

みずほマーケット・トピック(2025年9月17日)

## 日銀金融政策決定会合プレビュー～自動車、読めず～

9月の日銀金融政策決定会合は現状維持が既定路線。トランプ関税の発動は始まったばかりであり、企業行動を含め、その影響を完全に見極める必要があるというのが日銀の胸中。現在、入手可能な統計からではトランプ関税の影響は読めない。自動車関税の取り扱いが固まったのは9月に入ってからであり、本当に引き下げられたのは昨日(9月16日)からだ。自動車会社からすれば、関税合意とその発動時期が不透明である間は「契約通貨建て価格を引き下げて現地の販売価格を据え置く」ことが合理的な戦略だったはず。合意が固まった以上、自動車会社の新しい戦略が動き出す可能性。関税によるコストアップが発生した以上、その影響は誰かが何らかの形で負担しなければならない。このコストアップを帳消しにできる唯一の手段が円安であるため、その観点に立ってしまうと日銀の追加利上げが率直に難しいという話になる。それらの影響を見極めることを条件にした場合、追加利上げは12月や1月の可能性もある。

## ～9月を超えても不透明感が残るはず～

9月18日から19日かけて行われる日銀金融政策決定会合について簡単にプレビューしておきたい。結論から言えば、市場予想の中心通り、9月は現状維持が既定路線だろう。日米関税交渉に係る不透明感の後退は利上げを後押しする材料となっているものの、本邦政治情勢が流動的な状況でわざわざ利上げする理由は乏しいだろう。

また、そもそもトランプ関税の発動は始まったばかりでもあり、企業行動を含め、その影響を完全に見極める必要があるというのが日銀の胸中かと思われる。足許の日本経済について簡単におさらいをしておくと、既報の通り、GDPに関して言えば、1～3月期同様、4～6月期も民間在庫変動が想定以上に高い寄与度を保ち、堅調な成長率が維持されている。前期比+0.5%(前期比年率+2.2%)は日本経済の巡航速度を大きく上回る仕上がりである。これは特に懸念が大きかった輸出、とりわけ

自動車輸出に関して日本企業が値下げによる輸出数量確保を優先した結果だという指摘がもっぱらである。そこで実際に自動車の輸出価格指数(契約通貨建て)を見ると北米向けは5月に前年比▲12%と明らかに不規則な動きをしている一方、北米向け以外についてはそのような動きは見られていない(図)。少なくとも米国市場における販売動向に焦点を当てた場合、この動きを前提とすると関税の影響は顕在化しにくいはずである(関税で上がった分を値下げしていれば消費者目線からは影響が無い)。かくして関税による日本経済への悪影響は一応、回避された格好になっている。



しかし、自動車のような大企業・輸出製造業が価格引き下げに踏み切った場合、その影響は当然、幅広い裾野産業に及ぶはずである。とりわけ自動車産業は取引先に対するコストカット圧力が行政の監視対象となってきた経緯もあり、トランプ関税に端を発するコストカット圧力がどの程度波及するのかは必然的な懸念になるだろう。おりしも、あらゆる原材料の値上がりにより収益環境が厳しくなる中、そのような展開となれば、当然、来年以降の企業部門全体の賃上げムードが停滞してくる可能性はある。こうした論点 1 つ取ってみても「関税合意により不透明感が払拭された。直ぐに利上げに動ける」という話にはならないはずであり、10 月会合の利上げも確実なものとは言えない。

### ～自動車への影響は継続ウォッチ～

結局、トランプ関税の影響が顕在化していないのは 4～6 月期限定の話であり、7～9 月期以降は「よく分からない」というのが実態だろう。合理的に考えれば、ここから失速感が強まる可能性は否めないはずだ。そもそも自動車関税の取り扱いが固まったのは 9 月に入ってからであり、本当に引き下げられたのは昨日(9 月 16 日)からである。自動車会社からすれば、関税合意とその発動時期が不透明である間は「契約通貨建て価格を引き下げて現地の販売価格を据え置く」ことが合理的な戦略だったはずである。交渉途中のヘッドラインに応じて現地の販売価格を機動的に修正するわけにはいきまい。しかし、合意が固まった今、自動車会社は満を持して現地の販売価格を見直す可能性があるだろうし、その結果として輸出数量に影響が出てくる懸念は当然ある。

結局、現地の販売価格を据え置けば数量確保と引き換えに値下げによる収益悪化に直面するし、現地の販売価格を引き上げれば数量減少による収益悪化に直面することになる。12.5%ものコストアップが発生した以上、その影響は誰かが何らかの形で負担しなければならない。過去の本欄でも論じたように、この関税によるコストアップを帳消しにできる唯一の手段が円安であるため、その観点に立ってしまうと日銀の追加利上げが率直に難しいという話になってしまう。「自動車関税の企業部門への影響を慎重に見極める」という継続ウォッチの姿勢が今後の要諦になる。

### ～12 月や 1 月の可能性も～

ちなみに 9 月 2 日に行われた氷見野日銀副総裁による講演では日本経済の先行きに関し、トランプ関税の影響がいずれ顕在化し、日本企業の収益も下押しされるとの指摘が見られていた。その上で当面は関税政策の影響が「大きくなる可能性の方に、より注意が必要」と釘を刺している。「中期為替相場見通し」では年内利上げ 1 回を想定するものの、上述したように、トランプ関税の影響を背景に在庫変動などを巡って GDP の捕捉がやや難しくなっている感もある。とすれば、10 月展望レポートの時点では 7～9 月期 GDP が確認できていないことが障害になるかも知れず、12 月や年明け 1 月の利上げにも構えておきたいところである。

国際為替部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年9月16日	日米財務大臣共同声明の読み方～2つの論点～
2025年9月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～基本は現状維持、利上げの機を窺う～)
2025年9月11日	警戒すべき「買い事故」～海外からの財政リスク相場～
2025年9月10日	円相場の需給環境について～頭打ちとなるヒト関連～
2025年9月9日	誰が首相になっても「変わらぬ3つの論点」
2025年9月8日	続・対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年9月5日	週末版
2025年9月4日	遂に「利上げ再開」の兆しも出始めたECB
2025年9月3日	対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年8月28日	週末版
2025年8月27日	円金利上昇の背景はどこに～円安終わらず～
2025年8月25日	ジャクソンホール経済シンポジウムの読み方
2025年8月22日	週末版(「ユーロ圏の「人手不足」はどうなったのか?～「需要不足」への問題意識は高止まり～)
2025年8月20日	4～6月期、「米国離れ」の真相～TICデータ～
2025年8月19日	上半期の円需給環境について～改善傾向～
2025年8月18日	欧州の外交成果が垣間見えた米露首脳会談
2025年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年7月分)
	週末版(「家計部門の投資意欲」に腰折れ懸念～「海外→国内」のローテーションはあるか?～)
2025年8月14日	ニクソン・トランプ比較論～争点は「覇権国の管理コスト」～
2025年8月13日	ニクソン・トランプ比較論～恐れるべき結末～
2025年8月12日	過剰反応すべきではないFRB人事の影響力
2025年8月8日	週末版
2025年8月5日	米EU交渉の評価～妥協か、英断か～
2025年8月4日	遂に現れた関税の影響～雇用統計の読み方～
2025年8月1日	週末版(日銀会合を終えて～霧は完全に晴れずも10月利上げが視野に～)
2025年7月31日	FOMCを終えて～年末以降、非常に厄介な状況に～
2025年7月29日	「米国離れ」の検証～5月は過去最大の資本流入～
2025年7月28日	対米投資利益の解釈～「90%取られる」の意味～
2025年7月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月から状況変わらせず～)
2025年7月23日	日米関税交渉の合意について～日銀への影響あり～
2025年7月22日	参院選を終えて～現状と展望の整理～
2025年7月18日	週末版(日銀プレビュー～「前門の国内政治、後門の米国政治」～)
2025年7月16日	日本版トラスショック再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トラスショック再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年6月分)
	日本政治の現状と展望～日本売りの材料になる政治～
2025年7月11日	週末版
2025年7月10日	追い詰められているのは米国も一緒～TACOの前提～
2025年7月9日	関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～
2025年7月8日	膨らむ家計の投資意欲とその今後
2025年7月7日	物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
2025年6月25日	「米国離れ」は本当なのか～4月に起きていたこと～
2025年6月24日	衰えないスイスフラン～欧州資産へのローテーション～
2025年6月23日	目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安
2025年6月20日	週末版(FOMCを終えて～ドル/円相場への含意～)
2025年6月18日	買かれなかった「べき論」～優しさの代償は?～
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分)
	週末版(変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
2025年6月12日	日銀会合プレビュー～「もう関与しない」を示す時～
2025年6月11日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月10日	新しい対内直投目標の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文?～
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり?～)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会プレビュー～利下げは当然視できる?～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか?
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国価格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分)
	週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマンデートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか?
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マールアラウゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分)
	日米通商交渉プレビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)
2025年4月9日	トランプ大統領は「カーブ効果」に耐えられるのか