

2025年の国内経済金融の展望

—トランプ2.0に身構える世界経済—

理事研究員 南 武志

〔要 旨〕

世界的なインフレが沈静化に向かい、労働需給の逼迫度が緩和したことから、24年半ばにかけて欧米の主要中央銀行は利下げに転じた。この間、米国をはじめ、世界経済は失速することなく推移した半面、コロナ禍前の平均成長率を下回った状態が続いている。加えて、戦略分野を中心に米中摩擦が高まっていることもあり、世界貿易の伸びも低調である。

こうしたなか、国内では24年春闘が33年ぶりの高い賃上げを実現したこともあり、消費の本格回復への期待が高まったが、実際には物価が高止まったことで実質賃金の目減り状態が続き、消費は総じて盛り上がりを欠いた展開となった。

25年の国内経済を展望すると、世界経済としては低成長状態から抜け出せないことから外需には期待できないものの、物価沈静化によって実質賃金の目減り状態が解消したこと、労働力不足を背景に25年春闘もしっかりとした賃上げが期待できること、などから、消費主導での緩やかな景気回復が続くと予想される。

このような環境の下、「普通」の金融政策に回帰した日銀は利上げ継続のスタンスを維持している。25年度半ばまでは物価が下げ渋ることから、利上げを実施していくとみられるが、下期には物価2%割れが想定され、利上げは中断することになると思われる。

目 次

はじめに

—「賃上げの機運」は定着したか？—

1 24年の世界経済の動向

- (1) 欧米中銀は利下げへ転換
- (2) 欧米経済の動向
- (3) 中国経済の動向

2 日本の経済政策運営

- (1) 11月総選挙で少数与党政権が誕生
- (2) 国民民主党との政策連携
- (3) 日銀は異次元の金融緩和を終了

3 国内経済の現状と展望

- (1) 下げ渋るインフレ率、価格転嫁の定着

- (2) 物価高が消費回復を阻害

- (3) 生産・輸出、民間設備投資は伸び悩み

- (4) 根強い円安圧力

- (5) 25年の世界経済展望

- (6) 国内景気は消費主導で緩やかに回復

- (7) 物価は沈静化

4 金融政策、金融市場の展望

- (1) 25年度半ばまで利上げを継続

- (2) 長期金利は1%半ばまで上昇

おわりに

—トランプ2.0で様子見姿勢強まる—

はじめに

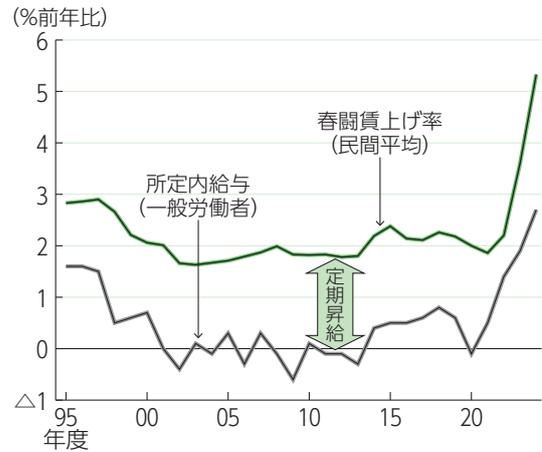
—「賃上げの機運」は定着したか?—

2024年の日本経済を振り返ると、33年ぶりの高い賃上げを実現した「春闘」の役割がとても大きかった。ウィズコロナに移行しても一向に上向かない民間消費の動向をみるうえでも、そして2%超のインフレ下でも異次元緩和を続けた日本銀行の金融政策を占ううえでも、春闘は非常に注目されていた。アベノミクス下の14年から官製春闘が始まったが、デフレもしくはディスインフレ状態が長引いたこともあり、22年まで春闘賃上げ率（定期昇給込み）は2%台前半にとどまった。さらに、14年4月と19年10月には消費税率が引き上げられ、労働者の給与水準は実質的に目減りしてしまった。そのため、実質GDPでみると、民間消費は13年の水準（303兆円）を10年以上も上回ることができずにいる。われわれが経済成長をすることで「豊かな消費社会」の実現を目指しているのならば、その歩みは止まっていると言わざるを得ない。

こうしたなか、日本国内ではそれまでの資源高や円安進行によって価格転嫁の動きが復活したことで、企業業績は堅調さを増し、3.60%の賃上げが実現した23年春闘に続き、24年春闘ではバブル期以来となる5.33%の賃上げが実現した（いずれも厚生労働省調べ）（第1図）。これが日銀の異次元緩和を終了するうえで大きな材料となったことは間違いない。

しかし、その後の賃金や消費の動向をみ

第1図 春闘賃上げ率と賃金の動向



資料 厚生労働省
(注) 24年度の所定内給与は4~9月平均。

ると、期待したほどには盛り上がっていない。後段で詳細に触れるが、賃金は確かに上昇したが、上がり方は限定的で、かつエネルギーや食料の価格が下げ渋ったこともあり、実質賃金は目減り状態から抜け出せず、消費者の節約志向は緩まなかった。これまでも将来の年金不安などによる予備的動機に伴う貯蓄増が抑制的に働いていとされてきた日本の消費だったが、その活性化には今後とも「物価高を上回る賃上げ」が継続する、という確信が必要なのであろう。

一方、わが国では本格的な労働力不足経済が到来している。コロナ禍の期間を除けば、失業率は8年も2%台で推移、有効求人倍率はすでに10年以上も1倍以上（=有効求人数>有効求職者数）となっている。日本の総人口が2008年の1億2,808万人をピークに減少に転じたが、それを先立つこと13年前には生産年齢人口（15~64歳）はピークアウトした。一方で、女性の社会進

出が拡大、20代後半から30代にかけて凹み、M字型と称されてきた女性の労働力人口比率もその凹みはほぼ解消し、全体的に上昇している。さらに、年金支給年齢の引き上げなどに伴って60～64歳の労働力人口比率も大きく上昇し、足元の労働力人口は7,000万人弱の水準を維持、就業者数も6,800万人台で推移している（第2図）。しかし、労働力人口比率の拡大余地が乏しくなっているのも確かである。人工知能（AI）の普及によって一定の労働力は代替可能との予測もあるとはいえ、生身の人間にしか対応できないことも少なくない。日本では労働力不足が持続的な賃金上昇を促す素地が整いつつあると思われる。

1 24年の世界経済の動向

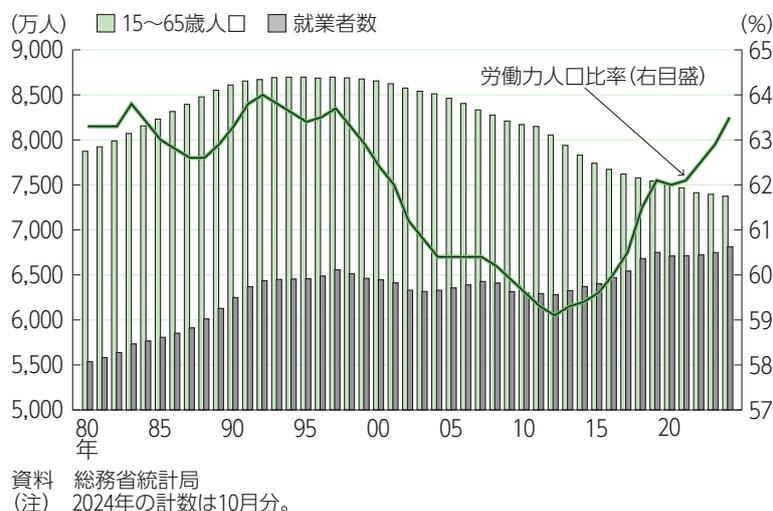
(1) 欧米中銀は利下げへ転換

約40年ぶりに前年比10%前後まで上昇した欧米主要国のインフレ率であったが、各

中央銀行が利上げや保有資産の圧縮など本格的な金融引締め政策に転換したことや一次産品価格の沈静化もあり、22年半ばから後半にかけてピークアウトした（第3図）。しかし、中期的な物価目標である「2%」を上回った状態が続いたほか、労働需給の逼迫や高すぎる賃金上昇率もあり、23年半ばまで利上げを継続、その後もインフレ沈静化がしっかりと確認できるまで金融引締め政策を維持した（第4図）。

こうしたなか、24年半ばにはインフレ率は2%台半ばまで鈍化したほか、金融引締めの累積効果による景気減速が意識されたこともあり、6月に欧州中央銀行（ECB）は政策金利（主要リファイナンス・オペ金利）を4.25%へ引き下げた。さらに、8月にはイングランド銀行（BoE）が政策金利であるバンクレート（Bank Rate）を5.00%へ、9月には米連邦準備制度（Fed）が政策金利であるフェデラルファンドレートの誘導目標を「4.75～5.00%」へ、それぞれ引き下げた。そ

第2図 労働市場の推移

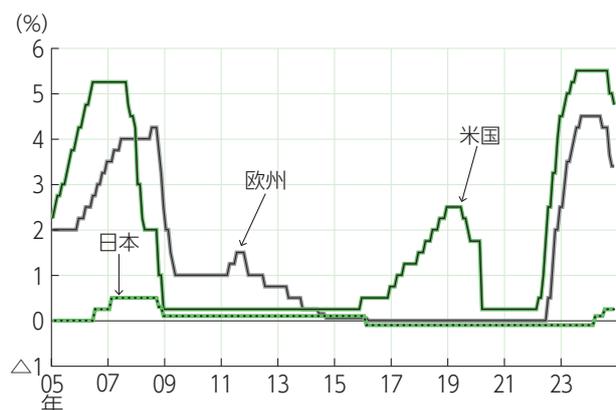


第3図 日米欧の消費者物価の推移



資料 総務省統計局、米労働省、Eurostat
 (注) 日本は消費税要因を除く。

第4図 主要国・地域の政策金利



資料 各中央銀行の資料より作成
 (注) 米国の政策金利は誘導レンジの上限。欧州は主要リファイナンス・オペ金利。日本は16年2月～24年2月については日銀当座預金の政策金利残高への適用利率、それ以外の期間は無担保コールレート翌日物を政策金利とした(24年2～6月は誘導レンジの上限)。

の後も各中銀は景気・雇用の維持を重視して追加的な利下げを実施している。

(2) 欧米経済の動向

24年前半までの金融引締め政策の下でも、米国経済は個人消費が牽引する格好で堅調に推移した。一時に比べ、求人・失業者比率が低下するなど、労働市場の需給逼迫度は緩和しているが、株価や住宅価格の

上昇といった資産効果によって富裕層の消費意欲は強い状態にある。経済成長率は24年1～3月期こそ前期比年率で1.6%へ減速したものの、4～6月期(同3.0%)、7～9月期(同2.8%)と潜在成長率(2%前後)を上回って推移している。Fedが参照するインフレ指標である個人消費支出(PCE)デフレーターは前年比2%台前半まで鈍化しているが、食料・エネルギーを除くコア部分は同2%台後半と下げ渋っている。

一方、ユーロ圏経済も域内全体で見れば、雇用は底堅く、年率1%前後での成長が続いている。しかし、域内最大の経済規模であるドイツでは22年以降、四半期ごとにプラス成長とマイナス成長が入れ替わるといった不安定な状況が続いた。23年のマイナス成長に続き、24年もゼロ成長が見込まれているが、その背景として物価高による消費低迷や世界経済の低成長継続に伴う輸出停滞が指摘されている。

(3) 中国経済の動向

不動産市場の調整が長引いていることもあり、24年の中国経済は不振が続いた。これに対して、政策当局は相次いで経済対策を打ち出したが、景気を反転させるには不十分との指摘も多い。それでも、7月末から導入された自動車、家電など耐久消費財の買い替え策強化による消費押し上げ効果も出ており、7～9月期は前期比年率3.6%と、4～6月期(同2.0%)から持ち直しが見られた。しかし、1～9月期実績としては4.8%成長で、政府目標(5%前後)には

若干届いていない。

こうした需要低迷の影響もあり、中国はデフレーション状態に陥っている。消費者物価は小幅ながらも前年比上昇が続いているが、GDPデフレーターは6期連続のマイナスと、価格転嫁ができていない状況である。

2 日本の経済政策運営

(1) 11月総選挙で少数与党政権が誕生

岸田内閣は旧統一教会問題や「政治とカネ」などの問題によって支持率が危機ラインとされる30%を割り込んで推移していたが、8月14日に岸田首相は次の自由民主党の総裁選に立候補しない意向を表明した。その後、9月27日に実施された自民党総裁選では5度目の挑戦となった石破茂氏が勝利、10月1日に石破新内閣が発足した。その勢いで石破首相は9日に衆院を解散、総選挙に打って出たが、自民党への逆風は強烈で、自公連立与党は惨敗、過半数割れとなった。それでも、自民党は比較第一党を死守したこともあり、20年ぶりの少数与党ながらも第2次石破内閣の発足にこぎつけた。

(2) 国民民主党との政策連携

こうしたなか、政府・与党は議席を大きく伸ばした国民民主党との連携を念頭に、同党が目指す「手取りを増やす」施策の検討を約束、政策協議を強めた。その結果、11月22日には①日本経済・地方経済の成

長、②物価高の克服、③国民の安心・安全の確保、の3本柱から構成された「国民の安心・安全と持続的な成長に向けた総合経済対策」が取りまとめられた。この経済対策の事業規模は39.0兆円程度、財政支出規模は21.9兆円程度と、23年秋の追加経済対策を上回るものとなった。

内容的には、住民税非課税世帯への3万円給付（子育て世帯には子ども1人あたり2万円加算）、物価高対策（25年1～3月使用分の電気・都市ガス料金の補助、ガソリン補助金の継続（補助率は段階的に引き下げ）、半導体とAI分野への支援（30年度までに補助金6兆円、金融支援4兆円以上）などが盛り込まれた。これらの政策の裏付けとして13.9兆円規模の24年度補正予算案が編成され、11月28日に召集された臨時国会に提出された。政府は、これらの経済対策の効果として、実質GDPを21兆円程度押し上げる効果があるとし、年率換算で成長率を1.2%程度押し上げるとしている。ちなみに、補正後の24年度一般会計予算は総額126.5兆円（当初予算：112.6兆円）へ、新規国債発行額も42.1兆円（同：35.4兆円）へ、それぞれ拡大している。また、25年度の概算要求額と要望額の合計は117.6兆円と、前年を上回るなど、財政規模は膨張した状態が今後とも続くとみられている。

さて、前述の経済対策には、国民民主党の強い要望である、いわゆる「年収103万円の壁」の引き上げについて「25年度税制改正の中で議論し引き上げる」と明記された。仮に基礎控除と給与所得控除の合計が

178万円まで引き上げられた場合には7～8兆円の減税となるが、地方税収の減少を伴うだけに、その代替財源の手当てもまた必要である。一方、ガソリン減税についても検討を行うとしたものの、「トリガー条項」凍結解除は触れられなかった。

とはいえ、上述の「103万円の壁」や撤廃が決まった「106万円の壁」など、いわゆる年収の壁の問題は、10月の総選挙の結果によって議論が進んだものであり、仮に連立与党が勝利していたら何も変わらなかった可能性がある。まさに、有権者の投票行動で政策が動いた、といえるだろう。

(3) 日銀は異次元の金融緩和を終了

23年4月に植田総裁が就任して以降、14年4月に開始した異次元の金融緩和をいつ、どのように幕引きをするのか、注目を集めてきた。22年4月以降、全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は物価安定の目標である前年比2%を上回って推移しており、23年1月には同4.2%まで高まった。しかし、賃金の上昇を伴う形での、持続的・安定的な2%の物価上昇の実現はまだ見通せないとの判断から大規模緩和を粘り強く続ける姿勢をその後も継続した。

こうしたなか、物価動向や金融政策の先行きを占ううえで24年春闘の動向に注目が集まった。円安環境や価格転嫁の進展などが過去最高益につながるなど、賃上げによって好材料が揃った24年春闘は、政労使がこぞって賃上げ実現を目指す異例の展開と

なった。その甲斐あって、大手企業を中心に満額回答が相次ぎ、日本労働組合総連合会（連合）が公表した第1回集計では5.28%（平均賃金方式）と、23年最終集計（3.58%）を大幅に上回る33年ぶりの高い伸びとなった。このように賃上げの機運が高まっていることを確認した日銀は3月18～19日開催の金融政策決定会合において、「賃金と物価の好循環を確認し、先行き2%の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至った」とし、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みおよびマイナス金利政策の解除を決定、無担保コールレート（O/N）を政策金利に戻して「0～0.1%程度」に誘導することを決定した。また、大量の超過準備預金が存在したままであることから、日銀当座預金（除く所要準備額相当部分）に対しては0.1%の付利を適用することとなった。

その後、日銀は7月30～31日に開催した金融政策決定会合においても、政策金利を0.25%へ引き上げる（付利も0.25%へ）とともに、長期国債の買入れ額を四半期ごとに4,000億円程度減額（26年1～3月には月2.9兆円程度の買入れへ）することを決定した。植田総裁は今後とも利上げを継続していく姿勢を明確にしたが、8月入り後に米国経済の失速観測が浮上、マーケットが不安定化したことで、早期利上げには慎重なスタンスに修正された。その後、米国経済への悲観論が後退し、マーケットが落ち着いたこともあり、10月会合以降は「政策判断に時間的余裕がある」との表現を封印、毎回

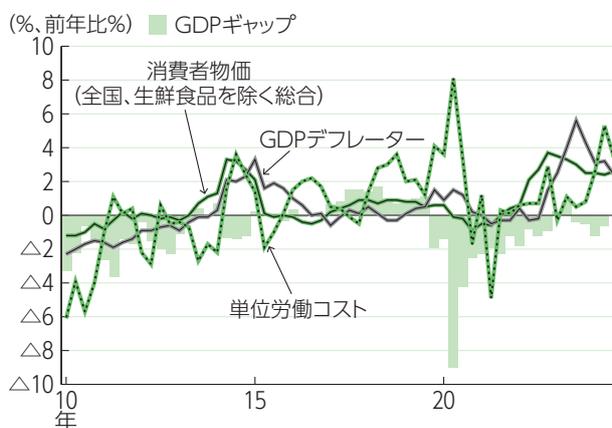
の会合で利用可能なデータを精査しながら利上げ判断を行うとのスタンスへ変更されている。

3 国内経済の現状と展望

(1) 下げ渋るインフレ率、価格転嫁の定着

円安の進行、一次産品価格の高騰といった、主に輸入インフレ圧力の高まりによって、23年1月に全国消費者物価（生鮮食品を除く総合（以下、コアCPI））は前年比4.2%まで上昇した。その後、岸田内閣は電気・都市ガス代の負担軽減策などの物価高対策を幾度か導入、エネルギー価格を押し下げることでインフレ抑制に強めてきた。その甲斐あって、23年度下期以降のコアCPIは3%割れとなった。一方で、24年夏場にはコメ品薄による価格高騰が発生、これまで鈍化傾向にあった食料が再び上昇に転じたこともあり、足元の物価は下げ渋っている（第5図）。

第5図 日本の物価動向



資料 内閣府、総務省統計局

また、国内部門の価格転嫁の進展を示すGDPデフレーターについても、22年10～12月期に前年比プラスに転じて以降、上昇率が高まり、23年7～9月期には同5.3%まで高まった。その後は鈍化に転じたものの、24年7～9月期は同2.4%と一定の上昇率を維持するなど、輸入インフレが沈静化する流れの中でも国内での価格転嫁はほぼ定着したといえる。

(2) 物価高が消費回復を阻害

一方、消費に目を転じると、物価高止まりの影響が残っている。23年度を通じて減少し続けた民間消費は、24年度に入るとようやく増加に転じた（7～9月期は2期連続での増加）。しかし、その勢いは鈍い。冒頭でも触れたが、24年春闘では33年ぶりとなる5%超の賃上げが実現した。厚生労働省「毎月勤労統計」によれば、共通事業所ベースでの一般労働者の所定内給与（≒基本給）は、23年度の2%程度から、24年度入り後は同3%弱まで高まっている。ただし、春闘賃上げ率の前年度差（1.7ポイント強）を考慮すると、賃金の上がり方はやや期待外れとの印象を否めない。賃上げが絶対数の少ない「若手」に手厚い賃上げだった可能性が示唆される。

一方、代表的な月次の消費統計である「実質消費活動指数（旅行収支調整済、日銀作成）」によれば、4～6月期：前期比0.2%、7～9月期：同0.9%と、回復傾向が強まっているように見える。しかし、24年度入りの消費を牽引したのは自動車など耐

久財であり、認証不正問題で落ち込んだ1～3月期の反動増という側面が大きい。一方、24年度入り後の非耐久財、サービスの消費については横ばい圏内での推移にとどまっている。その背景には、食料、エネルギーといった日常的に消費される必需品の値上げが消費者マインドを冷え込ませ、平均消費性向が低迷したことが影響しているとみられる（第6図）。

一方、長らく下落状態が続いていた実質賃金も、物価が沈静化しつつあることもあり、10月にはプラス圏に浮上した。平均消費性向は24年夏場には底入れしていることと合わせ、消費回復に向けた環境は整いつつある（第7図）。

(3) 生産・輸出、民間設備投資は伸び悩み

以下、消費以外の指標も確認したい。まず、生産・輸出については、世界的なAIブームの到来に対する期待が高まったが、中

第7図 賃金と物価の推移



国経済の低調さや米中摩擦などの影響もあり、世界貿易は伸び悩んだ。また、23年を通じて、半導体不足など「供給の混乱」が解消したことで挽回生産が進んだ自動車についても、その反動や認証不正問題による出荷停止が重なったこともあり、頭打ち気味に推移した。鉱工業生産指数は21年6月をピークに3年以上にわたって低下基調をたどっている。一方、円安を背景としたインバウンド需要の堅調さや緩慢ながらも24年度入り後に消費が持ち直したこともあり、第3次産業活動指数は緩やかな回復基調をたどった。24年7月にはコロナ禍以降での最高水準を更新した。

こうしたなか、民間設備投資については、政府のGX・DX推進策、労働力不足を背景とした省力化・省人化投資ニーズもあり、日銀短観、法人企業景気予測調査などの24年度設備投資計画調査は堅調な数値となっている。しかし、GDPベースの民間企業設備投資や機械受注統計、鉱工業統計・資本財出荷といった月次指

第6図 消費マインドと平均消費性向



標を見る限り、実際の設備投資の鈍さは否めない。

(4) 根強い円安圧力

24年入り後も、日米金利差はなかなか縮小しないとの見方は根強く、大型連休中の総額9.8兆円規模の円買い介入にもかかわらず、円安には歯止めがかからなかった。7月入り後には38年ぶりとなる1ドル=162円に迫ったが、米国のインフレ沈静化が進み、利下げが現実味を帯びたこと、加えて7月11～12日に総額5.5兆円の円買い介入が実施されたこと、さらに8月初めには米国景気の底割れ懸念が高まったことで、一時141円台まで円高が進んだ。その後、米国経済に先行きに対する悲観論が後退し、逆に楽観論が台頭したことで、Fedの大幅利下げ観測が後退したことで円安が進む場面も散見されるなど、円安圧力は根強く残っている。

先行き、米国が利下げを、日本が利上げを中断するような状況も想定されるが、そうした場合には円安が再燃することもありうるだろう。

(5) 25年の世界経済展望

24年12月に発表された経済協力開発機構(OECD)の最新の世界経済見通しによれば、世界経済全体の成長率は24年(実績見込み)の3.2%から、25、26年はともに3.3%と、僅かに高まるとの予測が示された。一部の国で緊縮財政の影響が出るものの、インフレ沈静化や雇用拡大、金利低下などが

それを相殺するとしている。

ただし、米国で第2次トランプ政権(トランプ2.0)が発足して保護主義的な政策運営が強まり、サプライチェーンの混乱やインフレ再燃などが起きれば、世界経済に悪影響が及ぶリスクがあるとしている。

(6) 国内景気は消費主導で緩やかに回復

足元10～12月期については、米国経済はなお底堅いものの、世界経済全体としては低成長状態が続いており、輸出は鈍さが続くだろう。また、足元ではインバウンド需要にも頭打ち感がみられる。一方で、家計の所得環境は改善傾向が続いており、消費は緩やかながらも回復基調をたどるだろう。それゆえ、3期連続のプラスが見込まれる。

また、25年入り後も外需の鈍さが続くこととみられるが、新たな経済対策には物価高対策が再び盛り込まれていることから、実質賃金のプラス状態が保たれ、民間消費の回復を後押しするだろう。注目される25年春闘については、企業業績の改善テンポが鈍化するものの、人手不足が一段と強まることもあり、24年春闘を下回るとみられるが、しっかりと賃上げが実現するとみられる。そうしたなかで物価は沈静化が進み、消費者マインドも持ち直すと見込まれる。25年度を通じて消費が主導する格好で緩やかながらも景気回復が続き、年度内にはGDPギャップのマイナスは解消されるだろう。24年度の0.4%成長から、25年度には

1.2%成長へ持ち直すと予測する（第1表）。

(7) 物価は沈静化

23年を通じて鈍化が進んだ国内物価であるが、24年入り後は下げ渋り状態にある。その主因として、政府の物価高対策（電気・都市ガス・燃料費の負担軽減策）の一巡もあり、エネルギーの押し下げ効果が剥落した影響が挙げられる。また、円安圧力が高

い状態が続き、夏場にかけて輸入インフレが再び高まったこと、今回のインフレ局面で復活した「価格転嫁」が定着したこと、さらに年半ば以降はコメ価格の高騰が続いたことなども、当初の予想ほど物価上昇率が鈍化しなかった理由として挙げられる。しかし、消費が持ち直しているとはいえ盛り上がりや欠いたことは物価抑制に寄与したとみられる。

サービス分野に関しては、まだ人件費の上昇を理由とした値上げの動きがさほど強まっているようには見えない。しかし、今後とも人件費は上昇し続けるとみられるほか、所得増を好感した消費者の消費意欲が活性化し、サービス消費が盛り上がり、価格転嫁が進む可能性がある。

先行きについては、コメ高騰の影響が少なくとも25年前半は残るとみられるものの、25年2月以降は電気・都市ガス代の負担軽減策が再度導入されることを踏まえると、25年度上期にかけて消費者物価は2%台前半で推移すると予想される。一方、中近東地域の緊張緩和やトランプ2.0で化石燃料の採掘促進などが進めば、資源エネルギー価格は落ち着くとみられるほか、コメ値上がりも一巡することが見込まれるため、25年度下期には物価は2%割れとなり、それが常態化する可能性があるだろう。

第1表 日本経済見通し

	単位	23年度 (実績)	24 (予測)	25 (予測)
名目GDP	%	4.9	2.8	2.1
実質GDP	%	0.7	0.4	1.2
民間需要	%	△0.7	1.3	1.6
民間最終消費支出	%	△0.4	0.8	1.8
民間住宅	%	0.8	△1.6	△1.0
民間企業設備	%	△0.1	2.0	1.9
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	△0.4	0.1	△0.1
公的需要	%	△0.7	1.9	0.9
政府最終消費支出	%	△0.8	1.6	1.0
公的固定資本形成	%	△0.3	2.6	0.4
輸出	%	2.8	0.6	2.4
輸入	%	△3.3	4.5	3.7
国内需要寄与度	ポイント	△0.7	1.5	1.5
民間需要寄与度	ポイント	△0.6	1.0	1.2
公的需要寄与度	ポイント	△0.2	0.5	0.2
海外需要寄与度	ポイント	1.4	△0.8	△0.3
GDPデフレーター(前年比)	%	4.2	2.4	0.9
国内企業物価(前年比)	%	2.4	3.0	1.6
全国消費者物価(//)	%	2.8	2.5	1.9
完全失業率	%	2.6	2.5	2.3
鉱工業生産(前年比)	%	△2.0	△1.4	2.2
経常収支	兆円	25.3	28.4	29.0
名目GDP比率	%	4.3	4.6	4.6
貿易収支(季節調整値)	兆円	△0.7	△0.8	△1.6
為替レート	円/ドル	144.6	151.9	145.6
無担保コールレート(O/N)	%	0.00	0.50	1.00
通関輸入原油価格	ドル/バレル	85.5	83.3	75.6

資料 内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成
 (注) 1 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

2 無担保コールレートは年度末の水準。

4 金融政策、金融市場の展望

(1) 25年度半ばまで利上げを継続

10月30～31日に開催された金融政策決定会合では、大方の予想通り、追加利上げは見送られた。ただし、8月以降に用いてきた「時間的余裕がある」との表現は封印した。そして、今後の運営方針として、毎回の決定会合において利用可能なデータなどから経済・物価の現状評価・見通しをアップデートしながら、政策判断を行っていくとの方針を表明した。

ちなみに決定会合後に公表した展望レポート（10月）によれば、GDPの見通しはほぼ前回7月公表時と変わらなかったが、コアCPIの見通しは最近の原油安の影響を織り込み、25年度を前年度比1.9%（7月時点：同2.1%）へ下方修正した。26年度見通し（同1.9%）を考慮すると、日銀としては25年度下期以降、物価は2%を若干下回って推移するとみていることが推察される（第8図）。

さて、前述のGDP統計や物価統計を眺めると、一部に鈍さはあるとはいえ、経済成長率は2期連続で潜在成長率を上回っているほか、2年半にもわたって目標としている2%を上回る物価上昇が起きるなど、日銀としては利上げを継続していく環境にあると認識していると思われる。実際、植田総裁は講演などの場で「経済や物価の改善に併せて、金融緩和の度合いを少しずつ調整していくことは、息の長い成長を支え、

第8図 日銀と民間の物価見通し



資料 総務省統計局、日本銀行、日本経済研究センターを基に農林中金総合研究所作成

(注) 民間予想はESPフォーキャスト調査(11月)を使用。日銀予想は展望レポート(10月)を基に農林中金総合研究所が作成。

「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現していくことに資する」との考えを述べている。

それゆえ、今後とも「賃金と物価の好循環」が継続していることがデータなどから確認できれば、断続的に利上げを検討するものと思われる。米大統領選でトランプ氏が再選されたことで円安圧力が強まり、輸入インフレが再燃するリスクが高まっていることもあり、日銀は12月もしくは1月の金融政策決定会合において再利上げを検討・実施するだろう。その後も、四半期に1回のペースでの利上げを実施していただくだろう。

ただし、上述のとおり、25年度半ば以降には物価上昇率が2%を下回った状態になると思われる。その際には、利上げを継続することは困難になると思われる。それゆえ、利上げはあと3回、ターミナル金利は1.0%と想定している。

(2) 長期金利は1%半ばまで上昇

上述のとおり、日銀は少なくとも25年度半ばまでは追加利上げのタイミングを模索し続けるほか、日銀による国債買入れも漸次減額される方針であることから、今後とも長期金利には上昇圧力がかかるだろう。また、トランプ2.0始動によってFedが利下げを中断する可能性も浮上しており、円安が再燃するリスクもある。25年度後半にかけて1%半ばまで上昇する可能性があるだろう。

おわりに ——トランプ2.0で様子見姿勢強まる——

結果的にみればトランプ前大統領の圧勝に終わった米大統領選挙であったが、24年を通じて「トランプ2.0」への注目度は極めて高かった。7月13日にトランプ前大統領がペンシルベニア州バトラーでの演説中に銃撃されて負傷した直後には同氏の再選がほぼ確実になったかに見えた。その後、テレビ討論会で精彩を欠いたバイデン大統領が大統領選から撤退したことで、急遽、大統領候補となったハリス副大統領が支持を巻き返す場面も見られた。しかしながら、半ば放置された移民問題やインフレに苦しむ中低所得者層などからの現政権への批判を覆すには至らなかった。なお、今回の選挙では、共和党候補（トランプ氏）が獲得した総得票数が民主党候補（ハリス氏）のそれを20年ぶりに上回り、激戦7州もすべてトランプ候補が勝利するなど、労働者層を中心に民主党離れが明らかとなった。

さて、トランプ2.0を展望するうえでは、大統領選を通じての公約集である「アジェンダ47」、そして24年7月の共和党全国大会で採択された政策綱領が参考になる。政策綱領にはトリプルレッド（共和党出身の大統領誕生、共和党が多数を占める上下両院）となった際に「速やかに達成する20の約束（以下、約束）を掲げている。例えば、不法移民問題、インフレ収束、エネルギー生産、製造業の国内回帰、労働者への大型減税、米ドルの基軸通貨の地位維持、社会保障・メディケアの維持などを取り上げている。焦点の追加関税については「約束」には入っていないが、同時に示された「10の政策方針」には「米国の労働者と農民を不公正貿易から守る」という章がある。なお、大統領選期間中、トランプ氏は全世界からの輸入品に一律10%の関税を課すと公約しており、日本もその対象である。さらに、次期大統領に決まった後は、カナダ、メキシコからの輸入品には25%の関税を課す方針を表明、例え同盟国であっても例外は認めない、との姿勢を見せている。

一方で、トランプ1.0では「追加関税」をちらつかせながら交渉し、何らかの結果が得られた際には「追加関税」を導入しなかったケースも散見された。そういう面からも、トランプ2.0は先行きの展開を見通すことが困難であり、その行動や真意を見極めようと慎重な姿勢が強まる可能性がある。それゆえ、25年入り後には不透明感・不確実性が非常に高い状態となるだろう。しかし、ピンチはチャンスに十分なりうる。わ

れわれは既成概念にとらわれず、常に臨機
応変な対応ができるように準備しておくこ
とが肝要だ。

(2024年12月12日脱稿)

(みなみ たけし)

