

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)

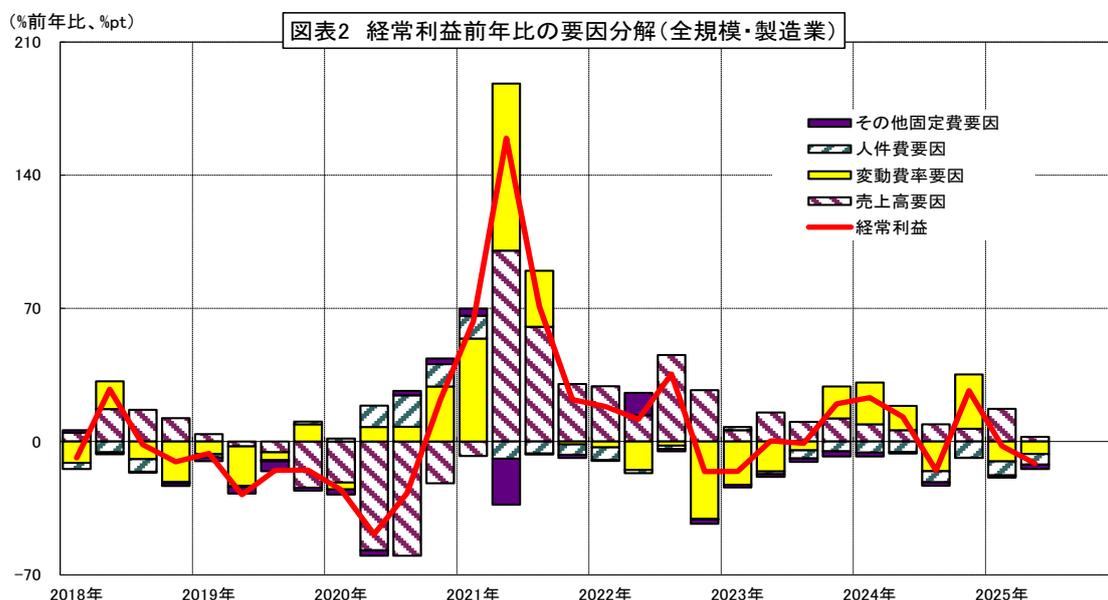
(注)実績は2025年9月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

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。

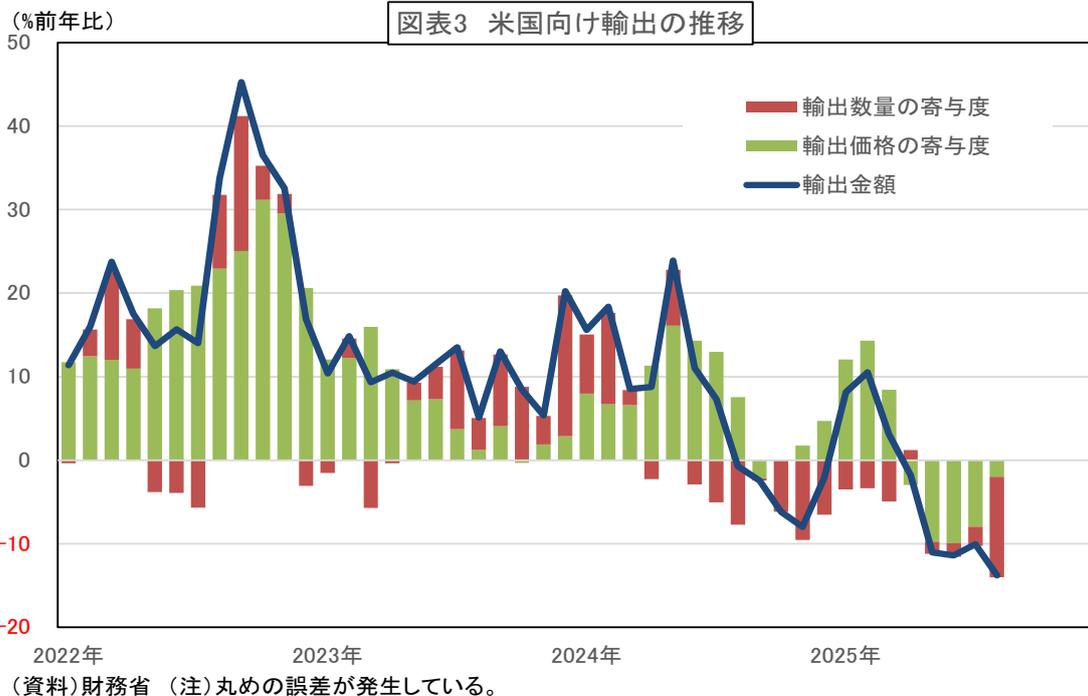
その他、月次のソフトデータからも景況感の回復がみられた。8月の景気ウォッチャー調査の「景気の現状判断」DI、「先行き判断」DIはいずれも4か月連続で改善した。ただし、判断基準である50は下回ったままである（それぞれ18か月、12か月）。一方、S&Pグローバル日本PMI（8月）では、製造業は3か月連続で判断基準となる50を下回ったものの、サービス業

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。

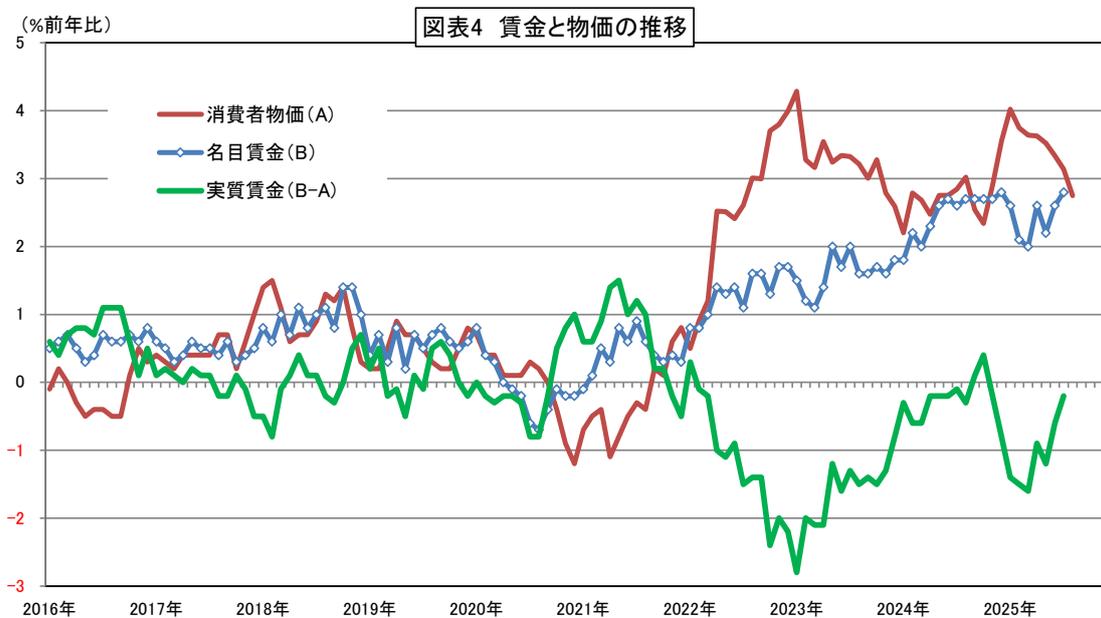
また、7 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲4.6%と 2 か月ぶりの減少だった。基調判断は「持ち直しの動き

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。



経済見通し：しばらくは低成長状態

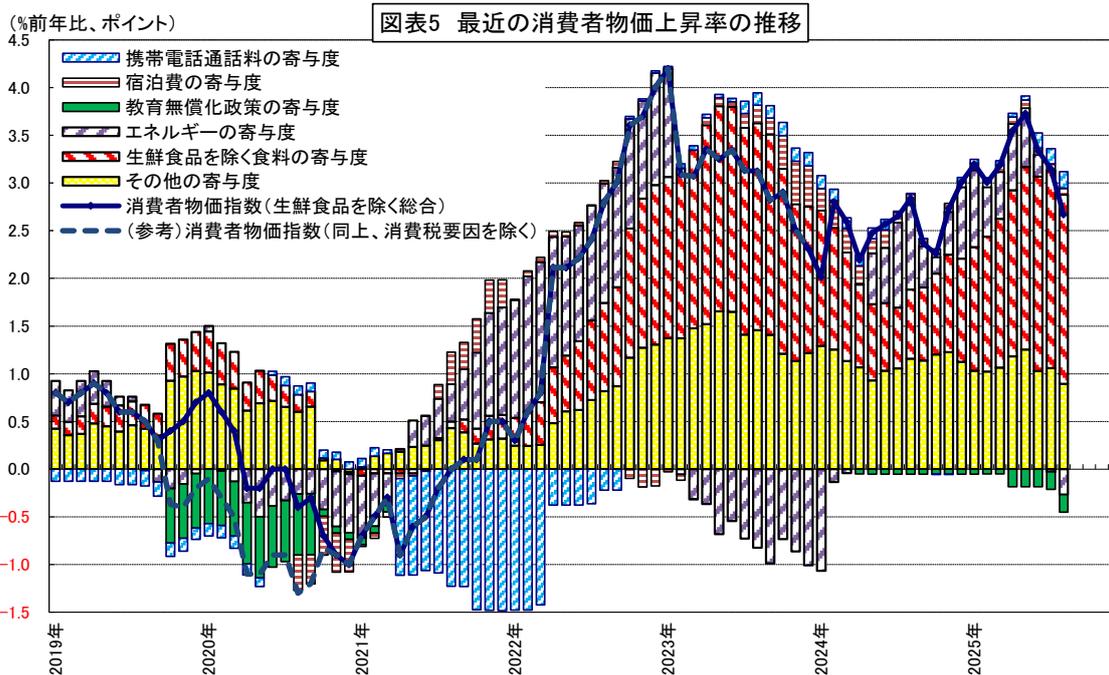
以下、国内景気の先行きを展望したい。足元7～9月期については、物価沈静化などを背景に実質賃金のマイナス幅が縮小し

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。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：コア CPI は前年比 2.7%、9 か月ぶりの 3% 割れ

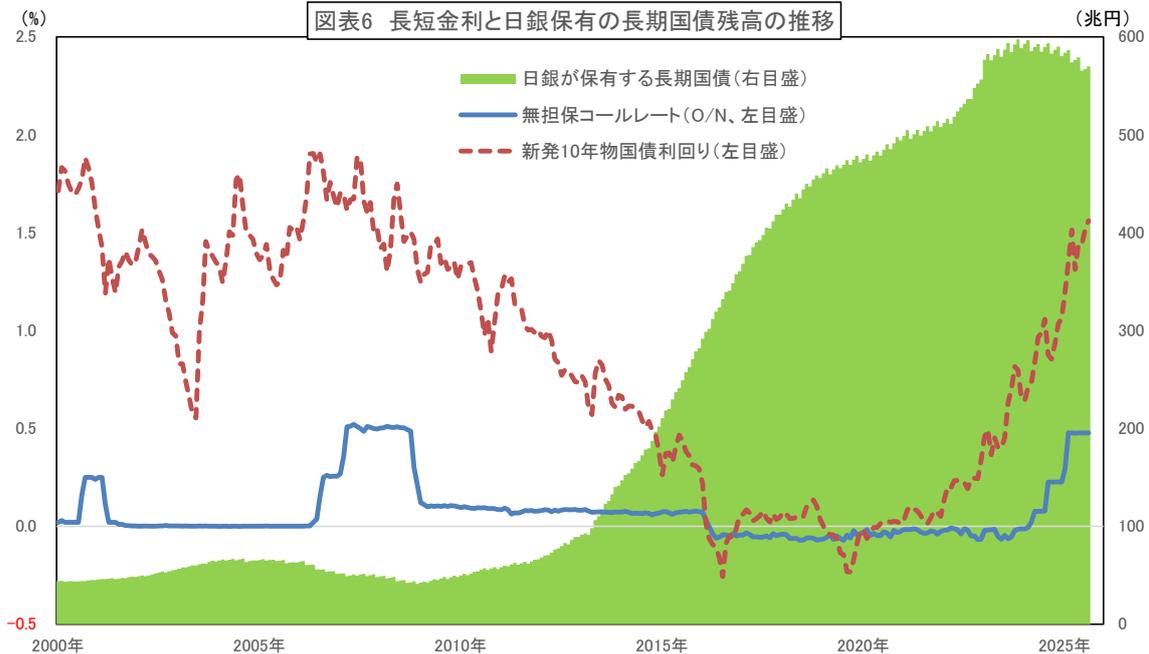
8月の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は前年比2.7%と3か月連続で鈍化した。コメ価格の高騰が続いている(上昇率は同69.7%へ大幅鈍化)ものの、ベース効果が一巡しつつあるほか、「電気・ガス料金負担軽減支援事業」によってエネルギーの下落傾向が強まったことでコアCPIが9

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・物価の見通しを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。

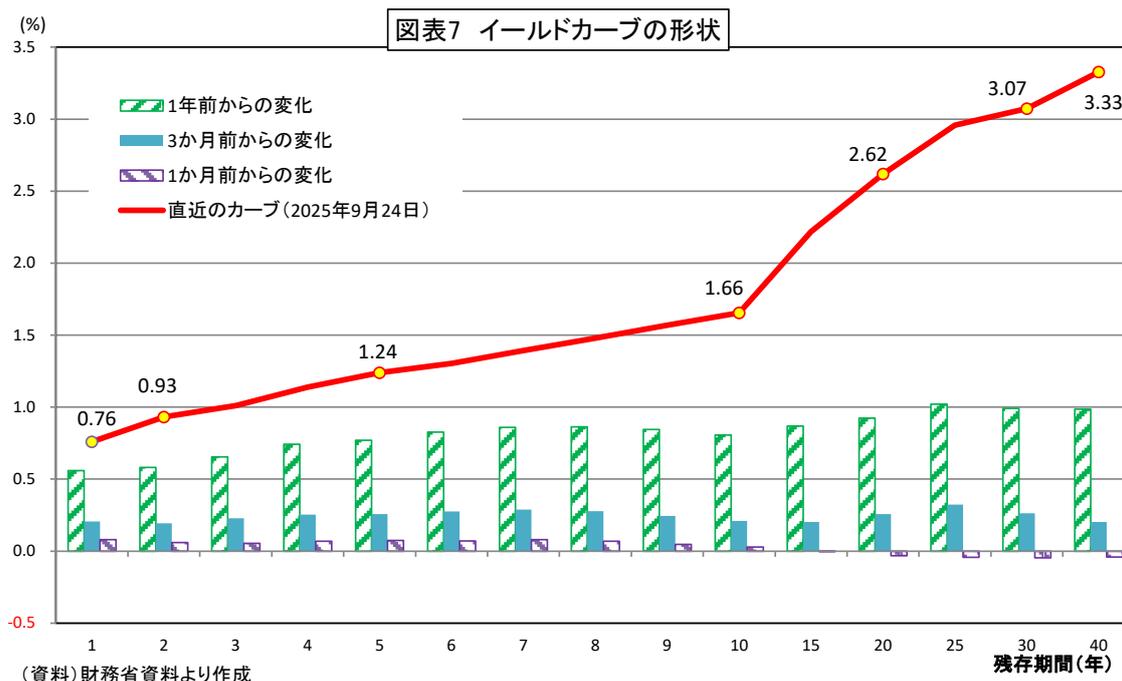
植田総裁は会合後の記者会見において、今後の金融政策運営について、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、「展望レポート」で示すような経済・物価の見通しを実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくとの方針を改めて表明した。一方で、米関税政策が国内景気・物価動向にどのように影響するか、また食料価格が今後どのように推移していくかなど、見極めるべき点もあるとしている。

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

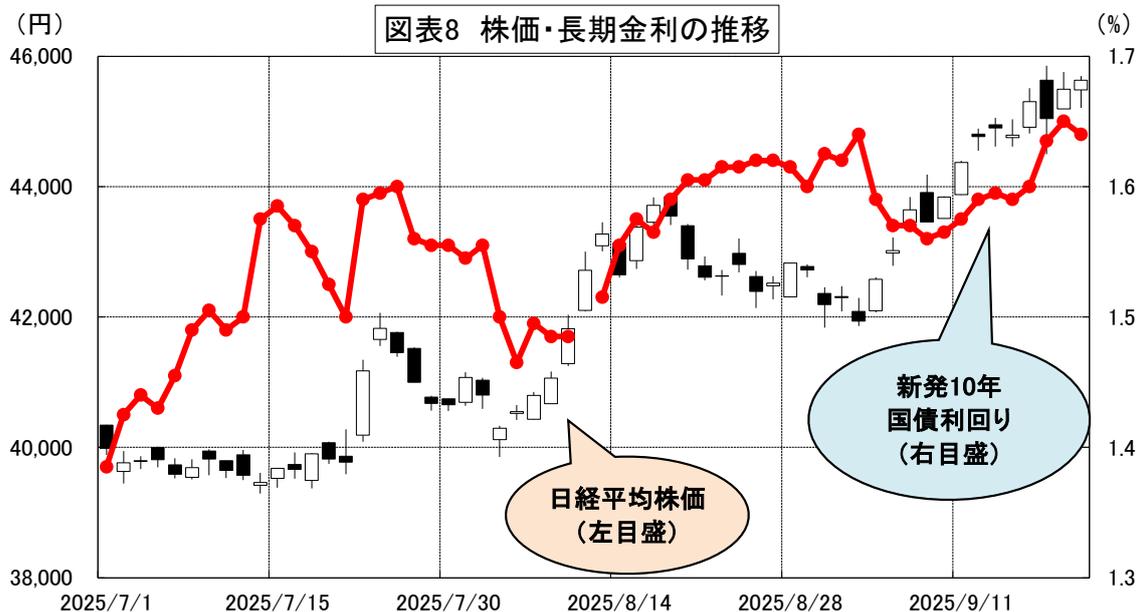
長期金利には上昇圧力がかかりやすい

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。



**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。

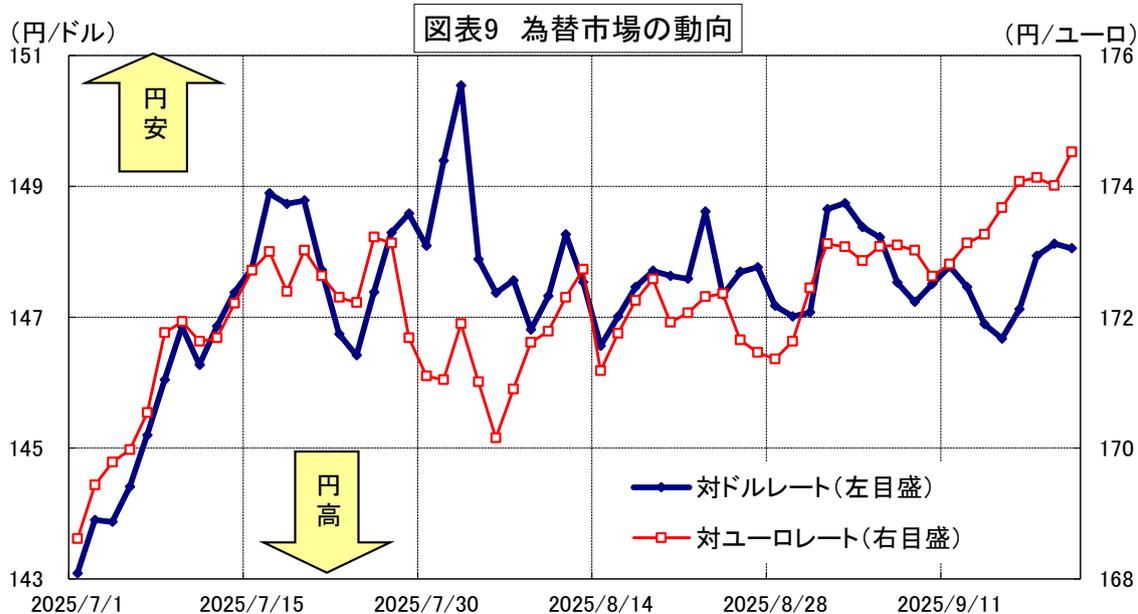
円安状態が続いているが、先行きは円高へ

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

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。



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)