

国内外経済の動向

海外経済の見通し

【ポイント】

1. 今後の米国経済は幾分減速するものの、堅調に推移するだろう。個人消費はトランプ政権による関税引き上げにともなって財価格が上昇するため、やや鈍化するものの、雇用・所得環境は良好な状況が続く見込みである。
2. 欧州（ユーロ圏）経済は今後も緩やかな持ち直しが続くだろう。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。
3. 今後の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。輸出は米国向けが減速するものの、その他の地域向けは堅調に推移するだろう。

海外経済（米国、欧州、中国）について、以下の通り予測している。米国と欧州は良好な雇用・所得環境を背景に、中国は堅調な輸出や財政支出の拡大に支えられて、いずれも底堅く推移する見込みである。ただし、米国のトランプ政権による関税政策の行方を中心に、見通しの不確実性は大きい。

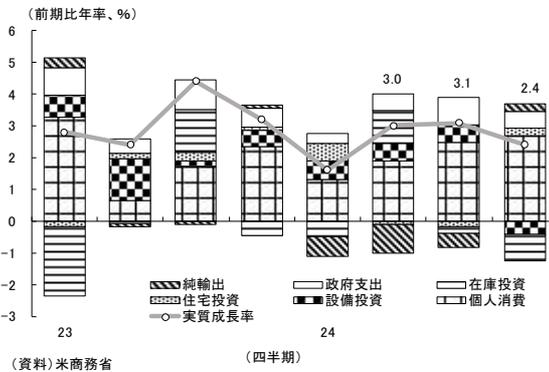
1. 米国経済の見通し

米国の2024年10～12月期（三次推計）の実質GDP成長率は、前期比年率+2.4%と、前期の同+3.1%からは低下したものの、堅調な推移が続いている（図表1）。需要項目別にみると、個人消費は同4.0%増となった。高水準の賃金上昇率が維持されるなか、年末セールスの好調を背景に前期の同3.7%増から伸びが加速した。財消費は自動車・部品や娯楽用耐久財への支出を中心に増加し、サービス消費は医療サービスや金融・保険サービスへの支出を中心に増加した。

一方、設備投資は同3.0%減と、前期の同4.0%増から減少に転じた。前期に増加した輸送機器や情報通信機器への投資の反動減がみられた。住宅投資は同5.5%増と、3四半期ぶりの増加となった（前期は同4.3%減）。住宅ローン金利がやや低下したことなどが支えとなった。在庫投資は▲0.8ポイントのマイナス寄与となった。輸出は同0.2%減と、前期の同9.6%増から減少に転じ、輸入は同1.9%減と、前期の同10.7%増から減少に転じた。純輸出の寄与度は+0.3ポイントと、前期の▲0.4ポイントからプラスに転じた。政府支出は同3.1%増と、国防支出の縮小を背景に、前期の同5.1%増から減速した。

雇用・所得環境は、良好な状態を維持している。2月の非農業部門雇用者数は前月差15.1万人増となった。業種別の内訳をみると、教育・ヘルスケアサービス業や輸送・倉庫業、金融業などでの増加が続いている。また、過去3ヵ月を均してみても雇用者数の増加は20.0万人であり、好調の目安と言われる15万人を超えている。2月の失業率は4.1%と、

図表1. 米国の実質GDP成長率



(資料)米商務省

(四半期)

低い水準で横ばい圏での推移が続いている。求人数は減少傾向にあり、企業は慎重に採用活動を行っていると思われるが、解雇が目立って増えているわけではない。高賃金を求めての自発的離職は、減少傾向にある。

雇用の需給環境を欠員率（企業のなかで空席となっているポジションの割合）と失業率の関係から分析する（図表 2）。仮に欠員率が失業率よりも高ければ、賃金が上昇して欠員率が低下し、逆の場合であれば賃金の上昇が抑制されて欠員率が上昇する。その結果、欠員率と失業率が等しくなる 45 度線が雇用の需給が均衡した均衡失業率となるという考え方である。均衡失業率は雇用のミスマッチや辞職してから再就職するまでのタイムラグで生じるもので、止むをえない部分の失業率である。また均衡失業率は時代によって不連続に変化すると考えられている。均衡失業率はコロナ禍で一時的に 6%程度まで上昇した後、2010 年代と概ね同水準の 4%程度に低下したようだ。足元では、雇用の需給バランスは均衡に近付きつつある。

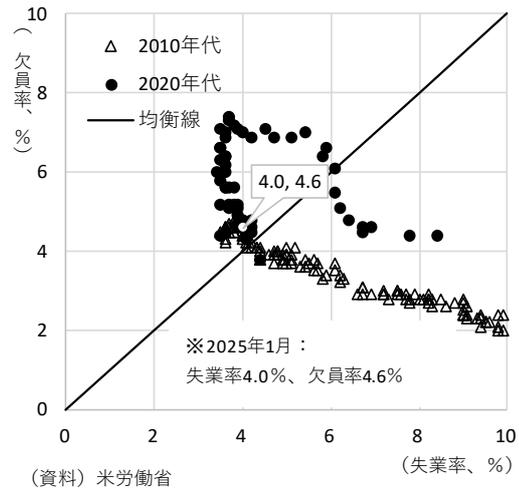
こうしたなか、2 月の平均時給は前年比 +4.0%と安定的に推移している（1 月、12 月はそれぞれ +3.9%、+4.0%）。10~12 月期の雇用コスト指数（職種・業種の構成変動による影響を除外し、賃金のほか付加給付も加算した指数）は前年比 +3.8%（7~9 月期同 +3.9%）となった。過去に比べて高めの賃金の伸びが続いているのは、企業がデータや AI（人工知能）の活用などに向けたソフトウェア・研究開発への投資を増やし、労働生産性が高まっていることなどが影響していると思われる。ただし、インフレ再燃への懸念は消費マインドに影を落とすつつある（図表 3）。ミシガン大学の調査による 3 月（速報値）の期待インフレ率（今後 1 年）は 4.9%と、このところ急上昇しており、これを受けて消費者信頼感指数は 57.9 とやや弱含んでいる。

2 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 +2.8%と、このところ上昇率の低下が足踏みしている。トランプ政権の関税政策により財価格の上昇が見込まれるため、FRB（連邦準備制度理事会）の目標である +2%への低下にはまだ時間がかかりそうだ。

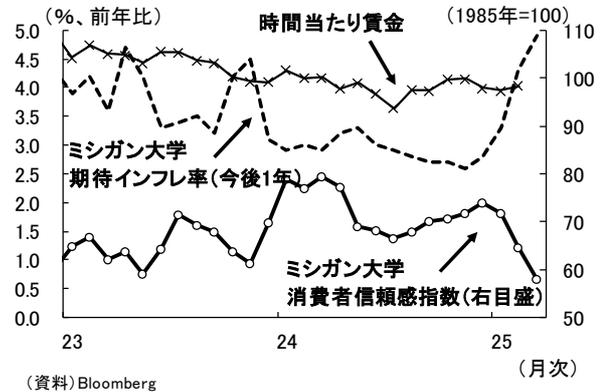
今後の米国経済は幾分減速するものの、堅調に推移するだろう。個人消費はトランプ政権による関税引き上げにともなって財価格が上昇するため、やや鈍化するだろう。もっとも、雇用・所得環境は良好な状況が続く見込みである。AI の活用などに向けた投資が労働生産性の上昇に繋がり、安定的な賃金上昇率が維持されるだろう。

トランプ政権は安価な製品の流入と貿易赤字の不均衡への不満から、中国製品への一律の追加関税や各国からの鉄鋼・アルミニウム、自動車に対する追加関税を発表している。また、トランプ大統領は相互関税の導入に向けた調査を開始する覚書に署名し、本稿の執筆時点（3 月末）では 4 月 2 日からの実施を表明している。設備投資は、好調な企業収益

図表 2. 米国の失業率と欠員率



図表 3. 米国の賃金上昇率と消費マインド



や国内生産への回帰を背景に増加するだろう。トランプ政権による関税引き上げの影響を回避するため、またサプライチェーンの強化のため、企業は米国内での設備投資を拡大すると見込んでいる。住宅投資は、これまでのFRBの利下げを受け、住宅需要と供給がともに増加し、緩やかに持ち直すだろう。輸出は、世界経済の緩やかな成長が続くなか、底堅く推移するだろう。このほか、トランプ減税（所得税減税）の恒久化や法人税率引き下げ、AI関連の規制緩和などが実施されれば、個人消費や設備投資の追い風となるだろう。

実質GDP成長率の見通しについて、25年1～3月期は前期比年率+2.2%と予測している。その後も同+2%程度での安定推移が続き、暦年ベースの成長率は25年が前年比+2.4%、26年は同+2.0%を予測する。

金融政策について、トランプ政権による関税の引き上げがインフレ再燃への懸念を強めるため、FRBは追加利下げに慎重な姿勢を取るだろう。25年12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。

見通しの変動要因は、米国のトランプ政権による関税引き上げの帰趨である。メインシナリオとしては、各国との交渉により、報復関税の応酬の激化には至らず、除外品目を拡大するなど、トランプ政権の姿勢が徐々に軟化すると考える。しかし、このシナリオが実現せず、米国の消費者物価を大きく押し上げる可能性もある。米国議会において法人税、所得税などの減税規模がどの程度で決着するかも変動要因である。

2. 欧州（ユーロ圏）経済の見通し

ユーロ圏の24年10～12月期の実質GDP成長率は前期比+0.2%（年率換算+0.9%）と、緩やかな成長が続いている（図表4）。

個人消費は実質賃金の上昇を背景に、緩やかに増加している。設備投資は域内の政治混乱やウクライナ情勢が企業の投資意欲にマイナスの影響を及ぼしているものの、ECB（欧州中央銀行）の利下げを受けてやや持ち直しつつある。主要国の成長率（括弧内：7～9月期の成長率）は、ドイツが前期比▲0.2%（同+0.1%）、フランスが同▲0.1%（同+0.4%）、イタリアが同+0.1%（同0.0%）、スペインが同+0.8%（同+0.8%）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1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10～12月期の妥結賃金の上昇率は前年比+4.1%と、引き続き高めの水準が続いている。

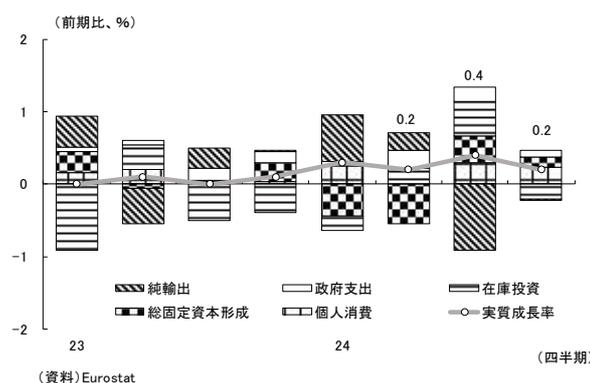
2月のユーロ圏のコアHICP（食品とエネルギーを除く消費者物価指数）は前年比+2.6%と、通信関連などサービスを中心に、上昇率の緩やかな低下傾向が続いている。為替がややユーロ高方向に動いていることもあり、今後も上昇率は緩やかな減速傾向となるだろう。

欧州経済は今後も緩やかな持ち直しが続くだろう。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、ECBの利下げが支えとなり、緩やかな持ち直しが続くだろう。輸出は、中国向けを中心に緩やかに増加するだろう。

金融政策について、ECBは景気の下振れリスクを懸念し、緩やかなペースで利下げを継続するだろう。26年3月末の政策金利（預金金利）は1.75%（現在の水準から計0.75%の利下げ）を見込む。

見通しの変動要因として、欧州からの輸出に対する米国のトランプ政権による関税の引

図表4. ユーロ圏の実質GDP成長率

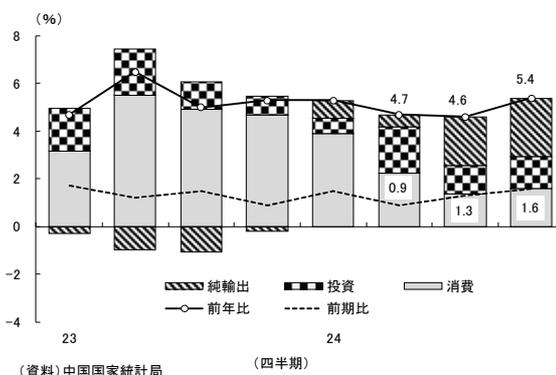


き上げの可能性がある。また、ウクライナとロシアとの戦争が全面的な停戦合意に至るか否かは、欧州の物価や設備投資に影響を及ぼすだろう。

3. 中国経済の見通し

中国の24年10～12月期の実質GDP成長率は前年比+5.4%と、7～9月期の同+4.6%を上回った(図表5)。24年の通年の実質成長率は+5.0%となった。ただし、名目成長率は+4.2%と、2年連続でデフレーター伸びがマイナスとなっている。1～12月期の経済指標をみると(以下、括弧内は1～9月期の値)、名目小売売上高は前年比3.5%増(同3.3%増)と伸びがやや加速した。内訳をみると、耐久財の買い替え支援策を背景に、商品が同3.2%増(同3.0%増)と伸びが加速している。固定資産投資は同3.2%増(同3.4%増)と減速した。住宅市場の低迷により不動産開発投資が同10.6%減(同10.1%減)となった。輸出は同5.9%増(同4.5%増)と伸びが加速した。関税引き上げ前に米国向けの輸出が増加した。

図表5. 中国の実質GDP成長率



25年3月5日に開幕し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成長率の目標を24年と同じ「5%程度」とするなどの経済政策が発表された。財政政策は「積極的」から「一段と積極的」に引き上げられ、超長期国債で1.3兆円を調達(24年は1.0兆円)して、重点戦略事業に0.8兆円、内需促進(買い替え支援)に0.5兆円を使用すること、専項債(インフラ建設用地方債)発行額の4.4兆円への拡大(24年は3.9兆円)などが盛り込まれた。金融政策も「穏健的」から「一段と積極的」へと、緩和姿勢が強化されている。なお、24年の中国の名目GDPは約135兆円(円換算で約2,800兆円)である。

2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▲0.1%と、春節の時期の前倒しの影響も指摘されているものの、21年1月以来のマイナスとなった。政府による耐久財の買い替え支援策が計算上は物価の下落要因となることもあり、今後も低位で推移するだろう。

今後の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成長率は+5.0%で着地した。25年は+4.6%、26年は+4.3%と予測している。24年9月に発表された退職年齢の引き上げは労働力人口の減少ペースを抑制し、成長率を下支えするだろう。個人消費と設備投資は、消費財の買い替え支援策と大規模設備の更新支援策が1月に強化されたものの、雇用環境には明確な改善がみられず、米国による関税引き上げが中国企業の投資意欲を抑制するなか、緩やかな回復に留まるだろう。住宅投資は人口減少が続くなか、回復に時間がかかるだろう。輸出は米国向けが減速するものの、その他の地域向けは堅調に推移するだろう。

見通しの変動要因として、米国のトランプ政権による中国からの輸出に対する関税引き上げの規模及び期間がある。また、一部の大都市でみられ始めている住宅価格の持ち直しが、他都市にも広がっていくかも注目材料である。

(財務企画部 高松 千之)