

経済金融 ウォッチ

2025年10月号

国内		1
米国		11



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

トランプ関税の影響で米国向け自動車輸出が大幅減

～日銀はETF等を市場に売却することを決定～

南 武志

要旨

トランプ関税の影響が米国向け輸出を中心に徐々に顕在化しつつある。特に、自動車については台数ベースでも減少傾向が強まっている。一方、労働力不足を背景に、賃上げの流れが続いているが、食料などの高騰が続き、消費回復ペースは緩慢なままである。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、米国の関税政策強化の影響で輸出や設備投資が伸び悩むとみられ、日本経済はしばらく低成長状態が続くだろう。

日本銀行は9月の金融政策決定会合において政策金利を据え置く一方、異次元緩和で大量に購入したETF等の市場売却を決定、政策正常化を一歩進めた。マーケットでは追加利上げを意識し、長期金利は一時上昇傾向を強めた。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2025年		2026年		
		9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.478	0.45～0.80	0.45～0.80	0.45～0.80	0.45～0.80
国債利回り	20年債 (%)	2.620	2.45～2.85	2.45～2.85	2.45～2.85	2.45～2.85
	10年債 (%)	1.640	1.45～1.85	1.45～1.85	1.45～1.85	1.45～1.85
	5年債 (%)	1.215	0.95～1.45	0.95～1.45	0.95～1.45	0.95～1.45
為替レート	対ドル (円/ドル)	148.1	135～155	130～150	127～147	127～147
	対ユーロ (円/ユーロ)	174.5	160～180	155～175	150～170	150～170
日経平均株価 (円)		45,630	45,000±3,000	45,000±3,000	45,500±3,000	46,000±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)

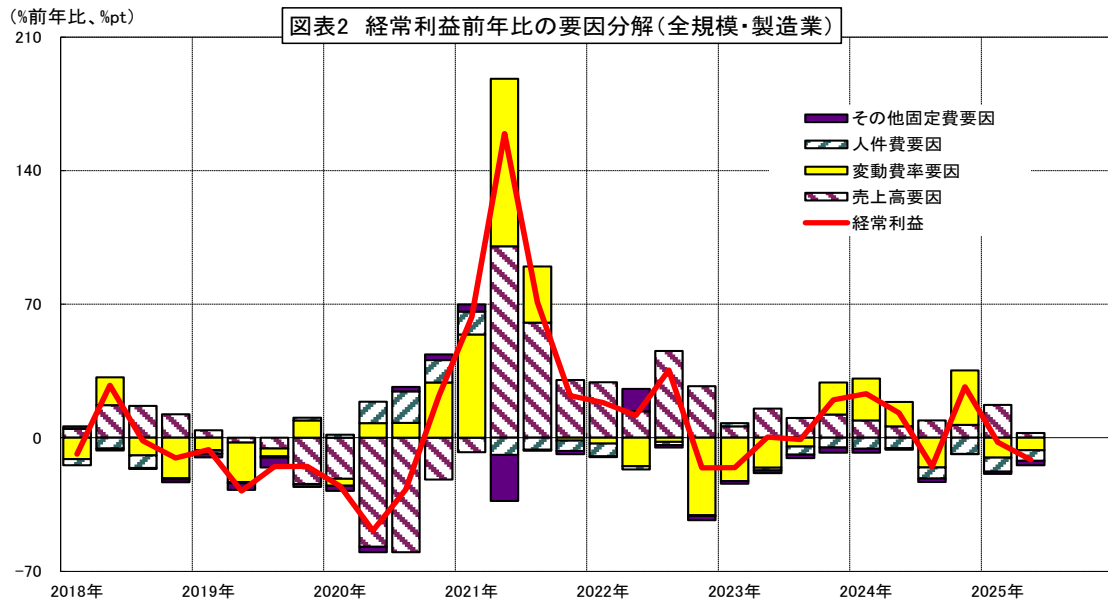
(注) 実績は2025年9月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

2 期連続で減益だった 製造業

2025 年 4～6 月期の法人企業統計季報によれば、全規模・全産業（除く金融業・保険業）の売上高は前年比 0.8%、経常利益は同 0.2%と、ともに微増にとどまった（前期比では売上高が▲1.1%、経常利益は0.7%）。このうち、製造業については売上高が同 1.3%だったが、経常利益は同▲11.5%と 2 期連続のマイナスとなった。業種別にみると、情報通信機械や電気機械は増益だったが、自動車が含まれる輸送用機械、化学、鉄鋼などが減益となっており、トランプ関税の影響が出ている可能性が高い。経常利益の前年比を要因分解すると、固定費・変動費の増加によって利益が圧迫された様子が確認できる。

一方、設備投資額は前年比 7.6%と増加傾向を維持、業種別には輸送用機械や食料品に加えて、鉄鋼などが牽引した。更新

需要、DX 化・GX 化ニーズなどに加え、生産性向上を目的とした設備投資需要は根強い。



(資料)財務省「法人企業統計季報」より作成

(注)「経常利益＝売上高－変動費－固定費」、「固定費＝人件費＋減価償却費＋支払利息等」、「変動費率＝変動費／売上高」の関係式を用いて寄与度分解を行った。

トランプ関税の景況感への影響は限定的

以下、足元の国内景気動向について確認したい。まず、景況感については、7～9月期の法人企業景気予測調査によれば、大企業・製造業の「貴社の景況判断」BSI（「上昇」－「下降」、%ポイント）は3.8と3期ぶり、同・非製造業も5.2と2期ぶり、ともにプラスとなった。トランプ関税の影響が懸念されているが、前回調査でマイナスだった「自動車・同附属品製造業」がプラスに浮上するなど、持ち直しが見られた。先行きについても大企業では概ねプラスの見通しである。

そのほか、25年度の企業業績は製造業・非製造業ともに増収ながらも減益との見通しが維持された。このうち、製造業では売上高・経常利益とも下方修正された。また、設備投資計画も前年度比6.8%へやや下方修正されたが、引き続き設備不足感は根強い。

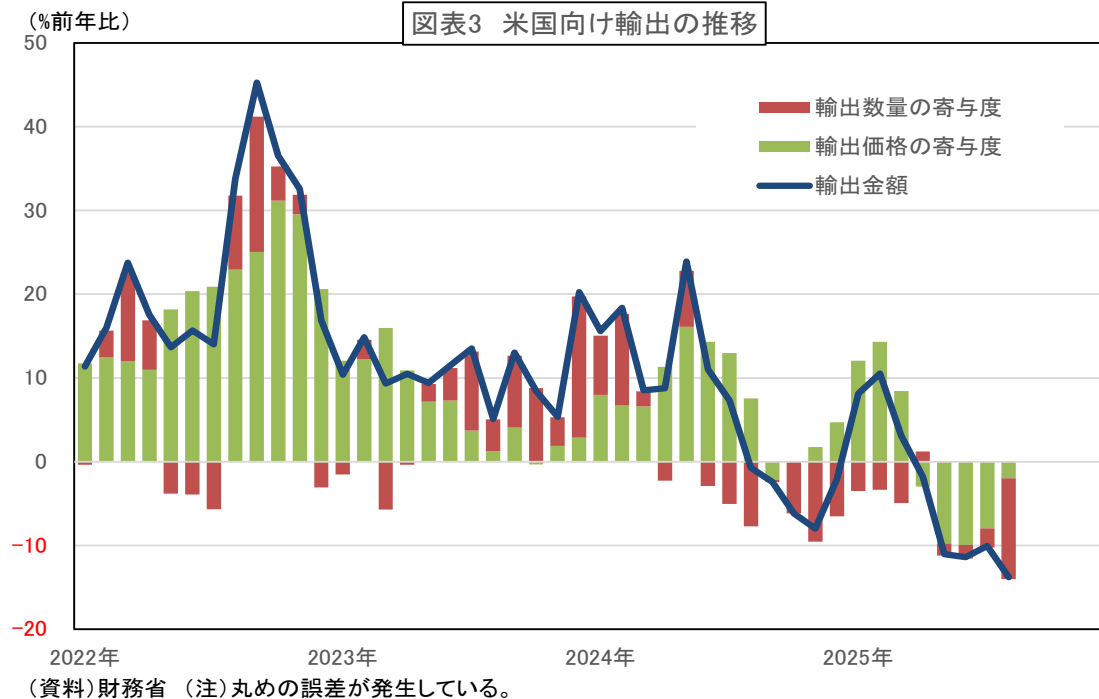
その他、月次のソフトデータからも景況感の回復がみられた。8月の景気ウォッチャー調査の「景気の現状判断」DI、「先行き判断」DIはいずれも4か月連続で改善した。ただし、判断基準である50は下回ったままである（それぞれ18か月、12か月）。一方、S&Pグローバル日本PMI（8月）では、製造業は3か月連続で判断基準となる50を下回ったものの、サービス業

4～6 月期 2 次 QE で経済成長率は前期比年率 2.2%へ上方修正

は 6 か月連続の 50 超と、業種による乖離が続いている。

以下、リアルデータを確認すると、4～6 月期の GDP 第 2 次速報によれば、経済成長率は前期比年率 2.2%へ上方修正（1 次速報：同 1.0%）された。内容的には、民間企業企業投資が 1～3 月期とともに下方修正されたが、民間消費や民間在庫変動が上方修正された。この結果、民間最終需要は前期比 0.5%と 5 期連続のプラス、かつ 2 期連続で加速した。

一方、7 月の景気動向指数・CI 一致指数は前月から▲2.6 ポイントと大きく低下、1 年 5 か月ぶりの水準となった。ただし、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた。また、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」（7 月）でも前月から▲0.8 ポイントと 2 か月ぶりに低下した。



8 月に米国向けの自動車輸出が大きく減少

貿易統計からはトランプ関税によって米国向けの自動車輸出が大幅に減少したことが確認できる。8 月の輸出金額は前年比▲0.1%と微減ながらも 4 か月連続の減少だった。このうち、米国向けは同▲13.8%、さらに自動車・同部品は同▲24.7%と、ともに 5 か月連続のマイナスであった。対米自動車輸出は、これまでは輸出価格引き下げの寄与が大きかったが、8 月は台数ベースでも同▲9.5%と減少幅が拡大したことが見てとれる。

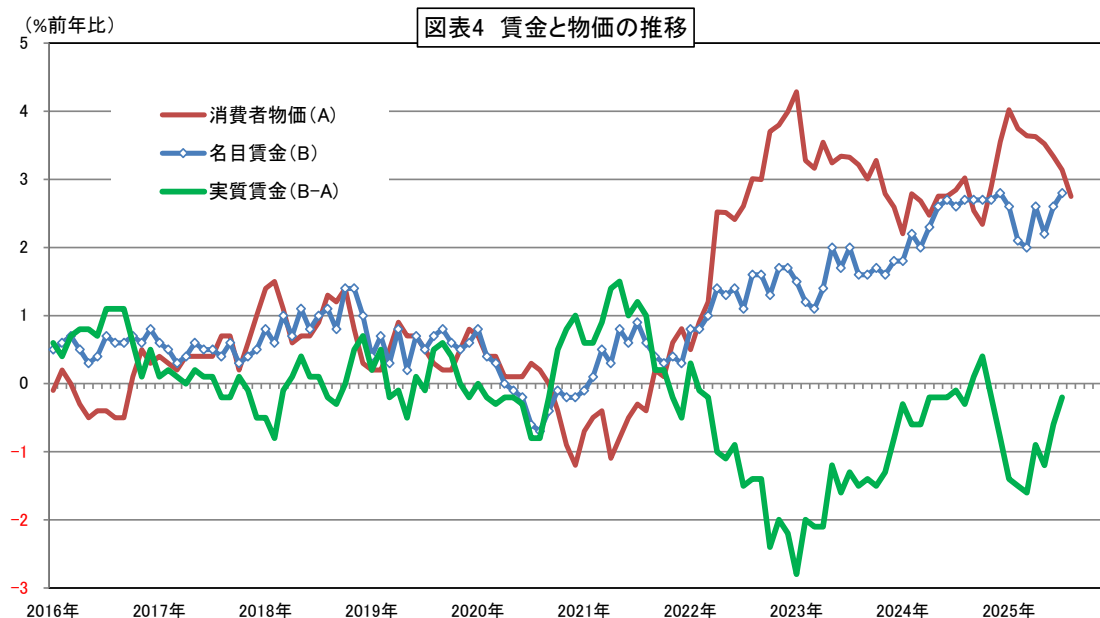
また、7 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲4.6%と 2 か月ぶりの減少だった。基調判断は「持ち直しの動き

実質賃金の減少幅が縮小

がみられる」で据え置かれたが、3 か月移動平均は2 か月連続で前月比マイナスであり、足踏み感が強まった。ちなみに、8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2 か月連続のマイナスである。

7月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比4.1%（うち、賞与に相当する「特別に支払われた給与」は同7.9%）、このうち一般労働者の所定内給与は同2.8%と、ともに増加基調を維持している。一方、実質賃金は、現金給与総額で同1.0%と7 か月ぶりのプラスに転じたが、一般労働者の所定内給与は同▲0.2%とマイナス幅がだいぶ縮小したものの、9 か月連続の下落であった。

8月の消費者態度指数は2 か月ぶりに上昇、25年初頭の水準まで戻ってきた。内閣府の基調判断は「持ち直しの動きがみられる」で据え置かれた。しかしながら、7月の消費統計は再び軟調さがみられた。実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は前月比▲0.4%と2 か月ぶりに低下した。サービス消費は小幅ながらも2 か月ぶりに上昇したが、財消費は逆に2 か月ぶりに低下した。全般的に横ばい圏での推移が続いている。また、総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）も前月比0.01%と足踏みがみられる。



(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。

経済見通し：しばらくは低成長状態

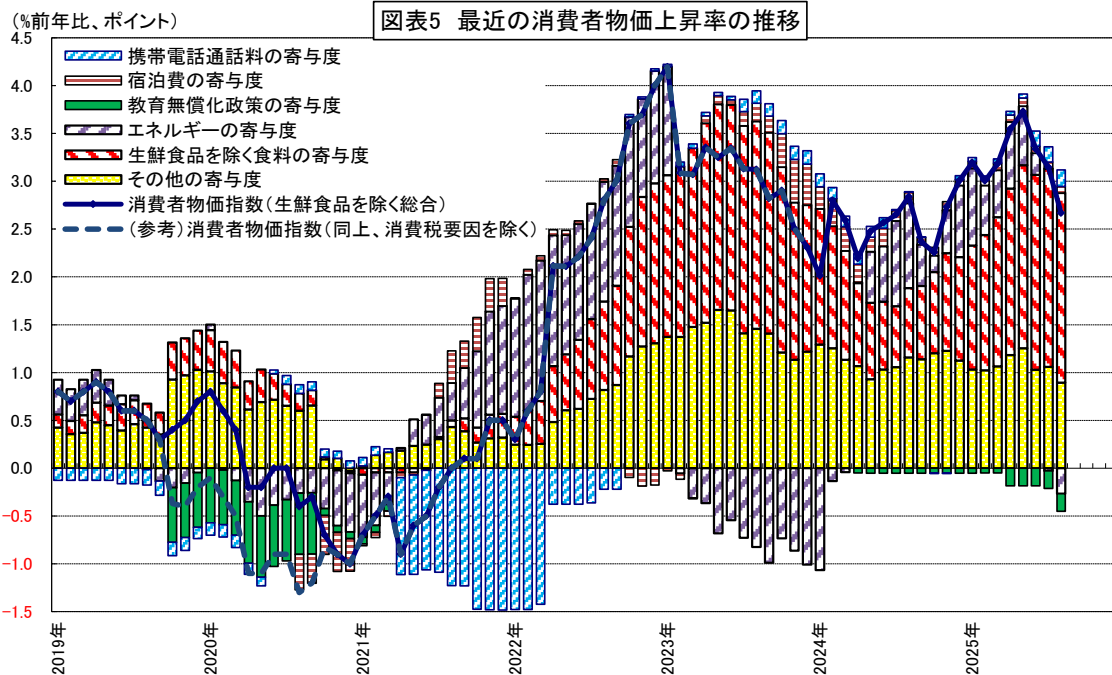
以下、国内景気の先行きを展望したい。足元7～9月期については、物価沈静化などを背景に実質賃金のマイナス幅が縮小し

つつあり、消費は持ち直しが続くだろう。一方、トランプ関税による悪影響が強まっており、輸出の減少が見込まれる。経済成長率は6期ぶりのマイナスとなるだろう。

こうしたなか、労働力不足を背景に、賃金上昇率が徐々に高まりつつあることから、物価がさらに沈静化すれば、実質賃金のプラス転換を通じて民間消費の回復基調が強まる可能性がある。一方、トランプ関税によって自動車を中心に輸出は減少傾向が続くだろう。こうした動きは輸出製造業を中心に業績悪化を招き、企業設備投資が抑制される可能性がある。25年度下期にかけて日本経済は足踏み状態が続くと予想される。

なお、石破首相の辞任表明を受けて、自由民主党は総裁選を行っており、10月4日には新総裁が選出される予定である。

「給付」や「減税」等といった物価高対策の中身や連立の枠組みといった野党との連携のあり方などが争点となっているが、経済政策運営を巡る不確実性が高い点に十分留意する必要があるだろう。



**物価動向：コア CPI
は前年比 2.7%、9
か月ぶりの 3% 割
れ**

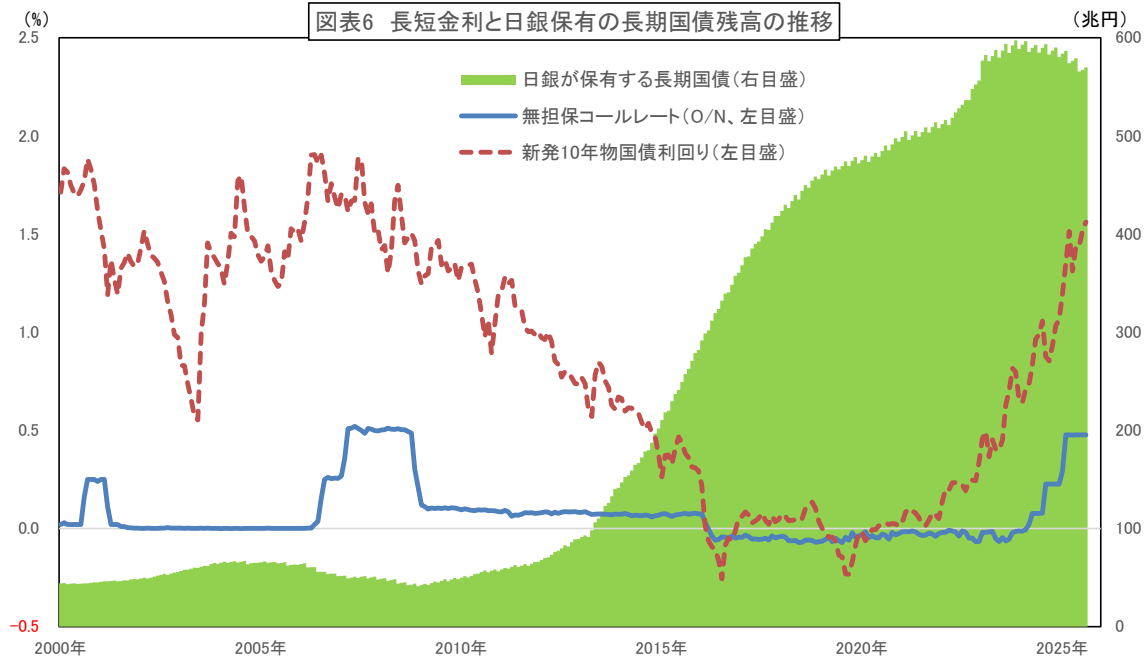
8月の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は前年比2.7%と3か月連続で鈍化した。コメ価格の高騰が続いている(上昇率は同69.7%へ大幅鈍化)ものの、ベース効果が一巡しつつあるほか、「電気・ガス料金負担軽減支援事業」によってエネルギーの下落傾向が強まったことでコアCPIが9

物価見通し：25年度末には2%近くまで鈍化と予想

か月ぶりの2%台となった。

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 3.3%と7月（同 3.4%）から小幅鈍化にとどまったほか、一般サービスは同 1.9%、宿泊費を除くベースで同 1.8%と、ベース部分の物価上昇が続き、人件費増がサービス価格を押し上げている様子も確認できた。

先行きは、政府の物価高対策によって10月分まではエネルギーの押し下げ効果が続く（10月分は9月から半減）ほか、OPEC プラスの原油増産なども物価押し下げに寄与するとみられる。また、ガソリン税暫定税率の廃止が決まれば、さらに物価押し下げ効果が強まるだろう。一方、コメについては新米が高騰しているものの、ベース効果の剥落が続くことから、押し下げ効果は徐々に強まるだろう。為替レートも日米金利差縮小に反応して円高に振れれば、物価上昇の抑制につながるとみられる。25年度下期にかけて物価は鈍化傾向をたどり、年度末には2%近くとなるだろう。



(注) 日本銀行、日経FinancialQuest

金融政策：日銀は利上げ継続方針を維持

日本銀行は9月18～19日に開催した金融政策決定会合において、政策金利の据え置きを7対2の賛成多数で決定した。反対意見は、物価が上がらないノルムが転換し、「物価安定の目標」の実現が概ね達成された（高田審議委員）、もしくは物価上振れリスクが膨らんでいる中、中立金利にもう少し近づける

ETF・J-REIT の売却 開始を決定

金融政策：年内利 上げの可能性、早 ければ 10 月にも

ため（田村審議委員）という理由で、無担保コールレート（0/N）の誘導水準を 0.75%程度に引き上げるといったものであった。

植田総裁は会合後の記者会見において、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、「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方針を改めて表明した。

一方、今回の決定会合では、日銀が保有する ETF および J-REIT について、適正な対価で、日銀の損失発生や市場に攪乱的な影響を与えることを回避するといった基本方針の下、「金融機関から買入れた株式」の売却と同程度の規模（市場全体の売買代金に占める売却割合を 0.05%程度とする）で、市場への売却を行うことを決定した。具体的には、ETF、J-REIT の年間の売却ペースを簿価でそれぞれ 3,300 億円程度、50 億円程度（時価で 6,200 億円程度、55 億円程度）とする方針である。

25 年 8 月末時点の日銀のバランスシート上に ETF が 37 兆 1,862 億円、J-REIT が 6,550 億円それぞれ計上されていることを考慮すると、全額売却するまでに ETF は 113 年、J-REIT は 131 年かかることになる。ちなみに、長期国債の保有残高（8 月末：570 兆円）は足元 24 兆円程度の減少ペースだが、こちらも異次元緩和前の水準（90 兆円台）まで戻るまでには長い時間がかかるとみられる。

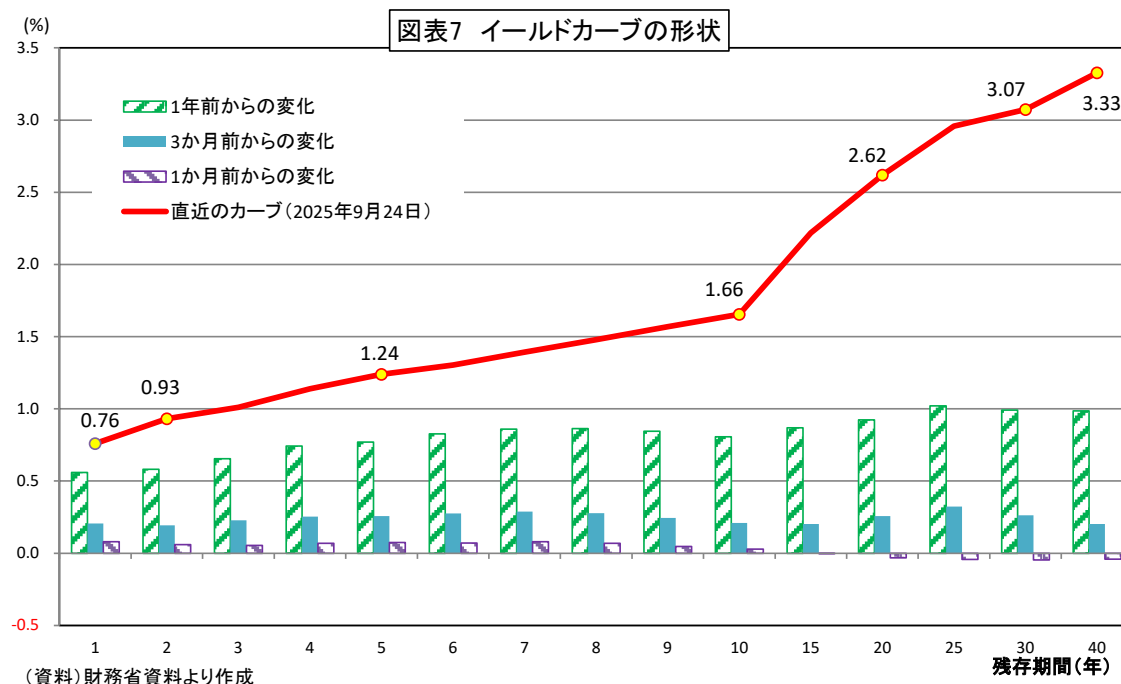
植田総裁は会合後の記者会見において、今後の金融政策運営について、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、「展望レポート」で示すような経済・物価の見通し that 実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくとの方針を改めて表明した。一方で、米関税政策が国内景気・物価動向にどのように影響するか、また食料価格が今後どのように推移していくかなど、見極めるべき点もあるとしている。

当総研では、基調的な物価上昇率や予想物価上昇率が徐々に高まりつつあることもあり、年内にも追加利上げに踏み切る可能性は高いとみている。前述の通り、9 月会合では 2 票の利上げ意見が提案されており、早ければ 10 月会合で追加利上げが決定される可能性があるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

米国の金融政策運営がインフレよりも雇用をより重視したスタンスへ変化したことが好感され、日米の株式市場は史上最高値を更新した。一方、国内では日銀の年内利上げ観測が浮上しているほか、財政悪化への警戒もあり、長期金利には断続的に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% 台半ばへ上昇

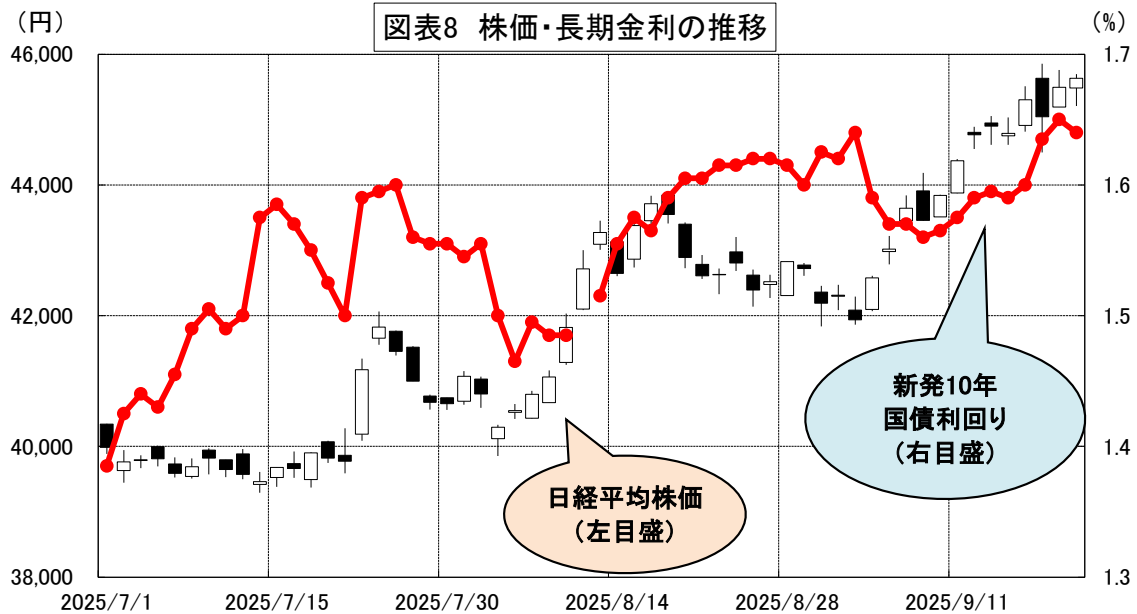
長期金利には上昇圧力がかかりやすい

① 債券市場

5月中旬以降、長期金利（新発10年物国債利回り）は米長期金利の上昇に加え、財政悪化への警戒感から上昇傾向を強め、5月22日に1.57%まで上昇した。これに対して、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。その後は、参院選での連立与党惨敗によって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、長期金利は趨勢的に上昇、直近は1.6%台半ばと17年ぶりの水準で推移している。

9月の日銀金融政策会合では2票の利上げ提案があったことから、年内利上げの可能性が意識されている。また、次期首相の下で新たな物価高対策が策定される見込みであり、その財源として国債増発が意識されている。当面は長期金利には上昇圧

力がかかり続けるだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

**日経平均株価は
45,000円台まで上昇**

② 株式市場

米国が4月に発表した相互関税への警戒から、内外株価は大幅に下落、日経平均株価も一時31,000円割れとなった。その後、過度な景気悪化懸念が後退したこともあり、6月下旬には40,000円台を回復した。7月下旬には拡張的な財政政策への期待や日米関税交渉の合意(23日)が好感され、42,065円の史上最高値(当時)を更新した。その後、米雇用統計の悪化が懸念され、40,000円を割る場面もあったが、4~6月期GDPなどが好感され、8月中旬には43,876円と史上最高値(同)を再び更新した。さらに、9月中旬には米国の利下げ再開を受けてリスクオンが強まり、45,852円の史上最高値を更新した。

先行きを展望すると、トランプ関税の影響が輸出製造業を中心に浸みだしてくるほか、食料を中心とした物価高が続く国内でも消費回復ペースが高まっていない。積極財政への期待は根強いものの、25年度は製造業・非製造業ともに減益予想であることから、株価は一旦調整する場面もあるだろう。

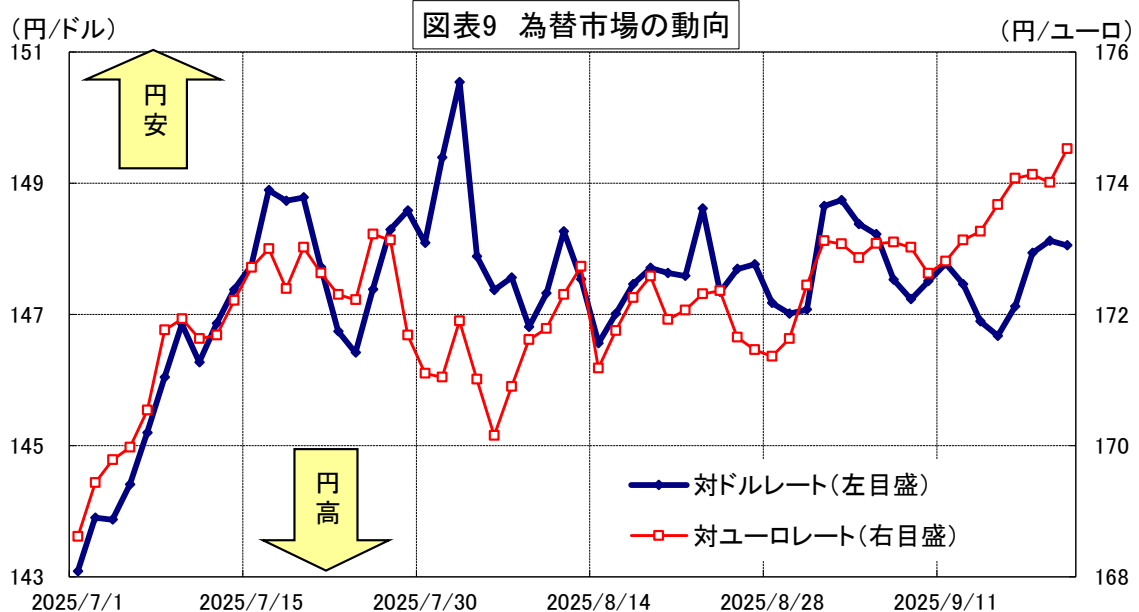
③ 外国為替市場

トランプ関税や日米関税交渉の行方が注目されるなか、6月から7月中旬にかけてドル円レートは概ね140円前半で推移したが、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

**円安状態が続いて
いるが、先行きは
円高へ**

となった。その後は日米の金融政策運営への思惑もあり、147 円前後で推移している。

先行きについては、日銀の追加利上げ、Fed の追加利下げによって日米金利差は縮小するとの観測が根強いことから、基本的には円高気味に推移すると予想する。



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

ユーロ高気味に推移

24 年 9 月以降、欧州中央銀行 (ECB) は利下げに転じたことで、日欧金利差は縮小傾向をたどった。しかし、25 年 6 月の利下げ以降は 2 会合連続で政策金利を据え置いた。インフレは沈静化しており、ECB 内では現時点でこれ以上利下げをする必要はないとの意見も散見されている。

一方、ユーロの対円レートは 7 月以降、1 ユーロ=170 円台前半とユーロ高気味に推移している。先行き、日銀の追加利上げが現実味を増せば、日欧金利差がもう一段縮小することから、円高に転じる場面もあるだろう。

(25. 9. 24 現在)

悪化する労働市場

～FRB はリスク管理としての利下げを決定～

佐古 佳史

要旨

足元の統計からは、労働市場の急速な悪化が確認される。これを受け、9月FOMCではリスク管理としての利下げが決定された。

一方で、インフレ率の高止まりも続いているため、FRBは金融政策を決定する上で判断が難しい状況にある。

こうした状況下であっても、富裕層や高所得者層の旺盛な需要が個人消費を下支えしていると見込まれ、労働市場の悪化と、個人消費の底堅さが両立している。

25bp の利下げを決定 した9月FOMC

初めにFRBの金融政策から確認したい。9月FOMC(16、17日)では、政策金利の誘導目標を25bp引き下げ、4.00～4.25%とすることが決定された。反対票を投じたのはマイランFRB理事(50bp利下げを主張)のみだったことから、9月FOMC時点では、FOMC参加者の団結とFRBの独立性が保たれている印象を与えた。

また、インフレ率の高止まりと、雇用の悪化が並存する難しい状況のなかで利下げを決定したことから、物価と雇用の間で、バランスをとる金融政策運営になったといえる。

9月FOMCの声明文には、雇用増加ペースが減速したこと、失業率は上昇したが低水準であること、雇用のダウンスайдリスクが高まったこと、インフレ率はやや高止まりしていることなどが記された。FOMC後に公表された資料から大勢見通しを確認すると、経済成長率の見通しは上方修正、失業率とインフレ率の見通しは概ね据え置かれた。

FOMC後に公表されたドットプロットを確認すると、25年内の政策金利調整の見通しとしては、25bpの利上げが1人、追加利下げなしが6人、25bpの利下げが2人、50bp利下げが9人、125bp利下げが1人の予想となり、FOMC参加者の間で、最適な政策金利についての見解が割れている。なお、中央値で考えると25年内は追加的に50bpの利下げ見通しとなった。また、26～27年にかけても緩やかに利下げが行われる見通しとなった。

図表1 FRB大勢見通し(9月時点)

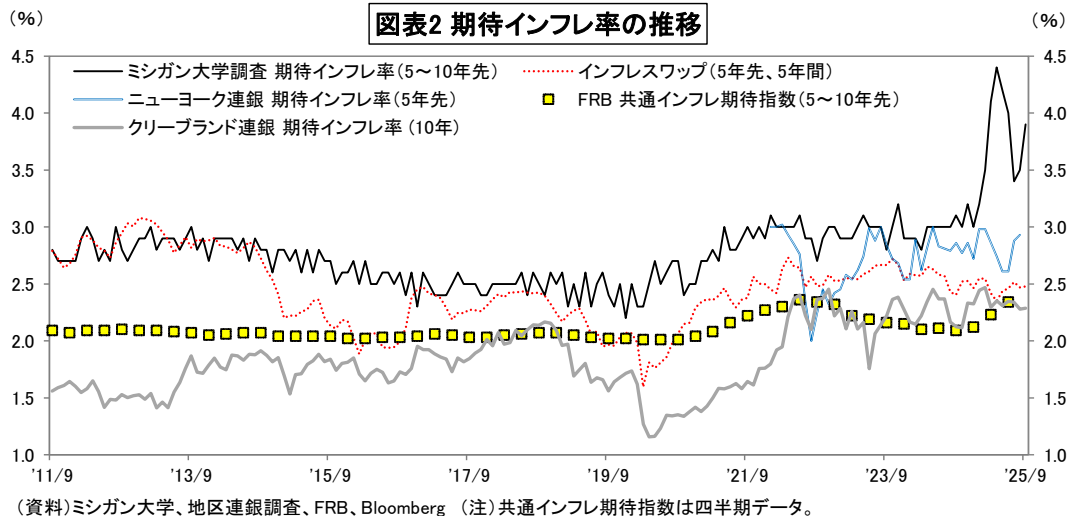
		2025年	2026年	2027年	2028年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0
6月時点	(%前年比)	1.2-1.5	1.5-1.8	1.7-2.0		1.7-2.0
失業率	(%)	4.4-4.5	4.4-4.5	4.2-4.4	4.0-4.3	4.0-4.3
6月時点	(%)	4.4-4.5	4.3-4.6	4.2-4.6		4.0-4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	2.9-3.0	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0	2.0
6月時点	(%前年比)	2.8-3.2	2.3-2.6	2.0-2.2		2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	3.0-3.2	2.5-2.7	2.0-2.2	2.0	
6月時点	(%前年比)	2.9-3.4	2.3-2.7	2.0-2.2		
政策金利	(%)	3.6-4.1	2.9-3.6	2.9-3.6		2.8-3.5
6月時点	(%)	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6		2.6-3.6

(資料)FRB

(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。

不安定な期待インフレ率

続いて、期待インフレ率の動きを確認すると、8月のニューヨーク連銀調査(8日公表)では、1年先期待インフレ率が前月比0.1ポイント上昇の3.2%となった。3、5年先は変わらずの3.0%、2.9%であった。また、9月のミシガン大学調査(速報値、12日公表)では、1年先は変わらずの4.8%、長期は同0.4ポイント上昇の3.9%となった。全体としては、期待インフレ率が小幅に上昇したとみられる。



緩慢な価格転嫁から企業の利益率が低下

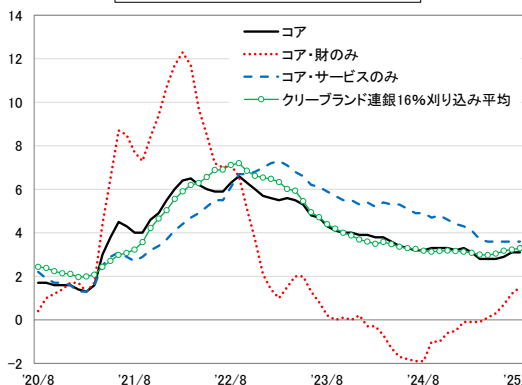
8月の物価統計を確認すると、消費者物価指数(CPI、11日公表)は、総合が前年比2.9%(前月比0.4%)、食料とエネルギーを除くコアは同3.1%(同0.3%)となった。食料やエネルギー、自動車、衣類などの価格が上昇しており、部分的にせよ、

関税の影響が出ていると考えられる。

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 2.6%（前月比▲0.1%）、食料・エネルギー・輸送を除くコアは同 2.8%（同 0.3%）となり、いずれも前月から鈍化した。内訳をみると、財（除く食料・エネルギー）は前月比 0.1%、サービスは同▲0.2%となった。

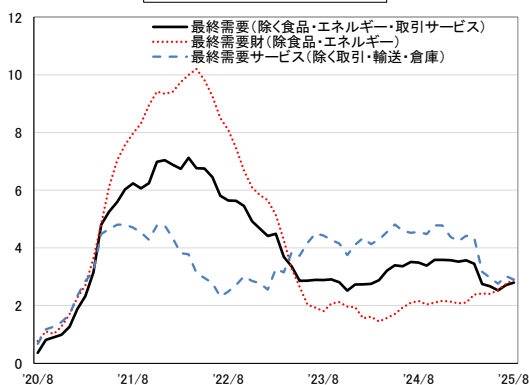
8 月は企業の利益率が低下したことが多く報告されている。最終需要区分でみると、貿易サービス業の利益率が 1.7%低下し、8 月のサービス価格下落の 4 分の 3 は、機械・車両卸売業の利益率が 3.9%低下したことに起因した。また、化学品及び関連製品卸売業の利益率も 3.8%下落した。企業が関税を含むコストの価格転嫁を控えているといえる。

（%、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

（前年比%） 図表4 生産者物価 最終需要



（資料）米労働省、Bloombergより農中総研作成

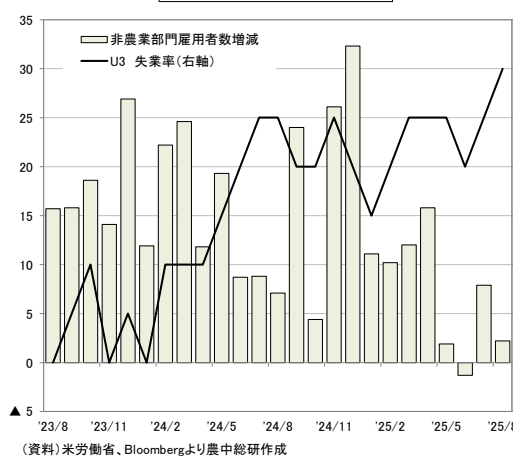
労働市場：悪化

さて、足元の労働市場を確認すると、8 月の雇用統計では非農業部門雇用者数は前月から 2.2 万人（事業所調査）増となり、増加ペースは 7 月の同 7.9 万人から減速した。3 か月平均では同 2.9 万人と、雇用増加ペースは非常に遅い。なお、失業率は同 0.1 ポイント上昇の 4.3%へ小幅に上昇したものの、依然として低いといえる。しかしながら、全体としては労働市場の悪化を示す内容となった。

また、失業期間の推移をみると、23 年以降は緩やかに長期化傾向となっていることから、労働市場の悪化がみてとれる。

(前月差、万人)

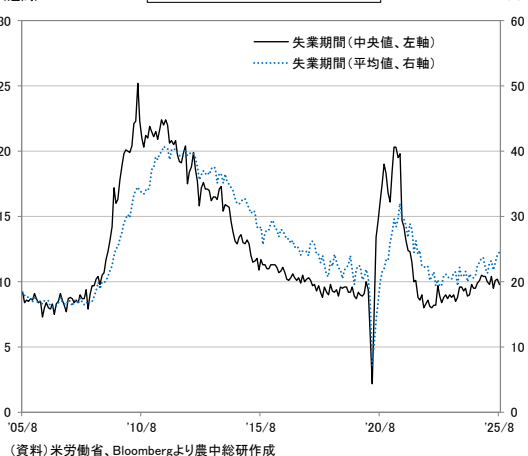
図表5 雇用関連指標の推移



(資料)米労働省、Bloombergより農中総研作成

(%) (週間)

図表6 雇用関連指標の推移



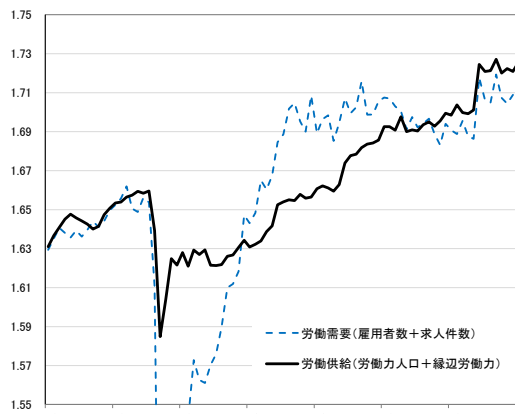
(資料)米労働省、Bloombergより農中総研作成

求人数と失業者数の比率をみると、7月は職を選ばなければ1人の失業者に対して0.99倍の求人が確認され、コロナ禍からの回復後の期間において、初めて1倍を下回った。同比率は低下傾向となっている。また、雇用者と求人件数の合計を労働需要、労働力人口と縁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るなかで、需要が供給を下回っている。このため、パウエルFRB議長が指摘するように、今後失業率が上昇する可能性が懸念される。

8月のニューヨーク連銀調査における、「仮に今失業した場合、3か月以内に就職できる確率」は、前月から5.8ポイント急落し、13年6月の統計開始以来最低値である44.9%となった。あわせて、「1年以内に失業する確率」も小幅に上昇した。労働市場の悪化が反映されているといえる。

(億人)

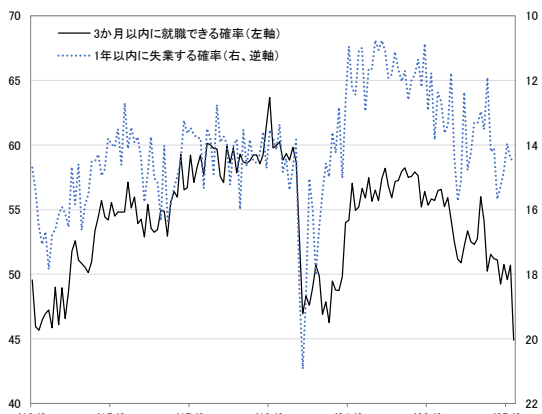
図表7 労働需給の推移



(資料)米労働省統計局、LSEG

(%)

図表8 就職と失業に関するニューヨーク連銀調査



(資料)ニューヨーク連銀、LSEG

底堅い個人消費

こうしたなか、8月の平均時給は前年比3.7%(前月比0.3%)、生産・非管理職の時給は同3.9%(同0.4%)の上昇となり、おおむね7月から変わらなかった。2%物価目標とおおむね整合的な上昇率といえる。

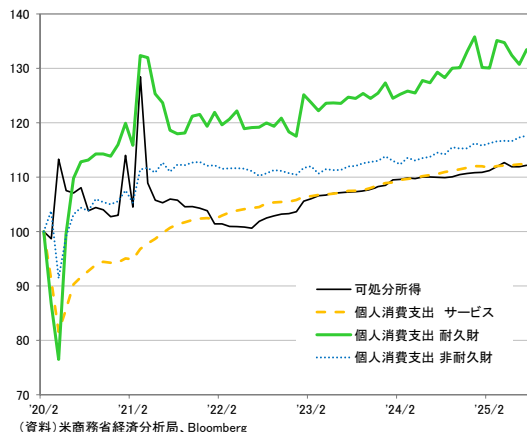
個人消費をみると、7月の実質個人消費支出のうち、財消費は前月比0.9%(前年比2.1%)、サービス消費は同0.1%(同1.7%)、全体としては同0.3%(同2.0%)となり、前月比でみれば2月か月連続で増加し、底堅い内容となった。

また、8月の小売売上高(総合、名目)は同0.6%と、7月の同0.6%に続いて堅調さを維持し、3か月連続で増加した。内訳をみると、オンライン販売が同2.0%、衣類・アクセサリが同1.0%となった。

こうした個人消費支出の底堅さの理由としては、富裕層や高所得層による、資産効果の影響を受けた旺盛な消費が考えられる。一方で、コロナ禍以降みられた、低所得層の名目賃金上昇ペースは大幅に鈍化しており(図表10)、消費拡大効果は限定的だろう。労働市場の急速な悪化と消費の減速があまり連動していない一因とも考えられる。

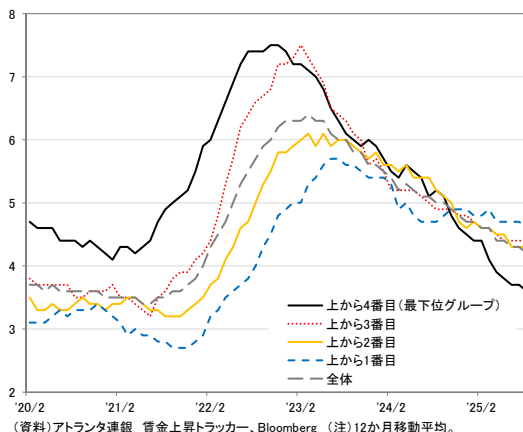
(20年2月=100)

図表9 個人消費支出の推移



(前年比%)

図表10 賃金上昇率の推移

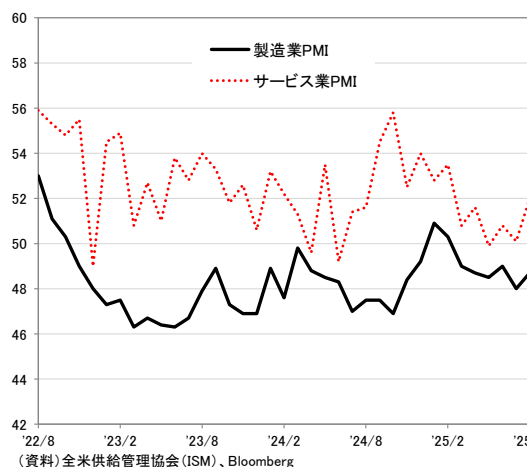


雇用の減速が警戒される ISM 指数

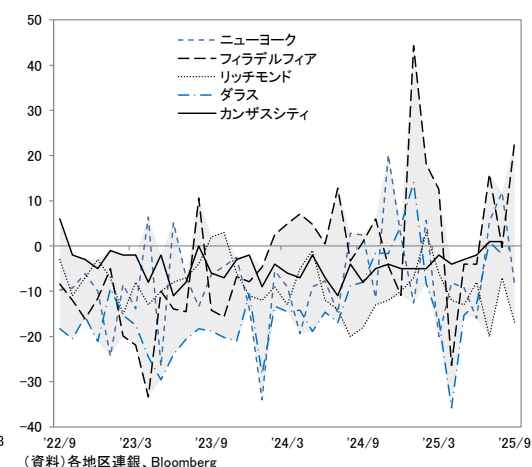
8月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から+0.7ポイントの48.7%と、判断基準となる50%を6か月連続で下回り、製造業の縮小局面を示した。サービス業指数は同+1.9ポイントの52.0%と判断基準となる50%を3か月連続で上回った。

価格指数については、製造業が同▲1.1ポイントの63.7%、サービス業は同▲0.7ポイントの69.2%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+0.4ポイントの43.8%と7か月連続で縮小傾向を示唆し、サービス業も同+0.1ポイントの46.5%と3か月連続で縮小傾向となった。全体としては、企業部門からも雇用の減速が読み取れる。

図表11 ISM景況感指数の推移



図表12 地区連銀製造業景況指数



景気の先行き：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。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が

25bp の追加利下げ 後に 25 年内は様子 見も

ら判断すると、関税による GDP 成長率の下押しは 0.5 ポイント程度と見積もられる。

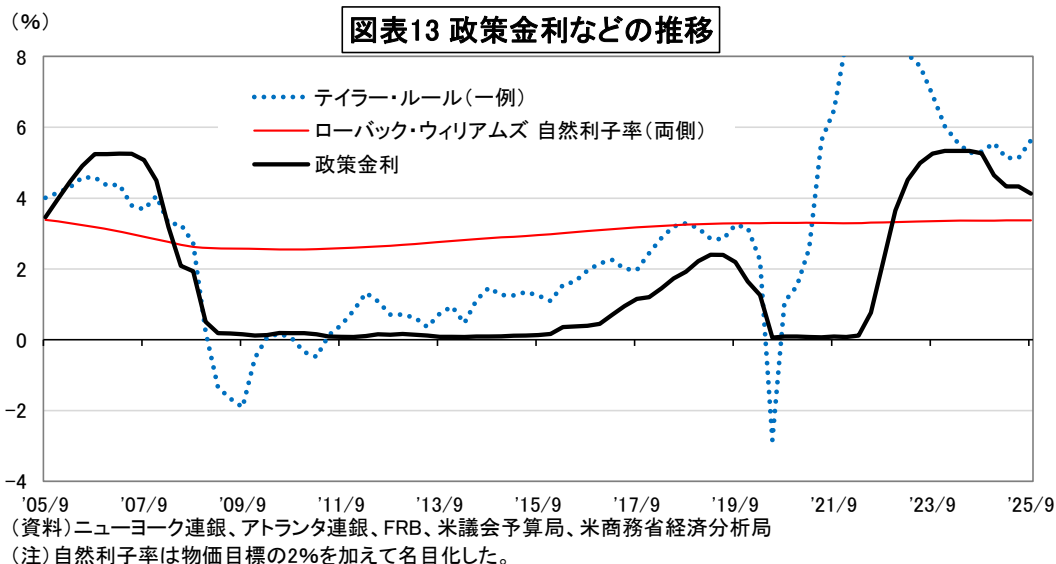
他方、Tax Foundation は減税・歳出法が 25 年に GDP を 0.2 ポイント、26 年に 1.2 ポイント程度押し上げると試算している。関税の影響は見通しづらいものの、徐々に減税・歳出法の景気拡張的な効果が強まると見込まれるため、景気が底割れするとは考えづらい。

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、現時点では 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っている。価格転嫁が徐々に進むとみられることから、物価への影響も小幅だが長期化すると見込まれる。

25 年内の追加利下げ回数を考えてみると、雇用を下支えする観点や、リスクマネジメントとしての利下げが必要と思われることから 10 月 FOMC (28、29 日) で再度 25bp 利下げをすると見込まれる。一方で、複数の FOMC 参加者が指摘するように、インフレ率の高止まりに対しても警戒する必要がある、10 月 FOMC 後はしばらく様子見する期間が必要と思われる。このため、現時点では、25 年内の利下げ回数は残り 1 回と想定する。この点について筆者は 9 月 FOMC 後に見通しを変更した。

なお、パウエル FRB 議長が言及するように、雇用の下振れとインフレ率の上振れから、米国経済や FRB は厳しい状況にあり、両者ともに上手く対応する方法はなくなっている。

歴史的、理論的な背景からは、雇用と物価のトレードオフに臨んで、究極的には FRB は物価を優先せざるを得ないと思われるが、今回は FRB の独立性の問題も絡んでいるため、先行きについては不確実性が依然として高い。



足元の米国経済の 状況把握について

さて、足元の米国経済は状況が複雑なため、ここでは今後の米国経済を見る上での考え方とシナリオを整理したい。現時点では雇用の減速が著しく注目を集めているが、雇用は一般的には遅行指数と考えられる。このため、労働市場の悪化よりも前に、明確に悪化した経済指標があまりないことに違和感がある。

この観点から私見では、足元の経済状況は以下の3通りの考え方で整理できる。すなわち、①労働市場の悪化は一過性である、②AIブームとトランプ政権による政策効果が大きく、今回の景気減速はこれまでとはパターンが大きく異なる、③雇用は依然として遅行指数ではあるものの、経済指標としては確認できない（確認しづらい）重要な要素がすでに大幅に悪化している。

現時点では、最も妥当性があるシナリオを断定することはできないが、筆者としては②と③が混在した状況と考える。経済統計の公表が進むにつれて各シナリオの正否や解像度が上がり、整理するための新しい枠組みも考えられるようになるだろう。

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9月2日、欧州債などの利回り上昇につられて米長期金利（10年債利回り）は前営業日から3bp上昇の4.26%となった。以降は、労働市場の悪化を示すデータを消化する過程で金利は低下し、雇用統計の悪化を受けた5日は4.07%まで低下した。その後はしばらく、4%台での取引が続いた。17日は、FOMC後の記者会見にお

けるパウエル FRB 議長の発言がややタカ派的に解釈されたことで、前日比 6bp 上昇の 4.09% となった。以降は、4.1% を中心とした取引となり、8 月末と比べて、10bp 程度の低下となった。

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ため、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、長期金利は低下傾向ではあるものの、引き続き低下余地は限定的と予想する。



株式市場：上昇継続を予想

株式市場は、トランプ政権による 4 月 2 日の相互関税発表で急落した後、関税の延期や免除、各国との交渉の継続姿勢などが好感され株価は徐々に回復してきた。ダウ平均は 6 月末に 44,000 ドルを回復した後、7 月は概ね横ばいとなった。8 月以降は、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再び上昇基調となり、最高値更新が続いた。足元では 46,000 ドル台で推移している。

先行きについては、旺盛な AI 関連投資と半導体需要が続くと見込まれることや、小幅ながら長期金利が低下すると思われることから、ダウ平均は上昇が継続すると予想する。

(25.9.25 現在)