

2025～26年度の経済見通し

主席研究員 木下 茂

目 次

- | | |
|------------|---------|
| 1. 世界経済全般 | 4. 中国経済 |
| 2. 米国経済 | 5. 日本経済 |
| 3. ヨーロッパ経済 | |

1. 世界経済全般

(1) トランプ関税後の世界経済

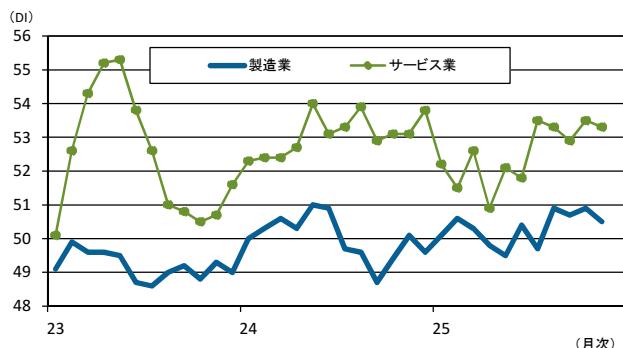
世界経済は直近まで底堅く推移しているとみられる。当初はトランプ関税発動に伴う混乱と景気の減速（もしくは落ち込み）が予想されていたが、実際には、駆け込み需要の発生とその反動減などが一部で観測されたものの大きな混乱が生じるには至っていない。

世界の企業景況感の動きをみると、製造業・サービス業とも2025年前半にかけて低迷気味の動きとなっていたが、8月以降は持ち直している。特に製造業は24年の年央以降拡大・収縮の分かれ目となる50ポイント水準を挟んで上下する展開となっていたが、足元では50ポイントを上回って推移している（図表1）。また、生産・貿易面の実際のデータをみると、世界輸入は春先以降駆け込みとその反動減とみられる動きが出ていたが、直近では持ち直している。世界鉱工業生産についても、安定的に増加している（図表2）。

ここで主要国・地域の最近の実質GDP成長率の動きをみると、米国では25年1～3月期に前期比年率-0.7%とマイナス成長になったが、これはトランプ関税導入を前にした輸入の増加を受けたものであり、続く4～6月期は同+3.8%、7～9月期は同+4.3%とプラス成長に復帰している。ヨーロッパについても、4～6月期こそ輸出と設備投資の減少か

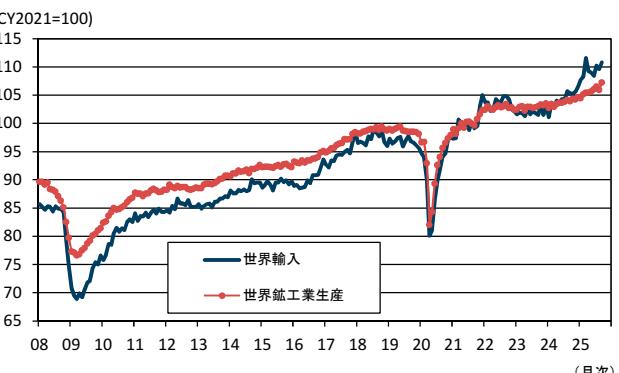
ら前期比+0.1%と前期の同+0.6%から鈍化したものの、その後7～9月期には同+0.3%とやや持ち直している。この間日本は7～9月期に前期比-0.6%とマイナス成長となつたが、これは法改正に伴う住宅投資の一時的な落ち込みの影響が大きい。

（図表1）世界の企業景況感の推移（PMI、季調値）



（注）リフィニティブのデータより作成

（図表2）世界輸入、鉱工業生産の推移（季調値）



（注）オランダ経済分析局のデータより作成

この間アジア諸国についてみると、中国、ASEAN 4か国（マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア）は25年に入って実質成長率が鈍化気味の推移となっているが、アジアNIES 4か国（韓国、台湾、シンガポール、香港）は7～9月期にかけて持ち直しの動きをみせており、全体としては底堅さを維持しているようにみえる（図表3）。

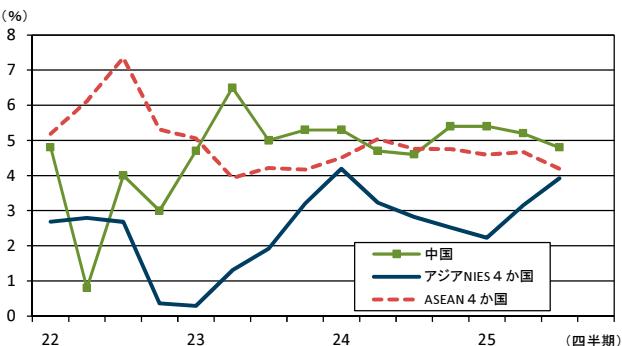
（2）なぜトランプ関税の影響は深刻化しなかったのか

上述のように、トランプ関税発動後の世界経済は当初予想されたよりも底堅さをみせている。振り返れば、トランプ大統領が25年4月2日を「解放の日」と称して高率の相互関税を課す旨発表すると、世界的な株安を招くなど市場の急変動につながったほか、経済見通しにおいても悲観的な見方が台頭した。例えば、相互関税発表後に公表されたIMFの世界経済見通し（4月）では25年の予測値が大きく下方修正された。しかしながら、実際のデータが明らかになるにつれ、関税の影響は当初予想されていたよりもマイルドなものにとどまっていることが確認され、これに伴つて経済見通しも上方修正されてきている（図表4）。以下では、なぜトランプ関税の影響は当初予想よりも深刻化しなかったのかという点について考えてみる。

① マイルドなものとなった実際の関税率

想定外の高率の相互関税が公表されたものの、その後の個別交渉により実際に適用される税率はよりマイルドなものとなった。エール大のデータによれば、いったん27.99%まで上昇した米国の税率は直近では16.80%となっている（図表5）。また、いわゆる「悲観シナリオ」ケースでは、米国の貿易相手国が報復関税をかける「貿易戦争」的な状況も想

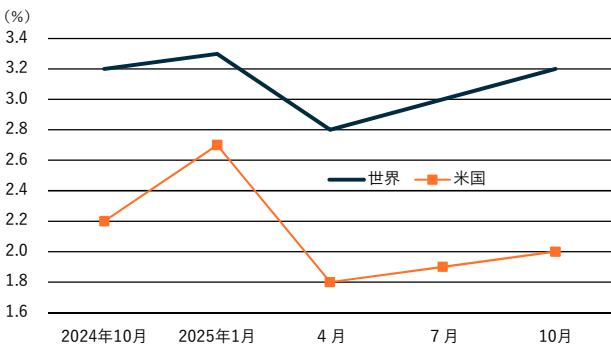
（図表3）アジア主要国・地域の実質GDP成長率推移（前年比）



（注1）アジアNIES 4か国、ASEAN 4か国については各成長率を2024年のドルベース名目GDPウェイトで加重平均して算出

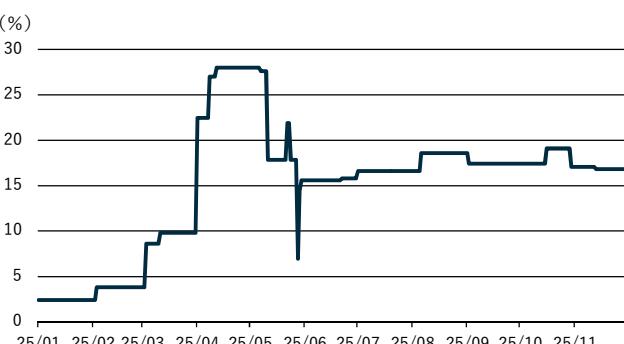
（注2）リフィニティブのデータより作成

（図表4）IMFによる成長率見通し（25年の実質GDP）の変遷



（注）IMF 'World Economic Outlook' のデータより作成

（図表5）米国の平均実効関税率の推移



（注）The Budget Lab at Yaleのデータより作成

定された。中国との交渉の過程ではそれに近い状況に一時的に陥った局面もあったが、現在ではそのような状況は回避されている。

② 目立たなかった関税コストの価格転嫁

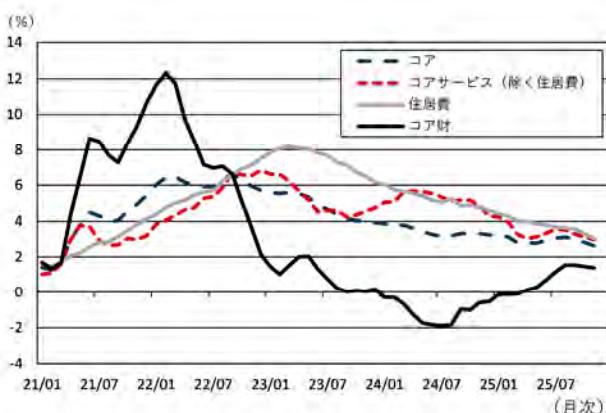
当初想定されたトランプ関税の影響の波及プロセスとしては、米国企業が関税コストをそのまま国内市場で転嫁することにより米国の消費や投資活動が落ち込む一方、対米輸出国側でも価格競争力の悪化から米国向け輸出が減少する結果、輸出国に悪影響が及ぶ、というものであった。

実際には、今のところこうしたプロセスは大規模に現実化するには至っていない。これについては、関税コストが各段階で吸収されたことから米国内での最終財価格全般を大きく押し上げることにはならなかった、という点が指摘できる。

米国のコアCPIの動きを改めて確認すると、関税の影響を受けると思われる財価格はこのところ上昇しているが、そのペースはかなり緩やかである（図表6）。次に、トランプ関税発動後の米国の企業収益の動きをみると、卸売、運輸などの業績が悪化していることがわかる（図表7）。これらを合わせてみると、米国内の企業部門が自社利益を犠牲にして関税コストを吸収し、国内価格の引き上げを抑制的なものとしたと考えられる。

一方、貿易相手国側でも対米輸出価格を引き下げる動きが観察されている。図表8は米国の相手先別輸入物価を輸入先国の通貨ベースに変換してみたものであるが、25年に入ってから各国・地域は対米輸出価格（米国からみれば輸入価格）を引き下げていたことがわかる。これにより課税後の米国輸入価格上昇を抑え、価格競争力が維持された結果、対米輸出国側の実質ベースでの輸出が大きく落ち込みます、トランプ関税の影響深刻化を回避す

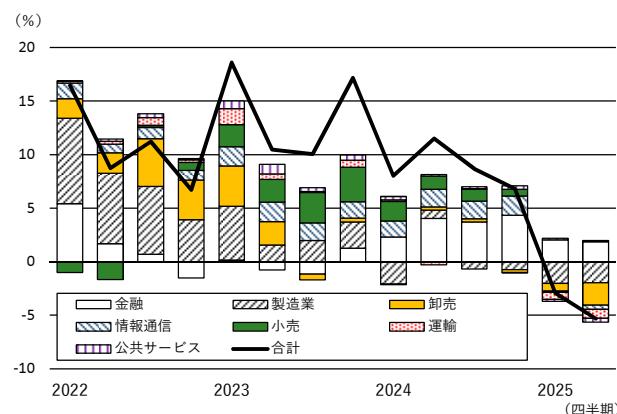
（図表6）米国CPIコア前年比の推移



（注1）直近は25年11月、10月値は欠損

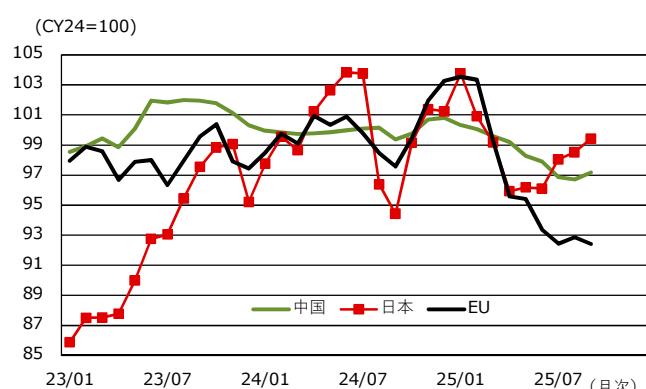
（注2）リフィニティブのデータより作成

（図表7）米国企業収益の動向（GDP統計ベース、前年比）



（注）リフィニティブのデータより作成

（図表8）米国の国別輸入物価（輸入相手国通貨ベース）



（注）リフィニティブのデータより作成

ことにつながったとみられる。

関税コスト分を吸収した企業部門においては収益が悪化していることから、マクロ経済全体でみれば悪影響が出ていることは間違いないが、表面上米国の消費・投資や貿易相手国の輸出などに深刻な影響が出なかつたという点は予想外であったといえるだろう。

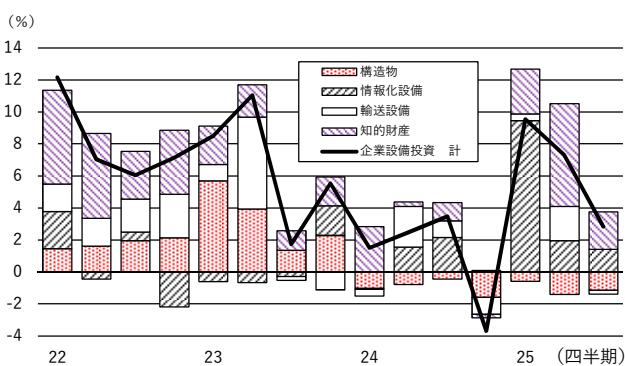
③ A I ブームの影響

米国の大手テクノロジー企業による巨額のA I 関連投資が行われていることから、米国全体の設備投資に好影響が出ている（図表9）。また、A I ブームによる株価上昇により生じた資産効果が米国消費をサポートしているとみられる。さらに、A I ブームの盛り上がりに伴い、世界的な半導体需要も増加しており（図表10）、この点も世界経済の安定化に寄与しているとみられる。

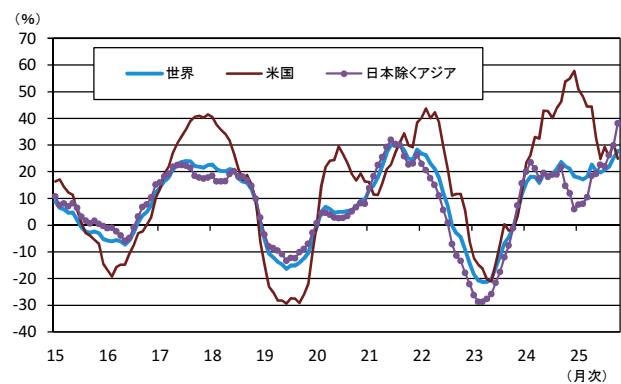
上述の要因によりトランプ関税発動に伴う世界経済の減速（もしくは落ち込み）はこれまでのところ回避されていると考えられる。とは言え今後のリスクもないわけではない。差し当たり想定されるのは、今後価格転嫁の動きが時間差をもって表面化していく可能性である。上でみたように米国側及び輸出国側企業部門が自社利益を犠牲にして関税コストを今後も吸収し続けるのは持続可能ではなく、いずれ価格転嫁の動きが出てくるとみておくのが自然だろう。あるいは何らかの理由により価格転嫁に失敗した場合には、今後の企業設備投資や雇用に悪影響が出る可能性もある。直近で米国の雇用情勢が弱含みとなっているのはこの経路によるものかもしれない（図表11）。

以下では、上でみた世界経済全般の状況を念頭に置きつつ、主要国・地域ごとに景気の現状と当面の見通しについて概観していく。

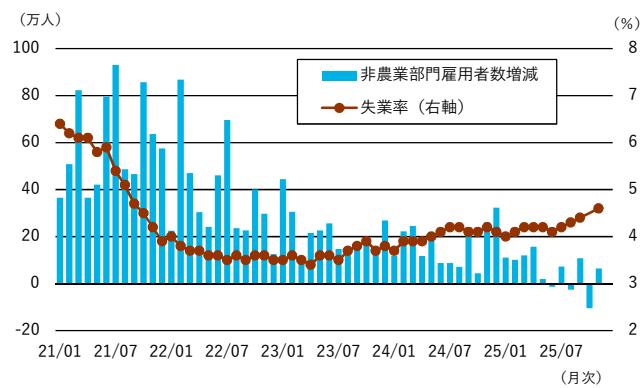
（図表9）米国実質設備投資の推移（前期比年率）



（図表10）半導体売上高の推移（前年比）



（図表11）米国の雇用者数（非農業部門）増減と失業率の推移



2. 米国経済

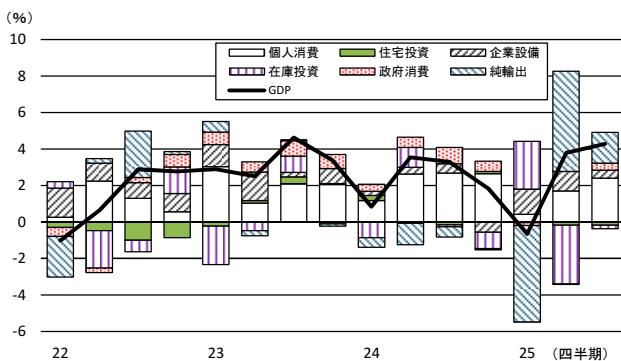
米国経済は年初こそマイナス成長に陥ったものの、その後は持ち直している。25年7～9月期の実質GDP成長率（12月23日公表）は前期比年率+4.3%と前期の同+3.8%に続き堅調な結果となった。内訳をみると、個人消費が同+3.5%と前期の同+2.5%から伸びを高めた。一方、住宅投資は同-5.2%と前期に続きマイナスとなったほか、前期に同+7.3%と高い伸びを示した企業設備投資は同+2.8%と減速した。また、輸出が同+8.8%と前期の同-1.8%から回復する一方で、輸入は同-4.7%と前期の同-29.3%に続きマイナスとなった。消費の寄与の高さが目を引くが、雇用情勢が弱含むなかで、株価上昇を背景とした資産効果が富裕層を中心に消費を下支えしているとみられる。一方、当初はトランプ関税の影響から企業の設備投資は抑制されるとみられていたが、実際にはAI関連の旺盛な設備投資需要が景気を支えているといえる。

目先の動きとしては、徐々にではあるが財価格にトランプ関税の影響が出始めしており、これを受けて個人消費が抑制されるとみられる。ただ、その影響一巡後は消費も徐々に持ち直すとみられること、旺盛なAI関連投資需要が継続するとみられることもあり、米国景気は緩やかな持ち直しの動きが続くものと見込んでいる。

3. ヨーロッパ経済

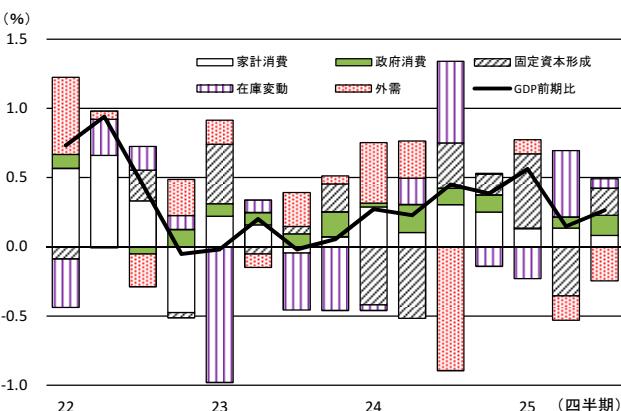
ヨーロッパは個別の国ごとにまちまちな状況ながら全体としては緩やかな持ち直しが続いている。25年7～9月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%となり、前期の同+0.1%から小幅加速した（図表13）。需要項目別にみると、個人消費が同0.2%増、固定資本形成が同0.9%増、政府支出が同0.7%増となるなど、

（図表12）米国実質GDP成長率の推移（前期比年率）



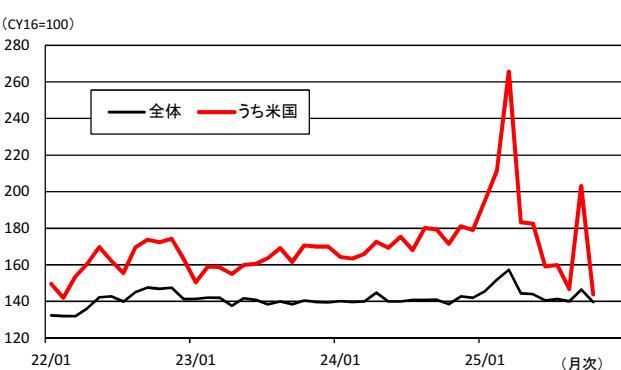
（注）リフィニティブのデータより作成

（図表13）ヨーロッパGDP（前期比）の推移



（注）リフィニティブのデータより作成

（図表14）ヨーロッパの輸出推移（季調値）



（注）ユーロスタットのデータより作成

内需項目が全体を押し上げた。輸出も同0.7%増となったが、輸入が同1.3%増加し、外需は成長率押し下げ要因となった。

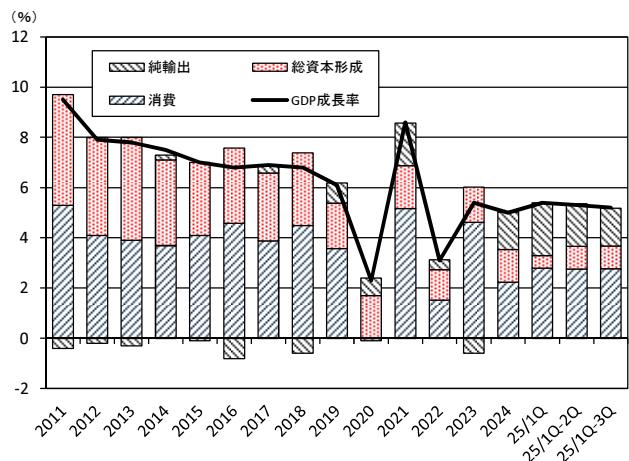
ここで、トランプ関税発動前後のユーロ圏外向け輸出の推移をみると、25年入り後に米国向け輸出の急増減が観察されたが、輸出全体としては夏場以降その影響は一巡しているようである（図表14）。この間25年に入ってからのGDPベースの実質輸出の動きを改めて振り返ると、1～3月期に前期比2.3%増加した後、4～6月期に同0.4%減となったものの、7～9月期には同0.7%増と持ち直している。これまでのところトランプ関税の影響は一定程度出てはいるものの甚大なものとはなっていないといえるだろう。

先行きについては、目先トランプ関税の影響が外需に出るとみられるものの、26年に入ればその影響は一巡するとみられること、軍備増強の動きが国内需要の押し上げ要因として作用してくるとみられることから、ユーロ圏景気は緩やかな持ち直しが続くとみている。

4. 中国経済

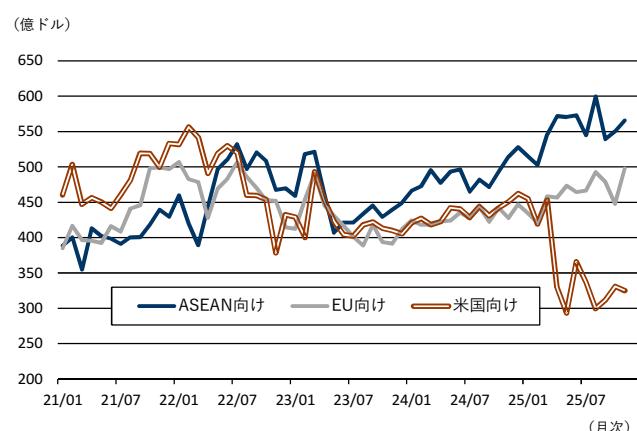
中国については景気の減速が続いている。25年に入ってからの実質GDP成長率（前年比）の動きをみると、1～3月期：+5.4%、4～6月期：+5.3%、7～9月期：+5.2%と伸び率の低下が続いている（図表15）。米国を除く地域向けの輸出は堅調であるが（図表16）、不動産市場の低迷が影響している。先行きについても、不動産不況の影響が長引くとみられることから景気の腰が弱い状況が続くとみている。

（図表15）中国のGDP成長率推移



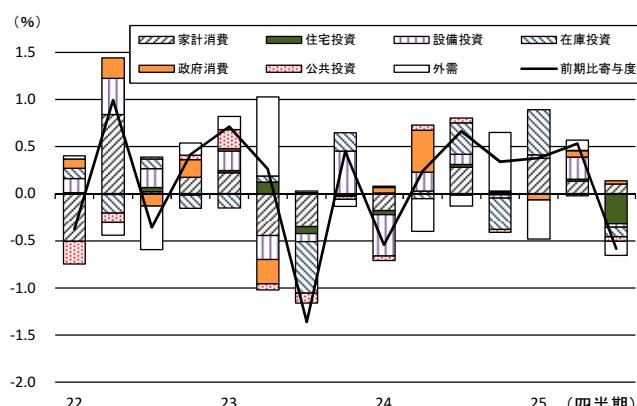
（注）リフィニティブのデータより作成

（図表16）中国・地域別輸出額の推移（季節調整値）



（注）リフィニティブのデータより作成

（図表17）日本の実質GDP推移（前期比寄与度）



（注）内閣府のデータより作成

5. 日本経済

(1) 力強さを欠く日本経済

直近の日本経済は、均してみればコロナ禍後以降の緩やかな持ち直し局面にあるとみられるものの、力強さに欠ける展開となっている。12月8日に公表された25年7～9月期のGDP統計（2次速報）によれば、同期の実質成長率は前期比-0.6%（年率換算では-2.3%）とマイナス成長となった（図表17）。

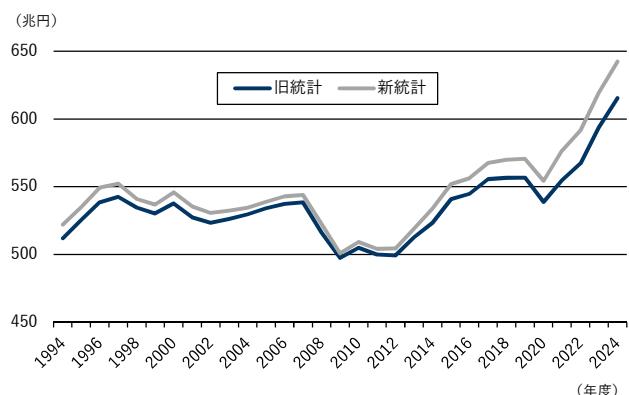
需要項目別に確認すると、個人消費は同+0.2%と底堅さをみせる一方で、住宅投資は同-8.2%、企業設備投資も同-0.2%となるなど民間内需項目は全体としてまちまちの展開となった。一方、政府消費が同+0.2%となつたものの、公共投資が同-1.1%と減少したことから公的需要は同-0.0%と横ばいとなつた。この間、財・サービス輸出は同-1.2%、財・サービス輸入も同-0.4%と減少し、前期比成長率に対する外需（輸出マイナス輸入）の寄与度は-0.2%となつた。この間、国内需要の寄与度も-0.4%となっており、7～9月期は内外需ともに冴えない展開となつていたことがわかる。

もっとも、7～9月期については住宅投資が一時的要因（後述）により大きく減少しており（これのみでGDP前期比成長率を0.4%分押し下げ）、今回のマイナス成長をことさらに深刻視する必要もないようと思われる。

なお、今回の公表値では基準年改定（2015年から2020年）が実施され、過去の数値も遡って修正された（図表18）。24年度の名目GDPで比較すると、26.9兆円の上方修正となつた。ソフトウェアを中心に設備投資が上方修正された影響が大きかった。

10月以降足元までの景気推移について鉱工業生産をみると、直近10月分（確報、12月12日公表）は前月比で1.5%上昇した（図表19）。輸送機械が同7.2%上昇したことなどが

（図表18）名目GDPの新旧比較



（注）内閣府のデータより作成

（図表19）鉱工業生産、出荷の推移（季調値）



（注1）生産の直近2か月分は予測指数で延長

（注2）経済産業省のデータより作成

寄与した。ただ、企業の生産計画を示す生産予測指数をみると、11月は同1.2%低下、12月が同2.0%低下と2か月連続でマイナスの計画となつておらず、企業の慎重なスタンスがみてとれる。

この間、12月の日銀短観（12月15日公表）にて企業の景況感をみると、業況判断指数は大企業製造業で前回9月調査比1ポイント上昇の15、大企業非製造業で同横這いの34となつた。また、先行き3月までの見通しについては大企業製造業で15、大企業非製造業で28となつておらず、大企業非製造業で先行きに關してやや慎重さが目立つようである。

(2) 実質GDP成長率は25年度+0.8%、26年度+0.6%の見通し

今後についてはトランプ関税の影響が一定程度輸出の抑制要因となるものの、内需項目については7～9月期における住宅投資の大幅減の反動が出ることなどから、10～12月期はプラス成長に復帰しよう。その後26年に入ると、徐々にではあるがトランプ関税の影響が減衰してくること、これに伴い企業の設備投資マインドも上向いてくること、実質所得改善を背景として個人消費の下支えが期待できること、などから景気は基調として持ち直していくものと予想される。実質成長率は25年度の+0.8%の後、26年度は+0.6%になると予測する。以下では主要項目ごとに概観していこう。

(3) 今後のインフレの落ち着きが消費の押し上げ要因に

個人消費については上述のとおり7～9月期は前期比0.2%の小幅増加となった。内訳をみると、半耐久財が同2.3%増と堅調な増加ぶりを示した一方、非耐久財は同0.1%増、サービスは同横這いと低調であったほか、耐久財は同1.0%減と前期の同2.2%増から減少となつた。

ここで、消費の裏付けとなる所得の動きをみると、名目ベースの賃金は伸びを高めているものの、インフレ率を勘案した実質ベースでは前年比でマイナスが続いている。インフレ率の高まりが実質購買力を抑制し、消費の勢いを削ぐ構図が続いているとみられる（図表20）。

今後については26年春闘の行方が注目点となるが、連合は同春闘における賃上げ要求を全体で5%以上、中小企業は6%以上としている。25年の最終集計結果は全体で5.25%となつたが、ここからの上積みは求めず、格差

（図表20）賃金上昇率（前年比）の推移



解消に力を入れるという。確かに組合規模別に25年の結果をみると、300人以上が5.33%であったのに対し、300人未満では4.65%と差が生じており、この点に注目したものであろう。

当面の消費動向としては、年明け以降政府の物価対策の影響でインフレ率の鈍化が見込まれ、これに伴い実質賃金もプラスに転じること、26年度入り後は基調としてインフレ率の一段の落ち着きが見込まれることから、消費の持ち直しが期待できるとみている。

(4) 住宅投資の大幅減は一時的

次に住宅投資についてみると、7～9月期は前期比8.2%の大幅減少となった。ただ、これは25年4月からの省エネ関連の法改正（建築物のエネルギー消費性能の向上等に関する法律）を前にした3月までの駆け込み的な住宅着工戸数の急増の反動減の影響がやや遅れて反映されたものとみられる。直近の月次でみた住宅着工戸数には反転増加の動きが出ており（図表21）、GDPベースの住宅投資も10～12月期には緩やかながら増加に転じると予想される。もっとも、その後は建築コストの上昇、人口減少の影響などから住宅投資は基調としては冴えない展開が続くと予想される。

(5) 企業の設備投資行動は目先慎重化

企業設備投資は7～9月期は前期比0.2%減となった。1次速報段階の同1.0%増から下方修正されたが、これは12月1日に公表された法人企業統計の結果が反映されたことによるものである。

同統計により業種別内訳をみると、非製造業が前期比0.7%増と底堅さを示した一方、製造業は同5.1%減となった。これはトランプ関税の影響などから製造業の売上高が同0.5%減となったことなどを受け、企業の投資スタンスが慎重化したものとみられる。

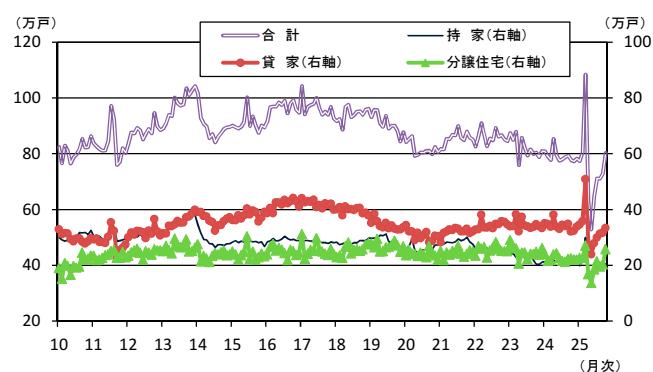
今後については目先トランプ関税の影響により輸出が抑制される状況が続くとみられることから製造業中心に企業の設備投資は手控えられると予想される。直近の日銀短観における企業の25年度設備投資計画(12月調査)をみると(図表22)、過去平均と比べて堅調な伸びでの計画を保っているものの、今後は調査回を重ねるに従い下方修正の動きが出てくるとみられる。これらを踏まえ、25年度後半の企業設備投資は低調な展開になると予想している。ただ、26年度に入ると、トランプ関税の影響が一巡してくるとみられるほか、人手不足に対応した省人化投資需要は根強いこと、世界的に旺盛なAI関連の投資需要の影響を受けるとみられること、などから企業の投資意欲も持ち直すと予想している。

(6) トランプ関税が輸出を抑制

財・サービス輸出は7～9月期に前期比1.2%減となった。トランプ関税の影響に加え、前期の同1.9%増の反動の動きが出たとみられる。月次統計にて地域別の動向をみると、主として米国向けが年初以降低迷していることがわかる(図表23)。

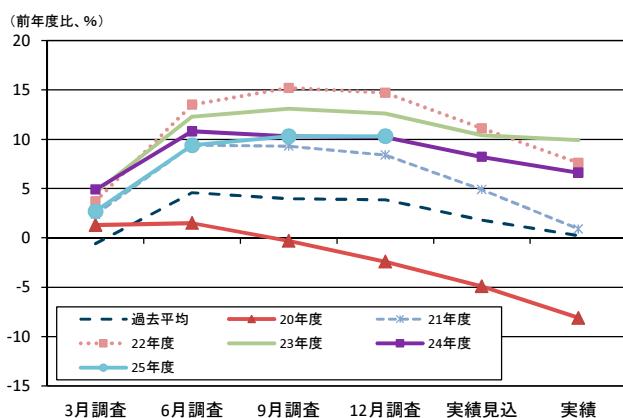
この間の財・サービス輸出デフレーターの動きをみると、4～6月期に同2.0%低下した

(図表21) 住宅着工戸数の推移(季調済年率)



(注) 国土交通省のデータより作成

(図表22) 日銀短観における企業の設備投資計画

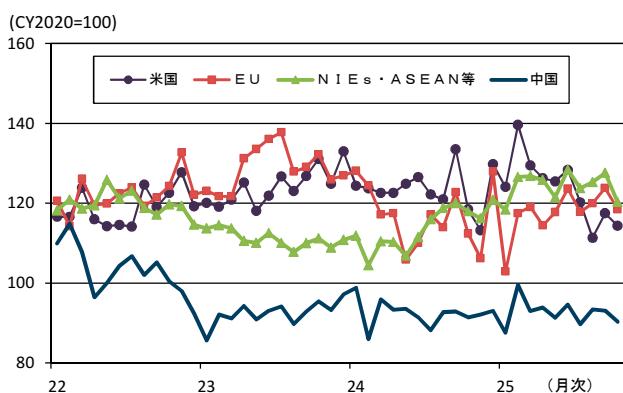


(注1) 全産業+金融機関(全規模)

(注2) 「ソフトウェア投資額・研究開発投資額を含み、土地投資額は含まない」ベース。16年12月調査以前は研究開発投資額を含まない

(注3) 日銀短観のデータより作成

(図表23) 地域別実質輸出の推移(季調値)



(注) 日本銀行のデータより作成

後、7～9月期は同1.8%上昇とやや複雑な動きを示している。これは、当初輸出企業が米国の関税引き上げ分を輸出価格の引き下げで吸収し、現地価格の引き上げを抑制したとみられる一方、その後はやや遅れて円ベースの出荷価格の引き上げに動いたという価格設定行動の変化を反映したものとみられる。

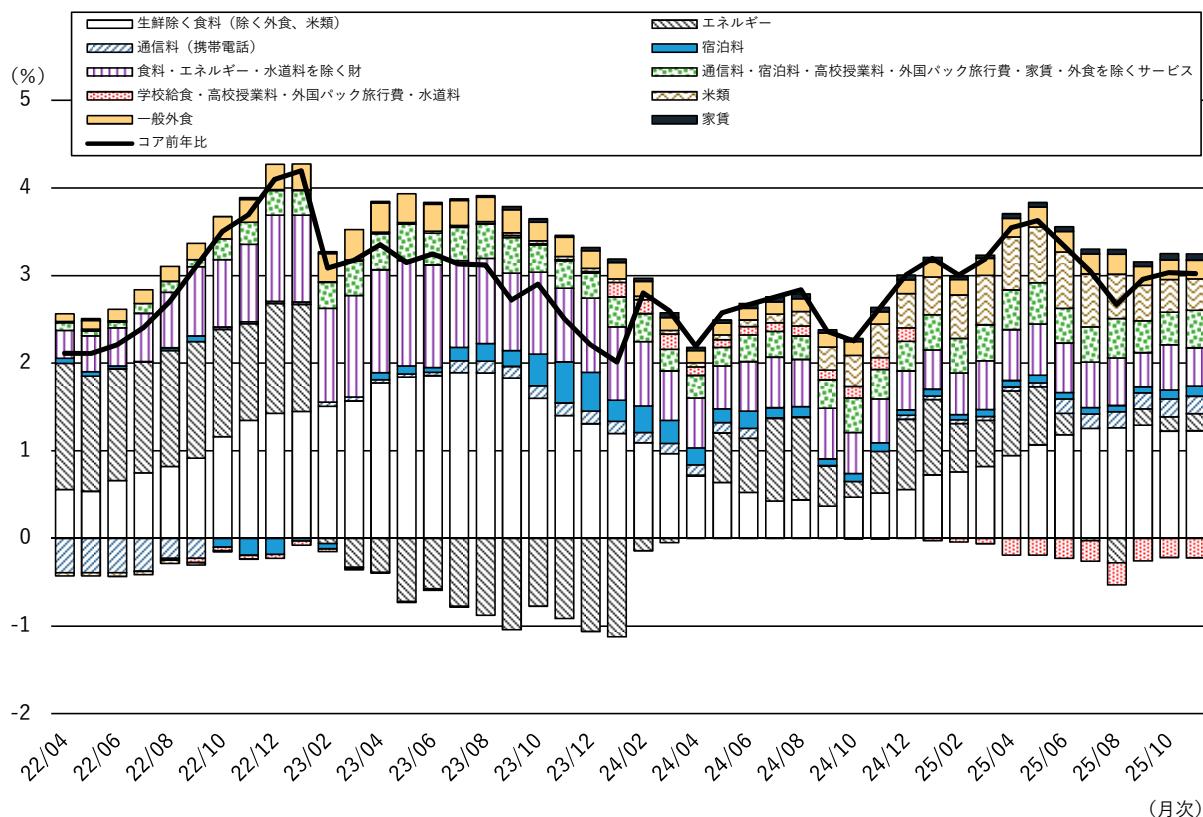
今後については目先輸出企業の出荷価格引き上げを反映して、輸出が抑制される局面が続くとみられる。ただ、26年度に入ればトランプ関税の影響が徐々に減衰してくること、世界的な半導体需要が継続するとみられること、などを背景に輸出は緩やかに持ち直そう。

(7) 政府の物価高対策がインフレ率抑制要因に

最後に、国内インフレの現状と当面の見通しについて確認する。足元では食料品の値上がりを主因に3%程度の推移が続いている。コアCPI（生鮮食品を除く総合）の前年比伸び率は直近11月で3.0%となっている（図表24）。

今後については政府による物価高対策の効果が年初以降出てくると予想される。ガソリンについては旧暫定税率が12月末をもって廃止されるほか、電気代・ガス代補助が26年1～3月に実施される（図表25、CPI統計への反映は1か月遅れ）ことから目先エネルギーを中心にインフレ率は抑制される。これに加えて、26年度入り以降は前年比でみた食料品の伸び率も徐々に鈍化してくることなどか

（図表24）全国コアCPI（前年比）の動向



ら、コアCPIの伸びは低下に向かうとみられる。これらを受け、26年度にはインフレ率は2%近辺まで低下していくと予想している。この間、上述の政策要因によりインフレ率の基調がわかりにくくなることから、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合」など他の尺度の動きも注視していく必要があろう。

なお、現在の電力大手は全体としては火力発電への依存度が高く、電気代・ガス代補助金を継続していくことは、結果的に化石燃料由来のエネルギー消費を促すことにもつながる。将来に向けて脱炭素を進めるという観点からいえば、価格上昇に応じて消費者がエネルギー節約的な行動変容を起こすことを期待しつつ、エネルギー費用負担が重くなる層に対しては別途支援の枠組みを検討するのが筋であろう。これまでの政府の対応をみる限り、物価高対策の一環としての電気・ガス代補助は出口を見失っている印象も受ける。本政策の妥当性については改めて検証の必要があるようと思われる。

(図表25) 電気・ガス代補助金の実施状況

	電気代 (円／kWh)	ガス代 (円／m ³)
23年1～8月	7.0	30.0
9～24年4月	3.5	15.0
24年5月	1.8	7.5
8～9月	4.0	17.5
10月	2.5	10.0
25年1～2月	2.5	10.0
3月	1.3	5.0
7、9月	2.0	8.0
8月	2.4	10.0
26年1～2月	4.5	18.0
3月	1.5	6.0

(注1) 使用月ベース (CPIへの反映は1か月遅れ)

(注2) 政府公表資料より作成

(図表26) 経済見通し総括表

	24年度 (実績)	25年度 (予測)	26年度 (予測)
実質 GDP	0.5	0.8	0.6
個人消費	0.2	1.1	0.5
住宅投資	-0.7	-5.2	-0.1
設備投資	0.9	1.3	0.9
政府消費	2.3	0.4	0.8
公共投資	0.1	-0.8	-0.3
輸出	1.7	2.0	2.5
輸入	3.3	3.0	3.2
名目 GDP	3.7	3.9	3.1
GDPデフレーター	3.2	3.1	2.5
生鮮除く消費者物価	2.7	2.7	1.6
国内企業物価	3.3	2.6	1.9
名目雇用者報酬	4.1	3.5	3.0
鉱工業生産	-1.4	0.5	1.1
完全失業率	2.5	2.5	2.5
経常収支	29.5	31.0	30.0
米国 GDP	2.8	2.1	1.9
ユーロ圏 GDP	0.9	1.3	1.4
中国 GDP	5.0	4.8	4.0
原油輸入価格	83	72	70

(注1) 失業率は%、経常収支は兆円、原油価格はドル／バレル、その他は前年比%で表示

(注2) 米国、ユーロ圏、中国は曆年

(注3) INDB、リフィニティブその他各種資料より作成