2025 年 8 月 21 日

# 2025・26 年度の景気予測（2025 年 8 月改訂）

## ～トランプ関税の影響で成長率は高まりにくい～

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 4～6 月期の実質ＧＤＰ（国内総生産、１次速報）は前期比+0.3％と 5 四半期連続のプラス成長になり、日本経済が緩やかに回復していることが示された。内訳をみると、個人消費や設備投資などの民間需要が底堅く推移したほか、輸出も増加に転じた。
- トランプ関税を巡る交渉が米国と各国との間で進んでおり、日本も他国に比べて不利にならない条件で合意に至った。このため、輸出の大幅な落ち込みを通じて、日本の景気が腰折れするような事態となる可能性は低下したと考えられる。もっとも、トランプ関税導入に伴い、世界経済の減速感が強まることなどから、日本経済も成長率が高まりにくくなろう。
- 25 年度の日本経済は、7～9 月期にトランプ関税の影響で輸出などが弱含み、マイナス成長になると見込まれる。年度後半も、米中景気の減速や、対米自動車輸出の伸び悩みにより輸出の回復は鈍くなるものの、賃上げの効果で個人消費は緩やかに増加するとみられる。この結果、25 年度を通じた実質 GDP 成長率は前年比+0.6％に減速すると予測した。
- 26 年度も、米中の成長率が低めに推移することなどから輸出の伸びは緩やかになると見込まれる。一方、企業業績が増益に転じてくることなどから設備投資の伸びは次第に高まるとみられる。また、個人消費は賃上げの継続などが支えとなり、緩やかに増加するだろう。この結果、実質 GDP 成長率は同+0.7％になると予測した。

**予測結果の総括表**

＜前回2025年6月予測＞

| 単位：前年比、％（＊は寄与度） | 2024年度 | 2025年度 見通し | 2026年度 見通し | 2025年度 見通し | 2026年度 見通し |
|---|---|---|---|---|---|
| 実質ＧＤＰ | 0.8 | 0.6 | 0.7 | 0.3 | 0.8 |
| 民間需要＊ | 0.9 | 0.8 | 0.6 | 0.8 | 0.7 |
| 公的需要＊ | 0.3 | ▲ 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.1 |
| 海外需要＊ | ▲ 0.4 | ▲ 0.2 | ▲ 0.1 | ▲ 0.5 | 0.1 |

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、海外需要=輸出－輸入。
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 4～6 月期の日本経済

## 2025 年 4～6 月期は 5 四半期連続となるプラス成長

8 月 15 日に内閣府が発表した 2025 年 4～6 月期の実質ＧＤＰ（国内総生産、１次速報）は、前期比+0.3%となり、5 四半期連続でのプラス成長となった（図表１）。需要項目別の寄与度をみると、輸出が増加に転じ、ＧＤＰの計算上の控除項目である輸入の増加幅を上回ったことで、輸出から輸入を差し引いた純輸出が成長率を 0.3%ポイント押し上げた。一方で、個人消費や設備投資などの民間需要が底堅く推移したものの、在庫投資の寄与がマイナスに転じたことにより、国内需要の寄与度は前期比-0.1%ポイントになった。

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+0.2%と 5 四半期連続で増加した。これを形態別で確認すると、耐久財が増加に転じ、半耐久財が底堅く推移した。気温が例年よりも高かったことで、エアコンなどの季節家電や夏服の需要が高まった。一方で、非耐久財やサービスは減少した。年度初めの値上げが影響したとみられ、アルコールなどの飲料やサービスの消費が減少した。また、住宅投資は同+0.8%と伸びが鈍化した。一方、設備投資は同+1.3%と増勢を強めた。企業の人手不足感は根強く、業務効率化に向けたソフトウエアへの投資が加速したとみられる。他方、在庫投資の寄与度は同-0.3%ポイントとマイナスに転じた。

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-0.5%と減少に転じた。

海外需要では、輸出が前期比+2.0%と増加に転じた。財輸出が同+2.0%と伸びが加速し、金融サービス（金融仲介およびこれに付随するサービス）の増加などによりサービス輸出が同+2.2%と増加に転じた。財輸出については、堅調な AI 関連需要を背景に、電子部品・デバイスの輸出が増加した。一方、輸入は同+0.6%と増勢が弱まった。原油や天然ガスなどを中心に財輸入が同+1.3%と増加したものの、ウェブサービス利用料などのサービス輸入が同-1.3%と減少に転じた。

図表 1　純輸出の増加が実質ＧＤＰ成長率を押し上げ

（季節調整済、前期比、%、%ポイント）

| | 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 | 4～6月期 |
| 実質ＧＤＰ | 1.3 | 0.4 | -1.0 | -0.0 | -0.3 | 0.7 | 0.3 | 0.6 | 0.1 | 0.3 |
| 個人消費 | 0.9 | -0.6 | -0.5 | -0.1 | -0.7 | 0.9 | 0.7 | 0.1 | 0.2 | 0.2 |
| 住宅投資 | 0.7 | 1.2 | -0.8 | -0.6 | -3.0 | 1.5 | 0.8 | -0.1 | 1.4 | 0.8 |
| 設備投資 | 1.1 | -2.0 | -0.4 | 2.0 | -0.8 | 1.2 | 0.1 | 0.5 | 1.0 | 1.3 |
| 政府消費 | 0.2 | -1.4 | 0.4 | -0.1 | 0.4 | 1.0 | 0.0 | 0.2 | -0.5 | 0.0 |
| 公共投資 | 5.0 | -2.2 | -1.8 | -0.5 | -1.1 | 2.5 | 0.1 | -0.8 | 0.1 | -0.5 |
| 輸　　出 | -0.9 | 1.9 | 0.9 | 2.6 | -3.5 | 1.1 | 1.3 | 1.9 | -0.3 | 2.0 |
| 輸　　入 | -1.9 | -3.6 | 0.7 | 3.4 | -3.8 | 3.1 | 2.0 | -1.5 | 2.9 | 0.6 |
| 内需寄与度 | 1.0 | -0.9 | -1.0 | 0.2 | -0.4 | 1.2 | 0.5 | -0.2 | 0.9 | -0.1 |
| 民間需要 | 0.7 | -0.4 | -1.0 | 0.3 | -0.4 | 0.9 | 0.4 | -0.2 | 1.0 | 0.0 |
| うち在庫 | -0.0 | 0.2 | -0.6 | -0.0 | 0.2 | 0.1 | 0.0 | -0.3 | 0.6 | -0.3 |
| 公的需要 | 0.3 | -0.4 | -0.0 | -0.1 | 0.0 | 0.3 | 0.0 | -0.0 | -0.1 | -0.1 |
| 外需寄与度 | 0.3 | 1.3 | 0.0 | -0.3 | 0.1 | -0.5 | -0.2 | 0.8 | -0.8 | 0.3 |
| 名目ＧＤＰ | 2.6 | 1.9 | -0.1 | 0.3 | -0.0 | 2.2 | 0.7 | 1.3 | 1.0 | 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 GDP 成長率を+0.6%、26 年度を+0.7%と予測

2025 年 4～6 月期の実質 GDP 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）による混乱の中でも、５四半期連続のプラス成長となり、日本経済が緩やかに回復していることを示す結果となった。トランプ関税を巡っては、日本をはじめ、ＥＵ（欧州連合）などと米国の交渉が進んだことで、同関税の導入が企業のグローバルサプライチェーンを棄損するような状況を引き起こす可能性は低下しているとみられる。また、日本の対米輸出についても、相互関税率を 15%にすることなどで合意し、他国に比べて不利とならない条件で合意に至った（図表 2）。このためトランプ関税による輸出の大幅な落ち込みを通じて、日本の景気が腰折れするような事態になる可能性は低下したと考えられる。もっとも、トランプ関税の導入により、米国の物価上昇を通じて米景気が減速し、日本の対米輸出が弱含むことは避けられないだろう。この結果、日本の実質 GDP 成長率は、25 年度には+0.6%と減速すると予測した。26 年度についても、米輸入関税引き上げの影響が残るものの、トランプ関税をめぐる世界経済の混乱が収まることから、日本の景気は緩やかな回復に向かい、成長率は+0.7%と小幅に高まると見込んだ。

年度ごとに日本の成長率の推移を示すと、25 年度については、7～9 月期はトランプ関税の影響で世界経済の減速感が強まることから輸出が弱含み、マイナス成長になると見込んだ。また、25 年度下期についても、米中景気の減速や、対米自動車輸出の伸び悩みにより、輸出は弱含むと見込んだ。また、設備投資はトランプ関税による景気の先行き不透明感から小幅な伸びにとどまるだろう。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+0.6%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ろう。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+0.7%になると見込んだ。

図表２　トランプ関税をめぐる交渉が進む

主な国・地域の米相互関税率の動向など

| 国・地域 | 相互関税率<br>（4月発表→現状） | 現在の状況など |
|---|---|---|
| 日本 | 24%→15% | 相互関税の「上乗せ」部分について解釈の相違があったものの、関税率を15%にすることを確認。<br>自動車の関税は15%に引き下げることで合意したものの、引き下げ時期が不明。 |
| EU | 20%→15% | 相互関税を免除する品目の条件などで相違。 |
| 中国 | 34%→30%＊ | 特別関税を含めて30%（＊相互関税10%＋フェンタニル関税20%）、期限を8月12日から90日間延長し、交渉中。 |

出所：各種報道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：2026 年度上期に伸び悩むも総じて底堅く推移し、26 年度下期には回復に向かう

2025 年 4～6 月期の個人消費は、前期比+0.2%と 5 四半期連続で増加した（図表 3）。年度初めの値上げが影響し、アルコール飲料などの飲食料品やサービスの消費が減少した。一方で、例年より気温が高かったことで季節商品の需要が高まり、エアコンなどの季節家電や夏服の消費が増加した。

足元の 7～9 月期の個人消費は伸び悩むとみられる。連合が発表した 25 年の春季労使交渉（春闘）の最終回答集計では、賃上げ率が 5.25%と昨年実績（5.10%）を上回った。春闘の結果を受けて、企業の賃上げが順次実施されていくことで、夏場には名目ベースの賃金が押し上げられていくことになろう。しかし、依然物価上昇率が高止まりしていることから、家計の購買力を示す実質賃金[1]は前年割れが続くと考えられる（図表 5）。また、今夏は全国で記録的な猛暑・大雨に見舞われており、買い物やレジャーなど外出に伴う消費が控えられている可能性がある。こうした要因も個人消費の伸びを抑えることになろう。

先行きの個人消費を展望するにあたって、賃金と物価の動向を確認する。まず賃金の伸びは、26 年度上期に弱含むとみられるものの、総じて堅調な推移になると予想する。その中で、26 年の春闘賃上げ率は、4%台後半になると見込んだ。近年の賃上げ率が高い水準となっている理由には、企業の根強い人手不足感と物価上昇率の高止まりが挙げられる。人手不足は構造的な問題（生産年齢人口の減少）であり、短期間で解消できる問題でない。新卒者の採用や既存の従業員の定着率向上といった企業の労働力確保のニーズは、26 年度も変わらず高いままだろう。一方で、足元で個人消費を抑制している消費者物価の高い伸びは、予測期間を通じて縮小していくとみられる（図表 4）。後述するように、為替相場は緩やかな円高基調で推移し、また、原油価格は世界経済が減速する中で、概ね横ばいで推移すると見込まれる。この結果、輸入物価が下落し、その影響が遅れて波及することにより、徐々に消費者物価の上昇は落ち着いていくと考えられる[2]。また、25 年内には「暫定税率（ガソリン税）の廃止[3]」も予定されていることから、26 年度の消費者物価上昇率は 2%弱で推移すると見込まれる。とはいえ、25 年度中に 2%を割ることは考えにくく、そのため、26 年の春闘賃上げ率は相応に高い伸びになると予想した。

こうした点を踏まえると、25 年度下期以降の個人消費は、26 年度上期にやや伸び悩むものの、名目賃金の増加と物価上昇率の低下が下支えし、総じて底堅く推移すると見込まれる。まず 25 年度下期の個人消費は、所得環境の改善が下支えし底堅く推移するだろう。春闘を受けて企業の賃

---

[1] 消費者物価指数（総合）を用いて実質化。以下、同様。

[2] 電気・ガス代の補助金については、2026 年の夏場は 25 年と同額で実施されると想定した。猛暑対策（エアコンの使用など）で電気代が大幅に増加し、家計への負担が大きいため、一定の支援を継続していくと見込んだ。一方、冬場の補助は実施されないと想定した。過去に冬場の補助金を支給していた際は、エネルギーの輸入価格の高騰により電気・ガス代などが大きく上昇していた。今後は、エネルギーの輸入価格の低下とともに小売価格も落ち着くとみられることから、補助は実施されないと考えた。

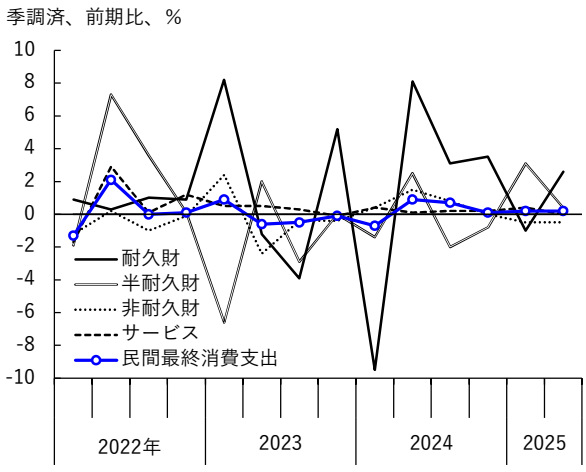
[3] 現政権与野党間で 25 年の年内廃止の合意がなされていることから、今回の予測では 26 年 1 月から廃止すると想定した。暫定税率（ガソリン税）の廃止により、消費者物価上昇率は前年比で 0.3%ポイント程度押し下げられると試算した。

上げが進むことで、所定内給与の伸びは上昇すると見込まれる。また年末賞与も、所定内給与の増加を受けて小幅に増加することになろう。加えて、物価上昇率が緩やかに低下することで、実質賃金の前年比はプラス転化が予想される（図表 5）。家計の購買力の上昇が支えとなり、個人消費は底堅く推移すると見込まれる。また、「令和 7 年度税制改正[4]」や「暫定税率（ガソリン税）の廃止」などの政策効果[5]も、個人消費の増加を後押しするだろう（図表 6）。

続く 26 年度上期の個人消費は、伸びがやや鈍化することになろう。夏季賞与の動向に影響を与える 25 年度下期の企業収益は、トランプ関税の影響により減少すると予想される。そのため、夏季賞与は弱含むと予想される。消費者物価の伸びの低下が、家計の節約意識をいくぶん和らげるものの、個人消費は伸び悩むことになろう。

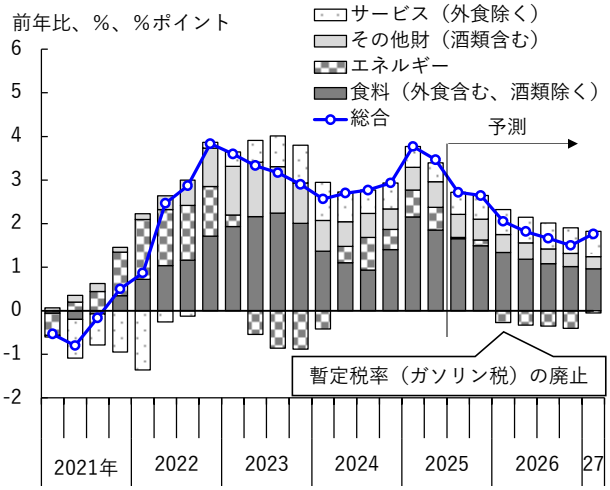
26 年度下期の個人消費は、次第に回復に向かうだろう。まず、前述の通り、26 年の春闘賃上げ率は 4%台後半になると見込んだ。この結果、名目賃金は高めの伸びが続くことになろう。また後述するように、26 年度に入ると、トランプ関税の影響が一巡することで、企業業績は改善に転じると見込まれる。春闘賃上げ率を反映して所定内給与が増加し、さらに、26 年度上期の企業収益がプラス転化することから、年末賞与の伸びは増加に転じることになろう。消費者物価上昇率の低下も相まって、実質賃金は再び前年水準を上回ることになろう。この結果、26 年度下期の個人消費は増勢がやや強まると見込んだ。

図表 3　25 年 4～6 月期の個人消費は底堅く推移
民間最終消費支出と形態別消費支出




出所：内閣府「四半期別 GDP 速報」

図表 4　消費者物価の伸びは次第に鈍化
消費者物価指数

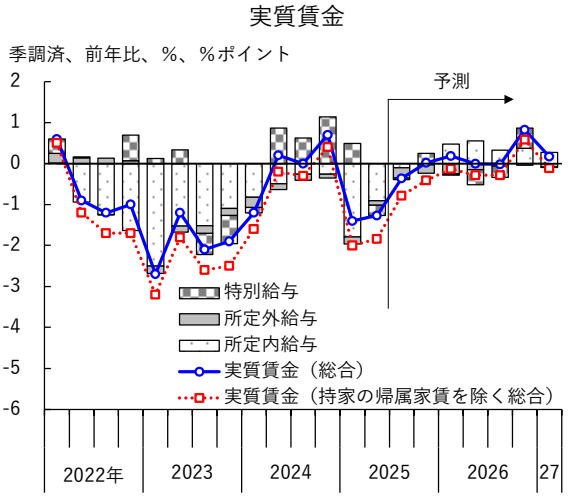



注：「暫定税率（ガソリン税）」は 25 年内の廃止を想定。
出所：総務省「消費者物価指数」より浜銀総研作成

[4] 今年の年末調整から適用され、可処分所得を 1.3 兆円程度押し上げ、個人消費を 0.1%ポイント程度押し上げると見込んだ。

[5] 2025 年 7 月の参議院選挙で自民党が公約で掲げた「給付金」は、今回の予測には織り込んでいない。公約通り（子どもと住民税非課税世帯の大人 1 人当たり 4 万円、その他 1 人当たり 2 万円）支給されるとすると、国民全体で約 3 兆円支給され、個人消費を年度で 0.2%ポイント程度押し上げると試算される。

図表 5　実質賃金の伸びは一進一退




注：事業所規模 5 人以上。実質賃金は、消費者物価指数（総合）および消費者物価指数（持家の帰属家賃を除く総合）でそれぞれ実質化。
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

図表 6　減税により可処分所得が増加

令和 7 年度税制改正

| 年収（千円） | 1人当たり減税額（万円/人） | 雇用者数（万人） | 減税額（億円） | 年収（千円） | 1人当たり減税額（万円/人） | 雇用者数（万人） | 減税額（億円） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1,000 | 0 | 1,030 | 0 | 6,600 | 4.1 | 211 | 862 |
| 1,625 | 1.4 | 431 | 622 | 6,650 | 4.1 | 18 | 72 |
| 1,800 | 2.6 | 121 | 308 | 7,000 | 3.1 | 123 | 377 |
| 1,900 | 2.4 | 69 | 166 | 8,000 | 3.1 | 240 | 734 |
| 2,000 | 2.4 | 69 | 166 | 8,500 | 3.1 | 79 | 243 |
| 3,000 | 2.0 | 777 | 1,586 | 9,000 | 2.0 | 79 | 162 |
| 3,600 | 2.0 | 503 | 1,027 | 10,000 | 2.3 | 115 | 269 |
| 4,000 | 2.7 | 335 | 908 | 15,000 | 3.4 | 197 | 664 |
| 4,750 | 4.1 | 575 | 2,346 | 20,000 | 3.4 | 44 | 149 |
| 5,000 | 2.0 | 192 | 391 | 25,000 | 4.1 | 14 | 56 |
| 6,000 | 2.9 | 534 | 1,527 | 25,450 | 4.1 | 16 | 64 |
| | | | | 合計（兆円） | | | 1.3 |

注：1 人当たり減税額は、「基礎控除」および「給与所得控除」の見直し額から算出。給与階級別雇用者数は、国税庁および労働力調査の 2024 年実績を基に推計。
減税額＝1 人当たり減税額×雇用者数。
出所：国税庁「民間給与実態統計調査」、総務省「労働力調査」、財務省「令和 7 年度税制改正」より浜銀総研作成

## 設備投資：トランプ関税の影響で伸び悩むものの、緩やかな増加基調が続く

2025 年 4～6 月期の設備投資は前期比+1.3%と増勢が拡大した。トランプ関税の影響で先行きに対する不透明感が高まっていたものの、これまでの企業業績の改善などを背景に設備投資は増加基調を維持した模様である。

もっとも、トランプ関税の影響で 25 年度の企業業績は弱含む見込みである。日銀短観（25 年 6 月調査）では、25 年度の経常利益（全規模・全産業）は前年比-5.7%と減益計画になっている。米国の輸入関税の影響で米中の成長率が低下することや、後述するように為替レートが円高傾向で推移すること、米輸入関税の一部を輸出企業が負担することなどから、25 年度は輸出企業を中心に経常利益が減少し、企業全体としても減益に転じることは避けられないだろう。ただし、7 月下旬には、日米の関税交渉が合意し、米国における日本からの輸入品に対する関税率が引き下げられることになった。今回の短観における調査票の回収基準日は 6 月 12 日になっていたことから、輸出企業の事業環境は、短観の調査時点に比べると、やや改善しているとみられる。このため、25 年度の企業収益は減益に転じるものの、小幅な減益幅になると見込んだ。続く 26 年度には、米輸入関税による企業業績の下押し効果が弱まることで輸出企業の業績が底打ちし、全体としても小幅な増益に転じると予測した。

このように、今後、企業の業績は改善が足踏みするものの、財務面からみた企業の設備投資余力は十分に高いと考えられる。キャッシュフローに対する設備投資の比率をみると、ここ数年、企業業績が大幅に改善してきたこともあり、コロナ禍前に比べて低位にとどまっている（図表 7）。

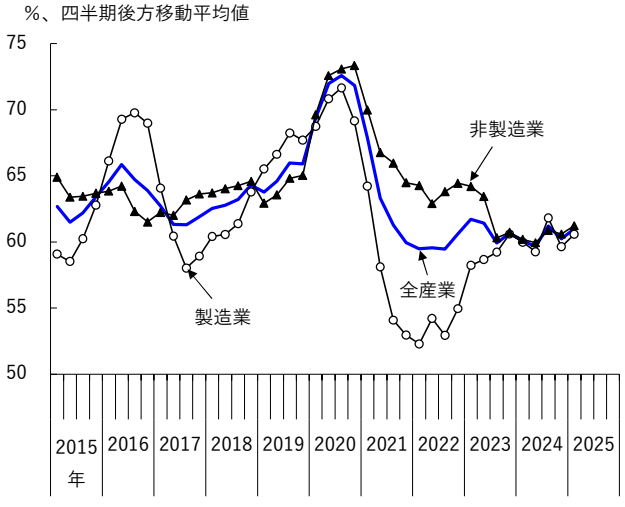
また、企業の現預金の保有額が増加していることなども踏まえると、業績の足踏みが企業の設備投資意欲を大きく削ぐことにはならないと考えられる。

企業の設備投資に対する姿勢は、トランプ関税による混乱の下でも、大きくは崩れていない。短観（同）における、25 年度の設備投資（ソフトウエア・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+8.7%と増加計画になり、前回 3 月調査からの修正幅も例年並みの大きさとなった。また、日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査（2025 年 6 月）」では、25 年度の大企業（資本金 10 億円以上）の設備投資は同+14.3%と二桁増が見込まれている。半導体などの成長分野や脱炭素関連、人手不足に対応するための省力化投資など、中長期的な視点での投資ニーズは依然として旺盛であると考えられる。

設備投資の先行指標である機械受注額（船舶・電力を除く民需）をみると、4～6 月期には前期比+0.4%と減速し、7～9 月期には減少が見込まれている（図表 8）。トランプ関税による先行き不透明感などにより、設備投資を見送る動きが表れているものとみられ、夏場の設備投資はやや減速するとみられる。また、この先もトランプ関税の影響で米国や中国などの景気が鈍い動きになることから、設備投資の伸びは高まりにくくなるだろう。しかし、企業が設備投資余力を十分に保持していることなどを踏まえると、上述した中長期的な投資ニーズに基づく設備投資が実施されていくことで、設備投資全体を下支えしていくと見込まれる。このため、今後の設備投資は緩やかな増加基調をたどり、トランプ関税をめぐる不透明感が和らぐにつれて、設備投資の伸びも徐々に高まっていくと予測した。

図表 7　CF に対する設備投資の比率は低い

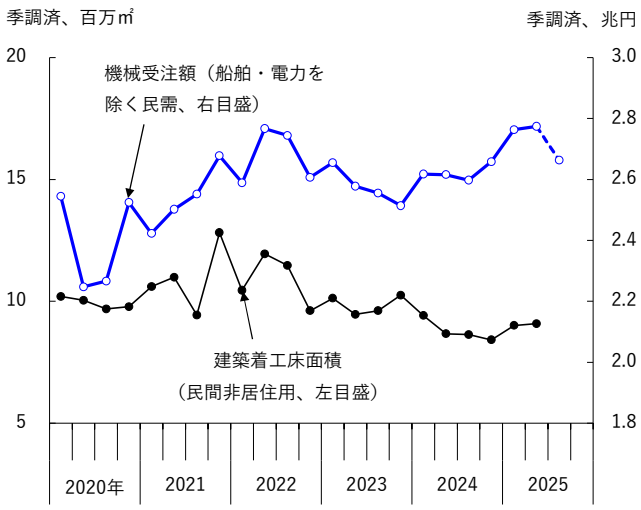
設備投資・キャッシュフロー（CF）比率
（＝設備投資÷キャッシュフロー）




注：金融業・保険業を除くベース。設備投資はソフトウエアを除く。キャッシュフロー＝減価償却費＋経常利益×0.5。
出所：財務省「法人企業統計」より浜銀総研作成

図表 8　機械受注額が下向く見込み

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。機械受注額の 25 年 7～9 月期は見通し。
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

### 輸出：トランプ関税の影響で伸び悩む

2025 年 4～6 月期の輸出は前期比+2.0%と増加に転じた。内訳をみると、財の輸出は同+2.0%と増勢が拡大した。日銀公表の実質輸出で仕向地別にみると、トランプ関税の影響で米国向けが減少したものの、EU（欧州連合）やアジア向けが増加した（図表 9）。また、財別にみると、米国の輸入関税が引き上げられた自動車関連が、1～3 月期の駆け込み輸出の反動もあり、同-1.2%と減少した。一方、同期のサービスの輸出は同+2.2%と増加に転じた。為替相場の円安修正などを受けて、インバウンド関連が弱含んだものの、金融サービス関連などが輸出を押し上げた模様である。

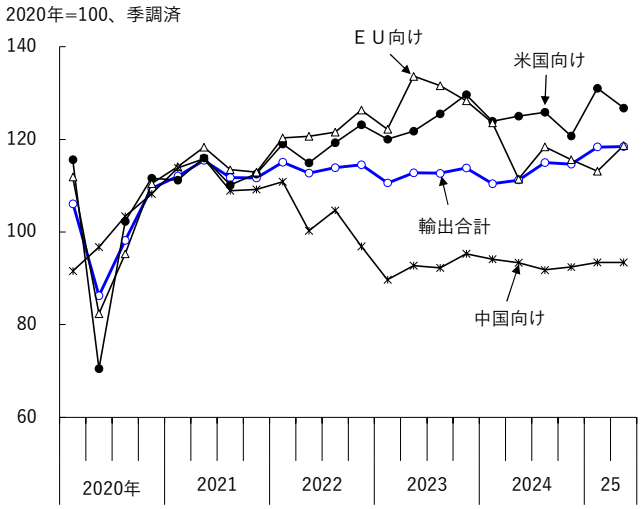
トランプ関税に関する最近の動向をみると、7 月下旬には、日本の相互関税や自動車に対する製品別関税の税率を 15%とすることなどについて日米間で合意した。日本の対米輸出が他国に比べて不利な条件にならずに合意した点は評価できるものの、自動車の税率引き下げについては、依然として実施されていない。また、トランプ政権は新たに半導体や医薬品に分野別関税を課すことなども示唆している。このため、米国の関税を巡っては、引き続き不透明感が強い状況が続くことになろう。

このようにトランプ政権の関税政策に関する不透明感が強いことに加えて、トランプ関税の影響で、25 年後半には米国をはじめ、欧州や中国など主要国・地域の景気が減速するため、わが国の輸出も 25 年後半にはやや弱含むと見込まれる。ただし、26 年に入ると、輸出は次第に上向いてくると見込んだ。日本の対米輸出が他国に比べて不利な条件にならない形で、日米の通商交渉が合意したことから、米国景気が持ち直してくるとともに、米国内で活発化が見込まれる設備投資に関連する資本財などを中心に輸出が増加してくることになろう。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余儀なくされる可能性が高い。このため、自動車輸出の伸び悩みが、今後の輸出の伸びを抑えていくことになろう。

一方、サービスの輸出については、訪日客の増加を背景に堅調に推移するものの、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、6 月には過去最速で年間訪日客数が 2,000 万人を超えるなど、好調に推移している（図表 10）。ただし、4～6 月期の訪日客 1 人当たりの旅行支出額は前年比-0.1%の 23.9 万円となり、前年同期の水準をわずかに下回った。為替レートの円安修正が進んだことで、訪日客の日本における購買力が低下した影響などによるものと考えられる。今後については、依然として為替相場は、コロナ禍前に比べると、大幅な円安水準になっており、日本への旅行の割安感が強いことから、訪日客数は増加基調が続くとみられる。もっとも、今後も為替相場の円安修正が進むことや、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ため、サービス輸出の伸びは緩やかになると見込んだ。

図表 9　対米輸出が減少に転じる

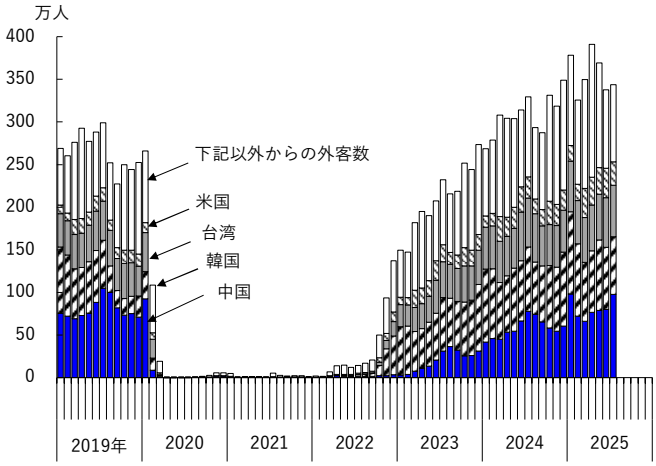
実質輸出（仕向地別）




出所：日本銀行「実質輸出入」

図表 10　訪日客数は増加基調が続く

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：2026 年の年初と半ばに、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、2026 年初めと半ばに、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％ずつ引き上げ、その後は 1％で推移すると想定した。

25 年 7 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、トランプ関税に関しては、「各国の通商政策等の影響に関する不確実性はなお高い状況が続いて」いるとし、米国の通商政策の影響がわが国の経済にどのように表れてくるか、丁寧に確認していくとした。

こうした点を踏まえて、今後の日銀の利上げの動向を見通すと、トランプ関税の影響により、国内外の経済に対する不確実性が高まっている状況下で、当面の間、利上げを行うことは難しいと考えられる。ただし、米国と各国との通商交渉がある程度進展していることを踏まえると、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 年初めに、トランプ関税の影響や、26 年の春闘に関する企業の賃上げ動向などを確認した上で、日銀が政策金利を 0.5％から 0.75％に引き上げると想定した。また、その後は、利上げによる経済への影響を慎重に見極めた上で、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。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。

# 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 2025 年後半に成長ペースが鈍化

2025 年 4～6 月期の米国の実質 GDP（国内総生産）は前期比年率+3.0％と大幅なプラス成長に転じた（図表 11）。ただ、この高成長は、GDP を計算する際の控除項目である輸入が同-30.3％と大幅に減少したことが主因である。トランプ政権の関税措置を見据えて 1～3 月期に輸入が急増していたため、4～6 月期はその反動で輸入が急減した。その結果、純輸出（輸出－輸入）の GDP 成長率への寄与度は同+5.0％ポイントの大幅なプラス寄与となった。一方、民間需要では、個人消費が同+1.4％と前期（同+0.5％）に比べて伸びが高まった。財別には、自動車などの耐久財消費が同+3.7％と増加に転じた。また非耐久財消費は同+1.3％と前期に比べて減速したものの、5 四半期連続で増加した。サービス消費は同+1.1％と前期に比べて伸びが加速した。他方、住宅投資は同-4.6％と 2 期連続で減少した。また企業の設備投資は同+1.9％と前期（同+10.3％）に比べて大幅に減速した。建設投資が同-10.3％と 2 四半期連続で減少するとともに、設備機器への投資が同+4.8％と前期（同+23.7％）に比べて大幅に減速した。この結果、国内民間最終需要（個人消費+住宅投資+設備投資）は同+1.2％と前期（同+1.9％）に比べて減速し、22 年 10～12 月期以来の低い伸びとなった。米国景気の基調的な回復スピードは鈍化しているといえよう。

月次の経済指標からも米国景気の減速がうかがえる。例えば、7 月の ISM（米供給管理協会）製造業景況指数は 48.0 と前月から低下し、24 年 10 月以来の低水準となった。好不調の分かれ目となる 50 を下回るのは 5 か月連続である。個別の指数をみると、雇用が 43.4 と約 5 年ぶりの低水準となった。新規受注は 47.1 と前月から上昇したものの、6 か月連続で節目の 50 を下回っている。また 7 月の ISM 非製造業景況指数は 50.1 と前月から低下し、再び節目の 50 に迫っている。個別の指標では、雇用が 46.4 と 2 か月連続で 50 を下回った点が気になる。

7 月の雇用統計によると、非農業部門雇用者数は前月比 7.3 万人の増加と、市場予想（10 万人増）を下回った。また 6 月分は当初発表の同 14.7 万人増から同 1.4 万人増に下方修正され、5 月分も同 12.5 万人増から同 1.9 万人増に下方修正された（図表 12）。足元で労働市場の減速感が強まっている。

インフレの状況をみると、7 月の消費者物価指数（CPI）は前年比+2.7％と 6 月と同じ伸び率となった。一方、食品とエネルギーを除いたコア指数は前年比+3.1％と前月の同+2.9％から伸びが高まった。またコア指数は前月比では+0.3％となり、6 月（+0.2％）に比べて伸びが若干加速した。7 月の CPI は全体として依然抑制的ではあるものの、トランプ関税がインフレに徐々に影響している可能性が示された。

こうした状況下、FRB（米連邦準備理事会）は 7 月 29 日～30 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 5 会合連続である。ただ今回の会合では、副議長ら 2 人が利下げを求めて反対票を投じている。また FOMC 声明文では景気について「堅調」との文言を削り、経済活動が「緩やか」になっていると修正した。パウエル FRB 議長は FOMC 後の記者会見で、次回 9 月会合での利下げについて問われると「何も決めていない」と語り、今後の

経済指標などを見極める姿勢を強調した。ただ金利先物市場では、FOMC 後に発表された 7 月の雇用統計などを受けて、FRB が次回 9 月の FOMC で 0.25%の利下げを実施する可能性をほぼ織り込んでいる。

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 年後半の米国景気は成長ペースが鈍化しよう。25 年 4～6 月期にはトランプ関税の消費者物価への影響が限定的だったものの、年後半には関税引き上げに伴う物価上昇圧力が顕在化し、個人消費の増勢が鈍化すると見込む。労働市場の減速も個人消費の抑制要因となろう。またトランプ政権の政策に対する不透明感が依然として強い中で、住宅投資や設備投資の動きも鈍いものになると見込まれる。

ただ、25 年 9 月以降、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 年中に 0.25%の利下げを 2 回、また 26 年にも 2 回の利下げを行うと見込んだ。

26 年には、トランプ政権による減税政策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。また 26 年前半には関税によるインフレ圧力がピークアウトし、消費者物価の伸びが鈍化することで、個人消費が上向くと予想する。FRB による利下げ効果の出現もあり、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、25 年が前年比+1.4%、26 年が同+1.5%になると予測した。

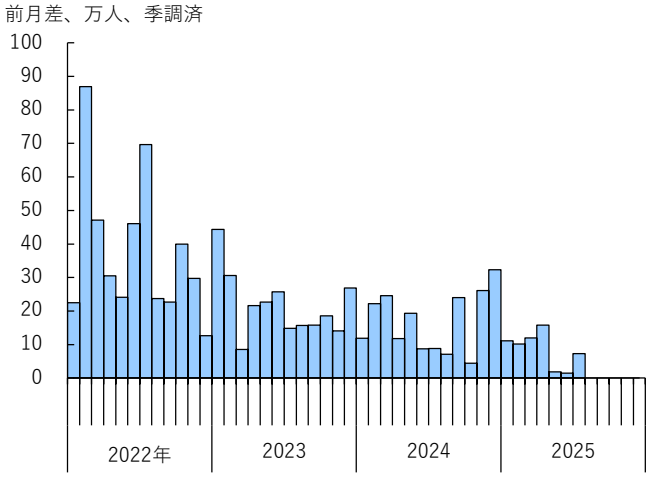
図表 11　25 年 4～6 月期は特殊要因で高成長

米国の実質 GDP（国内総生産）

出所：米商務省　（四半期）

図表 12　米国の労働市場には減速感

非農業部門雇用者数




出所：米労働省　（月次）

### 3．2　ユーロ圏経済：トランプ関税の影響などにより 2025 年中は低成長が続く

2025 年 4～6 月期のユーロ圏実質 GDP（域内総生産）は前期比+0.1％と、1～3 月期の同+0.6％から伸びが大幅に鈍化した（図表 13）。国別には、ドイツが前期比-0.1％、イタリアが同-0.1％と、いずれもマイナス成長に転じた。一方、フランスは同+0.3％と 2 期連続のプラス成長となり、スペインも同+0.7％と堅調に推移した。

月次の経済指標をみると、7 月のユーロ圏の総合 PMI（購買担当者景気指数）は 50.9 と 2 か月連続で上昇した（図表 14）。業種別には、製造業が 49.8 と前月から上昇した。またサービス業も 51.0 と前月から上昇し、好不調の節目とされる 50 を 2 か月連続で上回った。PMI はユーロ圏景気が緩やかに回復していることを示唆している。

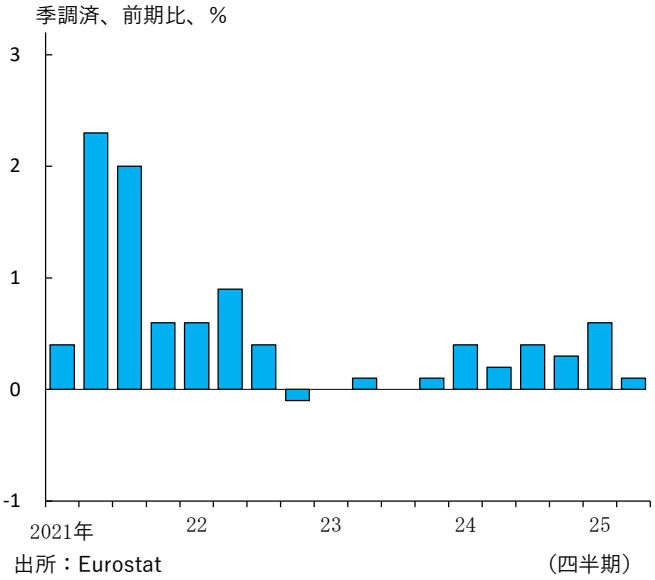
一方、ユーロ圏のインフレは概ね落ち着いている。7 月のユーロ圏消費者物価指数は前年比+2.0％と前月と同じ伸びとなった。またエネルギー、食品、アルコール、たばこを除くコア指数も同+2.3％と前月と同じ伸びとなった。品目別には、飲食料（アルコール含む）が前年比+3.3％と前月から伸びがやや高まる一方で、サービスが同+3.1％と前月から伸びがやや鈍化した。エネルギーは同-2.5％と前月と比べて下落幅がやや縮小した。

こうした状況下、ECB（欧州中央銀行）は 25 年 7 月の政策理事会で、主要政策金利の中銀預金金利を 2.0％に据え置き、24 年 7 月以来、8 会合ぶりに利下げを見送った。ラガルド ECB 総裁は理事会後の記者会見で、ECB は様子見の状況にあると語った。金利の先物市場では ECB が当面、政策金利を維持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、25 年後半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が個人消費を下支えすると見込まれる。また ECB による利下げの効果も民間需要を支えよう。26 年に入ると、前述のように米国景気が持ち直すと予想されることが、輸出の支援材料となる。また 26 年にはドイツの財政拡張（インフラ投資の拡大など）や、ユーロ圏の防衛費増額が景気を押し上げる見通しであり、経済成長率は徐々に上向くと予想される。ユーロ圏の通年の実質 GDP 成長率は、25 年が前年比+1.0％、26 年が同+1.0％になると予測した。

図表 13　25 年 4～6 月期は低成長

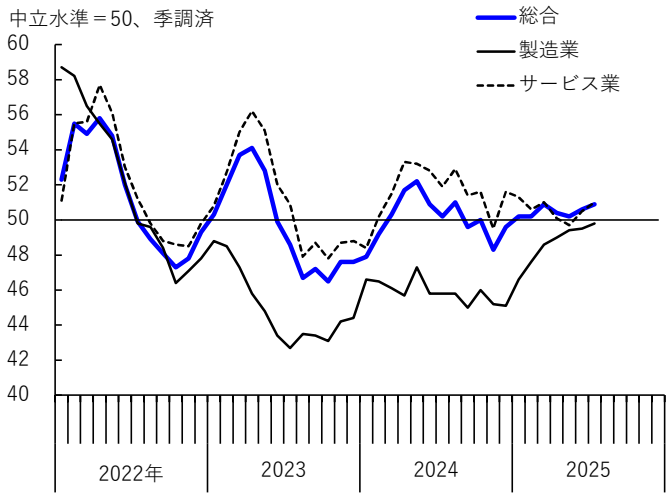
ユーロ圏の実質 GDP（域内総生産）




出所：Eurostat

図表 14　ユーロ圏企業の景況感はやや改善

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：米国の対中高関税の影響により成長率は減速傾向に

中国の 2025 年 4～6 月期の実質 GDP（国内総生産）は前年比+5.2%と前期（同+5.4%）に比べて成長率が低下した（図表 15）。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は持ち直したものの、固定資産投資の減速が成長率を押し下げた。固定資産投資の内訳をみると、不動産投資が大幅に減少している。この背景には、24 年秋以降、習体制が新たな住宅在庫の発生を抑制するために不動産投資の抑制措置を実施したことがあると考えられる。直近の月次指標においても、7 月の住宅販売や住宅価格は弱含んでいる。景気の先行きに対する不安が根強く、消費者が住宅購入を控える状況が続いているとみられる。また、海外向け新規受注の減少を受けて、同月の製造業 PMI（中立水準は 50）は 49.3 と前月を下回り、製造業の景況感が悪化していることが示されている（図表 16）。

トランプ政権は 4 月に中国からの輸入品に対する追加関税を 145%まで大幅に引き上げたが、5 月には関税を 30%に引き下げると発表した。また、7 月下旬に開催された米中通商協議では、30%の対中関税率の適用期間を 11 月 10 日まで延長することで合意した[6]。しかし、30%という現在の対中関税率であっても、中国から米国への輸出に逆風が吹いていることには変わりがなく、今後も米国における中国製品の値上がりによって、その需要が減少すると考えられる。

一方、7 月末に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強化策を継続する方針を示すとともに、消費の支援策の強化や公共インフラ投資の推進、輸出企業への支援を進めて

[6] 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。

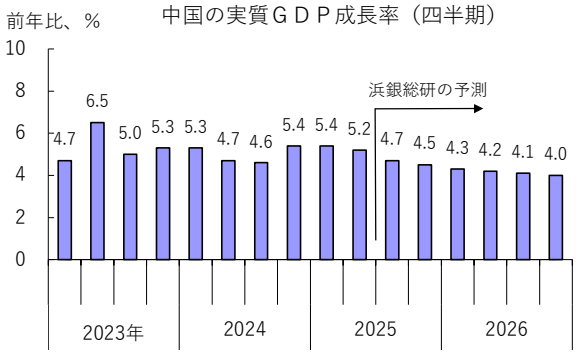
いく方針などを示した。実際、これに先立ち、政府は 7 月に家電製品やスマートフォンなどの耐久消費財の買い替え支援策を強化した。また、公共インフラ投資についても、7 月にはチベット自治区を流れるヤルンツァンポ川下流域において、世界最大規模の水力発電プロジェクトに着手するなど、積極的な取り組みを進めている。

以上を踏まえると、25 年後半の中国経済は実質 GDP 成長率が低下すると想定される。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は堅調に増加するものの、トランプ政権による対中関税率の引き上げの影響により輸出の伸びが鈍化し、成長率を押し下げると考えられる。また、固定資産投資も引き続き伸び悩む見通しである。習体制が公共インフラ投資を拡大させる一方で、不動産投資の抑制措置の継続や住宅市場の悪化を背景に、不動産投資は大幅な減少が続く見込みである。

26 年も成長率は緩やかに減速すると見込まれる。トランプ政権による対中輸入に対する高関税が継続することで輸出が減少し、成長率を押し下げることになろう。また、個人消費については、耐久消費財の買い替え支援策の効果が一巡することで、高水準を維持しつつも横ばいで推移すると予想される。一方、固定資産投資が緩やかに持ち直し、成長率の過度な減速を回避させると考えられる。不動産投資が引き続き低迷するものの、中央政府主導の大規模インフラ投資プロジェクトの本格化などにより、公共インフラ投資は拡大する見通しである。また、企業の設備投資も底堅く増加するとみられる。景気の先行きへの不安から一部の輸出企業は設備投資を控えるものの、習体制による企業支援策の強化を背景に、国有企業による設備投資が大幅に増加すると考えられる。

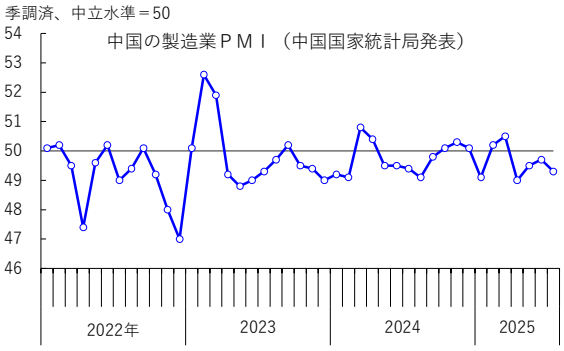
以上を踏まえ、25 年の実質 GDP 成長率は+4.9%、26 年は+4.1%と予測する。

図表 15　成長率は減速傾向が継続




出所：中国国家統計局資料などより浜銀総研作成

図表 16　製造業の景況感が弱含む




注：ＰＭＩは購買担当者景気指数。
出所：中国国家統計局

図表 17　2025・26 年度のわが国経済の見通し（2025 年 8 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 | | | 2026年度 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 見通し | 上期 | 下期 | 見通し | 上期 | 下期 |
| 対ドル円レート（円／ドル） | 152.4 | 143.4 | 145.8 | 141.0 | 135.5 | 136.0 | 135.0 |
| 対ユーロ円レート（円／ユーロ） | 163.6 | 166.2 | 167.5 | 165.0 | 158.5 | 159.0 | 158.0 |
| 米国実質ＧＤＰ（暦年） | 2.8 | 1.4 | [1.1] | [0.6] | 1.5 | [1.5] | [2.4] |
| ユーロ圏実質ＧＤＰ（暦年） | 0.9 | 1.0 | [1.6] | [▲ 0.3] | 1.0 | [1.1] | [1.9] |
| 中国実質ＧＤＰ（暦年） | 5.0 | 4.9 | 5.3 | 4.6 | 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 | | | 2026年度 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 見通し | 上期 | 下期 | 見通し | 上期 | 下期 |
| 実質ＧＤＰ | | 0.8 | 0.6 | [0.2] | [0.1] | 0.7 | [0.4] | [0.5] |
| | 個人消費 | 0.8 | 0.8 | [0.3] | [0.4] | 0.6 | [0.3] | [0.4] |
| | 住宅投資 | ▲ 0.4 | 0.3 | [0.2] | [▲ 0.9] | ▲ 0.3 | [0.2] | [0.0] |
| | 設備投資 | 2.0 | 2.3 | [1.7] | [0.2] | 1.5 | [0.8] | [1.1] |
| | 政府消費 | 1.3 | 0.0 | [▲ 0.1] | [0.3] | 0.5 | [0.2] | [0.2] |
| | 公共投資 | 0.8 | ▲ 0.5 | [▲ 0.4] | [0.4] | 0.5 | [0.2] | [0.2] |
| | 輸出 | 1.7 | 1.8 | [1.1] | [▲ 1.0] | 0.8 | [0.8] | [1.2] |
| | 輸入 | 3.4 | 2.8 | [2.1] | [0.4] | 1.1 | [0.6] | [0.8] |
| 寄与度 | 国内需要 | 1.2 | 0.8 | [0.4] | [0.3] | 0.7 | [0.3] | [0.4] |
| | 民間需要 | 0.9 | 0.8 | [0.5] | [0.2] | 0.6 | [0.3] | [0.4] |
| | 公的需要 | 0.3 | ▲ 0.0 | [▲ 0.0] | [0.1] | 0.1 | [0.1] | [0.0] |
| | 海外需要 | ▲ 0.4 | ▲ 0.2 | [▲ 0.2] | [▲ 0.3] | ▲ 0.1 | [0.0] | [0.1] |
| 名目ＧＤＰ | | 3.7 | 3.2 | [1.8] | [0.7] | 2.6 | [1.4] | [1.6] |
| 新設住宅着工戸数（万戸）<br>（前期比、％） | | 81.6<br>2.0 | 70.2<br>▲ 13.9 | 66.1<br>▲ 20.7 | 74.2<br>12.4 | 74.4<br>6.1 | 74.3<br>0.0 | 74.6<br>0.4 |
| 鉱工業生産 | | ▲ 1.4 | 0.2 | [0.1] | [▲ 0.2] | 0.9 | [0.6] | [0.8] |
| 国内企業物価 | | 3.3 | 2.1 | 2.8 | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.6 |
| 消費者物価 | | 2.7 | 2.7 | 3.1 | 2.3 | 1.6 | 1.7 | 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。