

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

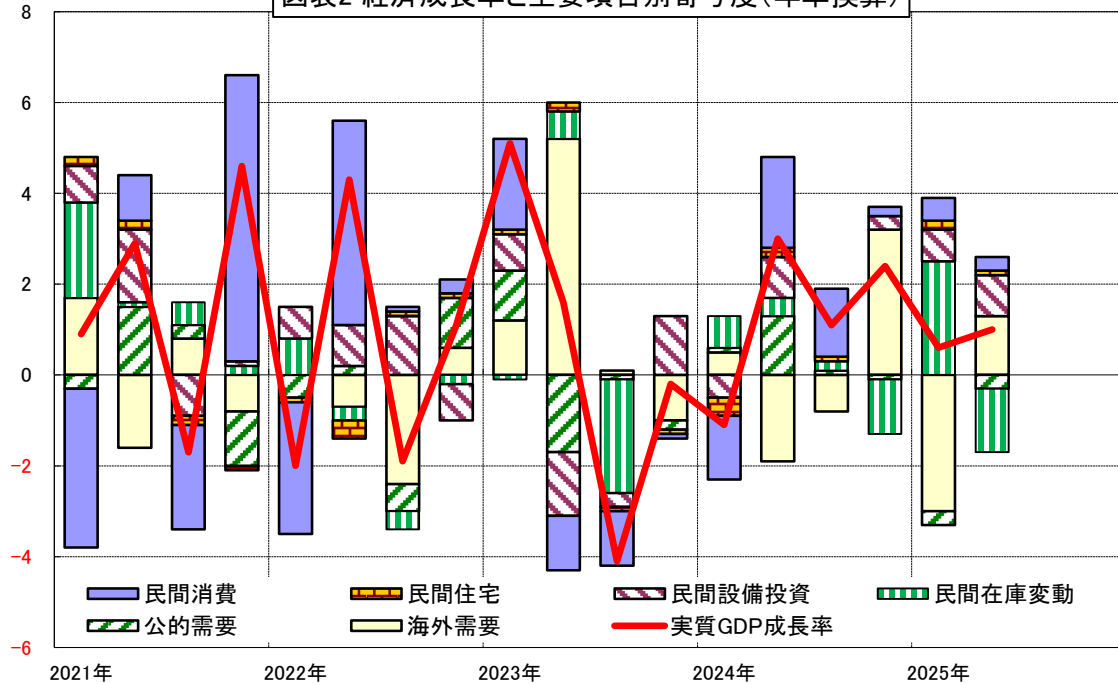
2025 年 4～6 月期の GDP 第 1 次速報によれば、実質成長率は前期 0.3%、同年率換算 1.0%となった。マイナス成長だった 1～3 月期が年率 0.6%に上方修正されたことから、5 期連続のプラス成長となっている。今回のプラス成長は「財貨・サービスの輸出」が前期比 0.5%と 2 期ぶりに増加したこと(対前期比成長率に対する寄与度: +0.5 ポイント)が大きかったが、民間企業設備投資も同 1.3%と増加基調を維持したことも大きかった。一方で、民間消費が 5 期連続の増加だったものの、直近 3 四半期は低い伸びにとどまるなど、盛り上がりを欠いた展開であった。

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。

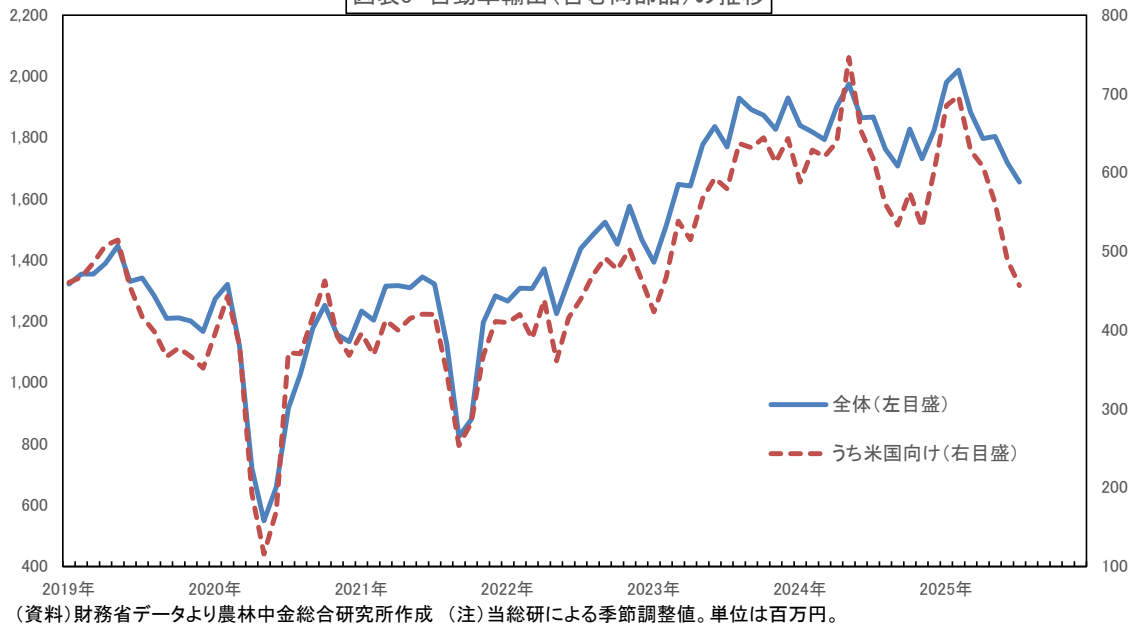
米国向けの自動車輸出が減少

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

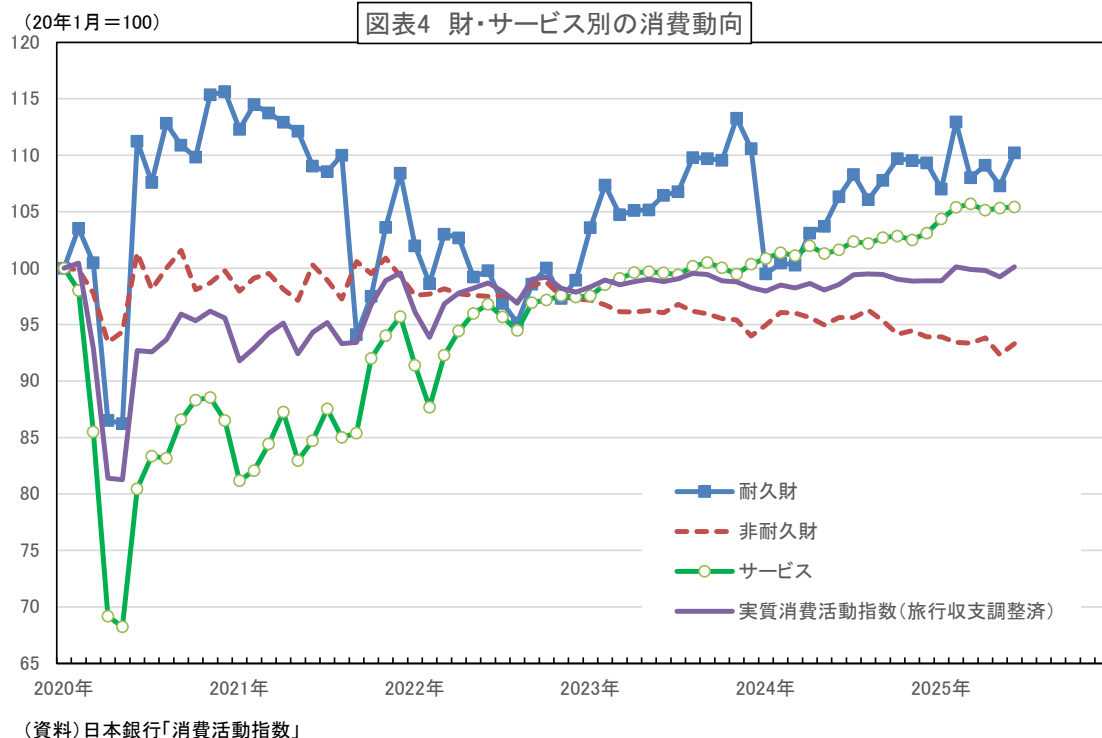


実質賃金は依然として減少、消費も伸び悩む

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。

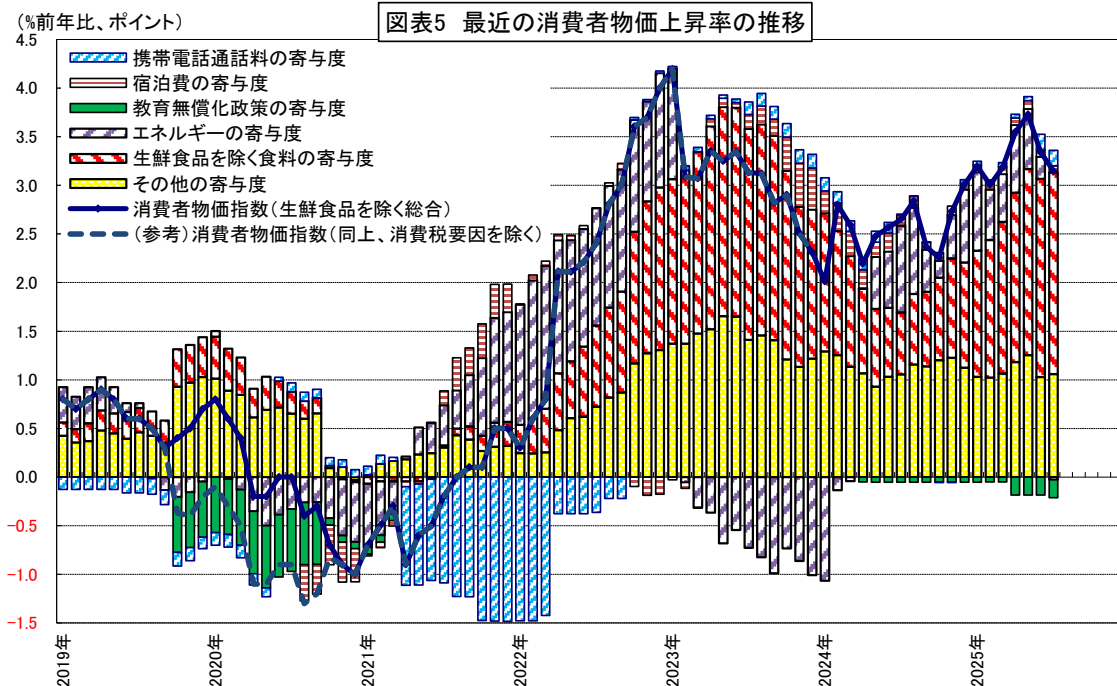
一方、労働力不足を背景に、賃上げは定着しており、物価が沈静化に向かえば、実質賃金のプラス転換を通じて民間消費の持ち直しが多少なりとも強まると見込まれる。とはいえ、米国関税政策の強化によって世界貿易は低調な状態が続き、輸出は伸び悩むだろう。こうした動きは輸出製造業などの業績悪化とともに、設備投資の抑制を招きかねない。25年度を通じて日本

**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。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

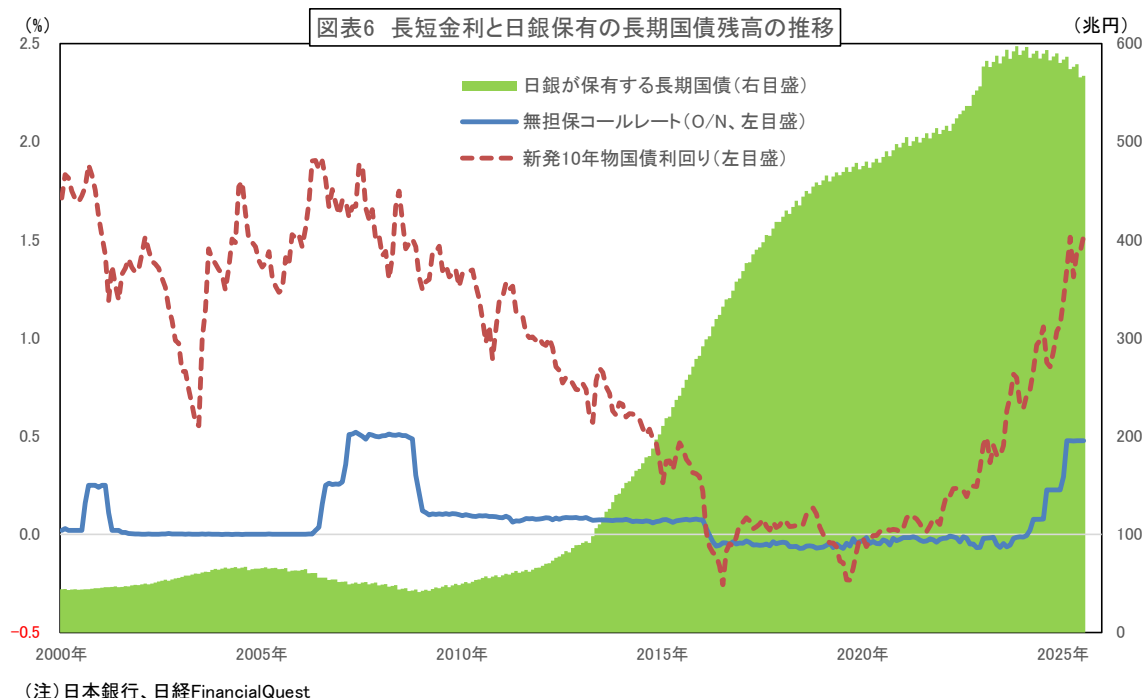
**物価見通し：25 年末に
は 2% 前半まで鈍化する
と予想**

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、との思惑が浮上している。

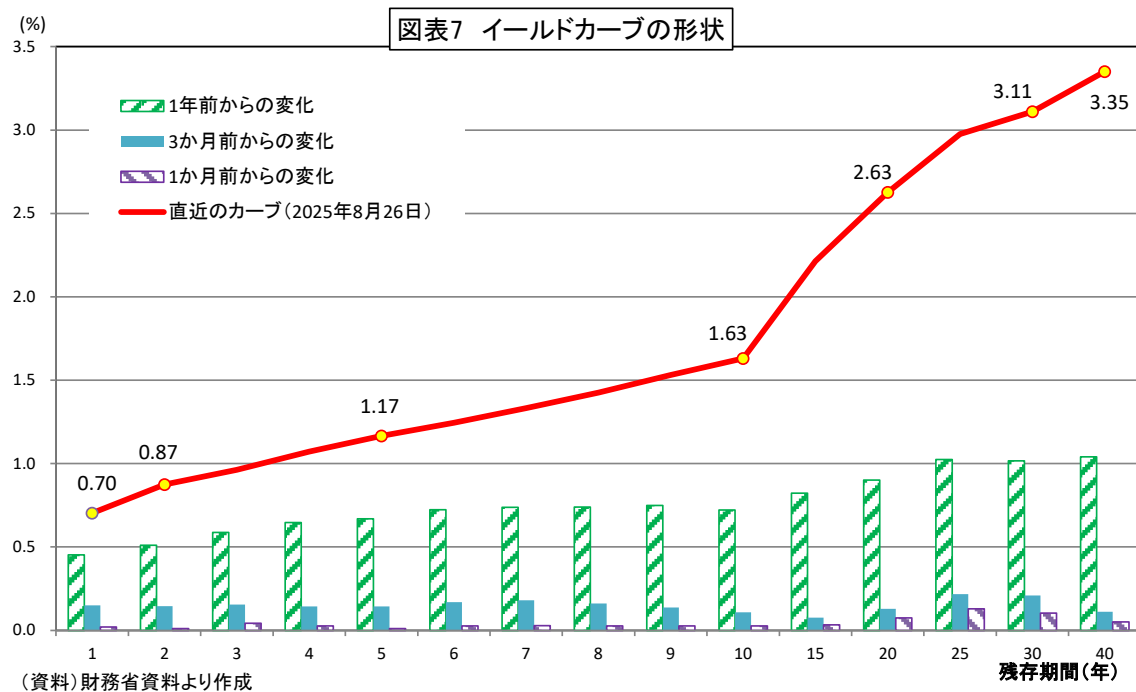
23 日に米カンザスシティ連邦準備銀行主催のジャクソンホール会議に出席した植田総裁は、今後の金融政策運営について直接の言及はなかったものの、人口減少下における日本の労働市場は引き締まった状況が続き、賃金上昇圧力がかかり続けるとの認識を示すなど、「賃金と物価の好循環」を背景に利上げ

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

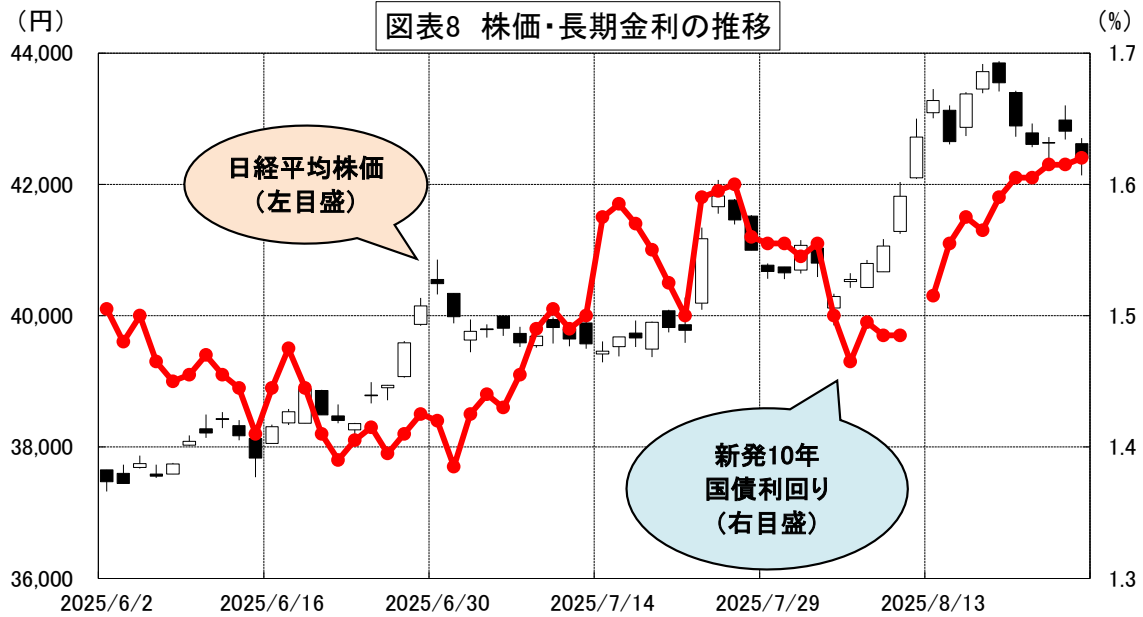
① 債券市場

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

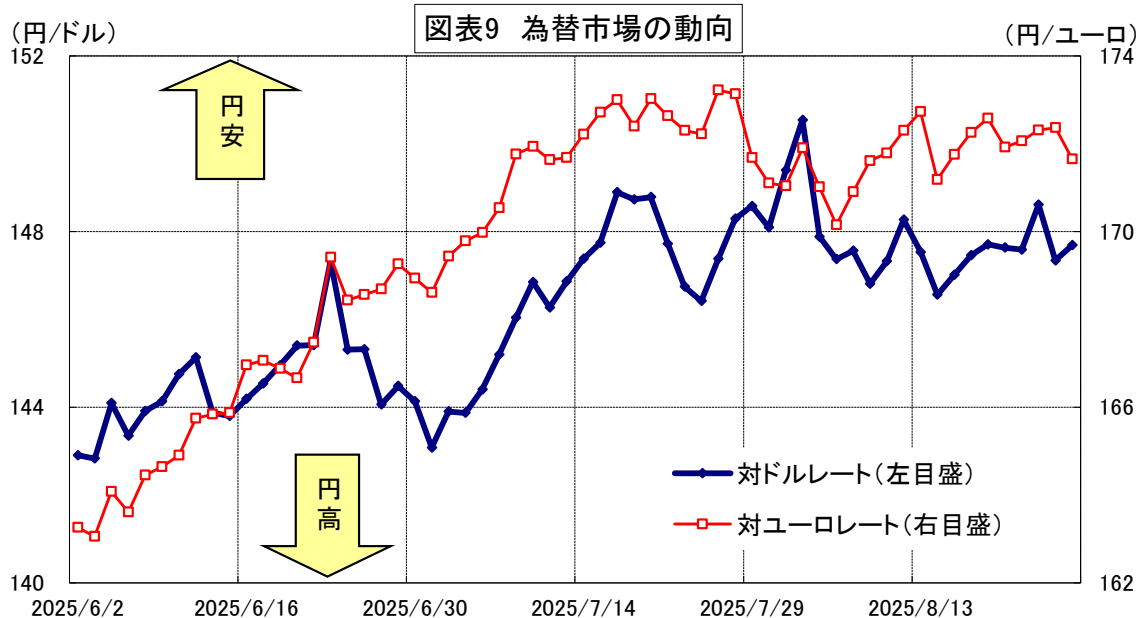
円安状態が続いているが、先行きは円高へ

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)