

日税FPメルマガ通信

マーケットレポート

編集：税理士FP実務研究会事務局 発行：(株)日税ビジネスサービス

INDEX

・最新のマーケット環境の概要	1
・日本経済の最新情報	3
・米国経済の最新情報	10
・中国経済の最新情報	11



I. 最新のマーケット環境の概要

1. 米国のFRBが9カ月ぶり利下げ再開 0.25%引き下げて4.0～4.25%に

米連邦準備理事会（FRB）は、9月17日開いた米連邦公開市場委員会（FOMC）で9カ月ぶりに政策金利を0.25%引き下げた。就任したばかりのミラン理事（トランプ大統領の側近）が、0.5%の大幅利下げを求めて反対した。

参加者による政策金利の見通し（中央値）によると、年内残り2回の会合で計2回の追加利下げを見込む。6月に示した前回見通しよりも利下げのペースが上がった。

政策金利の指標であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標は、4.0～4.25%になった。パウエル議長は記者会見で「（労働市場が）とても堅調だとはもはや言えない」と述べた。企業による雇用の勢いが弱まって失業率が上昇する懸念が強まったため、金融引き締めを緩める必要性が高まった。

◎米国の政策策金利と米国10年国債利回りの推移（2005年9月から2025年9月）



2. 世界株高、日本も急迫 日経平均が初の 4 万 5000 円台 インフレ起点に資金循環

日経平均株価が、9 月 18 日、初めて 4 万 5000 円の大台に乗せた。世界的な投資マネーの膨張や人工知能

(AI) がけん引する成長期待で、株価は世界で上昇が続く。日本株も賃上げなどを起点としたインフレ定着や、企業統治改革の進展、国内政治の停滞脱却への期待といった固有の上げ材料がそろそろ。日本株をディスカウント（割引）する要素が解消されつつある。

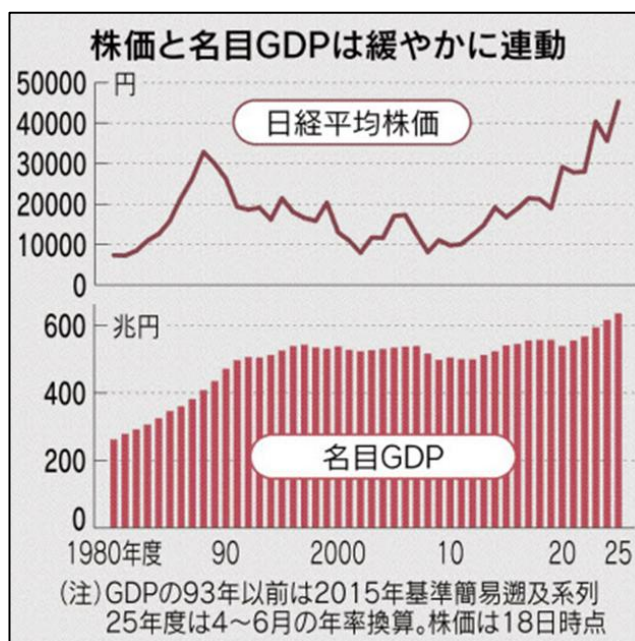
9 月 17 日には米連邦準備理事会

(FRB) が 9 カ月ぶりの利下げを決定し、大きなイベントを無難に通過し、投資家の買い安心感につながった。

株高は世界的な現象である。2024 年末比でみた上昇率は、日経平均が 14% である。米 S&P500 種株価指数 (12%) などを上回るものの、韓国総合株価指数 (KOSPI、44%) などには及ばない。

背景にあるのは投資マネーの膨張である。米国は 2024 年 9 月から利下げに転じた。欧州中央銀行 (ECB) も同年 6 月から政策金利の引き下げに動くなど、市場にマネーを供給する圧力は強まる。

資金は半導体をはじめとする AI 関連銘柄に集まる。こうしたなかで 9 月以降、日本株の上昇に弾みがついている。理由の一つはインフレの定着だ。



物価が上がらず、賃金も伸び悩む停滞状態を日本経済は抜け出しつつある。変動の激しい生鮮食品を除いた消費者物価上昇率は、2022 年 4 月から 3 年以上にわたって政府・日銀が目標とする 2%を上回り続けている。

インフレが企業収益を押し上げ、賃金上昇につながるサイクルも動き出した。連合の最終集計で、2025 年の春季労使交渉の賃上げ率は 5.25%と 34 年ぶりの水準に達した。名目 GDP（国内総生産）は直近 4～6 月期に前期から年率換算 6.6%の大幅増となり、635 兆円まで拡大した。株式相場は長期で見ると、名目 GDP とおおむね連動してきた。

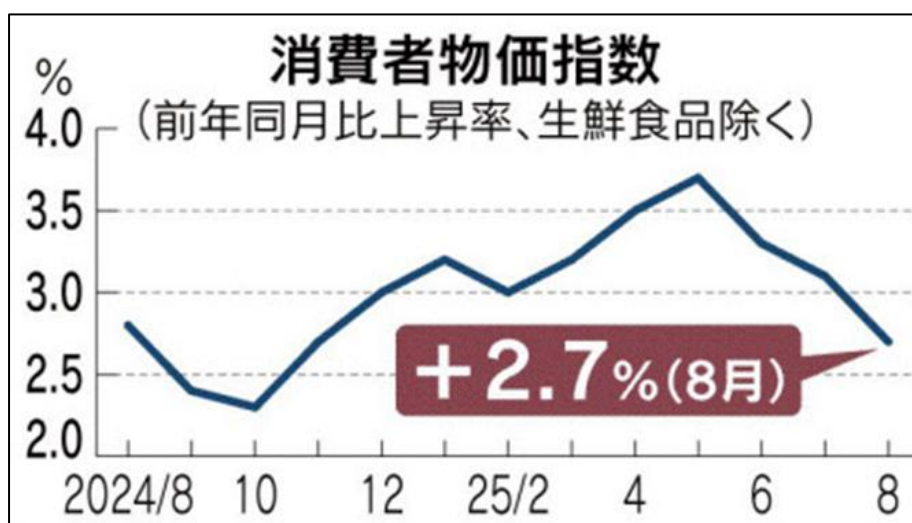
政治の混乱が和らぐ期待が広がったことも一因だ。石破茂首相は 9 月 7 日、退陣を表明した。野党との政策協力次第の側面はあるものの、次期政権が景気刺激的な政策をとるとの見方がある。

もっとも、上値を抑えかねない要因も残る。米国の物価高の再燃懸念である。利下げが遅れると長期金利に上昇圧力がかかる。

Ⅱ. 日本経済の最新情報

1. 消費者物価、8 月 2.7%上昇 エネ補助再開で伸び縮小

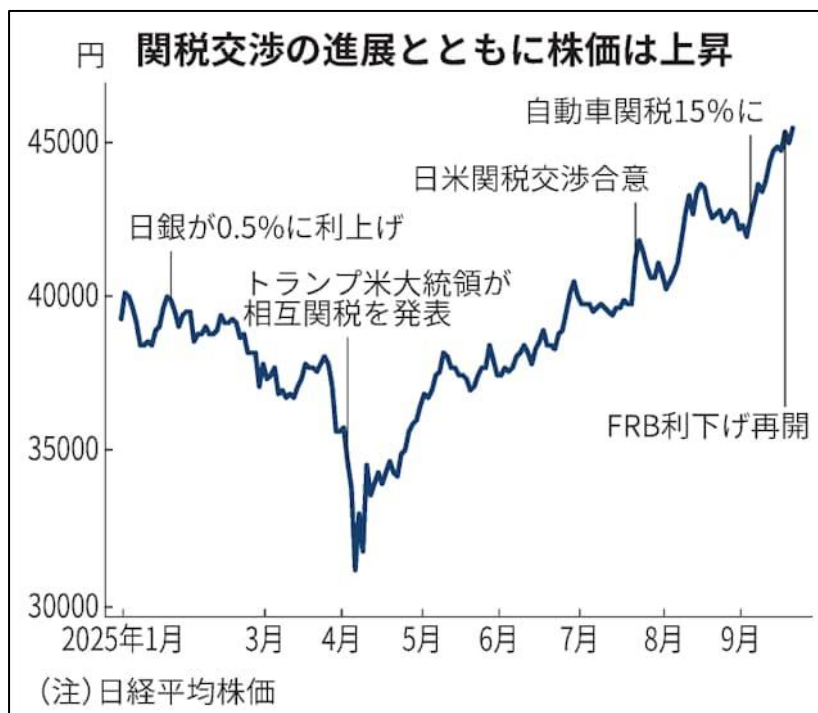
総務省が、9 月 19 日発表した 8 月の消費者物価指数（CPI、2020 年=100）は変動の大きい生鮮食品を除く総合が 111.6 となり、前年同月と比べて 2.7%上昇した。政府が電気・ガス料金の補助を 7 月に再開し、3 カ月連続で伸び率は縮んだ。エネルギー価格は 3.3%低下した。



生鮮除く総合指数の上昇は、48 カ月連続となった。伸び率の 3 カ月連続の縮小は政府補助を背景にしたエネルギー価格の低下がある。電気代は 7.0%、都市ガス代は 5.0%それぞれ下がった。政府はエアコン利用が増える 7～9 月の電気・ガス料金を補助しており、一般家庭で合計月 1000 円程度の負担を軽減している。

生鮮食品を除く食料は 8.0%上昇と高止まりが続く。原材料高を受け、チョコレートが 49.4%、コーヒー豆が 47.6%それぞれ上がった。鶏卵は 16.4%上昇している。これまで高騰が際立っていた米類の伸びは 7 月の 90.7%から 8 月は 69.7%に低下した。

2. 日経平均が最高値に、4 万 5493 円 ETF 巡る懸念が後退する



ETF は多くの株式を運用に組み込んだ投資信託の一種で、日銀は 2010 年 10 月の金融政策決定会合で買い入れを決定した。

2010 年当時は、円高ドル安が進み、株価も低迷する中、中央銀行がリスクのある資産を買うことで投資家の不安を抑え、市場に資金を供給することでデフレからの脱却を目指した政策で、異例の金融政策と言われた。

さらに 2013 年 4 月に黒田総裁のもとで始まった大規模金融緩和策でも行われ、当初の買い入れ額は年間 1 兆円規模でしたが、最終的には年間の上限が 12 兆円規模に膨れ上がった。

このうち ETF は、簿価で年間 3300 億円程度のペースで売却するとしていて、9 月 19 日の金融政策決定会合の後の会見で植田総裁は、「市場に対するかく乱的な影響を極力回避するよう少しずつ処分を進めていくことが適切で、単純に計算すれば 100 年以上かかることになる」と述べた。

ETF の買い入れは、中央銀行がリスクのある資産を購入し、金融市場に多額の資金を供給することでデフレからの脱却を目指した金融緩和策のひとつで、2010 年の開始から 2024 年 3 月に終了するまでの日銀の買い入れ額は簿価でおよそ 37 兆円、ことし 2025 年 3 月末時点では時価でおよそ 70 兆円（含み益が 33 兆円）にのぼっている。

9 月 22 日の東京株式市場で日経平均株価が、2 営業日ぶりに最高値を更新した。米国株市場で主要指数が最高値となった流れを引き継ぎ、海外投資家が日本のハイテク株中心に買いを入れた。日銀が前週末に上場投資信託（ETF）の売却方針を発表し、需給面での不確実性が薄れたことも安心感につながっている。

日銀の ETF 売却を巡る懸念後退も一因である。日銀が想定する年間売却額は時価ベースで 6200 億円と、日本企業の自社株買いなどで十分吸収できるとの受け止めにつながった。

日銀が市場に配慮したとの見方が長期投資家に広がったと株高の要因を分析する。市場に「サプライズ」ととらえられた政策決定の舞台裏を探ると、早期に売却スキームを固めつつも市場への影響を最小限にするタイミングを探り続けた日銀の姿が浮かぶ。政府にも直前まで秘匿し、最終的には株高を追い風に電撃的に決めたようだ。

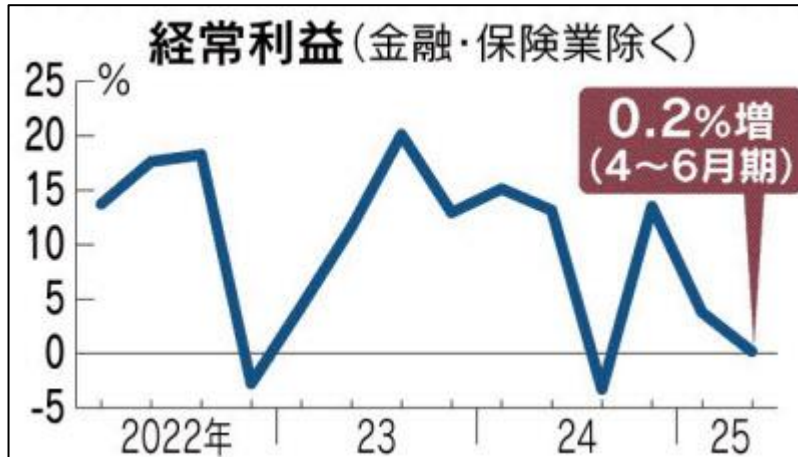
<ご参考>

日銀が ETF 処分に向けた本格的な検討に入ったのは 2024 年 3 月のマイナス金利解除前だった。当時は市場売却のほか、外部機関への移管といった複数の案があった。

日銀ETFをめぐるこれまでの経緯	
2010年10月	包括的な金融緩和の一環で買い入れを決定
13年4月	異次元緩和開始で買い入れ額を年1兆円に増額
14年10月	追加緩和で買い入れ額を年3兆円へ3倍増
16年7月	追加緩和で買い入れ額年6兆円へ拡大
20年3月	コロナ対応で年間購入額の上限を12兆円に
21年3月	買い入れは「必要に応じて」に修正
24年3月	異次元緩和を解除し新規買い入れを終了
25年7月	銀行から買い取った株式の売却完了
25年9月	（2日）氷見野副総裁が講演でETF処分に言及
	（19日）ETFの市場売却を決定

3. 製造業の経常益 11.5%減 法人企業統計 4～6 月、米関税重く

財務省が 9 月 1 日発表した 4～6 月期の法人企業統計によると、**経常利益は製造業が前年同期比 11.5%減と 2 四半期連続のマイナスとなった。**



米国の関税措置の影響が大きいとみられる。全産業（金融・保険業を除く）は 3 四半期連続のプラスで 35 兆 8338 億円と過去最高を更新した。伸び幅は 0.2%にとどまった。法人企業統計は上場企業以外も含む日本企業全体の動向を調べている。4～6 月期分は第 2 次トランプ米政権の関税措置が本格的に発動してから初めての集計となる。

経常利益を業種別でみると、**自動車などの輸送用機械が 29.7%減と目立って落ち込んだ。**財務省は、米国の通商政策や為替の影響と説明した。化学も研究開発費の増加や為替の影響により、19.0%減だった。

非製造業は 6.6%増えた。サービス業が 17.2%の大幅なプラスだった。娯楽や宿泊業で客数が増え、客単価も上昇した。運輸業、郵便業はインバウンドを中心に顧客数が増え、20.3%伸びた。全産業の売上高は 0.8%増にとどまった。

製造業は 1.3%増、非製造業は 0.6%増だった。いずれも伸び幅は、新型コロナウイルス禍からの回復が進み始めた 2021 年以降で最小となった。

非製造業は 3.0%増えた。データセンター向けが堅調で、情報通信業は 19.9%伸びた。卸売業、小売業は 13.0%増だった。

財務省は 4～6 月期の結果について「景気が緩やかに回復している状況を反映した。物価上昇の継続、米国の通商政策などの影響を含め、企業の動向を注視したい」と総括した。

同日、2024 年度の法人企業統計も発表した。全産業の経常利益は、前年度比 7.5% 増の 114 兆 7288 億円だった。「内部留保」にあたる利益剰余金は 6.1% プラスの 637 兆 5316 億円で過去最高を更新した。

4. 7 月の実質賃金 0.5% 増、7 カ月ぶりプラス ボーナス増や賃上げ波及

厚生労働省が、9 月 5 日発表した 7 月の毎月勤労統計調査（速報、従業員 5 人以上）によると、物価変動の影響を除いた実質賃金は前年同月比で 0.5% 増えた。7 カ月ぶりのプラスとなった。ボーナスの増加や賃上げの波及が加わり、物価の伸びを上回った。

名目賃金を示す 1 人あたりの現金給与総額は 41 万 9668 円と 4.1% 増えた。同省によると、このうち約 6 割はボーナスの伸びが押し上げ要因だった。



ボーナスなどの「特別に支払われた給与」は、12 万 8618 円と 7.9% プラスであった。伸び幅は 6 月の 4.4% を上回った。

基本給にあたる所定内給与は、27 万 827 円で 2.5% のプラスだった。連合の集計では、2025 年は基本給を底上げするベースアップと定期昇給を合わせた賃上げ率は平均 5.25% と 2 年連続で 5% を超えた。賃上げの波及が所定内給与を押し上げた。

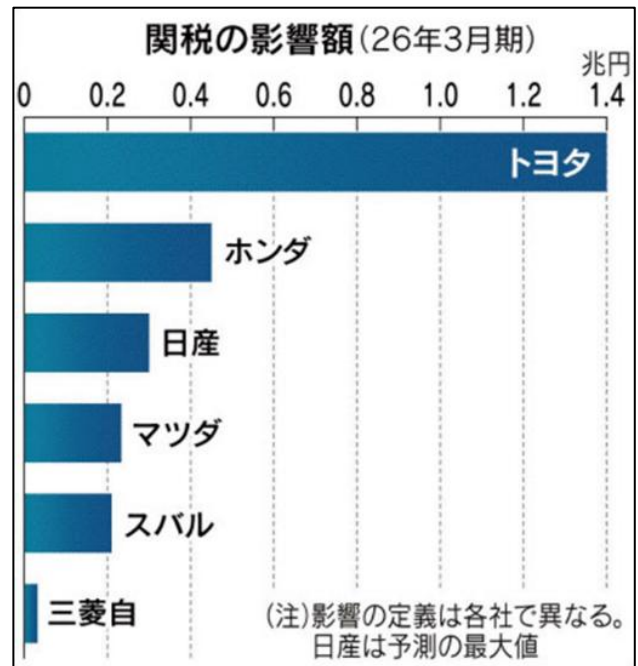
5. トヨタ自動車は米で生産再編 関税対策、HV を増産、レクサス、日本に一部移管

トヨタ自動車は米国の自動車生産を再編する。高級車「レクサス」の生産拠点を 2 カ所から 1 カ所に減らす。

高価格でも売れるレクサスは一部を日本からの輸出に切り替え、空いた生産ラインで価格競争が激しいハイブリッド車（HV）などの現地生産を増やす。高関税下で収益を確保するため、最適な生産体制に見直す動きが広がってきた。

トランプ米政権は 4 月に米国が輸入する自動車に 25%の追加関税を発動した。9 月 4 日の大統領令署名により、関税の税率は 15%に下がるが、今春までの 2.5%と比べると重い輸出コストの負担を強いられる。

HV は手ごろな価格帯が多く、関税による価格転嫁の影響を受けやすい。高級車は高価格でも売れるため、日本から輸出しても現時点では採算を確保できる見通し。米国生産を再編し、高関税に対応した体制にする必要があると判断した。



現在、米国ではケンタッキー州でレクサスのセダン「ES」、インディアナ州で大型SUV（多目的スポーツ車）「TX」を生産している。

このうち、ES の生産を受注分のみで終了し、2026 年にも発売する次期モデルは日本からの輸出に切り替える。ケンタッキー州での生産終了に伴い、米国のレクサス生産工場はインディアナ州のみとなる。

これとは別の 2 車種のレクサスを生産するカナダ工場の生産は続ける。トヨタの米国法人は「価格帯に応じて最適な生産拠点を決めている」とコメントしている。

米国では電気自動車（EV）普及が遅れるなか、HV の需要が高まっている。

トヨタの関税影響は。自動車に加え部品会社のコスト負担も織り込み、通期で 1 兆 4000 億円を見込む。関税の長期化を見据えて、トヨタは現地生産を増やす方針。米国は人件費や資材価格が上昇しており、米国での工場新設は収益を圧迫する。投資コストを抑えながら現地生産を増やす。

6. 外資の不動産購入最高 1～6 月、1.1 兆円に倍増 賃料上昇見込む

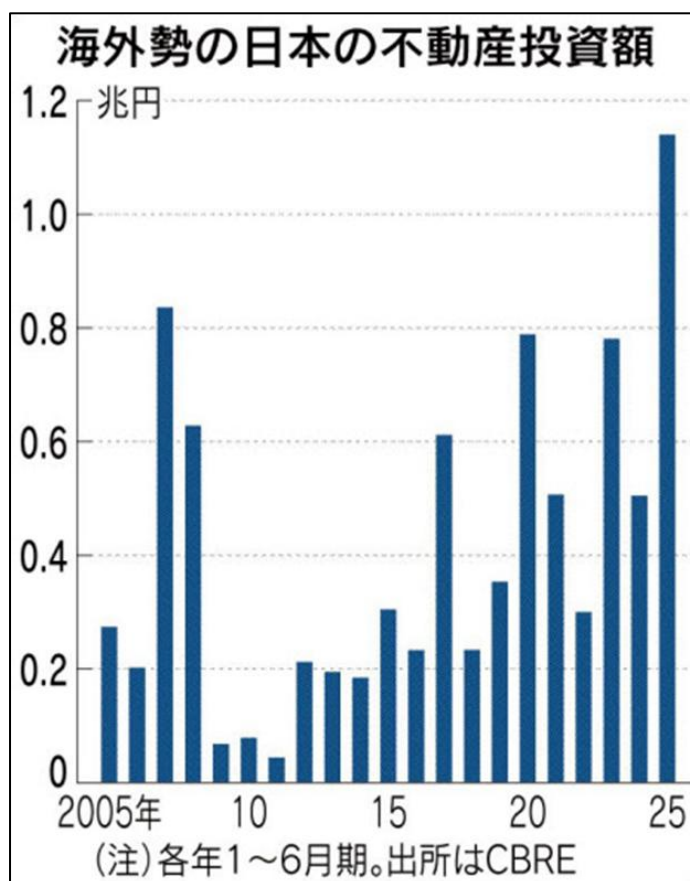
海外投資家による国内不動産の取得が活発である。2025 年 1～6 月のオフィスビルなどの購入額は前年 2024 年の同期比 2 倍の 1 兆円超と過去最高となった。7 月以降も日産自動車の本社売却など大型案件が浮上する。物価高に伴う賃料の上昇期待や

欧米よりも高い収益性が背景にある。海外マネーの流入は、マンションなど不動産価格高騰の一因にもなっている。

2005 年以降で集計、総額 1 兆 1400 億円のうち 4 割超を占めるのがオフィスである。

目玉は米投資会社のブラックス・トーンが 2 月に約 4000 億円で取得した「東京ガーデンテラス紀尾井町」（東京・千代田）だ。外資系投資会社による国内の不動産投資案件としては過去最大級になる。**日本の不動産市場は、世界の中でも有望視しているマーケットの見られている。**

商業施設では香港系のガウ・キャピタル・パートナーズが「東急プラザ銀座」（東京・中央）を約 1500 億円で買収した。



主因の一つが現在の物価高が定着するとの観測だ。

7 月の消費者物価指数（CPI、20 年=100）は、生鮮食品を除く総合の指数が前年同月比 3.1%上昇と 8 カ月連続で 3%台となった。不動産賃料の上昇圧力につながるとの見方が多い。**好立地で築浅の大型ビルが引き上げるかたちで、オフィスの賃料は上昇が続くとみている。**

世界で見た日本の不動産の収益性の高さは、大きな魅力になっている。

収益性は投資利回りと長期金利との差（イールドギャップ）で比較できる。オフィスのイールドギャップは、東京都心は 2025 年 1～3 月期で 1.9%。ニューヨーク（1.7%）やロンドン（1.2%）を上回る。

日本の上場企業の間で資産効率改善に向けて保有不動産を手放す動きが出ていることも拍車をかける。7 月以降も同様の傾向が続きそうだ。日産が売却を検討している

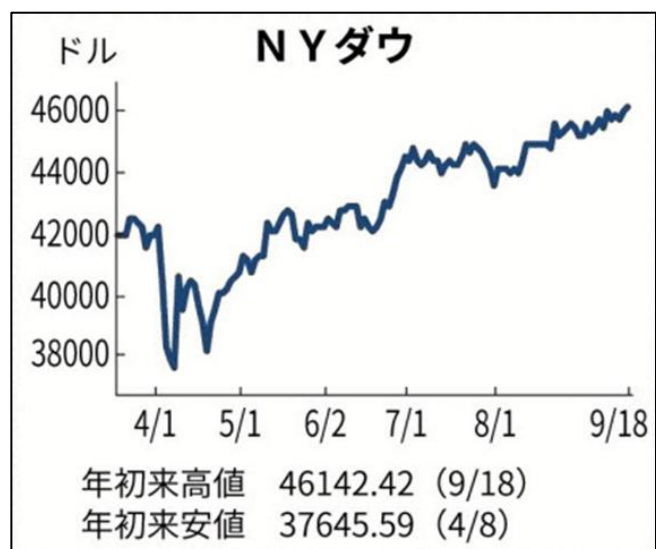
横浜市の本社を巡り、売却先として米投資ファンド KKR が有力候補になっている。売却規模は、1000 億円弱になる見込みである。日産は業績不振に陥っており、資産売却で今後の投資資金などに充てるとみられる。

サッポロホールディングス（HD）は、不動産事業の売却を既に決めている。複合商業施設の恵比寿ガーデンプレイス（東京・渋谷）など都心一等地の物件も含み注目度が高い。

Ⅲ. 米国経済の最新情報

1. 米株式市場でダウ工業株 30 種平均など主要な 3 指数とも上昇し、最高値を更新

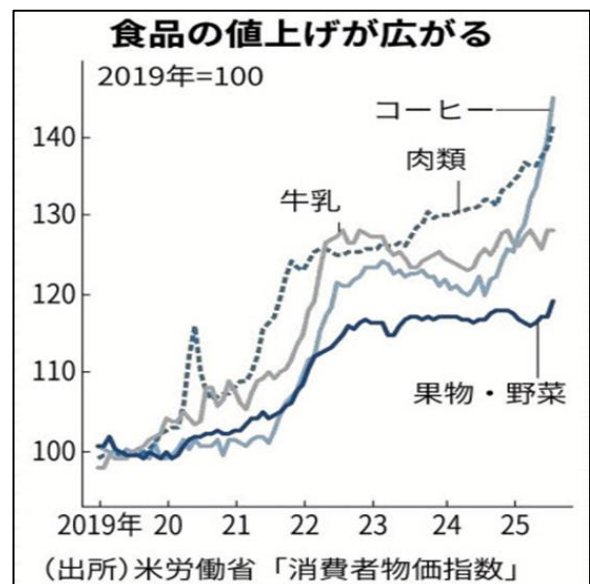
FRB のパウエル議長は、9 月 17 日に決めた政策金利の引き下げについて、雇用の急な悪化を防ぐ「リスク管理的な利下げだ」と説明した。市場は年内の残り 2 会合で連続して利下げする確率を 8 割と見込み、2026 年も 3 回以上の利下げ予想が優勢である。



2. 米政権、物価上昇に苦慮 8月、食品は2年半ぶり伸び

米国の労働省が公表した8月の消費者物価上昇率は前年同月比2.9%と7月の2.7%から加速した。食品は前月比0.5%上がり、およそ2年半ぶりの高い伸びになった。トランプ政権は、一部品目で関税を免除するなど対応に追われている。

目立ったのは食品の値上がりだ。果物・野菜は前月から1.6%も上がった。コロナ禍の混乱期だった2022年2月以来の伸びだ。



コーヒーは、3.6%と約 14 年ぶりの伸びになった。2022～2023 年の歴史的なインフレ期に高騰し、コロナ禍前の 2019 年からその後の 2023 年末にかけて 2 割値上がりした。これが 2025 年 8 月時点では 2019 年比で 4 割高い水準に達している。

米国はコーヒー輸入の多くをブラジルに頼っている。そのブラジルに 8 月から 40% の追加関税を課し、相互関税は合計で 50% に達した。

トランプ氏は「関税は外国への課税」として、関税のコストは輸出国側が負うと主張してきた。だがコーヒーの関税負担は米国民に転嫁されている。ブラジルは中国向け輸出を増やすなどして柔軟に対応してきた。

こうした事態を踏まえ、トランプ氏は 9 月 5 日に署名した大統領令でコーヒーを相互関税の対象から外した。コーヒー以外にも「米国で栽培、採掘、自然生産できない、あるいは国内需要を満たせない製品」をリスト化した。

歓迎する声は米国内から上がっている。業界団体である消費者ブランド協会は、大統領令を受けて「高く評価する」と声明を出した。

コーヒーの事例は、米国側に負担を求める輸出側の強気の価格戦略が米政府の関税政策を動かし得ることを示した。

IV. 中国経済の最新情報

1. 中国の個人消費 将来不安で節約志向

中国の家計によるモノやサービスの支出総額。国内総生産（GDP）に占める個人消費の割合は約 4 割（米国は 7 割、日本は 6 割）と、主要国に比べて割合が小さく、近年は不動産市況や雇用環境の悪化による将来への不安から停滞している。

デフレ傾向も強まり、中国国家统计局によると、2025 年は消費者物価指数（CPI）が前年同月比でマイナスになる月も多い。中国人民銀行（中央銀行）が、2025 年 4～6 月に都市部の預金者 2 万人に実施したアンケート調査によると、



「今後 3 カ月は物価が上がる」との回答は 20.3%だった。1～3 月に比べて 2.2 ポイント低下した。

人口規模から中国の外出市場は巨大で、2024 年の中国の市場規模は前年比 6%増の 5 兆 5123 億元（約 114 兆円）と日本の約 5 倍に当たる。デフレでノウハウを磨いた日本勢にとっては足元の節約志向を取り込めれば巨大市場で成長の余地は大きい。

2. 中国企業 3 年ぶり増益 1～6 月 1%増、東南アジアへの輸出が支え

中国の上場企業が業績低迷を脱しつつある。2025 年 1～6 月期の純利益は前年同期比 1%増と、同期間として 3 年ぶりのプラスに転じた。東南アジアなどへの輸出を伸ばした機械や鉄鋼、政府の内需振興策が寄与した家電などが支え、米関税の影響を補った。内需全体はなお力強さを欠き、本格的な回復には課題が残る。

上海や深圳など中国本土市場に上場する企業（金融を除く）約 5300 社を集計した。純利益は 1 兆 6000 億元（33 兆円）と 1%増益だった。2024 年 12 月期通期は 1 割を超す減益であった。



米関税で米国向け輸出が落ち込むなか、東南アジアや欧州、アフリカ向けを伸ばす企業が目立った。

鉄鋼の利益は 2.6 倍になった。鉄鋼世界最大手の中国宝武鋼鉄集団傘下の宝山鋼鉄は、7%の増益で、同期間では 4 年ぶりの増益に転じた。機械も 18%の増益だった。中国建機大手の三一重工は、純利益が 46%増えた。

政府の内需振興策により持ち直したのが家電で、13%の最終増益だった。習近平（シー・ジンピン）指導部は、設備更新や消費財の買い替えを促しており、家電や

スマートフォンなどに補助金を支給してきた。家電大手の美的集団は 25%の増益だった。

政府が国産化を進める半導体関連の伸びも目立った。33%増益で、2024 年 1～6 月期の 11%増に比べて伸び率が拡大した。製造装置の北方華創科技集団（NAURA）は純利益が 32 億元と 15%増えた。受託製造の中芯国際集成电路製造（SMIC）は 40%の増益だった。「中国版エヌビディア」との声もある中科寒武紀科技（カンブリコン）は、最終黒字に転じた。

業績が振るわない業種も多い。不動産は上場 100 社の半数近い 46 社が最終赤字となった。マンション大手の万科企業の赤字額は 100 億元を超え、中国恒大集団は香港取引所での上場が廃止になった。

内需不足は拭えない。太陽光発電関連は 2024 年 12 月期に続き赤字であった。過剰生産に伴う太陽光パネルの価格下落に苦しむ。自動車も僅かながらも減益だ。競争激化が響く。広州汽車集団が最終赤字に転落し、比亞迪（BYD）の増益率は前年同期を下回った。

中国の「デフレ輸出」が世界経済のかく乱要因になるリスクもある。余剰製品が周辺地域に安く流れ、市況低迷を招いている。

以上

著者プロフィール

乾 晴彦 氏

C F P、1 級 F P 技能士、D C アドバイザー、宅建取引士（旧：宅建主任者）、証券外務員一種資格、終活カウンセラー、P B（プライベートバンキング）資格
昭和 31 年生まれ。

長年にわたり金融機関でコンサルティング業務を担当後、大手証券会社の人材開発室で、F P・生命保険の社内講師を務める。

現在は、銀行・証券・保険会社をはじめとする上場企業での社員向け営業研修講師、また、大学や大手資格予備校、F P 教育機関での F P 研修講師として活動している。シニア層や富裕層向けの研修・相談業務には定評があり全国にファンも多い。