

2025年1月16日

米新政権発足を前に揺らぐグローバル市場と日銀



木下 智夫
グローバル・マーケット・
ストラテジスト

レポート要旨

トランプ氏の政策への懸念と米景気の強さが金融市場を揺るがす

1月20日に予定されるトランプ大統領の就任式を前に、グローバル金融市場のボラティリティーが高まっています。これは、①トランプ大統領が就任以降に、移民制限や他国への追加関税を実施することで、インフレ圧力が強まる可能性があること、②強めの米景気指標の公表が相次いでいること—が意識されているためです。為替市場では、米雇用統計公表後、ポンド安・ユーロ安となったのに対し、円は逆に対ドルで上昇しました。これは、日銀の1月会合（1月23～24日開催）での利上げ見通しが強まったためと思われる。

日銀の利上げが意識されたことが日本の長期金利上昇に寄与

足元で日本の長期金利上昇が目立っていますが、このことは、日銀による1月会合での利上げの障害にはなりにくいと考えられます。

日銀1月会合—トランプ氏の政策と市場インパクト、円相場の動きが鍵に

①日本経済が足元で堅調さを保っていること、②1月20日以降に公表されるとみられるトランプ政権の政策が米国経済にとってインフレ的である可能性が高いこと—から、日銀は1月会合において利上げを実施する可能性が高いと見込まれます。ただし、トランプ政権が発表する政策がグローバルでの大幅な株安につながる場合には、日銀は利上げを見送る公算が大きくなるでしょう。

トランプ氏の政策への懸念と米景気の強さが金融市場を揺るがす

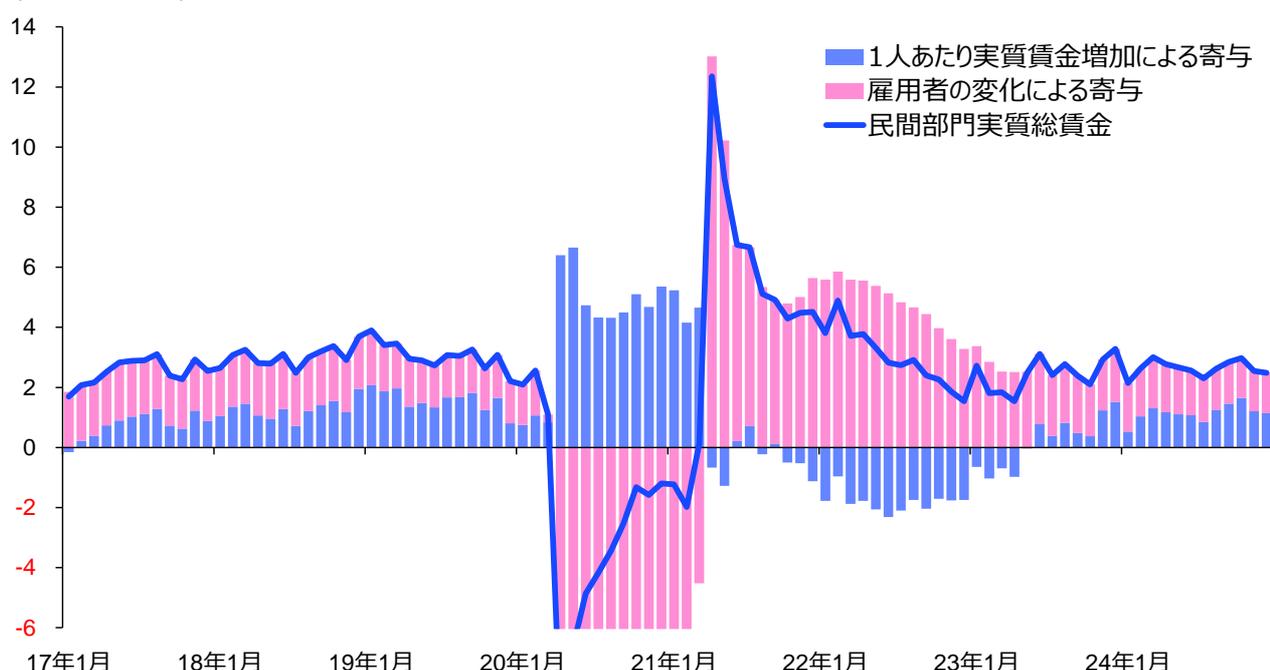
1月20日に予定されるトランプ大統領の就任式を前に、グローバル金融市場のボラティリティーが高まっています。米国の長期金利は1月14日には4.792%という、2023年10月以来の高い水準を記録した後、1月15日には4.653%まで再び低下しました。株式市場では、S&P500種指数が1月10日に1.5%下落した後、1月15日には1.8%上昇するなど、振れが大きくなっています。グローバル市場が揺らいでいるのは、以下の2つの理由から、インフレ懸念と、それに対応した、より引き締めの金融政策の実施への懸念が強まっているためです。

一つは、トランプ大統領が就任以降に、移民制限や他国への追加関税を実施することで、インフレ圧力が強まる可能性があることです。この点は、トランプ氏の大統領選での勝利以降、グローバル金融市場で常に意識されてきましたが、第2期トランプ政権発足を間近に控える中、金融市場での警戒がさらに強まってきたように思われます。

もう一つの理由は、強めの米景気指標の公表が相次いでいることです。注目されていた2024年12月分の雇用統計では、非農業部門の雇用者増加数が25.6万人と、市場予想（ブルームバーグ調べ）の16.5万人を比較的大きく上回る一方、失業率も4.1%と、前月の4.2%から改善しました。当レポートでこれまで注目してきた米国の実質総賃金は、インフレ率についての一定の前提をおくと、前年同月比で2.5%という比較的高い伸びを維持しました（図表1）。平均時給の伸び率は前月比で0.3%と落ちているものの、米国の労働市場は数カ月前に多くのエコノミストが想定したほどには冷え込んでいないことが明確になってきました。アトランタ連銀が1月9日時点で算出した2024年10-12月期の実質GDP成長率（前期比年率ベース）についての推計値（GDP Now）は2.7%に達しています。こうした景気的好調さがFRBの利下げについての金融市場の期待を大きく後退させたことが、1月13日における雇用統計公表直後の米株安と米長期金利高につながりました。とはいえ、1月15日に公表された米CPI（消費者物価）統計では、2024年12月におけるコアCPI（エネルギーおよび食品を除くCPI）の前月比上昇率が0.2%と、市場予想の0.3%を下回ったことが明らかになりました。景気が好調であるにもかかわらず、インフレ圧力が弱まっていることが示されたことで、金融市場はやや自信を取り戻し、それが1月15日の米株高・米長期金利低下につながりました。

（図表1）米国：民間部門総賃金の伸び率（実質ベース）

（前年同月比、%）



（注）見やすさのため、縦軸を限定している。

（出所）CEICよりインベスコ作成。一部は一定の前提を用いてインベスコが推計。

金融市場におけるFRB（米連邦準備理事会）の利下げ期待も1月に入ってから大きく動きました。金利先物市場が織り込む2025年中の利下げ回数は、2024年12月末時点で1.73回でしたが、これは、雇用統計公表後の1月13日には1.14回に低下したものの、1月15日のCPI統計公表後には1.57回まで再上昇しました。

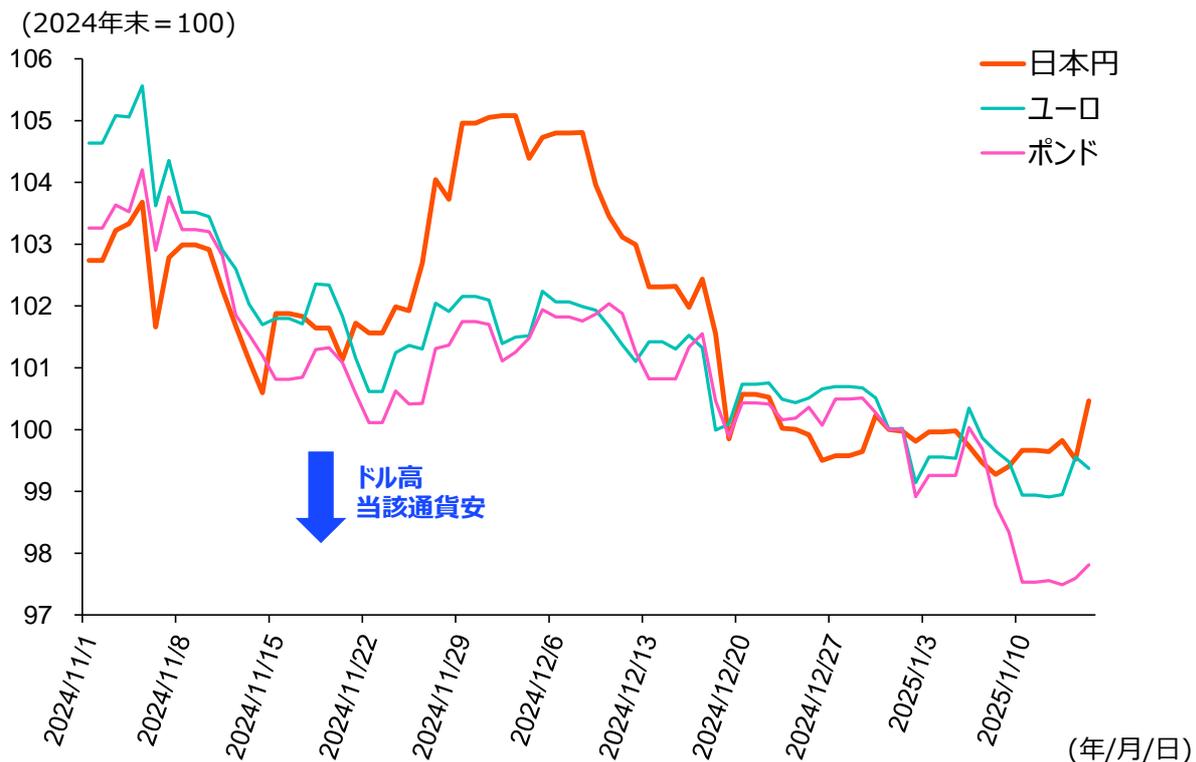
一方、米国の経済指標を反映する形で、為替市場も揺れています。米雇用統計公表（1月10日）後にポンドとユーロが対ドルで下落したのは、基本的には米国の短期金利見通しおよび長期金利が上昇したことを反映しているとみられます（図表2）。その後、ユーロの対ドルレートはかなり戻した一方、ポンドの対ドルレートは比較的大きく下落したままです。これは、直近の景気指標で英国景気の弱さが目立ってきたことで、イングランド銀行が、今後、より積極的な利下げにふみ切らざるを得ないとの見方が広がってきたことが背景にあります。英国は、景気が悪化する中でもインフレがなかなか落ち着かないという、スタグフレーション的な状況にあり、債券安・ポンド安につながっています。

これに対して、米雇用統計公表後に対ドルレートが逆に上昇したのが日本円でした。日本円の上昇は、米長期金利が上昇し、円安圧力が強まったことが、日銀の1月会合（1月23～24日開催）での利上げにつながるのではという見通しが強まったことによると思われます。米CPI統計公表後にはさらに円高が進行しました。

日銀の利上げが意識されたことが日本の長期金利上昇に寄与

日銀の1月会合における利上げ期待の高まりは、長期金利の上昇にもつながり、1月14日には日本の10年国債金利が2011年4月以来の高水準となる1.248%に上昇しました。米CPI統計公表後の執筆時点（日本時間で1月16日午前9時47分時点）では1.232%へとやや低下したものの、10年国債金利は、2024年末時点の1.085%から14.7bp（ベースポイント）上昇したことになります。日本の長期金利の上昇幅がこの程度であれば、それが日銀の利上げに与える障害になるとは考えにくいでしょう。というのは、同期間に米10年金利が8.8bp上昇したことが影響したとみられるほか、1月16日の執筆時点（午前9時47分）の実質ベースでみた10年国債金利の水準が-0.297%と、まだかなり抑えられた水準にあるためです（図表3）。

（図表2）米大統領選挙直前からの主要先進国通貨の対ドルレートの推移



（出所）ブルームバーグよりインベスコが作成

日銀1月会合—トランプ氏の政策と市場インパクト、円相場の動きが鍵に

それでは、日銀は1月会合で利上げを実施することになるでしょうか。日銀の氷見野副総裁は、1月14日の講演において、1月の会合では利上げについて議論することを明言しました。私は、従前からの見方通り、その可能性が高いと考えています。第1に、日本経済が足元で堅調さを保っているとみられることがあります。日銀はこれまで、展望レポートで示した経済・物価の見通しが日銀の見立て通りに実現していくとすれば、それに応じて、政策金利を引き上げると明言してきました。前回の利上げから半年が経過し、これまでの利上げが日本経済に及ぼす悪影響は限定的であったことが明らかになっています。景気がオントラックである中で、日本経済の先行きについての見通しやその不確実性の度合いに大きな変化がなければ、日銀は現行の政策金利よりもかなり高いと考えられる中立金利の水準に向けて政策金利の引き上げを実施していくことになります。

第2に、1月20日以降に公表されるとみられるトランプ政権の政策が米国経済にとってインフレ的である可能性が高く、米長期金利の上昇やドル高につながるためです。米国発の円安圧力が生じる場合、日銀にとっては利上げによって円安圧力を和らげるのが最善の道となるでしょう。既に金融市場ではある程度の確率で1月会合での利上げが織り込まれている状況下、仮に日銀が1月会合で利上げを実施しない場合には、さらなる円安が進行するリスクが高まります。日銀としては、この点も考慮する必要があります。

他方、日銀が利下げできないリスクとしては、トランプ政権が発表する政策が米国での大幅な株安につながる場合が挙げられます。グローバルに株安が進行する場合には、日銀が利上げに動く可能性は大幅に低下するとみられます。

(図表3) 日本：10年国債金利（名目、実質）、期待インフレ率の推移



(注) 期待インフレ率は、ブレイクイーブン・インフレ率。
(出所) ブルームバーグよりインベスコが作成

「グローバル・ビュー」の既刊タイトル一覧（最近分）

※下記レポートは以下のリンクからご覧いただけます。

<https://www.invesco.com/jp/ja/insights/global-view.html>

発行日	タイトル
1月9日	米国株一強時代の構図とその注目点
12月19日	タカ派サプライズとなったFOMC、日銀も動けず
12月12日	2025年のグローバル金融市場見通し
11月28日	2025年のグローバル経済見通し
11月21日	トランプトレード後の日本市場
11月8日	(フラッシュレポート) 11月FOMC：ややハト派的
11月7日	トランプ氏勝利の市場インパクトと注目点
10月31日	日銀は利上げを見送り。先行きのポイントは？
10月24日	ユーロ圏：強まる景気減速圧力と金融政策対応
10月17日	中国とデフレ圧力(1)生成メカニズムと政策対応
10月10日	米景気への懸念が後退し、市場の局面が変化
10月3日	日本：金融市場から見た石破新政権
9月26日	中国：広範囲の金融緩和政策とその評価
9月19日	9月FOMC：利下げを開始。市場は複雑に反応
9月12日	日本：景気、株価が共に内需主導色を強める

当資料ご利用上のご注意

本書は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」といいます。）に属するグローバル・マーケット・ストラテジスト（以下、「作成者」といいます）が作成した資料です。本書は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。本書は、金融商品取引契約の締結の勧誘資料はありません。本書に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、作成者の資料作成時における見解であり、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。本文で詳述した本書の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。当資料について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長金商第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

MC2025-005