

# 経済金融 ウォッチ

2025年1月号

国内	.....	1
米国	.....	11



## 12月利上げを見送った日本銀行

### ～25年春闘やトランプ2.0の政策運営への注目高まる～

南 武志

#### 要旨

日銀短観 12月調査からは、大企業を中心に企業経営者の景況感はしっかりしているほか、設備投資意欲も堅調であることが見て取れる。一方、法人企業統計によれば、人件費や変動費の上昇が収益圧迫につながっていることも確認できた。24年春闘での大幅賃上げにもかかわらず、実質賃金の目減りがようやく解消したに過ぎず、消費の足取りは鈍いままだ。とはいえ、強まるばかりの人手不足による賃上げ継続や政府の物価高対策の再導入などで家計の所得環境は改善が見込まれ、当面は消費持ち直しによってプラス成長が続くだろう。

こうしたなか、日本銀行は12月の金融政策決定会合において、経済・物価情勢は見通しに沿って推移していると評価したものの、25年春闘の動向やトランプ2.0始動後の米国経済政策の推移を確認したいと、利上げを見送った。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目		2024年	2025年			
		12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 (%)		0.227	0.20～0.55	0.45～0.80	0.45～0.80	0.45～0.80
国債利回り	20年債 (%)	1.860	1.70～2.10	1.80～2.20	1.90～2.30	1.90～2.30
	10年債 (%)	1.065	0.90～1.30	0.95～1.40	1.00～1.50	1.05～1.50
	5年債 (%)	0.720	0.55～0.85	0.60～0.90	0.65～0.95	0.65～0.95
為替レート	対ドル (円/ドル)	157.2	142～162	140～160	135～155	135～155
	対ユーロ (円/ユーロ)	163.3	145～165	142～162	140～160	140～160
日経平均株価 (円)		39,036	39,000±3,000	40,000±3,000	40,500±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)

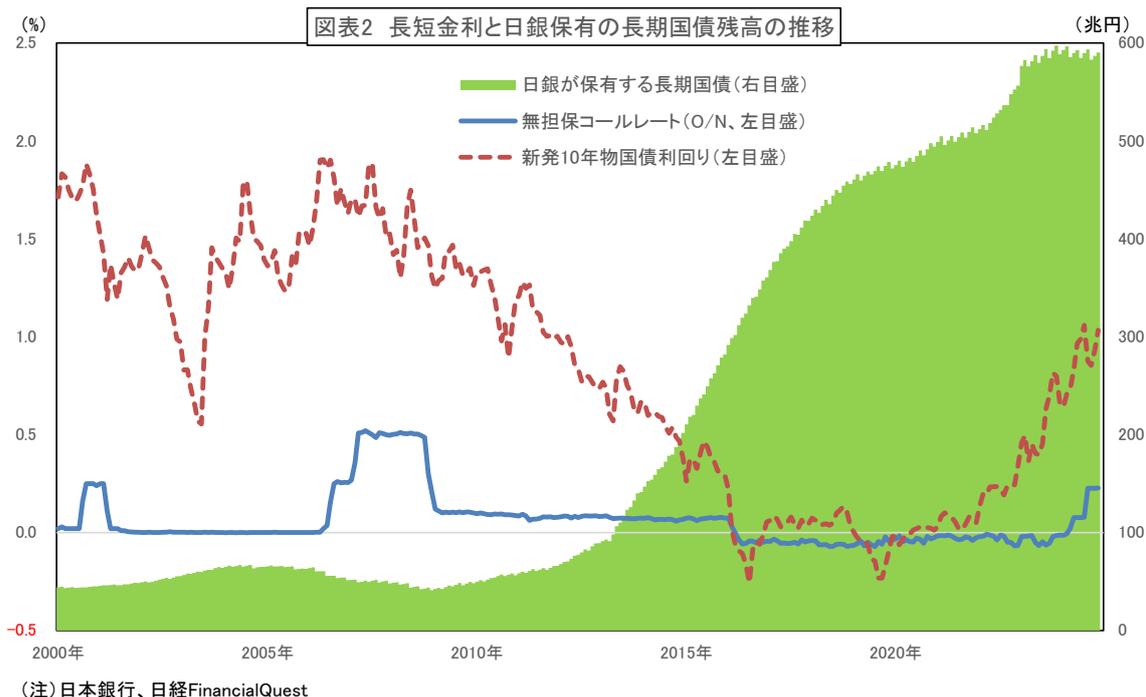
(注)実績は2024年12月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

#### 金融政策：25年春闘やトランプ2.0における米国経済などの情報がもう少し必要との判断から12月利上げを見送り

日本銀行は12月18～19日に開催した金融政策決定会合において、政策金利を据え置くことを賛成多数で決定した。7月の追加利上げ以降、日銀は先行き展望レポートで示すように経済・物価が推移していくとすれば、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繰り返し表明してきた。また、前回10月会合後には、米国経済の底堅さが再認識され、金融市場にも落ち着きが戻ったことで、8月以降に用いてきた「時間的余裕がある」との表現を封印したこともあり、早ければ12月にも利上げの是非が議論されるとの観測が強まっていた。実際の経済・物価データを確認すると、後述の通り、消費にまだ鈍さはあるものの、24年度上期は潜在成

長率を上回る経済成長を達成したほか、景況感も概ね良好、物価は2%台で推移するなど、全般的に「オントラック」で推移していたと思われる。

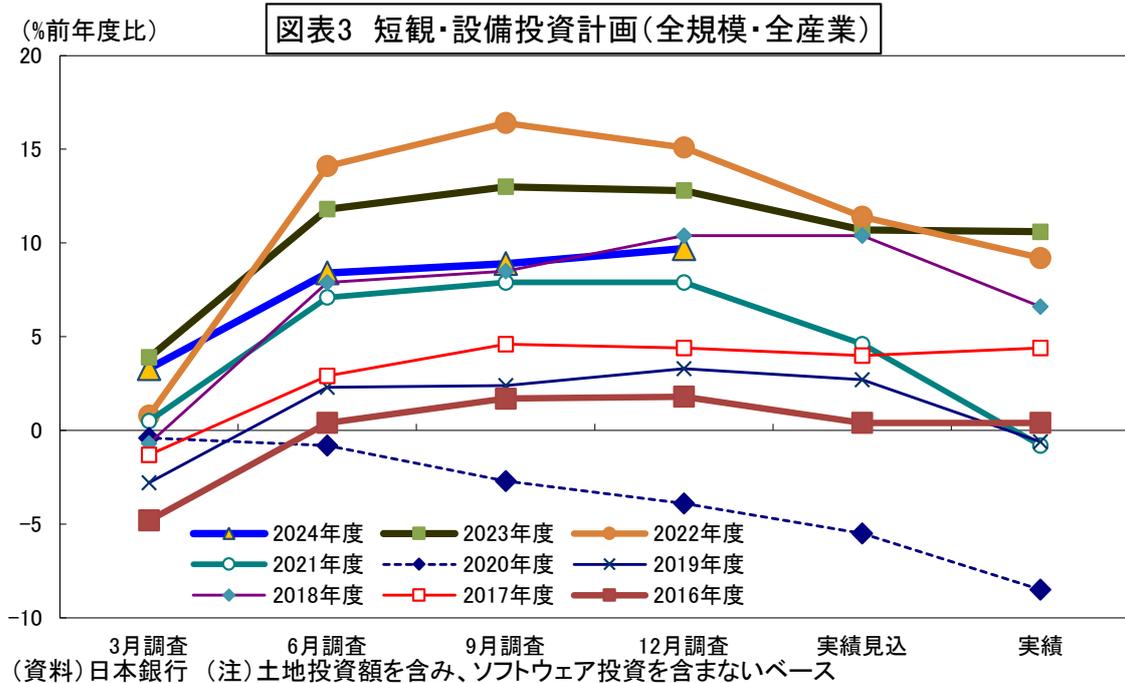
会合後の会見で、植田総裁は利上げ判断を先送りした理由として、「賃金と物価の好循環」の強まりを確認するという視点から、25年春闘に向けたモメンタムなど、今後の賃金動向についてもう少し情報が必要としたほか、米国など海外経済の先行きも引き続き不透明であり、第2次トランプ政権(トランプ2.0)の経済政策を巡る不確実性が大きいことも指摘した。さらに、基調的な物価上昇率やインフレ期待はだいぶ高まったものの、2%の物価安定目標と整合的な水準にはまだ距離があるなか、その上昇ペースも緩慢であり、政策金利の調整をゆっくりさせる余裕があると述べたこともあり、マーケットでは1月会合での利上げも難しいのでは、と利上げ観測が後退する場面もあった。



### 金融政策：1月か3月には利上げ

25年春闘は、大手の金属労協が月額12,000円以上、中小製造業の労組から構成される「ものづくり産業労働組合(JAM)」が同15,000円のベースアップをそれぞれ要求する方針を固めるなど、徐々に要求額が明らかになりつつある。1月会合(23~24日)の段階では交渉がスタートしたばかりだろうが、人手不足を背景に賃上げの機運は継続するものと思われる。さら

に、1月20日にスタートするトランプ2.0後の金融市場に混乱がなければ、1月会合において利上げの是非が議論されるだろう。日銀は1月もしくは3月に再利上げを実施するだろう。ただし、後述の通り、25年度半ば以降、物価上昇率が2%を下回った状態が想定され、利上げ継続は困難になるだろう。



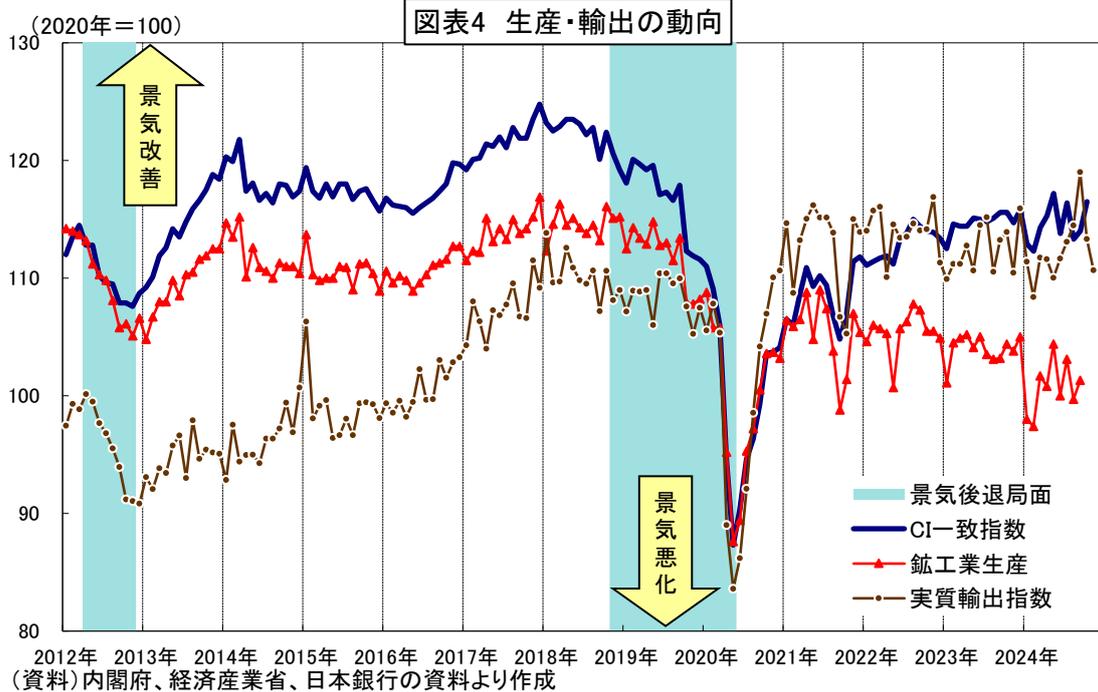
**設備投資意欲の底堅さが確認できた12月短観**

以下、足元の国内景気動向について確認したい。日銀短観12月調査によれば、大企業製造業の業況判断DIは14と9月調査時から+1ポイントと改善、一方の同非製造業は33と同じく▲1ポイントと悪化したが、概ね景況感の底堅さは維持されたといえるだろう。なお、非製造業で大きく悪化した業種は小売、宿泊・飲食サービスであり、インバウンドが堅調である半面、個人消費の弱さが意識される内容であったといえる。

また、24年度の売上・収益計画では増収減益見通しには変わりはなく、特に24年度下期は全面的な減益が見込まれている。ちなみに、7～9月期の法人企業統計季報では経常利益(季節調整値)が前期比マイナスであった。人件費や投入コストの高まりが収益を圧迫している。

一方で、24年度設備投資計画は非製造業を中心に上方修正され、企業の設備投資意欲の堅調さが確認できた。とはいえ、機械受注や生産統計の資本財出荷など月次指標では設備投資の弱さも見て取れるなど、計画と実際の設備投資行動には乖離も

目立つ。

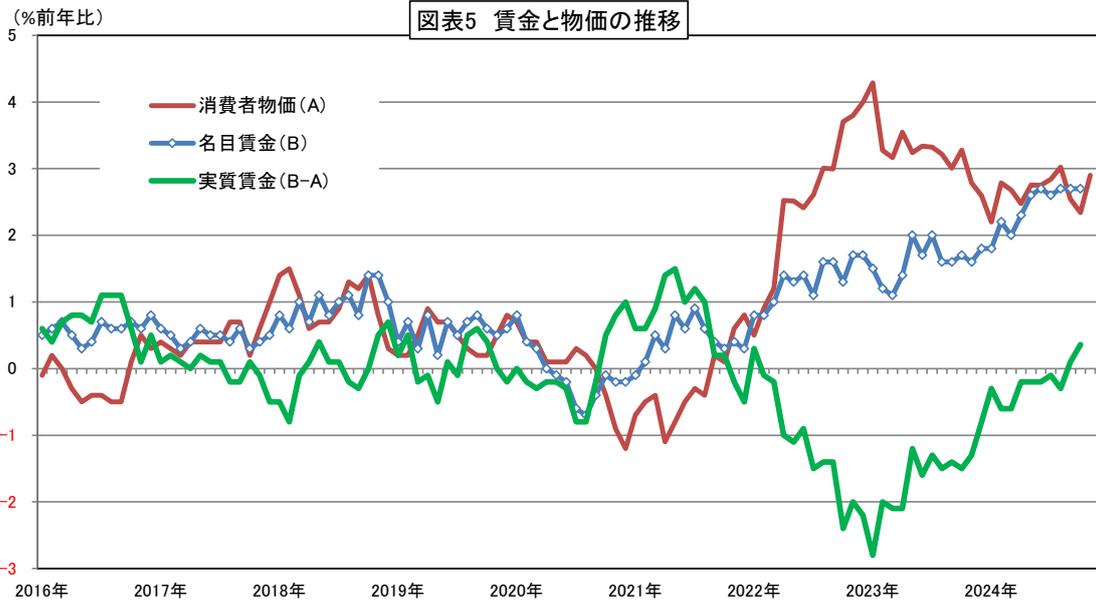


## 国内景気は一進一退 状態

月次経済指標に目を転じると、10月の景気動向指数・CI一致指数（速報）は前月から+2.5ポイントと2か月連続で上昇したが、依然として直近ピーク（5月）の水準には届かず、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた（6か月連続で同じ表記）。また、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10月分も前月から+0.8ポイントと2か月連続で上昇したが、過去最高を付けた7月の水準を下回っている。

また、11月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断DI・先行き判断DIともに3か月ぶりに改善したが、現状判断DIは判断基準である50を9か月連続で、先行き判断DIは同じく3か月連続で下回っている。中旬にかけて平年並みの気温となり、季節商材の売れ行きが戻ったものの、客単価は低調であり、さらに求人難が広がりを見せるなど、人手不足が顕著になりつつあるとの指摘がみられた。

一方、11月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比▲2.3%と2か月連続で低下した。地域別には米国、EU向けが、財別には自動車関連、情報関連、資本財・部品が大きく悪化した。また、11月の製造工業生産予測指数（誤差補正後）は同▲4.1%と3か月ぶりの低下見込みとなっている。



**実質賃金はプラスに  
浮上したが、消費はまだ鈍い**

賃金については、10月の毎月勤労統計によれば前年比2.6%と、23年(同1.2%)の伸びを大きく上回っている。このうち、一般労働者の所定内給与も同2.8%まで高まってきた。とはいえ、24年春闘での賃上げ率が23年から1.7ポイント強も高まったことを踏まえれば、物足りなさもある。さらに、実質賃金(内閣府ベース、デフレーターは全国消費者物価指数(総合))は、一般労働者の現金給与総額で前年比0.4%となったほか、同じく所定内給与も同0.5%とプラスに転じている。

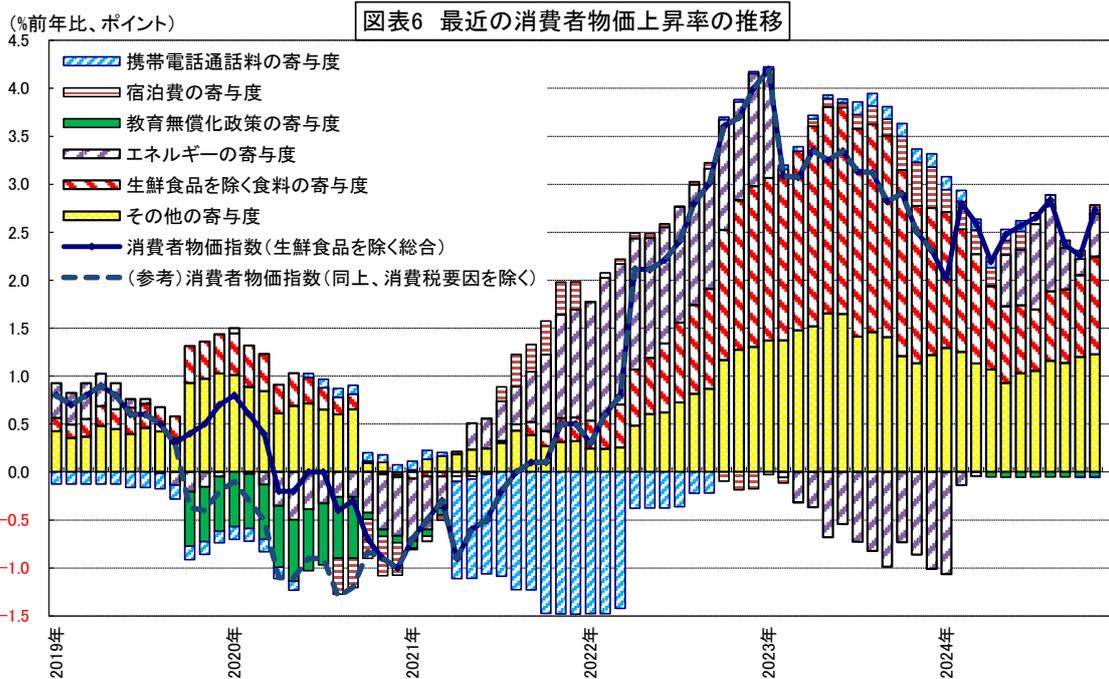
このように所得環境は改善してきたが、足元で食料・エネルギーの値上げが消費者マインドの回復を阻害しており、なかなか消費の回復傾向は強まってこない。10月の総消費動向指数(CTIマクロ、総務省統計局)は前月比▲0.1%と7か月ぶり、実質消費活動指数(旅行収支調整済、日本銀行)も同▲0.4%と3か月連続で、いずれも低下した。なお、実質消費活動指数のうちの非耐久財はコロナ禍当時の水準を下回っている。

**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10~12月期については、世界貿易動向の低調もあり、輸出は弱含みで推移している(実質輸出指数の10~11月平均は7~9月平均の▲3.1%)。インバウンド需要は底堅いものの、すでに高水準であり、成長率を一段と押し上げる効果は乏しくなっている。一方で、賃上げ効果と物価の沈静化によって実質賃金の目減りが解消しているほか、24年夏場をボトムに平均消費性向も持ち直し

が見られていることから、消費の回復傾向は続き、3 期連続のプラス成長が見込まれる。

注目の 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と見込まれ、しっかりとした賃上げが実現し、消費回復に貢献すると思われる。こうした消費回復は非製造業などの設備投資にも波及していくだろう。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

### 物価動向：食料、エネルギーの値上がりで前年比上昇率は2%台後半へ

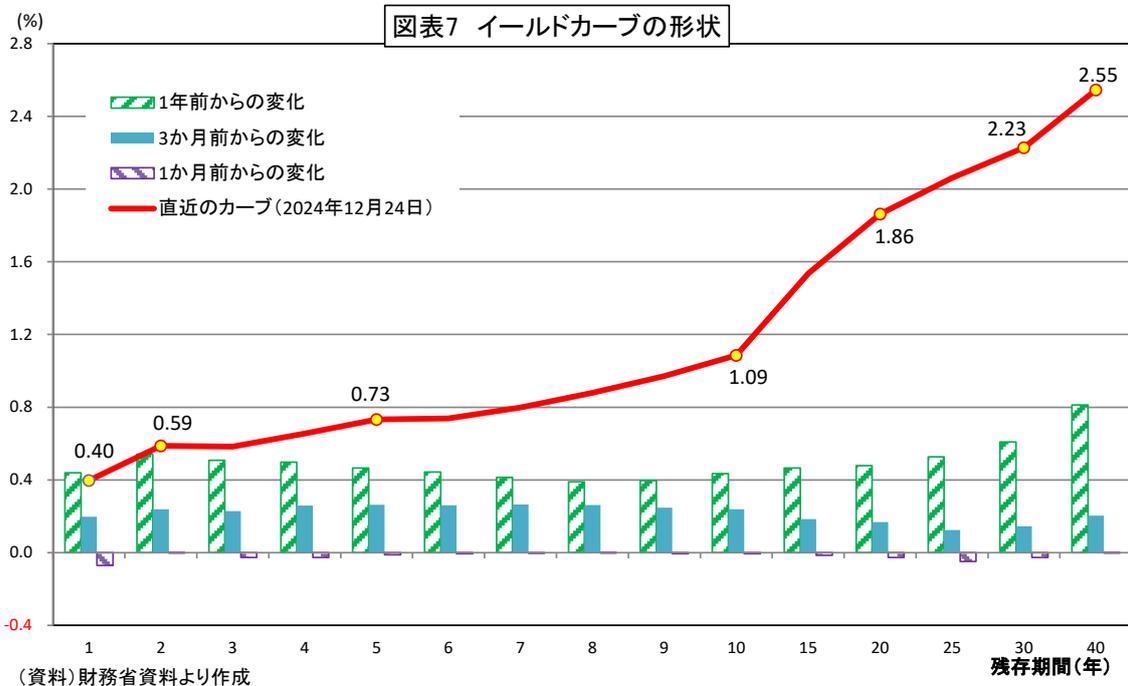
11月の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は前年比2.7%と3か月ぶりに上昇率が拡大した。「酷暑乗り切り緊急支援」の補助縮小によってエネルギー価格が値上がりした影響が大きかった。総務省統計局では物価全体の前年比上昇率に対して▲0.34ポイント(うち電気代：▲0.28ポイント、都市ガス代：▲0.05ポイント)の押し下げ効果があったと試算しており、10月分(▲0.55ポイント)の6割程度に縮小した。また、コメは前年比63.6%と大幅に上昇、物価全体を+0.37ポイント押し上げたほか、チョコレートやコーヒー豆など原材料を輸入に依存する財でも円安などの影響が出ており、食料は総じて上昇傾向を強めている。

また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合(コアコアCPI)」は同2.4%へ4か月連続で上昇率を高めた。一方で、一般サービス(除く宿泊費)は同1.6%で前月と変わらずで、人件費の高まりがサービス価格を押し上げる様子は確認できていない。

## 物価高対策の再々導入で、2～4月の物価上昇は抑制へ

「酷暑乗り切り緊急支援」や燃料油に対する激変緩和措置の縮小・終了によって、12～1月のコアCPI上昇率は3%前後までさらに高まるとみられるが、24年補正予算では25年1～3月分の電気・都市ガス代、ガソリンの負担軽減策が再び導入される予定であり、2月以降、物価上昇率は2%台半ばへ再び鈍化することが見込まれる。

ただし、25年にかけても円安圧力は根強いとみられるほか、コメ価格が下げ渋っていることもあり、輸入品や食料を中心に一定の値上げ圧力が残るだろう。しかし、25年度半ばには上述した押し上げ要因が一巡するとみられることから、コアCPIは徐々に鈍化し、下期以降は2%割れになると予想される。



## 金融市場：現状・見通し・注目点

「トランプ・トレード」が一巡したほか、米国のインフレ再燃が意識されたことで、12月に追加利下げを決定した米Fedが今後の利下げは慎重に判断すると表明したこともあり、米国株価は調整色の強い展開となった。一方、国内では日銀の早期利上げ観測が後退したことで円安圧力が再び強まった。

以下、長期金利、株価、為替レートの見通しについて考えてみたい。

### ① 債券市場

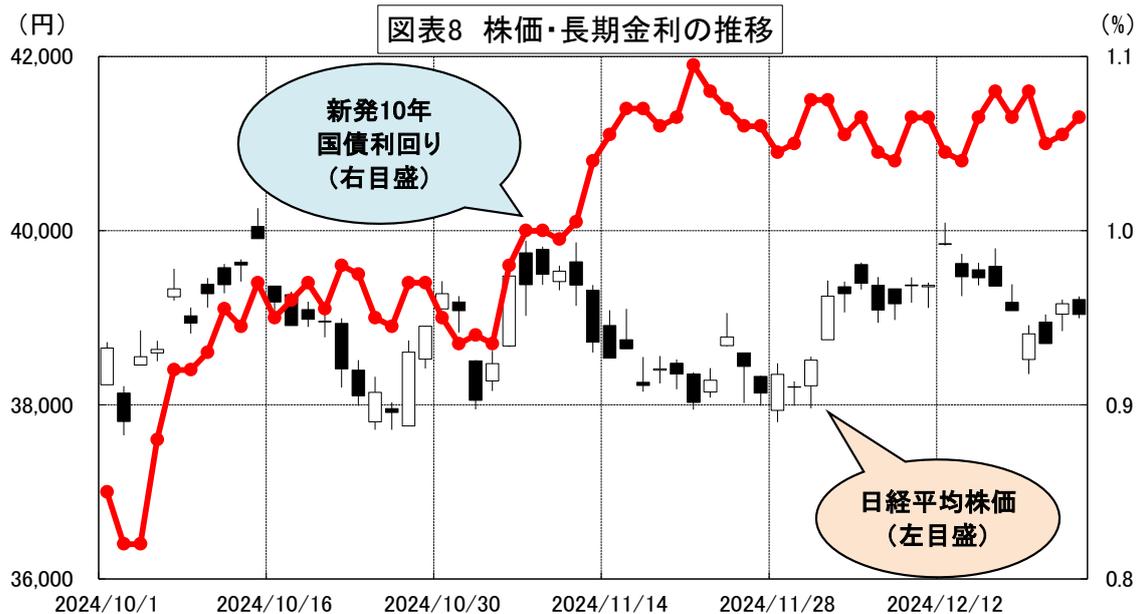
## 長期金利は 1.0% 台でもみ合う展開

8月入り後に米国経済の悪化懸念が高まり、一気にリスクオフの流れが強まったことで、長期金利（新発10年物国債利回

り)は一時0.75%まで低下した。その後、米国景気に対する過度な悲観論は後退したが、10月初頭まで長期金利は概ね0.8%台で推移した。しかし、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、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、長期金利は上昇傾向をたどり、11月中旬には一時1.1%台まで上昇した。しかし、日銀は12月会合での利上げを見送るとの観測が強まったため、年末にかけて1.0%台後半でもみ合う展開となった。

### 長期金利は緩やかに上昇

トランプ2.0で米国インフレが再燃するほか、大型減税で財政赤字が拡大するとの見方が強まっており、米国長期金利には上昇圧力がかかっており、国内も波及している。また、日銀の利上げ方針にも変わりはないだろう。長期金利は今後とも緩やかながらも上昇傾向をたどるだろう。



日経平均株価は一時40,000円を回復したが、年末にかけて上値の重い展開

### ② 株式市場

9月中旬にかけて円高が進行した際には日経平均株価は35,000円台に下落するなど、不安定な状態が続いたが、10月中旬にかけて米国経済の堅調さが好感され、米国株価が断続的に史上最高値を更新した場面では円安進行も好感され、日経平均も40,000円を一時回復した。その後は38,000~40,000円のレンジ内でもみ合う展開が続いた。一時的にはトランプ・トレードにつられて上昇する場面も見られたが、トランプ2.0での関

税政策への懸念も根強く、足元は弱含みで推移している。

先行きを展望しても、①海外経済は低成長状態が続く、②24年度の企業業績は下期にかけて減益見通しである、③トランプ2.0への警戒、などから、株価はしばらく上値の重い展開が続くと思われる。ただし、国内の経済政策に「手取りを増やす」を掲げる国民民主党が主張する政策が取り入れられつつあり、内需関連株などには好材料となる可能性があるだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点。

**日米金利差は縮小しないとの思惑から円安圧力高まる**

### ③ 外国為替市場

米国経済の失速懸念が高まったことでFedが先行き大きく利下げするとの観測が浮上、24年9月中旬には一時141円台まで円高が進んだ。その後、米国経済に対する悲観論が後退、代わって楽観論が台頭し、Fedの大幅利下げ観測が後退したことで円安が進み、ドル円レートは一時157円近くとなった。12月初旬には日銀の利上げを織り込む格好で一時150円を割り込むなど、一旦は円高方向に戻したが、12月に利下げをしたFedが先行きの利下げ回数を減らす半面、日銀の早期利上げ観測が後退したことで、日米金利差はなかなか縮小しないことが改めて意識され、直近は円安が進んでいる。

とはいえ、160円台では財務省による市場介入が実施される可能性が意識されることから、円安進行の余地は小さく、円高方向に戻す場面もあるだろう。

**ドル高につられて**

10月末にかけて対ユーロレートはドル高につられて1ユー

## ユーロ高が進行

ル=166 円までユーロ高が進んだ。その後、トランプ氏の大統領選勝利を受けて、先行き米国との関係が悪化し、それがユーロ圏経済を圧迫するとの思惑が高まり、ユーロは下落、11月下旬には一時160円割れとなる場面もあった。しかし、年末にかけてはドル高につられてユーロ高が進んでいる。

独仏など主要国において景気失速懸念が根強く、25年にかけても欧州中央銀行（ECB）は利下げを検討するとみられている。それゆえ、一方的な円安進行はなく、円高ユーロ安方向に戻る場面が見込まれる。

(24.12.25 現在)

## 景気の底堅さが続くなかでの政権移行

### ～利下げペースの減速を示唆した 12 月 FOMC～

佐古佳史

#### 要旨

12 月 FOMC では事前予想通り 25bp の利下げが決定され、政策金利の誘導目標は 4.25～4.50%となった。政策金利はピークから累積で 1 ポイント利下げされた。FOMC 後に公表された資料において、今後の利下げペースを減速することが示唆され、長期金利の上昇と株価の下落がみられた。

足元の米国経済を概観すると、労働市場は需給ひっ迫が解消された後も堅調さを維持している。また、資産価格の上昇が追い風になっているとみられることから、個人消費は増加傾向が続いている。こうしたなか、特にコアインフレ率が下げ渋っているため、利下げペースの減速は妥当といえるだろう。第 2 次トランプ政権(25 年 1 月 20 日～)の政策や景気動向次第では、25 年半ば以降は政策金利の高止まりや利下げの一時停止も現実味を帯びそうだ。

#### 25bp の利下げを決めた 12 月 FOMC

12 月 17 日、18 日にかけて開催された FOMC では、25bp の利下げが決定され、政策金利の誘導目標は 4.25～4.50%となった。政策金利はピークから累積で 1 ポイント利下げされたこととなる。声明文は 11 月 FOMC からほぼ変化がなかったものの、「FOMC は政策金利の追加的な調整の程度とタイミングを検討する上で、今後入手するデータや変化する見通し、リスクのバランスを慎重に見極める」との一文において、「タイミング」の一語が加筆されたことで、利下げペースの減速や、利下げの一時停止などについての含意があったと解釈できる。

FOMC 後に公表された資料から大勢見通しを確認すると、失業率見通しはほぼ変わらず、インフレ見通しは上方修正、政策金利見通しも上方修正された。一方で、25 年以降の経済成長率の見通しがほぼ変わらなかったことから、第 2 次トランプ政権が実施する可能性が高いと見込まれる景気刺激策などは、12 月時点の FRB の景気見通しに反映されていないように思われる。

図表1 FRB大勢見通し(12月時点)

		2024年	2025年	2026年	2027年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	2.4~2.5	1.8~2.2	1.9~2.1	1.8~2.0	1.7~2.0
	9月時点 (%前年比)	1.9~2.1	1.8~2.2	1.9~2.3	1.8~2.1	1.7~2.0
失業率	(%)	4.2	4.2~4.5	4.1~4.4	4.0~4.4	3.9~4.3
	9月時点 (%)	4.3~4.4	4.2~4.5	4.0~4.4	4.0~4.4	3.9~4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	2.4~2.5	2.3~2.6	2.0~2.2	2.0	2.0
	9月時点 (%前年比)	2.2~2.4	2.1~2.2	2.0	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	2.8~2.9	2.5~2.7	2.0~2.3	2.0	
	9月時点 (%前年比)	2.6~2.7	2.1~2.3	2.0	2.0	
政策金利	(%)	4.4~4.6	3.6~4.1	3.1~3.6	2.9~3.6	2.8~3.6
	9月時点 (%)	4.4~4.6	3.1~3.6	2.6~3.6	2.6~3.6	2.5~3.5

(資料)FRBより作成

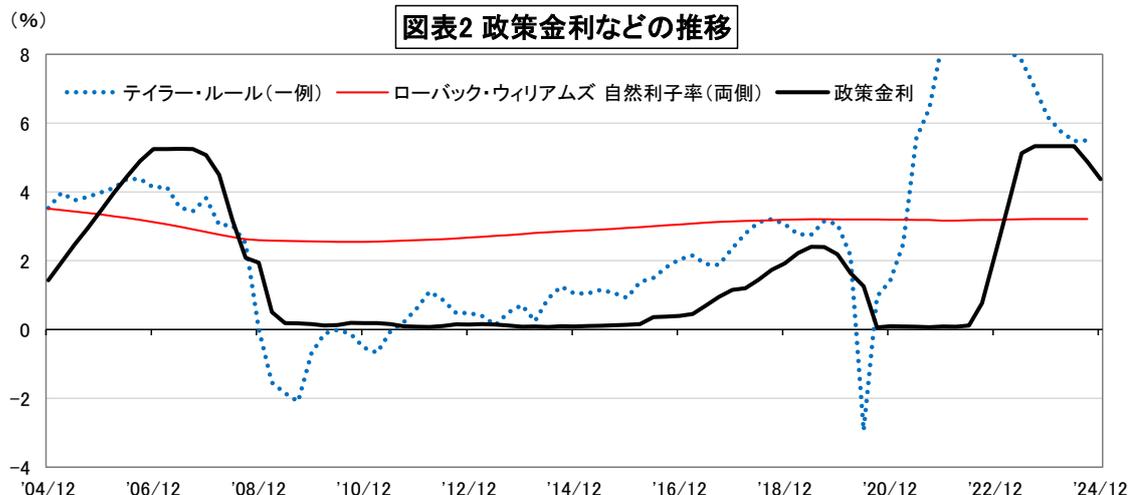
(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

### 利下げペースの減速を示唆

FOMC後に公表された資料から、FOMC参加者の各年末時点での政策金利を記したドットプロットを確認すると、25年内の利下げ幅見通しの中央値は50bpとなり、利下げペースの減速が示唆された。また、利下げ局面の最終的な政策金利水準予想としては、コロナ禍前よりやや高い3.0%が適切との見通しとなった。

政策金利は名目自然利子率より高いため、引き続き金融引き締めが継続していると判断できる。また、金利水準自体も現在入手できるデータから考えれば概ね適切といえる。米国の景気が好調であり、特にコアインフレ率が下げ渋るなか、金融引き締めを維持しつつ利下げペースを減速するのは妥当といえる。

図表2 政策金利などの推移



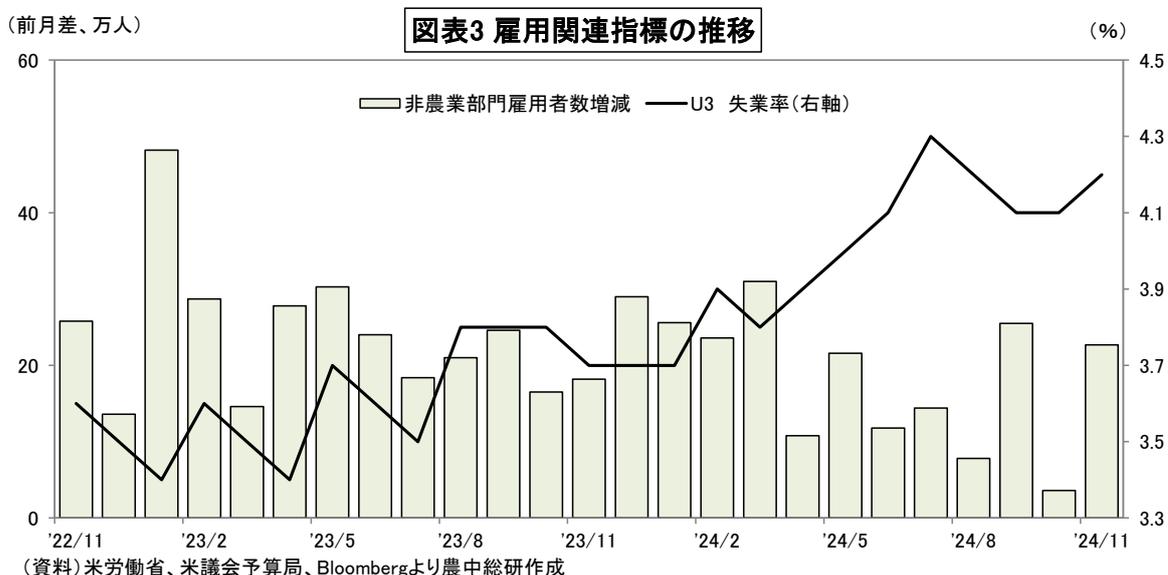
(資料)ニューヨーク連銀、アトランタ連銀、FRB、米議会予算局、米商務省経済分析局

(注)自然利子率は物価目標の2%を加えて名目化した。

**過熱感はないが、  
堅調さが維持され  
ている労働市場**

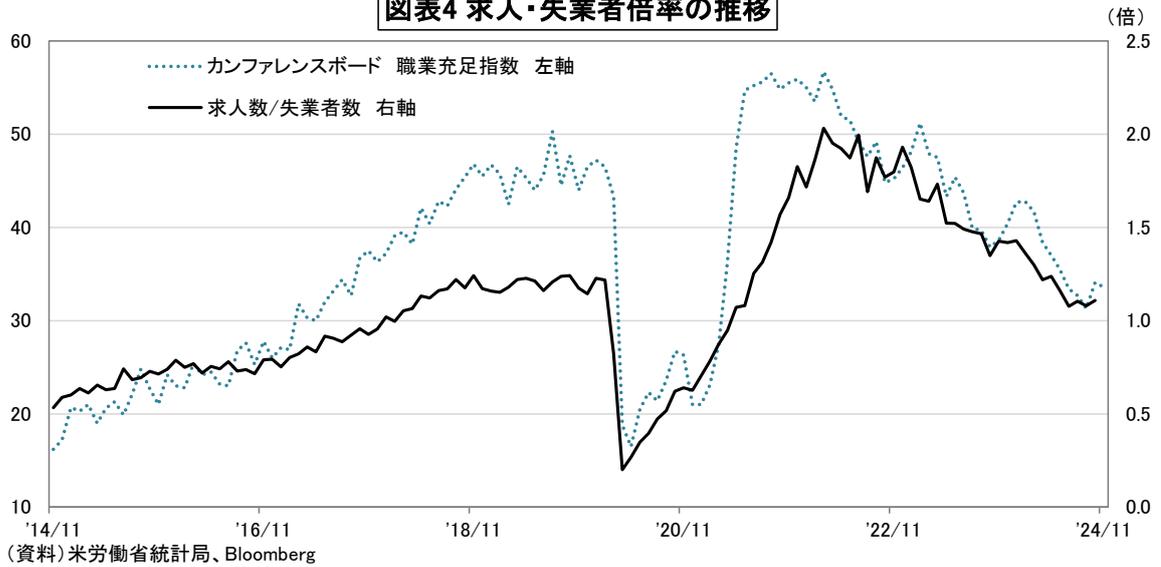
さて、11月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月から22.7万人増（事業所調査）と10月の同3.6万人から加速した。なお、10月は2つのハリケーンとストライキなどの影響から一時的に鈍化していたと考えられる。また、失業率は0.1ポイント上昇の4.2%となったが、依然として労働市場の堅調さが維持されているといえるだろう。

11月の平均時給は前年比4.0%（前月比0.4%）、生産・非管理職の時給は同3.9%（同0.3%）の上昇となり、2%物価目標と整合的な上昇率をやや上回っていると思われる。



求人数と失業者数の比率をみると、10月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.11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されたと考えて良いだろう。11月の雇用統計と10月の求人労働異動調査から判断すると、労働市場はコロナ禍に見られた需給不一致などが解消された後も、失業率が歴史的に見て低いこともあり、堅調に推移しているといえる。

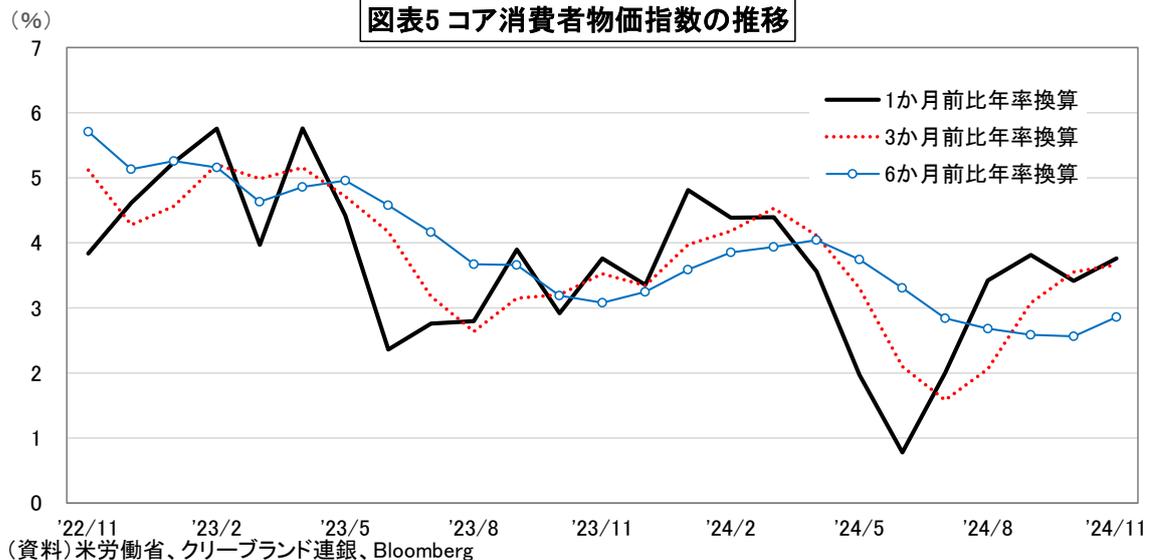
図表4 求人・失業者倍率の推移



下げ渋るコアインフレ率

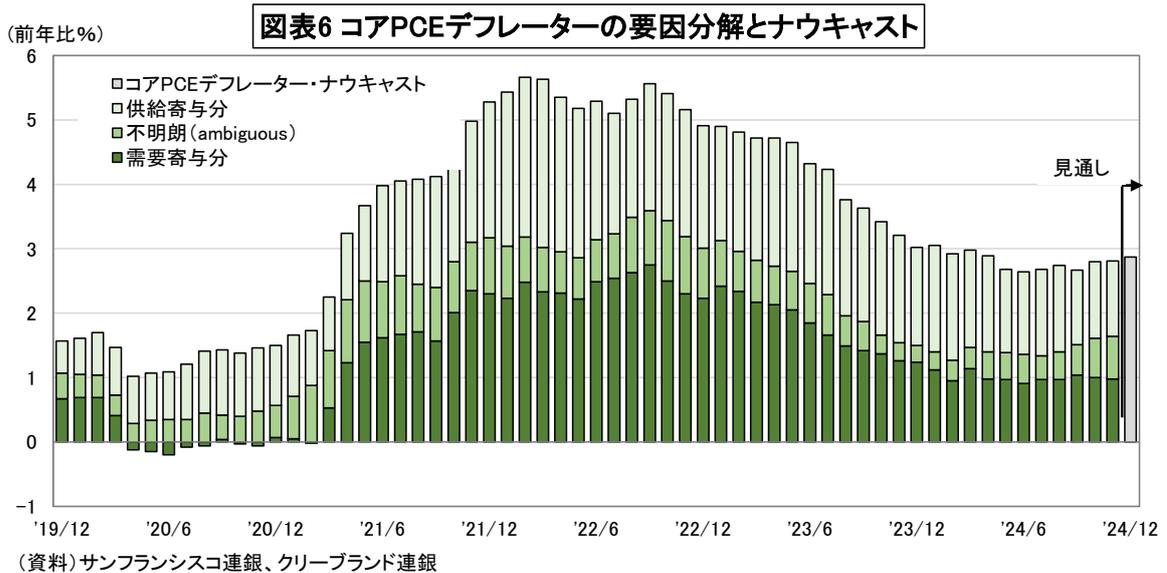
11月の消費者物価指数(CPI)は、総合が前年比2.7%(前月比は0.3%)、食料とエネルギーを除くコアは同3.3%(同0.3%)となり、前年比で見れば引き続きコアインフレ率の下げ渋りが確認された。エネルギーを除いたコアサービスの上昇率は10月から変わらずの前月比0.3%となり、8、9月の同0.4%から小幅に鈍化した。また、高止まりが指摘されることが多い帰属家賃と家賃はいずれも同0.2%へ鈍化した。コアCPIについてより足元の動きを確認しやすい1、3、6か月前比(年率換算)を計算すると、11月はそれぞれ3.8%、3.7%、2.9%となり、24年半ばに鈍化傾向が強まったものの、最近では再加速ぎみとなっている。

図表5 コア消費者物価指数の推移



11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0.1%）、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは変わらずの同2.7%となった

12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0.2ポイント上昇の2.8%となったが、コロナ禍前の2年間にみられた範囲内に入っている。一方で、長期期待インフレ率は0.2ポイント低下の3.0%となった。

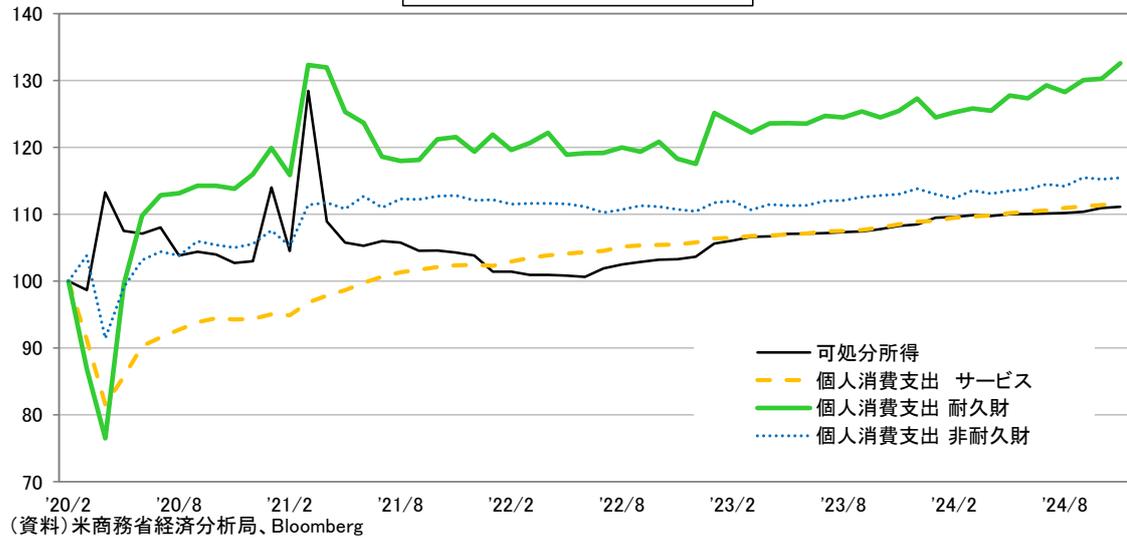


### 堅調さが続く個人消費

個人消費をみると、11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0.1%となり全体としては同0.3%となった。また、11月の小売売上高（総合）は同0.7%となった。個人消費の堅調さが続いている。こうした好調な個人消費の背景としては、株高や住宅価格の上昇などによる資産効果が挙げられるだろう。純資産・可処分所得の比率をみると、24年7～9月期は7.9倍となっており、世界金融危機前やコロナ禍前の景気拡大期における同比率と比較しても、一段と高い水準である。

(20年2月=100)

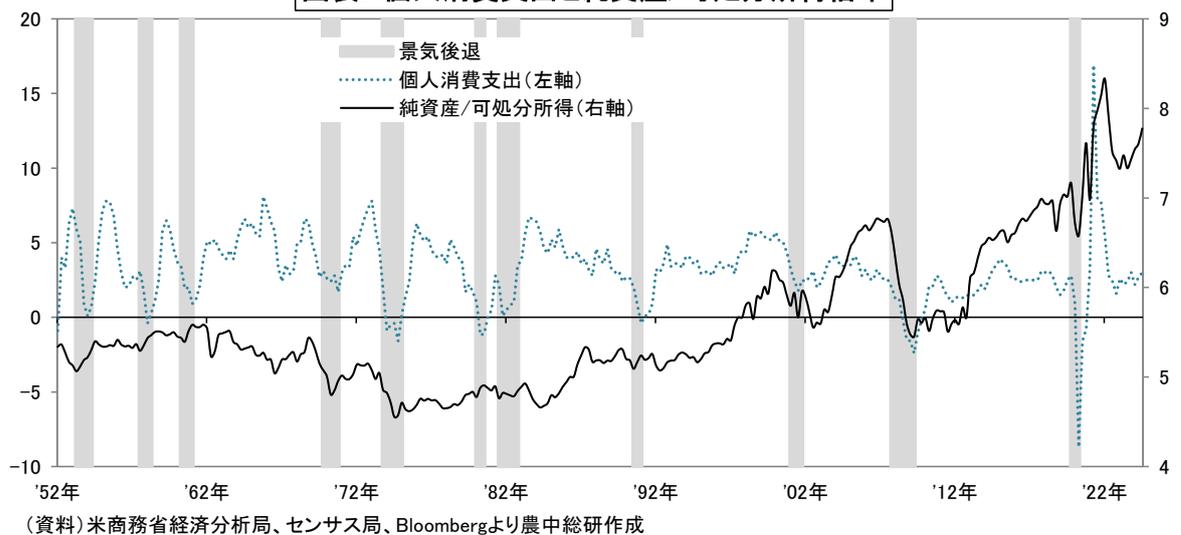
図表7 個人消費支出の推移



(%、前年比)

図表8 個人消費支出と純資産/可処分所得倍率

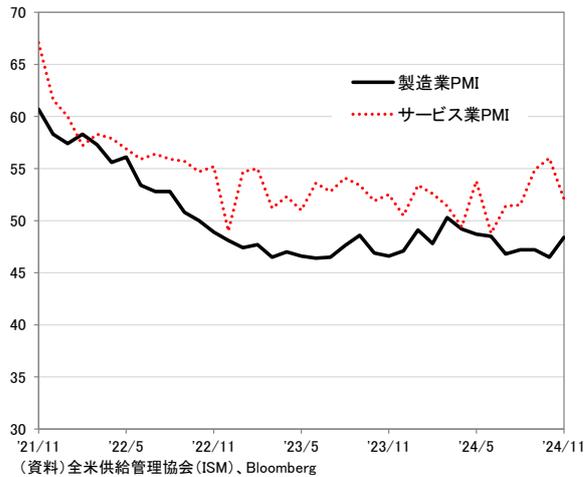
(倍)



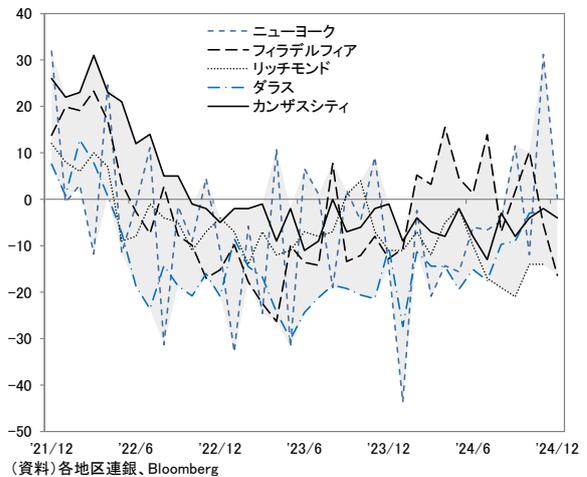
### ISM 指数はサービス業の堅調さを示唆

ISM 指数を確認すると、11月のISM製造業指数は、前月から+1.9ポイントの48.4%と、判断基準となる50%を8か月連続で下回り製造業の縮小局面を示した。一方で、サービス業指数は、前月から▲3.9ポイントの52.1%と、約2年の高水準となった前月からは低下したものの引き続きサービス業の堅調さが示唆された。ISM 指数から判断すると、この2年間にわたり米企業の景況感は概ね変化がなかったといえる。

図表9 ISM景況感指数の推移



図表10 地区連銀製造業景況指数



**景気の先行き：25年終わりにかけて景気の再加速も**

さて、景気の先行きを考えると、雇用増加ペースの鈍化や過剰貯蓄の減少、カードローン遅延率の上昇、金融引き締めなど個人消費に対する下押し圧力は多く指摘されてきたものの、米国民の資産増加ペースが速いこともあり、個人消費の堅調さが続くと思われる。

関税の引き上げはほとんどの米家計の生活を圧迫するものの、トランプ政権は株高を志向し、減税や規制緩和によって景気拡大を後押しすると見込まれることから、個人消費や経済成長率にとっても追い風となるだろう。政策の調整や手続きに時間が必要なこともあり、政権発足から即座に米国経済に影響が及ぶことはなさそうだ。そうした政策の効果は25年後半から終わりにかけて出始めると見込まれる。

こうしたことから、しばらくは堅調な個人消費とペースは遅いながらインフレ率の鈍化が続くと考えられる。その後は25年終わりにかけて、景気の再加速とインフレ率の高止まりが見込まれる。また、12月FOMC後の資料でも示されたように、利下げペース減速の可能性が高いことから、25年半ば以降は政策金利の高止まりや利下げの一時停止も現実味を帯びそうだ。

**長期金利：利下げペース減速を受け4.5%台へ上昇**

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では11月5日の大統領選にてトランプ候補が勝利すると、インフレ高進や経済成長率が高まるとの期待が米長期金利（10年債利回り）の上昇圧力となった。加えて11年半ばには、パウエルFRB議長が利下げを急がないと発言したことなどから利下げ織り込みが後退したこともあり、長期金利は4.4%台での推移が続いた。25日は、著名投資家

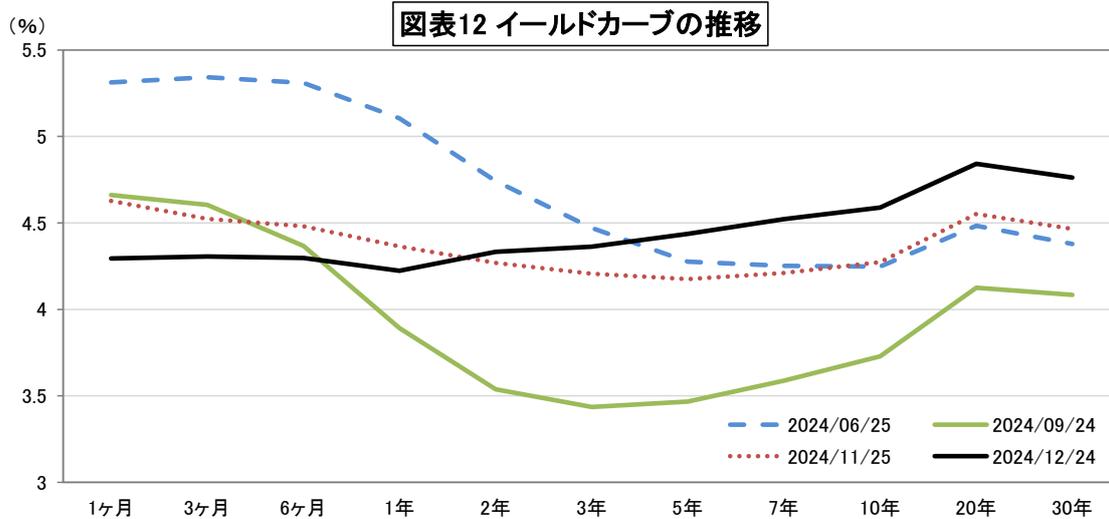
ベッセント氏の財務長官指名を受け、米財政への安心感から利回りは4.2%台へと低下した。

12月入り後は、雇用統計（6日）を消化し、12月FOMCでの利下げ織り込みが進むなか長期金利は4.15%まで低下した。その後は、FOMCにて利下げペースの減速が示されたことから、18日の長期金利は前日から11bp上昇の4.52%となった。以降も4.5%台での推移となっている。

先行きについては、25年の利下げペースやトランプ政権の主要閣僚人事、関税をめぐるこれまでの発言など材料が一旦出尽くしたと思われることから、現状と同じく4.5%前後の推移を見込む。もっとも、引き続きトランプ次期大統領の発言やソーシャルメディアへの投稿などに左右される環境となるだろう。



こうしたなか、足元では米国経済の成長期待や政策不確実性の高まり、インフレ率の高止まり懸念などが反映されて長期金利が上昇したことに加えて、12月FOMCでの利下げが決定された影響から、イールドカーブのスティープ化が進んだ。25年入り後も小幅に利下げが行われる見通しであることから、順イールドが続くと思われる。



### 株式市場：反発予想

株式市場では、11月半ば以降パウエルFRB議長の利下げを急がないとする発言などから、利下げ織り込みが後退するとともに長期金利が上昇したことを嫌気し、ダウ平均は14日から19日にかけて続落した。その後は、決算を消化するなか好調な経済指標や長期金利の低下を好感し再び上昇した。

12月入り後は、医療保険セクターが弱含んだことや12月FOMCでの利下げペースの減速示唆などを背景に、18日のダウ平均は50年ぶりの10営業日続落となり42,326.87ドルで取引を終えた。その後は反発している。24日時点での24年年初来トータルリターンは、S&P500が28.3%、ナスダック総合が34.4%、ダウ平均が17.0%の上昇となった。

先行きについては、24年後半から25年半ばにかけてS&P500構成銘柄についての収益見通しが前年比10%台前半となっており、成長期待が維持されていることに加えて、長期金利も上昇傾向が一旦は収まったと思われるため、ダウ平均は反発が続くと予想する。

(24.12.25 現在)