株式会社 DZH フィナンシャルリサーチ
東京都中央区明石町 8 番 1 号　聖路加タワー32 階

June 2, 2025

ECB 関税協議決裂時には中立金利未満に利下げ

米英・米中合意で安心感が広がりやすいが、報復リスクや財政出動の遅れに注意＝第一生命経済研究所・田中 理氏

今回は、第一生命経済研究所 経済調査部の首席エコノミスト・田中 理氏に、対米通商交渉においてヨーロッパが置かれている状況や、金融マーケットへの影響についてうかがった。財政規律の緩和などで対応しようとしているものの、国防費を中心とした財政が出てくるまでは時間がかかり、年後半の景気は一時的にマイナス成長に陥る可能性がある。当面は金融政策頼みで、ECB は現在 2.25%にある預金ファシリティ金利を中立金利の下限である 1.75%まで下げることは確実、その後は関税協議と報復措置次第との見方。関税協議が早々に決着したイギリスの通貨ポンドが買われている。政権交代後、ネガティブなニュースが多かったが、ここにきてポジティブなニュースも増えている。財政出動が困難で金融政策頼みだが、当初想定対比で利下げペースが緩やかになる可能性が高まっている。以下、インタビュー要旨。（為替情報部・関口宗己）

■DZH 関口：日本も含めて各国がアメリカと貿易交渉を進めていますが、欧州が置かれている状況についてお話をうかがいたいと思います。

■田中氏：日本とヨーロッパが置かれている環境は似ているようで異なる。いずれもアメリカへ多くの輸出をしており、アメリカにとっての貿易赤字相手になる。EU（欧州連合）は 1 つの関税体系なので 1 地域としてみてよい。アメリカは対 EU で巨額の貿易赤字を抱えていて、赤字は日本を上回り、中国に次いで 2 番目の貿易赤字となっている。

日本は基本的に報復など行わない形でアメリカと協議を進めていくと思う。それに対して EU は少し日本と違って、交渉を優先しつつも、報復の可能性を排除していない。報復を基本的に排除して臨んでいる日本と異なっている。

ヨーロッパとアメリカの関税交渉のスタンスは中国と日本の中間的なところにある。米欧ともに報復のエスカレートは望んでいない。協議が進んでいないことを受け、トランプ大統領は当初 20%としていた EU 向けの相互関税を 50%に引き上げる可能性を示唆するなど、揺さぶりをかけている。

EU 以外のヨーロッパ諸国では、イギリスはアメリカにとって貿易黒字相手になる。上乗せ関税なし、自動車の低関税枠などで早々に合意した。

アメリカ側から EU に対しては、日本が要求されるのと同じようにアメリカにとっての貿易赤字を減らす対応をまず求められる。現地生産の拡大であったり、アメリカからの輸入拡大であったりといった非関税障壁も含めた赤字軽減が求められる。

EU に対してはもう 1 つ、国防費の増額が要求される。これはトランプ第 1 期政権のときから言われているが、NATO（北大西洋条約機構）同盟国として地域の安全保障においてより大きな貢献が求められる。アメリカに比べて多くのヨーロッパ諸国は GDP 比などでみてそれほど国防費が大きくない国もある。NATO の目標にも達しておらず、それをさらに上回るような国防費の増額をアメリカ側は求めている。ヨーロッパがどのように対応するのか、まずは交渉の場に立って、報復措置の発動を停止するが、うまくいかなければ報復も辞さないといったスタンスで交渉することになるだろう。

報復の準備は進めている。相互関税以前にアメリカが発動した鉄鋼・アルミに対する関税への報復措置については、アメリカに歩調を合わせて 90 日間停止をした。相互関税についても、報復措置の準備を進めている。仮に交渉がうまくいかなかった場合は、いったん報復措置が発動され、その後に継続協議をして、関税引き下げで合意する可能性が高い。

あと報復措置の一環とは EU は言っていないが、アメリカのテック企業に対する課税を強化する動きもある。これは前々から調査していたことで、調査が終わったのでそれを公表したという形にはなるが、将来的に報復措置を考える上では、このあたりの金額をさらに上げるとか、対象の企業を拡大するといったことも視野に入ってくる。

というのも、EU はアメリカに対して巨額の貿易黒字を抱えているが、実はサービス収支でいうと巨額のサービス赤字を抱えている。となると報復関税という形でアメリカと同じように EU が関税を引き上げて対抗するにしても、それほどかけられる品目が多くない。金額としても大したことはない。関税を引き上げた場合、国内の企業や家計がアメリカ製品を輸入する際のコストが上がってしまう。EU にとってネガティブな影響もある。

本レポートはお客様への情報提供のみを目的として作成したもので、売買の勧誘を目的としたものではありません。実際に投資をなさる場合の最終ご判断は、お客様ご自身でご判断なさるようお願い致します。本レポートを原因とするお客様の直接あるいは間接的損失および損害については一切補償には応じません。　Copyright DZH Financial Research, Inc.

株式会社 DZH フィナンシャルリサーチ
東京都中央区明石町 8 番 1 号　聖路加タワー32 階

■関口：このあたりの流れが経済、そして金融市場へ及ぼす影響についてはどのようにみていますか。

■田中氏：経済環境についてはまず前段階としてヨーロッパは主要先進国・地域のなかでは最も景気の弱い地域であるが、そこが今年に入って少し良くなるのではないかとの期待が生まれていた。

背景にあるのは関税ではなく、ドイツを中心とした財政転換で、これまでがんじがらめの財政規律で緊縮的な財政運営をしていたところから、すでに発表しているが財政政策を転換するような形につながる規律の見直しを決めた。

特に構造不況に陥ったドイツでは、新政権が発足し、経済の立て直しが至上命題なので、企業の税負担や社会保障負担あるいは行政事務負担を軽減するほか、国防費やインフラ関連を中心に歳出を拡大することで景気を浮揚させたいと考えている。

市場はそれを先取りするようにヨーロッパの回復期待を織り込んでいた。ドイツだけでなく EU 全体が国防費の増加に向けた財政規律の緩和を検討している。そのあたりの期待感から景気は戻ってくるのではないかとみられていた。

20%から 50%に引き上げられた EU 向けの関税がフルに掛かってくる可能性は低いが、対米貿易赤字の英国と異なり、対米貿易黒字の EU については、上乗せ関税なしの 10%を上回る関税率で決着する可能性があり、輸出への悪影響は避けられない。

何をアメリカへ輸出しているのかだが、自動車・化学製品・機械類・医薬品といったところが多い。自動車についてはすでに 25%の関税、医薬品については今のところ適用外だが今後かかってくることはアメリカの方から表明されている。

この辺りについてどこまで対象品目を絞り込めるのか、関税の引き上げ幅自体も圧縮できるのか次第で影響が大分変わってくる。まったく上がらないということはないので、影響としてはネガティブな部分の方が上回りそうだ。

財政政策の転換について話したが、ドイツがすでに合意・発表して法律を通したのは、国防費を財政規律の対象から除外するということと、本予算外で使うことができるインフラあるいは気候対策にあてる特別基金を設立するということ。

これはドイツにとって大転換といってよいが、すぐに出てくるのかというと、そこはちょっと微妙。例えば、国防費でドイツ軍の装備が老朽化しているから新しくしようとしても、決めてすぐにどこからか買い付けるのは、そこらのコンビニへ行って物を買うのとはわけが違い簡単ではなく、少し時間が掛かる。

同じようにインフラもしかりで、計画を作っても、執行段階でお金が出てくるのはまだ先。新政権がようやく発足した段階であり、そもそも選挙になった背景が、連立政権が崩壊したためでもあり、今年は暫定予算で走っている状況。改めて今年度の予算を策定するとともに、秋には来年度の予算審議も本格化する。

その過程で、具体的な歳出拡大につながる施策がどのタイミングで出てきそうかを確認することになる。ドイツの新政権の議会基盤は脆弱で、政権発足時の首相指名投票はいったん否決される異例の事態となった。今後、具体的な予算協議を進める過程で、財政拡大が市場の想定ほど進まないリスクもある。財政転換の効果が出てくるのは来年以降で、目先については、むしろ関税の悪影響が出てくると考えておいたほうがよい。

その関税の影響については、相互関税の発表後にヨーロッパの経済指標で出ているものは、それほど悪くなってはいない。それは相互関税の適用が 90 日間延長されたので、取りあえずその間はアメリカへ駆け込みで輸出を進めてしまおうということが 1 つの支えになっているようだ。

それが剥落した段階で最終的にはやはり失速してくるため、年後半のヨーロッパの景気は厳しい。財政政策の効果が出てくるまでの間、一時的にマイナス成長になってもおかしくない。

EU 全体の国防費の増加も時間が掛かりそうだ。

ヨーロッパの中には相変わらず財政状況がよくない国があるので、自国で国債を増発して国防費に充てるかというと、金利にも影響が及ぶし、他のものに使う資金も減ってしまう。それは避けたいとして、EU 債を発行し、加盟国に国防費増額のための資金を提供することが検討されている。ただ、財政不安を抱える一部の国は、返済が必要な融資ではなく、返済が不要の補助金の形での資金提供を求めている。当然、反対する国もあって議論はまだこう着状態にある。

6 月に首脳会議があるが、そこで決まるのか、もう少し時間がかかるのか、まだそういった段階にある。EU レベルでみてもまだ時間がかかりそうだ。

ECB（欧州中央銀行）は今後もしばらくは利下げを継続していくことになるだろうが、米中間の関税合意を受け、景気の下振れリスクがやや後退したため、これまでの連続利下げからのペースダウンが想定される。ECB は、中立金利を 1.75%から 2.25%の間にあると考えている。4 月の利下げで預金ファシリティ金利は 2.25%と中立金利の上限に到達した。6 月に追加利下げで 2.00%まで引き下げた後、7 月は追加利下げを見

本レポートはお客様への情報提供のみを目的として作成したもので、売買の勧誘を目的としたものではありません。実際に投資をなさる場合の最終ご判断は、お客様ご自身でご判断なさるようお願い致します。本レポートを原因とするお客様の直接あるいは間接的損失および損害については一切補償には応じません。　Copyright DZH Financial Research, Inc.

送り、スタッフ見通しの発表月である 9 月に利下げを再開し、預金ファシリティ金利を 1.75%と中立金利の下限まで引き下げると予想する。次の見通し発表月の 12 月時点では、関税の悪影響で景気が下押しされる可能性があるが、関税協議が決着していれば、手控えられていた経済活動が再開するほか、年明け以降の財政拡大もみえてくる。関税協議が暗礁に乗り上げていない限り、いったん 1.75%で利下げは打ち止めとみる。関税協議が暗礁に乗り上げ、景気の下振れリスクが高まっている場合には、12 月の追加利下げで預金ファシリティ金利は中立金利を下回る 1.5%に引き下げられよう。

その後については、報復措置がいったん発動された場合も改めて関税協議が決着するか、報復のエスカレートに向かうかによって、シナリオは大きく異なってくる。関税協議が決着し、財政出動の効果が出てくるのであれば、今度は金融緩和をしすぎているということになるだろうから、比較的速やかに政策金利の水準を中立金利の水準へ戻してくると考えている。

■関口：景気に圧迫感が先行し、金融マーケットにも圧力が生じるようなことになりそうですね。

■田中氏：相互関税の発表で金融マーケットに動揺が広がり、かなり調整したが、その後は状況をみつつ大分戻してきている。戻る中でヨーロッパのアセットは、米国からの資金の振り替えもあり、DAX が最高値水準まで戻すなど、資金が入りやすい状況にはある。

トランプ政権が進める政策がドルの信認も弱めかねない状況であるし、これまで一方的にドル資産に資金が流れていたところで、資産を分散する過程で消去法的にヨーロッパのアセットに買いが入っている。関税引き上げが直撃し、ドイツ景気はへたしたら 3 年連続のマイナスかもしれない状況下で、DAX をどこまで買い進められるかといった話はもちろんある。確かに自動車や化学製品など関税がかかってくるセクターは厳しいものの、国防関連やサービス業などは財政政策の転換による押し上げが期待できる。関税協議で報復の応酬のようなことにならなければ、今後も DAX は堅調な地合いを維持すると思う。

ただ、ヨーロッパは申し上げた通り、日本とスタンスが異なるので、いったん喧嘩する可能性もある。その時は金融マーケットも動揺することになる。

いったん喧嘩するとして、それがどのくらいの程度でどのくらいのスパンになるのか見極めは難しいが、7 月が 90 日間の交渉の期限なので、そのあたりの中である程度確認ができると思う。

通貨についてもドル高是正のような形および、パウエル FRB（米連邦準備理事会）議長を辞めさせるといったような信認を弱めるような対応がアメリカから出てくる中でユーロは買われたが、アメリカもドルの信認が一方的に崩れるといったことは望んでいないはずなので少し収まってきている。そこが崩れないのであれば、単に利下げだけを考えれば、ECB は政策金利をまだ下げ、FRB は少し慎重な感じなので、それほどユーロ高が進行していく感じにはならない。

あと、ヨーロッパ固有のリスクについていえば、ドイツで新政権が発足したが政治環境は安定していない。極右政党の支持率は伸びていて、世論調査で首位になっている。首相の選出投票も初回は否決されるなど議会基盤は脆弱で、連立政権の議会基盤も脆弱で、政治環境は安定していない。

フランスも一時のような感じではないが、7 月になり選挙解禁の時期になれば政権降ろしのような動きが表面化する可能性がある。

景気自体は当面、財政が出てくるまでは時間がかかりそうなので景気が悪化していく中、一部財政規律の柔軟適用のようなことはあるが、やはり財政状況が良くない国においては財政再建が進まず、国防費については一応財政規律の適用を除外するようなことが言われてるものの、他にも財政赤字拡大要素はあり赤字は悪化方向。ソブリンの信用リスクが高まりやすい。フランスを中心に引き続き格下げリスクもある。

その他の小さな国についても、極右政党が台頭している国がある。EU 全体の意思決定が難しくなる。政治リスク・財政リスクについて引き続き警戒が必要となる。

■関口：為替などにおいてユーロ買いが先行する場面もありましたが状況を鑑みると、それがどこまでも強まっていく状況にはなりにくいですね。

■田中氏：アメリカ一人勝ちのような状況だったところからすれば修正が入ることはわかる。だが、積極的にユーロ資産を買いにいくことに不安がないのかといえば、そうでもない。純粋に金融政策の方向性でいっても、ECB は金利を下げていく方向。そこも含めれば、アメリカサイドのネガティブな状況がある程度落ち着けば、それほど一方的にユーロ高が進むとは考えにくい。

イギリスは米国との関税交渉が早々に決着したほか、インドとの FTA 合意、EU との離脱協定の見直しなど、幾つか前向きな動きも出てきている。ただ、EU が財政出動に舵を切ろうとしているのに対して、イギリスは出そうとしても出せない。トラス（元英首相）・ショックの余波があり、スターマー政権下ではむしろ増税などの対応が必要となっている。負の遺産を引き継ぐ形で誕生した政権であり、財政による景気の下支え

本レポートはお客様への情報提供のみを目的として作成したもので、売買の勧誘を目的としたものではありません。実際に投資をなさる場合の最終ご判断は、お客様ご自身でご判断なさるようお願い致します。本レポートを原因とするお客様の直接あるいは間接的損失および損害については一切補償には応じません。　Copyright DZH Financial Research, Inc.

は難しい。そうなるとやはり金融政策頼みの感が強く、政策金利の水準も BOE（イングランド銀行、中央銀行）は ECB に比べてまだ高いので利下げ余地もある。ECB より BOE の方が年間の利下げ幅は大きくなっていくだろう。

■関口：米英の交渉が進んだとの報道が伝わった際にポンドが買われる場面もありましたが、利下げ余地からすればポンドが買い進まれていく状況にはなりにくいかもしれませんね。

■田中氏：現在の政策金利の水準を考えると、イギリスの方が EU よりも利下げ余地はある。ただ、関税を巡るポジティブなニュースフローに加えて、イースター休暇の時期や温暖な天候などの特殊要因にも支えられ、英国は経済指標が全般に上振れしている。追加利下げに慎重な BOE の高官発言も伝わり、BOE の利下げペースが当初想定よりもマイルドになるとの見方から、ポンドが買われている。

■関口：利下げ余地だけでは判断できないですね。（了）

本レポートはお客様への情報提供のみを目的として作成したもので、売買の勧誘を目的としたものではありません。実際に投資をなさる場合の最終ご判断は、お客様ご自身でご判断なさるようお願い致します。本レポートを原因とするお客様の直接あるいは間接的損失および損害については一切補償には応じません。　Copyright DZH Financial Research, Inc.