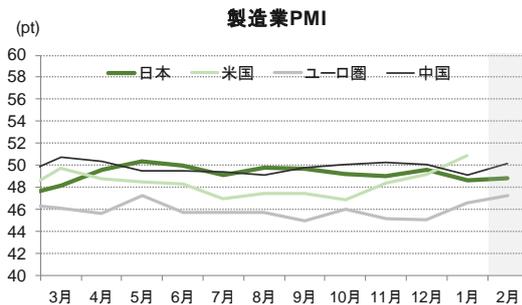




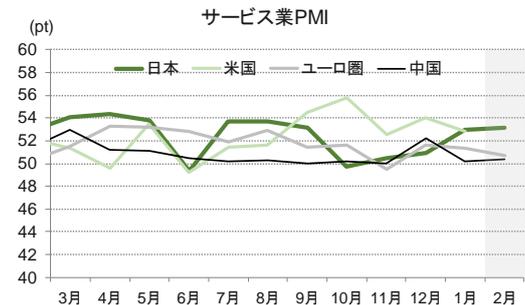
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、引き続き底堅さと減速懸念の双方が残る状況にあるなか、米トランプ政権の影響が各国・地域に異なった影響を与えつつあることも注目される。日本は米国による関税よりもインフレ率と金利上昇に注目が集まった。米国は関税によるインフレ期待が消費者センチメントを悪化させたほか、「トランプ・トレード」の剥落が続いた。欧州は、トランプ政権によるロシア・ウクライナ戦争停戦に向けた動きを背景に、株式市場がリスクオンに転換するなど他国とは異なった影響が見られた。今後も当面はトランプ政権が繰り出す政策が、各国・地域に異なった影響を与える可能性があり、予断を許さない展開が続くとみている。特に「関税」はその導入次第ではマクロ経済に対する「劇薬」になる可能性もあり留意を要する。
- **注目材料:** 2月は日本のインフレ懸念を背景にした長期金利の急上昇が注目された。ただしインフレに対する見方は「総合」や「コア」を見るか「欧米版コア」を見るかで異なっており、今後の見通しも金融市場内で意見が分かれている。インフレの「基調」に近い材料を「財」および「サービス」に分けて確認したところ、「基調」に近い材料は強弱まちまちで、今後についてもインフレ率上昇に至る要因（人口減少と供給制約）とインフレ率鈍化をもたらす要因（供給制約が潜在成長率を鈍化させる）双方が残っているとみている。足もとではインフレ鈍化要因を、外需（輸出入、およびインバウンド需要）や政府支出（公共投資、社会保障など）により補っており、この限りにおいて、当面は日本の基調的なインフレ率は底堅く推移～緩やかに上昇するとみている。

### 1. マクロ経済展望 ~ マクロ経済に対するセンチメントは国・地域により異なる状況に

グローバル・マクロ経済は、引き続き底堅さと減速懸念の双方が残る状況にあるなか、米トランプ政権の影響が各国・地域に異なった影響を与えつつあることが注目される。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。ただし、ユーロ圏ではロシア・ウクライナ戦争停戦期待の高まりもあり、足もとのセンチメントは低位ながら回復基調にある。一方サービス業は、米国が低下基調になっているほか、ユーロ圏や中国も節目の50を上回っているものの水準自体は鈍化している。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

日本は、総じてマクロ経済指標が一進一退を続けるなか、1月の生鮮食品を除く総合（コア）が前年比+3.2%（12月は同+3.0%）と大幅な上昇となるなど、インフレ懸念が台頭した。電気ガス料金に対する政府支援終了に加え、米価を中心に食料品価格上昇の影響を強く受けている。一方、食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合（欧米版コア）は同+1.5%（12月は同+1.6%）に鈍化するなど、基調的な動きが必ずしも上振れているわけではない。ただし、日銀は展望レポートの見通しに対して「オントラック」と主張しており、基調的なインフレ率が物価安定目標である前年比+2.0%に近づくか否かが今後の焦点になる。

米国は、2月初旬に発表された1月の非農業部門雇用者数が前月比+14.3万人（12月は同+25.6万人→30.7万人に上方修正）と強めの結果となったほか、失業率も4.0%（12月は同4.1%）まで鈍化した。CPIおよびコアPCEデフレーター双方も、前月比伸び率が市場予想に一致し底堅い結果となった。一方、米国が導入を予定している関税が米国民のインフレ期待を高め、それが消費者センチメントに負の影響を与えた。関税がマクロ経済や主要産業に与える負の影響に加え、頼みの個人消費への不安につながったことから、2月下旬に向けて金融市場はリスクオフに見舞われた。ただし、米国による関税が急激かつ劇的なもの（例えばメキシコ・カナダに対する包括関税が長期化するなど）にならない限り、米国のマクロ経済環境は引き続き底堅く、関税も相手国の譲歩を引き出すことで、むしろ米国経済の底堅さをサポートする可能性もある。昨年10月以降の「トランプ・トレード」は明らかに一方向過ぎていたことから、その巻き戻しとして金利低下・ドル安が生じたのは必然だが、短期的にはこのまま金利低下・ドル安になる可能性は低いとみている。

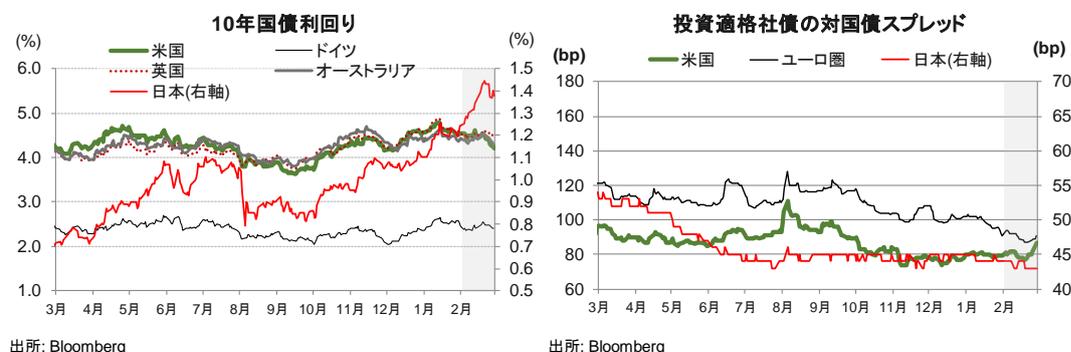
欧州は、政治不安とマクロ経済不振が続いている。2月はドイツの総選挙が行われ、比較第一党は中道右派のキリスト教民主・社会同盟（CDU/CSU）で、第二党は極右の「ドイツのための選択肢（AfD）」となった。AfDの得票率は20.8%で過去最大となった。ただし、AfDが政権入りする可能性は低く、連立政権の大きな枠組みに大きな変化は生じない見込み。むしろ、足もとのマクロ経済の不調よりも、ロシア・ウクライナ戦争停戦期待の高まりによる、株式市場のリスクオンが注目された。仮にロシア・ウクライナ戦争が停戦に至った場合、ドイツ経済のアキレス腱となっているエネルギー問題に大きな変化が生じる可能性があり、マクロ経済への影響も無視できない。

以上のように、グローバル経済は国・地域ごとに異なった動きがみられつつある。背景には共通して米トランプ政権の影がちらついているものの、その影響が複雑に絡み合い、異なったアウトプットに至っている。今後も当面はトランプ政権が繰り出す政策が、各国・地域に異なった影響を与える可能性があり、予断を許さない展開が続くとみている。特に「関税」はその導入次第ではマクロ経済に対する「劇薬」になる可能性もあり、留意を要する。

## 2. 主要資産市場動向

### ① 債券市場 ~ 日本の金利上昇が顕著に

2月の債券市場は、日本の長期金利上昇が目立った。米欧を中心に主要地域・国の長期金利は安定化〜下落した。社債の対国債利回り格差（スプレッド）は、金利低下とその背景にある米国による関税やマクロ経済への不安要素の台頭もあり米欧市場はワイド化した。本邦市場は低位で安定的に推移した。



米国は、1月以降緩やかに長期金利が低下している。2月初旬は堅調な雇用情勢や底堅い物価指標を背景に一時的に長期金利が上昇する場面もあったが、株式市場におけるSOX指数の不安定化やAI関連銘柄の不透明性の高さに加え、月後半には個人消費関連指標の鈍化や、米国による関税導入への警戒感の高まりを背景に、総じてリスクオフムードが台頭し、

長期金利は低下した。CPI および PCE デフレーターは、いずれも家賃指標の安定化を背景に緩やかながら鈍化基調となっており、FRB による利下げ再開への期待も高まった（2 月末時点の OIS 先物市場が織り込む 25 年の利下げ回数は 3 回弱（約 68bp の下落）となった）。

日本の長期金利は、1 月 24 日に日銀が追加利上げを実施して以降、2 月下旬まで急上昇となった。市場では、インフレ指標の上振れを主因に、日銀の利上げペースが加速するのではないかとの思惑が台頭したことで、投機筋による売りポジションの拡大も誘発しながら長期金利が急速に上昇した。一方、2 月下旬には米国市場のリスクオフを主因に、長期金利上昇には歯止めがかかった。2 月下旬には一時 1.4% 台半ばまで上昇した長期金利（10 年国債利回り）は 2 月末には 1.37% 台後半まで下落した。なお、1 月 24 日の利上げ後の植田総裁の記者会見において、植田総裁はインフレの基調判断に変化はなく、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しており、2 月に生じた市場の思惑（日銀が利上げペースを加速させる）は、エビデンス（根拠）に乏しい（審議委員発言等を勝手に解釈した可能性が高い）。日銀は今後も利上げを継続する可能性は高いが、足もとのインフレの基調に鑑みれば、利上げペースを加速させる材料に乏しいことを当レポート後半で詳説した。

当面の債券市場の注目材料は、米国トランプ政権の政策、および日銀の基調判断に影響しうる我が国のインフレ率になろう。引き続き市場の注目はトランプ政権の政策にあるが、トランプ政権発足前の市場の期待、つまり「関税」は「インフレ」を誘発するとの見方は徐々に剥落している印象である。むしろ「関税」はやり方次第ではマクロ経済や主要産業の足かせになり、「リスクオフ」を通じてインフレ抑制を誘発するとの見方も台頭している。筆者は、トランプ政権下でも米国のインフレ率や緩やかに鈍化するとの見方を堅持しているが、その見方の背景には、①関税が必ずしもインフレを誘発するわけではないこと（18 年後半の米中貿易摩擦勃発後の米国のコア PCE デフレーターの実速は重要なヒント）や、②地政学情勢の安定化（ロシア・ウクライナ戦争の停戦、中東情勢の安定化など）により資源・食料品価格の安定化が期待できること、などがある。引き続き、トランプ政権の政策がマクロ経済に与える影響を予見することは難しいものの、上記の見通しが徐々に顕在化しつつあると認識している。

また、2 月の日本の長期金利上昇は短期間の動きとしては明らかに行き過ぎとみており、今後は米国長期金利の安定化とともに、円長期金利も安定化するとみている。ただし、日本の基調的なインフレ率は今後緩やかに上昇する可能性は残されており、この限りにおいて日銀の「利上げのゴール」は依然として不透明である。債券市場は 25 年初までは政策金利のターミナルは 1% 前後とみていた可能性が高いが、2 月はこの水準が 1~1.5% 程度に引き上げられた印象である。しかし、1.5% がターミナルになるか否かは、今後の基調的なインフレ率次第であり、当該指標が緩やかに上昇する限り、1.5% をターミナル・レートと決めつけることにリスクは残る。

## ② 株式市場 ~ 今後は「関税」で一喜一憂か

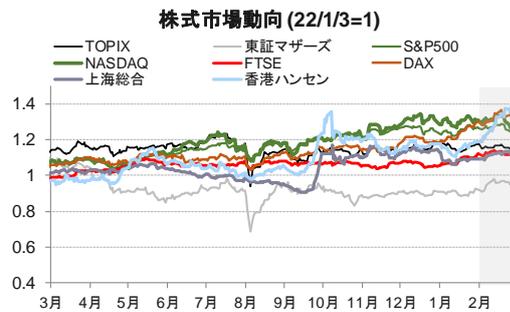
2 月の株式市場は、地域間でまちまちの動きになった。日米は不安定に推移したが、欧州や中国（上海・香港とも）は回復基調になった。

米国は、半導体指標の低迷を主因にした SOX 指数の不安定化、AI 関連銘柄の不安定化に加え、月央以降はマクロ経済に対する懸念も台頭し下落基調になった。マクロ経済に対する懸念の背景には、トランプ政権による関税政策に対する懸念の台頭や、関税が国内インフレ期待を高めたことにより消費者センチメントが悪化したことなどがある。18 年後半の米中貿易摩擦の際も、関税導入によりコア PCE デフレーターはむしろ失速したが、これは、関税がコストプッシュになるもののコストプッシュ分を企業が価格転嫁できなかった（需要の弱さが主因）ためであり、今回もそのようなことが想像された可能性もある。半導体

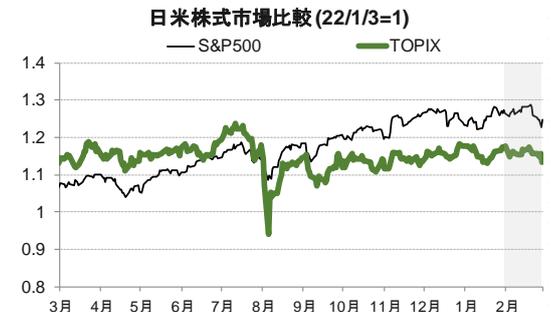
市況の低迷の背景には、中国による汎用半導体の大量生産があり、低迷は長期化する可能性もある。一方、米国のマクロ経済は引き続き底堅いとみており、株式市場のセンチメントは価格下落とともに回復する可能性が高いとみている。

欧州は、ドイツ市場を中心に力強い回復となった。2月はドイツで総選挙が実施されたほか、マクロ経済に対する不透明感も残るなか、株式市場の力強い回復は多くの市場関係者の想定外だっただろう。背景には、ロシア・ウクライナ戦争の停戦期待の高まりにある。米トランプ政権は、発足前からロシアのプーチン大統領とダイアログを持っていたとみられ、2月以降は精力的な外交を続けている模様。すでにロシア側の停戦条件を理解しているとみられ、市場の注目はウクライナおよび欧州主要国の方針にシフトしている。表面的にはロシア・ウクライナ戦争を停戦に持ち込むことは難しいように見えるが、欧州の軍事情勢、ロシアの妥協点などに鑑みれば、トランプ政権がこれを実現する可能性は相応に高いとみている。株式市場は比較的単純・楽観的にこのシナリオを好感した可能性がある。

日本は、米国と同様に月後半にかけて値を落とした。日米金利差縮小による円高も足かせとなった。足もとの企業業績は底堅いが、米国による関税導入、特に自動車向けの関税が予定されていることが、株価抑制要因になっている。月末には、投資家心理の悪化による売り相場となり、日経平均は37,000円台前半まで下落した。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

当面の株式市場の注目材料は、米国トランプ政権による「関税」等になるだろう。関税については既に「鉄鋼・アルミニウム」に対する関税導入が予定されているほか、メキシコ・カナダに対する関税も3月初旬には発動予定である（ただし相手国との交渉次第では関税発効時期の再延期もしくは関税導入見送りの可能性も残る）。加えて、相互関税（相手国と同じ水準の関税を品目ごとに導入）や、自動車・半導体に対する個別関税の可能性も残されている。市場は依然として、トランプ政権はマクロ経済や主要産業に負の影響を与えることはせず、関税はあくまでも相手国との交渉材料とタカを括っている。しかし、政治家が政治取引を背景に行う関税交渉は不透明性も高く、また、市場が想像するような合理的な判断に至らない可能性もある。筆者は関税がインフレにつながる可能性は決して高くないとみているが、このような不透明性の高さを意識しており、今後も予断無く情勢を見守る必要がある。

### ③ 為替市場～関税による米ドル高懸念

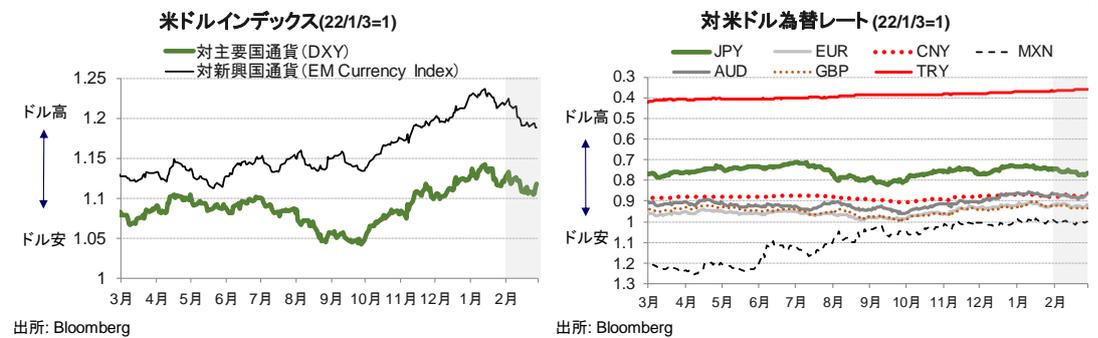
2月の為替市場は、総じて米ドル安基調になった。米長期金利が持続的に低下したことに加え、月央以降は米国経済に対する悲観的な見方が台頭したことも影響した。

米ドル円相場は、1月末の155円台から2月末には150円台まで下落した。月末には一時148円台に突入する場面もあった。米ドル円の下落は、米国要因（米長期金利下落に加え、米国マクロ経済に対する懸念が台頭したことなど）および日本要因（日銀のタカ派シフト期待の高まりを主因にした長期金利の急上昇）の双方が影響した。それぞれが極端な動きになったことで、今後は一時的に逆回転（米ドル円の上昇）する可能性が高いとみている。ただし中期的には、米長期金利は米インフレ率の鈍化とともに緩やかに低下するとみてい

る。また、円長期金利も日本のインフレ率は底堅く日銀の利上げ期待が残ることを通じて比較的高水準で推移するとみており、持続的な米ドル円の下落に寄与するとみている。

ユーロは、欧州株式市場がロシア・ウクライナ戦争停戦期待の高まりを主因に回復したことに比べると低位での推移となった。中国への依存度が高く、政治情勢が不安定なドイツ経済が依然として不調であることを主因に、今後も ECB が利下げを継続するとの見方が根強いことや、米国による欧州主要国への圧力（特に軍事的に米国への依存を低下させることを要求していること）により、軍事費増大と財政赤字拡大を経て、ソブリンの信用力に負の影響を与える可能性も意識されている。

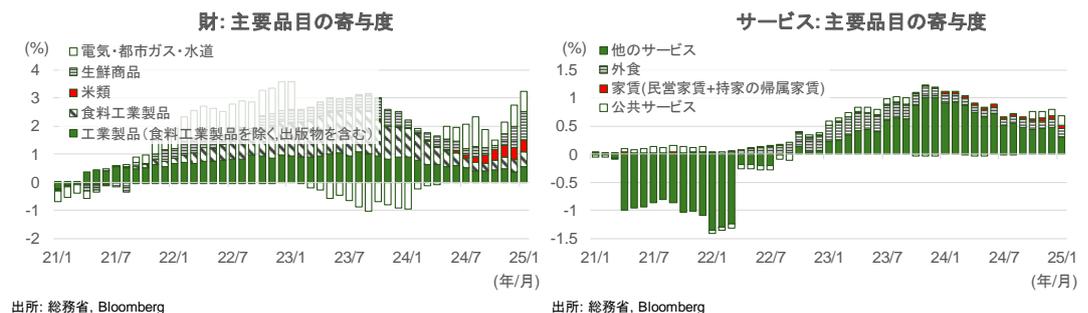
当面の為替市場の注目材料は、他市場同様に、米国トランプ政権の主要政策になろう。「関税」を交渉材料にして、各国に異なった要求がされる可能性があり、当該要求への反応次第で、通貨に与える影響も異なるとみている。無論、米国の交渉相手国の反応や状況よりも、米国自身のマクロ経済状況が重要になるが、マクロ経済環境は依然として底堅く、関税が極端な形で導入されない限り（例えば、メキシコ・カナダへの包括関税の長期化は、米国経済を失速させる要因になりうる）、米ドルは底堅く推移するとみている。



### 3. 注目材料: 日本における基調的なインフレ率は緩やかに上昇するのか

2月の債券市場では、インフレ懸念を背景に日銀が利上げペースを加速させるのではないかとの思惑を背景に長期金利が急上昇した。実際、2月21日に総務省が発表した1月の全国消費者物価指数（CPI）は、総合が前年同月比+4.0%（12月は同+3.6%）、「生鮮食品を除く総合」（コア）が同+3.2%（12月は同+3.0%）、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合」（日銀版コア）も同+2.5%（12月は同+2.4）といずれも伸び率が加速した。一方、食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合（欧米版コア）は+1.5%（12月は同+1.6%）となり伸び率は減速した。

「コア」を見るか「欧米版コア」を見るかなど、見る指標によってインフレの強さは異なっており、今後の見通しも金融市場内で意見が分かれている。以下では、日銀の金融政策判断にも影響しうる「インフレの基調」に近いものに焦点を当て、足もとの動きとその背景要因、そして今後の見通しをまとめた。



「総合」と「欧米版コア」の差に表れているように、足もとのインフレ率はエネルギーおよび食料（酒類を除く）に強く影響を受けている。エネルギーおよび食料のいずれもが含まれる「財」を主要品目別寄与度（前年同月比）に分けて確認すると、「電気・都市ガス・水道」（エネルギー）、「生鮮食品」、および「米類」の寄与度が上昇していることがわかる。「電気・都市ガス・水道」は主に電気・ガス料金に対する政府補助終了の影響により、テクニカルに寄与度が上昇している（なお、エネルギーに対する政府補助は2～4月に再度復活することで、2月以降のCPI（コア）を押し下げる方向に作用する見通しである）。「生鮮食品」や「米類」は、天候不順を含む気候変動の影響を強く受けている。一方、「食料工業製品」や「工業製品（食料工業製品を除く、出版物を含む）」は、24年前半までの下落基調から反転し、足もとでは再び増勢を強めている。エネルギーおよび食料を除く「財」は、増勢こそ力強くないものの、足もとでは緩やかに上昇していることに留意する必要がある。

次に「サービス」の主要項目別寄与度（同）を確認すると、「財」とは異なり寄与度は足もとで上昇しておらず、むしろ「他のサービス」の寄与度低下が著しい。昨年来、「サービス」の中には一時要因が複数含まれてきた（全国旅行支援（政府補助項目）、外国パック旅行費（24年1月に過去3年分の価格上昇分を一気に反映した）、携帯電話料金（単品でウエイトが大きく変動幅も比較的大きい）など）が、24年半ばには「全国旅行支援」の終了に伴うテクニカルな寄与度上昇が剥落したほか、25年1月は「外国パック旅行費」の年次効果剥落もあり、必ずしも基調的とは言えないような寄与度低下も含まれている。一方、「外食」、「家賃」に加え、「他のサービス」に含まれる「工事・その他サービス」など、足もとで寄与度上昇がみられる品目もある。例えば「工事・その他サービス」は、人手不足や建築資材不足を背景にした建築費高騰の影響が背景にあるほか、「家賃」も大都市部を中心とした不動産価格高騰（特に東京の影響が大きい）の影響を受けている。

食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合（欧米版コア）（前年同月比+1.5%）の足もとのトレンドは、概ね以上の分析から乖離していないとみており、基調的なインフレ率に近い指標とみて差し支えないと思われる。

次に、基調的なインフレ率の「今後」を考えてみる。「財」の基調的な動きを形成する「食料工業製品」および「工業製品（食料工業製品を除く、出版物を含む）」については、まず、「食料工業製品」の寄与度上昇は、帝国データバンクによる月次調査（「食品主要195社」価格改定動向調査）が参考になる。最新のレポートによれば、25年の食品価格上昇品目数は24年よりも増加する可能性があり、特に飲食料品の値上げの勢いが強くなっているとのこと。当該調査には、値上げ要因の分析もされており、引き続き「原材料高」に加え、「物流費」や「人件費」が値上げ要因の上位に食い込みつつある。このような結果は、日銀が目指す「賃金と物価の好循環」を形成しているとみられ注目される。

値上げ要因の推移（品目数ベース）

		2025年 1-8月	2024年 1-12月	2023年 1-12月
値 上 げ 要 因 別	原材料高	98.0%	92.2%	96.2%
	エネルギー	61.3%	60.6%	80.6%
	包装・資材	59.7%	68.5%	60.6%
	物流費	80.9%	68.1%	58.4%
	円安（為替の変動）	13.5%	28.1%	11.4%
	人件費	43.5%	26.5%	9.1%

注：値上げ要因には一部重複を含む  
出所：帝国データバンク

「工業製品（食料工業製品を除く、出版物を含む）」も、トヨタ自動車が25年3月期決算見通しにおいて製造原価上昇を容認するなど、原材料高や人件費増等を背景にした価格転嫁圧力が生じているとみている。

今後、エネルギー関連品目の政府補助の有無により「財」の寄与度はテクニカルに上下動する可能性は残るが、「財」の基調を形成する品目は、当面の間緩やかな上昇基調をたどる可能性が高いとみている。

一方、「サービス」は強弱双方の要因により今後の動きは不透明である。「外食」は前述の

食品価格上昇が継続することや人件費高騰を価格転嫁する動きが一定程度見られているが、価格上昇率は必ずしも高くない。また、「他のサービス」に含まれる「教養娯楽関連サービス」も、「外国パック旅行費」を除いても足もとでは価格転嫁圧力は強くない。これらはいずれも、消費者が幅広い選択肢から「選択可能なサービス」に分類され、製造・サービス原価の上昇が続くなかでも、他社との競争環境が依然として厳しく（≡一部では依然として供給過剰状態にある）十分な価格転嫁が困難な可能性がある。他方、「工事・その他サービス」や「家賃」の寄与度上昇は、両者とも背景には少子高齢化・人口減少に伴う「供給制約」があり、消費者が幅広い選択肢から選択することが「難しい」品目になりつつあり、企業が比較的簡単に価格転嫁可能になりつつあるとみている。

このように、「サービス」は強弱双方の要因を持ちつつ、全体としての寄与度は「財」に比べて低位ながら、足もとでは底堅い推移になっている。

日本国民の一般的な認識として、生活に密着する品目の価格上昇（特に食料品）が続くなか、もはや日本が「デフレ」や「ディスインフレ」であると考える人は多くないだろう。その背景には、円安や海外物価上昇等のいわゆる「コストプッシュ」や、天候不順による「供給不足」などの一時的と思われる要因を経て、少子高齢化・人口減少という構造要因が「賃金と物価の好循環」のドライバーになりつつあるとの「感覚」、換言すれば「インフレのノルム」が徐々に形成されつつあるのではなからうか。26年3月に運賃値上げを予定している東日本旅客鉄道に対する国民の「無反応」は「ノルム」の代表例であろう。同社が提供するサービスは、利用者にとって必要不可欠なインフラであり、また、大半の場合自由に選択することができないものである。国民の多くは、同社の値上げを「容認」し、その背景には重要なインフラサービスということに加え、エネルギーや商品などの日常生活に必要な不可欠な品目の価格上昇が続いていることによる「インフレへの慣れ」や、賃上げが続いていることによる「心の余裕・妥協余地」もあるのではなからうか。

反面、少子高齢化・人口減少に伴う「供給制約」は、潜在成長率を鈍化させる側面もあり、場合によってはディスインフレ要因にもなりかねない。例えば、少子高齢化・人口減少は、中小零細企業を中心に後継者不足や従業員不足につながっており、廃業や営業規模縮小にもつながっている。人手不足による設備稼働率減少は、機会費用（高稼働率の場合に得られた売上や利益を遺失する）の発生にもつながっている（我が国のマクロ需給ギャップがマイナスであることの主要因の一つともされている）。

我が国は、このような国内要因による構造的な GDP に対する下押し圧力を、外需（輸出入、およびインバウンド需要）や政府支出（公共投資、社会保障など）により補っている。過去数年間は外需要因も底堅く、「供給制約」が「潜在成長率低下」や「デフレ圧力」になるよりも、「価格転嫁」や「賃上げ」につながりやすかったとみているが、例えば「外需」の悪化は、直接・間接双方の要因を経て、「賃金と物価の好循環」に悪影響を与える可能性がある。

以上を踏まえ、外需が安定的であることを前提に、今後も日本の基調的なインフレ率は底堅く推移～緩やかに上昇するとみている。一方、外需の不安定化は、製造業の賃上げ余力低下等を通じて、「賃金と物価の好循環」に負の影響を与える可能性もあろう。

（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

---