2024. 12. 19

2025 年の日本経済の重要テーマ
～トランプ政策と賃上げ動向が 2 大ポイント～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

- **トランプ次期米大統領の経済政策への不確実性は高いが、関税に関しては、「ディール」で手札を切っていく過程で規模は徐々に縮小、米国に景気後退やスタグフレーションをもたらすほどのインパクトはなくなる可能性を見込む。一方で減税が景気を下支え**
- **年明けの春闘は今年並みの結果を見込むが、実質賃金は伸び悩む可能性が高く、個人消費の力強い回復は期待薄。ただ、大企業は賃上げ余力を有しており、2024 年に次ぐポジティブサプライズが期待できないわけではない**
- **欧州の政局、中国の不動産不況も景気下押し要因。日本の政局は財政運営や金融政策への影響を注視**

１．公約通りの高関税なら悪影響は大きいが

2025 年の日本経済を動かす諸因子のうち最も重要なのは、海外要因ではトランプ次期米大統領の経済政策運営、国内要因では賃上げ動向ということになるだろう。12 月 2 日付のレポート、「懸念されるトランプ関税の影響」で示した通り、もしトランプ氏が公約通りの高関税を中国や他国に課した場合の世界経済への負の影響は大きい。当研究所が経済モデルを用いて、関税の主要国の経済、物価への影響を試算したのが図表 1 である。上段は、中国からの輸入品に＋60%の追加関税、日本からの輸入品にも＋10%の追加関税を課したパターン、下段は上記に加え、対 EU、カナダ、メキシコにも 10%の追加関税を課し、報復で米国からの輸出品にも 10%の追加関税がかかるパターンである。いずれのパターンでも米国経済への影響が最も大きくなる。後者の場合、2025 年の米国の実質 GDP の押し下げ効果は▲1.8%に達するほか、日本経済には▲0.3%、世界経済には▲0.7%の下押し圧力がかかる。物価面では、米国以外の国に対してはデフレ圧力となるが、米国だけは輸入物価の上昇を通じインフレ圧力となる。需要も弱まるため、モデル上の CPI の上昇幅はそれほど大きなものにはならないが、原油価格の上昇など、複合的な供給ショックが加われば、最悪の場合スタグフレーションに陥るおそれも否定できない。報復の連鎖が続けば続くほど、世界経済への影響は大きく

（図表1）トランプ関税の経済効果

追加関税の規模	単位（%）	実質GDP		CPI（総合）	
		2025年	2026年	2025年	2026年
対中＋60%、対日＋10%	米国	▲0.9	+0.3	+0.5	▲0.2
	中国	▲0.5	▲0.7	▲0.1	▲0.2
	日本	▲0.2	▲0.3	▲0.1	▲0.3
	世界	▲0.4	▲0.2	▲0.1	▲0.3
・対中＋60% ・対日、EU、カナダ、メキシコ＋10% ・対米＋10%の報復関税	米国	▲1.8	▲0.0	+0.8	▲0.4
	中国	▲0.6	▲0.9	▲0.2	▲0.5
	日本	▲0.3	▲0.4	▲0.2	▲0.5
	世界	▲0.7	▲0.5	▲0.1	▲0.6

（出所）OEGMより明治安田総研作成

なる。そのまま世界的に貿易量が縮小した状態が長期化すれば、各国の潜在成長率の押し下げ要因ともなる。

２．ディールの結果関税の規模は縮小へ

ただ、周知のとおり関税はトランプ氏にとってあくまでディールの材料である。トランプ氏自ら「タリフマン」と称している通りで、裏を返せば関税以外に強力な手札を持っていないことを示している。従って、交渉の過程で手札を切れば切るほど、経済への影響は小さくなっていく。結果として残るのは、インフレを起こすまでには至らない小中規模の関税と、他国からの限定的な報復措置で、景気の下押し圧力にはなるものの、それだけで米国を景気後退に追い込むほどのインパクトは持たなくなるのではないか。これは、第一次トランプ政権時と類似した展開でもある。

一方で、減税は「トリプルレッド」のもとである程度公約に近いレベルのものが実施されるとみられ、これが任期を通じての景気下支え要因となる。共和党は上院でフィリバスター（議事妨害）を回避できる 60 議席を有しておらず、議会運営はそれなりに曲折が予想されるが、1 会計年度に 1 回は、「財政調整」を用いてフィリバスターを回避できる。過去、オバマケアもトランプ減税も、バイデン氏のインフレ抑制法もこれを用いて議会通過にこぎつけた。

本格的な物価上昇が起きるとしたら、前述のとおり関税以外に複合的な供給ショックが加わった場合である。影響が大きいのは原油価格だが、これは中東・ウクライナ情勢次第である。一方で、トランプ氏のエネルギー政策の基本は「掘って掘って掘りまくれ！」である。あくまで程度問題だが、多少緊迫度が増すくらいであれば、原油価格の上昇圧力は抑制される可能性が高い。

移民抑制やドル安志向など、他の政策もインフレ促進的なものが多いが、少なくとも不法移民を大々的に送還するのは実務的、社会的に困難で、マクロの労働需給に与えるインパクトは慎重に見極める必要がある。ドル安志向にしても、口先だけで実現するのは難しい。米連邦準備制度理事会（FRB）に対しては金融緩和圧力をかけ続けると思われるが、パウエル議長のここまでの態度を見る限り、露骨に政権におもねった行動を取る可能性は低そうである。後任の議長についてはその人選次第だが、2026 年以降のテーマとなる。また、他国の「為替誘導」を声高に批判してきた国が、突然プラザ合意のような多国間交渉を唱え始める展開も考えにくい。どのみち主要国は応じない可能性が高いうえ、トランプ氏自身、圧力をかけにくいマルチの交渉を好まない傾向にある。

警戒は必要だが、トランプ氏の政策でインフレやスタグフレーションが加速するパターンはあくまでリスクシナリオの範疇で、確率は 3 割程度と見ておきたい。具現化するとしても 2026 年以降の可能性が高く、2025 年の米国景気は引き続き堅調な推移が続く可能性が高い。これは、日本経済にとっても好材料である。

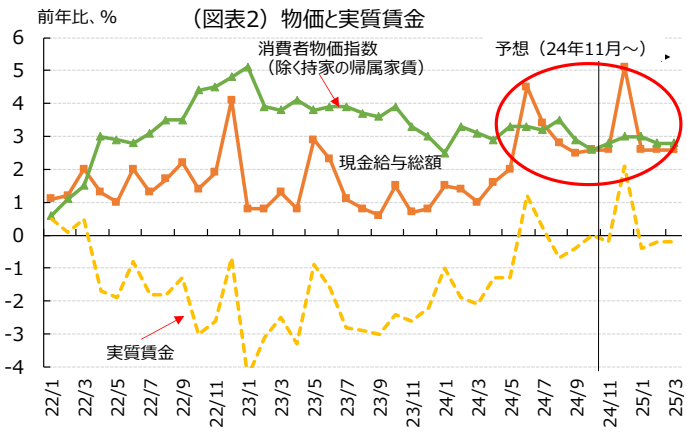
トランプ氏の選挙戦時の発言通りなら、日本からの輸出品にも 10%以上の追加関税が課されることになる。もっとも、日本の場合、第一次トランプ政権下ですでに日米貿易協定を妥結済みである。再交渉があるとしても、対中交渉と米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）の見直しが一巡した後と考えられ、少なくとも 2025 年の景気に対日関税の影響が出てくるとは考えにくい。ただ、自動車メーカーなどが世界的な投資計画を広範に見直さなければならなくなる可能性があり、これが中長期的な日本の製造業の成長性に影を落とすリスクはある。

３．実質賃金の伸び悩みが続くのか

当研究所では、2025 年春闘の平均賃上げ率は 5.0%（ベア：3.5%）と予想している（12/3 付レポート、「2025 年春闘は 5.0%の平均賃上げ率を予想」参照）。5.10%（ベア 3.56%）だった今年とほぼ同水準だが、2024 年も押し詰まってきたにもかかわらず、毎月勤労統計における実質賃金はいまだ明確なプラス転換を遂げるには至

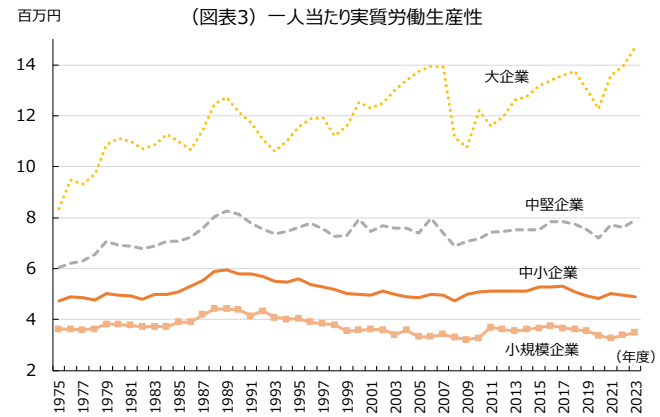
っていない。実質賃金を名目賃金と物価動向に分解すると、賞与月以外両者はほぼ同水準で推移している（図表 2）。

毎勤統計の実質賃金が伸び悩むのは統計的な理由もあり、計算に用いる消費者物価指数が最も注目されるコア CPI（生鮮食品を除く総合）ではなく、「持ち家の帰属家賃を除く総合」になっている点がそれである。後者の方が 0.5%前後高めに出る傾向があるためだが、たとえコア CPI を用いても 0%台半ばの小幅の伸びには相違ない。ちなみに、内閣府が半期に一度公表している「中長期の経済財政に関する試算」における 3 つのシナリオのうち、一番上の高成長実現ケースでは実質 GDP の成長率を 2%、成長移行ケースでは 1 %を安定的に上回る成長、過去投影ケースでは 0%台半ばと置いている（7 月に公表された公的年金の財政検証もこのシナリオに準拠）。仮にすべての需要項目が同じだけ伸びると仮定すると、実質個人消費も同じだけ伸びなければならないが、足元の実質賃金の伸びでは上二つのシナリオには届かない。



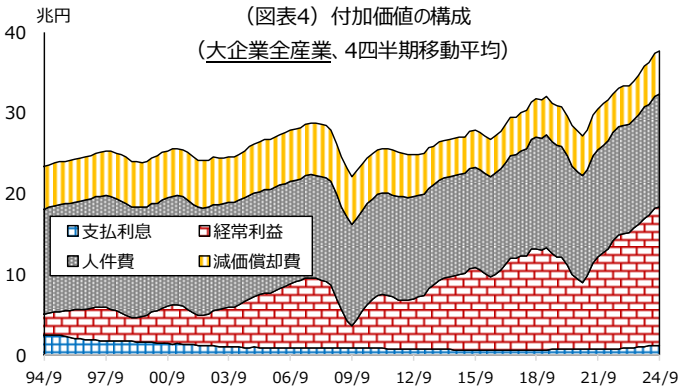
（出所）e-Stat、連合より明治安田総研作成、5人以上の事業所。予想は明治安田総研

当研究所が毎勤統計における賃金上昇率を企業規模別に分析した結果によると（10/28 付レポート、「実質賃金プラスは 12 月までお預けか」参照）、2024 年度の賃金は大企業（従業員数 500 人以上）や中堅企業（従業員数 100～499 人）ではなく、中小企業（従業員数 30～99 人）と小規模企業（従業員数 5～29 人）が牽引している。4－9 月の賃金上昇率への中小・小規模企業への寄与率は、昨年度の 44.5%から 60.4%まで大きく上昇しており、賃金上昇分の 6 割は中小・小規模企業の寄与という意外な結果である。このうち、小規模企業は月例給を引き上げる余力がないためとみられるが、もっぱら賞与の増額で対応しており、これがトータルでも賞与月のみ実質賃金が大きく伸びる要因となっている（前掲図表 2）。しかし、実質賃金の中長期的なトレンドを規定する実質労働生産性が伸びているのは大企業のみである（図表 3）。中小・小規模企業の賃上げは、人手確保のため、業績対比ではかなり無理して行なっている「防衛的賃上げ」の性格が強く、持続性には疑問符が付く。これは、賃金全体でも今年並みの伸びを中長期的に続けることが難しい可能性を示唆する。



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

付加価値の内訳の推移を見ても、大企業における人件費の占率は過去 10 年以上継続的に下がっており（＝労働分配率の低下）、中小企業と比較した場合の相対的な賃上げ余力は明らかである（図表 4、5）。これは、年明けの春闘でも大企業の賃上げ率にポジティブサプライズを期待できる余地がないわけではないことを意味する。

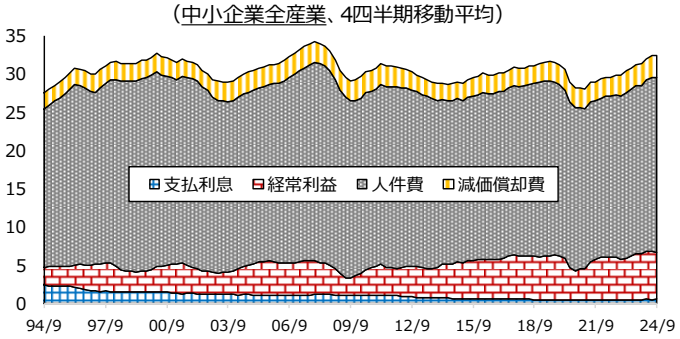


（出所）財務省「法人企業統計」より明治安田総研作成

もし、当研究所の予想に近い結果に落ち着くのであ

れば、2025年も実質賃金の力強い回復は期待できないということになるが、物価動向からは一定程度プラス幅拡大の余地はある。コストプッシュ的な上昇圧力の緩和に伴い、財の物価（10 月：前年比＋2.9%）は今後ある程度明確に鈍化していく可能性が高いが、一方で日銀も注目しているサービス価格（10 月：同＋1.5%）については、今のところ賃金上昇との正の循環が明確に見えるまでには至っていない。今後緩慢な上昇ペースをたどるとしても、財の下落ペースが上回る結果、2025 年後半のコア CPI（生鮮食品除く総合）は、2%を割り込む場面があると見ている。これが実質賃金のプラス幅拡大に寄与すると考えるが、裏を返せば、2025 年度も、賃金上昇と物価上昇の好循環が軌道に乗ったのかが断言できる状況には至らないということでもある。大企業による一段の賃上げ幅の拡大がなければ、2026 年度にかけても実質賃金の伸び悩みは避けられない可能性が高い。

（図表5）付加価値の構成
（中小企業全産業、4四半期移動平均）



（出所）財務省「法人企業統計」より明治安田総研作成

４．他の重要テーマ

欧州の政局の流動化は懸念材料である。フランスでは、内閣不信任案が 62 年ぶりに可決され、バルニエ首相が退陣に追い込まれた。憲法の規定で来年７月までは新たな国民議会選挙を実施することはできない。仏与党連合の議席は下院の４割程度であり、当面は不安定な政権運営が継続しよう。債務拡大への不安から、仏独スプレッドは足もとで 0.7%台後半と、極右政党のルペン氏が大統領選で善戦した 2017 年の水準（0.7%）を上回る水準で推移している。最悪の場合は通貨ユーロの大幅下落と欧州債務危機の再来を招きかねない。ドイツでも、財政緊縮派の自由民主党が連立政権を離脱したことで政権運営が行き詰まり、2025 年 2 月 23 日に総選挙が実施される見通しとなっている。選挙結果はウクライナ支援等にも影響する可能性があり、地政学リスクの高まりも懸念される。

中国では、引き続き不動産不況の出口が見えない。政府が相次いで住宅市場に向けた支援策を打ち出していることもあり、足元では住宅価格の下落ペースが鈍化しているが、いまだ半数以上の都市で住宅価格が下落基調となっている。11 月時点の住宅在庫面積は 3.8 億平米（昨年末比＋18.4%）におよんでおり、過剰在庫の解消には時間を要する見通しである。住宅価格下落による逆資産効果がマインドの足かせとなるなか、個人消費も低調な推移が続く可能性が高い。固定資産投資も、調整の続く不動産開発投資が足を引っ張っている。2025 年は、これにトランプ次期米大統領による関税引き上げの影響が加わる。展開次第では景気後退が深刻化し、日本経済にも大きな下押し圧力となるリスクがある。

日本の政局が景気の先行きを大きく左右する姿は予想しないが、展開次第では金融市場が不安定化するリスクがある。7 月までには第 27 回参議院議員通常選挙が実施される。与党にとっては「政治とカネ」問題で失った世論の支持を取り戻せるか、野党にとっては野党勢力の結集ができるかどうかがカギとなる。今年 10 月の衆院選に続き、再び野党勝利となれば、石破政権は進退窮まる。状況次第では早期の衆院解散総選挙も想定される。あるいは衆参同日選を予想する向きもあるなど、政局を巡る先行き不透明感が株価の重しとなる局面はあるかもしれない。国民民主党をはじめとする野党との交渉のなかで、財源の裏付けのない政策が増えるようであれば、債券市場にも混乱が波及するリスクがある。

植田総裁の慎重な舵取りの下、日銀の金融政策の正常化路線が経済や金融市場の波乱要因になる可能性も低いとみるが、政治的圧力のなかでペースダウンを強いられることになれば、やはり市場がネガティブに受け止

めるリスクがある。一方、トランプ氏の政策で大きく円安ドル高が進めば、逆に利上げを急がなければならなくなる場面も想定される。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください
明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一
電話番号：03-6261-7947
e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所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。

●発行元● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11 TEL03-6261-6411