

## 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

年／月 項目		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/ドル)	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。

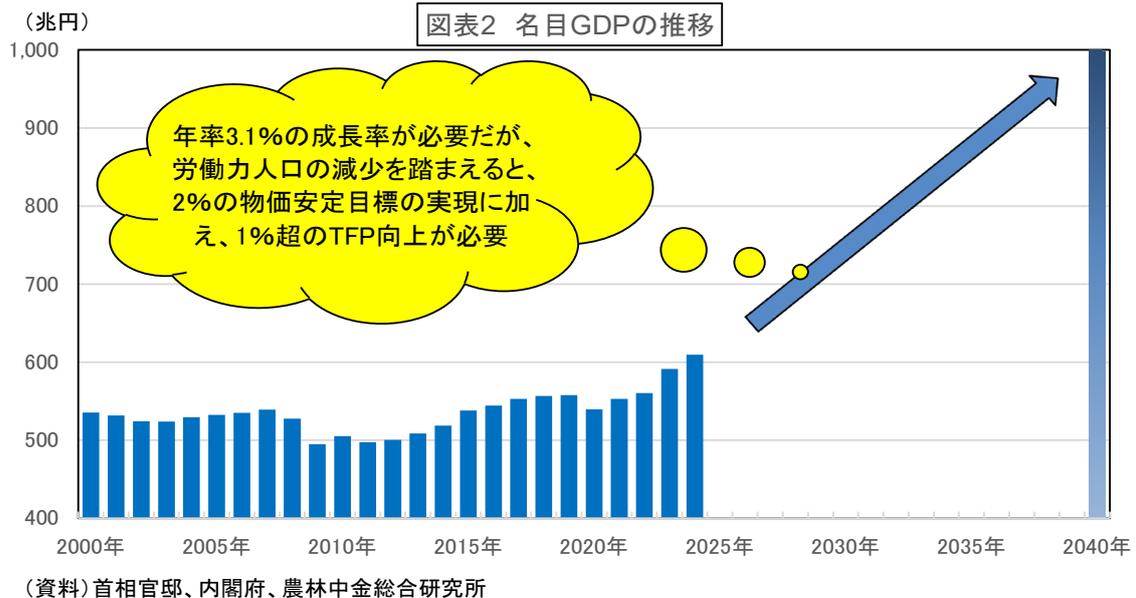
### 1%程度の実質賃金上昇の定着などを目標として掲げた「骨太方針2025」・「成長戦略」

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

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。

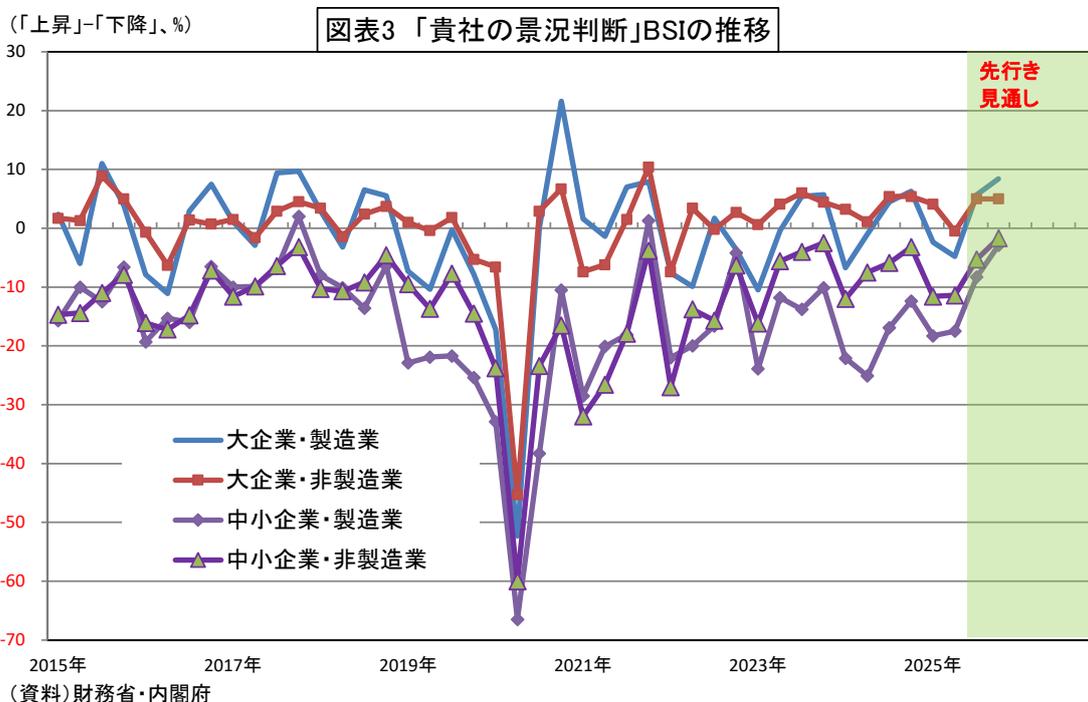


### 国内の景気回復ペースは緩慢なまま

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、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。

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。



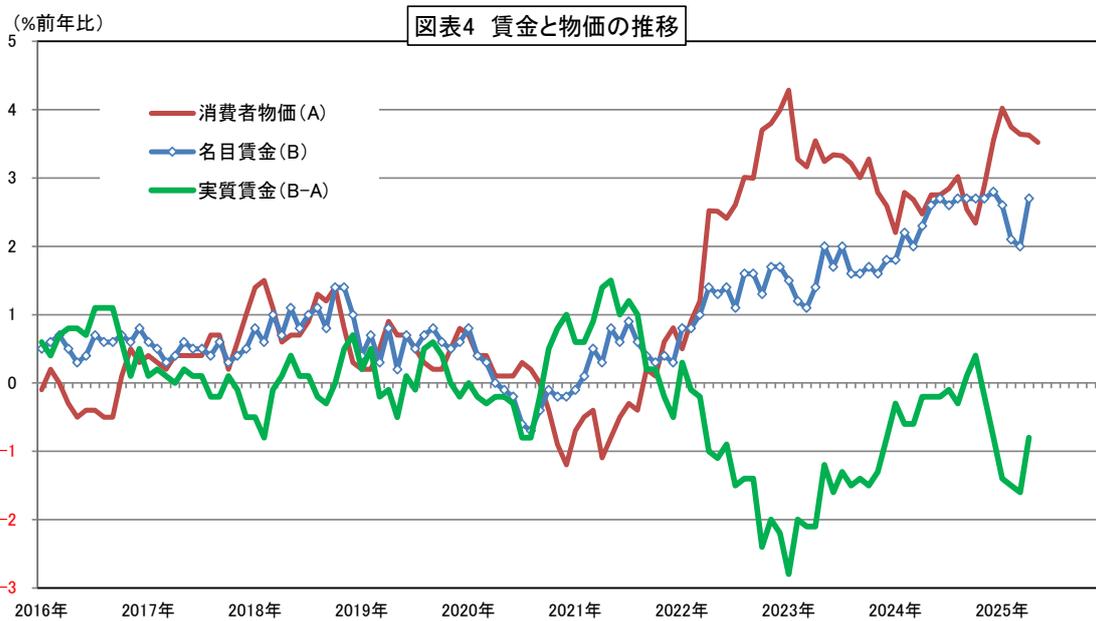
### トランプ関税の影響 で輸出物価が下落、輸 出金額も減少へ

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い。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。

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。



### 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

**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**

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。

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

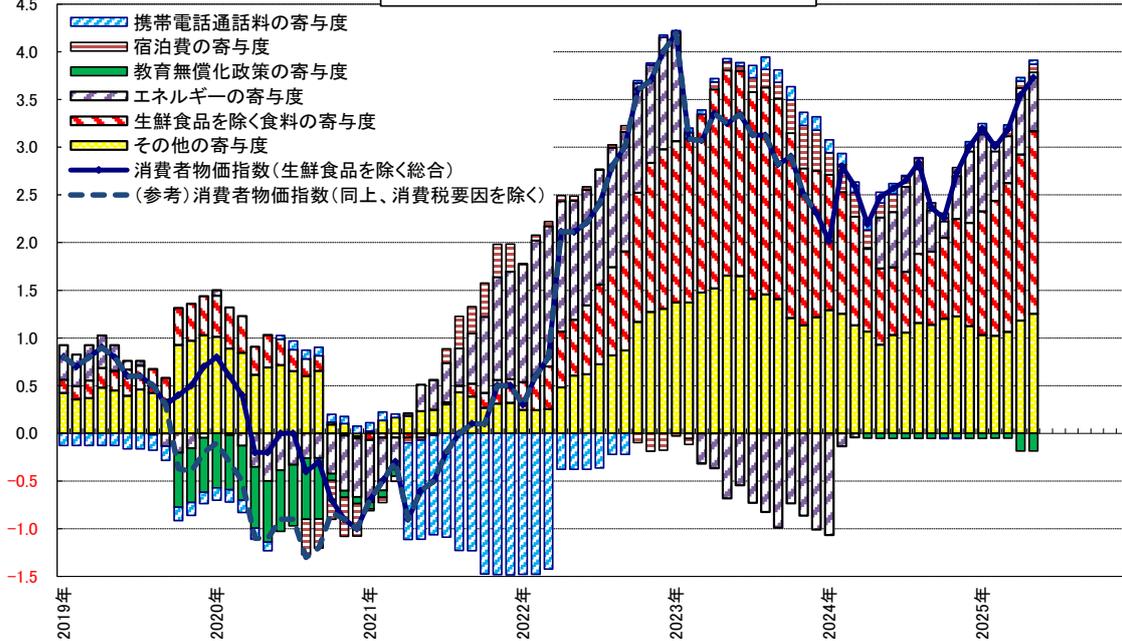
**コア CPI は前年比  
3.5%へ加速**

(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。

(%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：しばらく  
物価は高止まるが、25  
年後半にかけて鈍化  
へ**

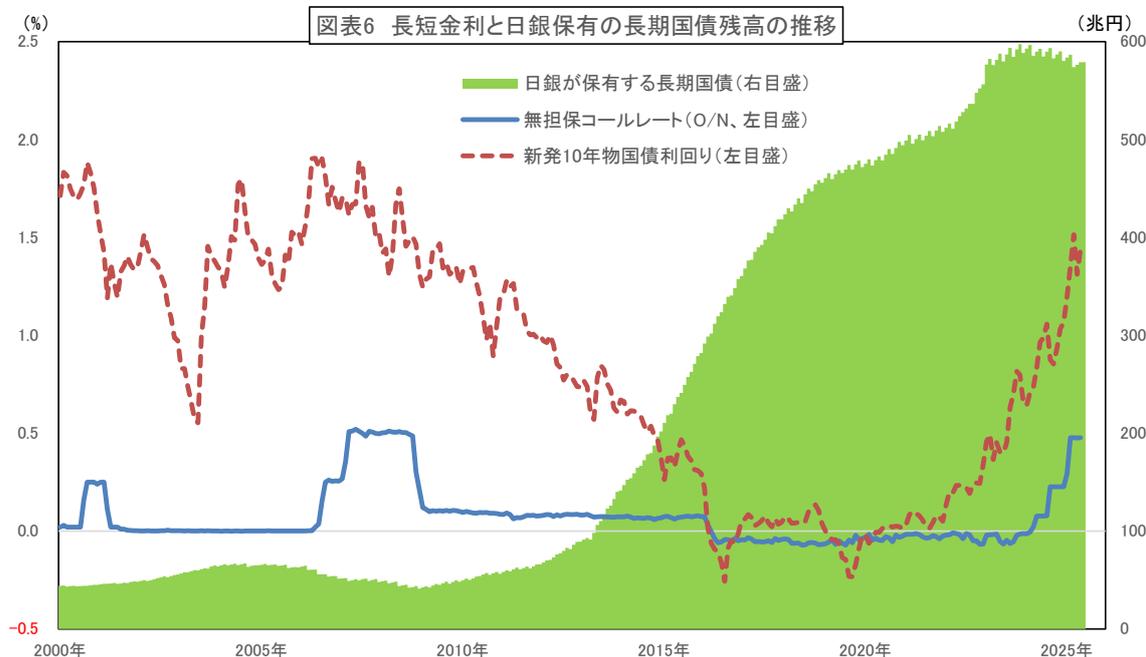
輸入インフレは終息しているが、世界的な天候不順の影響に加え、政府備蓄米の放出効果も限定的であり、食料の高止まり状態はしばらく続くとみられる。一方、7~9月には電気・都市ガス代の負担軽減策が導入される。中東情勢の緊迫化によって原油価格が一時大きく上昇したものの、政府は全国ガソリン価格の上限が 175 円 (6 月下旬は 172.8 円) になるよう補助金を支給することを決定するなど、エネルギー高騰を阻止する方針

**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**

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。

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。



(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

## 可能性も

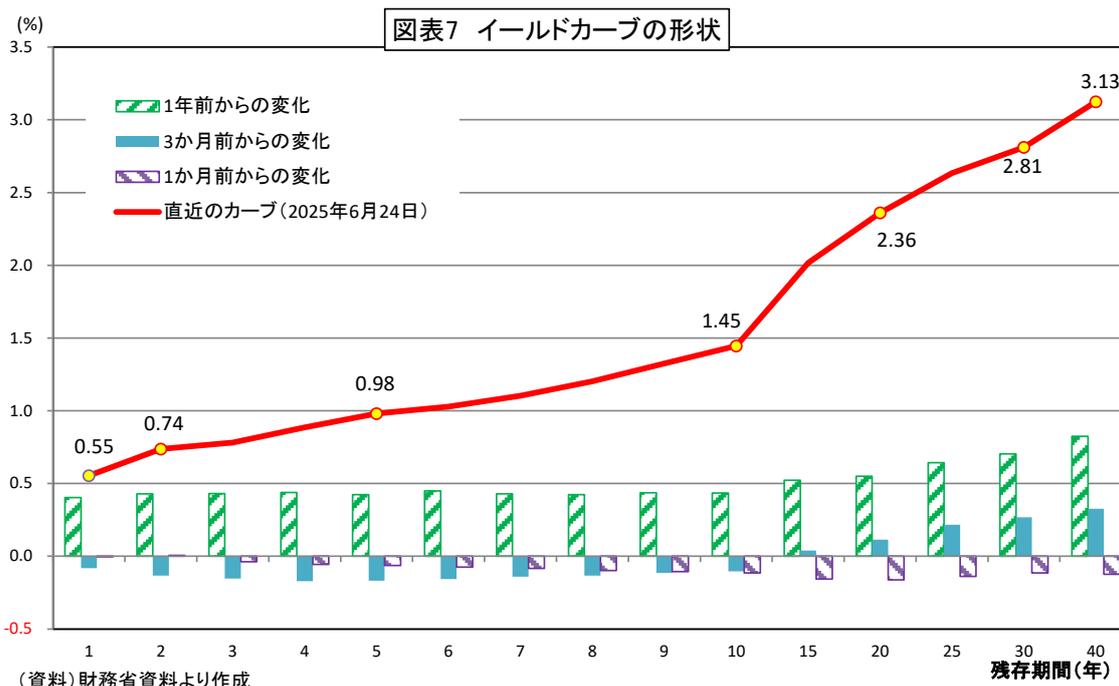
ていれば、利上げを検討する可能性はある。一方、トランプ関税や中東情勢の緊迫化を背景とした原油高などで国内景気の失速が現実味を帯びれば、利上げは難しくなる。

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、最近で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。

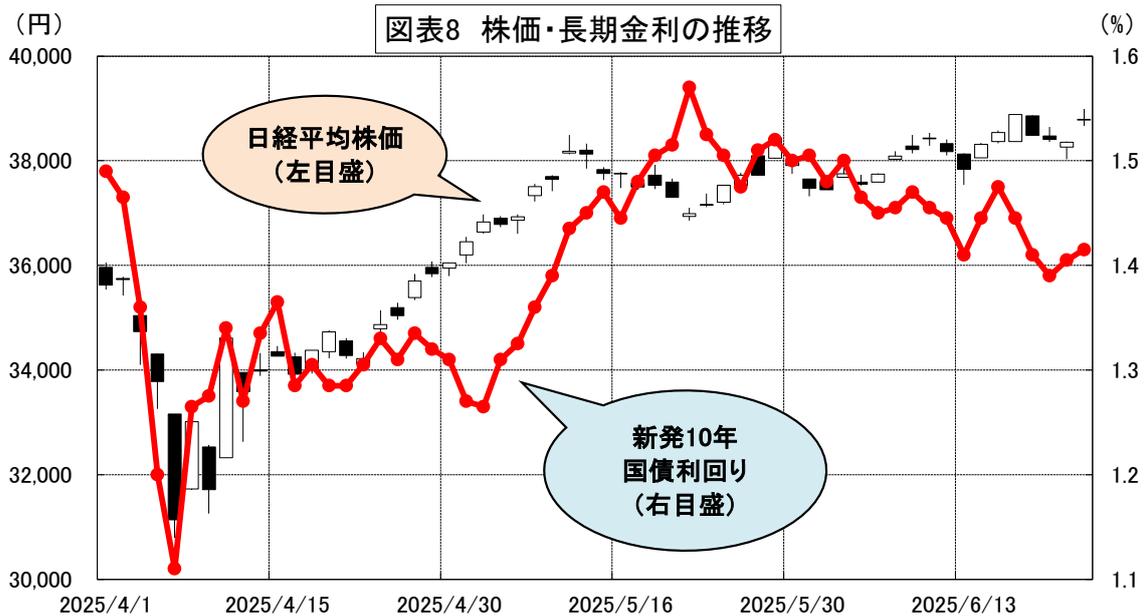


## 長期金利は上昇に転じ、1.5%台を回復

### ① 債券市場

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

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。



(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。

## 株価は上値が重い 展開

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

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。

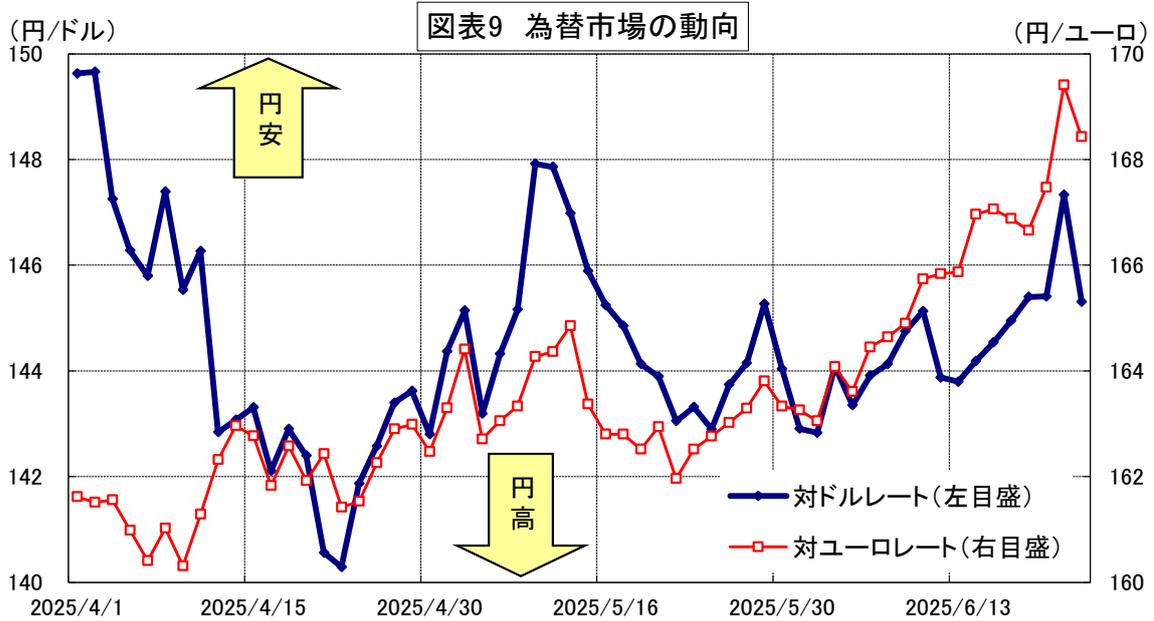
### ③ 外国為替市場

## 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、地政学的リスクが燦るなか、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

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。



(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いだろう。

(25. 6. 25 現在)