

第一生命経済研究所レポート selection

2025 年 3 月 12 日

団体年金事業部

【四半期特別マーケットレポート】2025 年 4 月以降の市場環境見通し
～内需の上振れ余地を考える～

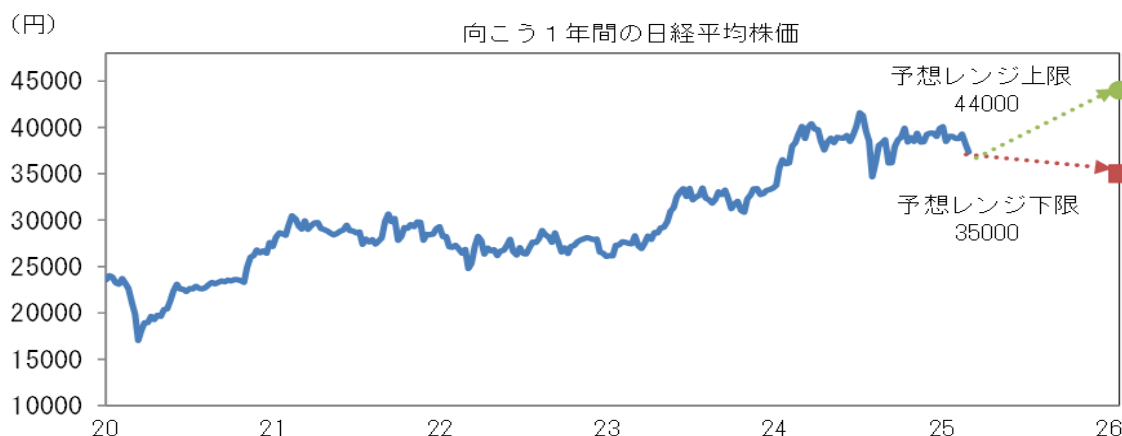
当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所が四半期ごとに今後の市場環境の見通しについて年金通信読者向けに特別レポートを作成しております。

今回は、「2025 年 4 月以降の市場環境見通し～内需の上振れ余地を考える～」をお届けします。是非ご一読下さい。（別添参照）

内容

■ トピックス： マクロファンダメンタルズから見る市場環境

■ 市場見通し



(出所) Refinitivより第一生命経済研究所作成

■ 【景気の現状と展望（米国、日本、欧州、中国・アジア新興国）】

四半期特別マーケットレポート

テーマ：2025年4月以降の市場環境見通し
～内需の上振れ余地を考える～

発表日：2025年3月12日（水）

第一生命経済研究所 経済調査部

【トピックス：マクロファンダメンタルズから見る市場環境】

3月入り後、日経平均株価は3.6万円を割れるまで水準を切り下げた。まず世界経済を俯瞰すると、米国経済は消費者マインドが冷え込むなど不気味なデータもあるが、失業率が低水準を維持する下で堅調な推移を続けている。また製造業指標の改善に期待が持てる状況になってきたことも重要。2025年1月のISM製造業景況指数は50.9となり、2022年10月以来の50回復を遂げた後、2月も50を維持した。大統領選を通過したことで、（民主党か共和党かという）政策不透明感が後退し、これまでに手控えられてきた案件が実行に移され、生産・投資活動が活発化するのではないかと。こうした傾向は2016-17年にも観察された。また、中国との経済的分断が深刻化すると懸念からサプライチェーンを再構築する動きが加速する可能性もあり、リスクは必ずしも下向きではない。

それに加えて、欧州にも光明が差し込んでいる。ここへ来てロシア・ウクライナによる停戦協議が前進するとの期待感から幾つかの景況感指標が上向くなど明るい兆候が散見される。欧州株はECBの利下げも追い風となり、日米株に対して優位なこの間、中国については不動産市況の長期低迷が足かせとなり、依然として多くを期待できる状況にはないものの、減速の勢いが強まっている様子もない。このように世界経済全体として方向感悪くない。そうした状況下、日本株を下押ししている要因として「過度な円高」があるかもしれない。一部にはドル安を志向するトランプ大統領が第2のプラザ合意を仕掛けるとの憶測もあるようだ。

この点、筆者は第2のプラザ合意に対する脅威は杞憂に終わると考えている。今年は昭和100年、プラザ合意から40年という節目の年であることもあってか、米国の政治的要請でドル安が進行するとの憶測が浮かんできている。ただしその可能性はゼロに近いだろう。そもそも現在の米国は、ドル高によって製造業が極端に衰退している訳でもなければ、それによって失業率が上昇する構図にもない。トランプ大統領は米国内に投資を促すよう、製造業の復活を声高らかに主張しているが、「ドル安→製造業復活」という経路は政治的に華々しく聞こえたとしても、米国内の高コストを踏まえると実利には乏しい。また1985年当時、プラザ合意は日本、米国、英国、西ドイツ、フランスという米国に親密な僅か5ヶ国が当事者であったが、それに対して現在の米国が是正を試みているのは中国を筆頭とするグローバル・サウスとの通商であり、地政学的な戦略も含んでいる。大胆不敵なトランプ大統領とはいえ、さすがにドル安を狙った政治的合意が成立するとは極めて考えにくい。第2のプラザ合意は「噂」としてそれなりに面白いが、現実味には欠ける。そもそもドル安は関税引き上げと相まって、米国のインフレ圧力を増幅させる可能性が高いため、トランプ政権が狙うとは考えにくい。

また株式市場では、日銀の利上げが企業収益を圧迫するとの懸念も意識されている。その点、日銀の利上げが織り込まれ、長期金利が上昇傾向にあることは、既に日本株の下押し要因となっていると考えられる。債券と株式の利回り格差を考えた場合、今や日本の長期金利水準（3月11日時点で10年金利は1.5%程度、30年金利は2.6%程度）は一部の投資家を満足させ、株式の魅力を削いでいる可能性がある。もっとも、「借り入れコスト（金利）増加→設備投資減少」という、伝統的・教科書的な引き締め経路による景気下押し効果は想定しにくい。マクロ的にみれば企業は貯蓄主体であり、実質無借金の企業が増加していることから、金利負担増加に起因する企業活動の下押し圧力は弱い。この点において日銀の利上げは、過去に比

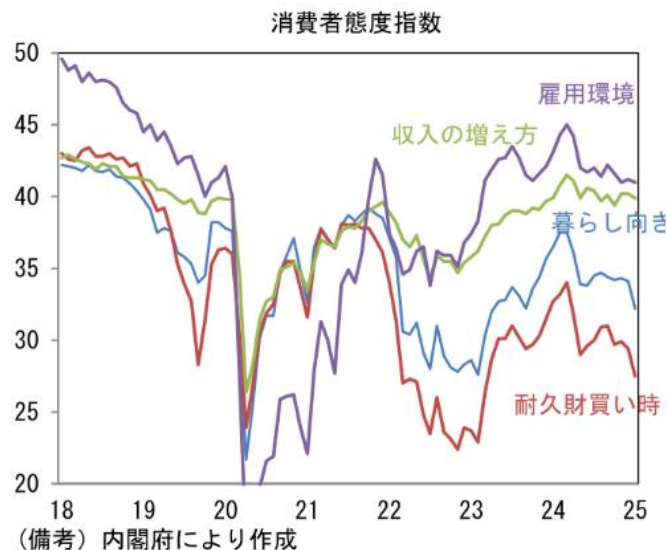
べて引き締め効果に乏しいと考えられる。



また利上げによって、家計の受け取る預金利息の増加が見込まれていることも重要。それが上手く消費に回れば、個人消費は底堅さを増し、企業収益の追い風となる。また利上げによって円高が進行すれば、輸入物価の低下を通じて家計の実質的な購買力が増加し、内需拡大に貢献する可能性もある。特に食料品は、天候要因に加え、ここ数年の円安に伴う肥料価格や輸送コストの累積的増加が価格高騰の背景にあるため、円高が家計に及ぼす好影響は大きい。ちなみに、日本銀行が政策目標に掲げているのは生鮮食品を含んだ消費者物価指数の前年比上昇率を2%に維持することであり、日銀が展望レポートで予想を示しているコアCPI（除く生鮮食品）やコアコアCPI（除く食料とエネルギー）ではない。今後も生鮮食品の上昇が続けば、日銀はコアCPIよりも総合指数を重視せざるを得なくなり、より積極的な利上げが実現する可能性もある。日銀の利上げが景気減速に繋がるという懸念が株式市場で意識されているのは事実であろうが、いざ利上げを進めてみると、景気が崩れないどころか、むしろ加速するという意外なシナリオもある。そうなれば、内需関連株が物色される可能性があるのではないか。

また筆者は、はっきりとした賃上げが3年連続となることに注目している。エコノミストなどの専門家は、現在の賃金上昇を人手不足に起因する構造的なものと認識しており、持続性が高いと判断しているが、マクロ経済の動向に必ずしも精通していない労働者（消費者）はこの3年の賃上げを特殊要因と見なし、持続性を懐疑的にみている可能性がある。

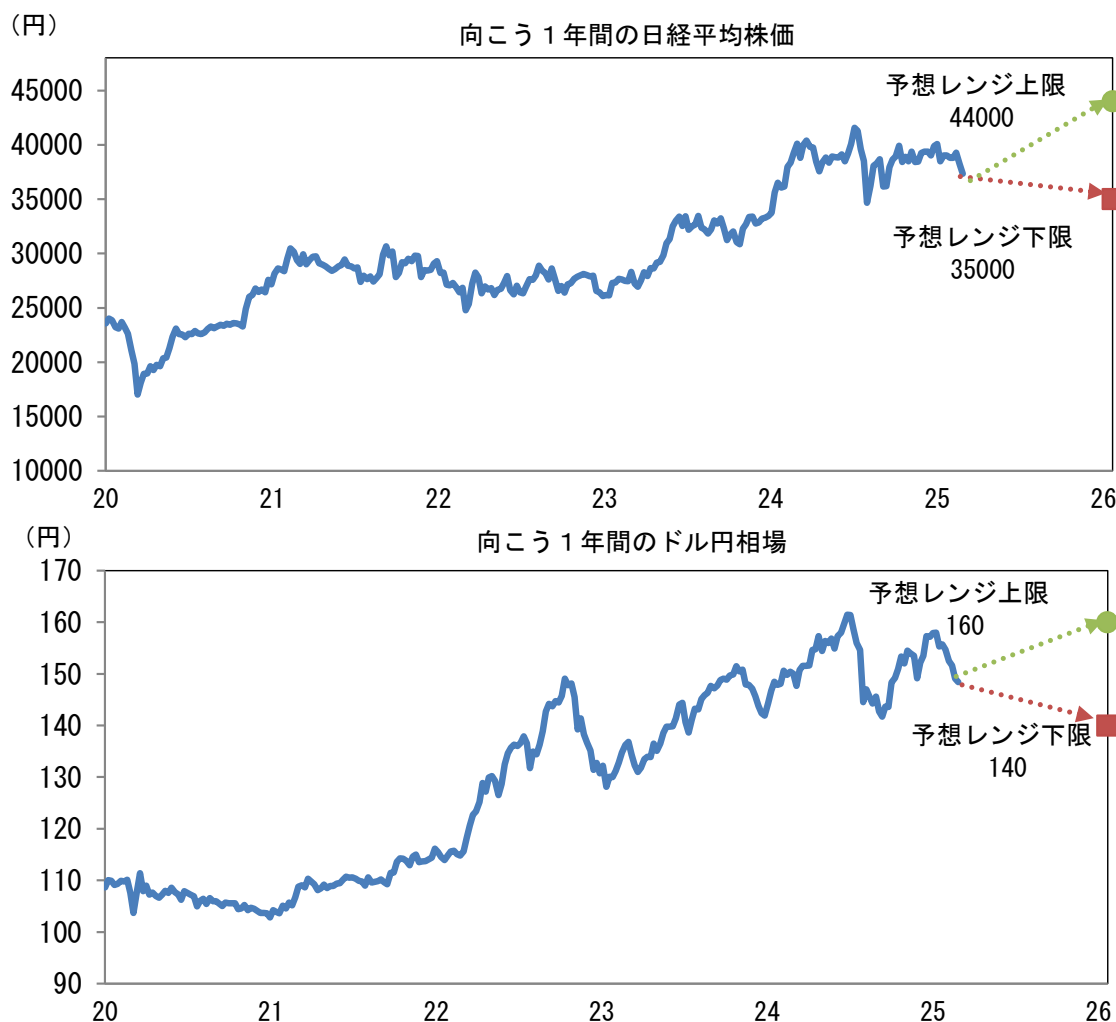
そこで消費者態度指数の構成項目である「収入の増え方」に注目したい。調査票の質問は「あなたの世帯の収入の増え方は、**今後半年間**に今よりも大きくなると思いますか、小さくなると思いますか」であり、回答は「大きくなる」から「小さくなる」までの5択となっている。2025年1月時点で指数水準は39.9に留まっている。コロナ期の終焉と共に2023年から緩やかな上昇に転じたものの、2018-19年平均（41.1）よりも低い。名目賃金が約30年ぶりの上昇率となっているにもかかわらず、消費者は慎重な見通しを崩していない。2025年4月以降、3年連続の賃金上昇を受けて、この指数がどう変化するのか注目したい。



そうした消費者の見通しが「無事に外れて」エコノミストなど専門家の予想に近づけば、今年の個人消費は期待できるのではないかと。伝統的な経済学のモデル（恒常所得仮説）に従えば、消費者は一過性の所得（一時的所得）増を単なる「幸運」と見なし消費行動を変化するに至らないが、それが遠い将来まで続く（恒常所得）と考えれば支出を増やす。もちろん、実質賃金のプラス転化がままならない現在の状況で、消費性向の上昇を伴った消費増加を期待するのは希望的観測が過ぎるかもしれないが、それでも平均消費性向（二人以上勤労者世帯）がコロナ期前を回復できていないことを踏まえると、上振れ余地があるように思える。平均消費性向は、賃金上昇の恩恵を受けている30代以下の世帯で顕著な落ち込みが確認されている。将来に対する不安が根強いとはいえ、3年連続の賃上げを受けて「貯蓄から消費」の流れが始まって不思議ではない。これまで日本株の稼ぎ頭は、海外の成長を取り込めるグローバル企業であったが、今後は内需関連株に期待ができるのではないかと。



【市場見通し】



(出所) Refinitivより第一生命経済研究所作成

予想コメント

◇株式

日本株は米国の政策不透明感が強い下、上値が重くなっている。先行きは、米景気が堅調に推移する中、中国の景気対策への期待感もあり、投資家心理の改善が期待されるものの、トランプ関税の脅威が和らぐには時間を要するだろう。もっとも、日本企業の積極的な株主還元が下値を支えよう。

◇ドル円

米国はインフレ率が高止まりしており、市場参加者はF R Bの利下げ終了を意識している。トランプ氏の掲げる政策（関税、移民抑制）によってインフレ率が再加速すれば、日米金利差拡大を通じた円安も考えられるが、日銀の利上げ観測もありドル円は160円を超える円安は想定しにくくなっている。

◇金利

日銀は25年1月に追加利上げを実施し、政策金利は0.5%となった。今後も半年に一度程度の利上げが続き、26年1月までに1%へ到達する可能性がある。長期金利は日銀による国債買い入れが続く下、1%台半ばで推移するとみている。

注) 記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【景気の現状と展望（米国）】

米国では、経済の減速感が見られるなか、インフレが下げ渋っている。24年10-12月期の実質GDP成長率（2次推計）は、在庫投資の押し下げによって前期比年率+2.3%（7-9月期同+3.1%）と減速したものの、個人消費が同+4.2%（同+3.7%）と加速し高い伸びとなっており、米国経済は堅調さを維持した。

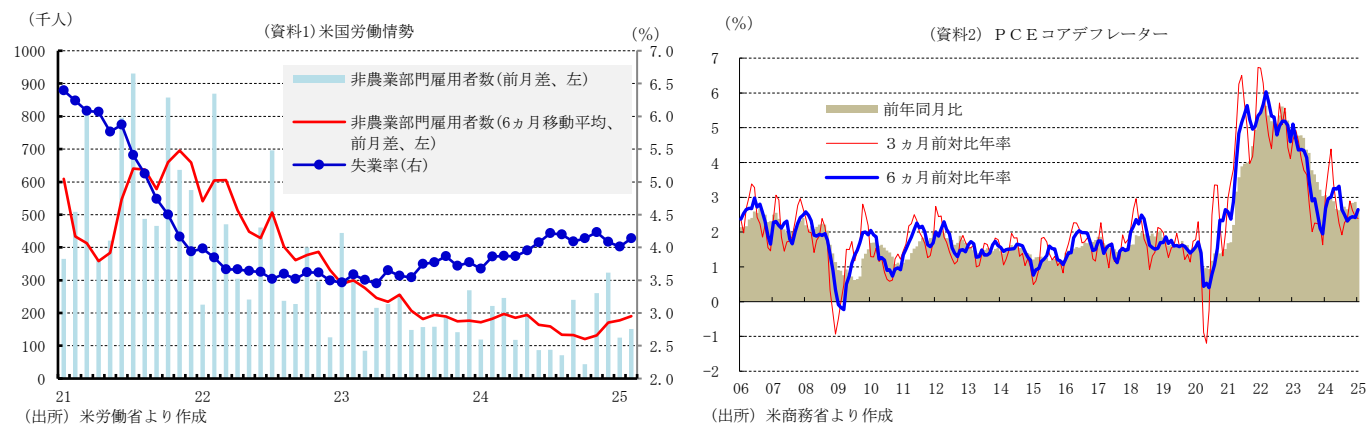
25年入り後、所得の増加が続くもと、1月の実質個人消費は前月比▲0.5%と減少した。ただし、1、2月は暴風雪などの悪天候の影響を受けており、消費意欲が急激に悪化した訳ではない。2月も悪天候の影響が残る中、非農業部門雇用者数（事業所調査）が前月差+15.1万人（前月同+12.5万人）と前月から加速した。雇用の増加基調は、3カ月移動平均で同+20.0万人（同+23.6万人）と鈍化した。高い伸びを保っているうえ、6カ月移動平均で同+19.1万人（同+17.7万人）と加速し、堅調なペースを維持している。また、企業の景況感を示すISM景気指数で、製造業が50.3（前月50.9）と小幅低下した一方、非製造業が53.5（前月52.8）と上昇し、非製造業部門の拡大ペースが再加速したことが示された。米景気は減速したが非製造業主導で堅調さを維持していると判断される。

インフレでは、FRBが重視しているPCEコア価格指数（食品とエネルギーを除く）が1月に前年比+2.6%（12月同+2.9%）と低下したが、依然高い伸びとなった。3カ月前対比年率で+2.4%（同+2.4%）と下げ渋り、6カ月前対比年率で+2.6%（同+2.4%）と、短期、中期でインフレ圧力が残存している。

トランプ2.0が始まった直後の1月28、29日に開催されたFOMCで、FRBは政策金利を4会合ぶりに据え置き、FFレート誘導目標レンジを4.25~4.50%に維持することを全会一致で決定した。24年に1%の大幅な利下げを実施したことで引き締めが弱まったなか、景気が好調さを維持し、労働市場が堅調に推移する一方、インフレ低下の動きが停滞したこと等を背景に、政策金利の据え置きが決定された。追加利下げの条件として、パウエルFRB議長は「調整を検討する前に、インフレの実際の進展」、あるいは「労働市場の弱さ」を確認する必要があると強調した。

トランプ大統領は、4月以降に相互関税に加えて、自動車、半導体、医薬品、銅、木材など産業別に関税賦課を開始する方針を示している。関税は徐々に上乗せされていく可能性がある一方、貿易や安全保障などでの交渉次第で、撤回、据え置きされる可能性もある。ただし、対米貿易黒字の大幅な削減や米国が指摘する不公正貿易慣行の解消などを目指した交渉にはかなりの時間がかかるうえ、早期の実現は困難である。このため、4年に亘り関税が段階的に賦課されていく恐れがある。トランプ関税をきっかけとした先行き不透明感の高まりや、ドル高の進展のほか、不法移民の取り締まり強化や移民の制限等は、経済活動やインフレの抑制に繋がるとみられる一方、環境・金融・AIなどの規制緩和が経済活動の押し上げに繋がると考えられる。25年の設備投資は、政策の先行き不透明感の高まりを背景に、緩やかな拡大が予想される一方、個人消費は、雇用・所得の増加、資産残高の増加、借入コストの低下等を背景に、堅調さを維持すると見込まれる。米経済は減速するものの、潜在成長率（+1.8%）を上回る前年比+2.2%成長が予想される。

FRBは、堅調な経済・労働市場が続くもと、インフレの低下に合わせる形で、慎重なペースで利下げを実施し、25年末までにFFレート誘導目標を3.75~4.00%に引き下げると予想される。ただし、トランプ2.0の恫喝政策を受けた企業や消費者のマインドの急激な悪化、株価の大幅下落などによって、景気・労働市場が悪化すれば、FRBは躊躇せず大幅利下げを実施する公算が大きい。



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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【景気の現状と展望（日本）】

2024 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.2%と高成長だったが、表面上の数字よりも内容が悪いことには注意が必要だ。高成長をもたらしたのはもっぱら外需であり、外需寄与度だけで前期比年率+3.0%Pt も成長率を押し上げている。そして、そのうち輸入の大幅減少による押し上げ分が前期比年率+2.1%Pt を占める。輸入の減少は内需の弱さを反映したものとの解釈も可能で、前向きな評価ができるものではない。

一方、内需は前期比▲0.2%と足踏みとなった。内需の柱である個人消費が前期比横ばいにとどまったことが響いている。定額減税による押し上げで7-9月期の個人消費が出来過ぎだったことの反動もあるが、ボーナス増や児童手当拡充といったプラス材料もあったなか、回復感に欠ける動きが続いている。食料品を中心として物価の高止まりが予想以上に長引いていることが、消費に悪影響を及ぼしている可能性が高い。加えて、住宅投資、公共投資は小幅減となったほか、期待された設備投資も前期比+0.6%と、7-9月期に自動車の供給制約で押し下げられた後には物足りない。このように、10-12月期の内需は総じて足踏みとなっている。

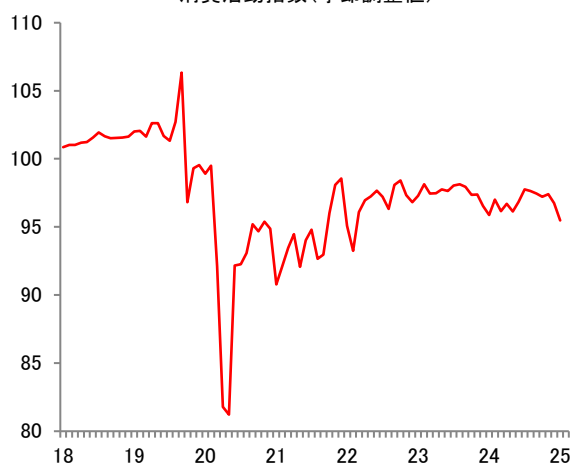
このように、10-12月期は見かけ上の成長率こそ高いものの内容は今一つで、割り引いてみる必要がある。日本経済は緩やかに持ち直してはいるものの、牽引役不在のなか、引き続き回復感に欠ける状況にあると判断して良いだろう。

こうした高成長は持続的ではなく、25 年 1-3 月期の実質 GDP は小幅マイナス成長に転じると予想する。食料品価格の再加速により物価の上振れが続いており、1-3 月期の実質賃金は減少に転じる可能性が高い。生活に身近な食料品価格の上昇は心理面への悪影響が大きいことも相まって、個人消費に下押し圧力が及ぶだろう。また、海外経済に停滞感が残るなか輸出は小幅な伸びにとどまることに加え、輸入で反動増が予想されることから、10-12 月期とは逆に、外需は成長率の押し下げ要因になるだろう。

その後も物価上昇が家計の購買力を抑制する状態は続く。25 年春闘では 24 年をやや上回る高い賃上げが実現するとみられるが、それでも賃金の増加ペースが物価上昇率を明確に上回るには至らない。実質賃金が安定的にプラスになるタイミングは、物価上昇率の鈍化が見込まれる 25 年秋以降までずれ込む可能性が高い。その分、消費の回復度合いも抑制されるだろう。外需についても、トランプ大統領による関税引き上げ政策が世界経済を下押しする可能性が高いことを考えると強気にはなれない。政策の不確実性が著しく増すなか、家計や企業の景況感にも悪影響が及ぶ可能性は高く、これまで好調さを維持してきた米国経済でも減速感が強まる恐れがある。日本からの輸出も緩やかな増加にとどまる可能性が高い。

このように、内外需とも力強さに欠け、日本経済は牽引役不在の状態が続く。25 年の景気は緩やかに回復する可能性が高いが、加速感が出るには至らないだろう。

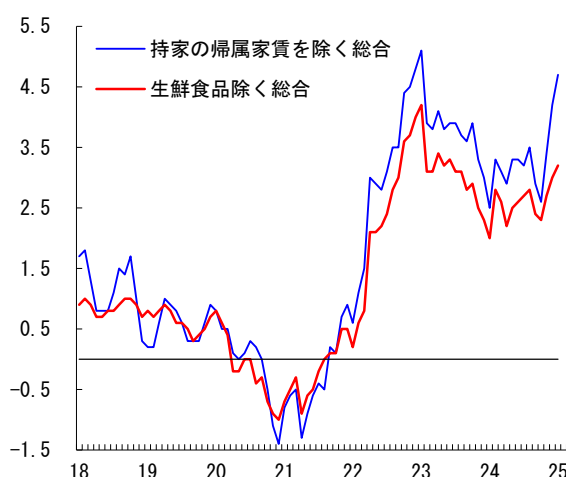
(15年=100) 消費活動指数(季節調整値)



(出所) 日本銀行「消費活動指数」

(注) 旅行収支調整済(除くインバウンド・含むアウトバウンド消費)

全国消費者物価指数(前年比、%)



(出所) 総務省統計局「消費者物価指数」

【景気の現状と展望（欧州）】

ユーロ圏経済の低迷が続いている。歴史的な高インフレの余韻、海外経済の低迷持続、ウクライナ情勢を巡る不透明感の高まりなどが重石となり、2023・24年の成長率は2年連続で1%未満と潜在成長率を下回った。国別には、長年の投資不足やエネルギー調達費用の上昇で構造不況に陥っているドイツが2年連続のマイナス成長で足を引っ張った。財政や政治リスクが高まったフランスでは、パリ五輪特需の剥落後、景気に急ブレーキが掛かっている。イタリアは復興基金の資金拠出開始で順調な回復を続けていたが、輸出環境の悪化でこのところ足踏みが続いている。移民流入による人口増加や観光需要の回復が続くスペインが高成長を続けているが、ユーロ圏全体を牽引する力はない。

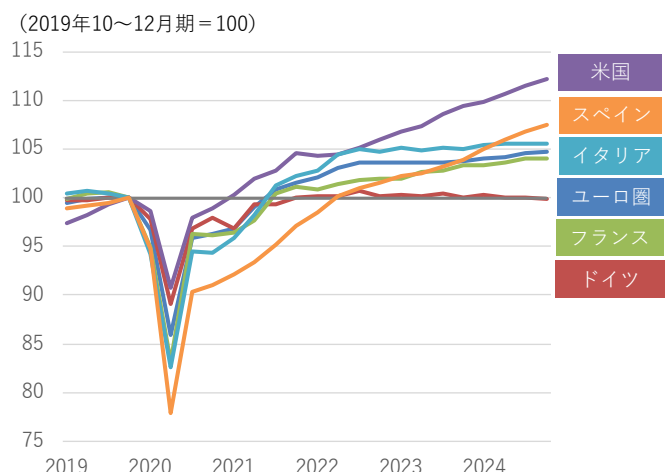
景気低迷とインフレ沈静化を受け、欧州中央銀行（ECB）は昨年6月以来、利下げを続けている。3月の追加利下げで政策金利（預金ファシリティ金利）は2.5%に低下した。ECBは景気を過熱も抑制もしない中立金利を1.75～2.25%程度と試算しており、次の利下げでその上限に達する。近い将来の利下げ打ち止めが視野に入ってきた。

インフレ沈静化と賃上げ加速による家計の実質購買力の回復、利下げ効果の浸透による金融環境の改善、欧州復興基金からの資金拠出の継続を背景に、ユーロ圏経済は緩やかな回復を続ける公算が大きい。だが、米国のトランプ大統領が関税引き上げの次の標的としそうなのが欧州連合（EU）諸国だ。主力輸出製品である自動車や化学品などに高関税が課された場合、ドイツやイタリアを中心に景気の下押しが避けられない。ドイツの構造不況と相俟って、景気の本格回復にとっての足枷となりそうだ。ユーロ圏の成長率は、2025年に+0.9%で低迷した後、2026年に+1.3%にやや加速すると予想する。

こうしたユーロ圏経済に対する慎重論を一変させる可能性があるのが財政政策の転換だ。ウクライナ支援の継続に消極的なトランプ政権の誕生を受け、欧州諸国はウクライナ支援の増強と防衛力の強化が急務で、国防費の増加に向けた議論が本格化している。3月初旬に行われたEUの緊急首脳会議では、防衛力の強化に向けた総額8000億ユーロの再軍備計画で大筋合意した。EUの資金提供や財政規律の適用除外規定の活用で、向こう4年間の国防費の増額を可能にする。

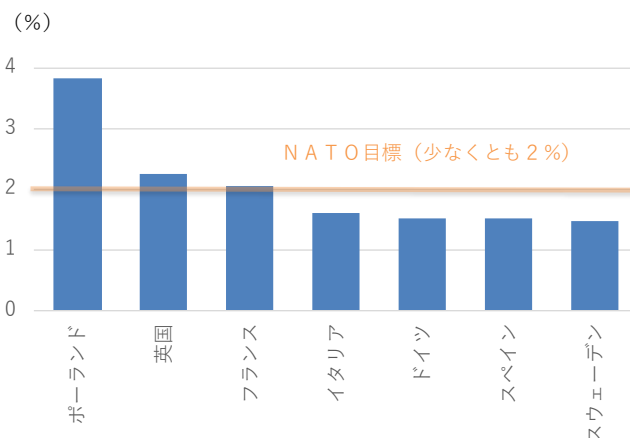
経済不振に喘ぐドイツも財政拡張に舵を切る。ドイツはEUの財政規律に加えて、財政収支の均衡化を義務づける独自の財政ルール（債務ブレーキ）を持つ。2月の連邦議会選挙後に政権樹立を目指す二大政党は、国防費を債務ブレーキの対象から除外、州政府の借り入れ上限の引き上げ、向こう10年のインフラ整備やデジタル化対応に充てる総額5000億ユーロの投資基金創設で合意した。低迷する欧州の景気回復の起爆剤となる可能性を秘めており、今後の立法作業や政策実現に注目が集まる。

主要先進国・地域の実質GDPの推移



出所：各国統計局資料より第一生命経済研究所が作成

欧州主要国の国防費の対GDP比率（2023年）



出所：ストックホルム国際平和研究所資料より第一生命経済研究所が作成

【景気の現状と展望（中国・アジア新興国）】

昨年末にかけての中国景気は、当局による耐久消費財の買い替え促進や、企業に対する大規模設備更新促進といった内需喚起の動きに加え、米トランプ政権の発足を前にした輸出の駆け込みも重なり、底入れの動きが加速する様子がうかがわれた。結果、昨年通年の経済成長率は+5.0%と政府目標（5%前後）をクリアすることに成功した。しかし、内需喚起策の効果を巡っては、対象の財で需要が押し上げられる動きはみられるものの、全体としての個人消費は伸び悩む動きが確認され、勢いを欠く推移が続いている。この背景には、当局による総合的

な政策支援を受けて一部の大都市で不動産市況に底打ちの兆しがみられるものの、大多数の都市で下落の動きに歯止めが掛からない状況が続いており、バランスシート調整圧力に直面していることが影響している。

さらに、若年層を中心とする雇用回復の遅れが長引いており、家計部門が節約志向を強めるなど消費意欲が高まりにくい状況が続いていることも個人消費の足を引っ張っている。こうした状況を受けて、当局は全人代においても一段の政策支援に舵を切る意欲をみせる一方、仮に金融緩和に動けば人民元安を招くとともに、資金流出の動きが加速するリスクを孕むなかで政策の手足が縛られる事態に直面している。「トランプ2.0」の下で米中摩擦も不可逆的に進行する方向に動いていることに鑑みれば、外需の回復を見通すことも難しい。よって、アジアをはじめとする新興国向け輸出を活性化させることで外需を下支えすると見込まれるが、今年から来年にかけては一段と成長率が頭打ちの様相を強める展開が続いていくことは避けられない。

アジア新興国においては商品高の一巡に加え、一昨年は異常気象の頻発を理由とする食料インフレに直面したものの、その後はそうした動きが一服していることも重なりインフレは頭打ちしている。その一方、国際金融市場における米ドル高が自国通貨安を引き起こすなど輸入インフレへの懸念が高まり、各国中銀は難しい政策対応を迫られてきた。昨年後半以降は米ドル高一服で利下げに舵を切る動きがみられたものの、米トランプ政権の通商政策を巡る不透明感が高まるなかで米ドル高が再燃する動きがみられた。他方、昨年末にかけては米国向けを中心とする輸出に駆け込みの動きが出るとともに、中国景気の底入れも外需を下支えするなど、景気が外需に対する依存を強めることに繋がった。さらに、インフレ鈍化による実質購買力の押し上げが家計消費を下支えする動きもみられる。結果、多くの国において昨年の経済成長率は前年を上回るなど、足下の景気は着実に底入れしている様子がうかがえる。

しかし、「トランプ2.0」の下では米中摩擦は不可逆的に激化することが見込まれるとともに、通商政策を巡って『例外なし』の姿勢をみせるなど『ディール（取引）』をより重視した対応をみせている。アジア新興国のなかには、米国の貿易赤字対象国として上位に名を連ねる国が多いほか、鉄鋼やアルミ製品などの輸出先として米国が上位となっている国も少なくないなか、米トランプ政権が標的とするリスクに晒されることも懸念される。よって、外需に不透明感がくすぶる上、外需依存度の高い国々を中心に景気の足を引っ張られる展開が見込まれる。他方、インフレ鈍化を受けて金融緩和に舵を切るなど景気下支えに動く流れはみられるが、米ドル高がそのペースを抑えると見込まれる。よって、財政政策への依存を強めることが予想されるものの、財政余力に差があるなかで景気の勢いに違いが出る展開となることは避けられないであろう。

また、国際金融市場においては米トランプ政権の通商政策が米国のインフレを招くなど、米FRB（連邦準備制度理事会）の政策運営に影響を与えることが予想されるほか、そのことが米ドル相場の行方を左右することが見込まれる。仮に米ドル高圧力が強まる事態となれば、アジア新興国にとっては自国通貨安圧力に晒されることで金融政策のかじ取りを難しくさせる展開も見込まれる。さらに、中国が外需下支えに向けてアジア新興国向け輸出を拡大させることで、「デフレの輸出」など新たな軋轢が生まれる可能性も高まろう。

実質 GDP の水準（季節調整値）の推移

