

2025 年 11 月 25 日 全 9 頁

日本経済見通し：2025 年 11 月

経済見通しを改訂／日中関係の悪化、米景気の減速などに注意

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	中村 華奈子

[要約]

- 2025 年 7-9 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 2025 年度+0.9%、2026 年度+0.7%（暦年ベースでは 2025 年+1.3%、2026 年+0.5%）と見込んでいる。
- 2026 年の春闘賃上げ率が前年並みの高水準が見込まれることや、物価上昇率の低下などにより、実質賃金（1 人あたり実質雇用者報酬）の前年比は振れを伴いつつもプラス圏で推移しよう。家計の所得環境の改善や政府の経済対策、緩和的な金融環境の継続、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。他方、米中を中心とした外需の下振れリスクには警戒が必要だ。
- 賃上げと価格転嫁の循環などにより、CPI 上昇率の基調は 2026 年度にかけて同+2%程度で推移すると見込んでいる。また、日本銀行は経済・物価・金融情勢を注視しつつ、2025 年 12 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 1.25%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外需下振れリスクに注意

7-9 月期はマイナス成長に転じたが景気の緩やかな回復基調は継続

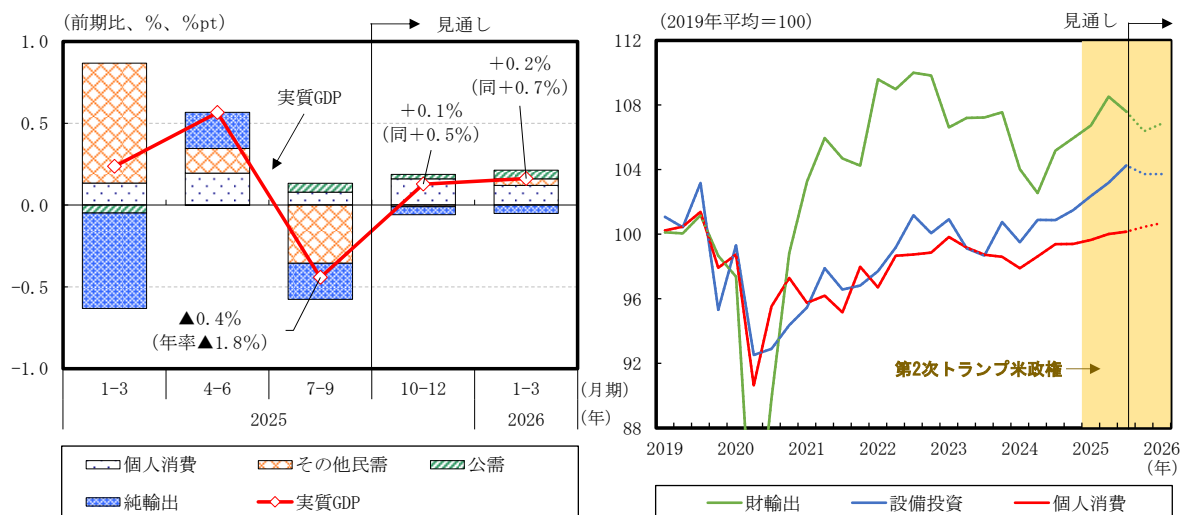
2025 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、1 次速報値で前期比年率▲1.8%（前期比▲0.4%）だった¹。6 四半期ぶりのマイナス成長である。

トランプ米政権による高関税政策（トランプ関税）の影響で、財輸出が 5 四半期ぶりに減少した。もっとも、7-9 月期の実質 GDP 成長率をとりわけ押し下げたのは住宅投資と民間在庫変動である。住宅投資については、3 月に生じた法改正前の駆け込み需要の反動減が遅行して表れた。個人消費が 6 四半期連続で増加したことや、設備投資が 4 四半期連続で増加したことなどを踏まえると、日本経済は足元でも緩やかな回復基調が続いているとみられる。

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と設備投資が増加した一方、住宅投資が大幅に減少し、在庫変動は GDP 成長率を前期比 0.2%pt 押し下げた。公需関連では政府消費と公共投資がいずれも増加した。外需関連では輸出と輸入がいずれも減少し、輸出の減少額が輸入のそれを上回ったことで、純輸出は実質 GDP 成長率を押し下げた。

GDP デフレーターは前年同期比+2.8%と 12 四半期連続のプラスだった。また、単位労働コスト（＝名目雇用者報酬÷実質 GDP）は同+2.7%と 10 四半期連続のプラスで、賃金面からの物価上昇圧力は足元でも継続している。

図表 1：実質 GDP 成長率の実績と見通し（左）、財輸出・設備投資・個人消費の推移（右）



（注）季節調整値。見通しは大和総研による。

（出所）内閣府統計より大和総研作成

2025 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+0.5%（前期比+0.1%）と、小幅ながらプラスに転じると見込んでいる。7-9 月期の住宅投資の下押し要因が一巡するほか、個人消費

¹ 詳細は、神田慶司・田村統久「[2025 年 7-9 月期 GDP（1 次速報）](#)」（大和総研レポート、2025 年 11 月 17 日）を参照。

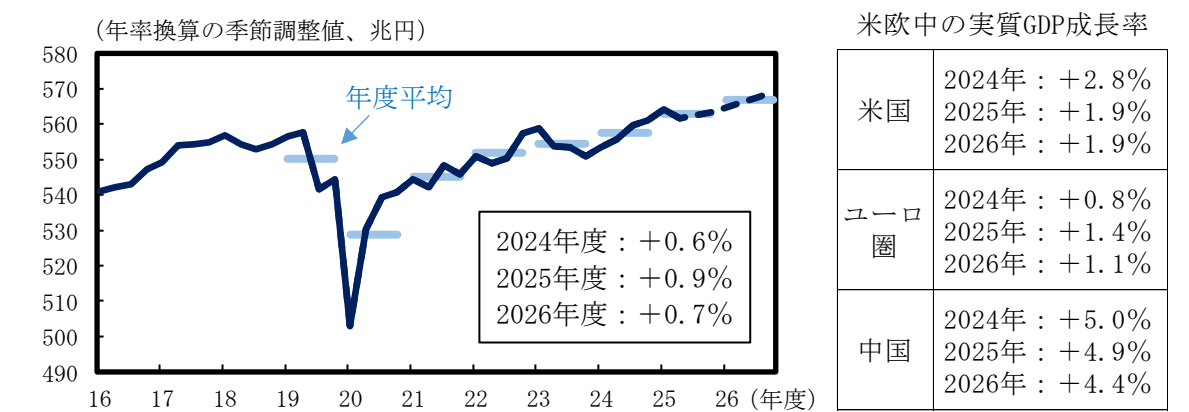
は物価上昇率の低下や所得環境の改善などもあって緩やかな回復基調が続くだろう。一方、設備投資は好調に推移した反動もあって増加が一服し、財輸出は引き続き減少すると見込んでいる（図表 1 右）。

中国政府が 11 月 14 日に行った日本への渡航自粛要請により、中国人訪日客数が大幅に減少したり、対中輸出などに影響が波及したりする可能性には注意が必要だ。

海外経済などの前提 ～主要国・地域はプラス成長を見込むも米国に下振れリスク

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（11 月 21 日時点）の見通しに基づく。

図表 2：日本の実質 GDP 見通しと海外経済の前提



(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

2025年の実質GDP成長率は、米国で前年比+1.9%、ユーロ圏で同+1.4%、中国で同+4.9%と見込んでいる。9月8日公表の当社の「[第226回日本経済予測（改訂版）](#)」（以下、前回予測）の予測値に比べて米国を0.2%pt、ユーロ圏を0.1%pt 上方修正した（中国は同水準）。2026年については、米国が同+1.9%（前回予測対比+0.2%pt）、ユーロ圏が同+1.1%（同▲0.1%pt）、中国が同+4.4%（同+0.2%pt）の見込みである。詳細は各国経済見通しを参照されたい。

トランプ関税に関しては、直近の関税率の継続を想定している。日本の対米輸出品に課される関税率は自動車を含めて 15%になったが、1 月の対米平均関税率が 1.5%（米センサス局より大和総研試算）だったことを踏まえると、日米関税合意の反映後も関税率は高止まりした状況が続き、日本経済への下押し圧力はかかり続けるだろう。

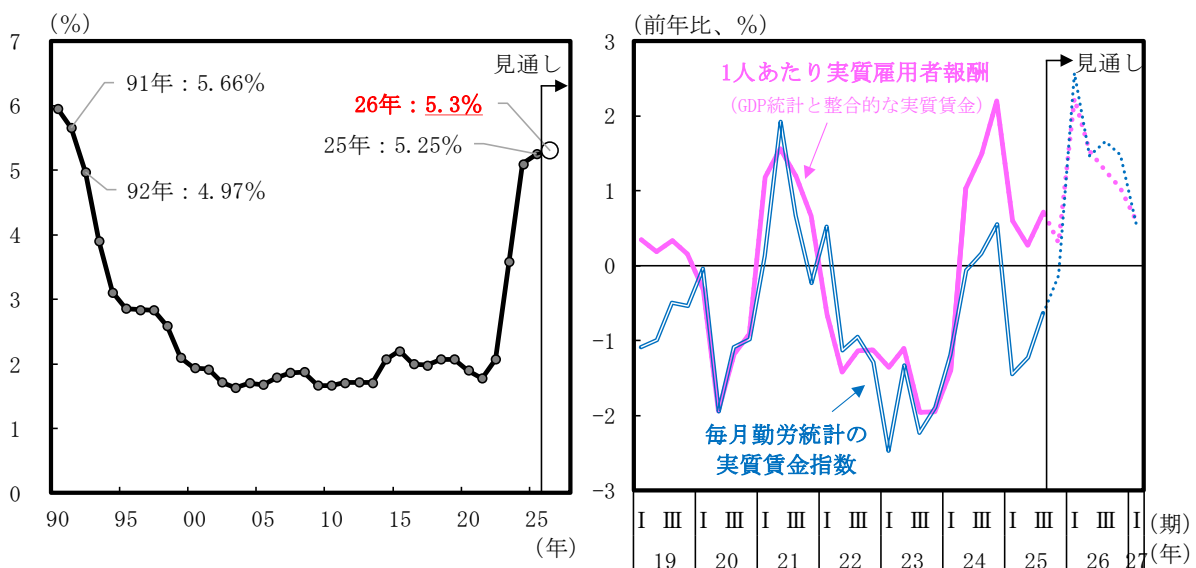
日本の実質 GDP は 2026 年度にかけて緩やかなプラス成長を見込む

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 2025 年度で前年比+0.9%、2026 年度で同+0.7%と見込んでいる（**前掲図表 2**、暦年ベースでは 2025 年で同+1.3%、2026 年で同+0.5%）。

2025 年度の成長率見通しは前回予測から 0.1%pt 引き上げたが、「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）を除くベースでは同水準だ。前述した 7-9 月期の大幅減を受けて民間住宅を大きく下方修正する一方、堅調な推移を続けている設備投資を上方修正した。輸出についても、2024 年度の実績値が引き下げられたことや 2025 年 7-9 月期の減少幅が前回予測時の想定より小さかったこともあって上方修正した。

2026 年度は前回予測比で▲0.1%pt と下方修正したものの、主因は「成長率のゲタ」（▲0.1%pt）だ。個人消費の持ち直しや設備投資の増加などを通じて緩やかな景気回復が続く、という見方に変更はない。

図表 3：連合集計値ベースの春闘賃上げ率の見通し（左）、1 人あたり実質雇用者報酬と実質賃金指数の見通し（右）



（注 1）左図では、以下の賃金関数に当社の「第 227 回日本経済予測」（2025 年 11 月 21 日）の経済見通しを外挿することで推計。

春闘賃上げ率（連合ベース） $= 2.08 + 0.03 \times \text{製造業の実質 GDP 成長率}(-1) + 0.50 \times \text{CPI 上昇率}(-1) + 0.54 \times \text{CPI 上昇率}(-1) \times 2023 \text{ 年以降ダミー} - 0.44 \times \text{失業率ギャップ}(-1) + 2.15 \times \ln(\text{交易条件}(-1))$

推計期間は 1976～2025 年、係数は製造業 GDP 成長率が 10%、失業率ギャップが 5%、その他は 1% 有意。修正済み決定係数は 0.91。1988 年以前は厚生労働省ベースの賃上げ率を利用（ダミー変数で水準差を調整）。

（注 2）右図の 1 人あたり実質雇用者報酬（実質値は家計最終消費支出デフレーターベース）は季節調整値の前年比。点線は大和総研による予測値。

（出所）厚生労働省、財務省、総務省、労働政策研究・研修機構、日本労働組合総連合会（連合）より大和総研作成

需要項目別に見ると、個人消費は緩やかな増加を続けると見込んでいる。春闘での高水準の賃上げ継続のほか、食料品の価格上昇率の低下、政府の物価高対策などにより所得環境の改善

が進むとみられる。

日本労働組合総連合会（連合）が集計した春闘賃上げ率について、消費者物価指数（CPI）上昇率や労働需給、製造業の収益、交易条件（いずれも前年の値）などを説明変数として推計し、当社の「[第 227 回日本経済予測](#)」（2025 年 11 月 21 日、今回予測）の経済見通しを当てはめると、2026 年の春闘賃上げ率は 5.3%程度と前年並みの水準になると試算される（**図表 3 左**）。1 人あたり実質雇用者報酬の前年比は物価上昇が加速した前年の裏の影響で 2026 年前半にかけて大きく高まり、同年後半以降はこれまでの労働生産性上昇率並みの同+1%前後で推移しよう（**図表 3 右**）。また、高水準の家計貯蓄が個人消費を引き続き下支えするとみている。

設備投資は緩やかな金融環境が継続する中で増加基調を維持するとみられる。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）や脱炭素に関連したソフトウェア投資や研究開発投資も増加しよう。ただし、トランプ関税の影響で企業収益が悪化したり、先行きへの警戒感から投資を先送りしたりすることで、設備投資が下振れする可能性がある。また、人手不足に伴う工期の遅れが引き続き建設投資などの重しになりそうだ。

政府消費は堅調に推移しよう。高齢化の進展などから医療・介護給付費が増加するほか、民間企業の積極的な賃上げが公務員給与に反映されることなどを見込んでいる。

輸出のうち、財輸出は 2025 年 10-12 月期までにトランプ関税の影響が一巡し、2026 年 1-3 月期には増加に転じよう（**前掲図表 1 右**）。サービス輸出は、後述するように中国政府による日本への渡航自粛要請などからインバウンド消費を中心に弱含み、2026 年 1-3 月まで減少を続ける一方、4-6 月期以降はそうした影響も徐々に剥落し、回復が進むと見込んでいる。

所得環境の改善などが日本経済を下支えする一方、米中を中心とした外需下振れに注意

日本経済の下支え・押し上げ要因として主に見込まれるのは、「賃上げ等による家計の所得環境の改善」「政府の経済対策」「緩やかな金融環境の継続」「高水準の家計貯蓄²」である。

前述のように、実質賃金（1 人あたり実質雇用者報酬）の前年比は振れを伴いながらもプラス圏で推移すると見込まれることに加え、2025 年度税制改正に盛り込まれた基礎控除等の引き上げが実施される（2025 年分の所得税は年末調整などで還付、住民税は 2026 年度分から適用）。高市早苗首相は 11 月 18 日に開催された政府税制調査会において、「所得税の基礎控除を物価に連動した形で更に引き上げる税制措置について議論を進める」と述べており³、ブラケットクリップ対応（物価上昇による税負担増加の抑制）が継続的に実施されるとみられる。

² 2025 年 6 月末で 2,239 兆円だった家計金融資産は 9 月末で 2,300 兆円程度に達したとみられる。名目消費額の 6.6~6.7 年分に相当し、コロナ禍前（6.1 年分）を上回る。家計所得が下振れしても、貯蓄の取り崩しで生活を安定化させる余地は大きいとみられる。

³ <https://www.kantei.go.jp/jp/104/actions/202511/18zeicyou.html>

また、高市政権は中低所得者の税・社会保険料負担を軽減する給付付き税額控除の制度設計について議論する方針だ。給付付き税額控除については、今回予測を参照されたい。

高市政権は 11 月 21 日に総合経済対策を取りまとめたが、今回予測の作成時点では詳細が明らかでなかったため、物価高対策や公共投資関連予算の増額⁴など一部の政策のみを経済見通しに反映させた。総合経済対策の裏付けとなる 2025 年度補正予算案の歳出規模は前年度（13.9 兆円）を上回る 17.7 兆円程度となった。ガソリン税・軽油引取税の旧暫定税率廃止などの減税措置を含めれば 21.3 兆円程度、事業規模は 42.8 兆円程度になり、日本経済を一定程度下支えするとみられる。

物価と日本銀行（日銀）の金融政策の見通しは後述するが、2025 年 10 月で前年比+3.0%の CPI 上昇率は食料品価格の上昇ペースの鈍化などもあって同+2%程度で推移し、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。

米中を中心とした外需の下振れリスクに注意

前回予測までは、「インバウンド需要の増加」も下支え・押し上げ要因として挙げていた。だが、前述のように中国政府の渡航自粛要請によって中国人訪日客数が大幅に減少する可能性が高まったことを受け、インバウンド見通しを下方修正した。

新たな 2026 年の訪日外客数見通しは 4,100 万人程度、実質インバウンド消費額見通し（GDP 統計における「非居住者家計の国内での直接購入」の実質額）は 7.1 兆円程度と、いずれも 5 年ぶりに減少すると見込んでいる。日本の実質 GDP への影響は▲0.1%程度と想定しているが、事態が一段と悪化して対中輸出などにも波及すれば、下押し幅は▲0.4%程度へと拡大する可能性がある⁵。

他方、米国ではトランプ関税の影響もあってインフレが高止まりしている。今後、利下げのペースが想定よりも緩やかになり、引き締めの金融環境が続くことで企業の資金調達環境が悪化し、米景気は想定以上に減速する可能性がある。こうした中でプライベートクレジット市場での破産件数が増加し、株安も重なって景気を一段と下押しするリスクにも注意が必要だ。

また中長期的には、トランプ関税による米国企業の製造コストの上昇や不法移民政策による労働供給の減少などによって米国の潜在成長率が低下し、日本経済にも波及することも考えられる。トランプ関税や株安、不法移民政策などで米国経済が下振れした場合、日本の実質 GDP は 2029 年に最大で▲0.33%程度下押しされる⁶。

⁴ 公共投資は「防災・減災、国土強靱化のための 5 か年加速化対策」により高水準での推移が見込まれるため、公共投資見通しでは過去のトレンドを踏まえつつ、補正予算編成による予算の増額を予め想定している。

⁵ 詳細については、山口茜・神田慶司・田村統久「[中国の渡航自粛要請は日本の実質 GDP を 0.1～0.4% 下押し](#)」（大和総研レポート、2025 年 11 月 21 日）を参照。

⁶ 詳細については、小林若葉・中村華奈子・久後翔太郎「[米国経済に潜む短期・中長期の下振れリスクと日本経済への影響](#)」（大和総研レポート、2025 年 11 月 25 日）を参照。

2. 物価・金融政策の見通し

新コアコア CPI は 2026 年度前半には前年比+2%程度へ低下する見込み

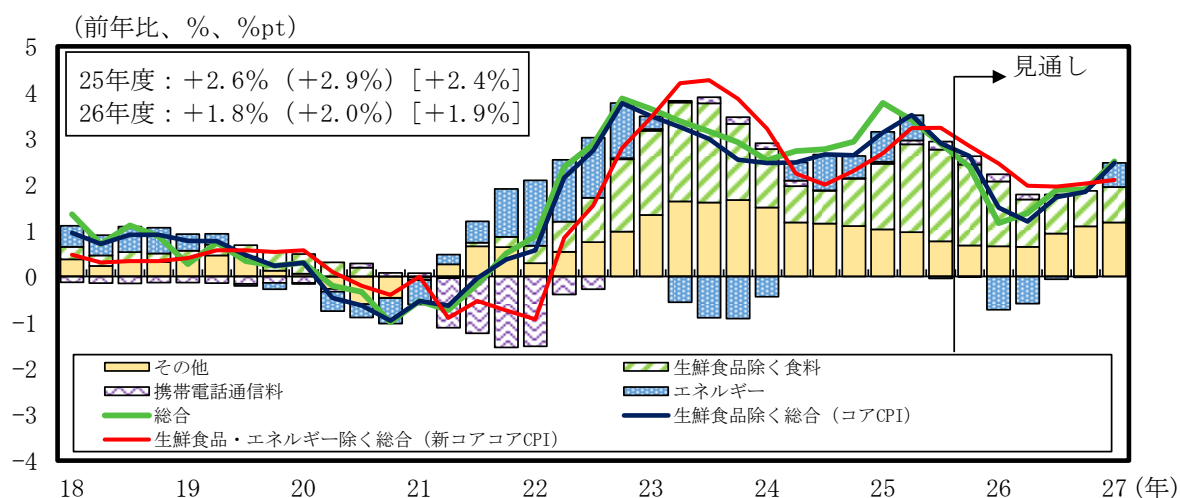
先行きの CPI について、総合ベースでは 2025 年度で前年比+2.4%、2026 年度で同+1.9%、生鮮食品を除く総合ベース（コア CPI）では 2025 年度で同+2.6%、2026 年度で同+1.8%と見込んでいる（図表 4）。また、生鮮食品・エネルギーを除く総合ベース（新コアコア CPI）では 2025 年度で同+2.9%、2026 年度で同+2.0%とみている。

政府が実施するエネルギー高対策の詳細については本稿執筆時点で明らかになっていないが、一部報道をもとに、2026 年 1 月には標準的な家庭の電気・都市ガスの負担額が 3,000 円以上引き下げられ、3 月にかけて補助額は段階的に縮小していくと想定している。2025 年 7～9 月に実施された電気・都市ガス補助金による負担軽減額は 3 カ月の累積で 3,000 円程度であり、対策の規模は大幅に拡大するという見立てだ。ガソリン補助金の段階的引き上げや、その後の暫定税率の廃止などと合わせて、政策要因でエネルギー価格は大きく押し下げられよう。

足元での物価上昇の主因である食料価格の上昇率は徐々に鈍化していく見込みだ。米関連品目への波及は当面の間続くとみられるが、一時急騰した米類自体の価格上昇率は足元で低下傾向にある。

人件費の増加分を販売価格に転嫁する動きも継続するとみている。前述のように、2026 年春闘では前年並みの高い賃上げ率を見込んでおり（前掲図表 3 左）、人手不足の深刻化という構造的な課題を背景に、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。こうした動きに支えられ、基調的な物価は 2026 年度にかけて前年比+2%程度で推移するとみている。

図表 4：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。ガソリン補助金は 2025 年 11 月中旬から段階的に引き上げられ、12 月に 25.1 円/リットルまで引き上げられた後、2026 年 1 月に補助金と旧暫定税率が廃止されると想定。電気・都市ガスへの補助金により、標準的な家計の負担額は 2026 年 1 月に 3,000 円、2 月に 2,500 円、3 月に 2,000 円程度引き下げられると想定（CPI には翌月（2～4 月）に反映）。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

日銀は 2025 年 12 月に利上げを行い、その後も緩やかなペースで利上げを継続する見込み

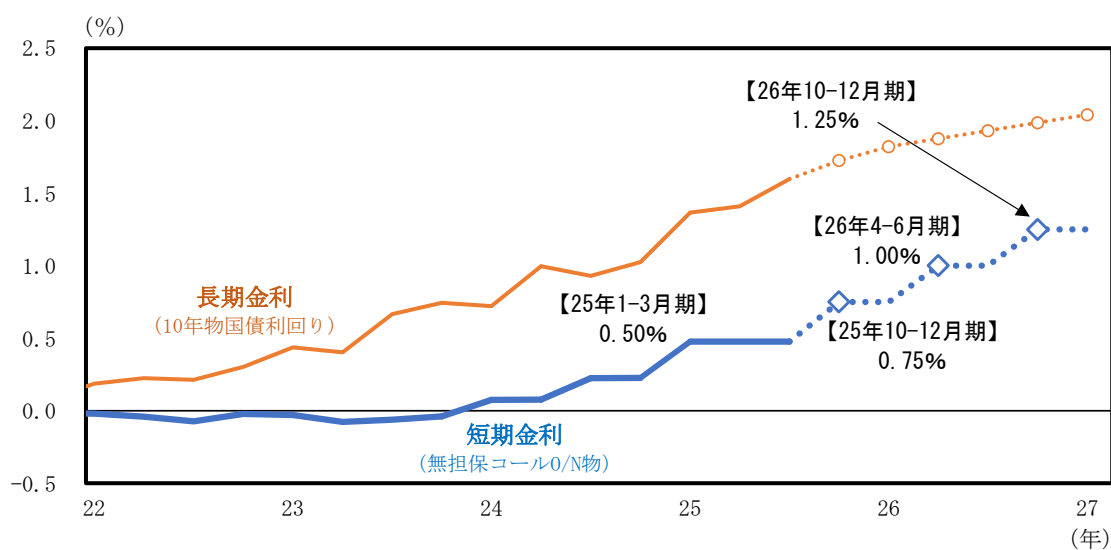
当社では、日銀は 2025 年 12 月に短期金利を 0.75% に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで 0.25%pt の追加利上げを行うと想定している（予測期間終盤の 2027 年 1-3 月期で 1.25%、**図表 5**）。

メインシナリオではトランプ関税の悪影響を受けつつも、日本経済は緩やかな景気回復が続くと見込んでいる。加えて国内の賃金・物価動向を踏まえると、金融緩和の度合いを調整するための利上げの必要性は引き続き大きい。

日本の自然利子率は足元でゼロ%程度と推計されるが、先行きは潜在成長率の低下に伴い小幅のマイナスになると想定している。物価上昇率は前年比+2%程度での推移を見込んでおり、これと整合的なターミナルレート（最終的な政策金利の水準）は 1.75% になる。

長期金利は上昇を続け、予測期間の終盤には 2% を上回ると見込む（**図表 5**）。日銀が緩やかながらも短期金利を引き上げていくことが長期金利を押し上げる要因として働く。加えて、高市政権の掲げる「責任ある積極財政」が一段の物価上昇を招くリスクや、国債増発による需給の緩和への警戒感が強まることで、リスクプレミアム（将来の不確実性に備えて投資家が追加的に要求する収益率）の拡大によっても長期金利が押し上げられるとみている。

図表 5：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

図表 6 : 日本経済見通し＜第 227 回日本経済予測（2025 年 11 月 21 日）＞

	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)	553.3	555.8	559.8	561.1	564.3	561.8	562.5	563.4	564.8	566.2	567.6	569.2	557.5	562.8	566.7
＜前期比、％＞	0.4	0.4	0.7	0.2	0.6	-0.4	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3			
＜前期比年率、％＞	1.7	1.8	2.9	0.9	2.3	-1.8	0.5	0.7	1.0	1.0	1.0	1.1			
＜前年同期比、％＞	-1.0	0.5	1.0	1.8	2.0	1.1	0.4	0.4	0.1	0.8	0.9	1.0	0.6 (-0.2)	0.9 (1.3)	0.7 (0.5)
民間消費支出(前期比、％)	0.7	0.8	0.0	0.3	0.4	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.7	1.1	0.9
民間住宅投資(前期比、％)	1.5	0.8	-0.1	1.3	0.3	-9.4	2.6	1.3	0.0	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-4.2	-1.1
企業設備投資(前期比、％)	1.4	0.0	0.6	0.9	0.8	1.0	-0.5	0.0	0.3	0.4	0.4	0.4	1.9	2.2	0.9
政府消費支出(前期比、％)	1.0	-0.1	0.3	-0.4	0.1	0.5	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	1.2	0.4	1.2
公共投資(前期比、％)	2.6	-0.4	-0.7	0.5	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.6	0.1	0.4
輸出(前期比、％)	0.7	2.0	2.0	-0.4	2.3	-1.2	-1.2	-0.1	0.5	0.6	0.7	0.9	1.5	1.9	0.6
輸入(前期比、％)	2.7	3.3	-2.2	2.5	1.3	-0.1	-1.0	0.1	0.6	0.6	0.7	0.8	3.5	2.3	1.1
名目GDP(前期比年率、％)	7.9	4.1	5.1	3.8	6.5	0.5	1.6	1.7	2.5	2.6	2.7	2.9	3.7	3.6	2.2
GDPデフレーター(前年同期比、％)	3.3	2.6	3.1	3.3	2.9	2.8	2.6	2.1	1.5	1.3	1.5	1.6	3.1	2.6	1.5
鉱工業生産(前期比、％)	2.1	0.3	0.4	-0.3	0.4	0.0	0.5	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	-1.4	0.8	1.3
コアCPI(前年同期比、％)	2.5	2.7	2.6	3.1	3.5	2.9	2.6	1.5	1.2	1.7	1.8	2.5	2.7	2.6	1.8
失業率(％)	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.5	2.4	2.3
コールレート(期末値、％)	0.08	0.23	0.23	0.48	0.48	0.48	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25	0.48	0.75	1.25
10年物国債利回り(％)	1.00	0.93	1.03	1.37	1.41	1.60	1.72	1.82	1.88	1.93	1.99	2.04	1.08	1.64	1.96
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	80.7	75.3	70.3	71.4	63.7	65.0	60.4	60.7	60.7	60.7	60.7	60.7	74.4	62.4	60.7
為替レート(円/ドル)	155.8	149.1	152.4	152.5	144.6	147.5	153.9	155.5	155.5	155.5	155.5	155.5	152.4	150.4	155.5

(注) 網掛け部分は大和総研予想。原油価格、為替レートは予測時点の水準で一定と想定。

(出所) 大和総研作成