



SCB

金利・為替見通し

No.2025-12

(2026. 3. 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

FRB、ECBともに今後の金融政策の方向性について内部で意見が割れる。日銀は政府との調整難航も

ECBは2月開催の理事会において主要政策金利の据置きを決めた。声明文では、厳しい世界情勢の中でもユーロ圏経済は「底堅い」と評価されているほか、物価についても中期的な目標達成に懸念がないとの認識が示された。もっとも、今後の金融政策の方向性については、ECB内のみならず、FRB内でも意見が分かれた状況下にある。他方、日銀は高市首相が植田総裁との会談で利上げに難色を示したとの報道や、日銀審議委員の政府人事案で、ハト派とされる候補が後任に決まったことから、政府との調整が難航するとの思惑が強まっている。

FRB次期議長、FOMC議事録、イラン、日銀審議委員の人事案が円安材料に

2月の対ドル円レートは再び円安に振れた。上旬はFRBの次期議長に指名されたウォーシュ元FRB理事が利下げに慎重な姿勢を示すとの思惑などから円安が進んだ。その後、持ち高解消の動き等で急激に円高に振れる局面もあったが、FOMC議事要旨やイランを巡る地政学リスクの高まりに加え、日銀審議委員の人事案が積極財政と金融緩和を志向する「リフレ派」であるとの見方などが材料視され、再び円が売られた。

1年先までの金利・為替見通し

FRBが利下げ継続、ECBが据置き、日銀が利上げ継続を見込む中、円高が緩やかに進むと予想

FRB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、ECB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、FRBは景気動向やインフレ率を注視しつつ、新しいFRB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、ECB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（3月3日現在）

		26年 2月27日	26年 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)	3.503	3.10～3.80	3.00～3.70	3.00～3.70	2.90～3.60
	国債(10年)	3.941	3.60～4.30	3.50～4.20	3.50～4.20	3.40～4.10
	NYダウ平均(ドル)	48977.92	47000～52000	47500～52500	48000～53000	48500～53500
ユ ー ロ 圏	中銀預金金利(期末)	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
	国債(ドイツ10年債)	2.643	2.30～2.90	2.20～2.80	2.20～2.80	2.10～2.70
	ユーロ・ストックス50	6138.41	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か月)	0.802	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)	1.575	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)	2.110	1.85～2.35	1.90～2.40	1.95～2.55	2.10～2.60
	超長期国債(新発20年債)	2.925	2.60～3.20	2.65～3.25	2.70～3.40	2.85～3.45
	日経平均株価(円)	58850.27	54000～59000	54500～59500	55000～60000	55500～60500
為 替	円/ドルレート	156.10	152～162	150～160	148～158	146～156
	円/ユーロレート	184.46	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。

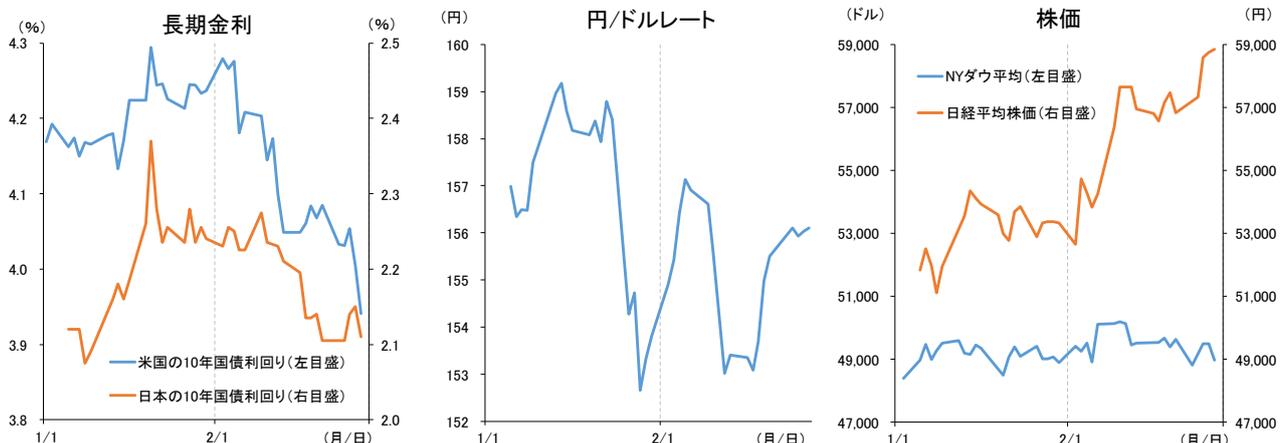
<前月の金利・為替・株価レビュー>

海外金利・・・長期金利(米10年国債利回り)は、追加利下げ観測の高まりや、中東情勢、米トランプ関税を巡る先行き不透明感から低下した。上旬は、米民間雇用指標や経済指標が米景気の減速を相次いで示し、低下した。中旬は、新規失業保険申請件数等の経済指標が引き続き低調であったことに加え、CPIがインフレ減速を示したことで追加利下げ観測が高まり、低下した。下旬は、核開発問題を巡って米国とイランの緊張が高まったほか、米最高裁による相互関税の違憲判決後は、関税の還付や1974年通商法122条を根拠とした代替関税を巡る不透明感が意識され、低下した。長期金利は前月末比0.296ポイント低下の3.941%で終えた。

日本金利・・・長期金利(新発10年国債利回り)は、中旬の円高・株安の進行やCPI上昇率の鈍化等を受けて低下した。上旬は、10年債入札の結果が低調であり、衆院選での自民党の圧勝を背景とした株高により売られる場面もあったものの、過度な財政拡張懸念の後退や円高進行が長期金利の低下圧力となり、一進一退で推移した。中旬は、円高の進行や株安により、大きく低下した。CPIでインフレの減速が確認され、日銀の早期利上げ観測が後退したことも、債券相場を押し上げた。下旬は、次期日銀審議委員としてハト派的な学識者を起用するという人事案を受け大きく上昇したが、都区部CPIの上昇率が鈍化したことで日銀の利上げ観測が後退すると、再び低下に転じた。月末の長期金利は前月末比0.130ポイント低下して2.110%、新発20年国債利回りは同0.245ポイント低下して2.925%になった。

為替相場・・・円の対ドル相場は、衆院選後に円が買い戻される場面があったが、追加利上げ観測が後退し、円安基調で推移した。上旬は、FRBの次期議長に指名されたウォーシュ元FRB理事が利下げに慎重な姿勢を示すとの思惑や、高市首相の円安を容認するような発言から円安が進んだが、米雇用関連指標が米労働市場の軟化を示し、中国の米国債保有抑制報道が伝わると、円高に転じた。中旬は、衆院選投票開票を前に積み上がっていた円売り・ドル買いの持ち高解消の動き等により円高が加速したが、円買いが一巡しFOMCの議事要旨や底堅い米経済指標を受け米利下げ観測が後退すると、円安が進行した。下旬は、イランを巡る地政学リスクの高まりから「有事のドル買い」が優勢だったほか、日銀審議委員の人事案が積極財政と金融緩和を志向する「リフレ派」であるとの見方から、日銀の早期利上げ観測が後退し、円安が進んだ。月末の円の対ドル相場(銀行間直物、17時時点)は156円10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、衆院選での自民党の大勝や日銀の次期審議委員の人事案を好感し、上昇した。上旬は、衆院選での自民党の歴史的な大勝を受け、高市政権が財政拡張的な政策を進めやすくなるとの思惑から、大幅に上昇した。中旬は、短期的な過熱感を背景に幅広い銘柄に利益確定売りが広がり、米国とイランの関係緊迫化による地政学リスクへの懸念も相まって、下落した。下旬は、米最高裁による米相互関税の違憲判決後も日本の対米投資計画が継続するとの期待から、AI関連株を中心に上昇した。日銀の次期審議委員の人事案等を受けて利上げ観測が後退すると上昇が加速し、月末は連日で最高値を更新した。月末の日経平均株価は前月末比5,527.42円上昇し、58,850.27円で引けた。



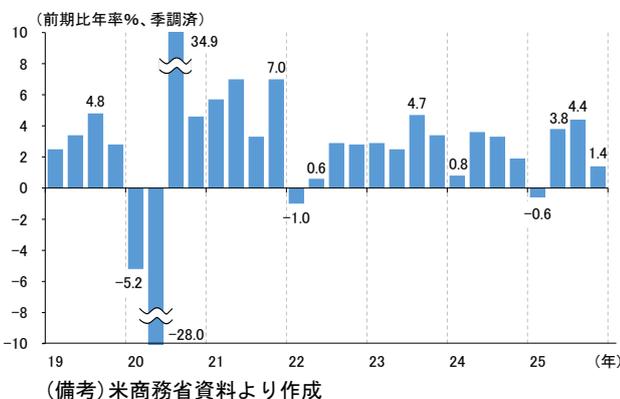
<海外経済・金融情勢>

1. 米国経済～成長率は足元で減速も消費・投資は堅調維持。住宅市場の低迷が続く

政府機関閉鎖の影響で、25年10～12月期の政府支出が大幅減

発表が遅れていた25年10～12月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率1.4%増と、7～9月期(同4.4%増)から伸び率が大きく低下した(図表1)。需要項目別にみると、政府支出(同5.1%減)が連邦政府職員の一時帰休(自宅待機)を受けて大幅に減少した(図表2)。ただ、個人消費が同2.4%増と高めの伸びとなったほか、設備投資(同3.7%増)も4四半期連続で増加するなど主要項目は堅調に推移しており、当該四半期の結果をもって米国景気が弱含んでいるとは判断し難い。実際、経済指標を基に自動推計するアトランタ連銀のGDPナウでは、26年1～3月期の成長率を前期比年率3.0%増(3月2日時点)とし、個人消費が堅調に推移する中で今後も力強い成長が続くと見込んでいる。

(図表1) 実質GDP成長率(米国)



(図表2) 実質GDP成長率(米国、需要項目別)

	2024年		2025年				1～3月 (予測)
	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	
実質GDP (100.0)	3.3	1.9	-0.6	3.8	4.4	1.4	3.0
個人消費 (69.2)	4.0	3.9	0.6	2.5	3.5	2.4	2.8
住宅投資 (3.2)	-4.8	4.3	-1.0	-5.1	-7.1	-1.5	0.6
設備投資 (15.4)	3.5	-3.7	9.5	7.3	3.2	3.7	4.4
在庫投資	(-0.1)	(-0.9)	(2.6)	(-3.4)	(-0.1)	(0.2)	(0.8)
政府支出 (16.7)	5.4	3.3	-1.0	-0.1	2.2	-5.1	1.5
輸出 (11.2)	8.9	-0.9	0.2	-1.8	9.6	-0.9	5.6
輸入 (15.8)	10.1	-0.2	38.0	-29.3	-4.4	-1.3	8.7

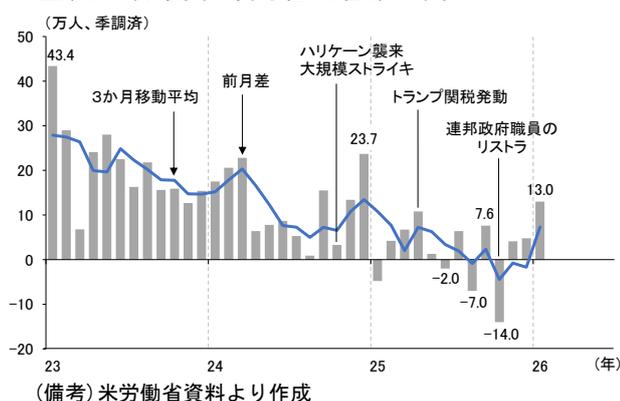
(備考) 1. シャドーは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。在庫投資は寄与度
2. 予測はアトランタ連銀GDPナウの最新値を使用
3. カッコ内数値は25年の実質GDPに対するシェア
4. 米商務省資料より作成

雇用情勢はやや持ち直す。消費者マインドの下落基調は続く

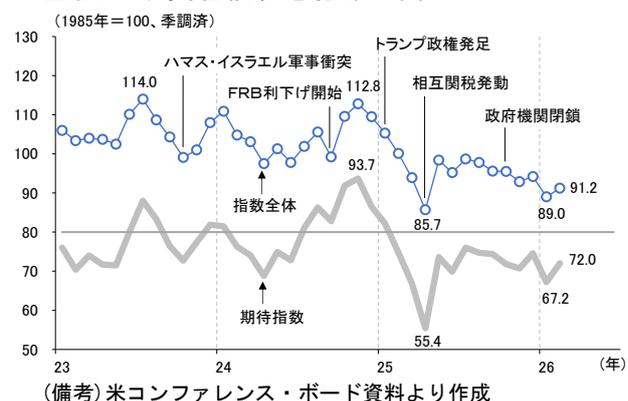
足元では雇用はやや持ち直しの動きがみられる。1月の非農業部門雇用者数は前月差13.0万人増と、増加幅が拡大した(図表3)。基調的な動きを示す3か月移動平均も上向きに転じ、4か月ぶりにプラスとなっている。

他方、消費者マインドは低下基調にある。コンファレンス・ボードが発表した2月の消費者信頼感指数は91.2と上昇に転じたものの、25年半ばから続く下落トレンドからは抜け出せていない(図表4)。今後6か月の見通しを反映する期待指数も72.0と、景気後退リスクの高まりを示すとされる80割れが続いている。

(図表3) 非農業部門雇用者数(米国)



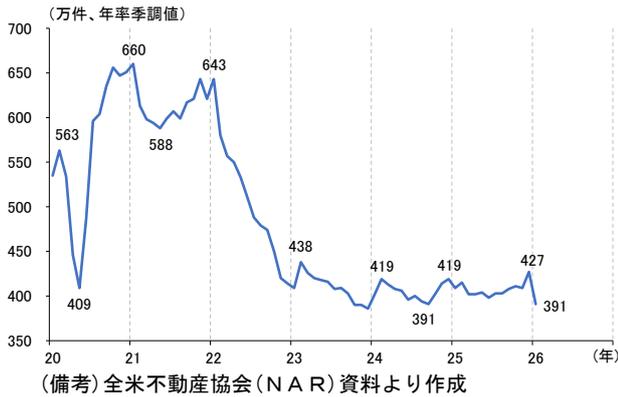
(図表4) 消費者信頼感指数(米国)



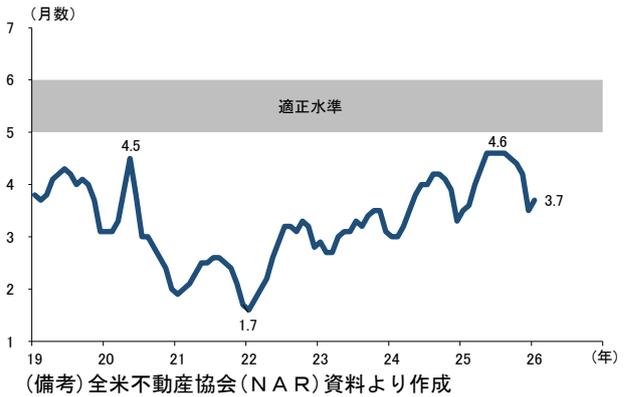
中古住宅販売件数は年率 400 万件前後の低水準が続く

他方、住宅市場は回復の兆しが一向に見えない。GDPベースでみた住宅投資は、25年10～12月期は前期比年率1.5%減と、4四半期連続で減少した(再掲、図表1)。また、住宅売買の9割近くを占める中古住宅販売件数も、400万件(年率換算)前後の低水準が長く続いている(図表5)。こうした背景には、①FRBによる利下げが行われているにもかかわらず、住宅ローンの金利が高止まっていることや、②住宅在庫が依然として少なく、需要に追いついていないことなどがあるとみられる。実際、25年1月の販売に対する在庫比率は3.7か月分と、22年以降上昇トレンドにあるとはいえ、依然として適正水準とされる5～6か月分を下回った状況となっている(図表6)。

(図表5) 中古住宅販売件数(米国)



(図表6) 販売に対する在庫比率



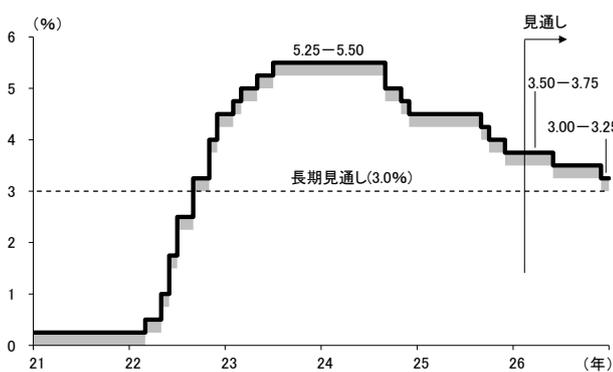
2. 金融情勢(米国)～今後の金融政策の方向性についてFOMC内で大きく意見が割れる

「利上げと利下げと両方の可能性があることを示唆すべき」との声も (FOMC声明文)

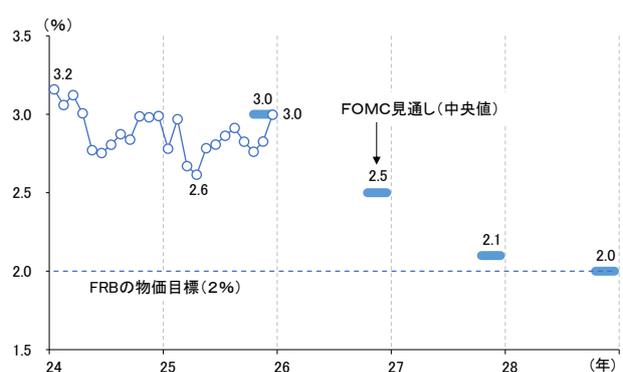
FRB(米連邦準備理事会)が公表した1月開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)議事要旨では、今後の金融政策の方向性について参加者の中で意見が割れていたことが分かった。数名の参加者が「インフレが予想通りに低下すれば、追加利下げが適切となる可能性が高い」と指摘したのに対し、一部の参加者は「新たなデータを慎重に評価する間、政策金利をしばらく据え置くことが適切である可能性が高い」と述べ、その多くが「デイスインフレの進展が確実に軌道に戻ったという明確な兆候が現れるまで、利下げは正当化されないかもしれない」と主張している。さらに、別の参加者数名は「インフレが目標水準を上回る状態が続く場合には、利上げが適切になる可能性を反映し、利上げと利下げと両方の可能性があることを示唆すべき」と発言している(図表7、8)。

他方、一部の参加者はAI分野の最近の動向に伴う潜在的な脆弱性として、株価が割高な水準にある可能性や、時価総額や事業活動が一部の企業に偏っている状況、借入による資金調達増加を挙げている。

(図表7) 政策金利(FFレートの誘導目標)



(図表8) インフレ率(米国)



(備考) 1. 見通しは当研究所の予測
2. FOMC資料より作成

(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. ユーロ圏経済～個人消費は増加トレンドを維持。製造業のマインド改善が進む

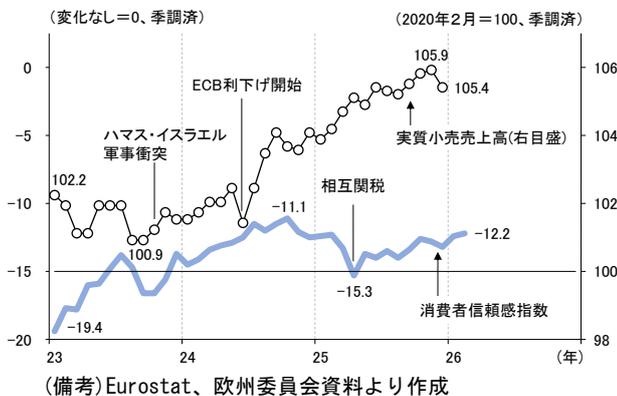
フランスとスペインが小売売上高をけん引。イタリアは低迷が続く

25年12月のユーロ圏小売売上高は前月比0.5%減と4か月ぶりに減少した(図表9)。非食品(自動車燃料を除く)向けが落ち込んでおり、消費者が生活必需品以外の支出に対して慎重姿勢を示した可能性がある。もっとも、長い目でみれば24年以降の上昇トレンドは続いており、今回の結果をもって消費が弱含みに転じたとは言い切れない。

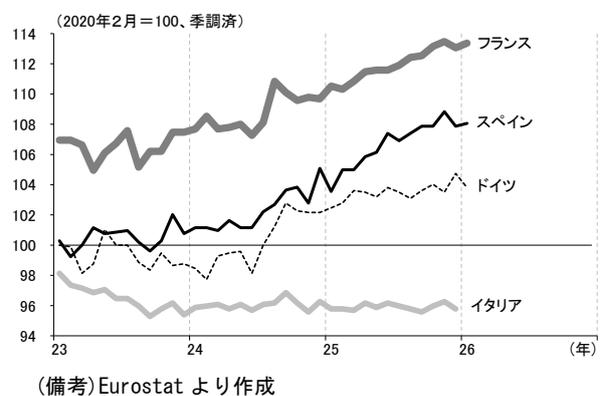
12月の小売売上高を主要国別にみると、コロナ前と比べて最も水準の高いフランスで拡大が続いているほか、スペインも24年後半から増加基調を強めている(図表10)。ドイツも24年半ば頃にコロナ前の水準を上回ったが、勢いは続かず、横ばい圏内での動きにとどまっている。イタリアは依然としてコロナ前の水準を下回ったままの状況にある。

消費者マインドは回復傾向にある。26年2月のユーロ圏消費者信頼感指数は▲12.2と、1月(▲12.4)から上昇した(再掲図表9)。ただ、コロナ前(19年平均: ▲6.7)と比べると水準は依然として低く、直近ピークの▲11.1(24年10月)も下回っていることから、個人消費の増勢が期待できる状況にはない。

(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)

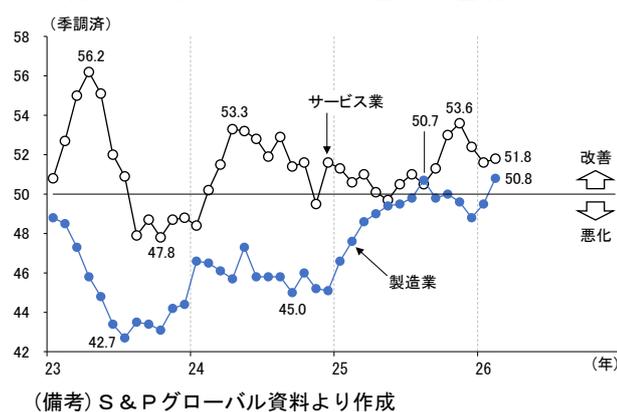


製造業とサービス業のPMIがそろって50超

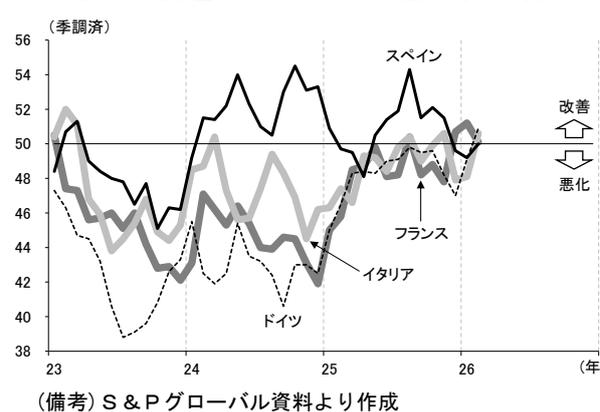
他方、企業景況感には明るい兆しが見えてきた。直近2月の購買担当者景況指数(PMI)をみると、長く低迷を続けてきた製造業(50.8)が景況感の分かれ目となる50を6か月ぶりに上回った(図表11)。サービス業(51.8)は昨年後半からやや低下したものの、依然として50超を維持している。

製造業PMIを主要国別にみると、2月は主要4か国がいずれも50台に乗せてきた。なかでも、域内最大の経済規模を有するドイツが44か月ぶりに50超となり、全体を押し上げている。トランプ関税の影響が薄れてきたことや、財政支出の拡大などがマインドを押し上げたとみている。

(図表11) 総合PMI(ユーロ圏、業種別)



(図表12) 製造業PMI(ユーロ圏主要国別)



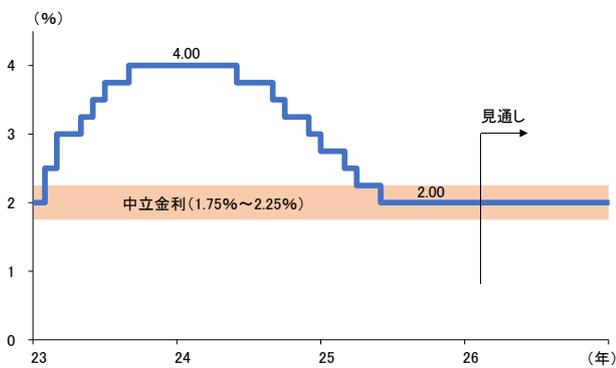
4. 金融情勢(ユーロ圏)～5会合連続で政策金利を据置き。リスクは「概ね均衡」

ユーロ圏経済は厳しい世界情勢の中でも「底堅い」との認識

ECB(欧州中央銀行)は2月5日に開催した理事会において、主要政策金利の据置きを決めた(25年7月以来5会合連続、図表13)。声明文では、低い失業率や民間部門の健全なバランスシート、防衛・インフラ分野への公的支出の拡大などが支えとなり、厳しい世界情勢の中でもユーロ圏経済は「底堅い」との評価がなされている。物価についてもインフレ期待が2%前後で安定していることから、中期的な目標達成に懸念がないとの認識が示された。

ラガルド総裁は理事会後の記者会見で「良好な状態」にあると述べた(図表14)。リスクについては従来の「上振れ・下振れ」の偏りに言及する表現を避け、現在は「概ね均衡している」との見方を示している。また、政策決定は引き続き「データ依存」かつ「会合ごと」の柔軟なアプローチを継続し、特定の金利経路を事前に約束しない方針が強調された。なお、今回は26年1月にブルガリアが21番目の国としてユーロ圏に加わってから初の会合でもあった。

(図表13) 中銀預金金利(ユーロ圏)



(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

(図表14) ラガルド総裁の主な発言(ECB理事会)

我々は良好な状態にいる。インフレ率も良好な状態にある
リスクの範囲は縮小していないが、概ね均衡している
特定の金利経路を約束せず、会合ごとにデータを精査して判断する
常に為替相場を注視しており、本日も理事会で議論した
昨年以降の為替レート上昇の影響は我々の基本シナリオに織り込まれている
FRB議長に指名されたウォーシュ氏をととても長い間知っている。彼の任命発表を大変歓迎する

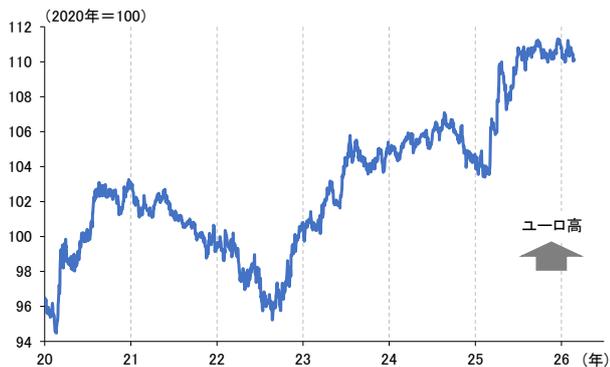
(備考) ECB資料より作成

インフレに対する見方は理事会メンバーで分かれる

もっとも、インフレに対する見方は理事会メンバー間でも温度差がある。レーン・フィンランド中銀総裁はインフレ率低下を「実質的な下方リスクの予兆」と捉えているほか、ビルロワドガロー仏中銀総裁はユーロ高が域内にデフレを輸入し、経済競争力を削ぐ要因になっていると指摘している(図表15)。

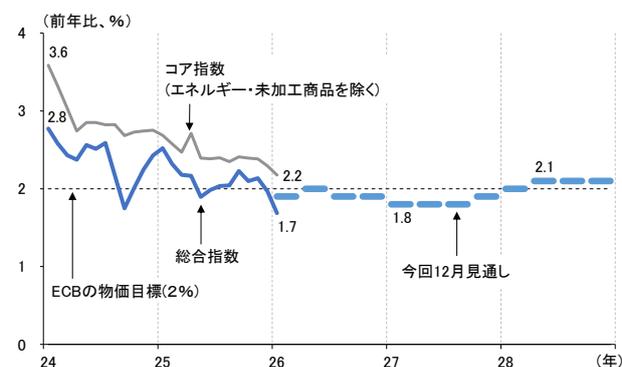
対照的に、ナーゲル独連銀総裁を筆頭とするタカ派は、現在のインフレ率の低下はエネルギー価格の変動による短期的なものであると主張し、インフレ期待が目標水準に固定されている限り、一時的な下振れに対して即座の行動は不要であると論じている。実際、直近1月のインフレ率(HICP)をみても、エネルギーが含まれないコア指数は依然として2%を上回っている(図表16)。

(図表15) 名目実効為替レート(ユーロ圏)



(備考) BIS統計より作成

(図表16) インフレ率(ユーロ圏)



(備考) 1. 見通しは総合
2. Eurostat、ECB資料より作成

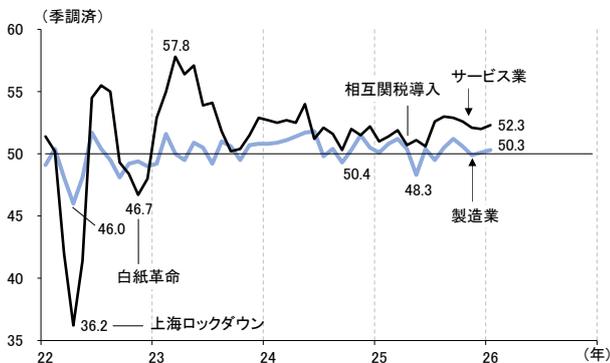
5. 中国経済～企業景況感はサービス業が下支え。3月5日発表の政府成長率目標に注目

製造業PMIは 50 近辺で足踏みも、サービス業は堅調

S&Pグローバル発表の製造業PMI(購買担当者景気指数)をみると、直近1月は50.3と25年12月(50.1)から上昇したものの、景況感の境目となる50近辺での推移が続いている(図表17)。背景には、不動産問題の長期化に伴う住宅関連需要の低迷や不動産開発投資の減少に加え、トランプ関税による対米輸出の落込みといった複数の下押し要因がある。また、25年の工業利益は前年比0.6%増と4年ぶりに増加に転じたが、伸びは小幅にとどまった(図表18)。販売価格の下落も収益改善の重石となり、製造業PMIの回復を妨げている姿がうかがえる。

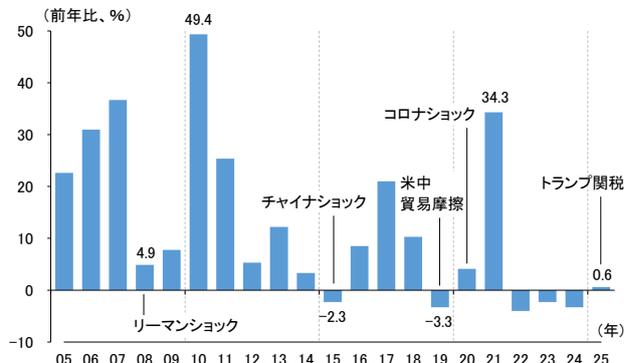
他方、サービス業PMIは製造業と比べて高水準を維持している(直近1月:52.3)。内需の弱さが下押し圧力となっているものの、春節(旧正月)を控えた帰省・旅行需要や、IT関連の成長分野、越境EC・国際物流などが景況感の押し上げに寄与したとみている。

(図表17)購買担当者景気指数(PMI、業種別)



(備考) S & P グローバル資料より作成

(図表18)工業利益



(備考) 中国国家統計局資料より作成

成長率目標5%維持なら金融緩和が加速する可能性

3月5日に開幕する全国人民代表大会(全人代、国会に相当)の初日に行われる政府活動報告の中で、李強首相が26年の政府目標を発表する予定である(図表19)。25年は経済成長率(5.0%)や新規就業者数(1,267万人)、失業率(5.1%)いずれも目標を達成した。一方で、インフレ率は0.0%と目標の2%前後を大幅に下回る結果となった。

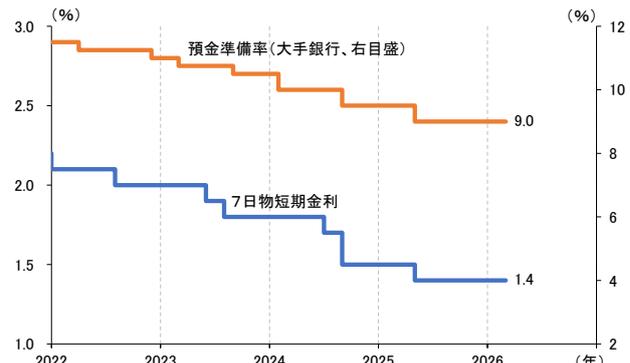
続く26年の最大の注目点は成長率目標であろう。4年連続で5%前後を維持するのか、あるいは4.5%前後に引き下げるのかに関心が集まっている。成長率目標は金融緩和スタンスを決める重要な要素にもなる。25年は5月に主要な政策金利である7日物短期金利と、市中銀行から強制的に預かる資金の比率を示す預金準備率をそれぞれ引き下げた(図表20)。目標を5%前後に据え置く場合には、一段と積極的な金融緩和が実施される可能性が高まろう。

(図表19)中国政府の主な政府目標

	2021年目標	2022年目標	2023年目標	2024年目標	2025年目標	2025年実績
経済成長率	6%以上	5.5%前後	5%前後	5%前後	5%前後	5.0%
都市部の新規就業者数	1,100万人以上	1,100万人以上	1,200万人前後	1,200万人以上	1,200万人以上	1,267万人
都市部の調査失業率	5.5%前後	5.5%以内	5.5%前後	5.5%前後	5.5%前後	5.2%
インフレ率	3%前後	3%前後	3%前後	3%前後	2%前後	0.0%
財政赤字(対GDP比)	3.2%前後	2.8%前後	3%	3%	4.0%前後	—
インフラ債新規発行枠	3.65兆元	3.65兆元	3.80兆元	3.90兆元	4.40兆元	—

(備考) 各種資料より作成

(図表20)政策金利と預金準備率



(備考) 中国人民銀行資料より作成

<国内経済・金融情勢>

1. 日本経済は、25年10～12月期に2四半期ぶりのプラス成長も、回復ペースは緩慢

25年10～12月期の実質GDPは前期比0.1%増(年率0.2%増)で2四半期ぶりのプラス成長も、回復ペースは緩慢

25年10～12月期の実質GDP(1次速報)は、前期比0.1%増(年率0.2%増)で2四半期ぶりのプラス成長となった(図表21)。住宅投資が同4.8%増と前期の大幅な落込み(同8.4%減)から回復に向かい、個人消費は携帯電話等の押上げで同0.1%増と小幅な伸び率ながら7四半期連続のプラスとなった。設備投資は同0.2%増とプラスに転じたが、在庫投資や公共投資などが成長率を押し下げ、内需の寄与度は+0.0%ポイントにとどまった。また、輸出は自動車や研究開発サービス等の弱含みで同0.3%減少し、輸入も電子計算機等の落込みで同0.3%減少しており、外需の寄与度は+0.0%ポイントとなった。実質GDP成長率は小幅なプラスで回復ペースは緩慢である。ただ、在庫投資を除く最終需要は同0.3%増(年率1.1%増)であり、底堅さも垣間見られる。

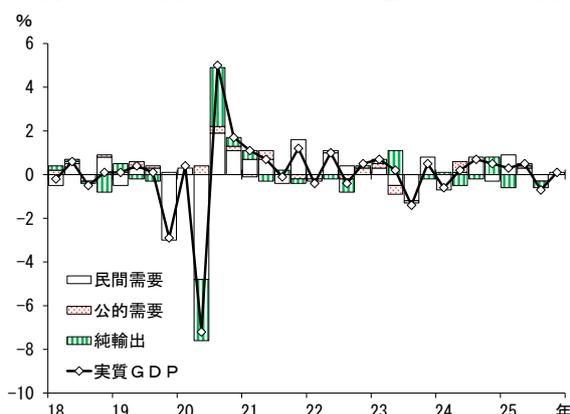
1月の国内経済を景気動向指数(CI)からみると、一致指数は輸出や生産・出荷関連、小売業販売額等が改善し、前月差2.5ポイント程度上昇すると予測する。上昇幅は大きいものの、基調判断は「下げ止まり」に据え置かれよう。先行指数も、在庫率や東証株価指数等が改善し、前月より上昇すると見込まれるが、足元、米イラン攻撃に伴う地政学リスクなどの不確実性が高まっている。

10～12月期の企業の経営状況は、前期比で増収増益も、金利上昇で投資環境は徐々に悪化へ

1月の実質輸出は前月比8.6%増加した。輸出額(対世界)は半導体などの押上げで前年比16.8%増加している。ただ、対米は同5.1%減少し、特に乗用車は同10.7%減と振るわない。北米向け乗用車の輸出物価(契約通貨ベース)が同14.9%低下するなど、トランプ関税等が重荷になっている。2月20日に米連邦最高裁がIEEPA(国際緊急経済権限法)に基づく相互関税等について無効としたが(自動車等は品目別関税)、24日に1974年通商法122条による代替関税(当初10%、150日間)が発動されるなど、日本の輸出企業への影響は不透明である。また、1月の鉱工業生産は前月比2.2%増加した。自動車等が押し上げ、3か月ぶりのプラスとなった。ただ、2月は、経済産業省が生産計画から同1.9%減と試算しており、基調判断は「一進一退」に据え置かれている。

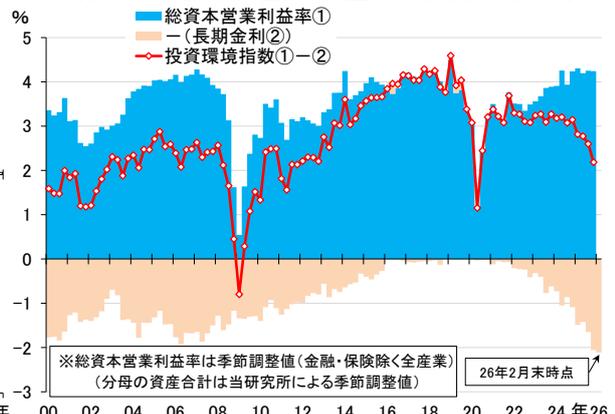
10～12月期の企業の経営状況を財務省「法人企業統計」からみると、売上高(金融・保険除く全産業)は前期比0.7%増、経常利益は同1.6%増で増収増益となった。本業の稼ぎの総合的な収益性を示す総資本営業利益率をみると、4.2%で横ばい圏の推移が続いている(図表22)。企業の資産収益率は底堅いが、金利水準は上昇しており、投資環境は徐々に悪化しつつある。機械設備・建設等のコスト高や金利上昇などが投資マインドの重荷になる恐れがある。

(図表21) 実質GDPの前期比増減率・寄与度



(備考) 内閣府「四半期別GDP速報」より作成

(図表22) 総資本営業利益率・投資環境指数



(備考) 財務省「法人企業統計調査(四半期別)」より作成

10～12 月期の設備投資は前期比 0.2%増。1～3月期の機械受注(船舶・電力を除く民需)見通しは前期比 4.5%減

10～12 月期の実質設備投資(GDP統計)は、半導体製造装置等の押上げで前期比 0.2%増加した(図表 23)。前期の落込み(同 0.3%減)からの回復力は強くはないが、25 年度入り後は 106 兆円(年換算)前後で推移しており(24 年度は 104.5 兆円)、底堅さを維持している。

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 19.1%増加した。製造業は同 25.1%増、非製造業(除く船舶・電力)は同 8.2%増と高い伸び率だが、大型受注や前月の落込みの反動が影響しており、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月期見通しは前期比 4.5%減で、前期の 7.9%増から増勢が一服すると見込まれる。先行き、設備投資は省力化・DX・ソフトウェア投資等が下支えしよう。ただ、人手不足やコスト高などの影響で設備投資が遅延や慎重化する恐れがある。

10～12 月期の個人消費は前期比 0.1%増で緩慢な回復。1月の訪日外客数は4年ぶりに前年比マイナス

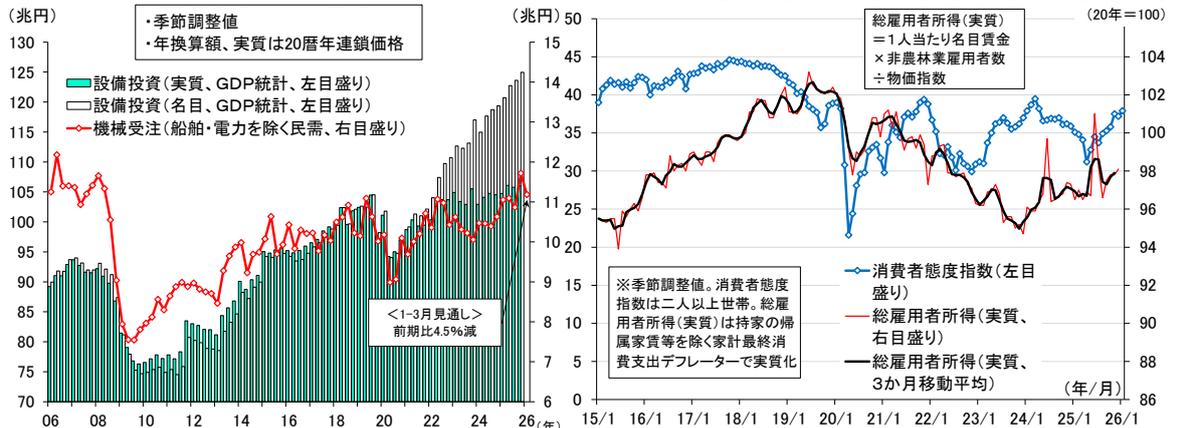
10～12 月期の実質個人消費(GDP統計)は、前期比 0.1%増と7四半期連続のプラスで緩やかに回復している。12 月の個人消費を1世帯当たり実質消費支出(二人以上の世帯)でみると、前月比 2.9%減少した。前年比は 2.6%減で自動車購入・設備器具等が押し下げたが、住居等を除いたベース(自動車購入等も除く)でも食料・被服等の不振で同 1.5%減少している。名目では、価格上昇が支出額をかき上げするが、購入数量の落込みなどで同 0.3%減と 24 年 1月以来、約2年ぶりのマイナスになるなど、節約志向がうかがえる。また、日銀の実質消費活動指数(旅行収支調整済)は前月比 0.4%低下した。家電販売が堅調で耐久財が上昇した一方、物価高や高気温などを背景に、非耐久財やサービスが弱含むなど、個人消費は力強さを欠いている。

1月は、小売業販売額が前月比 4.1%増加した。自動車や情報・通信家電が堅調であり、気温低下でエアコン・防寒衣料・燃料等の季節商品に動きがあった。インバウンドは、訪日外客数が 359.75 万人、前年比 4.9%減で 22 年 1月以来 4年ぶりにマイナスとなった。春節の日程や日中関係の悪化で中国客が同 60.7%減と大幅に落ち込んだ。全国百貨店インバウンド(免税)売上高は同 19.1%減少しており、今後、欧米客等の消費増加がカバーするか注目される。

先行きの国内経済は、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

先行きの消費者マインドを消費者態度指数からみると、25 年4月を底に持ち直しており、所得・雇用環境を示す総雇用者所得(実質)も増加基調にある(図表 24)。先行き、賃上げ機運の継続、政府による各種支援策、物価上昇率の減速などから所得環境や消費者マインドが改善し、個人消費を中心に国内経済は緩やかに回復しよう。しかし、内閣府「景気ウォッチャ調査」では、根強い物価高に伴う節約志向や人件費高騰・金利上昇などによる景気への悪影響を懸念する声が散見される。高齢者等の無職世帯や中小零細事業所の就業者世帯など、暮らし向きの改善が幅広く波及するかどうかには留意を要する。

(図表 23) 設備投資(GDP統計)と機械受注 (図表 24) 消費者態度指数と総雇用者所得(実質)



(備考)内閣府資料より作成

(備考)内閣府「消費動向調査」、月例経済報告関係資料より作成

2. 日銀は利上げ路線を維持も、インフレ鈍化や政府との調整難航から早期利上げ観測は後退

高市政権の積極財政から市場では早期利上げ観測が高まるも、インフレ鈍化や政府との調整難航への思惑からひと頃より後退

日銀は、前回(1月 22～23 日)の金融政策決定会合で、政策金利を 0.75% 程度に据え置いた。市場では、金利スワップから算出した利上げが実施される確率は4月までが6割台になっている(3月2日、東短リサーチ/東短 ICAP)。2月の衆議院議員選挙で自民党が圧勝したが、高市政権の基盤強化で積極財政が進めやすくなり、財政悪化・需給引締めなどから円安・インフレ圧力が高まるとの向きは根強い。また、米国経済が日銀等の想定より堅調であり、国内の賃上げや価格転嫁の動きが持続するとの見方から、利上げ観測が高まった。

しかし、足元、経済成長率は力強さを欠き、物価上昇率は減速している。また、2月 16 日に高市首相が植田日銀総裁との会談で利上げに難色を示したとの報道や、日銀審議委員の政府人事案で、ハト派とされる浅田統一郎中央大名誉教授と佐藤綾野青学大教授が後任候補に決まったことから、政府との調整が難航するとの思惑が強まり、早期利上げ観測がひと頃より後退している。

1月の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比上昇率は 2.0% と前月から減速し、2月は一段と低下へ

1月の国内企業物価の前年比上昇率は 2.3% で前月の 2.4% から鈍化した。前月比は 0.2% 上昇し、ガソリン・軽油や農林水産物等が押し下げたものの、銅等の非鉄金属の押し上げが響いた。輸入物価は前年比 0.5% 上昇し、前月比は 1.7% 上昇した。契約通貨ベースは前年比 0.2% 低下したが、前月比は金属・同製品や電気・電子機器等の押し上げで 1.2% 上昇している。今後、非鉄金属・半導体等の需給動向や中東情勢の緊迫化・円安などの影響に留意を要する。

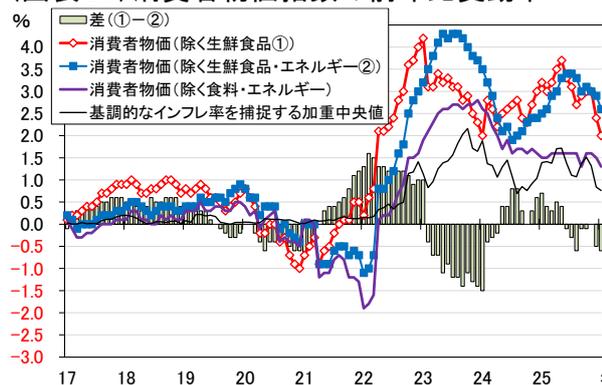
1月の消費者物価の前年比上昇率は、生鮮食品を除く総合が 2.0% となり、前月の 2.4% から減速した(図表 25)。ガソリンの旧暫定税率廃止や食料の価格上昇ペースの鈍化が影響したが、食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合も 1.3% に落ち着いている。2月は、政府の電気・ガス料金支援策を受けたエネルギー等の押し下げの影響で、インフレ率は一段と低下すると見込まれる。

日銀は、経済・物価・金融情勢や既往の利上げの影響に加え、中東情勢の緊迫化などの不確実性の高まりを見極めながら、年央にも利上げへ

12月の実質賃金は前年比 0.1% 減で 12 か月連続のマイナスとなった(図表 26)。名目賃金の前年比上昇率が 2.4% で前月の 1.7% から持ち直したが、冬季賞与等の特別給与は同 2.7% で前年(6.2%)ほどの力強さはない。また、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 2% 強の推移が続くなど、基本給の増勢は落ち着いている。ただ、1月の消費者物価(除く持家の帰属家賃)は同 1.7% と 22 年 3 月以来、約 4 か月ぶりの低水準であり、インフレ率の低下を受けて、実質賃金が前年比プラスに転じる公算が大きい。

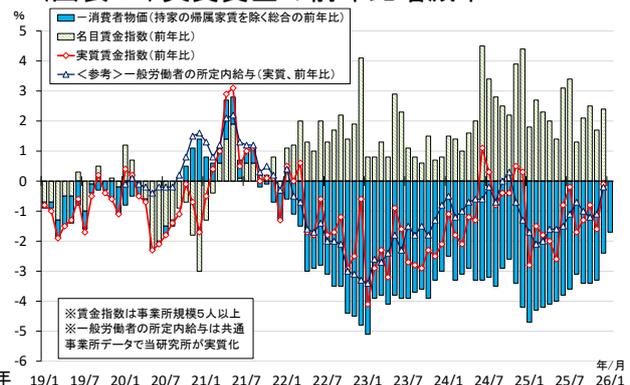
日銀は、実質金利が極めて低く、基調的なインフレ率は緩やかに高まっているとして利上げ路線を維持している。経済・物価・金融情勢や既往の利上げの影響に加え、中東情勢の緊迫化などの不確実性の高まりなども見極めながら、年央にも利上げで緩和的な金融環境を調整すると見込まれる。

(図表 25) 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

(図表 26) 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 20%）>

トランプ政権による新関税の影響を受けて、世界貿易に対する下押し圧力が次第に高まり、各国景気の悪化も相まって株安が進む。これを受けて、FRBとECB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 2月27日	26年 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	3.00～3.25	2.50～2.75	2.00～2.25
	国債(5年)	3.503	3.10～3.80	2.80～3.50	2.50～3.20	2.20～2.90
	国債(10年)	3.941	3.60～4.30	3.30～4.00	3.00～3.70	2.70～3.40
	NYダウ平均(ドル)	48977.92	47000～52000	44000～49000	41000～46000	38000～43000
ユ ー ロ 圏	中銀預金金利(期末)	2.00	2.00	1.75	1.50	1.25
	国債(ドイツ10年債)	2.643	2.30～2.90	2.10～2.70	1.90～2.50	1.70～2.30
	ユーロ・ストックス50	6138.41	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)	0.802	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)	1.575	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)	2.110	1.85～2.35	1.70～2.20	1.40～1.90	1.25～1.75
	超長期国債(新発20年債)	2.925	2.60～3.20	2.35～2.95	1.95～2.55	1.70～2.30
	日経平均株価(円)	58850.27	54000～59000	51000～56000	48000～53000	45000～50000
為 替	円/ドルレート	156.10	152～162	147～157	142～152	137～147
	円/ユーロレート	184.46	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。

<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
1月の消費者物価(除く持家の帰属家賃)の上昇率は前年比1.7%と上昇率が大幅に減速した。実質賃金がプラスに転じる可能性がある。
- ② GDP統計 . . . 10日
3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。2次速報では、上方修正されると見込まれる。
- ③ 日銀金融政策決定会合 . . . 18~19日
1月の会合後の会見で、日銀の植田総裁は今回の利上げについて、12月の利上げの影響や物価の動向を見極めると発言した。足元の物価上昇率は減速しており、3月は様子見姿勢を維持しよう。
- ④ 全国消費者物価指数 . . . 24日
先行指標である2月中旬の東京都都区部(除く生鮮食品)前年比上昇率は1.8%で、16か月ぶりに2.0%を下回った。ガソリンの暫定税率の廃止に加え、政府が実施する電気・ガス料金支援策が始まり、全国の上昇率も鈍化する公算が大きい。

(米国、海外)

- ⑤ 雇用統計 . . . 6日
1月の非農業部門雇用者数は前月差13万人増加と市場予測を大幅に上回り、失業率も低下した。2月は6万人前後の増加が見込まれており、労働市場の堅調さが示されれば、追加利下げ観測を後退させよう。
- ⑥ 消費者物価指数 . . . 11日
1月のエネルギーと食品を除くコアCPIは、前年同月比2.5%上昇と、前月から減速した。ただし、依然として高水準であり、引き続き動向を注視する必要がある。
- ⑦ FOMC . . . 17~18日
1月のFOMCの議事要旨では、今後の政策金利を巡って参加者の見解が分かれていたことが示された。市場は、政策金利を据え置くと見込んでいる。
- ⑧ ECB政策理事会 . . . 19日
ECBのラガルド総裁は、当面は政策金利を維持する方針を示しつつ、ユーロ高に伴う物価の下振れリスクに言及した。3月は政策金利を据え置く公算が大きいと、先行きの物価動向に注意が必要である。

(日本)

発表日	経済指標・注目材料等
2日	自動車販売(2月)
3日	失業率・有効求人倍率(1月) 10~12月法人企業統計季報
4日	消費動向調査(2月)
9日	①毎月勤労統計(1月速報) 国際収支(1月) 景気ウォッチャー調査(2月) 景気動向指数(1月速報)
10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)
11日	企業物価指数(2月)
12日	1~3月法人企業景気予測調査
17日	第3次産業活動指数(1月)
18日	③日銀金融政策決定会合(~19日) 貿易統計(2月速報)
19日	機械受注(1月)
24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)
31日	都区部消費者物価指数(3月中旬) 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) 失業率・有効求人倍率(2月)

(米国、海外)*

発表日	経済指標・注目材料等
2日	ISM製造業景気指数(2月)
4日	ISM非製造業景気指数(2月)
6日	⑤雇用統計(2月) 小売売上高(1月)
11日	⑥消費者物価指数(2月)
12日	貿易収支(1月) 住宅着工件数(1月)
13日	ミシガン大学消費者態度指数(3月速報) 耐久財新規受注(1月) 個人所得・消費(1月) 米10~12月GDP統計(改訂値)
16日	鉱工業生産・設備稼働率(2月)
17日	⑦FOMC(~18日)
18日	製造業受注(1月) 生産者物価指数(2月)
19日	⑧ECB政策理事会
25日	米10~12月国際収支
31日	消費者信頼感指数(3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(2月)、住宅着工件数(2月)、耐久財新規受注(2月)