

経済金融 ウォッチ

2025年2月号

国内	1
米国	11
中国	19



日銀は政策金利を 17 年ぶり水準の 0.5% へ引き上げ

～米トランプ政権の関税政策への警戒続く～

南 武志

要旨

日本銀行は 25 年も賃上げに前向きな話が多いとして 1 月の金融政策決定会合で追加利上げを決定した。先行きについても実質金利が極めて低い水準にあることから、経済・物価動向が想定通りに改善していけば、利上げを継続していく方針を示した。長期金利は 1 月利上げを織り込む形で 13 年 8 か月ぶりに 1.2% 台へ上昇した。

国内景気については、世界貿易の軟調さを受けて輸出が弱い動きを見せるなか、実質賃金もプラス定着には至っておらず、消費も低調さが残っており、緩慢なペースでの回復にとどまっている。一方、物価についてはエネルギー・食料の値上げ圧力が再び高まるなど、再び 3% 台へ上昇した。

先行きについては、労働力不足を受けて「賃上げの機運」は継続するとみられるが、物価もしばらくは高止まりが続くとみられ、消費の持ち直し傾向が強まる時期は後ズレする可能性もある。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目		2025年				
		1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 (%)		0.476	0.45～0.55	0.45～0.80	0.45～0.80	0.70～0.80
国債利回り	20年債 (%)	1.900	1.70～2.10	1.80～2.20	1.90～2.30	1.95～2.45
	10年債 (%)	1.215	0.95～1.35	1.00～1.40	1.05～1.50	1.10～1.60
	5年債 (%)	0.885	0.75～1.05	0.80～1.10	0.85～1.20	0.90～1.25
為替レート	対ドル (円/ドル)	155.9	145～165	143～163	140～160	138～158
	対ユーロ (円/ユーロ)	163.0	150～170	145～165	143～163	140～160
日経平均株価 (円)		39,565	39,500±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2025年1月27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。

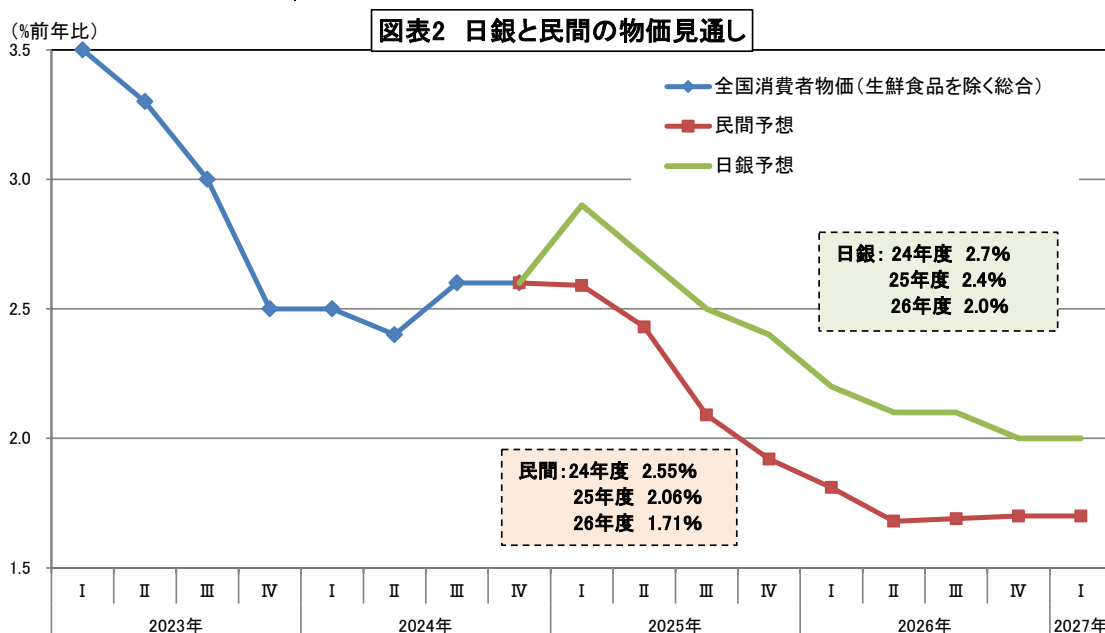
金融政策：政策金利を17年ぶりとなる0.5%へ引き上げ

日本銀行は 1 月 23～24 日に開催した金融政策決定会合において、政策金利（無担保コールレート (0/N)）を 0.5% へ引き上げる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が、それに沿った判断だったとみられる。

24 年秋以降に円安圧力が再び高まるなか、マーケットでは 12 月会合で利上げの是非が議論されるとの観測が強まったが、日銀では「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ることを理由に利上げを先送りした。1月会合後の植田総裁会見では政策金利の調整をゆっくりさせる余裕があるとの発言もあり、マーケットでは早期利上げ観測が後退する場面もあった。

一方、1月中旬には氷見野副総裁が25年春闘に向けて賃上げに前向きな話が多かったとし、1月会合で利上げを議論すると発言したことを契機に、マーケットでは利上げを織り込む動きが一気に進んだ。



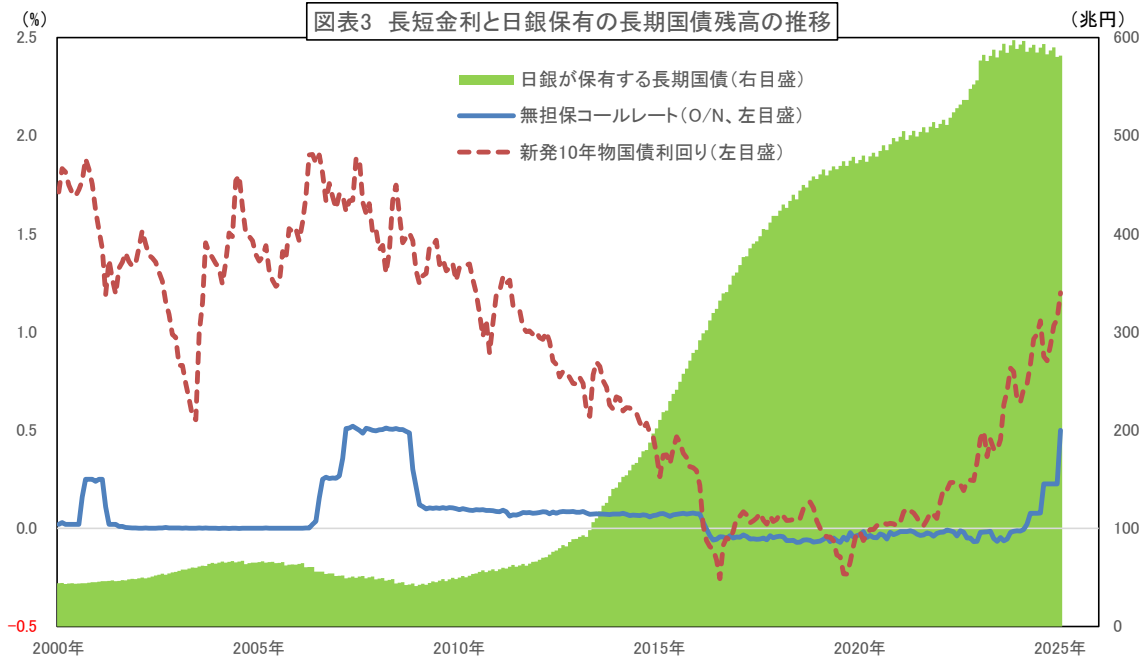
(資料)総務省統計局、日本銀行、日本経済研究センターを基に農林中金総合研究所作成
(注)民間予想はESPフォーキャスト調査(1月)を使用。日銀予想は展望レポート(1月)を基に農林中金総合研究所が作成。

金融政策：日銀は26年度にかけて利上げ継続の構えだが、途中で打ち止めになると予想

同時に公表された展望レポートでは、物価見通しが見通し期間(24～26年度)を通じて引き上げられた。具体的には全国消費者物価(除く生鮮食品)について、24年度を前年度比2.7%(10月時点：同2.5%)、25年度を同2.4%(同：同1.9%)、26年度を同2.1%(同：同1.9%)と、26年度まで概ね2%以上で推移するとした。25年度上期にかけてコメなど食料価格の高止まりやエネルギー高騰、円安などによって2%台後半で推移することを示唆している。一方で、先行きのコメ要因の剥落やトランプ2.0(トランプ政権第2期)での原油価格下落の可能性などを踏まえると、25年度下期以降、物価上昇率は2%に向けて鈍化していくと見込まれている。

日銀は 2%の物価安定目標を掲げていることもあり、物価上昇率が 2%以上で推移していれば、政策金利を緩やかに引き上げていく可能性が高く、仮に半年に 25bp のペースで利上げした場合、26 年度末の政策金利は 1.5%となる。

一方で、物価下振れ圧力が高まり、物価 2%割れが定常化した際には利上げ自体は難しくなるだろう。当総研では 25 年度末あたりには物価 2%割れになる可能性があるとみており、利上げは中断されるものと予想している。

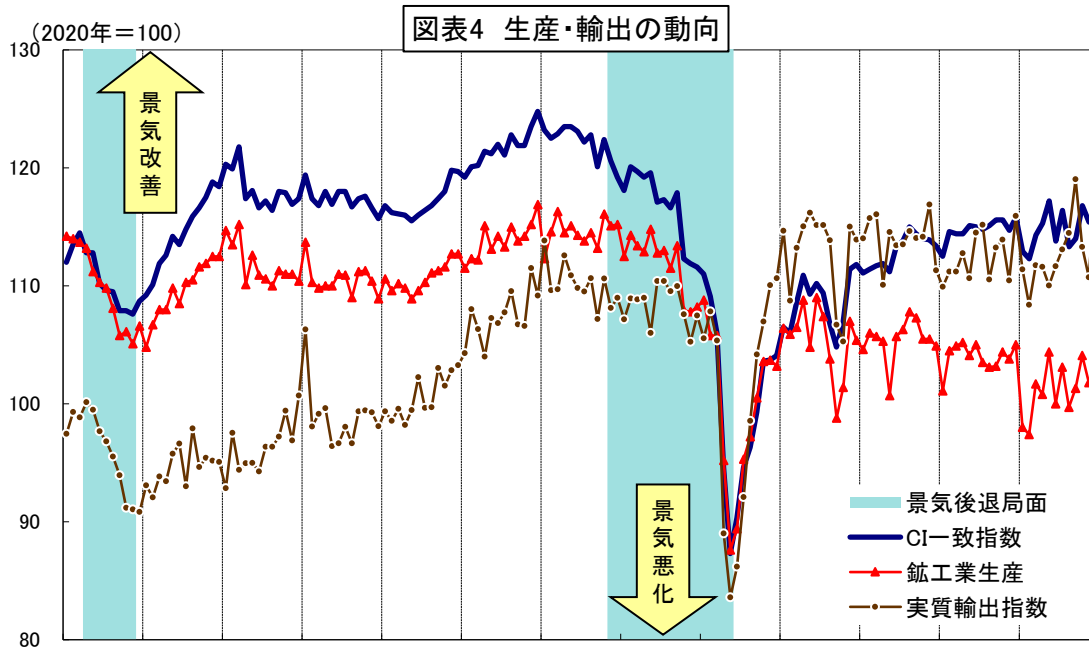


(注)日本銀行、日経FinancialQuest

トランプ2.0への警戒が続くなか、成長加速が見込みがたい世界経済

1月20日、アメリカ合衆国第47代大統領としてドナルド・トランプ氏(第45代大統領)が再登板した。1期目と同様、アメリカ・ファーストやMAGA(米国を再び偉大な国にする)を掲げ、関税を武器に自国にとってメリットの乏しいと思われる様々な国際的な枠組みからの脱退や修正を辞さない方針を示している。マーケットでは、就任初日に関税政策に関する大統領令が出されなかったことを安心する場面もあったが、メキシコとカナダに対して25%の関税を2月1日より課す考えを示したほか、中国に対しても10%の追加関税を検討すると述べるなど、予断を許さぬ状況であることに変わりはない。今後、不法移民の強制送還が実施されれば労働力不足が深刻化し、賃金上昇圧力が再び高まる可能性もあるなど、米国のインフレ動向、金融政策運営などへの注目が集まっている。

こうしたなか、1月17日に発表された国際通貨基金（IMF）の世界経済見通し（改訂版）によれば、米国経済の成長率を上方修正した半面、それ以外の国・地域では下方修正されるなど、政策の不確実性が高まるなか、経済成長の道筋はまちまちとの見方が示された。なお、トランプ2.0における経済政策運営はこの見通しには反映されていない点に注意が必要だ。



2012年 2013年 2014年 2015年 2016年 2017年 2018年 2019年 2020年 2021年 2022年 2023年 2024年
 (資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

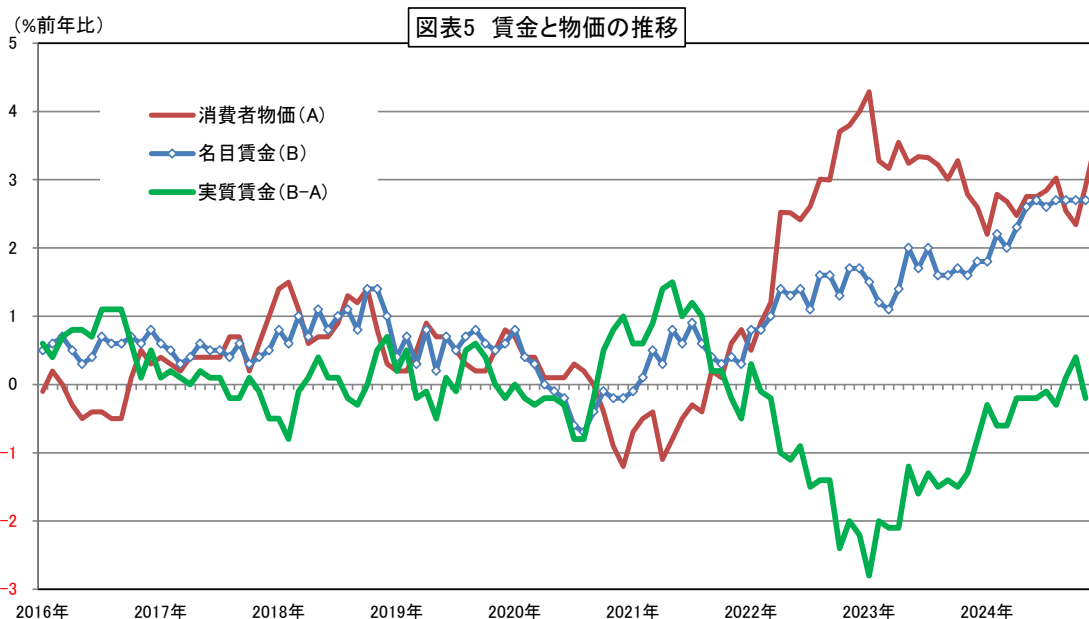
国内景気は一進一退 ながらも、設備投資関 連に持ち直しの動き

以下、足元の国内景気動向について確認したい。月次経済指標に目を転じると、11月の景気動向指数・CI一致指数は前月から▲1.4ポイントと3か月ぶりに低下、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた（7か月連続で同じ表現）。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11月分も前月から▲0.2ポイントと3か月ぶりに低下した。いずれの指標も頭打ち気味の展開である。

また、12月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断DIは2か月ぶりに改善したものの、判断基準である50を10か月連続で下回った状態が続いている。一方、先行き判断DIについては2か月ぶりに悪化、4か月連続での50割れとなった。中旬にかけて気温が低下し、季節商材の売れ行きが戻ったものの、客単価は低調で、さらに求人難が広がりを見せるなど、人手不足が強まっているとの指摘がみられた。

さらに、12月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比7.4%

と3か月ぶりに上昇し、10～11月分の落ち込みを取り戻した格好となった。また、11月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比3.4%と2か月連続で増加、事前予想を上回った。類似指標の資本財出荷（国内向け）、12月の工作機械受注（民需）も増加傾向となるなど、企業設備投資関連の指標には持ち直しの動きが見られる。



(資料)内閣府、総務省統計局 (注)賃金として一般労働者の所定内給与を使用。

物価高止まりで実質賃金は依然マイナス状態

賃金については、11月の毎月勤労統計によれば前年比3.9%（23年は1.2%）と、底堅く推移している。このうち、一般労働者の所定内給与も同2.7%（23年は1.6%）であった。ただし、24年の春闘賃上げ率（5.33%）が23年（3.60%）から1.7ポイント強も高まったことを踏まえれば、物足りなさは否めない。こうしたなか、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））については、一般労働者の現金給与総額で前年比1.2%と3か月連続でプラスになったものの、同じく所定内給与は同▲0.2%と3か月ぶりに下落するなど、プラス定着には至っていない。

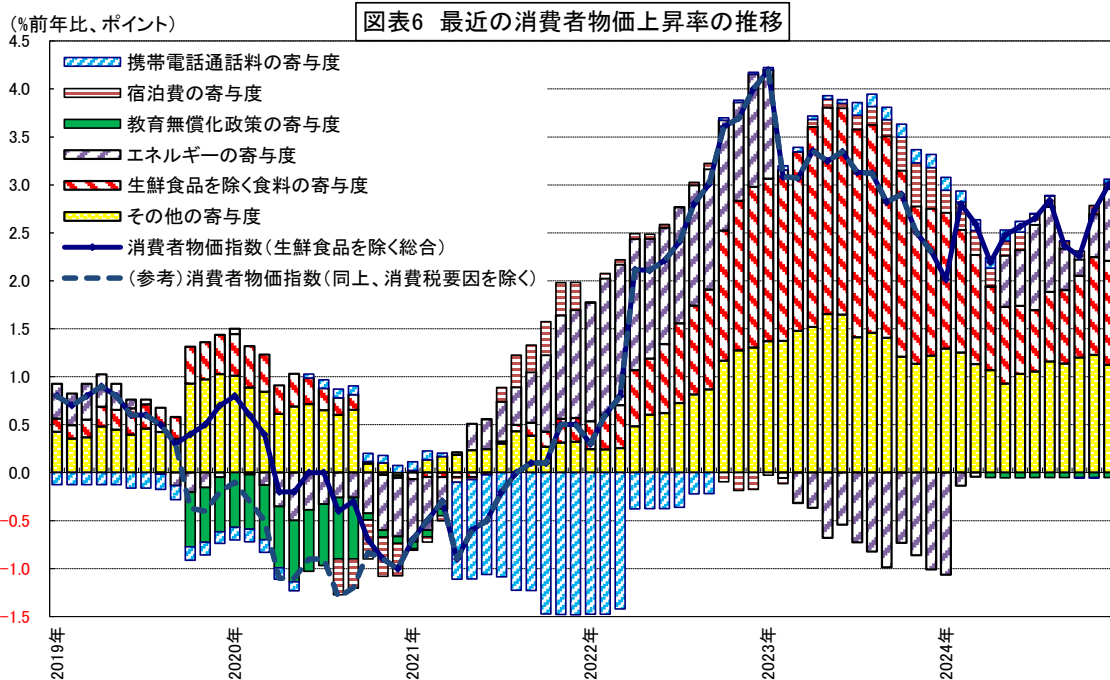
一方、足元で食料・エネルギーの値上げ圧力が高まったこともあり、消費者の節約志向は弱まらず、消費回復はなかなか本格化してこない。11月の総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）は前月比0.1%（4か月ぶりのプラス）、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は同▲0.04%（2か月連続のマイナス）と、低調であった。実質消費活動指数の内訳から

**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**

は非耐久財やサービスが足踏み状態であることが見て取れる。

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、世界貿易の低調さを受けて輸出が弱含みで推移した（10～12月期の実質輸出指数は前期比▲1.1%だった）。円安などを背景に堅調なインバウンド需要も、すでに高水準であることもあり、成長押し上げ効果は乏しい。また、消費についても、24年秋以降は平均消費性向が持ち直しつつあるとはいえ、実質賃金の目減りに歯止めがかかったとは言えない状況であり、緩慢な回復にとどまったとみられる。一方、民間企業設備投資は増加したと予想されることから、経済成長率は3期連続のプラスとなるものの、微増にとどまった可能性が高い。

なお、先行きの国内景気を占う上で注目される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しているとみられる。24年春闘に続き、しっかりとした賃上げが実現し、消費回復に貢献するだろう。消費回復が持続すれば非製造業などの設備投資にも好影響が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23年夏以来の
前年比3%台へ**

12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3.0%と2か月連続で上昇率が拡大した。前年比3%台の上昇は23年夏以来である。「酷暑乗り切り緊急支援」が終了した影響でエネルギー価格が前年比10.1%へ加速、物価全体を+0.76ポイント（前月差：+0.31ポイント）押し上げている。

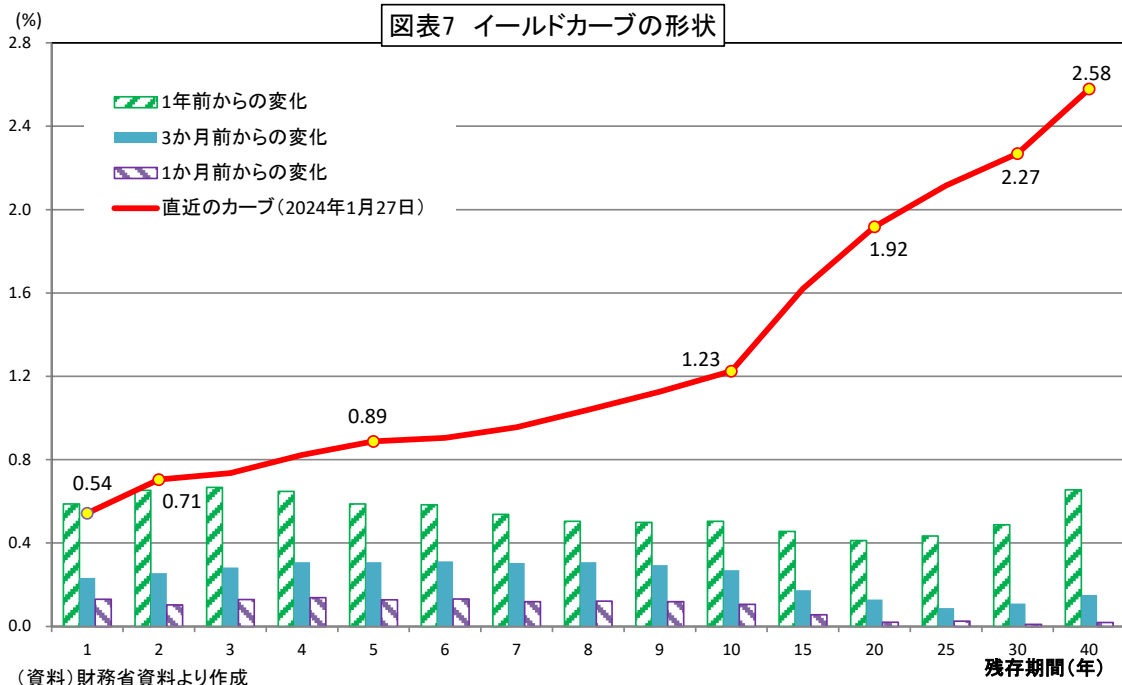
**物価高対策の再導入
によって2月以降の物
価上昇率は2%台へ**

また、コメも前年比 64.5%と大幅上昇が継続、物価全体を+0.38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品目も円安の影響で上昇、食料は全般的に上昇傾向が強い。

一方、「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%で、11月と変わらず。また、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まだ確認できていない。

25年入り後もエネルギー・食料は高止まりを続けており、1月のコア CPI も上昇率が拡大するとみられる。ただし、24年度補正予算には電気・都市ガス代、ガソリンの負担軽減策が再び導入されており、2～4月にかけて物価上昇率は再び2%台後半に鈍化すると見込まれる。

とはいえ、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。その後、25年度半ばまでには上述した押し上げ要因は一巡、25年度末にかけてコア CPI は2%前後まで鈍化していくと予想される。



**金融市場：現状・見
通し・注目点**

25年入り後はトランプ 2.0 への警戒感が高まり、内外株価は調整色が強まったが、始動後は安心感も出て持ち直しが見られた。一方、米国の長期金利が上昇したほか、日銀が1月利上げ

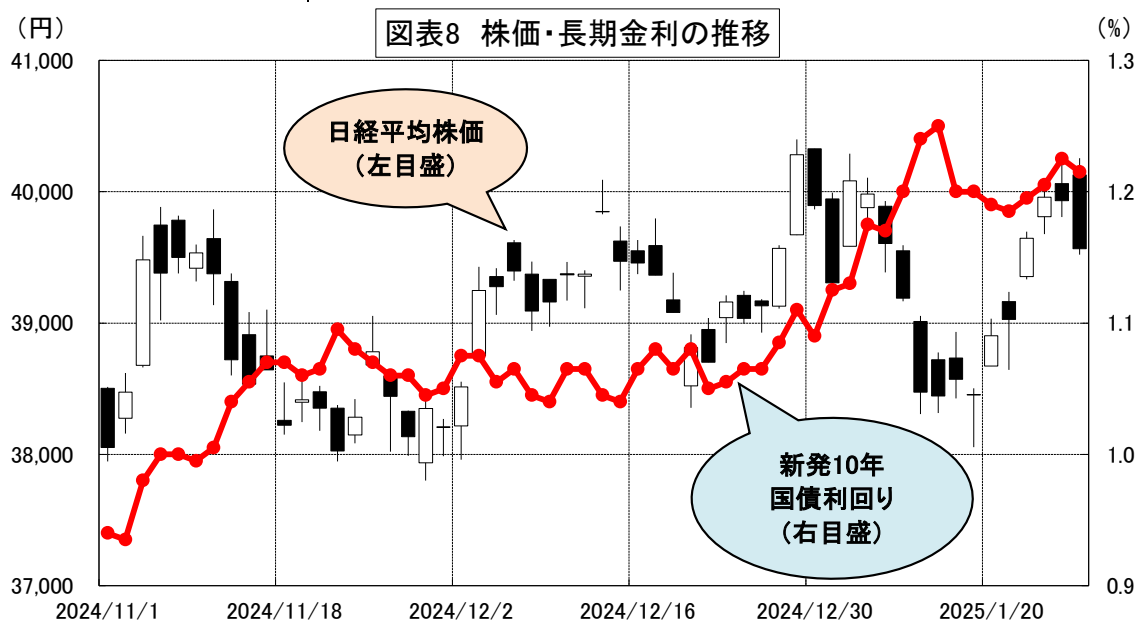
利上げが意識され、長期金利は1.2%台へ上昇

に向けた地均しをしたことで、国内の長期金利には上昇圧力が加わった。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

米国経済の悪化懸念が高まった8月上旬に長期金利は一時0.75%まで低下する場面もあったが、その後、米国景気に対する過度な悲観論は後退、10月初頭まで長期金利（新発10年物国債利回り）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。12月には日銀の早期利上げ観測が後退、1.0%台半ばから後半でもみ合う展開が続いた。25年入り後は米国長期金利が上昇傾向となったほか、日銀が1月会合に向けて利上げの可能性を示唆したこともあり、長期金利は13年8か月ぶりに1.2%台まで上昇した。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

今後とも長期金利は上昇継続

日銀は今後の政策運営として、足元の実質金利がマイナス状態であることもあり、想定通りに経済・物価が改善していけば、政策金利を引き上げていくとの方針を示している。加えて、トランプ2.0の始動で米国内でのインフレ再燃が意識されているほか、財政赤字も拡大するとの見方が強まっており、米国長期

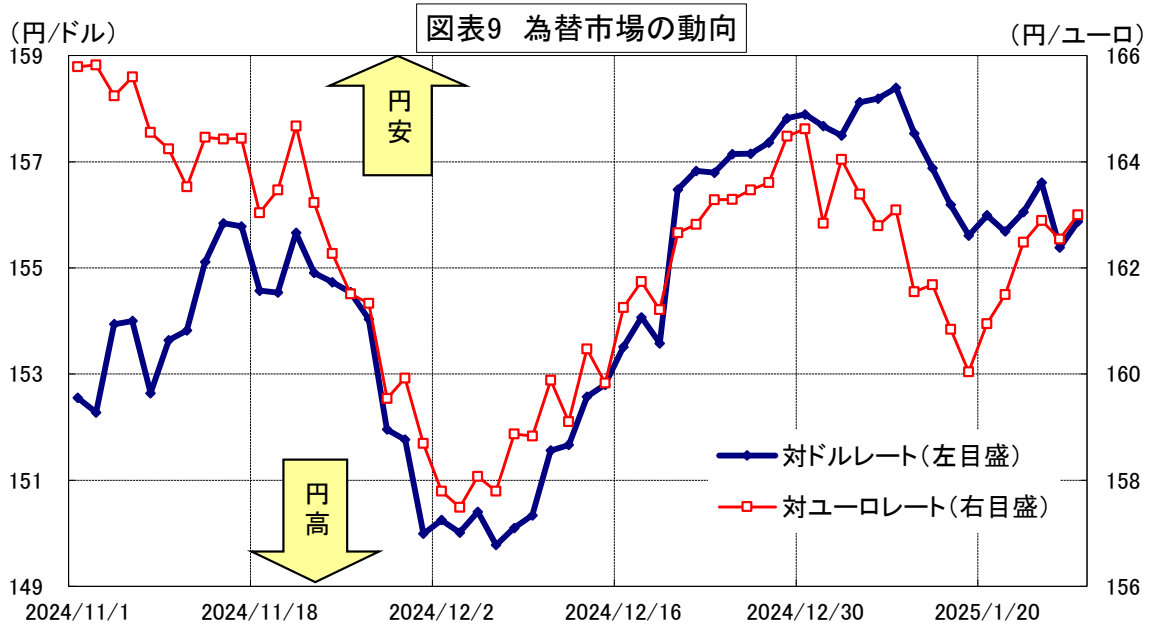
日経平均株価は一時40,000円を回復するも、レンジ相場から抜け出せず

金利には上昇圧力がかかりやすくなっている。それゆえ、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。

② 株式市場

10月中旬には米国経済の堅調さを受けて米国株価が断続的に史上最高値を更新したほか、円安が再び進行したことも好感され、日経平均株価は一時40,000円を回復した。その後も時折40,000円を回復する場面が散見されるが、概ね38,000~40,000円のレンジ内でもみ合う展開が続いている。なお、トランプ2.0での関税政策への警戒は強いものの、本格的な高率関税の導入表明には至っておらず、1月下旬にかけて日米とも株価は底堅く推移している。

先行きを展望すると、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への警戒感は根強いこと、などから、当面の株価は上値の重い展開が続くと思われる。ただし、25年も「賃上げの機運」が継続する可能性が高いほか、「年収の壁」引き上げによる減税効果への期待感から、内需関連株には追い風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。

日銀の利上げを受けて円安圧力は一服

③ 外国為替市場

24年9月中旬には米国の政策金利が大幅に引き下げられるとの思惑から、一時1ドル=141円台まで円高が進んだ。その後は米国経済に対する悲観論が後退、代わって楽観論が台頭

**トランプ 2.0 への
警戒から一時ユー
ロ安が進行する場
面も**

し、米連邦準備制度 (Fed) の大幅利下げ観測が修正された。その結果、11 月中旬にドル円レートは一時 157 円近くまで円安が進んだ。12 月初旬には日銀の利上げを織り込む格好で一時 150 円割れまで円高方向に戻ったものの、12 月に利下げを決定した Fed が先行きの利下げ回数を減らす半面、日銀が 12 月利上げを見送ったことで円安圧力が高まり、一時 159 円に迫った。その後も円安状態が続いたが、日銀の 1 月利上げを織り込む過程で 155 円台での展開となっている。

先行きについても、米国のインフレ懸念が根強いことから、円安圧力の高い状態が続く可能性があるが、160 円台まで円安が進めば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だろう。

10 月末にかけて対ユーロレートはドル高につられて 1 ユール=166 円までユーロ高が進んだが、トランプ氏が米次期大統領選で勝利したことが警戒され、11 月下旬には一時 160 円割れとなる場面もあった。年末にかけてはドル高につられて 160 円台半ばまでユーロ高が進んだが、トランプ 2.0 への警戒感は強く、1 月中旬にかけて再び 160 円前後までユーロ安となる場面もあった。

独仏など主要国景気が低調なこともあり、欧州中央銀行 (ECB) は今後とも利下げを継続していくとみられる。それゆえ、日欧金利差は縮小し、円高ユーロ安が進む場面もあるだろう。

(25. 1. 28 現在)

第 2 次トランプ政権発足

～ 関税や移民、AI 投資など多様な論点が顕在化～

佐古佳史

要旨

1月20日に第2次トランプ政権が発足し、就任初日にトランプ大統領は様々な大統領令に署名した。また、カナダ、メキシコ、中国、コロンビアなどからの輸入品に対して関税を課すことを公表した。また、AI関連の大規模なインフラ投資計画なども公表された。

米国経済は、個人消費を中心に10～12月期も底堅く推移したと思われる。30日公表の10～12月期GDP(速報値)に注目したい。インフレ率については、12月のコアCPIが鈍化したことから、足元ではかろうじて25年内2回(合計50bp)利下げ織り込みが維持されているものの、少しでもインフレ率が上振れれば年内利下げ回数は1回以下となる可能性が高い。こうしたなか、1月FOMC(28、29日)では政策金利の据え置きが広く予想されている。FOMC後のパウエル議長の記者会見にも注目が集まるだろう。

第 2 次トランプ政権が発足

1月20日に第2次トランプ政権が発足し、就任初日にトランプ大統領は地球温暖化対策の国際的な枠組みであるパリ協定から離脱や世界保健機関(WHO)からの離脱(のちに再検討を表明)、政府効率化省(DOGE)の設立、DEI(多様性・公平性・包括性)関連施策の廃止、出生地主義の修正、移民規制など様々な大統領令に署名した。

また、不法移民と違法薬物の流入への対策が不十分であることを理由に、カナダとメキシコに対して2月1日までに最大25%の関税を課す予定であることを述べた。両国からの財輸入が財輸入全体に占める割合は約30%であるため、実現すれば米経済へもある程度影響が出そうだ。さらに、26日は不法移民対策をめぐりコロンビア製品に対して25%の関税を課すことが発表され(のちに保留)、27日は鉄鋼や銅、アルミニウム製品、半導体チップ、医薬品への関税賦課が公表された。なお、中国製品については早ければ2月1日から10%の追加関税が検討されているが、従来からの主張であった一律60%関税からは姿勢が軟化している。

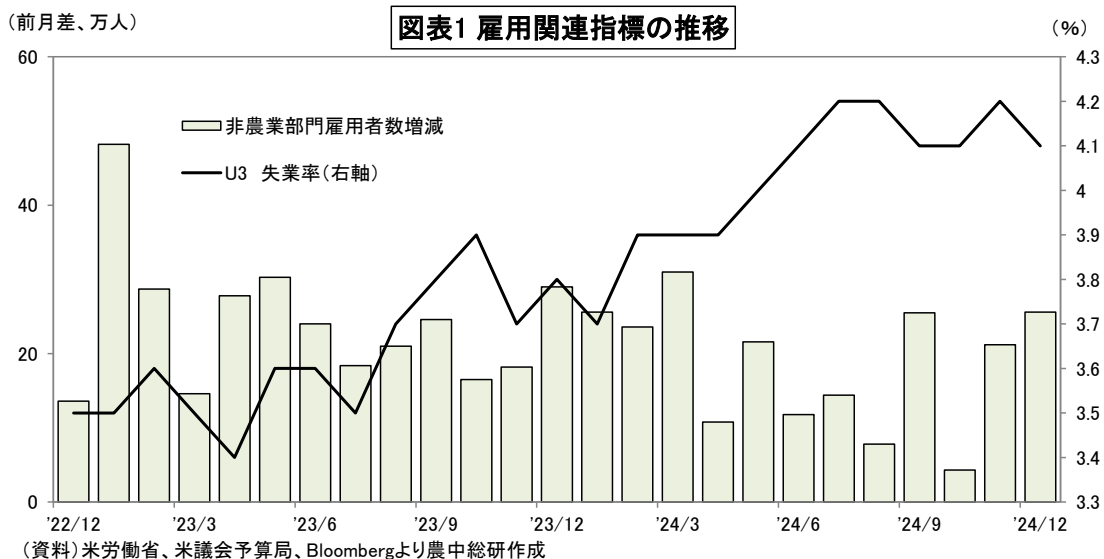
加えて、トランプ大統領は21日、ソフトバンクグループとオープンAI、オラクル3社によるAI開発用インフラ構築についての合弁事業「スターゲート」を発表した。大統領によると、

**過熱感はないが、
堅調さが維持され
ている労働市場**

投資額は直ちに1,000億ドル（GDP比約0.3%）、4年間で5,000億ドルに達するとされているが、資金調達や参加企業に関する契約などについての不透明性も指摘されている。

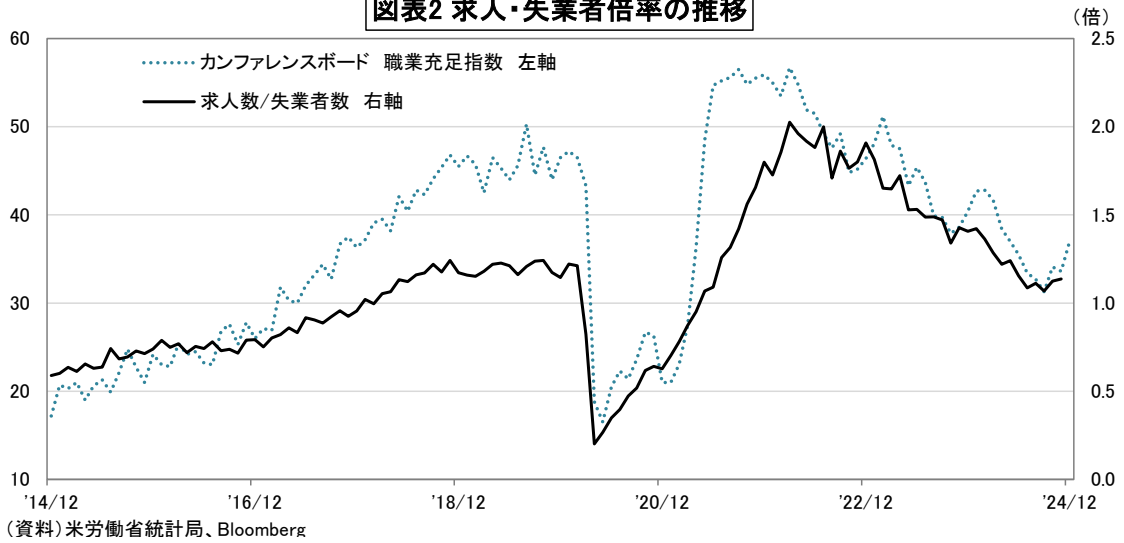
さて、12月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月から25.6万人増（事業所調査）と11月の同21.2万人から加速した。また、失業率は0.1ポイント低下の4.1%となった。3か月移動平均では同17.0万人となり、労働市場の堅調さが維持されているといえるだろう。

12月の平均時給は前年比3.9%（前月比0.3%）、生産・非管理職の時給は同3.8%（同0.2%）の上昇となり、いずれも11月から鈍化した。2%物価目標と整合的な上昇率を小幅に上回っていると思われる。もっとも、足元では、AIの普及による労働生産性上昇率の加速が指摘されることなどから、賃金上昇率の上振れが必ずしもインフレ率の上振れを伴わない可能性も考えられる。AI利用と労働生産性、賃金、インフレ率などの関係は25年も話題となるだろう。



求人数と失業者数の比率をみると、11月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.14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している。12月の雇用統計と11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。また、24年末にかけて雇用者数の増加ペースが加速したこともうかがえる。

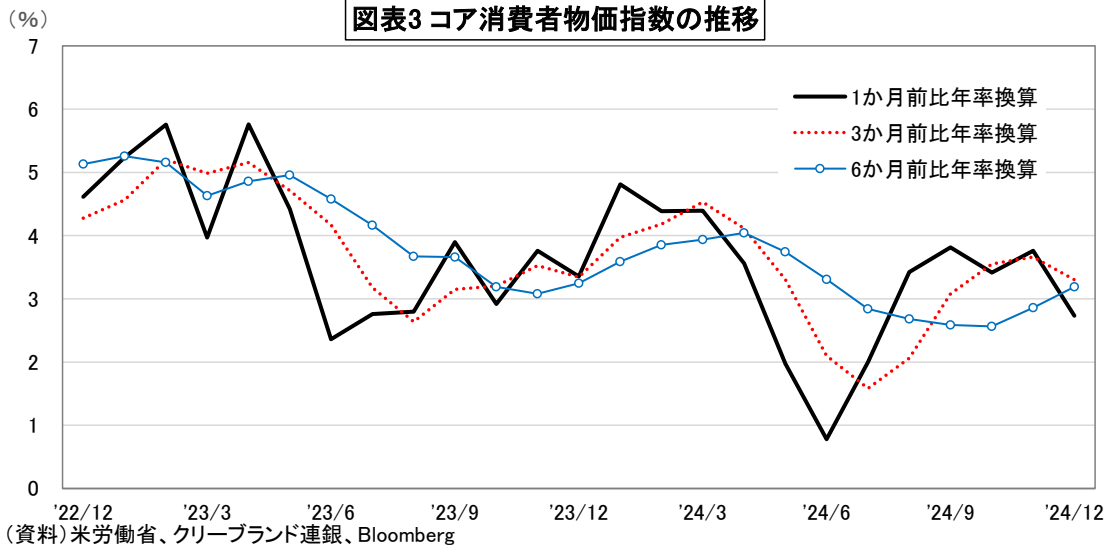
図表2 求人・失業者倍率の推移



コアインフレ率が鈍化

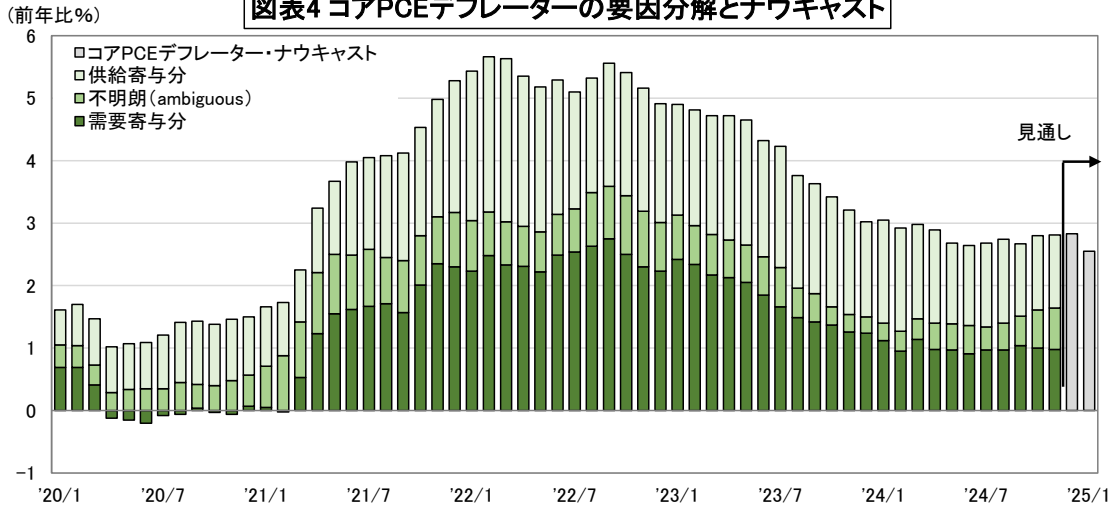
12月の消費者物価指数（CPI）は、総合が前年比2.9%（前月比は0.4%）、食料とエネルギーを除くコアは同3.2%（同0.2%）となった。エネルギーを除いたコアサービスの上昇率は同4.4%となり、前月比でみれば10、11月から変わらずの前月比0.3%となった。また、帰属家賃と家賃は、いずれも同0.3%と11月から0.1ポイント加速した。コアCPIについてより足元の動きを確認しやすい1、3、6か月前比（年率換算）を計算すると、12月はそれぞれ2.7%、3.3%、3.2%となった。12月の鈍化傾向が続くかどうか引き続き市場からの注目度合は非常に高い。

図表3 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。こうしたなか、1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0.5ポイントと大幅に上昇し3.3%となり、長期期待インフレ率は0.2ポイント上昇の3.2%となった。

図表4 コアPCEデフレーターの要因分解とナウキャスト



(資料) サンフランシスコ連銀、クレーブランド連銀

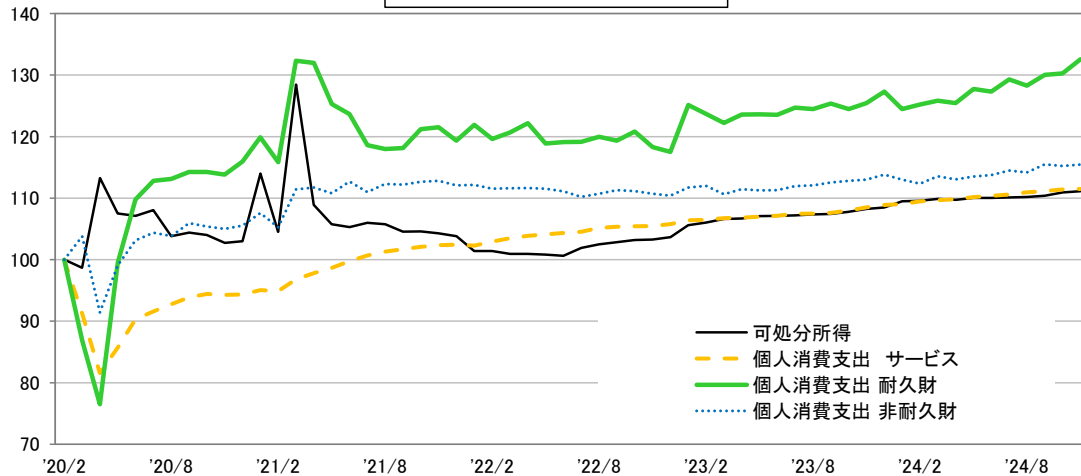
堅調さが続く個人消費

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、12月の小売売上高（総合）は同0.4%となり、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。10～12月期の米国経済も個人消費を中心に堅調に推移したと見込まれる。30日公表の10～12月期GDP（速報値）に注目したい。

1月のミシガン大学調査（確報値）は6か月ぶりに低下し、関税などの予想される政策と将来のインフレ率に対する懸念が結びついていることや、将来の物価上昇を回避するために消費が前倒しされていることなどが調査から明らかとなった。

(20年2月=100)

図表5 個人消費支出の推移

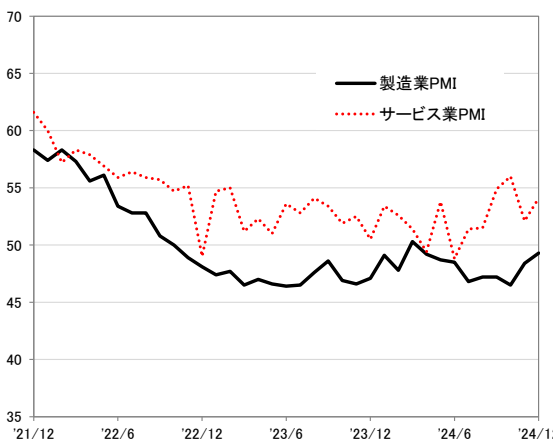


(資料)米商務省経済分析局、Bloomberg

ISM 指数はサービス業の堅調さを示唆

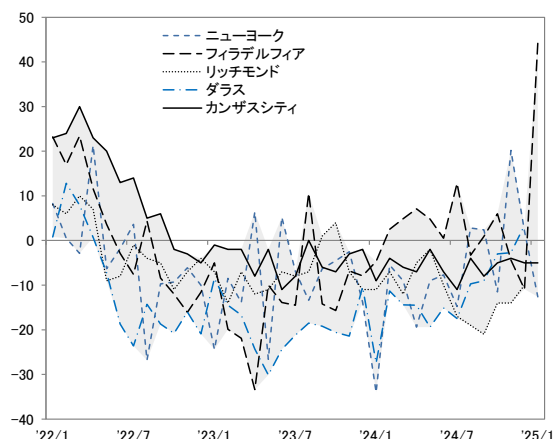
ISM 指数を確認すると、12月のISM製造業指数は、前月から+0.9ポイントの49.3%と、判断基準となる50%を9か月連続で下回り製造業の縮小局面を示した。一方で、サービス業指数は、同+2.0ポイントの54.1%となり、引き続きサービス業の堅調さが示唆された。価格指数をみると、製造業は同+2.2ポイントの52.5%、サービス業は同+6.2ポイントの64.4%となり価格上昇傾向の強まりが示唆された。

図表6 ISM景況感指数の推移



(資料)全米供給管理協会 (ISM)、Bloomberg

図表7 地区連銀製造業景況指数



(資料)各地区連銀、Bloomberg

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、基本的には労働市場の堅調さに加えて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。追加関税は米家計を圧迫するが、トランプ政権は株高を志向し、減税や規制緩和、AI関連投資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

高止まりの可能性が ある政策金利

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。

インフレ率に関しては、追加関税による輸入品価格の上昇に加えて、AI関連インフラ投資による総需要の拡大がどの程度インフレ率を押し上げるのか見極める必要があるものの、下げが続くと思われる。

トランプ政権が不法移民への対応を強化したことがきっかけとなり、カリフォルニア州では拘束の恐れから農業に従事する移民が仕事場に出てこないといった問題が報告されている。移民規制から労働供給が減少した事例といえるだろう。こうした事例が増加すると、インフレ率の上昇圧力となるだろう。

12月のコアCPIが鈍化したことから、足元ではかろうじて25年内の2回利下げ期待が維持されているものの、少しでもインフレ率が上振れると、年内利下げ回数は1回以下になり得る環境が続いている。25年は政策金利の高止まりと利下げの一時停止を意識する展開となりそうだ。こうしたなか、1月のFOMC(28、29日)では政策金利の据え置きが広く予想されている。

長期金利：小幅な がら上昇を予想

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月半ばには、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。以降も概ね4.5%台で推移した。

1月入り後は、追加関税への警戒感や堅調な12月雇用統計などを背景に長期金利は上昇傾向となり、CPI発表を控えた14日は4.79%となった。15日はCPIが市場予想を下回ったことから、長期金利は4.65%へと低下し、以降も4.5~4.6%台で推移した。12月末時点と比較すると、長期金利は小幅に上昇した。

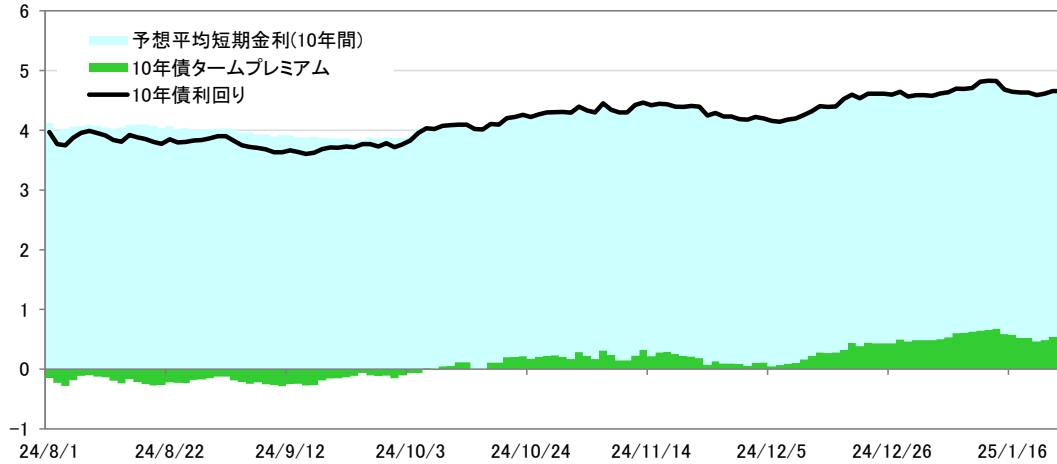
先行きについては、1月 FOMC にて FRB が様子見姿勢を強めることで長期金利には小幅に上昇圧力が加わり、4.6~4.7%台での推移となると見込む。もともと、引き続きトランプ大統領の発言やソーシャルメディアへの投稿に左右される環境が続く上に、カナダ・メキシコとの関税や違法薬物などについての協議、ウクライナ戦争をめぐる動きなども材料視されると思われるため、不確実性の高い展開となりそうだ。



ちなみに、ニューヨーク連銀が公表する10年債利回りの分解をみると、24年12月以降に、価格変動や流動性リスクの対価とされるタームプレミアムが上昇したことがうかがえる。また、足もとの予想平均短期金利(10年間)は4%程度となっており、政策金利の高止まりが意識されていると解釈できる。

(%)

図表9 10年債利回りの分解



(資料) ニューヨーク連銀 Bloomberg

株式市場：上昇基調が続くと予想するも、不安定な相場になる恐れ

株式市場では12月入り後、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。1月入り後も軟調な展開が続き、堅調な雇用統計を受け、インフレ再燃懸念が強まったことなどから10日のダウ平均は41,938.45ドルで取引を終えた。その後は、インフレ指標が落ち着いたことで長期金利が低下したことや、決算を消化するなかでダウ平均は反発し、44,000ドル台半ばまで回復した。

先行きについては、25年にかけてS&P500構成銘柄の収益見通しが前年比10%台前半から半ばとなっており、成長期待が維持されていることに加えて、トランプ政権によるAIインフラ投資計画も公表されたことが好材料視されると見込まれることから、ダウ平均は上昇基調が続くと予想する。とはいえ、足元では中国のAI開発企業DeepSeekによるAIの性能をめぐって米テクノロジー市場に懸念が強まっていることもあり、ハイテク株比率の高いナスダック総合などは不安定な相場になる可能性もありそうだ。

(25.1.27 現在)

景気刺激策が奏功し 24 年の成長目標を達成した中国

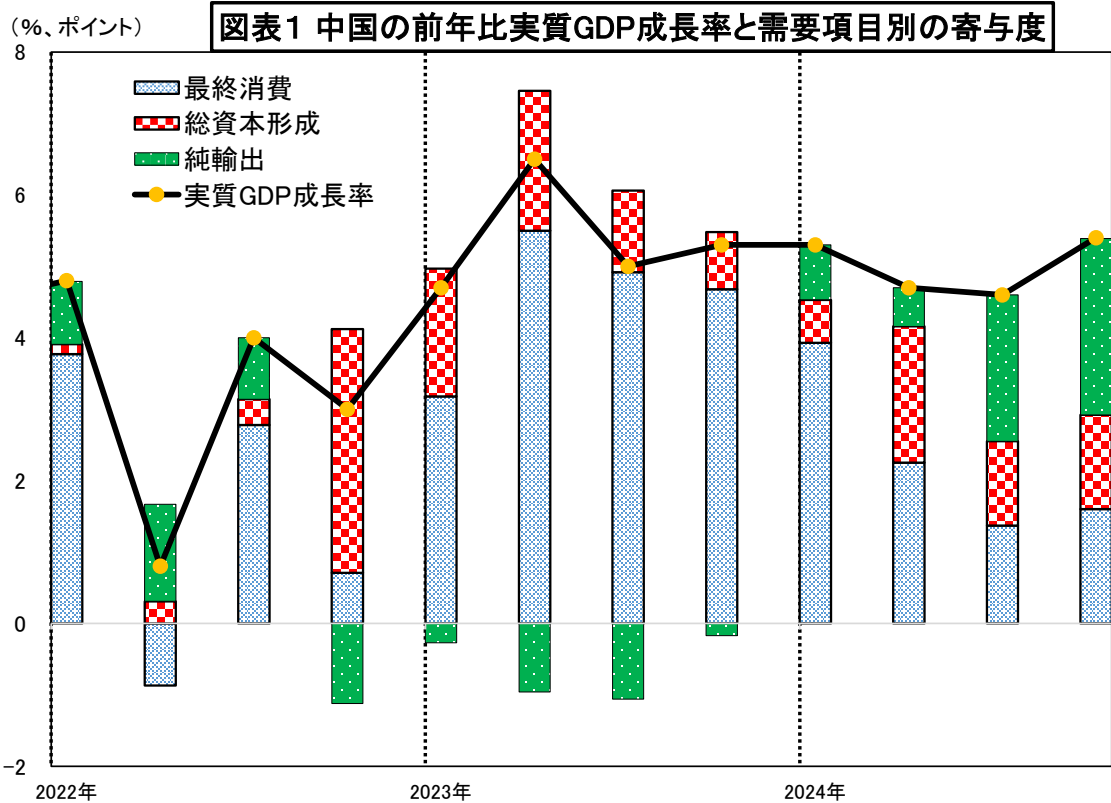
～ 25 年は財政出動の拡張等を受けて前年比 4.8%と予測～

王 雷軒

要旨

輸出の堅調さと個人消費の回復等を背景に、2024 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年比 5.4%に持ち直した。その結果、24 年通年の成長率は同 5%で政府の成長率目標である「5%前後」を達成した。とはいえ、24 年は 23 年(同 5.4%)から再び減速に転じた。

25 年は、輸出をめぐる不確実性・不透明性が極めて高いほか、不動産市場の調整も続く見込まれる一方、金融緩和の継続と拡張的な財政政策の実施によって内需持ち直しの公算が大きく、前年比 4.8%の成長になると予測している。

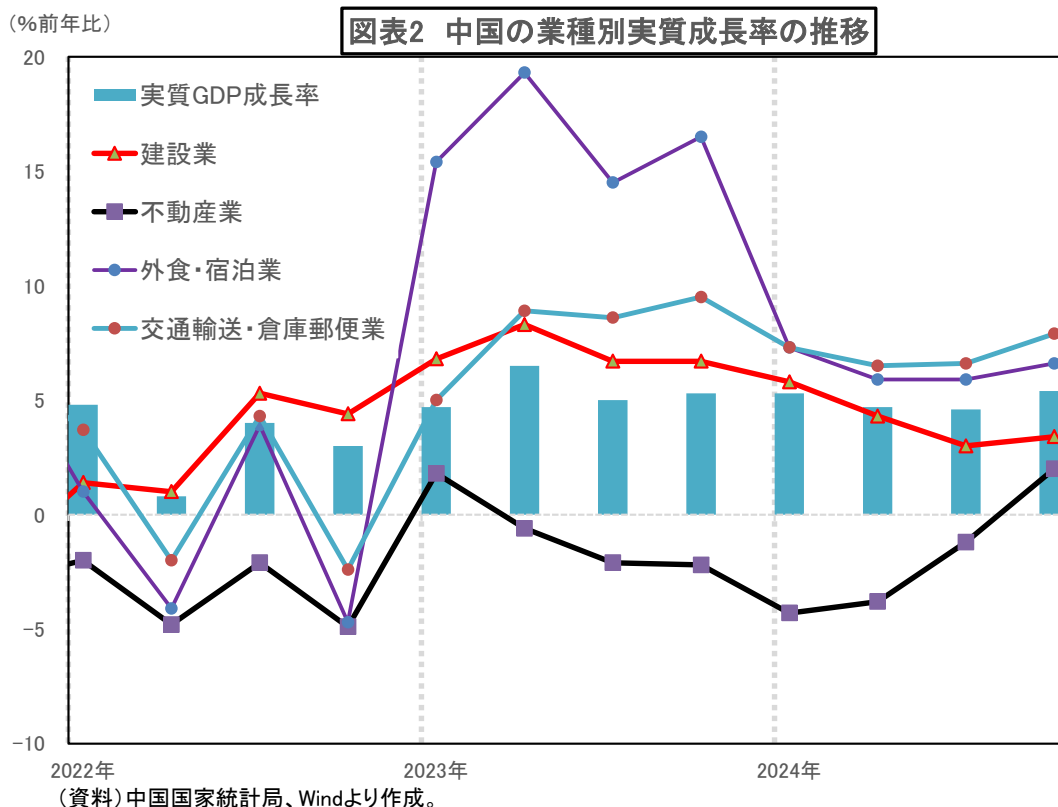


(資料)中国国家统计局、Windより作成。

**24 年 10～12 月期
の実質 GDP 成長率
は前期比 1.6%、前
年比 5.4%に加速**

国家统计局が 1 月 17 日に発表した 24 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年比 5.4%と 7～9 月期(同 4.6%)から加速した(図表 1)。市場予想(Wind)の前年比実質 GDP 成長率の平均値である同 5.1%を上回ったほか、前期比も 1.6%(年率換算 6.6%)と、7～9 月期の同 1.3%(同 5.3%)から加速した。

この前年比実質 GDP 成長率（前掲の 5.4%）に対する需要項目別の寄与度を見ると、最終消費は 1.6 ポイント、総資本形成は 1.3 ポイント、純輸出は 2.5 ポイントであった（図表 1）。最終消費と総資本形成はいずれも 7～9 月期から小幅上昇にとどまったものの、純輸出は 4 期連続のプラスで今回の成長に最も寄与した。



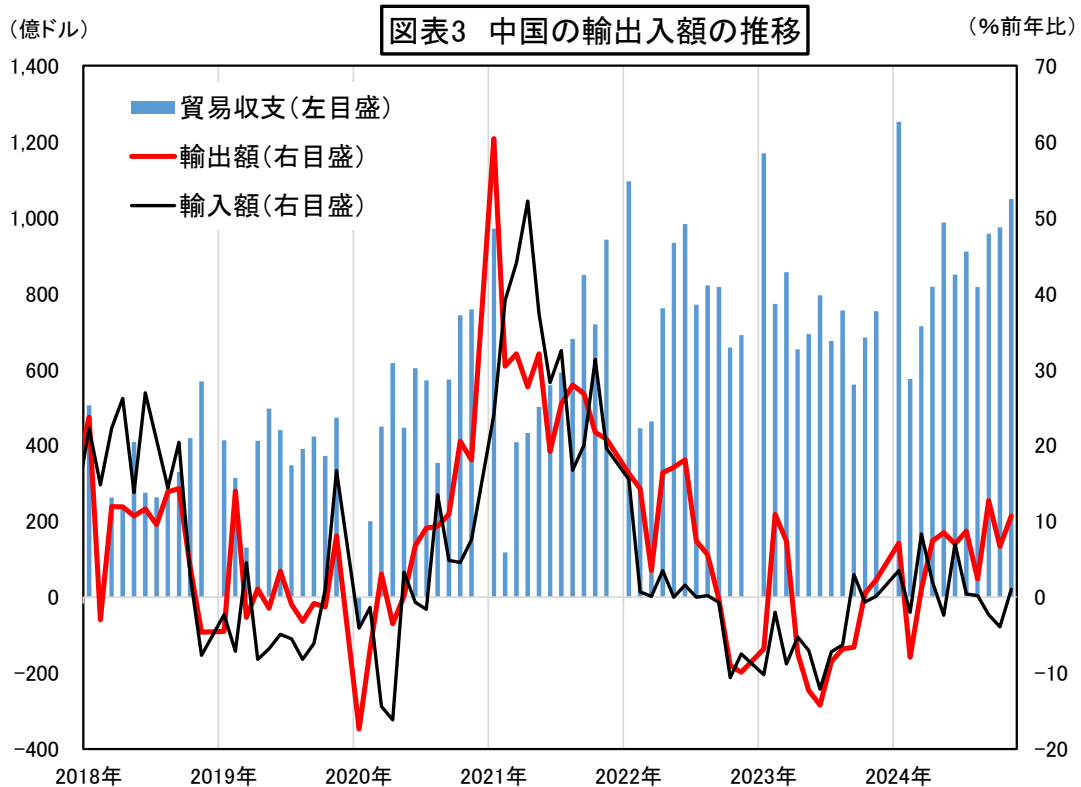
成長加速の背景には不動産業のプラス成長、輸出の底堅さ、個人消費の上向きがある

このように、実質 GDP 成長率が加速した背景には、①輸出が底堅く推移したことや、②耐久財の買い替え促進策により個人消費が押し上げられたほか、③不動産業に持ち直しの動きが見られたことも挙げられる。実際、業種別の実質成長率を確認すると、不動産業は前年比 2%と 7 期ぶりのプラスとなったほか、建設業も同 3.4%と持ち直しに転じた（図表 2）。その結果、24 年通年の実質 GDP 成長率は前年比 5%となり、政府が掲げていた成長率目標の「5%前後」は達成された。

振り返ってみると、24 年 1～3 月期は、23 年 10～12 月期に発行された 1 兆元規模の超長期特別国債を受けて前年比 5.3%の成長を達成した。しかしながら、その後は、不動産市場の調整が一段と進んだほか、超長期特別国債による景気押し上げ効

果も減退したことで、4～6月期は同4.7%、7～9月期は同4.6%と景気減速が続いた。このまま景気減速が続くと、政府の成長率目標が達成できないため、9月末に不動産市場テコ入れ策の強化、金融緩和、地方政府債務問題（隠れ債務）への対応策といった一連の景気刺激策が相次ぎ打ち出された。その景気押し上げ効果が現れたことが、市場予想を上回る10～12月期の成長をもたらした大きな要因であろう。

とはいえ、24年の名目GDP成長率は前年比4.2%にとどまり、前年比実質GDP成長率（前掲の5%）を下回る「名実逆転」が2年連続となったことで、国民の成長への実感が乏しかったとみられる。



（資料）中国海関総署、Windより作成、直近は24年12月。（注）1～2月分は1月と2月の合計。

輸出は堅調に推移も先行きに懸念

米ドル建ての輸出額の動向を確認すると、24年10月、11月、12月はそれぞれ前年比12.7%、同6.7%、同10.7%と底堅く推移した（図表3）。四半期別にみると、10～12月は前年比10.0%と7～9月期（同5.9%）から伸び率が一段と高まった。その背景には、EV自動車などの輸出増加に加え、米国による対中関税の引き上げ観測を受けた駆け込み輸出もあるとみられる。

しかし、輸出の先行きについては、当面人民元安基調の進行や政府による政策的な支援といった好材料があるものの、米国による中国産製品の輸入関税が引き上げられるリスクがあり、輸出全体の15%近くを占める対米輸出の減少が予想されることで、今後輸出は軟調に推移することが見込まれる。

図表4 小売売上総額の前年比伸び率の推移(%)

	24年7月	8月	9月	10月	11月	12月
小売売上総額	2.7	2.1	3.2	4.8	3.0	3.7
食品	9.9	10.1	11.1	10.1	10.1	9.9
飲料	6.1	2.7	-0.7	-0.9	-4.3	-8.5
タバコ・酒	-0.1	3.1	-0.7	-0.1	-3.1	10.4
衣類	-5.6	-1.9	-0.3	7.2	-4.5	0.0
化粧品	-6.1	-6.1	-4.5	40.1	-26.4	0.8
宝飾品	-10.4	-12.0	-7.8	-2.7	-5.9	-1.0
日常用品	2.1	1.3	3.0	8.5	1.3	6.3
体育・娯楽用品	10.7	3.2	6.2	26.7	3.5	16.7
家電・音響機器	-2.4	3.4	20.5	39.2	22.2	39.3
医薬品	5.8	4.3	5.4	1.4	-2.7	-0.9
事務用品	-2.4	-1.9	10.0	18.0	-5.9	9.1
家具	-1.1	-3.7	0.4	7.4	10.5	8.8
通信機	12.7	14.8	12.3	14.4	-7.7	14.0
石油	1.6	-0.4	-4.4	-6.6	-7.1	-2.8
建設資材	-2.1	-6.7	-6.6	-5.8	2.9	0.8
自動車	-4.9	-7.3	0.4	3.7	6.6	0.5
飲食サービス	-0.7	0.4	0.7	-0.3	2.5	1.2

(資料) 中国国家统计局をもとに作成、(注) 内訳は一定規模以上小売売上ベース。

個人消費は政策効果で上向き、今後も持ち直しが続く見込み

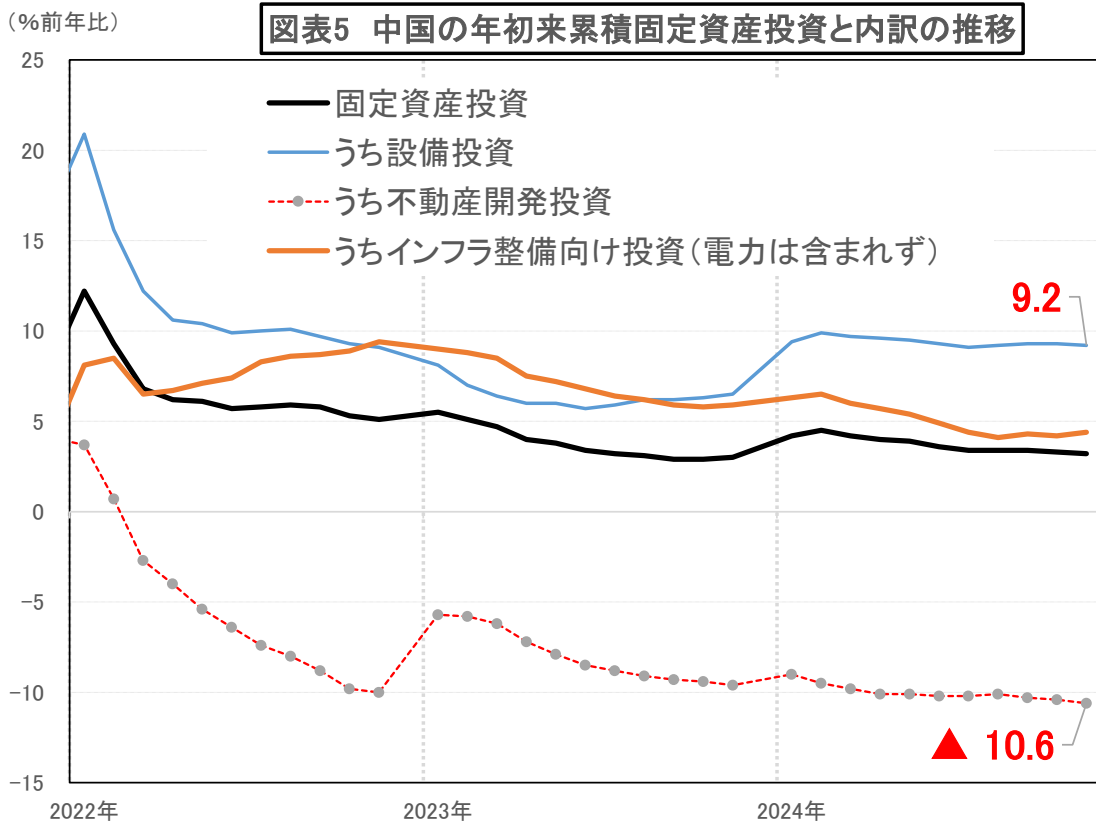
また、24年10月、11月、12月の小売売上総額はそれぞれ前年比4.8%、同3.0%、同3.7%と上向いた(図表4)。四半期別にみると、10~12月期は前年比3.8%と7~9月期(同2.7%)から小幅ながら加速した。政府の低所得者向けの現金給付、自動車販売促進策と家電製品の買い替え促進策の効果を受けて小売売上総額は持ち直したとみられる。

詳細を見ると、自動車販売促進策の強化を受けて自動車販売額は前年比プラスに転じ推移したほか、家電・音響機器は12月には前年比39.3%と大きく伸びた。また、不動産市場テコ入れ策の強化によって住宅販売に改善の動きが見られたことで建

設資材も小幅ながらプラスに転じた。さらに、ウィンタースポーツの活性化が図られた効果もあり、体育・娯楽用品も好調であった。

先行きについても、消費財の買い替え促進策により持ち直しが続く可能性が高いとみている。24年7月に本格的に実施され始めた家電製品（対象はテレビ、冷蔵庫、洗濯機、エアコン、パソコン、給湯器、家庭用コンロ、レンジフードの8品目）の買い替え促進策は、当初の12月31日に終了する予定だったが、25年12月31日に延長された。実施期間の延長に加えて、買い替え促進策の対象も拡充された。電子レンジ、浄水器、食器洗い乾燥機、炊飯器を対象に加えて12品目とした。さらに、携帯電話（スマホ）、タブレット、スマートウォッチの買い替えに対しても補助金を支給することが発表された。

今後は、買い替え促進策の財源となる超長期特別国債の発行に注目が集まる。24年は、大規模な設備更新と消費財の買い替え（両新）への財源規模が3千億元だったが、内需拡大のために25年にはこれを上回る規模となる可能性が高いとみている。



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は24年1~12月期。

不動産開発投資がさらに減少したことで固定資産投資全体は一段と鈍化

他方、24年（1～12月期）の固定資産投資は前年比3.2%と緩やかに鈍化してきた。内訳を見ると、設備投資とインフラ整備向け投資（電力は含まれず）はそれぞれ前年比9.2%、同4.4%と、全体の同3.2%を上回り、いずれも比較的堅調に推移しているのに対して、不動産開発投資は同▲10.6%となった（図表5）。ただ、12月の固定資産投資は前月比0.3%と11月（同0.1%）から加速するなど、下げ止まり感が出ている。

前述した輸出の底堅さに加え、政府が積極的に推進している大規模な設備の更新による政策効果もあり、設備投資は好調さが続いているとみられる。一方、インフラ整備向け投資は鈍化基調にあるほか、不動産開発投資も低迷が続いている。

インフラ整備向け投資が鈍化基調にある背景として、地方特別債（専項債）によって調達された資金の利用が例年に比べて遅延したほか、資金用途も限られていたことが挙げられる。また、不動産市場テコ入れ策は強化されたものの、不動産開発企業のバランスシート調整が今なお続いていることは不動産開発投資の低迷につながり、固定資産投資全体を押し下げ続けている。

足元では、上海市や北京市などの特大都市の住宅市場で改善の兆しが見られたが、中小都市では依然在庫の解消に時間を要することが見込まれる。これらを踏まえると、25年の不動産開発投資は一時的に下げ止まり感が出るものの、不振状況が続く可能性が高いと思われる。一方、国と地方の財政出動の拡張などを背景に、設備投資とインフラ整備向け投資が引き続き固定資産投資全体を下支えしていくと見込まれる。

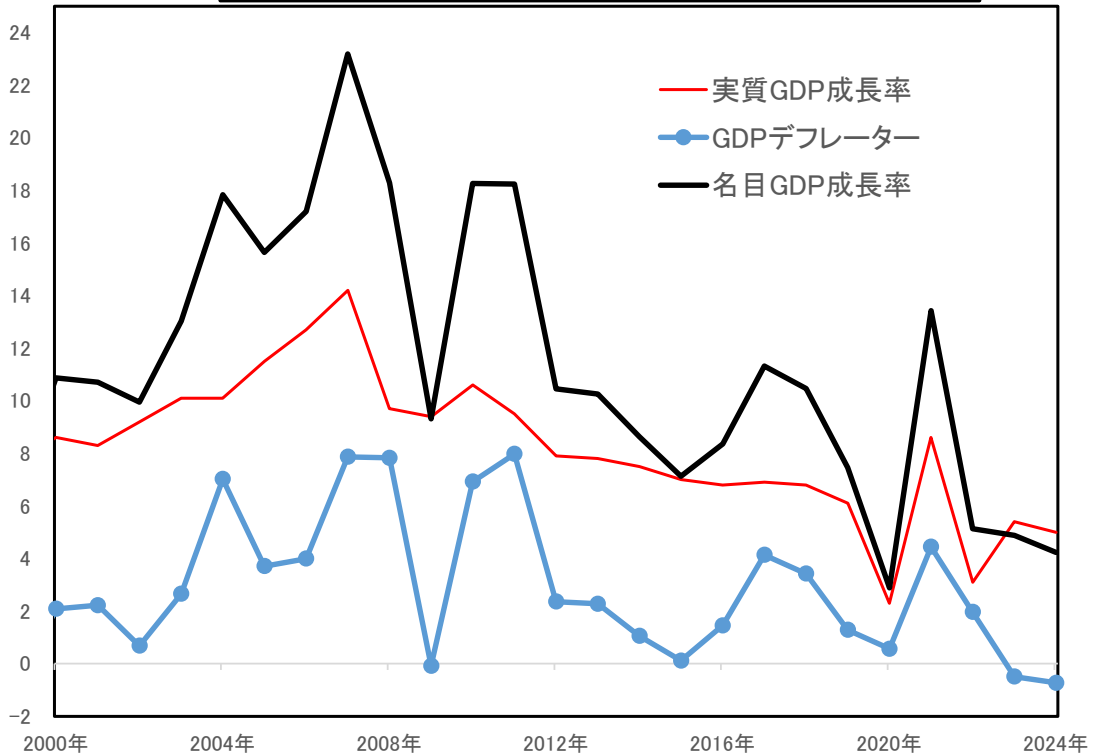
25年も低インフレ状態が続く見込み

24年を通じて消費の弱さや不動産開発投資の長期低迷などを受けて内需が弱く、24年のGDPデフレーターは前年比▲0.7%と23年（同▲0.5%）からさらに低下し、2年連続のマイナスに陥った（図表6）。足元では、12月の消費者物価指数（CPI）が前年比0.1%と11月（同0.2%）から鈍化した。また、変動幅の大きい食料品・エネルギーを除いたコアCPIも前年比0.4%、前月比0.2%と低水準で推移している。

これらのほか、生産者物価指数（PPI）はマイナス幅が縮小したものの、12月には前年比▲2.3%と前年割れ状態が続いている。25年も、内需は緩やかな回復となる可能性が高いことから、低インフレ状態が続くと思われる。

(%前年比)

図表6 中国のGDP成長率とGDPデフレーター推移



(資料) 中国国家统计局、Windより作成

25年の景気刺激策の焦点は財政出動の規模

24年12月11日から12日にかけて25年の経済運営の基本方針や重要な取組み事項等を決める「中央経済工作会議」が開かれた。25年の最も重要な取組み事項として「内需拡大」が示されており、それを実現するための財政金融政策は24年の「積極的な財政政策」、「中立な金融政策」から「一段と積極的な財政政策」と「適度な金融緩和政策」に転換された。

まず、財政政策は一段と「積極性」を拡大することが決定された。具体的には①財政赤字対GDP比率の引き上げ、②超長期特別国債発行の増額、③地方政府の特別債券（専項債）発行の増額が打ち出された。ただ、これらの規模は25年3月に開催予定の全人代で決定される。

また、金融政策の転換は14年ぶりだった。中央経済工作会議では初めて「適時に預金準備率と政策金利の引き下げ」が明言された。25年には潤沢な流動性が供給されるほか、預金準備率と政策金利はそれぞれ引き下げられる可能性が高いとみている。

25年は、第14次5か年計画（21～25年）の最終年となり、

5 年計画を達成させるためにも前年比 5%前後の成長が必要であるので、成長率目標は 24 年と同様に設定されるものとみられる。

図表7 地方政府の2025年の成長率目標と2024年の実績

	実質GDP成長率目標			2024年成長率実績と名目GDP	
	2025年	2024年	目標の変化	実質GDP成長率(%)	名目GDP(兆元、速報)
全国	公表待ち	5%前後	据え置きと予測	5.0	134.91
広東	5%前後	5%前後	-	3.5	14.16
江蘇	5%以上	5%前後	-	5.8	13.70
山東	5%以上	5%前後	-	5.7	9.86
浙江	5.5%前後	5.5%前後	-	5.5	9.01
四川	5.5%以上	6%前後	↓	5.7	6.47
河南	5.5%前後	5.5%前後	-	5.1	6.36
湖北	6%前後	6%前後	-	5.8	6.00
福建	5.0%~5.5%	5.5%前後	↓	5.5	5.78
上海	5%前後	5%前後	-	5.0	5.39
湖南	5.5%前後	6%前後	↓	4.8	5.32
安徽	5.5%以上	6%前後	↓	5.8	5.06
北京	5%前後	5%前後	-	5.2	4.98
河北	5%以上	5.5%前後	↓	5.4	4.75
陝西	5%前後	5.5%前後	↓	5.3	3.55
江西	5%前後	5%前後	-	5.1	3.42
遼寧	5%以上	5.5%前後	↓	5.1	3.26
重慶	6%前後	6%前後	-	5.7	3.22
雲南	5%前後	5%前後	-	3.3	3.15
広西	5%前後	5%前後	-	4.2	2.86
内モンゴル	6%前後	6%前後	-	5.8	2.63
山西	5%前後	5%前後	-	2.3	2.55
貴州	5.5%前後	5.5%前後	-	5.3	2.27
新疆	6%前後	6.5%前後	↓	6.1	2.05
天津	5%前後	4.5%前後	↑	5.1	1.80
黒竜江	5%前後	5.5%前後	↓	3.2	1.65
吉林	5.5%前後	6%前後	↓	4.3	1.44
甘肅	5.5%前後	6%前後	↓	5.8	1.30
海南	6%以上	8%前後	↓	3.7	0.79
寧夏	5.5%前後	6%前後	↓	5.4	0.55
青海	4.5%前後	5%前後	↓	2.7	0.40
チベット	7%以上~8%	8%前後	↓	6.3	0.28

(資料) 中国国家统计局、地方政府工作报告などをもとに作成。「-」は据え置き、「↓」は引き下げ、「↑」は引き上げ。

多くの地方政府は 25 年の成長率目標を据え置く

また、地方版の「全人代」が開催され、多くの地方政府は 25 年成長率目標を「5%前後」に設定した(図表7)。詳細を見ると、引き上げられたの(黄色の網掛け)は天津市のみとなり、15 の省(市・自治区)が据え置き(青色の網掛け)、15 の省(市・自治区)が引き下げ(緑色の網掛け)となっている。経済規模の大きな省(経済大省)では据え置きが多く、25 年の国全体の成長率目標は 24 年と同じの「5%前後」に設定される公

25 年の経済見通しと 今後の注目点

算が大きいとみている。

ただ、24 年の省別実質 GDP 成長率をみると、江蘇省、山東省、天津市、北京市は目標を上回る成長となった一方、広東省などの多くの地方は未達成、とりわけ山西省、黒竜江省、吉林省、海南省等が目標を大きく下回った。

以上を踏まえると、輸出をめぐる不確実性・不透明性が極めて高いほか、不動産市場の調整が続くと見込まれる。一方で金融緩和の継続と拡張的な財政出動の実施によって内需が持ち直す公算が大きく、当総研では、25 年の実質 GDP 成長率を前年比 4.8%と予測する。

25 年に想定されるダウンサイドリスクとしては、不動産市場の底入れの動きが続かないこと、財政出動の内容が市場予想を下回ること、米国の関税引き上げによる中国経済に与える影響の過小評価が挙げられる。

今後の注目点について、全人代が挙げられる。25 年 3 月 5 日に開催される予定の全人代では、成長率目標を含め財政政策の拡張度合いなどを決定するため、それらが注目点となる。

(25. 1. 27 現在)