

2025 年 1 月 24 日

主要国経済 Outlook

2025 年 2 月号 (No. 459)

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

世界経済の中期見通し

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光

日本経済 3

2025～34 年度における経済財政・金利・為替レートの中期見通し

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司

米国経済 22

トランプ新政権における 4 つの注目点

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

欧州経済 34

トラス・ショック再来への警戒感

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

中国経済 45

2025 年と今後 10 年の長期経済見通し

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

世界経済の中期見通し

佐藤 光

2025年1月改訂のIMFの世界経済見通しにおいて、2025年の世界の経済成長率は上方修正された。しかしその背後で、世界の目はトランプ米大統領の再登場がもたらす影響を慎重に見極めている。加えて、選挙が相次いだ2024年に世界各国・地域の当時の政権与党に吹き荒れた逆風は、2025年もドイツ総選挙を筆頭にすぐには収まりそうにない。ここ数年の懸念材料であったウクライナや中東での紛争には、収束に向けた動きも一部出始めているが、事態は決して予断を許さない。世界経済については、全般に将来が見通しにくい情勢が続いている。

そのような中、今回の主要国経済 Outlook では、各地域レポートの後半部分において、それぞれ今後10年（2025～2034年）の中期経済見通しを取り上げた。足元のニュースに一喜一憂し過ぎることなく、将来を見据えるためにも、ぜひ参考にしていきたい。

日米欧では、予測期間の前半に予想される変動要因を乗り越えて、後半には各々の潜在成長率付近へ収束していく姿を描いている。前半のポイントとしては、日本では、緩和的な財政・金融政策の下で、家計の所得環境の改善や世界経済の堅調を背景に、個人消費や輸出、設備投資を中心に増加が見込まれる。米国では、経済がソフトランディングに向かう中で、トランプ政権の政策運営が大きな変動要因となり得る。ユーロ圏では、利下げサイクルが継続する中で、実質所得はすでに増加基調にあり、出遅れてきた個人消費の回復が本格化すると見込まれる。

予測期間後半のポイントとしては、日本では、金融政策が正常化する中で、人口減少や世界経済成長率の低下が内外需の重しとなり得る。米国では、関税政策や移民政策の変化等が潜在成長率に与える影響が注目される。ユーロ圏では、EUの成長戦略であるグリーン分野を筆頭に投資拡大と生産性向上が期待される一方で、政府の厳しい財政事情がハードルとなり得る。

最後に中国では、人口減少と少子高齢化の進展をはじめ、過剰投資や過剰債務などの構造的問題を多く抱えており、成長力は大きく低下していく見通しとなっている。安定的な経済拡大に向けては、不振が深刻な不動産業界をはじめとして、民営企業の活性化が不可欠となろう。

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞（2025年1月24日時点）

	(%)				(前年比%)							
	2024年				2025年				2023年	2024年	2025年	2026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	1.5	-0.1	1.6	1.2
									<u>0.7</u>	<u>0.6</u>	<u>1.4</u>	<u>1.3</u>
米国	1.6	3.0	3.1	2.6	2.1	2.0	2.0	2.1	2.9	2.8	2.3	2.1
ユーロ圏	1.3	0.7	1.6	0.5	1.5	1.6	1.5	1.4	0.4	0.7	1.3	1.4
英国	3.0	1.4	0.1	0.4	1.7	1.9	1.8	1.8	0.3	0.8	1.3	1.6
中国	5.3	4.7	4.6	5.4	4.3	4.8	4.4	4.6	5.2	5.0	4.5	4.2
ブラジル	2.6	3.3	4.0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.2	3.5	2.2	2.0
インド	7.8	6.7	5.4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>8.2</u>	<u>6.5</u>	<u>6.7</u>	<u>6.7</u>
ロシア	5.4	4.1	3.1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.6	4.0	1.5	1.3

(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

日本経済

2025～34 年度における経済財政・金利・為替レートの中期見通し

神田 慶司
末吉 孝行
田村 統久
久後 翔太郎

[要約]

- 日本経済中期予測を 1 年ぶりに改訂した。2025～34 年度の実質 GDP 成長率は年率+1.0%と見込んでいる。予測期間前半は緩和的な財政・金融政策の下、家計の所得環境の改善や世界経済の堅調な推移などを背景に、個人消費や輸出、設備投資を中心に増加しよう。後半では、国内の人口減少や世界経済成長率の低下が内外需の重しとなり、実質 GDP 成長率は同+0.8%へと低下するだろう。CPI 上昇率は同+2.1%の見込みで、日本銀行（日銀）は 2027 年度にかけて短期金利を 1.75%まで段階的に引き上げると想定している。円高ドル安が進行し、2030 年代前半に 100 円/ドル台後半で推移するだろう。
- 日本の労働生産性は欧州主要国並みに上昇してきた一方、1 人あたりで見た実質賃金は 1990 年代半ばから下落基調が続き、両者は「ワニの口」のように乖離した。その要因を整理すると、交易条件の悪化や企業の社会保険料負担の増加、1 人あたり労働時間の減少などがあった。過去 20 年間に於いて米国やドイツと比べると、日本では交易条件要因と企業の保険料負担要因が実質賃金の伸びを押し下げ（米独ではいずれも押し上げ）、労働時間要因の押し下げ幅は米独のそれを上回った。今後も労働時間要因は実質賃金の伸びを抑えたとみられるが、生産性上昇率の加速や交易条件の改善もあり、実質賃金は緩やかながらも上昇基調に転じる見込みだ。
- 国と地方のプライマリーバランス（PB）は予測期間を通して名目 GDP 比▲3～▲2%程度で推移する見込みであり、2025 年度の PB 黒字化目標の達成はかなり厳しいだろう。主因は歳出側にあり、常態化した大型の補正予算編成からの脱却などの歳出抑制が PB の黒字化には不可欠だ。一方、公債等残高対名目 GDP 比は 2030 年代初めまで低下が続くと見込んでいる。当面の間は「ドーマー条件」が成立する（経済成長率が実効金利を上回る）ためだが、インフレ下で長期金利が上昇することでいずれ成立しにくくなる。金融政策の正常化で日銀の国債保有残高が大幅に減少し、海外投資家の保有比率が高まれば、中長期的には長期金利に 2～4%pt 程度の上昇圧力がかかる可能性がある。

1. 2025～34 年度における日本経済のメインシナリオ

今後 10 年間の視野に入れた日本経済中期予測を改訂

当社は 1 年前に公表した「[日本経済見通し：2024 年 1 月](#)」において、日本経済中期予測を改訂した（以下、前回中期予測）。その後、2024 年春闘での賃上げ率が前年を大幅に上回り、物価上昇の持続性が高まったことで、日本銀行（日銀）は短期金利を引き上げるなど金融政策の正常化が進んだ。また、10 月に誕生した石破茂政権は事業規模 39 兆円程度の総合経済対策を取りまとめるとともに「103 万円の壁」の引き上げを決めた。

2025 年 1 月 20 日に誕生した米トランプ新政権の政策など先行き不透明感は強いが、本稿では足元までの国内外の経済情勢の変化を踏まえた上で、2034 年度までを視野に入れて日本経済中期予測を改訂する。

1 章では GDP や金利、為替などの中期見通しを示すとともに、日本で労働生産性が長期的に上昇したにもかかわらず実質賃金の下落が続いた背景や今後の見通しなどを述べる。**2 章**では財政見通しを示しつつ、中長期的な金利上昇リスクや「ドーマー条件」（経済成長率と金利との関係）について検討する。

なお、本予測は主に当社の中期マクロモデルで作成しており（詳細は 2022 年 1 月公表の「[日本経済中期予測（2022～31 年度）](#)」を参照）、海外経済や原油価格、人口動態などは外生的に想定している¹。海外経済の詳細については、当社の各国担当者の経済見通しを参照されたい。

(1) 実質 GDP 成長率見通し：予測期間後半の成長率は 1%割れの見込み

世界経済成長率は IMF 見通しよりも保守的に想定

本予測で想定している世界経済の今後 10 年間（2025～34 年）の成長率は年率+2.4%である。予測期間を前半と後半に分けて見ると、前半 5 年間（2025～29 年）が同+2.8%、後半 5 年間（2030～34 年）が同+2.1%の見込みである。

予測期間の前半は米欧における利下げや、中国の比較的高い経済成長などが景気を下支えするとみられる。後半では、人口の増加ペースの鈍化などを背景に先進国を中心に潜在成長率が低下することから、それに沿う形で世界経済成長率も鈍化していくと見込む。

国際通貨基金（IMF）が 2024 年 10 月に公表した世界経済見通し（2025 年 1 月に一部改訂）によると、2025～29 年の世界経済成長率は同+3.2%であり、当社の予測値は IMF のそれを 0.4pt 下回る。最大の違いは中国以外の新興国の見方にあり、IMF では同地域の成長率が高止まりするのに対し、当社では緩やかに低下すると見込んでいる。新興国の経済動向は米国や中国など主要国の影響を受けやすく、中国経済の減速などが新興国経済の重しになるとみている。

¹ 社会保障給付費は、中期マクロモデルによる賃金・物価見通しなどとの整合性を保ちつつ、別途推計して外生的に想定している。このうち年金の推計方法については、末吉孝行「[公的年金の好調な運用実績は将来の受給水準を押し上げるか](#)」（大和総研レポート、2023 年 3 月 22 日）を参照。

当社の実質 GDP 成長率見通しは内閣府試算における 2 つのケースの中間的な水準

こうした中、日本の今後 10 年（2025～34 年度）の実質 GDP 成長率は年率+1.0%と見込んでいる。前述の世界経済成長率を含め、各年度の推移や需要項目の動きなど詳細については、**後掲図表 11** や巻末の計数表を参照されたい。

予測期間の前半は、緩和的な財政・金融政策の下、潜在成長率を上回る同+1.2%の見込みである。後半では金融政策が正常化するほか、人口減少の影響が強まることで実質 GDP 成長率は同+0.8%へと低下するだろう。総務省「人口推計」によると、総人口は 2008 年をピークに減少が続いており、2024 年は概算値で前年比▲0.45%だった（各年 10 月 1 日時点）。本予測の人口見通しは国立社会保障・人口問題研究所の将来推計（出生中位（死亡中位）推計）に基づくが、減少率は 2034 年で同▲0.60%へと拡大する見込みである。

本予測の特徴を明確にするため、2025 年 1 月 17 日公表の内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（以下、内閣府試算）との比較を**図表 1** で示した。内閣府試算は経済財政諮問会議が審議する際の参考資料としておおむね半年ごとに作成されており、一定の前提の下、先行き 10 年の経済や財政の姿が示されている。

内閣府試算では主に、「成長移行ケース」「過去投影ケース」という 2 つのシナリオが示されている。成長移行ケースとは、賃上げと投資が牽引する成長型経済に移行し、実質 GDP 成長率が 2020 年代後半に 1%台半ば、2030 年度以降も 1%を安定的に上回る。また消費者物価指数（CPI）上昇率が 2025 年度に安定的に 2%程度に達するシナリオである。一方、過去投影ケースでは全要素生産性（TFP）上昇率が直近の景気循環の平均並みで将来にわたって推移する。実質 GDP 成長率は中長期的に 0%台半ば、CPI 上昇率は 1%弱で推移するシナリオである。

図表 1：当社の中期予測と内閣府試算との比較

		大和総研	内閣府試算（2025年1月17日）	
			過去投影ケース	成長移行ケース
GDP	実質成長率	年率1.0% (2025～34年度)	年率0.6% (2025～34年度)	年率1.4% (2025～34年度)
	名目成長率	年率2.8% (2025～34年度)	年率1.0% (2025～34年度)	年率2.9% (2025～34年度)
物価	CPI上昇率	年率2.1% (2025～34年度)	年率1.1% (2025～34年度)	年率2.0% (2025～34年度)
労働力	労働参加率	労働政策研究・研修機構「2023年度版 労働力需給の推計」(2024年8月)における「 成長実現・労働参加進展シナリオ 」の年齢階級別労働参加率の見通しを反映(2034年度:65.5%)	左記の「 成長率ベースライン・労働参加漸進シナリオ 」を踏まえて推移(2034年度:65.1%)	左記の「 成長実現・労働参加進展シナリオ 」を踏まえて推移(2034年度:66.3%)
生産性	TFP上昇率	足元の水準から 0.7%程度 まで上昇	将来にわたって 0.5%程度 で推移	足元の水準から 1.1%程度 まで上昇

(注) 内閣府試算では成長移行ケースよりも更に高い成長となる「高成長実現ケース」も示している。
(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2025 年 1 月 17 日)、各種統計より大和総研作成

当社の実質 GDP 成長率見通しは今後 10 年間で年率+1.0%と、内閣府試算の過去投影ケース（同+0.6%）と成長移行ケース（同+1.4%）の中間的な推移を見込んでいる（図表 1）。ただし、後述するように、CPI 上昇率は成長移行ケース並みの同+2.1%を見込んでいることなどもあり、名目 GDP 成長率見通しは成長移行ケースのそれに近い。

実質 GDP 成長率見通しの違いを供給サイドから整理すると、労働参加率については労働政策研究・研修機構が作成した「成長実現・労働参加進展シナリオ」に基づき、女性と高齢者を中心に上昇すると想定している²。また、TFP 上昇率は年率+0.7%程度まで高まると想定しており、過去投影ケース（同+0.5%程度）をやや上回る。

TFP とは、労働力や資本の増加によらない経済成長要因であり、TFP の上昇には技術進歩のほか、生産体制の効率化や付加価値の高い部門への経営資源の重点化、ブランディングなどの企業の取り組みが寄与する。安倍晋三政権をはじめ歴代政権は、この 10 年ほどで成長力強化のための制度・規制改革を幅広い分野で実施してきた。だが当社や日銀などの推計値を見ると、TFP 上昇率がその間に大きく高まったとはいいいにくい。そのため、今後 10 年で TFP 上昇率が年率+1.1%程度まで高まるという成長移行ケースの想定は不確実性が大きい。

他方、日本経済がインフレ構造に転換すれば、労働移動の活発化や金利上昇などを通じて経済全体の資源配分の効率化が進んだり、企業努力が価格競争ではなく商品・サービスの高付加価値化に注がれたりすることなどを通じて TFP 上昇率が高まる可能性がある。そこで当社では、前回中期予測と同様、TFP 上昇率が直近の景気循環における景気拡張期³の平均水準まで安定的に高まると想定した。

個人消費や輸出、設備投資は予測期間後半に減速も、総じて底堅く推移

予測期間の前半は緩和的な財政・金融政策の下、家計の所得環境の改善や世界経済の堅調な推移などを背景に、個人消費や輸出、設備投資を中心に増加しよう。後半は、国内の人口減少や世界経済成長率の低下が内外需の重しとなり、個人消費や輸出などの成長率は低下する見込みである。

個人消費は予測期間の前半で年率+1.0%、後半で同+0.8%と見込んでいる。人手不足が深刻化する中で転職市場が活発化し、労働条件の改善など企業の人材確保への取り組みが加速している。2024 年の春闘賃上げ率は 33 年ぶりの高さとなったが、2025 年以降も高水準を維持する公算が大きい。物価上昇を上回る賃金上昇が定着し、個人消費は堅調に推移するだろう。予測期間後半は、人口減少の加速が個人消費の伸びを抑制する一方、労働需給のひっ迫で実質賃金に上昇圧力がかかり続けることで所得環境の改善が進み、個人消費を下支えするとみられる。

² 労働参加率（労働力率）とは、15 歳以上人口に占める労働力人口の割合。このうち労働力人口は、15 歳以上人口のうち就業者と完全失業者を合わせた人口（働く意思のある者）。本予測では独立行政法人労働政策研究・研修機構「2023 年度版 労働力需給の推計」（2024 年 8 月）における「成長実現・労働参加進展シナリオ」の年齢階級別労働参加率見通しをもとに作成したが、マクロの労働参加率は同シナリオと整合的である。

³ 第 16 循環（2012 年 10-12 月期～2020 年 4-6 月期）の景気拡張期に相当する 2013～18 年度。

輸出は予測期間の前半で年率+3.2%、後半で同+1.8%の見込みである。前述のように予測期間前半の世界経済成長率は同+2.8%と想定しており、財輸出は比較的堅調に推移しよう。サービス輸出に含まれるインバウンド消費は、緩やかな増加を続けるとみられる。中国人訪日客数は依然としてコロナ禍前の水準を下回るものの、中国国内の不動産不況の長期化などを背景に緩やかな増加にとどまるとみられる。一方、消費額の大きい北米や豪州からの訪日客数の増加などが押し上げよう。予測期間後半は、米欧中のいずれの国・地域でも経済成長率が低下するほか、円高の進行も重なり、輸出の増加ペースは予測期間前半から鈍化する見込みである。

設備投資は、予測期間の前半で年率+1.8%、後半で同+1.4%と見込んでいる。予測期間前半は、企業収益の拡大や外需の拡大などを背景に能力増強投資が進むとみられる。コロナ禍や物価高騰で企業が先送りしてきた投資も一定程度発現するだろう。予測期間後半に入ると、金利の上昇や外需の減速などもあり、設備投資の伸びは鈍化すると見込んでいる。他方、コロナ禍前から底堅く推移してきた DX や省力化投資、カーボンニュートラルの実現に向けた GX 投資は予測期間を通して増加が続くだろう。

公需は予測期間を通して堅調に推移する見込みである。政府消費は、予測期間の前半で年率+1.6%、後半で同+1.6%と予測する。コロナ禍以降に膨張した歳出の調整による下押しが一巡する中で、社会保障給付費（うち公費負担分）の増加が政府消費を継続的に押し上げるだろう。

公共投資は予測期間の前半で年率+0.5%、後半で同+1.2%と予測する。予測期間前半は、「防災・減災、国土強靱化のための5か年加速化対策」（2021～25年度）の影響が剥落することなどを背景に、比較的低い伸び率が続くと思われる。予測期間後半は、道路など様々な社会インフラの更新需要などが公共投資を押し上げると見込んでいる。

(2) 乖離する労働生産性と実質賃金：1人あたり実質賃金は上昇基調に転じる見込み

日本の労働生産性と実質賃金は「ワニの口」のように乖離

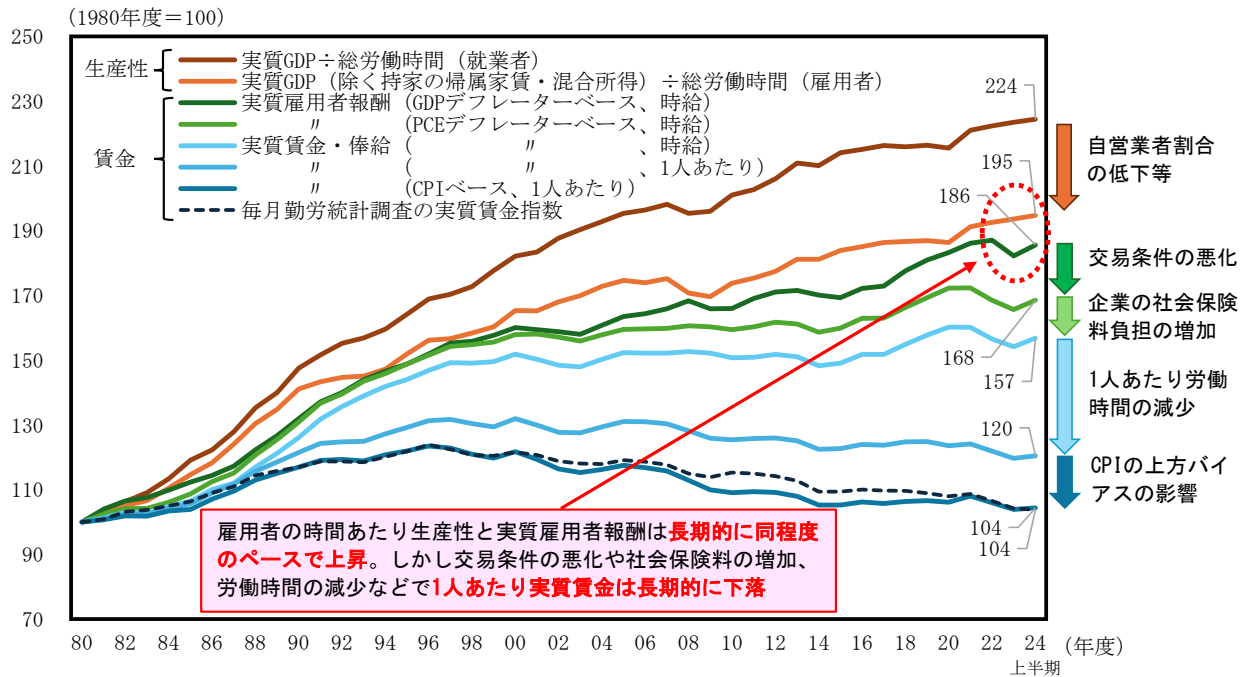
日本経済の抱える課題の1つに、実質賃金の低迷がある。今後の中期的な経済トレンドを検討する上では、その背景を整理することは重要だ。

中長期的には、実質賃金の伸びが労働生産性によって規定されることは経済学的にも実証分野でも支持されている。だが、日本の労働生産性は欧州主要国並みに上昇してきた一方⁴、実質賃金の指標として注目されることの多い厚生労働省「毎月勤労統計調査」の実質賃金指数は1990年代半ばから下落基調が続いた。労働生産性と実質賃金指数は、いわゆる「ワニの口」のように乖離していった。

図表2は、内閣府「国民経済計算年次推計」（いわゆるGDP統計）から両者が乖離した要因を整理したものだ。1980年度を100とすると、就業者1人1時間あたり実質GDPで測った労働生産性は2024年度上半期で224だった。実質賃金指数（同104）の2倍超となっている。

⁴ 2003～23年の20年間における労働生産性上昇率（就業者1人1時間あたり実質GDP成長率）を主要7カ国（G7）で比較すると、日本は米国に次いで2番目に高かった（2013～23年の10年間では3番目の高さ）。

図表 2：日本における労働生産性と実質賃金の長期的な関係



(注 1) 1993 年度以前は旧基準のデータを用いて遡及。2024 年度は上半期で、四半期別 GDP 速報 (内閣府) や労働力調査 (総務省)、毎月勤労統計調査 (厚生労働省) のデータから前年同期比で算出。PCE デフレーターは家計最終消費支出デフレーター (除く持家の帰属家賃及び FISIM) で、1993 年度以前は旧基準の同デフレーター (除く持家の帰属家賃) で遡及。「賃金・俸給」には現物給与なども含まれる。

(注 2) 毎月勤労統計調査の実質賃金指数は 1980 年度を 100 として、1990 年度までは事業所規模 30 人以上、1991 年度以降は事業所規模 5 人以上の前年同期比を用いて算出。

(出所) 内閣府、厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

雇用者の時間あたり労働生産性と実質雇用者報酬は長期的に同程度のペースで上昇

労働生産性と実質賃金の定義や概念をそれぞれ調整することで、両者が長期的に乖離した要因を整理すると、①自営業者割合の低下等⁵、②交易条件 (輸入物価と輸出物価の比率) の悪化、③企業が負担する従業員の社会保険料の増加、④雇用者 1 人あたり労働時間の減少、⑤CPI の上方バイアスの影響⁶、の 5 つでおおむね説明することができる (図表 2)。

雇用者 1 人 1 時間あたり労働生産性の水準は、1980 年度を 100 として 2024 年度上半期で 195 だった。時給換算した実質雇用者報酬は同 186 とかなり近い水準にあり、両者は長期的に同程度のペースで上昇してきた。だが、資源高などによる交易条件の悪化や高齢化等による企業の社会保険料負担の増加、非正規雇用者比率の上昇や働き方改革による労働時間の減少などにより、1 人あたり実質賃金・俸給⁷は 2024 年度上半期で 104 にとどまった。

⁵ 自営業者等 (= 就業者 - 雇用者) が就業者に占める割合は 1980 年度で 3 割程度だったが、直近では 1 割程度まで低下した。また、混合所得は個人事業主等が受け取る所得であり、持家の帰属家賃は実体のない付加価値で雇用者が生み出したものではないため GDP から控除した。

⁶ GDP 統計上の家計最終消費支出デフレーターと CPI との乖離を表す。前者は直近の家計の消費行動が反映される連鎖方式のパーシェ型物価指数であるのに対し、後者は基準年 (現行は 2020 年) の消費バスケットで固定されるラスパイレ型物価指数であるため上方バイアスが生じやすい。

⁷ 賃金・俸給は現金給与のほか、現物給与や各種手当なども含まれる。

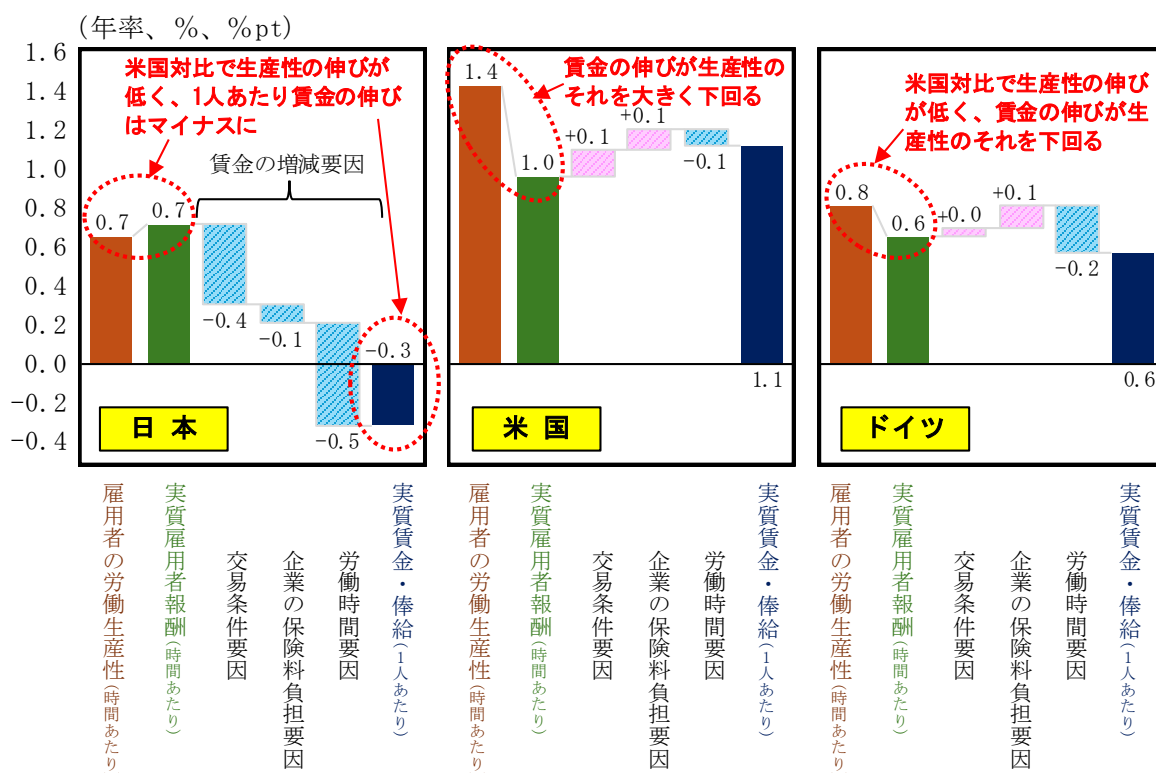
実質賃金の伸び悩みの理由は日米独で大きく異なる

前掲図表 2 と同様の手法により、過去 20 年間に於ける雇用者 1 人 1 時間あたりの労働生産性と実質賃金（ここでは 1 人あたり実質賃金・俸給）の伸びを日本・米国・ドイツと比較した図表 3 を見ると、実質賃金が伸び悩んだ理由は 3 カ国で大きく異なることがわかる。

米国では年率+1.4%という高い労働生産性上昇率を実現した（図表 3 中央）。だが、時給換算した実質雇用者報酬は同+1.0%にとどまり、労働分配面での問題が大きかった。ドイツも同様の問題を抱えたようだが、米国対比で生産性の伸びが低かったことも実質賃金の伸び悩みにつながった（図表 3 右）。

日本では米独のような労働分配面での問題がさほど見られなかった一方、米国対比で生産性の伸びが低かったことに加え、交易条件要因と企業の保険料負担要因⁸が実質賃金の伸びを押し下げた。さらに、労働時間要因は 3 カ国で共通して実質賃金の伸びを押し下げたが、日本ではその度合いが米国やドイツを大きく上回ったことで、実質賃金の伸びはマイナスになった（図表 3 左）。

図表 3：過去 20 年間（2003～23 年度・年）における日米独の労働生産性と実質賃金の関係



（注）日本は年度、米独は暦年の値。「雇用者の労働生産性」は実質 GDP（除く持家の帰属家賃・混合所得）を雇用者の総労働時間で除したもの。「実質雇用者報酬」は GDP デフレーターで実質化。「賃金・俸給」（現金給与だけでなく現物給与なども含まれる）は家計最終消費支出デフレーターで実質化（ただし、日本は内閣府の定義に従って持家の帰属家賃及び FISIM を除くベース）。

（出所）内閣府、米 BEA、米 BLS、独 FSO、OECD、Haver Analytics より大和総研作成

⁸ 米国企業については社会保険料負担よりも私的年金・保険への拠出（Employer contributions for employee pension and insurance funds）の方が大きかった。

下落基調にあった日本の実質賃金は緩やかながらも上昇基調へと転じる見込み

図表 3 の分析を本予測に当てはめると、2025～34 年度における雇用者 1 人 1 時間あたりの労働生産性は、TFP 上昇率の高まりを想定していることもあって年率+1.1%へと加速する見込みである。時給換算した実質雇用者報酬は同+0.9%、1 人あたり実質賃金・俸給は同+0.6%で、長期的に下落基調にあった実質賃金は緩やかながらも上昇基調へと転じるだろう。

時給換算した実質雇用者報酬と 1 人あたり実質賃金・俸給の伸び率の乖離は、主に労働時間要因（年率▲0.3%pt）によるものだ。長時間労働是正などの働き方改革や、労働時間が比較的小さい女性や高齢者を中心に労働参加が進むことで、1 人あたり労働時間の減少が続くと見込んでいる。交易条件要因（同+0.1%pt）は円高ドル安の進行を背景に円建ての資源価格が低下することで実質賃金の伸びを押し上げる一方、企業の保険料負担要因（同▲0.1%pt）は高齢化等を背景に社会保障給付の増加が続き、実質賃金の伸びを押し下げるだろう。

ただし、地政学的リスクの高まりなどで資源価格が高騰し、交易条件が大幅に悪化して実質賃金が伸び悩むことも考えられる。再生可能エネルギーの拡大や、安全性を最優先に原子力発電（原発）を最大限活用することは、脱炭素社会の実現だけでなく所得環境の改善の観点からも重要だ⁹。また、全世代型社会保障改革を通じて給付の効率化や重点化が進めば、社会保険料の増加が抑制されることで、生産性の向上が実質賃金の上昇に結びつきやすくなる。

(3) 物価・金利・為替見通し：インフレ定着で金融政策は 2020 年代後半に正常化

日銀は 2027 年度にかけて短期金利を 1.75%に引き上げ、長期金利は 3%弱へ

CPI 上昇率は予測期間の前半で年率+2.0%、後半で同+2.1%と見込んでいる（**図表 4**）。国内経済活動の緩やかな拡大や労働力人口の減少などにより労働需給のひっ迫が続き、春闘では高水準の賃上げが続くだろう。企業は人件費の増加分を販売価格に転嫁し、それが更なる賃上げを促すことで物価上昇が継続し、CPI 上昇率は 2%程度で推移するとみている¹⁰。

物価上昇が定着した後も緩和的な金融環境が維持されれば、インフレ過熱リスクが高まる。半面、低金利環境が長期間維持されてきたことで日本経済は金利上昇に脆弱な構造になっている。そのため日銀は、CPI 上昇率が 2%程度で安定するように金融政策の正常化を緩やかなペースで進めるだろう。本予測では、2027 年度にかけて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。

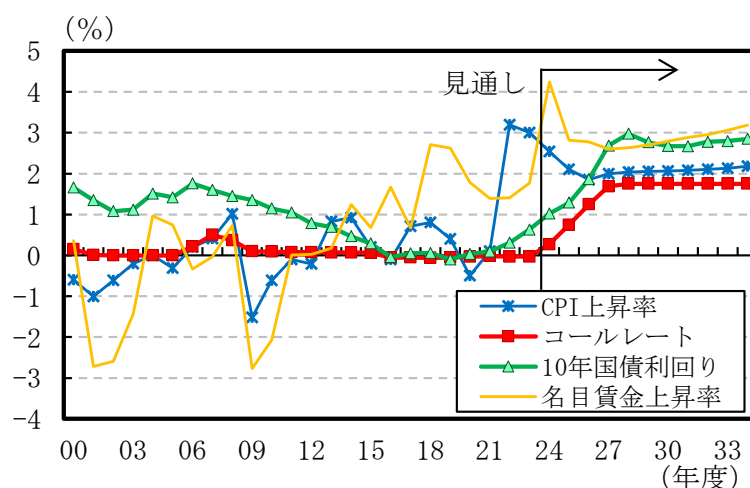
短期金利の先行きを検討する上では、自然利子率（景気や物価動向に中立的な実質金利）が重要になる。自然利子率は推計方法によって水準が異なるため幅を持って見る必要があるが、

⁹ 原子力規制委員会や各種報道によると、原発は 2025 年 1 月 23 日時点で 12 基が稼働していた。さらに 2024 年度中に 2 基が稼働する予定で、審査中（一部は許認可済）または検査中の原発が 3 基ある。これらを合わせ、政府は最大 17 基の稼働を目指している。そこで仮に、最大 17 基の原発が稼働し、設備利用率を 80%と想定して石炭火力発電量を代替すると、エネルギー輸入額は 1.9 兆円程度減少すると試算される（なお、石炭発電効率（kWh/t）は 2023 年度、石炭輸入単価（円/t）は 2024 年の実績を参照）。

¹⁰ マクロモデルによる将来推計は過去の経済行動の影響を強く受ける。2023 年頃から見られた家計や企業の行動変容を内生的に反映させることは難しいため、本予測では期待インフレ率の上昇を外生的に想定した。

Holston, Laubach and Williams (2023)¹¹をもとに推計した日本の自然利子率は直近で0%近傍にあるとみられる。今後の自然利子率は潜在成長率の低下で下押し圧力がかかり、マイナス圏で推移する可能性がある。そのため日銀はインフレ率をやや下回る 1.75%程度で利上げを停止し、実質短期金利を自然利子率並みの水準に保つことで、予測期間後半は中立的な金融環境が維持されるだろう。

図表 4：CPI 上昇率、長短金利、名目賃金上昇率見通し



(注) CPI は消費増税と幼児教育・保育無償化の影響を除く。名目賃金上昇率は1人1時間あたりの賃金・俸給。

(出所) 日本銀行、財務省、内閣府、総務省統計より大和総研作成

長期金利（10年国債利回り）については、金融政策の正常化が進む予測期間の前半にかけて実体経済を反映して上昇し、後半は名目 GDP 成長率並みの3%弱で推移すると想定している（図表 4）。もっとも、長期金利は経済成長率だけでなく、金融政策や財政運営への信認、海外の金利動向など様々な影響を受けて変動するため、本予測で想定するように名目 GDP 成長率並みになるとは限らない。

これまでは日銀が大規模な国債買い入れを実施してきたことを主因に、長期金利は需給の引き締めによって低位で安定していた。だが、日銀は長期国債の保有残高を減らしていく方針であり、長期金利に対する需給面からの上昇圧力は時間の経過とともに強まっていくだろう。2章 2節で述べるように、中長期的には国内投資家よりも高いリスクプレミアムを要求する傾向にある海外投資家の国債保有比率が高まり、長期金利が上振れする可能性がある。

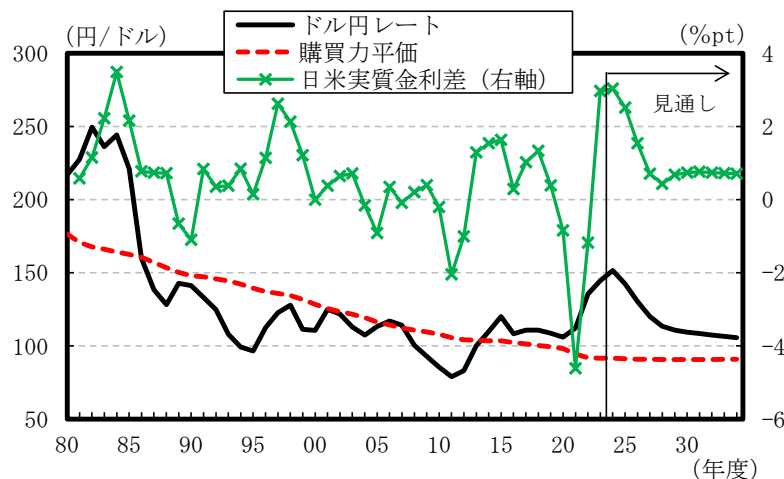
ドル円レートは予測期間後半に1ドル100円台へと円高が進む見込み

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、中長期的には購買力平価、短期的には2国間の実質金利差の影響を受けて変動する傾向にある。こうした考えに基づいて推計すると、ドル円レートは予測期間の前半で123円/ド

¹¹ Holston, Laubach, and Williams (2023) “Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 1063, June 2023.

ル、後半で 108 円/ドルと見込まれる（年度ベースの期間平均値）。予測期間前半を中心に円高方向にシフトするだろう（図表 5）。

図表 5：ドル円レートの中期見通し



（注）「購買力平価」は、ドル円レートを日米の相対 CPI で単回帰した推計値（推計期間は 1980～2023 年度で、推計式の為替レートと相対物価は対数値）。日米実質金利差は CPI で実質化した長期金利を利用。

（出所）日本銀行、総務省、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

足元では米国のインフレ再燃リスクが払しょくされておらず、円安圧力は依然として残るが、予測期間前半では日米実質金利差が縮小することで円高圧力が強まるとみられる。一方、予測期間後半は金利差に大きな変動は生じず、円高圧力は落ち着く見込みである。

図表 5 の破線で示した購買力平価に目を向けると、予測期間を通して横ばい圏で推移している。これは日米両国のインフレ率がおおむね同水準にあることを意味する。デフレ期の日本は米国対比で物価が下落しやすく、購買力平価の観点からは円高圧力が強まりやすかった。だが、日本においても 2% 程度のインフレが定着するとの見通しの下、インフレ率格差を通じた円高圧力は落ち着く見込みだ。ただし、購買力平価は市場為替レートよりも円高水準にあることから、ドル円レートには緩やかながらも円高圧力がかかり続けるだろう。

上記はマクロモデルによる将来推計であるが、現実の為替レートは前述のように様々な要因によって日々変動しており、不確実性は大きい。

円高が急激に進行するリスクとしては、米トランプ新政権の政策や地政学的リスクの発現などにより、世界景気が大幅に悪化することが挙げられる。日本は世界で最も多くの対外純資産を保有しており、予測期間を通して経常収支は黒字が続く見込みである。ストック面だけでなくフロー面からも安全通貨としての需要は大きいとみられ、リスクオフ時の資金の回避先として日本円が選ばれる可能性は高いだろう。また、購買力平価の観点からは、90 円/ドル程度の円高水準が示唆されており、購買力平価に対する市場関係者の関心が高まれば、円高方向に大幅に進む可能性も否定できない。

2. 財政の中期見通しと財政面からの金利上昇リスク

(1) PB と公債等残高の見通し：歳出を大幅抑制しなければ PB 黒字化は見通せず

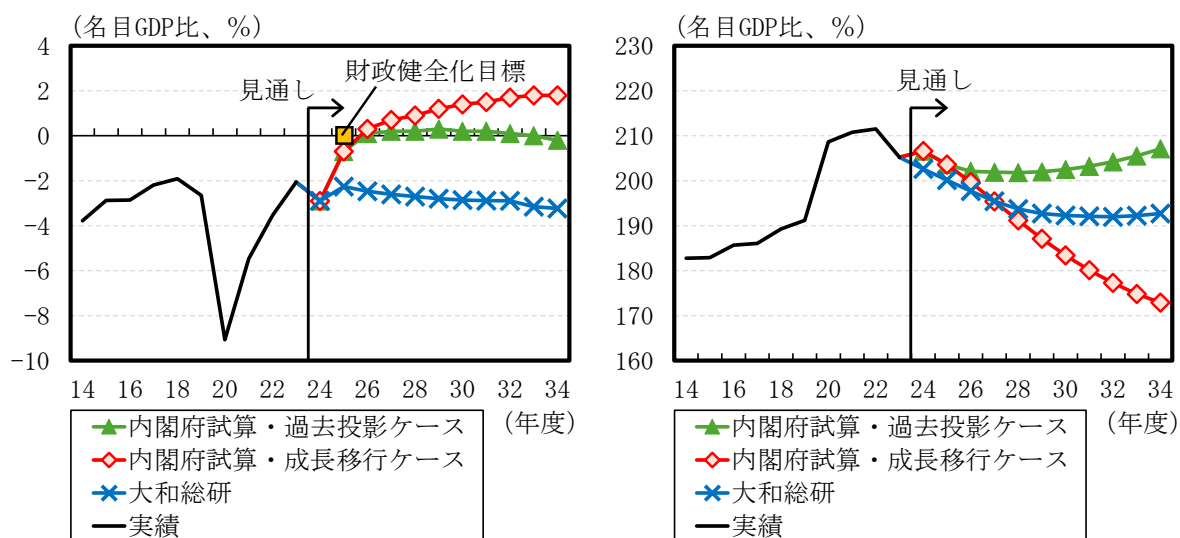
PB 赤字が継続し 2025 年度の PB 黒字化目標は未達に

国と地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス、以下 PB）は、予測期間を通して名目 GDP 比 ▲3～▲2%程度で推移すると見込んでいる（図表 6 左）。

2024 年 12 月に閣議決定された 2025 年度当初予算の政府案（当初予算案）では、一般会計の歳出が過去最大の 115.5 兆円（前年度の当初予算比+3.0 兆円）となったが、税収も 78.4 兆円（同+8.8 兆円）と過去最高を更新する見込みが示された。新規国債発行額は 28.6 兆円と当初予算では 17 年ぶりに 30 兆円以下に抑えられ、財政健全化は進んでいるように見える。

だが、政府が財政健全化目標として掲げる 2025 年度の PB 黒字化はかなり厳しいだろう。前掲図表 1 で紹介した内閣府試算では、両ケースともに 2025 年度の PB を ▲4.5 兆円（名目 GDP 比 ▲0.7%）と推計している（図表 6 左）。2024 年 7 月に公表された前回の内閣府試算では+0.8 兆円（同+0.1%）だったが、2024 年度の経済対策・補正予算の執行が 2025 年度にずれ込む影響で歳出が膨らみ、PB 見通しが赤字に転じた。

図表 6：国・地方の基礎的財政収支（左）と公債等残高（右）の見通し



(注) 復旧・復興対策、GX 対策及び AI・半導体の経費及び財源の金額を除いたベース。公債等残高は、普通国債、地方債及び交付税特会借入金の合計。

(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（2025 年 1 月 17 日）、各種統計より大和総研作成

当社は 2025 年度の PB を ▲14.3 兆円（名目 GDP 比 ▲2.3%）と見込んでいる。直近の内閣府試算よりも赤字幅がかなり大きいのは、主に補正予算編成の想定の違いにある。内閣府試算では当初予算案に基づいて推計しており、結果としてコロナ禍以降に常態化した大型の補正予算編成からの脱却が暗に想定されている。だが、補正予算を含め、歳出を平時に戻すことは容易ではない。この点、当社の財政見通しでは直近（2023 年度）の実績額を発射台としつつ 2024 年度の経済対策などを踏まえて推計しており、より自然体での想定と考えられる。

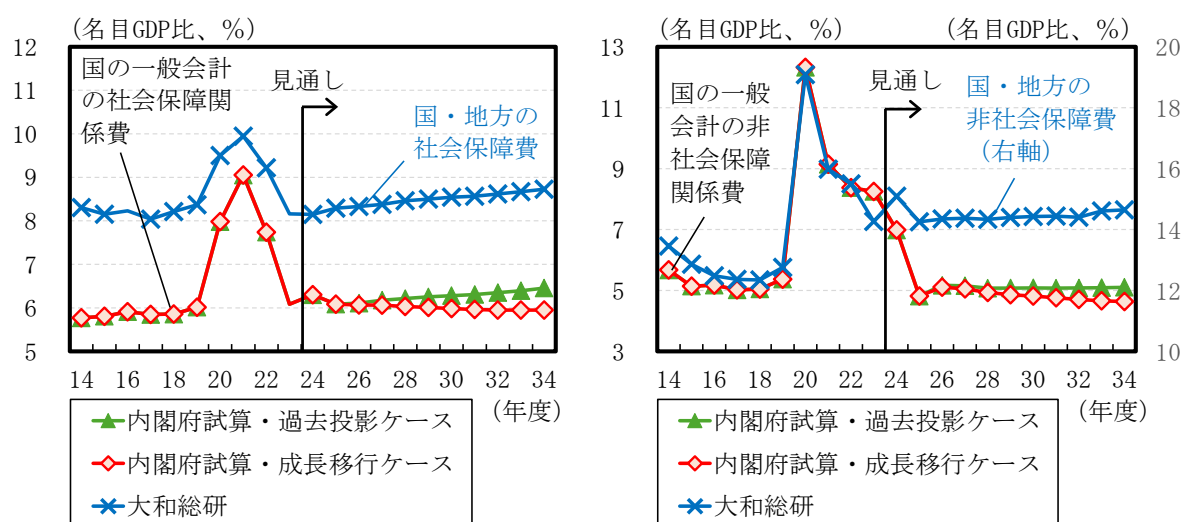
また、内閣府試算では両ケースともに 2026 年度に PB が黒字化する一方、当社では赤字が継続する見込みである。これは前述した補正予算のほか、2026 年度以降に課税最低限（いわゆる「103 万円の壁」）の更なる引き上げや（0.3 兆円程度）¹²、ガソリンの暫定税率の廃止（1.5 兆円程度）などを想定しているためである。加えて、防衛力強化や少子化対策の財源のうち、合計 1～3 兆円程度が不透明だ。内閣府試算では予定通りに財源が確保されると想定しているが、歳出改革や剰余金による財源確保の可否は現時点で不明であり、当社では不確実性のある歳入確保策については PB 赤字要因として計上している。

当社と内閣府試算の歳出面の違いは他にもある。**図表 7** では歳出の対名目 GDP 比見通しを、社会保障分野と非社会保障分野に大別して示している。当社は国と地方の歳出で GDP 統計ベース、内閣府試算は国の一般会計ベースだが、両者の実績値はおおむね連動している。

当社と内閣府試算で歳出見通しが特に違うのが非社会保障分野だ（**図表 7 右**）。内閣府試算では、2026 年度以降の非社会保障費は CPI と連動する。そのため、名目 GDP 成長率と CPI 上昇率の違いが名目 GDP 比で見た非社会保障費の動きに反映される。過去投影ケースでは、CPI 上昇率と名目 GDP 成長率がいずれも前年比+1%弱で推移するため、非社会保障費の対名目 GDP 比はほぼ横ばいとなる。一方、成長移行ケースでは名目 GDP 成長率（前年比+3%程度）が CPI 上昇率（同+2%程度）を上回るため、同分野の歳出の対名目 GDP 比は緩やかに低下する。

この点、当社の非社会保障費見通しは対名目 GDP 比で緩やかに上昇する。背景には、継続的な賃上げによる人件費の上昇を受けて公共事業費が増加することや、老朽化した社会インフラの更新投資が増加することなどがある。

図表 7：社会保障分野（左）と非社会保障分野（右）の見通し



(注) 大和総研の社会保障費は社会保障基金への純経常移転と社会扶助給付の合計で、非社会保障費は税収から PB と社会保障費を差し引いたもの。国の一般会計の非社会保障費は、基礎的財政収支対象経費から社会保障関係費と地方交付税等を除いた支出。

(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2025 年 1 月 17 日)、各種統計より大和総研作成

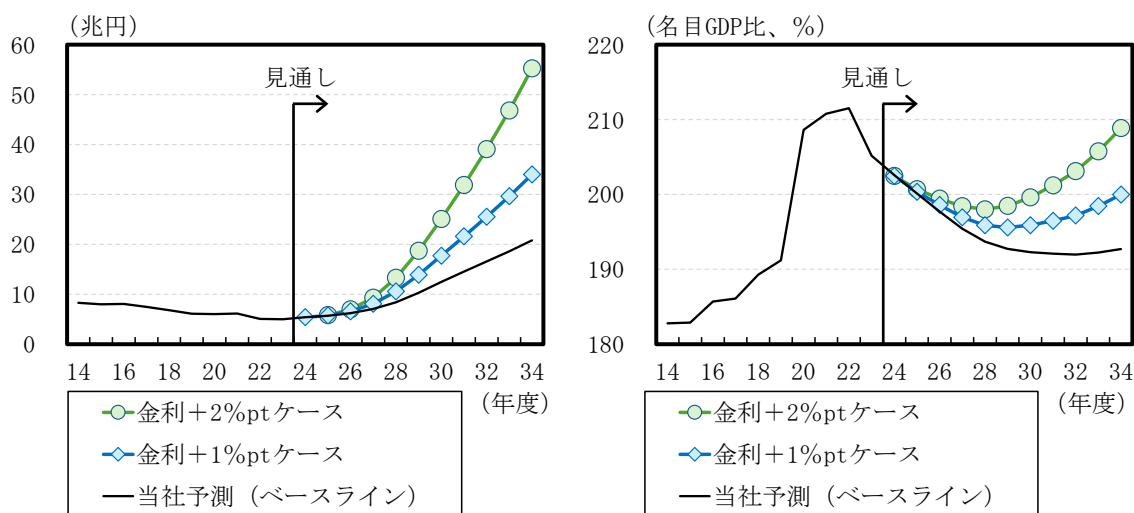
¹² 「令和 7 年度税制改正の大綱」(2024 年 12 月 27 日閣議決定) では、所得税における基礎控除・給与所得控除の引き上げが盛り込まれた。本予測ではこれに加え、今後の与野党協議により、住民税の基礎控除が 5 万円(国税での引き上げ額の半分) 引き上げられると想定した。

公債等残高は名目 GDP 比で低下が続くもいずれ反転、金利が上昇すれば利払い費が急増

公債等残高は名目 GDP 比で 2030 年代初めまで低下が続くものの、その後は緩やかながら上昇する見込みである。予測期間の最終年度である 2034 年度で名目 GDP 比 193%と、コロナ禍前の 2019 年度の水準（同 191%）を上回る（**前掲図表 6 右、図表 8 右**）。なお、当社の PB 見通しが内閣府試算の過去投影ケースより厳しいにもかかわらず、公債等残高が名目 GDP 比で下回るのは、名目 GDP 成長率見通しが内閣府試算の同ケースよりも高いためだ¹³。

ただし、金融政策の正常化が進む中で金利が上昇すれば、利払い費は増加していく。名目 GDP 成長率や PB にもよるが（詳細は後述）、公債等残高対名目 GDP 比は上昇に転じやすい。金利上昇を想定したシミュレーションを行ったところ、当社予測（ベースライン）と比べて長短金利が 1%pt 上振れする場合、2034 年度の純利払い費は 13 兆円程度、公債等残高は 62 兆円程度（名目 GDP 比 7%pt 程度）増加する結果となった。2%pt の金利上振れでは、同年度の純利払い費は 34 兆円程度、公債等残高は 138 兆円程度（同 16%pt 程度）増加する（**図表 8**）。

図表 8：国・地方の純利払い費（左）と公債等残高対名目 GDP 比（右）の見通し



(注)「金利+1%pt ケース」、「金利+2%pt ケース」は、当社予測から、2025 年度以降の短期金利と長期金利をいずれも 1%pt または 2%pt 引き上げて試算。

(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（2025 年 1 月 17 日）、各種統計より大和総研作成

前述のように 2025 年度の PB 黒字化目標は達成困難となったが、そこで財政健全化の旗を降ろすと、政府の国債市場での円滑な資金調達に影響を及ぼす可能性がある。金利上昇による利払い費の増加や、それに伴う公債等残高対名目 GDP 比の上昇を抑制するためにも、政府は 2025 年度の「経済財政運営と改革の基本方針」（骨太方針）などで「2020 年代後半の PB 黒字化」など新たな財政健全化目標を設定するとともに、歳出抑制に向けた実効性の高い計画を策定し、財政健全化の取り組みを着実に前進させるべきだ。

¹³ 2024～26 年度における当社の公債等残高対名目 GDP 比見通しは、内閣府試算・成長移行ケースのそれを下回る。これは、政府見通しにおける 2024 年度末の公債等残高が財政収支から推計されるより多いことや、当社では予測期間前半の名目 GDP の水準が比較的高いことなどによる。

(2) 財政健全化の遅れで直面し得る長期金利の上昇リスク

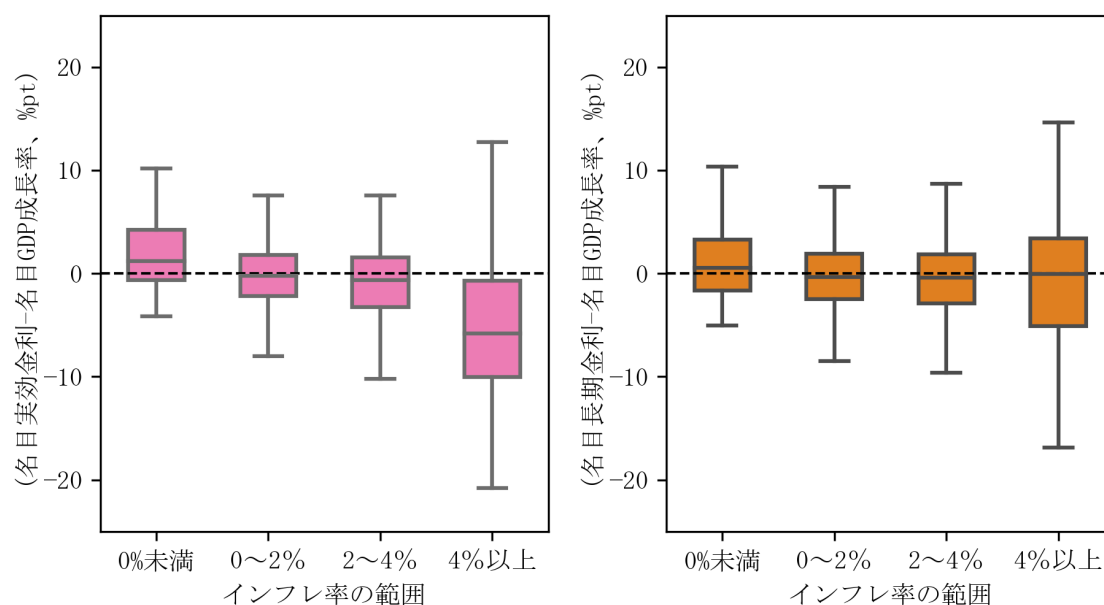
インフレ定着でドーマー条件は当面の間は成立するも、中長期的には成立しにくい

前掲図表 6 で示した通り、当社では予測期間を通して PB 赤字が続く一方、公債等残高対名目 GDP 比は 2030 年代初めまで低下が続くと見込んでいる。

PB 赤字と公債等残高対名目 GDP 比の低下が両立するのは、名目実効金利よりも名目 GDP 成長率が高いという、いわゆる「ドーマー条件」が当面の間満たされるためだ。すなわち、当社の見通しに沿って日本経済がインフレ構造に転換すれば、先行きの名目 GDP 成長率はデフレ・低インフレ期と比較して高い状態が続きやすい。一方、過去に発行した低い表面利率の国債が多く残ることから、名目実効金利が上昇に向かうには時間がかかる。日銀が利上げを慎重に進めている状況であればなおさらだ。

このように、デフレからインフレ経済への転換局面という特殊な環境にあることで日本ではドーマー条件が満たされやすい状況となっている。そこで、インフレ率とドーマー条件の関係をより詳しく見るため、IMF “Government Finance Statistics” で取得可能な国のデータから計算した金利と名目 GDP 成長率の差をインフレ率の範囲ごとにまとめたものが**図表 9**である。

図表 9：インフレ率の範囲ごとに見た金利と名目 GDP 成長率の差の国際的な傾向（左：名目実効金利ベース、右：長期金利ベース）



(注 1) IMF “Government Finance Statistics” においてデータが取得可能な国を対象。受取利息を取得できないため、名目実効金利は国・地方ベースの総利払い費を総債務残高で除した値によって算出。インフレ率は CPI 上昇率を使用。各国について年ごとのサンプルから分布を作成した。

(注 2) 箱ひげ図の最上部と最下部はそれぞれ最大値と最小値。箱の上側は第 3 四分位数、下側は第 1 四分位数。箱の内部の線は中央値を示す。四分位範囲の 1.5 倍を超えた値は外れ値として除いている。

(出所) IMF、各国統計、Haver Analytics より大和総研作成

図表 9 左では、名目実効金利と名目 GDP 成長率の差の分布を示している。インフレ率が高まるほど、名目実効金利と名目 GDP 成長率の差が低下する傾向にあることが見て取れる。インフ

レ率が「2～4%」、「4%以上」ではその差がマイナスとなる頻度が高く、国際的に見てもドーマー条件が満たされやすい傾向にある。

しかしより注目すべきは、名目実効金利（≡既発債の表面利率の加重平均値）を長期金利（≡新発債の表面利率）に置き換えると上記のような傾向は見られないということだ（**図表 9 右**）。すなわち、名目実効金利とは異なり、高インフレ局面においては新発債の利回りは名目 GDP 成長率と同程度高まる。このため、インフレが長期間継続すれば、表面利率の高い国債への置き換わりが進むことで、ドーマー条件は満たされにくくなる。インフレによって長期間にわたりドーマー条件を満たし続けることは困難であろう。

また久後・中村(2024)¹⁴では、IMF “Government Finance Statistics” においてデータが取得可能な国を対象に、国・地方ベースの総債務残高対名目 GDP 比の水準に応じて「高債務状態」と「低債務状態」という 2 つのグループに分けてドーマー条件の成立可否を検討している。その結果、「高債務状態」ではドーマー条件が満たされにくい一方、「低債務状態」では同条件が満たされやすい傾向があると指摘している。債務残高の増加によってデフォルトリスクが高まる結果、長期金利が上昇しやすいことや、“Public Debt Overhang”（公的債務の増加が実質経済成長率を低下させるというメカニズム）を通じて実質 GDP 成長率が低下しやすいことが背景にあるとみられる。総債務残高対名目 GDP 比が世界最高水準にあり、「高債務状態」に分類される日本では、ドーマー条件が長期間にわたり満たされる可能性は低いということだ。

国債の海外保有比率の高まりで長期金利に上昇圧力が強まる可能性

長期金利の中長期的な見通しを考える上でとりわけ重要になるのは国債の保有構成だ。

まず国債の供給について検討すると、国債発行残高（ストック）は毎年の国債発行額（フロー）と償還額によって決まる。そこで、2034 年度までは本予測に基づき、2035 年度以降は 2034 年度の予測値から横ばいと想定して国債供給の長期見通しを作成した（**図表 10 左**）¹⁵。国債の発行額は 2040 年度で約 2,200 兆円に上ると試算される。

一方、国内需要の増加幅は限定的となる可能性がある。**図表 10 左**は、国債の国内需要見通しを需要者別に示したものだ。「その他主体」の保有残高の見通しについては、「保険・年金基金」などの国債保有が名目 GDP の拡大に合わせて増加していくと仮定して機械的に試算したところ、「日銀」と「その他主体」の合計は 2030 年代前半まで減少していく姿が示された。すなわち、日銀による国債保有減少の影響は大きく、足元での国債の保有構成を前提とすると、国内主体を中心とした国債保有の増加余地は小さいとみられる。

もっとも、日銀は銀行等から国債を大量に購入することで量的緩和を進めてきたことを踏まえれば、銀行等には保有残高を増加させる余地があるとみられ、足元での国債の保有構成を前

¹⁴ 久後翔太郎・中村華奈子「[インフレ率の高まりで満たされる『ドーマー条件』と先行きの財政運営への示唆](#)」（大和総研レポート、2024 年 12 月 27 日）

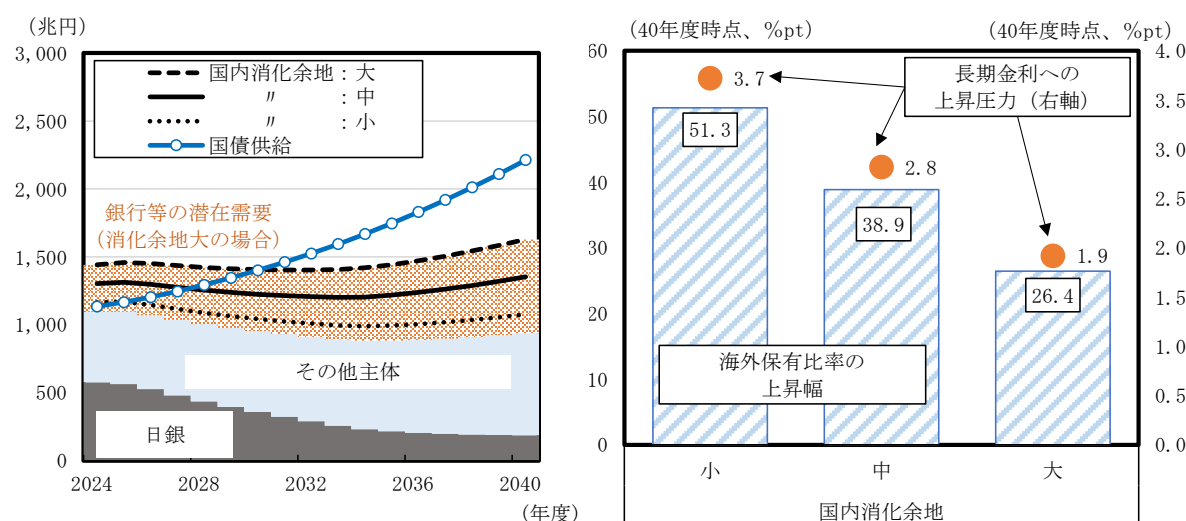
¹⁵ 中長期的な国債需給に関する試算の詳細は、久後翔太郎・吉田亮平・山口茜・中村華奈子・石川清香「[国債需給に見る 2040 年までの金利上昇リスクと経済への影響](#)」（大和総研レポート、2024 年 8 月 28 日）を参照。

提とするという仮定は非常に強い。その余地を正確に把握することは困難だが、左三川・阿部・高棕・廣芝（2024）等を参考に足元での「銀行等の潜在需要」を 330 兆円と仮定し、名目 GDP の伸び率で機械的に延伸した上で、①潜在需要が 100%実現する場合（「国内消化余地：大」）、②同 60%実現する場合（「国内消化余地：中」）、③同 20%実現する場合（「国内消化余地：小」）、という 3 つのシナリオを用意した¹⁶。潜在需要が最大限に発現する場合でも、「日銀」と「その他主体」の需要の合計は 2040 年度で 1,600 兆円程度であり、供給が国内需要を上回る。

国債の需給が一致するという前提に立てば、国内需要を上回る分の供給に対応するには海外部門の需要を増加させて賄う必要がある。一般的に海外部門は比較的高いリスクプレミアムを要求する傾向にあることから、その需要を満たすためには長期金利の上昇が必要である。すなわち、海外保有比率が高まるほど、長期金利に対する上昇圧力が強まるということだ。当社の試算では、海外保有比率が 1%pt 高まると長期金利は 0.07%pt 上昇する。海外保有比率の高まりで長期金利には 1.9~3.7%pt 程度上昇してもおかしくないということだ（図表 10 右）。

日銀が金融政策の正常化を進める中で金利上昇リスクを抑制するためにも、政府は財政健全化を着実に進め、国債供給の増加を抑制することが重要である。

図表 10：発行残高（供給）と国内需要見通し（左）、2040 年度時点の海外保有比率の上昇幅と長期金利への上昇圧力（右）



（注 1）国債供給は前年度の残高に当年度の国の PB と利払い費を足し合わせて算出。利払い費に関して、既発債は償還年度別に見た利付国債の平均金利、普通国債残高の満期構成、国債統計年報等をもとに推計した。

2035 年度以降の名目 GDP 成長率や長期金利等は、当社の 2034 年度の予測値で横ばいと想定した。

（注 2）「国内消化余地：大」、「国内消化余地：中」、「国内消化余地：小」は、それぞれ銀行等の潜在的な国債需要の 100%、60%、20%が発現した場合。「銀行等の潜在的な国債需要」は IRRBB 規制などをもとに保有できる残高を算出。算出にあたり関（2023）、左三川・阿部・高棕・廣芝（2024）を参考にした。

（出所）関（2023）、左三川・阿部・高棕・廣芝（2024）、各種統計より大和総研作成

¹⁶ 前提が違うため一概には比較できないが、民間部門が増やせる国債保有額について、左三川・阿部・高棕・廣芝（2024）では 330 兆円程度（2024 年度末の残存期間 20 年以下の長期国債の残高ベース）、関（2023）では「購入余地は日銀保有の 3 割前後」（2022 年 12 月時点の日銀保有国債：555 兆円）としている。また、2013 年 4 月の量的・質的金融緩和の導入以降、当座預金は約 500 兆円増加した。本稿ではこれら 3 つの想定の中核値に当たる左三川・阿部・高棕・廣芝（2024）の試算値を採用した。

左三川郁子・阿部眞子・高棕草美・廣芝大慧（2024）「日銀を待ち受ける巨大バランスシートとの闘い」日本経済研究センター、2023 年度金融研究班報告③：8 年ぶりのマイナス金利解除、2024 年 3 月 19 日

関浩之（2023）「国債の安定消化」第 3 回 国の債務管理に関する研究会、2023 年 6 月 2 日

図表 11：日本経済中期予測の総括表

日本経済中期予測（2025年1月）

年度	実績		予測期間 2025-2034	予測期間	
	2015-2019	2020-2024		2025-2029	2030-2034
実質GDP(前年比、%)	0.7	0.3	1.0	1.2	0.8
民間最終消費支出	0.1	0.0	0.9	1.0	0.8
民間設備投資	1.4	0.6	1.6	1.8	1.4
民間住宅投資	0.6	-2.2	-1.3	-2.0	-0.6
公的固定資本形成	0.5	-1.3	0.9	0.5	1.2
政府最終消費	1.3	1.5	1.6	1.6	1.6
財貨・サービス輸出	2.1	2.2	2.5	3.2	1.8
財貨・サービス輸入	1.4	1.6	2.9	2.9	2.9
名目GDP(前年比、%)	1.2	2.0	2.8	2.9	2.8
GDPデフレーター(前年比、%)	0.5	1.7	1.8	1.7	1.9
消費者物価(前年比、%)	0.4	1.7	2.1	2.0	2.1
名目賃金上昇率(前年比、%)	1.7	2.1	2.8	2.7	3.0
失業率(%)	2.8	2.7	2.1	2.2	2.0
コールレート(%)	0.0	0.0	1.6	1.4	1.8
10年国債利回り(%)	0.1	0.4	2.5	2.3	2.8
ドル円レート(¥/\$)	111.8	130.0	115.5	123.4	107.5
経常収支(名目GDP比、%)	3.6	3.6	3.9	4.6	3.2
中央・地方政府 財政収支(名目GDP比、%)	-3.8	-5.5	-4.5	-3.7	-5.2
基礎的財政収支(名目GDP比、%)	-2.5	-4.5	-2.8	-2.6	-3.0
公債等残高(名目GDP比、%)	187.1	207.6	193.9	195.8	192.3

(注1) 期間平均値。2023年度までは実績。2024年度は見込み。

(注2) 財政収支は復旧・復興対策、GX対策及びAI・半導体支援の経費及び財源の金額を除いたベース。名目賃金上昇率は1人1時間あたりの賃金・俸給より算出。

(出所) 大和総研作成

主要経済指標

年度	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
実質GDP(2015年連鎖価格 兆円)	550.1	528.7	544.7	552.2	555.8	559.0	567.1	574.6	581.4	587.4	592.8	597.7	602.5	607.5	612.3	617.0
(前年比%)	-0.8	-3.9	3.0	1.4	0.7	0.6	1.4	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
内需寄与度	-0.3	-3.3	2.2	1.9	-0.7	1.1	1.1	1.2	1.0	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
外需寄与度	-0.5	-0.6	0.8	-0.5	1.4	-0.5	0.3	0.1	0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
名目GDP(兆円)	556.8	538.8	554.6	567.3	595.2	614.2	631.7	650.7	670.9	690.9	710.0	729.0	748.4	769.2	790.7	813.3
(前年比%)	0.0	-3.2	2.9	2.3	4.9	3.2	2.9	3.0	3.1	3.0	2.8	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8
消費者物価(2020=100)	100.2	99.9	100.0	103.2	106.3	108.9	111.2	113.3	115.6	117.9	120.4	122.8	125.4	128.0	130.8	133.6
(前年比%)	0.6	-0.3	0.1	3.2	3.0	2.5	2.1	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.2
国内企業物価(2020=100)	101.3	99.9	107.0	117.2	120.0	123.2	124.9	126.3	128.8	131.7	134.7	137.8	141.1	144.6	148.2	152.1
(前年比%)	0.1	-1.5	7.1	9.6	2.4	2.6	1.3	1.1	2.0	2.2	2.3	2.3	2.4	2.5	2.5	2.7
名目賃金(円/時)	2,377	2,420	2,453	2,488	2,532	2,639	2,714	2,789	2,862	2,937	3,017	3,101	3,190	3,285	3,385	3,493
(前年比%)	2.6	1.8	1.4	1.4	1.8	4.2	2.8	2.8	2.6	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2
就業者数(万人)	6,760	6,702	6,706	6,728	6,756	6,757	6,764	6,773	6,784	6,792	6,797	6,798	6,803	6,798	6,790	6,778
(前年比%)	0.9	-0.9	0.1	0.3	0.4	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.1	-0.2
失業率(%)	2.3	2.9	2.8	2.6	2.6	2.5	2.3	2.3	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9
コールレート(%)	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.3	0.8	1.3	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
10年物国債利回り(%)	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.6	1.0	1.3	1.9	2.7	3.0	2.8	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8
為替レート(¥/US\$)	109	106	112	136	145	151	142	130	120	113	111	109	109	107	107	106
(¥/EURO)	121	124	131	141	157	163	153	141	131	125	122	120	119	118	117	116
経常収支(兆円)	18.7	16.9	20.1	9.1	26.6	31.4	33.9	31.4	30.3	29.8	29.3	27.8	26.2	24.7	23.1	21.6
(名目GDP比%)	3.4	3.1	3.6	1.6	4.5	5.1	5.4	4.8	4.5	4.3	4.1	3.8	3.5	3.2	2.9	2.7
中央・地方政府 財政収支(兆円)	-20.8	-54.9	-36.5	-25.2	-17.0	-23.2	-20.0	-22.3	-24.6	-27.1	-30.2	-33.3	-36.1	-38.8	-43.6	-47.1
(名目GDP比%)	-3.7	-10.2	-6.6	-4.4	-2.9	-3.8	-3.2	-3.4	-3.7	-3.9	-4.3	-4.6	-4.8	-5.0	-5.5	-5.8
同基礎的財政収支(兆円)	-14.7	-48.9	-30.4	-20.1	-12.3	-17.8	-14.3	-16.1	-17.5	-18.7	-19.9	-20.9	-21.6	-22.3	-24.9	-26.3
(名目GDP比%)	-2.6	-9.1	-5.5	-3.5	-2.1	-2.9	-2.3	-2.5	-2.6	-2.7	-2.8	-2.9	-2.9	-2.9	-3.2	-3.2
公債等残高(兆円)	1,065	1,124	1,169	1,200	1,221	1,244	1,264	1,287	1,311	1,338	1,368	1,402	1,438	1,477	1,520	1,567
(名目GDP比%)	191.2	208.6	210.8	211.5	205.2	202.6	200.1	197.7	195.4	193.7	192.7	192.3	192.1	192.0	192.2	192.7

(注1) 2023年度までは実績。

(注2) 財政収支は復旧・復興対策、GX対策及びAI・半導体支援の経費及び財源の金額を除いたベース。名目賃金は1人1時間あたりの賃金・俸給。

(出所) 大和総研作成

前提条件

暦年(原油価格のみ年度)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
世界経済成長率(購買力平価, 前年比%)	2.9	-2.7	6.6	3.6	3.3	3.3	3.0	2.8	2.8	2.7	2.6	2.4	2.2	2.1	2.0	1.8
米国(前年比%)	2.6	-2.2	6.1	2.5	2.9	2.8	2.3	2.1	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0
ユーロ圏(前年比%)	1.6	-6.2	6.3	3.6	0.5	0.7	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
中国(前年比%)	6.1	2.3	8.6	3.1	5.4	5.0	4.5	4.2	4.1	3.9	3.6	3.3	3.1	3.0	2.8	2.5
原油価格(WTI, US\$/BBL)	54.9	42.3	77.0	89.7	77.8	75.2	72.1	74.4	76.4	78.7	80.8	83.1	85.6	88.3	90.9	93.7
(前年比%)	-12.6	-22.8	82.0	16.4	-13.2	-3.4	-4.1	3.3	2.6	3.0	2.8	2.8	3.0	3.1	2.9	3.1

(注) 2023年まで(中国の経済成長率は2024年まで)は実績。

(出所) 大和総研作成

名目国内総支出(兆円)

年度	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
名目GDP	556.8	538.8	554.6	567.3	595.2	614.2	631.7	650.7	670.9	690.9	710.0	729.0	748.4	769.2	790.7	813.3
(前年比%)	0.0	-3.2	2.9	2.3	4.9	3.2	2.9	3.0	3.1	3.0	2.8	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8
国内需要	558.9	539.2	561.2	590.0	600.7	620.7	636.4	653.8	671.3	690.7	710.6	731.0	752.1	774.4	797.5	821.6
(前年比%)	0.3	-3.5	4.1	5.1	1.8	3.3	2.5	2.7	2.7	2.9	2.9	2.9	2.9	3.0	3.0	3.0
民間最終消費	303.9	289.4	298.0	315.4	323.1	332.9	343.9	352.3	361.7	371.2	381.0	391.0	401.5	412.2	423.4	435.1
(前年比%)	-0.3	-4.8	3.0	5.8	2.4	3.0	3.3	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6	2.7	2.7	2.7	2.8
民間住宅投資	21.4	19.9	21.5	22.0	22.2	22.4	22.2	21.9	21.9	22.0	22.2	22.6	22.9	23.4	23.8	24.3
(前年比%)	4.2	-7.0	8.0	2.5	0.9	0.8	-1.0	-1.2	0.2	0.3	0.8	1.6	1.6	2.2	1.9	1.9
民間設備投資	91.5	85.9	91.0	98.4	101.8	106.6	109.8	112.9	116.7	120.6	125.0	129.5	133.9	138.4	142.9	147.5
(前年比%)	-1.0	-6.1	5.9	8.1	3.5	4.7	2.9	2.8	3.3	3.4	3.6	3.6	3.5	3.3	3.2	3.2
民間在庫変動	0.9	-0.6	2.2	2.8	0.6	1.1	0.7	2.3	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	1.4	1.6	1.6
政府最終消費	111.8	113.8	118.7	122.0	122.5	126.0	127.9	131.6	135.9	140.5	144.8	149.1	153.4	158.3	163.5	169.0
(前年比%)	2.5	1.8	4.3	2.8	0.3	2.9	1.5	2.9	3.3	3.4	3.1	2.9	2.9	3.2	3.3	3.3
公的固定資本形成	29.3	30.8	29.8	29.5	30.4	31.6	31.9	32.8	33.7	34.8	36.1	37.5	39.0	40.6	42.3	44.1
(前年比%)	3.2	5.2	-3.2	-1.2	3.1	4.1	1.0	2.6	2.8	3.3	3.7	3.9	4.1	4.1	4.2	4.3
公的在庫変動	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
財貨・サービス輸出	95.7	84.4	103.8	123.4	132.2	139.7	142.4	144.4	148.2	151.6	156.4	161.3	166.5	172.1	177.9	184.1
(前年比%)	-5.4	-11.8	23.0	18.9	7.1	5.7	1.9	1.4	2.6	2.3	3.1	3.1	3.2	3.3	3.4	3.5
財貨・サービス輸入	97.7	84.8	110.5	146.2	137.7	146.2	147.1	147.5	148.6	151.5	157.0	163.4	170.2	177.2	184.7	192.4
(前年比%)	-4.1	-13.2	30.3	32.3	-5.8	6.2	0.6	0.3	0.7	1.9	3.7	4.0	4.2	4.1	4.2	4.2

実質国内総支出(2015年連鎖価格、兆円)

年度	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
実質GDP	550.1	528.7	544.7	552.2	555.8	559.0	567.1	574.6	581.4	587.4	592.8	597.7	602.5	607.5	612.3	617.0
(前年比%)	-0.8	-3.9	3.0	1.4	0.7	0.6	1.4	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
国内需要	550.5	532.5	544.4	554.5	550.6	557.2	563.5	570.4	576.4	583.1	589.6	596.0	602.3	608.9	615.5	621.9
(前年比%)	-0.3	-3.3	2.2	1.9	-0.7	1.2	1.1	1.2	1.0	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
民間最終消費	299.6	285.3	290.3	297.9	296.6	299.0	303.3	306.0	308.7	311.4	314.2	316.8	319.5	322.1	324.7	327.3
(前年比%)	-0.9	-4.8	1.8	2.6	-0.4	0.8	1.4	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
民間住宅投資	20.4	18.9	19.0	18.5	18.6	18.3	17.9	17.4	17.0	16.7	16.5	16.4	16.3	16.2	16.1	16.0
(前年比%)	2.6	-7.4	0.3	-2.6	0.8	-1.8	-2.1	-3.0	-1.9	-1.8	-1.4	-0.7	-0.8	-0.3	-0.6	-0.8
民間設備投資	90.5	85.4	88.1	91.3	91.2	93.0	94.9	96.4	98.2	100.0	101.8	103.6	105.3	106.8	108.1	109.4
(前年比%)	-1.3	-5.7	3.2	3.6	-0.1	2.0	2.0	1.6	1.9	1.8	1.8	1.8	1.6	1.4	1.3	1.2
民間在庫変動	0.9	-0.4	2.2	2.4	0.6	0.8	0.6	1.8	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
政府最終消費	111.0	114.0	117.7	119.0	118.0	119.7	120.5	122.4	124.7	127.3	129.4	131.4	133.2	135.5	137.8	140.2
(前年比%)	2.1	2.7	3.2	1.1	-0.8	1.4	0.6	1.6	1.9	2.0	1.7	1.5	1.4	1.7	1.7	1.7
公的固定資本形成	28.1	29.4	27.6	26.1	26.0	26.3	26.3	26.4	26.5	26.7	27.0	27.3	27.6	28.0	28.3	28.7
(前年比%)	1.6	4.9	-6.4	-5.5	-0.3	1.4	0.0	0.4	0.4	0.7	1.0	1.2	1.3	1.3	1.2	1.3
公的在庫変動	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
財貨・サービス輸出	102.6	92.3	103.9	108.9	112.0	114.1	117.3	121.8	126.9	130.4	133.3	135.8	138.1	140.7	143.1	145.6
(前年比%)	-2.3	-10.0	12.5	4.9	2.8	1.8	2.8	3.8	4.2	2.8	2.3	1.8	1.7	1.9	1.7	1.7
財貨・サービス輸入	102.9	96.5	103.5	111.1	107.4	111.6	113.0	116.7	120.8	124.8	128.8	132.7	136.5	140.6	144.7	148.9
(前年比%)	0.2	-6.3	7.3	7.3	-3.3	3.9	1.2	3.3	3.5	3.3	3.2	3.0	2.9	3.0	2.9	2.9

デフレーター(2015年連鎖価格)

年度	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
GDPデフレーター	101.2	101.9	101.8	102.7	107.1	109.9	111.4	113.2	115.4	117.6	119.8	122.0	124.2	126.6	129.1	131.8
(前年比%)	0.8	0.7	-0.1	0.9	4.2	2.6	1.4	1.6	1.9	1.9	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0	2.1
国内需要	101.5	101.3	103.1	106.4	109.1	111.4	112.9	114.6	116.5	118.5	120.5	122.7	124.9	127.2	129.6	132.1
(前年比%)	0.6	-0.2	1.8	3.2	2.5	2.1	1.4	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.9	2.0
民間最終消費	101.4	101.4	102.6	105.9	108.9	111.3	113.4	115.2	117.1	119.2	121.3	123.4	125.7	128.0	130.4	132.9
(前年比%)	0.6	0.0	1.2	3.2	2.9	2.2	1.8	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9
民間住宅投資	104.8	105.3	113.4	119.3	119.4	122.6	123.9	126.1	128.7	131.6	134.5	137.7	140.9	144.4	148.1	152.0
(前年比%)	1.6	0.5	7.7	5.2	0.0	2.7	1.1	1.8	2.1	2.2	2.3	2.3	2.4	2.5	2.5	2.7
民間設備投資	101.1	100.7	103.3	107.8	111.6	114.6	115.7	117.2	118.7	120.6	122.7	124.9	127.2	129.6	132.1	134.8
(前年比%)	0.4	-0.4	2.6	4.4	3.6	2.7	1.0	1.2	1.4	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0
政府最終消費	100.8	99.8	100.9	102.6	103.7	105.3	106.2	107.5	108.9	110.4	111.9	113.5	115.1	116.9	118.6	120.5
(前年比%)	0.4	-1.0	1.1	1.7	1.1	1.5	0.9	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
公的固定資本形成	104.3	104.6	108.1	113.1	117.0	120.1	121.3	124.0	126.9	130.3	133.7	137.4	141.2	145.1	149.3	153.7
(前年比%)	1.5	0.3	3.3	4.6	3.5	2.7	1.0	2.2	2.4	2.6	2.7	2.7	2.8	2.8	2.9	3.0
財貨・サービス輸出	93.2	91.4	99.9	113.3	118.0	122.5	121.4	118.5	116.8	116.3	117.3	118.8	120.6	122.3	124.3	126.5
(前年比%)	-3.2	-1.9	9.3	13.4	4.2	3.8	-0.8	-2.4	-1.5	-0.4	0.9	1.3	1.5	1.5	1.6	1.7
財貨・サービス輸入	94.9	87.9	106.8	131.6	128.2	131.0	130.2	126.4	123.0	121.3	121.9	123.1	124.7	126.0	127.6	129.2
(前年比%)	-4.3	-7.4	21.5	23.2	-2.6	2.2	-0.6	-2.9	-2.7	-1.4	0.4	1.0	1.3	1.1	1.2	1.3

(注) 2023年度までは実績。

(出所) 大和総研作成

米国経済 トランプ新政権における 4つの注目点

移民排除のエスカレーションと追加関税措置の示唆に翻弄され得る

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

- 足元の米国経済は、ソフトランディングに向けて歩みを進めている。一方、米国経済の先行きを左右する要因として、1月20日に発足したトランプ新政権の政策動向が挙げられる。トランプ大統領の就任演説等を踏まえ、経済における注目政策は（1）減税・財政、（2）エネルギー政策、（3）関税、（4）移民排除の4つだ。
- （1）減税・財政に関しては、3-5月を目途に、2025財政年度の本予算成立、債務上限問題の解決、トランプ減税の延長を含む減税策の策定が主な目標となる。共和党議員を中心に財政悪化に対する懸念が強まっている中、早期に本予算・減税案を成立させ、債務上限問題を解決できるかが、市場参加者の注目材料となっている。（2）エネルギー政策に関しては、高インフレに苦しんできた低所得層から、安価なエネルギー供給に対する期待は高い。化石燃料の掘削許可の迅速化・積極化、生産支援などを通じて、安価なエネルギーを供給できれば、インフレ減速に向けた好材料となろう。
- （3）関税に関しては、トランプ大統領も就任直後から中国やカナダ・メキシコに対する追加関税措置をほのめかしている。新政権・共和党は従来、インフレ抑制を主張してきたが、追加関税措置はインフレ圧力を高め得る。追加関税措置は必ずしも喫緊の課題とはいえないが、交渉カードの一つとして度々取り上げられることになろう。（4）移民排除に関しては、トランプ大統領は、不法移民の強制送還や新規流入の抑制に関する大統領令を発出した。不法移民の強制送還を中心に予算・制度面の制約は多いが、トランプ支持者は移民排除を支持しており、政策がエスカレーションする可能性がある。その場合、労働需給のひっ迫やインフレ高止まりを引き起こす恐れがあるだろう。
- なお、本稿の後半部分には米国経済に関する中期見通しを掲載している。メインシナリオとして、米国経済の今後10年間（2025年-2034年）の成長率は、平均+2.1%程度と予想している。他方で、トランプ新政権の政策動向を巡る不確実性は高い。リスクシナリオとして、追加関税措置や移民排除策が過激化すれば、最悪の場合には、一時的に高インフレと景気悪化が並存するスタグフレーションも想定される。

米国経済はソフトランディングに向けて歩みを進める

足元までの経済指標を振り返ると、雇用環境では雇用者数の増加が加速し、失業率が低下したように、底堅く推移している。雇用環境改善による所得面の裏付けに加え、ホリデー商戦による値引きセールが追い風となり、小売売上高も堅調な伸びとなった。屋台骨である個人消費が米国経済をけん引する構図は続いている。市場が懸念しているインフレ動向に関しては、直近のPPI およびコア CPI が前月比で市場予想を下回り、インフレ減速の継続が示唆された。総じてみれば、米国経済はソフトランディングに向けて、引き続き歩みを進めているといえるだろう。

当面の注目点はトランプ新政権の 4 つの政策

一方、米国経済の先行きを左右する要因として、1 月 20 日に発足したトランプ新政権の政策動向が挙げられる。新政権発足後の 100 日間は前政権からの業務の引継ぎに加え、自身の政策の方針を表明するハネムーン期間と呼ばれ、注目度は高い。ハネムーン期間においては、野党やマスコミ等からの厳しい批判は控えられる一方で、100 日を目途にその滑り出しが評価されることが通例だ。トランプ大統領は過去に、ハネムーン期間という慣例に対して否定的なスタンスを示したことがあるものの、順調なスタートを切り、世論から高評価を得ることの重要性は変わらない。とりわけ、世論から支持されれば、議会などでの求心力も高まり、政権運営が容易になる。トランプ大統領もスタートダッシュのために、100 本~200 本の大統領令を発出する予定であったことが、事前に報じられており、就任後早々に移民政策やエネルギー政策等に関する大統領令を発出している。こうした中、トランプ大統領の就任演説等を踏まえると、当面の米国経済における注目政策として、(1) 減税・財政、(2) エネルギー政策、(3) 関税、(4) 移民排除の 4 つが挙げられる。

(1) 減税・財政に関しては、3-5 月を目途に、2025 財政年度（2024 年 10 月-2025 年 9 月）の本予算成立、債務上限問題の解決、そして、トランプ減税の延長を含む減税策の策定が、主な目標となる。本予算成立・債務上限解決・減税の実現に向けては、議会での承認が不可欠だ。上下院ともに共和党が過半数を占めているとはいえ、議席数のリード分は僅差であり、トランプ新政権としても、共和党議員の離反は可能な限り抑えたいところだろう。

しかし、共和党も一枚岩ではない。2024 年 12 月に行われた、2025 財政年度の本予算成立までのつなぎ予算案の審議において、トランプ氏が支持した債務上限問題の解決を含む案は、財政悪化に対する懸念を呼び起こし、下院で 30 人を超える共和党議員が反対したことで否決された。その後、債務上限問題に関する条項を除き、3 月 14 日を期限とするつなぎ予算が成立した。このつなぎ予算の審議は、トランプ新政権の発足前であり、1 月 3 日から開始した上下院の新たな議員構成とは異なる。一方、現上下院においても、トランプ氏の案に反対した共和党議員のほとんどが留任しており、離反の可能性は残る。つなぎ予算が期限切れとなる 3 月を目途に、トランプ新政権の議会運営能力が試されることになる。

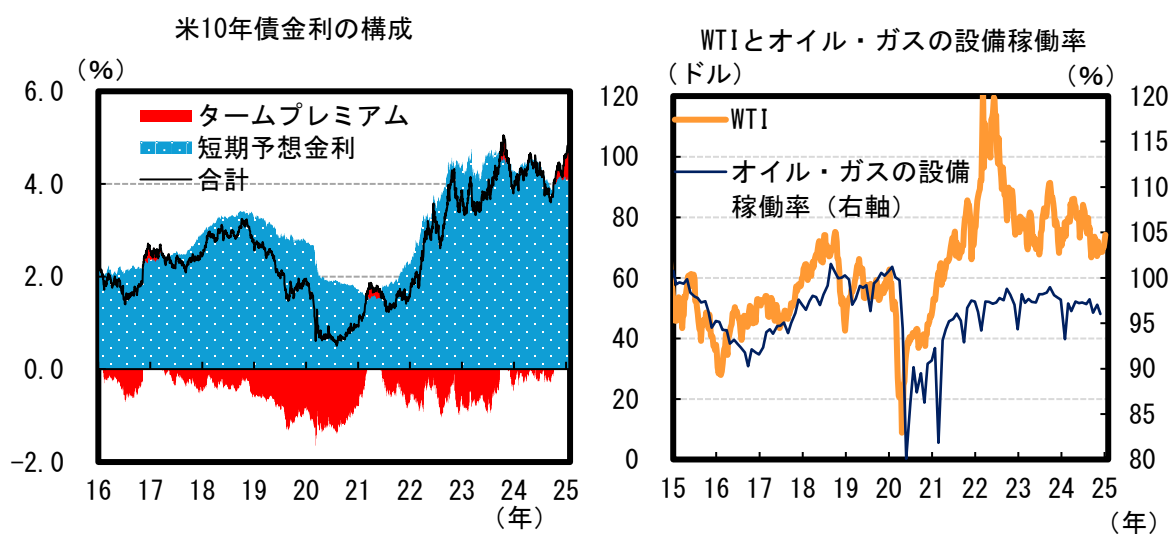
債務上限問題に関しては、2025 年 1 月に上限に達し、新規国債の発行が停止される。仮に間

題が解決できない場合、政府の資金繰りが行き詰まる時期は、早ければ2025年6月が想定される。減税に関しては、トランプ減税が2025年12月に期限を迎えることから、時間的な余裕はある。一方、トランプ新政権の中では、債務上限問題の解決と新たな減税法案の成立をまとめる行うとの主張もある。減税・財政に関する見通しが不透明な中で、市場では減税による財政の悪化や債務上限問題の長期化後の国債発行の急増が意識され、米10年債のタームプレミアムが上昇した。減税の規模縮小などを通じて、共和党議員の財政悪化に対する懸念を軽減し、早期に本予算・減税法案を成立させ、債務上限問題を解決できるかが、トランプ新政権に問われている。

続いて、(2)のエネルギー政策に関しては、バイデン政権が推し進めてきた気候変動対策の巻き戻しと、エネルギー価格の抑制が挙げられる。具体的には、CO2削減目標の撤回やパリ協定からの再離脱、インフレ削減法（IRA）の執行停止、化石燃料の掘削許可の迅速化・積極化、化石燃料の生産支援などが想定される。バイデン政権の気候変動対策に関して、トランプ大統領にとってパリ協定からの離脱は実行しやすく、就任直後に離脱を指示する大統領令を発出した。他方、注目は気候変動対策関連法ともいわれるインフレ削減法（IRA）の執行停止だ。IRAに紐づいた既存のプロジェクトに関しては、共和党州を中心に雇用増等の恩恵を受けており、共和党議員も撤回には賛同しにくいと考えられる。そのため、新規プロジェクトの許可停止やトランプ大統領が繰り返し主張する電気自動車に対する税額控除の廃止等が目指されることになろう。

このほか、トランプ大統領は選挙期間中から“Drill, Baby, Drill”（「掘って、掘って、掘りまくれ」）というスローガンを用いて、安価なエネルギーの供給拡大を主張してきた。高インフレに苦しんできた低中所得層からも、安価なエネルギーに対する期待は高い。足元で原油価格が高止まりしている中で、オイル・ガスの設備稼働率はひっ迫しており、更なる生産拡大への施策が必要となる。具体的には、化石燃料の掘削許可の迅速化・積極化や化石燃料の生産支援などを通じて安価なエネルギーを供給できるかが、新政権が世論からの支持を得る上で重要だ。

図表1 米10年債金利の構成、WTI 価格とオイル・ガスの設備稼働率



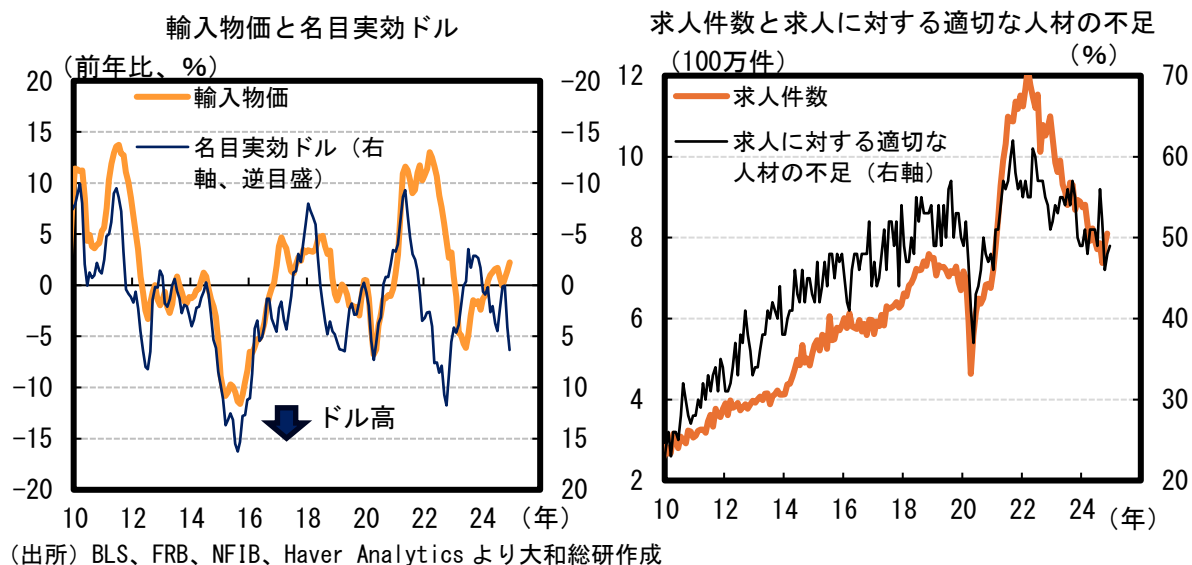
(出所) EIA、FRB、NY 連銀、Haver Analytics より大和総研作成

(3)の関税に関しては、トランプ大統領は足元でも、カナダ・メキシコに対する25%の追加

関税措置の2月1日からの実施と、中国に対する10%の追加関税措置の実施を示唆している。しかし、追加関税措置を実施すれば、インフレ圧力を強め得る。トランプ新政権・共和党がインフレの抑制を主張してきた一方で、インフレが加速してしまえば、世論からの支持を失いかねない。

足元では、関税の対象品目を限定する可能性や、追加関税措置を段階的に実施する可能性があることが報じられており、追加関税措置のマイルド化も想定される。トランプ大統領はこうしたマイルド化の可能性を否定しているが、その背景には追加関税措置の実行可能性を担保したいという思惑もあるだろう。そもそもカナダ・メキシコへの追加関税措置は不法移民や違法薬物への対応を迫るための交渉カードの一つであり、交渉に進展が見られれば、実施が回避できる可能性がある。他方で、中国に対しては、トランプ新政権で想定される新閣僚等に対中強硬派が多いことや、米中間のデカップリングの必要性が共有されていることを踏まえば、追加関税措置は避けがたいように映る。なお、大和総研は中国に対する10%の追加関税措置にとどまれば、米国のインフレへの悪影響は軽微であり¹、為替のドル高等で吸収できると見込んでいる。大統領には3選禁止規定があり、トランプ大統領は世論を気にせずに追加関税措置を実施できると考えられる一方で、共和党議員は2026年11月に中間選挙を控えており、インフレを加速させ得る追加関税措置に対しては、批判的な声もある。減税法案に共和党議員の協力が必要な中で、トランプ大統領が追加関税措置をマイルド化させるかが、注目点となる。

図表2 輸入物価と名目実効ドル、求人件数と求人に対する適切な人材の不足



(4)の移民排除に関しては、不法移民の強制送還や新規流入の抑制が挙げられる。不法移民の強制送還に関しては、トランプ大統領はこれまでのインタビューで第一に取り上げるなど、他の政策に比べても優先順位は高い。トランプ大統領は、就任後に移民収容施設の拡大や不法移民の検挙に向けた執行権限の拡大に関する大統領令を発出した。もっとも、不法移民を強制送

¹ 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、2025年12月18日）

還するための費用は巨額であり、財政負担が大きくなり得る。また、強制送還を積極化するための効率的な人員配置のために、トランプ大統領は州兵の活用を示唆しているが、民主党知事の州を中心に抵抗される可能性がある。不法移民が多いカリフォルニア州のロサンゼルス市では、不法移民の強制送還に同市の資源が活用されることを禁止する条例を採択している。

新規流入の抑制に向けては、難民受け入れのプログラムの凍結や南部国境での不法移民の受け入れ・短期滞在の抑制に関する大統領令を発出した。近年の労働参加の拡大は移民の流入増が主因となってきたことから、不法移民の流入抑制は労働需給をひっ迫させ、インフレを押し上げ得る点が懸念材料だ。足元の労働需給を確認すると、求人件数は下げ止まりの傾向を示しているが、企業の人員の過不足感は落ち着いている。労働供給が抑制され得ることは気がかりであるものの、FRB が利下げペースを緩め、引き締め的な金融環境の維持が想定される中で、労働需要が急激に増加することは考えにくいだろう。ただし、移民排除に関しては、トランプ氏の支持者に最重要視されており、今後、移民排除に向けた政策のエスカレーションが発生する可能性には十分な注意が必要となる。

トランプ新政権の 4 つの注目政策の中でも、トランプ氏が就任後に公表した“President Trump’s America First Priorities”（米国第一の優先事項）を参考にすれば、(2) エネルギー政策、(4) 移民排除、そして、期限が設定されている (1) 減税・財政が最優先課題といえる。(2) に関しては、気候変動対策の巻き戻しが危惧される一方で、エネルギー価格が抑制されれば、インフレ減速に向けては好材料といえよう。(1) 減税・財政に関しては、市場の懸念材料となっており、早期に解決できれば金融・資本市場へのストレスの緩和をもたらす。(3) の追加関税措置に関しては、必ずしも喫緊の課題とはいえないが、移民問題の解決に向けて、カナダ・メキシコへの交渉カードの一つとして度々取り上げられることになるだろう。また、世論からの支持を受け、(4) 移民排除にエスカレーションが生じ得る点は、労働需給のひっ迫やインフレ高止まりを引き起こすリスク要因といえる。

図表 3 米国経済見通し

	四半期												暦年		
	2024				2025				2026				2024	2025	2026
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	前年比、%		
国内総生産	1.6	3.0	3.1	2.6	2.1	2.0	2.0	2.1	2.2	2.0	2.0	1.9	前年比、%		
＜前年同期比、%＞	2.9	3.0	2.7	2.6	2.7	2.4	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	2.8	2.3	2.1
個人消費	1.9	2.8	3.7	3.3	2.3	2.1	2.2	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0	2.7	2.6	2.2
設備投資	4.5	3.9	4.0	2.2	2.4	1.8	1.9	2.0	2.1	1.9	1.9	1.9	3.9	2.5	2.0
住宅投資	13.7	-2.8	-4.3	2.7	2.6	2.1	2.2	2.4	2.4	2.2	2.0	1.9	4.1	1.2	2.3
輸出	1.9	1.0	9.6	1.2	2.2	1.9	2.1	2.3	2.1	2.0	1.9	1.9	3.4	2.8	2.1
輸入	6.1	7.6	10.7	0.4	1.4	1.9	2.1	2.3	2.3	2.2	2.0	2.0	5.5	2.9	2.2
政府支出	1.8	3.1	5.1	3.1	2.0	1.5	1.4	1.3	1.5	1.3	1.3	1.1	3.4	2.4	1.4
国内最終需要	2.7	2.8	3.7	3.0	2.3	2.0	2.0	2.1	2.1	2.0	1.9	1.9	3.0	2.5	2.0
民間最終需要	2.9	2.7	3.4	3.0	2.3	2.1	2.2	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0	3.0	2.5	2.1
鉱工業生産	-1.8	2.4	-0.6	-0.8	2.0	1.2	1.7	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6	-0.3	1.0	1.7
消費者物価指数	3.8	2.8	1.2	3.1	3.6	2.7	2.2	2.3	2.3	2.4	2.4	2.6	3.0	2.7	2.4
失業率 (%)	3.8	4.0	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.1	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0	4.2	4.0
貿易収支 (10億ドル)	-203	-225	-234	-230	-237	-238	-238	-238	-240	-242	-243	-245	-892	-951	-969
経常収支 (10億ドル)	-241	-275	-311	-326	-352	-371	-388	-405	-422	-439	-456	-471	-1153	-1515	-1788
FFレート (%)	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.25	4.25	4.00	4.00	3.75	3.75	3.50	4.50	4.00	3.50
2年債利回り (%)	4.48	4.82	4.03	4.15	4.30	4.21	4.12	4.03	3.94	3.85	3.76	3.67	4.37	4.17	3.81
10年債利回り (%)	4.16	4.44	3.95	4.28	4.61	4.52	4.43	4.34	4.25	4.16	4.07	3.98	4.21	4.48	4.12

(注 1) 網掛けは予想値。2025 年 1 月 22 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

家計：底堅い雇用環境の中、個人消費は堅調さを維持

2024 年 12 月の雇用統計²は、非農業部門雇用者数が前月差+25.6 万人と 2 カ月連続で加速し、市場予想（Bloomberg 調査：同+16.5 万人）を大幅に上回った。また、失業率についても、前月から 0.1%pt 低下の 4.1%となり、市場予想（Bloomberg 調査：4.2%）を下回る（良い）結果となった。振れが大きい点には注意を要するものの、雇用環境の基調は底堅く推移していると評価できる。新規失業保険申請者数を確認すると、直近週（2025 年 1 月 5 日-2025 年 1 月 11 日）は 21.7 万件と前年同時期と同程度の水準となった。続いて労働需要に着目すると、2024 年 11 月の求人件数は前月差+25.9 万件と 2 カ月連続で増加し、809.8 万件となった。直近の失業者数と比べた求人件数の比率は 1.2 倍程度と、前月から上昇（労働需給はひっ迫）した。労働需給の緩和が停滞すれば、賃金上昇率、ひいてはインフレ率が高止まりし得る点に注意が必要だ。

個人消費に注目すると、2024 年 12 月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比+0.4%と減速し、市場予想（Bloomberg 調査：同+0.6%）を下回った。もっとも、小売売上高を四半期で見れば、10-12 月期は前期比年率+7.3%と 3 四半期連続で加速した。また、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前月比+0.7%と 2 カ月連続で加速した。内訳を確認すると、レジャー・娯楽用品、家具、衣服・宝飾品等が堅調であり、ホリデー商戦が好調だったことがうかがえる。続いて、消費者マインドについてロイター/ミシガン大消費者センチメントを確認すると、2025 年 1 月（速報値）は前月差▲0.8pt と 6 カ月ぶりに小幅に悪化し、73.2 となった。内訳を見ると、現状指数（同+2.8pt）が 2 カ月連続で改善した一方、期待指数（同▲3.1pt）が 2 カ月連続で悪化した。ミシガン大は、期待指数の悪化は先行きのインフレ懸念を反映しているとコメントした。

企業：企業マインドは改善し、鉱工業生産指数は上昇

2024 年 12 月の ISM 景況感指数は、製造業が前月差+0.9%pt の 49.3%と 2 カ月連続で改善し、非製造業も同+2.0%pt の 54.1%と改善した。企業コメントを確認すると、製造業では需要についての見解が強弱まちまちだった。もっとも、ISM の公表文では製造業の需要に改善の兆しが見られるとの見解が示された。非製造業では、追加関税措置を懸念する企業コメントが引き続き多く見られた。中小企業に関しては、12 月の NFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、同+3.4pt と 4 カ月連続で改善し、105.1 と 2018 年 10 月以来の高水準となった。NFIB は新政権への期待から中小企業が楽観的になっているとコメントした。

企業の実態面に関して、2024 年 12 月の鉱工業生産指数は前月比+0.9%と加速した。内訳を見ると、公益（同+2.1%）、鉱業（同+1.8%）がプラスに転じ、製造業（同+0.6%）は 2 カ月連続でプラスとなった。製造業については、非耐久財（同+0.7%）が 4 カ月連続でプラス、耐久財（同+0.4%）は 2 カ月連続でプラスとなった。耐久財について、ボーイングのストライキが 11 月初旬に終結したことを受け、その他輸送機器（同+6.3%）が大幅な伸びとなった。設備投資関連の指標については、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷が 11 月に同+0.3%と

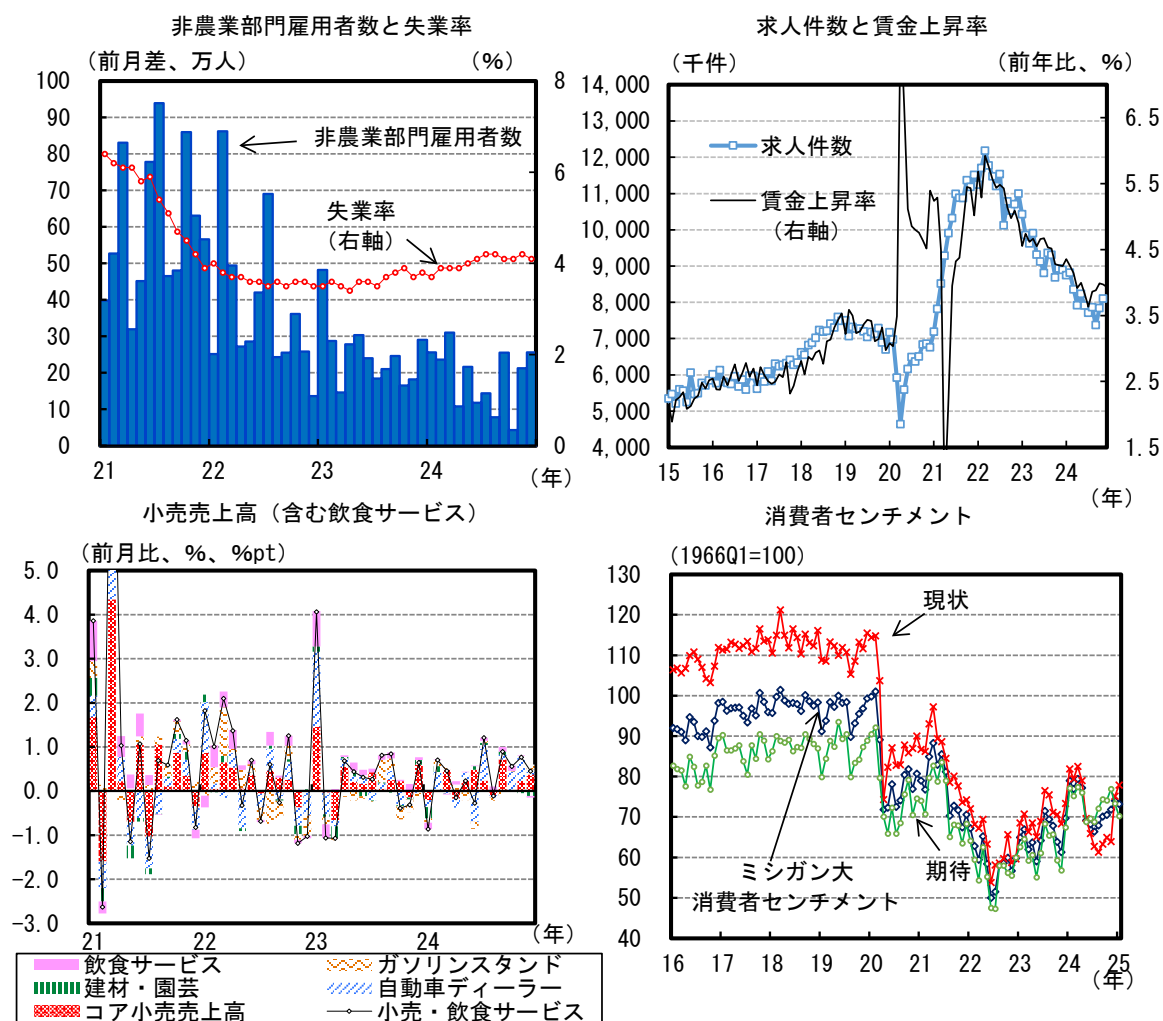
² 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+25.6 万人](#)」（大和総研レポート、2025 年 1 月 14 日）

2 カ月連続でプラスとなり、先行指標であるコア資本財受注についても同+0.4%とプラスに転じた。設備稼働率については、12月は前月差+0.6%ptの77.6%と2カ月連続で上昇した。

住宅：住宅販売、住宅建設ともに増加も、住宅ローン金利の上昇が先行きの重石に

住宅需要に目を向けると、中古住宅販売（ condominium等含む）は、2024年11月は前月比+4.8%と2カ月連続でプラスとなり、新築住宅販売（戸建）についても、11月は同+5.9%とプラスに転じた。もっとも、住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）は直近（2025年1月3日-9日）で6.93%と、2024年7月初旬以来の水準まで再上昇している。高金利は引き続き住宅需要の抑制要因となろう。住宅供給に関しては、新築住宅着工は2024年12月に前月比+15.8%と4カ月ぶりにプラスとなり、年率149.9万戸と2024年2月以来の高水準となった。ただし、新築住宅着工の先行指標である建設許可については、12月は同▲0.7%とマイナスに転じた。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、2025年1月分は前月差+1ptの47となった。NAHBは、建設業者が新政権の政策に伴うインフレと住宅ローン金利への上昇圧力を懸念しているとコメントした。

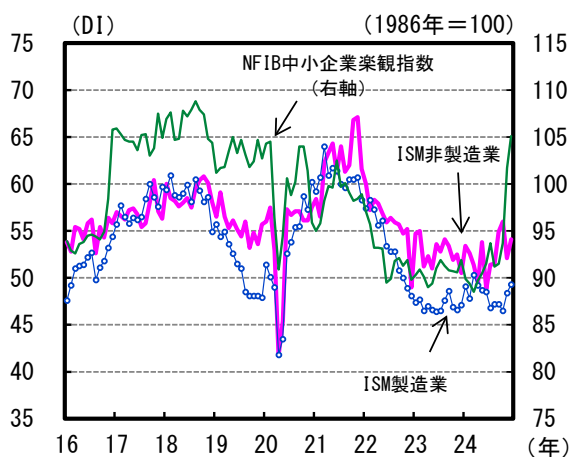
図表4 各種指標



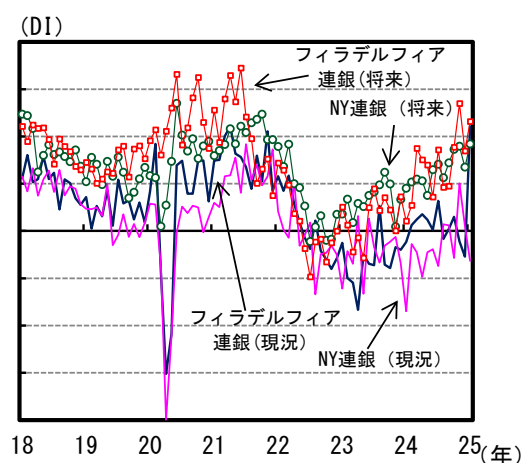
(次ページへ続く)

(前ページからの続き)

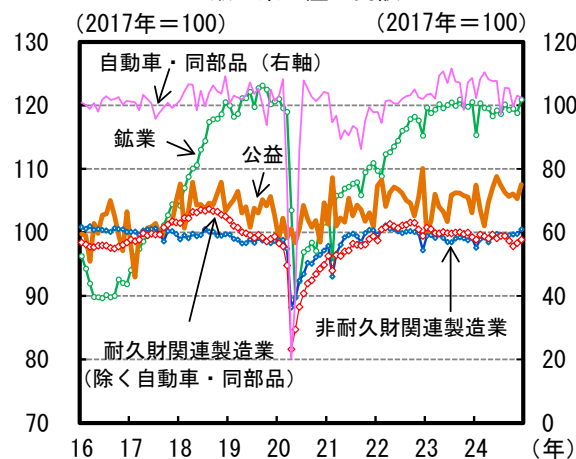
ISM景況感指数と中小企業楽観指数



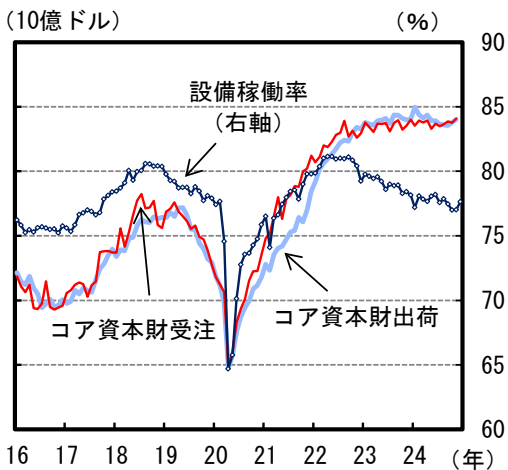
地区連銀による製造業景況感指数



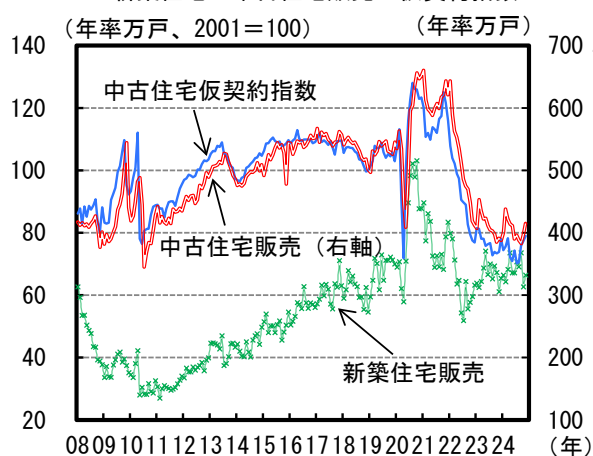
鉱工業生産の内訳



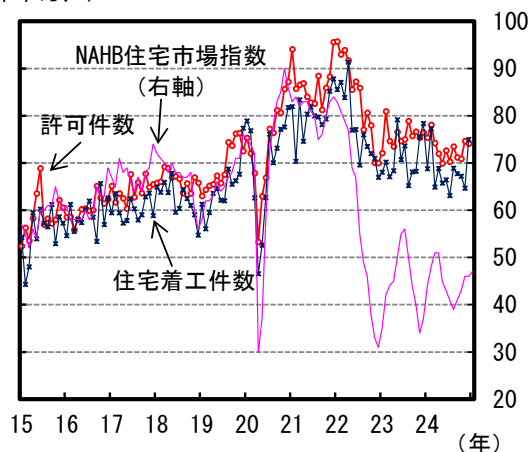
コア資本財出荷・受注と設備稼働率



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) BLS、ロイター／ミシガン大、Census、NAR、NAHB、ISM、NY 連銀、フィラデルフィア連銀、FRB、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

米国経済中期見通し

要約

米国経済は堅調さを維持しつつも、インフレは順調に減速している。FRBは2024年9月には利下げ局面へと転じ、2024年の利下げ幅は合計で1.00%ptとなった。米国経済は、大幅な景気悪化を経ずに高インフレから脱却するという、ソフトランディングへと歩みを進めてきたといえる。

米国経済の今後10年間（2025年-2034年）の成長率は、年平均+2.1%程度と予想している。予測期間を前半と後半に分けて見た場合、前半5年間は同+2.1%、後半5年間は同+2.0%と、どちらも年+2%前後とされる潜在成長率に近い伸びになると見込んでいる。前半5年間の各年の成長率に関しては、2025年から2027年にかけて緩やかに減速した後、2028年以降は小幅に持ち直し、後半5年間に関しては2030年をピークに緩やかに減速することを想定している。

金融政策の先行きに関しては、2025年内は合計0.5%pt、2026年は合計0.5%pt、2027年は0.25%ptの利下げを実施し、FF金利は最終的に景気に中立的な金利水準（中立金利）と考えられる3%程度まで低下すると見込んでいる。FRBが重視するPCE価格指数・コアPCE価格指数は緩やかなペースで減速を続け、FRBの2%インフレ目標を達成できる時期は、2027年を見込む。

なお、リスクシナリオとしては、トランプ第二次政権が追加関税措置や移民排除を過激化させることが挙げられる。当社はリスクシナリオにおいては、最大で米国の実質GDPを▲2.07%押し下げ、CPIを+1.98%pt押し上げると想定している。トランプ大統領は3選禁止規定のもと、世論を気にしなくてもよいことや、移民排除に関しては世論からの支持が高いことが、リスクシナリオの蓋然性を高める要因といえる。

リスクシナリオにおいては、最悪の場合に、一時的に高インフレと景気悪化が並存するスタグフレーションも想定されよう。こうした場合、FRBは高インフレ対策を優先し、再度金融引き締めを実施するのか、或いは、景気対策を優先し、金融緩和を実施するのか、難しいかじ取りを迫られることになる。FRBの立場としては、高インフレへの対処を優先すると考えられる一方で、2026年5月に任期を終えるパウエル議長の後任を巡ってはFRBに対する政治の関与が強まることも想定され、金融政策運営を巡る不確実性となり得るだろう。

図表5 米国経済の中期見通し（2025年～2034年）

	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年
実質GDP成長率(前年比、%)	2.3	2.1	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0
個人消費(前年比、%)	2.6	2.2	2.1	2.3	2.4	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1
設備投資(前年比、%)	2.5	2.0	1.9	2.0	2.1	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0
政府支出(前年比、%)	2.4	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
輸出(前年比、%)	2.8	2.1	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.0
輸入(前年比、%)	2.9	2.2	2.1	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0	1.9
短期金利(FFレート、%)	4.0	3.5	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
長期金利(10年債金利、%)	4.5	4.1	3.8	3.6	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4
インフレ率(CPI、前年比、%)	2.7	2.4	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0

(注) FF レートは誘導レンジ上限の期末値。10年債利回りは期中平均。

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

米国経済の現状と概要

足元までの米国経済を概観すると、2022 年 4-6 月期から 2024 年 7-9 月期まで、10 四半期連続で前期比プラスの成長となっている。構成項目に目を移すと、底堅い雇用環境が家計の所得を下支えし、米国経済の屋台骨である個人消費がけん引役となっている。また、旺盛な AI 需要やサプライチェーンの増強を背景に、設備投資も堅調な伸びが続いている。他方、金利の変動が大きい中で、2024 年 1-3 月期の住宅投資は前期比で大幅なプラスとなったものの、4-6 月期以降は 2 四半期連続でマイナスとなるなど変動が大きい。米国の自律的な成長を反映する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は 2023 年 1-3 月期以降、前期比年率+2%を上回るペースを維持しており、米国経済は内需中心に堅調さを維持しているといえよう。

懸案事項であるインフレに関しては、2024 年 12 月の CPI は前年比+2.9%、コア CPI は同+3.2%と、2023 年 12 月（CPI：同+3.4%、コア CPI：同+3.9%）から緩やかなペースでの減速が続いている。コア財価格やエネルギー価格、食品価格といったモノの価格の減速が一巡したことで、CPI 全体の減速ペースも緩やかとなった。他方で、コロナ禍前と比べて依然高い伸びであるコアサービス価格は、緩やかながらも減速を続けている。高インフレからの脱却に向けた進展がみられるとともに、2024 年夏場の雇用環境悪化懸念の高まりを背景に、FRB は 2024 年 9 月に 0.50%pt の利下げを実施した。2024 年 11、12 月にも 0.25%pt ずつ利下げを実施し、2024 年の利下げ幅は合計で 1.00%pt となった。足元までの米国経済は、大幅な景気悪化を経ずに高インフレから脱却するという、ソフトランディングへと歩みを進めてきたといえる。

米国経済の中期展望

米国経済の今後 10 年間（2025 年-2034 年）の成長率は、年平均+2.1%程度と予想している。予測期間を前半と後半に分けて見た場合、前半 5 年間は同+2.1%、後半 5 年間は同+2.0%と、どちらも年+2%前後とされる潜在成長率に近い伸びになると見込んでいる。前半 5 年間の各年の成長率に関しては、2025 年から 2027 年にかけて緩やかに減速した後、2028 年以降は小幅に持ち直し、後半 5 年間に関しては 2030 年をピークに緩やかに減速することを想定している。

2025 年から 2027 年の米国経済は、トランプ第二次政権による政策運営によって左右されることになる。とりわけ注目される政策としては、減税（トランプ減税の延長、チップ・残業代・社会保障給付に対する非課税化、法人減税）、追加関税措置（対中国 10%、対カナダ・メキシコ 25% など）、移民排除（不法移民の強制送還、新規流入の抑制）の 3 点だろう。景気に対する影響としては、追加関税措置や移民排除が下押し要因となる一方で、減税が押し上げ要因となる。追加関税措置などが過激化するシナリオでは、最大で米国の実質 GDP を▲2.07%押し下げると見込むが、政策がマイルド化するシナリオでは実質 GDP は+0.08%と、減税による押し上げ幅と概ね相殺することが可能と見込んでいる。また、インフレに対しては、減税はディマンドプル、追加関税措置や移民排除はコストプッシュのインフレをもたらし得る。追加関税措置などが過激化するシナリオでは、CPI の押し上げ幅は+1.98%pt と大きくなり、FRB の利下げも一時停止や最悪の場合は利上げへと再転換しかねない。他方、政策がマイルド化するシナリオでは、CPI へ

の影響は+0.55%程度にとどまり、為替のドル高等によって吸収され得る範囲だ。インフレへの影響が限定されれば、緩やかなペースでの利下げも可能となり、景気の下振れリスクは抑制されることになる。

大和総研は、今後政策がマイルド化するシナリオをメインシナリオ、政策が過激化するシナリオをリスクシナリオとして置いている。政策がマイルド化する要因としては、トランプ大統領が提起する減税案は、財政赤字を大幅に拡大し得ること、共和党が上下院で多数派となり、減税案を実現しやすいとはいえ、共和党議員は財政規律を重視することから、減税規模に関しても縮小等の調整を要することが挙げられる。また、移民排除に関しては、米国に滞在する不法移民の強制送還をトランプ大統領は提起しているが、その費用は莫大で、予算制約を有する。そのため、一部の罪を犯した不法移民の強制送還や新規流入の抑制が現実的といえるだろう。追加関税措置に関しては、大統領権限で実施することが可能な一方で、景気・インフレへの悪影響も大きい。追加関税措置の過激化については、有権者がインフレ抑制を期待してトランプ氏を支持したこと、共和党議員は2026年の中間選挙を控え、景気を悪化させたくないこと、そして、米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）において関税率の一方的な引き上げを講じてはならないとする規定があること、といった制約がある。大規模な追加関税措置の実施はハードルが高い。他方で、リスクシナリオが発現し得る要因としては、トランプ大統領は3選禁止規定のもと、世論を気にしなくてもよいことが挙げられる。このほか、移民排除に関しては世論からの支持も高く、移民排除に向けて政策がエスカレーションする可能性がある点には留意が必要だろう。

その後、2028年から2029年にかけては、トランプ第二次政権の終盤から次期政権への移行期に該当する。追加関税措置など、大統領権限に基づいた政策はトランプ第二次政権の終盤でも実施可能だが、2028年秋の大統領選挙を控え、景気を悪化させ得る政策は共和党内でも一層不人気となり、政治による景気下押しの可能性は低下すると見込まれる。ポスト・トランプへと移行する2029年は、トランプ第二次政権への評価次第で政権交代が発生し得るが、次期政権が共和党政権であれ、民主党政権であれ、景気・インフレへの影響は限定的とみている。共和党政権の継続は、トランプ第二次政権の政策による景気への悪影響を回避し、世論の不満が高まっていないことが前提となる。共和党政権が継続する場合、追加関税措置や移民排除といった基本路線が維持される一方で、トランプ第二次政権と同様に景気やインフレ見合いでの政策の調整が図られることになる。他方で、民主党への政権交代が実現する場合、トランプ第二次政権からの脱却が目指されることになる。ただし、バイデン政権時もトランプ第一次政権時の追加関税措置は継続された。また、移民排除に関しては、不法移民の強制送還は実施されないとしても、バイデン政権時の不法移民の急増に対する世論の不満の高まりが教訓となり、大規模な新規流入は抑制されることが想定される。

後半5年間に関しては、成長ペースの緩やかな減速が続き、潜在成長率並みのペースへと収斂していくと見込む。2023年から2024年上半年期にかけての不法移民の流入急増に伴う労働投入量の拡大や、サプライチェーンの増強やAI投資などの積極化による資本ストックの増加及び生産性の改善によって、潜在成長率が上昇した可能性がある。一方で、トランプ第二次政権による移民排除は労働投入量を抑制することが想定される。また、追加関税措置に関しては、企業がコ

スト増に伴い投資を抑制するとともに、輸入品との競争の減少に伴い生産性が低下する恐れがある。追加関税措置や移民排除のマイルド化をメインシナリオとして想定しているとはいえ、不法移民の新規流入は抑制され、追加関税措置も对中国を中心に漸進的に実施していくと見られる中では、潜在成長率が更に上昇することは考えにくい。なお、議会予算局（CBO）は、今後10年間の潜在成長率を年平均+2.1%と予想しているが、前半5年間の平均は+2.2%、後半5年間の平均は+1.9%とペースダウンを見込んでいる。

米国金融政策の行方

金融政策の先行きに関しては、FRBは2025年は合計0.5%pt、2026年は合計0.5%pt、2027年は0.25%ptの利下げを実施し、FF金利は最終的に景気に中立的な金利水準（中立金利）と考えられる3%程度まで低下すると見込んでいる。FRBが重視するPCE価格指数・コアPCE価格指数は緩やかなペースで減速を続け、FRBの2%インフレ目標を達成できる時期は、2027年を見込んでいる。2024年と同様に、エネルギー価格や食品価格、コア財価格といったモノの価格は既に減速余地が少ないことから、コアサービス価格のペースダウンがカギを握る。コアサービス価格に関しては、緩やかな利下げペースが想定される中で、FF金利は当面の間、中立金利水準を上回り、引き締め的な金融環境が継続することにより、家賃の減速が進むと考えられる。

メインシナリオに対するリスク要因は、トランプ大統領による政策の過激化が挙げられる。前述の通り、大規模な追加関税措置や移民排除が実施されれば、CPIは上昇し、利下げ停止や利上げ再開のリスクは高まる。リスクシナリオでは、景気の悪化も想定されることから、最悪の場合には、一時的に高インフレと景気悪化が並存するスタグフレーションも想定される。この場合、FRBは高インフレ対策を優先し、再度の金融引き締めを実施するのか、或いは、景気対策を優先し、金融緩和を実施するのか、難しいかじ取りを迫られることになる。FRBの立場としては、1970～1980年代の教訓から、高インフレへの対処を優先すると考えられる一方、2026年5月に任期を終えるパウエル議長の後任を巡ってFRBに対する政治の関与が強まることが想定される。トランプ大統領は、過去にFRBに対する介入を示唆したことがあり、議長の交代を機に金融政策に対する政治的圧力を強めかねないことから、金融政策運営を巡る不確実性となり得るだろう。

もう一つの大きな論点であるバランスシートの縮小（QT）については、2024年6月より縮小ペースが減速した。FRBは2024年5月まで、国債は毎月600億ドル、エージェンシー債・MBSは毎月350億ドルをキャップにして、保有分を減額してきたが、国債の減額キャップが毎月250億ドルへと変更された。他方で、エージェンシー債・MBSについては、減額キャップが毎月350億ドルのまま変更されず、毎月の減少額がキャップを超える場合は国債に再投資するとした。こうしたQTのペースダウンは、短期金融市場におけるストレスを軽減し、QTの継続を可能にするための措置といえる。他方で、2024年下半期の各四半期末を中心に、短期金融市場における金利の上昇が見られている。QTが続く中で、過剰流動性を示すリバースレポ残高が払底し、準備預金が増減しつつある。準備預金残高対GDP比は、過去にウォラー理事が適正水準として言及した10-11%の下限值に近づきつつあることから、2025年から2026年にかけてQTの更なるペースダウンやQTの停止も想定されよう。

欧州経済 トラス・ショック再来への警戒感

財政不安による国債安・通貨安懸念/欧州経済中期見通し

橋本 政彦

[要約]

- このところ英国債安とポンド安が同時に進行している背景には、2024 年 10 月に労働党政府が公表した財政案を受けた財政悪化への懸念があるとみられる。財源の裏付けのない経済対策が金利急騰、ポンド下落を招いた 2022 年 9 月のトラス・ショックを想起させ、さらなる金融市場の混乱に対する警戒感が高まっている。
- 足元の相場変動のペースはトラス・ショック時に比べて緩やかであり、これはトラス・ショック時ほどには財政懸念が大きいことを示唆する。しかし、財政不安が払しょくされるためには、景気加速によって歳入の上振れ期待が高まること、もしくは、財政政策の修正が必要とみられる。労働党政権は追加増税を否定しているが、3 月 26 日公表予定の春季予算の内容が注目される。
- ユーロ圏でも長期金利の上昇は見られるが、ECB が BOE や米国 FRB よりも速いペースでの利下げを続けていくと見込まれているため、上昇幅は限定的である。ただし、財政懸念という点では、政治の混乱が続くフランスの動向に引き続き注意が必要である。
- 今回のレポートでは、通常の経済見通しに加えて、ユーロ圏、英国の今後 10 年間（2025 年～2034 年）の中期経済見通しを改訂した。ユーロ圏経済の今後 10 年間の経済成長率は平均で+1.2%と予想する。2024 年の欧州議会選挙を経た新体制でも、グリーン・ディールが EU の成長戦略の中心に据えられる見込みである。もっとも、競争力強化との両立への意識が高まっており、企業にも配慮した現実路線への転換が期待される。競争力強化に向けては、大規模投資の必要性に対する認識が強まっているが、財源確保が課題となるだろう。
- 英国の今後 10 年間の経済成長率は平均+1.3%と予想する。労働党による拡張財政は、短期的には需要面から、中期的には供給面から成長率の押し上げに寄与すると見込まれる。EU との関係改善に向けた動きも好材料と言えるが、労働党は EU 再加盟を否定しており、ブレグジットの影響の見極めは引き続き重要なテーマとなる。

欧州景気動向 ～財政不安による国債安・通貨安懸念

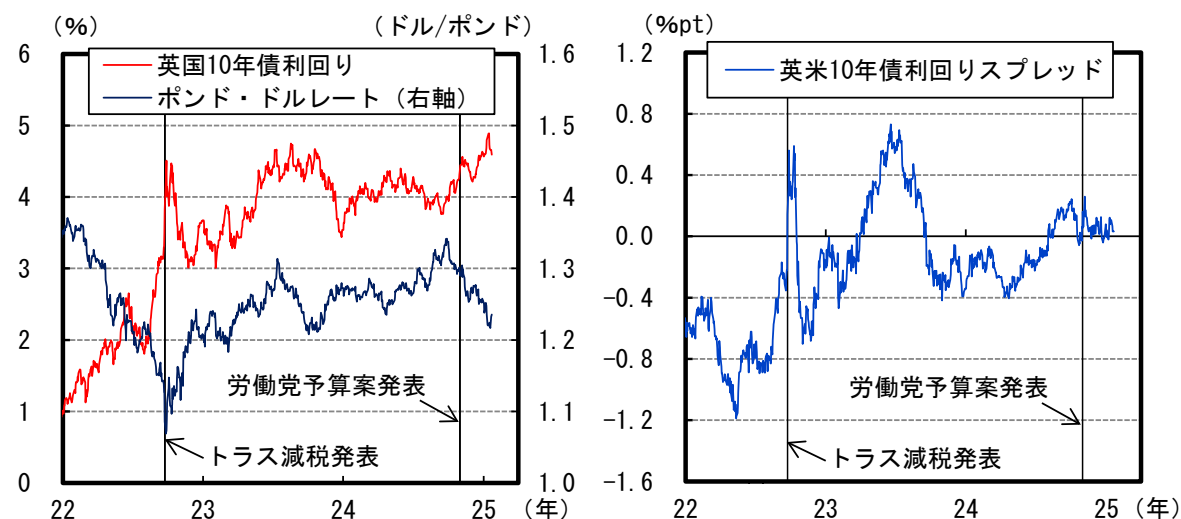
英国債金利上昇、ポンド安が進むものの、トラス・ショック時とは状況が異なる

このところ英国資産の下落が物議を醸している。英国ポンドの対米ドルレートは、一時、1.21 ポンド/ドルと 2023 年 11 月以来の安値となったほか、英国 10 年債利回りは 4.9% 台と、2008 年以来の高さまで上昇（価格は下落）した。国債安と通貨安が同時に進行している背景には、2024 年 10 月に労働党政府が公表した財政案を受けた英国財政悪化への懸念があるとみられる。この点、財源の裏付けのない経済対策が金利急騰、ポンド下落を招いた 2022 年 9 月のトラス・ショックと共通しており、さらなる金融市場の混乱に対する警戒感が高まっている。

もっとも、足元の状況はいくつかの点でトラス・ショック時とは異なる。まず、相場変動ペースの違いが挙げられる。トラス・ショック時の金利の変動幅を見ると、トラス政権が減税を発表する前日（2022 年 9 月 22 日）から、混乱収束のために BOE が国債買い入れを発表する前日（9 月 27 日）までの 1 週間弱で 10 年債利回りは 1.00%pt 以上跳ね上がった。一方、今回労働党政府が秋季予算案を発表した 2024 年 10 月 30 日から足元までの金利の変動幅は、最大でも 0.5%pt 程度にとどまっている。トラス・ショックでは、超長期債の価格下落によりレバレッジをかけた年金基金がマージンコール（追加証拠金）を発生させ、さらなる債券売りを呼んだという事情があるものの、その発端となった政策に対する市場の初期反応は今回の方が明らかに小さい。これは、財政懸念がトラス・ショック時ほどには大きくないことを示唆している。

二点目は、英国金利と米国金利との連動性の高さである。確かに、英国債金利は上昇傾向が続いているが、これは米国債金利の上昇に概ね沿ったものである。英国と米国の金利スプレッドは、トラス・ショック時のような急激な拡大は見られず、ほぼ安定している。ポンドの下落を踏まえれば、財政懸念が債券売り・ポンド売りを招いた事実を否定はできないが、米国でのインフレ懸念や財政悪化といった海外要因も足元の金利上昇には強く影響していると考えられる。

図表 1 英国債利回りとポンド・ドルレート（左）、英国と米国の 10 年債利回りスプレッド（右）



(出所) Bloomberg より大和総研作成

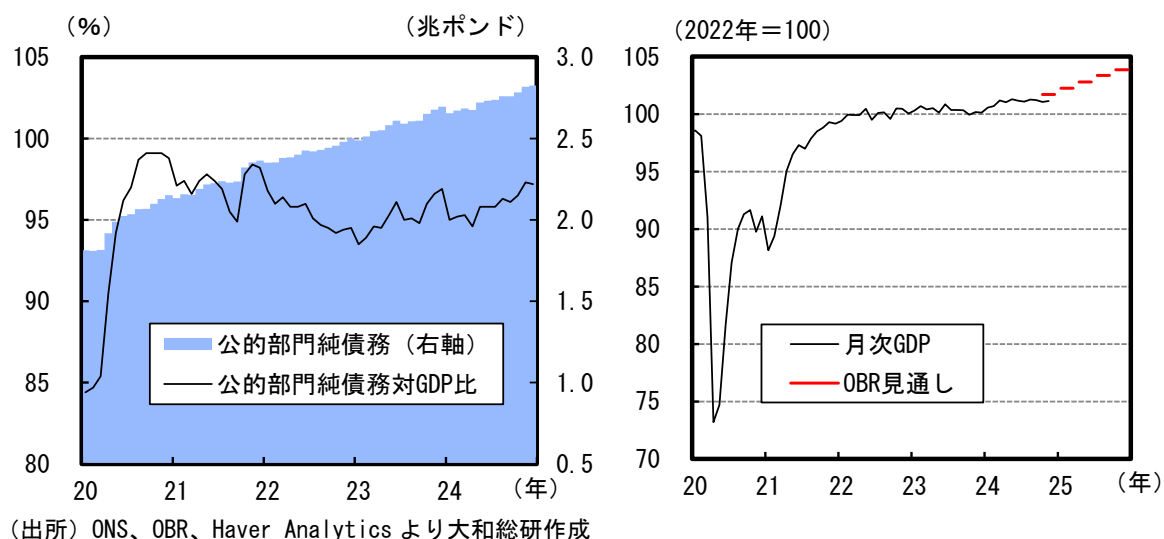
財政不安払しょくには、景気の上振れ、もしくは政策の修正が必要

しかしながら、足元の状況を軽視するわけにはいかないだろう。既述したように、足元の金利水準はトラス・ショック時のピークよりも高く、しかも英国の政府債務は当時よりも積み上がっている。政府の利払い費は以前よりも膨らみやすくなっており、金利上昇がさらに財政悪化への懸念を強めるという悪循環に陥るリスクは高まっている。

では、英国の財政不安が払しょくされるためには何が必要か。そもそも、足元で財政懸念が高まっている一因には、労働党政府の財政計画が、楽観的な経済見通しを前提に作られていたことがある。2024年10月の政府予算案公表の際に OBR（予算責任局）が作成した経済見通しでは、2025年の経済成長率が前年比+2.0%、2026年が同+1.8%とされた。これは、2025年1月に公表された IMF による予想（2025年：同+1.6%、2026年：同+1.5%）や、市場予想（Bloomberg 集計、2025年：同+1.3%、2026年：同+1.4%）を大きく上回る。しかも、直近の経済状況を見ると、好調だった2024年前半に比べて、減速感が強まっている。政権交代以降で見ると、英国の月次 GDP は、2024年7月から11月までの5ヵ月間のうち3ヵ月（7月、9月、10月）は前月から減少し、ほとんど成長していない。財政不安払しょくのためのカギは、景気が再び加速し、歳入の上振れ期待が高まることにある。

労働党政府が10月に定めた財政政策の効果が本格的に発現するのは2025年以降とみられることから、英国経済は2025年に入り、再び持ち直していくことが期待される。だが、予算に盛り込まれた増税が企業部門のマインドを押し下げているという状況に鑑みると、過度に楽観視することはできない。仮に景気の停滞が続くことになれば、労働党政府が目指す財政の健全化は遠のくことになる。リープス財務相は足元の金融市場の変動を経た後も、日々の歳出を歳入で補うという方針に変更はなく、追加増税はしないとの姿勢を崩していない。財政確保の必要性が高まった場合には歳出の削減で対応する可能性を示唆しているが、金融市場では追加増税になるとの見方は根強く、3月26日公表予定の春季予算の内容が注目される。

図表2 英国の公的部門純債務（左）、英国の月次 GDP と OBR の経済見通し（右）、



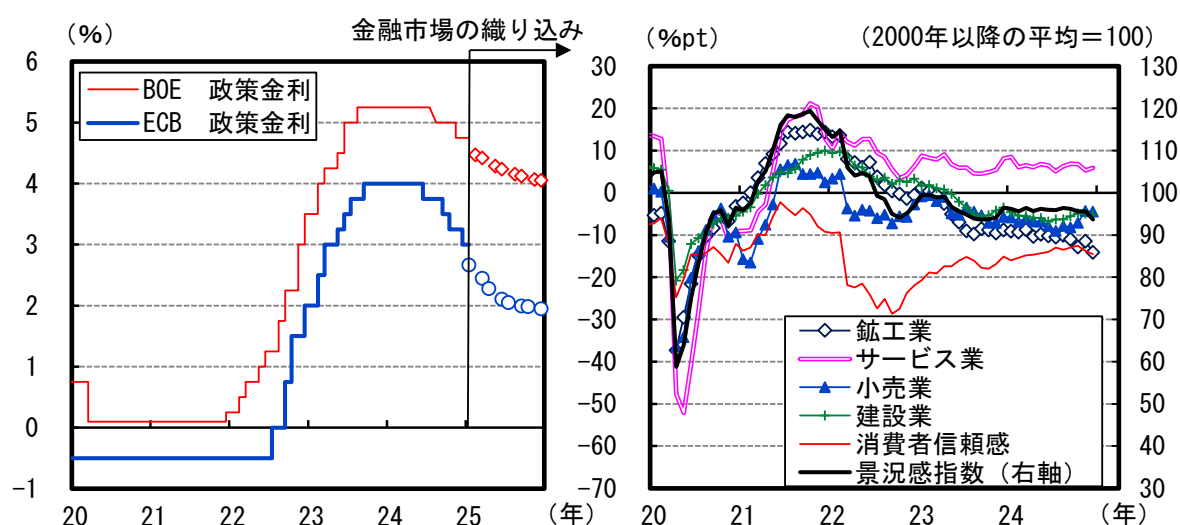
ユーロ圏は景気の弱さ、追加緩和期待が金利上昇圧力を抑制

一方、ユーロ圏に目を向けると、英国と同様に足元で長期金利の上昇が見られるが、上昇幅は限定的である。これは、景気鈍化を受けて ECB が、BOE や米国 FRB よりも速いペースでの利下げを続けていくと見込まれているためと考えられる。

ユーロ圏経済の状況に関して、12月の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は、前月差▲1.9ptと大きく低下し、2023年9月以来の低水準となった。内訳では、唯一サービス業が上昇したものの、これ以外の4系列（製造業、小売業、建設業、消費者信頼感）が低下した。とりわけ製造業の低下幅が同▲2.7ptと大きく、水準は2020年7月以来の低さまで落ち込んでいる。製造業の悪化が経済全体の足を引っ張る構図が長く続いているが、状況は直近でより深刻化している。12月の悪化を受けて、景況感指数全体の10-12月期平均は95.0と、四半期平均では2023年10-12月期以来の低さとなった。景況感指数の水準に単純に照らせば、2024年10-12月期の実質GDP成長率は、ゼロ近傍にまで落ち込むことが示唆される。

ハードデータを見ていくと、11月の鉱工業生産は、ドイツ（前月比+1.3%）、フランス（同+0.2%）、イタリア（同+0.3%）などで増加し、ユーロ圏全体では同+0.2%と2ヵ月連続で増加した。しかし、10月（同+0.2%）の増加を合わせても9月の減少分（同▲1.6%）を補うには至らず、10-11月平均値は7-9月期平均を0.4%下回る。個人消費関連では、11月の実質小売売上高が同+0.1%と2ヵ月ぶりの増加に転じ、10-11月平均は7-9月期平均を0.4%上回った。10-12月期も前期比ベースでの増加は維持される見込みだが、前期比+1.0%と大きく増加した7-9月期に比べれば増加幅は縮小するとみられる。このようにハードデータの動向からも、10-12月期のGDP成長率は、やはり前期から減速する可能性が高い。

図表3 金融市場における利下げの織り込み（左）、ユーロ圏の景況感指数（右）



(注) 左図の金融市場の織り込みは、スワップ金利から計算されたインプライド金利。

(出所) ECB、BOE、欧州委員会、Bloomberg より大和総研作成

なお、四半期 GDP に先立って公表されたドイツの 2024 年の実質 GDP は、前年比▲0.2%と、2 年連続でのマイナス成長となった。同時公表の 2024 年 10-12 月期の暫定値は前期比▲0.1%と 2 四半期ぶりのマイナス成長となり、ドイツがユーロ圏全体の重荷になるという構図は 10-12 月期に入っても変わらない。

ECB は政策決定に関してデータ次第というスタンスを崩していないが、こうしたユーロ圏経済の回復の脆弱さに鑑みれば、1 月 30 日に行われる政策理事会では、4 会合連続となる利下げに踏み切る可能性が高い。

フランスでは新内閣が発足、政治・財政への不安は継続

ただし、財政懸念の高まりに関して、ユーロ圏でもリスクがないわけではない。とりわけ、昨年以降、政治の混乱が続くフランスの動向には注意が必要である。

2024 年 12 月、内閣不信任可決により辞職したバルニエ首相の後継となったバイル首相は、2025 年 1 月 14 日、施政方針演説を行った。注目されていた財政運営に関しては、2025 年の財政赤字対 GDP 比を 5.4%とする計画を示し、バルニエ前内閣が提出した予算案の 5.0%から目標が引き下げられた。また、左派から特に要求が強い年金改革の見直しについては、退職年齢引き上げの見直しも含めて、聖域なく交渉に臨んでいく構えを示している。

しかし、左派勢力のうち極左の「不服従のフランス」、および環境派、共産党による議員グループは、施政方針演説の当日に内閣不信任案を提出した。極右・国民連合、および社会党が様子見の姿勢から不支持に回ったことで不信任案は否決されたが、国民連合は 2 月に審議される 2025 年予算案の内容によっては、不信任案に賛成する可能性を示唆している。バイル内閣は引き続き困難な政権運営を強いられるとみられ、バルニエ前内閣と同様に短命に終わる可能性も否定できない。

再度の不信任案を防ぐためには、緊縮財政を批判する左派、および極右への譲歩が不可欠とみられ、フランスが財政再建を続けるのは極めて困難な情勢にある。また、議会の混乱を背景とした政治の停滞自体が、国債のさらなる格下げにつながるリスクも想定される。一義的には、フランス国債金利の上昇要因ということになるが、金利上昇は他の EU 加盟国にも波及する可能性があり、警戒心を持って見ていく必要がある。

図表4 ユーロ圏経済・金利見通し

	2024				2025				2026				2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	1.3%	0.7%	1.6%	0.5%	1.5%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	0.7%	1.3%	1.4%
家計消費支出	1.1%	0.1%	2.8%	1.0%	1.4%	1.6%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	0.9%	1.4%	1.1%
政府消費支出	0.6%	4.5%	2.2%	1.5%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	2.4%	1.5%	1.0%
総固定資本形成	-8.8%	-9.2%	8.1%	3.1%	2.5%	2.6%	2.8%	2.8%	2.4%	2.4%	2.5%	2.5%	-1.9%	2.6%	2.6%
輸出	4.3%	6.2%	-5.8%	-1.5%	2.1%	2.3%	2.5%	2.7%	2.7%	2.6%	2.4%	2.4%	0.8%	0.8%	2.6%
輸入	-1.1%	4.5%	0.9%	0.5%	2.4%	2.6%	2.7%	2.8%	2.7%	2.7%	2.5%	2.5%	0.0%	2.1%	2.7%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	0.4%	0.5%	0.9%	1.0%	1.1%	1.3%	1.3%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	0.7%	1.3%	1.4%
家計消費支出	1.0%	0.5%	1.0%	1.2%	1.3%	1.7%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	1.4%	1.1%
政府消費支出	2.0%	2.7%	2.5%	2.2%	2.4%	1.5%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	2.4%	1.5%	1.0%
総固定資本形成	-1.1%	-3.2%	-1.4%	-2.0%	0.9%	4.0%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%	-1.9%	2.6%	2.6%
輸出	-0.7%	1.9%	1.4%	0.7%	0.2%	-0.8%	1.3%	2.4%	2.5%	2.6%	2.6%	2.5%	0.8%	0.8%	2.6%
輸入	-1.7%	-0.6%	1.2%	1.2%	2.1%	1.6%	2.0%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%	2.6%	0.0%	2.1%	2.7%
鉱工業生産（除く建設）	-4.7%	-3.9%	-1.5%	-1.8%	-0.2%	0.6%	1.4%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	-3.0%	1.0%	2.0%
実質小売売上高	-0.1%	0.3%	1.8%	2.0%	2.1%	2.2%	1.5%	1.1%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	1.0%	1.7%	0.8%
消費者物価	2.6%	2.5%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%	2.1%	1.9%	1.8%	1.7%	1.8%	2.0%	2.4%	2.0%	1.8%
生産者物価	-7.9%	-4.4%	-2.7%	-1.6%	2.4%	4.7%	4.1%	3.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	-4.2%	3.6%	2.5%
失業率	6.5%	6.4%	6.3%	6.3%	6.2%	6.2%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.4%	6.2%	6.1%
10億ユーロ															
貿易収支	58.4	44.8	35.3	28.9	28.5	31.2	34.2	37.5	41.0	44.5	48.0	51.5	167.4	131.5	185.1
経常収支	107.8	134.4	84.1	83.6	82.9	84.8	87.0	89.5	92.2	94.8	97.4	99.9	409.9	344.3	384.2
独 国債10年物（期中平均）															
	2.31%	2.49%	2.29%	2.26%	2.49%	2.44%	2.40%	2.36%	2.33%	2.30%	2.27%	2.24%	2.34%	2.42%	2.29%
欧 政策金利（末値）															
	4.00%	3.75%	3.50%	3.00%	2.50%	2.25%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	3.00%	2.00%	2.00%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2025年1月22日時点）。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

図表5 英国経済・金利見通し

	2024				2025				2026				2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	3.0%	1.4%	0.1%	0.4%	1.7%	1.9%	1.8%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%	0.8%	1.3%	1.6%
家計消費支出	2.9%	1.5%	2.2%	1.2%	1.3%	1.4%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.4%	1.1%
一般政府消費支出	1.2%	3.4%	0.6%	1.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.5%	1.2%	1.0%	1.0%	1.9%	1.7%	1.5%
総固定資本形成	4.1%	2.8%	5.1%	1.8%	2.5%	2.7%	3.1%	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%	2.6%	1.8%	2.9%	2.8%
輸出	-1.8%	-3.5%	-2.0%	-0.5%	1.5%	1.8%	2.0%	2.1%	2.2%	2.2%	2.4%	2.5%	-1.8%	0.5%	2.2%
輸入	-3.3%	25.1%	-9.5%	1.1%	1.2%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%	1.4%	1.2%	1.6%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	0.3%	0.7%	0.9%	1.2%	0.9%	1.0%	1.5%	1.8%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%	0.8%	1.3%	1.6%
家計消費支出	0.3%	0.1%	1.5%	1.9%	1.5%	1.5%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.4%	1.1%
一般政府消費支出	3.2%	1.9%	0.9%	1.5%	1.7%	1.4%	1.7%	2.0%	1.9%	1.7%	1.4%	1.2%	1.9%	1.7%	1.5%
総固定資本形成	-0.9%	1.0%	3.9%	3.5%	3.1%	3.0%	2.5%	2.8%	2.9%	2.9%	2.8%	2.7%	1.8%	2.9%	2.8%
輸出	-2.1%	-2.3%	-1.0%	-2.0%	-1.2%	0.2%	1.2%	1.8%	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%	-1.8%	0.5%	2.2%
輸入	-2.4%	2.5%	2.8%	2.6%	3.7%	-1.6%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.4%	1.2%	1.6%
鉱工業生産	-0.7%	-1.9%	-2.3%	-0.8%	-0.3%	0.4%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	-1.4%	0.6%	1.1%
実質小売売上高	-0.1%	-0.8%	1.7%	1.7%	0.5%	1.2%	0.2%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	0.6%	0.8%	1.1%
消費者物価	3.5%	2.1%	2.0%	2.5%	2.3%	2.4%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%	2.5%	2.3%	2.0%
生産者物価（出荷価格）	0.3%	1.4%	0.2%	-0.4%	0.2%	1.0%	2.6%	3.0%	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%	0.4%	1.7%	2.3%
失業率	4.3%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%	4.3%	4.2%	3.9%
10億英ポンド															
貿易収支	-42.8	-59.1	-49.2	-50.2	-50.3	-50.1	-49.7	-49.2	-48.4	-47.1	-45.6	-44.5	-201.3	-199.2	-185.5
経常収支	-11.8	-24.0	-18.1	-20.4	-20.0	-19.1	-18.7	-18.5	-17.9	-17.3	-16.8	-16.2	-74.3	-76.3	-68.2
国債10年物（期中平均）															
	4.03%	4.20%	4.00%	4.34%	4.64%	4.51%	4.38%	4.25%	4.14%	4.02%	3.90%	3.87%	4.14%	4.45%	3.98%
政策金利（末値）															
	5.25%	5.25%	5.00%	4.75%	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.50%	3.25%	3.00%	3.00%	4.75%	3.75%	3.00%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2025年1月22日時点）。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

欧州経済中期見通し

ユーロ圏経済 ～政策の重点は競争力強化へ、課題は財源確保

今回のレポートでは、通常の見通しに加えて、今後10年間（2025年～2034年）の中期経済見通しを改訂した。ユーロ圏経済の今後10年間の経済成長率は平均で+1.2%と予想する。これは過去10年間（2015年～2024年、2024年は大和総研予想）の平均の+1.5%を下回る。また、予測期間を前・後半に分けて見ると、前半5年間の平均は+1.3%、後半5年間は+1.1%となり、予測期間後半にかけて成長率は緩やかに低下すると予想する。

エネルギー危機、物価高騰を大きな要因として、ユーロ圏の実質GDP成長率は2023年が前年比+0.4%、2024年（大和総研による予測値）は同+0.7%と、年+1%強とみられる潜在成長率を2年連続で下回る低成長となったとみられる。IMF、欧州委員会の推計によればユーロ圏のGDPギャップは、2024年時点では依然としてマイナス圏にある。

2025年以降、予測期間前半は潜在成長率を幾分上回る成長が期待される。インフレ率の高い伸びが収まったことで、実質所得は既に増加基調にあり、これまで出遅れてきた個人消費の回復が本格化すると見込まれる。また、2024年に開始されたECBによる利下げサイクルは2025年も継続すると予想され、この効果がタイムラグを伴って波及を強めることで、投資も回復へと向かうと想定される。マイナスのGDPギャップは予測期間前半には解消すると見込まれ、予測期間後半は潜在成長率並みの成長に回帰していくと予想する。

他方、予測期間後半は、人口要因を主な理由として潜在成長率の低下が見込まれ、実際の成長率も鈍化していくことになろう。Eurostatの人口見通しによれば、ユーロ圏の人口増加ペースは、予測期間後半にかけて緩やかに鈍化していく。加えて、高齢化のさらなる進展によって、既に減少傾向にある生産年齢人口の減少ペースは予測期間後半にかけて加速すると見込まれ、これが潜在成長率を下押しすることになる。なお、Eurostatによれば、人口の自然減を移民の増加が補うことで人口増加が維持される見通しとなっている。しかし、近年の欧州における移民増加への不満の高まり、反移民を掲げる政党への支持の拡大を踏まえると、移民政策が厳格化され、人口要因による成長の下押しは想定よりも大きなものとなるリスクがあろう。

図表6 ユーロ圏経済中期見通し計数表

	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年
国内総生産（前年比）	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
家計消費支出	1.4	1.1	1.1	1.0	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
政府消費支出	1.5	1.0	1.0	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
総固定資本形成	2.6	2.6	2.2	2.0	2.5	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
輸出	0.8	2.6	2.4	2.6	2.7	2.3	2.1	2.1	2.0	1.9
輸入	2.1	2.7	2.5	2.6	2.8	2.1	1.9	1.9	1.8	1.7
政策金利（末値）	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
長期金利（期中平均）	2.93	2.80	2.75	2.63	2.55	2.47	2.40	2.37	2.36	2.35
消費者物価（前年比）	2.0	1.8	1.9	2.0	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9

（注）長期金利はユーロ圏国債利回り。

（出所）Eurostat、ECB、Haver Analytics より大和総研作成

引き続き「グリーン」が成長戦略の中心、ただし、企業負担の増加に配慮

2024 年に行われた欧州議会選挙を受けて、EU では 2025 年から新体制での立法サイクルが動き出す。2024 年の選挙では、事前に予想されていた通り、極右も含めた右派が勢力を拡大する結果となった。もっとも、従来、欧州議会の中心を担ってきた中道三会派（EPP、S&D、Renew）が議会過半数を占めるという状況は変わっておらず、欧州委員会委員長には EPP の筆頭候補であったフォン・デア・ライエン氏が再任された。EU 全体の政策はこれまでの方向性が踏襲されるとみられる。

一方、EU における変化として、欧州経済の競争力強化の重要性に対する認識が強まっており、今後の政策運営における焦点になると見込まれる。フォン・デア・ライエン委員長が再任決定当日に公表した今後 5 年間の政治指針では、EU の最優先課題として域内産業の競争力強化が挙げられている。欧州の成長政策の中心にはこれまでと同様、グリーン・ディールが据えられるが、企業の規制対応負担の軽減、競争力強化と両立すべく、「グリーン産業ディール」が提案されている。グリーン・ディールに関連した主要な立法手続きは既に概ね完了しており、2025 年以降は本格的な実施・運用期間が始まることになるが、企業に配慮した現実的な政策の運用を目指していくと見込まれる。

また、競争力の強化という観点から、欧州では投資拡大に対する機運が高まっている。前 ECB 総裁のドラギ氏が欧州委員会の依頼を受けて作成した報告書、「ドラギ・レポート」では、米国に対する経済成長の後れや、先端分野での中国との競争激化への対応として、官民による大規模投資の必要性を指摘し、大きな話題を呼んだ。

もっとも、欧州の多くの国は、コロナ禍、およびその後のエネルギー危機で大きく悪化した財政の再建途上にあり、政策的な投資拡大は容易ではない。欧州委員会が各国の財政計画をもとにまとめた財政見通しによれば、EU 全体の財政赤字は 2024 年時点で GDP 比 3.1%と、EU が定める財政規律基準を上回る。2025 年には基準の 3%に到達し、2026 年には 2.9%まで改善が見込まれるものの、財政余力が十分とは言い難い。また、2024 年から EU による財政規律ルールが再開されたことで、2024 年 6 月には、特に財政状況が悪いフランス、イタリア、ベルギー、スロバキア、マルタ、ポーランド、ハンガリーの 7 ヶ国が過剰債務手続き（EDP）の対象となった。少なくともこれらの国は数年間にわたって、計画に沿った財政再建プロセスを進めざるを得ない。EDP 対象国に EU における経済規模 2 位のフランス、3 位のイタリアが含まれていることを踏まえれば、ユーロ圏全体として大規模な公共投資は当面難しい。

ドラギ・レポートでは、投資拡大のための財源として欧州共同債の発行を提案している。しかし、共同債の発行に関しては、コロナ禍からの復興のための NGEU 債という実績がありつつも、財政状況が健全な国からの反対意見が根強い。実現に向けたハードルは高いと見られるが、ドラギ・レポートでの提案を受け、議論がどのように進展していくかは、中期的な成長力を考える上で大きな注目点となる。

政策金利は 2025 年に中立金利到達

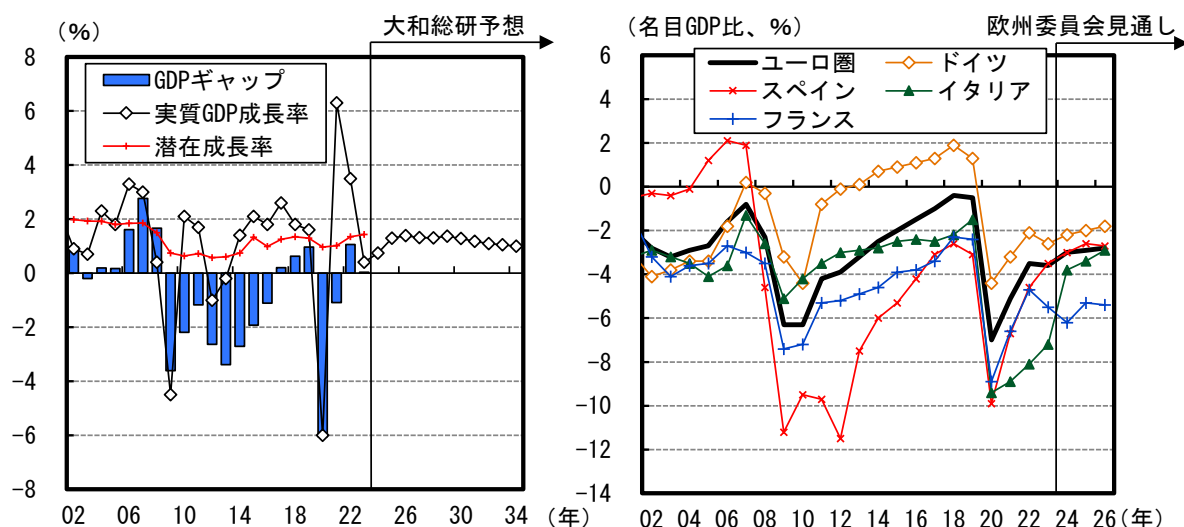
金融政策面では、ECB は 2024 年に開始した利下げサイクルを継続し、2025 年内に終了すると予想する。

ECB は 2024 年に 4 回、合計で 1.00%pt の利下げを実施したが、現行の政策金利水準（預金ファシリティ金利：3.00%）は、なおも景気に対して抑制的（＝中立金利を上回る）との見方を示している。ユーロ圏の消費者物価指数（HICP）は、2024 年 12 月時点では前年比+2.4%と、目標の同+2%をわずかに上回っているが、2025 年前半にも再び目標に到達するとみられることから、ECB は中立金利に向けた利下げを続け、引き締め度合の縮小を図っていくことになるだろう。

利下げを停止するメドとなる中立金利の水準は 2.00%と想定しており、0.25%pt の利下げをあと 4 回で到達することになる。一部の ECB 関係者からは、景気、インフレの下振れに対する警戒感から、一時的に中立金利を下回る水準までの利下げが提案されているが、大和総研ではそうした状況は想定していない。これは、実質所得の回復や、これまでの利下げの効果がタイムラグを伴って効果を強めることで、2025 年以降、景気回復のペースが再加速するという見方に基づく。また、インフレリスクとの見合いで慎重なペースで利下げを進める米国などに比べて、ECB は早いペースでの利下げを続けていくとみられ、金利差拡大によるユーロ安も景気回復をサポートする要因となるだろう。

政策金利は 2.00%の中立金利水準に達した後、予測期間にわたって維持されると見込んでいるが、これは既述の通り、マイナスの GDP ギャップが解消した後は、潜在成長率並みの成長が続くこと、すなわち GDP ギャップがゼロ近傍で推移すると想定しているためである。マクロの需給が安定する中、インフレ率も目標の 2%近傍で安定的に推移すると見込んでいる。ただし、中期的に見れば中立金利の水準自体が変化することで、政策金利が一定でも緩和的、ないし引き締めの可能性がある、ECB の調整を要する可能性には留意が必要である。

図表 7 ユーロ圏の GDP 成長率・潜在成長率・GDP ギャップ（左）、主要国の財政見通し（右）



(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

英国経済 ～労働党の政策が成長力強化につながるか

政権交代で財政は拡張路線に転換

英国については、今後 10 年間の経済成長率は年平均+1.3%になると予想する。予測期間前半 5 年間の平均成長率は+1.5%、後半 5 年間は+1.2%と予想しており、予測期間後半にかけて成長率が鈍化していく姿はユーロ圏と同様である。

英国経済の中期見通しに関して、とりわけ予測期間前半については、本稿前半でも取り上げた労働党政権下での財政政策による押し上げが最大の焦点となる。労働党が 2024 年 10 月に公表した政権交代後初の予算案には、企業部門を中心とした増税が導入された一方、それ以上の規模での公的支出の拡大が盛り込まれた。労働党は、同時に財政の健全化を進める構えであることから、当初計画に比べて支出の規模が縮小される可能性は否定できないものの、少なからず経済にプラスの効果をもたらすと想定される。

労働党の政策パッケージによって、短期的には公的支出の増加が主に需要面から経済の押し上げに寄与すると見込まれる。需要面での効果は時間を追うごとに低減するとみられるものの、投資の蓄積による生産性の向上はむしろ、予測期間後半にかけて徐々に発現することになるだろう。

また、労働党は公共投資によってのみ供給力を強化するのではなく、公的資金を呼び水とした民間投資の活性化を目指している。その一例として、ナショナル・ウェルス・ファンド（NWF）の立ち上げが挙げられ、5 年間で 73 億ポンドの公的資金をグリーン産業分野に投じることで、約 200 億ポンドの民間資金による投資を呼び込むとしている。実際にどれだけの民間投資を喚起できるかには大きな不確実性があるものの、ブレグジット以降、トレンドが下方に屈折した民間部門の設備投資が再活性化することへの期待は大きい。

図表 8 英国経済中期見通し計数表

	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年
国内総生産（前年比）	1.3	1.6	1.5	1.5	1.5	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
家計消費支出	1.4	1.1	1.2	1.3	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
一般政府消費支出	1.7	1.5	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
総固定資本形成	2.9	2.8	2.9	2.6	2.5	2.2	1.9	1.7	1.6	1.6
輸出	0.5	2.2	2.6	2.5	2.7	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0
輸入	1.2	1.6	2.5	2.5	2.7	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1
政策金利（末値）	3.75	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
長期金利（期中平均）	4.45	3.98	3.83	3.71	3.61	3.52	3.44	3.38	3.33	3.28
消費者物価（前年比）	2.3	2.0	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9

（出所）ONS、BOE より大和総研作成

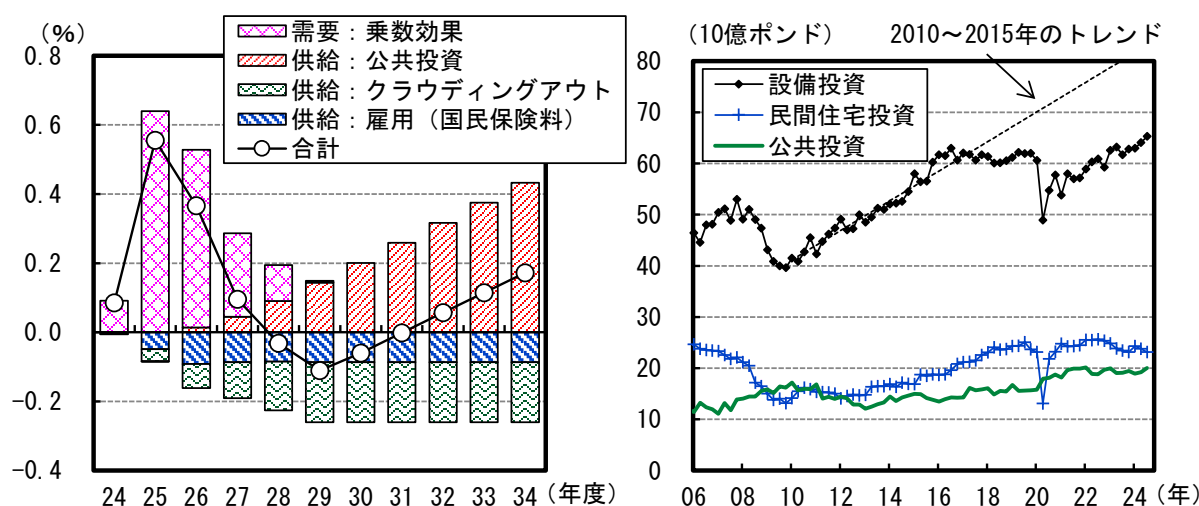
また、民間部門の投資喚起のための方策としては、外交政策の転換にも期待がかかる。政権交代前の保守党政権は外交においてアジア・太平洋地域重視の姿勢を見せていたが、労働党は EU 重視へと方針を転換し、EU との関係再構築を目指している。労働党政権は政権交代以降、EU との安全保障面での協力のほか、貿易面では通関手続きの簡素化や規制緩和に取り組んでおり、こうした取り組みが EU との貿易拡大につながる可能性があるだろう。ただし、労働党は英国の EU 再加盟や、単一市場への復帰は明確に否定している。このため、EU との関係修復を目指したとし

でも、ブレグジットによるデメリットを補うのは難しいとみられ、ブレグジットの影響の見極めは、英国経済の先行きを考える上で引き続き重要なテーマとなる。

英国経済の中期的なリスク要因としては、労働党政権が短期間で終わる可能性が挙げられる。2024年の総選挙は労働党の歴史的な大勝となったが、政権発足後、労働党の支持率は急低下し、政権開始初期としては極めて低い状態にある。次回の議会選挙まで、支持率回復のための時間は十分残されているものの、次回選挙で再び政権交代が起こることも考えられる。仮にそうなった場合、労働党政権下で実行された政策は、早々に巻き戻される可能性があり、短期間での政策の方向転換は、家計や企業の意思決定に悪影響を及ぼす恐れがあるだろう。また、労働党の支持率が低迷するのと同時に、保守党の支持率も低迷が続いており、現状、両者の受け皿となっているのは、極右政党・Reform UKである。こうした状況が次の選挙まで続くとは限らないものの、ハング・パラメントによって、政策運営が滞る可能性にも留意が必要である。

BOEの金融政策については、ECBと同様、2024年に開始した利下げサイクルの継続が、予測期間における最大の焦点となる。BOEもインフレ率の落ち着きを受けて、中立金利に向けた利下げを継続すると見込まれる。ただし、英国では賃金・サービス価格の高い伸びから、インフレ率の高止まりに対する警戒感が強い。加えて、労働党の財政政策による直接・間接的なインフレへの影響を見極める必要があることから、BOEは段階的な利下げを続ける方針を示しており、ECBに比べて緩やかなペースでの利下げ継続が見込まれる。BOEが利下げを停止するターミナル・レートは3.00%とECBよりも高い水準を想定するが、現在の政策金利の水準の高さから、利下げサイクルは2026年後半まで続く予想する。

図表9 労働党の財政政策がGDPに与える影響（左）、設備投資・住宅投資・公共投資（右）



（出所）OBR、ONS、Haver Analytics より大和総研作成

中国経済 2025 年と今後 10 年の長期経済見通し

25 年：2 つの前倒しの反動。長期：総需要減少と過剰投資・債務問題

齋藤 尚登

[要約]

- 2025 年の中国経済については、不動産不況の行方と 2 つの前倒しの反動に注意したい。中国は 2024 年に住宅ローン金利と頭金の割合を大幅に引き下げ、住宅需要の一部が刺激されている。ただし、これが持続的かは疑問符が付く。金融政策は 2024 年の「中立」から 2025 年は「適度な緩和」に変更され、一段の利下げ期待が高まっている。住宅価格の下落が続き、住宅ローン金利引き下げの可能性が高まる中、住宅購入が様子見となる懸念がある。2 つの前倒しとは、トランプ米大統領による高関税賦課前の中国からの輸出の前倒しと、家電・自動車買い替え促進のための補助金政策を利用した前倒し購入（需要の先食い）である。2025 年はそれぞれの反動が懸念される。
- 今後 10 年程度の長期見通しについて、中国の成長力は大きく低下しよう。これは、(1) 人口減少と少子高齢化の急速な進展、(2) 住宅需要の減退など総需要の減少、(3) 過剰投資と投資効率の低下、(4) それと表裏一体の過剰債務問題、(5) 「国進民退」問題、などの構造的な要因が中国の成長力を低下させるためである。大和総研は 2026 年～2030 年の実質 GDP 成長率を平均で 3.8%程度、2031 年～2035 年を同 2.7%程度と予想している。習近平総書記の「2035 年までに（実質）GDP や 1 人当たり収入を（2020 年の）2 倍にすることは完全に可能である」（2020 年 10 月、第 19 期中央委員会第 5 回全体会議での発言）との指摘が実現するには 2035 年までの年平均で 4.7%強の実質成長が必要な計算だ。しかし、大和総研は、年平均の実質 GDP 成長率は 3.9%にとどまり、達成は不可能だと予想をしている。

2024 年は政府成長率目標を達成、トランプ「効果」が貢献

中国国家统计局によると、2024 年の実質 GDP 成長率は前年比 5.0%（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）となり、2023 年の 5.4%からは減速したものの、政府成長率目標である 5%前後を達成した。1 月～9 月は 4.8%成長にとどまったが、10 月～12 月は 5.4%に加速して、年間 5.0%成長に漕ぎ着けた。

2024 年の 5.0%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出が 2.2%pt、総資本形成は 1.3%pt、純輸出は 1.5%pt であった。2023 年の 5.4%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出 4.6%pt、総資本形成 1.4%pt、純輸出▲0.6%pt であり、2024 年は純輸出の寄与度が大幅なプラスに転じたことが、政府成長率目標の達成に大きく貢献したことが分かる。

2024 年の政府目標の達成や 10 月～12 月の成長率の加速は、トランプ「効果」によるところが大きい。2025 年 1 月 20 日（現地時間）、トランプ氏は第 47 代米国大統領に就任した。トランプ氏は大統領選挙運動中、中国からの輸入品に 60%、その他の国・地域からの輸入品に 10%～20%の関税を賦課するとし、大統領選挙勝利後は中国に 10%の追加関税、カナダ・メキシコに 25%の関税を賦課するなどとした。高い関税が賦課される前に、中国には前倒して輸出をする（貿易相手国・地域からすれば前倒して輸入する）インセンティブが働いた可能性が高い。トランプ大統領は中国の対米輸出に限らず、ASEAN などからの迂回輸出にも警戒をしており、前倒しは広範囲にわたったとみられる。

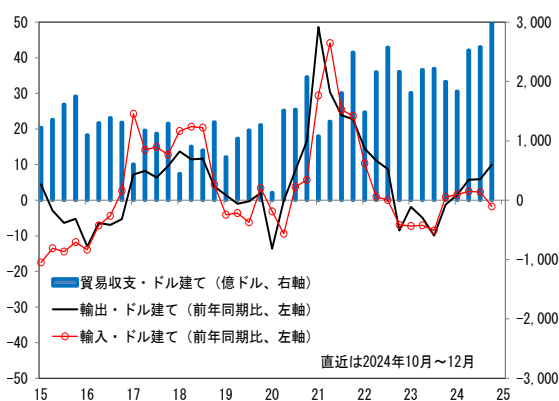
2024 年の中国の輸出（以下、貿易関連はドル建て）は 5.9%増となり、2023 年の 4.7%減から増加に転じた。一方、2024 年の輸入は 1.1%増（2023 年は 5.5%減）と、小幅な増加にとどまった結果、貿易黒字は 20.7%増の 9,922 億ドル（2023 年は 1.9%減の 8,221 億ドル）に拡大した。特に、10 月～12 月の輸出は 9.9%増に伸び率を高めた一方で、輸入は内需低迷を反映して 1.8%減と前年割れとなり、同期間の貿易黒字は 49.2%増の 2,979 億ドルを記録した。外需の実質 GDP 成長率寄与度は 1 月～9 月の 1.1%pt から 1 月～12 月は 1.5%pt へと拡大している。

実質 GDP 成長率(前年比) 需要項目別寄与度
(単位：%、%pt)

	実質GDP 成長率	最終消費 支出	総資本形成	純輸出
2015	7.0	4.8	1.6	0.6
2016	6.8	4.6	3.0	▲ 0.8
2017	6.9	3.9	2.7	0.3
2018	6.8	4.5	2.9	▲ 0.6
2019	6.1	3.6	1.8	0.8
2020	2.3	▲ 0.1	1.7	0.7
2021	8.6	5.5	1.1	1.8
2022	3.1	1.5	1.2	0.4
2023. 1-3	4.7	3.2	1.8	▲ 0.3
1-6	5.7	4.4	1.9	▲ 0.6
1-9	5.4	4.6	1.6	▲ 0.8
1-12	5.4	4.6	1.4	▲ 0.6
2024. 1-3	5.3	3.9	0.6	0.8
1-6	5.0	3.1	1.3	0.7
1-9	4.8	2.4	1.2	1.1
1-12	5.0	2.2	1.3	1.5

(出所) CEIC、中国国家统计局より大和総研作成

輸出入(前年同期比)と貿易収支(金額)の推移
(単位：%、億ドル)



(注) 輸出・輸入は四半期毎の前年同期比、貿易収支は合計
(出所) 中国通関統計より大和総研作成

消費は低迷。家電買い替え補助金政策は奏功も全体の押し上げには力不足

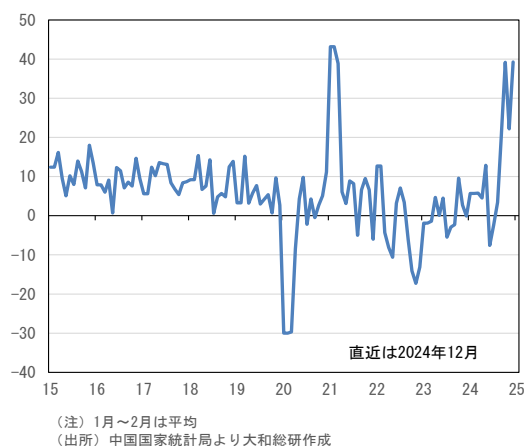
一方で、実質 GDP 成長率に対する内需の寄与度は 2023 年の 6.0%pt から 2024 年は 3.5%pt に低下した。中でも最終消費支出の寄与度が大きく低下している。

2024 年の小売売上は 3.5%増となり、2023 年の 7.2%増から減速した。もっとも、2023 年の好調は、上海市ロックダウンなど第 2 次コロナショックで 2022 年の小売売上が 0.2%減となった反動が大きく、2022 年と 2023 年の平均は 3.4%増であった。消費は 2022 年以降、低空飛行が続いているとみるのが妥当だろう。3 年にわたる不動産不況によるマイナスの資産効果が消費の抑制要因となっている可能性が高い。

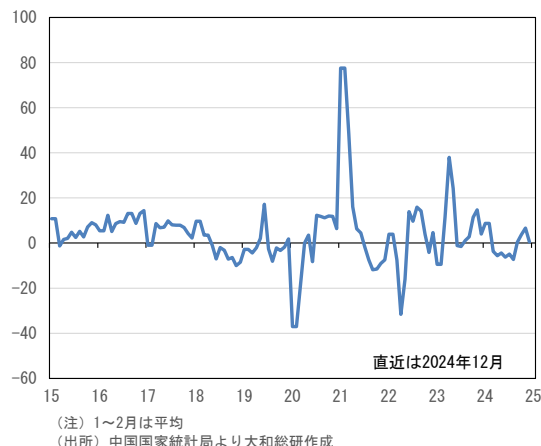
こうした中で、2024 年 7 月 25 日に発表された「大規模設備更新と消費財買い替えへの支援強化に関する若干の措置」では、個人が冷蔵庫、洗濯機、テレビ、エアコン、パソコン、給湯器、家庭用コンロ、レンジフードを買い替える際に、省エネ・節水性能によって価格の 15%（1 台当たり 1,500 元まで。2025 年 1 月 22 日時点で 1 元＝約 21.5 円）か、20%（同 2,000 元まで）を上限に補助金を支給するとした（それまでの補助金は価格の 10%、同 1,000 元が上限）。資金は 8 月末までに配分され、9 月以降、補助金政策が本格的に始動した。政策効果の発現により、家電・音響映像機材の販売金額は、8 月の 3.4%増から、9 月～12 月は 20%以上増を記録。2024 年年間では 12.3%増となり、2023 年の 0.5%増から大幅に増加した。家電の買い替え促進策は奏功したものの、消費全体を押し上げるには力不足であったということになる。

自動車については、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）は 1 万元から 2 万元に増額された。自動車販売金額は 2024 年 9 月に 7 カ月ぶりに増加に転じた後、11 月は 6.6%増と伸び率が高まったものの、12 月は 0.5%の微増にとどまった。12 月の自動車販売台数が 10.5%増であったことからすると、値引き競争が激化したか、自動車在庫が増えたか（中国の自動車販売台数は出荷ベース）、あるいはその両方が起きている可能性がある。結局、2024 年の自動車販売金額は 0.5%減となり、2023 年の 5.9%増から減少に転じた。

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：％）



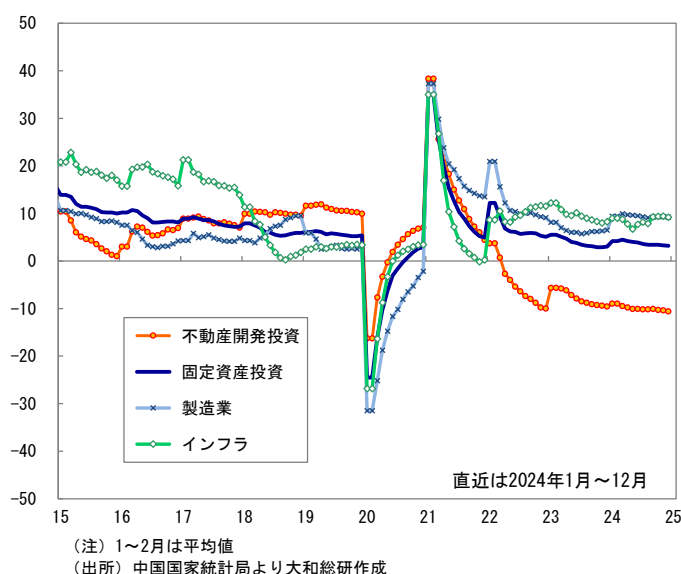
不動産開発投資は3年連続の減少。一方、それ以外の固定資産投資は堅調

2024年の全産業の固定資産投資は3.2%増となり、2023年の3.0%増から若干加速した。分野別には、製造業投資は2023年の6.5%増から2024年は9.2%増に、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は同様に8.2%増から9.2%増へと加速した。

一方で、2024年の不動産開発投資は10.6%減と、3年連続で10%前後の減少となった。2021年のピークを100とした場合、2024年は67.9の水準に落ち込んでいる。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。

なお、2024年の不動産開発投資を除く固定資産投資は7.2%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表れていることが示唆される。

固定資産投資全体、分野別の推移（1月から累計の前年同期比、単位：%）



2025年は不動産不況の行方と2つの前倒しの反動に要注意

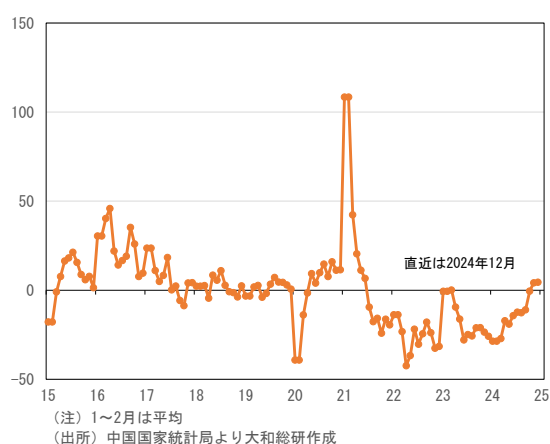
中国当局は3年にわたる不動産不況に終止符を打つべく、2024年に住宅ローン金利と頭金の割合を大幅に引き下げた。特に9月下旬に、当局が住宅市場テコ入れ策をさらに深掘りした政策パッケージを発表したことが、住宅需要の一部を刺激している可能性がある。2024年の住宅販売面積は14.1%減と大幅なマイナスが続いたが、単月では10月に減少幅が大きく縮小し、11月と12月は増加した。

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

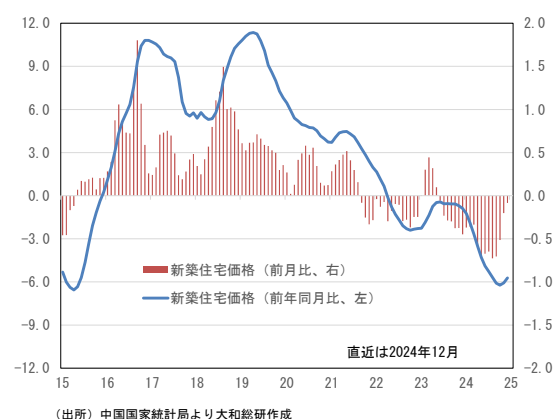
が回復するには住宅価格の中長期的な先高観が台頭することが重要だ。しかし、直近 2024 年 12 月の新築住宅価格は▲5.7%と、33 カ月連続の下落となった。住宅価格が中長期的に上昇すると
の期待が高まると考えるのは非常に困難であろう。

さらに、金融政策は 2024 年の「中立」から 2025 年は「適度な緩和」に変更された。これによって、住宅ローン金利のさらなる引き下げ期待が高まっている。筆者が懸念するのは、住宅価格の下落と住宅ローン金利のさらなる引き下げが想定される中で、住宅購入希望者が様子見の姿勢を強めることだ。

住宅販売面積（前年同月比）の推移（単位：％）



全国 70 都市新築住宅価格の推移（単位：％）



後にツケを回す 2 つの前倒し①家電・自動車の買い替え補助金政策

2024 年 7 月に発表された「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」は 2025 年も継続される。さらに、家電については、従来の 8 品目¹に浄水器、食洗機、炊飯器、電子レンジを対象に追加し、1 台当たりの補助金の上限は、省エネ・節水性能の違いにより、価格の 15%（1,500 元）、もしくは 20%（2,000 元）とされた。さらに、価格 6,000 元以下のスマートフォン、タブレット端末、スマートウォッチも対象に追加され、補助金は価格の 15%（1 台当たり 500 元が上限）とされた。

ただし、①多くの人々が、昨年 12 月末で補助金政策が終了すると認識していたため、先行した冷蔵庫など 8 品目については、需要をかなり先食いしてしまったこと、②従来と同レベルの補助金が支給される追加家電は 4 品目にとどまり、スマートフォンなどの補助金額は相対的に小さいことなどからすると、その効果は限定的であろう。家電の販売金額は 2024 年 9 月以降急増しており、特に、2025 年 9 月以降はその反動減が懸念される。

¹ 冷蔵庫、洗濯機、テレビ、エアコン、パソコン、給湯器、家庭用コンロ、レンジフード。

後にツケを回す2つの前倒し②トランプ「効果」からトランプ「リスク」へ

米トランプ大統領の就任前の前倒し輸出が、2024年の中国経済の牽引役となったが、2025年以降は、その反動とトランプ・リスクが懸念される。

トランプ大統領は大統領選挙後、中国に対して既存の関税措置に加えて10%、カナダ・メキシコに対して25%の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。また、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。トランプ関税が今後どうなるのか、不確実性が極めて高いが、トランプ・リスクの顕在化の程度が中国経済の先行きを大きく左右することは間違いあるまい。

2025年の政府成長率目標は引き続き5%前後に設定か？

トランプ・リスクや2つの前倒しの反動を勘案すれば、2025年の中国経済は一段と減速する可能性が高い。大和総研は2025年の実質GDP成長率を4.5%程度と予想している。それでも2025年の政府成長率目標は2023年から3年連続で5%前後に設定される可能性が高い。中国としては、様々な外交努力（ディール）でトランプ・リスク（特に関税）を低下させようと目論みつつ、財政出動を経済調節のバッファとして活用することになるだろう。

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。「さらに強化した」積極的財政政策という言い方は、初めてのことだ。

2024年12月の中央経済工作会议では、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。

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议で翌年の

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

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、2025 年は当初予算で 4%程度になるとの見方が出ている。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、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（2023 年の 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。地方政府特別債券は、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。

超長期国債の一部は設備更新や消費財の買い替え促進などに使われるが、中国は様々な分野の過剰生産能力が問題視されているし、補助金政策による家電・自動車販売促進は需要の先食いの面が大きい。また、地方政府特別債券はインフラ投資などに使用されるが、こちらも投資収益率は大きく低下している。旧態依然のやり方で身の丈以上の成長率を目指せば、金融リスクの増大など、そのツケは後ろに回されることになるだろう。

中国経済の長期展望

当社の主要国経済 Outlook では昨年 2 月号で今後 10 年程度の長期見通しを提示した。中国経済について、見通しに大きな変更はない。

中国の長期的な成長力は大きく低下しよう。これは、(1) 人口減少と少子高齢化の急速な進展、(2) 住宅需要の減退など総需要の減少、(3) 過剰投資と投資効率の低下、(4) それと表裏一体の過剰債務問題、(5) 「国進民退」問題、などの構造的な要因が中国の成長力を低下させるためである。大和総研は 2026 年～2030 年の実質 GDP 成長率を平均で 3.8%程度、2031 年～2035 年を同 2.7%程度と予想している。

2020 年 10 月に開催された第 19 期中央委員会第 5 回全体会議で習近平総書記は、「2035 年までに（実質）GDP や 1 人当たり収入を（2020 年の）2 倍にすることは完全に可能である」とした。2035 年までの年平均では 4.7%強の実質成長率が必要な計算だ。しかし、大和総研は、年平均の実質 GDP 成長率は 3.9%にとどまり、達成は不可能だと予想をしている。

(1) 人口減少と少子高齢化の急速な進展

中国国家統計局によると、2024 年末の中国の人口は前年末比 139 万人減の 14 億 828 万人となった。人口減少は 3 年連続である。出生率の低下が主因であり、背景には、1979 年から 2015 年まで続いた「一人っ子」政策の弊害、住宅・教育など高い経済コストの問題、結婚や出産に対する考え方の多様化、コロナショック以降の成長力の低下による雇用や所得への不安、などがある。ちなみに、中国政府によると、2023 年の中国の合計特殊出生率（1 人の女性が生涯で産む子どもの数）は 1.00 と、日本の 1.20（厚生労働省「人口動態統計」）に比べても低い。

高齢化の進展も加速している。一般に、65 歳以上の高齢者が人口に占める割合が 7%を超えた社会を高齢化社会、14%を超えた社会を高齢社会、21%を超えた社会を超高齢社会と呼ぶ。国

家統計局によると、中国が高齢化社会となったのは 2000 年、高齢社会となったのは 2021 年だった（2024 年の 65 歳以上人口は全体の 15.6%）。さらに、国連の最新の人口統計・推計である“World Population Prospects 2024”によると、2034 年には超高齢社会に突入する。高齢化社会から高齢社会は 21 年を要したが、高齢社会から超高齢社会への移行は 13 年しかかからない計算だ。今後も労働投入量の減少、高齢者社会保障負担の増加、貯蓄率の低下が、経済成長を押し下げることになるだろう。

（2）住宅需要の減退など総需要の減少

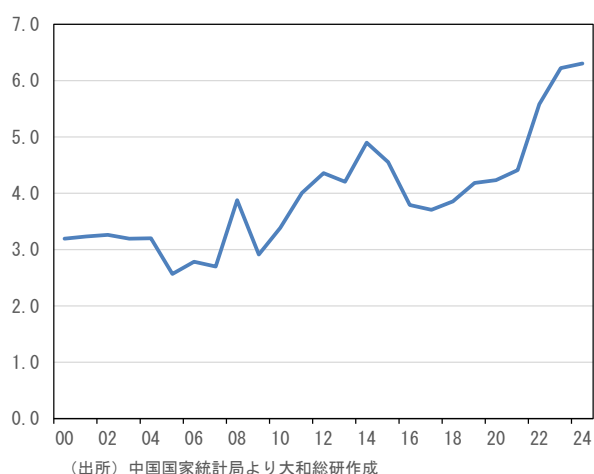
中国経済は 2022 年以降、不動産不況に苦しんでいる。2025 年の経済見通しのパートで述べたように、短期的に住宅市場が安定化する可能性はあるが、中長期的には厳しい状況となるだろう。

上記国連の統計・推計によると、中国最大の実需層を形成する 30 歳～34 歳の人口は 2021 年に直近のピークである 1 億 2,257 万人となった。しかし、同推計はこの人口層はその後の 10 年間で 33.5%減少し、2031 年には 8,151 万人に減るとしている。供給調整がうまくいかなければ住宅価格暴落の可能性がある、実需の減少見合いで供給を減らす必要がある。もはや不動産開発を牽引役とした経済発展パターンの再現は極めて困難であり、「縮小均衡」がベスト・シナリオになるだろう。

住宅は居住目的だけでなく、家計と企業が投資目的で保有することも多く、先行きの不透明感が強まれば、負債圧縮を目的に、家計は消費を、企業は投資を抑制する。銀行も不良債権増大により貸出余力が低下することになるだろう。地方政府は主要な歳入である土地使用権売却収入が減少して、財政難が深刻化することで、成長のための投資余力が低下する。これが、今まさに起きていることである。

下図は中国の住宅施工面積が住宅販売面積の何倍に相当するかを見たものであり、住宅販売面積が急減した 2022 年以降、この倍率は大きく上昇し、2024 年は 6.3 倍に達した。工事中断問題の改善によって、今後、住宅供給は増加することになる。この倍率を元に戻すには、住宅販売

住宅施工面積／住宅販売面積（単位：倍）



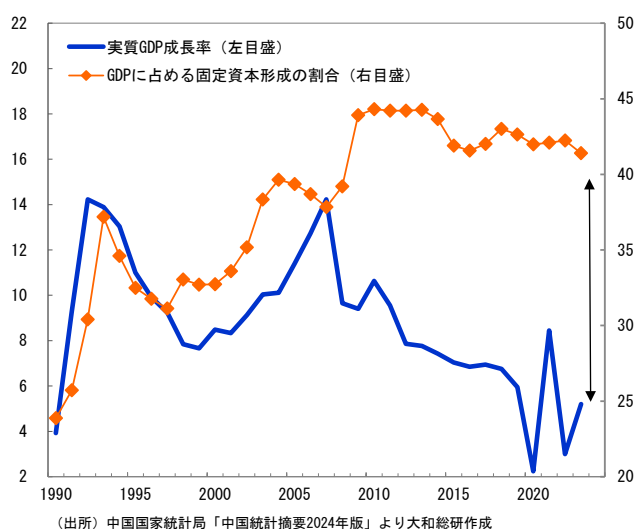
を増やす一方で、新規着工を厳格に抑制する必要がある。住宅実需が減少する中、新規着工の抑制は長期化する可能性が高いということだ。

(3) 過剰投資と投資効率の低下

中国は深刻な過剰投資問題を抱えている。GDP に占める固定資本形成の割合（投資比率）と、実質 GDP 成長率の関係をみると、リーマン・ショック後の 2008 年 11 月に発動された 4 兆元（2008 年の GDP 比 12.4%）の景気対策以降は、投資比率が大きく上昇しその後高止まりした一方で、GDP 成長率は概ね低下が続いている。投資効率が大きく低下しているのである。

中国の投資比率は 2009 年以降、2023 年（直近）まで 15 年にわたり 40%以上という、本来なら持続不可能と思われる水準が続いている。1978 年から 2008 年までの投資比率は平均で 31.9% であり、それを上回る部分を過剰投資とみなすと、2009 年～2023 年の累計では 120.4 兆元、2023 年の GDP 比では 93.0%に達する。このうちの相当程度については、投資回収期間の想定以上の長期化を余儀なくされ、不良債権化リスクにさらされている可能性が高い。

投資効率の低下（単位：%）



(4) 過剰債務問題

過剰投資と表裏一体なのが、過剰債務問題である。国際決済銀行（BIS）の統計によると、中国の債務残高の GDP 比はリーマン・ショック後の 2008 年 11 月の 4 兆元の景気対策以降、急拡大した。全体では 2008 年末の 134.8%から直近の 2024 年 6 月末には 292.0%に達している。主体別には、政府（中央・地方）は 2008 年末の 27.1%から 2024 年 6 月末には 87.4%に、同様に家計は 17.9%⇒62.1%、非金融企業は 89.8%⇒142.5%となった。債務残高の GDP 比が最も大きいのが非金融企業であり、その多くは国有企業によるものだ。また、この間に債務残高の GDP 比が最も増えたのが政府であった。

2024 年 11 月に発表された地方政府融資平台（中国版第 3 セクターと呼ばれる国有企業）の一

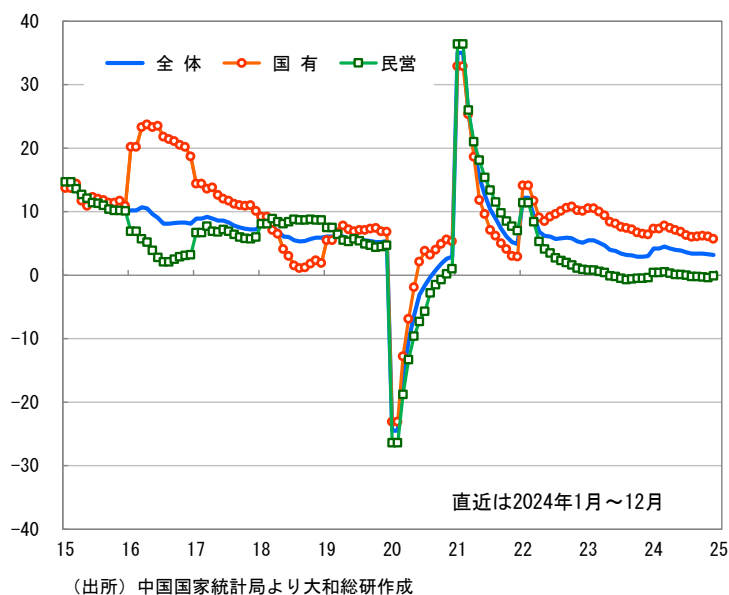
部債務の地方政府債務への付け替えは象徴的な動きである。中国は 2024 年から 2028 年にかけて、地方政府融資平台の債務の一部である 10 兆元（2023 年の GDP 比では 7.7%）を地方政府債務に置き換える。これは本来なら地方政府債務とすべきものを地方政府融資平台が肩代わりしたものであり、「隠れ債務」と呼ばれる。不動産不況などの影響で経営難に陥る地方政府融資平台が増加し、その対応が喫緊の課題となっていたのであろう。置き換えによって債務の低金利化・返済期間の長期化が図られ、地方政府融資平台の経営破綻リスクや銀行の貸し倒れリスクは低減することになる。しかし、抜本的な改革や処理が行われない限り、単に問題が先送りされるにすぎないことは留意すべきであろう。

(5) 「国進民退」問題

「国進民退」とは、政策の恩恵が国有企業に集中し、民営企業は蚊帳の外に置かれるだけでなく、マイナスの影響が及ぶことがある状況を指す。不動産不況下でもデフォルト（債務不履行）に陥るのは、民営デベロッパーがほとんどであった。下図は固定資産投資を国有部門と民営部門に分けたものであり、2022 年以降は国有部門の伸び率が民営部門のそれを大きく上回る状態が続いている。2024 年は国有部門が 5.7% 増であったのに対して、民営部門は 0.1% 減となった。

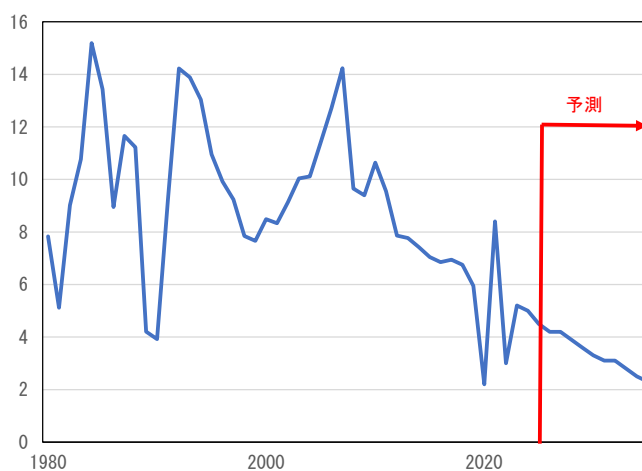
しかし、中国経済を根本から立て直すのに必要なのは、民営企業の活性化である。これはイノベーション重視への対応、さらには（特に若年層の）雇用・所得環境の改善にも必要不可欠である。そのことは習近平総書記もよく理解しているはずだ。習氏は 2018 年 11 月の民営企業座談会において、「民営経済は税収の 5 割以上、GDP の 6 割以上、技術革新の 7 割以上、都市部雇用の 8 割以上、企業数の 9 割以上を占める」と発言した。民営企業の圧倒的なプレゼンスに鑑みれば、民営企業にこそ、手厚いサポートがなされるべきであろう。

固定資産投資全体、民営・国有別の推移（1 月から累計の前年同期比、%）



しかし、「国進民退」からの脱却は、「言うは易し行うは難し」の典型である。2023年7月に党中央と国務院は、「民営経済の壮大な発展を促進することに関する意見」を発表し、民営企業へのテコ入れが本格化すると期待されたが、そうなのではない。さらに、近く発表されるであろう「民営経済促進法」は公平な市場参入と競争、生産要素の公平な使用などを謳う。これもしっかりと運用されなければ、意味はない。社会主義的な思考が強い習近平氏が民営企業を本当に重視できるのか。これができなければ、中国経済の安定的な拡大は望むべくもない。

中国の実質 GDP 成長率の推移（単位：％）



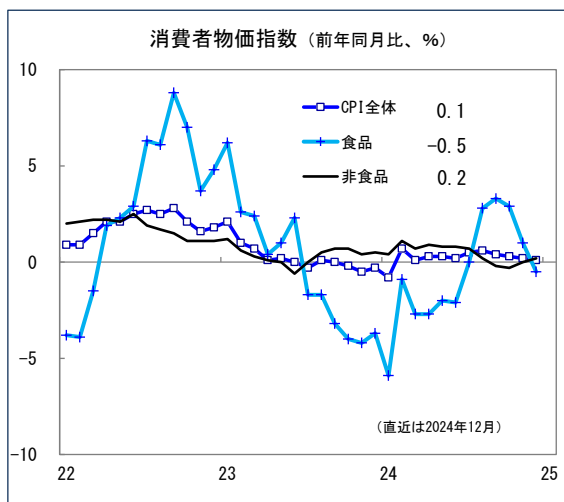
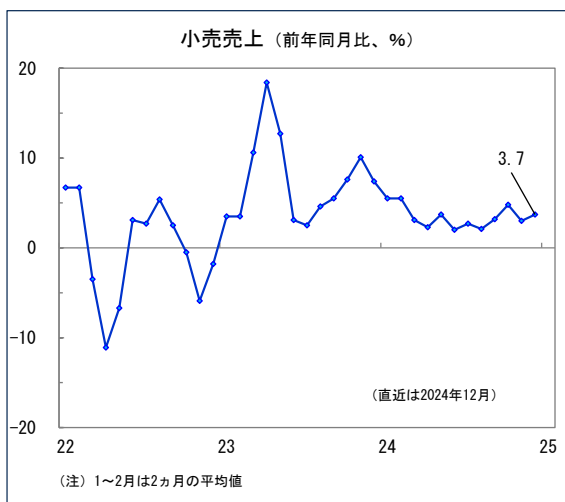
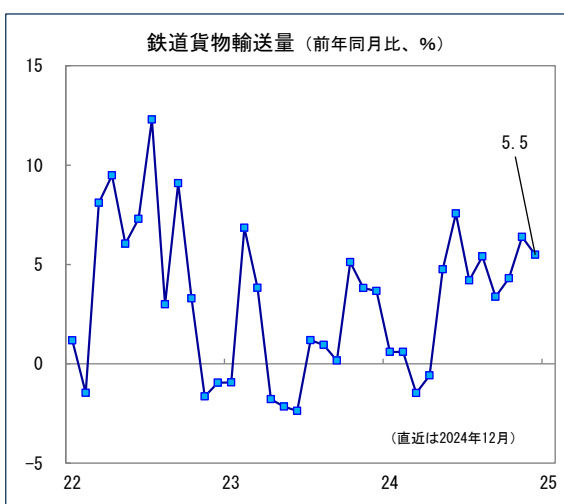
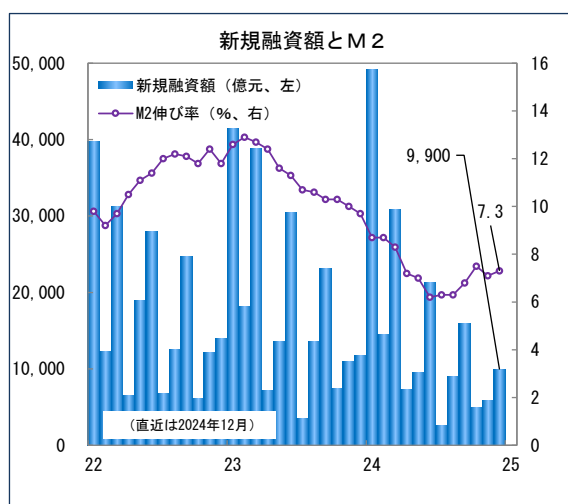
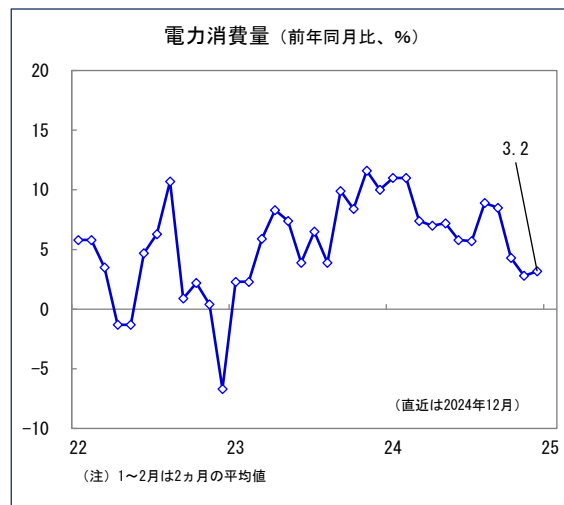
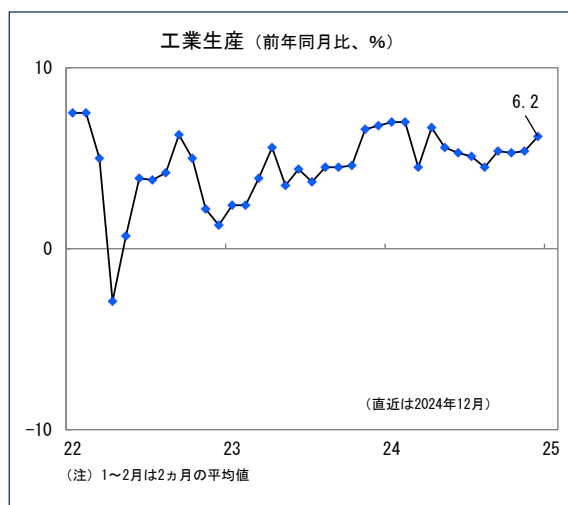
（注）2025年以降は大和総研の予測
（出所）中国国家統計局、大和総研

主要経済指標一覧

	2023年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	12月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、％）	5.3	-	-	5.3	-	-	4.7	-	-	4.6	-	-	5.4
工業生産（前年同月比、％）	6.8	7.0		4.5	6.7	5.6	5.3	5.1	4.5	5.4	5.3	5.4	6.2
電力消費量（前年同月比、％）	10.0	11.0		7.4	7.0	7.2	5.8	5.7	8.9	8.5	4.3	2.8	3.2
鉄道貨物輸送量（前年同月比、％）	3.7	0.6		-1.5	-0.6	4.7	7.6	4.2	5.4	3.4	4.3	6.4	5.5
固定資産投資（前年累計比、％）	3.0	4.2		4.5	4.2	4.0	3.9	3.6	3.4	3.4	3.4	3.3	3.2
不動産開発投資（前年累計比、％）	-9.6	-9.0		-9.5	-9.8	-10.1	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.3	-10.4	-10.6
小売売上（前年同月比、％）	7.4	5.5		3.1	2.3	3.7	2.0	2.7	2.1	3.2	4.8	3.0	3.7
消費者物価指数 全体（前年同月比、％）	-0.3	-0.8	0.7	0.1	0.3	0.3	0.2	0.5	0.6	0.4	0.3	0.2	0.1
食品（前年同月比、％）	-3.7	-5.9	-0.9	-2.7	-2.7	-2.0	-2.1	0.0	2.8	3.3	2.9	1.0	-0.5
非食品（前年同月比、％）	0.5	0.4	1.1	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	0.2	-0.2	-0.3	0.0	0.2
工業製品出荷価格指数（前年同月比、％）	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8	-2.5	-1.4	-0.8	-0.8	-1.8	-2.8	-2.9	-2.5	-2.3
工業生産者購入価格指数（前年同月比、％）	-3.8	-3.4	-3.4	-3.5	-3.0	-1.7	-0.5	-0.1	-0.8	-2.2	-2.7	-2.5	-2.3
新規融資額（億元）	11,700	49,200	14,500	30,900	7,300	9,500	21,300	2,600	9,000	15,900	5,000	5,800	9,900
M2伸び率（％）	9.7	8.7	8.7	8.3	7.2	7.0	6.2	6.3	6.3	6.8	7.5	7.1	7.3
輸出（前年同月比、％）	2.1	7.1		-7.6	1.3	7.4	8.5	6.9	8.6	2.4	12.7	6.6	10.7
輸入（前年同月比、％）	0.3	3.7		-2.0	8.3	2.0	-2.5	6.8	0.2	0.2	-2.4	-4.0	1.0
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	747.3	623.2		586.5	720.4	817.4	989.4	852.7	912.9	816.9	957.5	973.1	1,048.4
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、％）	1.7	1.3	1.0	0.8	-0.5	-1.8	-2.4	-3.3	-3.6	-4.6	-4.9	-5.3	-5.4
上海（前年同月比、％）	4.5	4.2	4.2	4.3	4.2	4.5	4.4	4.4	4.9	4.9	5.0	5.0	5.3
商用不動産 着工面積（前年累計比、％）	-20.9	-30.5		-28.3	-24.7	-24.3	-23.8	-23.2	-22.6	-22.3	-22.7	-23.0	-22.5
竣工面積（前年累計比、％）	15.8	-21.1		-21.4	-20.3	-20.1	-21.8	-21.8	-23.6	-24.4	-23.9	-26.2	-26.1
不動産販売 面積（前年累計比、％）	-17.7	-24.9		-24.3	-22.3	-21.1	-19.5	-18.6	-18.0	-17.1	-15.8	-14.3	-12.8
金額（前年累計比、％）	-12.5	-31.6		-30.1	-29.4	-28.4	-25.3	-24.3	-23.6	-22.7	-20.9	-19.2	-17.0

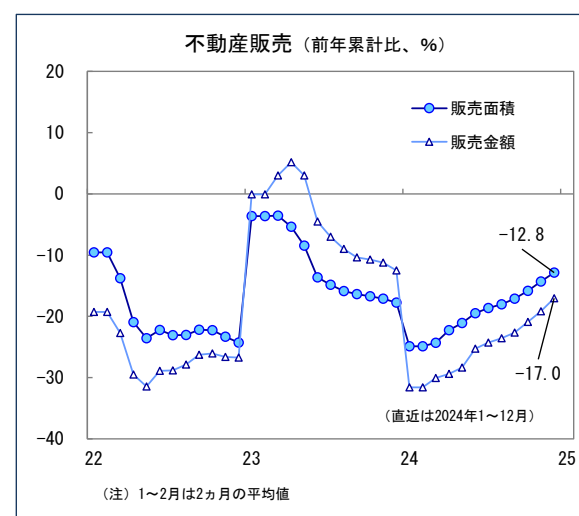
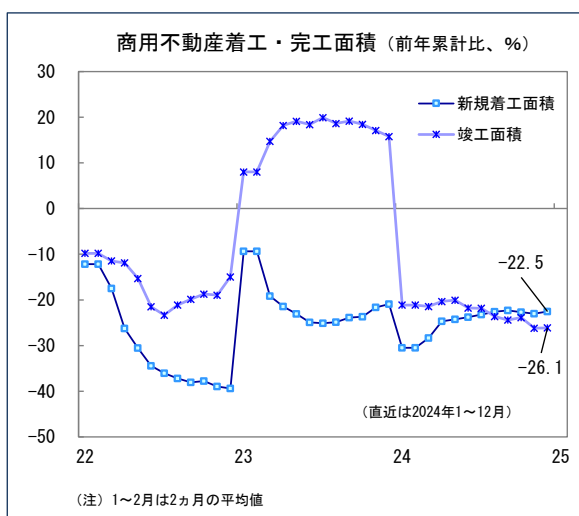
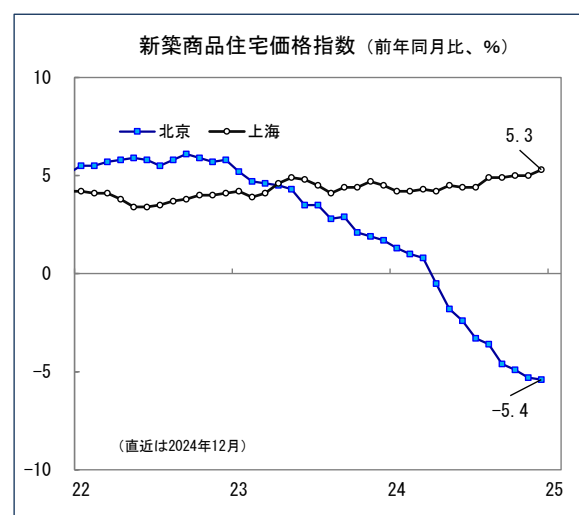
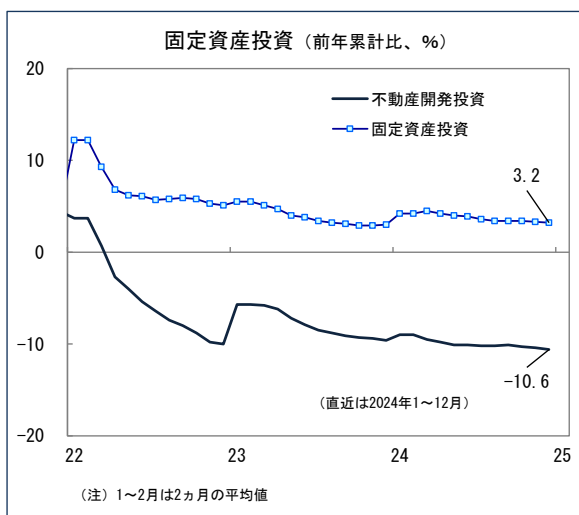
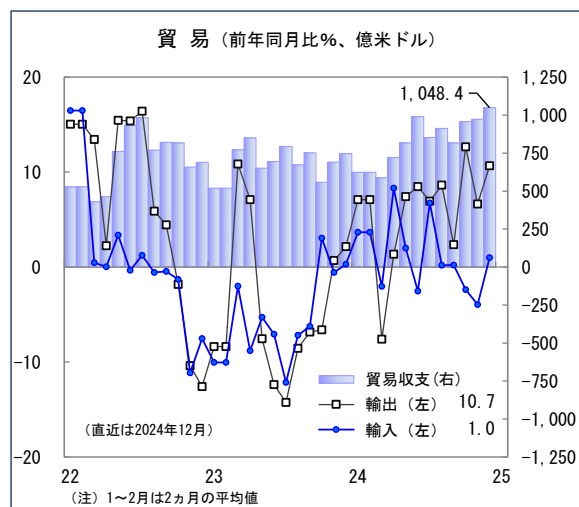
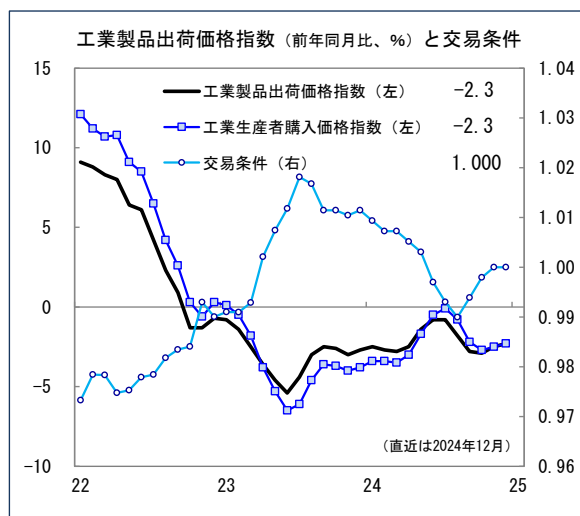
（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家統計局、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