

2024 年 12 月 23 日

主要国経済 Outlook

2025 年 1 月号 (No. 458)

経済調査部
ニューヨークリサーチセンター
ロンドンリサーチセンター

[目次]

Overview 2

2025 年の世界経済～正常化を目指すもインフレ再燃に注意

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光

2025 年の日本経済 3

1%台半ばのプラス成長を見込むも「トランプ 2.0」で不確実性大きい

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司

2025 年の米国経済 15

ソフトランディング継続を想定も、「トランプ氏次第」か

経済調査部 主任研究員 矢作 大祐
ニューヨークリサーチセンター 研究員 藤原 翼

2025 年の欧州経済 26

巡航速度での成長回帰も、リスクは下方向

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 橋本 政彦

2025 年の中国経済 38

注目点は①不動産不況の行方、②トランプ 2.0 vs 内需拡大

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

各種レポートは大和総研ウェブサイトでもご覧いただけます。

URL は <https://www.dir.co.jp/report/index.html> です。

Overview

2025 年の世界経済～正常化を目指すもインフレ再燃に注意

佐藤 光

2024 年も変革の一年だった。主な変化のひとつは、各地で相次ぎ実施された国政選挙の結果、日米欧をはじめ幅広く政権の枠組みが変化したことだ。これは政府の政策の変化に直結する。もうひとつの変化は、日米欧中の四極それぞれで金融政策が方向転換してきたことだ。

2025 年に向けて起こり始めた変化の中でも、米国大統領に再登板するトランプ氏の政策は、最も注目されるだろう。貿易協定を締結しているカナダやメキシコに対しても関税賦課を持ち出す同氏の姿は、自由貿易体制は同盟国間であっても容易に形骸化し得ることを知らしめた。仮に関税引き上げが実施されれば、各国間での保護主義政策の応酬に発展するおそれがある。

政治の変化は、世界の企業行動にも影響しよう。供給体制の構築については、生産性向上やコスト削減といった従来の正攻法よりも、自国優先や経済安全保障優先への対応が一層強まる可能性がある。これに、主に先進国の労働力を支えている移民を排除する動きが加わると、現在見られる供給制約の拡大や一部の長期化を余儀なくされる懸念が大きくなる。

財政政策への注目度も高まる。今年の選挙において当時の与党が軒並み苦戦したように、国民の間で生活不安や不満が高まり、新政権には対処が求められている。減税等の税制改革や公共投資の拡大、補助金の支給など方法は様々だが、拡張的な財政政策への要求は強い。これらの実施には、財政不安や過度の金利上昇を招かないようなバランスへの配慮が不可欠となる。

以上に対して、西側諸国では基本的に政治から独立している金融政策は、対応が難しい局面が続く。日米欧中の四極で足元の金融緩和への積極性を測ると、中国＞欧州＞米国＞日本の順となるが、四極間での金融政策のスタンスの差は当面広がっていくとみられる。まちまち金融政策の方向性は、きっかけ次第でマーケットの大きな変動をもたらし得るだろう。

これらの様々な変化の帰結として、各国の経済が、目指されている正常化（ポストインフレ）に至るのかについては、不確実性が高いと考えざるを得ないだろう。むしろ、望ましくないインフレ再燃の芽は多いことから、2025 年も動向に細心の注意を払わなければならない。

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞（2024 年 12 月 20 日時点）

	(%)				(前年比%)							
	2024年				2025年				2022年	2023年	2024年	2025年
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	(下線及び斜字は年度)			
日本	-2.2	2.2	1.2	1.8	2.4	1.3	1.0	1.0	0.9	1.5	-0.1	1.6
									<u>1.4</u>	<u>0.7</u>	<u>0.6</u>	<u>1.4</u>
米国	1.6	3.0	3.1	2.5	2.2	2.0	2.1	2.2	2.5	2.9	2.8	2.3
ユーロ圏	1.2	0.7	1.7	0.7	1.4	1.5	1.4	1.3	3.4	0.4	0.8	1.3
英国	2.8	1.8	0.6	0.4	1.7	1.8	1.8	1.7	4.3	0.3	0.8	1.4
中国	5.3	4.7	4.6	4.9	4.3	4.8	4.4	4.6	3.0	5.2	4.9	4.5
ブラジル	2.6	3.3	4.0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.0	3.2	3.5	2.2
インド	7.8	6.7	5.4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>7.0</u>	<u>8.2</u>	<u>6.5</u>	<u>6.7</u>
ロシア	5.4	4.1	3.1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-1.2	3.6	4.0	1.5

(注) グレー部分は予想値、それ以外は実績値。四半期伸び率は、中国、ブラジル、インド、ロシアは前年比、それ以外は前期比年率。

(出所) 各種統計より大和総研作成

2025 年の日本経済

1%台半ばのプラス成長を見込むも「トランプ 2.0」で不確実性大きい

神田 慶司
田村 統久
山口 茜
秋元 虹輝

[要約]

- 2024 年の日本経済は、自然災害や自動車の工場稼働停止、実質賃金の回復の遅れなどあって停滞感が強かった。訪日外客数の増加は続いたが、中国の景気減速などを背景に中国人訪日客数は伸び悩んだ。2024 年の日本の実質 GDP 成長率は▲0.1%と、主要 7 カ国 (G7) の中で最も低い伸びになる見込みだ。他方、賃金・物価上昇の持続性が高まったことを受け、日本銀行 (日銀) は利上げを実施するなど金融政策の正常化が進んだ。
- 2025 年の実質 GDP 成長率は+1.6%と見込んでいる。「成長のゲタ」を除くと+1.0%で、実態としては緩やかな回復を想定している。所得環境の改善などにより個人消費が増加に転じるほか、今後 3 年程度で 7 兆円弱の経済効果が見込まれる石破茂政権の総合経済対策も景気の押し上げ・下支え要因になるだろう。「103 万円の壁」の引き上げ (課税最低限を 123 万円に、特定扶養控除対象年収を 150 万円に引き上げ) で、個人消費は 0.7 兆円程度押し上げられると試算される。
- 日本経済および世界経済の先行きにおける最大の不透明要因は、米国のトランプ次期政権の政策 (「トランプ 2.0」) だろう。トランプ氏は 2024 年 11 月 25 日、中国への 10% の追加関税と、カナダとメキシコへの 25% の関税を SNS 上で発表した。仮に実現すると、日本の実質 GDP への影響は最大で▲1.4%程度と試算される。米中対立の更なる激化や、経済安全保障の強化による経済活動の抑制も懸念される。ドル円相場は「トランプ 2.0」で大きく変動し得るが、2025 年は日米金利差の縮小継続が見込まれることなどを踏まえると、円安よりも円高への警戒が必要だろう。

1. 2024 年の日本経済の回顧

自然災害や自動車の工場稼働停止、実質賃金の回復の遅れもあって停滞感の強い年に

2024 年の日本経済は停滞感が強かった。実質 GDP 成長率は▲0.1%の実績見込みで、主要 7 カ国（G7）の中で最も低い伸びになりそうだ（図表 1）。ただし、物価高が続いたことで名目ベースでは+2.7%となり、企業収益は過去最高を更新する見込みである。

国内では、元日に令和 6 年能登半島地震が発生し、夏から秋にかけて台風や記録的な豪雨などの自然災害にも見舞われた。さらに、認証不正問題に伴う一部自動車メーカーの工場稼働停止が国内の生産活動を大きく下押しした。

春闘での賃上げ率は 2 年連続で前年を大幅に上回った。日本労働組合総連合会（連合）が集計した賃上げ率（定期昇給相当込み）は加重平均で 5.1%と 33 年ぶりの高水準となった。賃金・物価上昇の持続性が高まったことを受け、日本銀行（日銀）は 3 月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みおよびマイナス金利政策の撤廃などを決めた。7 月には短期金利 0.25%への引き上げを決め、長期国債買入れの減額計画も示した。金融政策の正常化が進み始めたことで、長期金利（新発 10 年物国債利回り）は下半期にかけて 1%前後で推移した。

賃金上昇が物価高に追い付かず、実質賃金の前年比は 2024 年に入ってもマイナス圏で推移していたが、春闘での賃上げなどにより年央にかけて底入れした。1 人あたり実質雇用者報酬（季節調整値）は 4-6 月期に 10 四半期ぶりに前年比プラスに転じ、7-9 月期はプラス幅が拡大した。また、2022 年秋から増加が続く訪日外客数は増加ペースが鈍化したものの過去最高を更新した。

図表 1：2024 年の日本経済の状況

国内	海外
✓ 能登半島地震や台風などの 自然災害 ✓ 自動車の 工場稼働停止 ✓ 賃金・物価上昇の継続で 日銀が利上げ ✓ 下落基調にあった 実質賃金の底入れ ✓ 訪日外客数が過去最高更新	✓ 欧米での 利下げ開始 ✓ 米国経済が想定以上に堅調 ✓ 中国の不動産不況の継続 ✓ 中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫 ✓ シリコンサイクル（世界の半導体市場）の回復
✓ 日本の 実質GDP成長率は▲0.1%（名目ベースでは+2.7%）の見込み ⇒ G7の中では最も低い伸び（前年の経済正常化による高成長（米国に次いで2番目）からの反動も一因） ✓ 国内の 営業利益と経常利益は過去最高更新の見込み（全規模・全産業（除く金融保険業）） ⇒ 1～9月の経常利益は前年同期比+8.8%、製造業・非製造業ともに増益	
金融市場・商品市況	
✓ 株式：日経平均株価は 過去最高値と過去最大の下落幅を記録するなど不安定な動き ✓ 債券：長期金利（新発10年物国債利回り）は日銀の利上げもあって 1%前後で推移 ✓ 為替：ドル円相場は夏場にかけて大きく変動するも概ね 150円/ドル前後で推移 ✓ 商品：原油価格（WTI）は春に1バレル87ドルまで上昇したが秋以降は 70ドル前後で推移	

（注）日本を除く G7 各国における 2024 年の実質 GDP 成長率見通しは IMF の直近の世界経済見通しに基づく。
（出所）各種統計より大和総研作成

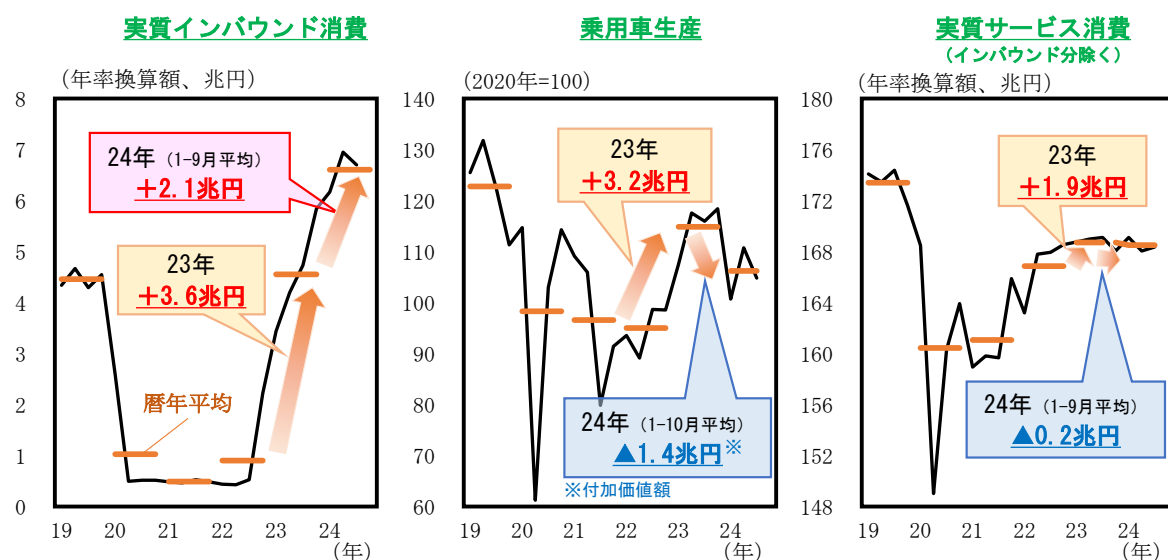
海外に目を向けると、米国では夏に雇用統計の悪化を受けて景気後退懸念が強まり、日本を含む世界株価が大幅に調整したり、ドル円相場が大きく変動したりした。だが、その後の経済指標の結果から米国景気の堅調さが確認され、金融市場は落ち着きを取り戻した。連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）はインフレの減速を受けて利下げを開始し、両国・地域経済を下支えした。一方、中国経済は不動産不況が継続したこともあって減速した。2024年の政府成長率目標（+5.0%前後）を達成する見込みだが、大規模な景気テコ入れ策で成長率が押し上げられた面も大きかった。

ウクライナ情勢や中東情勢は2024年も緊迫した状況が続いた。原油価格はWTIベースで春に1バレル87ドル程度まで上昇したが、秋以降は70ドル前後で推移するなど商品市況は比較的安定的に推移した。このほか、世界の半導体市況（いわゆる「シリコンサイクル」）が2024年に回復局面に入り、国内外の関連産業の増産を後押しした。

2023年の景気回復をけん引した乗用車生産とサービス消費が2024年に不振

前年の2023年の日本の実質GDP成長率は+1.5%とG7の中では2番目に高い伸びとなったが、景気回復を主にけん引したのはインバウンド・乗用車生産・サービス消費だった（図表2）。2024年はこのうち乗用車生産が前述の理由で落ち込み、実質賃金の回復の遅れでサービス消費も振るわなかった。インバウンドについても、訪日外客数の増加は続いたものの中国人に限れば直近で2019年同月比▲27%にとどまり、中国人以外の同+56%とは対照的だ（2024年11月）。中国の景気減速により、中国人の海外旅行需要の回復が遅れたことなどが背景にある¹。

図表2：日本のインバウンド消費（左）、乗用車生産（中央）、実質サービス消費（右）の推移



（注）季節調整値。乗用車生産は経済産業省「鉱工業指数」における軽、小型、普通の3つの乗用車の生産指数を加重平均したもので、図表中に記載した変化額は基準年の販売金額をもとに試算。実質サービス消費のうちインバウンド分は観光庁「訪日外国人消費動向調査」をもとに試算。

（出所）内閣府、経済産業省、観光庁統計より大和総研作成

¹ 詳細は、山口茜「[中国の景気減速が影を落とす日本のインバウンド消費](#)」（大和総研レポート、2024年11月18日）を参照。

民需では設備投資が比較的堅調だったものの労働供給制約が重しになった可能性

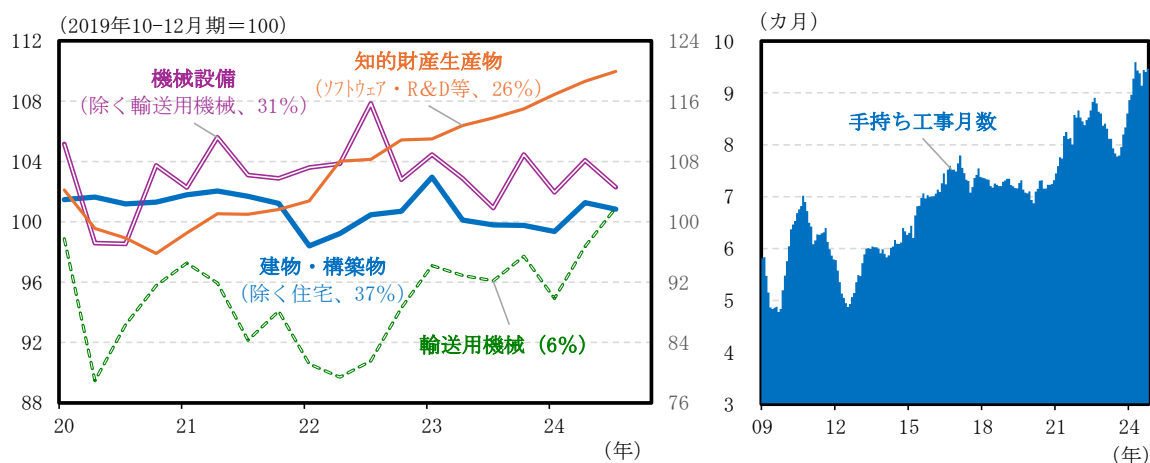
2024 年の民需は個人消費が前年比▲0.2%、住宅投資が同▲2.7%と家計部門が振るわなかったとみられる一方、設備投資は同+1.2%と増加が続き、実額では過去最高（2018 年）を更新する見込みである。

GDP 統計における実質総固定資本形成を形態別に見ると（公共投資を含む、**図表 3 左**）、「知的財産生産物」（ソフトウェアや R&D（研究開発）など）の増加が顕著で、とりわけ DX・GX にかかる取り組みが進展したことが推察される。「輸送用機械」は前述した一部自動車メーカーの工場稼働停止が重しとなった一方、コロナ禍以降に積み上がった受注残の消化などを背景に持ち直しが進んだとみられる。

これに対して、「機械設備（除く輸送用機械）」や「建物・構築物（除く住宅）」は横ばい圏での推移にとどまった。「建物・構築物（除く住宅）」は 2024 年 4-6 月期に 5 四半期ぶりに増加するなど、一部に復調の兆しが表れたものの、増勢は強くない。新設の工場などに機械が設置されることに鑑みれば、建設投資の伸び悩みが機械投資へと波及した面も指摘されよう。

この点、供給制約が建設投資を抑制した可能性がある。手持ち工事高（受注済みだが未着手の工事）を出来高で除した手持ち工事月数を見ると、足元の水準は遡及可能な 2009 年 1 月以降の最高付近にある（大和総研による季節調整値、**図表 3 右**）。日本社会全体として働き手の増加余地が縮小する中²、建設業では 2024 年 4 月から働き方改革関連法³の罰則付き残業規制が適用され、労働者 1 人あたりの労働時間に対する下押し圧力が強まった。労働力不足に伴う工期の長期化などが、一部で需要の発現を妨げているとみられる。働き方改革関連法への対応が一巡することでこうした状況は緩和する可能性があるものの、供給制約が建設投資を抑制する状況は 2025 年も続きそうだ。

図表 3：形態別に見た実質総固定資本形成（左）、民間・非居住用の手持ち工事月数（右）



（注）左図は季節調整値で公共投資を含む。図表中の括弧内の割合（%）は、2024 年 1-3 月期～7-9 月期平均（名目値）における形態別シェア。右図の手持ち工事月数は、手持ち工事高を出来高（12 カ月移動平均）で除したもので大和総研による季節調整値。2011 年 3 月以前は旧推計値により遡及。

（出所）内閣府、国土交通省統計より大和総研作成

² 詳細は、田村統久「[縮小する労働供給の増加余地](#)」（大和総研レポート、2024 年 3 月 18 日）を参照。

³ 正式名称は「働き方改革を推進するための関係法律の整備に関する法律」。

2. 2025 年の日本経済の展望

実質 GDP 成長率は+1.6%の見込みだが「成長のゲタ」を除くと+1.0%

2025 年の日本経済はどのように推移するだろうか。当社のメインシナリオでは、2025 年の実質 GDP 成長率を+1.6%と見込んでいる（**後掲図表 9**）。「成長のゲタ」（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる実質 GDP 成長率）を除くと+1.0%であり、実態としては緩やかな回復を想定している。

2025 年を展望する上でのポイントは様々あるが、中でも重要度が高いとみられる、

- (1) 個人消費の回復は続くか？
- (2) 政府の経済対策、「103 万円の壁」引き上げの経済効果は？
- (3) 米トランプ次期政権の政策の影響は？
- (4) 再び円安ドル高が加速するか？

の 4 つについて以下で検討する。

(1) 個人消費の回復は続くか？

所得環境の改善などを背景に、2025 年の個人消費は増加に転じる見通し

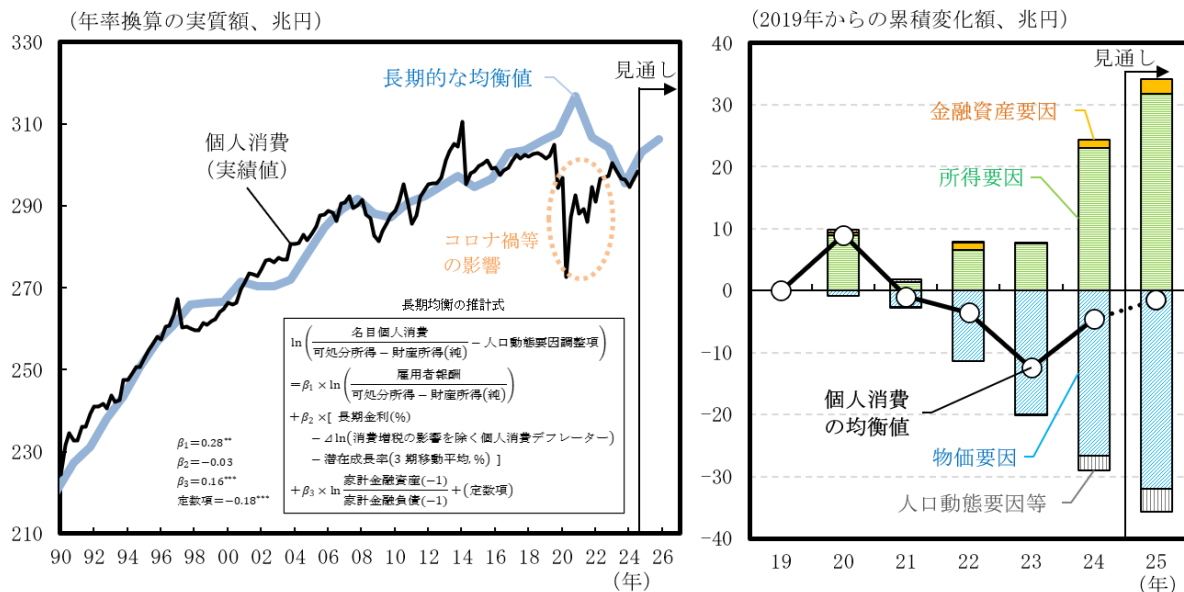
需要項目別に見ると、2024 年の実質 GDP が停滞した最大の要因は、付加価値額の半分超を占める個人消費にあった。2023 年 4-6 月期から 4 四半期連続で前期比マイナスとなった個人消費は、2024 年 4-6 月期から 2 四半期連続で同プラスとなった。10-12 月期以降も回復基調が続くかどうかは、2025 年の大きなポイントといえる。

これまでの個人消費の推移の背景を整理するため、可処分所得や純金融資産残高、人口動態、実質金利ギャップ（実質金利と自然利子率の乖離幅）をもとに個人消費の長期的な均衡値を推計した結果が**図表 4 左**である。

均衡値は 1 人あたり 10 万円の特別定額給付金（総額 13 兆円弱）などで可処分所得が大幅に増加した 2020 年をピークに、2023 年まで低下を続けた（**図表 4 右**）。均衡値を主に押し下げてきたのは物価要因で、所得要因の押し上げ幅は相対的に小さかった。こうした状況がようやく改善したのは、賃上げが加速した 2024 年だ。今後は、2024 年末から支給が開始される公務員給与の大幅引き上げに加え、労働需給のひっ迫や好調な企業業績などを背景に 2025 年の春闘賃上げ率が高水準を維持すると見込まれる⁴。2024 年 10 月分（支給は 12 月）から始まった年 1.3 兆円規模の児童手当の拡充などもあり、均衡値は 2025 年も上昇するだろう。

⁴ 企業業績や労働需給、物価上昇率などを説明変数とした推計式に基づけば、2025 年の春闘賃上げ率は 4.2%程度（連合集計値ベース）と試算される。物価上昇率や企業収益の減速などにより 2024 年（5.1%）からは低下するものの、2023 年（3.6%）を上回る 4%台を維持するとみられる。

図表4：個人消費の実績と均衡値（左）、均衡値のコロナ禍前からの乖離幅の要因分解（右）



(注) 長期均衡式の推計期間は1988～2019年。2024年は直近のデータを反映した実績見込み。

(出所) 内閣府、総務省、財務省統計、Haver Analytics より大和総研作成

こうした分析などを踏まえ、当社のメインシナリオでは2025年の個人消費を前年比+1.8%と見込んでいる（「成長のゲタ」を除くと同+1.0%）。後述するように、「103万円の壁」引き上げによる手取り所得の増加や就業調整の緩和は個人消費の上振れ要因になるだろう（**後掲図表6**）。一方、物価高に対する警戒感が強まることなどによって消費が下振れする可能性もある。

また山口（2024）⁵が指摘したように、比較的高所得の勤労者世帯でも、住宅ローンを抱えていない世帯で消費が停滞している。首都圏を中心に住宅価格が高騰する中、住宅購入を前にして節約志向が強まっているとみられる。さらに、本来は消費をけん引する年齢層（40～50代）にあたる「就職氷河期世代」でも消費が低迷している。他の世代よりもキャリア形成が進みにくかったこともあり、世帯主の所得の増加ペースが緩やかだったことなどが影響しているとみられる。こうした構造的な要因により、均衡値が示すほどには個人消費の回復が進まない可能性があり、世帯属性別の消費動向などを注視する必要がある。

（2）政府の経済対策、「103万円の壁」引き上げの経済効果は？

総合経済対策の経済効果は今後3年間で7兆円弱か

2025年の日本経済を押し上げ・下支えする要因として、政府の経済対策が挙げられる。石破茂政権は2024年11月22日に、事業規模39.0兆円程度、財政支出21.9兆円程度の総合経済対策を閣議決定した。事業規模は前年の総合経済対策（37.4兆円程度）を上回るが、「真水」ともいわれる国・地方の歳出に限れば20.8兆円程度⁶と、前年（20.9兆円程度）並みである。

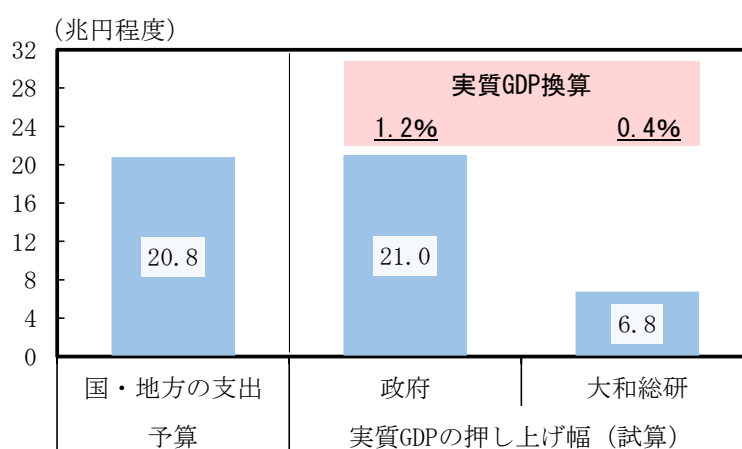
⁵ 山口茜「消費本格回復のカギは高所得世帯と70～80年代生まれ」『大和総研調査季報』2024年秋季号（Vol. 56）pp. 22-37

⁶ 関連資料では明記されていないため、財政支出額から財政投融资額を差し引くことで算出した。

当社は総合経済対策の経済効果を、今後3年程度の累計で6.8兆円程度、年あたりの実質GDP換算で0.4%程度と見込んでいる（図表5）。内閣府は同21兆円程度（同1.2%程度）と試算しており、当社は政府試算の3分の1ほどの経済効果を想定していることになる。これは施策ごとに想定するGDPの押し上げ方などが両者で異なるためと考えられる⁷。

経済効果の内訳を見ると、低所得世帯向けの給付金やエネルギー高対策の再開・延長などが個人消費を下支えするとみられる。防災・減災、国土強靱化対策や能登地域の復旧・復興事業などは公共投資を押し上げ、人手不足・生産性向上に向けた省力化投資やAI・半導体産業の成長にかかる支援強化などは関連する設備投資を促進しよう。

図表5：総合経済対策の効果試算（今後3年程度）



（注）実質GDP換算は押し上げ率の年平均。

（出所）内閣府資料等より大和総研作成

「103万円の壁」引き上げで個人所得税額は0.9兆円減少し、個人消費は0.7兆円増加

「103万円の壁」の引き上げについては、①課税最低限（基礎控除と給与所得控除の最低保障額の計）、②特定扶養控除（19歳以上23歳未満の扶養親族を扶養する納税者を対象とした所得控除）の対象年収、が2025年からそれぞれ引き上げられる。2025年度税制改正大綱では課税最低限を103万円から123万円に引き上げ、特定扶養控除の対象年収を103万円から150万円に引き上げることが明記された。また、課税最低限の引き上げ幅については自民党・公明党の与党と国民民主党で協議を続けるという。

当社の「[第223回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024年12月9日）で述べたように、「103万円の壁」に対しては、所得税のインフレ調整と、就業調整の解消というそれぞれの政策目的に応じて適切な施策を講じるべきである。今回の見直しはこの方向に則った内容であり、課税最低限の引き上げ率は1995年から直近までの物価上昇率に近い20%程度と、おおむね妥当な判断だ。

⁷ 経済効果を試算するにあたり、補正予算関連資料などを参考に施策ごとに予算額を振り分け、それぞれに一定の係数（GDPの押し上げにつながる比率）を乗じたものを累積した。ただし、施策の性質上3年程度ではGDPの直接的な押し上げにつながりにくい判断した施策や、本稿執筆時点で内容が確定していない「103万円の壁」引き上げなどの施策は試算の対象から除外した。

「103 万円の壁」の引き上げによる個人所得減税額と個人消費への影響を試算した結果が**図表 6**である。個人所得税額は合計で 0.9 兆円程度減少し、個人消費は同 0.7 兆円程度増加する。

内訳を見ると、課税最低限の引き上げで個人所得税額は 0.9 兆円程度減少し、個人消費は 0.6 兆円程度増加する。減税額は是枝・平石（2024）⁸の試算をもとに算出しており、基礎控除の引き上げによる影響が大半を占め、給与所得控除の下限引き上げによる影響は限定的である。

特定扶養控除の引き上げに関しては、総務省「令和 4 年就業構造基本調査」において「就業調整をしている」と回答した 15～24 歳（配偶者なし）が 61 万人だったことを踏まえ⁹、制度改正により同規模の学生の就業が拡大すると想定した¹⁰。ただし、社会保険の加入基準である「130 万円の壁」は見直されないため、新たな「年収の壁」は 150 万円ではなく 130 万円になると考えられる。現状、多くの学生は 103 万円の手前までで就業調整をしているため、所得税額はほぼ減少しない一方、個人消費は 0.1 兆円程度増加すると見込まれる。

図表 6：「103 万円の壁」引き上げによる所得減税額と個人消費への影響試算

(兆円／年間)	所得減税額	個人消費への影響
合 計	0.9	0.7
課税最低限の引き上げ 〔所得税の基礎控除と給与所得控除下限を 10万円ずつ引き上げ〕	0.9	0.6
特定扶養控除対象年収の引き上げ 〔61万人の学生が社会保険加入基準の 130万円まで就業拡大〕	0.0	0.1

（注 1）課税最低限の引き上げによる個人所得税の減税額（所得税と住民税の計）は、是枝・平石（2024）の試算をもとに算出し、基礎控除の引き上げで 0.8 兆円、給与所得控除の最低保障額の引き上げで 0.1 兆円と想定した。（住民税については、与党税制改正大綱では給与所得控除の下限 10 万円のみ引き上げが明記されたが、今後の与野党協議により基礎控除も 5 万円（所得税の半分）引き上げられると想定した）。

（注 2）特定扶養控除対象年収は 150 万円に引き上げられるが、社会保険加入基準の 130 万円が新たな壁になると考えられる。また、総務省「令和 4 年就業構造基本調査」において「就業調整をしている」と回答した 15～24 歳（配偶者なし）が 61 万人だったことを踏まえ、61 万人の学生の年収が 27 万円増加すると想定した。

（注 3）減税や給付金による消費喚起効果の試算には限界消費性向を用いることが一般的だが、今回は恒久減税措置であるため平均消費性向を用いた。課税最低限の引き上げについては勤労者世帯（総世帯ベース）の 2023 年の平均消費性向 0.64 を適用した。特定扶養控除対象年収の引き上げについては全国大学生生活協同組合連合会「学生生活実態調査」における生活費データの 2023 年の平均消費性向 0.7 を適用した。

（出所）総務省統計、全国大学生生活協同組合連合会、是枝俊悟・平石隆太「課税最低限『103 万円の壁』引き上げによる家計と財政への影響試算」（大和総研レポート、2024 年 11 月 5 日）より大和総研作成

⁸ 是枝俊悟・平石隆太「[課税最低限『103 万円の壁』引き上げによる家計と財政への影響試算](#)」（大和総研レポート、2024 年 11 月 5 日）

⁹ 就業調整に関連しては現在、65 歳以上の人が年間 600 万円（厚生年金と給与の合計額）以上の収入を得ると厚生年金が減額される在職老齢年金制度の見直しも検討されている。年金受給額の平均が月 15 万円（年 180 万円）程度であることを踏まえると、年間給与所得が 420 万円を超える者が在職老齢年金の対象とみなすことができる。総務省「令和 4 年就業構造基本調査」によると、65 歳以上で年間給与所得が 400 万円以上の者が「就業調整をしている」と回答したのは 1.1 万人程度だった。これは就業調整をしていない人を含む同区分全体の 5%程度に相当し、在職老齢年金の見直しが労働市場に与える影響は限定的と考えられる。

¹⁰ 詳細は、是枝俊悟・山口茜「[学生の『103 万円の壁』撤廃による就業調整解消は実現可能で経済効果も大きい](#)」（大和総研レポート、2024 年 11 月 11 日）を参照。

(3) 米トランプ次期政権の政策の影響は？

米国による中国・カナダ・メキシコへの追加関税措置で日本の実質 GDP は最大▲1.4%

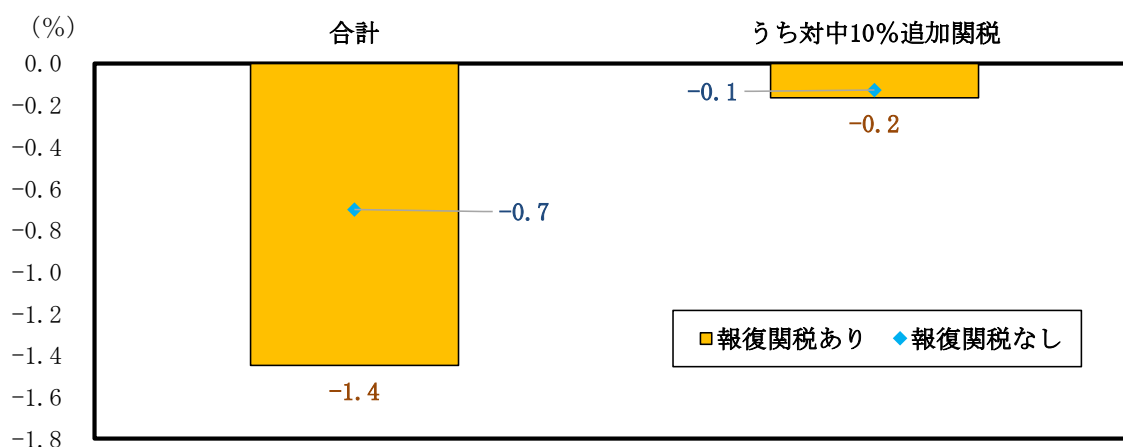
日本経済および世界経済の先行きにおける最大の不透明要因は、2025 年 1 月に誕生する米国のトランプ次期政権の政策（いわゆる「トランプ 2.0」）だろう。

これまでのトランプ氏の発言を踏まえると、政権誕生後には追加関税措置や移民規制の強化、大型減税などが見込まれる。これらは供給側と需要側の両面から物価上昇圧力を高め、減速傾向にある米国内のインフレを再び加速させる可能性がある。引き締めの金融環境が長期化すれば、米国の景気後退や株価調整を招くことも考えられる。

トランプ氏は 2024 年 11 月 25 日、中国への 10%の追加関税と、カナダとメキシコへの 25%の関税賦課を SNS 上で発表した。第 1 次トランプ政権下の政策動向を踏まえると、これらの実現性は高くないとみられる。だが仮に実施されれば、世界貿易の停滞は避けられないだろう。関税措置の対象となる国々だけでなく、日本にも生産や輸出に対する下押し圧力がかかることも懸念される。

日本経済にとっては、当該国への中間財出荷の減少のほか、関税実施による当該国の経済活動の悪化（いわゆる「ブーメラン効果」）を通じて日本から当該国への輸出や国内生産が減少するという波及経路が想定される。秋元（2024）¹¹はこれらを定量的に検討しており、その結果をまとめたのが図表 7 だ。中国・カナダ・メキシコによる報復関税も想定すると、日本の実質 GDP への影響は最大で▲1.4%程度と試算される。

図表 7：米国が対中 10%追加関税、対メキシコ・カナダ 25%関税賦課を実施した場合の日本の実質 GDP への影響試算



（注）日本から当該国への中間財輸出減少の影響（波及効果を含む）を OECD の国際産業連関表を用いて試算した上で、関税実施による当該国の経済活動の悪化（いわゆる「ブーメラン効果」）を通じて日本から当該国への輸出や国内生産が減少する効果を大和総研のマクロモデルを用いて試算した。図表で示した数値は、これらを合計したもの。詳細は秋元虹輝『『トランプ関税 2.0』による日本経済への影響試算』（大和総研レポート、2024 年 12 月 18 日）を参照。

（出所）IMF、OECD、世界銀行などより大和総研作成

¹¹ 秋元虹輝『『トランプ関税 2.0』による日本経済への影響試算』（大和総研レポート、2024 年 12 月 18 日）

トランプ次期政権下では米中対立の更なる激化や、経済安全保障の強化による経済活動の抑制も懸念される。日本は対中輸出規制に関する米国からの要請に応じる形で、2023年7月に先端半導体製造装置などの輸出管理を強化し、2024年9月に対象品を拡大した。仮に半導体製造装置の対中輸出を全面的に規制すれば、日本のGDPへの影響は輸出の減少と国内での減産による負の波及効果を合わせて▲2.6兆円（GDP比▲0.4%）程度と試算される¹²。

今後は、2025年1月に施行される米国の対中投資規制に同調する形で日本が類似の規制を実施したり、報復措置として中国がレアメタルなど重要物資の輸出規制を強化したりする可能性がある。一方、事実上の対中包囲網として米国が主導し、日本も参加する「インド太平洋経済枠組み（IPEF）」について、トランプ氏は脱退する考えを示している。米国の脱退により、日本企業のサプライチェーンが影響を受ける可能性にも注意が必要だ。

（4）再び円安ドル高が加速するか？

日米金利差は2025年も縮小傾向が続き、円高ドル安圧力が強まる見込み

ドル円相場はトランプ次期政権の政策によって大きく変動し得るが、2025年は円安よりも円高への警戒が必要だろう。

為替レートは金利や物価、生産性、経常収支、投機的な資金の動きなど様々な要因によって変動するが、2022年春から急速に強まった円安ドル高基調はFRBの利上げ開始が契機になったとみられる¹³。その後も日米の金融政策の方向性の明確な違いから、日米金利差は2023年にかけて大幅に拡大した。

2024年に入ると日米の金融政策の方向性は逆転し、前述のように日銀は利上げを開始した一方でFRBは利下げを開始した。足元でも米国のインフレ再燃リスクは払しょくされておらず、円安圧力は依然として残るが、当社の最新の金利見通しをもとに作成した日米金利差は縮小傾向が続く見込みである（図表8左）。

日銀は今後、経済・物価・金融情勢を注視しつつ、緩やかなペースで追加利上げを実施すると当社ではみている。メインシナリオでは2025年1-3月期に短期金利を0.50%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで0.25%ptの追加利上げを行うと想定している。消費者物価指数（CPI）の上昇の主因は、輸入物価高による中間投入コストの増加から人件費の増加へと転換しており¹⁴、賃金と物価の循環的上昇が続くことが金融政策の正常化を後押しするだろう。

¹² 詳細は、岸川和馬「[経済安全保障の新局面における注目点①](#)」（大和総研レポート、2024年9月6日）を参照。

¹³ 日本経済の長期停滞や製造業の競争力の低下が今回の円安ドル高を招いたとの指摘がある。この点、国際決済銀行（BIS）が公表する実質実効為替レートは2024年6月に約57年ぶりの円安水準となったが、2022年春からわずか2年ほどで日本経済の実力が半世紀超も前の水準まで落ち込んだわけではなく、その間の実質GDPや企業収益などはむしろ増加した。また、日米の製造業の労働生産性格差は2010年代から直近の2023年までおおむね安定していた。そのため、2022年春からの大幅な円安の主因は上記のようなものとはいいいにくい。

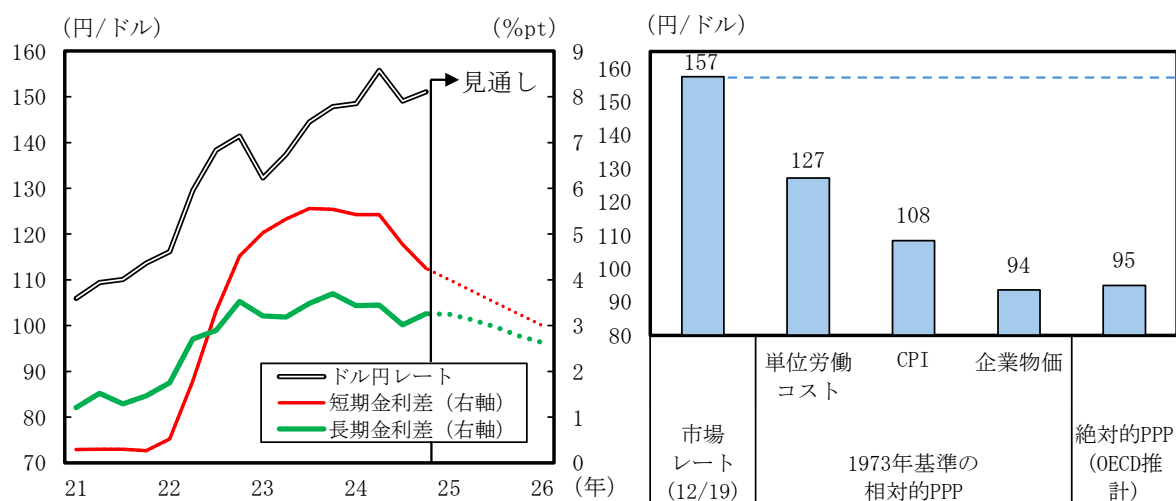
¹⁴ 詳細は、中村華奈子・久後翔太郎「[『賃金と物価の好循環』の進展評価と定着に向けた課題](#)」（大和総研レポート、2024年11月20日）を参照。

FRB はインフレが鈍化する中で景気を下支えするため、半年に一度程度の緩やかなペースで 0.25%pt の利下げを実施すると想定している。ただし、トランプ次期政権の誕生で米国の金利見通しの不確実性は大きい。

当社の「[第 222 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024 年 9 月 9 日）では、円高ドル安による日本経済への影響について検討した。円高の進行は実質 GDP を押し下げるものの、近年の日本の実質輸出などは為替相場に反応しづらくなっている。10 円程度の円高ドル安であれば、日本経済への影響は大きくないとみられる（10 円の円高ドル安による実質 GDP は年間で▲0.2%程度）。

この点、ドル円レートにおける複数の購買力平価（PPP）¹⁵を集計すると 90～130 円/ドル程度の範囲にあり、足元の市場レートに比べて大幅な円高水準だ（**図表 8 右**）。仮に、日米金利差の縮小などを背景に円高基調が徐々に強まる中で市場関係者の関心が PPP に移ると、急激な円高が生じる可能性も否定できない。そうなれば日本経済への悪影響も大きなものとなるだろう。

図表 8：ドル円レートと日米金利差の推移（左）、各種購買力平価（PPP、右）



(注 1) 左図の短期金利差は「FF レートの期末値（誘導目標レンジの上限値）－コールレート（期末値）」。長期金利差は 10 年債利回りの期中平均値による。2024 年 10-12 月期のドル円レートと長期金利差は実績見込みで、2025 年 1-3 月期以降は当社の最新の金利見通しに基づく。

(注 2) 右図の絶対的 PPP は OECD による 2022 年の推計値。個々の財・サービスについて算出された絶対的 PPP を GDP に対応する支出額で加重平均したもので、GDP デフレーターに相当する。相対的 PPP のうち単位労働コストベース PPP は 2024 年 7-9 月期、CPI、企業物価ベース PPP は 2024 年 10 月のデータ。

(出所) 内閣府、総務省、日本銀行、BEA、BLS、FRB、OECD、Haver Analytics より大和総研作成

¹⁵ PPP では長期的には二国間の購買力が等しくなる水準へと収束すると考えられている。PPP は算出方法などによって水準が変わるため、**図表 8 右**ではドル円レートについて、1973 年基準の相対的 PPP（1973 年の為替レートを基準として 2 国間の物価指標（ここでは CPI、企業物価指数、単位労働コストの 3 つ）の伸び率の差から試算）と、OECD 公表の絶対的 PPP（2 国間の財・サービス価格が均衡する為替レート）を集計した。

図表 9：日本経済見通し＜第 223 回日本経済予測 改訂版（2024 年 12 月 9 日）＞

	2023			2024				2025				2026	2023 年度 (暦年)	2024 年度 (暦年)	2025 年度 (暦年)
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3			
実質GDP(年率、兆円)	560.4	554.6	555.5	552.4	555.4	557.1	559.7	563.0	564.8	566.2	567.6	569.0	555.8	559.0	567.1
＜前期比、％＞	0.5	-1.0	0.2	-0.6	0.5	0.3	0.5	0.6	0.3	0.2	0.2	0.3			
＜前期比年率、％＞	2.1	-4.1	0.7	-2.2	2.2	1.2	1.8	2.4	1.3	1.0	1.0	1.0			
＜前年同期比、％＞	1.7	1.1	0.7	-0.9	-0.9	0.5	0.8	1.9	1.7	1.6	1.4	1.1	0.7 (1.5)	0.6 (-0.1)	1.4 (1.6)
民間消費支出(前期比、％)	-0.7	-0.6	-0.1	-0.6	0.6	0.7	0.4	0.6	0.3	0.2	0.2	0.2	-0.4	0.8	1.4
民間住宅投資(前期比、％)	1.5	-0.9	-0.9	-2.7	1.2	0.4	-1.0	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	0.8	-1.8	-2.1
企業設備投資(前期比、％)	-1.9	-0.3	2.0	-0.4	1.1	-0.1	0.6	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	-0.1	2.0	2.0
政府消費支出(前期比、％)	-1.5	0.5	0.0	0.2	1.0	0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.8	1.4	0.6
公共投資(前期比、％)	0.2	-2.1	-1.7	-2.1	5.2	-1.1	-0.8	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	-0.3	1.4	0.0
輸出(前期比、％)	2.3	0.6	3.0	-4.1	1.5	1.1	1.4	0.9	0.6	0.5	0.4	0.3	2.8	1.8	2.8
輸入(前期比、％)	-3.9	0.7	2.1	-2.4	3.3	1.8	-0.4	0.0	0.4	0.4	0.4	0.3	-3.3	3.9	1.2
名目GDP(前期比年率、％)	7.8	-0.7	2.6	-0.6	7.8	1.8	3.7	4.4	2.6	2.3	2.2	2.1	4.9	3.2	2.9
GDPデフレーター(前年同期比、％)	4.1	5.6	4.3	3.1	3.2	2.4	2.4	2.5	1.4	1.6	1.4	1.2	4.2	2.6	1.4
鉱工業生産(前期比、％)	1.2	-1.4	1.1	-5.1	2.7	-0.4	1.6	1.4	0.9	0.5	0.3	0.3	-1.9	-0.2	3.3
コアCPI(前年同期比、％)	3.2	3.0	2.5	2.5	2.5	2.7	2.5	2.4	2.0	1.9	2.1	2.1	2.8	2.5	2.0
失業率(％)	2.6	2.6	2.5	2.5	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.6	2.5	2.3
コールレート(期末値、％)	-0.08	-0.06	-0.04	0.07	0.08	0.23	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	0.07	0.50	1.00
10年物国債利回り(％)	0.40	0.67	0.74	0.72	1.00	0.93	1.01	1.14	1.17	1.24	1.35	1.40	0.63	1.02	1.29
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	73.6	82.2	78.5	76.9	80.7	75.3	69.6	67.2	67.2	67.2	67.2	67.2	77.8	73.2	67.2
為替レート(円/ドル)	137.4	144.5	147.9	148.5	155.8	149.1	151.1	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0	144.6	151.5	150.0

(注) 網掛け部分は大和総研予想。原油価格、為替レートは直近の水準で一定と想定。
(出所) 大和総研

2025 年の米国経済

ソフトランディング継続を想定も、「トランプ氏次第」か

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

- 2024 年の米国経済を振り返ると、景気は底堅く推移し、懸案のインフレも緩やかに減速した。9 月の FOMC では利下げフェーズへと移行するなど、ソフトランディングに向けて前進してきたといえよう。
- 2025 年の米国経済に関しても、ソフトランディングの継続という基本的な構図は変わらない。実質 GDP 成長率は減速するが、2025 年通年で 2%強と底堅く推移すると見込む。インフレに関しては、CPI 上昇率の減速ペースが一層緩やかとなるものの、すでに 2%台で推移していることを踏まえれば、減速余地が限られてくるのは当然だろう。
- もっとも、米国経済の先行きは、1 月 20 日に発足するトランプ新政権の経済政策次第で大きく変化し得る。トランプ氏は追加関税措置、移民排除策等を掲げており、その主張通りに実施されれば、景気への悪影響は大きく、インフレも大幅に上昇し、経済はハードランディングへと向かう恐れがある。
- ただし、米国経済のハードランディングは、現時点ではリスクシナリオといえる。トランプ氏の政策に関しては、共和党議員からも景気や財政への悪影響を懸念する声が上がっている。トランプ新政権は政策内容を調整することが現実的であり、景気や財政への影響は軽減され则认为られる。また、経済政策の実施時期も漸進的なものとなり、その効果の発現は緩やかとなることが想定される。
- 他方で、トランプ氏の不規則発言に翻弄され、市場がリスクオフ傾向を強めたり、企業や家計の経済活動が消極化したりする恐れは残るだろう。また、トランプ氏が景気への悪影響を無視して、追加関税措置や移民排除策に邁進する可能性も否定できない。こうした不確実性の高さが、2025 年の米国経済における最大のリスク要因といえよう。

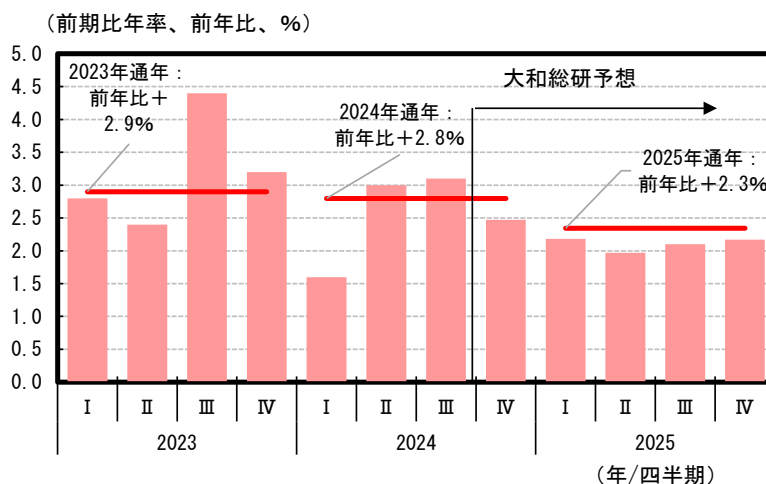
2025 年の米国経済の基本的な構図はソフトランディングの継続

2024 年の米国経済を振り返ると、景気が底堅く推移する中でも、懸案のインフレは緩やかに減速してきた。9 月の FOMC からは利下げフェーズへと移行し、2024 年内で合計 1.00%pt の利下げが実施された。大幅な景気の腰折れを経ず、インフレが減速し、金融緩和へと至ったことを踏まえれば、米国経済はソフトランディングに向けて前進してきたといえる。

2025 年の米国経済においても、ソフトランディングの継続が基本的な構図だ。景気に関しては、雇用環境が悪化しているものの、そのペースは緩やかであり、屋台骨である個人消費は底堅く推移すると見込む。また、利下げの効果が徐々に発現し、設備投資や住宅投資を下支えする。2025 年全体の実質 GDP 成長率は前年比+2.3%と、2024 年の同+2.8%から減速するものの、潜在成長率が 2%前後であることを踏まえれば、引き続き底堅いといえよう。

インフレに関しては、緩やかなペースで減速することが想定される。モノの価格（コア財、エネルギー、食品）はサプライチェーンの改善効果の一服で減速余地が小さくなっているが、ウェイトの大きい家賃がタイムラグをもってペースダウンすると考えられる。コアサービス価格（家賃除く）は、連動する賃金上昇率がコロナ禍前（～2019 年）に比べて高水準にあるものの、生産性の改善が賃金コストの上昇分を吸収すると期待される。2025 年 10-12 月期の CPI は前年比+2.5%と 2024 年 10-12 月期の同+2.7%から緩やかに減速すると予想する。

図表 1 米国の実質 GDP 成長率



(出所) BEA、Haver Analytics より大和総研作成

トランプ氏の経済政策運営が米国経済の先行きを左右

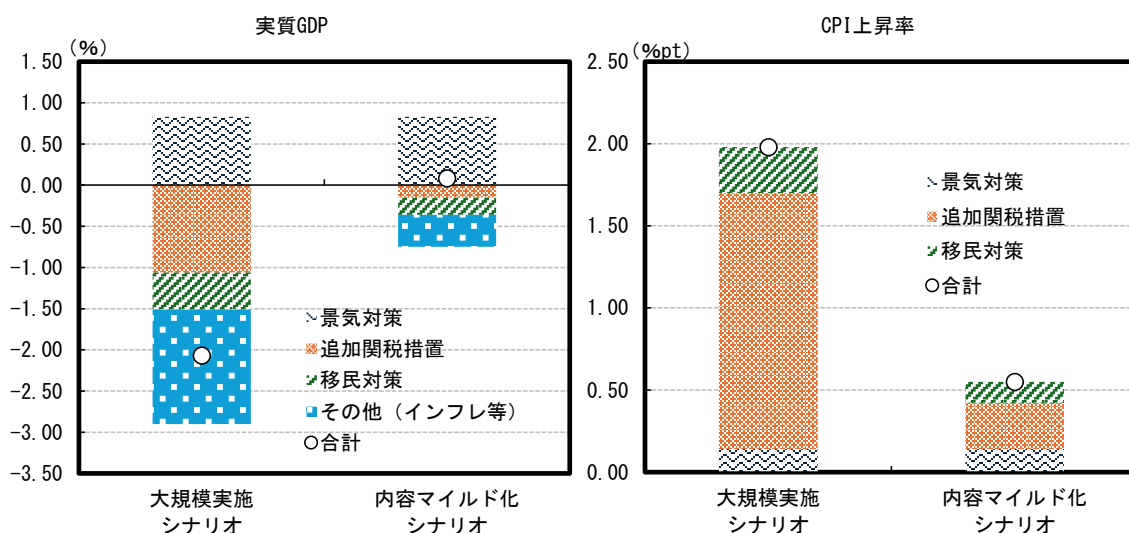
一方で、米国経済の先行きは、1 月 20 日に発足するトランプ新政権の経済政策次第で大きく変化し得る。経済政策の中でも、注目ポイントは（１）減税（トランプ減税の恒久化）、（２）追加関税措置（対中 10%、対メキシコ・カナダ 25%）、（３）移民排除策（不法移民の国外への退去）の 3 つだ。こうした 3 つの経済政策がトランプ氏の主張通りに実施されれば（大規模実施シナリオ）、影響度は実質 GDP に対して▲2.07%、CPI 上昇率に対して+1.98%pt と試算される。

ソフトランディングから一転して、米国経済はハードランディングへと向かう恐れがある¹。

ただし、ハードランディング・シナリオは、現時点では確率が相対的に低いだろう。トランプ氏の政策に関して、共和党議員は減税による財政悪化や追加関税措置による景気への悪影響を懸念している。上下院で共和党が多数派となったとはいえ、リードは僅差であり、政策実現には少数の離反も許されないことから、トランプ氏も政策内容のマイルド化を進めると考えられる。

具体的には、(1) 減税は時限的な延長と、財政負担の大きい政策の一部撤回、(2) 追加関税措置は中国に対する追加関税を漸進的に実施、(3) 移民排除策は大規模な国外退去を実施せず、新規流入の抑制を主軸とする、といった政策内容の調整（内容マイルド化シナリオ）が想定される。こうしたマイルド化が進めば、実質 GDP への影響は+0.08%程度と、減税による押し上げ効果と追加関税措置や移民排除策による押し下げ効果が概ね相殺される。また、CPI 上昇率の押し上げ幅も+0.55%pt 程度に留まり、金融環境への影響も軽微と考えられる。

図表 2 シナリオ別の実質 GDP、CPI 上昇率への影響



(注) 大規模実施シナリオは、減税：トランプ減税の延長、追加関税措置：中国に対して 10%、メキシコ・カナダに対して 25%、移民排除策：すべての移民の流入停止という前提を置いて試算。

内容マイルド化シナリオは、減税：トランプ減税の延長、追加関税措置：中国に対しては 10%の引き上げを実施も、メキシコ・カナダへの追加関税措置は回避、移民排除策：不法移民の新規流入の抑制を主とするという前提を置いて試算。

左図のその他（インフレ等）は減税、追加関税措置、移民排除策の効果の合算値。

(出所) IMF、OECD、CBO などより大和総研作成

また、トランプ氏の経済政策も一挙に実施されるわけではない。トランプ前政権時を踏まえると、2025 年上半期は幹部人事や政策準備、外交政策が中心で、減税は 2025 年下半期の成立が一つの目安となる。景気に悪影響をもたらす追加関税措置や移民排除策は、減税等の景気対策が決まった後、本格化すると見込まれる。経済政策が漸進的なものとなれば、その効果の発現も緩やかとなるだろう。具体的には、減税、追加関税措置、移民排除策の効果は、2025 年下半期から 2026 年以降を想定しており、2025 年内のハードランディング・リスクは限定的といえる。

¹ 詳細は、矢作大祐、佐藤光「[トランプ新政権発足で、米経済政策はいつ／どのように変わるのか？](#)」（大和総研レポート、2024 年 12 月 18 日）を参照されたい。

図表3 トランプ新政権の想定スケジュール

	2025年				2026年			
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
イベント	政府債務上限の適用再開			トランプ減税の期限到来				中間選挙
政策運営	幹部人事							
	政策の指示出し&漸進的な移民排除・対中追加関税措置の実施				移民排除・追加関税措置の実施本格化			
	予算教書（3-5月）・減税案の議会審議（6-12月）				新トランプ減税適用開始			
	外交の本格化（ウクライナ・ロシア停戦、中東の安定化）				NATO、USMCA等国際的な枠組みの見直し			
金融政策	0.25%ptの利下げ		0.25%ptの利下げ		0.50%ptの利下げ			

（出所）各種報道等より大和総研作成

トランプ氏の不規則発言には要注意

景気の下振れや、インフレの高止まりや高進をもたらす要因として、①トランプ氏の不規則発言に伴う企業・家計の経済活動の慎重化や、②急ピッチかつ景気に配慮しない経済政策運営という2点には注意を要する。

大統領に就任する前の現時点においても、トランプ氏の不規則発言によって、市場や企業はすでに翻弄されている。トランプ氏は外交や通商を含めた対外政策において、不規則発言を意図的に用いて相手国・地域を戸惑わせることで、米国に有利な環境を形成しようとする可能性がある。新政権発足後は一段とトランプ氏の発言に翻弄されることも想定されよう。こうしたトランプ氏の不規則発言による予見可能性の低さは、米国内の市場や企業にも悪影響を及ぼし得る。市場参加者が不確実性の高まりからリスクオフ傾向を強めたり、企業・家計の経済活動が慎重になり、景気を下押しする恐れがある点には注意を要する。

また、トランプ氏が一部の共和党議員の懸念を押し切り、追加関税措置や移民排除策に邁進する恐れがある。トランプ氏は、対外政策の場合と同様に、共和党議員に減税の実施に向けた圧力をかけるために、追加関税措置や移民排除策といった景気に悪影響のある政策の実施をちらつかせたり、一部実施に踏み切ったりする可能性があるだろう。トランプ氏はすでに大統領2期目であり、憲法に定められた3選禁止ルールの下で、2029年1月に退任となる。2026年に上下院を巡る中間選挙はあるものの、トランプ氏は世論を重視するインセンティブが小さい。言い換えれば、トランプ氏が世論を顧みず、自身が望む政策を実現しようとする可能性は否定できない。議会の承認が必要な減税といった景気対策に比べて、追加関税措置や移民排除策は大統領権限で実施可能なものも多く、実施への歯止めが利きにくくなる恐れがあるだろう。

緩やかなペースで利下げ継続を想定も、データに加えトランプ氏次第か

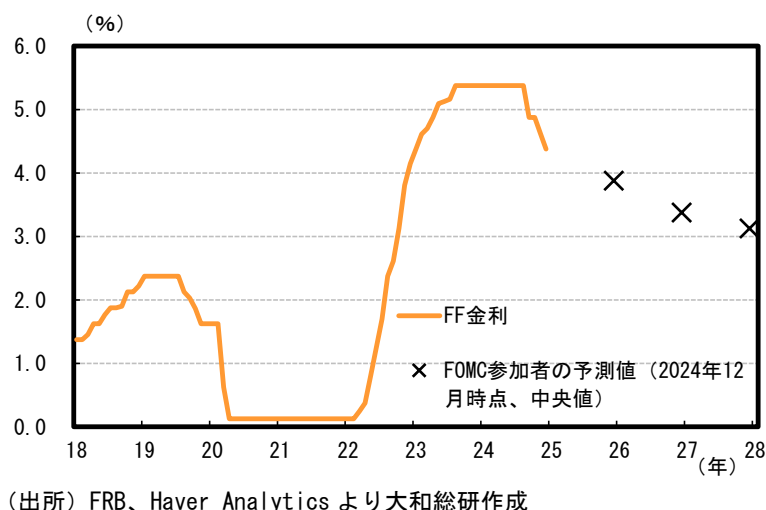
金融政策に関して、2024 年を振り返ると、FRB は 2024 年 9 月から利下げフェーズへと移行し、11 月、12 月と合計 3 回の利下げを実施した²。2024 年の利下げ幅は合計で 1.00%pt となり、直近の FF 金利の誘導目標レンジは 4.25-4.50% となった。

金融政策の先行きに関して、最新の FOMC 参加者の FF 金利見通し（ドットチャート、12 月の中央値）によれば、2025 年は合計 0.50%pt の利下げを実施し、2025 年末の FF レートの誘導目標レンジは 3.75-4.00% が見込まれている。2025 年の利下げペースは 2024 年に比べて鈍化することが想定され、FOMC 参加者の利下げに対する慎重なスタンスがうかがえる。こうした背景には、2025 年も景気が底堅く推移し、インフレの減速ペースも緩やかという共通認識が FOMC 参加者内にあるのだろう。なお、大和総研も 2025 年の利下げ幅を合計 0.50%pt と予想している。

他方で、トランプ新政権の経済政策の予見可能性の低さが、景気やインフレ、ひいては金融政策運営の見通しを不透明にしている。パウエル FRB 議長は 12 月の FOMC 後の記者会見で、トランプ新政権の動向を巡っては不確実性が高く、経済見通しやドットチャートに完全に織り込まれているわけではないと述べており、FOMC 参加者内でも見方にばらつきがあると考えられる。

これまで述べてきたように、トランプ新政権の経済政策は内容がマイルド化し、漸進的に実施されれば、2025 年の景気やインフレへの効果は軽減され、金融政策への影響も限定的と考えられる。しかし、トランプ氏が追加関税措置や移民排除に邁進すれば、インフレ高進への懸念が強まり、利下げペースの一層の鈍化や一時停止、場合によっては利上げといった選択肢も考えられる。他方で、トランプ氏の不規則発言によって市場がリスクオフ傾向を強め、金融環境が過度にタイト化する恐れがある。インフレ高進が利下げを阻むと同時に、市場のリスクオフや景気の下振れが利下げを要請するという可能性もある。金融政策運営が従来のようなデータによって左右（＝データ次第）されるだけでなく、トランプ氏の経済政策や不規則発言によっても翻弄（＝トランプ氏次第）され得る点は、2025 年以降の金融政策運営における懸念材料といえる。

図表 4 FF 金利見通し



² 矢作大祐、藤原翼「[FOMC 3 会合連続で利下げを決定](#)」（大和総研レポート、2024 年 12 月 19 日）

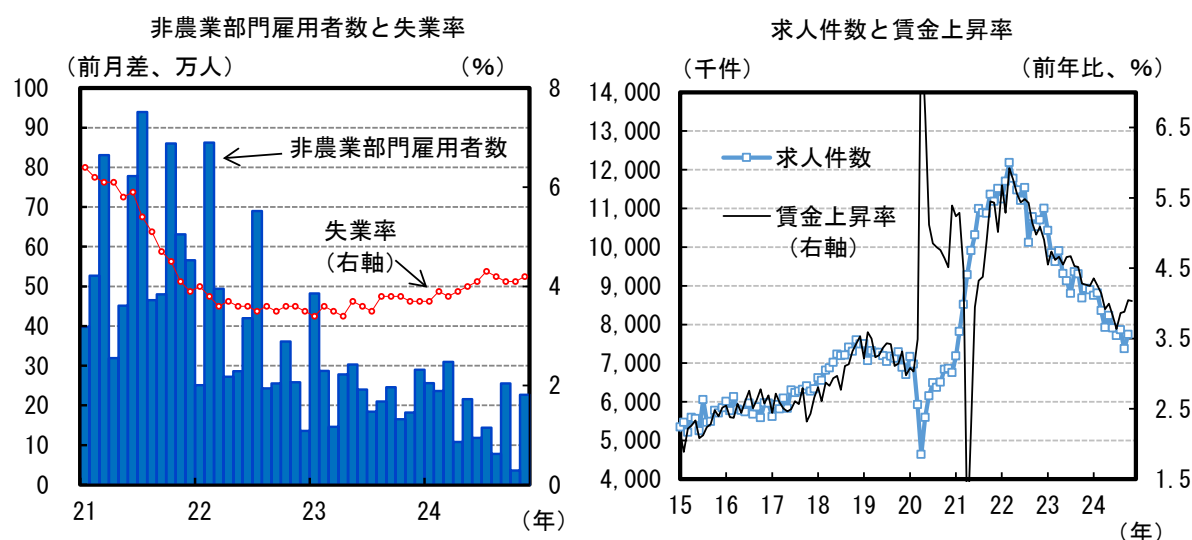
特殊要因の剥落で雇用者数の伸びは回復も、先行きの不確実性は高い

2024年11月の雇用統計³は、非農業部門雇用者数が前月差+22.7万人と、ハリケーンからの復興やボーイングのストライキ終結により伸びが加速し、市場予想（Bloomberg 調査：同+22.0万人）を上回った。もっとも雇用者数の3カ月移動平均は、6カ月連続で同+10万人台と、好不調の目安となる同+20万人を下回って推移している。また、製造業の雇用者数は4カ月ぶりにプラスとなったものの、ストライキ終結による押し上げ分を除けば冴えない。失業率に関しては前月から横ばいと市場予想に反して、4.2%と上昇した。ただし、失業者数の増加の内訳を見ると、レイオフを含む非自発的失業者数は小幅に留まり、それ以外が中心だった。指標によって強弱が入り混じっており、雇用環境は緩やかに悪化しているとの評価を据え置く。

足元の雇用環境を新規失業保険申請件数で確認すると、直近週（12月8日-12月14日）は22.0万件となった。12月第1週（24.2万件）は高水準だったものの、直近週は落ち着き、雇用環境は急激には悪化していないことを示唆している。続いて労働需要に着目すると、2024年10月の求人件数は前月差+37.2万件の774.4万件と増加した。他方で、直近の失業者数と比べた求人件数の比率は1.1倍程度と、前月と同程度になった。労働需給の緩和が継続し、賃金上昇率、ひいてはインフレ率を減速させることが期待される。もっとも、サービス部門において平均時給（前年比）の減速傾向に一服感が見られる等、賃金上昇圧力が根強い点には注意が必要だ。

先行きの雇用環境について、特殊要因を除けば緩やかな雇用環境の悪化基調が続いていくとみられるものの、不確実性は高い。大統領選挙を巡る不透明感は選挙の終了に伴い一旦解消したが、トランプ新政権の政策を巡る不透明感へと懸念は移る。トランプ新政権は現政権から政策の方向性が大きく変わると見込まれることから、企業が様子見姿勢を続けることで雇用者数の回復は緩やかになり得る。

図表5 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と賃金上昇率



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

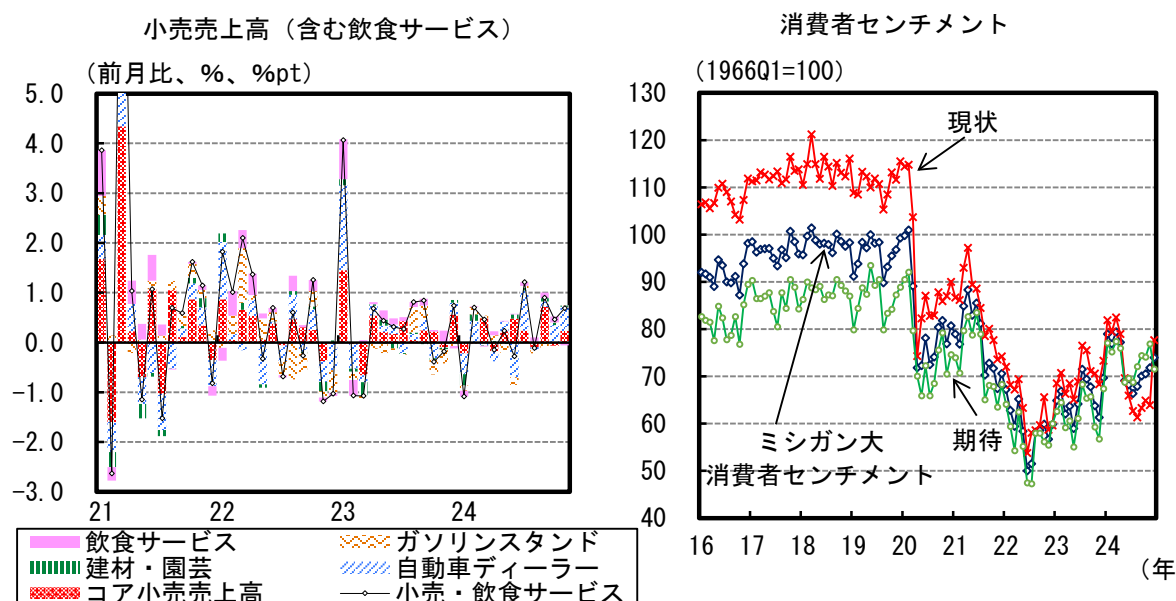
³ 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+22.7万人](#)」(大和総研レポート、2024年12月9日)

11月の小売売上高は予想を上回る伸び、復興需要や年末商戦が寄与か

個人消費の動向を確認すると、2024年11月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比+0.7%と前月から加速し、市場予想（Bloomberg 調査：同+0.6%）を上回った。過去分は9月分（+0.1%pt）、10月分（+0.1%pt）が上方修正され、11月の3カ月移動平均は同+0.7%と堅調さを維持した。振れが大きい業種（自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス）を除くコア小売売上高は同+0.4%とプラスに転じた。緩やかな雇用環境の悪化が続く中でも、小売売上高は底堅く推移している。ハリケーンからの復興需要や、年末商戦での値引きセールが消費を喚起したとみられる。11月の小売売上高（含む飲食サービス）の内訳を見ると、自動車・同部品（同+2.6%）と無店舗販売（同+1.8%）が全体のけん引役となった。また、レジャー・娯楽用品（同+0.9%）も高い伸びとなり、建材・園芸（同+0.4%）は6カ月連続でプラスとなった。この他、家電（同+0.3%）は2カ月連続でプラスとなり、家具（同+0.3%）はプラスに転じた。他方で、その他小売（同▲3.5%）が2カ月連続でマイナスとなり、衣服・宝飾品（同▲0.2%）、GMS（総合小売）（同▲0.1%）はいずれも3カ月ぶりにマイナスとなった。この他、飲食サービス（同▲0.4%）は8カ月ぶりにマイナスとなった。

続いて消費者マインドについて確認すると、ロイター/ミシガン大消費者センチメントは、2024年12月（速報値）が前月差+2.2ptと5カ月連続で改善し、74.0になった。構成指数の内訳を見ると、現状指数（同+13.8pt）が大幅に改善した一方、期待指数（同▲5.3pt）が悪化した。ミシガン大は「耐久財の購入環境」の項目が現況指数を押し上げた点に関して、先行きの価格上昇を念頭に現状を評価したものであり、マインドの力強さを示すものではないとした。ミシガン大の指摘を踏まえれば、11月の小売売上高の堅調さも幾分割り引いて考えるべきだろうか。先行きについて、新政権による減税等の政策期待が消費者マインドを押し上げ得る一方で、追加関税措置等によりインフレ懸念が再燃すれば、消費者マインドを押し下げ得る。

図表6 小売売上高（含む飲食サービス）、消費者センチメント



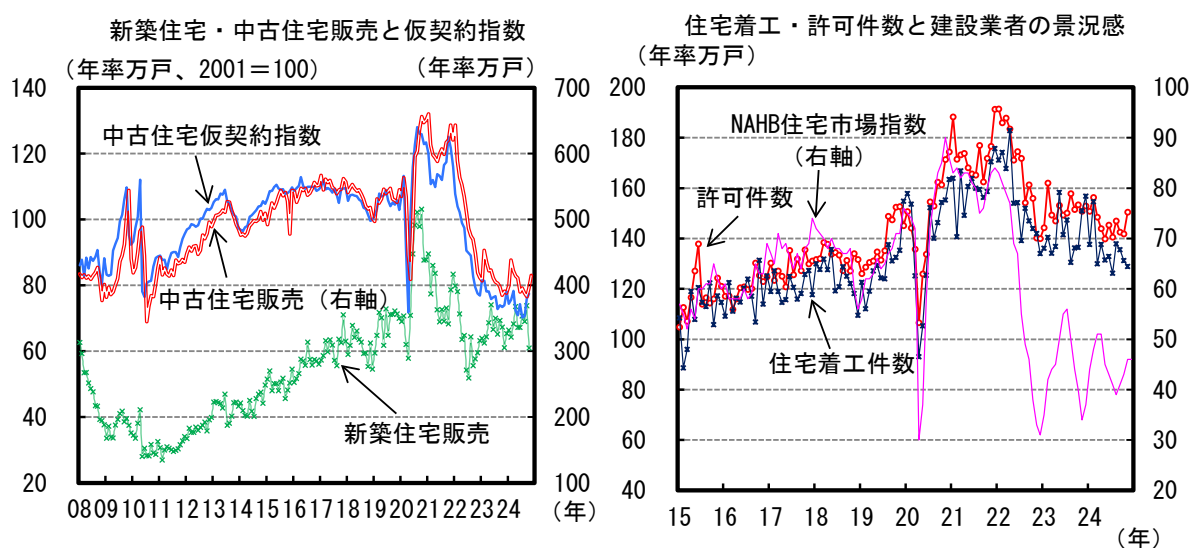
（出所）ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

中古住宅販売は2カ月連続で増加、住宅着工は減少も許可件数は増加

住宅需要に目を向けると、中古住宅販売（コンドミニアム等含む）は、2024年11月が前月比+4.8%と2カ月連続でプラスとなった。公表元の全米リアルター協会（NAR）は、中古住宅販売が増えた理由として、雇用環境が堅調であること、在庫が過去1年に比べて増加したこと、高金利に対する消費者の慣れを指摘した。しかし、直近の消費者マインドを確認すると、12月のロイター/ミシガン大消費者センチメントの住宅購入判断は40ptと回復はしたものの、低水準のままだ。また、中古住宅の在庫は緩やかな回復に留まり、水準は依然として低い。金利についても、足元の住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社、以下同）は6%台後半と、依然として高水準が続いている。中古住宅販売は当面緩やかな回復が想定されよう。新築住宅販売（戸建）については、ハリケーンの影響で10月は同▲17.3%とマイナスに転じた。もっとも、ハリケーンの復興需要は遅かれ早かれ出始める。また、新築住宅は中古住宅に対する割高感が小さく、新築住宅販売は引き続き中古住宅販売に比べて回復しやすいと考えられる。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2024年11月に前月比▲1.8%と3カ月連続でマイナスとなり、年率128.9万戸となった。他方で、新築住宅着工の先行指標である建設許可については、11月は同+6.1%と3カ月ぶりにプラスなり、年率150.5万戸と2024年2月以来の高水準となった。続いて住宅建設業者のマインドに関してNAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2024年12月分は前月から横ばいの46となった。ただし、内訳を見ると「新築戸建販売（先行き6カ月）」が66と、2022年4月以来の水準に回復した。NAHBは、住宅建設業者が依然として建設コストの高止まり等に直面している一方、新政権による規制緩和に期待しているとコメントした。住宅市場の先行きについて、住宅建設業者は新政権の政策に期待を寄せているとみられる一方、トランプ氏の掲げる政策はサプライチェーンの混乱や金利の高止まりを招く可能性もある。住宅建設業者が期待先行で住宅供給を大幅に拡大させるかは不確実性が高く、住宅需要や政策の行方を見極めながら徐々に住宅供給を拡大させていくとみられる。

図表7 新築住宅・中古住宅販売と仮契約指数、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



(出所) Census、NAR、NAHB、Haver Analytics より大和総研作成

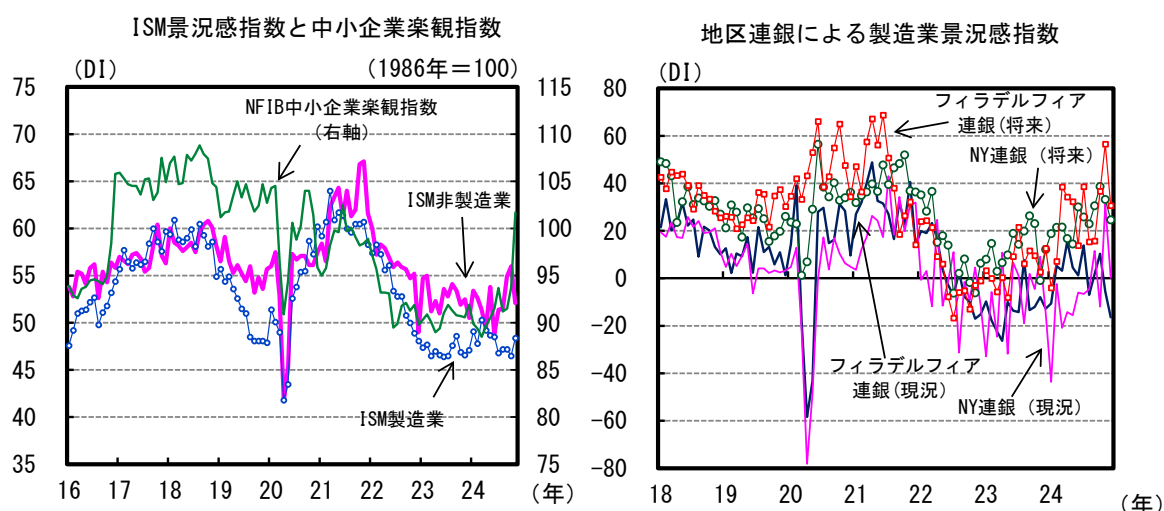
企業マインドは新政権への期待と懸念が織り混ざる

2024年11月のISM景況感指数は、製造業が前月差+1.9%ptと改善し、48.4%となった。他方で非製造業は同▲3.9%ptと5カ月ぶりに悪化し、52.1%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、入荷遅延指数が悪化した一方で、在庫指数、雇用指数、新規受注指数、生産指数が改善した。なお、新規受注指数は50.4%と8カ月ぶりに50%を上回った。非製造業に関しては、入荷遅延指数、新規受注指数、事業活動指数、雇用指数がいずれも悪化した。もともと、それぞれの指数の水準は入荷遅延指数を除き50%を上回っている。続いて企業コメントを確認すると、製造業では需要が弱いとの見解が引き続き見られる一方、受注が増え始めているとのコメントも散見された。また、追加関税措置への懸念を示すコメントも見られた。非製造業では、追加関税措置を懸念するコメントが多く見られた他、政策の方向性が定まるまで投資計画を保留するとのコメントも見られた。

中小企業に関しては、2024年11月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差+8.0ptと3カ月連続で改善し、101.7と2021年6月以来の高水準となった。内訳を確認すると、「景況感の改善に対する期待」、「実質販売増加に対する期待」が大幅に改善した。NFIBは、新政権による経済政策への期待から中小企業はビジネス環境の先行きに楽観的になっている、とコメントした。なお、同指数は2016年のトランプ氏当選決定後にも急上昇していた。

以上をまとめれば、非製造業が悪化した一方で、製造業と中小企業は改善した。足元は新政権の政策への期待と懸念が織り混ざっている状況とみられる。2024年12月中旬までの動向を含む地区連銀製造業景況感指数を見ると、NY連銀は前月に大幅な改善となった現況指数（前月差▲31.0pt）が大幅な悪化に転じ、将来指数（同▲8.6pt）は2カ月連続で悪化した。フィラデルフィア連銀は現況指数（同▲10.9pt）が2カ月連続で悪化し、将来指数（同▲25.9pt）は4カ月ぶりに悪化した。先行きについては、新政権の政策を巡る不透明感が強いことから、企業マインドは振れやすくなるとみられ、当面は明確なトレンドが見えにくい可能性がある。

図表8 ISM 景況感指数と NFIB 中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



(出所) ISM、NY 連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

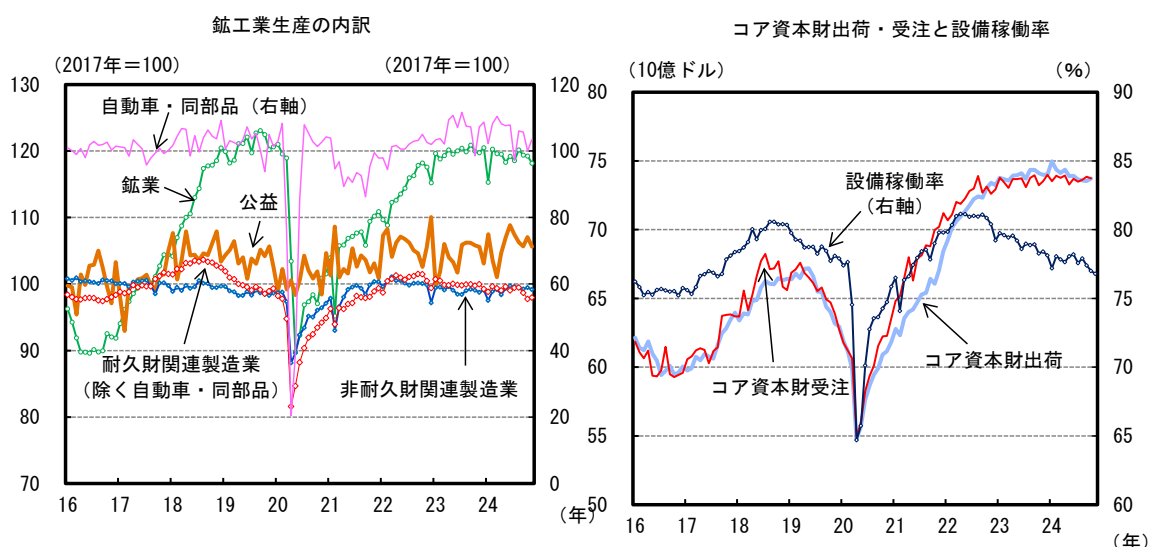
鉱工業生産指数は3カ月連続でマイナス、設備稼働率も低下傾向が続く

企業の実体面に関して、2024年11月の鉱工業生産指数は前月比▲0.1%と市場予想(Bloomberg調査: 同+0.3%)に反して3カ月連続でマイナスとなった。なお、過去分については10月分が同▲0.1%pt 下方修正された。11月の鉱工業生産指数の内訳を見ると、公益(同▲1.3%)がマイナスに転じ、鉱業(同▲0.9%)は3カ月連続でマイナスとなった一方で、製造業(同+0.2%)は3カ月ぶりにプラスに転じた。

製造業の内訳を見ると、非耐久財(前月比▲0.3%)がマイナスに転じた一方で、耐久財(同+0.7%)が3カ月ぶりにプラスに転じた。耐久財に関しては、自動車・同部品(同+3.5%)が3カ月ぶりにプラスとなり、けん引役となった。また、機械(同+2.1%)がプラスに転じ、家具(同+2.0%)は3カ月ぶりにプラスに転じた。この他、非金属鉱物(同+1.3%)は3カ月連続、木製品(同+1.0%)は4カ月連続でプラスとなった。他方でその他輸送機器(同▲2.6%)はボーイングのストライキが終結したものの、3カ月連続でマイナスとなった。この他、金属製品(同▲0.6%)、コンピューター・電子機器(同▲0.3%)がマイナスに転じた。非耐久財に関しては、衣服・革製品(同▲2.1%)、石油・石炭製品(同▲1.6%)などが下押し要因となった。

設備投資関連の指標について、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷は10月に前月比+0.3%と4カ月ぶりにプラスとなった。他方で、先行指標であるコア資本財受注については同▲0.2%と3カ月ぶりにマイナスとなった。続いて設備稼働率については、11月は前月差▲0.2%ptの76.8%と3カ月連続で低下し、長期平均(1972-2023年: 79.7%)からの下振れ幅が広がりつつある。設備投資の先行きについて、中小企業の企業マインドが大幅に上昇するなど、ポジティブな兆候も見られる。しかし、足元は設備稼働率が逼迫していないことに加え、新政権による政策は追加関税措置を中心に不確実性が高く、目先は設備投資を積極化しづらいとみられる。さらに、前述したように、今後のFRBの利下げペースが緩やかなものに留まるとみられることも踏まえれば、設備投資は当面緩やかに増加していくことがベースシナリオとなる。

図表9 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



（出所）FRB、BLS、Census、Haver Analytics より大和総研作成

経済見通し

足元までの経済指標を踏まえ、2024年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.5%と見込む。7-9月期に比べて減速すると見られるが、2%前後とされる潜在成長率を上回る堅調なペースといえるだろう。

2025年の米国経済に関しても、ソフトランディングの継続という基本的な構図は変わらない。実質GDP成長率は減速するが、2025年通年で+2%強と底堅く推移すると見込む。また、懸案のインフレに関しても、CPIの減速ペースは一層緩やかとなるが、すでに2%台で推移していることを踏まえれば、減速余地が限られてくるのは当然だろう。

もっとも、米国経済の先行きは、1月20日に発足するトランプ新政権の経済政策次第で大きく変化し得る。トランプ氏の主張通りに経済政策が実施されれば、景気への悪影響は大きく、インフレ率も大幅に上昇しかねない。ただし、こうしたハードランディング・シナリオは、現時点では確率が相対的に低いだろう。トランプ氏の政策に関しては、共和党議員からも景気や財政への悪影響を懸念する声が上がっている。トランプ新政権は選挙時の主張よりも政策内容を調整することが現実的であり、景気や財政への影響は軽減されることが考えられる。また、経済政策の実施時期も漸進的なものとなり、その効果の発現は緩やかとなることが想定される。

他方で、トランプ氏の不規則発言に翻弄され、市場がリスクオフ傾向を強めたり、企業や家計の経済活動が消極化したりする恐れは残るだろう。また、トランプ氏が景気への悪影響を無視して、追加関税措置や移民排除策に邁進する可能性も否定できない。こうした不確実性の高さが、2025年の米国経済における最大のリスク要因といえよう。

図表 10 米国経済見通し

	四半期												暦年		
	2023				2024				2025				2023	2024	2025
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	前年比、%		
国内総生産 (前年同期比、%)	2.8	2.4	4.4	3.2	1.6	3.0	3.1	2.5	2.2	2.0	2.1	2.2	2.9	2.8	2.3
個人消費	4.9	1.0	2.5	3.5	1.9	2.8	3.7	2.8	2.3	2.1	2.2	2.3	2.5	2.7	2.6
設備投資	5.3	9.9	1.1	3.8	4.5	3.9	4.0	0.8	1.5	1.8	1.9	2.0	6.0	3.9	2.0
住宅投資	-4.3	4.5	7.7	2.5	13.7	-2.8	-4.3	1.2	1.5	2.1	2.2	2.4	-8.3	4.0	0.7
輸出	2.0	-4.8	4.9	6.2	1.9	1.0	9.6	-0.7	1.7	1.9	2.1	2.3	2.8	3.2	2.3
輸入	-0.8	-3.1	4.7	4.2	6.1	7.6	10.7	-1.0	1.2	1.5	1.7	1.9	-1.2	5.4	2.5
政府支出	5.1	2.9	5.7	3.6	1.8	3.1	5.1	2.9	1.9	1.6	1.4	1.3	3.9	3.4	2.4
国内最終需要	4.6	2.6	3.1	3.5	2.7	2.8	3.7	2.5	2.1	2.0	2.0	2.1	2.7	3.0	2.4
民間最終需要	4.6	2.5	2.6	3.5	2.9	2.7	3.4	2.4	2.1	2.1	2.2	2.3	2.5	2.9	2.4
鉱工業生産	0.0	0.3	1.2	-1.8	-1.8	2.4	-0.6	-2.3	1.3	1.6	1.7	1.9	0.2	-0.4	0.6
消費者物価指数	3.8	3.0	3.4	2.7	3.8	2.8	1.2	3.0	3.2	2.6	2.2	2.3	4.1	2.9	2.6
失業率(%)	3.5	3.6	3.7	3.8	3.8	4.0	4.2	4.2	4.3	4.2	4.2	4.1	3.6	4.0	4.2
貿易収支(10億ドル)	-201	-204	-186	-194	-203	-225	-234	-232	-232	-232	-232	-231	-785	-894	-927
経常収支(10億ドル)	-230	-233	-221	-222	-241	-275	-284	-282	-283	-283	-283	-282	-905	-1082	-1132
FFレート(%)	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.25	4.25	4.00	5.50	4.50	4.00
2年債利回り(%)	4.35	4.26	4.92	4.80	4.48	4.82	4.03	4.16	4.29	4.20	4.11	4.02	4.58	4.37	4.16
10年債利回り(%)	3.65	3.59	4.15	4.44	4.16	4.44	3.95	4.27	4.39	4.30	4.21	4.12	3.96	4.21	4.26

(注1) 網掛けは予想値。2024年12月20日時点。

(注2) FFレートは誘導レンジ上限の期末値。2年債利回り、10年債利回りは期中平均。

(出所) BEA、FRB、BLS、Census、Haver Analytics より大和総研作成

2025 年の欧州経済

巡航速度での成長回帰も、リスクは下方向

橋本 政彦

[要約]

- 2025 年のユーロ圏経済の実質 GDP 成長率は前年比+1.3%と、2 年連続で加速し、潜在成長率並みの成長ペースに回帰すると予想する。実質所得の増加に加えて金利低下が追い風となり、個人消費の増加基調が続くことが成長のメインドライバーになると期待される。
- もっとも、先行きは下振れリスクが大きい状況が続くことになろう。外需を巡る不透明感強く、製造業の停滞が労働市場の悪化を通じて経済全体に広がるリスクが高まっている。また、政治・政策面では、2 月に実施されるドイツでの総選挙が注目されるほか、フランスでの政治混乱が続く可能性が高いことに注意が必要である。
- 2024 年に利下げサイクルを開始した ECB は、2025 年も中立金利に向けて利下げを続けていくと見込まれる。大和総研では、2025 年中に 4 回の利下げを実施し、政策金利が 2.00%に達したところで今回の利下げサイクルを停止すると予想する。ただし、インフレ率が落ち着きを見せる中、ECB は景気配慮の姿勢を強めており、景気が想定よりも下振れすることになれば、さらなる利下げも検討されることになるだろう。
- 2025 年の英国の実質 GDP 成長率は前年比+1.4%と予想する。ユーロ圏と同様、英国でも実質所得増加を背景とした個人消費の増加が見込まれることに加え、労働党政権による財政政策が、公的需要を中心に GDP を押し上げる見通しである。一方、増税に対する企業の懸念は強く、税負担の増加は民需の成長を抑制する恐れがある。
- BOE も ECB と同様、2025 年も利下げサイクルを継続すると見込まれる。英国ではインフレ率の高止まりに対する懸念が未だ強いことに加え、財政政策の影響を見極める必要性から、利下げペースはこれまでと同様、2 会合に 1 度の緩やかなものとなるだろう。

ユーロ圏経済

2024 年のユーロ圏経済は緩やかに持ち直し

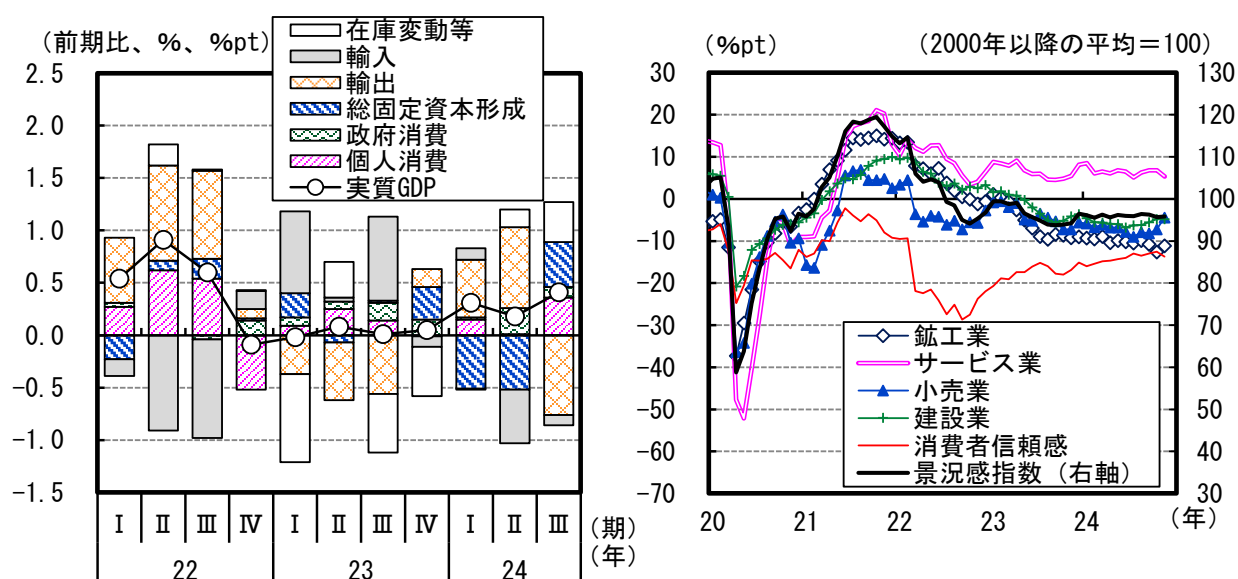
2024 年のユーロ圏経済を振り返ると、2023 年の停滞から次第に回復へと向かってきたといえる。2023 年は 1 年を通じてほぼゼロ成長だった実質 GDP 成長率は、2024 年 1-3 月期には前期比 +0.3% と明確なプラス成長に転じ、その後、4-6 月期に同 +0.2% と一旦減速したものの、7-9 月期は同 +0.4% と再加速した。

7-9 月期 GDP の成長率の内訳を見ると、需要項目別では個人消費が前期比 +0.7% と 2022 年 7-9 月期以来の高い伸びとなったことが GDP を押し上げた。加えて、内需のもう一つの柱である総固定資本形成も同 +2.0% と 3 四半期ぶりの増加に転じており、内容としても改善が見られる。他方、外需については、輸出が同▲1.5% と 4 四半期ぶりの減少に転じ、外需（純輸出）寄与度は同▲0.9%pt と 5 四半期ぶりのマイナスに転じた。

10-12 月期に入ってから経済の状況を見ていくと、景況感指数（総合、欧州委員会発表）は、10 月に低下（前月差▲0.6pt）した後、11 月は同 +0.1pt と小幅に上昇した。10-11 月平均値は 95.8 と、7-9 月期（96.2）を下回るが、4-6 月期（95.9）とほぼ同水準であり、10-12 月期の実質 GDP 成長率が小幅なプラス成長になることを示唆する。

指数の内訳では、11 月は小売業が前月差 +2.8pt と 2 カ月連続で改善したことに加えて、鉱工業が同 +1.5pt と 3 カ月ぶりの上昇に転じた。他方、サービス業は同▲1.5pt と 4 カ月ぶりに低下し、消費者信頼感指数も同▲1.2pt と 3 カ月ぶりの低下に転じている。もっとも、指数の水準に注目すると、サービス業が相対的に高水準で推移し堅調さを維持する一方、製造業を中心とした鉱工業の停滞が続くという構図に大きな変化は見られない。

図表 1 ユーロ圏の GDP 成長率と需要項目別寄与度（左）、ユーロ圏の景況感指数と内訳（右）



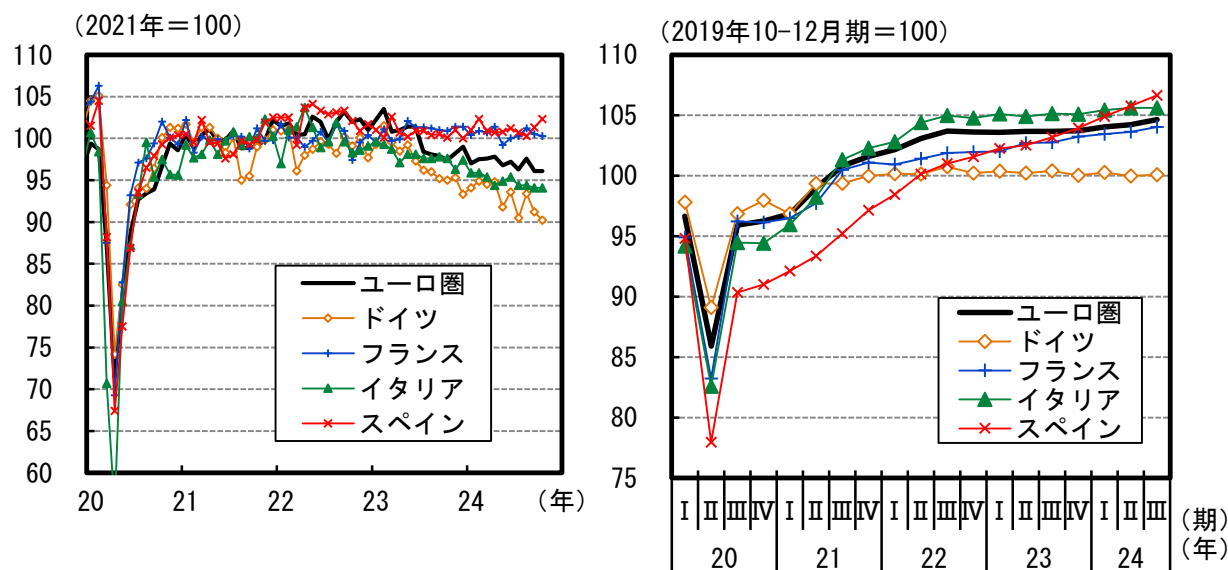
(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

10月以降のハードデータに目を向けると、10月のユーロ圏の実質小売売上高は前月比▲0.5%と減少に転じた。国別に見ても、ドイツ（同▲0.5%）、イタリア（同▲0.3%）が前月から減少、フランス、スペインは前月から横ばいとなっており、主要国はいずれも足踏みする結果となっている。しかし、実質小売売上高は、7～9月に3ヵ月連続で増加していたことから、10月単月の減少を悲観的にとらえる必要はないだろう。7-9月期は前期比+1.0%と2021年10-12月期以来の高い伸びとなったが、10月はその7-9月期の水準を0.2%上回っており、10-12月期も増加が続く可能性は高い。

一方、企業部門の動向に関して、10月のユーロ圏の鉱工業生産指数は前月比横ばいとなった。消費財が前月比▲2.2%と大きく落ち込み、エネルギーも同▲1.9%と低下したが、資本財が同+1.7%と増加したことがこれを補った。国別では、アイルランドが同+5.7%と、前月の落ち込みからの揺り戻しで大幅に増加したこと、およびスペインの増加（同+1.0%）が押し上げ要因となる一方、ドイツが同▲1.1%、フランスが同▲0.2%と、いずれも2ヵ月連続で低下している。10月の鉱工業生産指数の水準は7-9月期平均を0.6%下回っており、10-12月期も前期比ベースでの減少が続く可能性が高い。とりわけ、最大のウエイトを占めるドイツの10月の生産水準は2020年5月以来の低さまで落ち込み、2024年7-9月期と比べても1.6%低い状態にある。

こうした足元までの経済指標を踏まえると、ユーロ圏の10-12月期の実質GDPはプラス成長を維持しつつ、7-9月期から成長ペースが低下すると見込まれる。大和総研では10-12月期の実質GDP成長率について前期比+0.2%、2024年通年の成長率は前年比+0.8%と予想する。なお、実質GDPの2024年1-3月期から7-9月期までの累積値を国別に見ると、主要国の中ではスペインが前年比+3.0%と際立って好調である一方、ドイツは同▲0.2%と前年を下回る。ドイツが2024年に通年でプラス成長となるためには、10-12月期に前期比+0.6%以上の成長が必要であり、ドイツは2023年に続き、2年連続のマイナス成長となる可能性が極めて高い。

図表2 ユーロ圏主要国の鉱工業生産指数（左）、ユーロ圏主要国の実質GDP水準（右）



（出所）Eurostat より大和総研作成

個人消費の増加基調維持が景気拡大持続のドライバー

大和総研では 2025 年のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前年比+1.3%と予想する。暦年ベースでは 2 年連続で成長率が加速し、潜在成長率並みの成長ペースへと回帰する見通しである。

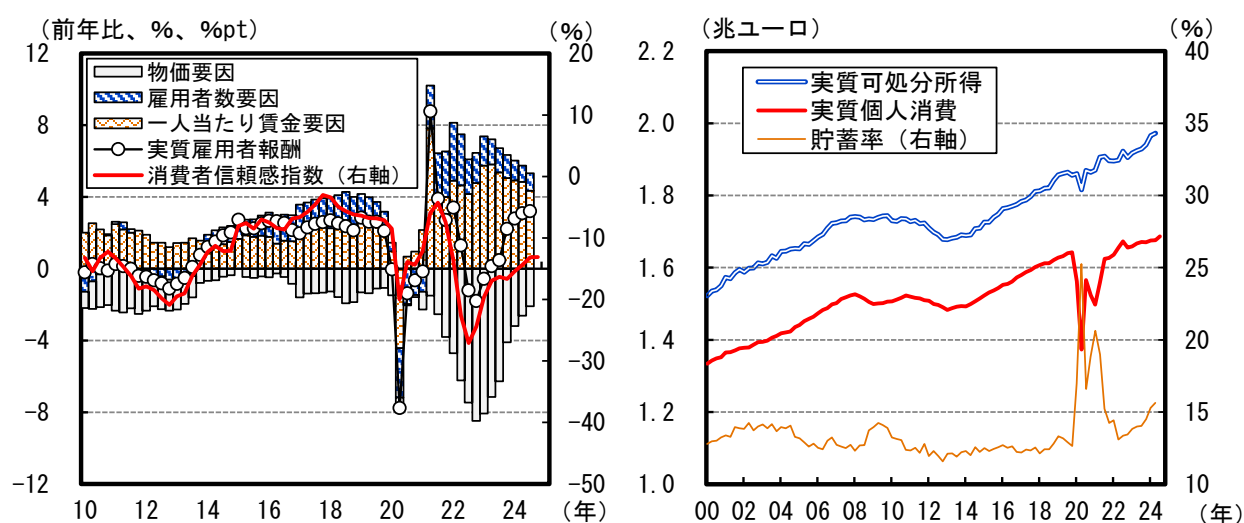
2025 年の欧州経済のメインドライバーになると見込まれるのは、個人消費の増加である。2023 年から 2024 年前半にかけて緩慢な伸びが続いてきた個人消費は、2024 年後半に入ってようやく加速の動きが見られてきた。

個人消費の裏付けとなる家計の所得環境に関して、実質雇用者報酬（大和総研による試算値）は、インフレ率のピークアウトを受けて 2023 年 4-6 月期には前年比増加に転じ、その後も増加幅を拡大させてきた。2024 年 7-9 月期時点では前年比+3.2%と、コロナ禍による落ち込みからの反動があった時期を除けば、2000 年以来の高い伸びとなっている。

一方、これまで個人消費の伸びが緩やかであったことから、2022 年をボトムに家計の貯蓄率は上昇が続いており、やはりコロナ禍での例外の時期を除けば歴史的に見ても高い水準となっている。この背景には、高インフレや地政学リスクの高まりなどを背景とした消費者マインドの伸び悩みや、高金利による貯蓄需要の高まりがあったとみられる。しかし、消費者マインドは緩やかなペースながら着実に改善し、明るさを取り戻しつつある。また、ECB の利下げによって、金利はさらに低下していくとみられることから、これまで貯蓄に向かっていた所得は消費に向かいやすくなると考えられる。

足元の高い賃金上昇率は、労使交渉を経て過去の高インフレ率が反映されたものであるため、インフレ率の低下に遅れる形で徐々に縮小していくと見込まれる。だが、貯蓄率に低下余地があること、これまでの高い貯蓄率によって蓄えられてきた家計金融資産は今後の消費余力になるとみられることから、個人消費の増加モメンタムは 2025 年も維持されると予想する。

図表 3 ユーロ圏の実質雇用者報酬と消費者マインド（左）、実質所得・個人消費・貯蓄率（右）



（注）左図の実質雇用者報酬、右図の実質可処分所得は個人消費デフレーターで実質化。左図の消費者信頼感指数は四半期平均値で、直近値は 2024 年 10 月～11 月平均。

（出所）Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

最大のリスクは外需停滞による製造業の悪化と労働市場への波及

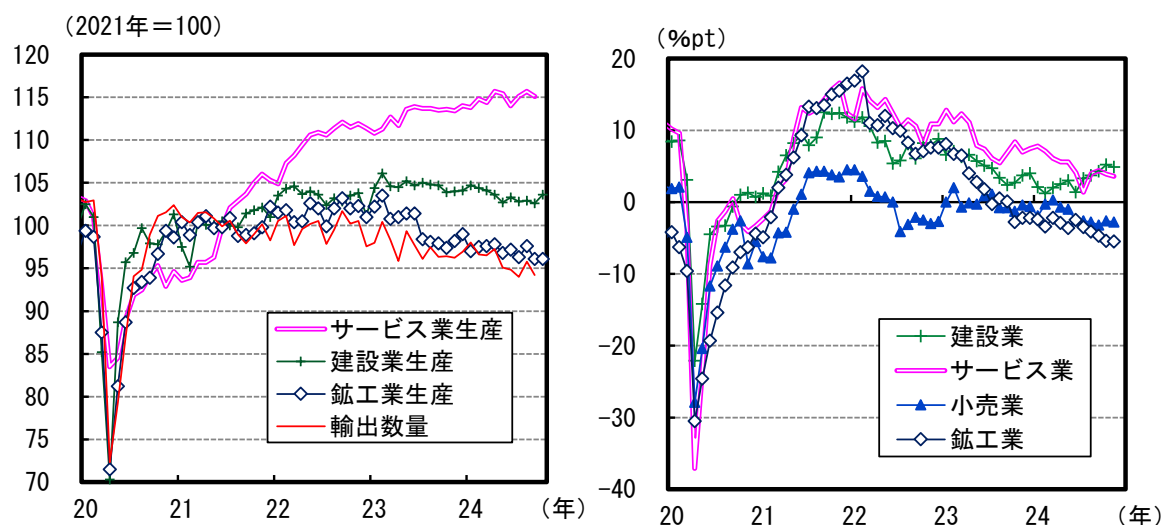
ただし、ユーロ圏経済の先行きについては上振れよりも下振れリスクが大きい。最大のリスクは、低迷が続く製造業の悪化がさらに進み、それが経済全体へと波及することである。

受注動向などを見る限り、製造業の需要は内外需ともに依然として弱い状態が続いており、底打ちの兆しはみられない。しかし、内需の先行きについては、前項で述べた個人消費の回復が本格化するにしたがって持ち直しに向かうと期待される。一方、外需については、先行きも不透明感が強い状況が続くことになろう。これまで、ユーロ圏製造業の輸出が伸び悩む最大の要因は、中国向け輸出の減少が続いてきたことであつた。これには中国経済の減速のみならず、欧州製品の中国市場での競争力低下が影響しているとみられる。このため、仮に中国経済が上向いたとしても、中国向け輸出の停滞が続く可能性は否定できない。

また、ユーロ圏にとって最大の輸出先である米国向けについては、トランプ新政権による追加関税が大きなリスクである。大統領選挙後、トランプ氏の関税の矛先は中国、およびメキシコ、カナダに向いているが、選挙前の段階ではトランプ氏は全世界に対して10～20%の関税を課す意向を示していたこともあり、欧州に対する追加関税の可能性がなくなったわけではない。基本シナリオとしては、米国経済の拡大によって米国向け輸出の増加が続くと想定するが、仮に追加関税が課されることになれば、増加ペースは鈍る公算が大きい。

欧州製造業では、既に多くの企業が雇用削減や投資抑制に取り組み始めているが、生産の減少傾向がさらに続き、長期化すれば、こうした動きがさらに広がる可能性がある。欧州委員会調査による企業の雇用見通しを見る限り、雇用の大宗を占めるサービス業では、以前に比べて採用に慎重にはなりつつも、雇用を減らす段階には至っていないことは安心材料といえる。しかし、製造業でのリストラ圧力の高まりが個人消費の回復を阻害し、好調さが続くサービス業にも悪影響が拡大するリスクは高まっている。

図表4 ユーロ圏の輸出数量と生産の動向（左）、ユーロ圏企業の3ヵ月先雇用判断（右）



(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

ドイツは政権交代の公算大、フランスは引き続き政治不安がリスク

2025 年のユーロ圏経済を巡るもう一つの大きな論点としては、ドイツ、フランスにおける政治・財政動向が挙げられよう。

ドイツでは 2024 年 11 月に連立政権が崩壊したことを受け、2025 年 2 月 23 日に下院議会選挙が前倒しで行われることとなった。各種世論調査によれば、中道右派の CDU/CSU（キリスト教民主同盟・社会同盟）の支持率が 3 割程度と最も高く、現与党・SPD（社会民主党）からの政権交代がほぼ確実と目される。もっとも、CDU/CSU が単独で議会の過半数を獲得する見込みは低く、選挙後は連立協議が行われることになろう。反 EU を掲げる極右政党の AfD（ドイツのための選択肢）の支持率は SPD を上回る 2 番手につけており、今回の選挙での躍進が予想されるが、主要政党は AfD との連立や閣外協力を否定していることから、AfD を除いた形での連立が模索されると見込まれる。CDU/CSU と SPD による大連立も想定されるが、選挙結果次第では、大連立でも議会過半数に届かない可能性がある。多党による連立交渉には時間が掛かるとみられ、政治的空白期間が長引くリスクがあるだろう。

選挙後の政策の注目点としては、債務ブレーキ（年間の公的債務残高の増加を GDP 比 0.35% 以内に収めることを定めたルール）の見直しが挙げられる。ドイツでは景気停滞が長引く中、短期的な景気浮揚のみならず、長期的な成長力の押し上げ、競争力強化のために債務ブレーキを見直し、公的支出を拡大するべきとの声が高まっている。次期政権の中心になると見込まれる CDU/CSU は、基本的には債務ブレーキを維持すべきとの立場にある。だが、メルツ党首は条件次第では債務ブレーキの見直しもあり得るとの認識を示しており、連立交渉においても、債務ブレーキ見直しは大きな論点になると見込まれる。仮に債務ブレーキの見直しが実現し、財政の自由度が上がれば、ドイツ経済が再浮上するきっかけとなり得ることから、議論の進展を注視していく必要がある。

一方、フランスでは 2024 年 6 月の議会解散以降、政治不安が続いているが、そうした不安定な状況は 2025 年も続く可能性が高い。

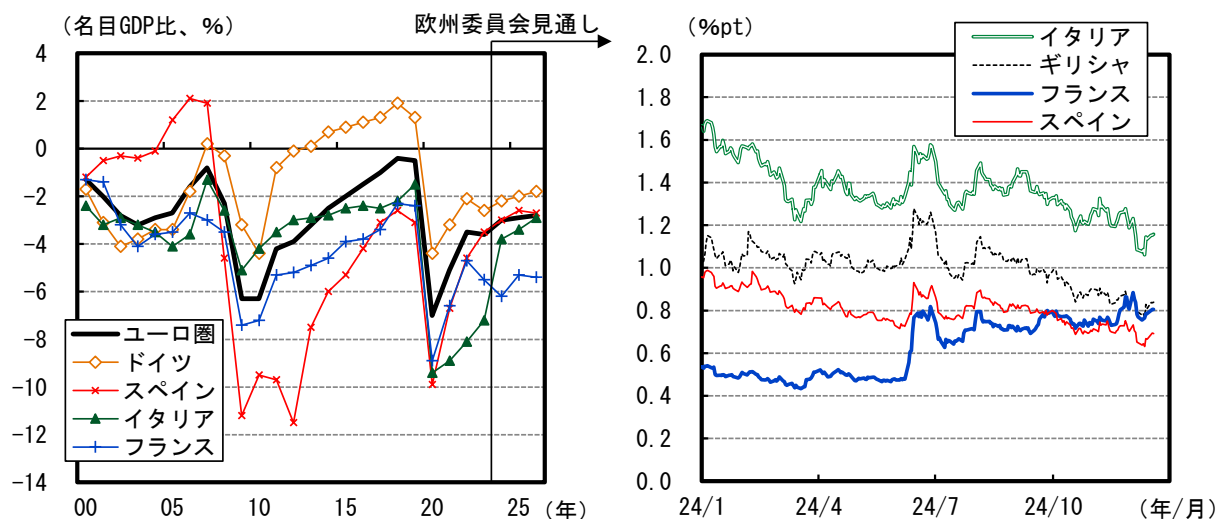
総選挙を経て、2024 年 9 月に成立したバルニエ政権は、12 月に不信任案が決議され、わずか 3 ヶ月で崩壊した。単独で議会過半数を上回る政党がない中、極右の国民連合、および左派連合の新人民戦線がいずれも不信任案に賛成した形である。マクロン大統領はバルニエ首相の後任として中道派のバイル氏を指名しており、バイル新首相はまず、バルニエ前政権が頓挫した 2025 年度予算の策定を進めていくことになる。

バルニエ前政権による緊縮的な予算案が右派・左派両側からの批判を招き、不信任案へと繋がった事情を踏まえれば、2025 年度予算を成立させるためには、緊縮度合いを和らげる必要がある。ただし、2024 年 6 月の議会解散以来、金融市場が懸念しているのは、財政再建が遅れることであり、拡張的な予算はフランス国債のさらなる格下げ、金利上昇リスクを高めることになるだろう。反対に、バイル新政権がバルニエ前政権と同様に、緊縮的な予算を目指せば、それを成立させるのは非常に困難であり、再び不信任を招く恐れがある。新政権は引き続き、微妙な駆け引きを迫られることになり、前政権と同様、短命に終わる可能性も否定できない。

また、2024年の解散総選挙から1年が経過する2025年7月以降には、再び選挙が実施される可能性がある。2024年の選挙の際には、大統領支持会派と新人民戦線が選挙協力をする事で、国民連合の勝利を防いだという経緯があるが、その後の首相任命や予算などを巡って、大統領支持会派と新人民戦線の溝は深まっている。また、新人民戦線の内部において、極左と穏健左派の対立が伝えられていることも、国民連合に有利に働く可能性がある。国民連合が第一党になることへの懸念は2024年にフランス国債金利の急騰を招いたが、そうした事態が2025年にも繰り返されるリスクには注意が必要だろう。しかも、再選挙が行われたとしても、いずれかの政党が議会過半数を確保する可能性は低いとみられ、政治的な混乱が収束する見込みは低い。

フランスの政治的な混乱は、金融市場にとっての懸念材料であるばかりでなく、フランスの家計や企業マインドにも悪影響を及ぼし始めている。混乱が長引くことで、マインドがさらに悪化すれば、景気の下振れリスクは高まることになる。

図表5 ユーロ圏主要国の財政収支見通し（左）、ユーロ圏諸国の長期金利対独スプレッド（左）



（出所）Eurostat、欧州委員会、Bloomberg より大和総研作成

ECB は中立金利に向け利下げサイクル継続、景気次第で利下げペースを調整

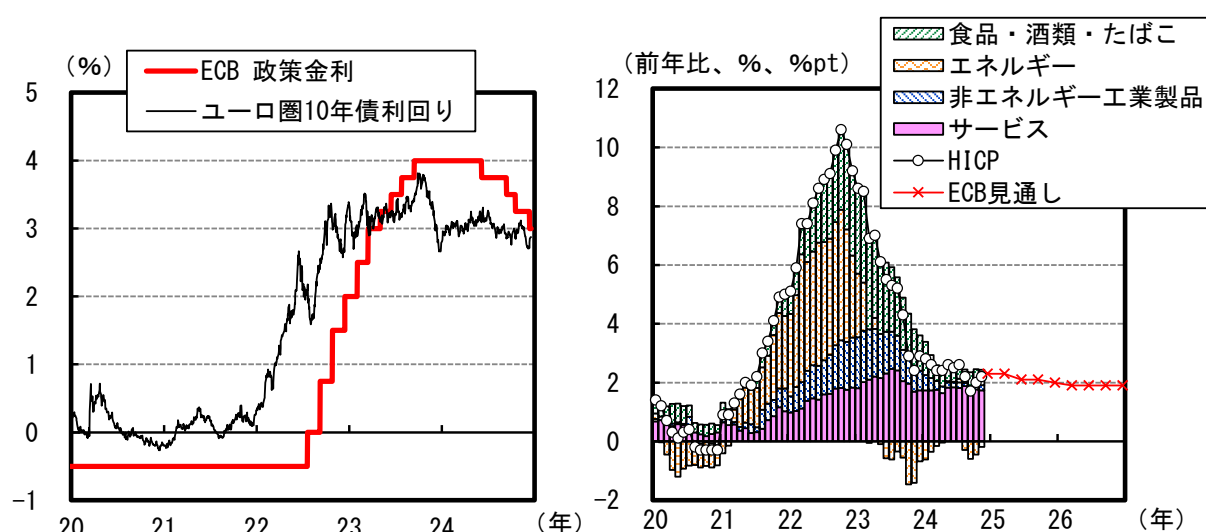
金融政策面では、ECBは2024年6月に開始した利下げサイクルを、2025年も継続していくことが見込まれる。

ECBが3会合連続での利下げを実施した2024年12月の理事会の声明文では、金融政策の先行きに関して、データ次第で会合ごとに判断し、先行きの経路については事前にコミットしないという、従来通りの方針が示された。だが一方、10月までの声明文にあった、「必要な期間、政策金利を十分に引き締めた水準に維持する」という表現が削除されたことで、引き締め必要性が低下していることが暗に示された。ラガルド総裁が会見で言及したように、声明文には現在の政策金利水準が「抑制的」とであると明示されており、中立金利に向けて先行きも利下げを続けていくという方向性は明らかである。

利下げのゴールとなる中立金利に関して、ラガルド総裁は以前に比べて上昇している可能性に言及しつつ、具体的な水準については明言せず、12月理事会でも議論していないと述べている。同時に、中立金利を把握することの難しさについても言及しており、現実的には、インフレ率、景気動向を注視することで、適切な金利水準を探っていくしかない。大和総研では、ユーロ圏経済は潜在成長率並みの成長が持続し、インフレ率は引き続き緩やかに低下していくという見通しの下、2025年は4回の利下げを行い、政策金利が2.00%となった段階で今回の利下げサイクルを停止すると予想する。

ただし、経済の下振れリスクが高まる中、パネッタ・イタリア中銀総裁や、ビルロワドガロー・フランス中銀総裁など、ECBの中でも一部のハト派メンバーは、中立金利を下回る水準まで政策金利を引き下げることが提案し始めている。ラガルド総裁が12月の会見では高インフレに対する勝利宣言はまだできないと述べているように、ECB全体としては中立金利を下回る水準までの利下げはまだコンセンサスとなっていないとみられるが、景気・インフレ率が想定以上に下振れする場合においては、よりアグレッシブな利下げが検討されることになろう。裏を返せば、景気悪化に対して、ECBによる下支えが期待できるという点は、欧州経済にとって大きな安心材料といえる。

図表6 ECBの政策金利とユーロ圏長期金利（左）、HICPの要因分解とECBによる見通し（右）



(出所) ECB、Bloomberg、Eurostat より大和総研作成

英国経済

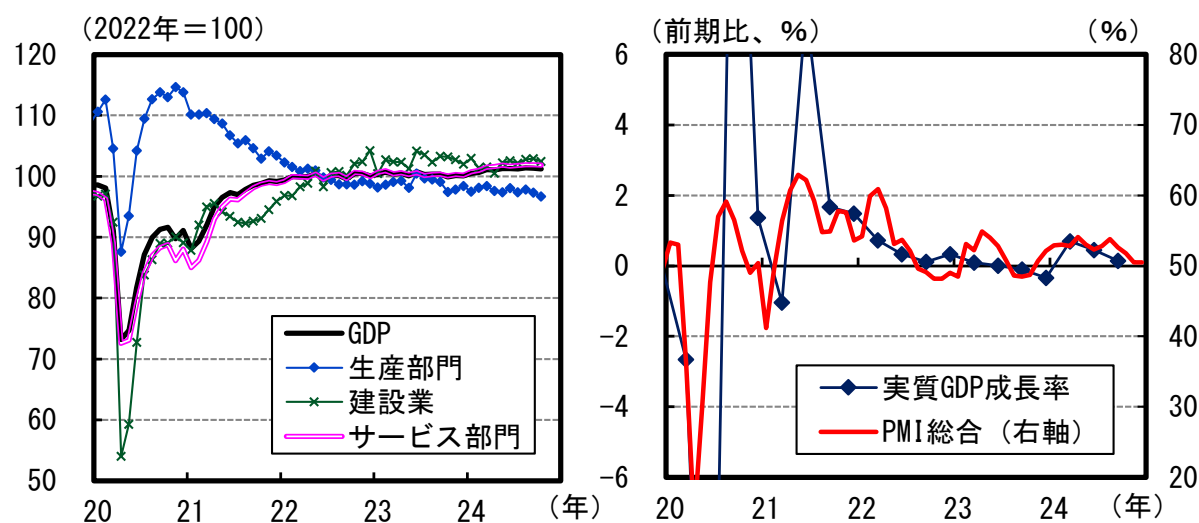
2024年は年前半の高成長から、徐々に成長ペースが鈍化

2024年の英国経済は、年初の段階で想定されていたよりも底堅く推移した。もっとも、実質GDP成長率の推移を見ると、1-3月期が前期比+0.7%、4-6月期が同+0.5%と、年前半は高い成長率となったものの、7-9月期には同+0.1%と小幅な成長率に留まり、成長ペースは次第に鈍化してきた。

10月に入って、さらに景気の減速感は強まっている。英国の10月の月次GDPは前月比▲0.1%と、小幅ながら2ヵ月連続で減少した。業種別に見ると、10月は生産部門（同▲0.6%）、および建設業（同▲0.4%）の減少が下押し要因となった。生産部門の減少は2ヵ月連続であり、水準は2020年5月以来の低さとなっている。ユーロ圏に比べれば悪化ペースは緩やかだが、鉱工業の停滞が経済の足を引っ張るという構図は英国でも同様である。また、サービス部門では減少こそ免れたが、9月、10月と2ヵ月連続で横ばいとなり、増加基調が足踏みしている。

ONS（英国国家統計局）によれば、10月末に労働党への政権交代後初の政府予算案を控えていたことから、その内容を待つための買い控えによって売上に悪影響が出たというコメントが製造業、卸売・小売業、専門サービスなどから報告されたという。予算案発表前、リーブス財務相やスターマー首相が、財政再建のために厳しい選択が必要になることを繰り返し主張したことが、企業の様子見姿勢を強めた可能性があるだろう。10月のPMIの悪化についても、統計公表元のS&P Globalは、財政政策における不透明感が企業マインドの下押し要因となったと指摘している。なお、既に12月分速報まで公表されているPMI総合は、11月にさらにもう一段落ち込んだ後、12月は横ばいとなった。11月、12月の水準は50.5と、基準となる50は上回っているが2023年10月以来の低さとなっており、さらなる景気減速を示唆している。

図表7 英国の月次GDPの推移（左）、実質GDP成長率とPMI総合（右）



(出所) ONS、S&P Global より大和総研作成

2025年の焦点は財政政策の効果と企業の対応

以上見てきたように、英国経済は2024年後半からの減速傾向が足元まで続いているが、2025年以降は成長ペースの再加速が見込まれる。ユーロ圏と同様、実質所得の回復を受けた個人消費の増加が期待できることに加えて、労働党政権による財政政策が経済の押し上げに寄与する可能性が高いためである。

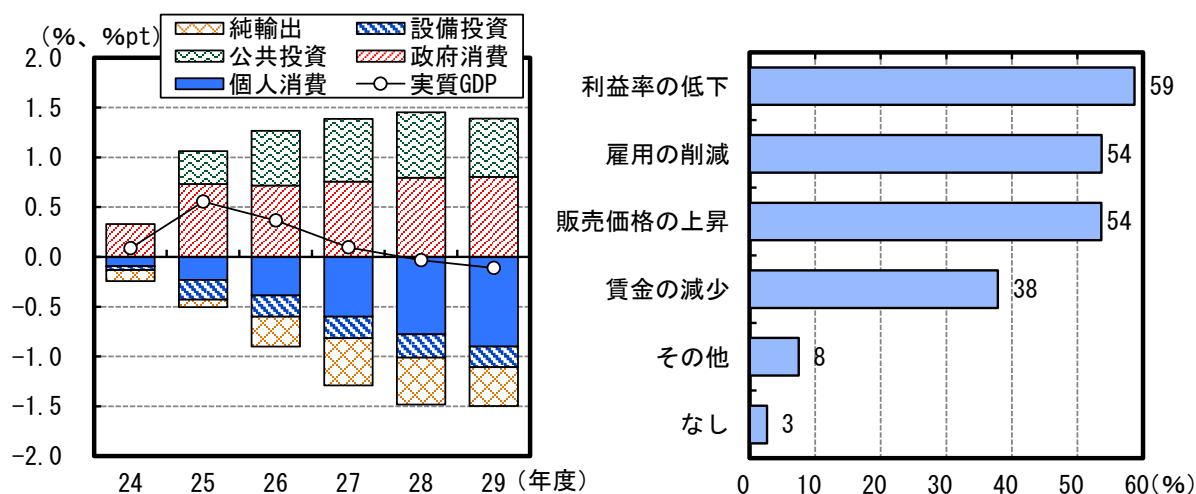
労働党が10月30日に公表した予算案は事前の予告通り、様々な増税を含むものであったが、

それ以上に歳出を大幅に増加させる拡張的な内容であった。このため、予算案の内容が本格的に実行へと移される 2025 年には、公共投資や政府支出の増加が GDP を押し上げると見込まれる。

だが一方で注意が必要なのは、増税負担が民間部門の需要拡大を抑制する可能性があることだ。労働党による秋季予算案は公約通り、家計の負担増を回避するものであったが、その一方で企業への負担を増すものとなった。とりわけ、国民保険料の雇い主負担分の引き上げに対する企業の不満は高まっており、既述の 11 月、12 月の PMI の停滞にもこうした企業負担の増加への懸念が影響しているとみられる。

BOE が 11 月に実施した調査 (Decision Maker Panel) によれば、企業の国民保険料引き上げへの対応として、雇用の削減を検討する企業は 54%、販売価格の上昇も同様に 54%、賃金の減少は 38%となっている。政府は増税による直接的な家計への負担増は実施しなかったものの、企業負担の一部は家計に何らかの形で転嫁される可能性が高い。また、利益率の低下と回答した企業は 59%に上り、これは企業による投資を抑制する要因となり得る。現実には企業はこれらの方策を組み合わせることで増税の影響の軽減を図ると想定されるが、そのバランス次第で経済への影響は変わってくるとみられ、動向を注視していく必要がある。

図表 8 秋季予算案が実質 GDP に与える影響(左)、国民保険料引き上げに対する企業の対応(右)



(出所) OBR、BOE より大和総研作成

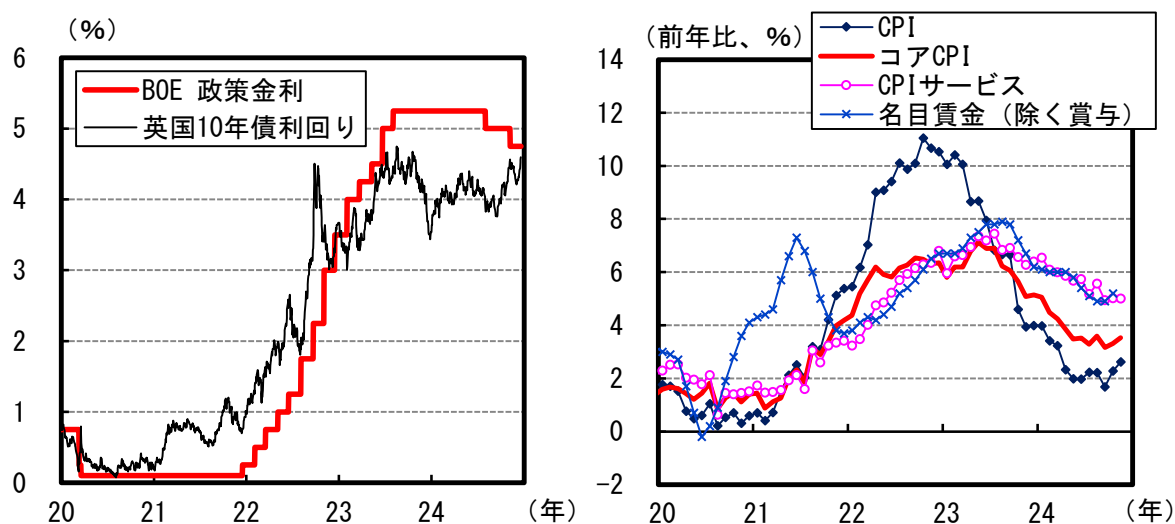
BOE は「段階的な」利下げを維持する方針

BOE は 2024 年 8 月に利下げサイクルを開始しており、ECB と同様、2025 年も利下げを継続していくと見込まれる。ただし、ECB が 2024 年 9 月以降、3 会合連続での利下げを実施する一方、BOE は 9 月、12 月の委員会では金利を据え置いており、BOE の利下げペースは ECB よりも緩やかである。BOE が 12 月の金融政策委員会後に公表した声明文では、「金融政策は十分な期間、引き続き引き締め策を維持する必要がある」という文言が維持され、「金融政策の抑制を解除するための段階的なアプローチは引き続き適切である」とされた。こうした文言を踏まえると、BOE による利下げは 2025 年も漸進的なペースで進められていく可能性が高い。

BOE が ECB に比べて利下げに慎重なのは、インフレ率の高止まりに対する懸念が残っているためである。BOE の 12 月の金融政策委員会の当日（結果公表の前日）に公表された 2024 年 11 月の CPI は前年比+2.6%と 2 ヶ月連続で上昇幅が拡大し、2024 年 3 月以来の高い伸びとなった。これは BOE の 11 月時点の予想（同+2.4%）を上回り、改めて英国におけるインフレ圧力の強さを確認させる結果であったといえる。とりわけ BOE がインフレ圧力として注視するサービス価格は、9 月には同+4.9%まで伸び率が低下したものの、10 月、11 月は同+5.0%となり、なかなか上昇ペースが低下してこない。また、サービス価格と連動性が高い賃金の動向を見ても、2024 年 8-10 月平均値は賞与を含むベース、除くベースとも同+5.2%となり、いずれも前月から再加速している。

さらに、インフレを巡る不確実性として、労働党が 10 月末に発表した予算案による影響が挙げられる。制度変更（バス料金上限の引き上げ、車両税の引き上げ、私立校に対する付加価値税賦課など）によって直接的にインフレ率を押し上げるほか、前項で見たように、国民保険料の雇い主負担の増加が販売価格に転嫁される可能性がある。他方、増税負担に対して、企業は賃金の引き下げで対応する可能性もあり、これはむしろインフレ率の低下要因になり得る。ベイリー総裁は、こうした政策の効果を見極めるためにも、段階的な利下げが適切であるとの見方を示している。大和総研では、BOE は 2025 年もこれまでと同様、2 会合に一度のペースで 0.25%pt の利下げを 4 回実施し、2025 年末時点での政策金利は 3.75%になると予想する。

図表 9 英国の政策金利と長期金利（左）、インフレ率と賃金上昇率（右）



(出所) BOE、Bloomberg、ONS より大和総研作成

図表 10 ユーロ圏経済・金利見通し

	2023				2024				2025				2023	2024	2025
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	-0.1%	0.3%	0.0%	0.2%	1.2%	0.7%	1.7%	0.7%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	0.4%	0.8%	1.3%
家計消費支出	0.7%	1.9%	1.0%	-0.1%	1.1%	0.1%	2.7%	1.0%	1.4%	1.6%	1.3%	1.1%	0.6%	0.9%	1.4%
政府消費支出	1.4%	1.4%	3.1%	2.8%	0.4%	4.7%	1.9%	1.5%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	1.6%	2.3%	1.2%
総固定資本形成	4.2%	-1.2%	0.3%	5.6%	-8.8%	-9.3%	8.4%	3.7%	2.5%	2.6%	2.8%	2.8%	1.6%	-1.9%	2.7%
輸出	-2.9%	-4.0%	-4.1%	1.3%	4.3%	6.3%	-5.8%	-1.5%	2.1%	2.3%	2.5%	2.7%	-0.7%	0.8%	0.8%
輸入	-6.1%	-0.3%	-6.1%	0.8%	-1.2%	4.4%	0.8%	0.5%	2.3%	2.5%	2.6%	2.7%	-1.3%	-0.0%	2.0%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	1.4%	0.6%	-0.0%	0.1%	0.4%	0.5%	0.9%	1.1%	1.1%	1.3%	1.2%	1.4%	0.4%	0.8%	1.3%
家計消費支出	1.4%	0.7%	-0.1%	0.9%	1.0%	0.5%	1.0%	1.2%	1.3%	1.7%	1.3%	1.3%	0.6%	0.9%	1.4%
政府消費支出	0.8%	1.2%	2.1%	2.2%	1.9%	2.7%	2.4%	2.1%	2.2%	1.1%	0.8%	0.5%	1.6%	2.3%	1.2%
総固定資本形成	2.5%	1.7%	0.9%	2.2%	-1.1%	-3.2%	-1.3%	-1.8%	1.1%	4.3%	2.9%	2.7%	1.6%	-1.9%	2.7%
輸出	3.0%	0.1%	-2.6%	-2.5%	-0.7%	1.9%	1.4%	0.7%	0.2%	-0.8%	1.3%	2.4%	-0.7%	0.8%	0.8%
輸入	2.0%	-0.0%	-3.5%	-3.0%	-1.7%	-0.6%	1.2%	1.1%	2.0%	1.5%	2.0%	2.6%	-1.3%	-0.0%	2.0%
鉱工業生産（除く建設）	0.9%	-0.4%	-3.5%	-3.5%	-4.7%	-3.9%	-1.5%	-1.9%	-0.6%	0.0%	1.1%	2.0%	-1.6%	-3.0%	0.6%
実質小売売上高	-2.7%	-2.1%	-2.1%	-0.8%	-0.2%	0.2%	1.8%	2.0%	2.2%	2.2%	1.5%	1.1%	-1.9%	1.0%	1.8%
消費者物価	8.0%	6.2%	5.0%	2.7%	2.6%	2.5%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	5.4%	2.4%	2.0%
生産者物価	11.0%	-0.6%	-8.6%	-8.4%	-8.0%	-4.4%	-2.6%	-2.2%	1.2%	3.5%	2.8%	2.8%	-2.1%	-4.4%	2.6%
失業率	6.6%	6.5%	6.6%	6.5%	6.5%	6.4%	6.3%	6.3%	6.2%	6.2%	6.1%	6.1%	6.6%	6.4%	6.2%
10億ユーロ															
貿易収支	-10.1	0.8	22.4	37.9	58.9	44.0	34.5	26.1	26.1	28.8	31.8	35.1	51.0	163.4	121.7
経常収支	39.9	62.0	68.4	71.8	107.9	128.5	117.1	115.1	115.1	117.3	119.8	122.7	242.2	468.6	474.9
独 国債10年物（期中平均）															
欧 政策金利（末値）	2.34%	2.37%	2.59%	2.52%	2.31%	2.49%	2.29%	2.26%	2.19%	2.13%	2.09%	2.05%	2.45%	2.34%	2.12%
	3.00%	3.50%	4.00%	4.00%	4.00%	3.75%	3.50%	3.00%	2.50%	2.25%	2.00%	2.00%	4.00%	3.00%	2.00%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2024年12月19日時点）。

（出所）Eurostat、ECB より大和総研作成

図表 11 英国経済・金利見通し

	2023				2024				2025				2023	2024	2025
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	0.4%	0.0%	-0.4%	-1.3%	2.8%	1.8%	0.6%	0.4%	1.7%	1.8%	1.8%	1.7%	0.3%	0.8%	1.4%
家計消費支出	-1.5%	1.8%	-2.8%	-0.2%	2.4%	0.7%	1.9%	1.2%	1.3%	1.4%	1.1%	1.0%	0.5%	0.8%	1.3%
一般政府消費支出	-2.7%	7.1%	3.6%	-0.8%	1.1%	4.5%	2.4%	1.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	0.6%	2.2%	2.0%
総固定資本形成	11.3%	-6.2%	-6.6%	2.7%	4.9%	2.3%	4.5%	1.8%	2.5%	2.7%	3.1%	3.0%	-0.1%	1.5%	2.8%
輸出	-27.4%	0.1%	-6.8%	0.4%	-3.9%	-1.1%	-0.8%	-0.5%	1.5%	1.8%	2.0%	2.1%	-2.2%	-2.1%	0.8%
輸入	-9.5%	5.6%	-9.4%	3.3%	-4.8%	27.9%	-5.8%	1.1%	1.2%	1.4%	1.5%	1.6%	-3.4%	2.5%	1.8%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	0.9%	0.5%	0.3%	-0.3%	0.3%	0.7%	1.0%	1.4%	1.1%	1.1%	1.4%	1.8%	0.3%	0.8%	1.4%
家計消費支出	2.1%	0.8%	-0.0%	-0.7%	0.3%	0.0%	1.2%	1.5%	1.3%	1.4%	1.2%	1.2%	0.5%	0.8%	1.3%
一般政府消費支出	-2.8%	2.2%	1.5%	1.7%	2.7%	2.1%	1.8%	2.2%	2.5%	1.8%	1.7%	2.0%	0.6%	2.2%	2.0%
総固定資本形成	1.6%	0.0%	-1.9%	0.0%	-1.4%	0.7%	3.6%	3.4%	2.8%	2.9%	2.5%	2.8%	-0.1%	1.5%	2.8%
輸出	9.2%	2.0%	-8.5%	-9.2%	-2.6%	-2.9%	-1.3%	-1.6%	-0.2%	0.5%	1.2%	1.8%	-2.2%	-2.1%	0.8%
輸入	-4.3%	-3.6%	-2.9%	-2.8%	-1.5%	3.3%	4.3%	3.8%	5.4%	-0.6%	1.3%	1.4%	-3.4%	2.5%	1.8%
鉱工業生産	-2.9%	-1.4%	0.5%	-1.0%	-0.6%	-1.6%	-1.9%	-0.2%	0.0%	0.6%	1.1%	1.2%	-1.2%	-1.1%	0.8%
実質小売売上高	-5.1%	-2.6%	-2.0%	-1.7%	-0.1%	-0.6%	2.0%	3.3%	2.0%	2.5%	1.4%	1.3%	-2.9%	1.2%	1.8%
消費者物価	10.2%	8.4%	6.7%	4.2%	3.5%	2.1%	2.0%	2.5%	2.5%	2.6%	2.7%	2.3%	7.3%	2.5%	2.5%
生産者物価（出荷価格）	11.1%	2.8%	-0.1%	-0.2%	0.3%	1.4%	0.2%	-0.7%	-0.3%	0.5%	2.1%	2.8%	3.2%	0.3%	1.3%
失業率	4.0%	4.2%	4.1%	3.9%	4.3%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%	4.1%	4.3%	4.2%
10億英ポンド															
貿易収支	-50.1	-48.8	-44.3	-44.4	-42.8	-59.0	-50.2	-50.9	-50.5	-49.9	-48.9	-47.8	-187.7	-202.9	-197.1
経常収支	-13.7	-20.7	-7.9	-11.1	-13.8	-28.4	-24.1	-24.8	-24.6	-23.9	-23.7	-23.2	-53.3	-91.1	-95.3
国債10年物（期中平均）															
政策金利（末値）	3.54%	3.99%	4.46%	4.23%	4.03%	4.20%	4.00%	4.35%	4.45%	4.37%	4.29%	4.23%	4.06%	4.14%	4.34%
	4.25%	5.00%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	5.00%	4.75%	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	5.25%	4.75%	3.75%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2024年12月19日時点）。

（出所）ONS、BOE より大和総研作成

2025 年の中国経済

注目点は①不動産不況の行方、②トランプ 2.0 vs 内需拡大

齋藤 尚登

[要約]

- 2024 年の中国の実質 GDP 成長率は前年比 4.9%（以下、変化率は前年比）程度と、2023 年の 5.2%から減速するとみられる。大規模設備更新と消費財買い替えへの支援強化などの政策効果により、製造業の固定資産投資が堅調に推移し、秋口以降は家電や自動車の販売金額が増加した。一方で、不動産不況によるバランスシート調整が景気下押し要因となった。不動産開発投資は 3 年連続で 10%程度の減少が続き、消費は全体として低空飛行が続いた。
- 2025 年の中国の実質 GDP 成長率は 4.5%程度と、2024 年からさらに低下すると見ている。自動車・家電買い替え促進策の反動減が出て、トランプ・リスクはある程度顕在化するが、不動産不況は悪化に歯止めがかかり、財政出動が景気を下支えすることなどが前提だ。楽観シナリオでは 5%程度の実質成長率を維持する。住宅市場が安定化し、トランプ・リスクが限定されれば、その可能性が高まろう。悲観シナリオは米大統領選挙時に示された中国に対する 60%追加関税とその他への 10%~20%追加関税が実現するようなケースであり、その場合の中国の実質成長率は 3%台前半に落ち込もう。発生の確率は、ベースシナリオが 60%、楽観・悲観シナリオがそれぞれ 20%程度とみている。

2024 年は政府成長率目標の前年比 5%前後を達成か。一部で政策効果発現

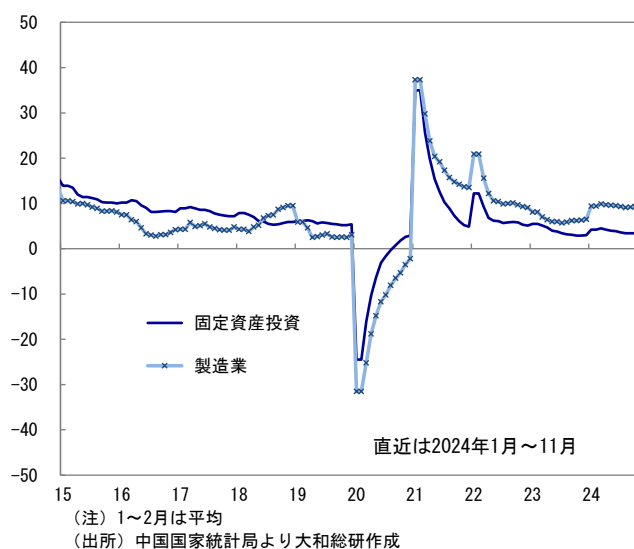
2024 年の中国の実質 GDP 成長率は前年比 4.9%（以下、断りのない限り変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）程度と、2023 年の 5.2%から減速するとみられる。政府成長率目標である 5%前後は辛うじて達成した可能性が高いが、目標はある程度の超過達成を前提にしていると思われ、中国共産党・政府にしてみれば、（本音では）不本意な 1 年だったとみられる。

もちろん、当局が何もしなかったわけではなく、一部で政策効果が発現している。

まずは、製造業投資の堅調だ。2024 年 1 月～11 月の製造業の固定資産投資は 9.3%増となり、2023 年の 6.5%増から加速した。2024 年 4 月に工業情報化部などが「工業分野の設備更新実施推進計画」を発表し、2027 年までに工業分野の設備投資を 2023 年比で 25%（年平均 5.7%）以上増加させるとした。これを受けて、国家金融監督管理総局などが「製造業向け金融サービスを深化させ、新型工業化の推進を後押しすることに関する通知」を発出し、金融面でのサポートを強化した。さらに、7 月には国家発展改革委員会や財政部などによって「大規模設備更新と消費財買い替えへの支援強化に関する若干の措置」が打ち出され、工業、環境インフラ、交通運輸、物流、教育、文化・観光、医療などの分野の設備更新が支援されている（消費財買い替えについては後述）。こうした政策が製造業の固定資産投資の増加を後押ししたのである。

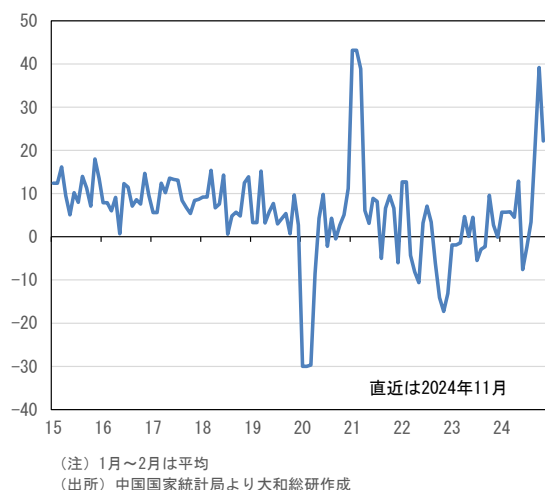
2024 年 7 月に打ち出された消費財買い替えへの支援策は、3 月から 5 月にかけて地方政府が発表した政策を一段と強化したものとなった。家電の補助金は従来、価格の 10%（1 台当たり 1,000 元、約 2.1 万円まで）が上限とされたが、7 月の措置では、省エネ・節水性能によって価格の 15%（同 1,500 元）か 20%（同 2,000 元）が上限とされるなど、政策はよりパワーアップされた。自動車も同様で、ガソリン車の補助金は従来の 7,000 元から 1.5 万元に、EV（電気自動車）については 1 万元から 2 万元に増額されている。補助金は 8 月末までに資金の配分を終え、12 月末までに使い切るとされた。

固定資産投資全体、製造業投資の推移（1 月から累計の前年同期比、単位：%）

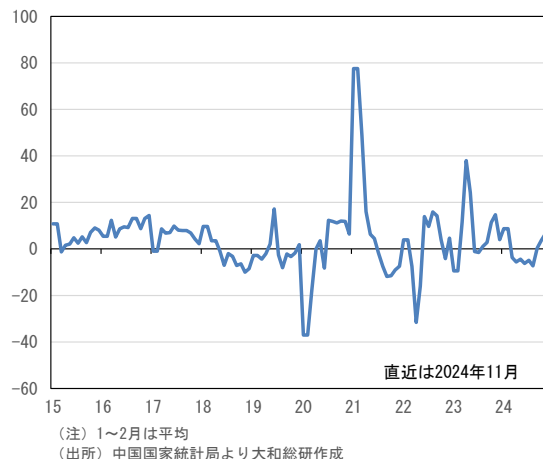


政策発動を受けて、家電・音響映像機材の販売金額は、2024年8月の3.4%増から、9月～11月は20%以上増を記録し、自動車販売金額は9月に7カ月ぶりに増加に転じた後、11月には6.6%増と伸び率が高まった。

家電・音響映像機材販売金額の推移
(前年同月比)(単位: %)



自動車販売金額の推移(前年同月比)
(単位: %)



2024年の景気を押し下げた不動産不況による部分的なバランスシート調整

一方で、2024年の中国経済の押し下げ要因となったのは、不動産不況による部分的なバランスシート調整である。

中国国家统计局によると、2024年1月～11月の全産業の固定資産投資は3.3%増となった。2023年の3.0%増からやや加速したとはいえ、低い伸びが続いている。中でも不動産開発投資は2022年以降、毎年10%前後の減少が続き、足元でも減少に歯止めが掛からない状況だ。2024年1月～11月は10.4%減であった。

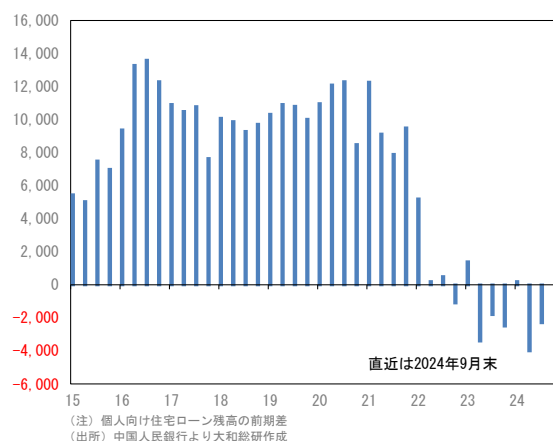
2020年8月に中国版総量規制が導入され、特に2021年に中国恒大集団(エバーグランデ)が経営危機に陥ってからは、デベロッパーは負債の圧縮を最優先させた。販売が減少する中での在庫圧縮も相まって、新規の投資需要は大きく減退したままだ。ただし、2024年1月～11月の不動産開発投資を除く固定資産投資は7.4%増と発表されており、企業のバランスシート調整の影響は今のところデベロッパーに集中して現れていることが示唆される。

不動産不況に伴うバランスシート調整の影響は、家計に対して、より深刻に現れている。2024年1月～11月の小売売上は3.5%増となり、2023年の7.2%増から大きく減速した。2023年の好調は、上海市ロックダウンなど2022年の第2次コロナショックの反動増によるところが大きい。ただし、2022年と2023年の平均は3.5%増にとどまっており、消費は3年にわたり低空飛行が続いているとみるのが妥当だろう。

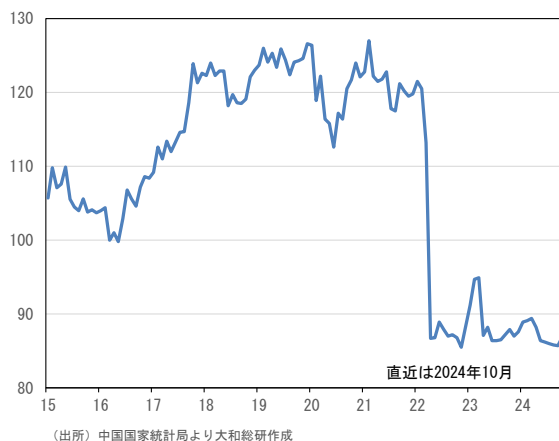
家計のバランスシート調整に関連して、個人向け住宅ローン残高の前期差を見ると、2022 年 4 月～6 月以降に急減し、足元では純減（返済超過）となることが度々生じている。主因は、住宅需要が大きく減少したことであり、現地報道によれば、繰り上げ返済も急増している。居住目的で住宅を購入した家計が、住宅ローンの繰り上げ返済のために、資産運用を減らしたり、消費を抑制したりしている可能性がある。

国家統計局が発表する消費者信頼感指数（楽観と悲観の境目＝100）は上海市でロックダウンが実施された 2022 年 4 月に急低下した。2023 年 1 月の「ウィズコロナ」政策への転換後は、消費者信頼感指数も回復すると思われたが、一時的かつ小幅な改善にとどまり、その後は低迷が続いている。2022 年 4 月は新築住宅価格が下落に転じた時期と一致しており、上記の家計のバランスシート調整が、消費者信頼感指数の低迷に影響している可能性は極めて高い。なお、2024 年 9 月下旬以降、中国政府は金融緩和、住宅市場テコ入れ策、株価対策などの「政策パッケージ」を発表・実施し、株価が急騰するなどしたが、10 月の消費者信頼感指数は僅かな改善にとどまり、問題の根の深さが浮き彫りとなった。

個人向け住宅ローン残高の前期差
(単位：億元)



消費者信頼感指数（楽観と悲観の境目＝100）
(単位：ポイント)



注目される不動産不況からの脱却の行方

中国当局は 3 年以上続く不動産不況に終止符を打とうと躍起になっている。2024 年 5 月には「前例のない」（中国メディア）住宅市場テコ入れ策を発表し、9 月下旬以降はそれをさらに深掘りした「政策パッケージ」を発表した。この中で、住宅需要を刺激し得るのは、住宅ローン金利と住宅購入の際の頭金割合の大幅引き下げだ。

各地方政府が決定する住宅ローン金利については、2024 年 5 月に下限が撤廃され、大幅に引き下げられた。さらに、7 月の政策金利（住宅ローン金利の参照レートは LPR5 年物）の 0.1%pt 引き下げ、10 月の 0.25%pt 引き下げに伴い、住宅ローン金利は同じ幅だけ引き下げられている。例えば、上海市の 1 軒目の住宅ローン金利は、従来の 3.85%→3.50%（5 月）→3.40%（7

月)→3.15%(10月)に、同様に2軒目(同市内)は、4.25%→3.90%→3.80%→3.55%に引き下げられた。10月以降、LPR5年物は3.60%となっており、不動産不況下でも住宅価格上昇が続く上海市の2軒目ですら、それよりも低い住宅ローン金利が適用されていることになる。

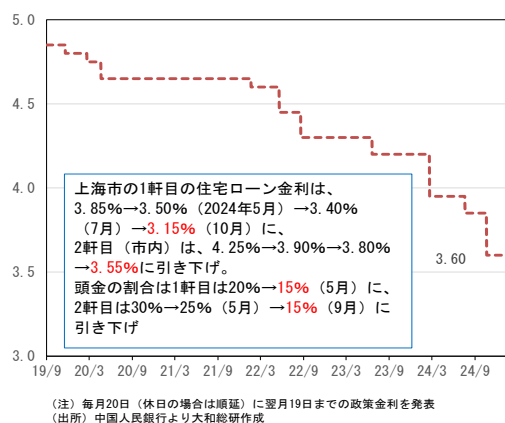
住宅ローンの頭金割合については、従来は1軒目20%以上、2軒目30%以上であったが、2024年5月にそれぞれ15%以上、25%以上に引き下げられた。さらに9月には2軒目も15%以上に引き下げられている。実需だけでなく、投資・投機需要をも刺激しようとしているのであろう。

デベロッパーへの金融面の支援を含め、これだけ矢継ぎ早の政策が打たれば、住宅購入者のセンチメントが好転し、これまで抑制されてきた住宅実需が回復するとの期待が高まる。2024年1月～11月の住宅販売面積は16.0%減と大幅なマイナスとなったが、単月では10月に減少幅が大きく縮小し、11月には4.2%増と増加に転じた。

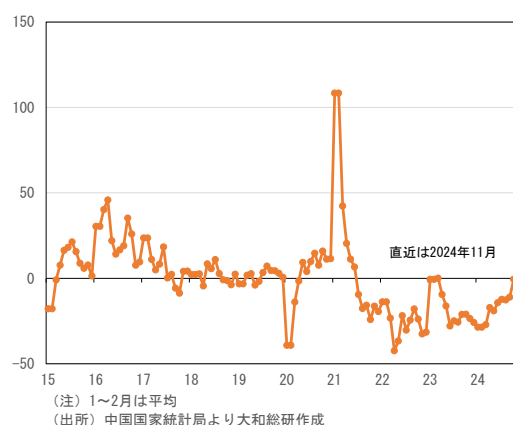
しかし、これが持続的かといえ、疑問符が付く。ひとつは、住宅の投資需要の行方である。不動産不況に陥る以前の中国では、投資需要は全体の3割とも4割ともいわれていたが、これが回復するには住宅価格の中長期的な先高観が台頭することが重要だ。しかし、直近2024年11月の新築住宅価格は▲6.1%、中古住宅価格は▲8.5%と、それぞれ32カ月、34カ月連続の下落となった。住宅価格が中長期的に上昇するとの期待が高まると考えるのは非常に困難であろう。

また、デベロッパーの資金調達のサポートを含めた一連の住宅市場テコ入れ策は、住宅在庫を圧縮し、工事中断問題¹を改善することに主眼が置かれている。一方で、住宅の新規供給は厳しく抑制される。2024年9月26日に開催された中国共産党政治局会議では、「分譲住宅建設については、新規プロジェクトを厳しく抑制」するとした。2024年1月～11月の新規住宅着工面積は23.1%減と大幅なマイナスとなり、11月単月でも27.3%減に沈んでいる。これは、新規供給を厳格に抑制する当局の思惑通りとなっているが、新規住宅着工面積は不動産開発投資の先行指標であり、同投資の回復の難しさを物語っている。

LPR5年物の推移と上海市の住宅ローン金利・頭金の割合(単位:%)



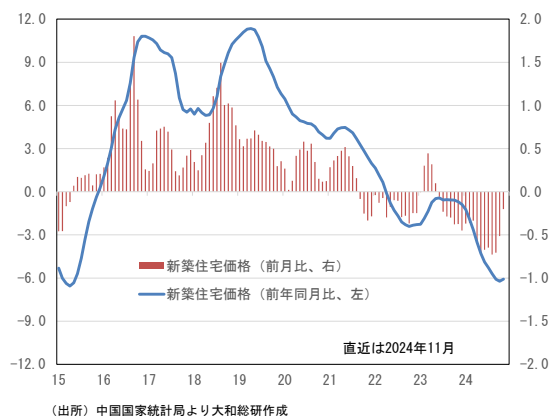
住宅販売面積(前年同月比)の推移(単位:%)



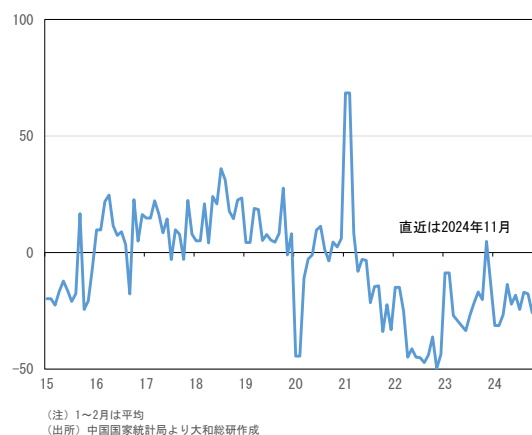
¹ 中国では予約販売が8割以上を占め、居住前から住宅ローンの返済が始まるケースが多い。このため、工事中断問題は社会不満に直結しやすい。

結局のところ、不動産不況は一連のテコ入れ策によって、実需の回復を中心に短期的には安定化する可能性はある。しかし、中長期的には厳しい状況が続くことになろう。

**全国 70 都市新築住宅価格
(前年同月比、前月比) の推移 (単位 : %)**



**住宅新規着工面積の推移 (前年同月比)
(単位 : %)**



最大のリスク要因はトランプ 2.0

2025 年の中国経済にとって、最大のリスク要因はトランプ 2.0 だ。トランプ次期米国大統領は大統領選挙後、中国に対して既存の追加関税措置に加えて 10%、カナダ・メキシコに対して 25%の追加関税措置を課すと述べた。大和総研は、中国製品に対する 10%追加関税で、中国の実質 GDP は 0.14%低下すると試算をしている。ことがこれで済めば影響は軽微だといえるが、そうは問屋が卸さないであろう。今後、中国に対するさらなる強硬姿勢が想定され、市場開放などを求める取引（ディール）の中で、関税政策が活用（乱用？）される可能性が高い。

トランプ氏は大統領選挙期間中、中国製品に対して 60%、その他の国・地域の製品に対して 10%~20%の追加関税を課すなどと述べていた。大和総研は、この関税要因（対中国 60%、その他 10%）だけで、中国の実質 GDP は 1.29%低下すると試算した。当社は 2025 年の中国の実質 GDP 成長率を 4.5%程度と想定しているが、「トランプ追加関税」のマグニチュードが大きくなれば、3%台の低成長となることもあり得よう。

内需拡大を最優先せざるを得ない中国

こうした中で、中国は内需への依存を高めざるを得ない。

2024 年 12 月 11 日~12 日に、2025 年の経済政策運営の重点を決定する中央経済工作会议が開催され、9 項目の重点を掲げた。重点の筆頭は、2024 年の「科学技術・イノベーション」から 2025 年は「内需拡大」となった。中国共産党・政府にしてみれば、思い通りにはならないであ

ろうトランプ・リスクをある程度所与のものとして、内需拡大を最重視する以外に、選択肢はなかったのだと思われる。中央経済工作会議は、「消費促進に大いに力を入れ、投資効率・収益を高め、内需を全方位で拡大する」としている。

また、2024 年 12 月 9 日に開催された中国共産党中央政治局会議では、2025 年に「さらに強化した」積極的財政政策と「適度に緩和的な」金融政策を実施することを決定した（中央経済工作会議でもこれを確認）。

中国の金融・財政政策の推移

	金融政策	財政政策
1993～1996年	適度に引き締め	適度に引き締め
1997～2006年	穏健（中立）	積極
2007～2008年	引き締め	穏健（中立）
2009～2010年	適度に緩和	積極
2011～2024年	穏健（中立）	積極
2025年	適度に緩和	さらに強化した積極

（注）中国では毎年12月に開催される中央経済工作会議で翌年の

金融・財政政策の方針を決定

（出所）中国証券時報より大和総研作成

2009 年以降は積極的な財政政策が続いているが、2025 年は「さらに強化した」積極的財政政策が実施される。中央経済工作会議では、2025 年の財政赤字の GDP 比の引き上げ、超長期特別国債と地方政府特別債券の増額が明言された。これらが、2025 年の中国経済を下支えすると期待できる。

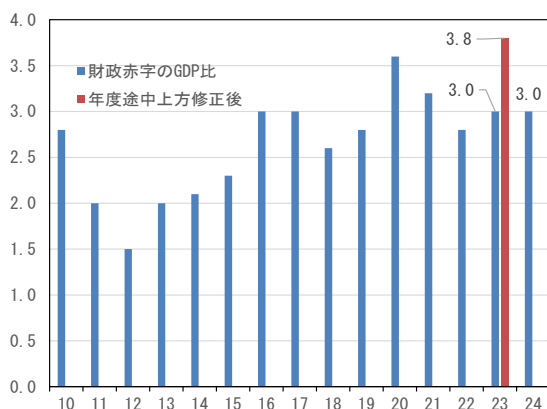
まず、財政赤字の GDP 比は、従来、よほどのことがない限り 3%以内に抑制されていたが、第 1 次コロナショック下の 2020 年は 3.6%、そして第 2 次コロナショック後の反動増が期待されたにもかかわらず経済の回復が鈍かった 2023 年は、当初の 3.0%から期中に国債が増発されて最終的に 3.8%となった経緯がある。2025 年は当初予算で 4%程度になるとの見方が出ている。

次に、超長期特別国債は、強国づくりと民族復興にかかわる一部重要プロジェクトの資金不足を解決するために発行され、2024 年から数年間にわたり発行される予定だ。2024 年の発行額は 1 兆元（GDP 比 0.8%）であったが、2025 年は 1.5 兆元～2 兆元程度になると予想される。

最後は地方政府特別債券である。基本的に収益性のあるインフラプロジェクトなどに投下される、地方政府特別債券のネットの発行額は、2024 年は 3.9 兆元であった。2025 年は大幅な増加が期待されている。

中国の財政赤字の GDP 比の推移

(単位：%)



(注) 2024年は中国政府予想
(出所) 中国財政部より大和総研作成

地方政府特別債券のネットの発行額と GDP 比、純増額 (予算+追加発行) (単位：億元、%)

	ネットの発行額	名目GDP比	純増額
2015年	1,000	0.2	1,000
2016年	4,000	0.6	3,000
2017年	8,000	1.1	4,000
2018年	13,500	1.6	5,500
2019年	21,500	2.3	8,000
2020年	37,500	3.8	16,000
2021年	36,500	3.6	-1,000
2022年	41,500	3.6	5,000
2023年	38,000	3.2	-3,500
2024年	39,000	3.1	1,000

(注1) ネットの発行額は予算+追加発行ベース。

名目GDP比は前年の名目GDPと当年のネットの発行額で計算

(注2) 2020年は第1次コロナショック下、2022年は第2次コロナショック下

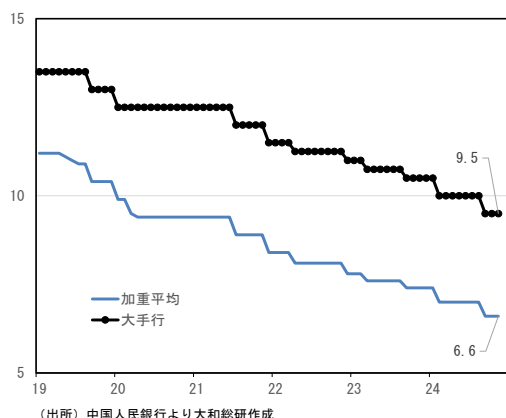
(出所) 各年の政府活動報告、財政部より大和総研作成

2025 年の金融政策は、2011 年～2024 年の「穏健」(中立) から「適度に緩和」に転換する。「適度に緩和」な金融政策の実施は、リーマン・ショック後の 2009 年～2010 年以来 15 年ぶりであり、景気減速(失速)への中国共産党・政府の警戒感の高まりがうかがい知れよう。

中国人民銀行は、預金準備率を 2024 年 2 月と 9 月に引き下げ、全銀行の平均は年初の 7.4% から 2 月に 7.0%、9 月に 6.6% となった。2 回の引き下げにより、合計で 2 兆元 (GDP 比 1.6%) の貸出余力が増加する計算だ。

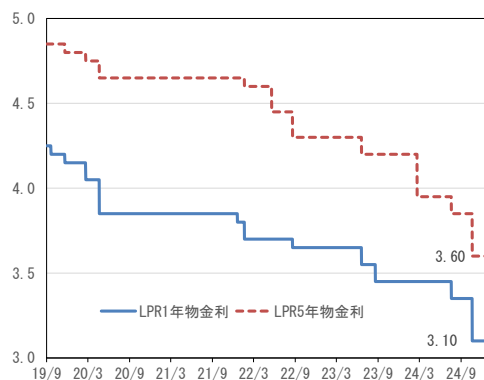
政策金利は、1 年物貸出金利の参照レートである LPR1 年物は 2024 年 7 月に 0.1%pt (3.45% → 3.35%)、10 月に 0.25%pt (3.35% → 3.10%)、住宅ローン金利の参照レートである LPR5 年物は 2 月に 0.25%pt (4.20% → 3.95%)、7 月に 0.1%pt (3.95% → 3.85%)、10 月に 0.25%pt (3.85% → 3.60%) 引き下げられた。金融政策の転換により、預金準備率、政策金利ともに 2025 年の合計の引き下げ幅は 2024 年を上回る可能性が高い。

預金準備率の推移 (単位：%)



(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

LPR1 年物、LPR5 年物の推移 (単位：%)



(注) 毎月20日(休日の場合は順延)に翌月19日までの政策金利を発表
(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

ここで筆者が懸念するのは、住宅ローン金利のさらなる引き下げと住宅価格の下落が想定される中で、住宅購入者が様子見の姿勢を強めることだ。金融政策の予見可能性を高めたことが却って仇とならないか、心配をしている。

2025 年のメインシナリオは 4.5%成長

2025 年の中国の実質 GDP 成長率は 4.5%程度と、2024 年からさらに低下すると見ている。自動車・家電買い替え促進策の反動減が出て、トランプ・リスクはある程度顕在化するが、不動産不況は悪化に歯止めがかかり、財政出動が景気を下支えすることなどが前提だ。

楽観シナリオでは 5%程度の実質成長率を維持する。筆者は 2025 年の政府成長率目標が 4.5%前後に設定されるのが、無理をしない合理的な目標だと考えているが、現地では引き続き 5%前後に設定されるとの見方がほとんどだ。住宅市場が安定化し、トランプ・リスクが限定されれば、5%成長実現の可能性が高まろう。

悲観シナリオは米大統領選挙時に示された中国に対する 60%追加関税とその他への 10%～20%追加関税が実現するようなケースであり、その場合の中国の実質成長率は 3%台前半に落ち込む。

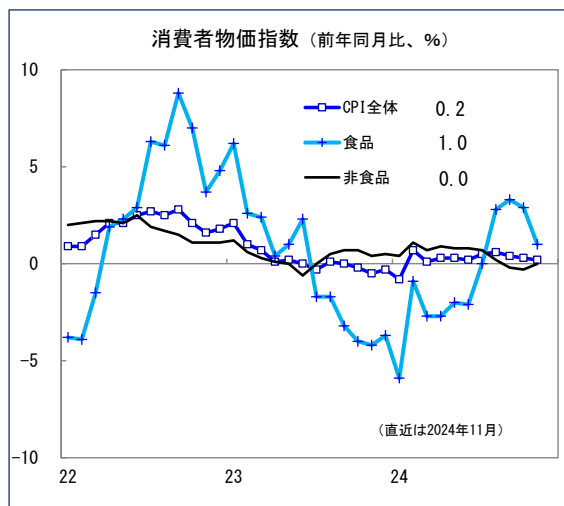
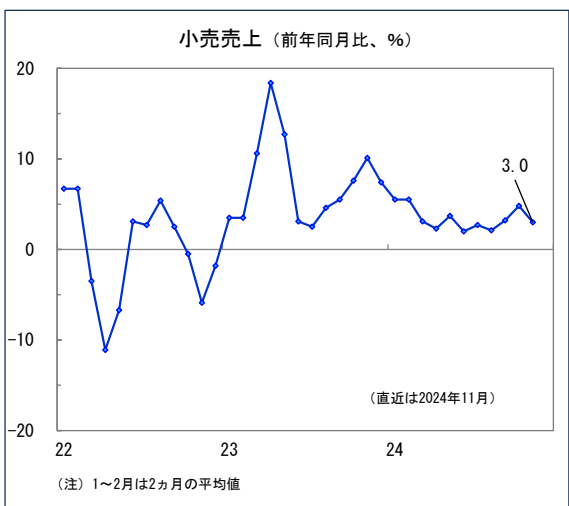
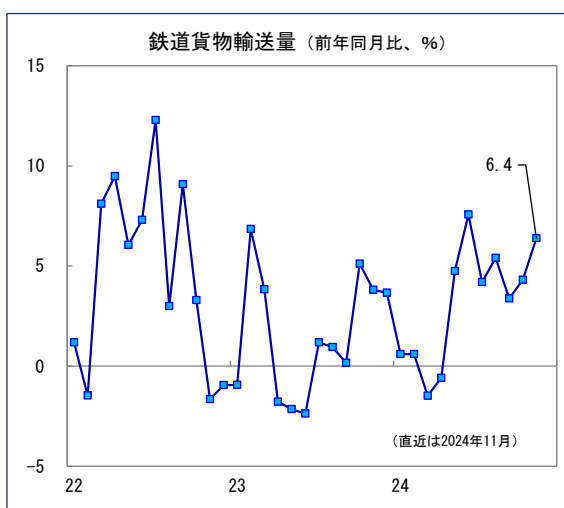
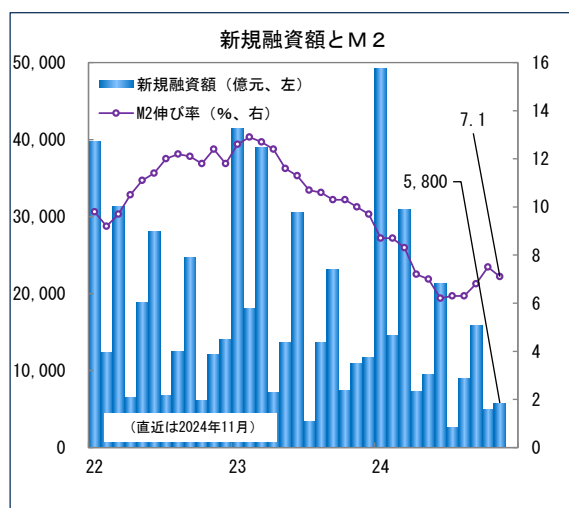
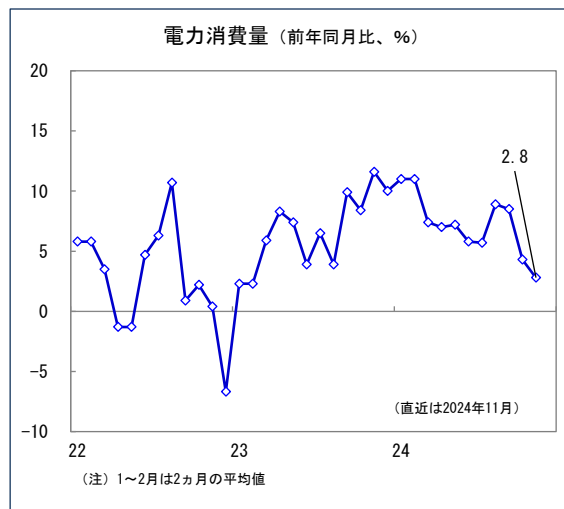
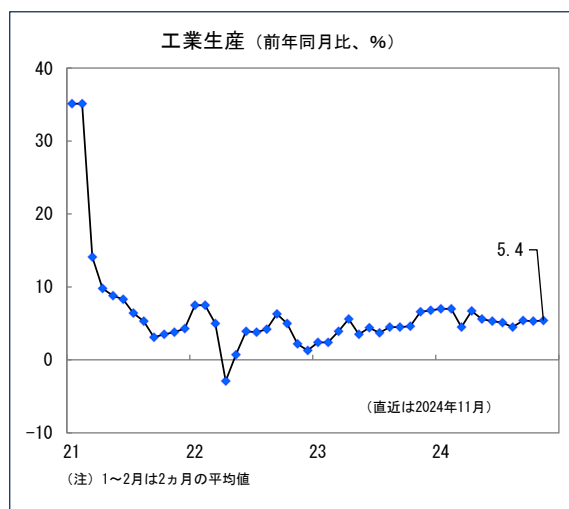
発生の確率は、ベースシナリオが 60%、楽観・悲観シナリオがそれぞれ 20%程度とみている。

主要経済指標一覧

	2023年11月	12月	2024年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	5.2	-	-	5.3	-	-	4.7	-	-	4.6	-	-
工業生産（前年同月比、%）	6.6	6.8	7.0		4.5	6.7	5.6	5.3	5.1	4.5	5.4	5.3	5.4
電力消費量（前年同月比、%）	11.6	10.0	11.0		7.4	7.0	7.2	5.8	5.7	8.9	8.5	4.3	2.8
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	3.8	3.7	0.6		-1.5	-0.6	4.7	7.6	4.2	5.4	3.4	4.3	6.4
固定資産投資（前年累計比、%）	2.9	3.0	4.2		4.5	4.2	4.0	3.9	3.6	3.4	3.4	3.4	3.3
不動産開発投資（前年累計比、%）	-9.4	-9.6	-9.0		-9.5	-9.8	-10.1	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.3	-10.4
小売売上（前年同月比、%）	10.1	7.4	5.5		3.1	2.3	3.7	2.0	2.7	2.1	3.2	4.8	3.0
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1	0.3	0.3	0.2	0.5	0.6	0.4	0.3	0.2
食品（前年同月比、%）	-4.2	-3.7	-5.9	-0.9	-2.7	-2.7	-2.0	-2.1	0.0	2.8	3.3	2.9	1.0
非食品（前年同月比、%）	0.4	0.5	0.4	1.1	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	0.2	-0.2	-0.3	0.0
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8	-2.5	-1.4	-0.8	-0.8	-1.8	-2.8	-2.9	-2.5
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-4.0	-3.8	-3.4	-3.4	-3.5	-3.0	-1.7	-0.5	-0.1	-0.8	-2.2	-2.7	-2.5
新規融資額（億元）	10,900	11,700	49,200	14,500	30,900	7,300	9,500	21,300	2,600	9,000	15,900	5,000	5,800
M2伸び率（%）	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3	7.2	7.0	6.2	6.3	6.3	6.8	7.5	7.1
輸出（前年同月比、%）	0.7	2.1	7.1		-7.9	1.1	7.4	8.5	7.0	8.7	2.4	12.7	6.7
輸入（前年同月比、%）	-0.6	0.3	3.7		-1.9	8.4	2.1	-2.4	6.9	0.3	0.2	-2.3	-3.9
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	690.7	747.3	622.6		574.0	713.2	816.1	987.4	850.6	912.1	816.7	957.2	974.4
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	1.9	1.7	1.3	1.0	0.8	-0.5	-1.8	-2.4	-3.3	-3.6	-4.6	-4.9	-5.3
上海（前年同月比、%）	4.7	4.5	4.2	4.2	4.3	4.2	4.5	4.4	4.4	4.9	4.9	5.0	5.0
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-21.7	-20.9	-30.5		-28.3	-24.7	-24.3	-23.8	-23.2	-22.6	-22.3	-22.7	-23.0
竣工面積（前年累計比、%）	17.1	15.8	-21.1		-21.4	-20.3	-20.1	-21.8	-21.8	-23.6	-24.4	-23.9	-26.2
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-17.1	-17.7	-24.9		-24.3	-22.3	-21.1	-19.5	-18.6	-18.0	-17.1	-15.8	-14.3
金額（前年累計比、%）	-11.2	-12.5	-31.6		-30.1	-29.4	-28.4	-25.3	-24.3	-23.6	-22.7	-20.9	-19.2

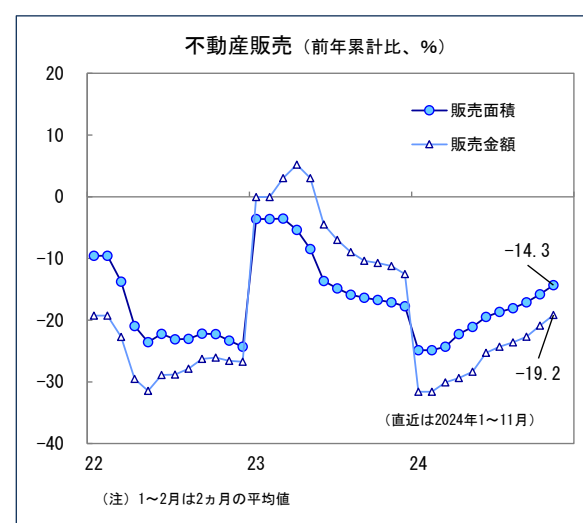
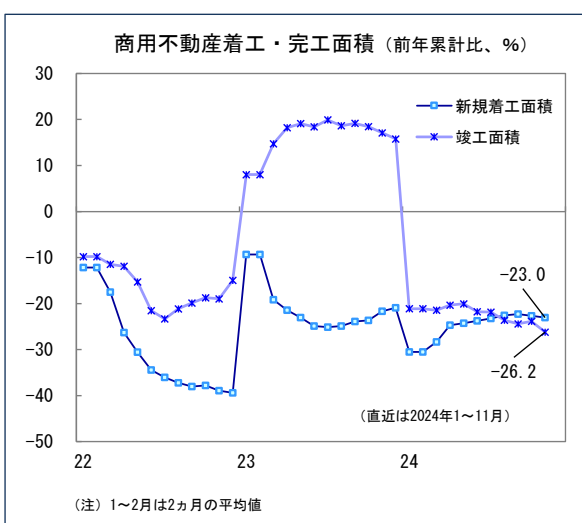
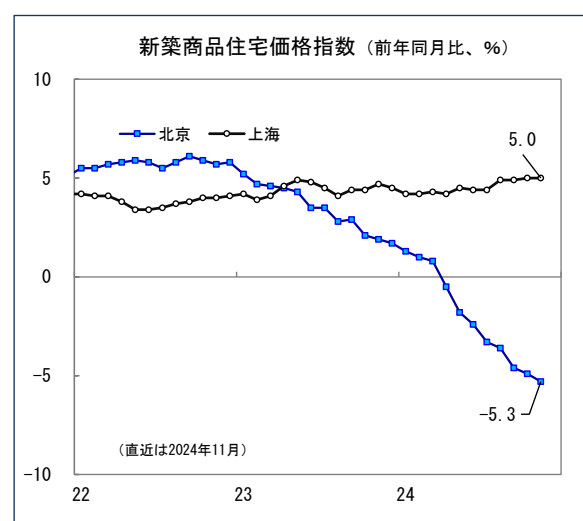
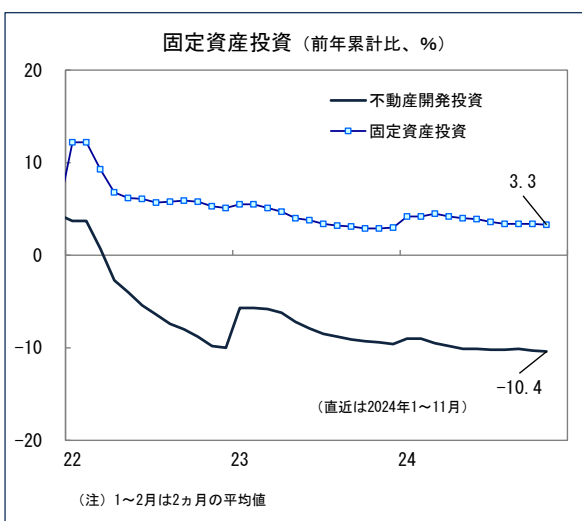
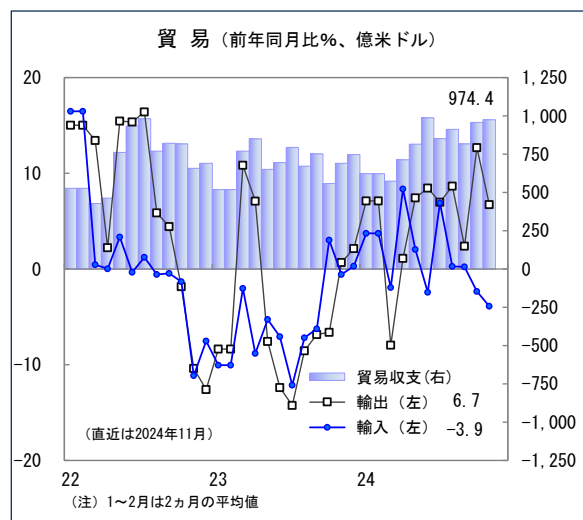
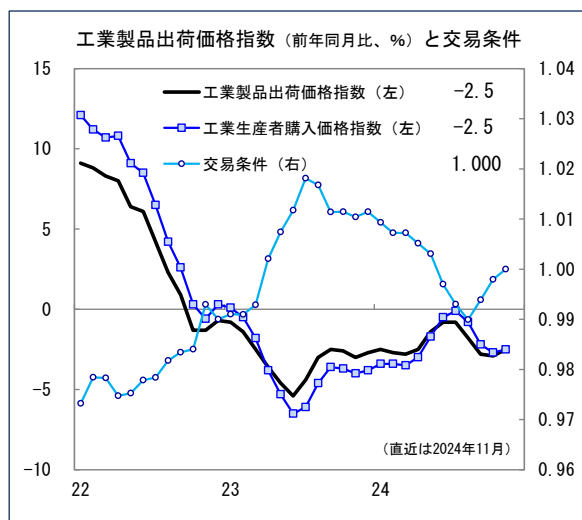
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成