



# 経済金融 ウォッチ

2025年3月号

国内 ..... 1

米国 ..... 11



### 高成長ながらも内需は低調だった 10～12 月期 GDP

#### ～トランプ関税への警戒続く～

南 武志

##### 要旨

2024年10～12月期は前期比年率2.8%と高い成長率を達成した。しかし、消費が失速するなど国内需要の回復力の鈍さも見て取れる内容でもあった。実際に、食料やエネルギーといった日常生活に密接な分野の価格高騰で消費者の節約志向が強まっているほか、物価高が賃上げ効果を相殺していることもあり、消費回復は遅れている。

先行きについては、労働力不足を受けて25年春闘でもしっかりと賃上げが実現する公算が高まっているが、物価もしばらく高止まるとみられ、消費の持ち直し傾向が強まる時期は25年半ばあたりまでずれ込むだろう。

こうしたなか、日本銀行の早期利上げ観測が浮上したことから、長期金利は上昇傾向を強め、一時15年ぶりとなる1.4%台まで上昇する場面もみられた。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目	2025年				
	2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	0.477	0.45～0.55	0.45～0.80	0.45～0.80	0.70～0.80
国債利回り	20年債 (%)	2.020	1.80～2.20	1.90～2.30	2.00～2.40
	10年債 (%)	1.365	1.10～1.60	1.20～1.70	1.30～1.85
	5年債 (%)	1.015	0.80～1.20	0.85～1.30	0.90～1.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	149.5	143～163	143～163	140～160
	対ユーロ (円/ユーロ)	156.9	150～170	145～165	140～160
日経平均株価 (円)	38,142	39,000±3,000	39,750±3,000	40,250±3,000	40,500±3,000

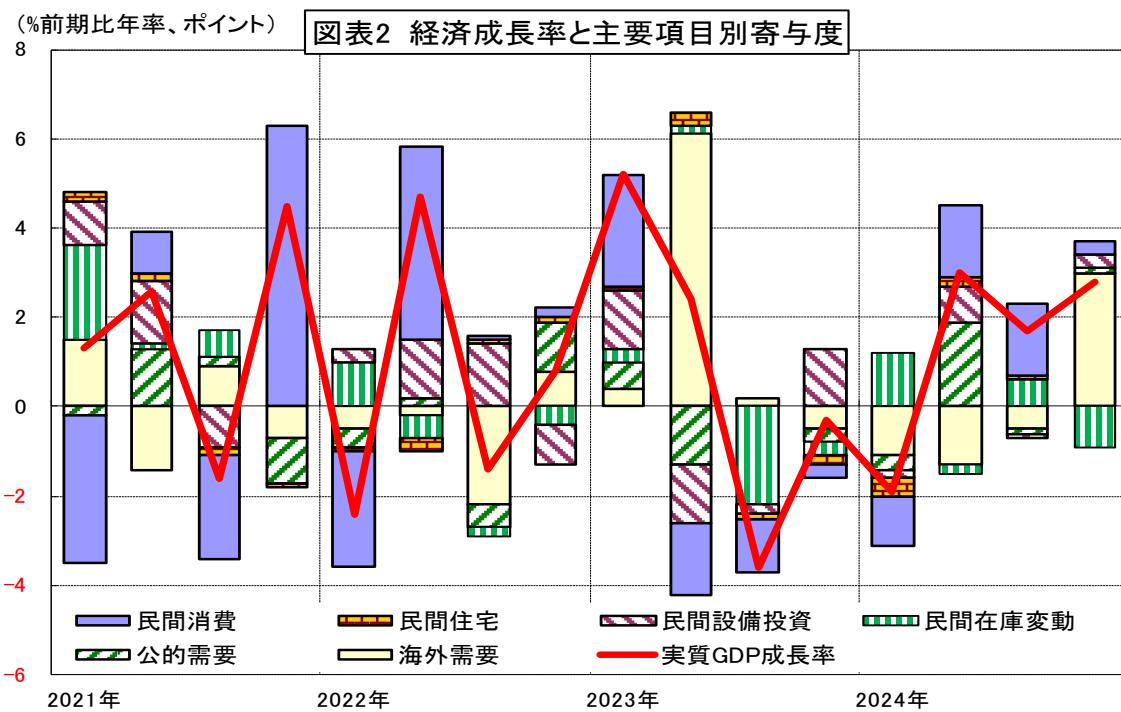
(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2025年2月26日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

10～12月期は前期比年率2.8%の高成長だったが…

2024年10～12月期のGDP第1次速報によれば、実質成長率は前期比0.7%、同年率換算2.8%と、7～9月期(それぞれ0.4%、1.7%)から再加速し、3期連続のプラス成長となった。事前の市場予想でも年率1%前後のプラスが見込まれていたが、それを大きく上回る結果となった。また、名目成長率も前期比1.3%、同年率5.1%と、同じく3期連続のプラスであった。さらに、前年比も1.2%と2期連続のプラスだった。

上述した数字だけを見ると堅調であるが、民間消費が前期比0.1%へ失速したこと、そして外需寄与度が+0.7ポイントだったが、国内需要の弱さを反映した輸入減(前期比▲2.1%)による面が大きいこと等を踏まえると、中身が乏しいと評価せざるをえない内容であった。



（資料）内閣府経済社会総合研究所

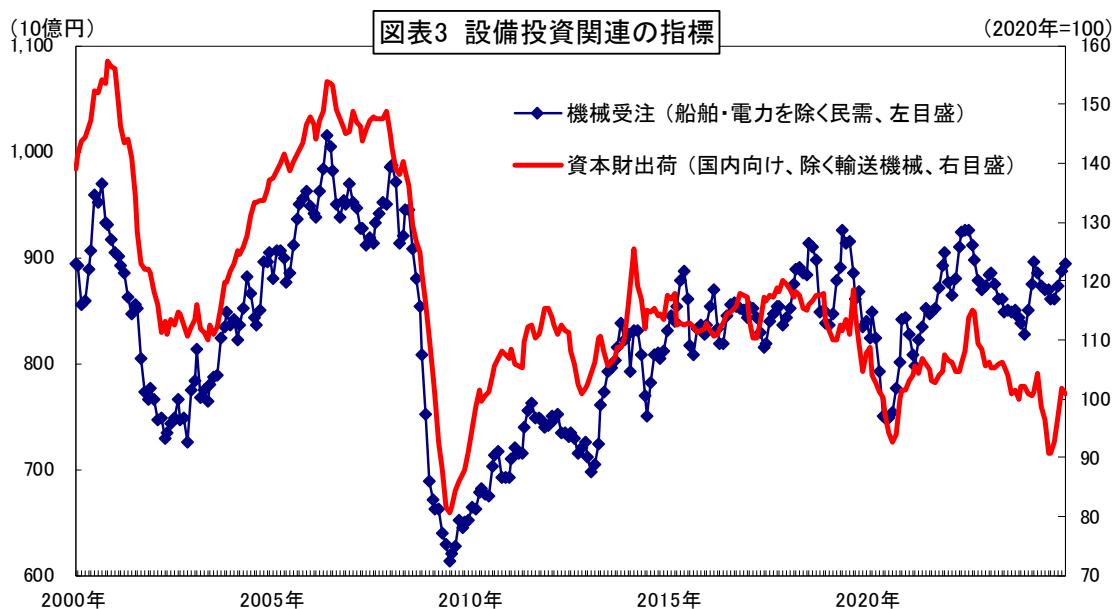
### 国内景気は一進一退を継続、設備投資関連に持ち直しの動きも

月次経済指標に目を転じると、12月の景気動向指数・CI一致指数は前月から+1.0 ポイントと2か月ぶりに上昇したが、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた（8か月連続で同じ表現）。一方、内閣府が試算している「景気を把握する新しい指数（一致指数）」の12月分も前月から+0.6 ポイントと2か月ぶりに上昇、コロナ禍からの持ち直し局面での最高値を更新したほか、過去最高だった19年9月の水準に迫った。中身を見ると、「分配面（所得）」や「サービス」が堅調な半面、「生産面（供給）」や「財」は底ばい状態であるなど、景気指標の動きは一様ではないことが見てとれる。

1月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断DIは3か月ぶりに悪化、判断基準である50を11か月連続で下回った。さらに、先行き判断DIも5か月連続で50割れとなった。インバウンド需要は好調で、かつ季節商材の売れ行きもよかつたようだが、物価高で消費者の節約志向が一段と強まった等の指摘がみられた。

1月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比▲5.5%と2か月ぶりに低下、10～12月平均を1.6%下回った。米国向けの自動車輸出は底堅かったが、景気低迷に旧正月要因も加わって中国向けの輸出が落ち込んだほか、欧州向けも不調だった。

一方で、設備投資関連の指標には底入れの動きも窺える。10～12月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前期比2.9%と3期ぶり、資本財出荷（国内向け、除く輸送機械）も同12.1%と4期ぶりで、いずれもプラスとなった。また、工作機械受注（民需）も増加傾向となっている。

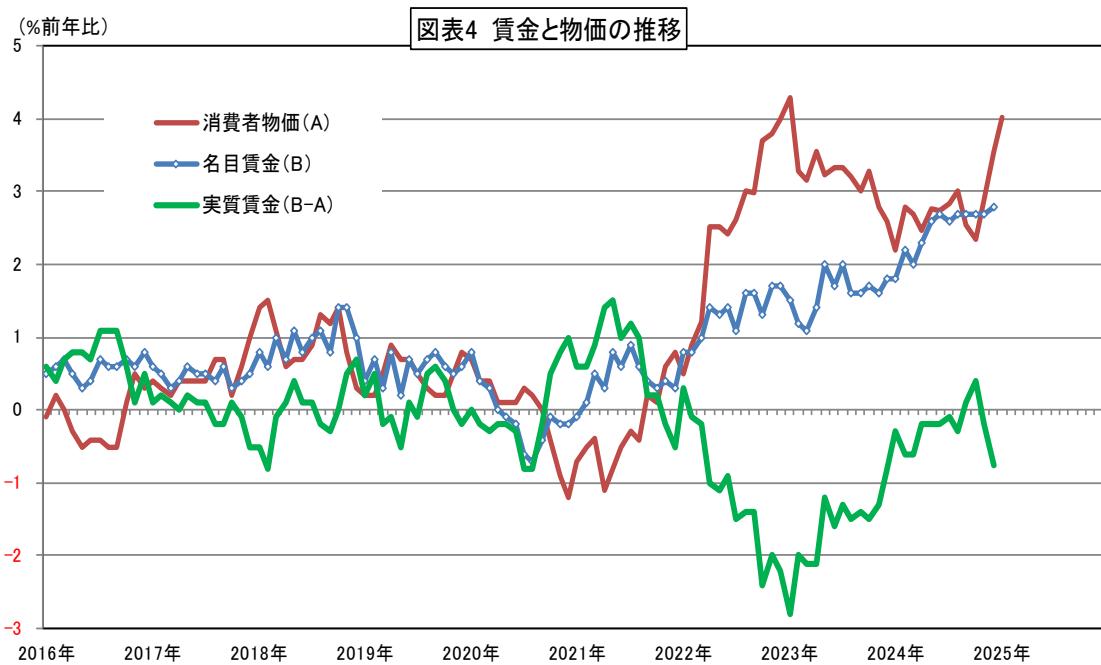


(資料)経済産業省、内閣府、日本銀行 (注)3か月移動平均。

### 物価高止まりで実質賃金は依然マイナス状態

後述の通り、足元の物価上昇率が再び高まっていることを受けて、実質賃金のマイナス状態が続いている。12月の毎月勤労統計によれば、冬季賞与の堅調さもあって現金給与総額は前年比4.4%（23年は1.2%）の増加となった。このうち、いわゆる「基本給」に相当する一般労働者の所定内給与も同2.8%（23年は1.6%）であった。しかし、実質賃金（内閣府試算、デフレーターは全国消費者物価指数（総合、前年比3.6%））については、賞与が含まれる一般労働者の現金給与総額は前年比1.1%と4か月連続のプラスだったが、所定内給与では同▲0.8%と2か月連続の下落となるなど、基本給ベースでのプラス定着には至っていない。

また、このところの物価再加速のあおりを受けて消費の回復ペースは緩慢なままである。12月の総消費動向指数（CTIマクロ、総務省統計局）は前月比0.01%、同じく実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は同▲0.5%（2か月ぶりのマイナス）と、引き続き低調であった。実質消費活動指数の内容からは非耐久財消費が特に悪化していることが確認できる。



(資料)厚生労働省、総務省統計局、内閣府 (注)賃金として一般労働者の所定内給与を使用。

### 経済見通し：国内景気は緩やかながらも消費主導で回復継続

以下、国内景気の先行きを展望したい。足元1~3月期については、円安を背景にインバウンド需要は底堅いものの、物価高の影響が強まったこともあり、消費回復はなかなか進まない。さらに、10~12月期の輸入減の反動が見込まれるほか、世界経済の低成長が続いていることから輸出拡大も期待薄であり、外需寄与度は一転マイナスになる可能性が高い。その結果、経済成長率は4期ぶりのマイナスが見込まれる。24年度は0.7%成長と、23年度と変わらずと予想する。

一方、先行きの国内景気を占う上で注目される25年春闘については、構造的な労働力不足を背景に賃上げの流れは継続するだろう。また、トランプ関税についても懸念が広がっている。既に2月4日から中国からの全輸入品に対して10%の追加関税措置を発動しており、中国もそれに対する報復措置を実施した。また、カナダ・メキシコに対する25%の追加関税は3月4日まで発動を延期したものの、トランプ米大統領は予定通り発動すると述べている。さらに、3月12日には鉄鋼・アルミニウムの輸入に対して25%の関税賦課を発動するほか、自動車・半導体・医薬品についても25%程度の関税を課す方針を示している。特に、自動車に関しては対米輸出の3割弱を占めているほか、メキシコで生産して米国に輸出している企業も多く、実際に関税が強化された際の影響は無視できない。

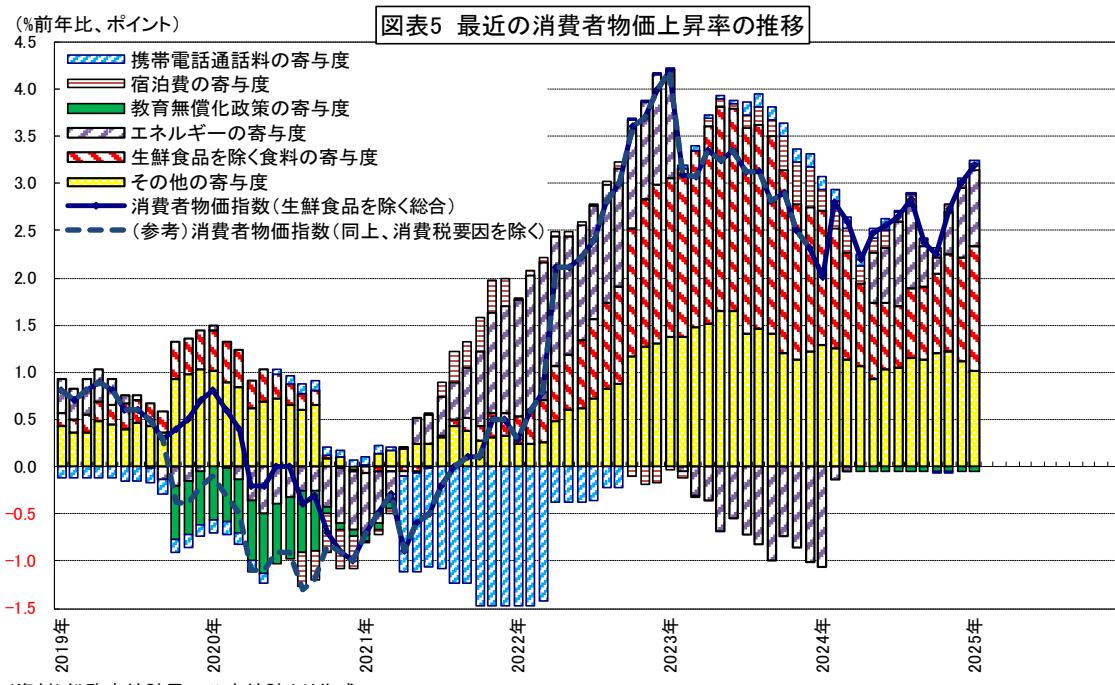
## 物価動向：食料、エネルギーの値上がり継続で前年比3.2%へ再加速

こうしたなか、25年度入り後も世界経済は総じて低成長状態から抜け出せず、かつトランプ関税の影響もあり、輸出は伸び悩む可能性がある。しかし、家計の所得環境は改善が続くとみられ、25年度を通じて物価が徐々に上昇率が鈍化していくば、民間消費も回復傾向を強めるだろう。こうした動きは非製造業の設備投資を下支えするとみられる。25年度は民間需要が主導する格好で国内景気の回復が続くと予想される。もちろん、内外の経済政策に不確実性・不透明性が高い状態が続くと想定され、注意が必要である（詳細は2月21日発行の「2024～26年度経済見通し」を参照のこと）。

このところ物価上昇率の再加速が散見されている。1月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比3.2%と3か月連続で上昇率が拡大した。昨秋以来高騰が続いているコメが前年比70.8%へとさらに値上がりし、物価上昇率を+0.41ポイントも押し上げたほか、電気・ガス代などエネルギーも同10.8%と大きく上昇した（寄与度は+0.82ポイント）。

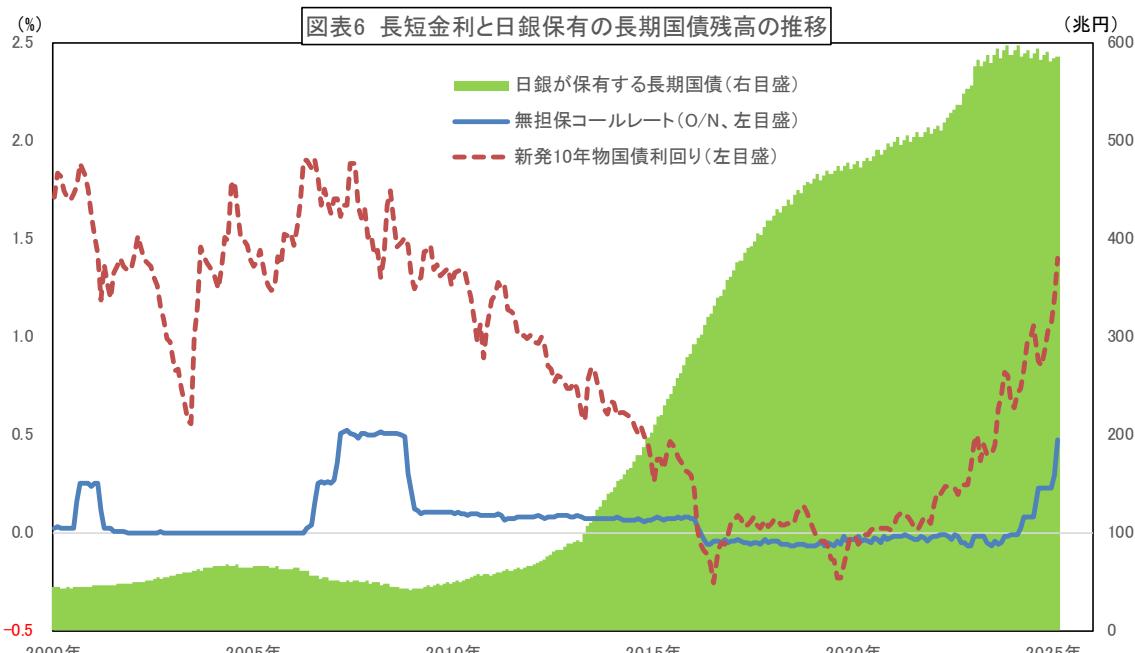
また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」も同2.5%と、12月から上昇率を高めた。ただし、一般サービスは同1.4%、宿泊費を除くベースでも同1.2%と、ともに12月から鈍化するなど、人件費の高まりがサービス価格を押し上げる様子はまだ確認できていない。

図表5 最近の消費者物価上昇率の推移



## 物価高対策の再導入もあるものの、しばらく物価は高止まり

2月入り後もコメを筆頭に食料は値上がりが続いているものの、24年度補正予算に盛り込まれた電気・都市ガス代、ガソリンの負担軽減策によって、2~4月にはエネルギー高騰も一服するだろう。そのため、2月の物価上昇率は再び鈍化するだろう。一方、政府は政府備蓄米を最大21万t放出することを決定、江藤農相は必要ならば追加放出する考えを示した。物価押し下げ効果がどの程度なのか不明ながらも夏場にかけては多少の効果はあるだろう。とはいえ、円安圧力は根強いことから、輸入品などを中心に一定の値上げ圧力が残り、25年度上期にかけてコアCPIは前年比2%台後半で下げ渋るだろう。その後、25年度末に向けてコアCPIは2%前後へ鈍化していくと予想する。



(注)日本銀行、日経FinancialQuest

## 金融政策：日銀は利上げ継続方針を繰り返し表明

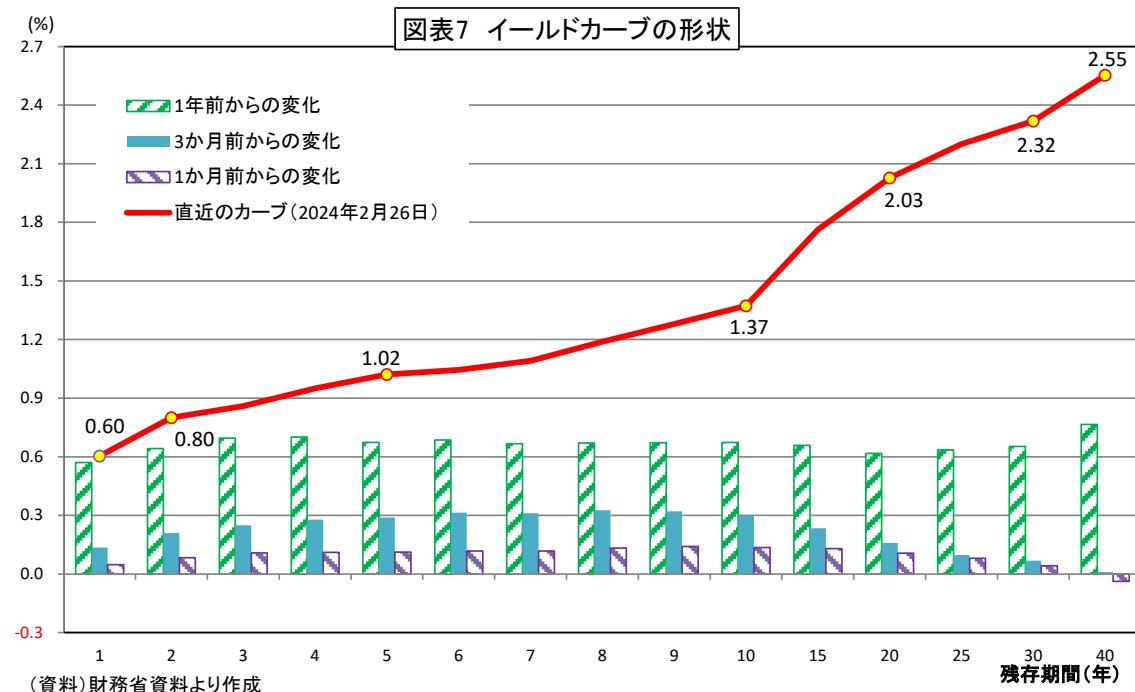
1月に政策金利を0.5%へ引き上げた日本銀行は、今後とも展望レポートで示すように経済・物価が推移していくのであれば、それに応じて政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくとの方針を表明している。一方、2月初旬には田村審議委員が物価上振れリスクがあるなかで25年度後半には少なくとも1%程度までの利上げが必要との考えを披露した。さらに、高田審議委員は2%の物価安定目標に近づいているとの認識のなか、過度な緩和継続期待が醸成され、物価上振れリスクや金融の過熱リスクが顕在化しないよう、ギアシフト(=利上げ)を段階的に行っていくという視点は重要との認識を示し

## 金融政策：消費回復が鈍く、利上げペースの加速は困難、次回利上げは7月と予想

た。マーケットには政策金利に「0.5%の壁」があるとの見方も一部にあったが、こうした利上げ継続方針を示唆する発言から日銀の早期利上げ観測が一気に強まった。

1月の展望レポートによれば、日銀は26年度にかけて物価は2%台で推移するとの見通しを示している。日銀は2%の物価安定目標を掲げていることもあり、物価上昇率が2%以上で推移している限り、政策金利を緩やかに引き上げていく可能性が高い。足元では消費回復の勢いが乏しいため、日銀が早期利上げに踏み切る可能性は薄いが、利上げから半年後の7月あたりには追加利上げの可能性があるだろう。仮に半年に25bpのペースで利上げした場合、25年度末の政策金利は1.0%、26年度には1.5%になる。

一方、途中で物価下振れ圧力が高まり、物価2%割れが定常化した際には利上げ自体が難しくなるだろう。当総研では26年度には物価2%割れになるとみており、その後の利上げはできなくなると予想している。



## 金融市場：現状・見通し・注目点

徐々に明らかになるトランプ関税による世界経済への圧迫が警戒されたことから、内外株価は調整色が強まった。一方、日銀の早期利上げ観測が浮上、国内の長期金利には上昇圧力がかかったほか、円高も進んだ。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて

## 早期利上げ観測から長期金利は一時1.4%台へ上昇

考えてみたい。

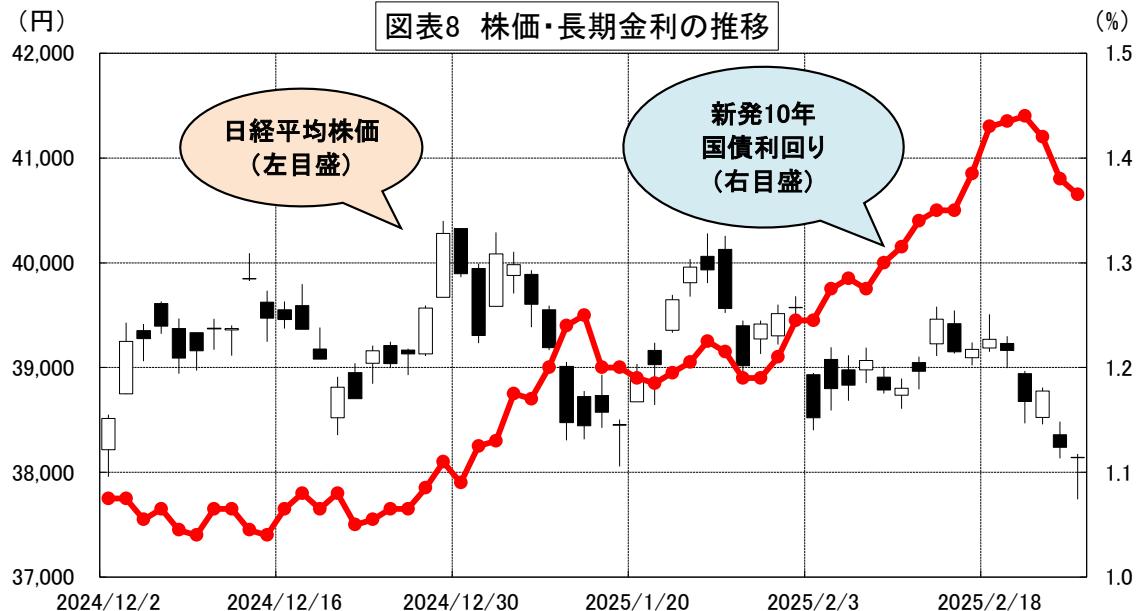
### ① 債券市場

10月上旬にかけて米国経済の堅調さを示す指標の発表が相次ぎ、米連邦準備制度(Fed)が先行き大幅利下げをするとの観測が後退したことで米国金利が上昇した。それが国内にも波及し、それまで概ね0.8%台で推移していた長期金利(新発10年物国債利回り)は上昇に転じ、11月中旬には一時1.1%台まで上昇した。しかし、12月には日銀の早期利上げ観測が後退したことで1.0%台半ばから後半でもみ合う展開が続いた。

25年入り後はインフレ再燃や財政悪化への警戒から米国長期金利が上昇傾向となったほか、日銀の1月利上げの確度が高まったことで長期金利は13年8か月ぶりに1.2%に上昇した。1月利上げ後はしばらく1.2%前後でもみ合ったが、2月に入り、早期利上げ観測が浮上すると、長期金利は一時15年ぶりとなる1.4%台に上昇した。

直近は植田総裁が国会答弁で長期金利が急激に上昇するような例外的な状況では機動的に国債買い入れを増額すると述べたことから金利上昇は一服、一時1.3%台前半へ低下した。

図表8 株価・長期金利の推移



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

## 長期金利は上昇継続

前述の通り、日銀は今後の金融政策運営として、足元の実質金利がマイナス状態であることもあり、想定通りに経済・物価が改善していくれば、政策金利を引き上げていくとの方針を示している。また、トランプ2.0での経済政策運営によって米国長

期金利には上昇圧力がかかりやすくなっている。それゆえ、長期金利は今後とも上昇傾向をたどるだろう。

## ② 株式市場

## 日経平均株価は上 値の重い展開

年末から年始にかけての円安進行が好感され、日経平均株価は40,000円を回復する場面も散見されたが、10月以降は概ね38,000～40,000円のレンジ内でもみ合う展開が続いている。1月下旬にはDeepSeekショックによってAI関連銘柄が一時急落したほか、直近では徐々に明らかになってきたトランプ関税への警戒や堅調だった米国消費への懸念が高まったことで、日米とも株価はやや調整色の強い展開となった。2月下旬には一時3か月ぶりの38,000円割れとなった。

先行きを展望すると、トランプ関税などへの警戒が根強いほか、国内でも物価高によって消費回復が遅れていることもあります。株価は当面上値の重い展開が続くと思われる。



(注)東京市場の17時時点。

### ③ 外國為替市場

日銀の利上げ継続  
が意識され、円高  
が進行

対ドルレートは24年12月初旬には日銀の追加利上げを織り込む格好で一時150円割れまで円高方向に戻ったものの、12月FOMCで利下げを決定したFedが先行きの利下げ回数を減らす半面、日銀が12月利上げを見送ったことで円安圧力が高まり、1月前半にかけて159円に迫った。その後、日銀の1月利上げが意識されて円高に転換したが、直近はトランプ関税による米国景気の悪化懸念から米長期金利が低下したことで4か月半ぶ

## ユーロ安が進行

りに 148 円半ばまで円高が進んだ。

先行きについては、日銀は利上げを継続することから、日米金利差は縮小するものとみられ、円高気味の展開が予想されるものの、米国のインフレ警戒感は根強いことから急速に円高が進行する可能性は薄いだろう。

対ユーロレートはトランプ氏が米国の次期大統領選で勝利したことが警戒され、11 月下旬に一時 160 円割れとなる場面もあった。年末にかけてはドル高につられて 160 円台半ばまでユーロ高が進んだが、トランプ関税への警戒感は強いほか、独仏など主要国がマイナス成長に陥るなど、景気が低調なこともあります、2 月下旬にかけてはユーロ安が進行した。

欧州中央銀行 (ECB) は今後とも利下げを継続していくとみられ、日欧金利差は縮小することもあり、先行きは円高ユーロ安が進むだろう。

(25. 2. 26 現在)

### 積極的な追加関税発表が続く

#### ～トランプ減税による、景気の腰折れ回避も～

佐古佳史

##### 要旨

トランプ政権は積極的に追加関税措置を公表しており、3月以降はメキシコ製品、カナダ製品、鉄鋼、アルミニウム、自動車、医薬品、半導体などへの追加関税が予定されている。こうした追加関税によるインフレ率の引き上げは不可避な状況といえる。一方で、25会計年度の予算決議案が上下両院で可決されたことから、トランプ減税が延長・拡大される可能が高まり、追加関税賦課による景気への悪影響が相殺されることになりそうだ。

こうしたなか、FOMC 参加者は利下げに対する慎重な姿勢を強めている。インフレ率のさらなる鈍化を確認するまでは、政策金利が据え置かれることとなるだろう。政策不確実性が高いことに加えて、期待インフレ率も上がりつつあり、金融政策の判断は一段と難しくなりそうだ。

#### 続々と予定されている追加関税

トランプ政権による追加関税が続々と発表されている。3月4日、あるいは4月2日からメキシコ、カナダ製品に対して25%の追加関税、3月12日から鉄鋼、アルミニウムに対して25%の追加関税が予定されており、4月2日ごろから自動車、医薬品、半導体に対して25%程度の関税が検討されている。さらに、相互関税や銅、EU 製品への関税も検討されている。

予定されている追加関税がすべて実施されるかは不透明なもの、図表1に示すとおり、メキシコ、カナダ製品や自動車、医薬品などは輸入全体に占める割合が高く、関税による輸入価格上昇がインフレ率の加速につながると見込まれる。試算値の一例として、ボストン連銀が2月6日に公表したレポートでは、メキシコ、カナダ製品に対する25%の追加関税と、中国製品に対する10%の追加関税によって、コアPCEデフレーターが0.5～0.8ポイント押し上げられると報告された。

図表1 追加関税率・時期・輸入に占める割合

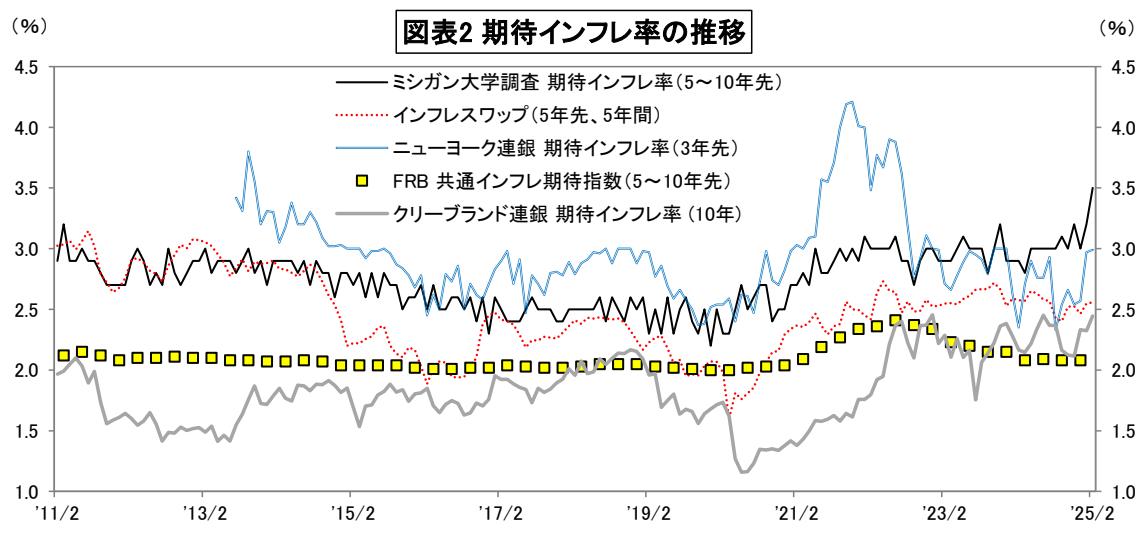
	追加関税率	時期	輸入に占める割合
メキシコ製品	25%	3月4日、4月2日？	15.4%
カナダ製品	25%	3月4日、4月2日？	12.5%
中国製品	10%	2月4日	13.3%
EU製品	25%	未定	18.4%
自動車（部品・エンジンを含む）	25%	4月2日	14.4%
医薬品	25%	4月2日	7.4%
半導体	25%	4月2日	2.5%
鉄鋼・鉄鋼製品	25%	3月12日	0.7%
アルミ（ボーキサイトを含む）	25%	3月12日	0.5%
銅	？	？	0.3%

(資料) 米センサス局

(注) 輸入に占める割合は24年の平均値、財輸入のみ。

### 上昇がみられる期待インフレ率

追加関税の公表を受け、足元では期待インフレ率の上昇が確認されている。2月のミシガン大学調査（確報値）によれば、1年先期待インフレ率は前月から1.0ポイント上昇の4.3%、長期期待インフレ率は0.3ポイント上昇の3.5%となった。また、2月のカンファレンスボード調査によると1年先の期待インフレ率は0.8ポイント上昇の6.0%となった。長期期待インフレ率も25年入り後は小幅に上昇している。こうした期待インフレ率の上振れが継続するかどうかは今後の焦点の一つとなるだろう。



(資料)ミシガン大学、地区連銀調査、FRB、Bloomberg (注)共通インフレ期待指標は四半期データ。

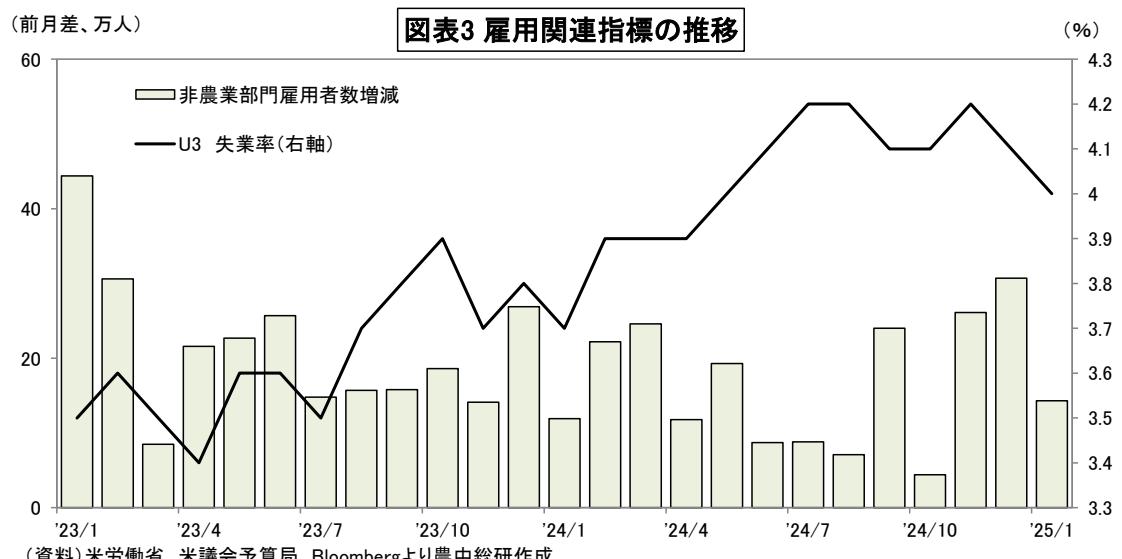
### 過熱感はないが、堅調さが維持されている労働市場

こうしたなか足元の労働市場関連の統計から判断すると、労働市場はやや減速傾向ではあるものの堅調に推移しているといえる。1月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月

から 14.3 万人増（事業所調査）と 12 月の同 30.7 万人から減速した。3 か月移動平均では同 23.7 万人となり、労働市場の堅調さが維持されているといえる。また、失業率は 0.1 ポイント低下の 4.0% となった。なお、雇用者数の推計についての年次改定が行われ、24 年 3 月までの 1 年間の雇用者増は 58.9 万人下方修正された。

1 月の平均時給は前年比 4.1%（前月比 0.5%）、生産・非管理職の時給は同 4.2%（同 0.5%）の上昇となった。前月比での伸びが大きく、12 月からいざれも加速した。

24 年 10～12 月期の労働生産性をみると、伸び率は前年比 1.6% となった。振れ幅の大きい統計ではあるものの、同 1% 前後での推移となったコロナ禍前の伸び率を足元では上回っている。労働生産性の伸びの高まりが確認されたことから、賃金上昇率は 2% 物価目標と整合的な水準の上限に近いと思われる。



求人数と失業者数の比率をみると、12 月は職を選ばなければ 1 人の失業者に対して 1.10 倍の求人が確認された。同比率はコロナ禍前の倍率と同程度となっており、労働市場の過熱感は解消している。

図表4 求人・失業者倍率の推移

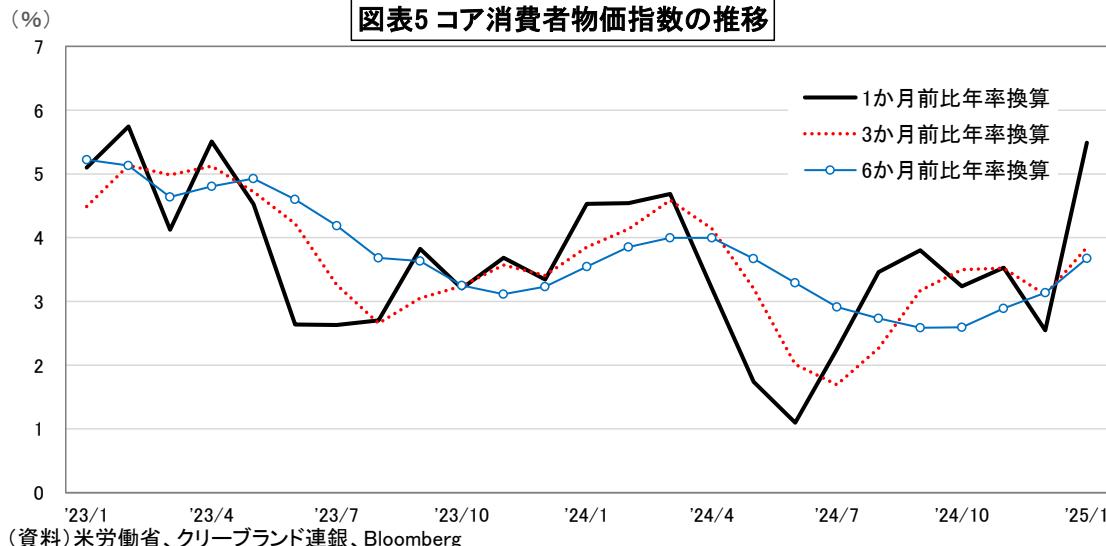


**高い伸びとなった  
1月 CPI**

1月の消費者物価指数（CPI）は、総合が前年比3.0%（前月比0.5%）、食料とエネルギーを除くコアは同3.3%（同0.4%）となり、いずれも加速した。エネルギーを除いたコアサービスの上昇率は同4.3%となり、前月比でみれば前月比0.5%と10か月ぶりの高い伸びとなった。

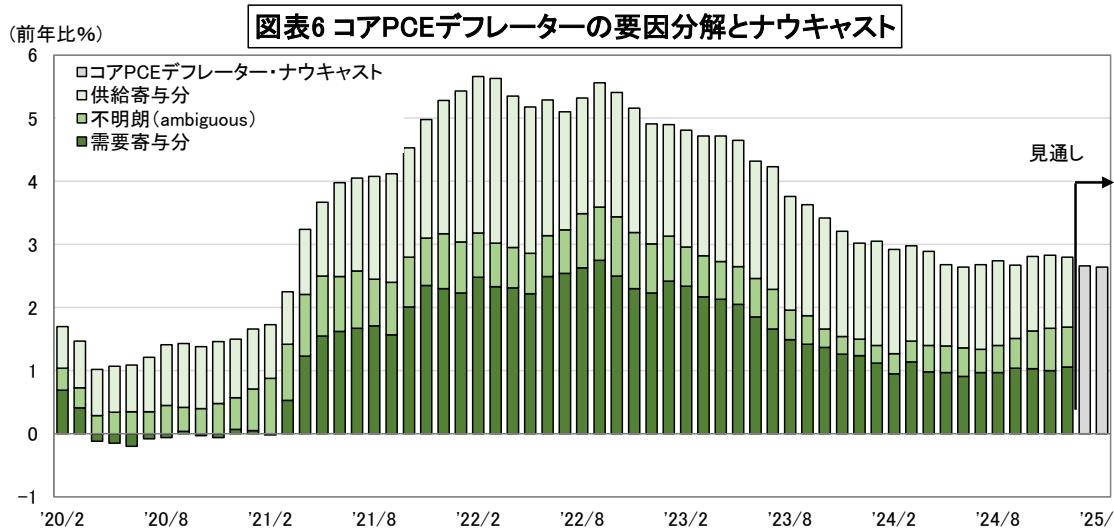
コアCPIについてより足元の動きを確認しやすい1、3、6か月前比（年率換算）を計算すると、1月はそれぞれ5.5%、3.8%、3.7%となった。1月のコアCPIが高い伸びとなり、12月FOMC後に示されたインフレ率の見通し（25年末のPCEデフレーターが前年比2.5%）とも整合的でなくなりつつある。

図表5 コア消費者物価指数の推移



12月のコアPCEデフレーターは変わらずの前年比2.8%（前月比は0.2%）、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフ

レーターは 0.1 ポイント加速し同 2.8% となり、2% 物価目標を上回って推移している。



（資料）サンフランシスコ連銀、クリーブランド連銀

**様子見姿勢を強める  
FRB**

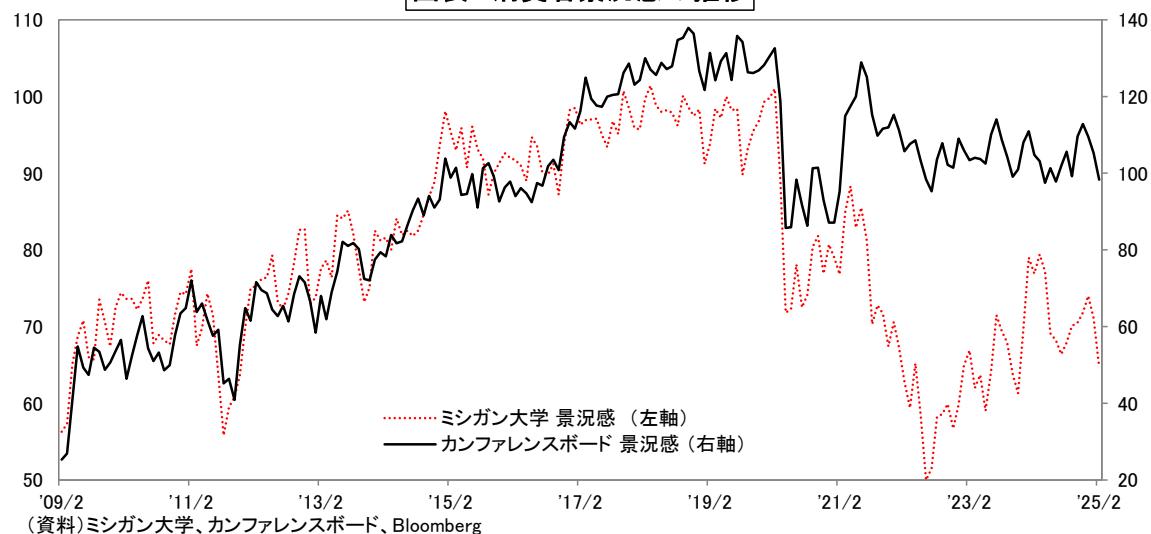
**短期的な個人消費  
の下振れも**

こうしたなか、1月 FOMC 議事要旨や FOMC 参加者の最近の発言からは、最大雇用に近い状態が続くのであれば、インフレ率のさらなる低下を確認するまでは政策金利を据え置く方針が示されている。政策不確実性が高いことから、FRB は様子見姿勢を強めると思われる。

個人消費をみると、12月の実質個人消費支出の内、財消費は前月比 0.7%、サービス消費は同 0.3% となり全体としては同 0.4% と堅調に推移した。また、24年 10~12 月期の個人消費支出（速報値）は前期比年率 4.2% と高い伸びとなった。一方で、寒波と山火事などの影響から 1月の小売売上高（総合）は同▲0.9% のマイナス成長となったことで、短期的な個人消費の下振れが見込まれる。

ミシガン大学やカンファレンスボードの調査によると、追加関税などへの懸念から 2月は消費者マインドが低下した。現時点では追加関税の有無や規模を見極める段階といえるが、実際に追加関税が賦課されると消費に対する下押し効果は避けられない。

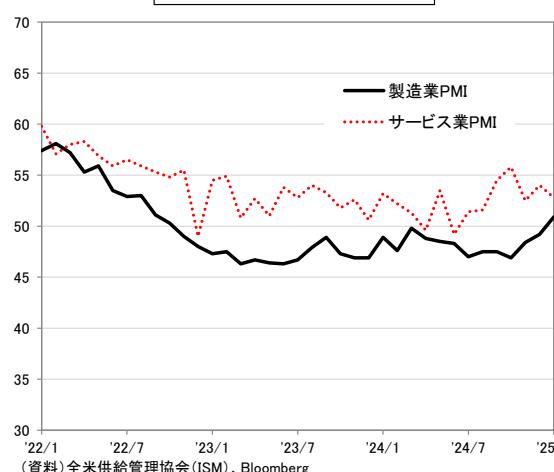
図表7 消費者景況感の推移



好調な ISM 指数

ISM 指数を確認すると、1月の ISM 製造業指数は、前月から +1.7 ポイントの 50.9% と、判断基準となる 50% を 10か月ぶりに上回り製造業の拡大局面を示した。サービス業指数は、同▲1.2 ポイントの 52.8% となり、引き続きサービス業の堅調さが示唆された。

図表8 ISM景況感指数の推移

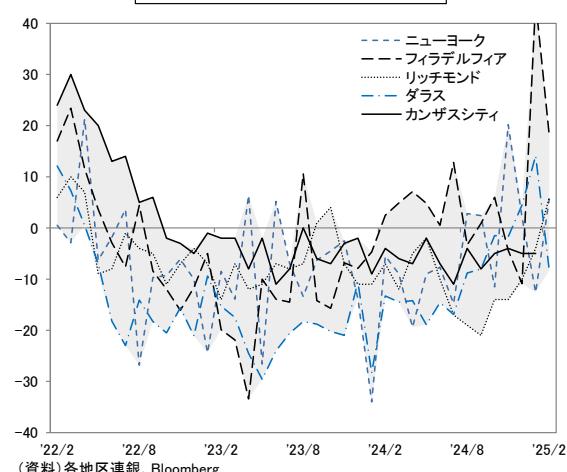


景気の先行き：トランプ減税の延長で追加関税の影響を吸収できる可能性も

さて、景気の先行きを考えると、基本的には労働市場の堅調さに加えて資産増加ペースが速いこともあり、1月は弱含みとなりそうなものの、個人消費の堅調さが続くと思われる。その上で、トランプ減税による景気下支え効果と、追加関税による景気下押し効果の両方を考える必要があるだろう。

米上下院はそれぞれ 2月 21 日、25 日に 25 会計年度（24 年 10 月～25 年 9 月）の予算決議案を可決した。これにより、25 年

図表9 地区連銀製造業景況指数



末で期限切れとなる個人・法人減税措置（いわゆるトランプ減税）の延長・拡大を25年予算に盛り込める可能性が高まった。予算規模は10年間で4.5兆ドルとなる。

ピーターソン国際経済研究所は2月3日のレポートで、中国製品に10%、メキシコ、カナダ製品に25%の追加関税の賦課とトランプ減税の延長・拡大が、米家計へ与える総効果を試算している。それによると、下位80%に属する米家計はコスト増が見積もられている一方で、上位20%の家計はコスト減となり、所得上位家計の消費が相対的に多いため、個人消費支出全体に与える影響は不透明といえる。現時点では追加関税による景気下押し効果から米国景気が直ちに腰折れする可能性は想定しにくい。

インフレ率に関しては、追加関税による輸入品価格の上昇に加えて国内企業の値上げ、AI関連インフラ投資による総需要の拡大などが、どの程度インフレ率を押し上げるのか見極める必要があるものの、全体としては下げ渋りが続くと思われる。

## 長期金利：小幅ながら上昇を予想

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では、追加関税への警戒感や堅調な12月雇用統計などを背景に米長期金利（10年債利回り）は上昇傾向となり、CPI発表を控えた1月14日は4.79%となった。15日はCPIが市場予想を下回ったことから、長期金利は4.65%へと低下し、以降も4.5～4.6%台で推移した。12月末時点と比較すると、長期金利は小幅に上昇した。

2月入り後は、関税政策に対する不透明感や、「ガザ所有・復興」構想、4～6月期までの入札増額はない見込みが示されたことなどを背景に5日の米長期金利は4.4%前半まで低下した。その後は12日の1月CPIを受け、利下げ織り込みが後退したことなどを受け長期金利は4.6%前半まで上昇した。以降は、相互関税についての動向や国債発行計画を変更しないとする財務長官の発言などを消化しつつ4.5%前後での推移となった。21日以降は、予想を下回る経済指標が相次いで発表されたことから先行きへの警戒感が強まり、長期金利は急低下し25日は4.3%を下回った。

先行きについては、景気後退懸念が一時的と思われることや、利下げに対するFRBの慎重な姿勢の織り込みが進むことなどから、利回りは再び上昇し、1月半ばから2月半ばにかけての水準である4.5%程度で推移すると見込む。もっとも、政策不確実

性が高いことから、変動幅の大きい展開が続くだろう。



### 株式市場：不安定な相場が続く

株式市場では12月から1月半ばにかけて軟調な展開が続いた。1月10日のダウ平均は、堅調な雇用統計を受け、インフレ再燃懸念が強まつことなどから、41,938.45ドルで取引を終えた。その後は、インフレ指標が落ち着いたことで長期金利が低下したことや決算を消化するなかで反発し、1月末から2月半ばにかけて44,000ドル台での推移となった。一方で足元では消費者信頼感指数の低下など、経済指標が悪化したことを受け、再び44,000ドルを下回って推移している。

先行きについては、景気後退懸念は一時的と思われるものの、25年にかけてS&P500構成銘柄の収益見通しが前年比10%台前半へと小幅に下方修正されたことに加えて、関税政策をめぐる不確実性が高く、インフレ再燃懸念も高まっていることから不安定な相場が続くと見込む。

(25.2.27現在)