

世界経済と金融市場の展望

トランプ劇場2.0開幕、注目される各国の対応と市場の反応

野村證券株式会社
投資情報部
シニア・ストラテジスト

尾畑 秀一

2025年3月

要旨と見通し

1. 世界経済の現状・見通し

トランプ政権による関税政策を巡る不透明感が継続。野村証券では、FRBは25年は利下げを見送り様子見姿勢を継続、26年は6月、9月、12月に各0.25%ポイントずつの利下げを予想。政策金利は25年末4.25-4.50%、26年末3.50-3.75%と予想。ユーロ圏経済の下振れ懸念は残るものの、ドイツの拡張的財政姿勢やEUの国防費増額、中立金利近辺への政策金利低下を背景に、ECBの追加利下げは25年6月で終了、中銀預金金利の着地点を2.25%と予想している。中国は米国の対中政策に対抗するため財政・金融政策を強化、景気失速を回避すると予想する。焦点は不動産市場の回復策と民間企業への規制緩和の実施などの内需喚起策の行方。リスクとして、トランプ政権の政策不透明感による家計・企業や市場参加者のマインド悪化、中国経済の失速・信用不安の台頭、国際政治面での欧米先進国間の関係悪化と中国・ロシアの存在感の高まり、台湾海峡を巡る地政学リスクなどが挙げられる。

2. 海外金融市場の見通し

米国のインフレ再加速、FRBの利下げ休止を受けて米10年国債利回りは25年末4.50%と高止まりを予想。日本と主要国の金利差縮小を背景に緩やかながら円高基調へと転じ、ドル円相場は25年末140円、ユーロ円相場は144円と予想している。

3. 国内経済の見通し

日本経済は高い賃上げや政府による経済対策の効果もあり個人消費、設備投資など民間内需中心に回復基調をたどるとの見方を維持。企業の積極的な賃金設定行動への変化から日銀は「賃金と物価の好循環」への自信を深め、25年7月、26年1月に利上げを実施し、無担保コール(翌日物)金利を1.00%程度へ引き上げると予想する。

4. 国内金融市場の見通し

日本の10年国債利回りは25年末1.50%程度と予想。日本企業は価格転嫁(利益マージン率拡大)が順調であり、マクロ環境の改善もあり、25年末の日経平均は42,000円(レンジは39,000~45,000円)と予想。

株価・金利・為替の予想サマリー(2025年2月14日)

株価	2025年			
	3月	6月	9月	12月
TOPIX	2,800	2,800	2,900	3,000
日経平均株価	40,000	40,000	41,000	42,000
S&P500	6,050	6,000	6,100	6,300
ストックス欧州600	550 (525)	540 (525)	550 (540)	575 (550)
香港H株	7,600 (7,250)	7,600 (7,400)	7,700	7,800

(注)ストックス欧州600は汎欧州の株式指数、香港H株は香港上場の中国本土株指数。

10年国債 利回り	2025年			
	3月	6月	9月	12月
日本	1.35 (1.25)	1.35 (1.25)	1.40 (1.35)	1.40 (1.35)
(5年)	1.00 (0.90)	1.00 (0.90)	1.05	1.05
米国	4.50 (4.20)	4.50 (4.20)	4.50 (4.25)	4.50 (4.25)
ユーロ圏(ドイツ)	2.45 (2.55)	2.35 (2.40)	2.30 (2.35)	2.40
豪州	4.30 (4.25)	4.25 (4.15)	4.20 (4.10)	4.15 (4.10)

政策金利	2025年			
	3月	6月	9月	12月
日本	0.50	0.50	0.75	0.75
米国 (FFレート、中央値)	4.375	4.375	4.375	4.375
ユーロ圏 (中銀預金金利)	2.50	2.00	1.75	1.75
豪州 (キャッシュレート)	4.10	3.85	3.60	3.60

(注)政策金利：日本は無担保コール翌日物金利。

為替	2025年			
	3月	6月	9月	12月
米ドル/円	150	145	142.5	140
ユーロ/円	155	146	144	144
ポンド/円	189	181	178	176
豪ドル/円	95	90	88	91
ニュージーランドドル/円	86	81	80	81
インドルピー/円	1.75	1.67	1.64	1.63
100インドネシアルピア/円	0.93	0.88	0.86	0.88
ブラジルリアル/円	24.7	23.7	23.2	22.7
メキシコペソ/円	7.3	7.0	6.9	6.7
南アフリカランド/円	8.35	8.03	7.85	7.68
トルコリラ/円	4.2	3.9	3.8	3.7
ロシアルーブル/円	-	-	-	-

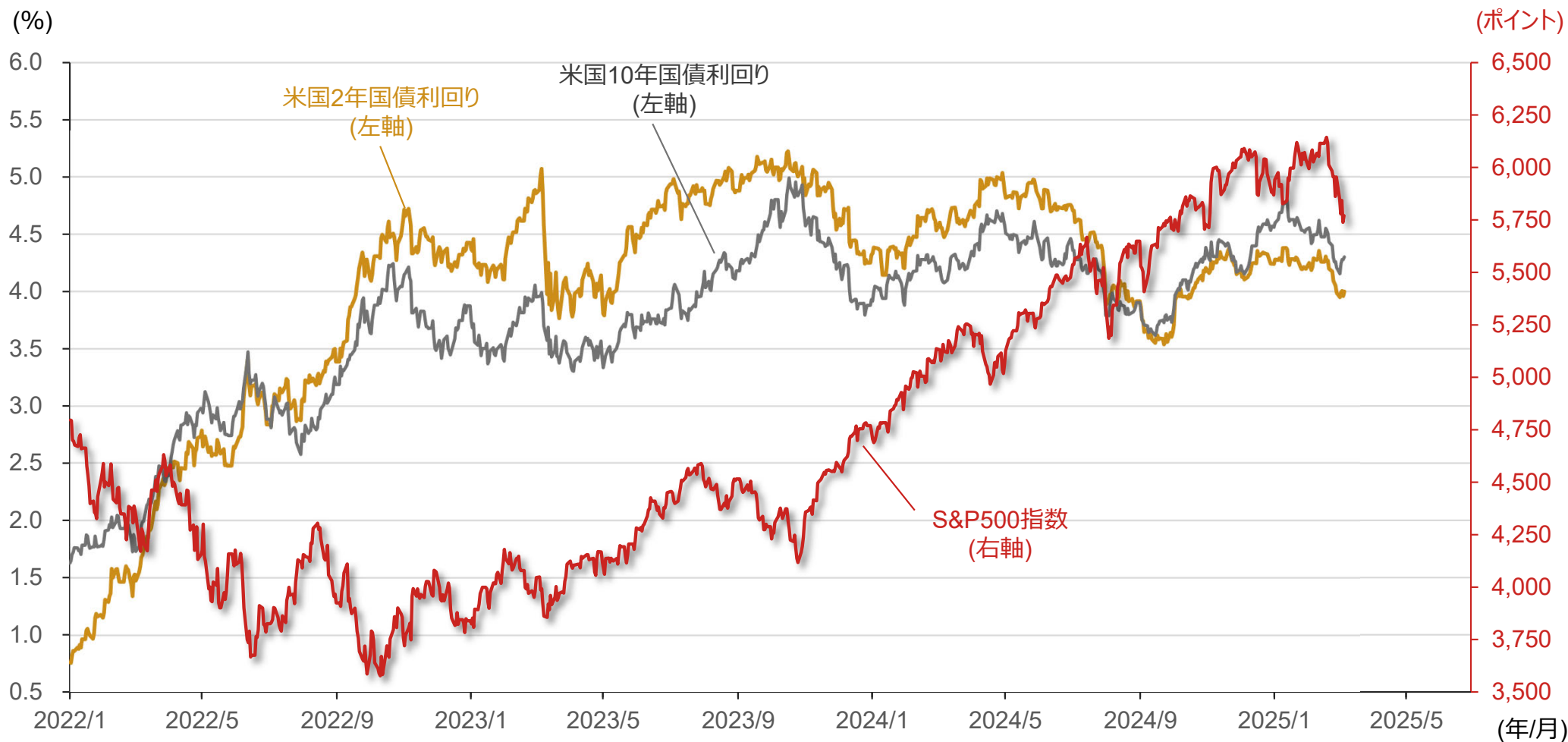
(注)2022年7月11日よりロシアルーブルの見通し公表を一時停止中。

(注)ピンク色の網掛けは直近の変更あり、括弧内は前回2025年1月31日予想値。
(出所)野村グループ各社の発行レポート・資料より野村証券投資情報部作成

世界：トランプ政権を巡る不透明感が市場の重石に

- トランプ大統領は25年1月20日就任直後から、大統領令を頻発し、公約の実現に取り組んできた。ただし、関税引き上げを巡っては中国に対しては関税を引き上げた一方で、カナダ、メキシコに対しては導入と延期を繰り返し、市場の先行き不透明感が高め、米国株市場の重石となっている。
- 25年4月2日には相互関税の導入など、関税策に関する大枠が明らかになる見通しである。

米国の長短国債利回りとS&P500指数の推移

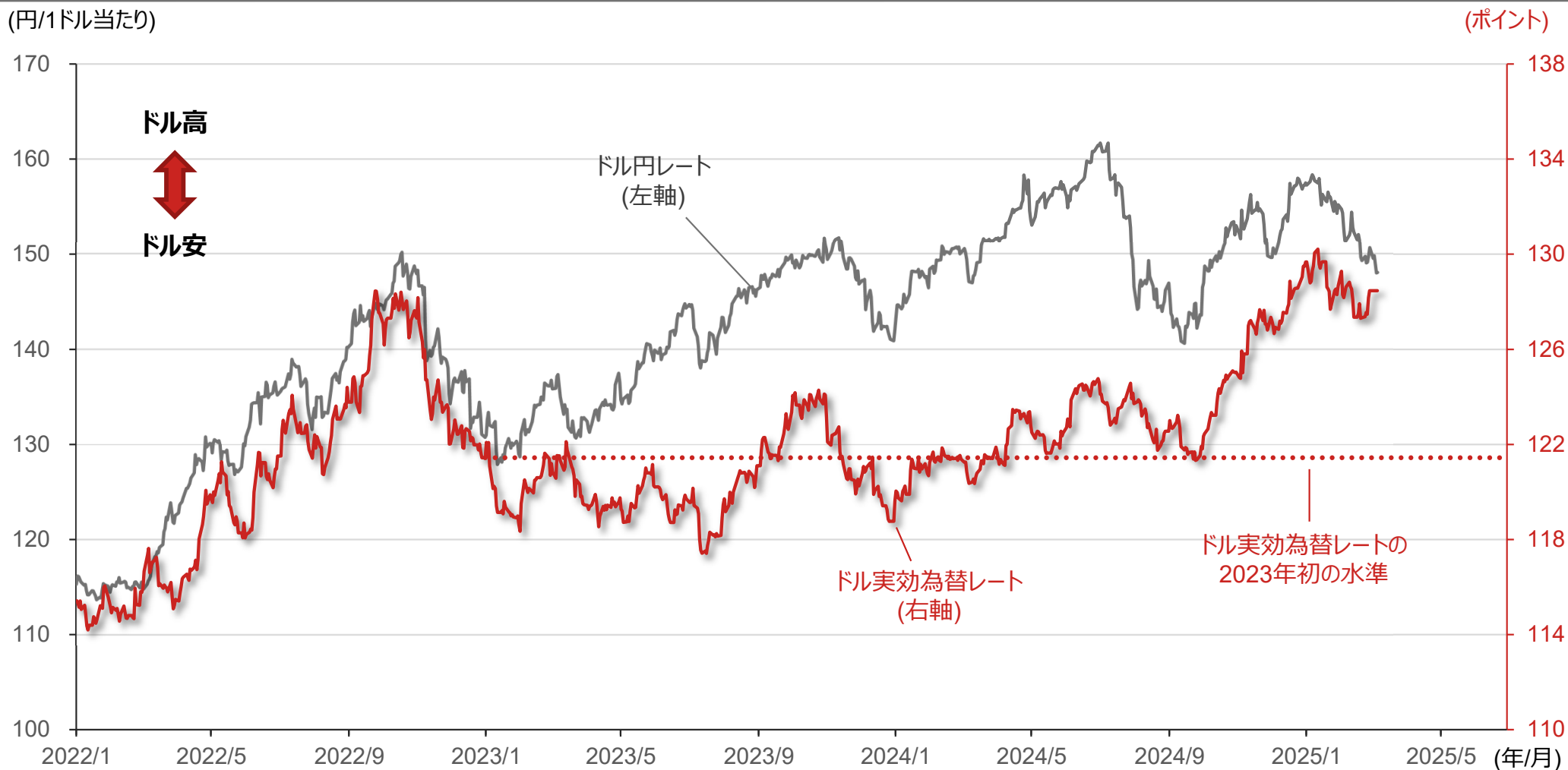


(注)データは日次で、直近値は2025年3月7日。
 (出所)ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

世界：トランプ政権の政策不透明感がドルの重石に

- 為替市場では対円を中心に、米ドルは各通貨との金利差と高い連動性を有してきた。FRBが利下げ局面入りするとの見方から、24年夏場以降、米ドルは対円を中心に減価基調が続いたが、24年9月会合での利下げ実施後、むしろ米国景気は堅調に推移、市場の利下げ観測の後退を背景に米ドルは反発した。
- 25年入り後は、トランプ政権の政策不透明感がドルの重石となる中、日米金利差の縮小観測も加わり、ドル円相場は円高傾向を強めている。

米ドル実効為替レートと米ドル円レートの推移



(注)データは日次で、直近値は2025年3月7日。米ドル実効為替レートは主要通貨に対する米ドルレートを貿易ウェイト等で平均したもので、2006年1月を100とする指数。米ドルの主要通貨バスケットに対する価値を表す。
(出所)FRB、ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

米国：拡張財政・関税引き上げ・移民規制強化を継続

- 第1次トランプ政権(2017～2020年)の政策の柱は、法人税・個人所得税減税を筆頭とした拡張財政政策、対中国を中心とした関税引き上げや通商協定の見直しといった通商政策、国境の壁建設などの移民規制の強化だった。パリ協定からは離脱したものの、太陽光パネルの設置など再生可能エネルギーの活用が大幅に後退した訳ではない。
- 第2次トランプ政権でも拡張財政、関税引き上げ、移民規制強化と、主要な政策に関しては前回と共通しており、市場ではインフレ再燃につながるとの見方が高まっている。

トランプ政権下での主要政策の比較

政策	第1次トランプ政権(2017～2020年)	第2次トランプ政権(2025～2028年)
法人税	35%から21%に引き下げ	21%から15%に引き下げ
所得・家計負担	所得税の最高税率引き下げ (39.6%→37%)	※ 2025年末期限の減税の恒久化 接客業のチップへの課税を廃止
住宅政策	住宅ローン金利の引き下げと税優遇	住宅ローン金利の引き下げと税優遇
物価	エネルギー生産増でコスト低下	エネルギー生産増でコスト低下
エネルギー	パリ協定からの離脱 前政権の二酸化炭素排出削減の廃止	石油や天然ガスの増産 バイデン政権の環境推進政策の廃止
関税・通商政策	制裁関税を導入・引き上げ 中国と経済・貿易協定を締結 政府調達先から一部の中国企業を除外	輸入品全てに10%～20%の課税 中国製品には60%の関税 中国の最恵国待遇を撤回
移民	国境の壁建設	史上最大の強制送還作戦実施
産業・テクノロジー	製造業の国内回帰	AI開発規制の緩和 暗号資産に対する政府規制の廃止

(注)全てを網羅している訳ではない。※トランプ減税は2017年12月に成立し、2025年末に期限を迎える。

(出所)各種報道より野村証券投資情報部作成

米国：選挙公約の財政インパクト(2026～35年度)

- 超党派組織であるCRFB(責任ある予算委員会)が行った試算に基づき、トランプ氏が公約として掲げた主要政策の金額面での規模感を確認すると、財政拡張的な政策(財政悪化要因)のうち約半分は個人所得減税の実質延長であることがわかる。これは25年末に期限切れとなることに対応するものであり、追加景気浮揚効果は限定的である。一方、輸入関税の引き上げは10年間で2.7兆ドル、GDP比で年間1%程度のインパクトに過ぎず、インフレを押し上げる一方で、景気を腰折れさせるほどの影響力は想定し難い。

トランプ氏の選挙公約の財政インパクト

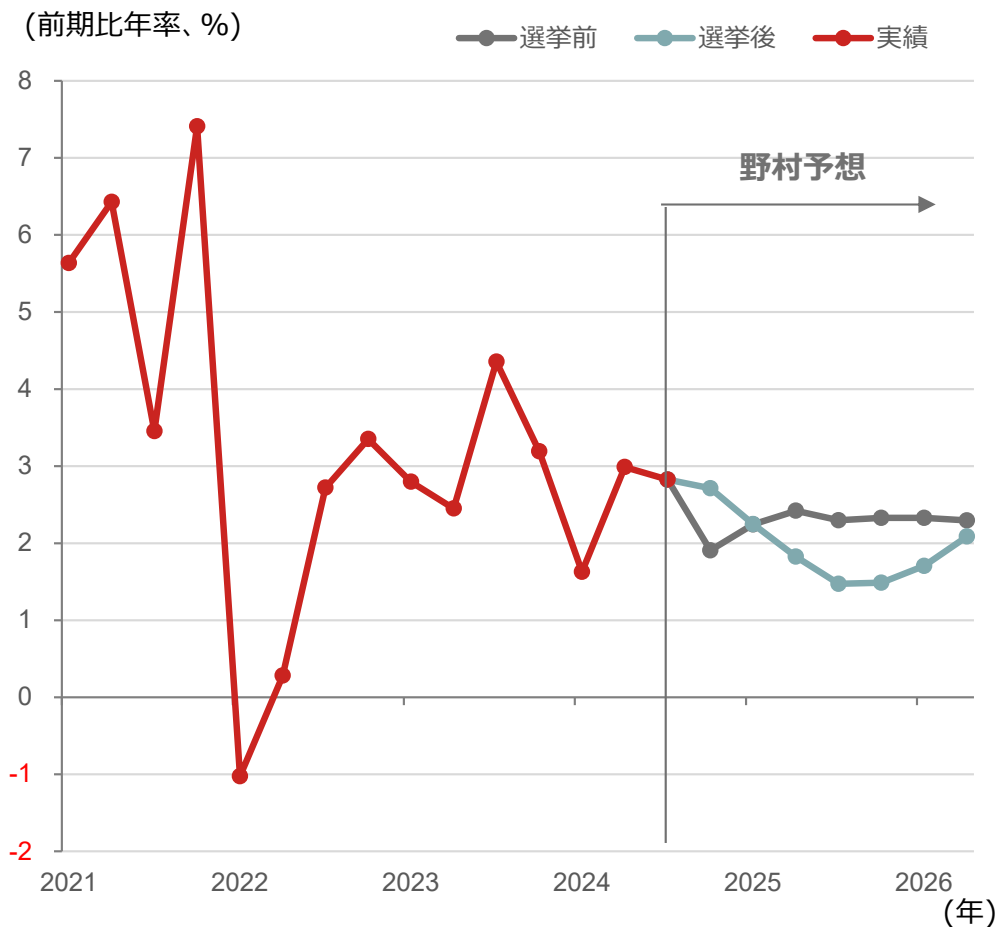
財政悪化	中位	低位	高位
トランプ減税(個人所得税)の実質延長	▲ 5.35	▲ 4.60	▲ 5.95
残業代の非課税化	▲ 2.00	▲ 0.50	▲ 3.00
社会保障給付の非課税化	▲ 1.30	▲ 1.20	▲ 1.45
国境警備強化	▲ 0.35	0.00	▲ 1.00
飲食店従業員などのチップの非課税化	▲ 0.30	0.10	▲ 0.55
法人税率引き下げ(21%→15%) ※米国内で生産する製造業向け	▲ 0.20	▲ 0.15	▲ 0.60
その他(国防費の増額など)	▲ 0.70	▲ 0.45	▲ 3.10
小計	▲ 10.2	▲ 6.80	▲ 15.65
財政改善	中位	低位	高位
10%の一律関税・中国製品は60%	2.70	4.30	2.00
再生可能エネルギー向け税額控除廃止	0.70	0.75	0.55
その他(行政の無駄排除など)	0.30	0.45	0.00
小計	3.70	5.50	2.55
利払い費	▲ 1.00	▲ 0.15	▲ 2.05
合計	▲ 7.50	▲ 1.45	▲ 15.15

(注)試算はCRFB(責任ある連邦予算委員会)による。単位は兆ドル、▲は財政赤字要因。
(出所)CRFB(責任ある連邦予算委員会)資料より野村証券投資情報部作成

米国：選挙結果を踏まえて景気・インフレ見通しを改定

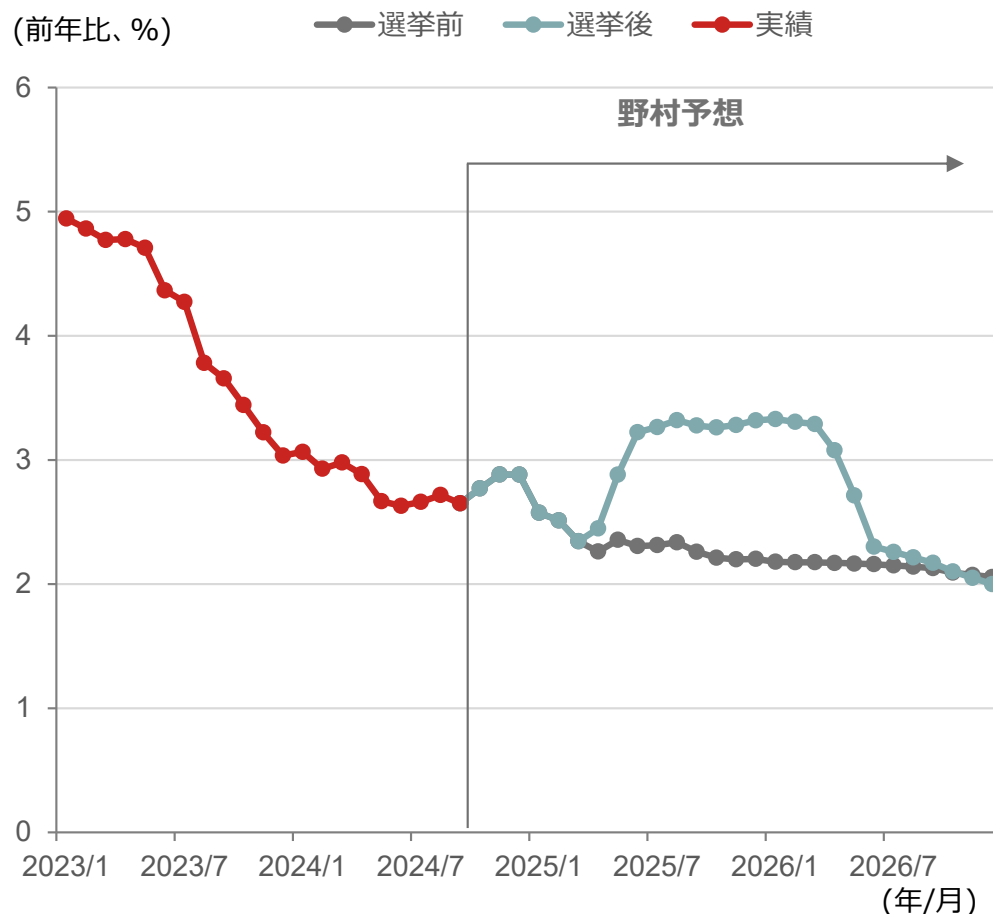
- 米国の大統領・議会選挙では大統領から議会まで共和党が制する「トリプルレッド」が実現する情勢となったことを受けて、野村証券では景気・インフレ見通しを改定した。
- 個人所得減税の延長など財政拡張策に先行して関税引き上げ策が講じられることが予想されることから、目先の成長率見通しを下方修正、インフレ見通しを上方修正した。

米国の実質GDP成長率見通しの比較



(注)データは四半期で、直近実績値は2024年7-9月期。2024年10-12月期以降はノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(NSI)による予測。選挙前は2024年11月1日時点、選挙後は同年11月6日時点。
 (出所)米商務省、ノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(NSI)より野村証券投資情報部作成

米国のコアPCEデフレーター見通しの比較



(注)コアPCEデフレーターは食品・エネルギーを除く個人消費支出デフレーター。データは月次で、直近実績値は2024年9月。2024年10月以降はノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(NSI)による予測。選挙前は2024年11月1日時点、選挙後は同年11月6日時点。
 (出所)米商務省、ノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(NSI)より野村証券投資情報部作成

米国：権限法次第で政策の強度・交渉の余地などが明らかに

- 米国大統領は議会の承認を経ることなく大統領権限によって関税を賦課することができるとの見解が有力である。
- 即時に強力な権限を行使する場合には、国際緊急経済権限法(IEEPA)に基づき、緊急事態を宣言したうえで、対象国に対して経済的措置を講じることも可能である。
- ただし、関税引き上げ等の保護主義的な政策は、米国経済に対しても悪影響を与える上、相手からの報復も予想されることから、強力な措置を講じるほど、米国経済へのダメージも大きくなることが予想される。

米大統領に発動権限付与されている保護主義的な政策

<p>● 1930年関税法第338条(ホーリー・ストーム法)</p> <p>特定国が、他国に比べて米国に不利益をもたらす差別待遇を採用していると大統領が認定した場合、当該国からの輸入に対し最大50%の追加関税を賦課できる。</p>	<p>● 1974年通商法第301条</p> <p>利害関係者の提訴またはUSTR(米通商代表部)の職権調査開始に基づき、アメリカの通商に負担・制限を与えている外国の貿易慣行等について、当該国と協議を行う事を義務付け、解決しない場合には、関税引き上げなどの一方的措置を発動する権限を行政府に与えている規定。</p>
<p>● 1962年通商拡大法232条</p> <p>大統領は、特定の輸入品が国家安全保障に影響を与えると判断した場合、その品目に対して輸入制限(関税の引き上げや数量制限など)を課すことができる。<u>商務省の調査に基づき大統領が判断する</u>。第1次トランプ政権では鉄鋼・アルミ製品に対して適用した。</p>	<p>● 1974年通商法第406条</p> <p>共産諸国からの輸入が市場をかく乱しているとUSITCが判断した場合にセーフガード措置の発動を大統領に認める。上限5年間に加え、3年間を限度に1回の延長が可能。</p>
<p>● 1974年通商法第122条</p> <p>巨額かつ重大な国際収支赤字に対処するため、大統領はいつでも、150日間に限り輸入に15%を超えない範囲の追加関税あるいは輸入割当などの規制措置を賦課できる(適用期間は議会により延長可能)。</p>	<p>● 1974年通商法第421条</p> <p>中国からの特定輸入品に対しセーフガード措置を発動することを大統領に認める。中国のWTO加盟から12年(2013年)で失効。</p>
<p>● 1974年通商法第201条</p> <p>外国からの特定の製品の輸入が国内の産業に損害を与える場合、大統領は緊急輸入制限措置(セーフガード措置)を発動できる。ITC(国際貿易委員会(米国政府組織))の事前調査に基づいて大統領が判断する。第1次トランプ政権では太陽電池・大型洗濯機に対してセーフガードが発令された。</p>	<p>● 1977年国際緊急経済権限法(IEEPA)</p> <p>大統領が国家の危機や脅威と認定した場合、緊急事態を宣言したうえで、貿易制限、制裁、資産凍結など関連する経済的措置を講じることができる。国外の個人や国、外国企業、または特定の外国の資産に対して適用される可能性がある。</p>

(注)全てを網羅している訳ではない。赤の網掛けは大統領権限で直ちに実施可能(通商法第301条は中国に対しては実施可能)と考えられる措置。
 (出所)USTR(米通商代表部)、各種資料より野村証券投資情報部作成

米国：トランプ大統領の掲げる「米国第一の通商政策」

- トランプ大統領は就任直後の1月20日に、「米国第一の通商政策」と題する大統領覚書を発表した。この覚書は、「不公正かつ不均衡な貿易への対処」、「中国との経済及び通商関係」、「経済安全保障に関する追加事項」などのセクションからなり、23項目の政策が掲げられている。
- 各省の報告期限は25年4月1日であることから、翌4月2日はトランプ関税の全体像が明らかになる見込み。

トランプ政権の「米国第一の通商政策」の概要と進捗状況

内容	対象国・地域	報告担当	進捗状況
不公正かつ不均衡な貿易への対処			
a 貿易赤字の原因、貿易赤字に起因する経済と安全保障への影響を調査する。貿易赤字是正のため、グローバルな追加関税など、適切な措置を勧告する。	世界	商務長官	トランプ大統領は2月13日、相互貿易と相互関税に関する調査を指示する覚書に署名。調査に際して、貿易相手国の関税だけでなく、付加価値税を含む租税、補助金や規制などの非関税障壁、為替操作や賃金抑制、市場アクセスの制限または公正な競争の障害となる慣行など、貿易相手国の幅広い措置・政策・慣行を考慮するよう指示
c 他国による不公平な貿易慣行を調査し、是正措置を勧告する。	世界	USTR	
e 主要な貿易相手国の為替に関する政策および慣行を調査・評価する。為替操作などへの適切な対抗措置を勧告し、為替操作国として認定すべき国を特定する。	世界	財務長官	
f 現行の通商協定および分野別通商協定を見直し、自由貿易協定(FTA)締結国との相互的かつ互恵的な関係を維持するために、必要または適切と考えられる修正を勧告する。	世界	USTR	
b 外国歳入庁(ERS)の設立可能性を調査する。	-	財務長官	
d 2026年7月に実施される米国・メキシコ・カナダ協定(USMCA)の見直しに備えて手続きを開始、米国の同協定への参加継続に関する勧告を行う。	カナダ、メキシコ	USTR	
i 輸入貨物の申告額が800ドル以下の場合に適用される非課税基準額(デミニミス)ルールによる影響を評価する。	世界	財務長官	米国関税・国境警備局(CBP)は1月13日、17日に非課税基準額ルールの改正に関する2件の規則案を発表
中国との経済及び通商関係			
a 中国が米国との第一段階の経済・貿易協定を順守しているか見直し、必要に応じて関税の賦課またはその他の措置を含む適切な措置を講じるよう勧告する。	中国	USTR	1月24日にUSTRが調査開始を発表
b 2024年5月に発表された1974年301条に基づく追加関税措置の4年間の見直し報告書の評価し、必要に応じて追加関税率変更を検討する。	中国	USTR	
経済安全保障に関する追加事項			
a 安全保障を脅かす輸入品の調整に関する調査である、1962年通商拡大法232条に基づく調査を開始する必要があるか、米国の産業や製造基盤を見直す。	世界	商務長官	
b 鉄鋼およびアルミニウムに関する輸入調整措置について、米国の国家安全保障に対する脅威への対応における有効性を検証・評価する。	世界	商務長官	トランプ大統領は2月10日、鉄鋼・アルミニウム製品の米国輸入に対する追加関税に関する大統領布告を発表。3月12日に発行
g カナダ、メキシコ、中国、およびその他の関連する管轄区域からの不法移民およびフェンタニルの流入を評価し、その緊急事態を解決するための適切な貿易および国家安全保障措置を勧告する。	カナダ、メキシコ、中国	商務長官	トランプ大統領は2月1日、カナダ、メキシコに25%、中国に10%の関税を賦課する大統領令を発令。2月3日、カナダ、メキシコへの関税賦課を3月4日まで延期。中国に対しては2月4日から実施。トランプ大統領は2月27日に中国に対して追加10%の関税賦課を3月4日に実施する意向を表明。

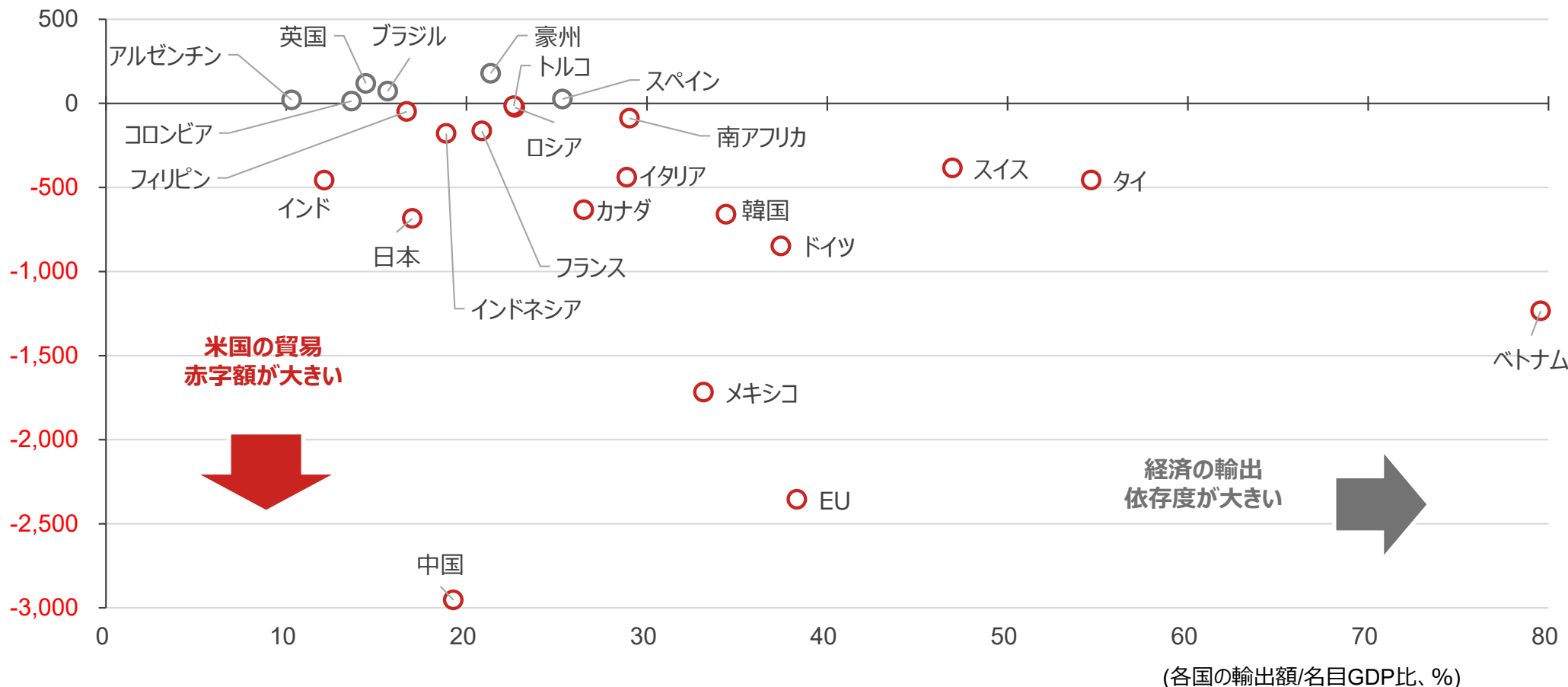
(注)巻頭のアルファベットはホワイトハウスによる。全てを網羅している訳ではない。
 (出所)ホワイトハウス、JETRO(日本貿易振興機構)資料より野村證券投資情報部作成。

世界：注目されるトランプ関税の影響

- トランプ大統領が関税を賦課する理由の一つに、米国のこれらの国に対する貿易赤字額が大きく、是正すべきと考えている点が挙げられる。この点からは、米国側の貿易赤字額が大きい国・地域ほど、追加関税の対象となるリスクが大きいと考えることができる。
- トランプ大統領は2月13日、相互貿易と相互関税に関する調査を指示する覚書に署名した。調査では貿易相手国の関税だけでなく、租税、補助金や規制などの非関税障壁、為替操作など、貿易相手国の幅広い措置・政策・慣行を考慮するよう指示したことから、多くの新興国等が対象となる可能性が高い。

米国の貿易収支と各国の輸出依存度

(米国の貿易収支、億米ドル)

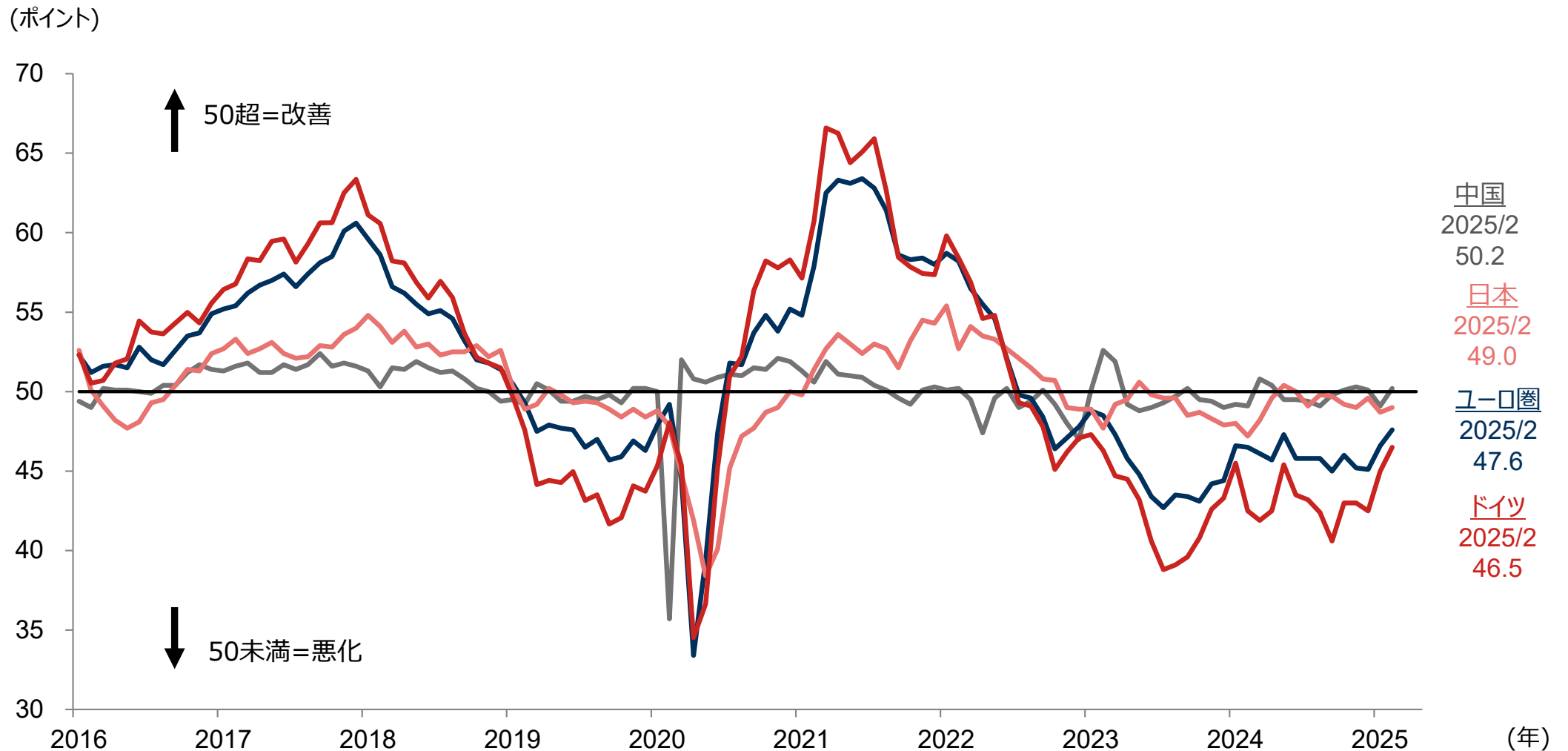


(注)データは貿易収支が2024年、輸出額/名目GDP比は23年。赤い丸は米国の貿易収支赤字国、グレーの丸は米国の貿易黒字国。
 (出所)米商務省、IMF、LSEGより野村証券投資情報部作成

世界：関税引き上げは製造業を直撃

- 製造業は世界的に未だ停滞から抜け出せていない。中国は景気判断の分岐点である50ポイントを挟んで一進一退を繰り返しているうえ、中国経済への依存度が高いドイツを筆頭に、ユーロ圏、日本でも景況感50ポイントを下回っている。
- 各国で政策対応が講じられることが予想されるが、多くの先進国では財政拡張余地は限定的であることから、景気支援策として金融政策に対して圧力がかけやすい状況が続くと予想される。

主要国・地域のPMI製造業指数

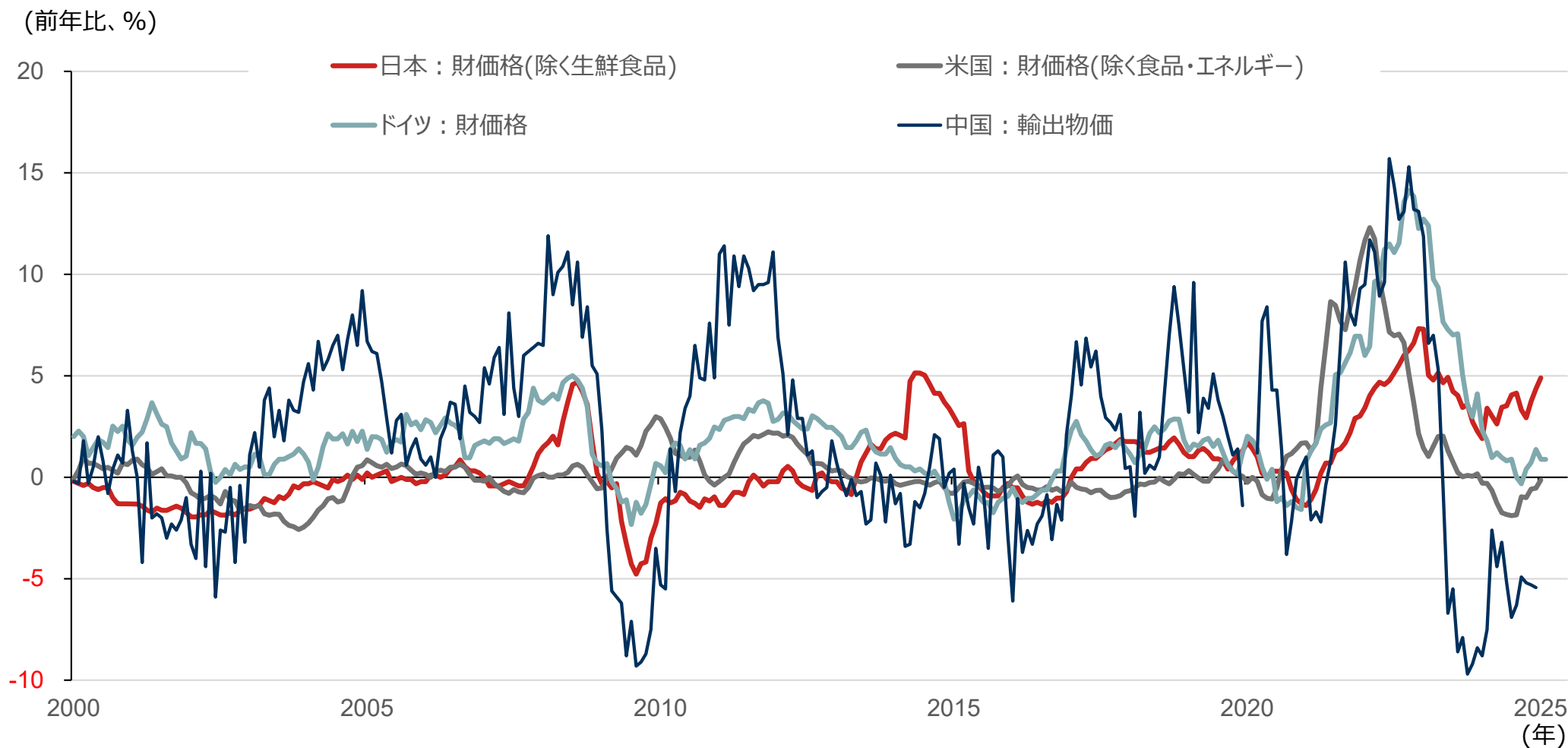


(注)データは月次で、直近値は2025年1月。PMI指数は50ポイントが景況感の良し悪しの分岐点となる景況感統計。中国は政府版PMI。
 (出所)ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

世界：国内外で中国製品との価格競争が激化するリスク

- 中国の生産者物価は2022年10月以降、前年比でマイナスの伸びが続くデフレ状態にある。各国では安価な中国製品との価格競争が厳しさを増しており、中国に対して政府の補助を受けたダンピング(不当廉売)だとの批判が高まっている
- トランプ新政権が中国からの輸入品に一律60%の関税を賦課した場合、各国は国内外で米国から締め出された安価な中国製品との価格競争にさらされるリスクがある。

主要先進国の財価格と中国の輸出物価の動向



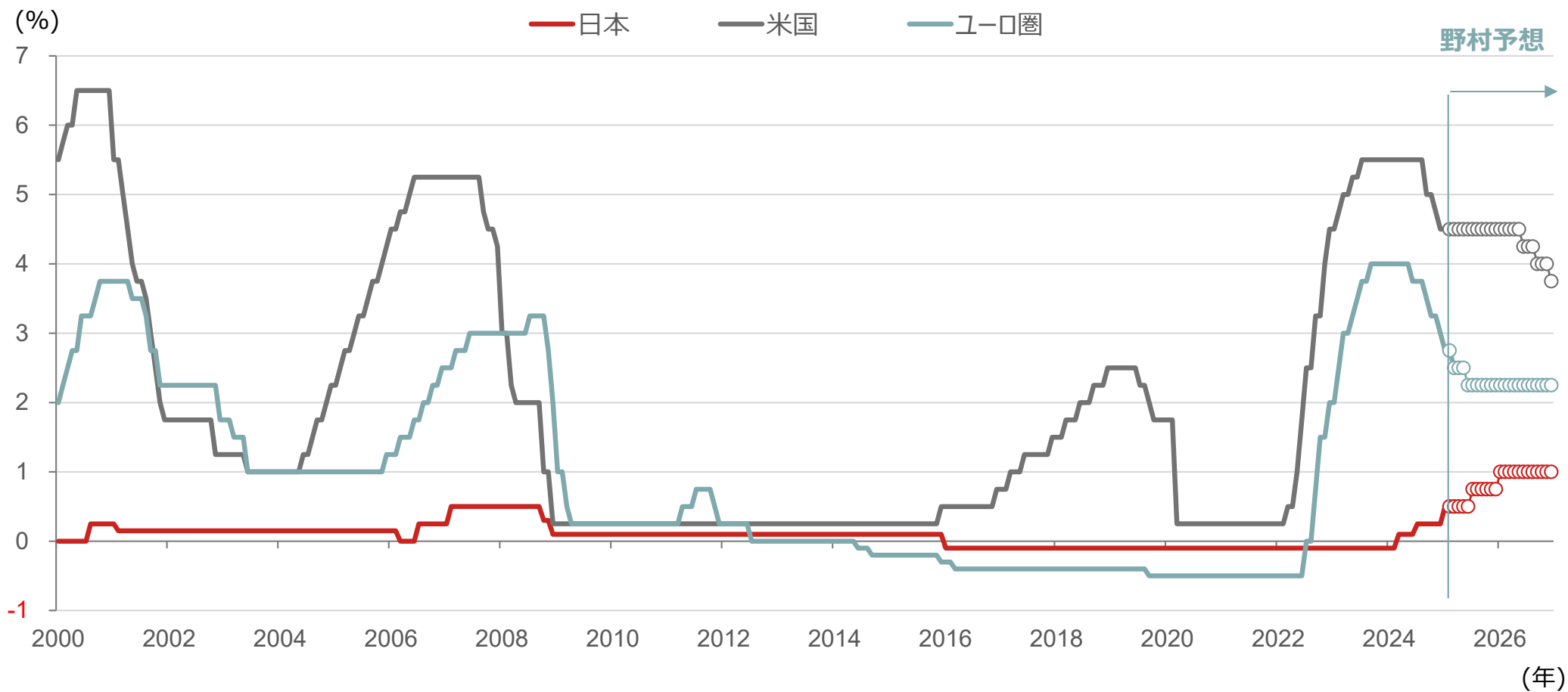
(注)データは月次で直近値はドイツが2025年2月、日本と米国は25年1月、中国は24年12月。財価格は消費者物価ベース。

(出所)LSEGより野村証券投資情報部作成

世界：3者3様の政策スタンス

- 野村証券ではFRBは25年は利下げを見送り、26年は6月、9月、12月にいずれも0.25%ポイント(pt)の利下げを予想、政策金利は25年末4.25-4.50%、26年末3.50-3.75%と予想。ECBは25年6月に追加利下げを実施し、中銀預金金利を2.25%へ引き下げると予想している。日本銀行は25年7月、26年1月にそれぞれ0.25%ptの利上げ実施し、無担保コール翌日物金利を1.00%程度へ引き上げると予想。

日米欧の政策金利の推移



(注)政策金利は日本:無担保コール翌日物金利、2016年2月~24年2月は政策金利残高適用金利。
 米国:FF(フェデラル・ファンド)金利誘導目標の上限、ユーロ圏:中銀預金金利。データは月次で直近値はユーロ圏が2025年3月、それ以外は25年2月。
 野村予想は、2025年1月末~2026年12月末で、2025年3月10日時点。
 (出所)ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

米国：トランプ1.0時の教訓

- 第1次政権時代を振り返ると、新たな関税策に対する言及やツイートなどは、特に米国株式市場で悪材料視されていた様子が確認できる(図表の①～⑦)。一方で、追加関税の発動はむしろ悪材料出尽くしと捉えられ、株価反発の契機となっていた(図表のA～G)。また、追加関税策が景気腰折れや米国株の上昇基調を転換させるだけの要因ではなかったことも、併せて確認できる。
- 当時はFRBの利上げが2018年末から19年初の株価急落につながった。今回は利下げ局面にある点も当時との違いとして挙げられる。

日米欧の政策金利の推移



【トランプ大統領の言及・ツイート】

- ① 知的財産権の扱い方を巡る中国の調査検討を指示 (2017/8/14)
- ② 鉄鋼とアルミニウムに対する輸入関税措置を宣言 (2018/3/1)
- ③ EUからの全輸入車に対する20%の関税賦課を示唆 (2018/6/22)
- ④ 輸入車に対する25%の関税賦課の可能性を改めて示す(2018/11/28)
- ⑤ 中国製品に対する関税率の引き上げを示唆 (2019/5/5)
- ⑥ 対中関税第4弾の9月発動を表明 (2019/8/1)
- ⑦ 対中関税を5%引き上げると表明 (2019/8/23)

【追加関税発動】

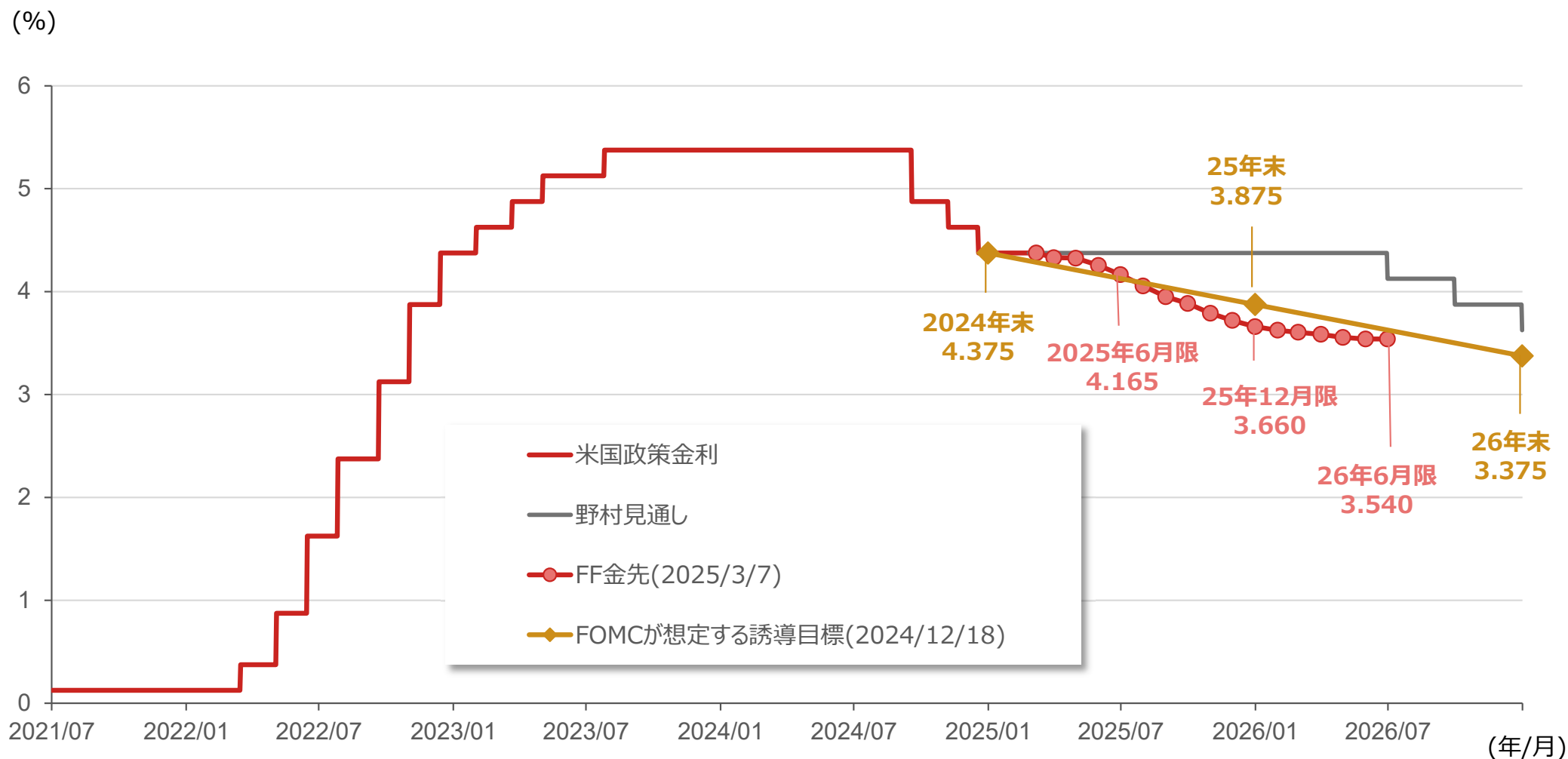
- A 鉄鋼とアルミニウムへの追加関税適用開始 (2018/3/23)
- B 米中が追加関税第1弾発動(2018/7/6)
- C 米中が追加関税第2弾発動(2018/8/23)
- D 米中が追加関税第3弾発動(2018/9/24)
- E 米国が対中関税第3弾の税率を引き上げ (2019/5/10)
- F 中国が報復関税発動(2019/6/1)
- G 米中が追加関税第4弾発動(2019/9/1)

(注)データは日次で2017年1月1日～2020年1月31日。全てを網羅している訳ではない。
 (出所)各種資料、ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

米国：25年中は2回前後の利下げを織り込み

- 野村証券では25年は金利据え置き、26年は6月、9月、12月に0.25%ポイントずつの利下げを予想している。25年末のFF(フェデラル・ファンド)金利の誘導目標は4.25-4.50%、26年末は3.50-3.75%と予想。
- FF金利先物を見ると、市場は25年7月末までに1回、同年12月末までに2.7回程度、26年6月までには3回の利下げを織り込んでいる(25年3月7日時点)。

米国の政策金利見通し

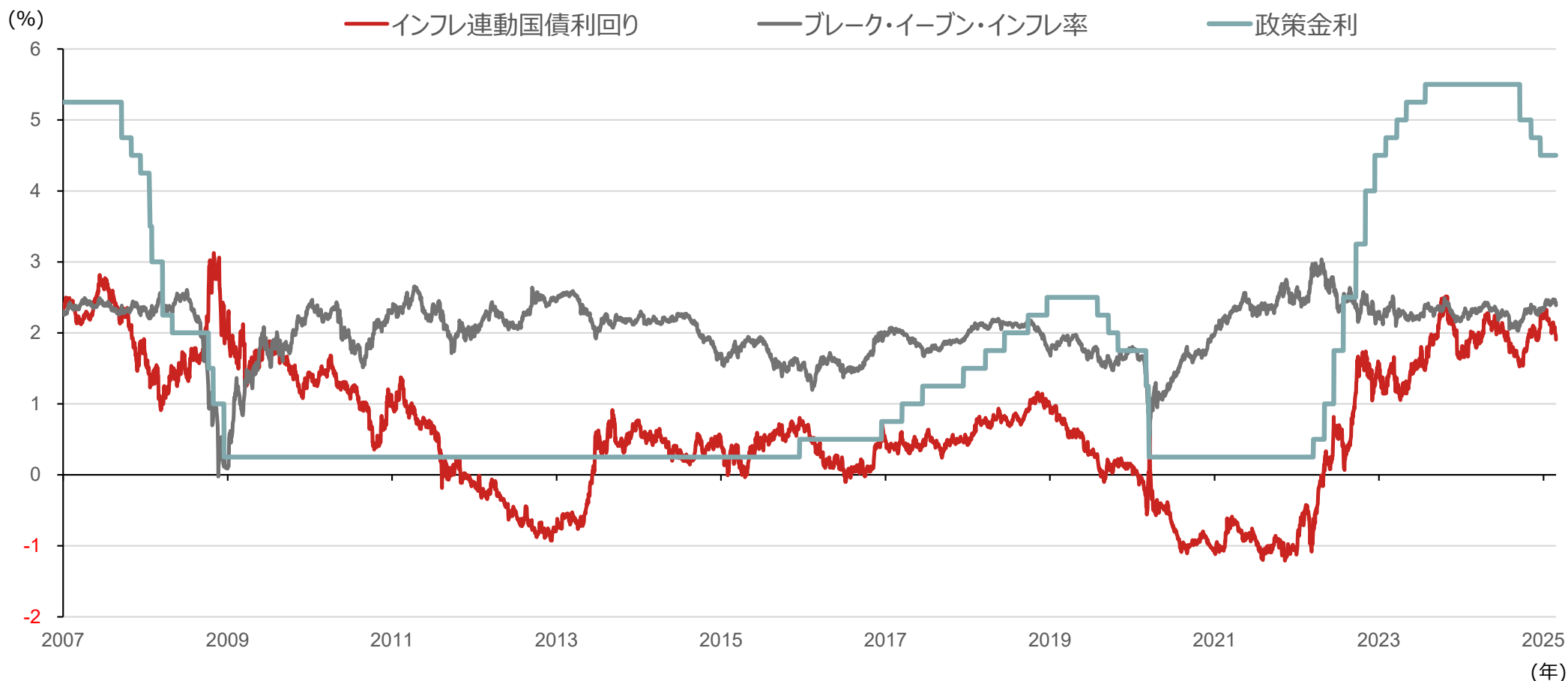


(注)データは日次で、直近値は2025年1月29日。政策金利はFF(フェデラル・ファンド)金利翌日物のレンジの中央値。FF金先はFF金利先物。野村見通しは2025年3月7日時点。
 (出所)FRB、ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

米国：実質金利から見た長期金利の基本変動域

- 期待インフレ率(ブレイク・イーブン・インフレ率)は市場のFRBへの信頼が担保されている限り、長期的にはインフレターゲットである2.0%前後が、多くの市場参加者の水準感であると想定できる。インフレ期待主導の長期金利上昇は利上げ期待を通じて株式市場の重石となる可能性がある。
- 実質金利は通常は潜在成長率程度が想定される。ただし、2009年以降のゼロ金利政策、量的緩和政策など非伝統的な政策の下では基本変動域が下方にシフトすることがあり得る。実質金利の代理変数とみなされるインフレ連動国債利回りを見ると、2009～2022年の期間を除けば1.0～2.0%超程度が基本変動域である様子がうかがわれる。

米国の金融政策と実質長期金利・期待インフレ率の動向



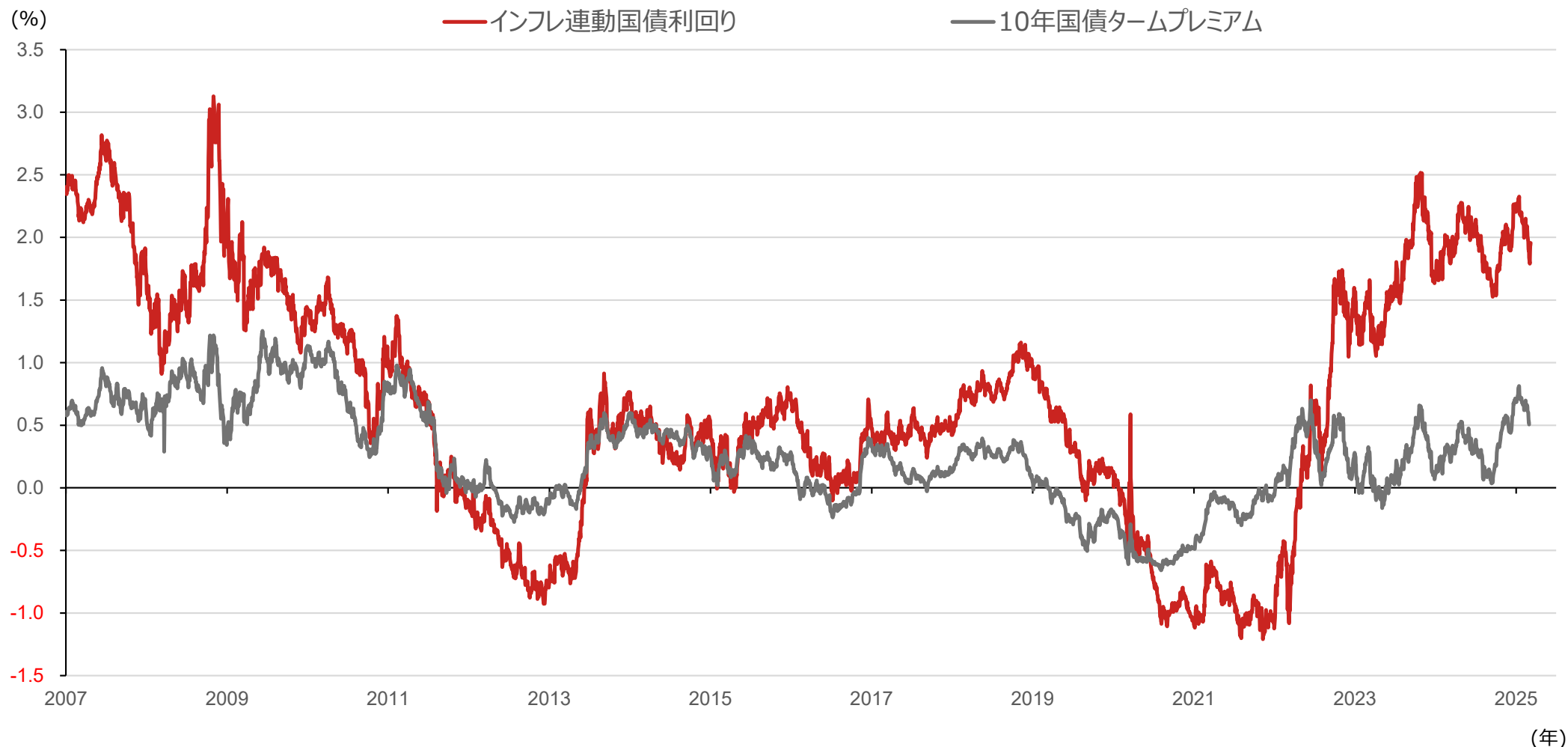
(注)データは日次で、直近値は2025年3月7日。政策金利はFF(フェデラル・ファンド)金利誘導目標の上限。ブレイク・イーブン・インフレ率は(=10年国債利回り-インフレ連動国債利回り)として算出され、市場のインフレ期待を表す。同様にインフレ連動国債利回りは、実質長期金利と見なすことができる。

(出所)ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

米国：タームプレミアムの上昇に注意

- 2025年を通じて米長期金利は高止まりすることが予想される。4%台後半を超える上昇余地が生じた場合は、金利上昇に対する株価の耐性が注目される。
- 米国の成長期待を伴わない金利上昇は株式市場の重石となるリスクがあることから、インフレ期待主導の金利上昇に加え、仮にインフレ連動国債で代替される実質金利上昇であっても、タームプレミアムが主因の場合には注意を要する。

米国の実質金利とタームプレミアム



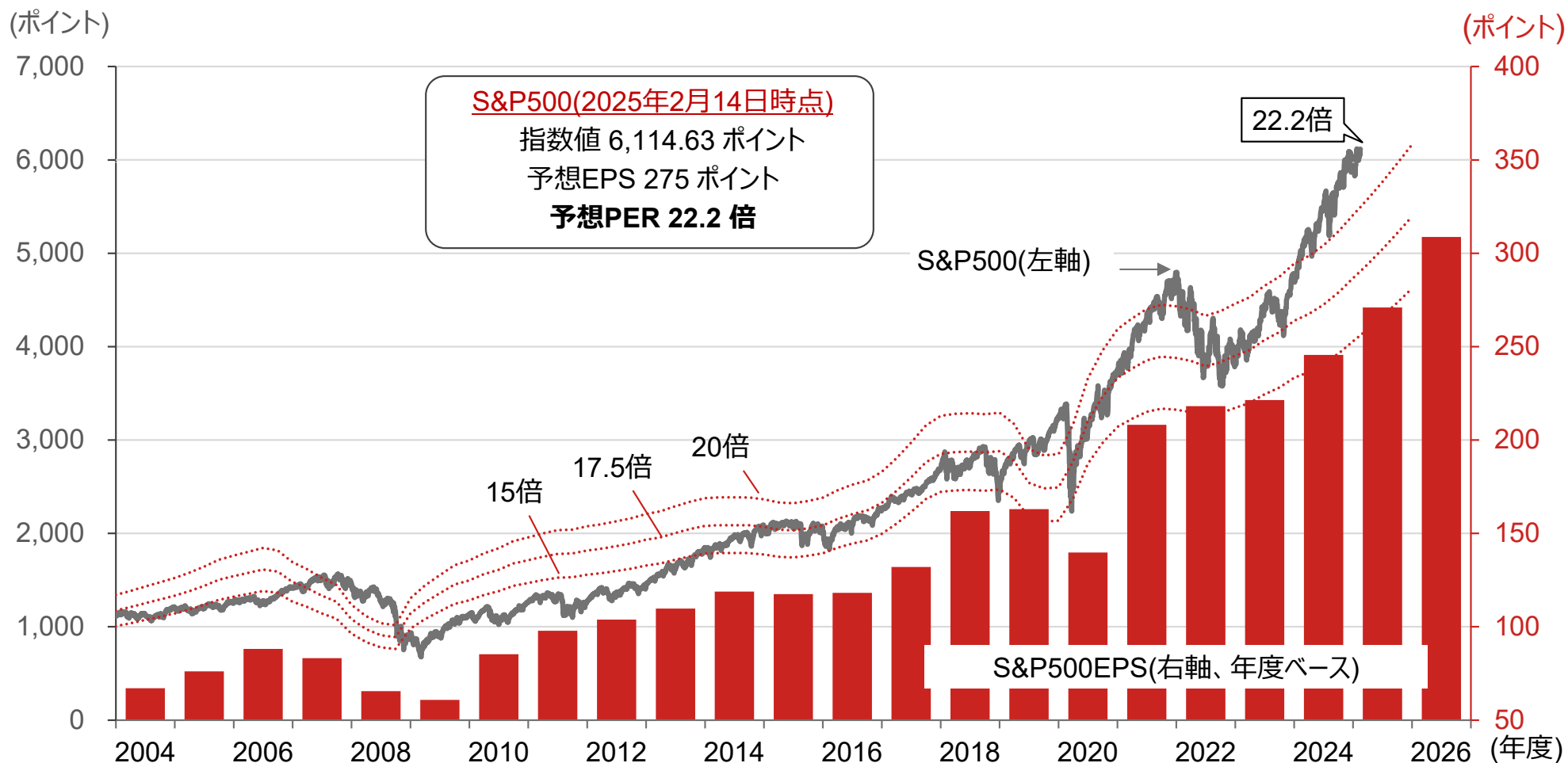
(注)データは日次。直近値はインフレ連動国債利回りが2025年3月7日、10年国債タームプレミアムは同年1月17日。インフレ連動国債利回りは、市場の織り込む実質金利の代理変数とみなされる。タームプレミアムは財政リスクなど長期国債を保有することに対するリスクを表し、通常はインフレ連動国債利回りに内包されていると想定されている。サンフランシスコ連銀が算出。

(出所)ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

米国：米国株は歴史的にみれば割高感がある

- 米国の大型株指数であるS&P500株価指数は、金融危機から回復した2014年以降、向こう1年間の予想1株当たり純利益(予想EPS)の15倍から20倍で推移、2025年2月14日時点では予想PERは22.2倍とやや割高な水準にある。
- EPSは2023年後半から増加基調となり、2024年は2023年比で、2025年も2024年比で増加することが見込まれているため、破線で示した、向こう1年のEPSを用いた同じPERの株価の水準は切り上がってきている。

S&P500株価指数・PER(株価収益率)とEPS(1株当たり利益)



(注1)年度は1-12月期。株価は日次で、直近値は2025年2月14日時点。2024年以降の予想EPSは2025年2月14日時点の予想値(2024年度は実績値を含む)。

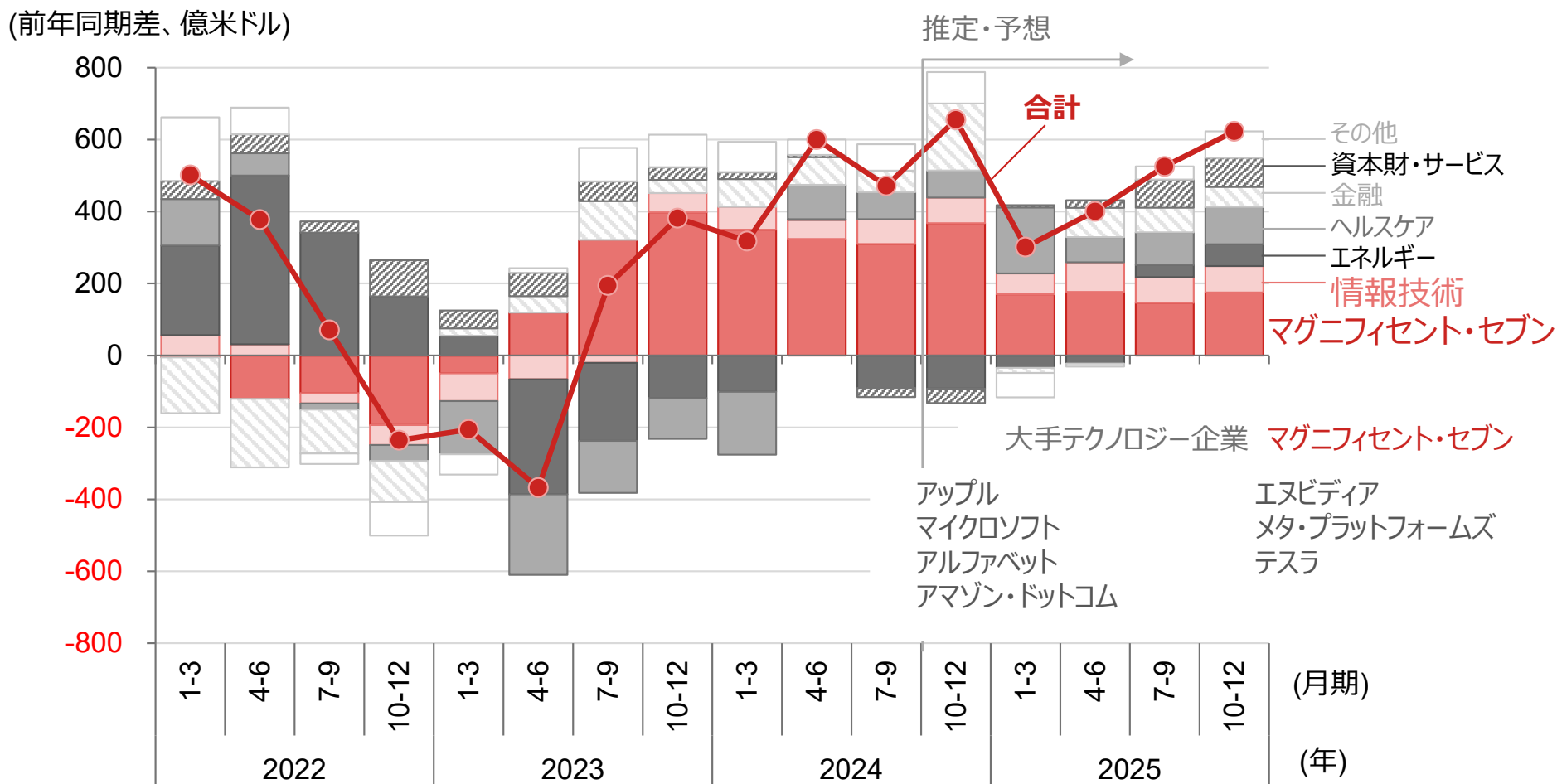
(注2)破線は、向こう1年の予想EPSに、表示の株価収益率(15倍、17.5倍、20倍)を掛けて算出した株価指数値。

(出所)LSEGより野村証券投資情報部作成

米国：S&P500 業績改善の裾野拡大が鍵

- S&P500指数組み入れ銘柄の純利益の内訳をマグニフィセント・セブンと呼ばれるテクノロジー企業大手7社とその他に分けると、23年半ば以降、足元までは同7社が増益のけん引役になってきたことがわかる。ただし、今後はその他の業種へと徐々に増益基調は裾野を広げると予想されている。多くのセクターが増益に転換することで、米国株は長期金利上昇に対する耐性を高め、米国株式市場の「業績相場」入りを後押しすると見られる。

米国S&P500株価指数組み入れ企業の純利益



(注)データは四半期。2024年10-12月期以降は実績が無ければLSEG集計の市場の推定・予想(2025年2月19日時点)。S&P500指数組入企業のうち、データを取得できる企業の純利益の合計。純利益は継続事業ベースの調整後利益。市場予想の無いパークシャー・ハサウェイ等数銘柄を除いている。予想については、3社以上の市場予想が無い企業は前年同期差変化なしと置いている。企業によって決算発表の四半期区分が8-10月期、9-11月期を10-12月期に計上するなどの修正を行っている。情報技術は、ソフトウェア・サービス、コンピューターや通信機器などのテクノロジー・ハードウェアおよび機器、半導体・半導体製造装置が含まれる。マグニフィセント・セブンの7社は、情報技術やその他の項目と重複はしていない。(出所)LSEGより野村証券投資情報部作成

金融市場：日本市場は「業績相場」の様相を継続

- 日経平均株価は2024年7月11日には一時4万2,000円台へ上昇して過去最高値を更新したものの、8月初旬には米株の急落と円高を受けて過去最大の下落幅を記録する場面もあった。
- これまで米国金融市場では長期金利上昇が株安につながる「金融相場」の様相を呈してきた一方、日本では長期金利上昇と株高が併存する「業績相場」の展開が続いてきた。この関係は8月初旬の株価急落後も続いたが、25年入り後は金利上昇・株安となったことから、足元の長期金利上昇は米金利上昇の影響が大きいことが示唆される。

日本10年国債利回りと日経平均株価の推移

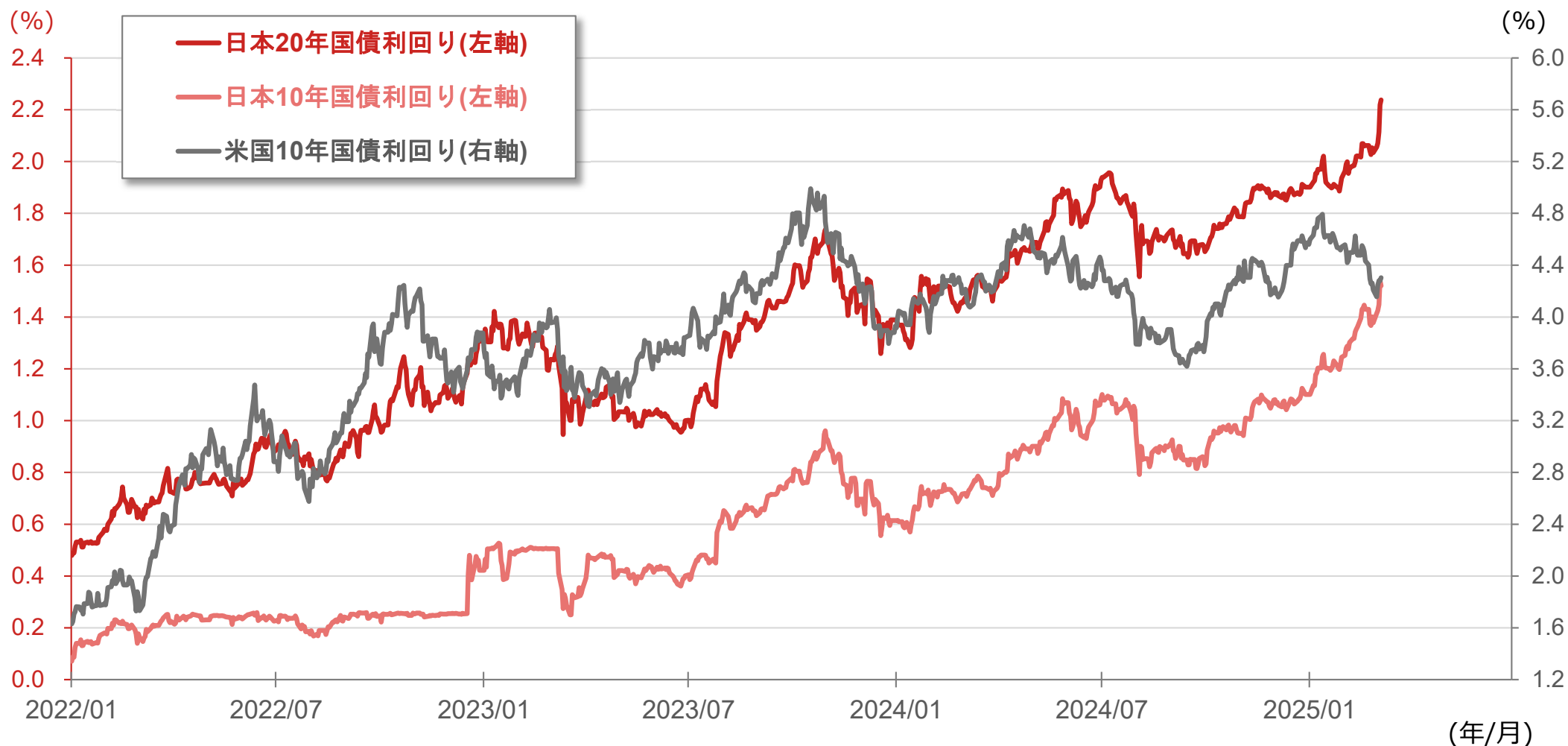


(注)データは日次で、直近値は2025年3月7日。
 (出所)ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

金融市場：日米金融政策スタンスの違いも連動性は継続

- 25年入り後も金融政策スタンスは日銀が利上げ、FRBは利下げ方向と両者で異なるが、日米長期金利は一定の連動性を有している。
- 24年末以降の日本の長期、超長期金利の上昇は、米金利との連動、日銀の利上げ期待が背景にあると考えられる。10年、20年国債ともに従来のレンジ上限、あるいは上限を上回る水準にあることから、上昇余地に加え、どの程度の水準で次のレンジを形成するのかが注目される。

日米の長期国債利回りの推移

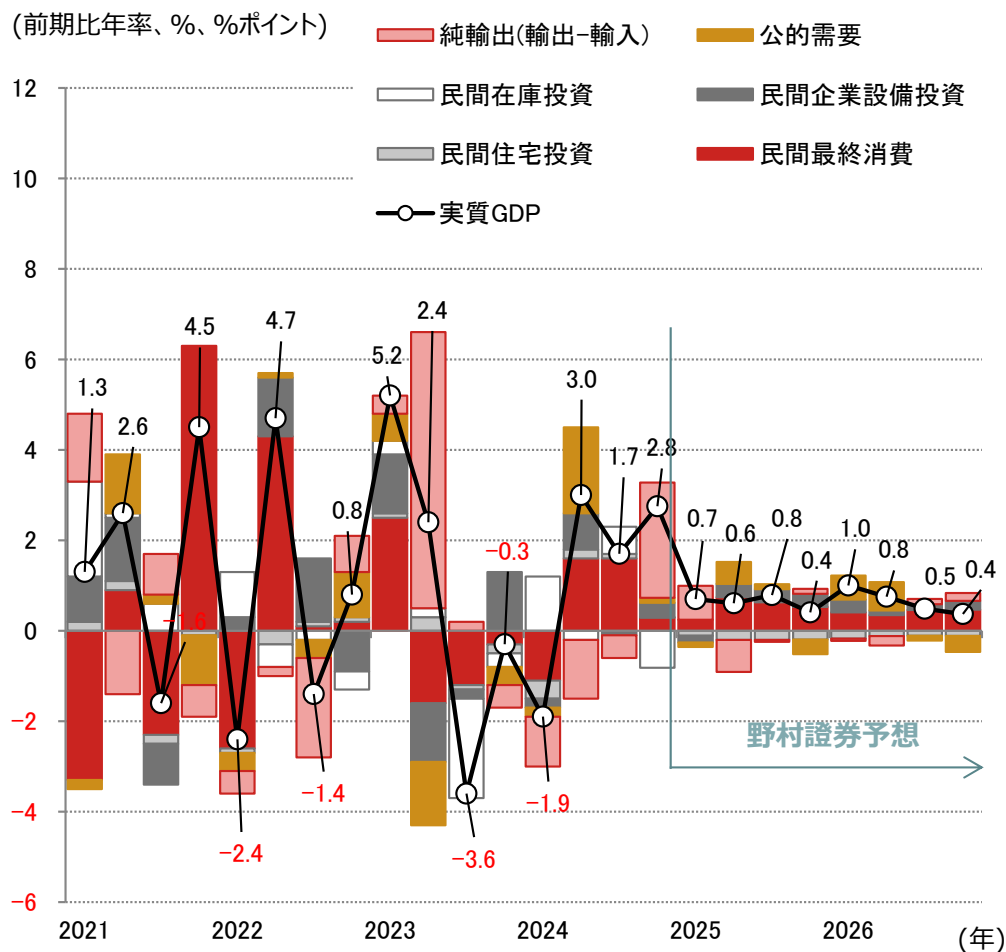


(注)データは日次で、直近値は2025年3月7日。
 (出所)ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

日本：景気は潜在成長率を上回るペースで回復と予想

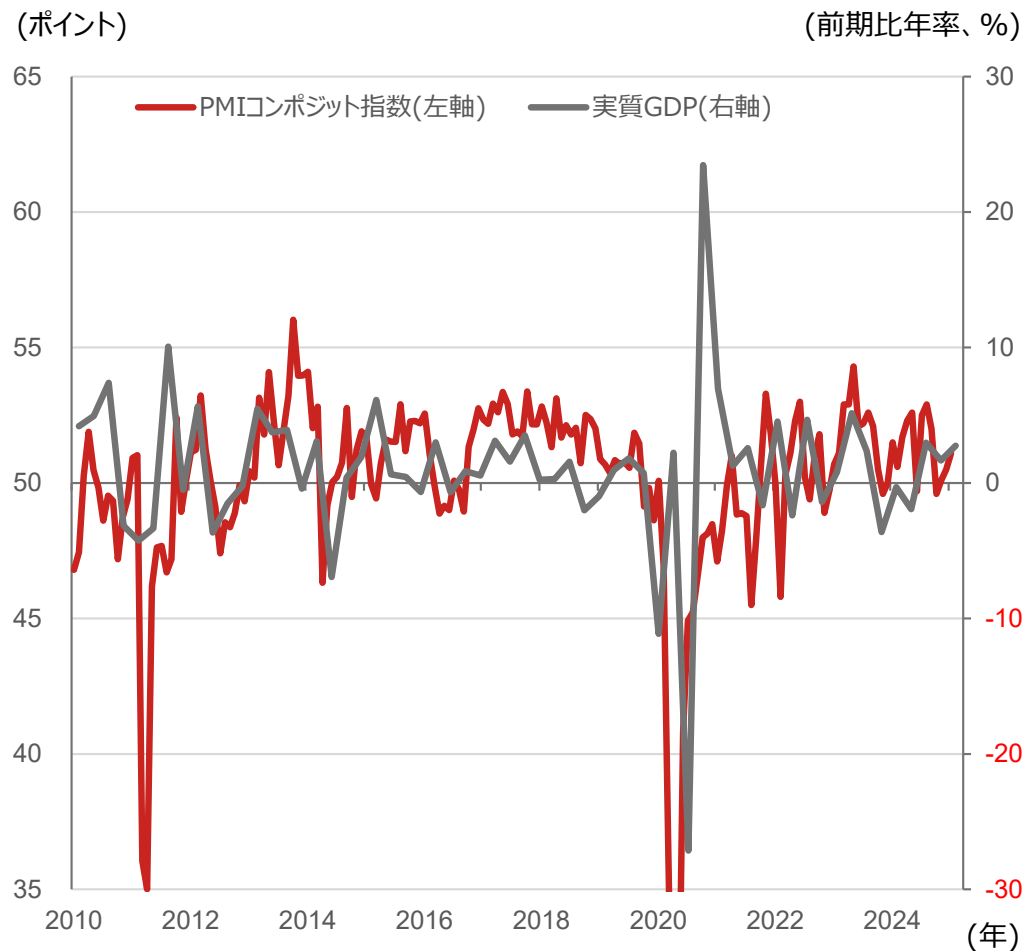
- 日本の2024年10-12月期の実質GDP成長率(1次速報)は前期比年率+2.8%と、三四半期連続でプラス成長となった。
- 野村証券では、日本経済が24年4-6月期以降、潜在成長率(年率+0.5%程度)を上回るペースで回復すると従来のシナリオを維持、実質GDP成長率は、23年度(実績)の前年度比+0.7%に対して、24年度が同+0.8%、25年度は同+1.0%、26年度は同+0.7%成長を予想している。

日本の実質GDP成長率の推移



(注)データは四半期で、直近値は2024年10-12月期。棒グラフは各需要項目の寄与度。2025年1-3月期以降は2025年2月17日時点の野村証券経済調査部予想。
(出所)内閣府、野村証券経済調査部より野村証券投資情報部作成

日本の実質GDP成長率とPMIコンポジット指数



(注)PMI指数は50ポイントが景況感のよし悪しの分岐点となる景況感統計。見やすさのため縦軸を制限している。データはPMI指数は月次で、直近値は2025年1月。実質GDPは四半期で、直近値は2024年10-12月期。
(出所)内閣府、ブルームバーグ資料より野村証券投資情報部作成

日本：実質賃金が持ち直し、消費の底入れ感が高まる

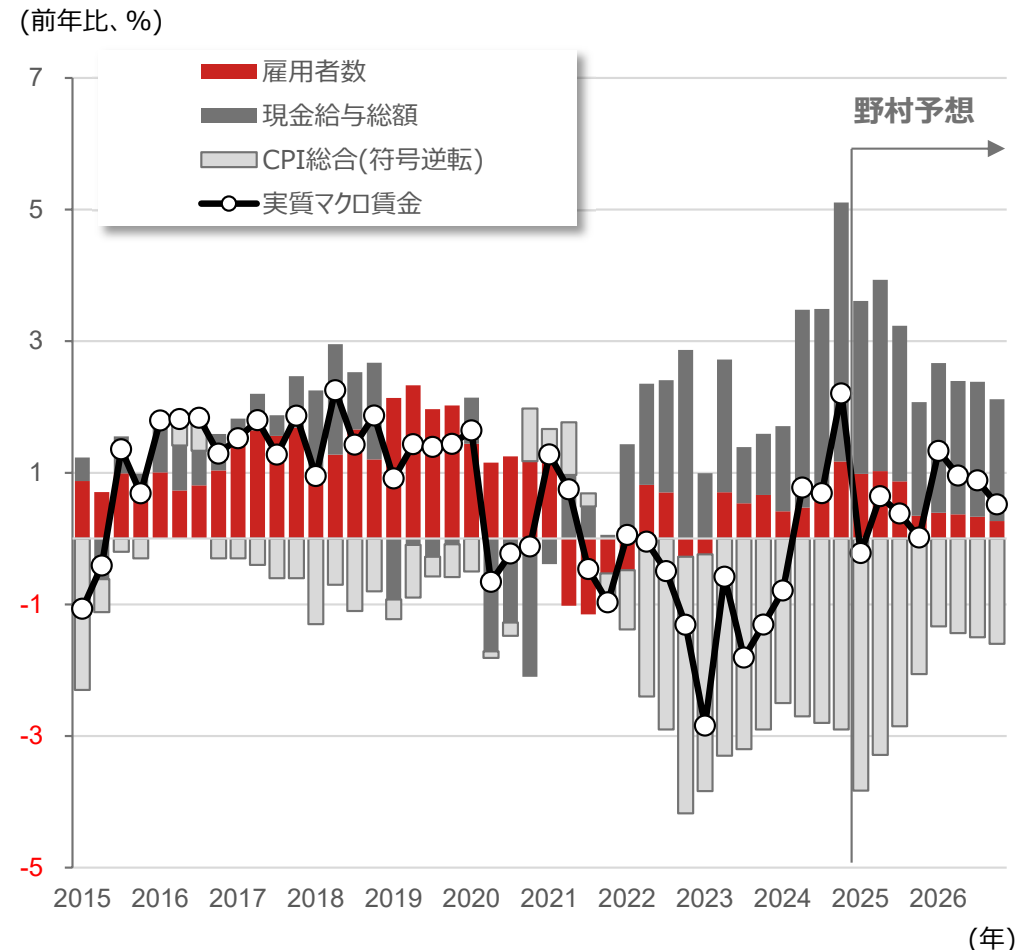
- 家計最終消費支出は、2四半期連続で前期比+0.8%を記録した後、2024年10-12月期は同+0.1%と減速した。消費の財源となる実質雇用者報酬(実質総賃金)は前期比では23年10-12月期以降、5四半期連続で増加、24年10-12月期は同+1.5%と、20年10-12月期以来となる高い伸びを付けた。
- 引き続き政府の経済対策の効果に加えて、2025年春闘での賃上げ交渉の行方が注目される。

日本の家計消費動向と野村見通し



(注)データは四半期で、直近値は2024年10-12月期。2025年1-3月期以降は2025年2月17日時点の野村証券経済調査部予想。
 (出所)内閣府資料より野村証券投資情報部作成

日本の実質総賃金の推移



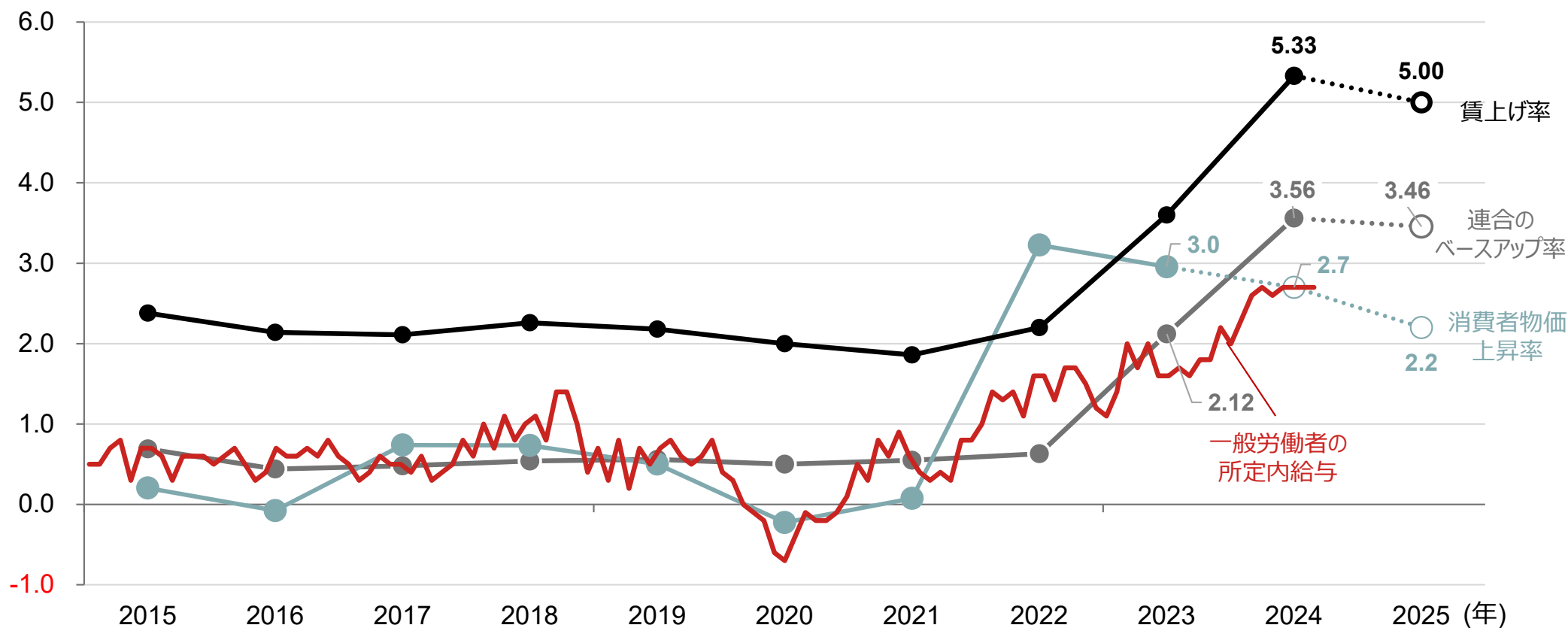
(注)データは四半期で、直近値は2024年10-12月期。2025年1-3月期以降2026年10月-12月期までは2025年2月17日時点の野村証券経済調査部予想。雇用者数、現金給与総額、CPI総合は前年比寄与度。CPI総合の上昇(インフレ)は実質賃金押し下げに寄与するため符号を逆転させている。
 (出所)LSEG、野村証券経済調査部より野村証券投資情報部作成

日本：24年度の実質賃金上昇率はプラス化する見込み

- 2023年度はインフレ率が大幅に上昇した結果、春闘では約30年ぶりの高い賃上げで妥結されたにもかかわらず、実質賃金の上昇率はマイナスとなり、消費は低迷した。
- 連合の集計によると、24年春闘のベースアップ率は前年比+3.56%と、23年実績(同+2.12%)を大幅に上回った。野村証券では24年度のインフレ率を同+2.7%と予想しているため、24年度の実質賃金上昇率は前年比でプラスとなる事が見込まれる。今後は25年春闘でインフレを上回るベアが実現できるかが最大の焦点となる。

一般労働者の所定内給与と連合のベア率の推移

(前年比、%)

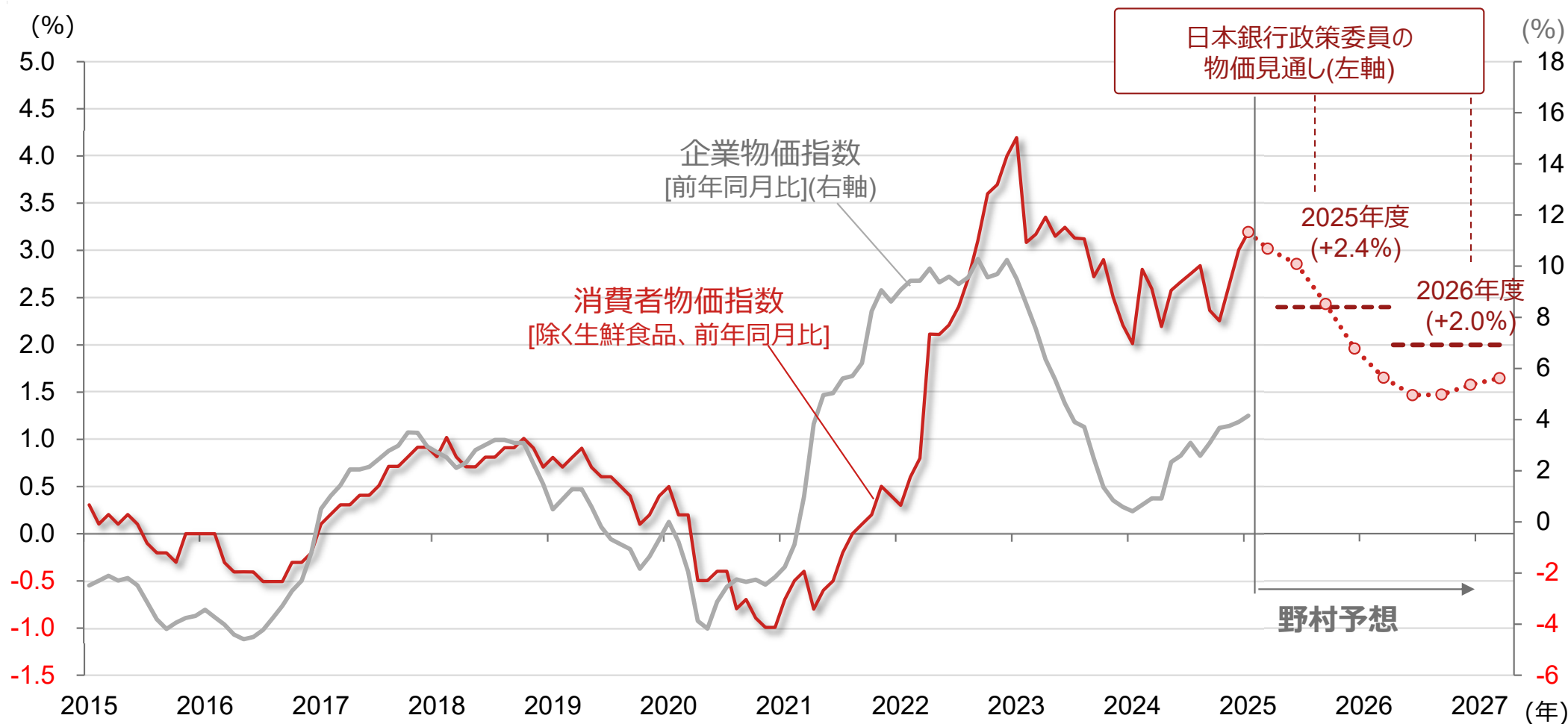


(注)賃上げ率は厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」ベースの数字。データは一般労働者の所定内給与が月次で、賃上げ率、連合のベースアップ率、消費者物価上昇率が年次。直近値は一般労働者の所定内給与が2024年11月、賃上げ率、連合のベースアップ率は2024年、消費者物価上昇率は2023年度。2024年度、25年度の消費者物価、25年の賃上げ率、ベースアップ率は野村見通し(2025年2月17日時点)。(出所)厚生労働省資料、連合、野村証券経済調査部資料より野村証券投資情報部作成

日本：展望レポートでは物価安定目標の達成を視野に

- 日銀は25年1月の展望レポートで消費者物価(除く生鮮食品)の24年度の見通しを前年比+2.7%(10月時点は同+2.5%)、25年度は同+2.4%(同+1.9%)、26年度は同+2.0%(同+1.9%)へそれぞれ上方修正した。
- 日銀は25年1月会合で0.25%ポイントの利上げを実施したうえで、声明文の中で「現在の実質金利がきわめて低い水準にある」ことから、「経済・物価見通しが実現していく」とすれば「政策金利の引き上げを続ける」との姿勢を示した。

日本のインフレ動向



(注)データは月次。消費者物価指数は消費税率引き上げの影響を除いており、直近値は2025年1月。日本銀行政策委員の物価見通しは、消費者物価指数(除く生鮮食品)を対象にしたもの、政策委員見通しの中央値で、2025年1月24日時点。消費者物価指数の野村予想は2025年1-3月期から2027年1-3月期まで(2025年2月17日時点)。

(出所)日本銀行、総務省、ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

日本：最速ペースで25年度後半に1.0%までの利上げが目途

- 日銀政策委員内で最もタカ派的(利上げに積極的)と目されている田村委員は「25年度後半に少なくとも1%程度まで」政策金利を引き上げる必要があるとの見解を示した。現時点で、これが日銀内では利上げ最速ペースのシナリオであると考えられる。

日銀政策委員の政策スタンスと主な発言

名前/役職	スタンス	主な発言
中村 委員	ハト派	「賃上げの持続性にまだ自信を持っておらず、(中略)経済は政策委員見通しの中央値より低い伸び率を想定しています。また、 消費者物価(除く生鮮食品)前年比は、2025年度以降は2%に届かない可能性がある と考えています。」(講演、24/12/5)
野口 委員	ややハト派	「2%の「物価安定の目標」と統合的なマインドセットが社会全体で確立されるまでには、まだ相応の時間が必要。(中略)それまでは何よりも 緩和的な金融環境を忍耐強く維持し続けることが重要 」(講演、24/10/3)
安達 委員	ややハト派	「金融政策が正常化のプロセスに入る条件は既に満たしている」、「 緩和的な金融環境を維持しつつ、極めて緩慢なペースで政策金利を引き上げていく 」(講演、24/10/16)
内田 副総裁	中道	「0.5%程度に引き上げた後でも、金融環境は緩和的であり、経済をしっかりと支えています。日本経済が緩やかとはいえ回復し、賃金上昇を伴う形で、基調的な物価上昇率が高まってきているのであれば、 緩和の範囲内で、その程度を少しずつ、調整していく ことが、長い目で見た経済と物価の安定につながります。」(講演、25/3/5)
氷見野 副総裁	中道	「 利上げ後も実質金利は大幅なマイナスが続き、緩和的な金融環境は維持される 。今後については、経済・物価について私どもが有している見通しが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、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えております。」(講演、25/1/30)
中川 委員	中道	「先行き日本銀行の経済・物価の見通しが実現していくとすれば、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現の観点から、金融緩和の度合いを調整していく」(講演、24/9/11)
植田 総裁	中道	「中立金利についての私どもの見方についてはこの間、変更していない。幅についても同じようにみている。 幅全体をみると、中立金利に対して、現在の政策金利が0.5%になったとしても相応の距離がある とみている」(記者会見、25/1/24)
高田 委員	ややタカ派	「 「前向きな企業行動」の持続性が確認されていけば 、金融緩和度合いのさらなる調整を進めることが必要だと考えてきた。見通しが実現していけば 「一段のギアシフトを進める局面だだ と考えています。」(講演、25/2/19)
田村 委員	タカ派	「私としては、様々な不確実性はあるものの、25年度後半には、「物価安定の目標」が実現したと判断できる状況に至るとみています。(中略)中立金利について、最低でも1%程度だろうとみており、したがって 2025年度後半には少なくとも1%程度まで短期金利を引き上げておくことが、物価上振れリスクを抑え、物価安定の目標を持続的・安定的に達成するうえで、必要 だと考えています。」(講演、25/2/6)

(注)全てを網羅している訳ではない。下線・太字による強調は野村證券による。
 (出所)日本銀行、野村證券経済調査部より野村證券投資情報部作成。

日本：日銀は半年に1度程度のペースで利上げを継続

- 野村証券では、日銀は半年に1度程度のペースで利上げを行い、政策金利を中立金利レンジ(+1.0~+2.5%)の下限である+1.0%程度まで引き上げると予想している。このため、メインシナリオ(想定確率6割)では25年7月と26年1月の利上げを予想している。
- ただし、25年7月には参議院選挙が予定されており、結果が政策運営の不確実性を高める場合には、仮に景気が予想通りに推移した場合でも9月に先送りすることが想定される(同3割)。景気の失速や中立金利の低下が明らかになれば、25年10月の1回で利上げが打ち止めになると予想する(同1割)。

日本銀行のシナリオ別金融政策見通し

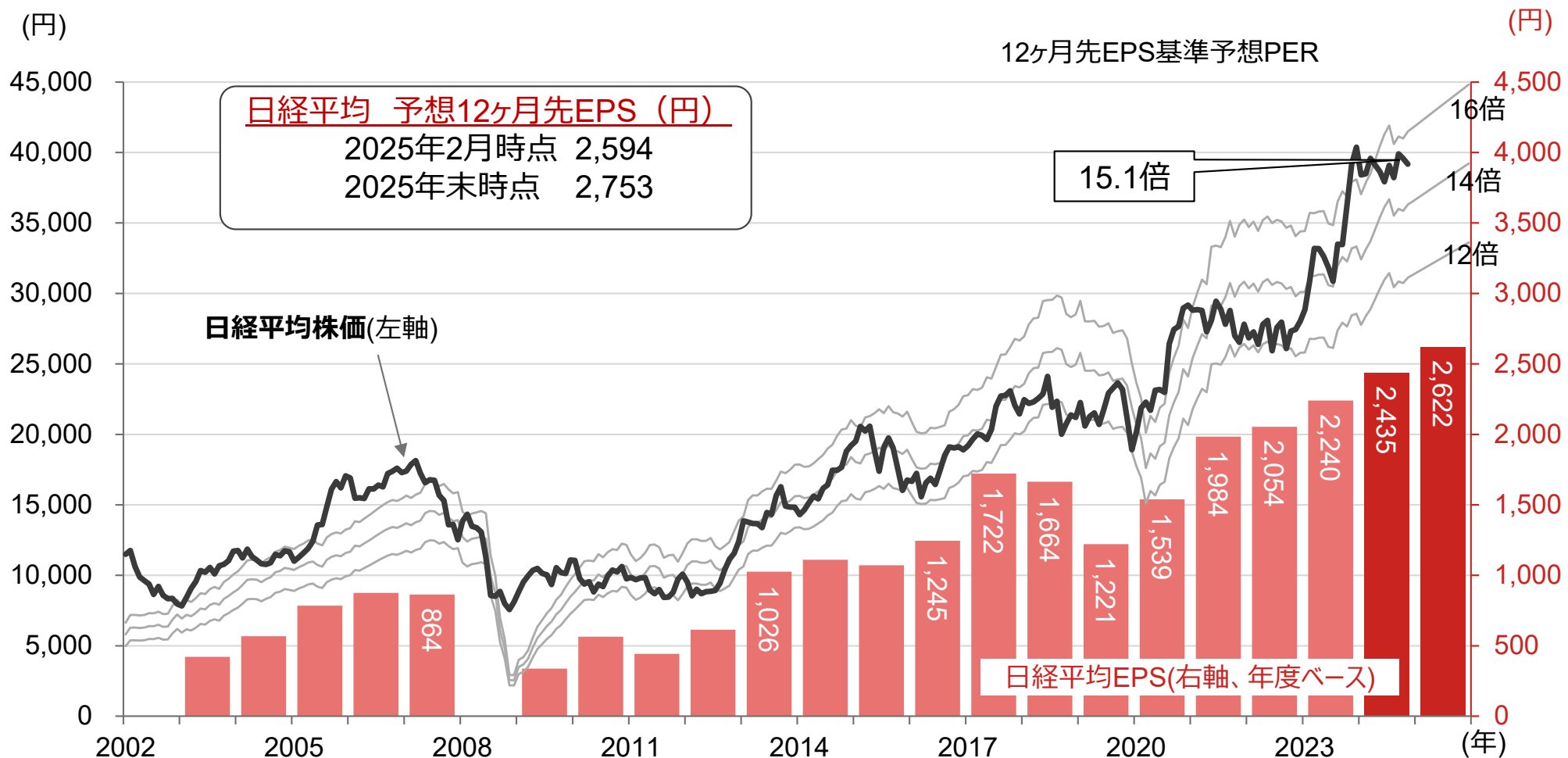
	メインシナリオ (確率60%)	リスクシナリオA (確率30%)	リスクシナリオB (確率10%)
追加利上げの回数	<ul style="list-style-type: none"> 2025年1回 2026年1回 	<ul style="list-style-type: none"> 2025年1回 2026年1回 	<ul style="list-style-type: none"> 2025年1回 2026年なし
追加利上げのタイミング	<ul style="list-style-type: none"> 2025年7月会合 2026年1月会合 	<ul style="list-style-type: none"> 2025年9月会合 2026年3月会合 	<ul style="list-style-type: none"> 2025年10月会合
政策金利水準			
現在	0.50%	0.50%	0.50%
2025年末	0.75%	0.75%	0.75%
2026年末	1.00%	1.00%	0.75%

(注)各シナリオの確率分布は一定の有力性のあるシナリオについての相対的なものであり、これら以外のシナリオの実現性を完全に排除するものではない。
(出所)野村証券経済調査部より野村証券投資情報部作成

株式市場：日本企業の変化に対する市場の期待を取り戻せるかが鍵

- 25年2月17日時点の日経平均株価のPER(株価収益率)は15.1倍と、中間決算以降の数ヶ月間ほぼ横ばいで推移。この間、株価もEPS(1株当たり利益)もほぼ横ばいだった。
- 2024年10-12月期決算を受け、一部に構造改革費用などを計上する企業があり日経平均株価のEPSは膠着状態にあるが、アナリスト予想は上方修正件数が優勢に転じており、業績モメンタムは比較的良好だ。

日経平均株価とEPS(1株当たり利益)の推移



(注)株価の直近値は2025年2月17日時点。なお、予想12ヶ月先EPSは、今期の残存期間に応じて、今期/来期の予想EPSを時間按分したもの。予想は東洋経済新報社。
 棒グラフのEPSは2023年度以前が実績で、そのうち2002年度と2008年度は赤字。2024年度以降は予想。
 (出所)日本経済新聞社、東洋経済新報社、野村証券市場戦略リサーチ部より野村証券投資情報部作成

株式市場：業績改善を背景に日本株は持ち直しを予想

- 2024年7月11日時点では、日経平均株価の24年度予想EPS(1株当たり利益)伸び率は前年度比+7.7%予想で、PER(株価収益率)は17倍。その後、株価は急落したが、逆に予想EPS伸び率は、2024年4-6月期決算以降、順調であり25年2月17日には前年度比+8.4%へと上方修正された。
- 野村證券では(1)米国景気軟着陸期待、(2)日本の業績の底堅さ、(3)日本のマクロ経済政策を巡るタカ派化懸念が短期的に後退する中で、当面の間は、PERが景気拡大期並みの15~16倍前後で安定的に推移する蓋然性が高まったと見ている。

EPS(1株当たり利益)伸び率／PER(株価収益率)ごとの日経平均株価

EPS伸び率(前年度比,%)	日経平均株価(円)				
	2024年度	2025年度	7/11	2/17	
2024年度	0.0	7.7	8.4	10.0	10.0
2025年度	8.0	8.2	7.4	8.0	10.0
PER(倍)					
12.5	30,000	31,000	32,500	33,000	33,500
13	31,250	32,250	33,750	34,500	35,000
14	33,750	34,750	36,250	37,000	37,750
15	36,000	37,250	39,000	39,750	40,250
16	38,500	39,750	41,500	42,250	43,000
17	40,750	42,250	44,000	45,000	45,750
18	43,250	44,500	46,750	47,500	48,500
20	48,000	49,500	51,750	53,000	53,750

(円)

(注1)①2024年7月11日、2025年2月17日時点での2024~2025年度予想EPS伸び率(前年度比)および、②2024~2025年度のEPS伸び率を変化させた場合の、③PER別の日経平均株価試算値。日経平均株価の試算値は、250円刻み。

(注2)2024年7月11日時点の予想EPS伸び率(前年度比)は2024年度+7.7%、2025年度+8.2%、PER約17倍。2025年2月17日時点の予想EPS伸び率は2024年度+8.4%、2025年度+7.4%、PER約15倍。

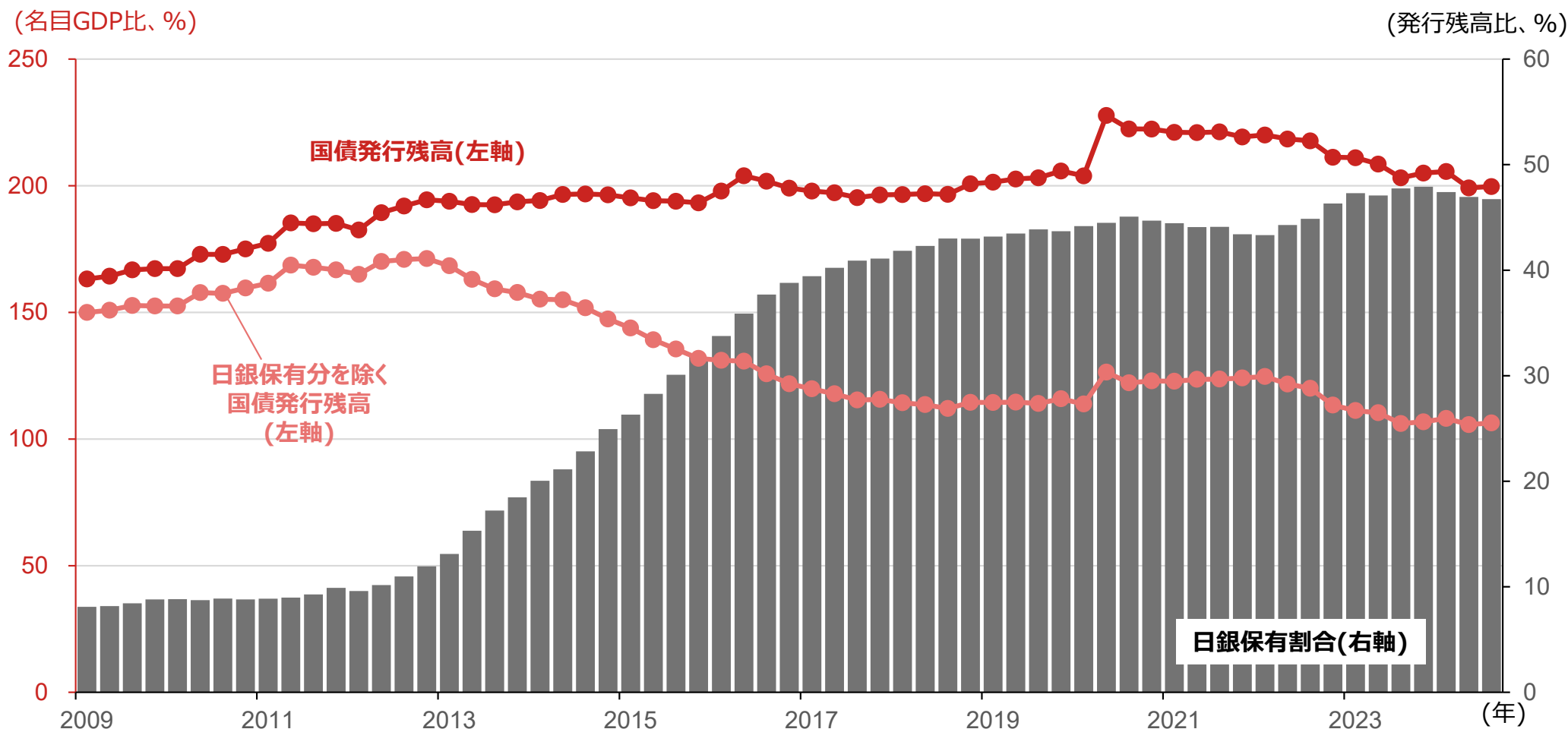
(注3)2024年度予想EPSと2025年度予想EPSを時間案分した予想12ヶ月先EPSとPERを掛け合わせて株価を試算している。

(出所)東洋経済新報社、野村証券市場戦略リサーチ部などより野村証券投資情報部作成

日本：市中の国債の需給バランスは大きく悪化していない

- 日本の国債発行残高は対名目GDP比で、2012年末の194%からコロナ禍では220%台まで増加、直近(24年9月末時点)では200%程度で推移している。この間、発行残高に占める日銀の保有割合は約12%から5割弱にまで高まった。
- 結果、市中で消化すべき国債発行額は対名目GDP比で2009年末の150%であったものが、足元では106%程度まで低下した。日銀は24年7月会合で、国債保有額の削減を決定したが、このQT政策によって国債の需給バランスが大幅に悪化し、長期金利押し上げ要因となることは想定し難い。

日本の国債発行残高と日銀の存在感

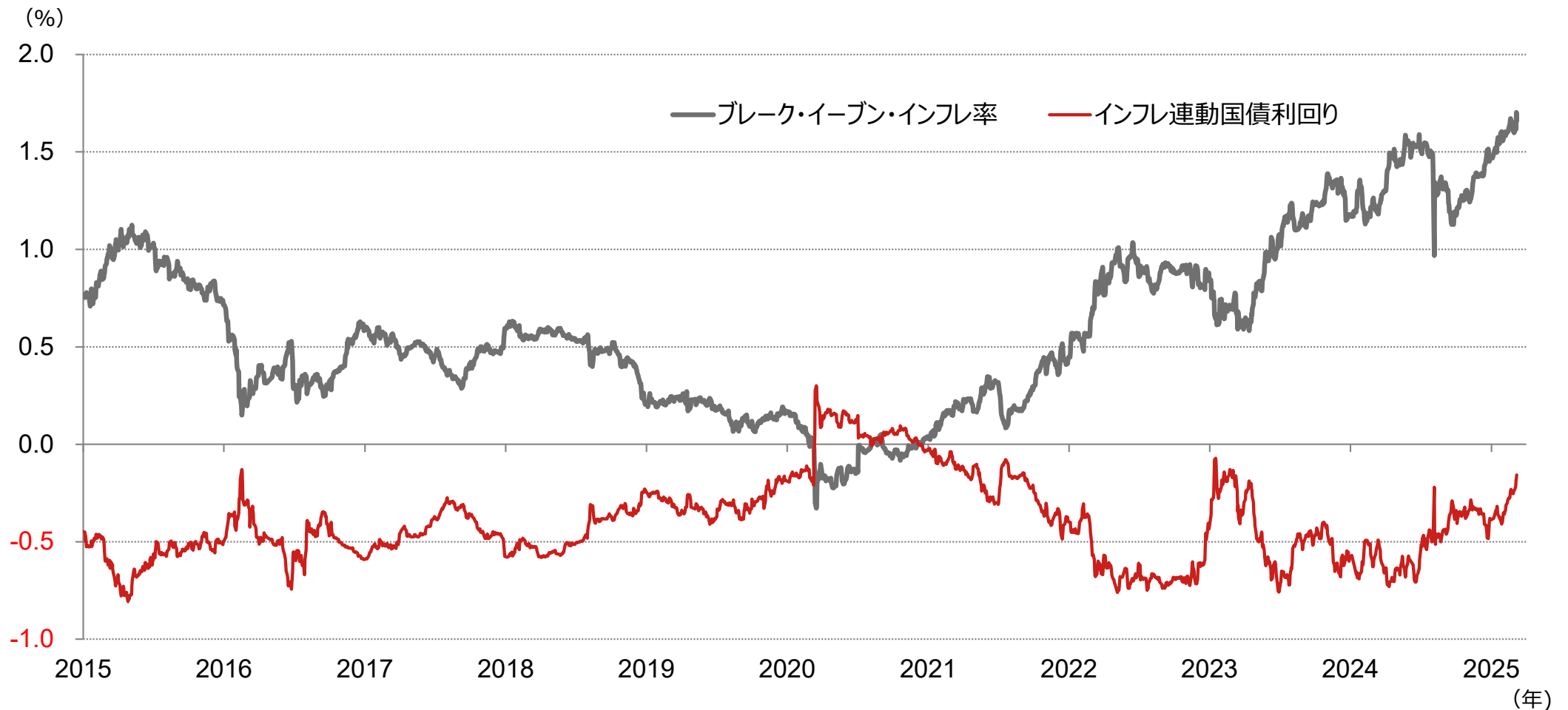


(注)データは四半期で、直近値は2024年9月末。
 (出所)内閣府、日本銀行、LSEGより野村証券投資情報部作成

日本：インフレ期待主導の長期金利の上昇

- 日米の長期金利は金融政策スタンスが乖離しているにもかかわらず、高い連動性を持って推移してきた。ただし、これまで米国の金利上昇がインフレ連動国債で示される実質金利主導であったのに対して、日本の金利上昇はインフレ期待主導であったことが分かる。
- 量的引き締め政策(QT)は実質金利上昇を促すものの、日銀の試算では相対的な国債保有比率が1%ポイント下がるごとに10年物国債利回りは0.02%ポイント上昇する結果であった。

日本のインフレ連動国債利回りとブレイクイーブンインフレ率



(注)データは日次で、直近値は2025年3月7日。ブレイクイーブンインフレ率は(= 10年国債利回り - インフレ連動国債利回り)として算出され、市場のインフレ期待を表す。同様にインフレ連動国債利回りは、実質長期金利と見なすことができる。

(出所)ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

金融市場：超長期ゾーンではフラット化が進展

- 2000年以降、日本の20年-10年金利差は+0.3~+0.9%ポイント程度、30年-20年金利差は0.0~+0.4%ポイント程度のレンジ内で推移してきた。
- 2023年半ば以降、日銀の政策修正期待を受けて10年から30年ゾーンの金利差は拡大基調をたどってきたが、市場の利上げ観測が高まるにつれて超長期ゾーンではフラット化(金利差の縮小)が進展し始めた。

日本の国債利回りの推移(10年・20年国債)



(注)YCCはイールドカーブ・コントロール政策。データは日次で、直近値は2025年3月7日。
(出所)ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

日本の国債利回りの推移(20年・30年国債)

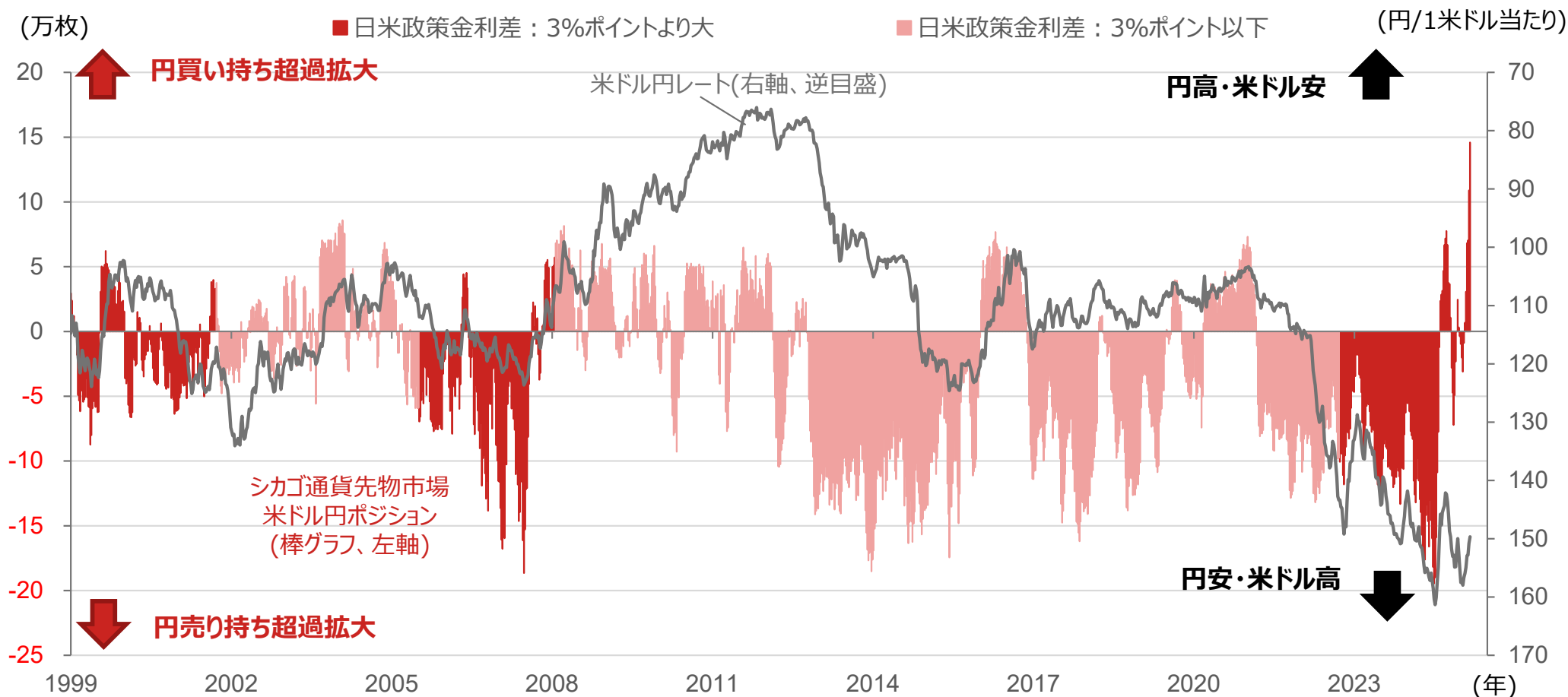


(注)YCCはイールドカーブ・コントロール政策。データは日次で、直近値は2025年3月7日。
(出所)ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

金融市場：足元で過去最大の円買い超過ポジションが積み上がり

- 足元で米ドル円相場における投機筋の通貨ポジションは、過去最大の円買い持ち超過が積み上がっている。投機筋の通貨ポジションは基本的には相対的に高金利の通貨に対して低金利の通貨を売り持ちにする、利ざやを狙った投資ポジションであり、過去の例を見ても日米金利差が3%を上回っている状況での米ドルに対する円の買い持ち超過は短命であった。
- また、円買い持ち超過から円売り持ち超過へとと言うように、ポジションが大きく変化する過程では円高から円安へ相場のトレンドも大きく転換している一方で、短期のポジション調整がその後の相場のトレンドを形成した訳ではない点も併せて確認できる。

ドル円相場の推移と注目イベント



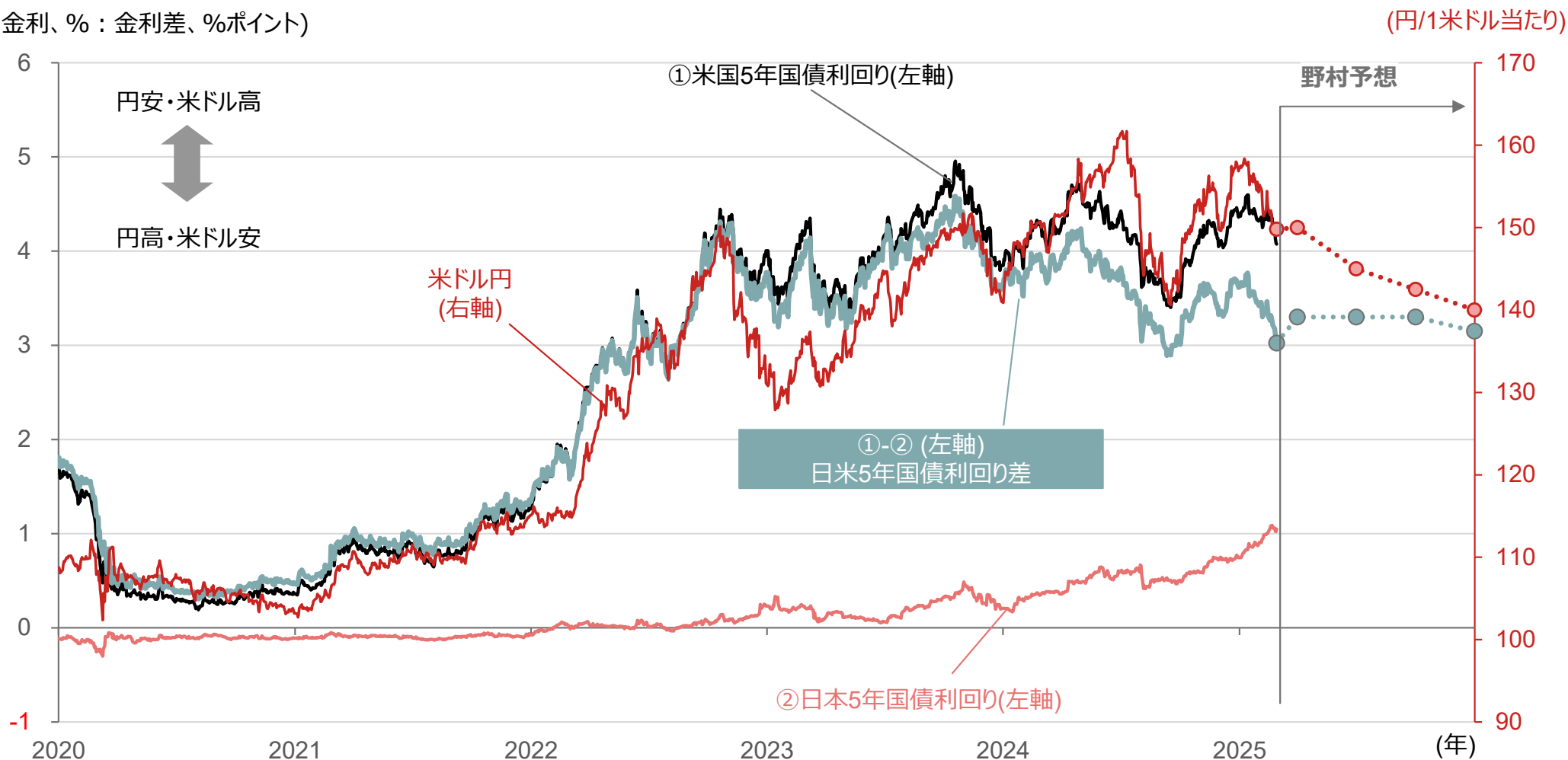
(注)データは週次で、直近値は2025年3月4日。通貨ポジションは非商業筋と非報告筋の合計。1枚は、1,250万円。
 (出所)米国商品先物取引委員会(CFTC)、ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

世界：米ドル円相場は円高基調への転換を予想

- 米ドル円相場は2024年7月中旬から8月初旬にかけて1ヶ月程度の間で最大で20円程度の円高を記録した。その後は、9月16日に140円を割り込む場面があったものの、米国の堅調な景気と利下げ観測の後退を背景に米ドル高が進展した。米大統領・議会選挙後には一時156円台まで米ドル高が進行、その後は円高方向に揺り戻すなど、一進一退を続けている。
- 野村証券では、25年は日米金利差の縮小から米ドル安円高基調をたどり、25年末は1米ドル = 140円と予想している。

日米金利差と米ドル円レートの推移

(金利、%：金利差、%ポイント)

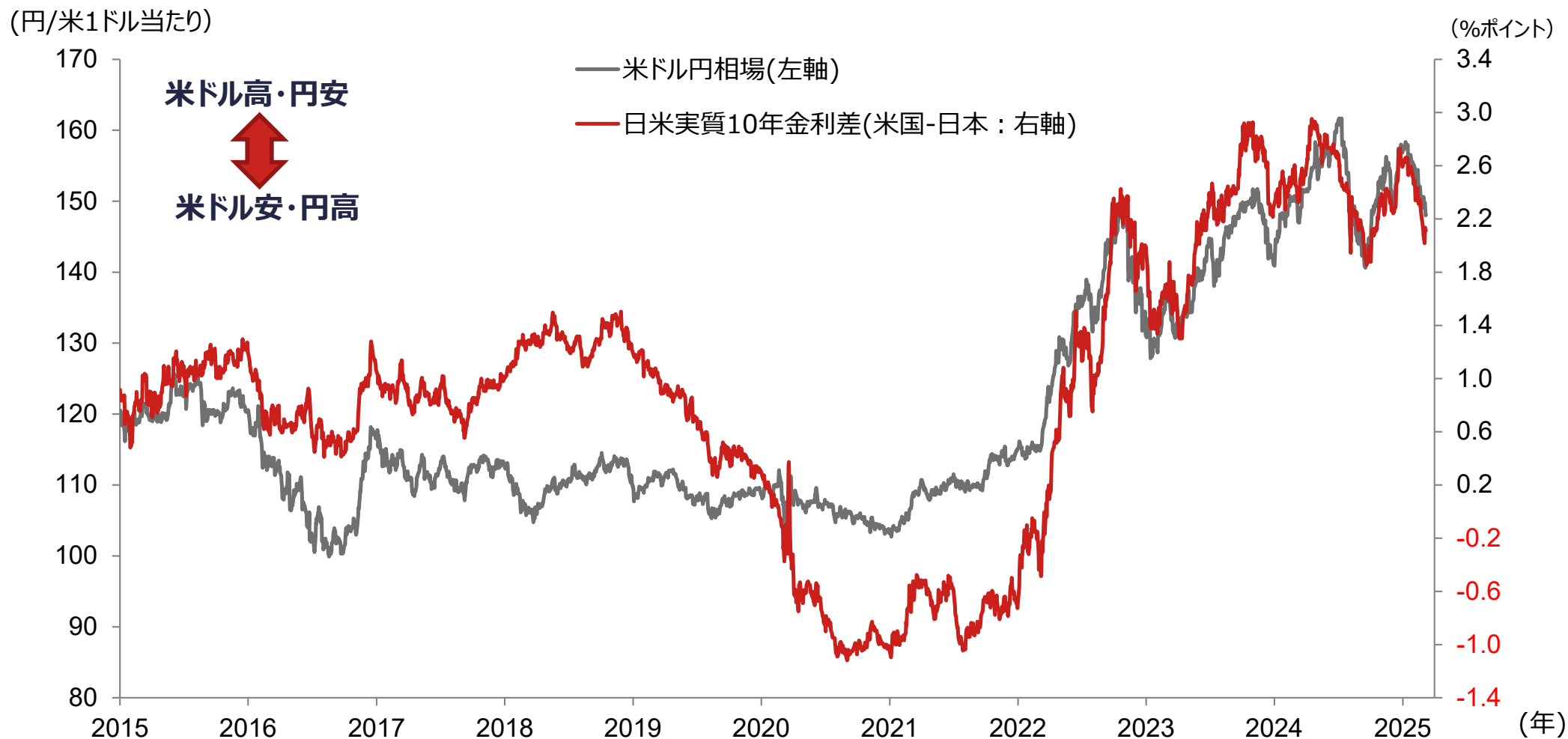


(注)データは日次で、直近値は2025年2月28日。それ以降は、2025年2月14日時点の野村証券市場戦略リサーチ部の予想。
(出所)ブルームバーグ、野村証券市場戦略リサーチ部より野村証券投資情報部作成

金融市場：米ドル円相場は日米の実質金利差と高い連動性

- 市場で日米の金融政策が注目される中では、米ドル円相場は金利差に対する感応度が高まり、日米金利差と高い連動性を有してきた。
- これまでは米国の金利上昇は実質金利主導、日本ではインフレ期待主導であったが、足元でトランプ関税2.0への警戒感から米国景気に対する減速懸念が台頭、長期金利が低下しやすい地合いにある。市場がトランプ政権の政策を消化するまでは円高気味の推移が続く可能性がある。

日米実質金利差と米ドル円相場



(注)データは日次で、直近は2025年3月7日。実質金利は日米のインフレ連動国債利回り。

(出所)ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

参考：今後の予定

2025年3月

(日)	3月の国内政治・経済	(日)	3月の国際政治・経済
2	2025年度当初予算案成立のための衆議院可決期限	1	(中)2月政府版製造業PMI
4	1月失業率、1月有効求人倍率 10-12月期法人企業統計、2月消費者態度指数	3	(米)2月ISM製造業景気指数、(米)2月自動車販売台数 (I-0圏)2月消費者物価指数(速報)、(中)2月財新製製造業PMI
		4	(南アフリカ)10-12月期GDP (米)カナダ及びメキシコに対する追加関税発動の可能性
		5	(米)2月ADP雇用統計、(米)2月ISMサービス業景気指数 (米)ハンガリー、(豪)10-12月期GDP
			(中)第14期第3回全国人民代表大会開会
		6	(米)1月貿易収支、(I-0圏)1月小売売上高 (I-0圏)金融政策委員会・政策金利発表 (トルコ)金融政策委員会・政策金利発表
		7	(米)2月非農業部門雇用者数、(米)2月失業率、(独)1月製造業受注 (中)1-2月貿易収支、(ブラジル)10-12月期GDP
10	1月毎月勤労統計、1月経常収支 2月景気ウォッチャー調査	9	(中)2月消費者物価指数
11	1月全世帯家計調査、10-12月期GDP(2次速報)	12	(米)2月消費者物価指数、(カナダ)金融政策委員会・政策金利発表 (米)鉄鋼・アルミニウム製品への25%関税発動
		14	(米)3月ミシガン大学消費者マインド(速報)、(米)暫定予算期限
		17	(米)2月小売売上高、(米)3月ユーロ圏連銀製造業景気指数 (中)1-2月小売売上高、(中)1-2月鉱工業生産 (中)1-2月固定資産投資
18	日銀金融政策決定会合(~19日)	18	(米)2月住宅着工件数、(米)2月鉱工業生産、(独)3月ZEW景況感調査 (米)FOMC(~19日)
19	2月貿易収支、1月機械受注	19	(ブラジル)金融政策委員会・政策金利発表 (インドネシア)金融政策委員会・政策金利発表
		20	(米)3月フィデリティ連銀景況感指数、(米)2月中古住宅販売件数 (南アフリカ)金融政策委員会・政策金利発表、(NZ)10-12月期GDP (英)金融政策委員会・政策金利発表、(欧州)EU首脳会議(~21日)
21	2月全国消費者物価指数	21	(ロシア)金融政策委員会・政策金利発表
24	3月製造業PMI(速報)	24	(米)3月製造業PMI(速報)、(I-0圏)3月製造業PMI(速報)
28	3月東京都都区消費者物価指数	25	(米)3月コンファレンス・消費者信頼感指数、(米)2月新築住宅販売件数 (独)3月IFO企業景況感指数
31	2月小売業販売額、2月鉱工業生産(速報) 2月住宅着工件数	26	(米)2月耐久財受注
	2025年度当初予算案、税制改正関連法成立期限	27	(メキシコ)金融政策委員会・政策金利発表
月中	2月全国百貨店売上高、2月スーパーマーケット売上高	28	(米)2月個人消費支出・所得
		31	(米)3月カナダ購買部協会景気指数、(中)3月政府版製造業PMI

(注1)日付は現地時間。全てを網羅している訳ではない。(注2)今後の予定は変更もあり得る。
(出所)各種資料より野村證券投資情報部作成

無登録格付に関する説明書

格付会社に対し、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録の格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合、金融商品取引法により、無登録の格付業者が付与した格付(以下「無登録格付」といいます。)である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録の格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

○格付業者について

スタンダード&プアーズ

・格付業者グループの呼称等について

格付業者グループの呼称:S&Pグローバル・レーティング(以下「S&P」といいます。)

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号:S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第5号)

・信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(<http://www.spglobal.co.jp/ratings>)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」(<http://www.spglobal.co.jp/unregistered>)に掲載されております。

・信用格付の前提、意義及び限界について

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

この情報は、2025年1月1日現在、当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

無登録格付に関する説明書

ムーディーズ

・格付業者グループの呼称等について

格付業者グループの呼称:ムーディーズ・レーティングス(以下「ムーディーズ」といいます。)

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号:ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)

・信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のウェブサイト(<https://ratings.moodys.com/japan/ratings-news>)の「規制関連」のタブ下にある「開示」をクリックした後に表示されるページの「無登録格付説明関連」の欄に掲載されております。

・信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。

信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

この情報は、2025年1月1日現在、当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のウェブサイトをご覧ください。

フィッチ

・格付業者グループの呼称等について

格付業者グループの呼称:フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」といいます。)

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号:フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号)

・信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(<https://www.fitchratings.com/ja>)の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

・信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

この情報は、2025年1月1日現在、当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。

ご投資にあたっての注意点

ご投資にあたっての注意点

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.43%(税込み)(20万円以下の場合は、2,860円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

国内株式(国内REIT、国内ETF、国内ETN、国内インフラファンドを含む)の売買取引には、約定代金に対し最大1.43%(税込み)(20万円以下の場合は、2,860円(税込み))の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただけます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。

外国株式の売買取引には、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額)に対し最大1.045%(税込み)(売買代金が75万円以下の場合は最大7,810円(税込み))の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただけます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

債券を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただけます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。加えて、外貨建て債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

投資信託のお申込み(一部の投資信託はご換金)にあたっては、お申込み金額に対して最大5.5%(税込み)の購入時手数料(換金時手数料)をいただきます。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、換金時の基準価額に対して最大2.0%の信託財産留保額をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、国内投資信託の場合には、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(最大5.5%(税込み・年率))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。外国投資信託の場合も同様に、運用会社報酬等の名目で、保有期間中に間接的にご負担いただく費用があります。

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。従って損失が生じるおそれがあります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。また、上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

過去に国内で募集・売出しを行ったもの、または東証上場銘柄等を除いて、外国証券は我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われておりません。他社比較のためやスクリーニングなどにおいて、会社名の記載を行なうことがありますが、これは投資勧誘を意図したものではありません。本資料は、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、金融商品取引法に定める外国証券情報ではありません。

テクニカル分析は過去の株価・為替等の値動きを分析・表現したものであり、将来の動きを保証するものではありません。また、記載されている内容は、一般的に認識されている見方について記したのですが、チャートの見方には解釈の違いもあります。

本動画および本資料は、投資判断の参考となる情報の提供を目的としており、投資勧誘を目的として作成したものではありません。また、将来の投資成果を保証するものでもございません。銘柄の選択、投資の最終決定はご自身のご判断で行ってください。なお、使用するデータ及び表現等の欠落・誤謬等につきましては、当社はその責を負いかねますのでご了承ください。また、本資料は提供させていただいたお客様限りでご使用いただけますようお願い申し上げます。また、動画の無断複製・転載は、固くお断りいたします。

野村証券株式会社は、日本の金融商品取引法に従い、金融庁に登録された金融商品取引業者です。日本国外の居住者は、本動画で言及されている投資及びサービスを利用することはできません。

FTSE世界国債インデックスに関する注意事項：FTSE世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLCにより運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。

MSCIデータの利用に関する注意事項：本資料中に含まれるMSCIから得た情報はMSCI Inc.([「MSCI」])の独占的財産です。MSCIによる事前の書面での許可がない限り、当該情報および他のMSCIの知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCIおよびMSCI指数はMSCIおよびその関連会社のサービス商標です。

世界産業分類基準(GICS®)：スタンダード&プアーズはモルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル(MSCI)と共同で作成した世界産業分類基準(Global Industry Classification Standard=GICS)を採用しています。この世界産業分類基準の目的は投資調査及び資産運用のプロセスをより容易にすることによって、世界の金融専門家の便宜を図ることにあります。世界の投資家、投資顧問会社、投資アナリストなど各方面の専門家との議論に基づいて設計されたこの分類基準は正確、完全かつ標準化された産業の定義に対する世界の金融界のニーズに応えることを目的に作成されています。

世界産業分類基準は、11のセクター、25の産業グループ、74の産業、及び163の産業サブグループからなっています。(2023年3月時点)

業種の分類は主として売上高に基づいて行われ、二義的な基準として利益を検討対象にするという方法を採用しており、事業毎または商品毎に精査・分析して行っています。

1つの企業は各階層で1つのグループにしか入ることができません。3つ以上の分野にまたがって事業展開している多角化企業で、売上高または利益のどちらかが全体の半分以上を占める事業部門がない場合は、コンглоメリット産業サブグループ(一般事業会社セクター)、またはマルチセクター持株会社産業サブグループ(金融セクター)に分類されます。

分類は投資対象ユニバースを十分に反映するよう、毎年見直しを行います。