2025 年 5 月 22 日

2025・26 年度の景気予測（2025 年 5 月改訂）

～トランプ関税の影響で景気は減速へ～

調査部　上席主任研究員　小泉　司（日本経済）
研究員　祖根昂大（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）

- 2025 年 1～3 月期の実質ＧＤＰ（国内総生産、１次速報）は前期比-0.2%と 1 年ぶりにマイナス成長となった。設備投資の増加に支えられて国内需要が増加に転じたものの、外需（純輸出）の寄与がマイナスに転じ、全体の成長率を押し下げた。
- トランプ米大統領が打ち出した関税強化の影響で、世界経済が混乱しており、景気の先行き不透明感が強まっている。今回の予測では、トランプ政権が打ち出した相互関税などに関して各国と行われている交渉が順調に進むことなどを前提としたものの、世界経済の混乱の影響を受けて、足元の 4～6 月期の日本の成長率は大きく低下することが避けられないと考えた。また、関税引き上げによる米国景気の下振れや、高関税を課された中国の成長率低下も免れないと見込んだ。
- 25 年度の日本経済は、4～6 月期にトランプ関税の影響で成長率のマイナス幅が拡大しよう。7～9 月期以降は、世界経済の先行き不透明感が弱まることで設備投資が上向き、賃金の上昇などが支えとなり個人消費も小幅な増加基調に転じることから、景気は持ち直しに向かうと見込んだ。続く 26 年度も、トランプ関税による世界経済の混乱が収まり、緩やかな景気回復の動きが続くと見込んだ。実質 GDP 成長率は 25 年度に+0.3%と大きく減速した後、26 年度には+0.8%と成長率が高まると予測した。

予測結果の総括表

単位：前年比、％（＊は寄与度）	2024年度	2025年度 見通し	2026年度 見通し	＜前回2025年3月予測＞ 2025年度 見通し	2026年度 見通し
実質ＧＤＰ	0.8	0.3	0.8	0.9	0.9
民間需要＊	0.9	0.7	0.7	0.5	0.7
公的需要＊	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
輸　出＊	0.4	▲ 0.2	0.3	0.4	0.3
輸　入＊	▲ 0.8	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.2

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

1．2025 年 1～3 月期の日本経済

2025 年 1～3 月期は 1 年ぶりのマイナス成長に

5 月 16 日に内閣府が発表した 2025 年 1～3 月期の実質ＧＤＰ（国内総生産、１次速報）は、前期比-0.2%と 1 年ぶりにマイナス成長となった（図表１）。需要項目別の寄与度をみると、輸出が 1 年ぶりに減少に転じ、GDP の計算上の控除項目である輸入が大幅に増加したことで、輸出から輸入を差し引いた純輸出が成長率を 0.8%ポイント押し下げた。設備投資の増加に支えられた国内需要が増勢に転じたが、外需寄与度の低下が内需寄与度の上昇を上回った。

需要項目別の動向をみると、民間需要では、個人消費が前期比横ばいとなった。天候に恵まれて外出が増えたことなどによりサービスが堅調に推移した一方で、自動車などの耐久財が減少に転じた。物価上昇率の高まりを受け、実質雇用者報酬が前期比で減少したことなどが影響したとみられる。一方、住宅投資が同+1.2%と増加に転じ、設備投資が同+1.4%と増勢を強めた。好調な企業業績を背景に、業務効率化に向けた投資や、研究開発投資が増加した結果とみられる。他方、民間在庫変動の寄与度は同+0.3%ポイントとプラスの寄与に転じた。

公的需要では、政府消費が前期比横ばいとなり、公共投資は同-0.4%と減少が続いた。

海外需要では、輸出が前期比-0.6%と減少に転じた。財輸出が同+0.4%と伸びがやや加速したものの、知的財産権使用料の減少などによりサービス輸出が同-3.4%と減少に転じた。財輸出については、米関税政策の影響による駆け込み輸出があったとみられる。一方、輸入は同+2.9%と増加に転じた。半導体関連製品の需要の高まりなどにより財輸入が同+2.4%と増加したほか、ウェブサービス利用料などのサービス輸入が同+4.5%と増加した。

図表 1　国内需要が持ち直したものの、実質 GDP 成長率はマイナスに

（季節調整済、前期比、%）

	2023年				2024年				2025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	1～3月期
実質ＧＤＰ	1.2	0.6	-1.0	-0.1	-0.4	0.9	0.2	0.6	-0.2
個人消費	1.0	-0.6	-0.5	-0.0	-0.6	0.8	0.7	0.1	0.0
住宅投資	0.6	1.5	-0.7	-0.8	-3.2	1.2	0.7	-0.2	1.2
設備投資	1.4	-1.8	-0.3	2.4	-1.1	1.4	0.1	0.8	1.4
政府消費	0.1	-1.5	0.4	-0.1	0.3	0.9	0.1	0.3	-0.0
公共投資	3.0	0.1	-2.0	-1.6	-2.2	5.7	-1.1	-0.7	-0.4
輸　出	-1.0	2.1	0.8	2.4	-3.6	1.5	1.2	1.7	-0.6
輸　入	-1.9	-3.9	0.9	3.4	-3.7	2.7	2.2	-1.4	2.9
内需寄与度	0.9	-0.8	-1.0	0.3	-0.5	1.2	0.5	-0.1	0.7
民間需要	0.8	-0.5	-1.0	0.3	-0.4	0.8	0.5	-0.1	0.7
うち在庫	-0.0	0.1	-0.6	-0.0	0.2	0.1	0.1	-0.3	0.3
公的需要	0.2	-0.3	-0.0	-0.1	-0.1	0.5	-0.0	0.0	0.0
外需寄与度	0.3	1.4	-0.0	-0.3	0.1	-0.3	-0.3	0.7	-0.8
名目ＧＤＰ	2.7	2.1	-0.1	0.2	0.0	2.4	0.5	1.2	0.8

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+0.3%、26 年度を+0.8%と予測

2025 年 1～3 月期の実質 GDP は、内需が持ち直したものの、純輸出（輸出-輸入）の寄与が大幅なマイナスに転じたことから、１年ぶりのマイナス成長になった。その後、足元では、トランプ米大統領が打ち出した関税強化（以下、トランプ関税）の影響で、世界経済が混乱しており、景気の先行き不透明感が強まっている。今回の予測では、トランプ政権が打ち出した相互関税などに関して各国と行われている交渉が順調に進むことなどを前提としたもの[1]、世界経済の混乱の影響を受けて、足元の 4～6 月期の日本の成長率は大きく低下することが避けられないと考えた。また、関税引き上げによる米国景気の下振れや、高関税を課された中国の成長率低下も免れないと見込んだ。この結果、日本の実質 GDP 成長率は、25 年度には+0.3%と小幅な伸びにとどまると予測した。26 年度には、トランプ関税による世界経済の混乱が収まり、景気は緩やかな回復軌道をたどることから、+0.8%と成長率が高まると見込んだ。

年度ごとにわが国の景気の推移を示すと、25 年度については、4～6 月期はトランプ関税の影響でマイナス成長となり、1～3 月期に比べてマイナス幅も拡大することになろう。自動車などの製品別の関税や相互関税の導入による下押し効果に加えて、関税導入前の駆け込み輸出の反動で、輸出が落ち込むことになろう。また、世界経済の先行き不透明感の強まりにより、一部の企業が投資をいったん見送ることで、設備投資も減少に転じると見込んだ。加えて、物価高や消費マインドの悪化により、個人消費も弱含むと考えられる。ただし、夏場までには米国と各国との通商交渉が順調に進み、７～9 月期からは景気が上向いてくると想定した。輸出は米国の通商政策の不透明感が弱まることで、底打ちすることになろう。もっとも、米中景気の減速や、対米自動車輸出の伸び悩みにより、その後の輸出の戻りは鈍くなるだろう。また、設備投資は非製造業の投資などが堅調に推移し、増加基調に復帰するだろう。ただし、業績の悪化を受けて輸出関連の製造業の投資が伸び悩むため、小幅な増加にとどまると見込んだ。一方、個人消費は、物価高が重荷となるものの、賃上げの効果で緩やかな増加基調になると予測した。この結果、25 年度の実質 GDP は前年比+0.3%になると見込んだ。

続く 26 年度の日本経済は緩やかに景気が回復すると見込んだ。米中の成長率が低めに推移することや、自動車メーカーが米国での現地生産の比率を高めることなどの影響で、輸出の伸びは緩やかになると考えられる。一方、設備投資については、企業業績が増益に転じてくることに加えて、トランプ関税による先行きの不透明感が弱まることで投資マインドが改善し、伸びが次第に高まってくると見込んだ。また、個人消費は賃上げの継続が支えとなり、緩やかな回復基調をたどると予測した。この結果、26 年度の実質 GDP は前年比+0.8%になると見込んだ。

[1] 今回の予測では、米国と各国との通商交渉が順調に進み、企業のグローバルサプライチェーンが棄損するような状況にはならないことを前提とした。また、日本と米国の通商交渉も順調に進み、日本の対米輸出が、他国に比べて著しく不利な条件にならないことを前提とした。

2．2　主要需要項目の見通し

個人消費：25 年 4～6 月期に弱含むものの、賃金増が支えとなり、緩やかな増加基調へ

2025 年 1～3 月期の個人消費は前期比横ばいとなり、３四半期連続で伸びが低下した。内訳をみると、天候に恵まれたことなどにより、衣料品などの半耐久財やサービスが増加したものの、耐久財や非耐久財が減少に転じた。物価の伸びが高まったことなどから、雇用者報酬が同-0.9%と 6 四半期ぶりの減少に転じており、物価高を通じた購買力の低下が、家計の消費活動を鈍らせたと考えられる。

4～6 月期の個人消費は弱含むとみられる。消費マインドを示す消費者態度指数をみると、4 月は 31.2 と 5 か月連続で低下し、低下幅も拡大した（図表 2）。物価高に加えて、トランプ関税による景気の先行き不透明感の高まりや、株価の乱高下などを受けて、春先以降、家計は消費支出を抑制しているとみられる。

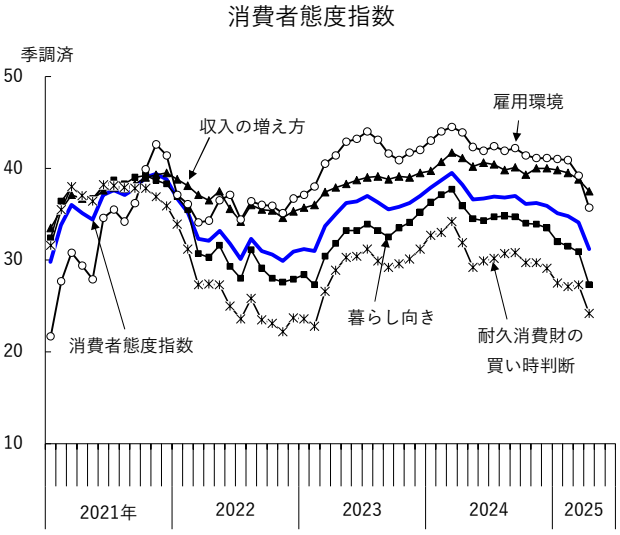
もっとも、夏場以降の個人消費は賃金の増加などが支えとなり、小幅ながらも増加基調に復帰することになろう。今年の春闘では、昨年を上回る高い賃上げが実現し（連合第 5 回回答集計、5.32%）、夏場までには企業の賃上げが順次実施されていく。また、今夏の賞与については、24 年度の企業業績が堅調に推移したことを反映して、増加が見込まれる。こうした所得情勢の改善が夏場以降の個人消費を支えることになろう。

26 年度の所得情勢についても改善が続くと見込んだ。26 年の春闘の前提となる 25 年度の企業業績については、トランプ関税の影響で輸出関連の製造業中心に収益が悪化すると見込まれる（6 ページ参照）。もっとも、人手不足による労働力確保のニーズが高いことや、物価高に直面する従業員の生活水準維持への配慮のため、賃上げ余力のある大企業や内需関連の企業を中心に賃上げが実施され、23 年春闘程度（3%台半ば）の賃上げが実現すると想定した。賃金の伸びは鈍化するものの、後述するように物価上昇率が鈍化することから、実質ベースの雇用者報酬は小幅ながらも増加が続くと見込んだ。

物価の先行きをみると、25 年度の消費者物価上昇率は、米（コメ）価格上昇の影響がはく落することなどにより伸びが鈍化しつつも、2%台半ばの伸びとなる見込みである。政府が中小企業の販売価格引き上げ交渉を支援していることもあり、企業は賃上げに伴うコスト増分の販売価格への転嫁を進めるとみられる。こうした動きが引き続き物価を押し上げていくだろう。続く 26 年度の消費者物価上昇率は鈍化が続くだろう。後述の通り、為替相場が円高基調で推移するため、輸入物価は低下すると予想される。また、上述の通り、賃上げ幅が縮小することで、人件費増に伴う物価上昇圧力は 25 年度に比べていくぶん低下するとみられる。物価を押し上げる「第一の力（輸入物価上昇など）」と「第二の力（賃上げ圧力など）」が弱まることで、物価上昇率は予測期間終盤に 2%を割り込むと見込んだ。

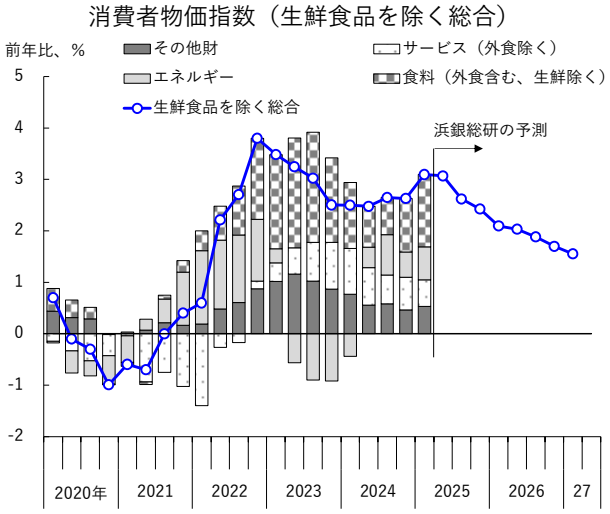
こうした点を踏まえて個人消費の先行きを予測すると、25 年 4～6 月期には減少に転じるものの、夏場以降は小幅ながら増加基調になると見込んだ。26 年度には、トランプ関税を巡る景気の先行き不透明感が弱まることで、家計の節約意識が緩み、個人消費は緩やかな回復基調をたどると見込んだ。

図表２　足元で家計の消費マインドが大きく悪化



出所：内閣府「消費動向調査」

図表３　消費者物価の伸びは次第に鈍化



出所：総務省「消費者物価指数」より浜銀総研作成

設備投資：トランプ関税の影響で慎重な動きが表れるものの、夏場以降は緩やかに増加へ

25 年 1～3 月期の設備投資は前期比+1.4%と増勢が拡大した。24 年度の年度末を迎え、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。

ただし、トランプ関税により世界経済の先行き不透明感が強まっている状況の中で、企業の設備投資に対する姿勢は慎重化している模様である。日銀短観（25 年 3 月調査）における 25 年度の設備投資計画（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+2.2%と、この時期の調査としては、ここ数年では低めの伸びになった（図表 4）。なお、この短観 3 月調査の調査票回収基準日時点（3 月 12 日）では、4 月 2 日に発表された相互関税の影響が織り込まれていない。トランプ関税による自社の業績への影響が見通せない中で、足元の企業の投資マインドは一段と慎重になっていると考えられる。企業の一部に、設備投資計画を見送る動きが表れることで、25 年度初頭の設備投資はいったん弱い動きになると見込まれる。

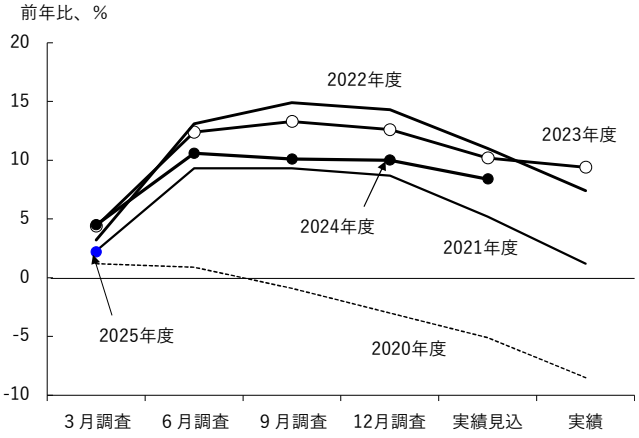
もっとも、日米などの通商交渉が順調に進むことを前提とすれば、夏場以降には、設備投資が増加基調に転じてくると予想される。内閣府「令和 6 年度企業行動に関するアンケート調査」（25 年 1 月調査）によると、今後 3 年間（2025～27 年度）の設備投資額の年度平均増減率見通しは、全産業で 6.3%となった。前年（6.8%）に比べて伸びが小幅に鈍化したものの、高い伸びを維持しており、企業の投資意欲は旺盛であることがわかる（図表 5）。業種別にみると、非製造業は 6.5%となり、前年調査と同じ伸びになった。非製造業の中では、倉庫・運輸関連業や陸運業などで設備投資を増やす見通しの企業が多くなっている。こうした内需関連業種では、労働力不足対応などの投資ニーズが強く、今後も着実に設備投資を増加させていくとみられる。非製造業の投資増などが、今後の設備投資を下支えていくことになろう。一方、製造業は 6.0%と、前年調査（7.1%）を下回ったものの、高めの水準を維持した。半導体などの成長分野や脱炭素関連、省力化機械などへの投資ニーズは依然として強いとみられることから、トランプ関税による先行きの不透明感が薄れるとともに、投資マインドは上向いてくると見込まれる。

なお、企業収益の動向をみると、日銀短観（25 年 3 月調査）における 25 年度の経常利益計画は前年比-1.4％と減益が見込まれている。ただし、上述のとおり、この短観の計画は相互関税の影響を織り込んでいないことから、製造業中心にこの先、利益計画が下方修正されていくことになろう。今回の予測では、25 年度の製造業の経常利益については、米中の成長率が低下することや為替レートが円高傾向で推移することなどから、１割程度の減益になると見込んだ。一方、非製造業については、製造業からの需要が鈍る一方で、インバウンドが引き続き堅調に推移することや、人件費などのコストを価格転嫁する動きが広がることなどから、前年並みの利益水準を確保すると見込んだ。続く 26 年度については、トランプ関税の混乱が収束していくことで、製造業の業績が底打ちし、非製造業は増益を確保すると予測した。

こうした点を踏まえると、今後の設備投資については、25 年 4～6 月期には減少に転じるものの、日米通商交渉の進展などを受けて、夏場以降には、増加基調に復帰することになろう。26 年度には、トランプ関税を巡る不透明感が解消に向かうことで企業の投資マインドが上向くことから、設備投資の伸びが緩やかに高まってくると予測した。

図表 4　25 年度の設備投資計画はやや慎重

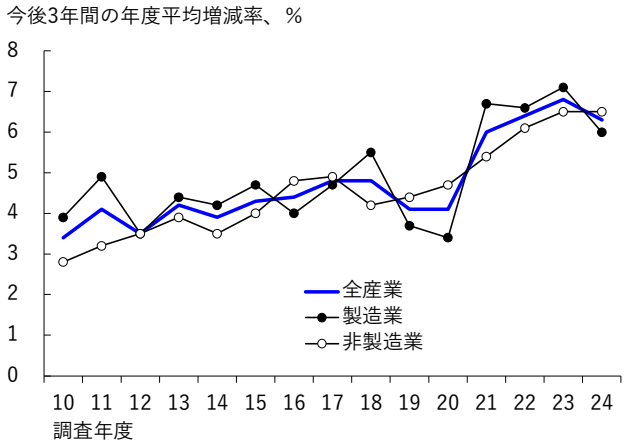
設備投資計画（全規模・全産業）



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」

図表 5　中期的には企業の投資意欲は強い

設備投資の増減率見通し（今後 3 年間）



注：調査対象は上場企業。アンケートの選択肢における階級値中央平均。
出所：内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

輸出：トランプ政権の通商政策の影響で伸び悩む

25 年 1～3 月期の輸出は前期比-0.6％と 1 年ぶりに減少した。財・サービス別にみると、財の輸出は同+0.4％と増加した。日銀公表の実質輸出で仕向地別にみると、米国向けが同+9.2％と高い伸びになった（図表 6）。また、財別にみると、自動車関連が同+6.5％と大きく増加しており、トランプ関税導入前の駆け込み需要が財の輸出を押し上げた様子がうかがえる。一方、同期のサービスの輸出は同-3.4％と減少に転じた。インバウンド関連は堅調に推移したものの、企業が海外に提供する研究開発関連のサービスなどが前期の反動もあり、減少した模様である。

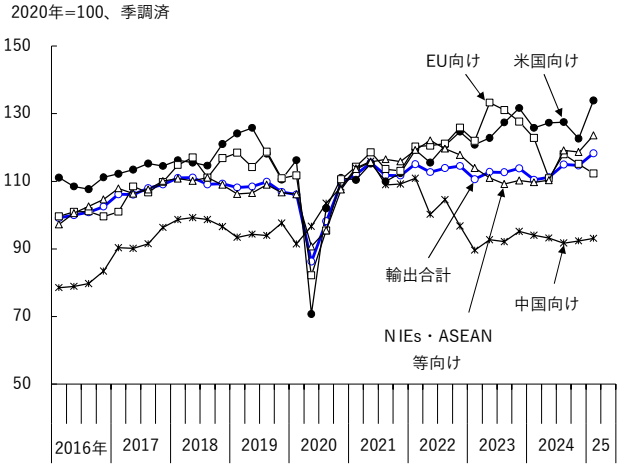
今後の輸出については、25 年 4～6 月期には、トランプ政権が打ち出した自動車などの製品別

関税や相互関税が対米輸出を下押しすることになろう。また、日米の通商交渉を見極めるために貿易を先送りする動きが表れることや、関税導入前の駆け込み輸出の反動も加わり、輸出全体で大幅に減少することになろう。ただし、今回の予測で想定したように、夏場までには米国と各国との通商交渉が順調に進み、日本の対米輸出が他国に比べて著しく不利な条件にならない形で通商交渉が締結することを前提とすれば、夏場以降の対米輸出は上向きに転じてくると見込まれる。もっとも、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、自動車メーカーが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可能性が高い。このため、自動車輸出の減少が、今後の対米輸出の伸びを抑えていくことになろう。また、トランプ関税の影響で米国や中国の成長率が低めにとどまることも、輸出の伸び悩みにつながる。この結果、今後の輸出は、25 年 4～6 月期に大きく減少した後、7～9 月期には上向きに転じ、その後は持ち直していくものの、戻りの動きは鈍くなると予測した。

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、3 月には過去最速で年間訪日客数が 1,000 万人を超えるなど、好調に推移している（図表 7）。この先も、今年 4～10 月に大阪・関西万博が開催されることで日本への旅行の注目度が高まることなどにより、25 年度前半のインバウンド需要は好調に推移するだろう。もっとも、為替相場の円安修正が進んで日本旅行の割安感がやや弱まったことや、トランプ関税を契機とした世界経済の減速などが、インバウンド需要の伸びを抑えると見込まれる。加えて、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とも、訪日客数の伸びを抑えることになろう。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と見込んだ。

図表 6　対米輸出に駆け込みの動き

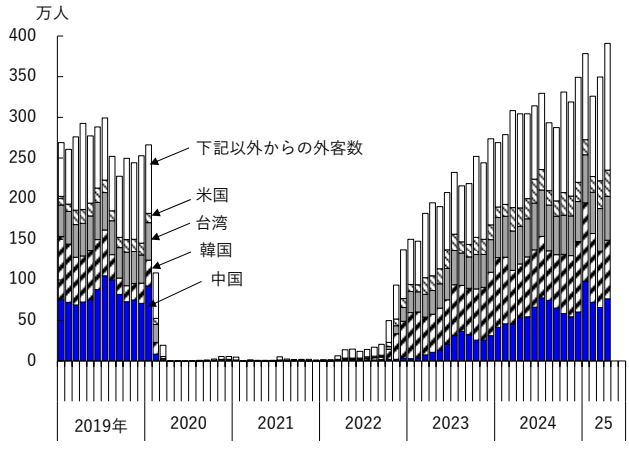
実質輸出（仕向地別）



出所：日本銀行「実質輸出入」

図表 7　インバウンドは好調を維持

訪日外客数



出所：日本政府観光局（ＪＮＴＯ）「訪日外客数」より浜銀総研作成

金融政策：26 年度初めに、0.25％の追加利上げを想定

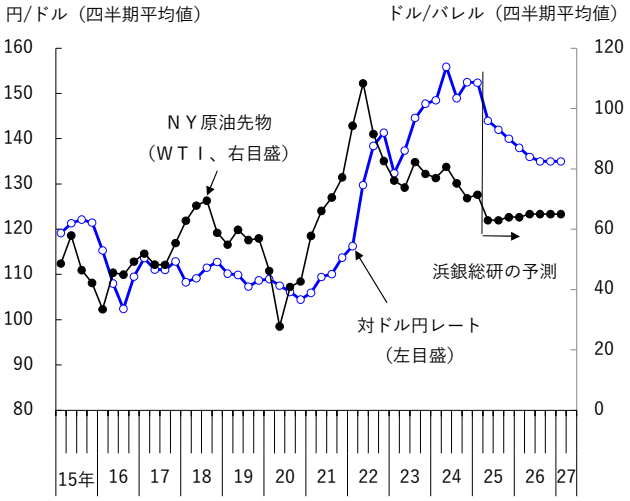
日銀の金融政策については、26 年度初めに、政策金利（無担保コールレート・オーバーナイト物）の誘導目標を 0.25％引き上げると想定した。

25 年 5 月の金融政策決定会合後の記者会見で、日銀の植田総裁は、「経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き、政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく」とし、今後も利上げを継続していくことを示唆した。その一方で、基調的物価上昇率が 2％に収束していく時期については、「足踏みするようなところを経て、また上昇するという姿にやや修正」したとして、後ずれする見通しであると説明した。また、海外の経済・物価動向を巡る不確実性は極めて高いとし、「内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していく」とした。足元の状況を踏まえて、今後の日銀の利上げの動向を見通すと、当面の間、トランプ関税の影響により、国内外の経済や、わが国の物価の見通しに対する不確実性が高まっている状況下で、利上げを行うことは難しいとみられる。ただし、各国との通商交渉が順調に進むとすれば、そうした不確実性は 25 年度後半には次第に解消していくとみられる。今回の予測では、26 年度初めに、日銀はトランプ関税の影響や、26 年の賃上げ動向などを確認した上で、政策金利を 0.5％から 0.75％に引き上げると想定した。

為替相場の見通しについては、日本の政策金利が引き上げの方向に進む一方、後述するように米国では FRB（米連邦準備理事会）が 25 年後半に利下げを再開することから、緩やかな円高・ドル安傾向で推移すると想定した（図表 8）。26 年度末のドル・円レートの水準は、1 ドル 135 円程度になると見込んだ。

図表 8　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：トランプ関税の影響で 25 年の景気は大幅に減速

2025 年 1～3 月期の米国の実質 GDP（国内総生産）は前期比年率-0.3%と、22 年 1～3 月期以来、3 年ぶりのマイナス成長となった（図表 9）。これを需要項目別にみると、1～3 月期は個人消費が前期比年率+1.8%となり、前期に比べて伸びが鈍化した。財別には、自動車などの耐久財消費が前期の 2 桁増の反動もあり、同-3.4%と減少に転じた。また非耐久財消費（同+2.7%）やサービス消費（同+2.4%）も伸びが鈍化した。一方、設備投資は前期の落ち込みの反動もあり、同+9.8%と大幅に増加した。建設投資が同+0.4%と前期から減速したものの、設備機器への投資が同+22.5%と大幅に増加した。また知的財産投資も同+4.1%と増加に転じた。在庫投資は実質 GDP 成長率を 2.3%ポイント押し上げた。他方、政府支出が同-1.4%と減少に転じた。中でも国防関連支出が同-8.0%と大幅に減少しており、ウクライナ向けの軍事支援を一時停止した影響が出たとみられる。外需については、輸出が同+1.8%と増加に転じたものの、輸入が同+41.3%と急増したため、純輸出（輸出－輸入）の実質 GDP への寄与度が同-4.8%ポイントとなった。トランプ政権が打ち出す関税措置を前に、大量の駆け込み輸入があったとみられる。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、1～3 月期には前期比年率+3.0%となり、前期（同+2.9%）に続いて堅調に推移している。需要面からみた米国経済の実勢は実質 GDP 成長率が示すほど弱くはないといえよう。

足元の月次経済指標をみると、4 月の非農業部門雇用者数は前月比 17.7 万人の増加と、3 月に比べて増勢が鈍化したものの、労働市場が依然として底堅さを保っていることを示した。一方、企業や家計のマインド指標には、トランプ関税への警戒感が表れている。4 月の ISM（米供給管理協会）製造業景況指数は 48.7 と前月から低下し、好不調の分かれ目となる 50 を 2 か月連続で下回った。また 4 月の米消費者信頼感指数は 86.0 と 5 か月連続で低下し、2020 年 5 月以来の低水準となった（図表 10）。特に今後 6 か月の見通しを示す期待指数が大きく低下し、2011 年 10 月以来の低水準となった。トランプ大統領の関税政策を巡り、経済の先行きに対する懸念が一段と強まっている。

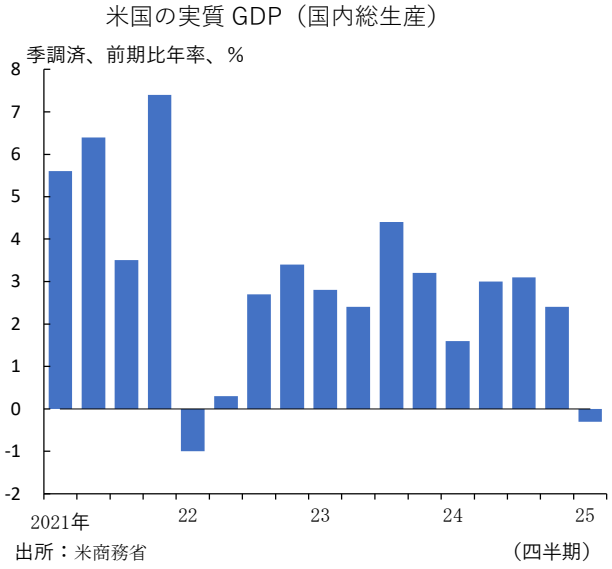
こうした状況下、FRB（米連邦準備理事会）は 5 月 6 日～7 日に開催した FOMC（公開市場委員会）で、政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を現行の 4.25～4.50%に据え置くことを決めた。政策金利の据え置きは 3 会合連続である。FOMC 後の記者会見で、パウエル FRB 議長は、米経済が底堅さを保っていることを強調した上で、関税を取り巻く状況が明確になるのを「待って見極めるのが適切だ」と政策調整を急がない方針を明確に示した。

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 年の米国景気はトランプ関税の影響を受けて大幅に減速すると見込まれる。既に米消費者の心理が悪化する中で、今後、トランプ関税の導入による輸入物価の上昇が消費者物価の上昇に波及し、実質的な個人消費の余力を低下させよう。また米国に対する報復関税の実施を受けて、輸出も押し下げられると見込まれる。さらに、トランプ政権の政策に対する先行きの不透明感が強い中で、企業の設備投資も抑制されよう。

このように内外需が弱含む中で、25 年の米国景気は大幅に減速することが避けられない。

ただ、25 年後半には、FRB が利下げを再開すると予想される。トランプ関税の発動に伴う物価上昇圧力は一過性のものであるため、FRB は雇用情勢の大幅な悪化を回避する目的で利下げに踏み切ろう。今回の予測では、FRB が 25 年後半に 0.25%の利下げを 2 回、26 年にも 2 回の利下げを行うと見込んだ。また 2026 年には、トランプ政権による所得減税や法人税率の引き下げが、個人消費や設備投資の下支え要因になると見込まれる。FRB による利下げの効果も出現することから、26 年には国内民間需要を中心に景気が徐々に持ち直すと見込んだ。米国の通年の実質 GDP 成長率は、2025 年が前年比+1.2%、26 年が同+1.5%になると予測した。

図表 9　25 年 1～3 月期の米 GDP はマイナス成長



出所：米商務省

図表 10　消費者心理は足元で急速に悪化

出所：コンファレンス・ボード

3．2　ユーロ圏経済：トランプ関税の影響などにより低成長が続く

2025 年 1～3 月期のユーロ圏実質 GDP（域内総生産）は前期比+0.4%と、24 年 10～12 月期の同+0.2%から伸びが高まった（図表 11）。国別には、ドイツが前期比+0.2%、フランスが同+0.1%と、いずれもプラス成長に転じた。またイタリアは同+0.3%と 2 期連続のプラス成長となり、スペインは同+0.6%と堅調に推移している。

月次の経済指標をみると、4 月のユーロ圏の総合 PMI（購買担当者景気指数）は 50.4 と、5 か月ぶりの低下となった（図表 12）。業種別には、製造業が 49.0 と前月から小幅に上昇する一方で、サービス業が 50.1 と前月から低下した。また 4 月の総合 PMI を国別にみると、ドイツが 50.1 と前月から大幅に低下した。フランスも 47.8 と前月から小幅に低下した。

一方、ユーロ圏のインフレは概ね落ち着いている。4 月のユーロ圏消費者物価指数は前年比+2.2%と、3 月と同じ伸びとなった。品目別には、エネルギーが前年比-3.5%と大幅に低下した。一方、飲食料（アルコール含む）は同+3.0%と前月と比べて伸びがやや高まった。

こうした状況下、ECB（欧州中央銀行）は 25 年 4 月の政策理事会で、主要政策金利の中銀預金

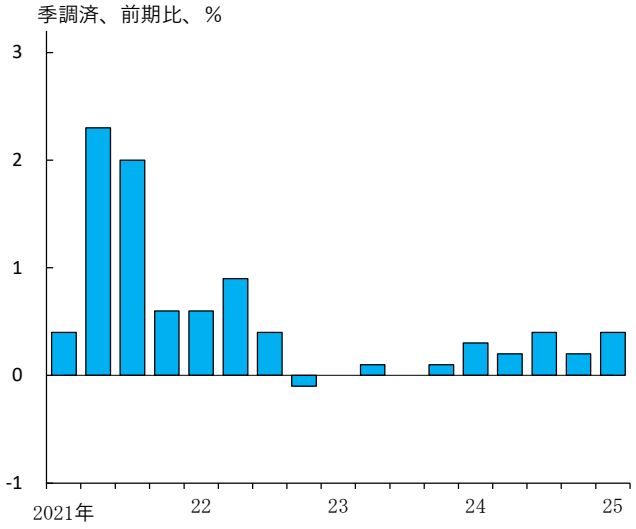
金利を 2.5%から 2.25%に引き下げることを決めた。利下げは昨年 9 月から 6 会合連続で、今回の利下げ局面では 7 回目（合計の利下げ幅は 1.75%）となった。ラガルド ECB 総裁は理事会後の会見で、世界的な貿易摩擦について「経済成長の下振れリスクが高まった」と述べた。また「貿易摩擦の激化が輸出を抑え、投資や個人消費の重荷になる」とも指摘し、警戒感を示した。金利の先物市場では ECB が 25 年中に 0.25%の利下げを追加で 2 回程度実施すると予想されている。

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 年のユーロ圏経済は低成長が続くと見込まれる。米トランプ関税の発動によって、先行き米国向け輸出の停滞が避けられないと予想される。またユーロ圏の重要な輸出先である中国経済が減速基調で推移するとみられることも輸出の逆風となろう。他方、インフレ圧力の緩和を受けた家計の実質所得の改善や、ECB による利下げの効果が個人消費を下支えするものの、先行きの景気への警戒感が消費マインドの悪化に繋がる恐れがあり、個人消費は次第に伸び悩むと見込まれる。

ユーロ圏の通年の実質 GDP 成長率は、2025 年が前年比+0.7%、2026 年が同+0.8%になると予測した。

図表 11　25 年 1～3 月期の成長率は加速

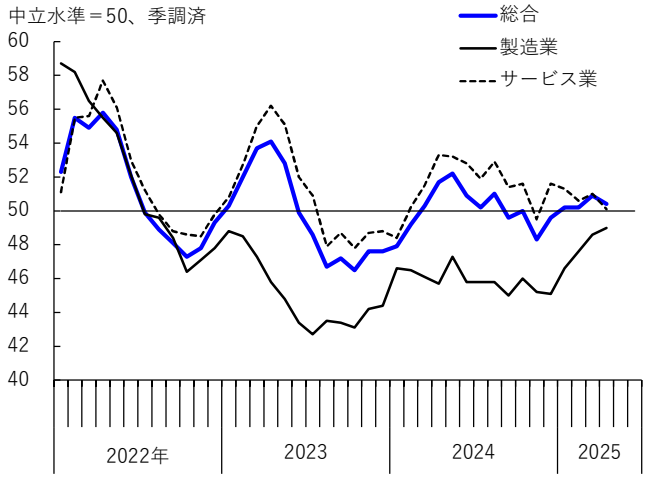
ユーロ圏の実質 GDP（域内総生産）



出所：Eurostat

図表 12　ユーロ圏企業の景況感に悪化の兆し

ユーロ圏の PMI（購買担当者景気指数）



出所：S&P グローバル

3．3　中国経済：米トランプ政権の対中高関税の影響で、2026 年末の成長率は 4%に減速

中国の 2025 年 1～3 月期の実質 GDP（国内総生産）は前年比+5.4%と高めの成長率を維持した（図表 13）。習体制による耐久消費財の買い替え支援策の強化を背景に個人消費が回復し、経済成長を下支えした。また、工業分野の設備更新支援や公共インフラ投資の推進により、固定資産投資も底入れの動きをみせている。一方で、直近の月次指標では、米トランプ政権による対中関税強化を背景に、4 月の輸出が米国向けを中心に減速した。住宅市場については、足元では再び低迷している。習体制が不動産開発プロジェクトへの資金支援や住宅在庫の買い取り支援を進め、2024 年末から 2025 年初頭にかけて改善の兆しをみせたものの、トランプ政権による対中関税引き上げを受け、景気の先行き不安から住宅購入予定者が購入を控えているとみられる。また、海外向けの新規受注の大幅減少により、4 月の製造業 PMI（中立水準は 50）は 49.0 と前月を大きく下回り、製造業の景況感悪化が示された（図表 14）。

トランプ政権は、中国からの輸入品に対して、2 月から 4 月にかけて追加関税を 145%まで大幅に引き上げた。その後、5 月には対中関税を 30%に引き下げると発表した[2]。制裁関税は 30%に引き下げられたものの、中国の輸出企業にとっては依然として大きな負担であると言える。

一方、4 月 25 日、習体制は中央政治局会議を開催し、財政出動や金融緩和のさらなる強化により、個人消費や投資を中心とした国内需要拡大を目指す方針を示した。不動産市場の安定に向けた住宅在庫買い取り支援策の拡充なども発表されている。さらに、5 月 7 日には中国人民銀行（中央銀行）が預金準備率や政策金利、住宅ローン金利の引き下げを含む金融緩和策を具体化したほか、工業分野の設備更新や耐久消費財の買い替えの実施に対する資金面での支援を強化するための具体的な措置を発表した。

これらを踏まえ、2025 年 4～6 月期以降の中国経済は、実質 GDP 成長率が緩やかに低下すると予測される。トランプ政権による対中関税強化を背景に、輸出は大幅に減速し、成長率が押し下げられると考えられる。ただ、国内需要の改善が、経済成長の過度な減速を回避する要因となるだろう。個人消費は緩やかに改善するとみられる。景気減速に伴い雇用情勢は弱含むが、耐久消費財の買い替え支援策の継続的な強化により、自動車や家電などの需要は引き続き堅調に推移すると予想される。また、住宅在庫の買い取り支援策が継続されることで住宅市場も年末にかけて底入れし、徐々に持ち直す見込みである。住宅価格の下げ止まりに伴う逆資産効果の緩和も見込まれる。さらに、固定資産投資についても、工業分野への設備投資支援や公共インフラ投資の推進を背景に、緩やかに持ち直すと予想される。

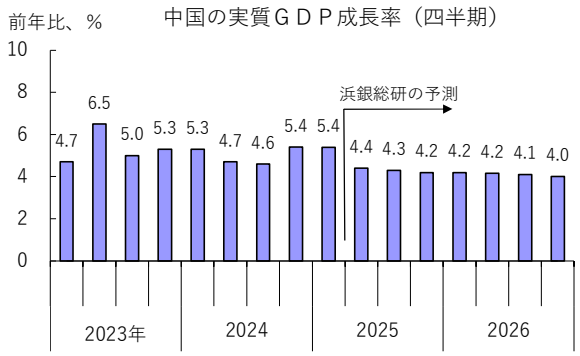
続く 2026 年には、成長率のさらなる減速が見込まれる。トランプ政権による対中関税強化の影響による輸出の減少が成長率を押し下げると考えられる。ただ、個人消費は引き続き高水準を維持する見込みである。労働需要が停滞するものの、習体制による耐久消費財の買い替え支援策の継続が、消費を下支えするだろう。また、公共インフラ投資の推進などを背景に、固定資産投資も緩やかな回復が続くと予想される。

以上を踏まえ、2025 年の実質 GDP 成長率を+4.5%、2026 年を+4.1%と予測する。

---

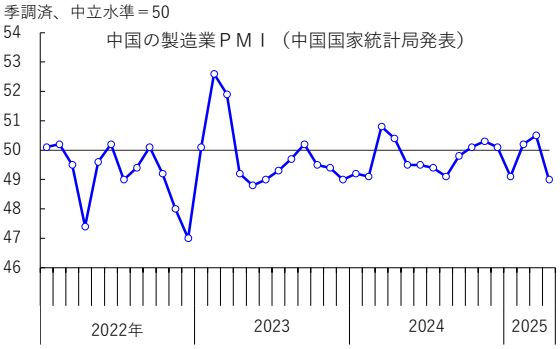
[2] 今回の予測では、今後再び、米中双方が関税を大幅に引き上げる事態にはならないことを前提とした。

図表 13　成長率は 26 年末に 4%成長へ減速



出所：中国国家統計局資料などより浜銀総研作成

図表 14　製造業の景況感が悪化



注：ＰＭＩは購買担当者景気指数。
出所：中国国家統計局

図表 15　2025・26 年度のわが国経済の見通し（2025 年 5 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％）

	2024年度	2025年度 見通し	2025年度 上期	2025年度 下期	2026年度 見通し	2026年度 上期	2026年度 下期
対ドル円レート（円／ドル）	152.4	141.0	143.0	139.0	135.3	135.5	135.0
対ユーロ円レート（円／ユーロ）	163.6	157.5	160.5	154.5	151.3	151.5	151.0
米国実質ＧＤＰ（暦年）	2.8	1.2	[0.7]	[0.4]	1.5	[1.8]	[2.1]
ユーロ圏実質ＧＤＰ（暦年）	0.8	0.7	[1.0]	[▲ 0.3]	0.8	[0.9]	[1.6]
中国実質ＧＤＰ（暦年）	5.0	4.5	4.9	4.2	4.1	4.2	4.0

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％）

		2024年度	2025年度 見通し	2025年度 上期	2025年度 下期	2026年度 見通し	2026年度 上期	2026年度 下期
実質ＧＤＰ		0.8	0.3	[▲ 0.3]	[0.4]	0.8	[0.4]	[0.4]
	個人消費	0.8	0.5	[0.1]	[0.5]	0.8	[0.4]	[0.4]
	住宅投資	▲ 1.0	0.2	[0.1]	[▲ 0.5]	▲ 0.2	[0.0]	[0.2]
	設備投資	2.6	1.3	[0.3]	[0.6]	1.5	[0.8]	[1.0]
	政府消費	1.5	0.4	[0.1]	[0.2]	0.4	[0.2]	[0.2]
	公共投資	1.4	▲ 0.7	[▲ 0.3]	[0.3]	0.4	[0.2]	[0.1]
	輸出	1.7	▲ 1.2	[▲ 2.5]	[0.8]	1.7	[0.8]	[1.0]
	輸入	3.4	1.3	[0.5]	[0.4]	1.4	[0.7]	[1.0]
寄与度	国内需要	1.2	0.8	[0.4]	[0.4]	0.8	[0.4]	[0.4]
	民間需要	0.9	0.7	[0.3]	[0.3]	0.7	[0.3]	[0.4]
	公的需要	0.4	0.1	[0.1]	[0.1]	0.1	[0.1]	[0.0]
	海外需要	▲ 0.4	▲ 0.5	[▲ 0.6]	[0.1]	0.1	[0.0]	[0.0]
名目ＧＤＰ		3.7	2.8	[1.2]	[1.3]	2.9	[1.5]	[1.5]
新設住宅着工戸数（万戸） （前期比、％）		81.6 2.0	81.2 ▲ 0.3	81.3 ▲ 2.3	81.1 ▲ 0.3	81.4 0.1	81.3 0.2	81.5 0.3
鉱工業生産		▲ 1.4	▲ 2.0	[▲ 2.4]	[0.6]	1.0	[0.5]	[0.6]
国内企業物価		3.3	2.1	2.7	1.6	1.0	1.1	1.0
消費者物価		2.7	2.5	2.8	2.2	1.8	1.9	1.6
完全失業率（％）		2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4

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

祖根 昂大
k-sone@yokohama-ri.co.jp
調査部 研究員
日本経済を担当

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。