



2025 年 11 月 21 日

2025・26 年度の景気予測（2025 年 11 月改訂）

～日本経済は、トランプ関税の影響で弱含んだ後、緩やかな回復基調に～

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 7～9 月期の実質 GDP（国内総生産、1 次速報）は、前期比-0.4%と 6 四半期ぶりのマイナス成長となった。内訳をみると、設備投資が底堅く推移したものの、個人消費が伸び悩んだ。また、住宅投資が大幅に減少したほか、輸出が減少に転じた。
- トランプ関税を巡る交渉は、7 月下旬に、他国と比べて不利にならない条件で合意に至った。もっとも、従来と比べると関税率は大幅に引き上げられており、米国向けを中心に輸出への下押し圧力が強まっている。加えて、トランプ関税導入に伴い、各国・地域経済の減速感が強まることなどから、当面、日本経済は鈍い動きとなるだろう。
- 25 年度下期の日本経済は、トランプ関税の影響による世界景気の減速を受け、輸出の弱含みや設備投資の先送りが見込まれる。また、長引く物価高が消費者マインドを下押しし、個人消費も伸び悩むとみられる。ただ、4～6 月期に高めの伸びとなったことから、25 年度通年の実質 GDP 成長率は前年比+1.0%になると予測した。
- 26 年度の日本経済は、米国景気の持ち直しなどにより輸出が緩やかに回復し、また、企業収益の改善や海外需要の拡大などに伴い設備投資が徐々に増加すると見込んだ。一方、個人消費は、賃上げが続く下で緩やかに増加するものの、物価高が重荷となり、総じて小幅な伸びにとどまるとみられる。この結果、実質 GDP 成長率は同+0.8%になると予測した。

予測結果の総括表

< 前回2025年9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	0.6	1.0	0.8	0.8	0.7
民間需要*	0.8	1.0	0.6	1.0	0.6
公的需要*	0.3	0.1	0.2	▲ 0.0	0.1
海外需要*	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 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 7～9 月期の日本経済

2025 年 7～9 月期は 6 四半期ぶりとなるマイナス成長

11 月 17 日に内閣府が発表した 2025 年 7～9 月期の実質 GDP（国内総生産、1 次速報）は、前期比-0.4%となり、6 四半期ぶりのマイナス成長となった（図表 1）。内訳をみると、設備投資が底堅く推移したものの、個人消費が伸び悩んだほか、住宅投資が大幅に減少した。また、在庫投資の寄与がマイナスに転じたことで、国内需要の寄与度は前期比-0.2%ポイントになった。一方、輸出の減少幅が輸入の減少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 0.2%ポイント押し下げた。

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+0.1%と 6 四半期連続で増加したものの、小幅な伸びにとどまった。形態別には、耐久財や半耐久財が減少に転じた。自動車の国内販売などが減少したほか、気温が例年よりも高めに推移したことで秋服などの販売が振るわなかったとみられる。一方で、非耐久財が増加に転じ、サービスが底堅く推移した。猛暑の影響で、アルコール飲料を含む飲料全体の販売が伸び、外食などの飲食サービスの需要が高まった。また、住宅投資は同-9.4%と大幅に減少した。建築基準法などの改正¹（25 年 4 月）前に駆け込みの着工が発生し、その反動で 4～6 月期は着工が大幅に減少していた。GDP は工事の進捗ベースで計上されるため、7～9 月期の住宅投資が大きく落ち込んだ。一方、設備投資は同+1.0%と堅調に推移した。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ェアなど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-0.2%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+0.5%と増加し、公共投資は同+0.1%と増加に転じた。

図表 1 輸出や住宅投資の減少が実質 GDP 成長率を押し下げ

（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	7～9月期
実質 GDP	1.3	0.2	-0.9	-0.0	-0.5	0.4	0.4	0.7	0.2	0.6	-0.4
個人消費	1.0	-0.7	-0.5	-0.1	-0.7	0.7	0.8	0.0	0.3	0.4	0.1
住宅投資	0.7	1.4	-0.8	-0.7	-3.2	1.5	0.8	-0.1	1.3	0.3	-9.4
設備投資	0.9	-1.8	-0.5	2.1	-1.2	1.4	-0.0	0.6	0.9	0.8	1.0
政府消費	0.2	-1.4	0.3	-0.1	0.4	1.0	-0.1	0.3	-0.4	0.1	0.5
公共投資	5.0	-2.0	-2.1	-0.5	-1.2	2.6	-0.4	-0.7	0.5	-0.1	0.1
輸出	-0.9	1.6	1.4	2.5	-4.1	0.7	2.0	2.0	-0.4	2.3	-1.2
輸入	-2.0	-3.8	1.5	2.8	-3.9	2.7	3.3	-2.2	2.5	1.3	-0.1
内需寄与度	1.0	-1.0	-0.9	0.1	-0.5	0.9	0.8	-0.3	0.9	0.3	-0.2
民間需要	0.7	-0.6	-0.8	0.2	-0.5	0.6	0.8	-0.3	1.0	0.4	-0.3
うち在庫	0.0	-0.0	-0.4	-0.1	0.2	-0.1	0.4	-0.4	0.6	0.0	-0.2
公的需要	0.3	-0.4	-0.1	-0.0	0.0	0.3	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.1
外需寄与度	0.3	1.3	-0.1	-0.2	0.0	-0.5	-0.3	1.0	-0.7	0.2	-0.2
名目 GDP	2.7	1.7	0.2	0.3	-0.1	1.9	1.0	1.2	0.9	1.6	0.1

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」

¹ 25 年 4 月の建築基準法および建築物省エネ法の改正。すべての新築物件に対し省エネ基準への適合が義務化されたほか、建築確認時の検査や審査を省略できる制度（いわゆる 4 号特例）の対象が見直された。

海外需要では、輸出が前期比-1.2%と減少に転じた。トランプ関税の影響を受け財輸出が同-0.8%となり、インバウンド関連消費²の減少などによりサービス輸出が同-2.1%となった。一方、輸入も同-0.1%と減少に転じた。海外旅行の回復³などが影響し、サービス輸入が同+0.7%と増加したものの、企業の生産が弱含んだことなどから、財輸入が同-0.4%と減少した。

2. 日本経済の見通し

2. 1 2025 年度の実質 GDP 成長率を+1.0%、26 年度を+0.8%と予測

前述のように 2025 年 7~9 月期の実質 GDP が 6 四半期ぶりのマイナス成長となった一因は、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）の影響を受けて輸出が減少したことにある。日米関税交渉は、7 月下旬に相互関税率を 15%にすることなど、他国に比べて不利とならない条件で合意に至った。しかしながら、従来と比べると関税率は大幅に引き上げられており、米国向けを中心に輸出への下押し圧力が強まっている。また、今後、関税引き上げに伴う米国の物価上昇圧力が強まり、米景気が減速するとみられることから、当面、対米輸出が弱含むことは避けられないだろう。

先行きを展望すると、25 年度下期の日本経済は鈍い動きとなろう。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、能力増強を目的とした設備投資なども先送りされるだろう。また、個人消費も、長引く物価高が消費者マインドを下押しし、伸び悩むとみられる。この結果、25 年度下期の日本経済は減速感が強まると見込まれる。ただ、4~6 月期の成長率が前期比+0.6%と高めの伸びとなったことなどから、25 年度を通した成長率は前年比+1.0%になると見込んだ。

続く 26 年度の日本経済は、緩やかに回復していくと見込んだ。輸出や設備投資は、年前半には世界経済の成長が鈍いため、回復が小幅にとどまるものの、夏場頃からは、次第に伸びが高まってくるだろう。米国景気の持ち直しなどを受けて輸出が少しずつ増勢を強め、企業収益の改善や海外需要の拡大などに伴い設備投資も徐々に増加していくと考えられる。一方、個人消費は、賃上げの効果が続く下で緩やかな回復基調をたどるものの、物価の伸びが高めに推移することが下押し圧力となり、総じて、小幅な伸びにとどまると予測した。この結果、26 年度の実質 GDP 成長率は徐々に高まる形となり、通年では、前年比+0.8%になると見込んだ。

² 内閣府「四半期別 GDP 速報」の形態別国内家計最終消費支出における、非居住者家計の国内での直接購入。

³ 内閣府「四半期別 GDP 速報」の形態別国内家計最終消費支出における、居住者家計の海外での直接購入。また、日本政府観光局（JNTO）「訪日外客統計」における出国日本人数も参照した。

2. 2 主要需要項目の見通し

個人消費：増加基調をたどるものの、伸びは緩やかに

2025 年 7～9 月期の個人消費は前期比+0.1%と、6 四半期連続で増加したものの、小幅な伸びにとどまった（図表 2）。例年より気温が高かったことで、アルコール飲料などの飲料全体や外食などの飲食サービスの需要が高まった。一方で、自動車の国内販売などが減少したほか、猛暑の影響により秋服の消費が減少し、個人消費全体を下押しした。

10～12 月期の個人消費も伸び悩むとみられる。株価の大幅な上昇などを背景に消費者マインドは改善傾向にあるものの、物価上昇率が高止まりすることで実質賃金が前年割れを続け、家計の消費活動を抑制すると見込まれる。特に、家計を圧迫している食料価格の上昇は 10～12 月期も続くともみられ、個人消費が伸び悩む一因となろう⁴。

先行きの個人消費を展望するにあたり、物価と賃金の動向を確認する。

まず物価上昇率は、予測期間を通じ、総じて縮小していくとみられる（図表 3）。消費者物価に影響を与える輸入物価については、25 年 2 月から前年比で下落を続けており、また、先行きについても、為替相場が緩やかな円高基調で推移すると見込まれることなどから、前年割れが続くとみられる。このことから、輸入物価の変動に 1 年程度遅れて推移する消費者物価も、基調として伸びが縮小していくと考えられる。もっとも、伸び率は高めの推移が続くとみられる。日本銀行の「短観（2025 年 9 月調査）」によると、多くの業種において、仕入れコスト増加分の販売価格への転嫁を進める方針であることがうかがえる⁵。人手不足などを背景に、人件費などの各種コストは増加を続けると見込まれるため、販売価格（消費者物価）も上昇基調で推移するだろう。特に、足元で消費者物価を押し上げている主因である食料価格の伸びは、米類による押し上げがはく落することなどにより縮小するものの、今後も高止まりを続けるだろう。輸入物価を飲食料品に限定してみると、輸入品全体の動きに反し、基調として前年比で上昇が続いている。国内の食料価格も輸入物価（飲食料品）の変動に 1 年程度遅れて推移することから、輸入物価による国内の食料価格への上昇圧力はかかり続けるだろう。なお、帝国データバンクの「『食品主要 195 社』価格改定動向調査（2025 年 11 月）」によると、食料品メーカーにおいても、物流費や人件費などのコスト増加分の販売価格への転嫁を進めている様子がうかがえる⁶。一方で政府は、「電気・ガス代の補助⁷」や「暫定税率（ガソリン税）の廃止⁸」といった様々な物価高対策を検討している。それらが実施されることで、ある程度物価上昇率を抑えることになろう。とはいえ、食料価格を

⁴ 帝国データバンクの「『食品主要 195 社』価格改定動向調査（2025 年 11 月）」によると、10～12 月期の飲食料品の値上げ品目数は、前年比+3.6%の 3,499 品目となった。なお、25 年 12 月は値上げ予定品目数。

⁵ 全規模・全産業ベースの仕入れ価格判断 DI および販売価格判断 DI をみると、ともに高水準で推移している。

⁶ 帝国データバンクが行ったアンケート（値上げ要因）では、物流費や人件費といった国内要因の値上げ理由が大幅に増加した。なお、物流費の上昇は、いわゆる 2024 年問題などが背景にある。

⁷ 26 年の補助については、25 年と同時期・同金額で実施されるとした。

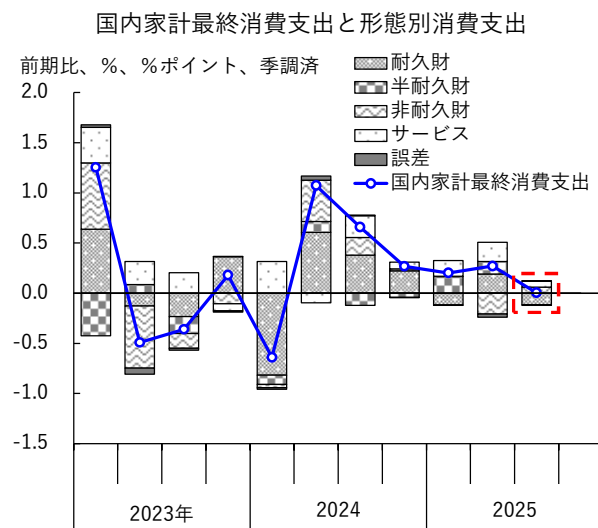
⁸ 前政権与野党間で 25 年の年内廃止の合意がなされ、高市政権でも早期廃止を検討していることから、今回の予測では 26 年 1 月から廃止されると想定した。また、暫定税率（ガソリン税）の廃止により、消費者物価上昇率は前年比で 0.3%ポイント程度押し下げられると試算した。

中心に、物価全体に対する上昇圧力は根強く、消費者物価は高めの伸びが続くだろう。

次に賃金の伸びは、総じて堅調に推移すると見込んだ（図表4）。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。近年、賃上げが進展している背景には、企業の深刻な人手不足や物価上昇率の高止まりなどが挙げられる。新卒者や転職者の採用といった企業の労働力確保のニーズや、物価高が続く中で従業員による生活水準維持のための企業に対する賃上げ圧力などは、今後も高い状態が続くと考えられる。これらを背景に、26年の春闘賃上げ率は4%台後半と相応に高い伸びとなり⁹、また、それを受けた所定内給与の伸びも堅調に推移すると見込んだ。なお、26年度上期は、夏季賞与が減少する影響で、やや弱含むとみられる¹⁰。この結果、26年度の賃金の伸びは、上期にやや弱含むものの、総じて堅調に推移すると見込んだ。

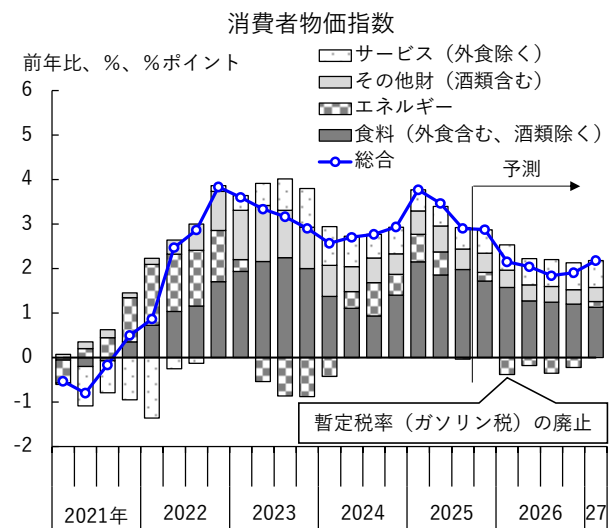
以上を基に、25年度下期以降の個人消費を展望すると、26年度上期には賞与の減少などを背景にやや伸び悩むものの、総じて増加基調をたどると見込まれる。賃上げの効果により、毎月の定例給与の伸びが小幅ながらも物価上昇率を上回って推移することで、個人消費を下支えしていくだろう（図表5）。もっとも、物価上昇率が高めの推移を続けるため、消費の伸びは緩やかになるだろう。

図表2 25年7～9月期の個人消費は伸び悩む



出所：内閣府「四半期別 GDP 速報」より浜銀総研作成

図表3 消費者物価の伸びは次第に鈍化

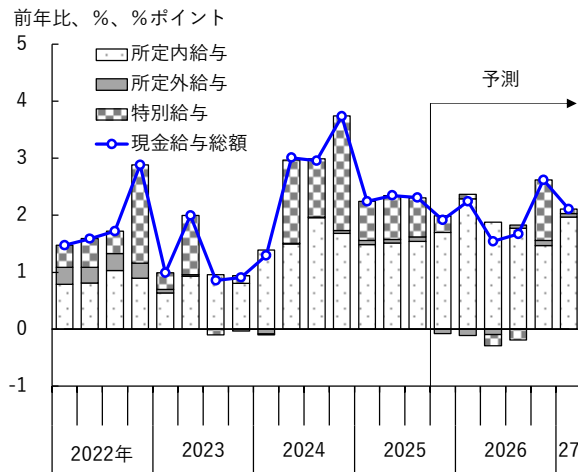


注：「暫定税率（ガソリン税）」は25年内の廃止を想定。
出所：総務省「消費者物価指数」より浜銀総研作成

⁹ 26年の春闘交渉の前提となる25年度の企業業績につき、トランプ関税の影響などにより減益が見込まれることを考慮し、25年実績と比べいくぶん低下すると予測した。

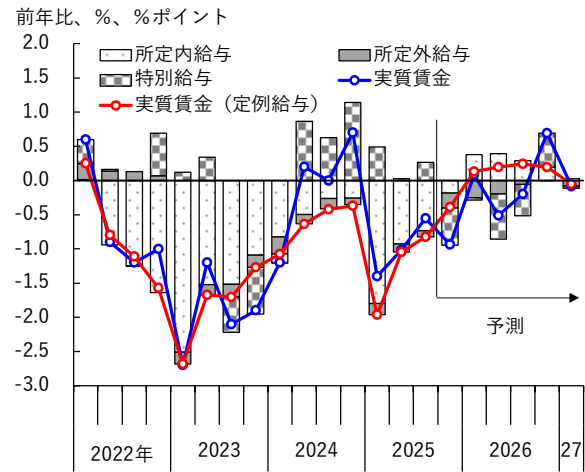
¹⁰ 夏季賞与の動向に影響を与える25年度下期の企業収益については、トランプ関税の影響などにより減益が見込まれるため、26年の夏季賞与は減少すると予測した。

図表4 名目賃金の伸びは堅調に推移する見込み
現金給与総額（名目賃金）



注：事業所規模 5 人以上。
出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」

図表5 賃上げが個人消費を下支え
実質賃金



注：事業所規模 5 人以上。消費者物価指数（総合）を用いて実質化。
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

輸出：25 年度下期はトランプ関税の影響で弱含むも、26 年度に入ると緩やかな回復基調に

2025 年 7～9 月期の輸出は、前期比-1.2%と減少に転じた。内訳をみると、財の輸出は同-0.8%、サービスの輸出も同-2.1%とともに減少に転じた。財の輸出を、日銀が公表する実質輸出で仕向地別に確認すると、EU（欧州連合）向けやアジア（除く中国）向けなどは小幅に増加したものの、トランプ関税の影響により米国向けが大幅に減少し、財輸出全体を押し下げた（図表 6）。また、財別に確認すると、自動車関連が大幅に減少しており、財輸出全体の減少の主因となった。自動車輸出を仕向地別にみると、米国向けの比率が高いことから、米輸入関税率の引き上げの影響を大きく受けたと考えられる。一方、サービス輸出の減少については、インバウンド関連消費の減少が下押ししたとみられる。訪日外客数の増勢が鈍化していることや（図表 7）、為替相場の円安修正などにより一人当たり消費額が減少していることなどが影響したと考えられる¹¹。

財務省が公表する貿易統計で対米輸出総額の減少を分析すると、前期比-8.7%のうち自動車が-6.0%ポイントを占めており、自動車の輸出金額の減少が大きく影響していることがわかる¹²。夏場頃から、日本の一部の自動車メーカーが輸出価格を少しずつ引き上げたことで現地での価格競争力が低下したことなどにより、輸出数量が減少し、自動車の輸出金額が減少したとみられる¹³。今後、日本の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進める可能性がある

¹¹ 日本政府観光局（JNTO）「訪日外客統計」および国土交通省「インバウンド消費動向調査」を参照した。

¹² 当社にて季節調整を施し、分析した。

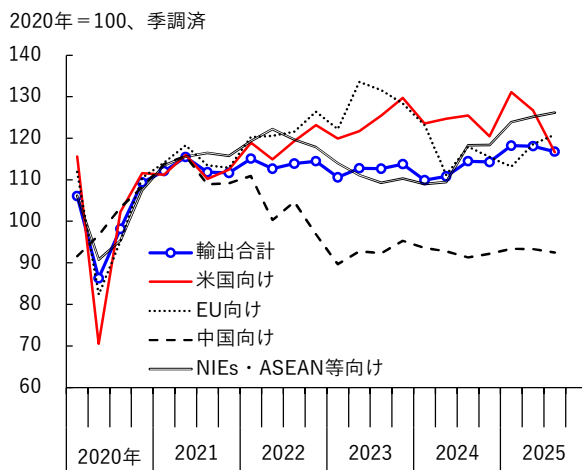
¹³ トランプ関税発動当初、一部の日本の自動車メーカーは、輸出数量の減少を抑制することを目的に、輸出価格を引き下げる対応をしていたとみられる。

る点を踏まえると、自動車輸出は先行きについても伸び悩みが懸念される。

このような状況下で、25 年度下期の財輸出は弱含むと見込まれる。自動車以外の様々な財も、トランプ関税の影響による世界景気の減速を受け、需要が減少するとみられる。また、25 年度下期のサービス輸出も弱含むと見込まれる。世界景気の減速を背景に訪日外客数の増勢鈍化が続くことで、インバウンド関連消費が伸び悩み、サービス輸出全体を押し下げるだろう。

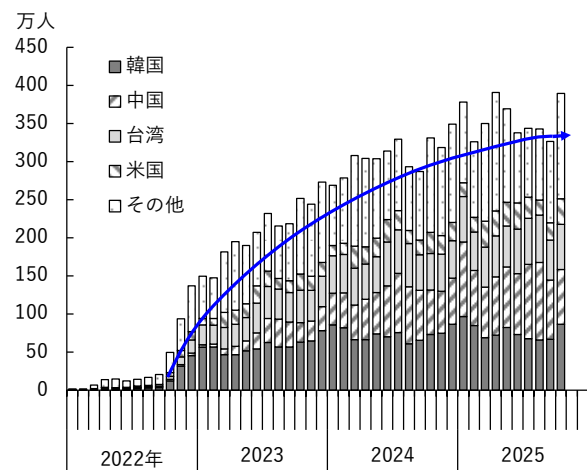
もっとも、26 年度に入ると、輸出は緩やかながら回復基調に入ると見込まれる。後述するように、米国景気は 26 年中盤から次第に持ち直してくるとみられる。米国内で活発化が見込まれる設備投資に関連する資本財などを中心に、財輸出は回復基調に入るだろう。ただ、その伸びは緩やかになるとみられる。自動車輸出の伸び悩みに加え、主要な輸出先である中国の景気減速が見込まれており、財輸出の伸びを下押しするとみられる。一方、サービス輸出も再び回復基調に入るだろう。米国景気の回復に伴い、各国の景気も徐々に上向くため、訪日外客数の増勢も緩やかながら持ち直し、サービス輸出全体を押し上げると見込まれる。ただ、サービス輸出の伸びも緩やかになるだろう。近年、訪日外客数が急増していた背景には、円安による日本旅行に対する割安感が挙げられる。しかし、今後、日本の利上げなどを背景に円安修正が進むことで、訪日外客の購買力が低下し、一人当たり消費額の伸び悩みにつながるとみられる。また、足元では日中関係が悪化しており、この先、中国からの観光客が落ち込む可能性もある。こうした要因によりインバウンド関連消費の伸びが抑えられ、サービス輸出の伸びを下押しすると見込まれる。

図表 6 対米輸出の減少が輸出全体を押し下げ
実質輸出（仕向地別）



出所：財務省「法人企業統計」より浜銀総研作成

図表 7 訪日外客数の増勢が鈍化
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

設備投資：トランプ関税の影響でいったん弱含むものの、緩やかな増加基調が続く

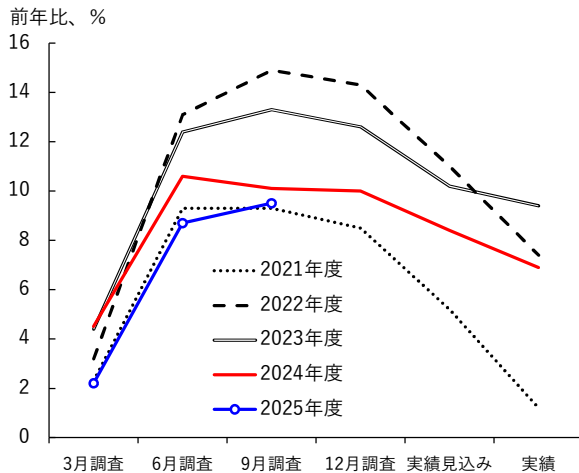
2025 年 7～9 月期の設備投資は、前期比+1.0%と 4 四半期連続で増加した。人手不足などを背景に、企業は業務効率化に向けたソフトウェアなどへの投資を加速させたとみられる。日本銀行の「短観（25 年 9 月調査）」によると、全規模・全産業ベースの 25 年度の設備投資（ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除く設備投資額）は、前年比+9.5%と増加計画である（図表 8）。深刻な人手不足などを背景に、企業の設備投資意欲は依然強いことがうかがえ、実際の投資行動に結びついたと考えられる。

もっとも、設備投資の先行指標をみると、足元では設備投資の増勢に陰りがみられる。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、7～9 月期が前期比-2.1%と減少に転じ、また、建設投資の先行指標である建築着工床面積（当社による季調値）も、7～9 月期が同-14.8%と減少した（図表 9）。同短観によると、全規模・全産業ベースの 25 年度の経常利益は、トランプ関税による輸出の減少などの影響により、前年比-4.8%と 5 年ぶりの減益に転じる見通しである。このように、企業業績の下振れや世界景気の減速が見込まれる中で、能力増強投資を中心に、設備投資の実施をいったん見送る動きが表れていると考えられる。

ただ、上述した省力化投資は、今後も積極的に行われるだろう。同短観によると、全規模・全産業ベースの雇用人員判断 DI が大幅な「不足」超で推移しているため、業務効率化を目的とした投資は増加傾向を維持すると考えられる。また、輸出企業（大企業・製造業）の 25 年度下期の想定為替レート（ドル円レート）は 1 ドル=145.33 円となっている一方、足元のドル円レートは 1 ドル=150 円台半ばと想定為替レートより円安で推移している。今回の予測では、先行き、円安修正が進むと想定しているものの、輸出企業を中心に計画以上の収益を確保できた場合には、設備投資が下支えされる可能性がある。

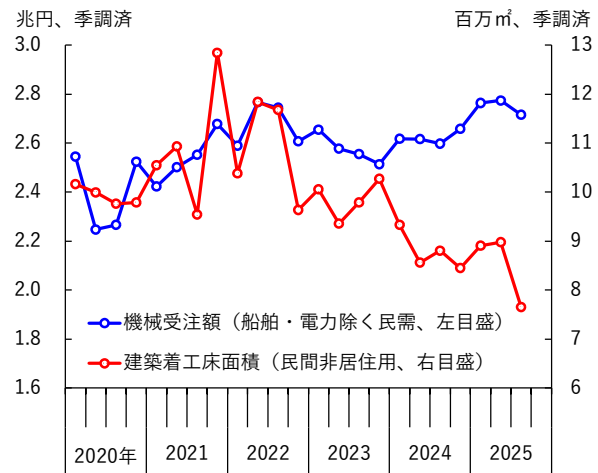
以上を踏まえ先行きの設備投資を展望すると、25 年度下期は、小幅な伸びにとどまると見込まれる。省力化投資が全体の設備投資を下支えするものの、能力増強投資などが伸び悩むだろう。しかし、26 年度には次第に増勢が強まってくると見込まれる。米国を中心に世界の景気が持ち直してくると、財・サービス輸出の増加により企業業績が上向くとみられ、企業の投資行動は活発化すると考えられる。輸出向けやインバウンド向けの財の需要が高まってくる中で、能力増強投資が増加してくるだろう。また、人手不足対応を目的とした省力化投資のほか、半導体などの成長分野や脱炭素関連など、中長期的な視点からの投資ニーズは、引き続き旺盛だろう。世界経済の先行き不透明感が弱まることで、過年度に計画され、先送りされていた投資計画も実施されていくことから、26 年度の設備投資は、増加基調をたどると見込まれる。

図表 8 企業の設備投資意欲は依然強い
設備投資計画



注：全規模・全産業ベース。ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除く設備投資額。
出所：日本銀行「短観」

図表 9 設備投資の先行指標が弱含む
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

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10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、今回の会合で利上げを見送った理由として、「各国の通商政策等の影響を巡る不確実性が高なお高い状況が続いている」中で、「関税政策による収益下押し圧力が作用するもとでも、企業の積極的な賃金設定行動が途切れることがないかどうか、もう少し確認したい」ためと述べた。さらに、今後の利上げ判断においては、26年春闘の「初動のモメンタム（勢い）」を大事な焦点とした。

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、26年初めに、トランプ関税の影響に注意しつつ、26年春闘の初動を確認した上で、政策金利を0.5%から0.75%に引き上げると想定した。また、その後は、企業の賃上げ動向などを踏まえた上で、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26年も引き続き利下げを実施することから、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＝140円台前半になると見込んだ。

3. 予測の前提となる海外経済の見通し

3.1 米国経済：トランプ関税と政府機関閉鎖の影響で 25 年終盤に景気が一時減速へ

米政府機関の一部閉鎖によって主要な経済指標の公表が停止されているが、2025 年 7～9 月期の米国経済は堅調に推移したとみられる。例えば、8 月の実質個人消費は前月比+0.4%と、3 か月連続で増加した。内訳をみると、自動車など耐久財の消費が前月比+0.9%と、引き続き高めの伸びとなった。またサービスの消費は同+0.2%と底堅く推移している。この結果、7～8 月平均の実質個人消費の水準は 4～6 月期平均を 0.7%上回った。

トランプ関税が発動されたにも関わらず個人消費が堅調に推移している背景には、以下の 2 つの要因があると考えられる。第 1 に、関税によるインフレ圧力の高まりが、これまでのところ限定的であることである。消費者物価指数（食品とエネルギーを除いたコアベース）の前年比伸び率は 25 年 4 月の+2.3%を底に徐々に上昇しているが、直近 9 月時点で+3.0%と未だ大幅な上昇には至っていない。第 2 に、株価の大幅な上昇による資産効果である。7～9 月期には米株式市場でニューヨーク・ダウが 2,303 ドル（2.5%）上昇した。株高の恩恵を受けた富裕層の消費が個人消費全体を支えているとみられる。

こうした堅調な個人消費を背景に、企業の景況感是非製造業を中心に底堅く推移している。10 月の ISM（米供給管理協会）非製造業景況指数は 52.4 と前月（50.0）から上昇した（図表 10）。個別の指数をみると、新規受注が 56.2 と前月（50.4）から大幅に上昇している。一方、製造業の景況感は弱い動きが続いている。10 月の ISM 製造業景況指数は 48.7 と前月（49.1）から低下し、好不調の分かれ目となる 50 を 8 か月連続で下回った。内訳をみると、生産指数は 48.2（前月は 51.0）と再び節目の 50 を下回った。また雇用指数は 46.0（前月は 45.3）と上向いたものの、依然として低水準で推移している。

他方、消費者心理も弱含んでいる。10 月の消費者信頼感指数は 94.6（前月は 95.6）と 3 か月連続で低下し、4 月以来の低水準となった。この背景には、先行きの物価上昇に対する懸念や、労働市場の悪化に対する懸念があるとみられる。政府機関閉鎖の影響で雇用統計の発表が停止されているが、民間の雇用関連指標は悪化傾向にある。例えば、米民間雇用サービス会社 ADP が発表した 10 月の全米雇用リポートによると、民間雇用者数は前月比 4.2 万人増と 3 か月ぶりに増加したものの、直近 3 か月の平均は月 0.3 万人増と低調に推移している（図表 11）。また、米民間再就職支援会社チャレンジャー・グレイ・アンド・クリスマスデータのデータによれば、10 月に発表された人員削減数は前年比 2.7 倍の 15 万 3,074 人となった。

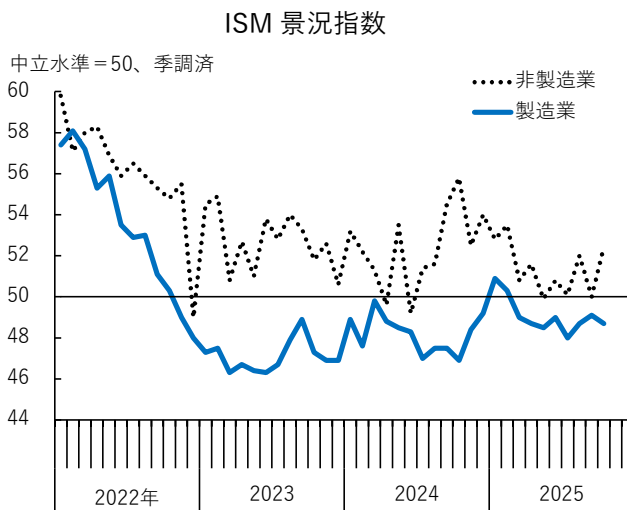
こうした状況下、FRB（米連邦準備理事会）は 10 月 28 日～29 日に開催した FOMC（公開市場委員会）で、政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を 0.25%引き下げ、3.75～4.00%とすることを決めた。利下げは 2 会合連続である。パウエル FRB 議長は FOMC 後の記者会見で、「労働需要は明らかに弱まっている」と指摘し、今回の利下げの理由を説明した。一方、次回の 12 月会合については「FOMC 内での意見が大きく分かれた」と強調した上で、「12 月の利下げは既定路線ではない」と発言し、市場の追加利下げ観測をけん制した。ただ、足元で

労働市場が弱含んでいることを踏まえれば、当面、FRB の利下げが続く公算が大きいと見込まれる。

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 年終盤には米国景気の成長ペースがいったん減速しよう。25 年 7～9 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、今後は関税引き上げに伴う物価上昇圧力が本格化し、個人消費の増勢が鈍化すると予想される。労働市場の悪化も個人消費の抑制要因となろう。また過去最長となった政府機関の一部閉鎖を受けて 10～12 月期の政府支出が大幅に減少すると見込まれる。2025 年通年の実質 GDP（国内総生産）成長率は前年比+1.9%と前年（同+2.8%）から減速すると予測した。

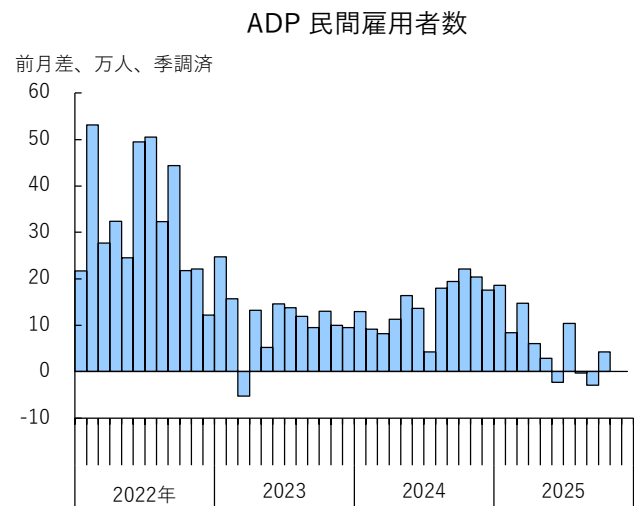
ただ、2026 年には、トランプ政権による減税政策が個人消費や設備投資の下支え要因になると見込まれる。また 26 年中盤には関税によるインフレ圧力がピークアウトし、消費者物価の伸びが鈍化することで、個人消費が上向くと予想する。FRB による利下げ効果の出現もあり、26 年中盤には国内民間需要を中心に景気が持ち直すと見込んだ。2026 年の実質 GDP 成長率は前年比+1.8%になると予測した。

図表 10 非製造業の景況感は足元で改善



出所：ISM

図表 11 労働市場は減速基調で推移



出所：ADP 全米雇用リポート

3. 2 ユーロ圏経済：米関税政策の影響などにより 26 年序盤まで緩慢な成長が続く

2025 年 7～9 月期のユーロ圏実質 GDP（域内総生産）は前期比+0.2%と、4～6 月期の同+0.1%から伸びが若干加速したものの、緩やかな成長にとどまった（図表 12）。国別には、スペインが前期比+0.6%と高めの伸びを維持した。またフランスが同+0.5%と 4～6 月期の同+0.3%から伸びを高めた。一方、ドイツとイタリアがいずれもゼロ成長にとどまった。

月次の経済指標をみると、10 月のユーロ圏の総合 PMI（購買担当者景気指数）は 52.5（前月は 51.2）と 5 か月連続で上昇した（図表 13）。業種別には、製造業が 50.0 と前月（49.8）から小幅に上昇するとともに、サービス業も 53.0 と前月（51.3）から上昇した。PMI はユーロ圏の緩やかな景気回復が続いていることを示唆している。

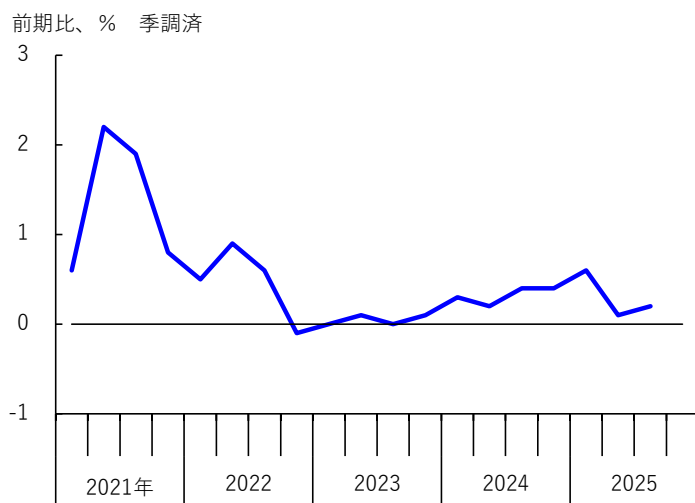
ユーロ圏の個人消費は足元で弱含んでいる。9月のユーロ圏小売売上高指数は前月比-0.1%と2か月連続で低下した。一方、消費マインドは緩やかに改善している。10月のユーロ圏消費者信頼感指数は-14.2と、2か月連続で上昇した。雇用情勢は良好であり、9月のユーロ圏の失業率は6.3%と、3か月連続で同水準となった。

他方、ユーロ圏のインフレは概ね落ち着いている。10月のユーロ圏消費者物価指数は前年比+2.1%と、前月（同+2.2%）から若干伸びが鈍化した。一方、エネルギー、食品、アルコール、たばこを除くコア指数は同+2.4%と、前月と同じ伸び率となった。品目別には、サービスが前年比+3.4%と前月（同+3.2%）から伸びが高まる一方で、飲食料（アルコール含む）が同+2.5%と前月（同+3.0%）から伸びが鈍化した。またエネルギーは同-1.0%と前月（同-0.4%）から下落幅が拡大した。

こうした状況下、ECB（欧州中央銀行）は25年10月の政策理事会で、主要政策金利の中銀預金金利を2.0%に据え置いた。金利の据え置きは3会合連続である。ラガルド ECB 総裁は理事会後の記者会見で、欧州と米国の通商合意や米中貿易交渉の進展などを受けて、経済成長の下振れリスクは和らいだと指摘した上で、「金融政策の観点から、我々は良好な位置にある」と述べた。

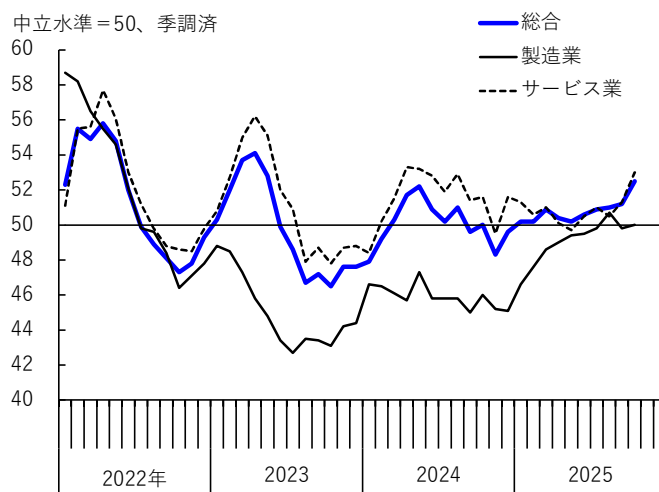
以上のような状況を踏まえた上で先行きを展望すると、ユーロ圏経済は2026年序盤まで緩やかな成長が続くと見込まれる。米トランプ関税の発動によって、米国向け輸出は引き続き弱含むと予想される。またユーロ圏の重要な輸出先である中国経済が減速基調で推移するとみられることも輸出の逆風となろう。しかしその一方で、良好な雇用環境と安定した物価動向の下で、個人消費は底堅く推移すると見込まれる。また26年にはドイツの財政拡張（インフラ投資の拡大など）や、ユーロ圏の防衛費増額が景気を押し上げる見通しである。前述のように26年中盤には米国景気が持ち直すと予想されることも踏まえると、ユーロ圏の経済成長率は26年中盤以降、徐々に高まっていくと予想される。ユーロ圏の通年の実質 GDP 成長率は、2025年が前年比+1.4%、26年が同+1.2%になると予測した。

図表 12 25年7~9月期は緩やかな成長
ユーロ圏の実質 GDP（域内総生産）



出所：欧州委員会統計局

図表 13 ユーロ圏企業の景況感は改善傾向
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：トランプ関税や国内投資の抑制を背景に、2026 年も減速が続く

中国の 2025 年 7～9 月期の実質 GDP（国内総生産）は前年比+4.8%と、前期（同+5.2%）から 2 期連続で成長率が低下した（図表 14）。7～9 月期を需要別にみると、固定資産投資は同-6.6%と減少した。固定資産投資の内訳をみると、家計が住宅購入を控える状況が続いていることや、習体制が住宅在庫の発生を抑制するために不動産投資抑制措置を継続していることから、不動産業の固定資産投資は大幅に減少した。また、地方政府の財源不足などを背景に、公共インフラ投資も減少した。さらに、米トランプ政権による対中関税の引き上げを受けて、景気の先行き不安から企業の設備投資も伸び悩んだ模様である。他方、耐久消費財の買い替え支援策の効果が一巡したことなどにより、個人消費の動向を示す小売売上高は 7～9 月期に同+3.5%と伸び率が前期を下回った。一方、同期の通関輸出は同+6.6%と前期の伸びをやや上回った。主要仕向地別にみると、トランプ政権による対中関税の引き上げを背景に、米国向けが同-27.3%と大幅に減少したものの、ASEAN 向けや EU（欧州連合）向けは堅調に増加した。

ただ、直近の月次指標をみると、10 月の輸出は前年比-1.1%と前年割れに転じている。米国向けの大幅な減少が続く中で、EU 向けが伸び悩んだほか、一部の国・地域が中国企業による米国向けの迂回輸出を取り締まったことなどを背景に、ASEAN 向けも減速した。

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 30%に引き下げ、さらに 11 月 10 日には 20%に引き下げた。しかし、現トランプ政権による対中追加関税率が 20%であっても、第 1 次トランプ政権（2017～2021 年）における対中関税引き上げ分を合わせて考えると、中国の輸出企業にとって、米国の輸入関税は大きな負担となっている¹⁴。

習体制は 10 月に中国共産党第 20 期中央委員会第 4 回全体会議（4 中全会）を開催し、第 15 次 5 年計画（2026～2030 年）の草案を発表した（図表 15）。草案では、「質の高い経済成長の達成」や「科学技術分野での自立性と競争力の大幅な向上」などが中期的な経済政策の目標として掲げられたほか、「消費と投資の促進」や「製造業の強化および高度化の加速」といった政策が盛り込まれ、内需拡大や技術革新に注力する方針が示された。

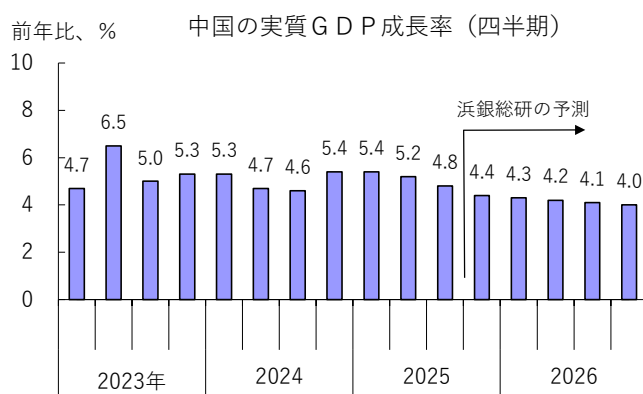
これらを踏まえ、今後の中国経済を展望すると、2025 年 10～12 月期には実質 GDP 成長率が一段と低下する見通しである。まず、固定資産投資の減少が成長率を押し下げる要因となろう。住宅販売の底割れなどを背景に不動産投資は大幅に減少し、地方政府の財源不足が引き続きインフラ投資を抑制すると見込まれる。また、耐久消費財の買い替え支援策の効果が一巡することで、個人消費も伸び悩むだろう。さらに、トランプ政権による対中輸入品への追加関税の継続により、輸出も減速する見通しである。

¹⁴ 元米国務省首席エコノミストの Chad P. Bown 氏（2025）によると、第 1 次トランプ政権が中国からの輸入品に対する関税を引き上げた結果、米国の中国からの平均輸入関税率は 2018 年の 3.1%から 2020 年には 19.3%へと上昇した（<https://www.piie.com/research/piie-charts/2019/us-china-trade-war-tariffs-date-chart>）。この第 1 次トランプ政権による 16.2%（19.3%-3.1%）の追加関税に、2025 年 11 月 10 日以降に適用される 20%の追加関税を加えると、現時点における米国の中国からの輸入品に対する追加関税率は 36.2%となり、依然としてベトナムやタイ、インドネシアなど多くの新興国よりも高い水準である。

続く 2026 年についても、成長率の減速が予測される。トランプ政権による対中迂回輸入への取り締まり強化を背景に輸出が伸び悩み、成長率が押し下げられるだろう。また、固定資産投資も引き続き低迷する見込みである。習体制による財政出動の強化を受けてインフラ投資が増加に転じるものの、住宅販売の低迷を背景に不動産投資は引き続き減少し、景気の先行き不安から民間企業を中心に設備投資を控える動きも続くと考えられる。ただし、個人消費は緩やかに増加する見通しである。習体制が耐久消費財以外の商品へ購入支援策の適用範囲を拡大し、観光やスポーツなどのサービス消費に対しても補助金を支給すると見込まれる。

以上を踏まえ、2025 年の中国の実質 GDP 成長率は+4.9%、2026 年は+4.1%と予測した。

図表 14 2026 年の成長率も減速が続く



出所：中国国家统计局資料などより浜銀総研作成

図表 15 第 15 次 5 か年計画（草案）の目標と政策

目標：

- ・ 質の高い経済成長の達成。
- ・ 科学技術分野での自立性と競争力の大幅な向上。
- ・ 経済改革のさらなる進展。
- ・ 国民生活の質の持続的な向上。

政策：

- ・ AI（人工知能）の普及・活用の推進。
- ・ 製造業の強化および高度化の加速。
- ・ 消費と投資の促進。
- ・ ハイレベルの対外開放の拡大。
- ・ 新型都市化のさらなる推進。
- ・ 質の高い不動産市場の発展の推進。

注：一部抜粋。

出所：中国政府ホームページより浜銀総研作成

図表 16 2025・26年度のわが国経済の見通し（2025年11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		2026年度 見通し	2026年度	
			上期	下期		上期	下期
対ドル円レート（円／ドル）	152.4	148.8	146.0	151.5	144.3	146.5	142.0
対ユーロ円レート（円／ユーロ）	163.6	172.1	168.1	176.0	167.5	170.0	165.0
米国実質GDP（暦年）	2.8	1.9	[1.1]	[2.3]	1.8	[1.2]	[2.4]
ユーロ圏実質GDP（暦年）	0.9	1.4	[1.7]	[0.7]	1.2	[0.9]	[2.3]
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 見通し	2025年度		2026年度 見通し	2026年度	
			上期	下期		上期	下期
実質GDP	0.6	1.0	[0.5]	▲ 0.1	0.8	[0.5]	[0.7]
個人消費	0.7	1.0	[0.6]	[0.4]	0.8	[0.3]	[0.6]
住宅投資	▲ 0.6	▲ 4.0	▲ 3.7	▲ 1.6	0.3	[0.9]	[0.2]
設備投資	1.9	2.5	[1.8]	[0.4]	1.5	[0.7]	[1.2]
政府消費	1.2	0.4	[0.2]	[0.5]	0.8	[0.4]	[0.4]
公共投資	0.6	0.2	[0.2]	[0.3]	0.7	[0.4]	[0.4]
輸出	1.5	2.2	[1.5]	▲ 1.5	1.1	[0.7]	[2.1]
輸入	3.5	3.2	[2.5]	[0.8]	1.7	[0.4]	[1.7]
国内需要	1.1	1.2	[0.7]	[0.4]	0.9	[0.4]	[0.6]
民間需要	0.8	1.0	[0.6]	[0.2]	0.6	[0.3]	[0.5]
公的需要	0.3	0.1	[0.0]	[0.2]	0.2	[0.1]	[0.1]
海外需要	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.1	[0.1]	[0.1]
名目GDP	3.7	3.7	[2.1]	[1.0]	2.7	[1.2]	[2.0]
新設住宅着工戸数（万戸） （前期比、％）	81.6 2.0	70.6 ▲ 13.4	65.9 ▲ 20.9	75.3 14.3	76.3 8.0	76.1 1.0	76.4 0.4
鉱工業生産	▲ 1.4	0.2	[0.3]	▲ 0.6	0.6	[0.4]	[1.2]
国内企業物価	3.3	2.5	2.9	2.0	2.1	2.0	2.1
消費者物価	2.7	2.8	3.2	2.5	1.9	1.9	2.0
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り扱いいただきますようお願いいたします。