

Weekly Macro Economic Insights

12月22日(月)～12月26日(金)

2025年12月23日

2025年の回顧－変化の年、課題への対処の始まり

早いもので2025年も師走の季節となった。今回は2025年の回顧ということで、1月に執筆したコラム「2025年の展望－3つの視点」で指摘した3つの視点を足掛かりに議論してみることにした。

1つ目の視点は2025年の干支は巳であり、干支が巳である年は、2013年のアベノミクス開始、2001年には同時多発テロ、さらに1989年はバブル経済と昭和天皇崩御というようにこれまでの状況が大きく変化し、その後の流れを形作る節目であったとみなされる年となっていることだ。近代以降の日本は概ね拡大40年、縮小40年の80年サイクルで推移するとみることできる。2025年は1945年の終戦から数えて80年でもあり、次の拡大40年への節目の年ともいえる。つまり様々な意味で変化が意識された年であった。国内政治の動向をみれば、高市政権の誕生は大きな変化である。それは日本初の女性総理という意味でもそうだし、少数与党となった自民党が維新の会と新たな連立を組んで政治を行うという意味でもそうだ。そして経済政策に関しても「強い経済」を目指し、「責任ある積極財政」を掲げている点もそうといえよう。

日本経済の動きをみると、2025年7-9月期の実質GDP成長率は前期比－0.6%（年率－2.3%）のマイナス成長となった。マイナス成長の主因はトランプ関税に伴う輸出の減少と特殊要因による住宅投資の減少だが、GDP成長率に対する寄与度がわずかに＋0.2%となった民間最終消費、寄与度がマイナスとなった民間企業設備投資と公的固定資本形成（公共投資）といった要因、つまり内需の勢いが弱々しいことも影響している。

2022年以降の3年間は、消費者物価が前年比＋3%台を付け、株価は5万円台となり、春闘の賃金上昇率（定期昇給分含む）は5%台と、30年ぶりの動きが持続している。これはバブル経済崩壊以降の長期停滞の状態から日本経済が復活を始めていることを示唆するが、先に述べた内需の動きは30年前の状況から回復していない。また名目長期金利（国債10年物利回り）も2%程度まで上昇しているが、こちらも30年前の状況に到達していない。物価も確かに前年比では3%程度だが、内訳をみると食料品やエネルギー価格の上昇による部分が全体の動きの半分程度を占め、食料品やエネルギー価格を除いた場合の物価上昇率は1.6%程度で2%の物価安定目標からはやや足らない。可処分所得、消費や投資といった内需、そして名目金利の動きが30年ぶりとなってくれば、総需要の拡大を伴いつつ物価安定目標を達成する道がみえてくる。ここは引き続きの課題である。

さて2つ目の視点は世界経済の分断化というトレンドについてである。世界経済の潮流である統合から分断というトレンドに関しては、2025年の世界経済はトランプ政権の関税政策に翻弄された年といえるだろう。米国が貿易相手国に対して相互関税を課すと表明した4月頃、世界経済の見通しは最も深刻化した。ただし結果的には、米国と中国が互いに100%以上の関税率を課するという状況は長続きせず、相互関税も軽微なものとなった。懸念されたほど、米国の物価上昇と景気悪化は深刻化していない。もちろん物価や景気への影響は今後徐々に悪影響を及ぼす可能性はあるものの、米国経済は先進国の中で最も高い経済成長率を維持するという状況は変わらなかったといえよう。トランプ政権にとっては来年は中間選挙を控えており、経済動向にこれまで以上に配慮することになるはずだ。FRBの利下げ路線は変わらず、トランプ政権も現金給付を含めた景気刺激策を講じるスタンスを変えないだろう。これは世界経済の下支え要因として機能するはずだ。他方で中国経済は輸出や設備投資主導の経済から内需主導の経済への脱却は十分進んでいない模様である。こうした点は、中国による世界各国への圧力として顕在化しているようにも思われる。統合から分断が進むということは、世界が新たな体制へと形を変えつつあるということを意味する。日本は欧米・アジアの結節点として独自の立ち位置を保持している。こうした強みを生かして、様々な国々と連携をしていくことがより求められるだろう。

日本が政治・経済両面において存在感を発揮し、世界と主体的にかかわっていくには経済力が不可欠である。第3の視点は短期的・中長期的に経済政策は何をすべきかという点だ。可処分所得拡大策としては、高市政権により、ガソリン・軽油税の暫定税率の廃止などの減税策、さらに国民民主党との協調の下で所得税の非課税枠が178万円へと引き上げられた。もちろんこれらは十分とはいえないが、経済対策として講じられた物価高対策も相まって、内需の低迷を変えようとする動きは進んできている。短期的にはこうした可処分所得拡大策をさらに強めて、需要主導（ディマンドプル）の形で2%の物価安定目標を達成できるようにすることが必要だ。そして中長期の目線では、日本経済の供給力を高めていく政策をしっかりと行うことが必要である。供給力を高めるのに必要な3つの要素は労働投入、資本投入、生産性である。労働投入の観点では、今後も人口減少が続くことで、近い将来労働力人口が本格的に減少することは避けられないだろう。こうした状況の中で成長率を高めていくには、労働者個々人の能力を高め、人が関与する必要がある領域に労働が行き渡るような制度整備が必要となる。また労働生産性を高めるには設備投資を通じた大胆な機械化が不可欠である。さらに摩耗した資本ストックを元に戻すためには大胆な設備投資を官民挙げて行うことも必要である。AI・半導体、エネルギーといった経済を動かすために必要な基幹的分野と最終財・サービス分野を連動して維持促進することができれば、設備投資の拡大と連動した生産性向上が生じることも期待できる。2025年の来るべき変化の萌芽を1つでも多く良い変化として具現化していくことが今後の経済政策の課題といえるだろう。

（PwC Intelligence 上席執行役員、チーフエコノミスト 片岡 剛士）

先週(12月15日(月)～12月19日(金))の振り返り: 日銀短観(12月)、第3次産業活動指数(10月)、通関貿易収支(11月)、機械受注(10月)、消費者物価指数(11月)、日銀政策決定会合(12月)

先週の動向を振り返っておこう。まず日本についてである。日銀短観(12月調査)は業況判断DI(「良い」-「悪い」)が大企業製造業で15と9月から1ポイント改善した。販売価格判断・仕入価格判断(「上昇」-「下落」)をみると、大企業の販売価格判断、仕入価格判断はともに上昇した。先行きはやや上昇する見通しだ。中小企業においても同様の傾向にある。国内での製商品・サービス需給判断(「需要超過」-「供給超過」)は大企業製造業で-9と9月調査から1ポイント増加、大企業非製造業は0とわずかに減少した。製造業・非製造業ともに需給バランスは9月調査からややタイト化している模様だ。雇用人員判断、生産・営業用設備判断(「過剰」-「不足」)をみると、雇用・設備は概ね2019年半ば頃の状況にあると判断できよう。資金繰り判断・貸出判断態度ともに、大きな変化は観察されない。借入金利水準判断は製造業が46、非製造業が45とやや低下した。借入金利水準判断(全産業)は2024年9月以降大きく上昇しており、2025年3月調査までは上昇の動きが加速していたが、6月以降は落ち着いている。

第3次産業活動指数(10月)は前月比+0.9%(季節調整済指数)となった。内訳をみると広義対個人サービスが同-0.4%、広義対事業所サービスが同+1.5%である。経済産業省は「一部に足踏みがみられるものの、持ち直しの動き」と判断を据え置いた。通関貿易収支(11月)についてみると、輸出金額(名目、原数値)は9兆7,147億円、前年比+6.1%となり、3か月連続の増加となった。輸入金額(同)は9兆3,924億円となり、前年比+1.3%と3か月連続で増加した。季節調整済み値では輸出が9兆5,476億円(前月比+3.4%)、輸入が9兆4,847億円(同+3.5%)となり、貿易収支は+629億円(同-15.0%)となった。11月の米国向け輸出は前年比+8.8%となり、8か月ぶりに増加した。商品別には、輸送用機器が前年比+0.7%(寄与度+0.3%ポイント)となった。増加はしているものの、増加幅は4月以降もっとも小さくなった。

機械受注(10月)についてみると、民間設備投資の先行指標とされる「船舶・電力を除く民需」(コア民需)は10月に前月比+7.0%(前月: +4.2%)と2か月連続で増加し9,929億円となった。3か月移動平均でも+3.5%と5か月ぶりの増加となった。これらの動きを踏まえ、内閣府は基調判断を「持ち直しの動きがみられる」に上方修正した。「官公需」は、10月に同+22.9%(前月: 同+7.3%)と2か月連続で増加し、4,120億円。「外需」は、同-21.8%(前月: 同+9.7%)と3か月ぶりに減少し、1兆3,871億円となった。「代理店」は、10月に同+11.4%(前月: -3.7%)と3か月ぶりに増加し、1,421億円となった。

消費者物価指数(11月)は総合で前年比+2.9%、生鮮除く総合で同+3.0%、生鮮・エネルギー除く総合で同+3.0%となり、伸びが弱まった。また食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合(欧米型コア指数)は同+1.6%と、先月と同じ伸びであった。食料については、果物が前年比-2.7%と2022年12月以来のマイナスとなったほか、米を中心とした穀類も同+15.8%と6月以降価格上昇率は着実に鈍化している。食料全体としては前年比+6.1%と高い伸びを続けているが、鈍化傾向は続いている。エネルギー価格については、電気代・都市ガス代補助金による価格押し下げ効果が切れたことではエネルギー価格に上昇圧力がかかっている。だがガソリンの旧暫定税率が年内に廃止され、あわせて2025年度補正予算においても電気・ガス料金の補助が適用されることにより、エネルギー価格については2026年以降再び下押し圧力がかかるだろう。物価安定の観点からは、引き続き欧米型コア指数の伸びが2%程度でアンカーできるかが鍵となるだろう。

日銀政策決定会合(12月)において、日銀は政策金利を0.75%へ引き上げることを決定した。政策金利は1995年9月以来の高水準となった。タイムラグを伴いつつ、家計・企業が直面する金利が上昇することになるだろう。これらは日本経済にとってマイナスとなる公算が高い。来年以降影響すると考えられる政府の経済対策のプラス効果がどの程度減少することになるかも注目だ。

米国: ニューヨーク連銀製造業景気指数(12月)、フィラデルフィア連銀製造業景気指数(12月)、PMI(12月速報値)、小売売上高(10月)、失業率・平均時給(11月)

続いて米国経済である。ニューヨーク連銀製造業景気指数(12月)は-3.9となり、11月の18.7から22.6ポイント減少となった。新規受注や輸送といった項目で悪化が大きい。6か月後の先行きについては35.7と11月の19.1から増加した。フィラデルフィア連銀製造業景気指数(12月)は-10.2となり11月の-1.7から悪化した。6か月後の先行きは41.6と11月49.6からやや減少した。製造業景気指数からは足元の製造業の業況が悪化していることが読み取れる。

PMI(12月速報値)は53.0となり、分水嶺の50を上回るものの、11月の54.2から低下して半年ぶりの低水準となった。新規受注が低調であったことが影響した。サービス業PMIは52.9となり、11月の54.1から減少して6か月ぶりの低水準、製造業生産PMIは53.0となりこちらも11月の54.4から低下して3か月ぶりの低水準となった。連銀製造業景気指数とは異なり、PMIの結果は50を上回り改善を続けている。だが改善度合いは縮小している。

小売売上高(10月)は前月から横ばいとなった。9月の前月比+0.1%からやや減速している。他方で自動車、ガソリン、建設資材、食品サービスを除くコア小売売上高は前月比+0.8%となり、9月の同-0.1%から改善している。小売売上高の動きからは、生活コストの上昇が進んでいることがうかがわれ、特に低中所得層にとっての負担は増大していると考えられる。

失業率・平均時給(11月)についてみると、失業率は4.6%となり、9月の4.4%から上昇して2021年9月以来の高水準となった。広義の失業率(失業者に加え、現在は仕事を探していないが過去12か月の間に求職活動を行っていた人、フルタイムを希望するも現在はパートタイムを選択している人を考慮した場合の失業率)も8.7%と9月の8.0%から上昇している。新規失業者の増加や再就職が困難となっている状況がうかがえる。非農業部門新規雇用者数は-10.5万人(10月)、+6.4万人(11月)となった。政府部門の雇用者数減少分も含まれているが、状況は芳しくない。平均時給は前月比+0.1%(前年比+3.5%)と、いずれも伸びは弱まっている。以上から米国の労働市場は軟調が続いているといえよう。

ユーロ圏: PMI(12月速報値)、ZEW景況感調査(12月)

続いて欧州経済についてみよう。ユーロ圏PMI(12月速報値)は51.9と、11月の52.8から低下して3か月ぶりの低水準となった。業種別にみると、サービス業PMIが52.6と11月の53.6から低下して3か月ぶりの低水準、製造業生産PMIが49.7と11月の50.4から低下して分水嶺の50を下回った。

ZEW景況感調査(12月)はユーロ圏についての現状指数が-28.5と11月から1.2ポイント悪化する一方で、期待指数は33.7と11月から8.7ポイント改善した。期待指数の改善にはドイツ経済の期待指数の増加が影響している。

中国：小売売上高(11月)、固定資産投資(1-11月)、鉱工業生産(11月)

最後に中国経済についてみよう。2025年11月の小売売上高は前年同月比+1.3%となり、6か月連続で減速した。足元で減速基調を強めている「外食」は同+3.2%と前月の同+3.8%から減速した。また、「商品」は同+1.0%となり、2025年5月(同+6.5%)を直近のピークに6か月連続で減速した。買替需要を喚起する「以旧換新」策の効果が一巡するに伴い、家電製品や自動車類のマイナス幅が拡大したほか、酒・たばこや家具、日用品などはマイナスに転じた。2025年1-11月の固定資産投資は前年同期比-2.6%と、同1-10月の同-1.7%からマイナス幅を拡大して着地した。最大のネックである不動産(同-15.9%)のマイナス幅は拡大し、引き続き深く水面下で推移している。製造業(同+1.9%)は政府当局による産業高度化に向けたテコ入れ効果もあり、伸びが減速しつつも相対的に高い水準を続けている。インフラ(同-1.1%)は悪天候による影響や政府当局による公共投資の後押しに息切れ感もうかがえ、マイナス幅が拡大した。2025年11月の鉱工業生産は前年同月比+4.8%となり、前月の同+4.9%から減速した。分野別にみると、鉱業(同+6.3%)は前月の同+4.5%から盛り返し5.0%超の水準となり、鉱工業生産全体の伸びを支えた。エネルギー関連(同+4.3%)および製造業(同+4.6%)は前月から減速して着地した。中国経済は不動産不況や雇用不安が続くなか需要不足に直面している。先般開催された「中央経済工作会议」では内需拡大を最優先課題としており、政府当局の本気度が示されているが、先行き楽観しがたい状況にある。また、外需環境をみると、足元ではトランプ米大統領による対中スタンスは厳しい状況が続くなか、今後は米中貿易摩擦の行方のほか、その他各国との貿易動向にも注意しておく必要がある。引き続き中央政府主導による消費拡大はじめ景気テコ入れに向けた追加施策の効果を確認しつつ、景気回復に向けた動きを丁寧に見極めていく必要がある。

今週(12月22日(月)~12月26日(金))のポイント

図表は今週の指標・主な予定についてまとめている。日本では、26日(金)に消費者物価指数(東京都区部)、鉱工業生産、商業動態統計、完全失業率・有効求人倍率の最新値が公表される。特に予測調査で2か月連続の減産が見通されている鉱工業生産の動きがどうなるかが注目だ。米国については、23日(火)に公表される7-9月期GDP統計の結果と鉱工業生産の最新値が注目だ。結果が芳しいものでなければ、さらなる金融緩和の期待も高まるだろう。24日(水)公表のコンファレンスボード消費者信頼感指数の消費者マインドの動きも気になる所だ。

本年のレポート公開はこちらで最後となります。来年のウィークリーレポートは1月6日(火)に公表予定です。引き続きどうぞよろしくお願い申し上げます。

図表：今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
12/22 (月)			
12/23 (火)		<ul style="list-style-type: none">GDP(2025年7-9月期速報値)個人消費(7-9月期)PCEデフレーター(7-9月期)耐久財受注(10月)鉱工業生産(11月)	
12/24 (水)	<ul style="list-style-type: none">景気動向指数(10月改定値)	<ul style="list-style-type: none">リッチモンド連銀製造業指数(11月)コンファレンスボード消費者信頼感指数(12月)新規失業保険申請件数(前週分)	
12/25 (木)	<ul style="list-style-type: none">住宅着工件数(11月)		
12/26 (金)	<ul style="list-style-type: none">消費者物価指数(東京都区部、12月中旬値)鉱工業生産(11月)商業動態統計(11月)完全失業率・有効求人倍率(11月)		

片岡 剛士
チーフエコノミスト、上席執行役員
PwC Intelligence
PwCコンサルティング合同会社

伊藤 篤
シニアエコノミスト
PwC Intelligence
PwCコンサルティング合同会社

藺田 直孝
シニアエコノミスト
PwC Intelligence
PwCコンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク
<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

PwCコンサルティング合同会社
〒100-0004 東京都千代田区大手町1-2-1 Otemachi One タワー Tel: 03-6257-0700