

2025年の世界経済と金融市場の注目点

専門研究員 古金 義洋

1. 米国は経済好調下で、トランプ新大統領の政策に注目が集まる

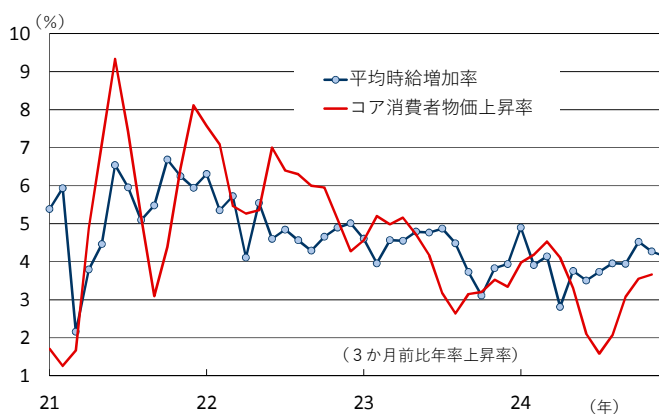
世界経済は中国や欧州の低迷が続くなか、米国を牽引役に緩やかに成長している。しかし、米国第一主義を標榜するトランプ大統領のもとで、米国が2025年以降も世界経済を牽引し続けていけるのか、不透明感が強まっている。

現在の米国経済はソフトランディングというより、減速感のない「ノーランディング」の様相で推移している。成長率は2024年1～3月に年率1.6%と鈍化したが、4～6月同3.0%、7～9月同3.1%と潜在成長率（2%程度）を上回る速度で拡大している。経済が好調なのは良いことだが、強すぎて過熱気味になるのは問題だ。実際、昨年12月の失業率は4.1%と低水準で、労働需給がひっ迫状態にあることを示している。ヒトやモノの需給ひっ迫を反映して、鈍化傾向だった賃金や物価は上向きつつある（図1参照）。

FRBは経済が減速し、ソフトランディングすることを前提に、FF金利を3%程度とされる中立金利に向け引き下げようとしていたようだが、インフレ再燃のおそれから、一段の大幅利下げは難しくなっている。実際、昨年9月のFOMC（連邦公開市場委員会：米国の金融政策を決める会合）では2025年中の利下げ幅に関して1.0%ポイントと予想されていたが、12月のFOMCでは0.5%ポイントに縮小された。

トランプ大統領の規制緩和や減税などビジネス重視の経済政策は、好調な経済を一段

（図1）米国の賃金・物価上昇率



（出所）米労働省

と押し上げるとみられている。だが、トランプ大統領が、公約通り、対中国を中心に輸入関税を引き上げれば、米国の輸入物価上昇を通じて米国内物価をも押し上げる要因になる。また、移民政策厳格化は労働力人口を減少させ、労働需給ひっ迫が賃金を押し上げる。トランプ大統領の政策は、すでに上向きつつある賃金や物価の上昇率が一段と跳ね上がる要因になる。

米国による輸入関税の引き上げは、一時的に米国の国内景気を押し上げる効果があるが、前述した通り、インフレを再燃させるほか、①米国の輸入関税に対抗して各国の報復関税で保護貿易主義化に拍車がかかるおそれがある、②輸入関税による海外経済悪化が米国に跳ね返ってくるおそれがある、③2018～19年のように貿易政策の不透明化が企業の投資意欲を減退させるおそれがある、などから、結果的に、米国経済にとってもマイナスになるとみられる（古金（2024）¹）。

1 古金（2024）「トランプ関税が米国経済に及ぼす影響は？」『共済総研フラッシュ』2024.12.14

2. 不動産不況で中国景気の悪化継続。 欧州は政治が混迷

中国経済の悪化は続いている。経済停滞の背景には、①人口減少を背景とした不動産不況、②米中経済摩擦の激化、③習近平政権への不信感、など構造的要因が大きく、容易に回復は見込めない。

そうした中で、トランプ大統領が公約通り対中輸入関税率を60%に引き上げれば、中国経済への影響は甚大になるだろう。被害を少なくしたい中国企業としては迂回輸出が必要になる。

中国経済悪化は、中国との貿易が多い日欧など世界全体に波及するだろう。金融市場では、経済社会の混迷に対応して、習近平政権が大規模な景気浮揚策を打ち出すのではないかとの期待もあるが、政権への批判をかわすために海外への強権的な姿勢を強める恐れもあるだろう。

欧州では政治状況が波乱含みだ。既存の政治エリート層に対する国民の不満や移民、難民の増加に反対する世論を受けて、自国優先、反EUの考えが強い右派が勢いを強めている。自国優先の動きに拍車がかかれば、EU主導の財政規律が損なわれるおそれがあり、また、長い目で見れば、協調を前提としたEUの枠組みが崩れ、EU離脱やユーロ分裂の動きにつながる可能性もゼロではない。

ドイツでは連立政権が崩壊し、総選挙を2月に前倒して実施することになった。2024年6月の欧州議会選挙で第2党となった、自国優先の「ドイツのための選択肢 (AfD)」が勢力を伸ばす可能性がある。

一方、フランスでは昨年6～7月の総選挙で、右派の勢力を抑えるため、マクロン政権が左派と手を組んだため、財政支出拡大を主張する左派が予想外に勢力を伸ばした。マクロン大統領が主導したバルニエ内閣は、右派

や左派から財政赤字削減に関する支持を得ることができず、結局、昨年12月に総辞職に追い込まれた。その後、マクロン大統領は長年の盟友でもあるバイル氏を新首相に指名したが、財政赤字削減を巡る対立により政治の混迷が続いている。

3. 「賃金と物価の好循環」実現には生産性の上昇が不可欠に

最後に、日本では、世界的な保護主義化により輸出環境の悪化が懸念されるなかで、「賃金と物価の好循環」の実現による内需主導の経済成長が期待される。

そこで、まず、前提となる賃金上昇が続くかどうか注目される。連合は2025年の春闘の基本構想を発表し、ベースアップと定期昇給(定昇)を合わせて5%以上と、2024年の要求水準であった「5%以上」を据え置く方針を示した。3月初めに要求が出され、5月上旬頃までに回答が出揃う予定だ。

2024年同様の要求、回答となれば正規労働者の定昇分を除くベースアップは3%程度になる。人手不足状況を反映してパートタイム労働者の時間当たり給与も前年比3～5%の上昇が続いており、高水準の賃金増加は2025年も続くともみていい。

ただ、賃金増加がそのまま実質賃金を増加させ、経済成長を加速させるかどうかは疑問だ。中小企業、サービス業などは賃金増加コストを生産性上昇でカバーできず、賃金増加をそのまま販売価格に転嫁せざるをえなくなる可能性がある。その際、賃金上昇分だけ物価も上昇し、実質賃金が増加せず、結果として「好循環」が実現しないことが考えられる。逆に、企業が賃金増加分を販売価格に転嫁できなければ、利益が圧迫されることになるだろう(図2参照)。「好循環」実現のためには労働生産性上昇率を高めることが不可欠だ。

(図2) 日本の名目GDP、雇業者報酬と企業収益



(注) それぞれ3四半期移動平均前年比
(出所) 内閣府、財務省

日銀は政策金利を中立金利とされる1~2%程度に引き上げる意向だが、賃金、物価の上昇率が並行して高まるだけで、実質賃金が増加せず、「好循環」が実現しなければ、利上げに対する、政治的な風当たりが強まる可能性もある。ただ、想定通りの利上げができなければ円安が進み、円安による悪い意味での物価上昇を抑制するために利上げが必要になるだろう。

4. 財政赤字が長期金利押し上げ要因に

コロナ禍で先進国の財政赤字は拡大したが、巨額に膨れ上がった財政赤字が国債利回り上昇などの問題につながらなかったのは、先進国各国の中央銀行が増発された国債を買い上げていたためだ。しかし、中銀の国債大量購入による支えがなくなった現在、財政赤字の持続性は疑問視され始めている。野放図な財政運営に対しては、いわゆる「債券自警団」(財政・金融政策の規律が緩む場合など、国債を売却して警告を発する債券投資家のこと)が国債売却で政府に警告を発することもあるだろう。

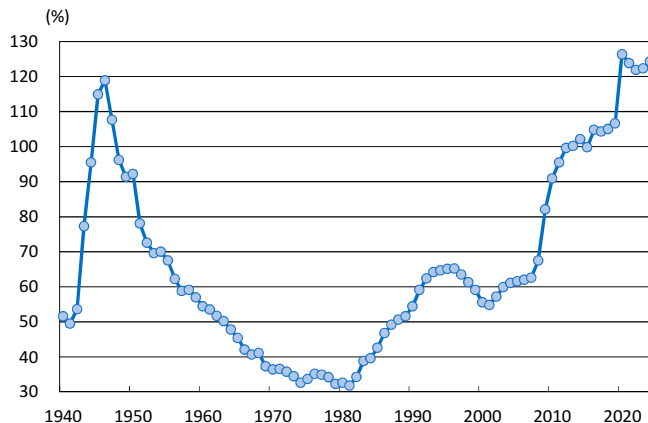
英国では、2022年9月に、当時、就任間もないトラス首相が所得税減税、法人税増税計画の凍結、エネルギー料金の負担軽減策を発

表すると、ポンド、国債、株式が同時に売られるトリプル安となった。国民生活を直撃する物価高の痛みを和らげるための対策だったとは言え、財源の裏付けがないままの財政出動だったことが市場の洗礼を浴びた。

長期国債利回りが上昇している米国では、財政への不安が利回り上昇の要因になっている可能性がある。リーマン、コロナの二度のショックに対応した財政拡張によって、米国の財政赤字状況は悪化した(図3参照)。リーマンショック前の2007年末の連邦債務残高のGDP比は63%だったが、リーマンショックを経て2011年末には96%に上昇、さらに、コロナショックにより、同比率は2019年末の107%から2023年末には122%へと上昇した。第二次世界大戦後(1945年末)の同比率は115%だったが、今やこの水準を上回っている。共和党が多数派となった米国議会がトランプ氏の公約通りの減税等を決めれば米国の財政赤字は一段と拡大する。

加えて、米国では連邦債務上限引き上げを巡り、米国債デフォルト懸念が再燃している点が厄介だ。2023年6月以来、停止されていた米債務残高の上限が年初に再適用され、政府は資金繰りに窮する事態に追い込まれている。昨年11月の選挙で、大統領、上院、下院

(図3) 米連邦債務残高の対GDP比



(出所) 米行政管理予算局

をすべて共和党が制するトリプルレッドが成立したが、下院は両党の議席数が拮抗し、債務上限引き上げ法案の通過が危ぶまれる。財務省の資金が完全に枯渇するのは今年半ば頃と言われ、債務上限引き上げを巡り、与野党間で激しい攻防が繰り返されるだろう。

欧州でも右派の台頭などによって財政規律が失われ、国債の信用リスクへの懸念が高まっている。昨年12月にフランスでバルニエ内閣が退陣した後、格付け会社ムーディーズは、フランスの信用格付けを「Aa2」から「Aa3」に引き下げた。ムーディーズは格下げの理由について「次期内閣が来年以降、財政赤字の規模を継続的に縮小できる可能性は、現在のところ非常に低い」と述べた。

欧州では2009年10月のギリシャ政権交代による財政の粉飾決算問題をきっかけに、欧州各国国債の信用が低下する、いわゆる「欧州債務危機」が起きた。2012年に向け、ギリシャを発端にアイルランド、ポルトガルへと財政破綻が相次ぎ、イタリアやスペインなどでも国債利回りが急上昇し、単一通貨ユーロの瓦解寸前にまで追い込まれた。結局、2012年にECBドラギ総裁（当時）が「ユーロ防衛のためには何でもする」との姿勢で、利回りが大きく上昇したイタリアなどの国債購入を決め、中央銀行による流動性供給で金融不安を沈静化させたことが、財政危機をも沈静化させた。同様の事態が起きる可能性はゼロでない。

日本でも石破政権は少数与党となり、7月の参院任期を控え、財政状況を度外視した減税等の実施が見込まれている。日本の政府債務残高（普通国債残高）は2024年度末には1,105兆円、GDPの2.5倍に上るとみられる。主要先進国の政府債務残高のGDP比はドイツが64%と低い一方、英国、フランス、米国が100~120%程度、イタリアが140%程度と高

いが、日本はこのなかで群を抜いて高い。

日本ではどの政党も財政規律を重視しようという考えが乏しいが、国債は基本的に将来世代への借金であり、こうした状況を放置し続ければ、いずれ財政赤字問題を発端とする金融危機が起きるリスクがあることも想定しておくべきだろう。

(表1) 2025年の主な政治・経済スケジュール

1月	1日	米連邦政府債務上限停止の期限
	20日	米トランプ大統領就任
	23~24日	日銀金融政策決定会合(展望レポート発表)
	28~29日	米FOMC(連邦公開市場委員会)
2月	30日	ECB(欧州中銀)理事会
	月内	通常国会開幕
	月内	IMF、世界経済見通し(World Economic Outlook)発表
	23日	ドイツ連邦議会議員選挙
3月	月内	パウエルFRB議長定例議会証言
	6日	ECB(欧州中銀)理事会、経済見通し発表
	月上旬	中国全国人民代表大会(全人代)
	18~19日	日銀金融政策決定会合
4月	18~19日	米FOMC(連邦公開市場委員会)、経済見通し発表
	月内	25年春闘(3月初め要求、5月上旬頃までに回答が出揃う)
	13日~10月13日	2025大阪・関西万博
	17日	ECB(欧州中銀)理事会
5月	月内	IMF世銀春季総会(ワシントン)
	月内	IMF、世界経済見通し(World Economic Outlook)発表
	30日~5月1日	日銀金融政策決定会合(展望レポート発表)
	6日~7日	米FOMC(連邦公開市場委員会)
6月	5日	ECB(欧州中銀)理事会、経済見通し発表
	16~17日	日銀金融政策決定会合
	17~18日	米FOMC(連邦公開市場委員会)、経済見通し発表
	月内	G7首脳会議(カナダ、アルバータ州)
7月	月内	OPECプラス閣僚級会合
	24日	ECB(欧州中銀)理事会
	28日	参議院議員任期
	29~30日	米FOMC(連邦公開市場委員会)
8月	30~31日	日銀金融政策決定会合(展望レポート発表)
	月内	パウエルFRB議長定例議会証言
	月内	IMF、世界経済見通し(World Economic Outlook)発表
	月内	米国ジャクソンホール経済シンポジウム
9月	11日	ECB(欧州中銀)理事会、経済見通し発表
	16~17日	米FOMC(連邦公開市場委員会)、経済見通し発表
	18~19日	日銀金融政策決定会合
	月内	国連総会(ニューヨーク)
10月	30日	ECB(欧州中銀)理事会
	中旬	IMF世銀年次総会(ワシントン)
	中旬	IMF、世界経済見通し(World Economic Outlook)発表
	28日~29日	米FOMC(連邦公開市場委員会)
11月	29~30日	日銀金融政策決定会合(展望レポート発表)
	月内	COP30(国連気候変動枠組条約第30回締約国会議)
	月内	OPECプラス閣僚級会合
	9日~10日	米FOMC(連邦公開市場委員会)、経済見通し発表
12月	18日	ECB(欧州中銀)理事会、経済見通し発表
	18~19日	日銀金融政策決定会合
	月内	中国中央経済工作会議(25年の経済政策を決定)
	月内	2025年度税制改革大綱、政府予算案発表