

太陽グラントソントン

エグゼクティブ・ニュース

テーマ：2025年の内外経済見通し

執筆者名：成城大学社会イノベーション学部教授 後藤 康雄 氏

要旨（以下の要旨は2分50秒でお読み頂けます。）

2025年の干支は「巳」。相場格言だと「辰巳天井」で、株高がピークアウトする年になりますが、そのジンクスを破れるでしょうか？

今月号では、日本銀行OBで経済産業研究所上席研究員等を歴任された成城大学社会イノベーション学部・後藤 康雄教授に今年の内外経済の展望を解説して頂きます。

昨年（2024年）は日銀がマイナス金利政策を解除し、政治的には石破政権の誕生や米トランプ大統領の再選など大きな変化があった。この間、日本経済は新型コロナ禍以降、緩やかな拡大を続けており、2025年度は内外需の回復から実質GDPで1.3%成長と予想される。需要項目別では、個人消費が雇用・所得環境の改善から増加傾向を強め、設備投資も高伸、海外需要の高まりで輸出も回復、公共投資はほぼ中立的な寄与とみられ、景気の足を引っ張る項目は見当たらない。

輸出を左右する海外経済では、米国がインフレ一服による実質所得増から個人消費が堅調で、2.2%成長となろう。欧州は足踏みしていた景気が賃金上昇から持ち直し、1.2%と予想する。一方、中国は不動産の低迷を映じ、前年よりやや低下するが4.6%と見込む。このため、我が国の輸出は堅調とみられる。

以上が標準シナリオだが、リスク要因として海外経済と我が国の経済政策が挙げられる。海外経済では、先ず米国のトランプ大統領による保護主義的な貿易政策や中国との対立が世界貿易を委縮させる可能性がある。中国は、トランプ政権による中国への高額関税が実行されれば輸出の落ち込みが確実だ。不動産不況とそれによる家計部門の動向も不安材料だ。

経済政策の内、財政政策では社会保障費の膨張への歯止めがかかるか、不透明だ。財政規律が弱まれば長期金利上昇が考えられ、企業、家計の需要減退につながりかねない。金融政策では日銀の利上げの幅や時期が注目される。

他方、低金利からの脱却で長期的な構造調整圧力が生じている。日銀短観（2024年12月調査）で見ると、中小企業は輸入物価上昇による価格上昇を需要者に転嫁しにくく、大企業との景況感格差は拡大している。賃上げも大企業が5%を超える公算であるのに対し、中小企業は余裕が乏しい。金利上昇の影響も中小企業には大企業以上に逆風となる。2008年のリーマンショック以降、大規模な資金繰り支援が行われ、過重な債務を負ったゾンビ企業が2022年時点で2割弱に至っている。こうした事情から、金利上昇は中小企業に大きな試練となろう。

以上、2025年の日本経済には、国内外のリスク要因や経済政策の推移、構造調整圧力による中小企業への下押し圧力など懸念材料も認められる。ただ、堅調な景気の中でリスク要因の顕在化が避けられ、中小企業のバイタリティで構造変化を跳ねのければ、力強い経済成長の道筋も視野に入るものと思われる。

「太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちら⇒<http://www.grantthornton.jp/library/newsletter/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-6438-9395 e-mail: mc@jp.gt.com
太陽グラントソントン マーケティングコミュニケーションズ 宛

テーマ：2025年の内外経済見通し

成城大学社会イノベーション学部教授 後藤 康雄

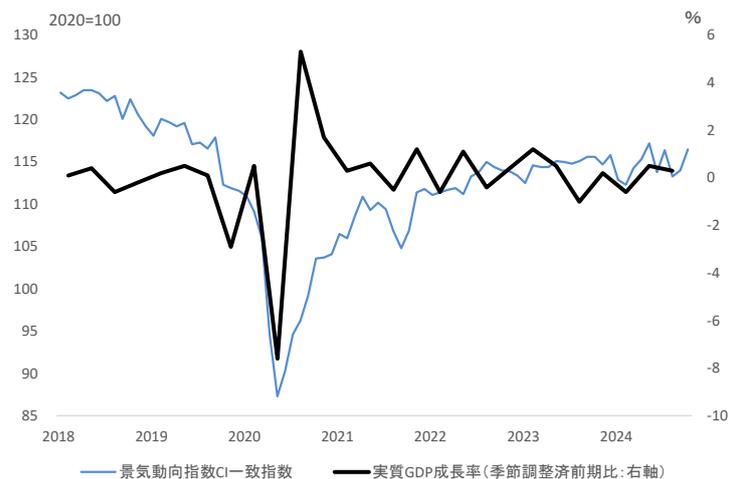
はじめに

2024年を振り返ると、能登半島地震による衝撃的な元旦に始まり、1年の間に様々な出来事があった。金融関係では、3月に日本銀行がマイナス金利政策を解除し、政策金利を△0.1%から0~0.1%程度へと引き上げることを決定した。日銀による利上げは2007年以来17年ぶりであり、久方ぶりの“金利のある世界”に一步を踏み出した。一般的に金利の引き上げは為替レートに関して円高方向に働くが、他の先進国に比べ利上げのテンポが緩やかにとどまる中、むしろ円安が一段と進み、4月には1ドル160円台と1990年以来約34年ぶりの円安水準に至った。

経済に強い関連性を持つ政治にも大きな動きがあった。政治資金をめぐる問題は年初から自由民主党をはじめ政界を大きく揺るがした。岸田前総理から石破新総理に政権が交代し、10月の衆議院選で与党は過半数割れを余儀なくされた。この間、政治資金問題の中心にある安倍派の勢力が減退し、アベノミクスの柱である超低金利を維持する政治的圧力は弱まっているようにみえる。政治という点では、米国で11月の大統領選をドナルド・トランプ氏が制し、「もしトラ（もしもトランプ氏が再当選したら）」が現実のものとなったほか、欧州ではドイツの連立政権が瓦解するなど混乱が続いてきた。

以上の通り、内外で様々な出来事があったが、日本経済の回復基調はおおむね維持された1年であった。新型コロナウイルス感染拡大によって未曾有の景気落ち込みを経験した2020年春過ぎを景気の谷として、その後緩やかな拡大を続けてきた。（図表1）は、わが国の代表的な景気指標である景気動向指数（CI<Composite Index>一致指数）と実質GDP（季節調整済前期比）であり、景気回復の足取りは崩れていない状況がみてとれる。

図表1 わが国の景気指標の推移



出所：内閣府「景気動向指数」、「四半期別GDP速報」より作成

足元の日本経済の動向をGDPの主な需要項目からみると、まず国内民需の両輪をなす個人消費と設備投資が増加傾向を維持しているのは心強い材料である。この背景には、家計部門における雇用情勢や消費マインドの改善、企業部門における収益の拡

大、賃上げの実施などがある。外需（輸出）は、力強さには欠けるものの総じて横ばい圏内の伸びは保っている。足元に至る以上の流れを経て、2025年の内外経済がいかなる方向に向かうのか、今後のシナリオを以下展望していく。

1. 2025年度の日本経済—緩やかな回復が続く公算

2025年度の日本経済は、数年ターム（期間）の短期的な経済の動き、すなわち「景気」という観点からは、おおむね緩やかな回復の流れが続くとみられる（注1）。一方、長期的な経済のトレンド、すなわち「経済成長」という観点からは、いくつかの構造調整要因が経済の構造を揺るがしかねない節目を迎えるとみられる。これにより当面の日本経済は、短期と長期の要因がせめぎ合う様相を呈すると予想される。以下ではまず短期的な視点から国内外の景気の見通し、次に景気を取り巻くリスク要因、最後に長期的な視点から構造要因という流れで述べていく。

（注1）経済動向を数量的に表すに際し、わが国では年度ベース、海外では暦年ベースの値を用いることが多い。本稿でも日本経済の展望については年度ベースの予測値を用いる。

1) 国内景気

まずわが国の当面の景気について、数量的に景気動向をとらえる指標として実質GDP成長率を用いて展望する。わが国の実質GDPはコロナ禍によって経済活動が大きく制約された2020年度に△3.9%と歴史的な落ち込みをみせた後は、ほぼ一貫して増加を続けてきた。2024年度は外需の鈍化により輸出が足踏みしたため0.4%程度の低い伸びにとどまると見込まれるが、2025年度は内需、外需とも回復傾向を強めると見込まれ、実質GDP成長率は約1.3%と大きく伸びを高めると予想する（図表2）（注2）。

図表2 わが国の主要経済指標の見通し

		2023 (実績)	2024 (見込み)	2025 (予測)
前 年 比	実質GDP合計	0.7	0.4	1.3
	民間最終消費支出	-0.4	0.9	1.4
	民間住宅	0.8	-2.5	0.0
	民間企業設備	-0.1	1.8	2.5
	政府最終消費支出	-0.8	0.7	0.7
	公的固定資本形成	-0.3	0.9	0.2
	輸出	2.8	1.6	3.5
	輸入	-3.3	4.2	3.5
寄 与 度	国民需	-0.5	0.7	1.2
	公需	-0.2	0.2	0.2
	外需（純輸出）	1.2	-0.5	0.0
名目GDP・前年比		4.9	3.0	3.8
完全失業率		2.6	2.5	2.3
消費者物価指数（除く生鮮食品）		2.8	2.5	1.7

注1：見込み、予測は成城大学社会イノベーション学部後藤康雄研究室による。

注2：単位は%、%ポイント。年度ベース。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」、総務省「消費者物価指数」、「労働力調査」をもとに作成

(注2) 筆者の主宰する成城大学社会イノベーション学部後藤康雄研究室の予測による。本稿における以下の予測値は全て同様である。

これを需要項目別にみると、家計部門の個人消費、企業部門の設備投資とも2024年度から2025年度にかけて伸びを高める見通しにある。特にGDPの最大の需要項目である個人消費は、完全失業率が今後も低下するなどの雇用・所得環境の緩やかな改善に支えられ、増加傾向を強める公算が大きい。

また、海外需要の回復により輸出が回復基調を強めることから、外需の寄与度も高まる。この間、公共投資などの公的需要は経済成長率に対しておおむね中立的な寄与を続ける。2024年度の流れを引き継ぐ形で、国内民需、公需、外需とも、当面の景気の足を大きく引っ張る項目は見当たらない。

2) 海外経済

次に、輸出を左右する海外経済についてみていく。まず米国では、利上げや物価高が景気の下押し圧力となりつつも、足元の個人消費、設備投資とも総じて堅調に推移しており、経済全体として拡大基調を保っている。2025年は、高金利の影響が残り続ける一方、インフレ率の一服による実質ベースの所得増加等を背景に個人消費が堅調をたどるなど、景気はおおむね底堅く推移し、2%を上回る実質成長率を達成すると予想する。

一方、欧州では2022年後半から2023年にかけて、急激なインフレ高進と金融引締め等により、景気の足踏み状態が続いていたが、2024年入り後は賃金上昇がインフレに勝る形で個人消費を中心に景気は徐々に持ち直してきた。もっとも、不安定な政治情勢による政策の不透明感や地政学的リスクなど欧州をめぐる不安要素は多く、その足取りは力強さに欠けている。2025年も不透明感は根強いが、標準シナリオとしては足元の回復傾向が一段と強まり、2024年見込みの0.7%から2025年は1.2%へと成長率を高めると予想する。

次に中国だが、足元の実質GDP成長率は、不動産の低迷が続いていることなどを映じて鈍化傾向にある。2025年についても、経済対策の効果は幾分期待されるもののそのインパクトは限定的であり、実質成長率は2024年から幾分低下すると予想する(2024年見込み4.7%、2025年予測4.6%) (図表3)。

図表3 海外の実質成長率の見通し

	2023 (実績)	2024 (見込み)	2025 (予測)
米国	2.9	2.8	2.2
欧州 (ユーロ圏)	0.4	0.7	1.2
中国	5.2	4.7	4.6

注：単位は前年比、%。暦年ベース。

出所：実績値は各国・各地域政府の公表資料に基づく。見込み、予測は成城大学社会イノベーション学部後藤康雄研究室による。

このように国や地域ごとの濃淡はあるが、海外経済全体としてみれば増勢を維持する公算が大きい。したがって、急激な円高が進むなどの大きな環境変化が無い限り、わが国の輸出も堅調を続けるとみられる。

2. 当面のリスク要因

以上は大きな攪乱要因が生じなければ内外経済がたどるであろう標準シナリオだが、実際には様々なリスク要因が存在する。以下、その主なものとして海外経済と経済政策の2つを挙げる。

1) 海外経済のリスク要因

(1) 米国

まず最大のリスク要因は海外経済の減速、とりわけ世界1位、2位の経済大国である米国と中国の景気悪化が挙げられる。まず米国については、何とんでもドナルド・トランプ氏が大統領に再任され、政策の方向性が大きく転換することである。これによる世界経済への影響は計り知れない。まず直接的には、保護主義的な貿易政策や中国との対立の強まりが世界貿易を委縮させる可能性がある。また、同氏の米国第一主義のもと、同盟国との関係に厳しい立場を取ることが見込まれる。例えば、欧州ではNATO（北大西洋条約機構）、東アジアでは日本、韓国などとの安全保障協力に対して強硬姿勢を取れば、地政学的リスク、ひいては国際経済に与える影響は甚大なものとなろう。米国経済を最優先する方針は一時的に米国の経済成長をもたらすかもしれないが、ならしてみれば国際的な緊張がマクロ経済にもたらす悪影響のほうがはるかに大きいように思われる。

(2) 中国

一方の中国経済も多くの不透明要素を抱える。もしトランプ政権が大統領選挙時に示した中国への60%追加関税などを実行すれば、輸出が落ち込み、実質成長率も大きく減退することはほぼ確実である。また、2024年の中国経済を押し下げる主因であった不動産不況とそれによる家計部門を中心とするバランスシート調整も引き続き大きな不安材料である。不動産開発投資はここ数年1割程度の減少が続いており、その影響は不動産市況の悪化を通じて家計部門を直撃している。重要な消費関連指標である小売売上の伸びは、2023年から2024年にかけてほぼ半減した。こうした中、トランプ政権の強硬姿勢を織り込む形で、中国政府は内需拡大を一段と重視する政策運営方針にあり、2024年12月の共産党中央政治局会議では財政政策のさらなる積極化と緩和的な金融政策の運営を決めている。もともと、2008年のリーマンショック勃発以降、おおむね一貫してマクロ経済政策で景気下支えを続けてきた一方、労働力人口のピークアウトなどのもとで潜在成長率も低下しつつある状況下、政策発動の余力も徐々に狭まっている。米国の強硬度合いや不動産市況の動向次第で、中国の景気が大きく落ち込むリスクは否定できない。

(3) 米中以外

米国、中国以外に目を向けると、欧州も依然として不安定な政治情勢が続くと見込まれる。政情不安の背景としては、経済格差の拡大、移民・難民問題、それらを背景とする社会的不満の受け皿となるポピュリズム勢力の台頭、長引くウクライナ戦争、根深い域内の統一性の欠如（価値観や政策の基本方針の相違）などがあり、その多くは早期に解消するような性格のものではない。このように、海外経済は、各国・各地域で様々な不安要素を抱えている。

2) 経済政策

(1) 財政政策

次に経済政策が抱える不透明要素を、財政政策、金融政策のそれぞれについて考える。まず財政政策については、衆議院で与党が過半を割っている中、その方向性について不透明感は極めて強い。過去の石破氏の発言や政治スタンスなどからみる限り、基本的には財政健全化を重視する政策運営が見込まれる。もっとも、年末にかけての「年収103万円の壁」の見直しに関する与野党協議からもわかるように、今後、与党の方針をどこまで貫けるかは全く読めない。2025年度予算編成はなんとか乗り切ったとしても、その後も様々な譲歩を続ける過程で財政が拡張する可能性もある。特に、国民の生活に直結し、今日の財政赤字の主因ともいえる社会保障費の膨張への歯止めについて今後の展望はみえない。

こうした財政の先行きは、公共投資など政府による直接的な需要だけでなく、社会保障費や税金の負担、すなわち国民負担率を通じて家計の可処分所得や個人消費を左右する。また、財政規律が弱まったと金融市場がみなせば長期金利の上昇を招く事態も考えられ、そうなると企業や家計の借入金利の上昇を通じた需要減退につながるなど、波及効果は大きい。

(2) 金融政策

経済政策という点では金融政策の先行きについても不透明感が強い。大きな流れとして日銀は今後も利上げの方向に向かうとみられるが、多くの金融市場関係者が予想した2024年12月の利上げが見送られたことから窺われるように、そのテンポは緩やかに止まるというのが当面の標準シナリオであろう。筆者としては、大方の市場関係者と同様に、2025年のうちに2、3回、それぞれ0.2%前後の幅で引き上げられると予想している。

もっとも、利上げの時期や幅の判断は、薄氷を踏むような細心のバランスでなされるとみられる。日銀は常に日本経済全体に目配りしているだろうが、とりわけ景気の裾野の波及を注視していると思われる。後でも述べるように、大企業を中心とする収益改善の好影響が経済全体に十分及んでいるとは未だ言い難い。今後の波及については企業の経営方針に負う部分が大きく、先行きは不透明である。

また、利上げを巡っては世論を眺めた政治的な思惑も無視できない要素となり得る。2000年代頃までは、判で押したように、輸出の減退を招く円高は“悪”とみなされていたのが、企業のグローバル化による輸出への影響の希薄化、輸入物価上昇を起点とする家計の実質所得の減退などにより、むしろ円安によるリスクが意識される時代になっている。もし円安の地合いを変える利上げが国民にアピールするとなれば、政治や、それを織り込んだ金融市場が金融引き締めを促す展開もあり得なくはない。為替市場などをはじめとするこうした金融市場をまじえた駆け引きは、日銀自身にとって大きなリスク要因だろう。「金融政策を為替相場の操作には用いない」という日銀のスタンスは原則としてはその通りだろうが、現実には為替市場の動向は無視できない大きな判断材料でもある。もし日銀と金融マーケットの対話が齟齬（そご）をきたせば、思わぬ市場の混乱が生じ、ひいては実体経済にも大きな攪乱要素となる。

3. 金融・物価面からの構造調整圧力―企業規模の視点を交えつつ

短期的な視点から、当面の景気は以上の通り緩やかな拡大傾向をたどるとみられるが、2025年は、そこに長期的な視点からの構造調整圧力がかかる構図になると考えられる。具体的には、金利と物価が上昇することによる影響である。わが国の経済は、長年にわたり金利と物価が動かない、すなわち金利は超低水準に据え置かれ、物価や賃金はほぼ横ばいで推移する、ということを前提とする構造に変容していた。この「金利や価格が動かない」という前提条件が崩れると、長期的には経済の正常化に向かうことが期待される一方、初期段階ではその調整圧力が経済を下押しする可能性が高い。

分かりやすいところでいえば、各種メディアでも喧伝されてきた住宅ローン金利の上昇による家計部門への影響がある。まず直接的に住宅投資を抑制するほか、個人消費にもマイナスの影響が及ぶ。短期金利は上がらないという漠然とした想定の下、住宅ローンの借入では変動金利型が中心となってきた。短期金利の上昇は、そうした債務を負った家計の返済負担を確実に高め、可処分所得の重石となる。これは超低金利が恒常化した状態からの脱却に伴う、わが国特有の構造調整圧力の一つの側面といえる。

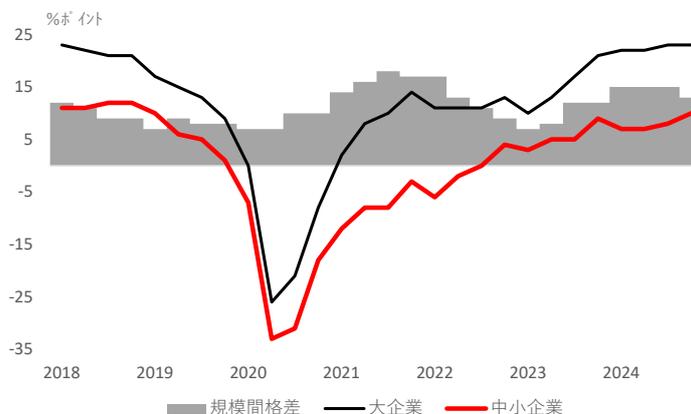
1) 中小企業への構造調整圧力

こうした当面の構造調整について、企業部門を企業規模の観点から区分し、特に中小企業に焦点を当てて経済全体と関連付けながら考える。わが国の中小企業は雇用者の約7割、付加価値の約5割を占め、今後の日本経済のゆくえの鍵を握る。ここであらかじめ結論をいっておくと、物価や金利の上昇は、大企業よりも中小企業にとって大きな負担となり、景気の裾野の拡大に影を投げかける。

2) 景況感の推移

(図表4<次頁>)は、大企業と中小企業の景況感の推移をみたものである(日銀短観<2024年12月調査>の業況判断DIによる)。大企業、中小企業ともコロナ禍以降改善基調をたどってきたが、その足取りにはかなりの違いがある。大企業は2020年5月頃にかけて感染拡大の第1波により大きく落ち込んだ後は急回復したのに対し、中小企業は緩やかなテンポにとどまったため、両者の景況感の格差は拡大した。その後、徐々に感染拡大の影響が終息する中、格差は縮小に向かったが、2023年頃からは輸入物価上昇を映じた原材料価格上昇のしわ寄せを受ける形で、中小企業の改善度合いは鈍いものにとどまっている。このため、規模間の格差は再び拡大した。大企業は、製品価格を引き上げることで、中小企業などの取引先や消費者等の最終需要者にコスト上昇の転嫁をしやすい一方、中小企業は、特に大企業との価格交渉において劣位に置かれることが多く、なかなか転嫁を進められない状況にある。

図表4 企業規模別の業況判断DI



注：規模間格差は大企業－中小企業。

出所：日本銀行「全国企業短期経済観測」より作成

3) 賃上げの動き

このように外部環境の変化と自社の価格設定の狭間で苦慮する構図は、モノの値段である製品価格だけでなく、労働の価格である賃金にも当てはまる。デフレ圧力を払拭し、「失われた30年」とも呼ばれた長期停滞から抜け出せるかの瀬戸際に日本経済はあるが、その成否の鍵は、企業部門の好調が賃上げにつながることで家計の可処分所得をもたらす、民需の両輪（企業と家計）が好循環を形成できるかにある。比較的政府の思惑が通じやすく、賃上げの原資も相対的に潤沢な大企業の2024年春闘の妥結状況は5.58%（経団連調べ）と33年ぶりの高水準を実現した。2025年も5%を超える賃上げとなる公算が大きい。

一方、中小企業も、2024年は+4.01%（同）と前年より高い伸びで妥結した。ただし、大企業に比べ賃上げ原資に限られる厳しい状況ながら、相応の賃金を提示しないと人材が確保できないことなどを考慮した“防衛的”賃上げとみられる。2025年も大企業が相応の賃上げを行うとなれば、中小企業も高い賃上げを行う必要が出てくるが、それは大企業とはかなり様相が異なり、“身を削った”賃上げとなる。各都道府県の最低賃金も引き上げられつつある中、賃金の上昇もまた中小企業の経営を圧迫する要因となる。

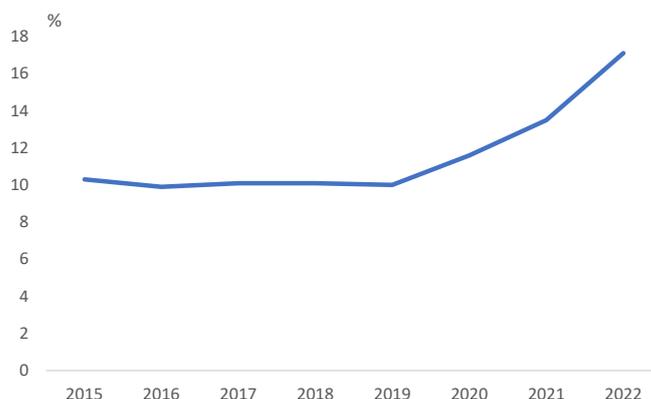
4) 金利上昇の影響

金利の上昇もまた中小企業にとって、大企業以上に逆風となる。バブル崩壊後、日本経済は幾多の経済ショックの荒波をかいくぐってきた。2000年前後の金融システム不安、2008年以降のリーマンショック、2020年以降のコロナ禍と、いずれも歴史的な景気の下押しをもたらす出来事が続いてきた。その度に中小企業部門に対しては大規模な支援がなされ、とりわけ資金繰りを支えるため銀行融資を中心とした破格の好条件での資金の融通がなされてきた。こうした支援は緊急時の対策としては妥当であったと考えられるが、あまりにも大規模かつ長期にわたって続けられてきたため、潜在的に過重な債務を抱えている中小企業が増えている。

（図表5）は、帝国データバンクがBIS（国際決済銀行）の定める基準に沿って、いわゆる「ゾンビ企業」、すなわち過重な債務を負った企業を識別し、全体に占める割合を算出したゾンビ企業比率の推移である。コロナ禍を経て上昇傾向にあり、2022年

時点で全体の2割弱をも占めるに至っている。こうした中小の重債務企業は、超低金利で利払い費が少なく済んでいるが、今後金利が上昇すればきめんに利払い負担が経営を圧迫する。物価、金利が変動し始めていることによるインパクトは多方面にわたるが、とりわけ中小企業部門にとって大きな試練となる。

図表5 ゾンビ企業比率の推移



注：ゾンビ企業の定義は、3年連続でインタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR）が1未満、かつ設立10年以上。

出所：帝国データバンク（2024）「「ゾンビ企業」の現状分析（2023年11月末時点の最新動向）」

おわりに

以上をまとめると、2025年の日本経済は、全体としては緩やかな拡大基調をたどるとみられるが、国内外に様々なリスク要因が存在する。また、物価や金利の変動が日本経済の基本構造、とりわけ中小企業部門に下押し圧力をかける。こういうと悲観的に聞こえるかもしれないが、見方を変えれば、堅調な景気の基盤のもと、リスク要因の顕在化が避けられ、さらにわが国の中小企業のバイタリティによって構造変化の逆風を跳ねのけられれば、久方ぶりの力強い本格的な経済成長のパスも視野に入る2025年でもある。

以上

執筆者紹介

**後藤 康雄(ごとう やすお) 1964年 北九州市生まれ
成城大学社会イノベーション学部教授**

<学歴・職歴>

1988年 京都大学経済学部卒業
1988年 日本銀行入行
1995年 シカゴ大学大学院 経済学修士号取得
1997年 三菱総合研究所入社（政策・経済研究センター）
2011年 京都大学 経済学博士号取得
2015年 経済産業研究所上席研究員
2017年 成城大学社会イノベーション学部教授

<主要著作>

「中小企業のマクロ・パフォーマンス」（2014年10月、日本経済新聞出版社）2014年度エコノミスト賞受賞