

# 2025・2026年 内外経済見通し ～トランプ2.0の影で進む構造変化と成長格差～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

調査本部

2025年2月27日

ともに挑む。ともに実る。

**MIZUHO**

## 見通しのポイント

- 世界経済は、米国による段階的な関税引き上げが下押し要因となり、緩やかな回復ペースにとどまる見通し。自由貿易に対する逆風の中、日欧では輸出市場における対中競争激化も輸出回復の重石に。一方、米国ではハイテク産業が、中国では製造業が一層競争力を高め、各国の成長格差は拡大を見込む
- 米国では、関税引き上げ等の保護主義政策が景気を下押し。一方、ハイテク産業の好調に加え、2025年末からは財政政策が下支えし、大幅な景気悪化を回避。関税引き上げや移民排斥はインフレ加速要因も、生産性上昇がこれを抑制し、利上げを迫るほどのインフレ圧力には至らず。FRBは金利を3.50~3.75%に引き下げる見込み
- 欧州では、ドイツを中心にエネルギーコストの高止まりがEUの価格競争力を下押しするほか、域内外における中国との競争激化が経済の逆風に。ECBは景気回復を後押しすべく、2025年央にかけて連続利下げ。金融緩和を受けて経済は回復に向かうも、上記構造問題が足かせとなり回復ペースは緩やかなものにとどまる見通し
- 中国は、不動産不況に起因する内需低迷が続く見込み。ただし、製造業の競争力向上や輸入代替の進展などから、外需が下支えする形で4%前後の成長を維持する公算。アジアでは、AI需要や中国からの代替輸出を中心とした輸出の回復やインフレ服を受けた利下げが経済を下支えも、回復ペースは国ごとに濃淡
- 日本では、賃上げ機運の高まりを受けた個人消費の持ち直しが継続。省力化等の投資需要も継続することで内需主導で緩やかな景気回復へ。ただし、物価影響を除いた実質賃金の改善は鈍く力強い消費回復には至らず。労務費等の価格転嫁進展を背景に、コア物価は2026年度にかけて+2%程度の伸びを予想
- 日銀は5%程度の賃上げと2%程度の物価上昇を背景に、段階的な利上げを続ける見通し。円長期金利は、2026年前半にかけて1%台後半まで緩やかに上昇する見通し。日米金利差は縮小に向かい、ドル円相場は円高基調での推移を予想も、米FRBが3%台後半で利下げを停止することで140円台前半で下げ止まる見込み

## 《構成》

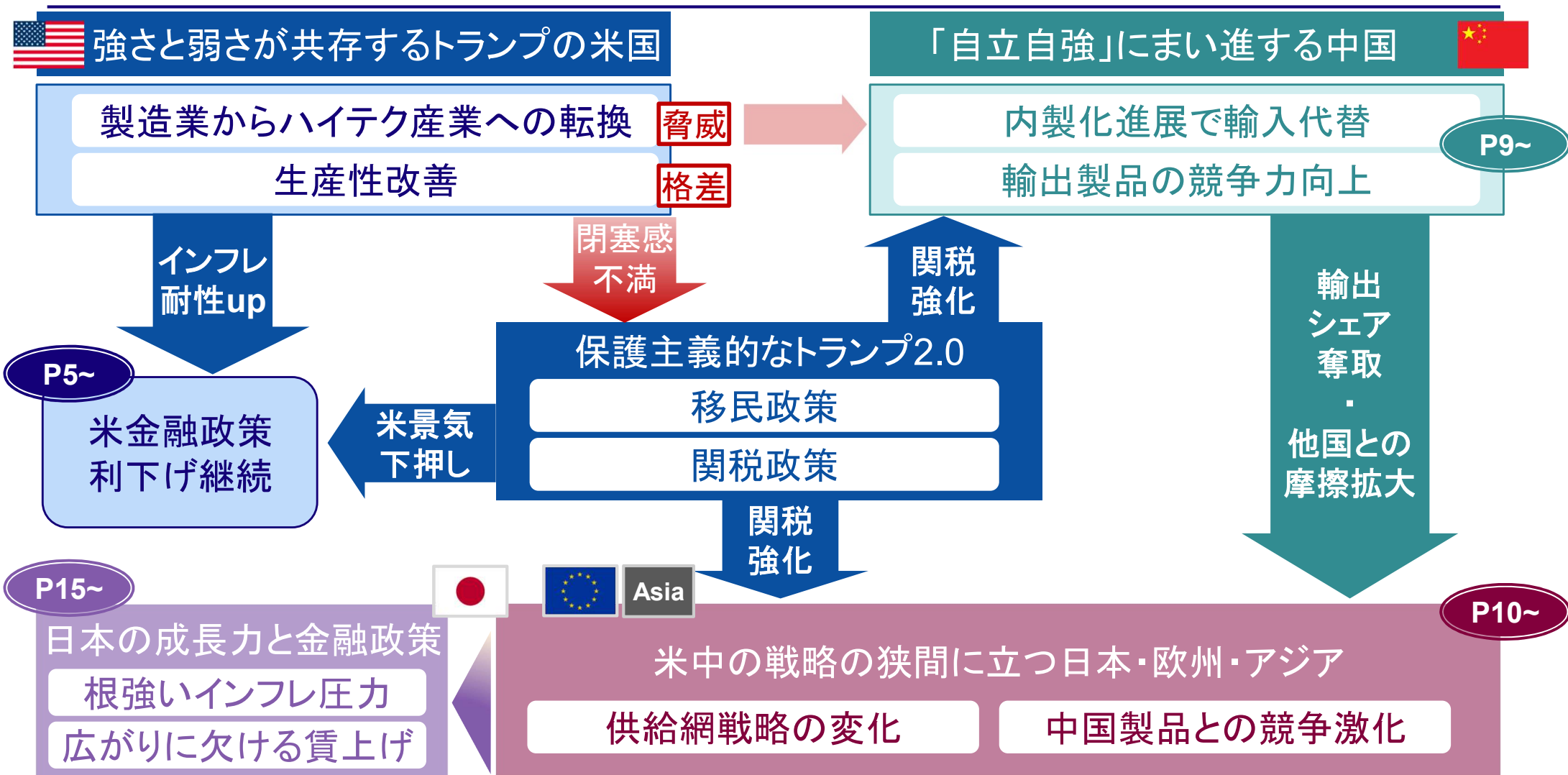
---

1. 全体概要	P 3
2. 各国経済・金融市場	P 20
(1) 米国経済	P 21
(2) ユーロ圏経済	P 28
(3) 新興国経済	P 33
(4) 日本経済・金融市場	P 45

---

# 1. 全体概要

# 世界観:トランプ2.0の影で進む構造変化



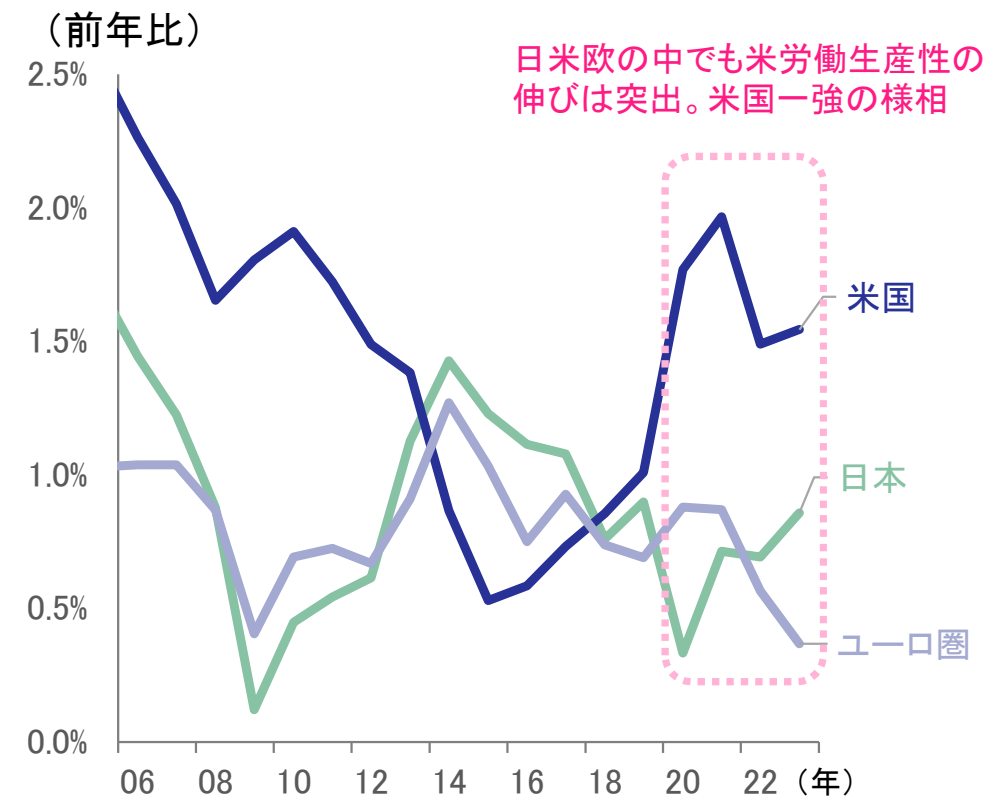
米中の政策影響を受ける世界経済。政策対応で地域間の優勝劣敗はさらに鮮明に

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国ではハイテク分野を中心に生産性が改善。一方で国民の不満は蓄積

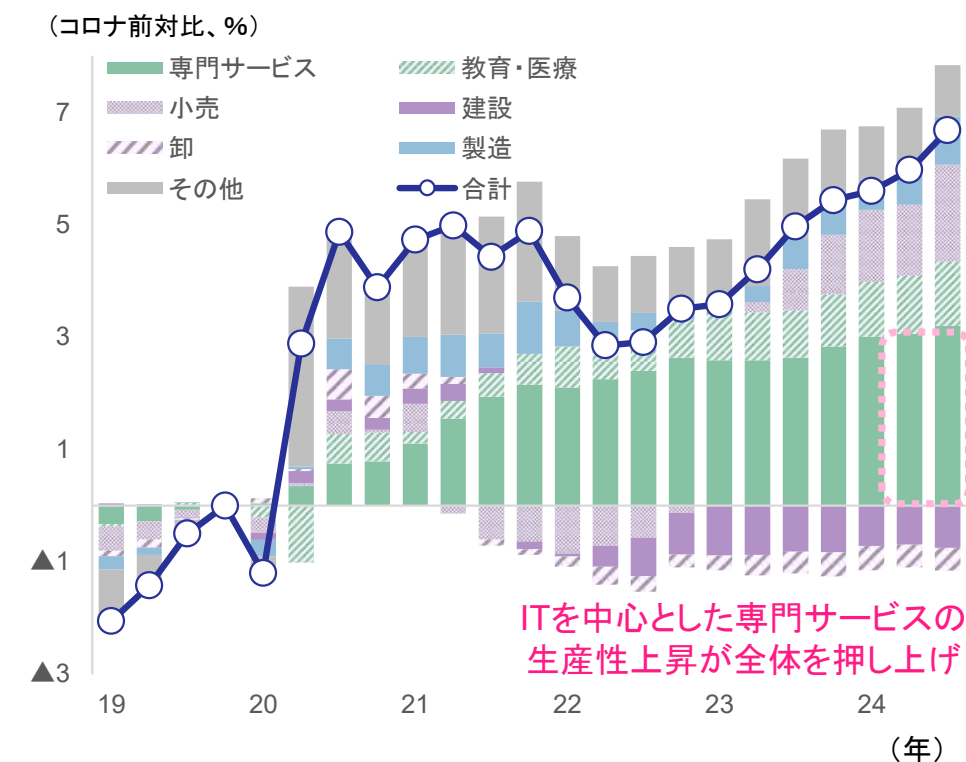
- 米国の労働生産性の伸びは日欧と比較して突出。コロナ禍を通じたハイテク産業の需要拡大や、労働市場の流動化が足元の高い労働生産性の伸びにつながっている可能性
  - ITを中心とする専門サービスが生産性の伸びをけん引。GDPシェアは13%ながら、生産性上昇への寄与は48%
- 一方、ハイテクの恩恵は株高などを通じて一部の富裕層に集中。国民の不満がトランプ政権の保護主義的政策を後押しする構図

## 日米欧の労働生産性上昇率



(注) 時間当たり生産性。過去5年平均  
(出所) OECDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 産業別労働生産性寄与(コロナ以降の累積変化)

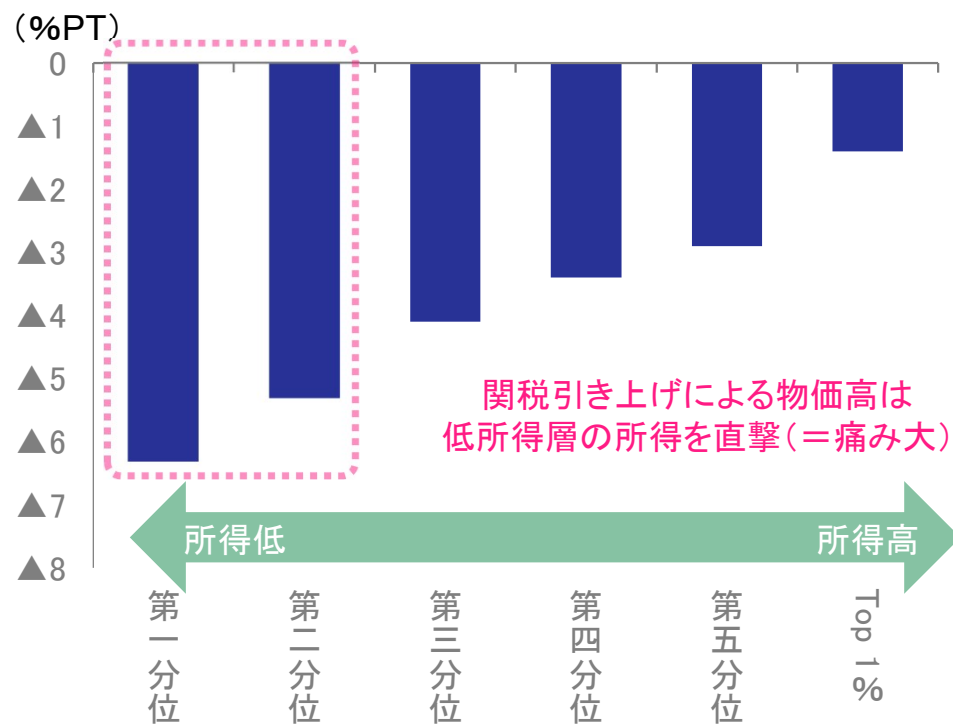


(出所) 米国商務省、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国政府は、世論・景気に配慮しつつ緩やかに関税を引き上げると予想

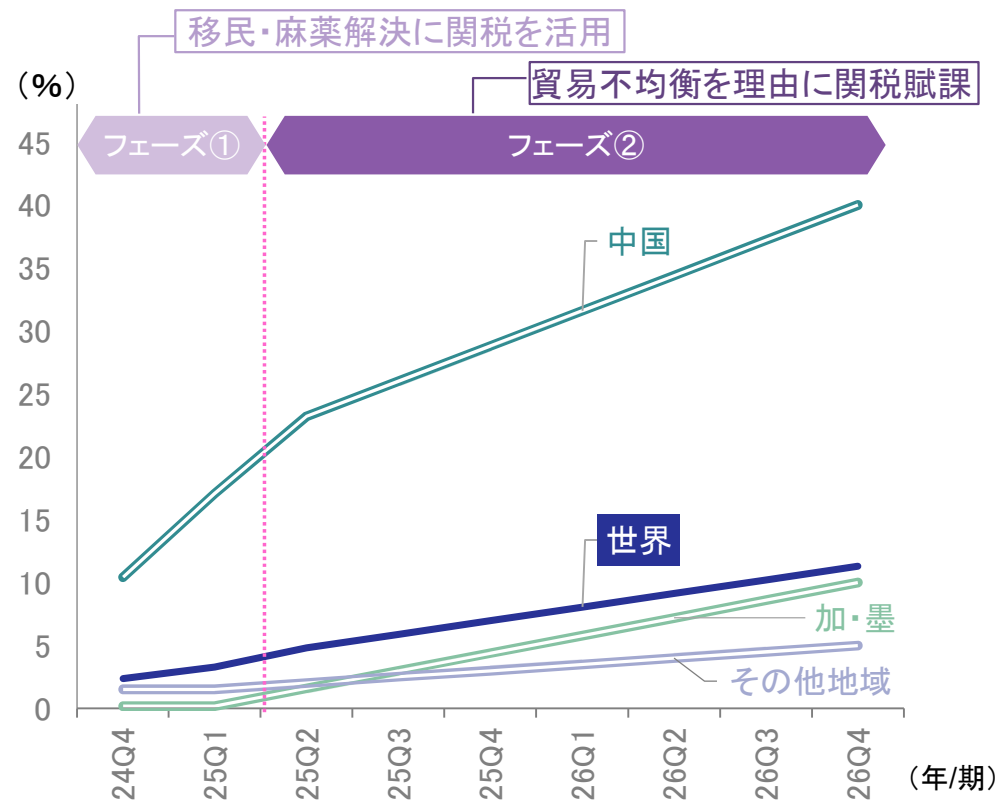
- **過度な関税引き上げは米国経済に返り血、各関税の影響を精査しながら関税が引き上げられると予想**
  - 広範な関税引き上げは国民、特に**財消費のウエイトが高い低所得者の生活を圧迫**。2024年の選挙ではインフレが焦点となっただけに、支持層の離反を回避するためには、**世論・景気を意識した政策運営が求められる展開**
  - 今後トランプ政権は、関税適用範囲(国・品目)を調整しつつ、貿易不均衡是正を目的とした交渉の中で緩やかに関税を引き上げると予想

## 関税による実質所得の押し下げ影響(対中60%、その他20%)



(出所) PIIIE、米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## みずほRTの関税想定



(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# トランプ政策のコストを生産性向上が緩和。物価はオーバーシュートを回避

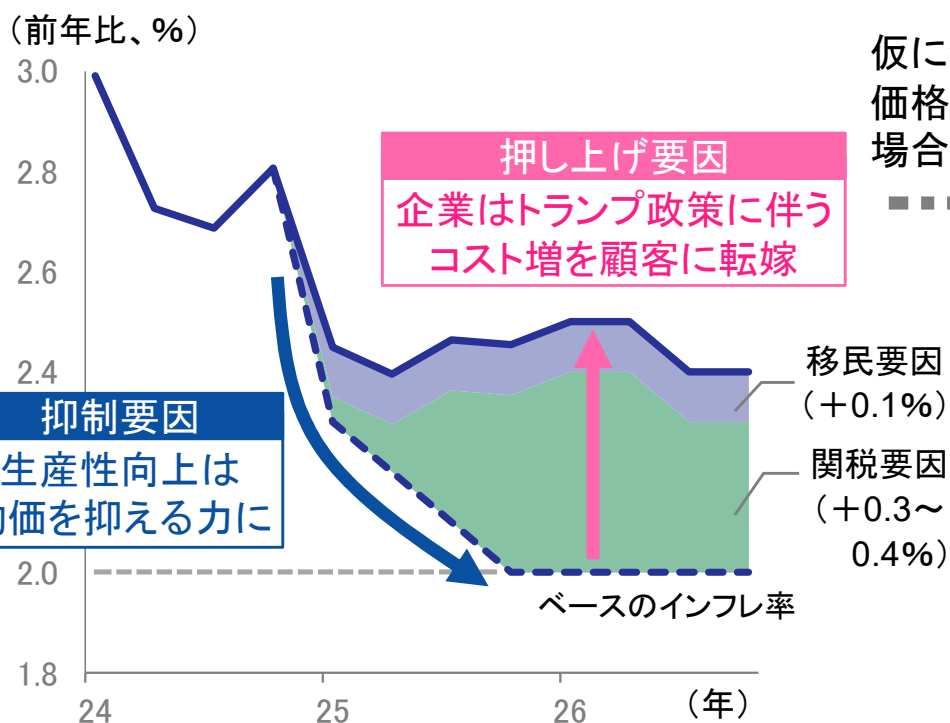
## ■ トランプ政策に伴うコスト高の一部を生産性の改善がカバー

- 企業は、関税負担や移民抑制に伴う人件費の増加分を商品に転嫁するとみられる。一方、生産性の改善は人件費等のコストを幾分抑制する要因として作用
- 2025年末のインフレ率は2.5%と高めの伸びとなるが、オーバーシュートは回避

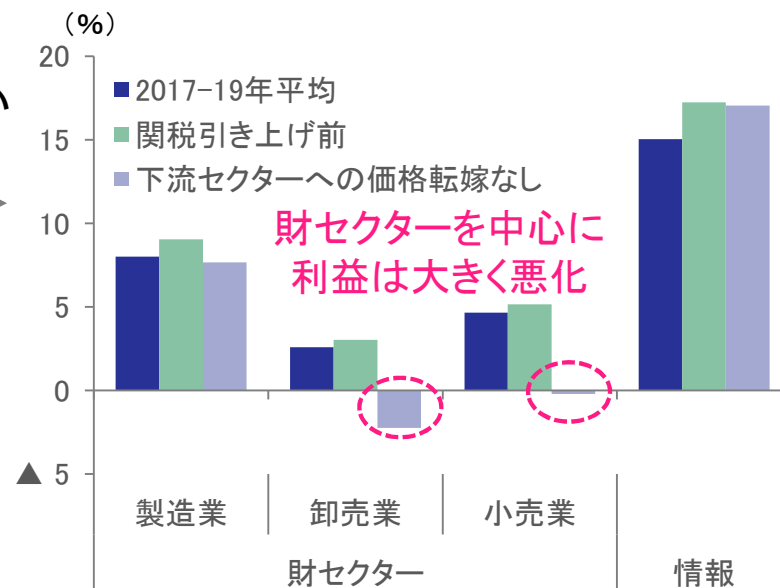
## ■ 仮に企業がトランプ政策に伴うコストを商品価格に転嫁できない場合、財セクターの利益率は大幅悪化

- 企業業績の低迷は、設備投資の抑制や、人員削減に伴う雇用・所得の悪化を通じて個人消費も緩慢に

### 物価見通しの考え方



### セクター別営業利益率



(注) 平均関税率が2.3%から11.3%に引き上げられたケースを想定。「下流セクターへの価格転嫁なし」はある財セクターにおける輸入コストの上昇分を、下流のセクターに転嫁しなかった場合の営業利益率を試算。情報は他セクターとの価格の転嫁・被転嫁は考慮していない

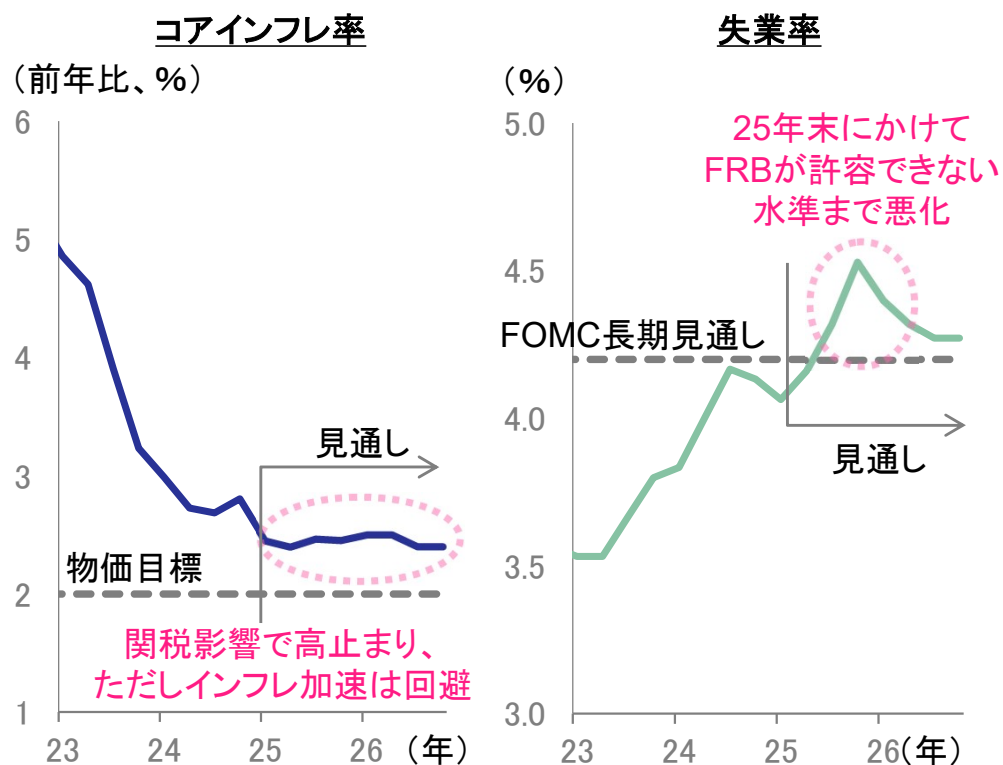
(出所) FRB、米国商務省より、みずほりサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) みずほりサーチ&テクノロジーズ作成

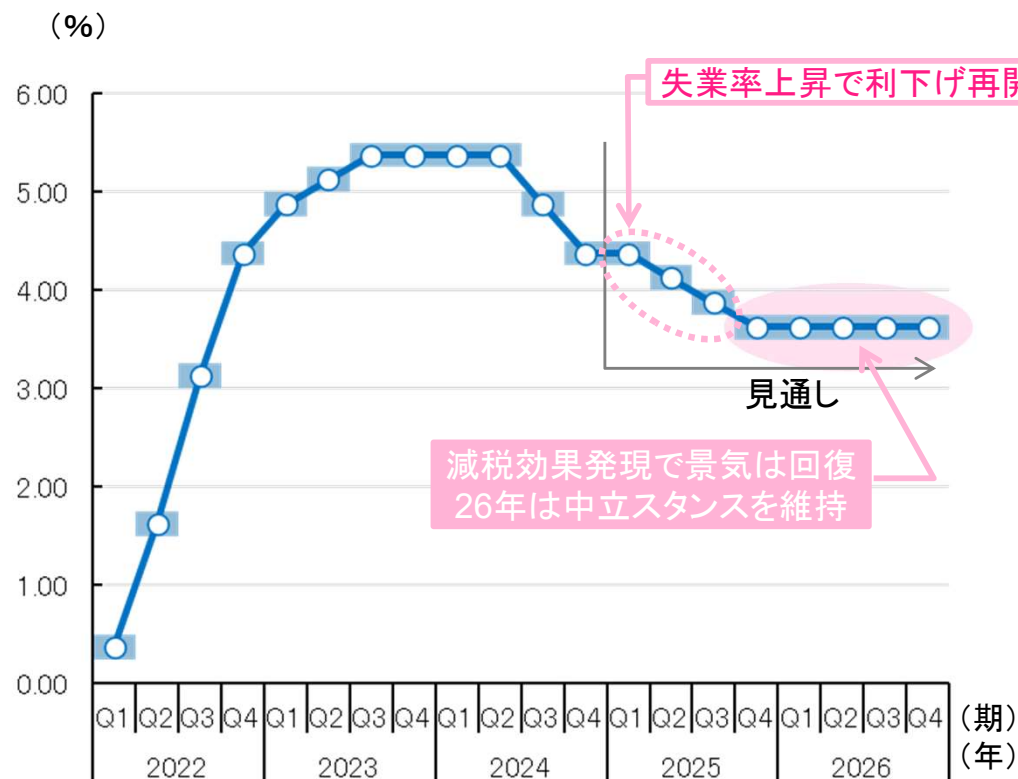
# FRBは失業率上昇を受け利下げを再開。2026年初には中立スタンスへ移行

- **インフレ加速の懸念が和らぐ中、FRBは景気減速を踏まえ利下げを再開**
  - 関税影響により、インフレ率は2025年末に2.5%と高めの伸びとなるが、オーバーシュートには至らず
  - 一方、失業率は25年末にかけて上昇し、ピークで4.5%とFRBの長期見通し(4.2%)を超過。**FRBは景気減速を意識し、3.50~3.75%まで利下げを実施**。2026年入り後は減税などを受けた**景気回復により中立スタンスへ移行**

## インフレ率と失業率の見通し



## 政策金利の見通し



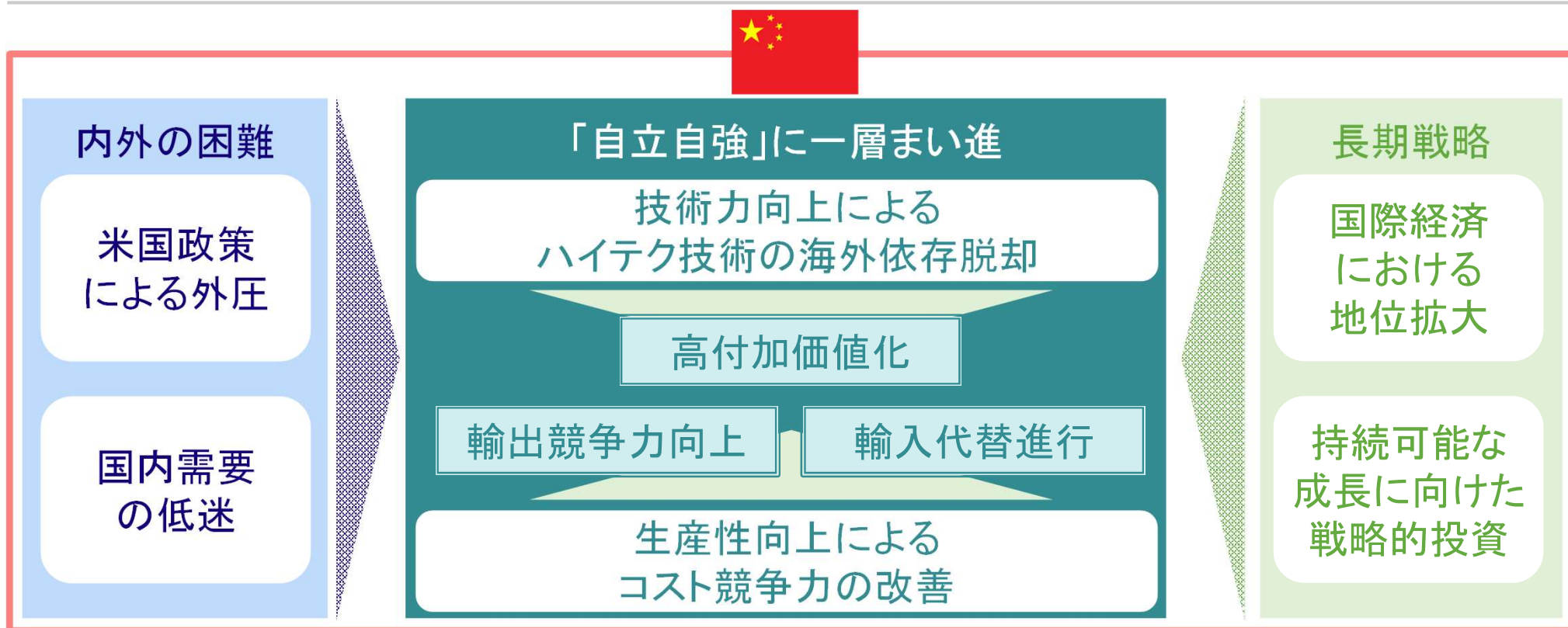
(出所) 米国労働省、米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# トランプ2.0のもと中国の「自立自強」に向けた取り組みは加速

- 国内需要低迷に加えてトランプ政権による外圧が**第三国市場向け「輸出促進」と自国の「輸入代替」**を後押し
- 「製造強国」への長期戦略も相まって「自立自強」の取り組みが加速

## 「自立自強」のもとでの中国の競争力強化と海外経済への影響



海外経済に対しては中国製品流入・輸出シェア低下が下押し要因

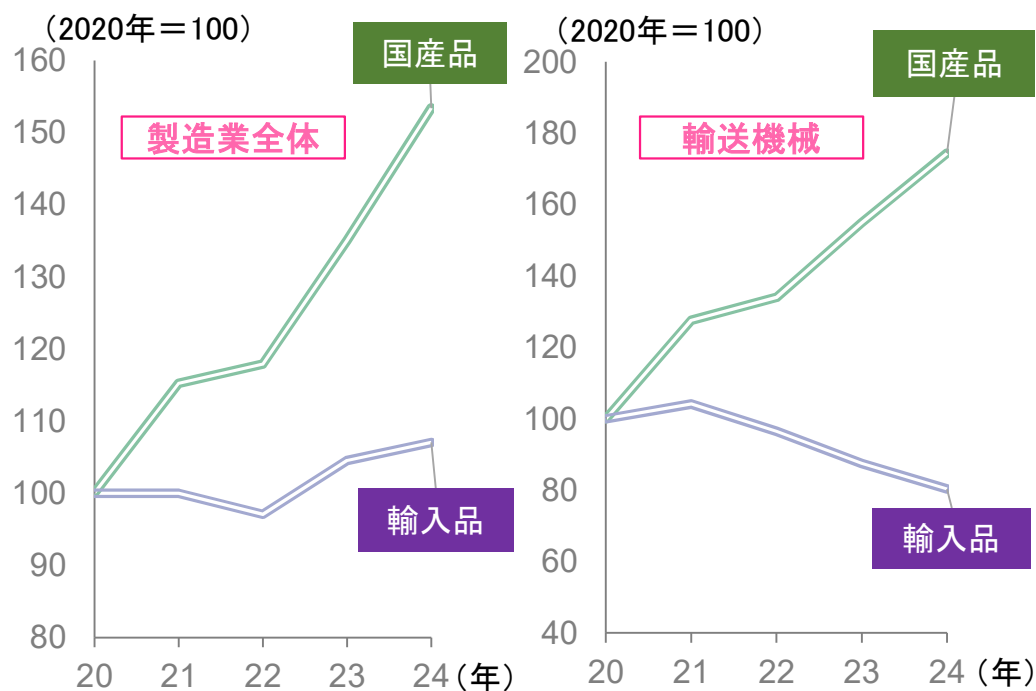
(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 中国の製造業競争力向上は、日本や欧州等にとっては逆風に

- トランプ関税に加え、中国の製造業競争力向上は、中国と産業構造が似た国にとっては特に脅威に
  - 輸入代替進展で対中輸出拡大が困難化。輸出競争力向上は、本国・第三国市場での対中競合度上昇に帰結
- 例えば、日本の工業製品総供給をみると、中国の裏返しのように国産品が減少、輸入品が増加
  - 国内市場における「海外製品シフト」が日本の製造業にとっての逆風になる可能性

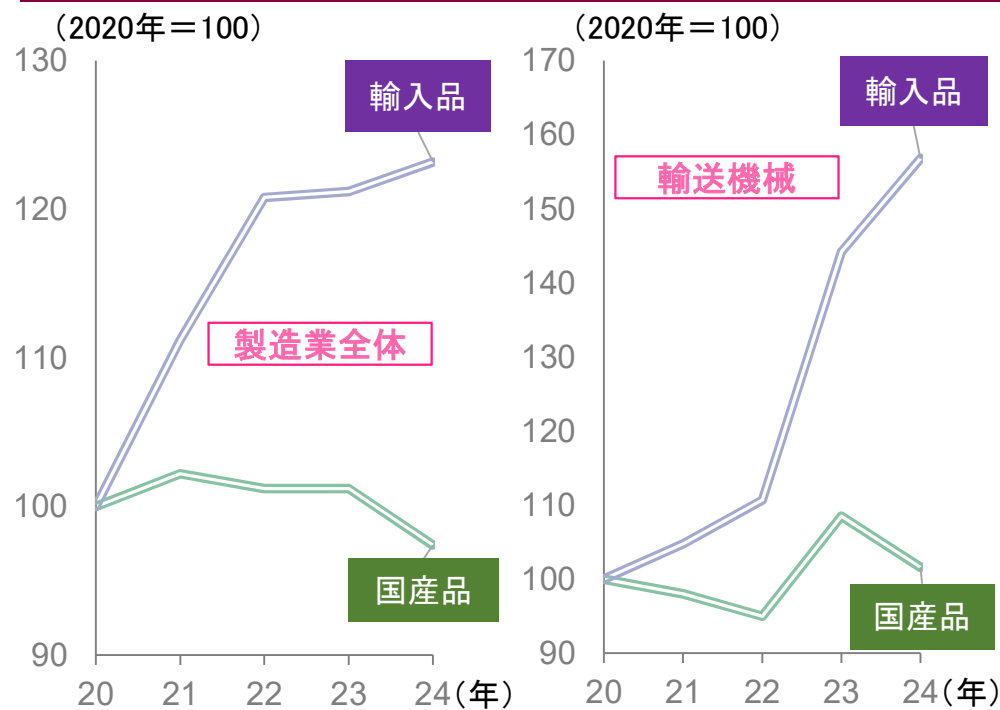
## 中国の工業製品総供給

中国国内では「国内製品シフト」が進行



## 日本の工業製品総供給

日本国内では「海外製品シフト」が進行



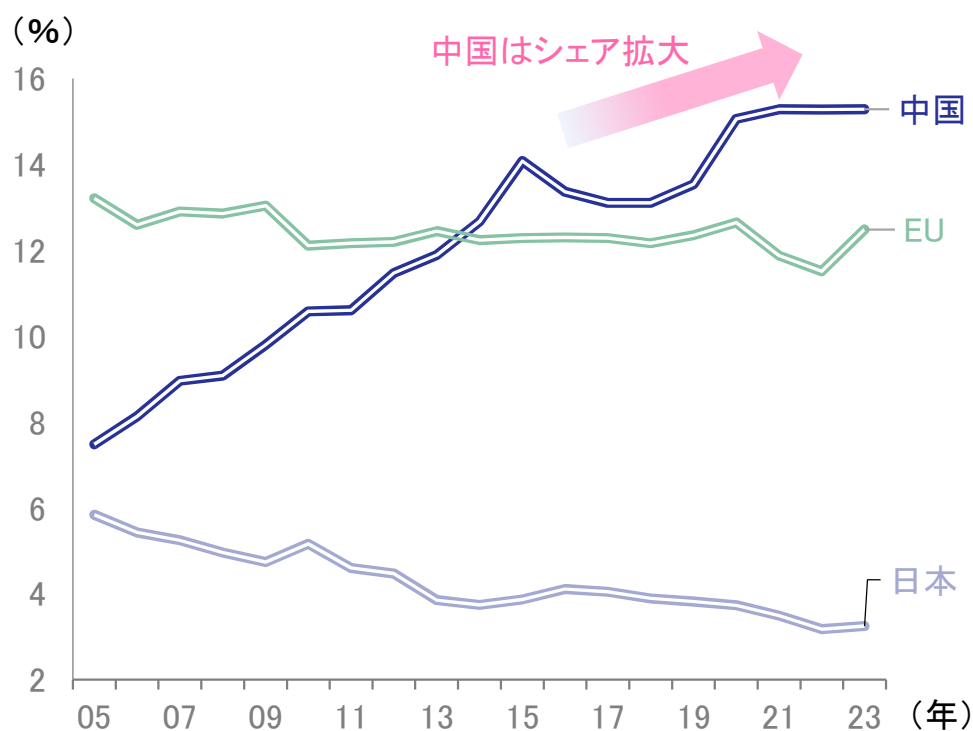
(出所) ADB、国家統計局、税関総署、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) 経済産業省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日欧の中国に対する競争劣位は深刻。中国に輸出シェアを奪われる格好

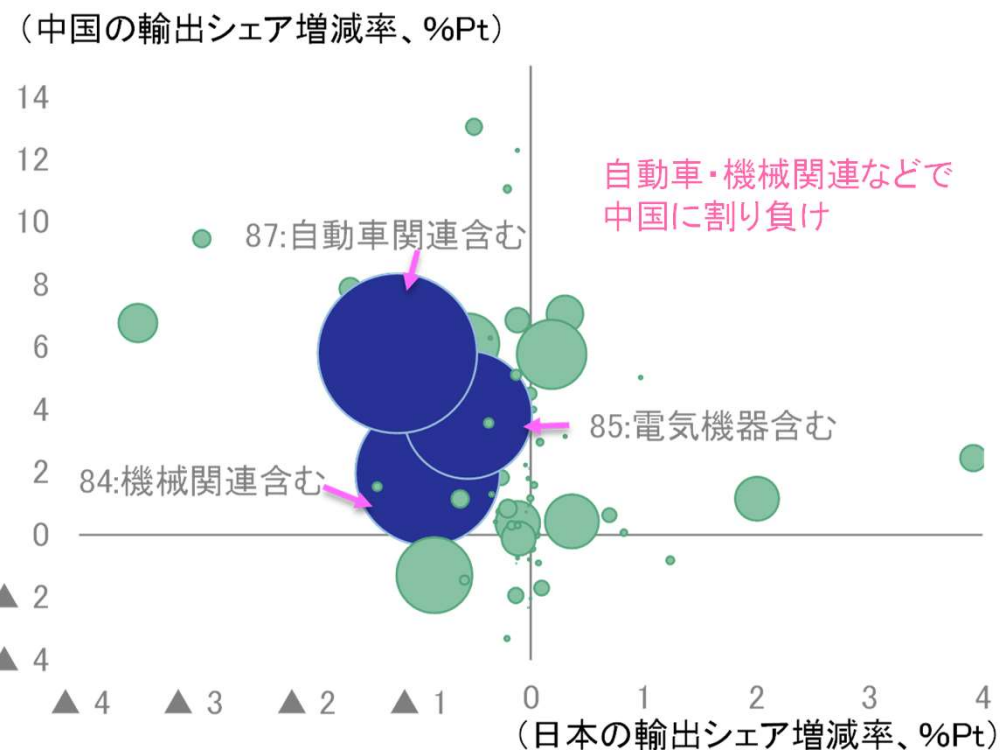
- **中国は自動車や電気機器等を中心に輸出シェアが拡大。一方、日欧は輸出シェアが低下**
  - 中国が競争力を高める自動車や電気機器は、日本の主力製品。日本の輸出産業にとっては痛手
    - 2019年対比では中国の輸出シェアが増加の一方で日本の輸出シェアが減少
  - 欧州では、エネ高やユーロ高(円・人民元対比)を受けた輸出単価高止まりも競争力低下の一因に

## 世界の輸出に占める中国・日本・欧州のシェア



(出所) UN Comtradeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 日本・中国の品目別輸出シェア増減(2019年→2023年)



(注)業種の分類はHSコードの2桁で分類。バブルの大きさは日本の輸出金額を表す  
(出所) UN Comtradeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本・欧州・アジアの機会と脅威。戦略的対応の進化の方向性は？

国・地域	トランプ政策(論点①)		中国の競争力強化(論点②)		①②の相乗効果による作用	
	機会	脅威	機会	脅威	機会	脅威
日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>●フレンドショアリングをテコにした先端産業誘致</li> <li>●半導体製造拠点の分散立地を受けた製造装置需要増</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●自動車など対米貿易黒字産業への追加関税リスク</li> <li>●サプライチェーン見直しに伴うコスト増</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●中国国内の設備投資増に伴う一般機械などの需要取り込み</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●中国企業との競合に伴う在中生産・販売拠点の採算悪化</li> <li>●中国製品流入による国内需要の逸失</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●米国の中国排斥は米国内市場シェア獲得の機会</li> <li>●対米直接投資の拡大による海外収益増</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●第三国市場における製造業の競争激化</li> </ul>
欧州	<ul style="list-style-type: none"> <li>●ウクライナ情勢の安定化によるエネルギー高緩和</li> <li>●防衛費増額に伴う関連産業の需要増</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●自動車・医薬品を中心とした対米輸出の減少</li> <li>●サプライチェーン見直しに伴うコスト増</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●中国企業による対欧直接投資(主に東欧・南欧)の増加</li> <li>●中国国内の高級品需要の取り込み</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●中国企業との競合に伴う在中生産・販売拠点の採算悪化</li> <li>●自動車等の輸出シェアの低下</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●対米直接投資の拡大による海外収益増</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●第三国市場における製造業の競争激化</li> </ul>
アジア	<ul style="list-style-type: none"> <li>●対中関税リスクの高まりから製造拠点としてのアジアの重要性は拡大</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●対米貿易黒字が大きいベトナムなどで追加関税リスク</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●安価な中国製部材を活用することで競争力強化に機会</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●中国製品流入による国内需要の逸失</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●中国企業のアジア拠点強化による国内製造業の競争力改善</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●中国製部材に依存する米国向け輸出品で対米摩擦リスク</li> <li>●国際情勢の不透明化による企業投資の慎重化</li> </ul>

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 地産地消化の進展で加速する供給網のフラグメンテーション

- ジェトロ調査によると、関税対応として在米日系企業は調達先見直しや現地生産化を検討
  - 現地生産化にはマーケットシェアを取りに行く「攻め」の視点も
- 米国市場を重視する一部グローバル企業も、高関税実現の場合は米国内への生産移管を検討
  - 関税対応により、従来の効率性を重視した供給網戦略が後退し、フラグメンテーションが加速していく可能性

### 対メキシコ・カナダ・中国関税への懸念を受けた企業のサプライチェーン対応に関する報道(主要な例)

企業	対応	備考
エレクトロニクス製品製造(韓)	□メキシコへの25%関税賦課が実行された場合、 <u>家電製品の生産の一部をメキシコから米国に移転することを検討</u>	●メキシコでの製造品は主に米国向け
半導体製造(独)	□製造拠点を多様化する目的で、タイで半導体後工程の工場建設を開始	
自転車製造(英)	□英国からの自転車輸出が関税引き上げの対象となれば、 <u>自転車の組み立て工程を英国内から米国に移管することを検討する方針</u>	●米国内に製造拠点なし
航空機製造(仏)	□メキシコから対米輸出している製品が25%の関税引き上げの対象となれば、 <u>製品に価格転嫁する方針</u>	
EV用バッテリー製造(日)	□EV用の米国製バッテリーについて <u>対中部材依存を解消する計画</u> □ <u>米国内サプライヤーへの切り替えに加え、日本・韓国等のサプライヤーに働きかけを行う姿勢</u> (米国事業の立ち上げ支援等)	●テスラなど米自動車メーカーのサプライヤー ●米国内に製造拠点あり

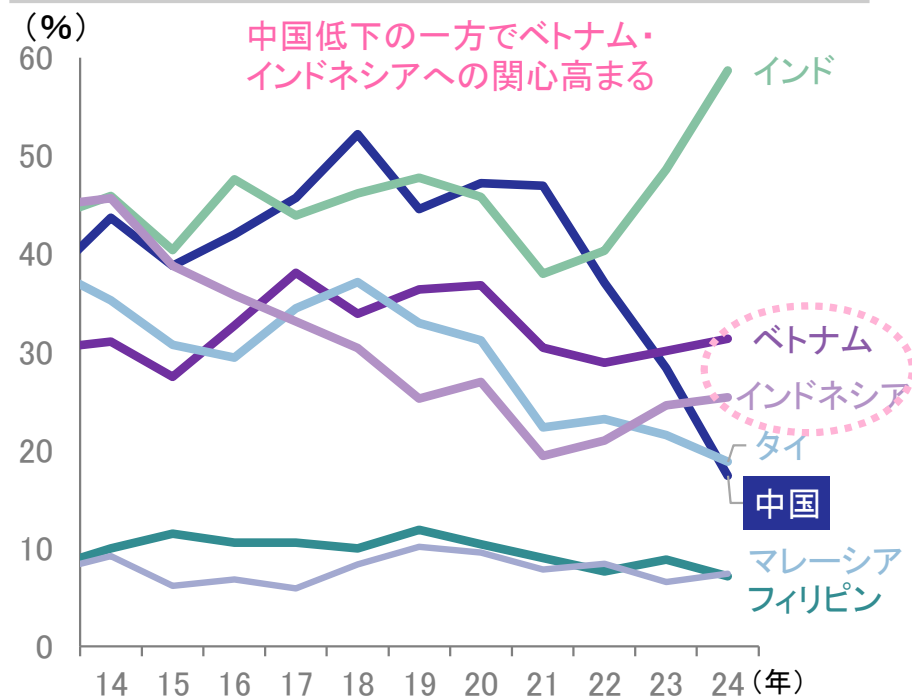
(出所) 各種報道等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 投資先有望国としての中国の地位は大幅低下。ASEANに投資呼び込みの好機

- 中期的な投資先有望国として中国を挙げる日系企業の割合は近年、大幅に低下 (JBIC調査)
  - 2024年度調査では、ベトナム・インドネシア・タイと中国の順位が逆転
  - インドの人気のなお圧倒的に高いが、中国に代わる投資の「受け皿」としてASEANにも追い風が到来
- 投資魅力度は、短中期的にはコスト優位性からインドネシア・ベトナムがリード。ただし、国・評価基準により濃淡も
  - 尼・馬は政治・政府環境や人材競争力、労働力プール、電気・ガス料金などに優位性
  - 比・越は労働力や賃金などに優位性。泰は外資優遇策や賃金に一定の優位性も、労働力の枯渇が課題

## 中期的な有望国(今後3年程度、JBIC調査)

## ASEAN: 投資魅力度比較



(注) 製造業。全ての国を図示してはいない  
 (出所) JBICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

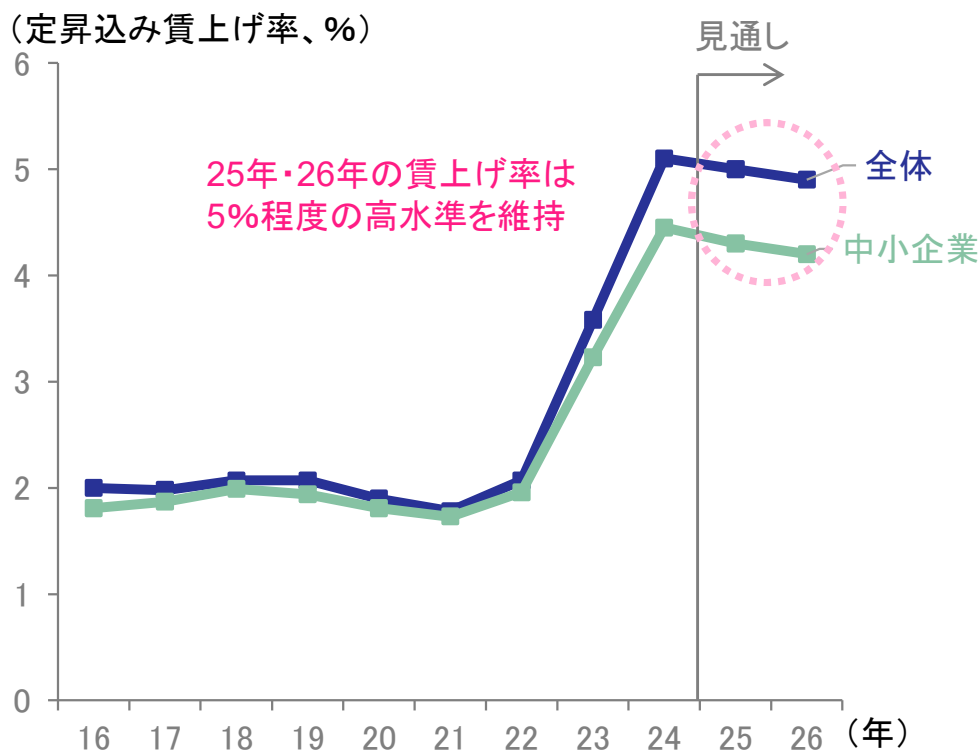
	外資優遇策		政治環境	人材・労働力		賃金		公共料金	
	法人税率優遇幅	最長優遇期間	政治安定性・政府効率性	人材競争力	生産年齢人口の伸び	一般工職	中堅技術者	電気	ガス
	(%)	(年)	(Pt)	(順位)	(%)	(米ドル)			
インドネシア	22	20	0.1	80	8	407	614	7	38
マレーシア	17	5	0.6	42	14	430	818	7	23
フィリピン	25	13	▲0.2	84	15	294	495	20	64
ベトナム	10	8	0.1	75	6	250	519	8	78
タイ	20	15	▲0.1	79	▲8	385	663	15	26

(注) 赤色は、各評価項目の上位3カ国。【政治環境】世銀による推計値で、数値が大きいほど政治が安定、効率的な政府であることを示す。【人材競争力】世界における順位を示す。【生産年齢人口】は国連による2024~35年にかけての伸び率予測。【賃金】月給。【電気代】100kWh当たり。【ガス代】100㎡当たり(いずれも業務用)  
 (出所) 各種報道、World Bank、INSEAD(2023)、国連、JETROより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本経済のカギを握る賃上げは高水準が継続。ただし、分配の観点からは不十分

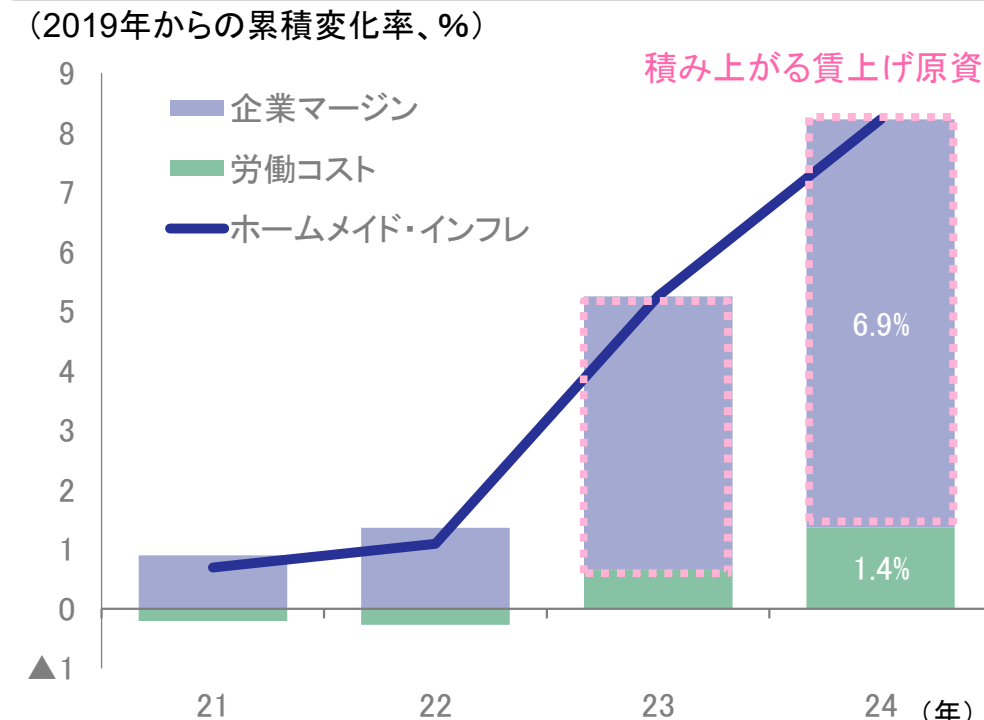
- **外需環境の逆風下、当面は内需が日本経済のカギに**。継続的な賃上げによる個人消費の回復ペース加速が焦点
- 人手不足や企業収益改善を受け、2025・26年の春闘は**5%程度の賃上げ率実現へ**
  - ― ただし、**労働者への分配は十分とは言えず**。既往の**値上げによる収益増によって賃上げ原資は積み上がり**
  - ― 将来的な業績拡大につながる生産性の改善に不安がある中、企業は収益増加分の賃金への分配には依然として慎重姿勢。「成長と分配の好循環」は道半ば

## 春季賃上げ率の実績と見通し



(注) 「中小企業」は組合員数300人未満の労働組合を対象に集計した値  
 (出所) 連合「春季生活闘争最終回答集計結果」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 値上げ益の企業・労働者間分配

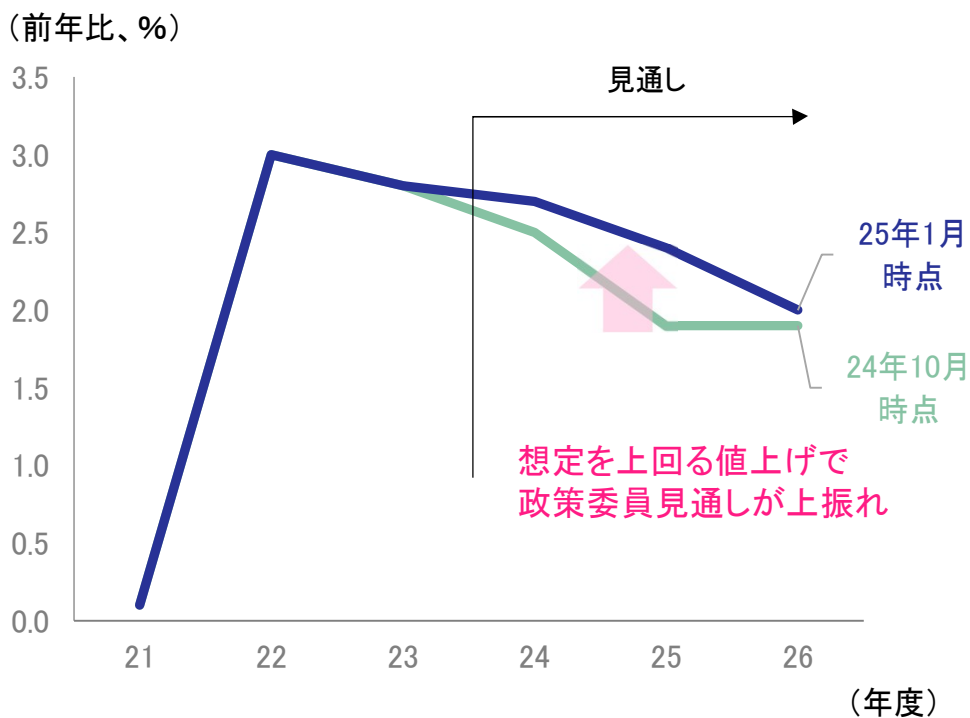


(注) ホームメイド・インフレはGDPデフレーター、労働コスト(単位労働コスト)は人件費÷実質付加価値、企業マージン(ユニットプロフィット)は残差として計算。実質付加価値は営業利益、人件費、減価償却費の合計をGDPデフレーターで除したもの  
 (出所) 財務省「法人企業統計調査(四半期別調査)」、内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 一方、根強い物価上昇圧力は実質賃金を下押し。物価のさらなる上振れに要警戒

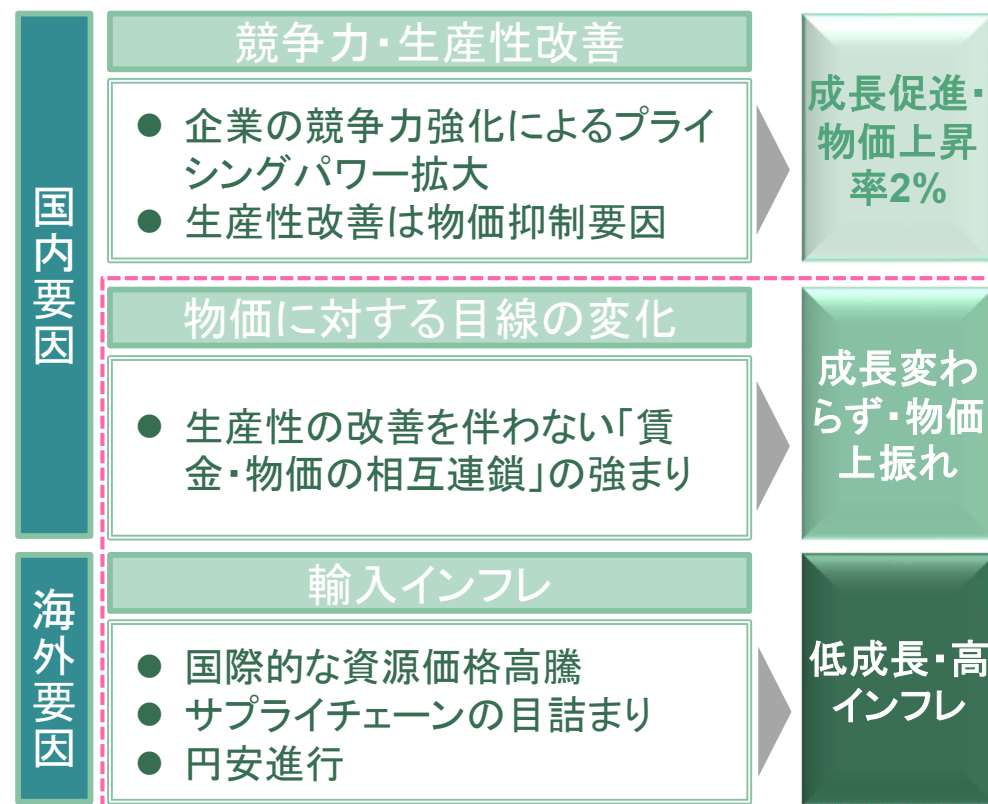
- **価格転嫁姿勢の高まりや円安進展を背景に、想定以上に物価上昇圧力は根強い**
  - 日銀の政策委員見通し(中央値、コアインフレ率)についても足元は上方修正含み
- **引き続き物価上振れリスクは残存**。ファクターによって成長・物価に及ぼす影響は異なるが、商品市況高騰・円安進行等による**輸入インフレの再来は成長率や実質賃金の下押し要因になることから特に注意が必要**

## コアインフレ率の政策委員見通し



(注) 2021~2023年度は実績値。2024年度以降は政策委員見通しの中央値  
(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 物価上振れを引き起こすファクター

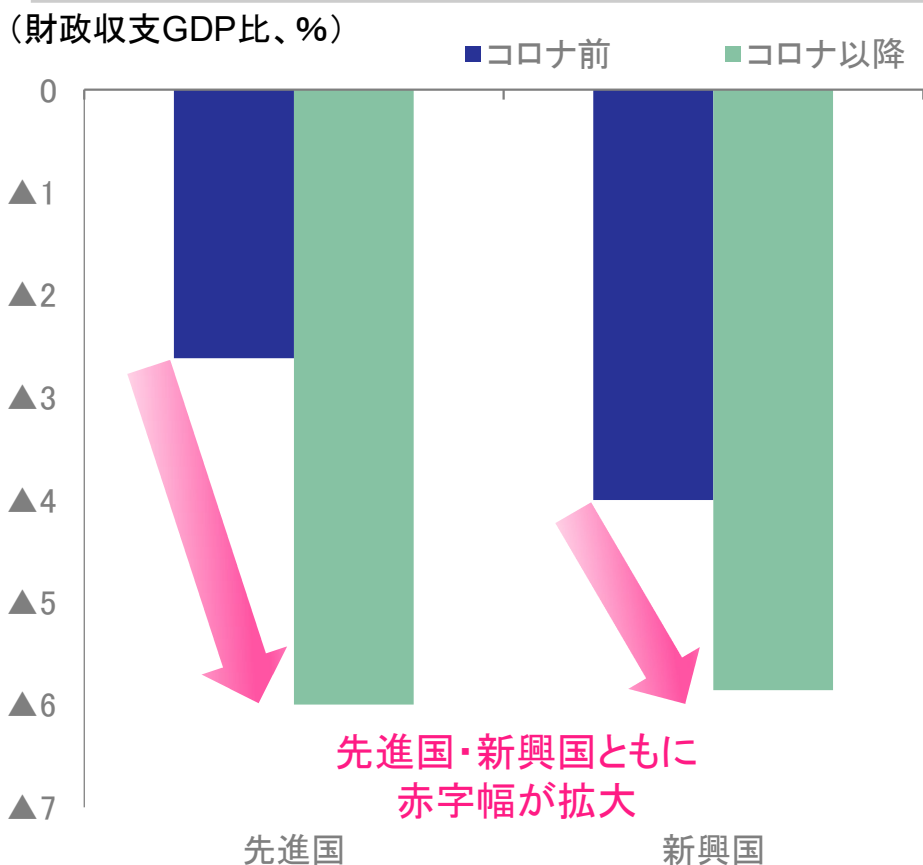


(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# リスク:コロナを経て財政赤字は一層悪化。不安定な政治も財政懸念の材料に

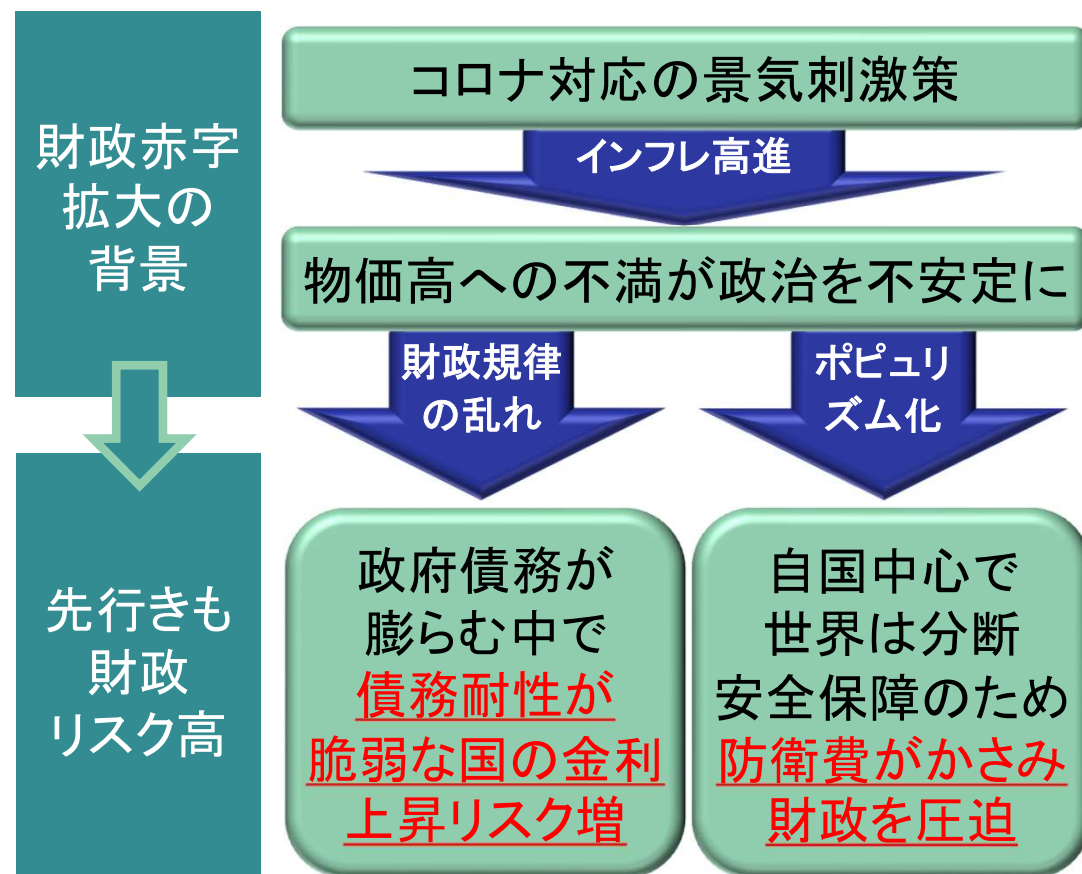
- コロナ禍以降、財政赤字はグローバルに拡大。背景には、コロナショックへ対応するための景気刺激策
  - 結果的に過度であった景気刺激はインフレを惹起。物価高への不満は政治へ向かい、政権交代やポピュリズム・自国主義の芽が世界各国で散見。今後こうした動きが加速し世界分断が進めば、防衛費がかさみ財政を圧迫する懸念
  - また、不安定な政治は財政規律を乱しかねず、財政懸念から債務耐性が脆弱な国を中心に金利上昇リスクが増加

## コロナ前後の財政赤字幅



(注) コロナ前は2015～2019年平均、コロナ以降は2020年～2024年平均  
(出所) IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## グローバルに拡大する財政赤字の背景と先行き



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



# 世界経済見通し:トランプ関税が重石に。対中競争は成長格差を拡大

## 世界経済見通し総括表

	(前年比、%)			(%Pt)	
	2024 (着地見込)	2025 (見通し)	2026 (見通し)	2025 (12月見通しとの比較)	2026
世界実質GDP成長率	3.2	3.0	3.0	-	-
日米欧	1.6	1.4	1.2	-	▲ 0.2
米国	2.8	1.9	1.7	-	▲ 0.1
ユーロ圏	0.7	0.8	0.9	▲ 0.1	▲ 0.1
英国	0.8	1.3	1.3	▲ 0.1	▲ 0.1
日本	0.1	1.1	0.6	▲ 0.1	▲ 0.2
アジア	5.1	4.7	4.5	0.1	0.1
中国	5.0	4.4	3.9	0.2	0.1
NIEs	3.0	1.7	2.0	-	-
ASEAN5	5.0	4.8	5.0	-	-
インド	6.5	6.4	6.3	-	0.2
オーストラリア	1.1	1.7	1.4	0.1	-
日本(年度)	0.8	0.8	0.7	▲ 0.2	▲ 0.1

米関税により世界貿易は縮小。中国は競争力を強みに影響を減殺も、劣位の日欧では製造業不振が鮮明に。成長格差は拡大へ

保護主義政策が下押しも、生産性改善が支え景気は腰折れ回避。その後は減税効果もあり巡航速度並に回復

利下げ効果で景気は回復へ。ただし、エネ高や対中競争激化が回復ペースを抑制

競争力向上で純輸出が改善も、内需低迷の継続や米関税の影響で景気は減速

賃上げ継続も物価比で力不足。対中競争激化も輸出の重石となり景気回復は緩慢。他方、賃金・物価上振れにより日銀は1%まで利上げ

(注) 網掛け部分は予測値。世界成長率はIMFによるGDPシェア(PPP)により計算  
(出所) IMF、各国・地域統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

---

## 2. 各国経済・金融市場

# (1) 米国：FRBは景気減速を受け利下げ再開、2026年初に中立スタンスへ移行

## ■ 2025・26年の実質GDP成長率は、前年比+1.9%、+1.7%と予想

- 米新政権は世論や景気に配慮しつつ、緩やかに保護主義政策を推し進める見通し。関税引き上げや移民抑制策が景気を下押しするものの、その影響は一時的に
- 関税引き上げによるコスト増の一部を、ハイテク分野等の生産性改善が相殺。物価はオーバーシュートには至らず
  - FRBは、景気の減速を意識し、3.50～3.75%まで政策金利を引き下げる見込み

## 米国経済見通し総括表

		2023	2024	2025	2026	2024				2025				2026			
		(見通し)				1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12
実質GDP	前期比年率、%	2.9	2.8	1.9	1.7	1.6	3.0	3.1	2.3	1.5	1.4	1.5	1.5	1.7	1.8	1.8	2.0
個人消費	前期比年率、%	2.5	2.8	2.3	1.4	1.9	2.8	3.7	4.2	1.5	1.4	1.6	1.3	1.4	1.4	1.4	1.6
住宅投資	前期比年率、%	▲ 8.3	4.2	2.7	2.5	13.7	▲ 2.8	▲ 4.3	5.3	4.3	4.1	3.1	3.1	2.0	2.0	2.0	2.0
設備投資	前期比年率、%	6.0	3.7	1.3	2.2	4.5	3.9	4.0	▲ 2.2	1.6	1.4	1.7	1.9	2.2	2.4	2.6	2.8
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	▲ 0.4	0.0	0.0	0.0	▲ 0.5	1.1	▲ 0.2	▲ 0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	▲ 0.1
政府支出	前期比年率、%	3.9	3.4	1.6	1.8	1.8	3.1	5.1	2.5	0.5	0.5	0.5	1.6	1.5	2.0	3.0	4.5
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	0.5	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 0.4	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1
輸出	前期比年率、%	3	3.2	2.3	2.0	1.9	1.0	9.6	▲ 0.8	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
輸入	前期比年率、%	▲ 1.2	5.4	2.6	1.8	6.1	7.6	10.7	▲ 0.8	1.2	1.7	2.0	1.8	1.6	1.7	1.9	2.3
失業率	%	3.6	4.0	4.3	4.3	3.8	4.0	4.2	4.1	4.1	4.2	4.3	4.5	4.4	4.3	4.3	4.3
個人消費支出デフレーター	前年比、%	3.8	2.5	2.2	2.4	2.7	2.6	2.3	2.4	2.1	2.1	2.3	2.4	2.5	2.5	2.4	2.4
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	4.1	2.8	2.4	2.4	3.0	2.7	2.7	2.8	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4

(注) 網掛けはみずほリサーチ&テクノロジーズによる予測値

(出所) 米国商務省、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国：トランプ政権は世論に応える保護主義政策を矢継ぎ早に実行に移す

- 国民世論の変化を受けて、トランプ氏は内向き志向(≡「米国第一主義」)に対応した政策を矢継ぎ早に打ち出す
- 関税政策は世界貿易の重石に。もともと、関税引き上げペースは緩やかと予想

## トランプ政権が推進する政策

### 『内向き化』する米国民

米国民の生活を最優先とする政策ニーズの発生

### トランプ政権の保護主義的な経済政策

#### ①通商・関税政策

- 「米国第一」の貿易政策推進
- 中国への関税賦課

他国排除による雇用保護、  
減税に向けた財源の捻出

#### ②政府効率化

- 政府効率化省(DOGE)設立
- 政府職員の新規採用停止
- 政府組織の改廃

減税のための財源捻出

#### ③移民政策

- 国境地帯への軍の派遣
- 移民の国外退去
- 移民の子どもへの自動的な米国籍付与の停止

米国内雇用の保護、  
治安の安定

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米国：【①関税】徐々に軸足が移民・薬物対策から貿易不均衡是正に転換

- 選挙実施以降、トランプ大統領は移民や麻薬の流入への対処を目的に、関税を交渉材料としたディール外交を展開
    - 2月4日より、中国に対して10%の追加関税を導入したほか、交渉次第でメキシコ・カナダにも関税を課す方針
  - 一方、最近では、貿易不均衡の是正を理由に関税を賦課するとの発言が目立ち始めている
- トランプ第2次政権が展開するディール外交

対象国	内容	実施状況
中国	11/25、 <u>麻薬などの違法薬物の流入を抑制するため</u> 、輸入品に10%の追加関税を導入すると自身のSNSに投稿	2月4日より発動済
メキシコ・カナダ	11/25、 <u>移民や違法薬物の流入を理由に</u> 、輸入品に25%（※カナダ産原油は10%）の関税を課すことを表明	3月4日まで延期
コロンビア	1/26、 <u>移民の強制送還時に米軍機の着陸を拒否したことを受けて</u> 、25%の関税を課すことを表明	実施せず
半導体・医薬品・ 軍事関連品	1/27、共和党下院議員向けの演説で、 <u>製造業の国内回帰を促すため</u> 、近い将来に関税を課す計画があると発言 2/18、半導体・医薬品に25%以上の関税を課す意向を示す	具体的な日程は言及せず
鉄鋼・アルミ	2/10、 <u>安全保障の観点から</u> 、世界からの鉄・アルミ輸入に25%の関税を課す大統領令に署名	3月12日より開始予定
高い関税を課す国 (相互関税の導入)	2/13、 <u>不当な貿易慣行に対処するため</u> 、相互関税導入（※貿易相手と同率の関税を課す政策）に向けて、各国との貿易関係の調査・報告を指示する覚書に署名	順次交渉後に実施
自動車	2/14、4月2日にも自動車に高関税を導入する方針を表明 2/18、 <u>国内製造強化のため</u> 、25%の関税を課す意向を示す	4月2日頃に実施、または、 計画を公表予定

(出所) 各種報道、ホワイトハウスより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国：【①関税】貿易取引における幅広い分野の「障壁」を問題視

## ■ 「相互関税」に関する覚書は、各国に関税だけでなく、非関税障壁や付加価値税など幅広い障壁の削減を要求

- 米政府は、EUが自動車に高関税を課していることや、高い付加価値税(VAT)を導入していることを問題視
  - 日本については自動車産業などに非関税障壁を設けていることがやり玉に

## 各国が米国と貿易交渉を行う上で問題となりうるポイント

### 青枠：選挙後にトランプ大統領が直接言及した分野

	米貿易赤字 (10億ドル)	麻薬流入 (米政府主張)	ビザなし移民 (千人)	関税率 (対米超過分)	デジタル・ サービス課税(%)	付加価値税・ 消費税(%)	産業補助金 (対GDP比、%)	為替介入 (米財務省基準)	非関税障壁	
									(頻度指数)	(米政府が問題視する慣行)
中国	▲295	Yes	79	-	-	13	1.73	Yes	90	・産業政策を通じた国内外市場の支配 ・市場アクセスの条件に技術移転を要求
EU27	▲236	-	-	1.0	3.0 (仏・西・伊等)	21	0.48 (仏・独平均)	No	92	・複雑な関税コードシステムの導入 ・米国産の貝類の輸出を禁止
メキシコ	▲172	Yes	668	-	-	16	-	No	38	・BSEを理由に、米牛肉製品輸入を禁止 ・中古資本財の輸入禁止
ベトナム	▲123	-	-	8.2	1.5	10	-	No	89	・自動車、精製石油燃料、天然ガスなどの輸入にライセンスを要求
台湾	▲74	-	-	2.0	-	5	0.41	No	-	・米安全基準に準拠した車両に台数制限 ・BSEを理由に、米牛肉製品輸入を禁止
日本	▲68	-	-	0.1	-	10	0.50	No	61	・食品の輸入・流通に厳格な制度を導入 ・自動車に日本独自の基準を要求
韓国	▲66	-	-	-	-	10	0.67	No	-	・牛肉の取り扱いに独自の基準を導入 ・遺伝子組み換え作物の承認手続きが煩雑
カナダ	▲63	Yes	45	-	3.0	5	-	No	100	・酪農、鶏肉等に厳しい供給管理を要求 ・乳製品に関税割当
インド	▲46	-	90	12.2	6%(デジタル広告) 3%(電子商取引)	18	-	No	47	・化学物質等の輸入にライセンスが必要 ・通関手続きが煩雑
タイ	▲46	-	-	7.1	-	7	-	No	28	・バイオ燃料の輸入を制限 ・石油、食品等の輸入にライセンスが必要
出典	米商務省	ホワイト ハウス	税関・国境警 備局(CBP)	WTO	各国資料	各国資料	CSIS	為替報告書 (2024年11月)	UNCTAD	ホワイトハウス、 米通商代表部(USTR)

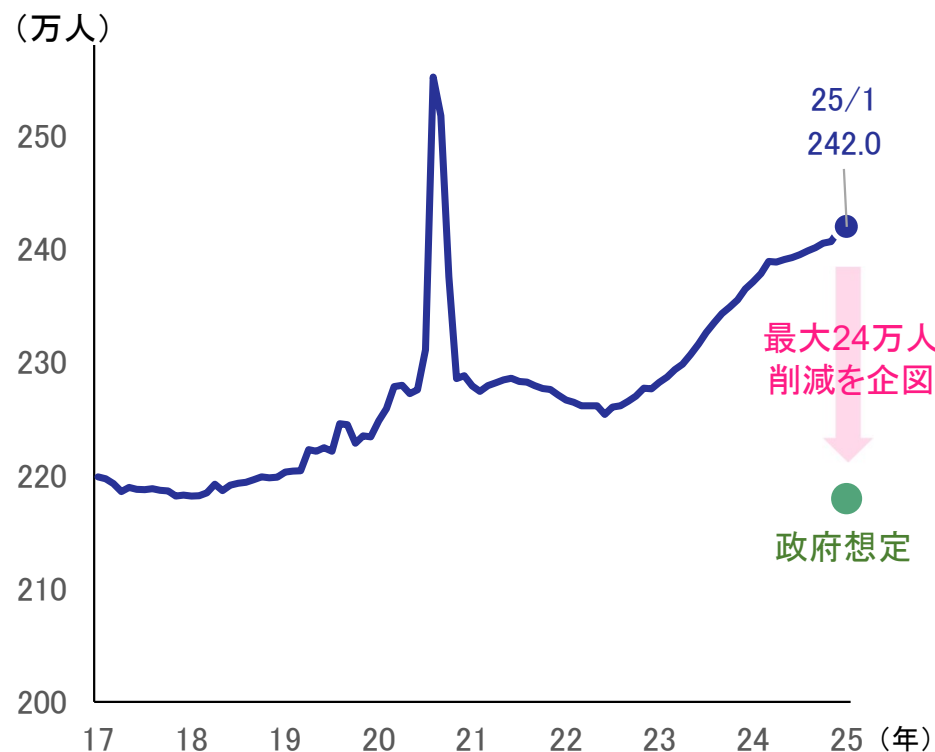
(注) 非関税障壁欄の「頻度指数」は、どれだけの割合の品目に非関税措置が課されているかを示す指数

(出所) 米国商務省、ホワイトハウス、WTO、各国資料、CSIS、米国財務省、UNCTAD、USTRより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米国：【②政府効率化】急進的な組織改廃で混乱も、雇用への影響は限定的

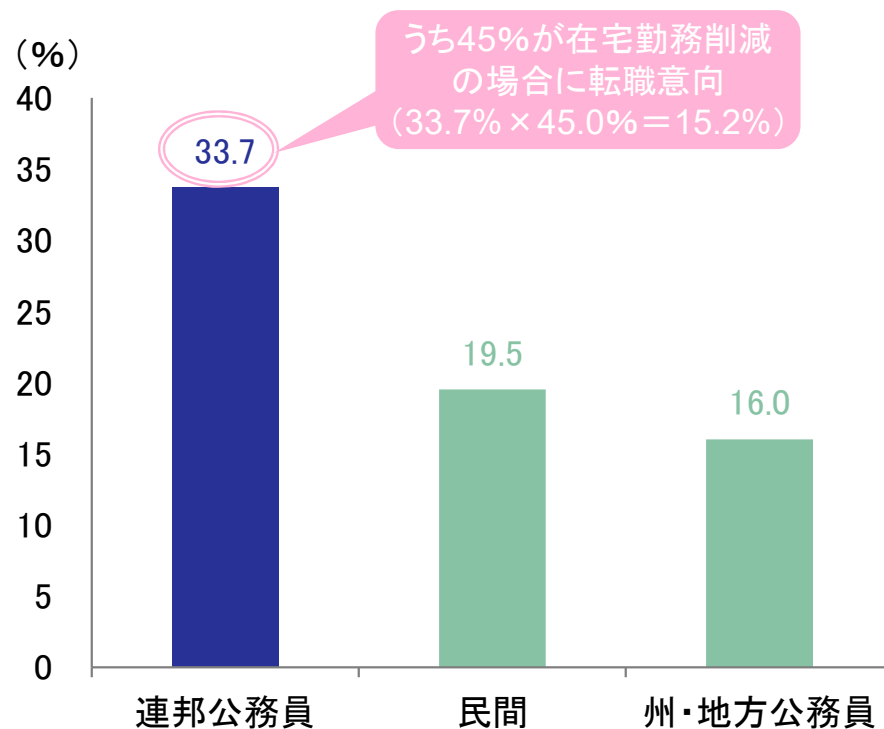
- 政府は連邦政府職員240万人に早期退職を勧告。**最大24万人の応募を想定**
  - 応募者数は7万5千人にとどまる。新規採用の抑制など他の施策と合わせて追加削減を図る意向
  - 早速、勧告に応じない職員にフル出社を要請。米労働省によると、在宅勤務を行う政府職員34%のうち45%が在宅勤務が減る場合に転職すると回答。**単純計算で全体の約15% (37万人) が潜在的な退職予備軍**
  - **仮に24万人の職員削減が行われた場合、失業率は+0.1%Pt上昇。消費減少によりGDPは▲0.1%Pt低下**

### 連邦政府職員数(除く郵便サービス、軍人)



(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 連邦公務員の在宅勤務比率



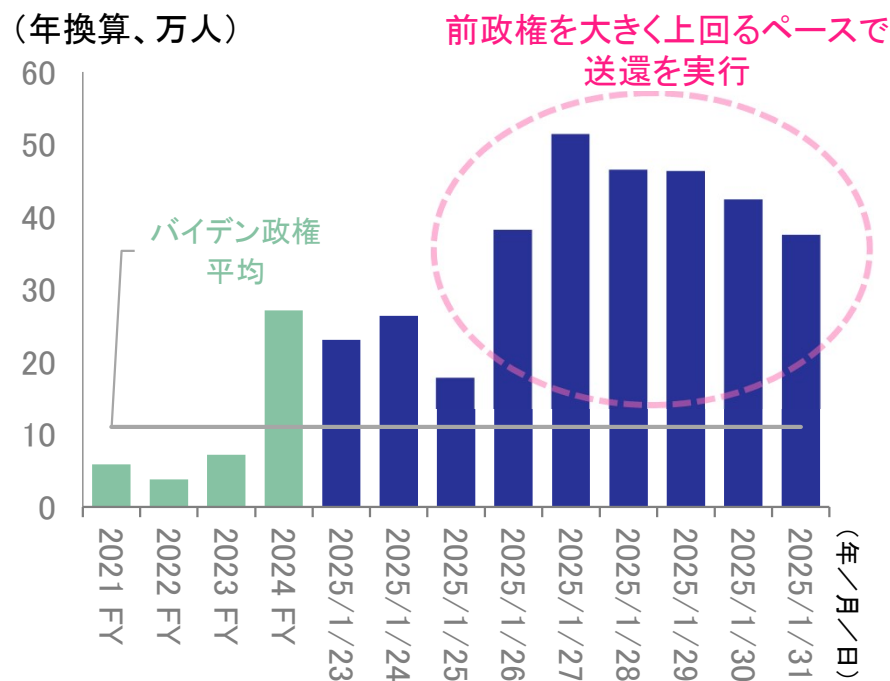
(注) 在宅勤務比率は2024年12月、退職意向は2023年5月時点の調査

(出所) Global Government Forum、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国：【③移民】流入が大幅減速。サプライサイドから経済成長を下押し

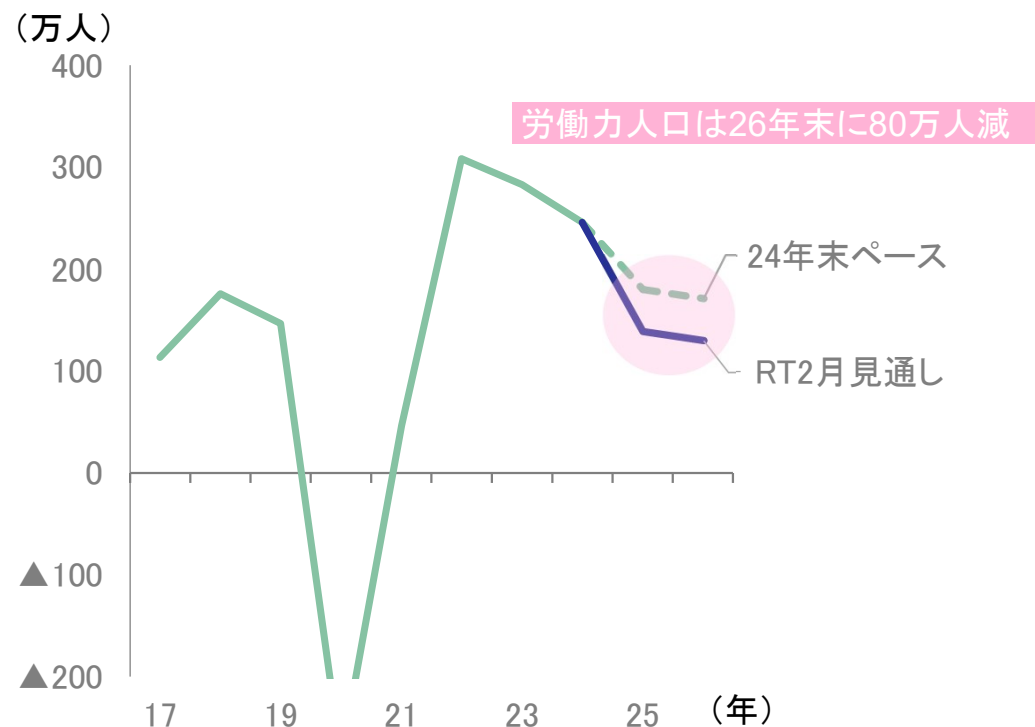
- 移民排斥政策によって足元ではハイペースで移民の送還が進行
  - 1月23~31日は年率40~50万人の不法移民が退去、バイデン政権平均(同11万人程度)を上回るペースに
  - 新規流入の減少も含め、移民抑制に伴う労働力人口の減速ペースを当初想定から引き上げ(2年間で42万人⇒同80万人)。想定変更によって成長率は0.1%Pt下方修正。インフレ率は0.1%Pt上方修正

## 不法移民の国外退去数の試算



(注) 2025年1月23~31日はICEがSNS(X)で公表した逮捕・拘束数から、2024年のバイデン政権と同程度の割合が国外退去に至るとの想定の下で算出  
 (出所)米移民・関税執行局(ICE)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 労働力人口の見通し



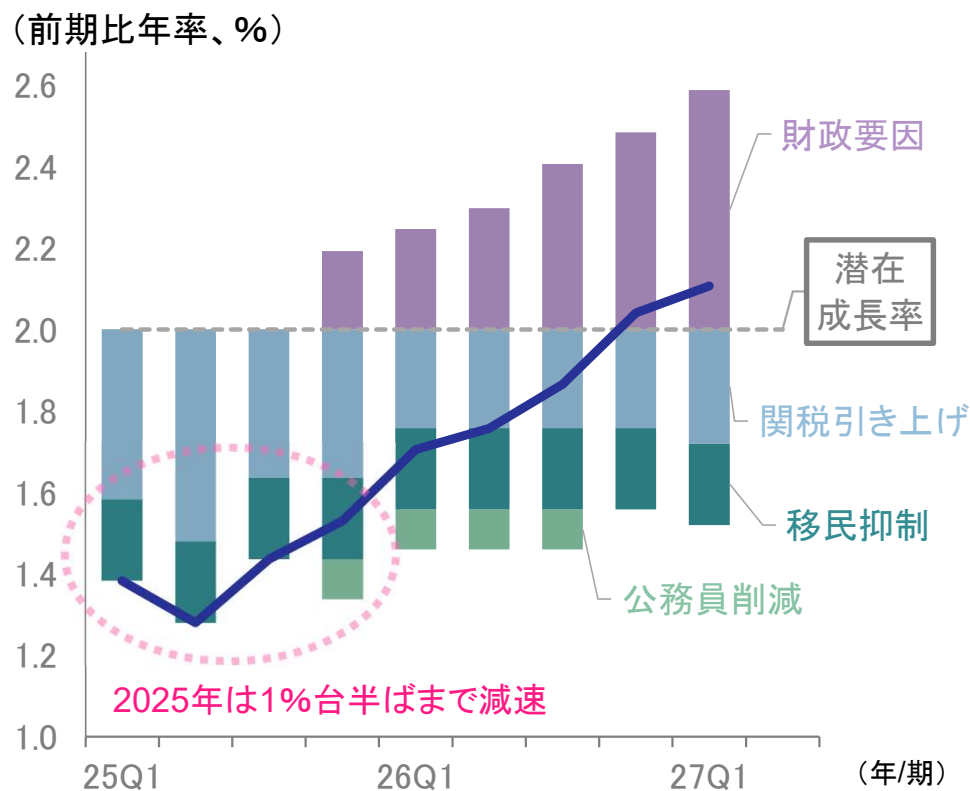
(注) 「24年末ペース」は、24年末の移民流入ペースが続くと仮定した場合の労働力人口見通し  
 (出所)米国労働省、ICEより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国：保護主義政策で経済減速も影響は一時的。支持層の離反を招くには至らず

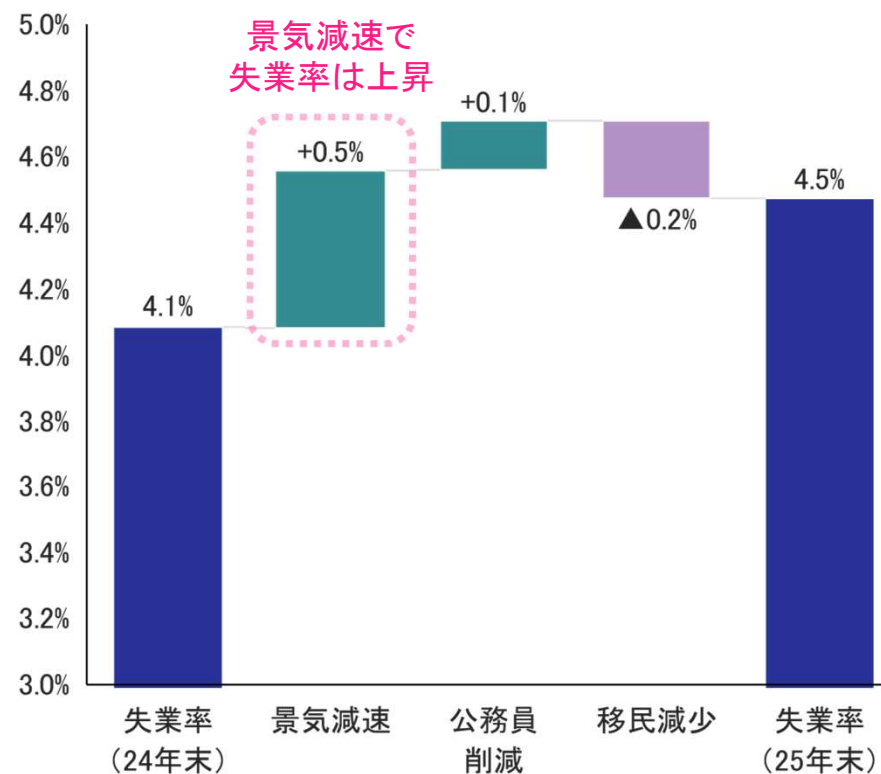
- 関税引き上げや移民抑制の影響で景気は一先ず減速も、景気的大幅悪化には至らず
  - **2025年各四半期ベースでみた成長率は1%台半ばまで減速**。ただし、2025年末からは減税等による押し上げ効果が発現することで、中間選挙を控える2026年Q4には2%近傍の成長に回帰すると予想
  - **景気減速などから4.5%まで上昇を見込む失業率も**、景気回復とともに再び改善に向かう見通し。影響が一時的にとどまることから、米国第一主義を支えるトランプ支持者の離反には至らない公算(=米国第一主義を推進)

## トランプ政策の影響

## 失業率の見通し



(注) 各種想定について、関税はP6右図、公務員削減はP25、移民政策はP26を参照  
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



(注) 想定は左図と同様  
(出所) 米国労働省などより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (2) 欧州：当面は競争力低迷継続。1%割れの緩やかな成長にとどまる見通し

- **2025年の実質GDP成長率は+0.8%、2026年は+0.9%と予測**
  - エネルギーコスト高止まりにより、ドイツを中心に価格競争力低下。EU内外で中国との競争激化
- **ECBは、低迷する景気に配慮して年央まで連続利下げを続ける見通し**
  - 利下げの効果で欧州経済は回復局面へ。ただし、EUの競争力回復には時間を要することから、景気は緩やかな持ち直しにとどまる見込み

### ユーロ圏：短期見通し総括表

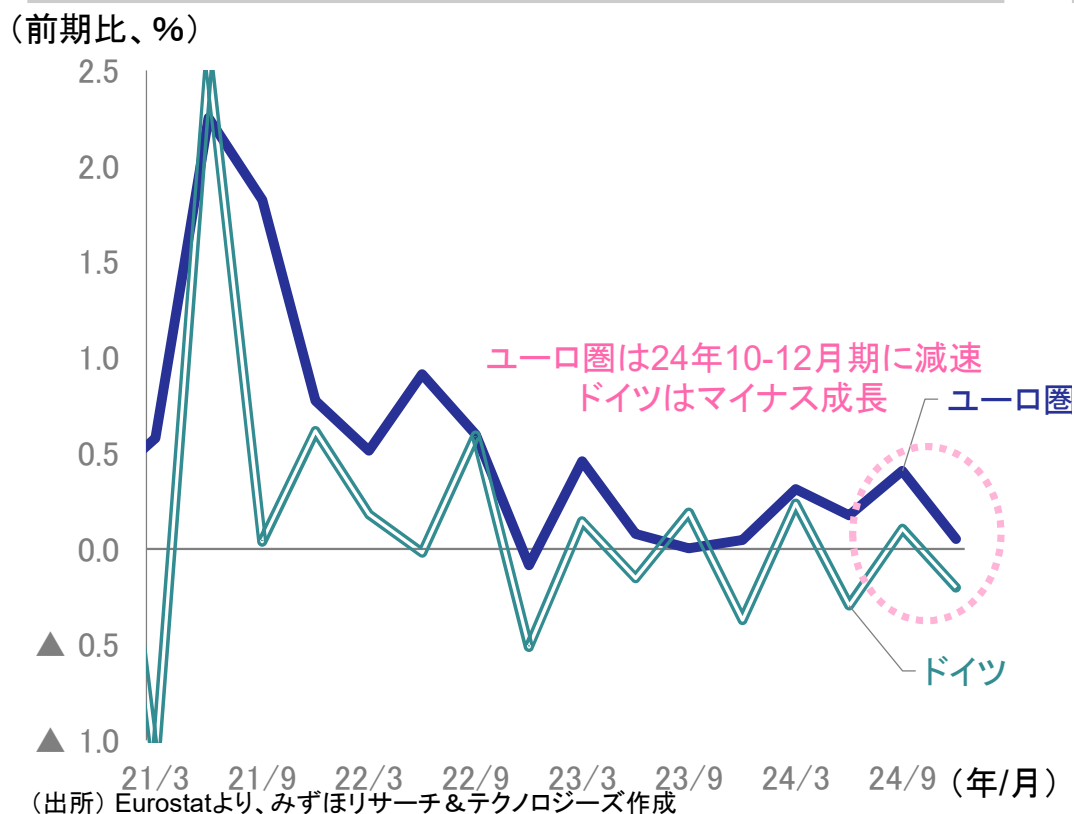
		2024	2025	2026	2024				2025				2026			
		(見通し)			1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
実質GDP	前期比、%	0.7	0.8	0.9	0.3	0.2	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
内需	前期比、%	0.3	1.1	1.0	▲ 0.4	▲ 0.1	1.3	▲ 0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
個人消費	前期比、%	0.9	0.8	1.1	0.3	0.0	0.7	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
総固定資本形成	前期比、%	▲ 2.0	0.7	0.8	▲ 2.3	▲ 2.4	2.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
政府消費	前期比、%	2.3	1.0	0.7	0.1	1.1	0.6	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	▲ 0.3	0.2	0.1	▲ 0.0	0.2	0.3	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
外需	前期比寄与度、%Pt	0.5	▲ 0.2	▲ 0.1	0.6	0.3	▲ 0.8	0.1	0.1	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
輸出	前期比、%	1.1	0.4	0.5	1.1	1.5	▲ 1.5	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
輸入	前期比、%	0.1	0.9	0.7	▲ 0.3	1.1	0.2	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
消費者物価指数	前年比、%	2.4	2.2	2.0	2.6	2.5	2.2	2.2	2.3	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	2.8	2.2	2.0	3.1	2.8	2.8	2.7	2.5	2.3	2.2	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9

(注) 網掛けはみずほリサーチ&テクノロジーズによる予測値  
(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

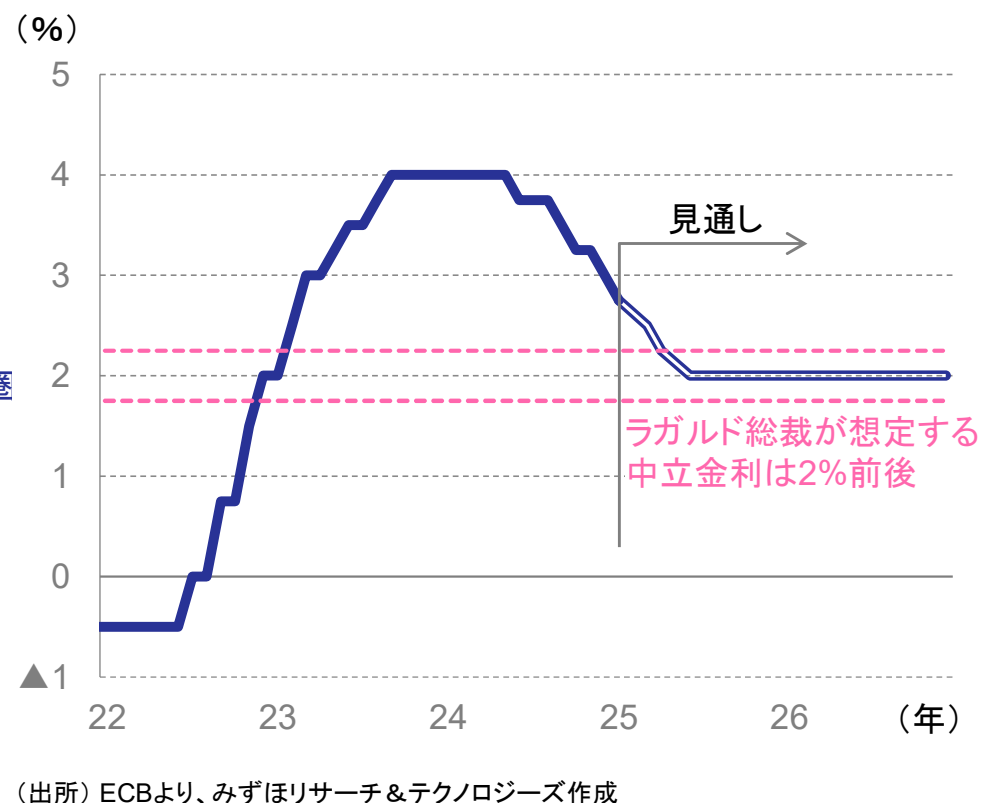
# 欧州：ECBは、景気への配慮から2025年央にかけて連続利下げへ

- 2024年10～12月期のユーロ圏実質GDPは、前期比+0.1%（7～9月期：同+0.4%）と減速
  - 計5回（125bp）の利下げにもかかわらず、ドイツ（同▲0.2%）を中心に景気は低調。フランス・イタリアも弱含み
- ラガルド総裁は、中立金利のレンジを1.75～2.25%（12月理事会後の質疑では1.75～2.5%）に切り下げ（1/22）。今後は2%前後まで利下げを継続する見通し

## 実質GDP成長率



## 政策金利(預金ファシリティ金利)見通し



# 欧州：エネルギー高が輸出の足かせ。輸入増による対中依存の高まりも懸念材料

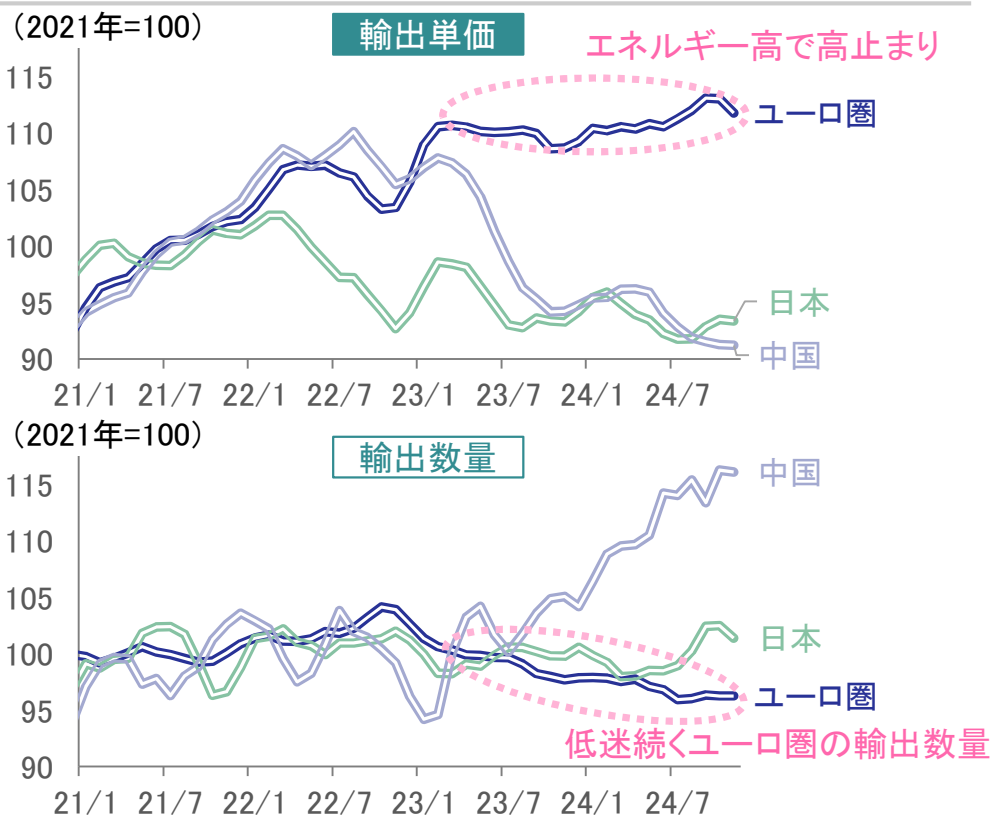
## ■ ユーロ圏の輸出単価は高止まり

- エネルギーコスト上昇や円・人民元対比でのユーロ高が割高の主因
- 価格競争力低下を反映して、数量ベースでは日本を上回る落ち込み幅に

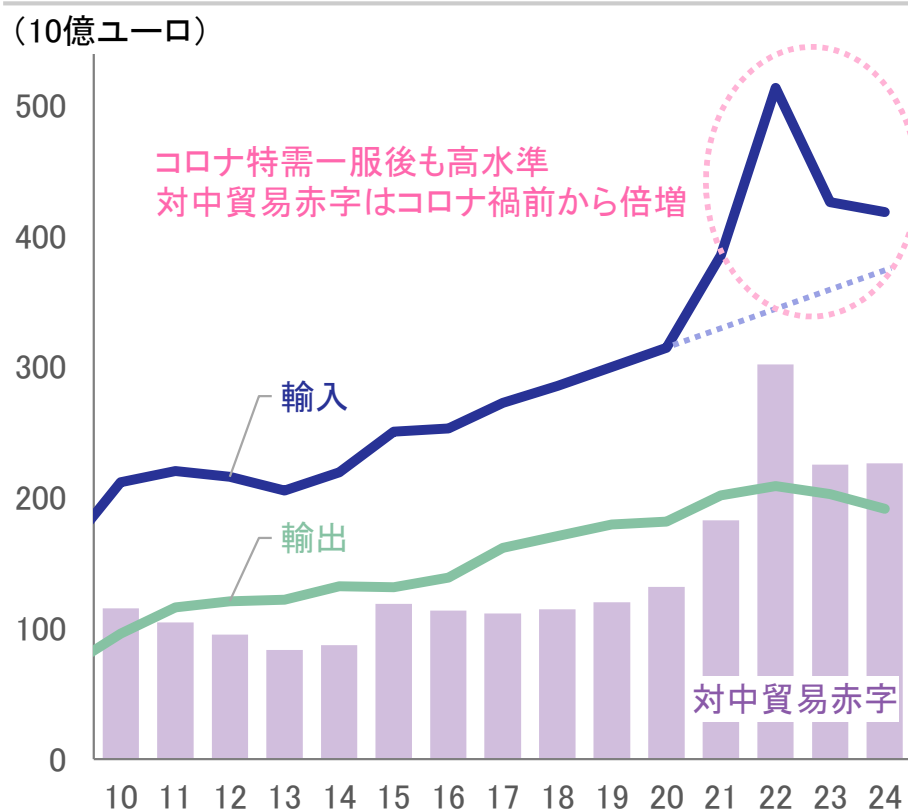
## ■ 一方で、再生可能エネルギーの導入促進などを受けて、太陽光パネルや蓄電池など安価な中国製品が流入

- ユーロ圏の対中貿易赤字は2,260億ユーロ(2024年)とコロナ禍前(2019年:1,198億)でほぼ倍増

### 国・地域別の輸出単価と輸出数量



### ユーロ圏の対中輸出入と貿易赤字額



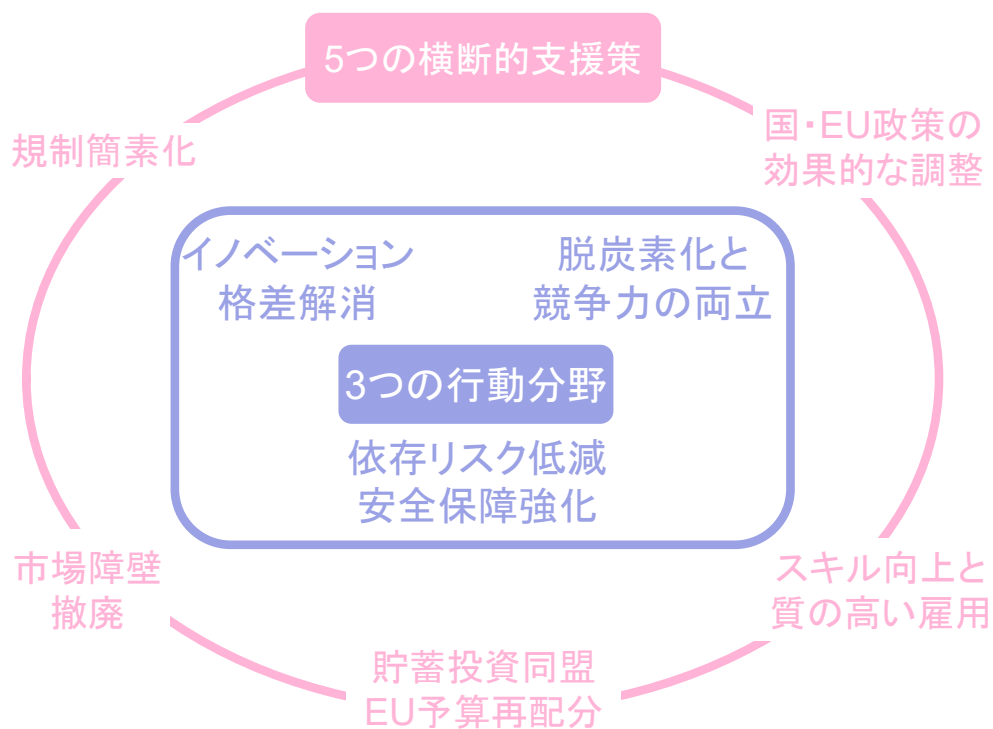
(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) 輸出単価はドルベース。後方3カ月移動平均値  
(出所) オランダ経済分析局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 欧州：欧州委員会は競争力改善に取り組む姿勢も特効薬にはならず

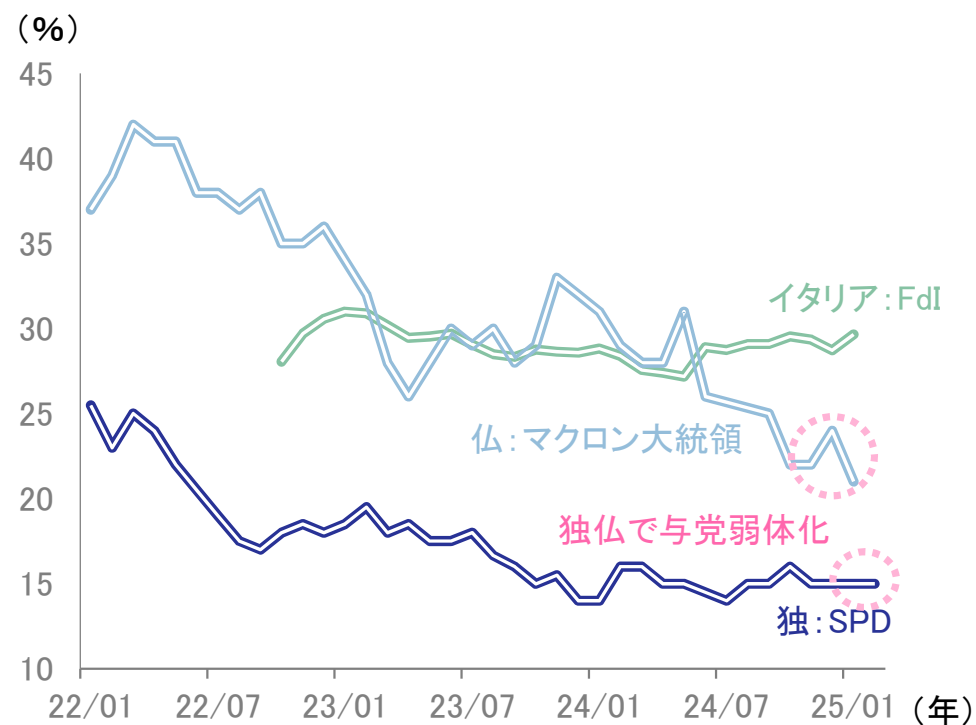
- 2025年1月公表の競争力コンパスは、従来の脱炭素化に加え、中露依存脱却や米中との成長格差縮小を標榜
  - 民間資本や高スキル人材等を活かすべく、規制緩和や市場障壁解消等に向け取り組む方針
- ただし、こうした取組みは短期的に結実するわけではなく、成果実現には時間を要するとみられる
- また、極右政党台頭・政権支持率低下による独仏の政治不安定化は、改革の遅延要因に
  - ドイツ・フランス政権は弱体化。リーダー不在のEUは、加盟国間の分断深刻化や意思決定速度低下のおそれ

## 競争力コンパス:3つの行動分野と5つの横断的支援策



(出所) 欧州委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 独仏伊：与党または大統領支持率

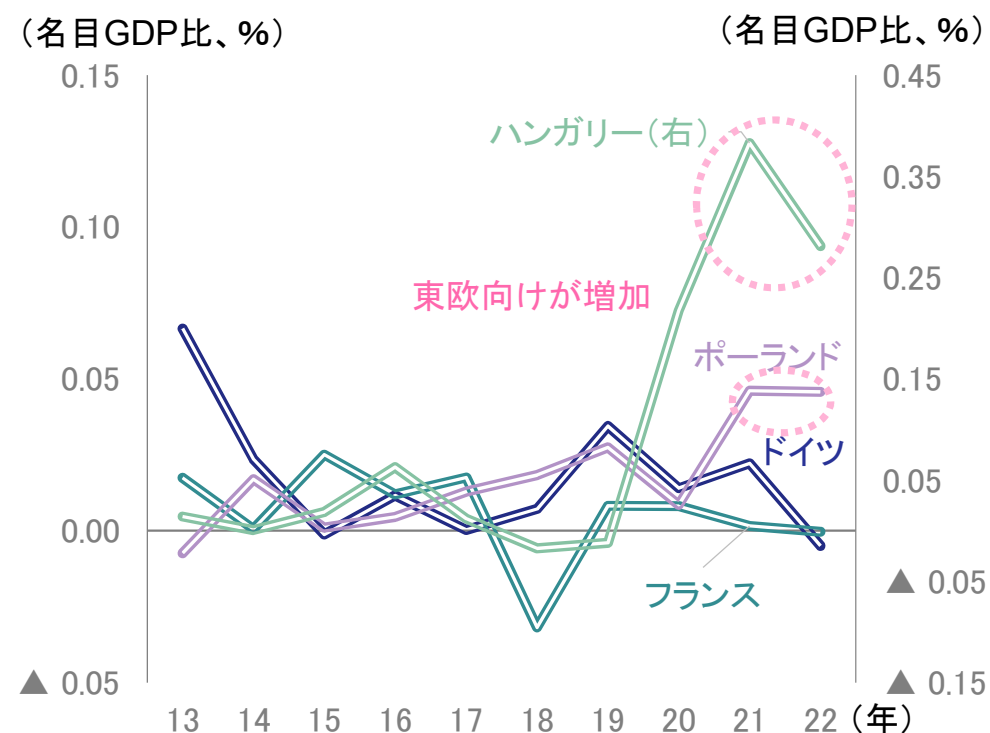


(出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 欧州：中国からの直投が拡大する可能性も、域内経済成長への寄与は限定的

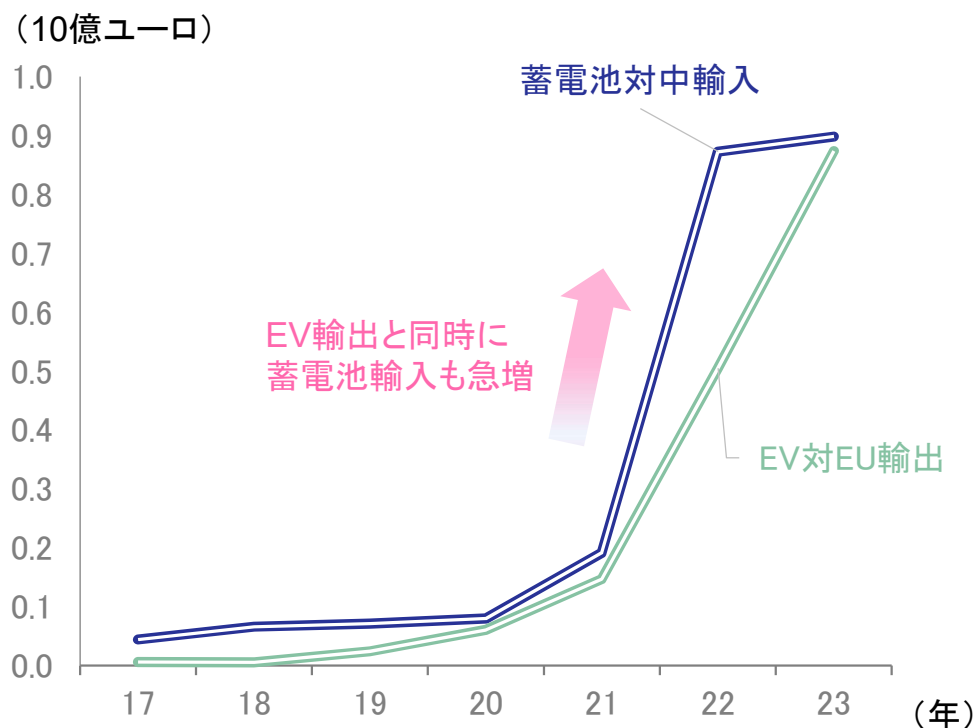
- EV関税回避を目的に、中国から一部東欧諸国への直接投資が増加。今後も中国からの直投は拡大する可能性
  - 特に、ハンガリーは親中姿勢が鮮明。2023年末には大手中資系メーカーが欧州初となるEV組立工場建設を発表
- ただし、仮に低付加価値の生産工程のみ移転が進む場合、域内経済の成長には結び付かず
  - ハンガリーではEU向けEV輸出と同時に中国産蓄電池の輸入も増加。国内の付加価値増への貢献は必ずしも大きくないものとみられる

### 中国からの対内直接投資(直近は2022年)



(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### ハンガリーのEV関連貿易



(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### (3)新興国：中国は上方修正も減速との見方は維持。その他アジアは回復継続

- 中国は、2025年の成長率見通しを4.4%へ+0.2%Pt上方修正。2026年は3.9%と予測
  - 製造業競争力の向上や輸入代替の進展が押上げ。但し、不動産不況のもと全体として景気減速との見方は維持
- アジアの輸出依存国は、電子機器を中心とした輸出にけん引され緩やかな回復基調が継続
  - AIブームや中国からの代替輸出が追い風。一方、中国製品の流入増が貿易収支・国内生産の下押し要因に
  - また、代替輸出による対米貿易黒字の拡大はトランプ政権による制裁を誘発するリスク
- 内需依存国は、公共投資や中銀の利下げが下支え。もともと、通貨・インフレ動向により利下げペースは各国で差異

#### 新興国見通し総括表

	2023年	2024年	2025年 (見通し)	2026年	2023年				2024年		
					1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
<b>アジア</b>	5.4	5.1	4.7	4.5	4.6	6.0	5.3	5.7	5.6	5.1	4.7
中国	5.4	5.0	4.4	3.9	4.7	6.5	5.0	5.3	5.3	4.7	4.6
<b>NIEs</b>	1.4	3.0	1.7	2.0	▲ 0.1	1.1	1.6	3.0	4.2	3.2	2.8
韓国	1.4	2.0	1.5	1.9	1.1	1.0	1.4	2.1	3.3	2.3	1.5
台湾	1.1	4.3	1.8	2.0	▲ 3.5	1.5	1.6	4.7	6.6	4.9	4.2
香港	3.3	2.5	2.3	2.0	2.8	1.6	4.2	4.3	2.8	3.2	1.8
シンガポール	1.1	4.0	2.0	2.0	0.5	0.5	1.0	2.2	3.1	3.2	5.4
<b>ASEAN5</b>	4.4	5.0	4.8	5.0	4.6	4.1	4.3	4.5	4.6	5.2	5.1
インドネシア	5.0	5.0	4.8	5.0	5.0	5.2	4.9	5.0	5.1	5.0	4.9
タイ	1.9	2.4	2.9	2.8	2.6	1.8	1.4	1.7	1.6	2.2	3.0
マレーシア	3.6	5.1	4.5	4.4	5.5	2.8	3.1	2.9	4.2	5.9	5.3
フィリピン	5.5	5.6	5.8	6.0	6.4	4.3	6.0	5.5	5.8	6.4	5.2
ベトナム	5.1	7.1	6.3	6.8	3.5	4.3	5.4	6.8	6.0	7.2	7.4
インド	7.7	6.5	6.4	6.3	6.2	8.2	8.1	8.6	7.8	6.7	5.4
オーストラリア	2.0	1.1	1.7	1.4	2.8	2.0	2.2	1.2	1.2	1.1	0.9
(参考)NIEs+ASEAN5	3.3	4.2	3.7	3.9	2.8	2.9	3.3	4.0	4.5	4.5	4.2
(参考)中国を除くアジア	5.5	5.4	5.1	5.1	4.6	5.6	5.7	6.2	6.1	5.6	4.8

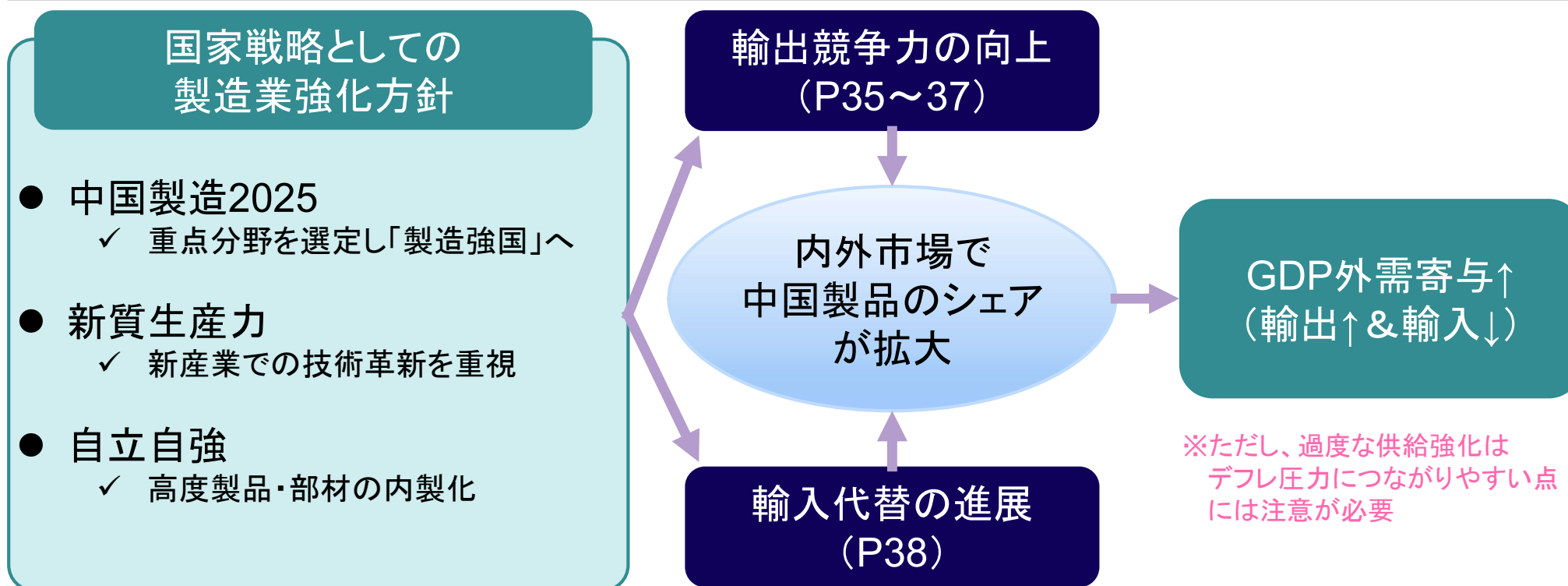
(注) 実質GDP成長率(前年比、%)、網掛けは予測値

(出所) 各国統計、IMFにより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 中国：製造業競争力の向上が輸出増・輸入減を通じてGDPを押し上げ

- 内外需それぞれの要因を勘案し、2025年のGDP見通しを+0.2%pt上方修正(前回: +4.2%→今回: +4.4%)
  - 外需上方修正は、最近の「輸出の強さ」と「輸入の弱さ」の一定部分が、製造業の「実力」の向上と考慮
    - 最近の輸出の強さは、「輸出ドライブ」(単価切り下げ輸出)だけでなく製造業競争力の向上も反映
    - 輸入の弱さも、「自立自強」を背景とする「輸入代替」進展が相応に影響
  - 内需上方修正は、3月の全人代で全容が判明するとみられる景気刺激策の効果を織り込み

## 今回見通しのポイント

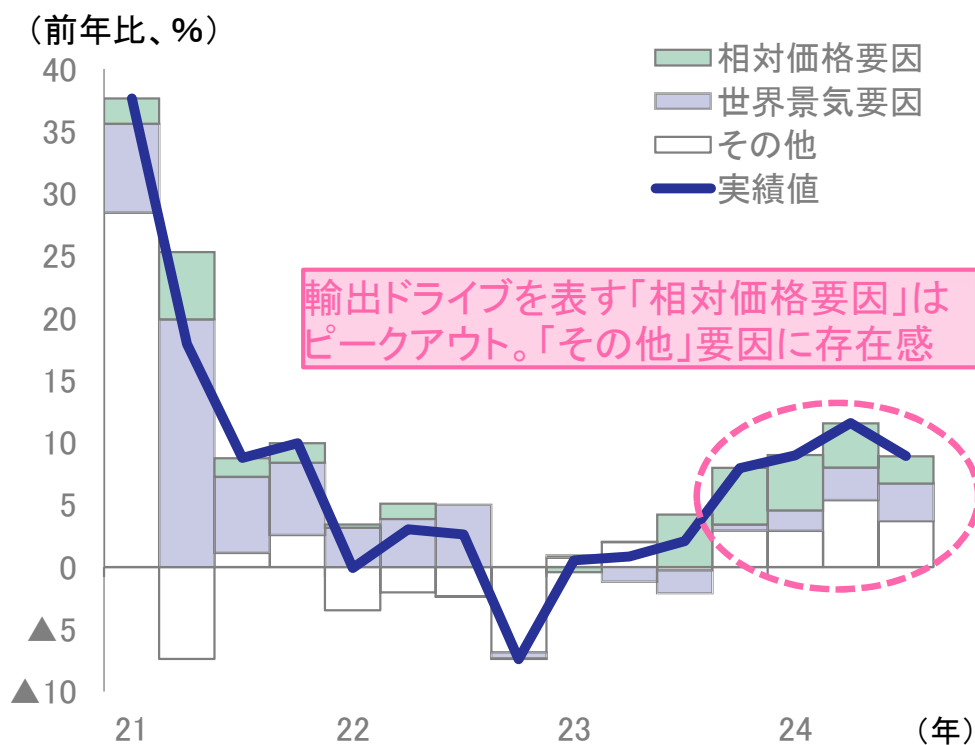


(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

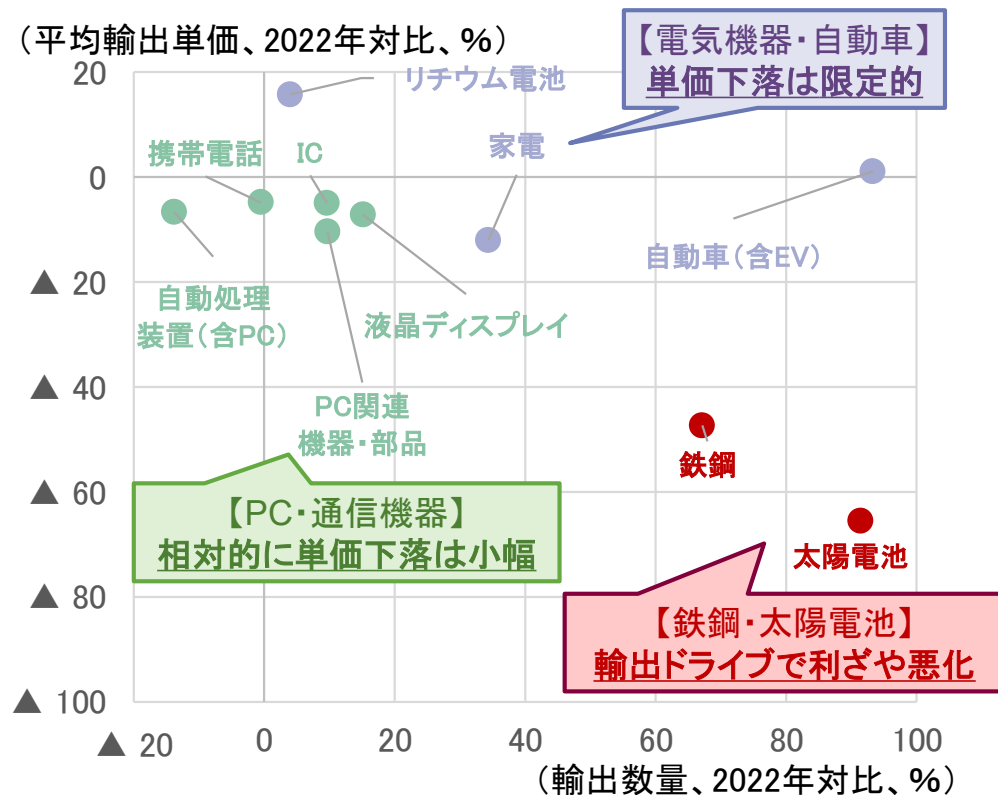
# 中国：最近は単価切り下げに頼らず、競争力・品質向上により輸出シェア拡大

- 最近の輸出増加は、単価切り下げによる「輸出ドライブ」以外に、**中国製品の競争力向上などの要因も影響**
  - 輸出増加を要因分解すると、**輸出ドライブを表す「相対価格要因」のプラス寄与は足元でピークアウト**の様相
  - また、主要品目の輸出数量・単価をみると、輸出ドライブが明確な品目（鉄鋼や太陽電池）が存在する一方で、**単価下落が小幅にもかかわらず数量が拡大する品目も相応に存在**
  - **自動車、リチウム電池、家電などは中国製品の競争力向上が当該製品の輸出を押し上げ**

## 中国輸出数量の要因分析



## 主要輸出品目の平均単価と数量の変化率(2024年)



(出所)オランダ経済政策分析局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

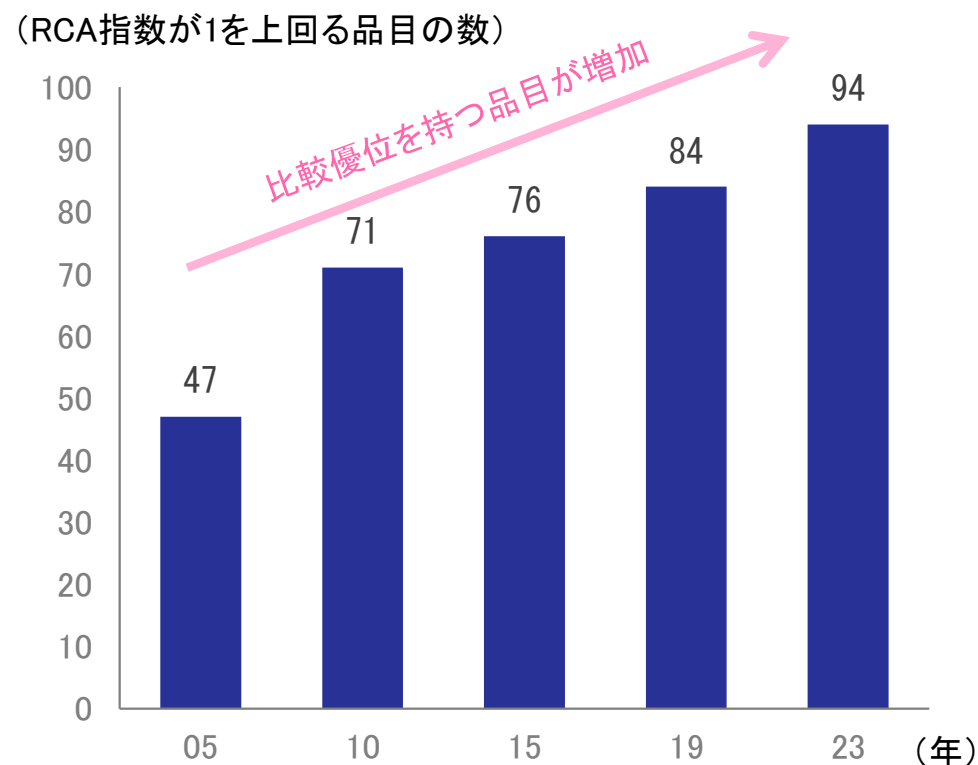
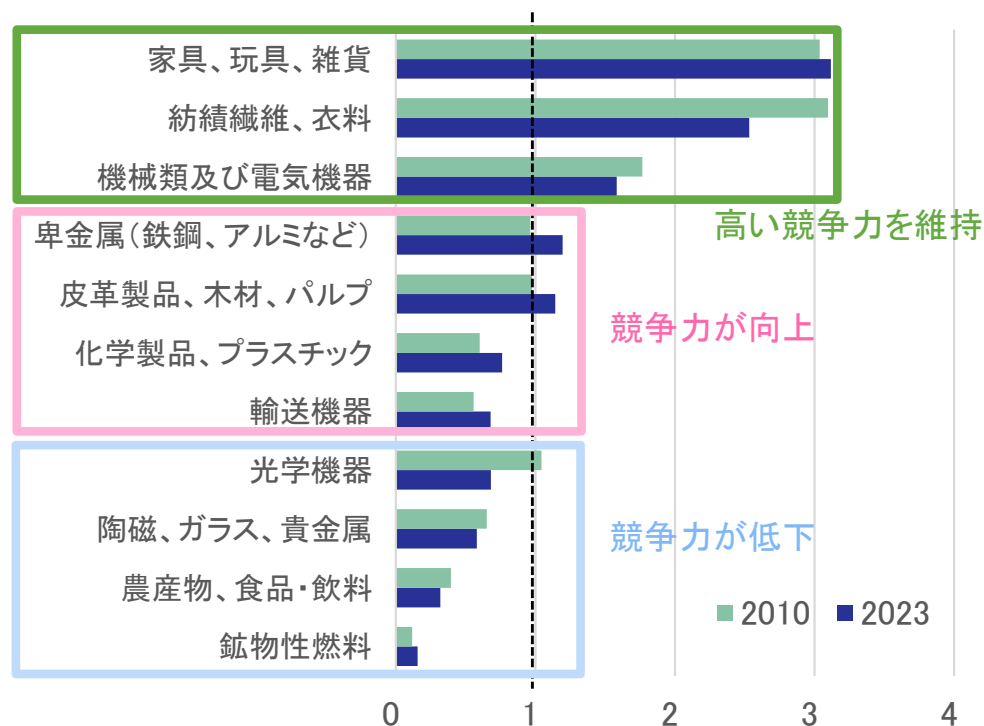
(出所)税関総署、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 中国：産業高度化が進展する中で、輸出競争力は高付加価値産業でも向上

- 2010年と比較すると、高付加価値産業を中心に中国の輸出競争力は向上
  - 化学製品や輸送機器などで競争力が向上。家具・玩具・雑貨や衣類など従来の得意分野でも高い競争力を維持
  - 一方、農産物・食料・飲料などでは競争力が低下しており、産業高度化の中で取捨選択を進めてきたことを示唆
- 中国は各種の製造業振興策のもとで産業高度化を着実に進展させており、比較優位を持つ品目は増加傾向
  - 特に、主力の機械類・電気機器では比較優位品目数が着実に増加

中国の輸出競争力推移(RCA指数、2010年vs2023年)

中国の機械類・電気機器における競争力(RCA指数)



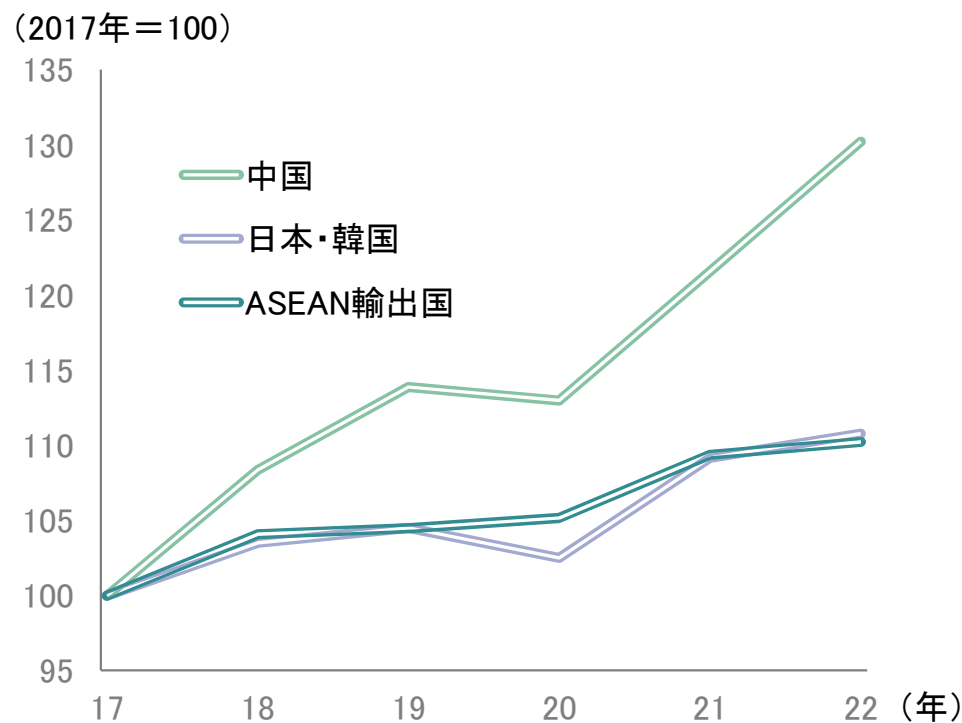
(注) RCA指数: 当該品目における中国から世界向けの輸出総額に占める割合 / 世界各国の世界向け輸出総額に占める割合。1を上回ると中国が比較優位にあることを示す  
(出所) UN Comtradeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) HSコード84類および85類の全133品目(4桁)を基に計算  
(出所) UN Comtradeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 中国:労働生産性はハイペースの改善が継続。輸出シェアは足元さらに上昇

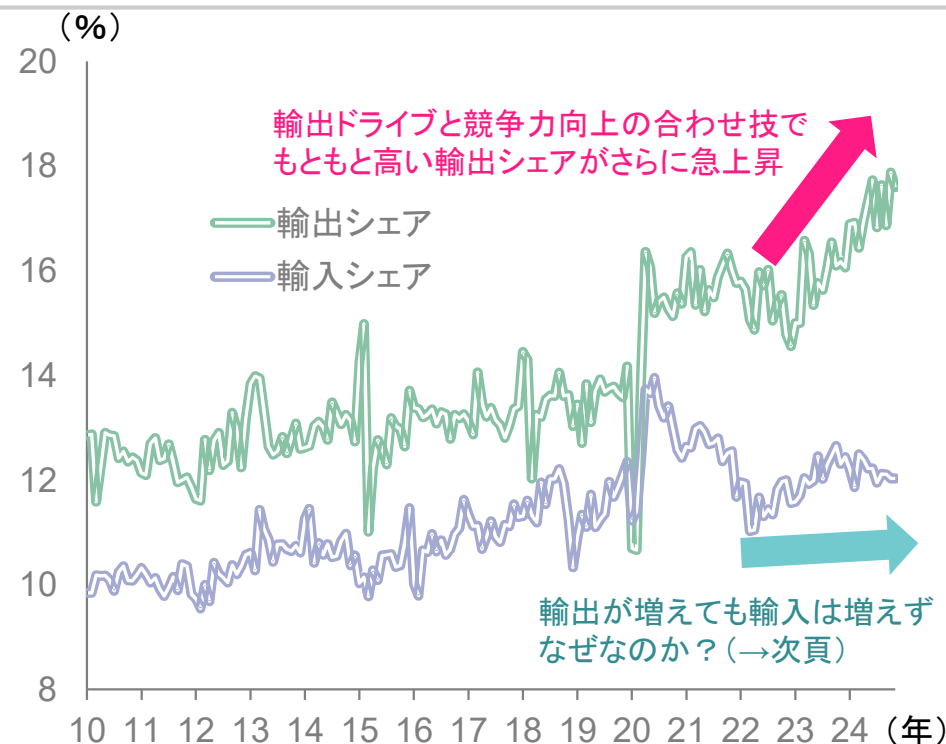
- 中国の労働生産性は近年もハイペースで改善。日韓やASEAN輸出国と比べて改善ペースがかなり速い
  - こうした労働生産性の急速な改善は、コスト競争力の強化を通じて高付加価値産業への移行をスムーズにしているとみられる
- 労働生産性の改善に伴うコスト競争力向上が、世界貿易量に占める中国のシェア上昇につながっているとみられる
  - 採算度外視の「輸出ドライブ」だけでなく、生産性改善に裏打ちされた「輸出競争力の向上」が、最近の中国輸出の強さの一要因となっていると考えられる

## アジア主要国の実質労働生産性(製造業)



(注) ASEAN輸出国は、タイ、マレーシア、ベトナム  
(出所) APO Productivity Databaseより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 世界貿易量に占める中国のシェア



(注) 中国の実質輸出入額を世界の実質輸出入額で割ったもの  
(出所) オランダ経済分析局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



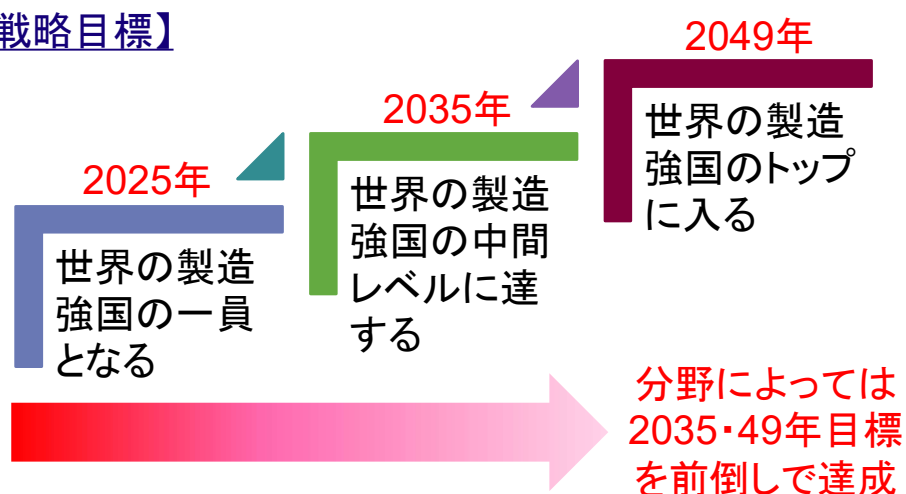
# 中国：「中国製造2025」を強力に推進。2035・49年目標を前倒して達成する可能性

- 「中国製造2025」推進により中国企業の技術力は急速に向上。分野によっては2035・49年の戦略目標を前倒し達成
  - 「自立自強」を旗印にハイテク技術の海外依存脱却を狙う。重点分野の中でも特に新エネ車の分野では世界をリード。BYD、CATLなどがグローバル企業として台頭
  - 政府の強力な後押しがあるとはいえ、西側の包囲網が強まる中、その技術革新力を維持できるかが焦点に

## 「中国製造2025」の戦略目標と重点分野(2015年)

## 「中国製造2025」重点分野の現状評価

### 【戦略目標】



分野	評価	詳細
次世代情報技術	★★★	<ul style="list-style-type: none"> <li>半導体自給率は約23% (2023年) と低い</li> <li>SMICが7nm製品の量産化に成功</li> <li>生成AIの開発では米国を猛追</li> </ul>
先端NC工作機械およびロボット	★★★	<ul style="list-style-type: none"> <li>工作機械は2023年に初めて輸出超過に転じるも、高位機種をなお輸入に頼る</li> <li>ロボットは減速機などの基幹部品で中国企業のシェアが着実に拡大</li> </ul>
航空・宇宙設備	★★★	<ul style="list-style-type: none"> <li>国産旅客機C919の開発に成功も、エンジンなどの基幹部品はなお海外に依存</li> <li>宇宙開発では、月の裏側に着陸しサンプルを持ち帰るなどの成果</li> </ul>
省エネ・新エネ自動車 (NEV)	★★★★	<ul style="list-style-type: none"> <li>新車販売のNEV比率目標 (2025年20%) を超過達成 (2024年40.9%)</li> <li>BYDが世界販売でホンダ、日産超え。車載電池のCATLは世界シェア1位</li> </ul>

### 【重点分野】

- |                         |                   |
|-------------------------|-------------------|
| ① 次世代情報技術               | ⑤ 先端軌道交通設備        |
| ② 先端NC工作機械およびロボット       | ⑥ 省エネ・新エネ自動車      |
| ③ 航空・宇宙設備               | ⑦ 電力設備            |
| ④ 海洋エンジニアリング設備およびハイテク船舶 | ⑧ 農業機械設備          |
|                         | ⑨ 新材料             |
|                         | ⑩ バイオ医薬および高性能医療機器 |

(出所) 中国政府網より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 中国：政策による消費下支え継続。財政の「より積極的な」拡張で安定成長を狙う

- 中国政府は、**2025年も耐久消費財の買い替え支援を継続**し消費の下支えを図る
  - 2024年の同政策実施ですでに需要を先食いしているが、中国政府は対象商品の追加で効果継続を狙う
- 現地エコノミストの多くが、**2025年の実質GDP成長率目標を「+5%前後」と予測**。政策への期待感が強い
  - 2025年は第14次五カ年計画の最終年であり、安定成長をより意識。**財政の「より積極的な」拡張を図る**見込み
  - ただし、国有銀行への資本注入や住宅在庫の買い取りといった、**経済成長には直接つながらない支出増も**

## 耐久消費財の買い替え補助金政策(2025年)

分類	対象商品	補助金額
家電製品	電子レンジ、浄水器、食洗器、炊飯器、冷蔵庫、洗濯機、テレビ、エアコン、PC、湯沸かし器、家庭用コンロ、レンジフード(換気扇)	商品価格の15~20% (上限は2,000元) (エアコンは3台まで)
乗用車	新エネルギー車(EVなど)	1.5~2万元
	ガソリン車	1.3~1.5万元
デジタル製品	携帯電話、タブレット製品、スマートウォッチ等 (6,000元以下の商品)	商品価格の15% (上限は500元)

## 2025年の財政・金融政策に関する主な見立て

項目	見立て	ポイント
実質GDP成長率目標	<b>+5%前後</b> (+5%前後)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2025年は第14次五カ年計画の最終年であり安定成長をより意識</li> <li>• <b>地方31省市のうち30省市が目標を「+5%前後」以上に設定</b></li> </ul>
財政赤字(対GDP比)	<b>4.0%</b> (3.0%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 財政支出は1.3兆元程度増加へ</li> <li>• 歳入減に対応。社会保障充実も</li> </ul>
特別国債発行枠	<b>2兆元</b> (1兆元)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>国有銀行に1兆元を資本注入</b></li> <li>• 消費財買い替え補助金を継続</li> </ul>
地方政府専項債発行枠	<b>4.5兆元</b> (3.9兆元)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 債務借り換えに8,000億元充当</li> <li>• 住宅在庫買い取りにも活用。<b>投資の「真水」は減少する可能性</b></li> </ul>
政策金利	通年で <b>▲0.5%Pt</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1月末時点の政策金利は1.5%</li> <li>• 景気をにらみ小刻みに調整へ</li> </ul>

(注) 赤字は2025年に新規追加された対象商品  
(出所) 国家発展改革委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) 見立ての括弧内は2024年の実績値  
(出所) 首席経済学家論壇、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 新興国：輸出先は米中が逆転。中国からの代替輸出やAI需要が対米輸出を押し上げ

## ■ アジア(NIEs+ASEAN)の輸出は足元、米国向け主導で回復基調

— 中国向けは同国における国内代替の進展もあり伸び悩み。2024年の輸出金額は米国向けが中国向けを逆転

## ■ 2017~24年のアジアの対米輸出増加のうち、半分弱は「シェア拡大」による押し上げ寄与

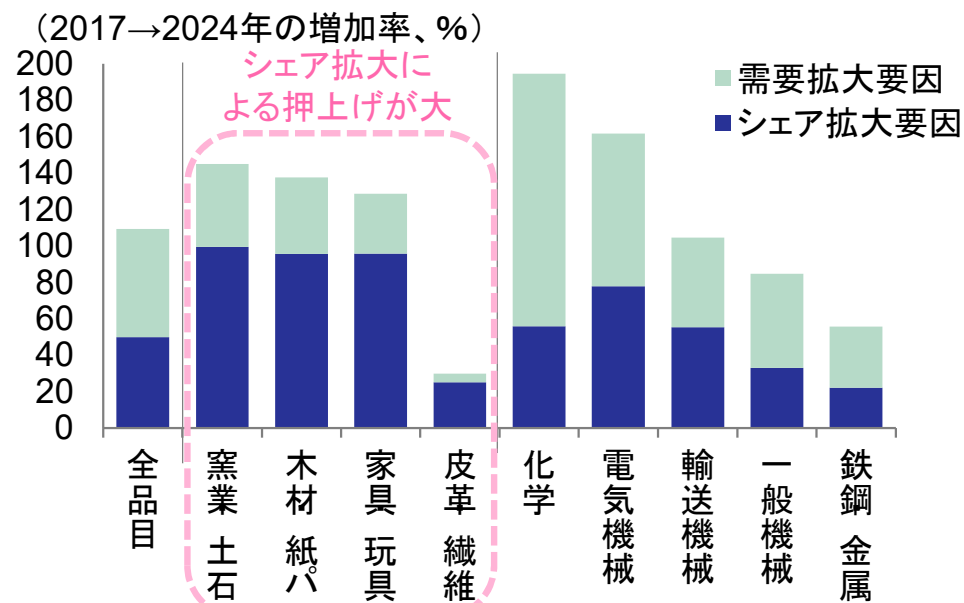
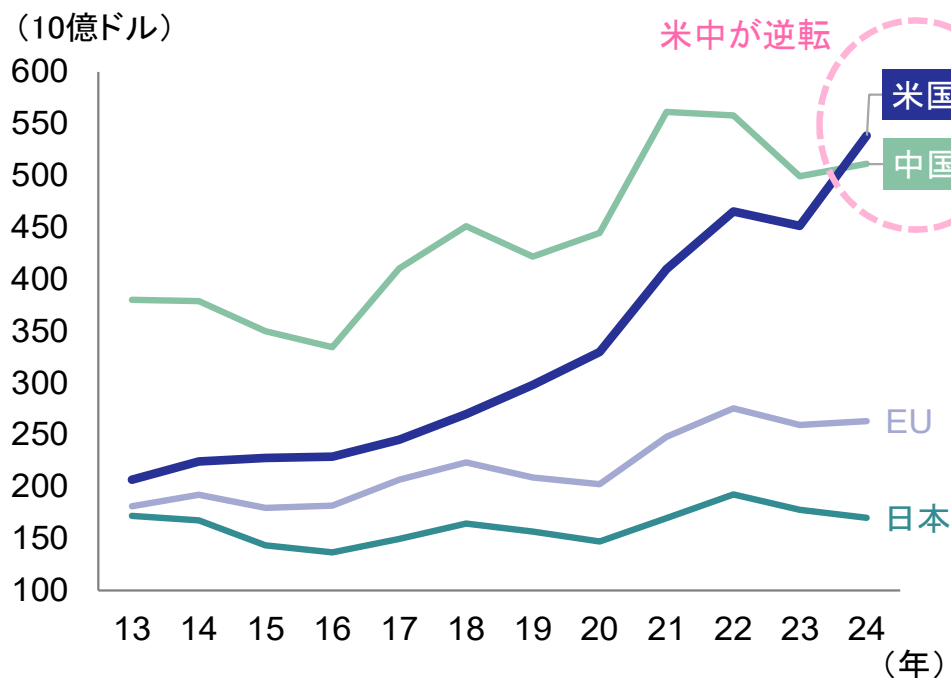
— シェア拡大は特に、「窯業・土石」、「木材・紙パ」、「家具・玩具」などで顕著。中国からの代替輸出が背景

— 他方、「化学」、「電気機械」、「輸送機械」などは、堅調な米国景気や足元のAIブームを背景に、需要自体も増加

## ■ 先行きも、AI・データセンター向け電子機器の需要拡大や中国からの代替がアジアの輸出の追い風に

### NIEs+ASEAN: 通関輸出(仕向先別)

### NIEs+ASEAN: 対米輸出の寄与度分解



(注)米国の輸入統計より作成。「需要拡大要因」は各品目の米国の輸入金額全体が増加したことによる押し上げ。「シェア拡大要因」は輸入金額全体に占めるアジアからの輸入シェア上昇による押し上げ

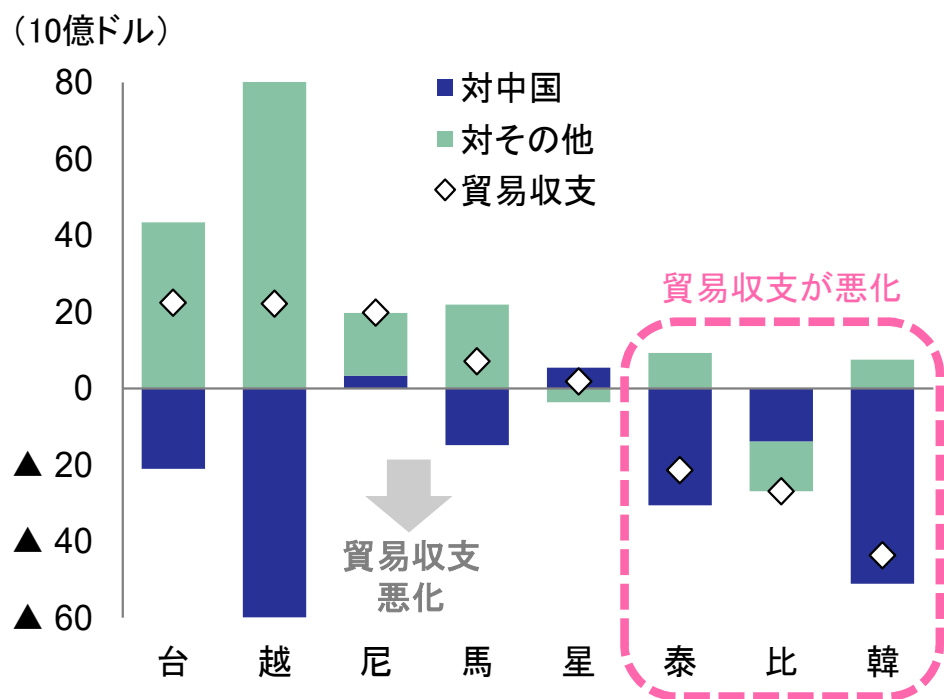
(出所)米商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注)NIEs+ASEANは韓・台・星・尼・馬・比・泰・越  
(出所)各国統計、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

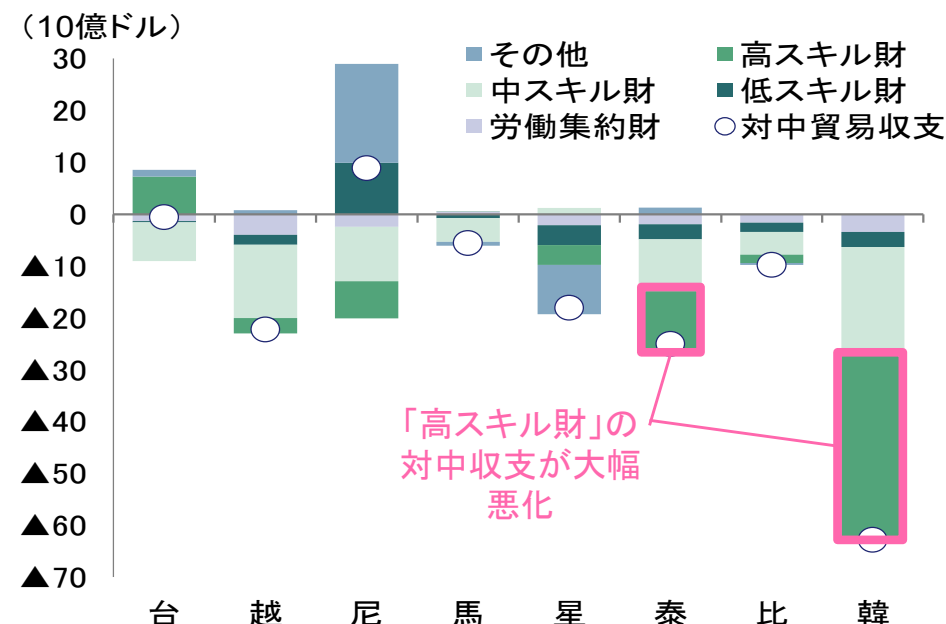
# 新興国：中国からの「高スキル財」輸入が増加。貿易収支・生産の下押し要因に

- 近年、中国の「輸出ドライブ」や製造業競争力の向上を背景に、同国からの輸入が大幅に増加
  - 特にタイ・フィリピン・韓国は、輸出の伸び悩みもあり貿易収支の悪化が顕著
  - うちタイ・韓国では、一部の電子機器(PC関連機器、音響機器など)、化学・医薬品、光学機器などの「高スキル財」で対中貿易収支が大きく悪化。高付加価値品での中国との競争激化を示唆
  - 中国製品の流入はアジアの貿易収支・国内生産の下押し要因に

NIEs+ASEAN：貿易収支(2017→24年の変化)



NIEs+ASEAN：対中貿易収支(2017→23年の変化)



(注)スキル別の分類はUNCTADによる。「労働集約財」には木材・紙製品・衣類など、「低スキル財」には鉄鋼・金属製品・事務用品など、「中スキル財」には工業用機械・電気機械など、「高スキル財」には電子光学機器・医薬品など、「その他」には農林水産物・燃料などが含まれる

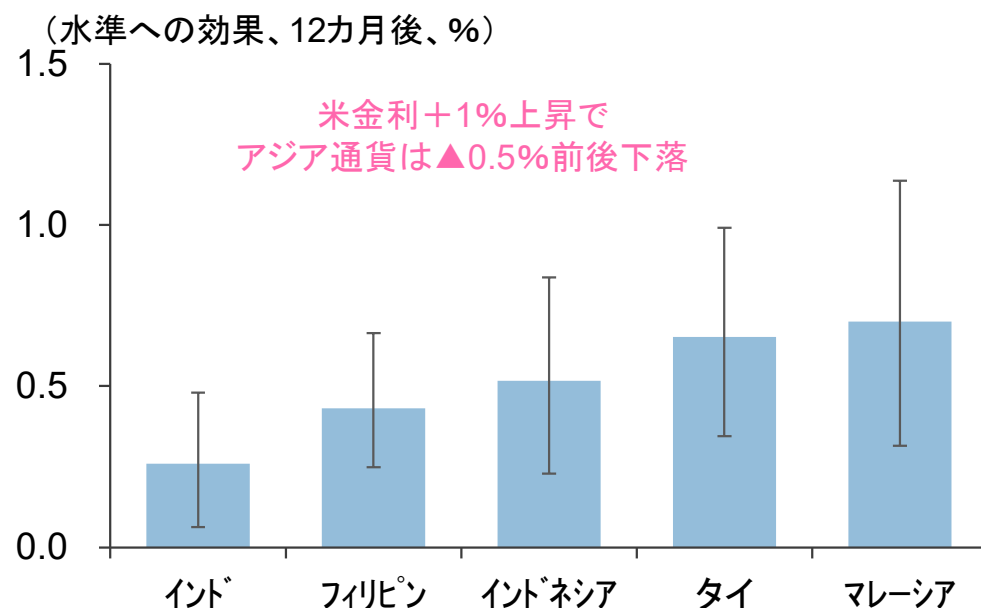
(出所) UNCTADより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) 各国統計、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 新興国：関税による米金利上振れはアジア通貨安・インフレ圧力に

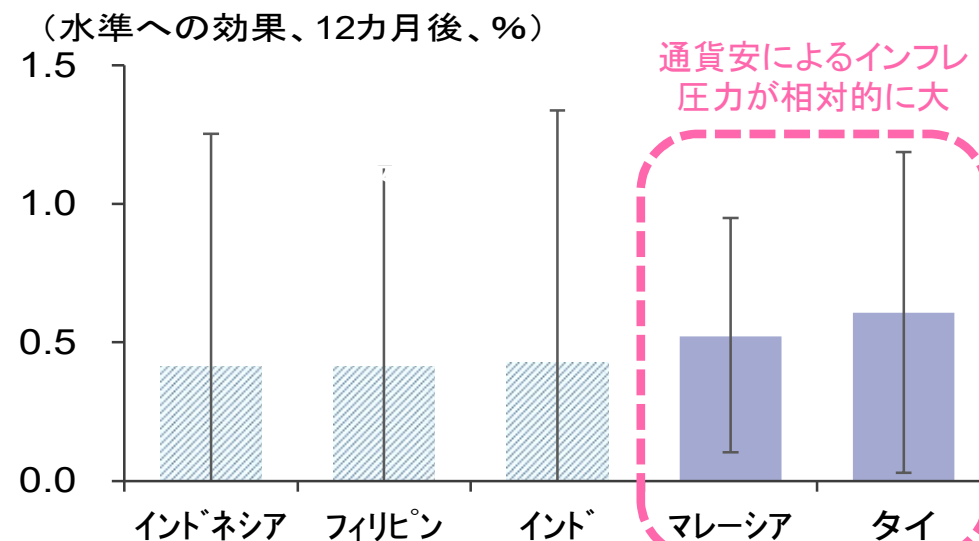
- 関税による米国のインフレ・金利の上振れは、金利差拡大を通じてドル高・アジア通貨安要因に
  - 米国の長期金利が+1%上振れた場合、アジア通貨に対しては▲0.5%前後の下落圧力となる試算
- 通貨安は輸入物価の上昇などを通じて国内インフレにも波及
  - 通貨安のCPIへの影響は特にタイとマレーシアで大（10%の通貨安でCPIは+0.5%程度上振れ）
  - これらの国を中心に通貨安によるインフレ圧力が利下げの足かせとなる可能性

## 米金利+1%上昇のアジア通貨(対米ドル)への影響



(注) 米金利上昇の新興国通貨への影響を、米国10年債利回り、対米ドル為替レート、外貨準備高を内生変数、VIX指数を外生変数としたVAR(コレスキー分解はこの順番)により推計。データは印:14/9~24/9月、比・尼:10/1~24/9月、泰:10/10~24/9月、馬:12/4~24/9月。ラグは2期。90%信頼区間を表示  
(出所)CEIC、IMF、Haver DLX、世界銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 10%通貨安のCPIへの影響度



(注) 通貨安のCPIへの影響を、対米ドル為替レート、需給ギャップ、CPIを内生変数、実質国際商品価格(国際商品価格を米国CPIで実質化)を外生変数としたVAR(コレスキー分解はこの順番)により推計。データは尼:14/3~24/6月、比:10/3~24/6月、印:11/12~24/6月、馬:10/3~24/6月、泰:11/6~23/3月、いずれも20/3~22/3月を除く。ラグは尼は4期、その他は2期。90%信頼区間を表示。尼、比、印は統計的に有意とならなかった  
(出所)CEIC、IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 新興国：通貨・インフレ動向等を背景に利下げペースは国・地域ごとにばらつく見通し

- 既に利下げサイクルに入った**尼・泰・比・韓・印・豪**は、**景気下支えを目的に緩やかな利下げを継続**する見込み
  - － ただし、尼は通貨安、比・印・豪はインフレ再燃、韓は政情不安など固有課題が残存。利下げペースは緩やか
- 馬・台は2026年まで利下げを見送る見通し
  - － 馬は補助金廃止を受けた燃油等インフレ懸念、台は不動産の過熱などから金融緩和は2026年と予想
- **トランプ政策による利下げ阻害のリスクに留意**。関税や移民規制が米国のインフレやアジア通貨安を招く可能性

### 今後の中銀金融政策の見通し

	インドネシア (尼)	タイ (泰)	韓国	フィリピン(比)	インド(印)	オーストラリア(豪)	マレーシア(馬)	台湾
政策金利 2025年2月	5.75%	2.00%	2.75%	5.75%	6.25%	4.10%	3.00%	2.00%
インフレ率 2025年1月	0.8%	1.3%	2.2%	2.9%	4.3%	2.8%	1.7%	2.7%
利下げ開始・ 追加利下げの要件	景気低迷・ 通貨安定	景気低迷	政情不安の 解消	景気低迷・ インフレ回避	食品等イン フレ収束	賃金インフ レ収束	燃油等 インフレ 回避	不動産過 熱の回避
利下げに 関する当社見通し	緩やかに利下げ継続						2026年まで先送り	

(注) データは2月26日時点。インフレ率は、オーストラリアはコアCPI(Trimmed平均)、他は総合CPIの前年比  
(出所) 各中銀発表資料、各国・地域統計資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (4) 日本：中国との競争激化等で輸出は伸び悩みも、内需主導で緩やかに回復

- **2025・26年度の実質GDP成長率**は、前年度比**+0.8%、+0.7%**を予測
  - 米・中の景気減速や中国との競争激化等を受けて**輸出は伸び悩み**、外需に景気の牽引役は期待しにくい
  - 一方、高水準の賃上げ継続や政府による所得税減税等を受けて**個人消費は緩やかながらも回復基調を維持**。省  
力化・脱炭素対応等の持続的な投資需要等を受けて**設備投資も増加し、内需が牽引**する構図
  - もっとも、**実質賃金の改善ペースは鈍く、個人消費は2025年度までコロナ禍前程度の水準にとどまる**

### 日本経済見通し総括表

		2024	2025	2026	2024				2025				2026				2027
		年度(見通し)			1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
実質GDP	前期比、%	0.8	0.8	0.7	▲0.5	0.7	0.4	0.7	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
	前期比年率、%	—	—	—	▲1.9	3.0	1.7	2.8	0.3	0.3	0.6	0.5	0.5	0.5	0.9	0.9	0.7
内需	前期比、%	1.1	0.8	0.9	▲0.2	1.0	0.5	▲0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
民需	前期比、%	0.9	0.8	0.9	▲0.2	0.8	0.7	▲0.1	0.0	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
個人消費	前期比、%	0.7	0.6	0.7	▲0.5	0.7	0.7	0.1	▲0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
住宅投資	前期比、%	▲1.3	▲0.5	▲0.7	▲2.8	1.4	0.5	0.1	▲1.0	0.1	0.1	▲0.0	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.3
設備投資	前期比、%	2.0	1.5	1.6	▲0.4	1.1	▲0.1	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	0.0	0.0	(0.0)	(0.3)	(▲0.0)	(0.2)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
公需	前期比、%	1.6	0.7	0.8	▲0.3	1.8	▲0.1	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.3	0.3	0.2
政府消費	前期比、%	1.5	0.9	1.1	0.2	0.9	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2
公共投資	前期比、%	2.1	0.3	▲0.3	▲2.0	5.7	▲1.1	▲0.3	0.3	0.3	0.0	0.1	0.1	▲1.0	0.4	0.4	0.4
外需	前期比寄与度、%Pt	(▲0.3)	(0.0)	(▲0.2)	(▲0.3)	(▲0.3)	(▲0.1)	(0.7)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)
輸出	前期比、%	1.7	1.5	1.4	▲4.1	1.7	1.5	1.1	0.1	0.3	0.1	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
輸入	前期比、%	3.0	1.4	2.3	▲2.8	3.0	2.0	▲2.1	0.2	0.8	0.5	0.6	0.8	0.6	0.4	0.5	0.6
名目GDP	前期比、%	3.5	2.7	2.0	▲0.1	2.1	0.7	1.3	0.1	1.1	0.8	0.2	0.3	0.6	0.7	0.3	0.4
GDPデフレーター	前年比、%	2.6	2.0	1.3	3.1	3.1	2.4	2.8	2.4	1.9	2.3	1.8	1.9	1.4	1.2	1.2	1.3
内需デフレーター	前年比、%	2.3	1.6	1.2	2.0	2.6	2.2	2.2	2.2	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3

(注) 網掛けは予測値

(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本:5%程度の賃上げ継続。消費者物価も26年度にかけて2%程度の伸びを維持

- **2025・26年度のコアCPIは、前年比+2.5%、同+1.9%と予測**
  - ― 賃上げ機運の継続を受け、**2025・26年の賃上げ率は5.0%、4.9%**と高水準を維持すると予測。人手不足の深刻化等を背景に**企業の賃金設定におけるノルム変化の動きは継続**する見通し
  - ― 労務費等の価格転嫁が進展することを背景に、コアCPI・日銀版コアCPIの前年比は2026年度にかけて**+2%程度の伸びを維持。日銀の利上げ継続を後押し**

## 日本経済見通し総括表(主要経済指標)

		2024			2024				2025				2026				2027
		(見通し)			1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
鉱工業生産	前期比、%	▲ 0.5	1.1	0.5	▲ 5.2	2.7	▲ 0.3	1.1	0.2	0.2	0.1	0.4	0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1
経常利益	前年比、%	6.4	3.3	4.4	15.1	13.2	▲ 3.3	7.4	6.2	▲ 1.0	9.8	5.4	1.4	2.9	5.1	5.3	4.6
名目雇用者報酬	前年比、%	4.5	3.7	3.4	1.7	4.3	4.0	5.8	3.3	3.8	3.4	3.6	3.8	3.5	3.5	3.3	3.4
完全失業率	%	2.6	2.5	2.4	2.5	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3
新設住宅着工戸数	年率換算、万戸	79.1	78.1	77.5	78.6	81.9	78.3	78.0	78.3	78.3	78.3	78.1	78.0	77.8	77.6	77.4	77.1
経常収支	年率換算、兆円	30.3	31.7	30.7	24.7	28.5	29.0	32.7	31.2	32.4	31.4	31.6	31.5	31.2	30.4	30.6	30.4
国内企業物価	前年比、%	3.1	1.8	1.8	0.7	1.9	2.9	3.8	3.8	2.7	1.9	1.4	1.1	1.7	1.9	1.8	1.8
生鮮食品を除く消費者物価	前年比、%	2.7	2.5	1.9	2.5	2.4	2.6	2.6	3.0	3.0	2.5	2.3	2.1	1.9	1.9	1.9	1.9
〃 (除く制度要因)	前年比、%	2.2	1.9	1.8	2.2	2.0	1.9	2.2	2.6	2.3	2.0	1.8	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価	前年比、%	2.3	2.1	1.9	3.2	2.2	2.0	2.3	2.5	2.4	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8
〃 (除く制度要因)	前年比、%	2.3	2.1	1.9	3.1	2.2	2.0	2.3	2.5	2.4	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8

(注)1. 網掛けは予測値。実数データより変化率を計算しているため、公表値と一致しないことがある  
 2. 経常利益は法人企業統計の全規模・全産業ベース(金融・保険を除く)  
 3. 消費者物価の「除く制度要因」は政府による物価高対策及び全国旅行支援の影響を除く  
 (出所) 各種統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 金融市場：日銀は段階的な利上げ継続。為替は140円台前半までの緩やかな円高

- 米FRBは2025年10～12月期を最後に利下げを停止すると予測。米長期金利も3%台後半の高水準で推移する見通し  
— 背景にはトランプ関税。輸入物価の上昇に伴うインフレ再燃が高金利の長期化をもたらす
- 日銀は、5%程度の力強い賃上げと2%程度の物価上昇を背景に利上げを継続。円長期金利は1%後半まで上昇
- ドル円相場は、日米金利差縮小に伴う緩やかな円高を見込むが、米利下げ停止により140円台前半で下げ止まり
- 米国株は、米景気の減速により2025年は上昇ペースが鈍化。日本株も円高やトランプ関税の影響で緩慢な上昇に

## 金融市場見通し総括表

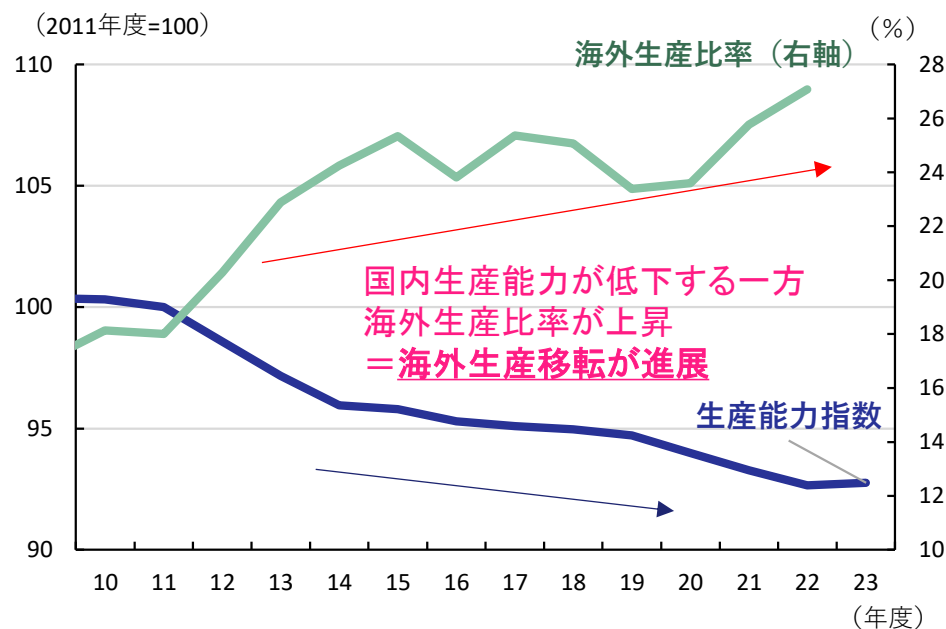
	2023	2024	2025	2026	2024			2025			2026			2027		
	年度	年度	年度	年度	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3
日本																
政策金利付利 (末値、%)	0.10	0.50	1.00	1.00	0.10	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
新発国債 (10年、%)	0.62	0.74 ～1.50	1.30 ～1.80	1.50 ～1.85	0.93	0.93	1.01	1.08 ～1.50	1.30 ～1.60	1.35 ～1.65	1.40 ～1.70	1.50 ～1.80	1.50 ～1.80	1.55 ～1.85	1.55 ～1.85	1.55 ～1.85
日経平均株価 (円)	33,227	31,150 ～41,000	37,500 ～42,500	39,000 ～43,500	38,693	38,121	38,943	36,500 ～41,000	37,500 ～41,500	38,000 ～42,000	38,000 ～42,500	38,500 ～42,500	39,000 ～43,000	39,000 ～43,000	39,000 ～43,500	39,500 ～43,500
米国																
FFレート(下限) (末値、%)	5.25	4.25	3.50	3.50	5.25	4.75	4.25	4.25	4.00	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
新発国債 (10年、%)	4.08	3.62 ～4.85	3.65 ～4.75	3.75 ～4.55	4.45	3.96	4.28	4.10 ～4.85	3.90 ～4.75	3.70 ～4.50	3.65 ～4.35	3.70 ～4.40	3.75 ～4.45	3.80 ～4.50	3.85 ～4.55	3.85 ～4.55
ダウ平均株価 (ドル)	35,441	37,600 ～47,700	42,900 ～49,600	44,700 ～51,800	38,812	40,597	43,280	41,800 ～47,700	42,900 ～48,100	43,100 ～48,500	43,700 ～49,100	44,200 ～49,600	44,700 ～50,300	45,100 ～50,700	45,700 ～51,300	46,200 ～51,800
ユーロ圏																
ECB預金ファシリティ金利 (末値、%)	4.00	2.50	2.00	2.00	3.75	3.50	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
ドイツ国債 (10年、%)	2.44	2.00 ～2.70	1.85 ～2.60	1.95 ～2.80	2.50	2.28	2.26	2.00 ～2.70	1.90 ～2.60	1.90 ～2.60	1.85 ～2.55	1.90 ～2.60	1.95 ～2.65	2.00 ～2.70	2.05 ～2.75	2.10 ～2.80
為替																
ドル・円 (円/ドル)	145	139 ～162	137 ～157	135 ～147	156	149	152	147 ～162	144 ～157	140 ～151	138 ～149	137 ～148	136 ～147	136 ～147	136 ～147	135 ～146
ユーロ・ドル (ドル/ユーロ)	1.08	1.00 ～1.12	1.01 ～1.11	1.04 ～1.11	1.08	1.10	1.07	1.00 ～1.06	1.01 ～1.07	1.03 ～1.10	1.04 ～1.11	1.04 ～1.11	1.04 ～1.11	1.04 ～1.11	1.04 ～1.11	1.04 ～1.11

(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本：海外生産移転の進展で国内供給力は低下。財輸出の力強い回復は期待薄

- **趨勢的に製造業の海外生産移転が進展し、国内供給力は低下。財輸出伸び悩みの要因に**
  - **人手不足による供給制約やコスト競争力低下、人口減少による国内市場の縮小等が背景。**とりわけ輸送機械・化学・素材業種等で海外生産移転の動きが目立つ
  - 他方で、国内外の半導体需要増やEV化進展を受け、生産用機械・電気機械は国内でも生産を拡大
    - こうした成長業種を中心に国内投資が拡大すれば、国内生産能力の低下に歯止めがかかる可能性も

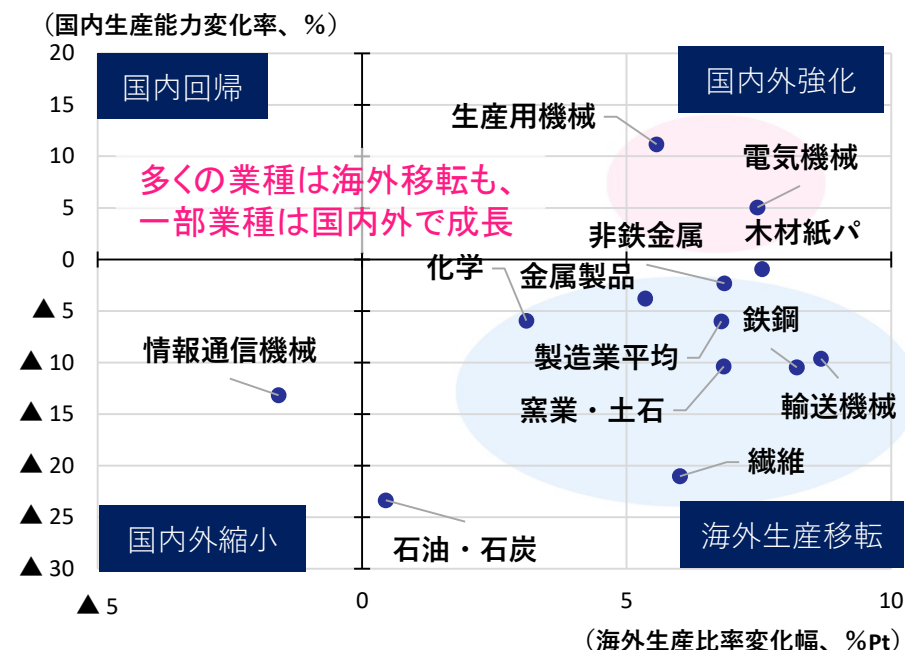
## 国内生産能力と海外生産比率の推移



(注) 海外生産比率 = 製造業の海外現地法人売上高 ÷ (製造業の国内売上高 + 海外現地法人売上高)

(出所) 経済産業省「鉱工業指数」、「海外事業活動基本調査」、財務省「法人企業統計調査(年次別調査)」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 海外生産移転の動向(2012~2022年度)



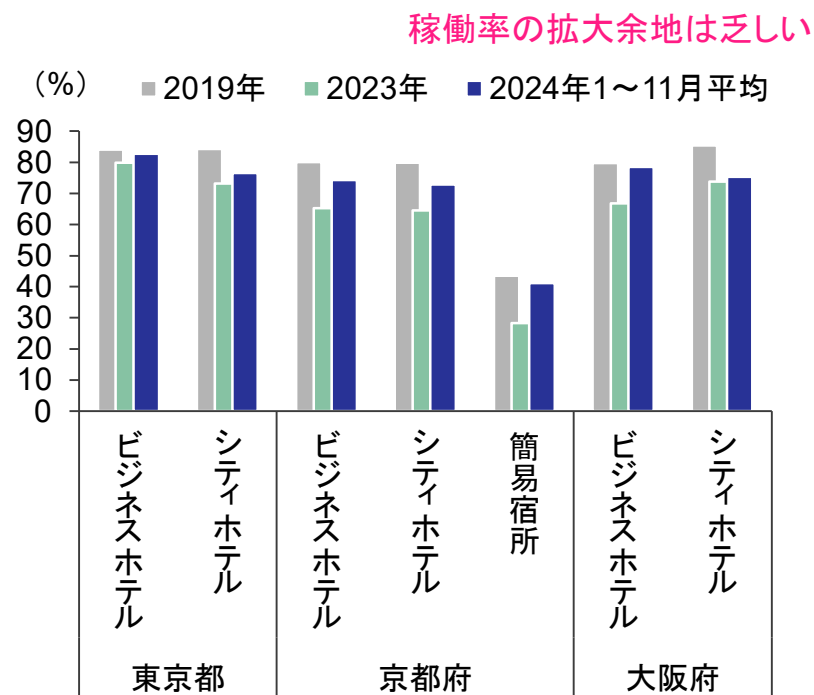
(注) 海外生産比率 = 製造業の海外現地法人売上高 ÷ (製造業の国内売上高 + 海外現地法人売上高)

(出所) 経済産業省「鉱工業指数」、「海外事業活動基本調査」、財務省「法人企業統計調査(年次別調査)」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本:加えてインバウンドも伸び鈍化を予想。当面は内需が日本経済を左右

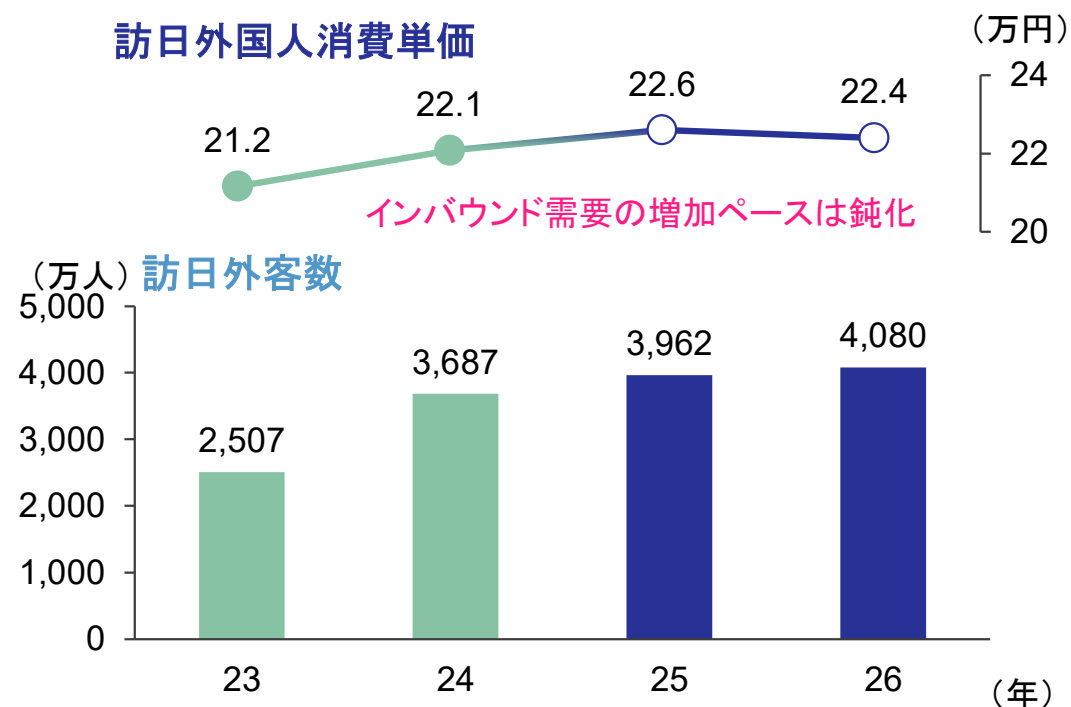
- インバウンド需要は好調も、先行きは供給面の制約を背景に訪日外客数・旅行消費総額の伸びは抑制される見通し
  - 2024年は訪日外客数・訪日外国人旅行消費総額とも過去最高を更新も、訪日外国人の宿泊は一都二府に集中。  
人手不足等を背景に宿泊施設の稼働率引き上げ余地は小さいとみられる
  - グランドハンドリング人材等の人手不足による航空便の供給制約も、インバウンド需要取り込みの足かせに
- 外需の力強い伸びが期待しにくい中、当面は内需動向が日本経済を左右する構図が続く見通し

## 宿泊施設の稼働率



(注) 外国人延べ宿泊者数が多い施設を抜粋  
(出所) 観光庁「宿泊旅行統計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## インバウンド見通し

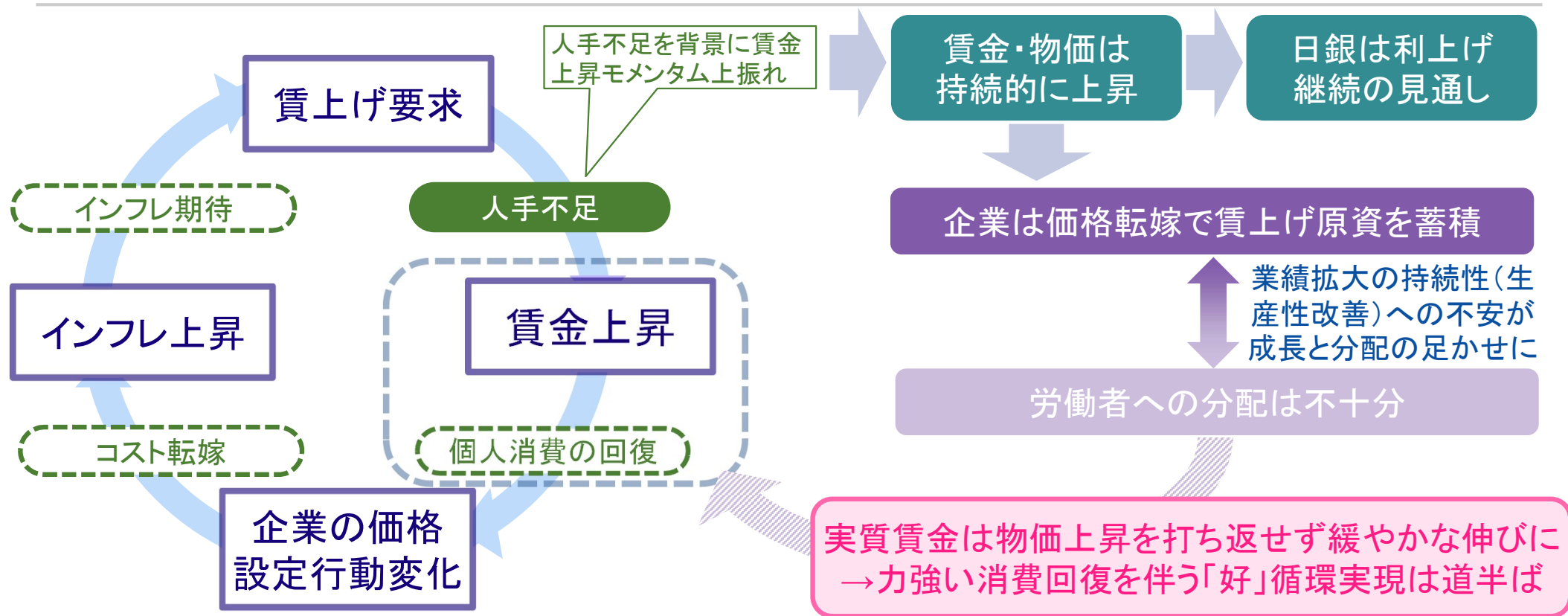


(出所) 日本政府観光局(JNTO)「訪日外客統計」、観光庁「インバウンド消費動向調査」などより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本：賃上げ継続も分配の観点では不十分。消費増を伴う「好」循環は道半ば

- 人手不足や良好な企業収益を背景に高水準の賃上げが継続も、物価上昇対比で十分とは言えず
  - 値上げによる企業の収益増が労働者に十分に分配されておらず、人手不足下でも実質賃金の改善は鈍い
  - 実質賃金の改善の鈍さが消費需要を下押しし、日本経済の低成長の要因に。「好」循環の実現は道半ば
  - なお、人手不足分野(インバウンド、建設投資等)では供給制約が需要の顕在化を抑制している面も

## 賃金と物価の好循環メカニズムと実現にむけた課題



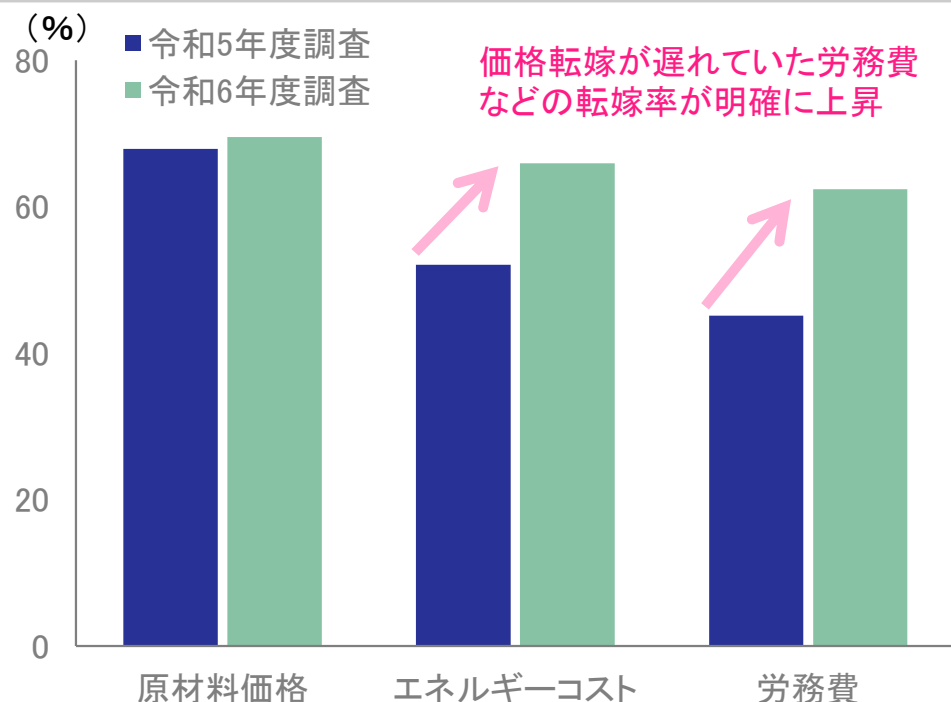
(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



# 日本：企業の価格転嫁姿勢の積極化を反映し、消費者物価は2%程度を維持

- 原材料価格と比べて価格転嫁が遅れていた労務費やエネルギーコストの転嫁率が明確に上昇
  - 顧客離れの警戒や他社との競争といった障壁は残るものの、政府による働きかけも後押しとなり、企業の価格転嫁姿勢が積極化している模様
  - 輸入物価の低下を受けて鈍化傾向で推移するも、企業の価格転嫁姿勢の強まりを受けて2025年度後半以降のコアCPI前年比は2%程度を維持へ

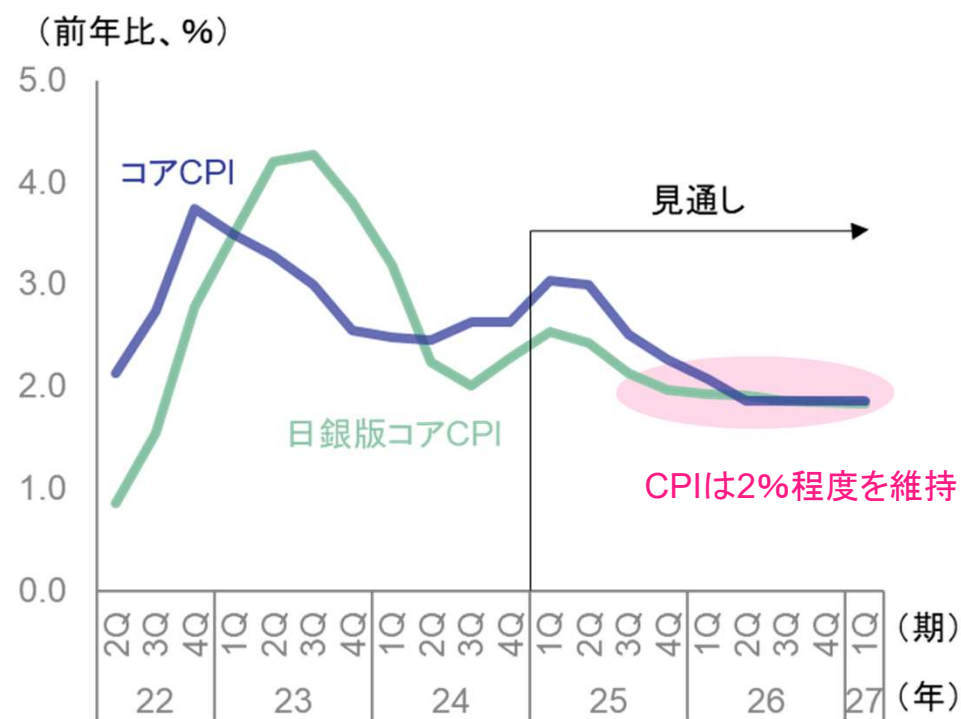
## コスト別の価格転嫁率



(注) 価格転嫁率は、受注者が価格転嫁を要請した場合に、要請した額に対してどの程度取引価格が引き上げられたかを示したもの。調査対象期間は令和5年度調査が22年6月～23年5月、令和6年度調査が23年6月～24年5月

(出所) 公正取引委員会「令和6年度価格転嫁円滑化の取組に関する特別調査」の結果についてより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## コアCPI・日銀版コアCPIの見通し

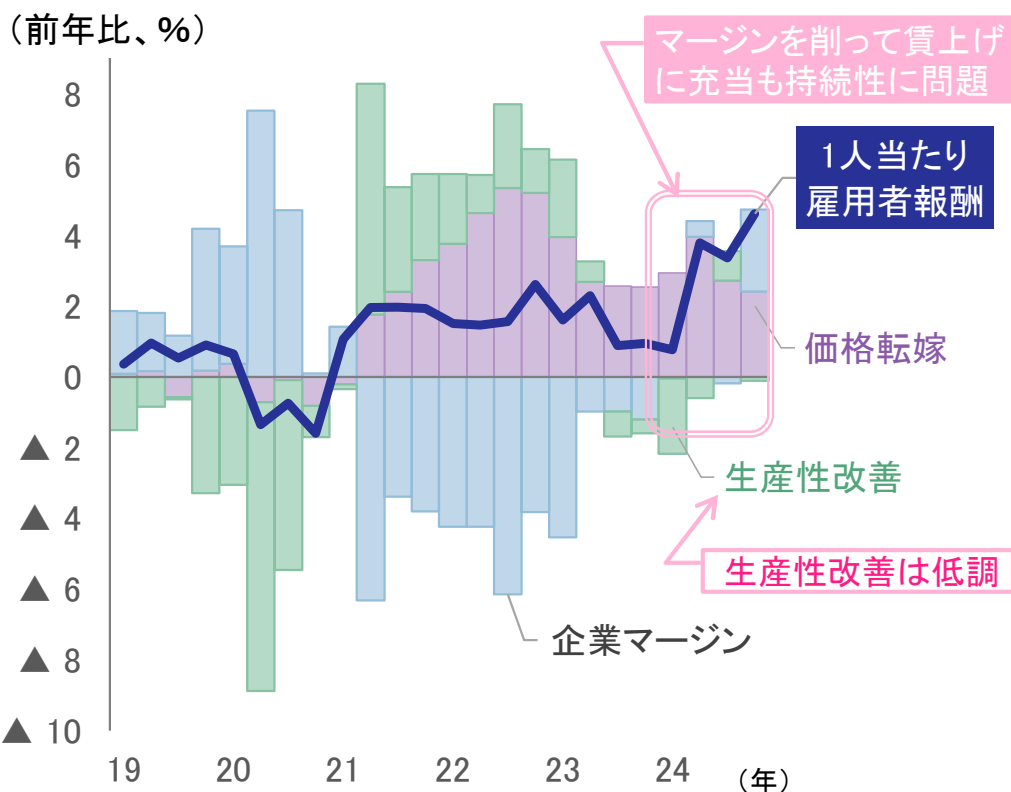


(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本：生産性改善なくして「成長と分配」は持続せず

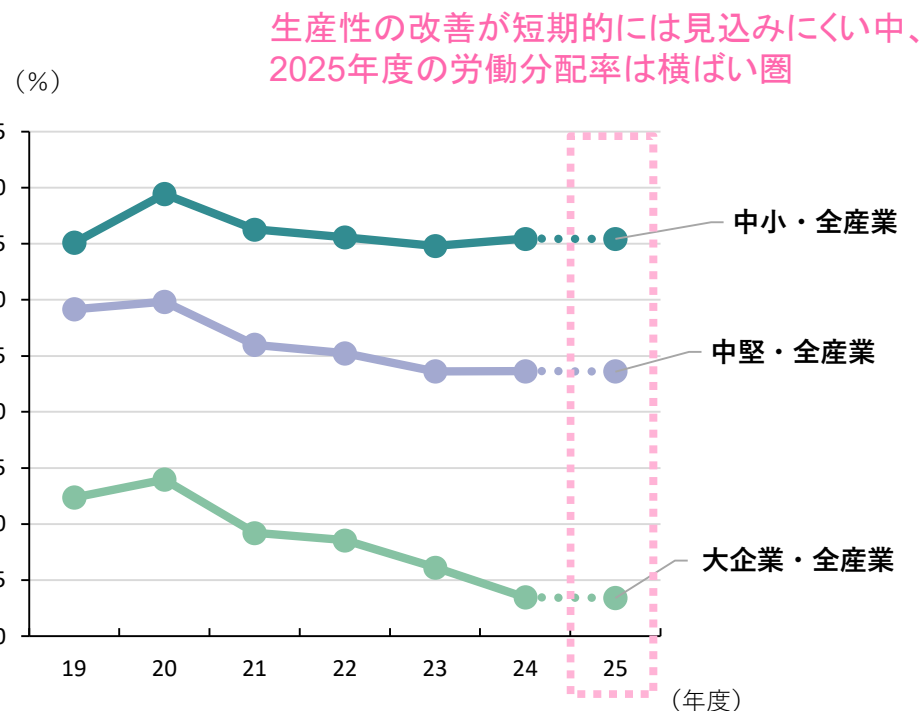
- 既往、企業は値上げによる収益を蓄積。**足元では価格転嫁の恩恵以上に労働者に分配も、持続性には問題あり**
  - 報酬増が価格転嫁を上回り、積み上がった賃上げ原資分配に進展の兆し。今後、実質賃金は緩やかな増加へ
  - ただし、企業マージンを犠牲にした賃上げは持続性に問題。**実質賃金が力強さを増すには生産性改善が不可欠**
- 持続性のカギを握る生産性の改善ペースは低調。短期的に生産性の改善が見込みづらい中、労働分配率は横ばい圏の推移を予想。**「成長と分配のメカニズム」は機能不全が続く格好**

## 1人当たり雇用者報酬増減率の要因分解(=賃上げ原資)



(注)4四半期移動平均値による要因分解  
(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 労働分配率の見通し



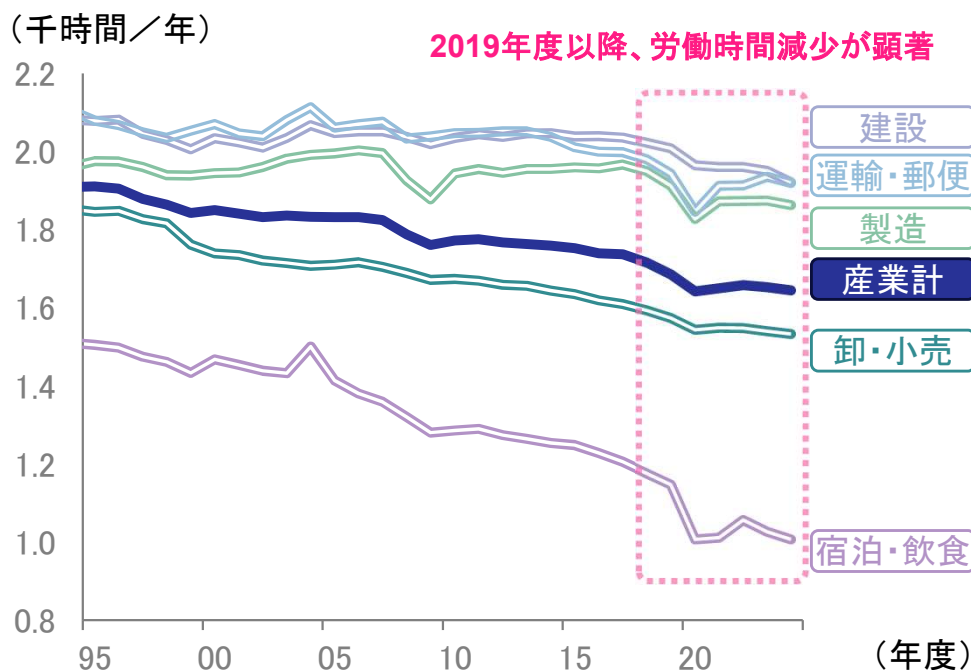
(注)企業の損益に仮定を置いてシミュレーション。破線は2025年度の予測値。2024年度は上期の実績値をベースに試算

(出所) 財務省「法人企業統計調査(四半期別調査)」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本：働き方改革に伴う構造的な労働時間減少も賃金総額の抑制要因に

- 日本の労働時間は趨勢的に減少。特に働き方改革関連法の施行(2019年4月)以降は労働時間が顕著
  - 産業全体の労働時間は2019年度以降に▲4.1%減少。特に宿泊・飲食では同▲14.3%と大幅減
    - 2024年度は、建設(前年比▲1.5%)、運輸・郵便(同▲0.8%)への残業規制適用も影響した模様
- ベアによる賃上げの一方、所定外給与の伸びは限定的。労働時間減少による残業代の伸び悩みが賃金総額を抑制
  - 労働者の働く意欲を阻害する制度(社会保険の「年収の壁」や在職老齢年金制度等)の見直しも重要に

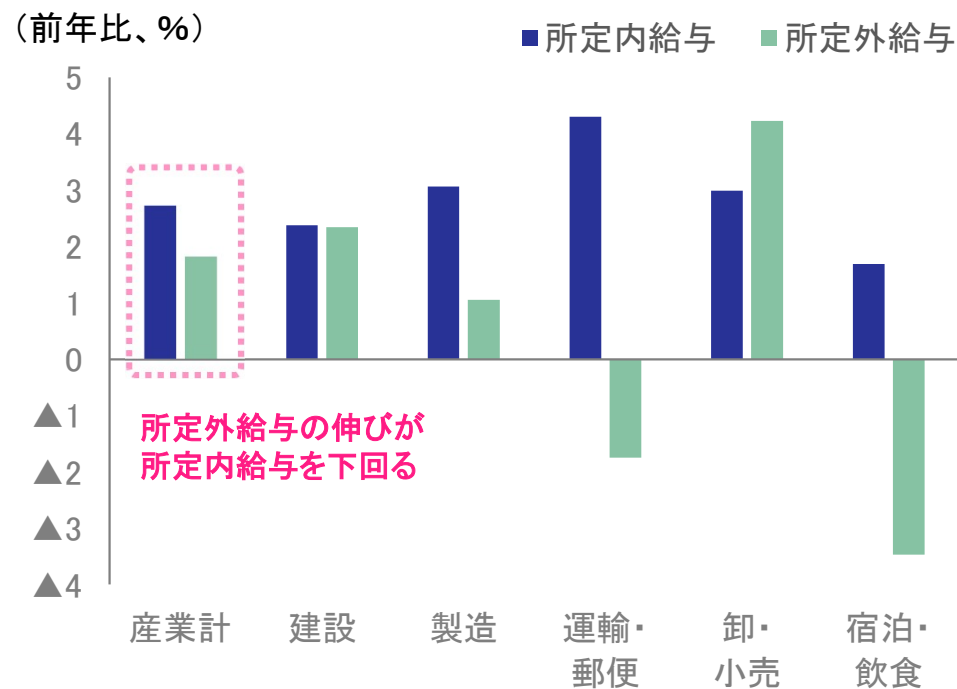
## 主要業種の労働時間の推移



(注) 2024年度は毎月勤労統計調査(共通事業所)の前年比変化率(4~11月平均)を用いて延伸

(出所) 内閣府「国民経済計算」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 主要業種の所定内・所定外給与



(注) 2024年4~11月平均値

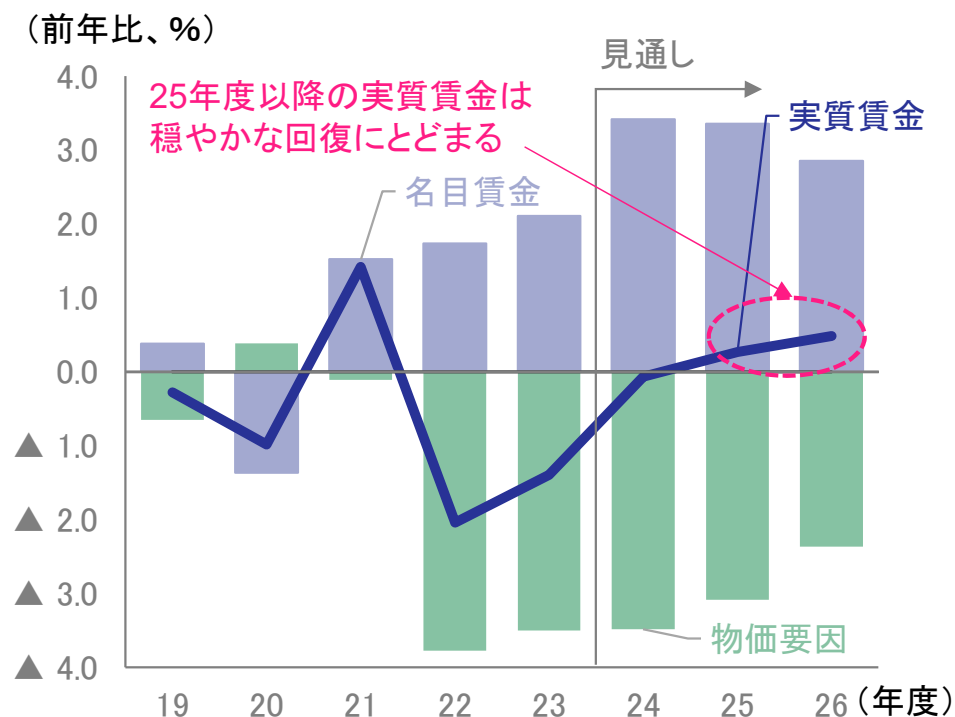
(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本:実質賃金・消費は回復を見込むも、力強い伸びには距離

## ■ 実質賃金の緩やかな改善に沿って、先行きの消費回復ペースも緩やかなものになる見通し

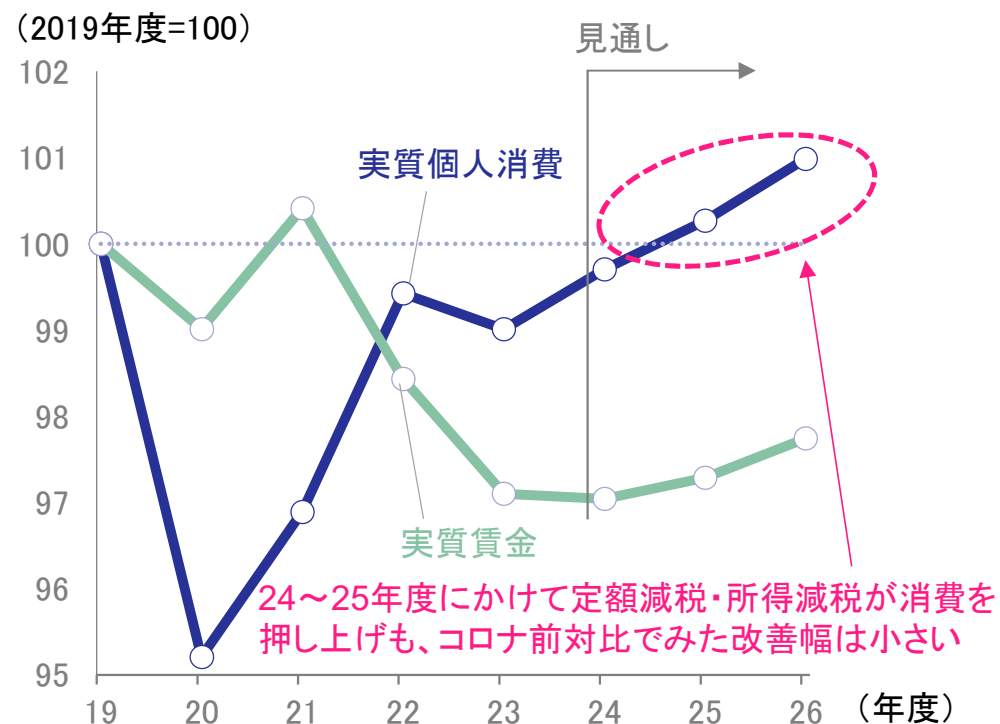
- 名目賃金は上昇も、物価上昇分を打ち返せず。実質賃金は2025・26年度もコロナ禍前を下回る見込み
- 2025年度の実質個人消費は、所得税減税による押し上げがある中でもコロナ禍前(2019年度)を0.3%弱上回る程度の回復にとどまる見通し。好循環実現は道半ば

### 実質賃金の前年比



(注) 共通事業所ベース。持ち家帰属家賃除く総合CPI。25年1月以降は予測値  
(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 実質個人消費・実質賃金の2019年度比の推移



(注) 25年1~3月期以降は予測値  
(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

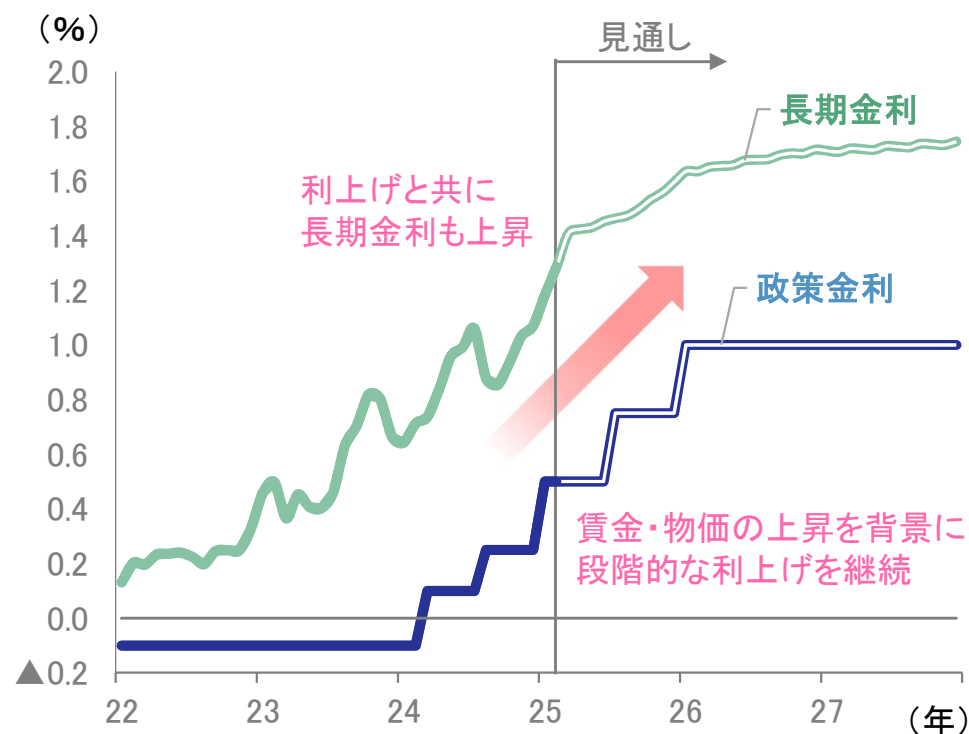
# 金融市場：日銀は2025年度も利上げ継続。日本の長期金利は1%台後半まで上昇

- 賃金・物価の上昇を背景に、日銀は1%まで段階的に利上げ(2025年7~9月期、2026年1~3月期に利上げ)
  - 為替は緩やかな円高ドル安を予想。日銀は円安対応の急速な利上げが不要なことから、トランプ関税や利上げによる景気への影響などを見極めつつ、半年に1度の緩やかなペースで利上げを実施
  - 一方日銀は、日本経済の成長力に十分な自信が持てず1%超の利上げについては慎重姿勢を維持との想定
- 利上げパスに沿って、長期金利は2026年前半にかけて1%台後半まで緩やかに上昇する見通し

## 日銀利上げ継続の条件(2025年度)

後利 押し 上げ	賃金	2025年度春闘は 5%程度の賃上げ
後利 押し 上げ	物価	コアインフレ率は 2025年度も2%台を維持
は利 不要 急速な 上げ	為替	緩やかな円高ドル安
配慮 が必要	トランプ 関税	想定を上回る 景気下振れリスク

## 日本の政策金利・長期金利の見通し



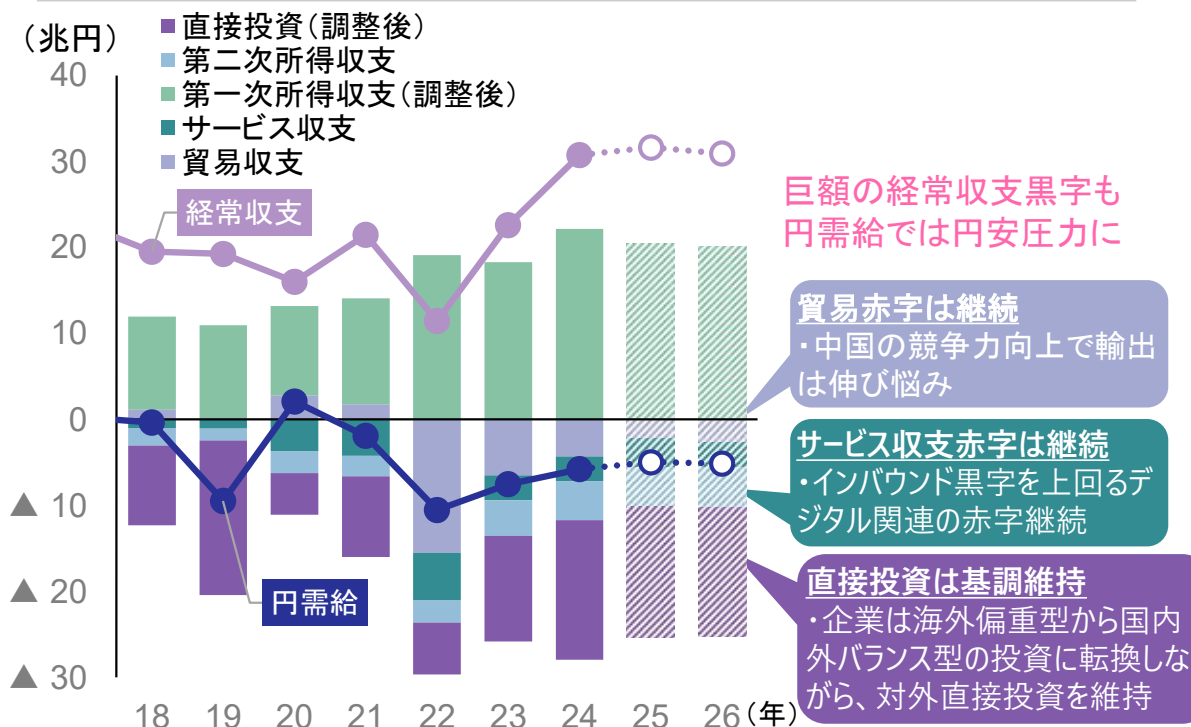
(注)長期金利は10年国債利回り。実線は実績値、二重線は予測値  
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 金融市場：金利差縮小で円高進展もペースは緩慢。2025年末に140円台前半

- **ドル円相場は日米金利差縮小を背景に、これまでの円安が修正されると予想**
  - 米国は2025年も追加利下げする一方、日本では利上げを継続。日米金利差が縮小し、為替の円高圧力に
- 一方、円需給は金利差縮小による円高圧力を幾分和らげる要因に。**2025年末に140円台前半と緩やかな円高を予想**
  - **中国企業の競争力向上等を背景に輸出が伸び悩み、貿易赤字が継続。インバウンド需要が一服する一方でデジタル赤字が拡大し、サービス収支赤字も継続、企業の対外直接投資継続も円安圧力の要因に**

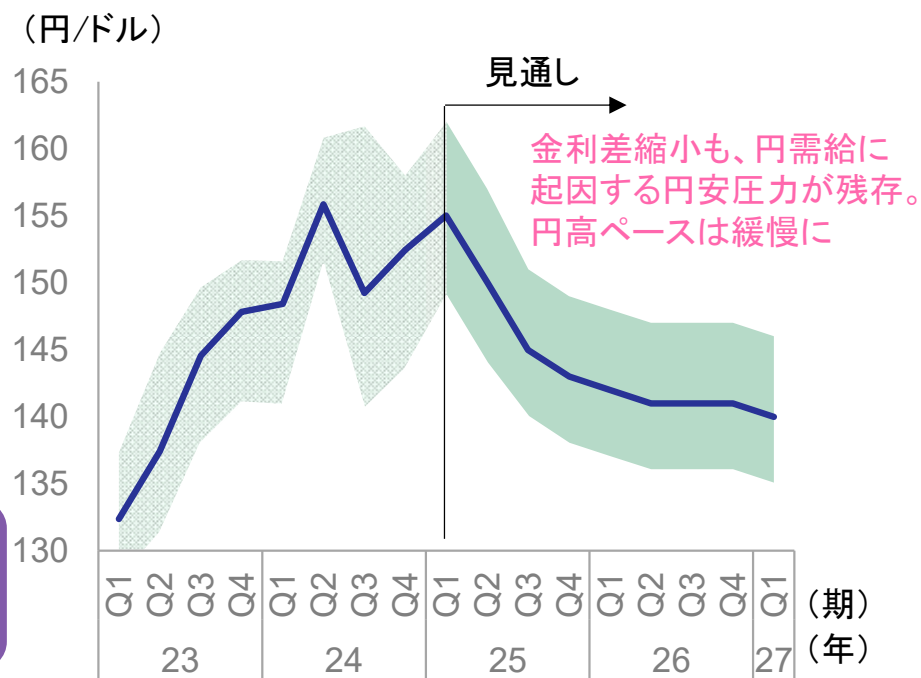
## 円需給の見通し



(注) 第一次所得 (調整後) は、①直接投資の再投資収益、②証券投資収益の1/2を控除した金額。直接投資 (調整後・ネット) は収益の再投資を除いた上で、対外直接投資から対内直接投資を差し引いた金額。25・26年は予測値

(出所) 財務省・日本銀行「国際収支統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ドル円相場の見通し



(注) 淡色のシャドーは日次の実績レンジ。濃色のシャドーは予測レンジ (出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (参考)主要国の政治日程

	2025年		2026年	
米国	1月	大統領就任式	11月	中間選挙
欧州	2月	ドイツ連邦議会選挙	3月	フランス地方選挙
日本	4～10月 7月	大阪・関西万博 参議院議員任期満了		
アジア	3月 5月 5月 11月 年内	中国全国人民代表大会 フィリピン上院選挙 オーストラリア総選挙 シンガポール総選挙 中国共産党4中全会	3月   年内	中国全国人民代表大会   中国共産党5中全会
その他	11月 11月	COP30(ブラジル) G20サミット(南アフリカ)	未定	G20サミット(米国)

(出所)各種報道等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# YouTube®動画「MHRT Eyes」を、より分かりやすくリニューアル！

複雑さ、変化の激しさを増す経済・金融動向…  
エコノミスト・コンサルタントが旬な情報を  
5分程度の動画でクイックに解説

## MHRT Eyes



**リニューアルして配信中！！**  
**より分かりやすく、クイックに。毎週金曜日定期配信(週次版)でお届け**  
(定期配信に加え、タイムリーな情報も随時配信)  
多数のエコノミストが国内外の注目トピックスを網羅  
YouTube®動画で手軽に素早くインプット

(QRコードはデンソーウェーブの登録商標です)



コンテンツ拡大中！>>>>  
ご視聴・チャンネル登録お待ちしております！



みずほリサーチ&テクノロジーズ  
公式YouTube®にて配信中  
(「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です)



エコノミスト・研究員  
幅広い分野を網羅する専門家



PCの方は  
<https://www.mizuho-rt.co.jp/business/research/economist/index.html>



調査レポート (無料)  
経済・金融動向を解説



<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/index.html>



メールマガジン (登録無料)  
レポート・動画配信をいち早くお知らせ！



ご登録はQRコード®をスキャンして頂くか、  
ブラウザから下記URLを入力してください。  
<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/others/0015.html>

お問い合わせ：  
みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社  
調査部 メールマガジン事務局  
<03-6808-9022>  
<chousa-mag@mizuho-rt.co.jp>

## 調査部レポートのご紹介

みずほレポート

# AI利活用がもたらす日本経済への影響

～期待される140兆円の経済効果実現に向けた課題と対応方向性～

(2025年1月29日発刊)

AIは労働力不足を解消し、成長に繋がる起爆剤となるか？  
実現に向けた打ち手は何か？



### 【目次】

1. AI普及と日本のAI利活用シナリオ（≡ありたき姿）
2. 企業は社員の働き方をどう見直すべきか（人材）
3. 企業はAI利活用をどう進めるべきか（データ）
4. AI普及に向け政府は何をすべきか

URL

[https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/2025/research\\_0006.html](https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/2025/research_0006.html)

QR  
コード

レポート



---

お問い合わせ先;[chousa-info@mizuho-rt.co.jp](mailto:chousa-info@mizuho-rt.co.jp)

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。