2025 年 2 月 20 日

２０２５－２０２６年度経済見通しについて
～トランプ政権下で揺れる世界経済～

株式会社明治安田総合研究所（社長　森本 律子）は、２０２４年１０－１２月期のＧＤＰ速報値の発表を踏まえ、２０２５－２０２６年度の経済見通しを作成いたしました。
主要ポイントは以下のとおりです。

１．日本のＧＤＰ成長率予測

実質ＧＤＰ成長率：２０２５年度 １．２％　２０２６年度 １．１％

名目ＧＤＰ成長率：２０２５年度 ３．２％　２０２６年度 ２．５％

２．要点

①トランプ政権の経済政策運営への不透明感は拭えないが、米国内のインフレ加速や世界経済の腰折れに直結するような高関税策は避けられるというのがメインシナリオ。米国経済は、良好な所得環境に支えられた個人消費や、AI 関連の設備投資等がけん引する形で、見通し期間を通じ、2%程度とされる潜在成長率を上回る成長が続くと予想。欧州経済は、内外需とも力強さを欠くなか、緩慢な回復にとどまるとみる。中国経済は、政策支援以外にさしたる好材料がないなか、勢いを欠く推移が続くと予想。

②日本の景気は、2026 年度にかけて緩やかな回復基調が続くと予想。ただ、高めの賃上げが期待できる一方、実質賃金の安定的なプラス転換には苦戦する見込みで、個人消費は当面一進一退の推移にとどまるとみる。住宅投資は、住宅価格の高止まりや住宅ローン金利の上昇が足かせとなる。設備投資は、半導体関連投資等を下支えに堅調推移を予想。輸出は、今一つ冴えない海外景気を背景に軟調な推移が続こう。

③日銀は、今年中に 1.00%まで追加利上げを実施した後、様子見姿勢に転じるとみる。米国は年内に政策金利を 4.00%（上限）まで、ユーロ圏は 1.75%まで引き下げると予想。

＜主要計数表＞

	２０２３年度	２０２４年度		２０２５年度		２０２６年度	
	実績		前回		前回		前回
実質成長率	０．７％	０．８％	０．３％	１．２％	１．３％	１．１％	１．０％
成長率寄与度							
・内需	▲０．７％	１．０％	０．９％	１．０％	１．３％	１．１％	０．９％
・外需	１．４％	▲０．２％	▲０．６％	０．１％	▲０．０％	▲０．０％	０．１％
名目成長率	４．９％	３．７％	２．９％	３．２％	２．９％	２．５％	１．９％

※前回は２０２４年１１月時点の予測

ご照会先
㈱明治安田総合研究所
経済調査部
電　話▶03-6261-7947　ＦＡＸ▶03-3511-3200
Ｅメール▶yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp
ﾎｰﾑﾍﾟｰｼﾞ▶https://www.myri.co.jp/

GDP成長率・主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

（前期比）

	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度	2024年度		2025年度				2026年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	0.7%	0.8%	1.2%	1.1%	0.7%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%
前期比年率	0.7%	0.8%	1.2%	1.1%	2.8%	1.2%	0.6%	0.6%	1.2%	1.4%	1.0%	0.9%	1.1%	0.9%
前年同期比	0.7%	0.8%	1.2%	1.1%	1.2%	2.2%	1.6%	1.3%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%
民間最終消費支出	▲ 0.4%	0.8%	0.9%	1.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
民間住宅投資	0.8%	▲ 1.1%	▲ 0.8%	▲ 0.2%	0.1%	0.1%	▲ 0.7%	▲ 0.4%	0.1%	▲ 0.3%	0.1%	▲ 0.2%	0.1%	0.2%
民間設備投資	▲ 0.1%	2.1%	2.5%	2.4%	0.5%	0.9%	0.5%	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.5%	0.4%	0.4%
政府最終消費支出	▲ 0.8%	1.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	▲ 0.3%	2.1%	▲ 0.1%	0.7%	▲ 0.3%	0.5%	0.5%	▲ 0.9%	0.3%	0.6%	0.4%	▲ 0.7%	0.6%	0.3%
財貨・サービスの輸出	2.9%	1.8%	2.1%	1.6%	1.1%	0.3%	0.4%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
財貨・サービスの輸入	▲ 3.3%	3.1%	1.5%	1.9%	▲ 2.1%	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
名目GDP	4.9%	3.7%	3.2%	2.5%	1.3%	1.0%	1.2%	0.1%	0.4%	0.8%	1.2%	0.1%	0.4%	0.6%
GDPデフレーター（前年比）	4.2%	2.8%	2.0%	1.4%	2.8%	3.0%	2.6%	2.2%	1.8%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%

（前期比寄与度）

	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度	2024年度		2025年度				2026年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	0.7%	0.8%	1.2%	1.1%	0.7%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%
民間最終消費支出	▲ 0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
民間住宅投資	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	▲ 0.0%	0.3%	0.4%	0.4%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
政府最終消費支出	▲ 0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	▲ 0.0%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%
民間在庫品増加	▲ 0.4%	0.0%	0.0%	0.1%	▲ 0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
純輸出	1.4%	▲ 0.2%	0.1%	▲ 0.0%	0.7%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%
財貨・サービスの輸出	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸入	0.8%	▲ 0.6%	▲ 0.3%	▲ 0.4%	0.5%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%

（兆円、2015年暦年連鎖価格）

	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度	2024年度		2025年度				2026年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	555.9	560.4	567.0	573.0	562.5	564.2	565.0	565.9	567.5	569.4	570.9	572.2	573.9	575.1
民間最終消費支出	296.7	298.9	301.6	304.7	299.5	300.0	300.3	301.0	301.9	303.1	303.7	304.5	305.1	305.5
民間住宅投資	18.6	18.4	18.3	18.2	18.5	18.5	18.3	18.3	18.3	18.2	18.3	18.2	18.2	18.3
民間設備投資	91.2	93.1	95.5	97.8	93.1	94.0	94.5	95.2	95.8	96.4	97.1	97.6	98.0	98.4
政府最終消費支出	118.0	119.8	120.3	120.8	119.9	120.1	120.2	120.2	120.4	120.5	120.6	120.7	120.9	121.0
公的固定資本形成	26.0	26.5	26.5	26.7	26.4	26.5	26.6	26.4	26.4	26.6	26.7	26.5	26.7	26.8
民間在庫品増加	0.6	0.6	0.7	1.0	0.2	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9	1.1	1.1
純輸出	4.6	3.3	4.1	3.9	5.1	4.7	4.6	4.2	4.0	3.8	3.8	3.7	3.9	4.1
財貨・サービスの輸出	112.1	110.7	112.4	114.5	115.0	115.4	115.8	116.2	116.8	117.2	117.6	118.1	118.6	119.1
財貨・サービスの輸入	107.4	110.7	112.4	114.5	110.0	110.6	111.2	112.0	112.8	113.4	113.9	114.3	114.6	115.0

2. 主要指標予測

	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度	2024年度		2025年度				2026年度			
		予測				予測								
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	▲ 1.9%	▲ 0.7%	1.8%	1.1%	▲ 0.9%	3.9%	1.7%	2.4%	1.7%	1.5%	1.3%	1.1%	1.0%	0.9%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	2.8%	2.7%	2.4%	1.9%	2.6%	2.9%	2.8%	2.5%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%	1.9%	1.8%
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 6.6	▲ 5.3	▲ 4.5	▲ 3.6	▲ 1.1	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.9	▲ 0.8
経常収支(季調値、兆円)	25.9	29.8	29.6	29.2	8.2	7.3	7.4	7.4	7.5	7.5	7.4	7.3	7.2	7.2
完全失業率(季調値:平均)	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%
WTI原油価格(ドル/バレル、※)	78	76	74	77	72	70	72	74	75	75	75	77	78	78

※年度は平均値、四半期は期末値を記載

3. 海外経済指標予測総括表

		2023年	2024年	2025年	2026年	2024年	2025年				2026年			
				予測			予測							
						10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	2.9%	2.8%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%	2.0%	1.8%	2.2%	2.5%	2.6%	3.0%
	個人消費支出	2.5%	2.8%	2.6%	2.2%	4.2%	2.2%	1.8%	1.5%	1.4%	2.2%	2.7%	3.0%	3.8%
	住宅投資	▲ 8.3%	4.2%	▲0.2%	1.5%	5.3%	▲ 1.7%	▲ 2.0%	2.3%	1.5%	2.0%	1.6%	1.3%	1.0%
	設備投資	6.0%	3.7%	2.2%	2.5%	▲ 2.2%	3.6%	2.2%	3.0%	2.8%	2.6%	2.4%	2.2%	2.0%
	在庫(寄与度)	▲ 0.4%	▲0.1%	0.0%	0.0%	▲ 0.9%	0.1%	0.3%	0.0%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%
	純輸出(寄与度)	0.5%	▲0.4%	▲0.2%	▲0.1%	0.0%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%
	輸出	2.8%	3.2%	2.5%	1.9%	▲ 0.8%	2.5%	2.4%	1.8%	1.8%	1.5%	2.0%	2.3%	2.7%
	輸入	▲ 1.2%	5.4%	3.1%	1.9%	▲ 0.8%	3.0%	2.2%	2.0%	1.8%	1.5%	2.0%	2.2%	2.6%
	政府支出	3.9%	3.4%	3.1%	2.4%	2.5%	3.2%	2.8%	3.0%	2.0%	2.7%	2.3%	2.0%	1.8%
	失業率(※)	3.6%	4.0%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.2%	4.2%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
	CPI(総合、※)	4.1%	3.0%	2.7%	2.4%	2.9%	2.7%	2.8%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%	2.4%	2.3%
	政策金利(誘導目標上限、期末値)	5.50%	4.50%	4.00%	4.00%	4.50%	4.50%	4.25%	4.25%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	0.4%	0.7%	1.0%	1.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
	家計消費	0.6%	0.9%	1.6%	1.7%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
	政府消費	1.5%	2.2%	1.1%	1.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
	固定投資	1.6%	▲ 2.0%	1.3%	1.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%
	純輸出(寄与度)	0.3%	0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%
	輸出	▲ 0.7%	1.1%	0.9%	0.8%	0.7%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%
	輸入	▲ 1.3%	0.2%	2.3%	1.8%	0.8%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%
	失業率(※)	6.6%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.2%	6.3%
	CPI(総合、※)	5.5%	2.5%	2.1%	1.9%	2.4%	2.2%	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	2.0%
	政策金利(期末値)	4.00%	3.00%	1.75%	1.75%	3.00%	2.50%	2.00%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%
英国	実質GDP成長率(前期比)	0.4%	0.9%	1.1%	1.2%	0.1%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
中国	実質GDP成長率(前期比)	5.2%	5.0%	4.5%	4.3%	1.6%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%
豪州	実質GDP成長率(前期比)	2.1%	1.1%	1.9%	2.6%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

日本経済

（フェロー チーフエコノミスト　小玉　祐一、エコノミスト　藤田　敬史）

○10－12 月期の実質 GDP 成長率（一次速報）は前期比＋0.7%（年率換算：＋2.8%）と 3 期連続のプラスとなったが、輸入が減少した影響が大きく、主要需要項目は総じて力強さを欠く結果となった。

○景気は 2026 年度にかけて緩やかな回復が続くとみる。まず個人消費は、実質賃金の安定的なプラス転換が難しく、緩やかな回復にとどまると予想する。実質賃金が安定的にプラス圏で推移するためには、2025 年度に 2024 年度以上の賃上げ率が実現するか、もしくは物価の伸び鈍化が必要となるが、食料品の値上がり等による物価の高止まりが予想され、当面、個人消費は一進一退の推移にとどまるとみる。

住宅投資は、住宅価格の高騰が続いていることに加え、日銀の利上げ継続に伴い、住宅ローン金利の上昇が続くとみられることも逆風となり、停滞気味の推移が続くと予想する。

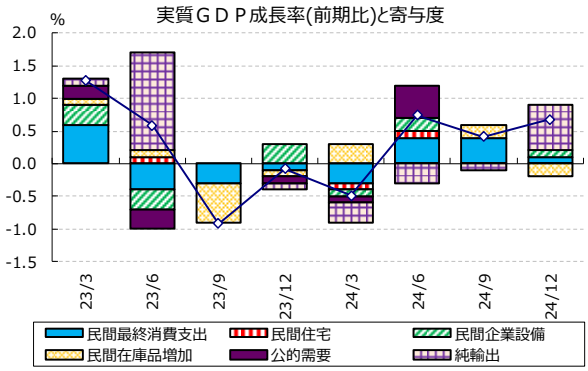
民間設備投資は、人手不足や資材価格の高騰が足かせとなり、なかなか波に乗れない状況が続いているが、製造業、非製造業とも引き続き力強い計画が示されている。デジタル化の加速を受けた半導体関連投資等が下支えとなることで、2025 年度から 2026 年度にかけては、高めの計画に従う形である程度堅調な推移が期待できる。

公共投資は、人手不足が足かせとなる状況が今後も続くとみられるが、近年、公共工事の予算に大きな変動はないことから、2025 年度から 2026 年度にかけても均せば高水準での横ばい圏内の動きが続くと予想する。

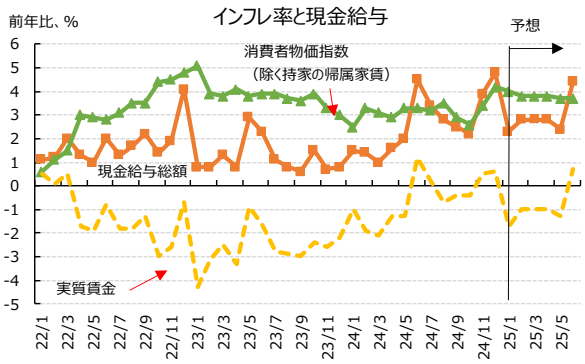
輸出は、海外景気の弱さから当面、軟調推移とみる。中国景気の停滞は長期化が予想されるのに加え、欧州景気の回復ペースも予想以上に鈍い。米国向け輸出の勢いも足元では鈍っている。また、トランプ政権の関税政策がどの程度の広がりと深さを見せるのか、現状では不透明感が強く、2025 年度も輸出は停滞気味の推移が続く可能性が高い。

○見通しの最大のリスク要因は、トランプ政権の経済政策運営である。関税政策等が世界経済を悪化させる可能性がある一方、トランプ減税の延長等により米景気の好調が予想以上に長く続く可能性もある。当面はアップサイド、ダウンサイド双方のサブシナリオを視野に入れ、注視していく必要がある。

○日銀は、1 月 23－24 日に開催された日銀金融政策決定会合で、0.25%の追加利上げに踏み切った。今後は 7 月と 12 月に 2 回の追加利上げを実施すると予想する。日銀自身が中立金利の下限と想定している 1%に達した後は、しばらくすえ置くとみる。



(出所)内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」



（出所）e-Stat、連合より明治安田総研作成、5人以上の事業所。予想は明治安田総研

米国経済

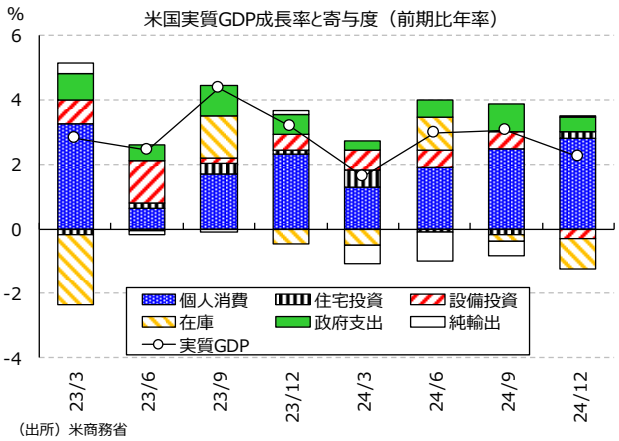
（エコノミスト　前田　和孝）

○2024 年 10－12 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率＋2.3%と、前期（同＋3.1%）から伸びが鈍化した。もっとも、個人消費は同＋4.2%と前期（同＋3.7%）から伸長しており、米景気は総じて底堅いと言える。今後については、株高などに伴う良好な所得環境が個人消費を下支えするほか、設備投資は AI 関連を中心としたソフトウェアや情報処理機器などの投資需要がけん引役になると見込まれる。住宅投資は金利の高止まりで低迷が持続するとみられるものの、米景気は見通し期間を通じて 2%程度とされる潜在成長率を上回る推移が続くと予想する。

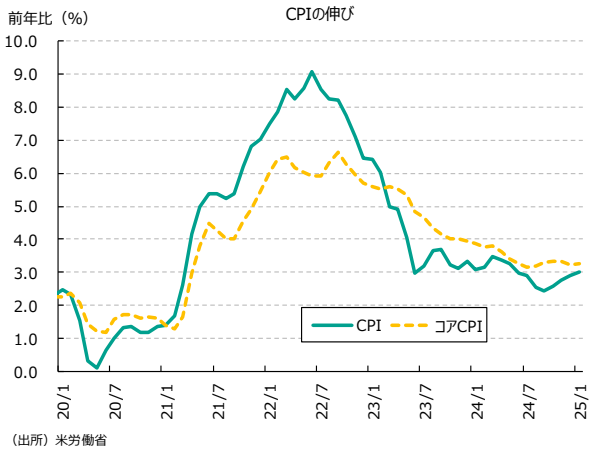
○物価動向を見ると、食品とエネルギーを除く消費者物価指数（コア CPI）は前年比＋3%台前半で足踏みしている。財価格の低下が一巡したことに加え、サービス価格が高止まりしていることが要因である。もっとも、CPI に占めるウェイトが高い住宅関連サービス価格の低下は継続するとみられることから、インフレ率は緩やかな鈍化傾向で推移すると見込む。コア CPI は 2025 年末に前年比＋2%台後半、2026 年末に同＋2%台半ばまで鈍化するとみる。

○1 月 28－29 日開催の米連邦公開市場委員会では、政策金利である FF レートの誘導目標を 4.25－4.50%にすえ置くことを決めた。パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は会合後の記者会見で、インフレ状況の改善や労働市場の弱さを確認しない限り、政策の調整を急ぐ必要はないとのスタンスを示した。労働市場が早期に崩れる兆候は見られないが、FRB はインフレ率の鈍化に伴う実質金利の上昇を調整する形で 6、12 月に 0.25%ずつの追加利下げを実施するとみる。その後は、政策金利をすえ置き、2026 年末まで 3.75－4.00%の水準を維持すると予想する。

○トランプ大統領による各種減税策は企業経営の追い風になると見込む。一方、関税引き上げを通じた物価上昇は景気の押し下げリスクとなる。すでに中国への 10%の追加関税賦課を決めたほか、鉄鋼とアルミニウムに対する 25%の関税も 3 月から発動予定となっている。ただし、カナダ・メキシコへの関税発動を土壇場で 1 ヵ月延期したとおり、ディールの材料として関税を利用するにとどまる可能性も考えられることから、今回の経済見通しでは、物価上昇による FRB の利下げ停止や、景気後退局面入りはリスクシナリオに位置付ける。



（出所）米商務省



（出所）米労働省

欧州経済

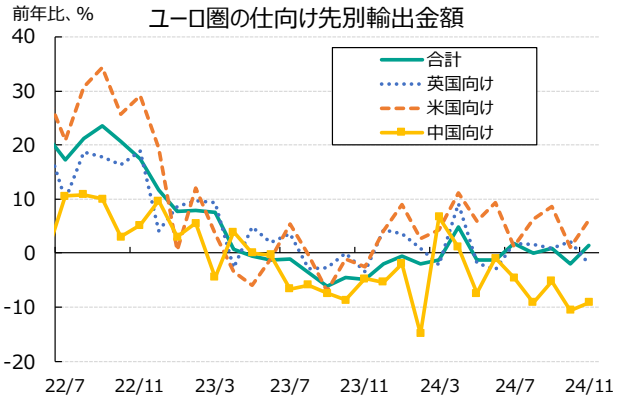
（エコノミスト　吉川　裕也）

○欧州経済は最悪期を脱したが、外部環境の悪化や政局の不透明感により、不安定な状況である。ユーロ圏の 10－12 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.1%、英国も同＋0.1%である。製造業の不振が続くドイツ（7－9 月期：同＋0.1%→10－12 月期：同▲0.2%）と五輪効果が剥落したフランス（同＋0.4%→同▲0.1%）がマイナス転落となり、イタリア（同±0.0%→同±0.0%）は停滞気味。一方、観光業が堅調なスペイン（同＋0.8%→同＋0.8%）は好調継続である。

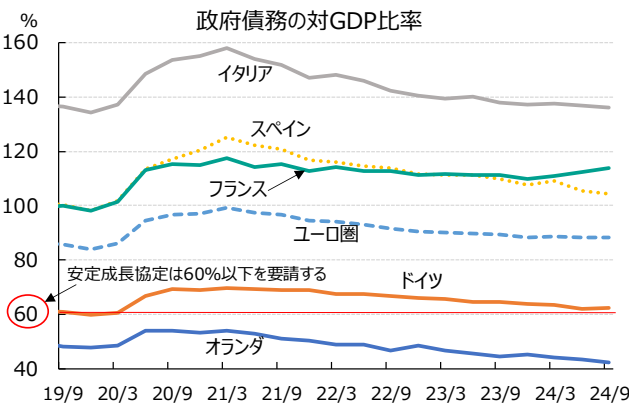
○先行きの欧州景気は、緩慢な回復ペースの持続を予想する。実質賃金のプラス転換に伴い、足元の個人消費には持ち直しの兆しが見える。今後は欧州中央銀行（ECB）の利下げが設備投資や住宅市場を下支えする展開も期待できる。一方で、外需の低迷は懸念材料である。ここ 1 年間のユーロ圏の輸出は前年比横ばい圏の動きで、特に中国向けの低迷が重荷となっている。米政権による対 EU の関税強化が実現すれば、均せば堅調に推移していた米国向けの腰折れは避けられない。その場合、ドイツは 2023 年、24 年に続き 25 年もマイナス成長になる可能性が高まろう。

○債務残高の対 GDP 比は、ユーロ圏全体ではコロナ前の水準（約 90%）に戻るも、主要国ではスペインとフランスが戻っていない。特にフランスの債務削減ペースは遅く、2024 年 9 月末時点で 114%とスペイン（104%）を上回る。フランスでは、2 月 5 日に 2025 年予算が成立したが、左派への配慮から医療や教育への支出が維持されているため歳出削減ペースは緩慢で、仏国債への懸念は根強い。ドイツでは、2 月 23 日に下院選挙が予定され、キリスト教民主同盟への政権交代となる可能性が高い。同党のメルツ党首は財政赤字を一定の規模に抑える「債務ブレーキ」の緩和に言及しており、財政の余力が景気下支えに向かう展開が期待される。

○ECB のラガルド総裁は 1 月理事会後の会見で、インフレ抑制への自信を示すとともに、銀行の貸し出し姿勢硬化に懸念を表明した。米関税への懸念と不安定な政局により、ドイツとフランスで銀行のリスク許容度が低下しており、融資態度硬化が顕著になっている。ECB は当面、毎会合利下げを実施し、2025 年 7 月に中銀預金金利は中立金利（2%前後とされる）を下回る 1.75%まで下がると予想する。



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

中国経済

（エコノミスト　木村　彩月）

○10－12 月期実質 GDP 成長率は前年比＋5.4%と、6 期ぶりの高い伸びとなった。2024 年通年では同＋5.0%となり、政府目標にも一致した。ただ、寄与度を見ると、外需が 2023 年の同▲0.6%pt から、2024 年に同＋1.5%pt へ改善したのに対し、内需は同＋6.0%pt から同＋3.5%pt へほぼ半減した。不動産不況で不動産開発投資の低迷が継続。個人消費も住宅価格下落による逆資産効果が響き落ち込んだ。

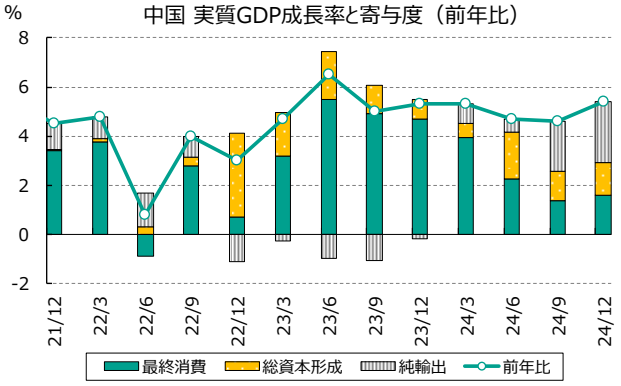
○不動産関連指標を見ると、政府がこれまで需給両面から住宅市場向けに支援策を講じてきた甲斐もあって、1 月の主要 70 都市の新築住宅価格（前月比）は 4 ヵ月連続でマイナス幅が縮小、11 月の住宅販売面積（前年比）は 2023 年 3 月以来のプラスに転じ、その流れは 12 月も続いた。住宅価格が下げ止まり、上昇に転じる都市が増えていけば、値下がりを警戒した買い控えが解消され、住宅販売のさらなる回復と、それに伴う不動産開発投資の持ち直しが期待できる。もっとも、人口減少といった構造的要因が重石となるなか、足元の改善が持続的なものとなるかはまだ不透明感が強い。また、2024 年末時点の住宅在庫面積を住宅販売面積（月平均）で割った在庫消化期間は高止まりしており、過剰在庫の調整は長期化する可能性が高い。見通し期間における不動産開発投資は抑制された状態が続くと予想する。

○個人消費は、先行きも冴えない推移が続くと予想する。長引く不動産不況がマインドの足かせになるとみる。政府は、自動車や家電といった耐久消費財の買い替え支援策を通じ、消費喚起を図る方針であるが、この政策は昨年導入した政策をアップデートしたものであり、すでに需要が先食いされてしまっている品目も多い。今後の消費押し上げ効果は限定的とみる。

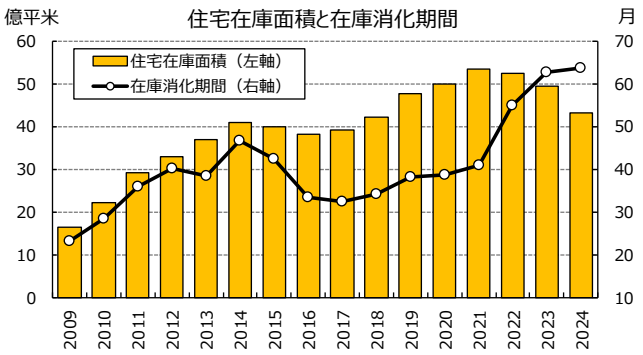
固定資産投資は、引き続き政府による経済対策の効果が見込まれることから、製造業投資やインフラ関連投資は底堅い推移が続くとみる。もっとも、不動産開発投資が足かせとなり、固定資産投資全体では、緩慢な回復にとどまると予想する。

昨年の景気を支えた輸出についても、今後は昨年の駆け込み需要の反動が想定されるほか、トランプ政権による対中関税引き上げにより下押し圧力がかかる公算が大きい。

○実体経済の弱さから物価は低い伸びが続くとみられ、中国人民銀行は景気下支えのため金融緩和を実施するとみる。ただ、米国の関税引き上げを織り込む恰好で、既に対ドルで人民元安が進んでいることから、為替相場をにらみつつ段階的に主要政策金利の引き下げを実施していくと予想する。



（出所）中国国家統計局より明治安田総研作成



※在庫消化期間＝住宅在庫面積／住宅販売面積（月平均）
（出所）中国国家統計局より明治安田総合研究所作成

豪州経済

（エコノミスト　木村　彩月）

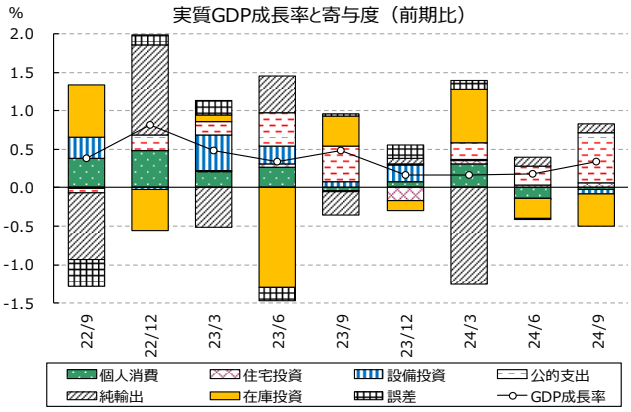
○7－9 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.3%となった。政府支出の伸びが拡大した一方、個人消費や設備投資は 2 期連続のマイナスとなった。輸出も前期から伸びが鈍化した。この数四半期、前期比の伸びは 0%台前半での推移となっており、豪州景気は低調。ただ、1 月の総合 PMI は 51.1 と好不況の境目である 50 を上回った。50 を上回るのは 4 ヵ月連続であり、足元の景気は緩やかに拡大しているとみられる。

○個人消費は、インフレ率の低下に伴う実質所得の改善や政府の経済対策を背景に持ち直しており、先行きの回復ペースはさらに上向くとみる。昨秋に反発した消費者信頼感指数はまだ中立水準を下回っているが、豪州準備銀行（RBA）は 2 月に利下げ局面入りしており、今後はもう一段の改善が見込まれる。設備投資や住宅投資も、利下げ効果を下支えに次第に持ち直すとみる。

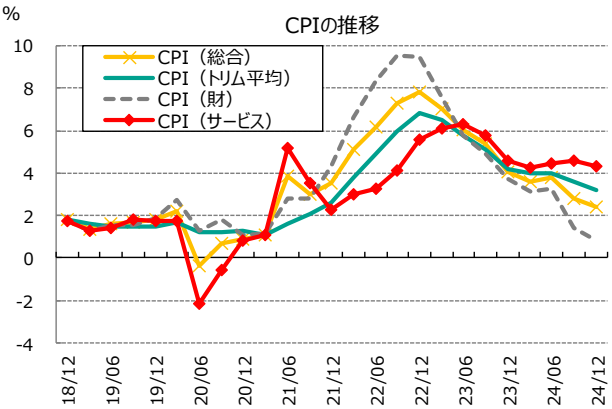
一方、最大の貿易相手国である中国で内需不振が継続するなか、輸出は停滞気味の推移が続くと予想する。先行きの豪州経済は、内需主導の回復となろう。もっとも、RBA の利下げの進行速度を踏まえると、景気回復ペースは緩やかなものになると予想する。

○物価動向を確認すると、インフレの基調を示すトリム平均 CPI の伸びは鈍化している。財・サービス別に見ると、サービスは下げ渋っているが、10－12 月期の賃金コスト指数の伸び（前年比）は 3 期連続で鈍化しており、賃金上昇圧力は後退している。サービスインフレは緩やかに低下していく見通し。

○2 月 17－18 日に開催された金融政策委員会において、RBA は政策金利である翌日物インターバンク金利の誘導目標を 4.35%から 4.10%へ引き下げることを決定した。声明文では、基調的インフレに対する認識が、これまでの「依然として高すぎる」から「緩和している」へ変更された。足元の物価動向を受け、委員会は物価目標（前年比＋2～3%）達成への自信を深めているようだ。もっとも、RBA は追加利下げについては慎重な姿勢である。労働需給のひっ迫といったインフレの上振れリスクが残存するなか、早期緩和によってディスインフレプロセスが停滞し、インフレ率が目標を上回る水準で定着するリスクを警戒している模様である。このため、利下げは緩やかなペースにとどまり、2025 年内にあと 2 回の利下げが実施された後、政策金利は 3.60%ですえ置かれると予想する。



（出所）ファクトセット



（出所）ファクトセット

原油

（エコノミスト　前田　和孝）

○2025 年に入ってからのウエスト・テキサス・インターミディエート（WTI）原油先物価格は、経済制裁を逃れるために使われていたロシアのタンカーに対する米国の制裁強化などにより、一時は約 5 ヵ月ぶりに 80 ドル/バレルを上回った。しかしながら、その後はトランプ大統領による米国産原油の増産期待などが価格を押し下げ、足元では 70 ドル台前半で推移している。

○中東を巡る地政学リスクは原油価格の下支え要因になると見込む。イスラエルとハマスは 1 月に停戦合意したものの、人質の解放が円滑に進まず、お互いに牽制しあう状況が続いている。米国やカタールが今後も両者の仲介にあたるとみられるが、恒久的停戦が実現するかどうかは見通せない。

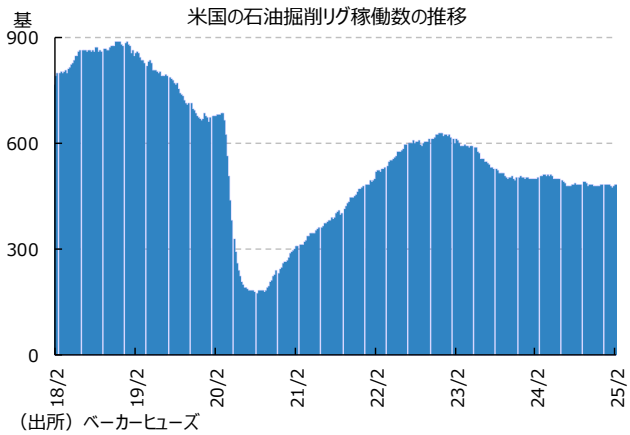
　米国とロシアの代表団は 2 月 18 日、ウクライナでの戦闘終結に関する協議を実施した。しかしながら、ロシアが掌握したウクライナの領土の返還に応じる可能性は低いとみられるほか、ゼレンスキー大統領もウクライナ抜きでの協議に反発している。トランプ大統領はプーチン大統領との会談に意欲を示しており、和平合意に対する期待が原油価格を押し下げる場面もあるとみられるが、戦闘終結には相応の時間を要する可能性が高く、こうした動きは一時的なものにとどまると予想する。

○供給面に関するその他の動向を展望すると、OPEC プラスは 2 月の閣僚級会合で、現行の協調減産の枠組みを 2026 年末まで維持することを確認した。ただ、同組織の価格支配力はすでに失われており、価格を押し上げる効果は限定的と予想する。

　足元の米国の原油生産量は約 1,350 万バレル/日とコロナ禍前の水準を上回っている。資材価格の上昇により開発コストが増加しているため、ここから生産を大きく増やすことは難しいとみているが、トランプ大統領が進める石油掘削の規制緩和による増産期待は原油価格の下押し材料になると見込む。

○需要面を見ると、中国では不動産開発投資の低迷が長引くことで、見通し期間にわたって景気は力強さに欠ける推移が続くと予想する。一方、世界最大の石油消費国である米国は、良好な所得環境を背景とする個人消費がけん引役となり、2025 年以降も景気は底堅く推移するとみる。見通し期間の原油相場は、OPEC プラスの価格支配力低下や米国産原油の増産期待が下押しするものの、地政学リスクと堅調な需要がこれを相殺するかたちで、60－90 ドル/バレルのレンジ内での動きが中心になると予想する。

（出所）ファクトセット



（出所）ベーカーヒューズ

明治安田総合研究所

２０２５年２月２０日

2025－2026年度の経済見通し
～トランプ政権下で揺れる世界経済～

1.経済見通しの概要 …P 1

2.日本経済見通し …P 5

3.海外経済見通し …P 24

1．経済見通しの概要

経済見通しの概要

シナリオ前提

米国経済は、良好な所得環境が個人消費を下支えすることで、底堅い推移が続くと予想。ユーロ圏経済は最悪期を脱した模様だが、当面は低空飛行と予想。中国景気は回復しつつあるが、不動産市場の低迷は続いており、来年にかけても停滞気味の推移が続くと予想。日本経済は良好な企業業績を追い風に設備投資が下支えとなり、緩やかな回復が続くと予想

各国の経済見通し

日本経済は、基本的に緩やかな回復が続くとみるが、最大のリスク要因は、トランプ政権の経済政策運営。個人消費は、実質賃金の安定的なプラス転換が難しく、緩やかな回復にとどまる。住宅投資は、住宅価格の高止まりと住宅ローン金利の上昇により軟調推移。設備投資は、人手不足が制約要因となるなかでも、良好な企業業績を追い風に底堅い推移を予想。輸出は、海外経済の状況に鑑みると当面軟調な推移となる可能性が高いと予想

米国経済は、見通し期間を通じて2%程度とされる潜在成長率を上回る推移が続くとみる。株高などに伴う良好な所得環境が個人消費を下支えするほか、設備投資はAI関連を中心としたソフトウェアや情報処理機器などの投資需要がけん引役になると見込まれる。住宅投資は金利の高止まりで低迷が持続するとみられるものの、全体として景気は底堅く推移すると予想

欧州経済は、不安定な状況。エネルギーコスト高等を背景に自動車産業をはじめとする製造業の低迷が長引いており、企業景況感は冴えない。実質賃金のプラス転換により個人消費には持ち直しの兆しが見えるが、主要輸出先である中国の景気低迷等により、外需は力強さに欠ける推移になるとみられる。トランプ大統領による関税リスクも懸念材料。緩慢な景気回復ペースを予想

中国経済は、景気の最大の足かせとなっている不動産不況が長期化する可能性が高く、不動産市場の回復が見通せないなかでは、個人消費も低調な推移を余儀なくされるとみる。昨年の景気を支えた輸出についても、トランプ政権発足を前に起きた駆け込み需要の反動が今後想定されるほか、対中関税の引き上げにより下押し圧力がかかる公算が大きい。政策支援を除けば好材料のない状況が続くことで、景気は勢いを欠く推移をたどると予想

成長率見通し

年間

→予測

	2023年度	2024年度予測	2025年度予測	2026年度予測
実質ＧＤＰ	0.7%	0.8%	1.2%	1.1%
11月見通し時点	0.8%	0.3%	1.3%	1.0%

→予測

	2023年	2024年予測	2025年予測	2026年予測
実質ＧＤＰ	2.9%	2.8%	2.4%	2.3%
11月見通し時点	2.9%	2.8%	2.3%	2.5%

→予測

	2023年	2024年予測	2025年予測	2026年予測
実質ＧＤＰ	0.4%	0.7%	1.0%	1.1%
11月見通し時点	0.4%	0.8%	1.0%	1.1%

→予測

	2023年	2024年	2025年予測	2026年予測
実質ＧＤＰ	5.2%	5.0%	4.5%	4.3%
11月見通し時点	5.2%	4.7%	4.5%	4.3%

四半期

→予測

	2024年度		2025年度				2026年度			
	10－12	1－3	4－6	7－9	10－12	1－3	4－6	7－9	10－12	1－3
実質ＧＤＰ	0.7%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%
11月見通し時点	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	-	-	-	-

（前期比）

→予測

	2024年	2025年				2026年			
	10－12	1－3	4－6	7－9	10－12	1－3	4－6	7－9	10－12
実質ＧＤＰ	2.3%	2.3%	2.2%	2.0%	1.8%	2.2%	2.5%	2.6%	3.0%
11月見通し時点	2.5%	1.9%	2.3%	2.3%	2.6%	-	-	-	-

（前期比年率）

→予測

	2024年	2025年				2026年			
	10－12	1－3	4－6	7－9	10－12	1－3	4－6	7－9	10－12
実質ＧＤＰ	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
11月見通し時点	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	-	-	-	-

（前期比）

→予測

		2025年				2026年			
	10－12	1－3	4－6	7－9	10－12	1－3	4－6	7－9	10－12
実質ＧＤＰ	1.6%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%
11月見通し時点	1.5%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	-	-	-	-

（前期比）

金融政策見通し

ポイント

米国は昨年9月以降計1.0%、ユーロ圏は6月以降計1.25%の利下げを実施。FRBは2025年末までに計0.50%の追加利下げを実施すると予想。ECBは2025年第3四半期までに計1.00%の追加利下げを行なうと予想。日銀は2025年末までに政策金利を1%まで引き上げると見込む

各国の金融政策見通し

日銀は、1月23、24日に開催された日銀金融政策決定会合で、追加利上げに踏み切った。政策金利の水準は2008年以来の0.5%に。植田日銀は、昨年3月以降10ヵ月で3回の利上げ実施。「金融政策の正常化」を着実に進める。今後は2025年中に2回の追加利上げを実施し、日銀自身が名目ベースの中立金利の下限と推計する1%まで政策金利を引き上げると予想。ただ、賃金と物価の好循環が軌道に乗ったのかが必ずしも判然としないなかで、その後は様子見姿勢に転じる可能性。一方、トランプ大統領の政策で大きくドル高円安が進めば、利上げペースの加速を余儀なくされるリスクも

1月の米連邦公開市場委員会では、政策金利であるFFレートの誘導目標を4.25－4.50%にすえ置くことを決めた。パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は会合後の記者会見で、インフレ状況の改善や労働市場の弱さを確認しない限り、政策の調整を急ぐ必要はないとのスタンスを示した。労働市場が早期に崩れる兆候は見られないが、FRBはインフレ率の鈍化に伴う実質金利の上昇を調整する形で6、12月に0.25%ずつの追加利下げを実施するとみる。その後は、政策金利をすえ置き、2026年末まで3.75－4.00%の水準を維持すると予想

ECBの1月理事会は主要政策金利の引き下げを決定（中銀預金金利：2.75%）。利下げは4会合連続で、ラガルド総裁は会見で景気下振れリスクを強調するなど、ハト派寄りの情報発信を行なった。インフレ抑制への自信を示すとともに、銀行の貸し出し姿勢硬化に対し、懸念を表明。製造業の競争力低下や米通商政策への懸念などを背景に、ECBは毎会合利下げを実施し、2025年7月に中銀預金金利は中立金利（2%前後とされる）を下回る1.75%まで下がると予想

中国人民銀行は9月、リバースレポ金利と預金準備率の引き下げを決定。10月には、1年物・5年物ローンプライムレート（LPR）も0.25%ずつ引き下げた。実体経済の弱さから物価は低い伸びが続くとみられ、中国人民銀行は景気下支えのため今後も金融緩和を続ける姿勢。ただ、米国の関税引き上げを織り込む恰好で、対ドルで人民元安が進んでいることから、為替相場をにらみつつ、段階的に主要政策金利の引き下げを実施していくと予想

２．日本経済見通し

日本経済見通し概要

- 10－12月期の日本の実質GDP成長率は前期比＋0.7%（年率換算：＋2.8%）と、3期連続のプラス成長となったが、控除項目である輸入が減少した影響が大きい。民間企業設備（設備投資）は同＋0.5%と比較的強めの伸びとなったものの、民間最終消費支出（個人消費）は同＋0.1%、民間住宅投資も同＋0.1%、公的資本形成（公共投資）も同＋0.1%と、主要需要項目は総じて力強さを欠く
- 基本的に緩やかな回復が続くとみるが、最大のリスク要因は、トランプ政権の経済政策運営。個人消費は、実質賃金の安定的なプラス転換が難しく、緩やかな回復にとどまる。住宅投資は、住宅価格の高止まりと住宅ローン金利の上昇により軟調推移。設備投資は、人手不足が制約要因となるなかでも、良好な企業業績を追い風に底堅い推移を予想。輸出は、海外経済の状況に鑑みると当面軟調な推移となる可能性が高いと予想
- 日銀は、1月23、24日に開催された日銀金融政策決定会合で、追加利上げに踏み切った。今後は7月と12月に2回の追加利上げを実施すると予想。日銀自身が中立金利の下限と想定している1%に達した後は、しばらくすえ置くとみる

主要経済指標		年度ベース				2024年度		2025年度				2026年度			
							予測				予測				
		2023	2024	2025	2026	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質GDP	今回	0.7%	**0.8%**	**1.2%**	**1.1%**	0.7%	**0.3%**	**0.1%**	**0.2%**	**0.3%**	**0.3%**	**0.3%**	**0.2%**	**0.3%**	**0.2%**
	前回	0.8%	0.3%	1.3%	1.0%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	-	-	-	-
CPI（除く生鮮食品※）	今回	2.8%	**2.7%**	**2.4%**	**1.9%**	2.6%	**2.9%**	**2.8%**	**2.5%**	**2.2%**	**2.1%**	**2.0%**	**1.9%**	**1.9%**	**1.8%**
	前回	2.8%	2.4%	2.1%	1.6%	2.3%	2.3%	2.4%	2.2%	2.0%	1.9%	-	-	-	-
政策金利（期末値）	今回	0.00%	**0.50%**	**1.00%**	**1.00%**	0.25%	**0.50%**	**0.50%**	**0.75%**	**1.00%**	**1.00%**	**1.00%**	**1.00%**	**1.00%**	**1.00%**
	前回	0.00%	0.50%	1.00%	1.00%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	1.00%	1.00%	-	-	-	-

※年度、四半期ともに平均値を記載

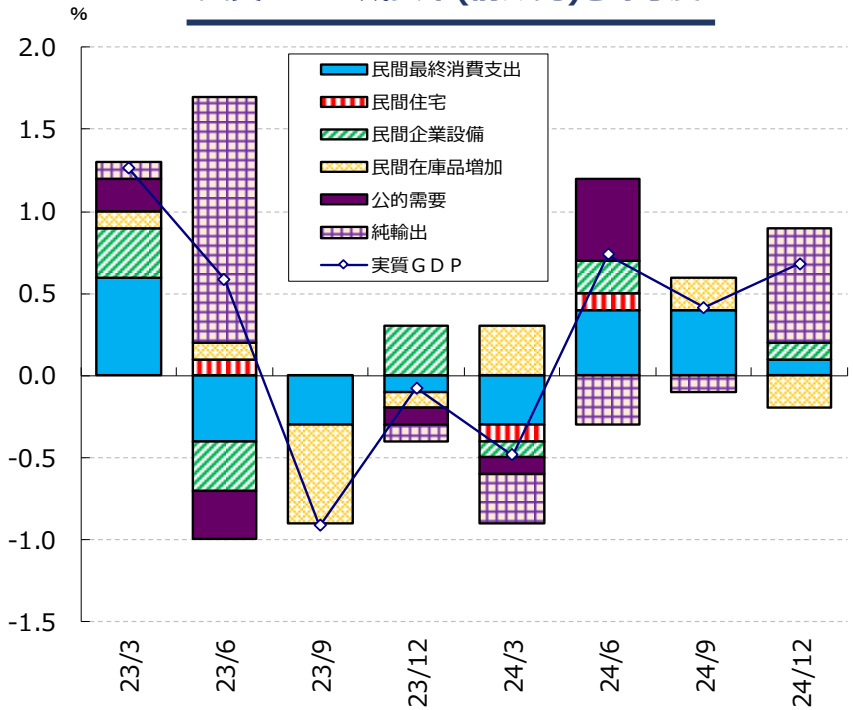
・前回は11月経済見通し時点

GDPは3期連続のプラス、今後も緩やかな回復

■ 10－12月期の日本の実質GDP成長率は前期比＋0.7%（年率換算：＋2.8%）と、3期連続のプラス成長となったが、控除項目である輸入が減少した影響が大きい。民間企業設備（設備投資）は同＋0.5%と比較的強めの伸びとなったものの、民間最終消費支出（個人消費）は同＋0.1%、民間住宅投資も同＋0.1%、公的資本形成（公共投資）も同＋0.1%と、主要内需項目は総じて力強さを欠く

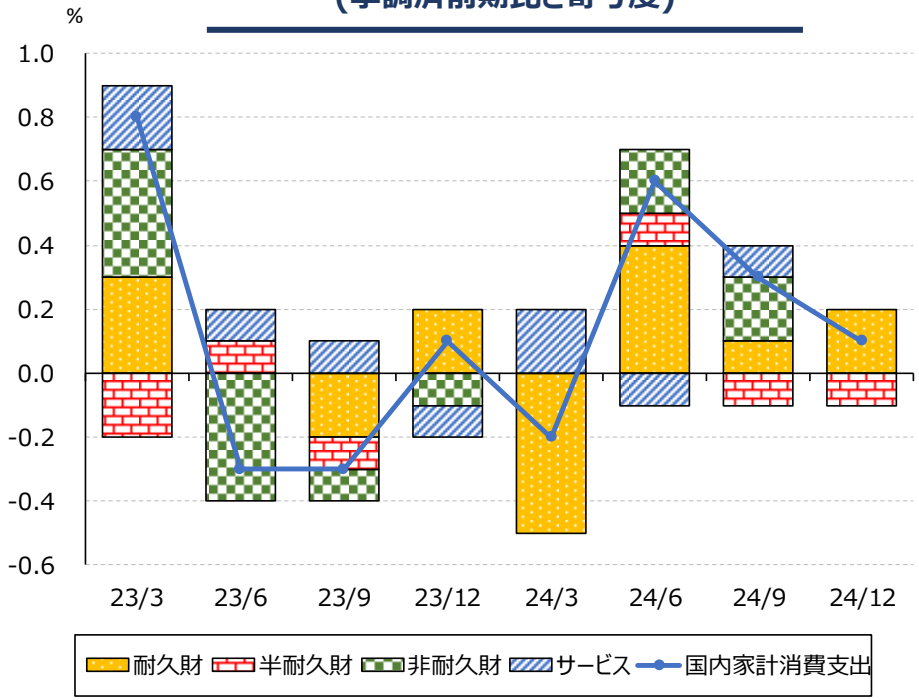
■ 耐久財が前期比＋3.6%、半耐久財が同▲1.7%、非耐久財が同▲0.3%、サービスが同＋0.1%で、耐久財のプラス寄与が大きかった。スマホ端末の売上が、2023年から2024年前半にかけて続いた在庫調整が一巡したことで伸びているほか、低温に伴う冬物家電の需要増等がけん引

実質ＧＤＰ成長率(前期比)と寄与度



(出所)内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」

形態別国内家計最終消費支出の推移
(季調済前期比と寄与度)



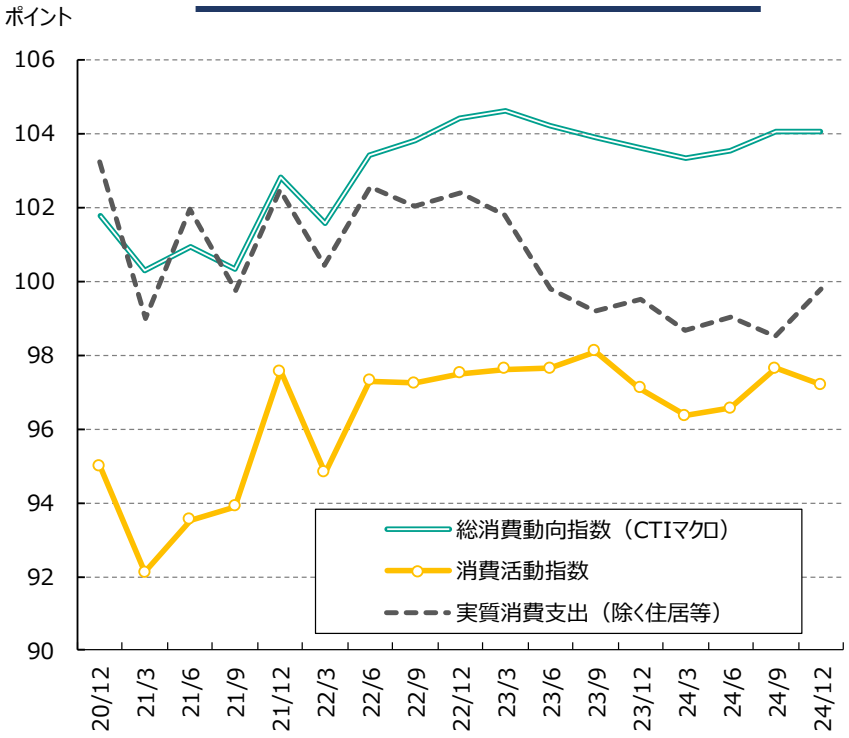
（出所）内閣府「四半期別GDP速報」

個人消費は今後、緩やかに回復にとどまる

- 足元の各種消費指標をみると、日銀の消費活動指数（旅行収支調整済）や総務省の実質消費支出（除く住居等）などは、概ね横ばい圏での推移

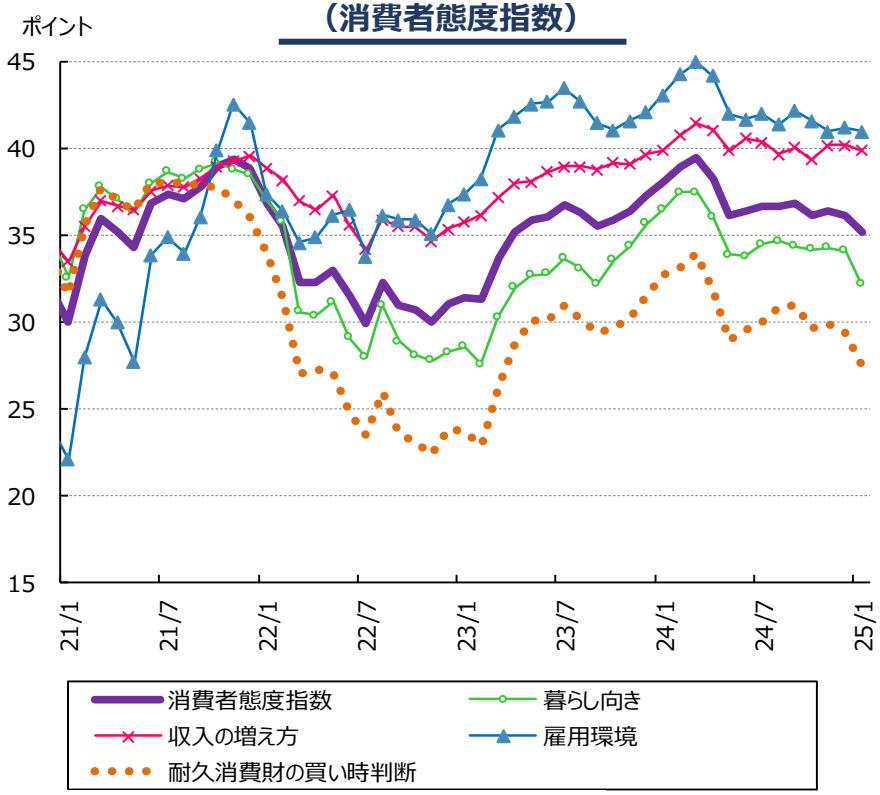
- 毎月勤労統計調査における実質賃金は、24年6月に27ヵ月ぶりに前年比プラスに転じたが、その後はマイナスとプラスを行ったり来たりする状況が続いている
- 消費者マインドは上向く兆しは見られず、今後の個人消費は緩やかな回復にとどまると予想する

個人消費関連指標（季調値）の推移



（出所）日銀「消費活動指数」、総務省「総消費動向指数」「家計調査」

消費者マインドの推移（消費者態度指数）



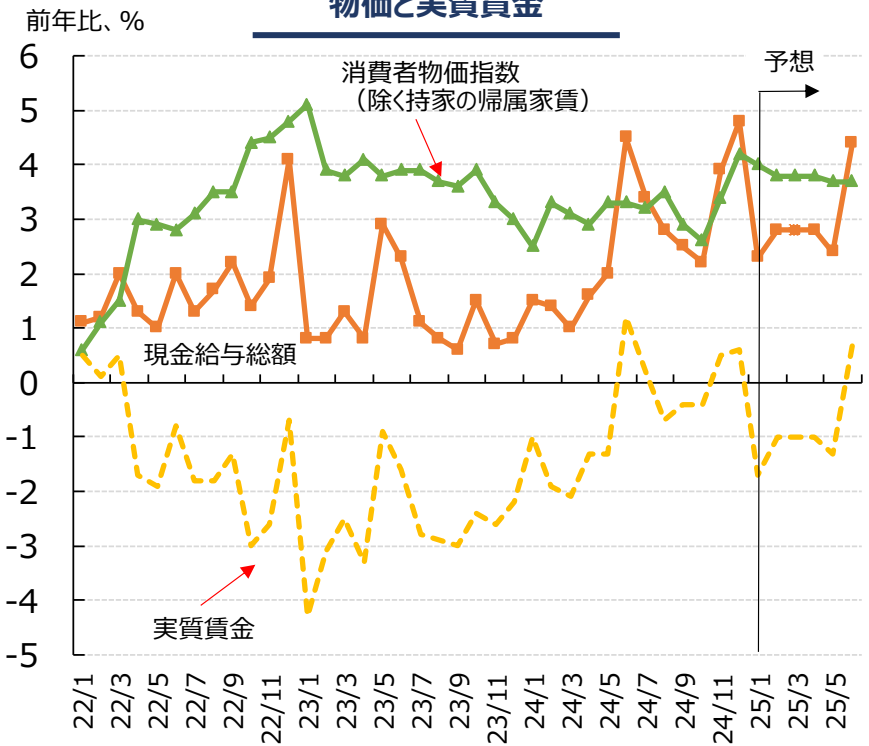
（出所）内閣府「消費動向調査」

実質賃金プラス定着への道は難路となろう

- 2024年春闘の平均賃上げ率は＋5.10%、ベアは＋3.56%と、集計が開始された2015年以降、最も高い伸び
- それでも、実質賃金の動向は冴えない。6、7月の賞与支給時期にプラス転換後、8－10月にはマイナスに転落。冬季賞与による特別給与の増加により11月と12月にプラスになったが、2025年1月にマイナスに戻る見込み。賞与支給月に当たる6月に再度プラスになる見込み

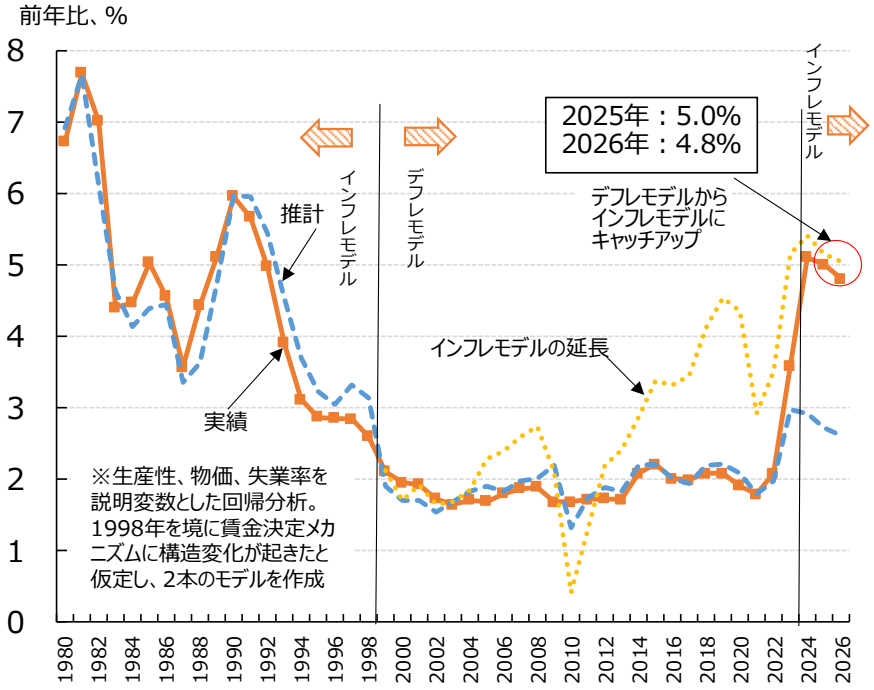
- 春闘賃上げ率の推移は、生産性と物価と人手不足感で概ね再現できる。日本で金融危機があった1998年を境に賃金決定メカニズムが変わった。1998年以前の推計式（インフレモデル）と1999年以降の推計式（デフレモデル）は大きく異なる。どちらが説明力を持つかは時々の企業マインド次第だが、賃金決定方式が1975～1998年のインフレ経済モデルに完全に移行したことを前提にすると、2025－2026年についても高めの賃上げ率が期待できる

物価と実質賃金



（出所）e-Stat、連合より明治安田総研作成、5人以上の事業所。予想は明治安田総研

平均賃上げ率の将来推計



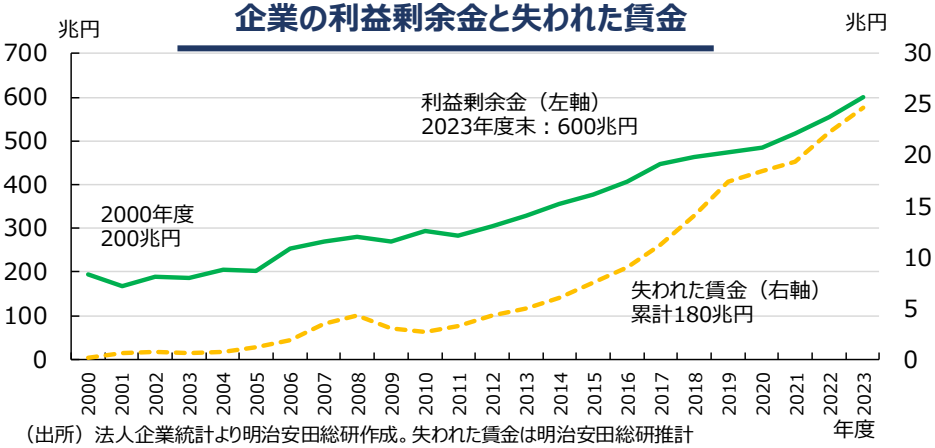
（出所）連合、厚労省、総務省のデータより明治安田総研作成、推計は明治安田総研

企業がインフレモデルに基づく賃上げを行なっていたら？

■ 2000～2023年度の「失われた賃金」は累計180兆円に達する。この間の内部留保の増加分の約半分にあたる

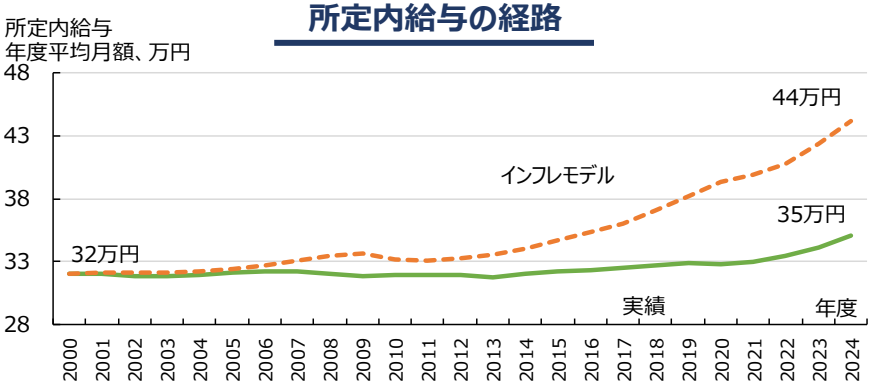
■ 2024年度の所定内給与は、2024年度の実績見込みの35万円に対し、44万円まで上がっていた可能性

企業の利益剰余金と失われた賃金



（出所）法人企業統計より明治安田総研作成。失われた賃金は明治安田総研推計

所定内給与の経路

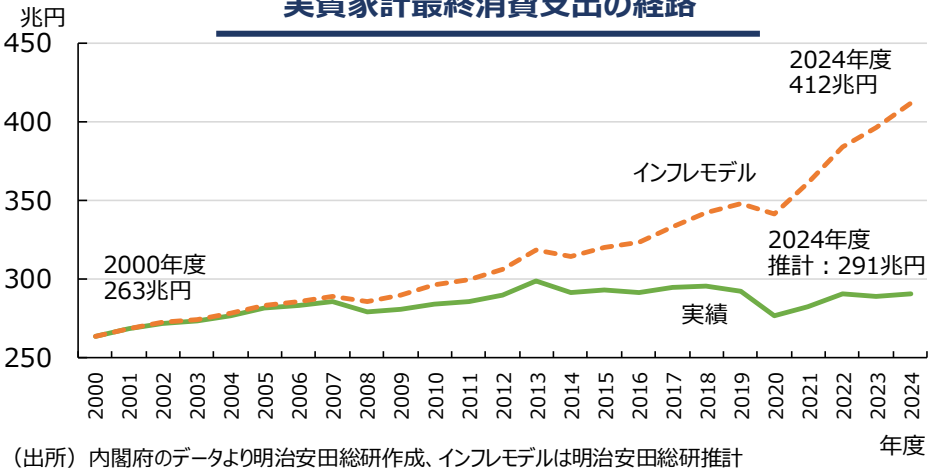


（出所）厚労省のデータより明治安田総研作成。所定内給与は一般労働者、30人以上の事業所、数字は2024年度の推計値

■ 個人消費は2024年度の実績見込みの291兆円に対し、412兆円と、100兆円以上多かった可能性

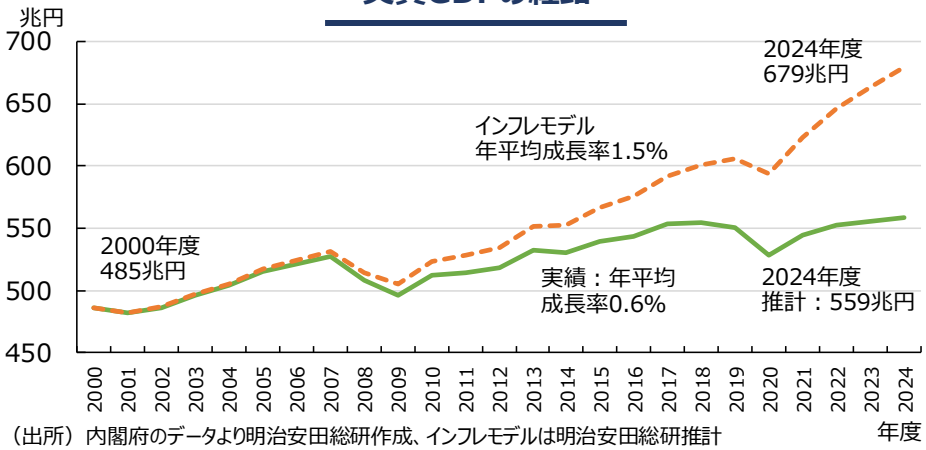
■ 実質GDPは679兆円。年平均成長率（2000～2024年度）は1.5%と、実績である0.6%の2.5倍に高まっていた可能性

実質家計最終消費支出の経路



（出所）内閣府のデータより明治安田総研作成、インフレモデルは明治安田総研推計

実質GDPの経路

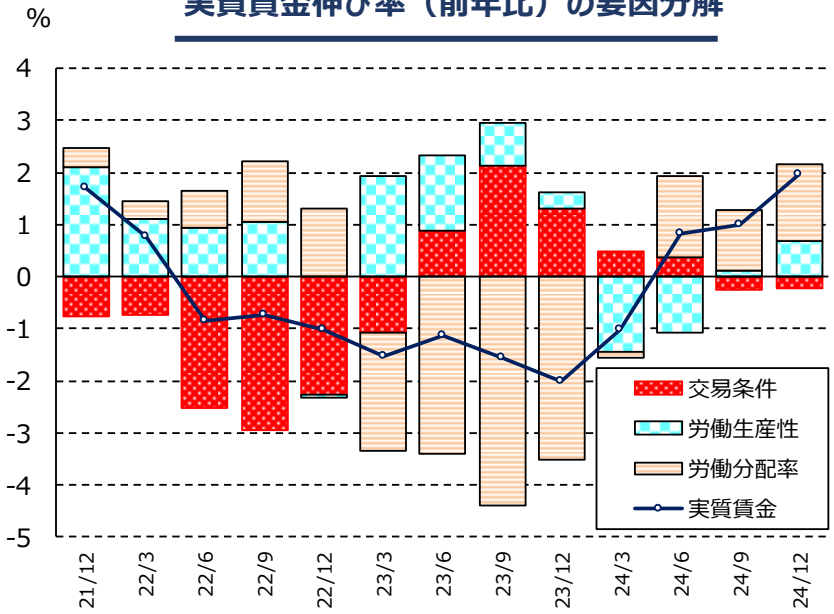


（出所）内閣府のデータより明治安田総研作成、インフレモデルは明治安田総研推計

2024年度は、中小・小規模企業の防衛的賃上げが押し上げ

■ 実質賃金の動きは、労働生産性、労働分配率、交易条件（内外の物価上昇率の差）に分解できる。直近3四半期は労働分配率の改善が実質賃金の押し上げに寄与。ただし、労働分配率と交易条件は、労働者に有利な方向への動きが永続することを期待できる性質のものではない。持続的な賃上げには何より生産性の持続的な向上が不可欠

実質賃金伸び率（前年比）の要因分解

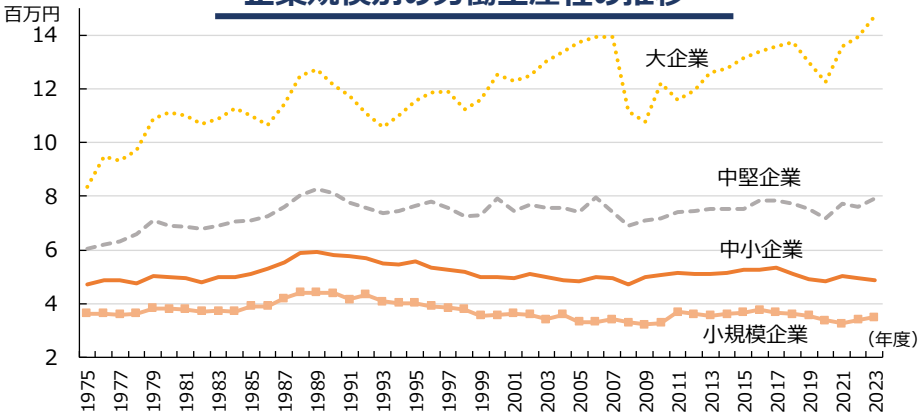


実質賃金（雇用者報酬÷就業者数÷消費者物価）
＝（実質GDP÷労働者数）×（雇用者報酬÷名目GDP）×（GDPデフレーター÷CPI）（※）
＝労働生産性×労働分配率×交易条件（※）として試算
※GDPデフレーターは輸出入デフレーターを含むため、（GDPデフレーター÷CPI）の算式は交易条件とほぼ同義

（出所）内閣府「四半期別QE速報」、総務省「労働力調査」より明治安田総研作成

■ 大企業と中小・小規模企業の生産性の水準と伸びに大きな差

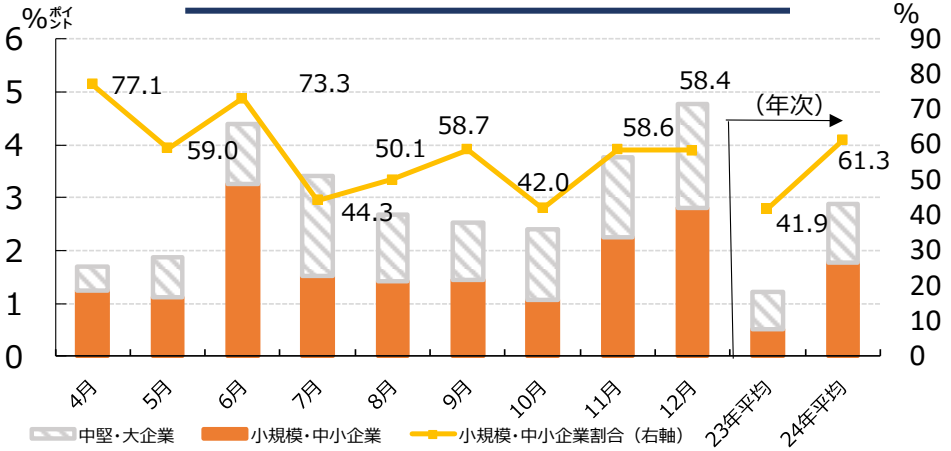
企業規模別の労働生産性の推移



（出所）法人企業統計をもとに明治安田総研作成、金融・保険業を除く。大企業は資本金10億円以上、中堅企業は1億～10億円未満、中小企業は1千万～1億円未満、小規模企業は1千万円以下とする。
一人当たり付加価値を消費者物価指数（除く持ち家の帰属家賃、2020年基準）で実質化

■ しかし、2024年の賃上げに寄与したのは中小・小規模企業

現金給与総額への寄与度（企業規模別）

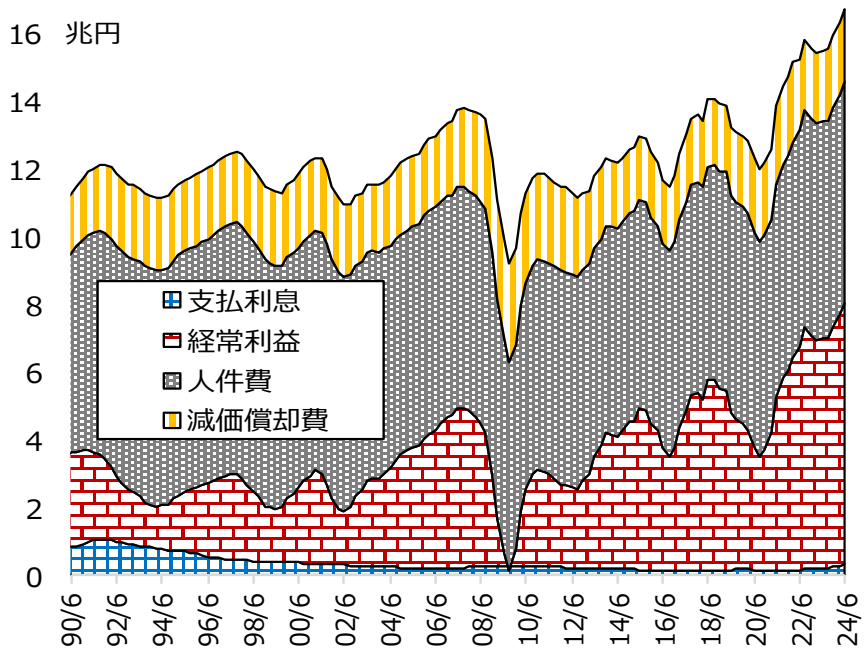


（出所）厚労省のデータより明治安田総研作成、23年の数値は令和６年前年比算定のための参考値を使用

日本の大企業にはなお賃上げ余力

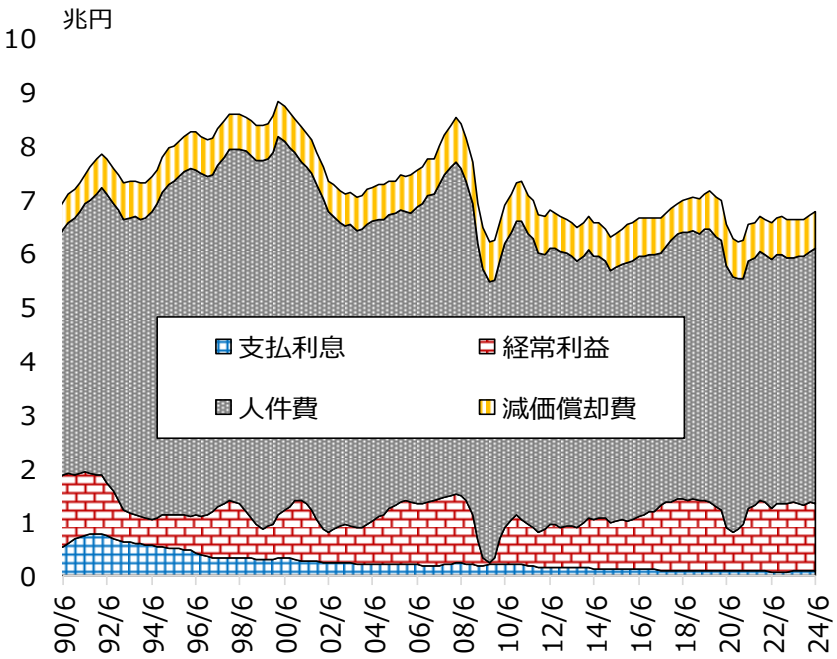
- 付加価値の構成を見ると、大企業製造業に関しては、経常利益の割合が1998年1―3月期の18%から46%へと2倍以上に上昇し、半分弱を占めるまでになっている。一方、中小企業製造業は20%から19%とほとんど変わっていない。この傾向は非製造業でも同じ。賃上げ余力には大企業と中小企業でまだ大きな差がある可能性を示す
- 2023年と2024年の春闘では、大企業の高めの賃上げ率に中小企業がある程度ついてきている様子が確認できた。しかし、大企業に関してはかなり前から財務基盤の強化が進んでいた分、すでに十分な賃上げ余力を蓄えていた。反面、中小企業は苦しい状態が続いており、このままでは大企業と同じ賃上げペースを維持するのは難しい

付加価値の構成
（大企業製造業、4四半期移動平均）



（出所）財務省「法人企業統計」より明治安田総研作成

付加価値の構成
（中小企業製造業、4四半期移動平均）



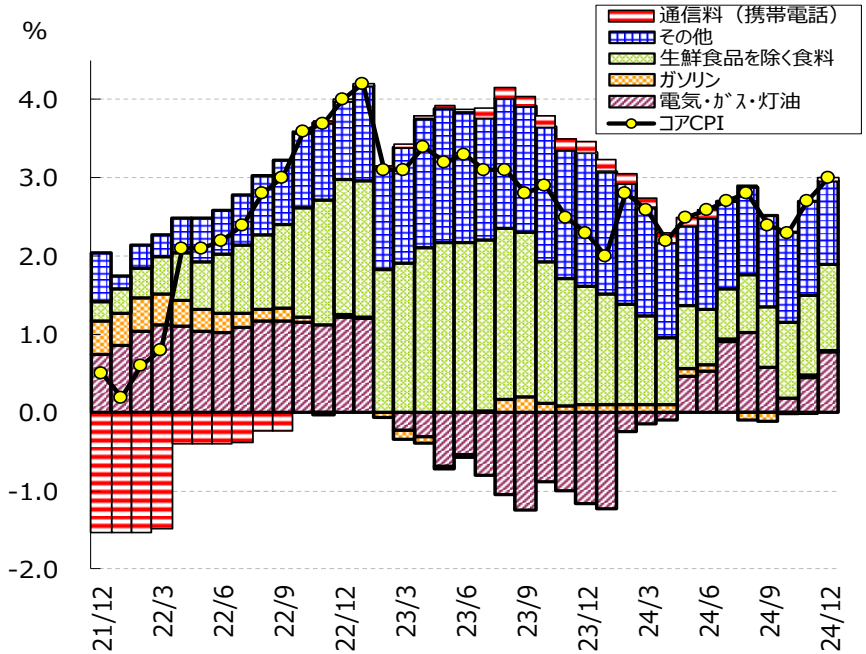
（出所）財務省「法人企業統計」より明治安田総研作成

物価、2－4月は電・ガスの押し下げをガソリン・灯油が一部相殺

■ 12月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、コア指数）は前年比＋3.0%（11月：同＋2.7%）となり、2ヵ月連続で伸び幅が拡大。3%台は2023年8月以来、1年4ヵ月ぶり。電気・ガス代負担軽減策が終了したことで伸びが拡大。先行きは、1月までは電気・ガス代が押し上げ要因。2－4月は電気・ガス代負担軽減策再開が押し下げ要因となるが、補助金縮小に伴うガソリン・灯油の上昇が一部相殺

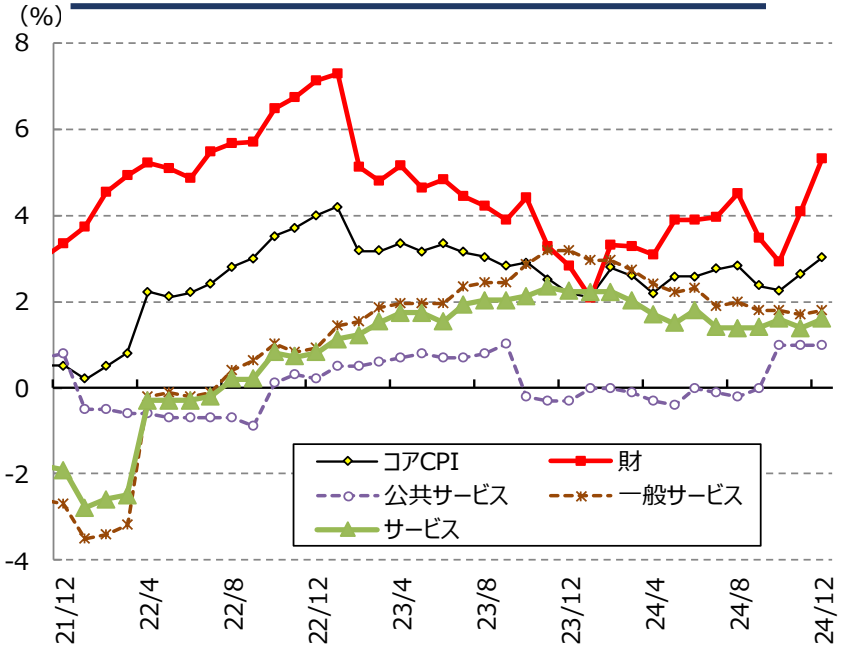
■ 財・サービス別に見ると、12月は、財は電気・ガス代などが押し上げ伸び幅が拡大、コストの太宗を人件費が占めるサービスは小幅に伸び拡大。日本銀行は、景気の改善が続くもとで、賃金と物価が相互に連関しつつ高まっていく「第二の力」を注視している。サービス価格は下げ止まりつつあり、今後も持続するかどうか引き続き注視しておきたい

全国コアCPIの推移（前年同月比寄与度）



（出所）総務省「消費者物価指数」

財・サービス別消費者物価指数の推移（対前年）

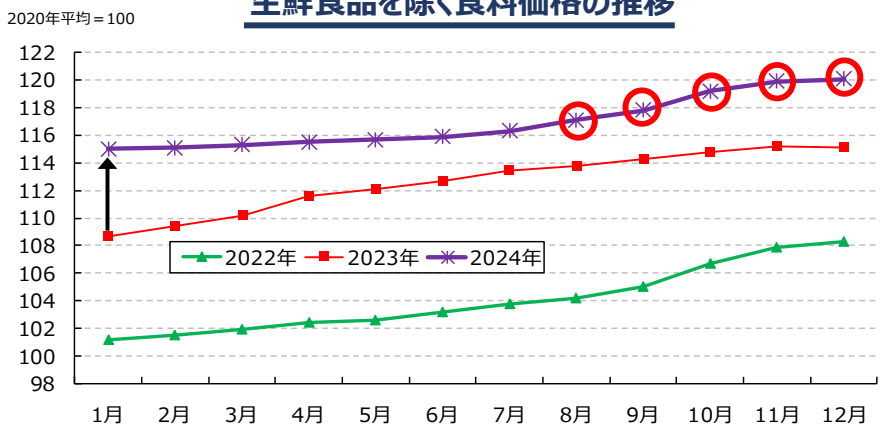


（出所）総務省「消費者物価指数」

食品価格の上昇が続く

■ 食料品（生鮮除く）は米類の上昇が続くなか、米に関連した外食にも波及のほか、菓子類も上昇し5ヵ月連続の伸び拡大

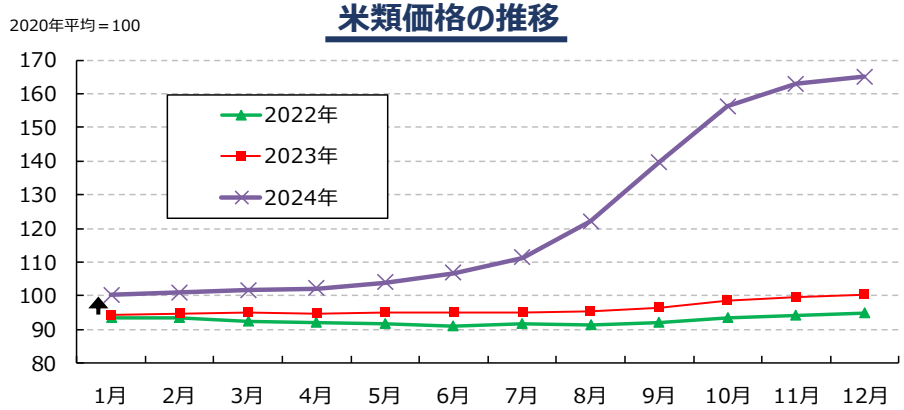
生鮮食品を除く食料価格の推移



（出所）総務省「消費者物価指数」

■ 米類は政府備蓄米の放出で上昇が一服するかどうかが焦点

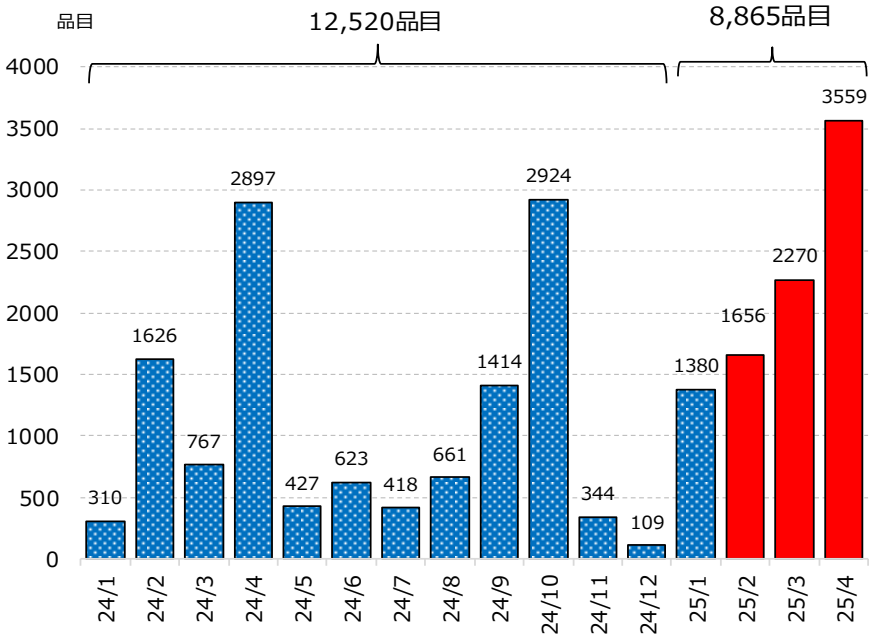
米類価格の推移



（出所）総務省「消費者物価指数」

■ 帝国データバンクの「食品主要195社」価格改定動向調査（1月31日時点）によると、2025年1－4月の値上げ品目は8,865品目で、前年同期比＋58%。2025年の値上げ要因は引き続き原材料高が最も多い一方、物流費と人件費を挙げる割合が2023年以降で最も高くなっており、暫く食品値上げが継続する可能性

食品の値上げ動向



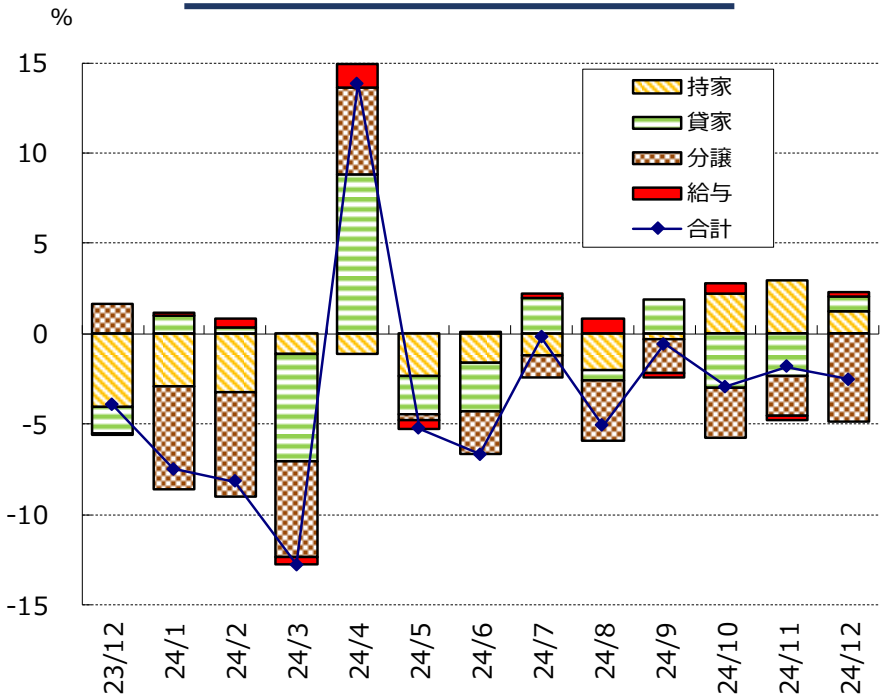
(出所)帝国データバンク

価格高騰が続くなか、住宅ローン金利上昇も下押し圧力に

- 新築住宅着工戸数は弱含んでいる。形態別では、マンション価格高騰が続く影響で分譲は軟調な推移が続く
- 1月のさくらレポート（日銀地域経済報告）における住宅投資の判断も、基調は依然として弱い
- 日銀の追加利上げ継続に伴う住宅ローン金利の上昇も下押し要因

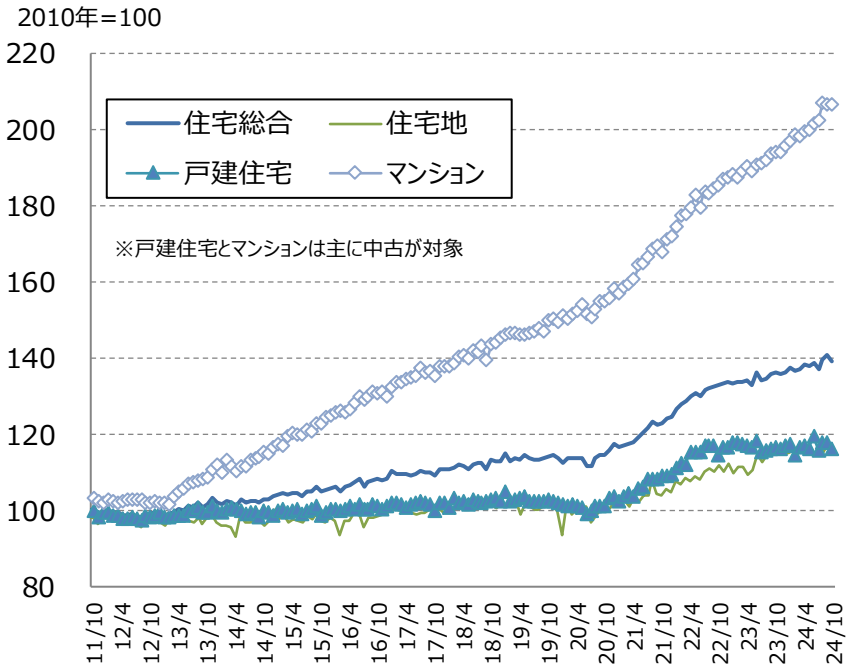
- マンションの価格高騰は2013年から始まっており、2020年以降はペースが加速。不動産経済研究所が公表しているマンション市場動向によれば、2024年の首都圏の新築分譲マンション一戸当りの平均価格は7,820万円と、2013年から＋58.7%の上昇、足元も上昇基調が続く

住宅着工戸数の寄与度分解（前年比）



（出所）国土交通省「住宅着工統計」

不動産価格指数(住宅)(全国)の推移



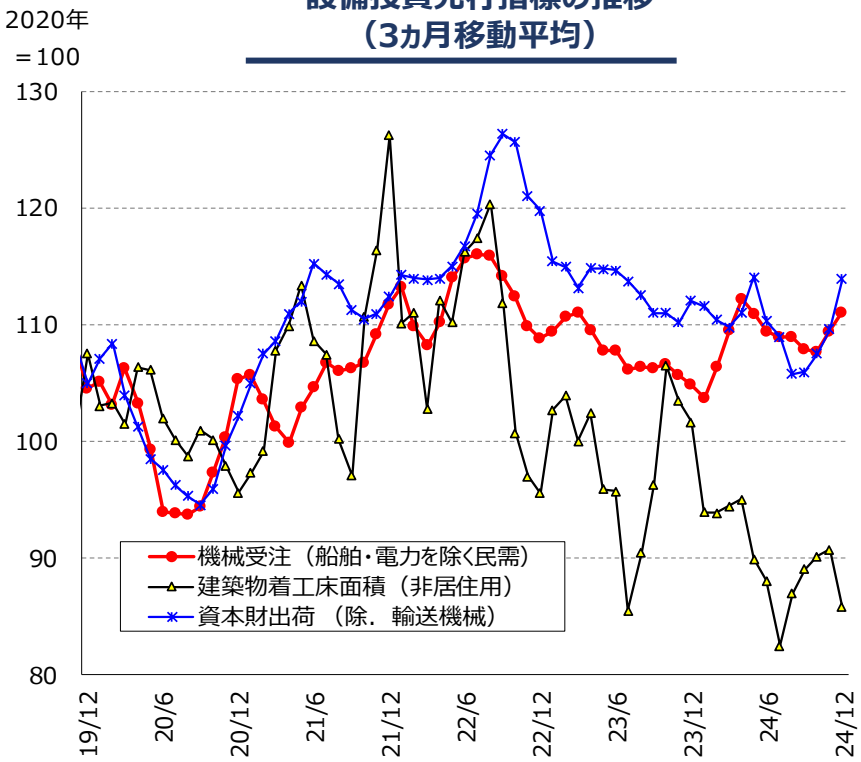
（出所）国土交通省「不動産価格指数（住宅）」

設備投資計画は堅調、米政権の関税政策には留意が必要

- 設備投資の先行指標の一つである機械受注（船舶・電力を除く民需）は10-12月期は＋2.9%と3期ぶりにプラスなった。公表元の内閣府は11月に基調判断を「持ち直しの動きがみられる」と6カ月ぶりに上方修正。資本財出荷（除．輸送機械）も持ち直しの動きが見られる。振れの大きい建築物着工床面積は一進一退の推移だが、前2指標は上向きの兆し

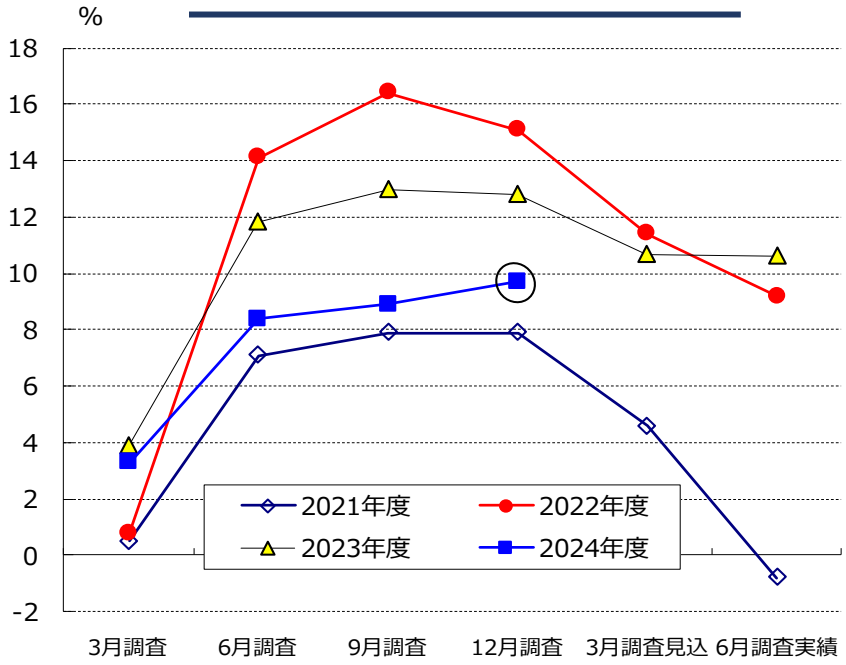
- 12月1日公表の日銀短観における設備投資計画（全規模・全産業ベース）は、2024年度計画は前年度比＋9.7%と前回（9月）同＋8.9%から上方修正。業種別では、製造業が同＋15.1%（同＋17.0%）、非製造業＋6.7%（同＋4.4%）
- 今後、徐々に計画が実行に移される展開が期待される。ただし、トランプ政権の関税政策が与える影響には留意が必要

設備投資先行指標の推移（3ヵ月移動平均）



（出所）内閣府「機械受注」、国交省「建築着工」、経産省「鉱工業出荷内訳表」

日銀短観設備投資計画（前年度比）（含む土地投資額、全規模・全産業）

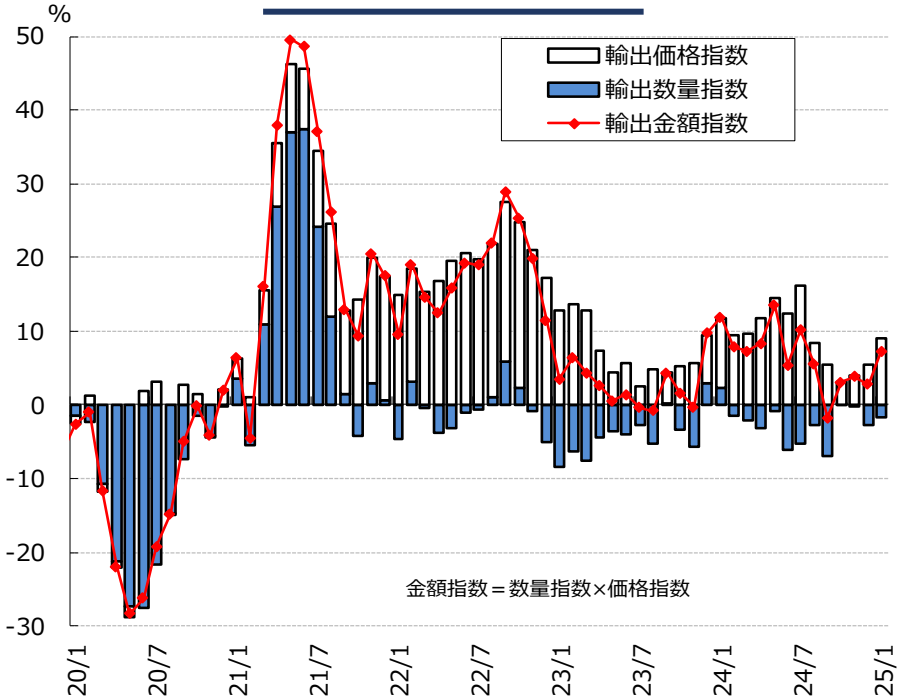


（出所）日銀「短観」

輸出は当面軟調な展開に

■ 1月貿易統計によると、輸出金額は前年比＋7.2%と4ヵ月連続のプラス。季調済前月比は▲2.0%と3ヵ月ぶりのマイナス。円安により円換算金額が押し上げられており、実勢を表す輸出数量指数は過去12ヵ月のうち11ヵ月がマイナスと軟調推移。先行きは、海外経済の状況に鑑みると、当面軟調な推移となる可能性が高い。対米輸出の3分の1強を占める自動車関連をはじめ、トランプ政権の関税政策の影響には留意が必要

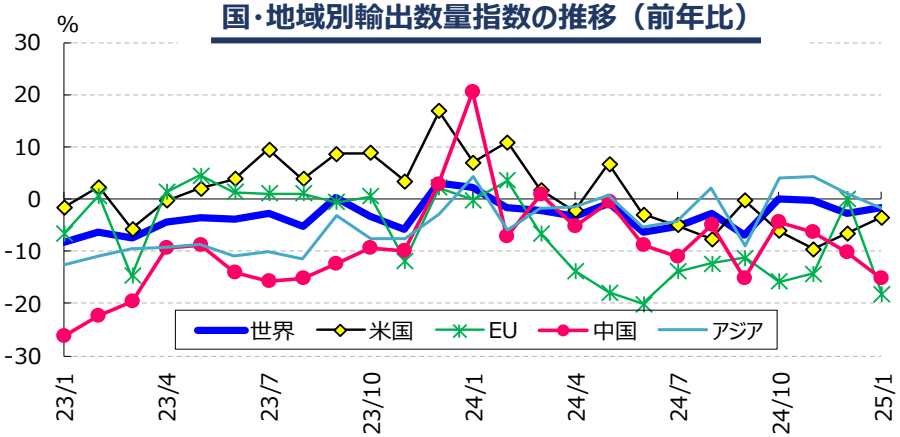
輸出指数の推移（前年比）



（出所）財務省「貿易統計」

■ 実勢を表す輸出数量を国別にみると、欧米および中国向けが軟調な推移

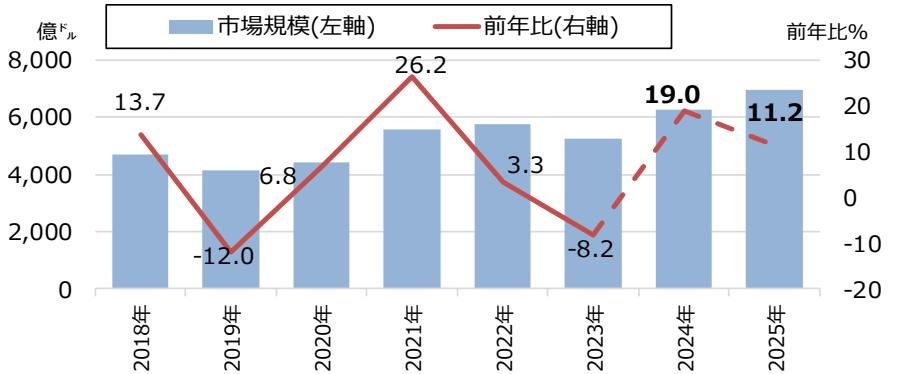
国・地域別輸出数量指数の推移（前年比）



（出所）財務省「貿易統計」

■ 当面、半導体関連が輸出の下支えとなることが期待される

半導体市場の推移(24,25年はWSTSの予想)



インバウンドは過去最高を記録

■ 観光・レジャー目的で来日した訪日外国人の10-12月期の消費単価は2019年同期比＋40.6%、平均宿泊日数は同＋8.7%。消費額はコロナ前を大きく上回る

国籍・地域別 １人１回当たり旅行消費単価、平均泊数【観光・レジャー目的】（2024年10-12月）

	消費単価（円/人）		平均泊数（泊/人）	
		対2019年10-12月比増減		対2019年10-12月比増減
全国籍・地域	234,533	+40.6%	6.9	+8.7%
英国	425,094	+41.9%	13.0	+7.1%
オーストラリア	417,301	+43.5%	13.1	▲3.8%
ドイツ	404,472	+56.8%	15.7	+8.4%
フランス	367,607	+32.5%	15.5	+13.6%
米国	365,379	+64.8%	10.7	+9.2%
イタリア	358,261	+57.1%	13.1	▲3.1%
スペイン	356,003	+32.3%	13.9	+11.2%
カナダ	354,103	+87.4%	13.1	+19.5%
ロシア	304,123	+40.6%	10.9	+4.8%
シンガポール	289,840	+40.7%	8.3	+3.9%
インド	281,008	+49.1%	10.3	+13.6%
中国	269,617	+30.8%	6.2	+11.5%
香港	232,949	+53.2%	5.8	+6.6%
マレーシア	232,900	+77.8%	7.2	+4.1%
タイ	212,318	+77.9%	6.2	+14.4%
フィリピン	211,327	+64.5%	6.9	+3.8%
台湾	201,506	+84.6%	5.3	+13.7%
インドネシア	200,388	+42.7%	7.8	+0.4%
ベトナム	174,458	+1.8%	7.1	+5.3%
韓国	105,319	+52.9%	3.5	+11.0%

※消費単価はパッケージツアー参加費内訳を含むベース
（出所）観光庁「訪日外国人消費動向調査」、「インバウンド消費動向調査」

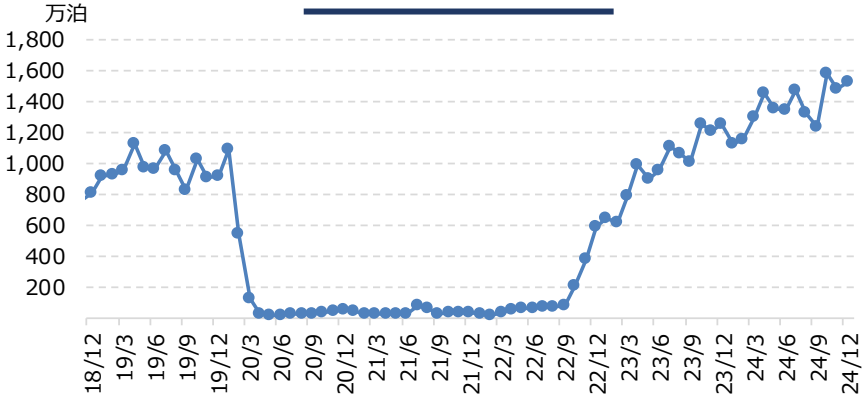
■ 2024年（年間）の訪日外客数は3,686万と過去最高だった2019年の3,188万人を大きく超えた

訪日外客数の推移

（出所）観光庁

■ 宿泊ベースでもコロナ前を大きく上回り、増加基調で推移

外国人延べ宿泊者数



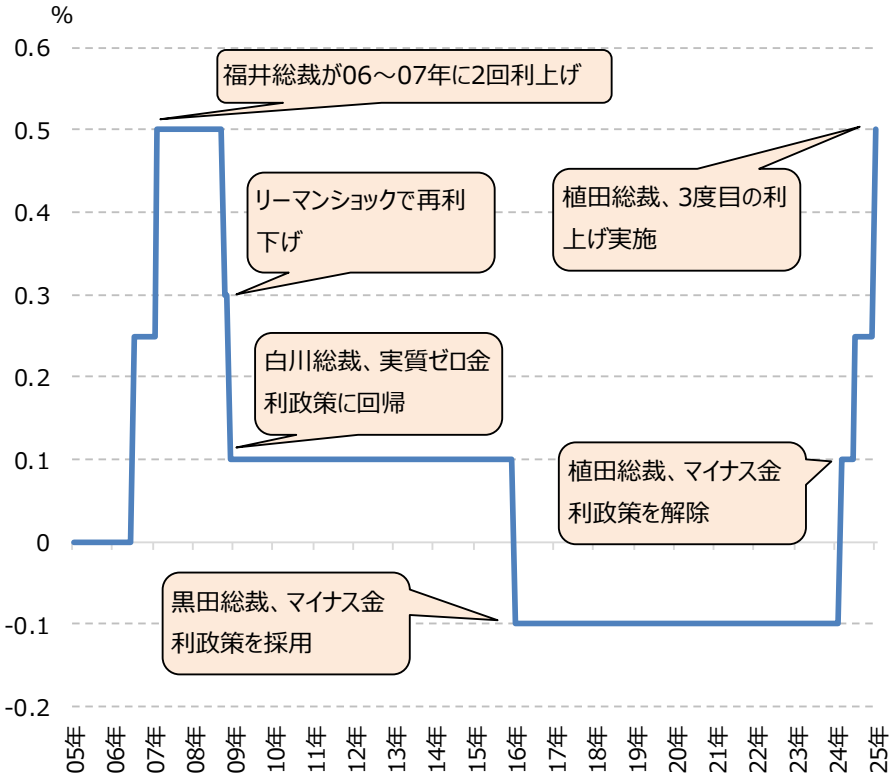
（出所）観光庁「宿泊旅行統計調査」

日銀は1月決定会合で追加利上げを実施

■ 日銀は、1月23、24日に開催された日銀金融政策決定会合で、追加利上げに踏み切った。利上げ幅は0.25%で、政策金利の水準は2008年以来の0.5%に。植田日銀は、昨年3月以降10ヵ月で3回の利上げ実施。「金融政策の正常化」を着実に進める。今後は7月と12月に2回の追加利上げを予想

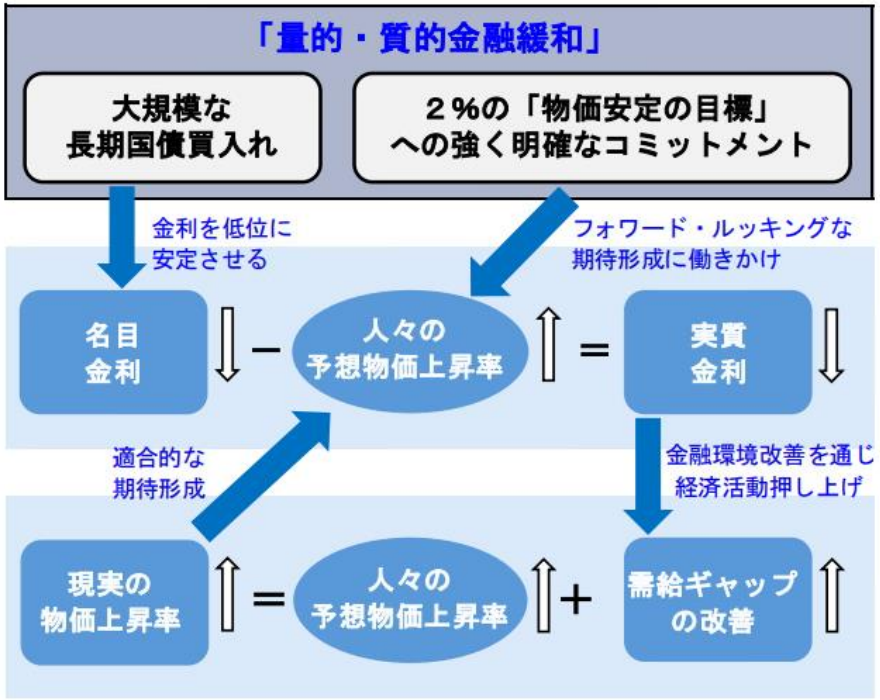
■ 日銀は、24年12月の決定会合で「多角的レビュー」の結果を発表。黒田緩和に関しては、経済・物価を押し上げたものの、導入当初に想定していたほどの効果は発揮しなかったとの評価。一方で国債市場の機能度にマイナスの影響をもたらしたと指摘。こうした副作用は今後大きくなる可能性もあるとの警戒感を示す

日銀は1月会合で追加利上げを実施



（出所）日銀公表資料より明治安田総研作成

多角的レビューで示した黒田緩和の波及ルート



（出所）日銀

石破政権初の経済対策が始動したが

■ 経済対策は石破首相自身が、「昨年を上回る補正予算を組む」と、規模ありきだったことを認めている。 GDPギャップがゼロ近傍まで縮小していることを考えれば、これほどの規模が必要だったかには議論の余地。経済モデル上は2025年の実質GDP成長率を＋0.65%押し上げるが、人手不足が制約となる可能性も

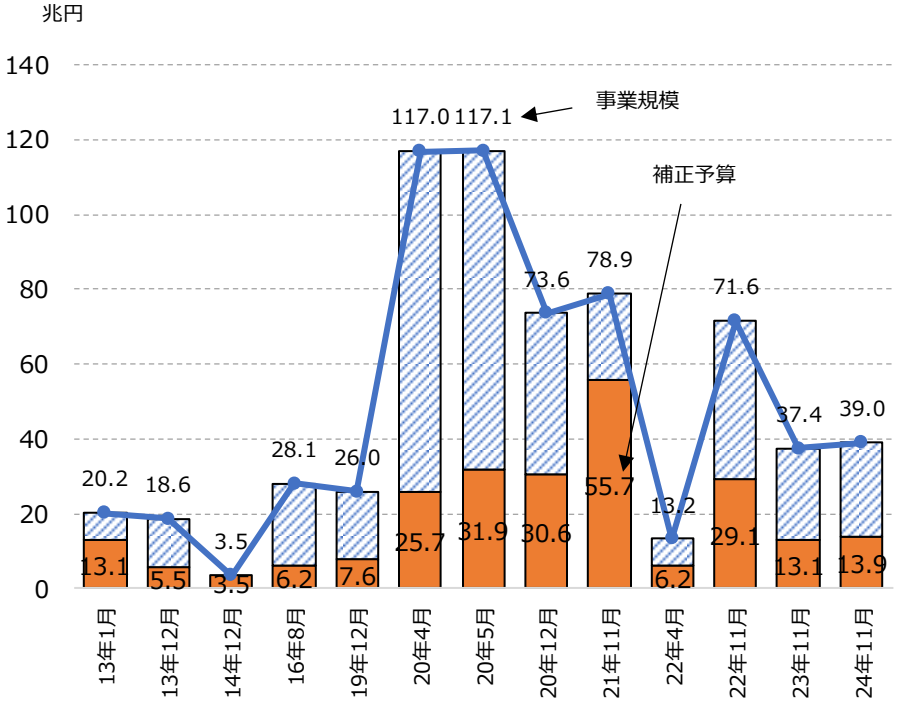
■ 骨太方針に記された「歳出構造を平時に戻す」との政府方針はなかなか守られず、コロナ禍での大型経済対策に目が慣れたこともあるが、安倍政権下の経済対策と比べれば規模の違いは明らか。本来であれば労働市場改革、規制改革、税制・社会保障改革等、潜在成長率を上げるための供給サイドの改革を優先すべき

石破政権初の経済対策の概要

3本の柱	内容	財政支出	事業規模
Ⅰ．日本経済・地方経済の成長 ～全ての世代の現在・将来の賃金・ 所得を増やす～	•賃上げ環境の整備 中堅・中小企業の生産性向上（足元の賃上げ） •地方創生２.０（全国津々浦々の賃金・所得増加） •成長力の強化（将来の賃金・所得増加）	１０.４兆円 程度	１９.１兆円 程度
Ⅱ．物価高の克服 ～誰一人取り残されない成長型経済 への移行に道筋をつける～	•物価高の影響を受ける低所得者への支援 •地域の実情等に応じた物価高対策の推進 •物価高の影響を受ける業種の支援 •エネルギーコスト上昇への耐性強化	４.６兆円程度	１２.７兆円 程度
Ⅲ．国民の安心・安全の確保 ～成長型経済への移行の礎を築く～	•自然災害からの復旧・復興（能登半島地震等への対応も含む）、防災・減災及び国土強靱化 •外交・安全保障環境の変化への対応 •都市部等の防犯対策・闇バイト対策 •こども・子育て支援、女性・高齢者の活躍・参画推進 など	６.９兆円程度	７.２兆円程度
合 計		２１.９兆円 程度	３９.０兆円 程度

（出所）財務省、内閣府資料より明治安田総研作成

近年の主要経済対策の推移



（出所）財務省資料より明治安田総研作成

税収増に助けられた2025年度政府予算

2025年度政府予算の概要

		（億円）	24年度当初予算からの増減額	増減率	占率	ポイント
一般歳出		682,452	+4,689	+0.7%	59%	一般歳出は小幅増額。「物価・賃上げ促進予備費」の1兆円が消えたこと等によるもの
	社会保障関係費	382,778	+5,585	+1.5%	33%	「こども未来戦略」の加速化プラン(3.6兆円)は8割実施。薬価改定や高額療養費制度の見直しで財源確保
	文教及び科学振興費	55,496	+780	+1.4%	5%	教員の処遇改善について人事院勧告(+3.7%)を反映。2030年度までに教職調整額を4%から10%に引き上げ
	防衛関係費	86,691	+7,519	+9.5%	8%	防衛力整備計画に基づき、スタンド・オフ防衛能力の強化など、防衛力の抜本強化。自衛官への給付金新設
	公共事業関係費	60,858	+30	+0.0%	5%	ハード、ソフト一体となった国土強靭化の推進。上下水道の急所施設の耐震化、全国の盛土区間ののり面対策
地方交付税交付金等		190,784	+12,921	+7.3%	17%	一般財源総額を確保しつつ、臨時財政対策債の発行額をゼロに(2013年度の制度創設以来初)。交付税特会借入金の償還増
国債費		282,179	+12,089	+4.5%	24%	過去最大。債務償還費、利払い費がともに増加
	債務償還費	176,693	+5,523	+4.3%	15%	債務残高の累増を背景に、増加傾向が続く
	利払い費等	105,485	+8,575	+8.8%	9%	想定金利を1.9%から2.1%へと2年連続で引き上げ
歳出計		1,155,415	+29,698	+2.6%	100%	前年度当初予算対比で約3兆円の増加。うち一般歳出が16%、地方交付税が44%、国債費が41%
税収		784,400	+88,320	+12.7%	68%	前年当初比約9兆円の大幅増。所得税が同＋5.3兆円、法人税が＋2.2兆円、消費税が＋1.1兆円
その他収入		84,525	+9,378	+12.5%	7%	外為特会からの繰り入れ等。9.4兆円の増加のうち、防衛力強化分へ5.4兆円を充当
公債金		286,490	▲68,000	▲19.2%	25%	公債依存度は前年度当初予算の31.2%から24.8%に低下。1998年度以来の低水準に
	うち建設公債	67,910	+2,120	+3.2%	6%	建設公債は小幅増
	うち赤字公債	218,580	▲70,120	▲24.3%	19%	赤字公債は約7兆円の減額。税収増に助けられた形
歳入計		1,155,415	+29,698	+2.6%	100%	当初予算としては過去最大の規模だが、税収の大幅増に伴い公債依存度は大きく低下
基礎的財政収支		▲7,835	+80,328	－	－	2025年度の黒字化目標はわずかに届かないが、大幅な収支改善。実際の税収と補正の規模次第で目標達成の期待は残る

（出所）財務省資料より明治安田総研作成

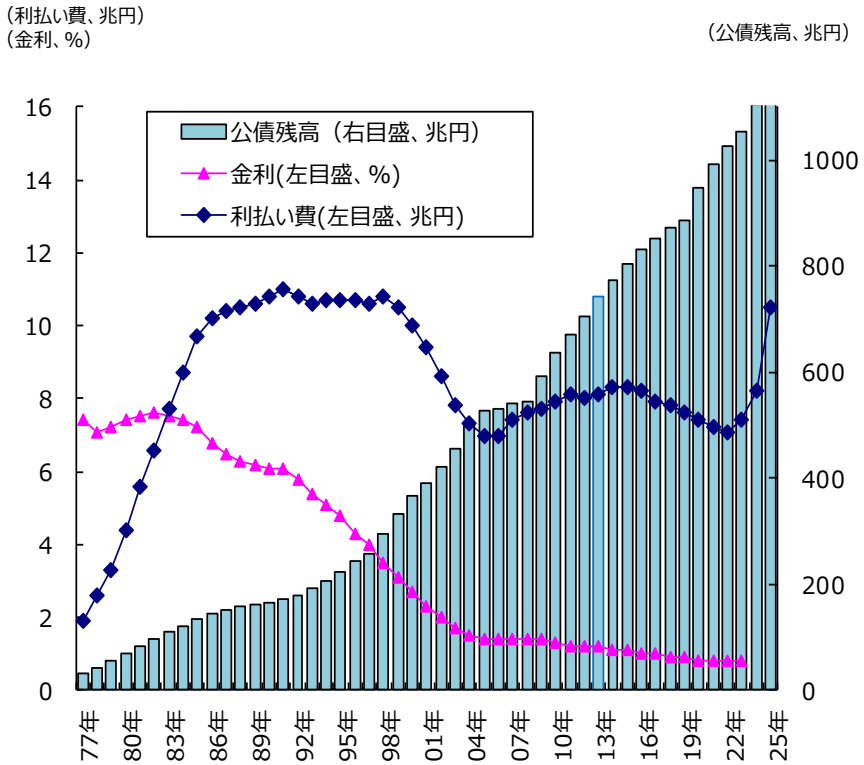
- 2025年度予算案のハイライトは税収の大幅増。歳出抑制がなかなか進まないなかでも、近年では最も収支改善が進んだ予算となった。基礎的財政収支の赤字幅は前年度当初予算対比で10分の1以下に
- ただし、内閣府は2025年度の基礎的財政収支の赤字幅について、昨年末の経済対策や103万円の壁対策の影響で▲4.5兆円まで拡大すると試算。壁の大幅引き上げに関しては、財源の議論が不可避か
- 税収が減る不況期ほど多額の財政支出を強いられるため、税収が増える時期こそ歳出改革が必要だが、その動きは鈍い
- 通常は閣議決定された政府予算がそのまま国会を通過するが今回は例外。国民民主党や日本維新の会との政策調整のなかで、今後修正が入る可能性

利払い費の増加には要警戒、防衛財源は一歩前進

■ 政府債務残高が巨額に達している分、小幅の金利上昇であっても、利払い費が膨らみやすくなっている。黒田日銀のイールドカーブ・コントロール（YCC）の下で、2016年度以降の利払い費は債務残高が累増する中でも7年連続で減少したが、2023年度と2024年度（補正後）は2年連続で増加

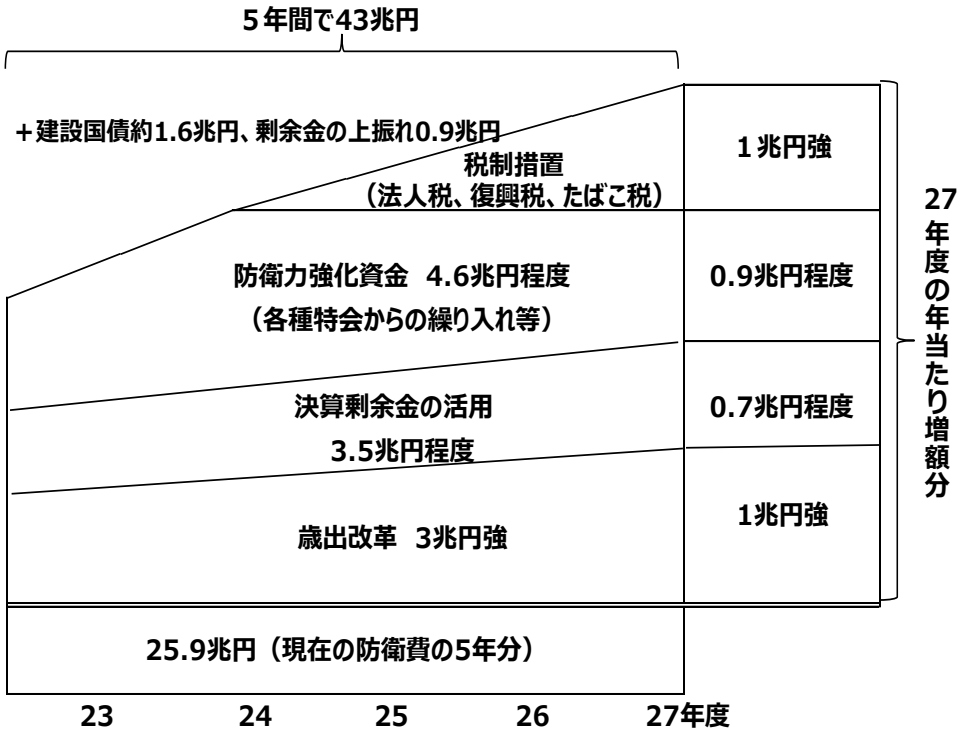
■ 防衛財源については、問題の3税の増税のうち、法人税とたばこ税について2026年4月に開始することが決まった。所得税の増税の開始時期の決定は先送りとなったが、2税だけでも開始時期を決定できたのは一歩前進。ただ、トランプ大統領がさらなる増額を求めてくる可能性も囁かれるなか、中長期的にも財源探しには苦労する可能性が高い

利払い費と金利、公債残高の推移



（出所）財務省

防衛費増額分の財源概念図



（出所）各種資料より明治安田総研作成

今後の政策調整に注目

- 衆議院で与党が過半数割れの状況が続く中、今後の政権運営には困難が伴う。案件ごとに野党との合意を模索する必要
- 当面は103万円の壁を巡る国民民主党との議論、教育無償化を巡る日本維新の会との議論が焦点。25年度予算通過のカギを握る
- 主要野党も程度の差こそあれ、予算成立にある意味責任を負う形に

各党の政策（抜粋）

	経済	憲法	外交	原発	日銀
自民	経済あっての財政 デフレ脱却最優先 物価上昇を上回る賃上げ 電気・ガス、燃料費高騰対策 年収の壁見直し	憲法改正の早期実現 （自衛隊明記、緊急事態条項など）	防衛力強化 自衛官の処遇改善	早期再稼働 次世代革新炉の建設	—
公明	最低賃金を5年以内に1500円に電気・ガス、燃料費高騰対策	自衛隊について、検討を進める	非核三原則堅持	再稼働容認	—
立民	分厚い中間層 国公立大学の授業料無償化 給食費無償化 低所得高齢者の年金上乗せ	自衛隊明記反対 緊急事態条項（国会議員任期延長など）不要	防衛予算精査 防衛増税停止	再稼働容認 新設・増設はしない	物価目標柔軟化 （2%→0%超）
国民	令和の所得倍増計画 消費税率を5%に（実質賃金がプラスになるまで） 年収の壁引き上げ（基礎控除等の合計、103万円→178万円） 年間5兆円の「教育国債」	緊急事態条項の創設	必要な防衛費を増額	早期再稼働 次世代革新炉の建設	—
維新	消費税、所得税、法人税の減税 消費税は8% 規制改革（ライドシェアなど）	憲法改正の早期実現 （自衛隊明記、緊急事態条項など）	防衛費増額（GDP比率2%まで）	早期再稼働	日銀法改正 目的追加（雇用の最大化・名目経済成長率の持続的な上昇）

（出所）　各党の政策集より明治安田総研作成

3. 海外経済見通し

米国経済見通し概要

- 10－12月期の実質GDP成長率は前期比年率＋2.3%と、前期（同＋3.1%）から鈍化。もっとも、個人消費は同＋4.2%と前期（同＋3.7%）から伸長。在庫の寄与が▲0.93%ポイントとなったのがGDPの下押し要因だが、これが個人消費の強さを反映している可能性も踏まえると、米景気は総じて底堅いと言える

- 今後も2%程度とされる潜在成長率を上回る推移が続くとみる。株高などに伴う良好な所得環境が個人消費を下支えするほか、設備投資はAI関連を中心としたソフトウェアや情報処理機器などの投資需要がけん引役になると見込まれる。住宅投資は金利の高止まりで低迷が持続するとみられるものの、全体として景気は底堅く推移すると予想

- 1月のFOMCでは、政策金利であるFFレートの誘導目標を4.25－4.50%にすえ置くことを決めた。パウエル議長は会合後の記者会見で、インフレ状況の改善や労働市場の弱さを確認しない限り、政策の調整を急ぐ必要はないとのスタンスを示した。労働市場が早期に崩れる兆候は見られないが、FRBはインフレ率の鈍化に伴う実質金利の上昇を調整する形で6、12月に0.25%ずつの追加利下げを実施するとみる。その後は、政策金利をすえ置き、2026年末まで3.75－4.00%の水準を維持すると予想

主要経済指標		暦年ベース		予測		2024年	予測 2025年				2026年			
		2023	2024	2025	2026	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	今回	2.9%	2.8%	**2.4%**	**2.3%**	2.3%	**2.3%**	**2.2%**	**2.0%**	**1.8%**	**2.2%**	**2.5%**	**2.6%**	**3.0%**
	前回	2.9%	2.8%	2.3%	2.5%	2.5%	1.9%	2.3%	2.3%	2.6%	-	-	-	-
CPI（総合、※）	今回	4.1%	3.0%	**2.7%**	**2.4%**	2.9%	**2.7%**	**2.8%**	**2.6%**	**2.6%**	**2.5%**	**2.5%**	**2.4%**	**2.3%**
	前回	4.1%	2.9%	2.4%	2.3%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%	-	-	-	-
政策金利（上限値、期末値）	今回	5.50%	4.50%	**4.00%**	**4.00%**	4.50%	**4.50%**	**4.25%**	**4.25%**	**4.00%**	**4.00%**	**4.00%**	**4.00%**	**4.00%**
	前回	5.50%	4.50%	3.50%	3.50%	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.50%	-	-	-	-

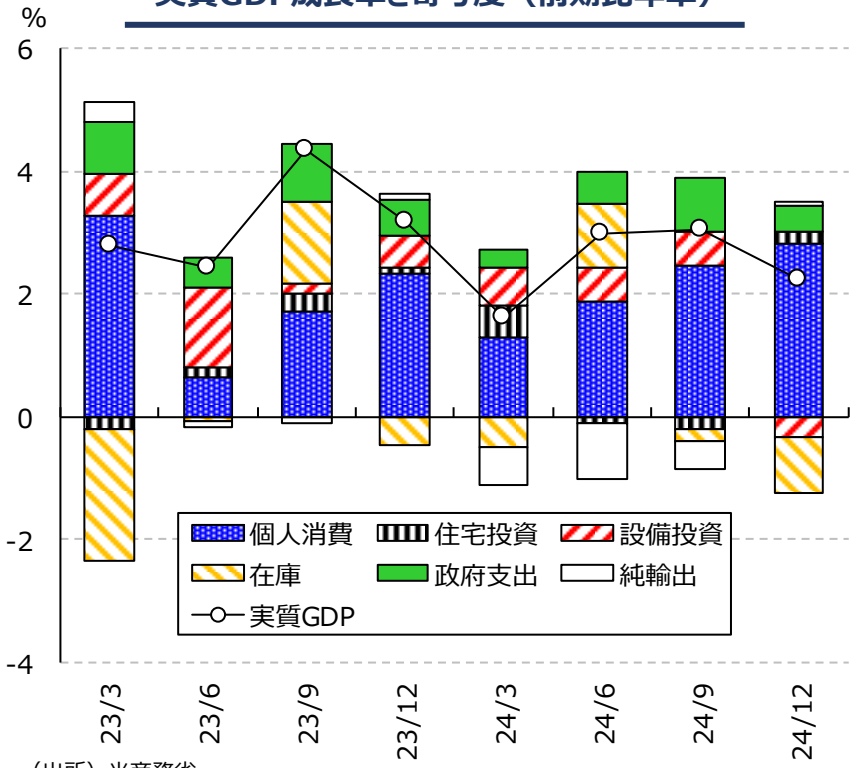
※暦年は平均値、四半期は期末値を記載　・前回は11月経済見通し時点

個人消費が景気をけん引

- 2024年10－12月期の実質GDP成長率は前期比年率＋2.3%と、前期（同＋3.1%）から鈍化。もっとも、個人消費は同＋4.2%と前期（同＋3.7%）から伸長。在庫の寄与が▲0.93%ポイントとなったのがGDPの下押し要因だが、これが個人消費の強さを反映している可能性も踏まえると、米景気は総じて底堅いと言える

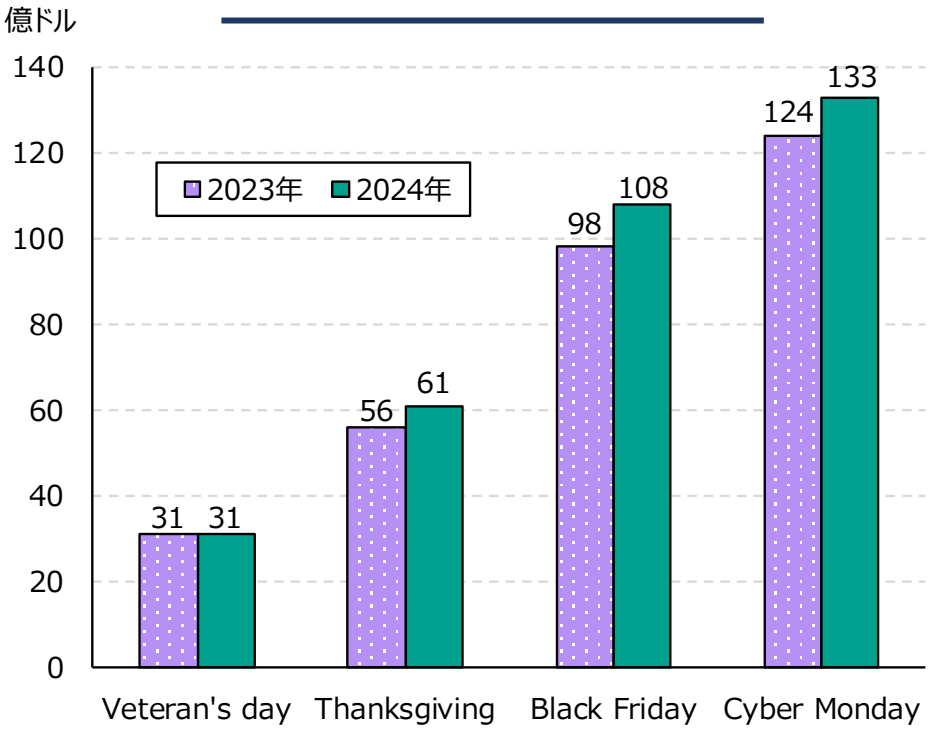
- ホリデーシーズンのオンライン売上高（Adobe調べ）は概ね昨年を上回った。感謝祭（11月28日）、ブラックフライデー（29日）、サイバーマンデー（12月2日）にかけての5日間の売上は前年比＋8.2%と過去最高を記録

実質GDP成長率と寄与度（前期比年率）



（出所）米商務省

ホリデーシーズンのオンライン売上高



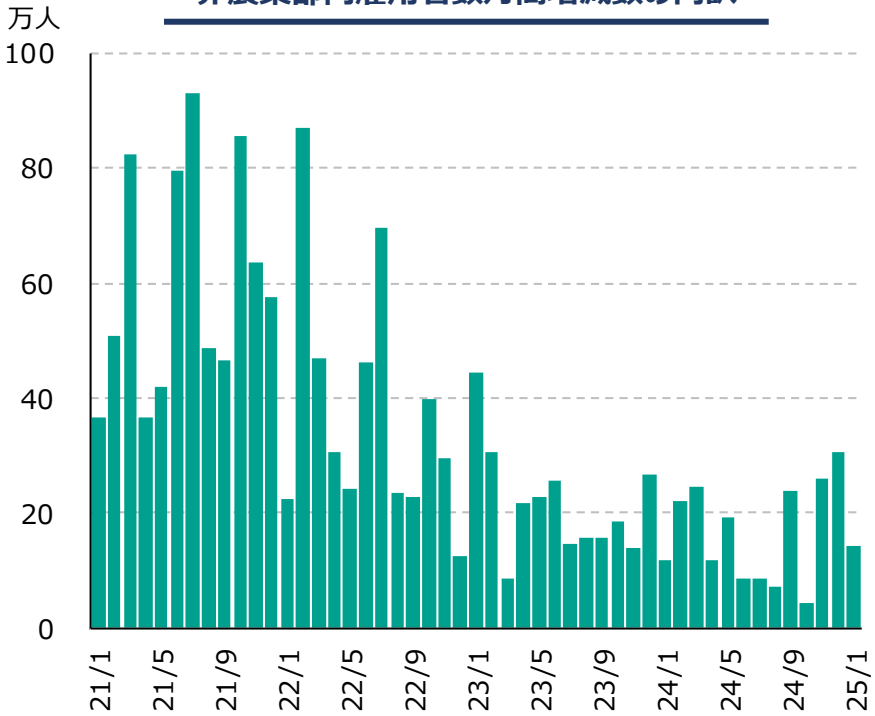
（出所）Adobeより明治安田総研作成

失業率は横ばい圏での推移が続く

■ 1月の非農業部門雇用者数は前月比＋14.3万人と、市場予想（同＋17.5万人）を下回った。もっとも、トレンドを示す3ヵ月移動平均では同＋23.7万人と3ヵ月連続で伸びが拡大

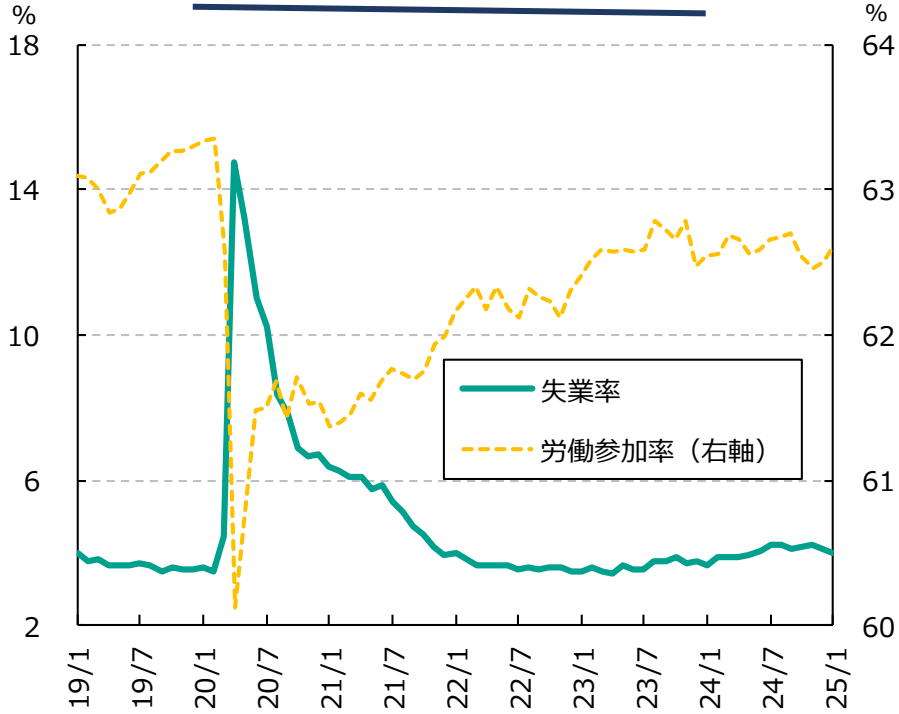
■ 1月の失業率は4.0%と市場予想（4.1%）を下回った。昨年7月には、失業率の直近3ヵ月移動平均が過去12ヵ月の最低値を0.5ポイント上回ったことで、景気後退局面入りを示唆する「サーム・ルール」に抵触したが、10月以降は下回っている

非農業部門雇用者数月間増減数の内訳



（出所）米労働省

失業率と労働参加率の推移



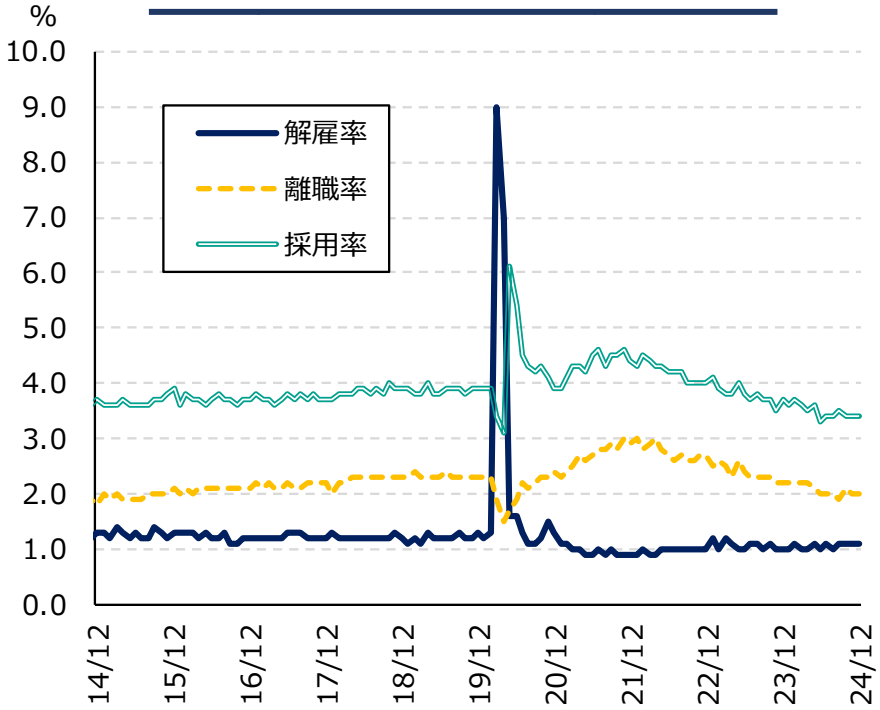
（出所）米労働省

新規の失業保険申請件数は低水準のまま

■ 雇用動態調査（JOLTS）における離職率や採用率は低下傾向にある一方で、解雇率は横ばいが続いている

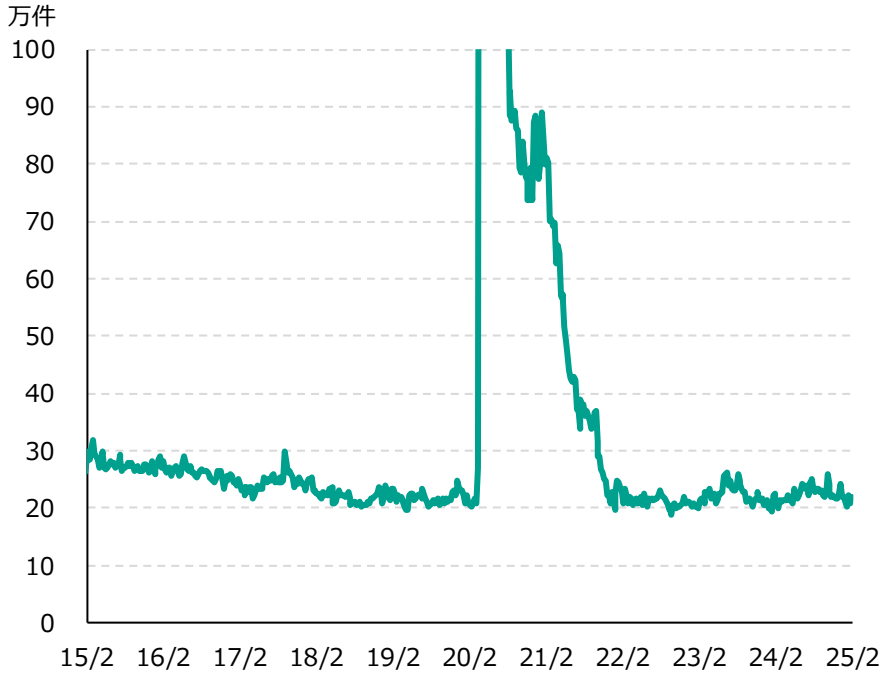
■ 2月8日の週の新規失業保険申請件数は21.3件となっている。過去の景気後退局面では概ね40万件を上回っており、申請件数は低水準で推移

雇用動態調査 解雇・離職・採用率



（出所）米労働省

新規失業保険申請件数の推移



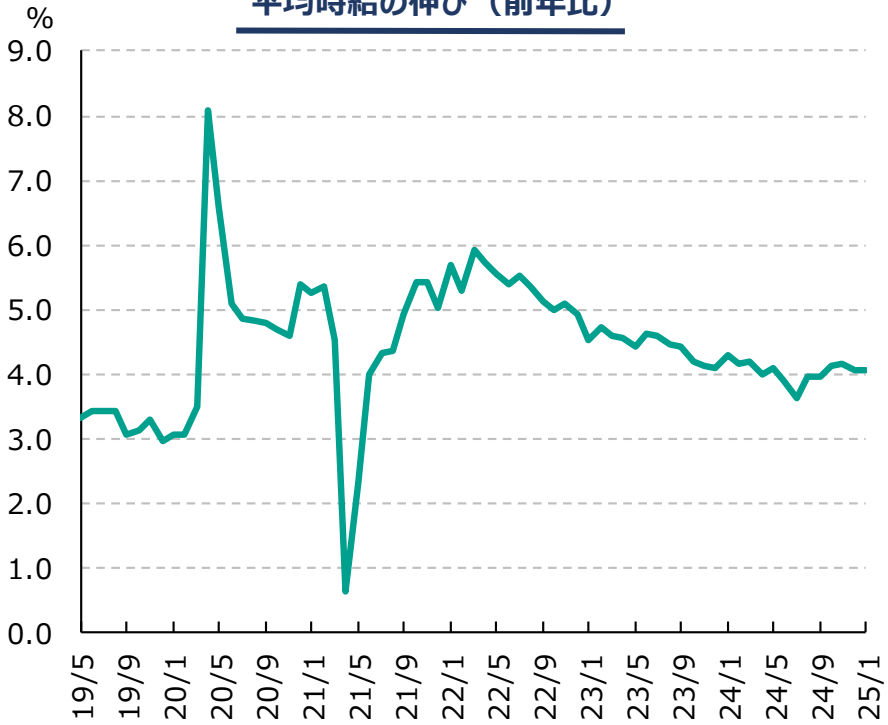
（出所）米労働省　※足元のトレンドを確認するため縦軸の上限を100万人に設定

物価は落ち着きを取り戻したがトランプリスクに要警戒

■ 1月の時間当たり賃金は前年比＋4.1%で前月と同じ伸びに。前月比では＋0.48%と、前月（同＋0.25%）から拡大。今月は厳冬に伴う悪天候による労働時間の減少が賃金の伸び拡大につながった可能性

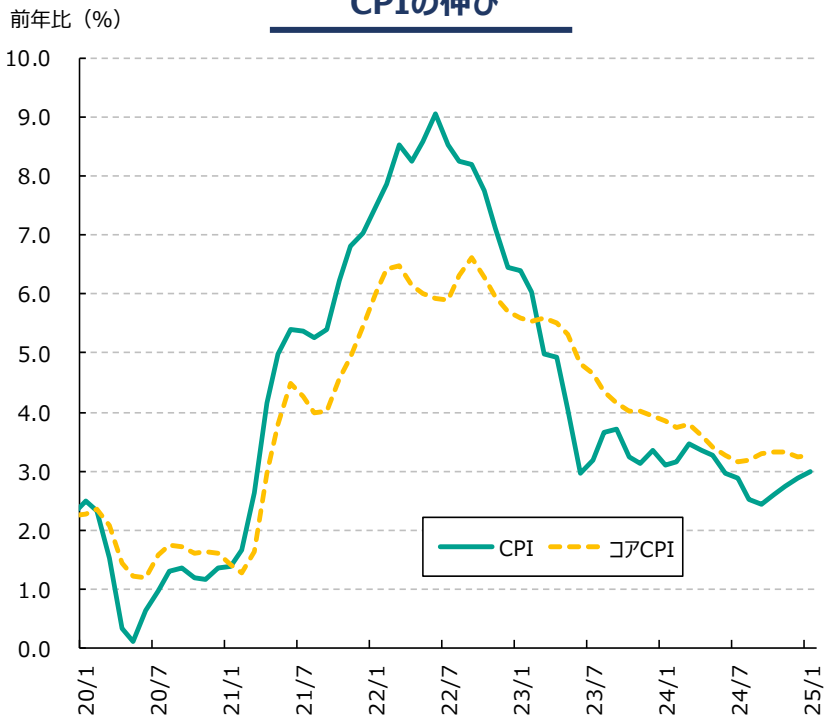
■ 食品とエネルギーを除く消費者物価指数（コアCPI）は前年比＋3%台前半で足踏みが続く。財価格の低下が一巡したことに加え、サービス価格が高止まりしていることが要因。もっとも、CPIに占めるウェイトが高い住宅関連サービス価格の低下は継続するとみられることから、インフレ率は緩やかな鈍化傾向で推移すると見込む

平均時給の伸び（前年比）



（出所）米労働省

CPIの伸び



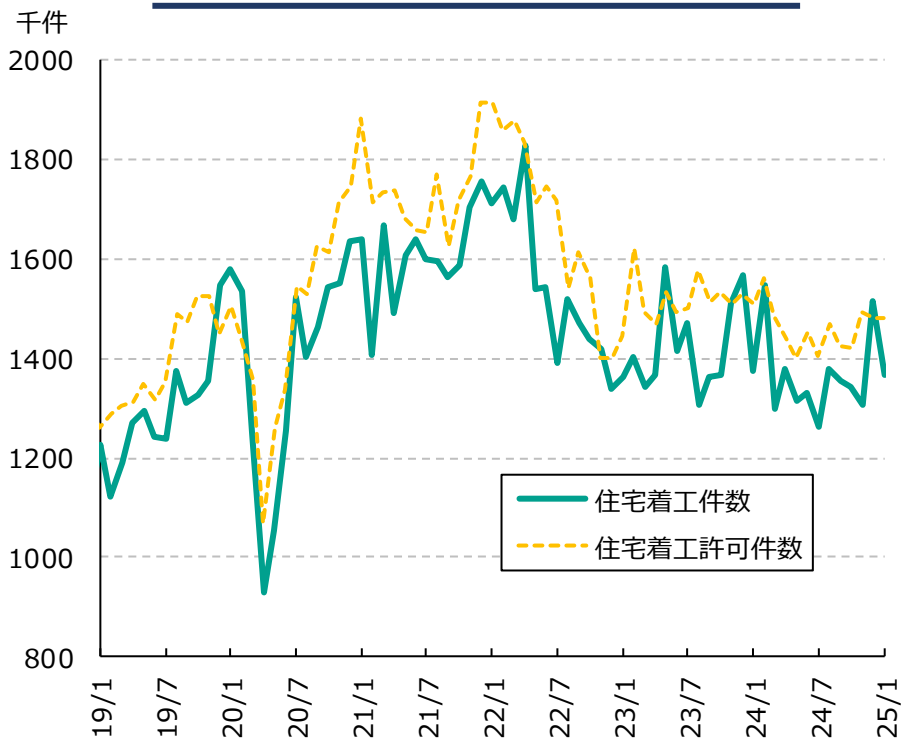
（出所）米労働省

住宅投資は金利の高止まりで低迷が続くと予想

■ 1月の住宅着工件数は136.6万件と、2ヵ月ぶりに減少。前年同月からは▲1.0万件で冴えない推移が続く。先行指標である許可件数も横ばい圏

■ 30年固定住宅ローン金利は高止まり。住宅購入意欲は盛り上がっておらず、住宅投資は伸び悩みが続く。今後も金利の高止まりで低迷が持続すると予想

住宅着工件数と住宅着工許可件数の推移



（出所）米商務省

30年固定住宅ローン金利

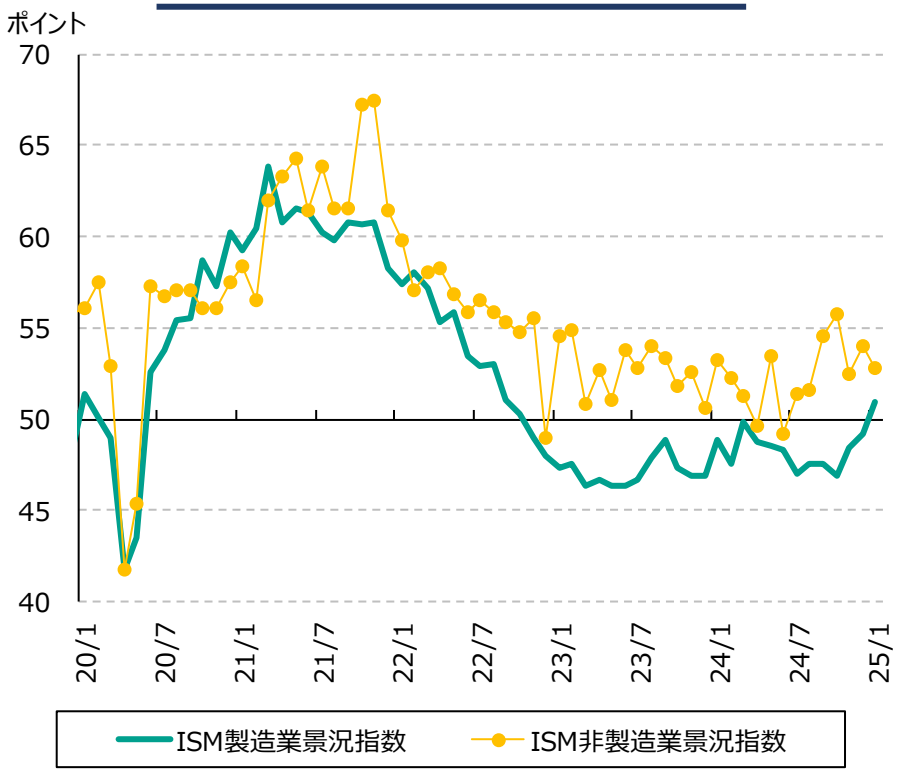
（出所）フレディ・マック

銀行の融資基準は緩和へ

■ 1月のISM景況指数を見ると、製造業は50.9と好不況の境目である50を2022年10月以来に上回る。非製造業は52.8で7ヵ月連続の50越えも、製造業の持ち直しにより業種間の景況感の差は縮小

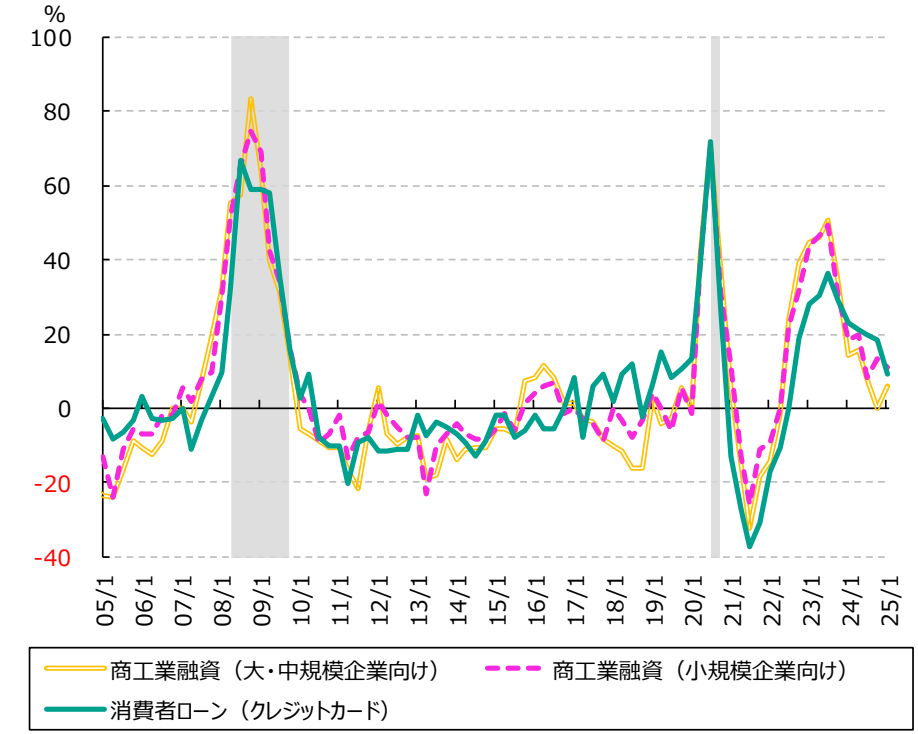
■ FRBの銀行融資担当者調査で、融資基準を厳格化させた銀行の割合から緩和させた銀行の割合を差し引いたDIを見ると、大・中規模企業向け、小規模企業向けのいずれも低下傾向

ISM製造業・非製造業景況指数



（出所）米サプライマネジメント協会（ISM）

銀行の融資基準
（融資基準を厳格化させた銀行の割合ー緩和させた銀行の割合）



（出所）FRB

※シャドー部分は景気後退期

2025年は計2回の追加利下げを予想

■ 1月のFOMCでは、政策金利であるFFレートの誘導目標を4.25－4.50%ですえ置いた。労働市場が早期に崩れる兆候は見られないが、FRBはインフレ率の鈍化に伴う実質金利の上昇を調整する形で6、12月に0.25%ずつの追加利下げを実施するとみる。その後は、政策金利をすえ置き、2026年末まで3.75－4.00%の水準を維持すると予想

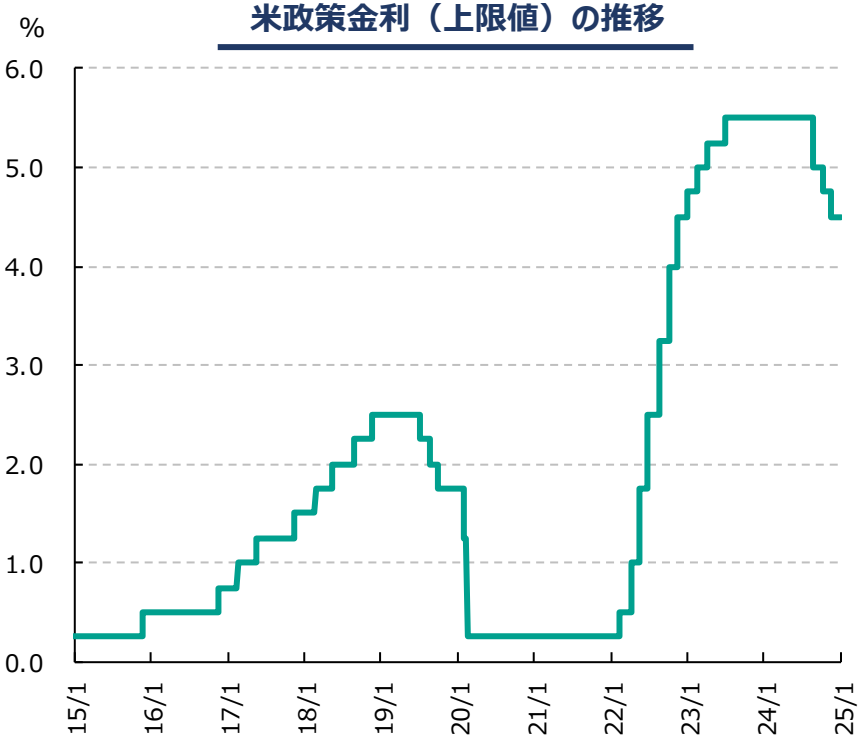
■ FOMC参加者の経済見通し（SEP）では、前回9月から物価見通しを上方修正する一方で、失業率見通しを下方修正

12月FOMC経済見通し

（単位：%）	2024	2025	2026	2027	長期
実質GDP成長率	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8
（9月予測）	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
失業率	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2
（9月予測）	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
PCEデフレーター	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0
（9月予測）	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	2.8	2.5	2.2	2.0	–
（9月予測）	2.6	2.2	2.0	2.0	–
FF金利	4.4	3.9	3.4	3.1	3.0
（9月予測）	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9

※実質GDP成長率、（コア）PCEデフレーターは前年比(%)

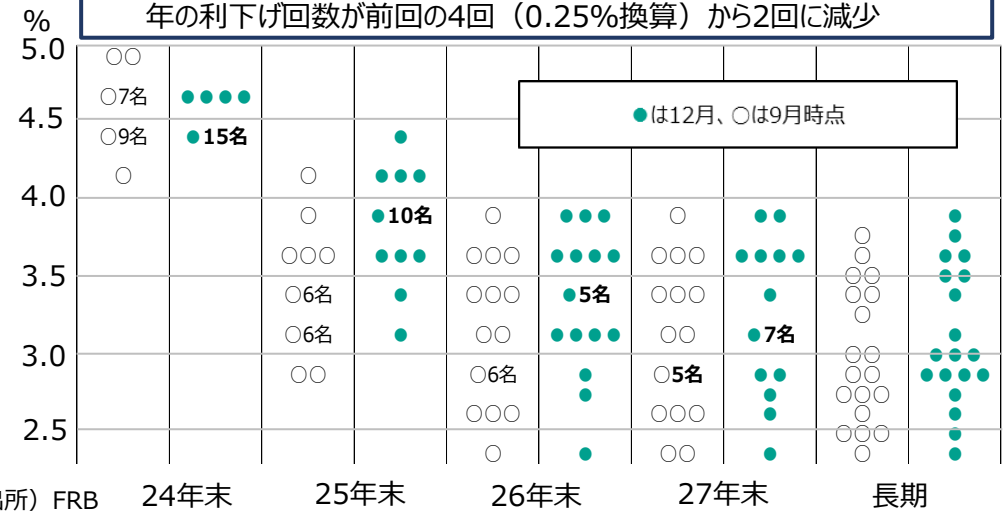
米政策金利（上限値）の推移



（出所）ファクトセット

12月FOMCドットチャート

■ FOMCメンバーによる政策金利見通しであるドットチャートでは、2025年の利下げ回数が前回の4回（0.25%換算）から2回に減少



（出所）FRB

ユーロ圏経済見通し概要

- ユーロ圏の10－12月期実質GDP成長率は前期比+0.1%。製造業の不振が続くドイツ（7－9月期：同+0.1%→10－12月期：同▲0.2%）と五輪効果が剥落したフランス（同＋0.4%→同▲0.1%）がマイナス転落、一方、観光業が堅調なスペイン（同＋0.8%→同＋0.8%）は好調継続。イタリア（同±0.0%→同±0.0%）は停滞気味
- 欧州経済は、不安定な状況。エネルギーコスト高等を背景に自動車産業をはじめとする製造業の低迷が長引いており、企業景況感は悪化傾向にある。実質賃金のプラス転換により個人消費には持ち直しの兆しが見えるが、主要輸出先である中国の景気低迷等により、外需は力強さに欠ける推移になるとみられ、緩慢な景気回復ペースを予想
- ECBの1月理事会は主要政策金利の引き下げを決定（中銀預金金利：2.75%）。利下げは4会合連続で、ラガルド総裁は会見で景気下振れリスクを強調するなど、ハト派寄りの情報発信を行なった。インフレ抑制への自信を示すとともに、銀行の貸し出し姿勢硬化に対し、懸念を表明。製造業の競争力低下や米通商政策への懸念などを背景に、ECBは毎会合利下げを実施し、2025年7月に中銀預金金利は中立金利（2%前後とされる）を下回る1.75%まで下がると予想

主要経済指標		歴年ベース		予測		2024年	予測 2025年				2026年			
		2023	2024	2025	2026	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	今回	0.4%	0.7%	1.0%	1.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
	前回	0.4%	0.8%	1.0%	1.1%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	-	-	-	-
HICP（総合、※）	今回	5.5%	2.5%	2.1%	1.9%	2.4%	2.2%	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	2.0%
	前回	5.5%	2.2%	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%	2.1%	2.0%	-	-	-	-
政策金利（期末値）	今回	4.00%	3.00%	1.75%	1.75%	3.00%	2.50%	2.00%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%
	前回	4.00%	3.00%	1.75%	1.75%	3.00%	2.50%	2.00%	1.75%	1.75%	-	-	-	-

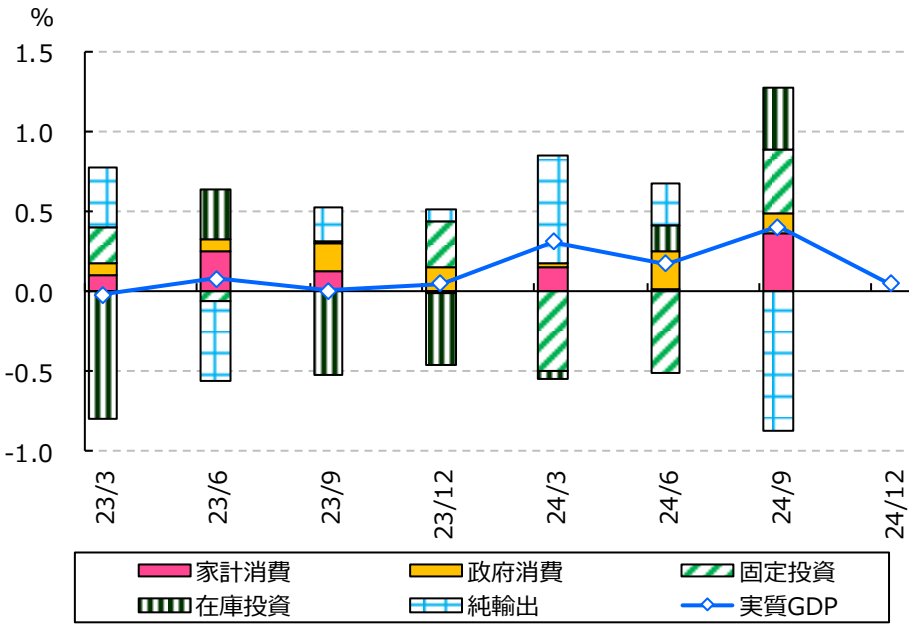
※暦年は平均値、四半期は期末値を記載　・前回は11月経済見通し時点

景気は緩やかに回復へ

- 10－12月期実質GDP成長率は前期比＋0.1%と、前期（同＋0.4%）から減速
- 製造業の不振が続くドイツ（7－9月期：同+0.1%→10－12月期：同▲0.2%）と五輪効果が剥落したフランス（同＋0.4%→同▲0.1%）がマイナス転落、一方、観光業が堅調なスペイン（同＋0.8%→同＋0.8%）は好調継続。イタリア（同±0.0%→同±0.0%）は停滞気味

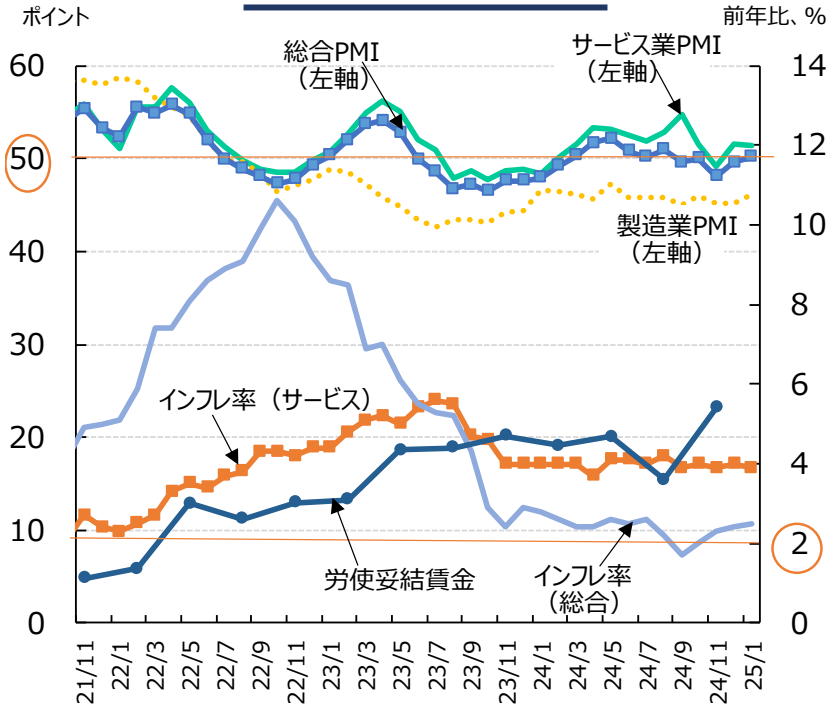
- ユーロ圏企業購買担当者景気指数（PMI)を見ると、1月は総合で50.2と3ヵ月ぶりに好不況の境目となる50を上回った。堅調な観光業を背景に、サービス業がけん引役に
- ドイツをはじめ製造業は不振が続く
- ユーロ圏の1月インフレ率は前年同期比＋2.5%と、ややリバウンド。サービス価格の伸びは下げ渋っているものの、財価格の伸びは落ち着いており、インフレ目標達成が視野に入る

ユーロ圏 実質GDP成長率と寄与度（前期比）



（出所）ユーロスタット

ユーロ圏PMIとインフレ率



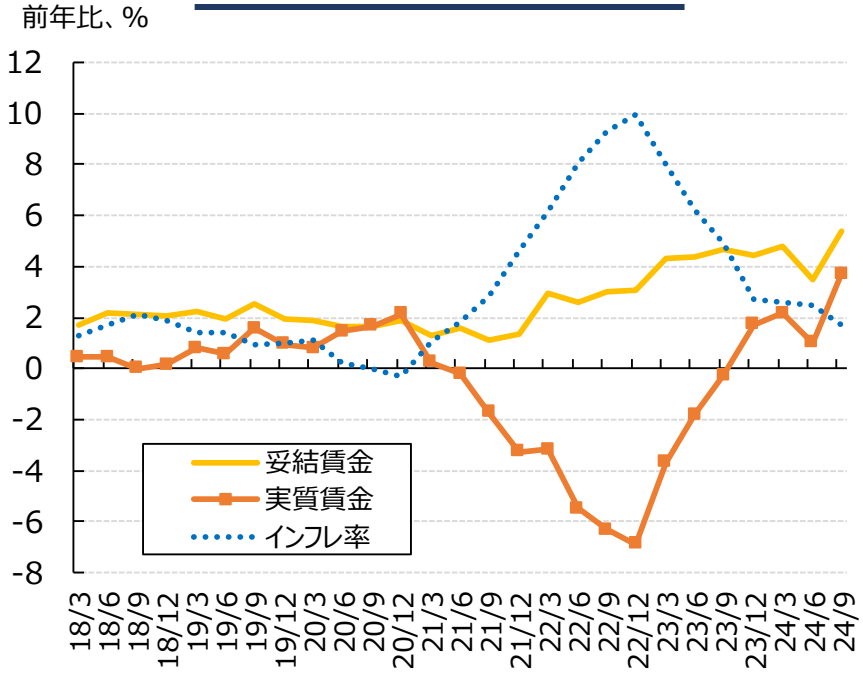
（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

個人消費に持ち直しの兆しも、生産は低迷中

- 7-9月期のユーロ圏労使妥結賃金は、前年同期比＋5.4%と前期（同＋3.5%）から伸びが加速。ドイツの労働組合が勝ち取った一時金が寄与
- 一方で、インフレ率は急速に鈍化して3%未満となったため、実質賃金は2023年10－12月期以降前年比プラスで推移。妥結賃金の伸びは緩やかに鈍化しつつも高水準を保つとみられ、実質賃金の増加傾向は継続するとみられる

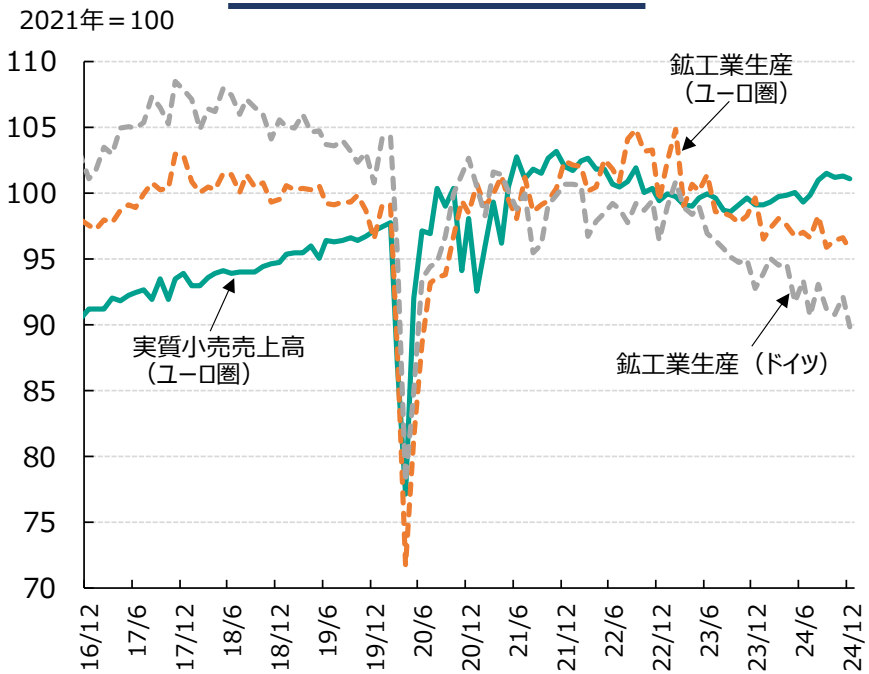
- ユーロ圏の実質小売売上高は実質賃金プラス転換を背景に持ち直しの動き
- 一方、鉱工業生産は低迷している。フランスの政情不安による投資先送りや米関税への警戒感、冴えない中国向けの輸出動向などが背景にあるとみられる
- 自動車産業が不振のドイツでは、鉱工業生産が特に軟調

労使妥結賃金と実質賃金



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成。インフレ率はHICP（総合）、実質賃金は（妥結賃金の伸び）－（インフレ率）

小売売上高と鉱工業生産



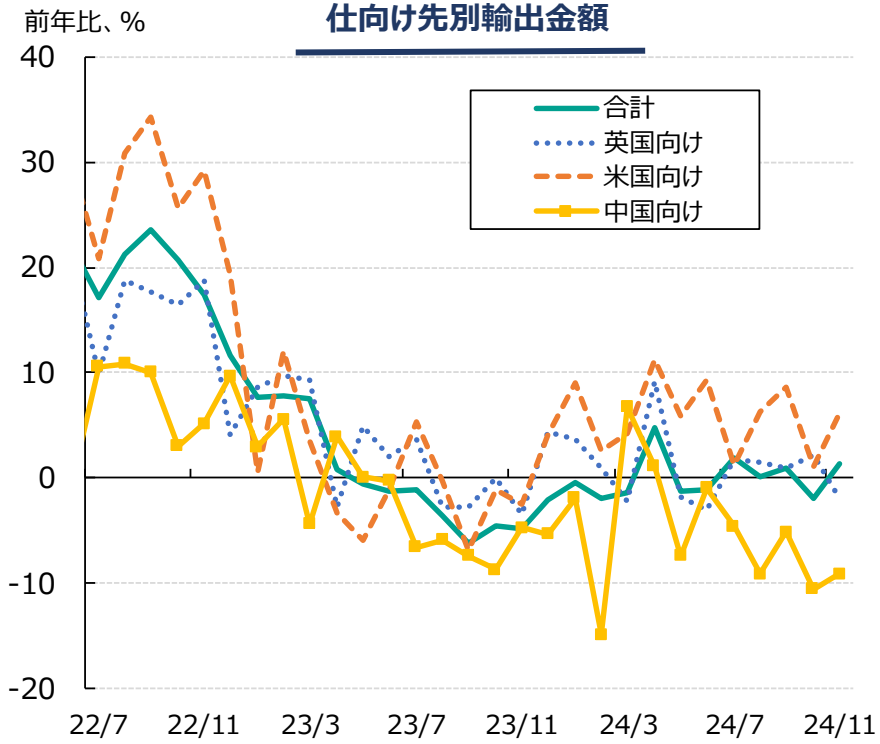
（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

外需が弱含むなか、米関税リスクが台頭

- ユーロ圏の輸出は冴えない状況。中国向けの低迷が重荷となっている
- 米政権が対ユーロ圏で追加関税を発動する場合、均せば堅調に推移していた米国向けが腰折れするとみる。米追加関税が実行される場合、2025年の独GDPが1%程度下押しされる可能性（独連銀）

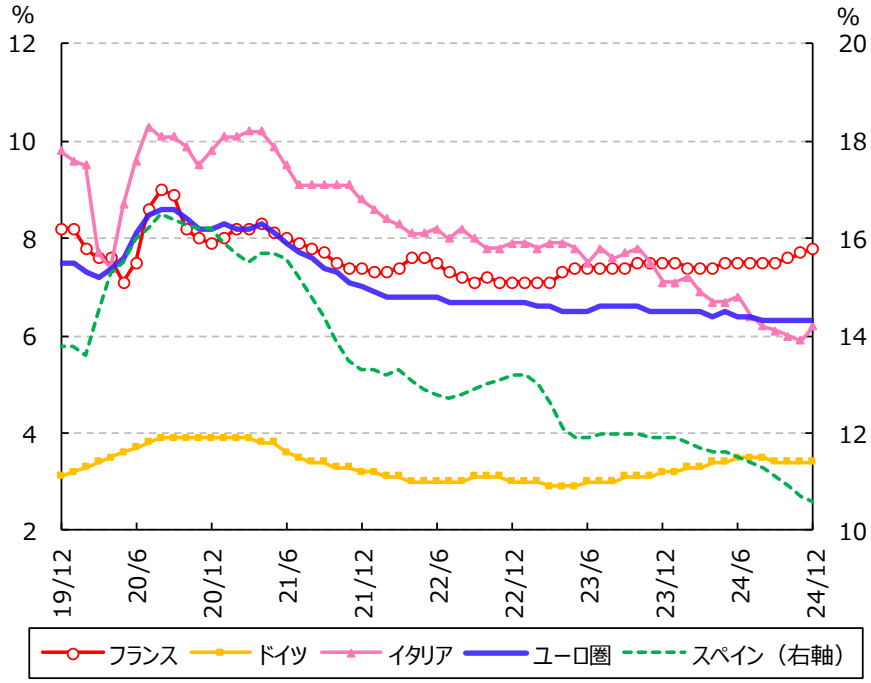
- 12月の失業率は6.3%と低水準が続いており、雇用情勢は底堅い。ECBはインフレ抑制に集中できる環境
- 主要国ではドイツの失業率が上昇傾向にある一方で、スペインの失業率は低下傾向にある。経済動向の違いを反映した動き

仕向け先別輸出金額



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

主要国の失業率



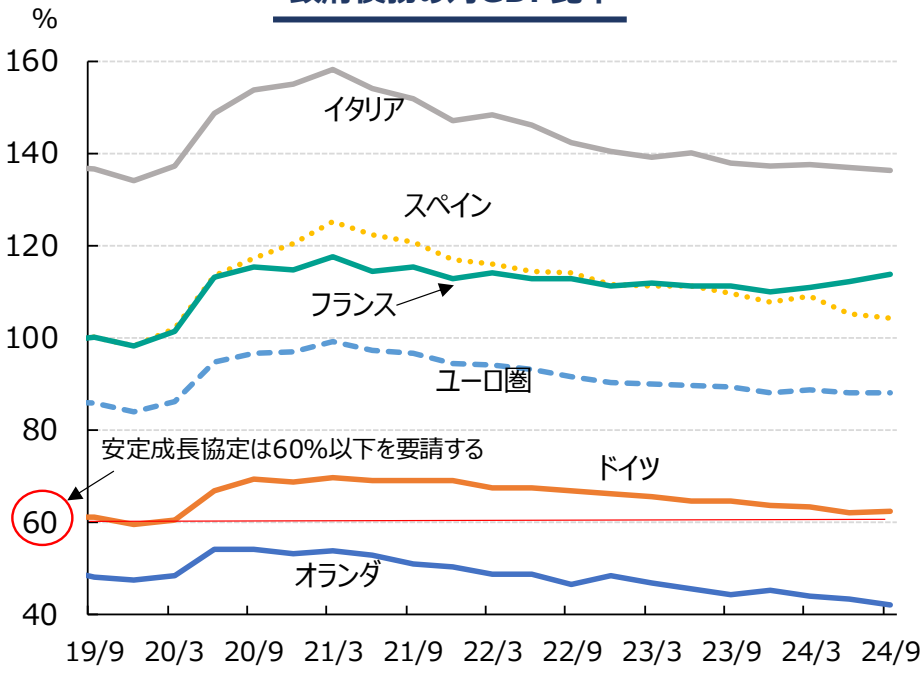
(出所)ユーロスタット

フランスの政情不安継続、仏独スプレッドは拡大中

- 債務残高の対GDP比は、ユーロ圏全体ではコロナ前の水準（約90%）に戻るも、主要国ではスペインとフランスがコロナ前に戻っていない。特にフランスの債務削減ペースは遅く、2024年9月末時点で114%とスペイン（104%）を上回る
- フランスでは、２月５日に2025年予算が成立した。もっとも、左派への配慮から医療や教育への支出は維持されることとなり、歳出削減ペースは緩慢である。財政再建への道は難路となろう

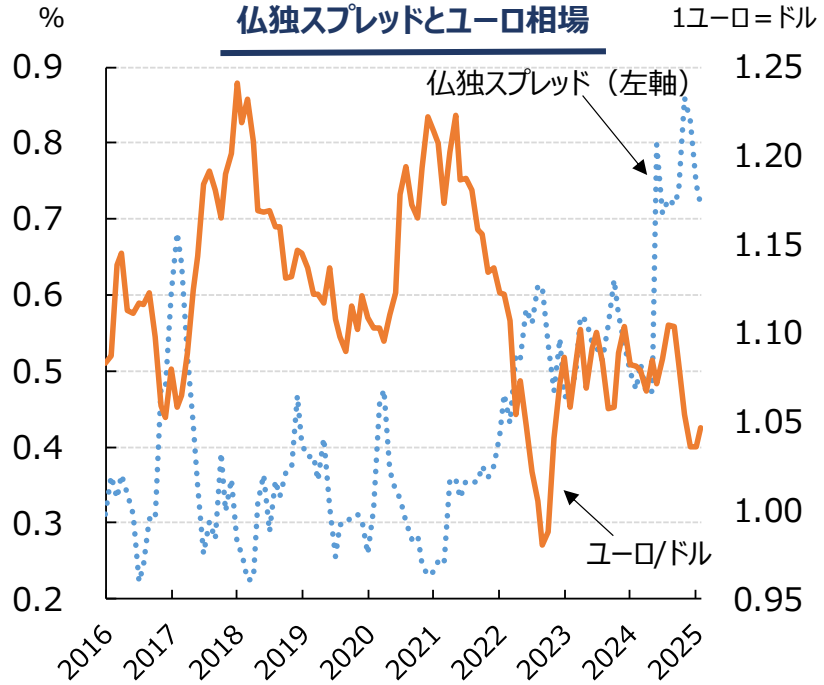
- 仏独スプレッドは足もと0.7%近辺と、極右政党のルペン氏が大統領選で善戦した2017年の水準と同程度で推移
- 仏与党連合の議席は下院の4割程度であり、不安定な政権運営が継続しよう。ドイツでは、財政緊縮派の自由民主党の連立政離脱により政権が崩壊し、2025年2月23日に総選挙が実施される。政権交代の可能性が高く、債務ブレーキの緩和が焦点に

政府債務の対GDP比率



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

仏独スプレッドとユーロ相場



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

ECBは景気悪化リスクに対応へ

- 1月理事会は主要政策金利の引き下げを決定（中銀預金金利：2.75%）。利下げは4会合連続。ラガルド総裁は会見で景気下振れリスクを強調
- 直近のECB経済見通し（12月）では、製造業の競争力低下や米通商政策への懸念などを背景に、設備投資と輸出の見通しが大幅に下方修正された。ECBは毎会合利下げを実施し、2025年7月に中銀預金金利は中立金利（2%前後とされる）を下回る1.75%まで下がると予想

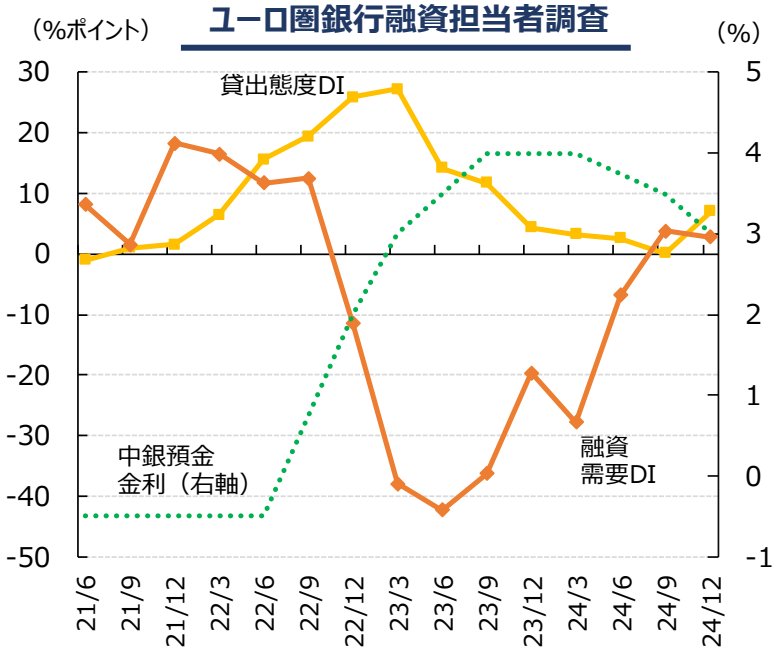
- ユーロ圏1月銀行融資担当者調査によると、10－12月期の融資需要DI（「融資需要の増加を報告した先の割合」―「減少を報告した先の割合」）は2.80%ptと2四半期連続のプラス。企業の設備投資意欲等に持ち直しの兆し
- しかし、貸出態度DI（「融資基準を引き締めた先」―「緩めた先」）は＋7.05%ptへ上昇し、利下げにもかかわらず銀行の融資態度は硬化。米関税への懸念と不安定な政局により、ドイツとフランスで銀行のリスク許容度が低下し、融資態度硬化が顕著に。利下げの継続が求められよう

ECBスタッフ見通し

	12月見通し			（前回）9月見通し		
純輸出以外は前年比（%）	2024	2025	2026	2024	2025	2026
実質GDP成長率	0.7	1.1	1.4	0.8	1.3	1.5
個人消費	0.9	1.3	1.3	0.8	1.4	1.5
総固定資本形成	▲1.7	1.2	2.2	▲0.5	1.2	2.1
輸出	1.0	1.6	3.0	1.2	2.6	3.0
輸入	0.1	2.3	3.1	0.0	2.8	3.3
純輸出（%pt）	0.5	▲0.2	0.1	0.7	0.0	0.0

（出所）ECB

ユーロ圏銀行融資担当者調査



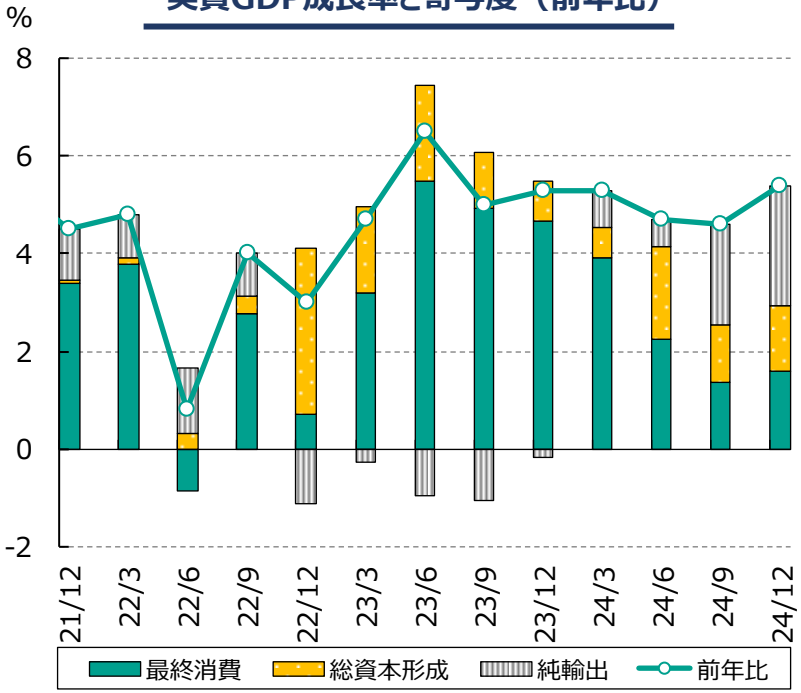
（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成
貸出態度DIは「融資基準を引き締めた先の割合」―「緩めた先の割合」
資金需要DIは「融資需要の増加を報告した先の割合」―「減少を報告した先の割合」

外需に救われた中国経済、先行きは減速

- 10－12月期実質GDP成長率は前年比＋5.4%と、6期ぶりの高い伸び。この結果、2024年通年の成長率は同＋5.0%となり、政府目標（同＋5.0%前後）を達成
- 景気の足かせとなっている不動産不況は長期化しており、個人消費も低調。政策支援を除けば好材料のない状況が続くことで、見通し期間にわたって景気は勢いを欠く推移をたどると予想

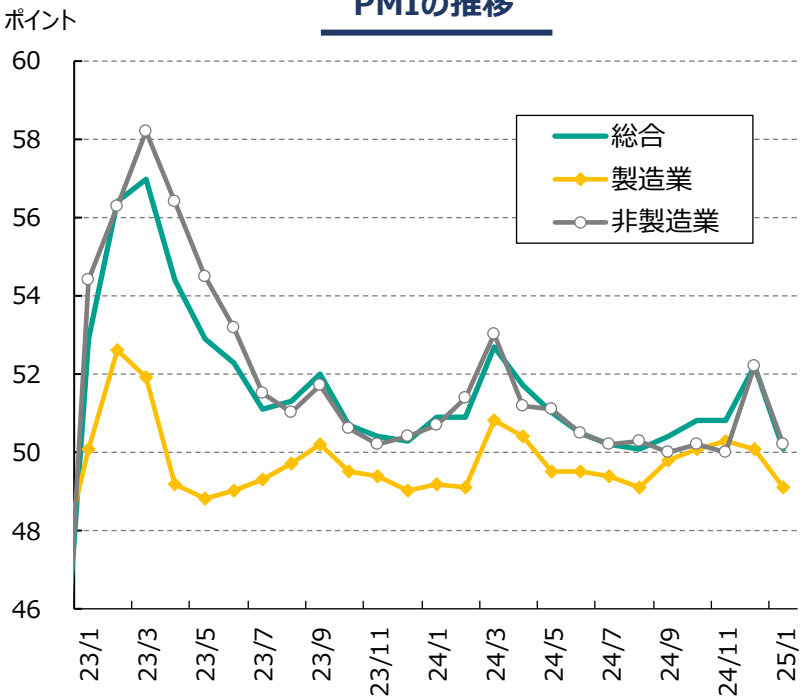
- 1月製造業PMIは49.1ポイントと、12月の50.1ポイントから悪化。非製造業も12月の52.2ポイントから50.2ポイントへ悪化。製造業PMIは4ヵ月ぶりの50割れとなったが、昨年は2月10日－18日だった春節が今年は1月28日－2月4日になっており、時期のズレも影響した模様

実質GDP成長率と寄与度（前年比）



（出所）中国国家統計局

PMIの推移

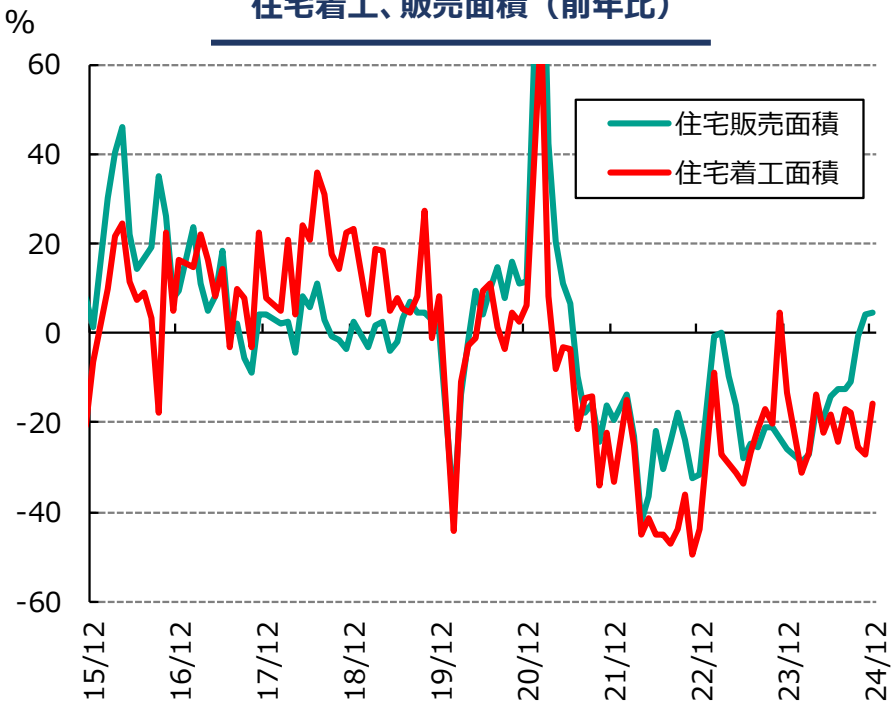


（出所）中国国家統計局

不動産市場の調整局面終了はまだ見通せない

- 足元では住宅価格の下落ペースが鈍化しているほか、住宅販売も持ち直し。今後、住宅価格が下げ止まり、上昇に転じる都市が増えていけば、値下がりを警戒した買い控えが解消され、住宅販売のさらなる回復と、それに伴う不動産開発投資の持ち直しが期待される
- もっとも、人口減少といった構造的要因が重石となるなか、足元の改善が持続的なものとなるかはまだ不透明感が強い。また、2024年末時点の住宅在庫面積を住宅販売面積（月平均）で割った在庫消化期間は高止まりしており、過剰在庫の調整は長期化する可能性が高い。見通し期間における不動産開発投資は抑制された状態が続くと予想

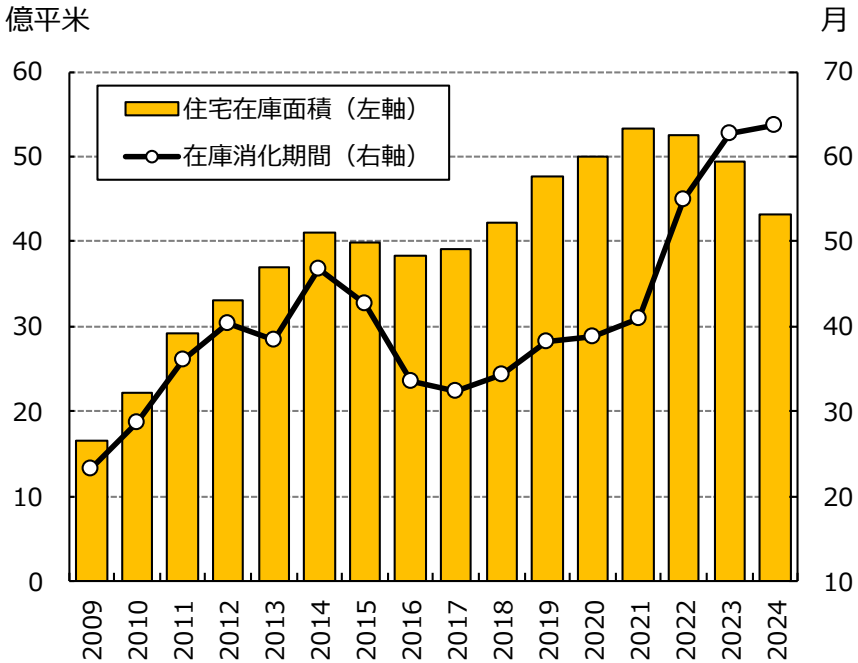
住宅着工、販売面積（前年比）



※中国国家統計局のデータより単月値を試算。足元のトレンドを確認するため縦軸の上限を60%に設定

（出所）中国国家統計局より明治安田総研作成

住宅在庫面積と在庫消化期間



※在庫消化期間＝住宅在庫面積／住宅販売面積（月平均）

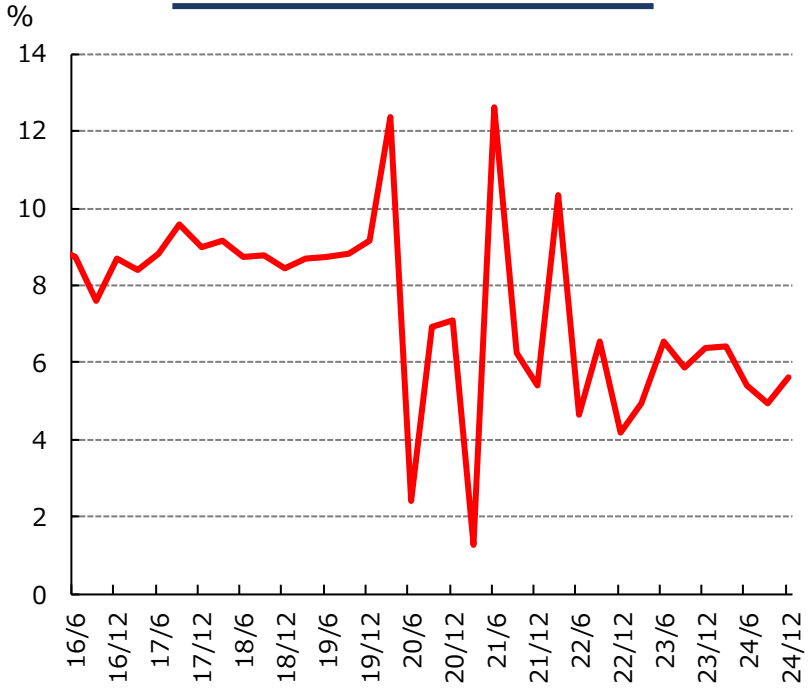
（出所）中国国家統計局より明治安田総合研究所作成

個人消費は低調な推移が続く

■ コロナ前の可処分所得の伸びは前年比＋9%前後だったが、足元では同＋5%程度へ鈍化

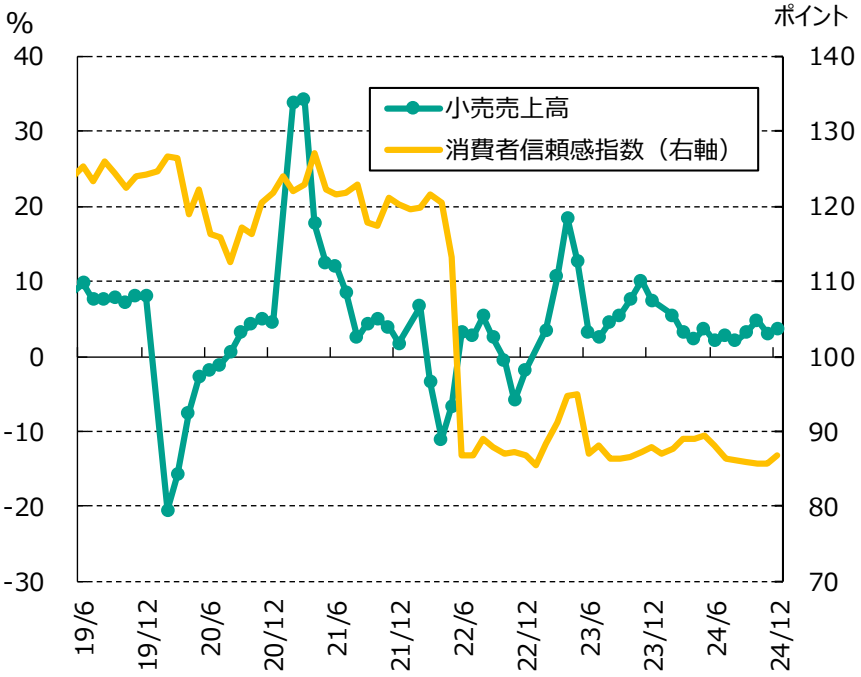
■ 個人消費は、先行きも冴えない推移が続くと予想する。長引く不動産不況がマインドの重石になるとみる。政府は、自動車や家電といった耐久消費財の買い替え支援策を通じ、消費喚起を図る方針であるが、この政策は昨年導入した政策をアップデートしたものに過ぎず、すでに需要が先食いされている品目も多い。今後の消費押し上げ効果は限定的とみる

可処分所得の伸び（前年比）



（出所）中国国家統計局より明治安田総研作成

小売売上高と消費者信頼感指数の推移



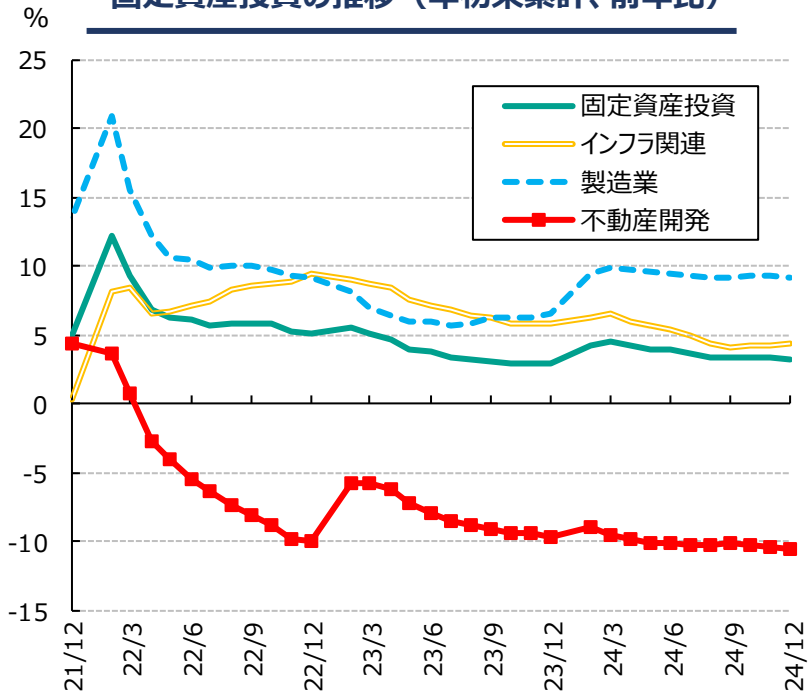
（出所）中国国家統計局　※小売売上高の2月の数値は1、2月の累計値

固定資産投資は不動産開発投資が足かせに

■ 製造業投資やインフラ関連投資は政府支援に下支えされる一方、調整の続く不動産開発投資が足を引っ張り、固定資産投資全体では緩慢な伸びが続くと予想

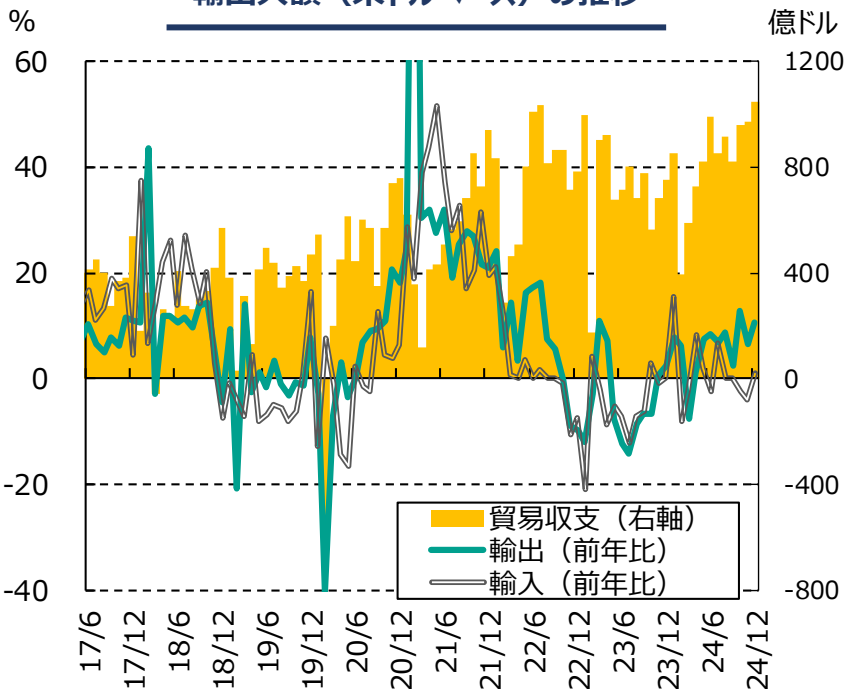
■ 輸入が軟調な推移をたどるなか、トランプ政権発足を前に対中関税への警戒から駆け込み等で輸出は堅調。ただし今後は、昨年の駆け込み輸出の反動が想定されることに加え、トランプ大統領による対中関税の段階的な引き上げにより、外需には下押し圧力がかかる公算が大きい

固定資産投資の推移（年初来累計、前年比）



（出所）中国国家統計局　　※年初来累計値の前年比

輸出入額（米ドルベース）の推移



※足元のトレンドを確認するため、左軸の上限を60%、下限を40%に設定

（出所）中国海関総署

中央経済工作会議では内需拡大に力点を置く姿勢を示す

- 中央経済工作会議では、来年「より積極的な」財政政策、「適度に緩和的な」金融政策を進める方針が示された。それぞれ昨年の「積極的な」、「穏健な」から表現が強められた
- 重点を置く具体的な取組みとしては、前年同様９つの方針を示した。ただ、前年は２番手だった「内需拡大」が、今回は１番手に。国内需要の創出に注力する姿勢を示す

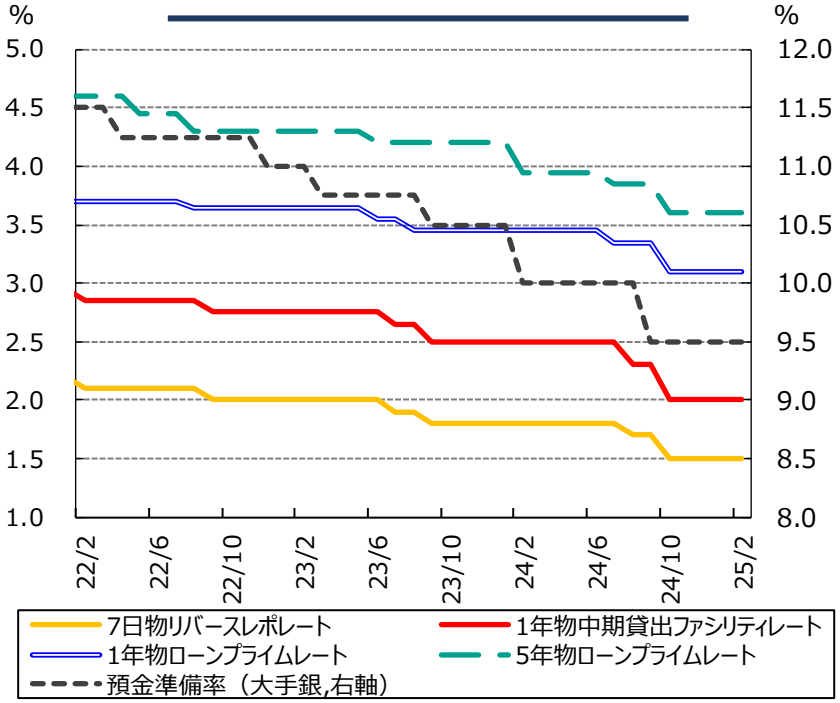
- 9月にリバースレポ金利と預金準備率が引き下げられ、10月には、1年物・5年物ローンプライムレートも0.25%ずつ引き下げ。中国人民銀行は景気下支えのため今後も金融緩和を続ける姿勢。ただ、米国の関税引き上げを織り込む恰好で、対ドルで人民元安が進んでいることから、為替相場をにらみつつ、段階的に主要政策金利の引き下げを実施していくと予想

中央経済工作会議で示された方針

1	内需拡大	・所得の増加を促し、消費意欲を向上させる ・財政・金融政策の連携を強化し、政府主導で投資を推進
2	技術革新	・新質生産力の発展を図り、近代的な産業システムを構築する
3	改革開放	・国有企業の質の高い改革と更新を完了させる ・民間企業の発展に関する新たな法律を導入
4	対外開放	・対外貿易と対外投資の安定化を図る
5	不動産・金融リスク	・不動産市場の安定化に注力、潜在的な住宅需要を最大限引き出す ・地方の中小金融機関のリスクに適切に対処
6	都市・農村部の発展促進	・都市化と農村振興を総合的に推進し、都市部と農村部の一体的な発展を進める
7	地域開発	・地域戦略の強化を通じ、地域開発力を高める ・東部、中部、西部、東北地域の産業連携を深める
8	グリーン改革の加速	・炭素排出削減、汚染防止を進め、グリーン化を加速させる ・自然災害防止システムの構築強化
9	国民生活の保護と改善	・雇用支援策の実施、労働者の権利と利益の保護を強化 ・質の高い教育、医療インフラの整備などを進める

（出所）中国政府公表資料より明治安田総研作成

主要政策金利、預金準備率の推移



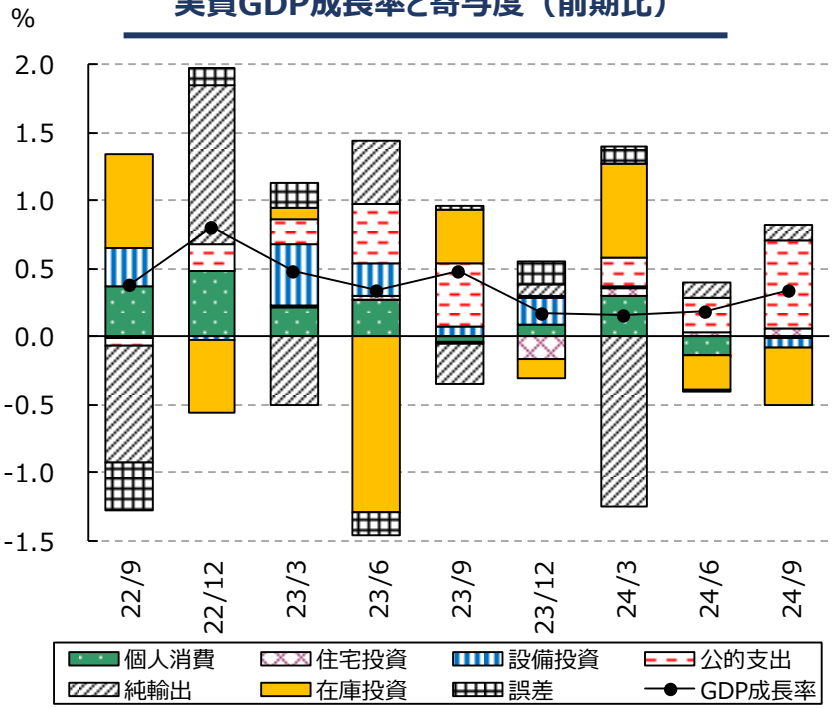
（出所）中国人民銀行

豪州景気は緩やかに持ち直しへ

- 7－9月期実質GDP成長率は前期比＋0.3%となった。高金利が重石となり、個人消費や設備投資はマイナス。輸出も前期から伸びが減速
- もっとも、豪州準備銀行（RBA）は2月に利下げ局面入りしており、景気は次第に持ち直すと予想。ただ、追加利下げ回数は2回にとどまるとみることから、景気の回復ペースは緩やかなものに

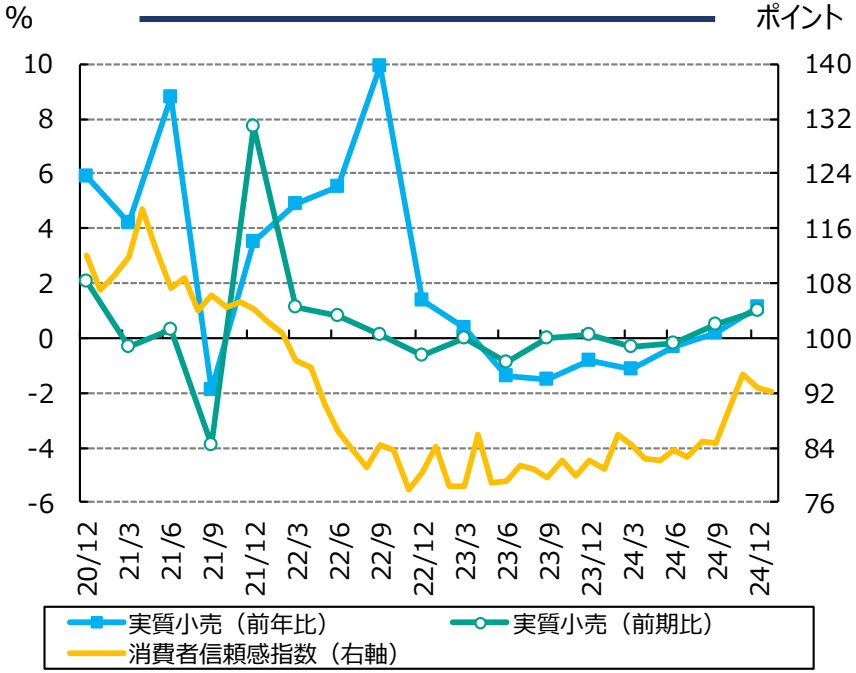
- 10－12月期の実質小売売上高（前期比）は2期連続のプラス。家計消費は底入れしている。消費者信頼感指数は中立水準となる100をまだ下回ってはいるものの、RBAの利下げ局面入りで、今後はもう一段の改善が見込まれる。個人消費の回復ペースは今後上向くと予想

実質GDP成長率と寄与度（前期比）



（出所）ファクトセット

小売売上高と消費者信頼感指数の推移



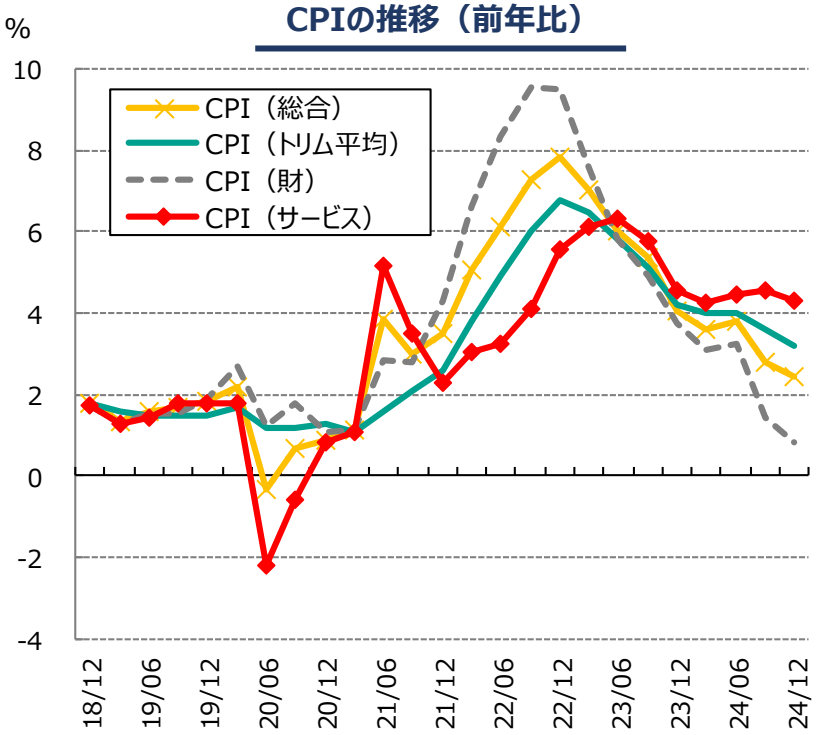
（出所）豪州統計局、ファクトセットより明治安田総研作成

追加利下げは年内2回にとどまる

■ インフレ率の基調を示すトリム平均CPIは10－12月期に前年比＋3.2%と、前期（同＋3.6%）から伸びが鈍化。財・サービス別に見ると、サービスが下げ渋っているが、賃金コスト指数の伸びは鈍化基調にあり、賃金上昇圧力は後退している。サービスインフレも次第に低下していく見込み

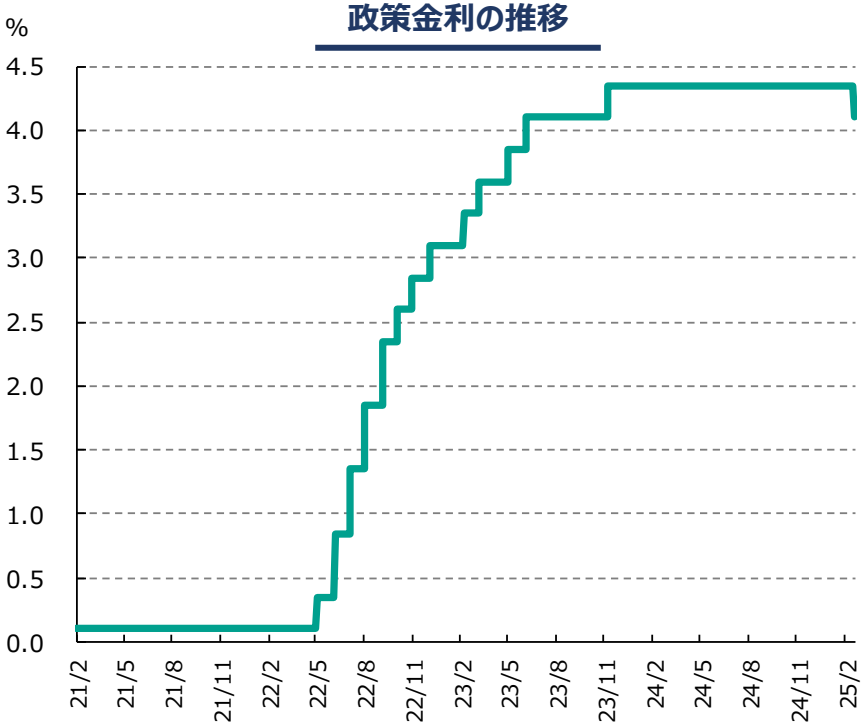
■ 2月会合では、政策金利を4.35%から4.10%へ引き下げ。もっとも、RBAは追加利下げについては慎重な姿勢。早期緩和によってディスインフレが停滞し、インフレ率が目標を上回る水準で定着するリスクを警戒。利下げは緩やかなペースにとどまり、2025年内にあと2回の利下げが実施された後、政策金利は3.60%ですえ置かれると予想する

CPIの推移（前年比）



（出所）ファクトセット

政策金利の推移



（出所）ファクトセット

米国の生産拡大期待で原油価格の上値余地は限定的

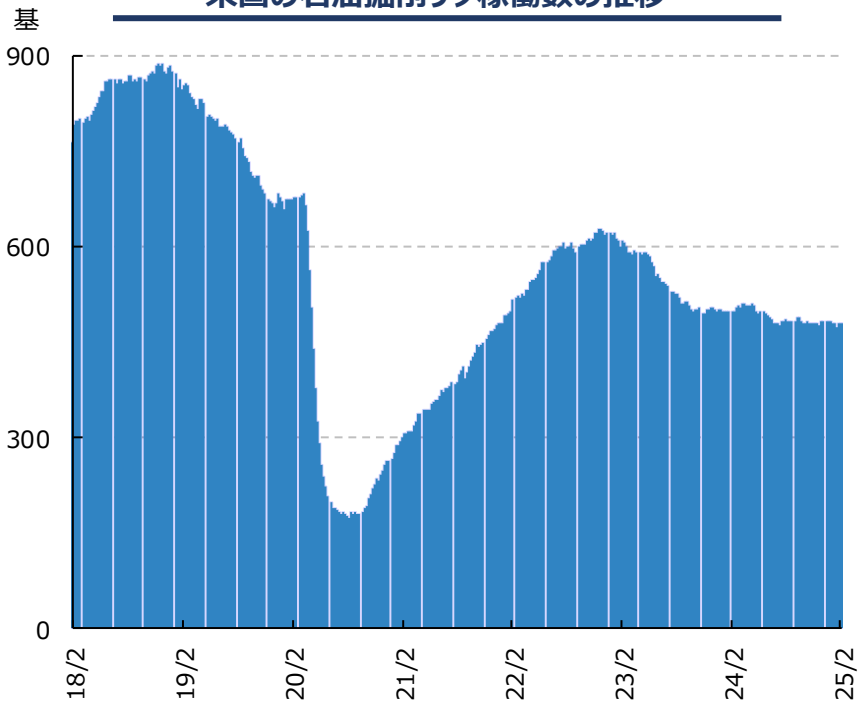
- 足元のWTI原油価格は70ドル台前半で推移。2026年にかけてはOPECプラスの価格支配力低下や米国産原油の増産期待が価格を下押しするものの、地政学リスクと堅調な需要がこれを相殺するかたちで、60－90ドル/バレルのレンジ内での動きが中心になると予想

- 足元の米国の原油生産量は約1,350万バレル/日とコロナ禍前の水準を上回っている。資材価格の上昇により開発コストが増加しているため、ここから生産を大きく増やすことは難しいとみているが、トランプ大統領が進める石油掘削の規制緩和による増産期待は原油価格の下押し材料になると見込む

WTI原油先物価格の推移

（出所）ファクトセット

米国の石油掘削リグ稼働数の推移



（出所）ベーカーヒューズ

※本資料は、明治安田総合研究所 経済調査部が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 明治安田総合研究所 経済調査部
東京都千代田区九段北３－２－１１ 住友不動産九段北ビル5階
TEL: 03-6261-7947

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一（E-mail: yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp）
エコノミスト 藤田敬史（E-mail：takafumi.fujita@myri.co.jp）
エコノミスト 前田和孝（E-mail：ka3-maeda@myri.co.jp）
エコノミスト 吉川裕也（E-mail：yu-kikkawa@myri.co.jp）
エコノミスト 木村彩月（E-mail：sa2-kimura@myri.co.jp）