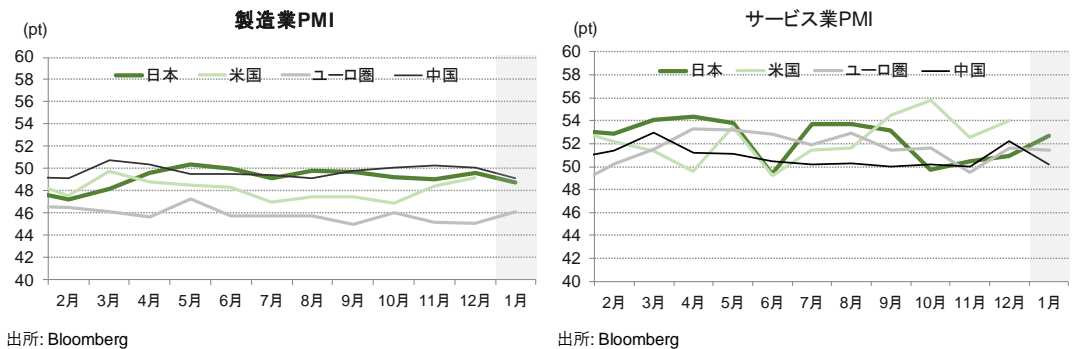




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、底堅さと減速懸念の双方が残る状況にある。金融市場では、第二次トランプ政権の政策に注目が集まりつつも、1月は24年10月以降の「トランプ・トレード」が一服するなどの変化もみられた。しかし、トランプ政権が2月4日に発効する予定の関税措置（メキシコ・カナダに対する25%関税、および中国に対する10%の追加関税）は、米国を含む世界経済に対する不透明感を増長させる可能性がある。米国による関税措置は、相手国との交渉材料に使われる傾向があり、相手国の譲歩により即時関税撤廃もありうる。一方、相手国が報復関税に出る場合は、関税が米国と相手国双方のマクロ経済や製造業に大きな負の影響を与えかねない（2月3日時点でカナダは対米報復関税導入方針としている）。当面は「関税」に一喜一憂する状態が続く見通し。
- **注目材料:** 昨年10月以降、グローバル金融市場はトランプ政権発足が米金利上昇、米ドル高、米株高を誘発することを期待した織り込み、いわゆる「トランプ・トレード」の様相を呈してきた。とりわけ、米金利上昇に伴う米ドル高は顕著で、日本を含む主要国の債券市場にも金利上昇が波及した。一方、金融市場では「トランプ・トレード」に違和感を持つ参加者も少なくなく、この背景にはトランプ氏の主張がすべて実現するわけではないとの主張がある。1月20日からさほど時間は経過していないものの、すでに見え始めているトランプ氏の政策実現の「現実」として「関税政策」を、そして「限界」として議会を通す必要がある減税を含む財政政策を論じる。

1. マクロ経済展望 ~ 米トランプ政権下で不透明感を増すグローバル経済

グローバル・マクロ経済は、底堅さと減速懸念の双方が残る状況にある。製造業は米国による関税発動等の不透明感に加え中国の不調とデフレがドイツ経済の足を引っ張るなど明るい材料に乏しい。一方サービス業は、米国の底堅さに加え中国では不動産関連政策への期待により建設業を筆頭にセンチメントが若干改善している。



日本は、総じてマクロ経済指標が一進一退を続けるなか、12月のCPI（生鮮除くコア）が前年比+3.0%（11月は同+2.7%）と大幅な上昇となった。電気ガス料金に対する政府支援終了に加え、米価上昇の影響を強く受けている。なお、電気ガス料金に対する政府補助は2月CPI反映分から再開・再反映される見通しであるほか、米価も10月以降は落ち着いており、これらが「基調的なインフレ率」に与える影響は軽微であろう。ただし、生鮮食品・エネルギーを除く日銀版コアCPIは同+2.4%（11月は同+2.4%）と底堅く、公共サービス価格の上振れなどもあり、今後サービス価格が安定的に上昇する可能性も残る。このようななか、日銀は1月の金融政策決定会合において政策金利を50bpに引き上げ、今後の利上げ継続にも含みを持たせた。

米国は、12月の非農業部門雇用者数が前月比+25.6万人（11月は同+21.2万人）と増勢

を加速させ、失業率も 4.1%と 3 か月ぶりに低下したほか、12 月のコア CPI およびコア PCE デフレーター双方が（市場予想比下振れながら）比較的底堅く推移するなど、堅調なマクロ経済環境にある。このため、債券市場では FRB による利下げ織り込みが剥落する展開が続いたが、1 月中旬以降は米長期金利低下と米ドル安基調となった。第二次トランプ政権が繰り出す政策が好景気とインフレを誘発するという「トランプ・トレード」が幾分鎮静化したほか、FRB 高官によるハト派発言も一定程度寄与した。

欧州は、ECB による利下げ継続にもかかわらず、景況感は底這いが続いている。中国経済の不振による輸出の減少に加え、EU 域内への安価な中国製品（特に中国製 EV）が流入していることが押し下げ要因に浮上している。12 月のユーロ圏消費者物価指数は前年比 +2.4%（前月:同+2.2%）に加速するも、基調的なインフレ圧力は低下傾向にあり、ECB は利下げを継続している。

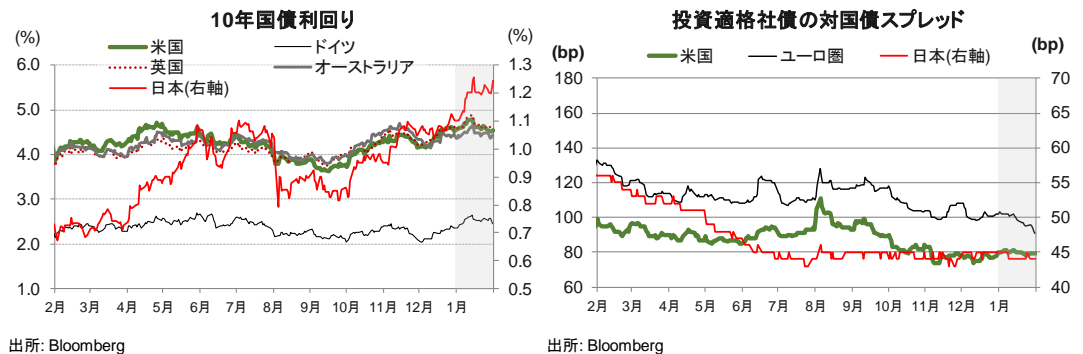
中国は、24 年の実質 GDP 成長率が +5.0%で着地した。24 年 10-12 月期はトランプ関税前の駆け込みとみられる輸出増が寄与したほか、耐久財の買い替え補助金も奏功し耐久財を中心に最終消費もプラス寄与し、政府目標を概ね達成した。ただし、不動産市況はさえず、デフレ基調から脱する兆しは見えない。このため、国債利回りの低下が続いており、追加金融緩和への思惑も根強い。人民元相場は元安・米ドル高圧力が続いており、今後は第二次トランプ政権による関税強化が強く懸念されている。

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、依然として不安材料も多い。特に米国トランプ政権が 2 月 4 日に発効する予定の関税措置（メキシコ・カナダに対する 25%関税、および中国に対する 10%の追加関税）は、米国を含む世界経済に対する不透明感を増大させる可能性がある。米国による関税措置は、相手国との交渉材料に使われる傾向があり、相手国の譲歩により即時関税撤廃もありうる。一方、相手国が報復関税に出る場合は、関税が米国と相手国双方のマクロ経済や製造業に大きな負の影響を与えかねない（2 月 2 日時点でカナダは対米報復関税導入方針としている）。当面は「関税」に一喜一憂する状態が続く見通し。

## 2. 主要資産市場動向

### ① 債券市場 ~ 引き続き米国に翻弄される

1 月の債券市場は、月央までは米金利・米ドル高を背景に主要国・地域の長期金利は上昇したが、月央以降は下落基調になった。24 年 12 月の FOMC をうけ、25 年の利下げ期待が低下する局面も見られたが、1 月中旬以降は長期金利低下とともに 25 年の利下げ織り込みも幾分回復した（1 月末時点で 25 年中に 2 回弱の利下げ織り込み）。ユーロ圏主要国の長期金利も、フランス国債を含め下落基調となった。社債スプレッドもタイトな水準で安定的であった。



米国は、12 月の FOMC におけるインフレ率見通しの上方修正や利下げ織り込み（ドットチャート中央値）の上方修正以降、1 月初旬までは利下げ織り込みを剥落させるかのように長期金利の上昇が続いたが、1 月中旬以降は下落に転じた。第二次トランプ政権が繰り

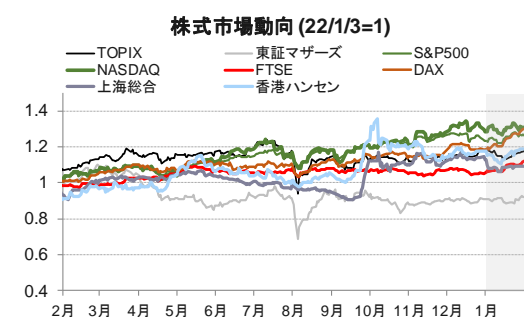
出す政策に対する過度な期待・懸念が幾分落ち着いたほか、FRB 高官のハト派発言もありマクロ経済やインフレ率に対する市場の見方も徐々に分かれる展開になった。1 月の FOMC では政策金利は据え置かれたが、市場では 3 月には再び利下げに転じるとの見方が根強い。12 月の PCE デフレーターは、コア指標を中心に市場予想を下回り、緩やかながらインフレ率が鈍化していることが確認された。

日本の長期金利は、基本的には米国との連動性が強かったが、1 月の金融政策決定会合にて日銀が政策金利を 0.5%まで利上げしたことに伴い、月末にかけて米国との連動性を薄めつつ上昇基調となった。金融政策決定会合後の植田日銀総裁の記者会見は、一部市場参加者からは「タカ派」と認識されたようだが、実際は、政策判断において重視されている「基調的なインフレ率」は引き続き「展望レポートの見通しに対してオントラック」とされており、1 月に発表された最新の「展望レポート」における今後のインフレ見通しの上方修正も、「基調的なインフレ率」の上振れが主因ではないことも示され、総じてコンセンサスの範囲から大きく逸脱することはなかった。今後も緩やかなペースでの利上げが続く可能性が高いとみているが、今後は利上げのタイミングよりも「利上げのゴール」が一層意識されるようになるだろう。換言すれば、名目中立金利に対する議論が活発化することを通じて、政策金利や長期金利の上昇余地に市場の注目が集まることになろう。

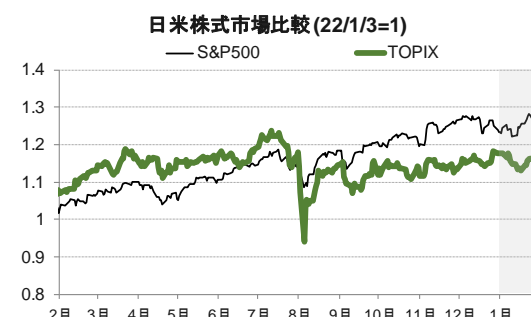
当面の債券市場の注目材料は、米国トランプ政権の政策とそれに伴う短期的な市場変動になろう。特に足もとでは、トランプ政権の関税政策が市場の注目を集めており、2 月 4 日に発効予定のメキシコ・カナダ両国に対する 25%関税発動および中国に対する 10%の追加関税発動に注目が集まっている。当該措置は、相手国の出方（譲歩）次第では直ちに撤回される可能性もあるが、短期的には関税導入は米ドル高・米金利上昇を誘発し、円やユーロなどの主要国の長期金利上昇をもたらす可能性が高い。無論、関税がもたらすマクロ経済や産業に与える負の影響も無視できないため、関税が長期化する場合、リスクオフの金利低下を誘発する可能性もある。「関税」というヘッドラインに対して市場が短期的にどのような織り込みをするかは予断を許さないほか、相手国の出方を予想することも難しい。金利の不透明感が上昇することは、リスク資産に対する投資センチメントを悪化させる可能性もあり、投資家にとって難しい局面が発現しつつある。

## ② 株式市場 ~ 今後は「関税」で一喜一憂か

1 月の株式市場は、前半は金利上昇の影響を強く受け軟調に推移したが、月央以降は回復基調になった。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

米国は、基本的には長期金利上昇が株価にネガティブに作用し、長期金利低下が株価にポジティブに作用する展開が続いた。個別銘柄要因としては、引き続き AI を中心に一喜一憂する状況が続いた。1 月 22 日にはソフトバンクグループと OpenAI 社が共同で「Stargate Project」を発表し、AI 関連銘柄の株価上昇を誘った。一方、1 月下旬には中国のスタートアップの DeepSeek 社が開発した生成 AI が注目され、AI 関連銘柄の株価が一時急落した。DeepSeek 社による生成 AI を取り巻くヘッドラインが続いており、株式市場のボラティリティが落ち着くまで一定の時間を要するだろうが、それよりも、トランプ政権による関税

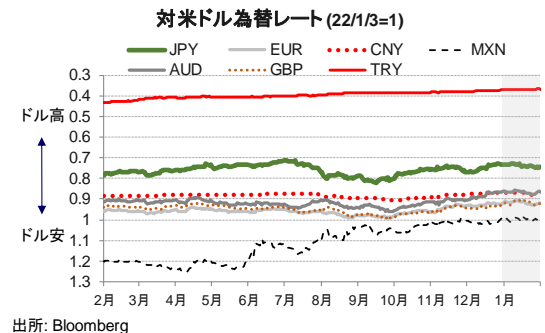
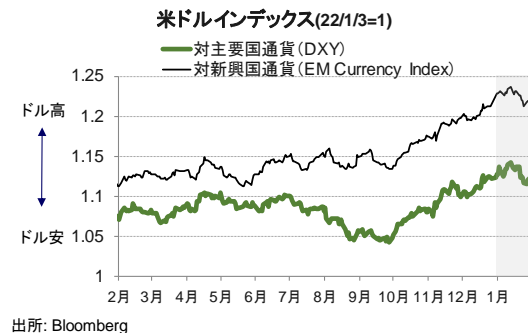
発動の方が株式市場に対してネガティブに作用する可能性があり留意を要する。

日本は、米国と同様に月前半は下落基調、後半は上昇基調になったが、引き続き上値は重い状態が続いている。米金利低下局面では円高に振れやすいことに加え、米国のAIのようなテーマに乏しいこと、そして日銀の利上げにより長期金利がさらに上昇するとの見方が強くなったことも影響している。

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「関税」がもたらす影響にシフトしよう。月末に生じた「DeepSeek」関連のヘッドラインは、時間の経過とともに市場センチメントを安定化させるとみているが（換言すれば、これ自体が NVIDIA の GPU に対する需要を減退させるものではないと理解している）、2月3日に発効予定の米国による対カナダ・メキシコ関税発動に加え、対中関税強化（関税率の10%引き上げ）は、仮に長期化する懸念が生じる場合、株式市場に負の影響が出る可能性が高い。関税は相手国の出方次第で短期的に撤廃される可能性がある一方で、相手国が強硬姿勢（報復関税など）に転じる場合、マクロ経済や主要産業（主に製造業）に与える負の影響も大きくなる。短期的には長期金利上昇を誘発するが、長期的には金利低下要因にもなりうる。換言すれば、ファンダメンタルズに対してネガティブになっても、バリュエーション上はポジティブにもなり得ることから、株式市場の不透明性を高めることになろう。

### ③ 為替市場～ 関税による米ドル高懸念

1月の為替市場は、前半は米ドル高、後半は米ドル安となった。米ドルの動きは概ね米長期金利と連動した。先進諸国も新興諸国も同様の動きとなった。



米ドル円相場は、1月初旬までは米ドル高が続いたが、その後は米ドル安基調となった。米国のインフレ率が高止まりするとの見方が台頭した一方で、米ドル円を動かすような特定の材料があったわけではなく、米長期金利の低下とともに米ドルは弱含んだ。日銀が利上げを決定した後は、円金利上昇のあり円高圧力が強まった。

中国元やメキシコペソなど米国が関税対象としている国の通貨は、他通貨比でアンダーパフォームした。そして、2月4日に発効予定の米国によるカナダ・メキシコへの25%関税発動、および中国に対する10%の追加関税は、短期的には更なる米ドル高を誘発する可能性が高い。

このため、当面の為替市場の注目材料は、米国トランプ政権による「関税」になろう。前述の通り、関税は短期的に米ドル高要因になるが、相手国が短期的に譲歩すれば（コロンビアのように）、為替市場への影響も軽微になろう。また、相手国の出方次第では实体经济に負の圧力かけることを通じて米ドル安にも振れうる。関税発動が経済や金融市場に与える影響を予測することは極めて難しく、市場を取り巻く不透明感が高まっている。

### 3. 注目材料: 第二次トランプ政権発足～既に見え始めた政策実現の「現実」と「限界」

米国では1月20日に第二次トランプ政権が発足した。昨年10月以降、グローバル金融市場はトランプ政権発足が米金利上昇、米ドル高、米株高を誘発することを期待した織り込み、いわゆる「トランプ・トレード」の様相を呈してきた。とりわけ、米金利上昇に伴う米ドル高は顕著で、日本を含む主要国の債券市場にも金利上昇が波及した。一方、金融市場では「トランプ・トレード」に違和感を持つ参加者も少なくなく、この背景にはトランプ氏の主張がすべて実現するわけではないとの主張がある。1月20日からさほど時間は経過していないものの、すでに見え始めているトランプ氏の政策実現の「現実」と「限界」を論じる。

まず、金融市場では1月20日にトランプ氏が大統領に就任した直後から、大統領令を連発することにより、中国を含む複数国への関税が発動されるとの懸念があったが、それ自体は杞憂であった。コロンビアからの不法移民を強制送還する際に、コロンビア政府が不法移民の受け入れに反対したため、トランプ氏は対コロンビア関税発動を命令したが、ほどなくコロンビア政府が移民受け入れを表明したため、関税発動を取り消した。中国に対しては「できれば関税は発動したくない」と発言するなど、金融市場が想定していたほど「専制的」かつ「強硬な姿勢」ではない可能性もみえた。しかし、1月末にはメキシコおよびカナダに対する25%の関税導入、および中国に対する追加関税(+10%)が発表され、トランプ大統領は当該大統領令に署名し、2月4日に発効する見通しである。トランプ氏にとって「関税」は他国との「交渉カード」であり関税発動有無は「交渉次第」であることは金融市場参加者のメインシナリオであるが、「交渉カード」である限り、まずは米国が強硬姿勢で迫ってくるというのも理にかなっている。しかし2月3日時点では、「現実」は金融市場のメインシナリオである「交渉により劇的な関税措置は回避される」との見方に対し不透明になりつつある。

「関税」は大統領令により実行できる代表的な政策の一つである。しかし、大統領就任日に連発した大統領令がすべて実行される可能性は低い(すなわち「限界」もある)。特に注目されている「移民政策」に関する重要な大統領令である「Protecting The Meaning and Value of American Citizenship」、いわゆる「出生地主義の修正」(不法移民が米国内で産んだ子供も不法移民とする)は、大統領令署名直後に含む複数筋から訴訟が起こされ、連邦地裁は1月24日にこれを違憲と判断し発効の一時差し止めを命じた。そもそも、大統領令により実行できることに限界があるだけでなく、その範囲内なら何でもできるわけでもない(法解釈が異なっている)。無論、予算や法改正等は議会の専権事項である。

その議会は上下院とも共和党が過半数を握っているが、日本と異なり「党議拘束」があるわけではなく、各議員は法案毎に自分の主張をすることが可能である。そのようななか、政府高官人事の一部でその限界が露呈することが生じた。24年11月下旬にはトランプ氏が司法長官候補に指名したゲーツ元下院議長が自ら指名を辞退した。政府高官人事は上院の承認が必要で、共和党が上院の過半数を握っているが(100議席中53議席)、4名を超える共和党上院議員の反対が確実視されていたことが背景にある。金融市場では、第二次トランプ政権発足に向け、トランプ氏は4年を超える長期にわたり入念に準備をし、また議会共和党も圧倒的に親トランプであることから、トランプ氏が意中の人物を政府高官に置くことで、政策実現性を一層高めるとの期待があった。しかし、ゲーツ元下院議長氏の上院による承認が困難になったことに表れているように、今般政府高官候補に挙がっている人物のすべてが必ずしも親トランプとは限らない(その典型例はベッセント財務長官)。

また、国防長官候補のヘグセス氏に対する上院における承認投票は50対50となり、最後の一票をヴァンス副大統領が投じることで、ヘグセス氏が国防長官に承認された。この例でも、共和党から3名(マコネル議員、コリンズ議員、およびマカウスキ議員)が反対票を投じた。これらの議員は、いわゆる「穏健派」もしくは「反トランプ」として知られており、特にマコネル氏は24年11月まで上院の院内総務を務めた大物のベテラン議員であ

る。マコネル氏の後任には長年マコネル氏の近くで活動してきた穏健派の重鎮・スーン議員が院内総務に就任した。当該院内総務選挙において、トランプ氏およびマスク氏が押し上げたスコット上院議員は、スーン氏に大差で敗退した。このあたりの動きにみられるように、親トランプの議員が多くなったとは言え、トランプ氏の言いなりになるわけではないことは認識しておきたい。

その議会が今後最も抵抗しそうなのが、トランプ政権による減税策である。トランプ政権が実現を目指すトランプ減税（2017 Tax Cuts and Jobs Act）の恒久化は、財政調整法で進めようとするバード・ルール(Byrd Rule)違反になるとの見方がある（The Hill 1月28日付「'An exercise in political abuse': Republicans face legislative gantlet with reconciliation」参照）、過半数での可決が難しくなる可能性がある。スーン上院院内総務はバード・ルールは遵守すると上院院内総務の就任演説では発言しているため、減税の恒久化は暗礁に乗り上げている。加えて、下院共和党の「フリーダムコーカス」は州・地方税（SALT）税額控除の上限引き上げの交換条件として法人税引き上げを要求しており、上院共和党と意見の相違がある。フリーダムコーカスは財政赤字削減が最優先のようにみえる。

以上のように関税という「現実」が見えつつあるのに対し、議会を通す必要がある政策の実現（減税を含む財政政策など）には不透明感が台頭するという「限界」も見えつつある。関税導入がもたらすマクロ・インパクトが大きいとみているが、「関税」という「現実」に振り回されることになるとみているが、「関税」が「交渉材料」という金融市場のメインシナリオが崩れたわけではない。とりわけ「関税」がもたらす負のマクロ・インパクトが顕在化する場合や、トランプ氏が最も懸念する「インフレ」を誘発する場合（18年の対中関税強化時は関税導入にも関わらずインフレにはならなかったため、トランプ氏周辺は関税導入がインフレを誘発しないと思込んでいる可能性がある）、「関税」というキラーコンテンツの「限界」が見える可能性がある。

いずれにせよ、第二次トランプ政権が発足し、当面は上記のような「現実」と「限界」を冷静に確認しつつ、それらが金融市場に与える影響を予想するという神経質な展開が続くことだろう。

(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