

日銀の利上げ見通し/ トランプ政権下での企業行動



りそなホールディングス 市場企画部
エコノミスト 佐藤 芳郎



日銀の利上げは36年ぶりのペースで進んできたが今後の利上げ判断はより慎重に



日銀の次回利上げ：アナリスト予想は今年7月、りそなグループ予想は今年9月もしくは10月



りそなグループが日銀の利上げ見通しに慎重な理由：経済要因と政治要因



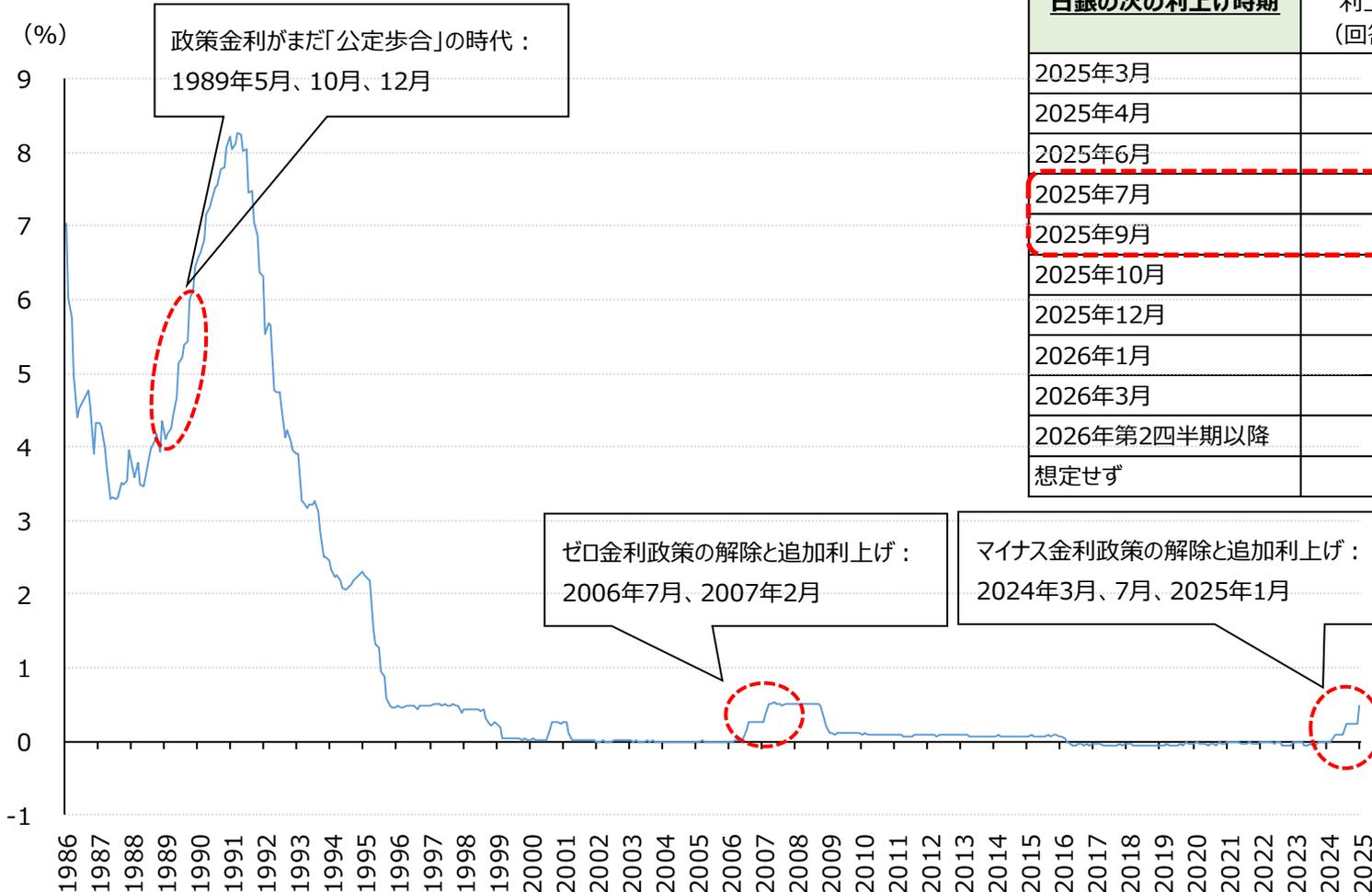
これまでも日本企業は海外進出を積極化してきたが、トランプ政権下でも趨勢的な進出は継続か



為替には金融政策に基づく金利差も重要ですが、企業の海外進出による経常収支への影響にも注目を

- 日銀は1月24日に政策金利を0.50%へ引上げ、過去12か月間で3回目の利上げ
- 12か月間で3回の利上げは1989年以来の36年ぶり、今後は追加利上げの度に政策金利が1990年代以降の水準に
- アナリスト調査では0.75%への引上げ時期は今年7月との見方が予想の中心

日銀の政策金利（無担保オーバーナイトコールレート翌日物）の推移



日銀の次の利上げ時期	2025年1月調査 利上げ後の調査 (回答者数45人)
2025年3月	0
2025年4月	2
2025年6月	4
2025年7月	25
2025年9月	8
2025年10月	2
2025年12月	0
2026年1月	2
2026年3月	0
2026年第2四半期以降	1
想定せず	1

出所：日本銀行、ブルームバーグ、りそなホールディングス

- マクロ経済環境は日銀にとって「オントラック（想定通り）」
- 第二次トランプ政権のスタートで下振れリスク要因と見られてきた米国経済はむしろインフレ再燃がリスク
- 短期金利を取引する市場でも2025年度後半での次回利上げが見込まれている

日本銀行の追加利上げへのチェックポイントと「金融政策の糊代」

項目	状況	コメント
インフレ	○	・ インフレ率（コアCPI）は足元で物価安定の目標である2%を上回って推移
賃金	○	・ 人手不足による「売り手市場」が当面継続 ・ 3月10日～3月14日が集中回答の2025年春闘が好調さを維持するのか注目
消費	△	・ 明確な増加にはなっていないが、賃金の増加を反映して底堅い推移
価格転嫁	○	・ 日銀短観調査を見ると全ての企業規模で価格転嫁が進展
「金融政策の糊代」	○	・ 今次の金融政策正常化局面で政策金利が例えば現状の0.50%で打ち止めになれば、次に緩和する必要が出た局面で引下げ余地が不十分 ・ 金融緩和が必要になる度に、「量的緩和 → マイナス金利」という流れを繰り返すことは持続的な金融政策とは考えられない ・ ただし、景気に悪影響が出るほどの利上げは本末転倒

金融市場での日銀の利上げ見通し

出所：りそなホールディングス

誘導目標金利	0.500	評価日	03/06/2025		
実効レート	0.476	直近インプライド翌日物金利	0.477		
会合	利上げ/利下...	利上げ/下げ%	インプライド金利Δ	インプライド金利	想定変動幅
03/19/2025	+0.008	+0.8%	+0.002	0.479	0.250
05/01/2025	+0.168	+16.0%	+0.042	0.519	0.250
06/17/2025	+0.436	+26.9%	+0.109	0.586	0.250
07/31/2025	+0.733	+29.7%	+0.183	0.660	0.250
09/19/2025	+0.996	+26.3%	+0.249	0.726	0.250
10/30/2025	+1.184	+18.8%	+0.296	0.773	0.250
12/19/2025	+1.352	+16.8%	+0.338	0.815	0.250

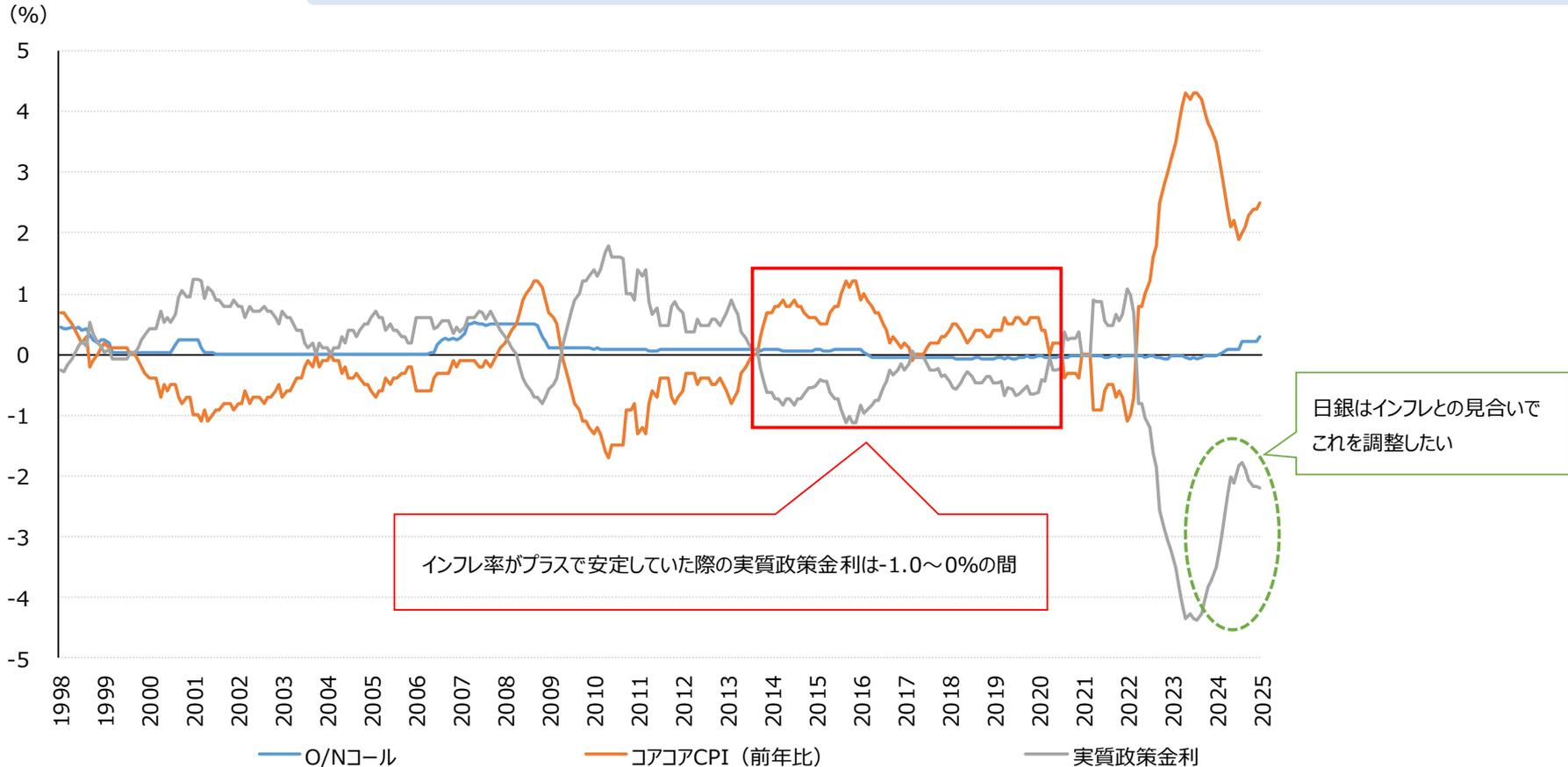
短期金利を取引する金融市場では
 次回の利上げ想定は今年9月or10月

出所：ブルームバーグ、りそなホールディングス

- ヒントは日銀が2024年7月の利上げ後から公表している資料にある「実質金利」の考え方
- 実質金利は名目金利からインフレ率を引いた金利で、日銀は実質金利が-1.0%~0%程度を目指しているとみられる

- **実質金利は大幅なマイナス**が続き、**緩和的な金融環境**は維持 → **経済活動をしっかりとサポート**
- 見通しが実現していくとすれば、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整

実質政策金利の推移



出所：日本銀行、総務省、りそなホールディングス

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

- 今回の利上げ局面では、初期段階では政策金利が0.50%で打ち止めとの見方が主流だったが、足元では1%まで引き上げられると見方がアナリスト調査では主流になっており、1.5%まで引き上げられるとの見方も強まっている
- りそなグループでは現状で0.75%を予想しており、市場の見方よりもやや弱気

マイナス金利解除以降の政策金利の到達点（ターミナルレート）予想

政策金利の到達点	2024年3月調査 (回答者数47人)	2024年4月調査 (回答者数52人)	2024年6月調査 (回答者数49人)	2024年7月調査 (回答者数48人)	2024年8月調査 株価急落前 (回答者数41人)	2024年8月調査 株価急落後 (回答者数34人)
0.25	2	1	0	0	2	1
0.50	18	16	10	11	3	2
0.75	3	10	9	8	5	6
1.00	7	11	10	13	21	15
1.25	0	0	0	0	1	1
1.50	6	5	10	9	6	4
1.75	1	1	1	2	1	1
2.00	3	3	4	1	2	3
2.25	0	0	0	0	0	0
2.50	1	0	0	0	0	0

政策金利の到達点	2024年9月調査 (回答者数53人)	2024年10月調査 (回答者数52人)	2024年12月調査 (回答者数49人)	2025年1月調査 利上げ前の調査 (回答者数51人)	2025年1月調査 利上げ後の調査 (回答者数45人)
0.25	2	1	1	1	
0.50	7	4	3	2	2
0.75	11	14	10	12	8
1.00	19	21	18	19	15
1.25	3	2	5	4	6
1.50	7	6	7	6	10
1.75	1	1	2	1	1
2.00	2	2	3	4	2
2.25	0	0	0	0	1
2.50	0	0	0	0	0

出所：ブルームバーグの資料を基にりそなホールディングスにて作成

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、現実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

- 2024年10月下旬の衆議院選挙を経て、自民党と公明党の連立は少数与党化
- 自民党と公明党の連立が維新の会と協力できたことで2025年度予算は成立の可能性が高まったが、3月上旬には第一党の自民党の党大会、7月下旬には参議院選挙が予定されており、結果次第では政府運営が不安定化

当面の重要日程

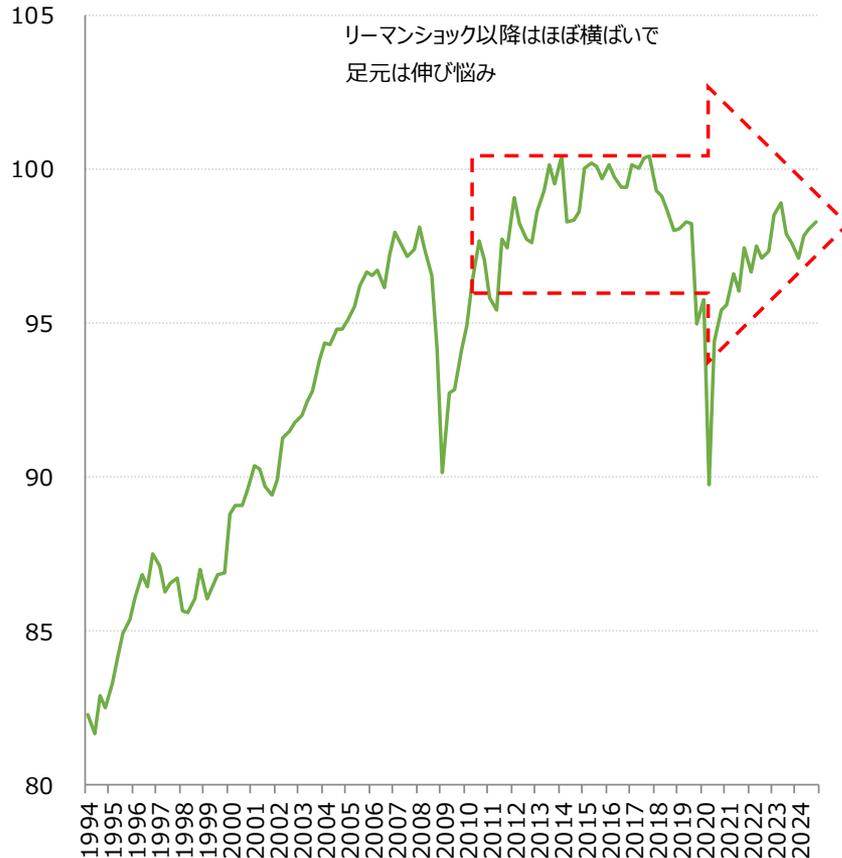
日付	イベント	ポイント
2025年1月20日 米大統領就任後	石破首相・トランプ大統領の会談	<ul style="list-style-type: none"> ・ トランプ1.0時代の積み残しが蒸し返された場合の石破首相の対応 ・ 前政権時代の積み残し：日米貿易協定の自動車関税、在日米軍への予算措置 ・ 日本製鉄によるUSスチールの買収阻止がディール外交に利用される可能性
1月24日～	<u>通常国会</u>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 「年収の壁」の引上げが不十分として国民民主党の反発は必至 ・ 一方、「年収の壁」が引上げられれば、国債に増発圧力がかかり格下げの可能性
1月24日	<u>日銀金融政策決定会合</u>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 政策金利の0.50%への利上げ決定
3月9日	<u>自民党大会</u>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 支持率の低迷が継続している中で石破首相は求心力を維持できるのか
3月11日～	<u>2025年春闘のヤマ場</u>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 企業利益と物価動向から、連合が要求する5%以上の賃上げ達成は予断を許さず ・ この結果で2025年の日銀の利上げペースとターミナルレートの議論が具体化へ
7月20日（予）	<u>参議院選挙</u>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 石破首相の低支持率が続いていると、参議院でも過半数を失うリスク ・ 自民党が新総裁・首相で臨む場合は衆参同時の選挙も視野か

出所：各種報道、りそなホールディングス

- 長期的な観点で賃金の決定に重要な影響がある実質労働生産性（労働者一人当たりGDP）は足元10年間程度でほぼ横ばい
- 日本銀行が公表している消費者物価をより詳細に分析した「基調的な消費者物価」は2%を下回っている指標もあり、実質金利は日銀がいうように「大幅なマイナス」であるのかは疑問がある

実質労働生産性の推移

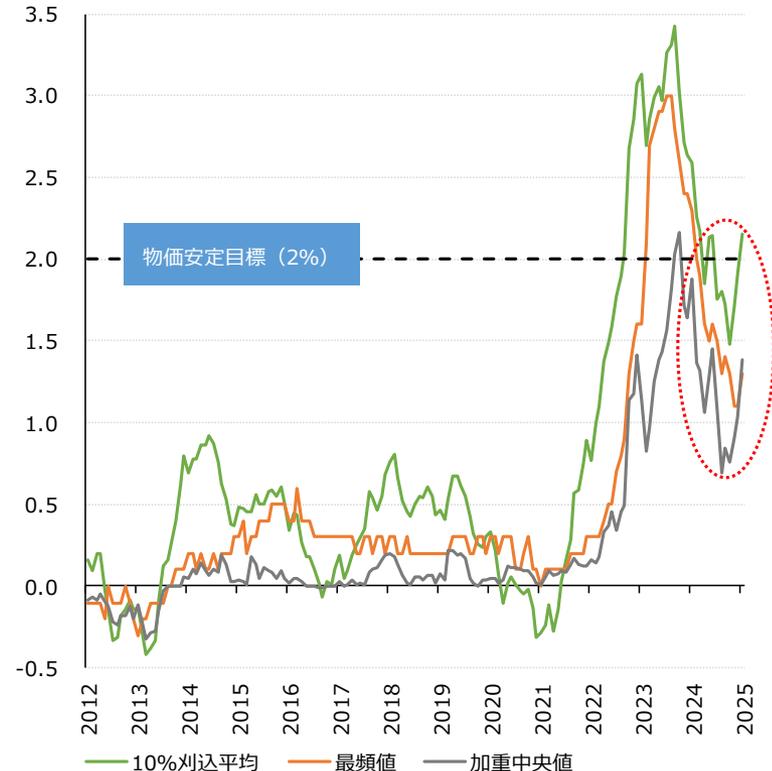
(2015年=100)



備考：実質労働生産性 = 実質GDP ÷ 就業者数
出所：内閣府、総務省の資料を基にりそなホールディングスにて作成

物価の基調的な動きを見るためのCPI

(前年比：%)



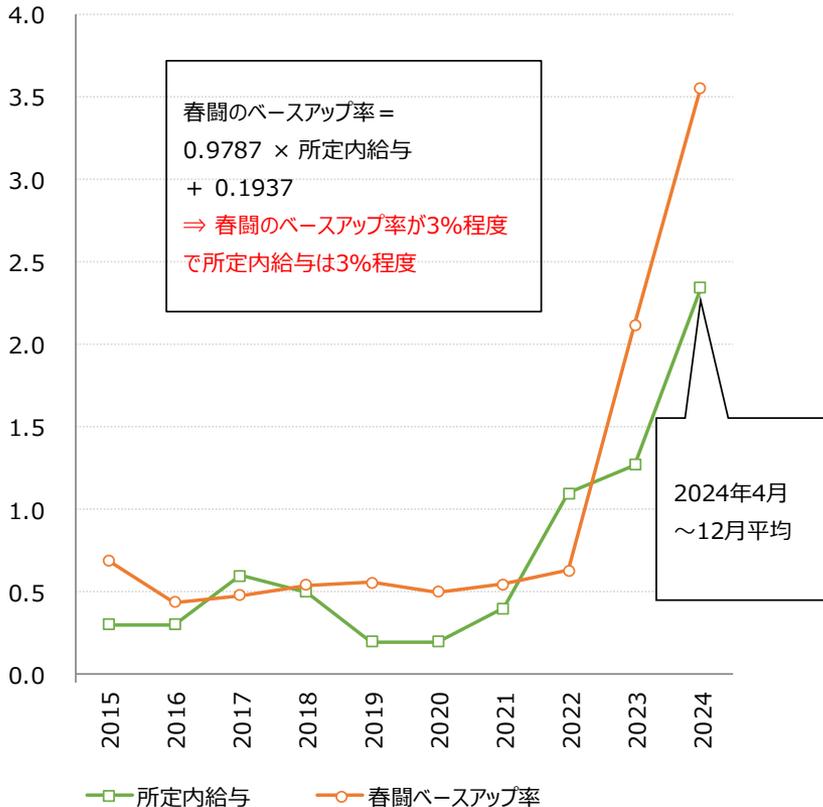
備考1：「10%刈込平均」は個別品目の前年同月比を順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目の前年同月比を加重平均して算出
備考2：「最頻値」は生鮮食品を除く消費者物価に含まれる個別品目の上昇率の分布に対して、統計的な手法で分布を特定し、その分布の最頻値を使用
備考3：「加重中央値」は生鮮食品を除く消費者物価の各基準年の個別品目の前年比およびウェイトから算出
出所：日本銀行、りそなホールディングス

- 3月11日～14日が「ヤマ場」
- 全体の賃上げ率も注目となるが、消費とインフレ動向への影響としてより注目なのはベースアップ率
- 原材料高などの企業負担を考えると、賃上げ率5%以上の要求に2年連続で応じることが可能なのかは予断を許さず

春闘のベースアップ率が3%程度であれば2%の物価安定目標は達成可能

所定内給与と春闘のベースアップ分賃上げ率

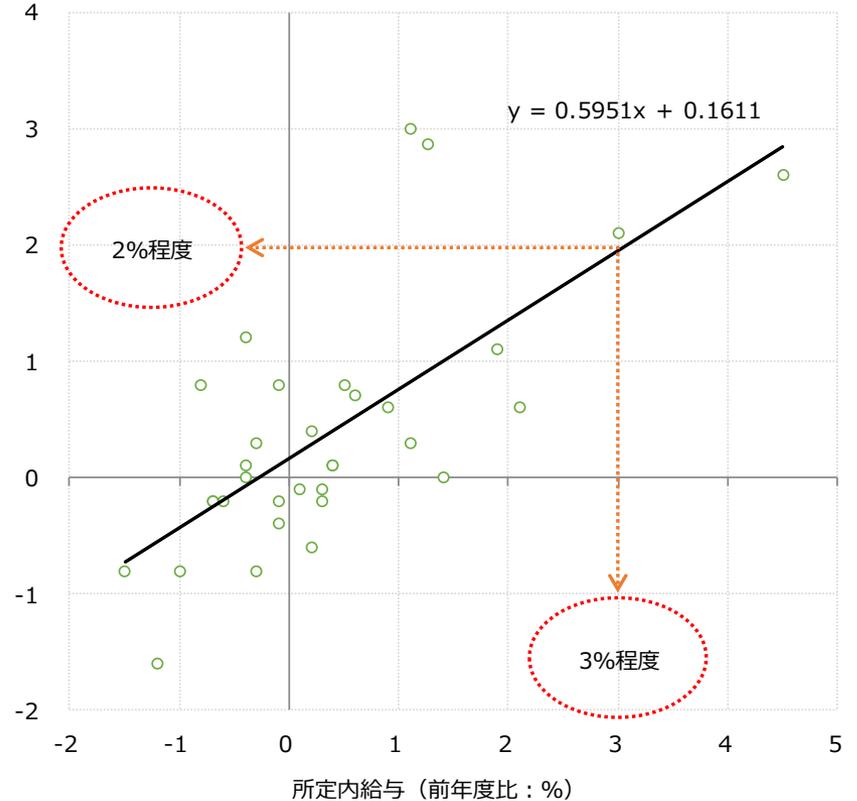
(前年度比：%)



備考：推計式は2015年度から2023年度までのデータに基づく
 出所：日本銀行、総務省、りそなホールディングス

コアCPIと所定内給与の前年比

コアCPI (前年度比：%)



備考：1991年度以降のデータを使用、コアCPIは消費税調整済み
 出所：総務省、厚生労働省

- 1月20日に就任したトランプ氏は矢継ぎ早に大統領令に署名
- 紛争・戦争地域への介入手法には批判が強まっているが、その行動力を踏まえると今後も迅速に主張を実行か

就任初日で選挙公約に沿った大量の大統領令に署名

出所：各種報道、りそなホールディングス

第二次トランプ政権の初日に署名された大統領令の一部	
連邦政府関連	<ul style="list-style-type: none"> ・ 政府効率化省の設立 ・ 連邦政府職員の新規採用の停止（軍事、移民管理、国家安全保障、治安維持に関連した職員を除く） ・ トランプ政権の閣僚・要人による見直しが行われない限り新たな連邦政府規則の実施を停止 ・ バイデン政権による捜査活動の見直し ・ 連邦政府職員のテレワーク廃止、解雇可能な政治任用枠の増加
移民・国境規制関連	<ul style="list-style-type: none"> ・ 不法移民の子供を念頭に置いた出生地ベースでの市民権付与を停止するための動議 ・ 移民の流入が米国の国益にかなうと判断されるまで難民受入プログラムの停止 ・ 米国-メキシコ国境の越境について緊急事態宣言 ・ 移民局が判定を下すまでの間は難民認定の申請者はメキシコで待機 ・ 麻薬カルテル組織を外国テロリスト組織に認定
エネルギー・環境関連	<ul style="list-style-type: none"> ・ バリ協定からの脱退 ・ エネルギー政策に関する緊急事態宣言 ・ バイデン政権で禁止された米国領海内でのエネルギー掘削の解禁 ・ バイデン政権下での排ガス規制の廃止 ・ アラスカでのエネルギーの掘削強化 ・ 風力発電会社に対する米国領海のリース停止 ・ 石炭、石油、天然ガスなどの多様なエネルギー源の発展・掘削を妨げるすべての連邦政府規制の見直し ・ 電気自動車の普及方針の撤回
SNS規制	<ul style="list-style-type: none"> ・ 動画サイトのTikTokの禁止（75日の猶予期限あり）
関税	<ul style="list-style-type: none"> ・ 中国、カナダ、メキシコの貿易実態調査 ・ 関税徴収を担当する外国歳入庁を設立
その他	<ul style="list-style-type: none"> ・ WHOからの脱退

- 議会の承認を必要としない大統領令を駆使して自身が目指す通商政策をいち早く展開
- 相互関税の詳細次第では企業には逃げ場がなくなる

トランプ大統領の基本的な考え方：「赤字＝負け」

出所：各種報道、りそなホールディングス

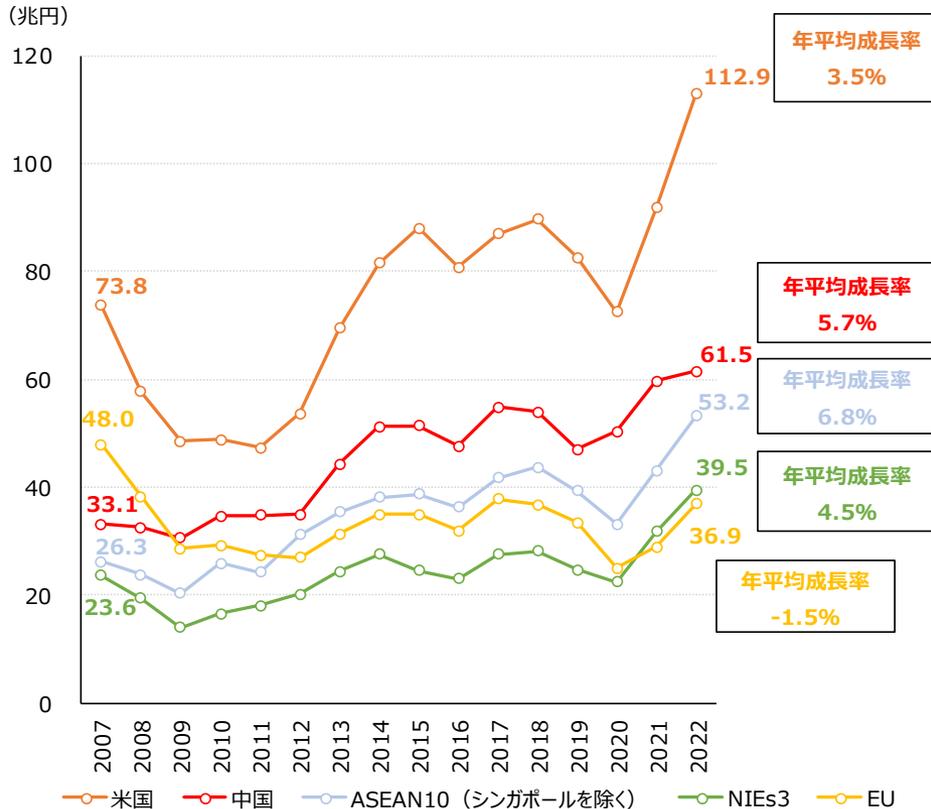
日付	米国	相手国の対応
①2025年2月1日	・カナダとメキシコに25%、中国に10%の追加関税を課す大統領令に署名（発動は2月4日）	・カナダが2月4日から米国の輸入品に25%の報復関税
②2025年2月3日	・対カナダとメキシコについて、 ①の発動を1か月延期することに合意	
③2025年2月4日	・对中国で①が発動	・中国が①に対して、米国からの輸入（原油・貨物自動車10%、石炭・LNG15%）に追加関税 ・中国がレアメタルの一部を輸出規制の対象に追加 ・中国がグーグルを独禁法違反の疑いで調査 ・中国が①について米国をWTOに提訴
④2025年2月10日	・米国が輸入する鉄鋼・アルミニウム製品の関税を一律25%に引き上げる大統領令に署名（発動は3月12日） ：詳細ではこの政策が半導体製造装置部品・航空機部品などを含むことが判明	
⑤2025年2月13日	・米国の関税率を他国と同等にする「相互関税」に関する大統領令に署名（発動は4月2日予定）	
⑥2025年2月18日	・⑤について、自動車への追加関税は25%程度を検討していることを表明	
⑦2025年2月26日	・EUからの全ての輸入品に25%の追加関税を検討していることを表明	
⑧2025年2月27日	・中国からの輸入品に更に10%の追加関税を3月4日から課すことを表明 ・②で延期していた対カナダとメキシコの追加関税を3月4日から賦課することを表明	
⑨2025年3月1日	・カナダを念頭に置いた木材と加工製品に対する追加関税を検討する大統領令に署名	
⑩2025年3月4日	・②と⑧で表明していた追加関税を発動 ・対カナダとメキシコについて自動車は1か月間適用を除外	・中国が米産農産物に最大15%の追加関税（発動は3月10日） ・中国が米企業15社を輸出規制リストに追加 ・中国が米産の木材の輸入を一時停止 ・中国が⑩について米国をWTOに再提訴 ・カナダが米国からの輸入の一部に25%の追加関税を発動

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

- 人口減少などの日本の構造問題を克服するための市場拡大策として日本企業は海外進出を拡大
- 現地法人数は米国、中国などの市場が大きいと見込まれる国が中心だが、近年では中国とEUの現地法人数の減少が目立つ一方で、ASEANとNIEs地域の存在感が高まっている

成長が顕著な東アジアと東南アジア地域の市場規模

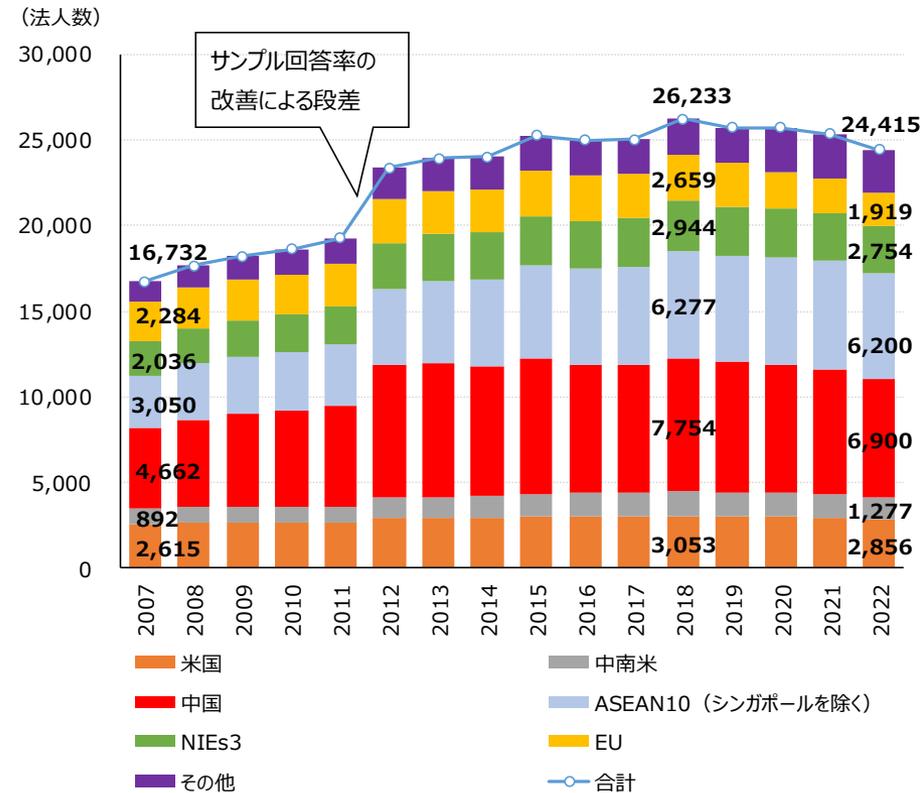
海外現地法人売上高



備考1：中国は中国本土と香港の合計
 備考2：ASEAN10はマレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン、シンガポール、ブルネイ、ベトナム、ラオス、ミャンマー、カンボジア
 備考3：NIEs3はシンガポール、台湾、韓国
 出所：経済産業省の資料を基にそのホールディングスにて作成

近年で減少が目立つ中国とEU、根強いASEAN、NIEs

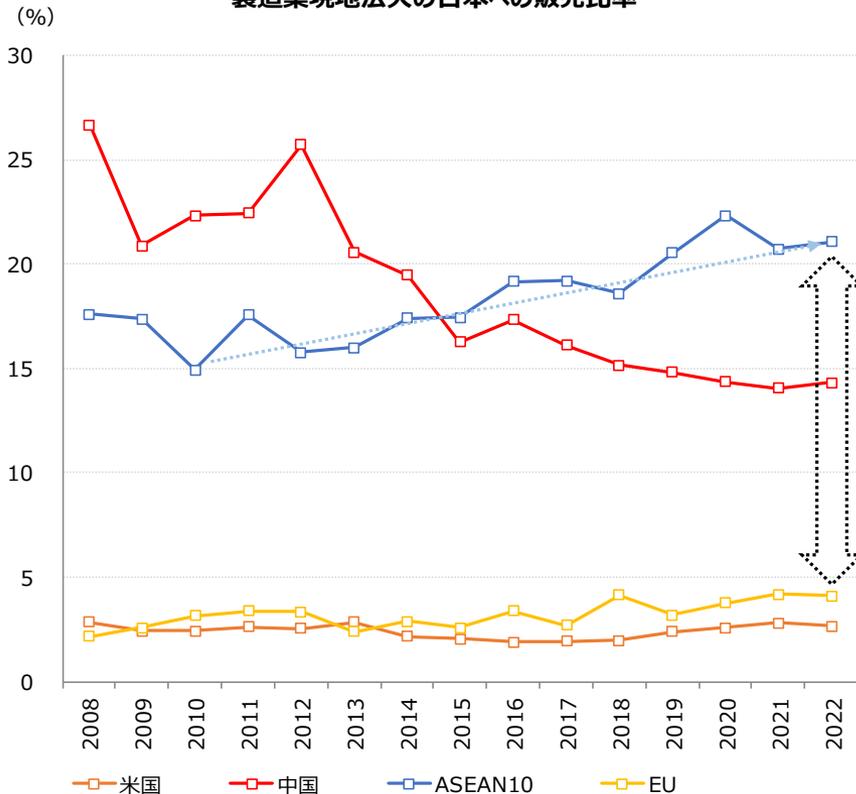
海外現地法人数



- ASEANに進出している製造業現地法人は、①日本への輸出を通じた販売率のトレンドが他の地域と逆行（即ち今後に域内国の市場がより重要化する余地）②進出先の現地での原材料・製品の調達率が高まる余地があるとの特徴
- ①によるASEAN市場の堅調な成長は日本の輸出にも好影響であるものの、②の要因の影響を踏まえると、輸出よりも現地法人の留保利益（経常収支の分類では「第一次所得収支」の黒字）が増えやすくなる可能性

ASEANの市場はより重要化する余地あり

製造業現地法人の日本への販売比率



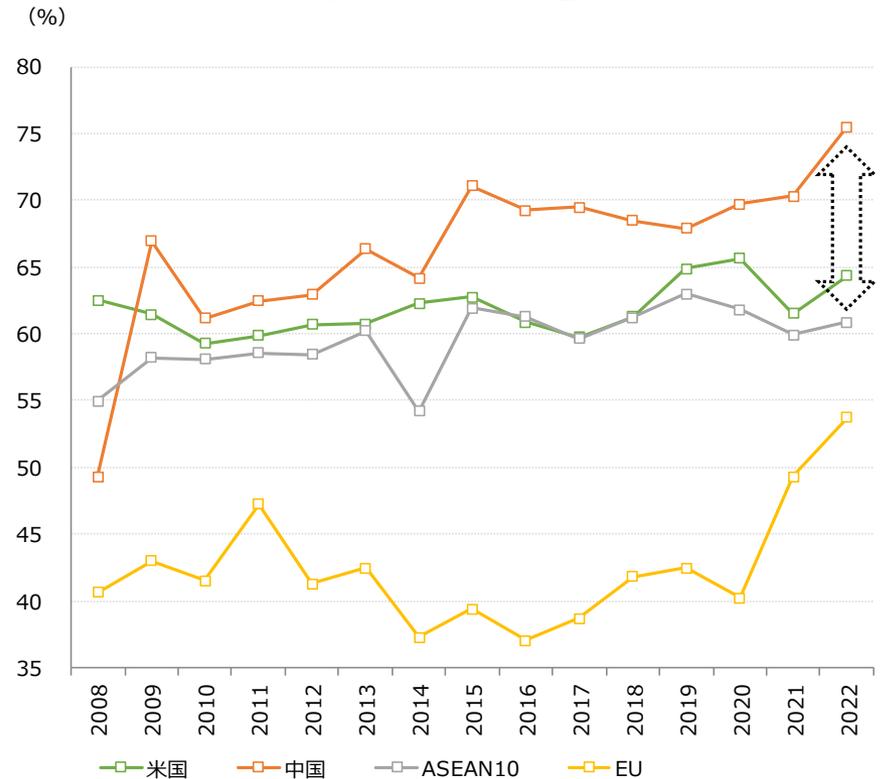
備考1：中国は中国本土と香港の合計

備考2：ASEAN10はマレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン、シンガポール、ブルネイ、ベトナム、ラオス、ミャンマー、カンボジア

出所：経済産業省の資料を基にりそなホールディングスにて作成

ASEANの製造業現地法人の現地調達は高まる余地あり

製造業現地法人の現地調達比率



備考1：中国は中国本土と香港の合計

備考2：ASEAN10はマレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン、シンガポール、ブルネイ、ベトナム、ラオス、ミャンマー、カンボジア

出所：経済産業省の資料を基にりそなホールディングスにて作成

- 国境をまたいだ資金フローを記録する経常収支は、実は国境をまたがない資金フローを含めた項目がある
- 現地法人の利益留保を考慮すると経常収支の黒字は1兆円ほど少なくなり、日本企業が進出しているアジアを中心とした海外市場の拡大を考慮すれば、「実際の経常収支」と「留保利益を考慮した経常収支」の差は拡大か

経常収支統計の独特の記録方法に注意

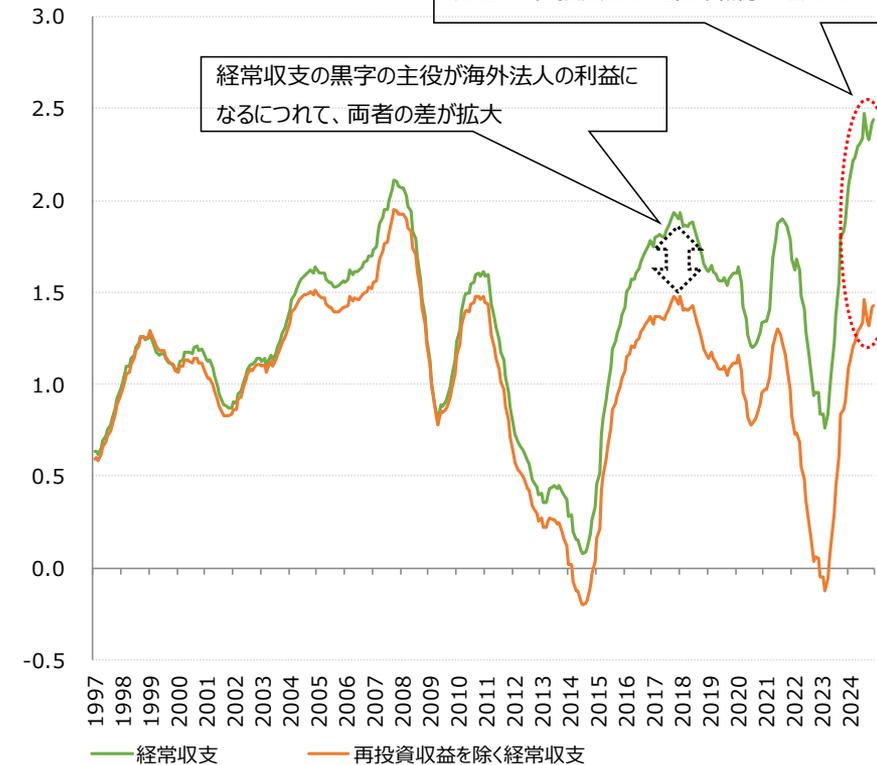
項目	概要・内訳
経常収支	居住者・非居住者間で債権・債務の移動を伴う全ての取引の収支状況
貿易収支	国内居住者と非居住者との間のモノの取引（輸出入）を計上
サービス収支	サービス取引の収支： 輸送（旅客運賃など）、 旅行（訪日外国人の消費、海外旅行での消費）、 知的財産（特許権、著作権の受取・支払）など
第一次所得収支	直接投資収益：本社と海外現地法人との間の配当金・利子等の受取・支払 証券投資収益：株式配当金及び債券利子の受取・支払 その他投資収益：付・借入、預金等に係る利子の受取・支払
第二次所得収支	居住者と非居住者との間の対価を伴わない資産の提供に係る収支： 官民の無償資金協力、寄付、贈与の受払等

海外現地法人で留保される利益（再投資収益）は、実際には日本に還流されていなくても「みなし黒字」として黒字計上される！！

出所：財務省、日本銀行の資料を基にりそなホールディングスにて作成

実は公式統計ほど多くはない経常収支の黒字

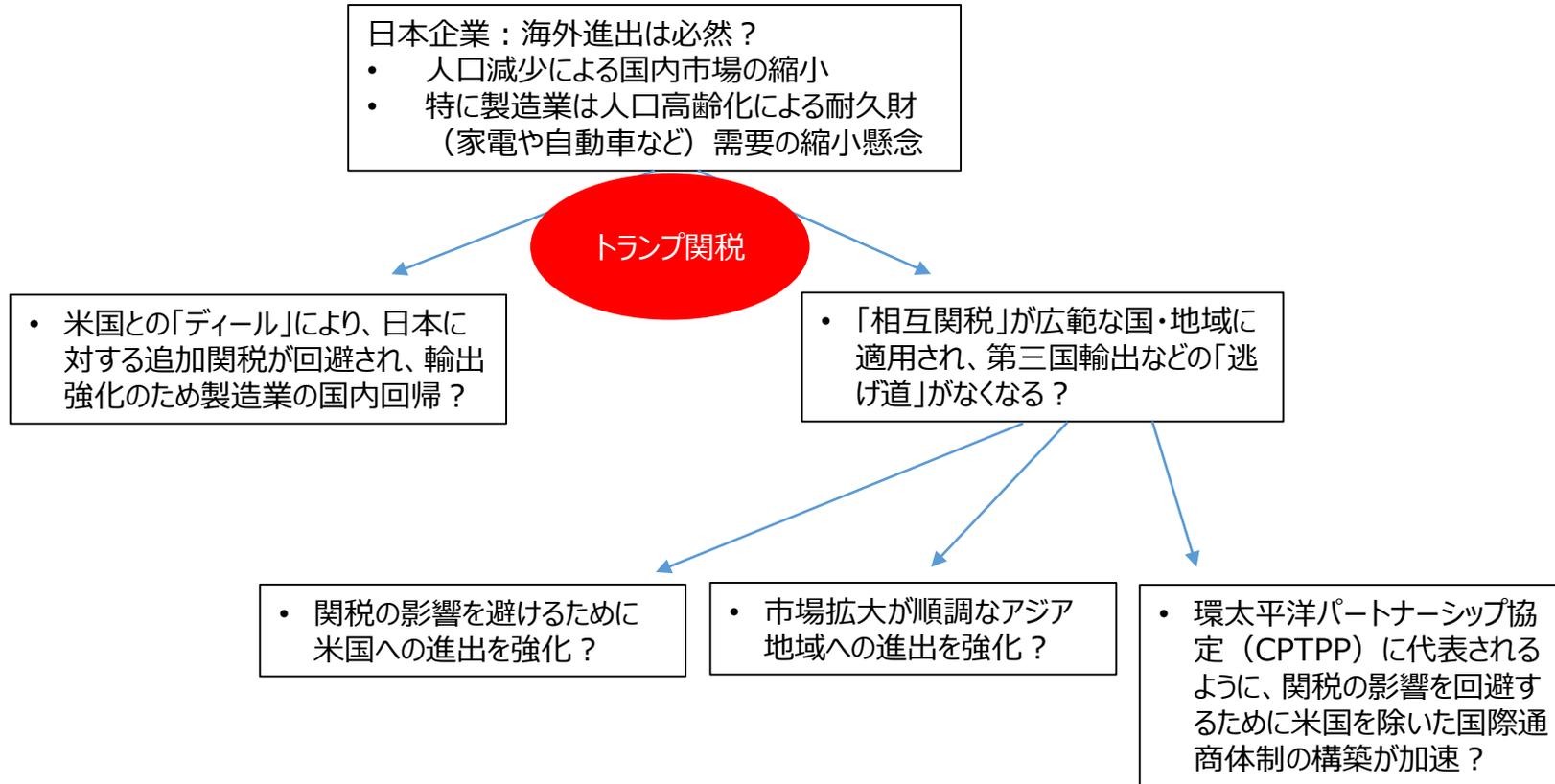
(12か月移動平均：兆円)



出所：日本銀行のデータを基にりそなホールディングスにて作成

- 日本は人口減少による国内市場の中長期的な縮小懸念が大きなネック
- 当面の大きな不確定要素はトランプ大統領が実施を予定している「相互関税」の影響。しかし、トランプ大統領の政策が通商体制の枠組みを変える可能性はあるものの、日本企業にとっては販路拡大のための海外進出が趨勢的に続くか

日本企業の海外進出に対する見通しの考え方



出所：りそなホールディングス