

# 2025年の米欧金融政策の展望

野村総合研究所 シニアチーフリサーチャー

井上 哲也



筆者は、米欧金融政策の展望を本誌に寄稿する機会を度々頂いたが、今回ほど不透明性が高く先行きが見通し難かったことは記憶にない。それでも、現時点で明らかになっていることを基に、2025年の展望を試みたい。

## 1. 米国の金融政策

### (1) 経済の情勢と展望

米国経済は第3四半期に年率+2.8%で成長するなど力強く拡大している。主因は個人消費の強さにあり、2024年入り後は実質経済成長率に対する寄与が安定し（図1）、なかでもサービス消費の好調さが注目される。消費拡大の背景には、雇用と賃金の双方が減速し

つつも増加していることや、インフレ率の低下によって実質購買力が回復していることがある。高水準の株価も高所得層中心に資産効果をもたらしている。これに対して設備投資も底堅いが、エネルギー部門が停滞するなど業種別のばらつきもあって消費ほどのモメンタムはなく、住宅投資は低調である。これらは、既往の金融引締めの影響を受けているとみられる。

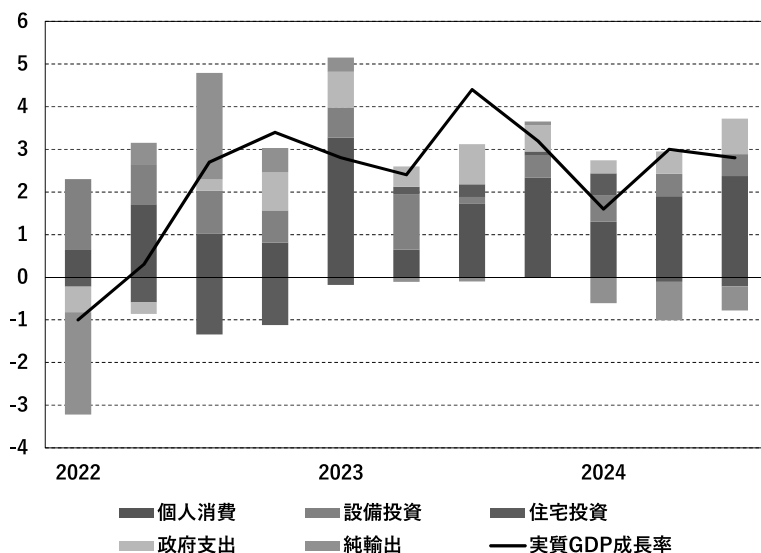
労働市場では11月の失業率が4.2%となるなど、緩やかだが軟化の兆しがみられる。この点は、天候要因等によって振れは大きいが非農業部門の雇用者の増加ペースが低下トレンドを示していることや、失業者に占める短期失業者の増加、未充足求人率の低下などからも裏打ちされる。もっとも、米国経済が潜在成長率（連邦準備制度理事会<FRB>は1.8%と想定）を上回って推移しており、失業保険新規受給者数の伸びも緩やかであるだけに、労働需要がやや減退した段階にある。ま

### 〈目次〉

1. 米国の金融政策
2. 欧州（ユーロ圏）の金融政策
3. 米欧に共通するリスク

(図1) 米国の実質GDP成長率 (主要項目別の寄与度：年率%)

資料：Bureau of Economic Analysis



た、ミシガン大の消費者信頼感指数によれば、家計からみた雇用の見方も安定している。

国内のファンダメンタルズからみれば、米国経済は2025年も堅調に推移すると見込まれる。もちろん、労働市場の軟化が相応に進行し、消費のモメンタムが低下することは考えられるが、潜在成長率をやや上回る成長が可能との見方は、FRBだけでなく金融市場や国際機関の間で概ね共有されている。

その上で、米国の新政権による経済政策が大きな不透明要因であるが、2025年に限って言えば影響が抑制される可能性もある。

トランプ氏が選挙戦で掲げた政策のうち、経済に大きな影響を及ぼしうるのは、移民流入の抑制と減税策の実施である。前者は、大統領就任後の早期に具体策が講じられる可能

性がある点で、2025年の消費を相応に下押しするリスクがあるが、低所得層が中心とすればマクロ的な影響は抑制されうる。減税策の目玉は法人税率の大幅引下げだが、企業収益にはプラスとしても、設備投資への影響は不透明である。それ以外は前回当選時に比べて力点が置かれなかった印象もあり、米国では2017年の減税法案が実質的に期間延長される程度に止まるとか、連邦税と地方税の二重課税の負担軽減等に止まるとの見方もある。そうなれば、2025年の消費にプラスだが影響が小さい可能性がある。

さらに不透明なのは関税引上げの影響である。トランプ氏は、中国からの輸入全体に10%、カナダとメキシコからの輸入に25%の追加関税を課す考えを示しているほか、他の

国々からの輸入にも10%の追加関税を課す可能性を示唆している。ただし、トランプ氏は関税引上げを交渉材料にしつつ、相手国に米国の財やサービスの購入拡大を迫ることも考えられ、その場合は米国経済にプラスになりうるが、そもそも海外経済が減速する可能性も高く、需要の増大がさほど見込めない可能性も残る。

## (2) 物価の情勢と展望

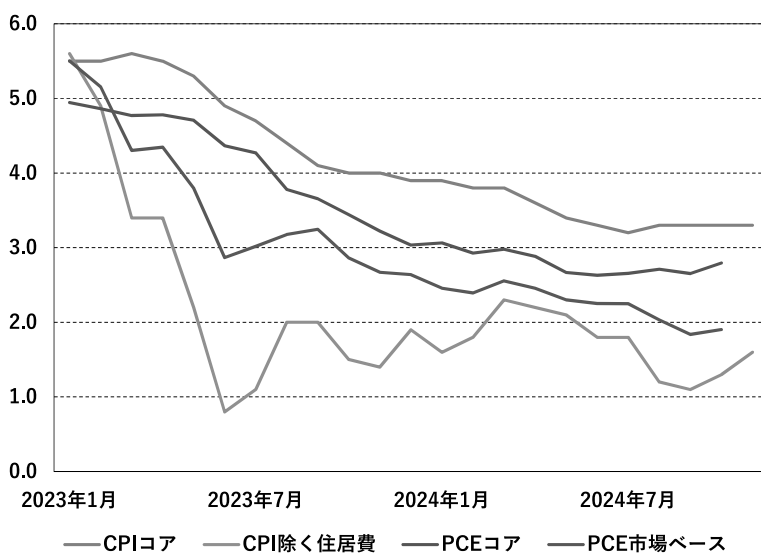
米国の消費者物価上昇率は11月時点で前年比+2.7%と、9月を底に緩やかに加速している一方、コア（エネルギーと食品を除く）は同+3%強で推移している。ただし、前者には住居費（ウエイト約37%）の寄与が大きく、これを除くと同+1.6%まで低下しているほ

か、後者にも住居費に加えて自動車保険料等の一時的な要因が寄与し、インフレの基調は減速している。こうした傾向は、FRBが参照する個人消費支出（PCE）デフレーターの上昇率の動きと整合的であり、10月時点でコアは前年比+3%をやや下回る水準で推移している一方、帰属家賃等を除いた市場ベースは緩やかに減速しつつ同+1.9%になっている（図2）。

この間、財価格はエネルギー価格の振れに大きく影響された一方、住居費を除くサービス価格の動向ではこれまで賃金が大きな上昇要因であった。しかし、雇用統計の平均時給でみると、年初には前年比+4.7%近かったのが減速傾向を辿り、足元では+3.9%となっている。コロナ後に不透明化した完全雇用率と

(図2) 米国のインフレ率（前年比%）

資料：Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis



---

の対比で現在の失業率をどう評価するかという問題を措くとしても、労働市場に軟化の兆しがある以上、賃金上昇率も緩やかな減速を続けるというのが自然な見方であろう。

一方で、11月時点で前年比+4.7%と高止まりしている住居費が鎮静化するには、家賃契約の時間的ラグなどもあって時間を要するほか、地政学的リスクの影響を考慮する必要があるが、海外経済が減速する中でエネルギー価格が再び顕著に上昇する可能性には疑問も残る。その意味で、国内のファンダメンタルズからみれば、物価の基調は2025年は2024年と大きく変わらないことになる。

その上で、米国の新政権による経済政策は、2025年には物価の方に影響を与える可能性がある。

その経路は経済の場合と同じである。このうち、関税の引上げが国内物価をどの程度押し上げるかはトランプ政権の戦略に大きく左右されるが、自動車価格には相応の影響が生じるとみられる。移民の抑制はサービス業の労働供給を通じて賃金に上昇圧力をもたらさうのほか、減税も影響が小さいとは言え消費を刺激し、物価上昇方向に作用しう。これらが定量的にどの程度のインパクトをもたらすかは不透明だが、金融市場だけでなく消費者のサーベイをみても、物価上昇を予想する向きは増えている。

### (3) 金融政策の展望

これまでみてきたように、米国経済のファ

ンダメンタルズは、景気は底堅いが物価はインフレ目標に向かって減速するという意味で、FRBが政策目標（物価安定と最大雇用の達成）を実現する上で好適な状況にある。従って、FRBのパウエル議長も、12月の利下げ決定に関する記者会見の中で、インフレの目標への収斂を確認しながら、現在は4.5%である政策金利を、FRBが中立水準として想定する3%付近まで引き下げることが基本方針であることを確認した。

しかし、新政権の経済政策の影響だけでなく、経済活動が消費を中心に潜在成長率を上回る拡大を続ける可能性も考慮すれば、少なくとも利下げのペースはより慎重なものになりうる。実際、連邦公開市場委員会（FOMC）メンバーによる12月時点のドットチャート（中央値）は、2025年中に50bp程度の利下げを予想するものとなり、前回（9月）に比べて全体として上方にシフトしたほか、政策金利が2%台にまで下がる可能性は排除された。

こうしたシナリオにはリスクがある。第一に新政権が大幅な利下げを要請する可能性である。FRBの独立性を踏まえても、政権と中央銀行の対立は金融市場の不安定化を招来しかねないだけに、金融政策の運営に影響を及ぼす恐れは残る。ただし、大統領選の結果をみても、国民の不満は既往の物価高にあることも事実であり、この点がFRBの利下げを押し止めることも十分ありうる。

第二にFRBが最大雇用の達成を政策目標として重視している結果としての政策運営の

バイアスである。現在の失業率は4%強であり、急速に悪化する兆候はみられない。それでも、パウエル議長が12月の記者会見でも労働市場のこれ以上の軟化を望まない考えを強調したことは、FRBの金融政策に金融緩和バイアスを生じうる。仮に、これが第一のリスクと合わさってしまうと、2025年中の政策金利は上記のドットチャートに示されたパスを下回ることになる。

## ■ 2. 欧州（ユーロ圏）の金融政策

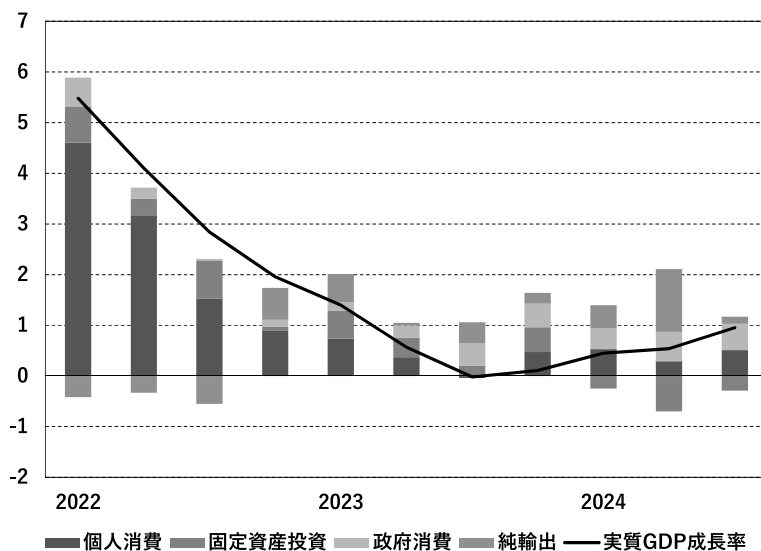
### (1) 経済の情勢と展望

ユーロ圏経済は、第3四半期には大規模イベントなどの効果もあって前年比+0.9%と持ち直したが、基調的には2024年前半と同じ0

%代前半の成長率にあるとみられる（図3）。景気停滞の主因は設備投資と輸出の弱さにあり、前者はウクライナや中東での地政学的リスクの高まりを映じた企業マインドの慎重化、後者は海外経済の回復の遅延に加えて、貿易摩擦の深刻化が背景である。ドイツやイタリアのように製造業の外需依存が高い国では、中国の消費低迷と電気自動車を巡る貿易摩擦はともに大きな影響を与えている。これらの国では、輸出の動向が企業の設備投資スタンスに影響するため、双方が悪循環を生じている面もある。

景気を下支えているのは政府支出と消費であり、消費については、米国と同様に雇用と賃金の増加やインフレ率の低下による実質購買力の回復に裏付けされている。しかし、そのモメンタムは弱く、欧州中央銀行（ECB）

（図3）ユーロ圏の実質GDP成長率（主要項目別の寄与度：前年比%） 資料：Eurostat



---

は10月理事会の議事要旨で、家計マインドの低迷と貯蓄率の高止まりを主な原因として指摘した。これら二つの要素は、地政学的リスクの高まりによる将来不安に加え、既往の金融引締めの下での貯蓄指向の強まりや住宅ローン金利の上昇への対応など、共通の理由を有している。さらに、フランスやドイツでは、国内政治情勢の流動化も家計のマインドを下押しする場面がみられる。

ユーロ圏経済の救いは労働市場が底堅さを維持できている点であり、雇用者数は減速しつつも増加を続けている。ただし、現状程度の経済成長率では潜在成長率（欧州委員会は1%弱と推計）を下回るほか、コロナ後に企業が人員確保のために増やした雇用が今後は余剰化する恐れもあるため、ECBが12月理事会に提出した見通しで示唆したように、今後は雇用の増加ペースが経済成長率を下回ることが予想される。

ユーロ圏のファンダメンタルズからみると、2025年に経済が明確な回復を示すことは難しいとみられる。ECBは12月の上記の見通しで、実質購買力の回復や既往の金融引締め効果の減衰、海外経済の回復等によって成長率が前年比+1.1%へ回復するとしたが、今回の景気低迷の要因には構造的な面が多いため、短期間でそうした問題が解消するかどうかには疑問が残る。

その上に、米国の新政権による政策の影響については、主として関税引上げによる下押しが懸念される。なぜなら、ユーロ圏の対米

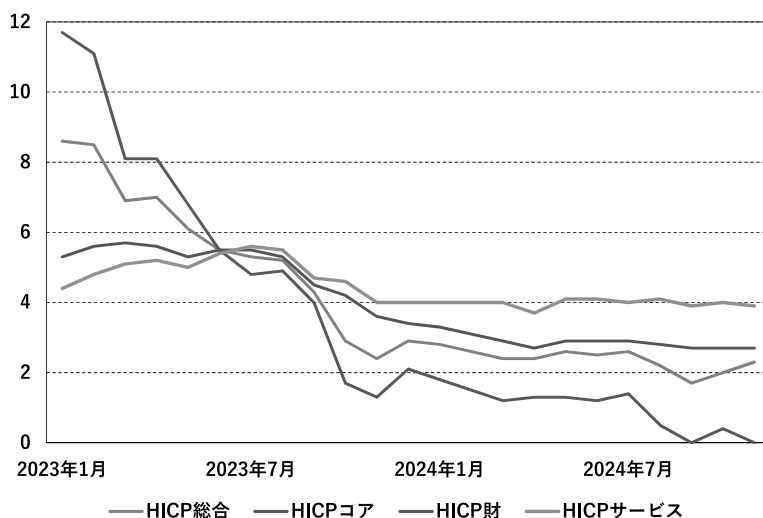
輸出に直接的に影響するだけでなく、中国经济の停滞を通じてユーロ圏の対中国輸出まで間接的に影響を受けうるからである。他方で、米国の新政権の下でウクライナや中東での停戦が成立することも考えられるが、その後の両地域での政治情勢の流動化リスク等を考えると、家計や企業のマインドが短期間で回復するかどうかは不透明である。

## (2) 物価の情勢と展望

ユーロ圏の消費者物価上昇率は11月時点で前年比+2.3%と、9月を底に緩やかに加速している一方、コア（エネルギーと食品、アルコール飲料、たばこを除く）は同+2%中盤をやや超える水準で推移している。総合インフレ率の加速はエネルギー価格の水準効果の剥落による面が大きいため、インフレの基調は前年比+2%台後半で横ばい状態にあると理解できる（図4）。

経済成長が低迷する下でもインフレの基調が減速しないのは賃金動向による面が大きい。ECBによれば、域内主要国の契約賃金の上昇率は第3四半期時点で前年比+4%台中盤と高止まっている。これは、域内国によって賃金改定のタイミングが異なるため、過去の物価高を賃金上昇に反映させる過程が続いていることによる。実際、ユーロ圏でも、財価格はエネルギー価格の振れに大きく影響されて足元の上昇率は前年比0%近傍にあるのに、サービス価格の上昇率はようやく同+4%を下回った程度である。

(図4) ユーロ圏のインフレ率(前年比%) 資料: Eurostat



ただし、今後は労働市場が徐々に軟化していくだけに、賃金上昇がサービス価格を通じて物価を押し上げる作用は、時間とともに減衰するとみられる。併せて、米国の節でみたようにエネルギー価格がここから大きく反発する可能性が低いとすれば、物価動向は景気回復の力強さ如何となる。先にみたように、ECBの基本シナリオに疑問が残るとすれば、経済成長率が再び潜在成長率を下回る下で、インフレ率は低下しうる。一方で、賃金改定の時間的ラグが2025年にも弱まりつつ残存することで、インフレ率が2%目標を大きく下回る事態にまでは至らないようにみえる。

その上で、米国の新政権による経済政策はユーロ圏でも物価に影響しうるが、関税引上げの直接的な効果は米国と同じく不透明な面が残る。むしろ、ユーロ圏にとっては、米中対立が激化した場合に中国が対欧州政策をど

う運営するかも重要な要素となる。例えば、中国が欧州との関係改善に動き、欧州と中国との貿易摩擦の緩和を図れば、ユーロ圏にとっては外需の上方要因となるだけでなく、物価の下方要因になりうる。しかし、その蓋然性如何は、安全保障などを含む高度に政治的な判断によるだけに、現時点で物価見通しに反映することは困難である。

### (3) 金融政策の展望

ユーロ圏経済のファンダメンタルズは、景気が弱く物価はインフレ目標に向かって緩やかに減速する状況にある。従って、ECBはインフレ率が反転上昇する兆しが無い限り、少なくとも中立水準（ECBは1.75%~2.5%と推計）の範囲にまで引き下げることが想定される。具体的には、12月理事会での25bpの利下げを経て政策金利は既に3.0%であり、

---

2025年中に数回の利下げを経て少なくとも2%台前半に達することが考えられるが、欧州市場では、ECBによる政策金利の最低到達点は中立水準の上限よりも下限に近いとの見方も広がっている。

FRBと異なり物価安定のみが政策目標であるECBが、景気の下支えのために利下げを続けることには異論もあろう。しかし、2025年中のインフレ率が、米政権の経済政策という金融政策では対応しがたい要因を除くと経済の総需要に左右されるとすれば、企業や家計の金利コストを引き下げること、経済活動を下支えし、インフレ率が2%目標をアンダーシュートすることを防ぐことには意味がある。ECBがインフレ率の目標に対する持続的な下振れを容認しない姿勢を明示することは、長い目でみて家計や企業、金融市場におけるインフレ期待の安定化にも繋がる。

その上で、ユーロ圏には固有のリスクがいくつか存在する。第一にECBの利下げと貿易摩擦の激化の双方がユーロ/米ドル相場に下落圧力を招く可能性である。そうなれば、輸入物価の上昇を通じて家計の実質購買力を毀損し、消費を下押しする一方、インフレ率を高止まりさせる点で、スタグフレーション的な状況を招来しうる。ただし、貿易摩擦については欧州側の報復関税の可能性も考慮すると、為替相場への影響には不透明な面が残るほか、ECBの利下げについても、金融市場が政策金利の最低到達点の引下げを既に織

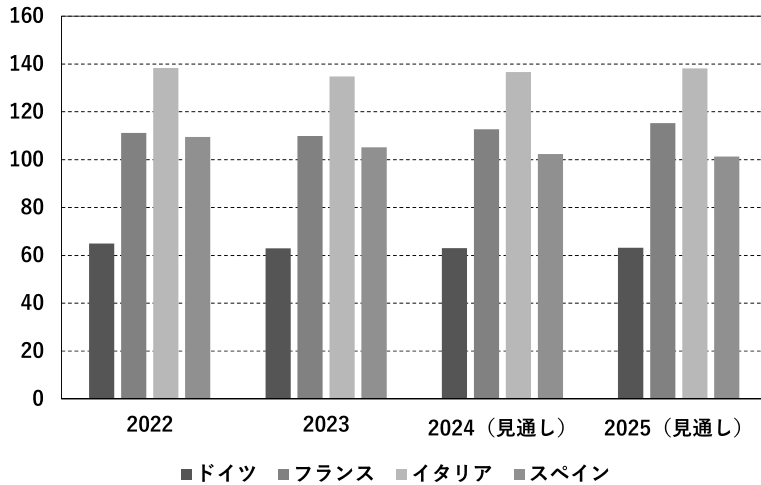
り込みつつあるとすれば、追加的に強いユーロ安要因にならない可能性がある。

第二により対応が難しい問題は域内主要国の財政政策の影響である。景気停滞の要因を考えると、貿易摩擦による影響を受ける中小企業の支援など財政政策で対応すべき領域は多いし、結果としてマクロ経済が下支えされれば、ECBによる金融政策の柔軟性は高まる。一方で、域内主要国では政治情勢が不安定化しており、世論の影響もあってコロナ期に拡大した財政支出の削減が困難となっている。実際、4大主要国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン）の財政債務の対GDP比率はコロナ前と同じないしそれを上回る水準にある（図5）。

こうした財政状況は、ECBが10月理事会で議論したように、財政赤字拡大への懸念が「リカーディアン効果」（将来の増税を予想して支出を抑制する行動）を通じて消費を抑制する恐れがあるほか、フランスのように国債利回りが不安定化することを通じて、ECBの政策運営を複雑化しうる。ECBにとっては、金融緩和を通じて過剰な財政拡張の必要性を低下させることが合理的である。一方、域内国債市場の不安定化には、コロナ期に実施したPEPP（パンデミック緊急資産買入れ）に伴う保有国債等の再投資が2024年12月で終了して「量的引締め」が加速することも踏まえて、TPI（政策波及保護措置）に基づく臨時的かつ焦点を絞った国債買入れを行うことが考えられる。



(図5) ユーロ圏主要国の政府債務 (対GDP%) 資料：European Commission



### 3. 米欧に共通するリスク

最後に、米欧の金融政策に共通するリスクとして、米国の新政権による経済政策に対する国際金融市場の反応と影響を挙げておきたい。新政権が挙げた重要政策が経済活動に影響を及ぼすには、当事国間での交渉過程を除いても、相応の時間を要するとみられる。これに対し、新政権が外交戦術も含めて政策案を矢継ぎ早に公表したり、相手国が報復策を示唆した場合、国際金融市場が、事後的にみれば過剰な程度にまで反応するリスクは排除できない。

結果として金融部門のリスク選好度が低下すれば、米国においては、徐々にぜい弱さを増しつつある家計や企業のバランスシートを毀損するとか、金利低下の下でレバレッジの

拡大の兆しがある一部の資産価格が調整するといった事象を招き、経済の底堅い拡大というシナリオは修正を余儀なくされる。もちろん、欧州（ユーロ圏）においても、財政懸念を背景とする国債利回りの上昇に拍車をかけるとか、既に高騰している住宅価格に変調を生ずるといった事象を通じて、景気回復シナリオの蓋然性を一層低下させることになる。

関係国の政策当局だけでなく、家計や企業、金融市場の冷静で合理的な対応が、物価や経済の安定維持にとって最も重要なアンカーになる。

