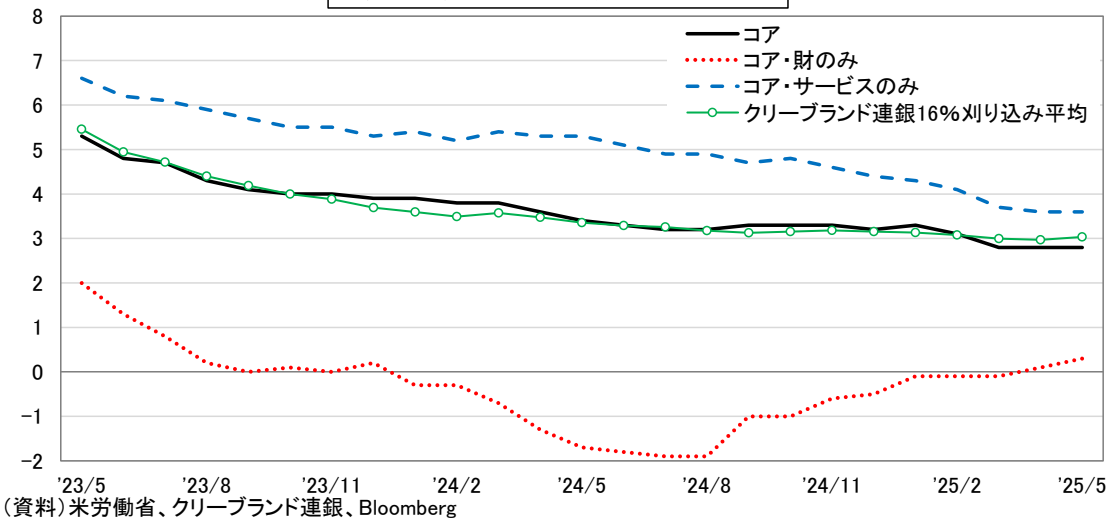
こうしたなか5月の消費者物価指数（CPI）は、総合が前年比2.4%（前月比は 0.1%）、食料とエネルギーを除くコアは同2.8%（同0.1%）となり、前月比でみればいずれも伸びは鈍化した。エネルギー価格が前月比▲1.0%と大幅に低下したほか、関税の影響を受けやすいと思われる、衣服と新車はそれぞれ同▲0.4%、同▲0.3%の低下となった。

6月4日に公表された地区連銀経済報告（ベージュブック）によると、今後3か月以内に関税などによるコスト上昇を価格に転嫁する旨が報告されており、インフレ率の一時的な加速が予想される。関税の価格転嫁は5月の段階ではあまり確認されなかったといえる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

（%、前年比）

図表3 消費者物価指数上昇率の推移



（資料）米労働省、クリーブランド連銀、Bloomberg

審議中のトランプ減税 2.0

5 月 22 日に米連邦議会下院で可決された減税・歳出法案は、現在上院の財政委員会で審議中となっている。トランプ大統領と共和党は 7 月 4 日の独立記念日までに同法案の成立を目指している。同法案には債務上限の引き上げも盛り込まれているため、連邦政府のデフォルトも回避される見通しとなっている。

Tax Foundation の 5 月 20 日の試算によると、同法案の GDP 押上効果は 0.6%とされ、関税による GDP 下押し効果を相殺する見込みとなっている。

底堅さが維持されている労働市場

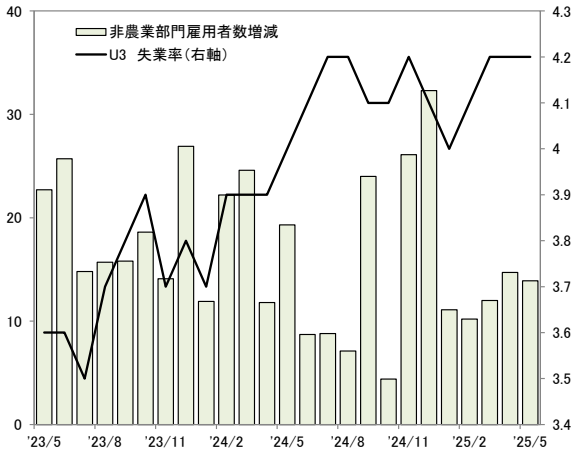
さて、足元の労働市場を確認してみると、全体としては、労働市場の底堅さが維持されていると判断してよいだろう。

非農業部門雇用者数は前月から 13.9 万人増（事業所調査）と 4 月の同 14.7 万人から小幅に減速した。3 か月平均では同 13.5 万人となった。失業率はかわらずの 4.2%と依然として低い。なお、6 月入り後の新規失業保険申請件数は小幅に上昇し 24 万件半ばでの推移となっている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

（前月差、万人）

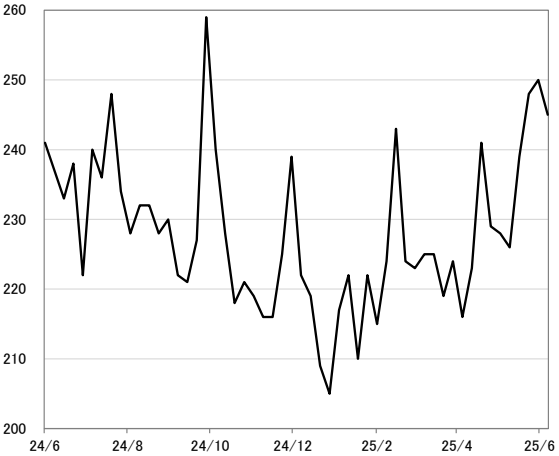
図表4 雇用関連指標の推移



（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



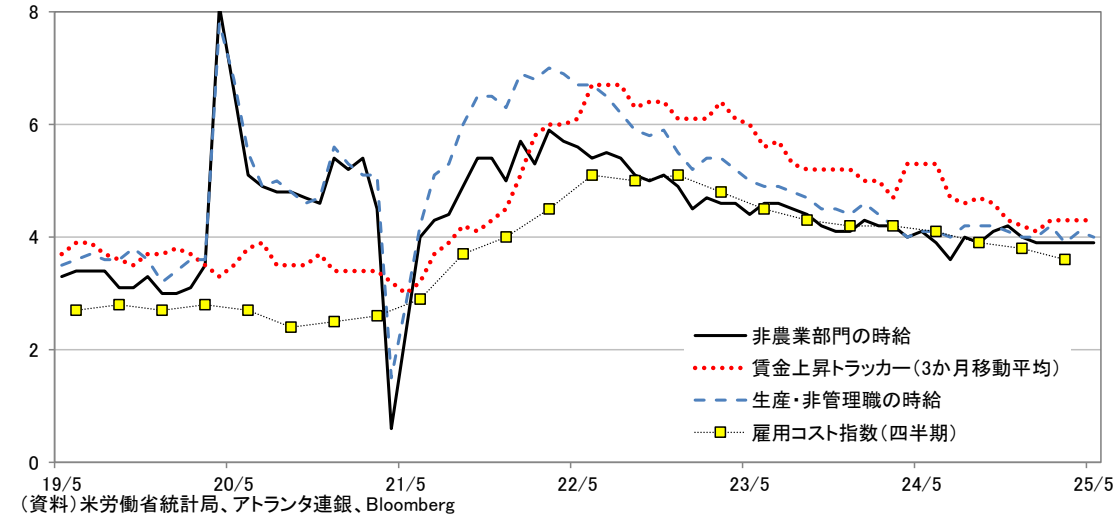
（資料）米労働省、Bloomberg

5月の平均時給は前年比3.9%（前月比0.4%）、生産・非管理職の時給は同4.0%（同0.4%）の上昇となり、4月から加速したものの、2%物価目標と整合的な上昇率の上限あたりと考えられる。

求人数と失業者数の比率をみると、4月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.03倍の求人が確認された。同比率はコロナ禍前の比率をやや下回っている。全体としては、労働市場の底堅さが維持されているといえる。

（%、前年比）

図表6 賃金上昇率の推移



（資料）米労働省統計局、アトランタ連銀、Bloomberg

先行きは個人消費の下振れが見込まれる

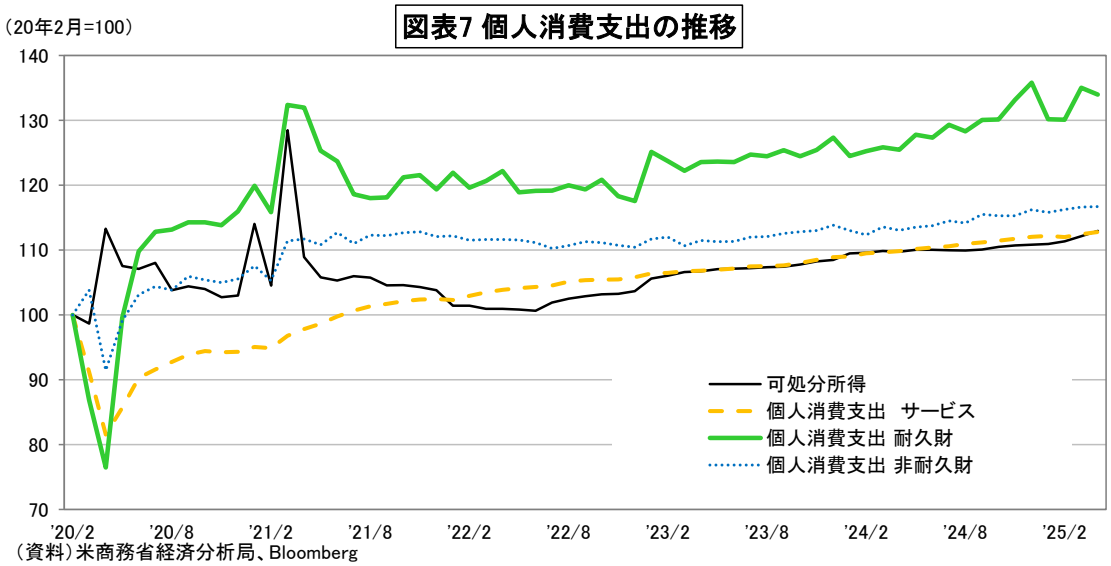
個人消費をみると、4月の実質個人消費支出の内、財消費は前月比▲0.2%、サービス消費は同0.3%、全体としては同0.1%と同0.7%と大幅な伸びを示した3月から鈍化した。関税発表を受けた駆け込み消費の反動と思われる。また、5月の小売売上高（総合）は同▲0.9%と4月の同▲0.1%から一段と減少した。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

自動車・部品は同▲3.5%、建築資材は同▲2.7%と減少幅が大きい。

関税をめぐる不確実性は高いものの、10%の基本関税に加えて中国製品への高い関税や 6 月 23 日からの白物家電に対する関税などが、個人消費には逆風となるだろう。

図表7 個人消費支出の推移



(資料)米商務省経済分析局、Bloomberg

製造業の縮小と価格上昇が継続

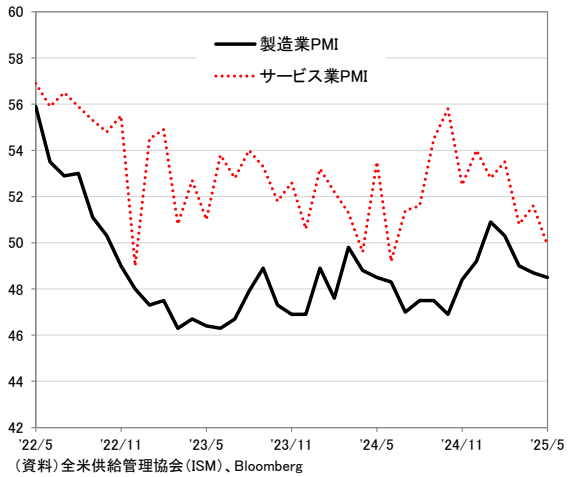
ISM 指数を確認すると、5 月の ISM 製造業指数は、前月から▲0.2 ポイントの 48.5%と、判断基準となる 50%を 3 か月連続で下回り製造業の縮小局面を示した。サービス業指数は同▲1.7 ポイントの 49.9%と約 1 年ぶりに判断基準となる 50%を下回った。

価格指数については、製造業が同▲0.4 ポイントの 69.4%、サービス業は同 3.6 ポイントの 68.7%となり、いずれも上昇傾向が継続している。

雇用指数については、製造業が同 0.3 ポイントの 46.8%と 4 か月連続で縮小傾向を示唆した。一方で、サービス業は同 1.7 ポイントの 50.7%と 3 か月ぶりに拡大傾向となった。

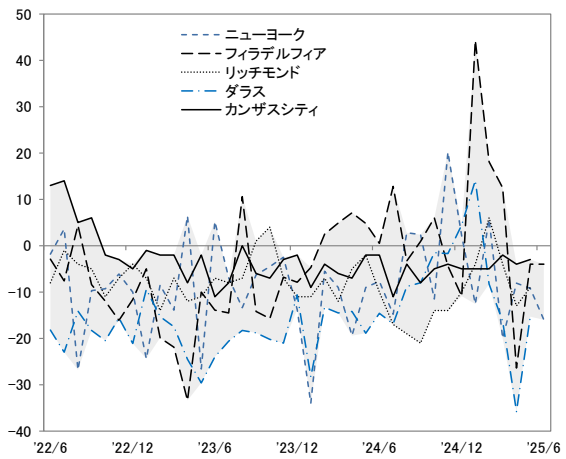
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表8 ISM景況感指数の推移



（資料）全米供給管理協会（ISM）、Bloomberg

図表9 地区連銀製造業景況指数



（資料）各地区連銀、Bloomberg

6月FOMCでは様子見姿勢を維持

6月17、18日にかけて開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利の誘導目標を4.25～4.50％で据え置くことが決定された。声明文は5月FOMC時点と変わらず、失業率は低く、労働市場は底堅く、インフレ率はやや高止まりしていると記された。

FOMC後に公表された資料から大勢見通しを確認すると、関税の影響を反映して、経済成長率の見通しは下方修正、失業率とインフレ率の見通しは上方修正された。一方で、大勢見通しでは、政策金利見通しは変化がなかった。

発表されている統計に関税の影響があまり反映されていないことから、6月FOMCは様子見姿勢を維持する内容となった。このため、25年内の利下げ回数についてのドット・プロットの中央値や大勢見通しの政策金利見通しは、3月FOMC時点から変更がなかった。もっとも、政策金利見通しにはばらつきがあることがうかがえる。

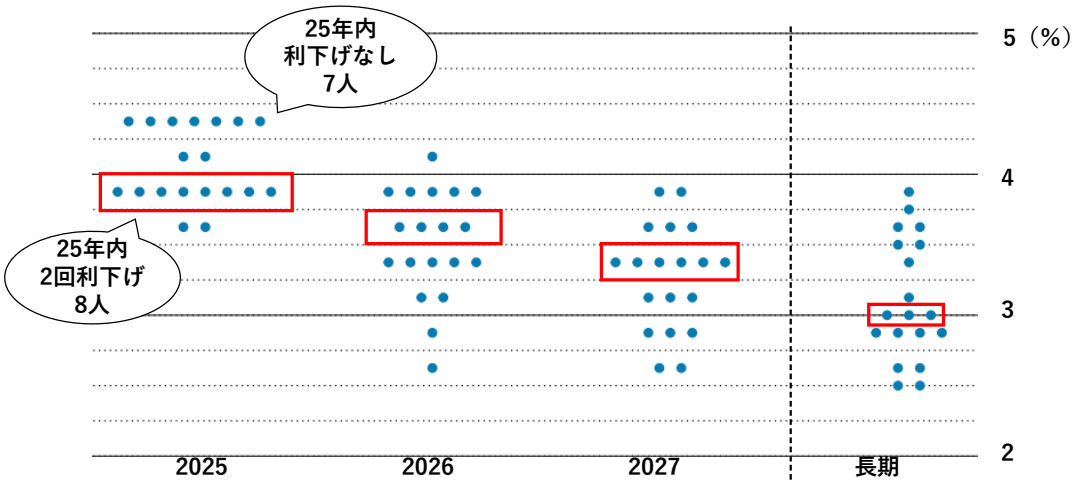
不確実性と見通し資料の関係

政策金利見通しを変更すると、資料の公表によってフォワードガイダンスを通じて金融政策として効果が生じるため、FRBとしては様子見していることにならない。このため、不確実性が高くデータを待つ観点からFRBが様子見したい場合は、見通しの重要な部分を大きく変更しづらくなる。例えば、「ドット・プロットの中央値を動かしづらい」といったようなバイアスがかかると思われる。このため私見では、不確実性が高まるとFRBの経済見通し資料の利用価値が低下する。換言すると、経済見通しに関する不確実性と、金融政策ツールとしてのフォワードガイダンスの相性が悪い。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

同様の話題としてデイリー・サンフランシスコ連銀総裁は22日、「不確実性が高い時はフォワードガイダンスの公表を控えるべき」と述べた。おそらく、公表資料の将来的なあり方についてFRB内で検討されていると思われる。

図表10 ドット・プロット（6月FOMC時点）



（資料）FRB　2025年6月FOMC　（注）枠は中央値。

景気の先行き：底堅さが続く

さて、以下では景気の先行きを考えたい。まず関税については各国と交渉中ではあるものの、引き下げ方向で調整しているとみられることから、最終的には平均関税率が10%半ばから後半に落ち着き、大規模な対抗関税は課せられないとの想定が、現在のところ妥当と思われる。

こうした仮定の下で、関税率の経済効果についての一連の試算値から判断すると、GDP成長率の下押しは0.5ポイント程度と見積もられる。一方で、7月4日までの成立を目指している減税・歳出法案が早晩可決され、成長率については同程度の下支え効果があると見込まれることから、全体としては底堅い成長が期待できる。

インフレ率に関しては、関税の価格転嫁に加えて、減税政策と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。夏場にかけては、関税の価格転嫁がどの程度進むのか見極めることとなるだろう。あわせて、特に長期の期待インフレ率が安定するかどうかにも関心が集まる。

筆者は、期待インフレ率の安定を重視する立場から、FRBは利下げについて慎重な姿勢を維持し、25年内の利下げは見送りになるのではないかと予想している。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp

長期金利：材料が多く、方向感を欠く展開を予想

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では5月入り後、利下げ観測の後退や米英合意（8日）、米中合意（12日）、ムーディーズによる米債格下げ（16日）、税制改革法案が財政赤字拡大につながることへの警戒などから、米長期金利（10年債利回り）は4月末と比べて25bp程度の上昇となった。

6月入り後は、雇用統計（6日）への警戒感から、長期金利は一旦4.35%へ低下したが、労働市場の堅調さが確認されたことで 4.5%台へ再度上昇した。その後は低下傾向となったが、13日にイスラエルがイランを攻撃すると、インフレ加速懸念などから小幅に上昇した。17日以降は、米国がイランとの戦争に関与することへの警戒感からリスクオフの動きが強まり利回りは低下傾向となった。また、FOMC参加者からの早期利下げ発言も利回り低下の材料となった。24日はイランとイスラエルの停戦への期待を背景に原油価格が低下したことなどから利回りは低下し、4.3%を下回った。

先行きについては、7 月前半に可決される見込みのトランプ減税案と財政赤字拡大幅についての評価が注目点といえる。加えて、関税交渉や相互関税についての新たな発表、インフレ統計、中東情勢など多くの材料が交錯することから米長期金利は引き続き方向感を欠く展開を予想する。もっとも、FRBが利下げを急がない姿勢を示していることから、利回りの低下余地は限定的と思われる。

図表11 株価・長期金利の推移

（資料）Bloomberg

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

株式市場：上値が重い

株式市場では、トランプ政権による4月2日の相互関税発表で大幅に下落したのち、関税の延期や免除、各国との交渉の継続姿勢などが評価され株価は徐々に上昇し5月12日のダウ平均は終値で42,000ドル半ばまで回復した。以降は、長期金利の高止まりや通商政策をめぐる不確実性、利下げ再開時期に関する思惑、中東情勢の悪化など様々な材料が交錯するなか、上値の重い展開が続いている。こうしたなか、24日は中東情勢についての楽観的な見方が広がったことから、主要株価指数は大幅に上昇し、ダウ平均は43,000ドルを終値で回復した。

先行きについては、長期金利の高止まりが懸念材料であることに加えて、S&P500採用企業の収益見通しが前年比1桁台後半へと下方修正されたことなどから、引き続き上値の重い展開が続きそうだ。

（25.6.24現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます　https://www.nochuri.co.jp