

2025年2月21日

2024・2025・2026年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 1～3月期はマイナス成長となるが、その後は緩やかな成長が続くだろう ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2024・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】

2024年度 +0.8%（前回+0.4%）、2025年度+0.9%（前回+0.9%）、2026年度+0.8%

○ 10～12月期は輸入の減少に押し上げられた高い成長率

2024年10～12月期の実質GDP成長率は、前期比+0.7%（年率+2.8%）と3四半期連続のプラス成長となった。ただし、成長率は輸入の減少によって大きく押し上げられている。個人消費は、冬の賞与の増加を背景に白物家電などが好調だったものの、米などの値上がりから食料品などが低迷し、低い伸びにとどまった。一方、輸出がサービスを中心に増加し、半導体関連の設備投資も増加するなど、企業部門は堅調に推移している。

○ 1～3月期はマイナス成長となるが、その後は緩やかな成長が続くだろう

米国経済は、幾分減速するものの、堅調に推移するだろう。個人消費は雇用・所得環境が良好に推移するものの、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。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。

日本経済は、輸入の減少を主因として高成長となった10～12月期の反動により、1～3月期にマイナス成長となるものの、その後は緩やかな成長が続くだろう。食料品など、多くの商品の値上げが家計の負担となっているものの、良好な雇用環境に加えて、実質賃金の安定的な上昇が実現していくため、個人消費は持ち直しが続くと思込んでいる。2025年の春闘については、賃上げ率が2024年を若干上回る水準で着地すると考えている。設備投資は、堅調な企業収益を背景に緩やかに増加するだろう。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なか、半導体需要の回復や中国における経済対策の効果もあって、財輸出も持ち直しが続くだろう。

○ トランプ政権による更なる関税引き上げなどが見通しの変動要因

米国のトランプ政権は中国製品への一律の追加関税や各国からの鉄鋼・アルミニウムに対する追加関税を発表した。今後、関税率の更なる引き上げや対象品目の拡大により、米国でのインフレが加速するとともに、世界的に報復関税の応酬が激化し、日本からの財の輸出にもマイナスの影響を及ぼす可能性がある。

○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、藤巻 淳

TEL (03) 3593-7576

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

図表1. 2024・2025・2026年度 経済見通し

(前年比、%)

	2023 年度 実績	2024年度予測		2025年度予測		2026年度 予測
			前回 2024年11月 時点		前回 2024年11月 時点	
名目国内総生産（兆円）	595.2 4.9	616.9 3.7	614.9 3.1	636.4 3.2	633.4 3.0	652.7 2.6
実質国内総生産（兆円）	555.9 0.7	560.4 0.8	560.2 0.4	565.3 0.9	565.4 0.9	570.0 0.8
内 需	▲ 0.7	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
民 間 需 要	▲ 0.5	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
民間最終消費	▲ 0.4	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6
民間住宅投資	0.8	▲ 1.3	▲ 1.4	0.6	0.5	▲ 0.0
民間設備投資	▲ 0.1	1.8	1.4	1.5	1.3	1.5
公 的 需 要	▲ 0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
政府最終消費	▲ 0.8	1.3	0.7	0.7	0.7	0.7
公的固定資本形成	▲ 0.3	1.2	1.2	0.5	0.5	0.5
財貨・サービスの純輸出	1.4	▲ 0.3	▲ 0.4	0.1	0.1	0.1
財貨・サービスの輸出	2.9	1.8	1.7	2.2	2.2	2.0
財貨・サービスの輸入	▲ 3.3	3.2	3.9	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	▲ 1.9	▲ 0.4	▲ 0.5	1.8	1.9	1.6
国内企業物価指数	2.4	2.4	1.6	0.7	0.6	0.8
消費者物価指数	3.0	2.9	2.6	2.2	2.1	1.8
消費者物価（除く生鮮）	2.8	2.6	2.4	2.3	2.2	1.9
貿易収支（兆円）	▲ 3.7	▲ 3.4	▲ 5.2	▲ 2.4	▲ 3.8	▲ 1.5
経常収支（兆円）	26.6	30.2	28.9	30.8	30.1	31.1
名目賃金指数	1.3	3.3	3.1	3.2	3.0	3.0
完全失業率（%）	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3
住宅着工戸数（万戸）	80.0	79.8	80.1	80.0	80.3	80.0
為替レート（¥/\$）	144.6	152.3	151.6	146.7	146.7	141.7
原油価格（\$/b）	85.5	82.0	81.8	79.4	82.6	79.4
米国実質成長率	2.9	2.8	2.8	2.4	2.4	2.0
中国実質成長率	5.2	5.0	4.8	4.6	4.5	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

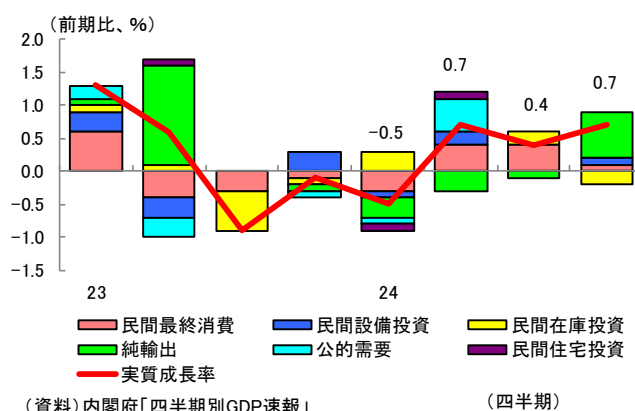
○10～12月期の実質GDP

2月17日に発表された2024年10～12月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比+0.7%、年率換算+2.8%と3四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0.1%増と3四半期連続の増加となった。住宅投資は同0.1%増と3四半期連続の増加となった。設備投資は同0.5%増と2四半期ぶりの増加となった。在庫投資の寄与度については、▲0.2ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形成

が同0.3%減と2四半期連続の減少となり、政府消費は同0.3%増と4四半期連続の増加となった。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。輸出は石油製品や研究開発サービスなどの増加から同1.1%増と3四半期連続の増加となり、輸入は医薬品や電子部品等の減少から同2.1%減と3四半期ぶりの減少となった。この結果、外需寄与度は同+0.7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+0.6%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



○1～3月期はマイナス成長となるが、その後は緩やかな成長が続くだろう

米国経済は、幾分減速するものの、堅調に推移するだろう。個人消費は雇用・所得環境が良好に推移するものの、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。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。

日本経済は、輸入の減少を主因として高成長となった10～12月期の反動により、1～3月期にマイナス成長となるものの、その後は緩やかな成長が続くだろう。食料品など、多くの商品の値上げが家計の負担となっているものの、良好な雇用環境に加えて、実質賃金の安定的な上昇が実現していくため、個人消費は持ち直しが続くの見込みである。2025年の春闘については、賃上げ率が2024年を若干上回る水準で着地すると考えている。設備投資は、堅調な企業収益を背景に緩やかに増加するだろう。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なか、半導体需要の回復や中国における経済対策の効果もあって、財輸出も持ち直しが続くだろう。

10～12月期の成長率は、輸入の減少を主因に当社の前回予測を上回り、また、4～6月期および7～9月期の成長率も上方修正されたため、2024年度の成長率予測を引き上げた。ただし、10～12月期における輸入の減少は一時的と考えており、1～3月期には輸入の反動増が生じるだろう。

2024年度の実質GDP成長率予測は前回予測から0.4ポイント上方修正して+0.8%、2025、26年度はそれぞれ前回予測を据え置いて+0.9%、+0.8%と見込んだ。2025年1～3月期の成長率は前期比▲0.4%（年率▲1.5%）と見込んでいる。

○トランプ政権による更なる関税引き上げなどが見通しの変動要因

米国のトランプ政権は中国製品への一律の追加関税や各国からの鉄鋼・アルミニウムに対する追加関税を発表した。今後、関税率の更なる引上げや対象品目の拡大により、世界的に報復関税の応酬が激化し、米国でのインフレが加速するとともに、日本からの財の輸出にもマイナスの影響を及ぼす可能性がある。一方、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、食料やエネルギー供給、およびインフレ再加速への不安を和らげる要因となる。

◇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、持ち直しが続くだろう。

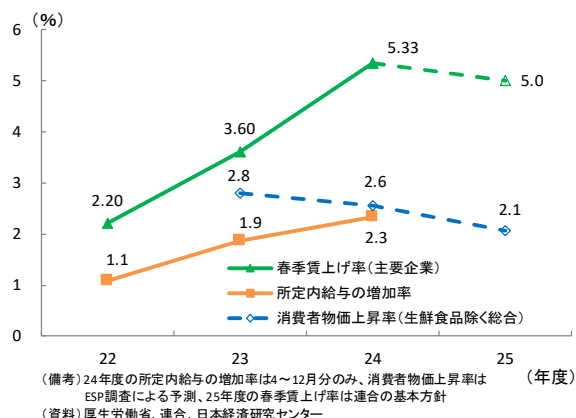
雇用環境は緩やかに改善している。12月の失業率（季節調整値）は前月から0.1ポイント低下の2.4%と、低い水準で推移している。労働参加率は僅かながら上昇傾向にあり、12月は63.7%、就業者数も緩やかな増加傾向にあり12月は6,822万人となった。同月の欠員率（企業のなかで空席となっているポジションの割合）は3.6%、雇用失業率は2.7%であり、雇用の需給バランスは需要超過となっている。

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緩やかに上昇するなかでも、低い水準にある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12月調査における全規模全産業の雇用判断DIは▲36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、2024年12月（速報値）の現金給与総額は前年比+4.8%となった。内訳をみると、冬の賞与の増加を反映して特別給与による寄与が+3.6ポイントであった（伸び率は+6.8%）。12月は現金給与総額に占める特別給与の割合が高いため、所定内給与による寄与は+1.2ポイントと低めになっているものの、伸び率では+2.7%と堅調な伸びが続く。毎月勤労統計における実質賃金（持家の帰属家賃を除く消費者物価総合指数を使用）は、冬の賞与による押し上げもあって前年比+0.6%と2ヵ月連続のプラスとなった。

今後、実質賃金の安定的な上昇が実現していくだろう。連合は2025年の春闘における賃金要求指標を定昇込みで「5%以上」としている（図表3）。一方、主要企業の経営者からは「5%から検討していく」「少なくとも6.05%だった2024年並み」などの発言も聞かれる。2月5日に公表された労務行政研究所のアンケート調査（東証プライム上場企業クラスを想定）では、2025年の賃上げ見通しは定昇込みで4.60%となっている。定昇分を1.8%程度と仮定すれば、毎月勤労統計ベースでの所定内給与の伸び率に、より関係の深いベア分は2.8%程度と計算される。さらに、2024年に関する同調査の結果は定昇込みで3.66%だったのに対し、同年の実績値は5.33%と上振

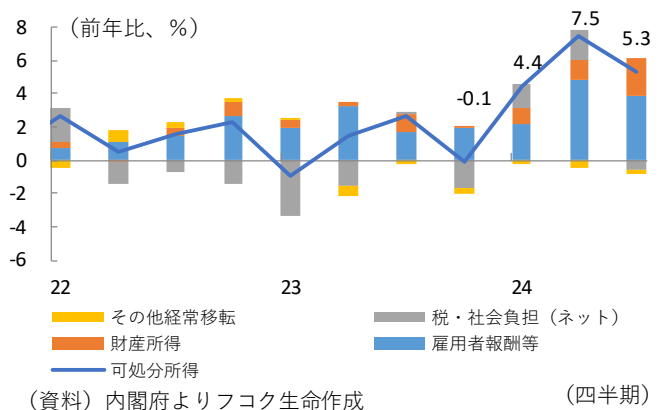
図表 3. 春季賃上げ率と所定内給与



れている。これを踏まえて、2025 年の春季賃上げ率は結果的に、前年の実績値を若干上回る水準での着地を想定している。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、実質賃金の安定的な上昇が実現していくだろう。ただし、足元の生鮮食品の値上がりなどを受けて、毎月勤労統計ベースの実質賃金は今後の数ヵ月、再びマイナスに転じる可能性が高い。安定的にプラスとなる時期としては、2025 年 4～6 月期と予測している。ちなみに、消費者物価指数について言及する際に広く使われるコア CPI（生鮮食品を除く総合）を用いて計算すれば、政府による電気代等の抑制策の再開もあって、今後も概ねゼロから若干のプラス圏での推移が見込まれる。

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 7～9 月期の家計の可処分所得は前年比 5.3% 増と高水準の伸び率が続いている（図表 4）。内訳をみると、雇用者報酬等の増加が 3.9 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 2.2 ポイントのプラス寄与である。実額では雇用者報酬等が 3.1 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。10～12 月期以降についても、所定内給与や冬の賞与の増加による雇用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が続くだろう。

図表 4. 家計の可処分所得の推移



個人消費はやや上向いている。10～12 月期の民間最終消費支出は 0.1% 増と小幅ながら 3 四半期連続の増加となった。白物家電などの耐久財への支出が同 3.6% 増となる一方、残暑の影響で秋冬物の衣料が不振だった半耐久消費財への支出は同 1.7% 減、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 0.3% 減となった。

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、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、与野党間での協議が継続している。着地点はまだ見えないものの、昨年度に実施された 1 人当たり 4 万円の定額減税に相当する、あるいはそれを超える減税規模となる可能性は低いと思われる。従って今年度の 4～6 月期を中心に、家計の可処分所得には昨年度の反動減が生じるだろう。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、消費は持ち直しが続くと思われている。

耐久財消費に含まれる自動車については、11 月からの安全・環境性能の規制強化への対応による一部車種の生産停止の影響もあって、乗用車販売台数（季調値、年率）は 7～9 月期の約 398 万台から 10～12 月期には約 387 万台へと減少した。しかし、1 月の販売台数は約 403 万台に持ち直しており、今後も底堅い推移が見込まれる。

サービス消費については、日本フードサービス協会によれば 12 月の外食産業売上高は前年比で 6.6% 増（11 月は同 10.5% 増）、客単価も前年比で 4% 程度の増加と、堅

調に推移している。12月は仕事納めが早く（27日）、パブ・居酒屋業態の売り上げが伸びなかった一方、年末年始が長期連休となって JR 旅客 6 社の新幹線や特急の利用者数が前年比 11% 増となるなか、ターミナルや観光地の喫茶業態の売り上げが好調だったという。

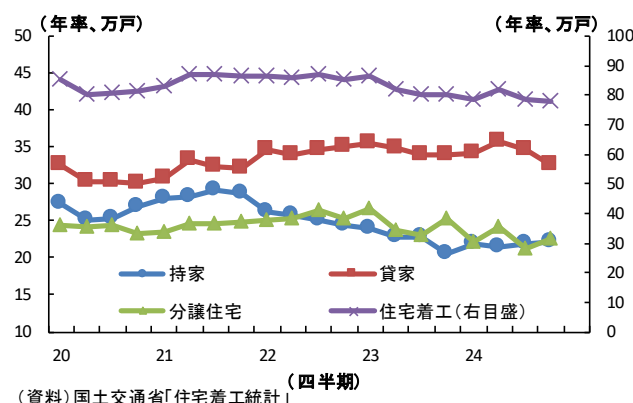
街角の景気を映す内閣府による 1 月の景気ウォッチャー調査は、現状判断 DI が前月比 ▲0.4 ポイントの 48.6 と 2 ヶ月ぶりのマイナスとなった。飲食関連や小売関連などで悪化しており、給食・レストラン事業者やスーパーなどからは米、野菜、卵など食料品の価格上昇を懸念するコメントがみられる。先行きについても「食料品、燃料費等の多くが値上げするとの予想が消費者に浸透している（衣料品専門店）」とのコメントがあり、食料品などの価格高騰は懸念材料である。

○住宅投資は徐々に下げ止まりへ

10～12 月期の住宅投資は前期比 0.1% 増と 3 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 78.0 万戸と前期比 0.4% 減少した。利用関係別の推移をみると、持家が下げ止まりつつあるものの、分譲住宅は緩やかな減少傾向が続いている（図表 5）。

住宅投資は、徐々に回復に向かうだろう。 価格高騰を背景に、マンションへの需要に陰りがみられる。不動産経済研究所によれば 2024 年の首都圏における新築分譲マンションの初月契約率は 66.9% と、販売好調の目安とされる 70% を 4 年ぶりに下回

図表 5. 新設住宅着工戸数の推移



不利な要素はあるものの、郊外に立地する広めの一戸建て物件が見直され、需要が高まりつつあると考えている。貸家についても、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、2024年から住宅ローン減税において控除対象となるローン残高の上限額が引き下げられた。ただし、一定の条件（夫婦どちらかが 40 歳未満、又は 19 歳未満の子がいる）を満たす場合には上限額が 2023 年から据え置かれることとなった。この条件を満たさない場合には実質的な金利負担額の増加要因となる。この制度は 2025 年まで延長される見通しである。2024、25、26 年度の住宅着工戸数はそれぞれ 79.8 万戸、80.0 万戸、80.0 万戸と予測している。

○設備投資は緩やかな増加基調が続く見込み

10～12月期の実質設備投資は同0.5%増と2四半期ぶりの増加となった。

今後の設備投資は建設工事などにおける人手不足が制約要因となるものの、緩やかな増加基調が続くだろう。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。日銀短観12月調査における全規模・全産業の2024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11.2%増と、この時期としては過去5年で中位の計画値である。2025年度も堅調な企業収益を背景に、引き続き設備投資への意欲はあるとみられる（図表6）。資本財の国内向け出荷指数は、7～9月期に前期比7.5%減の後、10～12月期は同8.0%増となった。設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力除く民需）は緩やかな増加傾向が続いており、10～12月期は前期比2.9%である。建設工事受注（民需）も7～9月期に前期比7.5%の高い伸びの後、10～12月期も同0.9%増となっており、今後の設備投資の増加が見込まれる。

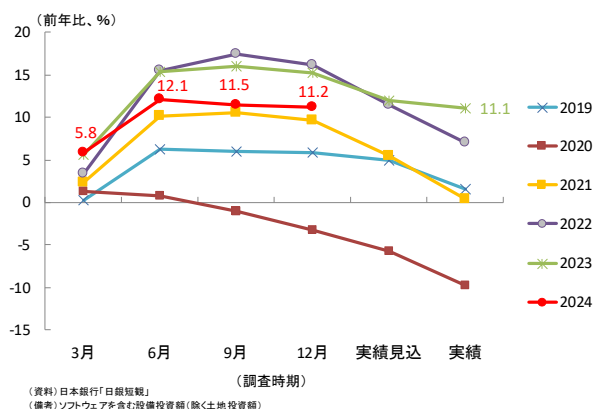
設備投資との関係が強い経常利益について、法人企業統計によって確認すると、2024年7～9月期（全産業ベース）は前期比で10.6%減となった。前年同期比でも3.3%減と7四半期ぶりのマイナスである。製造業では、海外での販売競争激化や当期の円高の影響を受けた輸送用機械などが大幅減益となって前年同期比15.1%減となった。一方、非製造業では、サービス業や情報通信業などの増益から同4.6%増となった。もっとも、10～12月期以降は為替が円安方向に戻り、販売価格の引き上げの動きも継続しているため、企業収益は増益基調を維持していると考えられる。

ただし、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。

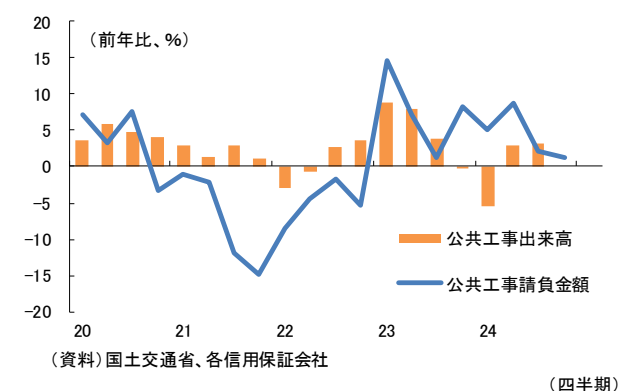
○公的固定資本形成は緩やかな増加を見込む

10～12月期の公的固定資本形成は同0.3%減と2四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、10～12月期は前年比1.2%増と伸び率は低下傾向にある（図表7）。2024年12月に閣議決定された政府の2025年度予算案では、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

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



17.4%増の 4.5 兆円である。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」が実施されている。また、人件費なども含めた防衛関係費全体は 8.7 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。

国会において少数与党の政府案がそのまま成立するとは限らないものの、公共工事に関しては請負金額の推移から増加基調は維持される見通しであり、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は緩やかな増加を見込んでいる。

○輸出は緩やかな増加を見込む

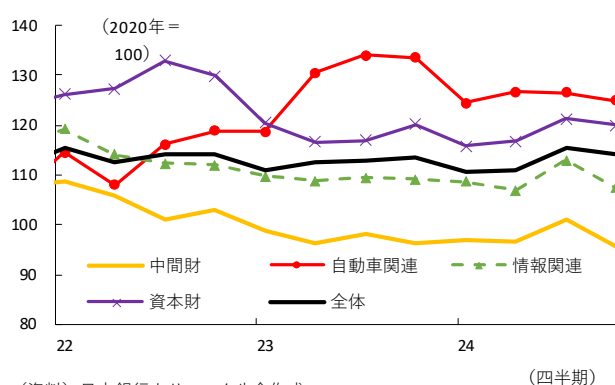
輸出はサービスの輸出が増加基調にあるなか、財の輸出も持ち直している。10～12 月期の GDP 統計上の実質輸出は前期比 1.1% 増となった。内訳では財の輸出が石油製品の増加などから同 0.1% 増、サービス輸出は研究開発サービスの増加などから同 4.1% 増となった。日銀が公表する 10～12 月期の財の実質輸出額では、前期比で 1.0% 減となった。財別にみると、好調だった 7～9 月期の反動もあって、情報関連や中間財などが減少しており、規制強化にともなう一部車種の生産停止もあって、自動車関連も足踏みした（図表 8）。なお、数量ベース（財務省の貿易統計の数量指数）では横ばい傾向が続いている。地域別には米国向けが緩やかに減速する一方、アジア向けは足元でやや持ち直している。先行きについては、電子部品の需要底入れを背景に半導体関連の緩やかな増加が見込まれる。また、中国における経済対策の効果も増加要因となり、財の輸出は持ち直し基調が続くだろう。

インバウンドについて、足元の訪日外客数は米国や韓国、台湾などからの大幅増に加え、中国からの回復も続いていることで、コロナ禍前の 2019 年を 4 割程度上回る水準で推移している。さらに、一人当たりの消費額の大幅増によりインバウンド消費は同年を 6～7 割上回る水準まで押し上げられている。2024 年の訪日外客数は 3,687 万人、インバウンド消費額は 8.1 兆円となった。2024 年 12 月に日本の外務省は中国人旅行者に対する有効期間 10 年のビザの新設や団体観光ビザの滞在可能日数の延長を発表しており、今後も中国からの回復は続くだろう。2025 年の訪日外客数は 4,400 万人、インバウンド消費額は 8.9 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なか、財輸出も持ち直し基調が続くため、全体として緩やかに増加するだろう。

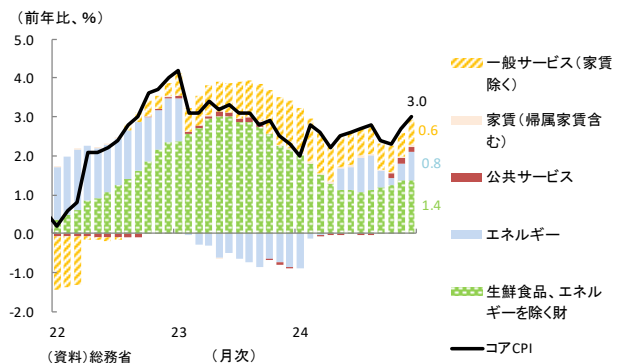
○消費者物価と金融政策の見通し

図表 8. 実質輸出額の推移



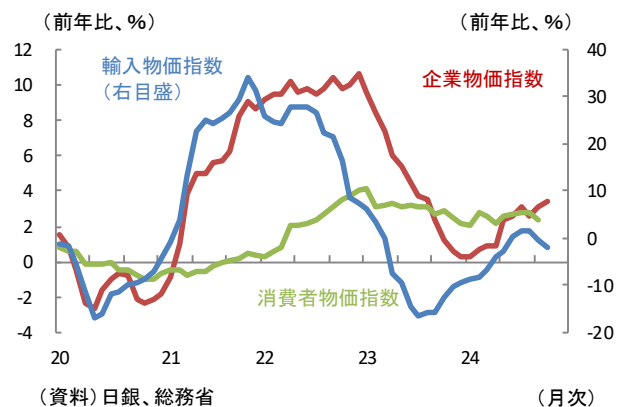
消費者物価は足元で上昇率がやや加速している。コア CPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）の上昇率は 12 月に前年比 +3.0% へと加速した（図表 9）。その主因は政府による電気代等の抑制策（酷暑乗り切り緊急支援）の打ち切り（11 月使用分から）にともなうエネルギーのプラス寄与の拡大である（CPI への反映は 1 ヶ月遅れとなる）。加えて、減反政策や天候不順から生産量が減少する一方でインバウンドの増加や小麦に対する割安感などから需要が拡大し、価格が高騰した米を含む食料品の価格上昇を背景に、生鮮食品とエネルギーを除く財のプラス寄与も拡大傾向にある。

図表 9. 消費者物価指数の推移



今後のコア CPI の上昇率は、しばらく 2% 台後半で推移した後、徐々に低下していくと見込んでいる。政府による電気代等の抑制策が再開予定であり、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。消費者物価統計には 1 ヶ月遅れで反映されるため、2～4 月のコア CPI の抑制要因となる。もっとも、2024 年の同時期における 1kwh あたり 3.5 円からは補助額が縮小されており、エネルギーは小幅のプラス寄与が残る見込みである。一方、賃金の上昇率が緩やかに加速するなかで、一般サービス（家賃除く）のプラス寄与は徐々に拡大していくと見込まれる。また、2023 年の後半からの円安の進行などを受けて輸入物価と企業物価の上昇率がやや高まっており、その一部は今後も消費者物価へと転嫁されていくだろう（図表 10）。足元における米など食料品の価格上昇を反映し、2024 年度のコア CPI 上昇率の予測は前回 11 月予測から 0.2 ポイント上方修正して +2.6%、2025 年度は 0.1 ポイント上方修正して +2.3% とした。なお 2026 年度については、日米の長期金利差がやや縮小することでドル円が緩やかに円高ドル安に動くとの予想のもと、コア CPI 上昇率は +1.9% に低下すると見込んでいる。

図表 10. 輸入物価の波及



一方、賃金の上昇率が緩やかに加速するなかで、一般サービス（家賃除く）のプラス寄与は徐々に拡大していくと見込まれる。また、2023 年の後半からの円安の進行などを受けて輸入物価と企業物価の上昇率がやや高まっており、その一部は今後も消費者物価へと転嫁されていくだろう（図表 10）。足元における米など食料品の価格上昇を反映し、2024 年度のコア CPI 上昇率の予測は前回 11 月予測から 0.2 ポイント上方修正して +2.6%、2025 年度は 0.1 ポイント上方修正して +2.3% とした。なお 2026 年度については、日米の長期金利差がやや縮小することでドル円が緩やかに円高ドル安に動くとの予想のもと、コア CPI 上昇率は +1.9% に低下すると見込んでいる。

米国におけるトランプ政権への移行とともに、日本の物価上昇率が急上昇するリスクはやや低下したように思われる。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与するだろう。今後、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が幾分は抑制される。また、米中間はともかく、日米間で関税の引き上げ合戦が生じて、日本の輸入物価を押し上げる事態は想定しづらい。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 1 月 24 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%に引き上げた。決定会合後の記者会見で植田総裁は、「国内では昨年に続き、しっかりした賃上げが実施されると判断した」「米国の新政権の動向はこれまでのところ、それほど意外なものではない」旨を発言した。1 月の経済・物価情勢展望レポートでは米価格の上昇に加え、為替円安等に伴う輸入物価の上振れもあって、2025 年度の消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率見通し（中央値）が前回の+1.9%から+2.4%へと引き上げられた。日銀は今後も、目標とする安定的な物価上昇への自信を深め、緩やかなペースでの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 1.00%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	2.8	2.3	1.7
民間最終消費	3.1	2.9	2.3	2.0	1.6
民間住宅投資	5.2	0.0	2.9	2.5	2.0
民間設備投資	4.3	3.6	3.0	2.2	2.0
政府最終消費	1.7	1.1	1.8	1.5	1.4
公的固定資本形成	4.5	3.5	3.2	2.5	2.0
財貨・サービスの輸出	13.3	4.2	4.8	▲ 0.6	▲ 0.6
財貨・サービスの輸入	23.3	▲ 2.6	3.0	▲ 1.6	▲ 0.8
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	1.4	0.7	0.8	0.9	0.8
民間需要	1.9	▲ 0.5	0.8	0.6	0.6
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	0.7	▲ 0.0	0.3	0.2	0.3
公的需要	▲ 0.0	▲ 0.2	0.3	0.2	0.2
政府最終消費	0.2	▲ 0.2	0.3	0.2	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	▲ 0.6	1.4	▲ 0.3	0.1	0.1
財貨・サービスの輸出	0.9	0.6	0.4	0.5	0.4
財貨・サービスの輸入	▲ 1.6	0.8	▲ 0.6	▲ 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

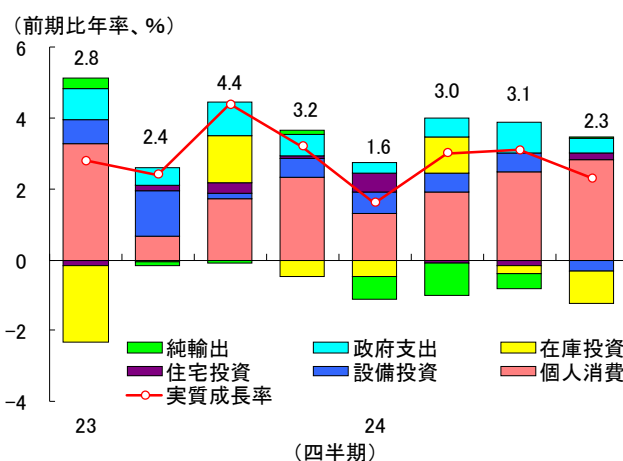
◇海外経済の現状と見通し

【米国経済】

米国経済は堅調に推移しているが、前期からはやや減速している。24年10～12月期の米国の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.3%と、前期の同+3.1%からやや減速した（図表 13）。高い賃金上昇率が続くなか、年末のセールの好調によって個人消費の伸びが加速した一方、設備投資が前期の増加の反動で減少した。

実質 GDP を需要項目別にみると、個人消費は前期比年率 4.2%増と、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。設備投資は同 2.2%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が減少した。住宅投資は同 5.3%増と、3 四半期ぶりの増加となった（前期同 4.3%減）。住宅ローン金利がやや低下したことなどが

図表 13. 米国実質 GDP 成長率の推移



（資料）米商務省

支えとなった。在庫投資は▲0.93 ポイントのマイナス寄与となった。個人消費の増加に対応し、在庫の増加が抑制された。輸出は同 0.8%減と、前期の同 9.6%増から減少に転じ、輸入は同 0.8%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+0.04 ポイントと、前期の▲0.43 ポイントからプラスに転じた。政府支出は同 2.5%増と、国防支出の縮小を背景に、前期の同 5.1%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。1月の非農業部門雇用者数は、前月差 14.3 万人増となり、前月の同 30.7 万人増から減速しているものの、このところ悪天候やストによる振れもあることから、3 ヶ月平均でみれば同 23.7 万人増と、堅調に推移している。1月の失業率は 4.0%と、前月の 4.1%から低下している。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く、高賃金を求めているの自発的離職も増えていない。雇用は均衡に近付いており、雇用環境に起因する物価上昇圧力が低減するなか、賃金の伸びは振れを伴いながらも、前年比+4%程度で安定している。1月の平均時給は前年比+4.1%（12月同+4.1%）、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+3.9%（7～9月期同+3.8%）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みられる。

物価上昇率は、緩やかな鈍化傾向が続いている。1月のコア CPI（食品とエネルギーを除く消費者物価指数）は前年比+3.3%と、22年9月の同+6.6%をピークに緩やかな鈍化傾向が続いている。

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、雇用・所得環境が良好に推移するものの、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。トランプ政権は安価な製品の流入と貿易赤字の不均衡に対する懸念から、中国製品への一律の追加関税や各国からの鉄鋼・アルミニウムに対する追加関税を発表している。こうした関税引き上げは財価格の上昇に繋がり、個人消費を減速させると見込んでいる。なお、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も署名しているが、各国との交渉を通じて大幅な関税引き上げ、報復関税の応酬といった事態に陥ることは避けられるだろう。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。トランプ政権の関税引き上げの影響を回避するためおよび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（連邦準備制度理事会）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、トランプ減税の恒久化や法人税率引き下げなどの減税政策、AI 関連の規制緩和なども実施されれば、個人消費や設備投資の追い風となるだろう。

雇用・所得環境について、経済が堅調に推移するなか、雇用の緩やかな増加が続くだろう。AI の活用などに向けた投資も引き続き行われ、労働生産性が高まることで、賃金上昇率は概ね安定した推移が続くだろう。

物価上昇率について、中国製品などへの関税引き上げが財価格の上昇に繋がることから、緩やかな鈍化にとどまるだろう。消費者物価指数（コア CPI）の上昇率は、24 年末の前年比 +3.3% から、25 年末は同 +2.8%、26 年末は同 +2.5% と予測する。

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% を予測する。その後も同 +2% 程度で安定推移が続き、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。24 年実績の同 +2.8% から緩やかな減速が続き、潜在成長率と考えられる同 +2% 前後へ徐々に近づいていくと見込む。

金融政策について、FRB はトランプ政権による関税の引き上げを受け、早期の追加利下げが困難となるだろう。25 年は 9 月～12 月に 0.25% の利下げを行うにとどまり、25 年 12 月末の政策金利（FF 金利の誘導レンジ）は 4.00～4.25% となるだろう。一方、準備預金の対 GDP 比が低下傾向にあるなか、市場流動性に対する懸念から、量的引締めは 25 年内に終了するだろう。

リスク要因として、トランプ政権における強硬派の暴走に注意が必要である。政権内での権力争いから、強硬派が暴走し、関税率の大幅な引き上げなどの強硬な通商政策が実行されるリスクがある。世界的な報復関税の応酬を招き、各国で物価上昇率が高まり、FRB を含む主要中央銀行の利下げ継続が困難となって、株安に繋がる可能性もある。

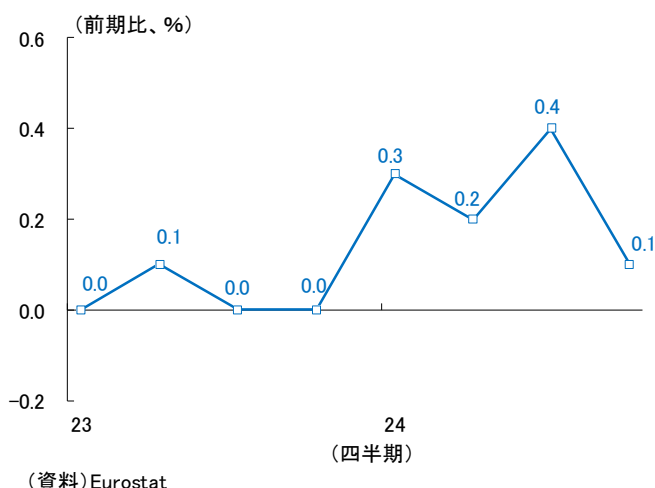
【欧州経済】

欧州経済は停滞している。ユーロ圏の24年10～12月期の実質GDP成長率は前期比+0.1%（年率換算+0.2%）と、前期の同+0.4%から減速した（図表14）。

個人消費は、サービス価格を中心とした物価上昇率の高止まりやフランスの政治混乱などをを受けて減速したとみられる。

設備投資は、域内の政治混乱や米国の次期政権の政策を巡る不透明感などから企業が慎重な姿勢を維持したことで低迷したとみられる。輸出は、米国向けが堅調に推移した一方、中国向けが弱含んだことで、横ばいとなったとみられる。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▲0.0%（同▲0.0%）、スペインが同+0.8%（同+0.8%）となった。

図表14. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



雇用・所得環境について、ユーロ圏の12月時点の失業率は6.3%と、過去最低水準での推移が続いているものの、ドイツやフランスでは失業率が緩やかに上昇している。経済の減速に加えて、域内の政治混乱や米国のトランプ政権の政策を巡る不透明感などから、雇用を抑える動きが顕在化している可能性がある。ユーロ圏の7～9月期の妥結賃金は前年比+5.4%と、4～6月期の同+3.5%から加速している。ただし、ECB（欧州中央銀行）が集計している賃金トラッカーでは、25年以降は賃金の伸び鈍化を示しており、24年で賃金の伸びはピークを打った可能性がある。

物価上昇率について、ユーロ圏の25年1月のコアHICP（食品とエネルギーを除く消費者物価指数）は前年比+2.7%と、24年9月以降横ばいの伸びが続いている。賃金上昇率のピークアウトなどから、今後も緩やかながらも鈍化傾向が続くとみられる。

欧州経済は緩やかな持ち直しが続くだろう。個人消費は、実質賃金の上昇によって緩やかに持ち直すだろう。設備投資は、ECBの利下げが支えとなり、次第に底打ちするだろう。輸出は、米国向けが堅調に推移するものの、中国向けの緩やかな減少傾向が見込まれ、概ね横ばいとなるだろう。

金融政策について、ECBは、経済の持ち直しが緩やかにとどまるなか、経済と物価上昇率の下振れリスクを考慮して、今後も利下げを続けて経済を支えたと見込む。25年3月に0.25%、4月以降は四半期毎に0.25%ずつ利下げを行い、25年12月末の主要政策金利は1.75%を見込む。量的引締めは当面継続すると見込む。

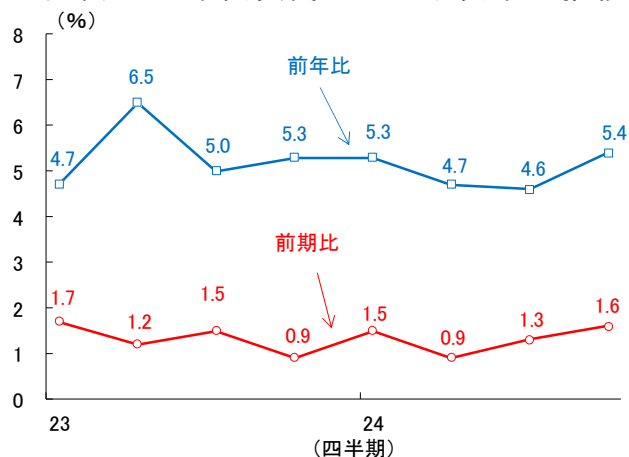
リスク要因として、以下の2点に注意が必要である。1点目は、米国のトランプ政権がユーロ圏向けの関税を引き上げ、ユーロ圏の輸出や生産、設備投資が下振れするリスクである。2点目は、欧州域内の政治を巡る混乱によって設備投資を中心に経済の下押しが続くリスクである。25年2月23日にドイツ総選挙が行われるが、ここで極右勢力が拡大すれば、域内政治の混乱が更に深まり、不確実性の高まりから企業の投資が抑制され続ける可能性がある。

【中国経済】

中国経済は持ち直しの動きがみられる。24 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年比＋5.4%と、前期の同＋4.6%から伸びが加速した（図表 15）。1～12 月期の通年では前年比＋5.0%となった。ただし、家計の実感に近い名目 GDP は 24 年通年で同＋4.2%と、2 年連続で実質 GDP の伸びを下回り、中国経済は厳しい状況が続いている。

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。内訳では商品が同 3.2%増（同 3.0%増）と、耐久財の買い替え支援策によって伸びが加速した。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 15. 中国実質 GDP 成長率の推移



（資料）中国国家統計局

中国経済は緩やかな減速が続くだろう。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 月に強化されたことを受け、当面は持ち直しの動きが続くだろう。ただし、雇用環境の明確な改善がみられないなか、個人の節約志向が続いていることや、米国の中国製品への関税引き上げの動きを踏まえ、企業の投資意欲が大きく高まることは見込みにくいため、個人消費と設備投資は次第に減速するだろう。住宅投資は、人口減少が続くなか、明確な改善は見込みにくく、低迷が続くだろう。輸出は、24 年に米国向けが増加した反動と、米国による中国製品への関税引き上げを受けて、米国向けを中心に弱含むだろう。

雇用・所得環境について、経済の緩やかな減速が続くため、明確な改善は見込みにくい。物価上昇率について、1 月のコア CPI は前年比＋0.6%と、低い伸びが続いている。需要喚起の値下げが行われており、今後も低めの伸びが続くだろう。

実質 GDP 成長率の見通しについて、25 年は前年比＋4.6%（前回 11 月予測：同＋4.5%）、26 年は同＋4.3%（前回予測：同＋4.2%）と、緩やかな減速が続くと予測する。24 年の実績は同＋5.0%と、前回 11 月予測の同＋4.8%を上回ったことなどから、25 年の予測を上方修正した。また、24 年 9 月に発表された退職年齢の引き上げが労働力人口の減少ペースを緩やかにすると見込み、26 年の予想を上方修正した。

金融政策について、中国人民銀行は追加の利下げを行うと見込む。個人消費や設備投資の反動減が見込まれることや、米国のトランプ政権の関税政策に対して、緩やかな金融環境を維持することで、経済成長を支えるだろう。

リスク要因として、引き続き不動産を中心とした不良債権の動向に注意が必要である。今後も人口減少が続くため、住宅需要が明確に上向く可能性は低い。住宅ローン頭金割合の引き下げなどの支援策が将来の不良債権増加に繋がる可能性もある。

以上