

金融市場

Point of View～エコノミストの見方～

上下双方向のリスクと向き合う日米中銀～中東情勢の悪化は最悪のタイミング～

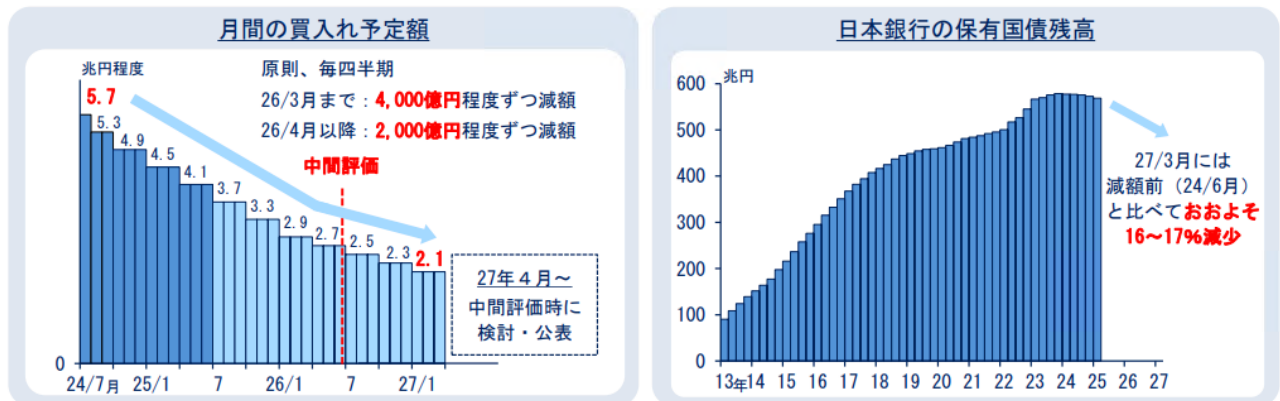
主任研究員 飯田 馨 Tel:026-224-0508 Mail:kaoru.iida@neri.or.jp

1. 日銀:国債買い入れ減額幅の縮小を決定

■ 日銀は、6/16～17 日に金融政策決定会合を行い、事前の市場予想通り、政策金利を 0.5%に据え置いた。トランプ関税の影響が見通せない状況であることに加え、米政権との関税交渉も決着していない状況であるため、基本的に前回会合から認識やスタンスを変えておらず、順当な結果と言えよう。

こうした中、今会合は、26/4月以降の日銀による国債買い入れ減額計画の中間評価に目が向いていたが、こちらも事前の報道通り、四半期毎の減額幅を 4,000→2,000 億円まで半減させることを発表した(図表 1)。植田総裁の記者会見での質疑応答をみる限り、国債市場の柔軟性確保と安定性の両面に配慮した形で計画を見直したと解釈できる。会見では、政府・財務省との距離感についても質問が出たが、政府・財務省との意思疎通は「様々なレベルで日頃から密接に意思疎通を図っている」との回答からは、債券市場の過度な変動を避ける意図がうかがえる。

(図表 1) 国債買い入れ予定額と日銀の保有国債残高



(資料) 日本銀行「長期国債買い入れの減額計画(2025年6月金融政策決定会合)」より抜粋

■ 経済・物価情勢については、前回会合時点から「大きな構図に変化はない」(植田総裁)としている。こうした中、足もとの食料品を中心としたコストプッシュインフレが予想物価上昇率に影響し、基調的な物価上昇率を押し上げる“物価の上振れリスク”と、トランプ関税による企業収益の悪化による賃金経路を介した“物価の下振れリスク”の両面を配意しつつも、下振れリスクの方が大きいと指摘している。

加えて、「今年後半にかけていくつかのデータ悪化の動きがどれくらいになっていくか」(同)との発言も印象的であった。ハードデータで実体経済を確認しようとするのであれば、早くとも 25/7-9 月期の四半期 GDP 速報が出る 11 月中旬までは様子見スタンスを維持せざるを得ないと受け取れるほか、企業収益や賃金情勢なども加味するのであれば、法人企業統計や 12 月短観、支店長会議の情報が得られる 26/1 月会合が最短の追加利上げ時期になるとの印象を受ける。以上から、全体としては、4 月会合と同様、経済見通しについては慎重な見方を維持するとともに、金融政策運営方針についてもハト派的なスタンスであった。

2. Fed:年内の利下げ回数は維持も、内部の見方は分かれる

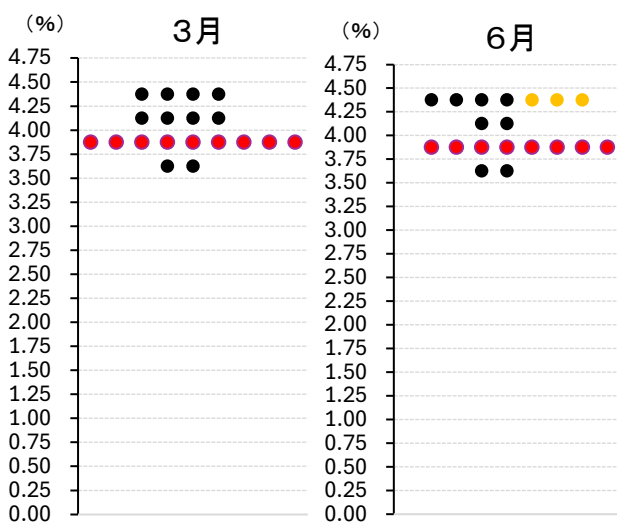
■ Fed は、政策金利を 4.25～4.5%に据え置き、年内の利下げ回数の中央値は「2 回」を維持した(図表 2)。ただし、子細にみると、年内の利下げを見込まない委員が前回より 3 人増えており、内実としては年内利下げ回数中央値の維持は薄氷だった模様で、委員の見方は顕著に分かれている。これは、同時に公表された

Summary of Economic Projection (以下、SEP)にある通り、景気減速と物価上昇が同時に進行する形で経済の見通しが変更されたことが大きいだろう(図表 3)。

すなわち、2025 年の実質 GDP 成長率は 1.4%へと下方修正され、失業率も 4.5%へと上昇する見通しに修正しつつ、同期間の PCE・コア PCE 物価指数は前回比+0.3%pt 引き上げている。パウエル議長は、記者会見で関税の影響は「夏にかけて表れる」と述べ、関税の影響が流通網を通じて消費者に転嫁されるまでには時間差があるとして、今後数カ月でインフレ圧力が顕在化する可能性が高いと指摘している。

ただし、俯瞰してみると、Fed は現状の引き締め的な金融政策が続く中においても、労働市場は堅調(Solid)と評価しており、現状の政策を維持することが適当(well positioned)との判断を維持していることから、不確実性が続く中で引き続き様子見スタンスを維持したと言えるだろう。

(図表 2) 年内の FF 金利見通し



(資料)FRB「Summary of Economic Projection」

(図表 3) 経済見通し

指標		2025	2026	2027	(%) Longer run
実質GDP	今回	1.4	1.6	1.8	1.8
	3月	1.7	1.8	1.8	1.8
失業率	今回	4.5	4.5	4.4	4.2
	3月	4.4	4.3	4.3	4.2
PCE物価	今回	3.0	2.4	2.1	2.0
	3月	2.7	2.2	2.0	2.0
コアPCE物価	今回	3.1	2.4	2.1	*
	3月	2.8	2.2	2.0	*
FF金利	今回	3.9	3.6	3.4	3.0
	3月	3.9	3.4	3.1	3.0

(資料)FRB「Summary of Economic Projection」

3. 中東情勢の悪化により思わぬ物価の上振れリスク～歴史は韻を踏むのか～

■ 以上から、日米中銀とも、全体としては様子見スタンスを維持した形だが、ここに来て急速に悪化する中東情勢は最大の懸念事項だ。すなわち、イラン・イスラエルおよび関係諸国間の紛争激化やそれに関連するホルムズ海峡の封鎖など海上輸送の不安定化リスクは、原油価格を中心としたコモディティ価格の高騰を招き、当然ながら物価にも上振れ圧力となる(コモディティ価格全般の動向を示す CRB 指数は足もと 312 ポイント付近(6/20 日)にあり、22/6 月頃の水準に近づきつつある)。昨年後半頃からの原油価格の低下は、日米ともにデスインフレ要因となっていたため、これが反転すれば、中銀としても物価への警戒感を解くわけにはいなくなる。

■ 特に、食料品を中心とした既往のコストプッシュに悩む日本にとって、原油価格の反転上昇は、湾岸諸国からの輸入依存度が高いこともあって、米国よりも深刻なリスク要因となる。この間、為替でも、有事のドル買いや原油高による日本の交易条件の悪化といった思惑により為替円安が進行すれば、輸入物価の上昇を惹起する。このため、次回の日銀 7 月会合は、今のところ追加利上げの可能性は低いとみるが、スタンスについてはややタカ派的なポジションへとトーンを調整する必要があるだろう(もちろん関税を巡る日米交渉への影響も踏まえて、という面も考えられる)。

■ 現状、当該リスクについて、各国中銀の認識は区々である。中銀ウィーク先発組の日銀と Fed は、このとこ

ろの原油価格の上昇について、いずれも記者会見においてリスク要因として言及した程度であった。その後事態が悪化する中で、後発組のイングランド銀行(6/19日)は、中東情勢の悪化による原油価格の上昇を受けて不確実性が高まっていると声明文中で指摘しており、政策金利を4.25%に据え置いた(そして、新たに米国はイラン核施設への空爆を行っており、事態がより悪化しているのは周知のとおりである)。

- 最後に、ここ最近の動きが、コロナ禍後の高インフレ局面と似通ってきている印象を受ける(図表4)。引き続きリスクシナリオの範囲ではあるが、“歴史は韻を踏むのか”という点も十分に注意しておきたい。

(図表4) コロナ禍後の高インフレ局面と今次局面の比較

	米国内需要の回復	サプライチェーン脆弱化	拡張的な財政政策	地政学リスクの高まり
コロナ禍	コロナ禍で抑圧 ↓ リオープン需要	米中貿易摩擦 半導体不足 物流遅延	米: American Rescue Plan 主要国: コロナ対策 ↓ 財政拡張	ロシアによるウクライナ侵攻 ↓ コモディティ価格上昇
今次局面	関税により減速 ↓ 中間選挙に向けた財政および 関税引き下げ期待(TACO)	米中貿易摩擦再燃 レアアース輸出規制 中東情勢悪化による輸送混乱 トランプ関税導入	米OBBA法案 主要国: 防衛費拡大 ↓ 財政拡張	イスラエル・イラン問題 ↓ コモディティ価格上昇?

以上

【Disclaimer】

本資料は、情報提供を目的として作成したもので、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく書類ではありません。当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当研究所は責任を負いません。当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料は執筆者が信ずるに足ると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。当資料の内容に関する一切の権利は当研究所にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。本資料で示された意見は執筆者に属し、必ずしも当研究所およびグループ会社の見解を示すものではありません。

¹ Furthermore, global uncertainty remains elevated. Energy prices have risen owing to an escalation of the conflict in the Middle East. と記載。