

2025年8月21日

2025・2026年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 引き続き緩やかに成長すると見込まれる ～

富国生命保険相互会社（社長 渡部 毅彦）は、2025・2026年度の経済見通しを改訂しました。

【実質GDP成長率予測】

2025年度 +0.9%（前回+0.6%）、2026年度+0.7%（前回+0.7%）

○ 4～6月期は輸出や設備投資が堅調に推移し、5四半期連続のプラス成長

2025年4～6月期の実質GDP成長率は、輸出や設備投資が堅調に推移し、前期比+0.3%（年率+1.0%）と5四半期連続のプラスとなった。個人消費は、食料品などの価格高騰にもかかわらず、良好な雇用環境を背景に底堅く推移している。4～6月期の成長率が輸出の増加を主因に当社の前回予測を上回ったことに加え、堅調なIT関連などへの設備投資を踏まえて、2025年度の成長率見通しを上方修正した。

○ 日本経済は、引き続き緩やかに成長すると見込まれる

世界経済は、トランプ政権の関税政策による物価上昇を受けて個人消費の鈍化が見込まれる米国を中心に、緩やかに減速するだろう。

日本経済は、引き続き緩やかに成長すると見込まれる。個人消費は、食料価格の高騰の一面と緩やかな円高の進行などで物価上昇率が低下するとの見通しのもと、人手不足を背景に実質賃金の安定的な増加が実現していくため、持ち直しが続く見込んでいる。設備投資は、ソフトウェアなどへの投資が活発化しており、機械への投資の先行指標となる受注額も上向いている。今後もAIの活用を含むデジタル化の推進や人出不足への対応に向けた投資を中心に増加が続くだろう。また、日米間の貿易合意の成立により、関税を巡る当面の不確実性が低下したことは、設備投資に対する支援材料である。輸出は、インバウンドが含まれるサービス輸出が堅調に推移するものの、関税引上げ分の販売価格への転嫁が徐々に進むことで需要が減退する米国向けの財輸出を中心に、伸び悩むと予測している。

○ 急速に円高が進行するリスク

本予測では日米の金融政策の方向性の違いから、緩やかな円高が続くと想定している。しかし、米国における雇用環境の悪化などを受けた想定以上の利下げや、トランプ政権による為替水準への強い批判などがあれば、急速に円高が進行するリスクがある。その場合、日本においては物価上昇率の低下による個人消費へのプラスの影響を、輸出企業などの収益の圧迫や金融市場の混乱によるマイナスの影響が上回る可能性が高い。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

<https://www.fukoku-life.co.jp>

担当：財務企画部 高松 千之

TEL (03) 3593-7576

chiyuki.takamatsu.kh@fm.fukoku-life.co.jp

図表1. 2025・2026年度 経済見通し

(前年比、%)

	2024 年度 実績	2025年度予測		2026年度予測	
			前回 2025年5月 時点		前回 2025年5月 時点
名目国内総生産（兆円）	616.1 3.7	639.9 3.9	638.0 3.4	656.5 2.6	655.4 2.7
実質国内総生産（兆円）	558.9 0.8	564.1 0.9	563.0 0.6	568.0 0.7	567.0 0.7
内 需	1.2	0.8	0.7	0.7	0.7
民間需要	0.9	0.8	0.5	0.5	0.5
民間最終消費	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
民間住宅投資	▲ 0.4	▲ 0.9	0.5	▲ 0.8	▲ 0.0
民間設備投資	2.0	2.6	1.2	1.3	1.2
公的需	0.3	0.0	0.2	0.2	0.2
政府最終消費	1.3	0.1	0.7	0.6	0.7
公的固定資本形成	0.8	0.1	0.3	0.3	0.3
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.4	0.1	▲ 0.2	0.0	0.0
財貨・サービスの輸出	1.7	2.1	▲ 1.4	1.8	1.8
財貨・サービスの輸入	3.4	1.5	▲ 0.6	1.6	1.6

注1. 実質値は2015暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

(主な経済指標と前提条件)

鉱工業生産指数	▲ 1.4	1.3	1.2	1.3	1.2
国内企業物価指数	3.3	0.3	▲ 0.2	0.3	0.6
消費者物価指数	3.0	2.7	2.4	2.0	2.0
消費者物価（除く生鮮）	2.7	2.5	2.1	1.8	1.8
貿易収支（兆円）	▲ 4.0	0.0	▲ 1.5	1.0	▲ 0.9
経常収支（兆円）	30.4	32.8	31.2	33.2	31.4
名目賃金指数	3.0	2.5	3.2	2.7	3.0
完全失業率（%）	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3
住宅着工戸数（万戸）	81.6	76.8	80.0	78.3	80.3
為替レート（¥/\$）	152.5	141.9	141.7	137.1	137.1
原油価格（\$/b）	82.8	69.4	70.5	67.9	70.5
米国実質成長率	2.8	1.8	1.8	1.8	1.8
中国実質成長率	5.0	4.4	4.4	4.4	4.4

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート（月中平均、インターバンク中心相場）でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

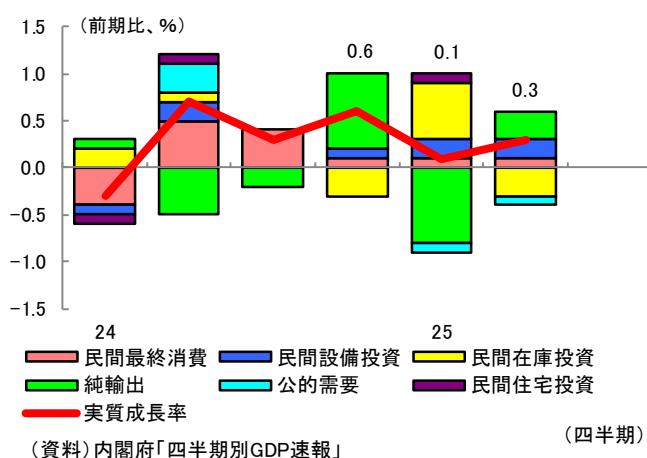
◇日本経済の現状と見通し

○4～6月期の実質GDP

8月15日に発表された2025年4～6月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比+0.3%、年率換算+1.0%と5四半期連続のプラス成長となった（図表2）。需要項目別に見ると、民間最終消費は前期比0.2%増と5四半期連続の増加となった。住宅投資は同0.8%増と2四半期連続の増加となった。設備投資は同1.3%増と5四半期連続の増加となった。在庫投資の寄与度については、▲0.3ポイントとなった。公的需要は、政府消費が同0.0%増と2四半期ぶりの増加となり、公的固定資本形成は同0.5%減と2四半期ぶりの減少となった。在庫投資の減少などから内需の寄与度は同▲0.1ポイントとなった。輸出は電子部品・デバイス等の増加から同2.0%増と2四半期ぶりの増加となり、輸入は同0.6%増と2四半期連続の増加となった。この結果、外需寄与度は同+0.3ポイントとなった。

なお、物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは前期比+1.0%となり、名目GDP成長率は同+1.3%（年率換算+5.1%）となった。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



○日本経済は、引き続き緩やかに成長すると見込まれる

世界経済は、トランプ政権の関税政策による物価上昇を受けて個人消費の鈍化が見込まれる米国を中心に、緩やかに減速するだろう。

日本経済は、引き続き緩やかに成長すると見込まれる。個人消費は、食料価格の高騰の一服と緩やかな円高の進行などで物価上昇率が低下するとの見通しのもと、人手不足を背景に実質賃金の安定的な増加が実現していくため、持ち直しが続く見込みでいる。設備投資は、ソフトウェアなどへの投資が活発化しており、機械への投資の先行指標となる受注額も上向いている。今後もAIの活用を含むデジタル化の推進や人出不足への対応に向けた投資を中心に増加が続くだろう。また、日米間の貿易合意の成立により、関税を巡る当面の不確実性が低下したことは、設備投資に対する支援材料である。輸出は、インバウンドが含まれるサービス輸出が堅調に推移するものの、関税引上げ分の販売価格への転嫁が徐々に進むことで需要が減退する米国向けの財輸出を中心に、伸び悩むと予測している。

4～6月期の成長率が輸出の増加を主因に当社の前回予測を上回ったことに加え、堅調なIT関連などへの設備投資を踏まえて、2025年度の成長率見通しを上方修正した。

2025年度の実質GDP成長率予測は前回予測から0.3ポイント上方修正して+0.9%、2026年度は据え置いて+0.7%と見込んだ。2025年7～9月期の成長率は前期比+0.1%（年率+0.3%）と見込んでいる。

○急速に円高が進行するリスク

本予測では日米の金融政策の方向性の違いから、緩やかな円高が続くと想定している。しかし、米国における雇用環境の悪化などを受けた想定以上の利下げや、トランプ政権による為替水準への強い批判などがあれば、急速に円高が進行するリスクがある。その場合、日本においては物価上昇率の低下による個人消費へのプラスの影響を、輸出企業などの収益の圧迫や金融市場の混乱によるマイナスの影響が上回る可能性が高い。

◇主要な需要項目の動向

○個人消費は持ち直しが続くだろう

雇用環境は緩やかに改善している。6月の失業率（季節調整値）は前月から横ばいの2.5%と、低い水準で推移している。労働参加率は緩やかに上昇しており、6月は63.9%、就業者数も増加基調であり6月は6,873万人となった。同月の欠員率（企業のなかで空席となっているポジションの割合）は3.5%、雇用失業率は2.7%であり、雇用の需給バランスは需要超過となっている。

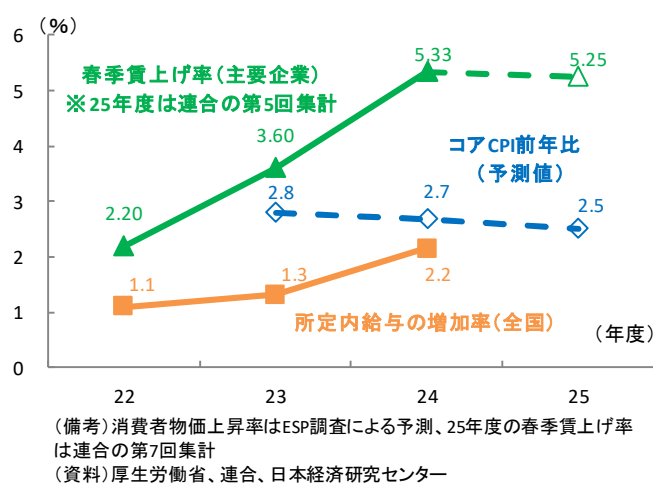
雇用環境は良好な状況が続くだろう。女性の就業率の上昇継続に加えて、物価上昇を受けた生活費確保のための就労もあって、労働参加率は緩やかに上昇しているものの、低水準の失業率と長期的な日本の労働力人口の減少を背景に、企業の人手不足感が続くだろう。日銀短観6月調査における全規模全産業の雇用判断DIは▲35と、引き続き大幅な人手不足を示している。

毎月勤労統計によると、2025年6月（速報値）の現金給与総額は前年比＋2.5%となった。内訳をみると、所定内給与は同＋2.1%と昨年12月の同＋2.6%と比較して低めの伸びとなっている。特別給与は前年比＋3.0%と、昨年6月の同＋7.8%よりも上昇率が低下している。ただし、調査対象の入れ替えの影響などから夏の賞与の計上が7月以降

により多くずれ込んでいる可能性もあり、8月分の公表までは結論を保留する必要があるだろう。なお、調査対象の入れ替えの影響が軽減されている共通事業所ベースでみると、25年6月の所定内給与は同＋2.3%、特別給与は同＋4.0%である。

今後、実質賃金の安定的な増加が実現していくだろう。連合による25年春闘の第7回集計（7/3公表）では、妥結済みの組合の賃上げ率（定昇相当分を含む）は5.25%、ベア分が明確に分かる組合のベアは3.70%となった（図表3）。この数値は24年同時期の集計（賃上げ率5.10%、ベア3.56%）をやや上回っており、今年も昨年実績以上の高水準での着地が見込まれる。7～8月分の毎月勤労統計の所定内給与には概ね25年のベア分が反映される。最近の傾向から春闘でのベア分よりもかなり低めの伸び率が想定されるが、それでも前年比の増加率は2%台後半に上昇すると見込んでいる。一方で、消費者物価上昇率は徐々に低下する見込みであり、毎月勤労統計ベースの実質賃金（持家の帰属家賃を除く消費者物価指数総合を用いて算出）が安定的にプラス

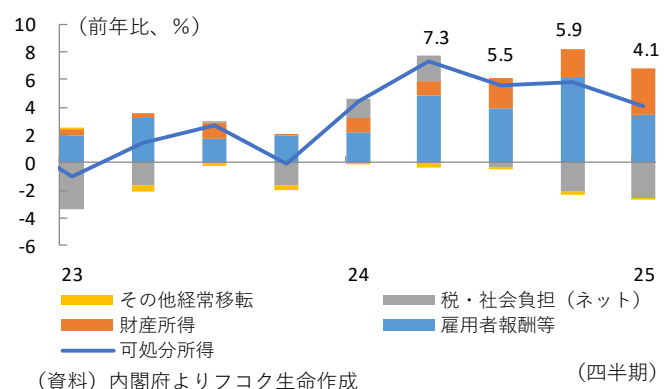
図表3. 春季賃上げ率と所定内給与



となる時期としては、2026年1～3月期と予測している。また、消費者物価指数総合を用いて計算すれば、2025年10～12月期ごろには実現するだろう。

また、消費を考えるうえでは実質賃金のみならず家計の可処分所得の動向も重要である。現時点で入手可能な最新統計である1～3月期の家計の可処分所得は前年比4.1%増となった（図表4）。内訳をみると、雇用者報酬等が3.4ポイント、預金利息や株式配当、投信分配金などが含まれる財産所得が3.3ポイントのプラス寄与である（実額では雇用者報酬等が2.6兆円、財産所得が2.5兆円の増加）。日本全体としては、同時期の消費者物価（総合）上昇率（+3.8%）を上回っているが、雇用者報酬等のプラス寄与は10～12月期より小さく、所定内給与よりも賞与中心の賃上げが窺える。財産所得の増加も富裕層中心であり、多くの勤労者は物価高を重荷と感じているだろう。また、昨年実施された定額減税が今年は未実施であるため、4～6月期を中心に税・社会負担の増加が見込まれる。ただし、消費税減税・給付金については今後、与野党間で何らかの合意が出来ると考えられ、税・社会負担は抑制されるだろう。所定内給与の増加による雇用者報酬等の押し上げは継続する見込みであり、日銀の緩やかなペースでの利上げを背景に財産所得も堅調に推移するだろう。

図表4. 家計の可処分所得の推移



個人消費は底堅く推移している。4～

6月期の民間最終消費支出は前期比0.2%増と5四半期連続のプラスとなった。食料品などの価格高騰を背景に非耐久財への支出は同0.5%減となったものの、自動車を含む耐久財への支出が同2.6%増となった。

今後の個人消費は持ち直しが続くだろう。食料品など、多くの商品の値上げが継続しており、家計の負担となっている。税制面では、昨年度に実施された1人当たり4万円の定額減税（約3.3兆円の減税規模）が今年度は実施されていないため、家計の税・社会負担には昨年度の反動増が生じている。しかしながら、良好な雇用環境が続くなかで物価高が徐々に修正に向かうため、実質賃金の安定的な増加が実現していくと見込まれる。また、今回の予測には織り込んでいないものの、ガソリン税の暫定税率の廃止、給付金の追加や消費税率の引下げなど、今後の与野党間の協議によって何らかの家計への支援策が実施されるだろう。

耐久財消費に含まれる自動車について、乗用車販売台数（季調値、年率）は1～3月期の約391万台から4～6月期には約398万台へと増加した。ただし7月の販売台数は新型車が少なかったこともあり、約389万台とやや減少している。

サービス消費について、日本フードサービス協会によれば6月の外食産業売上高は前年比で6.0%増（5月は同10.8%増）と、一部の業態では高温がマイナス要因となっているものの、全体としては堅調な伸びが続いている。客単価の伸び率が4～5%台で推移するなか、客数も同1.9%増（5月は同4.9%増）と着実に増加している。

JR旅客6社が発表してお盆期間（8月8日～8月17日）の新幹線や特急の利用者数は前年比で8%増、航空各社が発表した同期間の国内線旅客数は同6%増であり、

堅調な旅行需要が窺える。

街角の景気を映す内閣府による景気ウォッチャー調査では、現状判断 DI、先行判断 DI がともにやや持ち直している。7 月の調査では「米国の関税問題が一段落し、若干ではあるが先行きの見通しが立つようになっている（一般機械器具製造業）」、「家計の備えとして消費を抑えるといった発言は少なくなってきた（通信会社）」などのコメントがあり、日米間の関税合意などがプラス要因と考えられる。

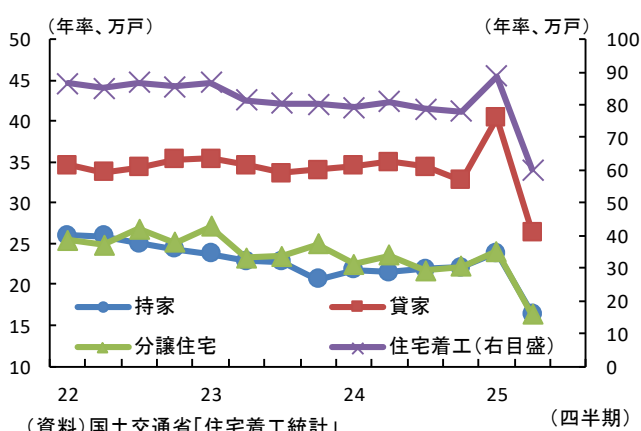
○住宅投資は今後、反動減が見込まれる

4～6 月期の住宅投資は前期比 0.8% 増と 2 四半期連続の増加となった。新設住宅着工戸数は、同期に年率 60.1 万戸と前期比 32.3% 減少した。ただし、この大幅減は 4 月からの改正建築物省エネ法・建築基準法の全面施行（原則すべての新築住宅・建築物の省エネ基準への適合が義務化）前の 1～3 月期の駆け込み着工に対する反動減が影響している。基調としては、建築費や金利の上昇を背景に、持家を中心にやや弱い動きと判断している（図表 5）。

住宅投資は、4～6 月期の着工減を受けて 7～9 月期を中心に反動減が出たあと、緩やかな減少傾向で推移するだろう。不動産経済研究所によれば 25 年 4～6 月の首都圏における新築分譲マンションの初月契約率は 61.7% と、1～3 月期の同 68.1% から低下するとともに、販売好調の目安とされる 70% を下回っている。首都圏と近畿圏の合算で販売戸数が 5 四半期連続の前年比マイナスと、供給は抑制的であるものの、在庫戸数の前年比増加率は上昇傾向にあり、4～6 月期は +6.3% となった。在庫

戸数の水準は引き続き低位にあり、販売面の急激な悪化は想定していないものの、分譲マンションの着工戸数は減少傾向が続くだろう。戸建て分譲住宅と持家については、設備機器の価格や人件費など建築コストの上昇に加えて、住宅ローン金利（特に固定金利）の上昇もあり、伸び悩むだろう。日銀の「主要銀行貸出動向アンケート」調査における「資金需要判断 DI（個人向け住宅ローン）」は、24 年後半に一時的にマイナス圏を脱していたが、25 年に入って再びマイナス圏に沈んでいる。貸家については、マンションの価格高騰でその購入を見送った人々による賃貸需要が見込まれる。物価高を反映して賃料も上昇しつつあり、相対的には堅調に推移するだろう。なお、現行の住宅ローン減税制度（例えば夫婦どちらかが 40 歳未満、又は 19 歳未満の子がいる場合、新築の省エネ基準適合住宅についてローン残高 4,000 万円を上限に 13 年間、0.7% の税額控除が適用）は今年 12 月末に期限を迎える。ただし、26 年以降についても、それほど遜色のない条件での継続を見込んでいる。2025、26 年度の住宅着工戸数はそれぞれ 76.8 万戸、78.3 万戸と予測している。

図表 5. 新設住宅着工戸数の推移



○設備投資は堅調に推移するだろう

4～6 月期の実質設備投資は前期比 1.3% 増と 5 四半期連続の増加となった。ソフトウェア等への支出が増加した。

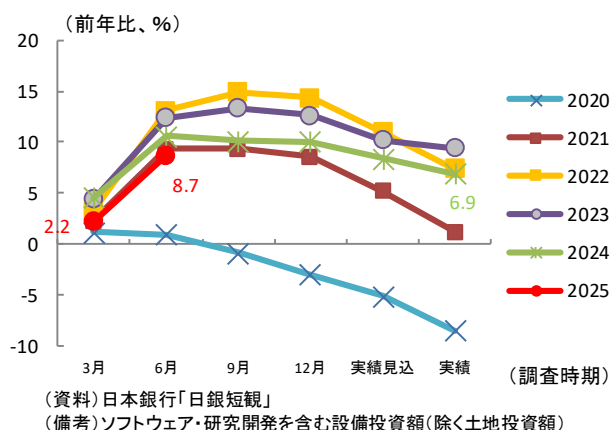
設備投資は、今後も堅調に推移するだろう。日銀短観 6 月調査における全規模・全産業の 2025 年度設備投資計画(ソフトウェアを含む、土地投資を除く)は前年比 8.7% 増と、この時期として近年ではやや弱めの計画値である(図表 6)。しかし、年度末に向けては 24 年度と同様に例年よりも下方修正が小幅に留まって、堅調な伸び率で着地すると見込んでいる。AI の活用を含むデジタル化の推進や人出不足への対応は企業にとって、もはや「待ったなし」であり、それが先行指標にも現れているように思える。資本財の国内向け出荷指数は、4～6 月期に前期比 4.0% 増、機械受注(船舶・電力除く民需)は同 0.4% 増となっている。建設工事受注(民需)も 4～6 月期に同 42.7% 増と上向いている。

米国の関税政策について、7 月 22 日に日米間での貿易合意が発表された。鉄鋼・アルミ製品など個別税率が適用される品目を除き、日本から米国への輸出品には 8 月 7 日から 15% の追加関税率が適用されている。トランプ大統領が 7 月 7 日の書簡で示した 25% よりも低い水準での決着に加え、少なくとも一時的には不確実性も低下したため、企業の設備投資に対する支援材料である。ただしこの先、半導体や医薬品などへの個別税率の適用拡大が予想されるうえ、米国の対日貿易赤字がトランプ政権の期待通りに縮小しなければ、関税率が再び引上げられる可能性も残っている。

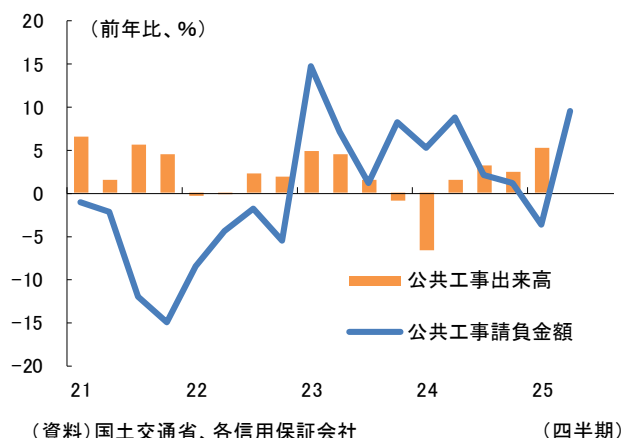
設備投資との関係が強い経常利益について、法人企業統計によって確認すると、25 年 1～3 月期(全産業ベース)は前年同期比で 3.8% 増となった。24 年 10～12 月期は同 13.5% 増であり、均してみれば堅調に推移している。1～3 月期の製造業は、為替が円高方向に動いた影響を受けたとみられる輸送用機械や、原材料費の高騰の影響を受けたとみられる食料品などの減益から、同 2.4% 減となった。一方、非製造業は建設業、不動産業などを中心に、同 +7.0% と好調が続いている。今後について、米国の関税引上げは輸出企業にとってマイナス要因ではあるものの、中国・アジア向けなどの輸出は緩やかな増加が続くだろう。また国内では、コスト高に応じた値上げが恒常的に行われる環境となっており、企業収益は底堅く推移するだろう。

もっとも、人手不足は引き続き設備投資の実施における課題となり、設備投資への意欲はありながら、実施が難しい場合もありそうだ。

図表 6. 設備投資計画調査
(全規模・全産業)



図表 7. 公共工事請負金額・出来高の推移



○公的固定資本形成は底堅く推移すると見込む

4～6月期の公的固定資本形成は前期比0.5%減と2四半期ぶりの減少となった。先行指標である公共工事請負金額をみると、4～6月期は前年比9.5%増と堅調に推移している（図表7）。25年3月に参議院で可決されて成立した政府の25年度予算では、一般会計の公共事業関係費は前年度の当初予算比で概ね横ばいの5.3兆円、防衛関係費のうち歳出化経費に分類される物件費（防衛装備品の調達費用などを含む）は同13.7%増の4.3兆円である。なお、人件費なども含めた防衛関係費全体は8.5兆円であり、22年12月の閣議決定（2023年度からの5年間の総額を43兆円程度とする）に概ね沿っている。公共事業関係費については、21年度からの5年間で事業規模の目途を概ね15兆円程度とする「防災・減災、国土強靱化のための5か年加速化対策」が実施中である。なお、政府は続く26年度からの5年間の計画（第一次国土強靱化実施中期計画）を6月に閣議決定しており、その事業規模は概ね20兆円強程度が目途とされている。

公共工事に関しては請負金額の推移から底堅く推移すると見込まれる。防衛関係費の予算増（防衛装備の調達増）もあって、今後の公的固定資本形成が大きく落ち込む可能性は低いだろう。

○輸出は伸び悩むと見込む

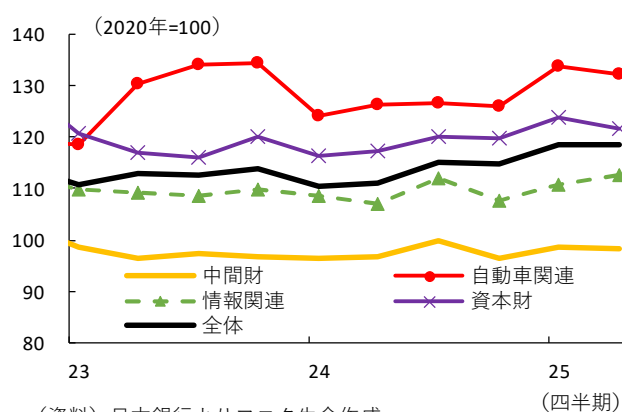
輸出は堅調に推移している。4～6月期のGDP統計上の実質輸出は前期比2.0%増となった。内訳では財の輸出が電子部品・デバイス等の増加から同2.0%増、サービス輸出は同2.2%増である。日銀が公表する4～6月期の財の実質輸出額では、前期比で0.1%増となった。財別にみると堅調な半導体需要を背景に情報関連が増加した一方、米国の関税引上げ前の駆け込み需要に対する反動減もあって、自動車関連などが減少した（図表8）。なお、数量ベース（財務省の貿易統計の数量指数）では4～6月期に前期比で横ばいとなった。地域別には米国向けなどが増加した一方、中国向けが減少した。

先行きについては、米国の関税政策による影響が注目点となる。日本からの輸出品には8月7日から15%の追加関税が適用されている。それ以前は相互関税の基本税率（10%）であり、4～6月期には関税引上げ前の駆け込み輸出があったと思われる。日本の輸出企業は今後、徐々に関税引上げ分の価格転嫁を進め、米国における販売価格も上昇していくだろう。その結果、米国での需要減退と日本からの輸出数量の減少に繋がるだろう。

なお、電子部品の需要回復を背景とした半導体関連の緩やかな増加や中国における経済対策の効果は財輸出の下支えとなるだろう。

インバウンドについて、25年1～6月の訪日外客数（外国人旅行者の数）は2,152万人（前年同期は1,778万人）と堅調に増加している。一人当たりの消費額はこれま

図表8. 実質輸出額の推移



での円高進行もあって、前年比でやや減少しているが、両者の掛け算であるインバウンド消費額は引き続き前年比で 1 割程度の増加を維持している。2024 年の訪日外客数は 3,687 万人、インバウンド消費額は 8.3 兆円に対し、2025 年の訪日外客数は 4,200 万人、インバウンド消費額は 9.3 兆円程度と想定している。

今後の輸出はインバウンドが含まれるサービス輸出が堅調に推移するものの、財輸出が米国向けを中心に減少するため、全体としてやや減少すると見込んでいる。

○消費者物価と金融政策の見通し

消費者物価は食料を中心に上昇率が高まっている。コア CPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）の上昇率は 6 月に前年比 +3.3% となった（図表 9）。なお、エネルギーについては、前年の 5 月使用分（CPI への反映は 1 ヶ月遅れ）から政府による電気代等の補助が縮小されたため、前年 6 月の水準が上昇しており、足元のプラス寄与の縮小に繋がっている。

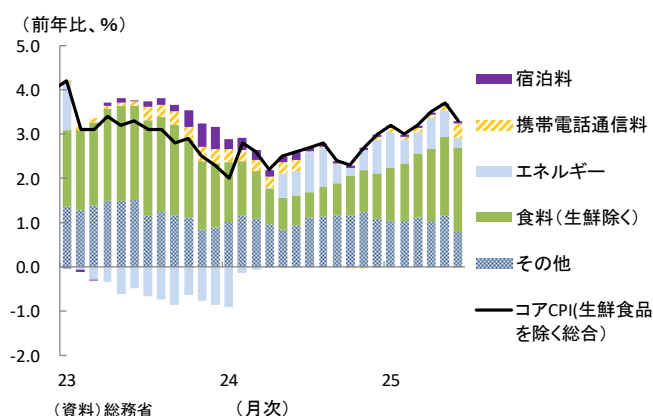
今後のコア CPI の上昇率は、徐々に低下していくと見込んでいる。

政府の電気・ガス料金負担軽減支援事業により、一般家庭向け（低圧）電力契約に対して 7、9 月使用分には 1kwh あたり 2 円、8 月使用分には同 2.4 円が補助される。前年 7 月は 0 円、8、9 月は 4 円の補助であり、均してみればやや少なめの補助額となる。一方、備蓄米の放出を受けて米の価格高騰も一服しつつある。加えて、既往の原油価格の低下に加え、多少の円高進行もあって輸入物価から遅れて企業物価の上昇率も減速し始めており、今後は消費者物価への波及も見込まれる（図表 10）。食料価格は日本における趨勢的な農業従事者の減少などから今後も上昇を見込むものの、上昇率自体はやや減速するだろう。

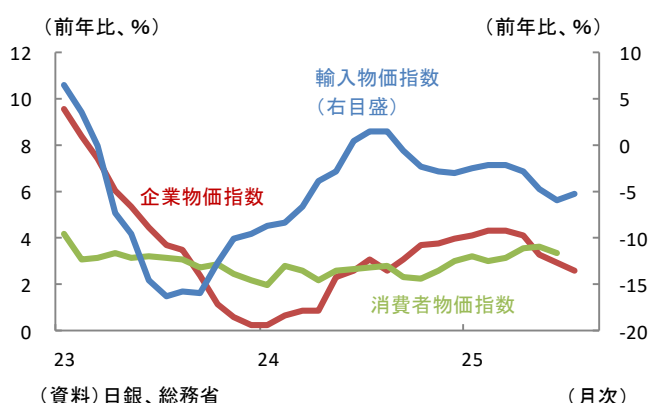
食料を中心にこれまでの実績値が前回見通しから上振れたため、2025 年度のコア CPI 上昇率の予測は前回 5 月予測から 0.4 ポイント上方修正して +2.5%、2026 年度は据え置いて +1.8% とした。

北半球においては今年の夏も高温傾向となっており、食料供給の不安定化は引き続き、日本でコストプッシュ型のインフレを再加速させる重要なリスクと考えている。一方、7 月の参議院選挙の結果、ガソリン税の暫定税率廃止や消費税率の引下げに積極的な野党が勢力を拡大した。これらの減税策が実現すれば、物価上昇率の低下要因となる。なお、ガソリン税の暫定税率が廃止されれば消費者物価（総合）上昇率を 0.2

図表 9. 消費者物価指数の推移



図表 10. 輸入物価の波及



ポイント程度押し下げるだろう。

金融政策について、日銀は 7 月 31 日の金融政策決定会合で政策金利（無担保コールレート・翌日物の誘導目標）を 0.50% に据え置いた。同時に発表された物価・展望レポートでは食料品価格の上昇を背景に、25 年度を中心に消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率の見通しが上方修正された。食料品価格の高騰について、前回決定会合までの日銀からは供給面の一時的なショックと見做すスタンスが強く感じられた（人々のインフレ予想に影響する可能性は言及されていたが）。しかし、今回の物価・展望レポートでは「人件費や物流費を販売価格に転嫁する動きも相応に影響している」ため、「価格上昇が想定上に長引く可能性がある」と記載されており、明らかに変化している。食料品価格の趨勢的な上昇も日銀が考える基調的物価の上昇の一部であるとの解釈が可能だ。賃上げの動きについても、植田総裁は決定会合後の記者会見で、米国の関税政策による企業収益の低下がマイナス要因となる可能性に触れつつも、春闘でのしっかりした賃上げが複数年続いているので、ノルム（社会通念）になりつつある旨を発言しており、前向きな評価のように思える。

米国を中心とする通商政策については、植田総裁は日米間の関税交渉における合意は「大きな前進」であると発言し、今回の物価・展望レポートでも不確実性の高さに関する表現が一步後退している。今後は合意された関税が内外経済と物価に及ぼす影響を見ていく局面となるが、日本経済への影響は意外に小さいかもしれない。米国の党派中立・非営利団体である Tax Foundation（タックス・ファウンデーション）は、これまで発表されたトランプ政権の関税政策により 2025 年の米国の実効関税率が 12% 程度まで上昇すると推計している。この水準はフォードニー・マッカンバー関税法（1922 年関税法）に匹敵する高さではある。しかし、1920 年代の生産指数及び実質 GNP（国民総生産）は好調に推移した。1921 年から 1929 年における実質 GNP は年率で約 6% の成長となった。この間、米国の総輸入額は生産指数や実質 GNP と比較しても遜色のないペースで増加している。好況期であった米国においては、1922 年関税法が顕著に輸入を抑制したとは言えない。

金融市場は今回の植田総裁の記者会見での発言が予想よりもハト派的だったと評価したが、実際には日銀が 10 月に利上げする可能性は相応に高いのではないか。

2026 年 3 月末における日銀の政策金利（無担保コール翌日物の誘導目標）は 0.75% と想定している。

図表11. デフレーター伸び率(2015暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度
国内総支出	0.9	4.2	2.9	2.9	1.9
民間最終消費	3.1	2.9	2.3	2.3	1.8
民間住宅投資	5.2	0.0	3.0	2.3	2.0
民間設備投資	4.3	3.6	3.2	2.4	2.0
政府最終消費	1.7	1.1	2.0	1.8	1.4
公的固定資本形成	4.6	3.5	3.4	2.5	2.0
財貨・サービスの輸出	13.3	4.2	4.8	▲ 2.9	▲ 0.6
財貨・サービスの輸入	23.3	▲ 2.6	2.8	▲ 5.6	▲ 1.1
					予測

図表12. 需要項目別の寄与度

(%)

	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度
実質国内総支出	1.3	0.5	0.8	0.9	0.7
民間需要	1.8	▲ 0.6	0.9	0.8	0.5
民間最終消費	1.4	▲ 0.2	0.4	0.4	0.3
民間住宅投資	▲ 0.1	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
民間設備投資	0.6	▲ 0.1	0.3	0.4	0.2
公的需要	▲ 0.0	▲ 0.2	0.3	0.0	0.2
政府最終消費	0.2	▲ 0.2	0.3	0.0	0.1
公的固定資本形成	▲ 0.3	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.7	1.3	▲ 0.4	0.1	0.0
財貨・サービスの輸出	0.9	0.7	0.4	0.4	0.4
財貨・サービスの輸入	▲ 1.6	0.7	▲ 0.8	▲ 0.3	▲ 0.3
					予測

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない

◇海外経済の現状と見通し

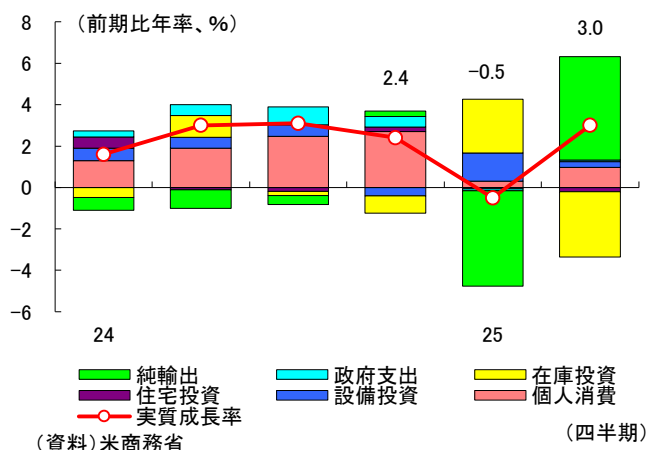
【米国経済】

米国の 2025 年 4～6 月期（一次推計）の実質 GDP 成長率は、前期比年率 3.0% と 1～3 月期の同 ▲0.5% から上昇した。関税政策による駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調としては緩やかに減速している（図表 13）。需要項目別にみると、個人消費は同 1.4% 増となった。好調だった年末セールスの反動もあって前期に同 0.1% 増の低い伸びとなった財消費は耐久財を中心にやや持ち直して同 2.2% 増となり、サービス消費は低調な住居・公益サービスなどを背景

に、同 1.1% 増と控えめな伸びに留まった。設備投資は同 1.9% 増と前期の大幅な伸び（同 10.3% 増）の後でもプラスを維持した。ソフトウェアなどへの投資が好調に推移するなか、輸送機器や情報処理機器への投資もプラスに寄与した。住宅投資は同 4.6% 減と 2 四半期連続の減少となった。建築費用の増加や在庫の積み上がり、トランプ政権の移民抑制政策による建設業労働者の不足などが要因と考えられる。民間在庫投資は前期に急増した在庫を取り崩す動きから、▲3.2 ポイントの寄与となった。輸出は前期比年率 1.8% 減となった。内訳では財輸出が同 5.0% 減、サービス輸出が同 4.4% 増である。輸入は関税引上げ前の駆け込みで急増した前期の反動から同 30.3% 減となった。内訳では財輸入が同 35.3% 減、サービス輸入が同 5.4% 減である。この結果、純輸出の寄与度は +5.0 ポイントと大幅なプラスとなった。政府支出は同 0.4% 増と、トランプ政権による政府部門のスリム化政策のなかで小幅な伸びとなった。国防支出などが減少した。このところ純輸出と在庫投資が大幅に振れているものの、1～6 月期を通算すれば実質 GDP 成長率は年率 1.2% と減速傾向にある。

雇用・所得環境は概ね良好な状態を維持している。7 月の非農業部門雇用者数は前月差 7.3 万人増となった。6 月、5 月はそれぞれ同 1.4 万人増、1.9 万人増であり、好調の目安と言われる 15 万人をかなり下回る水準が続いている。トランプ政権による人員削減を背景に、ここ 3 か月間の政府部門の雇用者数は月平均で 1.6 万人減、一方の民間部門は 5.2 万人増である。4 月の民間部門は 13.3 万人増であり、雇用者数の増加ペースの鈍化は否めない。しかし、7 月の失業率は 4.2% と、低い水準で横ばい圏での推移が続いている。6 月の求人率（企業のなかで空席となっているポジションの割合）は 4.4% と、失業率と概ね同水準であり雇用の需給における均衡を示唆している。解雇が目立って増えているわけでもない。こうしたなか、7 月の平均時給は前年比 +3.9% と安定的に推移している（6 月、5 月はいずれも +3.8%）。4～6 月期の雇用コスト指数（職種・業種の構成変動による影響を除外し、賃金のほか付加給付も加算した指数）の伸び率は前年比 +3.6% と 4～6 月期から横ばいとなり、堅調に推移している。雇用者数の伸びの鈍化にはトランプ政権の移民抑制政策も影響しており、雇用環境が

図表 13. 米国実質 GDP 成長率の推移



急速に悪化しているとは言えないだろう。

ただし、今後の物価上昇率の加速や、雇用環境の悪化への懸念は消費マインドに影を落としている。カンファレンスボードの調査による 7 月の消費者信頼感指数は 97.2 と、前月から 2 ポイント改善したものの、昨年 12 月と比較すれば 1 割程度低い水準にある。6 月のコア CPI（食品とエネルギーを除く消費者物価指数）の上昇率は前年比 +2.9%と前月の同 +2.8%から加速した。トランプ政権の関税政策が財価格を押し上げ始めたとも考えられる。

米国経済は、底堅く推移するだろう。個人消費は緩やかな伸びが続くだろう。関税の引上げにともなう財価格の上昇がマイナス要因であるものの、概ね良好な雇用環境が続くなか、AI の活用も含めた情報化投資の蓄積による労働生産性の上昇もあって、実質賃金の上昇率はプラスを維持するだろう。7 月に成立したトランプ減税の恒久化、児童税額控除の拡大などの所得税減税も個人消費の支えとなる。

設備投資の先行指標である資本財受注（国防及び航空機を除く）は堅調に推移している。鉱工業生産も上向いており、トランプ政権が目指す製造業の国内回帰の動きが始まっているように思われる。米国企業における好調な企業収益に加えて、日本、EU、韓国などとの貿易合意に含まれる米国への投資拡大の約束も設備投資の支援材料となる。住宅投資は、先行指標である住宅ローン申請指数（購入）が緩やかに上向いているものの、販売住宅の在庫率が高まっていることもあり、回復にやや時間がかかりそうだ。輸出は、中国などによる報復関税の影響が見込まれるものの、各国との貿易合意に基づく米国製品の輸入拡大もあり、緩やかに増加すると見込んでいる。

実質 GDP 成長率の見通しについて、25 年 7～9 月期は関税引上げ分の小売価格への転嫁がより顕在化することで個人消費が鈍化傾向となり、前期比年率 +1.7%と予測している。もっとも、雇用・所得環境が概して良好に維持され、AI 関連などの設備投資の好調が続くなかで、景気の腰折れは回避されるだろう。暦年ベースの成長率は 25 年、26 年ともに前年比 +1.8%と予測する。

物価上昇率は今後、関税引上げの影響により徐々に加速していくだろう。食品とエネルギーを除く消費者物価指数（コア CPI）の上昇率は、25 年末は前年比 +3.5%、26 年末は同 +2.7%と想定している。

金融政策について、雇用者数の増加に鈍化がみられるものの、関税の引上げが物価上昇を加速させる懸念があるため、FRB は追加利下げに慎重な姿勢を取るだろう。26 年 3 月末の政策金利（FF 金利の誘導レンジ）は 4.00～4.25%（現在の水準から 0.25%の利下げ）と想定している。

トランプ政権の関税政策を巡る不確実性は、ある程度は低下したものの、引き続き見通しの変動要因である。日本や EU とは 15%の関税率で合意しており、今後の大きな注目点は 11 月上旬に期限が設定された中国との交渉の行方である（現状では 30%の追加税率が適用され、合意に至らなければ 54%への上昇が見込まれる）。また、貿易合意に至った国・地域への適用は不透明なものの、電子部品や医薬品など個別品目への課税が拡大する可能性もある。実効関税率の行方は物価上昇率を通じて個人消費に影響を与えるだろう。

【欧州経済】

ユーロ圏の 25 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.1%（年率換算+0.5%）と、緩やかな成長が続いている（図表 14）。

執筆時点（8 月 20 日）では需要項目別の内訳は未公表であるものの、1～3 月期の輸出増（米国の関税引上げ前の駆け込みなどによる）に対する反動減もあって、成長率が前期よりも低下したと考えられる。主要国の成長率（括弧内：1～3 月期の成長率）は、ドイツが前期比▲0.1%（同+0.3%）、フランスが同+0.3%（同+0.1%）、イタリアが同▲0.1%（同+0.3%）、スペインが同+0.7（同+0.6%）となった。

雇用・所得環境は良好な状況が続いている。ユーロ圏の 6 月時点の失業率は 6.2%と、過去最低水準で推移している。国別にみると、ドイツではやや上昇している一方、スペインなどでは低下傾向にある。ユーロ圏の 1～3 月期の妥結賃金の上昇率は前年比+2.5%と、10～12 月期の同 4.2%から低下したものの、この期間の消費者物価（総合）の上昇率は上回っている。

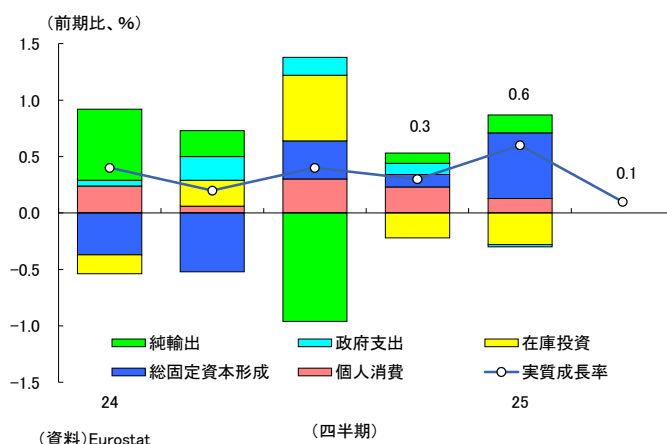
7 月のユーロ圏のコア HICP（食品とエネルギーを除く消費者物価指数）の上昇率は前年比+2.3%と、このところ横ばいで推移している。工業製品の価格上昇率が多少高まりつつある一方で、サービスの価格上昇率は若干低下している。食品とエネルギーを含む HICP 全体としては前年比で 2%近くの上昇率を維持している。今後のコア HICP 上昇率の見通しについては、既往のユーロ高や原油価格の低下が抑制要因となる一方、需要の回復や賃金上昇分のサービス価格への転嫁などが加速要因となり、安定した推移を見込んでいる。

欧州経済は今後も緩やかな成長が続くだろう。個人消費は、実質賃金の上昇を背景に緩やかに増加するだろう。設備投資は、これまでの ECB の利下げと回復基調にある生産を背景に、緩やかな持ち直しが続くだろう。輸出は、米国向けなどを中心に緩やかに増加するだろう。

金融政策について、ラガルド ECB 総裁は 7 月の理事会後の記者会見で、2%のインフレ目標達成に向けて「良い位置にいる」と述べた。政策金利（預金ファシリティ金利）は当面、現在の水準（2.00%）のまま据え置きと見込んでいる。

見通しの変動要因として、ウクライナとロシアとの戦争の行方などがある。仮に全面的な停戦合意に至れば、エネルギー価格や不確実性の低下を通じて、欧州の設備投資や個人消費などにプラスの影響を及ぼすだろう。

図表 14. ユーロ圏実質 GDP 成長率の推移



【中国経済】

中国の25年4～6月期の実質GDP成長率は前年比+5.2%と、1～3月期から若干低下した（図表15）。需要項目別では最終消費のプラス寄与が概ね横ばいの一方、純輸出のプラス寄与が縮小した。名目成長率は前年比+3.9%と、1～3月期の同+4.6%から低下した。

4～6月期の経済指標をみると（以下、括弧内は1～3月期の値）、小売売上高は前年比5.0%増（同4.6%増）と伸びが加速した。内訳では、商品が耐久財の買い替え支援策を背景に同6.3%増（同5.8%増）、飲食は公務員の会食規制強化

（会食での酒、たばこ禁止）もあって減速して同3.6%増（同4.7%増）である。固定資産投資は前年比2.8%増（同4.2%増）と減速した。内訳をみると、製造業の投資が同7.5%増（同9.1%増）、インフラ投資が同4.6%増（同5.8%増）とやや陰りが見え始めている。低迷が続く不動産開発投資は同11.2%減（同9.9%減）となった。輸出（ドル建）は同5.9%増（同5.7%増）と米国の関税引上げにも拘わらず、アジア向けの増加などで堅調さを維持している。

25年3月5日から11日にかけて開催された全国人民代表大会（全人代）における政府活動報告で、25年の実質GDP成長率の目標は24年と同じ「5%程度」とされた。財政政策は「積極的」から「一段と積極的」に引上げられ、超長期国債で1.3兆元を調達（24年は1.0兆元）し、重点戦略事業に0.8兆元、内需促進（買い替え支援）に0.5兆元が使用される。専項債（インフラ建設用地方債）発行額は4.4兆元への拡大（24年は3.9兆元）し、金融政策も緩和姿勢が強化された。なお、24年の中国の名目GDPは約135兆元（円換算で約2,800兆円）である。

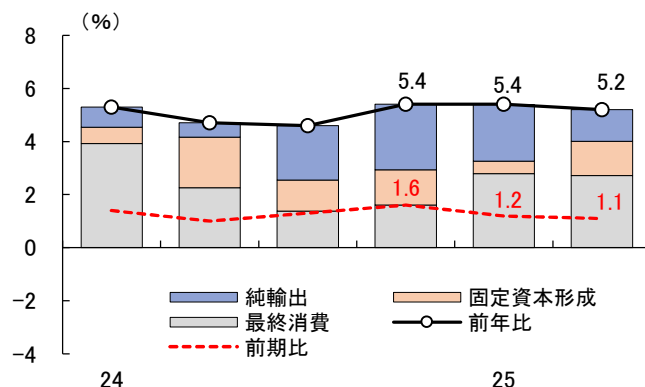
6月のコアCPI（食品とエネルギーを除く消費者物価指数）の上昇率は前年比+0.7%と引き続き低位にあるものの、サービスを中心に緩やかに加速している。ただし、政府による耐久財の買い替え支援策は計算上、物価の下落要因となっている。

中国経済は幾分減速するものの、堅調な成長が続くだろう。24年の実質GDP成長率の実績値+5.0%に対して、25年、26年ともに+4.4%と予測している。米国の関税引上げを受け、直接的な影響として米国への輸出減少が見込まれるほか、不確実性の高まりは企業の設備投資における抑制要因となる。しかし、アジアや欧州各国との貿易関係の強化が輸出の下支えとなるほか、中国政府による財政支出の拡大もあり、成長に急ブレーキがかかるとは考えていない。

見通しの変動要因として住宅価格の行方がある。足元で弱含みつつあるにも拘わらず、7月30日の中央政治局会議では不動産に関して「住宅市場の安定」という表現がなくなった。今後、住宅価格が急落すれば消費などへの悪影響が懸念される。また、今後の米中間の関税交渉の結果も輸出などの変動要因である。

以上

図表 15. 中国実質GDP成長率の推移



（資料）中国国家統計局

（四半期）