

経済金融 ウォッチ

2025年11月号

国内		1
米国		11
中国		19



「責任ある積極財政」を掲げる高市新内閣

～マーケットでは株高・円安が進行～

南 武志

要旨

トランプ関税によって自動車を中心に米国向け輸出が減少しているが、円安効果によって米国向け以外の輸出は底堅く推移している。一方、労働力不足を背景に、賃上げが継続しているが、コメなど食料品を中心に物価は高止まり状態であり、実質賃金は減少し、消費も鈍さが残る。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が輸出や設備投資等に出てくる可能性もある。日本経済はしばらく低成長状態が続くだろう。

こうしたなか、「強い経済」の構築に向けて「責任ある積極財政」を行うとする高市早苗氏が新首相に就任、株高・円安が進んだ。一方、新内閣の発足直後ということもあり、追加利上げは遠のいたとの見方も浮上している。しかしながら、国債増発懸念が強まるなか、長期金利には上昇圧力がかかっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2025年		2026年		
		10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 (%)		0.477	0.45～0.80	0.45～0.80	0.45～0.80	0.45～0.80
国債利回り	20年債 (%)	2.610	2.45～2.85	2.45～2.85	2.45～2.85	2.45～2.85
	10年債 (%)	1.665	1.45～1.85	1.45～1.85	1.45～1.85	1.45～1.85
	5年債 (%)	1.230	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)	153.0	135～155	130～150	127～147	127～147
	対ユーロ (円/ユーロ)	177.8	160～180	155～175	150～170	150～170
日経平均株価 (円)		50,512	49,000±3,000	49,000±3,000	50,500±3,000	51,000±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)

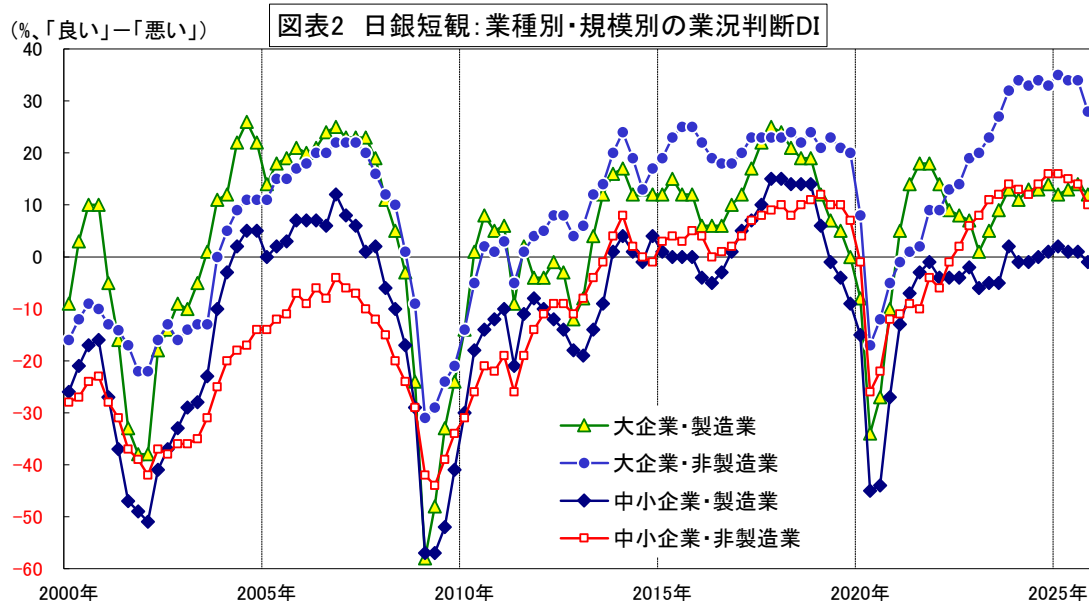
(注) 実績は2025年10月27日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

第104代首相に高市早苗氏が選出

2024年10月の首相就任以来、2度の国政選挙に敗北し、衆参両院で少数与党を余儀なくされたことの責任を取って、石破首相は9月7日に退陣を表明した。これを受けて、10月4日に自由民主党総裁選挙が行われたが、3度目の挑戦だった高市早苗氏が勝利した。その直後、公明党が「政治とカネ」の問題を巡って連立政権を離脱、新たな連立構想を巡る多数派工作が行われた結果、国会議員の定数削減や社会保障改革、副首都構想などを掲げる日本維新の会が自民党と新たに連立を組むことに合意した。一方、食料品への消費税を2年間ゼロにすること、さらに企業・団体献金の禁止などについては事実上先送りされ、閣外協力という格好となった。これによって21日に召集さ

れた臨時国会で高市氏が第 104 代内閣総理大臣に指名された。

24 日には所信表明演説が行われ、「強い経済」を構築するため、「責任ある積極財政」の考え方の下、戦略的に財政出動を行い、これにより、所得を増やし、消費マインドを改善し、事業収益が上がり、税率を上げずとも税収を増加させることを目指すとの考えを示した。こうした道筋を通じ、成長率の範囲内に債務残高の伸び率を抑え、政府債務残高の対 GDP 比を引き下げていくことで、財政の持続可能性を実現し、マーケットからの信認を確保していく方針である。なお、喫緊の課題として物価高対策に迅速に取り組むとしており、ガソリン税・軽油取引税の暫定税率の廃止や今冬も電気・ガス料金の支援などを行う考えを示した。12 月上旬をめどに補正予算案を提出し、野党の協力を得て 17 日の会期末までに成立させる方針だが、難航する可能性も否定できない。



(資料)日本銀行 (注)各系列の最後の値は直近調査時点での先行き予想値。

企業の景況感は底堅い

以下、足元の国内景気動向について確認したい。日銀短観 9 月調査によれば、代表的な大企業製造業の業況判断DIは 14 と、6 月調査 (13) から+1 ポイントと 2 期連続で改善した。一方の同・非製造業は 34 で、6 月調査と変わらずだった。先行きについては、製造業が今回から▲2 ポイント、非製造業も同▲6 ポイントと、いずれも悪化見通しである。しかしながら、トランプ関税の影響は想定したほど強くなく、限定的といえる。

また、25 年度の企業業績は製造業・非製造業ともに増収なが

夏場にかけて景気は足踏み

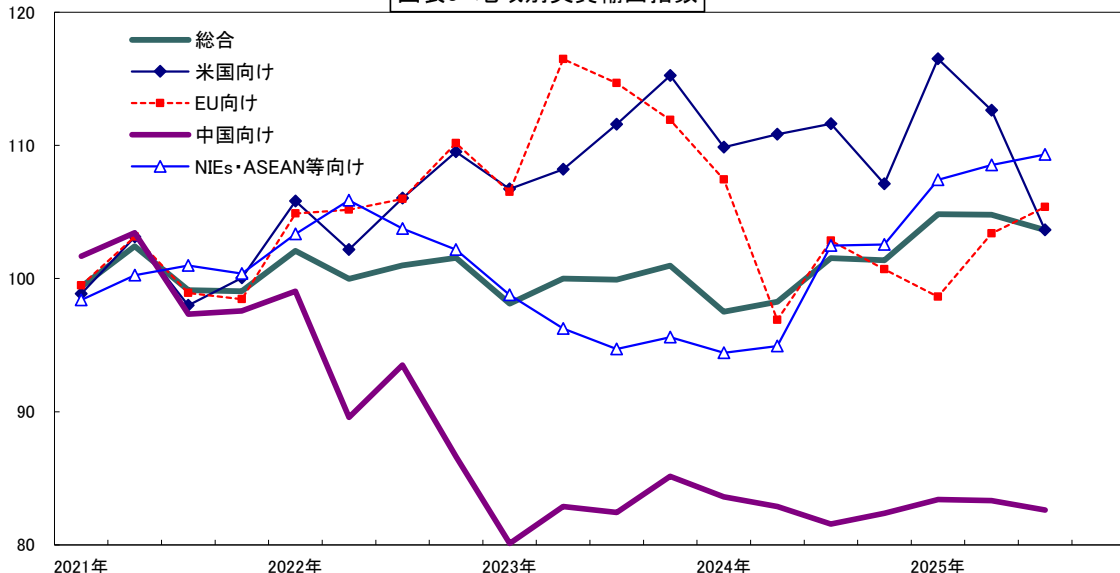
らも減益との見通しが維持された。製造業では25年度は上期・下期ともに減益、非製造業では下期に減益に転じる予想である。一方で、設備投資計画（ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除く、金融機関・持株会社等を含む全産業）は前年度比10.4%へさらに上方修正されるなど、設備投資マインドは健在なままであった。

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。9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5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19か月、13か月）。一方、S&Pグローバル日本PMI（10月）では、製造業は4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7か月連続の50超と、業種によって乖離が目立つ。

一方、リアル統計は弱い。8月の景気動向指数・CI一致指数は前月から▲1.3ポイントと2か月連続で悪化、24年2月以来の低水準となった。基調判断は「下げ止まり」で据え置かれたが、25年2月を直近ピークの25年2月から4.3ポイントも水準が低い。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」（8月）も前月から▲0.3ポイントと2か月連続の低下と、直近は弱含みとなっている。

(2021年=100)

図表3 地域別実質輸出指数



(資料)日本銀行

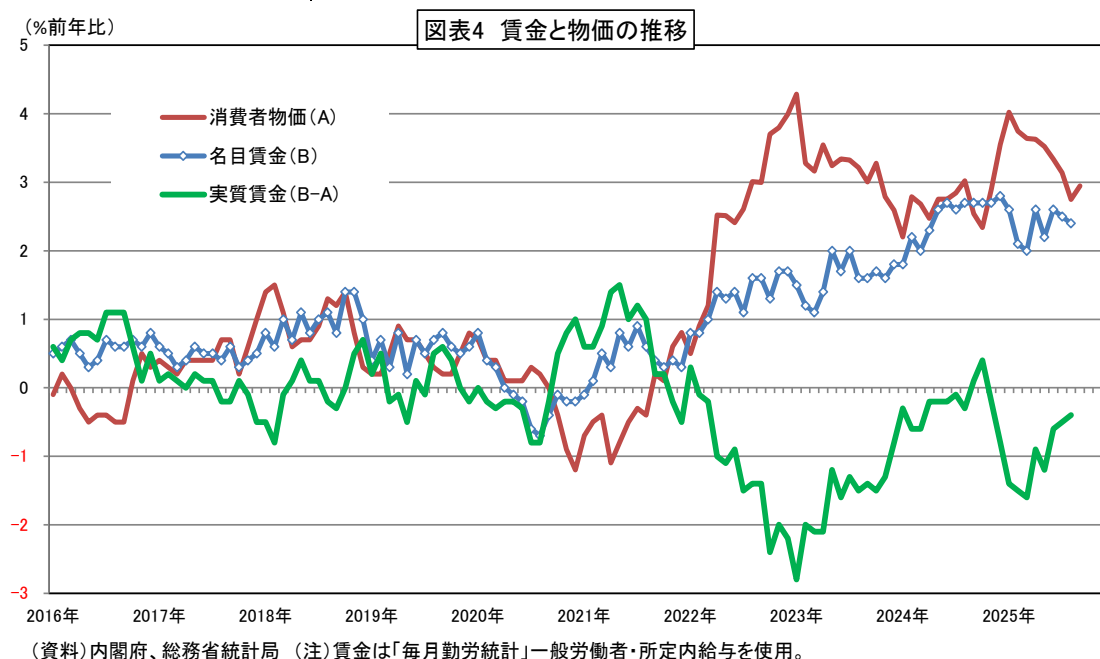
米国向け輸出は減少したが、米国以外は円

25年度入り後はトランプ関税が製造業生産や輸出に悪影響が及ぶとの懸念が続いている。9月の貿易統計によれば、米国

安効果もあり底堅い

向け輸出は前年比▲13.3%と6か月連続の減少（かつ5か月連続の二桁減）であり、主力の自動車（同▲24.2%）を中心に下押し圧力がかかっている様子が見て取れる。一方で、足元の円安進行によってEU向けやアジア向けで輸出価格が上昇したことで、輸出金額が膨んだ結果、全体では同4.2%と5か月ぶりの増加となった。

また、8月の鉱工業生産も前月比▲1.5%と2か月連続で低下、自動車工業などに低調さが確認できる。足元の設備投資関連指標も足踏みがみられる。8月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲0.9%と2か月連続で減少、基調判断は「持ち直しの動きに足踏みがみられる」へ下方修正された。



実質賃金の減少継続、 非耐久財中心に消費 も鈍い

8月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比1.3%、このうち一般労働者の所定内給与は同2.4%と、大企業・中堅企業の夏季賞与支給月にあたる6、7月からは鈍化したとはいえ、ともに増加基調を維持している。しかし、物価高止まりの影響で実質賃金は減少傾向が続いている。現金給与総額ベースで同▲1.4%と2か月ぶり、一般労働者の所定内給与ベースも同▲0.4%と10か月連続で、ともに下落するなど、なかなかプラス転換が見えてこない。

こうした状況もあり、夏場にかけて消費関連指標は冴えない動きが続いた。8月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は前月比▲0.4%と2か月連続で低下した。サービス消

経済見通し：しばらくは低成長状態

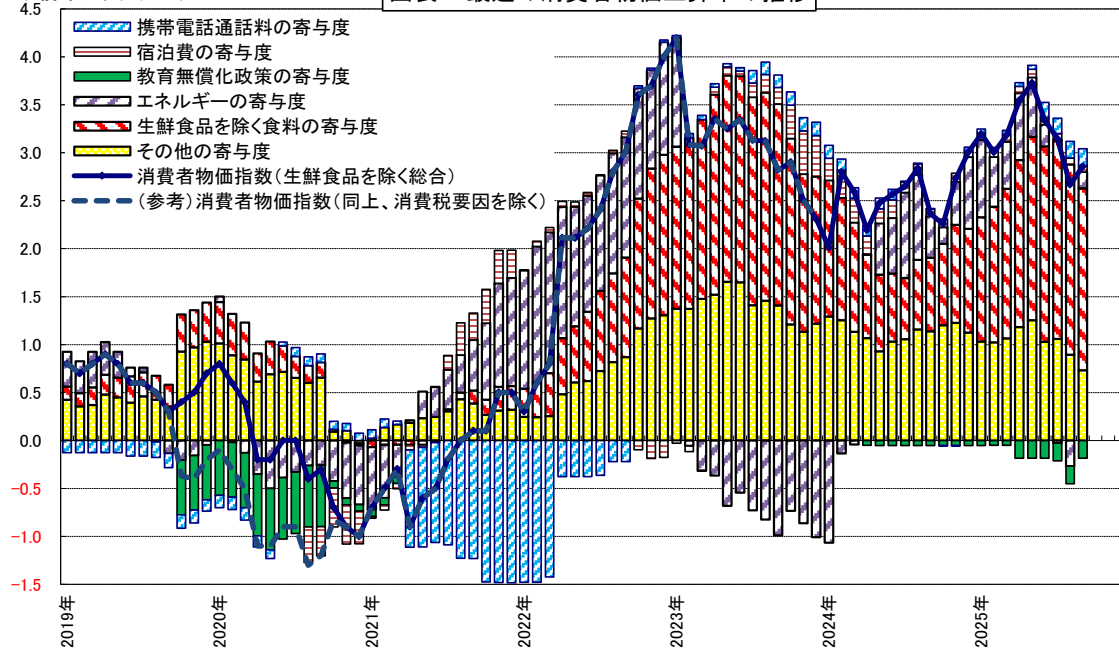
費は小幅ながらも2か月連続で上昇したが、非耐久財を中心に財消費は弱含んだ。なお、8月の総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）については同0.2%と持ち直し基調ながらも、消費税率10%への引き上げ前の水準まで戻っていない。

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、サービス以外の消費活動が停滞したほか、設備投資も弱含んだ。さらに、トランプ関税の影響によって輸出数量も伸び悩んだことから、経済成長率は6期ぶりのマイナスと予想する。

一方で、労働力不足を背景に、賃金上昇率は徐々に高まりつつあることから、後述の通り、25年度下期にかけて物価沈静化が進めば、実質賃金の前年比プラスが定着するとみられる。そうなれば、民間消費の回復基調が明確になる可能性がある。一方、トランプ関税によって米国向け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とみられる。日本経済はしばらく低成長状態が続くと予想される。

(%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

物価動向：全国コアCPIは前年比2.9%へ再加速

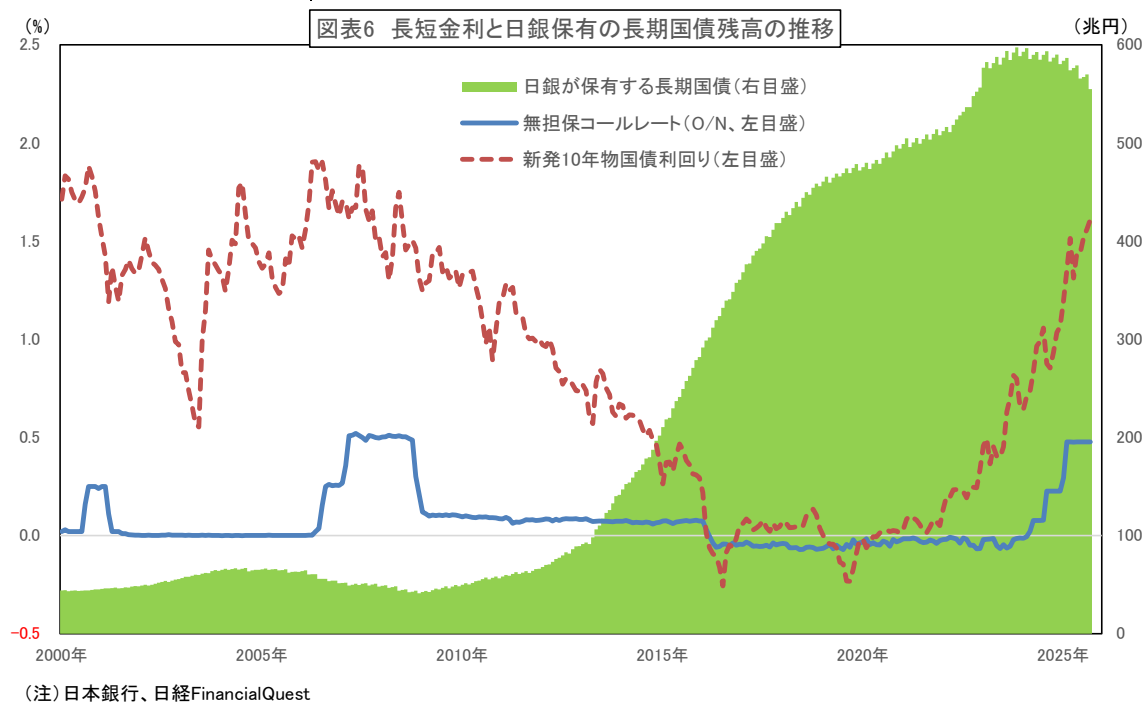
9月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比2.9%と4か月ぶりに上昇率が拡大した。注目のコメ価格は同49.1%と相変わらず高い上昇率ではあるが、ベース効果が一巡しつつあり、上昇率の押し下げに寄与している。一方で、電気・ガス料金（電気・ガス料金負担軽減支援事業）の負

物価見通し：25年度末には2%近くまで鈍化と予想

担軽減措置の規模が前年同月（酷暑乗り切り緊急支援）よりも小さいため、エネルギーは再び上昇に転じ、コアCPIの再加速につながった。

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3.0%と8月（同3.3%）から鈍化したほか、一般サービスは同1.9%、宿泊費を除くベースで同1.7%と、ベース部分の物価上昇が続いている様子が確認できる。

先行きについては、前年の物価高対策（電気・ガス料金の負担軽減措置）の反動が出ることもあり、少なくとも11月分までエネルギーは物価押し上げ要因になりそうだ。とはいえ、足元の原油価格は前年よりも低いほか、最近のOPECプラスの増産方針などを踏まえると、エネルギー価格そのものは今後とも弱含みで推移するだろう。さらに、代替財源の問題が残るものの、ガソリン税・軽油取引税の暫定税率が廃止されれば、物価押し下げ効果が期待できる。また、コメについても引き続きベース効果が剥落していくことになる。為替レートも米国の利下げが現実味を増せば円安が抑制され、物価鈍化に寄与する可能性がある。25年度下期にかけて物価上昇率は縮小、年度末には2%近くとなるだろう。



金融政策：日銀は利上げ継続方針を

日本銀行は24年3月に異次元緩和を解除して以降、同年7月、25年1月と、2回の利上げを実施した。また、長期国債の

維持

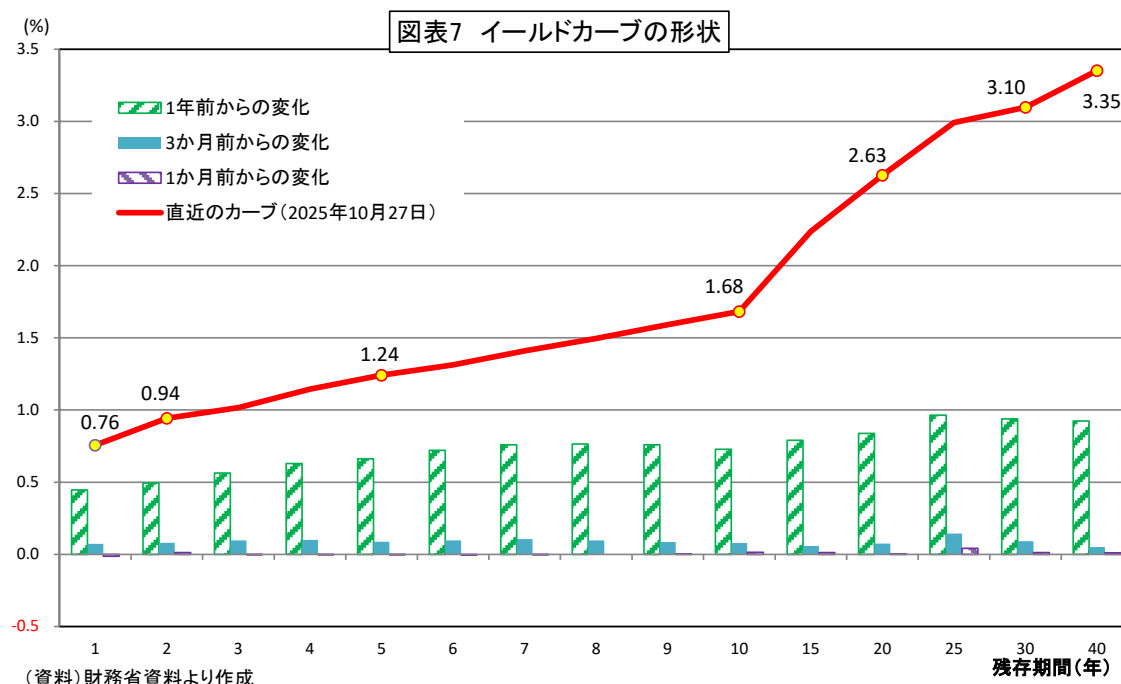
高市内閣は緩和的な金融環境を求めているが、年内利上げの可能性も

買入れ額の減額に加え、25年9月にはETF・J-REITの売却も準備が整い次第開始することも決定、政策正常化を進めてきた。

さて、日銀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、「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繰り返している。

トランプ関税の影響や米国経済の情勢などを確認する必要があるとはいえ、上述の通り、経済・物価情勢は概ね日銀の想定通りに推移しているとみられるほか、前回利上げから9か月が経過したこともあり、利上げの機は熟したとの意見も少なくない。

とはいえ、発足間もない高市政権が「強い経済」構築を目指す上で、緩和的な金融環境を求めていることは想像に難くない。それゆえ、10月会合で利上げを決定する可能性は小さいと思われる。とはいえ、日銀が政策正常化を進めることができないと、円安圧力が熾り、物価上昇圧力がかかり続ける。それは物価高への対応を続ける政府にとって不都合な状況ともいえる。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から、近い将来、早ければ年内にも追加利上げに踏み切る可能性があると予想する。



金融市場：現状・見通し・注目点

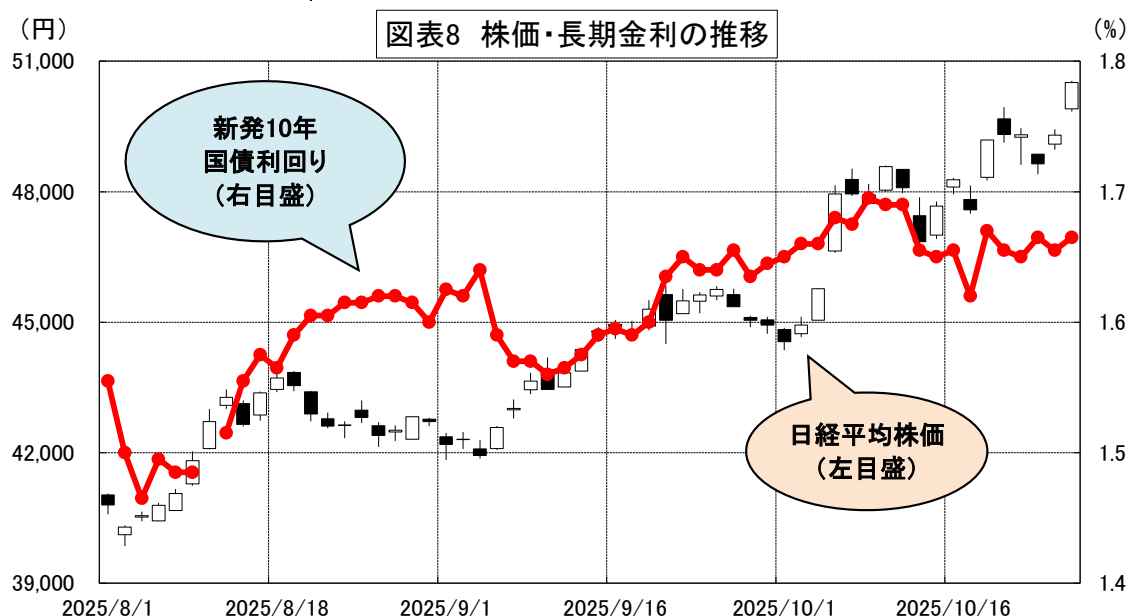
早期利上げ観測は後退したが、長期金利は1.6%台で推移

米国の政府機関閉鎖の影響により、経済・物価情勢を探ることが困難となるなか、米国では利下げ観測が強まっている。また、国内でも高市内閣の経済政策運営への期待が高まり、日米の株式市場は史上最高値を更新した。一方、日銀の利上げは後ずれするとの見方から円安圧力が高まった。

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。

① 債券市場

5月下旬にかけて、米長期金利の上昇や参院選を控えた財政支出拡大への警戒感から、長期金利（新発10年物国債利回り）は一時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マーケットには一旦安心感が広がり、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ことが現実味を帯びたほか、日銀の追加利上げ観測が浮上したことで、長期金利には断続的に上昇圧力がかかった。一方、10月上旬に高市氏が自民党総裁に選出された後は、日銀の早期利上げ観測が後退し、長期金利は1.6%台半ばで推移している。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

長期金利には上昇圧力がかかりやすい

高市首相はアベノミクスの再現を目論んでいるとの見方から、日銀に対しては引き続き、緩和的な金融環境を継続するように求めるとの見方が根強い。とはいえ、10年前とは異なり、

日経平均株価は 50,000 円到達

円安圧力はなかなか 解消せず

足元はデフレではない状況となっており、行き過ぎた金融緩和は円安圧力につながり、輸入インフレをもたらすリスクもある。日銀は利上げ継続の姿勢を維持しており、近い将来、利上げに踏み切る可能性があるだろう。また、片山財務相は補正予算編成の財源について赤字国債発行を否定しない方針を示すなど、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。

② 株式市場

7 月 20 日投開票の参院選で連立与党が惨敗したことで、野党が求める消費税減税など拡張的な財政政策への期待感が高まったほか、日米関税交渉の合意（同 23 日）が好感され、7 月下旬には 42,065 円の史上最高値（当時）を更新した。8 月上旬には米雇用統計の悪化で 40,000 円を割る場面もあったが、国内景気の底堅さが好感され、8 月中旬には 43,876 円と史上最高値（同）を再び更新した。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、株価は 45,000 円台にのせた。さらに、高市内閣の経済政策運営への期待感にくわえ、米中貿易摩擦への懸念が後退したことで、10 月 27 日は株価は初の 50,000 円台に到達した。

先行きを展望すると、高市内閣の物価高対策への期待感強いものの、実際にその効果が出るのは早くとも年明け以降となるとみられる。積極財政への期待は強いものの、25 年度は製造業・非製造業ともに減益予想であり、かつこれまでの上昇ペースが速すぎることから、株価は一旦は調整する場面が予想される。

③ 外国為替市場

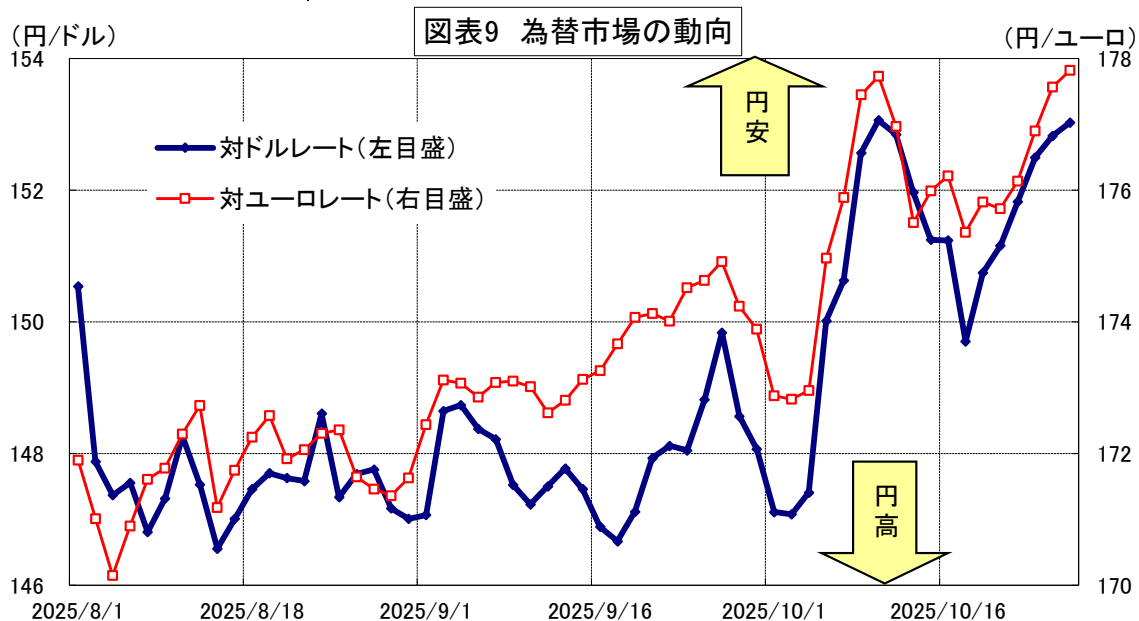
7 月中は 140 円台半ばから後半で推移したドル円レートであったが、8 月初めには政局流動化リスクなどから円安圧力が高まり、一時 4 か月ぶりの 150 円台となった。その後、10 月初頭にかけては、日米の金融政策運営などを材料に 147 円前後で推移した。しかし、高市氏が自民党総裁に選出されたことで日銀の利上げは後ずれするとの見方が広がり、円安が進行、足元は再び 150 円台前半で推移している。

先行きについては、米国の利下げ継続見通しもあり、日米金利差は縮小するとの観測が根強いものの、日銀の利上げが後ずれするとの見方が根強く、しばらく円安状態は続くだろう。

ユーロ高が進行

欧州中央銀行（ECB）は、25 年 6 月に利下げを決定してから
は政策金利を据え置いている。インフレは沈静化しており、マ
ーケットでもこれ以上利下げをする必要はないとの見方が大
勢である。

こうしたなか、ユーロの対円レートはユーロ高気味に推移し
ており、足元は 1 ユーロ＝177 円と過去最高値圏での推移とな
っている。日銀の追加利上げが現実味を増すまでは、円安状態
が続く可能性があるだろう。



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

（25. 10. 27 現在）

労働市場の急減速は回避できている印象

～連邦政府機関閉鎖で暗中模索～

佐古 佳史

要旨

連邦政府機関が閉鎖されている影響から、100万人超の連邦政府職員が給与の支給を停止されていることに加えて、雇用統計などの経済指標が発表されない事態となっている。

地区連銀報告書やその他の経済指標とあわせて考えると、9月から10月前半にかけて、労働市場の急減速は回避できている印象を受ける。また、個人消費も底堅く推移している。

こうしたなか、インフレ率は高止まりしているものの、急加速は免れており、10月FOMCでのさらなる利下げが正当化される見込みとなった。バランスシート縮小についても何らかの発表があると思われる。

7年ぶりの政府機関閉鎖

連邦議会がつなぎ予算を可決できなかったため、10月1日より7年ぶりに連邦政府機関が閉鎖されている。民主党は医療保険制度改革法（オバマケア）の補助金継続や低所得者向け公的医療保険（メディケイド）予算削減の撤回などを求めて、共和党と対立しており、協議が難航している。この影響で、100万人を超える連邦政府職員が給与の支給を停止されている。こうした民主党の要求は、7月4日に成立した「1つの大きな美しい法案（OBBBA、いわゆるトランプ減税2.0）」の狙いを挫くこととなるため、両党の妥協点を探すのは難しい。政府機関閉鎖が長期化している一因といえる。

米政府が公表する経済統計の発表も延期されており、10月は雇用統計などの重要な経済指標が確認できていない。

対中追加関税は撤廃する方針

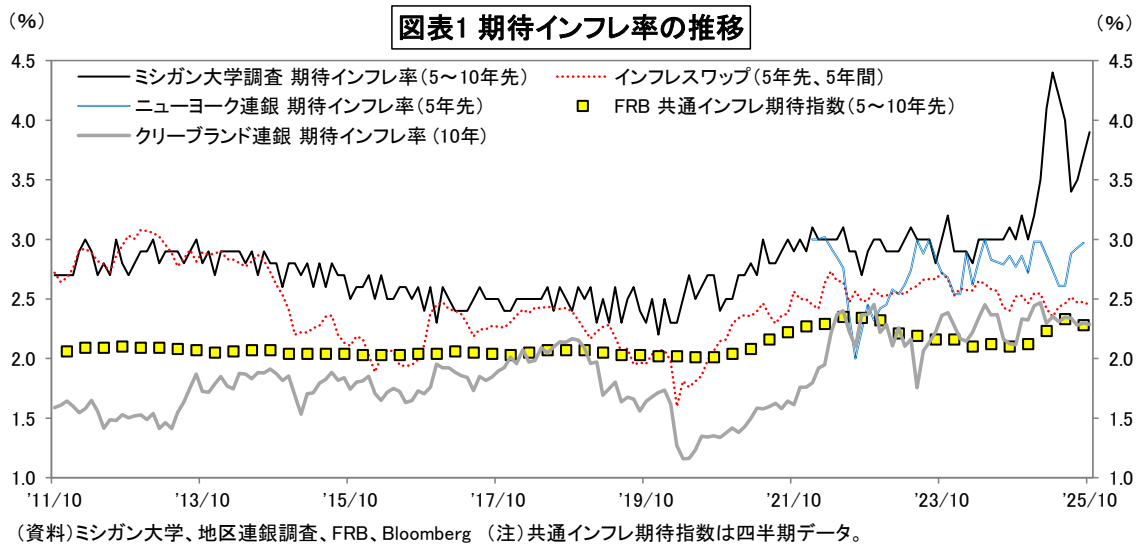
足元のトランプ政権の通商政策を確認すると、中国のレアアース輸出規制に反発する形で対中100%の追加関税の導入が検討されていたが、レアアースの輸出規制が1年間延期されたことを受け、追加関税も撤廃する方針となった。一方で、米国製ソフトウェアと関連商品の中国への輸出規制は、依然として検討されている。

また、トランプ政権大統領は25日、カナダ・オンタリオ州の広告に反発する形で、カナダ製品への10%の追加関税を検討するとSNSに投稿した。加えて、11月1日から中・大型トラック、トラック部品へ25%の追加関税が賦課される。なお、貿易統計

不安定な期待インフレ率

が未発表なため、平均関税率などは確認できていない。

続いて期待インフレ率の動きを確認すると、9月のニューヨーク連銀調査（7日公表）では、1年先期待インフレ率が前月比0.2ポイント上昇の3.4%、5年先は同0.1ポイント上昇の3.0%となった。3年先は変わらずの3.0%であった。また、10月のミシガン大学調査（確報値、24日公表）では、1年先は同0.1ポイント低下の4.6%、長期は同0.2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。

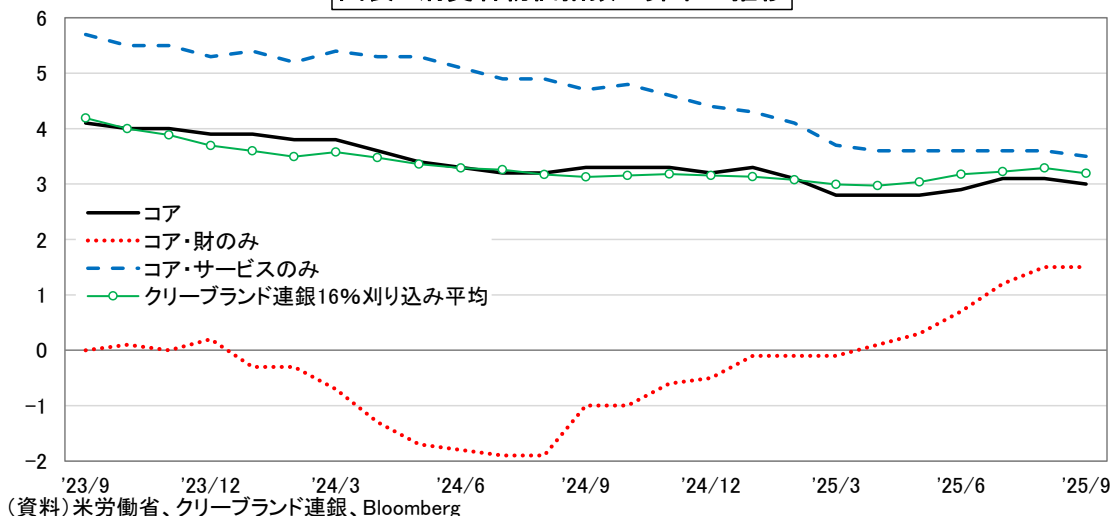


急加速は回避できているインフレ率

9月の消費者物価指数（CPI、24日公表）を確認すると、総合が前年比3.0%（前月比0.3%）、食料とエネルギーを除くコアは同3.0%（同0.2%）となった。関税の影響もあり財のインフレ率は加速気味ではあるが、全体的には前年比3%前後での推移となっている。インフレ率は高止まりしているものの急加速していないため、現在行われている政策金利調整の継続が正当化されそう。なお、生産者物価指数は未発表。10月前半の経済状況をまとめた地区連銀経済報告書（ページブック）によると、関税によるコスト上昇はあるものの、価格転嫁の度合いはまちまちであると報告された。

(%、前年比)

図表2 消費者物価指数上昇率の推移



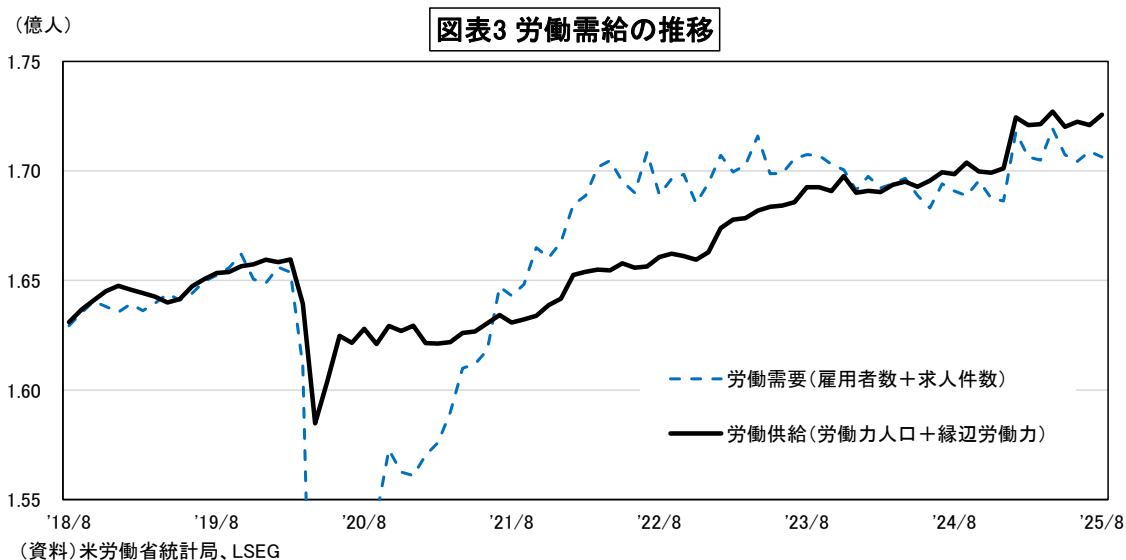
労働市場：急減速 は回避できている 印象

9月の雇用統計が未発表なため、労働市場の実態については、不透明と言わざるを得ない。

公表されている統計を確認すると、8月の求人労働異動調査では、求人数は前月から19.0万人増の722.7万人となり、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））は変わらずの4.3%、自発的な離職率は0.1ポイント低下の1.9%となった。求人数と失業者数の比率をみると、8月は職を選ばなければ1人の失業者に対して0.98倍の求人が確認された。同比率は低下傾向となっている。

9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」は同2.5ポイント上昇の47.4%となった。同指数は8月に統計開始以来の最低値である44.9%を記録した。一方で、「1年以内に失業する確率」は同0.4ポイント上昇の14.9%、「1年後の失業率が今より高くなる確率」は同2.0ポイント上昇の41.1%となり、いずれも労働市場の悪化を印象付けた。なお、ベージュブックでは雇用水準は安定していると報告された。

雇用者数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すると、25年8月時点では16か月連続で、供給超となっている。

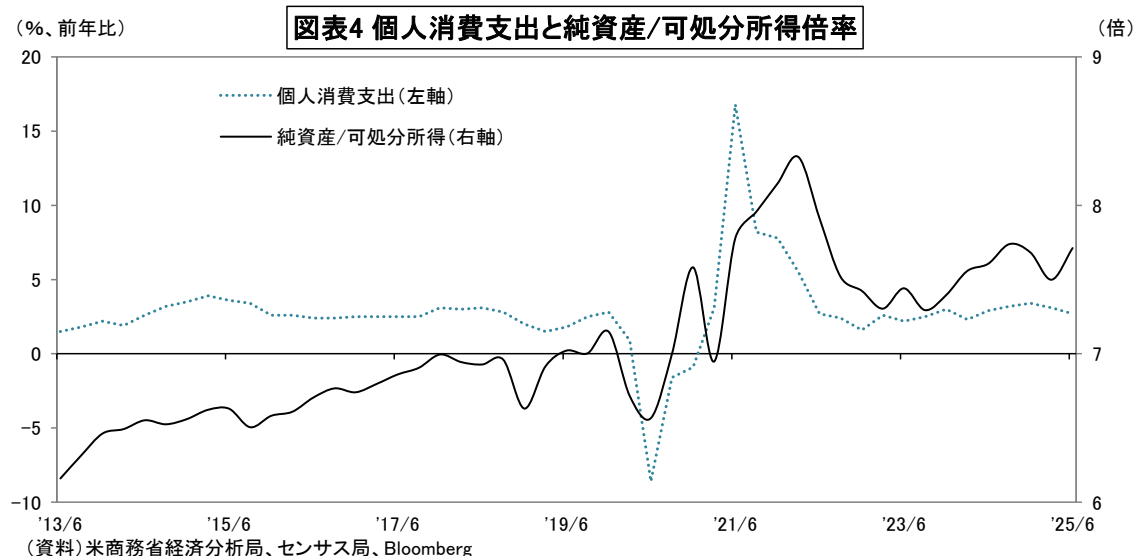


底堅い個人消費

個人消費をみると、8月の実質個人消費支出のうち、財消費は前月比 0.7%（前年比 4.2%）、サービス消費は同 0.2%（同 2.1%）、全体としては同 0.4%（同 2.7%）となり、前月比でみれば3か月連続で増加し底堅い内容となった。

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、消費拡大効果は限定的だろう。足元の、労働市場の急速な悪化や自動車ローン市場の悪化などが、消費の減速とあまり連動していない一因と考えられる。

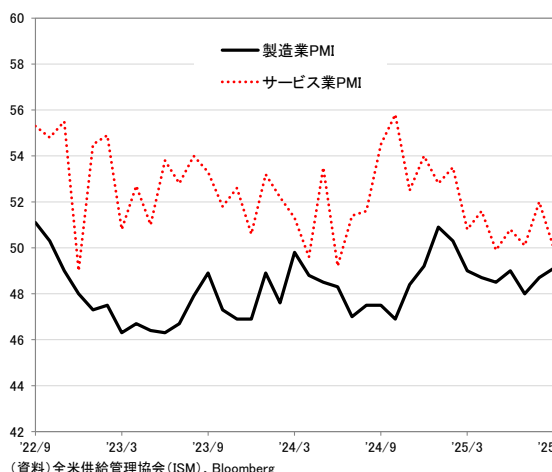
なお、ベージュブックでは個人消費がわずかに減少した（inched down）と報告された。



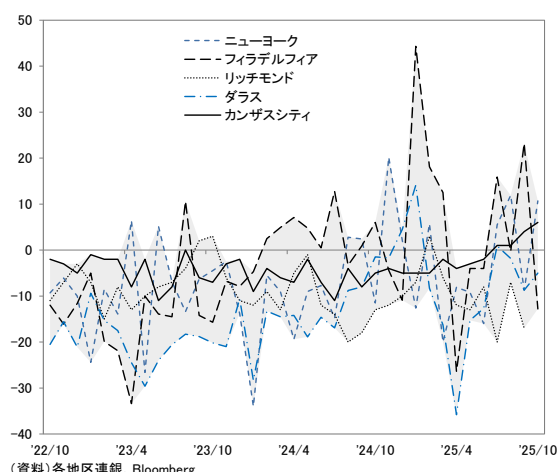
引き続き雇用の減速 が警戒される ISM 指数

9月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から+0.4ポイントの49.1%と、判断基準となる50%を7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▲2.0ポイントの50.0%と方向感を欠いた。全体としては、景気減速懸念が強まった。価格指数については、製造業が同▲1.8ポイントの61.9%、サービス業は同+0.2ポイントの69.4%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+1.5ポイントの45.3%と8か月連続で縮小傾向を示唆し、サービス業も同+0.7ポイントの47.2%と4か月連続で縮小傾向となった。全体としては、ISM景況指数からは企業部門の成長と雇用の減速が警戒される。

図表5 ISM景況感指数の推移



図表6 地区連銀製造業景況指数



景気の先行き：底 堅さが維持できる 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から判断すると、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、TaxFoundation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一方で、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、景気の底堅さが維持できそうだ。

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、前年比でみて0.2~0.3ポイント程度の上昇圧力となっ

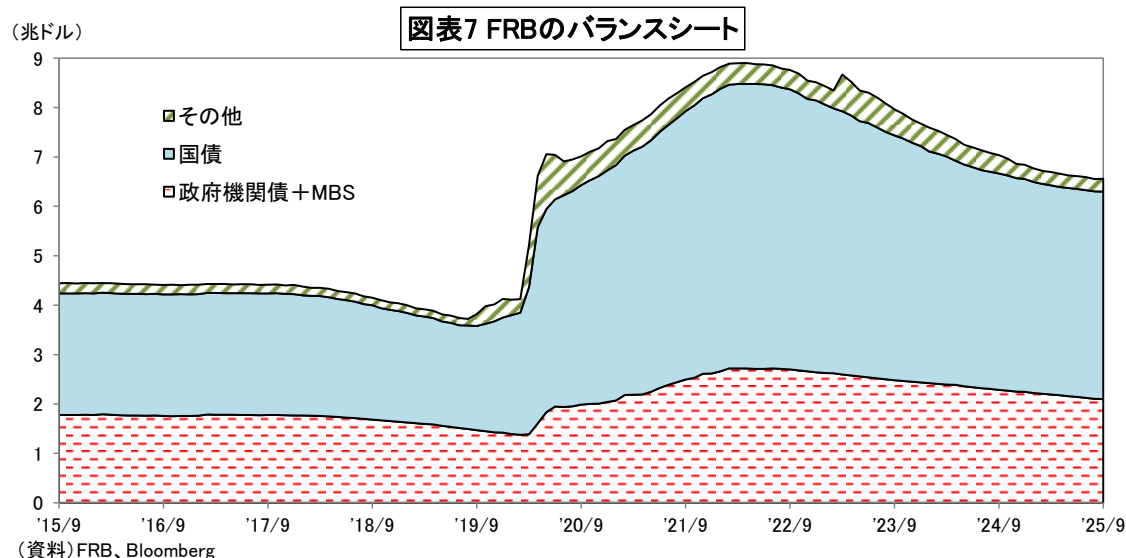
追加利下げが予想される10月FOMC

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。

9月CPIが前年比3%程度で抑制されていたと考えられることから、10月FOMC（28、29日）では再度25bp利下げを決定し、金融引き締め具合を調整することが見込まれる。

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る期間が必要ではないだろうか。また、現在検討されているバランスシート縮小停止についても、新たな発表がありそうだ。

10月FOMCについては、別途レポートを執筆する予定である。



長期金利：小幅な低下基調が続く予想

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では10月10日、トランプ大統領が100%の対中追加関税を示唆したことで、通商摩擦への警戒感が強まり、米長期金利(10年債利回り)は10bp低下の4.03%となった。その後も通商摩擦が激化する様相を呈したことで、16日は3.98%まで低下した。しかし、20日ごろからは、そうした不安感が徐々に和らいだことで、長期金利はおおむね横ばいでの推移となった。

先行きについて考えてみると、利下げ局面ではあるものの、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いう現在の環境が継続すると思われることから、長期金利は小幅な低下基調が続くと予想する。この3か月間は均してみれば1月あたり10bp程度の低下となった。



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。

10月10日に米中通商摩擦激化への警戒感が高まったことから、一旦45,000ドル台半ばへと下落した。その後は、中国製品に対する追加関税が撤回される見込みとなったことや好調な決算を消化するなかで、株価は回復基調となり、47,000ドル台半ばまで上昇した。主要株式指数の最高値更新が続いている。

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。

注意点としては、米国の証拠金負債残高が早いペースで増加しており、金融システム内でレバレッジが高まっている一つの証拠と考えられる。このため、一度AIについての期待値が剥落すると、株価の調整も大きいものとなりそうだ。

(%、前年比)

図表9 米国 Margin Debt(証拠金負債)の推移



(資料) Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)

(25. 10. 28 現在)

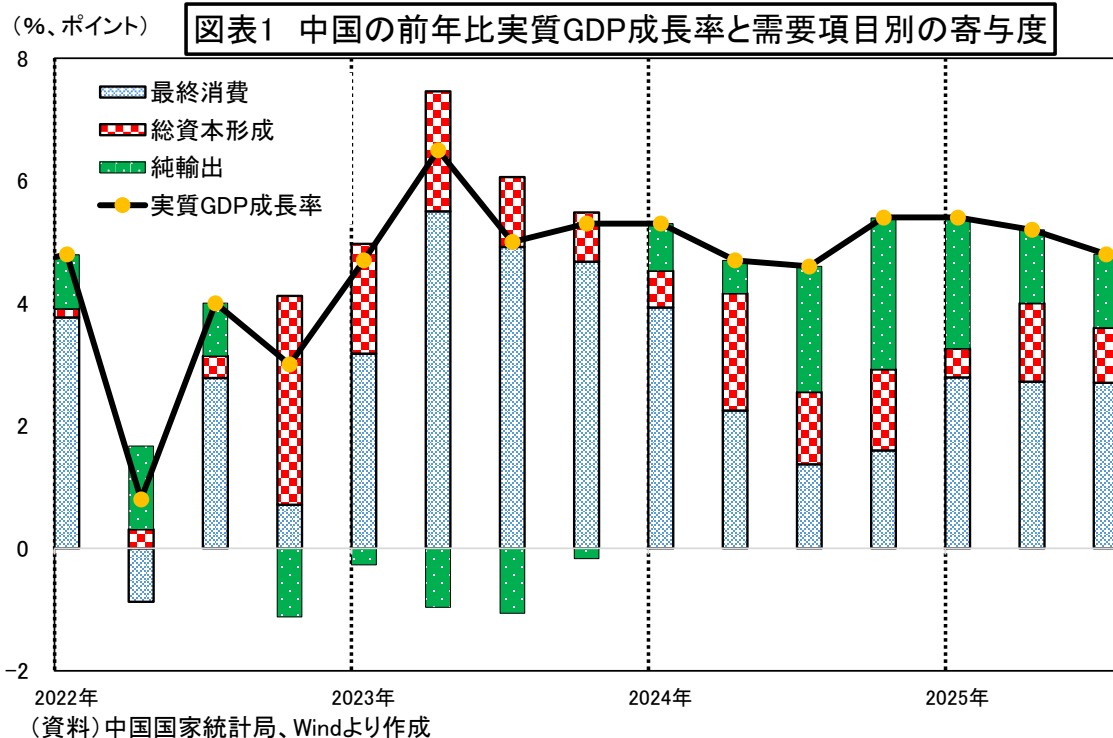
内需の低迷で減速した中国経済

～当面は経済対応策の効果を注視～

王 雷軒

要旨

輸出が比較的堅調に推移したものの、個人消費の弱さと投資の低迷などを背景に、25 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.8%と減速した。先行きについては、追加経済対策の効果でインフラ整備向け投資の回復が期待されるものの、個人消費が軟調に推移すると予想されることや、不動産業および建設業の好転が見込めないほか、輸出の下振れリスクも高いため、足元 10～12 月期の成長率はさらに鈍化する可能性がある。



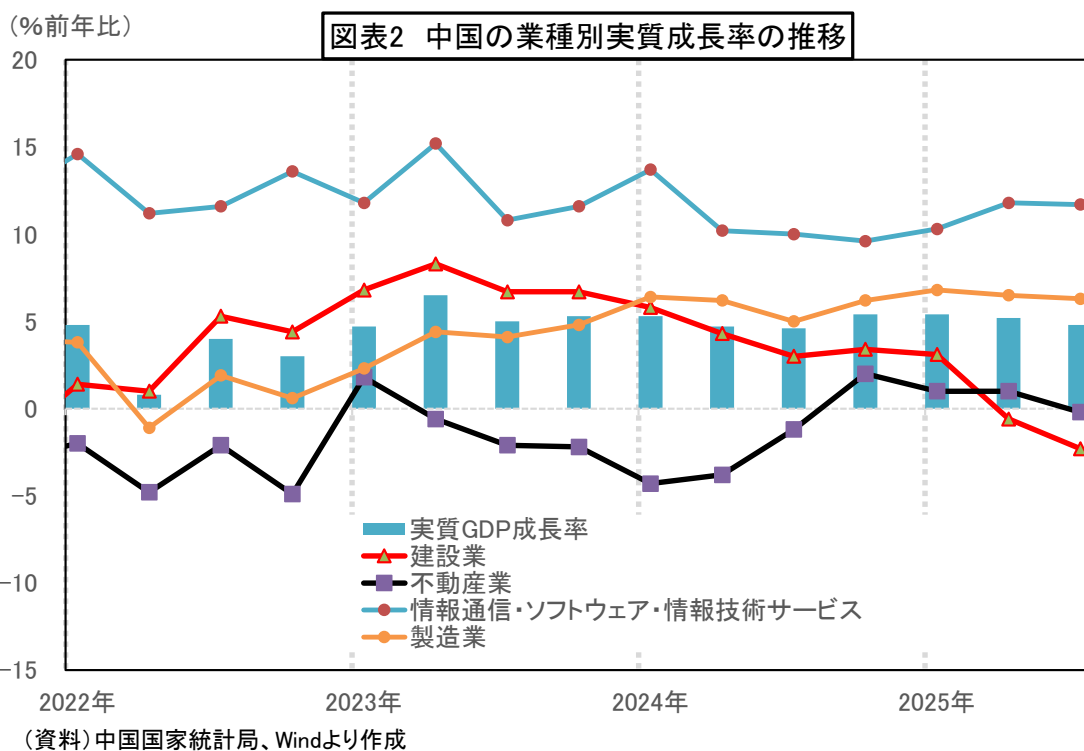
25 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.8%と減速

中国国家统计局が発表した 25 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.8%と 4～6 月期（同 5.2%）から 0.4 ポイント減速した（図表 1）。

この前年比 4.8%の成長率に対し需要項目別の寄与度をみると、最終消費は 2.7 ポイント、総資本形成は 0.9 ポイント、外需（純輸出）は 1.2 ポイントであった（図表 1）。最終消費は 7～9 月期の成長に最も寄与したが、純輸出も 7 期連続でプラスを維持し、総資本形成を上回る寄与となった。

また、名目 GDP 成長率は前年比 3.8%にとどまり、実質成長率を下回る「名実逆転」が 10 期連続で続いている。国民が経済成長を実感しにくい状況が続いている。

とはいえ、輸出が底堅く推移したことや、消費促進策によって個人消費が一定程度押し上げられたことから、実質 GDP 成長率の前期比は 1.1%と 4～6 月期（同 1.0%）から低水準ながらも小幅に加速した。さらに、1～3 月期は前年比 5.4%、4～6 月期は 5.2%であったため、25 年 1～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 5.2%となり、中国政府が掲げる「5%前後」という年間成長目標の範囲内に収まった。



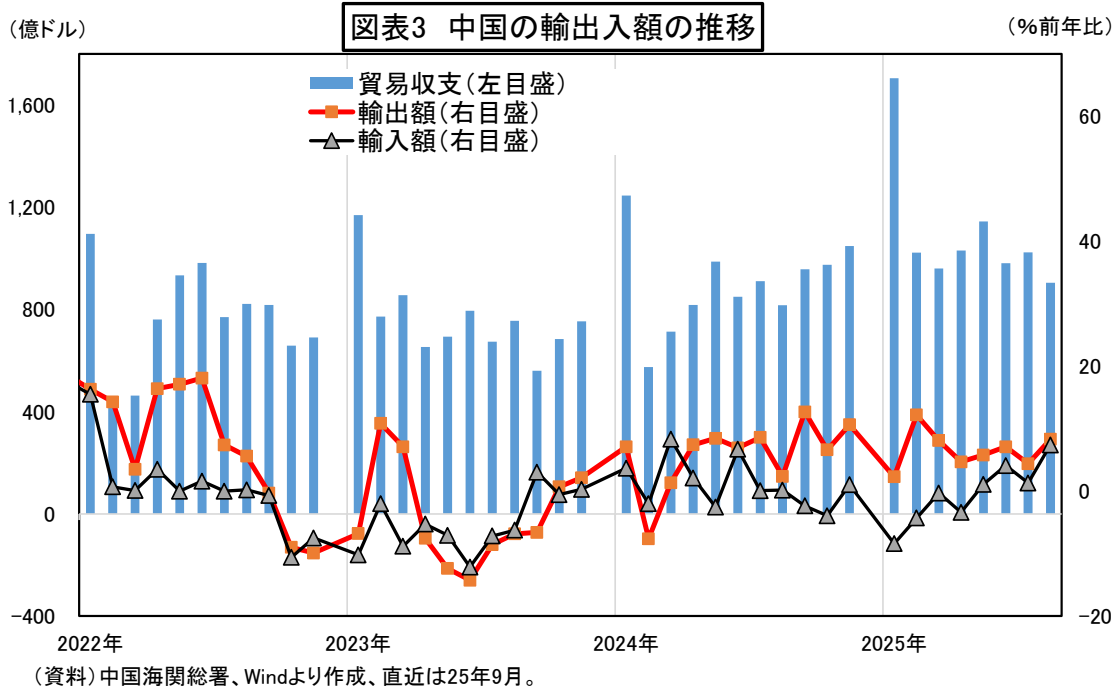
産業構造の調整過程で不動産業と建設業の低迷は成長の足かせ

成長が減速した背景には、①自動車や家電製品等の消費促進策により個人消費が一定程度押し上げられたものの、全体として依然低調に推移したこと、②地方財政の債務問題などの影響を受けてインフラ整備向け投資が大きく減速したこと、③不動産開発投資が一段と悪化したこと、が挙げられる。不動産業は前年比▲0.2%と再びマイナス成長に転じた。新規不動産開発投資の停滞や地方財政事情の厳しさなどを背景に建設業も同▲2.3%のマイナス成長となった（図表2）。

他方で、今回の成長を下支えした背景には、①輸出は、対米輸出が急減速したものの、輸出先の多角化や企業の自助努力な

どで比較的堅調に推移したこと、②輸出の底堅さもあり、鉱工業生産は好調だったこと、③AI や半導体関連への投資は大きく伸びたこと、が列挙される。実際、業種別の前年比実質成長率を確認すると、堅調な輸出や AI ブームを背景に製造業と情報通信・ソフトウェア・情報技術サービスはそれぞれ前年比 6.3%、同 11.7%といずれも実質 GDP 成長率（前掲の 4.8%）を上回っており、成長は堅調だった（図表 2）。

このように 25 年 7～9 月期の中国経済は減速したが、以下では、月次データ等から足元の景気動向を紹介したうえでその先行きを述べる。



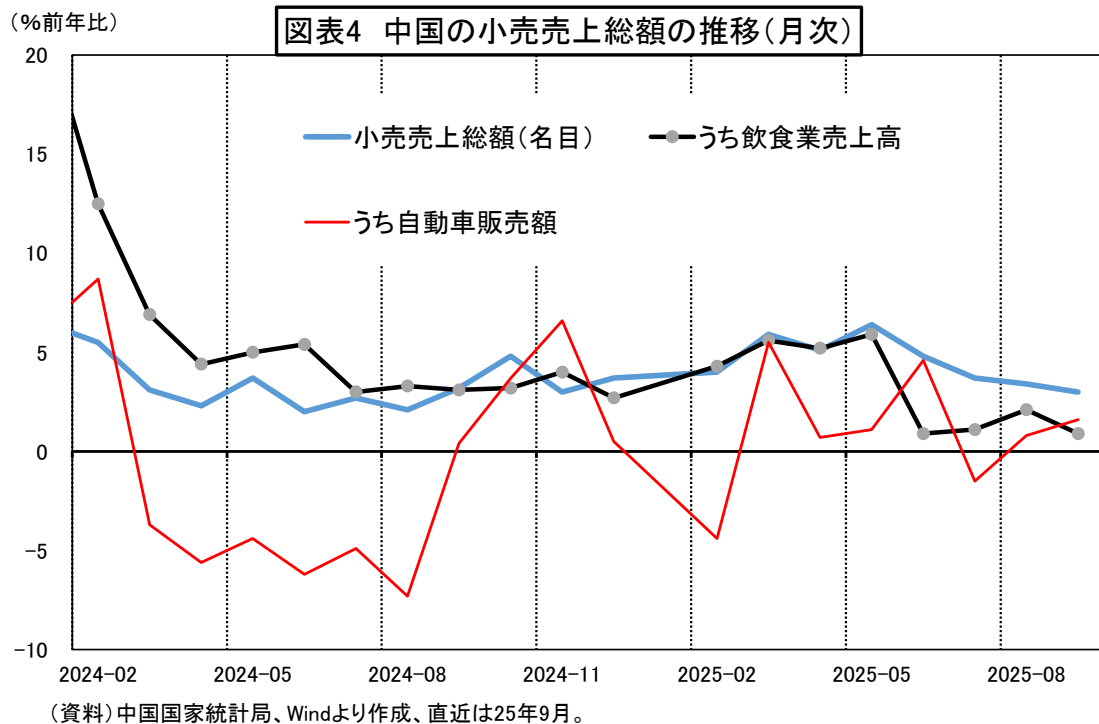
米国向けが急減したものの、アセアン向け等が大幅に増加したことで輸出全体は比較的堅調

相互の関税賦課の影響などにより、米中間の輸出入は大幅な減少が続いている。9 月の対米輸出額（ドル建て、速報）は前年比▲27.0%の 343 億ドルと減少幅が縮小したものの、6 か月連続での減少となった。また、対米輸入額も同▲16.1%の 115 億ドルと減少した。

一方で、対米輸出の大幅な減少を補ったのはアセアン、欧州、日本となっている。シンガポールやベトナムなどのアセアン向け輸出額は同 15.6%と 8 月（同 22.5%）から鈍化したものの、底堅く推移している。また、欧州向けは同 14.2%と 8 月（10.4%）から伸びが加速した。さらに日本向けも同 1.8%と 8 月（同 6.7%）から減速したものの、比較的堅調だった。

このように、アセアン、欧州、日本向け輸出が比較的堅調に推移したため、9月の輸出額全体は前年比8.3%の3,286億ドルとなり8月の4.4%から大きく加速した(図表3)。また、輸入額も同7.4%の2,381億ドルと8月(同1.3%)から大きく伸びた。輸出額から輸入額を差し引いた貿易黒字は905億ドルとなった。

中国輸出の先行きについては、マレーシアでの米中通商交渉(10月25~26日)で暫定的コンセンサスに達したが、トランプ関税や規制をめぐる不確実性が依然高いほか、他地域への輸出拡大が一服する可能性もあって、輸出は軟調に推移すると見込まれる。



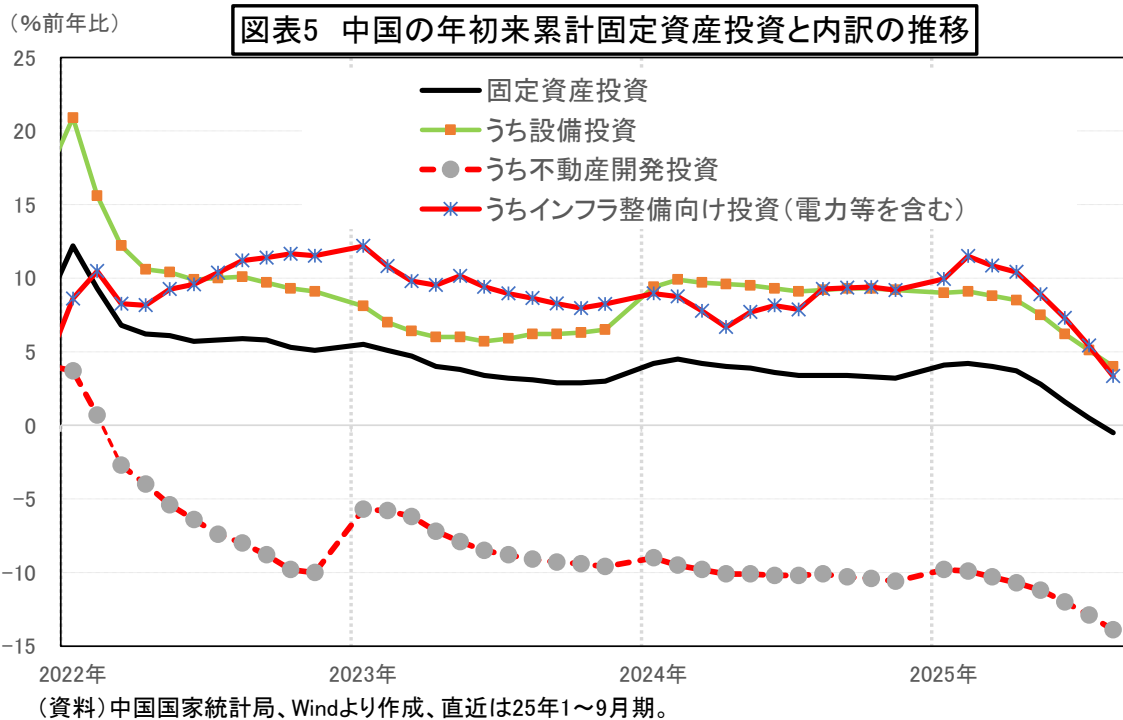
個人消費は弱まりつつある

個人消費に目を向けると、消費促進策が消費を押し上げる効果が薄れつつあるほか、雇用と所得をめぐる環境が依然として厳しいとみられることで消費回復の勢いは一服したとみられる。足元25年9月の小売売上総額は前年比3.0%と8月(同3.4%)からさらに減速した(図表4)。

内訳をみると、消費促進策の効果が徐々に弱まったため、家電・音響機器は同3.3%と伸び悩んでいる。また、レストランで提供される加工食品(預製菜)に対する品質や衛生面での懸念もあり、外食を控える動きがみられたため、飲食業の売上高

は同 0.9%と 8 月（同 2.1%）から大きく減速した。さらに、不動産市況の悪化により、建築・内装資材は同▲0.1%と前年割れが続いている。一方で、過度な値下げ競争を抑制する取組みの効果もあって、自動車販売額は同 1.6%と 2 か月連続でプラスを維持し、消費を下支えした。

先行きについては、所得や雇用をめぐる環境が依然として厳しく、消費者の節約志向が続くとみられるなか、耐久財の需要がおおむね満たされてきたこともあり、消費は当面軟調に推移する可能性が高い。

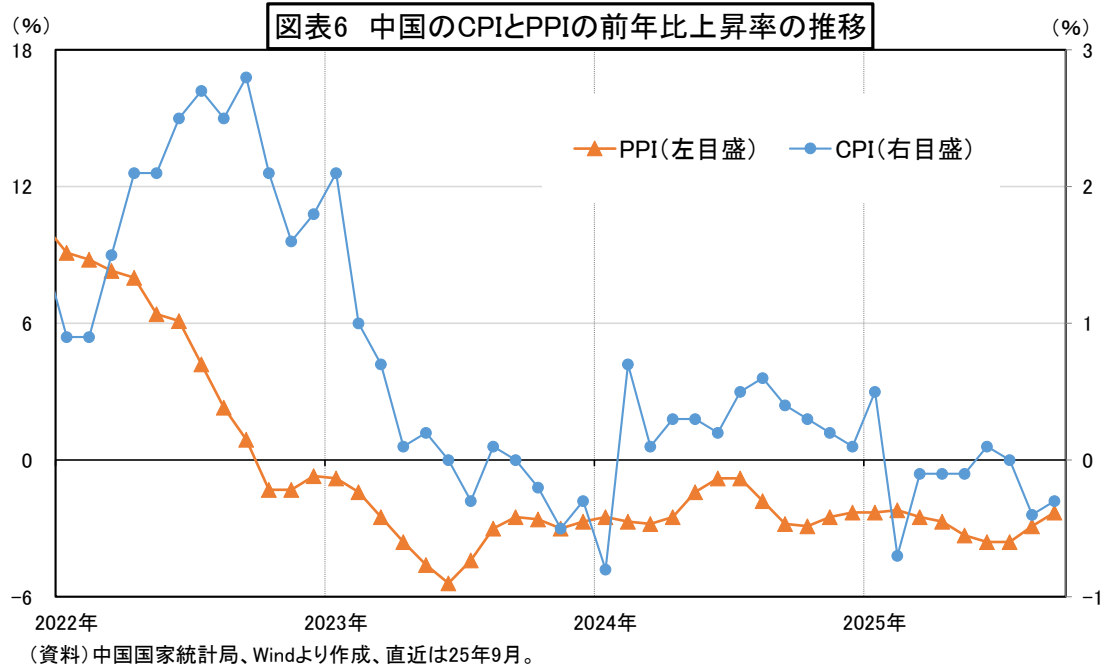


不動産開発投資がさらに悪化したことなどで投資全体は低調に推移

また、25 年 1～9 月期の固定資産投資も前年比▲0.5%とマイナスに転じた（図表 5）。内訳をみると、不動産市場の調整がなお継続しているため、不動産開発投資は同▲13.9%と一段と悪化している。また、インフラ整備向け投資（電力等を含む）は同 3.3%と固定資産投資全体を上回ったものの、鈍化基調で推移している。

さらに、「反内巻」（新エネルギー自動車や太陽光パネルなどの分野で企業の過度な生産・価格競争によって収益性が大きく損なわれている状態を防ぐこと）が進められていることで一部業種の新規投資が制限されたほか、輸出の先行きをめぐる不透明性もあり、設備投資は同 4.0%と勢いが弱まりつつある。

先行きについては、9 月末に導入・発動された政策金融による融資支援と 10 月半ばに決定された地方債の追加発行を受けてインフラ整備向け投資は加速する可能性が高い。一方で輸出環境をめぐる不確実性や不透明感が依然根強く、設備投資への慎重姿勢が続くと見込まれることや、不動産市場の調整もなお時間を要することから、固定資産投資全体はプラスに転じたとしても、その勢いは限定的であろう。



足元の物価は下落 圧力緩和も依然低 位で推移

前述のとおり、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。7～9 月期の GDP デフレーターは前年比▲1.0%と 10 四半期連続のマイナスとなっている。

足元では、9 月の消費者物価指数（CPI）は前年比▲0.3%、2 か月連続の前年割れとなった（図表 6）。詳細をみると、食料品価格は同▲4.4%と 8 月から下落幅が一段と拡大した。特に生鮮野菜、豚肉はそれぞれ同▲13.7%、▲17.0%と、8 月からさらに下落した。食料品価格の大幅な下落に加え、国際原油価格の低下により、エネルギー価格も同▲6.0%と下落が続いている。これらの要因が、CPI の前年割れに大きく影響したと考えられる。実際、変動の大きい食料品・エネルギーを除いたコア CPI は前年比 1.0%と 5 か月連続の上昇となった。

また、生産者物価指数（PPI）の下落幅は縮小傾向にある。9

新型政策金融ツールの発動と地方債の追加発行で景気下支え

月の PPI は前年比▲2.3%となり、下落幅が縮小した。詳細を確認すると、生活財、生産財はいずれも同▲1.7%、同▲2.4%と下落し、それぞれ PPI 全体を▲1.8 ポイント、▲0.5 ポイント押し下げた。政府による「反内巻」（無秩序な値下げ競争の抑制）政策や業界の取組みが積極的に進められており、その効果が現れ始めているとみられる。

とはいえ、9 月の PPI は前月比では横ばいを維持したほか、前年比では 3 年連続のマイナスとなっており、物価下落局面からの完全な脱却にはなお時間を要する見通しである。今後もこれまでの取組みをさらに強化していく必要がある。

前述したとおり、中国の固定資産投資が大きく減速したが、その対応策の一つとして「新型政策金融ツール」（以下、政策金融手段）が 9 月末に発動された。これにより固定資産投資の減少に歯止めがかかるかが注目されている。

インフラ整備向け投資の大幅な減速になった背景には、地方政府の国有土地使用権譲渡収入の減少が続いていることもあり、地方政府の歳入が依然厳しいことが挙げられる。こうしたなか、25 年 4 月 26 日に開催された中共中央政治局会議では「科学技術イノベーションの推進、消費の促進、対外貿易の安定化を図るために、新型政策金融ツールを設ける」ことが示されていた。

振り返ってみると、22 年 6 月 29 日の国務院常務会議では「0.3 兆元規模の政策金融手段（政策性・開発性金融ツール）」の創設が初めて示された。同年 7 月下旬に政策銀行の中国農業発展銀行と国家開発銀行がそれぞれファンド会社を立ち上げ、投資プロジェクトへの資本金を提供し始めた。その結果、政策銀行の資金投入に伴い商業銀行の融資も始まり、インフラ整備向け投資は押し上げられていたとみられる。

22 年と比較してみると、今回の政策金融手段の支援分野は科学技術イノベーション、インフラ整備、消費関連とされており、また、資金規模は 0.5 兆元とされるが、インフラ整備向け投資を押し上げる効果は、24 年の投資全体に占める割合が 12%となる 6~6.5 兆元規模になると見込まれる。

加えて、広東省、江蘇省、山東省、浙江省、河南省、四川省という 6 つの経済規模（中国 GDP の 45%を占める）が比較的大きな省（経済大省）を対象に、財政部（日本の財務省に相当）

経済見通しと当面の 注目点

は10月半ばに0.5兆元規模の地方債の追加発行も決定した。これも22年と同様に実施されたが、22年に比べ0.1兆元増額したほか、地方債務への償還だけでなく、今回はプロジェクトの出資金にも充てることができるかとされている。

中国経済の先行きを展望すれば、新型政策金融ツール（0.5兆元）と地方債の追加発行（0.5兆元）により、インフラ整備向け投資の回復が期待される。一方で消費促進策の効果の弱り、不動産業および建設業の低調な推移に加え、輸出の下振れリスクも高いため、足元10～12月期の成長率は前年比4.7%とさらに鈍化すると予想している。

とはいえ、25年1～9月期の成長率は前年比5.2%となったことから、中国政府が掲げる25年通年の成長率目標である「5%前後」は達成される可能性が高い。

当面は、経済対応策の効果をもておく必要があるほか、26年の経済運営方針（25年末の中央経済工作会议）や第15次5カ年計画の綱要（26年3月の全人代）に注目が集まっている。

（25.10.27 現在）