

# 見通し

## 2025-2026

### トランプ氏が世界経済をスタート (経済見通しを左右) させる

#### 主なポイント

- 世界経済は2025年も2024年の3.2%の成長率を維持し、2026年になって2.9%に減速する見込みです。
- トランプ氏の政策が米国の見通しを左右しますが、今のところまだ不確実です。総合的に見て、トランプ氏の政策は2026年の成長の重しになりそうです。中国は、「政府によって管理された景気減速」を達成するために景気刺激策を続ける必要があるでしょう。ユーロ圏経済は上向くと見っていますが、米国との貿易摩擦がリスクでしょう。新興国経済も脆弱であると見えています。
- インフレは米国の政策の影響を受ける可能性が高く、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融緩和の余地を制限します。その結果、新興国を含む広い範囲でディスインフレのペースが鈍化し、金融緩和も減速する可能性があります。欧州のインフレ率は一段と低下する見通しで、欧州中央銀行（ECB）は来年、中立金利を下回る水準まで利下げすると見られます。
- ウクライナや中東、中国などの地政学的な情勢を巡ってこれまでより広範なリスクが生じています。

#### マクロ・リサーチ・チーム

Chris Iggo –

アクサ・インベストメント・マネージャーズ（アクサIM）英国

アクサIMコア・インベストメントCIO

## 目次

---

<b>マクロ経済見通し – 乖離</b>	<b>3</b>
Gilles Moëc	
<b>投資戦略見通し - リスクとリターンのバランスにおける変化</b>	<b>6</b>
Chris Iggo	
<b>まとめ – トランプ氏が世界経済をスタートさせる</b>	<b>9</b>
David Page	
<b>米国 – 2期目のトランプ政権</b>	<b>12</b>
David Page	
<b>ユーロ圏 – 成長は徐々に回復との見込み</b>	<b>15</b>
François Cabau & Hugo Le Damany	
<b>英国 – 2025年に緩やかな金融緩和、緩和の遅れのため2026年も利下げを継続</b>	<b>18</b>
Gabrielle Dickens	
<b>カナダ – 過剰生産能力の縮小</b>	<b>20</b>
David Page	
<b>日本 – 2025年に追加利上げされ、2026年は利上げなしと予想</b>	<b>22</b>
Gabriella Dickens	
<b>中国 – 行き詰まり打開のカギを握る消費者</b>	<b>24</b>
Yingrui Wang	
<b>新興国市場 – 試される回復力</b>	<b>27</b>
Irina Topa-Serry、Claire Dissaux、Danny Richards	
<b>予想の概要</b>	<b>33</b>
<b>2025年イベント・カレンダー</b>	<b>34</b>

## マクロ経済見通し – 乖離



**Gilles Moec**  
 アクサIM英国、アクサグループ チーフエコノミスト  
 アクサIMリサーチ責任者

### 主なポイント

- 基調的な経済成長、金融および財政政策は、主要な経済地域の間で乖離すると見ている
- トランプ氏の政策基盤に適用される「割引率」が重要な鍵を握ると見ている

### 乖離の3つの要因

2025年は、基調的な経済成長、財政政策、金融政策という3つの側面において、世界の主要な経済地域間で現れる乖離が特徴となる可能性があると考えています。

まず経済成長から始めましょう。2025年の米国国内総生産（GDP）は、市場コンセンサスを上回る2.3%の伸びを予想しています。潜在成長率（しばしば1.75%前後と推定される）も上回ると言いたいところですが、米国経済の回復力は、同国の潜在成長率の上昇を反映している可能性もあると考えます。10年前に比較的多くの米国企業がソフトウェアと研究開発への支出を加速させることを選択し投資に成功したおかげで、新型コロナの感染拡大をものもしない生産性の上昇を達成できたと言えるかもしれません。また、米国では労働参加率が回復しており、2010年代初頭以来の高水準を記録しており、強力な移民政策と相まって労働供給を押し上げています。

経済成長を強める米国の傾向は、中国の困難な状況とは対照的です。中国は現在（執筆時）、不動産市況の調整局面にあり、世界中でこれまで何度も起こった同様の経験を考えると、この住宅投資の低迷は数年続くものと思われる。中国の人口減少の見通しや、住宅水準の向上がほぼ完了しているという事実を踏まえると、早期の市況回復を期待するのは非現実的であると、アクサIMグループは考えています。最盛期には、住宅向け資本的支出が中国の経済成長の5分の1近くを支えていた可能性があります。この活動が停滞した現状では、中国が2024年の公式GDP目標成長率である約5%（2025年は4.5%と予想）をどのように再び達成できるのかよくわかりません。さらに根本的な問題として、中国は資本集約型成長モデル

の限界に達しつつあると見ています。生産性の向上を利益や競争力ではなく実質賃金にもっと振り向けることは、消費者を基盤とする経済モデルへ国を移行させるために大いに役立つと考えます。これは、今日、すべての経済成熟国が経済発展のある時点で移行してきたモデルです。しかし、保護主義が世界的に勢力を増している状況下において、現在のところ、北京は輸出主導型戦略部門（例えば自動車など）により多くの資本を配分する「生産力の質」戦略に焦点を当て続けています。中国の景気減速は、そのほとんどが構造的なものであり、循環的なものではないと考えています。

ユーロ圏は2025年も比較的緩やかな成長ペースを維持する可能性が高いと考えられます。アクサIMグループは、GDP成長率は市場のコンセンサスを下回る1.0%と予想しています。名目賃金の伸びは引き続きインフレ率を上回り続ける一方、その結果もたらされる実質的な増加分は、米国とは異なり、消費されるよりも貯蓄される傾向にあります。この傾向は総じて不確実性によって説明されると思われます。フランスでは政治的不安定がこれに影響を与えていると考えます。ドイツについて、経済の全般的な低迷はその大部分が構造的な欠点を反映していると考えています。エネルギー価格ショックの影響は一段落したものの、ドイツ産業界は、活動拠点の移転の動きや、自動車産業に見られるように新たな需要パターンへの適応に苦戦するなど、正常化に向けて苦しんでいます。うまくいくような例は容易には再現できないと考えます。スペインは引き続き相対的に好調ですが、これは中南米から比較的多くの移民が流入したことによる労働供給条件の大幅な改善によるものと思われます。ユーロ圏全体では、生産性向上が停滞を続けており、スペインを除き労働供給が穏やかな伸びにすぎないことや、企業が投資を躊躇していることを考慮すると、潜在成長率は通常の推定値である約1.2%から下方修正される必要があることを示唆していると考えています。

### 不均等に配分される財政刺激策

米国はこれ以上の財政刺激策を必要としないと思います。構造的な経済力だけでなく、景気循環も安定し相対的に好調であると見ています。失業率の上昇は、サム・ルール（失業率が過去12カ月間の最低値から0.5%ポイント以上上昇すると景気後退を確実に予測するとされ

る法則)に合致しており、もちろん懸念材料ではあるものの、今回はルールとは違うかもしれません。実際、雇用の伸びは引き続き堅調であり、これまでにサーム・ポイントに達した過去の例とは明らかな違いがあると見ています。失業率の上昇は、ほとんどが労働供給状況の改善を反映したものだからです。

しかし、トランプ氏の政策基盤は、GDPの約6%というすでに問題のある基本線から、今後数年間でGDPの2%という赤字拡大を招く可能性を一貫して示していると考えます。同氏の施策は、短期的な成長活力にはあまり影響を及ぼさないかもしれません。切り離して見てみると、2017年の減税措置を延長しても、財政政策のスタンスは単に現状維持にとどまるだけです。法人税率を21%から15%に引き下げても、企業の支出に対して即座に大きな影響を与える可能性は低いと見ています。しかし、社会保障給付を一律に所得税から免除すれば、GDPの約0.4%に相当する所得を、高い消費性向を持つ一部の世帯が確保することになります。また、特にエネルギー投資分野での規制緩和が進めば、株価を上昇させる「フィールグッド効果(心地いいと感じることを信じること)」を引き続き助長し、間接的に個人消費を支える可能性があると考えています。

一方、欧州では、財政政策が緊縮方向に転じています。ユーロ圏の3大経済大国(ドイツ、フランス、イタリア)の予算計画に基づく、2025年の実質的な財政緊縮幅は2012年以来最も急で、GDPの1%近くになります。これにより、総需要の全般的な軟化が一層加速すると見ています。確かに、フランスの政治的困難さが当初の調整計画を鈍らせるかもしれませんが、計画の大幅な変動はフランス国債利回りのドイツ国債に対するスプレッド(利回り格差)のさらなる拡大という形で市場から罰せられることになると考えています。ドイツはその財政力を活用して、いくつかの構造問題に対処することが可能であり、またそうすべきであると考えます。ドイツでは、その点に関する議論の条件が変わりつつあるように思われます。世論調査によると、2025年2月下旬に予定されている早期の選挙後に次期首相になる可能性が高いとされる中道右派の党首は、債務ブレーキ(財政赤字を一定の規模に抑える仕組み)に関するいくつかの改革に前向きな姿勢を示しています。しかし、その姿勢は限定的なものであり、連立を組むことはもちろん、憲法上の規則を変更するために必要な議会の3分の2以上の賛成多数を得ることは難

しいと見ています。したがって、ドイツの財政政策の大幅な緩和が実現するとしても、早くも2025年後半になると思われます。

中国はより広範な景気刺激策を検討しているようですが、その余地は限られていると見ています。中国の公的債務はすでにGDPの100%を超えています。金融の安定性を強化するための措置を、適切な景気刺激策と混同すべきではないと考えます。2024年秋に地方当局に許可される追加的な債券発行は、地方政府の特殊な器を通じた不動産セクターへの融資という隠れ債務を公式なものにするための手段にすぎず、通常の支出を直接的に増加させるものではないと考えます。

## 金融政策の乖離

金融政策は、しばしば、相反する力のバランスをとる「調整弁」として機能します。米国では、米連邦準備制度理事会(FRB)が現在進めている利下げプロセスは、インフレ圧力が再燃することによって、2025年初頭にまだ金融引き締め領域に留まっているところで停止すると、アクサIMグループは予想しています(フェデラル・ファンド金利(FF金利)は2025年に一度だけ下げられ4.25%になると見ています)。財政的後押しが物価に与える通常の影響に加え、FRBは新政権が掲げる貿易関税の引き上げも考慮する必要があると見ています。発表された移民の取り締まり強化(すでに米国で労働力として働いている移民の大量強制送還も含む)は、おそらく賃金上昇圧力を再燃させると見ています。関税の引き上げや移民対策が選挙キャンペーン中に提示されたほど急進的なものにはならないと予想していますが、穏健な形であっても、依然として残る好調な内需(サービス価格はまだ正常化していない)を背景にして、中央銀行のインフレ目標へのさらなる収束を妨げる可能性があると考えています。

対称的に、欧州中央銀行(ECB)は、実質的な緊縮財政という状況下で、弱い経済が欧州の輸出に対する米国の関税の影響によってさらに悪化することを考慮し、かなり明確に緩和的な領域に金融政策を移行する必要があると考えられます。ユーロ圏の中立金利に関する市場のコンセンサス予想値より50ベースポイント(bp)下回る1.5%が、最終的な政策金利の水準になると予想しています。欧米間の金融政策の違いが拡大すれば、ユーロは1ユーロ=1米ドルに向けてさらに下落し、米国の関税の影響を一部相殺することになると見ています。

中国ではデフレが大きなリスクであるという明確な兆候があるにもかかわらず、中国人民銀行（PBOC）は、革新的な決定を下すことにしばしば躊躇しています。金融緩和の中で中国の銀行の利ざやが悪化していることは、同銀行にとって懸念事項であると思います。利ざやの悪化は、増大する不良債権を吸収するための余剰利益の蓄積を損なうためです。しかし、自然な調整手段として考えられるのは、人民元の大幅な減価を許容することと考えます。60%という米国の関税を相殺するためには、金融安定リスクを中国自身にもたらすほどの大幅な減価が必要になる一方で、人民元がユーロや他の主要な「非ドル」通貨に対して相対的に弱くなることを認めれば、中国の輸出企業が米国で失った市場シェアを他の国々で新たに獲得するのに役立つ可能性があると思います。

### どこまでが許容範囲か

当社グループのシナリオにおける重要な不確実点は、トランプ氏が財政政策と貿易政策をどの程度実現するかということです。現実主義者であるスコット・ベッセント氏を財務長官に指名し、共和党上院議員が穏健派のジョン・スーン氏を上院院内総務に選んだことは、選挙キャンペーン版のトランポノミクスを大幅に割り引いて考えるべきであることを示唆している可能性があります。

しかし、キャンペーンの時よりも穏やかな政策の下でも、米国の成長率は2026年に1.5%に鈍化し、潜在成長率を下回ると予想されます。供給サイドの制約と引締め的な金融環境が相まって、最終的には耐え難い状況になる可能性があると考えています。特に、追加的な財政制限の逸脱に対して債券市場が否定的に反応するため、全体的な金融状況がさらに引き締まる可能性があると考えられるからです。景気減速が始まれば、FRBは利下げを再開する立場になり、新興国の金融条件は改善するでしょうが、2025年に中国の需要減退と資本流出によって起こる困難な局面を乗り越えた後にやっと改善に向かうと見ています。

米国以外の各国政府が、トランプ政策を乗り切ることに着手する間、どのように独自のマクロ経済戦略を展開するかが、当然ながら重要な鍵となると見ています。貿易戦争の激化は結局のところ誰の利益にもならないと思います。特に欧州や中国など、米国よりも外需に依存する割合が高い地域にとってはなおさらです。潜在的な成長を押し上げるような戦略を練ることが、より優れた政策

アプローチとなると思います。さらに、もう一つの不確実性の原因は、米国のマクロ経済政策の方向性と地政学的リスクとの相互作用です。米国のエネルギー自給率の向上により、米国次期政権は、中東において状況が激化することを傍観しようとする可能性があるかもしれません。中国は米国の関税に対抗して、台湾に対し自己主張を強める可能性があると考えています。

## 投資戦略見通し - リスクとリターンのバランスにおける変化



**Chris Iggo**

アクサIM英国、アクサIM資産運用研究所所長  
兼アクサIMコアCIO

### 主なポイント

- 継続的な経済成長は株式市場とクレジット市場に有利と思われる
- 政策が企業収益に与える影響を評価する必要があると考える
- 関税戦争は輸出企業に困難をもたらすと見ている
- テクノロジーセクターは引き続き株式市場を牽引すると思われる
- しかし、規制緩和の促進で米国株式市場のパフォーマンスが拡大する可能性があると考えている
- 米国の利下げ幅が狭くなることは債券戦略を選好する投資家にとってマイナスではないと考える
- リスク調整後リターンという観点から、依然として短期デュレーションのクレジット戦略が相対的に良好と思われる

### 市場環境の後押しはあるが、新たなリスクも

ドナルド・トランプ次期米大統領の急進的な政策案は、将来の投資収益という点で、金融市場の不確実性を増大させています。

それでも、中心的なマクロ経済見通しによれば、債券戦略と株式戦略はともに引き続き相対的に良好と考えられます。最終的には、成長、安定したインフレ、金利低下が市場を支えると見えています。

しかし、投資判断は、政治リスクや広範な懸念事項を踏まえ、キャッシュフローの回復力やバリュエーションを考慮する必要があると考えます。現時点（執筆時）では、2025年の景気後退は予想しておらず、それが株式戦略のプラスリターンをもたらす、また、社債などのクレジット戦略は相対的に良好なインカム獲得の機会を提供していると見えています。

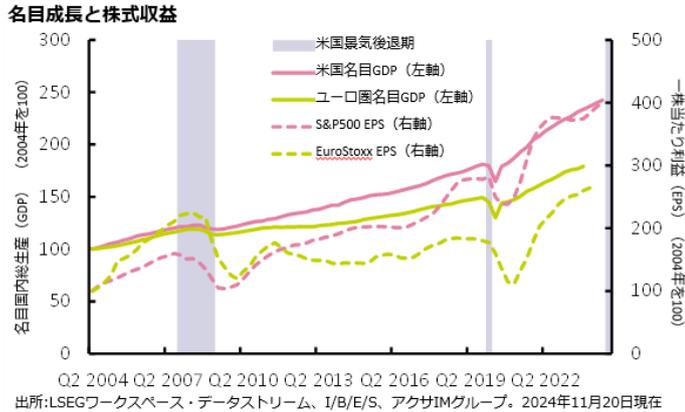
### 米国の政策案は株式にとってプラスに働くと見ている

トランプ氏の政策案は、経済成長をプラスに推進する可能性があると考えています。法人税の引き下げと規制緩和も株式市場を支えると考えます。所得税減税の延長と実質所得の増加は消費を下支えすると見えています。新政権は再生可能エネルギーへの補助金よりも石油やガスの生産を優先すると予想される一方で、グリーン移行への投資は、少なくとも米国以外では引き続き主要テーマになると見えています。テクノロジー分野と中国の電力需要の牽引によって電力消費量の著しい増加が予想されることで、太陽光や風力エネルギー施設の電力ネットワークへの統合がさらに促進されると考えられます。電気部品、設備、再生可能エネルギーの生産などの分野への投資機会は、持続可能性に重点を置いた株式戦略として引き続き選択肢となると見えています。

### 収益モメンタムが重要な推進力に

全米経済研究所（NBER）による調査によれば、米国の景気後退期以外の株式によるリターンは歴史的にプラスであり、12カ月のトータルリターンは平均で約+15%であるのに対し、景気後退期では-6%となっています。2024年の堅調な収益成長に続き、2025年の市場のコンセンサス予想は、S&P 500指数の1株当たり利益成長率が約13%です。その多くは引き続きテクノロジー分野に牽引されており、また人工知能（AI）関連技術の需要が低下する兆候は見られません。2024年において、市場全体の一株当たり利益成長の半分近くは米国の情報技術・通信分野が上げたものです。関税がかけられた時に他の産業が受ける影響は未知数ですが、金融やエネルギーなどの分野では、トランプ氏の政策がより強い収益成長を刺激する可能性があると考えています。しかし、全体としては、米国株式市場はその主導的地位を維持する可能性が高いと見えています。小型株式市場もまた、税金と金利の低下から恩恵を受ける可能性があり、すでに収益予測の上方修正が見られています（図表1）。

図表1：名目成長が収益を支える



## 米国外での見通しはまちまち

米国以外に関する見通しはまちまちです。中国は、内需を刺激するための政策を引き続き展開する可能性が高いと見られます。これは中国株式市場にとってプラスになるはずですが、いかなる改善も米国の関税による成長へのマイナスの影響の可能性と比較して判断する必要があります。世界的な貿易戦争は輸出に依存する企業にとって有益ではなく、内需関連企業と輸出企業の株価動向は大きく乖離する可能性があります。もしトランプ氏が多くの国を対象とした関税引き上げを実施する場合には、これは中国に限ったことではないかもしれません。米国の金利が期待ほど下らず、ドル高が逆風となる可能性があり、新興国の株式市場にとって環境が厳しさを増す可能性があると考えています。

欧州の成長見通しは比較的低調ですが、金利の低下とインフレ率の低下による実質所得の改善が株式市場を支える可能性があると考えています。欧州株式市場は米国株式市場よりも相対的に良好なバリュエーションの恩恵を受けており、配当利回りは相対的に高くなっています。しかし、予想される収益成長率は米国の成長予測の半分程度にとどまると見えています。世界の産業サイクルが回復の兆しを見せ、貿易戦争という最悪とも見られる懸念が現実化しない場合、金利に敏感な産業や消費関連産業は引き続き堅調な業績を示すと考えられ、各産業にも回復する余地があると思われます。

## 金利の低下は債券にとって好材料

債券市場の基本線は金利予測によって決まると考えます。考えられる米国の政策ミックスにはインフレの上振れリ

スクがあると見ています。さらに、いくつかの国ではインフレ率が中央銀行の目標値をやや上回る水準に留まっています。その結果、ターミナル・レート（到達金利、中立的な政策目標）に対する市場の期待はここ数カ月で上昇しています。しかし、これは債券投資家にとって悪いことではないと思います。先進国債券市場の現在の利回り水準は、比較的堅調なインカムリターンを基盤を提供するものであり、インカムリターンがインフレ率を上回る水準で推移すると予想されます。

## 短期デュレーション戦略の魅力は続く

政策の不確実性と多くの国の政府債務の状況に起因する長期金利にはリスクが伴うと見ています。このため、金利スワップ曲線と比較した場合、相対的な価値基準で長期国債が割安な状況になっています。一部の投資家にとって、特に金利スワップをベンチマークに持つ機関投資家にとっては、ポジションを長期デュレーションの社債から国債に移行する機会となる可能性があると考えられます。

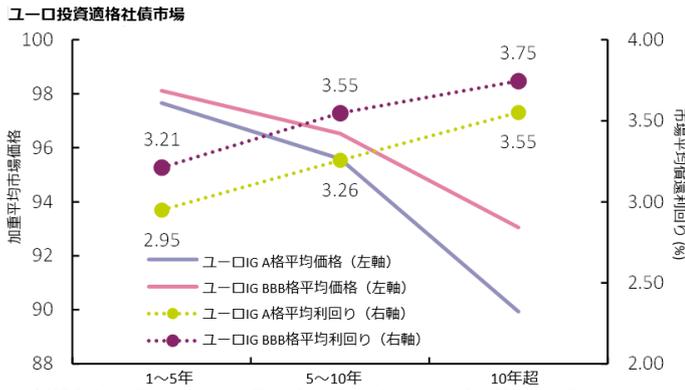
しかし、短期および中期デュレーションの債券市場は相対的に良好と思われる。金利見通しを考慮すると、利回りは妥当な水準にあると見ています。投資家が2022年や2023年に見られたようなデュレーションショックを経験する可能性は低いと見ています。社債などのクレジット面では、スプレッド（ベース金利との利回り格差）が相対的に縮小しているものの、国債を上回るリターン水準と企業のバランスシートの健全な状態が、投資適格債とハイイールド債への投資戦略の価値を支えていると見ています。当然、クレジット市場に対する投資家の関心は、政策や地政学的リスクの不確実な展開に影響を受けますが、リスク調整後のリターンの観点では、クレジット市場は相対的に良好と思われる。これは特に短期デュレーション戦略の場合に当てはまると見ています。当社グループは、米国のハイイールド債の短期デュレーション資産クラスは引き続き相対的に良好なリターンを提供すると考えています。

## 欧州と米国の比較

当社グループの予想では、欧州の成長率の鈍化を反映して、米国よりも欧州の金融緩和が進むと見ています。従って、欧州の債券投資家は債券利回りの低下によってトータルリターンが増加する可能性があると考えます。加

えて、金利の相対的な状況では、引き続きドル高を支える要因になると考えられます。当社グループはクレジット市場には引き続き投資機会があると見ていますが、非ドル建て投資家にとっては、為替ヘッジを行う場合、欧州の債券市場は特に相対的に良好と思われる（図表2）。

図表2：ユーロ投資適格クレジットの投資機会



出所:ICE BofA 債券指数 (ユーロ建て社債A格付け指数及びユーロ建て社債BBB格付け指数)、ブルームバーグ、アクサIMグループ。2024年11月20日現在

## リスクプレミアム

世界的な景気拡大は2025年には軟化するとと思われるものの、引き続き企業収益を下支えし、株式市場やクレジット市場のリターンを支えると見ています。しかし、バリュエーションには懸念があります。特に米国の場合は、一株当たり株価収益率（PER）とクレジットスプレッドがリスクプレミアムを低下させています。一部の指標では、国債に対する米国株のリスクプレミアムがマイナスに転じています。米国の次期政権による急進的な政策決定が企業収益を混乱させるような兆候が見られれば、米国のPERに影響を与え、その過程で株式市場のトータルリターンに打撃を与える可能性があると見ています。債券市場については、利回りの水準を考えれば、株式バリュエーションの下落をある程度相殺して補う可能性があると考えます。

しかし、クレジットスプレッドも相対的に縮小していません。これはクレジット資産に対する健全な需要を反映しており、その需要自体は発行体の比較的強固なファンダメンタルズによってもたらされています。しかし、マクロ経済の見通しに対する脅威があれば、クレジットリスクプレミアムが上昇し、社債からの超過リターンが減少する可能性があると考えています。

2025年は、投資家に柔軟性が求められると見ています。2024年は、穏やかなソフトランディング（景気の軟着陸）と金利低下がリターンを支えました。しかし、年が明けると、政策リスクと地政学的リスクが再び注目されると見ています。関税、国債供給に関する懸念、地政学的発展によって貿易やコモディティ（エネルギーや貴金属、農産物等）市場が混乱する場合には、割引キャッシュフロー（資産等の価値を評価する手法の1つで、一定の割引率で割り引いた将来発生するキャッシュフロー）とそれによる現在価値に対して脅威となる可能性があると考えられます。

利下げが続けば、キャッシュ利回りはさらに低下すると思われるかもしれませんが、インカムは引き続き債券市場で焦点となるために、短期デレーションの投資適格債やハイイールド債による複利リターンが引き続き選好される戦略と見ています。また、株式市場における米国の成長株式戦略も、自動化、グリーン移行、テクノロジーとAIへの継続的な投資など、成長テーマを持つ産業分野への投資によってリターンの上昇を目指す中核的な戦略として見ています。

## まとめ – トランプ氏が世界経済をスタートさせる



**David Page**  
 アクサIM 英国 ヘッド・オブ・マクロリサーチ

### 主なポイント

- 米中の政策不確実性が見通しの重しになると思われる
- トランプ氏の一連の政策は2026年以降に米国の成長を圧迫するが、インフレは加速すると予測
- 中国経済は脆弱な状態にあり、米国の関税は打撃となるだろうが、継続的な景気刺激策により、政府の管理する景気鈍化が達成される見込み
- ユーロ圏の経済成長は緩やかに回復する見込みだが、ショックに直面した場合、政治的な脆弱性が引き続きリスクとなる可能性があるとしている
- 新興国市場は、国外からの逆風を乗り越えるために国内政策をうまく活用する必要があると考える
- 地政学的リスクが高まっているように思われる

### 2つの主な政策不確実性が世界の見通しを左右

2025年と2026年の世界経済の見通しの中心には、2つの主な政策不確実性があります。一つ目は、ドナルド・トランプ次期米大統領が選挙キャンペーンでの公約をどの程度政策に反映するかです。アクサIMグループの見解では、トランプ氏が掲げた公約である関税引き上げ、移民の強制送還、財政緩和等すべてを完全に実行するわけではないと考えています。しかし、アクサIMグループでは、これらの政策は米国の成長に実質的な影響を与える程度には政策が実行され、2025年よりも2026年に大きな影響を及ぼすと予想しています。

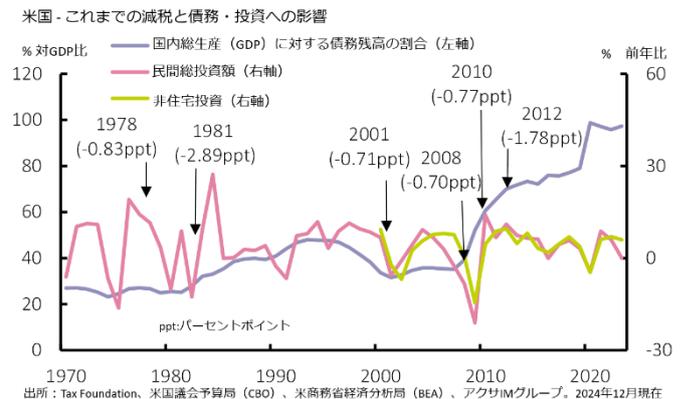
二つ目は、中国経済が不動産市場の下落により、地方政府や銀行システムに影響を及ぼす、大規模な債務デフレの罠に陥りそうになっている中、中国政府が内需（特に家計）を高めるための刺激策をどの程度成功させるかです。アクサIMグループでは、政府による十分な継続的支援が、今後2年間で管理された成長減速を実現すると想定しています。しかし、世界の2大経済大国に対するこうした想定によれば、各国の国内政策がこのような不透明かつ、大部分は他国のマイナスの展開に対処するために調整され

るにつれて、二大国が他の世界経済の展開を支配することになると見えています。

### 米国と中国の成長鈍化がはっきりしてくる

トランプ氏の再選により、政治的不確実性が政策的な不確実性に代わりました。市場は、トランプ氏の再選を成長にプラスの結果をもたらすものとして反応しましたが、アクサIMグループの評価では、財政措置は経済にとってコスト高になる可能性が高く、成長の後押しにはほとんどならないと考えています（図表3）。規制緩和は化石燃料の生産に注目すべき押し上げ効果をもたらすかもしれないものの、他の産業分野ではそれほど顕著ではなく、政府の幅広い効率化に関しては、よくても進展が遅れることになると見えています。また、移民政策や関税政策といった人や財の供給ショックが限定的にのみ実施されると想定することは不十分な見通しとも考えます。トランプ氏にはこれらの政策を実施する権限があり、タカ派的な人選やプロジェクト2025（右派的な米政府再編構想）に関連する人物を含む閣僚の人選は、1期目よりも焦点を絞った政策の実現を示唆しているように見えています。アクサIMグループの予想では、2025年の成長率は2.3%（2024年予想値2.8%）と堅調ですが、2026年には市場予想を下回る1.5%まで鈍化すると見えています。一方、インフレ率は2026年も3.2%に留まると予想しており、連邦準備制度理事会（FRB）の政策緩和に制限をかけると見えています。

図表3：米国の政策が成長を押し上げる可能性は低い



経済政策だけでなく、地政学的リスクにも注目しています。新しい米政権はウクライナ紛争の解決を示唆していますが、アクサIMグループはこれをロシアとの強制的な和解と解釈しています。また、イランに対する「最大限

の圧力」の再開は中東の同盟関係に影響を与える可能性があると考えています。そして、中国への貿易圧力強化も予想されます。これらは、現在の脆弱な地政学的バランスの重要な基盤を取り崩し、新たな均衡への移行をもたらすおそれがあります。そのような新たな均衡がどのようなものになるかはわかりませんが、移行に伴う不確実性が成長にさらに影響を及ぼすと予想されます。

中国に対して、トランプ氏は60%の関税をかけるべく焦点を当てています。しかし、中国は自身の国内問題に直面しています。最近の景気刺激策にもかかわらず、不動産市場の危機は続いており、不動産価格は2021年にはピークから15%下落、2024年だけでも5%下落しました。不動産が家計の最大の投資先であることから、この危機は個人消費に重くのしかかっており、財政刺激策や信用創造にも影響を及ぼしています。また、絡み合った中国の地方政府と地方銀行システムも同様に、不動産不況の影響を受けています。中国は、世代を特徴づけるほどの債務デフレの罨を回避するという重要な課題に直面しています。中国に対する関税料率として60%を全てかけるとは想定していないものの、当社グループとしてはGDP成長率において0.5%ポイント前後の経済的悪影響を予想しています。2025年には、家計部門を支援するため、さらなる財政刺激策や国有企業への圧力などといったさまざまな措置が講じられると予想しています。これにより、中国は深刻な景気後退ではなく、政府によって管理された減速を実現すると思われる、アクサIMグループは、2025年の成長率は4.5% (今年の4.9%から減少)、2026年は4.1%まで低下すると見ています。しかし、これは、市場原理による不慣れた逆風に政府が取り組みながら、狭い政策路線を実現できるかどうかにかかっており、結果がもっと悪くなるリスクもあると見ています。

### 新興国市場の回復力が再び試される

米中の両国とも世界の他の経済に大きな影響を与えるでしょうが、特にアジアとラテンアメリカの新興国市場への影響が比較的大きくなると見ています。多くの新興国市場は中国に大きなリスクを抱えており、中国の国内および輸出生産活動は原材料や中間財の需要に反映されず。しかし、米国への輸出を中国偏重から多角化することによって新興国市場の多くが恩恵を受けてきたのに対し、トランプ新政権は貿易黒字の増加と、より具体的な関税対象国を増やすことに重点を置く可能性があります。

新興国市場は、外から受ける逆風に直面して内需を管理するために政策を賢く適応させる必要があると思われる。いくつかの新興国市場では実質金利が依然比較的高水準にあるため、金融政策にはさらなる金融緩和の余地が残されています。しかし、米国金利と米ドルを比較的高水準に留めるような政策が米国で続く場合は、新興国市場の緩和余地は縮まってしまうと考えられます。さらに、新興諸国の財政余地は、2024年に基礎的財政赤字がパンデミック前の水準からさらに拡大しており、引き続き圧迫された状態です。金融政策と財政政策が連携することで、政策の効果が最も高まります。新興国市場は回復力を見せるでしょうが、構造改革によって長期的な成長率を引き上げられそうな国はほとんどないと見ています。

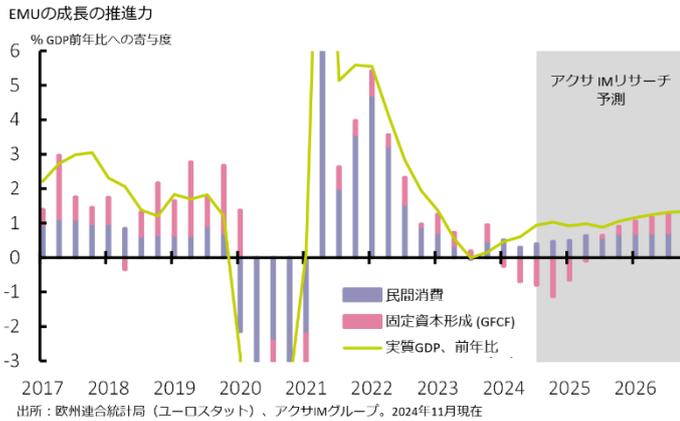
インドやインドネシアなど、内需関連セクターが比較的大きい国々は、堅調な景気拡大を実現するのに最適な立場にあると思われる。インドネシアは、経済状況が悪化した場合に財政緩和の余地がある数少ない国のひとつと見ています。トルコ、アルゼンチン、コロンビアなど、経済不均衡を是正した国々は、2026年までに回復すると見ています。南アフリカ、エジプト、ナイジェリアは、構造改革の恩恵を受けることができそうです。しかし、ブラジルの見通しは、債務の持続可能性への懸念が金融政策の好ましくない反応を引き起こしていると考えています。メキシコも、憲法改正と米国の貿易保護主義がすでに見通しを悪化させている時期に、緊縮財政が経済に困難をもたらす可能性があると思われる。

### 欧州：欧州経済の安定と政治的課題

ユーロ圏については、外部環境がもたらすリスクにもかかわらず、最近の低迷は徐々に回復に向かう可能性が高いように思われます。インフレ率が目標値にまで下がったことで、実質可処分所得の伸びが加速したことで、家計貯蓄率の上昇にもかかわらず、個人消費の加速を後押ししています。これは今後も続くと考えています。投資の大幅な回復についてはまだ懐疑的です (図表4)。しかし、供給制約から需要不足へと成長への逆風が変化することで、欧州中央銀行 (ECB) が活動を活性化させる余地が拡大したと見ています。欧州中央銀行は利下げを実施し、2025年末までに金利を1.5%まで引き下げると予想します。金利の低下に対して投資が反応し始めることで、この利下げが成長率を押し上げ、2024年の0.8%から2025

年には1.0%に、2026年には1.3%に上昇すると予想します。この見通しは、より広範な貿易戦争に対して、引き続き影響を受けやすいと見ています。

図表4：リスクにもかかわらず回復するユーロ圏の内需



しかし、脆弱な政権は潜在的なリスクとなる可能性があります。ドイツの選挙は、2025年9月ではなく2月に行われます。しかし、大連立政権が復活する可能性が高いものの、長期投資の必要性が大きにもかかわらず、財政政策が大きく転換する可能性は低いと見ています。フランスは、2025年に政府が新たな試練に直面する可能性が高く、さらに政治不確実性で苦しむかもしれません。スペインでも選挙が行われる可能性を排除することはできません。弱体化した政権は、2025年に予定されている比較的厳しい緊縮財政に遅れが生じる可能性が高くなると思われる。米国の関税引き上げに対する欧州連合（EU）の対応にも支障をきたし、ウクライナを含む地政学的発展への反応にも支障をきたす可能性があると思われる。

英国は近年よりも政治的に安定し、信頼性が高まると考えられます。2025年の成長率は0.9%から1.5%に、2026年には1.4%になると予想されます。これは、家計の実質可処分所得の継続的な伸びと2025年の財政政策の緩和を反映したものです。ただし、財政政策の緩和効果は2026年には弱まるでしょう。英断ともいえる予算案の後、英国の財政は、成長が大胆な期待に見合わない場合、さらなる増税、歳出削減、または借入の増加が必要になった場合、再び悪化するリスクがあります。政治的安定は外国資本を引き寄せ始める可能性があり、今年の通貨の動きもその兆候を示していると見ています。しかし、開放経済である英国は、より広範な貿易戦争や地政学的発展から生じる欧州全体のリスクを共有していると考えています。

このように、世界経済の見通しは、ワシントンと北京の政策展開の不確実な見通しに左右されます。アクサIMグループの予測では、2025年の世界全体の成長率は3.2%にとどまると見られますが、2026年には2.8%に鈍化すると考えています。2025年は、中国を除けば、世界金融危機後（2012～2019年）の成長ペースと同程度になると予想されますが、2026年には、米国での景気減速がより顕著になり、新興国市場全体では広範な減速が見られることで、成長ペースは鈍化すると考えられます。しかし、この減速が構造的な調整（特に米国の供給調整）の再燃を反映するリスクもあります。そのため、少なくとも予想期間中は、政策緩和の余地が相対的に弱まり、長期金利が相対的に上昇する見通しです。

## 米国 – 2期目のトランプ政権



**David Page**  
 アクサIM英国、ヘッド・オブ・マクロ・リサーチ  
 アクサIMマクロ・リサーチ

### 主なポイント

- トランプ氏の勝利により新たな幕が開く。政治的不確実性は政策的な不確実性へと変わったと見ている
- 当社グループは、トランプ氏の政策が必ずしも成長を促進するとは確信していない。2024年の国内総生産（GDP）成長率は2.8%、2025年は2.3%、2026年は1.5%と予測している
- インフレ率は上昇する見通しで、2024年には2.9%、2025年には2.8%、2026年には3.2%になると予想している
- このため、米連邦準備制度理事会（FRB）の緩和余地は制限されることになると見ている。利下げは、来年3月に政策金利を4.25%にして休止するものの、成長鈍化に伴い2026年後半には3.50%まで利下げが再開されると予想している

### 新たな幕開け

米国の2024年7～9月期の経済成長率は前期比年率換算で2.8%増、個人消費は3.7%増と大幅に伸びました。1～3月期は個人消費や政府支出、輸出の落ち込みにより国内総生産（GDP）は低迷しましたが、4～6月期は3.0%増と堅調で、2024年全体では2.8%の成長が見込まれます。力強い成長ペースにもかかわらず、10月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比2.6%上昇にとどまりました。この水準は、米連邦準備制度理事会（FRB）の個人消費（PCE）インフレ率目標の2%とほぼ整合するペースであり、昨年の当社グループ予想をわずかに下回っています（執筆時現在は2024年のCPIを2.9%と予想。1年前は3.2%と予想）。

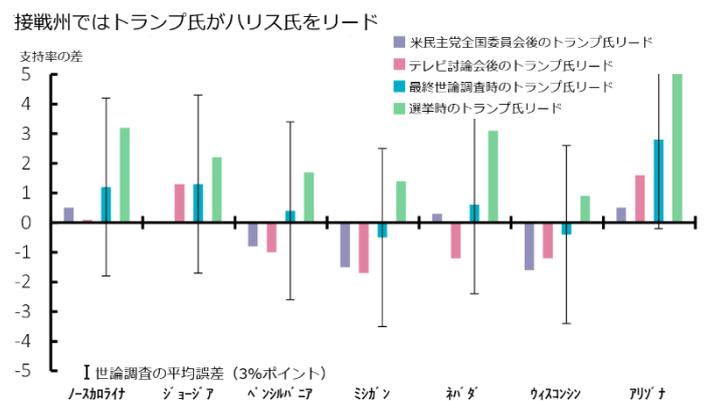
成長率の上昇とインフレ率の低下が同時に起きたのは、主として世界的なサプライチェーン（供給網）の逼迫緩和、労働市場の効率性の改善（失業者数の増加以上に求人数が減少）、移民の増加などによる労働力供給の増加といった供給環境の改善によるものです。この結果、FRB

は予想を上回るペースで金融緩和を実施することが可能になりました。当社グループは、FRBが年内に0.25%の追加利下げを行いフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標範囲を4.25～4.50%にすると予想しています。FRBは順調にソフトランディング（景気の軟着陸）の実現に向かっていているように見えます。

### 政治的不確実性は政策的な不確実性へと換わる

2024年の経済はここ数年の経済ショックとFRBの政策運営を中心に展開しましたが、今後数年間は新政権の政策の方向次第となる可能性が高いように見えます。11月の選挙結果により、ドナルド・トランプ前大統領は2025年にホワイトハウスに返り咲き、同時に上下両院とも過半数を握ります。これは当社グループが予想した通りの結果ですが<sup>1</sup>、最終的な結果は世論調査が示していたほど接戦ではありませんでした（図表5）。選挙結果が長い間確定しない状況は回避されましたが、政治的不確実性に代わって政策的な不確実性が生じていると思います。トランプ氏は選挙戦で、経済成長を後押しする財政措置や規制緩和を政策として掲げました。しかし、同時に移民規制強化や関税引き上げの主張や、いくつかの地政学的な発言も行っており、これらはいずれも成長見通しに重大な悪影響を及ぼす可能性があると考えています。もっとも、現時点では実施の程度について不確実な面が多くあり、当面の市場の反応は成長抑制的な政策のいくつかを軽視していると思います。

図表5：トランプ氏は世論調査よりも差を広げて勝利



当社グループは比較的慎重な成長見通しをしています。トランプ氏の看板である財政措置には、2017年に成立し

<sup>1</sup> Page, D., US 2024 presidential election preview: Trump faces new adversary

2025年末に期限を迎える個人税制関連の減税を延長するのに必要な40億ドル強の費用が含まれる見込みです。期限切れになるならば財政状況が大きく変動しますが、期限の延長は現状維持にすぎず、景気刺激策にはならないと見ています。法人税の（21%から）15%への減税とは状況が異なりますが、それでもこれはGDPの0.2%と小規模であり、これまで減税が投資を促進したことはほとんどありません。規制緩和（特にガス生産に関する）の方が、追い風になる可能性があると見ています。しかし、より広範な規制緩和は、テクノロジーやAI、銀行業界に適用される可能性があり、一般的には1回限りの押し上げ効果というよりも穏やかな追い風を業界にもたらします。新設される予定の「政府効率化省」が（単に支出を削減するだけでなく）生産性を向上させるとしても、それが最初の2年間に起きる可能性は低いと見ています。

より根本的な問題として、さらなる移民制限や強制送還（労働力供給の伸びの抑制や減少により）供給ショックを引き起こす可能性があると見ています。関税も同様です。両方ともどのような規模で実施されるかは不透明ですが、いずれも米国の長期的な成長率を低下させ、インフレを押し上げると見ています。

さらに2つの不確実性が成長を阻害する可能性があると考えます。完全な予算の策定にはほど遠い段階ですが、示唆されている規模の減税が実施されれば、財政赤字はGDP比約6%という既に高い水準から今後10年間さらに拡大する見込みです。米議会予算局（CBO）は現在、米国の債務が2034年までにGDPの120%を超えると推定しており、トランプ氏の政策実施後には130%近くに増加する可能性があると考えています。これによって、今後数年の間に市場が信用プレミアムを織り込み、国債の利回りを押し上げるリスクがあり、CBOの赤字がさらに拡大し財務省が利付国債の発行を増やす場合、重要なリスクが生じると見ています。こうした利回りの上昇は逆風を強めると考えます。

地政学的動向も要注意と思います。ウクライナと中東に関する方針変更や中国との経済的緊張の高まりは現在の微妙な地政学的バランスを崩す可能性があります。こういった新たな均衡が生まれるかは分かりませんが、金融

市場がこうした転換を巡る不確実性に肯定的な反応を示すことはめったになく、成長見通しを低下させる可能性もあることに注意する必要があると思います。

## 成長は鈍化、インフレ率は上昇

米国の経済活動が当面堅調な勢いを保ち、金融環境が（トランプ氏の勝利に反応する面もあって）さらに緩和することから、当社グループは2025年も経済は堅調と見ており、2.3%の成長率を予想しています。しかし、新政権が発足後すぐに成長抑制的な政策を導入すると見られることから、2026年の成長率（年率換算）は低下して1.5%にとどまり、同年後半にはさらに減速すると予想しています。

政策が不確実であるため、当社グループの予測には二面的なリスクがあると考えます。経済成長は、政府効率化の推進あるいは規制緩和による経済活動の促進によって、当社グループの予想を上回る可能性があると思います。他方、経済に対しより大きな影響を与える可能性があるトランプ氏の供給ショック施策が完全に実施されるとは考えていません。また、地政学的情勢の変化とそれが金融環境や経済成長に及ぼす影響に注意する必要があると見ています。

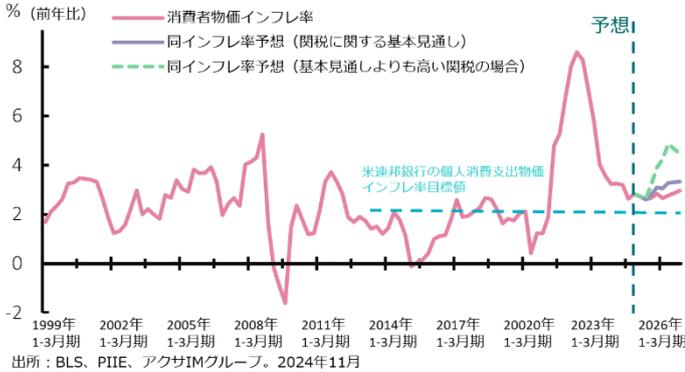
成長見通しについて、市場では多くの議論がなされていますが、インフレ見通しを懸念する向きは少ないように見えます。需要環境の改善と供給制約の組み合わせは必然的にインフレ率の上昇をもたらすように見えます。政策実施の規模が不透明であることから、ここでも問題は上昇の程度です。ピーターソン国際経済研究所の推計<sup>2</sup>によれば、トランプ氏が選挙戦での主張をすべて実行した場合、2025年のインフレ率は最大7%ポイント上昇する可能性があります。当社グループは、見通しは不透明であるとはいえトランプ氏の主張が完全に履行されるとは見ていません。また、ドル高がインフレの影響を弱める可能性が高いと考えています。同様に、石油・ガス供給の増加がエネルギー価格の下落を通じてインフレの影響を弱める可能性があると思います。当社グループは2025年のインフレ率が平均2.8%に小幅低下する一方、2026年は同3.2%になると予想しています（図表6）。これらの予想は、FRBのインフレ指標であるPCEインフレ率が今後数年

<sup>2</sup> McKibbin, W., Hogan, M. and Noland, M., "The international economic implications of a second Trump Presidency", ピーターソン国際経済研究所、2024年9月

間目標を上回って推移することと整合していると見ています。

図表6：インフレ率は目標を上回る見通し

消費者物価インフレと見込まれる関税の影響



プ氏がパウエル議長を解任するのではないかと懸念は和らぐはずですが、解任は見かけ以上に法的に難しいと当社グループは考えています。しかし、FRBが政府の政策に反応して緩和サイクルを終了すれば、やはりトランプ氏の怒りを買う可能性があります。

### 金融緩和余地の縮小

これらの動きはFRBの金融緩和余地を縮小する可能性が高いと考えています。FRBの9月見通しよりは間違いなく縮小するでしょう。9月時点では、FF金利（上限）の中央値が2025年末までに3.50%、2026年末までに3.00%になると予想されていました。実際、FRBの当初の大幅な利下げは、FRBがリスクのバランスを見直して、現在の成長率の下振れリスクや失業率の上昇リスクの減少と引き換えに、将来的にインフレ率が目標を小幅に上回るリスクを受け入れた結果であると当社グループは考えています。当社グループはFRBが2024年末までに政策金利を4.50%に引き下げるとの予想を変えていませんが、2025年は、供給ショック政策によりFRBのインフレ見通しが上方修正される前の3月にあと1回、4.25%への利下げが行われるだけにとどまると考えています。長期的には、2026年に成長率が鈍化し始めるとの当社グループの見方に従えば、FRBは2026年末までに政策金利を3.50%に引き下げると見られます。しかし、短期的には、政府の政策がFRBの緩和サイクルを制約すると見ています。また、FRBは量的引き締めを2025年後半に終了すると予想しています。

トランプ政権下でのFRBの独立性に対する懸念が広がっています。次期大統領も次期副大統領も、大統領が金融政策について一定の発言権を持つべきだと示唆しています。しかし、トランプ氏は最近、FRBに行動を命令したいのではなく、単に意見を述べる権利が欲しいだけだと述べ、また、パウエルFRB議長に2026年5月15日までの任期を全うしてもらおうとも示唆しました。これによって、トラン

## ユーロ圏 – 成長は徐々に回復との見込み

**François Cabau**  
 アクサIMパリ、シニア・エコノミスト（ユーロ圏担当）  
 マクロ・リサーチ・コア・インベストメント

**Hugo Le Damany**  
 アクサIMパリ、エコノミスト（ユーロ圏担当）  
 マクロ・リサーチ・コア・インベストメント

### 主なポイント

- ユーロ圏経済の国内総生産（GDP）成長率は今年の0.8%から2025年には1.0%へ、2026年には1.3%へ緩やかに改善すると予想しているが、この見通しには、下振れリスクがあると見ている
- ユーロ圏のインフレ率は2025～2026年のほとんどの期間において欧州中央銀行（ECB）の目標を下回ると予測している
- ECBは緩和的な姿勢をとり、2025年末までに中銀預金金利（政策金利）を1.5%まで引き下げると予想している。引き下げ時期が早まる可能性もあると見ている
- いくつかのEU加盟国で政治的・政策的な不確実性が高止まりしている。ドイツでは2025年2月23日に解散総選挙が予定されているが、これによって状況が一変するとは見ていない

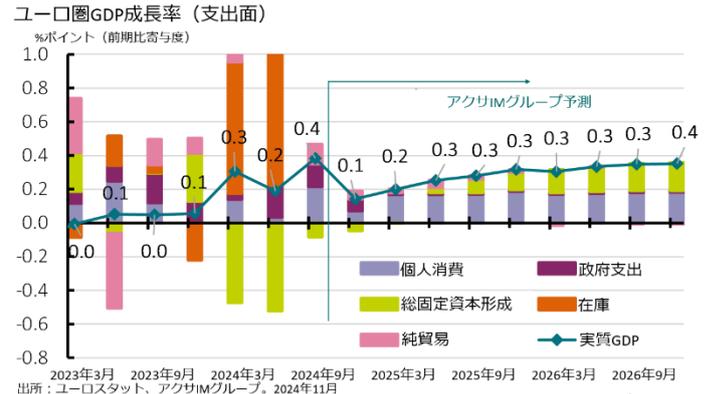
### 下振れリスクを伴う成長率の緩やかな加速

ユーロ圏は景気回復局面がまだ続くと思われ、予想を上回る7～9月期国内総生産（GDP）成長率を受けて2024年の成長率予想を0.8%（0.1ポイント増）に上方修正しました。しかしそれ以外は、コンセンサスより低い予想を維持し、2025年のGDP成長率を1.0%、2026年を1.3%と予想しています（ブルームバーグのコンセンサス予想はそれぞれ1.2%、1.4%）。当社グループの見通しに変わりはなく、2025年は個人消費主導で緩やかに回復し、2026年はようやく投資が貢献度を高めると見込んでいます。

妥結賃金の伸びは2023年7～9月期以降インフレ率を上回り、実質購買力の上昇を示唆しています。もっとも、家計貯蓄率も上昇傾向で2024年4～6月期には15.7%に達し、個人消費の伸びにブレーキをかけています。実質賃金の伸びは鈍化すると見えますが、貯蓄率もある程度正常

化するため、個人消費は緩やかながらも持続的に上向くと見えています（図表7）。しかし、過去に例のない最近の貯蓄率の増加傾向により、こういった消費加速の時期と規模を予測することが本質的に難しくなっていると思われます。

図表7：ユーロ圏の成長は緩やかに加速



金融引き締めが徐々に緩和されてきた1年、そして今後行われる可能性が高いと見ている本格的な金融緩和が、改善しているもののまだ比較的低い水準にある利益率を十分に補い、2025年後半から企業の投資が緩やかに再開すると予想しています。

ユーロ圏の成長見通しは上振れよりも下振れするリスクの方が高いと見えています。米大統領選挙結果を受けて、通商政策と地政学的情勢の不確実性が高まっています。しかも、いくつかの国では脆弱な連立政権が国家運営を担うなど欧州の政治的決断力が疑問視されている時期に、この状況が起きています。中でも、ドイツでは2025年2月23日に総選挙が予定されており、フランスやスペインでも解散総選挙の可能性を否定できないと思います。政治や経済の先行き不透明感が強まると、製造業で続く苦境がサービス業に波及し、失業率が加速して比較的大きな上昇につながる可能性があると考えます。年間平均失業率は2024年の6.4%から2025年と2026年にはそれぞれ6.6%、6.8%に上昇すると予想しています。

### インフレ率はECBの目標以下で安定へ

2024年の総合インフレ率は2023年の平均5.5%から著しく低下し、同2.3%に低下する見通しです。供給環境の改善から需要の鈍化へと移りつつあることが価格動向に引き続き影響を与えています。内需見通しが弱いため、イン

フレ率は欧州中央銀行（ECB）が目標とする2%を下回り、2025年で1.9%、2026年で1.7%の水準に落ち着くと予想しています。

ユーロ圏のコア・インフレ率は引き続き小幅に低下し、今年の2.8%から2025年には2.1%、2026年には1.9%になる見通しです。サービス価格は減速していますが、依然としてインフレの主因です。一方、財のインフレ率は今年の0.9%から2025年には1.1%、2026年には1.3%に上昇すると予想しています。また、食品のインフレ率は現在の3%前後の水準で安定すると見ていますが、エネルギーについては、市場の先物価格が将来の下落を引き続き示唆していることから、インフレ率への寄与度は小幅なマイナスになると予想しています。エネルギー危機に対する政府の支援措置が今後期限切れになるとしても、こういった動きを部分的に相殺するにすぎないと見ています。

### 金融政策は緩和方向

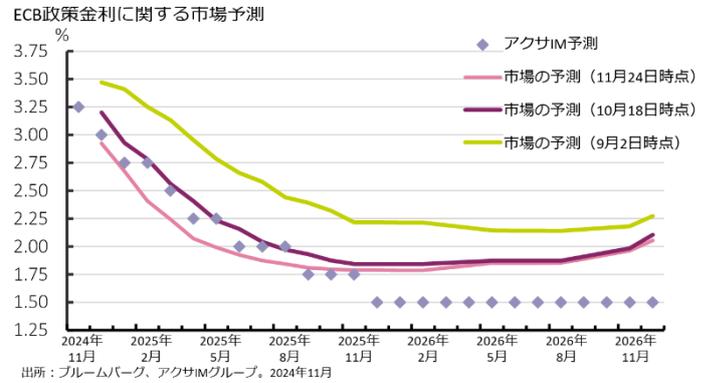
当社グループの予測では、ユーロ圏の2025年の前期比成長率（前期比平均0.27%）は潜在成長率の推定値（同0.33%）を依然として下回っています。これに加えて、インフレ率が2025年の大半の期間でECBのインフレ目標を下回ると予測しているために、ECBの引き締め姿勢の緩和を続けると見るのが自然であると思います。当社グループは、中銀預金金利（政策金利）が来年6月まで理事会毎に25bpずつ連続して引き下げられ、中立金利水準に近い2.0%に達すると引き続き予想しています。

2026年は潜在成長率の小幅な上昇を想定していますが、これはインフレ率が引き続き目標を下回るとの予想（1.7%）と整合していると考えます。この結果、ECBは緩和的な姿勢をとることになり、2025年後半に2回利下げし、政策金利は現在市場が織り込んでいる水準を下回る1.5%に低下する見込みです（図表8）。経済成長の下振れリスクを考慮すると、ECBは緩和姿勢を強めざるを得なくなり、2025年末よりも早い時期に利下げが実施される可能性があると見ています。

ECBがより積極的に政策対応を行うようになる理由は2つあります。第1に、過去数年と比べて、ユーロ圏の低成長の要因が供給側から需要側に移っていますが、需要側に対しての方がECBは金利政策の変更を通じて強い影響を与えることができると見ています。第2に、ECBが緩和的な姿勢を強める際、最終的にマイナス金利や量的緩和とい

った異例の措置に追い込まれるのを避けるため、リスク管理の観点から積極的な行動をとる可能性があると考えています。

図表8：ECBは政策金利を1.5%に引き下げへ



若干の資金調達圧力が生じているものの、ECBがバランスシートの縮小ペースを変える可能性は低いと考えています。過剰流動性は2026年末には約2.5兆ユーロになる見込みですが、それでも依然としてコロナ禍前の水準を大きく上回っています。とはいえ、流動性供給や債券ポートフォリオの長期見直しを含め、ECBの政策見直しの長期的側面について今後示される詳細を注視していくつもりです。

### 財政政策：フランスが引き続き注目の的

ユーロ圏の逼迫した財政状況が域内全体で引き続き関心を集めるでしょう。しかし、各国は4年間の中断を経て欧州連合（EU）規則（改正後）を適用した予算計画を4年ぶりに提出しています。

もっとも、ユーロ圏の財政方針がこれらの計画で示されているほど緊縮気味になるとは思えません。ドイツの総選挙がこの良い例になるでしょう。また、いくつかのEU加盟国の予算は楽観的な成長率を前提として策定されており、特にフランスで目標との乖離が生じる可能性が高いと見ています。欧州委員会の秋季予測もこれと同じみ方を行っています。最後に、イタリアとスペインは来年、「復興・強靱化ファシリティ」から受け取る資金が増額される予定です。

さらに、フランスとイタリアの公的債務対GDP比率は、両国ともに財政赤字削減の遅れているために上昇しています。この削減の遅れは、スペインでは、厳しい調整計画が原因であり、イタリアでは、スーパーボーナス（環

境負荷の軽減や耐震安全性の強化を目的とした建物の改修費用に対して高率の税額控除を認める税優遇措置)による税額控除を継続していることが原因と見ています。これは、経済成長の下振れリスクが現実のものとなった場合のこれら2か国(およびユーロ圏全体)が直面する脆弱性を浮き彫りにしていると考えます。

### **政治：重要な問題に取り組むモメンタム(推進力)の欠如**

ドイツのオラフ・シヨルツ首相は、いわゆる「信号機連立(党のシンボルカラーがそれぞれ赤・緑・黄の三党連立)」を終了させ、予定より9か月早い2025年2月23日の解散総選挙を求めました。執筆時現在の世論調査によればCDU/CSUとSPDの連立が復活する公算が大きいようですが、両党が議会で合わせて過半数を獲得できるかどうかは不透明です。ドイツの財政スタンスが緩和的になるというのは当社グループの基本シナリオではなく(債務ブレーキ制度(政府債務の上限を定めた制度)を覆すためには議会の2/3以上の賛成が必要で、このハードルは高いように見えます。)、むしろ、わずかに緊縮的でないスタンスをとるものと見ています。要するに、これらの選挙によって国内あるいは欧州の将来の状況が一変する可能性は低いと考えられます。

フランスとスペインにも脆弱な連立政権が存在しています。したがって、今後数年の間にどちらかの国で解散総選挙が行われる可能性を排除することはできません。こういった動きは、新たな欧州委員会の弱点を示すものでもあると思います。

これは、ドナルド・トランプ米大統領の就任によって直面する可能性が高い新たな経済的課題に対して欧州を政治的・政策的に弱い立場に置くことになると見ています。一国の、または世界的な関税引き上げは、人口構成や競争力、低い生産性の伸びなど、長年抱える経済的課題をまた一つ増やすことになりかねません。また、主要国の政府の弱体化は、生じつつある地政学的問題(欧州にとってはウクライナが最も重要な問題ですが、中東や気候変動の問題も含まれるかもしれません。)への効果的な対応を難しくするおそれもあると見ています。

## 英国 – 2025年に緩やかな金融緩和、緩和の遅れのため2026年も利下げを継続



**Gabriella Dickens**  
 アクサIM英国 G7エコノミスト  
 マクロ・リサーチ

### 主なポイント

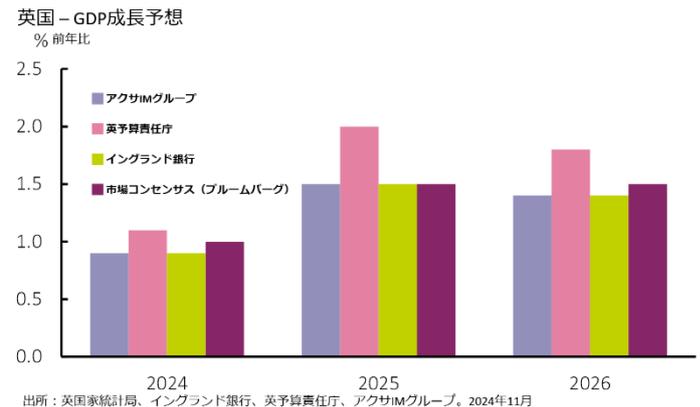
- 2025年は、金融・財政政策の緩和に伴い成長が加速するが、貯蓄水準が依然高いため、家計消費の回復は抑制されると見ている
- 予算案で提示された増税により、インフレ率は予測期間を通じて引き続き目標上回るものの、労働市場が軟化して賃金の伸びが鈍化すると予想している
- 予想を上回る成長とインフレにより、利下げペースは緩やかであるとの見方を強めている。当社グループは、四半期ごとに25bpの利下げが実施されると予想している

英国経済は、2023年終盤にテクニカル・リセッション（2四半期連続のマイナス成長）に陥った後、2024年前半に比較的力強く回復しました。しかし、年後半には、英国経済の例外的部分の効果がなくなっていき、また予算案発表の前に不確実性が高まり、国債利回りが上昇するにつれ、勢いが衰え元の成長ペースに戻りました。2025年に入ると、主として政策支援（予算によれば2025年の政府支出は約4%増）に支えられ成長が加速する見通しです。一方、貯蓄率がコロナ禍前の標準値を大きく上回る水準で推移することから、家計支出の回復ペースは依然として鈍いと予想しています。英予算責任局（OBR）と異なり、当社グループは支出の顕著な増加を予想する理由はほとんどないと考えています。今回の予算案は、イングランド銀行（BoE）が緩やかなペースでのみ利下げすると当社グループの見方を裏付けています。この点と雇用者負担の国民保険料（NICS）の引き上げが賃金の伸びと雇用の重しになると考えられます。2020年代に入ってから家計が体験したショックの大きさを考えると、一定程度残っている傷跡もおそらく家計の消費を慎重にさせていると見えています。

当社グループは、2025年の成長率が1.5%に上昇すると予想していますが、OBRが予測する2.0%を大きく下回っています（図表9）。その先の2026年は、公共支出の伸びが鈍化

し民間支出がその一部を相殺するにすぎないと見られることから、成長率は1.4%に減速する見込みです。当社グループの予想通り、成長率がOBRの予測を下回れば、政府は税収不足を補うため、2026年に再び借入金の増加または増税を余儀なくされる可能性が高いと考えます。

図表9：OBRの成長見通しは楽観的過ぎる



最近の純移民数の急増は対策の厳格化により2025年と2026年には抑制される結果、労働力供給の伸びは鈍化する見込みです。しかし、求人も控え目な程度にとどまると見られます。というのは、最近、ひっ迫する労働市場が離職率を低下させ、民間企業は需要の緩やかな回復に対応するのに十分な人員を確保しているからです。失業率は2025年末で4.5%、2026年末で4.6%に上昇すると見えています。このため、賃金の伸びは鈍化し、2025年は3.7%、2026年は3.3%の伸びを見込んでいます。2025年春の全国生活賃金（英国の法定最低賃金）の6.7%引き上げはわずかな影響しか与えないと見えています。アマゾンや大半の大手スーパーマーケットなど比較的低賃金の企業の賃金は既に全国生活賃金を上回っており、また、労働市場の軟化を踏まえると2024年と比べて今回の引き上げ幅のすべてが賃金上昇に反映される可能性が低いからです。

一方、消費者物価指数（CPI）上昇率は2024年半ばにBoEの目標水準まで低下しましたが、エネルギー価格の（これまでよりは小さい）影響で10月に再び上昇し、年末には2.5%に上昇すると見えています。総合インフレ率は2025年を通してこの水準近辺にとどまる可能性が高く、年間平均で2.5%になる見込みです。最近発表された予算案で概説されている税制改正（学費に対する付加価値税（VAT）、アルコール・タバコ税など）はインフレ見通しを約10ベースポイント（bp）引き上げる見通しです。他方、追加で発表され

た財政措置の間接的影響は、雇用者負担のNICSの引き上げが転嫁される可能性を含め物価圧力を高めると見られます。2026年になると予算の影響が和らぎ、労働市場が引き続き軟化する結果、賃金の伸びが低下し、おそらく企業の利益率も低下する中、インフレ率は2.2%に減速すると見えています。

BOEは2024年の8月と11月の会合で利下げを実施し、政策金利を4.75%としました。英国経済が賃金・価格設定メカニズムを完全に正常化するにはある程度の経済的スラック（需給の緩み）が必要であるとの考えに沿って、BOEは2025年を通じて現在の緩和ペースを維持すると見られます。予算案発表後の予想を上回る成長率とインフレ率、および雇用者負担のNICSの上昇に対する企業の対処を巡る不透明感（価格の引き上げ、賃上げの抑制、雇用の削減、コストの吸収のいずれをとるのか）を踏まえ、BOEはこれらの要因がどのような影響を及ぼすのか時間をかけて見極めるようにすると見えています。

総合すると、英国では2025年に四半期ごとに1回25bpの利下げが計4回実施され、2025年末には政策金利は3.75%になると当社グループは予想しています。2026年は、消費の伸びが小幅であるため、BOEの予想よりも早い時期に過剰供給に陥る可能性が高く、当社グループが予想する米国の大幅な景気減速により状況はさらに悪化すると見えています。その結果、2026年に追加利下げが実施される余地があると当社グループは考えています（もっとも、市場は来年末以降の政策金利をほぼ横ばいと見えています）。当社グループは、第1四半期に追加利下げが1回実施され、政策金利は3.5%になると予想しています。

## カナダ – 過剰生産能力の縮小



**David Page**  
 アクサIM英国 ヘッド・オブ・マクロ・リサーチ  
 アクサIMマクロ・リサーチ

### 主なポイント

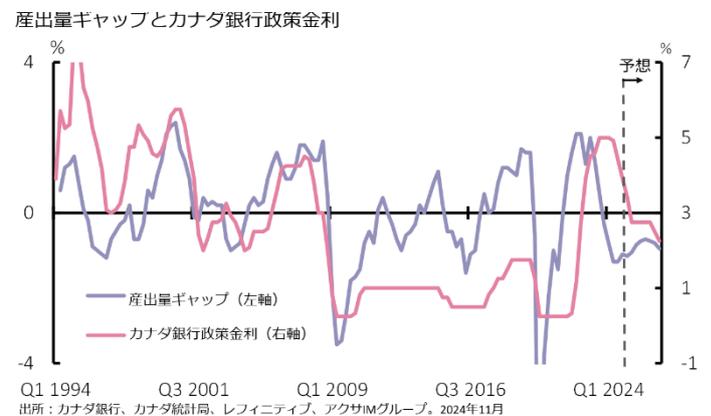
- 2024年に、カナダの国内総生産（GDP）成長率は1.1%に、インフレ率は2%に減速したと思われる。カナダ銀行（BOC）は中立金利に向かって利下げを実施した
- 2025年には、BOCの金融緩和政策により個人消費が伸び、また、米国の成長も手伝って、カナダのGDP成長率を2.1%に押し上げると予想している
- 一方、潜在成長力は弱まっており、また、1.7%の予想インフレにもかかわらず、BOCが2025年3月以降政策金利を2.75%に据え置くと予想しているために、過剰生産能力は縮小すると見ている
- 2026年の成長は米国の景気減速の影響を受ける可能性が高く、成長率は1.7%となり、BOCは利下げを再開して年末までに2.25%にすると予想する

カナダの2024年の国内総生産（GDP）は1.1%増となる見込みで、4月以降の当社グループ見通しと一致しますが1年前の予想を上回っています。インフレ率は下げ足を速め、総合インフレ率は2.0%、コア・インフレ率の中央値は2.4%となりました。目標を上回っているものの、1年前に当社グループが予想した水準よりもはるかに目標に接近しています。これによりカナダ銀行（BOC）は予想以上に速いペースで金融緩和を行うことが可能になりました。2024年末に0.50%の最後の利下げを実施し、政策金利を3.25%にすると見えています。利下げ幅は1年前の当社グループ予想を100ベースポイント（bp）上回っています。BOCの推定によれば需給ギャップが2024年半ばまでにGDPの1.3%に達し、成長率はBOCの推定潜在成長率2.1~2.8%を下回る低さとなりました。BOCはこれによってディスインフレ圧力が強まると考えています。ギャップを埋め、かつインフレ率を目標値付近に留めるため、BOCは政策金利を引き下げ、中立金利（推定1.75~2.75%）に近づけつつあります（図表10）。

多くの要因が、2025年全体を通じて需給ギャップの縮小に寄与すると見られます。第1に、2025年は成長が加速する見込みです。BOCの急速な金融緩和が消費者信頼感の

回復を支え、小売業の客足が増え始めていることを示す証拠がいくつか現れています。実際、BOCの利下げによって住宅ローン環境の逆風が和らぎ、2025年にかけて住宅ローン金利上昇の影響が薄れる一方、インフレの抑制で実質可処分所得が伸びる見込みです。設備投資や住宅投資の先行き見通しについて、当社グループは慎重な姿勢を崩していません。しかし、現時点では2025年のGDP成長率が2.1%に加速すると予想しています。

図表10：需給ギャップ評価に基づくBOCの金融政策



これだけで需給ギャップが解消されるわけではないと考えます。しかし、一時的移民労働者数が足元で減少しているのに加えて、2025~2027年の移民数目標を合計110万人に最近削減したことで一層減速する見通しであるため、BOCは2025年の潜在成長率が1.1~2.4%に低下すると推定しています。当社グループの推定する生産性がBOCよりも低いことを併せ考えると、潜在成長率はBOCのレンジの下限に向かい、その結果、過剰供給が減少し利下げペースが鈍化すると考えられます。世界中で見られる供給環境や労働マッチング、エネルギー市場の改善がカナダでも起きており、インフレ率は当社グループ予想よりも速いペースで低下しています。2024年のインフレ率は比較的順調に低下し平均2.4%になる見込みですが、来年にかけてさらに低下し平均1.7%に達した後、2026年に入り1.9%に上昇すると予想しています。

このため、BOCの利下げに対する意欲は2025年初めには薄れると予想しています。BOCは、金融政策が出遅れないように迅速に緩和した後、経済活動が改善したと認識しています。そのため、早期に0.25%ずつの利下げペースに鈍化させ、BOCが中立金利と推定しているレンジの上

限で利下げを停止する（3月に2.75%）と当社グループは予想しています。

対外情勢が鍵になる可能性が高く、何よりも米国の選挙が重要と見ています。米国の新政権が実施する一連の措置により、BOCがさらに金融緩和を実施する余地は一段と制限されると考えられます。2025年に入ると、米国の関税（カナダは除外されると当社は予想しています。）によって、堅調な成長を続ける米GDPの影響がさらに強まると見込まれます。さらに、現在約20年ぶりの低水準にあるカナダドルの下落は、BOCのFRBからの乖離を限定する役割を果たすと見ています。

カナダも自国の選挙に直面しています。ジャスティン・トルドー首相の少数与党の自由党政権は選挙前に崩壊する可能性があると思います。もっとも、選挙は2025年10月までに実施される予定です。現在（執筆時）の世論調査は、ピエール・ポワリエール氏率いる中道右派の保守党が新たに政権の座に就くことを示唆しています。各政党は公約を発表していませんが、社会保障支出に対する懸念から歳出入バランスが変化する公算が大きく、それが2026年の成長見通しに対するさらなる逆風となる可能性があると考えています。

2026年になると、主に米国経済の減速を背景に成長の勢いが弱まると見られ、当社グループはカナダのGDP成長率を1.7%と予想しています。過剰生産能力が依然として存在する中での外部要因による景気減速はBOCに金融緩和の再開を促す公算が大きく、2026年末の政策金利は2.25%になると予想しています。

## 日本 – 2025年に追加利上げされ、2026年は利上げなしと予想



**Gabriella Dickens**  
 アクサIM英国 G7エコノミスト  
 マクロ・リサーチ

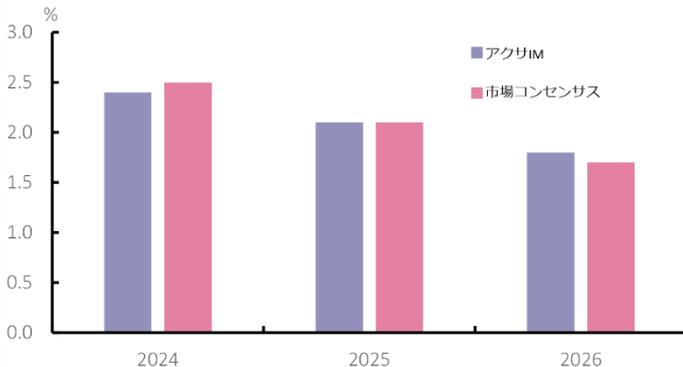
### 主なポイント

- 日本はデフレから脱却したと思われる。2024年に入って賃金と物価の好循環が定着し、インフレ期待が高まっていると見ている
- 2025年は、所得税の課税基準額の引き上げに関して財政投入もあり、成長が加速する見通しながら、家計支出は依然として、消費者が引き続き抱く警戒心によって抑制されると予想
- 日銀は2025年末までに金利をさらに2回引き上げ、0.75%にする公算が大きいものの、その後は成長率とインフレ率がともに低下するため、2026年を通して政策の正常化を停止せざるを得ないと見ている

日本は2024年にデフレから脱却し、賃金と物価の好循環が定着したように見えます。実際、2024年春闘の賃金交渉の結果、ベースアップが3.6%増、総賃金が5.17%増となり、過去10年間の平均（それぞれ0.9%増、2.6%増）を大きく上回りました。企業はまた、コストの上昇を転嫁する意欲を示しました。総合インフレ率は、エネルギー補助金の廃止と再開の影響で1年を通して変動しましたが、生鮮食品とエネルギーを除いた基調的インフレ率は今年、順調に平均2.4%に向かっています（図表11）。労働集約型サービス・バスケットの価格も上昇の兆しを見せました。

図表11：デフレを脱却

日本消費者物価コアインフレ率（生鮮食品とエネルギーを除く）



出所：ブルームバーグ、レフィニティブ、アクサIMグループ。2024年11月

来年も同様の結果になる可能性が高く、日本労働組合総連合会（連合）は総賃金の目標を大企業で5%増、中小企業で6%以上増に設定しています。2024年を通じたインフレ率の低下は、来年の合意に下振れリスクがあることを示していますが、今後数年間は賃金が構造的に上昇する余地があると当社グループは見えています。高齢化に伴う労働力供給の減少で交渉力が高まっており、また、家計や企業のインフレ期待の上昇がこの先数年間のより大幅な賃上げにつながると見えています。当社グループは、2025年と2026年に3%程度のベースアップを見込んでいます。賃金上昇率の高止まり、長期的トレンドを上回る経済成長率、150円近辺で推移する円相場により、来年の基調的インフレ率は平均2.1%になる見通しです。もっとも、より一般的に言って、毎年3%の賃上げの継続的实施（労働力供給の制約がすぐに緩和される可能性が低いことを踏まえると実現可能と見えています）は、試算によれば2%をわずかに下回る基調的インフレ率と整合すると思われる。つまり、2026年の円高予想を併せて考えると、生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価指数の2026年の上昇率は目標をやや下回る1.8%に鈍化する可能性が高いと見えています。

日本経済は、2024年全体では0.3%のマイナス成長に向かっています。安全性検査への懸念に端を発した自動車セクターの工場閉鎖が1～3月期の成長率と在庫を大きく押し下げ、さらに貿易収支が4～6月期と7～9月期の四半期成長率をそれぞれ0.2ポイントと0.6ポイント引き下げました。年初低調だった家計支出は実質所得の回復に支えられて増加し始め、また、企業利益の力強い伸びが設備投資の増加を支えました。

今後について見ると、2025年は新政権の39兆円の財政措置によって政府支出が0.6%程度増加する見通しです。予想される所得税の課税基準額と最低賃金の引き上げは、個人消費の緩やかな回復の動きを支えると思います。ただし、家計支出の伸びは消費マインドの弱さによって制限され、少なくとも実質所得の増加分の一部は貯蓄に回る可能性が高いと考えられます。一方、名目GDP成長率が依然として上昇基調にあるため一段の増益が見込めることや、労働力の減少を代替するテクノロジー投資の必要性が高まっていることから、投資はそれなりに維持される見通しです。しかし、当社グループの予想では2026

年になると米国経済が大幅に減速するため、貿易収支が悪化し、さらに借入コストの上昇によって民間投資と消費が減速すると見えています。2025年の成長率は1.1%となりますが、2026年は減速して0.9%になる見込みです。

賃金と物価の好循環が広く定着し、2025年の成長率が長期的トレンドを若干上回る中、日銀は金融政策の正常化路線を維持し、今年12月と、2025年7月の参議院選挙後の9月にそれぞれ25ベースポイント（bp）の利上げを実施すると当社グループは予想しています。しかし、日銀はそこで金融政策正常化を中断せざるを得なくなると考えています。2026年の米国経済は関税と労働力供給の減少によって大幅に減速し、米連邦準備制度理事会（FRB）は金融緩和を再開すると見られます。そのため、円安圧力が反転しインフレに下押し圧力が中期的にかかる一方、成長の鈍化により国内経済の見通しが不透明になると考えられます。日銀は2026年を通じて政策金利を0.75%で据え置くと当社グループは考えています。

## 中国 – 行き詰まり打開のカギを握る消費者



**Yingrui Wang**  
 アクサIM英国 エコノミスト (中国)  
 アクサIMマクロ・リサーチ

### 主なポイント

- 波乱の年であったにもかかわらず、中国の2024年の成長率は4.9%で、「5%前後」の目標達成に向けて順調に進んでいると見ている
- 今後2年間は、弱い労働市場と不動産価格の下落に対処するための政府による刺激策に支えられ、「政府によって管理された景気減速」が予想される。米国を中心とした外部リスクの高まりも、中国経済の重しとなる可能性があるとしている
- 2025年の成長率は4.5%、2026年は4.1%で、消費者物価指数の平均インフレ率はそれぞれ1.0%、1.6%と緩やかなリフレ（デフレではないが、本格的なインフレでもない状態）傾向になると予測する

### 目標に向けてまたも波乱の道のり

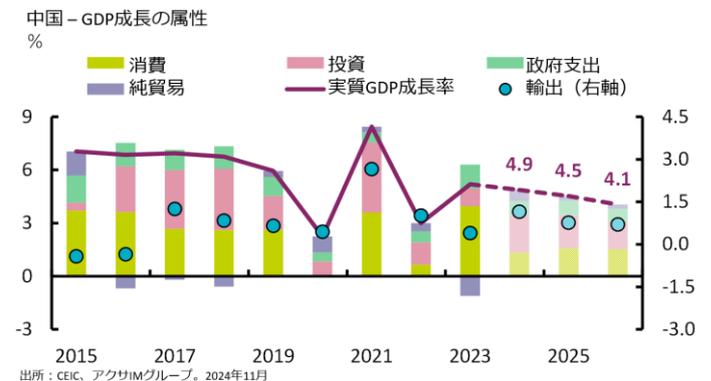
中国では、年間経済成長率目標の達成がすべてのレベルの当局者にとって依然としてパフォーマンス指標の中心になっています。主に政府が主導する力強い投資の勢いにより、経済は2024年前半の終わりまで2024年の目標である「約5%」を達成する軌道に乗っていました。しかし、当初の進捗状況から自信過剰になったのか、あるいは債務圧力の高まりによって制約されたのか、地方政府が第3四半期の初めに投資を抑制したため、この好調な軌道が中断されました。この投資の抑制によって広い範囲で景気減速が生じました。これに対応して、政府は成長目標へのコミットメントを改めて表明し、中央銀行は9月下旬に予想を上回る金融緩和を実施しました。その結果、経済は現在、2024年の成長目標を達成する状況にあるように見えます。

振り返ってみると、2024年の波乱には既視感があります。コロナ禍後の経済再開を背景に、2023年前半は成長に向けた力強いスタートを切りました。しかし、経済再開の効果が弱まる中、勢いを維持するのに十分な政策支援が得られませんでした。政府は2023年10月、経済成長を安定させるため、インフラ投資を中心とした異例の年央での予算調整など、追加刺激策の実施を余儀なくされまし

た。最終的に2023年の成長率は5.2%となり、何とか目標を達成しました。

2024年に直面した経済的障害の多くは、2023年から持ち越されたもので、その後さらに深刻化しています。中国は、国内の障害や外的圧力が高まると見られる中、さらなる大幅な景気減速を回避するため、政策支援に大きく依存する状況が続いています。当社グループの予想では、追加の財政刺激措置が引き続き必要で、かつ、その措置の重心が生産から消費需要に移ると見えています。これを前提とすると、中国経済では「政府によって管理された景気減速」が予想され、2025年に4.5%、2026年に4.1%の成長が見込まれます（図表12）。しかし、ドナルド・トランプ氏の政権復帰による外部リスクの高まりや既に脆弱な国内経済の下で、今後の景気刺激策が遅れたり誤った方向に進んだりすれば、数十年にわたる景気後退につながる債務デフレの罠に中国が危険なほど近づく可能性があるとしています。

図表12：中国経済成長の内訳



### 苦境にある消費者が経済の足を引っ張る

2024年も中国の消費者は苦しい状況に置かれ、富の減少、所得の伸び悩み、限られた政策支援という三重苦からくる悲観的な見方が定着しました。

不動産価格は過去に例のない調整を続け、平均住宅価格は2021年夏のピークから15%下落し、2024年の下落は5%ポイントでした。これは、当社グループが推定していた

市場調整幅全体の約1/3です<sup>3</sup>。中国の家計が歴史的に資産の比較的多くを投じてきた不動産価値の下落は、国内消費に大きな圧力をかけています。これが労働市場で弱まりつつあったコロナ禍後の経済再開の勢いをさらに弱め、個人消費はさらに冷え込みました。失業率は2023年の水準から緩やかに改善しましたが、この数値はより広範な労働市場の状況について限られた情報しか提供していません。2024年を通じて賃金の伸びは特に低調でした。2023年のアップダウンの後、2024年になると低所得者層も賃金の停滞に直面しました。賃金上昇の広範囲にわたる鈍化と悲観的な所得見通しが相まって、消費者はお金の使い方に次第に慎重になっています。

政府の政策は、1年の大半を通じてほぼ無視されてきた家計の需要に焦点を当てています。2024年の7～9月期になってようやく政府は家計支出の低迷とデフレ・リスクの増大を認識し始めました。それでも、大幅な量的緩和措置はまだ実施していません。結果として、消費者マインドの持続的な低迷に表れているように、内需の力強い回復には至っていません。

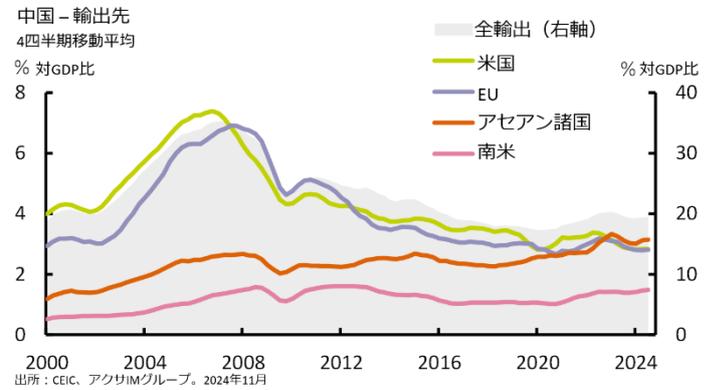
## 海外からの強い逆風

一方、中国の輸出は、特に2024年の2024年4～6月期以降、好調な勢いを維持しています。これは、米国やEU、カナダ、インドネシアが2024年に中国製品への関税を引き上げたことを受け、海外の輸入業者が中国製品への関税引き上げを回避しようと需要を前倒ししたことが一因です。しかし、トランプ氏の政権復帰によって、中国にとってより敵対的な外部環境が再び生じるおそれがあります。

当社グループは、トランプ氏が提案する中国からの輸入品に対する一律60%の関税が完全に実施されるとは予想していません。トランプ氏は、2016年の選挙期間中に中国製品に45%の関税をかけると主張しましたが、最終的には37%しか実施しませんでした。結果として、中国の対米輸出が減少し、中国の国内総生産（GDP）成長率は0.6ポイント低下しました。これには通貨切り下げ（中国人民元は対米ドルで5.2%下落）による一部相殺も含まれます。トランプ氏の2期目でも、選挙運動中の主張と比べた関税政策の実施率は同程度になると予想されます。これは、同様の為替調整の実施を前提とすれば、2018～

2020年に見られた関税引き上げと同程度の関税引き上げが行われ、中国のGDPに同程度の影響を与えることを示唆しています。

図表13：貿易移転が進行中



中国は輸出先を米国以外の市場に移し（図表13）、2018年よりも主要なグローバル・サプライ・チェーンに深く組み込まれています。こういった状況は将来起こりうる米中貿易の混乱に対するバッファーとなると見えています。他国に対する米国のより広範な通商政策も中国の輸出に影響を及ぼす可能性がある点に注目すべきと考えます。米国の貿易スタンスの世界的な厳格化によって中国製品の競争力低下がある程度軽減される可能性があると思います。全体として、予想されるトランプ氏の通商政策によって中国のGDPは0.3～0.5ポイント押し下げられると当社グループは推定していますが、これらの予測は大きな不確実性を伴っていると見えています。

## 国内支出が最後の切り札となるか

投資が主導し輸出によって支えられた中国の成長モデルは、過去30年間にわたる同国の目覚ましい成長に貢献し、長い間同国の経済政策の要でした。しかし、かつてこの成功を支えた環境は大きく変化しました。最近発表された10兆人民元の複数年債務スワップ・プログラム（地方政府の隠れ債務を数年に渡り置き換えるプログラム）は地方政府で高まる債務圧力<sup>4</sup>の緩和を目的としていますが、投資収益率が低下しているため、地方政府は成長を拡大し続けることが難しくなっていると見えています。さらに、都市化の停滞と住宅市場の冷え込みを反映して、インフラ拡大の黄金期の勢いは鈍化しています。輸出がより高価値で先進的技術を用いた製品に移行する中、貿易摩擦

<sup>3</sup> Wang, Y., "Brick by Brick: Unravelling China's property Puzzle", アクサIMリサーチ、2024年5月

<sup>4</sup> Wang, Y., "Bonds, Bridges, and Burdens: China's Local Government Debt in Focus", アクサIMリサーチ、2024年10月

の激化と地政学的力学の変化が次第に大きな障害になりつつあると見ています。

そこで、中国の家計が重要になってくると思います。貯蓄率が世界最高水準にあることから、家計消費は大きく伸びる可能性があると考えています。労働市場を活性化し不動産セクターを安定させる適切な政策があれば、こうした貯蓄の一部が解き放たれる可能性があると思います。もっとも、消費主導の成長へと経済を切り替えるには時間を要すると思います。貯蓄率の上昇は、最近生じた課題だけでなく不完全で限定的な社会的セーフティー・ネットにも起因しており、構造改革が不可欠であることを示していると考えています。このような改革の実施には数十年かかる可能性があり、政府がこのような変革的課題に取り組む意思があるかどうかは不明です。

当社グループの考えでは、「政府によって管理された景気減速」を達成し破壊的な景気後退を回避するには、家計に焦点を当てた景気刺激策によって内需を回復することが最も成功しそうな道であると考えます。2025年3月の全国人民代表大会（全人代）が、追加刺激策が発表される最も有力なタイミングであるように見えます。それまでの間に、当局が国有企業に対し、雇用を支援しより高い賃金引き上げを行うように奨励することも考えられます。これによって、今後数年間にわたる中国の経済成長の緩やかな減速が促進されるだけでなく、消費者物価の小幅な反発が生じる可能性もあると思います。人民元安の助けもあって、インフレ率はデフレに近い今年の水準から2025年には1.0%、2026年には1.6%上昇すると予想しています。

## 新興国市場 – 試される回復力



**Irina Topa-Serry**  
 アクサIMパリ シニア・エコノミスト（新興国）  
 アクサIMマクロ・リサーチ



**Claire Dissaux**  
 アクサIMパリ シニア・ソブリン・クレジット・アナリスト（新興国）  
 アクサIMマクロ・リサーチ



**Danny Richards**  
 アクサIM英国 エコノミスト（アジア新興国）  
 アクサIMマクロ・リサーチ

### 主なポイント

- 新興国市場の成長は2024年には安定し、インフレ圧力は概ね抑制された
- ただし、外部環境には大きな課題があると見ている。それは、米国の保護主義が強まる可能性や、中国の景気減速が続く可能性である
- 2025～2026年の成長率は長期的トレンドを下回り、下方修正されるリスクがあると見ている
- 消費者の需要は底堅く推移すると見ているが、世界貿易を覆う不確実性によって、投資が打撃を受ける可能性があると考えている。需要を支えるための金融緩和の進展は、一部の国では抑制される可能性が高くなると見ている
- 大半の新興国では、近年見られる財政赤字の予想以上の拡大や金利負担の高止まりのため、財政余力はほとんどないと思われる

新興国は、2025～2026年にかけて外部環境の悪化に直面する可能性が高く、その回復力がさらに試されることになるでしょう。新興国は過去5年間、新型コロナやインフレ上昇、2022年の交易条件悪化（エネルギーと食料価格の上昇）といった様々なショックに耐えてきました。2期目のトランプ政権で見込まれる米国の貿易保護主義の強化と、低迷する経済を立て直すために中国の政策当局が直面し続けている問題は、新興国の経済成長を下押しする可能性があると考えています。石油価格は供給の増加やトランプ氏の規制緩和策、世界経済の減速を背景に下落するリスクがある一方、中東の地政学的テールリスク（確率は低いですが、発生すると非常に巨大な損失をもたらすリスク）が原油価格の一時的な急騰を引き起こす可能

性もあると見ています。トランプ氏はウクライナ戦争の終結を約束していますが、解決の条件次第では欧州新興国の安全保障体制に影響が及ぶ可能性があり、その結果、債務比率と金利支払いが上昇する中で防衛支出の拡大が必要になるかもしれません。

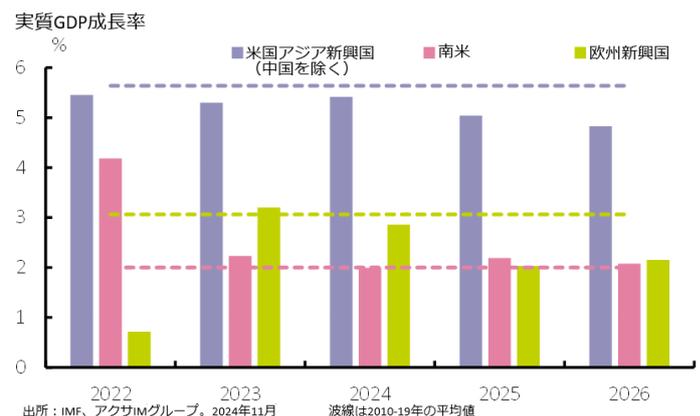
こうした状況を背景に、新興国の政策当局は、インフレの再加速や財政危機を引き起こすリスクを冒すことなく内需を下支えするよう金融・財政政策を調整する一方で、自らが制御できない変化にどのように備え、あるいは対応するかを引き続き検討する必要があると考えます。

過去1年間に新興国では多くの新政権が樹立され、これにより有意義な改革が実施される可能性があると考えています。もっとも、投資を増やすには、競争力と生産性を向上させる構造改革の実行が重要ですが、政策の誤りを回避することも同程度に重要であると見ています。

### 安定を取り戻したが、荒波が待っている

新興国はこの1年間、インフレを抑制しつつ経済成長を元の軌道に戻すという点で大きな成功を収めてきました。しかし、新興国の成長の道筋は、外部からの逆風が強まると大きく軌道から外れる可能性があると考えています。

図表14：成長見通し



2025～2026年の成長率の予想は、対外的課題に直面しても新興国経済の拡大ペースは一定程度の回復力を維持するとの見方を反映しています（図表14）。これは民間消費の伸びに依存する部分が多く、実際、最近の利下げや（ディスインフレと底堅い労働市場を背景とした）実質所得のかなりの増加で消費支出は2025年に増える余地があると思います。もっとも、さらなる金融緩和や財政

支出拡大の余地は限られていると見ています。投資の伸びは、米国の通商政策を巡る不確実性の高まりによって妨げられると見ています。関税が実施され対象国に直接的影響が及ぶまでには時間がかかるかもしれませんが、投資への間接的な影響は2025年にかけて明らかになると見られ、投資計画はトランプ氏の政策がより明確になるまで延期または保留される可能性があると考えます。

米国は約束した規模（中国からの輸入に60%、その他からの輸入に10%）の約1/3の関税を導入するというのが当社グループのメインシナリオです。しかし、この水準でも関税の引き上げは新興国の輸出を大きく制限し、自由貿易を掲げる経済規模が比較的大きい国々はこれまでのペースで成長することが難しくなります。その結果、広範囲にわたる貿易戦争が起きる可能性があります。インドやインドネシアのような経済規模が比較的大きく、かつ国内経済の比率が大きい国々は比較的うまく乗り越えたと見られますが、それでも世界貿易と資本市場に大きな混乱が起きれば影響を受けることとなります。

例外的にプラス成長となる国が他の国の低迷を相殺すると見られます。例えばアルゼンチンは、安定化プログラムが頓挫しなければ、過去2年間のマイナス成長から回復し、2025～2026年に年5%近い成長を達成する可能性があります。コロンビアも、非常に厳しかった国内金融環境が緩和されてきたおかげで内需が回復し、国内総生産（GDP）成長率は2024年の低水準から加速すると予想されます。これによって、ブラジルとメキシコで成長鈍化が見込まれるものの、この地域の平均成長率は押し上げられる見通しです。トルコの経済成長も、現在の正統的な金融政策が実を結び2026年には回復する見込みです。同国では2025年に大幅な利下げが行われ、2026年の成長の回復を下支えすると見られます。

### 関税合戦に巻き込まれる新興国

トランプ氏が米大統領選で大勝したことにより、就任直後から関税引き上げなどの「米国第一主義」の政策を実施できる強固な基盤ができています。中国はこの保護主義の矢面に立たされ、60%の関税をかけると警告されていますが、一方で米国への輸入品に一律10%の関税を課すという主張は広範囲に及ぶ影響を新興国に与えると思われ、もともと、中国製品に対する関税引き上げは競争相手、特に価格面で中国との競争に苦戦しているアジア新興国の製造企業に利益をもたらす可能性がある

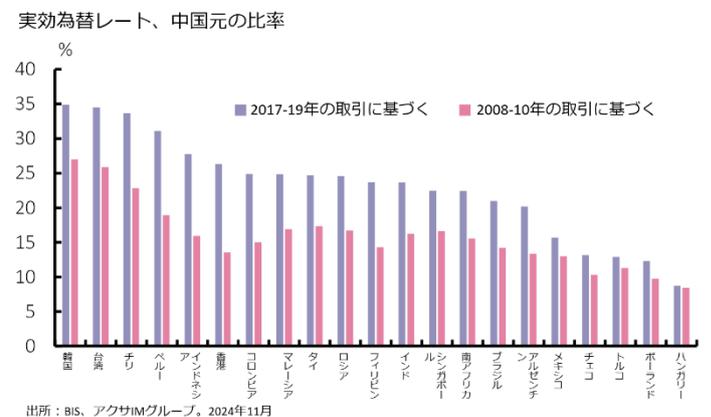
と考えます。ただし、どのような恩恵があるかは今後見込まれる人民元安がどの程度になるかにかかっていると見ています。

最近、新興国の輸出先としての中国の重要性は内需の低迷により低下していますが、それでも中国向け輸出はチリ（2023年の全輸出の39%）、ブラジル（同31%）、インドネシア（同22%）など多くの新興国にとって大きな割合を占めています。その多くは一次産品や原材料、中間財からなり、最終的に中国の鉱工業生産や工業製品輸出に組み込まれます。したがって、中国の輸出に対する制約は、新興国の供給業者に悪影響を及ぼすと見ています。

関税引き上げが実施された場合、米国の需要減少を補うため、中国の輸出業者は製品を他の市場に振り向ける可能性があると思います。新興国の中には、中国からの低コストの輸入品が急増し、国内供給業者の競争力が低下することを懸念して、中国に対して新たな貿易障壁を設けたり、既存の貿易障壁を引き上げたりしようとする可能性が考えられます。インドネシアは既にこうした措置を講じています。しかし、これは、新興国からの輸入の比較的大きな割合を占め、東南アジアへの外国直接投資（FDI）を増やしている中国から報復措置を受けるリスクがあると見ています。

人民元のさらなる切り下げの見込みが新興国・中国間の貿易環境の潜在的変化を増幅させ、新興国通貨は広範囲にわたって圧力を受ける結果、輸入に依存している国や多額の米ドル建て債務を抱える国の脆弱性が高まると見ています。人民元は現在（執筆時）、新興国の実効為替レート指数の通貨バスケットで以前よりはるかに大きなウェイトを占めています（図表15）。

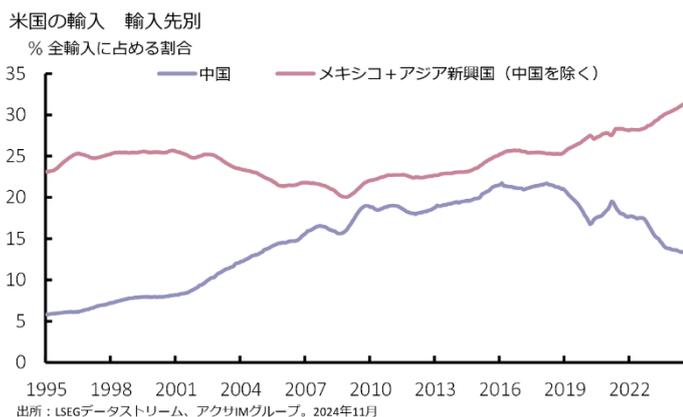
図表15：中国元の動きに対する脆弱性が増加



## サプライチェーンの再構築が新興国への投資を促進

トランプ政権1期目に米中貿易戦争が始まって以来、米国に商品を届けるサプライチェーン（供給網）の大規模な再構成が行われています。2018年初頭には、中国は米国の輸入の22%近くを占めていましたが、2024年半ばにはそのシェアは13%に低下しました（図表16）。他の新興国、特にベトナムやマレーシアなどの東南アジア諸国およびメキシコが中国に取って代わりました。他の要因も影響していますが、この移行に重要な貢献をしたのは、中国製品がこれらの他国を経由するようになったことです。当初は、これらの国の製造業者や貿易業者が加工に最小限追加するという形をとっていたかもしれませんが、最近では中国の製造能力がこれらの国へ移転する形でもサプライチェーンの再構築が行われています。こうした動きは欧州の新興国でも見られ、例えば中国は欧州連合（EU）の関税引き上げを受けてハンガリーでの電気自動車（EV）生産に投資しています。さらに、東南アジアと中南米へのFDI合計額が増加している一方で中国へのFDIが減少していることは、「チャイナプラスワン」戦略の一環として投資が中国から新興国にシフトしていることを大筋で示しています。この動きは、中国からの輸出品に対する関税を引き上げるといったトランプ氏の計画によって新たな勢いを得る可能性があります。

図表16：米国における新興国のシェア拡大



もっとも、米国の通商政策が関税の逃げ道を取り締まることへの警戒感もあります。既にジョー・バイデン大統領の下でそうになっています。2023年8月、中国メーカーが反ダンピング関税と相殺関税の支払いを回避するため、東南アジア市場経由で太陽光発電製品を出荷していたことが米商務省の調査で明らかになりました。

トランプ氏は、このような調査を行わずに重い罰則を科す可能性があります。トランプ氏は選挙運動中、米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）の貿易合意を無視して、メキシコから輸入される中国製EVに100%の関税を課すと発言しました。USMCAは2026年7月に見直しされる予定であり、そのときは間違いなく中国のメキシコへの投資の取扱いが焦点になると見られています。それに先立ち、トランプ氏は対中政策や移民政策で自らの政権に有利な結果を得るため、関税の引き上げや貿易協定の厳格化を警告として使う可能性が高いでしょう。

近年、対米貿易黒字が拡大している他の国々も、トランプ氏が保護主義的な対応をとるリスクに直面しています。特に顕著なのが韓国と台湾で、人工知能（AI）への投資が引き続き増加傾向で半導体の需要が旺盛であることから、両国はテクノロジー輸出を推進し続けています。米国と台湾、韓国との関係には安全保障上の要素も絡んでいます。米台関係が複雑化する前兆はトランプ氏の7月の発言にありました。トランプ氏は、世界の半導体取引に占める台湾の圧倒的地位に不満を述べる一方で、台湾が米国によって中国の脅威から守られている費用を米国に支払うべきであると主張しました。一方、トランプ氏は1期目に、韓国が米国の北朝鮮に関連する安全保障上の支援にただ乗りしていると非難し、韓米自由貿易協定を再交渉した実績があります。

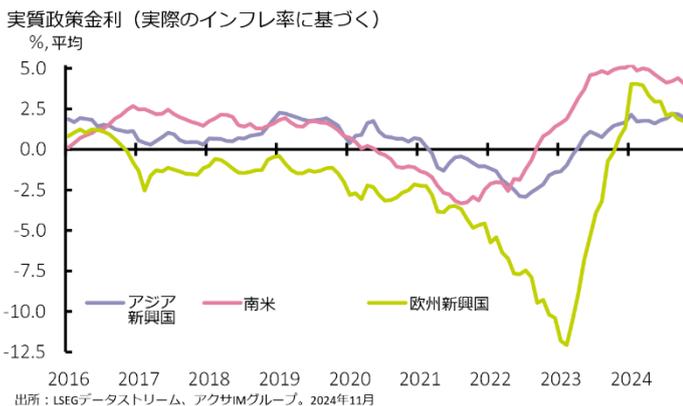
## 新興国の中央銀行は利下げに慎重になる

米国の選挙結果がどうであれ、新興国は既に米国やユーロ圏、中国の景気減速見通しに直面していました。トランプ氏の選挙勝利を受け、当社グループの基本見通しでは、米国の成長率が2024年の2.8%から2025年には2.3%、2026年には1.5%に減速し、中国のGDP成長率は2024年の4.8%から2025年には4.5%、2026年には4.1%にそれぞれ減速すると見ています。ユーロ圏は引き続き低迷する公算が大きく、2025～2026年の成長率は1%強の上昇にとどまる見通しです。このように外部環境が弱いため、新興国の内需は支援を必要としています。個人消費の伸びは大半の新興国でコロナ禍前の水準を上回っていますが、新興国全体ではGDP成長率への個人消費の寄与度はコロナ禍明けの回復時のピークから着実に低下しています。外部環境の悪化を踏まえると、政策当局にとっての課題は、インフレ圧力が再燃するリスクが生じたり、債務返済リスクへの投資家の懸念が高まるほど財政状況を悪化させ

たりすることなく、財政・金融手段を活用して国内経済を支援することと見えています。

インフレ率が全般的に目標まで低下する（または目標に接近する）中、大半の新興国の中央銀行は利下げを行っており（比較的顕著な例外はブラジル）、緩和サイクルは現在かなり進行しています。しかし、短期インフレ率予想に基づく実質金利はメキシコ、コロンビア、ブラジル、南アフリカ、ハンガリー、ペルー、チェコ共和国などで推定中立金利を依然として大幅に上回っています。サービスのインフレ率の粘着性を踏まえると、中南米や欧州の主要新興国の一部ではインフレ鎮静化の最終局面が難航する可能性があると考えています。もっとも、ほとんどの新興国では、成長率とインフレ率が低下していることから引き締めスタンスを緩和する金融政策が実施される見込みです（図表17）。

図表17：実質政策金利はまだ比較的高い<sup>5</sup>



しかし、新興国の中央銀行は、財政リスク（これによりブラジル中銀は金融引き締めに着手）や外部リスクを含む金融安定性リスクにも留意すると見られます。トランプ氏の税制・貿易・移民政策がインフレに及ぼす影響のため、FRBは2025年の利下げに慎重になり、米ドル高が続くと見えています。この米国の政策金利の高止まりとドル高は新興国の金融緩和を遅らせ、引き締めの政策スタンスを長引かせる可能性があります。インドは、内需が底堅いため、世界の主要新興国の中で金融緩和を最も遅く開始する国の一つになりそうです。中央銀行であるインド準備銀行が10月の金融政策決定会合で流動性スタンスを“緩和措置の撤廃”から中立に変更したことは、ようやく利下げが行われることを予見させますが、同行はインフレ率を持続的に目標内に収めることを重視すると考

<sup>5</sup>アジア新興国：韓国、台湾、インド、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン

えられるため、利下げサイクルは浅い目になる可能性があると考えています。

### 財政拡張余地は限定的

新興国は各国とも政府債務比率と借入コストがここ数年上昇し、財政余力が限られてきていると見えています。最悪の場合、需要刺激策を実施しようとする試みが裏目に出る可能性があると思われます。財政赤字の拡大が債務の持続可能性への懸念を引き起こし、金利を上昇させるならば、経済成長と債務返済能力に悪影響が生じかねません。ブラジルの動きから明らかのように、金融政策と財政政策の今後の道筋は相互に関係しています。ブラジルの財政積極主義はインフレ期待を押し上げ、インフレ目標を掲げる中央銀行の利上げにつながりました。同様に、メキシコでは、中央銀行がこれまでの漸進的な金融緩和政策を継続できるかは、政府が財政赤字の削減に成功するかどうにかかっています。メキシコの新政権は財政赤字を2024年のGDP比5.9%（推定）から2025年には同3.9%に削減する計画ですが、この計画は経済成長と石油生産に関する楽観的な予測に基づいています。

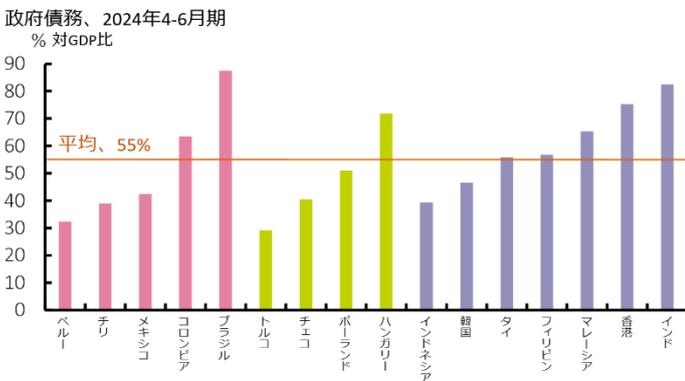
新興国は財政再建が遅れ、財政余力を取り戻せていません。今年も新興国の財政規律は全体として改善しませんでした。国際通貨基金（IMF）が10月に発表した「財政モニター」によると、新興国における景気循環要因調整後の一般政府の基礎的財政赤字は2024年にGDP比でさらに0.1%拡大して3.6%となり、2019年のGDP比2.7%の赤字を大きく上回っています。新興国は全体として見ると、2025年と2026年に関して財政支援を行おうとするのではなく財政緊縮化による信頼性の回復を重視しています。特に、メキシコとトルコは大規模な財政再建に取り組むと見られます。トルコの場合、財政政策と金融政策が歩調を合わせてインフレ率を持続的に低下させる必要があり、マクロ経済の安定性を維持しようとするならば成長率の低下を許容することがカギになると見えています。メキシコの場合、歳出削減を中心とした緊縮財政政策が、外的環境の悪化が見込まれる時期に計画されており、内需と成長の重しとなると考えられます。

インドの赤字は徐々に削減されています。しかし、比較的高水準の政府債務（2024年半ば時点でGDPの82%）と相

中南米：メキシコ、ブラジル、コロンビア、チリ、ペルー  
欧州新興国：ポーランド、チェコ共和国、ハンガリー

対的に大幅な赤字が相まって、インドは新興国の大国の中でブラジルと並んで借入余地が最も少ない国の一つと見られます（図表18）。この点は、比較的高い名目GDP成長率が見込まれるインドにとってそれほど懸念材料ではないかもしれませんが、ブラジルはより厳しい状況になりつつあると見ています。長期的な成長率は改善傾向ですが、債務が減少し始めるにはブラジルの基礎的財政収支が顕著に改善する必要があると考えます。しかし、義務的支出の急増を考えるとこれは難しい課題であると思われる。

図表18：財政余力の欠如はインドとブラジルで最も顕著



出所：IMF、アクサIMグループ、2024年11月

タイは2025年に財政赤字を拡大させる計画を既に立てている数少ない新興国の一つで、IMFによると、景気循環要因調整後の財政赤字は2024年のGDP比2.5%から2025年には同3.9%に上昇する見通しです。タイ経済はコロナ禍以降特に低迷しており、2024年8月に就任したペートンターン・シナワット首相は消費拡大に向けて現金給付を中心とした財政出動を実施しています。タイの対GDP政府債務比率は過剰な水準ではないものの（2024年半ば時点で56%）、家計債務がGDP比91%と新興国の中で最高水準にあり、財政刺激策の効果を制限する可能性があると考えています。

## 構造改革は見返りを伴う

コロナ禍以降、構造改革は優先的な政策課題となっていません。また、米国の保護主義が今後拡大することを考えると、新興国の政策は自国が制御できない外部の動向や変化の影響を受け続けると見込まれます。とはいえ、2025～2026年の間に実施される選挙は比較的少なく、2024年には多くの新政権が新たに、または引き続き複数年の任期を得たことから、長期的視点に立って有意義な改革を実施する可能性があると考えています。

2024年中に現れたいくつかの改革の動きは、成長力を徐々に強化すると考えられます。南アフリカの新政権は、エネルギーと物流の改革に取り組んでおり、自国経済の供給面を改善し長期的な成長率を高めようとしています。エジプトは、マクロ経済と財政の安定化と成長率の上昇の両方を目指して補助金削減や税制改革、民営化、為替制度の柔軟化など、構造改革の課題に取り組んでいます。ナイジェリアでは、ボラ・ティヌブ大統領の政権が2023年から実施してきた補助金改革と為替制度の柔軟化が実を結び始めています。アルゼンチンでは、ハビエル・ミレイ大統領が生産品市場を自由化し、歳出削減により急激な財政健全化を行いました。この財政健全化は為替レートと相まって、インフレ率を比較的大幅に低下させ、経済活動が回復するための舞台を整えました。

新興国経済の近年の回復力の一因は1990年代後半に始まった改革にあり、独立した中央銀行や金融市場の開放、柔軟な為替制度が経済を保護する主要なバッファーとして機能しています。しかし、より困難で潜在的に不人気な改革のいくつか、特に土地や労働市場、税制については、後回しにされています。例えば、インドは近年、FDI拡大を誘致するのに苦労していますが、この一因は（最近の自由化に向けた取り組みや法人税減税にもかかわらず）インドで事業を行う上で広範な課題が依然として存在し、また農業・土地改革が進んでいないことにあります。しかし、進歩を成し遂げた市場は概ね報われています。例えばブラジルの場合、販売税制を簡素化した過去の財政改革や2016年の労働市場改革などを背景に、IMFは同国の長期的な成長率を2%から2.5%に引き上げました。

新興国の成長見通しは政治環境の安定、あるいは少なくとも不安定化や不確実性につながる動きを回避できるかにも依存しています。ハンガリーについては、今年2024年に、法の支配に対する懸念を理由に凍結されているEU基金の解除に関する進展が見られませんでした。ハンガリーとEUとの関係は依然として紛糾しています。2010年から政権の座にあるビクトル・オルバン首相は2026年4月まで選挙を迎えることはありませんが、最近の世論調査では中道右派の新党「ティサ」がオルバン首相の「フィデス」党を上回る支持を集めている為、オルバン首相が挽回の為に反EUの強硬な主張をさらに強めるリスクが高まっていると思われる。ハンガリーの現在の景気後退は、ドイツからの需要の低迷、自動車セクターへの特化、及び厳しいマクロ経済政策の結果です。しかし、脆弱な

統治能力の為にEUとの対立が長期化しており、ハンガリーは公共投資の資金を調達することや、グリーン経済などの分野で成長機会を活かすことが妨げられています。

中南米では、2024年6月の選挙で圧勝したメキシコのクラウディア・シェインバウム大統領が、前大統領が着手した司法改革（裁判官公選制の導入）やその他の憲法改正を進めています。こういった動きは外国からの投資という面でメキシコの魅力を低下させ、ニア・ショアリング（生産拠点を最終消費地に近いところに移転させること）の可能性を損ない、2026年に予定されるUSMCA（米国・メキシコ・カナダ協定）の見直しを巡る不確実性を高めかねないとしています。

### 明るい材料

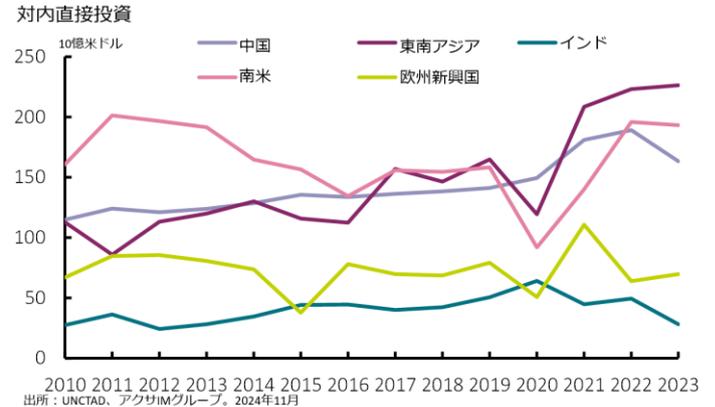
新興国の見通しを評価するに当たって画一的なアプローチは過度な単純化のリスクを伴うと思います。しかしそれを承知で言えば、外部環境の悪化による負の影響を回避できる新興国はほとんどないものの、内需の回復が進み、全体的な成長率は（大半の新興国で長期的トレンドを下回るものの）概ね現在の水準を維持すると見られます。トランプ氏が貿易保護主義の警告を本気で実行に移したり、広範な貿易戦争が起きたりする場合は、新興国にとって明らかに下振れリスクがあると思います。しかし、トランプ氏の公約が当初の交渉材料にすぎないことが判明したり、中国の経済のリフレ化が進展したりする場合は、上振れするリスクもあると見ています。

ポジティブな成長ストーリーを描ける新興国の一つはインドです。同国経済は過去10年間で回復力を増しており、ナレンドラ・モディ首相が2024年の選挙でさらに5年の任期を確保したことから、現在の投資促進政策が継続されると見ています。これにインドの消費市場の拡大を加えると、年間成長率は6%を超える見込みです。インドネシアも年間5%前後の成長が続く見通しです。財政状況（比較的低い水準の赤字と債務）を考えると、インドネシアのプラボウォ・スビアント新政権は、経済支援策を比較的实施しやすい環境にあり、国内の付加価値向上を目的としたインフラ政策や産業政策への支出は続くとしています。

アジアの他の地域では、韓国と台湾がAI投資ブームの恩恵を受けており、両国の先進的な半導体メーカーの売上がテクノロジー輸出の力強い回復を牽引しています。非

テクノロジー輸出は勢いを失っているように見える一方、AIへの投資は中期的に持続すると見られ、この地域全体のテクノロジー製造企業にプラスの波及効果をもたらすと見ています。

図表19：東南アジアへのFDIの増加



また、製造各社が今後の米国やEUの保護主義的措置を回避するためにサプライチェーンを中国から移転させ続けているため、新興国へのFDIが引き続き増加する可能性があります（図表19）。中国企業が絡んでいけばトランプ政権（およびEU）の関心と呼ぶとしても、競争力のある新興国へのFDIは、サプライチェーンの再構築が進むにつれて増加する可能性があります。それほど競争力がない国は、FDIを誘致するために緊急の、しかし困難な改革に着手するべきと考えます。

アルゼンチンは楽観的な成長ストーリーが描ける国とまでは言えませんが、同国のショック療法的な改革施策はアニマル・スピリット（企業家の野心的な意欲）を経済に解き放つことを目指しています。ミレイ大統領の当初の政策パッケージは議会の与党勢力が弱いため希薄化されたとはいえ、同大統領は規制緩和や労働市場改革を含む構造改革を導入しました。アルゼンチンでは2025年10月に議会の中間選挙が予定されていますが、ミレイ大統領はこれまでのところ予想以上に底堅い国民の支持を得ており、改革を推進するためのより強固な足場を築く可能性があるとしています。

### 予想の概要

実質国内（域内）総生産（GDP） %	2024年*		2025年*		2026年*	
	アクサIM	市場コンセンサス	アクサIM	市場コンセンサス	アクサIM	市場コンセンサス
<b>世界全体</b>	<b>3.2</b>		<b>3.2</b>		<b>2.8</b>	
<b>先進国経済</b>	<b>1.6</b>		<b>1.7</b>		<b>1.4</b>	
米国	2.8	2.6	2.3	1.8	1.5	2.0
ユーロ圏	0.8	0.7	1.0	1.2	1.3	1.4
ドイツ	-0.2	0.0	0.3	0.7	1.0	1.3
フランス	1.1	1.1	0.7	1.0	1.0	1.3
イタリア	0.5	0.8	0.4	0.9	0.8	1.0
スペイン	3.1	2.7	2.8	2.0	2.5	1.7
日本	-0.3	0.0	1.1	1.2	0.9	0.9
英国	0.9	1.0	1.5	1.3	1.4	1.5
スイス	1.6	1.4	1.5	1.5	1.4	1.6
カナダ	1.1	1.1	2.1	1.7	1.7	2.1
<b>新興国経済</b>	<b>4.1</b>		<b>4.0</b>		<b>3.8</b>	
中国	4.9	4.8	4.5	4.4	4.1	4.2
<b>アジア（中国を除く）</b>	<b>5.4</b>		<b>5.0</b>		<b>4.8</b>	
インド	6.9	6.8	6.6	6.6	6.5	6.6
韓国	2.2	2.4	1.7	2.1	1.3	2.2
インドネシア	5.1	5.0	5.0	5.0	4.9	5.1
<b>南米</b>	<b>2.0</b>		<b>2.2</b>		<b>2.1</b>	
ブラジル	3.0	2.9	1.9	2.0	1.8	2.2
メキシコ	1.4	1.5	1.2	1.3	1.0	2.0
<b>欧州新興国</b>	<b>2.9</b>		<b>2.0</b>		<b>2.2</b>	
ロシア	3.6	3.5	1.3	1.6	1.2	1.3
ポーランド	2.5	3.1	3.1	3.7	2.7	3.5
トルコ	2.4	3.1	2.6	2.7	3.4	3.6
<b>その他新興国</b>	<b>2.7</b>		<b>4.0</b>		<b>3.8</b>	

出所：Datastream、IMF、Bloomberg、アクサIMマクロ調査。2024年11月27日現在 \*：予測

消費者物価（CPI）上昇率、%	2024年*		2025年*		2026年*	
	アクサIM	市場コンセンサス	アクサIM	市場コンセンサス	アクサIM	市場コンセンサス
<b>先進国経済</b>	<b>2.6</b>		<b>2.4</b>		<b>2.4</b>	
米国	2.9	2.9	2.8	2.2	3.2	2.3
ユーロ圏	2.4	2.4	1.9	2.0	1.7	2.0
中国	0.3	0.5	1.0	1.3	1.6	1.6
日本	2.4	2.5	2.1	2.0	1.8	1.7
英国	2.5	2.5	2.5	2.3	2.2	2.0
スイス	1.2	1.2	1.2	1.0	1.4	1.0
カナダ	2.4	2.5	1.7	2.1	1.9	2.1

出所：Datastream、IMF、Bloomberg、アクサIMマクロ調査。2024年11月27日現在 \*：予測

中央銀行金融政策決定会合 開催日と予想変化%（予想金利%）								
		24年11月27日現在	2024年1-12月期		2025年1-6月期		2025年7-12月期	
			24年11月27日現在	24年1-12月期	25年1-6月期	25年7-12月期	26年1-6月期	26年7-12月期
米国 FOMC	日程	4.75	12月18日	1月29日、3月19日 5月7日、6月18日	7月30日、9月17日 10月29日、12月10日	1月28日、3月18日 4月29日、6月17日	7月29日、9月16日 10月28日、12月9日	
	政策金利		-0.25 (4.50)	-0.25 (4.25)	据え置き	-0.25 (4.00)	-0.50 (3.50)	
ユーロ圏 ECB	日程	3.25	12月12日	1月30日、3月6日 4月17日、6月5日	7月24日、9月11日 10月30日、12月18日	2月5日、3月19日 4月30日、6月11日	7月23日、9月10日 10月29日、12月17日	
	政策金利		-0.25 (3.00)	-1.00 (2.00)	-0.50 (1.50)	据え置き	据え置き	
日本 日銀	日程	0.25	12月19日	1月24日、3月19日 5月1日、6月19日	7月31日、9月19日 10月30日、12月19日	1月、3月 5月、6月	7月、9月 10月、12月	
	政策金利		+0.25 (0.50)	据え置き	+0.25 (0.75)	据え置き	据え置き	
英国 イングランド銀行	日程	4.75	12月19日	2月6日、3月20日 5月8日、6月19日	8月7日、9月18日 11月6日、12月18日	1月、3月 5月、6月	7月、9月 10月、12月	
	政策金利		据え置き (4.75)	-0.50 (4.25)	-0.50 (3.75)	-0.25 (3.00)	据え置き	
カナダ カナダ銀行	日程	4.75	12月11日	1月29日、3月12日 4月16日、6月4日	7月30日、9月17日 10月29日、12月10日	1月、3月 5月、6月	7月、9月 10月、12月	
	政策金利		-0.50 (3.25)	-0.50 (2.75)	据え置き	据え置き	-0.50 (2.25)	

出所：アクサIMマクロ調査。2024年11月27日現在

## 2025年イベント・カレンダー

2025年	日にち	イベント
1月	1日	米国債務上限延長期限
	3日	米第119議会
	6日	米連邦議会、選挙人の投票結果を集計
	20日	米大統領就任式
2月	10-11日	AIアクション・サミット
	23日	ドイツ連邦議会選挙
3月	27日	世界貿易会議
4月	25-27日	世界銀行春季会合
5月		英国地方選挙
		スコットランド議会選挙
6月		ポーランド大統領選挙
		G7サミット
	24-25日	北大西洋条約機構（NATO）サミット
7月	27日	参議院選挙
9月		G20サミット
	9日	国連総会
10月	17-19日	世界銀行年次総会
	20日	カナダ総選挙
11月		ブラジル COP30
2026年	日にち	イベント
2月	5日	新戦略核兵器削減条約（New START）失効
3月		フランス地方選挙
4月		ハンガリー総選挙
	16-19日	世界銀行春季会合
5月	1日	ベトナム選挙（予定）
	15日	パウエル FRB 議長失効
6月	22-26日	国際経済学協会世界大会
7月	1日	米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）初の見直し
10月		ブラジル選挙
	16-18日	世界銀行年次会議
11月	3日	米中間選挙

**ご留意事項**

本資料は情報提供のみを目的としており、特定の有価証券やアクサ・インベストメント・マネージャーズまたはその関連会社による投資、商品またはサービスを購入または売却するオファーを構成するものではなく、またこれらは勧誘、投資、法的または税務アドバイスとして考慮すべきではありません。本資料で説明された戦略は、管轄区域または特定のタイプの投資家によってはご利用できない可能性があります。本資料で提示された意見、推計および予測は掲載時の主観的なものであり、予告なしに変更される可能性があります。予測が現実になるという保証はありません。本資料に記載されている情報に依存するか否かについては、読者の独自の判断に委ねられています。本資料には投資判断に必要な十分な情報は含まれていません。

**投資リスクおよび費用について**

当社が提供する戦略は、主に有価証券への投資を行いますが、当該有価証券の価格の下落により、投資元本を割り込む恐れがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動によっては投資元本を割り込む恐れがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。

また、当社の投資運用業務に係る報酬額およびその他費用は、お客様の運用資産の額や運用戦略（方針）等によって異なりますので、その合計額を表示することはできません。また、運用資産において行う有価証券等の取引に伴う売買手数料等はおお客様の負担となります。

**アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社**

金融商品取引業者 登録番号: 関東財務局長（金商）第16号

加入協会: 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、日本証券業協会