2025年5月21日

２０２５－２０２６年度経済見通しについて

～トランプ政権に振り回される状況が続く～

株式会社明治安田総合研究所（社長　森本 律子）は、２０２５年１－３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　０．３％　２０２６年度　０．７％

名目ＧＤＰ成長率：２０２５年度　２．６％　２０２６年度　２．１％

２．要点

①世界経済は、今後もトランプ政権の経済政策に左右されやすい状況が続く見通し。米国経済は、2025年後半にかけ関税の影響で物価が上昇、景気は減速に向かうが、2026年は逆にトランプ減税が下支えとなることで持ち直すと予想。欧州経済は、元々内外需とも力強さを欠くなか、関税の影響が加わることで2025年中は低迷が続くが、2026年はドイツ等の財政出動の効果で持ち直しに転じると予想。中国経済は、政策支援が一定の下支えになるものの、不動産不況の持続に高関税の影響が加わるため、景気は減速方向を予想。

②日本の見通しも前回2月から下方修正した。個人消費は、高めの賃上げの下でも、実質賃金のマイナス基調が秋口まで続く可能性が高く、緩慢な回復にとどまる。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、良好な企業業績を追い風に底堅い推移を予想。輸出は、世界景気の減速に伴い元々軟調な推移が予想されるなか、交渉の結果残る関税のレベル次第でさらなる下押し圧力を受けるリスク。

③日銀の次なる一手は年明けにずれ込む可能性が高まったが、関税次第では年内実施の可能性も残る。米国、ユーロ圏とも年内に2回の追加利下げを実施すると予想。

＜主要計数表＞

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

※前回は２０２５年２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 予測	2026年度 予測	2024年度		2025年度 予測				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	0.6%	0.8%	**0.3%**	**0.7%**	0.6%	▲ 0.2%	**0.0%**	**▲ 0.2%**	**0.1%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.3%**	**0.3%**
前期比年率	0.6%	0.8%	**0.3%**	**0.7%**	2.4%	▲ 0.7%	**0.1%**	**▲ 0.7%**	**0.6%**	**0.8%**	**0.8%**	**0.8%**	**1.0%**	**1.1%**
前年同期比	0.6%	0.8%	**0.3%**	**0.7%**	1.3%	1.7%	**0.7%**	**0.3%**	**▲ 0.2%**	**0.2%**	**0.4%**	**0.8%**	**0.9%**	**0.9%**
民間最終消費支出	▲ 0.4%	0.8%	**0.4%**	**0.8%**	0.1%	0.0%	**0.0%**	**0.0%**	**0.1%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.2%**
民間住宅投資	0.8%	▲ 1.0%	**1.1%**	**▲ 0.4%**	▲ 0.2%	1.2%	**1.0%**	**▲ 1.1%**	**▲ 0.2%**	**0.2%**	**0.1%**	**▲ 0.3%**	**▲ 0.2%**	**0.2%**
民間設備投資	▲ 0.1%	2.6%	**2.0%**	**1.6%**	0.8%	1.4%	**0.3%**	**0.0%**	**0.2%**	**0.4%**	**0.4%**	**0.5%**	**0.6%**	**0.6%**
政府最終消費支出	▲ 0.8%	1.5%	**0.3%**	**0.4%**	0.3%	▲ 0.0%	**0.0%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**
公的固定資本形成	▲ 0.3%	1.4%	**▲ 1.3%**	**▲ 0.1%**	▲ 0.7%	▲ 0.4%	**0.5%**	**▲ 1.0%**	**▲ 0.4%**	**0.7%**	**0.5%**	**▲ 0.8%**	**▲ 0.5%**	**0.5%**
財貨・サービスの輸出	3.1%	1.7%	**▲ 0.7%**	**0.9%**	1.7%	▲ 0.6%	**▲ 0.8%**	**▲ 0.7%**	**▲ 0.2%**	**0.2%**	**0.3%**	**0.5%**	**0.5%**	**0.6%**
財貨・サービスの輸入	▲ 2.7%	3.4%	**1.5%**	**1.3%**	▲ 1.4%	2.9%	**▲ 0.4%**	**▲ 0.2%**	**▲ 0.2%**	**0.4%**	**0.4%**	**0.5%**	**0.5%**	**0.6%**
名目GDP	4.9%	3.7%	**2.6%**	**2.1%**	1.2%	0.8%	**1.2%**	**▲ 0.4%**	**0.3%**	**0.9%**	**1.2%**	**▲ 0.0%**	**▲ 0.0%**	**0.9%**
GDPデフレーター（前年比）	4.2%	2.9%	**2.3%**	**1.4%**	2.9%	3.3%	**3.0%**	**2.5%**	**2.0%**	**1.8%**	**1.6%**	**1.6%**	**1.2%**	**1.1%**

（前期比寄与度）

	2023年度	2024年度	2025年度 予測	2026年度 予測	2024年度		2025年度 予測				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	0.6%	0.8%	**0.3%**	**0.7%**	0.6%	▲ 0.2%	**0.0%**	**▲ 0.2%**	**0.1%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.3%**	**0.3%**
民間最終消費支出	▲ 0.2%	0.4%	**0.2%**	**0.4%**	0.0%	0.0%	**0.0%**	**0.0%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**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%	0.4%	**0.3%**	**0.3%**	0.1%	0.2%	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**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%	**▲ 0.1%**	**▲ 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%**	▲ 0.3%	0.3%	**▲ 0.1%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
純輸出	1.4%	▲ 0.4%	**▲ 0.5%**	**▲ 0.1%**	0.7%	▲ 0.8%	**▲ 0.1%**	**▲ 0.1%**	**0.0%**	**▲ 0.0%**	**▲ 0.0%**	**▲ 0.0%**	**0.0%**	**▲ 0.0%**
財貨・サービスの輸出	0.7%	0.4%	**▲ 0.2%**	**0.2%**	0.4%	▲ 0.1%	**▲ 0.2%**	**▲ 0.2%**	**▲ 0.0%**	**0.0%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**
財貨・サービスの輸入	0.7%	▲ 0.8%	**▲ 0.3%**	**▲ 0.3%**	0.3%	▲ 0.7%	**0.1%**	**0.0%**	**0.0%**	**▲ 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 予測	2026年度 予測	2024年度		2025年度 予測				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	555.4	559.8	**561.2**	**565.3**	562.0	561.1	**561.3**	**560.2**	**561.0**	**562.2**	**563.3**	**564.5**	**565.9**	**567.5**
民間最終消費支出	296.8	299.0	**300.1**	**302.5**	299.6	299.7	**299.7**	**299.7**	**300.2**	**300.8**	**301.4**	**302.1**	**302.9**	**303.5**
民間住宅投資	18.6	18.4	**18.6**	**18.6**	18.4	18.6	**18.8**	**18.6**	**18.6**	**18.6**	**18.6**	**18.6**	**18.5**	**18.6**
民間設備投資	91.2	93.6	**95.4**	**96.9**	93.6	94.9	**95.2**	**95.2**	**95.4**	**95.7**	**96.1**	**96.6**	**97.2**	**97.8**
政府最終消費支出	118.0	119.7	**120.1**	**120.6**	120.0	119.9	**120.0**	**120.0**	**120.2**	**120.3**	**120.4**	**120.6**	**120.7**	**120.8**
公的固定資本形成	26.0	26.3	**26.0**	**26.0**	26.2	26.1	**26.3**	**26.0**	**25.9**	**26.0**	**26.2**	**26.0**	**25.9**	**26.0**
民間在庫品増加	0.6	0.8	**1.0**	**1.3**	▲ 0.3	1.4	**0.9**	**0.9**	**1.0**	**1.1**	**1.2**	**1.3**	**1.4**	**1.5**
純輸出	4.2	2.4	**▲ 0.1**	**▲ 0.6**	4.9	1.0	**0.4**	**▲ 0.2**	**▲ 0.2**	**▲ 0.4**	**▲ 0.6**	**▲ 0.6**	**▲ 0.5**	**▲ 0.5**
財貨・サービスの輸出	112.4	114.3	**113.5**	**115.0**	115.8	115.1	**114.1**	**113.3**	**113.1**	**113.3**	**113.6**	**114.1**	**114.7**	**115.4**
財貨・サービスの輸入	108.2	111.9	**113.5**	**115.0**	110.9	114.1	**113.7**	**113.5**	**113.3**	**113.7**	**114.2**	**114.7**	**115.3**	**116.0**

2. 主要指標予測

	2023年度	2024年度	2025年度 予測	2026年度 予測	2024年度		2025年度 予測				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%	**▲ 1.8%**	**1.3%**	▲ 1.5%	1.0%	**▲ 1.3%**	**▲ 2.5%**	**▲ 2.4%**	**▲ 1.2%**	**0.7%**	**1.9%**	**1.8%**	**1.0%**
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	2.8%	2.7%	**2.4%**	**1.7%**	2.7%	3.1%	**3.3%**	**2.4%**	**2.0%**	**1.9%**	**1.7%**	**1.8%**	**1.7%**	**1.7%**
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 6.6	▲ 4.9	**▲ 3.9**	**▲ 3.1**	▲ 0.6	▲ 0.7	**▲ 1.1**	**▲ 1.0**	**▲ 0.9**	**▲ 0.9**	**▲ 0.9**	**▲ 0.8**	**▲ 0.8**	**▲ 0.7**
経常収支(季調値、兆円)	25.9	30.3	**28.1**	**26.6**	8.2	7.7	**7.4**	**7.1**	**7.0**	**6.8**	**6.7**	**6.7**	**6.6**	**6.5**
完全失業率(季調値:平均)	2.6%	2.5%	**2.4%**	**2.3%**	2.5%	2.5%	**2.4%**	**2.4%**	**2.4%**	**2.4%**	**2.3%**	**2.3%**	**2.3%**	**2.2%**
WTI原油価格($/バレル、※)	78	75	**64**	**66**	72	72	**62**	**63**	**64**	**65**	**65**	**65**	**66**	**66**

※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 予測	2026年 予測	2024年	2025年 予測				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%	**1.4%**	**1.5%**	2.4%	▲ 0.3%	**2.6%**	**▲ 0.4%**	**0.3%**	**1.2%**	**2.4%**	**2.8%**	**3.1%**
	個人消費支出	2.5%	2.8%	**1.8%**	**1.0%**	4.0%	1.8%	**0.7%**	**▲ 1.0%**	**▲ 0.4%**	**1.0%**	**2.4%**	**2.5%**	**2.8%**
	住宅投資	▲ 8.3%	4.2%	**0.2%**	**1.3%**	5.5%	1.3%	**▲ 1.5%**	**▲ 1.0%**	**▲ 0.4%**	**0.7%**	**2.5%**	**4.8%**	**6.0%**
	設備投資	6.0%	3.6%	**2.1%**	**1.2%**	▲ 3.0%	9.8%	**▲ 2.5%**	**0.4%**	**0.5%**	**0.9%**	**2.0%**	**2.7%**	**3.5%**
	在庫(寄与度)	▲ 0.4%	0.1%	**0.2%**	**▲0.1%**	▲ 0.8%	2.2%	**▲ 0.7%**	**▲ 0.4%**	**▲ 0.1%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
	純輸出(寄与度)	0.5%	▲0.4%	**▲0.7%**	**0.3%**	0.3%	▲ 4.8%	**3.6%**	**0.4%**	**0.3%**	**▲ 0.0%**	**▲ 0.0%**	**▲ 0.0%**	**▲ 0.0%**
	輸出	2.8%	3.3%	**1.5%**	**1.5%**	▲ 0.2%	1.8%	**▲ 1.0%**	**0.3%**	**1.1%**	**1.5%**	**2.2%**	**2.7%**	**2.9%**
	輸入	▲ 1.2%	5.3%	**5.7%**	**▲0.9%**	▲ 1.9%	41.3%	**▲ 19.8%**	**▲ 2.5%**	**▲ 0.8%**	**1.4%**	**1.7%**	**2.0%**	**2.2%**
	政府支出	3.9%	3.4%	**1.6%**	**2.1%**	3.1%	▲ 1.4%	**1.5%**	**1.6%**	**2.1%**	**2.1%**	**2.2%**	**2.5%**	**2.6%**
	失業率(※)	3.6%	4.0%	**4.4%**	**4.3%**	4.1%	4.2%	**4.3%**	**4.4%**	**4.5%**	**4.4%**	**4.4%**	**4.3%**	**4.2%**
	CPI(総合、※)	4.1%	3.0%	**3.1%**	**2.8%**	2.9%	2.4%	**2.7%**	**3.6%**	**3.4%**	**3.1%**	**2.8%**	**2.6%**	**2.4%**
	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%	**4.50%**	**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%	0.9%	**0.7%**	**1.3%**	0.2%	0.3%	**▲ 0.1%**	**0.0%**	**0.1%**	**0.4%**	**0.5%**	**0.4%**	**0.5%**
	家計消費	0.5%	1.1%	**1.4%**	**1.7%**	0.4%	**0.3%**	**0.3%**	**0.4%**	**0.4%**	**0.5%**	**0.4%**	**0.4%**	**0.4%**
	政府消費	1.4%	2.7%	**1.5%**	**1.1%**	0.5%	**0.2%**	**0.2%**	**0.1%**	**0.2%**	**1.0%**	**1.0%**	**0.8%**	**0.8%**
	固定投資	1.7%	▲ 1.8%	**0.8%**	**1.5%**	0.7%	**0.0%**	**0.0%**	**0.3%**	**0.1%**	**0.3%**	**0.4%**	**0.7%**	**0.4%**
	純輸出(寄与度)	0.3%	0.4%	**▲ 0.6%**	**▲ 0.4%**	▲ 0.1%	**0.3%**	**▲ 0.5%**	**▲ 0.2%**	**▲ 0.3%**	**▲ 0.1%**	**0.0%**	**▲ 0.1%**	**▲ 0.1%**
	輸出	▲ 0.8%	1.1%	**0.3%**	**0.8%**	0.0%	**1.0%**	**▲ 0.7%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.2%**	**0.1%**	**0.2%**
	輸入	▲ 1.4%	0.3%	**1.8%**	**1.8%**	0.1%	**0.5%**	**0.3%**	**0.6%**	**0.6%**	**0.4%**	**0.3%**	**0.4%**	**0.4%**
	失業率(※)	6.6%	6.4%	**6.2%**	**6.2%**	6.2%	6.2%	**6.3%**	**6.3%**	**6.3%**	**6.3%**	**6.3%**	**6.2%**	**6.3%**
	CPI(総合、※)	5.5%	2.4%	**2.1%**	**2.0%**	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%	1.1%	**1.0%**	**1.2%**	0.1%	0.7%	**0.2%**	**0.3%**	**0.3%**	**0.3%**	**0.4%**	**0.3%**	**0.3%**
中国	実質GDP成長率(前年比)	5.2%	5.0%	**4.3%**	**4.1%**	5.4%	5.4%	**4.6%**	**3.8%**	**3.4%**	**3.9%**	**4.1%**	**4.0%**	**4.1%**
豪州	実質GDP成長率(前期比)	2.1%	1.1%	**1.7%**	**2.3%**	0.6%	**0.4%**	**0.5%**	**0.5%**	**0.5%**	**0.6%**	**0.6%**	**0.6%**	**0.7%**

※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）

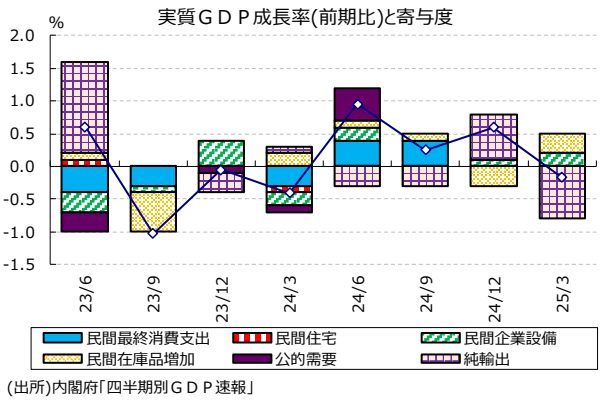
○1－3 月期の実質 GDP 成長率（一次速報）は前期比▲0.2%（年率換算：▲0.7%）と 4 期ぶりのマイナスとなった。民間設備投資が比較的強めの伸びとなったが、個人消費は横ばい、輸出はマイナスだった。

○先行きの日本経済は基本的に緩慢な回復が続くというのがメインシナリオだが、あくまでトランプ政権の経済政策運営次第である。自動車と鉄鋼・アルミについてはすでに関税が賦課されている。相互関税については、現在 90 日間の猶予期間中である。日米交渉において、関税引き下げなどの進展があれば、景気への下押し圧力はある程度緩和されよう。一方、交渉が難航するようであれば、今後、すそ野が広い自動車を中心に生産や米国向け輸出の低迷が予想されるほか、先行き不透明感から設備投資計画を見直す企業が増える可能性が高い。米中の追加関税が相互に大きく引き下げられたことは朗報であり、日米交渉でもなんらかの譲歩がなされることが期待されるが、依然として不透明である。

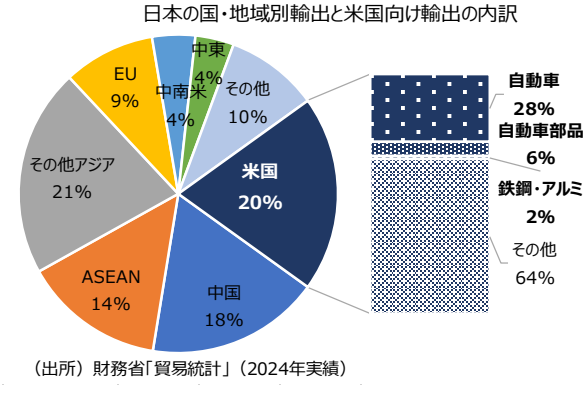
○内需について、まず個人消費は、実質賃金の安定的なプラス転換が難しく、当面一進一退の推移にとどまると予想する。2025 年春闘の平均賃上げ率は 5.3%程度（ベースアップ 3.7%程度）での着地が見込まれる一方、消費者物価は、食料価格の高止まりと電気・ガス代補助の撤廃などで、6 月までは前年同月比＋3%台で推移することが見込まれ、実質賃金は 11 月までマイナス基調が続く可能性が高い。住宅投資の基調は依然として弱く、労務費や物流費の上昇による住宅価格の高止まりが継続するとみられ、均せば停滞気味の推移が続くと予想する。民間設備投資は、人手不足対応の省力化投資や、インバウンドの増加に伴う宿泊施設・娯楽施設・物流施設等の新設が継続するとみられ、緩やかな回復傾向が続くと予想する。公共投資は、人手不足が足枷となる状況が今後も続くとみられるものの、近年、公共工事の予算に大きな変動はないことを踏まえれば、均せば横ばい圏内の動きが続くと予想する。

外需については、輸出は、関税を巡る日米交渉が行なわれているが、特にアルミ・鉄鋼や自動車関税の行方については不透明感が強い。米国向け輸出の減少に加え、中国景気も力強さを欠くことが予想されることを踏まえると、停滞気味の推移が続く可能性が高い。

○日銀は、4 月 30 日、5 月 1 日に開催された日銀金融政策決定会合で政策金利をすえ置いたが、リスクバランスは経済・物価とも下振れ方向とされた。米国の関税政策が早期に緩和されても、即座に元の成長経路に復す展開は考えにくく、追加利上げは年明けにずれ込むと予想するが、なお不確実性は高い。



(出所)内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」



（出所）財務省「貿易統計」（2024年実績）

米国経済

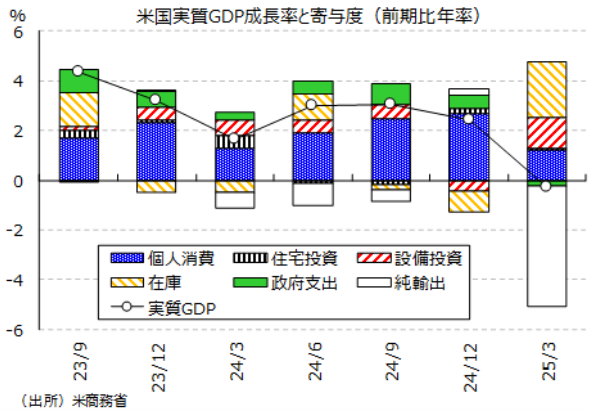
（エコノミスト　前田　和孝）

○2025 年 1－3 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率▲0.3%と、3 年ぶりのマイナスとなった。もっとも、関税賦課前の駆け込み需要で輸入が同＋41.3%と増えた影響が大きく、景気の基調を見るうえで重要となる国内最終需要は同＋2.3%と底堅く推移している。

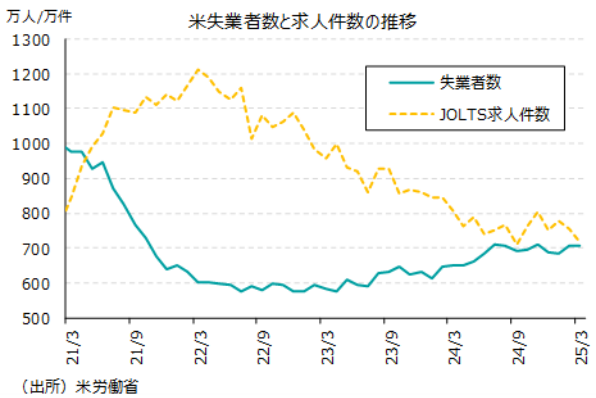
○トランプ大統領は相互関税に関し、発効後まもなく中国を除く 56 ヵ国・地域に対して 90 日間の一時停止を発表した。中国に対しては 145%の追加関税を課したが、その後、双方が 115%引き下げることで合意している。今後も米国が各国との交渉の過程で一定の譲歩をすることが考えられるが、それでもトランプ大統領就任前を一定程度上回る関税率が残る可能性が高い。そのため、関税が 2025 年後半を中心に物価上昇圧力となり、個人消費を下押しすると予想する。設備投資は、AI 関連を中心としたソフトウェアなどの投資需要は底堅く推移するとみるが、関税による輸入コストの上昇に伴う収益環境の悪化が抑制要因となり、緩やかな回復にとどまると見込む。金利の高止まりで住宅投資も低迷が持続することから、2025 年末にかけて米景気は減速に向かうと予想する。もっとも、2026 年は各種減税策が下支えすることで、景気は少しずつ持ち直すとみる。

○足元の雇用情勢を見ると、4 月の非農業部門雇用者数の伸びが前月比＋17.7 万人と市場予想を上回るなど底堅い。ただ、関税前の駆け込み需要への対応で企業が採用を増やすといった特殊要因が含まれているほか、長期失業者が増加するなど景気下振れリスクは払拭できていない。失業者 1 人当たりの雇用動態調査（JOLTS）求人件数は 1.02 件とかろうじて 1 を上回っているが、先行指標となる Indeed 求人件数は減少傾向が続いており、今後は 1 を下回る可能性が高まっている。ISM 製造業景況感指数が 3 ヵ月連続で低下するなど企業マインドは悪化しており、今後、労働市場は悪化に向かうと予想する。

○5 月 6－7 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%にすえ置くことが決定された。パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は、関税に伴う不確実性の高まりを根拠に様子見姿勢を強調した。ただ、このまま長期の期待インフレ率の安定が続けば、年後半に労働市場悪化の方向性が明確になった段階で FRB は利下げに踏み切れるとみており、9、12 月に政策金利を 0.25%ずつ引き下げると予想する。その後は、2026 年末まで 3.75－4.00%の水準を維持するとみる。



（出所）米商務省



（出所）米労働省

欧州経済

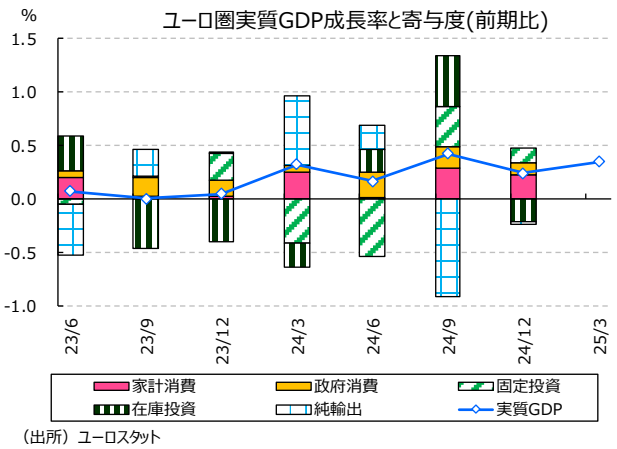
（エコノミスト　吉川　裕也）

○欧州経済は、外部環境の悪化などにより、不安定な状況にある。ユーロ圏の 1－3 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.3%となった。ドイツ（10－12 月期：同▲0.2%→1－3 月期：同＋0.2%）とフランス（同▲0.1%→同＋0.1%）が米国への駆け込み輸出の影響などでプラス転換したほか、観光業が堅調なスペイン（同＋0.7%→同＋0.6%）とイタリア（同＋0.2%→同+0.3%）も底堅い。米関税政策の影響が顕在化することで 4－6 月期以降のユーロ圏の成長率は横ばい近辺の推移となりそうであるが、2026 年以降は財政出動効果により持ち直しに転じると予想する。

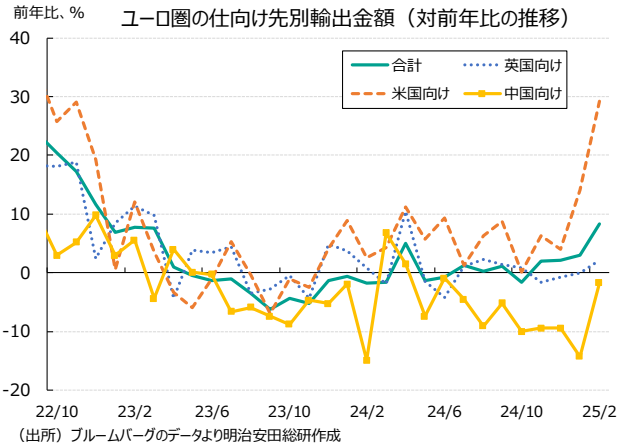
○インフレ率の順調な低下による実質賃金のプラス転換に伴い、足もとの個人消費には持ち直しの兆しが見える。今後は欧州中央銀行（ECB）の利下げが設備投資や住宅市場を下支えする展開も期待できる。一方で、駆け込み輸出主導で足もと改善している外需については、4 月以降悪化傾向に転じるとみられ、内需のプラス幅が相殺される可能性が高い。欧州委員会は米国との通商協議が不調に終わった場合に備え、最大 950 億ユーロ相当の米国製品に対する報復関税を用意するなど、先行きの不透明感は強い。米関税政策の影響が特に大きいとみられるドイツについては、2023 年、24 年に続き 25 年もマイナス成長になる恐れがある。

○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で（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。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 ポイント程度押し上げると考えられる。米関税政策の負の効果を補って余りある規模となり、2026 年以降のユーロ圏経済を下支えしよう。

○ ECB の 4 月理事会は主要政策金利の引き下げを決定し、中銀預金金利は 2.25%と ECB が想定する中立金利（1.75～2.25%）の上限に到達した。もっとも、ラガルド ECB 総裁は米関税政策への懸念を示したほか、エネルギー価格下落とユーロ高によるインフレ鈍化の可能性にも言及しており、利下げ局面は継続しよう。6 月と 9 月に追加利下げが実施されると予想する。



（出所）ユーロスタット



（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）

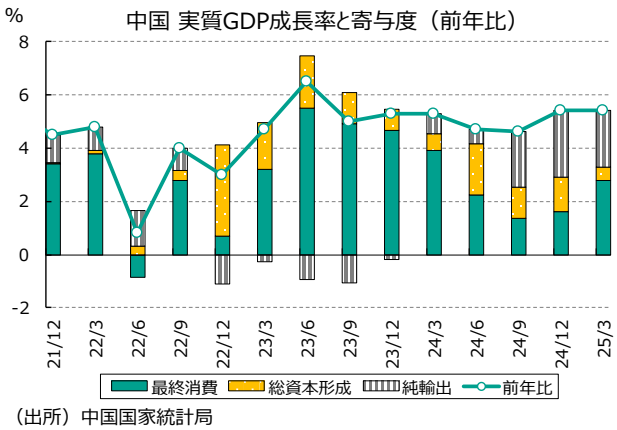
○1－3 月期実質 GDP 成長率は前年比＋5.4％と、政府の通年目標である「同＋5％前後」を上回るスタートとなった。米国の相互関税発表を前にした駆け込み輸出・生産の拡大が押し上げ要因となったほか、政府の経済対策も内需の改善に寄与した。もっとも、政策効果を除けば好材料に欠けるなか、先行きの景気は減速するとみる。

○不動産関連指標を見ると、住宅販売面積は、昨年までの大幅な減少に比べれば改善している。一方、不動産開発投資の先行指標とされる住宅着工面積は低迷が続いている。住宅販売の改善を通じ過剰在庫の圧縮が進めば、新規着工へも波及する可能性があるが、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。また、住宅価格の下落圧力が昨秋以降緩和しているにもかかわらず、価格上昇を見込む家計は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。不動産開発投資は見通し期間にわたって抑制的な推移が続くと予想する。

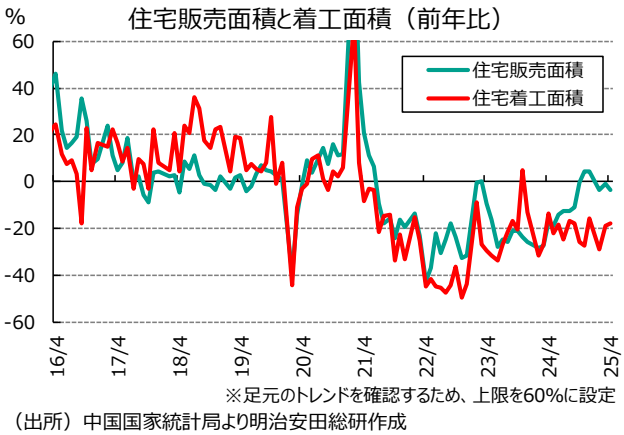
○内需について、まず個人消費は、政府による耐久消費財買い替え支援策に下支えされ、持ち直している。もっとも、家計の雇用・所得に対する見通しは低迷が継続している。米中貿易交渉の行方次第では、国内の景気悪化懸念の高まりにより、すでに低迷している家計のセンチメントが一段と冷え込むリスクもある。これらを踏まえれば、政策効果の一巡に伴い、個人消費は今秋以降次第に減速する可能性が高いとみる。固定資産投資は、引き続き政府による経済対策の効果が見込まれることから、製造業投資やインフラ関連投資は底堅い推移が続くと予想する。ただ、不動産開発投資が足かせとなり、固定資産投資全体では、緩慢な回復にとどまるとみる。

外需を取り巻く環境は依然として不透明である。米国との報復合戦により大幅に引き上げられた関税が相互に 115％引き下げられたことは朗報であるが、米国にとって中国は最大の貿易赤字国であることもあり、米中交渉が今後難航する可能性は低くない。中国の迂回輸出に対する米国側の警戒感も強く、先行きは楽観視できない。

○実体経済の弱さを背景に、物価は当面低い伸びにとどまる見通しである。中国人民銀行は、為替の安定を意識しつつも、引き続き段階的に主要政策金利や預金準備率の引き下げを進めると予想する。



（出所）中国国家統計局



（出所）中国国家統計局より明治安田総研作成

豪州経済

（エコノミスト　木村　彩月）

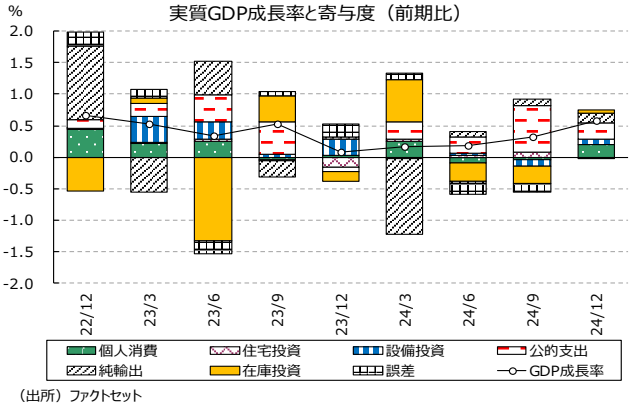
○10－12 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.6％と、前期（同＋0.3％）から伸びが拡大した。個人消費と設備投資が前期比でプラスに転じ、これまで景気の足枷となっていた内需が改善した。豪州景気は、先行きも回復基調で推移すると予想する。ただ、米国の関税政策による内外需への下押し圧力の高まりにより、回復ペースは緩慢なものにとどまるとみる。

○個人消費は、豪州準備銀行（RBA）の利下げや実質所得の改善に下支えされ、回復基調で推移すると予想する。設備投資も利下げ効果により持ち直すとみる。もっとも、関税政策を巡る不確実性の高まりは、家計や企業マインドの足枷になるとみられ、内需の回復は緩やかに進展すると予想する。

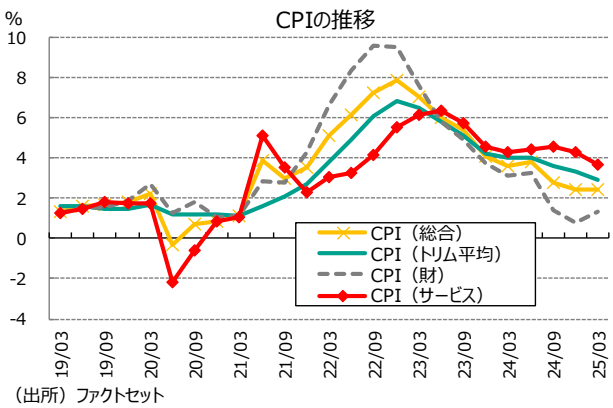
外需については、最大の貿易相手である中国の動向が重要になるが、米中は相互に課した高関税を大幅に引き下げたものの、相対的に高い関税率は維持された。加えて、米国は、中国以外の豪州の主要輸出国に対しても高い関税を課している。これらの国に対する関税率は、交渉を経てもトランプ大統領就任前の水準を一定程度上回る可能性が高い。豪州の輸出全体に占める米国向けの割合は低く、直接的な影響は限定的だが、関税政策に伴う主要輸出先の景気減速により、輸出は軟調な推移をたどるとみる。

○物価動向を確認すると、インフレの基調を示す 1－3 月期トリム平均消費者物価指数（CPI）は前年比＋2.9％と前期（同＋3.3％）から鈍化し、3 年ぶりに RBA が目標とする範囲内（同＋2～3％）へ低下した。高止まりしていたサービスの伸びが鈍化し全体を押し下げた。1－3 月期賃金価格指数の前年比の伸びは 3 期ぶりに前期から拡大したものの、公共部門の一部業種における賃金改定の影響が大きい。雇用者数の増加ペースが均せば鈍化傾向にあるなど、労働市場には軟化の兆しも見えており、労働需給ひっ迫を起因とする賃金上昇圧力は緩和するとみる。物価は、RBA の目標範囲の中央値に向かって低下していくと予想する。

○5 月 19－20 日に開催された金融政策委員会において、RBA は政策金利を 4.10％から 3.85％へ引き下げた。20 日に公表された金融政策報告書では、関税政策の動向とそれに伴う不確実性の高まりが、世界経済の重石となることから、国内の景気・物価見通しが前回 2 月から下方修正された。RBA は声明文でインフレの上振れリスクは後退したとの見方を示しており、8 月、11 月にも利下げを実施し、政策金利は中立金利を下回る 3.35％まで引き下げられると予想する。



（出所）ファクトセット



（出所）ファクトセット

明治安田総合研究所

2025年5月21日

2025－2026年度の経済見通し
～トランプ政権に振り回される状況が続く～

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 14

4.海外経済見通し …P 25

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が増しているが、各国との交渉が進み、ある程度全体像が見えてくれば、金融市場も落ち着くとの期待は可能。もっとも、米国経済は、関税による物価上昇が個人消費を下押しすることで、今年の景気減速は避けられないとみる。ユーロ圏経済は当面は低空飛行を予想。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、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、**トランプ政権による関税賦課が2025年後半を中心に物価を押し上げ、個人消費を下押し**すると予想。 設備投資はAI関連を中心としたソフトウェアなどの投資需要は底堅く推移すると見込むが、関税による収益環境の悪化が抑制要因となり、緩やかな回復にとどまるとみる。金利の高止まりで住宅投資も低迷が持続することから、**2025年末にかけて景気は減速に向かうとみる。**もっとも、**2026年はトランプ減税などが下支えすることで、景気は少しずつ持ち直すと予想**

欧州経済は、予断を許さない状況。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。先行き不透明感から、実質賃金のプラス転換後も個人消費は鈍い。外需においては、堅調に推移していた米国向けの伸びが足もとでは弱まってきており、中国向けについても冴えない状況が続いている。**さらに、米関税が下押し材料に**。年内は緩慢な景気回復ペースを想定するが、2026年以降、財政出動効果により持ち直しに転じると予想

中国経済は、**不動産市場の調整が長期化する可能性が高く**、個人消費は、政策効果の一巡に伴い、今秋以降次第に減速する可能性が高いとみる。外需についても、**米国による追加関税が下押し材料**。米中関税が相互に115%引き下げられたことは朗報であるが、米国にとって最大の貿易赤字国である中国との交渉が今後難航する可能性は低くない。**政策支援を除けば好材料に欠ける状況下**で、見通し期間にかけて景気は減速すると予想

成長率見通し

年間

→予測

	2023年度	2024年度	2025年度 予測	2026年度 予測
実質ＧＤＰ	0.6%	0.8%	**0.3%**	**0.7%**
2月見通し時点	0.7%	0.8%	1.2%	1.1%

→予測

	2023年	2024年	2025年 予測	2026年 予測
実質ＧＤＰ	2.9%	2.8%	**1.4%**	**1.5%**
2月見通し時点	2.9%	2.8%	2.4%	2.3%

→予測

	2023年	2024年	2025年 予測	2026年 予測
実質ＧＤＰ	0.4%	0.9%	**0.7%**	**1.3%**
2月見通し時点	0.4%	0.9%	1.0%	1.3%

→予測

	2023年	2024年	2025年 予測	2026年 予測
実質ＧＤＰ	5.2%	5.0%	**4.3%**	**4.1%**
2月見通し時点	5.2%	5.0%	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
0.6%	▲0.2%	**0.0%**	**▲0.2%**	**0.1%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.3%**	**0.3%**
0.7%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%

（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
2.4%	▲0.3%	**2.6%**	**▲0.4%**	**0.3%**	**1.2%**	**2.4%**	**2.8%**	**3.1%**
2.3%	2.3%	2.2%	2.0%	1.8%	2.2%	2.5%	2.6%	3.0%

（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
0.2%	0.3%	**▲0.1%**	**0.0%**	**0.1%**	**0.4%**	**0.5%**	**0.4%**	**0.5%**
0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%

（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
5.4%	5.4%	**4.6%**	**3.8%**	**3.4%**	**3.9%**	**4.1%**	**4.0%**	**4.1%**
5.4%	4.8%	4.6%	4.3%	4.2%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%

（前年比）

金融政策見通し

ポイント

米国は昨年9月以降計1.00%、ユーロ圏は6月以降計1.50%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0.50%の追加利下げを行なうと予想。日銀の次なる一手は年明けにずれ込みか。トランプ政権の政策次第の面が大きい

各国の金融政策見通し

日銀は、4月30日、5月1日に開催された日銀金融政策決定会合で、政策金利をすえ置いたが、リスクバランスは経済・物価とも下振れ方向とした。政策委員による成長率・物価の大勢見通しも大きめの下方修正となった。植田総裁は会合後の定例会見で、基調的物価上昇率が伸び悩んでいるときに無理に利上げはしないと述べるなど、全体的にハト派的なトーンが目立った。景気はすでに減速方向と見られ、もし関税政策が早期に緩和されても、即座に元の成長経路に復す展開は考えにくくなった。**追加利上げは年明けにずれ込む可能性が高まったが、なお不確実性は高い**

5月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4.25－4.50%にすえ置くことが決定された。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は会合後の記者会見で、「我々は明確な状況が判明するまで政策判断を待つことができ、急ぐ必要はない」との考えを示した。関税による物価上昇が長期のインフレ期待の上昇につながらないよう配慮する必要はあるものの、労働市場の悪化を受けて、FRBは**9、12月に追加利下げを実施する**と予想

ECBの4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：2.25%）。利下げは6会合連続となり、中銀預金金利は中立金利（1.75～2.25%）の上限に到達した。ラガルド総裁は、米関税政策が景気を下押しするとの認識を示したほか、エネルギー価格の下落とユーロ高によるインフレ鈍化の可能性にも言及。利下げが正当化される環境が継続するとみられ、**6、９月に追加利下げが実施されると予想**

中国人民銀行は5月7日、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。20日には、1年物・5年物ローンプライムレートも0.1%ずつ引き下げられた。米国の関税政策による外需の減速が想定されるなか、中国人民銀行は国内景気下支えのため、**今後も段階的に主要政策金利と預金準備率の引き下げを実施していくと予想**

2. 「トランプ関税」の世界経済への影響

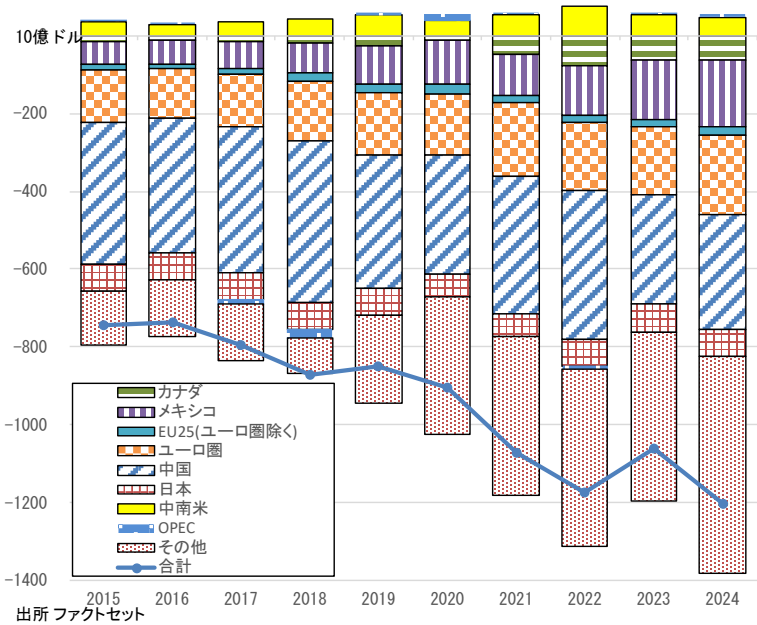
相互関税が世界を揺るがす。米中の関税合戦もエスカレート

これまでに発表された主な関税政策

- トランプ政権は麻薬流入対策等として、2月1日から**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%の追加関税を課す方針を発表。カナダ、メキシコに関しては期日を1ヵ月延長していたが、3月4日から予定通り実施。ただし自動車等はさらに１ヵ月延期。対中国は20%に引き上げ
- 2月10日に、**鉄鋼とアルミニウムに一律25%の関税**をかける方針を発表。3月12日に発動
- 2月14日に、相手国が高い関税を課している製品の関税を同水準に引き上げる**「相互関税」の導入を発表**。各種の規制や補助金、付加価値税、為替レート、知的財産保護なども対象とする可能性を示す
- 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日に発動
- 4月2日に、**相互関税の詳細を発表**。日本の関税率は24%とされる。ただ、9日には中国以外の**90日の延期を発表**する一方、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。ただし、これ以上は付き合わないとの姿勢を示す
- 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
- 4月29日、米国生産車に対し、**米国内売上高の15%分にかかる25%の関税免除**を発表。小売価格ベースで3.75%分の軽減。2年目は2.5%、３年目はゼロになる
- 5月3日、自動車部品への25%の関税発動

■ 米国の貿易赤字が年々拡大してきたのは確か。そもそも、貿易黒字・赤字は損益の概念ではなく、資金収支の概念。実際、米国は長年貿易赤字を計上するなかで高成長を続けてきた。基軸通貨国以外の場合、外貨が枯渇し支払いに窮するパターンがありうるが、米国はその心配もない。ただ、特定の産業に不利益が偏る可能性はあり、それがトランプの支持層と重なる

米国の貿易収支（相手国・地域別）の推移



出所 ファクトセット

高関税は諸刃の剣、米国経済への影響も大きい

■ 4月2日に発表された相互関税は予想を上回る規模に。個別の関税率を示していない国は一律10%。政権が非関税障壁も考慮して計算したと称する各国の対米関税率は、財の貿易赤字額を輸入額で割った単純な計算式に基づいていたことが明らかに。ただ、トランプ大統領は9日、中国以外の国に対する、相互関税の上乗せ分（10%を超える部分）の90日の猶予を発表した

■ 2日に発表された相互関税よりも、対中145%・対米125%という米中相互の高関税の方が、世界経済への影響が大きくなる可能性。当研究所の経済モデル（Oxford Economics Global Economic Model:GEM）によれば、この税率が来年にかけても継続した場合、2025年の世界GDPへの押し下げ圧力は▲0.6%（2日発表の相互関税の場合は▲0.3%）、2026年は▲1.6%（同▲0.9%）に達する。物価に対する影響は、互いに高関税をかけあう米中にとっては上昇要因、他の地域にとっては需要減を通じた低下要因となる

米政府が発表した相互関税リスト（抜粋）

国・地域	対米関税率※	相互関税率	国・地域	対米関税率※	相互関税率
中国	67%	34%	スイス	61%	31%
EU	39%	20%	インドネシア	64%	32%
ベトナム	90%	46%	マレーシア	47%	24%
台湾	64%	32%	カンボジア	97%	49%
日本	**46%**	**24%**	英国	10%	10%
インド	52%	26%	南アフリカ	60%	30%
韓国	50%	25%	ブラジル	10%	10%
台湾	72%	36%	バングラデシュ	74%	37%

※米政府が独自に計算した実質的な関税率

（出所）ホワイトハウス

トランプ関税の経済効果

		実質GDP		CPI（総合）	
		2025年	2026年	2025年	2026年
「4/2相互関税」…4/2に発表された内容。他国の報復は考慮せず	米国	▲0.8	▲1.0	+0.7	+0.6
	日本	▲0.2	▲0.7	▲0.1	▲0.5
	中国	▲0.3	▲1.1	▲0.0	▲0.4
	EU	▲0.2	▲1.0	▲0.1	▲0.5
	世界	▲0.3	▲0.9	+0.1	▲0.4
「米中高関税」…対中関税145%、報復関税125%、他は一律10%の追加関税	米国	▲1.3	▲2.2	+0.7	+0.2
	日本	▲0.2	▲1.0	▲0.2	▲1.0
	中国	▲1.0	▲2.8	+1.3	+1.3
	EU	▲0.2	▲0.9	▲0.2	▲1.1
	世界	▲0.6	▲1.6	+0.2	▲0.5

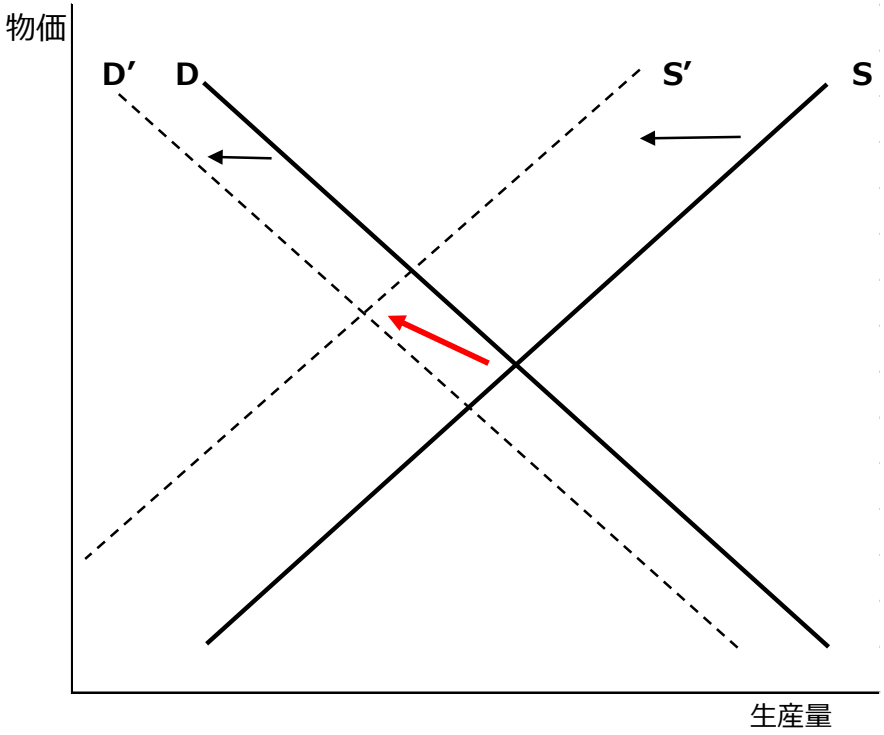
（出所）当研究所の経済モデル（Oxford Economics Global Economic Model:GEM）

デフレ？インフレ？スタグフレーション？

- トランプ関税で物価が上昇、下降どちらに動くかは、需要曲線の左シフトと、供給曲線の左シフトの大きさの差で決まる（傾きの差を無視した場合）。供給曲線のシフトの方が大きければいわゆるスタグフレーション的な状況となる。サプライチェーンの麻痺などの余程大きな「供給ショック」が起きない限り、需要曲線のシフトによるデフレ圧力がインフレ圧力を相殺するケースが多いが、今回は予断許さず

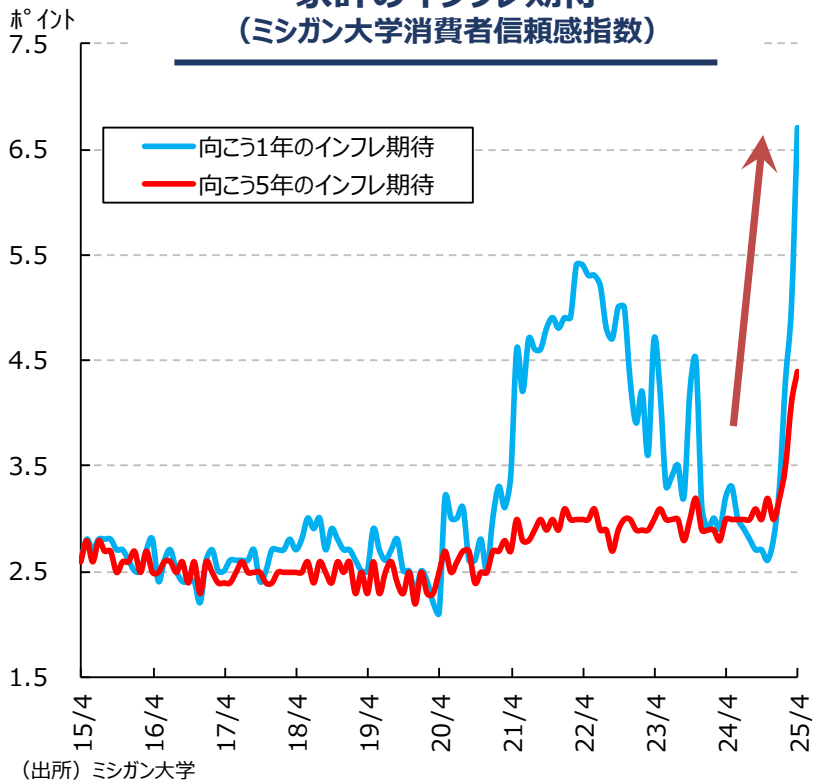
- 供給曲線のシフトが1回きりなら高インフレが継続する理由にはならないが、供給ショックが消費者のインフレ期待に火を付ければ長期化へ。消費者のインフレ期待はすでに急上昇している。コロナ禍後のインフレを経験したばかりで、消費者のインフレ期待はただでさえ上がりやすくなっており、スタグフレーションリスクは軽視できず

需要・供給曲線のシフトと物価の動き



(出所)明治安田総研作成

家計のインフレ期待
（ミシガン大学消費者信頼感指数）

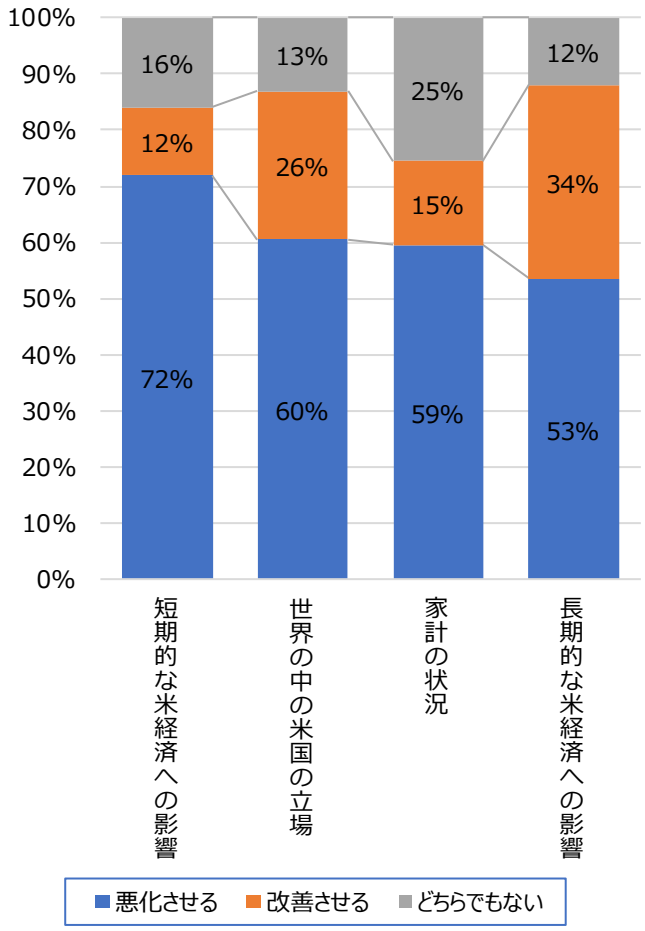


（出所）ミシガン大学

トランプ大統領が誰の意見を採用するかで方向性は変わる

■ 世論調査では、関税政策に厳しい評価。共和党は来年の中間選挙への影響を懸念

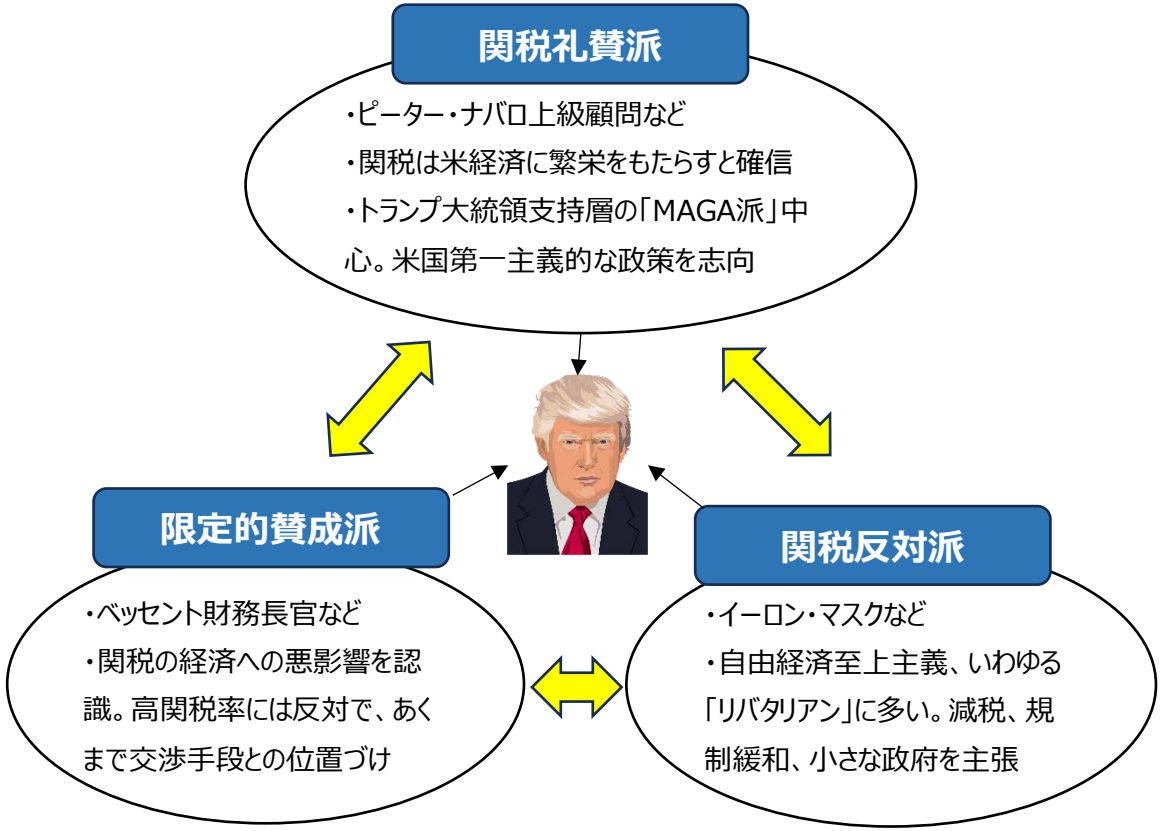
世論調査における関税政策の評価



(出所)CNN(調査期間4/17～24)

■ 相互関税のスキームは、ピーター・ナバロ上級顧問の主張に沿う内容。ただし、金融市場の混乱に伴い、ベッセント財務長官が政策の緩和を進言したと言われる。足元では経済政策の主導権がナバロ氏からベッセント氏に移りつつある可能性。共和党内にはリバタリアンと呼ばれる自由経済至上主義層も一定の勢力があり、内心では高関税に反対。イーロン・マスク氏も関税反対派

関税政策を巡る相関図



関税はトランプ政権の財政運営に不可欠という側面も

- 米国の元議員ら超党派で構成する責任ある連邦予算委員会（CRFB）の試算によると、トランプ大統領の政策を実行した場合の財政収支は中位シナリオで▲7.7兆ドルとなる。債務残高の対GDP比は143%で、2025年予算教書で試算された125%から増加
- 各種減税策は企業経営の追い風になるとみられる。一方、財政赤字の拡大による金利上昇や、関税引き上げを通じた物価上昇は懸念材料。FRBが再利上げに踏み切らざるを得なくなり、景気の下押し圧力が高まる可能性も

トランプ大統領の政策と10年間（2026～2035年）の歳出・歳入額

歳出	低位	中位	高位
税制改革法（TCJA）延長	▲4.6	▲5.4	▲6.0
残業代への課税免除	▲0.5	▲2.0	▲3.0
社会保障給付への課税終了	▲1.2	▲1.3	▲1.5
チップ課税免除	▲0.1	▲0.3	▲0.6
国内製造業に対する法人税減税	▲0.2	▲0.2	▲0.6
個人・中小企業向け税控除拡大	▲0.2	▲0.2	▲0.4
軍備増強・近代化	▲0.1	▲0.4	▲2.5
国境警備強化・不法移民送還	0.0	▲0.4	▲1.0
住宅関連改革（初めての購入者への税額控除）	▲0.1	▲0.2	▲0.4
ヘルスケア・長期介護ケア等への支援強化	▲0.1	▲0.2	▲0.3
計	▲7.0	▲10.4	▲16.0

歳入	低位	中位	高位
関税引き上げ	4.3	2.7	2.0
現行の環境政策見直し・エネルギー生産拡大	0.8	0.7	0.6
無駄・不正・悪用の削減	0.3	0.1	0.0
教育省の廃止	0.2	0.2	0.0
計	5.5	3.7	2.6

利払い増	▲0.2	▲1.0	▲2.1

単位：兆ドル

（出所）責任ある連邦予算委員会（CRFB）

財政収支

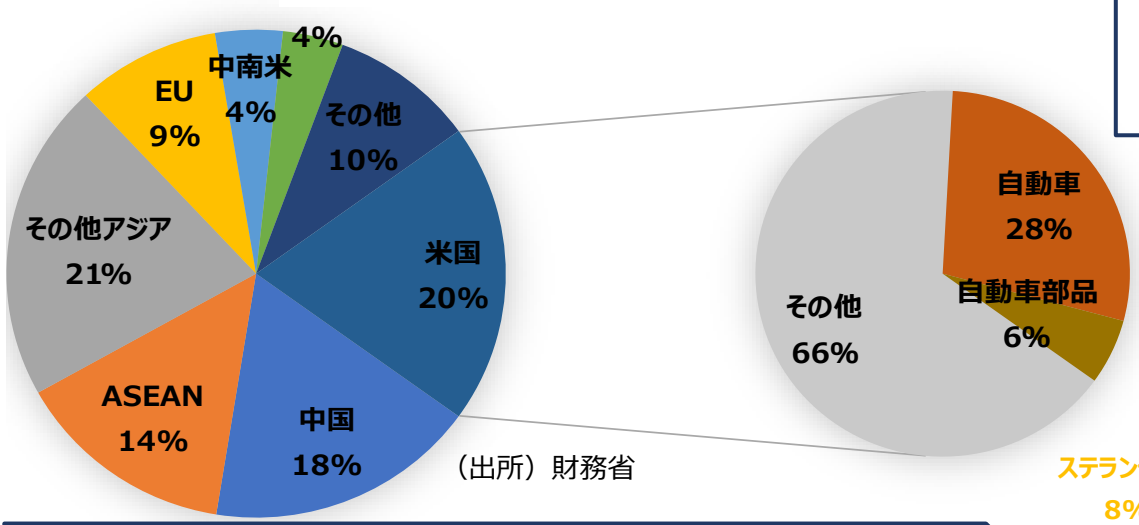
低位シナリオ
▲1.7兆ドル
債務残高対GDP比 129%
※2035年時点

中位シナリオ
▲7.7兆ドル
債務残高対GDP比 143%
※2035年時点

高位シナリオ
▲15.5兆ドル
債務残高対GDP比 161%
※2035年時点

日本にとっては自動車関税の影響が大きい

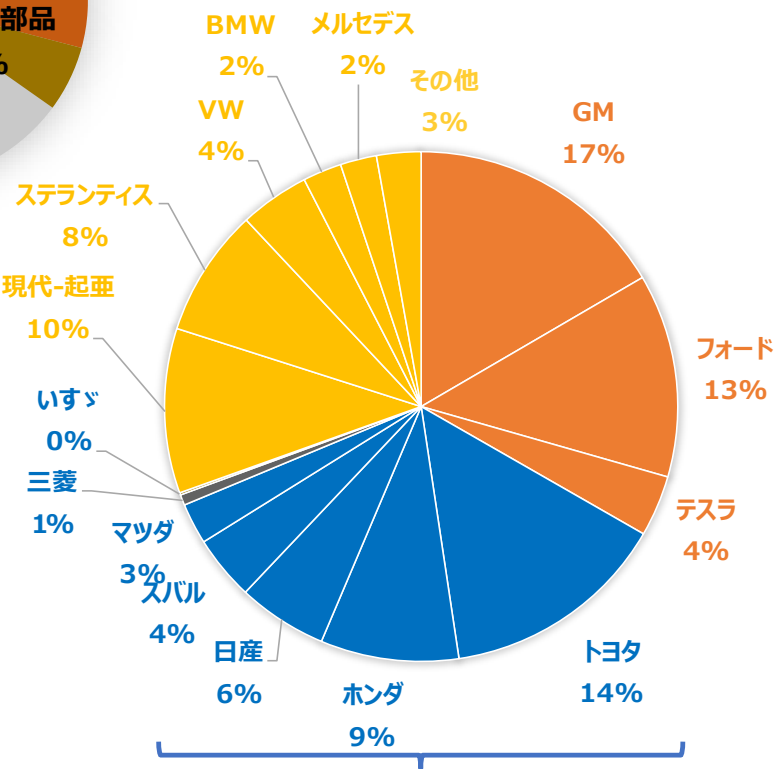
日本の輸出金額の相手国別内訳（2024年）



（出所）財務省

- 米国向け輸出金額の約3分の1が自動車・同部品。2024年通年の日本から米国への自動車の輸出台数は137.6万台で、金額にして6.0兆円、部品を含めると7.3兆円に達する

米国の自動車販売台数のメーカー別シェア（2024年）



- 米国内における自動車販売台数の35%が日本メーカー
- トランプ米大統領は4月29日、米国内で自動車を生産するほど関税負担を少なくする方針を発表。米国生産車に対し、米国内販売分の売上高の15%相当額を関税「免除枠」として与えるというもの
- 売り上げの15%分にかかる25%の関税が免除。小売価格ベースで3.75%。2年目は少なくなり2.5%、3年目にはゼロとなる
- 日本メーカーのうち、ホンダの現地生産比率が最も高く、24年時点で約7割。トヨタ自動車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入しており、負の影響が大きい

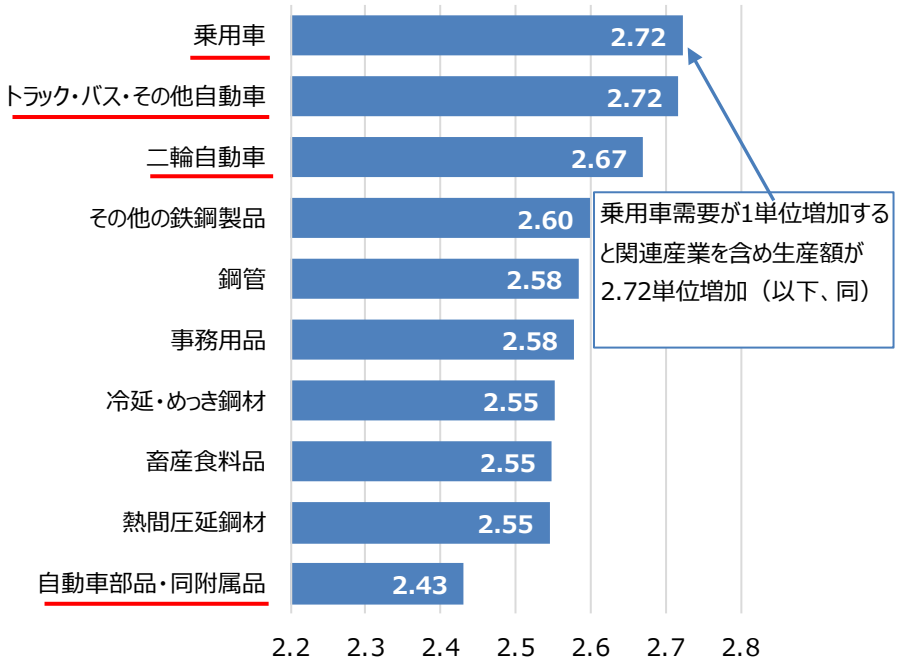
(出所)MarkLines等より明治安田総研作成

トランプ大統領はドル高への不満を示す

- すそ野の広い自動車産業の生産誘発効果は大きい。当研究所の経済モデル（Oxford Economics Global Economic Model:GEM）による試算では、米国が日本からの輸入自動車に25％の関税をかけた場合、それだけで日本のGDPを0.1％ポイント押し下げる。これは主として需要面の影響だが、供給サイド（主としてサプライチェーン）が機能不全に陥るようなことになれば、下押し圧力はさらに大きなものになりうる

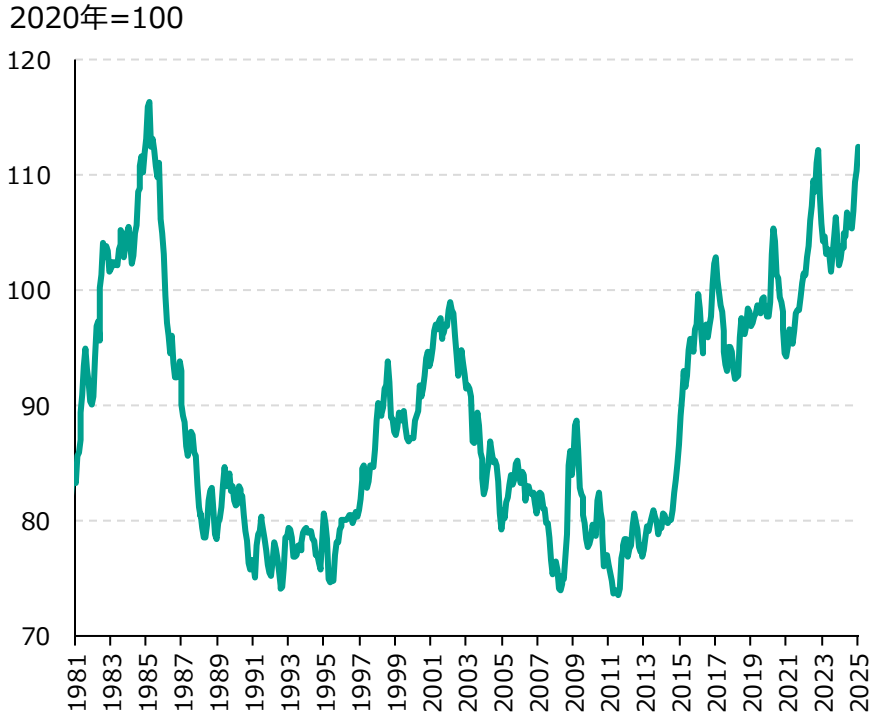
- トランプ大統領は、中国や日本が通貨安を誘導しており、対抗策として関税が必要と述べる。ドル安誘導への警戒感が高まっていたが、ベッセント財務長官は、「通貨目標は一切ない」と明言、懸念はいったん薄れる形に。ただし、今後ドル高円安がぶり返した時にトランプ大統領がどう反応するかは不透明。2026年5月に任期満了を迎えるパウエルFRB議長の後任人事にも注目

生産誘発効果が大きい上位10部門/全182部門



(出所)総務省「産業連関表（2015年基準）」より明治安田総研作成

ドル実質実効為替レート



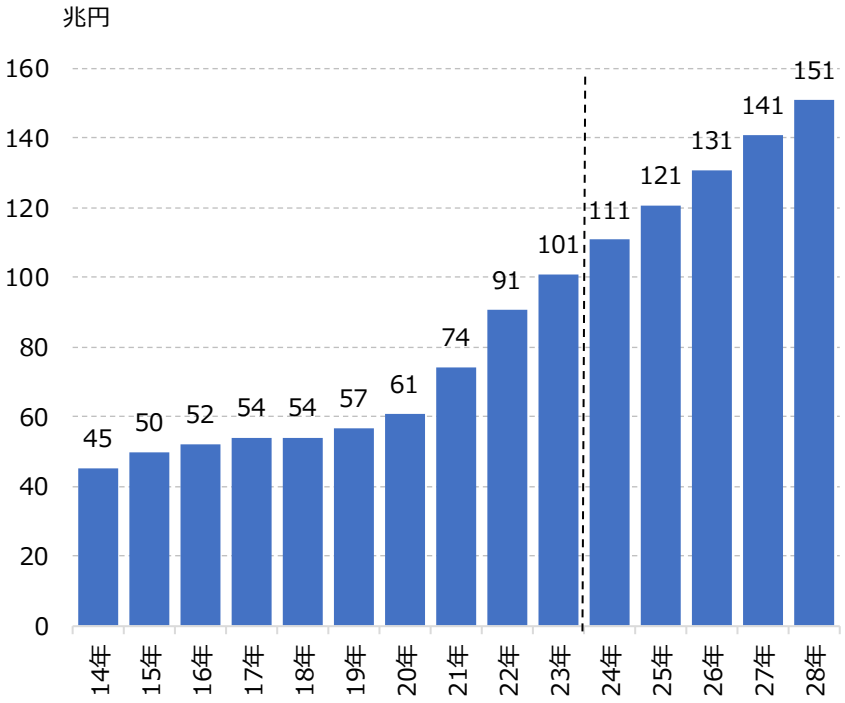
（出所）BIS

防衛問題も絡めた議論に

- 石破首相が表明した1兆ドル（約145兆円）の投資は絵にかいた餅ではない。日本の対米直接投資残高は2023年末時点ですでに100兆円に達している。同じ増加幅の継続を前提にすれば5年で到達可能。トランプ大統領の目的が国内向けのアピールなのであれば、こうした切りの良い数値計画だけで満足してもらえる期待はできなくはない。どのみち投資するのは民間で、政府は強制できない

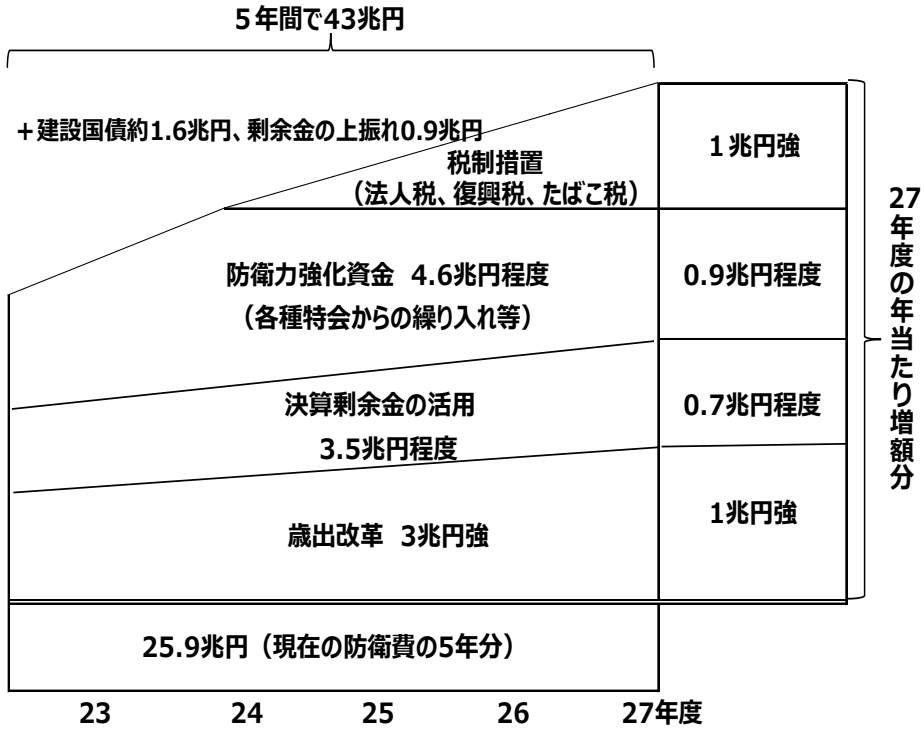
- コルビー米国防次官は、日本は防衛費をGDP比で3%まで増額する必要があると述べたが、目下、2%達成のための財源確保に汲々としている状況。問題の3税の増税のうち、法人税とたばこ税についてはようやく2026年4月に開始することが決まったが、所得税の増税の開始時期の決定は先送りに。中長期的にも財源探しには苦労する可能性

日本の対米直接投資残高の推移



（出所）財務省、日銀より明治安田総研作成

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

２．日本経済見通し

日本経済見通し概要

- 1－3月期の日本の実質GDP成長率は前期比▲0.2%（年率換算：▲0.7%）と、4期ぶりマイナス。内外需別では内需は＋0.7ポイントの寄与となった一方、外需（純輸出）は▲0.8ポイントとなり、外需のマイナスを内需がカバーできなかった。民間設備投資が比較的強めの伸びとなったが、個人消費は横ばい、輸出はマイナスだった。
- 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、4月30日、5月1日に開催された日銀金融政策決定会合で、政策金利をすえ置いたが、リスクバランスは経済・物価とも下振れ方向とした。関税政策が早期に緩和されても、即座に元の成長経路に復す展開は考えにくくなった。追加利上げは年明けにずれ込む可能性が高まったが、なお不確実性は高い

主要経済指標		年度ベース		予測		2024年度		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
		2025年度						2026年度							
実質GDP	今回	0.6%	0.8%	**0.3%**	**0.7%**	0.6%	▲ 0.2%	**0.0%**	**▲ 0.2%**	**0.1%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.3%**	**0.3%**
	前回	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%
CPI（除く生鮮食品※）	今回	2.8%	2.7%	**2.4%**	**1.7%**	2.7%	3.1%	**3.3%**	**2.4%**	**2.0%**	**1.9%**	**1.7%**	**1.8%**	**1.7%**	**1.7%**
	前回	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%
政策金利（期末値）	今回	0.00%	0.50%	**0.75%**	**0.75%**	0.25%	0.50%	**0.50%**	**0.50%**	**0.50%**	**0.75%**	**0.75%**	**0.75%**	**0.75%**	**0.75%**
	前回	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%

※年度、四半期ともに平均値を記載

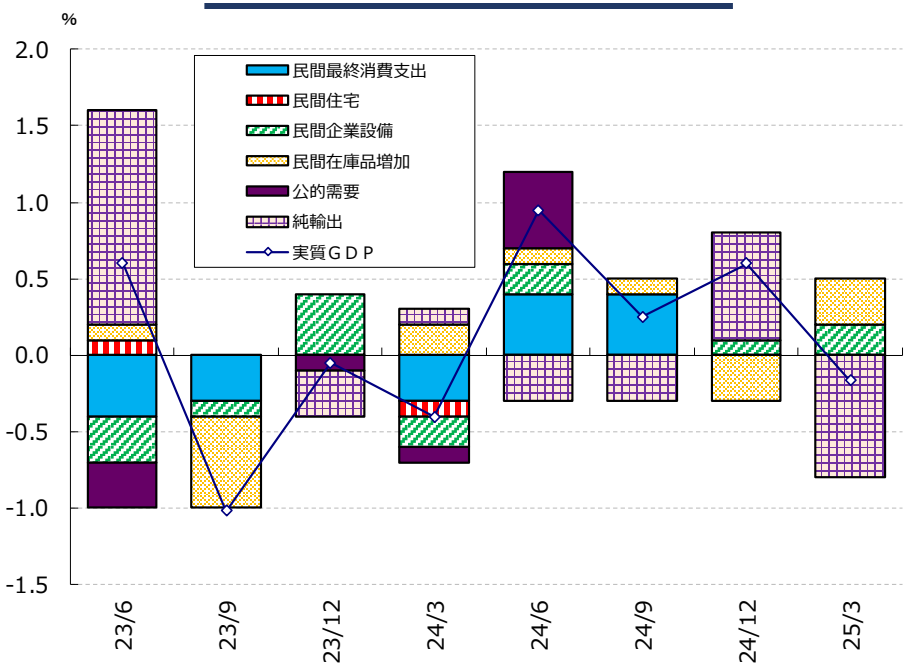
・前回は2月経済見通し時点

GDPは4期ぶりのマイナス、今後は緩やかな回復

■ 1－3月期の日本の実質GDP成長率は前期比▲0.2%（年率換算：▲0.7%）と、4期ぶりマイナスとなった。民間企業設備が同＋1.4%、民間住宅投資が同＋1.2%と比較的強めの伸びとなったが、民間最終消費支出が同＋0.0%、公的資本形成が同▲0.4%と力強さを欠いた。輸出は同▲0.6%と、4四半期ぶりのマイナス

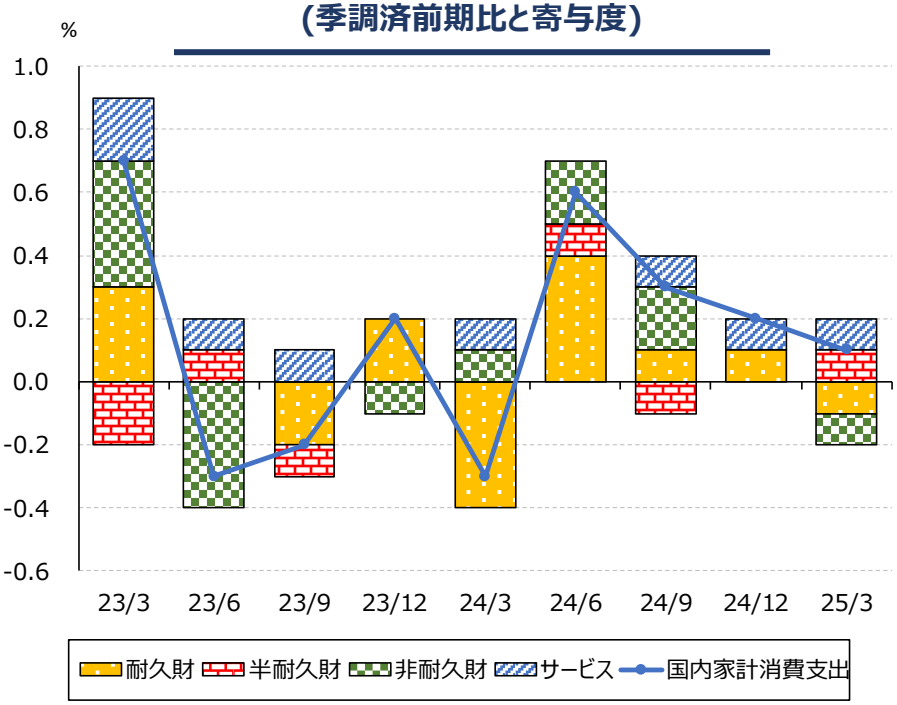
■ 形態別国内家計最終消費支出を見ると（図表3）、耐久財が前期比▲1.5%（寄与度：▲0.1ポイント）、半耐久財が同＋3.0%（同＋0.1ポイント）、非耐久財が同▲0.5%（同▲0.1ポイント）、サービスが同＋0.4%（同＋0.1ポイント）とまちまち。衣料品の販売増が半耐久財のプラスに寄与した可能性がある

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)



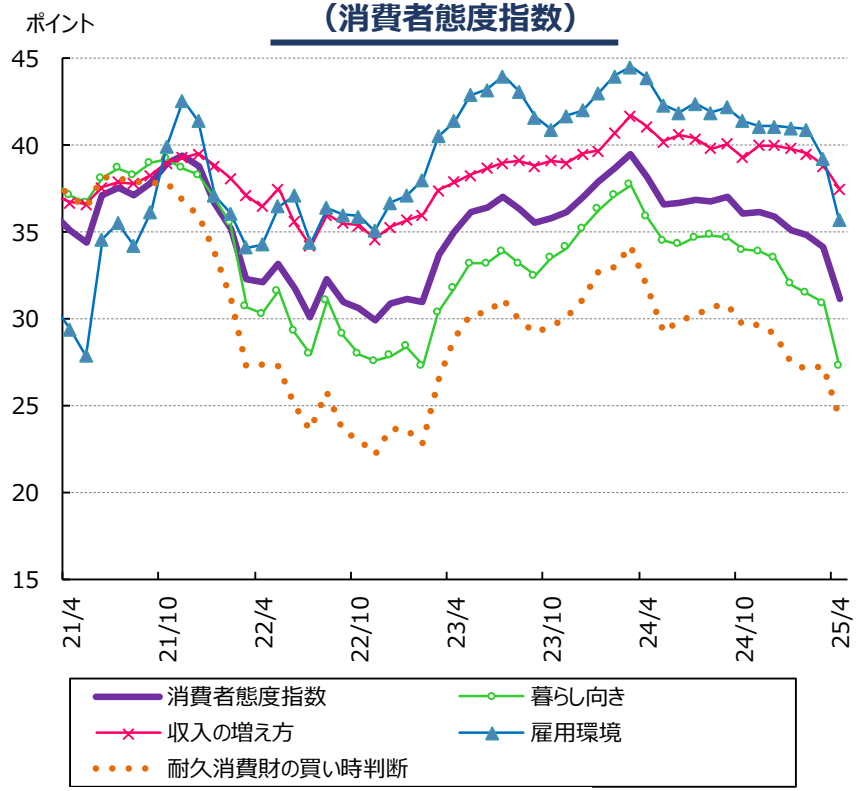
（出所）内閣府「四半期別GDP速報」

個人消費は今後、緩やかに回復にとどまる

- 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
- 消費者マインドは低調な推移となっており、今後の個人消費は緩やかな回復にとどまると予想する

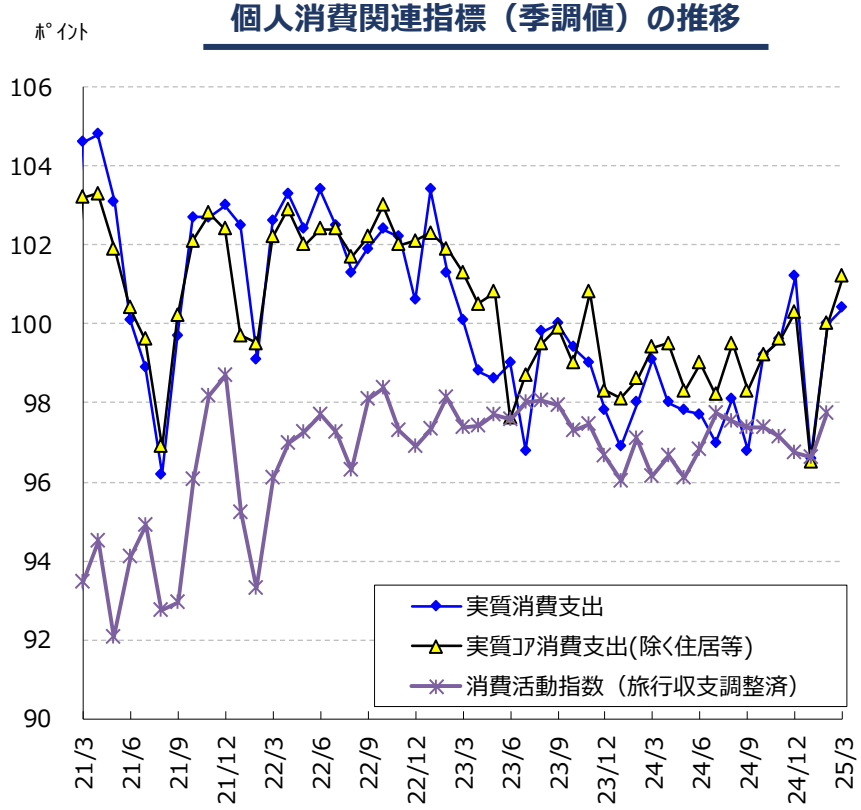
- 足元の各種消費指標をみると、日銀の消費活動指数（旅行収支調整済）や総務省の実質消費支出（除く住居等）などは、概ね横ばい圏での推移

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」

個人消費関連指標（季調値）の推移



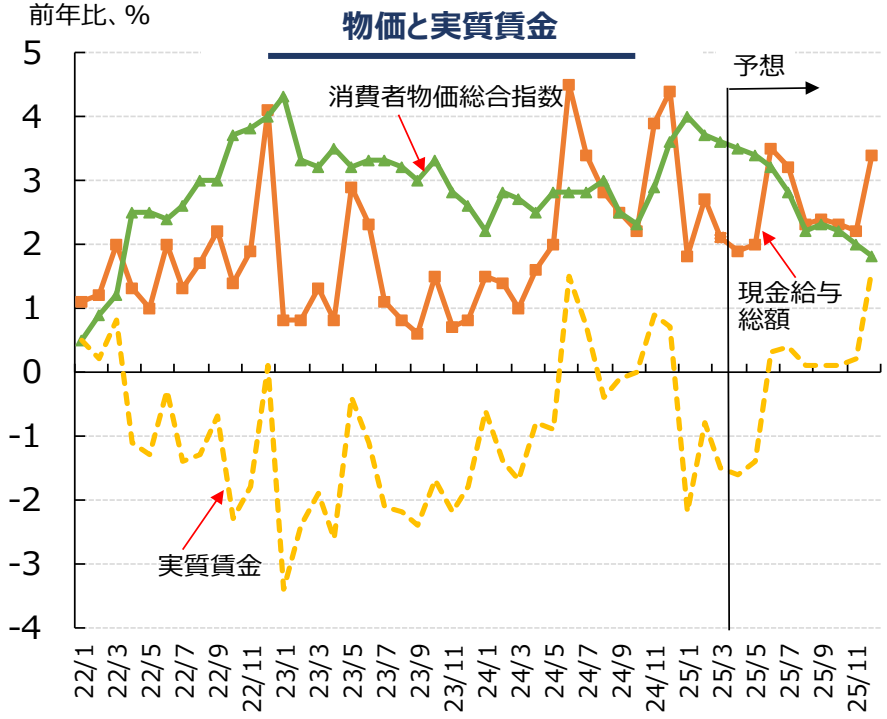
（出所）総務省「家計調査」、日銀「消費活動指数」

年央以降、実質賃金はプラスへ

- 春闘第5回回答集計（5/2時点）の平均賃上げ率は5.32%（前年：5.17%）となり、7月発表の最終回答は5.2%程度で着地か（前年：5.10%）
- 実質賃金につき、政府は消費者物価総合指数での計測を重視する姿勢を打ち出したことから、プラス転換へのハードルは下がるものの、5月までマイナス推移か。中小企業に息切れ感が見えるほか、食料価格高止まりが壁になる。インフレ率の鈍化により、年央以降のプラス推移を見込む

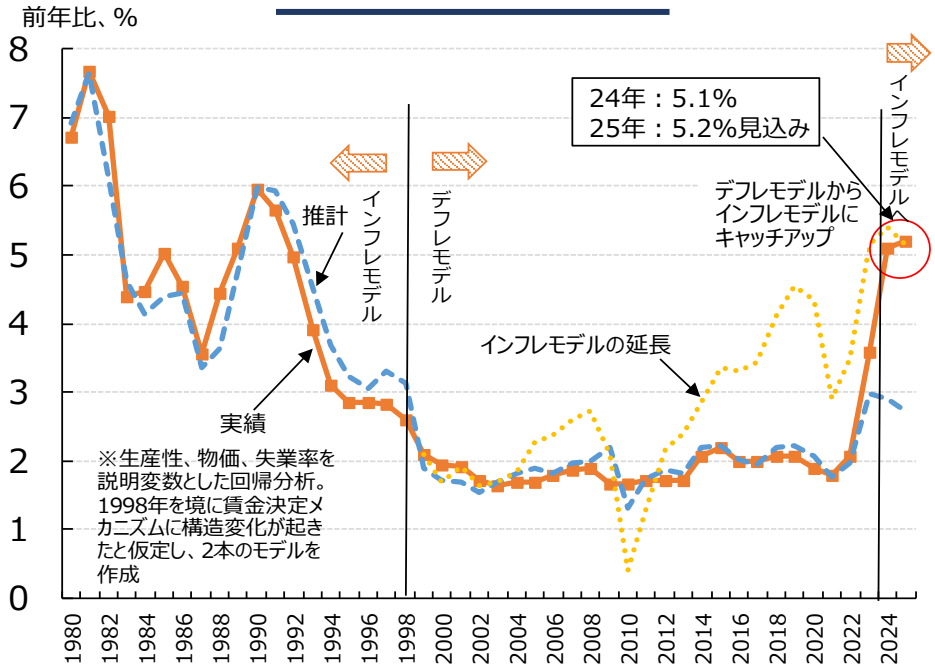
- 春闘賃上げ率の推移は、生産性と物価と人手不足感で概ね再現できる。日本で金融危機があった1998年を境に賃金決定メカニズムが変わった。1998年以前の推計式（インフレモデル）と1999年以降の推計式（デフレモデル）は大きく異なる。どちらが説明力を持つかは時々の企業マインド次第である。2024年と2025年はインフレモデルが有効で、賃金決定方式は1975～1998年のインフレ経済モデルに完全に移行した可能性が高い

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

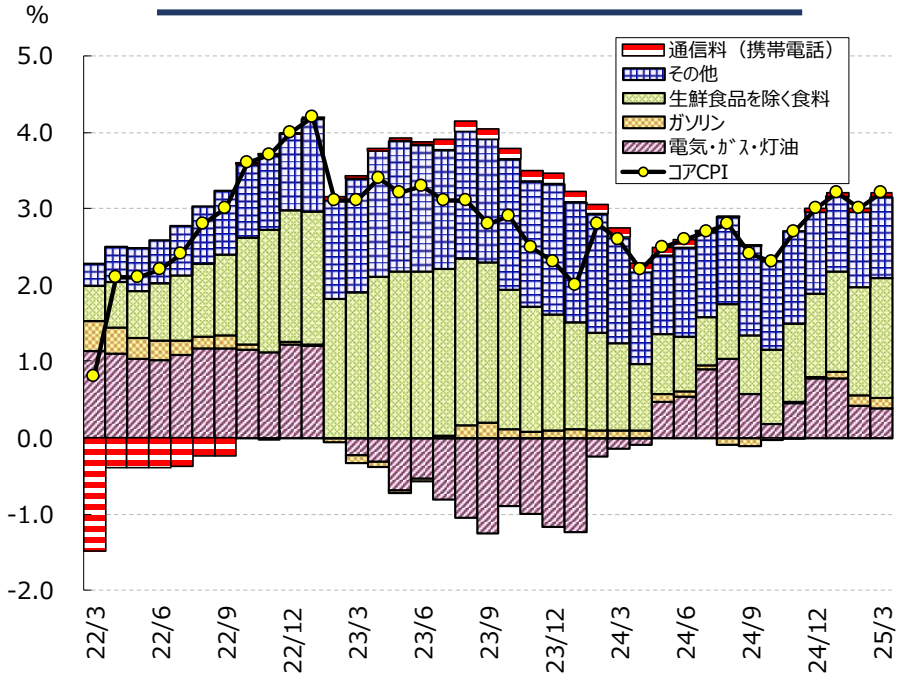


（出所）連合、厚労省、総務省のデータより明治安田総研作成、推計は明治安田総研

物価、食品価格の高止まりにより＋3%台で推移が見込まれる

■ 3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＋3.2%（2月：同＋3.0%）と4ヵ月連続の3%台。政府による負担軽減策が電気・ガスが押し下げた一方、食料品（生鮮除く）は伸びが拡大。電気・ガス負担軽減策は3月使用分まで続き、4月（使用月の翌月分に反映）までは押し下げ要因となる

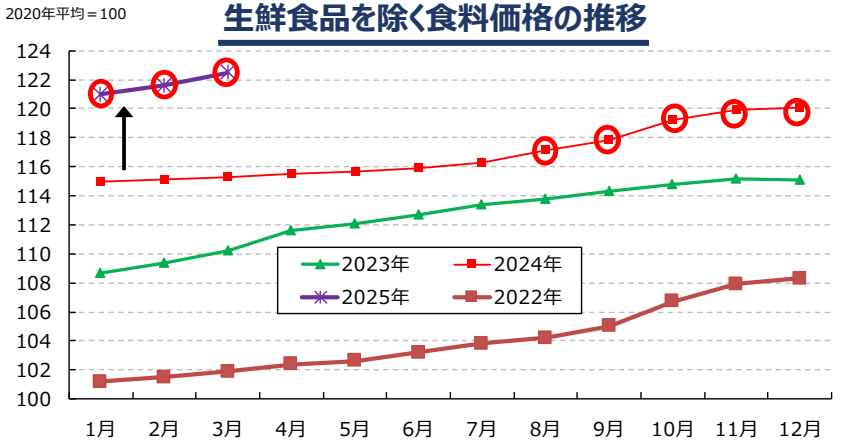
全国コアCPIの推移（前年同月比寄与度）



（出所）総務省「消費者物価指数」

■ 食料品（生鮮除く）は米類が6ヵ月連続で過去最高を更新するなど8ヵ月連続で伸び拡大

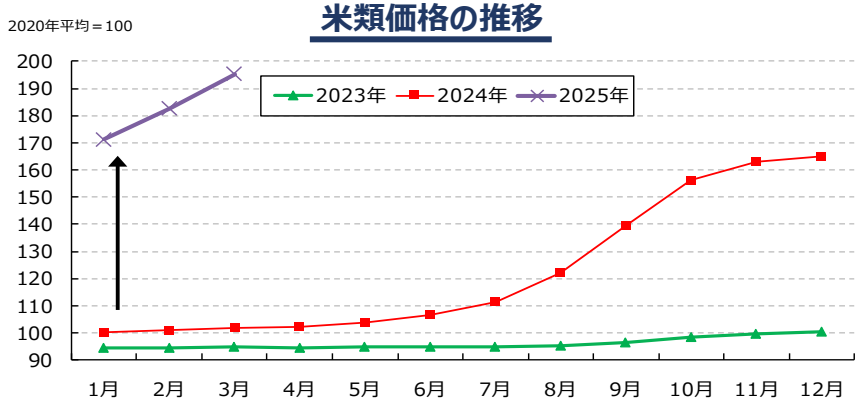
生鮮食品を除く食料価格の推移



（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



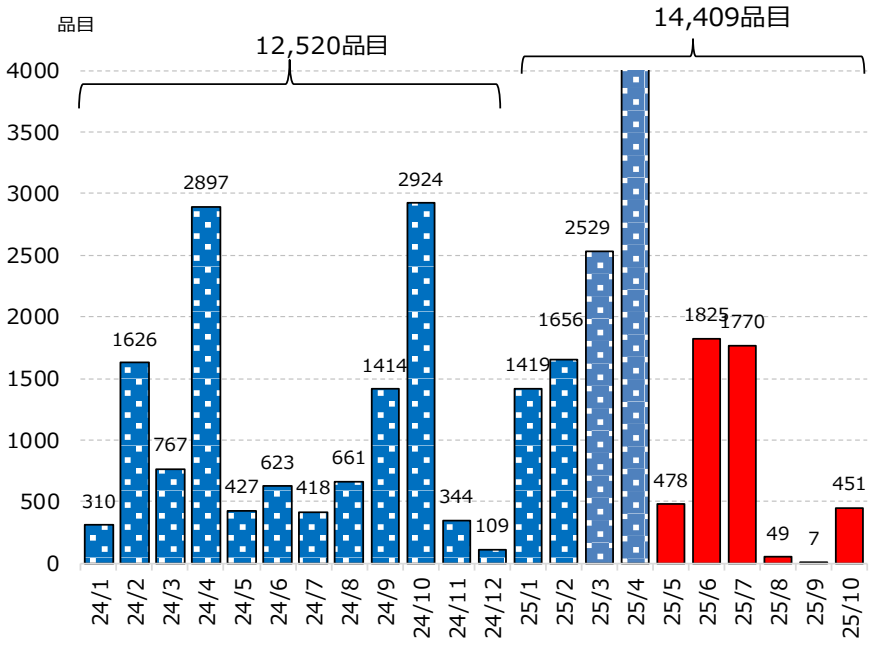
（出所）総務省「消費者物価指数」

食品価格の上昇が続く

■ 帝国データバンクの「食品主要195社」価格改定動向調査（4月30日時点）によると、2025年1－10月の値上げ品目は14,409品目で、前年同期比＋19%。2025年の値上げ要因は引き続き原材料高との回答が最も多い。一方で、物流費や人件費などのサービス価格上昇を受けた値上げ要因も拡大

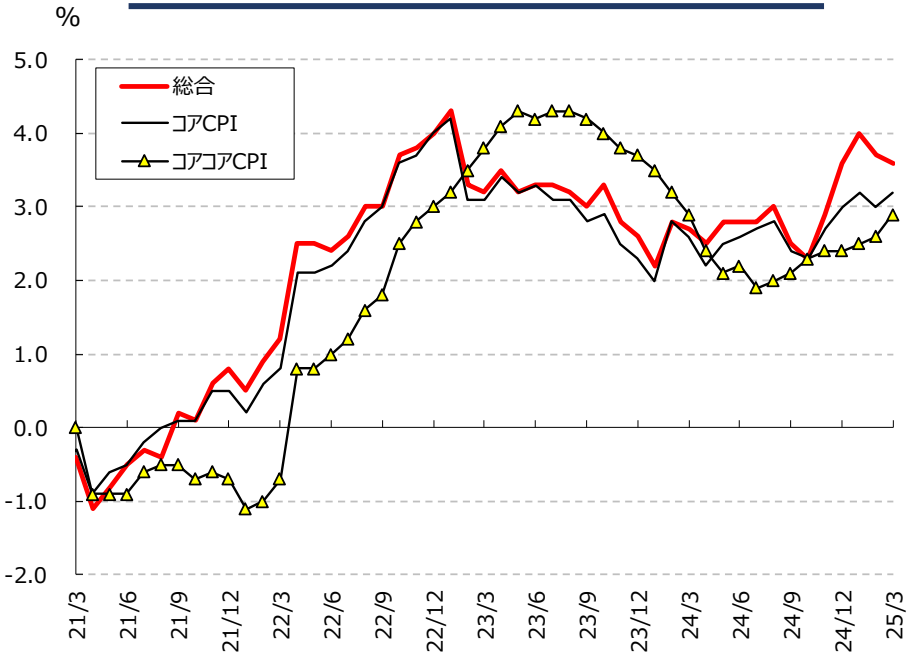
■ 財・サービス別では、財（2月：前年比＋5.7% → 3月：同＋5.6%）は電気・ガスが押し下げたことで伸び幅が縮小。サービス（同＋1.3% → 同＋1.4%）は宿泊料や外食などの寄与により小幅に拡大。人件費の割合が大きいサービス価格は、「賃金と物価の好循環」の実現度合いを測るうえで日本銀行も注視しているが、今のところ上昇ペースは鈍い

食品の値上げ動向



(出所)帝国データバンク「「食品主要195社」価格改定動向調査」

財・サービス別消費者物価指数の推移（対前年）

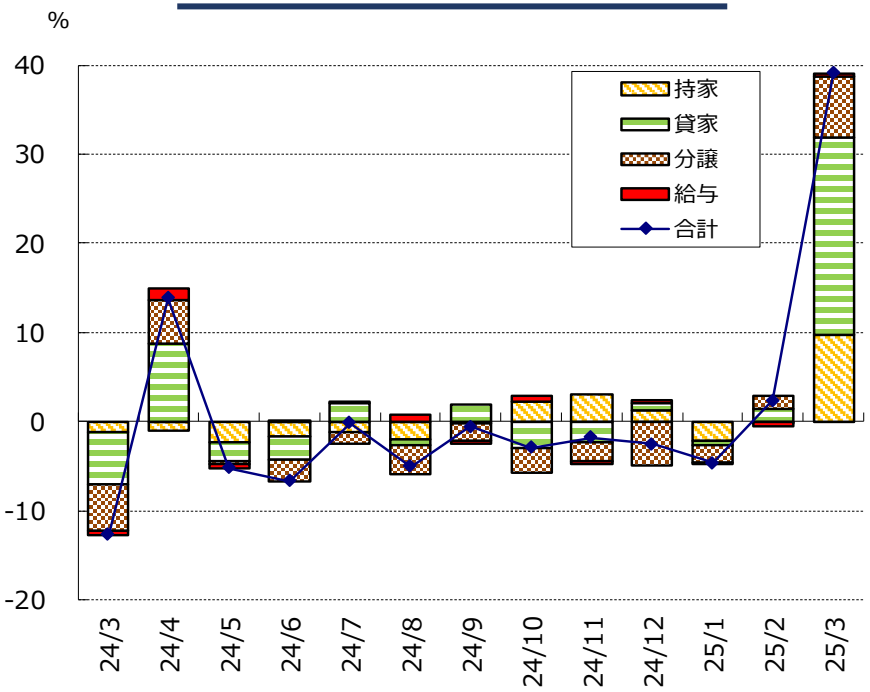


（出所）総務省「消費者物価指数」

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

- 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＋39.1%と急増
- ただし、基調は依然として弱く、4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全体として弱めが継続
- 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

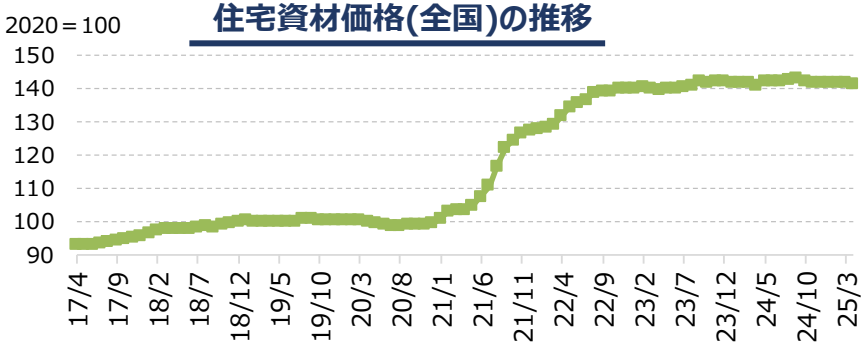
住宅着工戸数の寄与度分解（前年比）



（出所）国土交通省「住宅着工統計」

- 住宅資材価格は高止まりが続く

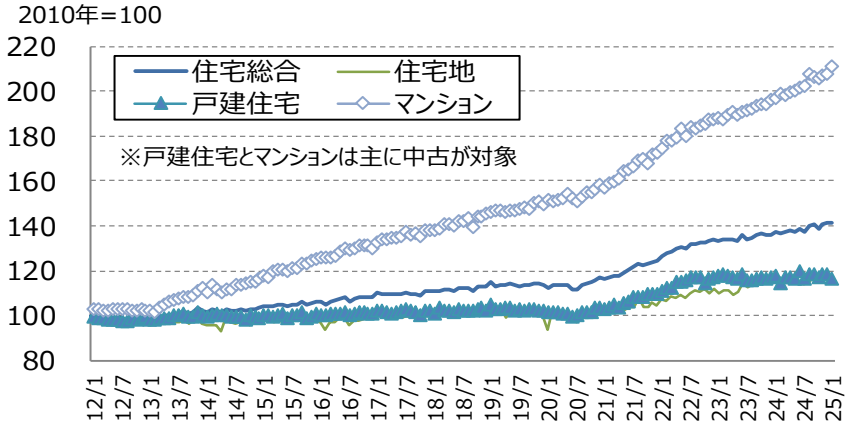
住宅資材価格(全国)の推移



（出所）一般社団法人経済調査会「建設資材価格指数」

- 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

不動産価格指数(住宅)(全国)の推移



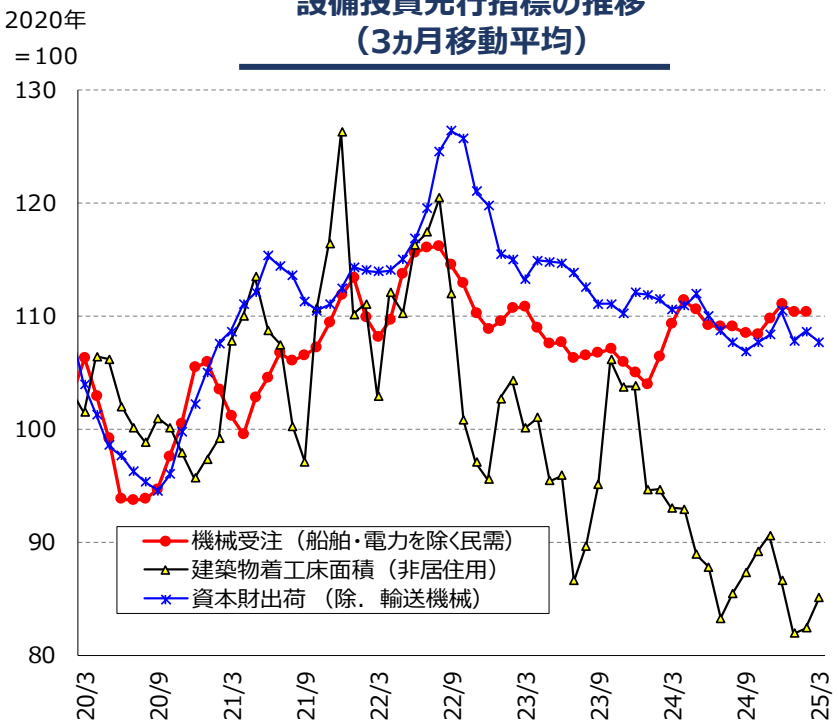
（出所）国土交通省「不動産価格指数（住宅）」

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3月の資本財出荷（除．輸送機械）は前月比▲3.5%で、2月の同＋9.6%から2ヵ月ぶりのマイナス。2月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比＋4.3%と3ヵ月ぶりのプラスで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が、足元ではやや弱含んでいる

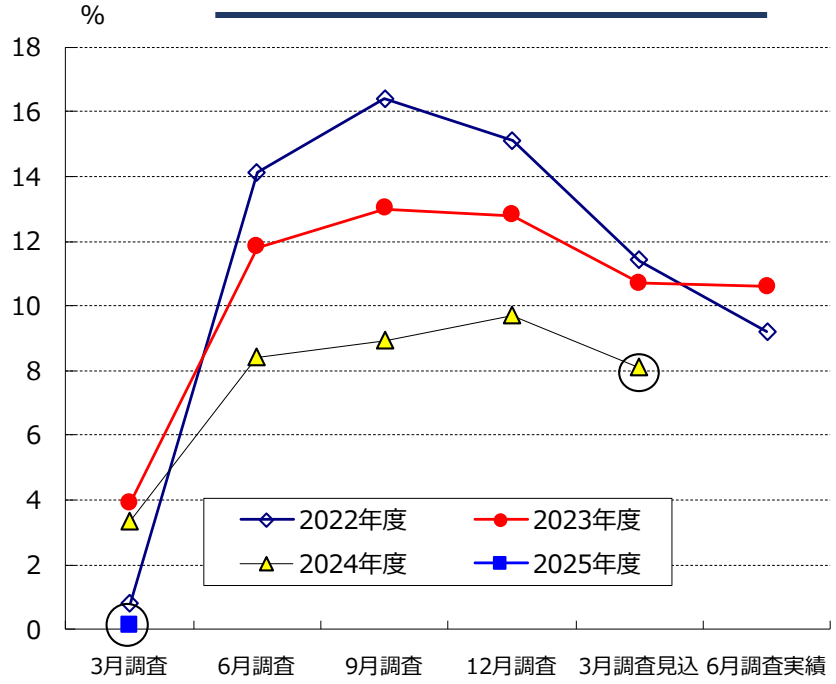
- 4月1日公表の日銀短観における設備投資計画（全規模・全産業ベース）は、2024年度計画は前年度比＋8.1%と前回（12月）同＋9.7%から下方修正。業種別では、製造業が同＋11.6%（同＋15.1%）、非製造業＋6.2%（同＋6.7%）。2025年度計画は同＋0.1%と低めのスタート
- トランプ政権の関税政策が与える影響には留意が必要

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）

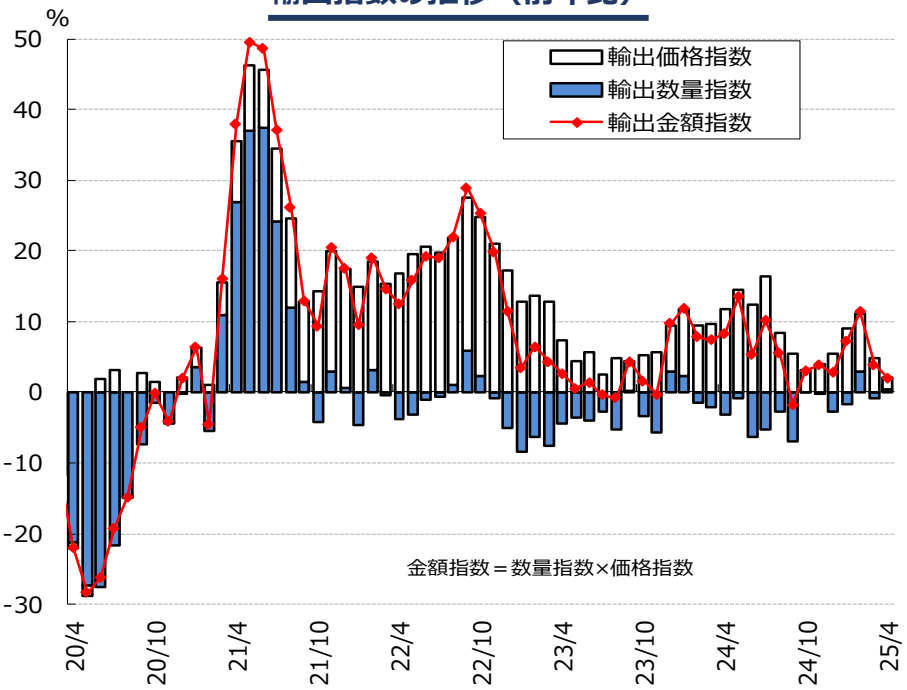


（出所）日銀「短観」

輸出は当面軟調な展開に

■ 4月貿易統計によると、輸出金額は前年比＋2.0%と7ヵ月連続のプラス。半導体関連がアジア圏の旺盛な需要に支えられプラスとなった。輸出は当面軟調な推移となる可能性が高い。トランプ米政権は4月3日に自動車へ25%、そして5月3日に自動車部品へも軽減措置を講じたうえ、追加関税を発動。対米輸出の3分の1強を占める自動車関連をはじめ、米関税政策の影響には引き続き留意が必要

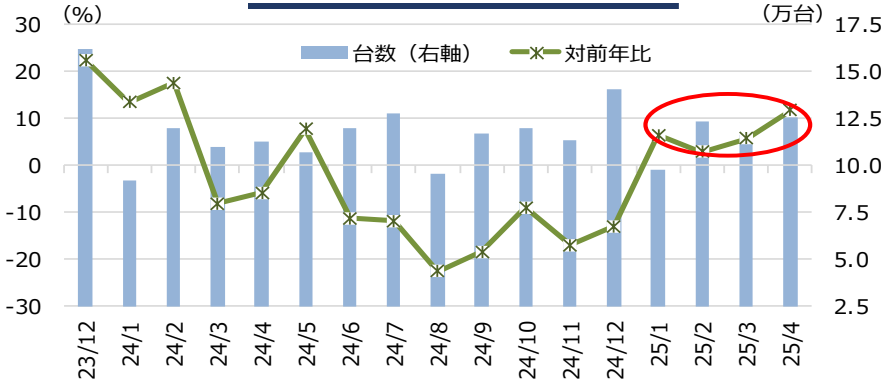
輸出指数の推移（前年比）



（出所）財務省「貿易統計」

■ 米国向け自動車輸出は米政権による関税引き上げ前の駆け込み等により4 ヵ月連続のプラスも今後反動減が予想される

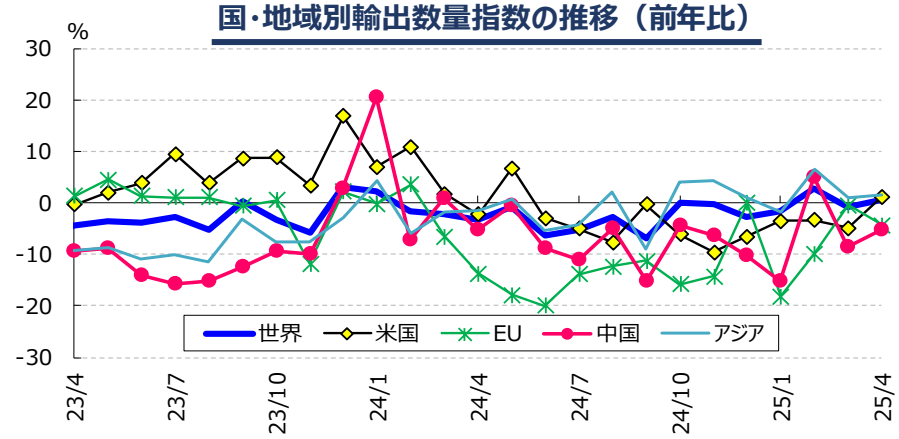
米国向け自動車輸出台数の推移



（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、軟調推移

国・地域別輸出数量指数の推移（前年比）



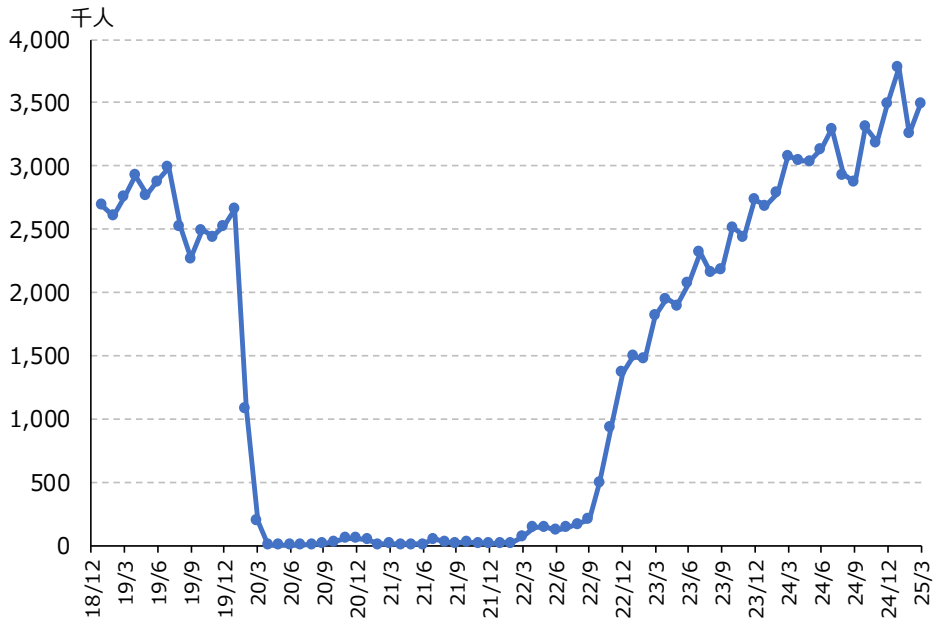
（出所）財務省「貿易統計」

インバウンドは過去最高を記録

- 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
- 2025年3月の訪日外客数は349万人で、前年同月比＋13.5%増、同月単月では過去最高を更新。1－3月では四半期として初めて1,000万人を超えた
- 相対的な物価の低さからインバウンド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

- 観光・レジャー目的で来日した訪日外国人の2025年1-3月期の消費単価は2019年同期比＋52.9%、平均宿泊日数は同＋21.3%。消費額はコロナ前を大きく上回る

訪日外客数の推移



（出所）観光庁

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】（2025年1-3月）

	消費単価（円/人）		平均泊数（泊/人）	
		対2019年1-3月比増減		対2019年1-3月比増減
全国籍・地域	221,285	+52.9%	6.9	+21.3%
オーストラリア	382,089	+50.5%	13.6	+0.7%
フランス	359,300	+70.5%	16.7	+19.9%
カナダ	355,302	+95.3%	14.2	+41.0%
中国	257,179	+17.8%	6.6	+12.5%
ドイツ	350,498	+76.2%	14.5	+14.1%
イタリア	330,622	+60.5%	15.0	+12.6%
英国	327,685	+62.9%	12.2	+16.5%
米国	321,683	+69.0%	10.2	+17.5%
シンガポール	320,956	+78.2%	8.5	+12.2%
ロシア	313,906	+137.9%	11.7	+7.9%
スペイン	312,881	+68.8%	12.8	+15.4%
マレーシア	247,212	+87.2%	8.0	+9.7%
香港	238,746	+46.7%	6.0	+9.3%
インド	230,623	+31.8%	12.0	▲48.8%
フィリピン	224,659	+100.1%	8.8	▲21.3%
タイ	211,292	+74.3%	5.9	+11.6%
インドネシア	203,035	+48.5%	8.9	+25.2%
台湾	197,709	+64.0%	5.7	+13.5%
ベトナム	180,073	+23.6%	6.1	▲26.0%
韓国	108,441	+52.9%	3.7	+10.0%

※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」

3. 海外経済見通し

米国経済見通し概要

- 1－3月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率▲0.3%と、3年ぶりのマイナスとなった。もっとも、関税賦課前の駆け込み需要で輸入が同＋41.3%と増えた影響が大きく、景気の基調を見るうえで重要となる国内最終需要は同＋2.3%と底堅く推移している

- トランプ政権による関税賦課が2025年後半を中心に物価を押し上げ、個人消費を下押しすると予想。 設備投資はAI関連を中心としたソフトウェアなどの投資需要は底堅く推移すると見込むが、関税による収益環境の悪化が抑制要因となり、緩やかな回復にとどまるとみる。金利の高止まりで住宅投資も低迷が持続することから、2025年末にかけて景気は減速に向かうとみる。もっとも、2026年はトランプ減税などが下支えすることで、景気は少しずつ持ち直すと予想

- 5月FOMCでは、政策金利であるFFレートの誘導目標を4.25－4.50%にすえ置くことが決定された。FRBのパウエル議長は会合後の記者会見で、「我々は明確な状況が判明するまで政策判断を待つことができ、急ぐ必要はない」との考えを示した。関税による物価上昇が長期のインフレ期待の上昇につながらないよう配慮する必要はあるものの、労働市場の悪化を受けて、FRBは9、12月に追加利下げを実施すると予想

主要経済指標		暦年ベース → 予測				2024年	2025年 → 予測				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%	**1.4%**	**1.5%**	2.4%	▲ 0.3%	**2.6%**	**▲ 0.4%**	**0.3%**	**1.2%**	**2.4%**	**2.8%**	**3.1%**
	前回	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%
CPI（総合、※）	今回	4.1%	3.0%	**3.1%**	**2.8%**	2.9%	2.4%	**2.7%**	**3.6%**	**3.4%**	**3.1%**	**2.8%**	**2.6%**	**2.4%**
	前回	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%
政策金利（上限値、期末値）	今回	5.50%	4.50%	**4.00%**	**4.00%**	4.50%	4.50%	**4.50%**	**4.25%**	**4.00%**	**4.00%**	**4.00%**	**4.00%**	**4.00%**
	前回	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%

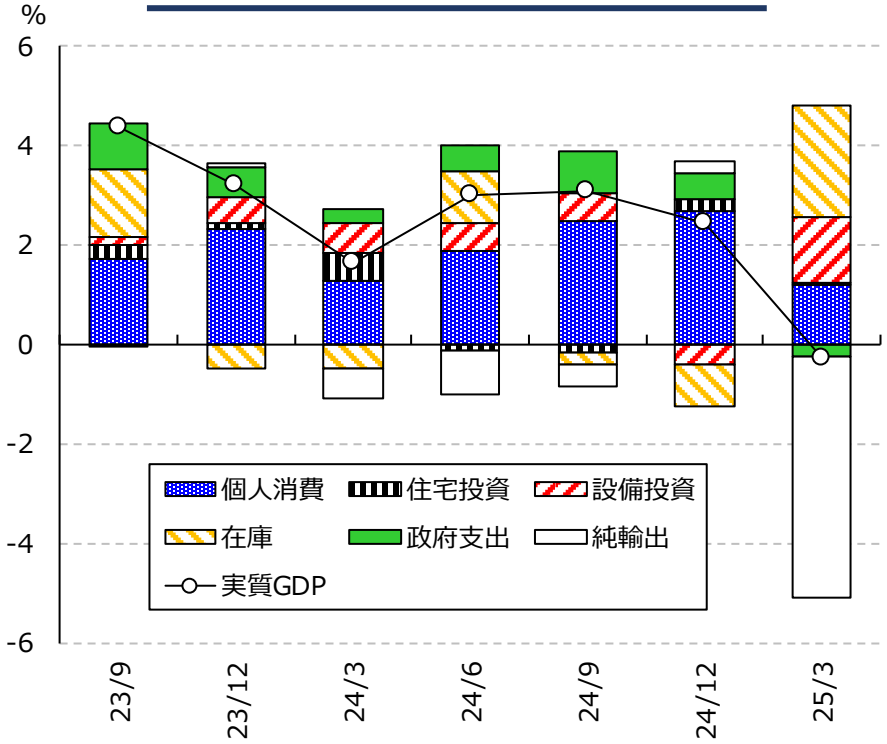
※暦年は平均値、四半期は期末値を記載　・前回は2月経済見通し時点

トランプ政権の関税政策が消費者マインドを下押し

■ 1－3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.3%と、2022年第1四半期以来のマイナスに。もっとも、関税賦課前の駆け込み需要などで輸入が同＋41.3%と大きく増えた影響が大きい。景気の基調を見るうえで重要となる国内最終需要は同＋2.3%と高めの伸びに

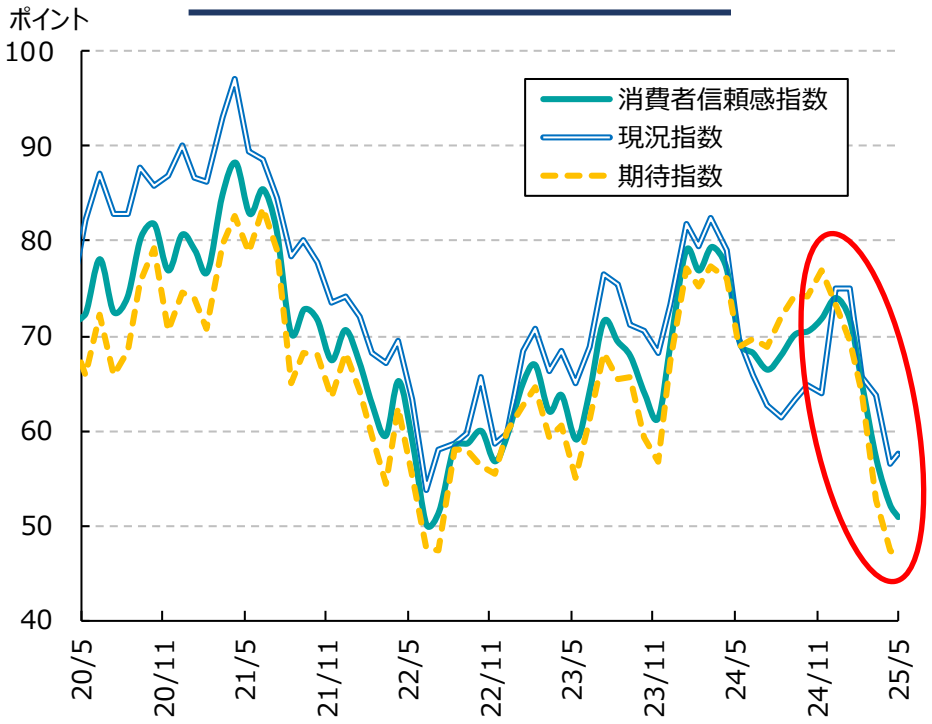
■ 5月のミシガン大学消費者信頼感指数は50.8と前月から▲1.4ポイントとなり、5ヵ月連続で低下。内訳では、現況指数が同＋1.1ポイント、期待指数が同▲0.8ポイントだった。米中の関税引き下げは朗報も、先行きにおけるトランプ政権の政策に対する警戒感は消えず

実質GDP成長率と寄与度（前期比年率）



（出所）米商務省

ミシガン大学消費者信頼感指数



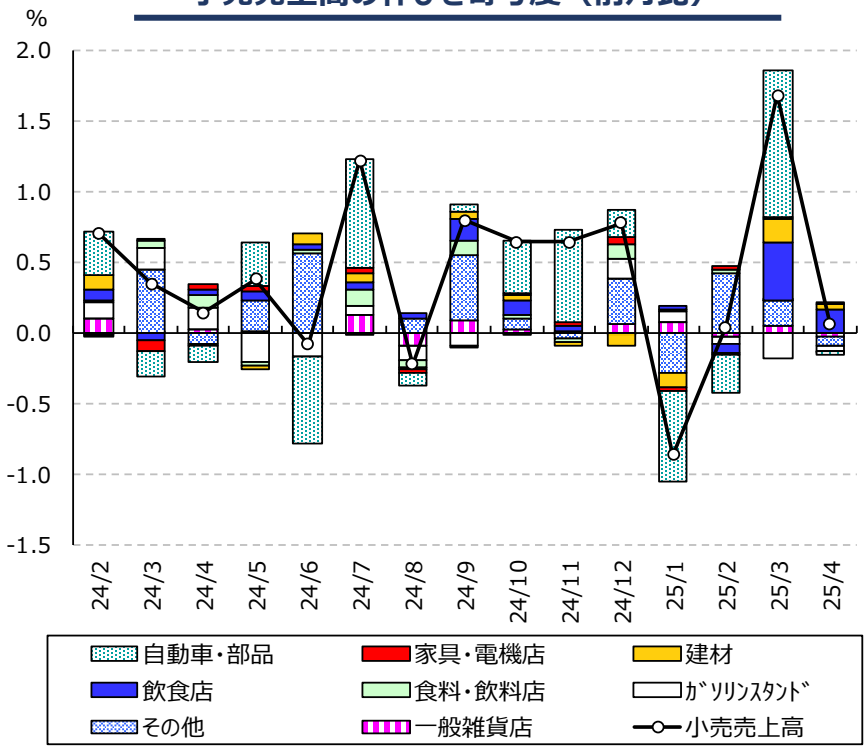
（出所）ミシガン大学

今後は駆け込み需要の反動で買い控えが起こる可能性

■ 4月の小売売上高は前月比＋0.1%と3ヵ月連続で増加。衣料品・装飾品やガソリンはマイナスだったが、家具、電器などのほか、唯一のサービスである飲食店がプラスとなった。もっとも、今後は駆け込み需要の反動で買い控えが起こる可能性

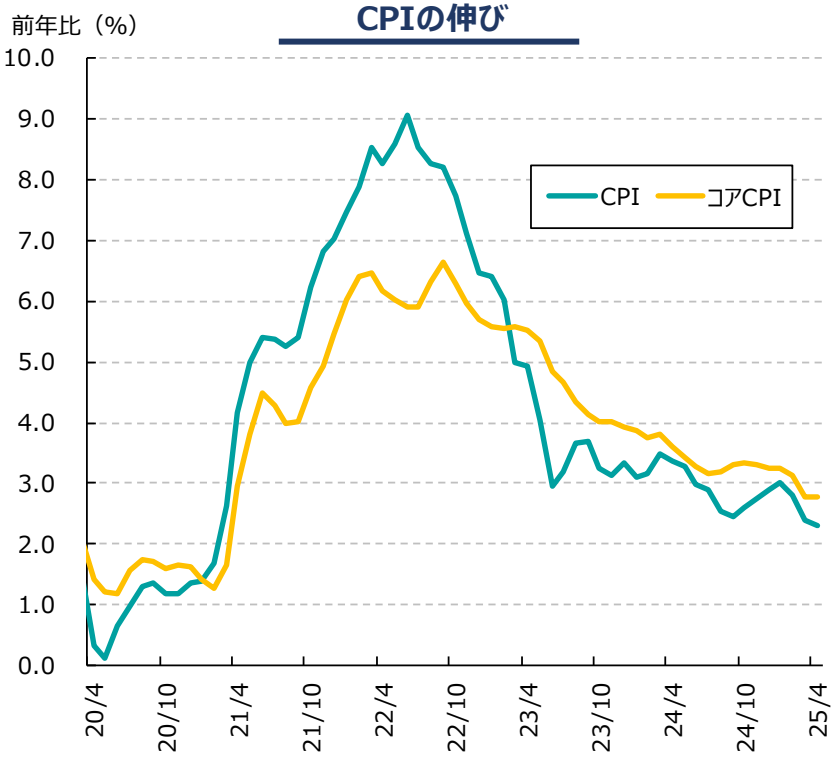
■ 4月の消費者物価指数（CPI）は、総合ベースが前年比＋2.3%と前月から鈍化。食品とエネルギーを除いたコアベースは同＋2.8%で前月と同じ伸びとなり、関税政策の影響はまだ現れていない

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



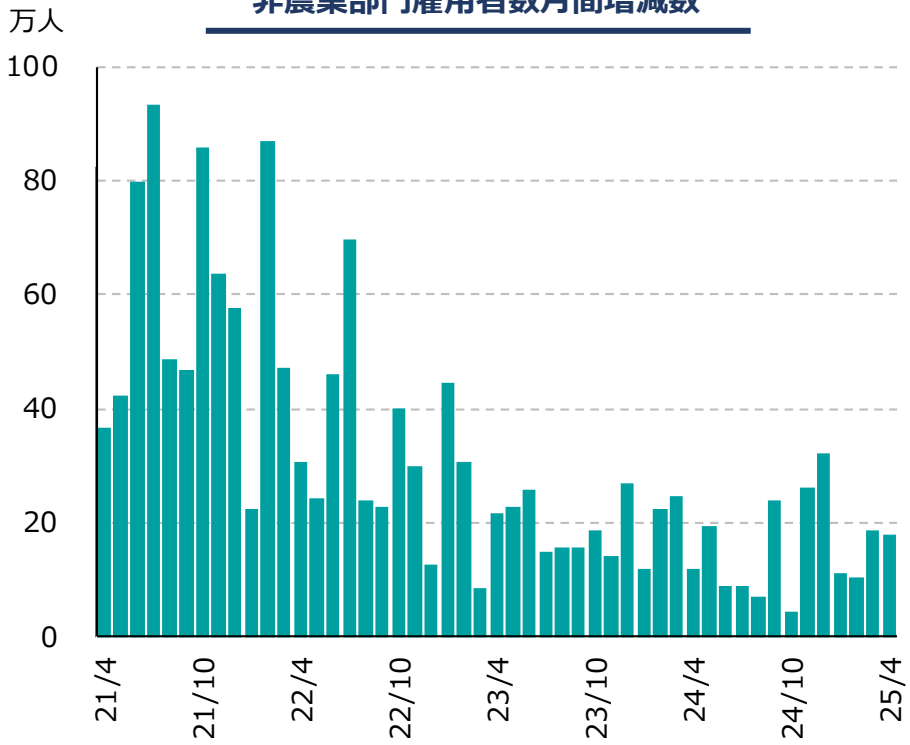
（出所）米労働省

失業率は4%程度での推移が続く

- 4月の非農業部門雇用者数は前月比＋17.7万人と、市場予想（同＋13.8万人）を上回った。関税の不透明感に伴う駆け込み需要といった特殊要因はあるものの、労働市場は依然として底堅い

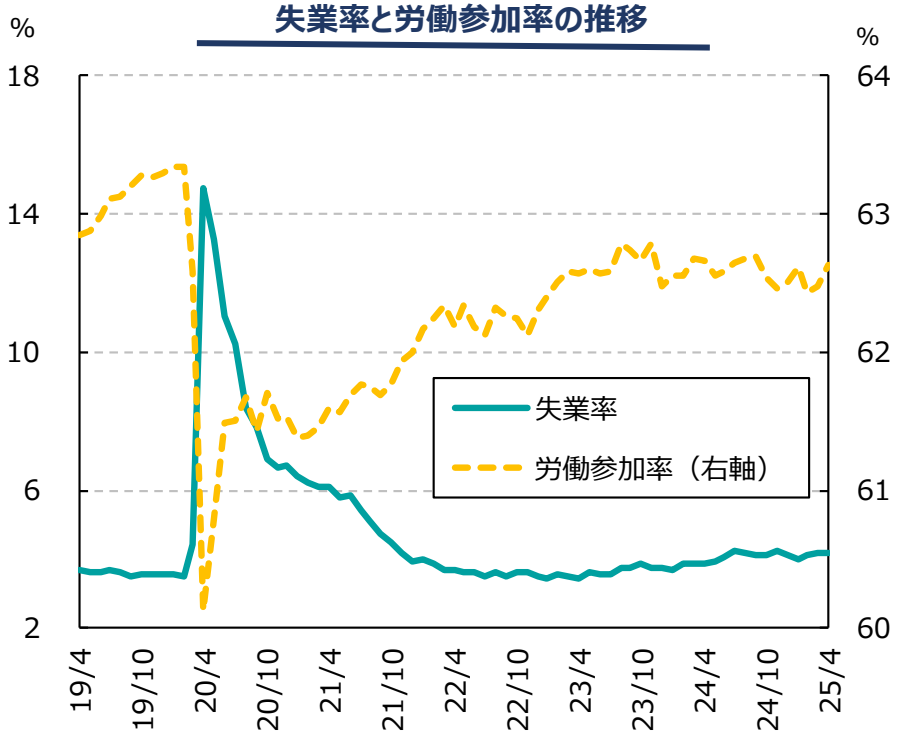
- 4月の失業率は4.2%と前月から横ばい。27週以上の長期失業者が同＋17.9万人となり、失業期間の中央値が10.4週と前月（9.8週）から延伸するなど、一度職を離れた場合に新たな職が見つけづらくなっている可能性

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



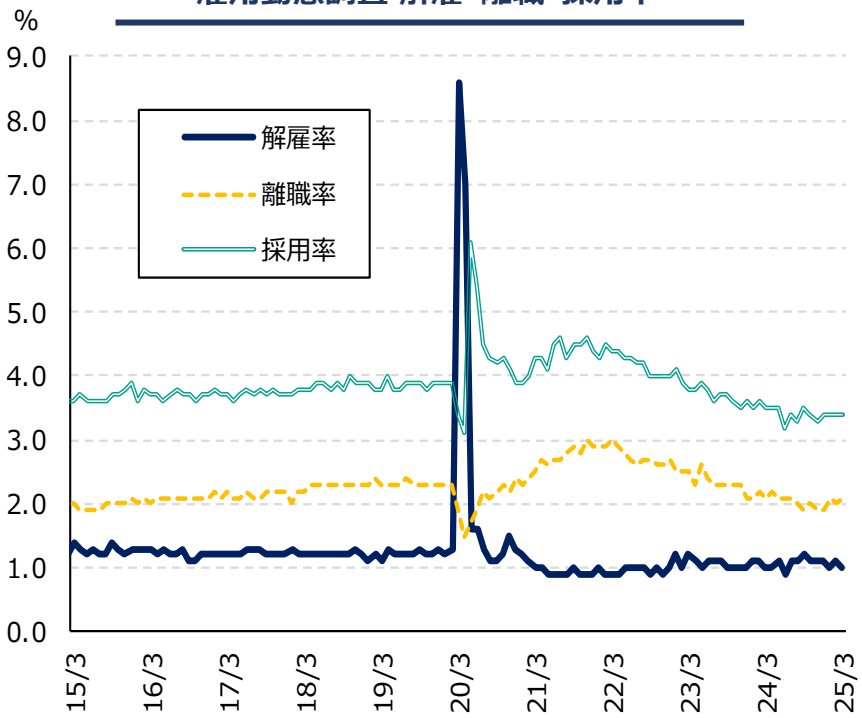
（出所）米労働省

新規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

- 5月19日の週の新規失業保険申請件数は22.9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

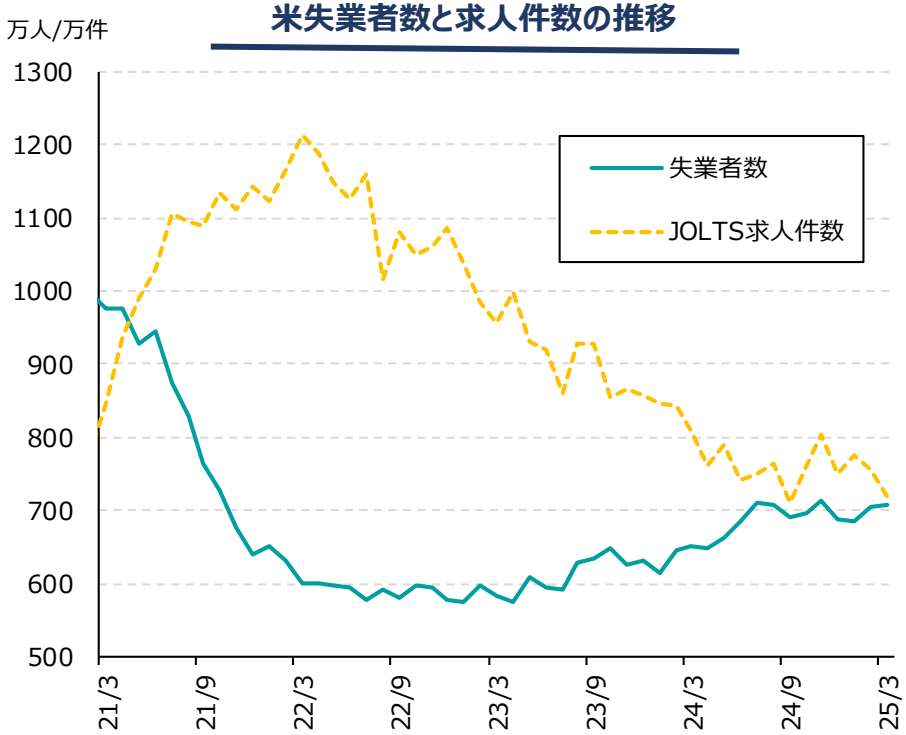
※足元のトレンドを確認するため縦軸の上限を100万人に設定

求人件数が失業者数を下回る可能性が高まる

- 失業者1人当たりの雇用動態調査（JOLTS）求人件数は1.02件とかろうじて1を上回っているが、先行指標となるIndeed求人件数は減少傾向が続いており、今後は1を下回る可能性が高まっている

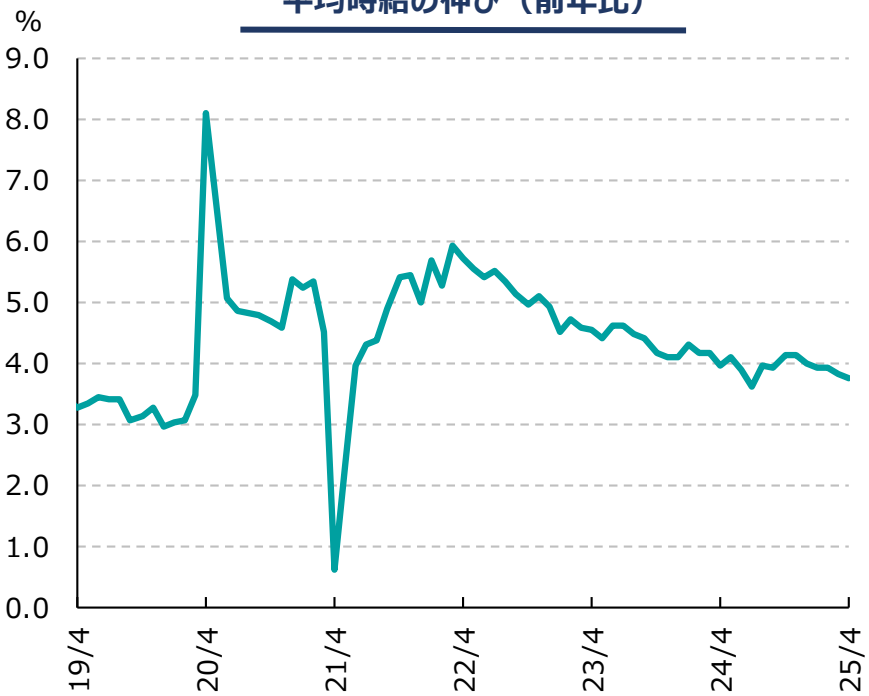
- 4月の時間当たり賃金は前年比＋3.8%と前月と同じ伸びに。一方、前月比では＋0.17%と、前月（同＋0.28%）から鈍化

米失業者数と求人件数の推移



（出所）米労働省

平均時給の伸び（前年比）



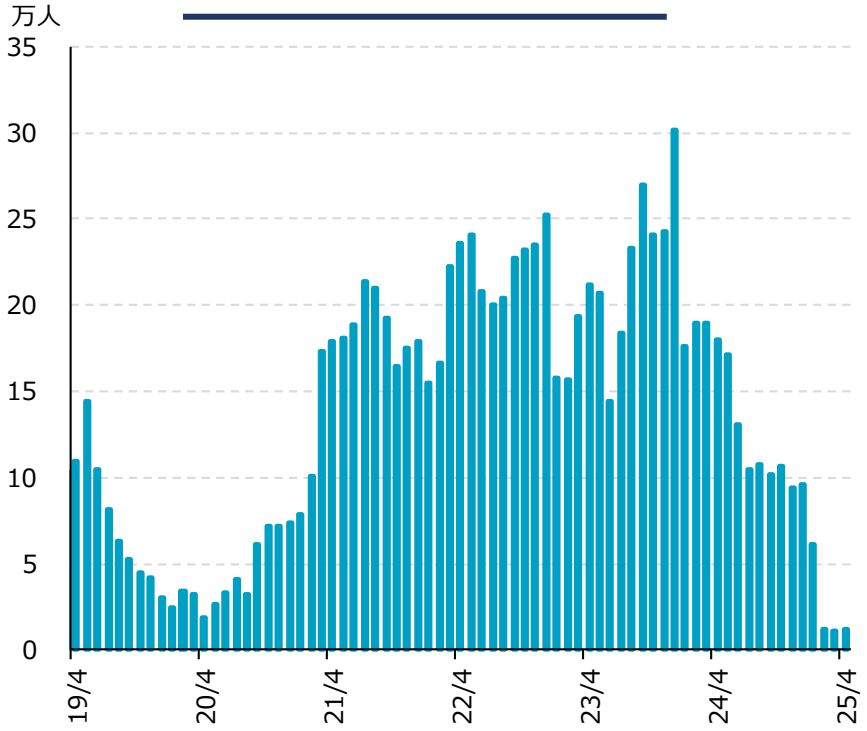
（出所）米労働省

移民制限は景気の押し下げにつながる可能性

■ 不法移民は2024年時点で約1,100万人となっている。南部国境の不法移民の遭遇数を見ると、2024年は月平均で13.7万人だったが、2025年4月は1.2万人まで減少。トランプ政権による国境厳格化の影響が現れ始めている

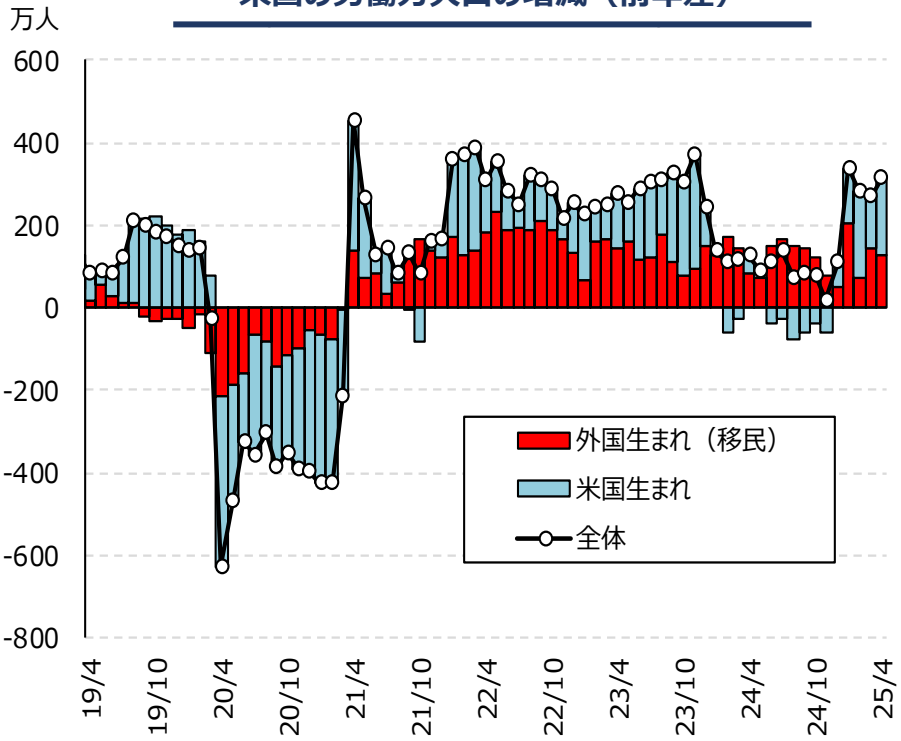
■ コロナ禍後において移民が労働力として果たした役割は大きい。当研究所の経済モデル（Oxford Economics Global Economic Model:GEM）による試算では、移民抑制に伴って労働力人口が2025、2026年の2年間で100万人減少した場合、消費者物価指数（総合）の押し上げ効果は＋0.19%pt、実質GDPの押し下げ効果は▲0.24%ptとなる

南部国境の不法移民の遭遇数



（出所）米税関・国境取締局（CBP)公表資料より明治安田総研作成

米国の労働力人口の増減（前年差）



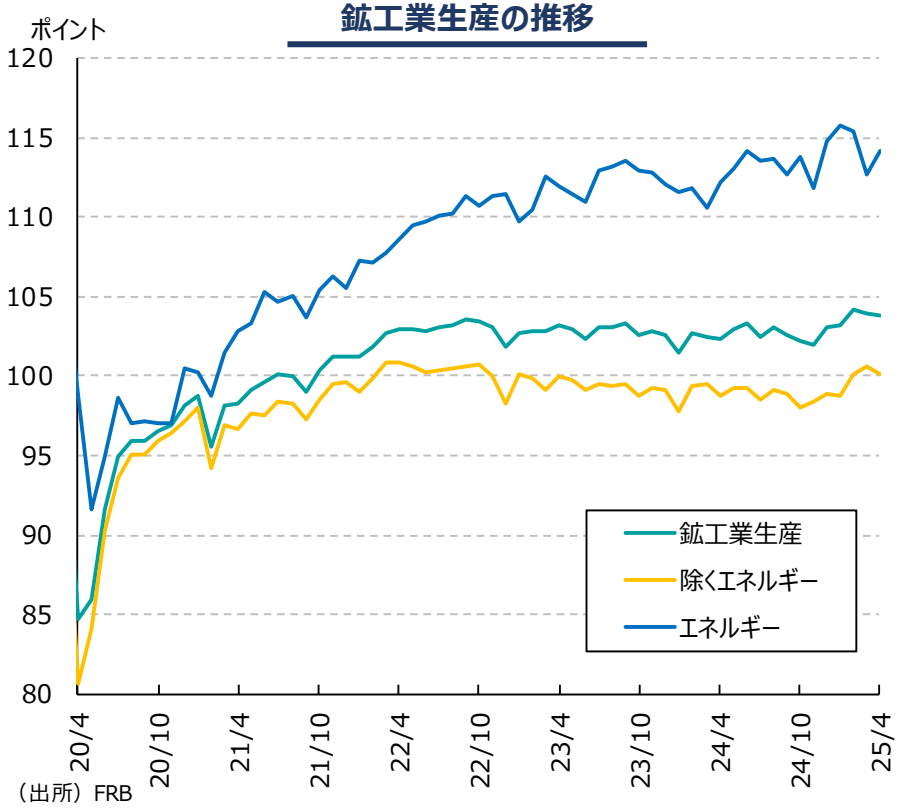
（出所）米労働省より明治安田総研作成

製造業のマインドは冴えない

■ 4月の鉱工業生産指数は前月比▲0.0%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。一般機械がプラスとなる一方、自動車やPC・電子部品などはマイナスになるなど、まちまちな動き。もっとも、生産全体で見ればそこまで落ち込みは見られない

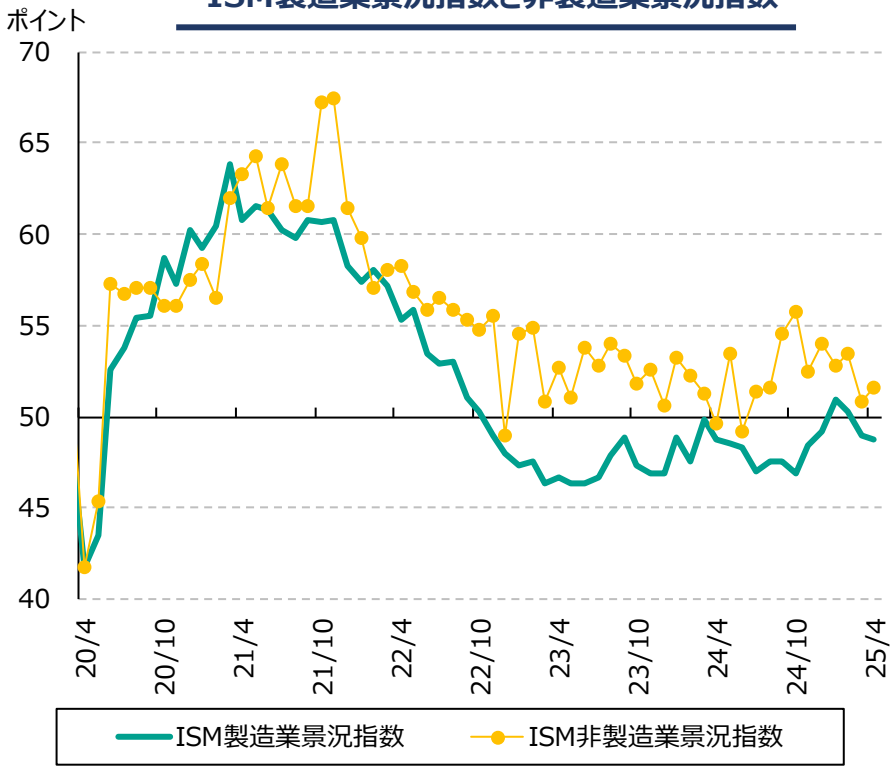
■ 4月のISM景況指数は、製造業が48.7ポイント、非製造業が51.6ポイントとなった。製造業は3ヵ月連続の低下となり、好不況の境目である50を下回っている

鉱工業生産の推移



（出所）FRB

ISM製造業景況指数と非製造業景況指数



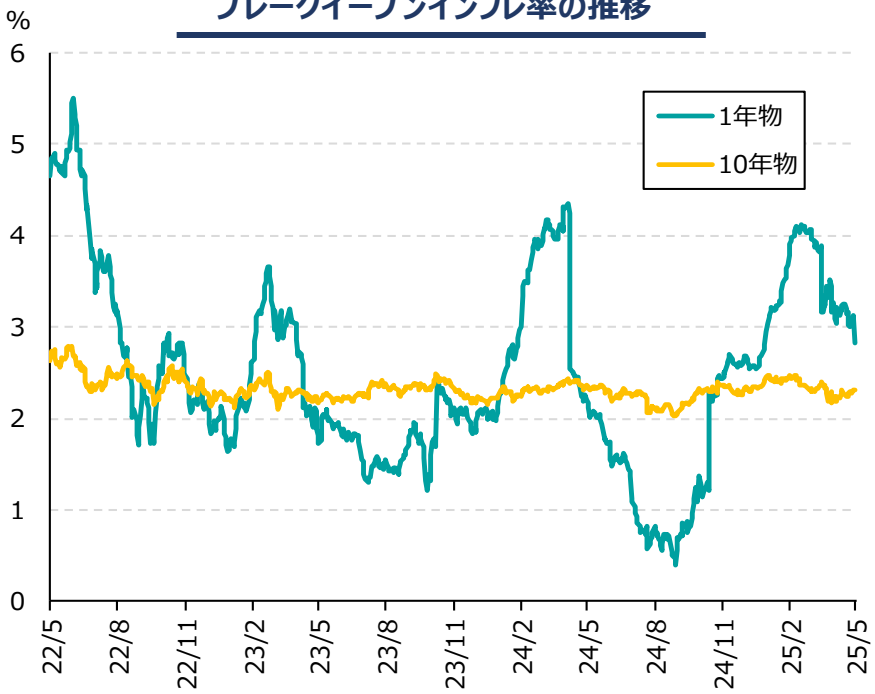
（出所）米サプライマネジメント協会（ISM）

2025年は計2回の追加利下げを予想

■ 市場の期待インフレ率を示すブレークイーブンインフレ率（普通国債と物価連動国債との利回りの差）を見ると、1年物は高水準だが、足元では低下傾向にあるほか、10年物は横ばいで推移

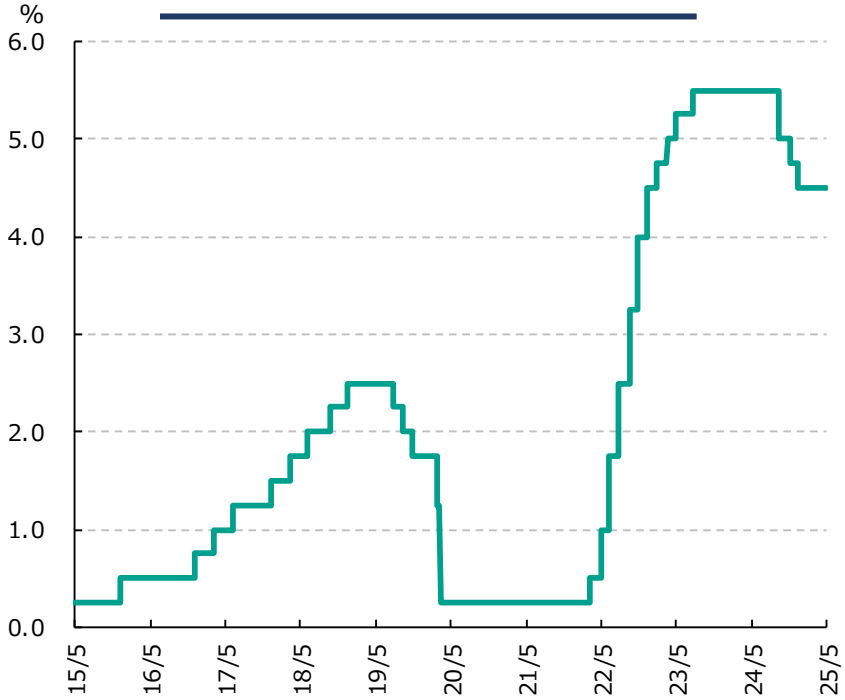
■ FRBは、5月会合で政策金利をすえ置き。パウエル議長は、関税に伴う不確実性の高まりを根拠に様子見姿勢を強調。ただ、このまま長期の期待インフレ率の安定が続けば、年後半に労働市場悪化の方向性が明確になった段階でFRBは利下げに踏み切れるとみており、9、12月に政策金利を0.25%ずつ引き下げると予想。その後は、2026年末まで3.75－4.00%の水準を維持するとみる

ブレークイーブンインフレ率の推移



（出所）Bloombergより明治安田総研作成

米政策金利（上限値）の推移



（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1－3月期実質GDP成長率は前期比+0.3%。ドイツ（10－12月期：同▲0.2%→1－3月期：同＋0.2%）とフランス（同▲0.1%→同＋0.1%）が米国への駆け込み輸出の影響などでプラス転換。観光業が堅調なスペイン（同＋0.7%→同＋0.6%）とイタリア（同＋0.2%→同+0.3%）は底堅い。米関税政策の影響が顕在化することで4－6月期以降の成長率は横ばい付近となる見通し
- 欧州経済は、予断を許さない状況。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。先行き不透明感から、実質賃金のプラス転換後も個人消費は鈍い。さらに、米関税が下押し材料に。年内は緩慢な景気回復ペースを想定するが、2026年以降、財政出動効果により持ち直しに転じると予想
- ECBの4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：2.25%）。利下げは6会合連続となり、中銀預金金利は中立金利（1.75～2.25%）の上限に到達した。ラガルド総裁は、米関税政策が景気を下押しするとの認識を示したほか、エネルギー価格の下落とユーロ高によるインフレ鈍化の可能性にも言及。利下げが正当化される環境が継続するとみられ、6、9月に追加利下げが実施されると予想

		歴年ベース		予測		2024年	2025年				予測 2026年			
主要経済指標		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%	0.9%	**0.7%**	**1.3%**	0.2%	**0.3%**	**▲0.1%**	**0.0%**	**0.1%**	**0.4%**	**0.5%**	**0.4%**	**0.5%**
	前回	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%
HICP（総合、※）	今回	5.5%	2.5%	**2.1%**	**2.0%**	2.4%	**2.2%**	**2.0%**	**2.1%**	**2.0%**	**2.0%**	**1.9%**	**2.0%**	**2.1%**
	前回	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%
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%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%

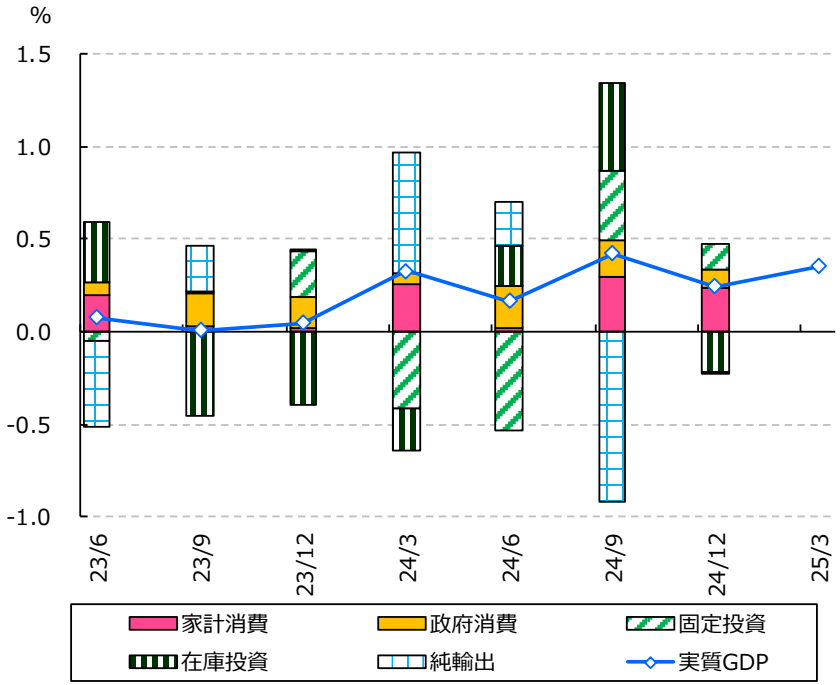
※暦年は平均値、四半期は期末値を記載　　・前回は2月経済見通し時点

景気は年内は足踏み、26年に回復へ

- ユーロ圏の1－3月期実質GDP成長率は前期比+0.3%
- ドイツ（10－12月期：同▲0.2%→1－3月期：同＋0.2%）とフランス（同▲0.1%→同＋0.1%）が米国への駆け込み輸出の影響などでプラス転換。観光業が堅調なスペイン（同＋0.7%→同＋0.6%）とイタリア（同＋0.2%→同+0.3%）は底堅い

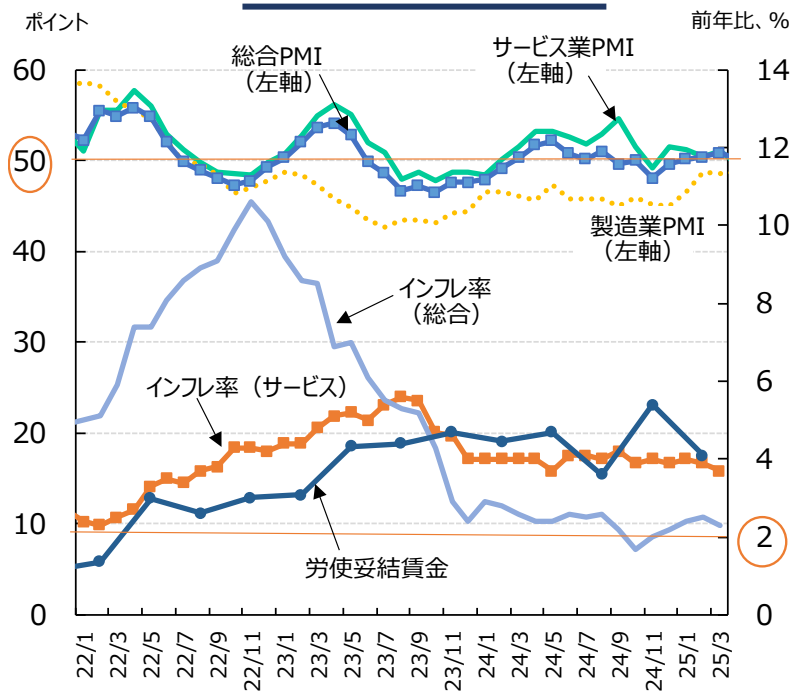
- ユーロ圏企業購買担当者景気指数（PMI)を見ると、4月は総合で50.4と好不況の境目となる50を4ヵ月連続で上回った。堅調な観光業を背景に、サービス業がけん引役に
- ドイツをはじめ製造業は不振が続く
- ユーロ圏の3月インフレ率は前年同期比＋2.2%。財価格の伸びが落ち着いているほか、サービス価格の伸びも鈍化傾向となり、インフレ目標達成が視野に入る

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



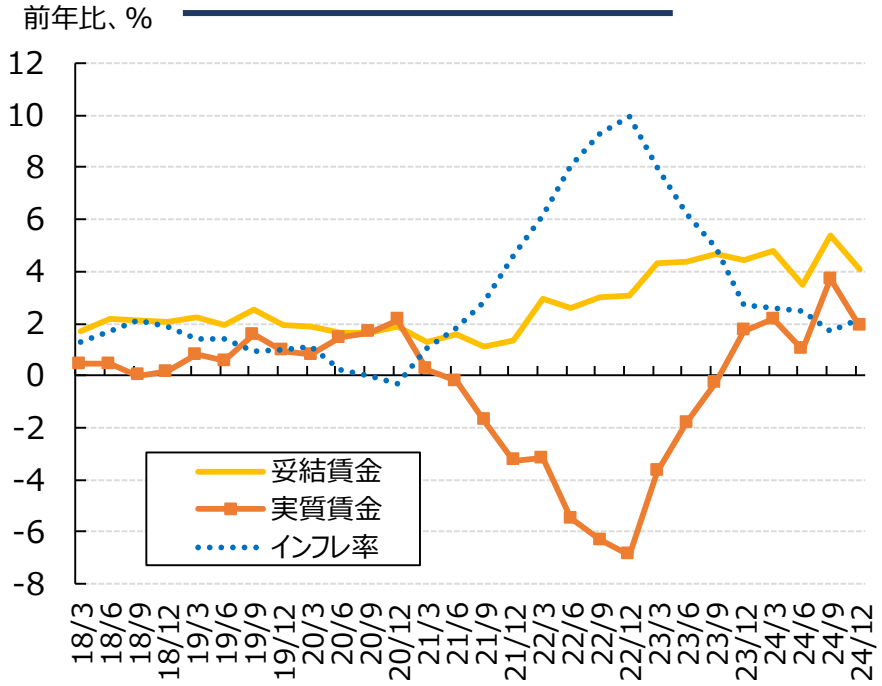
（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

個人消費は回復傾向、生産は今後鈍化しよう

- 10-12月期のユーロ圏労使妥結賃金は、前年同期比＋4.1%と前期（同＋5.4%）から伸びが鈍化
- もっとも、インフレ率は2%程度になったため、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

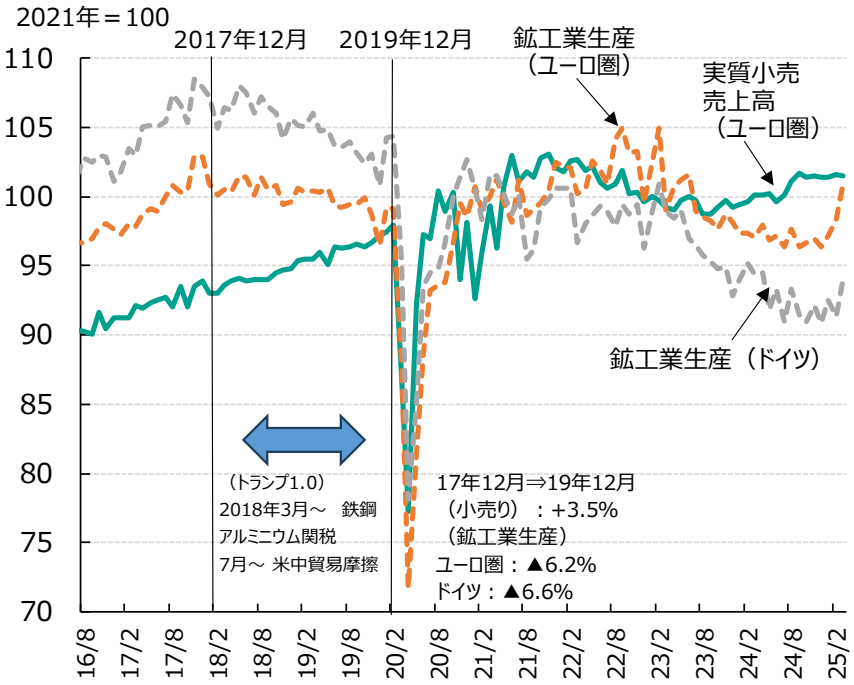
- ユーロ圏の実質小売売上高は実質賃金プラス転換を背景に回復傾向
- 鉱工業生産は消費財・資本財ともに持ち直しの動きをみせているが、4月以降、米関税政策の影響などで減少傾向に転じるとみる
- 自動車産業が不振であるドイツの鉱工業生産は、一段と低迷する可能性も

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



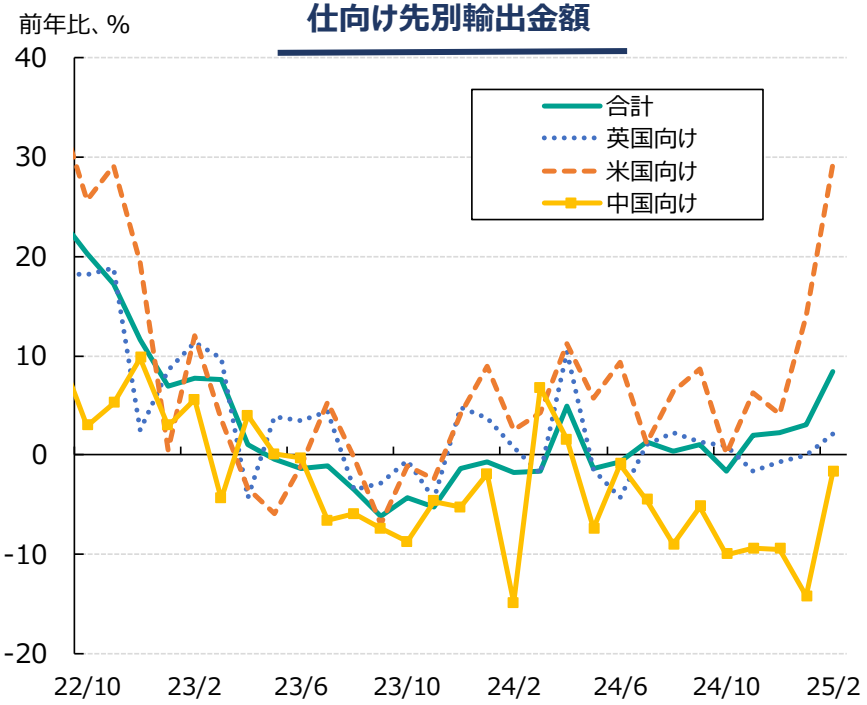
（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

駆け込み輸出の反動に警戒

- ユーロ圏の輸出は2月に前年同月比＋8.4%となり、外需は足もと好調
- 主因は関税を見すえた米国への駆け込み輸出。2月の米国向けは同＋29.2%と大幅増に。この傾向は3月も継続し、純輸出の寄与が1－3月期GDPの上振れ要因になったとみる。もっとも、今後、駆け込みの反動と関税の影響で米国向けが減少するとみられるほか、米国との貿易摩擦で疲弊する中国向けも低迷する可能性が高い

- 3月12日の鉄鋼・アルミニウム関税発動を皮切りに、米国とEU間の貿易摩擦が強まっている
- 4月3日発動の自動車関税と5月3日発動の自動車部品関税は、すでに脆弱なドイツ経済にとってかなりの痛手。相互関税上乗せ（10%）は免れたものの、一律関税（10%）は発動済み
- 独連銀は米関税による独GDP下押し効果を▲1ﾎﾟｲﾝﾄ程度、ECBはユーロ圏への下押し効果を0.5ﾎﾟｲﾝﾄ程度と試算

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

米国とEUの関税を巡る応酬

日付	発動主体	内容
3月12日	米国	鉄鋼・アルミニウム関税（25%）発動
4月3日	米国	自動車関税発動（25%）
5日	米国	一律関税発動（10%）
9日	米国	相互関税上乗せ（10%）見送り
10日	EU	対米報復関税（オートバイ、大豆などに最大25%）見送り
5月3日	米国	自動車部品関税（25%、一部緩和措置）発動
5月8日	EU	最大950億ユーロ相当の米国製品に対する報復関税案を公表（通商協議不調の場合の対応案）

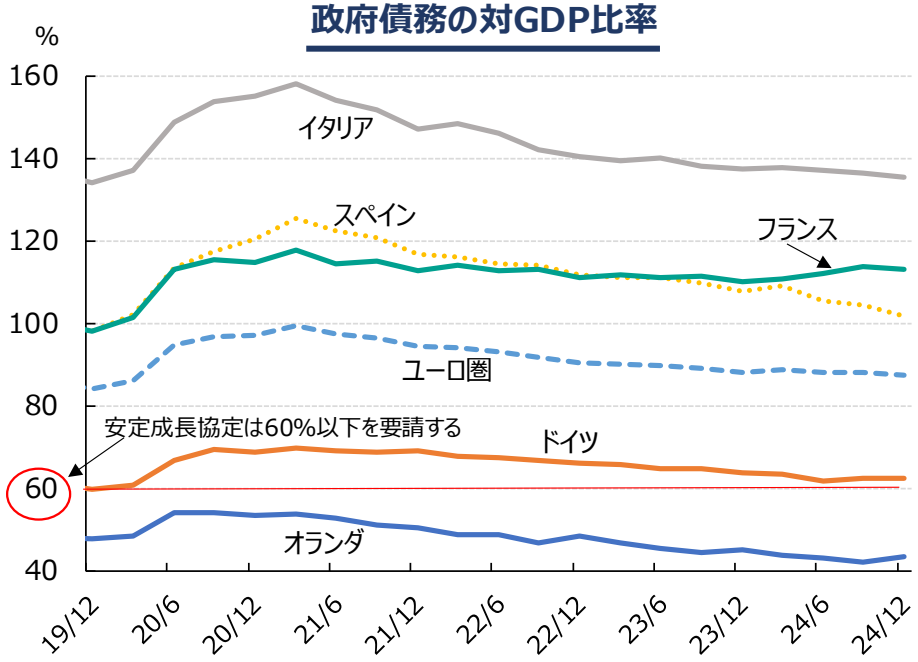
（出所）各種報道より明治安田総研作成

再軍備計画と独財政出動で関税による下押し効果を相殺へ

- ユーロ圏の債務残高の対GDP比は、コロナ前の水準に戻る
- 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で（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%）となる見込みであり、2026年以降のユーロ圏実質GDP成長率を0.9ﾎﾟｲﾝﾄ程度押し上げるとみる。ドイツの財政出動も合わせると、1.2ﾎﾟｲﾝﾄ程度の景気下支え効果となろう。米関税政策の負の効果を補って余りある規模である

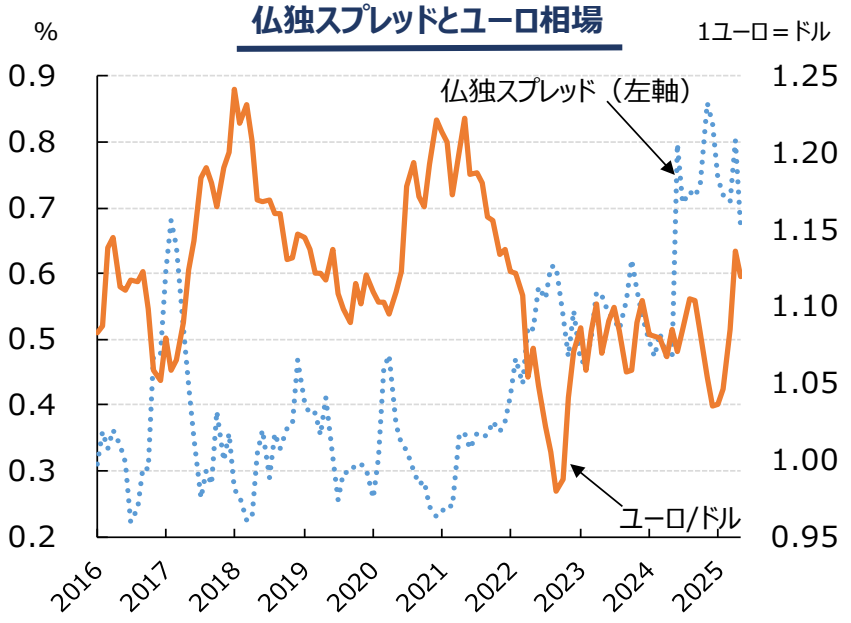
- ドイツは、3月4日に財政拡張路線を打ち出した。財政余力のあるドイツの財政出動を市場は好感しユーロ高に。12年間で5000億ユーロのインフラ投資基金設立され、GDP比1%以上の防衛関連支出は財政赤字をGDPの0.35%までに抑える「債務ブレーキ条項」の適用対象外となる
- 年間420億ユーロ（GDP比1%）のインフラ支出があるとすると、乗数を1（IMF想定）とすれば、1%程度の独GDP成長率押し上げ効果

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の利下げは1.75%までとみる

- 4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：2.25%）。利下げは6会合連続
- 3月ECB経済見通しでは、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、2025年から26年の輸出と26年の設備投資の見通しが大幅に下方修正された。ECBは景気下支えのために6月と9月に利下げを実施し、中銀預金金利はECBが想定する中立金利（1.75～2.25%）の下限まで下がると予想

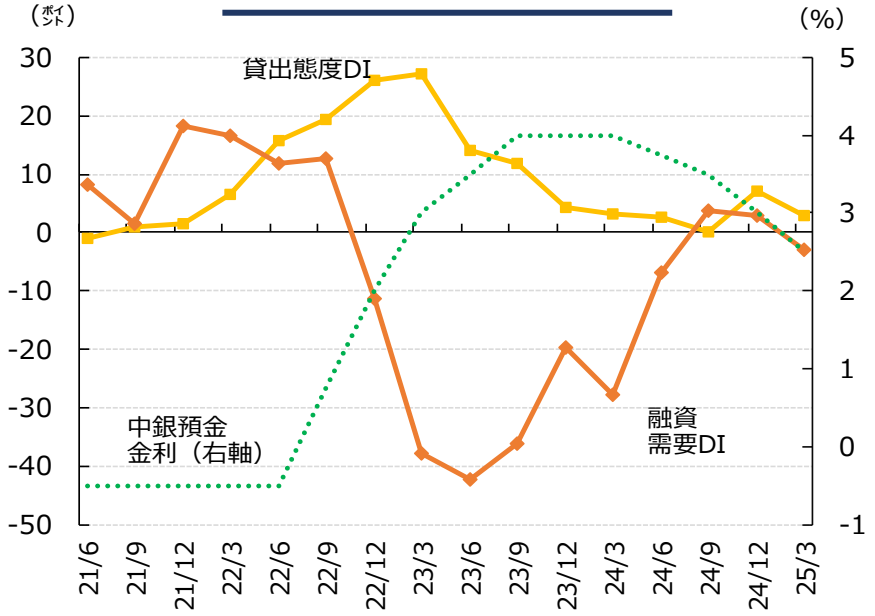
- ユーロ圏4月銀行融資担当者調査によると、1－3月期の融資需要DI（「融資需要の増加を報告した先の割合」―「減少を報告した先の割合」）は▲3.0ポイントとマイナスへ転落。企業の設備投資意欲に鈍化の兆し
- 貸出態度DI（「融資基準を引き締めた先」―「緩めた先」）は＋3.0ポイントへ低下したものの、銀行の融資態度は依然厳しめ。米関税への懸念と不安定な政局により、ドイツとフランスで銀行のリスク許容度が低下傾向に。利下げの継続が求められよう

ECBスタッフ見通し

	3月見通し			（前回）12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	0.8	0.9	1.2	0.7	1.1	1.4
個人消費	1.0	1.4	1.2	0.9	1.3	1.3
総固定資本形成	▲1.8	1.2	1.7	▲1.7	1.2	2.2
輸出	0.9	0.8	2.3	1.0	1.6	3.0
輸入	0.1	1.9	2.6	0.1	2.3	3.1
純輸出（%pt）	0.4	▲0.5	0.0	0.5	▲0.2	0.1

（出所）ECB

ユーロ圏銀行融資担当者調査



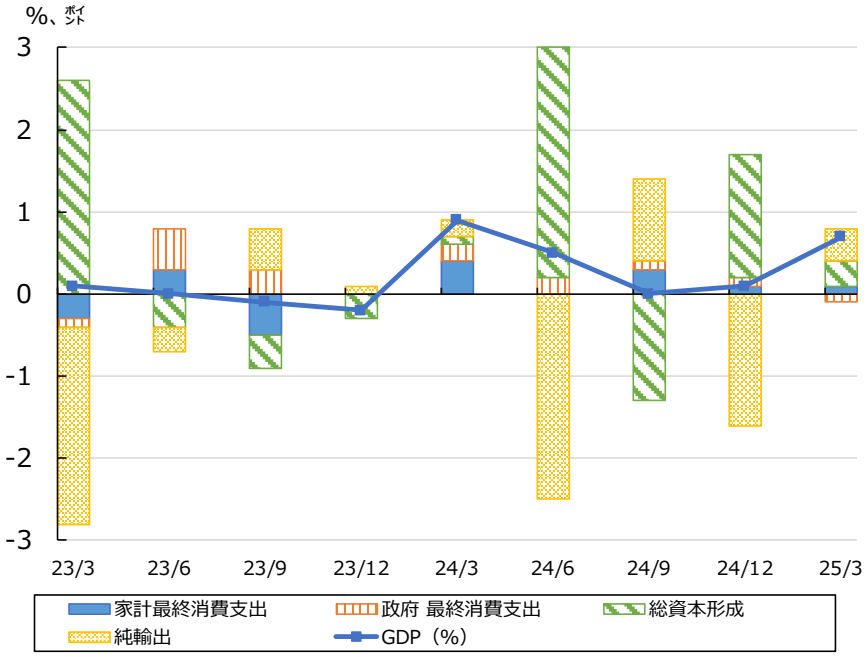
（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成
貸出態度DIは「融資基準を引き締めた先の割合」―「緩めた先の割合」
資金需要DIは「融資需要の増加を報告した先の割合」―「減少を報告した先の割合」

BOEは慎重に利下げを進めよう

- 英国の1－3月期実質GDP成長率は前期比+0.7%と、前期（同+0.1%）から加速
- 実質賃金の増加に伴って個人消費が回復傾向にあるほか、設備投資と駆け込み輸出が寄与
- 今後、米関税政策の影響や社会保険料の雇用者負担率と最低賃金引き上げなどによる企業活動の停滞により、成長率は鈍化傾向となろう

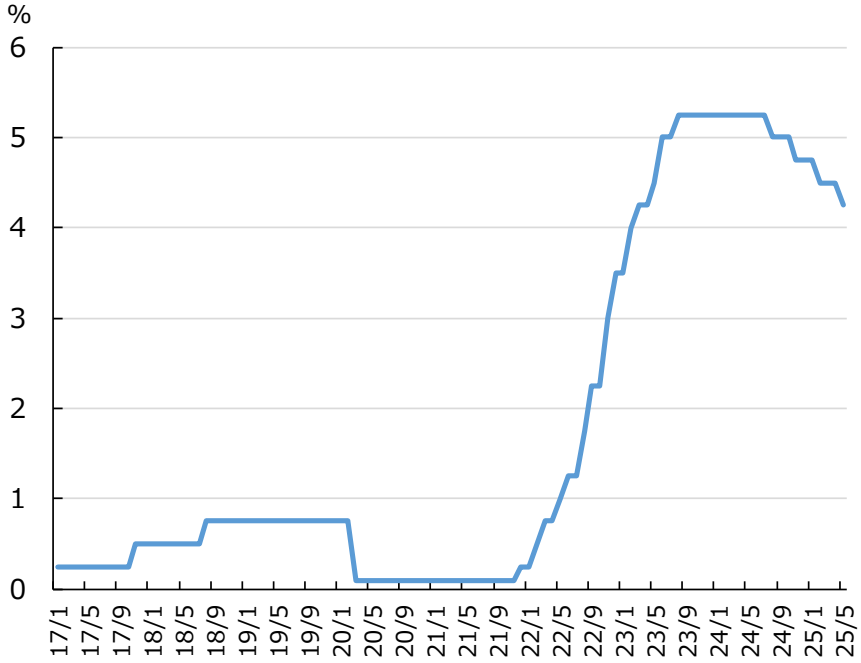
- BOE金融政策委員会の5月会合は、5対4の評決で利下げ（政策金利：4.25%）を決定
- 英中銀は、輸出減と米通商政策の不確実性による世界経済の成長鈍化により、今後３年で英経済が0.3%縮小すると想定。また、米通商政策は英インフレ率を鈍化させる方向に働くとされた
- もっとも、賃金上昇によるインフレ圧力は依然根強く、四半期に一度の緩やかなペースでの利下げがメインシナリオ

英国実質GDP成長率と寄与度（前期比）



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

英国の政策金利

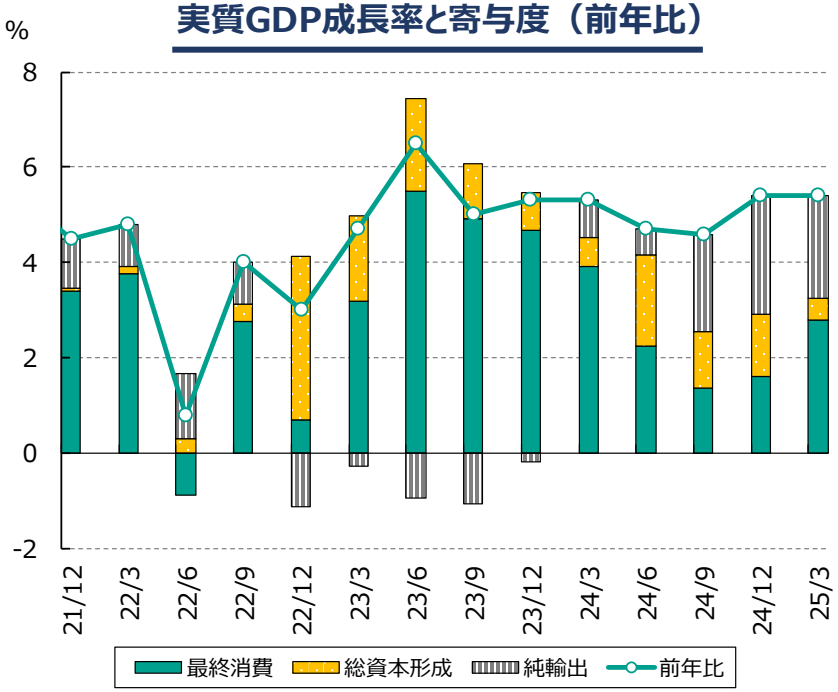


（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

見通し期間にわたって景気は減速

- 1－3月期実質GDP成長率は前年比＋5.4%と、政府の通年目標である「＋5%前後」を上回るスタート
- もっとも、不動産不況が長期化するなか、個人消費も自律的な回復軌道に乗ることは困難。米中関税が相互に115%引き下げられたことは朗報であるが、米国にとって最大の貿易赤字国である中国との交渉が今後難航する可能性は低くない。政策支援を除けば好材料に欠ける状況下で、見通し期間にわたって景気は減速すると予想

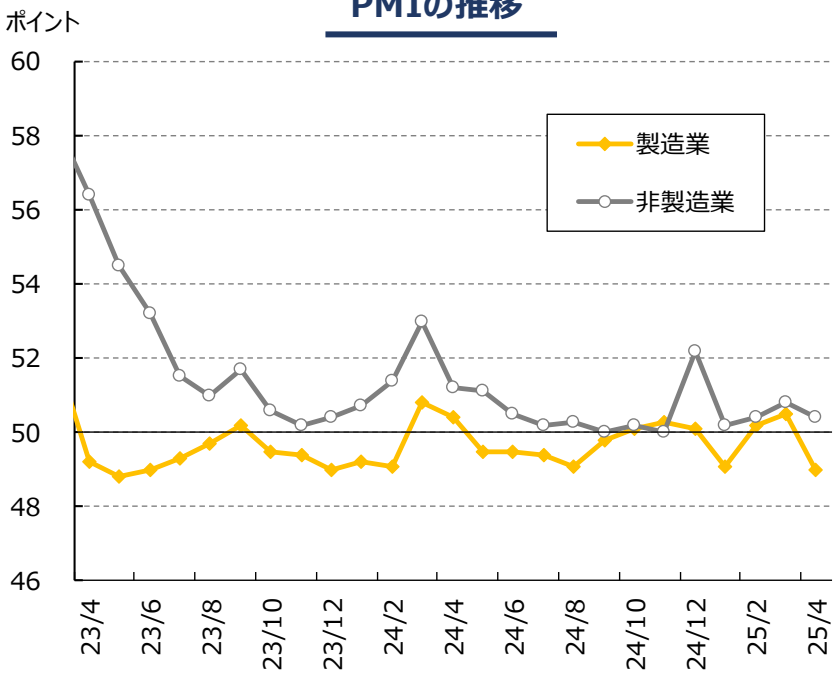
実質GDP成長率と寄与度（前年比）



（出所）中国国家統計局

- 4月製造業PMIは49.0ポイントと、3月の50.5ポイントから悪化し、好不況の境目となる50ポイントを割り込んだ。サブ指数を見ると、輸出向け新規受注が49.0ポイントから44.7ポイントへ大幅悪化。米国の関税政策の影響が現れている。非製造業PMIも3月の50.8ポイントから50.4ポイントへ低下

PMIの推移

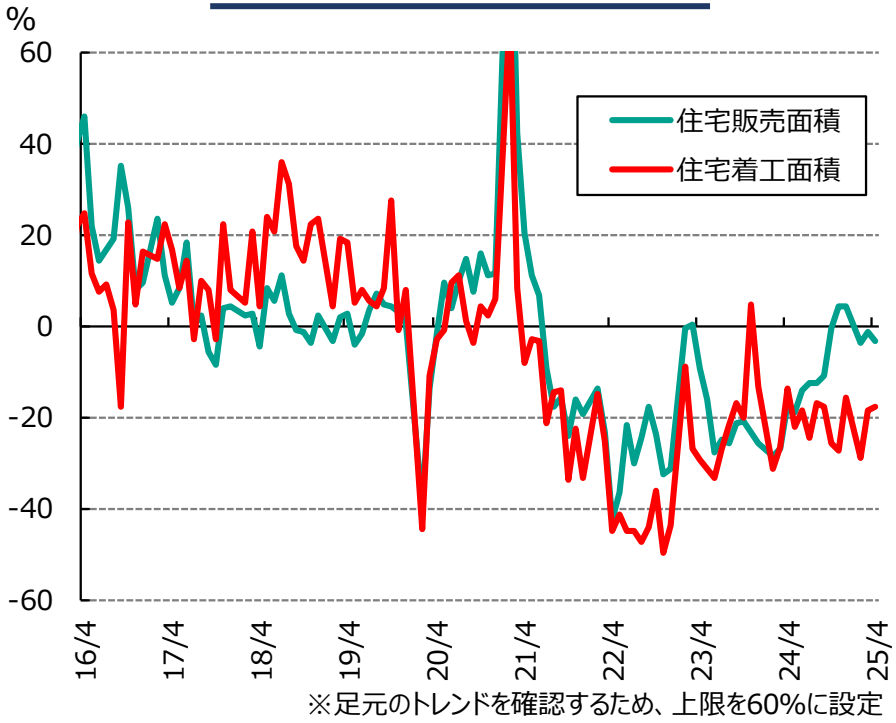


（出所）中国国家統計局

不動産市場の調整は長期化

- 不動産関連指標を見ると、住宅販売面積は、昨年までの大幅な減少から改善している。一方、不動産開発投資の先行指標とされる住宅着工面積は低迷が続いている。住宅販売の改善を通じ在庫の圧縮が進めば、新規着工へ波及する可能性があるが、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
- 住宅価格の下落圧力は昨秋以降緩和しているものの、価格上昇を見込む家計は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。不動産開発投資は見通し期間を通じて抑制的な推移が続くと予想

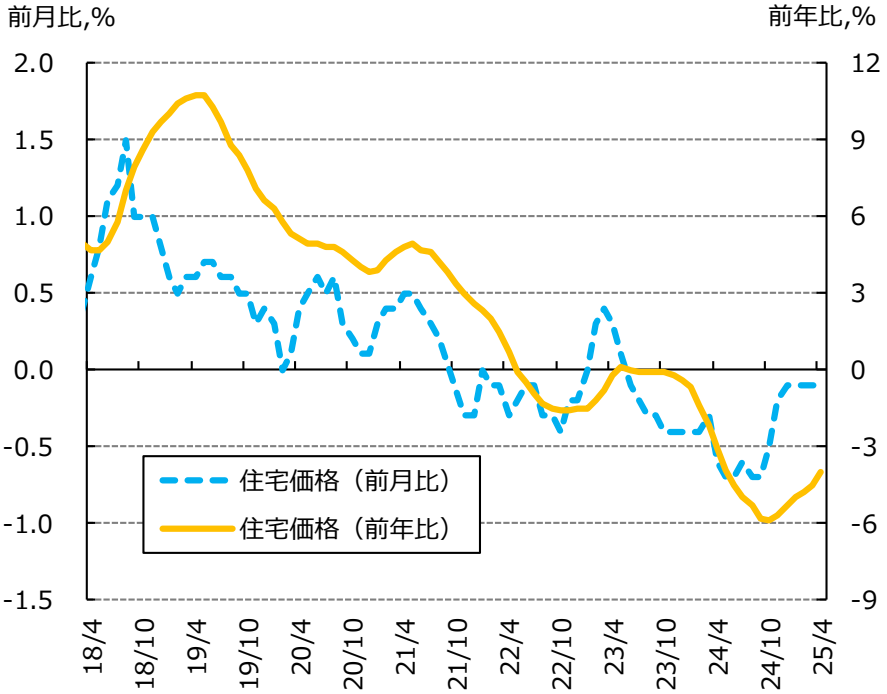
住宅着工、販売面積（前年比）



※足元のトレンドを確認するため、上限を60%に設定

（出所）中国国家統計局より明治安田総研作成

新築住宅価格の推移

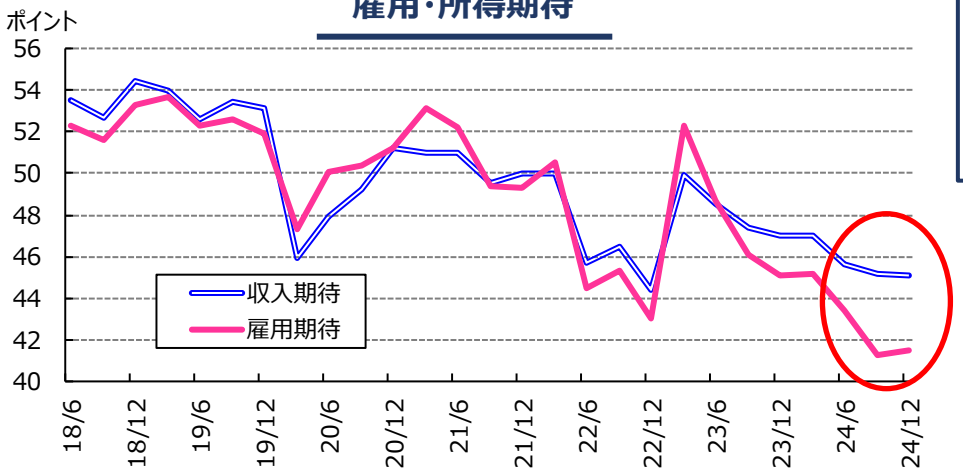


（出所）中国国家統計局より明治安田総研作成

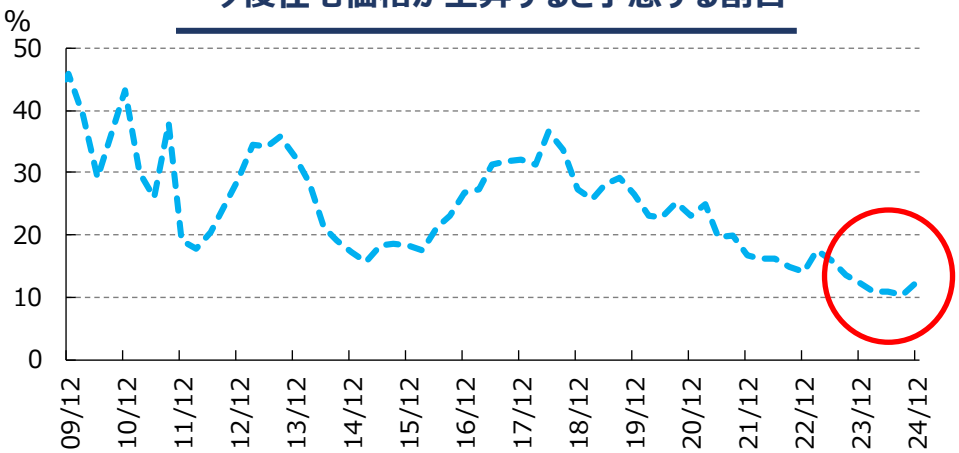
家計の雇用・所得に対する見通しは厳しい

- 家計の雇用・所得期待は底這い
- 住宅価格の上昇を見込む向きは極めて少数

雇用・所得期待



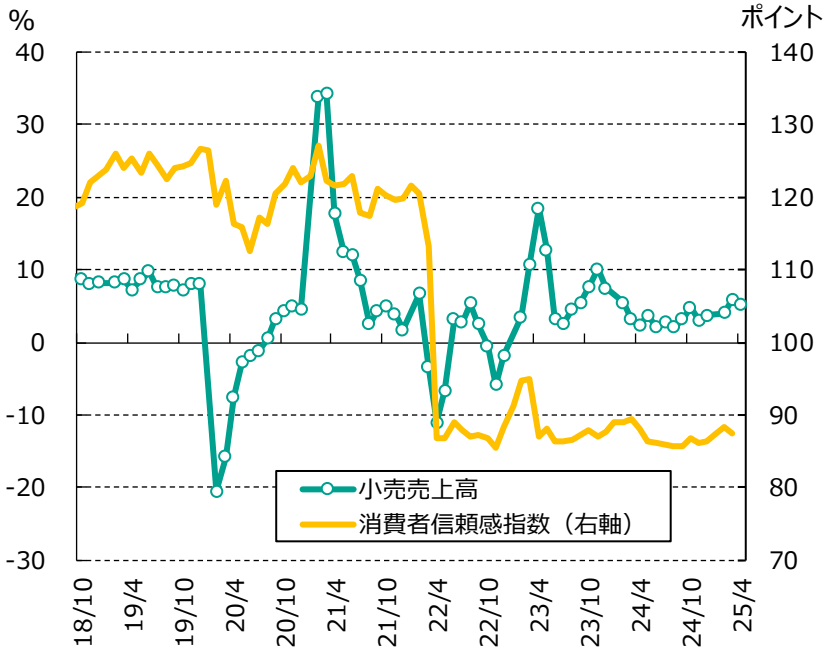
今後住宅価格が上昇すると予想する割合



（出所）中国人民銀行

- 政府による耐久消費財買い替え支援策に下支えされ、個人消費は持ち直している。もっとも、家計の雇用・所得に対する見通しは依然厳しい。米中貿易交渉の行方次第では、国内の景気悪化懸念の高まりにより、すでに低迷している家計のセンチメントが一段と冷え込むリスクもある。政策効果の一巡に伴い、個人消費は今秋以降減速する可能性が高いとみる

小売売上高（前年比）と消費者信頼感指数の推移



（出所）中国国家統計局　　※小売売上高の2月の数値は1、2月の累計値

積極財政で内需拡大に動く方針だが

- 今年の経済成長率目標は2024年と同様の「5%前後」にすえ置き
- 財政赤字（対名目GDP比）は「▲4.0%」と前年の「▲3.0%」から引き上げ、過去最高水準へ。財政赤字に含まれない超長期特別国債や、地方政府専項債の発行額も2024年目標から引き上げ。合計11.9兆元と、2024年実績の9.1兆元から2.8兆元（2024年の名目GDPの約1.5%）増加する見通し
- もっとも、上記2.8兆元のうち、直接的な景気刺激効果は期待できない大手国有銀行への資金注入5,000億元、地方政府債務借換のために使用される8,000億元を除く規模は1.5兆元（同0.8%）となる。昨年のように住宅在庫の買い取り支援に対しても予算が充当されることも含めれば、現状打ち出されている財政拡張による景気押し上げ効果はさらに小さくなる

全人代で示された主要目標と実績

	2024年目標	2024年実績	2025年目標
実質経済成長率（前年比）	5.0%前後	5.0%	**5.0%前後**
物価上昇率（前年比）	3.0%前後	0.2%	2.0%前後
都市部調査失業率	5.5%前後	5.1%	5.5%前後
都市部新規就業者数	1,200万人以上	1,256万人	1,200万人以上
財政赤字（対GDP比）	▲3.0% （4.06兆元）	▲3.0% （4.06兆元）	**▲4.0% （5.66兆元）**
地方政府専項債	3.9兆元	4.0兆元	**4.4兆元**
超長期特別国債	1.0兆元	1.0兆元	**1.3兆元**
特別国債	－	－	**0.5兆元**

地方政府債務の借換債に充当：
うち8,000億元

①インフラ建設・公共サービス強化：
うち8,000億元
②消費財買い替え支援：
うち3,000億元
③企業の設備投資更新支援：
うち2,000億元

大手国有銀行への資金注入：
5,000億元

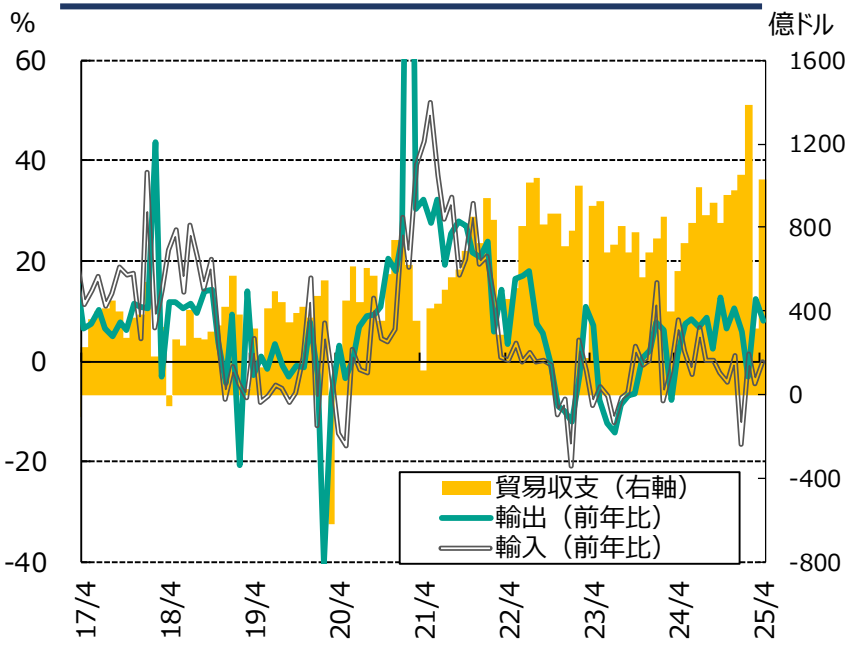
（出所）中国政府公表資料より明治安田総研作成

米国の関税政策が外需を下押し

- 4月の貿易統計では、輸出金額が前年比＋8.1%となった。米国向けが急減する一方、その他の国・地域向けが拡大
- 米国との報復合戦により大幅に引き上げられた関税が、相互に115%引き下げられたことは朗報であるが、米国にとって中国は最大の貿易赤字国であることもあり、米中交渉が今後難航する可能性は低くない。中国の迂回輸出に対する米国側の警戒感も強く、先行きは楽観視できない

- 中国人民銀行は5月7日、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。20日には、1年物・5年物ローンプライムレートも0.1%ずつ引き下げられた
- 米国の関税政策による外需減速が懸念されるなか、為替の急激な変動に注意を払いつつ、中国人民銀行は国内景気下支えのため、引き続き段階的に主要政策金利や預金準備率を引き下げると予想

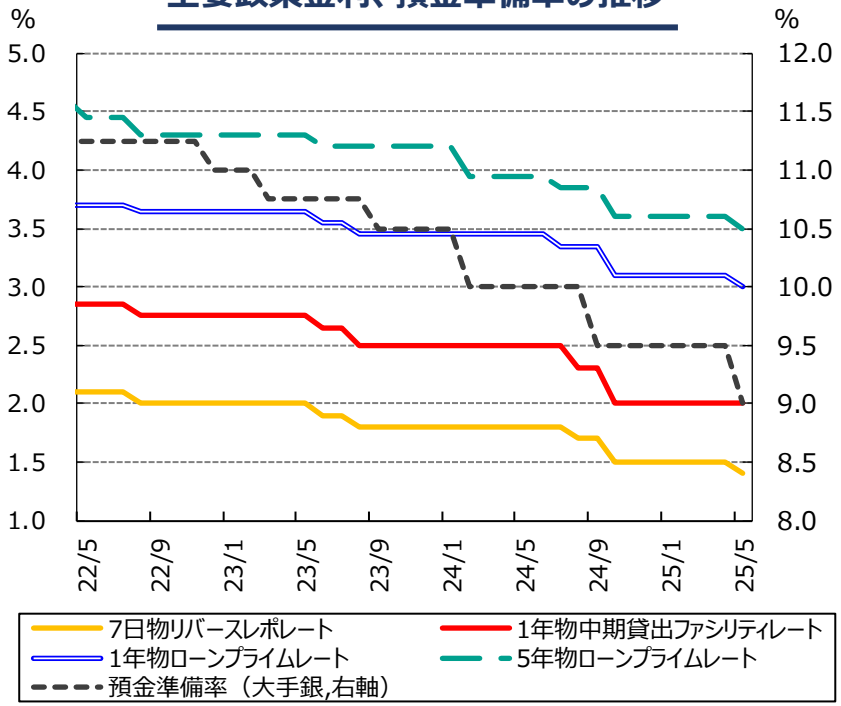
輸出入金額（前年比,米ドルベース）と貿易収支



※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）中国海関総署

主要政策金利、預金準備率の推移



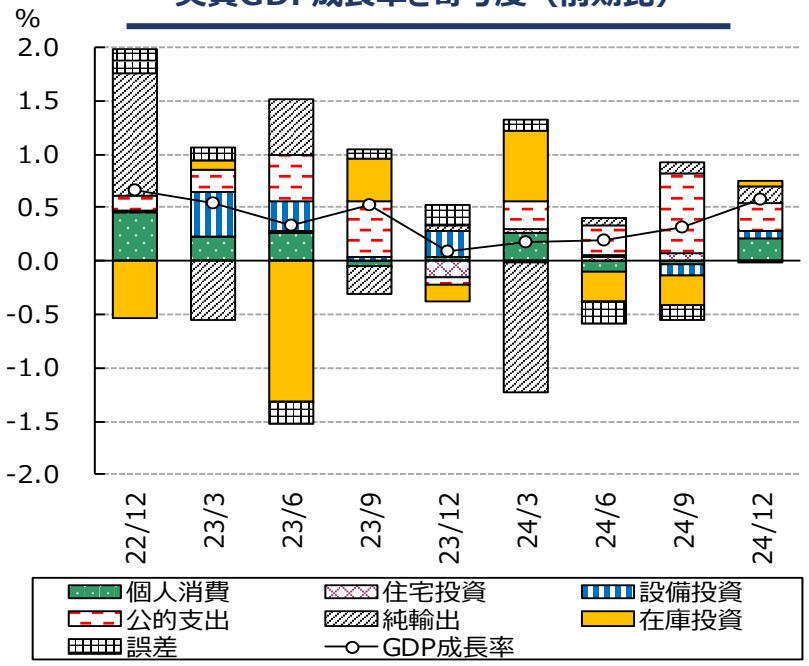
（出所）中国人民銀行

景気回復ペースは緩慢に

- 10－12月期実質GDP成長率は前期比＋0.6%と、前期（同＋0.3%）から伸びが拡大。個人消費と設備投資がプラスに転じ、これまで景気の足枷だった内需が改善
- 豪州準備銀行（RBA）が2月に利下げ局面入りしていることなどから、先行きの景気は持ち直すとみるが、米国の関税政策による内外需への下押し圧力の高まりにより、回復ペースは緩慢なものにとどまると予想

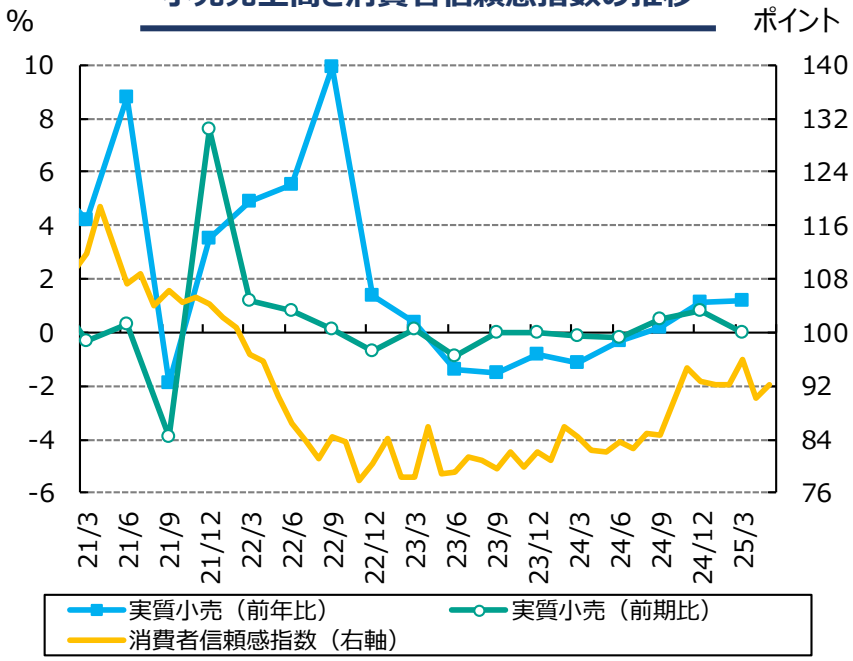
- 家計消費は底入れしている。インフレ率の鈍化に伴う実質所得の改善とRBAの利下げは、先行きの個人消費を下支え。ただ、昨秋底打ちした消費者信頼感指数は、米国の関税政策への懸念により、足元で改善が一服。個人消費の回復は緩やかに進展するとみる

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



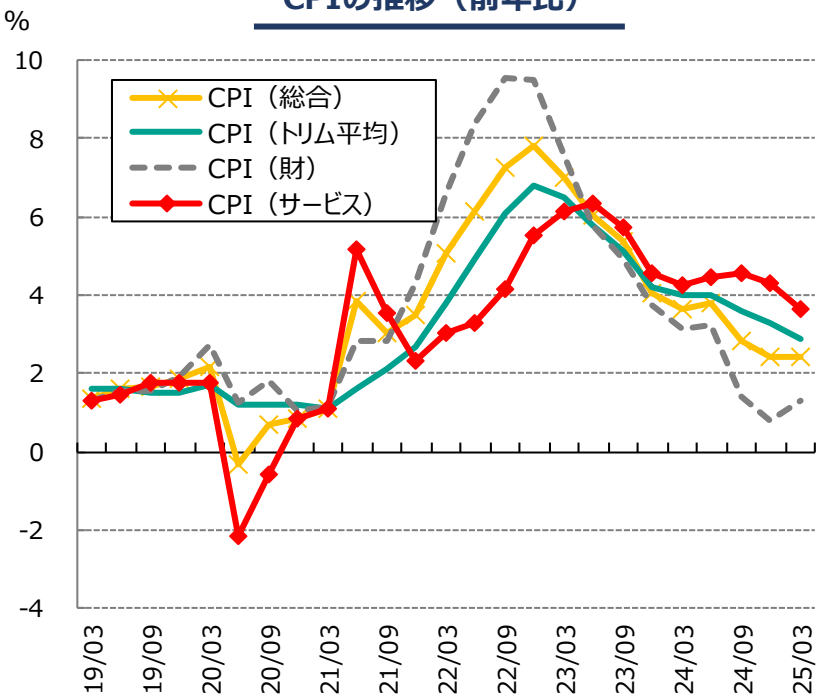
（出所）豪州統計局、ファクトセットより明治安田総研作成

年内2回の利下げを実施すると予想

■ 1－3月期総合CPIは前年比＋2.4%と、前期と同じ伸び。一方、物価の基調を示すトリム平均CPIは同＋2.9%と、前期（同＋3.3%）から伸びが鈍化。3年ぶりにRBAが物価目標とする範囲内（同＋2～3%）へ低下。財・サービス別に見ると、これまで高止まりしていたサービスの伸びが低下しており、全体を押し下げ

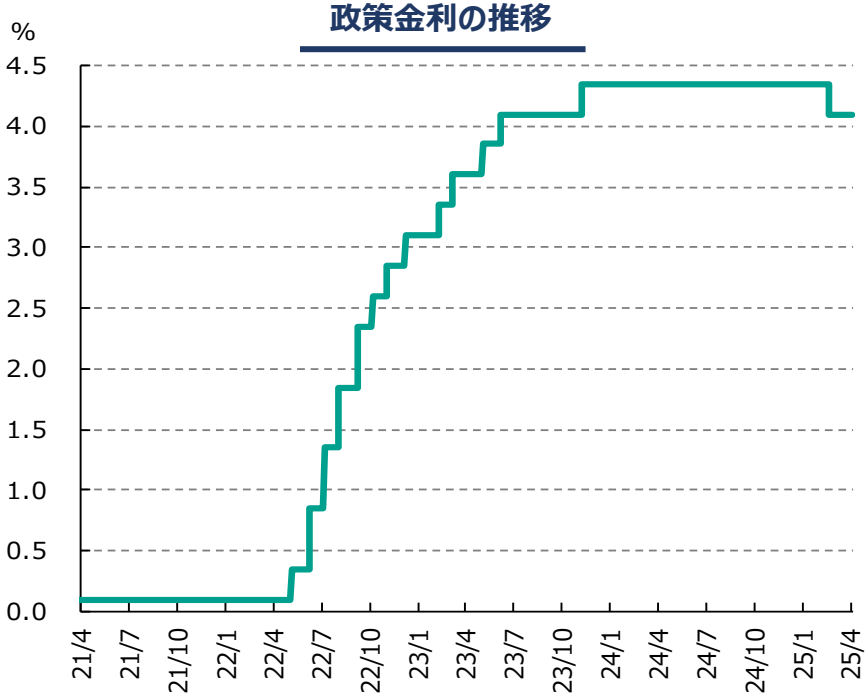
■ 5月19－20日に開催された金融政策委員会で、RBAは政策金利を4.10%から3.85%へ引き下げを決定。関税政策の動向とそれに伴う不確実性の高まりが、世界経済の重石となることから、国内の景気・物価見通しは前回2月から下方修正。声明文では、インフレの上振れリスクは後退したとの見方が示されている。8月、11月にも利下げを実施し、政策金利は3.35%まで引き下げられるとみる

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

※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）