

2025年の見通し: 上昇気流に乗る日本経済

日本経済

石井 一正、ストラテジスト; 清水 麻希、ストラテジスト; 小林 千紗、アナリスト; 青木 大樹、日本地域CIO(最高投資責任者)

- 2025年の日本の国内総生産(GDP)は、3年連続の2%超のインフレと2年連続の大幅な賃上げを経て、名目3%、実質1%の成長率になると予想する。
- 経済成長の主な原動力は個人消費と設備投資である。消費者物価の上昇率鈍化と春季労使交渉(春闘)による賃金上昇を受け、実質賃金が前年比プラスの水準で定着し、個人消費を押し上げると考える。また、企業の健全な財務基盤と資材価格の上昇一服は設備投資を増加させるだろう。
- 国内経済が堅調に推移する中、日銀はトランプ次期政権の政策動向を注視しながら、段階的に政策金利を引き上げるとみている。財政政策は、昨年度と同規模の補正予算が成立したことから引き続き景気を下支えるだろう。
- こうしたマクロ経済環境の下、金利、為替、株式について以下のような動きになると考える。
金利: 日銀は2025年に2回(3月と10月)の利上げを実施し、政策金利は0.75%まで引き上げられると予想する。10年国債利回りについては、1.2%まで上昇すると見込む。
為替: ドル円は、2025年1-3月期(第1四半期)にかけて短期的に155~160円と高いレンジで推移するが、日米金利差が縮小する中で緩やかに下落し、年末にかけて145~150円のレンジで推移すると予想する。
株式: 日本株式に対してはNeutral(中立)のスタンスを維持する。株式のファンダメンタルズ(基礎的条件)は概ね良好だが、米国の関税引き上げの可能性をめぐってリスクが高まっていると考える。引き続き利益率の高い高クオリティ銘柄を推奨し、金融、ITサービス、不動産、小売など、内需株への投資比率を高めることを勧める。



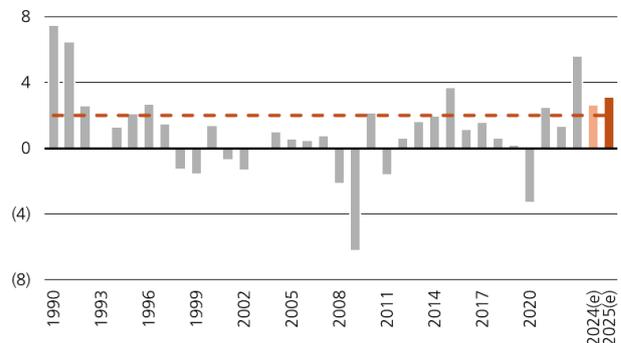
出所:iStock

1. 名目GDP成長率、約30年ぶりに3年連続2%超の伸び

実質GDPの成長回復に支えられた高い名目成長率

我々は名目GDP成長率について、2024年に2.6%、2025年に3%の上昇を予想する。名目GDP成長率が3年連続で2%を上回れば1992年以来となり、2025年の名目成長は実質GDP成長率が1%と、2024年のマイナス成長から回復することによって支えられるだろう。実質成長は、2024年はインフレと財政支出の大幅削減、輸出の低迷により抑制されたが、2025年は実質賃金の上昇によって拡大する個人消費と、企業の健全な財務基盤に支えられた設備投資が寄与し、回復すると考える。

図表1: 約30年ぶりに3年連続で2%超の名目GDP成長前年比、%



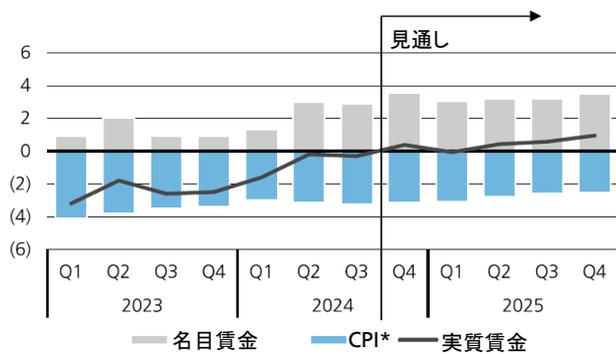
e: 予想

出所: 内閣府、UBS

本稿は、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社が作成した“Japanese economy - Economic and investment outlook for 2025: Japanese economy is in upward trend” (2024年12月24日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年12月30日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

個人消費は、3年連続で増減率がマイナス圏で推移してきた実質賃金が安定的にプラスに転換することで拡大するだろう。大企業を中心に、企業の利益などが賃金に回る割合を示す労働分配率が長期的に大きく低下していることを考慮すると、名目賃金が大幅に上昇する余地はあると考える。したがって、2025年の春闘で賃金が5%上昇し、所定内給与が3%程度引上げられると予想する。消費者物価については、2025年前半は高い上昇率が続くものの、後半以降は徐々に減速していくと見込む。これにより実質賃金は改善し続け、特に賃上げの恩恵を強く受ける若年層を中心に消費が増加すると考える。若年層の支出割合が高い教養娯楽サービス関連のセクターが恩恵を受けるだろう。

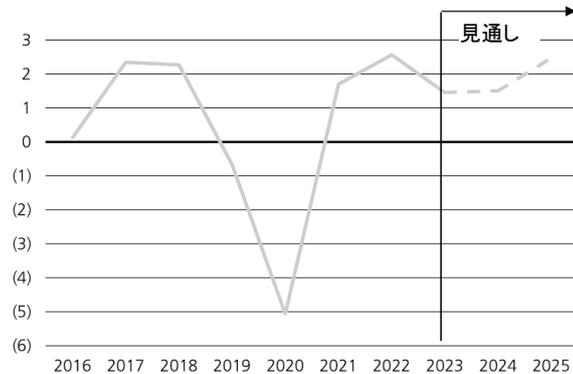
図表2：実質賃金は前年比プラスの水準で定着
前年同期比、%



*消費者物価指数
出所：総務省、厚生労働省、UBS

設備投資については、健全な企業財務状況のもと、実質ベースの上昇率は2024年の1.5%から2025年には2.5%に加速すると予想する。また、資本財や建設財価格の上昇が一服することで、2024年に工事費の高騰を理由として先送りされてきた、省力化・省エネルギーの分野向けを中心とした投資が2025年に顕在化するだろう。世界経済の減速により外需は弱まると予想されるが、自動車輸出の正常化や、中国人観光客数のコロナ前水準への回復などにより持ち直すと考える。

図表3：設備投資は2025年に加速
前年比、%



出所：内閣府、日本銀行、総務省、UBS

国内政治は不安定な状況が続くだろう。内閣支持率が低迷する中、少数与党の下での国会運営という困難に直面している。7月には参議院議員選挙が控えており、衆参同日選となる可能性も否定できない。夏の選挙の結果次第では、政策の方向性も大きく変わり得る。

税制については、12月20日に与党税制改正大綱が決定した。法人税でGDP比0.1%程度の増税、所得税は同0.3%程度の減税と、結果として全体で同0.2%の減税にとどまると見込まれ、経済への影響は限定的と考える。所得減税をめぐる、より大幅な減税を求める野党と合意に至っていないため、今後減税幅が拡大する可能性もある。その場合、日本国債の信用格付けが悪化しない限り、経済にとってプラスとなる。

トランプ関税は短期的には日本経済にネガティブな影響

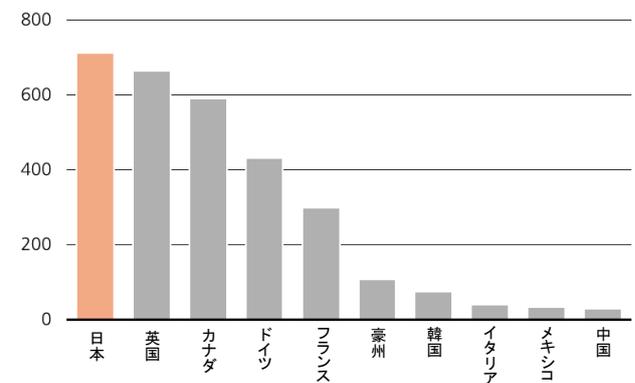
「トランプ2.0」の政策全容は依然として不透明だが、対中関税が引き上げられれば、日本に一時的にマイナスの影響が及ぶだろう。米国が中国に対して30%の関税を課し、10%の一律関税を課すと仮定した場合、米中の経済減速により、日本のGDPは3年間で0.4~0.6パーセントポイント押し下げられると見込む。

しかし、長期的には影響は中立的になると考える。生産拠点としての中国への輸出の減少は、東南アジア諸国連合(ASEAN)などの代替生産拠点への輸出の増加で相殺されるとみている。さらに、中国市場向けの輸出減についても、関税引き上げに対応して中国政府によって実施されるであろう景気刺激策が下支えすると予想する。

また、米国が日本製品に対して高関税を課す可能性は低いと考える。米国の貿易赤字相手国としては日本は5位(1位は中国、2位はメキシコ)だが、最大の対米直接投資国であるという立場が、日本に有利な交渉力を与えている。さらに、米国の防衛装備品の購入を増やす余地もある。

関税の応酬がエスカレートして世界経済が減速するリスクはあるが、「トランプ2.0」が日本経済に与える影響は、短期的にはネガティブなもの、中長期的には中立的というのが我々の基本的な見解である。

図表4：世界最大の対米直接投資国として交渉力がある
10億米ドル



出所：Haver、UBS

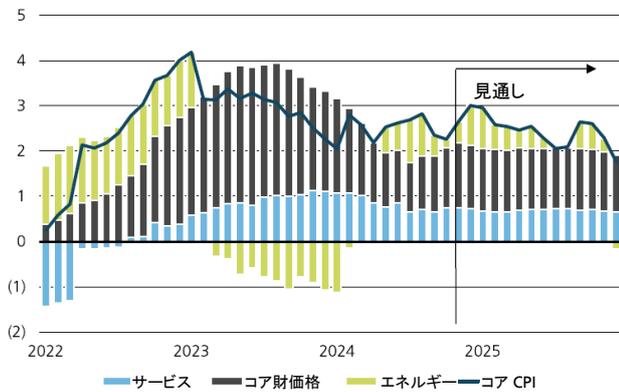
2. 2025年を通じて中立金利を下回る緩和的な状態が継続

インフレ目標の達成は依然不確実

物価をめぐる環境は改善しているが、2%のインフレ目標の確実な達成まではまだ少し距離がある。足下の輸入物価の下落が2025年の財価格を下押しし、公共サービスや家賃といった粘着的なサービス価格の上昇の遅れと相まって、2025年末には再び物価上昇率が2%を下回ると見込む。

しかし、物価上昇率が2%以上に上振れる可能性もある。日本企業が過去の投入価格の上昇を販売価格に転嫁してこなかった分を遅れて反映させることで、販売価格が上昇し続けるかもしれないからだ。加えて、長引く食料物価の上昇と、地政学的緊張により原油価格が上昇することも物価上振れ要因として挙げられる。また、可能性はより低いものの、世界需要の減衰や原油価格の下落による物価下振れの可能性も存在する。

図表5：2025年のCPI上昇率は概ね2%を超えて推移前年同月比、%



出所：総務省、UBS

2025年は2回の利上げを予想

今後の金融政策見通しについて、日銀は2025年に2回の利上げを実施し、政策金利は2025年末時点で0.75%まで引き上げられると予想する。その後、2026年にはさらに1回の利上げが行われるとみている。堅調な内需と高水準で推移する期待インフレ率の下、日銀は政策金利を1.0%とされる中立金利の下限へ徐々に近づけていくと考えられる。しかし、輸入物価の低迷とサービス価格の上昇の遅れによって、利上げは慎重に進められるだろう。

具体的には、日銀は3月に25ベースポイント(bp)、10月に25bpの追加利上げをすると予想する。植田和男総裁が12月の金融政策決定会合後の会見で、米国経済の不確実性や2025年の春闘の動向を注視していると発言したことを踏まえると、米国でトランプ氏が大統領に就任した直後の1月よりも、市場が落ち着きを取り戻し、春闘の結果も確認できる3月の方が利上げ時期として好ましいだろう。

10年国債利回りについては、先述の金融政策見通しを踏まえ、2025年末までに1.2%、2026年には1.3%まで緩やかに上昇すると考える。

ただし、ドル円が160円を超えるなど大きく円安方向に動いた場合、日銀は1月に利上げを前倒しする可能性がある。また、先述の物価上振れ要因が顕在化した場合や、中小企業や中高年の労働者への賃上げ波及を経てサービス価格が上昇した場合には、2026年に2回以上利上げを行う可能性もある。

図表6：政策金利と10年国債利回りは緩やかに上昇%



出所：Haver、UBS

2025年の株式投資戦略

日本株に対してNeutral(中立)のスタンスを維持する。日本株は米大統領選後に上昇した後、上値が重くなっている。「トランプ2.0」では、関税政策が「トランプ1.0」よりも早期に実施される可能性があることを踏まえると、「トランプ2.0」の初期段階で積極的なポジションを取ることは難しいだろう。さらに、急速な円高進行の可能性も排除できない。加えて、12カ月先のコンセンサス業績予想は、ここ数カ月で低下している。2024年度の企業業績は9%増益、2025年度は5%増益を予想している。

しかし、ポジティブな材料もある。まず、2025年は実質賃金の伸びが安定的にプラスを維持し、消費の拡大が見込まれる。また、海外投資家はすでに日本株買いのポジションのほとんどを解消しているため、大規模な売り越しのリスクは小さいと考えられる。加えて、自己資本利益率(ROE)が上昇し始めれば、日本の構造改革が着実に進展しているという裏付けとなり、海外投資家を再び日本株式市場に呼び戻す鍵となると考える。

ROEの上昇に向けた条件は整っている。まず、足元の日米のマクロ経済環境の健全さは、日本企業による構造改革を後押しする。また、東京証券取引所や投資家など外部からのプレッシャーがコーポレートガバナンス改革を継続的に促進している。さらに、ROE向上の重要性が日本企業の間で広く認識されつつある。我々は金融や不動産など、他のセクターに先んじてROEの上昇が期待されるセクターの高クオリティ銘柄を推奨する。

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS Group AG (「UBS Group」)傘下のUBS Switzerland AG(スイスのFINMAの規制対象)またはその関連会社(「UBS」)の事業部門であるUBS チーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジメントが作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。UBS Groupには旧 Credit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

UBS Group内の様々な部門、グループ、人員は相互に独立して別個のリサーチ資料を作成・配布することがあります。CIOが発行するリサーチレポートはUBS Global Wealth Managementが作成しています。UBS Global ResearchはUBS Investment Bankが作成しています。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIOとUBS Global Researchの共同作成によるもの)を除いては、投資推奨、格付け、価格見通し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料を入手できるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジメントおよびシニア・マネジメントのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含むUBS Group全体の収益と関係することがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したのではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等：UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3233号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大3.3%（税込）の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用（信託報酬）（国内投資信託の場合、最大2.20%（税込、年率）。外国投資信託の場合、最大2.75%（年率）。）のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS投資一任運用サービス（以下、当サービス）」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大2.20%（税込）をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用（信託報酬）や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引（委託）手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限額を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

UBS銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る（円ベースで元本割れとなる）リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人であるUBS AGおよびUBS Group内の他の企業（またはその従業員）は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 2024 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
商号等：三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長（登金）第649号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会