

第一生命経済研究所レポート selection

2024 年 12 月 11 日

団体年金事業部

【四半期特別マーケットレポート】2025 年 1 月以降の市場環境見通し
～インフレ下の株式市場～

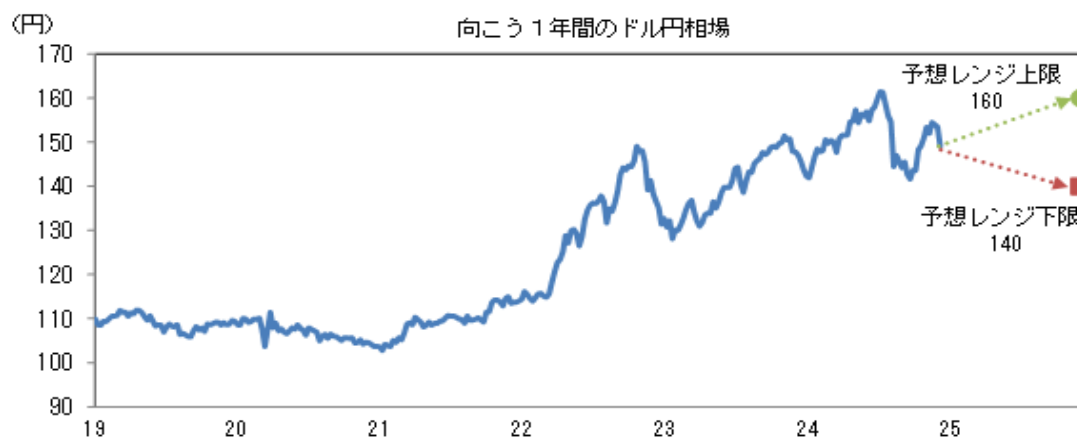
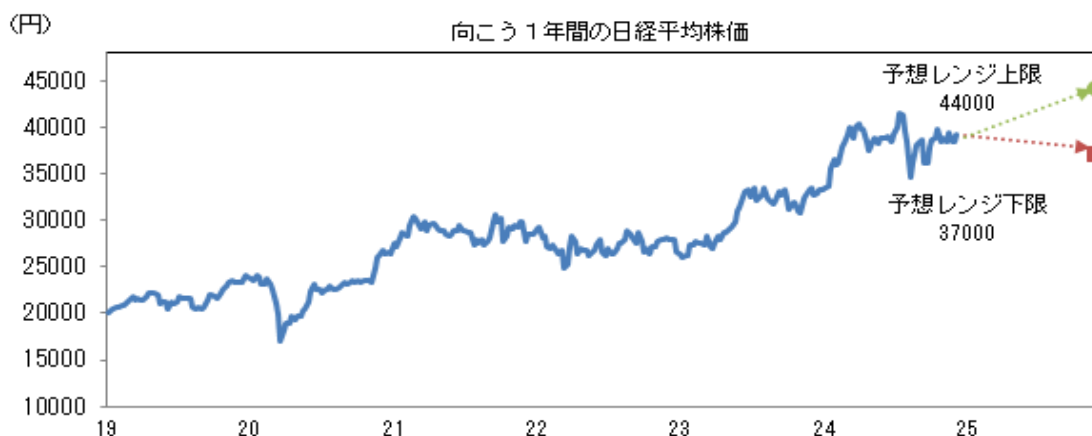
当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所が四半期ごとに今後の市場環境の見通しについて年金通信読者向けに特別レポートを作成しております。

今回は、「2024 年 1 月以降の市場環境見通し～インフレ下の株式市場～」をお届けします。是非ご一読下さい。（別添参照）

内容

■ トピックス： マクロファンダメンタルズから見る市場環境

■ 市場見通し



(出所) Refinitivより第一生命経済研究所作成

■ 【景気の現状と展望（米国、日本、欧州、中国・アジア新興国）】

四半期特別マーケットレポート

テーマ：2025年1月以降の市場環境見通し
～インフレ下の株式市場～

発表日：2024年12月11日（水）

第一生命経済研究所 経済調査部

【トピックス：マクロファンダメンタルズから見る市場環境】

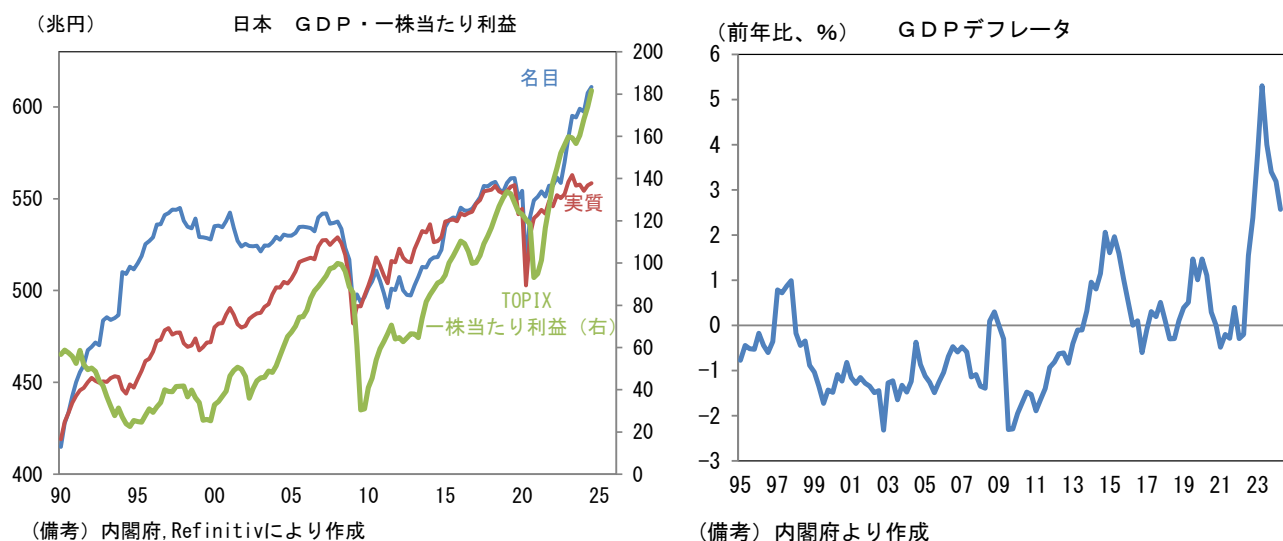
相場格言の「強気相場は悲観の中に生まれ、懐疑の中に育ち、楽観の中で成熟し、幸福感の中で消えていく」に従えば、現在の日本株は「楽観の中で成熟」の状態にあると筆者は判断している。コロナ期の終了に伴う世界経済の回復局面は当の昔に終焉しており、「アフターコロナ」などといった景気加速要因には乏しいが、一方でこれといったリスク要因も存在しない。世界経済を概観すると、最重要の米国は、夏場に盛り上がった景気後退懸念が大きく和らいでいるとはいえ、成長率が加速度的に高まっていく姿は期待しにくい。中国経済は、米国との経済的分断が深刻化する中、不動産市場の治療に時間を要することが予想され、かつての日本と同様に製造業など他の産業を蝕んでいくことが懸念される。中国当局は「10兆元」の景気対策を打ち出したほか、金融緩和の推進を掲げるなど景気浮揚に前向きな姿勢をみせるが、その効果は未知数であり大きな期待は禁物であろう。日本は、賃上げの継続等によって内需は底堅さを維持するとみられる反面、半導体市況に目を向けると増勢が鈍化する兆候もあり、これといった企業業績のけん引役は見当たらない。それでも筆者は日本株が最高値を更新し4万2千円を超えると予想している。それは「インフレ」の存在が大きい。また後述するようにトランプ政権の舵取りの下、米国株が堅調に推移すると期待されることも一定の追い風となろう。

投資の指南書などでは必ずと言ってよいほど「株式はインフレに強い」と記述されている。1990年代半ばから2021年頃まで30年近くインフレが発生しなかった日本では、インフレヘッジとしての株式保有は飽くまで「教科書の中の理屈」であり、現実離れした教えに過ぎなかった。しかしながら、ここ数年、日本がインフレを経験して漸く「現実」へと昇華した感がある。

インフレについては、日銀の物価目標である2%を大幅に超過する消費者物価もさることながら、GDPが象徴的な動きとなっている。12月9日に発表された日本の2024年7-9月期GDP（2次速報値）に目を向けると、物価変動の影響を除いた実質成長率は前期比年率+1.2%と2四半期連続でプラスであった。外需が足を引っ張ったものの、定額減税、名目賃金の増加などによって個人消費が予想以上に伸び、金額は557兆円に達した。もっとも、この水準は直近ピークである2023年4-6月期の560兆円を下回っており、この間は概ね0%成長という評価が妥当になる。他方、名目GDPは前期比年率+1.8%と2四半期連続で増加し、金額は610兆円と過去最高を更新した。水準は2023年4-6月期の594兆円を明確に上回っており、名目値と実質値の乖離が鮮明になっている。

名目と実質の乖離を説明するのはGDPデフレーターである。伸び率は前年比+2.4%となり、2022年10-12月期以来8四半期連続の上昇となっている。「付加価値の単価」とも言うべきGDPデフレータの拡大は、名目値の企業収益が膨らむことを意味する。GDPが付加価値、すなわち企業の粗利益に近い概念であることを踏まえると、名目GDPが増加する局面で企業収益が拡大するのは当然と言える。名目GDPと企業業績および株価に長期的な連動性が確認できるのはそのためだ。実際、名目GDPが停滞した1990年後半から2010年代前半にかけて株価はレンジ相場を形成し、名目GDPが拡大基調にある中で日経平均株価は4万円の大台をつけた。ここ数年の株価は明らかにインフレの追い風を受けており、その点において実体経済の裏付けを伴っていると言えるだろう。こうしたインフレの追い風は2025年も吹き続ける。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

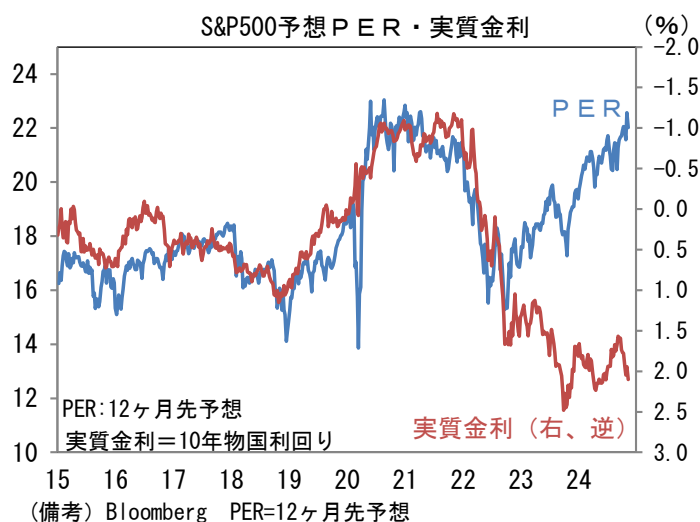


インフレ以外の要素としては、もちろん米国経済が重要。その点、一般的にトランプ・トレードとは株高・金利上昇・ドル高とされており、その通りになれば話は簡単であるが、これには「裏」もあり、実際はもっと複雑な経路で本邦金融市場に伝播してこよう。ここで改めてトランプ・トレードの概要を整理すると、株高は大型減税による景気浮揚、金利上昇とドル高は関税引き上げによる財物価の上昇、安価な労働力としての移民抑制に伴う賃金インフレの再来に備えた動きである。端的に言えば「インフレ加速を伴った景気拡大」が前提になっている。他方、「裏」すなわち株安・金利低下・ドル安の要素として、代表的なのはエネルギー価格下落に伴うインフレ圧力の低下がある。トランプ氏は、エネルギー（≡シェールオイル・ガス）採掘に積極的で、環境よりも経済を優先する構えを明確にしている。エネルギー価格引き下げを起点にインフレ率低下を狙う算段であり、これは前回の大統領任期中も同様であった。実際、2017～2021年は米国の原油生産量が飛躍的に増加する下、原油価格は大統領任期前半に上昇した後、後半は下落している（コロナ初期の原油価格急落は例外として取り扱う）。この点は、あまり意識されていないように筆者は感じるが、日本株（日本経済）にとって重要な視点であろう。

またトランプ氏は低金利を好むドル安論者として知られており、この点はトランプ・トレードの逆を行く。大統領選を通過した現在、今後予想される変化として筆者が特に注目しているのはトランプ氏がFedの金融政策にどこまで距離を詰めるかである。今回の選挙期間中においてトランプ氏がFedに利下げを迫る場面はさほど多くなかった。それは、利下げが（民主党の弱点であった）インフレ沈静化を象徴してしまう他、株高を誘発することで民主党の追い風になってしまうからであろう。トランプ氏はFedへの要求を戦略的に自重していた面が大きいと筆者は考える。この見方が正しければ、大統領就任後はFedに利下げを迫る可能性が高い。トランプ氏がFedに罵声を浴びせると、金融市場では短期ゾーンを中心に金利低下・ドル安の反応がみられるのではないかな。こうした米金利低下、ドル安・円高は米国株に追い風となる反面、製造業が約6割を占める日本株（TOPIX、日経平均）の頭を抑える公算が大きい。

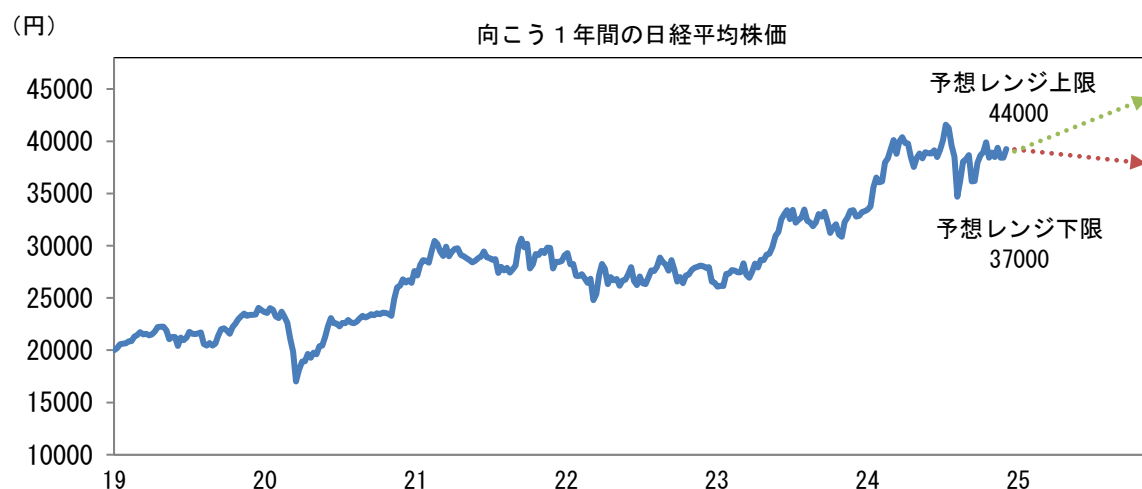
そして米株高にも注意が必要であろう。筆者が注目するのは実質金利とPERの乖離。相場格言というほどではないが、「債券と株式が食い違った場合、間違っているのは株式」とよく言われており、それを前提にすると現在の高PERには違和感を禁じ得ない。Fedの金融引き締めに伴い実質金利が上昇するのをよそに、PERが上昇してきた背景として最も重要なのは、利上げ期間中ですら将来の利下げが強く意識されて

きたことであろう。Fedが示すドットチャートは見通し期間の後半にかけて利下げが示唆される形状であったので、株式市場で利下げが前提にされるのはある意味で合理的であったと言える。例えばFF金利（誘導目標レンジ上限）が5.00%に引き上げられた、2023年3月FOMCで更新されたドットチャートは2023年末の中央値が5.25%、2024年末が4.375%、2025年末が3.25%と右肩下がりであった。またこれとは別の視点で、昨年頃からトランプ氏の再選が意識されていた面もあるだろう。法人税率の引き下げなどEPS（一株あたり純利益）拡大に直結し得る政策を掲げる同氏が大統領選で勝利すれば、株高を連想する投資家は多い。それを見込んで2%の実質金利と22倍の予想PERが共存してきた形だが、今後、Fedの利下げ観測が一段と後退したり、トランプ政権の舵取りが景気拡大に繋がらないとの疑念が生じたりすれば、高PERは許容されなくなるのではないかな。



このように2025年の日本株を取り巻く環境は必ずしも薔薇色ではない。ただし、インフレの追い風が吹く下で、日本企業は「資本効率の改善」という景気循環に直接関係のない増益要素もある。そうした下で米国株が大崩れしなければ、日経平均の高値更新は可能だろう。

【市場見通し】



(出所) Refinitivより第一生命経済研究所作成

予想コメント

◇株式

日本株は8月に暴落した後、下値を切り上げている。米国の景気後退懸念が和らぐ下、中国の景気対策への期待もあり、底堅さを増している。今後も企業業績の拡大、積極的な株主還元を背景に底堅さを増すと期待される。トランプ減税が実現すれば、最高値更新の可能性が高まる。

◇ドル円

米国経済は減速しているものの、景気後退には程遠い。そうした下で市場参加者が予想するFRBの利下げペースは緩やかになり、日米金利差縮小を見込むドル売り・円買いは休止している。トランプ氏の掲げる政策（関税引上、移民抑制）はインフレ再加速を通じてドル高圧力となろう。

◇金利

日銀は7月に政策金利を0.25%に引き上げた。名目賃金の上昇が続く下、今後も追加利上げが検討される見込み。政策金利は2025年末までに1%まで上昇する可能性が高まっている。当面の長期金利は日銀による買い入れが続く下、1%台前半で推移するとみている。

注) 記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【景気の現状と展望（米国）】

米国では、経済が堅調さを維持するなか、労働市場の軟化、インフレの緩やかな低下が続いている。24年7-9月期の実質GDP成長率（2次推計）は、前期比年率+2.8%（4-6月同+3.0%）と減速したものの、低い実質10年国債金利、健全なバランスシート等を背景に、実質国内最終需要が同+3.4%（同+2.8%）と加速しており、米国経済は堅調さを維持した。

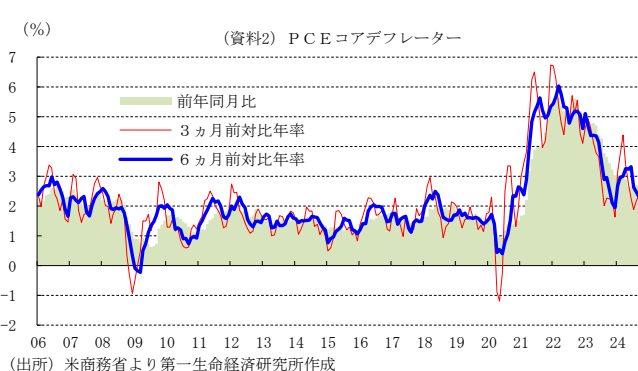
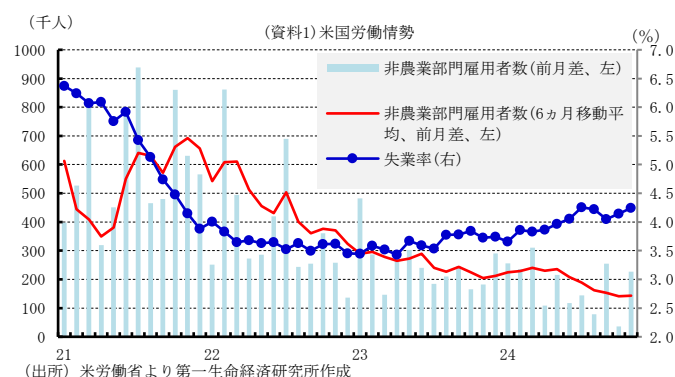
10-12月期入り後の経済情勢をISM指数でみると、10、11月平均の製造業が47.5と7-9月期の47.1を上回ったほか、非製造業も54.1と7-9月期の52.6を上回った。この結果、10-11月のISM総合景気指数は53.4と7-9月期の52.0から上昇しており、10-12月期の米経済が堅調さを維持していることを示している。

このような中、11月の非農業部門雇用者数の増加ペースが前月差+22.7万人（前月同+3.6万人）と加速した。ボーイングなどでのストライキ終了によって3万7500人の押し下げ要因がなくなったほか、ハリケーン襲来の影響の剥落によって、押し上げられた。また、9、10月合計で5.6万人上方修正されたこともあり、3ヵ月移動平均も前月差+17.3万人（前月同+12.3万人）と加速した。ただし、増加ペースは6月以降水準を切り下げているほか、6ヵ月移動平均でも前月差+14.3万人（前月同+14.1万人）と基調としては減速している。さらに、ストライキやハリケーン襲来などの影響を受け難い失業率は、労働参加率が低下したにもかかわらず11月に4.2%（前月4.1%）と上昇するなど、労働市場の軟化が継続していると判断される。

インフレでは、FRBが重視しているPCEコア価格指数（食品とエネルギーを除く）が10月に6ヵ月前対比年率で+2.3%（前月同+2.3%）と中期的な低下傾向が持続しているが、3ヵ月前対比年率で+2.8%（同+2.4%）と上昇しており、短期のインフレ圧力が強まりつつある。

金融政策に関して、米大統領選直後の11月6、7日に開催されたFOMCで、FRBは政策金利を25bp引き下げ、FFレート誘導目標レンジを4.50~4.75%とすることを全会一致で決定した。堅調な経済が続くもと、雇用全般やインフレの鈍化によって、雇用とインフレの目標を達成する上でのリスクバランスが概ね均衡しているとの判断が維持された。また、大統領選挙の結果が直ちに金融政策に影響することはないとの見方を示した。労働市場が更に軟化することを回避するため、FRBは利下げを決定した。パウエルFRB議長は、政策金利が「かなり制約的な水準からの再調整の過程にある」と利下げ後も、政策金利の水準が経済活動を抑制するのに十分に高い水準にあるため、利下げ継続が正当化されると判断している。ただし、議長は「既定の道筋はなく、会合ごとに決定する」と今後の利下げペースはデータ次第であることを強調した。

25年1月に大統領がトランプ氏、共和党が上下両院で過半数を握る“トリプルレッド”となるが、経済成長やインフレ率を押し上げる大規模減税などは早くても25年10-12月期から開始され、大部分は26年から効果が出始めるとみられる。25年前半の実施が予想される政策では、一部の輸入品に対する10%程度の関税賦課や対中国への関税賦課のほか、移民の制限、環境・金融・AIなどの規制緩和、反トラスト法の運用緩和などが挙げられる。短期的に長期金利の上昇、ドル高を進め、25年の経済成長を抑制しよう。PCEコアデフレーターは24年末に前年比で一旦上昇した後、25年にはドル高等による財価格の下落やサービスコアの緩やかな伸び鈍化により、+2%台前半に向けて低下するとみられ、実質FF金利の上昇による景気減速が続くと予想される。このため、失業率は上昇する可能性があり、労働市場の更なる軟化を回避するために、FRBは25bpの利下げを継続、FFレート誘導目標を3.75~3.5%程度まで引き下げ、様子見に転じると予想される。



【景気の現状と展望（日本）】

2024年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.2%（前期比+0.3%）となった。プラス成長に寄与したのは個人消費であり、前期比+0.7%と高い伸びとなっている。背景にあるのは定額減税の実施だ。3兆円を上回る規模の減税により、6、7月を中心に所得が大幅に押し上げられたことが消費の伸びに繋がったと考えられる。加えて、1-3月期に認証不正問題による供給制約で急減していた自動車販売が、供給制約の緩和に伴って4-6月期、7-9月期と増加が続いたことも押し上げ要因になっている。

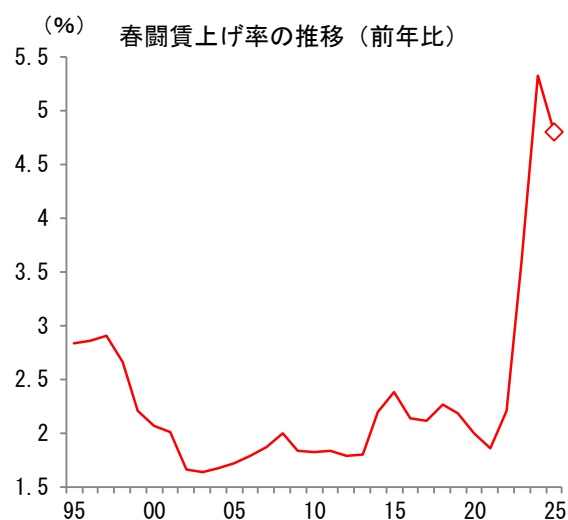
もっとも、消費以外の需要項目についてはぱっとしない。輸出の伸びを輸入の伸びが上回ったことで外需寄与度がマイナスになったことに加え、期待された設備投資が同▲0.1%と小幅減、公共投資（同▲1.1%）も減少に転じるなど消費以外の内需は弱い。牽引役だった個人消費についても、定額減税の押し上げによる追い風参考記録であり、この強さに持続性はないだろう。実質GDPは2四半期連続のプラス成長で、前年比でも3四半期ぶりに+0.5%とプラスに転じるなど、景気は持ち直していると言ってよい。ただ、そのペースはあくまで緩やかなものにとどまっており、回復感には乏しい状況である。

24年度後半の景気も持ち直しを予想するが、回復ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。足元で実質賃金が下げ止まっていることは好材料であり、家計の所得環境は徐々に改善に向かう。もっとも、物価上昇による実質購買力の抑制が消費の頭を押さえる状況は残る。消費者マインドの停滞が続いていることや、これまで2年以上にわたって実質賃金が減少するなか、貯蓄を抑制しながら消費水準を維持してきたことの反動もあり、実質賃金の増加分の多くは貯蓄に回るだろう。10-12月期以降には定額減税による一時的な押し上げ分の剥落が生じることも影響し、消費の持ち直し度合いは当面限定的なものにとどまる可能性が高い。外需についても、海外経済に停滞感が残るなか、緩やかな増加にとどまる公算が大きい。景気は先行き緩やかに回復するが、加速感が出るには至らない。

一方、25年度には、年度後半にかけて景気回復感が徐々に強まると予想する。25年の春闘賃上げ率は4.8%、ベアは3%と予測する（厚生労働省ベース）。24年春闘では5.33%もの歴史的な賃上げが実現したが、①強い人手不足感、②物価高への配慮、③底堅い企業業績などを背景に25年春闘でも5%に迫る賃上げが実現するだろう。25年度前半には、物価上昇率が高止まることから実質賃金の伸びはごく小さなものにとどまるが、コストプッシュに由来する物価上昇圧力が弱まることから25年度後半には実質賃金の増加幅が緩やかに拡大する可能性が高い。こうした状況を受け、個人消費も伸びを徐々に拡大させることが見込まれる。設備投資についても、製造業部門が持ち直すことに加え、研究開発投資や脱炭素関連投資、デジタル・省力化投資等の押し上げもあり、持ち直しが続く。金融緩和の効果がタイムラグをもって波及することで海外経済が持ち直すなか、輸出も増加が見込まれ、景気は緩やかに改善する可能性が高い。



(出所)内閣府「国民経済計算」
(注)2021年=100として指数化



(出所)厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」
(注)直近の2025年度は第一生命経済研究所による予測値

【景気の現状と展望（欧州）】

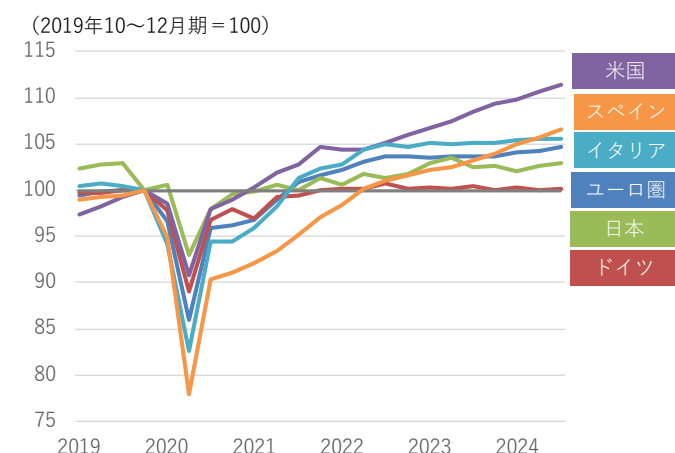
2024年のユーロ圏経済は、インフレ鎮静化と賃上げ加速による家計の実質購買力の改善、パリ五輪特需も加わった旅行需要の回復、欧州中央銀行（ECB）の利下げ開始に伴う金融環境の改善、欧州復興基金からの資金拠出継続などを背景に、緩やかな拡大基調を続けている。だが、年後半に入ると、製造業の業況悪化が加速したことに加えて、サービス業の業況改善にも陰りがみられ、景気に息切れの兆しが広がっている。国別には、観光需要や人口増加に支えられたスペインの好調が続いている一方、ドイツの不振が際立っているほか、輸出依存度の高いイタリアも足踏みが続いており、政局混乱が続くフランスが五輪終了後に失速傾向にある。域内最大の経済国ドイツは、長年の投資不足やインフラ老朽化に加えて、ロシア依存脱却に伴うエネルギー費用の増大、経済的な結び付きが強い中国経済低迷による打撃、財政均衡規定に縛られた緊縮的な財政運営などが景気の足枷となっている。

2024年6月に約5年振りの利下げを開始したECBは、当初、慎重な利下げ姿勢を示唆していたが、インフレ圧力の後退と景気の下振れリスクが高まったことを受け、9・10月の理事会で連続利下げを決定、12月も利下げが見込まれている。利下げ開始時点で4%あった下限の政策金利（預金ファシリティ金利）は3%まで引き下げられたが、なお歴史的な高水準にある。ECBは今後の利下げ判断について、事前に特定の政策金利パスを約束せず、理事会毎にデータに基づいて判断する方針を示唆している。

2025年のユーロ圏経済を取り巻く環境も厳しい。米大統領選挙でのトランプ氏の勝利を受け、欧州の輸出企業への影響が懸念される。トランプ氏は米国の全ての輸入品に10～20%の関税引き上げを示唆してきた。こうした方針がどの程度現実のものとなるかは不透明だが、米中間の貿易摩擦の激化とも相俟って、米国や中国向けの輸出依存度が高いドイツやイタリアの景気を下押ししよう。米国の関税引き上げ、ウクライナや中東の地政学的緊張の継続、ドイツやフランスの政局不安などを背景に、欧州の経済環境や政策動向を取り巻く不透明感が高まっており、経済活動の抑制要因となりそうだ。

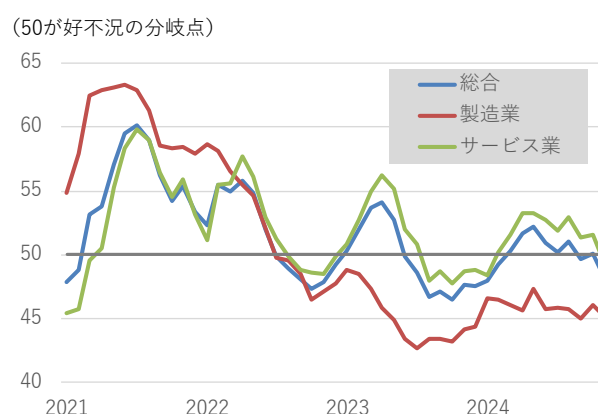
このように景気への逆風は多いが、家計の実質購買力の改善が続くことや、ECBによる利下げ継続と金融緩和の効果が顕在化することを受け、ユーロ圏経済は今後も緩やかな拡大基調を維持するとみる。ECBは2025年以降も25bp刻みの利下げを続け、下限の政策金利は2025年前半中に景気を過熱も抑制もしない中立金利（2%台前半との見方が多い）に到達する。景気や物価の下支えにはその後も利下げの継続が必要とみられ、中立金利を下回る1.75%まで利下げを続けた後、様子見に転じる展開を想定する。なお、一部の市場参加者の間では、ドイツの連邦議会選挙が2025年9月から同年2月に前倒しされることを受け、連立政権のレームダック化による政策停滞が早期に解消されることに期待を寄せる声もある。だが、選挙後の連立協議と政権発足には時間を要するとみられ、ドイツ経済の立て直しに必要な政策対応が速やかに実行に移されるかどうかは予断を許さない。ドイツ経済の低迷が響き、ユーロ圏の実質国内総生産（GDP）成長率は、2024年に+0.8%、2025年に+1.0%と、潜在成長率を下回ると予想する。

主要先進国・地域の実質GDPの推移



出所：各国統計局資料より第一生命経済研究所が作成

ユーロ圏の企業景況感（PMI）の推移



注：総合は製造業の産出指数とサービス業PMIの合成指数

出所：S&P Global資料より第一生命経済研究所が作成

【景気の現状と展望（中国・アジア新興国）】

中国では、当局が24年9月末以降に五月雨式に公表する景気下支え策を受けて、金融市場は活況を呈する動きをみせてきた。しかし、具体的な需要喚起に繋がる内容ではなく、早くも息切れが意識されるほか、追加対策を催促する様相をみせる。当局は今後も重要会議の度に景気下支えを意識させる動きを繰り返す可能性は高い。他方、足下の企業マインドは底打ちするも、『雇用なき回復』の様相をみせるなど不透明感に残る状況は変わっていない。

足下の家計消費は当局が主導する買い替え促進などの動きが一時的な押し上げを促している

が、需要先喰いの域を出ないことを勘案すれば、先行きはその反動による下振れに注意する必要がある。また、規制緩和などを理由に一部の大都市では不動産市況に下げ止まりの兆しがみられるものの、多くの地方都市ではその兆しが出ておらず、人口減少に加え、若年層を中心とする雇用不安が需要の足かせとなる懸念もくすぶる。家計部門にとっては資産の7割を不動産が占めるなか、その市況低迷によるバランスシート調整圧力が家計消費の重石となる状況が続くことにも留意する必要がある。なお、12月に開催された共産党中央政治局会議では、金融政策を「穏健な」から「適度に緩和」にシフトさせるとともに、より積極的な財政政策を通じて精力的に消費を喚起してあらゆる方面で内需を拡大する必要があると表明しており、一段の景気下支えに動く方針を示している。その一方、米大統領選でのトランプ氏の勝利を受けて、同氏は中国からのすべての輸入品に10%の追加関税を課す方針を示しており、折しも欧米のみならず、新興国の間にも中国からの輸入増を警戒する向きが広がるとともに、人民元安誘導も困難になることが予想されるなかで外需を頼みにした景気回復のハードルも高まることは避けられないと見込まれる。

米中摩擦の激化の動きは、A S E A N（東南アジア諸国連合）などにおいてサプライチェーンの見直しの動きを反映した投資流入の動きを促すことが期待される。さらに、中国企業も対米輸出の悪化をカバーすべくアジア新興国への輸出や生産拠点の移管を進めると見込まれ、短期的にみれば景気の下支えに繋がることが期待される。しかし、中国からの投資受け入れを巡っては、中国国内における過剰生産能力も影響して概ねすべての部材や素材を中国からの輸入によって賄う動きがみられる。こうした状況を勘案すれば、中長期的にみた場合には、A S E A Nなどですそ野産業の『空洞化』を招くリスクに注意する必要がある。また、サプライチェーンの見直しを受けて米国向け輸出が拡大した場合、トランプ氏が追加関税などを通じた『攻撃の照準』を合わせると予想され、思わぬ形で追加関税のリスクに晒される可能性にも留意する必要がある。

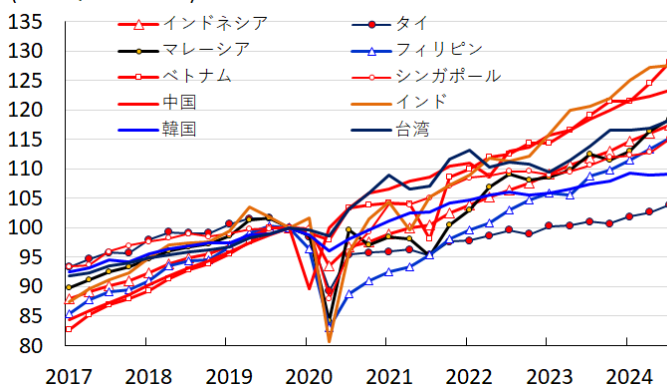
他方、中国に代わる生産拠点としてインドに注目が集まるなか、投資流入の動きが雇用創出などの効果に繋がれば、家計消費など内需をけん引役にした景気拡大が促される可能性はある。ただし、足下では異常気象の頻発による食料インフレが続いており、その影響が一巡するまでは金融緩和に動くことも難しく、結果的に経済成長のけん引役となってきた家計消費をはじめとする内需の足を引っ張る展開が続くと見込まれる。

韓国では尹大統領による非常戒厳の宣布をきっかけにした政治混乱の長期化のほか、政局を巡る不透明感や政策の停滞に加え、労働組合によるストの頻発も懸念され、幅広い経済活動の足かせとなる展開が続くことも見込まれる。台湾においても、中国本土との関係を巡る不透明感は引き続き外需の足かせとなる一方、半導体関連を中心とする輸出の堅調さに依存する展開が続くとみられる。

また、中国の内需低迷が続けばアジア新興国にとって中国向け輸出の回復が遅れることを意味し、外需の足かせとなる可能性がある。そして、米トランプ次期政権の政策運営は米F R Bの政策運営に影響を与えるほか、米ドル高が再燃してアジア新興国からの資金流出圧力に晒されることも懸念され、金融政策の手足が縛られる可能性には引き続き注意する必要がある、景気動向を左右することにも留意する必要がある。

実質 GDP の水準（季節調整値）の推移

(2019Q4 = 100・sa)



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成、一部当社試算