

2025年2月26日 全15頁

# 日本経済見通し：2025年2月

## 経済見通しを改訂／景気回復を見込むも「トランプ2.0」などに警戒

経済調査部	シニアエコノミスト	神田 慶司
	シニアエコノミスト	久後 翔太郎
	エコノミスト	田村 統久
	エコノミスト	山口 茜
	エコノミスト	岸川 和馬
	エコノミスト	中村 華奈子

### [要約]

- 2024年10-12月期のGDP1次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質GDP成長率は2024年度+0.7%、2025年度+1.3%、2026年度+1.1%（暦年ベースでは2025年+1.5%、2026年+1.1%）と見込む。
- 春闘での高水準の賃上げ継続などを背景に、実質賃金は上昇基調が明確になり、2026年度にかけて前年比+1%程度で推移するだろう。賃上げと価格転嫁の循環などにより、CPI上昇率の基調は同+2%程度で安定する見込みだ。家計の所得環境の改善や政府の経済対策、インバウンド需要の増加、高水準の家計貯蓄などが日本経済を下支えしたり、押し上げたりするとみている。ただし、米トランプ新政権の政策（「トランプ2.0」）や大幅な円高など外部環境の変化には警戒が必要だ。
- 日本銀行は経済・物価・金融情勢を注視しつつ、2025年7-9月期（月次ベースでは7月）に短期金利を0.75%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。予測期間の終盤には短期金利は1.50%に達する見込みだ。実質金利は予測期間を通してマイナス圏で推移し、当面は緩和的な金融環境が維持されるだろう。

## 1. 緩やかな景気回復を見込むも「トランプ 2.0」などに警戒

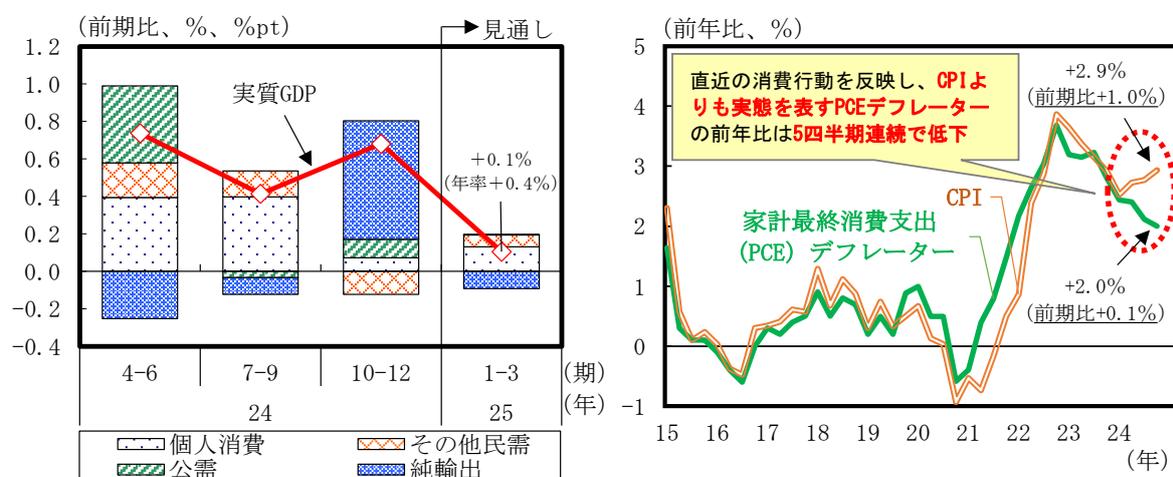
### 2024 年 10-12 月期の実質 GDP は 3 四半期連続のプラス成長

2024 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は 1 次速報値で前期比年率+2.8% (前期比+0.7%) と、3 四半期連続のプラス成長だった<sup>1</sup>。輸出や設備投資など幅広い需要項目で増加が見られたが、輸入の減少で GDP 成長率が押し上げられた面も大きく、その点は割り引いてみる必要がある。

実質 GDP を需要項目別に見ると (図表 1 左)、民需関連では個人消費、設備投資、住宅投資が増加した一方、民間在庫変動の GDP 成長率への寄与度はマイナスだった。公需関連では政府消費が増加した一方、公共投資は減少した。外需関連では輸出が増加し、輸入が減少したことで、純輸出は 5 四半期ぶりにプラスとなった。

このうち個人消費については、2024 年 4-6 月期から 2 四半期連続で前期比+0.7%と高い伸び率が続いたことや、食料品を中心とした物価高騰などの影響で、10-12 月期は減少するとの見方が公表前に多かったものの同+0.1%と底堅く推移した。その理由の 1 つに、一部食料など価格高騰品目の購入を控える一方、価格が安定的な品目の購入に積極的になり、物価高による個人消費への影響が緩和されたことがあるとみられる。

図表 1：実質 GDP 成長率の実績と見通し (左)、CPI と家計最終消費支出デフレーター (右)



(注) 左図は季節調整値。右図は原数値の前年比で、括弧内の前期比のみ季節調整値から算出。

(出所) 内閣府、総務省統計より大和総研作成

10-12 月期の消費者物価指数 (CPI) は 3 四半期連続で前年同期比の伸び率が高まり、前期比+1.0%だった。一方、GDP 統計における家計最終消費支出 (PCE) デフレーターは同+0.1%にとどまった (図表 1 右)。CPI は基準年 (現行は 2020 年) の消費バスケットで固定されているため、例えばある商品の価格が高騰したとき、その購入量を減らしつつ価格が安定的な商品の購入量を増やすといった行動は CPI には反映されない。これを反映する PCE デフレーターは CPI よりも実態を表し、米連邦準備制度理事会 (FRB) も重視する物価指標だ。家計が直面する物価

<sup>1</sup> 詳細は、神田慶司・田村統久「[2024 年 10-12 月期 GDP \(1 次速報\)](#)」(大和総研レポート、2025 年 2 月 17 日)を参照。

の伸びはCPIほどには高まっておらず、結果としてCPIなどから公表前に予想された10-12月期の実質消費支出は実績よりも弱めになったとみられる。

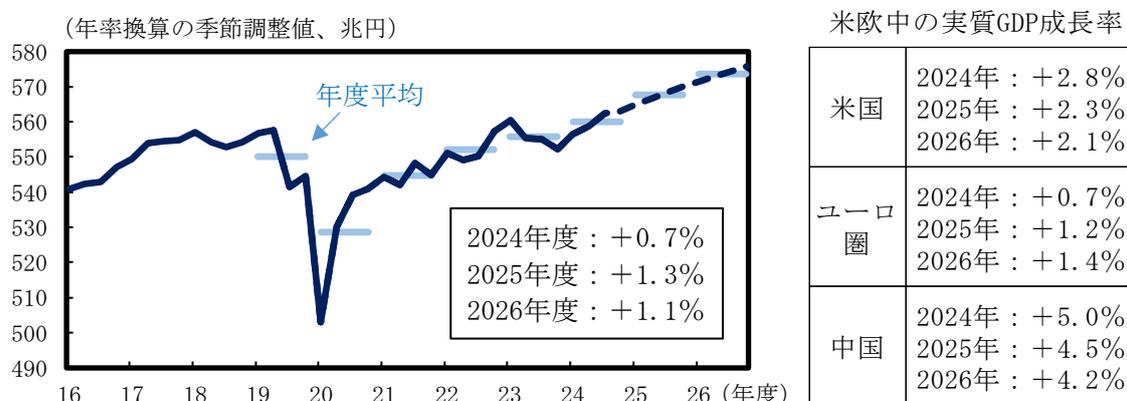
実質雇用者報酬は前期比+1.5%と5四半期連続で増加し、2021年1-3月期以来の高水準となった。総務省「労働力調査」に見る雇用者数は同+0.6%、雇用者数で除した1人あたり実質雇用者報酬（≒実質賃金）は同+0.9%だった。後者を前年同期比で見れば3四半期連続のプラスで伸び率が高まっており、厚生労働省「毎月勤労統計調査」で見ると実質賃金の上昇基調が明確である（後掲図表4右）。

2025年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.4%（前期比+0.1%）とみている。輸入が増加に転じることもあって成長率は小幅になるものの、4四半期連続のプラス成長を見込んでいる（前掲図表1左）。

## 日本の実質GDPは2026年度にかけて1%程度のプラス成長を見込む

図表2ではメインシナリオにおける実質GDPの推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新（2月26日時点）の見通しに基づく。詳細については各国の経済見通しを参照されたい。

図表2：日本の実質GDP見通し（左）と海外経済の前提（右）



(注) 図中の破線は大和総研による予測値。米欧中の見通しは大和総研の各国担当者の予測に基づく。  
(出所) 内閣府、各国統計より大和総研作成

上記の海外経済見通しの下、メインシナリオにおける日本の実質GDP成長率は2024年度で前年比+0.7%、2025年度で同+1.3%、2026年度で同+1.1%と見込んでいる（暦年ベースでは2025年で同+1.5%、2026年で同+1.1%）。

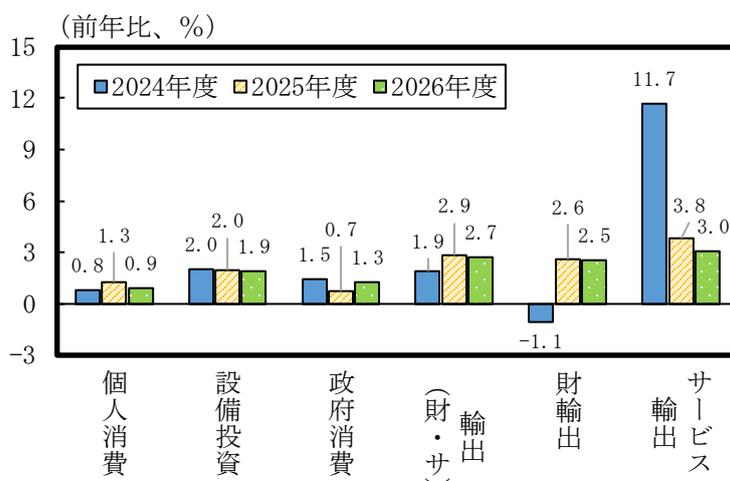
2024年度の成長率見通しは、2024年12月9日に公表した当社の「[第223回日本経済予測（改訂版）](#)」（以下、前回予測）から0.2%pt引き上げた。2024年10-12月期における輸入の下振れや、公共投資における過去実績の遡及改定などを反映した。2025年度は前回予測から0.1%pt引き下げた。輸入の持ち直しなどを織り込んで2025年1-3月期の成長率を下方修正したことで、「成長率のゲタ」（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる前年比の実質GDP成長率）が

+0.5%へと低下したのが主因である。

今回、新たに2026年度の見通しを示したが、四半期ベースの実質GDP成長率は前期比年率+1%程度と、緩やかな景気回復を想定している。

主な需要項目に関しては、**図表3**のような推移を見込んでいる。このうち個人消費は、賃上げ継続などによる所得環境の改善や高水準の家計貯蓄などを背景に、緩やかな増加が続く見込みである。

図表3：主な需要項目の見通し



(注)「財・サ」は財およびサービス。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

人手不足の深刻化などを背景に、2025年春闘では前年に続き、高水準の賃上げ率となる公算が大きい。当社では、2025年春闘での定期昇給込みの賃上げ率（加重平均、日本労働組合総連合会（連合）集計値）を5.0%程度<sup>2</sup>、ベースアップ（ベア）率を3.5%程度と想定している。一般労働者の所定内給与の前年比を直近40年間（1985～2024年度）のベア率で回帰した結果に基づくと、一般労働者の所定内給与は2025年度に前年比+4.1%へと高まる可能性がある（**図表4左**）。ただし、2023年度と2024年度（実績見込み）は回帰線から下振れしており、両年度の関係から機械的に延伸すれば、2025年度は同+2.7%にとどまる。当社では中小企業での賃上げ加速などを織り込んで、2025年度の一般労働者の所定内給与を同+3.0%程度と想定した。2026年度も積極的な賃上げが継続されることなどから、同程度の伸びを見込んでいる。

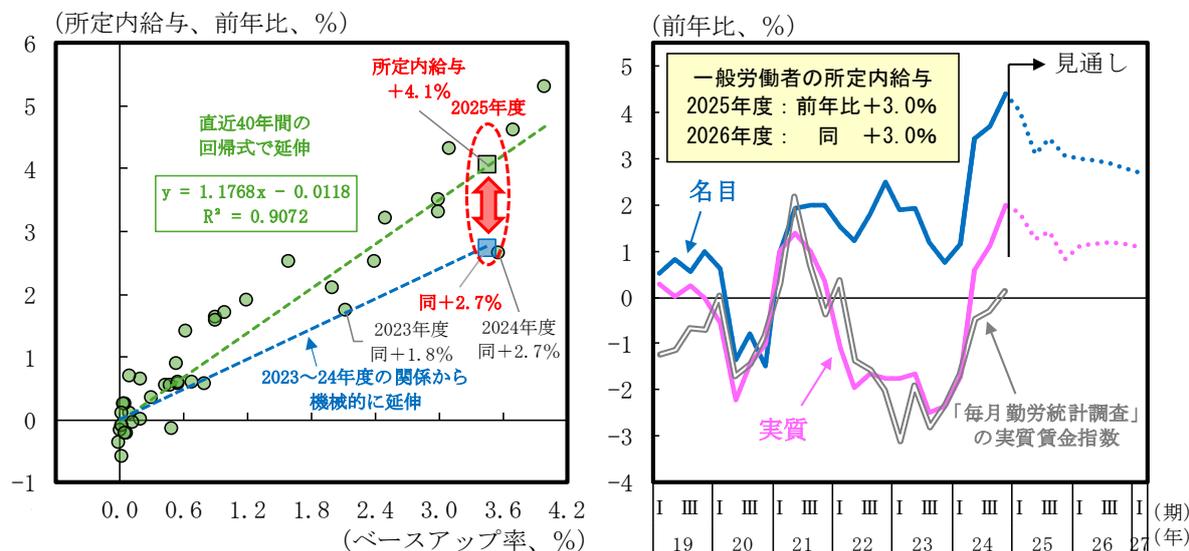
マクロで見た賃金は堅調な推移が見込まれる。厚生労働省「毎月勤労統計調査」の実質賃金指数よりも実態を表す<sup>3</sup>とみられる1人あたり実質雇用者報酬は、2024年4-6月期に10四半期ぶ

<sup>2</sup> 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連合集計値ベースで4.2%程度と試算され、前年（5.1%）から低下する可能性がある。一方、企業間の人材獲得競争の激化や食料品を中心とした物価高騰などを背景に、労使ともに賃上げに積極的な姿勢を直近でも示している。また、価格転嫁は一段と進みやすくなっており、労働力確保のために賞与の引き上げからベアに切り替える中小企業が増える可能性があることを踏まえ、本予測では前年並みの賃上げ率を見込んだ。

<sup>3</sup> GDP統計の実質雇用者報酬と毎月勤労統計調査の実質賃金指数の違いについては、神田慶司「[2025年の実質賃金はどうなる？](#)」（大和総研コラム、2025年1月27日）などを参照。

りに前年比でプラス圏へと浮上すると、10-12月期には同+2.0%まで加速した（図表4右）。物価上昇の再加速などで伸び率が低下する局面はあるものの、1人あたり実質雇用者報酬は2026年度にかけて、これまでの労働生産性上昇率並みの同+1%程度で推移しよう。

図表4：ペア率と一般労働者の所定内給与の伸び率（左）、1人あたり雇用者報酬の見通し（右）



（注）左図のベースアップ率は2014年度まで厚生労働省「賃金事情等総合調査」、2015年度以降は日本労働組合総連合（連合）集計値。所定内給与は一般労働者で、前年比は1993年度まで厚生労働省「賃金構造基本統計調査」、1994年度以降は同「毎月勤労統計調査」より算出。2024年度は見込み。右図の1人あたり雇用者報酬は季節調整値の前年比で、点線は大和総研による予測値。

（出所）厚生労働省、総務省、内閣府統計、日本労働組合総連合会（連合）資料より大和総研作成

設備投資は、緩和的な金融環境が当面継続する中で、コロナ禍や物価高により企業が先送りしてきた更新投資や能力増強投資などが発現するとみている。積極的な賃上げに伴う資本の相対価格の低下などを受けて省力化に向けた投資が拡大するほか、DX（デジタルトランスフォーメーション）やGX（グリーントランスフォーメーション）に関連したソフトウェア投資や研究開発投資も増加する見込みだ。他方、海外経済をめぐる不透明感の強まりや人手不足を背景とした工期の遅れなどが、設備投資の伸びを抑制する可能性もあり、警戒が必要だ。

政府消費は、2024年度に堅調に推移した反動などから2025年度はやや低い伸び率にとどまるものの、高齢化が進展し、医療・介護給付費の増加圧力が高まる中で、2026年度にかけて伸びが加速しよう。

輸出のうち、財輸出は2025年半ばにはシリコンサイクル（世界の半導体市況）の回復が一服し、2026年の後半には調整局面入りするとみられるものの、世界経済の安定的な成長などを背景に、総じて堅調な推移が続くとみられる。また、サービス輸出はインバウンド需要の拡大が続くほか、業務サービスなどの趨勢的な増加が下支えするとみている。

## 2. 今後の日本経済のポイント

### 日本経済の主な「下支え・押し上げ要因」と「下振れリスク」

足元の経済状況を踏まえつつ、今後の日本経済の主な下支え・押し上げ要因と下振れリスクをまとめたものが**図表 5**である。

#### <経済の下支え・押し上げ要因>

2026年度までに主に見込まれる要因としては、前回予測と同様、「賃上げ等による家計の所得環境の改善」「政府の経済対策」「緩和的な金融環境の継続」「インバウンド需要の増加」「高水準の家計貯蓄」「シリコンサイクルの回復」が挙げられる。物価と日本銀行（日銀）の金融政策の見通しは後述するが、CPI 上昇率の基調は2%程度で安定し、日銀は緩やかなペースで追加利上げを実施していくと見込んでいる。

前述のように、2024年10-12月期の1人あたり実質雇用者報酬は3四半期連続で前年比プラスとなり、2025年1-3月期以降も春闘での高水準の賃上げ継続などもあってプラス圏で推移する見込みである（**前掲図表 4 右**）。また政策面では、年1.3兆円規模の児童手当の拡充<sup>4</sup>が2024年10月分（支給は12月）から始まったことや、「103万円の壁」対策で基礎控除等が引き上げられることなども所得環境を改善させる。

2024年11月22日に石破茂政権が閣議決定した総合経済対策については、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。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<sup>5</sup>。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。

経済対策は当面の日本経済を下支えする一方、2025年度に国と地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス、PB）を黒字化させる政府の財政健全化目標の達成は極めて困難になったといえる。「[日本経済見通し：2025年1月](#)」で示したように、2025年度のPBは▲14.3兆円（名目GDP比▲2.3%）程度と見込まれる。

<sup>4</sup> 所得制限が撤廃され、支給期間は高校生年代まで延長された。また、支給額は0～2歳が月1.5万円、3歳～高校生年代が月1万円、第3子以降は年齢を問わず月3万円となった。

<sup>5</sup> 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と判断した施策や、本稿執筆時点で内容が確定していない「103万の壁」引き上げなどの施策は試算の対象から除外した。

図表5：今後の日本経済の主な「下支え・押し上げ要因」と「下振れリスク」

経済の下支え・押し上げ要因
<p><b>○賃上げ等による家計の所得環境の改善</b> 24年10-12月期まで3四半期連続で前年比プラスだった<b>実質賃金</b>（1人あたり実質雇用者報酬）は<b>プラス圏で推移</b>する見込み（労働生産性並みの<b>同+1%程度</b>）。<b>25年の春闘賃上げ率は前年並みの5.0%程度</b>（連合集計値ベース）となる可能性。<b>年1.3兆円規模の児童手当の拡充</b>が24年10月分（支給は12月）から開始され、所得税の<b>基礎控除等</b>が引き上げ</p> <p><b>○政府の経済対策</b> 石破政権の経済対策の経済効果は<b>今後3年間で6.8兆円と想定</b>。低所得世帯向けの<b>給付金、エネルギー高対策の再開・延長、国土強靱化</b>などが景気を下支えする一方、国・地方のプライマリーバランスを25年度に黒字化させる<b>財政健全化目標の達成は極めて困難に</b></p> <p><b>○緩和的な金融環境の継続</b> 生鮮食品・エネルギーを除くCPIは<b>前年比+2%程度で推移</b>する見込み。日銀は<b>25年7-9月期（月次では7月）に短期金利を0.75%に引き上げ</b>、その後は<b>半年に一度程度のペースで0.25%ptの追加利上げ</b>を行うと想定（実質短期金利は<b>マイナス圏</b>で推移）</p> <p><b>○インバウンド需要の増加</b> 24年に3,687万人だった訪日外客数は<b>25年に4,600万人、26年に4,800万人</b>の見込み（実質インバウンド消費額は24年の6.7兆円から<b>25年に7.9兆円、26年に8.3兆円</b>）。25年は<b>中国人訪日客数の本格回復</b>もあって増勢を維持するも、26年は緩やかな回復にとどまる見込み</p> <p><b>○高水準の家計貯蓄</b> 家計金融資産は実質賃金の下落直前の<b>21年12月末から直近の24年9月末までに+137兆円</b>（負債を除いたネットベースで同+113兆円）。株式市場の回復基調が続けば、<b>資産効果</b>を通じて消費を押し上げる可能性</p> <p><b>○シリコンサイクル（世界の半導体市場）の回復</b> <b>シリコンサイクルは25年半ばに頭打ち</b>となり、<b>26年後半から調整局面入り</b>する見込み。先端半導体で高いシェアを持つ台湾や韓国の電子部品・デバイス工業の出荷在庫バランスや、世界半導体販売額には頭打ちの兆し。米AI投資拡大の効果は今後4年間で緩やかに発現か</p>
経済の下振れリスク
<p><b>○「トランプ2.0」や金融引き締め長期化による米国景気の悪化</b> 米トランプ新政権の追加関税、移民規制の強化、歳出削減、AI投資拡大は、25~29年の<b>米実質GDP成長率を最大で年率1.2%pt押し下げ</b>。穏健的な政策が取られても<b>インフレが再燃すれば</b>、引き締めの金融環境が長期化して<b>景気後退や株価調整</b>を招く可能性も（過去の景気後退局面と同程度の株安は逆資産効果を通じて<b>米国の実質GDPを0.8%押し下げ</b>）</p> <p><b>○米中対立の激化や経済安保の強化による経済活動の抑制</b> 日本が中国向け半導体製造装置輸出を全面規制すれば<b>2兆円超の輸出減</b>。米国の<b>対中投資規制（25年1月施行）に日本も参加</b>したり、報復措置として中国が<b>レアメタルなど重要物資の輸出規制を強化</b>したりする可能性も</p> <p><b>○中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化</b> 原油価格が150ドル/bblに上昇すると<b>日本の実質GDPへの影響（年間）は▲0.6%</b></p> <p><b>○円高の進行</b> 10円の円高ドル安による<b>日本の実質GDPへの影響（年間）は▲0.2%</b>。日米の金融政策の方向性の違いや米国の景気後退などにより<b>購買力平価（90~130円/ドル程度）</b>が意識されることも</p> <p><b>○中国の過剰債務問題の顕在化</b> 技術の停滞等を背景に中国の<b>資本ストックは2,840兆円過剰</b>（資本係数の長期トレンドからの乖離幅）</p>

（出所）各種統計より大和総研作成

インバウンド需要は2022年秋から力強く回復してきたが、中国の景気減速を背景とする中国人旅行客数の回復の遅れなどが重しとなり、2024年に入ってからペースが鈍化しつつあった。しかし、2024年秋以降は為替が再び円安方向に動いたこともあり、韓国や北米からの訪日客が顕著に増加した。また、年末頃からは航空会社が日本と中国間の便数を拡大させたことで中国人旅行客数が大幅に増加するなど、再び訪日外客数の回復ペースが加速している。

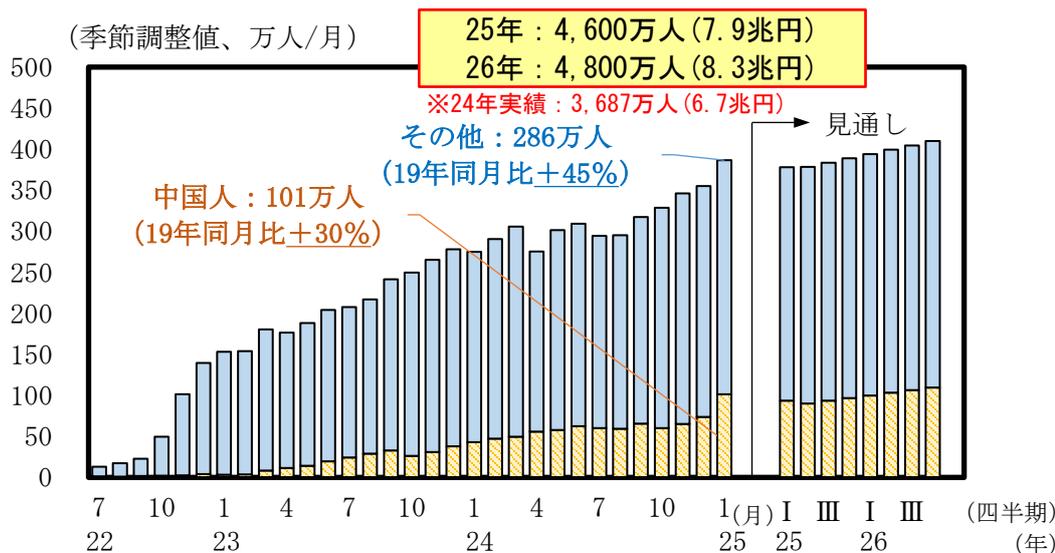
日本政府は訪日中国人の入国ビザの条件を緩和する方針を2024年12月に発表した。直近の2025年1月は春節の効果<sup>6</sup>もあって中国人訪日客数が2019年同月比+30%とコロナ禍以降初めて2019年同月の水準を上回った（2024年12月は同▲15%）。世界各国への中国人旅行客数（主要行先）の動向を2024年末まで確認すると、中国の景気減速を背景に中国人が海外旅行を抑制

<sup>6</sup> 春節の連休時期が2019年と2025年で異なる（2019年は2月4日～10日、2025年は1月28日～2月4日）点には留意が必要である。

している状況には変わらないものの、足元では日本が旅行先としてこれまで以上に選ばれるようになってきていることが示唆される。

こうした状況を踏まえ、インバウンド需要の見通しを前回予測から上方修正した。2024年に3,687万人（実質消費額で6.7兆円）だった訪日外客数は、2025年に4,600万人程度（同7.9兆円程度）、2026年に4,800万人程度（同8.3兆円程度）へと増加するとみている（**図表6**）。

**図表6：訪日外客数の推移と見通し（括弧内の金額は実質消費額）**



(注) 大和総研による季節調整値。

(出所) 観光庁、内閣府統計より大和総研作成

高水準の家計貯蓄は個人消費を継続的に下支えするとみられる。家計の金融資産残高は実質賃金が下落基調に入る前の2021年12月末から直近の2024年9月末までに137兆円増加し、2,179兆円だった（負債を除くベースでは113兆円増加して1,787兆円）。トランプ政権は誕生直後から関税政策に積極的で、世界の貿易活動に対する先行き不透明感は急速に強まったが、AI関連の投資拡大や規制緩和への期待などもあって金融市場は安定的に推移している。実体経済が今後も堅調に推移して株価の回復基調が明確になれば、資産効果を通じて国内の個人消費などを押し上げる可能性がある。

世界半導体販売額に見るシリコンサイクルは、2024年12月にかけて回復ペースが鈍化している。国内の電子部品・デバイス工業の生産指数や、先端半導体などで高いシェアを持つ台湾や韓国の電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスなどの関連指標にも同様の動きが見られる。また、これらに先行するSOX指数（フィラデルフィア半導体株指数）は足元で低下基調にある。シリコンサイクルは4年程度の周期で好況と不況を繰り返す傾向があることも踏まえると、世界半導体販売額は2025年半ばに頭打ちの傾向が鮮明化した後、2026年後半にも調整局面に入る可能性がある。一方、トランプ政権によるAI関連投資の拡大は半導体需要を喚起し、投資計画が4年間にわたることから、この影響は投資の拡大に沿って緩やかに発現するとみている。

## <経済の下振れリスク>

日本経済の下振れリスク要因は、海外を中心に多く存在する。具体的には、「『トランプ 2.0』や金融引き締め長期化による米国景気の悪化」「米中対立の激化や経済安保の強化による経済活動の抑制」「中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化」「円高の進行」「中国の過剰債務問題の顕在化」などが挙げられる（**前掲図表 5**）<sup>7</sup>。

日本経済及び世界経済にとっての当面の最大のリスクは、トランプ政権の政策、いわゆる「トランプ 2.0」だ。2025 年 2 月 4 日には、中国からの米国への輸入品に一律で 10%の追加関税を課す措置が発動された。トランプ大統領は鉄鋼・アルミニウム製品の米国輸入に対する 25%の追加関税や、相互関税の導入などの大統領令にも署名し、自動車などへの 25%の追加関税を検討している。また、不法移民対策の強化や政府職員の人員削減などにも意欲的である。これらは米国経済を悪化させるとみられるが、一方で AI 関連投資の拡大や規制緩和なども見込まれており、「トランプ 2.0」によるプラス面の影響にも目を向ける必要がある。

当社のメインシナリオでは、トランプ政権が掲げる各種政策が穏健化することで米国経済への悪影響は軽微とみている。ただし、米国経済が堅調に推移しても、インフレが再燃して引き締めの金融環境が長期化すれば、結果として米国の景気後退や資産価格の調整を招く可能性も否定できない。この点、過去の景気後退局面と同程度の株安が発生すると、逆資産効果を通じて米国の実質 GDP は 0.8%程度押し下げられると試算される<sup>8</sup>。

「トランプ 2.0」による経済への影響については、当社の「**第 224 回日本経済予測**」（2025 年 2 月 21 日）の**第 4 章**で取り上げたが、そこでの試算結果をまとめたのが**図表 7**である<sup>9</sup>。ここでは「トランプ 2.0」の主要 4 政策（関税政策・政府効率化省・移民政策・AI 関連投資）のそれぞれについて、「穏健」「リスク」「テールリスク」という 3 つのシナリオを想定した。

このうち「穏健シナリオ」では、各政策が実施されない場合と比較して、2025～29 年における米国の実質 GDP 成長率への影響は年率▲0.0%pt と限定的で、日本経済への影響も同様だ。一方、「リスクシナリオ」における米国と日本の実質 GDP 成長率への影響は同▲0.4%pt となり、「テールリスクシナリオ」では米国で同▲1.2%pt、日本で同▲0.9%pt と成長率が大きく下押しされる。

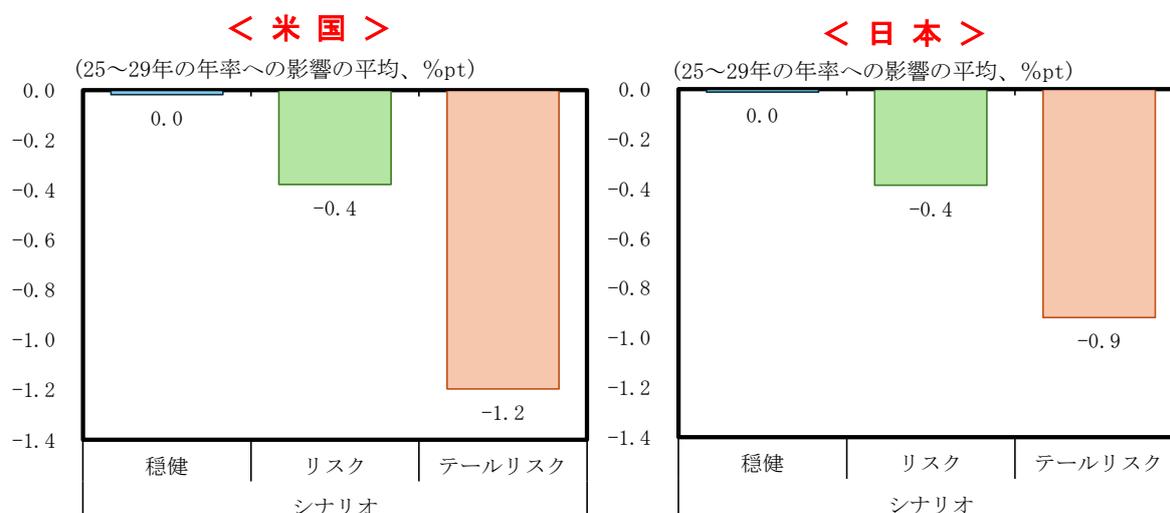
この試算では、分析の作成時点で詳細が明らかになっていない相互関税などを想定しておらず、これらが実際に発動されれば成長率が一段と下押しされる恐れがある。不確実性は極めて大きく、「トランプ 2.0」の今後の動向や経済活動への影響を注視する必要がある。

<sup>7</sup> 「中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化」による原油高の影響と「中国の過剰債務問題の顕在化」については当社の「**第 220 回日本経済予測（改訂版）**」（2024 年 3 月 11 日）を、「円高の進行」については当社の「**第 222 回日本経済予測（改訂版）**」（2024 年 9 月 9 日）をそれぞれ参照されたい。

<sup>8</sup> 米国の景気後退局面における平均的な株価下落率に、当社の「**第 210 回日本経済予測（改訂版）**」（2021 年 9 月 8 日）の図表 4-9 で示した米国の消費関数の弾性値を乗じることで算出した。

<sup>9</sup> 「トランプ 2.0」による米国経済への影響については、米大統領選前の 2024 年 6 月 10 日に当社が公表した「**第 221 回日本経済予測（改訂版）**」でも検討した。今回は直近までに明らかになった主要政策を反映させた上で 3 つのシナリオに分けて試算している。また、各種政策による需要と供給の両面への影響や、経済変数間の連関などを総合的に捉えるため、FRB/US モデル（FRB が公表している米国経済のマクロモデル）を利用した。

図表7：「トランプ2.0」主要政策による米国と日本の実質 GDP 成長率（2025～29年で年率）への影響（上）と3つのシナリオの前提（下）



### 【各シナリオの前提】

		穏健シナリオ	リスクシナリオ	テールリスクシナリオ
関税政策	関税率引き上げ (報復関税あり)	追加の関税政策なし(実施済みの対中国10%追加関税のみ) ※相互関税の詳細は本分析の作成時点で不明のため想定せず	以下の措置を25年1-3月期に実施 ✓ 対カナダ・メキシコ25%関税、対中国25%追加関税 ✓ 対全世界で品目別追加関税 ・25%: 鉄鋼・アルミ製品 以下の措置を25年4-6月期に実施 ✓ 対全世界で品目別追加関税 ・10%: 原油・天然ガス ・25%: 自動車、半導体、医薬品	リスクシナリオに加え、以下の措置を25年7-9月期に実施 ✓ 10%の普遍関税 ✓ 対中国関税率を60%まで引き上げ
政府効率化省	政府歳出削減	CBO試算による歳出削減策のうち、非軍事関連予算(約0.9兆ドル)のみ10年かけて実現	CBO試算による歳出削減策(最大約2.2兆ドル)を10年かけて実現	年間1兆ドルの削減(マスク氏目安)を28年末までに達成
	人員削減	25年9月末までに政府職員の5%が退職	25年9月末までに政府職員の7.5%が退職、28年末にかけて10%に拡大	25年9月末までに政府職員の10%が退職、28年末にかけて25%に拡大
移民政策		不法移民の新規流入停止、28年まで年25万人ペース(過去10年間で最多の水準)で不法移民を送還	不法移民の新規流入停止、犯罪歴があったり退去命令を受けたりした不法移民約200万人を28年末までに送還(年50万人ペース)	不法移民の新規流入停止、現在の不法移民約1,100万人を、流入最大時と同ペース(年240万人)で送還、合法移民の流入を半減(年約40万人減少)
AI関連投資		ソフトバンク等によるAI投資(5年で5,000億ドル:年1,000億ドル)が計画通りに実施 AI関連投資による労働生産性の押し上げ効果:年率0.9%pt×投資ウェイト	AI投資計画が遅れ、10年で5,000億ドル(年500億ドル)に AI関連投資による労働生産性の押し上げ効果:年率0.4%pt×投資ウェイト	AI投資計画が遅れ、10年で5,000億ドル(年500億ドル)に AI関連投資による労働生産性の押し上げ効果:年率0.1%pt×投資ウェイト

(注) 詳細については、当社の「第224回日本経済予測」(2025年2月21日)の第4章を参照。

(出所) 各種統計より大和総研作成

### 3. 物価・金融政策の見通し

#### 新コアコア CPI は 2025 年度後半にかけて前年比+2%程度で安定的に推移する見込み

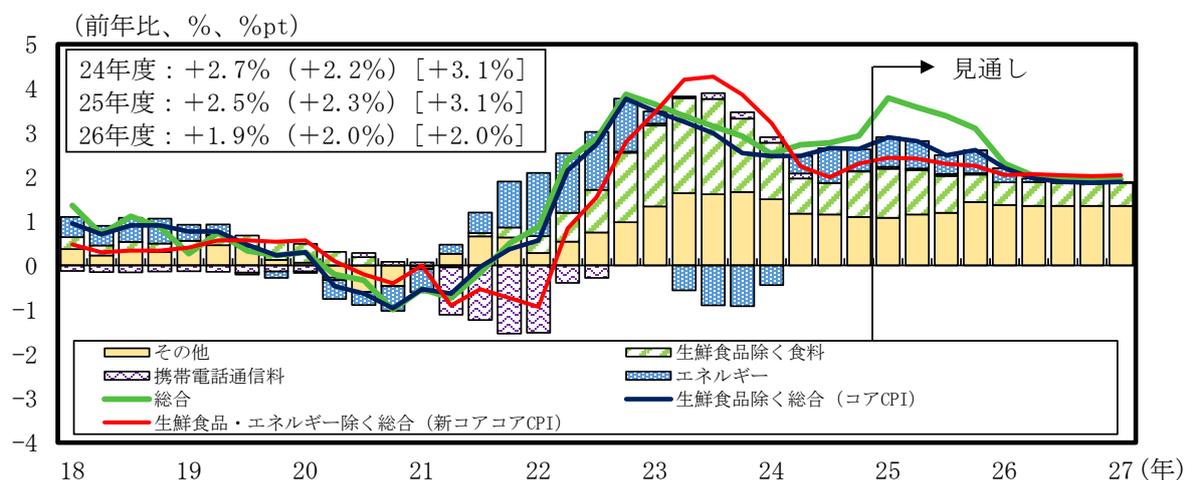
CPI 総合は、2024 年度、2025 年度でいずれも前年比+3.1%、2026 年度で同+2.0%を見込む（**図表 8**）。生鮮食品を除く総合ベースの CPI（コア CPI）については、2024 年度で同+2.7%、2025 年度で同+2.5%、2026 年度で同+1.9%を見込む。生鮮食品・エネルギーを除く総合ベースの CPI（新コアコア CPI）は、2024 年度に同+2.2%、2025 年度に同+2.3%、2026 年度に同+2.0%となる見込みだ。

足元では米など一部食料品の価格高騰が続いているが、そうした動きは徐々に落ち着くとみられる。他方、人件費の増加分を販売価格に転嫁する動きは継続し、賃金と物価の循環的な上昇が定着することで、基調的な物価は前年比+2%程度で安定的に推移するだろう。

エネルギー関連では、電気・ガス料金の負担軽減策（2025 年 1～3 月使用分の電気・ガス代への支援）が実施されるほか、補助を段階的に縮小しつつ燃料油価格激変緩和補助金（ガソリン補助金）が延長されている。こうしたエネルギー高対策は当面の CPI 上昇率の下押し要因となる。

後述するように、物価上昇の主因は中間投入コストの増加（日銀の整理<sup>10</sup>でいう「第一の力」）から人件費の増加（いわゆる「第二の力」）へとすでに転換している。人手不足の深刻化という構造的な課題が背景にあることから、企業による賃上げの動きは続く見込みだ。それに伴う人件費の増加を販売価格に転嫁する動きも継続するだろう。

図表 8：コア CPI 見通し（丸括弧内は生鮮食品・エネルギー除く総合、角括弧内は総合）



(注) 作成時の資源価格と為替レートを前提とした物価見通し。電気・ガス料金の負担軽減（2025 年 1～3 月使用分の電気・ガス代への支援）のほか、燃料油価格激変緩和措置については、185 円超/リットルの範囲の補助率が段階的に縮小されると想定。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

<sup>10</sup> 植田和男「[最近の金融経済情勢と金融政策運営-大阪経済 4 団体共催懇談会における挨拶-](#)」（2023 年 9 月 25 日）

## 人件費増加分を販売価格に転嫁する動きは今後も継続する見込み

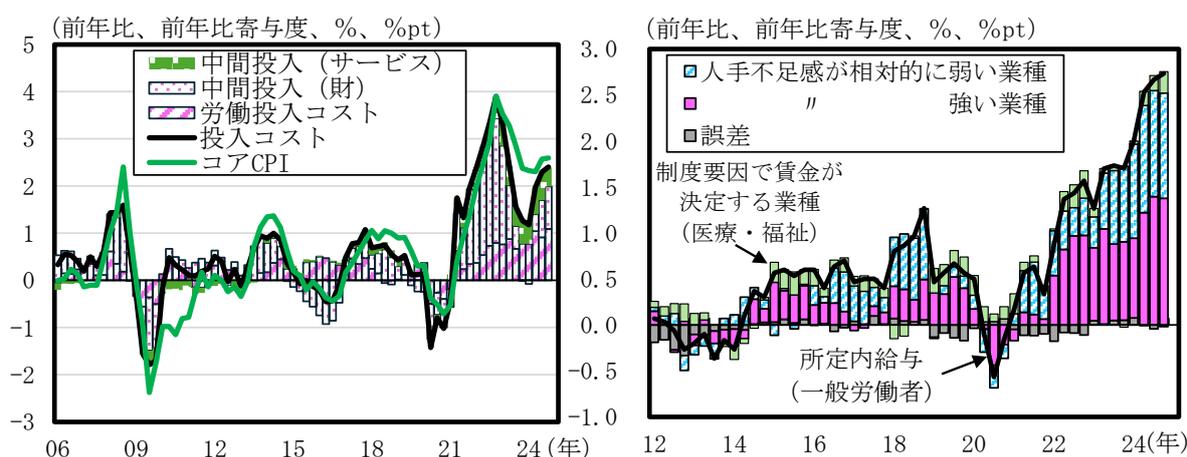
**図表 9 左**は、産業連関表や各種賃金・物価統計から推計した企業の投入コストと、コア CPI の推移を示したものだ。両者の連動性は高く、CPI の上昇要因を投入コストの面から捉えることができる。コア CPI 上昇率が急速に高まった 2022、23 年頃は資源高や円安の進行もあって「中間投入（財）」の寄与度が大きかったが、その後は中間投入コストによる押し上げ幅は徐々に縮小し、「労働投入コスト」の寄与度が高まっている。

足元では「中間投入（財）」の寄与度が再び拡大しているが、こうした動きは一時的なものと思われる。物価上昇の主因が輸入物価高による中間投入コストの増加（いわゆる「第一の力」）から人件費の増加（いわゆる「第二の力」）へと転換したという評価に変わりはない。

コア CPI 上昇率の先行きを考える上では、労働投入コストの増加が持続するかどうか 중요하다。そこで、同コストの増加の背景を探るため、**図表 9 右**では、主要な労働投入コストである賃金（所定内給与の前年比）の業種別の寄与度を、人手不足感が相対的に強い業種と弱い業種に分類した。内訳を見ると、宿泊業・飲食サービス業や運輸業・郵便業といった「人手不足感が相対的に強い業種」に加えて、「人手不足感が相対的に弱い業種」でも寄与度が徐々に高まっている。人材獲得競争の激化や「防衛的賃上げ」の広がりなどを背景に、幅広い業種で高水準の賃上げが 2024 年にかけて実施されたことを示唆する。

企業は省力化投資などに積極的だが、国内の労働力の「伸びしろ」が限られる中、人手不足が短期的に解消するのは難しい。人材確保のための賃上げや人件費増加分の転嫁による物価上昇圧力は、今後も継続するだろう<sup>11</sup>。

**図表 9：企業の投入コストとコア CPI の推移（左）、所定内給与の要因分解（右）**



(注 1) 左図の投入コストは、企業物価指数（日本銀行）や企業向けサービス価格指数（同）、毎月勤労統計調査（厚生労働省）等を用いて、2015 年産業連関表の中間投入ウエイトおよび労働投入ウエイトから産業ごとの投入コストの変化率を計算した上で、家計最終消費支出ウエイトによって加重平均した値。

(注 2) 右図の人手不足感が相対的に強い業種と弱い業種は、各業種の雇用人員判断 DI（最近）により分類。（出所）内閣府、日本銀行、総務省、厚生労働省より大和総研作成

<sup>11</sup> ただし業種別に見ると、賃金と物価の循環的な上昇は特に家計向け非製造業で遅れている点には注意が必要である。詳細については、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。

## 日銀は 25 年 7 月に短期金利を 0.75%に引き上げ、その後も緩やかに引き上げていく見込み

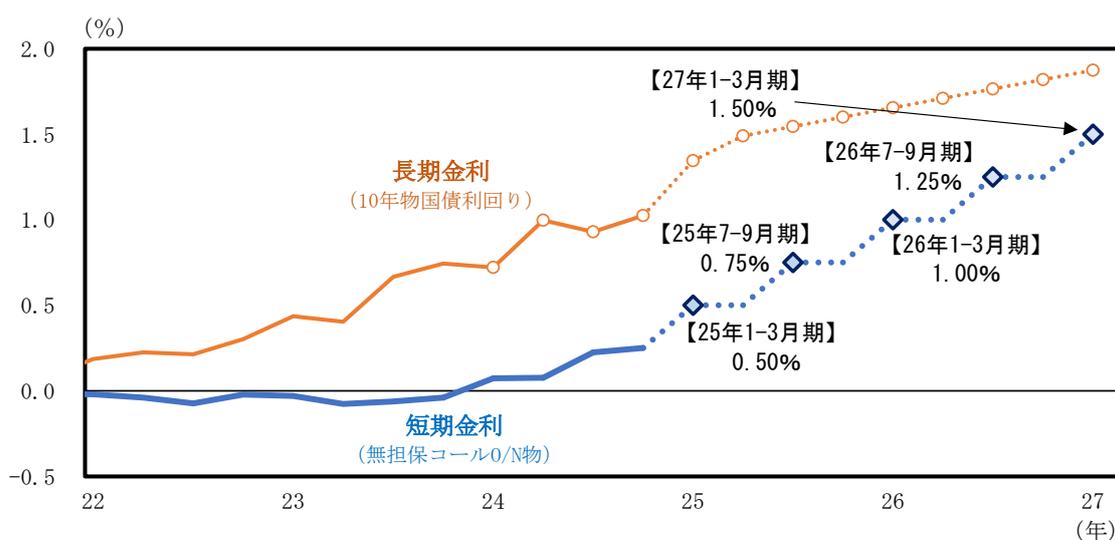
日銀は 2025 年 1 月に短期金利 0.50%への引き上げを決めたが、今後も経済・物価・金融情勢を注視しつつ、緩やかなペースで追加利上げを実施すると当社ではみている。メインシナリオでは同年 7-9 月期（月次ベースでは 7 月）に短期金利を 0.75%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで 0.25%pt の追加利上げを行うと想定している（2027 年 1-3 月期で 1.50%、**図表 10**）。

実質短期金利（短期金利から物価上昇率を差し引いた水準）は緩やかに上昇するが、予測期間を通じてマイナス圏で推移する見込みである。日本の自然利子率は足元でゼロ近傍にあると推計される<sup>12</sup>。当面は実質短期金利が自然利子率を下回る（実質金利ギャップはマイナスになる）ことで、緩和的な金融環境が維持されるだろう。

当社の想定よりも追加利上げの時期が前倒しになるリスクとしては、急速な円安の進行などが挙げられる。ドル円レートが足元と同程度の水準（150 円/ドル前後）で推移する場合には大きな物価上昇圧力とはならないが、170 円/ドル程度まで円安が進む場合にはその限りではない<sup>13</sup>。CPI 上昇率が物価安定目標の 2%を大幅に上回る可能性が高まれば、日銀は追加利上げを前倒しで実施し、物価上昇リスクの抑制に動くだろう。

長期金利の見通しは、足元の状況を踏まえて前回予測から上方修正した。予測期間の終盤に 1.9%程度まで上昇すると見込んでいる（**図表 10**）。日銀が利上げを進めることが長期金利の押し上げ要因になる一方、当社ではFRBが予測期間を通して段階的に利下げを進めるとみている。米国長期金利は緩やかに低下していく見込みであり、日本の長期金利に対して下押し圧力がかかるだろう。

**図表 10：日本の長短金利の見通し**



(注) 長期金利は期間平均値で、短期金利は期末値。点線は大和総研による予測値。

(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

<sup>12</sup> 詳細は当社の「[第 220 回日本経済予測 \(改訂版\)](#)」(2024 年 3 月 11 日)を参照。

<sup>13</sup> 詳細は当社の「[第 223 回日本経済予測 \(改訂版\)](#)」(2024 年 12 月 9 日)を参照。

## 長短金利が上昇すると、家計・金融機関等の純利息収入は増加、企業・政府では減少

金利が上昇すると、各経済主体にはどのような影響がもたらされるだろうか。図表 11 は短期金利と長期金利がそれぞれ 0.25%pt 上昇する場合の純利息収入への影響を試算した結果だ<sup>14</sup>。ここでは「家計」「企業」「政府」「日銀」の純利息収入の合計額が海外部門を含む「金融機関等」の純利息収入（逆符号）と一致するように試算している。

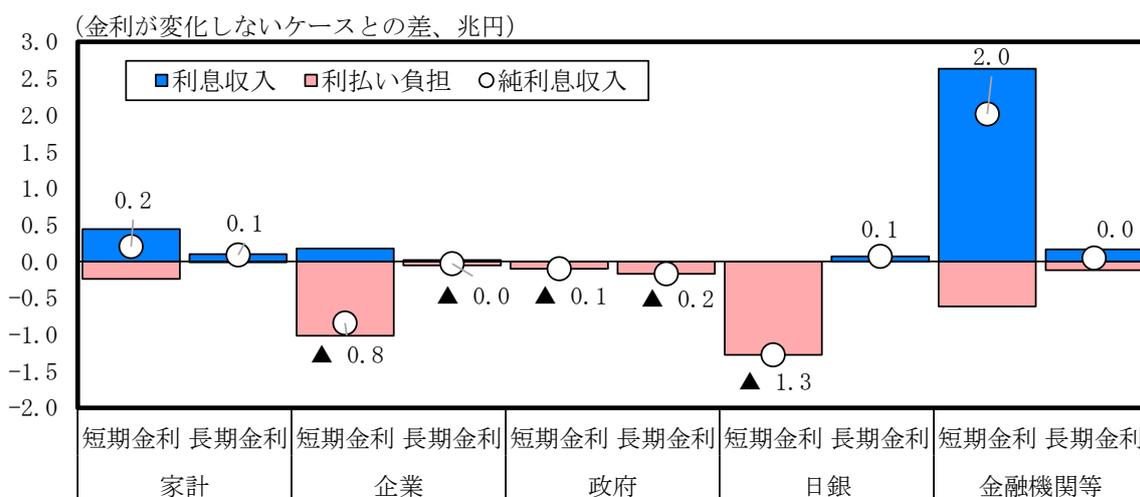
家計の純利息収入は短期、長期のいずれの金利上昇時にも増加するが、増加額は短期金利の方が大きい。負債面では、住宅ローンなどの適用金利が上昇して利払い負担が増加する。一方で資産面からは、短期金利の影響を強く受ける普通預金金利や、新規定期預金の適用金利が上昇することで利息収入が増加し、結果として利払い負担の増加分を上回る。家計の純利息収入を世帯主年齢別に見ると、金利上昇の恩恵は高水準の純金融資産を保有する高齢世帯に集中する一方、主に 30～40 代の世帯では住宅ローンなどの利払い費の増加で生活が圧迫される。

金融機関等では、とりわけ短期金利が上昇する場合の純利息収入の増加額が大きい。家計や企業の利息収入の増加は金融機関等にとっては利払い負担の増加となるが、短期金利上昇により企業などへの貸付や日銀の当座預金からの利息収入が増加する。

企業と政府に目を向けると、いずれの場合も純利息収入が減少する。企業では、借入金が預金額を上回るため、金利上昇は利息収入よりも利払い負担を押し上げやすい。また、長期金利よりも短期金利の影響を受けやすい。政府は他部門と比較すると、長期金利の上昇による影響を最も受けやすい。これは、新発国債の利払い費が増加するためである。

日銀の純利息収入は、短期金利が上昇すると減少する一方、長期金利が上昇すると増加する。短期金利の上昇は当座預金への付利の引き上げを通じて日銀から金融機関への利払い費を増加させる。他方、長期金利の上昇は新発国債の購入を通じて日銀の利息収入を増加させる。

図表 11：短期金利と長期金利がそれぞれ 0.25%pt 上昇する場合の純利息収入への影響



(注) 金融機関等には海外部門を含む。各経済主体の資産・負債それぞれについて長短金利の影響を受ける項目を抽出し、適応される金利を短期金利と長期金利で回帰することで得た係数を用いて、短期金利と長期金利が 0.25%pt 上昇した場合の利息収入・利払い負担額を算出。

(出所) 日本銀行統計、住宅金融支援機構、一般社団法人全国銀行協会より大和総研作成

<sup>14</sup> 試算方法の詳細は「[日本経済見通し：2023年4月](#)」を参照。

図表 12 : 日本経済見通し&lt;第 224 回日本経済予測 (2025 年 2 月 21 日)&gt;

	2024			2025				2026				2027	2024	2025	2026
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度 (暦年)	年度 (暦年)	年度 (暦年)
実質GDP(年率、兆円)	556.4	558.7	562.5	563.1	565.0	566.7	568.4	570.0	571.4	572.9	574.3	575.6	560.1	567.5	573.5
<前期比、%>	0.7	0.4	0.7	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2			
<前期比年率、%>	3.0	1.7	2.8	0.4	1.4	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9			
<前年同期比、%>	-0.8	0.6	1.2	1.9	1.6	1.4	1.1	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0	0.7 (0.1)	1.3 (1.5)	1.1 (1.1)
民間消費支出(前期比、%)	0.7	0.7	0.1	0.2	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	1.3	0.9
民間住宅投資(前期比、%)	1.4	0.5	0.1	-0.6	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-1.2	-1.7	-2.7
企業設備投資(前期比、%)	1.1	-0.1	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	2.0	2.0	1.9
政府消費支出(前期比、%)	0.9	0.1	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.5	0.7	1.3
公共投資(前期比、%)	5.7	-1.1	-0.3	-0.2	0.1	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	2.0	-0.1	0.5
輸出(前期比、%)	1.7	1.5	1.1	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	1.9	2.9	2.7
輸入(前期比、%)	3.0	2.0	-2.1	1.1	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	3.2	1.7	2.5
名目GDP(前期比年率、%)	8.9	3.0	5.1	2.0	3.0	2.6	2.5	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1	3.5	2.9	2.3
GDPデフレーター(前年同期比、%)	3.1	2.4	2.8	2.7	1.7	1.8	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	2.8	1.6	1.2
鉱工業生産(前期比、%)	2.7	-0.4	1.1	0.0	1.1	0.9	0.7	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	-0.8	2.7	1.7
コアCPI(前年同期比、%)	2.5	2.7	2.6	2.9	2.8	2.5	2.6	2.2	2.0	1.9	1.9	1.9	2.7	2.5	1.9
失業率(%)	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.5	2.3	2.3
コールレート(期末値、%)	0.08	0.23	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25	1.50	0.50	1.00	1.50
10年物国債利回り(%)	1.00	0.93	1.03	1.35	1.49	1.55	1.60	1.66	1.71	1.77	1.82	1.88	1.07	1.57	1.79
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	80.7	75.3	70.3	73.1	72.3	72.3	72.3	72.3	72.3	72.3	72.3	72.3	74.8	72.3	72.3
為替レート(円/ドル)	155.8	149.1	152.4	153.5	151.5	151.5	151.5	151.5	151.5	151.5	151.5	151.5	152.7	151.5	151.5

(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