

2025・2026年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 4～6月期も足踏み、その後も米関税政策によるマイナスの影響が続く～

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 +0.6%（前回+0.9%）、2026年度+0.7%（前回+0.8%）

○ 1～3月期は輸入の増加により4四半期ぶりのマイナス成長

2025年1～3月期の実質GDP成長率は、10～12月期に減少した輸入の反動増を受けて、前期比▲0.2%（年率▲0.7%）と4四半期ぶりのマイナスとなった。個人消費は、食料品などの価格高騰を受けて、2四半期連続で伸び悩んだ。トランプ政権の関税政策は前回予測時の想定よりも強硬であり、日本の輸出や設備投資などにマイナスの影響を及ぼすと考えられるため、2025・2026年度の成長率見通しを引き下げた。

○ 4～6月期も足踏み、その後も米関税政策によるマイナスの影響が続く

世界経済は、トランプ政権の関税政策による物価上昇や輸出の減少を受けて、米国や中国を中心に減速するだろう。

日本経済は、米国の関税引き上げを受けた輸出の減少や、食料品の価格高騰などを受けた個人消費の伸び悩みから4～6月期も足踏みが見込まれる。その後はやや持ち直すものの、米関税政策によるマイナスの影響は続くだろう。個人消費は、原油価格の低下と緩やかな円高進行を受けて消費者物価の上昇率が鈍化するとの見通しのもと、人手不足が続くなかで実質賃金の安定的な上昇が実現していくため、7～9月期からは持ち直していくと見込んでいる。設備投資は、デジタル化の推進や物流の改善など必要な投資はあるものの、トランプ政権の関税政策がもたらす不確実性が企業の設備投資への姿勢を慎重化させるため、力強さを欠くだろう。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、全体としてはやや減少すると予測している。

○ 米国と各国の関税協議の行方などによる下振れリスク

米国による相互関税について、猶予期間内に日本も含めて各国との協議がまとまらず、国別の追加税率が発動されたり、品目別税率の対象が鉄鋼・アルミ製品、自動車分野以外にも拡大したりする可能性がある。これらが現実化すれば、米国の物価上昇率の加速にとまらぬ需要の鈍化もあって、日本から米国への輸出のさらなる減少に繋がるだろう。

○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2月 時点		前回 2025年2月 時点
名目国内総生産（兆円）	616.9 3.7	638.0 3.4	636.4 3.2	655.4 2.7	652.7 2.6
実質国内総生産（兆円）	559.8 0.8	563.0 0.6	565.3 0.9	567.0 0.7	570.0 0.8
内 需	1.2	0.7	0.8	0.7	0.8
民間需要	0.9	0.5	0.6	0.5	0.6
民間最終消費	0.8	0.6	0.7	0.6	0.6
民間住宅投資	▲ 1.0	0.5	0.6	▲ 0.0	▲ 0.0
民間設備投資	2.6	1.2	1.5	1.2	1.5
公的需	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
政府最終消費	1.5	0.7	0.7	0.7	0.7
公的固定資本形成	1.4	0.3	0.5	0.3	0.5
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.4	▲ 0.2	0.1	0.0	0.1
財貨・サービスの輸出	1.7	▲ 1.4	2.2	1.8	2.0
財貨・サービスの輸入	3.4	▲ 0.6	1.7	1.6	1.7

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	▲ 1.6	1.2	1.8	1.2	1.6
国内企業物価指数	3.3	▲ 0.2	0.7	0.6	0.8
消費者物価指数	3.0	2.4	2.2	2.0	1.8
消費者物価（除く生鮮）	2.7	2.1	2.3	1.8	1.9
貿易収支（兆円）	▲ 4.0	▲ 1.5	▲ 2.4	▲ 0.9	▲ 1.5
経常収支（兆円）	30.4	31.2	30.8	31.4	31.1
名目賃金指数	3.0	3.2	3.2	3.0	3.0
完全失業率（%）	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3
住宅着工戸数（万戸）	81.6	80.0	80.0	80.3	80.0
為替レート（¥/\$）	152.5	141.7	146.7	137.1	141.7
原油価格（\$/b）	82.8	70.5	79.4	70.5	79.4
米国実質成長率	2.8	1.8	2.4	1.8	2.0
中国実質成長率	5.0	4.4	4.6	4.4	4.3

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

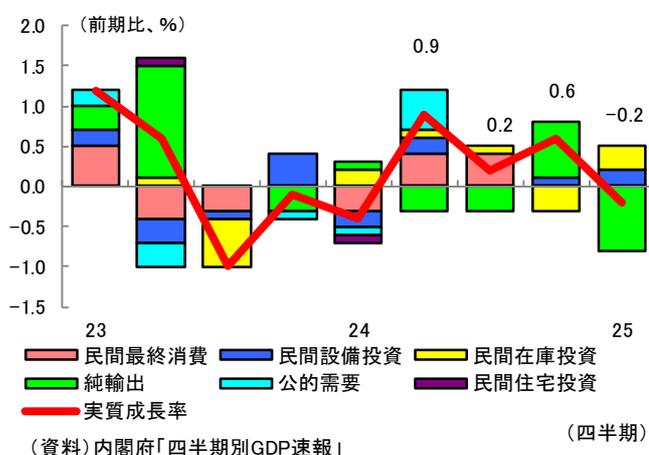
◇日本経済の現状と見通し

○1～3月期の実質GDP

5月16日に発表された2025年1～3月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比▲0.2%、年率換算▲0.7%と4四半期ぶりのマイナス成長となった(図表2)。需要項目別にみると、民間最終消費は前期比0.0%増と4四半期連続の増加となった。住宅投資は同1.2%増と2四半期ぶりの増加となった。設備投資は同1.4%増と4四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、公的固定資本形成が同0.4%減と3四半期連続の減少となり、政府消費は同0.0%減と5四半期ぶりの減少となった。在庫投資の増加などから内需の寄与度は同+0.7ポイントとなった。輸出は知的財産権の使用料や研究開発サービス等の減少から同0.6%減と4四半期ぶりの減少となり、輸入は航空機や広告サービス等の増加から同2.9%増と2四半期ぶりの増加となった。この結果、外需寄与度は同▲0.8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+0.9%となり、名目GDP成長率は同+0.8% (年率換算+3.1%) となった。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



○トランプ政権の関税政策によるマイナスの影響は続くだろう。

世界経済は、トランプ政権の関税政策による物価上昇や輸出の減少を受けて、米国や中国を中心に減速するだろう。

日本経済は、米国の関税引き上げを受けた輸出の減少や、食料品の価格高騰などを受けた個人消費の伸び悩みから4～6月期も足踏みが見込まれる。その後はやや持ち直すものの、米関税政策によるマイナスの影響は続くだろう。個人消費は、原油価格の低下と緩やかな円高進行を受けて消費者物価の上昇率が鈍化すると見通しのもと、人手不足が続くなかで実質賃金の安定的な上昇が実現していくため、7～9月期からは持ち直していくと見込んでいる。設備投資は、デジタル化の推進や物流の改善など必要な投資はあるものの、トランプ政権の関税政策がもたらす不確実性が企業の設備投資への姿勢を慎重化させるため、力強さを欠くだろう。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、全体としてはやや減少すると予測している。

トランプ政権の関税政策は前回予測時の想定よりも強硬であり、日本の輸出や設備投資などにマイナスの影響を及ぼすと考えられるため、25・26年度の成長率見通しを引き下げた。

2025年度の実質GDP成長率予測は前回予測から0.3ポイント下方修正して+0.6%、2026年度は0.1ポイント下方修正して+0.7%と見込んだ。2025年4～6月期の成長率は前期比+0.0% (年率+0.1%) と見込んでいる。

○米国と各国の関税協議の行方などによる下振れリスク

米国による相互関税の国別追加税率について、当初の発動予定日である4月9日から90日間の猶予期間が設けられ（中国は5月14日から90日間）、米国と各国の間で協議が行われている。協議の進捗は国ごとに区々と思われるものの、日本も含めて猶予期間内に協議がまとまらず、国別の追加税率が発動される可能性がある。また、品目別税率の対象が鉄鋼・アルミ製品、自動車分野以外にも拡大する可能性がある。これらが現実化すれば、米国の物価上昇率の加速にともなう需要の鈍化もあって、日本から米国への輸出のさらなる減少に繋がるだろう。

また、日本において、食料品の価格高騰が長期化することで、実質賃金の安定的な上昇がなかなか実現せず、消費マインドが一段と悪化して景気が腰折れする可能性もある。

◇主要な需要項目の動向

○個人消費は実質賃金の安定的な上昇の実現により、再び上向いていくだろう。

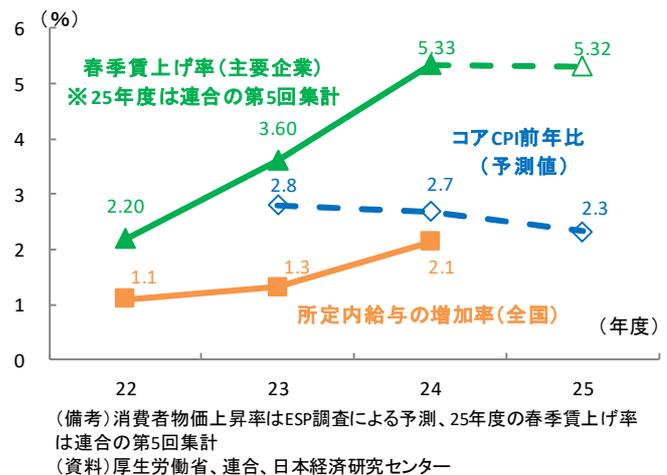
雇用環境は緩やかに改善している。3月の失業率（季節調整値）は前月からは0.1ポイント上昇したものの、2.5%と低い水準で推移している。労働参加率はこのところ概ね横ばいであり、3月は63.6%、就業者数は足元で増加がやや足踏みしており3月は6,808万人となった。同月の欠員率（企業のなかで空席となっているポジションの割合）は3.6%、雇用失業率は2.7%であり、雇用の需給バランスは需要超過となっている。

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、労働参加率が再び緩やかな上昇軌道に戻る可能性はあるものの、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、企業の人手不足感は続くだろう。日銀短観3月調査における全規模全産業の雇用判断DIは▲37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3月（速報値）の現金給与総額は前年比+2.1%となった。内訳をみると、特別給与が前年比+13.9%と大幅に伸びているものの、所定内給与は同+1.3%と昨年12月の同+2.6%から急激に低下している。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も、25年3月の所定内給与は同+1.8%に留まっており、昨年12月の同+2.9%を大きく下回っている。しかし、25年春闘の要求・回答状況などに鑑みても、実際に賃金の伸びが急低下しているとは考えにくく、統計上の技術的な問題が生じているとの解釈が自然であろう。25年2~3月には何故か特別給与が大きく増加しており、本来的には所定内給与である一部が算入されている可能性はある。

今後、実質賃金の安定的な上昇が実現していくだろう。連合による25年春闘の第5回集計（5/8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5.32%、

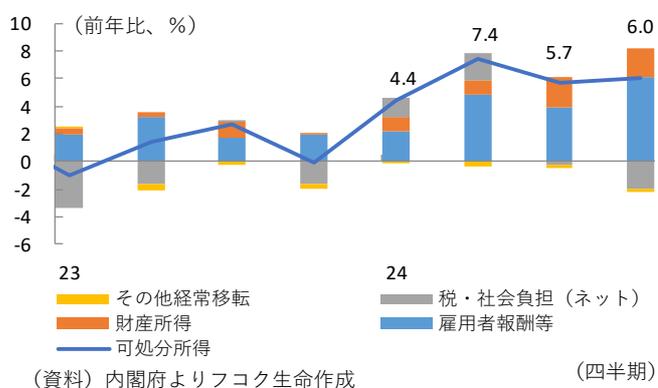
図表3. 春季賃上げ率と所定内給与



ベア分が明確に分かる組合のベアは 3.75% となった（図表 3）。この数値は 24 年同時期の集計（賃上げ率 5.17%、ベア 3.57%）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、前年比の増加率は 2% 台後半～3% 程度に上昇するだろう。一方で、消費者物価上昇率は前年より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 7～9 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 10～12 月期の家計の可処分所得は前年比 6.0% 増と高水準の伸び率が続いている（図表 4）。内訳をみると、雇員者報酬等の増加が 6.1 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 2.0 ポイントのプラス寄与である。実額では雇員者報酬等が 5.3 兆円、財産所得が 1.8 兆円の増加となる。家計のネットの金融資産が約 1,800 兆円であるから、0.1% の利回り上昇は税引き前で年間 1.8 兆円の所得増に相当する。1～3 月期以降についても、所定内給与の増加による雇員者報酬等の押し上げが続くとともに、日銀による 1 月の利上げ実施もあって、財産所得のプラス寄与は拡大していくだろう。

図表 4. 家計の可処分所得の推移



個人消費は伸び悩んでいる。1～3 月期の民間最終消費支出は前期比 0.0% 増と 2 四半期連続で低い伸びとなった。外食などサービス支出が同 0.4% 増となる一方、米など食料品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。

今後の個人消費は次第に持ち直していくだろう。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、課税最低限の所得額（いわゆる 103 万円の壁）の引き上げについて与野党間の交渉の結果、約 0.6 兆円の減税規模で決着した。この金額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）と比較すれば遥かに小さい。従って今年度の 4～6 月期を中心に、家計の税・社会負担には昨年度の反動増が生じることになる。しかしながら、良好な雇用環境や実質賃金の安定的な上昇の実現を背景に、7～9 月期からは消費は持ち直していくだろう。

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 10～12 月期の約 382 万台から 1～3 月期には約 391 万台へと増加した。4 月の販売台数も約 398 万台と堅調に推移している。

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 3 月の外食産業売上高は前年比で 7.0% 増（2 月は同 6.0% 増）と、インバウンドの好調、歓送迎会、春休みの家族需要などを背景に堅調な伸びが続いている。客単価の伸び率が 4% 台で推移するなか、客数も同 2.5% 増（2 月は同 1.1% 増）と着実に増加している。

JR 旅客 6 社が発表したゴールデンウィーク期間（4 月 25 日～5 月 6 日）の新幹線や特急の利用者数は前年比で 3% 増、航空各社が発表した同期間の国内線旅客数も前年比 5% 前後の増加であり、堅調な旅行需要が窺える。

一方、街角の景気を映す内閣府による景気ウォッチャー調査をみると、4 月の現状判断 DI、先行き判断 DI はともに前月比 ▲2.5 ポイントと、悪化が続いている。「あらゆる物の価格が上がっていることで、客が出費を控えようという雰囲気が強くなっている（美容室）」、「米国の関税政策により、自動車関連部品会社の売上減少が予想される（化学工業）」などとコメントされており、物価高騰やトランプ関税による消費者や企業のマインドへの悪影響が読み取れる。

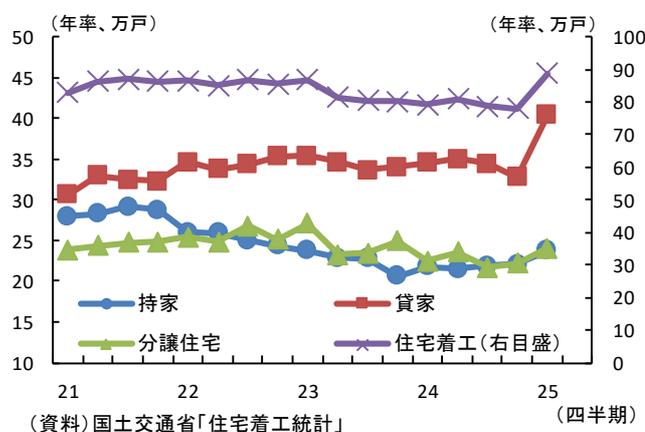
○住宅投資は今後、反動減が見込まれる

1～3 月期の住宅投資は前期比 1.2% 増と 2 四半期ぶりの増加となった。新設住宅着工戸数は、同期に年率 88.6 万戸と前期比 13.9% 増加した。ただし、この大幅増は 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）前の駆け込みが主因とみられ、4～6 月期には反動減が予想される。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、概ね横ばいで推移するだろう。不動産経済研究所によれば 25 年 1～3 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

68.1% と、販売好調の目安とされる 70% を若干下回っている。もっとも、販売価格が 1 億円を超える都心のタワーマンションなどについては、引き続き強い需要があるようだ。また、首都圏の供給戸数は前年同期比 15.6% の減少であり、マンション建設に適した用地が少なくなっているとも報じられている。新築マンションの在庫戸数は抑制されており、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。ただし、長期金利の上昇が徐々に企業によるマンション型を中心とした貸家着工の抑制要因となるだろう。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

図表 5. 新設住宅着工戸数の推移



年度の住宅着工戸数はそれぞれ 80.0 万戸、80.3 万戸と予測している。

○設備投資は減速するものの、増加基調が続く見込み

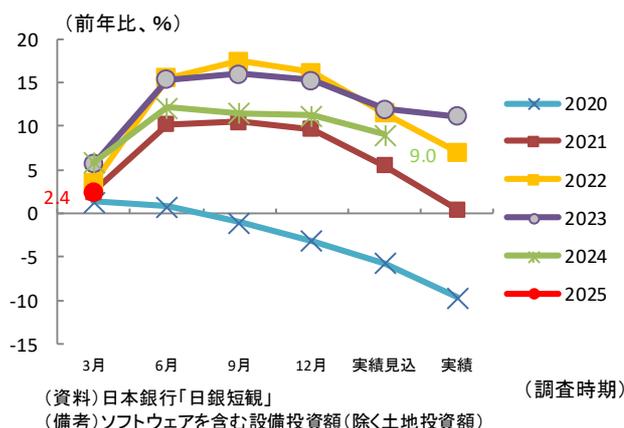
1～3 月期の実質設備投資は前期比 1.4% 増と 4 四半期連続の増加となった。研究開発やソフトウェア等への支出が増加した。

今後の設備投資は、トランプ関税を巡る先行きの不確実性の高まりで企業の投資姿勢が慎重化するものの、緩やかな増加基調は維持されると見込む。デジタル化の推進や AI の活用、物流の改善、人出不足への対応、脱炭素化のための投資など、企業にとって必要な投資は数多い。しかし、日銀短観 3 月調査における全規模・全産業の

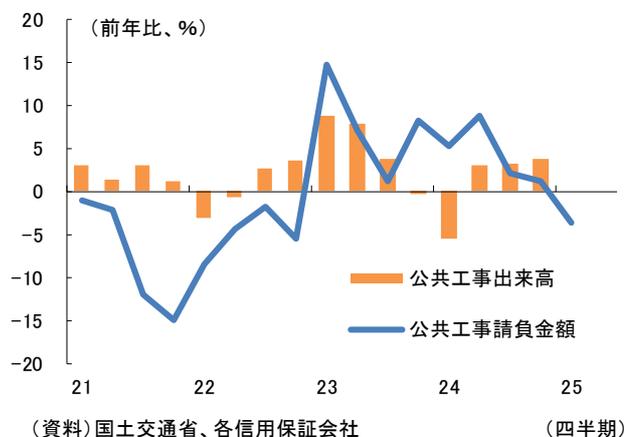
2025 年度設備投資計画（ソフトウェアを含む、土地投資を除く）は前年比 2.4% 増と、この時期として近年ではやや弱めの計画値である（図表 6）。2025 年度も値上げの進捗などを背景に企業収益は底堅い推移が見込まれるが、トランプ政権の関税政策がもたらす不確実性が企業の設備投資への姿勢を慎重にさせているとみられる。資本財の国内向け出荷指数は、10～12 月期に前期比 4.5% 増の後、1～3 月期は同 2.8% 減となった。設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力除く民需）は、1～2 月に 10～12 月期比で 1.1% 減とやや足踏みしている。自動車工業などからの受注が減少しており、トランプ関税による輸出減が想定されているのかもしれない。建設工事受注（民需）も 10～12 月期に前期比 7.1% 減の後、1～3 月期も同 8.3% 減となっており、このところやや弱含んでいる。また、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そうだ。建設業からは人出不足のため受注を控えているとの声が聞かれる。設備投資への意欲はありながら、実施が難しい場合もあるだろう。

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、2024 年 10～12 月期（全産業ベース）は前期比で 12.1% 増となった。前年同期比では 13.5% 増と総じて堅調に推移している。製造業では、同 +26.7% の大幅増益となった。為替が円安方向に動いたことや、米国の関税引き上げ前の駆け込み需要も追い風となり、電気機械、情報通信機械などが好調だった。非製造業では、卸売業・小売業、運輸業・郵便業などの好調から、同 +6.4% となった。今後について、米国の関税引き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持ち直しが続くだろう。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

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



環境となっており、企業収益は底堅く推移するだろう。

○公的固定資本形成は当面はやや減少すると見込む

1～3月期の公的固定資本形成は前期比0.4%減と3四半期連続の減少となった。先行指標である公共工事請負金額をみると、1～3月期は前年比3.6%減と約2年ぶりのマイナスとなった(図表7)。2025年3月に参議院で可決されて成立した政府の2025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、2022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、2021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2026年度からの5年間の計画も検討中であり、その事業規模は20兆円との報道もある。

公共工事に関しては請負金額の推移から当面はやや減少すると見込まれる。ただし、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。

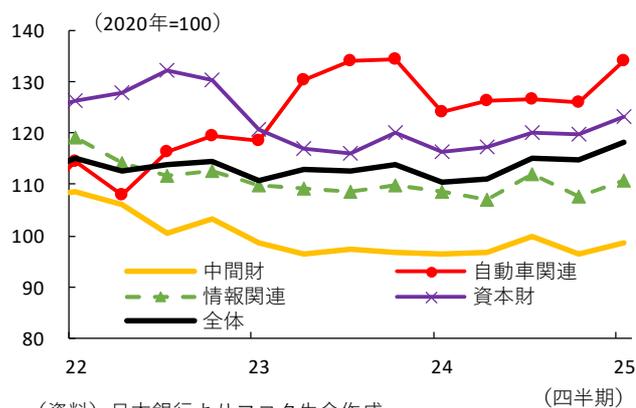
○輸出はやや減少すると見込む

輸出はサービスの輸出が増加基調にあるなか、財の輸出も持ち直している。1～3月期のGDP統計上の実質輸出は前期比0.6%減となった。内訳では財の輸出が同0.4%増となったものの、サービス輸出は知的財産権の使用料や研究開発サービス等の減少から同3.4%減となった。日銀が公表する1～3月期の財の実質輸出額では、前期比で3.1%増となった。財別にみると、米国の関税引き上げ前の駆け込み需要による押し上げ効果もあるものの、自動車関連や資本財などが持ち直している(図表8)。なお、数量ベース(財務省の貿易統計の数量指数)でも緩やかに持ち直している。地域別にはEU向けが減少傾向にあるものの、中国向けやアジア向けがやや持ち直している。

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。既に鉄鋼・アルミニウム、自動車・同部品に対する25%の品目別課税のほか、品目別課税の対象外品目に対して相互関税の基本税率(10%)が賦課されている。さらに、4月9日から90日間の延期となっている相互関税の国別追加税率(日本は14%)が今後、発動される可能性もある。これらの関税は徐々に米国における企業間取引価格、小売価格を上昇させて需要の減少に繋がり、結果として日本から米国への輸出数量を減少させるだろう。

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下支えとなるものの、日本の25年度の財輸出は減少を見込んでいる。

図表8. 実質輸出額の推移



インバウンドについて、足元の訪日外客数は中国からの大幅増に加えて、米国や韓国、台湾などからも堅調であり、全体として前年同期比で1割程度の増加となっている。一人当たりの消費額はトランプ政権の関税政策を受けた株価下落の影響もあってか、このところやや勢いが削がれているが、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9.9兆円と想定している。

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

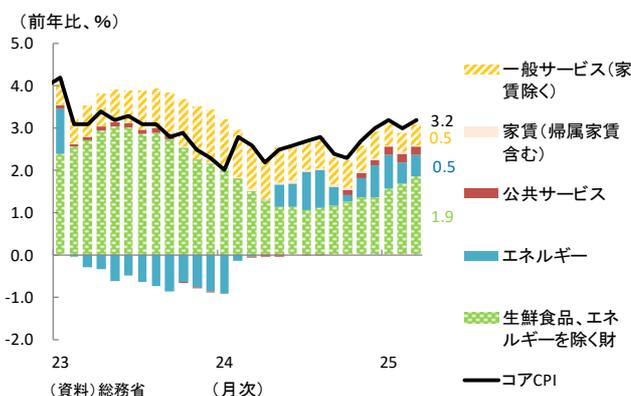
消費者物価は足元で上昇率がやや加速している。コアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）の上昇率は3月に前年比+3.2%へと加速した（図表9）。その主因は生鮮食品、エネルギーを除く財（特にコメなどの食料品）の値上がりである。なお、政府の電気・ガス料金負担軽減支援事業により、一般家庭向け（低圧）電力契約に対して1~2月使用分には1kwhあたり2.5円、3月使用分には同1.3円が補助される（CPIへの反映は1ヵ月遅れ）。24年の同時期の補助額からは縮小されており、エネルギー価格は小幅なプラス寄与となっている。一般サービス（家賃除く）の価格は安定的に推移している。

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。これまでの原油価格の低下に加え、多少の円安修正もあって川上部門における物価上昇率が減速しており、今後は川下部門への波及も見込まれる（図表10）。また、米ドルへの信認の低下により、今後も緩やかにドル安・円高が進むとの予想のもと、輸入物価の上昇率は一段と低下するだろう。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。また、いわゆる高等学校等の授業料無償化も計算上は消費者物価の下落要因となる。

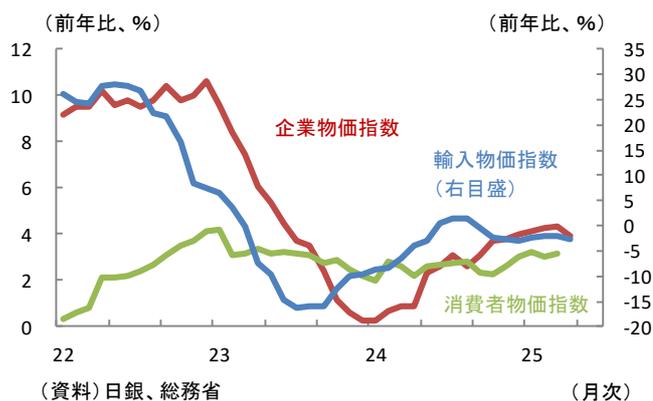
ドル円レートの見通しの修正と高等学校等の授業料無償化などを反映し、2025年度のコアCPI上昇率の予測は前回2月予測から0.2ポイント下方修正して+2.1%、2026年度は0.1ポイント下方修正して+1.8%とした。

トランプ政権による米国内での化石燃料の増産政策はエネルギー価格の安定に寄

図表9. 消費者物価指数の推移



図表10. 輸入物価の波及



与するだろう。また、米国の仲介などでウクライナとロシアの間に停戦合意が成立すれば、世界的な食料やエネルギーの供給不安を和らげる要因となる。ただし、地球温暖化などによる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。

金融政策について、日銀は5月1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・展望レポートでは各国の通商政策等の影響を受けて、25・26年度の成長率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率の見通しが下方修正された。決定会合後の記者会見で植田総裁は、「賃金と物価の好循環は続いているものの、基調的な物価上昇率はこれまでのように単調に2%に収束するのではなく、一旦は足踏みを予想している」「中心的な見通しの確度がこれまでほど高くない」旨を発言した。日銀は米国の関税政策が日本経済に及ぼす影響に配慮しつつも、徐々に目標とする安定的な物価上昇に近づいていることから、これまでよりも緩やかなペースで利上げを続けるだろう。

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	2.8	2.0
民間最終消費	3.1	2.9	2.3	2.4	2.1
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	4.5	3.5	3.3	2.5	2.0
財貨・サービスの輸出	13.3	4.2	4.8	▲ 2.7	▲ 0.5
財貨・サービスの輸入	23.3	▲ 2.6	2.8	▲ 5.1	▲ 0.7

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	0.6	0.8	0.6	0.7
民間需要	1.9	▲ 0.5	0.9	0.5	0.5
民間最終消費	1.4	▲ 0.2	0.4	0.3	0.3
民間住宅投資	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0
民間設備投資	0.7	▲ 0.0	0.4	0.2	0.2
公的需要	▲ 0.0	▲ 0.2	0.4	0.2	0.2
政府最終消費	0.2	▲ 0.2	0.3	0.1	0.1
公的固定資本形成	▲ 0.3	▲ 0.0	0.1	0.0	0.0
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.7	1.4	▲ 0.4	▲ 0.2	0.0
財貨・サービスの輸出	0.9	0.7	0.3	▲ 0.3	0.4
財貨・サービスの輸入	▲ 1.6	0.7	▲ 0.7	0.1	▲ 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】

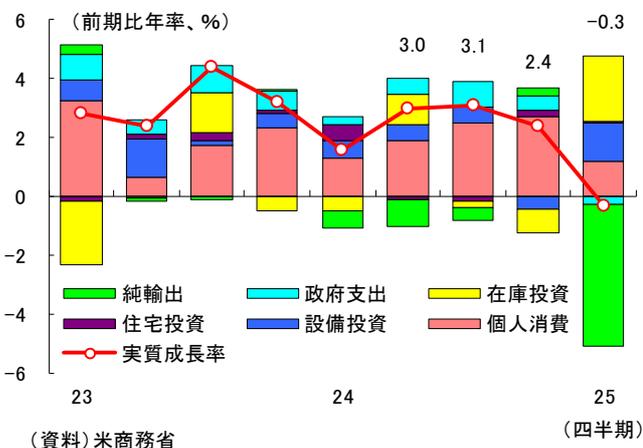
米国の2025年1～3月期（一次推計）の実質GDP成長率は、前期比年率▲0.3%と24年10～12月期の同+2.4%から大きく低下し、2年ぶりのマイナス成長となった（図表13）。もっとも、1～3月期の成長率がマイナスとなった主因は関税引き上げ前の駆け込みによる輸入の大幅増であり、基調としては米国経済は緩やかな減速と考えている。需要項目別にみると、個人消費は同1.8%増となった。好調だった年末セールスの反動もあって前期の同4.0%増からは減速

したものの、底堅く推移した。前期に同6.2%増を記録した財消費は耐久財を中心に減速して同0.5%増となり、サービス消費は前期から幾分減速したものの、医療サービスや住宅関連サービスへの支出を中心に同2.4%増となった。一方、設備投資は同9.8%増と力強く伸びた。情報処理機器への投資が大幅増となったほか、ソフトウェアなどへの投資も増加した。住宅投資は同1.3%増と2四半期連続の増加となった。FRB（連邦準備制度理事会）のこれまでの利下げを受けて住宅ローンの金利水準はやや切り下がっており、住宅投資は持ち直し基調が続いている。民間在庫投資は輸入の急増を背景に+2.3ポイントの寄与となった。輸出は前期比年率1.8%増となった。内訳では財輸出が同3.2%増、サービス輸出が同0.7%減である。輸入は同41.3%増となった。内訳では財輸入が同50.9%増、サービス輸入が同8.6%増である。この結果、純輸出の寄与度は▲4.8ポイントと大幅なマイナスとなった。政府支出は同1.4%減と11四半期ぶりのマイナスとなった。国防支出などが減少した。

雇用・所得環境は、良好な状態を維持している。4月の非農業部門雇用者数は前月差17.7万人増となった。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15.5万人であり、好調の目安と言われる15万人を超えている。4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。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、概ね横ばいとなっている。こうしたなか、4月の平均時給は前年比+3.8%と安定的に推移している（3月、2月はそれぞれ+3.8%、+3.9%）。1～3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+3.6%（10～12月期同+3.8%）と、緩やかに減速しつつも堅調な伸びが続いている。

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しつつある。ミシガン大学の調査による5月（速報値）の期待インフレ率（今後1年）は7.3%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50.8とやや弱含んでいる。

図表13. 米国実質GDP成長率の推移



3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、3年ぶりに3%を割った。もっとも、今後については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の目標である+2%への低下にはまだ時間がかかりそうだ。

米国経済は、今後も減速するものの、底堅く推移するだろう。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、良好な雇用・所得環境が続くなか、個人消費の大幅な落ち込みは避けられる見込みである。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、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、鉄鋼・アルミニウム、自動車・同部分品に対する25%の追加関税のほか、それ以外の品目についても4月5日から10%の包括的な追加関税を開始した。なお、4月9日から開始予定だった国別の追加税率は、発動が90日間の延期となっている（ただし、中国は5月14日から90日間）。国別の追加税率については、米国と各国との交渉によりある程度の引き下げが想定されるものの、現状の個別品目への追加関税と世界共通の10%の追加関税は維持される可能性が高いと思われる。設備投資は、好調な企業収益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、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おり、今後も持ち直しが続くだろう。輸出は、中国などによる報復関税の影響からやや減速すると見込んでいる。一方、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4~6月期は1~3月期に急増した輸入の反動減もあって前期比年率+2.6%と高めの伸び率を予測している。ただしその後は関税引き上げにともなう物価上昇が個人消費を鈍化させ、成長率は減速していくだろう。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、関税引き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、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。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。

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、除外品目の拡大や国別の追加税率の引き下げなど、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。

【欧州経済】

ユーロ圏の25年1～3月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%（年率換算+1.3%）と、緩やかな成長が続いている（図表14）。

執筆時点（5月20日）では需要項目別の内訳は未公表であるものの、輸出の増加（米国の関税引き上げ前の駆け込みなどによる）や個人消費の増加（実質賃金の増加などによる）が寄与したと思われる。主要国の成長率（括弧内：10～12月期の成長率）は、ドイツが前期比+0.2%（同▲0.2%）、フランスが同+0.1%（同▲0.1%）、イタリアが同+0.3%（同+0.2%）、スペインが同+0.6%（同+0.7%）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3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。

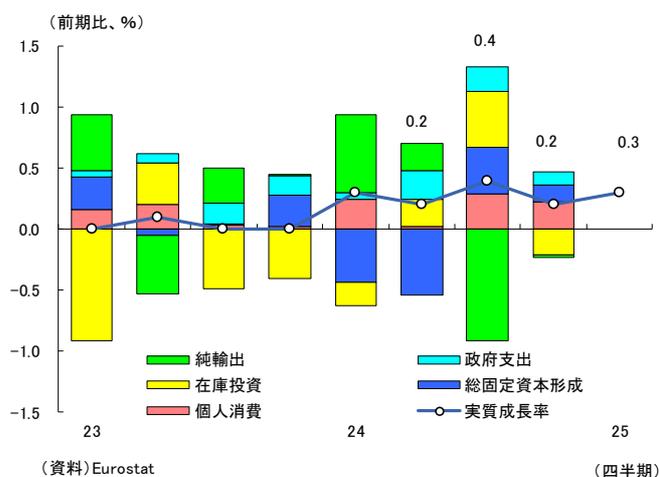
4月のユーロ圏のコアHICP（食品とエネルギーを除く消費者物価指数）の上昇率は前年比+2.7%と、サービスを中心に3月の同+2.4%からやや加速した。もっとも、工業製品の価格上昇率は安定しており、エネルギー価格の低下もあって、食品とエネルギーを含むHICP全体としては前年比で2%近くの上昇率を維持している。今後のコアHICP上昇率の見通しについては、トランプ政権による関税引き上げに対するEU（欧州連合）の報復関税が上昇要因となる可能性はあるものの、ドルへの信認の低下にともなうユーロ高は逆に抑制要因となるため、安定した推移を見込んでいる。

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（預金ファシリティ金利）は1.75%（現在の水準から計0.50%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き上げの帰趨がある。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。

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1～3月期の実質GDP成長率は前年比+5.4%と、24年10～12月期から横ばいとなった（図表15）。ただし前期比では+1.2%と、10～12月期の同+1.6%から幾分減速している。名目成長率は前年比+4.6%と、10～12月期から横ばいとなった。1～3月期の経済指標をみると（以下、括弧内は前年1～12月期の値）、小売売上高は前年比4.6%増（同3.5%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4.6%増（同3.2%増）、飲食は同4.7%増（同5.3%増）である。

固定資産投資は前年比4.2%増（同3.2%増）と加速した。内訳をみると、インフラ投資が同5.8%増（同4.4%増）と全体を牽引した。低迷が続く不動産開発投資は同9.9%減（同10.6%減）と僅かながら改善した。輸出（ドル建）は同5.7%増（同5.9%増）と米国の関税引き上げ前の駆け込みあり、堅調に推移している。

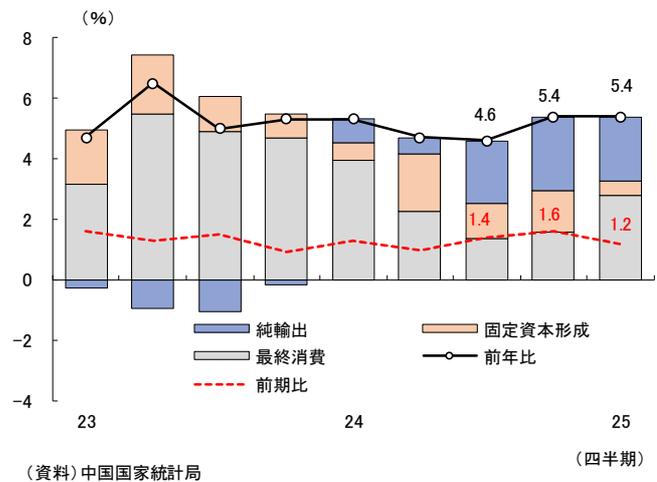
25年3月5日から11日にかけて開催された全国人民代表大会（全人代）における政府活動報告で、25年の実質GDP成長率の目標を24年と同じ「5%程度」とするなどの経済政策が発表された。財政政策は「積極的」から「一段と積極的」に引き上げられ、超長期国債で1.3兆元を調達（24年は1.0兆元）して、重点戦略事業に0.8兆元、内需促進（買い替え支援）に0.5兆元を使用すること、専項債（インフラ建設用地方債）発行額の4.4兆元への拡大（24年は3.9兆元）などが盛り込まれた。金融政策も「穏健的」から「一段と積極的」へと、緩和姿勢が強化されている。なお、24年の中国の名目GDPは約135兆元（円換算で約2,800兆円）である。

4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+0.5%と低位で推移している。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、当面は低位での推移が続くと想定される。

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。米国の関税引き上げを受け、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、今後の米中間の関税交渉などがある。5月14日から90日間、発動が延期されている相互関税の国別の追加税率（24%）の帰趨などが重要である。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。

図表15. 中国実質GDP成長率の推移



以上