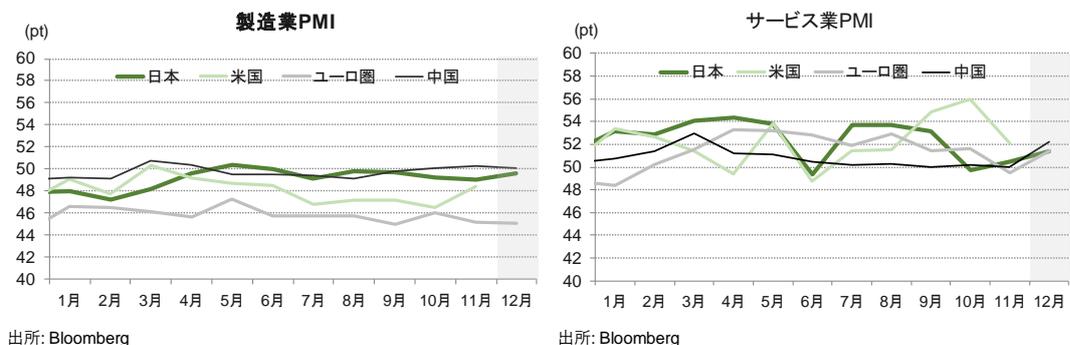




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、全般的には減速懸念が残っているが、短期的には底打ちの動きもみられている。ただし、25年に向けては不安材料も多い。特に米国ではトランプ政権発足に伴う関税政策に注目が集まっている。10-12月は、米国による関税導入への警戒から財の「駆け込み需要(輸出入)」が活発になった可能性が高く、一時的に製造業の景況感が回復する可能性があるが、25年以降は「反動減」の懸念が残る。関税交渉は相手国との駆け引きが重視されるため、関税導入の有無は現時点では不明であるが、製造業を中心にその影響を注視する必要がある。24年12月の金融市場は、FOMC結果を踏まえた米長期金利上昇期待を強く受け、世界的な長期金利上昇、株価軟化、および米ドル一強の様相を呈した。
- **注目材料:** 24年は世界的にはインフレ率が鈍化し中銀が利下げサイクル入りするなか、マクロ経済は底堅く、長期金利もコロナ前比では高止まりする状況にある。また、政治情勢の変化もテーマになり、日本では自公政権の少数与党化、米国ではトランプ氏の大統領返り咲き、欧州では独仏を中心に与党の政権基盤が揺らいだ。相対的には米国経済の強さが目立ち、米長期金利の高止まりとともに米ドル一強の様相を呈した。25年は、24年に見られたトレンドがどのように変化するか注目が集まるだろうが、筆者はこれらすべてに影響を与える可能性のある「地政学情勢」「米トランプ政権による経済・財政政策」、および、日本については「市場予想を上回るインフレの可能性」に注目している。

1. マクロ経済展望 ~ 減速懸念は残るが足もとは底堅さもみられる

グローバル・マクロ経済は、全般的には減速懸念が残っているが、短期的には底打ちの動きもみられている。引き続き製造業はグローバルに低調で、サービス業は底堅く推移している。



日本は、7-9月の実質GDP成長率(二次速報)が一次速報(年率+0.9%)から上方修正され同+1.2%となった。上方修正は、輸出や在庫投資に因る。個人消費はやや下方修正となったが、消費を中心に回復基調にあるという全体基調に変化はない。11月のCPI(日銀版コア(除く生鮮食品・エネルギー))は前年同月比+2.4%(10月は同+2.3%)と底堅く推移しているほか、名目賃金上昇率(共通事業所ベース)も前年比+3%近い上昇となっていることから、日銀は引き続き利上げタイミングを模索する状況にある。

米国は、7-9月期の実質GDP成長率(確定値)が前期比年率+3.1%となり、改定値(同+2.8%)から上方修正された。好調な内需により輸入が増加したほか、個人消費の伸びが高まった。今後、雇用や消費などの鈍化が意識されているものの、2%程度の成長が続くとみられ、24年通年の成長率は+2%台後半になるとみられる。11月の雇用者数(事業所調査)は前月差で+22.7万人となり、ストライキやハリケーンの影響で大きく鈍化した前月から持ち直した。一方、失業率(家計調査)は4.2%と前月から上昇した。労働市場は、

総じて緩やかな減速基調になっている。11月のPCEデフレーターは総合が前年比+2.4%、コアが同+2.8%となり、インフレ鎮静化傾向が続いている。FRBは12月開催のFOMCにおいて3会合連続の利下げを決定し、政策金利（レンジ上限）は4.50%に低下した。ただし、同時に発表された経済見通し（SEP）では、インフレ率が上方修正されたほか、25年末の政策金利のレンジ中央値は3.875%（上限4.0%）となり、25年の利下げ回数は4回から2回に減少した。

欧州は、EUの7-9月期実質GDP成長率が前期比年率+1.5%となった。24年前半の成長をけん引した輸出は財・サービスともに減少したが、インフレ鈍化やパリ五輪を受けて消費の伸びが拡大したほか、知的財産投資が設備投資をけん引し、内需主導の成長となった。EUの10月鉱工業生産はEVが低迷する自動車の減少が続くなか、電気機械などが増加した。ユーロ圏の11月消費者物価は、エネルギーのマイナス幅縮小により前年比+2.3%となり前月から伸びが幾分拡大した。ECBは順調にインフレ鈍化が続いているとの認識を示し、12月に3会合連続で利下げを行い、政策金利（預金ファシリティ金利）は3.00%に低下した。

中国は、7-9月期実質GDP成長率が前年比+4.6%となった。前期比年率では前期の+2.0%から+3.6%に加速したが、前年比+5.0%とした政府の年間目標を下回った。25年の経済政策の方針を決める中央経済工作会议が12月に開催され、内需不足による課題に直面しているとの認識が示された。そのうえで、25年も経済成長の維持や所得増などを推進する必要があるとされ、財政拡張と金融緩和を一層加速させるとの方針が示された。これを受け、金融緩和期待が高まり長期金利は1.6%台まで低下したほか、中国元（対米ドル）も下落した。

以上のように、グローバル経済は足もとでは底堅さが見えつつあるものの、25年に向けては不安材料も多い。特に米国ではトランプ政権発足に伴う関税政策に注目が集まっている。10-12月は、米国による関税導入への警戒から財の「駆け込み需要（輸出入）」が活発になった可能性が高く、一時的に製造業の景況感が回復する可能性があるが、25年以降は「反動減」の懸念が残る。関税交渉は相手国との駆け引きが重視されるため、関税導入の有無は現時点では不明であるが、少なくとも中国に対しては強硬姿勢を貫く可能性が高く、製造業を中心にその影響を注視する必要がある。

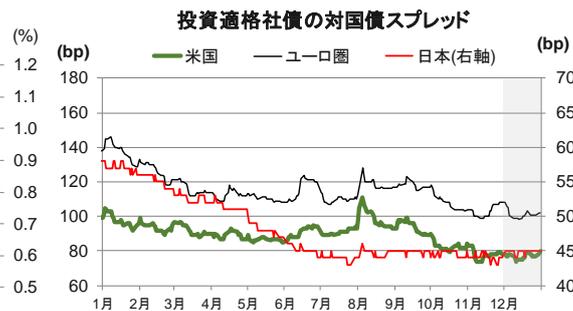
2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ~ トランプ・トレードへの根強い期待と懸念

12月の債券市場は、月央以降利回り上昇が顕著になった。米大統領選・議会議員選結果を織り込んだ動きは一巡したものの、12月のFOMC結果に強く影響を受けた。クレジット市場は、底堅いマクロ経済、好調な企業業績、そして安定的な金融システムを背景に、社債の対国債スプレッドはタイトな水準で推移した。フランス国債の対ドイツ国債スプレッドも、過去比では高水準ながら、12月は安定的に推移した。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

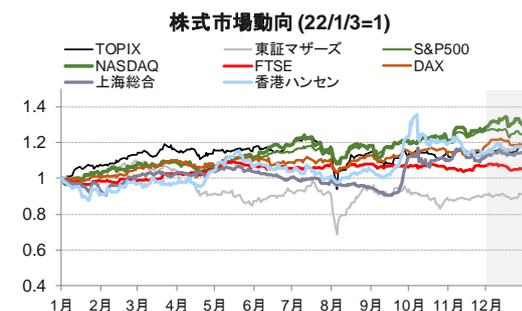
米国は、10月以降のいわゆる「トランプ・トレード」の織り込みが一旦終わり、12月初旬にかけて長期金利は若干低下～安定的に推移した。一方、12月のFOMCにおいて、今後のインフレ率見通しが上方修正されたほか、ドットチャート中央値の上方修正（25年の利下げ回数は4回→2回に修正）されたことにより、月末に向けて再び金利上昇となった。振り返ると、23年12月のFOMCでは「FEDピボット」（利下げへの方針転換）が意識され、23年12月末に向けて米長期金利は3.7%を割る水準まで低下したが、その後のFOMCでは上下双方にドットチャートが大幅修正されることになった。FRBスタッフの経済予測能力の低下を疑わざるを得ない状態にあり、その都度市場は過度に反応しているように見える。24年12月末の米長期金利は4.5%台後半にあるが、落ち着きつつあるインフレ率や緩やかな減速基調にある雇用情勢に鑑みれば、25年央までにドットチャートは再び可能修正（25年は計4回程度の利下げ）される可能性が高いとみている。

日本の長期金利も、12月後半にかけて上昇基調になり、12月末は1.1%台に達した。前述のとおりFOMCにおいて25年の利下げ見通しが修正されたことが影響した。一方、12月の日銀金融政策決定会合において一部で予想されていた利上げが見送られたほか、植田総裁記者会見において市場が想定している以上に「ハト派」と認識されたが、金利低下には至らなかった。市場では、25年初旬には利上げが確実視されているほか、足もと底堅く推移する日本のインフレ率に鑑みれば、25年中の複数回の利上げも意識される状況にある。

当面の債券市場の注目材料は、米国トランプ政権が繰り出す経済・財政政策、および日本のインフレ率になろう。「トランプ・トレード」が織り込んできた米ドル高・米長期金利上昇は長続きしないとみているが、トランプ氏が繰り出す政策は予想が難しく、また前例の無いことも少なくないため、市場はどうしても過剰反応しがちになる。日本は、少子高齢化・人口減少がもたらす「雇用ひっ迫」と「供給制約」が今後の基調的なインフレ率にどのように影響するのかを見極める時期になるだろう。

② 株式市場～金利上昇で上値の重い展開に

12月の株式市場は、11月以上に上値が重い展開となった。12月のFOMC結果を受けた米金利上昇が世界的に波及し、長期金利上昇が株価の上値を抑えたことに加え、AI関連銘柄への懸念や、自動車産業を中心に製造業の業績に対する懸念も根強かった。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

米国市場は、利下げ期待を背景に12月前半はハイテク株を中心に上昇したが、FOMCに合わせて発表された政策金利の見通しで今後の利下げペースの鈍化予想が示されたことでその後は下落に転じた。「トランプ・トレード」を背景に、米国株のEPS（一株当たり利益）はすでに過去平均を大幅に上回っており割高感がみられている。

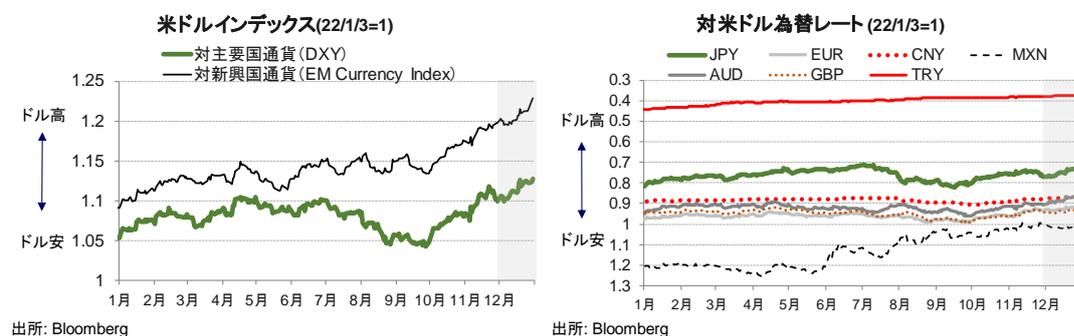
日本は、上記の米国要因もあり月央までは低調に推移したが、月末にかけて個別銘柄要因（本田技研工業と日産自動車の経営統合案の発表）に加え、トヨタ自動車によるROE目標20%との報道等が主要株価指数上昇に寄与した。米国株同様に、日本株のEPSも過去平均の大幅に上回っており割高感がみられる。

当面の株式市場の注目材料は、米国トランプ政権が繰り出す経済・財政政策の行方になる

う。24年10月以降株式市場が織り込んできた、減税と規制緩和をドライバーにした米企業利益の回復が実現するのか。一方で、対中関税強化を含む関税政策が、米国を含む製造業の業績やコストにどのように影響するのか。17年1月からの第一次トランプ政権時も、特定品目（アルミニウムなど）への関税が、個別企業単位で大きく影響する場面があったが、今回は事前準備期間もあり前回以上に円滑に関税政策を実施するとの見方も根強い。すでに自動車産業の変調が意識されるなか、米国の関税政策が製造業のセンチメントを悪化させる可能性があり留意を要する。

③ 為替市場～米ドル独歩高の継続!?

12月の為替市場は、米ドル独歩高となった。12月初は米金利低下・安定化に伴い米ドルが軟調気味に推移したが、月央以降は力強く回復した。背景には、12月FOMC結果を踏まえた米経済およびインフレの強さがある。



米ドル円相場は、10月以降米ドル高基調が続いたが、11月中旬以降156円台から150円割れまで下落したのち、12月央以降は再び騰勢を強め12月末は157円台で終わった。米ドル円が再び騰勢を強めたのは、雇用統計やCPIなどの経済指標が底堅いことに加え、12月FOMCにおいて今後のインフレ見通しが上方修正されたほか、25年の利下げ見通しも上方修正（4回→2回）されたことも影響した。

米国の底堅さに加え、米国以外の主要国・地域側にも米ドル高を誘発する要因があった。日本は日銀が12月に利上げを見送った。ユーロ圏は米国比でマクロ経済が冴えずECBがFRB以上に利下げする姿勢を示している。中国は12月に開催された中央経済工作会議において、25年に一層の財政拡張と金融緩和が実施されるとの見方が根強くなり、中国国債利回りが急低下したほか、中国元安を誘発した。

当面の為替市場の注目材料は、米国トランプ政権が繰り出す経済・財政政策になろう。トランプ氏の政策のうち、特に為替市場に影響しそうなのが関税政策であるが、関税政策は相手国との交渉次第という不透明要素もあり、事前に予想することが難しい。10月以降の為替市場は「米ドル」を中心にした状態が続いているため、今後仮に「トランプ・トレード」による米ドル高が一服すれば、想定外の米ドル安に振れる可能性にも留意する必要がある。もっとも市場コンセンサスは「米国の利下げサイクルが他国比で遅れていることを背景に米ドルの相対的な強さが残る」であり、底堅い米ドル相場が続くだろう。

3. 注目材料: 金融市場における25年の注目材料とリスク

24年は世界的にはインフレ率が鈍化し中銀が利下げサイクル入りするなか、マクロ経済は底堅く、長期金利もコロナ前比では高止まりする状況にある。また、政治情勢の変化もテーマになり、日本では自公政権の少数与党化、米国ではトランプ氏の大統領返り咲き、欧州では独仏を中心に与党の政権基盤が揺らいだ。また、日本株はバブル期以来の史上最高値を更新し、日銀は金融政策の正常化に向け利上げを実施した。総じて、米国経済の強さが目立ち、米長期金利の高止まりとともに米ドル一強の様相を呈した。

25 年は、24 年に見られたトレンドがどのように変化するか注目が集まるだろうが、筆者はこれらすべてに影響を与える可能性のある「地政学情勢」「米トランプ政権による経済・財政政策」、および、日本については「市場予想を上回るインフレの可能性」に注目している

地政学情勢～ トランプ政権は地政学情勢を安定化させるのか

24 年は、ロシア・ウクライナ戦争、およびイスラエルを軸とする中東での武力衝突が続き金融市場を揺るがす場面も見られた。一方、トランプ氏は、24 年の米国大統領選挙において、世界の地政学情勢の安定化を選挙公約に掲げている。とりわけ、ロシア・ウクライナ情勢の安定化、具体的には停戦合意を実現するとしている。また、米国の外交・安全保障に対するスタンスは、北朝鮮や台湾、南シナ海情勢といった世界的な紛争リスクにも大きな影響を与えるだけに、その動向が注目される。

22 年にロシアがウクライナを侵攻する際、多くの「専門家」がウクライナ侵攻の可能性は低いとしていたことにも表れているように、地政学情勢を事前に予想することは難しい。一方、17 年 1 月～21 年 1 月の第一次トランプ政権下での、世界の地政学情勢の安定化は注目に値する。

第一次トランプ政権下では、米国第一主義の下で、パリ協定からの離脱（17 年）、TPP 離脱（17 年）、イラン核合意からの離脱（18 年）など国際協定や多国間組織への参加を縮小した。このようななか、17 年 4 月 4 日にシリアのアサド政権（当時）が化学兵器（サリン）を使用したとされる事案が生じた。このような場合、通常であれば米国をはじめ関係各国が国連に要請し調査団を派遣し、化学兵器使用の有無を調査するといった手続きを経て、経済制裁等（武力行使ではなく）が課せられるのが一般的だが、トランプ政権は 4 月 7 日にシリアのシャイラート空軍基地に 59 発のトマホーク巡航ミサイルを発射した。表面的には、米国による突然の軍事介入は、シリアを支援するロシアやイランの反感を買ったが、一方で、その後の地政学情勢の安定化に寄与した可能性があることは見逃せない。すなわち、オバマ政権下での「非介入主義」から一転し軍事力行使の姿勢を示したことやイスラエルへの関与を強化したことにより、中東情勢の急激な変化に対しロシアやイランが「様子見」姿勢に徹するようになった可能性があるほか、当時核実験を続けていた北朝鮮が 18 年以降は南北融和路線に転じるなか 18 年 6 月にはシンガポールでトランプ大統領と金正恩総書記が会談するに至った。

前述の通り、第一次トランプ政権下では、前述のような国際協定や多国間組織への関与の縮小がみられたが、実際は米国の存在感は圧倒的であるほか、対話よりも軍事介入の可能性が生じたことにより、むしろ世界の地政学情勢は不安定ではなかった（ヘッドラインは多かったが、露骨に米国に対峙する国・地域や重大な武力衝突は見られなかった）。

地政学リスクの低下は、資源・エネルギー価格や穀物等の食料品価格の安定化に加え、物流コストの安定化にもつながり、インフレ鎮静化に大きく寄与する。「トランプ・トレード」が金利上昇やインフレを想起しているが、地政学情勢の安定化はむしろ「デysinフレ」を誘発する可能性があることに注目しておきたい。

米国～ トランプ政権が「出来ないこと」に注目

「トランプ・トレード」と称される米金利上昇・米ドル高・米株高は、「トリプル・レッド」が実現する場合、財政拡張的な政策、国内経済重視、そして移民政策や関税導入がもたらすインフレの結果、強い米国経済とインフレが共存するような世界をイメージしているのだろう。一方、「トランプ・トレード」が意識するような経済・金融市場環境が実現する可能性は必ずしも高くないとみていることは、24 年 12 月の当レポートで述べた。すなわち、トランプ氏および MAGA (Make America Great Again) を標ぼうする議員たちの政策実行には多くのハードルがあり、特に高いハードルの一つに身内（共和党の議員）の反発が

あることを忘れてはならない。

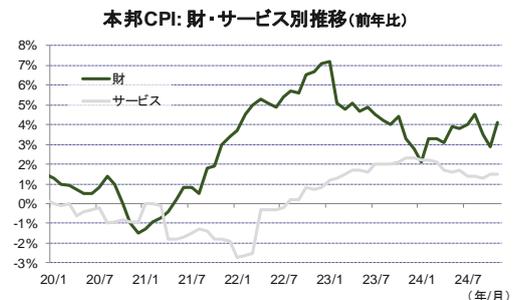
共和党穏健派のリーダー的存在で反トランプの代表格であるマコネル氏は24年11月に共和党上院院内総務を引退したが（上院の任期は26年まで）、その後行われた院内総務選挙では穏健派で長年マコネル氏の右腕として支えてきたジョン・スーン氏が選任された。イーロン・マスク氏が推す（事実上トランプ氏の支援を受けている）リック・スコット氏に大差をつけた当選だった。スーン氏は自由貿易擁護派として知られるほか、過去にはトランプ氏に反発した場面もあった。スーン氏は院内総務選出後、トランプ氏との関係構築を図っている模様だが、トランプ氏が繰り出す政策が簡単に通過しない可能性を示す材料の一つになる。また、次期司法長官に指名されていたゲーツ氏の指名辞退に加え、最近では24年末に可決された「つなぎ予算」における下院共和党のいわゆる「フリーダム・コーカス」と呼ばれる議員たちの存在も注目に値する。フリーダム・コーカス議員は、「つなぎ予算」の採決において米国政府債務を増加させることに反対する立場から採決に反対票を投じた。「つなぎ予算」の期限は3月14日（いわゆる大統領就任後の「ハネムーン期間」中）に到来するが、トランプ減税の延長以外の追加減税が実現するか否か、不透明感が残る。

下院共和党におけるフリーダム・コーカス議員に加え、スーン氏、マコネル氏、マカウスキ氏など、上院・共和党にも穏健派が無視できない程度に在籍している。トランプ 1.0 と同様に、共和党らしくない政策（極端な財政拡張策、移民政策、関税協定締結など）は議会を通らない可能性があることを認識すべきであろう。

結論として、「トランプ・トレード」の賞味期限は短く、25年央にまでには、今後各種相場は24年10月初旬程度までの戻りを試すと予想している。その後の金融市場は、米国マクロ経済やインフレ率を背景に、FRB がどこまで利下げできるかを焦点にすることになる。

日本～市場予想を上回るインフレの可能性

我が国のインフレ見通しも注目点の一つになろう。足もとのインフレ率（前年比）は日銀のインフレ目標である+2%を上回る水準で推移している。財・サービス別に確認すると、主に「財」の寄与度が大きい反面、日銀がインフレの「ノルム」形成の有無として注目している「サービス」の寄与度が改善基調にあるとは言えない。

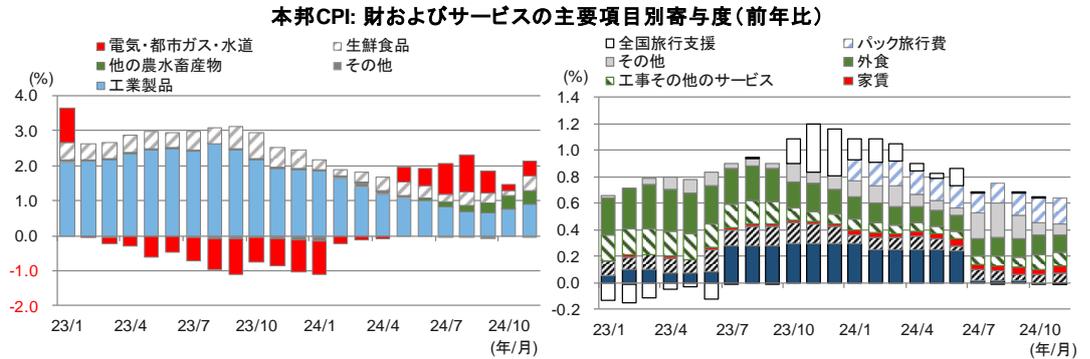


出所: Bloomberg

「財」を主要項目別寄与度で確認すると、最近では「工業製品」や「他の農水畜産物」（主に米）の寄与度が上昇している。ただし、「工業製品」の寄与度上昇の背景には、23年までの製造原価の上昇（米ドル建て資源価格の上昇および円安に因る）の製品価格への転嫁が続いていることが影響しており、必ずしも「ノルム」とは言えない面もある。「他の農水畜産物」の寄与度上昇も気候変動が影響している。

一方「サービス」は、「工事・その他サービス」「外食」「家賃」の寄与度が底堅く推移している反面、「その他」に含まれる「教養・娯楽」などの寄与度はむしろ低下している。「工事・その他サービス」は、足もとの建築業界における人材不足を背景にした「供給制約」により価格転嫁が進んでいる可能性があり一定の持続性を持つとみられるが、「外食」は食品価格上昇の影響を強く受けている可能性があり価格上昇の持続性には疑問が残る。「家賃」も都市部で家賃上昇が確認されているものの、少子高齢化・人口減少が続くなか日本全国レベルで見た場合、持続的な上昇につながるかは依然として不透明である。

これらを総括すれば、日本がもはや「デフレ」や「ディスインフレ」ではなく、一定のインフレ率を持続する可能性が高まっているといえるものの、日銀が目指すようなインフレの「ノルム」形成には至っていない、もしくはその形成プロセスの途中にあると言える。



今後の我が国のインフレ動向、すなわち 2%の物価安定目標を持続的に達成するか否かを考えるうえで、少子高齢化・人口減少がもたらす「労働需給のひっ迫」(≒持続的な賃上げの主要ドライバー)と、人材不足がもたらす「供給制約」(≒持続的な価格転嫁の主要ドライバー)は無視できない。日銀短観・雇用判断DIはほぼすべての業種で過去最悪の雇用ひっ迫になっており、それが背中を押す形で 24 年はバブル期並みの賃上げが実現した。一方、賃上げにも関わらず 24 年の労働分配率は上昇しているわけではない。24 年後半以降、自動車産業を中心に製造業のスローダウンが予想されるなか、25 年春闘で 24 年並みの賃上げが実現するのか、当該賃上げを企業は製品・サービス価格に転嫁することができるのか。過去の「デフレのノルム」も根強く残るが、先進国で最先端の(かつ前例の無い)「少子高齢化・人口減少」が本格化するなか、「雇用ひっ迫」と「供給制約」が金融市場予想を上回る賃上げと価格転嫁(インフレ)につながる可能性も残る。

わが国の金利水準は「低下」よりも「さらに上昇する」側にバイアスががかかっていると考えている。

(了)

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。

本資料は金融専門業者に外部委託して作成しております。内容は執筆者の個人的見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

有価証券等の取引には、リスクが伴います。投資についての最終決定は、投資家ご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。当社は、いかなる投資の妥当性についても保証するものではありません。

記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。

上田八木短資株式会社

登録金融機関 近畿財務局長（登金）第 243 号

東京本社 〒103-0022 東京都中央区日本橋室町 1 丁目 2 番 3 号 tel : 03-3270-1711
（代表）

大阪本社 〒541-0043 大阪府大阪市中央区高麗橋 2 丁目 4 番 2 号 tel : 06-6202-5551
（代表）

加入協会 日本証券業協会