

足元の金利・為替環境

日銀審議委員の発言を受け、早期利上げ観測や政策金利のターミナルレート上振れへの思惑が強まる

1月のFOMC議事要旨では、多くの参加者が利下げを急がない考えを示したほか、米国政府の債務上限問題で金融市場が混乱しやすくなることへの備えから、量的引締め(QT)の一時停止等にも議論が及んでいたことが分かった。他方、ECBの1月理事会の議事要旨では、成長下振れとそれに伴うインフレ率の下方リスクについて触れられている。日銀では田村審議委員が短期金利について「25年度後半には少なくとも1%程度まで引き上げておくことが必要」と述べたことを受けて、市場では早期利上げ観測や政策金利の最終到達点(ターミナルレート)上振れへの思惑が強まった。

25年入り後は円高・ドル安が続く。日米双方から金利差縮小圧力が強まる

1月に続き2月も円高・ドル安基調で推移した。2月上旬は実質賃金の上振れや田村審議委員の発言などで早期利上げ観測が強まり、国内の金利先高観から円が買われた。その後も流れは変わらず、米景気減速懸念の強まりで米長期金利が一段と低下したことなどから、日米金利差縮小が意識され、一時1ドル148円台まで円高が進んだ。直近の1か月間で4円以上、2か月間で7円以上も円高・ドル安が進んでいる。

1年先までの金利・為替見通し

トランプ政権の政策をめぐる不透明感は増しており、今後の展開次第で各国金融政策に影響が及ぶ恐れ

24年半ばからFRB、ECBともに利下げサイクルに入った。ただ、インフレ再燃が警戒される米国(4~6月期と10~12月期に各1回と予測)と、景気が弱含むユーロ圏(3月に1回、4~6月期と7~9月期に各1回と予測)で、今後の利下げペースとタイミングに差が生じるとみている。他方、日銀は経済・物価動向が想定通りに推移する中で、慎重に利上げを進めよう(7~9月期に1回、25年末の誘導目標は0.75%と予測)。かかる状況下、金融政策のスタンスの違いから日米金利差の縮小が続き、円高・ドル安トレンドで推移すると見込んでいる。もっとも、トランプ政権の政策をめぐる不透明感は増しており、今後の展開次第で各国の金融政策に影響を及ぼす可能性がある。

◇予測一覧表(3月4日現在)

		25年 2月28日	25年 3月	4 ~ 6月	7 ~ 9月	10 ~ 12月
米 国	FFレート(誘導目標・期末)	4.25 ~ 4.50	4.25 ~ 4.50	4.00 ~ 4.25	4.00 ~ 4.25	3.75 ~ 4.00
	国債(5年)	4.020	3.70 ~ 4.40	3.60 ~ 4.30	3.60 ~ 4.30	3.50 ~ 4.20
	国債(10年)	4.209	3.80 ~ 4.50	3.70 ~ 4.40	3.70 ~ 4.40	3.60 ~ 4.30
	NYダウ平均(ドル)	43840.91	41000 ~ 45000	41500 ~ 45500	41500 ~ 45500	42000 ~ 46000
ユ ー ロ 圏	中銀預金金利(期末)	2.75	2.50	2.25	2.00	2.00
	国債(ドイツ10年債)	2.405	2.10 ~ 2.60	2.00 ~ 2.50	1.90 ~ 2.40	1.90 ~ 2.40
	ユーロ・ストックス50	5463.54	5200 ~ 5600	5200 ~ 5600	5250 ~ 5650	5250 ~ 5650
日 本	無担保コール翌日物	0.477	0.45 ~ 0.55	0.45 ~ 0.55	0.45 ~ 0.80	0.70 ~ 0.80
	TORF(3か月)	0.498	0.40 ~ 0.60	0.40 ~ 0.60	0.40 ~ 0.85	0.65 ~ 0.85
	中期国債(新発5年債)	1.005	0.70 ~ 1.10	0.75 ~ 1.15	0.75 ~ 1.35	1.00 ~ 1.40
	長期国債(新発10年債)	1.370	1.00 ~ 1.50	1.05 ~ 1.55	1.10 ~ 1.70	1.25 ~ 1.75
	超長期国債(新発20年債)	2.030	1.65 ~ 2.25	1.70 ~ 2.30	1.75 ~ 2.45	1.90 ~ 2.50
	日経平均株価(円)	37155.50	35000 ~ 39000	35500 ~ 39500	35500 ~ 39500	36000 ~ 40000
為 替	円/ドルレート	150.45	145 ~ 155	142 ~ 152	139 ~ 149	137 ~ 147
	円/ユーロレート	156.42	150 ~ 160	147 ~ 157	143 ~ 153	141 ~ 151

(備考)「金利・為替見通し」は、原則として毎月第3営業日に発信する予定です。

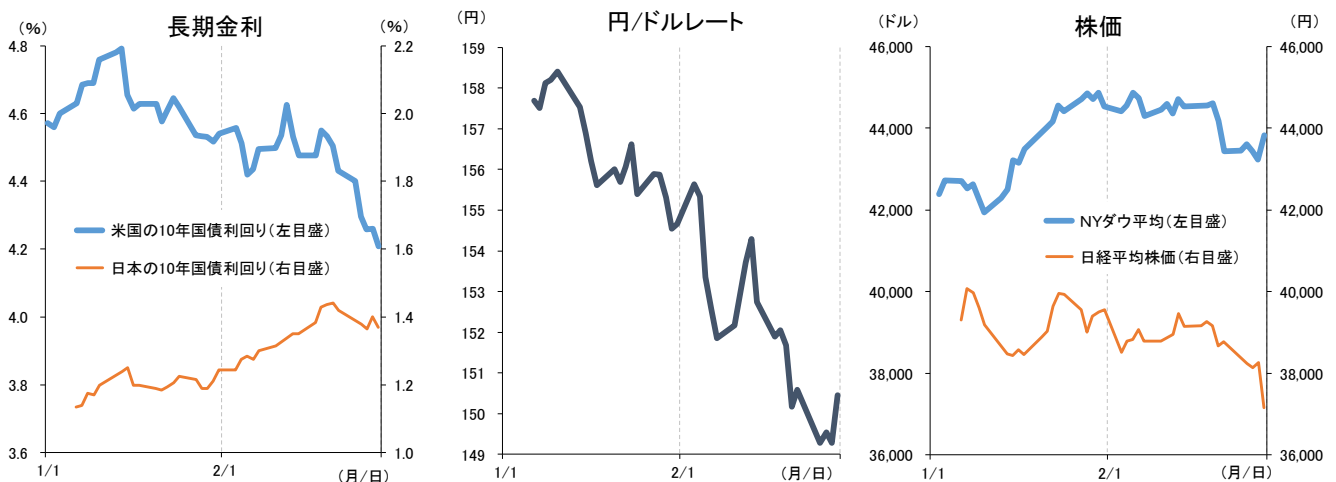
<2月の金利・為替・株価レビュー>

海外金利・・・長期金利(米 10 年国債利回り)は景気指標の下振れやトランプ政権の政策による先行き不透明感から低下した。上旬は、ISM非製造業景況感指数等の下振れやトランプ政権の政策による先行き不透明感に加え、国債発行計画の発行規模据置きなどから低下したが、雇用統計等で労働市場の底堅さが示され、関税引上げによるインフレ懸念も強まったことから上昇に転じた。中旬は、CPIの上振れによる利下げ観測の後退で上昇したが、PPI・小売売上高等でインフレ懸念が緩和されて低下した。FOMC 議事要旨でのQT(量的引締め)減速・一時停止への言及も米国債相場を支えた。下旬は、景気指標の下振れやトランプ政権の政策等による先行き不透明感から低下した。長期金利は前月末比 0.332 ポイント低下の 4.209%で終えた。

日本金利・・・長期金利(新発 10 年国債利回り)は、日銀の利上げ観測の高まりから上昇した。上旬は、米長期金利の上昇や田村日銀審議委員の「25 年度後半には少なくとも1%程度までの利上げが必要」との発言による早期利上げ観測の高まりなどから上昇した。中旬は、米長期金利の上昇に加え、実質GDP成長率の上振れや高田日銀審議委員のタカ派発言などで早期利上げ観測、政策金利の最終到達点(ターミナルレート)上振れへの思惑が強まり、15 年3か月ぶりの高水準に達した。下旬は、植田日銀総裁の急激な長期金利上昇に対するけん制発言や米長期金利の低下・株価の下落、都区部CPI上昇率が市場予想を下回ったことを受けた早期利上げ観測の後退などから低下した。月末の長期金利は前月末比 0.125 ポイント上昇して 1.370%、新発 20 年国債利回りは同 0.090 ポイント上昇して 2.030%になった。

為替相場・・・円の対ドル相場は、米長期金利の低下や日銀の利上げ観測の高まりから円高が進んだ。上旬は、実質賃金の上振れや田村日銀審議委員の発言などで早期利上げ観測が強まり、国内の金利先高観から円高が進んだ。中旬は、米長期金利の上昇で円安に振れたが、米長期金利が低下に転じたうえ、日銀による早期利上げ観測やターミナルレート上振れへの思惑が強まったことで日米金利差縮小が意識され、円高が加速した。下旬は、米景気減速懸念の強まりで米長期金利が一段と低下し、日米金利差縮小から一時1ドル 148 円台まで円高が進んだ。しかし、都区部CPIの結果を受けて日銀の早期利上げ観測が後退すると円安に振れ、結局、月末の円の対ドル相場(銀行間直物、17 時時点)は 150 円 45 銭で終えた。

日本株式・・・国内株式相場を日経平均株価で振り返ると、米トランプ政権の政策への警戒感や円高進行から下落した。上旬は、月初に米トランプ政権による関税引上げなどの先行き不透明感から大幅に下落した後、墨加への関税発動停止などで過度な警戒感は後退したが、金利先高観の強まりや円高進行から上値が重い展開となった。中旬は、円安に振れた局面で輸出関連株などの買いが優勢となったが、米トランプ政権による自動車・半導体・医薬品等への関税引上げへの懸念や円高加速などで下落した。下旬は、米の対中半導体規制強化観測や米ハイテク株安、米トランプ政権の関税引上げ、円高進行などから半導体・輸出関連株などを中心に急落した。月末の日経平均株価は前月末比 2,416.99 円低下し、37,155.50 円で引けた。



＜海外経済・金融情勢＞

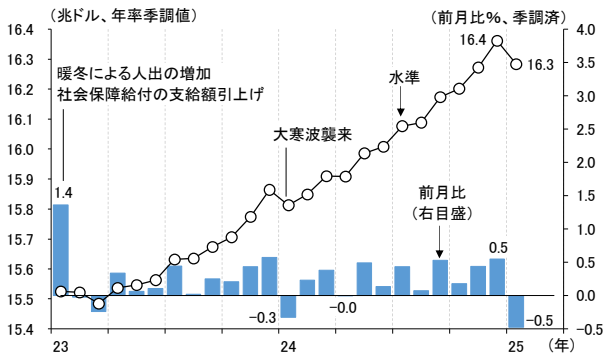
1. 米国経済～個人消費、マインドともに弱めの結果。GDPナウはマイナス予測に転じる

個人消費が1年ぶりに減少も、一時的である可能性。消費マインドは悪化ペースが加速

米商務省が発表した1月の個人消費支出は、物価変動の影響を除いた実質ベースで前月比 0.5%減と9か月ぶりに減少した(図表1)。もっとも、同月は①ハリケーン被害による自動車買替え需要の一服や②関税導入による輸入品価格上昇を見込んだ前倒し消費の反動、③大規模な山火事や寒波といった自然災害などで一時的に押し下げられた可能性もある。個人消費のトレンドに変化があったか否かについては、もう少し時間をかけて判断する必要がある。

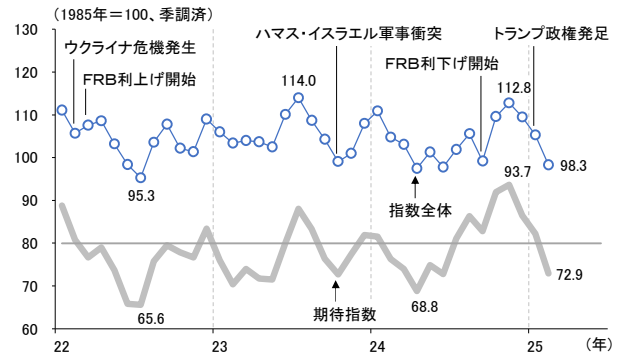
一方、消費者マインドの悪化ペースは加速している。2月の消費者信頼感指数は 98.3 と、1月(105.3)から大きく低下した(図表2)。インフレの再燃や景気減速への警戒感の高まりに加え、トランプ政権の関税政策に対する懸念が足元で急速に強まっていることが下押し要因となった。今後6か月の見通しを反映する期待指数も 72.9 となり、景気後退リスクの高まりを示すとされる 80 を8か月ぶりに下回った。

(図表1) 実質個人消費支出(米国)



(備考) 米商務省資料より作成

(図表2) 消費者信頼感指数(米国)

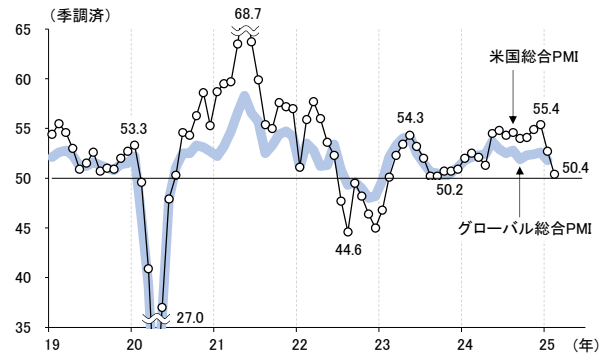


(備考) 米コンファレンスボード資料より作成

企業景況感は製造業とサービス業で逆転

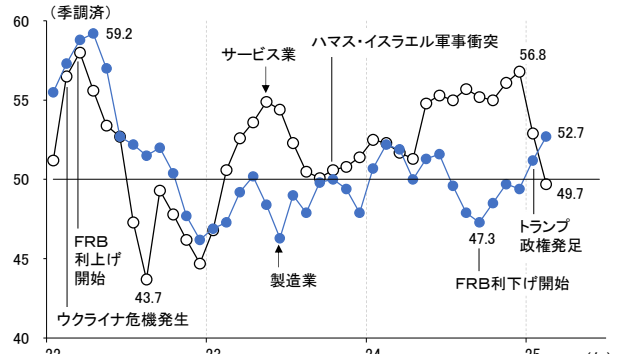
企業マインドにも動きが出てきた。2月の米国総合購買担当者景気指数(PMI)は 50.4 と、1月の 52.7 から大幅に低下し、景況感の分かれ目となる 50 が目前に迫っている(図表3)。24 年半ば頃から米国総合PMIがグローバル総合PMIを大きく上回ってきたが、足元ではその勢いに陰りがみられる。業種別に見ると、2月はサービス業が 49.7 と、1月(52.9)から急低下し、節目の 50 を約2年ぶりに下回った(図表4)。寒波などの自然災害に加え、コストの増加による利益率悪化への懸念が押下げ要因となった。他方、製造業は 52.7 と2か月連続で上昇した。金利低下に加え、トランプ政権による製造業への後押しとなる政策が押上げに寄与しているとみられる。

(図表3) 購買担当者景気指数(PMI、総合)



(備考) S & P グローバル資料より作成

(図表4) 購買担当者景気指数(PMI、米国、業種別)



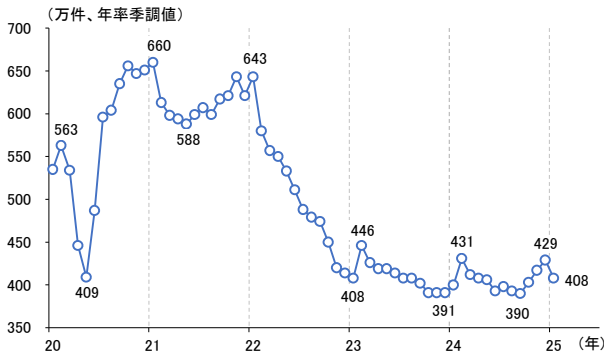
(備考) S & P グローバル資料より作成

中古住宅販売は年率400万件前後で低迷。GDP ナウはマイナス予測に転じる

住宅市場は低迷が続いている。住宅売買の9割近くを占める中古住宅販売件数は 22 年3月の米利上げ開始を機に急減した後、400 万件(年率換算)前後の低水準で推移している(図表5)。昨年後半から利下げが開始されたものの、住宅ローン金利(30 年固定)は6~7%台で高止まっており、住宅ローン申請件数(購入目的)の回復も進んでいない。

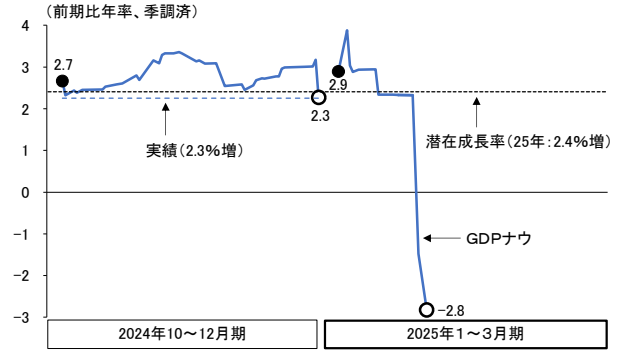
かかる状況下、アトランタ連銀のGDPナウでは1~3月期成長率の最新予測値(3月3日時点)を前期比年率 2.8%減とし、2月 26 日時点の同 2.3%増から大幅に引き下げた(図表6)。1月の米個人消費支出の落込みなどが、予測値の大幅下方修正の要因となっている。

(図表5) 中古住宅販売件数(米国)



(備考) 全米不動産協会(NAR)資料より作成

(図表6) GDPナウ(米国)



(備考) 1. ●は当初予測値、○は直近ないし最終予測値を示す。
2. 潜在成長率はOECDのデータを使用
3. アトランタ連銀資料より作成

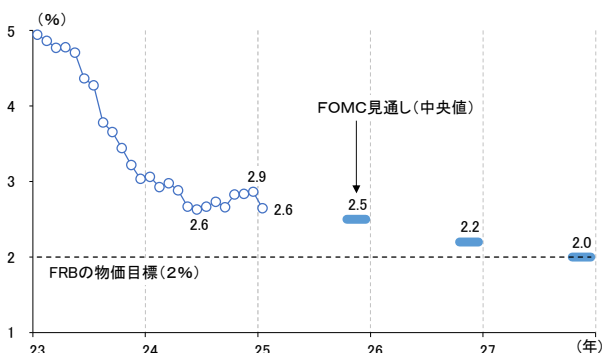
2. 金融情勢(米国)~FRBは物価動向やトランプ政権の影響などを慎重に見極める姿勢

多くの参加者が利下げを急がない考えを示す (FOMC議事要旨)

FRB(米連邦準備理事会)が2月 19 日に公表した 1 月 28 日~29 日開催の FOMC(米連邦公開市場委員会)議事要旨は、「景気の強さが続き、インフレが高止まりする場合は、政策金利を据え置く可能性がある」と記され、多くの参加者が利下げを急がない考えを示していたことが分かった。半面、FRBが最も重視するコアPCEデフレーターは直近1月が前年比+2.6%と、12 月の同+2.9%から大きく低下した(図表7)。トランプ政権の政策による物価への影響を読みにくい中、FRBは慎重に判断し利下げを進めていくとみられる。

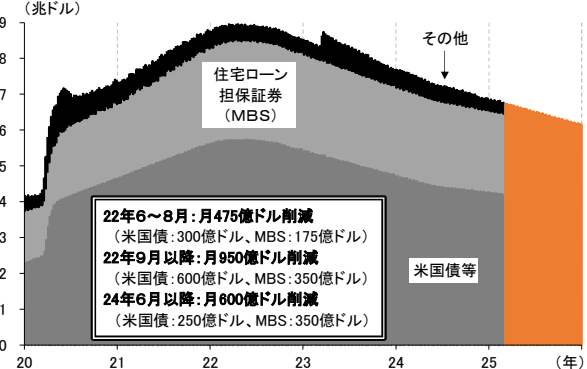
他方、議事要旨では量的引締め(QT)について「一時停止あるいは減速を検討するべき」との指摘が複数の参加者からあった(図表8)。米連邦政府の債務が法定上限に近づいており、準備預金が著しく変動し、金融市場が混乱するリスクへの備えとして提案されている。

(図表7) インフレ率(米国)



(備考) 1. インフレ率と FOMC見通しはコアPCEデフレーター
2. 米商務省、FOMC資料より作成

(図表8) FRBの総資産



(備考) 1. オレンジ部分は 25 年末まで月 600 億ドルずつ削減した場合
2. FRB資料より作成

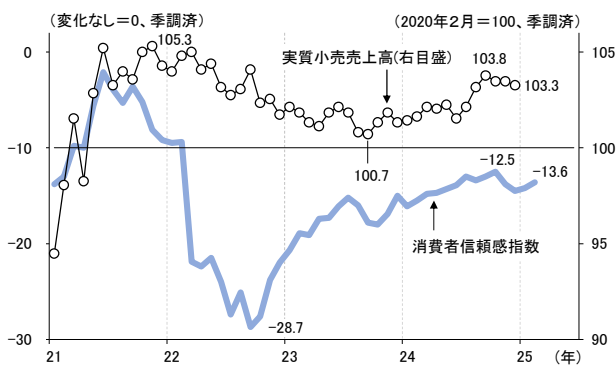
3. ユーロ圏経済～個人消費はやや減少傾向。マインドは上向くも先行き不透明

**トランプ政権による
関税引き上げで、マ
インドが強く下押され
る可能性も**

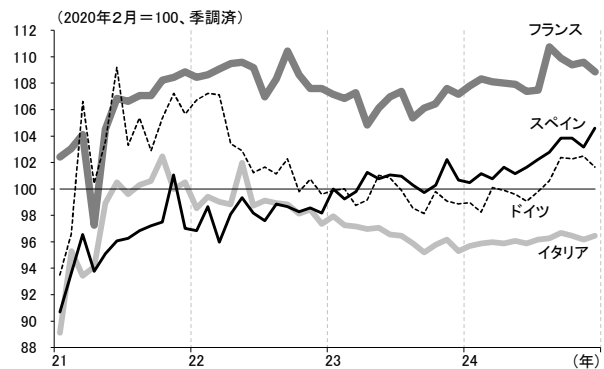
個人消費は足元でやや弱含んでいる。12月のユーロ圏小売売上高は前月比0.2%減と、24年9月をピークに減少している(図表9)。主要国別にみると、12月はドイツが同0.8%減と減少率が最も高く、これにパリ五輪の反動の影響が残るフランス(同0.7%減)が続く(図表10)。また、イタリア(同0.3%増)はコロナ前(20年2月)を下回る水準で横ばい圏内の動きとなっている。こうした中、スペイン(同1.4%増)だけが引き続き増加基調にある。

他方、消費者マインドは昨年の終わりにみられた低下トレンドにいったん歯止めがかかっている。2月のユーロ圏消費者信頼感指数は▲13.6と、2か月連続で上昇した。ただ、先行きトランプ政権による関税引き上げとそれに伴うEU(欧州連合)側の報復関税によってインフレが再燃し、消費者マインドに強い下押し圧力がかかる恐れもあることから注意が必要である。

(図表9)小売売上高と消費者マインド(ユーロ圏)



(図表10)小売売上高(ユーロ圏主要国)



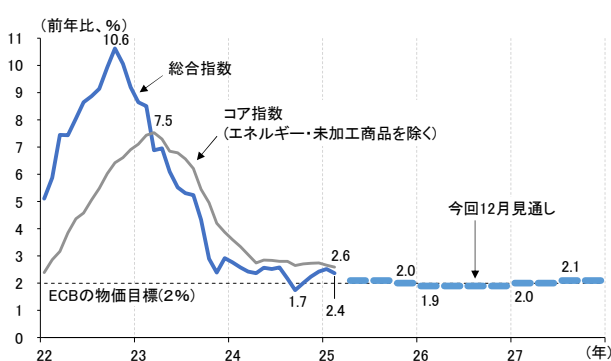
4. 金融情勢(ユーロ圏)～3月利下げ後は中立金利が意識され、ペースは鈍化すると見込む

**インフレ率は下方リ
スクを伴う
(1月議事要旨)**

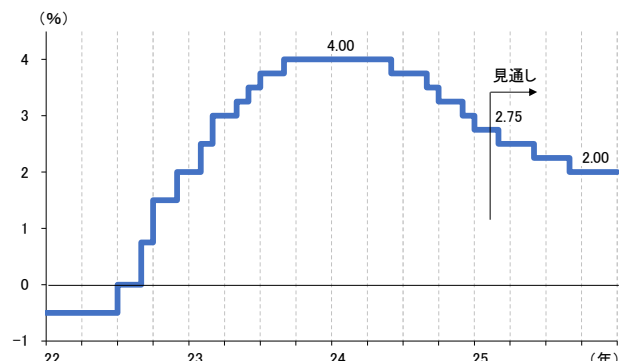
ECB(欧州中央銀行)が2月27日に公表した1月理事会の議事要旨では、成長見通しに対するリスクを「なお下方方向に傾いている」とし、「長期的なインフレ率の下方リスクを伴う」と記されている。実際、直近2月のインフレ率(HICP、総合)は前年比+2.4%と再び低下している(図表11)。

その一方で、同要旨において「中立金利に近づいている局面では、不確実性が高い現状を考慮し、先行きの利下げ幅やペースについて、より慎重な対応が必要」との意見も示された。こうした発言も踏まえ、当研究所では次回3月会合(3月6日)で0.25ポイントの追加利下げを行った後は、4～6月期と7～9月期にそれぞれ1回へと、利下げのペースを落とすとみている(図表12)。

(図表11)インフレ率(ユーロ圏)



(図表12)中銀預金金利(ユーロ圏)



＜国内経済・金融情勢＞

1. 日本経済は根強い物価高や海外経済の先行き不透明感の高まりが重荷に

10～12月の実質GDPは3四半期連続で前期比プラスも、内需はマイナス

24年10～12月の実質GDPは前期比0.7%増(年率2.8%増)で3四半期連続のプラス成長となった(図表13)。GDPの控除項目である輸入が医薬品・電子部品等の落込みで同2.1%減少したうえ、輸出が研究開発サービスやインバウンド消費などのサービス輸出が下支えして同1.1%増加したことから、外需(純輸出)が成長率を同0.7%ポイント押し上げた。一方、国内需要(内需)は力強さに欠ける。設備投資は同0.5%増と堅調だったが、個人消費は同0.1%の微増にとどまった。在庫投資が成長率を同0.2%ポイント押し下げ、内需の寄与度は同▲0.1%ポイントと3四半期ぶりにマイナス寄与となった。

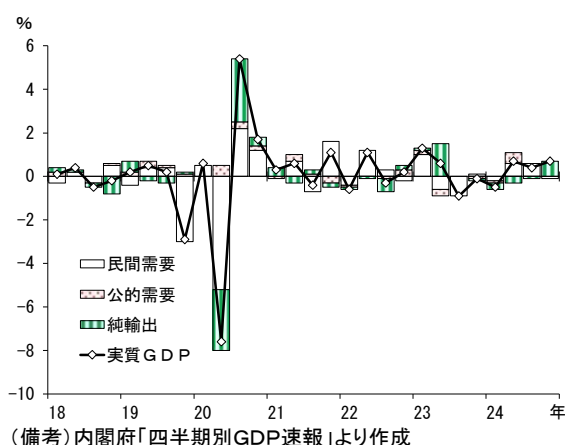
1月の国内経済の動向を景気動向指数(CI)からみると、一致系列は、輸出数量や鉱工業生産・投資財出荷等が悪化した一方、耐久消費財出荷・商業販売額等が改善し、前月より0.1ポイント程度上昇すると予測する。横ばい圏の推移が見込まれ、基調判断は「下げ止まり」に据え置かれよう。先行系列は、消費者態度指数等が悪化した半面、中小企業売上げ見通しや新規求人数等が改善したため、小幅に上昇すると予測する。先行きは、根強い物価高、賃上げ・金利上昇等によるコスト増や米トランプ政権の政策等による海外経済の不透明感の高まりから、国内経済は力強さを欠いた推移をたどるものと見込まれる。

10～12月の企業の経営状況は前期比で増収増益

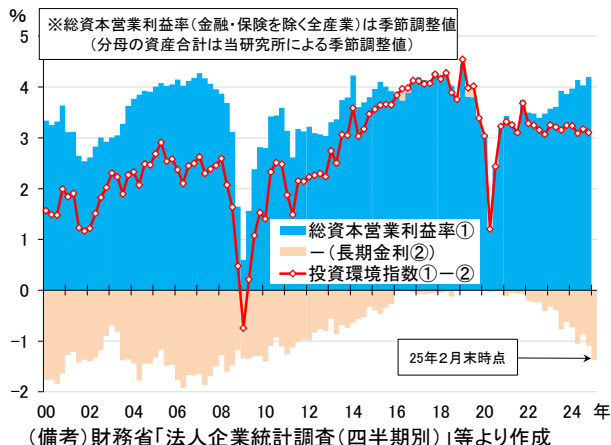
1月の実質輸出は前月比5.5%減少した。前月が同7.6%増と高い伸び率になった反動も影響したが、3か月移動平均でも同0.3%減少している。また、鉱工業生産は前月比1.1%減で3か月連続のマイナスとなった。自動車等が押し上げに寄与したもの、生産用機械や電子部品・デバイス等の落込みが響いた。基調判断は「一進一退」に据え置かれており、2月は、半導体関連の回復などから、経済産業省の試算値では同2.3%の増加が見込まれている。先行きは、在庫調整の進展や設備投資の回復などが下支えするとみられるが、海外経済の減速や米トランプ政権の関税政策などの影響には留意を要する。

10～12月の企業の経営状況について財務省「法人企業統計調査」からみると、全産業(除く金融・保険)の売上高は前期比0.7%増、経常利益は同12.1%増で増収増益となった(季節調整値)。経常利益は製造業が同36.8%増と高い伸び率であるが、非製造業は同0.3%増で小幅な回復となった。本業の総合的な収益性を示す総資本営業利益率は4.2%で前期の4.0%から上昇した(図表14)。24年度は価格転嫁の進展などが寄与して4%台で推移している。ただ、賃上げの動きに加え、日銀の利上げを受けて借入金利が上昇しており、先行き、コスト増による投資採算の悪化が設備投資の重荷になる恐れがある。

(図表13) 実質GDP前期比増減率・寄与度



(図表14) 総資本営業利益率・投資環境指数



10～12月の設備投資は前期比0.5%増加も、1～3月の機械受注見通しはマイナス

10～12月の実質設備投資(GDP統計)は前期比0.5%増加した(図表15)。半導体製造装置・プラントエンジニアリング関連やソフトウェア投資などが堅調だった。1月の機械設備の動向を資本財(除く輸送機械)総供給からみると、前期(10～12月平均)比7.7%増加したが、国産品は同6.5%減少した。輸入浸透度が高まり、設備投資による国内生産の押し上げ効果が低下している。

設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)をみると、12月は前月比1.2%減で3か月ぶりにマイナスとなった。非製造業(除く船舶・電力)は同4.7%増加したが、製造業が同10.4%減少した。3か月移動平均は同1.4%増でプラスを維持しており、基調判断は「持ち直しの動きがみられる」に据え置かれた。1～3月見通しは前期比2.3%減であり、米トランプ政権の政策や金利先高観の高まりなどから投資を様子見する動きが強まる恐れがある。先行き、設備投資は省力化・DX・GX関連投資等が下支えして底堅い推移が見込まれる。ただ、人手不足等による建設・生産の遅れ、海外経済の先行き不透明感や金利上昇等のコスト高などが設備投資を抑制する可能性がある。

10～12月の個人消費は前期比0.1%の微増で力強さを欠く

10～12月の実質個人消費(GDP統計)は前期比0.1%増加した。東京都の省エネ家電購入の補助制度の拡充などで白物家電が下支えしたが、耐久財以外のモノの消費は落ち込んでいる。12月の1世帯当たりの実質消費支出(二人以上の世帯)は前月比2.3%増で3か月連続のプラスとなった。自動車購入が押し上げに寄与したが、販売側の統計である新車販売台数(軽含む乗用車、内閣府による季節調整値)は同2.6%減少している。また、日銀の実質消費活動指数(旅行収支調整済)は前月比0.5%減少した(図表16)。サービスは横ばいにとどまり、耐久財は同1.0%減、非耐久財は同0.7%減と弱含んでいる。

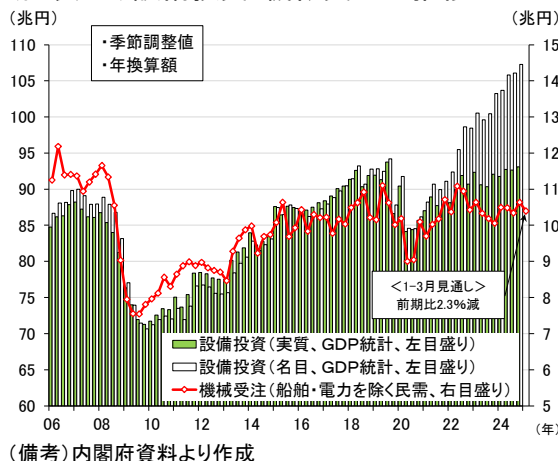
1月の小売業販売額は前月比0.5%増加した。燃料価格の上昇や新車販売台数の回復などが影響した。インバウンドは、訪日外客数が前年比40.6%増の378万人で過去最多となり、中国客が春節や航空路線の増便等で押し上げた。1月の全国百貨店売上高のインバウンド(免税)売上は同54.9%増で国内売上と同0.4%増を大幅に上回るなど、インバウンド需要が支えている。

根強い物価高・コスト高や海外経済の先行き不透明感が国内経済の重荷に

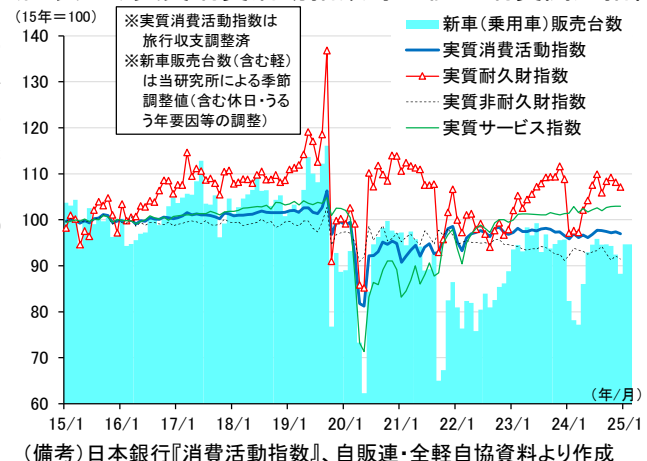
先行き、生産活動は、在庫調整の進展や省人化・DX等の設備投資などが下支えし、個人消費は、賃上げの動きや家計支援策などを受けて緩やかに回復すると見込まれる。

しかし、1月の景気ウォッチャー調査をみると、現状判断DI(3か月前との比較)は48.6で前月差0.4低下、先行き判断DI(今後2～3か月先の見通し)は48.0で同1.4低下するなど、景気の前向き性は悪化した。根強い物価高・コスト高による家計・企業の負担増に加え、海外経済の減速懸念や米トランプ政権の関税政策などによる先行き不透明感が国内経済の重荷になる恐れがある。

(図表15) 設備投資・機械受注の推移



(図表16) 実質消費活動指数等の個人消費関連指標



2. 日銀は予想物価上昇率の高まりや人手不足等の供給制約を理由に利上げ継続へ

日銀は予想物価上昇率の高まりや人手不足等の供給制約を理由に利上げ継続へ

日銀は1月の金融政策決定会合で政策金利を0.25%程度から0.5%程度に引き上げた。2月6日には、田村審議委員が「(景気を熱しも冷ましもしない名目の中立金利は)最低でも1%程度であり、25年度後半には少なくとも1%程度まで短期金利を引き上げておくことが必要」と述べている。25年度後半～26年度としていた時期を早めに絞り込んでおり、市場では早期利上げ観測や政策金利の最終到達点(ターミナルレート)上振れへの思惑が強まった。

植田総裁も、生鮮食品を含む食料品の価格上昇は必ずしも一時的なものではなく、人々のマインドや期待物価上昇率に影響を及ぼす可能性があるとしてインフレリスクを警戒している。また、日銀は、女性・高齢者等の労働参加ペースの鈍化などで多くの企業が労働の供給制約に直面し、マクロ的な需給ギャップが示す以上に物価上昇圧力がかかるとしている。予想物価上昇率の高まりや人手不足等の供給制約などを理由に利上げを継続する公算が大きい。

1月の消費者物価の前年比上昇率は食料高騰とガソリン・灯油補助金縮小で加速

1月の国内企業物価の前年比上昇率は4.2%で前月の3.9%から加速した。前月比は0.3%上昇しており、政府による補助金が縮小されたガソリンや飲食料品などが押し上げた。また、輸入物価は前年比2.3%上昇した。契約通貨ベースは同2.2%低下しているが、前月比は液化天然ガス・原油・ガソリン等の押上げで0.1%の上昇に転じている。先行き、資源価格は需給緩和で低下が見込まれるが、米トランプ政権の政策などの影響に留意を要する。

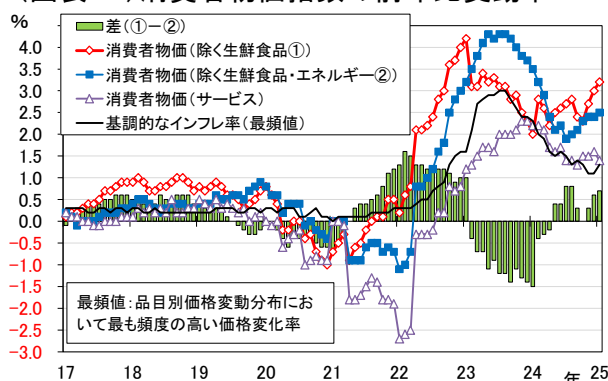
また、1月の消費者物価の前年比上昇率は、生鮮食品を除く総合が3.2%で前月の3.0%から加速した(図表17)。しかし、食料の高騰やガソリン・灯油の補助金縮小などが押し上げており、食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合は1.5%(前月1.6%)にとどまる。日銀が賃上げ分の価格転嫁の動向を反映するとして注目する一般サービスも同1.4%と1%台前半に落ち着いている。今後、日銀の想定通り、人手不足や賃上げ分の価格転嫁の動きなどによって基調的なインフレ率が2%に向けて加速するか注目される。

日銀は、経済・物価見通しの実現確度が高まったと判断すれば、追加利上げへ

12月の実質賃金は前年比0.3%増で2か月連続のプラスとなった(図表18)。名目賃金が同4.4%増と冬季賞与の押上げで前月の3.9%増から加速した。安定的に推移する共通事業所の所定内給与(一般労働者)は、名目の増加率が同2.8%で2%台後半の推移が続いている。食料等を中心に物価高が根強いいため、実質賃金の前年比プラスの定着が遅れる可能性がある。

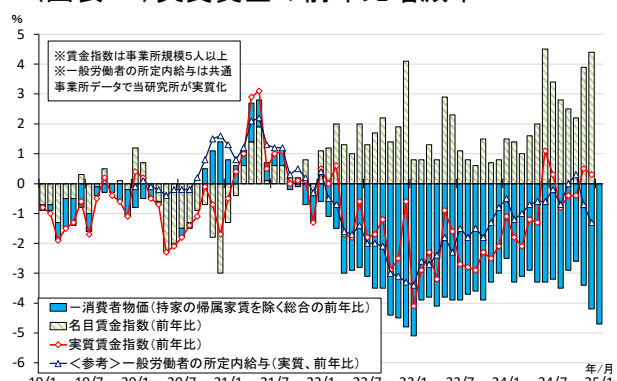
日銀は、実質金利は極めて低く、経済・物価が見通しに沿って実現していけば、利上げで金融緩和の度合いを調整するとしている。賃上げなどの動きを確認しながら、市場動向などのリスクを見極めて、賃金と物価の好循環が実現する確度が高まったと判断すれば、追加利上げに踏み切ろう。

(図表17) 消費者物価指数の前年比変動率



(備考) 総務省「消費者物価指数」等より作成

(図表18) 実質賃金の前年比増減率



(備考) 厚生労働省「毎月勤労統計」等より作成

<リスクシナリオ（確率 30%）>

25 年半ばにかけてインフレ率が再び高まり、F R B と E C B は追加利下げを見送る。これにより金融市場では長期金利の上昇圧力が再び強まり、物価高も相まって米欧経済は減速感を強めるため、株安が進む。他方、日銀は金融政策の正常化に向けて 25 年 7 ～ 9 月に追加利上げを行うも日米金利差はさほど縮小せず、円安・ドル高が進むと想定。

		25年 2月28日	25年 3月	4 ～ 6月	7 ～ 9月	10 ～ 12月
米 国	FFレート(誘導目標・期末)	4.25 ～ 4.50	4.25 ～ 4.50	4.25 ～ 4.50	4.25 ～ 4.50	4.25 ～ 4.50
	国債(5年)	4.020	3.90 ～ 4.60	4.00 ～ 4.70	4.10 ～ 4.80	4.20 ～ 4.90
	国債(10年)	4.209	4.00 ～ 4.70	4.10 ～ 4.80	4.20 ～ 4.90	4.30 ～ 5.00
	NYダウ平均(ドル)	43840.91	41000 ～ 45000	40000 ～ 44000	39000 ～ 43000	38000 ～ 42000
ユ ー ロ 圏	主要政策金利(期末)	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50
	国債(ドイツ10年債)	2.405	2.10 ～ 2.60	2.20 ～ 2.70	2.30 ～ 2.80	2.40 ～ 2.90
	ユーロ・ストックス50	5463.54	5200 ～ 5600	5100 ～ 5500	5000 ～ 5400	4900 ～ 5300
日 本	無担保コール翌日物	0.477	0.45 ～ 0.55	0.45 ～ 0.55	0.45 ～ 0.80	0.70 ～ 0.80
	TORF(3か月)	0.498	0.40 ～ 0.60	0.40 ～ 0.60	0.40 ～ 0.85	0.65 ～ 0.85
	中期国債(新発5年債)	1.005	0.70 ～ 1.10	0.75 ～ 1.15	0.80 ～ 1.40	1.05 ～ 1.45
	長期国債(新発10年債)	1.370	1.00 ～ 1.50	1.05 ～ 1.55	1.10 ～ 1.75	1.30 ～ 1.80
	超長期国債(新発20年債)	2.030	1.65 ～ 2.25	1.70 ～ 2.30	1.80 ～ 2.50	1.95 ～ 2.55
	日経平均株価(円)	37155.50	35000 ～ 39000	34000 ～ 38000	33000 ～ 37000	32000 ～ 36000
為 替	円／ドルレート	150.45	145 ～ 155	147 ～ 157	149 ～ 159	151 ～ 161
	円／ユーロレート	156.42	150 ～ 160	152 ～ 162	154 ～ 164	156 ～ 166

日米欧中央銀行会合スケジュール

<2025 年>

金融政策決定会合 (日本銀行)	F O M C (米連邦公開市場委員会)	E C B (政策理事会)
1月23～24日	1月28～29日	1月30日
3月18～19日	3月18～19日	3月6日
4月30日～5月1日	5月6～7日	4月17日
6月16～17日	6月17～18日	6月5日
7月30～31日	7月29～30日	7月24日
9月18～19日	9月16～17日	9月11日
10月29～30日	10月28～29日	10月30日
12月18～19日	12月9～10日	12月18日

(備考) 各国資料より作成

本レポートは発表時点における情報提供を目的としており、文章中の意見に関する部分は執筆者個人の見解となります。したがって、投資・施策実施等についてはご自身の判断をお願いします。また、レポート掲載資料は信頼できると考える各種データに基づき作成していますが、当研究所が正確性および完全性を保証するものではありません。なお、記述されている予測または執筆者の見解は予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

< 3月の内外経済・金融スケジュール >

(日本)

①毎月勤労統計 ……10日

12月の実質賃金は、冬季賞与が押上げに寄って2か月連続の前年比プラスとなった。1月は、冬季賞与の押上げ効果のはく落や消費者物価(除く持家の帰属家賃)上昇率の加速で3か月ぶりにマイナスに転じる公算が大きい。

②GDP統計 ……11日

4日公表の「法人企業統計」等を反映して、設備投資や在庫投資などが修正される。1次速報では設備投資が堅調であったが、下方修正される可能性がある。

③日銀金融政策決定会合 ……18~19日

日銀政策委員会メンバーが相次いで利上げ継続に積極的な姿勢を示すなど、早期利上げ観測や利上げの最終到達点上振れへの思惑が強まった。ただ、1月に利上げを実施し、円安が修正されたこともあり、今回は政策金利を据え置こう。

④全国消費者物価指数 ……21日

先行指標である2月中旬の東京都区部(除く生鮮食品)前年比上昇率は2.2%と前月の2.5%から低下した。電気・ガス代補助の再開で全国のインフレ率も2月は減速すると見込まれる。

(米国、海外)

⑤ECB政策理事会 ……6日

欧州経済は弱含んでおり、利下げを実施すると見込まれる。中立金利に近付いており、金融引締めに関する表現や景気見通し等が注目される。

⑥雇用統計 ……7日

非農業部門雇用者数は前月差16万人前後の増加が見込まれている。トランプ政権の政策等で労働市場の不確実性が高まっており、結果が下振れすれば利下げ観測が強まる可能性がある。

⑦消費者物価指数 ……12日

1月はロスの山火事・鳥インフルエンザ・年初の値上げなどの特殊要因も影響して上振れした。先行きは、トランプ政権の政策等によるインフレ圧力に留意する必要がある。

⑧FOMC ……18~19日

パウエルFRB議長が「政策スタンスの調整を急ぐ必要はない」と述べるなど、現状の金融政策を維持する公算が大きい。インフレ率が高止まりする一方、足元の景気指標が下振れするなど、先行き不透明感が強まっており、市場では年内2回程度の利下げが織り込まれている。

(日本)

発表日	経済指標・注目材料等
3日	自動車販売(2月)
4日	失業率・有効求人倍率(1月) 10~12月法人企業統計季報 消費動向調査(2月)
10日	①毎月勤労統計(1月速報) 国際収支(1月) 景気動向指数(1月速報) 景気ウォッチャー調査(2月)
11日	②10~12月GDP統計(2次速報) 家計調査(1月) マネーストック統計(2月)
12日	企業物価指数(2月) 1~3月法人企業景気予測調査
18日	③日銀金融政策決定会合(~19日) 第3次産業活動指数(1月)
19日	貿易統計(2月速報) 機械受注(1月)
21日	④全国消費者物価指数(2月)
26日	企業向けサービス価格指数(2月)
28日	都区部消費者物価指数(3月中旬)
31日	鉱工業生産(2月速報) 商業動態統計(2月速報) 住宅着工統計(2月)

(米国、海外)

発表日	経済指標・注目材料等
3日	ISM製造業景気指数(2月)
5日	ISM非製造業景気指数(2月) 製造業受注(1月)
6日	貿易収支(1月) ⑤ECB政策理事会
7日	⑥雇用統計(2月)
12日	⑦消費者物価指数(2月)
13日	生産者物価指数(2月)
14日	ミシガン大学消費者態度指数(3月速報)
17日	小売売上高(2月)
18日	⑧FOMC(~19日) 鉱工業生産・設備稼働率(2月) 住宅着工件数(2月)
20日	米10~12月国際収支
25日	消費者信頼感指数(3月)
26日	耐久財新規受注(2月)
27日	米10~12月GDP統計(確定値)
28日	個人所得・消費(2月)
毎週木	新規失業保険申請件数