



SCB

金利・為替見通し

No.2025-11

(2026. 2. 3)

信金中央金庫 地域・中小企業研究所

上席主任研究員 峯岸 直輝

上席主任研究員 鹿庭 雄介

研究員 佐藤 愛佳

03-5202-7671

s1000790@FacetoFace.ne.jp

足元の金利・為替環境

1月はF R B、日銀ともに政策金利を据置き。次期F R B議長に元F R B理事のウォーシュ氏を指名

F R Bは1月、4会合ぶりに利下げを見送った。足元の経済活動や失業率に関する声明文の文言が前向きな表現に修正されており、利下げを急がない姿勢が強調されている。他方、日銀は連続利上げを見送った。同時に発表された展望レポートでは、政策委員による経済成長率が上方修正された一方で、消費者物価上昇率の見通しは前回から概ね不变としている。なお、トランプ米大統領は次期F R B議長に元F R B理事のケビン・ウォーシュ氏を指名すると発表した。かつては安易な利下げを嫌う「タカ派」として知られた同氏の今後の政策スタンスに注目が集まっている。

日米通貨当局のレートチェック報道で一気に円高・ドル安が進む

1月の対ドル円レートは大きく円高に振れた。月半ば頃までは、堅調な米国経済や衆議院解散報道などが材料視されたことで、1ドル160円台に迫る水準まで円は売られた。しかし、その後は片山財務相による円安けん制発言や、グリーンランドの領有を巡る欧米間の対立などを受けて円買い圧力が次第に強まった。そして、1月23日に日米の通貨当局がレートチェックに動いたと報道されると、協調介入への警戒感から、一時は6円近くも円高・ドル安が進んだ。

1年先までの金利・為替見通し

新議長の下でF R Bは利下げを継続。日米金利差の縮小が続き、円高・ドル安が緩やかに進むと見込む

F R Bが雇用悪化を受けて25年後半に連続利下げを行ったのに対し、E C Bはインフレ目標達成に自信を深めて政策金利の据置きを続けるなど、金融政策の方向性の違いが明確になってきた。こうした中、F R Bは景気動向やインフレ率を注視しつつ、新しいF R B議長の下で26年4~6月期と10~12月期に利下げすると予測する。これに対し、E C Bは政策金利を当面据え置くとみている。他方、日銀は経済・物価・金融情勢や既往の利上げの影響などを慎重に見極めながら、利上げを続けよう(年内は26年7~9月期に1回、26年末の誘導目標は1.00%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・ドル安が緩やかに進むと見込んでいる。

△予測一覧表（2月3日現在）

		26年 1月30日	26年2~3月	4~6月	7~9月	10~12月
米国	FFレート(誘導目標・期末)	3.50 ~ 3.75	3.50 ~ 3.75	3.25 ~ 3.50	3.25 ~ 3.50	3.00 ~ 3.25
	国債(5年)	3.789	3.30 ~ 4.00	3.20 ~ 3.90	3.20 ~ 3.90	3.10 ~ 3.80
	国債(10年)	4.237	3.80 ~ 4.50	3.70 ~ 4.40	3.70 ~ 4.40	3.60 ~ 4.30
	NYダウ平均(ドル)	48892.47	47500 ~ 52500	48000 ~ 53000	48500 ~ 53500	49000 ~ 54000
ユーロ圏	中銀預資金利(期末)	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
	国債(ドイツ10年債)	2.842	2.50 ~ 3.10	2.40 ~ 3.00	2.40 ~ 3.00	2.30 ~ 2.90
	ユーロ・ストックス50	5947.81	5800 ~ 6300	5850 ~ 6350	5900 ~ 6400	5950 ~ 6450
日本	無担保コール翌日物	0.727	0.70 ~ 0.80	0.70 ~ 0.80	0.70 ~ 1.05	0.95 ~ 1.05
	TORF(3ヶ月)	0.756	0.65 ~ 0.85	0.65 ~ 1.10	0.90 ~ 1.10	0.90 ~ 1.10
	中期国債(新発5年債)	1.655	1.45 ~ 1.85	1.45 ~ 1.85	1.45 ~ 2.05	1.65 ~ 2.05
	長期国債(新発10年債)	2.240	1.95 ~ 2.45	2.00 ~ 2.50	2.05 ~ 2.65	2.20 ~ 2.70
	超長期国債(新発20年債)	3.170	2.80 ~ 3.40	2.85 ~ 3.45	2.90 ~ 3.60	3.05 ~ 3.65
	日経平均株価(円)	53322.85	51000 ~ 56000	51500 ~ 56500	52000 ~ 57000	52500 ~ 57500
為替	円/ドルレート	153.81	150 ~ 160	148 ~ 158	146 ~ 156	144 ~ 154
	円/ユーロレート	183.64	176 ~ 186	174 ~ 184	172 ~ 182	170 ~ 180

(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。

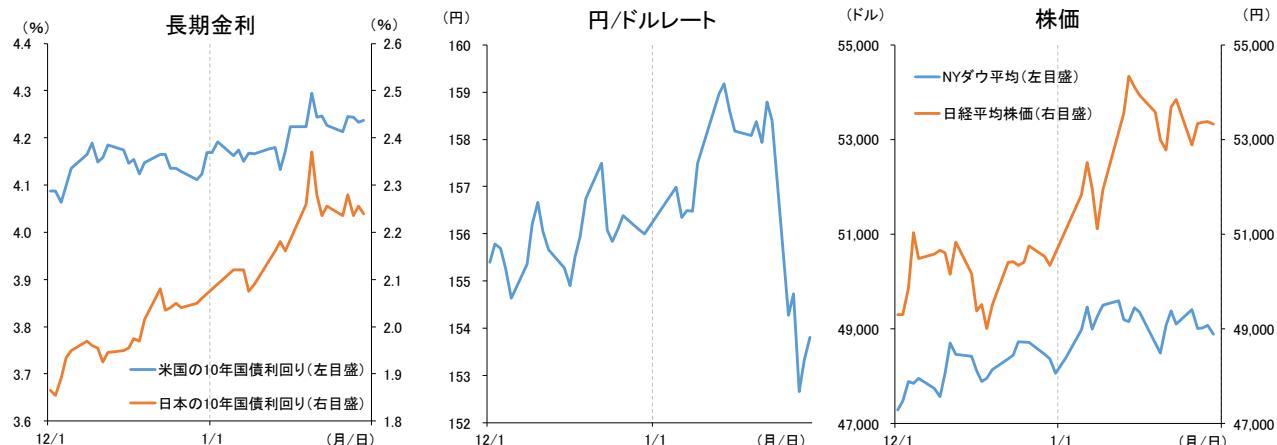
<前月の金利・為替・株価レビュー>

海外金利…長期金利(米 10 年国債利回り)は、次期FRB議長に関する米トランプ大統領の発言により米利下げ観測が後退したことや、グリーンランドを巡る米欧対立への警戒が高まったことから上昇した。上旬は、失業保険申請件数が市場予想を下回った一方、製造業景況感は弱含むなど、米経済指標の強弱がまちまちで一進一退で推移した。中旬は、米CPIの下振れやイランの地政学リスクへの警戒から低下したが、直後に公表された雇用指標が底堅く、次期FRB議長にハト派のハセット米国家経済会議委員長が指名される可能性が低いとの見方から、上昇した。グリーンランドを巡る米欧対立や日本の長期金利の上昇も、相場の重荷になった。下旬は、米トランプ大統領が欧州への追加関税を見送る表明をすると、米欧関係悪化への懸念が後退し、上昇基調が一服した。長期金利は前月末比 0.068 ポイント上昇の 4.237% で終えた。

日本金利…長期金利(新発 10 年国債利回り)は、衆院選を前に財政悪化への懸念が強まり、上昇した。上旬は、年末年始の日本の休場中に米長期金利が上昇したことによると、円安等によるインフレ懸念から上昇した。中旬は、高市首相が通常国会の冒頭で衆院を解散するとの観測が高まり、衆院選の公約に与野党各党が消費税減税を盛り込むとの見方から、財政拡張を警戒した売りが優勢となった。下旬は、金利上昇に伴う相場の自律反発を見込んだ買いや、ベッセント米財務長官などの発言を受けた日本の金融当局が金利上昇への対応策を講じるとの思惑などから、低下した。月末の長期金利は前月末比 0.18 ポイント上昇して 2.240%、新発 20 年国債利回りは同 0.185 ポイント上昇して 3.170% になった。

為替相場…円の対ドル相場は、財政拡張への懸念から円安基調をたどったが、為替介入への警戒が高まるなどと急速に円高が進んだ。上旬は、米経済・雇用情勢の底堅さを背景に、円安が進行した。中旬は、高市首相が早期の衆議院解散に踏み切るとの報道により、積極財政への懸念から一時 159 円台まで円が売られたが、片山財務相が円安をけん制する発言をすると、円高に振れた。グリーンランドを巡る欧米間の貿易摩擦への警戒感も、円相場を押上げた。下旬は、米欧対立の状況の変化に連れて一進一退で推移したが、日米の通貨当局がレートチェックに動いたと報道されると、協調介入への警戒から円相場が急伸した。月末の円の対ドル相場(銀行間直物、17 時時点)は 153 円 81 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、衆院解散により、政局の安定化や一段と財政拡張的な政策が進むとの思惑から、上昇した。上旬は、日中関係の悪化を背景に、中国がアースの輸出を規制するとの報道や、短期的な過熱感への警戒により下落する場面があったものの、米半導体株高などを受けて、上昇した。中旬は、衆院選で高市政権が勝利すれば一段と財政拡張的な政策を進めやすくなるとの期待から急上昇し、最高値を更新したが、米半導体株安や米欧貿易摩擦の激化への懸念が重荷となり、上昇基調が一服した。下旬は、為替介入への警戒による円高を受け輸出関連株が売られた一方で、値がさの半導体を含むハイテク株や好決算銘柄への買いが相場を支え、一進一退で推移した。月末の日経平均株価は前月末比 2,983.37 円上昇し、53,322.85 円で引けた。



＜海外経済・金融情勢＞

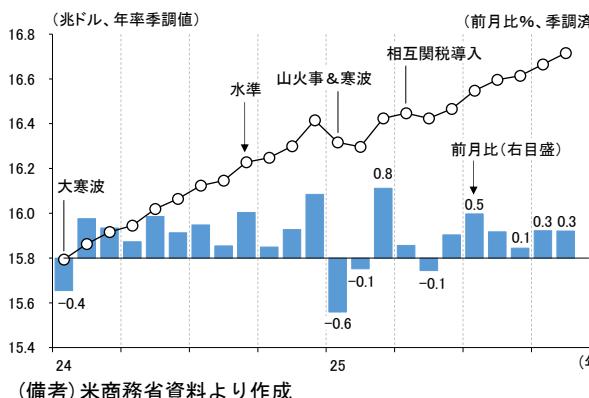
1. 米国経済～個人消費の好調は続くも、雇用は弱含み。足元では消費者マインドが急低下

ホリデーシーズン商戦が個人消費を下支え。雇用は弱い動きが続く

米商務省が発表した11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0.3%増となった(図表1)。ブラックフライデーなどのホリデーシーズン商戦が消費を下支えしたとみられる。内訳をみると11月は財支出(同0.6%増)が高い伸びとなっている。また、電気自動車(EV)向け連邦税制優遇措置の期限切れに伴う10月の落込みからの反動で、自動車販売が増加したことも押上げに寄与したと考えられる。サービス支出(同0.2%増)も9か月連続で増加しており、インフレ再燃が警戒される中でも底堅く推移している。

もっとも、その消費を支える雇用は弱い動きが続いている。12月の非農業部門雇用者数は前月差5.0万人増と増加と2か月連続で増加した(図表2)。ただ、23~24年と比べると増加幅は縮小しており、基調的な動きを示す3か月移動平均は3か月連続でマイナスとなっている。

(図表1) 実質個人消費(米国)

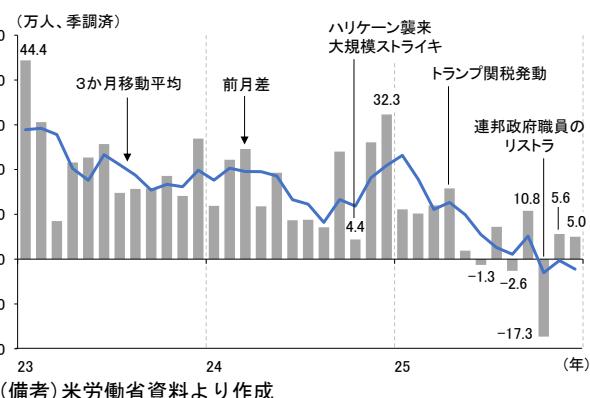


消費者マインドが1月に入り急低下。企業マインドは好調維持

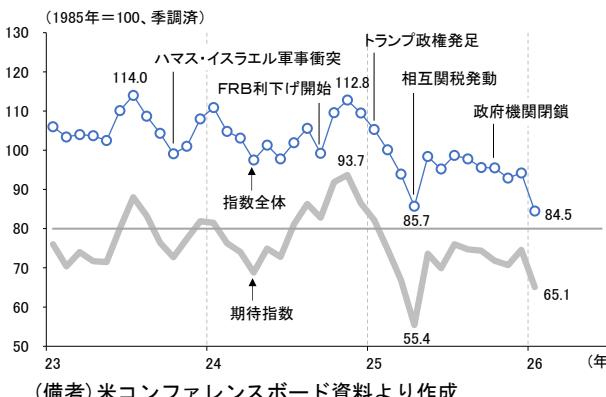
また、足元では消費者マインドが急激に悪化している。コンファレンス・ボードが発表した1月の消費者信頼感指数は84.5と、14年5月以来の低水準となつた(図表3)。長引く物価高や雇用不安、トランプ政権の政策不確実性などが、マインドを強く下押ししたとみられる。今後6か月の見通しを反映する期待指数も65.1と、景気後退リスクの高まりを示すとされる80を大幅に下回っている。

他方、企業マインドは好調を維持している。購買担当者景気指数(PMI)をみると、直近1月は製造業が52.4、サービス業も52.5と景況感の分かれ目となる50を上回っている(図表4)。ただ、サービス業PMIは25年末から大きく低下しており、けん引力がやや弱まっている点は注意してみていく必要があろう。

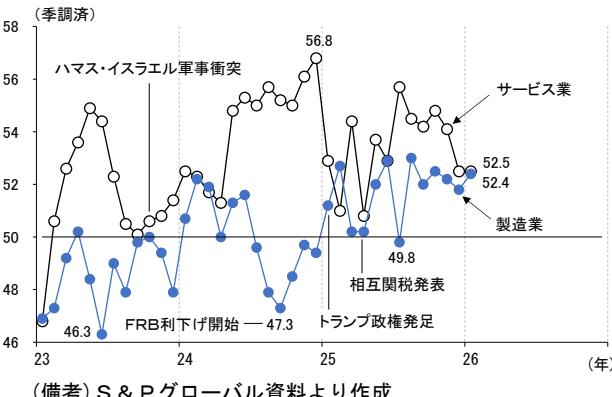
(図表2) 非農業部門雇用者数(米国)



(図表3)消費者信頼感指数(米国)



(図表4)購買担当者景気指数(PMI、米国)



米国経済は引き続き堅調に推移すると予測(IMF見通し)

かかる状況下、アトランタ連銀のGDPナウでは、25年10~12月期成長率の最新予測値(2月2日時点)を前期比年率4.2%増としている(図表5)。引き続き個人消費が堅調に推移する中で、潜在成長率(26年:2.0%増)を大幅に上回る成長が続くと見込んでいる。

また、IMF(国際通貨基金)の最新見通しでは、米国の26年成長率が上方修正されている(2.1%増→2.4%増、図表6)。貿易政策の変更に伴う逆風が吹く中で、生成AI関連投資や財政・金融政策などが下支え要因になるとみている。もっとも、リスクは依然として下振れ方向に傾いているとし、AIによる生産性向上への期待が後退することで、投資の減少や金融市場の急激な調整が起こる可能性を指摘している。

(図表5)実質GDP成長率(米国、需要項目別)

	2024年			2025年			10~12月 (予測)
	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	
実質GDP(100.0)	3.6	3.3	1.9	-0.6	3.8	4.4	4.2
個人消費(68.9)	3.9	4.0	3.9	0.6	2.5	3.5	3.1
住宅投資(3.4)	-2.0	-4.8	4.3	-1.0	-5.1	-7.1	-0.8
設備投資(15.1)	2.5	3.5	-3.7	9.5	7.3	3.2	3.2
在庫投資	(1.2)	(-0.1)	(-0.9)	(2.6)	(-3.4)	(-0.1)	(0.8)
政府支出(16.9)	3.3	5.4	3.3	-1.0	-0.1	2.2	1.5
輸出(11.3)	0.7	8.9	-0.9	0.2	-1.8	9.6	0.8
輸入(15.7)	8.4	10.1	-0.2	38.0	-29.3	-4.4	-4.1

(備考)1. シャドーは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。在庫投資は寄与度

2. 予測はアトランタ連銀GDPナウの最新予測値を使用

3. カッコ内数値は24年の実質GDPに対するシェア

4. 米商務省資料より作成

(図表6)IMFの最新見通し(26年1月)

	22年	23年	24年	25年	26年 (予測)	27年 (予測)	(%) 潜在成長率
世界全体 <100.0>	3.8	3.5	3.3	3.3	3.3 (+0.2)	3.2 (+0.0)	—
米国 <26.1>	2.5	2.9	2.8	2.1	2.4 (+0.3)	2.0 (▲0.1)	2.0
ユーロ圏 <15.1>	3.6	0.4	0.9	1.4	1.3 (+0.1)	1.4 (+0.0)	1.1
中国 <16.6>	3.1	5.4	5.0	5.0	4.5 (+0.3)	4.0 (▲0.2)	—
日本 <3.7>	1.0	1.2	▲0.2	1.1	0.7 (+0.1)	0.6 (+0.0)	0.2

(備考)1. <>内の数値は世界GDP(24年名目)に占める各国・地域のウエイト。()内の数値は前回10月見通しとの差

2. 潜在成長率はOECDのデータ(26年)を使用

3. IMF「World Economic Outlook」より作成

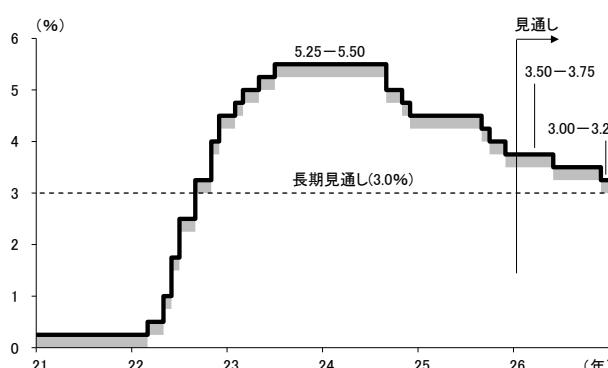
2. 金融情勢(米国)～4会合ぶりに利下げを見送り。次期FRB議長にウォーシュ氏を指名

経済活動は「堅調」、失業率は「安定の兆し」 (FOMC声明文)

FRB(米連邦準備理事会)は、1月27日～28日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)で、4会合ぶりにFF金利の誘導目標を据え置いた(図表7)。声明文では、足元の経済活動について「緩やかなペース」から「堅調なペースで拡大」へ表現を上方修正したほか、失業率は「安定の兆しを示している」として、下振れリスクに関する記述を削除した。他方、インフレ率については「やや高い水準で推移している」と前回12月会合の表現が踏襲されている(図表8)。

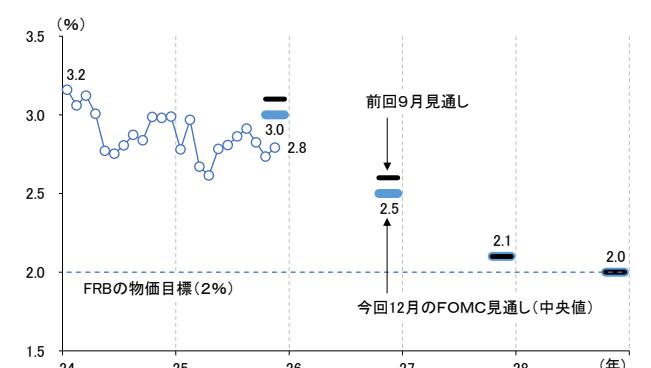
なお、トランプ米大統領は1月30日、次期FRB議長に元FRB理事のケビン・ウォーシュ氏を指名すると発表した。かつては安易な利下げを嫌う「タカ派」として知られた同氏の今後の政策スタンスに注目が集まっている。

(図表7)政策金利(FFレートの誘導目標)



(備考)1. 見通しは当研究所の予測
2. FOMC資料より作成

(図表8)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

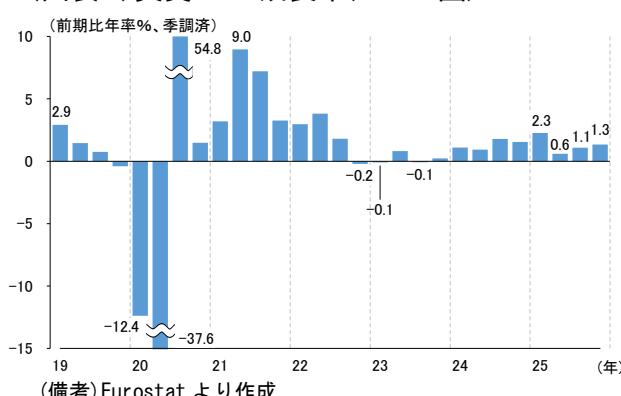
3. ヨーロッパ圏経済～2四半期連続で成長率が加速。ドイツが3四半期ぶりにプラス成長

ヨーロッパ圏主要4か国 揃ってプラス成長

EU(欧州連合)統計局が発表した25年10～12月期のヨーロッパ圏実質GDP(速報値)は前期比年率1.3%増と、7～9月期の同1.1%増からさらに加速し、潜在成長率(26年:前年比1.1%増、OECD推計)も上回った(図表9)。

主要国別にみると、10～12月期は域内最大の経済規模を誇るドイツ(前期比年率1.3%)が3四半期ぶりにプラス成長となった(図表10)。また、スペイン(同3.1%増)やイタリア(同1.3%増)も潜在成長率を上回る高めの伸びとなっている。一方、フランス(同0.7%増)は7～9月期からの反動もあって、1%に届かない低い成長率となっている。

(図表9)実質GDP成長率(ヨーロッパ圏)



(備考)Eurostatより作成

(図表10)実質GDP成長率(ヨーロッパ圏主要国)

	(前期比年率%、季調済)						潜在成長率 (%)	
	2024年		2025年					
	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月		
ヨーロッパ圏(100.0)	1.8	1.6	2.3	0.6	1.1	1.3	1.1	
ドイツ(23.3)	0.1	0.7	1.4	-0.8	-0.1	1.3	0.6	
フランス(18.0)	1.5	0.0	0.4	1.2	2.1	0.7	1.1	
イタリア(13.1)	0.3	0.3	1.4	-0.1	0.7	1.3	0.9	
スペイン(10.0)	3.1	3.3	1.8	3.0	2.6	3.1	1.9	
[参考] 英国	0.9	1.1	2.7	0.9	0.4	—	1.3	

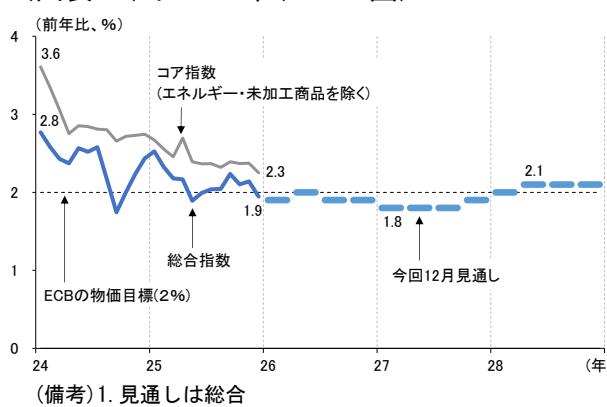
(備考)1. シャドーは伸び率がマイナスの部分。カッコ内の数値はヨーロッパ圏の25年実質GDPを100とした各国のシェア
2. 潜在成長率はOECD(26年)を使用
3. Eurostat、各国統計より作成

4. 金融情勢(ヨーロッパ圏)～ECBは26年を通じて政策金利を据え置くと見込む

ECBは政策金利据置きに自信を深める (12月議事要旨)

ECB(欧州中央銀行)が1月22日に公表した12月理事会の議事要旨では、金融政策について「理事会は忍耐強く対応することができる」と記され、政策金利の据置きに自信を深めている姿が伺える。その一方で、「政策スタンスが静的なものと見なされるべきではない」とも言及しており、政策の柔軟性も強調されている。また、インフレ率については理事会メンバーが上下双方のリスクを指摘するなど、見方が分かれていることも分かった(図表11)。市場の政策金利見通しについて「最新の政策決定と整合的である」と触れられている点なども踏まえ、当研究所では26年を通じて政策金利は据え置かれる予想している(図表12)。

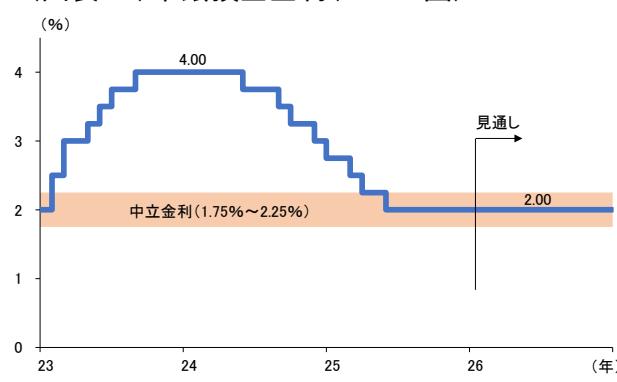
(図表11)インフレ率(ヨーロッパ圏)



(備考)1. 見通しは総合

2. Eurostat、ECB資料より作成

(図表12)中銀預資金利(ヨーロッパ圏)



(備考)1. 見通しは当研究所の予測。中立金利はECBの試算値

2. ECB資料より作成

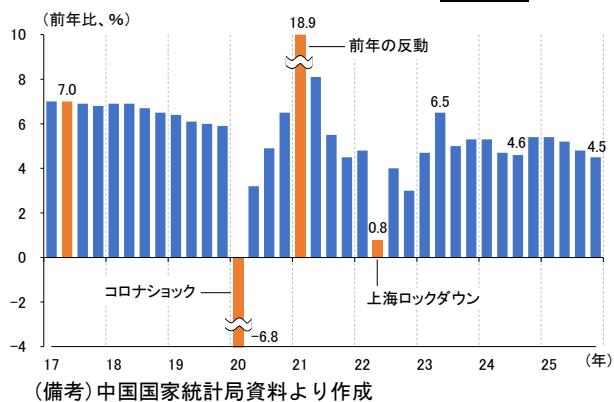
5. 中国経済～10～12月期成長率は前期比年率4.9%増。逆風下でも底堅く推移

25年成長率は政府目標の5%前後を達成。26年目標は3月の全人代で発表予定

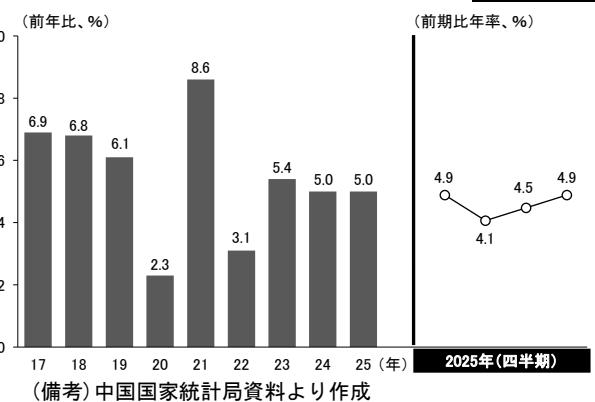
中国国家統計局が発表した25年10～12月期の実質GDP成長率は前年比4.5%増と、3四半期連続で減速した(図表13)。一方、先進国で一般的に用いられる前期比年率の成長率は4.9%増(当研究所試算)と、7～9月期(同4.5%増)から加速している(図表14)。不動産問題の長期化や米中貿易摩擦といった向かい風の中でも、底堅く推移している。同時に発表された25年の成長率は前年比5.0%増と、24年と同水準となり、政府目標の5%前後を達成した。

続く26年の成長率目標は、3月に開催される全国人民代表大会(全人代、国会に相当)で発表される。当研究所の試算によれば、成長率目標を5%前後に設定する場合、毎四半期、前期比年率5.2%増ペースでの成長が必要となり、年前半から追加利下げや景気対策を積極的に行なうことが求められる。他方、4.5%前後に目標を下げる場合は、毎四半期、同4.4%増ペースでの成長までハードルが下がる計算となる。

(図表13)実質GDP成長率(中国、前年比)



(図表14)実質GDP成長率(前年比&前期比年率)

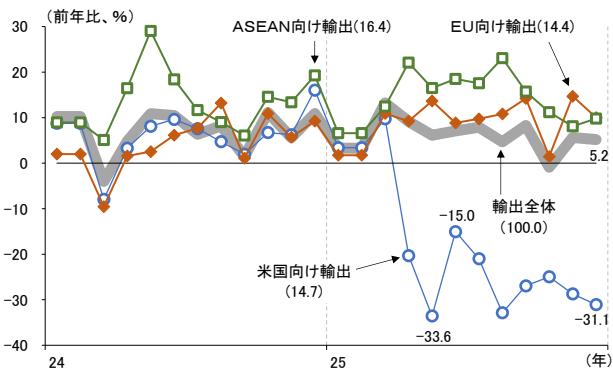


米国向け輸出に回復の兆し見えず。25年の固定資産投資は1989年以来の減少

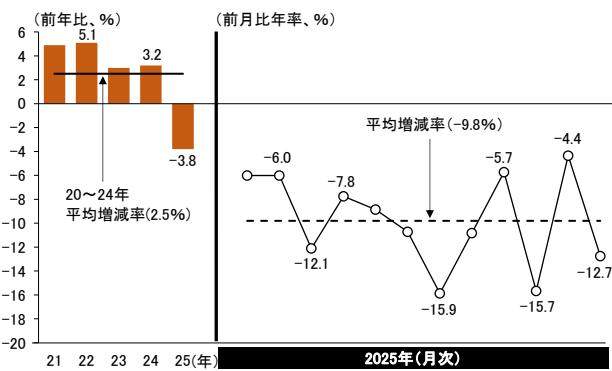
トランプ関税の影響も続いている。25年12月の米国向け名目輸出(元建て)は前年比31.1%減と、9か月連続で前年割れとなった(図表15)。11月の追加関税引下げ後も、対米輸出が上向く兆しはみられない。もっとも、25年の名目輸出全体は前年比6.1%増と増加を続けており、米国向け輸出弱含みの影響が限定的との見方もできる。

他方、12月の固定資産投資は前月比年率12.7%減(当研究所試算)と、2桁のマイナスとなった(図表16)。25年は全ての月で前月比マイナスとなり、通年でも前年比3.8%減と1989年以来の減少となった。内訳をみると、不動産開発投資(同17.2%減)や民間投資(前年比6.4%減)に加え、政府主導のインフラ投資(同2.2%減)も減少している。

(図表15)名目輸出(中国)



(図表16)固定資産投資(全体)



＜国内経済・金融情勢＞

1. 日本経済は、25年10~12月期の実質GDPがプラス成長に転じる公算大

25年10~12月期の実質GDPが前期比プラスに転じる公算大

足元の国内経済の状況を景気動向指数(CI)からみると、25年12月の一一致系列は、有効求人倍率等が改善したものの、輸出、生産・出荷関連、小売業販売額等が悪化したため、前月差0.4ポイント程度低下すると予測する(図表17)。基調判断は「下げ止まり」に据え置かれる見込みだが、3か月移動平均が3か月ぶりに低下するなど、国内経済は精彩を欠いている。先行系列は、在庫率等が悪化したが、新設住宅着工床面積・新規求人人数・東証株価指数等の改善で同0.3ポイント程度上昇すると予測する。25年度初頭の建築・省エネ基準等の厳格化やトランプ関税などの影響による落込みからは持ち直してきた。

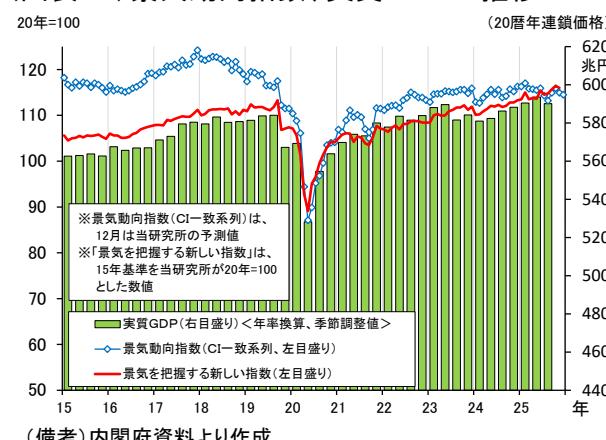
実質GDPの推移と相関性が高く、国内経済の総体量を示す内閣府「景気を把握する新しい指標」をみると、10~11月平均は前期(7~9月)比1.1%上昇して堅調である。12月は、前述の通り景気動向指数(CI一致系列)の低下が見込まれるが、生産活動が小幅な落込みにとどまるなど、景気の下振れは限定的とみられる。10~12月期の実質GDPは、前期に落ち込んだ住宅投資・設備投資・財輸出等が回復し、2四半期ぶりに前期比プラスに転じる公算が大きい。

生産活動は一進一退が続く。非製造業の事業活動は堅調だが、製造業依存型事業所向けサービスは低調

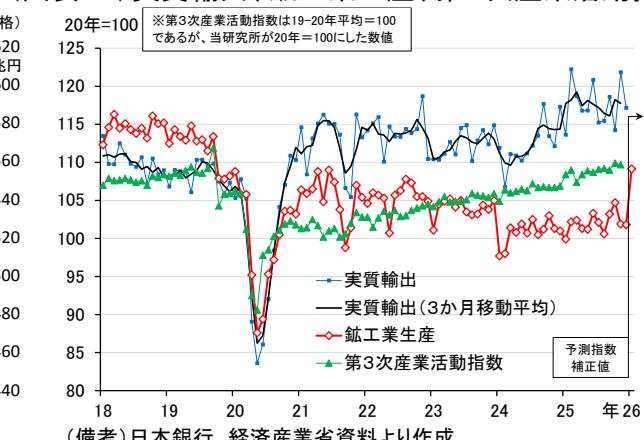
12月の実質輸出は前月比3.8%減少した(図表18)。11月の高い伸び率の反動で減少した面もあり、10~12月期は前期比1.1%増と堅調である。12月の輸出額(対世界)は前年比5.1%増加した。ただ、対米は同11.1%減少し、特に、乗用車は同20.4%減、台数は同16.1%減で振るわない。北米向け乗用車の輸出物価(契約通貨ベース)が同14.7%低下するなど、日本車メーカーはトランプ関税分を負担しており、引き続き収益の重荷になっている。また、12月の鉱工業生産は前月比0.1%減少した。自動車などは回復したものの、半導体製造装置等の生産用機械などが落ち込んだ。2か月連続のマイナスだが、10~12月期は前期比0.8%増と底堅く、基調判断は「一進一退」に据え置かれた。26年1月の見通しは、経済産業省が前月比7.2%増と試算している。しかし、1月は休日が多く、春節の日程なども影響して季節調整が難しいため、テクニカルな要因で高い伸び率になった可能性がある点には留意を要する。

非製造業の動向を第3次産業活動指数からみると、11月は前月比0.2%低下した。ただ、10~11月平均は前期(7~9月)比0.7%上昇しており、特に、非製造業依存型事業所向けサービスが同1.4%上昇して押上げに寄与した。一方、製造業依存型事業所向けサービスは同0.7%低下している。トランプ政権の動向やサプライチェーンの不安定化などの先行き不透明感を反映した製造業の慎重姿勢が、サービス業の事業活動にも影響を及ぼしている恐れがある。

(図表17)景気動向指数、実質GDPの推移



(図表18)実質輸出、鉱工業生産、第3次産業活動指数



機械受注は持直しの動きがみられ、投資意欲の回復基調が持続するか注目

機械設備投資を資本財(除く輸送機械)総供給(国産品+輸入品)からみると、10~12月期は前期比5.1%増と堅調である(図表19)。特に、国内生産を伴う資本財(除く輸送機械)国産品は同7.5%増で持直しの動きがみられる。

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、11月は前月比11.0%減少した。製造業は同10.8%減、非製造業(除く船舶・電力)は同10.7%減とともに2桁の減少率となった。ただ、3か月移動平均は同0.2%減と下落率が小幅であり、基調判断は「持ち直しの動きがみられる」に据え置かれた。12月に同4.5%減より悪化しなければ、10~12月期は当初見通し(9月末時点)の前期比0.2%増を上回り、投資意欲を示す達成率(実績額÷見通し額)は回復基調を維持するものと見込まれる。先行き、設備投資は人手不足に伴う省力化・DX・ソフトウェア投資等が下支えしよう。ただ、供給制約やコスト高・金利上昇等による投資意欲の減退などのリスクには留意を要する。

個人消費は緩慢な回復。訪日外客数の伸び率は日中関係の悪化で減速

個人消費については、11月の1世帯当たり実質消費支出(二人以上の世帯)が前月比6.2%増加したものの、10~11月平均は10月の落込みが響いて前期(7~9月)比0.8%減と弱含んでいる。11月の前年比は、休日が2日多く、購入機会が増えて自動車等購入などが押上げに寄与し、2.9%増加した。ただ、供給側統計の新車(乗用車)販売台数は、11月に前年比7.0%減少しており、振るわない(10~12月期は同3.7%減)。日銀の実質消費活動指数(旅行収支調整済)は11月に前月比0.4%上昇した。耐久財が落ち込んだ一方、非耐久財やサービスは改善した。10~11月平均はPC・季節家電等の買替需要などが下支えして前期比0.3%上昇しており、緩慢な回復基調をたどっている。

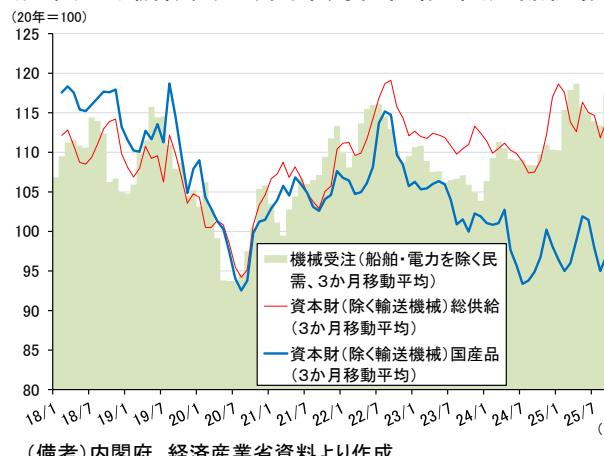
12月は、小売業販売額が前月比2.0%減少した。気温が高く、季節商品が振るわなかった。インバウンドは、12月の訪日外客数が361.8万人、前年比3.7%増で前月(10.4%増)から減速し、小幅な伸び率にとどまった。日中関係の悪化で中国客が同45.3%減と大幅に落ち込んだ。12月の全国百貨店インバウンド(免税)売上高は同17.1%減少している。10~12月期はインバウンド消費額が前年比10.3%増加したものの、1人当たり旅行支出は同0.5%減少した。

先行き、賃上げ機運の継続や政府による各種支援策などが個人消費を下支えして緩やかに回復

家計の貯蓄率をみると、7~9月期は▲0.6%で4四半期連続のマイナスとなった(図表20)。雇用者報酬が増加している一方、根強い物価高で家計の節約志向が続いている一方で、特に、預金等を取り崩して暮らす高齢者などの世帯は少ないとみられ、生活必需品等の出費の負担増加は家計を圧迫している。

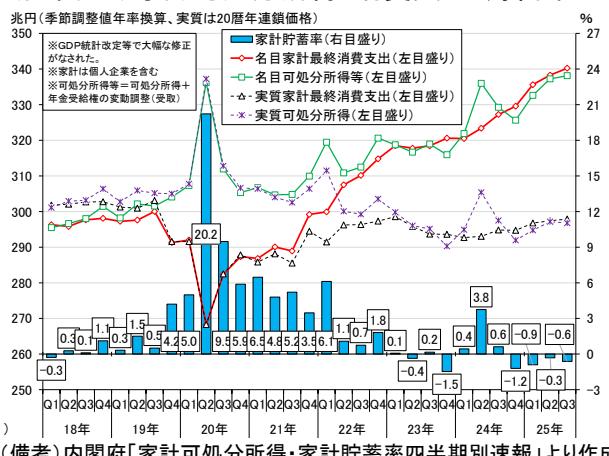
先行き、賃上げ機運の継続や政府による各種支援策などが家計の暮らしを下支えし、個人消費を中心 국내経済は緩やかに回復しよう。しかし、家計の生活防衛意識の定着化やコスト高・金利上昇に伴う企業マインドの委縮などのリスクがくすぶっており、景気の重荷になる恐れがある。

(図表19)機械受注、資本財総供給・国産品供給



(備考)内閣府、経済産業省資料より作成

(図表20)家計可処分所得・消費支出・貯蓄率



(備考)内閣府「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報」より作成

2. 日銀は政策金利を据え置き、26年度の経済・物価見通しを引上げ。利上げ路線を継続へ

日銀は政策金利を据え置き、26年度の経済・物価見通しを引上げ

日銀は、1月 22~23 日の金融政策決定会合で、政策金利である無担保コールレート(翌日物)を 0.75%程度で推移するよう促す従来の方針を据え置いた。なお、高田審議委員は 1.0%程度への利上げを提案して否決されている。

「展望レポート」では、海外経済の上振れ、GDP統計改定の影響、政府による経済対策の効果などを反映して、政策委員による経済成長率の見通しを 25 年度は前回(25 年 10 月)の 0.7%から 0.9%へ、26 年度は 0.7%から 1.0%へ上方修正した(図表 21)。消費者物価上昇率の見通しは、前回から概ね不变とした。生鮮食品・エネルギーを除く総合は 25~27 年度の全期間で引き上げたが、生鮮食品を除く総合は 26 年度を 1.8%から 1.9%へ小幅に上方修正し、2%を下回る水準を維持した。日銀は、実質金利が極めて低い水準にあり、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げることで金融緩和の度合いを調整するとして、今後も利上げ路線を継続させる姿勢を示した。

12月の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比上昇率は 2.4%と前月から減速

12 月の国内企業物価の前年比上昇率は 2.4%で前月の 2.7%から減速した。前月比は 0.1%上昇し、銅等の非鉄金属が押し上げたものの、ガソリン等の値下げで小幅な上昇にとどまった。輸入物価は前年比横ばい、前月比は 1.1%上昇した。契約通貨ベースは前年比 1.5%低下し、前月比は金属や電気・電子機器等が押し上げて 0.6%上昇した。今後、輸出規制・サプライチェーンの不安定化や部品不足等の影響が国内物価に波及するか注視する必要がある。

12 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 2.4%となり、前月の 3.0%から減速した(図表 22)。電気代や補助金が拡大されたガソリンなどの低下が影響した。なお、食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合は 1.5%で前月の 1.6%から鈍化している。また、日銀「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」の加重中央値は 0.8%に減速し、13か月ぶりに 1%を下回った。

日銀は経済・物価・金融情勢や利上げの影響を評価しながら、今後も利上げ路線を継続へ

11 月の実質賃金は前年比 1.6%減で 11か月連続のマイナスとなった。名目賃金の前年比上昇率は 1.7%で前月の 2.5%から減速した。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 2.2%であり、25 年 1 月には 2.9%と 3%に迫っていた基本給の上昇率は 2%強に鈍化している。ただ、12 月は消費者物価(除く持家の帰属家賃)前年比上昇率が 2.4%に縮小したうえ、最低賃金引上げの影響や民間主要企業年末一時金妥結額が前年比 7.37%増と堅調だったことから、名目賃金の伸び率がインフレ率を上回る可能性がある。

日銀は、26 年度の経済・物価見通しを前回(10 月)から上方修正するなど、26 年度下期~27 年度には基調的な物価上昇率が 2%で推移する確度が高まっていると認識しており、今後も、経済・物価・金融情勢や既往の利上げの影響などを多角的に点検・評価しながら、年央にも利上げに踏み切ると見込まれる。

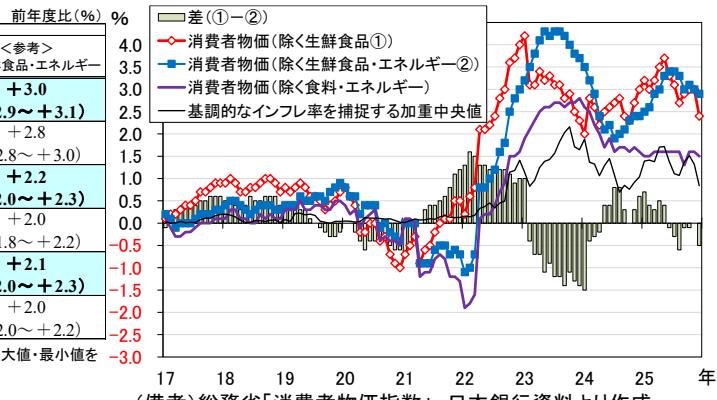
(図表 21) 日銀政策委員の大勢見通し

	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)	<参考> 除く生鮮食品・エネルギー
25年度	+0.9 (+0.8~+0.9)	+2.7 (+2.7~+2.8)	+3.0 (+2.9~+3.1)
10月時点	+0.7 (+0.6~+0.8)	+2.7 (+2.7~+2.9)	+2.8 (+2.8~+3.0)
26年度	+1.0 (+0.8~+1.0)	+1.9 (+1.9~+2.0)	+2.2 (+2.0~+2.3)
10月時点	+0.7 (+0.6~+0.8)	+1.8 (+1.6~+2.0)	+2.0 (+1.8~+2.2)
27年度	+0.8 (+0.8~+1.0)	+2.0 (+1.9~+2.2)	+2.1 (+2.0~+2.3)
10月時点	+1.0 (+0.7~+1.1)	+2.0 (+1.8~+2.0)	+2.0 (+2.0~+2.2)

※上段は中央値。下段は見通しレンジ(各政策委員が示した見通し値から、最大値・最小値を1個ずつ除いて幅で示したもの)

(備考)日本銀行「経済・物価情勢の展望」より作成

(図表 22) 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」、日本銀行資料より作成

<リスクシナリオ（確率 20%）>

トランプ政権が発動した相互関税の見直しが一部の国でまとまらず、貿易摩擦が激化する。また、合意に達した国でも、これまでより高い関税率が適用されているため、世界貿易に対する下押し圧力は次第に高まり、各国景気の悪化も相まって株安が進む。これを受け、F R BとE C Bは追加利下げに踏み切り、日銀も 26 年後半に利下げに転じる。日米金利差の縮小を通じて、円高・ドル安に振れると想定。

		26年 1月30日	26年 2～3月	4～6月	7～9月	10～12月
米国	FFレート(誘導目標・期末)	3.50～3.75	3.25～3.50	2.75～3.00	2.25～2.50	1.75～2.00
	国債(5年)	3.789	3.30～4.00	3.00～3.70	2.70～3.40	2.40～3.10
	国債(10年)	4.237	3.80～4.50	3.50～4.20	3.20～3.90	2.90～3.60
	NYダウ平均(ドル)	48892.47	47500～52500	44500～49500	41500～46500	38500～43500
ユーロ圏	中銀預資金利(期末)	2.00	1.75	1.50	1.25	1.00
	国債(ドイツ10年債)	2.842	2.50～3.10	2.30～2.90	2.10～2.70	1.90～2.50
	ユーロ・ストックス50	5947.81	5800～6300	5500～6000	5200～5700	4900～5400
日本	無担保コール翌日物	0.727	0.70～0.80	0.70～0.80	0.45～0.80	0.45～0.55
	TORF(3か月)	0.756	0.65～0.85	0.40～0.85	0.40～0.60	0.40～0.60
	中期国債(新発5年債)	1.655	1.45～1.85	1.40～1.80	1.20～1.80	1.20～1.60
	長期国債(新発10年債)	2.240	1.95～2.45	1.80～2.30	1.50～2.00	1.35～1.85
	超長期国債(新発20年債)	3.170	2.80～3.40	2.55～3.15	2.15～2.75	1.90～2.50
	日経平均株価(円)	53322.85	51000～56000	48000～53000	45000～50000	42000～47000
為替	円／ドルレート	153.81	150～160	145～155	140～150	135～145
	円／ユーロレート	183.64	176～186	171～181	166～176	161～171

日米欧中央銀行会合スケジュール

<2026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22～23日	1月27～28日	2月5日
3月18～19日	3月17～18日	3月19日
4月27日～28日	4月28～29日	4月30日
6月15～16日	6月16～17日	6月11日
7月30～31日	7月28～29日	7月23日
9月17～18日	9月15～16日	9月10日
10月29～30日	10月27～28日	10月29日
12月17～18日	12月8～9日	12月17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。したがいまして、投資・施策実施等について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。

<今月の内外経済・金融スケジュール>

(日本)

① 毎月勤労統計 ··· 9日

12月の消費者物価（除く持家の帰属家賃）の上昇率は前年比2.4%へ大幅に減速した。冬季賞与の伸び次第では、実質賃金が12か月ぶりにプラスに転じる可能性がある。

② GDP統計 ··· 16日

設備投資が堅調であり、住宅投資も持直しの動きがみられるなど、内需が押上げに寄与する。輸出も改善しており、2四半期ぶりのプラス成長が見込まれる。

③ 全国消費者物価指数 ··· 20日

先行指標である1月中旬の東京都区部（除く生鮮食品）前年比上昇率は2.0%で、24年10月以来の低い伸びとなった。ガソリンの旧暫定税率廃止によりエネルギーが押下げに寄与し、全国の上昇率も鈍化する公算が大きい。

④ 鉱工業生産 ··· 27日

12月は前月に続き生産の基調判断が「一進一退」に据え置かれた。生産は2か月連続で前月比マイナスと軟調に推移したが、1月は経産省が前月比7.2%増と試算しており、プラスに転じるか注目される。

(米国、海外)

⑤ ECB政策理事会 ··· 5日

12月の議事要旨では、インフレ率が目標である2%付近で推移しており、金利の調整を急いでいないことが示された。政策金利は5会合連続で据え置かれよう。

⑥ 雇用統計 ··· 6日（延期）

12月は、非農業部門の雇用者数が市場予測を下回った一方、失業率は先月から改善し、強弱入り交じる内容であった。米労務省は2日、政府機関の一部閉鎖を受け、1月の雇用統計の公表を延期することを明らかにした。

⑦ 消費者物価指数 ··· 11日

エネルギーと食品を除くコアCPIは、2か月連続で低い伸びとなった。インフレ率の減速が続ければ、年内の利下げ観測が高まろう。

⑧ 米GDP統計 ··· 20日

純輸出が改善したことに加え、個人消費やAI関連の投資が好調であった。政府機関の一部閉鎖による下押しの可能性はあるものの、実質GDP成長率は、前期に続き高い伸びが見込まれる。

(日本)

発表日	経済指標・注目材料等
2日	自動車販売（1月）
6日	家計調査（12月） 景気動向指数（12月速報）
9日	①毎月勤労統計（12月速報） 国際収支（12月） 景気ウォッチャー調査（1月）
10日	マネーストック統計（1月）
12日	企業物価指数（1月）
16日	②10～12月GDP統計（1次速報）
17日	第3次産業活動指数（12月）
18日	貿易統計（1月速報）
19日	機械受注（12月）
20日	③全国消費者物価指数（1月）
25日	企業向けサービス価格指数（1月）
27日	都区部消費者物価指数（2月中旬） ④鉱工業生産（1月速報） 商業動態統計（1月速報） 住宅着工統計（1月）

(米国、海外)*

発表日	経済指標・注目材料等
2日	I SM製造業景気指数（1月）
4日	I SM非製造業景気指数（1月）
5日	⑤ECB政策理事会
6日	⑥雇用統計（1月） ミシガン大学消費者態度指数（2月速報）
10日	米国10～12月の雇用コスト指数 小売売上高（12月）
11日	⑦消費者物価指数（1月）
18日	鉱工業生産・設備稼働率（1月） 住宅着工件数（11～12月） 耐久財新規受注（12月）
19日	貿易収支（12月）
20日	⑧米10～12月GDP統計（速報値） 個人所得・消費（12月）
23日	製造業受注（12月）
25日	消費者信頼感指数（2月）
27日	生産者物価指数（1月）
毎週木	新規失業保険申請件数

* 米政府機関の一部閉鎖の影響で公表が延期された経済指標のうち、公表日が未定となっている米国指標は以下の通り。

小売売上高（1月）、住宅着工件数（1月）、耐久財新規受注（1月）、雇用統計（1月）