

# 2025－2027年度の経済見通し

株式会社 明治安田総合研究所（社長 森本 律子）は、2025年7－9月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2025－2027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（前回は2025年8月時点の予測）

実質GDP成長率：2025年度 +1.0%   2026年度 +0.7%   2027年度 +0.9%  
 （前回 +0.7%）                      （前回 +0.7%）

名目GDP成長率：2025年度 +3.7%   2026年度 +2.6%   2027年度 +2.4%  
 （前回 +3.2%）                      （前回 +2.2%）

## 2. 要点

- ① トランプ関税の影響が残るものの、2026年以降も世界経済は基本的に底堅い推移が続くと予想。米国は、自国の関税政策が当面景気の下押し圧力となるが、2026年は逆に減税策が下支えとなろう。欧州経済は緩やかな回復傾向にあるが、2026年以降は欧州委員会の再軍備計画やドイツのインフラ投資基金が景気を支えると予想。中国経済は、出口の見えない不動産不況、トランプ関税、これまでの政策効果の剥落などから2026年も低迷を予想。
- ② 日本経済は緩慢ながらも回復基調を維持しよう。実質賃金は年末以降プラス転換が予想されるものの、伸び幅は限定的で、個人消費は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ローン金利の上昇により軟調推移。設備投資は、DX関連等を軸に堅調な推移を予想。輸出は米中向けの伸び悩みを背景に停滞気味の推移が続く。
- ③ 米国は、労働市場の軟化を背景に2026年末までに3回の追加利下げを実施へ。欧州はすえ置き継続を予想。日銀は植田総裁が重視する「春闘の初動のモメンタム」を見極めたうえで12月に利上げか。2026年末までにあと1回の追加利上げを予想。

# 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)	→ 予測					→ 予測									
	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度	2027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	0.4%	0.6%	<b>1.0%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.9%</b>	0.7%	0.2%	0.6%	▲ 0.4%	<b>0.1%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>
前期比年率	0.4%	0.6%	<b>1.0%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.9%</b>	2.9%	0.9%	2.3%	▲ 1.8%	<b>0.3%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.1%</b>
前年同期比	0.4%	0.6%	<b>1.0%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.9%</b>	1.0%	1.8%	2.0%	1.1%	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.9%</b>
民間最終消費支出	▲ 0.4%	0.7%	<b>0.9%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>	0.0%	0.3%	0.4%	0.1%	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>
民間住宅投資	0.7%	▲ 0.6%	▲ <b>4.5%</b>	▲ <b>1.2%</b>	<b>0.4%</b>	▲ 0.1%	1.3%	0.3%	▲ 9.4%	<b>2.0%</b>	<b>0.8%</b>	▲ <b>0.2%</b>	▲ <b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>
民間設備投資	▲ 0.9%	1.9%	<b>2.8%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.0%</b>	0.6%	0.9%	0.8%	1.0%	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>
政府最終消費支出	▲ 0.8%	1.2%	<b>0.2%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	0.3%	▲ 0.4%	0.1%	0.5%	▲ <b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
公的固定資本形成	▲ 0.4%	0.6%	<b>0.2%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.6%</b>	▲ 0.7%	0.5%	▲ 0.1%	0.1%	<b>0.1%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	▲ <b>0.7%</b>	▲ <b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>
財貨・サービスの輸出	3.0%	1.5%	<b>2.2%</b>	<b>0.5%</b>	<b>2.1%</b>	2.0%	▲ 0.4%	2.3%	▲ 1.2%	▲ <b>0.9%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>
財貨・サービスの輸入	▲ 2.8%	3.5%	<b>2.7%</b>	<b>1.1%</b>	<b>2.0%</b>	▲ 2.2%	2.5%	1.3%	▲ 0.1%	▲ <b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>
名目GDP	4.7%	3.7%	<b>3.7%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.4%</b>	1.2%	0.9%	1.6%	0.1%	<b>0.5%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.6%</b>
GDPデフレーター(前年比)	4.3%	3.1%	<b>2.7%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.5%</b>	3.1%	3.3%	2.9%	2.8%	<b>2.7%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.7%</b>

(前期比寄与度)	→ 予測					→ 予測									
	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度	2027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	0.4%	0.6%	<b>1.0%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.9%</b>	0.7%	0.2%	0.6%	▲ 0.4%	<b>0.1%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>
民間最終消費支出	▲ 0.2%	0.4%	<b>0.5%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
民間住宅投資	0.0%	▲ 0.0%	▲ <b>0.1%</b>	▲ <b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.3%	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	▲ <b>0.0%</b>	▲ <b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
民間設備投資	▲ 0.1%	0.3%	<b>0.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
政府最終消費支出	▲ 0.2%	0.3%	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	0.1%	▲ 0.1%	0.0%	0.1%	▲ <b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
公的固定資本形成	▲ 0.0%	0.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	▲ <b>0.0%</b>	▲ <b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
民間在庫品増加	▲ 0.4%	0.1%	<b>0.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	▲ 0.4%	0.6%	0.0%	▲ 0.2%	▲ <b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
純輸出	1.3%	▲ 0.5%	▲ <b>0.1%</b>	▲ <b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	1.0%	▲ 0.7%	0.2%	▲ 0.2%	▲ <b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	▲ <b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	▲ <b>0.0%</b>
財貨・サービスの輸出	0.6%	0.3%	<b>0.5%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.4%</b>	0.4%	▲ 0.1%	0.5%	▲ 0.3%	▲ <b>0.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
財貨・サービスの輸入	0.7%	▲ 0.8%	▲ <b>0.5%</b>	▲ <b>0.2%</b>	▲ <b>0.4%</b>	0.5%	▲ 0.6%	▲ 0.3%	0.0%	<b>0.0%</b>	▲ <b>0.0%</b>	▲ <b>0.1%</b>	▲ <b>0.1%</b>	▲ <b>0.1%</b>	▲ <b>0.1%</b>

# GDP成長率・主要経済指標予測

(兆円、2015年暦年連鎖価格)

	2023年度	2024年度	予測					予測							
			2025年度	2026年度	2027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	554.3	557.5	<b>563.0</b>	<b>566.9</b>	<b>572.2</b>	559.8	561.1	564.3	561.8	<b>562.2</b>	<b>563.8</b>	<b>565.0</b>	<b>566.0</b>	<b>567.5</b>	<b>569.0</b>
民間最終消費支出	296.7	298.6	<b>301.3</b>	<b>303.3</b>	<b>305.7</b>	299.0	299.7	300.8	301.2	<b>301.4</b>	<b>301.7</b>	<b>302.2</b>	<b>302.9</b>	<b>303.7</b>	<b>304.4</b>
民間住宅投資	18.6	18.5	<b>17.6</b>	<b>17.4</b>	<b>17.5</b>	18.5	18.7	18.8	17.0	<b>17.3</b>	<b>17.5</b>	<b>17.5</b>	<b>17.4</b>	<b>17.4</b>	<b>17.5</b>
民間設備投資	90.5	92.2	<b>94.9</b>	<b>96.7</b>	<b>98.7</b>	92.3	93.1	93.8	94.8	<b>95.2</b>	<b>95.6</b>	<b>95.9</b>	<b>96.4</b>	<b>97.0</b>	<b>97.5</b>
政府最終消費支出	118.0	119.5	<b>119.8</b>	<b>120.2</b>	<b>120.8</b>	119.8	119.2	119.4	120.0	<b>119.8</b>	<b>119.8</b>	<b>120.0</b>	<b>120.1</b>	<b>120.3</b>	<b>120.4</b>
公的固定資本形成	26.0	26.1	<b>26.2</b>	<b>26.3</b>	<b>26.4</b>	26.0	26.1	26.1	26.1	<b>26.2</b>	<b>26.3</b>	<b>26.4</b>	<b>26.3</b>	<b>26.1</b>	<b>26.3</b>
民間在庫品増加	0.6	1.1	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>	▲ 0.1	3.0	3.0	1.8	<b>1.5</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>
純輸出	4.1	2.0	<b>1.5</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>	4.9	1.6	2.9	1.6	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>
財貨・サービスの輸出	112.3	114.0	<b>115.0</b>	<b>116.2</b>	<b>118.6</b>	115.9	115.4	118.0	116.7	<b>115.6</b>	<b>115.8</b>	<b>116.3</b>	<b>116.7</b>	<b>117.4</b>	<b>118.0</b>
財貨・サービスの輸入	108.2	112.0	<b>115.0</b>	<b>116.2</b>	<b>118.6</b>	111.0	113.7	115.2	115.1	<b>114.8</b>	<b>114.9</b>	<b>115.4</b>	<b>115.9</b>	<b>116.5</b>	<b>117.2</b>

## 2. 主要指標予測

	2023年度	2024年度	予測					予測							
			2025年度	2026年度	2027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
鉱工業生産(前年比)	▲ 1.9%	▲ 1.4%	<b>0.4%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.5%</b>	▲ 1.5%	1.0%	0.9%	0.7%	▲ 0.1%	<b>0.4%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.7%</b>
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	2.8%	2.7%	<b>2.8%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.6%</b>	2.7%	3.1%	3.5%	2.9%	<b>2.8%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.8%</b>
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 6.7	▲ 4.9	▲ 3.4	▲ 3.1	▲ 2.7	▲ 0.7	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.7
経常収支(季調値、兆円)	25.9	29.5	<b>30.8</b>	<b>29.0</b>	<b>29.6</b>	8.0	7.5	7.2	8.5	<b>7.7</b>	<b>7.5</b>	<b>7.4</b>	<b>7.0</b>	<b>7.2</b>	<b>7.3</b>
完全失業率(季調値:平均)	2.6%	2.5%	<b>2.5%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.3%</b>	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	<b>2.5%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.4%</b>
WTI原油価格(ドル/バレル、※)	78	75	<b>65</b>	<b>63</b>	<b>62</b>	72	72	66	63	<b>60</b>	<b>61</b>	<b>62</b>	<b>62</b>	<b>63</b>	<b>63</b>

※年度は平均値、四半期は期末値を記載

# GDP成長率・主要経済指標予測

## 3. 海外経済指標予測総括表

		→ 予測					→ 予測								
		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2024年		2025年			2026年			
							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%	1.9%	1.8%	2.2%	1.9%	▲ 0.6%	3.8%	2.6%	0.0%	1.5%	2.0%	2.5%	2.8%
	個人消費支出	2.6%	2.9%	2.3%	1.5%	2.2%	3.9%	0.6%	2.5%	1.7%	0.8%	0.5%	2.2%	2.5%	2.7%
	住宅投資	▲ 7.8%	3.2%	▲ 1.9%	▲ 0.4%	1.6%	4.3%	▲ 1.0%	▲ 5.1%	▲ 4.8%	▲ 2.0%	0.5%	2.0%	2.4%	2.8%
	設備投資	7.3%	2.9%	3.9%	2.0%	2.1%	▲ 3.7%	9.5%	7.3%	2.0%	1.3%	1.3%	1.7%	2.2%	2.4%
	在庫(寄与度)	▲ 0.5%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	0.0%	▲ 0.9%	2.6%	▲ 3.4%	▲ 0.1%	0.1%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.1%
	純輸出(寄与度)	0.5%	▲ 0.4%	▲ 0.4%	0.4%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 4.7%	4.8%	0.7%	0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.0%
	輸出	2.8%	3.6%	0.8%	1.3%	1.9%	▲ 0.9%	0.2%	▲ 1.8%	1.0%	1.4%	1.3%	1.6%	2.2%	2.4%
	輸入	▲ 0.9%	5.8%	2.9%	▲ 1.9%	1.9%	▲ 0.2%	38.0%	▲ 29.3%	▲ 4.0%	0.3%	1.0%	1.2%	1.5%	2.0%
	政府支出	3.5%	3.8%	1.0%	0.9%	2.4%	3.3%	▲ 1.0%	▲ 0.1%	0.7%	▲ 5.3%	4.8%	1.2%	2.3%	2.5%
	失業率(※)	3.6%	4.0%	4.2%	4.4%	4.3%	4.1%	4.2%	4.1%	4.3%	4.4%	4.5%	4.5%	4.4%	4.3%
CPI(総合、※)	4.1%	3.0%	2.8%	2.8%	2.5%	2.9%	2.4%	2.7%	3.0%	3.1%	3.0%	2.8%	2.7%	2.5%	
政策金利(誘導目標上限、期末値)	5.50%	4.50%	3.75%	3.25%	3.25%	4.50%	4.50%	4.50%	4.25%	3.75%	3.50%	3.25%	3.25%	3.25%	
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	0.8%	1.4%	1.4%	1.1%	1.6%	0.4%	0.6%	0.1%	0.2%	0.0%	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%
	家計消費	1.2%	1.2%	1.4%	1.7%	1.4%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
	政府消費	2.2%	1.5%	1.5%	3.4%	1.9%	0.5%	▲ 0.1%	0.5%	0.3%	0.5%	0.4%	0.5%	0.7%	0.2%
	固定投資	▲ 2.1%	2.6%	3.5%	1.3%	2.7%	0.7%	2.5%	▲ 1.8%	1.5%	0.1%	0.5%	0.8%	0.9%	0.9%
	純輸出(寄与度)	0.3%	▲ 0.5%	▲ 0.8%	▲ 0.6%	0.1%	0.0%	0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.0%	▲ 0.2%	0.0%	0.1%
	輸出	0.5%	1.5%	1.4%	0.7%	1.9%	0.1%	2.3%	▲ 0.5%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%
	輸入	▲ 0.1%	2.8%	3.2%	1.9%	1.9%	0.0%	2.3%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.3%	0.2%	0.6%	0.4%	0.3%
	失業率(※)	6.6%	6.4%	6.2%	6.2%	6.1%	6.3%	6.4%	6.2%	6.3%	6.3%	6.2%	6.2%	6.1%	6.1%
	CPI(総合、※)	5.4%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%	2.4%	2.2%	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%
政策金利(期末値)	4.00%	3.00%	2.00%	2.00%	2.00%	3.00%	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	
英国	実質GDP成長率(前期比)	0.3%	1.1%	1.4%	0.9%	1.2%	0.2%	0.7%	0.3%	0.1%	0.0%	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%
中国	実質GDP成長率(前年比)	5.2%	5.0%	4.8%	4.1%	4.0%	5.4%	5.4%	5.2%	4.8%	3.8%	4.0%	4.0%	4.2%	4.4%

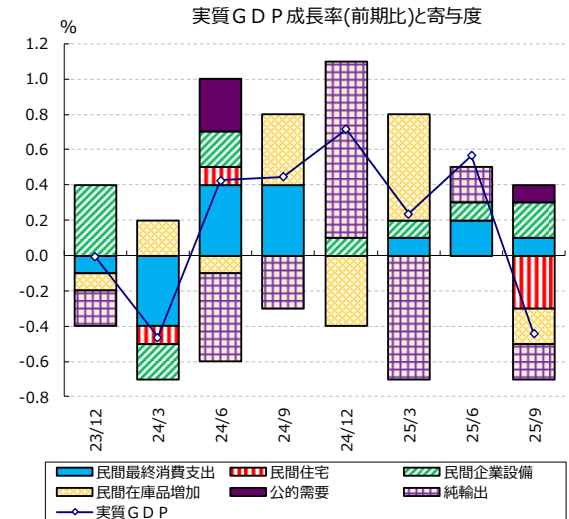
※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

○7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比▲0.4%（年率換算：▲1.8%）と6四半期ぶりのマイナスとなった。個人消費が力強さを欠いたほか、輸出は米国向け自動車が下押し要因となり、住宅投資も3月の着工件数急増の反動がタイムラグをもって顕在化したことで足を引っ張った。一方、設備投資は底堅く推移した。

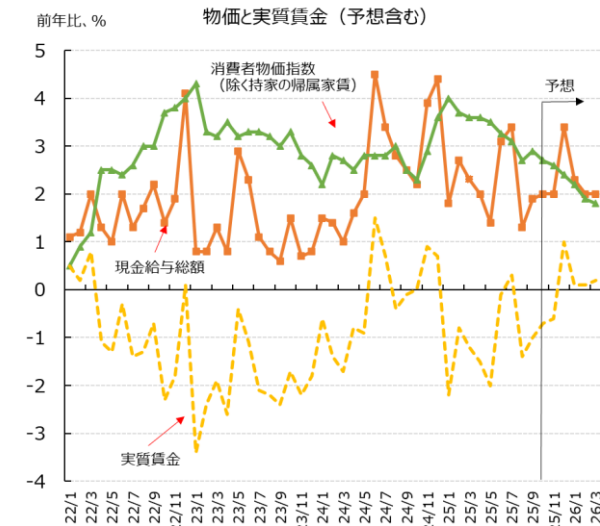
○先行きの日本経済は緩慢な回復にとどまると予想する。まず、個人消費は、賃金動向の基調を示す所定内給与の伸びは鈍く、年末にかけて実質賃金のプラス転換は見込めるがプラス幅は限定的とみられることから、当面力強さを欠く推移が続く可能性が高い。住宅投資は、資材費、労務費、物流費の上昇による住宅価格の高止まりが継続するとみられ、均せば停滞気味の推移が続くと予想する。設備投資は、人手不足が実行上の制約となるものの、堅調な企業業績と人手不足緩和投資の拡大で引き続き底堅く推移すると予想する。公共投資は、資材価格の上昇や人手不足が足枷となる状況が続くことで、横ばい圏内の動きが続くと予想する。

○輸出は先行き不安要素が多い。日米貿易交渉は合意に至り、日本に対する相互関税や自動車関税は引き下げられたが、下押し要因であり続けることに変わりはない。関税コスト増による企業の価格転嫁の動きが続くほか、中国景気が力強さを欠く可能性が高いことを踏まえると、停滞気味の推移が続くと予想する。

○日銀は10月29日、30日の金融政策決定会合で、6会合連続で金融政策をすえ置いた。ただ、9月に続き、2人の審議委員が利上げに票を投じるなど利上げ支持が多数派となる時期は近いと考えられ、次回の利上げは12月と予想。その後、2026年の利上げは1回にとどまる可能性を見込む。



(出所)内閣府「四半期別GDP速報」



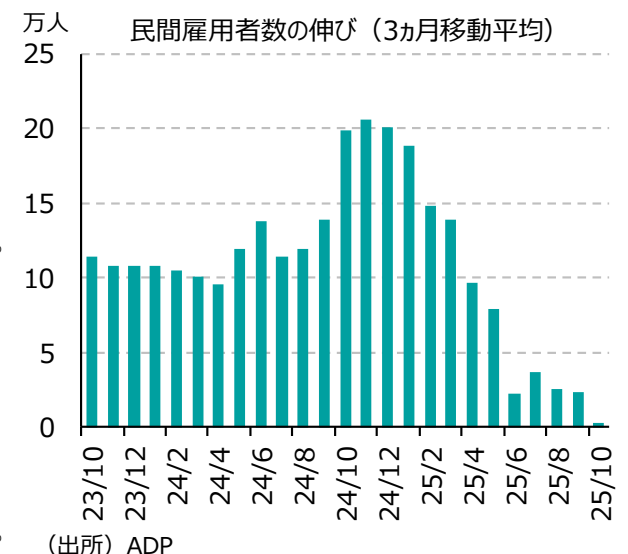
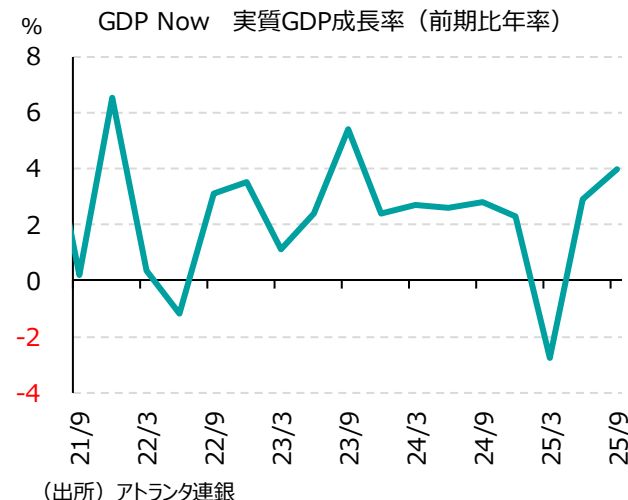
(出所) e-Stat、連合より明治安田総研作成、5人以上の事業所。予想は明治安田総研

○政府機関の一部閉鎖の影響により、7-9月期GDPは公表が見送られているが、アトランタ連銀のGDP Nowでは、実質GDP成長率は前期比年率+4.1%（11月17日時点）と高めの伸びとなっている。内外需別の前期比への寄与度を見ると、内需が+3.49ポイント、外需（純輸出）が+0.57ポイントで、内需がけん引役に。

○個人消費は、労働市場の悪化や、関税賦課による物価上昇が当面の下押し要因となるが、各種減税策や、利下げによる借入コスト低下が後押しすることで2026年は堅調な推移を予想する。設備投資は、関税による輸入コスト上昇に伴う収益環境の悪化が抑制要因だが、AI関連を中心としたソフトウェアなどの投資需要が安定して見込めることで、回復基調が続くとみる。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並みの推移が続くと予想する。

○9月以降の雇用統計が現時点で公表されていないため、労働市場の状況を民間統計で確認すると、ADP雇用者数の3ヵ月移動平均は10月に前月比+0.3万人と3ヵ月連続で伸びが鈍化している。JOLTS求人数の先行指標となるIndeed求人数は10月も減少傾向が続いており、労働需給の緩和は継続しているとみられる。また、ISM景況感指数の内訳である雇用指数を見ると、10月は製造業が46.0ポイント、非製造業が48.2ポイントと、いずれも好不況の境目となる50を下回っており、企業のマインドも冴えない。当面は企業が採用を躊躇、あるいは人員削減に踏み切るといった動きが出てくるとみられ、労働市場は2026年前半にかけて悪化すると予想する。

○10月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利であるFFレートの誘導目標を0.25%引き下げ、3.75-4.00%とすることを決めた。9月のドットチャートにおける長期の政策金利の予想レンジは2.6%~3.9%となっており、10月会合での利下げにより、委員が考える中立金利の上限に到達したことになる。しかし、労働市場の下振れ懸念はすぐに払しょくできないとみられ、米連邦準備制度理事会（FRB）は2025年12月、2026年3、6月に0.25%ずつの利下げを実施すると予想する。

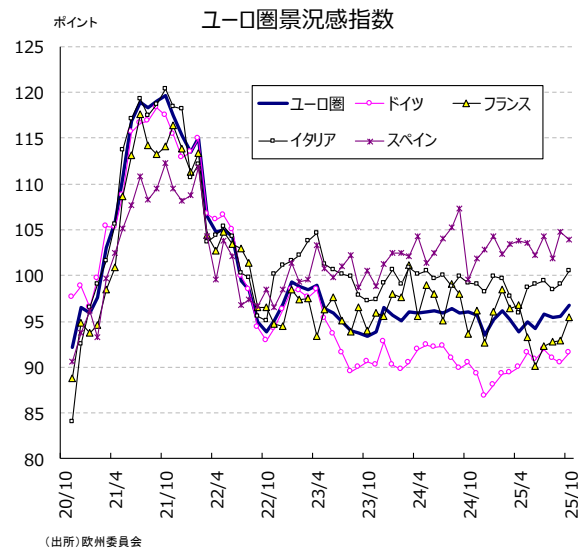
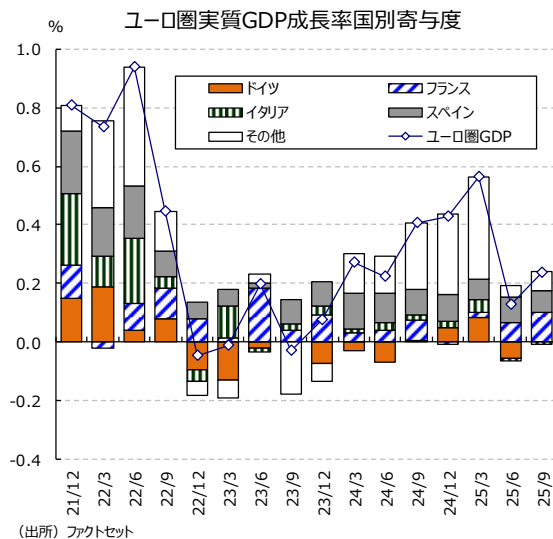


○ユーロ圏の7-9月期実質GDP成長率は前期比+0.2%となった。ドイツがゼロ成長（4-6月期：前期比▲0.2%→7-9月期：同0.0%）で、2期連続のマイナスは回避も低迷が続く。イタリアもゼロ成長（同▲0.1%→0.0%）。一方、フランス（同+0.3%→+0.5%）とスペイン（同+0.8%→+0.6%）は堅調推移。スペインとフランスだけで7-9月期の成長率に対し7割以上の寄与。

○ユーロ圏経済は緩やかな回復傾向にある。インフレ率の順調な低下による実質賃金のプラス転換に伴い、個人消費は増加基調で推移している。米欧通商合意により不確実性が低下したことは、今後の企業活動にプラス。もともと、ドイツは輸出の伸び悩みなどからここへきて製造業の活動が再度鈍っており、当面はユーロ圏経済の足を引っ張る側に回る可能性が高い。イタリア経済も停滞気味の推移が続く見通しだが、主要国の中では政治が比較的安定しているのが強み。フランス経済は比較的堅調も、政治情勢の不透明感が燻る。スペイン経済は観光業等に支えられ、引き続き堅調な推移が続こう。

○欧州委員会の再軍備計画は、今後4年間にわたり加盟国に防衛費増額を促すというもの（6,500億ユーロ）。EUによる債券発行分（1,500億ユーロ）を含めれば8,000億ユーロ規模（GDP比約4.5%）となる見込みで、2026年以降のユーロ圏経済を下支えするとみる。さらに、ドイツは12年間で5,000億ユーロのインフラ投資基金を設立する見込みであり、欧州委員会の再軍備計画と合わせて、2026年以降のユーロ圏実質GDP成長率を1.2%程度押し上げると考えられる。

○ECBの10月理事会は、7、9月に続き主要政策金利のすえ置きを決定した（中銀預金金利：2.00%）。中銀預金金利は中立金利（1.75~2.25%）のレンジ中央値にある。ラガルド総裁は、10月理事会後の会見で、ユーロ圏は低インフレで安定的な成長という良好な環境にあるとした。2026年は財政出動の効果が期待できることから、政策金利は引き続きすえ置かれると予想。



○7-9月期実質GDP成長率は前年比+4.8%と2期連続の減速となった。個人消費や固定投資は、政策効果の一巡もあり減速感が強まっている。外需の寄与度が4-6月期同様+1.2ポイントとなる一方、内需は+4.0ポイントから+3.6ポイントへ低下。

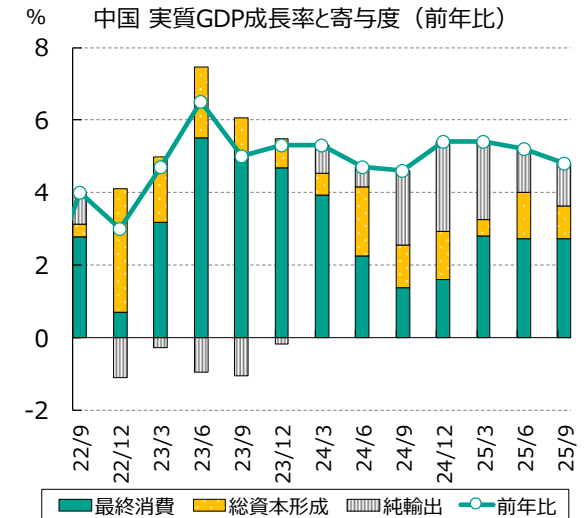
○上半期に高めの成長が実現したことから、2025年の成長率は前年比+5%前後で着地するとみるが、先行きは政策効果の剥落や不動産市場の調整などが足枷となる。内需の弱含みにより景気は減速傾向で推移すると予想する。

○個人消費は、家計の雇用・所得期待が冷え込むなか、低調な推移が続くとみる。四中全会（※）では内需拡大が重点項目に挙げられており、今後も何らかの消費喚起策が講じられるとみるが、需要の先食いが進んでいることから効果は限定的なものにとどまるとみる。不動産市場の調整も下押し要因になる。政府は住宅購入規制の緩和などを進めているが、在庫圧縮ペースは遅く、住宅価格の下落が続くもとで販売なども低迷が継続する見通し。固定資産投資も、米関税政策を巡る不確実性は後退したが、不動産開発投資の不振が引き続き重石となり軟調に推移しよう。政府による過剰生産是正に向けた取組み強化も抑制要因になるとみる。

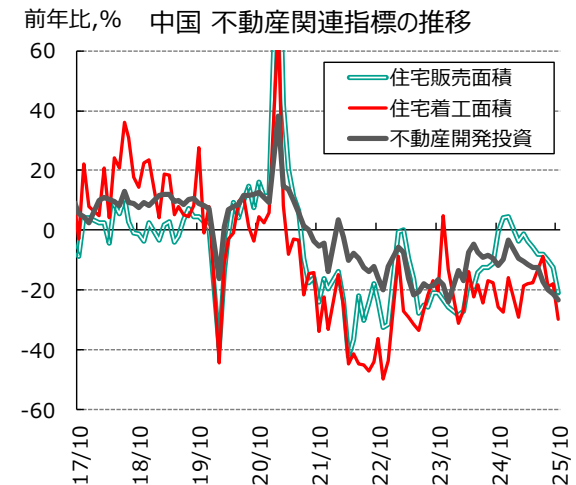
外需については、中国がレアアース輸出規制の発動延期等を約束する一方、米国は対中追加関税を10%引き下げた。もっとも、第2次トランプ政権発足前との比較では関税率は依然として高く、米国向けは引き続き足枷になるとみる。他方、ASEANなどで懸念されていた駆け込み輸出の反動は小さく、米国以外の国・地域向けは底堅さを維持している。総じてみれば輸出は横ばい圏での推移が続くと予想。

○10月の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+1.2%と伸び幅は拡大傾向。ただ、物価上昇は特定の品目に限られており、今後も全体として持続的に上昇していく姿は想定し難い。景気の減速傾向が鮮明となるなか、中国人民銀行は早ければ年内に主要政策金利や預金準備率の引き下げに動く予想。

（※）5年に1度の党大会（2022年に開催）後、4回目の全体会議として10/20～23に開催



（出所）中国国家統計局



※足元のトレンドを確認するため上限を60%に設定。2月は1、2月の累計値

（出所）中国国家統計局より明治安田総研作成



## (別冊資料) 2025 – 2027年度の経済見通し

1. 経済見通しの概要	…P 1
2. 「トランプ関税」の世界経済への影響	…P 5
3. 日本経済見通し	…P 13
4. 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

## ポイント

**トランプ政権の関税政策の不確実性は残っている**が、各国との交渉が進み、ある程度全体像が見えてきたことで、**金融市場も落ち着きつつある**。米国経済は、関税による物価上昇が当面の個人消費を下押しするが、各種減税が後押しすることなどから、**来年以降は底堅い推移を予想**。ユーロ圏経済は、**緩やかな回復が続く**。中国の不動産市場の低迷は続いており、**景気は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**実質賃金の伸び悩みと米国の関税政策の影響で緩慢な回復にとどまると予想**

## 各国の経済見通し



日本経済は、トランプ大統領の政策の不確実性が懸念されるものの、**基本的に緩やかな回復が続くとみる**。個人消費は、**実質賃金のプラス転換が年末以降へずれ込み**、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、人手不足が実行上の制約となるも、好業績と人手不足緩和投資の拡大で底堅い見通し。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並みの推移が続くとみる**。個人消費は、労働市場の悪化や、関税賦課による物価上昇が当面の下押し要因となるが、各種減税策や、利下げによる借入コスト低下が後押しすることで2026年は堅調な推移を予想する。設備投資は、関税による輸入コスト上昇に伴う収益環境の悪化が抑制要因だが、AI関連を中心としたソフトウェアなどの投資需要が安定して見込めることで、回復基調が続くと予想



欧州経済は、ドイツの弱さが気がりではあるものの、全体としては**緩やかな回復傾向にある**。実質賃金のプラス転換により個人消費は増加基調。米欧通商合意が早期にまとまったことで不確実性が低下し、銀行の融資態度は緩くなっており、企業の設備投資意欲も持ち直す方向。**2026年以降、財政出動効果が加わることで回復基調が続く**と予想



中国経済は、**不動産市場の調整が長期化**。政府は住宅購入規制の緩和等を進めているが、在庫圧縮ペースは遅く、住宅価格の下落が続くも販売なども低迷が継続する見通し。個人消費は、政策効果の剥落も下押し要因。**内需の弱含みにより景気は減速傾向で推移すると予想**する。外需については、対米輸出が急減する一方、米国以外の国・地域向けは底堅い。輸出全体で見れば横ばい圏での推移を予想

# 成長率見通し

## 年間

## 四半期



→予測

	2024年度	2025年度	2026年度	2027年度
実質GDP	0.6%	1.0%	0.7%	0.9%
8月見通し時点	0.8%	0.7%	0.7%	-

→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%	0.2%	0.6%	▲0.4%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%		
8月見通し時点	0.6%	0.1%	0.3%	▲0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%		

(前期比)



→予測

	2024年	2025年	2026年	2027年
実質GDP	2.8%	1.9%	1.8%	2.2%
8月見通し時点	2.8%	1.8%	1.8%	-

→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	1.9%	▲0.6%	3.8%	2.6%	0.0%	1.5%	2.0%	2.5%	2.8%
8月見通し時点	2.4%	▲0.5%	3.0%	2.1%	1.1%	1.5%	1.7%	2.0%	2.4%

(前期比年率)



→予測

	2024年	2025年	2026年	2027年
実質GDP	1.4%	1.4%	1.1%	1.6%
8月見通し時点	0.9%	1.1%	1.3%	-

→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	0.4%	0.6%	0.1%	0.2%	0.0%	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%
8月見通し時点	0.3%	0.6%	0.1%	▲0.2%	0.0%	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%

(前期比)



→予測

	2024年	2025年	2026年	2027年
実質GDP	5.0%	4.8%	4.1%	4.0%
8月見通し時点	5.0%	4.7%	4.1%	-

→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	5.4%	5.4%	5.2%	4.8%	3.8%	4.0%	4.0%	4.2%	4.4%
8月見通し時点	5.4%	5.4%	5.2%	4.6%	3.8%	4.0%	4.0%	4.2%	4.5%

(前年比)



# 金融政策見通し

## ポイント

米国は昨年9月以降計1.50%、ユーロ圏は6月以降計2.00%の利下げを実施。**FRBは2026年末までに計0.75%の追加利下げを実施すると予想。ECBの利下げ局面は終了し、当面金利すえ置きと予想。日銀の次なる利上げのタイミングは12月か**

## 各国の金融政策見通し



日銀は10月29日、30日に開催された金融政策決定会合で、6会合連続で金融政策をすえ置いた。ただ、9月に続き、2人の審議委員が利上げに票を投じた。今回は、高市政権が誕生した直後というタイミングが利上げの制約になったと考えるが、日本の経済指標は概ね堅調なこと、株価も好調で、一段の円安進行のリスクもあることから、利上げ支持が多数派となる時期は近いと考える。**次回の利上げは12月と予想**。その後は、賃金と物価の上昇の好循環が実現したのかどうか必ずしも判然としない状況が続くなか、2026年の利上げは1回にとどまる可能性を見込む



米連邦準備制度理事会（FRB）は10月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で、政策金利であるFFレートの誘導目標を0.25%引き下げ、3.75 - 4.00%とすることを決めた。9月のドットチャートにおける長期の政策金利の予想レンジは2.6%~3.9%となっており、10月会合での利下げにより、委員が考える中立金利の上限に到達したことになる。しかし、労働市場の下振れ懸念はすぐに払しょくできないとみられ、**2025年12月、2026年3、6月に0.25%ずつの利下げを実施すると予想**



ECBの10月理事会は、7、9月に続き主要政策金利のすえ置きを決定（中銀預金金利：2.00%）。中銀預金金利は中立金利（1.75~2.25%）のレンジ中央値にある。ラガルド総裁は、10月理事会後の会見で、ユーロ圏は低インフレで安定的な成長という良好な環境にあるとし、次なる動きに関する示唆はなかった。2026年以降の財政出動効果が意識されるなか、**政策金利はしばらくすえ置かれると予想**



中国人民銀行は5月、7日物リバースレポ金利の0.1%引き下げと、預金準備率の0.5%引き下げを決定、1年物・5年物ローンプライムレートも0.1%ずつ引き下げた後はすえ置き。ただし、景気の減速傾向が鮮明となるなか、中国人民銀行は国内景気下支えのため、**早ければ年内にも主要政策金利と預金準備率の引き下げを実施すると予想**

## 2. 日米経済政策の景気への影響



# トランプ大統領が対中関税を再び引き上げ

## これまでに発表された主な関税政策

- 2月1日、**メキシコやカナダからの輸入品に25%**、中国からの輸入品に10%の追加関税を4日から課すと発表。カナダ、メキシコに関しては期日を1ヵ月延長し3月4日から実施。自動車等はさらに1ヵ月延期する一方、中国は20%に引き上げ
- 2月10日、**鉄鋼とアルミニウムに対する一律25%の関税**を発表。3月12日発効
- 2月18日に、**自動車や半導体、医薬品に25%前後の関税**を検討しており、4月2日に発表する方針を示す。自動車は4月3日に発効
- 4月2日に、**相互関税の詳細を発表**。ただ、発効日の9日には中国以外の**90日の延期を発表**。中国に対しては関税率を104%まで引き上げ。中国が対抗措置として84%までの引き上げを発表すると、即座に125%まで引き上げ
- 4月10日、米政権は125%はこの数字は誤りだったとし、麻薬（フェンタニル）流入対策として設定した20%に相互関税の125%が加わる結果、**合計の税率は145%**になると訂正。これに対し**中国は、11日に125%までさらに引き上げると**表明
- 4月11日、トランプ大統領は中国への高関税から**スマホ、ノートパソコン、半導体製造装置等を除外**すると発表
- 5月12日、米中が相互の関税を**115%引き下げる**ことで合意（90日間）
- 5月30日、**鉄鋼・アルミ関税の25%から50%**への引き上げを発表。6月4日発効
- 7月7日、日韓など14か国に送る相互関税を巡る書簡の内容を公表、9日にはさらに8か国を追加。**日本へ提示の税率は24%から25%**に上昇（8月1日発効、自動車や鉄鋼・アルミなどの分野別関税は別扱いで重複適用はなし）
- 7月9日、**銅に対する50%**の関税を8月1日に発効すると発表
- 7月10日、カナダの相互関税率を8月1日から25%から35%へ引き上げると発表
- 7月12日、**EUの相互関税率を20%から30%に引き上げ**、メキシコは25%から30%に引き上げると発表。発効は8月1日
- 7月22日、**日本の相互関税率を25%から15%に引き下げで合意**、フィリピン、インドネシアとも合意
- 7月27日にEUと、30日には韓国とも合意
- 7月31日、**トランプ大統領が関税率を定める大統領令に署名**
- 8月11日、一時停止中の中国との関税措置をさらに90日間延長（11月10日まで）
- 9月4日、**日米合意を文書化**し、トランプ大統領が大統領令に署名
- 10月10日、中国が10月9日にレアアースの輸出規制を強化したことに対抗し、**中国からの輸入品に対して追加で100%の関税**を課すと発表もその後事実上取り下げ
- 10月30日、トランプ大統領は習近平氏と会談後**対中フェンタニル関税の引き下げ（20%→10%）**を発表
- 11月5日、中国政府が、フェンタニル関税の報復措置として3月から実施していた米国産の小麦や大豆などに対する10～15%の追加関税を10日に取り消すと発表。また、一部の**米国製品に対する24%の追加関税を10日以降、1年間停止**すると発表
- 11月9日、中国政府が米国に対する**レアメタルの輸出禁止措置を解除**すると発表、期限は2026年11月27日まで

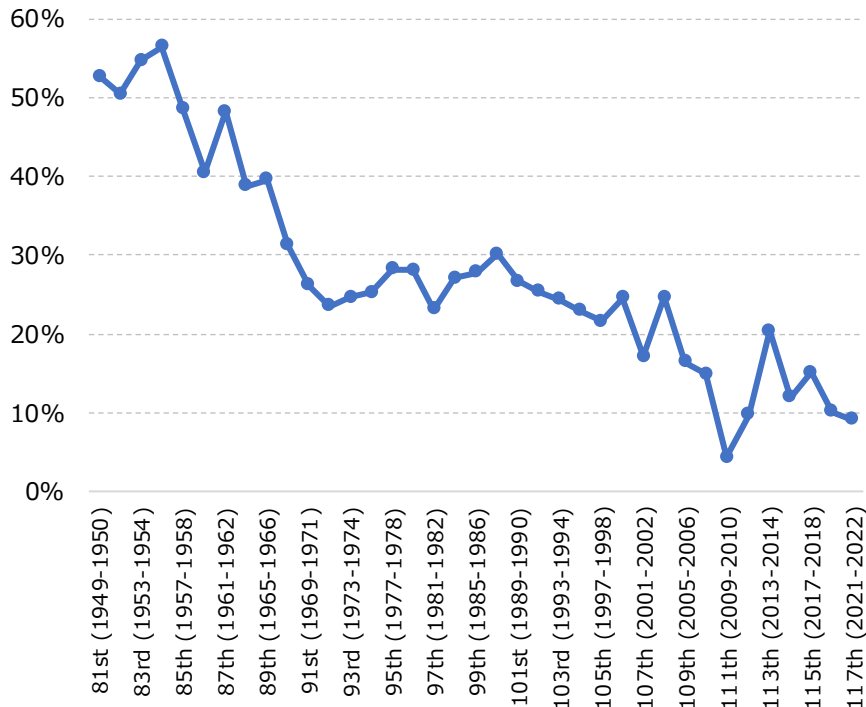


# 大統領令を多用するトランプ政権

■ 米国では「決められない政治」が常態化。1972年以降、大統領候補者の選定に当たっての一般代議員票の重みが増し、政党指導部と距離のある候補者でも票を集められるようになった。また、左右にイデオロギーが分極化する一方、議会勢力も共和党と民主党で拮抗した状態が続いたことで、議会の中、あるいは大統領と議会の間意見集約が難しくなった

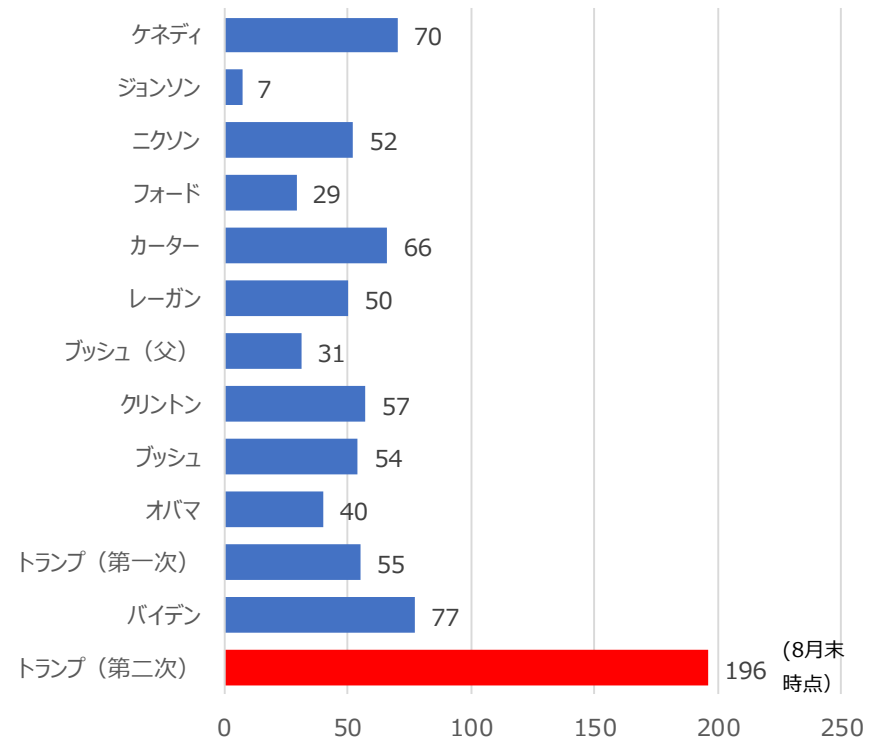
■ 第二次トランプ政権は、そうした環境下で独自色の強い政策を通すため大統領令を多用。「国家緊急事態宣言」を根拠としてフル活用している。その合法性については否定的な意見も多く、米連邦巡回控訴裁判所は8月末、トランプ米政権の相互関税などを憲法違反とした一審判決を支持。11月5日には、米連邦最高裁判所が、トランプ関税の合憲性が争われている訴訟で口頭弁論を開始

### 米国上院における法案通過率



(出所)Vital Statistics on Congress

### 就任初年度の大統領令の数



(出所)Federal Register

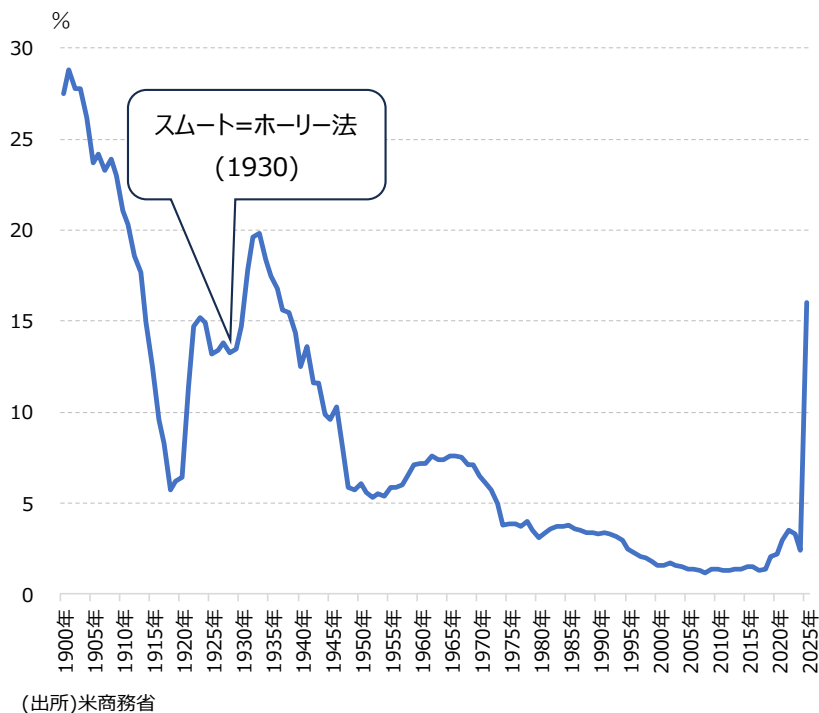


# 関税が米政府の重要な収入源に

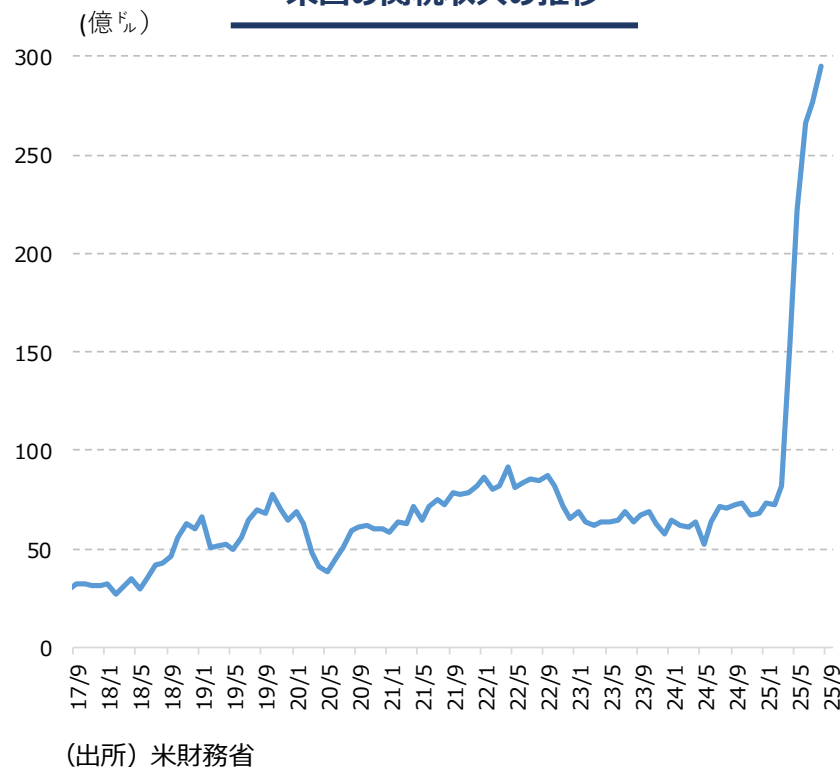
■ 米国の平均関税率は、スムート=ホーリー法の下で急上昇した1930年代のレベルに到達。同法は世界恐慌下のアメリカ国内産業を保護する目的で実施されたが、他国からの報復関税を招き、世界貿易を停滞させ、結果的に世界恐慌をさらに悪化させた。また、ブロック経済化のきっかけとなり、第二次世界大戦の一因になったとも指摘されている

■ 25年9月の関税収入は297億ドルで、前年同月の4.1倍に増加した。2025会計年度（24年10月 - 25年9月）の関税収入は1,948億ドル。同会計年度の財政赤字は3年ぶりに縮小（前年度比2.3%縮小、同410億ドル減少）しており、関税収入が寄与した形。関税が収入面でいったんこうした重要な地位を占めると、たとえ民主党政権に代わっても容易に緩和できない可能性。大幅な緩和があるとしたら、米国内で物価上昇が進むことが条件か

### 米国の平均関税率の推移



### 米国の関税収入の推移

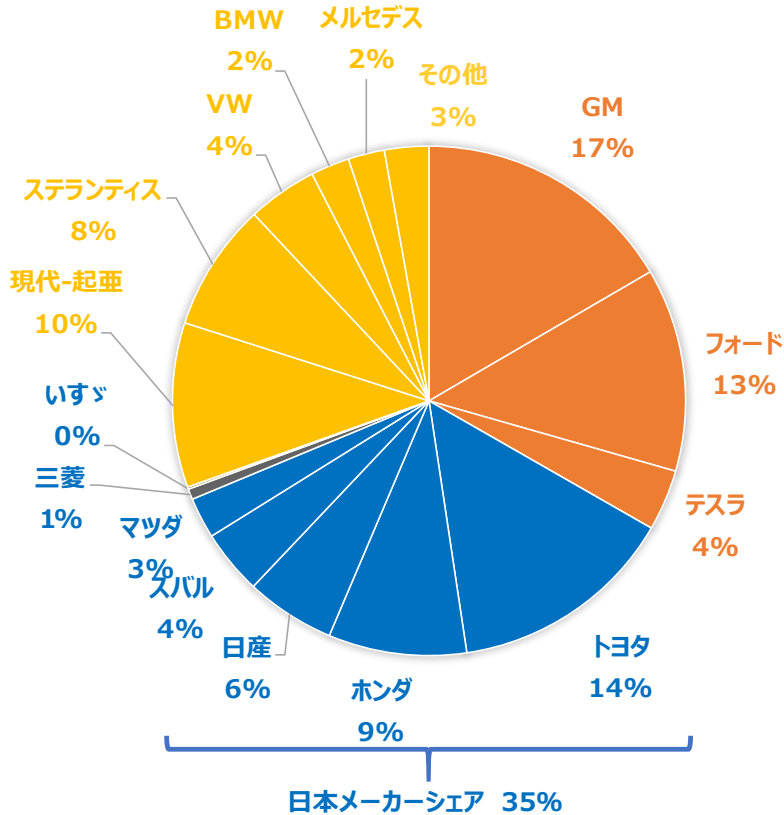




# 日本経済にとって自動車関税の影響は大きい

- 米国内における自動車販売台数の35%が日本メーカー。ホンダの現地生産比率が最も高く、24年時点で約7割。トヨタなど多くの会社はおおむね5~6割。マツダは米国販売車の8割、三菱自動車は全てを輸出しており、関税の負の影響が大きい

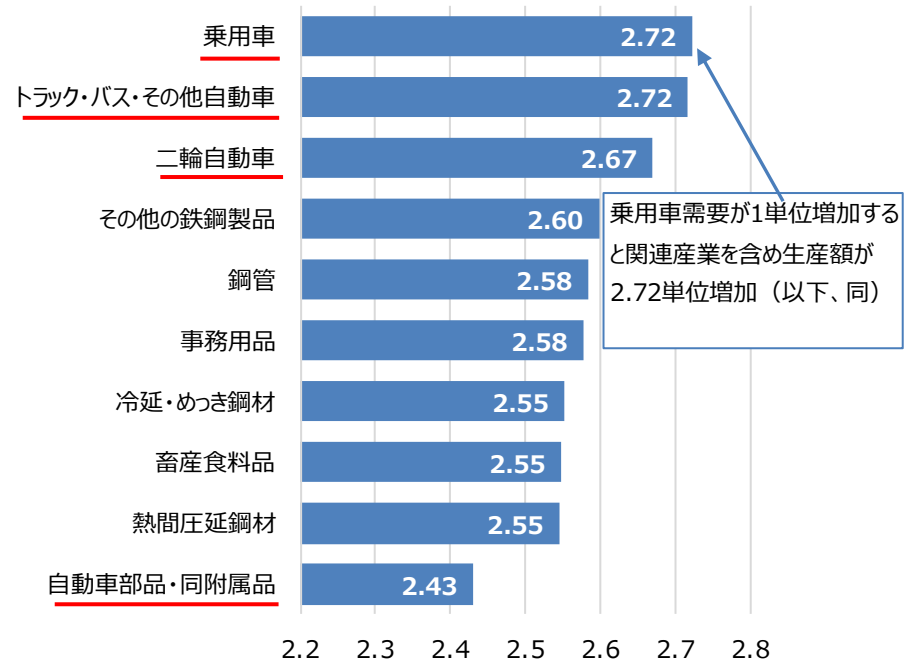
## 米国の自動車販売台数のメーカー別シェア（2024年）



(出所)MarkLines等より明治安田総研作成

- 自動車産業はすそ野が広い。乗用車需要が1単位増加すると、その3倍弱の生産誘発効果がある。トランプ大統領は、米国内で自動車を生産するほど関税負担を少なくする政策を発表しており、国内自動車メーカーの間に、工場を米国に移転する動きがどの程度出てくるかが今後の注目点となる

## 生産誘発効果が大きい上位10部門/全182部門



乗用車需要が1単位増加すると関連産業を含め生産額が2.72単位増加（以下、同）

(出所)総務省「産業連関表（2015年基準）」より明治安田総研作成

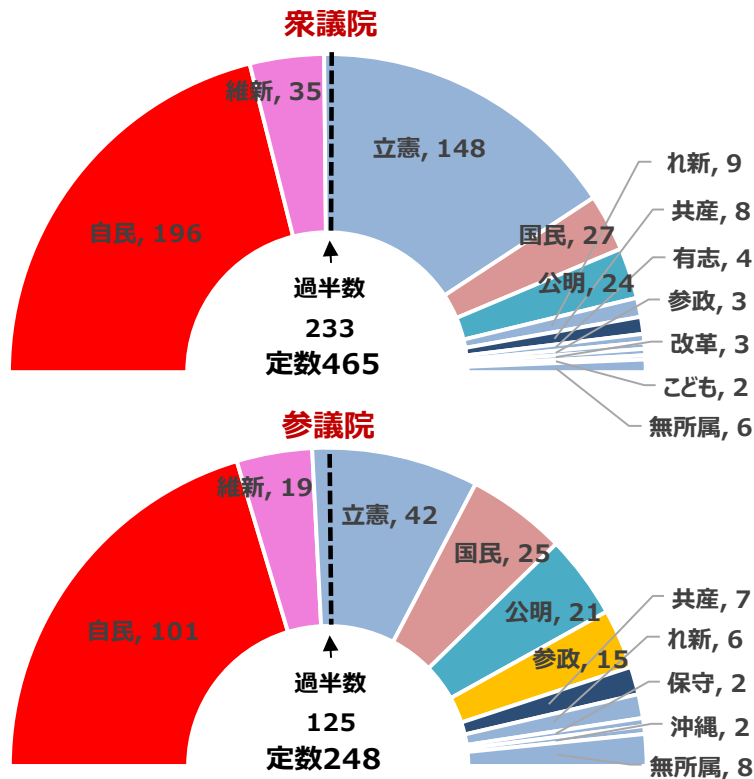


# 自民・維新の連立政権が誕生

- 自民と維新の連立により、与党は衆議院で過半数まで2議席（その後維新議員の離党により3議席に）、参議院は5議席となる。ただ、維新が閣外協力にとどまったことで、政権の安定性と持続性への不安は残る。経済政策の方向性が違うのもいずれ火種となる可能性

- 自民と維新が交わした合意文書は全12項目。経済関連施策のうち、ガソリン税の暫定税率廃止法案と、電気ガス料金補助等物価対策については2025年内の成立、年収の壁関連も年内取りまとめで合意

### 衆参両院の勢力図（25/10/21時点）



(出所) 衆議院、参議院HPより明治安田総研作成

### 自民党・日本維新の会 連立政権合意書の概要

政策分野	主な内容
経済・財政関連施策	ガソリン税暫定税率の廃止、電気・ガス補助、基礎控除のインフレ連動型への見直し、給付付き税額控除の導入、租特法総点検、飲食料品の消費税2年停止等
社会保障政策	OTC類似薬の自己負担見直し、窓口応能負担の実現、両党の協議体を定期開催、保険財政健全化、保険者の再編・統合、中医師改革、地域医療の持続性向上、大学病院機能強化、第三号被保険者制度見直し、医療機関の経営体制見直し等
皇室・憲法改正・家族制度等	男系継承を前提とした皇室典範改正、憲法9条・緊急事態条項の議論推進、旧姓の通称使用の法制化等
外交安全保障	戦略文書の前倒し改定、防衛力（長射程ミサイル・潜水艦等）強化、自衛隊指揮体制の改革、防衛産業基盤の強化等
インテリジェンス政策	内閣情報調査室の格上げによる国家情報局の創設、対外情報庁の創設、スパイ・情報漏洩対策の強化等
エネルギー政策	原発再稼働、核融合研究推進、地熱等優位性のある再エネ開発の推進、国産海洋資源開発の加速等
食料安全保障・国土政策	植物工場・陸上養殖への大型投資、森林・土地利用の適正化、メガソーラーの法的な規制等
経済安全保障政策	南西諸島における海底ケーブル強靱性強化
人口政策及び外国人政策	人口減少対策本部の設置、在留外国人の数値目標設定、投資・土地取得に対する規制強化等
教育政策	高校授業料・小学校給食の無償化、子育て支援の大幅拡充、科研費の大幅拡充等
統治機構改革	副首都構想の法制化と次期通常国会での成立等
政治改革	企業・団体献金の扱い見直し、政党のガバナンス強化、小選挙区比例代表並立制の見直し等

(出所) 日本維新の会HP掲載の合意書より明治安田総研作成



# 自民、維新両党の経済政策の相乗効果に期待

- 維新の政策は基本的に改革路線、効率重視、思想的には新自由主義寄り。自民党にとってはある意味過去の政権の残滓であり、岸田政権以降は事実上否定してきた路線。高市氏にとっては金融緩和と拡張財政が経済問題の基本的な解決手段であり、効率化や改革といった手法への共感度は低い。ただ、中長期的な成長戦略の質や実効性を高めるためには、改革的な視点は必要不可欠でもある。両党の政策がうまく融合することで相乗効果が生まれればいいが、路線対立がいずれ深刻化するリスクも

## 高市氏の自民党総裁選時の公約と維新の公約の比較

政策項目	高市早苗氏(自民党)	日本維新の会
経済政策の考え方	官の役割を重視した投資と分配で「強い経済」を実現。財政リフレ的	小さな政府・地方分権・自由競争を軸に、構造改革を加速。改革志向・新自由主義寄り
財政運営方針	「責任ある積極財政」を掲げ、成長投資で経済を底上げ。税収の自然増により、政府純債務残高の対GDP比を緩やかに低下させる	「身を切る改革」、「行政効率化」で無駄を削減。財政出動は限定的で、一方で減税も進めるという「小さな政府」志向
物価高対策	ガソリン税・軽油引取税の暫定税率廃止。年収の壁引き上げ。自治体向け重点交付金の拡充。就職氷河期対策、生活困窮世帯への支援	ガソリン税・軽油引取税の暫定税率廃止。社会保険料軽減により家計の可処分所得を拡大。医療費抑制・社会保障効率化によって実質的な手取りを増やす
産業・成長投資	AI、半導体、量子、全固体電池、バイオなど戦略分野への官民連携投資。投資促進税制の拡充	生成AIの最大限の活用。成長分野への民間主導の投資を支援。規制改革・参入自由化で競争を促す
中小企業・賃上げ支援	中小の賃上げ・設備投資を3年間の税制優遇・補助で後押し。価格転嫁の実効性を強化	取引慣行の透明化と行政コスト削減。事業承継税制の見直し。個人保証の廃止。職務給（ジョブ型）への転換促進
社会保障制度、所得分配	医療・介護報酬の前倒し改定。予防医療推進、ワクチン・医薬品の国産化。給付付き税額控除導入	社会保険料軽減を柱に、医療費構造改革（病床削減・市販薬保険除外・医療DX等）。給付付き税額控除導入
エネルギー・環境政策	次世代原子炉・核融合・再エネ・全固体電池など技術開発への公的投資を拡充	原発再稼働を容認しつつ、再エネと市場競争導入で効率性を追求。発・送・売電の分離
規制改革・構造改革	労働時間の規制緩和。経済安全保障上、官民連携のフレームワーク形成等	「既得権打破」「規制撤廃」を旗印に、ライドシェア・民泊、混合診療解禁・農業への株式会社参入などを推進
地方経済・分権	自治体交付金拡充で地域の裁量支援。「地域ごとの産業クラスター」を全国各地に形成	大阪を念頭に置いた「副首都」構想。道州制や地方税源移譲など、地方分権型経済運営を志向

(出所) 高市早苗HP、日本維新の会HPより明治安田総研作成



# 「サナエノミクス」への期待と不安

- 成長戦略として、「危機管理投資」・「成長投資」の17の戦略分野における大胆な投資促進、国際展開支援、人材育成、産学連携、国際標準化といった多角的な観点からの総合支援を行なう。戦略分野毎の取りまとめ担当大臣が、他の関係大臣等と協力して、官民投資の促進策を策定。日本成長戦略担当大臣が全体を取りまとめるとの建付け

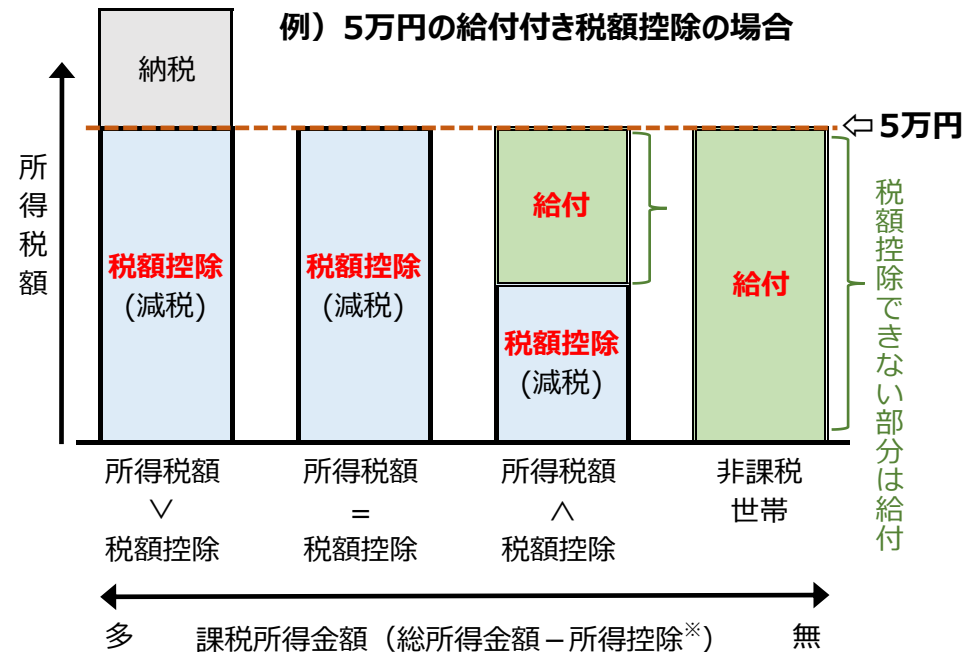
## 「危機管理投資」、「成長投資」の戦略分野

分野	担当大臣	分野	担当大臣
AI・半導体	内閣府特命担当大臣（人工知能戦略）／経済産業大臣	防災・国土強靱化	国土強靱化担当大臣
造船	国土交通大臣／内閣府特命担当大臣（経済安全保障）	創薬・先端医療	内閣府特命担当大臣（科学技術政策）／デジタル大臣
量子	内閣府特命担当大臣（科学技術政策）	フュージョンエネルギー	内閣府特命担当大臣（科学技術政策）
合成生物学・バイオ	経済産業大臣	マテリアル（重要鉱物・部素材）	経済産業大臣
航空・宇宙	内閣府特命担当大臣（経済安全保障）	港湾ロジスティクス	国土交通大臣
デジタル・サイバーセキュリティ	経済産業大臣／デジタル大臣	防衛産業	経済産業大臣／防衛大臣
コンテンツ	内閣府特命担当大臣（クールジャパン戦略）	情報通信	総務大臣
フードテック	農林水産大臣	海洋	内閣府特命担当大臣（海洋政策）
資源・エネルギー安全保障・GX	経済産業大臣		

（出所）内閣官房HPより明治安田総研作成

- 給付付き税額控除は、税と社会保障の一体的な運用が可能な仕組み。ただ、維新が主張しているように、税と社会保険料を一体で徴収・管理し、給付等に関する業務を一元的に行なう「デジタル歳入給付庁」の設置が不可欠になる。省庁再編が絡むのに加え、政策実現のためのインフラ整備、特にマイナンバー連携など所得・資産把握体制の整備が必要ということになるとハードルは高いが、国民民主や立憲民主も掲げている政策で実現への期待度は高い

## 給付付き税額控除の概念図



※基礎控除や扶養控除など

(注) 所得税額 = 課税所得金額 × 税率 (5~45%)

(出所) 各種資料より明治安田総研作成

### 3. 日本経済見通し



# 日本経済見通し概要

- 7-9月期の日本の実質GDP成長率（1次速報）は前期比▲0.4%（年率換算：▲1.8%）と、6四半期ぶりのマイナスとなった。企業設備投資は同+1.0%と底堅く推移した一方で、個人消費は同+0.1%と力強さを欠き、米国向け自動車が下押し要因となった。輸出は同▲1.2%、3月の着工件数急増の反動がタイムラグをもって顕在化した住宅投資は同▲9.4%と足を引っ張った
- 日本経済は、トランプ大統領の政策の不確実性が懸念されるものの、基本的に緩やかな回復が続くとみる。個人消費は、実質賃金のプラス転換が年末以降へずれ込み、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、人手不足が実行上の制約となるも、好業績と人手不足緩和投資の拡大で底堅い見通し。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と予想
- 日銀は10月29日、30日に開催された金融政策決定会合で、6会合連続で金融政策をすえ置いたが、9月に続き、2人の審議委員が利上げに票を投じた。日本の経済指標は概ね堅調なこと、株価も好調で、一段の円安進行のリスクもあることから、利上げ支持が多数派となる時期は近いと考える。次回の利上げは12月と予想。その後は、賃金と物価の上昇の好循環が実現したのかどうか必ずしも判然としない状況が続くなか、2026年の利上げは1回にとどまる可能性を見込む

主要経済指標		予測													
		年度ベース				2024年度		2025年度				2026年度			
		2024	2025	2026	2027	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	0.6%	1.0%	0.7%	0.9%	0.7%	0.2%	0.6%	▲0.4%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
	前回	0.8%	0.7%	0.7%	-	0.6%	0.1%	0.3%	▲0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
CPI (除く生鮮食品※)	今回	2.7%	2.8%	1.7%	1.6%	2.6%	3.1%	3.5%	2.9%	2.8%	2.1%	1.8%	1.7%	1.7%	1.8%
	前回	2.7%	2.5%	1.7%	-	2.6%	3.1%	3.5%	2.6%	2.0%	1.8%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
政策金利(期末値)	今回	0.50%	0.75%	1.00%	1.00%	0.25%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	1.00%	1.00%
	前回	0.50%	1.00%	1.00%	-	0.25%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%

※年度、四半期ともに平均値を記載

・前回は8月経済見通し時点

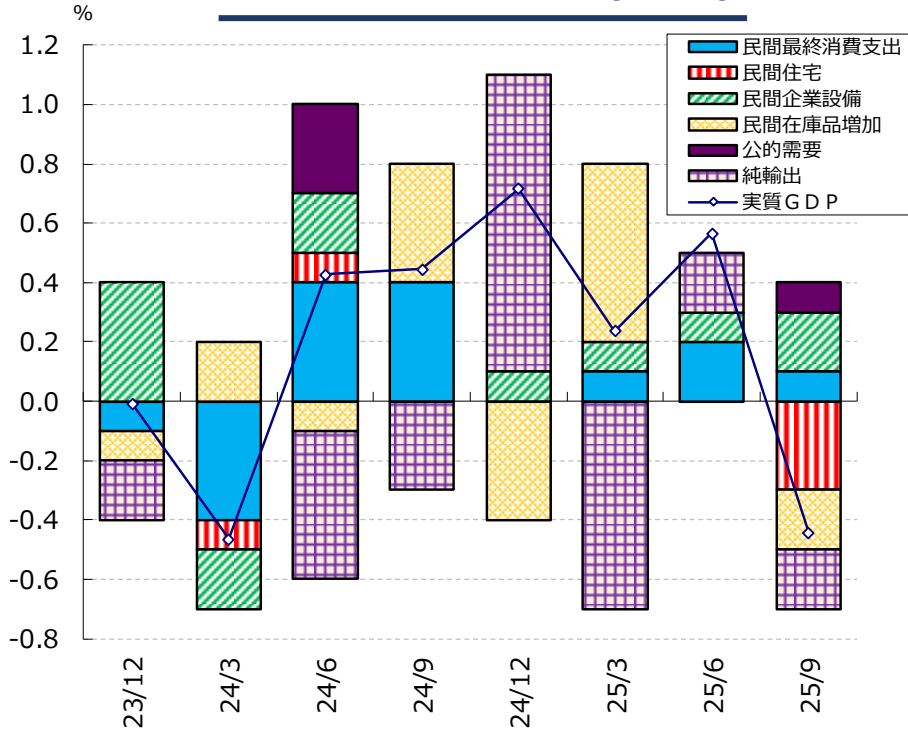


# GDPは6期ぶりのマイナス

■ 7-9月期の日本の実質GDP成長率（1次速報）は前期比 ▲0.4%（年率換算：▲1.8%）と、6四半期ぶりのマイナスとなった。企業設備投資は同+1.0%と底堅く推移した一方で、個人消費は同+0.1%と力強さを欠き、米国向け自動車が下押し要因となった。輸出は同▲1.2%、3月の着工件数急増の反動がタイムラグをもって顕在化した住宅投資は同▲9.4%と足を引っ張った

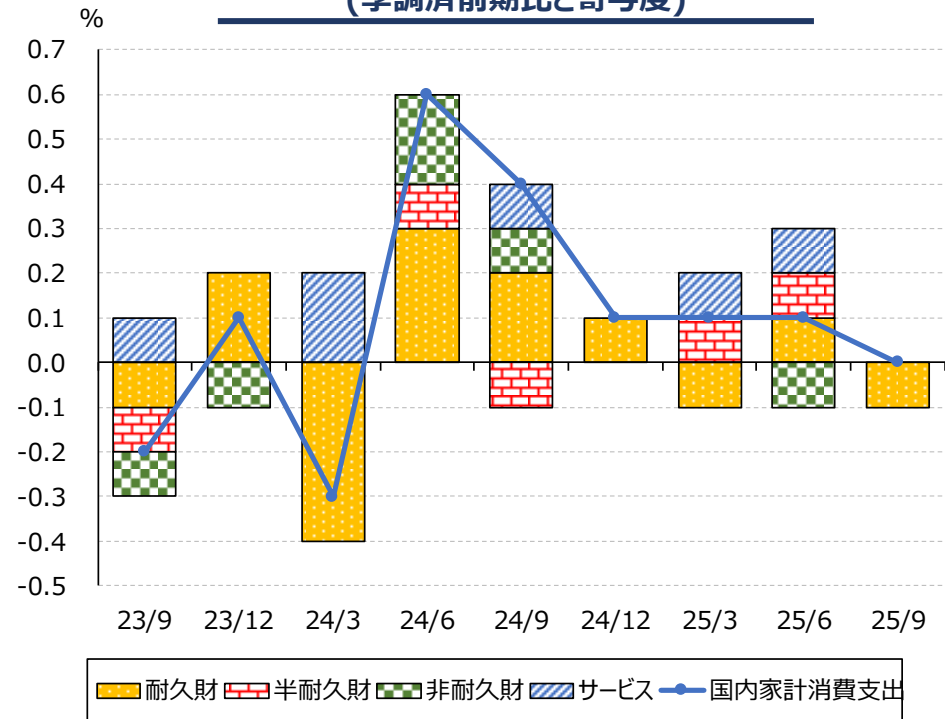
■ 形態別国内家計最終消費支出を見ると、耐久財が前期比 ▲1.3%（寄与度：▲0.1ポイント）、半耐久財が同 ▲0.1%（同▲0.0ポイント）、非耐久財が同+0.2%（同+0.0ポイント）、サービスが同+0.1%（同+0.0ポイント）とまちまち

### 実質GDP成長率と寄与度(前期比)



(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)



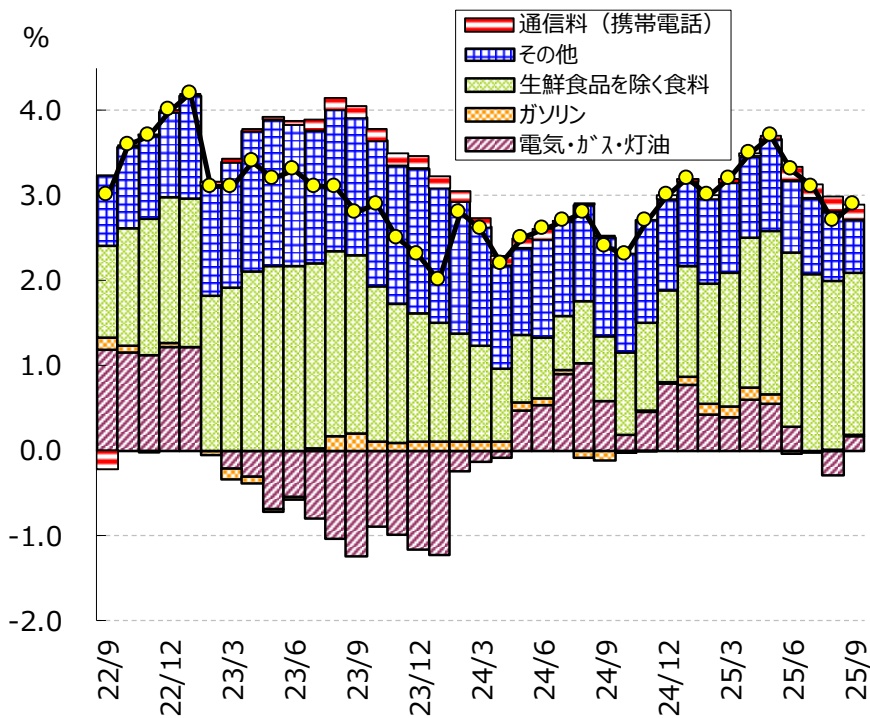
(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」



# 物価の伸びは徐々に鈍化へ、食品価格の高止まりには留意

■ 9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+2.9%（8月：同+2.7%）と2カ月連続の2%台となったが、伸び幅は拡大。9月も電気・ガス代補助が実施されたが前年の押し下げ効果を下回った。生鮮除く食料は2カ月連続で伸びが鈍化した。新米販売価格の影響や食品値上げの動向には引き続き注視が必要

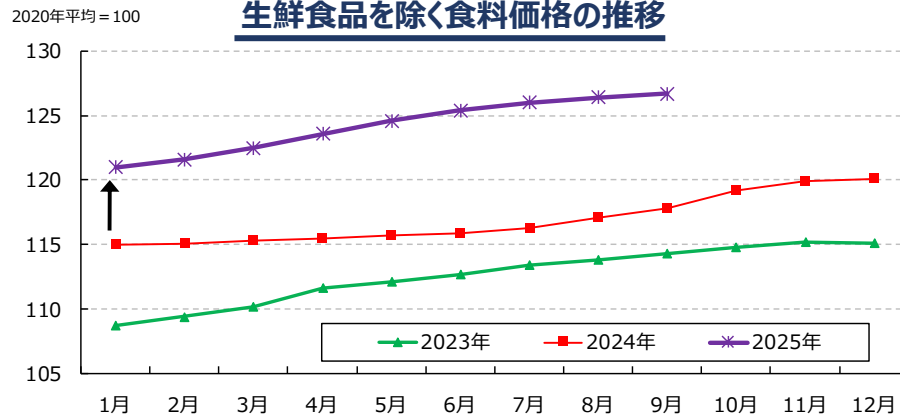
### 全国コアCPIの推移（前年同月比寄与度）



（出所）総務省「消費者物価指数」

■ 生鮮除く食料は8月に引き続き伸び鈍化も、依然、高止まり

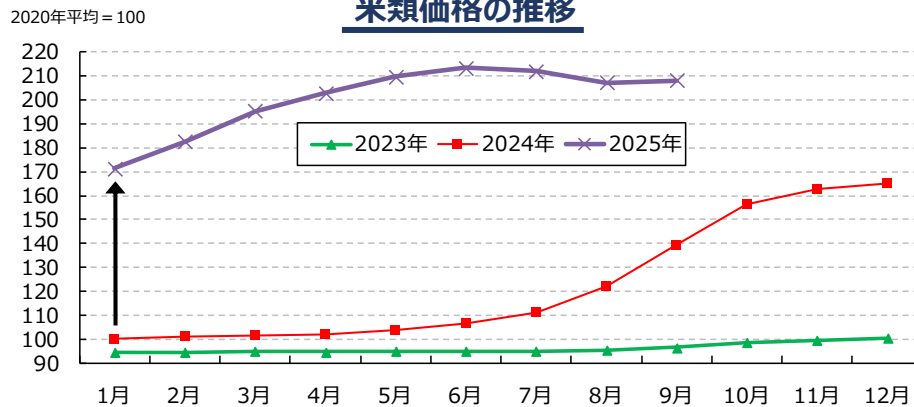
### 生鮮食品を除く食料価格の推移



（出所）総務省「消費者物価指数」

■ 米類は上昇が一服しつつあるものの、新米販売価格動向には引き続き注視が必要

### 米類価格の推移



（出所）総務省「消費者物価指数」

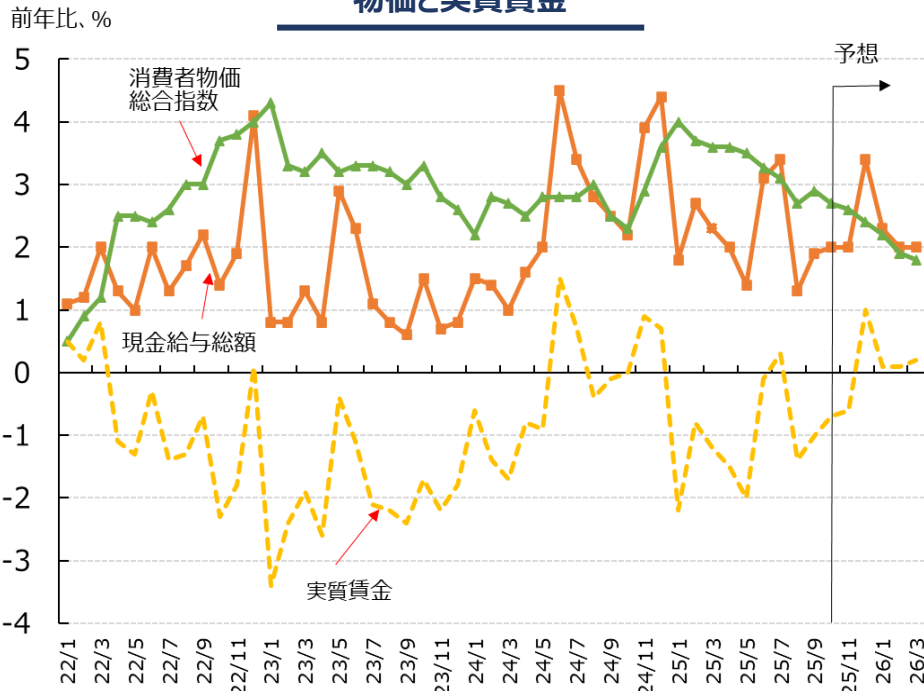


# 実質賃金、再度のプラス転換は12月以降へ

- 2025春闘最終回答集計の平均賃上げ率は+5.25%（前年:+5.10%）、ベアは+3.70%（+3.56%）へ小幅に加速。10月23日には2026年春闘の基本構想を発表、賃上げ要求目標は引き続きベア+3%以上、定昇含め+5%以上
- 7月の実質賃金は、賞与支給に伴い特別給与が寄与し7か月ぶりのプラスとなったが、8、9月は再びマイナスに。賃金動向の基調を示す所定内給与の伸びは鈍く、再度のプラス転換は12月以降へ

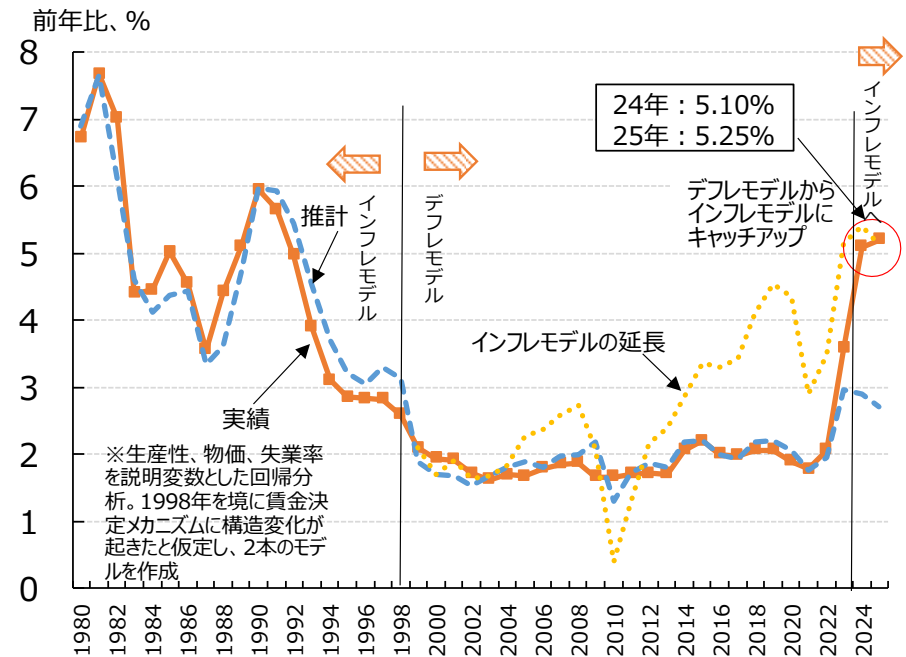
- 春闘賃上げ率の推移は、生産性と物価と人手不足感で概ね再現できる。日本で金融危機があった1998年を境に賃金決定メカニズムが変わった。1998年以前の推計式（インフレモデル）と1999年以降の推計式（デフレモデル）は大きく異なる。どちらが説明力を持つかは時々の企業マインド次第である。2024年と2025年はインフレモデルが有効で、賃金決定方式は1975～1998年のインフレ経済モデルに完全に移行した可能性が高い

## 物価と実質賃金



(出所) 厚労省、総務省のデータ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

## 春闘平均賃上げ率の推移



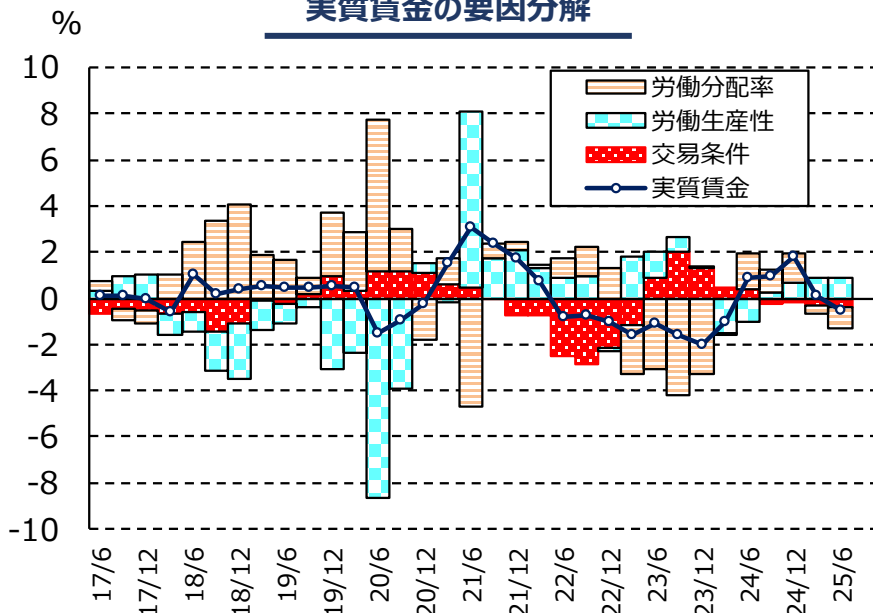
(出所) 連合、厚労省、総務省のデータより明治安田総研作成、推計は明治安田総研



# 実質賃金の中長期的なトレンドは生産性次第

- 実質賃金の伸びは、労働分配率、労働生産性、交易条件の3要素に分解できる。近年の円安進行は交易条件の悪化を通じ実質賃金の押し下げ要因となった。また、大企業を中心とした労働分配率の低下も賃金の伸び悩みにつながった。長期的には、交易条件、労働分配率とも均される（1方向へのトレンドが現れにくい）ため、実質賃金のトレンドは生産性の伸びに規定される部分が大きくなる

### 実質賃金の要因分解

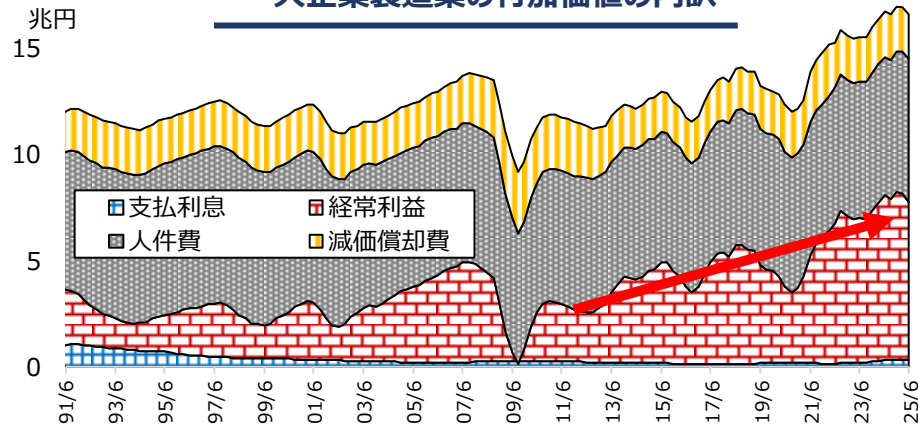


実質賃金（雇用者報酬÷就業者数÷消費者物価）  
 =（実質GDP÷労働者数）×（雇用者報酬÷名目GDP）×（GDPデフレーター÷CPI）（※）  
 ※労働生産性×労働分配率×交易条件（※）として試算  
 ※GDPデフレーターは輸出入デフレーターを含むため、（GDPデフレーター÷CPI）の算式は交易条件とほぼ同義

（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

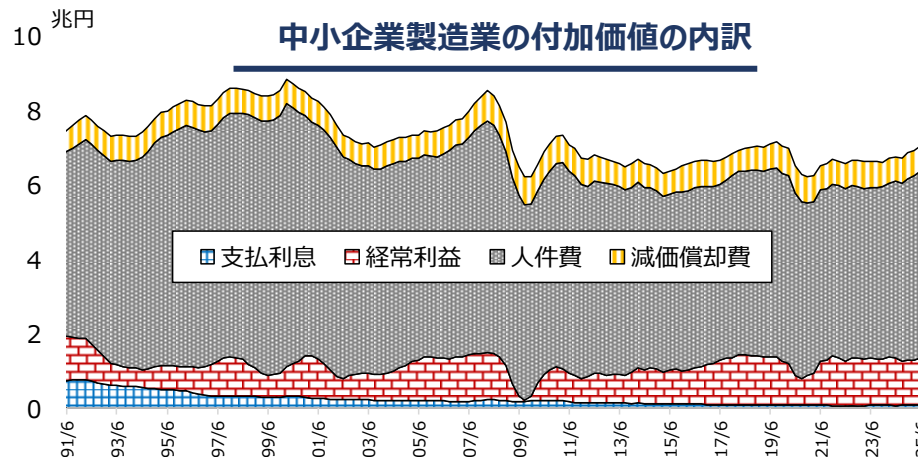
- 大企業製造業の労働分配率は持続的な低下傾向が続き。40%を下回る期が増える。経団連幹部も「低すぎる」と発言

### 大企業製造業の付加価値の内訳



（出所）財務省「法人企業統計」より明治安田総研作成

### 中小企業製造業の付加価値の内訳



（出所）財務省「法人企業統計」より明治安田総研作成

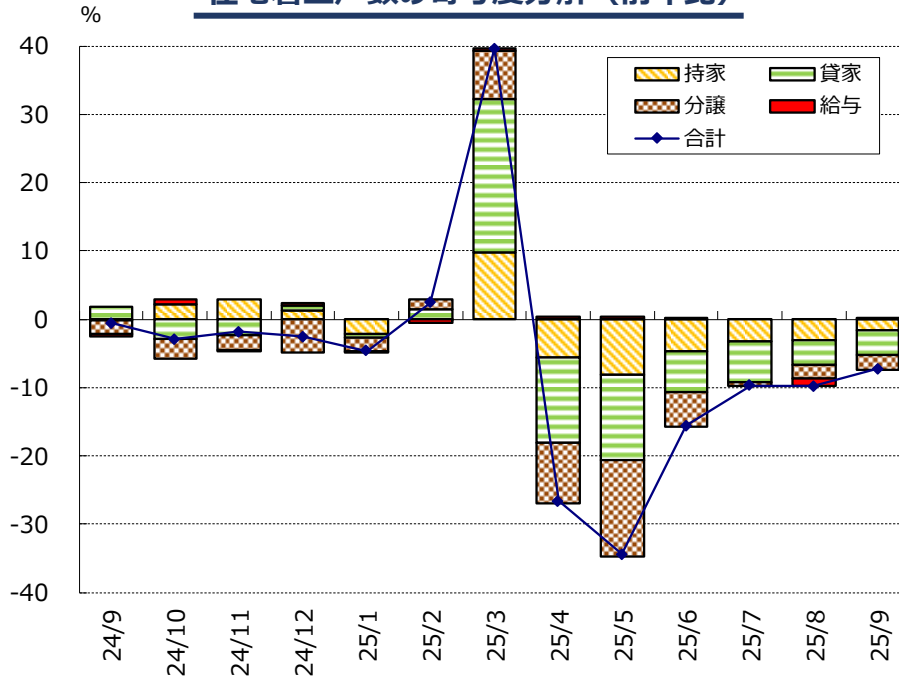


# 価格高止まり、住宅ローン金利上昇が下押し圧力に

- 2025年4月の建築基準法改正（省エネ基準の適合義務化など）を前に同年3月の新設住宅着工件数が前年比+39.6%と急増。その後は反動減により、4月同▲26.6%、5月同▲34.4%、6月同▲15.6%、7月同▲9.7%、8月同▲9.8%、9月同▲7.3%
- 10月のさくらレポート（日銀地域経済報告）では東北が前回から下方修正されたほか、東北を除く8地域中6地域で「弱」の言葉が入ったままと基調は依然として弱い
- 日銀の追加利上げに伴う住宅ローン金利の上昇も下押し要因

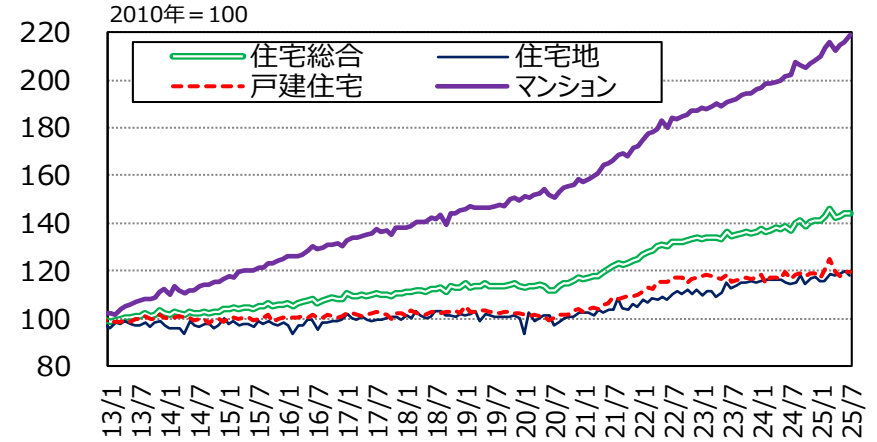
- マンションの価格高騰は2013年から始まっており、2020年以降はペースが加速。足元も上昇基調が続く

## 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」

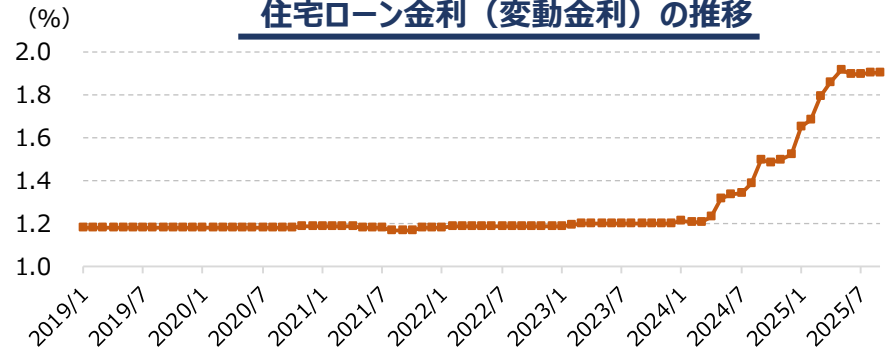
## 不動産価格指数(住宅)(全国)の推移



(出所) 国土交通省「不動産価格指数（住宅）」

- 住宅ローン金利は上昇基調

## 住宅ローン金利（変動金利）の推移



(出所) 楽天銀行「住宅ローン、変動金利」

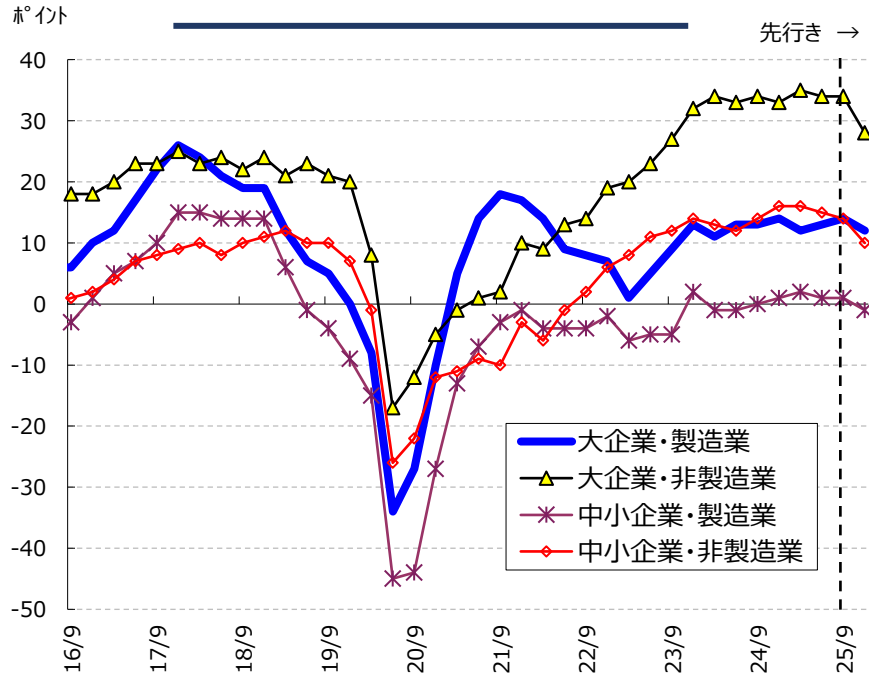


# 日銀短観では景気の底堅さが示される

- 短観9月調査では、大企業・製造業DIが+14と、6月から1割の小幅改善。生産・輸出は冴えない推移が続いているものの、関税交渉が合意に至り、不確実性が低下したことを受け、業況は改善
- 非製造業DIは、物価高や猛暑を背景に宿泊・飲食サービスが大幅悪化の一方、情報サービスや建設などの業種が改善した結果、横ばい。景気に近い動きをする全規模・全産業ベースのDIも+15で横ばい。改善には至らなかったが、景気の底堅さが示された

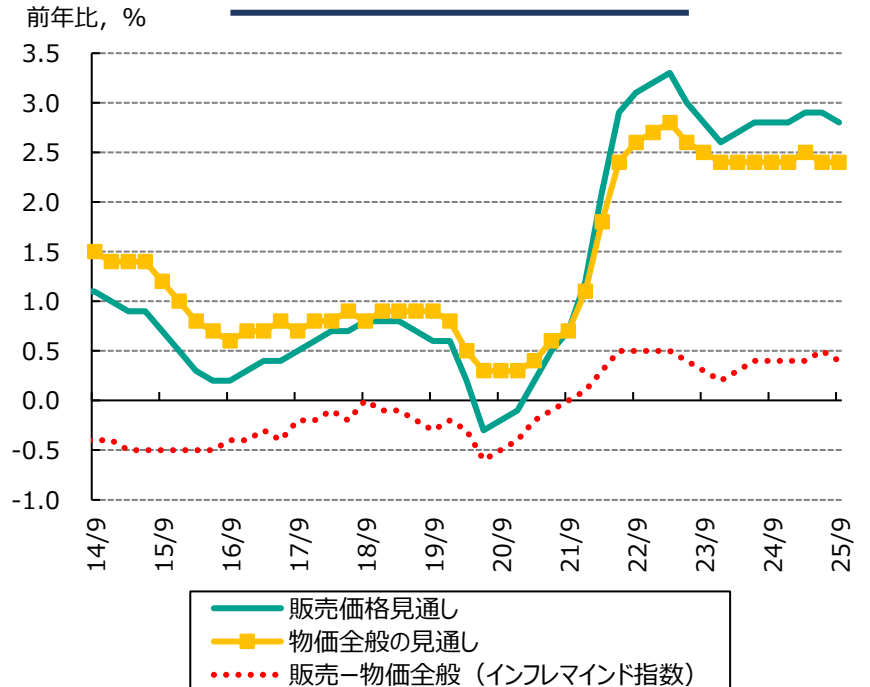
- 企業の物価見通しに目を向けると、販売価格の見通しから物価全般の見通しを引いたインフレマインド指数は+0.4（6月調査：+0.5）とプラス圏での推移が続いている。販売価格を物価全般以上に引き上げていこうという企業の価格転嫁姿勢は前向き

### 業況判断DI（現状判断）



(出所) 日銀「短観」

### 企業の物価見通し（1年後）



(出所) 日銀「短観」より明治安田総研作成

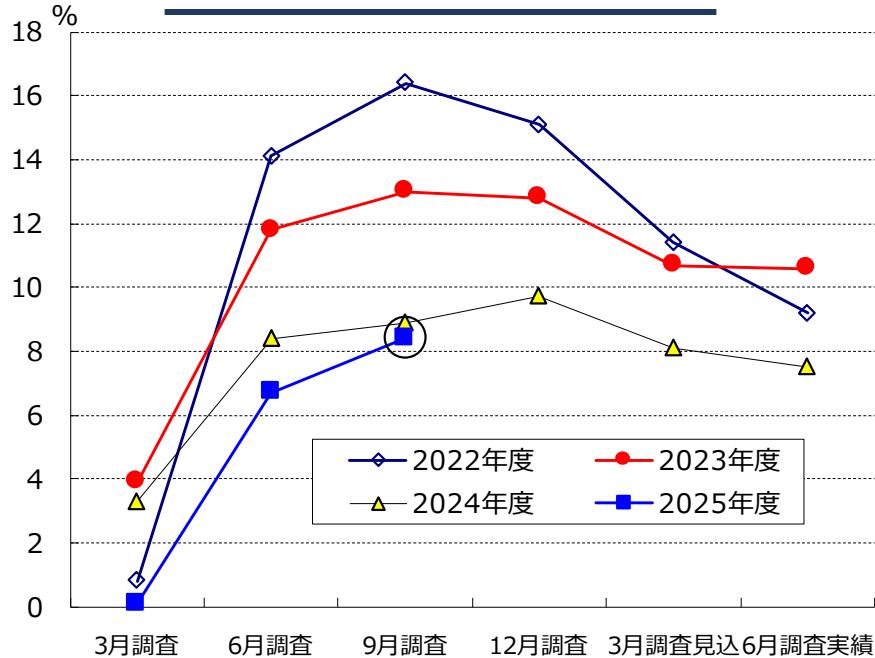


# 設備投資は底堅い

- 日銀短観（9月）における2025年度設備投資計画（全規模・全産業ベース）は、前年度比+8.4%（6月同+6.7%）と上方修正。業種別では、製造業が同+13.9%（同+12.4%）、非製造業+5.3%（同+3.6%）
- 日米交渉により引き下げられた関税は9月16日から適用されるも、交渉前に比べ高い関税が課せられるなど下押し要因であり続けることに変わりはない。米政権が調査中の半導体、工作機械や医療機器への分野別関税などにも注意が必要

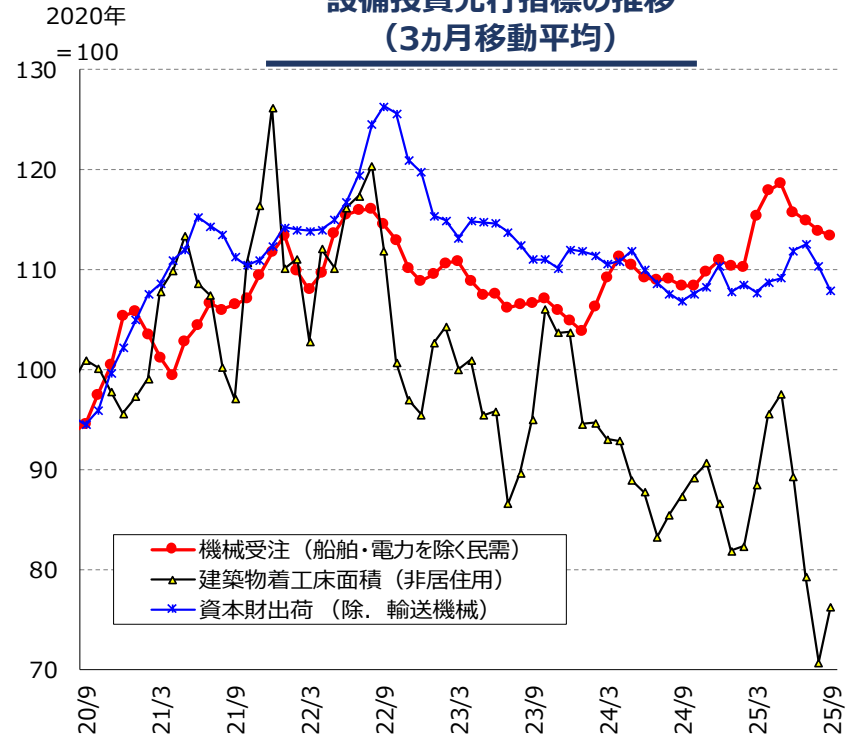
- 設備投資の先行指標の一つである9月の資本財出荷（除く輸送機械）は前月比+2.3%で、3ヵ月ぶりのプラス。9月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比+4.2%と3ヵ月ぶりのプラス、先行き10-12月見通しは前期比+0.4%で2期ぶりのプラス予想、公表元の内閣府は基調判断を「持ち直しの動きがみられる」にすえ置いた。振れの大きい建築物着工床面積は振れが大きい、足元ではやや弱含んでいる

### 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」

### 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」、国土省「建築着工」、経産省「鉱工業出荷内訳表」

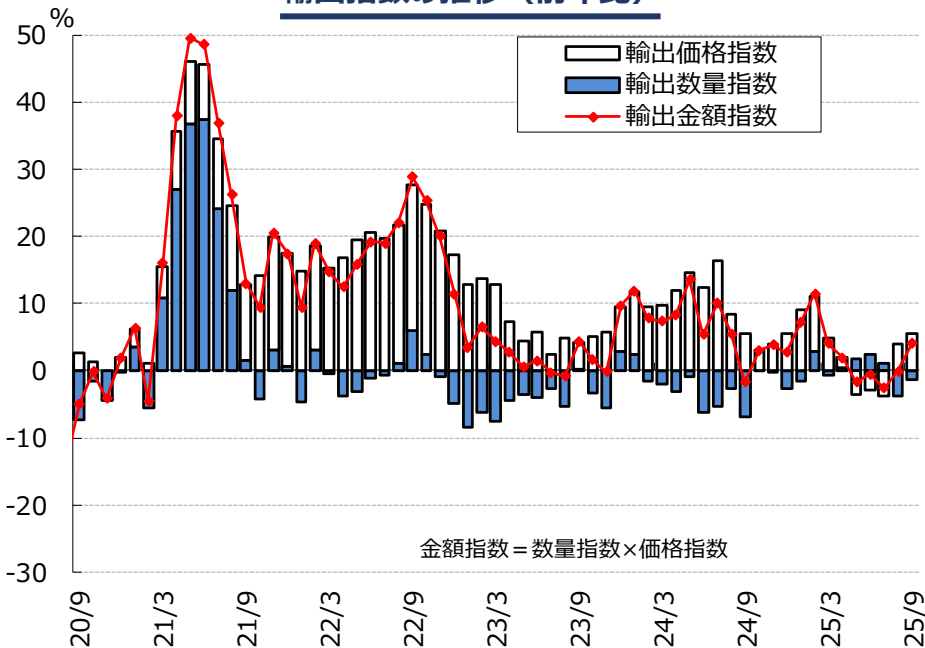


# 輸出は当面軟調な展開に、米関税政策の影響には引き続き留意

- 財務省の9月貿易統計によると、輸出金額は前年比+4.2%で5か月ぶりのプラス。半導体等電子部品を含む電気機器などがプラスに寄与も、実勢を表す輸出数量指数は2か月連続マイナスと弱い。米国向け輸出金額は6か月連続のマイナス
- 輸出は当面軟調な推移を予想。日米交渉により引き下げられた関税率は9月16日から適用されるも、下押し要因に変わりなく、新たな分野別関税を表明するなど米関税政策には引き続き留意が必要

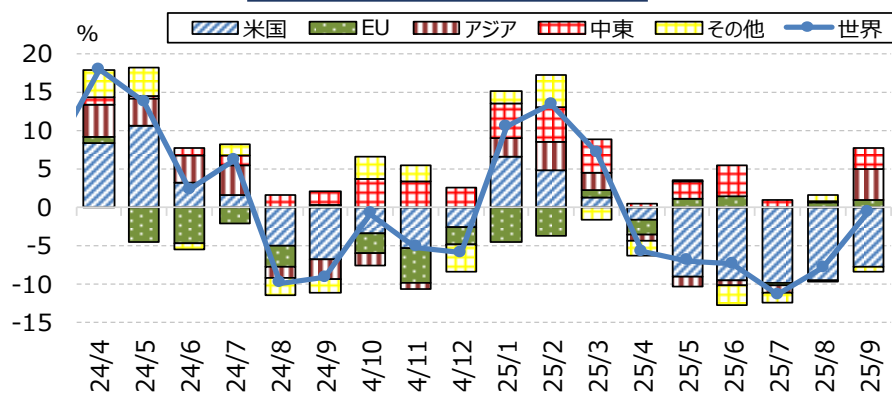
- 米国向けの自動車輸出は、関税引き上げ前の駆け込み需要等でプラスで推移してきたが、6か月連続のマイナス

### 輸出指数の推移（前年比）



(出所) 財務省「貿易統計」

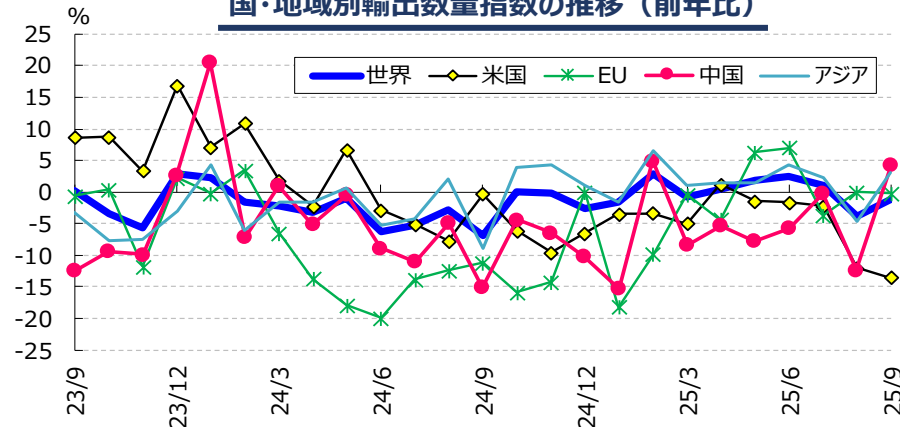
### 自動車輸出の推移（前年比）



(出所) 財務省「貿易統計」

- 実勢を表す輸出数量を国別に見ると、米国が軟調推移

### 国・地域別輸出数量指数の推移（前年比）



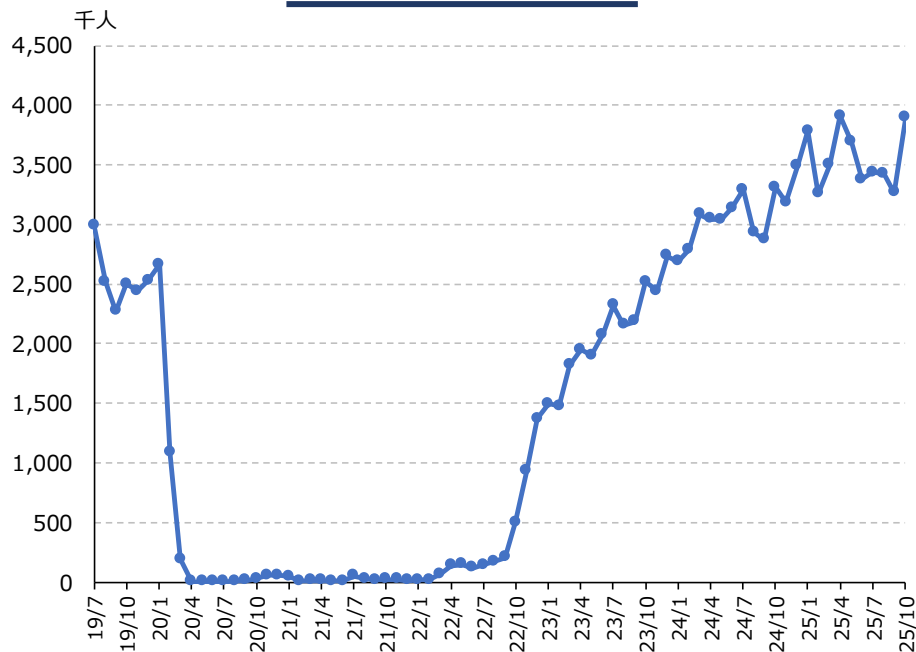
(出所) 財務省「貿易統計」



# 訪日外国人は増加基調が継続

- 2024年（年間）の訪日外客数は3,686万人と過去最高だった2019年の3,188万人を大きく超えた
- 2025年10月の訪日外客数は389万人で、前年同月比+17.6%。同月として過去最高を記録。カナダなどが単月過去最高を更新したほか、韓国や台湾、米国などが10月として過去最高を記録
- 相対的な物価の安さから訪日外国人需要は引き続き堅調に推移するとみられ、景気の下支え要因になるとみる

### 訪日外客数の推移



(出所) 観光庁「訪日外客統計」

- 観光・レジャー目的で来日した2025年7-9月期の訪日外国人客数は前年同期比+11.4%。消費単価は同▲5.5%と減少した一方、平均宿泊日数は同+3.6%と増加

### 国籍・地域別 訪日客数、1人当たり旅行消費単価、平均泊数 【観光・レジャー目的】(2025年7-9月)

	訪日客数 (万人)		消費単価 (円/人)		平均泊数 (泊/人)	
		対前年同期比		対前年同期比		対前年同期比
全国籍・地域	1,013	+11.4%	205,935	▲5.5%	7.3	+3.6%
ドイツ	12	+38.9%	450,157	+23.1%	14.6	▲10.3%
英国	12	+21.2%	373,121	+11.8%	12.2	▲5.1%
フランス	12	+22.8%	351,901	+6.1%	17.6	+21.9%
スペイン	8	+26.9%	347,055	▲7.2%	12.8	▲0.6%
オーストラリア	19	+7.2%	327,089	▲7.3%	11.3	▲12.2%
イタリア	9	+26.5%	320,457	▲23.7%	12.8	+0.7%
米国	70	+12.8%	317,598	▲1.2%	11.8	+8.0%
カナダ	16	+9.7%	275,395	▲0.2%	12.4	+5.4%
シンガポール	9	▲5.6%	218,192	▲9.6%	11.4	+55.1%
マレーシア	8	+8.7%	216,106	+8.1%	6.7	▲25.8%
中国	277	+27.3%	216,028	▲17.4%	6.7	▲3.9%
ロシア	5	+100.0%	212,672	▲29.0%	9.9	▲11.7%
香港	55	▲20.7%	211,963	▲8.2%	6.0	▲5.3%
インド	6	+27.3%	206,142	▲7.9%	9.3	+9.9%
タイ	14	+1.2%	193,642	▲1.9%	8.4	+25.9%
フィリピン	14	+1.5%	190,501	+2.7%	9.6	+15.7%
インドネシア	11	+30.3%	181,787	▲6.1%	7.8	▲12.5%
台湾	175	+9.0%	168,749	▲7.5%	5.7	▲1.4%
ベトナム	17	+11.6%	166,089	+1.2%	6.4	▲1.7%
韓国	201	▲0.8%	97,972	▲6.9%	3.5	▲6.2%

※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「訪日外客統計」、「インバウンド消費動向調査」

## 4. 海外経済見通し



# 米国経済見通し概要

- アトランタ連銀のGDP Nowでは、7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.1%（11月17日時点）と高めの伸びとなっている。内外需別の前期比への寄与度を見ると、内需が+3.49ポイント、外需（純輸出）が+0.57ポイントで、内需がけん引役に
- 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並みの推移が続くとみる。個人消費は、労働市場の悪化や、関税賦課による物価上昇が当面の下押し要因となるが、各種減税策や、利下げによる借入コスト低下が後押しすることで2026年は堅調な推移を予想する。設備投資は、関税による輸入コスト上昇に伴う収益環境の悪化が抑制要因だが、AI関連を中心としたソフトウェアなどの投資需要が安定して見込めることで、回復基調が続くと予想
- FRBは10月のFOMCで、政策金利であるFFレートの誘導目標を0.25%引き下げ、3.75-4.00%とすることを決めた。9月のドットチャートにおける長期の政策金利の予想レンジは2.6%~3.9%となっており、10月会合での利下げにより、委員が考える中立金利の上限に到達したこととなる。しかし、労働市場の下振れ懸念はすぐに払しょくできないとみられ、2025年12月、2026年3、6月に0.25%ずつの利下げを実施すると予想

主要経済指標		← 予測				2024年	← 予測				← 予測			
		暦年ベース					10-12	2025年			2026年			
		2024	2025	2026	2027			1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
実質GDP	今回	2.8%	1.9%	1.8%	2.2%	1.9%	▲ 0.6%	3.8%	2.6%	0.0%	1.5%	2.0%	2.5%	2.8%
	前回	2.8%	1.8%	1.8%	-	2.4%	▲ 0.5%	3.0%	2.1%	1.1%	1.5%	1.7%	2.0%	2.4%
CPI (総合、※)	今回	3.0%	2.8%	2.8%	2.5%	2.9%	2.4%	2.7%	3.0%	3.1%	3.0%	2.8%	2.7%	2.5%
	前回	3.0%	2.8%	2.7%	-	2.9%	2.4%	2.7%	3.0%	2.9%	2.8%	2.7%	2.6%	2.4%
政策金利 (上限値、期末値)	今回	4.50%	3.75%	3.25%	3.25%	4.50%	4.50%	4.50%	4.25%	3.75%	3.50%	3.25%	3.25%	3.25%
	前回	4.50%	4.00%	4.00%	-	4.50%	4.50%	4.50%	4.25%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

・前回は8月経済見通し時点

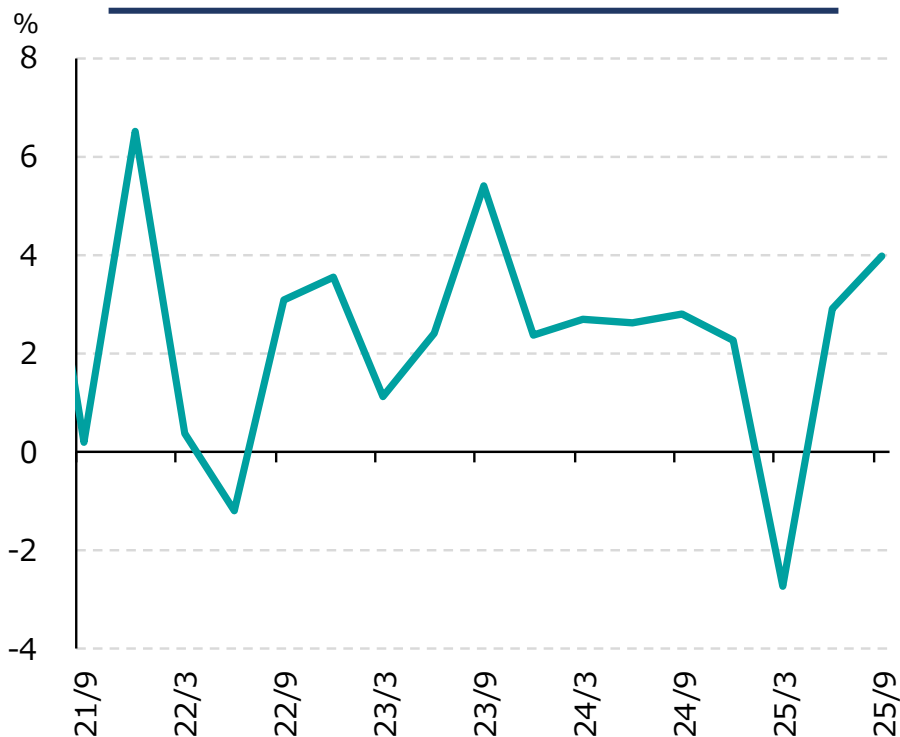


# 米景気は7-9月期も堅調だった可能性が高い

■ アトランタ連銀のGDP Nowでは、7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.1%（11月17日時点）と高めの伸びとなっている。内外需別の前期比への寄与度を見ると、内需が+3.49ポイント、外需（純輸出）が+0.57ポイントで、内需がけん引役に

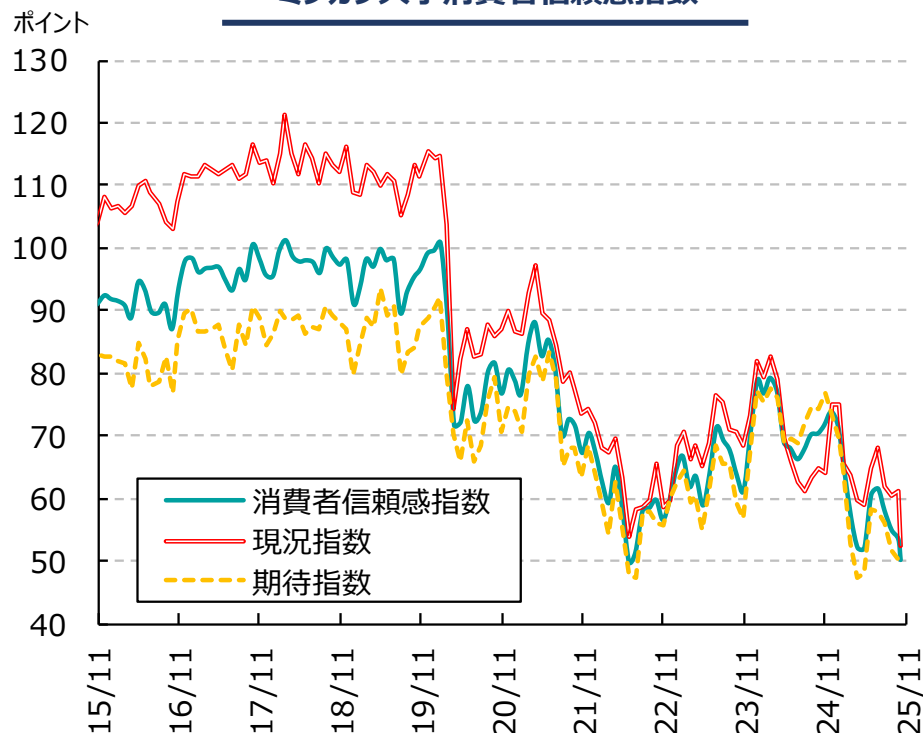
■ 11月のミシガン大学消費者信頼感指数は50.3と前月から▲3.3ポイント低下。内訳では、現況指数が同▲8.7ポイント、期待指数が同▲1.3ポイントだった。関税政策と政府閉鎖により消費者マインドは冷え込んでいる

### GDP Now 実質GDP成長率（前期比年率）



(出所) アトランタ連銀

### ミシガン大学消費者信頼感指数



(出所) ミシガン大学

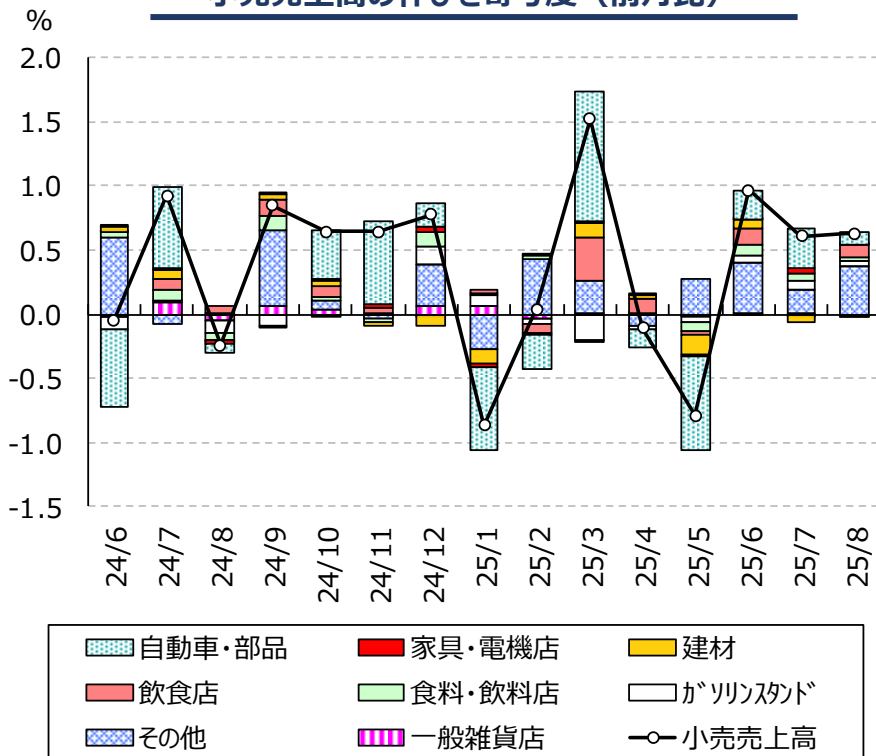


# 個人消費は夏場持ち直しも、物価上昇が当面の下押し材料に

■ 8月の小売売上高は前月比+0.6%と3か月連続で増加。本統計中、唯一のサービス業である飲食店に加え、自動車・部品、衣料品、飲食料など幅広い品目でプラスに。4、5月は駆け込み需要の反動もあり買い控えが起こっていたが、その後は持ち直している

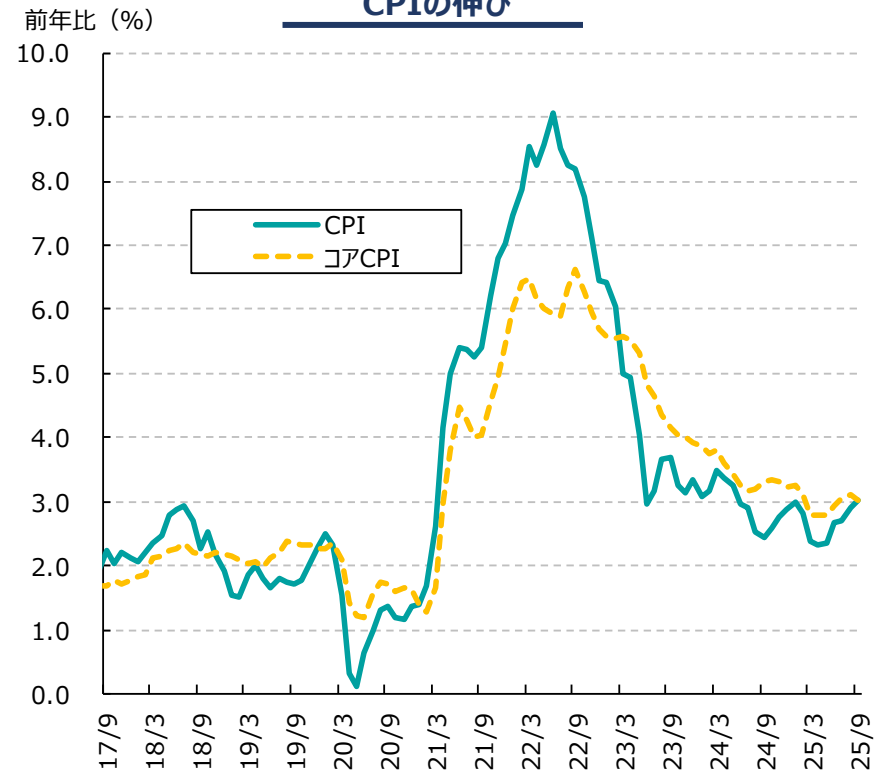
■ 9月の消費者物価指数（CPI）は、総合ベースが前年比+3.0%となり、前月（同+2.9%）から伸びが拡大。一方、食品とエネルギーを除いたコアベースは同+3.0%と前月（同+3.1%）から鈍化。関税政策の影響ははまだ限定的も、当面はインフレ圧力がかった状況が続くと予想

### 小売売上高の伸びと寄与度（前月比）



(出所) 米商務省

### CPIの伸び



(出所) 米労働省

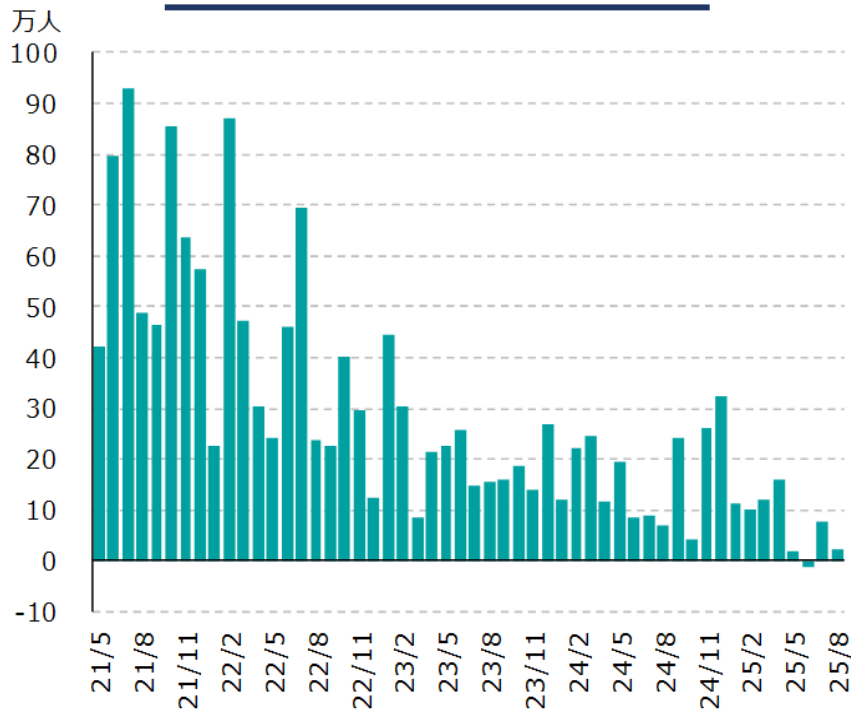


# 長期失業者の増加が、再就職の難しさを示唆

- 8月の非農業部門雇用者数は前月比+2.2万人と、市場予想（同+7.5万人）を下回った。また、過去分が6、7月合計で2.1万人の下方修正となった。製造業は4ヵ月連続のマイナスとなっており、関税政策による影響が雇用環境にも現れてきている様子がうかがえる

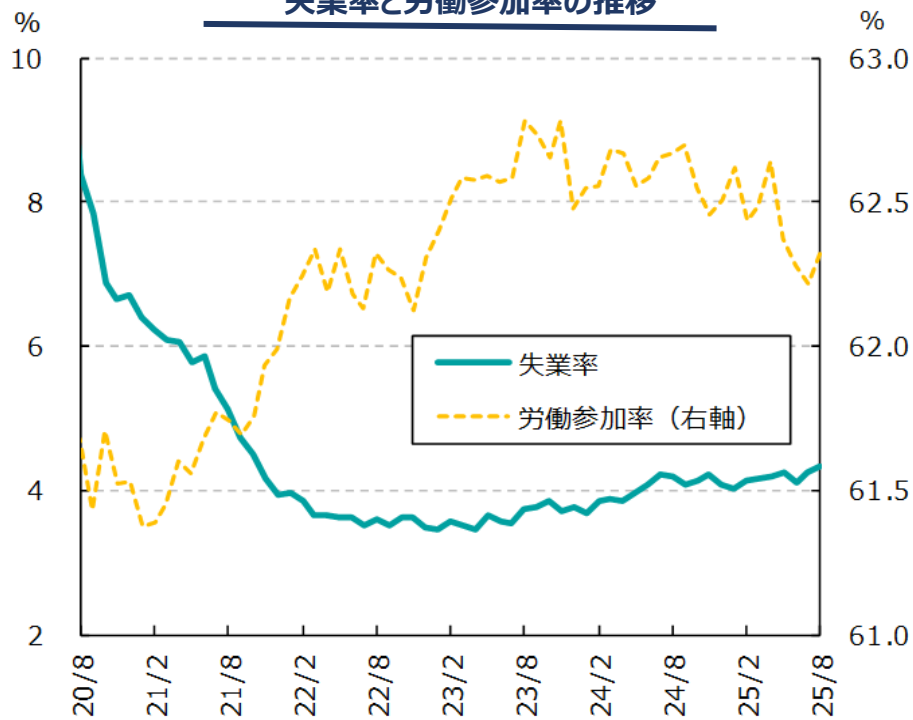
- 8月の失業率は4.3%と前月から0.1ポイント上昇。また、27週以上の長期失業者が前月比+10.4万人となり、失業者全体に占める割合も25.7%と2022年2月以来の水準まで上昇

### 非農業部門雇用者数月間増減数



(出所) 米労働省

### 失業率と労働参加率の推移



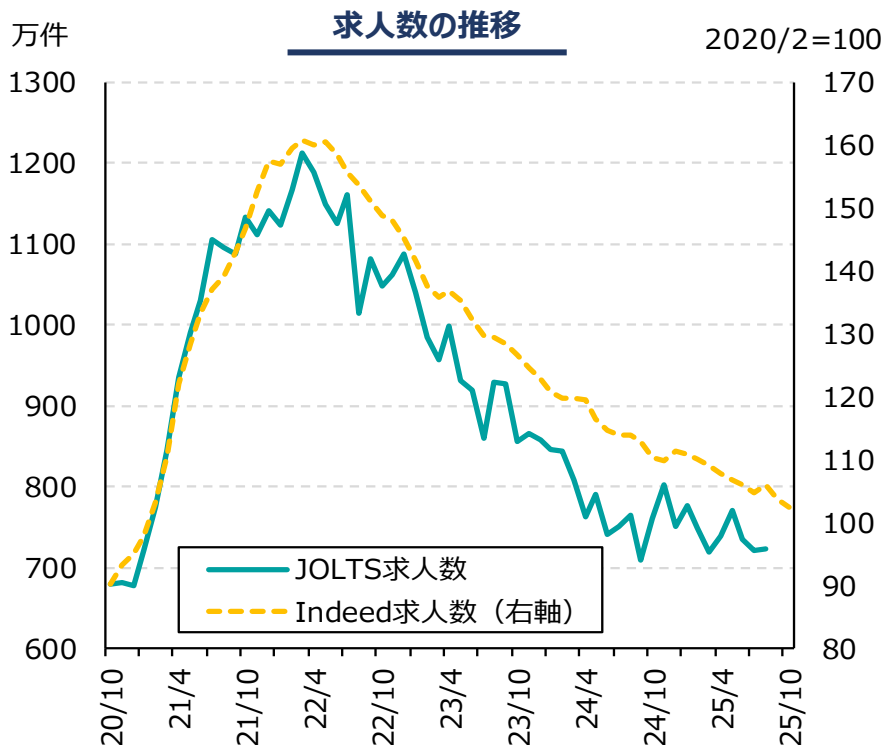
(出所) 米労働省



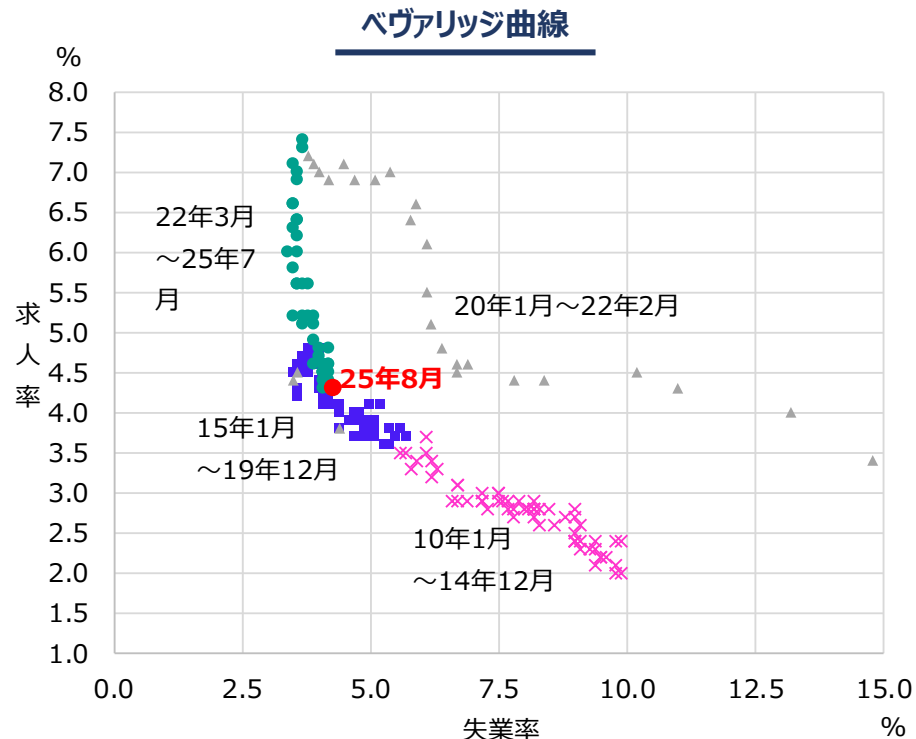
# 今後求人率が低下すれば、失業率は上昇へ

- 8月の雇用動態調査（JOLTS）における求人数は722.7万件と前月から微増となったが、失業者1人当たりの求人数は0.98件と1を下回っている。JOLTS求人数の先行指標となるIndeed求人数は10月に入っても減少傾向となっている

- 求人率と失業率の関係を示したベヴァリッジ曲線を見ると、現在は変曲点に位置している。過去の傾向を見る限り、今後求人率が低下すれば、失業率が上昇する展開が予想される



(出所) 米労働省、Indeed



(出所) 米労働省公表資料より明治安田総研作成

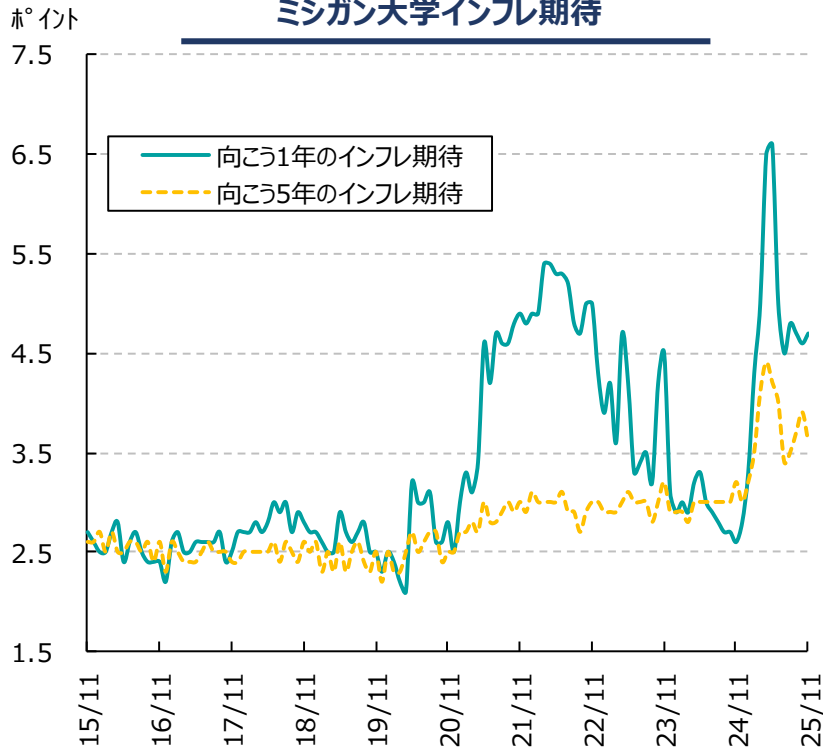


# FRBは来年にかけ3回の追加利下げを実施へ

- 11月における向こう1年のインフレ期待は4.7%と前月から小幅に上昇。ただ、トランプ大統領が関税賦課を表明した際に跳ね上がったことを考えれば、短期のインフレ期待は落ち着いている

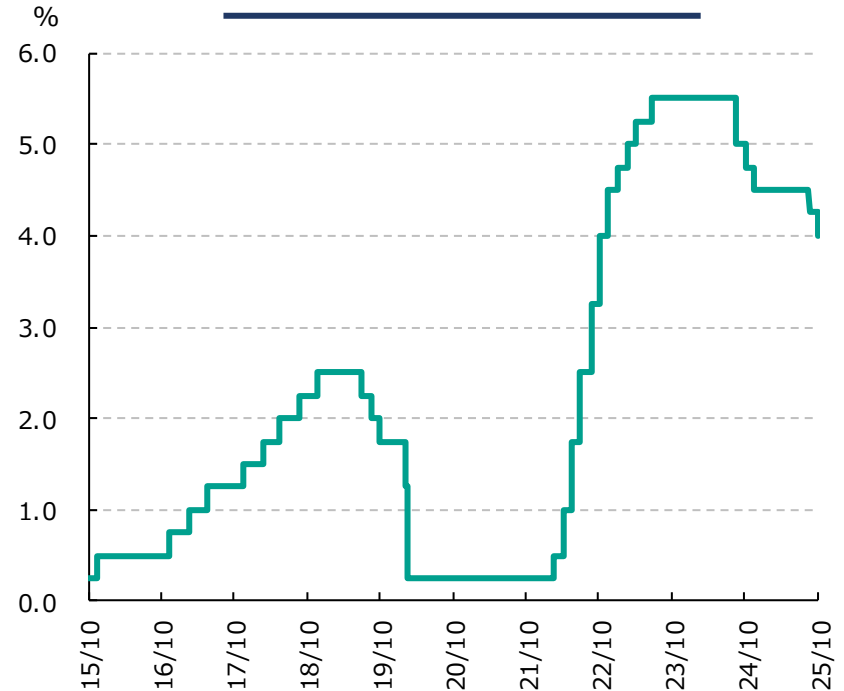
- 10月FOMCでの利下げにより、政策金利の水準は委員が考える中立金利の上限に到達したことになる。しかし、労働市場の下振れ懸念はすぐに払しょくできないとみられ、2025年12月、2026年3、6月に0.25%ずつの利下げを実施すると予想

### ミシガン大学インフレ期待



(出所) ミシガン大学

### 米政策金利 (上限値)



(出所) ファクトセット

# ユーロ圏経済見通し概要

- ユーロ圏の7-9月期実質GDP成長率は前期比+0.2%。ドイツがゼロ成長（4-6月期：前期比▲0.2%→7-9月期：同±0.0%）。2期連続のマイナスは回避も低迷が続く。イタリアもゼロ成長（同▲0.1%→±0.0%）。一方、フランス（同+0.3%→+0.5%）とスペイン（同+0.8%→+0.6%）は堅調推移
- 欧州経済は、ドイツの弱さが気がかりだが、全体としては緩やかな回復傾向にある。実質賃金のプラス転換により個人消費は増加基調にある。米欧通商合意が早期にまとまったことで不確実性が低下し、銀行の融資態度は緩くなっており、企業の設備投資意欲も持ち直す方向。2026年以降は、財政出動効果が持続的な景気下支え要因になると予想
- ECBの10月理事会は、7、9月に続き主要政策金利のすえ置きを決定（中銀預金金利：2.00%）。中銀預金金利は中立金利（1.75～2.25%）のレンジ中央値にある。ラガルド総裁は、10月理事会後の会見で、ユーロ圏は低インフレで安定的な成長という良好な環境にあるとし、次なる動きに関する示唆はなかった。2026年以降の財政出動効果が意識されるなか、政策金利はしばらくすえ置かれると予想

主要経済指標		← 予測				2024年	← 予測				← 予測			
		暦年ベース					2024年	2025年				2026年		
		2024	2025	2026	2027	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	今回	1.4%	1.4%	1.1%	1.6%	0.4%	0.6%	0.1%	0.2%	0.0%	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%
	前回	0.9%	1.1%	1.3%	-	0.2%	0.6%	0.1%	▲0.2%	0.0%	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%
HICP (総合、※)	今回	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%	2.4%	2.2%	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%
	前回	2.4%	2.1%	2.0%	-	2.4%	2.2%	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	2.0%	2.1%
政策金利（期末値）	今回	3.00%	2.00%	2.00%	2.00%	3.00%	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
	前回	3.00%	1.75%	1.75%	-	3.00%	2.50%	2.00%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

・前回は8月経済見通し時点

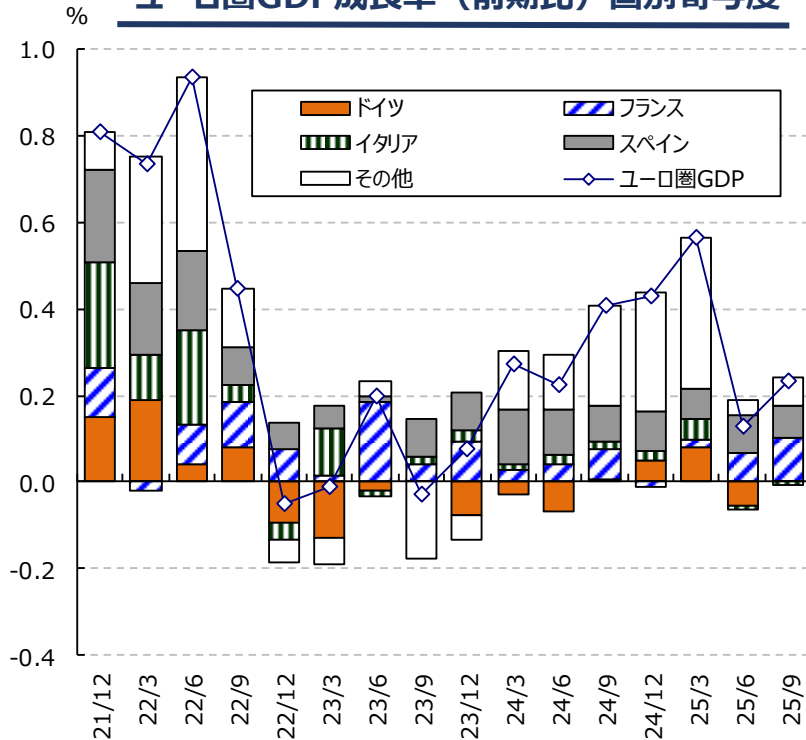


# ユーロ圏は関税の影響を受ける下でもプラス成長維持

- ユーロ圏の7-9月期実質GDP成長率は前期比+0.2%。うち、フランスとスペインの寄与度が7割以上を占める。ドイツとイタリアはほぼゼロ成長。関税の影響は4月時点に考えられていたより小さく、2025年の成長率は1%台を確保できる見込み。ただ、ECBは直近の声明で「依然高い不確実性に加え、実質的な関税率の上昇、ユーロ高、世界的な競争激化が成長の重しになる」と述べている

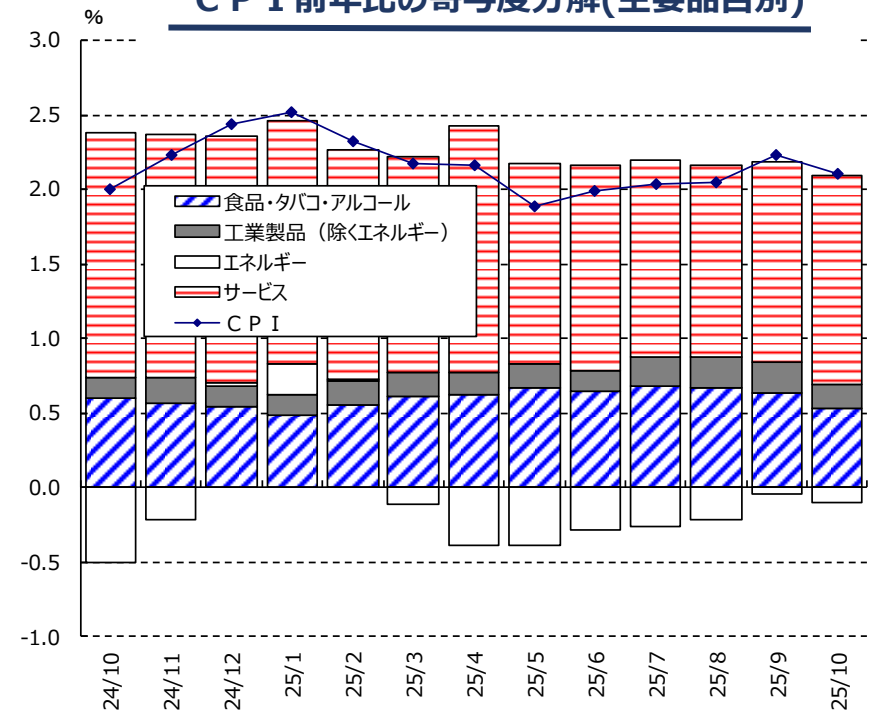
- ユーロ圏のCPIは、目標水準である2%近辺の推移。サービス価格主導である点が安定性を高めている。ラガルドECB総裁は、10月30日の定例理事会後の会見で、「金融政策の観点から言えば、我々は良好な状況にある」と述べており、金融政策を当面すえ置く方針を示唆している

### ユーロ圏GDP成長率（前期比） 国別寄与度



(出所) ファクトセット

### CPI 前年比の寄与度分解(主要品目別)



(出所) Eurostat

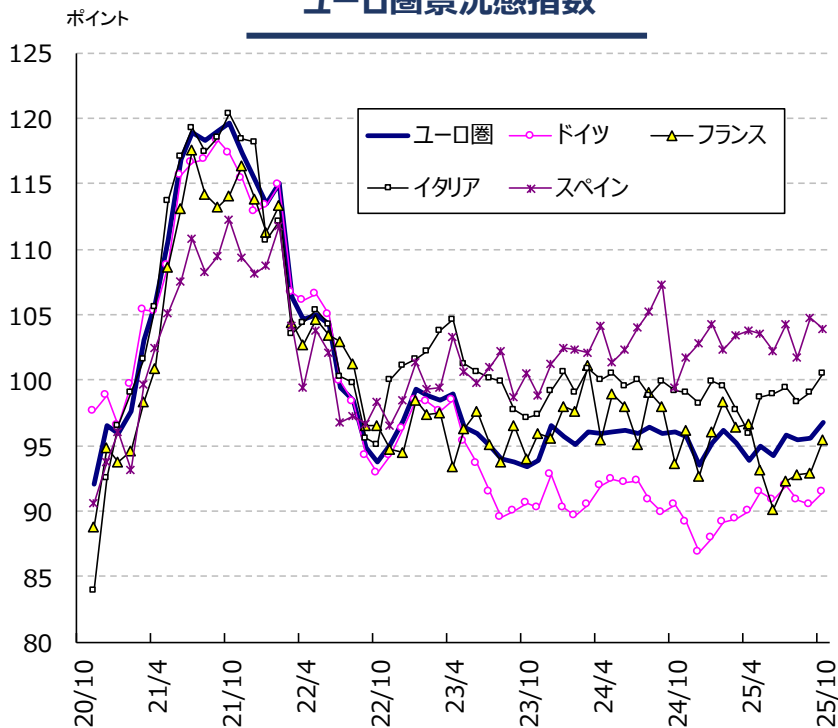


# フランス、スペインが相対的に堅調も、ドイツとイタリアが弱い

- ドイツ経済は、ここへきて製造業の活動が一段と鈍っており注視が必要。ただ、財政出動への期待が企業マインドを支える。フランス景気は実質賃金の改善が回復に寄与しているが、政治の混乱や財政不安が景況感を下押し。イタリア経済も低迷が続くが、主要国の中では政治が比較的安定しているのが強み。スペイン経済は観光業等に支えられ、相対的に堅調なパフォーマンスが続いている

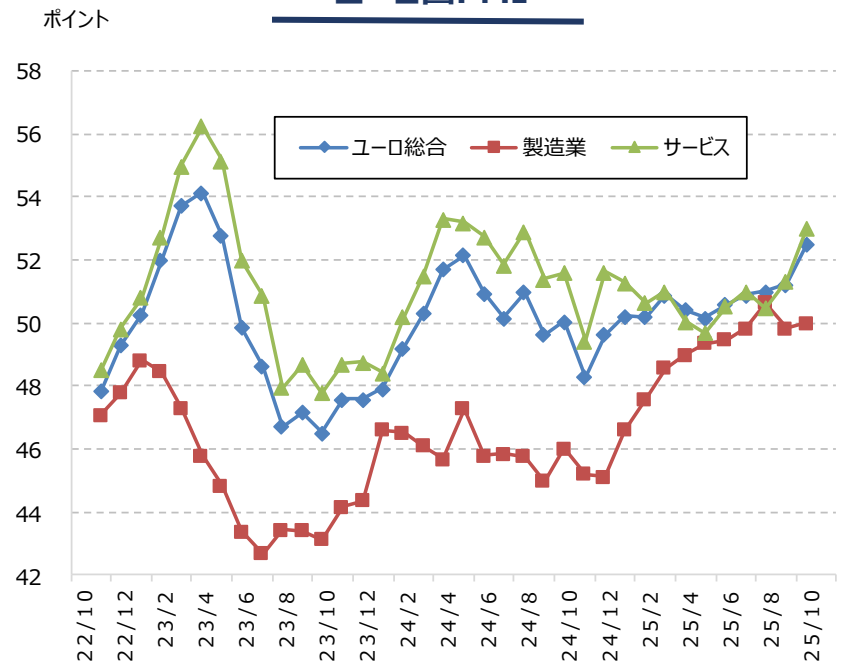
- 10月のユーロ圏PMI（購買担当者景気指数）は非製造業主導で回復、実質賃金の回復が下支えに。一方、製造業は回復傾向が足踏み。輸出受注指数が4カ月連続で低下したのが足を引っ張る。主要国別ではスペインが好不況の境目である50を上回るも、ドイツ、フランス、イタリアは50を下回る。特にドイツは輸出依存度の高さから関税の影響をもっとも強く受けている

### ユーロ圏景況感指数



(出所) 欧州委員会

### ユーロ圏PMI



(出所) S&Pグローバル

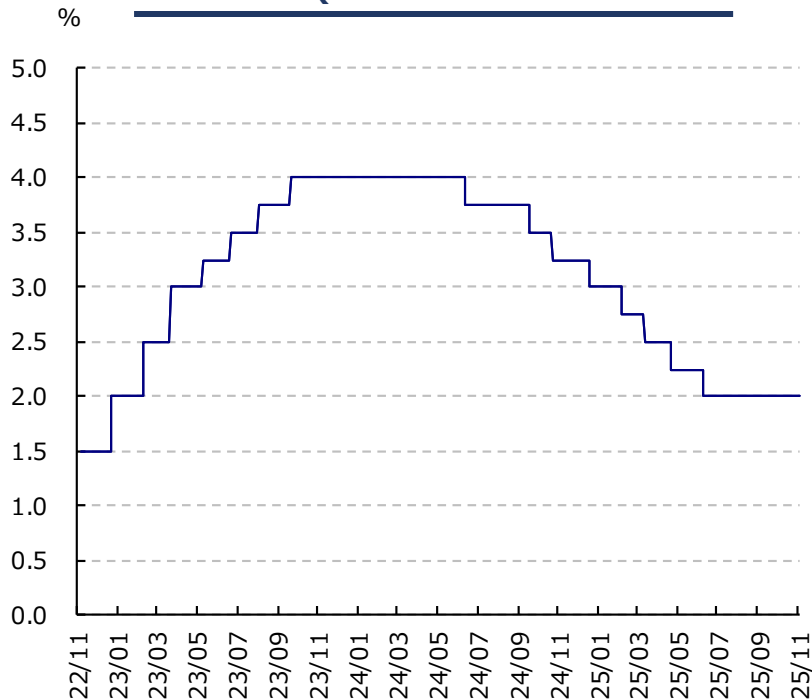


# ECBの利下げ局面は終了へ

■ ECBは、昨年6月以降、約1年にわたり金融緩和を継続、政策金利は4%から2%にまで引き下げられたが、7月の会合では政策金利をすえ置き、9,10月もすえ置いた。米国との通商交渉がまとまり、先行きの不透明感が和らいだことが大きい。インフレ率が目標の2%前後に収まり、経済も底堅さを見せている。利下げ局面はいったん終了の可能性が高まった

■ 9月ECB経済見通しでは、2025年の実質GDP成長率を+0.3%ポイント上方修正した。ECBは、予想を上回る新規データのほか、過去データの修正も影響したと説明。総固定資本形成の上方修正は、年後半の政策的な防衛・インフラ関連支出の増加も織り込む。輸出は、トランプ関税を巡って年前半に前倒しで増えた影響が大きく、2026年には反動減を見込む

### 政策金利(定例ハ°最低入札金利)



(出所)ファクトセット

### ECBスタッフ見通し

	9月見通し			6月見通しからの修正幅		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
失業率以外は前年比						
実質GDP成長率	1.2	1.0	1.3	+0.3	▲0.1	±0.0
個人消費	1.3	1.3	1.3	+0.1	+0.1	+0.1
総固定資本形成	2.1	1.7	1.8	+1.4	±0.0	▲0.1
輸出	1.3	1.2	2.5	+0.8	▲0.5	▲0.1
CPI	2.1	1.7	1.9	+0.1	+0.1	▲0.1
コアCPI	2.4	1.9	1.8	±0.0	±0.0	▲0.1
失業率	6.4	6.3	6.1	+0.1	±0.0	+0.1

(出所) ECB

単位：%



# 欧州は再軍備計画を策定

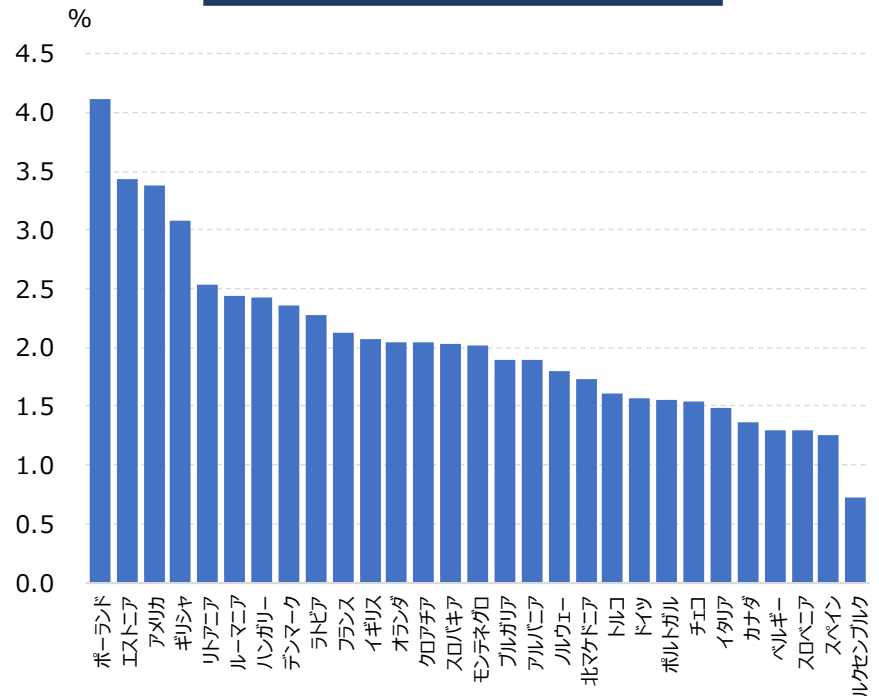
- 欧州委員会は3月に欧州再軍備計画を発表。総額8,000億ユーロ規模（GDP比約4.5%）となる見込みで、計画通り進めば2026年以降のユーロ圏実質GDP成長率を0.9%程度押し上げる見込み。ドイツの財政出動も合わせれば1.2%程度。ただ、域内でも取組み姿勢に温度差。ロシアに近いポーランドやバルト3国は即効性を重視する一方、中立志向のハンガリーやオーストリアは支出拡大に慎重

- NATOは加盟国にGDP比2%の防衛費支出を求めている（トランプ米大統領は5%への引き上げを主張）。欧州加盟国の約半数はいまだこれを下回るが、EU全体では2%に達した模様。再軍備計画が順調に進めば、3～3.5%までの拡大が予想される。ただ、資金拠出のうち6,500億ユーロは各国の取り組みであり、足並みを揃えた増額が実現するのには不透明感が漂う

## 欧州再軍備計画の概要

規模と資金	<ul style="list-style-type: none"> <li>安定成長協定から、<b>GDP比1.5%までの国防費の算入を免除</b> →各国は<b>4年間で6,500億ユーロ</b>、<b>GDP比で1.5%</b>の防衛費増額が可能に</li> <li>EUからの防衛費拡大のための融資枠設置（EU債発行で調達） →<b>最大1,500億ユーロの融資</b>を提供。上記と合わせ<b>合計8,000億ユーロ</b></li> <li>EUが域内の経済的・社会的格差を是正するために設けている結束資金（Cohesion Fund）の防衛費への振り向けを検討 →2021～2027年の予算は約4,000億ユーロ。詳細は今後議論</li> </ul>
その他のポイント	<ul style="list-style-type: none"> <li>非EU（米国等）からの調達依存度を低下させる →EU加盟国の防衛調達の40%をEU域内企業から実施、共同調達の割合を20%に拡大</li> <li>EU域内での防衛装備の規格統一、調達手続きの簡素化</li> <li>中小防衛企業への資金・技術支援</li> <li>防衛技術の研究開発促進、イノベーション支援</li> <li>EU域内での弾薬・装備品の迅速な生産・供給体制の構築</li> <li>欧州防衛産業プログラム（EDIP、ウクライナ戦争を機に設置）の活用、拡充</li> </ul>

## NATO加盟国の防衛費の対GDP比



(出所)NATO

※NATOによる2024年の推計値



# ドイツは大きな政策転換に踏み切る

■ ドイツはEUの動きに呼応し、憲法に当たる基本法を改正、国防費に関する「債務ブレーキ」の適用除外と、12年間で5,000億ユーロのインフラ投資の拡大を決定。緑の党の要求により、このうち1,000億ユーロは気候変動関連に充当される。長年、財政規律重視を貫いてきた同国にとっては大きな政策転換であり、景気回復の起爆剤になるかどうか注目される

■ 欧州主要国の政府債務残高の対GDP比率は、コロナ禍で急拡大したあと全体としては低下傾向。200%を超えたギリシャが150%を割り込んだのをはじめ、南欧諸国を中心に改善した。一方、ドイツとフランスの改善は鈍く、2024年は逆に上昇。特に議会が機能不全に陥っているフランスの財政不安が高まっている

## ドイツの財政支出計画の概要

### ○防衛費の増額

政府の借入をGDP比0.35%未満に抑える「債務ブレーキ」について、**名目GDP比1%を超える防衛支出は除外**する

### ○インフラ投資基金の設立

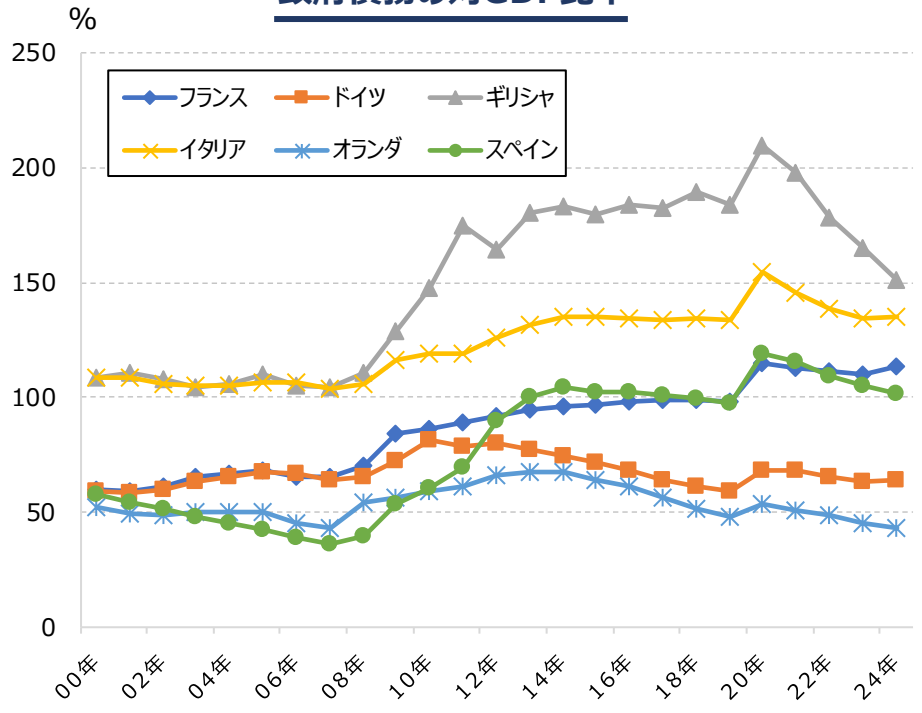
#### 1. 基金の規模と期間

2025年から2036年までの**12年間で総額5000億ユーロ**（年平均約420億ユーロ）を投じる。ドイツの**GDPの約1.2%**に相当

#### 2. 投資対象分野

- ・交通インフラ：老朽化した道路、橋梁、鉄道網の改修・拡張、高速鉄道や都市交通の近代化、物流インフラの強化
- ・デジタルインフラ：全国的な光ファイバー網の整備、5G/6G通信網の拡充、学校や行政機関のデジタル化推進
- ・エネルギーインフラ：再生可能エネルギーの導入拡大、送電網の近代化、水素インフラや蓄電設備への投資
- ・教育・研究施設：学校や大学、研究機関の施設整備・近代化

## 政府債務の対GDP比率

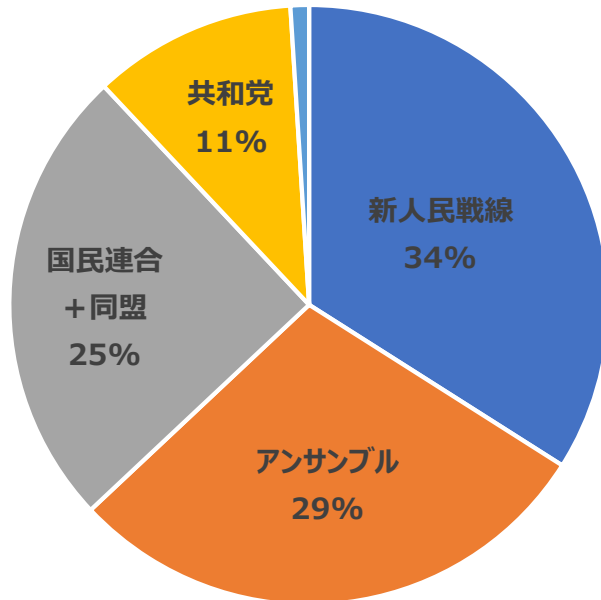


(出所) IMF

# フランスの財政不安がリスクに

- 解散総選挙に打って出た2024年のマクロン大統領の賭けは失敗。下院勢力は与党と左右両極にほぼ3等分される形で完全に分極化し、機能不全の状態に。2025年9月8日には下院で信任投票が否決されバイル内閣が総辞職。マクロン大統領はルコルニュ新首相を任命するも、組閣に失敗し早々に辞任。ルコルニュ氏はその後再任命されたが、安定的な政権運営に向けた展望は開けず。政府債務のGDP比の拡大傾向が続くなか、昨年後半以降、独仏スプレッドがじりじりと拡大、独伊スプレッドとほぼ同水準に

フランス国民議会の勢力図

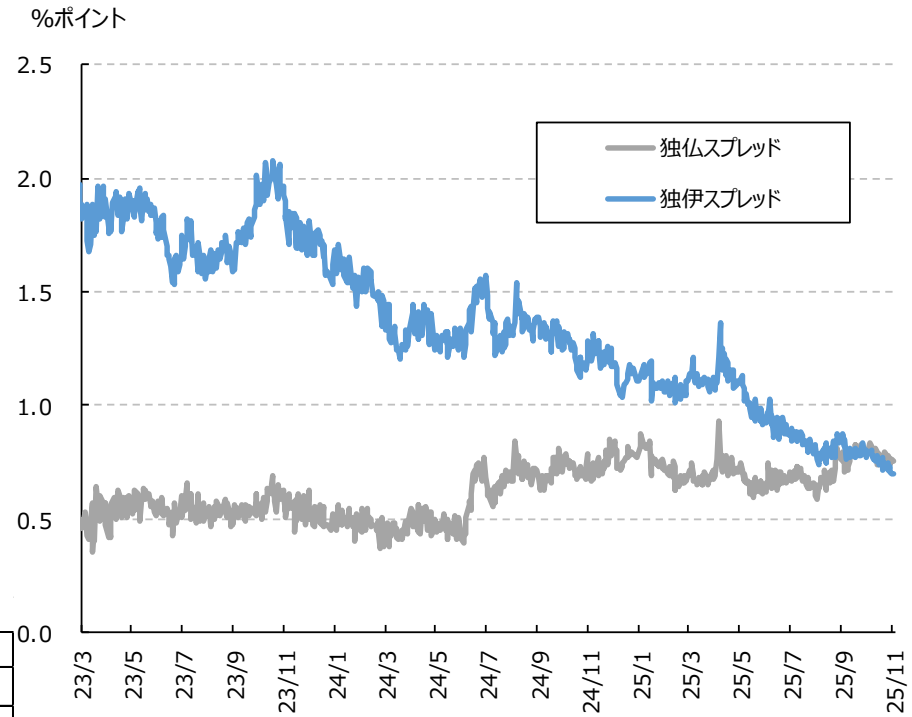


(出所) 各種報道より明治安田総研作成

フランス国民議会議席数 (定数577、24年7月時点)

新人民戦線 (NFP)	193	左派連合 (LFI、社会党、緑、共産党など)
アンサンブル (Ensemble)	168	マクロン大統領陣営 (ルネサンス、モデム、ホライズンズ等)
国民連合 (RN) + 同盟	143	極右政党 (ル・ペン前党首) + 一部右派同盟
共和党 (LR)	66	伝統的中道右派
その他・無所属	7	地方政党、無所属など

フランスおよびイタリアの対ドイツ  
10年国債スプレッド



(出所) ファクトセット

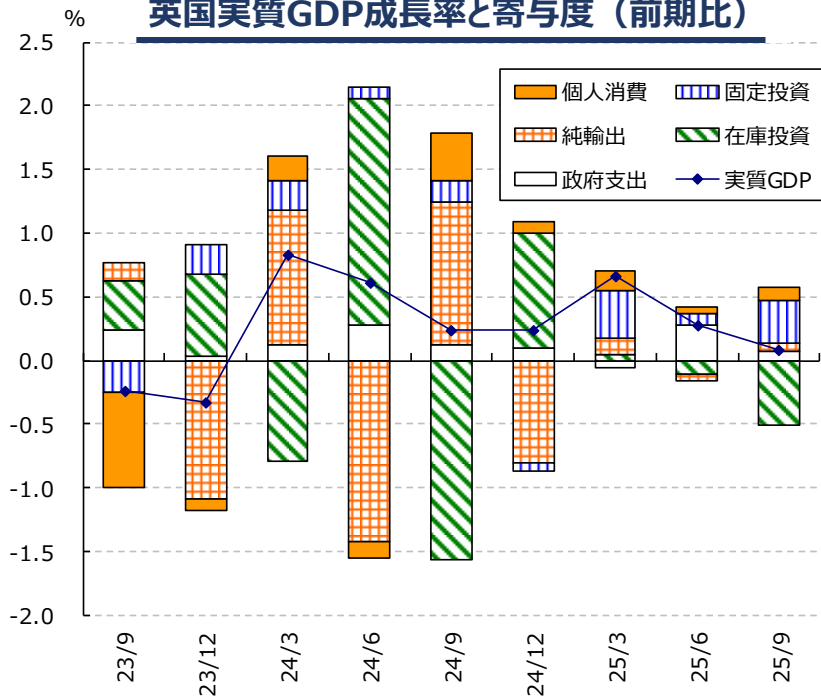


# 英国経済は増税の有無と規模が焦点

- 英国の7-9月期実質GDP成長率は前期比+0.1%と、前期（同+0.3%）から減速
- 11月末に発表される新年度予算案で所得増税が発表されれば、インフレ率の高止まりや賃金上昇率の鈍化とあいまって個人消費を圧迫する見込み。企業投資もトランプ関税や増税の影響で伸び悩む可能性が高い。2026年の成長率は0.9%、2027年も1.2%にとどまると予想

- BOE金融政策委員会の11月会合は、5対4の評決ですえ置きを決定（政策金利：4.00%）。4人は0.25%の利下げを支持するという僅差の決定に
- BOEは同日、金融政策報告書も公表。CPIは9月まで3ヵ月連続で前年比+3.8%と高止まりしているが、2026年3月までには同+3.2%まで低下するとの予想
- 次なる利下げは年明けか。賃金上昇によるインフレ圧力は根強く、その後は3~4ヵ月に一度の緩やかなペースでの利下げ継続を予想

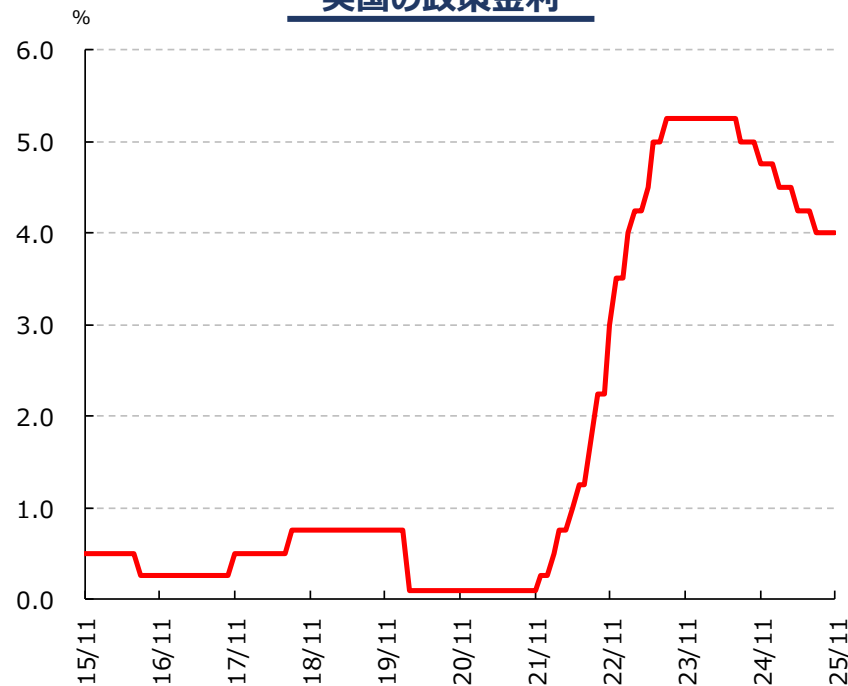
### 英国実質GDP成長率と寄与度（前期比）



（出所）英国国家統計局（ONS）

※在庫投資の寄与度には誤差脱漏を含む

### 英国の政策金利



（出所）Bank of England

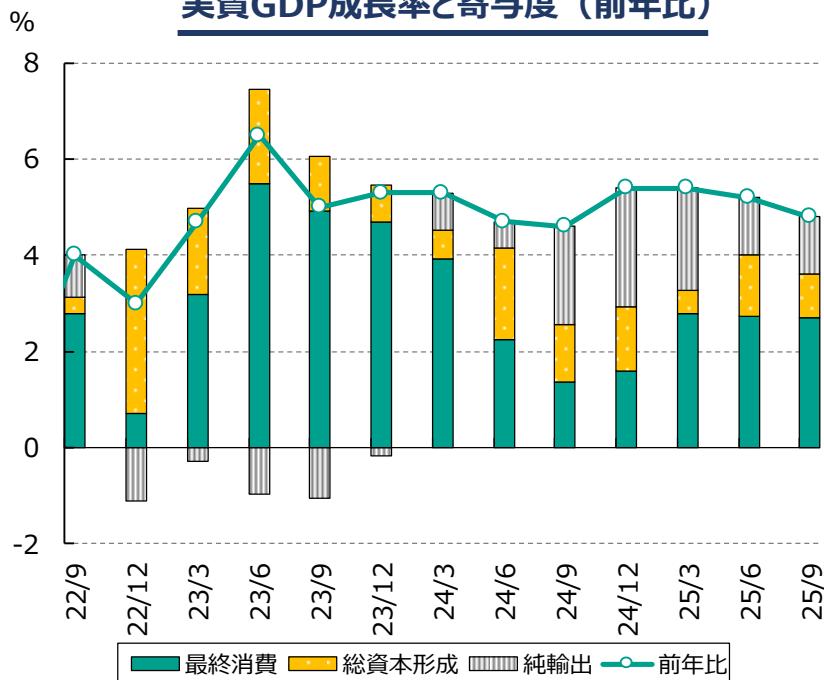


# 内需弱含みにより景気は減速へ

- 7-9月期実質GDP成長率は前年比+4.8%と前期から減速、政府目標「同+5%前後」を下回る伸びとなった
- 先行きは政策効果の剥落や不動産市場の調整などが足枷となる。内需の弱含みにより景気は減速傾向で推移すると予想する。上半期に高めの成長が実現したことから、2025年の成長率は同+5%前後で着地するとみるが、2026年は同+4%前後へ減速すると予想

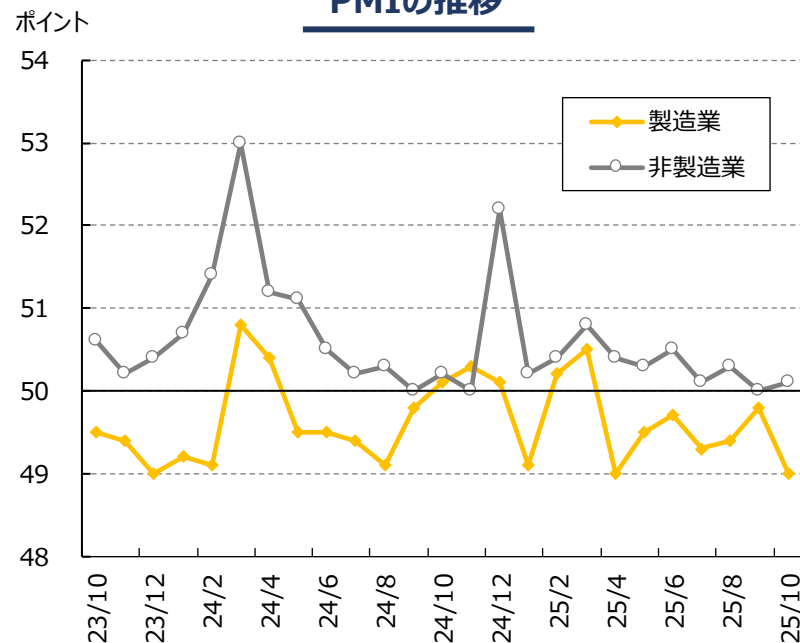
- 10月製造業PMIは49.0ポイントと前月から0.8ポイント悪化。一方、非製造業PMIは9月の50.0ポイントからわずかに改善の50.1ポイント。製造業PMIは、好不況の境目となる50ポイントを7か月連続で割り込んでいるほか、非製造業も50割れ目前まで悪化傾向で推移

### 実質GDP成長率と寄与度（前年比）



(出所) 中国国家统计局

### PMIの推移



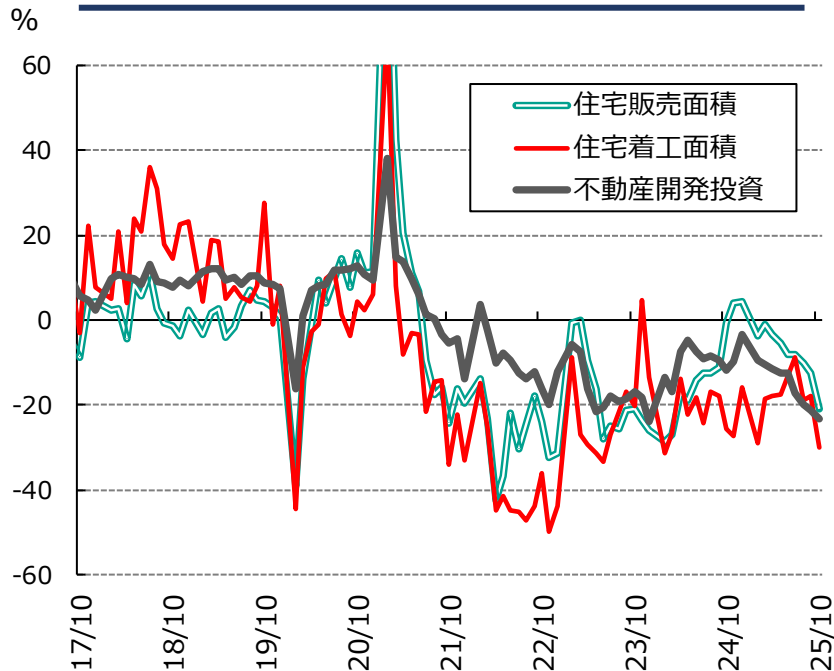
(出所) 中国国家统计局



# 不動産市場の調整が引き続き内需の足枷に

- 不動産関連指標を見ると、昨年から改善傾向にあった住宅販売面積は、今年は再び調整色が強まっている。住宅着工面積もマイナス圏で推移。主要な住宅購入者層である若年人口の減少が著しいことを踏まえれば、住宅供給は抑制された状態が続く公算が大きい
- 住宅価格もマイナス幅が足元で再び拡大。住宅価格の上昇を見込む家計も依然少数派にとどまっており、先安観は払拭されていない。不動産開発投資の低迷が見通し期間にわたって固定資産投資を下押しする可能性が高い

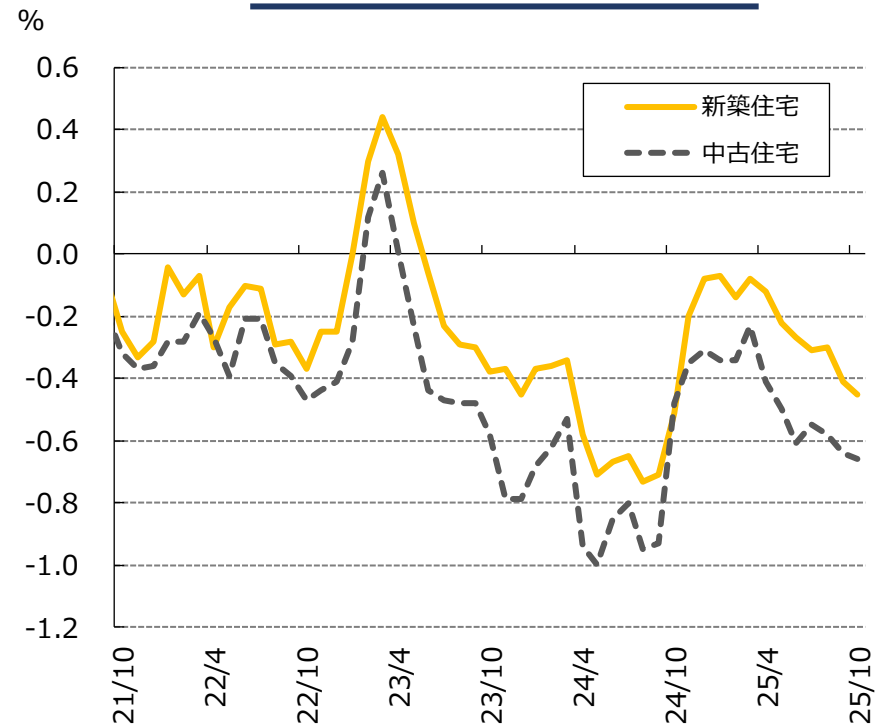
### 不動産開発投資、住宅着工・販売面積（前年比）



※足元のトレンドを確認するため上限を60%に設定。2月は1、2月の累計値

(出所) 中国国家统计局より明治安田総研作成

### 主要70都市住宅価格（前月比）



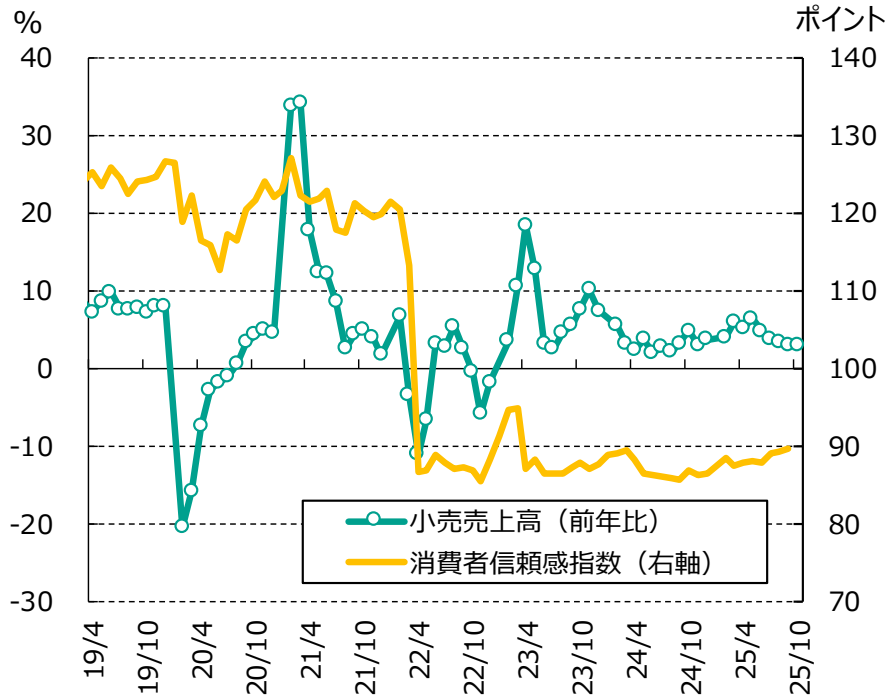
(出所) Bloomberg



# 個人消費は政策効果の一巡で減速

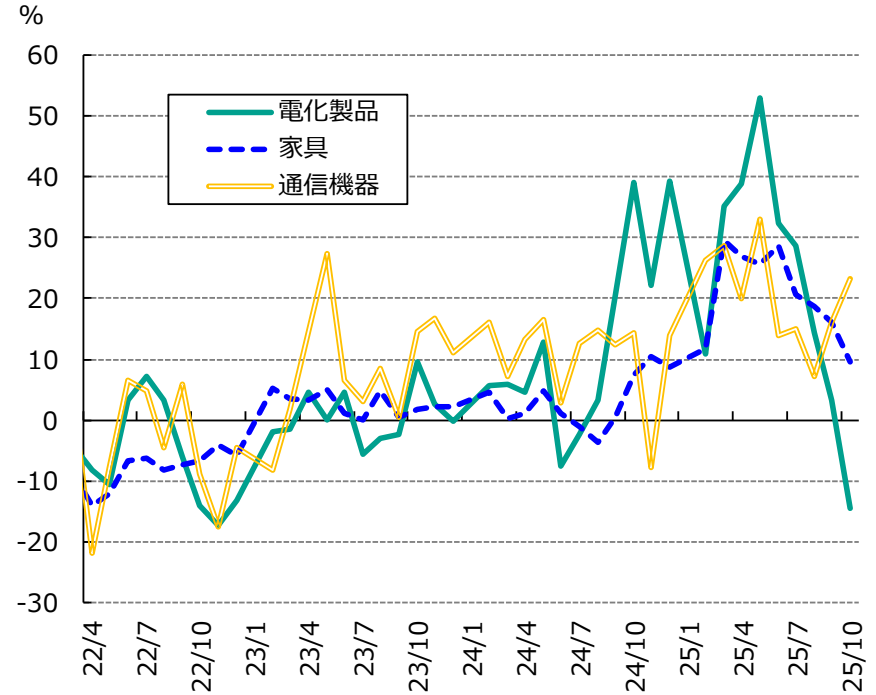
■ 10月小売売上高は前年比+2.9%と、9月（同+3.0%）から伸びが鈍化。今年5月に同+6.4%となった後は、5カ月連続で伸び幅が縮小。家電や家具、通信機器など政府による買い替え支援策の恩恵のある品目で、政策効果が一巡しつつあることが確認できる。四中全会では内需拡大が重点項目に挙げられており、今後も何らかの消費喚起策が講じられるとみるが、需要の先食いが進んでいることを踏まえれば、効果は限定的なものにとどまると予想

### 小売売上高（前年比）と消費者信頼感指数の推移



（出所）中国国家统计局 ※小売売上高の2月の数値は1、2月の累計値

### 家電、通信機器、家具の売上高推移（前年比）



（出所）中国国家统计局 ※2月の値は1、2月の累計値

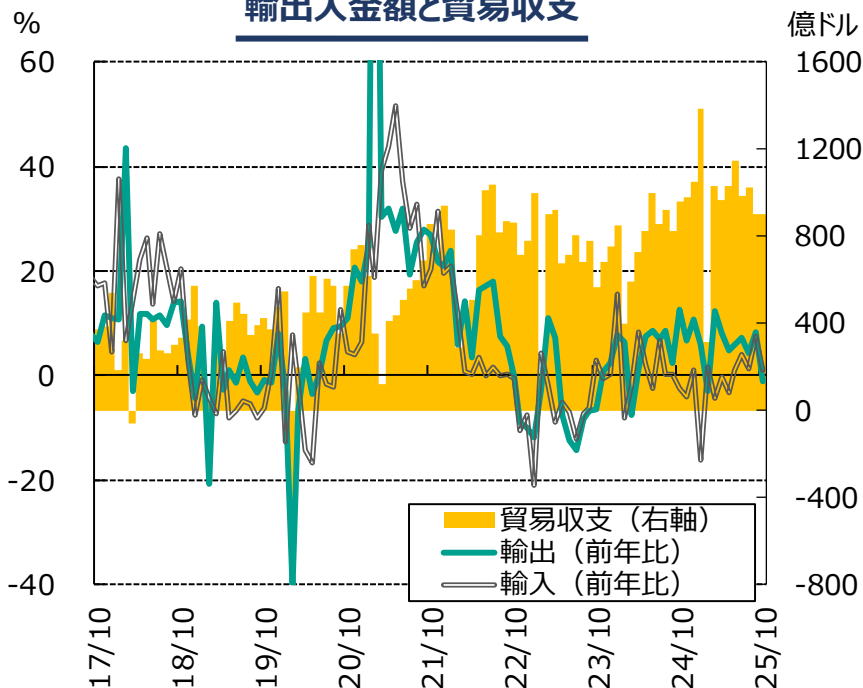


# 米国以外の国・地域向け輸出は底堅い

- 10月貿易統計では、輸出金額が前年比▲1.1%となった。関税政策の影響を受け、米国向けは急減
- 中国が10月に発表したレアアース輸出規制の発動を延期するほか、合成麻薬対策を講じることを条件に、米国は対中関税を引き下げ。第2次トランプ政権発足以降、中国には相互関税10%と合成麻薬対策20%の計30%の追加関税が課されていたが、合成麻薬対策分を10%とし、計20%へ

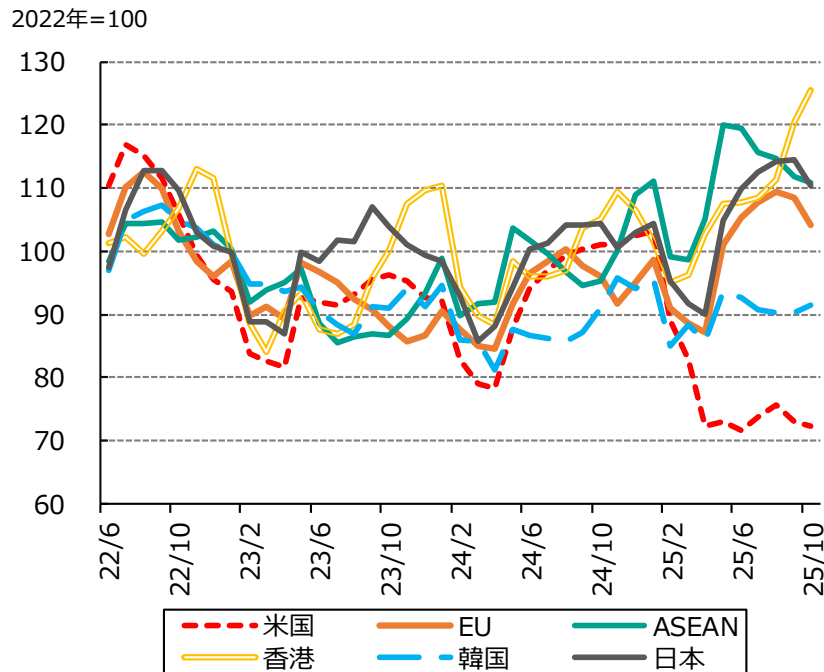
- 第2次トランプ政権発足前と比較して関税水準は依然として高く、米国向けは足枷になるとみる。他方、ASEANなどで懸念されていた駆け込み輸出の反動は思いのほか小さく、米国以外の国・地域向けは底堅さを維持している。貿易の多角化も進んでおり、輸出全体で見れば、横ばい圏での推移を予想

### 輸出入金額と貿易収支



※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) 中国税関総署

### 中国の主要輸出相手国・地域別輸出金額の推移



(出所) 中国税関総署

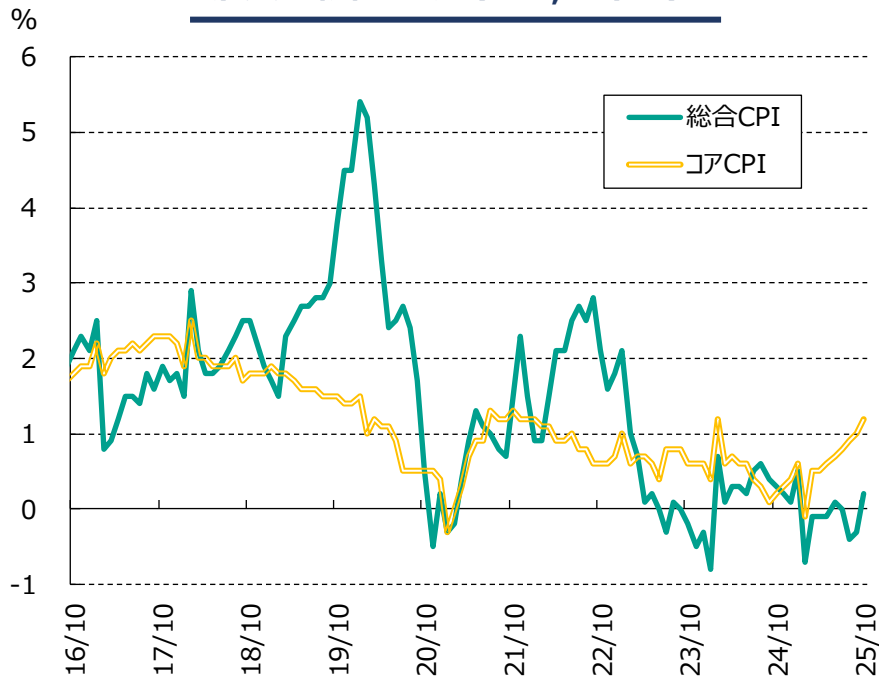
※3ヵ月移動平均

# 早ければ年内にも金融緩和へ

■ 10月の総合CPIは前年比+0.2%と、3か月ぶりのプラス。食品とエネルギーを除くコアCPIは前年比+1.2%と、伸び幅は拡大傾向。ただし、物価上昇は特定の品目に限られており、今後も全体として持続的に上昇していく姿は想定し難い

■ 中国人民銀行は5月、7日物リバースレボ金利の0.1%引き下げと、預金準備率の0.5%引き下げを決定し、1年物・5年物ローンプライムレートも0.1%ずつ引き下げた後、すえ置き。景気の減速傾向が鮮明となるなか、中国人民銀行は早ければ年内に主要政策金利や預金準備率の引き下げに動く予想

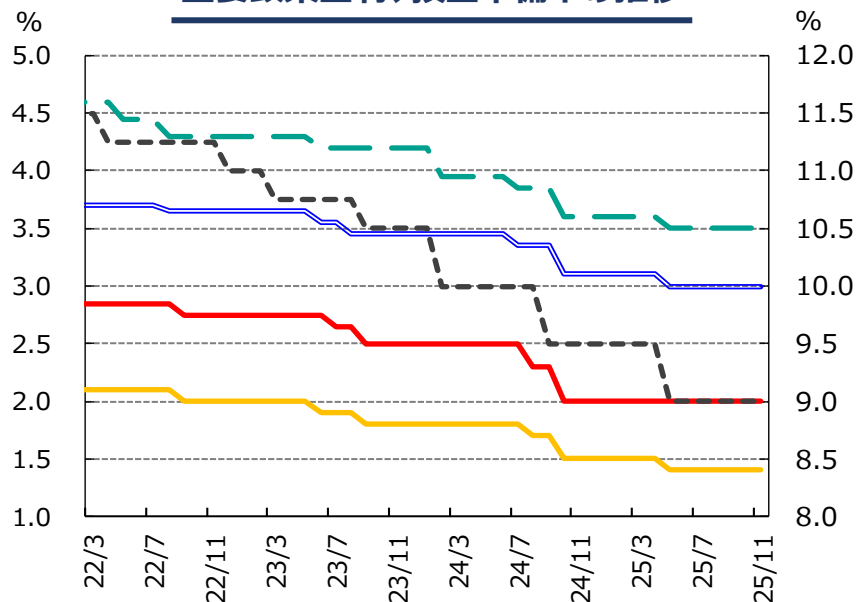
### 消費者物価指数 (CPI,前年比)



(出所) 中国国家统计局

※コアCPI：食品・エネルギーを除く

### 主要政策金利、預金準備率の推移



— 7日物リバースレボレート      — 1年物中期貸出ファシリティーレート  
— 1年物ローンプライムレート      — 5年物ローンプライムレート  
- - - 預金準備率 (大手銀, 右軸)

(出所) 中国人民銀行

※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](mailto:yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp))

エコノミスト 藤田敬史 (E-mail: [takafumi.fujita@myri.co.jp](mailto:takafumi.fujita@myri.co.jp))

エコノミスト 前田和孝 (E-mail: [ka3-maeda@myri.co.jp](mailto:ka3-maeda@myri.co.jp))

エコノミスト 木村彩月 (E-mail: [sa2-kimura@myri.co.jp](mailto:sa2-kimura@myri.co.jp))