

# Weekly Macro Economic Insights

2025年3月24日(月)～3月28日(金):  
日米金融政策の結果についてのコメント

PwC Intelligence チーフエコノミスト、上席執行役員 片岡 剛士  
シニアエコノミスト 伊藤 篤  
シニアエコノミスト 蘭田 直孝



## 日米金融政策の結果についてのコメント

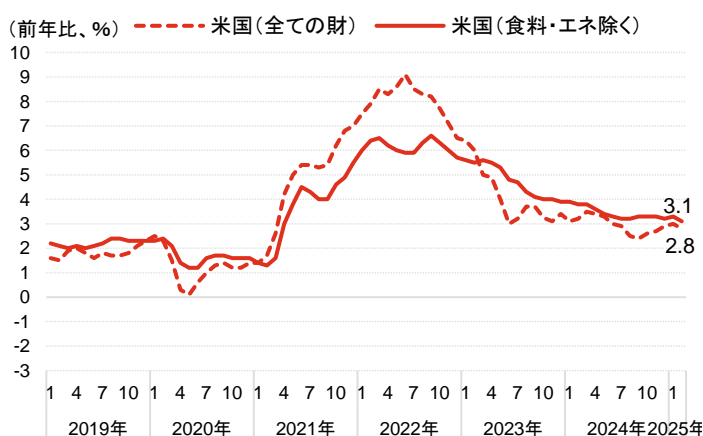
3月18日・19日の両日に日銀政策決定会合、米連邦公開市場委員会(FOMC)が開催され、ともに金融政策は現状維持のまま据え置かれた。以下、これらの結果について概要を紹介しつつコメントしたい。

まずFRBについて述べると、今回、FRBは政策金利の誘導目標を市場予想通り据え置くことを決定するとともに、FRBが保有する資産減額のキャップを月額250億ドルから月額50億ドルへと縮小した。政策金利は変化させなかったものの、資産減額のキャップを縮小したということは、資産減額のペースを落とすことを意味し、これ自体は前回会合と比べるとやや緩和的ともとれる。図表1は米国の消費者物価指数でみたインフレ率の推移を示しているが、全ての品目を含むベースでみると、2025年2月の米国のインフレ率は前年比+2.8%である。FRBが利下げを開始した2024年9月以来わずかながら物価上昇率は強まっていたが、2月の物価上昇率は再び2%台となった。需給バランスの動きをより直接的に反映する食料・エネ除く総合指数の前年比は+3.1%であり、2024年6月以降、3%台前半の物価上昇率を維持している。FRBにとっての難題は、トランプ大統領の関税政策と減税政策が米国の経済・物価にどのような影響を及ぼすのか、そしてその影響度に応じ、FRBが調整弁の役割を果たすことで経済と物価の安定を果たさなければならないということだ。もちろん、トランプ大統領の関税政策と減税政策は米国の物価を押し上げることにつながるだろうし、関税政策により現在の成長のドライバーとなっている家計消費は当面は減速を余儀なくされる可能性が高い。関税政策や減税策は海外財から国内財への代替を伴いつつ国内産業を刺激することも考えられるが、米国経済にとってのこうしたプラス効果は当面発現しないであろう。FOMC参加者の経済見通しからは、物価の上昇度合いが実体経済の悪化度合いを上回れば利上げを含むタカ派スタンスを、物価の上昇度合いより実体経済の悪化度合いが上回れば利下げを含むハト派スタンスを取る可能性が透けてみえる。物価上昇率や実体経済に明確な変化が現段階で生じていない以上、現状維持という選択は致し方ないものと思える。

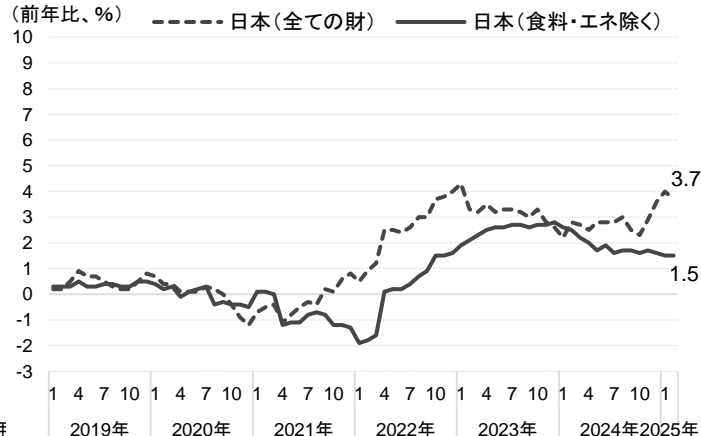
日銀についてはどうか。日銀も政策金利を維持したが、経済が緩やかに改善し、物価が見通し期間の後半において物価目標と整合的な水準を達成すると政策委員が判断する限りにおいては、利上げを徐々に進めていくというスタンスは変わらないであろう。今回政策金利を維持したのは、トランプ政権の関税政策の影響や円安懸念発言といった対外リスクに配慮したことが理由であると考えられる。図表2は日本の消費者物価指数の推移を見ているが、全ての品目を含むベースでみると、2月のインフレ率は前年比+3.7%と2022年以降のピークの伸びに近づいている。だが、こうしたインフレ率の高まりには食料やエネルギー価格の伸びが加速していることが影響しており、食料・エネ除く総合指数の動きをみると、2025年2月の伸びは同+1.5%となり、2023年末の同+2.8%をピークに緩やかに低下しつつある。トランプ政権の経済政策は日本を含む各国にとってもインフレ圧力として作用する一方、実体経済には負の影響をもたらすと考えられる。先日のコラムで述べた通り、石破政権の経済政策が可処分所得を高め、家計消費を中心とした内需を引き上げる可能性は低い。物価が見通し期間の後半において物価目標と整合的な水準を達成する可能性が筆者には全く見えないのである。日本の国内需要の状況は本当に利上げを許容できるのだろうか？

目標を上回る物価上昇率が続く中で現状維持としたFRBと、目標を下回る物価上昇率が続く中で現状維持とした日銀の政策判断のロジックは似ているようで大きく異なる。日米の金融政策の結果をみて、そのようなことを感じた次第である。

図表1: 米国消費者物価指数前年比の推移



図表2: 日本消費者物価指数前年比の推移



(出所) 米国商務省、日本総務省データより筆者作成。

## 先週(3月17日(月)～3月21日(金))の振り返り:消費者物価指数(全国、2月)

先週の動向を振り返っておこう。まず日本についてである。消費者物価指数(全国、2025年2月)は総合で前年比+3.7%、生鮮除く総合で同+3.0%、生鮮・エネルギー除く総合で同+2.6%となり、1月から生鮮・エネルギー価格の伸びが弱まったこともあって物価上昇率はやや弱まった。ただし依然として食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合(欧米型コア指数)は同+1.5%と、1%台半ばの伸びであり、2%を下回って推移する状況が続いている。エネルギー価格の前年比は+6.9%と1月からやや伸びが弱まった。これは電気代、都市ガス代の前年比が+9.0%、+3.5%と電気・ガス料金負担軽減支援事業の再導入の影響もあり伸びを弱めたこと、一方で灯油とガソリン価格の前年比が+9.3%、+5.8%と1月の結果(+6.3%、+3.9%)と比較して加速していることが影響している。総務省公表資料によると、電気・ガス料金負担軽減支援事業による電気代・都市ガス代の押し下げ効果は-0.33%(寄与度)とのことだが、本事業は2025年1月から3月までの使用分(4月中の検針分含む)が対象となり、かつ3月の軽減分は1月・2月使用分よりも減額される予定である。よって2月及び3月の消費者物価指数の押し下げ効果は-0.33%(寄与度)、4月の消費者物価指数の押し下げ効果は-0.33%(寄与度)よりもマイルドなものとなるだろう。なお、食料については、生鮮野菜、肉類を中心にやや伸びが弱まったものの、魚介類や米を中心とした穀類の価格上昇は強まっており、全体としては前年比+7.6%と7%台を維持している。こうした価格上昇は引き続き家計消費の重石となるだろう。

## 米国:小売売上高(2月)、鉱工業生産(2月)、住宅着工件数(2月)、ニューヨーク連銀製造業景気指数(3月)、フィラデルフィア連銀製造業景気指数(3月)

続いて米国についてみよう。小売売上高(2月)は前月比+0.2%となり、市場予想よりも低めの伸びに留まった。2月データの公表に合わせ1月データも下方修正されており、今年に入ってから小売売上高の伸びは1月が前月比-1.2%、2月が同+0.2%と、低調な動きとなっている。3月に大幅増とならない場合には、対前期比伸び率でマイナスとなる可能性もありうる状況だ。業種別には、オンライン通販などの無店舗型の小売やヘルスケアが堅調であったが、外食やガソリンは低調であった。

鉱工業生産(2月)は前月比+0.7%と3か月連続で上昇、かつ1月と比較して伸びは加速した。全体として鉱工業生産は緩やかな持ち直しの基調にあると言えるが、先行きに関しては追加関税のネガティブな影響が懸念されるため楽観視はできない情勢だ。内訳をみると、自動車・同部品(前月比+8.5%)、航空機・その他輸送機器(同+2.1%)が好調である。

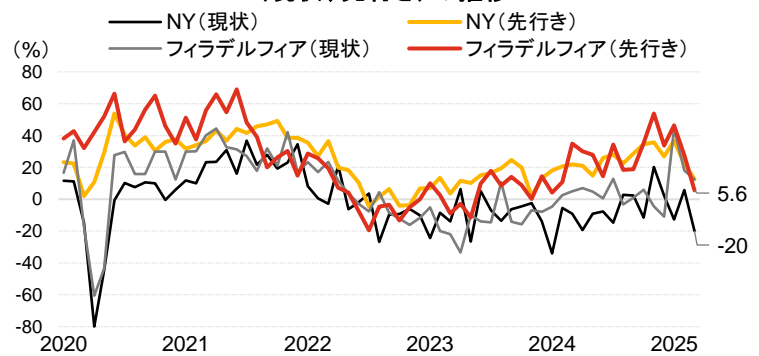
住宅着工件数(2月)は年率150.1万戸、前月比+11.2%となり2か月ぶりに増加した。内訳をみると、戸建住宅及び集合住宅が大きく増加したことが影響し、地域別には1月に悪天候によって減少した北東部や南部が増加したことが影響している。先行きは需給両面で厳しい。住宅需要面では住宅ローンの高止まりが悪材料であるし、供給面ではインフレ圧力や関税率引き上げの影響が資材価格を含む建築コストの拡大にもつながる可能性が大である。引き続き厳しい状況が見込まれる。

3月の景況はどうか。ニューヨーク連銀製造業景気指数(3月)、フィラデルフィア連銀製造業景気指数(3月)の動きは芳しくない。

図表3は2020年以降の推移をみているが、現状指数は2024年以降ほぼ横ばい圏内にある。先行き指数をみると、2024年中はやや拡大して2020年から2022年の水準とほぼ同程度まで拡大した。2025年に入ると、図表中の景気指数は減速して、特に現状指数の低下が目立つ状況だ。

FRBは足元の景況悪化とインフレ高進の2つの課題に対応する必要がある。特に関税率引き上げの直接的影響を受ける製造業の業況は今後も厳しいものとなると言えるだろう。

図表3: ニューヨーク連銀・フィラデルフィア連銀製造業景気指数(現状、先行き)の推移



(出所) ニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀HPより作成

## 中国:小売売上高(1-2月)、固定資産投資(1-2月)、鉱工業生産(1-2月)

続いて中国経済についてみよう。2025年1-2月の小売売上高は前年同期比+4.0%となり、2024年12月の前年同月比+3.7%から拡大して着地した。「外食」は前年同期比+4.3%と2024年12月の前年同月比+2.7%から拡大し、足元の消費の伸びを牽引している。「商品」は前年同期比+3.9%となり、2024年12月から横ばいで推移した。飲料や自動車類などが伸び悩んだ一方、買替需要を喚起する「以旧換新」策の効果により家電や通信機材が大幅プラスを維持したことによる。2025年1-2月の固定資産投資は前年同期比+4.1%と、2024年通年の前年比+3.2%から加速した(ただし、2024年1-2月(前年同期比+4.1%)よりは低い伸びに留まった)。最大のネックである不動産(前年同期比-9.8%)のマイナス幅は縮小したが、引き続き深く水面下で推移している。一方で、製造業(同+9.0%)は政府当局による産業高度化に向けたテコ入れ効果もあり、高水準を続けているほか、インフラ(同+5.6%)は政府当局による公共投資の後押しに支えられつつやや加速した。2025年1-2月の鉱工業生産は前年同期比+5.9%となり、2024年12月の前年同月比+6.2%から減速した。分野別にみると、製造業(前年同期比+6.9%)が2024年12月から減速しつつも、鉱工業生産全体の伸びを牽引するほか、鉱業(同+4.3%)は加速して着地した。一方で、エネルギー関連(同+1.1%)の伸びは横ばいで推移した。3月に開催された全人代では、より積極的な財政政策と適度に緩和的な金融政策の下で内需の拡大に向けた景気刺激策が打ち出されているが、今後も政策効果を見極めつつ、中央政府主導による消費拡大に向けた追加施策の動向が注目される。

ユーロ圏:ZEW景況感調査(3月)、消費者物価指数(2月)

最後にユーロ圏経済につき確認しておこう。ユーロ圏ZEW景況観調査(3月)は、ZEW景況感指数がドイツで51.6、ユーロ圏で39.8となり、2月の値からそれぞれ+25.6%ポイント、+15.6%ポイントの大幅改善となった。もともと、現在の経済状況はドイツで-87.6、ユーロ圏で-45.2とマイナスであり、大きくゼロを下回る状況が続いている。物価についてはドイツが7.9、ユーロ圏が6.0となり、2月の結果と比較して上昇するとの回答割合が増えている。

消費者物価指数(2月確報値)は総合が前年比+2.3%、食料・エネルギー除くコアが同+2.6%となった。速報時点と大きな変化はない。

今週(3月24日(月)~3月28日(金))のポイント

図表4に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では26日に企業向けサービス価格指数の最新値が、28日に東京都区部の消費者物価指数の最新値が公表される。3月の東京都区部の消費者物価指数は、2月の全国消費者物価指数の結果に続き、生鮮・エネルギー価格の上昇はマイルドなものとなるだろう。

米国についてみると、25日は新築住宅販売件数、コンファレンスボード消費者信頼感指数、リッチモンド連銀製造業指数の最新値が、また26日は耐久財受注、さらに28日は個人消費、個人消費支出デフレーター(2月)の最新値が公表される。中でも注目なのは個人消費と個人消費支出デフレーターの動きであろう。FRBは先週のFOMCで政策金利を維持したが、FRBが利下げを開始した昨年9月以降、個人消費支出デフレーターはじわじわと伸びを強めている。トランプ政権の関税率引き上げの影響もあって、個人消費支出デフレーターには当面上昇圧力がかかることになるだろう。

ユーロ圏は製造業・非製造業PMIの最新値が注目点だ。景気動向に変化が見えるのかどうかのポイントとなるだろう。

図表4: 今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
3/24 (月)			・ ユーロ圏製造業PMI(3月) ・ ユーロ圏非製造業PMI(3月)
3/25 (火)		・ 新築住宅販売件数(2月) ・ コンファレンスボード消費者信頼感指数(2月) ・ リッチモンド連銀製造業指数(2月)	
3/26 (水)	・ 企業向けサービス価格指数(2月)	・ 耐久財受注(2月)	
3/27 (木)		・ 実質GDP(2024年10-12月期確定値)	
3/28 (金)	・ 消費者物価指数(東京都区部、3月)	・ 個人消費(2月) ・ 個人消費支出デフレーター(2月) ・ ミシガン大学消費者信頼感指数(3月)	・ ユーロ圏消費者信頼感(3月確定値)

片岡 剛士  
チーフエコノミスト、上席執行役員  
PwC Intelligence  
PwCコンサルティング合同会社

伊藤 篤  
シニアエコノミスト  
PwC Intelligence  
PwCコンサルティング合同会社

藺田 直孝  
シニアエコノミスト  
PwC Intelligence  
PwCコンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク  
<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

PwCコンサルティング合同会社  
〒100-0004 東京都千代田区大手町1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

© 2025 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details.  
This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.