2026年の欧米経済・金融政策の行方

ニッセイ基礎研究所 経済研究部 常務理事
伊藤　さゆり

26年の欧米経済・金融政策はどう動くのだろうか。以下では、25年を振り返りながら、ニッセイ基礎研究所の経済見通し（図表１）の概要を解説し、見通しのリスク、注目点を確認する。

１．25年の回顧と26年見通しの概要―米国

⑴　経済動向

米国では、25年１月に第２期トランプ政権が発足、移民政策の厳格化や関税引き上げに動いたことから、春先には景気後退が懸念されていた。全世界をターゲットとした相互関税の衝撃は、ドル安（図表２）、債券安、株安（図表３）のトリプル安を引き起こし、「米国売り」の様相すら呈した。

しかし、景気後退の懸念は杞憂に終わり、下半期にはドル相場は安定、株価はNYダウ、S&P500、NASDAQの３指数が揃って史上最高値を更新した（図表２）。

実質GDPの25年の実績見込みは前年比1.9％と24年実績の同2.8％を大きく下回るが、その原因の多くは１～３月期に関税引き上げを控えた輸入の急増で外需が悪化したことによる。１～３月期の前期比年率マイナス0.6％から、４～６月期は、一転して同3.8％に加速、７～９月期も同3.0％程度の勢いを保ったものと思われる（図表４）。

米国経済が移民規制や関税引き上げなどの逆風にもかかわらず、景気が腰折れなかった主な理由として３つを指摘したい。

〈目　次〉

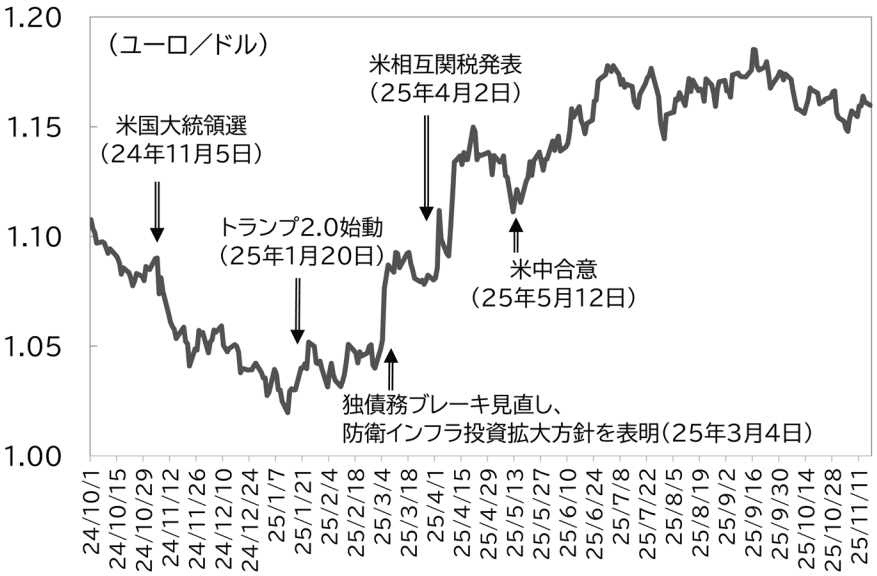
１．25年の回顧と26年見通しの概要―米国
２．25年の回顧と26年見通しの概要―ユーロ圏
３．おわりに―見通しのリスク、注目材料

（図表１）欧米経済・金融政策、為替相場見通し

			24年	25年	26年	27年
			実績	実績見込み	予測	予測
米国	実質GDP	前年比%	2.8	1.9	2.1	2.0
	消費者物価（CPI－U）	前年比%	2.9	2.7	2.7	2.3
	政策金利（FFレート誘導目標）	期末、上限、%	4.50	3.75	3.25	3.00
	10年国債金利	平均%	4.3	4.3	4.2	3.9
ユーロ圏	実質GDP	前年比%	0.9	1.4	0.9	1.2
	消費者物価（HICP）	前年比%	2.4	2.1	1.9	1.9
	政策金利（預金ファシリティ金利）	期末、%	3.00	2.00	2.00	2.00
	独10年国債金利	平均%	2.3	2.6	2.4	2.4
為替相場	ドル／ユーロ	平均	1.09	1.13	1.19	1.21
	円／ドル	平均	152	150	152	145
	円／ユーロ	平均	164	169	181	175

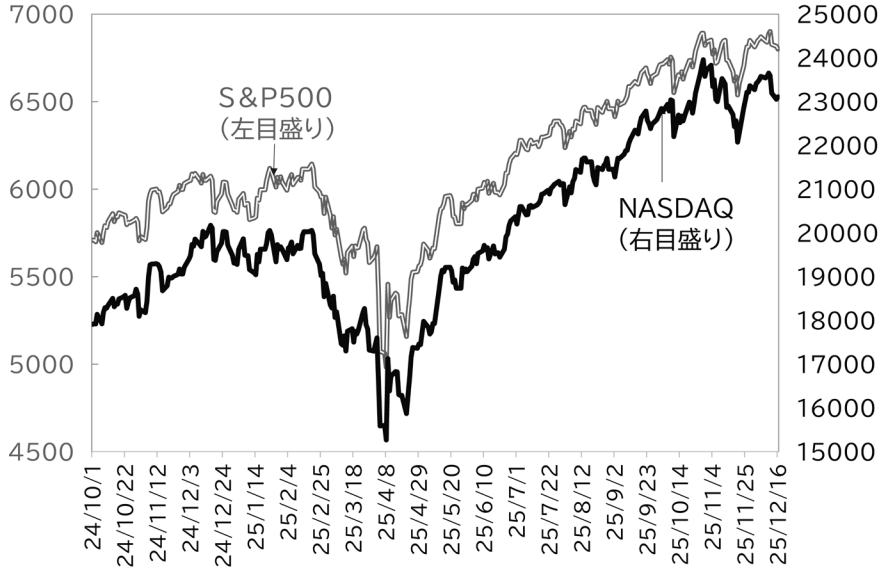
（資料）ニッセイ基礎研究所（米国は25年12月９日、ユーロ圏は25年12月12日時点）

（図表２）ユーロ・ドル相場



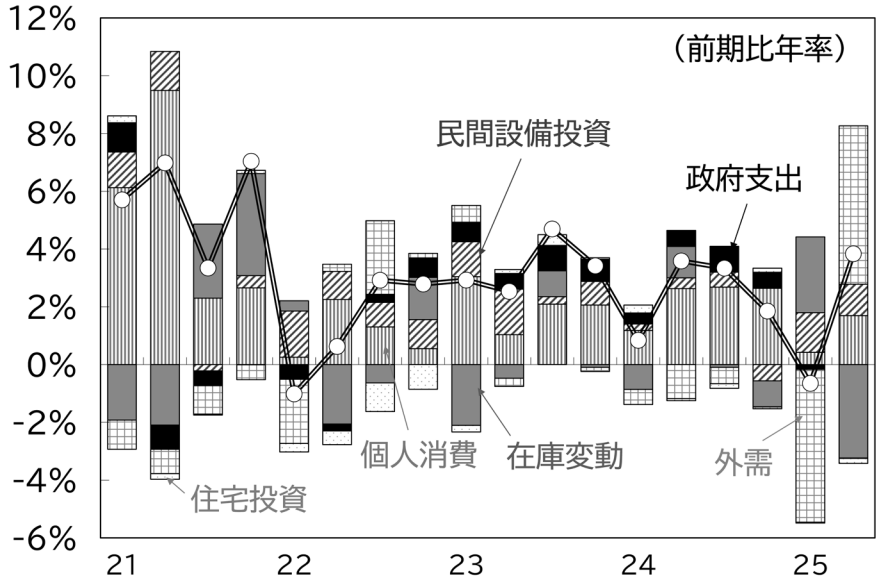
（資料）LSEG

（図表３）米国株価指数



（資料）LSEG

（図表４）米国実質GDP（需要項目別寄与度）



（資料）米商務省経済分析局（BEA）

第１の理由は、関税引き上げの影響が抑えられたことである。関税政策は、国別関税、製品別関税、相互関税と想定を超える範囲、規模で打ち出されたばかりでなく、ディールの手段として恣意的に運営されたことで混迷を極めた。それでも、「TACO（トランプはいつも怖気づく）」という造語が象徴する通り、メキシコ、カナダへの国別関税からのUSMCA適合品の除外や、幅広い食品の除外（11月14日発表）など、関税政策は経済活動や物価への影響に配慮して運用された。関税合意を受けて、米国が一方的に引き上げた関税率を引き下げる一方、貿易相手国は関税引き下げや撤廃に応じるなど、米国製品の国外市場へのアクセスは改善した。さらに、企業が価格転嫁を抑制したことや、高関税国から低関税国への輸入先の切り替えが進展したことも関税引き上げの影響を抑えた。

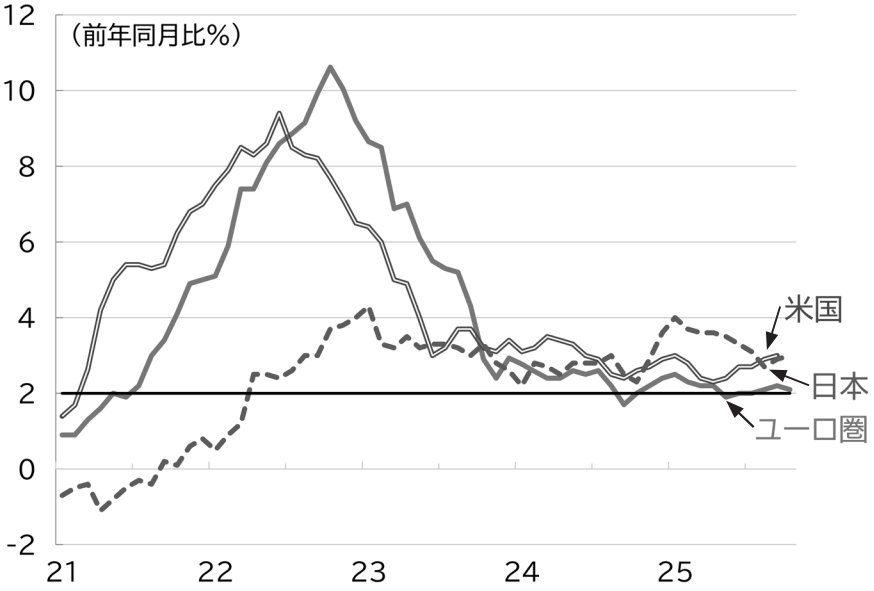
第２の理由は人工知能（AI）関連投資が大幅に増加したことである。マイナス成長に沈んだ１～３月期も民間設備投資は前期比年率9.5％と前期の同マイナス3.7％から力強く回復、４～６月期も同7.3％と力強い拡大が続き、成長を牽引した。AIに関連する分野である「情報処理機器・ソフトウェア」、「データセンター」、「電力・通信」の民間設備投資への寄与度は10.0％と高く。上半期の実質成長率1.6％のうち、１％超はこれらの分野の投資が押し上げたことになる。

第３の理由は株高による資産効果の働きである。個人消費は、経済の先行き不確実性や労働市場の減速にもかかわらず、１～３月期の前期比年率0.6％から、４～６月期は同2.5％へと加速した。クレジットカードのデータや小売企業の決算発表から、富裕層が資産効果によって旺盛な消費意欲を示したことが示唆される。株高を牽引したのはAI関連銘柄であり、第２の要因と第３の要因は相互に連関している。

但し、25年下半期の米国経済の実相は、データの遅延、欠落によって、把握し辛くなっていることには注意が必要だ。連邦政府機関は、26年度（25年10月～26年９月）の歳出法案が１本も成立していなかったことで、10月１日から11月12日までの43日間、閉鎖された。政府閉鎖の影響で、本稿執筆時点では７～９月期の実質GDPは未公表である。10～12月期は政府閉鎖の直接的な影響も受ける。連邦議会予算局（CBO）は６週間の政府閉鎖の場合、25年10～12月期のGDPを年率1.5％押し下げ、26年１～３月期はその反動で年率2.2％押上げるとしている。GDPの四半期のパスの大きな振幅が避けられない情勢だ。

26年年間の実質GDPは前年比2.1％と25年を小幅に上回ると見込んでいる。後述の通り、金融緩和が継続することと、25年７月に成立した減税・歳出法「一つの大きく美しい法（OBBBA）」に盛り込まれたチップや時間外手当の非課税措置、設備投資の優遇措置などが、成長を押上げる。AI関連投資も引き続き拡大が見込まれるが、25年上半期ほどの勢いを保つことは難しいと見ている。

（図表５）日米欧のCPI



（資料）米労働省労働統計局（BLS）、欧州委員会統計局（eurostat）、総務省統計局

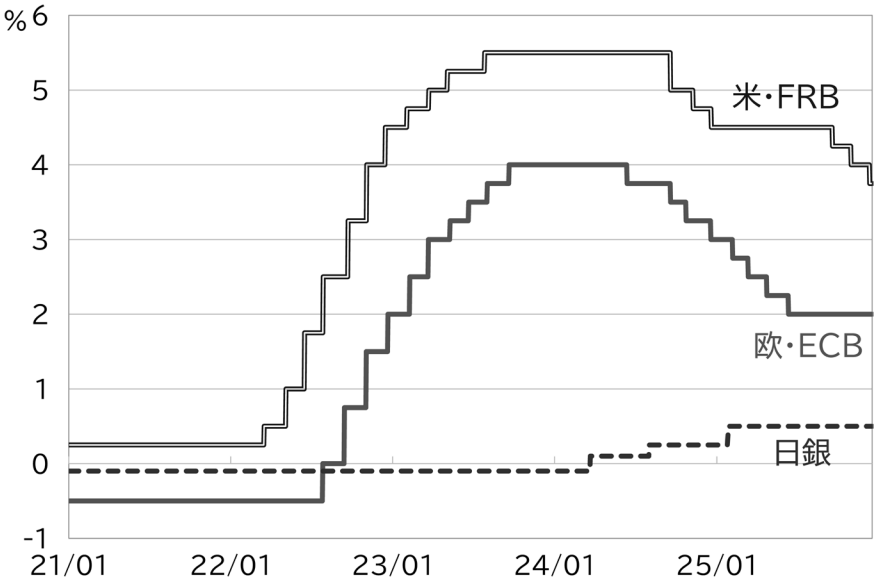
⑵　物価動向

25年の消費者物価（CPI）の実績見込みは前年比2.7％で24年実績の同2.9％から高止まった。米連邦準備理事会（FRB）が注目する個人消費支出（PCE）価格指数もFRBの物価目標の２％を上回る状況が続いた（図表５）。

25年の物価見通しの焦点であった関税引き上げの影響は４～６月期から観察されるようになったが、既述のとおり実効税率が抑えられたため、当初の想定ほど大きくなっていない。ハーバード大学のCavallo教授らは「関税トラッカー」を作成し、関税の消費者物価の押上げ効果を0.6％ポイントと推計している。９月のCPI統計でも財価格（コア）の伸びの高まりは見られるが、水準は前年同月比1.5％と物価目標を下回る水準にある。他方、賃金と連動するコアサービス（除く住居費）は同3.2％と緩やかな上昇が続いている。コロナ禍後のインフレ高止まりの要因となってきたコアサービス（住居費）は、同3.6％と伸びは高いものの、低下基調が続いている。

26年のCPIは25年と同じ前年比2.7％と予想する。４～６月期までは関税の押上げ効果で同３％近い水準での推移が続くが、７～９月以降は関税の影響の緩和で伸びは鈍化する見通しである。関税の影響は一時的に留まり、27年にはインフレは前年比2.3％の安定水準に戻ると見ている。

（図表６）主要３中銀の政策金利



（資料）各中銀

⑶　金融政策

米連邦準備理事会（FRB）は、トランプ大統領からの再三の圧力にもかかわらず24年12月以降、利下げを休止していた。25年９月に利下げを再開し、10月、12月と25年中は合計３回の0.25ポイントの利下げを実施した（図表６）。雇用に対する下方リスクの高まりに対応したもので、政策金利（フェデラルファンド（FF））金利誘導目標上限）は25年年末時点で3.5～3.75％となった。

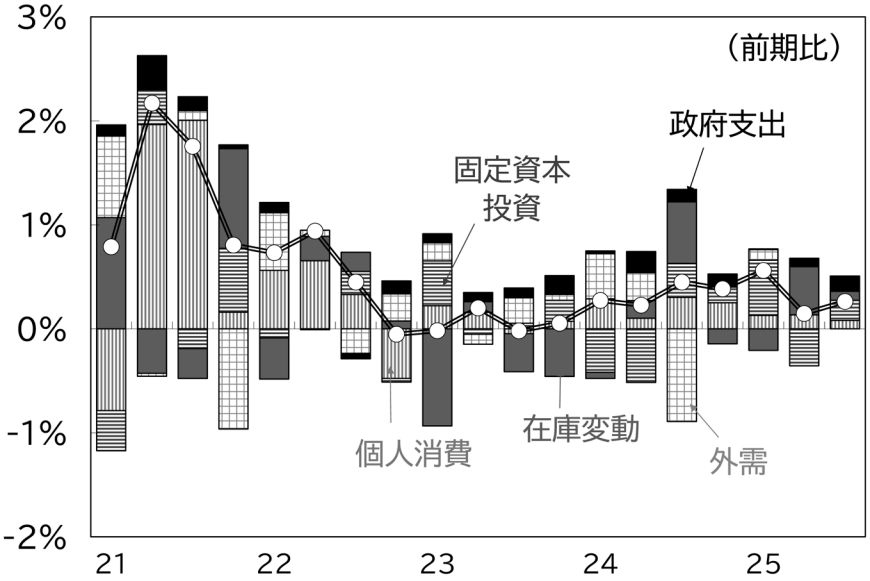
連邦公開市場委員会（FOMC）内の意見は割れている。12月会合での0.25％の利下げに対しては、１名（ミラン理事）が0.5％の利下げ、２名（シカゴ連銀のグールズビー総裁とカンザスシティ連銀のシュミッド総裁）が据え置きを主張して反対した。

12月のFOMCに合わせて公表されたFOMC参加者19名の政策金利の見通しの中央値は3.4％で0.25ポイントで１回の追加利下げを示唆する。但し、見通しの分布（ドットチャート）は据え置きが７名、１回の利下げが４名、２回の利下げが４名、それ以上が４名と大きなバラツキが確認される。

長期見通しも中央値は3.0％だが、最も高い見通しが3.75～4.00％であるのに対し、最も低い見通しは2.5～2.75％で幅広く分布している。2.5～2.75％の予測も３名で、中央値である３％の５名に続く。

当研究所では、今後も労働市場の顕著な減速が続くとの予想から、26年も２回の利下げ

（図表７）ユーロ圏実質GDP（需要項目別寄与度）



（資料）欧州委員会統計局（eurostat）

を行うと見ており、時期は３月、６月が有力と思われる。インフレの低下を受けて、27年３月にも0.25％の利下げが行われ、2.75～３％のターミナルレートに達すると見ている。

２．25年の回顧と26年見通しの概要―ユーロ圏

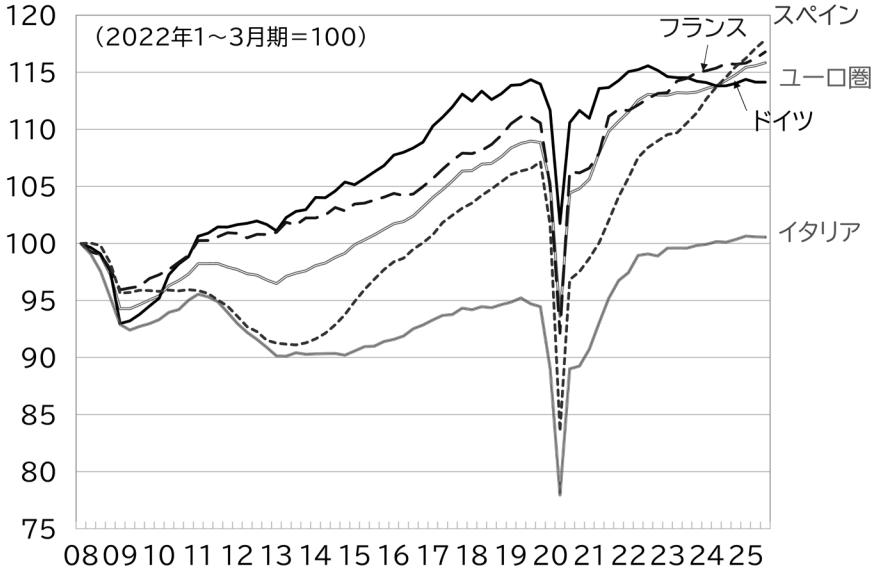
⑴　経済動向

25年のユーロ圏は共に戦後の国際秩序を形成し支えてきた米国の第２期トランプ政権の政策転換、ウクライナ支援への関与の低下とロシア寄りの姿勢、同盟国・同志国もターゲットに関税引き上げによる圧力で競争条件を修正しようとする試みに翻弄された。第２期トランプ政権は欧州の規制能力、価値と民主主義を攻撃する姿勢も鮮明にした。

欧州は、米国を欧州の安全保障につなぎとめるため、米国の要求を丸のみして北大西洋条約機構（NATO）の防衛費の2035年目標を５％に引き上げた。欧州が米国製の武器を購入し、ウクライナに供与するスキームも立ち上げた。関税交渉では、報復措置の発動は封印、EU側の関税の引き下げや非関税障壁撤廃の見返りに、米国は自動車など品目別関税、相互関税を引き下げる不平等条約を受け入れた。

米欧関係の緊張にもかかわらず、25年の実質GDPの実績見込みは前年比1.4％で24年実績の前年比0.9％から加速した（図表１）。成

（図表８）ユーロ圏実質GDP（国別）



（資料）欧州委員会統計局（eurostat）

長加速の主たる要因は１～３月期の実質GDPが米国の関税引き上げ前の駆け込みもあり、前期比0.5％、前期比年率2.3％に押し上げられたことによる（図表７）。４～６月期は前期比年率で0.6％に大きく減速し、７～９月期は同1.1％と１％台前半の潜在成長率並みの速度となった。

ユーロ圏全体では、対米輸出の条件悪化や、米国の関税政策による中国からの迂回輸入がユーロ高で増幅されるリスクを吸収しつつ、成長を持続する条件が整っている。エネルギー危機による物価高が賃金と物価のスパイラルに転化するリスクは、高速大幅利上げによって封じ込め、25年６月までに中立金利までの利下げが実現した。堅調な雇用、実質所得の伸びは消費を下支える。安全保障環境の変化に対応した防衛・インフラ関連の公共投資の拡大にも動きだした。

このように、ユーロ圏は全体としては堅調だが、低迷するドイツと高成長が続くスペインのコントラスト（図表８）が象徴する域内の成長格差は大きい。

スペインは2010年代の債務危機の打撃も、コロナ禍の打撃も大きかったが、コロナ禍後はサービス業、消費主導の自律的な成長が続いている。実質GDPは24年の前年比3.5％に続き25年もユーロ圏の平均を大きく超える２％台後半となる見通しである。

ドイツの輸出製造業主導型の経済構造は厳しい試練にさらされている。中国経済の減速

と輸出への傾斜、ロシアからのガス供給の途絶に加え、25年にユーロ高（図表２）と関税による米国市場へのアクセスという材料も加わった。23年～24年は２年連続のマイナス成長だったが、25年も回復に弾みがつかず、辛うじて３年連続のマイナス成長を回避できるかどうかの瀬戸際にある。

26年のユーロ圏全体の実質GDPは前年比0.9％を見込んでいる。輸出環境は引き続き厳しく、雇用・所得環境の改善を受けた消費の拡大が、成長を牽引する見通しだ。防衛・インフラ関連の財政出動は、特に停滞するドイツ経済の回復に貢献する見通しだ。

⑵　物価動向

消費者物価（HICP総合）は、25年を通して欧州中央銀行（ECB）の物価安定の中期目標の２％近辺で推移してきた。年間の上昇率は24年実績の前年比2.4％から同2.1％に落ち着く見通しである。

変動の大きい食品・エネルギーを除いたHICPコア指数は、総合指数を0.2～0.3％ポイント上回る水準で推移している。サービス価格は、11月速報値で前年同月比3.5％と23年６月のピーク時の5.6％から鈍化しているものの、鈍化ペースは鈍い。８月の同3.1％を底とする再加速の兆候も見られる。

但し、サービス価格と連動する賃金の指標を見ると、求人賃金の上昇率や締結済みの賃金動向を集計したECBの賃金トラッカーなどの先行指標は鈍化傾向が鮮明になっている。賃金上昇圧力から生じるインフレ上振れのリスクは高くはないと考えられる。

26年も消費者物価は前年比1.9％と物価安定の目標近辺での推移が続くと予想される。

⑶　金融政策

ECBは、25年は年前半に合計４回の0.25ポイントの連続利下げを行い、政策金利は中銀預金金利で２％に達している（図表６）。２％は1.75％から2.25％と推計される中立金利の中央値であり、７月以降の政策理事会では政策金利の据え置きが続いている。

ラガルド総裁は、現在の政策金利の水準を「様子見する良い位置」と評している。ユーロ導入国は20カ国（26年からはブルガリアが参加して21カ国）に拡大しており、ECBの政策理事会は、インフレの下振れリスクを懸念する「ハト派」から、インフレ再燃を懸念する「タカ派」まで多様なメンバーで構成される。ユーロ圏を取り巻く環境は、安全保障面も含めて不確実性が高いことから、「様子見の価値が高い」という見方がコンセンサスとなっており、この間の据え置きは全会一致で決定されている。

ニッセイ基礎研究所では、緩やかな景気の拡大と中期目標近辺でのインフレ率の推移という前提の下、ECBの政策金利の据え置きは26年を通して続くと予測している。

3．おわりに―見通しのリスク、注目材料

米国はAIと富裕層消費の活況と労働市場の減速、ユーロ圏は圏内の格差と、一見堅調なマクロ・データだけでは把握できない格差、不均衡が蓄積している。その持続可能性が、26年の米欧経済の焦点である。

米国とユーロ圏の見通しのリスクと注目材料は以下の通りである。

⑴　米国

見通しのリスク要因としては、トランプ政権の予見可能性の低い政策と、株価の大幅な調整に伴うAI関連投資・富裕層消費の減速が挙げられる。

政策関連では、遅くとも26年６月までと見込まれる連邦最高裁が国家緊急権限法（IEEPA）に基づく関税を違憲と判断した場合、過去に徴収した関税の取り扱いや、財政の「穴」を埋めるためのIEEPA関税に替わる制度をどう構築するかなど、解決すべき問題が生じることになる。

26年の注目材料はFRBの議長交代、中間選挙であろう。うち、FRBの議長の交代は、FOMCメンバーの構成に及ぼす影響は限られることから、金融政策のスタンスが大きく転換することはないと見られる。

中間選挙では、トランプ大統領の支持率の低下傾向と共和党内での求心力の低下、与党は中間選挙で議席を失いやすい傾向があることを考えると、下院で民主党が過半数を獲得する可能性がある。その場合、大統領のレイムダック化に拍車が掛かるだろう。米国の通商・外交・安全保障政策の影響力は大きいだけに、世界経済にとってのリスクとしても注意を払いたい。

⑵　ユーロ圏

ユーロ圏では成長率、インフレ率ともに上下双方の不確実性が存在する。

上振れリスクとしては、景況感の改善や貯蓄率の低下などによる消費の上振れ余地、公共投資が呼び水となった民間投資の拡大の可能性がある。下振れリスクとしては、先行きの不透明感から景況感が悪化し、貯蓄率が高止まり、消費が抑制されるリスク、公共投資が供給制約や財政面での制約から、期待ほどに伸びず、民間投資喚起の効果も限定されることである。特に、ドイツは産業経済構造の抜本的な転換を必要とし、26年の回復予想は財政頼みの様相が強いことから、下振れリスクが警戒される。トランプ政権の関税政策を巡る不透明性や、米国と対立する中国の対応もユーロ圏の経済に影響を及ぼす。

26年の注目材料は、ドイツ経済の停滞からの脱却の成否のほか、27年に大統領選挙が予定されるフランスの政治・財政リスク、そしてユーロ圏外ではあるが、市場が警戒を強めている英国の増税を伴う財政出動の展開を挙げたい。

欧州の主要３カ国では揃って政権支持率が低く、右派ポピュリスト政党が支持率トップに立っている。政策運営が、右派ポピュリスト政党の主張の影響を受けやすくなっていることにも注意を払いたい。