Promotional material published by Metzler Asset Management

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook week 12

March 19, 2025

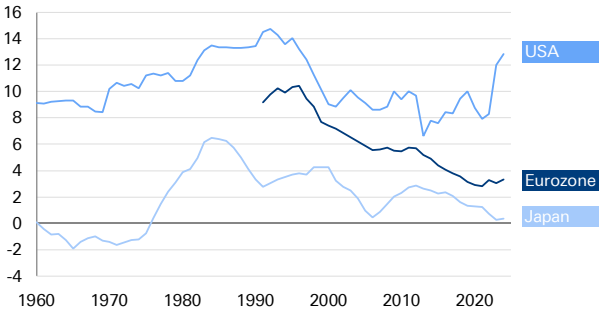
金融政策は財政にとってリスクとなるのか？

各国の利払い負担は問題となるのだろうか？

金融政策の主な目的の 1 つは物価の安定です。しかし、中央銀行が金利水準を決定することは、政府の利払い負担に大きな影響を与え、それによって間接的に財政政策にも影響を及ぼします。

昨年、米国政府は発行済み国債全体を通じて、平均 3.8%の金利を支払いました。政府収入と比較した米国の純利払い額は、2022 年以降の政策金利の引き上げにより、2024 年には大幅な増加が見られました。現在、米国の政策金利は依然として 4.35%であるため、発行済み国債における金利負担額は今年もさらに上昇する可能性があります。メッツラーの試算によると、過去最高水準であった 1992 年の水準が今年、または 2026 年に更新される可能性があります。そのため、足元の高い政策金利は徐々に問題になりつつあります。

異なる政府の利払い負担
政府の純利払い額（政府収入に対する割合）



Sources: OECD, Metzler; Status: December 31, 2024

日本では状況は異なり、政府債務が高水準であるにもかかわらず、政府収入に対する純利払い額は非常に低水準にとどまっています。これは、日本政府が約 1 兆米ドルの米国債を保有し、多額の利子収入を得ているためです。同時に、政策金利は依然として 0.5%と低いため、日本政府の利払い負担も依然として非常に小さい状況です。そのため、日本銀行が政策金利を引き上げたとしても、当面は大きな問題にはならないと考えられます。

ユーロ圏においても、政府の利払い負担は依然として過去最低水準に近い状態です。2024 年には、発行済み国債全体の平均金利は約 2.0%でした。欧州中央銀行（ECB）の政策金利は現在 2.5%ですが、今後数カ月以内に 2.25%、あるいは 2.0%まで引き下げられる可能性も十分にあります。

そのため、ユーロ圏においても政府の利払い負担は深刻な状況にはありません。最近の 10 年物国債利回りの上昇も、この状況を根本的に変えることはないでしょう。ただし、ドイツが「財政の蛇口」を開放したとしても、イタリアやフランスのような国々は、より積極的な財政削減努力を行うべきです。

3 つの主要中央銀行の動向

1.FRB：難しい舵取りを迫られる米金融政策

米国ではインフレが依然として高止まりしています。2 月のコア個人消費支出（PCE）デフレーターは 2.8%に加速すると見込まれ、FRB のインフレ目標からさらに乖離する可能性があります。このような環境では、利下げを実施するのは難しく、今週水曜日の FOMC では利下げは行われないと予想されます。

一方で、経済の先行きに対する不確実性は増しています。特に、ドナルド・トランプ大統領の関税政策の影響により、「トランプ不況（Trumpcession）」の懸念も浮上しています。我々は、現時点では米国の経済成長率は 1.0～1.5%程度に減速すると見込んでおり、今後の消費動向が焦点となりそうです。また、金融政策の影響を大きく受ける住宅市場の動向にも注意が必要です。

加えて、割高な米ドルと関税政策による不確実性が製造業を圧迫し、トランプ大統領が関税政策で目指した方向とは逆の効果をもたらしています。3 月 18 日に発表された鉱工業生産指数は、製造業生産指数が 1 年ぶりの大幅な伸びとなり、関税政策に伴う不確実性が高まる中でも、製造業が安定化の兆しを見せていることを示唆しています。今後発表予定のフィラデルフィア連銀指数（3 月 20 日発表予定、日本時間）の結果も注目されます。

総じて、FRB にとっては極めて困難な環境が続いています。景気が減速することで利下げに繋がる可能性がある一方で、インフレの再加速は利上げを示唆しています。現時点では、メッツラーは 2025 年中の利下げは行われ

ないと予想しており、その結果、金融政策が財政にとってさらなる負担となる可能性があります。

2.日銀：利上げの可能性と財政への影響

日本の長期にわたるデフレ時代は、ついに終わりを迎えたようです。現在の焦点は、インフレ率（CPI、3月21日発表予定、日本時間）がどの水準で安定するかという点です。実際に、コアインフレ率は2024年7月の1.9%から2025年1月には2.5%へと加速しています。そのため、日本銀行は実質金利が過度にマイナスにならないよう、適切な対応を取る必要があります。

この状況を踏まえ、日銀が年内に政策金利を段階的に1.5%まで引き上げる可能性は十分にあると、我々は考えています。しかし、米国の関税政策が日本にどの程度影響を及ぼすのかがまだ不透明であるため、3月18、19日の金融政策決定会合での利上げは見送られる可能性が大きいでしょう。

ただし、仮に利上げが実施されたとしても、日本の政府財政にとって大きな問題にはならないと考えられます。

3.イングランド銀行（BoE）：慎重な姿勢を維持

イングランド銀行も、しばらくの間は様子見の姿勢を取る可能性が高いです。最近、英国のインフレは若干ながらも再加速しています。一般的に、英国の財政は圧迫されており、政策金利の引き下げは財政にとって助けになると考えられます。

2024年の英国の利払い額は、政府収入の約5%に達しており、ユーロ圏や日本と比較してかなり高い水準です。英国は2024年に発行済み国債の平均金利が2.8%であり、比較的低い水準である一方で、政策金利は4.5%であることから、今後数年で英国の利払い負担が大幅に増加する可能性は高いと考えられます。

中国とユーロ圏の経済状況

今週、Sentix経済期待指数が大きく上昇しました。これは、ドイツの防衛費とインフラ支出に関する発表によって、市場がドイツ経済の成長に対して楽観的な見通しを高めたためだと考えられます。メッツラーは、この楽観的な見通しが、今後のZEW指数（火曜日）や消費者信頼感（金曜日）にどのように反映されるかに注目しています。重要なポイントは、連邦議会と連邦参議院で、新たな財政プログラムが、必要とされる三分の二の多数を獲得できるかどうかです。

また、中国からの経済データにも注目が集まります。小売売上高や鉱工業生産（いずれも3月17日発表予定、日本時間）の発表が予定されています。

メッツラー・アセット・マネジメントGmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

1.) 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
2.) 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
3.) 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
4.) 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があり、投資元本を割り込むこともあります。
5.) 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
6.) 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
7.) 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があり、当社はその変更等に起因する損
8.) 害について一切責任を負いません。
9.) 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
10.)本資料に紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
11.)本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
12.)本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2　富国生命ビル23階
Tel：03-3502-6610（代表）Fax：03-3502-6616
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第467号
W25-010