

2025 年の世界経済見通し～回復傾向続くも不確実性は高まる

2024 年の世界経済は、インフレが落ち着きつつある米国が堅調拡大を維持、欧州は持ち直し。中国は景気対策によって悪化に歯止めが掛かり、日本は年初の落ち込みから年央以降は復調するなど、年後半にかけて徐々に回復。2025 年も、多くの国・地域でインフレ抑制と金利低下が景気の追い風となろう。ただ、米国は金融引き締めの影響が残るうえ、トランプ次期大統領の政策によりインフレ再燃の懸念もあり、成長率は減速。中国は不動産バブル崩壊の傷が深く、かつてのような力強い回復には至らず。一方で、欧州は金融緩和により回復、日本も円安修正が物価上昇を抑え個人消費主導で回復が続こう。世界経済成長率は 2024 年、2025 年とも前年比+3.1%を見込むが、景気は 2025 年にかけて回復方向。ただし、不確実性は高まる見込み。

2024 年の世界経済：年後半にかけ徐々に回復

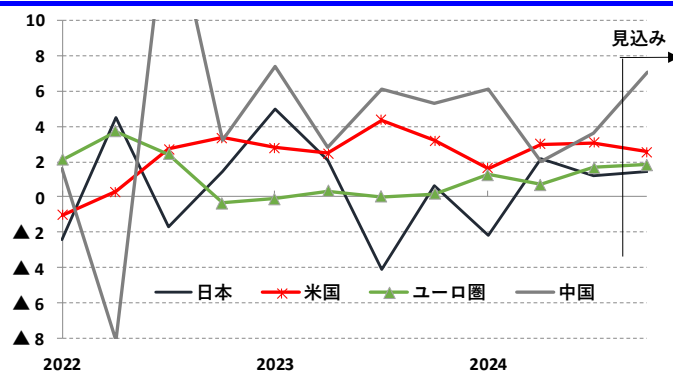
主要地域の 2024 年の景気動向を実質 GDP 成長率（前期比年率）で確認すると（右図）、米国は金融引き締めの効果により年初 1～3 月期に前期比年率 2%を割り込んで減速したが、4～6 月期以降は再び 3%程度の堅調拡大を取り戻している。欧州（ユーロ圏）も前年の停滞（ゼロ成長）を脱し、2%近い成長率まで持ち直している。欧米とも、利下げに転じることができるほどにインフレが落ち着いたことが主因である（詳細後述）。

不動産市場の冷え込みで低迷が続いた中国も、政府の数次にわたる景気対策によって悪化に歯止めが掛かり、足元では復調の動きも出始めている。日本も年初の大手自動車メーカーの生産停止などによる落ち込みから脱し、年央以降は個人消費主導で回復しつつあり、主要地域の景気は総じて堅調推移ないしは回復の動きが見られる（各地域の詳細は、後掲の「主要地域の 2025 年経済見通し（概要）」参照）。

インフレとの闘い：出口に向かう

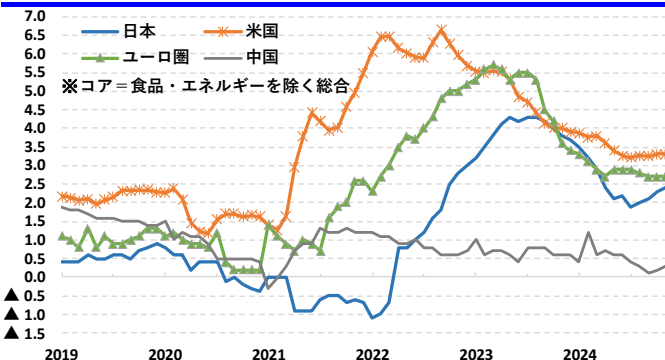
2022 年 2 月のロシアによるウクライナ侵攻に端を発した世界的な物価上昇は、2024 年に入りようやく落ち着きを見せつつある。主要地域の消費者物価上昇率（コア＝食品・エネルギーを除く総合）を見ると（右図）、米国は 1 月の前年同月比+3.9%から 11 月には+3.3%へ、ユーロ圏も+3.3%から+2.7%へ鈍化、これまでの金融引き締めが一定の効果を発揮し目標の 2%が視野に入りつつ

主要地域の実質GDPの推移（前期比年率・%）



（出所）内閣府、米商務省、Eurostat、中国国家统计局、予測は伊藤忠総研

主要国の消費者物価上昇率（コア、前年比、%）



（出所）総務省、米労働省、Eurostat、中国国家统计局

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

つある¹。そのため、ユーロ圏は6月、米国は9月に政策金利の引き下げを開始、その後も利下げを続けている（右下図）。今後も、物価と景気を睨みながら引き下げを続ける見通しであり、景気には追い風となる。

日本の消費者物価（生鮮食品・エネルギーを除く総合）も、1月の前年同月比+3.5%から低下し、5月以降は2%程度で推移している。日本の場合は欧米と異なりデフレ脱却を目指しているため、こうしたインフレ率のプラス領域での安定が目標であり、その実現の目途がついたという判断の下、3月にマイナス金利政策を解除、7月には利上げを開始した。今後も日銀は、景気や物価の実態に比べると緩和的すぎる政策金利を引き上げていく方針であるが、経済や金融市場への影響に配慮し緩やかなペースにとどめ、金利の上昇が景気回復を大きく阻害することはないと予想する。

中国は、引き続きデフレ回避の闘いを強いられている。消費者物価（コア）は、景気の低迷を反映してゼロ%台の推移が続いている。そのため、人民銀行（中央銀行）は前年に続き2024年も景気のコア入れのため2回の利下げを実施し、今後も金融緩和を継続する方針を示している。

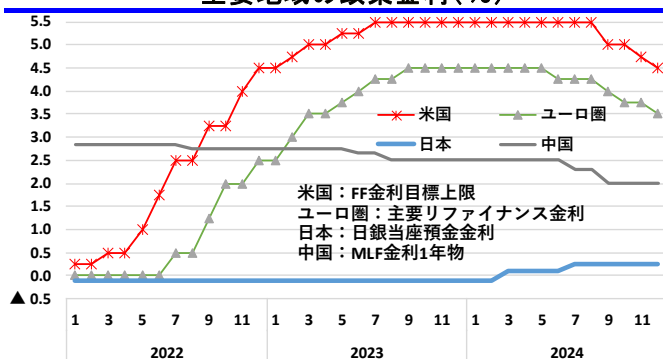
ドル円相場の見通し：日本の金利上昇で日米金利差が縮小、円高へ

米国が利下げ局面に入ったにもかかわらず、ドルの絶対的な水準を表すとされる実効相場は、10月以降、急速に上昇している（右図）。ユーロ圏や英国、中国など他の主要国も軒並み利下げに転じていることに加え、堅調な拡大を続ける米国経済やトランプ次期大統領が主張する政策が米国のインフレ懸念を強め長期金利が上昇、ドル買いを誘っているためである。

そうした中、ドル円相場も年末にかけてドル高円安傾向となった。日銀は、7月末の利上げ後、円高が加速し株価が大幅に下落したことを受け、追加利上げに慎重な姿勢を示し、日本の長期金利は低下、米国の長期金利は上記の通り上昇、日米金利差（米国－日本）が拡大したためである（右図）。

ただ、日銀は、来年度も高い春闘賃上げ率となることを確認すれば、円安への警戒もあり追加利上げに踏み切るとみられ、その時期は1月となろう。一方で、米国は緩やかながらも利下げを継続する方針であり、こうし

主要地域の政策金利(%)



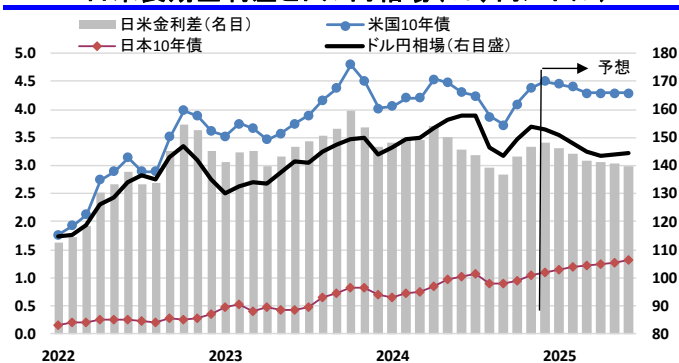
(出所)CEIC DATA

ドル実効相場(名目)の推移(2006年1月=100)



(出所)Federal Reserve Board

日米長期金利差とドル円相場(%, 円/ドル)



(出所)日本銀行、財務省、FRB、予想は伊藤忠総研

¹ 正確には、米国が目標の対象とする物価指標はPCEデフレーターで11月は前年同月比+2.8%へ、ユーロ圏が対象とするのは消費者物価総合指数で+2.2%まで鈍化している。

た日米で正反対の金融政策の方向性を反映して日米金利差は縮小、それに伴い円高ドル安が進むとみられる。現在、3.5%ポイント近くまで拡大した日米長期金利差（10年国債）は、2025年末には3%ポイント程度に縮小、ドル円相場は1ドル＝140円程度まで円高ドル安が進むと予想する。

原油相場の見通し：米国などの増産で需給緩和、60ドル台に向けて下落

2024年の原油相場（WTI原油先物）は、年後半にかけて軟調に推移した。4月5日に1バレル＝86.9ドルの年初来高値を付けた後、夏場以降は下落傾向が強まり、年末にかけて70ドル前後まで低下した。2024年中の原油相場に影響した主な事象を挙げると、供給面では、イスラエル・ハマース戦争など中東情勢の緊迫化が挙げられる。ハマースやヒズボラなどの過激派組織を支援するイランに対するイスラエルのミサイル攻撃が石油関連施設を破壊する可能性が懸念され、一時的に原油相場が押し上げられる局面もあったが、イスラエルがその可能性を否定すると原油相場は落ち着きを取り戻した。需要面では、中国の景気低迷が価格に大きく影響した。特に夏場以降は中国景気の回復の遅れから先行き懸念が強まり、原油需要に対する悲観的な見方が年末にかけての価格下落の主因となった。

こうした状況を受け、12月5日に開催されたOPECプラス閣僚級会合では、全加盟国による協調減産、および一部の有志国による自主減産の期限の延期と減産縮小開始の延期・縮小期間の延長を決定²したが、需給緩和観測の修正には至らず、市場価格への影響は限定的であった。

2025年の原油相場は、緩和的な需給環境が継続し軟調に推移すると見込まれる。米国エネルギー情報局（EIA）の2024年12月時点の原油需給見通しによると（右図）、2024年の需要は中国経済の成長鈍化を主因に前年比で日量+88万バレルにとどまったが、2025年は日量+130万バレルへ拡大すると見込まれている。

一方、2024年の供給（生産量）は、OPECやOPECプラスに加盟するロシアの減産の影響により、前年比で日量+57万バレルと需要より増加が抑制され、需給は引き締め気味だった模様である。しかしながら、2025年はOPECプラスの減産縮小や米国など非OPEC諸国の増産により、供給は+164万バレルと需要を上回る増加となり、需給は緩和する見込みである。

<石油の消費量と生産量>

需要量	(万バレル/日)					
	2022	2023	増減	2024予測	増減	2025予測
北米	2,418	2,447	29	2,448	0	2,471
米国	2,001	2,027	26	2,028	1	2,052
中南米	662	677	15	688	11	698
欧州	1,431	1,421	▲10	1,423	2	1,417
ユーラシア	483	493	10	498	5	502
ロシア	368	373	5	376	3	378
中東	932	948	16	959	11	976
アジア・オセアニア	3,632	3,771	139	3,821	50	3,891
中国	1,536	1,640	104	1,649	9	1,674
その他	448	458	10	467	9	479
消費量合計	10,005	10,215	210	10,303	88	10,433

生産量	(万バレル/日)					
	2022	2023	増減	2024予測	増減	2025予測
OPEC	3,286	3,218	▲68	3,207	▲11	3,223
北米	2,810	2,985	175	3,071	86	3,144
米国	2,038	2,197	159	2,265	69	2,308
中南米	650	710	61	744	34	777
欧州	389	394	5	386	▲9	399
ユーラシア	1,385	1,387	2	1,342	▲45	1,343
ロシア	1,098	1,091	▲7	1,053	▲37	1,047
アジア・オセアニア	910	924	14	931	8	938
アフリカ	3	3	▲0	3	▲0	3
その他	584	581	▲3	576	▲5	598
生産量合計	10,017	10,202	185	10,259	57	10,424

（出所）EIA「Short Term Energy Outlook November 2024」

WTI原油価格の見通し



（出所）Bloomberg、見通しは伊藤忠総研の予測値

² OPECプラスは現在、①全加盟国が実施する日量200万バレルの協調減産、②有志国による日量166万バレルの自主減産、および③有志国による日量220万バレルの自主減産、の3つの枠組みで、合わせて586万バレルの減産を実施している。12/5の会合では、①、②の期限を2025年末から26年末まで延期することを決めた。また③については、25年1月から12か月の段階的縮小が予定されていたところ、縮小開始時期を4月とし、縮小期間を18か月に延長することとした。

こうした需給動向を踏まえると、今後の WTI 原油先物価格は、冬場の需要期である 2025 年 1～3 月にかけては需給が引き締まり、70 ドル前後を維持するものの、4～6 月期以降は需要の減少と供給増により需給が緩和し、2025 年後半にかけて 60 ドル台へ低下していくと見込まれる（前ページ右下図）。

2025 年の世界経済見通し（概観）

以上で見た景気の現状や金融政策、為替相場や原油相場の動向、さらには巻末のリスク要因も踏まえ、2024 年の世界経済成長率は、欧米など多くの国で高金利が続いたにもかかわらず、2023 年の前年比+3.3%から+3.1%への小幅減速にとどまり、金融緩和に転じて回復に向かう 2025 年も同じく+3.1%にとどまると予想する。一般的に世界経済成長率は 3%を景気の後退と拡大の境とするため、2024 年の世界経済は景気後退の手前で底入れ、すなわちソフトランディングに成功し、2025 年は拡大局面に転じるものの、米国経済の減速や中国経済のもたつきから、緩やかな景気回復にとどまる姿となる。

2024 年の動きを先進国について見ると（下表）、米国が 2%強の巡航速度（潜在成長率）を大きく上回る 3%近い高成長を続け、ユーロ圏や英国は巡航速度の 1%半ば程度を目指して持ち直すため、日本が特殊要因もあってマイナス成長に陥っても、先進国全体の成長率は 1.7%へ小幅加速、世界経済の成長を支える形となる。2025 年については、米国がトランプ政策によるインフレ懸念から長期金利が下がり巡航速度程度の 2.1%まで減速するものの、欧州は金融緩和の効果により巡航速度程度の 1%台へ回復、日本は物価上昇が抑えられ個人消費主導の回復で 1%台半ばまで成長が高まり、先進国全体では前年と同じ 1.7%の成長を維持しよう。

【主要国・地域の実質 GDP 成長率見通し】

	GDP ウエイト (PPP) 2022	GDP ウエイト (ドル) 2022	実績						予測		
			2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
世界	100.0	100.0	3.6	2.9	▲ 2.7	6.6	3.6	3.3	3.1	3.1	3.1
先進国	41.3	58.0	2.3	1.9	▲ 4.0	6.0	2.9	1.6	1.7	1.7	1.5
米国	15.1	25.6	3.0	2.6	▲ 2.2	6.1	2.5	2.9	2.8	2.1	1.7
ユーロ圏	12.2	14.2	1.8	1.6	▲ 6.1	6.2	3.6	0.4	0.8	1.1	1.4
英国	2.3	3.0	1.4	1.6	▲ 10.3	8.6	4.8	0.3	1.1	1.5	1.5
日本	3.5	4.2	0.6	▲ 0.4	▲ 4.2	2.7	0.9	1.5	▲ 0.2	1.4	1.2
新興国	58.7	42.0	4.7	3.7	▲ 1.8	7.0	4.0	4.4	4.1	4.1	4.1
アジア	32.8	24.7	6.4	5.3	▲ 0.5	7.7	4.4	5.8	5.3	5.0	4.9
中国	18.4	17.6	6.7	6.0	2.2	8.4	3.0	5.2	4.8	4.2	3.9
ASEAN5	5.4	3.0	5.4	4.9	▲ 3.5	3.3	5.9	4.4	4.9	5.0	4.9
インド	7.6	3.3	6.5	3.9	▲ 5.8	9.7	7.0	8.2	6.7	6.8	7.1
中東欧	7.8	4.8	3.6	2.5	▲ 1.8	7.1	0.6	3.3	3.2	2.2	2.5
ロシア	3.5	2.2	2.8	2.2	▲ 2.7	5.9	▲ 1.2	3.6	3.6	1.3	1.2
中南米	7.4	5.8	1.1	0.2	▲ 6.9	7.4	4.2	2.2	2.1	2.5	2.7
ブラジル	2.4	1.9	1.8	1.2	▲ 3.3	4.8	3.0	2.9	3.0	2.2	2.3

（出所）IMF、予測は伊藤忠総研

（注）各年の数字はインドのみ年度、その他は暦年で前年比。

新興国では、中国が 2024 年は不動産市場の低迷により、かろうじて政府目標の「5%前後」と言える前年比+4.8%まで減速、さらに 2025 年には不動産市場の調整が続く中で、米トランプ次期政権の対中強硬策の影響もあり、4%台前半へ減速すると見込まれる。中国に代わって新興国の成長を支えるのがインドや ASEAN であり、いずれも中国を上回る成長を実現する見通しである。これらは米中対立の漁夫の利を得る「グローバルサウス」の中でも特に成長が期待される地域であり、海外から集まる多くの投資資金が成長を支えよう（地域別の詳細は後述）。

主要地域の 2025 年経済見通し（概要）

米国経済³：2024 年中は個人消費を中心とした国内需要に支えられて堅調に推移した。しかしながら、今後は不確実性の高いトランプ政権の政策によって大きく影響を受ける見通しである。2025 年前半は、労働市場の冷え込みと消費者向けローン金利の高さなどを背景に個人消費が緩やかに減速、住宅投資は長期金利の高止まりから低迷が続くと見込まれる。一方で、企業による設備投資は、依然高い借入れコストが下押しするものの、トランプ政権の規制緩和などの政策への期待に下支えされると予想する。

2025 年後半は、トランプ政権の関税引き上げ策の影響が強まる見込み。関税政策の実施時期や対象範囲などは現時点で不透明であるが、当社では、中国に対する関税が 2025 年後半にかけて段階的に引き上げられると想定している。その結果、インフレ率に上昇圧力がかかり、個人消費の増勢は弱まろう。また、FRB は、インフレ再燃への懸念から、利下げを慎重に進める姿勢を維持すると予想する。その結果、長期金利は高止まり、投資需要を下押しするほか、株価が下落し資産効果が剥落、個人消費は減速すると見込まれる。さらに、移民政策の厳格化により消費者としての移民の増加ペースが鈍化し、個人消費の拡大は抑えられ、景気は一段と悪化すると予想する。なお、2025 年末にかけて、トランプ次期大統領が掲げる追加減税策⁴の多くが成立するものの、減税の効果が本格化するのは 2026 年になり、2025 年中の景気押し上げ効果は限定的である。

中国経済⁵：2024 年の実質 GDP 成長率は、「前年比+5%前後」の成長目標の下限にとどまった模様である（前年比+4.8%と予想）。輸出や製造業投資は比較的好調を維持したものの、①不動産市場の低迷、②不動産価格下落に伴う逆資産効果や雇用・所得環境の悪化を受けた個人消費の停滞、③地方財政難や水害発生によるインフラ投資の遅れ、などが成長を下押しした。景気減速を受けて、政府は財政・金融両面で景気支援策を強化。家電・自動車などの買い替え支援策により関連消費・生産が上向いたほか、1 級都市（北京・上海・広州・深セン）での購入制限緩和などの不動産支援策を背景に不動産販売にも改善がみられ、10～12 月期の景気は持ち直した模様。しかし、政策効果による押し上げが大きい上、不動産投資は大幅に落ち込んだままであり、景気が自律的に回復しているとの判断はできない。

2025 年も、高水準の住宅在庫やデベロッパーの資金繰り難を背景に不動産市場の調整が続く、それに伴い個人消費の低迷も続く見通し。加えて、米トランプ次期政権による対中関税の段階的な引き上げが予想されることから輸出が下振れる見込みである。こうした下押し圧力に対し、政府は積極財政・金融緩和を通じて景気下支えを強める方針を示している。政策支援によりインフラ投資は加速するが、家計の消費マインドや企業の投資意欲の好転は見込みにくい。その結果、2025 年の実質 GDP 成長率は、3 月の全人代で明らかになる財政支援規模や米国の対中政策次第ではあるが、前年比+4.2%へ減速する見通しである。もっとも、トランプ次期政権の対中政策は極めて不確実性が高く、上振れ・下振れリスクの双方に目を配る必要があるだろう。

欧州経済⁶：ユーロ圏の 2024 年の実質 GDP 成長率は+0.8%程度になった模様である。2022 年 10 月に前年比 10%を超えたインフレ率は、2024 年の年末にかけて欧州中央銀行（ECB）の目標である 2%前後まで低下して

³ 米国経済の見通しについての詳細は、2024 年 12 月 23 日付 Economic Monitor「米国経済：消費堅調で再来するインフレ下げ渋り（改定見通し）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2753/>

⁴ 残業代非課税、社会保障給付の非課税、チップ非課税、法人税引き下げなど、今後 10 年間で 3.8 兆ドル程度の規模（超党派のシンクタンク CRFB＜責任ある連邦予算委員会＞試算）。

⁵ 中国経済の見通しについての詳細は、2024 年 11 月 29 日付 Economic Monitor「中国経済：景気は一時改善も、米中対立で先行き不透明感高まる（改定見通し）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2732/>

⁶ 欧州経済の見通しについての詳細は、2024 年 12 月 23 日付 Economic Monitor「欧州経済：2025 年も緩やかな景気回復が続く（改定見通し）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2754/>

おり、ソフトランディング（インフレ抑制＋景気後退回避）に成功したと言える。背景には、所得環境の改善による個人消費の回復が景気を下支えたことがある。一方、企業部門では、製造業が高金利と外需不振によって低迷した。特にドイツ経済は輸出依存度が高く、中国向け輸出の減少などが響いて2年連続のマイナス成長となった模様。

2025年のユーロ圏経済は、緩やかな回復が続く見通し。物価上昇率は、サービス価格の高止まりや環境規制対応によるコスト増によって、2%前後での推移が続くとみている。個人消費は2025年も底堅さを維持し、景気を下支えすると見込まれる。労働市場のひっ迫が解消しないなか、インフレ率を上回る賃金上昇が続くことで、実質所得は高い伸びを維持するだろう。企業部門では、輸出の力強い回復は見込み難いものの、利下げを追い風に投資は持ち直すと見込んでいる。主要輸出先である中国の景気が力強さに欠く状況が続く一方、金利低下によって企業の資金需要は回復傾向にあり、2025年の設備投資は増加に転じるだろう。全体として、2025年のユーロ圏の実質GDP成長率は+1.1%と予想する。2026年は、物価が安定し、政策金利も中立金利にあるという前提のもと、概ね潜在成長率程度の成長となるとみている（+1.4%）。

ECBは2024年6月に利下げを開始したのち、9、10、12月と3会合連続で利下げを決定した。先行きも、ECBは中立金利に向けて利下げを継続する公算が大きい。2%のインフレ目標が概ね達成されるなか、景気は潜在成長率を下回る状況が続いており、引き締めの金融環境を続ける理由は乏しい。今後も毎会合0.25%ptずつの小刻みな利下げを行い、2025年半ばごろには政策金利を中立水準とされる2%前後まで引き下げると予想する。

ASEAN 経済：ASEAN 主要5カ国⁷の2024年の実質GDP成長率は加重平均⁸で+4.9%と、2023年の+4.4%から高まったとみられる。物価上昇が落ち着く中、良好な雇用・所得環境の下で個人消費が堅調に推移したほか、民間設備投資も高い伸びを示した。加えて、インドネシアの首都移転⁹やマレーシアの高速道路建設といった政府のインフラ投資拡大もあり内需が景気を牽引した。マレーシアやベトナムでは世界的な半導体需要の高まりを背景に電子部品や電気機械の輸出が拡大、タイではインバウンド需要の増加が景気拡大に寄与した。

2025年も引き続き、内需の拡大基調は維持されると予想する。インドネシアやマレーシアで顕著なインフラ投資の拡大が続き、グローバルなサプライチェーン分散化の動きを背景に、ベトナムを中心に生産能力増強のための設備投資の増加も見込まれる。個人消費は、こうした経済活動の活発化やインフラ投資の拡大を背景に良好な雇用・所得環境が維持され、堅調に推移しよう。タイでは、家計債務の積み上がりを背景に個人消費が伸び悩んでいるが、国民向け給付金事業¹⁰の実施により底上げが見込まれる。2025年のASEAN 主要5カ国の実質GDP成長率は+5.0%へ小幅伸びを高めると予想する。

インド経済：2024年度（2024年4月～2025年3月）の実質GDP成長率は+6.7%と、2023年度の+8.2%から減速する見込み。個人消費が夏場にかけて記録的な豪雨や野菜価格の高騰を背景に低迷、景気全体を下押しした。秋以降は豪雨の影響が一巡、農産物が豊作だったことからインフレ圧力は緩和に向かい、個人消費は

⁷ インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム。

⁸ 各国の実質GDP成長率を購買力平価で加重平均。

⁹ インドネシアは、2024～45年の20年超をかけて段階的な首都移転（ジャワ島・ジャカルタ→カリマンタン島・ヌサンタラ）を行う。最初に大統領府・宮殿などの移転が予定され、周辺インフラも含む建設工事が急ピッチで進んでいる。

¹⁰ タイのセター前政権が策定した消費刺激策で、年収が84万バーツ（約387万円）未満、かつ銀行預金が50万バーツを超えない16歳以上のタイ国民を対象に、デジタル通貨で1万バーツ（平均月収の3分の2）を給付するもの。24年9月に障がい者カード保有者などを対象とした第1弾の受給が完了（一部は現金支給）。高齢者を対象とする第2弾が25年2月末までに実施される見込み。

持ち直す見通し。政府は 2024 年度の成長率目標 6.5～7%の実現に向け、年度下期にインフラ事業への支出増加などを通じて経済のテコ入れを図る。

2025 年度は引き続き人口増加に伴う個人消費の趨勢的拡大と旺盛なインフラ需要が経済成長を支える見通し。インフレ率は原油相場下落もあって徐々に鈍化、中央銀行（インド準備銀行）は利下げに転じ、金利低下が民間投資を刺激する見通し。通貨ルピー安は利下げの障害となり得るが、第 2 期トランプ政権の誕生で米中対立の激化が予想される中、サプライチェーン多様化の選択肢として海外から集まる投資資金がルピー相場の安定に寄与しよう。半面、主力輸出先の米国景気が減速することから、輸出は伸び悩む見通しである。2025 年度のインドの実質 GDP 成長率は+6.8%と、ほぼ前年度並みの成長ペースを維持すると予想する。

日本経済¹¹: 2024 年の日本経済は、一時停滞感を強めたものの回復基調を維持し、3 月にマイナス金利を終了、日経平均株価は史上最高値を更新、公示地価上昇率や春闘賃上げ率はバブル期以来の伸びを記録するなど、幅広い分野でインフレ経済への回帰が見られ、「デフレからの脱却」を実現した。

政府は、デフレに戻る可能性を残すとして「デフレ脱却宣言」を留保したが、デフレではない状況にあるとの認識を示した。実際の景気は、年初に大手自動車メーカーの出荷停止などから個人消費が落ち込み、欧米向け輸出も減少、円安で物価上昇が加速するなど、出足はつまづいたが、年央以降は個人消費の復調やインバウンド需要の堅調拡大により回復した。ただ、年初の落ち込みが響き 2024 年通年の成長率はマイナスとなった模様。1 年間を総括すると、円安や人手不足、海外景気の減速・停滞が逆風となり、年初の落ち込みを取り戻せず、物価下落圧力となるデフレギャップ（需要が供給力を下回る状態）が残った。

2025 年は、景気の回復傾向と物価の安定的な上昇を背景に、日銀は 2 回利上げを行うと予想する。それを織り込む形で長期金利が上昇、行き過ぎた円安は修正され、円高が物価上昇を抑える見込み。円高は輸出にマイナスと考えるのが一般的であるが、近年は輸出の為替感応度が低下しているため、海外経済の拡大による輸出増が勝るとみられる。また、円高は輸出企業の多い製造業の業績を悪化されるが、輸出の少ない非製造業にとっては輸入コスト減少のメリットの方が大きく、企業全体でみても業績にはプラスとなる。そのため、企業の設備投資は、金利上昇の悪影響を見込んでも当面は拡大が続く見込み。さらに、物価上昇を抑えられるため実質的な所得は増加、マインドの改善も加わって、個人消費の拡大も続こう。家計の所得は、来年度も 5%程度の高い賃上げ率が見込まれるほか、女性中心に雇用の拡大が続くことから、高い伸びを維持するとみられる。

以上の通り、2025 年の日本経済は、個人消費の拡大が持続、海外景気の復調を受けて輸出は増加、設備投資も拡大するため回復基調を維持しよう。年後半は、金利上昇の影響により一時的に景気が停滞する可能性はあるが、今年度補正予算で具体化された 13.9 兆円（GDP 比 2.3%）もの大規模の経済対策が景気を下支えし、成長率は 1%台半ばまで高まると予想。

2025 年の注目点／リスク要因

1. 米中対立の行方とその影響

米国と中国を起点に世界経済全体へ影響が及ぶ大きなリスクとして、米中対立の激化が挙げられる。トランプ次期政権には対中強硬派の人材が揃った。外交・安全保障面ではルビオ国務長官やウォルツ大統領補佐官（国家安全保障担当）が厳しい対中姿勢を続け、経済面ではグリア米通商代表部（USTR）代表やナバロ大

¹¹ 日本経済の見通しについての詳細は、2024 年 12 月 24 日付日本経済情報 2024 年 12 月号「日本経済 2024 年の回顧と 2025 年の展望」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2756/>

統領上級顧問（通商・製造業担当）が関税引き上げ策をテコに中国に対して様々な要求を続けていくとみられる。トランプ次期大統領は、早くも 2024 年 11 月 25 日、米国に流入する合成麻薬の原料が中国原産であることを問題視し、中国に対し 10%の追加関税を課す方針を表明した（2025 年 1 月 20 日実施予定）。今後、どの国に対してどこまで関税を引き上げるのか予想はつかないが、2025 年内に中国に対する更なる関税引き上げが実行される公算が大きい。

一方、中国は、米国の関税措置に対米追加関税で対抗すると同時に、米国以外への輸出増や経済対策によって関税引き上げによる悪影響の緩和を図るとみられる。米国への対抗措置としては、すでに重要鉱物の対米輸出制限（2024 年 12 月実施）、米政府・企業に対する中国渡航ビザ停止などを定める反外国制裁法適用（2021 年 6 月施行、2024 年は 6 回も適用）などを実施しているが、これらの対象拡大のほか、新たな措置を導入する可能性もあろう。

米中間の関税引き上げ合戦が再開すれば、米国では物価上昇による個人消費の下押し、中国では主に対米輸出の減少という形で経済活動が抑制される。仮にトランプ氏が大統領選で掲げたように、中国からの全輸入品に 60%もの高関税を課すだけでなく、中国以外の全ての国にも 10~20%の関税を課すようなことがあれば、中国からの輸入品を他国製品で代替することが困難となるため、米国自身が被る悪影響は甚大となる。一方で、中国以外の国にとっては、米中経済の悪化による悪影響のほか、中国に代わって輸出を伸ばすという恩恵も期待される。アジア経済研究所の試算によると、ASEAN やインドでは恩恵が悪影響を上回る結果が示されている（右表）。

第2次トランプ政権の関税政策（中国60%、他国10%）の影響

	米国	中国	日本	ASEAN	インド	EU	世界
農業	-1.0%	0.2%	0.1%	0.2%	-0.1%	0.1%	0.0%
自動車	-4.5%	-0.8%	0.1%	-0.5%	-0.8%	0.0%	-0.4%
電子・電機	0.0%	-0.9%	0.7%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.2%
繊維・衣料	4.4%	-0.5%	-0.2%	3.3%	4.5%	0.6%	0.4%
食品加工	1.4%	-2.0%	-0.2%	0.5%	0.6%	0.1%	-0.3%
その他製造業	0.9%	-1.9%	0.3%	0.6%	0.6%	0.5%	-0.2%
サービス業	-2.3%	-0.4%	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	-0.6%
鉱業	-0.9%	0.1%	0.2%	0.0%	-0.2%	0.2%	0.0%
GDP	-1.9%	-0.9%	0.02%	0.3%	0.3%	0.1%	-0.5%

（出所）アジア経済研究所

（注）2027年時点のベースラインシナリオ（関税引き上げなし）との差分。

ただし、ここまで米国経済への悪影響が明白な全世界向けの関税引き上げを対中追加関税と同時に実施する可能性は極めて低く、対中関税の引き上げが中心になると予想する。それでも、関税合戦にとどまらず、対中投資規制の対象範囲が半導体や AI などの先端分野から広げられるなど、米中の経済デカップリングが深まれば、世界のグローバル企業は両国に関連するサプライチェーンの見直しを迫られ、世界経済全体に混乱が波及しよう。関税の行方に加え、規制強化の動きも注視していく必要がある。

2. 米国のインフレ再燃リスク

米国経済にとって最大のリスクはインフレ再燃である。上下院ともに共和党が制したことで、トランプ次期大統領が掲げる政策の実現可能性は高まったが、それらの多くはインフレ圧力となる。特に 2025 年は、関税引き上げや移民政策の厳格化が先行するとみられ、輸入品や労働力の減少という形で米国経済の供給力を削ぐ。その結果、インフレ圧力は高まり、景気は下押しされる公算が大きい。

現在は堅調な需要の拡大が物価上昇圧力を高め、インフレ率が下げ渋っているため、金融引き締めを続ければ良いだけだが、政策による供給制約が原因の物価上昇であれば金融政策ではコントロールできず、金融政策の判断は困難さを増す。

そのうえ厄介なのは、トランプ次期大統領による金融政策への介入である。トランプ氏は「大統領は FRB の

金融政策運営について発言権を持つべきだ」と主張、実際に前政権時の 2018～2019 年には、景気の減速を理由に FRB に利下げを促し、事実上、FRB の利下げにつながった。2025 年の景気は、堅調さを維持した 2024 年から減速が見込まれるため、インフレ沈静化を進めるにおいて大統領が障害となる可能性もあろう。

さらに、2026 年には追加減税策によって景気が過熱する恐れがある。2025 年中にインフレが十分に沈静化しなかった場合、需要がけん引する本格的なインフレとなることが懸念される。インフレ再燃の芽を摘むためにも、2025 年内に適切かつ柔軟な FRB による金融政策が進められるかが注目される。

3. 中国景気支援策の効果

2025 年の中国経済は、不動産不況が続く上、トランプ政権による対中追加関税の悪影響に直面するため、中国指導部は中央経済工作会议（12/11～12）で積極財政・金融緩和による景気下支えを強化する方針を示した。

財政政策については従来の「積極的」からコロナ発生後の政策対応時に使われた「より積極的」へ表現を変えた。政策手段として、①財政赤字比率（対名目 GDP）の引き上げ、②重要投資プロジェクトなどに使用される超長期特別国債の発行増、③インフラ投資の資金源となる地方政府专项債の発行増、が挙げられた。具体的な規模は 3 月の全人代で明らかになるが、①を前年の 3%から 4%に引き上げ、①～③合計で約 12 兆元（名目 GDP 比 8.8%）と前年の約 9 兆元（6.8%）から拡大する見込みである。ただし、地方政府专项債は在庫住宅の買い取りや地方政府の隠れ債務の肩代わりにも使われるため、実際の景気刺激効果は、この数字が示すほどではない。金融政策に関しては、前年までの「穏健（中立）」から、世界金融危機以来の「適度に緩和的」へ変更された。2024 年は「穏健」としながらも政策金利や預金準備率を引き下げた。2025 年は引き下げペースを加速させる可能性が高い。

さらに、2025 年の重要任務の筆頭に内需拡大を掲げたことも注目される（右表）。米国の関税引き上げによる輸出減少に備えるものとみられる。具体策として、年金引き上げや医療保険における財政支援拡大、消費財買い替え促進策の拡充などが挙げられた。個人消費の底上げのため、これまで渋ってきた社会保障の充実まで踏み込んだことは評価できるが、それだけ景気の現状が悪いという見方もある。

2025年の経済活動における重要任務	
1	消費促進、投資効率の向上、全方位の内需拡大
2	技術革新による新質生産力の発展、現代化産業体系の構築
3	経済体制改革の主導的役割の発揮、代表的な改革措置の推進
4	ハイレベルの対外開放拡大、貿易・外資の安定
5	重点分野のリスクの効果的な防止・解消
6	新型都市化と農村振興の総合的な推進、都市・農村の融合発展の促進
7	地域戦略の実施強化、地域発展の活力増強
8	脱炭素・汚染対策・グリーン化・経済成長を協調して促進
9	民生の保障・改善の強化

（出所）新華社

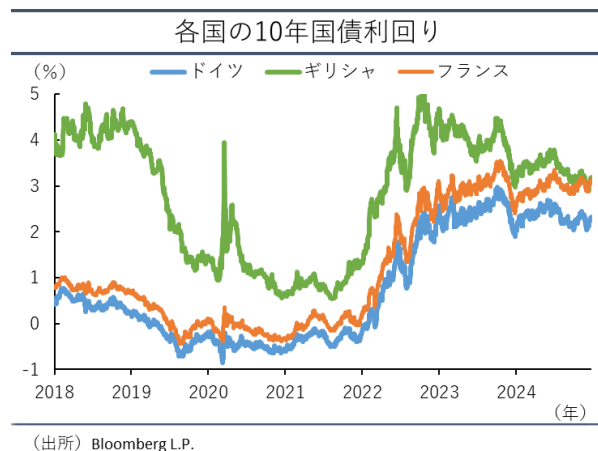
以上の政策によりインフラ投資は拡大、景気の下支えには貢献しよう。しかしながら、不動産市場の調整や米国の対中強硬政策への懸念が重石となり、消費者マインドや企業の投資意欲の好転は見込みにくい。買い替え促進策も 2024 年に実施しているため、追加的な効果は限定的とみられる。そのため、2025 年の成長率を「5%前後」まで引き上げるには力不足であろう。

4. 欧州の政情不安定化

EU の二大大国であるドイツとフランスで、政情が不安定化している。ドイツの景気は低迷しており、自動車産業の支援や厳格な財政ルールの見直しによる財政出動余地の拡大が喫緊の課題となっている。しかし、ドイツでは予算案を巡る対立から連立政権が崩壊し、2025 年 2 月 23 日に連邦議会選挙が実施されることとなった。直近の世論調査に基づけば、選挙結果に関わらず連立交渉は難航することが予想される。政治的空白が長

期化し、有効な政策を打ち出すことが出来ない状況が長引けば、2025 年も想定以上に景気悪化が続く可能性がある。

フランスでも、2025 年度予算を巡る対立からバルニエ首相が在任わずか 3 か月で辞任に追い込まれた。現時点では今回の混乱による経済への影響は限定的だが、財政不安がさらに高まれば、実体経済にも大きな影響を及ぼしうる。2023 年以降、主要格付け会社はフランス国債の格付けを引き下げ始めている。2023 年 4 月にはフィッチ・レーティングスが「AA」から「AA-」に、2024 年 5 月には S&P グローバル・レーティングが「AA」から「AA-」に引き下げた。また、バイル新首相就任の数時間後には、ムーディーズが「Aa2」から「Aa3（他社の AA-に該当）」への格下げを突如発表した。すでにフランスの 10 年国債利回りはギリシャと同水準まで上昇しているが（上図）、今後も格下げが相次げば一段の金利上昇は避けがたい。



しかし、バイル新首相のもとでも予算審議は難航が予想される。現状の議会構成では左派か極右の協力が不可欠だが、彼らの要求に応じた予算となれば、EU の財政ルールに違反し、制裁対象となるおそれがある。この場合、フランスの財政への懸念が高まり、格付けの大幅引き下げリスクが増す。一方、野党勢力との折り合いがつかない場合、2025 年夏にも解散総選挙に至る可能性が高い。このケースでは、政情不安長期化によるマインド悪化や極右台頭による金融市場の混乱などが懸念される。

5. ロシア・ウクライナ戦争の行方

2022 年 2 月 24 日にロシアがウクライナに侵攻して間もなく 3 年になるが、未だ出口の見えない状況が続いている。戦況は、米国トランプ次期大統領が停戦の仲介に意欲を示していることもあり、停戦交渉を睨んで激しさを増している。ウクライナは、2024 年 8 月にロシア西部クルスク州に越境攻撃を開始、一定のロシア領地を占領したが、停戦交渉時の取引材料獲得を狙ったものとみられている。一方のロシアは、ウクライナ東部ハルキウ州などで攻勢を強め占領地域を広げているほか、11 月にはウクライナが攻め込んだクルスク州で北朝鮮軍との共同作戦を展開、そのほか電力インフラを狙った大規模ミサイル攻撃も継続している。11 月下旬には、ウクライナが米国から供給された長距離ミサイル (ATACMS) で米国の許可を得てロシア領内を攻撃、これに対抗する形でロシアは核兵器の使用条件 (核ドクトリン) を改定、戦争当事国以外への使用も可能にするとともに、核弾頭搭載可能な新型中距離弾道ミサイルをウクライナに発射、核リスクまで意識させる状況に至っている。

注目されるトランプ次期大統領の停戦仲介について、現時点でその落としどころは不明であるが、ロシアは停戦の条件として、①一方的に併合したウクライナ東南部 4 州からのウクライナ軍の撤退、②ウクライナの NATO 加盟の完全放棄、を挙げている。これについて、ウクライナのゼレンスキー大統領は、ロシア再侵攻のリスク排除のため、軍の撤退より NATO 加盟が優先されるとの考えを示しており、NATO 加盟ないしはそれに代わる安全保障上の仕組みの構築が、停戦の最低条件ということになろう。12 月 20 日のゼレンスキー大統領を交えた EU 首脳会議でも停戦後を睨んだ議論が行われており、欧米側は停戦の具体案を固める段階に入っているが、それをロシアが容認するかどうかは予断を許さない。

仮にトランプ停戦が不調に終わり、米国がウクライナへの支援を縮小したとしても、EU は支援を継続、必要であれば拡大することもある。また、北朝鮮の参戦に警戒感を示す韓国がウクライナへの武器支援を検討する可能性を示している。ロシア側の状況を見ても、欧米による経済制裁の効果もあり戦争継続能力の低下が指摘されており、戦況が一気にロシア優位に傾くとも考え難い。現状のような一進一退の戦況の下、双方とも譲歩の余地が小さい状況が続くこととなろう。

経済への影響は、引き続き限定的である。ウクライナによるロシアの石油関連設備への攻撃が石油供給に与える影響は極めて小さく、ウクライナの農産物輸出が 1～9 月期に前年同期比 25%以上増加したことが示す通り、ウクライナの穀物供給施設に対するロシアの攻撃は阻止されている。ロシアが核兵器使用に踏み込むなど一線を越えない限り、戦争の継続が世界経済に与える影響は今後も限られよう。

6. 韓国「非常戒厳」の顛末

12 月 14 日、韓国の国会は尹錫悦（ユン・ソンニョル）大統領の弾劾訴追案を可決。尹大統領は職務停止となり、韓惠洙（ハン・ドクス）首相が代行を務めることになった。弾劾については憲法裁判所が 180 日以内に結論を出す、妥当と判断されれば尹大統領は失職し、次の大統領を選ぶ選挙が 60 日以内に行われる。弾劾のほかに尹大統領が失職する可能性としては、内乱罪の有罪判決がある。警察や検察は尹大統領の非常戒厳宣布が内乱罪にあたる可能性があるとして捜査を進めている。仮に尹大統領が内乱罪容疑で起訴され有罪が確定すれば大統領職を失う。

罷免が妥当とされるのか、内乱罪が確定するのか、現時点で見通し難いが、世論の状況を見る限り、何らかの形で尹大統領が失職し、新たな大統領を決める選挙が実施される可能性が高い。12 月 10～12 日に実施された世論調査によると、尹大統領の支持率は過去最低の 11%まで低下、弾劾を 75%が賛成し、非常戒厳を内乱とするとの回答は 71%に上っている。

選挙の時期は 2025 年春から夏にかけてとの見方が多いが、野党の最有力候補は、前回、尹大統領に僅差で敗れた最大野党「共に民主党」の李在明（イ・ジェミョン）代表である。ただ、李代表は訴訟問題を抱えており、11 月 15 日には前回の大統領選に関してソウル中央地裁から公職選挙法違反で有罪判決を受けている。李代表は控訴したが、大統領選の前に有罪が確定すれば出馬できなくなる。それでも野党には他に金東兗（キム・ドンヨン）京畿道知事など有力な大統領候補が控えているが、与党「国民の力」の候補は、これまで有力とされていた韓東勲（ハン・ドンフン）氏が党代表を辞任、他には呉世勲（オ・セフン）ソウル市長の名前が挙がるくらいである。12 月 16 日の世論調査では、野党の支持率 52.4%に対して与党は 25.7%と大差を付けられており、与党勝利のシナリオは見通し難い。

仮に現在の保守政権から野党の左派政権へ交代すれば、韓国の外交方針は大幅に修正される可能性が高い。日本にとって最悪のシナリオは、2021 年 5 月までの文在寅（ムン・ジェイン）政権と同じ対日姿勢に戻ることである。その場合、これまで尹政権の下で進めてきた日米韓の連携体制にも歪みが生じ、朝露の関係強化で東アジアの地政学的な不安定さが一段と増す中、日本の安全保障環境は悪化しよう。

経済面では、日本製品の不買運動再燃のほか、現在、国別で最多となっている韓国からの訪日観光客数の減少も懸念される。また、政治の混乱を受けてウォン安が進んでおり、輸出で韓国と競合する部分の多い日本企業にとっては相対的な価格競争力の低下を通じた悪影響が懸念される。韓国経済にとっても、ウォン安は内需刺激のための利下げを困難にするほか、輸入品を通じて物価が上昇、消費者の購買力が奪われるなど内需を下押しするため、景気の低迷が長期化する要因となる。

7. 中東情勢の混乱が世界経済にもたらす影響

中東では、イスラエルを軸とする複数の紛争があり、混乱が広がっている。その一つはパレスチナ自治区のガザ地区における、過激派組織ハマスとイスラエルとの戦闘であるが、すでにイスラエルによるハマスの殲滅に近づいており、大勢を決している。現在、停戦と人質解放に向けた協議が進んでおり、停戦合意に至る可能性が高まっている。

もう一つは、ハマスと同様、イランの支援を受けてイスラエルと対峙するレバノンの過激派組織ヒズボラとの紛争である。イスラエル・ハマス戦争に触発される形で両者の衝突が激化、9月28日にはイスラエルの空爆でヒズボラの指導者ナスララ師が死亡、その報復の意味も込めて、ヒズボラを支援するイランが10月1日、イスラエルへのミサイル攻撃に踏み切った。これに対しイスラエルは報復の実施を宣言、原油市場では石油関連施設が攻撃の対象となる可能性が懸念され相場が上昇した。しかしながら、実際にはイスラエルのイランに対するミサイル攻撃は軍事施設のみが対象となり、以降も核施設やエネルギー関連施設を対象としない方針が示されたため、原油相場は落ち着いている。

そのほか、イスラエルはイエメンを拠点とする過激派組織フーシ派との紛争も抱えている。その影響で紅海を通る海上輸送はフーシ派に攻撃されるリスクがあり、迂回のための遅延やコスト増という影響が続いている。さらに、イスラエルとの戦闘激化でヒズボラの戦闘力が低下したことが、ヒズボラの支援を受けていたシリアのアサド政権崩壊にも波及した。同じくアサド政権の後ろ盾だったロシアがウクライナとの戦争で戦力を低下させたことも原因の一つとされる。シリアの混乱が中東リスクの一つに加わった格好である。

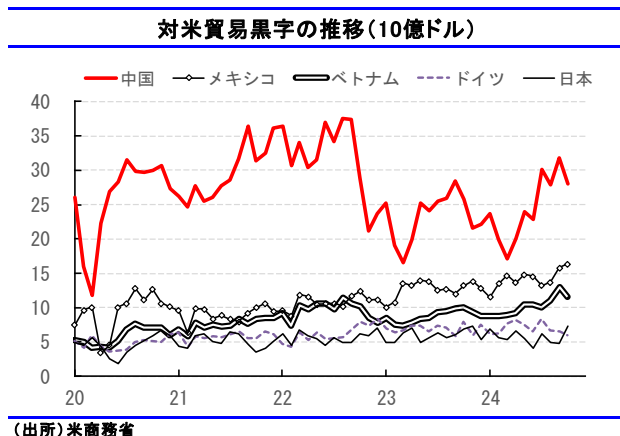
いずれにしても、イスラエルを軸とする最近の中東の混乱が、イランとの本格的な衝突に至るか、産油国であるアラブ主要国との紛争に発展しない限り、エネルギー供給に大きな影響を与える可能性は低く、その兆候は今のところ見られない。

8. アジア諸国はトランプ政策の漁夫の利を得られるか

トランプ次期政権による追加関税は、政策の対象範囲や規模による不確実性はあるものの、ASEAN・インド経済に対しては、輸出を通じたプラスの影響を及ぼし得る。トランプ次期大統領が主張する通り中国製品に対して高関税が課された場合、中国と同様に繊維製品、衣料品、食料加工品などを米国に輸出しているASEAN諸国やインドは、中国からの輸出を代替することによるメリットが見込まれる。アジア経済研究所の試算によると、中国製品に60%、その他の国の製品に10%の関税が課された場合、ASEAN全体およびインドのGDPをそれぞれ0.3%程度押し上げるとされる。

ただ、国ごとに見ると、それぞれの状況に応じて懸念されるマイナスの影響もある。例えば、ベトナムは、対米貿易黒字が中国、メキシコに次いで大きいため（右図）、米国の財務省が認定する「為替操作監視対象」リストに入っている。トランプ次期政権の関税政策は今のところ詳細不明であるが、中国と同様、対米貿易黒字の大きい国に対する特別な措置が取られる可能性は十分にあり、それにより代替輸出のメリットが減殺されるリスクがある。

インドも、米国に対して巨額の貿易黒字を計上している。



しかも、拡大傾向で推移しており、2024年1～10月累計の貿易黒字は384億ドルと、前年同期の365億ドルを上回っている。トランプ前政権下の2018年には、米国は鉄鋼に25%、アルミ10%の追加輸入関税を課し、インドは対抗措置として米国産の鉄鋼製品や農産物などの関税を引き上げたが、さらに米国は2019年に、インドが米国にとって不公正な通商措置をとっているとして、インドを一般特惠関税制度の対象から除外した。その後、トランプ前政権下でインドのモディ首相と貿易交渉の早期妥結で合意、バイデン米政権下の2023年にはインドが米国産品への報復関税を撤回することで合意したものの、トランプ氏は2024年12月にインドへの報復関税導入を表明している。

そのほか、中国は米国に代わる輸出先を求めることになるが、中国からの輸入割合が高いASEAN諸国は（右図）、その有力な候補となろう。例えばタイのEV市場で見られるように、安価な中国製品が国内市場に流入し、既存企業にとっては競争環境が悪化し、業績が悪化、投資や雇用にマイナスの影響が出るリスクがある点にも留意が必要であろう。

