

Research Focus

2026 年 1 月 16 日

No.2025-056

なぜ 2025 年のわが国景気は底堅かったか

— 予想外に良好な外部環境と企業行動の変化が下支え役に —

調査部 主任研究員 松田健太郎

調査部 研究員 藤本一輝

《要 点》

- ◆ 足元にかけてわが国景気は緩やかな回復基調を維持している。2025 年 4 月に発動したトランプ関税がわが国の輸出や設備投資を下押しすることで景気が減速に転じるとの見方が大勢であったが、その懸念は 2025 年中には顕在化しなかった。
- ◆ 景気が想定外に良かった背景の一つとして、わが国経済を取り巻く外部環境が持ち堪えたことが挙げられる。人工知能（A I）関連の需要拡大にけん引されて、米国をはじめとする世界景気は底堅さを維持した。さらに、為替が円安水準で推移したことが製造業の収益を下支えしたほか、原油安がコストを引き下げたことも、トランプ関税による景気への打撃を緩和した。
- ◆ 加えて、供給制約下での企業行動の変化も景気を下支えした。物価上昇に伴い企業の売上高や営業利益が伸びやすくなるなかで、企業部門の景況感は改善傾向を維持し、景気の腰折れを防いだ。加えて、人手不足に対応するための省人化・省力化投資、A I 関連をはじめとする成長分野への投資、必要不可欠な設備の更新投資など、景気動向に左右されにくい構造的な投資が実施された。
- ◆ 以上の要因を踏まえると、今後のわが国景気を見通すにあたっては、①A I 関連をはじめとする構造的・循環的な財需要の変動を見極めること、②国内外の経済環境が大きく変化するなかで、家計や企業のマインドの形成過程に変調が起きている可能性を踏まえて、マインド指標の動向を慎重に判断すること、③省人化・省力化投資や更新投資といった景気動向に左右されにくい構造的な投資需要が高まりつつあることを意識すること、が求められよう。加えて、人手不足をはじめとする供給面の制約が一段と強まることで、底堅い需要が景気回復に結びつかない可能性にも注意が必要である。

本件に関するご照会は、調査部・主任研究員・松田健太郎宛にお願いいたします。

Tel : 080-4176-4439

Mail : matsuda.kentaro@jri.co.jp

「[経済・政策情報メールマガジン](#)」、「[X \(旧 Twitter\)](#)」、「[YouTube](#)」でも情報を発信しています。

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来るとされる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

1. トランプ関税下でも景気は底堅く推移

足元のわが国景気は緩やかな回復基調を維持している。日本経済研究センターが集計しているESPフォーキャスト調査（2025年12月）によると、エコノミストの2025年度のGDP成長率予測の平均は+0.91%であり、前年度（+0.5%）を上回る高めの成長を維持すると予想される。

もともと、当初はこうした予測が共通認識だったわけではない。むしろ、2025年度の景気は、同年4月に発動したトランプ関税を主因に減速するとの見方が強かった。先のESPフォーキャスト調査によると、多くのエコノミストはトランプ関税によって2025年度の成長率は▲0.6～▲0.2%ポイント下押しされると予想していた（図表1）。わが国の潜在成長率がゼロ%台半ばであることを考慮すると、相応のインパクトが見込まれていたことがわかる。

需要項目別にみると、輸出や設備投資が下押しされるとの見方が多く、具体的には、以下の経路が想定された（図表2）。まず、関税引き上げが、インフレを通じた米国景気の減速とわが国輸出品の価格競争力の低下をもたらし、米国向け輸出を下押しする。同様の事態が他国でも生じることで、中国などを中心に世界景気も減速に転じ、わが国から米国以外の国への輸出も減少する。さらに、輸出減少による企業収益の悪化や、米国の通商政策を巡る不確実性の高まりが重石となり、企業の投資姿勢も消極化する、という経路である。

第1次トランプ政権時の米中貿易摩擦の激化が2018年10月から2020年5月の景気後退のきっかけとなるなど、過去のわが国の景気後退は海外発のショックが引き金となったケースが多い¹。今次局面も米国発のトランプ関税が景気後退への懸念を強めたが、結果的には杞憂に終わった。

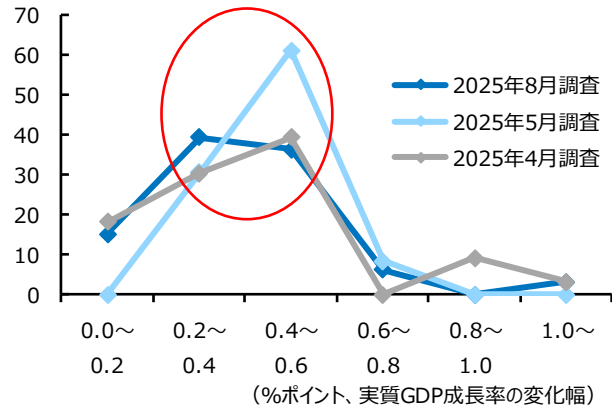
そこで本稿では、2025年のわが国景気が底堅さを維持した要因を整理する。そのうえで、事前の想定とは異なった点を考察することで、今後の景気予測の精度を高める一助とする。

2. 予想外に良好な外部環境

2025年の景気認識にギャップが生じた背景の一つ目として、わが国の輸出を取り巻く外部環境が大きく悪化しなかったことが挙げられる。

（図表1）トランプ関税によるGDP下押し幅

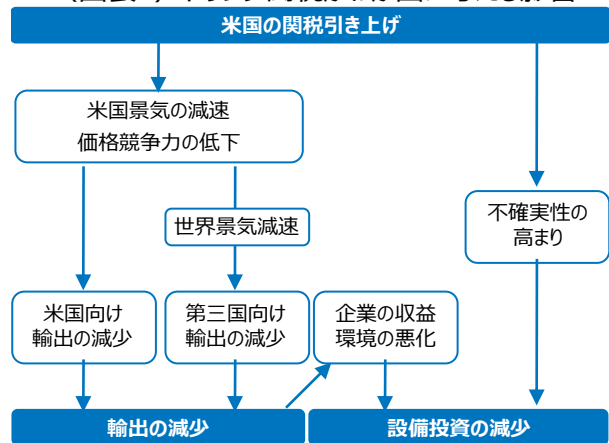
（回答割合、%）



（資料）日本経済研究センターを基に日本総研作成

（注）ESPフォーキャスト調査の公表値。関税強化措置がなかった場合との比較。

（図表2）トランプ関税がわが国に与える影響



（資料）松田など〔2025〕を基に日本総研作成

¹ たとえば、2000年末～02年初は米国のITバブル崩壊、2008年～09年は米国発の金融危機、2012年は欧州債務危機、2018年末～20年は米中貿易摩擦の激化がわが国の景気後退の一因となった。

(1) 半導体などの財需要

わが国の主要な輸出品目を構成する財が回復局面にあったことが、景気の下支え要因となった。第1次トランプ政権期に米中通商摩擦が激化した際には、奇しくも主要国の自動車販売台数や世界半導体売上高が前年比でマイナスに転じ、その後も低調に推移したことが景気への下押し圧力を増幅したとみられる(図表3)。

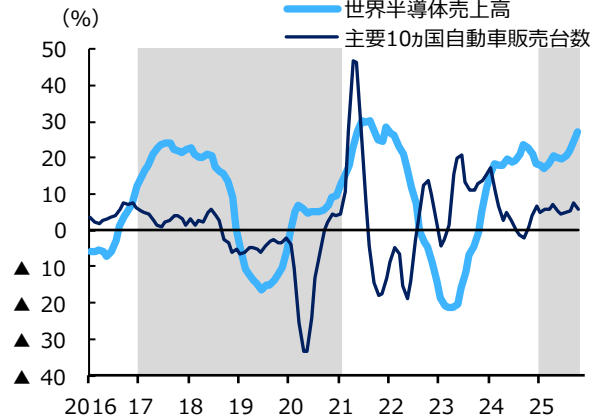
これに対して今次局面では、旺盛なAI関連需要の増加などを受けて半導体売上高は前年比+20%前後と大幅に増加しており、半導体サイクルは拡大局面が続いている。主要国の自動車販売も、EV(電気自動車)の着実な普及を背景に同+10%弱と底堅く推移している。こうした主要な財需要の増加が、関税による需要減少を一部相殺した可能性がある。

(2) 米国含む海外経済の強さ

こうした需要増に支えられ、世界の貿易取引も上振れている。WTOの世界貿易見通しによると、2025年の世界貿易量は4月時点で前年割れが見込まれていたものの、10月時点で前年比+2%台半ばに上方修正された(図表4)。わが国の輸出も当初想定されたほど目に見えた落ち込みはなく、底堅く推移した。この背景には、以下の2点が挙げられる。

第1に、米国向け輸出が想定ほど減少しなかったことである。藤本・西岡[2025]は、①わが国企業の輸出価格引き下げ、②米国景気の減速、③価格競争力の低下、により対米輸出額が▲30%~▲15%減少すると試算したものの、実際の輸出は▲10%程度の落ち込みにとどまった(図表5)。対米輸出が上振れた背景として、①2025年7月末の日米関税合意に伴い、自動車などへの関税引き上げ幅が15%と当初4月時(25%)と比べて低位となったこと、②米国では、関税引き上げの影響が物価に大きく反映されておらず、当初の想定

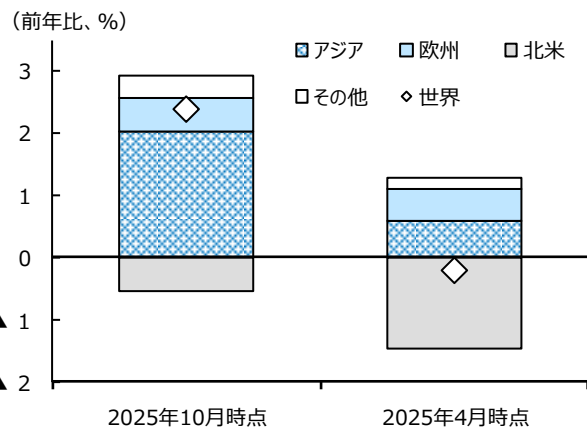
(図表3) 主要財のグローバル需要(前年比)



(資料) WSTS、マークラインズを基に日本総研作成

(注) ともに後方3ヵ月移動平均。自動車販売台数は、世界の販売台数上位10カ国について集計。シャドーはトランプ政権期。

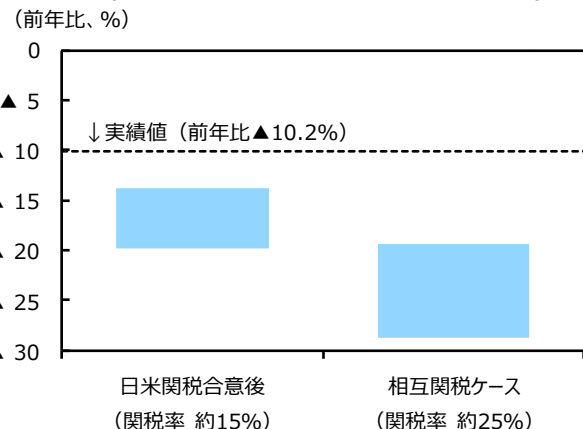
(図表4) WTOの世界貿易見通し(2025年)



(資料) WTOを基に日本総研作成

(注) 財貿易量は輸出入の平均。2025年4月時点の予測は、2025年4月14日時点の関税措置が前提。2024年の各地域の貿易額シェアを基に寄与度を計算。

(図表5) 対米輸出額(2025年4~9月期)



(資料) 日本銀行、経済産業省、財務省を基に日本総研作成

(注) 藤本・西岡[2025]における推計を基に前年比を算出。

(米国経済の成長率がゼロ%台に落ち込む)を大幅に上回る経済成長(ほぼ2%近い成長²)を維持したことが挙げられる。

第2に、米国以外向けの輸出が増勢を維持したことである(図表6)。米国の通商政策の影響が想定より小さかった背景について、西岡[2025]は、①当初公表値よりも低い関税率で妥結した国が多かったこと、②半導体製品など高率な関税がまだ適用されていない品目があること、③各国の企業が関税の影響を回避する動きをとったこと、を指摘している。また、世界的に物価の騰勢が鈍化し実質所得が回復したことや、財政・金融政策への期待が高まったことなどを受けて、各国の需要が総じて底堅く推移したこともわが国の輸出を押し上げた。

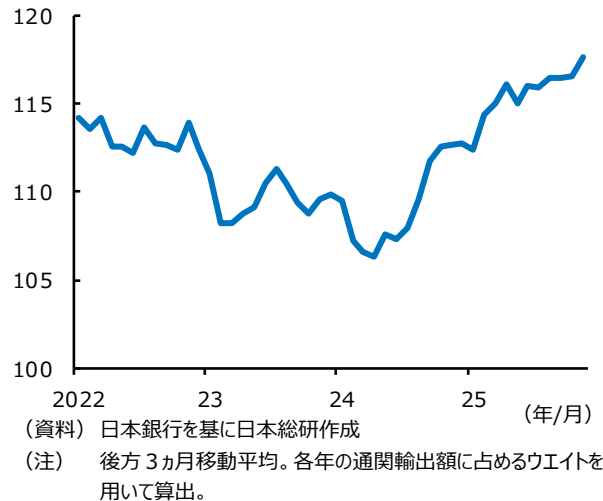
(3) 円安・原油安

ドル円相場が市場のコンセンサスとは異なり、安値圏(円安)で推移したことも景気を下支えた一因である。米国ではインフレの沈静化などを背景にFRBが利下げを続ける一方、わが国では金融政策の正常化に舵を切った日銀が利上げを進めることから、2025年は日米金利差が縮小し、円高が進行するとの予測が大勢であった。トランプ政権による関税発動への警戒感から一時140円前半まで円高が進行したが、その後は、日銀の利上げペースが予想よりも緩やかで今後の金利引き上げ幅³も限られているとの見方が強まり、円安傾向が鮮明になった。高市政権の積極財政による国債需給の悪化懸念も加わり、年末にかけて150円台で推移した。

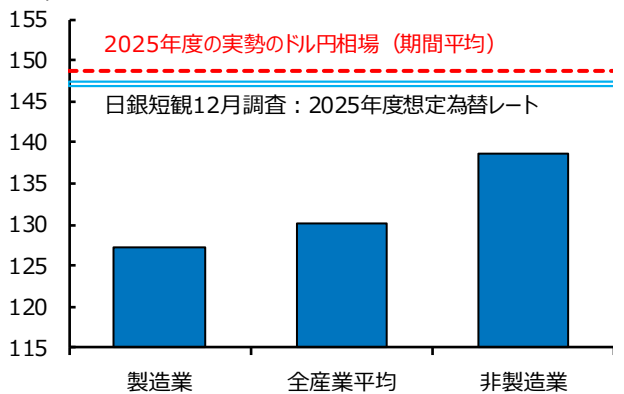
このような円安は、関税率の引き上げによる輸出企業の減益圧力を相殺したとみられる。実際の2025年のドル円相場は年平均で150円弱と、企業の想定為替レート(12月時点で147.06円)を上回ったほか、輸出企業の採算レート(全産業平均:130.1円)⁴も1割以上上回る円安となった(図表7)。

円安は輸入品を仕入れる企業にとっては減益要因となるが、原油価格を中心とした資源価格の下落が企業のコストを抑制し、円安の減益圧力を和らげた。WTI原油先物価格は、ウクライナやイ

(図表6) 米国以外への実質輸出(季調値)
(2020年=100)



(図表7) 輸出企業の採算ドル円レート
(円/ドル)



(資料) Bloomberg L.P.、日本銀行、内閣府を基に日本総研作成
(注) 実勢レートは2025/4/1~12/31の平均。採算ドル円レートは、「令和6年度 企業行動に関するアンケート調査」における輸出企業の回答の実数値平均。

² 米国経済が強さを維持した背景には、①高所得者層などを中心とした消費活動の維持、②旺盛なAIブーム、などが挙げられる。また、インフレ率がそれほど高まっていない背景として、米国の輸入業者が関税負担を吸収しているとみられる。
³ 杉岡など[2024]が参照する6つの推計方法による2023年1~3月時点の自然利子率は▲1%~+0.5%の範囲であるとされ、現状の政策金利水準(0.75%)からあと一度利上げした場合に、実質金利は▲1%前後と下限付近に到達する。
⁴ ドル円相場は採算レートを上回る円安方向で推移しており、その乖離幅は電気機械19.3%、輸送用機械16.2%、精密機器13.0%など、製造業の大半で1割超となっている。

ランの地政学リスクの高まりから上下に振れる場面が見られたものの、高値ベースでは、年初につけた 80.77 ドルを上回ることなく、OPEC プラスによる減産縮小などを背景に下落基調が明確化している。これを受けて、輸入原油価格も低下基調が続いており、変動費の縮小などが企業収益を押し上げる要因になったとみられる（図表 8）。

3. 供給制約に直面する企業の行動変化

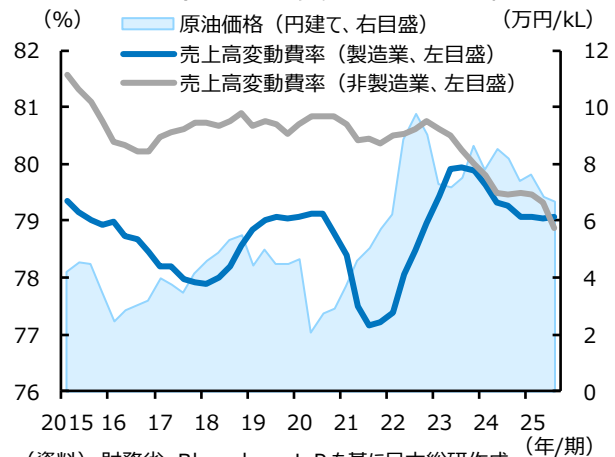
わが国の景気が予想よりも良かった二つ目の要因として、デフレからの脱却や供給制約の強まりなど構造的な変化が生じるなかで、企業行動の変化が生じ、設備投資の増勢が維持された点が挙げられる。

（1）インフレによる企業の景況感の押し上げ

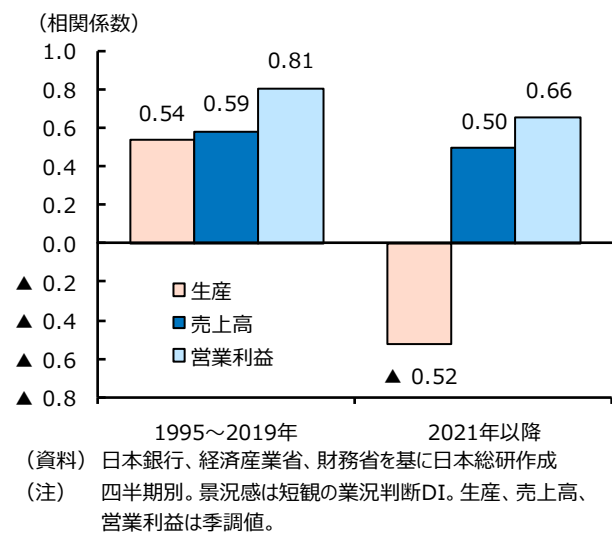
企業部門の景況感に大きな腰折れはみられなかった。製造業では、生産活動こそ一進一退の動きとなっているものの、日銀短観の大企業・製造業の業況判断DIは、2025 年 1～3 月期を底に改善傾向が続くなど、総じてみれば改善している。

このように景況感の改善が途切れなかった一因として、インフレ下で企業の売上高や営業利益が増えやすかったことが挙げられる。法人企業統計によると、2025 年 1～9 月期の売上高と営業利益（全産業）はともに過去最高に近い水準で推移している。景況感と各指標の相関係数をみると、2021 年以降の物価高で名目指数と実質指数の動きが乖離するなかで、景況感と生産の相関が薄れる一方、売上高及び営業利益との相関は高い（図表 9）。企業が名目指数を重視した景況判断を行った結果、値上げによる増益が景況感の追い風になったことがうかがわれる。また、インフレ下では、実質的な経済活動が下振れしたとしても、値上げにより業績目標の達成が比較的容易になることも景況感の押し上げに寄与している可能性がある。

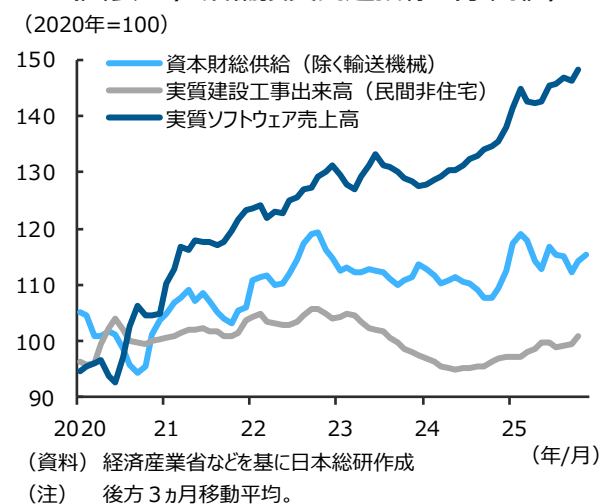
（図表8）売上高変動費率と原油価格



（図表9）景況感との相関係数（製造業）



（図表10）設備投資関連指標（季調値）



(2) 中長期的な課題解決に向けた投資

人手不足をはじめとした構造的な問題が浮き彫りになるなかで、企業は中長期を見据えた投資姿勢を明確化していることも、わが国経済の追い風になった。民間設備投資をみると、資本財総供給（除く輸送機械）こそ弱含んだものの、建設投資は小幅ながらも増勢を維持したほか、ソフトウェア投資が大幅に増加した（前頁図表 10）。日銀短観 12 月調査によると、2025 年度の設備投資計画（ソフトウェア含み、土地を除く、全規模・全産業）は、前年度比+10.1%と高めの伸びを維持しており、コロナ禍前の平均を上回る着地になることが見込まれる。

設備投資に関する企業ヒアリングをみると、新工場建設など能力向上に向けた投資のほか、ロボット導入などの省力化投資にも前向きな声が聞かれている（図表 11）。こうした分野の投資に加えて、高付加価値化・競争力強化を見据えた研究開発や、データセンターなど世界的に進む AI 導入の流れに沿った関連投資など、成長分野に向けた投資に対しても意欲的である。

このほか、設備投資が好調であった一因として、資本減耗の増加に伴う更新投資も挙げられる。近年のわが国の総固定資本形成は、資本減耗の動きに沿って増加する傾向を強めている（図表 12）。藤本[2026]は、資本減耗が増加している背景として、経済のデジタル化や無形化を挙げている。固定資本ストックのなかでも、陳腐化が早い情報通信機器や無形資産のシェアが高まっており、資産全体の更新サイクルが短縮していることが設備投資を押し上げている。

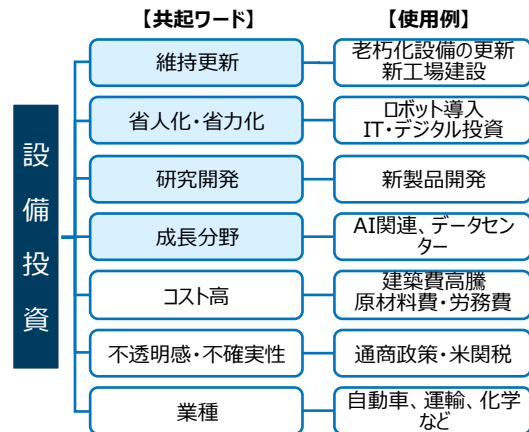
4. 今後の景気予測で重要となるものは

以上のように、外部環境がプラスに作用したことに加え、わが国経済が構造的な変化を迎えるなかで企業の行動が変化したために、景気は想定以上に底堅く推移したと考えられる。こうした 2025 年の経験を踏まえて、今後の景気動向を見通すうえでは、以下の 3 点を考慮する必要があると考えられる。

(1) 循環的・構造的な財需要の変動への意識

まず、輸出の動向を見通すにあたっては、主要財に対するグローバルな需要の変動を考慮する必要がある。今次局面の予測では、米国の大規模な関税引き上げやそれに伴う各国の需要減速を過度に織り込んだこと、わが国の鉱工業生産や輸出の下振れに重点を置いた景気判断を行ったことが、

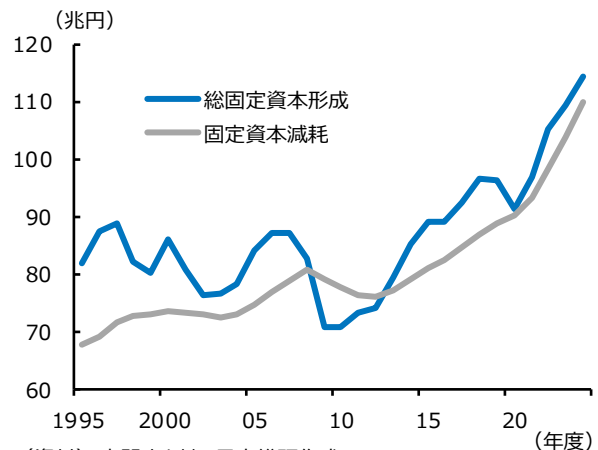
(図表 11) 「設備投資」に関する企業ヒアリング



(資料) 日本銀行を基に日本総研作成

(注) さくらレポート（2025年10月）の中で「設備投資」と同時に現れる言葉（共起ワード）を生成 AI で抽出し、頻度の多い言葉を整理。

(図表 12) 設備投資と固定資本減耗（名目）



(資料) 内閣府を基に日本総研作成

(注) いずれも民間法人企業の企業設備。

結果として景気回復の動きを過小視することにつながった。

財サイクルにおいては、足元の半導体サイクルの動向はA I 一本足によるものともいえ、必ずしも好循環が続いていると判断できないものの、過去と比較してもデジタル化の進展が経済のドライバーとなるなかで、関連分野の景気判断における重要性は一段と増している。こうした業種の好調さが、情報通信業をはじめとした非製造業の押し上げにつながっている面もある。関税引き上げなどの特定のイベントが製造業へ与える短期的な影響にとどまらず、財の循環的・構造的な変動局面を正確に捉え、景気予測に組み込む必要がある。

（２）マインド指標の背景にある家計・企業の心理

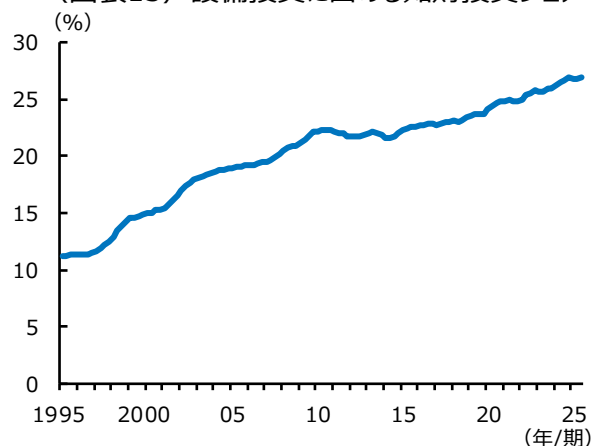
構造的な変化が生じる局面で、景況感などのマインド指標を景気判断に反映する場合は慎重に行う必要がある。先述の通り、今次局面においてはインフレが企業の景況感を押し上げたものの、今後企業がインフレに適応して、物価の変化を考慮した目標設定がなされるにつれ、業績計画の達成は難しくなり、景況感の改善が限定的にとどまる可能性も出てくるとみられる。一方、家計部門に目を向けると、長期にわたりデフレを経験したわが国では、インフレによる購買力の低下がすぐさま家計のマインド悪化につながった。もっとも、今後緩やかで持続的なインフレ基調が定着した場合、徐々に家計の耐性も高まり、賃上げ期待などからポジティブな評価が生じる可能性もある。

足元のわが国経済は大きな構造変化の渦中にあり、海外では国際秩序が変容しているほか、国内では物価観や金融環境の変化、供給制約の強まりが進んでいる。企業や家計の景況感は、単に循環的な需要変動だけではなく、こうした内外の構造変化も反映している可能性があり、景気判断にはその変化の背景まで読み解く必要がある。企業の収益環境や家計の実質的な購買力などマインドの変化を促す情報はもちろん、国内外の政治情勢や供給サイドの情報などが一段と重要性を増す点には注意を要する。

（３）設備投資の構造変化と供給面の制約

今次局面でみられた構造的な投資形態の変化を踏まえた予測も重要である。従来型のハード面の投資からソフト面の投資中心に変化するなかで、設備投資に占めるソフトウェアの比率は持続的に高まっており、2000年には15%前後だった設備投資に占める知財投資のシェアは、近年25%を超える水準へ上昇している（図表13）。こうした投資は、景気動向に左右されにくく、不確実性の高まりや供給制約の強まりが実物投資の抑制要因となるなかでも、着実に実行される性質がある。機械・工場などの従来型の投資の減速を補って余りあることから、ソフト面の投資の重要性は高まっていると考えられる。

（図表13）設備投資に占める知財投資シェア



（資料）内閣府を基に日本総研作成

（注）名目原系列から算出。後方4期移動平均。

わが国経済は構造的な問題を数多く抱えており、中長期的な課題解決に向けた投資の潮流が続くことで設備投資は底堅く推移することが予想される。製造業においては生産能力の低下、非製造業

においては人手不足によるオペレーションの改善など、取り組むべき分野・課題に相違はあれども、競争力を維持・強化するうえで、課題解決に向けた投資は避けられない。とりわけ、技術革新の影響を受けやすいソフトウェア、情報通信機器などを中心とした更新投資は根強く伸びるとみられる。

ただし、一部の機械や建設などの投資においては、供給面での制約に引き続き留意する必要がある。わが国の供給力を巡る脆弱性は既に顕在化しつつあり、建設業や製造業では、受注に応じきれないケースが増加し、手持ち受注残高が積み上がっている。日本政策投資銀行の「全国設備投資計画調査」でも、設備投資の実績が当初計画を下回った要因として工期の遅れや工事費の高騰を挙げる企業は3割近くと近年大きく増加している。政府が投資促進減税など投資環境の整備を進める方向にあるなかで、底堅い投資需要に応えるだけの供給体制が整っているかを見極めることが求められよう。

以 上

参考文献

- 杉岡優、中野将吾、山本弘樹 [2024]、「自然利子率の計測をめぐる近年の動向」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 24-J-9.
- 西岡慎一 [2025]、「世界経済見通し」、日本総合研究所、JRI レビュー、Vol. 1、No. 128、pp. 2-12.
- 藤本一輝、西岡慎一 [2025]、「トランプ関税が阻害する賃上げ機運 — 製造業6兆円の減益で賃上げ率は2%へ減速も —」、日本総合研究所、リサーチ・フォーカス、No. 2025-015.
- 藤本一輝 [2026]、「設備更新サイクルの短期化がわが国設備投資の追い風に — 更新需要は増加も、生産性向上にはつながらず —」、日本総合研究所、リサーチ・アイ、No. 2025-126.
- 松田健太郎、藤本一輝、古宮大夢 [2025]、「日本経済見通し」、日本総合研究所、JRI レビュー、Vol. 7、No. 125、pp. 13-34.