



2025年2月21日

2025・26年度の景気予測（2025年2月改訂）

～国内外需要の伸びは総じて鈍く、緩やかな成長に～

調査部 上席主任研究員 小泉 司（日本経済）
 特任研究員 北田英治（米国、欧州経済）
 主任研究員 白 鳳翔（中国経済）

- 2024年10～12月期の実質GDP（国内総生産、1次速報）は前期比+0.7%と伸びが高まった。個人消費が減速するなど国内需要の動きは鈍くなったものの、控除項目である輸入が減少に転じて実質GDP成長率を0.5%ポイント押し上げた。
- 25年度の日本経済は緩やかな回復が続くだろう。引き続き物価高が消費マインドを抑えるものの、年度後半には実質賃金が前年水準を上回り、個人消費の伸びがいくぶん高まると予測した。企業部門では、米中間の貿易摩擦が強まることで中国景気が減速するため、対中輸出が低迷すると見込まれる。また、米国の関税政策の影響で自動車輸出などが伸び悩む可能性もあろう。このため輸出の伸びは小幅にとどまると予測した。他方、企業収益が高水準で推移する中で、中長期的な視点で計画されている投資が順次実施されることで、設備投資は増加が続くだろう。この結果、25年度の実質GDPは前年比+1.0%になると見込んだ。
- 26年度の日本経済も緩やかな成長が続くだろう。実質賃金が前年水準を小幅に上回って推移する中で、個人消費は小幅な増加が続くと見込まれる。企業部門では、中国景気の減速により対中輸出が低迷するものの、米国経済が底堅く推移する下で対米輸出が増加基調で推移し、輸出全体としては緩やかに増加すると想定した。設備投資については、高水準の企業収益などを支えに、引き続き増加基調で推移すると見込んだ。26年度の実質GDPは前年比+0.9%になると予測した。

予測結果の総括表

<前回2024年12月予測>

単位：前年比、% （*は寄与度）	2023年度 実績	2024年度 見通し	2025年度 見通し	2026年度 見通し	2024年度 見通し	2025年度 見通し
実質GDP	0.7	0.8	1.0	0.9	0.4	0.8
民間需要*	▲0.5	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
公的需要*	▲0.2	0.4	0.1	0.1	0.4	0.1
輸出*	0.6	0.4	0.5	0.3	0.3	0.5
輸入*	0.8	▲0.6	▲0.1	▲0.2	▲0.9	▲0.4

注：輸入は控除項目。民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資、公的需要＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

1. 2024年10～12月期の日本経済

2024年10～12月期は輸入の減少が実質 GDP 成長率を押し上げ

2月17日に内閣府が発表した2024年10～12月期の実質 GDP（国内総生産、1次速報）は前期比+0.7%と3四半期連続でプラス成長となり、成長率も加速した（図表1）。ただし、需要項目別の寄与度をみると、GDPの計算上の控除項目である輸入が減少して成長率を0.5%ポイント押し上げた。個人消費が減速するなど、国内需要の動きは鈍く、総じてみれば、日本の景気回復のテンポは引き続き緩やかになっていると判断される。

需要項目別の動向をみると、民間需要では、個人消費が前期比+0.1%とわずかながら増加した。夏場の消費を押し上げた所得税の定額減税の効果がはく落したものの、年末賞与の増加などが消費を支えた模様である。また、住宅投資も同+0.1%と3期連続で増加した。一方、設備投資は同+0.5%と増加に転じた。世界的な AI 需要の増大などを背景に、半導体関連の投資などが増加したとみられる。一方、民間在庫変動の寄与度は同-0.2%ポイントとマイナスの寄与に転じた。

次に公的需要では、政府消費が前期比+0.3%と増勢がやや強まった。一方、公共投資は同-0.3%と減少が続いた。23年度補正予算に計上されていた国土強靱化関連の投資などが漸減しているとみられる。

海外需要では、輸出が前期比+1.1%と増加した。財輸出が同+0.1%とわずかな伸びになったものの、サービス輸出が同+4.1%と増加に転じた。夏場に弱含んでいた訪日外客数が、秋以降には持ち直しの動きになった。一方、輸入は同-2.1%と3期ぶりに減少した。医薬品や電子部品などの輸入が減少した。

図表 1 設備投資は増加に転じたものの、個人消費は減速

（季節調整済、前期比、%）

	2023年				2024年			
	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質 GDP	1.3	0.6	-0.9	-0.1	-0.5	0.7	0.4	0.7
個人消費	1.1	-0.7	-0.6	-0.1	-0.5	0.7	0.7	0.1
住宅投資	0.9	1.6	-0.8	-1.2	-2.8	1.4	0.5	0.1
設備投資	1.8	-1.9	-0.3	1.9	-0.4	1.1	-0.1	0.5
政府消費	0.1	-1.5	0.5	-0.0	0.2	0.9	0.1	0.3
公共投資	3.1	0.1	-2.0	-1.8	-2.0	5.7	-1.1	-0.3
輸出	-1.7	2.4	0.7	2.8	-4.1	1.7	1.5	1.1
輸入	-1.8	-4.1	0.4	3.1	-2.8	3.0	2.0	-2.1
内需寄与度	1.2	-0.9	-1.0	0.0	-0.2	1.1	0.5	-0.1
民間需要	1.0	-0.6	-0.9	0.1	-0.2	0.6	0.6	-0.1
うち在庫	0.1	0.1	-0.6	-0.1	0.3	-0.0	0.2	-0.2
公的需要	0.2	-0.3	-0.0	-0.1	-0.1	0.5	-0.0	0.0
外需寄与度	0.1	1.5	-0.0	-0.1	-0.3	-0.3	-0.1	0.7
名目 GDP	2.8	2.0	-0.0	0.3	-0.1	2.1	0.7	1.3

注：網掛けは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。

出所：内閣府「四半期別 GDP 速報」

2. 日本経済の見通し

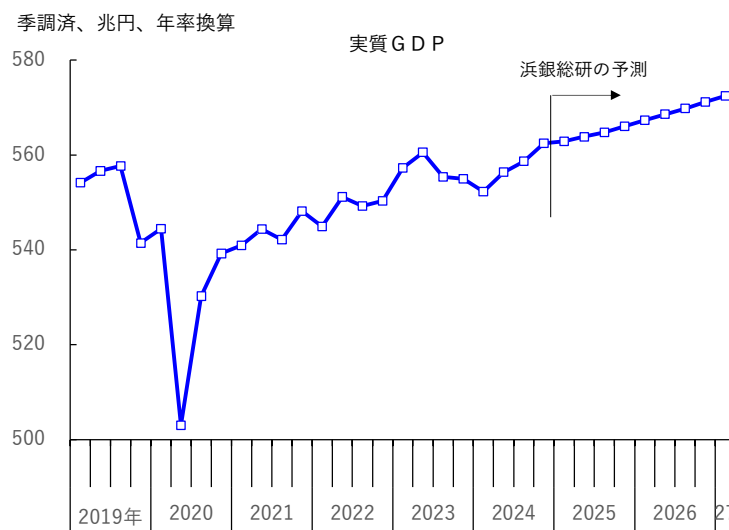
2.1 2025年度の実質成長率を+1.0%、26年度を+0.9%と予測

2024年10～12月期の実質GDPは、個人消費を中心に国内需要が鈍い動きになったものの、控除項目である輸入が減少したこともあり、高めの成長率になった。続く25年1～3月期の実質GDPは、個人消費が鈍い動きになる中で、設備投資が緩やかに増加し、小幅ながらもプラス成長を維持すると見込まれる。この結果、24年度の実質GDPは前年比+0.8%となり、23年度（同+0.7%）から成長率がやや高まると予測した（図表2、16）。

25年度の日本経済も緩やかな回復が続くとみられる。25年の春闘でも高めの賃上げ率が実現し、他方で物価上昇率が次第に鈍化することから、年度後半には実質賃金が前年水準を上回ってくると見込んだ。引き続き物価高が消費マインドを抑えるものの、年度後半には個人消費の伸びがいくぶん高まると予測した。企業部門では、米中間の貿易摩擦が強まることで中国景気が減速するため、対中輸出が低迷すると見込まれる。また、米国の関税政策の影響で自動車輸出などが伸び悩む可能性もあろう。このため、輸出の伸びは小幅にとどまると見込んだ。他方、企業収益が高水準で推移する中で、中長期的な視点で計画されている投資が順次実施されることで、設備投資は増加が続くだろう。この結果、25年度の実質GDPは前年比+1.0%になると見込んだ。

続く26年度の日本経済も緩やかな成長が続くだろう。実質賃金が前年水準を小幅に上回って推移する中で、個人消費は小幅な増加が続くと見込まれる。企業部門では、中国景気の減速により対中輸出が低迷するものの、米国経済が底堅く推移する下で対米輸出が増加基調で推移し、輸出全体としては緩やかに増加すると想定した。設備投資については、高水準の企業収益などを支えに、引き続き増加基調で推移すると見込んだ。26年度の実質GDPは前年比+0.9%になると予測した。

図表2 実質GDPは緩やかに増加する見込み



出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

2. 2 主要需要項目の見通し

個人消費：賃金が増加も、物価高による節約意識は根強く、小幅な伸びにとどまる

2024年10～12月期の個人消費は前期比+0.1%と小幅ながらも3四半期連続で増加した。財、サービス別の内訳をみると、耐久財が家電の販売増などにより同+3.6%と増勢が拡大し、サービスも同+0.1%と増加した。その一方で、半耐久財が秋物衣料の販売減などにより同-1.7%と2期連続で減少し、非耐久財も米価格の上昇による家計の節約意識の高まりなどにより同-0.3%と1年ぶりに減少した。

10～12月期の個人消費が小幅ながらも増加したのは、所得情勢が改善したことが背景にあると考えられる。12月の現金給与総額は、年末賞与の大幅な増加を受けて、前年比+4.8%と伸びが加速した。また、物価変動の影響を除いた実質賃金も同+0.6%と、2か月連続で前年水準を上回った。もっとも、物価高により家計が節約意識を強めている状況に、大きな変化はないとみられる。12月の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は同+3.0%と、23年8月以来となる3%台の伸びとなった。米価格の上昇などを受けて食料品の価格が上昇したほか、「酷暑乗り切り緊急支援」の終了により電気・ガス代の負担が増えるなど、生活に身近な商品やサービスの価格が上昇した。こうしたことから消費マインドを示す消費者態度指数は12月に前月差-0.2ポイントと低下に転じ、続く1月も同-1.0ポイントと低下幅が拡大した。年明け後の消費マインドは悪化しており、足元の個人消費は鈍い動きになっているとみられる。

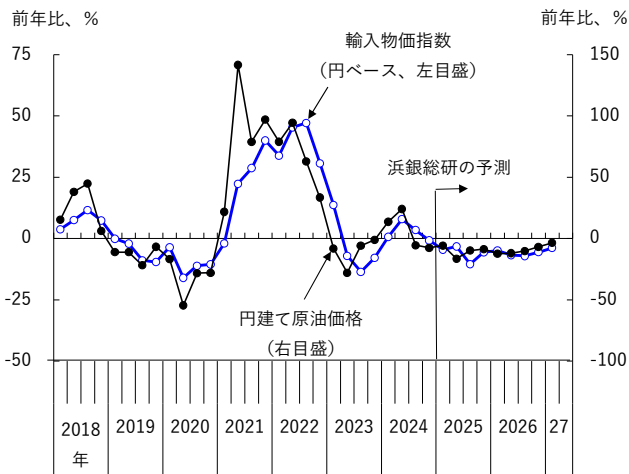
物価の先行きをみると、消費者物価上昇率は高めの伸びで推移する見込みである。後述のとおり、この先の為替レートは緩やかな円高・ドル安傾向で推移するとみられるため（8ページ参照）、輸入物価の上昇を通じた物価上昇圧力は先行き減衰していくことになろう（図表3）。また、政府による電気・ガス代の負担軽減策（25年2～4月支払分）や、備蓄米が放出（同3月半ばの予定）されることに伴う米価格の低下なども、当面の物価上昇を抑制することになろう。その一方で、賃金上昇などに伴うコスト増を販売価格に転嫁する動きが、この先も消費者物価を押し上げていくことになろう。このため、消費者物価上昇率は鈍化傾向になるものの、予測期間終盤も1%台後半の高めの伸びになると見込んだ。

次に所得情勢をみると、25年の春闘賃上げ率については、24年（連合公表：5.1%）に比べて伸びがやや縮小するものの、4%台後半の高い伸びになると見込んだ。これは、24年度の企業業績が減益に転じる一方で（6ページ参照）、①企業収益は依然として高水準であること、②従業員の生活防衛として賃上げが求められていること、③人手不足感が強まる中で労働力確保のため企業が賃上げせざるを得ないこと、などの理由により、賃上げ余力の高い大企業がけん引する形で、24年に続いて大幅な賃上げを実施するとみられるためである。26年については、物価上昇率がやや鈍化することや、賃上げ余力の乏しい企業で賃上げ幅を縮小せざるを得ないケースが増えることと予想されることから、賃上げ率は低下すると見込んだ。もっとも、労働力の確保が困難な状況が続くとともに、企業収益が高水準で推移するため、4%台の高めの賃上げ率が実現すると見込んだ。こうした見通しに基づいて、現金給与総額は25年半ばまでは、足元の定例給与の伸び（12月：前年比+2.7%）程度で推移し、その後は春闘賃上げ率の伸びがやや鈍化していくことを映じて、伸びがいくぶん鈍っていくと見込んだ。なお、賞与については、この先企業業績が概ね横ば

いで推移すると見込まれることから、概ね現金給与総額の伸びと同程度になると想定した。以上のように、賃金と物価がいずれも高めの伸びとなることから、物価変動を除いた実質ベースの賃金(実質賃金)については、はっきりとした増加基調が定着するのは難しいと見込んだ(図表4)。ただし、25年度後半以降には、消費者物価の伸びが鈍化して賃金の伸びを下回り、小幅ながらも実質賃金が前年比ベースでプラス基調になると見込んだ。

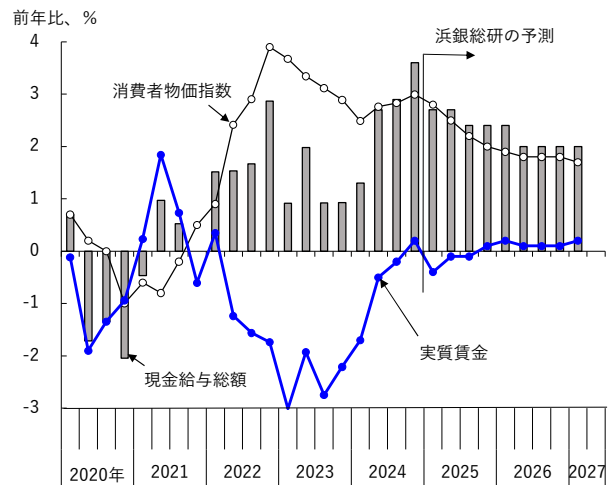
こうした点を踏まえると、25年度後半以降は実質賃金が上向いてくることから、勤労者世帯などを中心に個人消費の伸びが少しずつ高まってくるとみられる。もっとも、賃上げの恩恵が及びにくい無職高齢者世帯などでは、引き続き物価高が生活を圧迫し、抑制的な消費行動をとることになる。このため26年度までの個人消費は、増加基調で推移するものの、小幅な伸びにとどまると見込んだ。

図表3 先行き輸入物価の伸びはマイナスに
輸入物価指数と円建て原油価格



注：円建て原油価格は WTI×円/ドル。
出所：日本銀行「企業物価指数」、Bloomberg などより
浜銀総研作成

図表4 実質賃金は25年度後半以降プラスに
現金給与総額と実質賃金、消費者物価指数



注：現金給与総額は従業員5人以上の事業所。
出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省「消費者物価指数」より浜銀総研作成

設備投資：高水準の企業収益を支えに増加基調で推移も、緩やかな伸びに

24年10～12月期の設備投資は前期比+0.5%と増加に転じた。足元の設備投資の先行指標の一部にも上向きの動きが表れている。機械投資の先行指標である機械受注額(船舶・電力を除く民需)は、10～12月期に同+2.9%と3四半期ぶりに増加した(図表5)。24年度の年度末が近づき、年度中に計画していた設備投資を実施する企業が増えたことなどが影響したとみられる。

企業の設備投資計画をみると、投資意欲は旺盛である様子がうかがえる。日銀短観(24年12月調査)における2024年度の設備投資(ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除く、全規模・全産業)は前年比+10.0%と2桁の伸びが見込まれている(図表6)。半導体関連の開発・増産投資やEV(電気自動車)関連投資のほか、労働力不足を背景とした省力化投資など、中長期的な視点で行われる設備投資が全体を押し上げている模様である。なお、日銀短観や、大企業を調査対象とする政投銀の設備投資計画調査などの企業アンケート調査では、このところ、設備

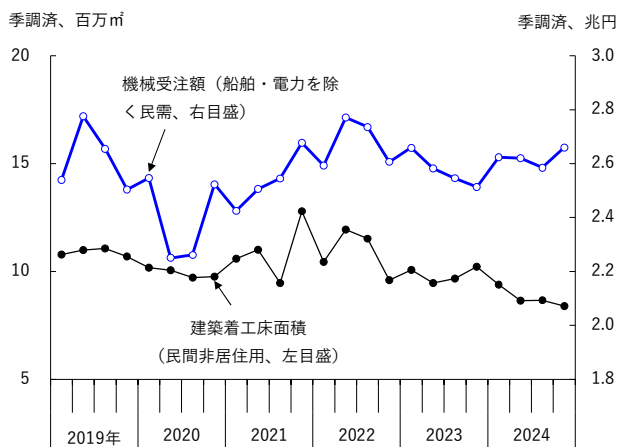
投資の計画段階では高い伸びが見込まれているものの、実績は計画を下回る結果となるケースがみられていた。この背景には、海外景気の先行き不透明感などを受けて能増投資を先送りするなど需要側の要因により投資を見送るケースのほか、人手不足などを背景とした建設工事の着工の遅れなど、供給側の要因により投資を先送りせざるを得ないケースも、相応に含まれていたと考えられる。こうした供給側の要因により先送りされた設備投資計画については、翌年度以降の計画に計上されるケースが多いと考えられることから、25年度以降の企業の設備投資計画についても、高めの増加率になると予想される。

設備投資を左右する企業収益の動向をみると、日銀短観（24年12月調査）における2024年度の経常利益は前年比-3.1%と減益が見込まれている。もっとも、減益幅は小幅にとどまっており、最高益となった23年度に次ぐ利益水準になる見込みである。25年度以降の企業収益については、米トランプ政権の通商政策の影響で輸出が小幅な伸びにとどまることや、為替レートが円高傾向で推移するとみられることから、製造業でやや弱含むと見込まれる。また、非製造業でも、インバウンド需要の伸びが鈍化していくことなどが収益の伸びを鈍化させる一方で（8ページ参照）、増加する人件費などのコストを価格転嫁する動きが強まることから、小幅な増益を維持すると見込まれる。製造業の企業収益がやや弱含む一方、非製造業では増益を維持することから、全産業ベースでの経常利益は26年度までの予測期間を通じて概ね横ばいで推移すると予測した。

このように企業収益が高水準で推移する下で、企業が計画している中長期的な視点で行われる設備投資が順次実施されていくことで、全体の設備投資は底上げされると見込まれる。このため予測期間を通じて設備投資は増加基調で推移することになるだろう。もっとも、トランプ政権の通商政策に対する不透明感や米中貿易摩擦による中国景気減速への懸念、人手不足など供給側の要因による設備投資の遅れなどが設備投資の伸びを抑えると見込まれる。そのため、設備投資は増加基調で推移するものの、緩やかな伸びにとどまると見込んだ。

図表5 機械投資の先行指標が上向く

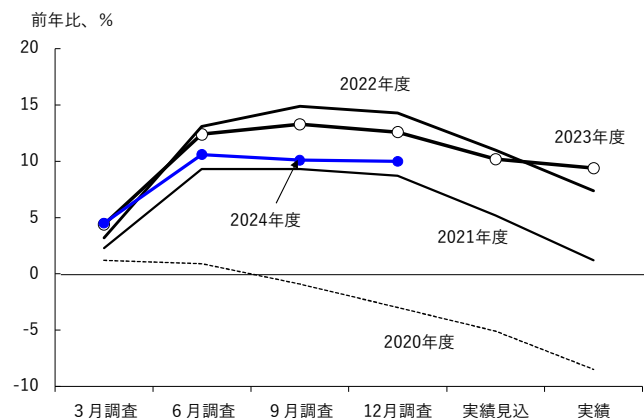
機械受注額、建築着工床面積



注：建築着工床面積は当社で季節調整を施した。
出所：内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」より浜銀総研作成

図表6 設備投資計画は高めの伸び

設備投資計画（全規模・全産業）



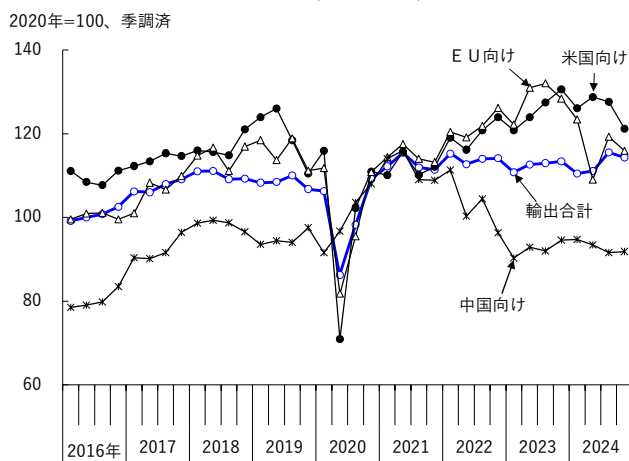
注：ソフトウェア・研究開発を含む設備投資額（除く土地投資額）。
出所：日本銀行「短観」

輸出：トランプ政権の通商政策の影響で伸び悩む

24年10～12月期の輸出は前期比+1.1%と3四半期連続で増加したものの、伸びはやや鈍化した。財・サービス別にみると、サービスの輸出は同+4.1%と増加に転じたものの、財の輸出が同+0.1%とわずかな伸びになった。日銀公表の実質輸出で仕向地別にみると、米国向けが同-5.0%と2期連続、EU（欧州連合）向けが同-2.8%と2期ぶりに減少し、中国向けは同+0.3%と3期ぶりに増加したものの、低めの水準で推移した（図表7）。

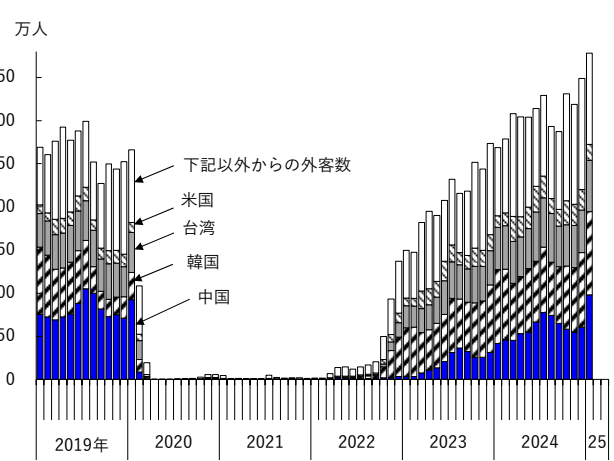
今後の輸出は、米国や欧州など主要国・地域で利下げが進み、世界経済全体としては緩やかに成長することから、日本の輸出も緩やかに増加すると予測した。もっとも、トランプ政権の保護主義的な通商政策の影響により、輸出の増加幅は小幅になると見込んだ¹。国別にみると、米国向け輸出については、トランプ政権の景気刺激策やF R B（米連邦準備理事会）による利下げの効果で米景気が底堅く推移するため、増加基調になると見込まれる。ただし、トランプ政権は米国の輸入品に対して関税を強化する方針で、25年4月以降には自動車輸入の関税を強化するとしている。現時点で関税の詳細は公表されていないものの、日本からの対米輸出の3割程度（24年）を占める自動車については、米国での現地生産の比率を高めるなどの対策をとることが余儀なくされる恐れがある。関税の内容次第では、自動車輸出の減少が、対米輸出の伸びを抑える可能性があるだろう。一方、中国向け輸出について、第一次トランプ政権下（2017～20年）における日本からの輸出の状況をみると、米中貿易摩擦の影響で中国景気が減速したこともあり、弱い動きとなっていた（図表7参照）。この先の中国経済については、中国政府による景気対策の下支えが期待されるものの、成長率が減速していく見込みである。また、中国における製造業の供給力が既に過剰気味になっていることや、米中貿易摩擦の激化により日本から中国への半導体製造装置などの輸出規制が強化される可能性があることなどを踏まえると、資本財を中心に対中輸出の回復

図表7 第一次トランプ政権時、対中輸出弱含む
実質輸出（仕向地別）



出所：日本銀行「実質輸出入」

図表8 中国人観光客に回復の余地
訪日外客数



出所：日本政府観光局（J N T O）「訪日外客数」より浜銀総研作成

¹ トランプ政権の関税政策については、現時点で明らかになっているもの（中国の輸入品に対する一律10%の追加関税など）を織り込んだ。

を見込むことは難しく、引き続き低迷すると予測した。

一方、サービスの輸出については、インバウンド需要の拡大を背景に増加基調が続くものの、次第に伸びが鈍化すると見込んだ。足元の訪日外客数の動向をみると、韓国や米国などからの外客数がコロナ禍前の水準を大きく上回る一方、中国からの外客数は総じてみれば戻りが鈍くなっている（図表 8）。今後、中国人観光客向けのビザの発給要件や手続きが緩和されることから、日本を訪れる中国人観光客が回復してくると見込まれる。また、25 年 4～10 月には大阪・関西万博が開催される。日本への旅行に対する注目度が高まることで、25 年度前半のインバウンド需要は押し上げられると考えられる。もっとも、宿泊施設の確保等の供給制約がインバウンド拡大の足かせになりつつある。このため、25 年度後半以降のインバウンドは次第に伸びが鈍化することになる。

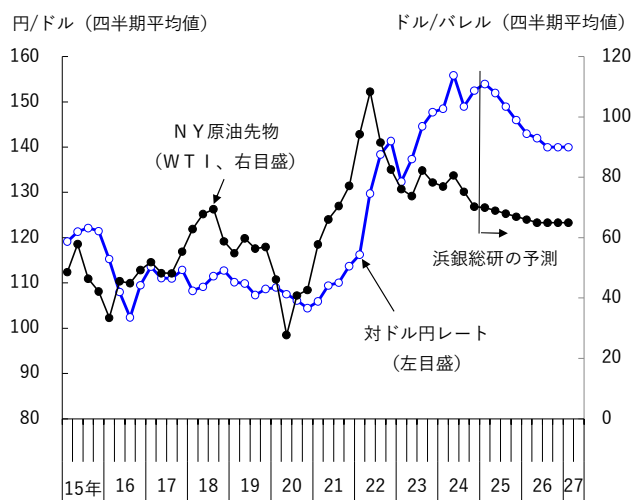
金融政策：25 年と 26 年の年央に、0.25% ずつの追加利上げを想定

日銀の金融政策については、25 年と 26 年の年央に、政策金利（無担保コールレート・オーバーナイト物）の誘導目標をそれぞれ 0.25% ずつ引き上げると想定した。

25 年 1 月の金融政策決定会合の記者会見で、植田総裁は、日銀の経済・物価の見通しが実現していけば、引き続き金融緩和の度合いを調整していくとし、今後の追加利上げの継続を示唆した。また、日銀の分析例では中立金利の水準が 1～2.5% 程度であるとし、現状の政策金利は中立金利まで相応の距離があるとした。こうした点を踏まえると、この先の日本経済が緩やかに回復する下で、日銀は段階的に政策金利を引き上げていくとみられる。今回の予測では、25 年の春闘における賃上げ動向や、トランプ政権の政策が日本経済に与える影響などを見極めた上で、25 年半ばに、政策金利を 0.5% から 0.75% に引き上げると見込んだ。その後は、政策金利の水準が中立金利の分析値の下限に近付くこともあり、日銀は利上げの影響を慎重に見極めていくと想定した。すなわち、26 年の春闘の動向を確認した上で、26 年半ばに政策金利を 0.75% から 1% に引き上げると見込んだ。なお、利上げのペースが緩やかになることに加えて、物価動向を加味した実質金利は大幅なマイナスで推移し、緩和的な金融環境が続くことから、利上げによる景気への影響は限定的になると見込んだ。

為替相場の見通しについては、日本の政策金利が緩やかに上昇する一方、後述するように米国では 25 年中に利下げが進むことから、緩やかな円高・ドル安傾向で推移すると想定した（図表 9）。26 年度末のドル・円レートの水準は、1 ドル 140 円程度になると見込んだ。

図表 9 今後の為替相場は緩やかな円高方向へ
為替レート、原油価格の見通し



出所：Bloomberg などより浜銀総研作成

3. 予測の前提となる海外経済の見通し

3.1 米国経済：下振れリスクをかかえながらも、景気は底堅く推移すると見込む

2024年10～12月期の米国の実質GDP（国内総生産）は前期比年率+2.3%と、7～9月期の同+3.1%から減速した（図表10）。これを需要項目別にみると、10～12月期は個人消費が同+4.2%となり、23年1～3月期以来の高い伸びを示した。財別には、自動車などの耐久財消費が大幅に増加したほか、非耐久財消費やサービス消費も堅調に推移した。一方、設備投資は同-2.2%と21年7～9月期以来の減少となった。知的財産投資が堅調に推移したものの、設備機器への投資と建設投資が減少した。また、在庫投資は実質GDP成長率を0.9%ポイント押し下げた。外需については、輸出（同-0.8%）、輸入（同-0.8%）ともに小幅に減少し、純輸出（輸出－輸入）の実質GDPへの寄与度が同+0.04%ポイントとなった。この結果、GDPから公的需要や外需、在庫変動を除外した国内民間最終需要をみると、10～12月期には同+3.2%となり、7～9月期（同+3.4%）に続いて堅調に推移している。米国景気の基調はしっかりしているといえよう。

年明け後の月次経済指標をみると、25年1月の非農業部門雇用者数は前月比14.3万人の増加と、24年12月（同30.7万人増）から伸びが鈍化した。ただ、直近3か月間をみると月平均で23.7万人増加しており、労働市場は底堅く推移している。また、1月のISM（米供給管理協会）製造業景況指数は50.9（24年12月は49.2）と3か月連続で上昇した（図表11）。好不調の分かれ目となる50を上回るのは22年10月以来のことである。一方、1月のISM非製造業景況指数は52.8と前月の54.0から低下したものの、7か月連続で節目の50を上回った。企業の景況感は概ね良好と判断できる。

こうした状況下、FRB（米連邦準備理事会）は1月28日～29日に開催したFOMC（公開市場委員会）で、政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を現行の4.25～4.50%に据え置くことを決めた。政策金利の据え置きは4会合ぶりである。FOMC後の記者会見で、パウエルFRB議長は「経済は好調さを維持しており、政策スタンスの調整を急ぐ必要はない」と述べた。金利の先物市場ではFRBが当面は政策金利を据え置くとの見方が大勢であり、25年中の利下げ回数は1～2回（1回当たり0.25%）と予想されている。

以上のような状況を踏まえた上で先行きを展望すると、25年の米国景気はやや減速すると見込まれる。金利水準が依然として高いことから、当面は企業の設備投資や家計の住宅投資が下押しされよう。ただ25年後半になると、FRBの既往の利下げの効果が表れ、企業の設備投資や家計の住宅投資がやや上向くと予想される。一方、個人消費については、当面、良好な所得環境に支えられて堅調に推移すると見込まれる。ただ、25年後半からは、トランプ政権による輸入関税引き上げの影響などによって米国内の物価が徐々に上昇し、堅調な個人消費を下押しすると予想される。インフレ率が徐々に高まる中で、FRBの利下げ局面は25年後半には終了し、その後は政策金利が据え置かれると見込んだ。

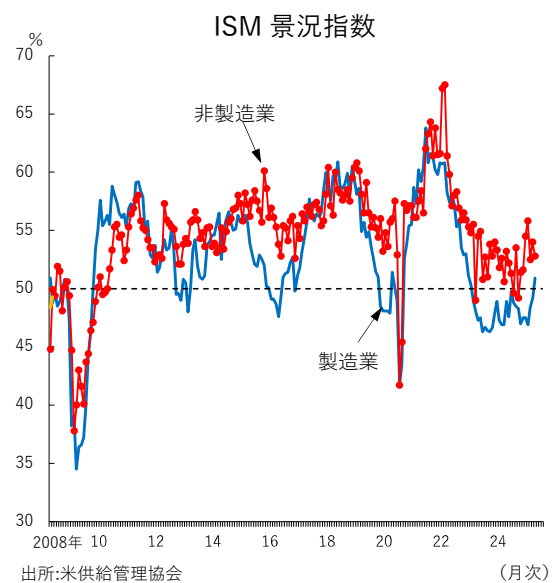
26年の米国景気は下振れリスクを抱えながらも底堅く推移し、年率2%前後とされる潜在成長率に近い成長となろう。トランプ政権による所得減税の延長や法人税率の引き下げ、規制緩和の実施などが、個人消費や設備投資のプラス要因になると見込まれる。ただ、減税の実施を受けて

次第に需要面からもインフレ圧力が強まることから、個人消費の大幅な増加は期待しにくい。また、トランプ政権による不法移民の強制送還で労働力不足が深刻化すれば、賃金と物価がスパイラル的に上昇し、FRBがインフレ抑制のために利上げを余儀なくされる可能性もある。トランプ政権による追加関税や移民排除が過激化すれば、米国景気へのマイナスの影響が大きくなる点に注意が必要である。米国の通年の実質 GDP 成長率は、2025 年が前年比+2.1%、26 年が同+1.9%になると予測した。

図表 10 24 年 10~12 月期の米 GDP は減速



図表 11 企業の景況感は概ね良好



3. 2 ユーロ圏経済：緩やかな景気回復が続く

2024 年 10~12 月期のユーロ圏実質 GDP (域内総生産) は前期比+0.1%と、7~9 月期の同+0.4%から減速した(図表 12)。国別にはドイツが前期比-0.2%、フランスが同-0.1%と、いずれもマイナス成長に転じた。イタリアは 2 期連続でゼロ成長。一方、スペインは同+0.8%と堅調に推移した。

月次の経済指標をみると、25 年 1 月のユーロ圏の総合 PMI (購買担当者景気指数) は 50.2 と前月 (49.6) から上昇し、好不調の分かれ目となる 50 を 3 か月ぶりに上回った。業種別には、製造業 PMI が 46.6 と 3 か月ぶりに改善したものの、節目の 50 を 31 か月連続で下回っている(図表 13)。一方、サービス業 PMI は 51.3 と小幅に悪化したものの、2 か月連続で節目の 50 を上回った。1 月の総合 PMI を国別にみると、ドイツが 50.5 と 7 か月ぶりに節目の 50 を上回った。一方、フランスは 47.6 と前月の 47.5 から若干上昇したものの、引き続き 50 を下回った。

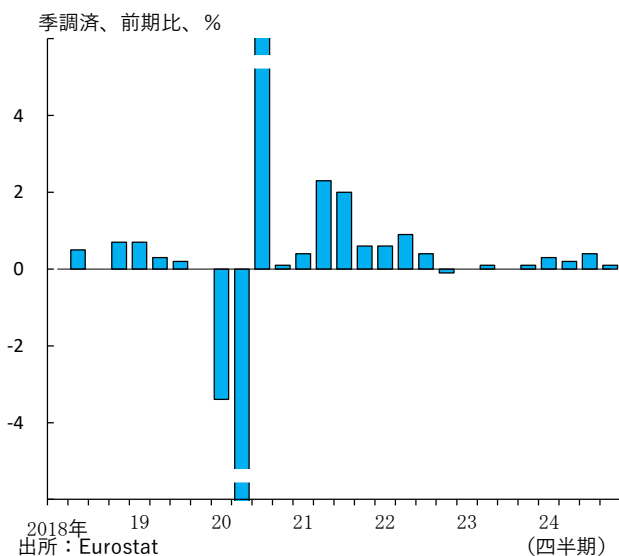
ユーロ圏のインフレは概ね落ち着いている。1 月のユーロ圏消費者物価指数は前年比+2.5%と、前月 (同+2.4%) と比べて若干伸びが高まった。品目別には、エネルギーが同+1.8%と前月 (同+0.1%) と比べて伸びが大幅に高まった。一方、飲食料 (アルコール含む) は同+2.3%と前月 (同

+2.6%) から伸びが鈍化した。この結果、エネルギー、食品、アルコール、たばこを除くコア指数は同+2.7%と、5 か月連続で同じ伸びとなった。

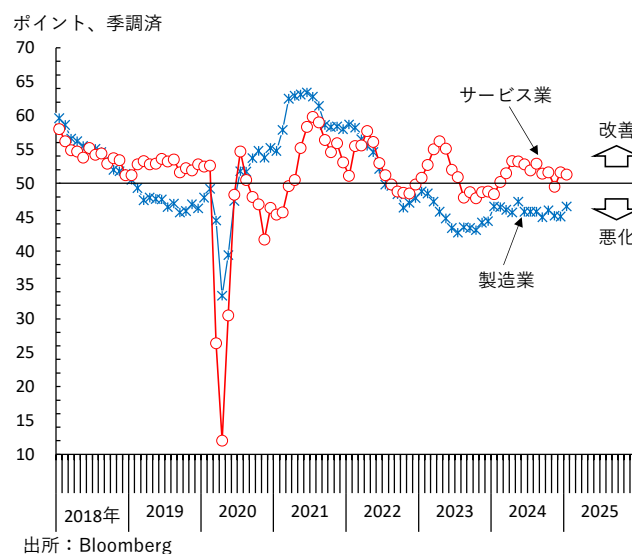
こうした状況下、ECB（欧州中央銀行）は 25 年 1 月の政策理事会で 0.25%の追加利下げを決定した。利下げは 24 年 9 月から 4 会合連続で、今回の利下げ局面では 5 回目（合計の利下げ幅は 1.25%）となった。ラガルド ECB 総裁は理事会後の会見で「経済成長に対するリスクは引き続き下振れ傾向にある。」との認識を示した。金利の先物市場では ECB が 25 年半ばにかけて連続的に追加利下げを実施する（0.25%の利下げを 3 回実施）と予想されている。

以上のような状況を踏まえた上で先行きを展望すると、2025 年～26 年のユーロ圏景気は緩やかな回復が続くと見込まれる。インフレ圧力の緩和を受けた家計の実質的な購買力の改善によって個人消費が底堅く推移し、景気を下支えしよう。また ECB の利下げが続く中、25 年後半には利下げの効果が表れて、企業の設備投資なども徐々に上向くと見込まれる。他方、外需に関しては、主要な輸出先である中国の景気が先行き減速基調で推移すると予想されることなどから、ユーロ圏の輸出が伸び悩む公算が大きい。また、米トランプ政権が輸入品への関税を引き上げると予想され、この点も輸出の逆風となろう。ユーロ圏の通年の実質 GDP 成長率は、2025 年が前年比+0.8%、2026 年が同+1.2%になると予測した。

図表 12 24 年 10～12 月期の成長率は減速
ユーロ圏の実質 GDP（域内総生産）



図表 13 ユーロ圏製造業の景況感は依然低調
ユーロ圏 PMI（購買担当者景気指数）



3. 3 中国経済：米国との通商摩擦の影響で、26年の成長率は4%台前半に減速

中国の2024年10～12月期の実質GDP成長率は前年比+5.4%（前期は同+4.6%）と、3期ぶりに高まった（図表14）。輸出の持ち直しが成長率を押し上げ、特にASEANや米国向けの輸出が増加したことが主因である。また、政府が耐久消費財の買い替え支援策を強化したことで、個人消費には底入れの兆しがみえ始めた。一方で、固定資産投資は引き続き伸び悩んだ。これは、地方政府が住宅在庫の買い取りを本格化させる中で、公共インフラ投資が抑制されたことに加え、習体制が新たな住宅在庫の発生を防ぐために不動産投資抑制策を講じたことが影響していると考えられる。

2024年末から2025年初頭にかけて、不動産市場では一部指標に改善の兆しがみられている。住宅販売や住宅価格に下げ止まりの動きがみられる背景として、2024年10月以降、政府が銀行による不動産開発プロジェクトへの資金支援を強化し、地方政府による住宅在庫の買い取り支援を進めたことが挙げられる。しかしその一方で、2025年1月の製造業PMIは49.1と低下し、依然として景況感は弱い状況にある（図表15）。これは米トランプ政権が対中関税強化の姿勢を示していることなどが影響しており、輸出を中心に中国の製造業が慎重な姿勢をみせているためである。

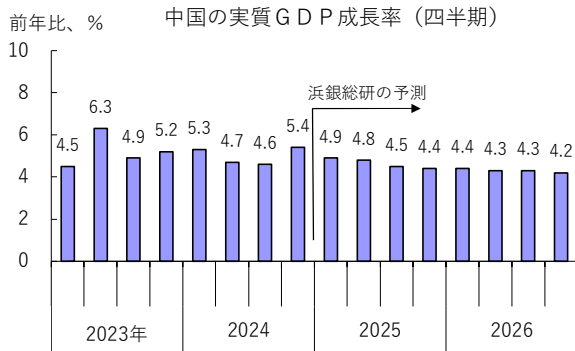
2024年12月に開催された「中央経済工作会議」では、2025年の経済政策として「さらなる積極的な財政政策」と「緩和的な金融政策」の実施が決定された。これにより、リーマンショック後の経済対策以来となる大規模な財政出動が行われる方針である。具体的には、工業分野の設備更新支援や、自動車・家電製品といった耐久消費財の買い替え支援策をさらに強化するとともに、不動産市場の安定化に向けた政策を推進することが示された。不動産市場の低迷に歯止めをかけるため、地方政府による住宅在庫の買い取りや、不動産開発プロジェクトへの積極的な資金支援が引き続き行われると見込まれる。

こうした点を踏まえ、今後の中国経済を展望すると、2025年の中国経済は実質GDP成長率が緩やかに低下すると予測される。輸出は米国が対中貿易赤字の是正を目指す中で、中国からの輸入品に対して厳しい姿勢を維持していることから減少が見込まれる。不動産投資も抑制措置の影響を受けて引き続き低調な動きを見せると考えられるが、住宅販売の回復が進むことで、住宅在庫の減少や価格の安定化が期待される。一方で、個人消費はやや上向くと予想される。景気減速による雇用や所得環境の弱含みが消費の伸びを抑えるものの、政府支援策の強化により耐久消費財の需要が堅調に推移する見込みである。

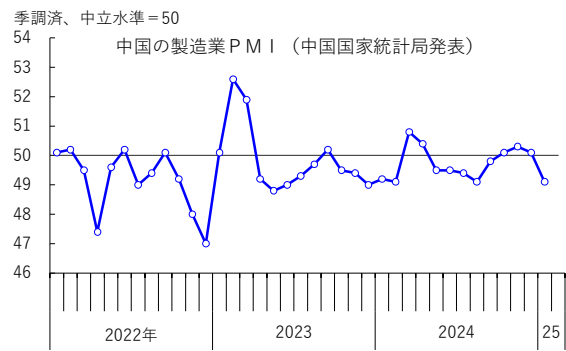
2026年には、成長率がさらに減速することが予想される。輸出は引き続き減少基調が続き、米トランプ政権による対中関税強化の継続が中国の輸出を押し下げると見込まれる。個人消費については、住宅価格の緩やかな上昇に伴う資産効果が期待されるものの、政府の耐久消費財の購入支援策の効果が一巡することで需要が弱含むことになろう。一方、不動産市場では不動産投資の抑制措置が解除されることで、不動産投資が徐々に回復に向かう見通しである。また、不動産投資の回復により地方政府の土地使用権収入が増加し、公共インフラ投資も次第に持ち直すと考えられる。

以上より、2025年の実質GDP成長率を+4.6%、26年を+4.3%と予測した。

図表 14 26年の成長率は4%台前半に減速



図表 15 製造業の景況感が足元で悪化



図表 16 2024～26 年度のわが国経済の見通し（2025 年 2 月改訂）

予測の前提条件

(前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%)

	2023年度	2024年度 見通し		2025年度 見通し			2026年度 見通し			
		上期	下期	上期	下期	上期	下期			
対ドル円レート (円/ドル)	144.6	152.9	152.4	153.3	147.5	150.5	144.5	140.5	141.0	140.0
対ユーロ円レート (円/ユーロ)	156.8	163.5	165.8	161.3	150.5	154.0	147.0	143.5	144.0	143.0
米国実質 GDP (暦年)	2.9	2.8	[2.4]	[2.8]	2.1	[2.0]	[1.7]	1.9	[1.9]	[2.0]
ユーロ圏実質 GDP (暦年)	0.5	0.7	[0.8]	[1.0]	0.8	[0.6]	[1.1]	1.2	[1.3]	[1.3]
中国実質 GDP (暦年)	5.2	5.0	5.0	5.0	4.6	4.8	4.4	4.3	4.3	4.2

予測結果の総括表

(前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%)

	2023年度	2024年度 見通し		2025年度 見通し			2026年度 見通し			
		上期	下期	上期	下期	上期	下期			
実質 GDP	0.7	0.8	[0.7]	[0.9]	1.0	[0.3]	[0.4]	0.9	[0.4]	[0.5]
個人消費	▲ 0.4	0.7	[0.8]	[0.5]	0.6	[0.2]	[0.4]	0.8	[0.4]	[0.4]
住宅投資	0.8	▲ 1.1	[0.2]	[0.3]	▲ 0.2	[▲ 0.3]	[▲ 0.1]	0.0	[0.0]	[0.2]
設備投資	▲ 0.1	2.0	[0.9]	[0.7]	1.6	[0.9]	[0.8]	1.8	[0.9]	[1.0]
政府消費	▲ 0.8	1.5	[1.1]	[0.4]	0.5	[0.2]	[0.2]	0.4	[0.2]	[0.2]
公共投資	▲ 0.3	2.0	[4.1]	[▲ 1.0]	▲ 0.5	[▲ 0.2]	[0.3]	0.4	[0.2]	[0.1]
輸出	2.9	1.9	[0.3]	[2.1]	2.2	[0.9]	[0.6]	1.5	[0.8]	[1.0]
輸入	▲ 3.3	3.1	[2.6]	[▲ 0.7]	0.5	[0.7]	[0.4]	1.2	[0.6]	[0.9]
寄与度										
国内需要	▲ 0.7	1.1	[1.2]	[0.3]	0.7	[0.3]	[0.4]	0.8	[0.4]	[0.4]
民間需要	▲ 0.5	0.7	[0.8]	[0.3]	0.6	[0.3]	[0.3]	0.7	[0.4]	[0.4]
公的需要	▲ 0.2	0.4	[0.4]	[0.0]	0.1	[0.1]	[0.1]	0.1	[0.1]	[0.0]
海外需要	1.4	▲ 0.2	[▲ 0.5]	[0.6]	0.3	[0.0]	[0.0]	0.1	[0.0]	[0.0]
名目 GDP	4.9	3.6	[2.5]	[1.9]	2.6	[1.1]	[1.2]	2.4	[1.2]	[1.2]
新設住宅着工戸数 (万戸) (前期比、%)	80.0 ▲ 7.0	79.0 ▲ 1.4	80.1 0.9	78.0 ▲ 2.7	77.7 ▲ 1.6	77.8 ▲ 0.2	77.7 ▲ 0.1	77.8 0.0	77.7 0.0	77.8 0.2
鉱工業生産	▲ 1.9	▲ 0.3	[▲ 0.1]	[1.2]	1.6	[0.7]	[0.4]	1.1	[0.5]	[0.6]
国内企業物価	2.4	3.2	2.4	4.0	2.2	2.5	2.0	1.8	1.9	1.8
消費者物価	2.8	2.6	2.5	2.7	2.1	2.3	1.9	1.8	1.8	1.7
完全失業率 (%)	2.6	2.5	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3

注：民間需要 = 個人消費 + 住宅投資 + 設備投資 + 民間在庫投資、 公的需要 = 政府消費 + 公共投資 + 公的在庫投資、
国内需要 = 民間需要 + 公的需要、 海外需要 = 輸出 - 輸入、
消費者物価は生鮮食品を除く総合。

出所：内閣府「四半期別 GDP 速報」などより浜銀総研作成

執筆者



小泉 司

t-koizumi@yokohama-ri.co.jp

調査部 上席主任研究員

日本経済を中心とするマクロ経済を担当



北田 英治

kitada@yokohama-ri.co.jp

調査部 特任研究員

マクロ経済、金融マーケットを担当



白 鳳翔

haku@yokohama-ri.co.jp

調査部 主任研究員

中国の経済・金融マーケット・産業を担当

浜銀総合研究所では、景気動向に関するレポートなどの発行情報をメールにてお知らせしています。ご関心のある方は、下記のサイトより、「レポート更新情報お知らせメール」（無料）にご登録ください。

【URL】 https://www.yokohama-ri.co.jp/html/inquiry/inquiry_repo.html?nno=5

本レポートの目的は情報提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づく浜銀総合研究所・調査部の見解であり、レポート発行後に予告なく変更することがあります。また、本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ご利用に際しては、お客さまご自身の判断にてお取扱いいただきますようお願いいたします。