

経済金融 ウォッチ

2025年9月号

国内		1
米国		12



4～6 月期は 5 期連続のプラス成長

～ 日銀の追加利上げ観測高まる～

南 武志

要旨

トランプ相互関税などが導入されたものの、4～6 月期 GDP は 5 期連続のプラス成長となり、悪影響はまだ顕在化していないことが確認された。しかし、米国向けの自動車輸出について価格を大幅に引き下げるなど、輸出製造業の収益環境は明らかに悪化している。また、食料などの高騰によって消費回復が進んでいない。先行き物価の鈍化傾向が強まれば、消費は持ち直しが強まる可能性があるが、15%の相互関税や自動車関税の悪影響が顕在化するとみられ、日本経済はしばらく低成長状態から抜け出せないだろう。

こうしたなか、先行き想定される拡張的な財政運営への警戒や日銀の追加利上げ観測などによって長期金利は上昇傾向となっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2025年			2026年	
		8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		0.478	0.45～0.55	0.45～0.80	0.45～0.80	0.45～0.80
国債利回り	20年債 (%)	2.635	2.40～2.80	2.45～2.85	2.45～2.85	2.45～2.85
	10年債 (%)	1.620	1.40～1.80	1.45～1.85	1.45～1.85	1.45～1.85
	5年債 (%)	1.160	0.90～1.40	0.95～1.45	0.95～1.45	0.95～1.45
為替レート	対ドル (円/ドル)	147.7	135～155	130～150	127～147	127～147
	対ユーロ (円/ユーロ)	171.7	158～178	155～175	150～170	150～170
日経平均株価 (円)		42,394	42,500±3,000	42,000±3,000	41,000±3,000	41,500±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8月26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。

4～6 月期は前期比年率 1.0%と 5 期連続のプラス成長

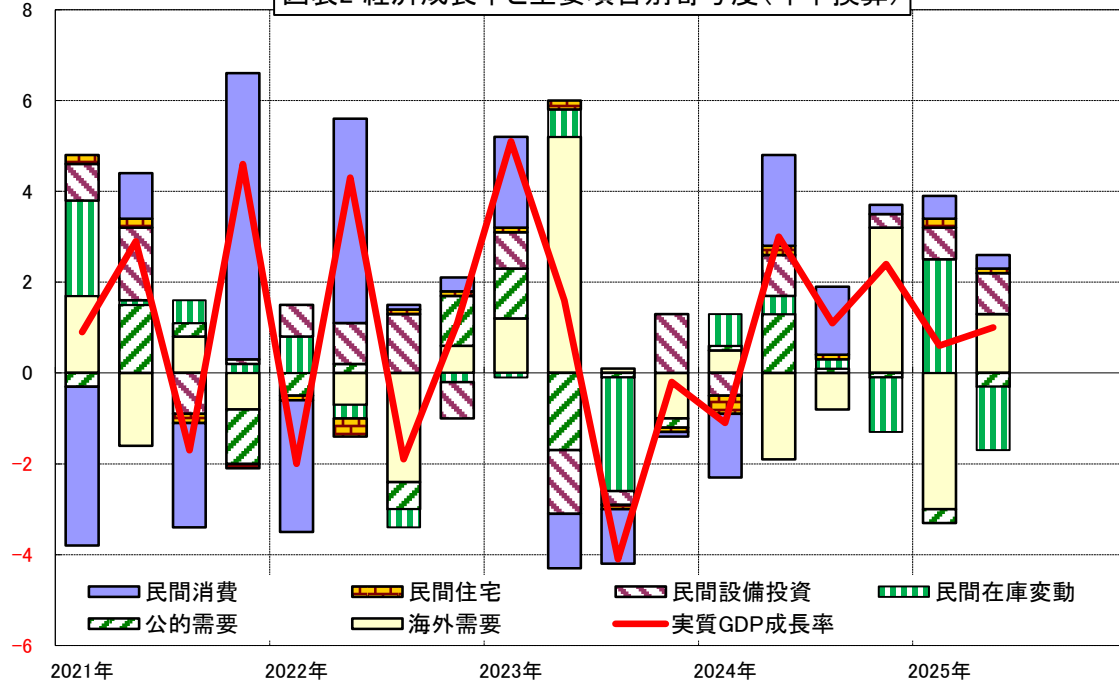
2025 年 4～6 月期の GDP 第 1 次速報によれば、実質成長率は前期 0.3%、同年率換算 1.0%となった。マイナス成長だった 1～3 月期が年率 0.6%に上方修正されたことから、5 期連続のプラス成長となっている。今回のプラス成長は「財貨・サービスの輸出」が前期比 0.5%と 2 期ぶりに増加したこと（対前期比成長率に対する寄与度：+0.5 ポイント）が大きかったが、民間企業設備投資も同 1.3%と増加基調を維持したことも大きかった。一方で、民間消費が 5 期連続の増加だったものの、直近 3 四半期は低い伸びにとどまるなど、盛り上がりを欠いた展開であった。

また、名目成長率は前期比 1.3%と 5 期連続のプラス（プラスだった 24 年 1～3 月期がマイナスへ）となった。GDP デフレーターは前年比 3.0%と 11 期連続のプラスで、輸入デフレーター

ーが下落に転じるなかでも国内需要デフレーターがしっかりと上昇するなど、国内の価格転嫁が定着した様子が確認できた。

(%前期比年率、ポイント)

図表2 経済成長率と主要項目別寄与度(年率換算)



(資料)内閣府経済社会総合研究所

景気は回復しているが、ペースは依然緩やか

以下、足元の国内景気動向について確認したい。6月の景気動向指数・CI一致指数は前月から+0.7ポイントと2か月ぶりに上昇した。ただし、直近ピークの2月の水準には届かず、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた(14か月連続)。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」(6月)は前月から+1.4ポイントと2か月ぶりの上昇で、過去最高を4か月ぶりに更新した。

月次のソフトデータからも景況感の回復がみられた。7月の景気ウォッチャー調査の「景気の現状判断」DI、「先行き判断」DIはいずれも3か月連続で改善したが、判断基準である50は下回ったままであった(それぞれ17か月、11か月)。一方、S&Pグローバル日本PMI(8月)では、製造業は2か月連続で判断基準となる50を下回ったものの、サービス業は5か月連続の50超と、業種による乖離が続いている。

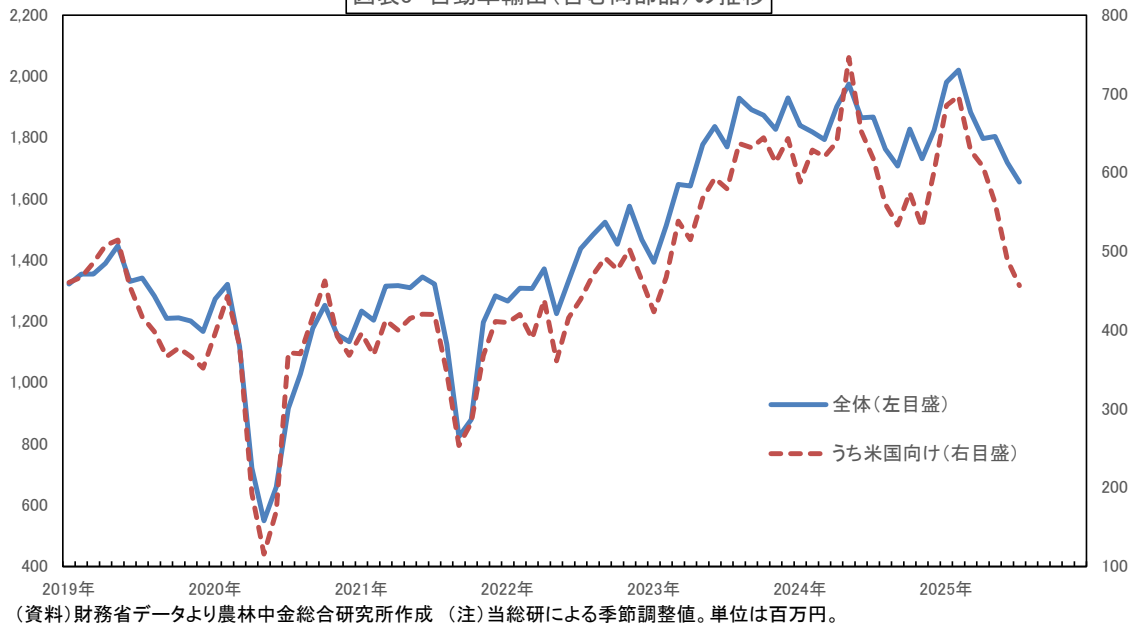
米国向けの自動車輸出が減少

こうしたなか、トランプ関税の影響が貿易統計に徐々に始めている。7月の輸出金額は前年比▲2.6%と3か月連続のマイナスだった。一方で輸出数量指数は同1.2%と4か月連続のプ

ラスであり、表面的にはトランプ関税の影響は限定的である。しかし、輸出価格指数は同▲3.7%と下落幅を拡大させるなど、自動車製造業が米国向けの輸出価格を大幅に値下げしている影響が見て取れる。7月の輸出物価指数（円ベース、日本銀行）は同▲5.4%だったが、このうち北米向け自動車（同）は同▲24.4%の大幅下落であった。シェア確保のために追加関税分を自己負担している様子が見て取れるが、それによる業績悪化が発生している。

また、6月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比3.0%と3か月ぶりの増加だったが、7～9月期見通し（内閣府集計）は前期比▲4.0%と4期ぶりの減少が見込まれている。ちなみに、7月の工作機械受注（内需）は前月比▲2.5%（当総研による季節調整後）と3か月ぶりのマイナスであった。前述の通り、日銀短観等の設備投資計画は底堅い数字であるが、トランプ関税への警戒から企業は設備投資の実施を先送りしている可能性もある。

図表3 自動車輸出(含む同部品)の推移

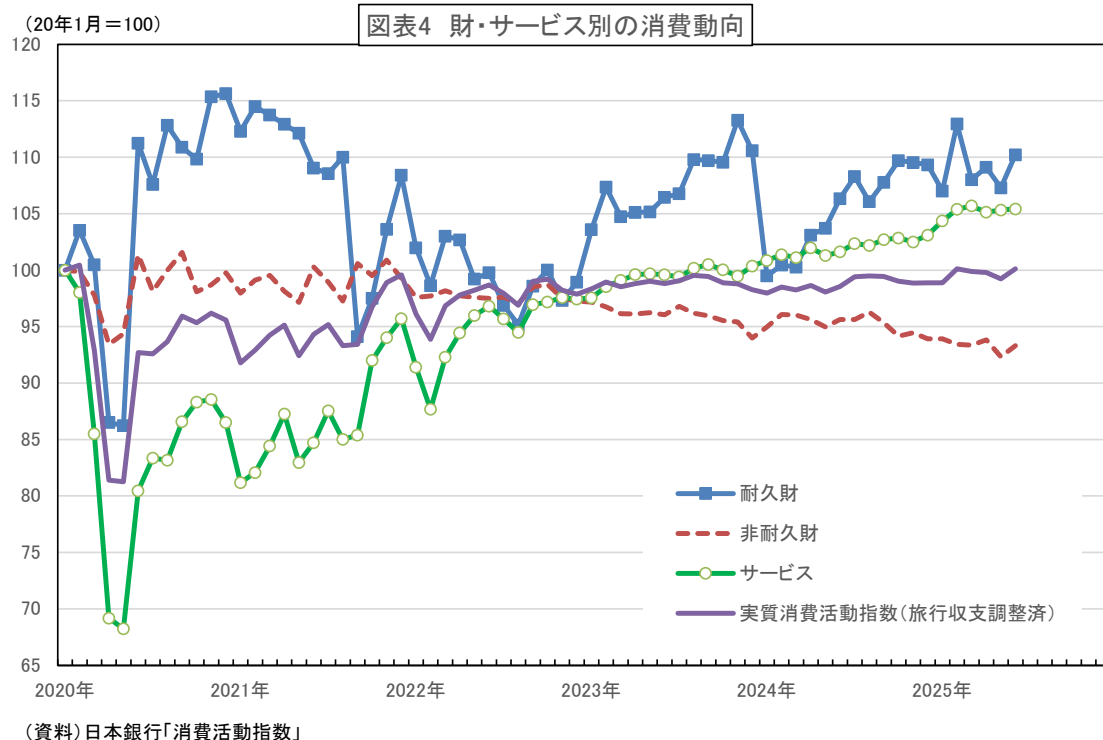


実質賃金は依然として減少、消費も伸び悩む

6月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比3.1%（うち、賞与に相当する「特別に支払われた給与」は同4.4%）、このうち一般労働者の所定内給与は同2.6%と、ともに増加基調を維持している。しかしながら、物価高止まりの影響で実質賃金は、現金給与総額で同▲0.1%と6か月連続、一般労働者の所定内給与は同▲0.6%と8か月連続でそれぞれ下落した。た

だし、マイナス幅はいずれも6月よりも縮小した。

7月の消費者態度指数は3か月ぶりに低下したが、内閣府の基調判断は「持ち直しの動きがみられる」で据え置きだった。こうしたなか、6月の消費統計は持ち直しがみられ、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は前月比0.9%と4か月ぶりに改善した。このうち、サービス消費は小幅ながらも2か月連続、非耐久財も2か月ぶりで、ともに上昇した。ただし、全体的に横ばい圏での推移であるほか、特に非耐久財に関しては低下傾向を脱したとは言い難い。



経済見通し：しばらくは低成長状態

以下、国内景気の先行きを展望したい。足元7～9月期については、食料を中心に物価高止まりが続いており、家計の節約志向は強いままであることから消費は引き続き低調な伸びにとどまるだろう。さらに、トランプ関税による悪影響で輸出減も想定される。6期ぶりのマイナスとなる可能性もあるだろう。

一方、労働力不足を背景に、賃上げは定着しており、物価が沈静化に向かえば、実質賃金のプラス転換を通じて民間消費の持ち直しが多少なりとも強まると見込まれる。とはいえ、米国関税政策の強化によって世界貿易は低調な状態が続き、輸出は伸び悩むだろう。こうした動きは輸出製造業などの業績悪化とともに、設備投資の抑制を招きかねない。25年度を通じて日本

物価動向：コア CPI は前年比 3.1% へ 2 か月連続で鈍化

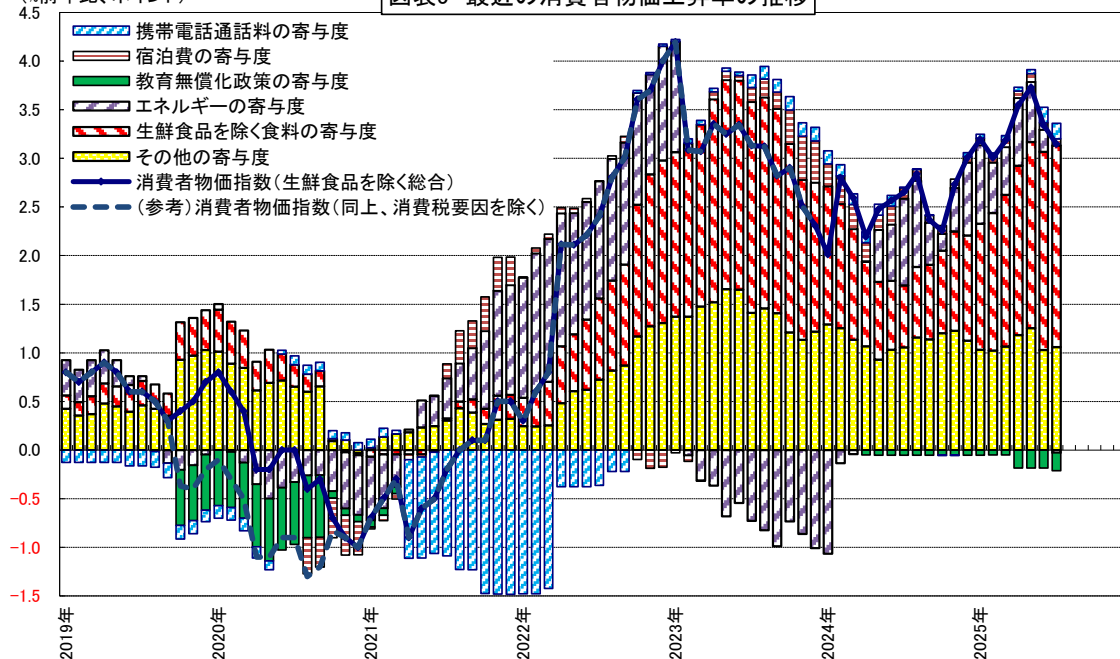
経済は景気後退には陥らないにしても、低成長状態が続くだろう。

7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 3.1%と2か月連続での鈍化となった。2%の物価安定目標を依然上回っているものの、直近ピークの5月（同 3.7%）からは上昇率がだいぶ下がった。内容的には、コメ価格が高止まり（同 90.7%へ2か月連続の鈍化）しているものの、ベース効果が一巡し始めたことに加え、原油安・円高によってエネルギーが下落に転じたことが物価上昇率の縮小につながった。

一方、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコア CPI）」は同 3.4%と6月と変わらずであった。一般サービスは同 1.9%、宿泊費を除くベースで同 1.7%となっており、基調として人件費増がサービス価格を押し上げている様子が確認できた。

(%前年比、ポイント)

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

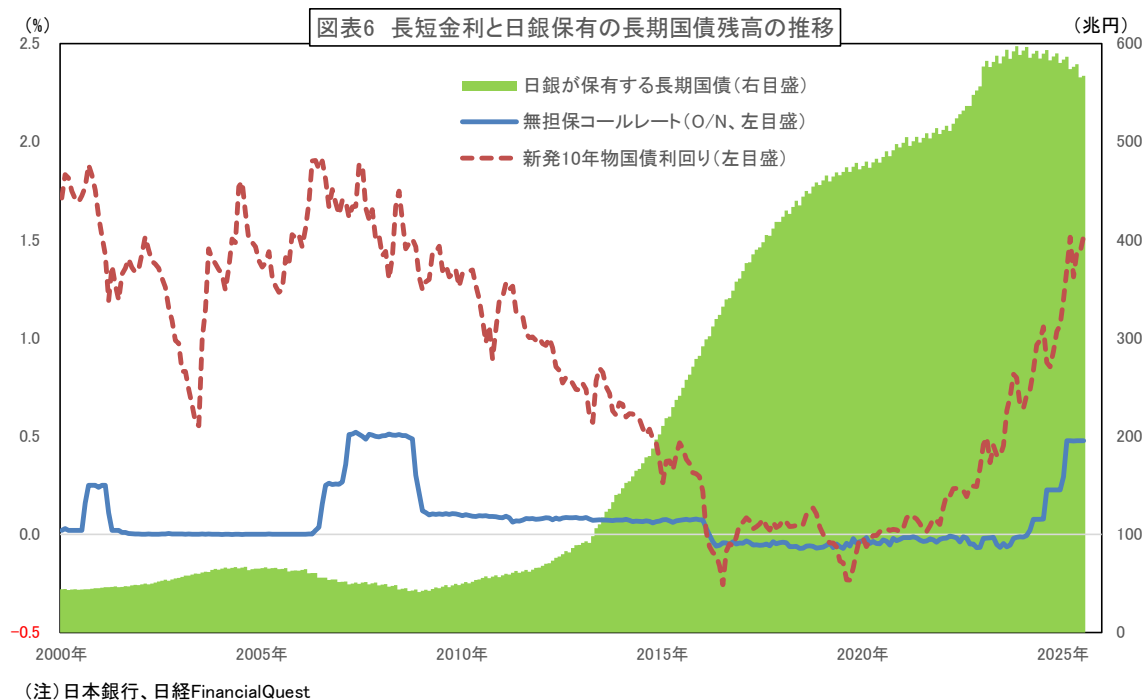
物価見通し：25 年末に は 2%前半まで鈍化す ると予想

先行きについては、政府の物価高対策によって 7～9 月分の電気・都市ガス代の負担軽減策が導入されており、8 月分の統計から反映される見込みである。原油価格（WTI 先物）も足元では 60 ドル台前半で推移しており、いずれ電気・都市ガス代を押し下げるとみられる。さらに、コメは今後ベース効果が剥落していくことで、上昇率の押し下げ効果が徐々に高まるだろう。

金融政策：日銀は 利上げ継続方針を 維持

う。それゆえ、25 年後半にかけて物価上昇率は縮小傾向をたどり、年末には 2% 台前半まで鈍化するだろう。

日本銀行は 7 月 30～31 日に開催した金融政策決定会合で大方の予想通り、政策金利の据え置きを決定した。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、「展望レポート」で示すような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善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との考えを改めて表明している。



金融政策：早ければ 10 月にも追加利 上げを検討と予想

日銀は 1 月に追加利上げを実施した後、政策正常化の効果やトランプ関税の影響を慎重に見極める姿勢に終始してきた。トランプ関税の影響は当初想定されたものより限定的になる可能性が高まっているほか、物価安定目標を上回る物価上昇率が続き、かつ基調的な物価上昇率や予想物価上昇率も趨勢的に高まりつつあることから、マーケットでは日銀が年内にも追加利上げに踏み切るのではないかと、その思惑が浮上している。

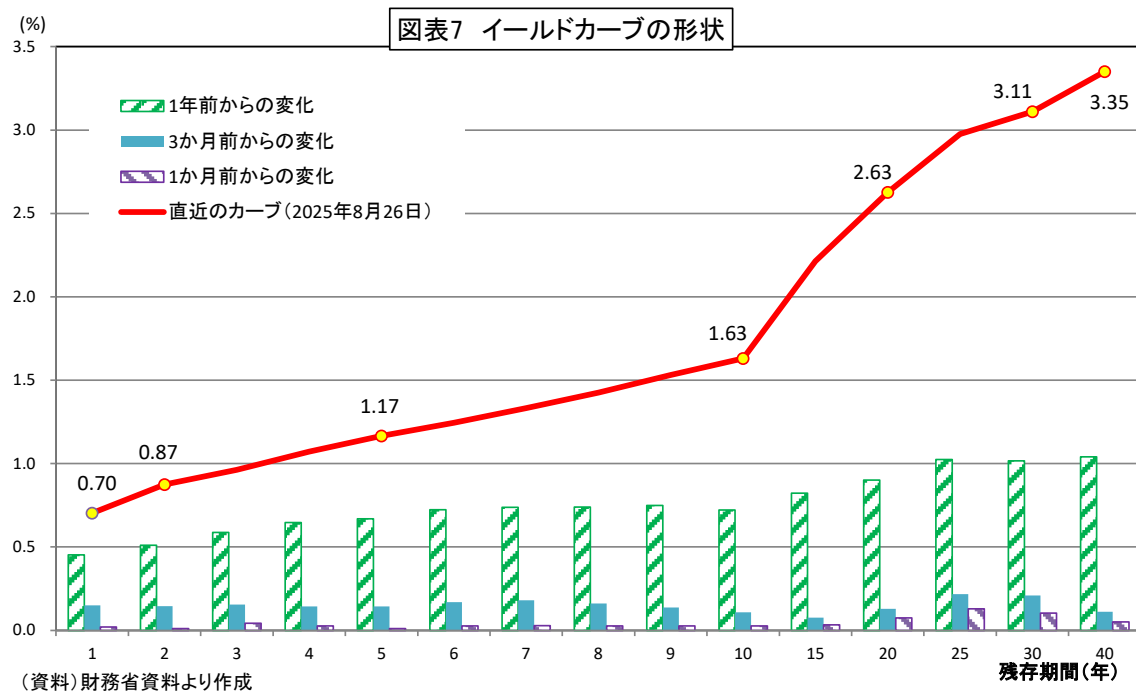
23 日に米カンザスシティ連邦準備銀行主催のジャクソンホール会議に出席した植田総裁は、今後の金融政策運営について直接の言及はなかったものの、人口減少下における日本の労働市場は引き締まった状況が続き、賃金上昇圧力がかかり続けるとの認識を示すなど、「賃金と物価の好循環」を背景に利上げ

金融市場：現状・見 通し・注目点

を継続していく方針を示唆した。政局などの影響を受けることも予想されるが、早ければ 10 月会合において追加利上げを検討すると予想する。

日米の経済・物価情勢や金融政策の対応などへの思惑がマーケットを左右し続けた。米国の雇用統計悪化を受けて Fed の利下げ再開観測が高まったことが好感されて米国株価が上昇した半面、国内では日銀の年内利上げが意識されたほか、財政悪化への警戒もあり、長期金利には上昇圧力がかかっている。

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。



長期金利は 1.6% 台に上昇

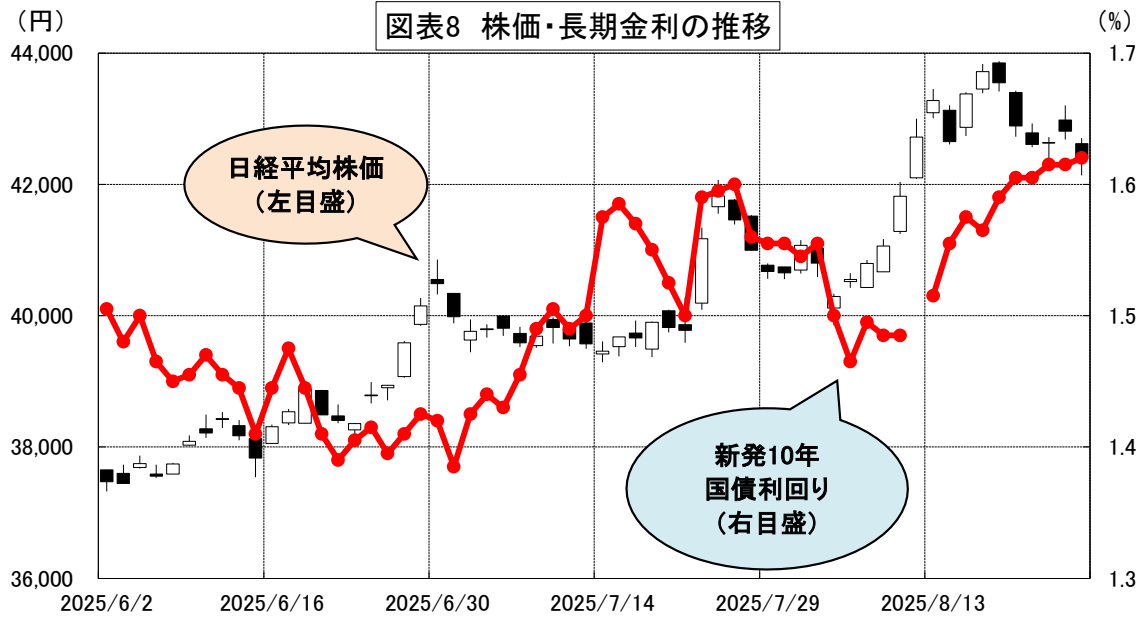
① 債券市場

トランプ相互関税による世界経済の悪化懸念から、4月上旬にかけて長期金利（新発 10 年物国債利回り）は一時 1.105%まで低下した。その後、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月中旬以降は米長期金利の上昇に加え、財政悪化への警戒感から国内金利も上昇傾向を強め、5月22日に 1.57%まで上昇する場面もあった。しかし、財務省や日銀が金利上昇に配慮した施策を打ち出したことで上昇は一服、7月初めには 1.4%割れの水準まで低下した。7月以降は財政拡張的な政策が採用されるとの思惑や日銀の追加利上げ観測の浮上もあり、長期金利は再び上

長期金利には上昇圧力がかかりやすい

昇、直近は 1.6% 台で推移している。

石破内閣は衆参ともに少数与党内閣となったことで、野党の要求を受け入れ、拡張的な財政運営を余儀なくされるとの見方が強く、国債増発への警戒が高まっている。さらに、日銀の年内利上げも意識されつつある。今後とも長期金利には上昇圧力がかかりやすいと思われる。



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

② 株式市場

株価は一旦調整局面入りも

米国の相互関税の発表直後は世界経済の悪化懸念が強まり、日経平均株価は一時 31,000 円割れとなった。その後、相互関税などは柔軟に運用されるとの見方が広がり、過度な景気悪化懸念が後退したことで、株価は戻り基調となり、6 月下旬に 40,000 円台を回復する場面もあった。7 月中旬にかけては 39,000 円台を中心としたレンジ内でのみ合いが続いたが、7 月下旬にかけて財政拡大への期待感から株価は上昇、さらに 23 日の日米関税交渉の合意が好感され、42,065 円の史上最高値を更新した。8 月には米雇用統計の悪化などもあって米国株価が調整したことにつられて一時 40,000 円を割る場面もあったが、4~6 月期 GDP の堅調さなどが好感され、8 月中旬は連日史上最高値を更新、一時 43,876 円まで上昇した。

先行きを展望すると、対米輸出に関しては 15% の自動車関税、15% の相互関税が課されることから、トランプ関税の影響はこれから本格化するとみられる。自動車を中心に輸出製造業

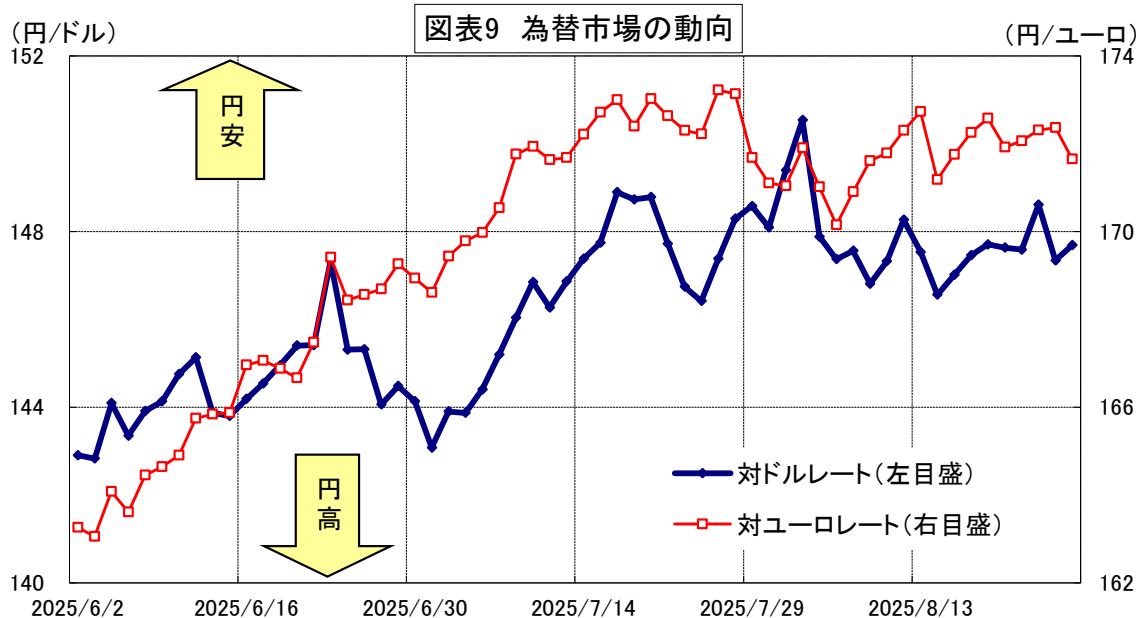
円安状態が続いているが、先行きは円高へ

の収益を圧迫する可能性が高い。また、物価高が続く国内でも消費回復が遅れている。積極財政への期待は根強いものの、25年度の業績見通しは減益予想であることから、株価は一旦調整局面入りする場面もあるだろう。

③ 外国為替市場

4月初旬にトランプ相互関税の詳細が発表された後、ドル円レートは一時139円台まで円高が進む場面もあったが、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、ドル高方向に戻った。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148円台まで円安が進んだ。6月から7月中旬にかけては概ね140円台前半で推移したが、中東情勢が緊迫化する場面では円安が進んだほか、8月初めには政局流動化リスクなどから一時4か月ぶりに150円台となった。直近は147円前後で推移している。

先行きについては、日銀の利上げ、Fedの利下げがともに意識され、日米金利差は縮小するとみられる。ただし、米国内のインフレ高止まりによって長期金利が下げ渋るのであれば、円高進行の余地はそれほど大きくないだろう。



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

ユーロ高状態続く

欧州中央銀行 (ECB) の累計 235bp の利下げによって日欧金利差はかなり縮小したものの、直近 2 か月ほどは 1 ユーロ=170円台前半とユーロ高状態で推移している。ユーロ圏では物価沈静化が進んでおり、ECB の利下げ打ち止め観測も浮上している。

先行きは、日銀の追加利上げが実現すれば、日欧金利差がもう一段縮小すると予想されることから、ユーロ高は修正されるだろう。

(25. 8. 26 現在)

労働市場への警戒感が強まった

～FRBは9月FOMCにて利下げする見込み～

佐古佳史

要旨

雇用統計が弱含んだことから、8月はこれまでの労働市場の底堅さに疑問が生じることとなった。こうしたなか、8月22日のジャクソンホール会議にてパウエルFRB議長は、慎重な姿勢を維持しながらも、9月FOMCでの利下げの可能性を示唆した。

8月7日から新たな相互関税が実施されることとなり、24年の輸入で加重平均を計算すると相互関税率は24%と見積もられる。7月分の生産者物価指数が急上昇したことから、関税の影響が反映されたと考えられる。今後、消費者物価に波及するかどうか、要注目といえるだろう。

景気の先行きについては、関税による下押しはあるものの、減税・歳出法案による景気拡大効果が徐々に強まっていくと見込まれる。このため、景気が底割れするとは考えづらい。

ジャクソンホール会議にて、慎重ながら利下げを示唆したパウエルFRB議長

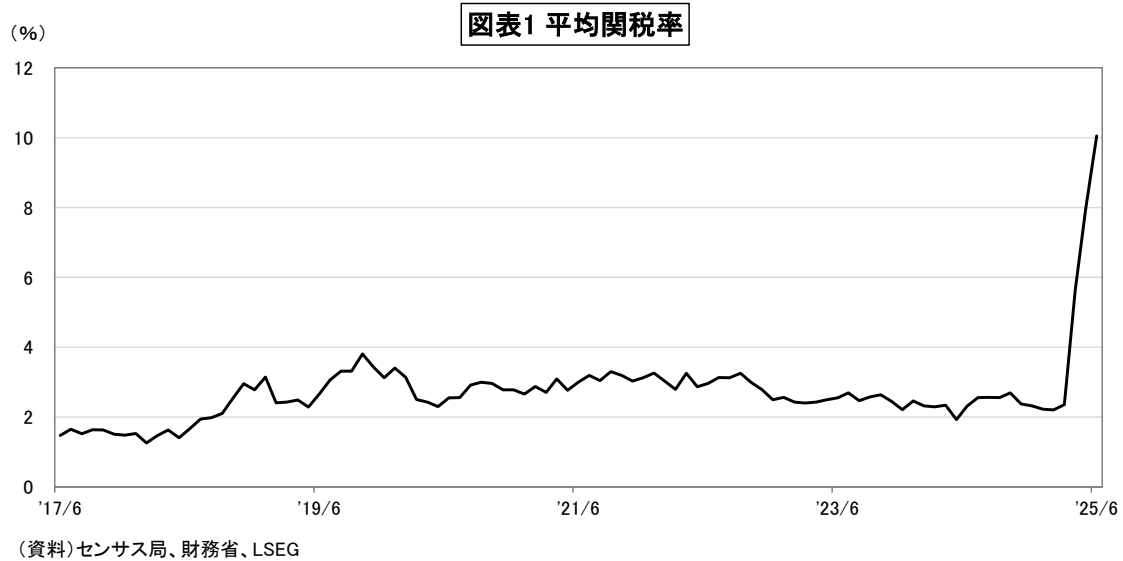
7月分の雇用統計が弱含んだことや、5、6月のデータの改定幅が大きかったことなどから、8月はこれまでの労働市場の底堅さに疑問が生じることとなった。こうしたなかで迎えた8月22日のジャクソンホール会議について、最初に振り返りたい。

パウエルFRB議長は22日、ジャクソンホール会議で講演し、①失業率は低い、移民制限と関税による不確実性の高まりを背景に、労働市場は需給双方とも著しく減速していること、②雇用に対する下振れリスクが高まった可能性、③関税が持続的なインフレ高進を誘発する可能性などについて言及した。こうした発言からは、インフレ率の上振れと雇用の減速という難しい状況ではあるものの、9月FOMC（16～17日）での利下げの可能性を示唆する形となった。

また、人口動態や生産性などの変化を反映して中立金利が2010年代よりも高まった可能性もあわせて指摘されたことから、政策金利の落ち着きどころは、以前より高くなるかもしれない。

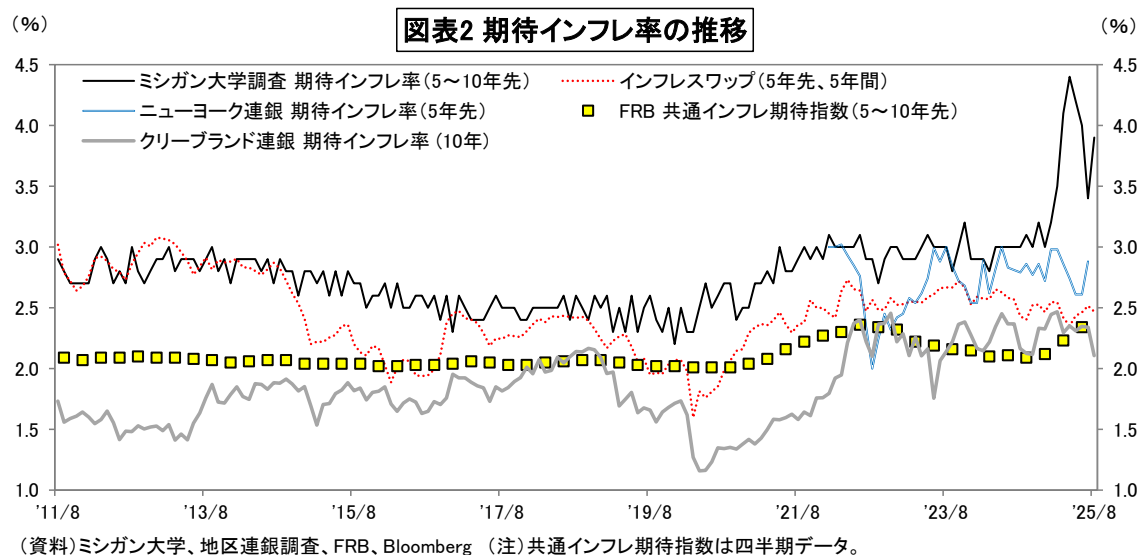
8月7日から賦課された新たな相互関税

続いてトランプ関税の動きをみると、各国との交渉とディールを反映して、8月7日から新たな相互関税が実施されることとなった。24年の輸入で加重平均を計算すると相互関税率は24%となり、物価上昇につながることは自明だろう。



不安定な期待インフレ率

期待インフレ率の動きを確認すると、7月のニューヨーク連銀調査では、1年先と5年先が3.1%、2.9%といずれも上昇し、3年先は変わらずの3.0%となった。また、8月のミシガン大学調査（速報値）では、1年先と長期が4.9%、3.9%といずれも上昇した。期待インフレ率の振れ幅が大きく、不安定な状態が続いている。



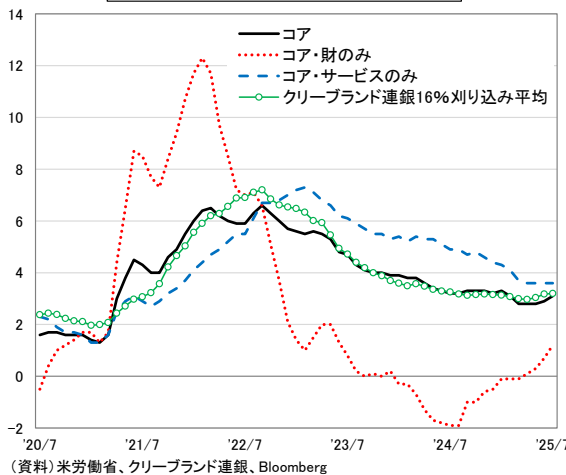
関税の影響が反映された生産者物価指数

7月のインフレ関連統計を確認すると、消費者物価指数（CPI）は、総合が前年比2.7%（前月比0.2%）、食料とエネルギーを除くコアが同3.1%（同0.3%）となった。前年比でみると、多くの区分で横ばいまたは加速となっている。

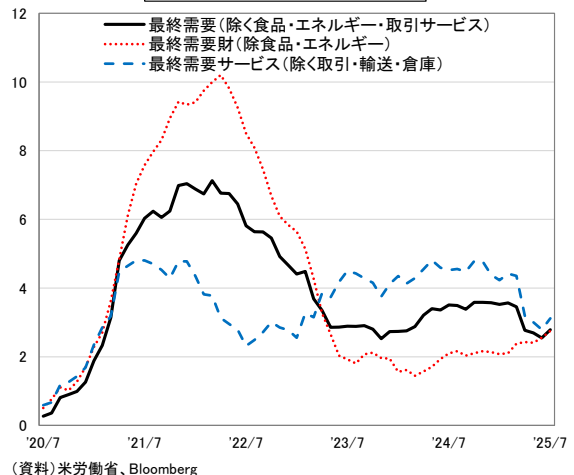
生産者物価指数（PPI、最終需要区分）の動きを確認すると、

総合は前年比 3.3% (同 0.9%)、食料・エネルギー・輸送を除くコアは同 2.8% (同 0.6%) となり、いずれも前月から大幅に加速した。内訳をみると、財 (除く食料・エネルギー) は前月比 0.7%、サービスは同 1.1% となり、いずれも関税の価格転嫁が進んでいると思われる。消費者物価に波及するか見極める必要があるだろう。

(%, 前年比) **図表3 消費者物価指数上昇率の推移**



(前年比%) **図表4 生産者物価 最終需要**



これまでの底堅さに疑問符がついた労働市場

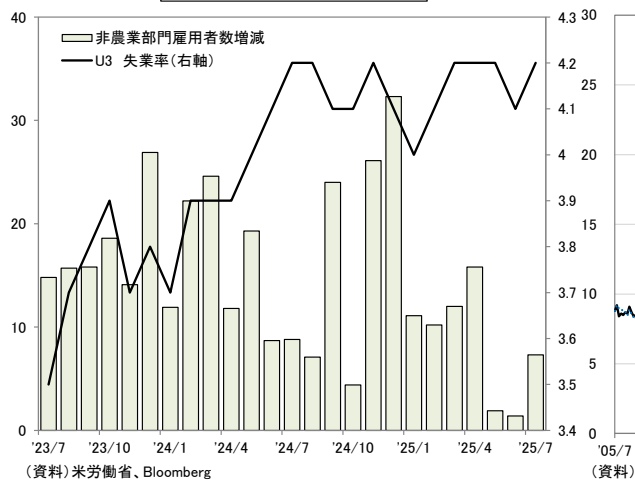
さて、足元の労働市場を確認してみると、統計はまちまちとなっているものの、全体としてはこれまでの労働市場の底堅さに疑問符がついたといえる。

7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7.3万人増(事業所調査)と6月の同1.4万人から増加ペースが加速した。また、5、6月の雇用者数が合計25.8万人下方修正されたことで、3か月平均では同3.5万人と雇用増加ペースは非常に鈍い。

雇用増加ペースが鈍いなかでも、7月の失業率は前月から0.1ポイント上昇の4.2%と依然として低いといえる。とはいえ、失業期間の中央値と平均値の推移をみると、横ばいから上昇傾向となっており、労働市場が緩やかながら悪化している可能性が考えられる。

(前月差、万人)

図表5 雇用関連指標の推移



図表6 失業期間の推移

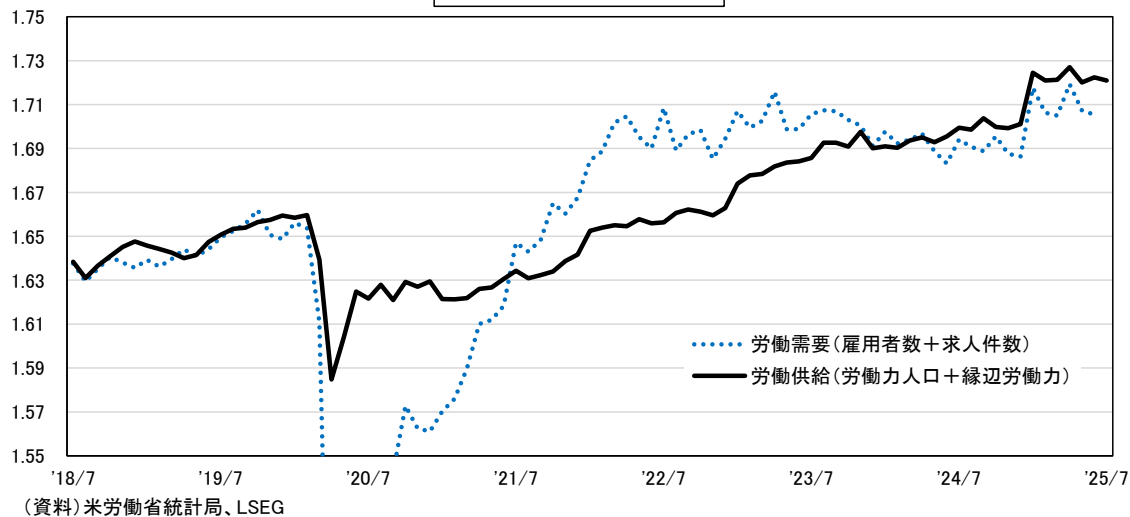


求人数と失業者数の比率をみると、6月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.06倍の求人が確認された。同比率は1年程度横ばいで推移している。

また、雇用者と求人件数の合計を労働需要、労働力人口と周辺労働力の合計を労働供給と考えると、足元では両者とも頭打ちとなっている。パウエルFRB議長が述べた労働需給の双方が著しく減速している状態かは判断が分かれそうだが、25年入り後は需給双方が頭打ちとなっている。

(億人)

図表7 労働需給の推移



7月の平均時給は前年比3.9%（同0.3%）、生産・非管理職の時給は同3.9%（同0.3%）の上昇となり、6月から小幅な変化にとどまった。また、4～6月期の雇用コスト指数は1～3月期から変わらずの同3.6%となり、いずれも2%物価目標と概ね整合的な上昇率といえる。

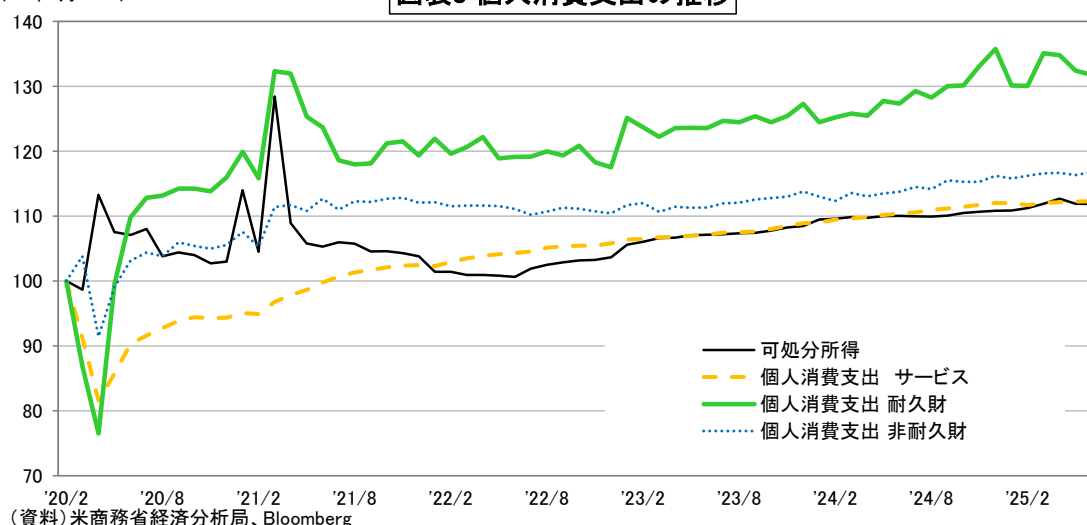
個人消費の回復ペースは鈍い

個人消費をみると、6月の実質個人消費支出のうち、財消費は前月比0.5%、サービス消費は同0.3%、全体としては同0.3%と5月か月連続で増加した。4～6月期の個人消費支出は前期比年率1.4%となり、1～3月の同0.5%からは加速したもの、回復ペースは鈍かった。4～6月期における所得の伸び悩みや、株価の調整が背景にあるだろう。

7月の小売売上高（総合、名目）は同0.5%と、6月の同0.9%に続いて高い伸びを示した。内訳をみると、自動車・部品が同1.6%、家具が同1.4%、建築資材が同▲0.9%となった。

(20年2月=100)

図表8 個人消費支出の推移

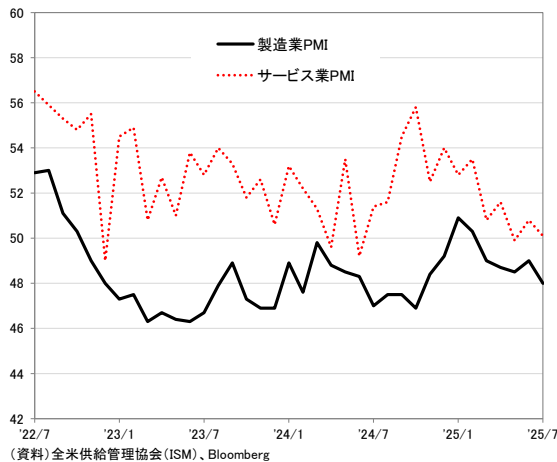


減速傾向の企業部門

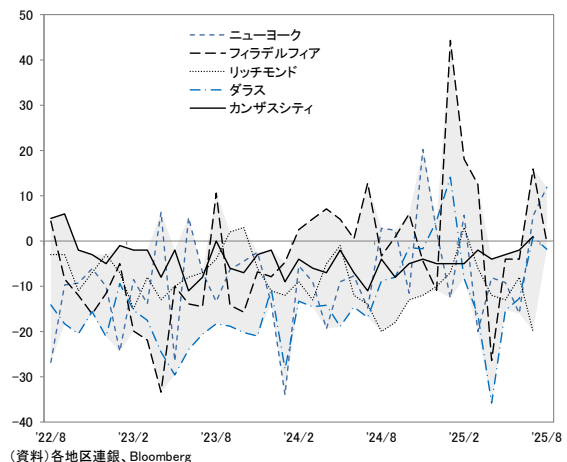
7月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から▲1.0ポイントの48.0%と、判断基準となる50%を5か月連続で下回り製造業の縮小局面を示した。サービス業指数は同▲0.7ポイントの50.1%とちょうど判断基準となる50%を上回った。

価格指数については、製造業が同▲4.9ポイントの64.8%、サービス業は同2.4ポイントの69.9%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▲1.6ポイントの43.4%と6か月連続で縮小傾向を示唆し、サービス業も同▲0.8ポイントの46.4%と2か月連続で縮小傾向となった。全体としては、景況指数が前月から低下したこともあり、米企業部門の景気は減速傾向のようだ。

図表9 ISM景況感指数の推移



図表10 地区連銀製造業景況指数



景気の先行き：景気拡張的な効果が強まる見込み

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平均関税率が 20%程度まで上昇するが、大規模な対抗関税は回避できる見込みである。経済効果についての様々な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。

他方、Tax Foundation は減税・歳出法が 25 年に GDP を 0.2 ポイント、26 年に 1.2 ポイント程度押し上げると試算している。特に関税の影響は見通しづらいものの、徐々に景気拡張的な効果が強まると見込まれる。このため、景気が底割れするとは考えづらい。

インフレ率については、関税と減税政策、AI 関連インフラ投資などが上昇圧力となる。関税の価格転嫁は緩やかに進展すると見込まれており、25 年のコア PCE デフレーターに対して、0.3 ポイント程度の上昇圧力となりそうだ。

各業界の在庫・売上比率をみると、全ての流通段階で 7～9 月頃には相互関税前に仕入れた在庫が無くなると思われるため、関税の価格転嫁がどの程度進むのか見極める時期となる。

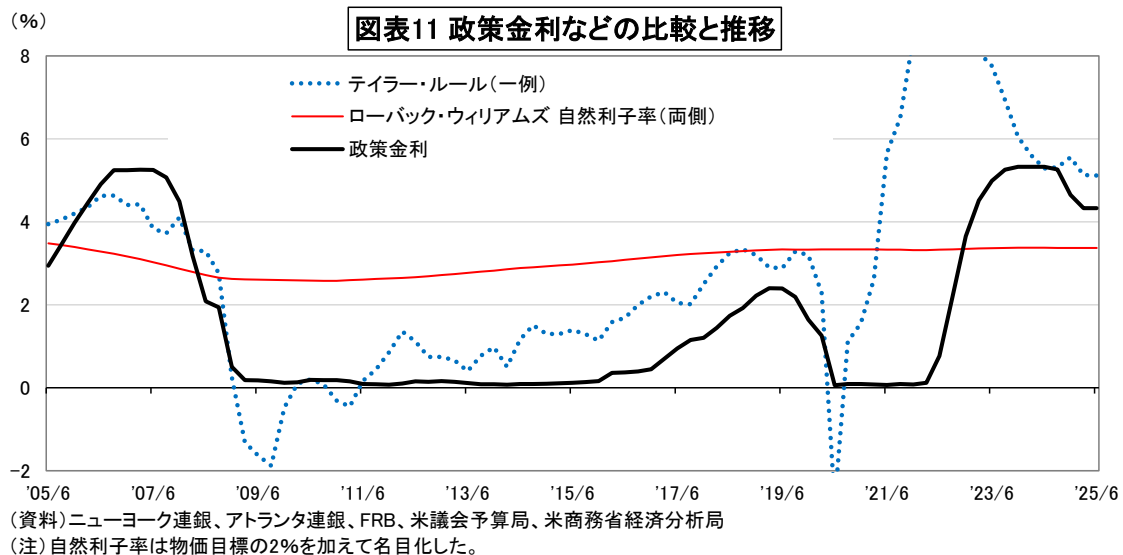
9 月 FOMC にて 25bp の利下げが実施される見込み

利下げで対応すべき雇用の減速懸念と、金融引き締め of 長期化を正当化するインフレ率の高止まりを背景に、FRB は金融政策の難しいかじ取りを迫られている。データ次第であるため、利下げが既定路線とは断言できないものの、8 月分の雇用統計でよほど大幅な雇用増が確認されない限りは、9 月 FOMC にて 25bp の利下げが実施されると見込まれる。筆者はこの点について見通しを修正した。

一方で、インフレ率の高止まりの長期化が懸念されているこ

ともあり、9月 FOMC から新たな利下げサイクルが開始されるのは思い難い。このため、25 年内の利下げは 9 月 FOMC での 1 回のみで、政策金利の小幅な調整にとどまりそうだ。26 年入り後の金融政策は、政治的な要因も絡み見通しづらい。

足元の動きを俯瞰的に捉えると、26 年 5 月以降の次期 FOMC 議長やミラン大統領経済諮問委員会委員長の理事就任（当初の予定では 26 年 1 月まで）、クック FRB 理事解任、地区連銀総裁人事への圧力強化など、トランプ政権は FRB の独立性を低下させる動きを継続している。一連の動きは、米国経済が 1970 年代のような高インフレ環境へ向かう契機となるかもしれない。



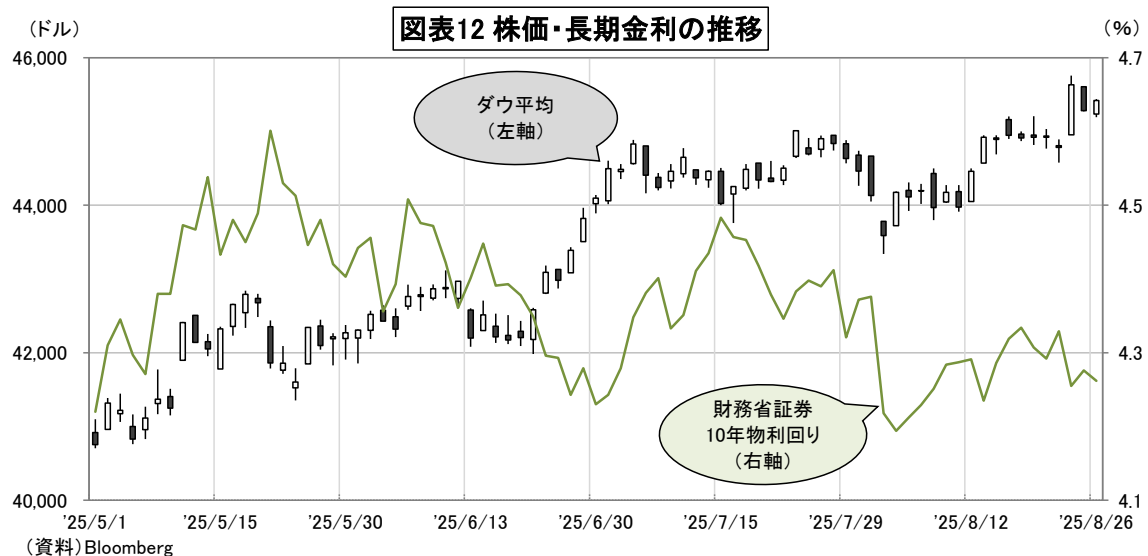
長期金利：引き続き利回りの低下余地は限定的

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では 7 月入り後、減税・歳出法案を巡る財政懸念に加えて、底堅い内容となった雇用統計(3 日)、パウエル FRB 議長解任の可能性、小幅に上昇した CPI(15 日)、予想外に強い内容となった小売売上高(17 日)などが米長期金利(10 年債利回り)の上昇材料となり、7 月半ばにかけて 4.4%台後半で推移した。その後は 7 月 FOMC(29、30 日)を控えて様子見姿勢が強まるなかで、利回りは低下した。

8 月入り後は、雇用統計の大幅悪化(1 日)により長期金利は 16bp 低下した。翌営業日も低下し 4 日は 4.19%となった。その後は、10、30 年債入札が低調だったことや、生産者物価指数の急上昇(14 日)、ほぼ全ての FOMC 参加者が政策金利の据え置きが適切と考えていたことが公表された 7 月 FOMC 議事要旨(20 日)などから大幅な利下げ観測が後退し、21 日の長期金利は 4.33%まで上昇した。その後は、22 日のパウエル FRB 議長講演

を受けて 9 月 FOMC での利下げ織り込みが強まり、足元では 4.2%台後半での取引となっている。

先行きについて考えてみると、依然としてインフレ率についての不確実性が高いなか、FRB は大幅な利下げはできないと思われる。また、財政赤字拡大に加えて、FRB の独立性低下懸念も長期金利の上昇圧力となるだろう。以上から、引き続き利回りの低下余地は限定的と予想する。



株式市場：小幅な 上昇を予想

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。以降は上値の重い展開が続いたが、中東情勢についての楽観的な見方が広がったこともあり、6 月末のダウ平均は 44,000 ドルを回復した。

7 月にかけては、S&P500 は最高値を更新する場面がみられたものの、ダウ平均はほぼ横ばいとなった。8 月入り後は、雇用統計の悪化を受けて急落したものの、FRB の利下げ観測や通商政策に対する楽観的な見方、好決算などを背景に回復基調となり、ダウ平均は最高値更新する場面がみられた。足元では 45,000 ドル台で推移している。

先行きについては、引き続き AI 関連投資や半導体需要を確認する展開となり、27 日の取引終了後に発表されるエヌビディアの決算をまずは確認する動きとなるだろう。もっとも、長期金利の低下余地が限定的と見込まれることや、ダウ平均採用銘柄は AI 関連株のウェイトが小さいことなどから、小幅な上昇を予

想する。

なお、注意点としては、米マサチューセッツ工科大学のプロジェクト NADA が 8 月 18 日、「生成 AI に投資した企業のうち、収益加速に結びついているのはわずか 5%」とのレポートを公表したことや、オープン AI 最高経営責任者のアルトマン氏が、昨今の AI 投資と 90 年代後半のドットコムバブルとの間に類似点があるとの見方を示したことなどが挙げられる。

(25. 8. 27 現在)