2025. 4. 28

日銀の追加利上げは関税率の大幅引き下げが条件
～高関税が残れば来年の春闘にも影響、正常化路線とん挫のリスク～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

- **4 月 30 日、5 月 1 日の日銀金融政策決定会合において、金融政策がすえ置かれるのはほぼ確実な情勢。トランプ政権の関税政策が金融市場に混乱をもたらしているおり、拙速に動かなければならない理由はない**
- **各種関税率が大幅に引き下げられれば、高めの賃上げも相まって秋口には追加利上げに動くための環境が整うと見る。ただ、引き続き不透明感は高い**
- **高関税が残った場合は来年の春闘に少なからぬ影響を与え、日銀の正常化路線がとん挫のリスクも**

1．4 月 30 日、5 月 1 日の決定会合はすえ置きが確実

4 月 30 日、5 月 1 日の日銀金融政策決定会合において、金融政策がすえ置かれるのはほぼ確実な情勢である。トランプ政権の関税政策が金融市場の乱高下をもたらしているおり、ここで拙速に動かなければならない理由はない。このところトランプ大統領の態度に軟化の兆しが出てきたとはいえ、相互関税や自動車等の分野別関税、対中高関税など、各種トランプ関税の着地点はまだ流動的である。最終的な関税率の水準次第で、世界経済への影響は変わってくる。

植田総裁は3月の決定会合で、トランプ関税の国内経済への影響についての言及を避けていた。政策の詳細が明らかになっていないことを理由に「*定量的にうまく把握できるという段階では必ずしもない*」とする一方、4 月 2 日に予定されていた相互関税の発表日を念頭に、「*4 月の初めにはある程度のところが出てくるかもしれないという状況ですので、次回の決定会合で展望レポートがありますが、そういう中ではある程度消化できるかなと思っています*」と、今回の展望レポートである程度評価が可能になるとの見通しを示していた。ただ、今回もどうやらきちんとした評価はできそうもない。4 月 2 日に発表された相互関税が世界の度肝を抜く規模となったことに加え、米中双方の関税引き上げ合戦のエスカレートが加わったことで、市場は一時大混乱に陥った。その後、相互関税の上乗せ部分の 90 日の猶予が発表されたほか、対中関税に関しては一部品目の除外も決定されたことなどから、悲観的なムードはいったん和

(図表)展望レポートにおける見通し(政策委員の大勢見通しの中央値)

	前年比(%)	24年7月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	24年10月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	25年1月展望ﾚﾎﾟｰﾄ	25年4月展望ﾚﾎﾟｰﾄ(当社予想)
2024年度	実質GDP	0.6	0.6	0.5	0.5
	コアCPI	2.5	2.5	2.7	2.7
2025年度	実質GDP	1.0	1.1	1.1	0.9
	コアCPI	2.1	1.9	2.4	2.6
2026年度	実質GDP	1.0	1.0	1.0	1.1
	コアCPI	1.9	1.9	2.0	2.1
2027年度	実質GDP	–	–	–	1.0
	コアCPI	–	–	–	2.0

(出所)日本銀行公表資料より明治安田総研作成

らいだが、猫の目のように政策が変わるなかでは、分析の前提も定まらない。すでに企業景況感の悪化等が明らかになっていることもあり、展望レポートでは、2025 年度の実質 GDP 見通しは 1%を割り込む水準への下方修正を見込むが（図表）、関税の影響に関しては、前回の会合に続き、定量的には把握しにくいとのスタンスを維持するのではないか。先行きの不確実性が引き続き高いため金融政策はすえ置くとの結果になると考えられる。なお、実質 GDP 見通しに関しては、来年には小幅の反動増を見込む姿が示されると予想する。物価については、当面上昇圧力が残るものの、2026 年度以降は目標水準に近づいていく姿が示されると予想する。

２．次なる利上げはいつか

次なる利上げのタイミングの予想は難しい。とりあえず、相互関税の上乗せ部分の猶予期間である 90 日を経過すれば、各国との交渉にある程度着地点が見えてくると考えられる。世界経済にとっての最大の脅威は、相互関税よりも米中が相互にかけている高関税率だが（4 月 14 日発行のレポート、「米中相互の高関税は世界同時不況をもたらす」参照）、トランプ大統領は 22 日、中国に対する 145%の関税率について、「ゼロにはならないだろうが、大幅に下がるだろう」と述べた。ウォール・ストリート・ジャーナルは 23 日、関税率を 50～65%にする案などが浮上していると報道している。米国の国家安全保障に影響が薄い品目の税率を 35%に引き下げる一方、重要物資には最低 100%を課す案もあるという。手法がだんだんバイデン関税に似通ってきた印象を受けなくもないが、トランプ大統領は 24 日、対中関税はなんらかの譲歩がない限り引き下げないと述べるなど、発言は引き続き振れている。

米国経済や世界経済が回復基調を維持するためには、米中の互いの高関税が大幅に引き下げられることが必須となる。ベッセント財務長官も 23 日、記者団に対し現在の両国による高関税が「持続可能ではない」との認識を示している。米中関税の大幅な引き下げに加え、相互関税もユニバーサル関税の 10%のみか、小幅の上乗せにとどまること、自動車等の分野別の関税も、撤廃か大幅に引き下げられることが、日銀が追加利上げに動くための必要条件となる。楽観的に聞こえるかもしれないが、このところのトランプ大統領のぶれ具合を見る限り、決して可能性の低いシナリオではないように思われる。

一方、春闘では昨年を上回る賃上げの実現が濃厚な情勢である。夏場にかけて個別企業の給与への反映が進む一方、コメの価格が落ち着けば、実質賃金がプラス圏に浮上する展開も期待できる。そうなれば 9 月か 10 月には追加利上げができる環境が整うだろう。今のところメインシナリオは 9 月だが、引き続き不透明感は高い。

３．ドル安誘導はないことを確認

為替問題についてもひとまず安心感が広がっている。4 月 24 日に、加藤財務相とベッセント財務長官による会談が開催された。加藤氏は会談後の記者会見で「為替水準の目標やそれを管理する枠組みといった話はなかった」と述べ、米側から円安ドル高是正に関する具体的な要求はなかったとした。これに先立つ 23 日、ベッセント氏は記者団の質問に対し、「通貨目標は一切ない」と述べ、日本に対しては、「G7 合意を尊重することを期待」と、従来の米国のスタンスを確認するにとどめていた。G7 合意を守るとは、円売り介入はご法度ということであり、現状では日本にとって問題はない。ベッセント氏の発言は、米国が G7 合意を無視するような為替政策を取らない姿勢を示した形で、予想以上に常識的な発言に金融市場には安心感が広がった。

これで、日銀が米国のドル安誘導に加担させられる懸念もひとまず後退した。トランプ大統領が 22 日に、パウエル議長を解任する考えがないことを示したことも株高、ドル高につながっており、先週は米政権から市場を安堵させる情報発信が続いた。しかし、トランプ大統領のドル安志向自体は変わらないとみられることから、またいつ何を言い出すかは油断できない。今回のベッセント氏の発言をトランプ大統領が不快に思っていないとも限らない。大統領経済諮問委員会（CEA）のミラン委員長は、指名前に執筆した論文で、米国単独でもドル

高の是正は可能とし、人事異動を待てば米連邦準備制度理事会（FRB）がそうした政策に自発的に協力する可能性が高まるとの主張を展開していた。パウエル議長の任期は 2026 年 5 月までである。後任人事を巡っては、水面下でいろいろなせめぎ合いが始まっているとみられる。まだ 1 年以上あることから、現時点でことさらに材料視するのは時期尚早かもしれないが、問題はトランプ大統領が自身の考えに近い人材の指名にどこまでこだわるかである。トランプ大統領の政策が、結局のところ第一次政権時同様、金融市場の動きに左右されやすいというのは、ここ 1 ヵ月の行動で明らかになりつつある。後任人事も金融市場の反応を見極めながらということになるのかもしれない。いずれにせよ、近い将来、再び米国の為替政策への懸念が市場を揺るがす可能性について警戒は必要である。

今回の会合における日銀の情報発信が、市場からハト派的とみなされた場合、リバウンド的なドル高円安トレンドに拍車がかかり、トランプ大統領が過敏に反応する可能性もなくはない。そのあたりもにらみ、植田総裁は会合後の定例会見で中立的な言い回しに腐心するのではないかとみている。

４．関税は来年の春闘に影響

今年の春闘は昨年に続き高い妥結水準が確実視されているが、米国と他国との間に一定の高関税政策が残るか、各国との交渉が大幅に遅れた場合、気になるのは来年の春闘への影響である。

当研究所が、一律関税の 10%と分野別関税（現行の鉄鋼・アルミニウム、自動車に加え、5 月初旬発動予定の自動車部品と米当局が調査中の半導体も含む）が残ると仮定し、一定の前提のもとに試算した 2026 年の賃上げ率は 3.8%、うちベアは 2.3%であった（4/24 日付レポート、「26 年春闘は 4%割れか、カギを握る日米交渉」参照）。日銀は、2%インフレと整合的なベアは 3%程度としており、インフレ目標達成に向けては不十分な水準である。もし分野別関税の削減・撤廃まで実現するようなら、賃上げ率は 5%（ベア 3.5%）と直近 2 年間に近い水準が期待できるが、逆に相互関税の上乗せ分がそのまま復活するようであれば 2.8%（ベア 1.3%）まで低下する。来年の春闘は米関税政策の動向にかかっているといえ、これにより日銀の金融政策も大きく左右される。賃上げ率が 2.8%であればもちろん、3.8%でも実質賃金のプラス確保は難しく、追加利上げは困難となる可能性が高い。関税政策の動向次第では、現行水準がターミナルレートとなってしまうリスクも存在する。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください
明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一
電話番号：03-6261-7947
e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。
●発行元● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11 TEL03-6261-6411