

2025・2026年 内外経済見通し ～グローバル化の再調整に向けた過渡期の世界経済～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

調査本部

2025年5月21日

ともに挑む。ともに実る。

MIZUHO

見通しのポイント

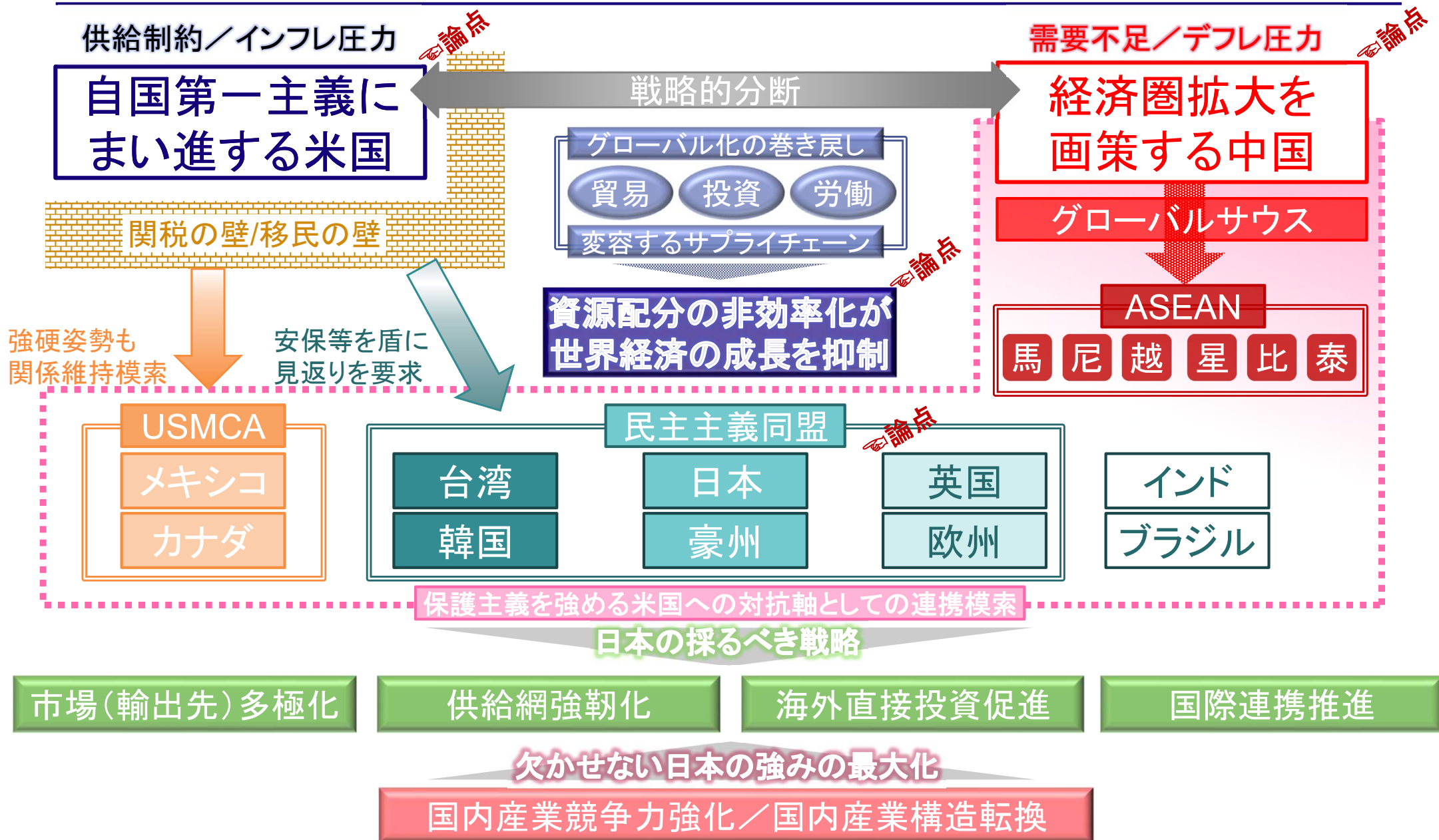
- 世界経済は、自国第一主義を掲げる米国の関税引き上げを受けて減速を見込む。震源地の米国が返り血を浴びる形で成長率が大きく鈍化するほか、米国以外の地域は対米輸出の減少が足かせに。2026年は関税影響がはく落するほか、米欧の財政拡張も下支えとなり、世界経済は巡航速度の成長ペースに回帰する見込み
- 米国では、関税引き上げによる痛みが先行する形で2025年に大幅に景気減速の見通し。関税負担から企業投資が減少するほか、関税コストの一部が転嫁されることで家計の実質購買力が低下、米国経済の7割を占める個人消費が弱含む公算。FRBはインフレ警戒も、雇用悪化に配慮して金利を3.25~3.50%に引き下げる見込み
- 欧州では、関税影響により2025年は対米輸出依存度が高い製造業国を中心に成長率が下振れ。ECBは景気回復を後押しすべく、夏場まで連続利下げを行うと予想。金融緩和の効果に加え、ドイツを中心に財政拡張の効果が発現することで関税の悪影響が緩和され、2025年末~26年にかけて景気は回復へ
- 中国は、輸出ドライブや第三国輸出拡大により対米輸出の減少を一部相殺も、内需低迷の継続が足かせになり成長率は減速。政府対策を織り込んで5%前後の成長率目標達成のハードルは高い。アジアでは、対米輸出依存度が大きいベトナムなどで関税影響大。米国市場から溢れた中国製品の流入も下押し要因に
- 日本では、関税影響が逆風となり2025年度は低成長を予想。もっとも、原油安で輸入コストが抑制されることで企業収益は高水準を維持し、強い人手不足感のもと賃上げ機運は継続へ。個人消費も緩やかな回復が継続し、深刻な景気後退を回避。労務費等の価格転嫁を受けコア物価は2026年度にかけて+2%弱の伸びとなる見込み
- 日銀は景気に配慮して2025年内の利上げを見送り。2026年入り後は4%台後半の賃上げと2%弱の物価上昇を確認し、利上げを再開する見通し。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。2026年後半に130円台後半まで円高ドル安を見込む

《構成》

1. 全体概要	P 3
2. 各国経済・金融市場	P 14
(1) 米国経済	P 15
(2) ユーロ圏経済	P 22
(3) 新興国経済	P 25
(4) 日本経済・金融市場	P 30

1. 全体概要

世界観：孤立化する米国。「分断」と「連携」が交錯する世界



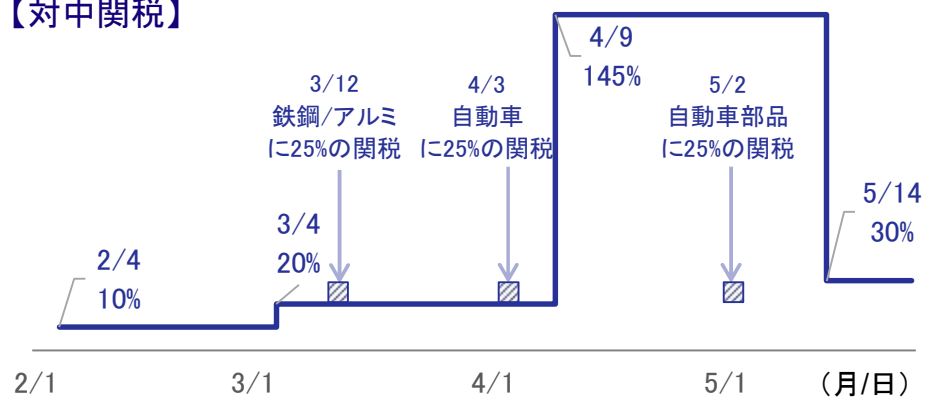
中国との関税報復合戦は一時停戦も、米平均関税率は115年ぶり水準まで到達へ

■ 米中は報復的関税措置の撤廃で歩み寄り

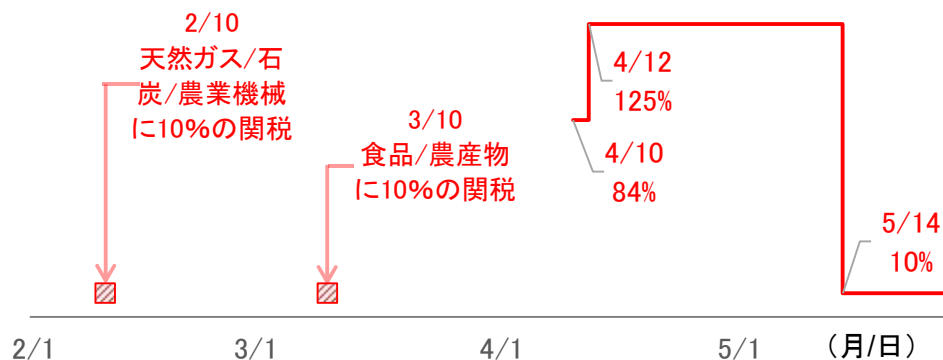
- 米国の対中追加関税は145%から30%に、中国の対米報復関税は125%から10%に引き下げ。一方で違法薬物対策や特定品目を対象とした関税賦課の方針は維持。米国が求める市場アクセス拡大については進展なし
- 米中の一時停戦で低下するものの、産業別関税などの発動を踏まえ、米平均関税率は21.5%と2024年(2.3%)の9倍超の水準に到達と想定

米中間の報復的関税の応酬

【対中関税】

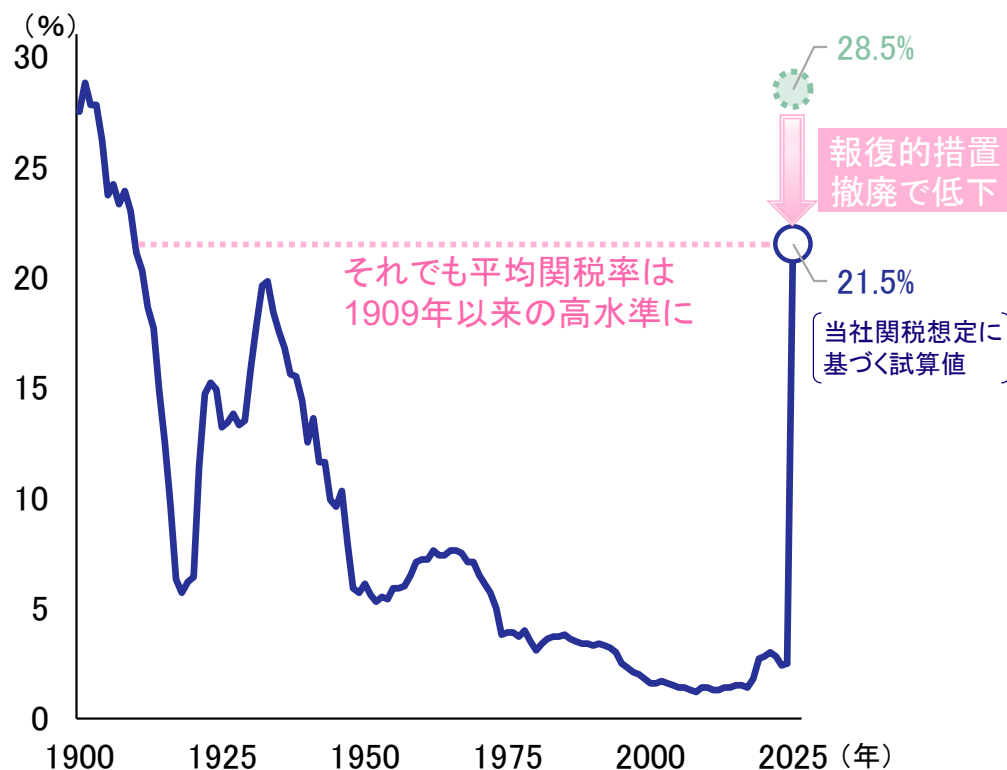


【対米関税】



(注) 図表中の日付は関税措置の発効日
(出所) Tax Foundationより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

平均関税率の推移



(注) 直近の関税率は2024年の輸入実績とP.6の関税率想定をもとに計算した試算値
(出所) Tax Foundation、米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(参考) 米中協議を踏まえた関税率の想定 (=メインシナリオ)

米中協議前の関税率

対中関税	145%	発動中 (半導体・医薬品等を除く)
一律関税	10%	発動中 (半導体・医薬品等を除く)
相互関税	20~50%	発動中 (7/8まで適用延期)
カナダ メキシコ	25%	発動中 (USMCA対象品を除く)
鉄鋼 アルミニウム	25%	発動中
自動車 自動車部品	25%	発動中
半導体 医薬品	-	調査中
銅製品 木材など	-	調査中

今次見通しの関税想定

対中関税	30%	引き下げ (半導体・医薬品等を除く)
一律関税	10%	発動中 (半導体・医薬品等を除く)
相互関税	10~25%	当初の 半分で織り込み
カナダ メキシコ	25%	発動中 (USMCA対象品を除く)
鉄鋼 アルミニウム	25%	発動中
自動車 自動車部品	25%	発動中
半導体 医薬品	25%	織り込み
銅製品 木材など	25%	織り込み

(注) 米中協議前の関税率は5/13時点。例外規定や関税の対象範囲など、細かなルールは省略している
(出所) 各種報道より、みずほリサーチ & テクノロジーズ作成

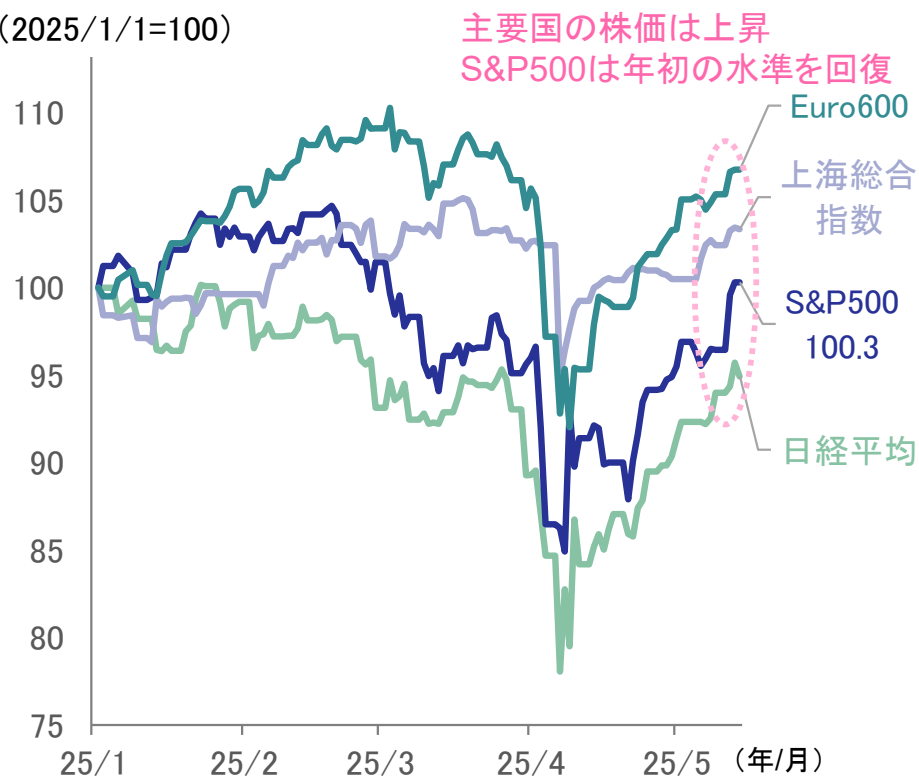
↑ 戦略分野についてはむしろ関税の壁をより高く

市場は米中の歩み寄りを好感。一方で不確実性は残存

- **金融市場では米中協議の早期進展を受けて米関税政策に対する警戒感が後退。主要国の株価は軒並み上昇**
 - 関税発動により大幅に下落していたS&P500は年初水準を回復。日本・欧州・中国など各国にも買いが波及
- **一方、米関税政策を巡る先行き不確実性は引き続き残存**
 - **4月の貿易政策不確実性指数は1151.3と過去最高**。世界的に供給網の混乱が生じたコロナ禍の5倍以上の水準
 - 米中の歩み寄りを受けて低下に転じてはいるが、足元958と依然高水準

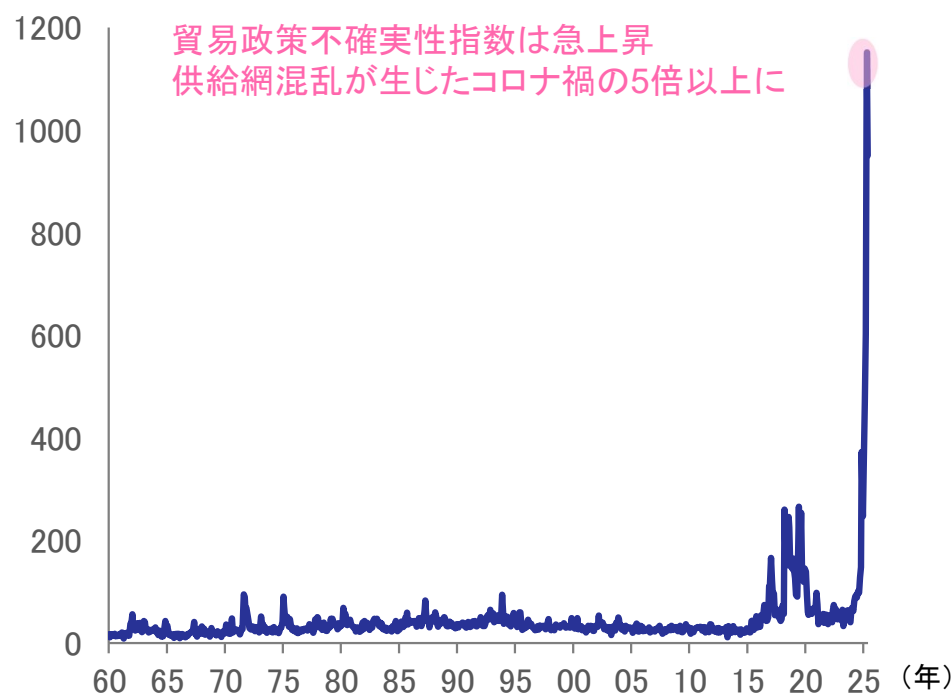
世界の主要株価指数

(2025/1/1=100)



(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

貿易政策不確実性指数



(注1) 米国主要7紙の貿易政策の不確実性に関する記事の割合から算出された指数。指数が100の時にニュース記事の1%に貿易政策不確実性が含まれていることを示す

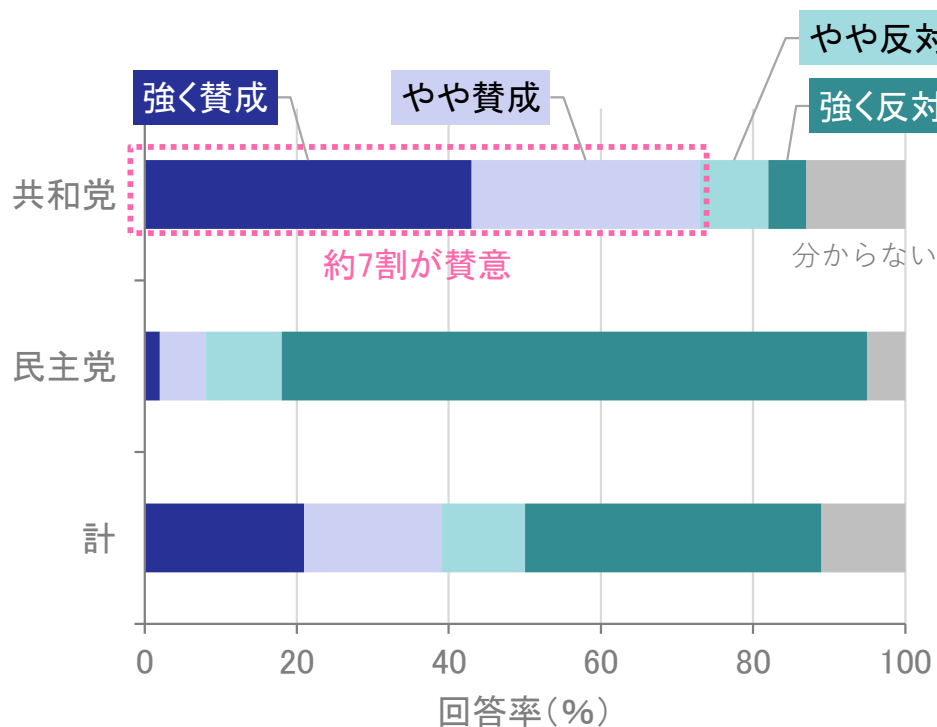
(注2) 2015年1月以前は月次データ、同年2月以降は日次データ(30日移動平均)を使用

(出所) Caldara et al. (2019)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

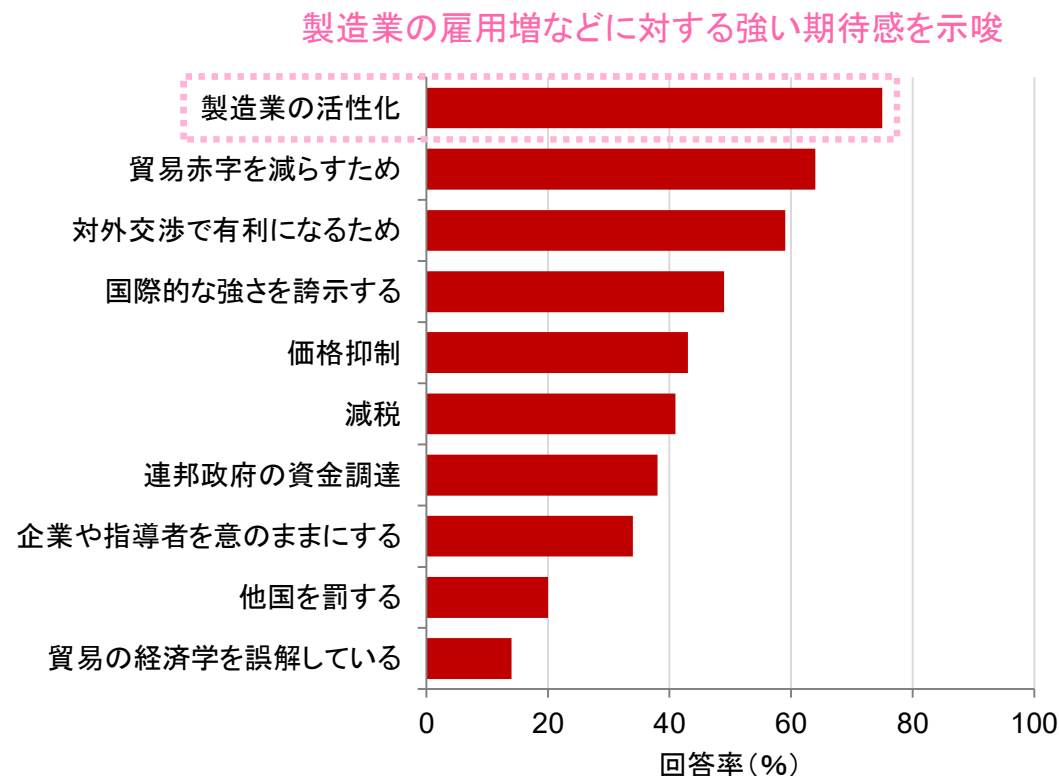
譲れない一線。トランプ支持者の間で未だ根強い製造業回帰への期待

- 相互関税の公表直後に行われた世論調査では、**共和党支持者のうち約7割が賛意**を示す
 - **米景気の先行き悪化が懸念される中でもトランプ政権の支持基盤は揺るがず**
- 賛意の背景に「製造業回帰」や「貿易赤字削減」など強い米国復活への期待
 - 根強い支持は関税政策方針が変わりづらいことを示唆。民主党が有効な代替案を提示できていないことも一因

各党支持者の相互関税に対する賛否



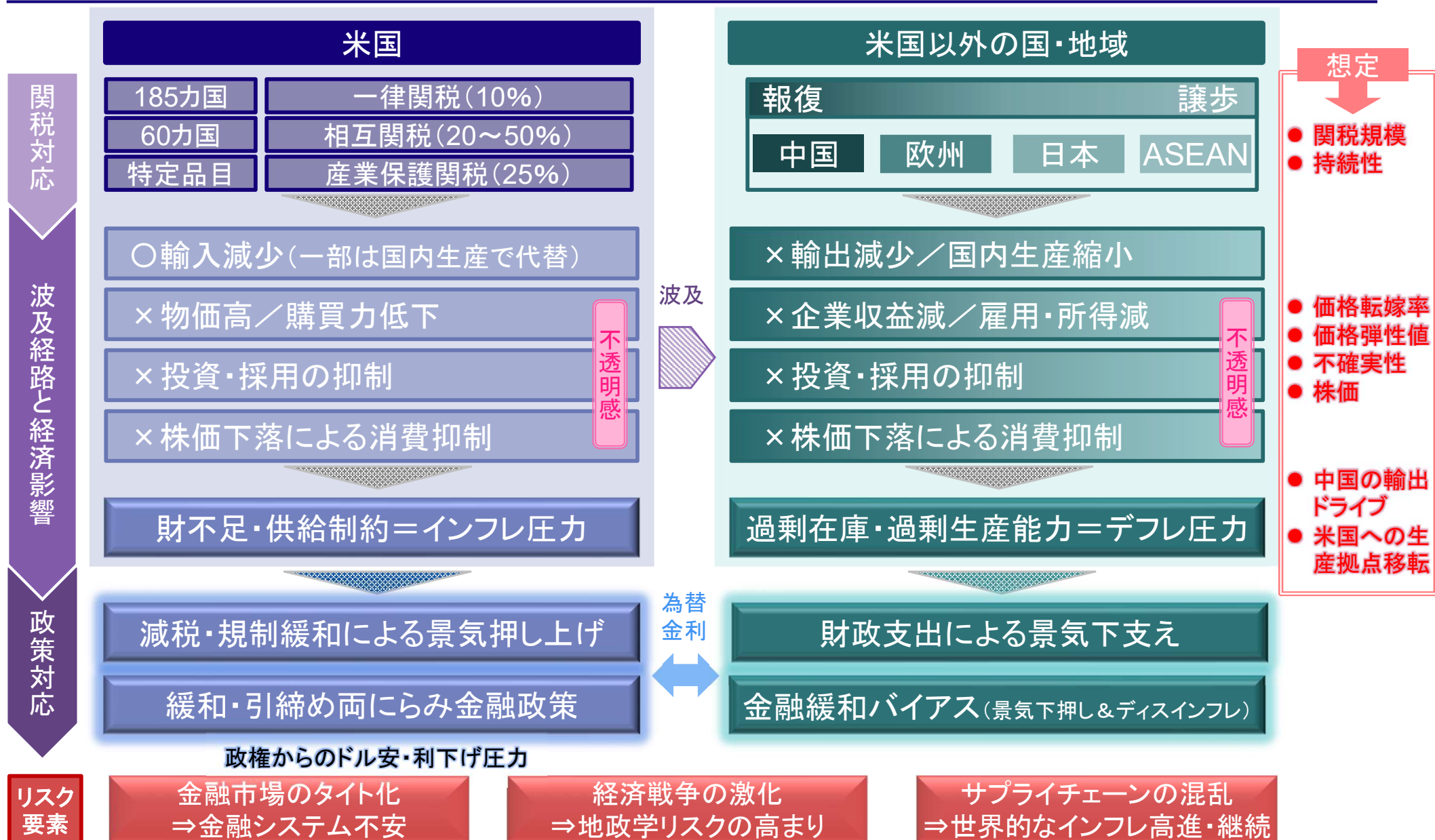
トランプ大統領が関税を課す主な理由 (共和党支持者の回答)



(注) 2025年4月3~6日に米国の成人1,139人を対象に実施
(出所) YouGov より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) 2025年4月3~6日に米国の成人1,139人を対象に実施
(出所) YouGov より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

トランプ関税で米国・世界はどうか？ 関税政策の波及経路と経済影響



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(シナリオ想定)

	想定
関税引き上げによる直接影響 ↓ 不確実性 ↓ 国内回帰	関税率 <ul style="list-style-type: none"> ● 相互関税 : 半分の規模に縮小 (7-9月期から) ● 一律関税 : 10%を維持 ● 対中関税 : 30% ● 特定品目※: 25%を維持 } 米国の平均関税率 上昇幅=19%
	価格転嫁率 (輸入企業) <ul style="list-style-type: none"> ● 約5割を価格転嫁。残りを企業が吸収 (= 企業収益減)
	消費の所得弾性値 <ul style="list-style-type: none"> ● 物価上昇や雇用減に伴う所得抑制による弾性値を0.5と設定
	不確実性 株価 <ul style="list-style-type: none"> ● 不確実性低下も米中交渉の行方を見極めるまで低下幅は限定的 ● 株価は現状近傍で推移後、年央から回復
米国への製造業回帰 <ul style="list-style-type: none"> ● 国内生産余力の高い業種で回帰の動き ● 自動車・半導体など特定品目で生産拠点の一部米国シフトも 	
中国輸出ドライブ <ul style="list-style-type: none"> ● 米国から溢れた製品によるデフレ圧力小 	

※…鉄鋼・アルミ、自動車・同部品、半導体・医薬品、木材・銅製品
(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: 米国「関税の壁」による貿易縮小が世界経済の足かせに

世界経済見通し総括表

	(前年比、%)			(%Pt)	
	2024	2025	2026	2025	2026
	(見通し)			(2月見通しとの比較)	
世界実質GDP成長率	3.3	2.7	3.0	▲ 0.3	-
日米欧	1.7	0.9	1.5	▲ 0.5	0.3
米国	2.8	1.1	1.7	▲ 0.8	-
ユーロ圏	0.9	0.7	1.5	▲ 0.1	0.6
英国	1.1	1.0	1.2	▲ 0.3	▲ 0.1
日本	0.2	0.6	0.6	▲ 0.5	-
アジア	5.2	4.6	4.3	▲ 0.1	▲ 0.2
中国	5.0	4.4	3.8	-	▲ 0.1
NIEs	3.1	1.5	1.7	▲ 0.2	▲ 0.3
ASEAN5	5.0	4.4	4.7	▲ 0.4	▲ 0.3
インド	6.7	6.3	6.3	▲ 0.1	-
オーストラリア	1.1	1.5	1.8	▲ 0.2	0.4
日本(年度)	0.8	0.3	0.7	▲ 0.5	-

米国第一主義に基づく関税政策で世界貿易は縮小。震源地の米国が大きく押し下げる形で世界経済は減速。2026年は関税影響はく落で巡航速度の成長に

景気後退入りは回避も、関税引き上げによる物価高や企業収益減で2025年は大幅減速。年後半からは減税等による押し上げ効果もあり、徐々に2%程度の潜在成長率並みへ回帰

関税影響が逆風となる一方、2025年末からは財政拡張の効果が発現し、悪影響を緩和。下方修正幅は総じて限定的

対米輸出減の影響を第三国輸出で一部相殺も、内需低迷が続くもと景気は減速。政府対策を織り込んでも5%前後の成長率目標達成のハードルは高い

※ 中国は2月見通しで関税影響を織り込み済

関税影響で輸出・投資が弱含み。2026年の賃上げ機運はやや弱まるも腰折れには至らず。物価は2%弱の伸びを維持。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

【参考】リスク①: 割高懸念くすぶる米株価。問われる想定外への備え

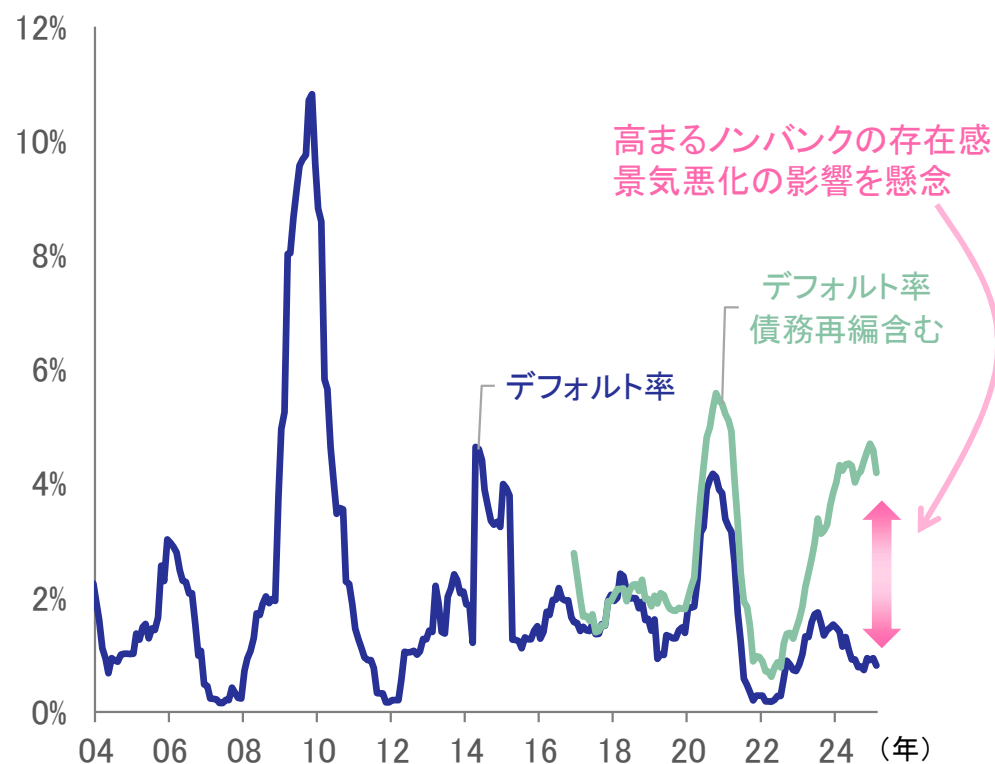
- 米中関税協議の結果を好感し米株価は反発。S&P500の予想PERは依然20倍程度と割高感が残存
 - 米中関税協議決裂等をきっかけに米株価が1割程度下落すれば、2025年の米成長率を最大▲0.8%Pt下押し
- 足元のデフォルト率は低位で推移。ノンバンクを通じた債務の借り換え(再編)が一因
 - 景気悪化でデフォルト率が高まれば、ノンバンクの経営にも打撃。銀行のノンバンク向け貸出も着実に増加しており、金融システム不安に波及するリスクも

S&P500の予想PER



(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

レバレッジローンのデフォルト率



(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

【参考】リスク②: 駆け込み輸出に潜む物流混乱リスク。供給ショックの再来に注意

■ 米中停戦期間中の中国駆け込み輸出によるサプライチェーン混乱に注意

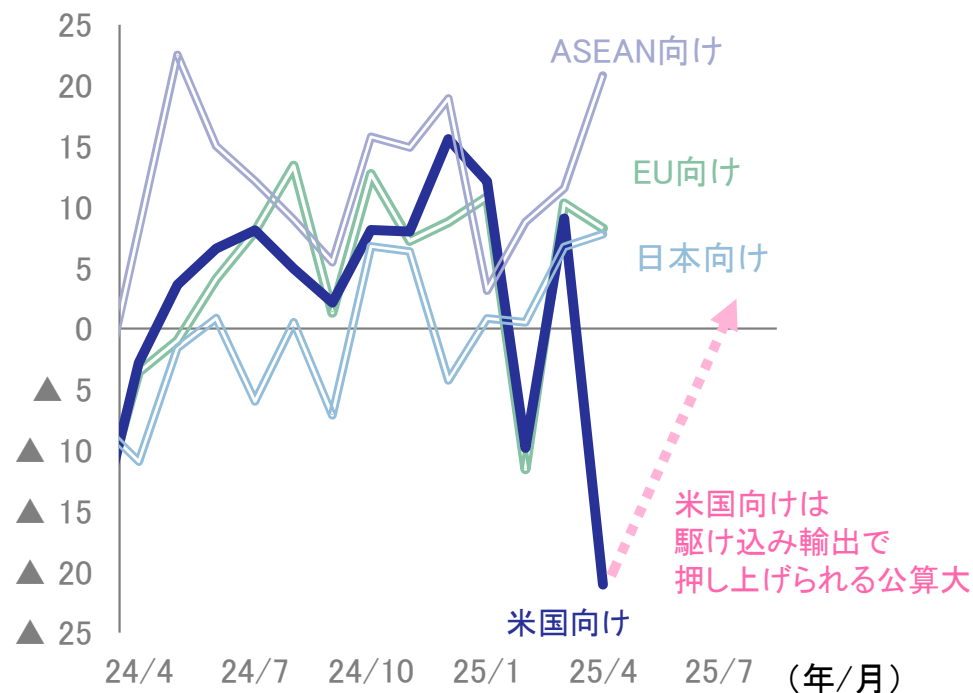
- 中国の対米輸出は、米国による追加関税を受け4月に大幅減。一方、8月前半までの一時停戦期間は駆け込み輸出が生じる公算大。貨物取扱量が急増することで港湾混雑などの物流混乱が生じるリスク

■ サプライチェーンの混乱は、米国を中心とした世界のインフレ押し上げ要因に

- 足元のグローバルサプライチェーン圧力指数(GSCPI)は平時並みで、物流ストレスは限定的。ただし、物流ストレスが高まれば供給不足からインフレ要因に

中国の仕向け地別輸出

(前年比、%)

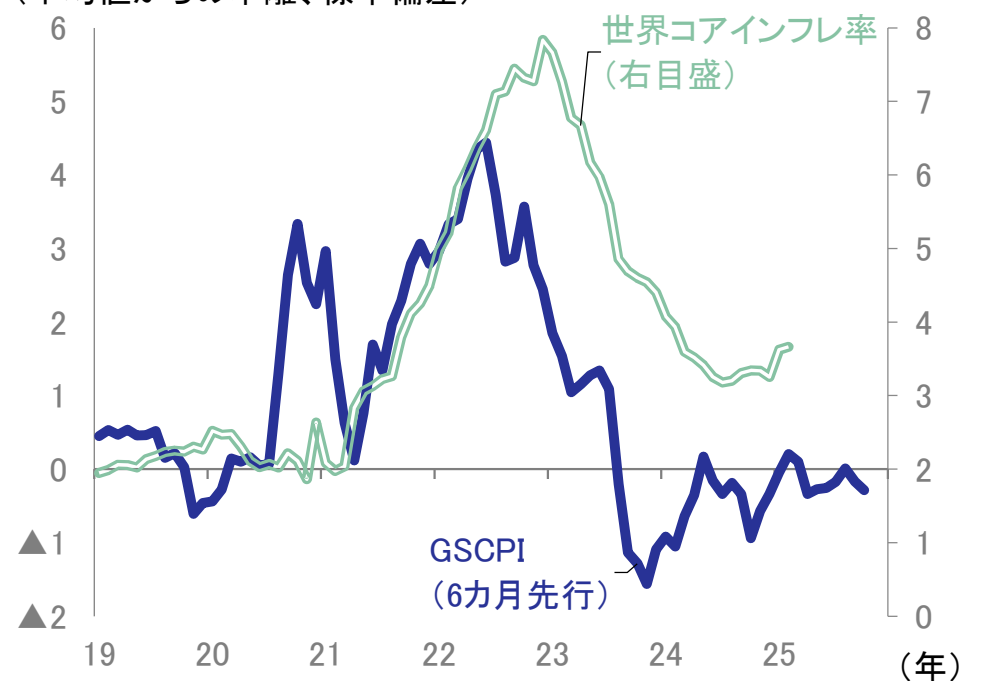


(出所) 中国税関総署より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

GSCPI、世界コアインフレ率

(平均値からの乖離、標準偏差)

(前年比、%)



(出所) ニューヨーク連銀、IMF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：関税で2025年の景気は減速する一方、減税が支えとなり26年は回復へ

■ 2025・26年の実質GDP成長率は、前年比+1.1%、+1.7%と予想

- 2025年は、関税引き上げに伴うマイナス影響が顕在化。インフレが再加速するなかで、景気は減速すると予想
- 一方、2026年は、関税影響一服と減税による消費、投資の押し上げを主因に、景気は回復に向かう見込み
 - FRBは、景気下振れとインフレ上振れ両方向のリスクを見ながら、緩やかに金利を中立的な水準まで引き下げ

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	1.1	1.7	1.6	3.0	3.1	2.4	▲ 0.3	0.5	0.0	1.1	2.3	2.4	2.5	2.5
個人消費	前期比年率、%	2.5	2.8	2.0	1.5	1.9	2.8	3.7	4.0	1.8	0.7	0.0	0.9	1.8	2.1	2.2	2.3
住宅投資	前期比年率、%	▲ 8.3	4.2	▲ 0.2	0.3	13.7	▲ 2.8	▲ 4.3	5.5	1.3	▲ 1.7	▲ 3.3	▲ 1.4	1.1	2.0	2.1	2.1
設備投資	前期比年率、%	6.0	3.6	2.4	1.2	4.5	3.9	4.0	▲ 3.0	9.8	▲ 0.5	▲ 0.5	0.2	1.8	2.1	2.3	2.4
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	▲ 0.4	0.1	▲ 1.7	▲ 0.1	▲ 0.5	1.1	▲ 0.2	▲ 0.8	2.3	▲ 3.8	▲ 4.9	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
政府支出	前期比年率、%	3.9	3.4	1.3	1.8	1.8	3.1	5.1	3.1	▲ 1.4	0.5	0.5	2.2	2.2	2.2	2.2	1.4
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	0.5	▲ 0.4	1.1	0.3	▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 0.4	0.3	▲ 4.8	3.8	5.0	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
輸出	前期比年率、%	2.8	3.3	1.9	1.3	1.9	1.0	9.6	▲ 0.2	1.8	0.5	0.8	0.8	1.2	2.0	2.0	2.0
輸入	前期比年率、%	▲ 1.2	5.3	0.9	▲ 7.0	6.1	7.6	10.7	▲ 1.9	41.3	▲ 22.0	▲ 30.6	▲ 1.3	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0
失業率	%	3.6	4.0	4.3	4.4	3.8	4.0	4.2	4.1	4.1	4.2	4.4	4.6	4.5	4.4	4.3	4.2
個人消費支出デフレーター	前年比、%	3.8	2.5	2.7	2.2	2.7	2.6	2.3	2.5	2.5	2.6	2.8	2.7	2.4	2.2	2.0	2.0
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	4.1	2.8	2.9	2.2	3.0	2.7	2.7	2.8	2.8	2.9	3.1	2.8	2.6	2.3	2.1	2.0

(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

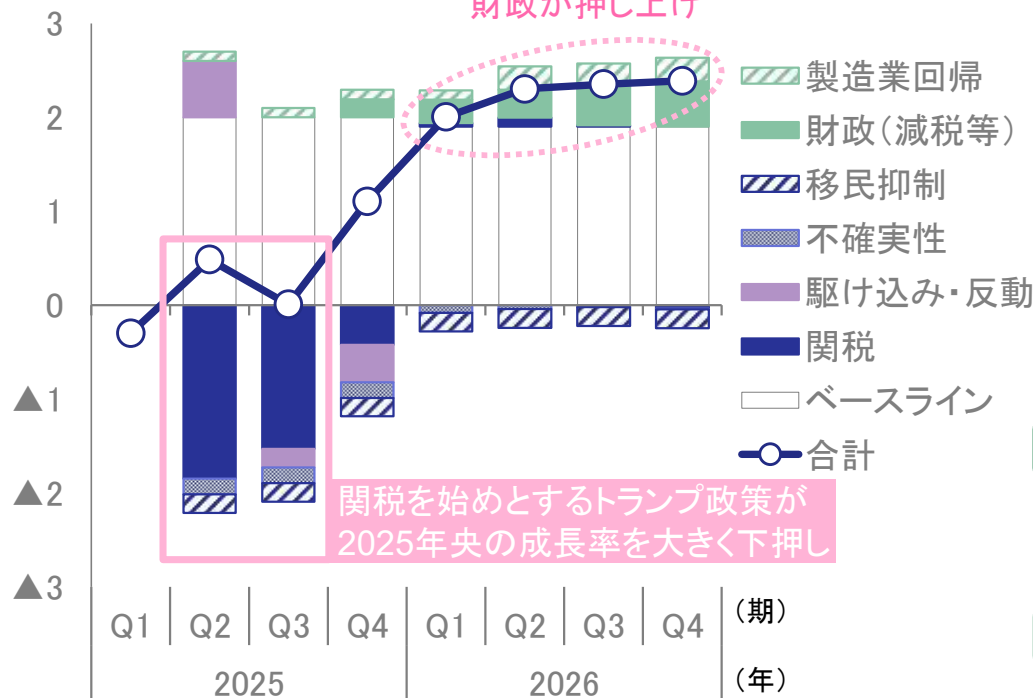
(出所) 米国商務省、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国:2025年央の成長ペースは鈍化。減税等により2026年には2%成長に回復

- 関税による国内物価の高騰が2025年央の景気を大きく押し下げ
 - 2025年央にかけて米GDP成長率には2%前後の下押し圧力。景気後退こそ回避もQ2とQ3は0%台の成長率に
 - 2026年は関税引き上げ影響が剥落するとともに、財政要因(減税政策)が景気の押し上げ要因となり、2%を上回るペースでの成長を見込む

政策別GDPへの影響

(前期比年率、%)



下押し要因

関税

Point①

・米国の輸入は大幅減。輸入物価の上昇が家計・企業の資金繰りの重石に。物価高は低所得層の生活に打撃

不確実性

・トランプ政権の不透明な政策運営により企業は設備投資に当面前向きになれず

押し上げ要因

財政

Point②

・関税による歳入増加もあり、公約に掲げる追加減税(所得減税・チップ課税廃止等)が実現。2026年の景気を押し上げ

製造業回帰

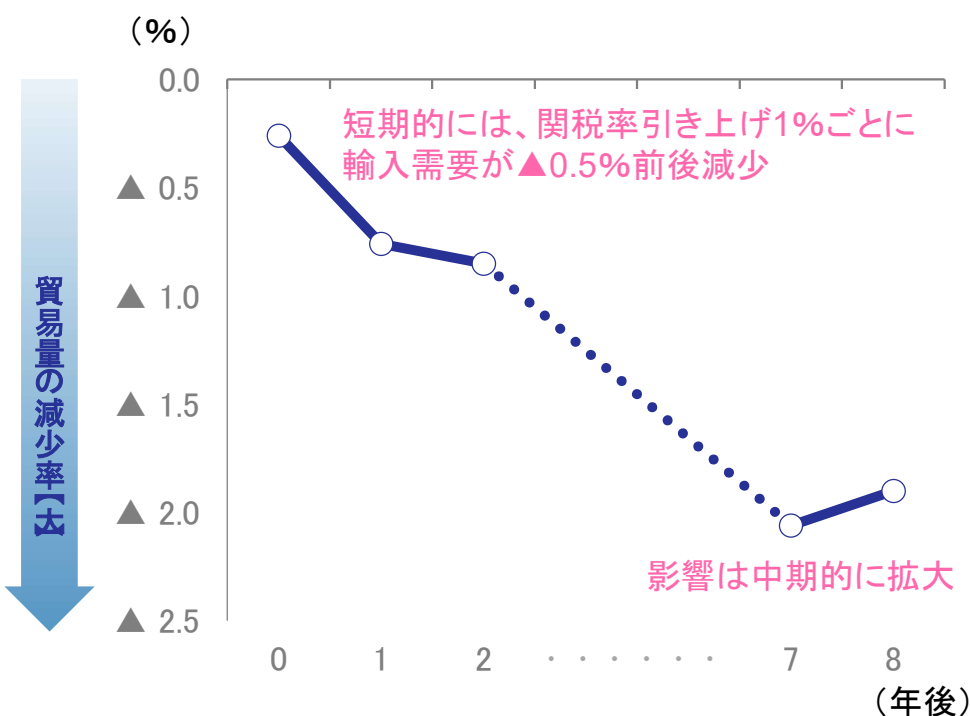
・国内生産余力の高い業種を中心に製造業回帰の動き。自動車・半導体など特定品目で生産拠点の一部米国シフトも

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

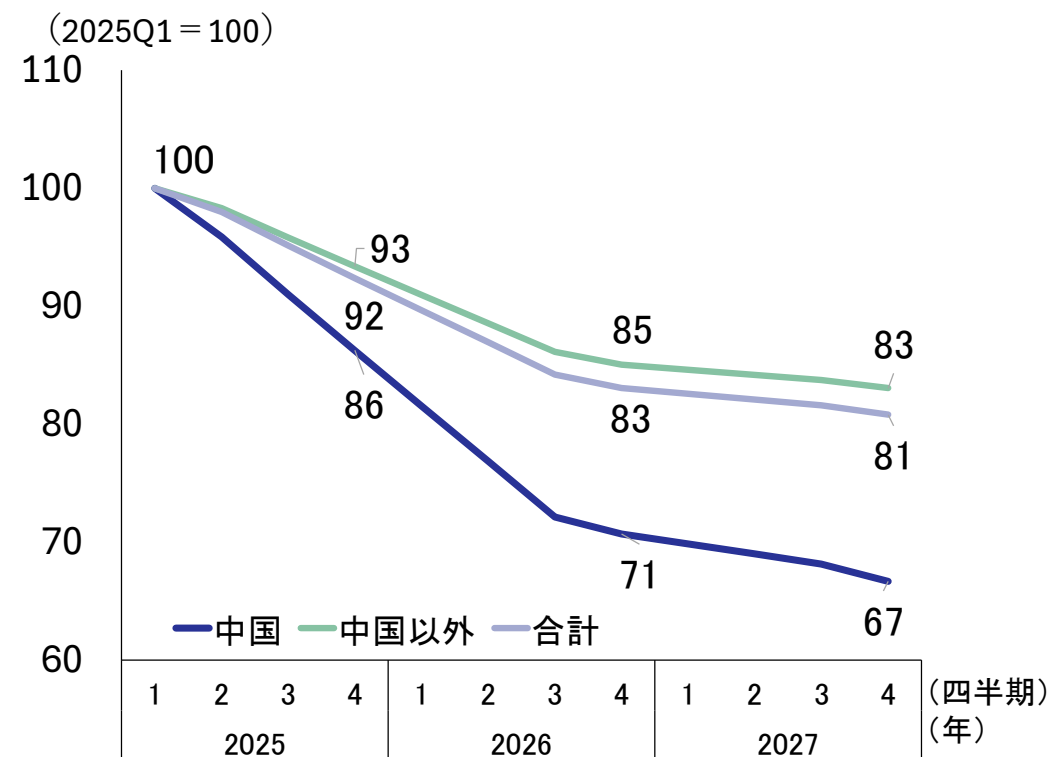
Point①関税: 価格上昇に伴い輸入は抑制へ

- 関税引き上げに伴う輸入価格の上昇で、米国の輸入には大幅な抑制圧力
 - Boehm et al. (2023)によると、関税引き上げに対する輸入需要の感応度は、関税引き上げ直後:0.26 ⇒ 1年後:0.76 ⇒ 2年後:0.85と徐々に高まり、中長期的には2まで拡大
 - 相対的に関税率の低い国への生産シフトを考慮しない場合、2026年末時点で米国の財輸入には関税導入前対比▲20%程度の押し下げ圧力が生じる計算に

1%の関税率引き上げに対する輸入需要の感応度



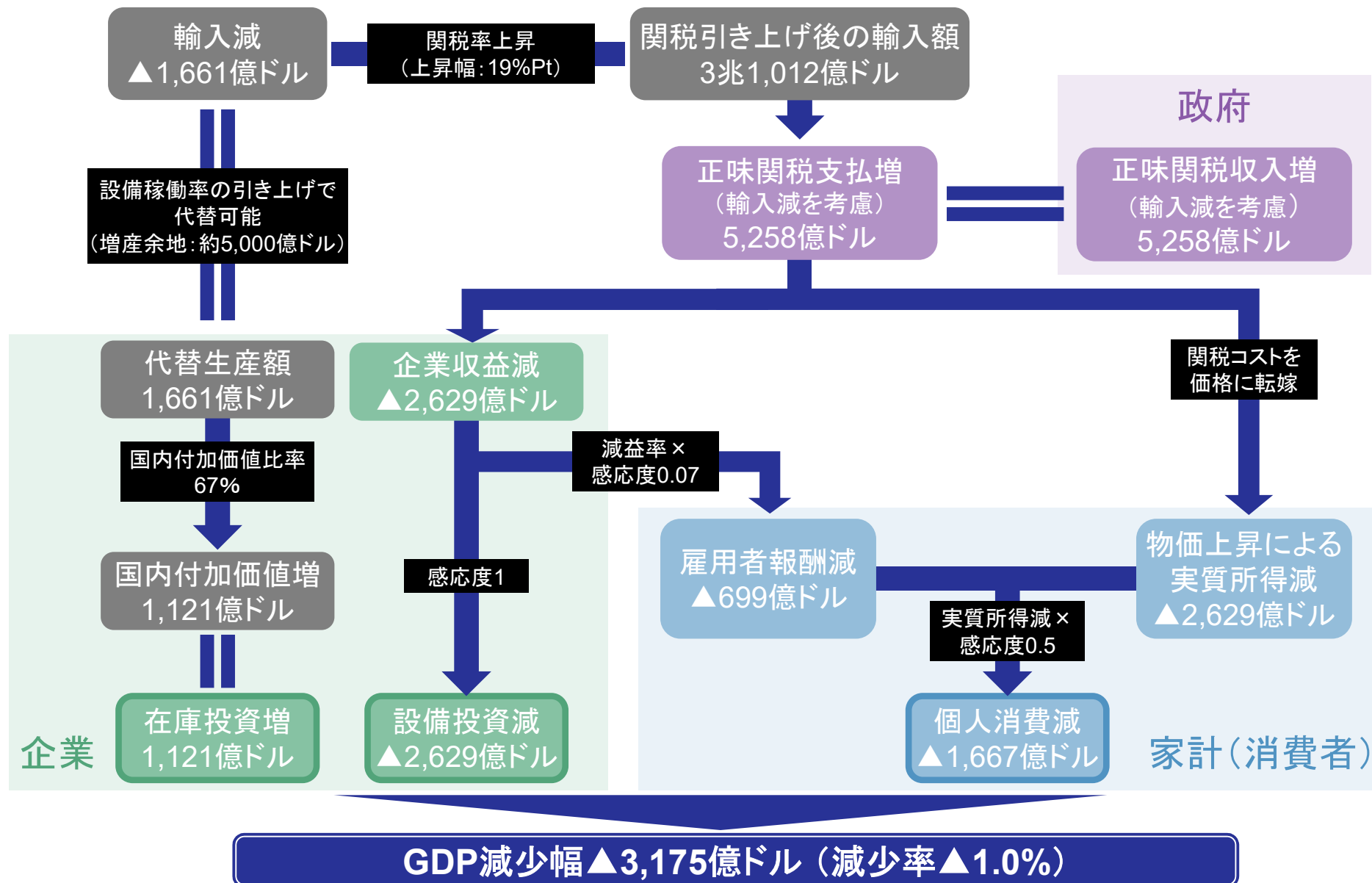
関税引き上げに伴う財輸入の押し下げ影響試算



(注) 駆け込み需要、相対的に関税率の低い国への生産シフトは加味していない
 (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

(出所) Boehm et al. (2023) より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

【参考】トランプ関税影響の波及経路(2025年Q2~2026年Q1)

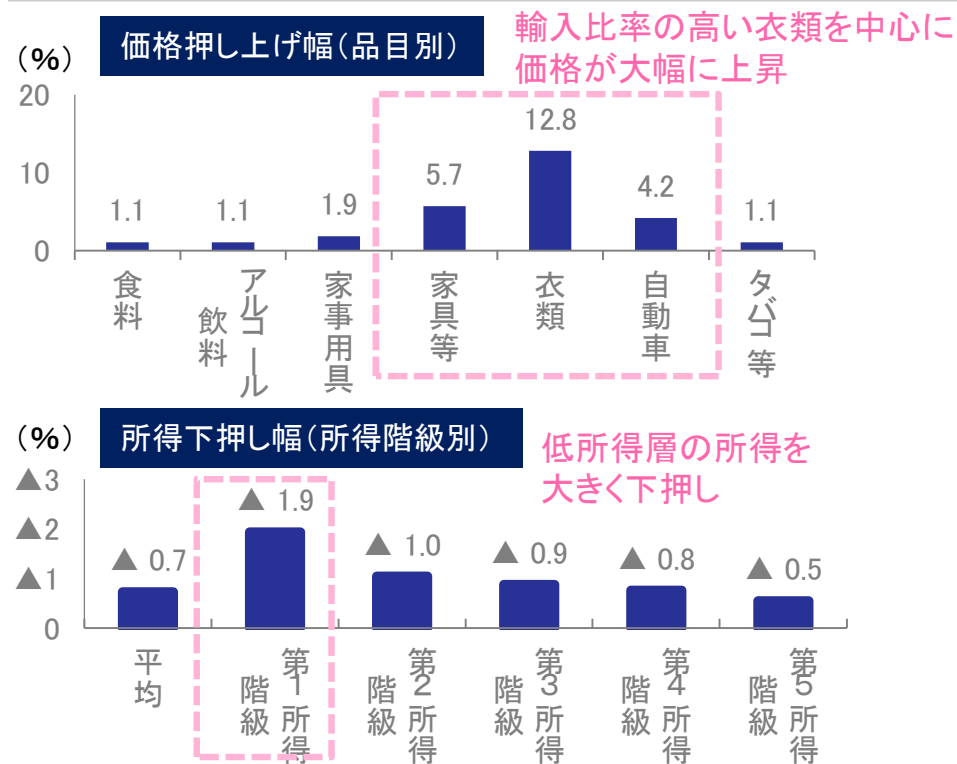


(注) 2025年4~6月期から2026年1~3月期までの4四半期で表れる影響の単純合計。報復関税の影響は掲載していない($\Delta 0.1\%$ Pt未満)。四捨五入の関係で合計が一致しない場合がある(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

Point①関税：関税がもたらす物価高は低所得層の生活に打撃

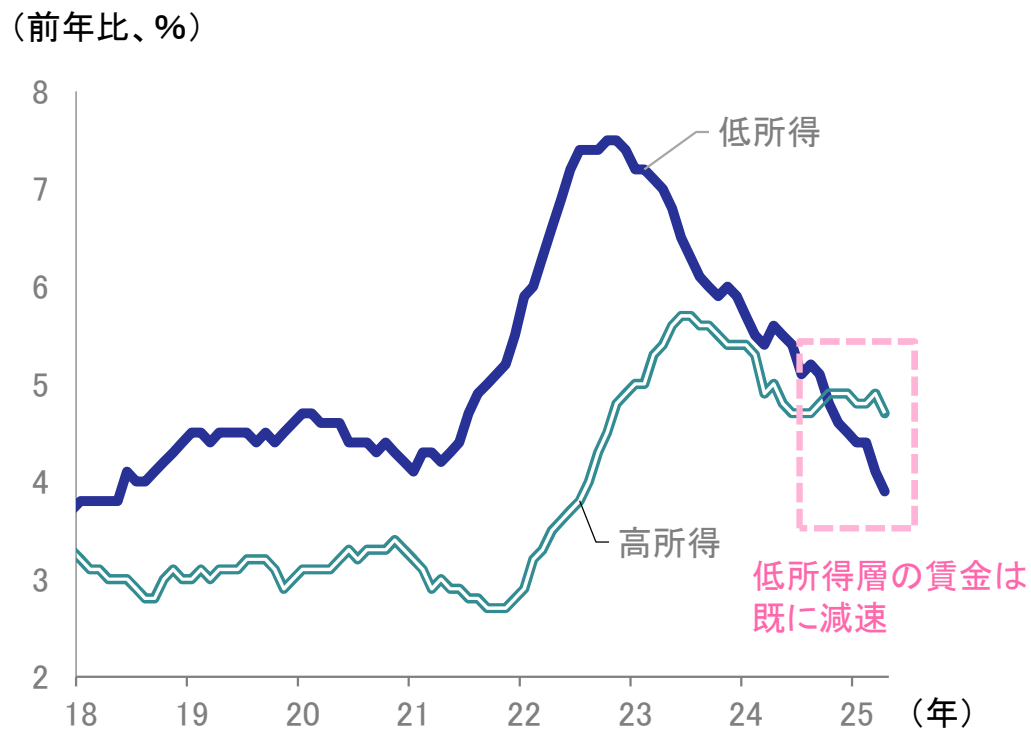
- 関税は低所得層の実質所得を下押し
 - 関税の引き上げは衣類で+13%程度、家具等で+6%程度価格を押し上げ。輸入依存の高さが背景
 - 財物価の上昇は、低所得層を中心とする米家計の実質所得の下押し要因に
- トランプ政権が発足する以前から、労働需給の緩和に伴い低所得層の賃金の伸びは減速
 - 今後は関税引き上げも相まって、低所得層の購買力は更に悪化するリスク

関税上昇による価格・所得へのインパクト



(注) 所得階級は、家計の所得を下位から順に並べて20%ずつ区切ったもの
(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

所得階級別の賃金上昇率



(注) 低所得は下位25%、高所得は上位25%を示す
(出所) アトランタ連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

Point②財政：減税政策が2026年の景気回復を後押し

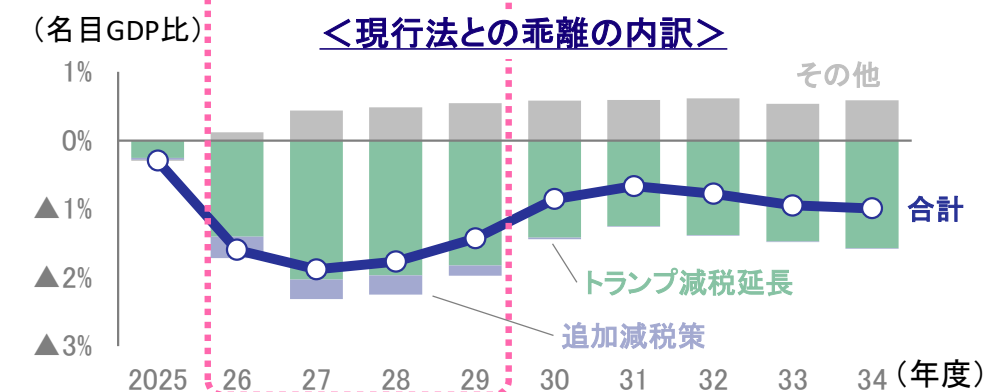
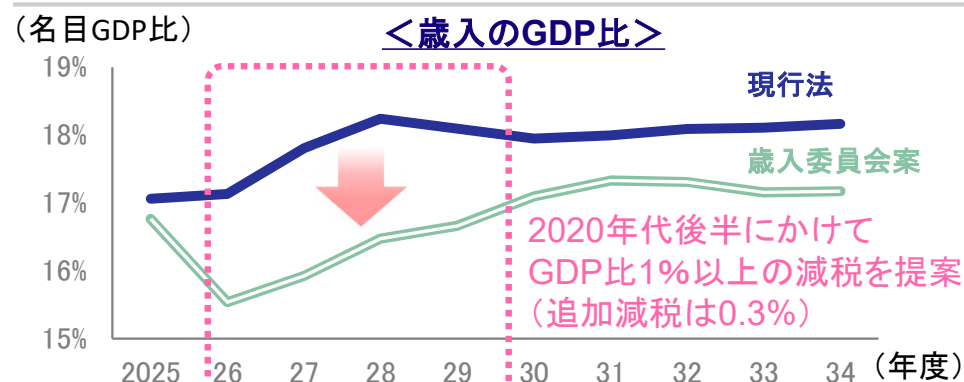
- 下院歳入委員会は、**10年間で3.8兆ドルの減税**となる歳入案を公表
 - トランプ減税の延長・拡充に加え、残業代への非課税などトランプ大統領が掲げていた主な減税策を盛り込む
 - 赤字の拡大を抑制するために、主要な追加減税策は2028年までの時限的な措置として提案。**短期的な経済押し上げ効果は見込まれるものの、数年後に再び延長を巡る政治の混乱が見込まれる**
 - 歳出削減案と併せて審議へ。**議会の夏季休会(7月下旬～)入り前を目途に成立を目指す**とみられる

歳入案の規模(2025～34年度)

	政策内容	規模(兆ドル)
減税	TCJA(トランプ減税)の延長・拡充	▲5.1
	個人向け追加減税	▲0.4
	企業・地方向け追加減税	▲0.3
増税等	脱炭素関連の税制優遇停止、富裕層・団体への課税強化	+1.7
	不法移民への課税強化	+0.1
	納税関連の不正行為防止	+0.1
累計		▲3.8

(注) 各政策の規模は税制合同委員会(5/13時点)による公表値。2025～34年度の累計値(出所) 税制合同委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

下院歳入委員会の減税案

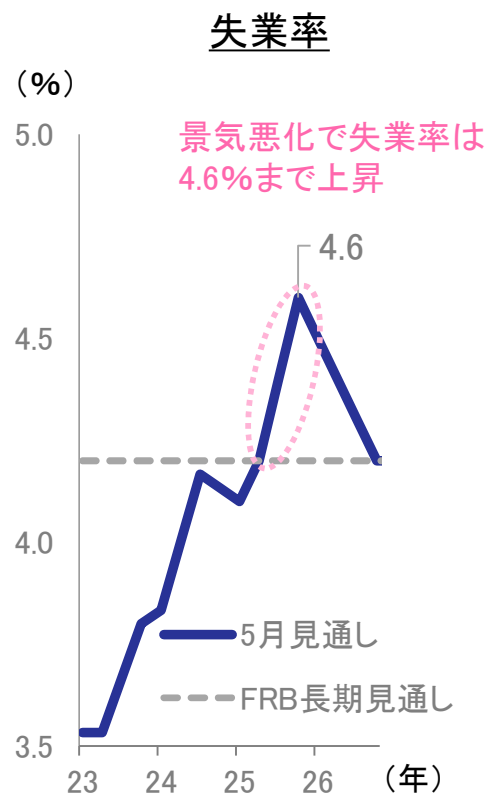
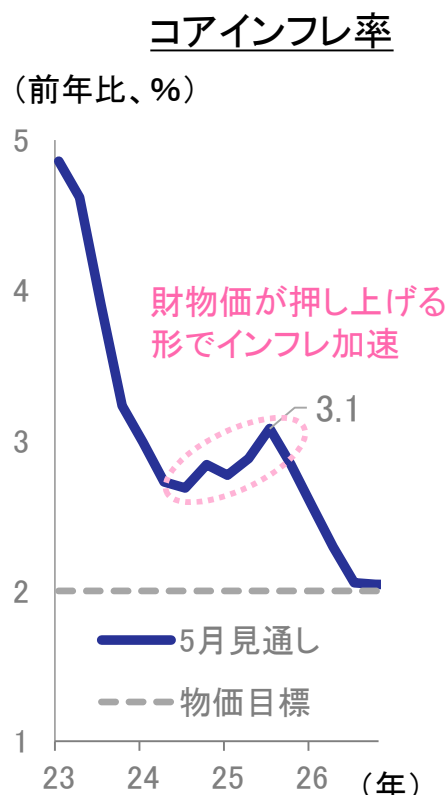


(出所) CBO、税制合同委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

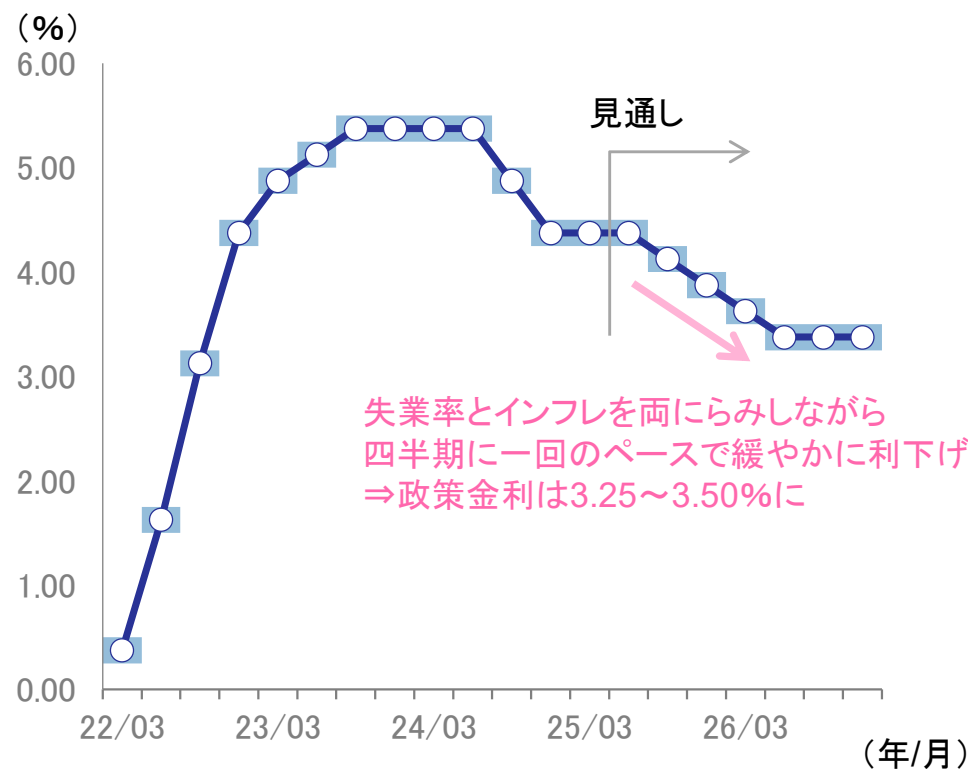
米国：インフレ懸念が残存する中、FRBは雇用悪化に配慮して利下げを実施

- 関税政策を受けて雇用環境は悪化。**FRBは計4回(2025年2回、2026年2回)の利下げを実施**すると予想
 - 2025年は関税引き上げに伴う輸入物価の高騰で国内にはインフレ圧力が生じるが、景気の悪化とともに**失業率がFOMCで示された長期見通し水準を上回り、FRBは利下げを再開**
 - 2026年はインフレ懸念が徐々に後退するなかで、**労働市場の改善を目指し一段の利下げを見込む**

インフレ率・失業率の見通し



政策金利の見通し



(注) コアインフレ率は、PCEデフレーター
 (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

(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(2) 欧州：2025年は低成長。年末以降は財政拡張により持ち直し

- 2025年の実質GDP成長率は+0.7%、2026年は+1.5%と予測
 - 関税影響で今年半ばにかけて低迷も、年末以降は財政による押し上げ効果が発現し回復
- ECBは、低迷する景気・デフレリスクに配慮して夏場まで利下げを続けると予測
 - ECBは、政策金利を1.5%まで連続で利下げした後、2026年後半に景気回復と物価上昇を確認して利上げに転じる見通し

ユーロ圏：短期見通し総括表

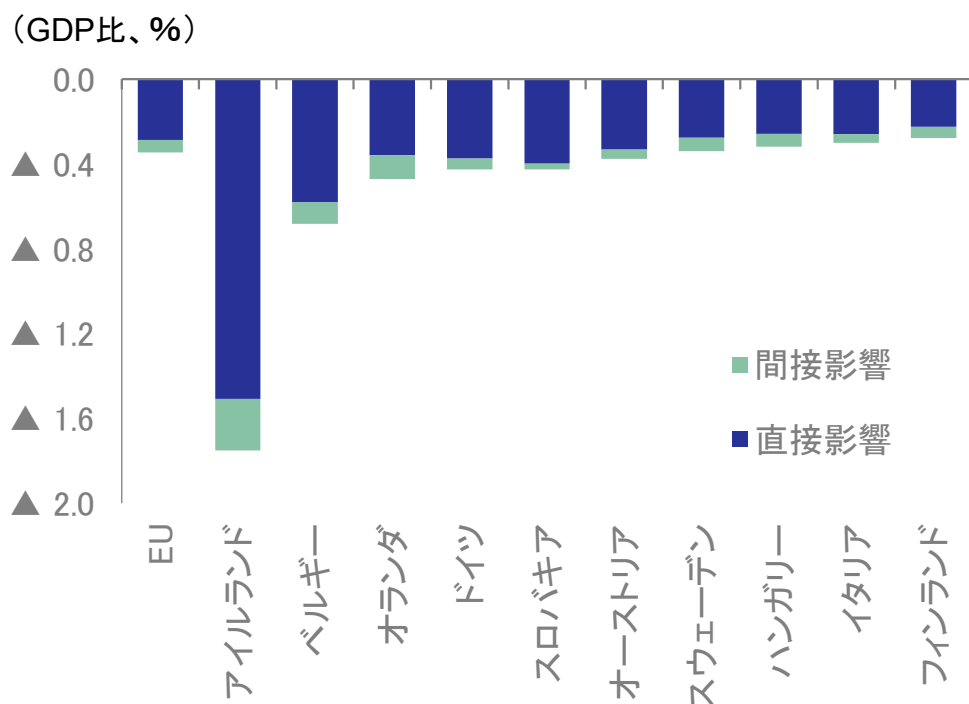
		2024	2025	2026	2024				2025				2026			
		(見通し)			1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
実質GDP	前期比、%	0.9	0.7	1.5	0.3	0.2	0.4	0.2	0.3	▲ 0.0	▲ 0.2	0.4	0.6	0.6	0.5	0.4
内需	前期比、%	0.5	1.2	1.5	▲ 0.3	▲ 0.1	1.4	0.3	0.1	0.1	0.1	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4
個人消費	前期比、%	1.1	0.9	1.3	0.5	0.0	0.6	0.4	0.2	0.1	0.0	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
総固定資本形成	前期比、%	▲ 1.8	1.1	1.6	▲ 1.9	▲ 2.5	1.8	0.7	0.1	0.0	0.0	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
政府消費	前期比、%	2.7	1.5	1.6	0.3	1.1	0.9	0.5	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	▲ 0.3	0.0	0.1	▲ 0.2	0.2	0.4	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
外需	前期比寄与度、%Pt	0.4	▲ 0.3	0.0	0.6	0.2	▲ 0.9	▲ 0.0	0.3	▲ 0.1	▲ 0.3	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
輸出	前期比、%	1.1	0.7	▲ 0.0	1.1	1.5	▲ 1.3	0.0	2.1	▲ 0.3	▲ 2.2	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
輸入	前期比、%	0.3	1.5	▲ 0.1	▲ 0.2	1.1	0.5	0.1	1.7	▲ 0.1	▲ 1.8	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
消費者物価指数	前年比、%	2.4	2.1	1.8	2.6	2.5	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0	1.7	1.5	1.7	1.9	2.0
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	2.8	2.2	1.9	3.1	2.8	2.8	2.7	2.6	2.4	2.1	1.8	1.6	1.8	2.0	2.0

(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：関税影響が経済の重石に。一方、2025年末以降は財政が押し上げ

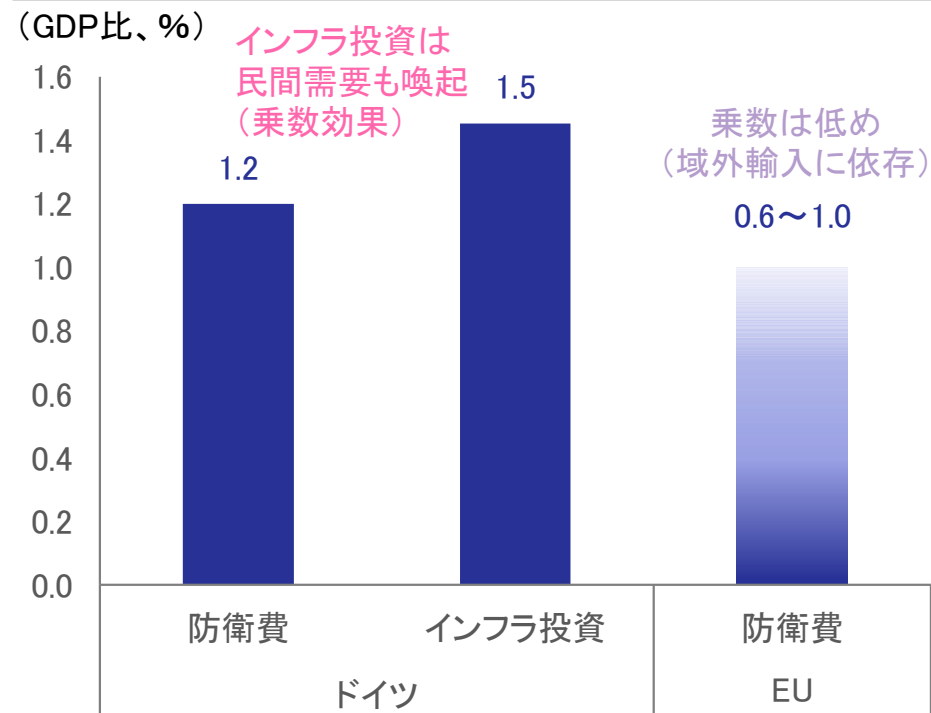
- **米関税政策が輸出を下押し**。加えて、**不確実性増大は消費・投資の重石**に
- 一方、**インフラ投資と防衛費の増額が2025年末以降の欧州経済を押し上げ**
 - ドイツ議会はインフラ投資基金設立、防衛費を債務ブレーキ条項対象外とする憲法改正案を可決
 - インフラ投資・防衛費を合わせたGDP押し上げ効果はEU全体で1%弱となり、関税影響を打ち返し

米関税政策によるEU域内GDPへの影響



(注) 間接影響は、EU域外の経済下振れによる波及効果
 (出所) Eurostat、ADBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

防衛費・インフラ投資追加(=GDP比1%分)の効果

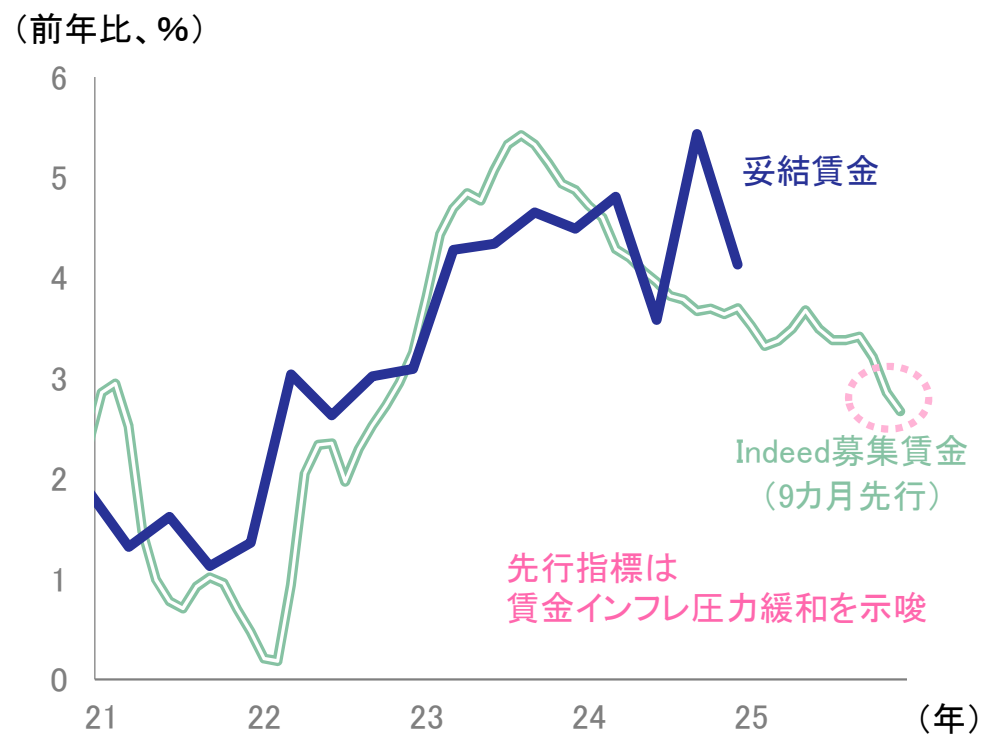


(注) 先行研究の財政乗数を用いて、防衛費対GDP1%増、インフラ投資年率420億ユーロ(GDP比1%)増の場合の経済効果を試算
 (出所) NATO、Eurostat、Ilzetzki(2025)、Stamegna(2024)、IMF(2021)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

欧州：物価は順調に減速。ECBは関税影響を警戒し利下げを継続

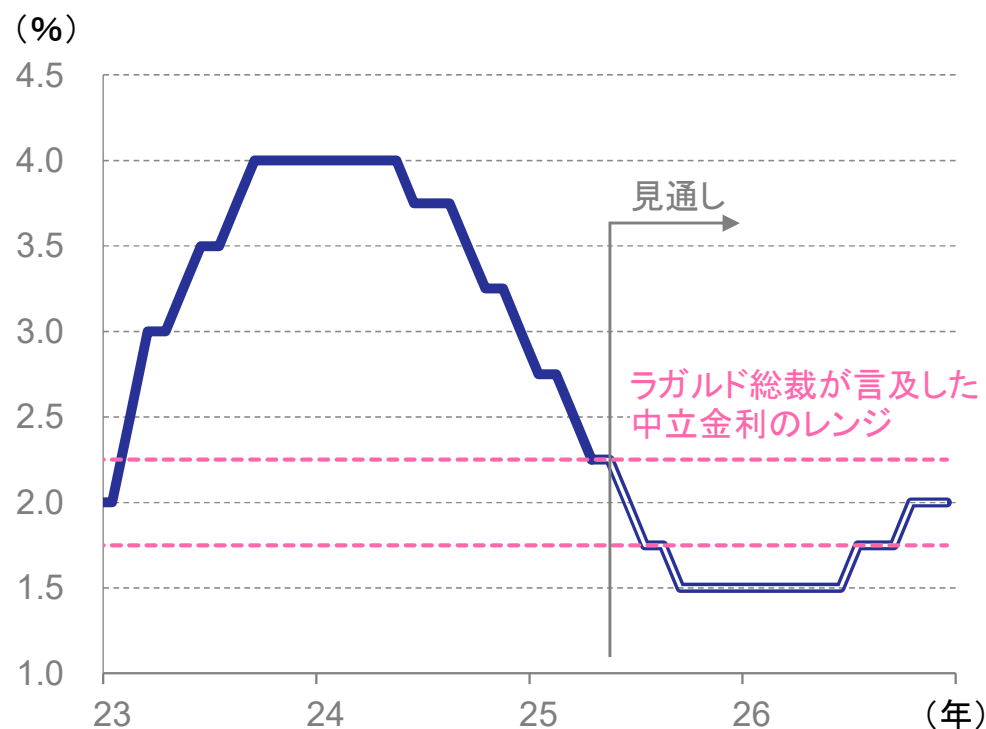
- 物価は減速継続。ラガルド総裁はエネルギー価格下落やユーロ高、域外製品の流入等をデフレ要因として指摘
 - 4月のユーロ圏消費者物価指数は前年比+2.2%と物価目標に漸近
 - 妥結賃金に先行するIndeed募集賃金は、足元で前年比+2%台まで減速
- ECBは米関税政策の影響を警戒、ハト派スタンスに転換。中立金利を下回る1.5%までの利下げ継続を見込む
 - その後、景気回復と物価上昇を確認した上で、政策金利を中立金利レンジ内に戻すと予想

ユーロ圏：妥結賃金・Indeed募集賃金



(注) Indeed募集賃金は後方3カ月移動平均値
(出所) ECB、Indeedより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

政策金利(預金ファシリティ金利)の見通し



(出所) ECBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(3)新興国:トランプ関税が下押し。中国は第三国輸出の拡大で影響緩和へ

- **中国は、2025年の成長率見通しを4.4%、2026年は3.8%と予測**
 - トランプ関税は景気を下押しする要因となるも、米国以外の第三国への輸出拡大により下押し効果の一部を相殺
- **その他アジアは、トランプ関税を受け輸出依存国を中心に成長率が下振れ。中銀の利下げも押し上げ効果は限定的**
 - トランプ関税によるGDP下押し効果はベトナムで▲2%程度と特に大。影響は運輸セクターなど非製造業にも波及
 - 中国の第三国輸出拡大も、中国製品の輸入増を通じてアジア各国の生産・物価の下押し要因に
 - 各国中銀は利下げ継続も、通貨安への懸念等から利下げペースは緩やかで、景気押し上げ効果は限定的

新興国見通し総括表

	2023年				2024年				2025年				2026年			
	(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
アジア	5.6	5.2	4.6	4.3	4.8	6.3	5.6	5.9	5.8	5.1	4.7	5.2				
中国	5.4	5.0	4.4	3.8	4.7	6.5	5.0	5.3	5.3	4.7	4.6	5.4				
NIEs	1.5	3.1	1.5	1.7	▲ 0.0	1.2	1.8	3.2	4.2	3.3	2.9	2.3				
韓国	1.4	2.0	0.9	1.6	1.1	1.0	1.4	2.1	3.3	2.3	1.5	1.2				
台湾	1.1	4.6	1.8	1.6	▲ 3.5	1.5	1.6	4.7	6.6	4.9	4.2	2.9				
香港	3.2	2.5	2.3	1.8	2.7	1.6	4.2	4.3	2.8	3.1	1.9	2.4				
シンガポール	1.8	4.4	2.2	2.0	1.0	1.3	1.9	3.1	3.2	3.4	5.7	5.0				
ASEAN5	4.4	5.0	4.4	4.7	4.6	4.1	4.3	4.6	4.7	5.2	5.1	5.1				
インドネシア	5.0	5.0	4.7	4.9	5.0	5.2	4.9	5.0	5.1	5.0	4.9	5.0				
タイ	2.0	2.5	2.1	2.3	2.7	1.9	1.6	1.8	1.7	2.3	3.0	3.2				
マレーシア	3.6	5.1	4.2	4.2	5.5	2.8	3.1	2.9	4.2	5.9	5.4	5.0				
フィリピン	5.5	5.7	5.4	5.7	6.4	4.3	6.0	5.5	5.9	6.5	5.2	5.3				
ベトナム	5.1	7.1	5.2	6.1	3.5	4.3	5.4	6.8	6.0	7.2	7.4	7.6				
インド	8.8	6.7	6.3	6.3	6.9	9.7	9.3	9.5	8.4	6.5	5.6	6.2				
オーストラリア	2.0	1.1	1.5	1.8	2.8	2.0	2.2	1.2	1.2	1.1	0.8	1.3				
(参考) NIEs + ASEAN5	3.3	4.3	3.3	3.6	2.9	3.0	3.4	4.0	4.5	4.5	4.2	4.1				
(参考) 中国を除くアジア	6.0	5.5	4.9	5.0	4.9	6.3	6.3	6.7	6.4	5.5	4.9	5.1				

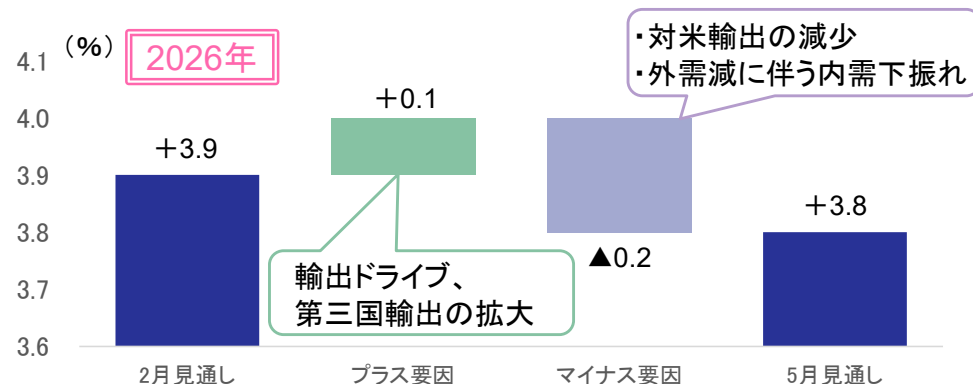
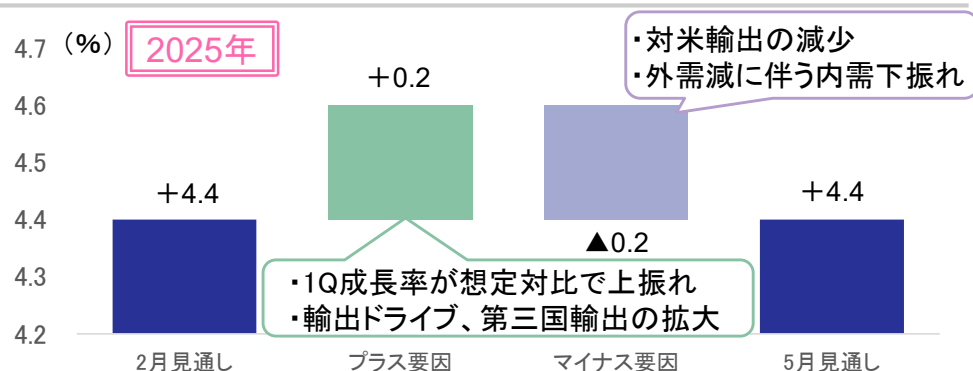
(注) 実質GDP成長率(前年比、%)、網掛けは予測値

(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

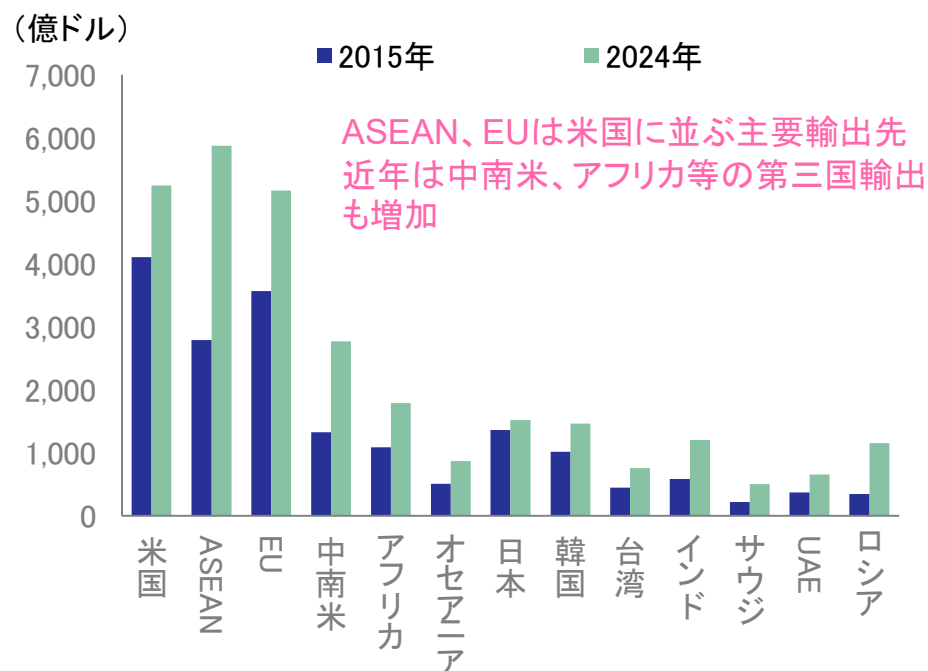
中国：追加関税で対米輸出が大幅減も、輸出ドライブや第三国輸出が一部相殺

- **追加的なトランプ関税の影響を織り込み、成長率見通しを2026年に▲0.1%Pt下方修正**
 - 輸出減少が所得形成への影響を通じて内需に波及することも勘案
- **単価を下げて輸出数量の増加を図る「輸出ドライブ」に加え、第三国輸出の拡大がマイナス影響を一部相殺**
 - 米国に代わる輸出先としては、もともと輸出額が大きいASEAN、EU、中南米、アフリカが有力
 - 欧州・アジアはアンチダンピング措置を通じて中国製品の流入抑制に動くと思われる。こうした措置の広がりを受けて、第三国輸出の拡大ペースは徐々に鈍化する見込み

実質GDP成長率：見通し予測値の考え方(2025・26年)



中国の国・地域別輸出額(2015年、24年)



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) 中国税関総署、CEIC Dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国：政府はひとまず様子見。「5%前後」達成には相当規模の追加対策が必要に

- 中国政府は、追加関税の影響を警戒しつつも、ひとまず様子見。状況に応じて追加の経済対策を打つ方針
 - 中共中央政治局会議(4/25)は、まずは3月全人代で決定した経済政策の実施を急ぐ考えを示す
 - 全人代では積極財政と金融緩和の方針を決定済み。消費財の買い替え支援の継続で内需拡大目指す
- ただ、追加関税の影響を相殺し、「5%前後」の成長目標を達成するには、相当規模の追加対策が必要に
 - この点、中共中央政治局会議は「通常を超える」景気対策にも言及しているが、具体策は不明
 - 習近平政権は家計への一律給付に否定的であるため、補助金含む企業支援やインフラ投資の拡大を図る可能性

中共中央政治局会議(4/25)の主な内容

項目	内容
現状認識	<ul style="list-style-type: none"> 外部ショックの影響は大きくなっており、最悪の事態を想定した思考が必要である 「質の高い発展」という確実性で、外部環境の急激な変化という不確実性に対応する
企業支援	<ul style="list-style-type: none"> 困難な企業を助け、融資の支援を強化する 関税の影響が大きな企業に対し、失業保険基金からの雇用安定還付の比率を上げる
当面の方針	<ul style="list-style-type: none"> 雇用安定と経済安定の政策ツールを絶えず改善し、<u>既定の政策を早めに打ち、効果を出す</u> <u>情勢の変化に応じ適時に追加政策を推進し、通常を超える景気変動抑制的な調節を強化する</u>

3月全人代が決定した財政・金融政策

項目	内容
財政	<p>前年の「積極的」から「<u>より積極的</u>」に転換</p> <ul style="list-style-type: none"> • <u>財政赤字を拡大</u>：(対GDP比)前年3.0%⇒4.0% • <u>特別国債を増発</u>：前年1兆元⇒1.8兆元 うち、<u>消費財の買い替え支援 3,000億元</u> 大規模設備の更新支援 2,000億元 国有銀行への資本注入 5,000億元 • <u>地方政府専項債を増発</u>：前年3.9兆元⇒4.4兆元 うち、地方債務の借り換え 8,000億元 住宅在庫の買い取り等にも充当
金融	<p>前年の「穏健(中立的)」から「<u>適度に緩和的</u>」に転換</p> <ul style="list-style-type: none"> • <u>適時に預金準備率や政策金利の引き下げを実施</u> (5月には預金準備率を▲0.5%Pt、政策金利を▲0.1%Ptそれぞれ引き下げ)

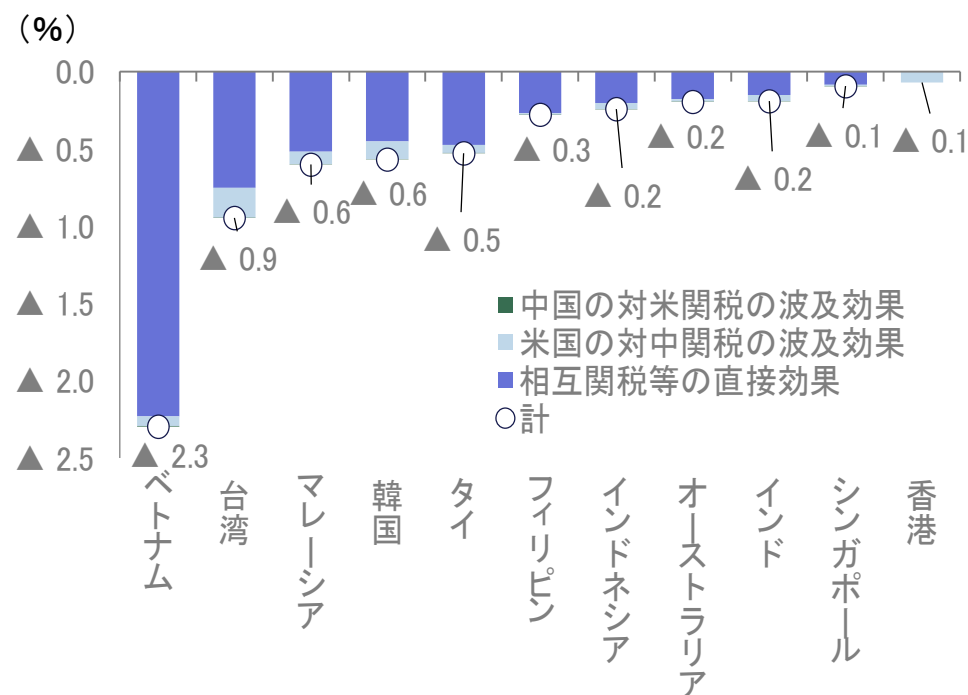
(出所) 新華社より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) 新華社より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

新興国:トランプ関税のGDP下押し効果はベトナムで大。影響は非製造業にも波及

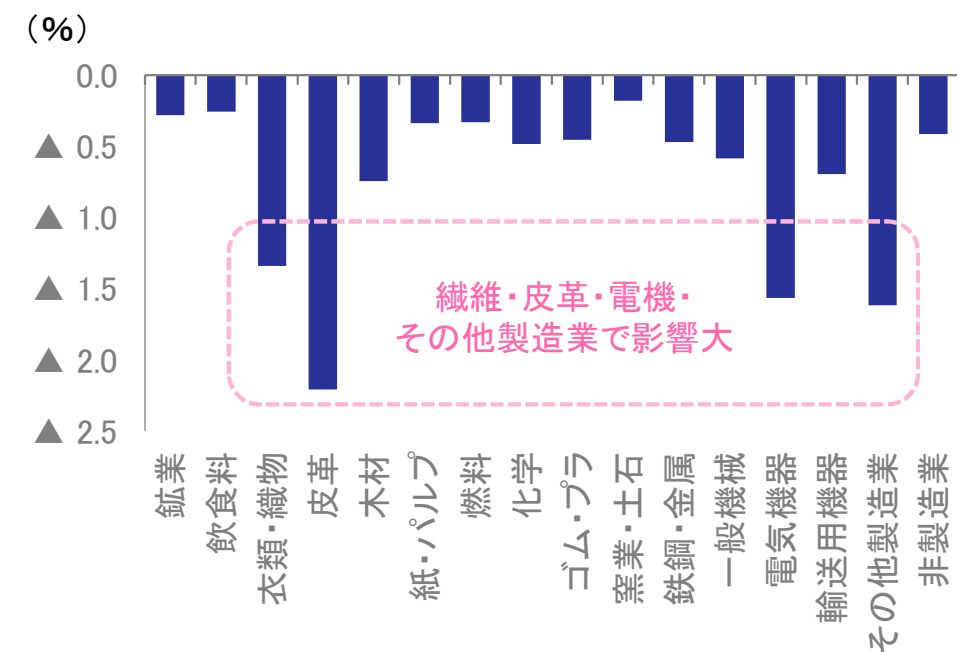
- **トランプ関税によるGDP下押し効果はベトナムで▲2%程度と特に大。**対米輸出依存度と相互関税率の高さが背景
 - 台湾も▲1%程度の影響。相互関税等による直接的な対米輸出の減少に加え、対中関税の波及効果(台湾から中国への輸出減少)が下押し
- **業種別では、繊維、皮革、電気機械、その他製造業(家具・玩具等)などで影響が大**
 - 製造業に加え、関税による貿易縮小は運輸セクターなどを中心に非製造業のGDPも下押し

APAC:相互関税等によるGDP下押し効果



(注) 相互関税等は鉄鋼・アルミ・自動車関税を含む。2025~27年の累積
(出所) ADBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

APAC:業種別のGDP減少率



(出所) ADBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

新興国：対中関税で中国製品の流入が拡大へ。域内生産・物価の下押し圧力に

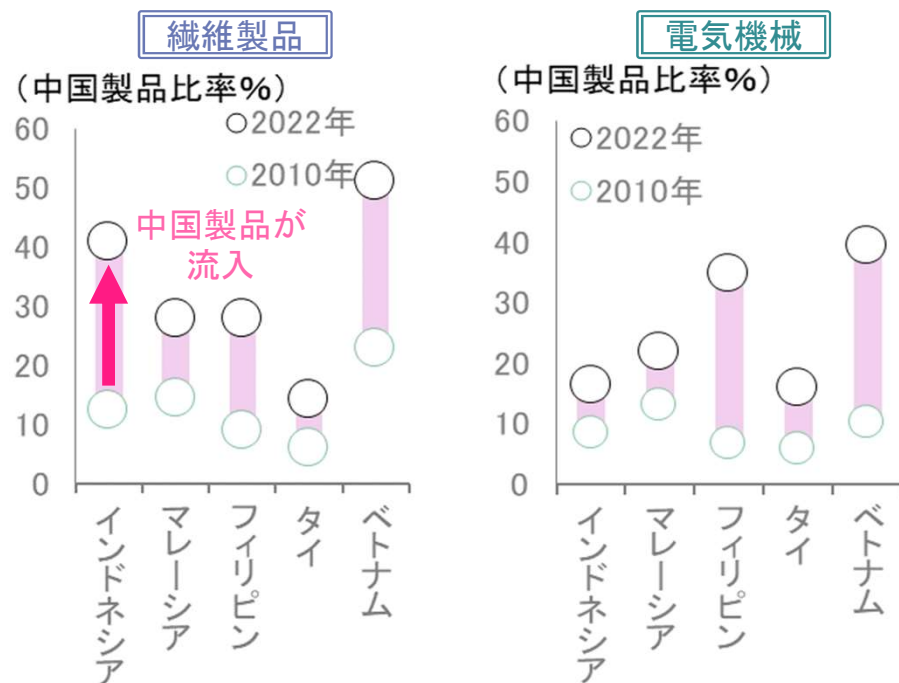
■ 米国の対中関税により中国の対アジア輸出が一段と増加する見込み

- 2010年以降、繊維や電気機械などを中心に中国製品のASEAN市場への流入が拡大
- 繊維ではインドネシアやベトナム、電気機械ではフィリピンやベトナムで特に中国からの輸入品のシェア拡大が著しく、国内生産の下押し要因に

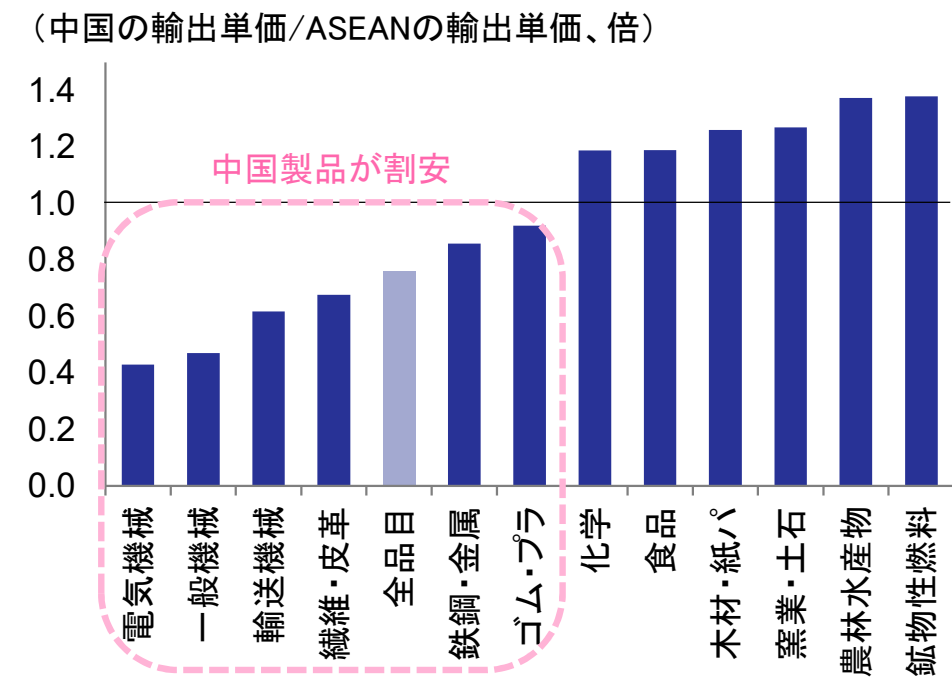
■ 中国製品はASEAN製品と比べ平均2割程度割安。安価な中国製品の流入はアジア域内のデフレ圧力に

- 中国製品の割安さが際立つ機械類、繊維、鉄鋼などで特に物価の下押し圧力が強まる可能性

繊維製品・電気機械の中国製品比率



中国製品とASEAN製品の相対価格(2023年)



(注) 中国製品比率=中国からの輸入額/(国内生産額+輸入額)
(出所) ADB、UN Comtradeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) HS6桁ベース品目別に相対輸出単価を計算し輸出金額で加重平均した。異常値を除くため刈込平均値(上下10%を除去)を使用
(出所) UN Comtradeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(4) 日本: トランプ関税影響で2025年度は低成長も、深刻な景気腰折れは回避

- **2025・26年度の実質GDP成長率は、前年度比+0.3%、+0.7%を予測。深刻な景気の腰折れは回避**できる公算
 - トランプ関税で25年度の輸出は減少。関税率の水準が元に戻らず、第三国市場等における中国との競争激化で26年度の回復も緩やか。円高・人手不足でインバウンド需要も増勢が一服し、外需に景気の牽引役は期待できず
 - そうした中、**賃上げ継続・物価鈍化で個人消費は緩やかな回復が継続。設備投資も25年度は不確実性の高まり等で停滞も省力化対応等の持続的な需要が26年度の日本経済を下支え**

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	0.3	0.7	▲0.4	0.9	0.2	0.6	▲0.2	▲0.1	▲0.1	0.2	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1
	前期比年率、%	—	—	—	▲1.6	3.8	1.0	2.4	▲0.7	▲0.4	▲0.2	1.0	1.1	0.6	0.7	0.7	0.6
内需	前期比、%	1.2	0.9	0.6	▲0.5	1.2	0.5	▲0.1	0.6	0.2	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1
民需	前期比、%	1.1	1.0	0.6	▲0.6	1.0	0.7	▲0.2	0.9	0.2	▲0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
個人消費	前期比、%	0.8	0.5	0.6	▲0.6	0.8	0.7	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
住宅投資	前期比、%	▲1.0	▲1.3	1.2	▲3.2	1.2	0.7	▲0.2	1.2	0.1	▲2.3	▲1.7	1.0	1.5	0.8	▲0.2	▲0.5
設備投資	前期比、%	2.6	0.8	0.9	▲1.1	1.4	0.1	0.8	1.4	▲0.2	▲0.7	▲0.0	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	0.0	0.4 (▲0.1)		(0.2)	(0.1)	(0.1)	(▲0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.0)	(0.0)
公需	前期比、%	1.4	0.6	0.9	▲0.2	1.8	▲0.1	0.0	0.0	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
政府消費	前期比、%	1.5	0.8	1.0	0.3	0.9	0.1	0.3	▲0.0	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
公共投資	前期比、%	1.4	▲0.1	0.4	▲2.2	5.7	▲1.1	▲0.7	▲0.4	0.8	0.0	0.1	0.0	0.0	0.3	0.4	0.0
外需	前期比寄与度、%Pt	(▲0.4)	(▲0.7)	(0.1)	(0.1)	(▲0.3)	(▲0.3)	(0.7)	(▲0.8)	(▲0.3)	(▲0.1)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)
輸出	前期比、%	1.7	▲1.3	2.0	▲3.6	1.5	1.2	1.1	▲0.6	▲1.9	▲0.4	0.2	0.4	0.6	0.8	0.6	0.6
輸入	前期比、%	3.4	1.6	1.6	▲3.7	2.7	2.2	▲2.1	2.9	▲0.4	▲0.1	0.1	0.2	0.6	0.5	0.5	0.6
名目GDP	前期比、%	3.7	3.2	2.5	0.0	2.4	0.5	1.2	0.8	1.4	▲0.2	0.7	1.3	0.6	▲0.0	0.6	1.3
GDPデフレーター	前年比、%	2.9	2.9	1.8	3.1	3.1	2.4	2.9	3.2	3.4	2.9	2.8	2.8	1.8	1.8	1.6	1.8
内需デフレーター	前年比、%	2.5	1.5	1.6	2.0	2.6	2.2	2.3	2.8	2.1	1.4	1.3	1.3	1.3	1.7	1.7	1.8

(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&テクノロジー作成

日本：企業収益が持ち堪え2026年賃上げ率は4%台後半、CPIも2%弱の伸びを維持

- **2025・26年度のコアCPIは、前年比+2.0%、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5.3%、4.7%と高水準を維持**すると予測。企業収益はトランプ関税が下押し要因になるも輸入物価の低下による恩恵が大きい非製造業を中心に高水準を維持。人手不足が深刻化する中で**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
 - 輸入物価の低下が下押し要因になる一方、労務費の価格転嫁が進展すること等を背景に、コアCPI・日銀版コアCPIの前年比は2026年度にかけて**+2%弱の伸びを維持。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 2025 2026			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、%	▲ 1.5	▲ 1.7	0.1	▲ 5.2	2.1	0.3	0.4	▲ 0.7	▲ 1.4	▲ 0.3	0.2	▲ 0.1	0.0	0.1	0.0	0.1
経常利益	前年比、%	7.9	▲ 0.1	1.6	15.1	13.2	▲ 3.3	13.5	6.4	▲ 0.4	6.9	▲ 3.3	▲ 2.0	▲ 0.7	3.7	3.1	1.3
名目雇用者報酬	前年比、%	4.6	3.0	2.6	1.7	4.3	4.0	5.6	4.3	3.5	3.3	2.4	2.8	2.5	2.6	2.7	2.7
完全失業率	%	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
新設住宅着工戸数	年率換算、万戸	81.6	75.7	77.4	79.2	80.8	78.7	77.8	88.6	74.9	75.0	74.6	77.3	77.6	77.3	77.0	76.5
経常収支	年率換算、兆円	30.3	31.9	32.4	26.2	28.8	29.0	32.8	30.7	32.3	31.4	32.0	32.1	32.4	31.9	32.6	32.8
国内企業物価	前年比、%	3.2	1.0	1.6	0.6	1.9	2.9	3.8	4.2	2.6	1.0	0.3	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
生鮮食品を除く消費者物価	前年比、%	2.7	2.0	1.9	2.5	2.5	2.7	2.6	3.1	3.1	1.7	1.7	1.5	1.6	2.1	1.8	1.9
〃 (除く制度要因)	前年比、%	2.2	1.8	1.8	2.2	2.0	1.9	2.2	2.7	2.5	1.9	1.5	1.4	1.6	1.8	1.8	1.9
生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価	前年比、%	2.3	2.0	1.7	3.2	2.2	2.0	2.3	2.7	2.6	2.0	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6
〃 (除く制度要因)	前年比、%	2.3	2.2	1.7	3.1	2.2	2.0	2.3	2.7	2.8	2.3	2.0	1.9	1.7	1.7	1.7	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、高校授業料無償化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2026年に利上げ再開。為替は2026年に1ドル＝140円割れを予想

- 日銀は年内の追加利上げを見送るも、賃上げの持続を確認し、2026年に利上げ再開。長期金利も1%台後半まで上昇
- 一方、米FRBは2025～26年に4回の追加利下げを実施(26年末:3.25～3.50%)。米長期金利は3%台後半まで低下
- ドル円相場は、米金利の低下に伴う日米金利差の縮小を受け、2026年に1ドル＝140円割れを予想
- 米国株は2025年半ばを底に緩やかな回復を予想。日本株は円高やトランプ関税を背景に米国株より緩やかな回復に

金融市場見通し総括表

	2024 年度	2025 年度	2026 年度	4～6	2024 7～9	10～12	1～3	2025 4～6	7～9	10～12	1～3	2026 4～6	7～9	10～12	2027 1～3
日本															
無担保コールレートO/N物 (末値、%)	0.50	0.75	1.00	0.10	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00
新発国債 (10年、%)	1.05	1.11～ 1.55	1.40～ 1.80	0.93	0.93	1.01	1.35	1.11～1.55	1.20～1.50	1.20～1.50	1.25～1.55	1.40～1.70	1.50～1.80	1.50～1.80	1.50～1.80
日経平均株価 (円)	38,566	30,000～ 40,000	35,000～ 42,500	38,693	38,121	38,943	38,505	30,000～ 39,000	32,000～ 39,000	33,000～ 39,400	34,000～ 40,000	35,000～ 40,300	36,000～ 41,500	36,500～ 42,000	37,000～ 42,500
米国															
FFレート(下限) (末値、%)	4.25	3.50	3.25	5.25	4.75	4.25	4.25	4.25	4.00	3.75	3.50	3.25	3.25	3.25	3.25
新発国債 (10年、%)	4.28	3.45～4.50	3.55～4.35	4.45	3.96	4.28	4.46	4.00～4.50	3.65～4.55	3.50～4.30	3.45～4.20	3.55～4.30	3.55～4.30	3.55～4.30	3.60～4.35
ダウ平均株価 (ドル)	41,483	36,000～ 46,000	41,000～ 49,000	38,812	40,597	43,280	43,244	36,000～ 44,000	37,500～ 45,000	39,000～ 45,500	40,500～ 46,000	41,000～ 46,500	41,500～ 47,000	42,000～ 48,000	42,500～ 49,000
ユーロ圏															
ECB預金ファシリティ金利 (末値、%)	2.50	1.50	2.00	3.75	3.50	3.00	2.50	2.00	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	2.00	2.00
ドイツ国債 (10年、%)	2.40	2.05～ 2.85	2.10～ 2.90	2.50	2.28	2.26	2.58	2.15～2.85	2.05～2.75	2.05～2.75	2.10～2.80	2.10～2.80	2.15～2.85	2.15～2.85	2.20～2.90
為替															
ドル・円 (円/ドル)	152	134～ 155	133～ 146	156	149	152	152	137～155	136～151	135～149	134～146	133～145	133～145	133～145	134～146
ユーロ・ドル (ドル/ユーロ)	1.07	1.05～ 1.20	1.11～ 1.20	1.08	1.10	1.07	1.05	1.05～1.17	1.08～1.17	1.10～1.19	1.11～1.20	1.11～1.20	1.11～1.20	1.11～1.20	1.11～1.20

(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

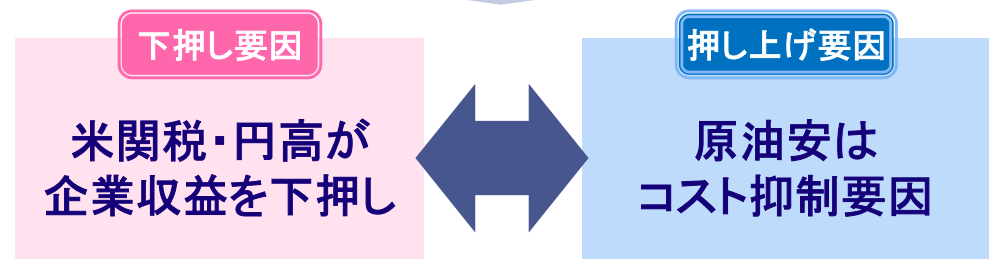
日本：米関税の逆風下でも企業収益は高水準を維持。原油安がコスト抑制要因に

- 日本では賃上げノルムの持続性が焦点。**企業収益への下押し幅を見極める必要**
- **関税影響は製造業を中心に収益下押しも、原油安がコストを抑制。企業収益は高水準を維持する見込み**
 - 米関税引き上げによる対米輸出減・海外景気減速や円高進展が製造業を中心に企業収益を大きく下押し
 - 一方、非製造業では、原油安による輸入コスト減が円高・米関税の影響をほぼ相殺することで下振れは限定的

賃上げ持続性を見極めポイント

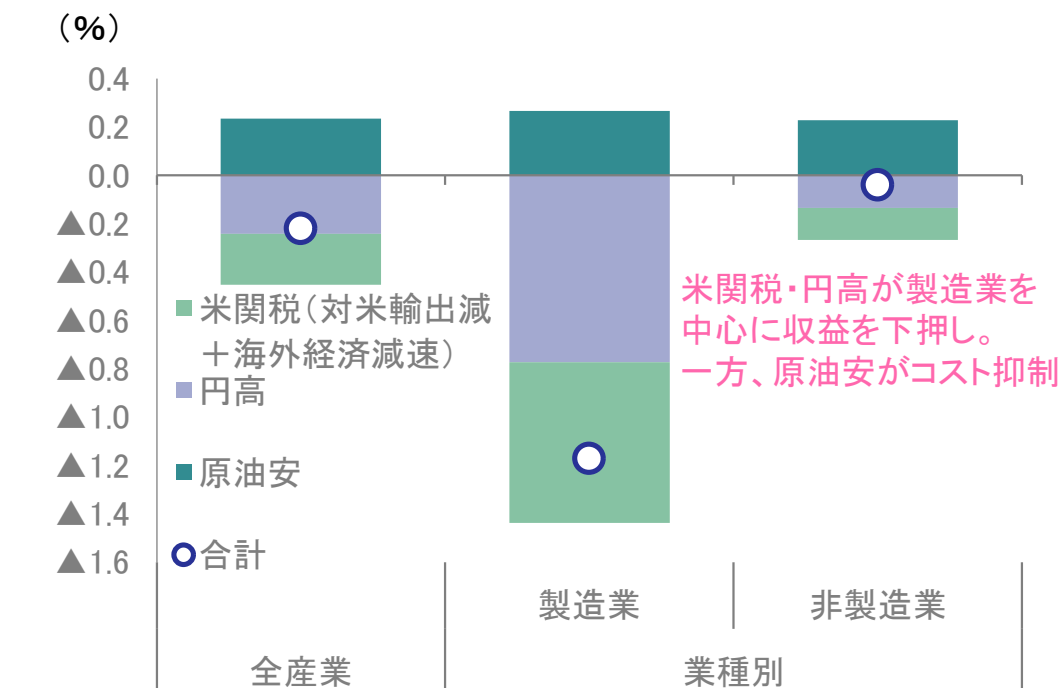
賃上げの持続性は？
(企業の賃上げ余力は？)

米関税下の企業収益をどうみるか？
(業種による濃淡は？)



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

円高、原油安、米輸入関税による企業収益への影響



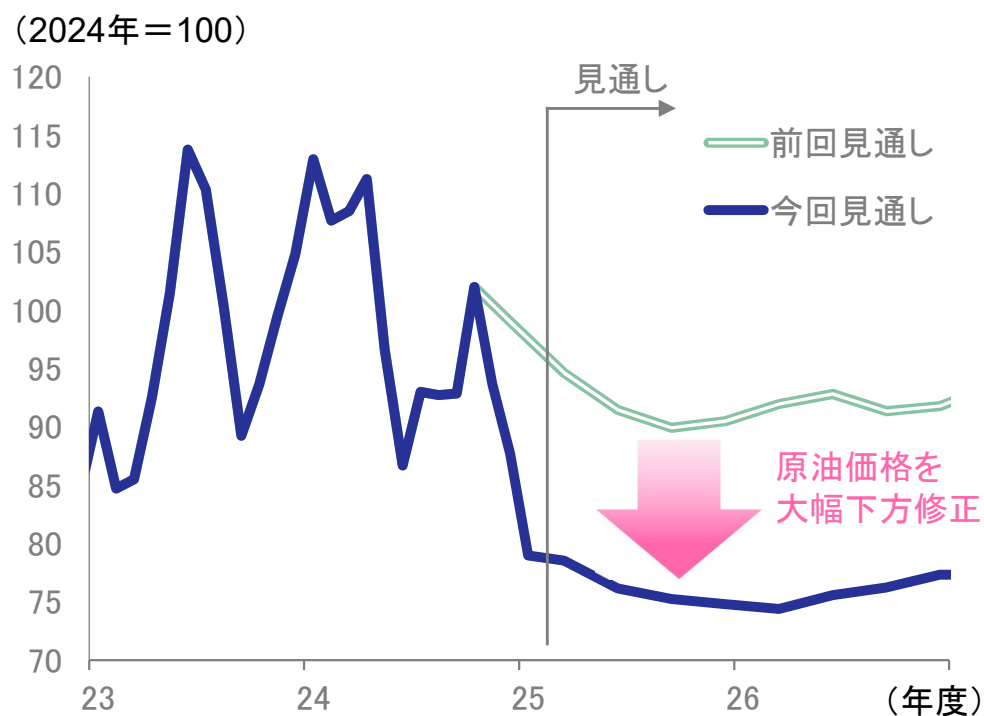
(注) 9%の円高、17%の原油安、米輸入関税を加味した名目付加価値への影響。円高影響 = 輸出入変化 + 対外直接投資収益変化。米関税影響 = 対米輸出減少 + 海外経済下振れ影響

(出所) 内閣府、財務省・日本銀行、OECDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：世界経済減速で原油価格は下落。輸入物価を通じて物価は下振れ

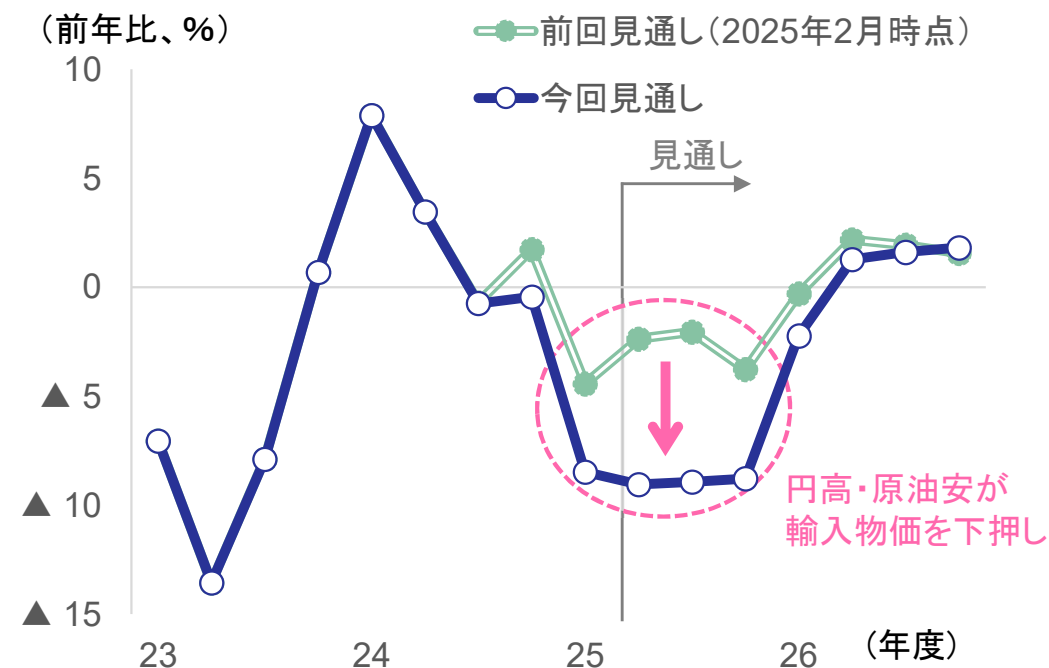
- 2025・26年度の物価見通しを下方修正。円高や原油価格の下落を受けた輸入物価の下振れが主因
 - 輸入物価の低下を背景に、エネルギー関連や食料の物価上昇ペースが今後緩和すると予想
- もっとも、コアCPIは前年比+2%弱の伸びを維持する公算。日銀の利上げ継続を後押し
 - 労務費の転嫁が続くため。2026年度にかけてやや鈍化するものの、賃上げ率が高水準で推移することが背景

原油価格の見通し(円ベース)



(注) WTI原油価格。期間平均値、円換算で表示
 (出所) CEIC Dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

輸入物価の前回・今回見通し比較

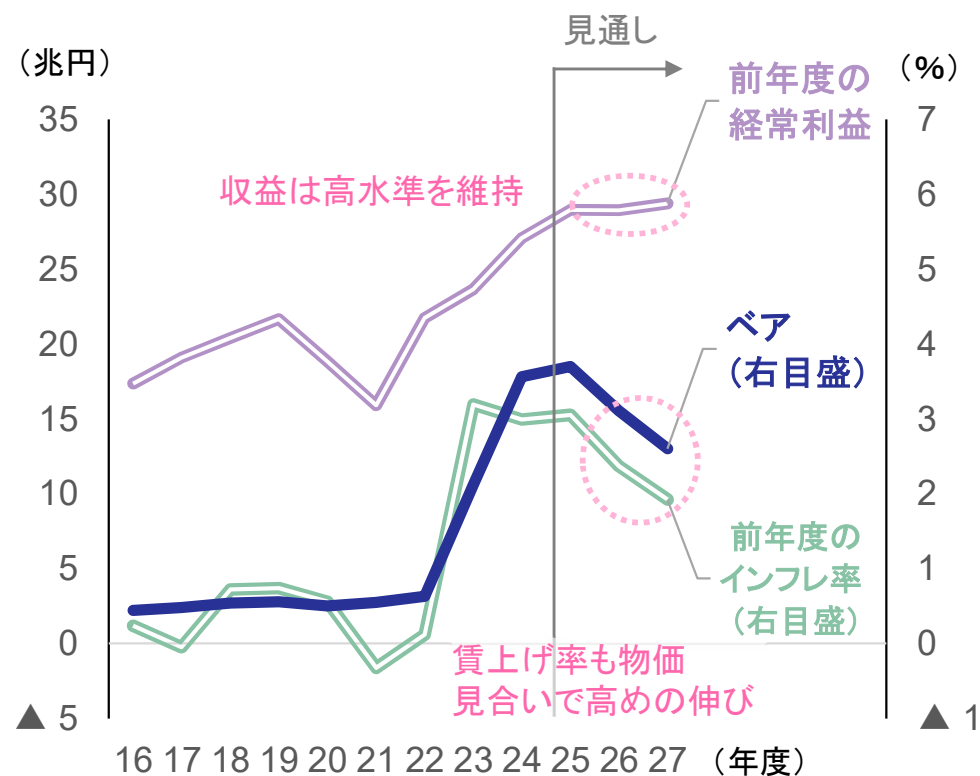


(注) 輸入物価は、石油、石炭、天然ガス等のエネルギーを含む
 (出所) 日本銀行「企業物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：高水準の収益を背景に企業は賃上げ継続。所得・消費は緩やかな増加維持

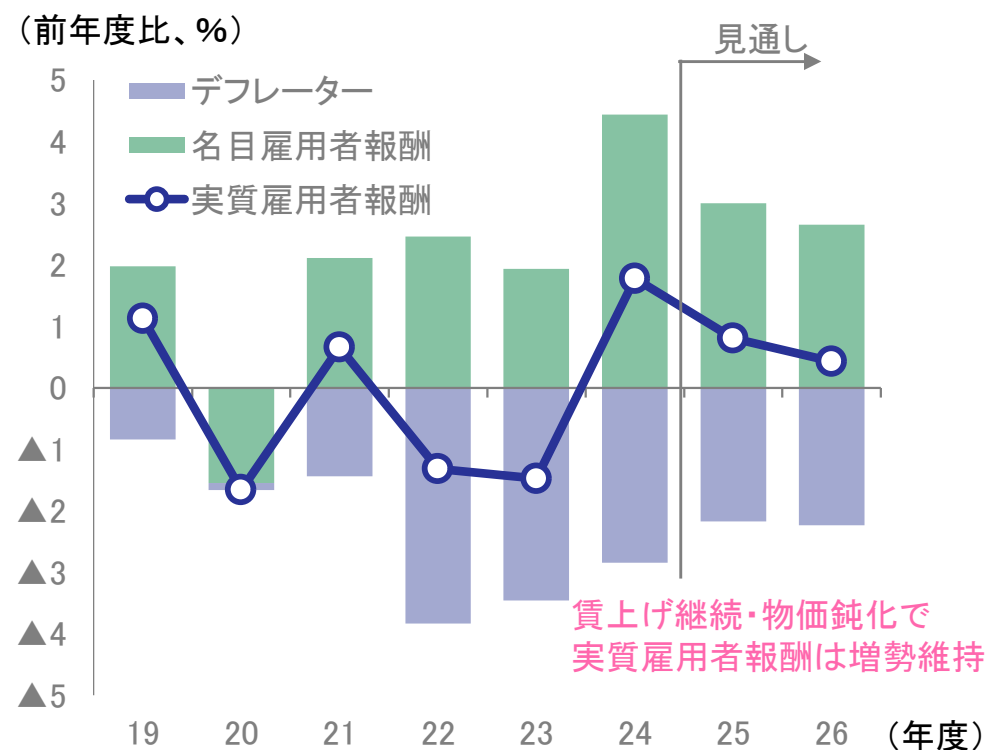
- **高水準の企業収益を背景に、2026年度も4%台後半の春闘賃上げ率の実現すると予想**
 - トランプ関税の影響により企業収益の増益率が低下するも、非製造業を中心に高水準の企業収益を維持
 - ベアも3%台を維持するとみられ、企業はインフレ見合いの賃上げを継続する見通し
- **実質所得の緩やかな増加が下支えとなり、実質個人消費も緩やかながら増加基調を維持**
 - 高水準の賃上げ継続に加え、インフレ率の鈍化も所得・消費の下支え要因となる見通し

経常利益と春闘ベア、インフレ率



(出所) 連合、総務省、財務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

実質雇用者報酬



(出所) 内閣府、厚生労働省、総務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

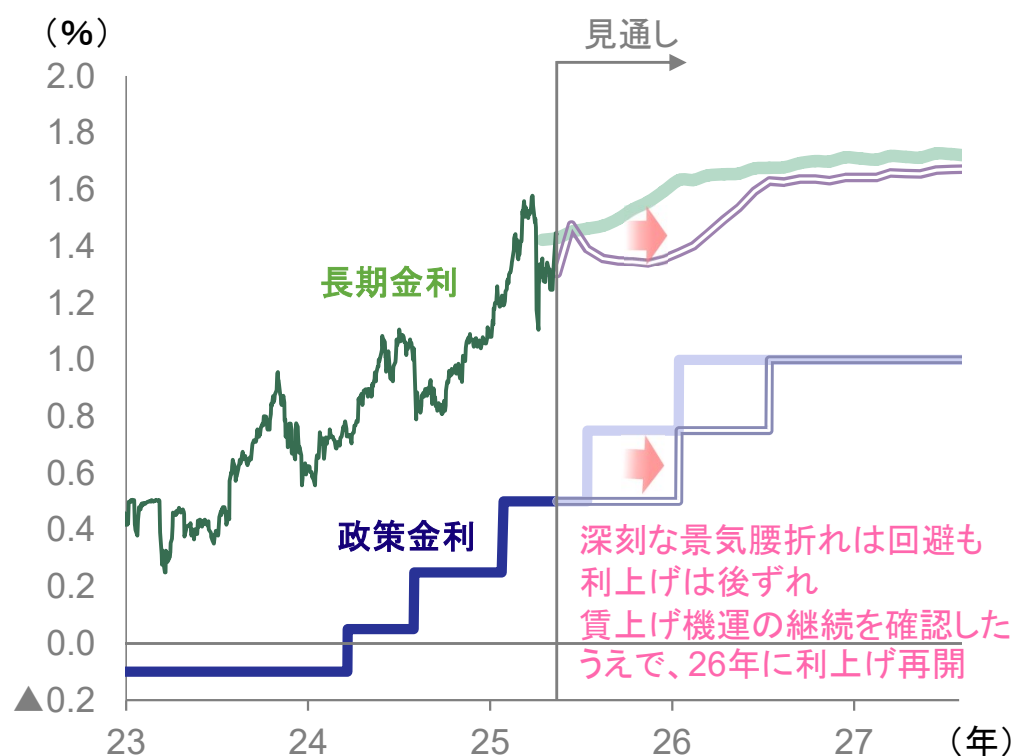
日本：日銀は2025年内は様子見で2026年に利上げ再開。長期金利は1%台後半

- 日銀は2025年内の利上げを見送り。賃上げ機運を確認し、2026年から半年に1度の緩やかな利上げ再開へ
 - 実質金利が低水準で推移する中、日本経済が深刻な腰折れを回避し、賃上げ機運が継続することを26年入り後に確認して利上げを再開。ただし、日本の緩慢な成長を前に1%超の利上げには慎重姿勢を維持
- 長期金利は利上げパスに沿って2026年半ばに1%台後半まで上昇

日銀利上げ継続の条件(2025・26年度)

後利 押し 上げ	賃金 (春闘)	25年度春闘は5%台の賃上げ 26年度も4%台後半の賃上げ
後利 押し 上げ	物価	日銀は26年度も1%台後半の コアインフレ率を予想。基調的 物価上昇率も上昇傾向と判断
は利 不要 急速 な 上げ	為替	米国の利下げを受け 緩やかな円高ドル安
配慮 が必要	トランプ 関税	景気減速に配慮し 25年内の追加利上げを見送り

日本の政策金利・長期金利の見通し



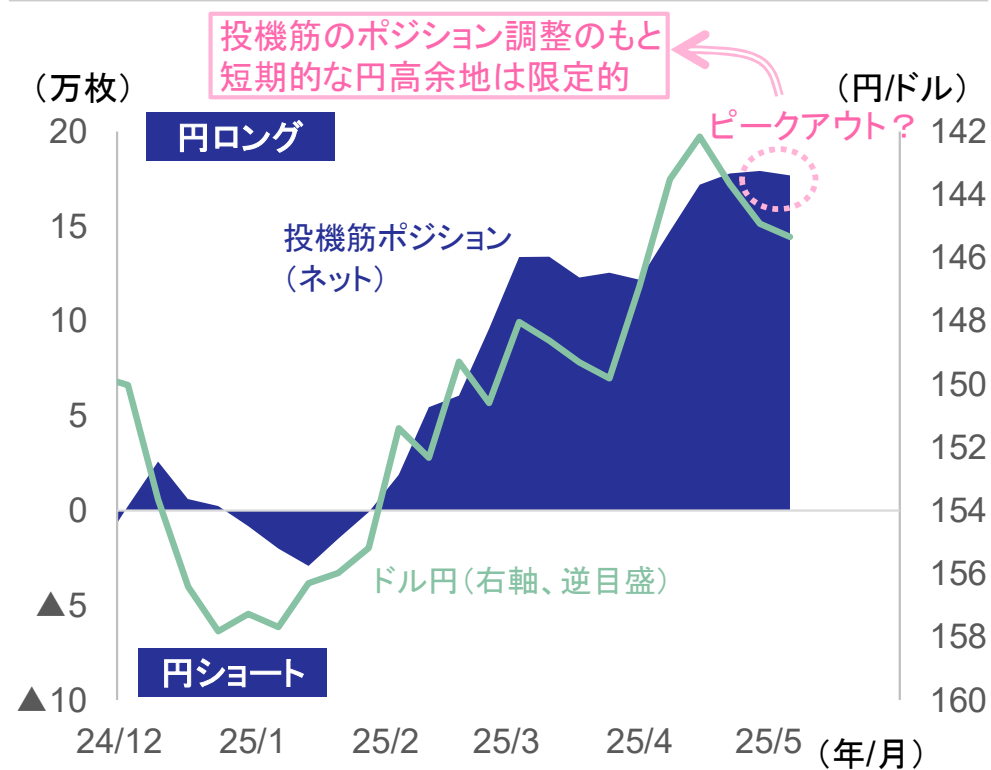
(注)長期金利は10年国債利回り。実線は実績値、二重線は予測値。薄線は2月見通し
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：米日金利差縮小から2026年央にかけて緩やかな円高基調を予想

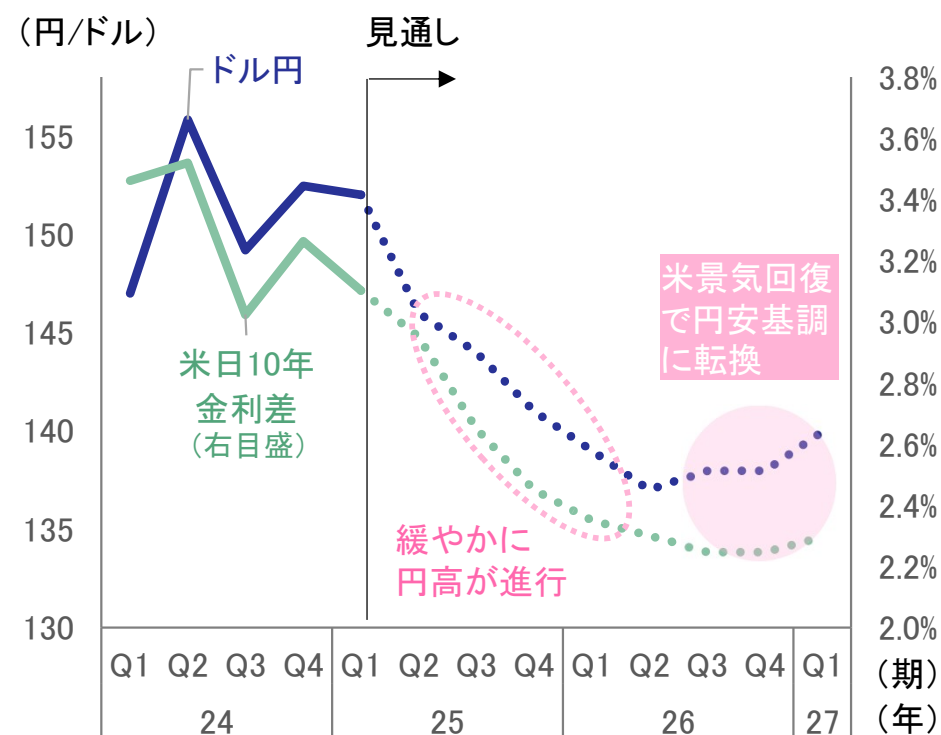
- **2025年末には日銀の利上げ再開の思惑から、節目となる1ドル140円割れが視野に**
 - なお、年初来は投機筋の円買いポジションが過去最大規模まで積み上がり。足元ではピークアウトの兆しもうかがえ、投機要因による短期的な円高余地は限定的
 - 2026年央にかけて緩やかな円高トレンドで推移も、**年後半は米経済回復を受ける形で緩やかな円安基調への転換を予想**

ドル円相場とIMM投機筋ポジションの推移



(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ドル円相場と米日金利差



(注) 米日金利差は10年債利回りの差

(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	2月	冬季オリンピック(イタリア)
	3月	フランス地方選挙	3月	
日本	4～10月	大阪・関西万博		
	7月	参議院議員任期満了		
アジア	3月	中国全国人民代表大会	3月	中国全国人民代表大会
	5月	オーストラリア総選挙		
	5月	シンガポール総選挙		
	5月	フィリピン上院選挙	年内	中国共産党5中全会
	6月	韓国大統領選挙		
	年内	中国共産党4中全会		
その他	11月	COP30(ブラジル)	未定	G20サミット(米国)
	11月	G20サミット(南アフリカ)		

(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

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

QR
コード

レポート



お問い合わせ先;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。