2025. 6. 11

日米交渉次第で追加利上げは年内前倒しへ
～来年度は関税政策が賃上げに与える影響が焦点に～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

- **関税を巡る日米交渉の決着の時期や内容はいまだに不透明であり、6 月 16、17 日の日銀金融政策決定会合で金融政策がすえ置かれるのはほぼ確実な情勢**
- **対日関税が、相互関税のベースラインとして示した一律関税の 10%プラスアルファのレベルにおさまれば、企業の投資マインドの腰折れは避けられよう。あとはコメの価格さえ鈍化に向かえば、日銀が年内に追加利上げできる素地が整うとみる**
- **日銀の国債買い入れ額については、2026 年 3 月までは四半期ごとに 4,000 億円というこれまでの減額ペースを維持し、2026 年 4 月以降は 3,000 億円への縮小を予想。2027 年 3 月時点の月間の買い入れ額は昨年 7 月の 3 割程度になると見込む**

１．足元の景気は軟調

6 月 16、17 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への不透明感は、相互関税の発表直後と比べればかなり薄れてきたものの、日米交渉については決着の時期・内容ともいまだに流動的である。トランプ大統領の就任以降、猫の目のように各種関税率が変わるなかで、多くの企業が設備投資計画の一時見合わせを余儀なくされているのが実態とみられる。コメ価格の急騰もあって、高めの賃上げにもかかわらず実質賃金はマイナス圏に沈んだままで、足元の景気は減速傾向にある。当研究所は、5 月 21 日にプレスリリースした四半期に一度の経済見通しで、2025 年度の実質 GDP 成長率を前回 2 月の前年度比＋1.2%から同＋0.3%へ、2026 年度を同＋1.1%から同＋0.7%へと下方修正した（図表 1）。改定値でもマイナスだった 1－3 月期以降、3 四半期連続でマイナス成長となってもおかしくないほど足元の基調は弱い。

（図表 1）当研究所の経済見通し（5/21 リリース）

	２０２４年度	２０２５年度		２０２６年度	
	実績		前回		前回
実質成長率	０．８%	０．３%	１．２%	０．７%	１．１%
成長率寄与度 ・内需 ・外需	 １．２% ▲０．４%	 ０．７% ▲０．５%	 １．０% ０．１%	 ０．８% ▲０．１%	 １．１% ▲０．０%
名目成長率	３．７%	２．６%	３．２%	２．１%	２．５%

※前回は２０２５年２月時点の予測

（出所）明治安田総研

２．日銀は強気の姿勢を維持

それでも、なんとか景気回復基調は維持できるのではないかと予想できる理由がある。まず、最大のカギで

ある米国の関税政策については、トランプ大統領の態度が強硬一辺倒ではないことが他国との交渉のなかですでに明らかになっていることである。小泉農相の手腕もあってコメ価格もようやくピークアウトしつつあり、このままであれば、高めの賃上げ率が各社の給与に反映されていく過程で、実質賃金がプラス圏に浮上する展開が期待できる。

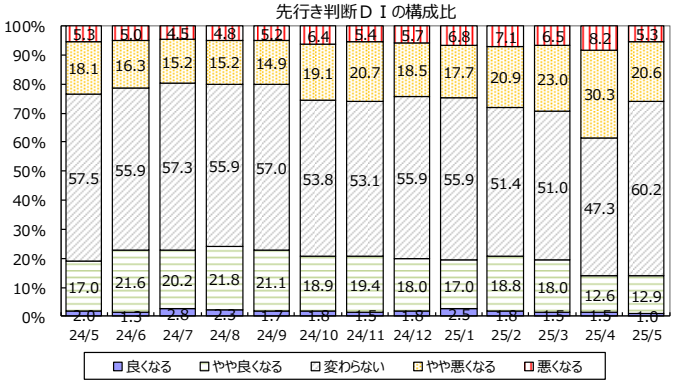
日銀も先行きの日本経済に関し、見通し通りとの姿勢を崩していない。植田総裁は6月3日の内外情勢調査会における講演で、関税政策は輸出財の価格競争力の低下や不確実性の高まりなど、「***いくつかのルートを通じて、わが国経済の下押し要因として作用します***」としたものの、先行きに関しては、「***もっとも、現時点で日本銀行としては、わが国経済は、こうした下押し圧力を受けつつも持ちこたえ、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくというメカニズムも途切れることはないと見込んでいます***」と、「賃金と物価の好循環」は途切れないとの姿勢を示した。日銀の重視する「基調的な物価上昇率」については、「***この先、成長ペースの鈍化を受けて伸び悩む局面はあるにせよ、その後は再び、2%の「物価安定の目標」に向けて高まっていくという姿を展望しています***」とし、金融政策の正常化路線は変わらないとの方向性を強くにじませた。

こうした見通しの前提は、前回の決定会合で示した通り、「***各国の通商政策等に関し、今後、各国間の交渉がある程度進展すること***」、また、「***グローバルサプライチェーンが大きく毀損されるような破壊的な状況は回避されること***」とのことで、当研究所の経済見通しの前提もこれに近い。実際のトランプ政権のかじ取りも、今のところ、こうした前提から大きく外れてはいない。

4月2日の相互関税の発表後、市場関係者は一斉に次なる利上げ予想のタイミングを後ろ倒しにした。筆者も7月から年明けへと先送りしたが、トランプ大統領が早々に軟化の兆しを見せ始めたことで、再び前倒しする向きが増えつつある。関税政策への米国内世論の評価も芳しいものではなく、来年の中間選挙への影響を考えれば、再び市場を驚愕させるような政策が飛び出す懸念は後退した。当初提示した相互関税の水準は下がり、今後、高関税は（経済）安全保障上、重要な品目に限定するといった色分けが進んでいくと考えられる。

内閣府の「景気ウォッチャー調査」によれば、企業動向関連の先行き判断DIの構成比における、「やや悪くなる」と「悪くなる」の合計が4月には38.5%と4割近くまで上昇、まだコロナ下にあった2022年3月以来の水準に達したが、5月はトランプ大統領の就任直後のレベルにまで逆に低下した（図表2）。日米交渉の結果、関税率が、相互関税のベースラインとして示した一律関税の10%プラスアルファのレベルにおさまれば、企業の抱く先行き不透明感はさらに緩和するとみられ、投資マインドも持ち直すだろう。そうなれば、日銀が年内に追加利上げできる可能性が高まる。

(図表2)景気ウォッチャー調査における企業動向関連の先行き判断ＤＩの構成比



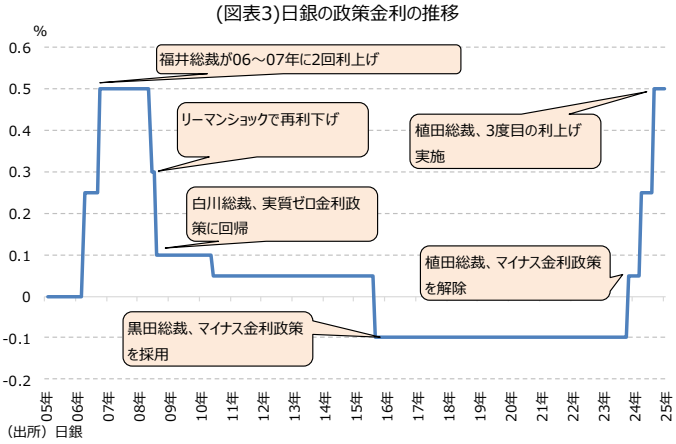
（出所）内閣府「景気ウォッチャー調査」

３．関税政策が来年の春闘に与える影響に要注目

年明け以降の利上げペースについては、関税政策の賃上げに与える影響がポイントとなる。当研究所では、日本に対する関税が前述のレベルに留まれば、2026年の春闘では5.0%の賃上げが期待できる一方、相互関税が24%、自動車や鉄鋼・アルミ等の分野別関税が25%（当時）でいずれも軽減されなければ、2.8%まで低下すると試算している（6月3日発行のレポート、「月刊　為替市場の論点（25年5月）」参照）。実質賃金の動向は物価動向にも左右されるが、後者の場合、日本経済は後退局面に陥る可能性が高く、利上げサイクルはとん挫を余儀なくされよう。前者の場合でも、実質賃金のプラス幅がわずかで個人消費の回復スピードが鈍く、賃金と物

価の好循環が軌道に乗ったのかが判然としない状況が続く下で、日銀自身が名目ベースの中立金利の下限と推計している 1%まで利上げした後は、すえ置きが続く可能性が高いとみる。足元の水準からあと 2 回の利上げということになる（図表 3）。

(図表3)日銀の政策金利の推移

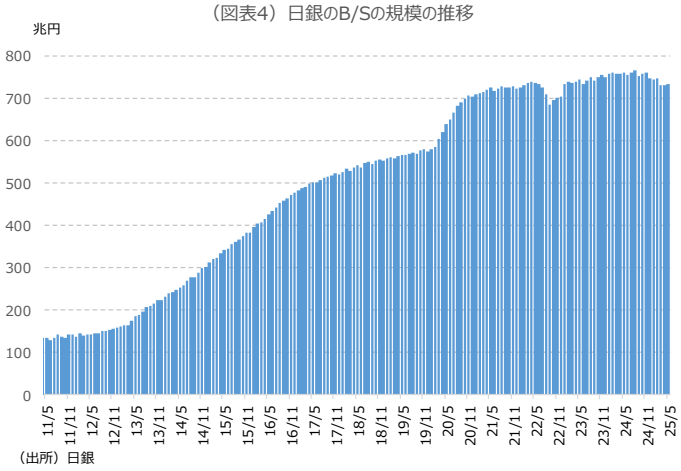


（出所）日銀

４．2026 年 4 月以降の国債買い入れ額はペースダウン

来週の決定会合では、現在、2026 年の 1－3 月にかけて毎四半期 4,000 億円程度ずつ減額していくとしている長期国債の買い入れ方針について中間評価を示す計画となっている。植田総裁は 6 月 3 日の講演で、これまでの国債買い入れの減額について、市場機能回復という所期の効果を発揮しているとしたほか、市場参加者からは来年 4 月以降も国債の買入れ額を減らしていくことが適切との声が多く聞かれたと述べた。総じて前向きな評価であり、2026 年 3 月まではこれまでと同等のペースで国債買い入れの減額を続ける可能性が高い。2026 年 4 月以降の扱いが焦点だが、大手通信社からは、関係筋の話として、2,000 億円に半減させるか現状維持かが議論の中心で、その他 2,000～4,000 億円の範囲の減額も考えられるとしている。議論が割れれば間を取ることになるとみられ、3,000 億円が有力か。日銀は短期的な国債需給の悪化懸念にある程度配慮する姿勢を見せるだろう。このとおりとなれば、2027 年 1－3 月期の月間買い入れ額は 1.7 兆円程度まで減少、昨年 7 月の 5.7 兆円の 3 割程度まで減っていくことになる。

（図表4）日銀のB/Sの規模の推移



（出所）日銀

日銀の B/S の規模は、ピークアウトしつつあるとはいえ、依然として異次元緩和前の約 4 倍の水準にある（図表 4）。今後も緩やかな減少傾向が続くと考えられるが、最終的な着地点までにはかなりの年月を費やす必要がありそうである。

５．超長期ゾーンの金利急上昇をどう見るか

5 月の超長期金利の急上昇が関心を集めたが、日銀にとっては想定の範囲内であり、機動的な買い入れ等、何か特別な措置が必要とは考えていなかっただろう。為替相場で円売りは嵩んでおらず、債券相場が財政不安を本格的に織り込んだわけではない。インフレ期待の高まり、トランプ政権の関税政策の緩和期待、機関投資家の買い控え姿勢、日銀の買い入れ減額の進展等の複合的な要因が働いた結果と考えられる。もちろん、ただでさえ需給が緩みつつあるなか、財政運営への信頼が失われれば不健全な形での急上昇を招くリスクはある。逆に言えば、政府与党が減税ポピュリズムに流されず、最低限の財政規律を保つ姿勢を見せていることが、長期金利の上昇を抑えているとも言える。

今月は、7 月以降の財務省の国債発行計画も注目される。6 月 5 日の 30 年債入札が低調な結果となって以降、財務省が超長期債の発行額を大幅に減額するとの観測が高まっている。債券市場が不安定さを増している折、財務省が市場の圧力を無視することはないと考えられるが、まずは 6 月 20 日の国債市場特別参加者会合でどのような姿勢を示すかが焦点となる。

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