

## 1～3 月期は 4 期ぶりのマイナス成長

### ～ 財政悪化警戒から内外の長期金利に上昇圧力～

南 武志

#### 要旨

2025 年 1～3 月期は物価高による消費足踏みや輸入の反動増などから 4 期ぶりのマイナス成長となった。新年度入り後も、食料・エネルギーの高騰で消費者マインドが悪化したままだが、前年を上回る賃上げが実現するほか、夏以降は物価上昇率が鈍化していくとみられ、消費は持ち直しに転じる可能性がある。しかしながら、トランプ関税によって自動車などの輸出減が想定され、企業設備投資や冬季賞与にも抑制効果が及ぶものとみられる。政策面での不確実性が高いなか、25 年度の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予想される。

一方、米国の関税政策が柔軟化してきたことから、マーケットの混乱は終息方向に向かっており、日本銀行の利上げ観測も復活しつつある。さらに、主要国での財政悪化への警戒なら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
		5月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.476	0.45～0.80	0.70～0.80	0.70～0.80	0.70～0.80
国債利回り	20年債 (%)	2.505	2.00～2.50	2.05～2.55	2.10～2.60	2.15～2.65
	10年債 (%)	1.505	1.20～1.60	1.30～1.75	1.40～1.80	1.40～1.80
	5年債 (%)	1.010	0.75～1.15	0.80～1.30	0.85～1.40	0.85～1.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	142.9	135～155	132～152	130～150	127～147
	対ユーロ (円/ユーロ)	162.8	150～170	145～165	145～165	140～160
日経平均株価 (円)		37,531	38,000±3,000	38,000±3,000	38,000±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5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。

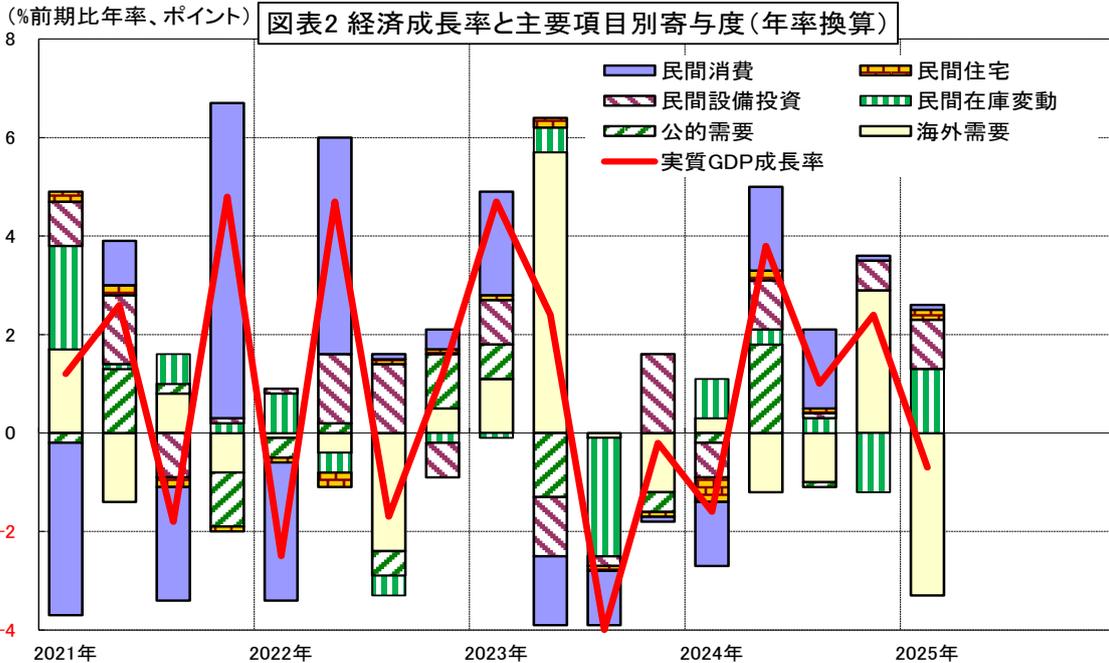
#### 1～3 月期は前期比年率▲0.7%と 4 期ぶりのマイナス成長

2025 年 1～3 月期の GDP 第 1 次速報によれば、実質成長率は前期比▲0.2%、同年率換算▲0.7%と、4 期ぶりのマイナス成長となった。マイナス成長の直接的な原因は輸入の反動増で外需寄与度(対前期比成長率)が▲0.8 ポイントとなったことだが、それ以外にも民間消費が 2 期連続で足踏みしたことも注目される。年初来、コメや生鮮野菜が高騰するなど物価が再び加速しており、消費者の節約志向が強まったとみられる。また、輸出については、財が前期比 0.4%と 3 期連続で増加したが、トランプ相互関税を控えた「駆け込み」的な動きは見られず、逆にサービスが同▲3.4%と 2 期ぶりに減少したことで、全体で同▲0.6%と 4 期ぶりの減少となった。一方、民間企業設備投

資は4期連続の増加で、底堅さがみられた。

その他、名目成長率は前期比0.8%と6期連続のプラスで、GDPデフレーターも前年比3.3%へ加速した。

なお、24年度としては実質0.8%、名目3.7%と、ともに4年連続でのプラス成長となった。



(資料)内閣府経済社会総合研究所

### 国内の景気回復ペースは緩慢なまま

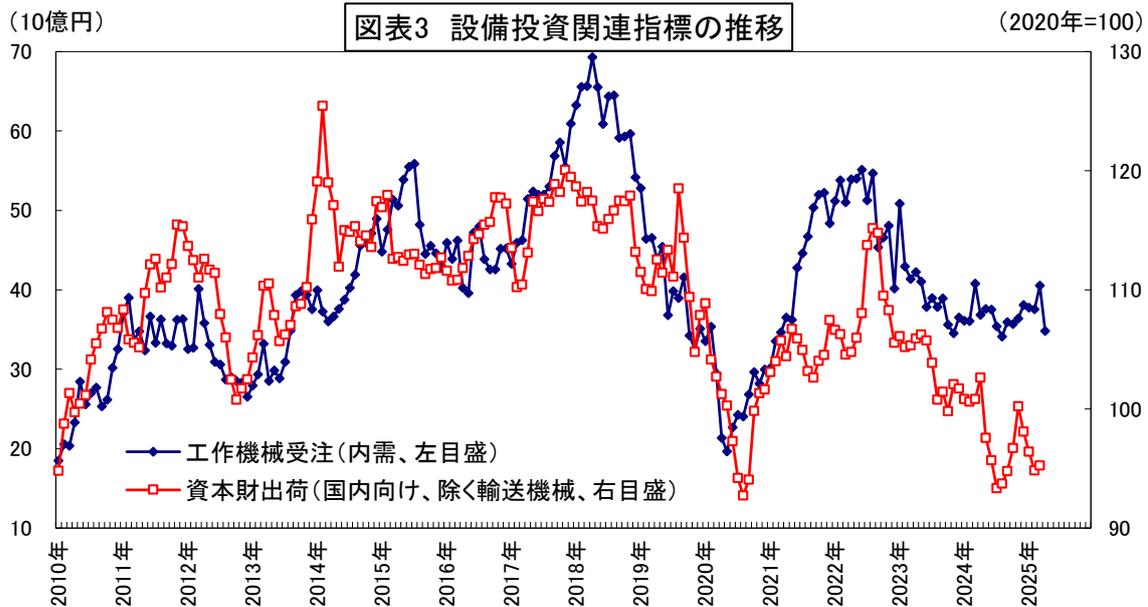
以下、足元の国内景気動向について確認したい。まず、3月の景気動向指数・CI一致指数は前月から▲1.4ポイントと4か月ぶりに低下、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた(11か月連続で同じ表現)。内閣府が参考指標として公表する「景気を把握するための新しい指数」(3月)も前月から▲1.0ポイントの低下であった。

また、ソフトデータはこのところ悪化傾向が目立つ。4月の景気ウォッチャー調査の「景気の現状判断」DIは4か月連続で悪化、22年2月以来の低水準となったほか、判断基準である50を14か月連続で下回った。「先行き判断」DIも5か月連続で悪化、21年4月以来の低水準となり、かつ8か月連続での50割れとなった。トランプ関税などが設備投資行動を抑制しているほか、4月のマーケットの混乱で富裕層の消費行動が鈍った等の指摘がみられた。

### トランプ関税の影響はまだ確認できず

相互関税(当面は基本税率10%)や対米自動車輸出への25%関税などの導入の影響が注目された4月の実質輸出指数は前月

比▲1.3%と2か月連続の低下（うち米国向け：同▲4.1%）だったが、水準はまだ高く、データにはまだ十分反映されていないようだ。なお、4月の製造工業生産予測指数は予測誤差補正後で前月比▲2.5%と3か月ぶりの低下が見込まれている。ちなみに、4月の工作機械受注（内需）は前月比▲14.1%（当総研による季節調整後）の大幅減となっており、企業の設備投資マインドが慎重化している可能性もある。



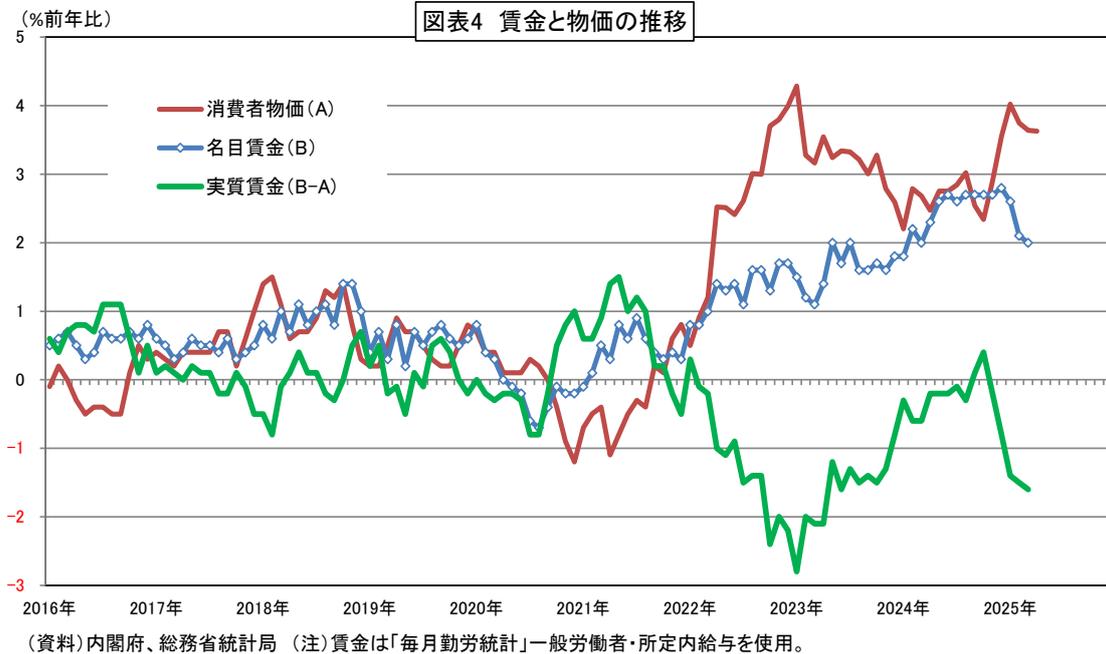
(資料)内閣府、日本工作機械工業会 (注)3か月移動平均。工作機械受注は当総研が季節調整。

### 実質賃金は減少継続、消費マインドも悪化

3月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比2.3%、このうち一般労働者の所定内給与は同2.0%と増加傾向をたどりつつも、ともに2月（それぞれ同2.7%、2.1%）から鈍化がみられた。なお、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、一般労働者の現金給与総額は前年比▲0.7%と3か月連続、所定内給与は同▲1.6%と5か月連続で下落するなど、マイナス状態が続いている。

こうした状況に加え、4月上旬にかけてマーケットが混乱したことから、消費者マインドは大きく悪化した。4月の消費者態度指数は5か月連続で低下、23年2月以来の低水準となったほか、内閣府の基調判断は「弱含んでいる」へ下方修正された。各業界団体が公表する販売統計（4月）によれば、全国百貨店は前年比▲4.5%と3か月連続のマイナスだった一方、全国スーパーは同3.4%と2か月連続で増加した（ともに店舗調整後）。しかし、全国CPIの財指数が同5.6%の上昇だったことを考慮

すると、実質ベースでは全国スーパー販売額も減少している可能性が高い。



## 25年春闘もはっきりとした賃上げ継続が濃厚

先行きの景気・物価情勢や金融政策などを占う上で25年春闘の動向が注目を集めていたが、33年ぶりに高い賃上げが実現した24年春闘を上回りそうな状況である。日本労働組合総連合会(連合)は「5%以上」の目標を掲げてきたが、5月8日に公表された第5回集計では5.32%と、第4回集計(5.37%)から下方修正されたが、引き続き24年最終集計(5.10%)よりも高い伸びとなっている。

## 追加経済対策を巡って消費税減税案が浮上

さて、国内の政治日程としては、6月22日に東京都議選、そして7月下旬までには参院選という重要な選挙が予定されている。食料・エネルギーを中心とした物価高騰、トランプ関税による輸出製造業などの業績悪化などへの懸念から、各党では新たな経済対策の策定を求めており、消費税減税やガソリン税のトリガー条項解除などが取り沙汰されている。このうち、立憲民主党や日本維新の会は時限的に食料品への消費税率をゼロにすると主張しているほか、国民民主党では消費税率を5%に引き下げるとしている。連立を組む公明党も食料品の軽減税率を5%に引き下げること検討している。

これに対して、政府・自民党は財源が不透明なままで社会保障を支える重要な財源である消費税を減税することに否定的であり、今秋に物価高対策やトランプ関税への対応策を盛り込

**経済見通し：景気  
後退は避けられて  
も、停滞感の深い  
展開に**

**物価動向：食料・エ  
ネルギーの影響で  
コア CPI は前年比  
3.5%へ加速**

んだ経済対策を策定する意向を示している。

とはいえ、少数与党政権ということもあり、25年度は現行憲法下で初めて衆参両院での修正を経て予算が成立した経緯がある。今通常国会での成立を目指す年金改革法案も5月16日に国会に提出されたが、立民との協議の結果、一度は見送った基礎年金の底上げ（厚生年金積立金の一部を基礎年金に充当）を復活させることとなった。今後の動向次第では消費税減税も現実味を帯びる可能性がある。

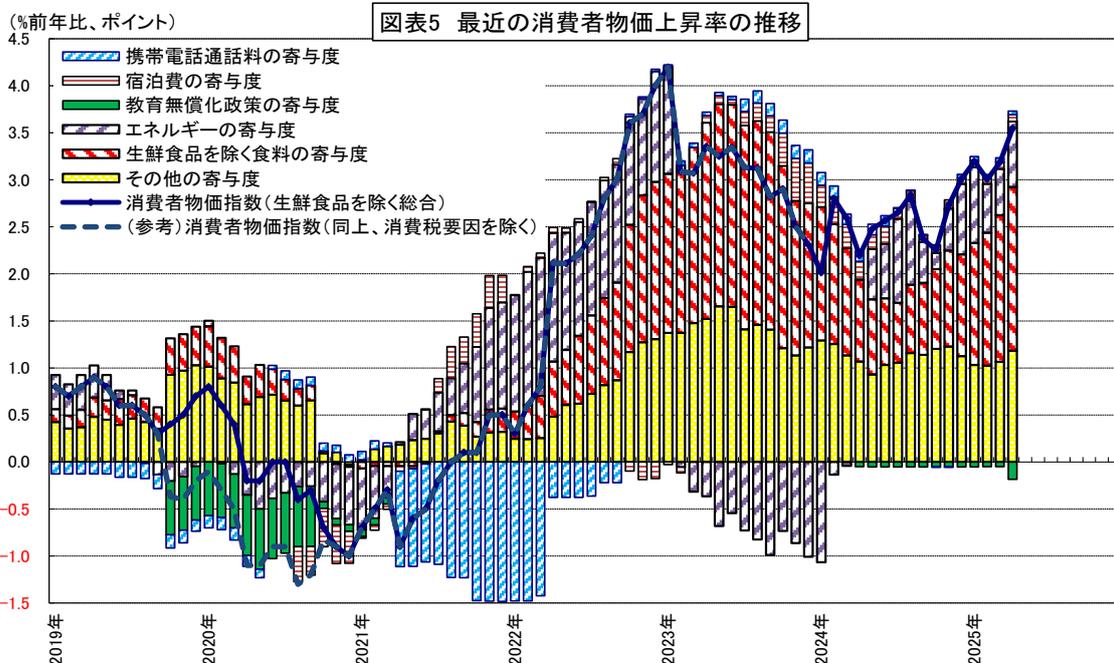
以下、国内景気の先行きを展望したい。足元4~6月期については、賃上げ継続によって家計所得は増加基調をたどっているが、食料を中心に物価は高止まっていることから、家計の節約志向は強く、消費は引き続き足踏みするだろう。さらに、トランプ関税による自動車の輸出減などが想定される。2期連続のマイナス成長となる可能性があるだろう。

その後、物価が沈静化に向かいさえすれば、実質賃金のプラスが定着し、民間消費を押し上げ始めることが期待される。一方、日本を含めて各国は対米交渉を行っているとはいえ、10%の相互関税の基本税率、自動車、鉄鋼、アルミニウムなどへの追加関税は残るとみられ、25年半ば以降も世界貿易の低調さが続き、輸出を下押しするだろう。こうした動きは設備投資を抑制するほか、企業業績の悪化は25年冬季賞与の減少にもつながりかねない。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。

4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3.5%と2か月連続で加速、直近ピークの23年1月（同4.2%）以来の高い上昇率となった。内容を見ると、与野党協議の上で25年度予算に計上された高校授業料の実質無償化によって、公立高校授業料が前年比▲94.1%となり、物価上昇率に対して▲0.16ポイントの押し下げとなった（24年度に導入された東京都分の効果剥落で、前月との寄与度差は▲0.14ポイント）。その半面、「電気・ガス料金負担軽減支援事業」の規模半減でエネルギーの上昇傾向が強まったほか、昨夏以来高騰が続くコメが前年のほぼ2倍の価格まで上昇、生鮮食品を除く食料は前年比7.0%へ加速した。

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3.0%と4か月連続で加速、14か月ぶりの3%台となった。

なお、一般サービスは同 1.6%、宿泊費を除くベースで同 1.4%と、ともに上昇率が高まったとはいえ、人件費増がサービス価格を大きく押し上げているわけではない。



(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方向へ

すでに輸入インフレは終息しつつあるが、世界的な天候不順の影響に加え、コメ品薄も続いており、食料の高止まりはしばらく継続するとみられる。また、5月分では物価高対策の押し下げ効果が剥落することもあり、一段と上昇率が高まると予想される。

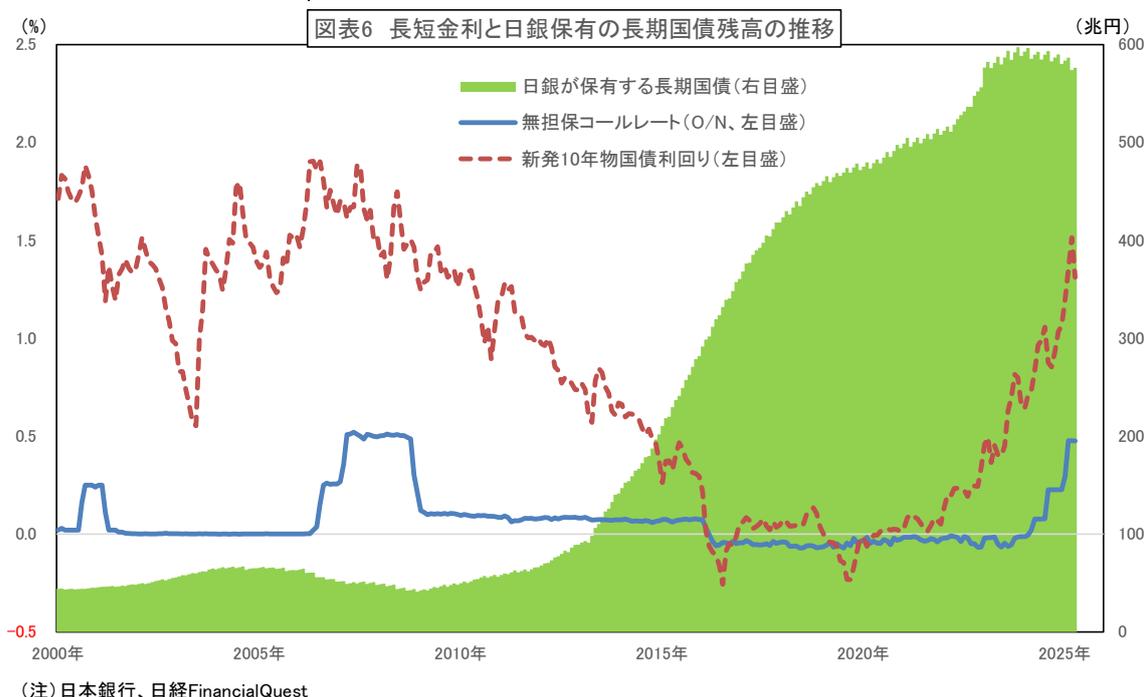
一方、5月22日から新たなガソリン補助金のスキームが始まり、最大10円引き下げられるほか、7～9月には電気・都市ガス代の負担軽減策も導入される。OPECプラスの増産などで原油価格も下落しており、円高気味の為替レートも考慮すれば、エネルギーは今後物価押し下げに寄与していくだろう。高騰が続くコメについても年度下期には押し上げ効果の一巡も想定されることから、25年後半にかけては物価が沈静化に向かうとみられる。26年入り後には2%割れとなることもありうるだろう。

### 金融政策：日銀は利上げ継続方針を繰り返し表明

日銀が1月に追加利上げを決定して以降、マーケットでは早期利上げ観測が浮上した。次の3月会合では政策金利は据え置かれたものの、25年春闘でもしっかりと賃上げの実現が濃厚となったほか、年明け以降に物価上昇率が一段と高まったこともあり、マーケットでは5月利上げを予想する意見も散見さ

れていた。

しかし、トランプ相互関税によって内外景気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。実際、4月30日～5月1日に開催した金融政策決定会合では政策金利の据え置きが決定されたが、日銀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、後述する展望レポートで示すように経済・物価が推移していくなら、それに応じて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政策運営方針を改めて示している。



### 金融政策：不確実性が高いが、今秋にも利上げ判断がされる可能性も

5月会合後に公表された展望レポート(4月)によれば、日銀はトランプ相互関税などの影響を踏まえ、経済・物価見通しともに下方修正をした。特に、物価見通し(全国コアCPI)については、25年度を前年度比2.2%、26年度を同1.7%と、1月時点からそれぞれ▲0.2ポイント、▲0.3ポイントの下方修正をしたほか、新たに公表を開始した27年度は同1.9%とした。1月時点では、足元3%程度の物価上昇率が徐々に鈍化し、26年度には2%の物価安定目標を達成するとしていたが、今回は26年入り後には2%を割り込み、27年度後半に2%前後に戻ってくるような予測となっている。なお、経済・物価見通しともに下振れリスクの方が大きいと評価しているが、加えて各国の通商政策等の今後の展開、その影響を巡る不確実性がきわめて

## 金融市場：現状・見 通し・注目点

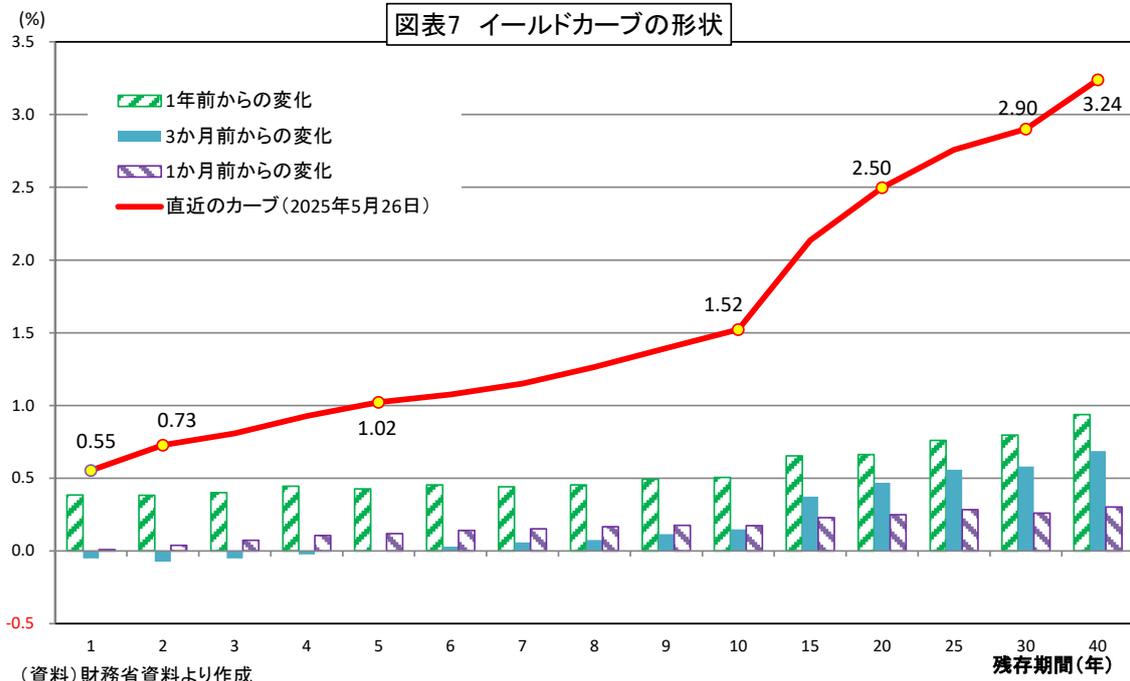
高く、予断を持たずに判断していくことが重要としている。

さて、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」が維持できていれば、利上げを検討する可能性はあるだろう。

一方、経済・物価の下振れが現実のものとなり、かつ物価上昇率が 2%を割った状態がしばらく続くことになれば、利上げは難しいだろう。当総研では 25 年秋には追加利上げを検討する機会があるとみているが、26 年入り後は利上げが継続できなくなると予想している。

トランプ関税に関する動きが引き続きマーケットの主な変動要因となった。相互関税を巡っては米国が二国間交渉を進めるなど柔軟な対応を見せており、マーケットの混乱は沈静化に向かった。一方で、最近では主要国の財政状況悪化への警戒を背景に超長期ゾーンの金利上昇が目立っている。

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。



## 長期金利は上昇に 転じ、1.5%台を回復

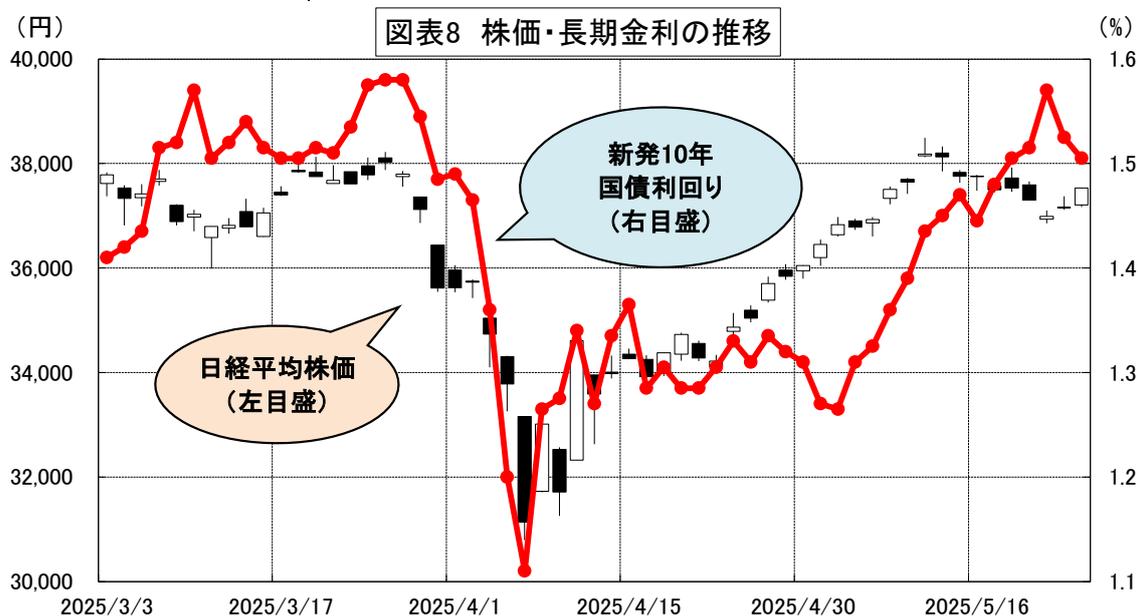
### ① 債券市場

1月の利上げ後、25年春闘の堅調さや物価上振れなどもあり、早期利上げ観測が浮上、長期金利(新発10年物国債利回り)は上昇傾向を強めた。2月下旬には、日銀から急激な金利上昇時

でのオペ増額の可能性が示され、上昇が一服する場面もあったが、早期利上げ観測は根強く、24年度末にかけて長期金利は上昇基調をたどり、3月27日には一時16年半ぶりとなる1.59%まで上昇した。

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、リスクオフが強まると金利は急低下、7日には一時1.105%となった。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。しかし、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もあり、米国の長期金利が上昇傾向を強めたことに歩調を合わせる格好で、国内金利も一時1.5%台後半まで上昇した。

なお、主要国では財政悪化懸念から超長期ゾーンの金利上昇がみられるが、国内でも5月19日に実施された20年利付国債の入札で応札倍率が2.50倍と13年ぶりの低水準 (#139、12年8月、2.38倍) となったほか、テールも1円14銭と38年ぶりの大きさ (#4、1987年9月、1円18銭) となった。



(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

内外経済の下振れリスクが意識されるなか、日銀の年内利上げは困難との見方も根強いものの、当の日銀は利上げを継続する姿勢を示している。トランプ関税による景気底割れが回避されるとの見方が強まれば、実際に利上げが検討される可能性があるだろう。また、追加の経済対策の財源として赤字国債の増

**日経平均株価は4月の下落分を取り戻したが、先行きは上値が重い展開に**

**一旦円安に向かった後、再び円高が進行**

額圧力が高まれば、「悪い金利上昇」が警戒されるだろう。先行きも長期金利には上昇圧力がかかりやすいと思われる。

## ② 株式市場

2月下旬以降、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から日経平均株価は調整色が強まり、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、株価は38,000円台を回復したが、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、マーケットは一気にリスクオフに傾いた。4月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、34,000円前後までリバウンドしたが、上乗せ分の相互関税を一時停止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との発表したこと、世界経済の悪化懸念が後退、株価は上昇傾向を強め、5月中旬には38,000円台まで戻した。直近は戻り売りも出て上値の重い展開となっている。

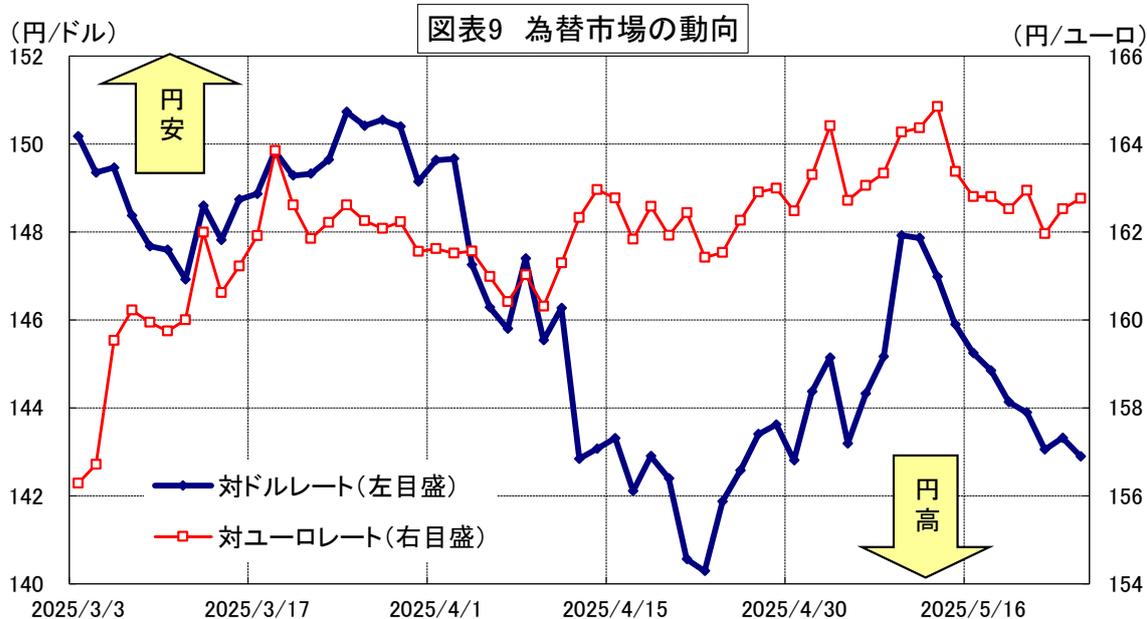
先行きを展望すると、自動車への25%追加関税などの影響に加え、それ以外の対米輸出についても10%の相互関税率がかかった状態であり、輸出製造業にとっては収益圧迫要因となっている。また、物価高が続く国内でも消費回復が遅れている。業績見通しでは減益予想も根強く、株価は引き続き上値の重い展開が想定される。

## ③ 外国為替市場

3月上旬にかけて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もあり、ドル円レートは5か月ぶりに1ドル=146円まで円高が進んだ。3月中旬以降は一旦150円前後までドル高方向に戻したものの、4月上旬には自動車への25%追加関税や相互関税の導入が公表されたことでドル売り圧力が強まり、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が柔軟化の動きがみられ、特に5月中旬には報復措置の応酬で互いに高率関税を課し合っていた中国との協議によって関税率の大幅引き下げが決定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。その後、米国インフレ指標の鈍化、米国債格下げなどもあり、徐々に円高ドル安が進み、直近は143円前後で推移している。

先行きについては、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協議が行われるとの観測が浮上するとみられることもあり、基本的に円高ドル安傾向が続くと予想される。



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

### ユーロは高止まり

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、ユーロ高状態が続いている。欧州中央銀行(ECB)は4月17日の政策理事会で6会合連続となる利下げ(25bp)を決定したが、ユーロ安は進まず、直近1か月は1ユーロ=160円台前半での展開が続いた。

ユーロ圏では賃金上昇圧力が緩和に向かっており、先行きはインフレ沈静化に寄与するとの見方が強まっている。トランプ関税による景気下振れリスクへの対応という面からも、ECBはさらに利下げをするとみられ、日欧金利差は縮小し続けるだろう。そのため、基調として円高ユーロ安で推移すると予想する。

(25.5.26現在)