

2025 年 2 月 27 日

主要国経済 Outlook

2025 年 3 月号 (No. 460)

経済調査部
ニューヨークリサーチセンター
ロンドンリサーチセンター

[目次]

Overview 2

インフレ下では政策運営にスピード感が求められる

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光

日本経済 3

経済見通しを改訂／景気回復を見込むも「トランプ 2.0」などに警戒

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司

米国経済 18

米国経済の自律性を損ね得る相互関税

経済調査部 主任研究員 矢作 大祐
ニューヨークリサーチセンター 研究員 藤原 翼

欧州経済 28

トランプ関税で高まるリスク

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 橋本 政彦

中国経済 40

地方経済の苦境と全人代の注目点

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

各種レポートは大和総研ウェブサイトでもご覧いただけます。

URL は <https://www.dir.co.jp/report/index.html> です。

Overview

インフレ下では政策運営にスピード感が求められる

佐藤 光

各国でインフレ再燃の火種がくすぶっている。2025年1月統計では、米国の消費者物価指数上昇率が前年比+3.0%に達したほか、ユーロ圏（HICP）でも同+2.5%となった。いずれも昨年9月のボトムから、再び上昇傾向を見せている。足元でのインフレの再加速は日本も同様であり、2025年1月の消費者物価指数上昇率（総合）は同+4.0%に達した。

物価動向については各国の金融当局も再び警戒感を強めつつあり、米国ではFRBが1月のFOMCで4会合ぶりに利下げを見送った。また、日本銀行は1月に追加利上げを実施したことに加え、その後に植田総裁が、日本経済は「インフレの状態にある」と発言したことが話題となった。

近年、高インフレは多くの人々を苦しめている。主に西側諸国で昨年から相次ぐ政権交代や政治情勢の流動化は、収まらないインフレが最大級の要因であったと言っても過言ではない。

インフレ下の政策運営には、より一層のスピード感が必要と考えられる。状況を放置した場合、人々の生活状況が悪化するスピードはデシインフレの時期よりも速くなり得るからだ。しかし、政策を実行に移すのも容易ではない。例えば大統領を支える与党が少数のフランスや少数与党政権の日本では、困難な政策運営が折に触れてクローズアップされている。2月23日の総選挙で与党が敗北したドイツでも、新政権の樹立までには紆余曲折があるとみられている。

一方で、米国の第2次トランプ政権は予想を上回るスピードで政策を相次ぎ打ち出している。トランプ大統領が前回政権時の経験を活かしている面もあるだろうが、次回の大統領選挙には出馬できないからこそ思い切った政策運営が可能なのかもしれない。ただし、これまで前面に出ている政策は関税引き上げであり、これはインフレ抑制には逆行する恐れがある。政策のスピード感は評価されるものの、これらがもたらす結果については不透明感が非常に強い。

インフレ抑制に直接的に効くのは供給の促進、または需要の抑制であるが、後者は行き過ぎると景気後退を招きかねない。供給力強化のカギは有形・無形を問わず適切な投資の実行だ。有効な投資を迅速に実行するための政策運営が世界的に問われることになるだろう。

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞ （2025年2月26日時点）

(%)				(前年比%)								
	2024年			2025年				2026年	2023年	2024年	2025年	2026年
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(下線及び斜字は年度)			
日本	3.0	1.7	2.8	0.4	1.4	1.2	1.2	1.1	1.5	0.1	1.5	1.1
									<u>0.7</u>	<u>0.7</u>	<u>1.3</u>	<u>1.1</u>
米国	3.0	3.1	2.3	2.2	2.0	2.1	2.2	2.1	2.9	2.8	2.3	2.1
ユーロ圏	0.7	1.6	0.2	1.3	1.4	1.5	1.5	1.4	0.4	0.7	1.2	1.4
英国	1.8	-0.1	0.4	1.1	1.6	1.7	1.7	1.5	0.3	0.9	1.1	1.5
中国	4.7	4.6	5.4	4.3	4.8	4.4	4.6	4.3	5.2	5.0	4.5	4.2
ブラジル	3.3	4.0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.2	3.5	2.2	2.0
インド	6.7	5.4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>6.2</u>	<u>6.5</u>	<u>6.7</u>	<u>6.7</u>
ロシア	4.1	3.1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.6	4.0	1.5	1.3

(注) グレー部分は予想値、それ以外は実績値。四半期伸び率は、中国、ブラジル、インド、ロシアは前年比、それ以外は前期比年率。

(出所) 各種統計より大和総研作成

日本経済

経済見通しを改訂／景気回復を見込むも「トランプ 2.0」などに警戒

神田 慶司
久後 翔太郎
田村 統久
山口 茜
岸川 和馬
中村 華奈子

[要約]

- 2024 年 10-12 月期の GDP1 次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質 GDP 成長率は 2024 年度+0.7%、2025 年度+1.3%、2026 年度+1.1%（暦年ベースでは 2025 年+1.5%、2026 年+1.1%）と見込む。
- 春闘での高水準の賃上げ継続などを背景に、実質賃金は上昇基調が明確になり、2026 年度にかけて前年比+1%程度で推移するだろう。賃上げと価格転嫁の循環などにより、CPI 上昇率の基調は同+2%程度で安定する見込みだ。家計の所得環境の改善や政府の経済対策、インバウンド需要の増加、高水準の家計貯蓄などが日本経済を下支えしたり、押し上げたりするとみている。ただし、米トランプ新政権の政策（「トランプ 2.0」）や大幅な円高など外部環境の変化には警戒が必要だ。
- 日本銀行は経済・物価・金融情勢を注視しつつ、2025 年 7-9 月期（月次ベースでは 7 月）に短期金利を 0.75%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで 0.25%pt の追加利上げを行うと想定している。予測期間の終盤には短期金利は 1.50%に達する見込みだ。実質金利は予測期間を通してマイナス圏で推移し、当面は緩和的な金融環境が維持されるだろう。

1. 緩やかな景気回復を見込むも「トランプ 2.0」などに警戒

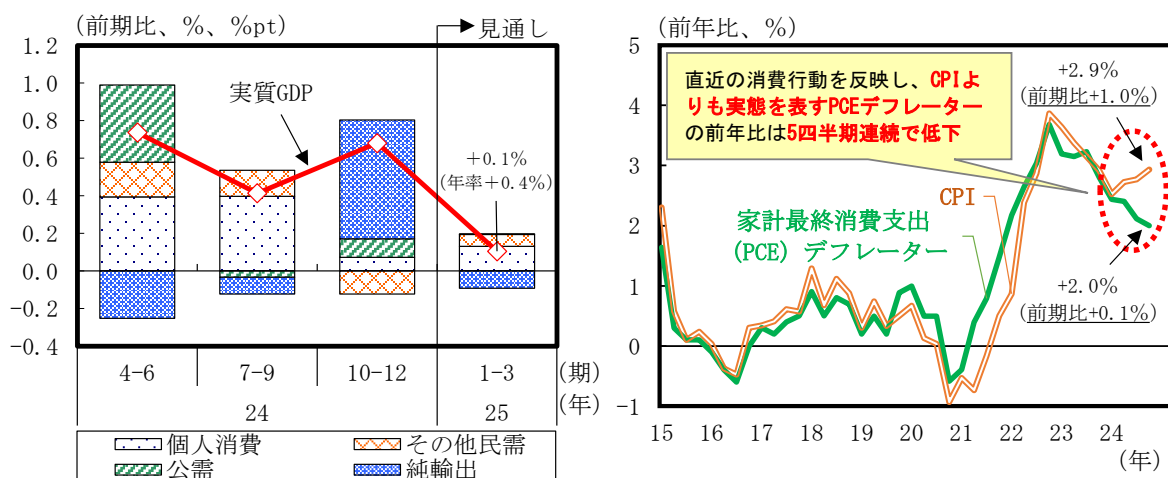
2024 年 10-12 月期の実質 GDP は 3 四半期連続のプラス成長

2024 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は 1 次速報値で前期比年率+2.8%（前期比+0.7%）と、3 四半期連続のプラス成長だった¹。輸出や設備投資など幅広い需要項目で増加が見られたが、輸入の減少で GDP 成長率が押し上げられた面も大きく、その点は割り引いてみる必要がある。

実質 GDP を需要項目別に見ると（図表 1 左）、民需関連では個人消費、設備投資、住宅投資が増加した一方、民間在庫変動の GDP 成長率への寄与度はマイナスだった。公需関連では政府消費が増加した一方、公共投資は減少した。外需関連では輸出が増加し、輸入が減少したことで、純輸出は 5 四半期ぶりにプラスとなった。

このうち個人消費については、2024 年 4-6 月期から 2 四半期連続で前期比+0.7%と高い伸び率が続いたことや、食料品を中心とした物価高騰などの影響で、10-12 月期は減少するとの見方が公表前に多かったものの同+0.1%と底堅く推移した。その理由の 1 つに、一部食料など価格高騰品目の購入を控える一方、価格が安定的な品目の購入に積極的になり、物価高による個人消費への影響が緩和されたことがあるとみられる。

図表 1：実質 GDP 成長率の実績と見通し（左）、CPI と家計最終消費支出デフレーター（右）



（注）左図は季節調整値。右図は原数値の前年比で、括弧内の前期比のみ季節調整値から算出。

（出所）内閣府、総務省統計より大和総研作成

10-12 月期の消費者物価指数（CPI）は 3 四半期連続で前年同期比の伸び率が高まり、前期比+1.0%だった。一方、GDP 統計における家計最終消費支出（PCE）デフレーターは同+0.1%にとどまった（図表 1 右）。CPI は基準年（現行は 2020 年）の消費バスケットで固定されているため、例えばある商品の価格が高騰したとき、その購入量を減らしつつ価格が安定的な商品の購入量を増やすといった行動は CPI には反映されない。これを反映する PCE デフレーターは CPI よりも実態を表し、米連邦準備制度理事会（FRB）も重視する物価指標だ。家計が直面する物価

¹ 詳細は、神田慶司・田村統久「[2024 年 10-12 月期 GDP（1 次速報）](#)」（大和総研レポート、2025 年 2 月 17 日）を参照。

の伸びは CPI ほどには高まっておらず、結果として CPI などから公表前に予想された 10-12 月期の実質消費支出は実績よりも弱めになったとみられる。

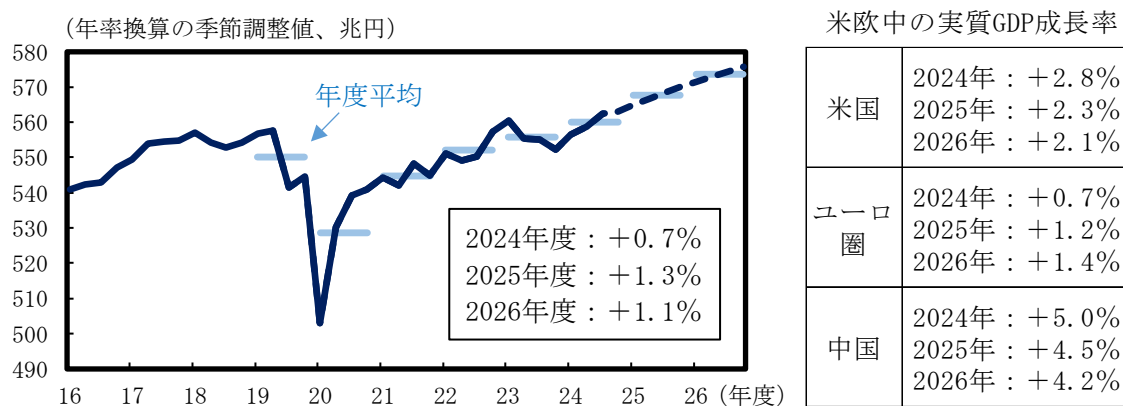
実質雇用者報酬は前期比+1.5%と 5 四半期連続で増加し、2021 年 1-3 月期以来の高水準となった。総務省「労働力調査」に見る雇用者数は同+0.6%、雇用者数で除した 1 人あたり実質雇用者報酬（≒実質賃金）は同+0.9%だった。後者を前年同期比で見れば 3 四半期連続のプラスで伸び率が高まっており、厚生労働省「毎月勤労統計調査」で見ると実質賃金の上昇基調が明確である（後掲図表 4 右）。

2025 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+0.4%（前期比+0.1%）とみている。輸入が増加に転じることもあって成長率は小幅になるものの、4 四半期連続のプラス成長を見込んでいる（前掲図表 1 左）。

日本の実質 GDP は 2026 年度にかけて 1%程度のプラス成長を見込む

図表 2 ではメインシナリオにおける実質 GDP の推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新（2 月 26 日時点）の見通しに基づく。詳細については各国の経済見通しを参照されたい。

図表 2：日本の実質 GDP 見通し（左）と海外経済の前提（右）



(注) 図中の破線は大和総研による予測値。米欧中の見通しは大和総研の各国担当者の予測に基づく。

(出所) 内閣府、各国統計より大和総研作成

上記の海外経済見通しの下、メインシナリオにおける日本の実質 GDP 成長率は 2024 年度で前年比+0.7%、2025 年度で同+1.3%、2026 年度で同+1.1%と見込んでいる（暦年ベースでは 2025 年で同+1.5%、2026 年で同+1.1%）。

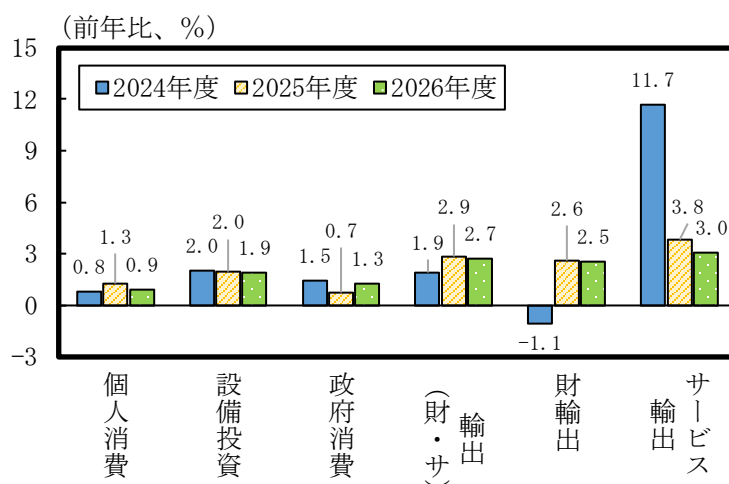
2024 年度の成長率見通しは、2024 年 12 月 9 日に公表した当社の「[第 223 回日本経済予測（改訂版）](#)」（以下、前回予測）から 0.2%pt 引き上げた。2024 年 10-12 月期における輸入の下振れや、公共投資における過去実績の遡及改定などを反映した。2025 年度は前回予測から 0.1%pt 引き下げた。輸入の持ち直しなどを織り込んで 2025 年 1-3 月期の成長率を下方修正したことで、「成長率のゲタ」（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる前年比の実質 GDP 成長率）が

+0.5%へと低下したのが主因である。

今回、新たに 2026 年度の見通しを示したが、四半期ベースの実質 GDP 成長率は前期比年率+1%程度と、緩やかな景気回復を想定している。

主な需要項目に関しては、**図表 3** のような推移を見込んでいる。このうち個人消費は、賃上げ継続などによる所得環境の改善や高水準の家計貯蓄などを背景に、緩やかな増加が続く見込みである。

図表 3：主な需要項目の見通し



(注)「財・サ」は財およびサービス。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

人手不足の深刻化などを背景に、2025 年春闘では前年に続き、高水準の賃上げ率となる公算が大きい。当社では、2025 年春闘での定期昇給込みの賃上げ率（加重平均、日本労働組合総連合会（連合）集計値）を 5.0%程度²、ベースアップ（ベア）率を 3.5%程度と想定している。一般労働者の所定内給与の前年比を直近 40 年間（1985～2024 年度）のベア率で回帰した結果に基づくと、一般労働者の所定内給与は 2025 年度に前年比+4.1%へと高まる可能性がある（**図表 4 左**）。ただし、2023 年度と 2024 年度（実績見込み）は回帰線から下振れしており、両年度の関係から機械的に延伸すれば、2025 年度は同+2.7%にとどまる。当社では中小企業での賃上げ加速などを織り込んで、2025 年度の一般労働者の所定内給与を同+3.0%程度と想定した。2026 年度も積極的な賃上げが継続されることなどから、同程度の伸びを見込んでいる。

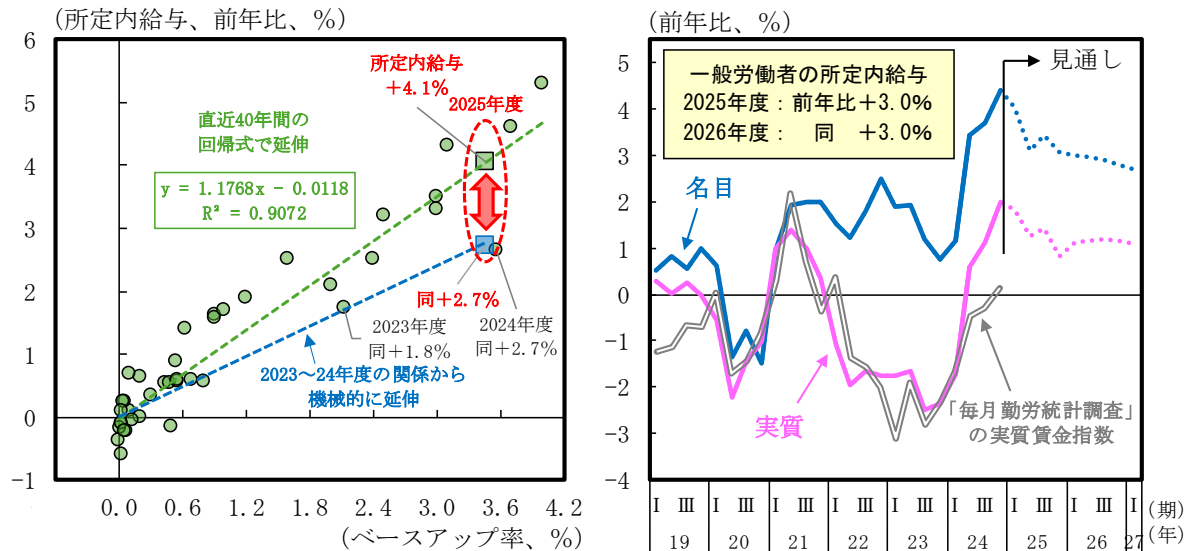
マクロで見た賃金は堅調な推移が見込まれる。厚生労働省「毎月勤労統計調査」の実質賃金指数よりも実態を表す³とみられる 1 人あたり実質雇用者報酬は、2024 年 4-6 月期に 10 四半期ぶ

² 企業業績や労働需給、物価上昇率などを説明変数とした推計式に基づけば、2025 年の春闘賃上げ率は連合集計値ベースで 4.2%程度と試算され、前年（5.1%）から低下する可能性がある。一方、企業間の人材獲得競争の激化や食料品を中心とした物価高騰などを背景に、労使ともに賃上げに積極的な姿勢を直近でも示している。また、価格転嫁は一段と進みやすくなっており、労働力確保のために賞与の引き上げからベアに切り替える中小企業が増える可能性があることを踏まえ、本予測では前年並みの賃上げ率を見込んだ。

³ GDP 統計の実質雇用者報酬と毎月勤労統計調査の実質賃金指数の違いについては、神田慶司「[2025 年の実質賃金はどうなる？](#)」（大和総研コラム、2025 年 1 月 27 日）などを参照。

りに前年比でプラス圏へと浮上すると、10-12月期には同+2.0%まで加速した（図表4右）。物価上昇の再加速などで伸び率が低下する局面はあるものの、1人あたり実質雇用者報酬は2026年度にかけて、これまでの労働生産性上昇率並みの同+1%程度で推移しよう。

図表4：ペア率と一般労働者の所定内給与の伸び率（左）、1人あたり雇用者報酬の見通し（右）



（注）左図のベースアップ率は2014年度まで厚生労働省「賃金事情等総合調査」、2015年度以降は日本労働組合総連合（連合）集計値。所定内給与は一般労働者で、前年比は1993年度まで厚生労働省「賃金構造基本統計調査」、1994年度以降は同「毎月勤労統計調査」より算出。2024年度は見込み。右図の1人あたり雇用者報酬は季節調整値の前年比で、点線は大和総研による予測値。

（出所）厚生労働省、総務省、内閣府統計、日本労働組合総連合会（連合）資料より大和総研作成

設備投資は、緩和的な金融環境が当面継続する中で、コロナ禍や物価高により企業が先送りしてきた更新投資や能力増強投資などが発現するとみている。積極的な賃上げに伴う資本の相対価格の低下などを受けて省力化に向けた投資が拡大するほか、DX（デジタルトランスフォーメーション）やGX（グリーントランスフォーメーション）に関連したソフトウェア投資や研究開発投資も増加する見込みだ。他方、海外経済をめぐる不透明感の強まりや人手不足を背景とした工期の遅れなどが、設備投資の伸びを抑制する可能性もあり、警戒が必要だ。

政府消費は、2024年度に堅調に推移した反動などから2025年度はやや低い伸び率にとどまるものの、高齢化が進展し、医療・介護給付費の増加圧力が高まる中で、2026年度にかけて伸びが加速しよう。

輸出のうち、財輸出は2025年半ばにはシリコンサイクル（世界の半導体市況）の回復が一服し、2026年の後半には調整局面入りするとみられるものの、世界経済の安定的な成長などを背景に、総じて堅調な推移が続くとみられる。また、サービス輸出はインバウンド需要の拡大が続くほか、業務サービスなどの趨勢的な増加が下支えするとみている。

2. 今後の日本経済のポイント

日本経済の主な「下支え・押し上げ要因」と「下振れリスク」

足元の経済状況を踏まえつつ、今後の日本経済の主な下支え・押し上げ要因と下振れリスクをまとめたものが**図表 5**である。

<経済の下支え・押し上げ要因>

2026 年度までに主に見込まれる要因としては、前回予測と同様、「賃上げ等による家計の所得環境の改善」「政府の経済対策」「緩やかな金融環境の継続」「インバウンド需要の増加」「高水準の家計貯蓄」「シリコンサイクルの回復」が挙げられる。物価と日本銀行（日銀）の金融政策の見通しは後述するが、CPI 上昇率の基調は 2%程度で安定し、日銀は緩やかなペースで追加利上げを実施していくと見込んでいる。

前述のように、2024 年 10-12 月期の 1 人あたり実質雇用者報酬は 3 四半期連続で前年比プラスとなり、2025 年 1-3 月期以降も春闘での高水準の賃上げ継続などもあってプラス圏で推移する見込みである（**前掲図表 4 右**）。また政策面では、年 1.3 兆円規模の児童手当の拡充⁴が 2024 年 10 月分（支給は 12 月）から始まったことや、「103 万円の壁」対策で基礎控除等が引き上げられることなども所得環境を改善させる。

2024 年 11 月 22 日に石破茂政権が閣議決定した総合経済対策については、経済効果を今後 3 年程度の累計で 6.8 兆円程度、年あたりの実質 GDP 換算で 0.4%程度と見込んでいる。内閣府は同 21 兆円程度（同 1.2%程度）と試算しており、当社は政府試算の 3 分の 1 ほどの経済効果を想定していることになる。これは施策ごとに想定する GDP の押し上げ方などが両者で異なるためと考えられる⁵。経済効果の内訳を見ると、低所得世帯向けの給付金やエネルギー高対策の再開・延長などが個人消費を下支えするとみられる。防災・減災、国土強靱化対策や能登地域の復興・復興事業などは公共投資を押し上げ、人手不足・生産性向上に向けた省力化投資や AI・半導体産業の成長にかかる支援強化などは関連する設備投資を促進しよう。

経済対策は当面の日本経済を下支えする一方、2025 年度に国と地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス、PB）を黒字化させる政府の財政健全化目標の達成は極めて困難になったといえる。「[日本経済見通し：2025 年 1 月](#)」で示したように、2025 年度の PB は▲14.3 兆円（名目 GDP 比▲2.3%）程度と見込まれる。

⁴ 所得制限が撤廃され、支給期間は高校生年代まで延長された。また、支給額は 0～2 歳が月 1.5 万円、3 歳～高校生年代が月 1 万円、第 3 子以降は年齢を問わず月 3 万円となった。

⁵ 経済効果を試算するにあたり、補正予算関連資料などを参考に施策ごとに予算額を振り分け、それぞれに一定の係数（GDP の押し上げにつながる比率）を乗じたものを累積した。ただし、施策の性質上 3 年程度では GDP の直接的な押し上げにつながりにくい判断した施策や、本稿執筆時点で内容が確定していない「103 万の壁」引き上げなどの施策は試算の対象から除外した。

図表 5：今後の日本経済の主な「下支え・押し上げ要因」と「下振れリスク」

経済の下支え・押し上げ要因	
○賃上げ等による家計の所得環境の改善	24年10-12月期まで3四半期連続で前年比プラスだった実質賃金（1人あたり実質雇用者報酬）はプラス圏で推移する見込み（労働生産性並みの同+1%程度）。25年の春闘賃上げ率は前年並みの5.0%程度（連合集計値ベース）となる可能性。 年1.3兆円規模の児童手当の拡充が24年10月分（支給は12月）から開始され、所得税の基礎控除等が引き上げ
○政府の経済対策	石破政権の経済対策の経済効果は今後3年間で6.8兆円と想定。低所得世帯向けの給付金、エネルギー高対策の再開・延長、国土強靱化などが景気を下支えする一方、国・地方のプライマリーバランスを25年度に黒字化させる財政健全化目標の達成は極めて困難に
○緩和的な金融環境の継続	生鮮食品・エネルギーを除くCPIは前年比+2%程度で推移する見込み。日銀は25年7-9月期（月次では7月）に短期金利を0.75%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで0.25%ptの追加利上げを行うと想定（実質短期金利はマイナス圏で推移）
○インバウンド需要の増加	24年に3,687万人だった訪日外客数は25年に4,600万人、26年に4,800万人の見込み（実質インバウンド消費額は24年の6.7兆円から25年に7.9兆円、26年に8.3兆円）。25年は中国人訪日客数の本格回復もあって増勢を維持するも、26年は緩やかな回復にとどまる見込み
○高水準の家計貯蓄	家計金融資産は実質賃金の下落直前の21年12月末から直近の24年9月末までに+137兆円（負債を除いたネットベースで同+113兆円）。株式市場の回復基調が続けば、資産効果を通じて消費を押し上げる可能性
○シリコンサイクル（世界の半導体市況）の回復	シリコンサイクルは25年半ばに頭打ちとなり、26年後半から調整局面入りする見込み。先端半導体で高いシェアを持つ台湾や韓国の電子部品・デバイス工業の出荷在庫バランスや、世界半導体販売額には頭打ちの兆し。米AI投資拡大の効果は今後4年間で緩やかに発現か
経済の下振れリスク	
○「トランプ2.0」や金融引き締め長期化による米国景気の悪化	米トランプ新政権の追加関税、移民規制の強化、歳出削減、AI投資拡大は、25～29年の米実質GDP成長率を最大で年率1.2%pt押し下げ。穏健的な政策が取られてもインフレが再燃すれば、引き締めの金融環境が長期化して景気後退や株価調整を招く可能性も（過去の景気後退局面と同程度の株安は逆資産効果を通じて米国の実質GDPを0.8%押し下げ）
○米中対立の激化や経済安保の強化による経済活動の抑制	日本が中国向け半導体製造装置輸出を全面規制すれば2兆円超の輸出減。米国の対中投資規制（25年1月施行）に日本も参加したり、報復措置として中国がレアメタルなど重要物資の輸出規制を強化したりする可能性も
○中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化	原油価格が150ドル/bblに上昇すると日本の実質GDPへの影響（年間）は▲0.6%
○円高の進行	10円の円高ドル安による日本の実質GDPへの影響（年間）は▲0.2%。日米の金融政策の方向性の違いや米国の景気後退などにより購買力平価（90～130円/ドル程度）が意識されることも
○中国の過剰債務問題の顕在化	技術の停滞等を背景に中国の資本ストックは2,840兆円過剰（資本係数の長期トレンドからの乖離幅）

(出所) 各種統計より大和総研作成

インバウンド需要は2022年秋から力強く回復してきたが、中国の景気減速を背景とする中国人旅行客数の回復の遅れなどが重しとなり、2024年に入ってからペースが鈍化しつつあった。しかし、2024年秋以降は為替が再び円安方向に動いたこともあり、韓国や北米からの訪日客が顕著に増加した。また、年末頃からは航空会社が日本と中国間の便数を拡大させたことで中国人旅行客数が大幅に増加するなど、再び訪日外客数の回復ペースが加速している。

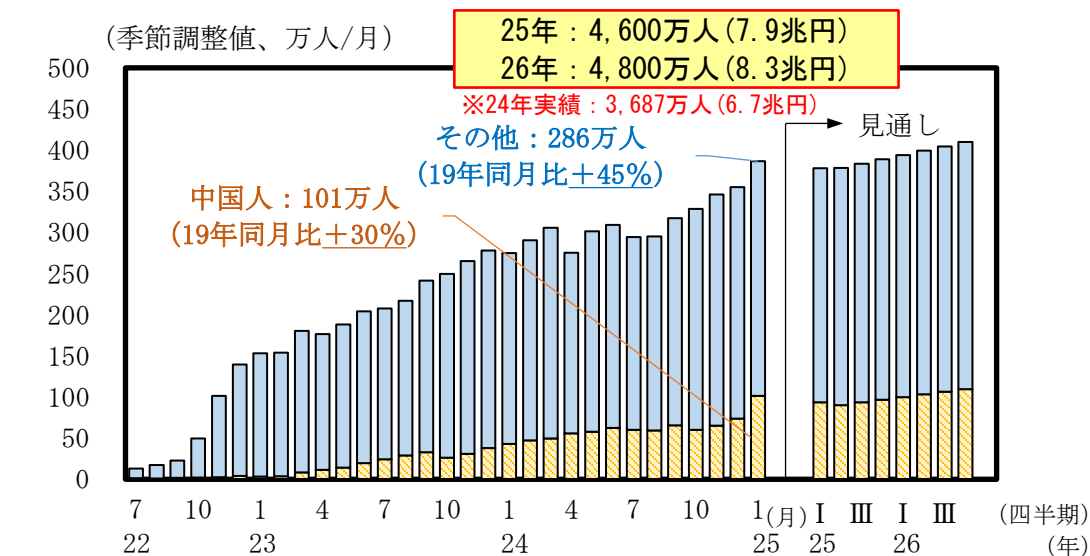
日本政府は訪日中国人の入国ビザの条件を緩和する方針を2024年12月に発表した。直近の2025年1月は春節の効果⁶もあって中国人訪日客数が2019年同月比+30%とコロナ禍以降初めて2019年同月の水準を上回った（2024年12月は同▲15%）。世界各国への中国人旅行客数（主要行先）の動向を2024年末まで確認すると、中国の景気減速を背景に中国人が海外旅行を抑制

⁶ 春節の連休時期が2019年と2025年で異なる（2019年は2月4日～10日、2025年は1月28日～2月4日）点には留意が必要である。

している状況には変わらないものの、足元では日本が旅行先としてこれまで以上に選ばれるようになっていることが示唆される。

こうした状況を踏まえ、インバウンド需要の見通しを前回予測から上方修正した。2024 年に 3,687 万人（実質消費額で 6.7 兆円）だった訪日外客数は、2025 年に 4,600 万人程度（同 7.9 兆円程度）、2026 年に 4,800 万人程度（同 8.3 兆円程度）へと増加するとみている（図表 6）。

図表 6：訪日外客数の推移と見通し（括弧内の金額は実質消費額）



(注) 大和総研による季節調整値。

(出所) 観光庁、内閣府統計より大和総研作成

高水準の家計貯蓄は個人消費を継続的に下支えするとみられる。家計の金融資産残高は実質賃金下落基調に入る前の 2021 年 12 月末から直近の 2024 年 9 月末までに 137 兆円増加し、2,179 兆円だった（負債を除くベースでは 113 兆円増加して 1,787 兆円）。トランプ政権は誕生直後から関税政策に積極的で、世界の貿易活動に対する先行き不透明感は急速に強まったが、AI 関連の投資拡大や規制緩和への期待などもあって金融市場は安定的に推移している。実体経済が今後も堅調に推移して株価の回復基調が明確になれば、資産効果を通じて国内の個人消費などを押し上げる可能性がある。

世界半導体販売額に見るシリコンサイクルは、2024 年 12 月にかけて回復ペースが鈍化している。国内の電子部品・デバイス工業の生産指数や、先端半導体などで高いシェアを持つ台湾や韓国の電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスなどの関連指標にも同様の動きが見られる。また、これらに先行する SOX 指数（フィラデルフィア半導体株指数）は足元で低下基調にある。シリコンサイクルは 4 年程度の周期で好況と不況を繰り返す傾向があることも踏まえると、世界半導体販売額は 2025 年半ばに頭打ちの傾向が鮮明化した後、2026 年後半にも調整局面に入る可能性がある。一方、トランプ政権による AI 関連投資の拡大は半導体需要を喚起し、投資計画が 4 年間にわたることから、この影響は投資の拡大に沿って緩やかに発現するとみている。

＜経済の下振れリスク＞

日本経済の下振れリスク要因は、海外を中心に多く存在する。具体的には、「『トランプ 2.0』や金融引き締め長期化による米国景気の悪化」「米中対立の激化や経済安保の強化による経済活動の抑制」「中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化」「円高の進行」「中国の過剰債務問題の顕在化」などが挙げられる（**前掲図表 5**）⁷。

日本経済及び世界経済にとっての当面の最大のリスクは、トランプ政権の政策、いわゆる「トランプ 2.0」だ。2025 年 2 月 4 日には、中国からの米国への輸入品に一律で 10%の追加関税を課す措置が発動された。トランプ大統領は鉄鋼・アルミニウム製品の米国輸入に対する 25%の追加関税や、相互関税の導入などの大統領令にも署名し、自動車などへの 25%の追加関税を検討している。また、不法移民対策の強化や政府職員の人員削減などにも意欲的である。これらは米国経済を悪化させるとみられるが、一方で AI 関連投資の拡大や規制緩和なども見込まれており、「トランプ 2.0」によるプラス面の影響にも目を向ける必要がある。

当社のメインシナリオでは、トランプ政権が掲げる各種政策が穏健化することで米国経済への悪影響は軽微とみている。ただし、米国経済が堅調に推移しても、インフレが再燃して引き締めの金融環境が長期化すれば、結果として米国の景気後退や資産価格の調整を招く可能性も否定できない。この点、過去の景気後退局面と同程度の株安が発生すると、逆資産効果を通じて米国の実質 GDP は 0.8%程度押し下げられると試算される⁸。

「トランプ 2.0」による経済への影響については、当社の「[第 224 回日本経済予測](#)」（2025 年 2 月 21 日）の**第 4 章**で取り上げたが、そこでの試算結果をまとめたのが**図表 7**である⁹。ここでは「トランプ 2.0」の主要 4 政策（関税政策・政府効率化省・移民政策・AI 関連投資）のそれぞれについて、「穏健」「リスク」「テールリスク」という 3 つのシナリオを想定した。

このうち「穏健シナリオ」では、各政策が実施されない場合と比較して、2025～29 年における米国の実質 GDP 成長率への影響は年率▲0.0%pt と限定的で、日本経済への影響も同様だ。一方、「リスクシナリオ」における米国と日本の実質 GDP 成長率への影響は同▲0.4%pt となり、「テールリスクシナリオ」では米国で同▲1.2%pt、日本で同▲0.9%pt と成長率が大きく下押しされる。

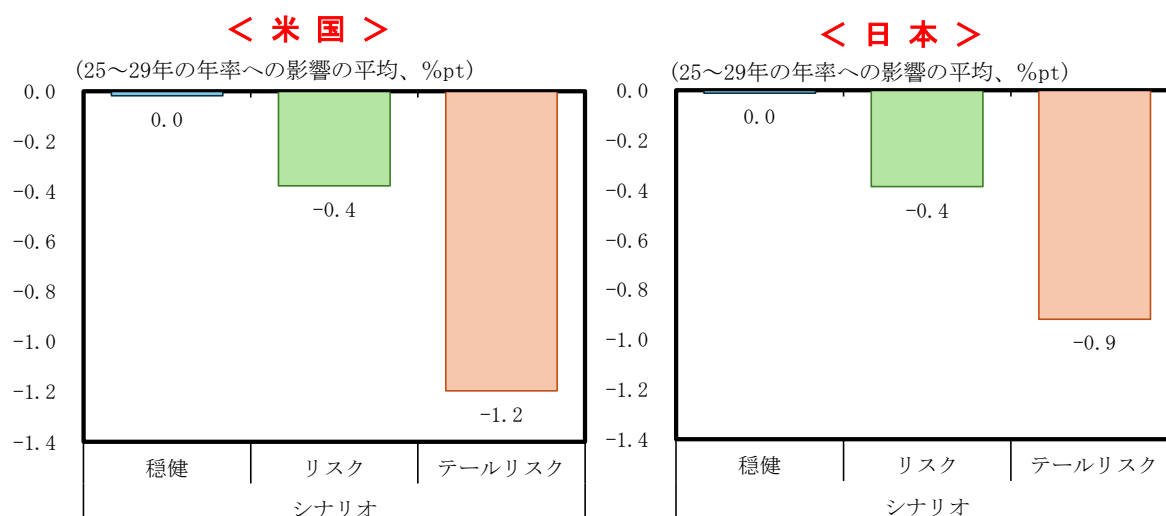
この試算では、分析の作成時点で詳細が明らかになっていない相互関税などを想定しておらず、これらが実際に発動されれば成長率が一段と下押しされる恐れがある。不確実性は極めて大きく、「トランプ 2.0」の今後の動向や経済活動への影響を注視する必要がある。

⁷ 「中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化」による原油高の影響と「中国の過剰債務問題の顕在化」については当社の「[第 220 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024 年 3 月 11 日）を、「円高の進行」については当社の「[第 222 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024 年 9 月 9 日）をそれぞれ参照されたい。

⁸ 米国の景気後退局面における平均的な株価下落率に、当社の「[第 210 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2021 年 9 月 8 日）の図表 4-9 で示した米国の消費関数の弾性値を乗じることで算出した。

⁹ 「トランプ 2.0」による米国経済への影響については、米大統領選前の 2024 年 6 月 10 日に当社が公表した「[第 221 回日本経済予測（改訂版）](#)」でも検討した。今回は直近までに明らかになった主要政策を反映させた上で 3 つのシナリオに分けて試算している。また、各種政策による需要と供給の両面への影響や、経済変数間の連関などを整合的に捉えるため、FRB/US モデル（FRB が公表している米国経済のマクロモデル）を利用した。

図表7：「トランプ2.0」主要政策による米国と日本の実質 GDP 成長率（2025～29 年で年率）への影響（上）と3つのシナリオの前提（下）



【各シナリオの前提】

		穏健シナリオ	リスクシナリオ	テールリスクシナリオ
関税政策	関税率引き上げ (報復関税あり)	追加の関税政策なし(実施済みの対中国10%追加関税のみ) ※相互関税の詳細は本分析の作成時点で不明のため想定せず	以下の措置を25年1-3月期に実施 ✓ 対カナダ・メキシコ25%関税、対中国25%追加関税 ✓ 対全世界で品目別追加関税 ・25%: 鉄鋼・アルミ製品 以下の措置を25年4-6月期に実施 ✓ 対全世界で品目別追加関税 ・10%: 原油・天然ガス ・25%: 自動車、半導体、医薬品	リスクシナリオに加え、以下の措置を25年7-9月期に実施 ✓ 10%の普遍関税 ✓ 対中国関税率を60%まで引き上げ
政府効率化省	政府歳出削減	CBO試算による歳出削減策のうち、非軍事関連予算(約0.9兆ドル)のみ10年かけて実現	CBO試算による歳出削減策(最大約2.2兆ドル)を10年かけて実現	年間1兆ドルの削減(マスク氏目安)を28年末までに達成
	人員削減	25年9月末までに政府職員の5%が退職	25年9月末までに政府職員の7.5%が退職、28年末にかけて10%に拡大	25年9月末までに政府職員の10%が退職、28年末にかけて25%に拡大
移民政策		不法移民の新規流入停止、28年まで年25万人ペース(過去10年間で最多の水準)で不法移民を送還	不法移民の新規流入停止、犯罪歴があったり退去命令を受けたりした不法移民約200万人を28年末までに送還(年50万人ペース)	不法移民の新規流入停止、現在の不法移民約1,100万人を、流入最大時と同ペース(年240万人)で送還、合法移民の流入を半減(年約40万人減少)
AI関連投資		ソフトバンク等によるAI投資(5年で5,000億ドル:年1,000億ドル)が計画通りに実施 AI関連投資による労働生産性の押し上げ効果:年率0.9%pt×投資ウェイト	AI投資計画が遅れ、10年で5,000億ドル(年500億ドル)に AI関連投資による労働生産性の押し上げ効果:年率0.4%pt×投資ウェイト	AI投資計画が遅れ、10年で5,000億ドル(年500億ドル)に AI関連投資による労働生産性の押し上げ効果:年率0.1%pt×投資ウェイト

(注) 詳細については、当社の「第224回日本経済予測」(2025年2月21日)の第4章を参照。

(出所) 各種統計より大和総研作成

3. 物価・金融政策の見通し

新コアコア CPI は 2025 年度後半にかけて前年比+2%程度で安定的に推移する見込み

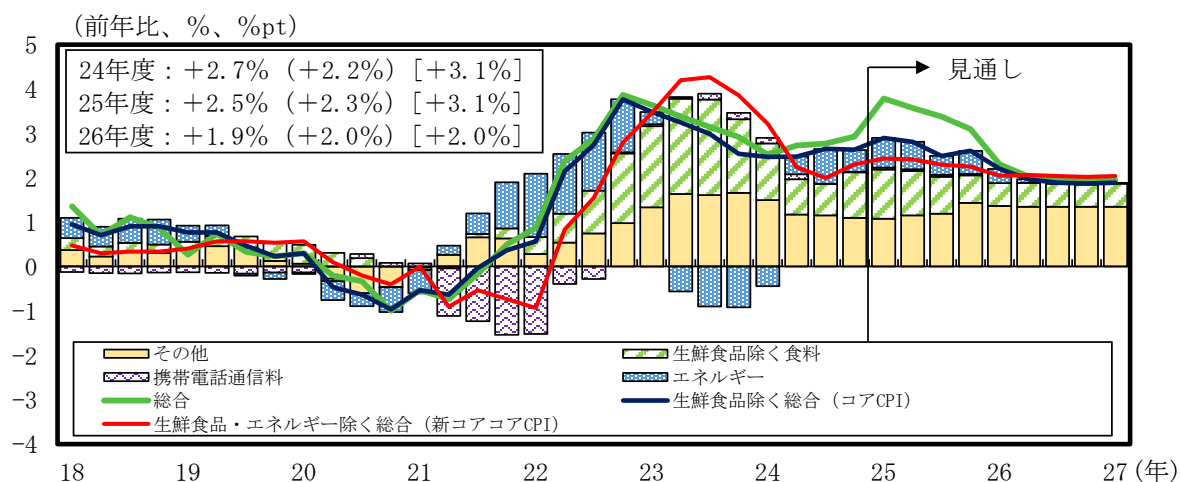
CPI 総合は、2024 年度、2025 年度でいずれも前年比+3.1%、2026 年度で同+2.0%を見込む（図表 8）。生鮮食品を除く総合ベースの CPI（コア CPI）については、2024 年度で同+2.7%、2025 年度で同+2.5%、2026 年度で同+1.9%を見込む。生鮮食品・エネルギーを除く総合ベースの CPI（新コアコア CPI）は、2024 年度に同+2.2%、2025 年度に同+2.3%、2026 年度に同+2.0%となる見込みだ。

足元では米など一部食料品の価格高騰が続いているが、そうした動きは徐々に落ち着くとみられる。他方、人件費の増加分を販売価格に転嫁する動きは継続し、賃金と物価の循環的な上昇が定着することで、基調的な物価は前年比+2%程度で安定的に推移するだろう。

エネルギー関連では、電気・ガス料金の負担軽減策（2025 年 1～3 月使用分の電気・ガス代への支援）が実施されるほか、補助を段階的に縮小しつつ燃料油価格激変緩和補助金（ガソリン補助金）が延長されている。こうしたエネルギー高対策は当面の CPI 上昇率の下押し要因となる。

後述するように、物価上昇の主因は中間投入コストの増加（日銀の整理¹⁰でいう「第一の力」）から人件費の増加（いわゆる「第二の力」）へとすでに転換している。人手不足の深刻化という構造的な課題が背景にあることから、企業による賃上げの動きは続く見込みだ。それに伴う人件費の増加を販売価格に転嫁する動きも継続するだろう。

図表 8：コア CPI 見通し（丸括弧内は生鮮食品・エネルギー除く総合、角括弧内は総合）



（注）作成時の資源価格と為替レートを前提とした物価見通し。電気・ガス料金の負担軽減（2025 年 1～3 月使用分の電気・ガス代への支援）のほか、燃料油価格激変緩和措置については、185 円超/リットルの範囲の補助率が段階的に縮小されると想定。

（出所）総務省統計より大和総研作成

¹⁰ 植田和男「[最近の金融経済情勢と金融政策運営-大阪経済4団体共催懇談会における挨拶-](#)」（2023 年 9 月 25 日）

人件費増加分を販売価格に転嫁する動きは今後も継続する見込み

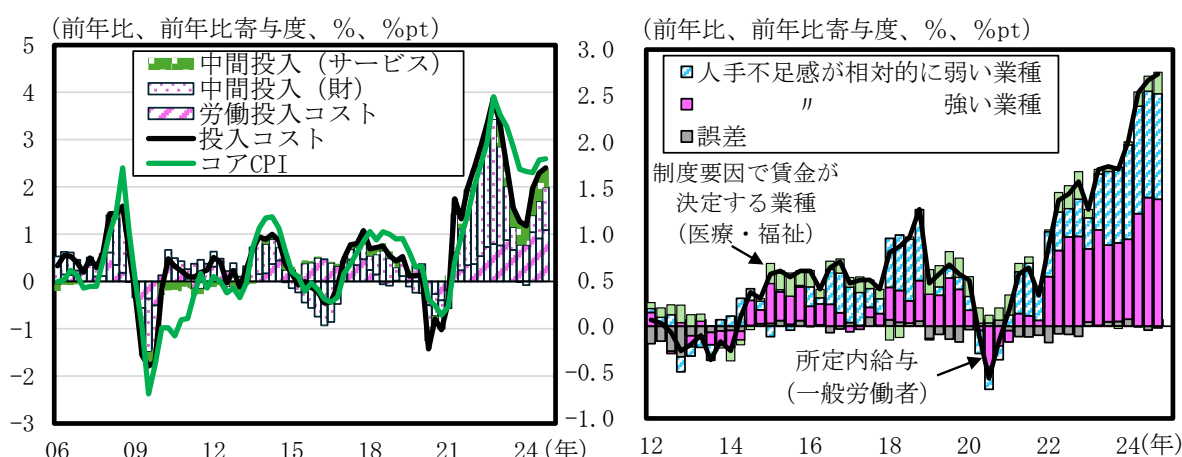
図表 9 左は、産業連関表や各種賃金・物価統計から推計した企業の投入コストと、コア CPI の推移を示したものだ。両者の連動性は高く、CPI の上昇要因を投入コストの面から捉えることができる。コア CPI 上昇率が急速に高まった 2022、23 年頃は資源高や円安の進行もあって「中間投入（財）」の寄与度が大きかったが、その後は中間投入コストによる押し上げ幅は徐々に縮小し、「労働投入コスト」の寄与度が高まっている。

足元では「中間投入（財）」の寄与度が再び拡大しているが、こうした動きは一時的なものとみられる。物価上昇の主因が輸入物価高による中間投入コストの増加（いわゆる「第一の力」）から人件費の増加（いわゆる「第二の力」）へと転換したという評価に変わりはない。

コア CPI 上昇率の先行きを考える上では、労働投入コストの増加が持続するかどうかが重要だ。そこで、同コストの増加の背景を探るため、**図表 9 右**では、主要な労働投入コストである賃金（所定内給与の前年比）の業種別の寄与度を、人手不足感が相対的に強い業種と弱い業種に分類した。内訳を見ると、宿泊業・飲食サービス業や運輸業・郵便業といった「人手不足感が相対的に強い業種」に加えて、「人手不足が相対的に弱い業種」でも寄与度が徐々に高まっている。人材獲得競争の激化や「防衛的賃上げ」の広がりなどを背景に、幅広い業種で高水準の賃上げが 2024 年にかけて実施されたことを示唆する。

企業は省力化投資などに積極的だが、国内の労働力の「伸びしろ」が限られる中、人手不足が短期的に解消するのは難しい。人材確保のための賃上げや人件費増加分の転嫁による物価上昇圧力は、今後も継続するだろう¹¹。

図表 9：企業の投入コストとコア CPI の推移（左）、所定内給与の要因分解（右）



（注 1）左図の投入コストは、企業物価指数（日本銀行）や企業向けサービス価格指数（同）、毎月勤労統計調査（厚生労働省）等を用いて、2015 年産業連関表の中間投入ウエイトおよび労働投入ウエイトから産業ごとの投入コストの変化率を計算した上で、家計最終消費支出ウエイトによって加重平均した値。

（注 2）右図の人手不足感が相対的に強い業種と弱い業種は、各業種の雇用人員判断 DI（最近）により分類。

（出所）内閣府、日本銀行、総務省、厚生労働省より大和総研作成

¹¹ ただし業種別に見ると、賃金と物価の循環的な上昇は特に家計向け非製造業で遅れている点には注意が必要である。詳細については、中村華奈子・久後翔太郎『[『賃金と物価の好循環』の進展評価と定着に向けた課題](#)』（大和総研レポート、2024 年 11 月 20 日）を参照。

日銀は25年7月に短期金利を0.75%に引き上げ、その後も緩やかに引き上げていく見込み

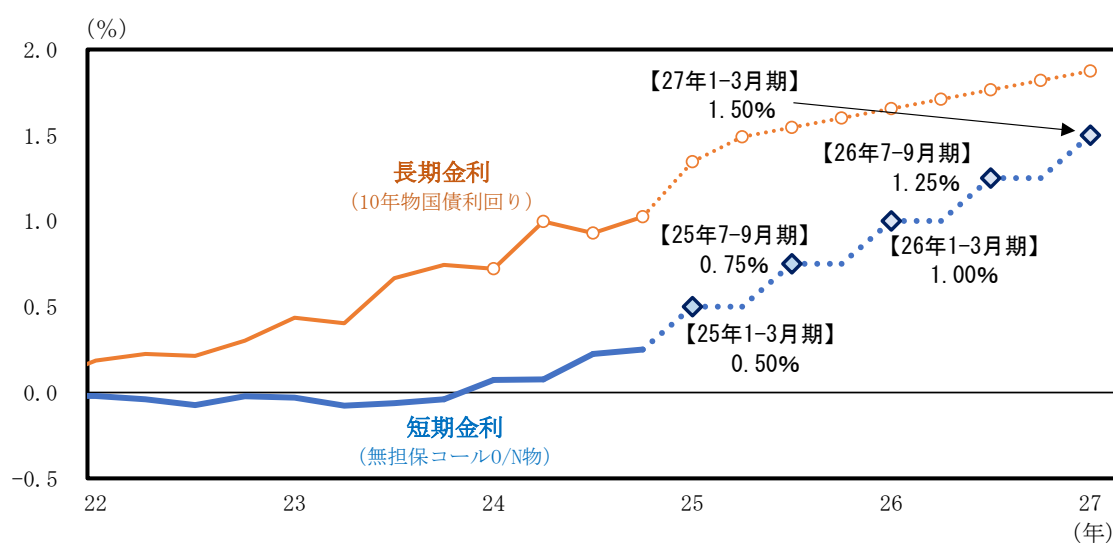
日銀は2025年1月に短期金利0.50%への引き上げを決めたが、今後も経済・物価・金融情勢を注視しつつ、緩やかなペースで追加利上げを実施すると当社ではみている。メインシナリオでは同年7-9月期（月次ベースでは7月）に短期金利を0.75%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで0.25%ptの追加利上げを行うと想定している（2027年1-3月期で1.50%、**図表10**）。

実質短期金利（短期金利から物価上昇率を差し引いた水準）は緩やかに上昇するが、予測期間を通じてマイナス圏で推移する見込みである。日本の自然利子率は足元でゼロ近傍にあると推計される¹²。当面は実質短期金利が自然利子率を下回る（実質金利ギャップはマイナスになる）ことで、緩和的な金融環境が維持されるだろう。

当社の想定よりも追加利上げの時期が前倒しになるリスクとしては、急速な円安の進行などが挙げられる。ドル円レートが足元と同程度の水準（150円/ドル前後）で推移する場合には大きな物価上昇圧力とはならないが、170円/ドル程度まで円安が進む場合にはその限りではない¹³。CPI上昇率が物価安定目標の2%を大幅に上回る可能性が高まれば、日銀は追加利上げを前倒しで実施し、物価上昇リスクの抑制に動くだろう。

長期金利の見通しは、足元の状況を踏まえて前回予測から上方修正した。予測期間の終盤に1.9%程度まで上昇すると見込んでいる（**図表10**）。日銀が利上げを進めることが長期金利の押し上げ要因になる一方、当社ではFRBが予測期間を通して段階的に利下げを進めるとみている。米国長期金利は緩やかに低下していく見込みであり、日本の長期金利に対して下押し圧力がかかるだろう。

図表10：日本の長短金利の見通し



¹² 詳細は当社の「[第220回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024年3月11日）を参照。

¹³ 詳細は当社の「[第223回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024年12月9日）を参照。

長短金利が上昇すると、家計・金融機関等の純利息収入は増加、企業・政府では減少

金利が上昇すると、各経済主体にはどのような影響がもたらされるだろうか。図表 11 は短期金利と長期金利がそれぞれ 0.25%pt 上昇する場合の純利息収入への影響を試算した結果だ¹⁴。ここでは「家計」「企業」「政府」「日銀」の純利息収入の合計額が海外部門を含む「金融機関等」の純利息収入（逆符号）と一致するように試算している。

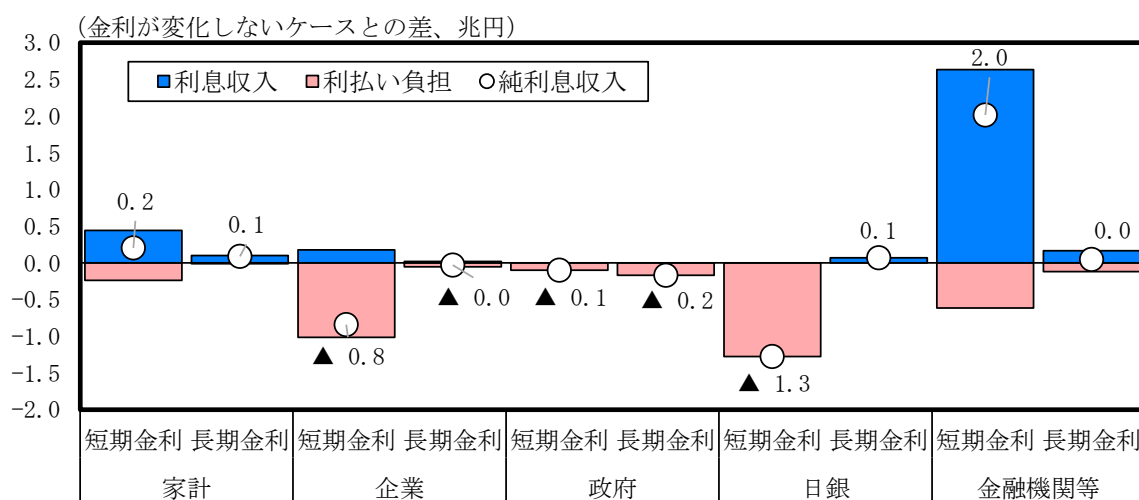
家計の純利息収入は短期、長期のいずれの金利上昇時にも増加するが、増加額は短期金利の方が大きい。負債面では、住宅ローンなどの適用金利が上昇して利払い負担が増加する。一方で資産面からは、短期金利の影響を強く受ける普通預金金利や、新規定期預金の適用金利が上昇することで利息収入が増加し、結果として利払い負担の増加分を上回る。家計の純利息収入を世帯主年齢別に見ると、金利上昇の恩恵は高水準の純金融資産を保有する高齢世帯に集中する一方、主に 30～40 代の世帯では住宅ローンなどの利払い費の増加で生活が圧迫される。

金融機関等では、とりわけ短期金利が上昇する場合の純利息収入の増加額が大きい。家計や企業の利息収入の増加は金融機関等にとっては利払い負担の増加となるが、短期金利上昇により企業などへの貸付や日銀の当座預金からの利息収入が増加する。

企業と政府に目を向けると、いずれの場合も純利息収入が減少する。企業では、借入金が増えるため、金利上昇は利息収入よりも利払い負担を押し上げやすい。また、長期金利よりも短期金利の影響を受けやすい。政府は他部門と比較すると、長期金利の上昇による影響を最も受けやすい。これは、新発国債の利払い費が増加するためである。

日銀の純利息収入は、短期金利が上昇すると減少する一方、長期金利が上昇すると増加する。短期金利の上昇は当座預金への付利の引き上げを通じて日銀から金融機関への利払い費を増加させる。他方、長期金利の上昇は新発国債の購入を通じて日銀の利息収入を増加させる。

図表 11：短期金利と長期金利がそれぞれ 0.25%pt 上昇する場合の純利息収入への影響



(注) 金融機関等には海外部門を含む。各経済主体の資産・負債それぞれについて長短金利の影響を受ける項目を抽出し、適応される金利を短期金利と長期金利で回帰することで得た係数を用いて、短期金利と長期金利が 0.25%pt 上昇した場合の利息収入・利払い負担額を算出。

(出所) 日本銀行統計、住宅金融支援機構、一般社団法人全国銀行協会より大和総研作成

¹⁴ 試算方法の詳細は「[日本経済見通し：2023 年 4 月](#)」を参照。

図表 12：日本経済見通し＜第 224 回日本経済予測（2025 年 2 月 21 日）＞

	2024			2025				2026				2027	2024	2025	2026
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度 (暦年)	年度 (暦年)	年度 (暦年)
実質GDP(年率、兆円)	556.4	558.7	562.5	563.1	565.0	566.7	568.4	570.0	571.4	572.9	574.3	575.6	560.1	567.5	573.5
＜前期比、％＞	0.7	0.4	0.7	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2			
＜前期比年率、％＞	3.0	1.7	2.8	0.4	1.4	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9			
＜前年同期比、％＞	-0.8	0.6	1.2	1.9	1.6	1.4	1.1	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0	0.7 (0.1)	1.3 (1.5)	1.1 (1.1)
民間消費支出(前期比、％)	0.7	0.7	0.1	0.2	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	1.3	0.9
民間住宅投資(前期比、％)	1.4	0.5	0.1	-0.6	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-1.2	-1.7	-2.7
企業設備投資(前期比、％)	1.1	-0.1	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	2.0	2.0	1.9
政府消費支出(前期比、％)	0.9	0.1	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.5	0.7	1.3
公共投資(前期比、％)	5.7	-1.1	-0.3	-0.2	0.1	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	2.0	-0.1	0.5
輸出(前期比、％)	1.7	1.5	1.1	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	1.9	2.9	2.7
輸入(前期比、％)	3.0	2.0	-2.1	1.1	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	3.2	1.7	2.5
名目GDP(前期比年率、％)	8.9	3.0	5.1	2.0	3.0	2.6	2.5	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1	3.5	2.9	2.3
GDPデフレーター(前年同期比、％)	3.1	2.4	2.8	2.7	1.7	1.8	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	2.8	1.6	1.2
鉱工業生産(前期比、％)	2.7	-0.4	1.1	0.0	1.1	0.9	0.7	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	-0.8	2.7	1.7
コアCPI(前年同期比、％)	2.5	2.7	2.6	2.9	2.8	2.5	2.6	2.2	2.0	1.9	1.9	1.9	2.7	2.5	1.9
失業率(％)	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.5	2.3	2.3
コールレート(期末値、％)	0.08	0.23	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25	1.50	0.50	1.00	1.50
10年物国債利回り(％)	1.00	0.93	1.03	1.35	1.49	1.55	1.60	1.66	1.71	1.77	1.82	1.88	1.07	1.57	1.79
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	80.7	75.3	70.3	73.1	72.3	72.3	72.3	72.3	72.3	72.3	72.3	72.3	74.8	72.3	72.3
為替レート(円/ドル)	155.8	149.1	152.4	153.5	151.5	151.5	151.5	151.5	151.5	151.5	151.5	151.5	152.7	151.5	151.5

(注) 網掛け部分は大和総研予想。原油価格、為替レートは直近の水準で一定と想定。
(出所) 大和総研

米国経済 米国経済の自律性を 損ね得る相互関税

貿易相手国・地域が譲歩しなければ、米国経済に悪影響を及ぼす

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

- 足元の米国経済は、景気全体としては底堅く推移しているものの、インフレ率の高止まりリスクが高まっている。こうした中、米国経済の先行きに関しては、「トランプ関税 2.0」による景気・インフレへの悪影響に対する懸念が強まっている。
- トランプ大統領が関税引き上げを矢継ぎ早に公表したことは想定外といえるものの、既に実施済みの中国に対する追加関税措置を除けば、実施までに猶予期間が設定されており、交渉の余地は残る。トランプ大統領も相手国・地域による米国産品への関税引き下げや米国への投資拡大などを受け入れる姿勢を示しており、追加関税措置を回避できる可能性はあるだろう。
- しかし、トランプ大統領は関税の交渉カードとしての価値を担保するために、実際に関税率を引き上げることも想定される。とりわけ、貿易相手国・地域が何らかの譲歩を示さない場合には、トランプ大統領は追加関税措置を実施するだろう。
- トランプ大統領が、米国にとって輸入への依存度の高い製品にまで関税を掛ける場合、米国経済への悪影響は大きくなる。関税はトランプ大統領にとって貿易相手国・地域に対して対応を強いるための武器にもなり得るが、米国経済にとっては貿易相手国・地域の対応が景気・インフレを左右するという諸刃の剣であることも意識する必要がある。

景気は底堅く推移、インフレは高止まりリスクがやや強まる

足元までの経済指標を振り返ると、企業活動は製造業マインドや鉱工業生産を中心に堅調な結果となった。個人消費に関しては、雇用者数の伸び幅縮小や、小売売上高の下振れ、消費者マインドの悪化など幾分停滞感が見られる。もっとも、足元の個人消費の停滞感の背景には、2024年末のホリデー商戦からの反動や悪天候、山火事などの特殊要因も考えられる。こうした特殊要因も踏まえれば、景気全体としては底堅く推移していると評価できよう。一方、インフレ指標に関してはCPI、PPIが市場予想（Bloomberg）対比で上振れした。また、1年先のインフレ期待も上昇したことから、インフレ率の高止まりリスクがやや強まったといえる。

注目の相互関税は米国経済の自律性を損ね得る

米国経済の先行きに関しては、「トランプ関税 2.0」による景気・インフレへの悪影響に対する懸念が強まっている。2月1日には、中国からの輸入品に対する一律10%、カナダ・メキシコからの輸入品に対する25%（カナダからのエネルギー・エネルギー資源は10%）の追加関税措置に関する大統領令が発出された。カナダ・メキシコに関しては実施時期が2月4日から3月4日へと延期されたが、中国に関しては予定通り2月4日から実施された（図表1）。

図表1 トランプ大統領が提起した追加関税措置及び報復措置

米国による主な追加関税措置			
対象国・品目	大統領令などに基づいた公表時期	実施時期	主な内容
対コロンビア	1月26日	当初は即時実施、 後に実施見送り	コロンビアから輸入される全製品に対し、即時に 25% の関税を課すとともに、1週間後には 50% へと引き上げる
対中国	2月1日	2月4日に実施済み	中国産の全製品に 10% の追加関税を課す
対カナダ	2月1日	当初は2月4日、 後に 3月4日に延期	カナダ産のエネルギー・エネルギー資源に対する 10% 、それ以外の品目に対する 25% の追加関税を課す
対メキシコ	2月1日	当初は2月4日、 後に 3月4日に延期	メキシコ産の全製品に 25% の追加関税を課す
対鉄鋼・アルミニウム	2月10日	3月12日	鉄鋼製品に関して、従来の適用除外なども含めて一律 25% の関税を適用。アルミニウム製品に関しては、 25% の追加関税を課し、適用除外などを廃止
対自動車	2月14日 (口頭ベース)	4月2日ごろ	米国が輸入する自動車に対して 25% 程度の追加関税を課す
相互関税 (対全貿易相手国・地域)	2月13日	早ければ4月2日ごろ	貿易相手国・地域の関税率等に応じた相互関税を実施する準備として、商務長官等に貿易相手国・地域の関税率や付加価値税、非関税障壁、為替操作等を調査し、4月1日までに報告するよう指示。
米国による主な追加関税措置への報復措置			
実施国	公表時期	実施時期	主な内容
中国 (対米国)	2月4日	2月10日	米国原産の石炭、液化天然ガスなどの8品目に対して 15% 、原油、農業機械、自動車などの72品目に対する 10% の追加関税を課す

(出所) 米ホワイトハウス、報道等より大和総研作成

このほか、2月10日には鉄鋼・アルミニウム製品に対する25%の追加関税措置に関する大統領令が発出され、3月12日からの実施が予定されている。鉄鋼製品には2018年3月より25%の関税率が適用されているものの、従来は特定の国や製品に対する適用除外などが設定されていた。今回の追加関税措置によって、こうした適用除外などが廃止される。アルミニウム製品に

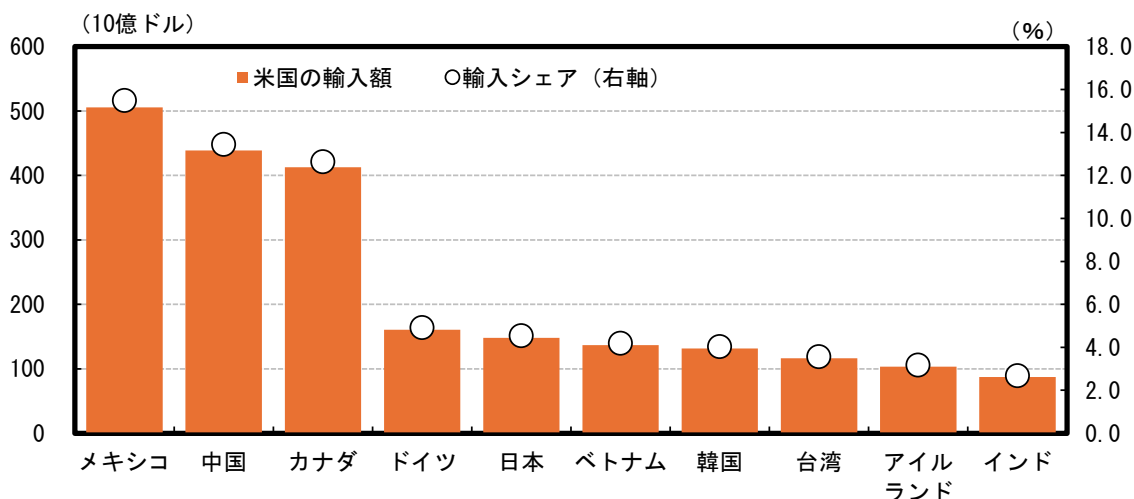
関しては、既存の 10% の関税率が 25% へと引き上げられるとともに、適用除外なども廃止される。加えて、2 月 13 日には、貿易相手国・地域の関税率等を考慮して関税率を決定する相互関税の導入に向けて、貿易関係の調査と報告を商務長官などに指示する大統領令も発出された。このほか、トランプ大統領は、大統領令は発出していないものの、自動車輸入に対して 25% 程度の関税率を 4 月以降に適用する可能性を示唆している。

トランプ大統領が関税引き上げを矢継ぎ早に公表したことは想定外といえる。従来は、景気・インフレに対する悪影響が大きい追加関税措置は、新たな減税策の成立やインフレの沈静化を待ってから本格化するとの見方が多かった。一方で、既に実施済みの中国に対する追加関税措置を除けば、カナダ・メキシコに対する関税措置は延期され、鉄鋼・アルミニウム製品に対する追加関税措置、相互関税については即時の実施とならなかった。猶予期間が設定されたことで、トランプ大統領が関税を様々な交渉におけるカードとして活用しているとも解釈可能だ。つまり、各国・地域との交渉により、追加関税措置の実施を回避する余地が残されている。

もっとも、追加関税措置がトランプ大統領の公言通りに実施されるリスクを軽視すべきではない。関税を実施しないと見透かされてしまえば、交渉カードにはなり得ない。トランプ大統領は関税率を引き上げることで、交渉カードとしての関税の価値を担保することも想定される。現時点でも様々な関税の可能性が示唆されているが、特に注意すべきは相互関税だ。相互関税は広範な製品や国・地域を対象とすることから、景気やインフレに対する影響が大きくなり得る。なお、相互関税で適用する税率は、貿易相手国・地域の関税率だけでなく、付加価値税や非関税障壁なども考慮することが大統領令で指摘されている。現在は商務省等がこうした関税率を左右し得る諸要因の調査を行っている段階であり、具体的な税率は公表されていない。

相互関税の税率が公表されていない中でその影響を予想することは困難だ。一方で、どのような製品や貿易相手国・地域の関税率が引き上がった際に、米国への悪影響が大きいかを整理しておく必要がある。例えば、米国の各国別輸入額や輸入シェアを単純に比較すれば、メキシコや中国、カナダ、ドイツ、日本、ベトナム等への相互関税は米国経済への悪影響が大きくなり得る。

図表 2 米国の主要国・地域別の輸入額・輸入シェア（2024 年）



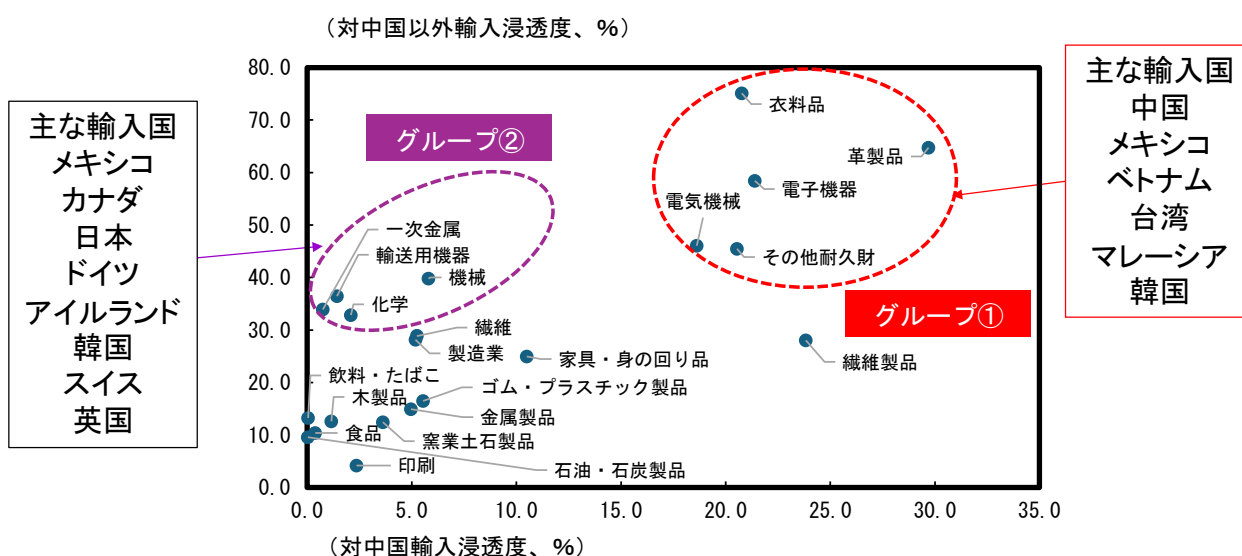
(出所) Census、Haver Analytics より大和総研作成

他方で、製品毎に輸入への依存度は大きく異なる。製品別の輸入浸透度（米国内で供給される財に占める輸入品の割合＝財輸入÷（製造業出荷-財輸出+財輸入））について、既に関税率が引き上げられた中国とそれ以外の国・地域で分けたときに、衣料品や革製品、電子機器や電気機械、その他耐久財がいずれも輸入浸透度の最も高いグループ（①）となる。既に中国への関税率が引き上げられたことで、脱中国の一層の進展が想定される。一方、相互関税が実施されれば、脱中国の代替先は狭まり、米国経済への影響が大きくなり得る。なお、グループ①の製品の主な対米輸出国・地域は、中国やメキシコ、ベトナムに加え、台湾やマレーシア、韓国がある。

また、中国への依存度が低いものの、それ以外の国・地域への依存度が高いグループ②（輸送用機器、化学、機械、一次金属）も、相互関税を掛けられた場合には要注意といえよう。グループ②の製品の主な対米輸出国・地域としては、メキシコ、カナダ、日本、ドイツに加え、アイルランド、韓国、スイス、英国が挙げられる。なお、輸入浸透度が相対的に低い品目としては、飲料・たばこ、食品、石油・石炭製品、木製品が挙げられる。輸入浸透度が相対的に低い品目に相互関税が掛かったとしても景気やインフレへの影響は軽微と考えられる。

米国経済にとっては、輸入浸透度の低いグループへの追加関税措置に留め、前記のグループ①、②を避けられるかが重要だ。トランプ大統領は、企業が米国へ投資し、米国で生産するための時間的な猶予を与えたいと発言したり、EU が関税の回避に向けて米国産自動車に対する関税を引き下げること感謝する（筆者注：EU 側は検討の意欲を示しただけで、発言時において未実施）と述べたりと、貿易相手国・地域や企業からの譲歩を受け入れる姿勢を示している。一方、問題は相手が譲歩しない場合だろう。トランプ大統領としては、足元を見られないために関税を掛けるのか、あるいは関税を諦めるのかを迫られることになる。2月4日に予定通り実施した対中追加関税は、トランプ大統領の姿勢は前者であることを示唆している。トランプ大統領にとって相互関税は相手に対応を強いる伝家の宝刀といえる一方、米国経済にとっては貿易相手国・地域の対応が景気・インフレを左右するという諸刃の剣であることも意識する必要がある。

図表 3 米国の製品別輸入浸透度（2024 年）



(出所) Census、Haver Analytics より大和総研作成

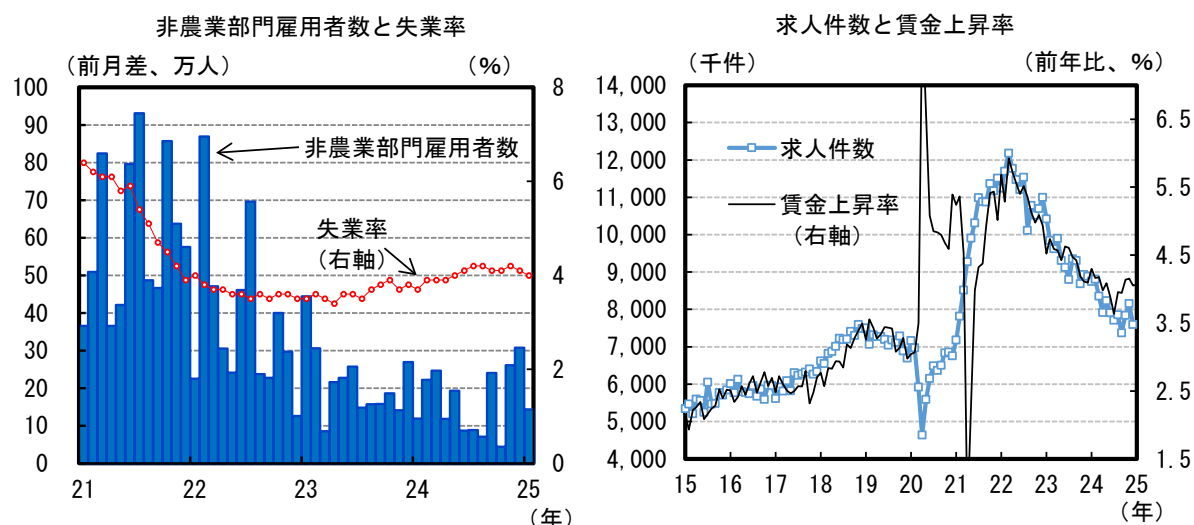
雇用環境の基調は底堅く推移も、先行きはかく乱要因が多い

2025 年 1 月の米雇用統計¹は、非農業部門雇用者数が前月差+14.3 万人と減速し、市場予想（Bloomberg 調査：同+17.5 万人）を下回った。もっとも、2024 年 11・12 月分は大幅に上方修正され、雇用者数の 3 カ月移動平均は同+23.7 万人と 3 カ月連続で加速し、好不調の目安となる同+20 万人を 2 カ月連続で上回った。失業率に関しては 4.0%となり、市場予想（Bloomberg 調査：4.1%）を下回る（良い）結果となった。雇用者数を中心に足元は振れが大きくなっている点に注意が必要だが、雇用環境の基調としては底堅く推移しているといえよう。

直近の雇用環境を新規失業保険申請件数で確認すると、直近週（2 月 9 日-2 月 15 日）は 21.9 万件と、2024 年 12 月半ば以降は 20 万件～22 万件台のレンジで推移しており、増加傾向は見られない。続いて労働需要に着目すると、2024 年 12 月の求人件数は前月差▲55.6 万件と 3 カ月ぶりに減少し、760 万件となった。直近の失業者数と比べた求人件数の比率は 1.1 倍程度と、前月から低下した。労働需給の緩和に伴い、賃金上昇率、ひいてはインフレ率の減速が期待される。しかし、足元は労働需給と比較して賃金上昇率が高止まりの傾向にあり、注意が必要だ。

雇用環境の先行きについては、悪天候やカリフォルニア州における山火事被害からの回復が短期的に押し上げ要因になり得る。他方で、トランプ政権の政策が今後の雇用指標のかく乱要因となり、基調が読みにくくなり得る点には注意が必要だ。トランプ政権の厳格な不法移民政策により、不法移民の新規流入は一層抑制されるとみられる。それに伴い、雇用者数の増加もペースダウンすると予想される一方で、新規の労働供給が減少することで失業率も上昇しにくくなるとみられる。また、トランプ政権による政府機関の再編や人員削減も今後の雇用指標に影響を及ぼし得る。この他、追加関税措置がエスカレートすれば、企業収益を圧迫することで雇用環境の悪化要因となり得る。

図表 4 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と賃金上昇率



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

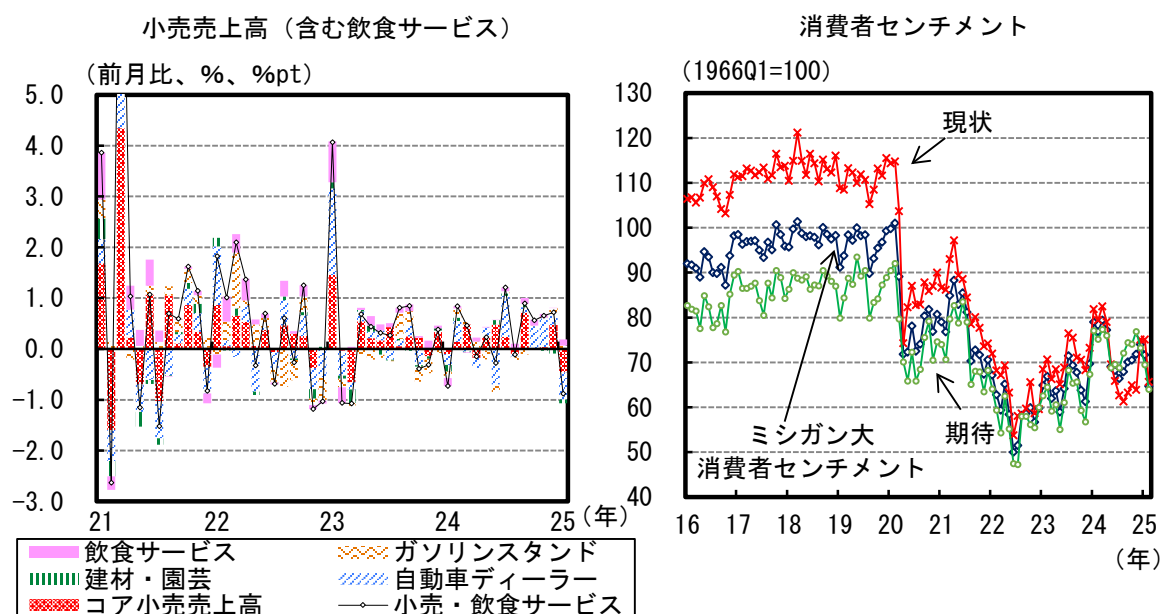
¹ 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+14.3 万人](#)」(大和総研レポート、2025 年 2 月 10 日)

1月の小売売上高は大幅マイナス、消費者マインドも関税への警戒から低下

個人消費の動向を確認すると、2025年1月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比▲0.9%と大幅なマイナスとなり、市場予想(Bloomberg調査:同▲0.2%)を下回った。過去分は2024年11月分(▲0.1%pt)が下方修正された一方で、12月分(+0.3%pt)が上方修正された。1月の小売売上高を3カ月移動平均で見ると、同+0.2%と2カ月連続で減速した。また、振れが大きい業種(自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス)を除くコア小売売上高については同▲0.8%と5カ月ぶりにマイナスに転じた。1月は2024年10-12月の好調な年末商戦からの反動減に加え、悪天候やカリフォルニア州における山火事被害が下押し要因になったとみられる。続いて、1月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、レジャー・娯楽用品(同▲4.6%)、自動車・同部品(同▲2.8%)のマイナス幅が大きく、全体の下押し要因となった。この他、無店舗販売(同▲1.9%)、家具(同▲1.7%)、建材・園芸(同▲1.3%)、家電(同▲0.7%)がマイナスとなった。他方で、ガソリンスタンド(同+0.9%)、飲食サービス(同+0.9%)、GMS(総合小売)(同+0.5%)はプラスとなった。

続いて消費者マインドについて確認すると、ロイター/ミシガン大消費者センチメントは、2025年2月(確報値)が前月差▲7.0ptの64.7と、2023年11月以来の低水準となった。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同▲9.4pt)、期待指数(同▲5.5pt)のいずれも大幅に悪化した。ミシガン大は関税による価格上昇への懸念が悪化要因と指摘した。消費者のインフレ見通し(期待インフレ率)を確認すると、1年先が同+1.0%ptの+4.3%、5年先が同+0.3%ptの+3.5%といずれも急上昇した。消費者マインドの先行きは引き続き追加関税措置に左右されるだろう。追加関税措置がマイルドなものに留まれば、インフレ懸念の後退から消費者マインドは再び回復する可能性がある。他方で、追加関税措置がエスカレートし、実際にインフレが再燃すれば、消費者マインドの更なる低下、ひいては個人消費の下振れも想定し得る。

図表5 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



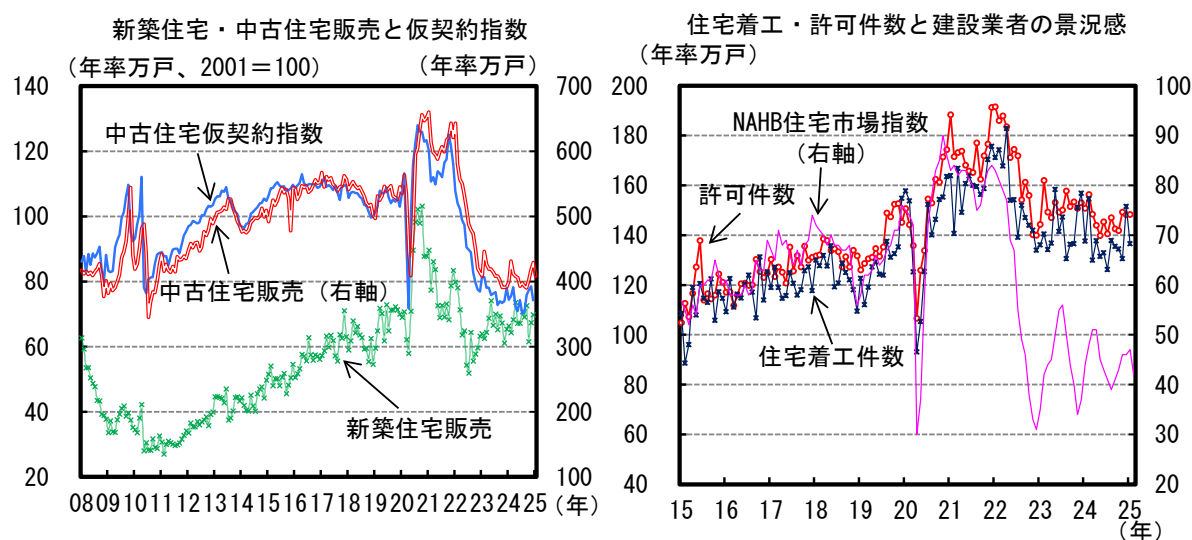
(出所) ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

悪天候・金利高が住宅市場の下押し要因に

住宅需要に目を向けると、中古住宅販売（ condominium等含む）は、2025年1月が前月比▲4.9%と4カ月ぶりにマイナスとなった。住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社、以下同）が2024年10月半ば以降高止まりしており、引き続き中古住宅販売の抑制要因となっている。また、金利の高止まりに加えて、中古住宅の在庫は相対的に低水準に留まっており、それに伴い中古住宅価格の伸びは前年比ベースで低下しにくい状況といえる。直近の消費者マインドを確認すると、2月のロイター/ミシガン大消費者センチメントの住宅購入判断は30ptと、6カ月ぶりの低水準となった。以上を踏まえれば、中古住宅販売は当面大幅な回復は想定しづらい状況といえよう。新築住宅販売（戸建）については、12月は前月比+3.6%と2カ月連続でプラスとなった。新築住宅は在庫が豊富であり、さらに、中古住宅に対する割高感が小さいことから、新築住宅販売は引き続き中古住宅販売に比べれば回復しやすいと考えられる。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2025年1月に前月比▲9.8%とマイナスに転じ、年率136.6万戸となった。着工件数の減少は2024年12月の増加の反動と、悪天候が一因とみられる。新築住宅着工の先行指標である建設許可については、1月は同+0.1%とプラスに転じ、年率148.3万戸となった。続いて住宅建設業者のマインドに関してNAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2025年2月分は前月差▲5ptの42と、2024年9月以来の低水準となった。NAHBは、関税や金利上昇、住宅コストの高騰への懸念が建設業者のマインドを下押ししたとコメントした。住宅市場の先行きについて、悪天候からの回復は着工件数の短期的な増加に寄与するとみられる。他方で、トランプ政権の政策は不確実性が高く、サプライチェーンの混乱や金利の高止まりを招く可能性がある。足元でも金利の高止まりにより住宅需要が冴えないことから、目先は住宅供給の本格回復を期待しづらいといえる。

図表6 新築住宅・中古住宅販売と仮契約指数、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



（出所）Census、NAR、NAHB、Haver Analytics より大和総研作成

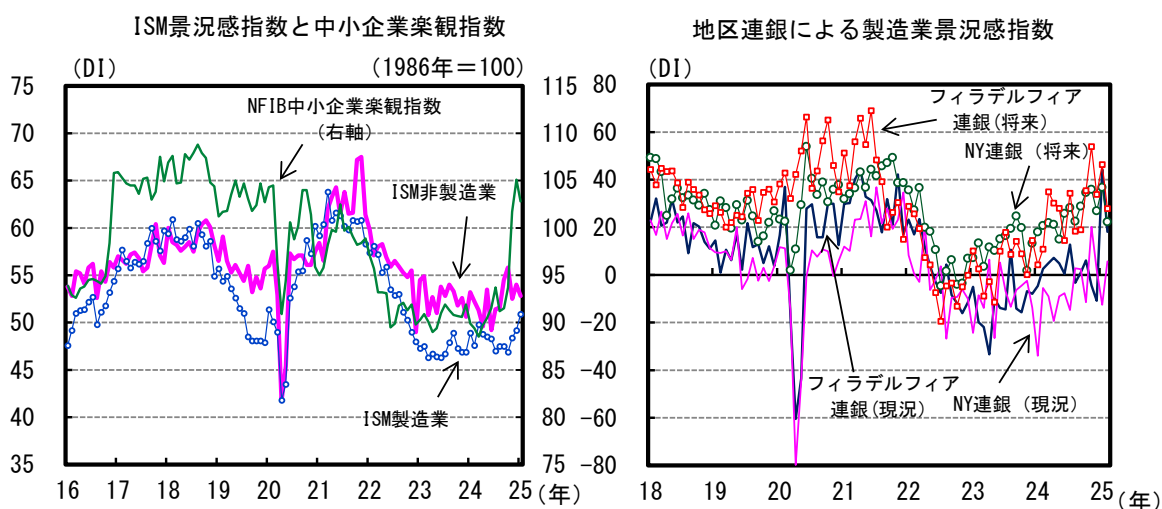
ISM 製造業景況感指数は 2022 年 10 月以来の 50%超だが、企業は関税を警戒

2025 年 1 月の ISM 景況感指数は、製造業が前月差+1.7%pt と 3 カ月連続で改善し、50.9% と、好不調の基準である 50%を 2022 年 10 月以来初めて上回った。他方で非製造業は同▲1.2% pt と悪化し、52.8%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、在庫指数が悪化した一方で、雇用指数、新規受注指数、生産指数、入荷遅延指数が改善した。なお、在庫指数を除いて 50%を上回っており、新規受注指数は 55.1%と 2022 年 5 月以来の高水準となった。非製造業に関しては、雇用指数、入荷遅延指数が改善した一方、事業活動指数、新規受注指数が悪化した。もっとも、指数の水準はいずれも 50%を上回っている。企業コメントに関しては、製造業では需要の改善を指摘するコメントが多かった。他方で、製造業と非製造業のいずれも追加関税措置やサプライチェーンの混乱に起因するコスト高を懸念するコメントが多く見られた。

中小企業に関しては、2025 年 1 月の NFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲2.3pt と 5 カ月ぶりに悪化し、102.8 となった。内訳を確認すると、「資本支出計画」、「在庫投資増加計画」、「景況感の改善に対する期待」の悪化幅が大きかった。NFIB は、中小企業はビジネス環境の先行きについて楽観的であるものの、不確実性は高まっているとコメントした。また、中小企業にとって人手不足は引き続き課題であり、設備投資を計画する企業が減少している点も指摘した。

以上をまとめれば、製造業は改善した一方、非製造業と中小企業は悪化した。2025 年 2 月中旬までの動向を含む地区連銀製造業景況感指数を見ると、NY 連銀は現況指数（前月差+18.3pt）が 3 カ月ぶりに改善した一方、将来指数（同▲14.5pt）は悪化に転じた。フィラデルフィア連銀は現況指数（同▲26.2pt）、将来指数（同▲18.5pt）のいずれも大幅に悪化した。将来指数の悪化は、トランプ政権による政策の不確実性を反映している可能性がある。追加関税措置がエスカレートすれば企業のコスト高に繋がり、不法移民の強制送還が増加すれば中小企業等の人手不足を強め得る。企業マインドは政策の動向に左右され、方向感が定まりづらいとみられる。

図表 7 ISM 景況感指数と NFIB 中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



（出所）ISM、NY 連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

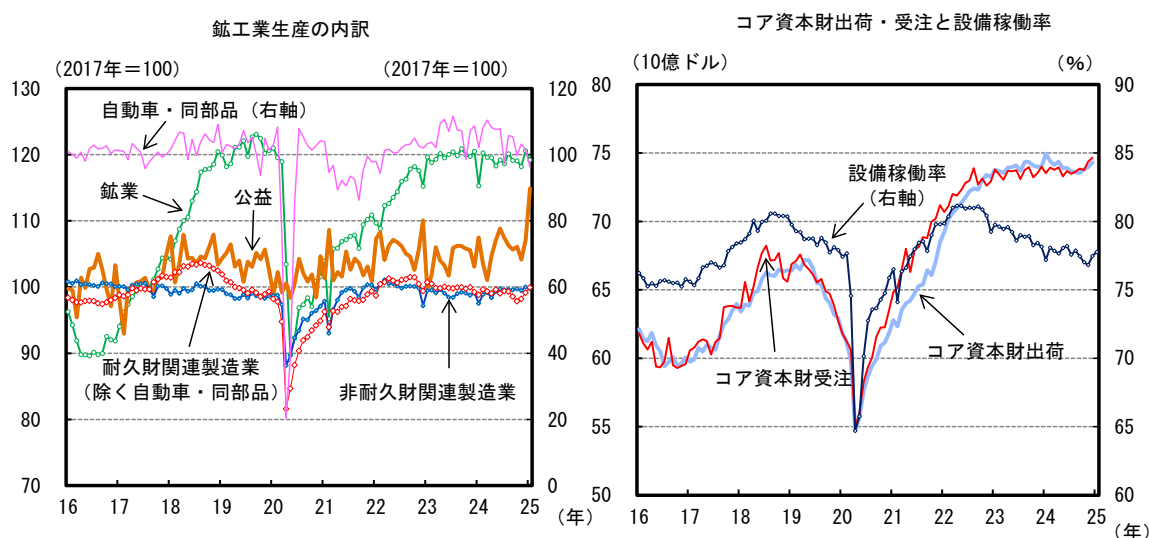
鉱工業生産指数は公益セクターがけん引し上昇

企業の実体面に関して、2025年1月の鉱工業生産指数は前月比+0.5%と市場予想(Bloomberg調査:同+0.3%)を上回り、2カ月連続でプラスとなった。なお、過去分については2024年11月分(▲0.3%pt)が下方修正された一方、12月分(+0.1%pt)が上方修正された。1月の鉱工業生産指数の内訳を見ると、鉱業(同▲1.2%)、製造業(同▲0.1%)がマイナスとなった一方で、公益(同+7.2%)が悪天候による暖房需要で大幅なプラスとなった。

製造業の内訳を見ると、耐久財が前月から横ばいとなり、非耐久財(前月比▲0.3%)がマイナスに転じた。耐久財に関しては、その他輸送機器(同+6.0%)が大幅な伸びとなり、けん引役となった。また、非金属鉱物(同+1.9%)、木製品(同+1.2%)、家具(同+1.1%)がプラスに転じ、コンピューター・電子機器(同+1.5%)は2カ月連続でプラスとなった。他方で、自動車・同部品(同▲5.2%)のマイナス幅が大きく、下押し要因となった。この他、一次金属(同▲1.7%)、金属製品(同▲0.2%)、電気機械(同▲0.1%)がマイナスに転じ、機械(同▲0.1%)が2カ月連続でマイナスとなった。非耐久財に関しては、印刷(同▲1.8%)、ゴム・プラスチック(同▲1.6%)などが下押し要因となった。

設備投資関連の指標について、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷は2024年12月に前月比+0.5%と3カ月連続でプラスとなった。先行指標であるコア資本財受注についても同+0.4%と2カ月連続でプラスとなった。続いて設備稼働率については、2025年1月は前月差+0.3%ptの77.8%と2カ月連続で上昇した。もっとも、設備稼働率の上昇は寒波を背景とした公益による押し上げ幅が大きく、製造業・鉱業の稼働率は低下した。さらに、設備稼働率は依然として長期平均(1972-2024年:79.6%)を下回る状況が続いている。設備投資の先行きについて、足元は設備稼働率が逼迫していないことに加え、FRBの利下げペースが緩やかな中で金利水準が高止まりしていることや、追加関税措置等の政策の不確実性が高まっていることなどから、資金余力の大きい一部の大企業等を除けば、企業は設備投資を積極化しづらいとみられる。

図表8 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



(出所) FRB、BLS、Census、Haver Analytics より大和総研作成

経済見通し

足元までの経済指標を踏まえ、2025 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.2%と、2024 年 10-12 月期（同+2.3%）と概ね同等のペースを見込む。ただし、米国の自律的な成長を反映する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は減速感を強めると想定される。

米国経済の先行きについては、トランプ大統領が推し進める追加関税措置によって不透明感が強まっている。既に実施済みの中国に対する追加関税措置を除けば、公表から即時の実施ではないことから、貿易相手国・地域にとってトランプ政権との交渉の余地は残る。トランプ大統領も米国産品への関税引き下げや米国への投資拡大などを受け入れる姿勢を示している。

しかし、トランプ大統領は関税の交渉カードとしての価値を担保するために、実際に関税率を引き上げることも想定される。とりわけ、貿易相手国・地域が何らかの譲歩を示さない場合には、トランプ大統領は追加関税措置を実施するだろう。トランプ大統領が、米国にとって輸入への依存度の高い製品にまで関税を掛ける場合、米国経済への悪影響は大きくなる。関税はトランプ大統領にとって貿易相手国・地域に対して対応を強いるための武器にもなり得るが、米国経済にとっては貿易相手国・地域の対応が景気・インフレを左右するという諸刃の剣であることも意識する必要がある。

図表 9 米国経済見通し

	四半期												暦年		
	2024				2025				2026				2024	2025	2026
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV			
	前期比年率、%												前年比、%		
国内総生産	1.6	3.0	3.1	2.3	2.2	2.0	2.1	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0			
＜前年同期比、%＞	2.9	3.0	2.7	2.5	2.6	2.4	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	2.8	2.3	2.1
個人消費	1.9	2.8	3.7	4.2	2.3	2.1	2.2	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0	2.8	2.8	2.1
設備投資	4.5	3.9	4.0	-2.2	2.5	2.1	2.2	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0	3.7	1.8	2.2
住宅投資	13.7	-2.8	-4.3	5.3	3.7	2.2	2.3	2.4	2.4	2.1	2.0	1.9	4.2	2.0	2.2
輸出	1.9	1.0	9.6	-0.8	3.1	1.9	2.1	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1	3.2	2.6	2.1
輸入	6.1	7.6	10.7	-0.8	4.5	2.3	2.5	2.6	2.3	2.2	2.0	2.0	5.4	3.6	2.3
政府支出	1.8	3.1	5.1	2.5	2.5	2.9	2.5	2.4	1.8	2.4	2.5	2.3	3.4	2.9	2.3
国内最終需要	2.7	2.8	3.7	3.1	2.4	2.2	2.2	2.3	2.1	2.2	2.1	2.1	3.0	2.6	2.2
民間最終需要	2.9	2.7	3.4	3.2	2.4	2.1	2.2	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0	3.0	2.6	2.2
鉱工業生産	-1.8	2.4	-0.6	-1.4	4.7	1.5	2.0	2.1	2.1	2.0	1.9	1.9	-0.3	1.6	2.0
消費者物価指数	3.7	2.8	1.4	3.0	4.3	2.5	2.3	2.4	3.5	2.3	2.1	2.4	2.9	2.9	2.6
失業率（%）	3.8	4.0	4.2	4.2	4.1	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0	3.9	3.9	4.0	4.1	4.0
貿易収支（10億ドル）	-205	-227	-235	-252	-268	-269	-271	-273	-276	-277	-277	-277	-918	-1080	-1106
経常収支（10億ドル）	-241	-275	-311	-322	-335	-332	-331	-328	-328	-324	-320	-315	-1149	-1326	-1287
FFレート（%）	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.25	4.25	4.00	4.00	3.75	3.75	3.50	4.50	4.00	3.50
2年債利回り（%）	4.48	4.82	4.03	4.15	4.25	4.17	4.08	3.99	3.90	3.81	3.72	3.63	4.37	4.12	3.77
10年債利回り（%）	4.16	4.44	3.95	4.28	4.54	4.42	4.33	4.24	4.15	4.06	3.97	3.88	4.21	4.38	4.02

（注 1）網掛けは予想値。2025 年 2 月 25 日時点。

（注 2）FF レートは誘導レンジ上限の期末値。2 年債利回り、10 年債利回りは期中平均。

（出所）BEA、FRB、BLS、Census、Haver Analytics より大和総研作成

欧州経済 トランプ関税で高まるリスク

最悪シナリオは報復関税による貿易戦争

橋本 政彦

[要約]

- 2024 年 10-12 月期のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前期比+0.1%となり、前期から失速した。個人消費の増加基調が続いたとみられることは明るい材料である一方、外需の停滞が成長率を押し下げた。輸出の停滞が続く中、製造業の不振が経済の足を引っ張るという状況には未だ改善が見られていない。
- かねて懸念されていた米国トランプ大統領による追加関税が実現に向けて動き出したことで、欧州経済の先行きのリスクは高まっている。既に実施が決定されている鉄鋼・アルミニウム関税の影響は軽微にとどまるとみられるものの、医薬品、自動車への追加関税や、付加価値税も考慮した相互関税が実行されれば、その悪影響は大幅に拡大する。EU にとっての最悪シナリオは、米国の追加関税に対して EU が報復関税を課し貿易戦争が激化することであり、追加関税回避に向けた協議の進展が注目される。
- ドイツでは 2025 年 2 月 23 日に連邦議会選挙が実施され、事前の世論調査通り、CDU/CSU が議会第 1 党に返り咲いた。また、極右・AfD が第 2 党へと躍進したが、CDU/CSU は AfD との協力を否定しており、第 3 党 SPD との大連立による政権発足が見込まれる。CDU/CSU が態度を軟化させたことで、債務ブレーキ改革への期待が高まっているが、債務ブレーキの改革に反対する AfD と、国防費の増加に反対する左派党の 2 党で改革の阻止が可能であり、改革実現に向けたハードルは高い。
- 2024 年 10-12 月期の英国の実質 GDP 成長率は前期比+0.1%と、マイナス成長の市場予想（Bloomberg 調査：同▲0.1%）に反してプラス成長となった。ただし、主な押し上げ要因は在庫増加であり、個人消費、総固定資本形成は減少しており、内容は良くない。景気減速懸念が高まる一方、インフレ率の高止まりリスクは払拭されておらず、BOE は段階的に利下げを進めていかざるを得ない。

ユーロ圏経済

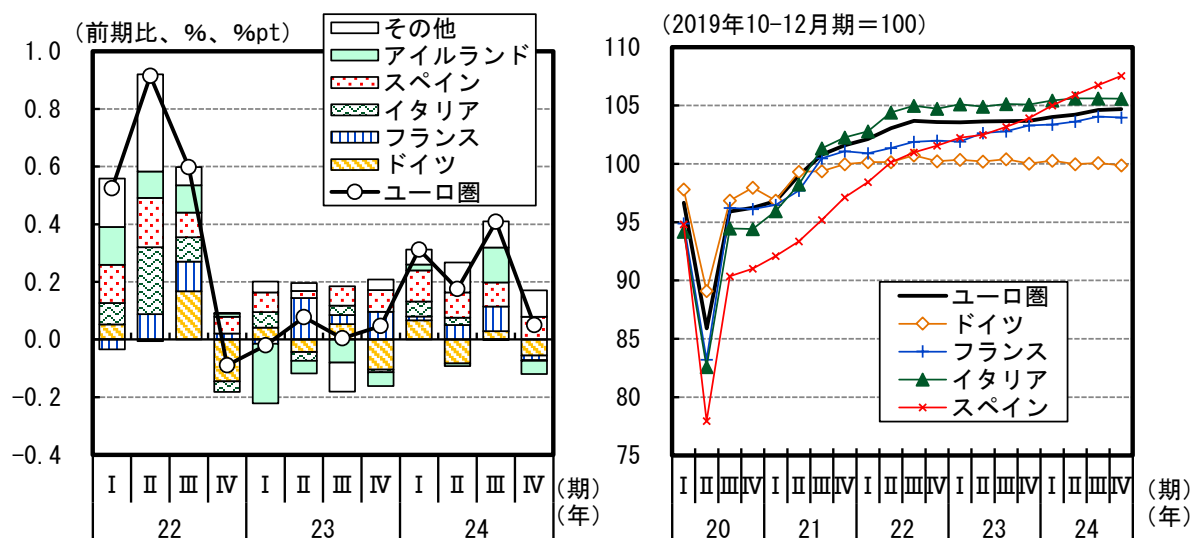
2024 年 10-12 月期 GDP 成長率は失速、ドイツ、フランスのマイナス成長が重しに

ユーロ圏の 2024 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率（改定値）は、前期比+0.1%（前期比年率+0.2%）と、速報段階（前期比+0.0%、前期比年率+0.1%）からほぼ変わらない結果となった。マイナス成長は辛うじて免れたものの、7-9 月期（前期比+0.4%、前期比年率+1.6%）から成長ペースは大きく低下しており、2024 年末にかけてユーロ圏経済が失速したことを改めて確認させる結果であった。

国別の動向では、成長率が公表された 15 カ国のうち、10 カ国（ベルギー、エストニア、スペイン、キプロス、リトアニア、オランダ、ポルトガル、スロベニア、スロバキア、フィンランド）がプラス成長となり、2 カ国（イタリア、オーストリア）が横ばい、3 カ国（ドイツ、アイルランド、フランス）がマイナス成長となった。マイナス成長の国は少なかったものの、経済規模が大きいドイツ（前期比▲0.2%）、フランス（同▲0.1%）がマイナス成長であったことに加え、多国籍企業の影響により毎期の振れが大きいアイルランドが、前期の反動で同▲1.3%と大きく落ち込んだことが下押し要因となり、ユーロ圏全体の成長は小幅なものとなった。

一方、プラス成長であった国の成長率に着目すると、ポルトガルの成長率が前期比+1.5%と最も高く、これにリトアニア（同+0.9%）、スペイン（同+0.8%）が続いた。主要国ではドイツ、フランス、イタリアが停滞する一方、スペインは市場予想（Bloomberg 調査：同+0.6%）を上回る堅調な結果となり、スペインがユーロ圏全体の成長を下支えするという構図は 10-12 月期も続く形となっている。

図表 1 ユーロ圏の実質 GDP 成長率と国別寄与（左）、ユーロ圏主要国の実質 GDP 水準（右）



(出所) Eurostat より大和総研作成

個人消費の増加継続は好材料

ユーロ圏全体の GDP の需要項目別内訳はまだ明らかになっていないが、既に内訳が公表されている個別国のデータなどを基にすると、個人消費は増加が続いたとみられる。10-12 月期の GDP は停滞する形となったが、景気回復のドライバーとして期待される個人消費の増加が続いた点は明るい材料である。

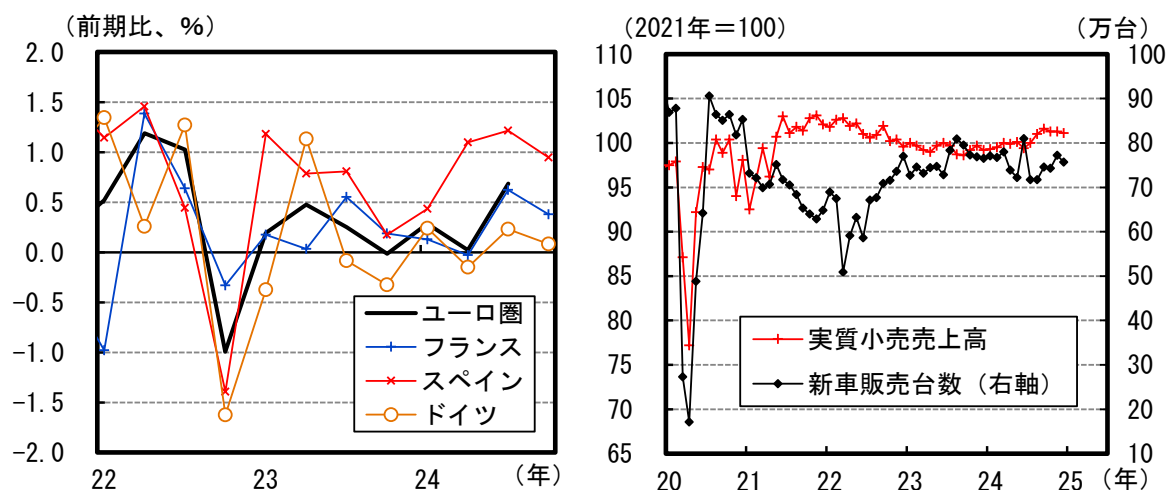
個別国の結果を確認していくと、フランスの実質個人消費は前期比+0.4%と、前期（同+0.6%）から伸びが縮小しつつも、2 四半期連続で増加した。自動車を中心とした輸送用機器（同+3.3%）、および食料品（同+0.5%）の増加などにより、財消費が同+0.4%と増加したことが押し上げに寄与した。サービス消費については前期から横ばいにとどまったものの、オリンピックのチケット購入に関連した家計サービスの反動減（同▲5.7%）があったことを踏まえれば、底堅く推移したと評価できる。

スペインの実質個人消費は前期比+1.0%と堅調な結果となった。耐久財消費が同+1.8%と、前期の大幅な伸び（同+4.6%）にもかかわらず増加を維持したことに加え、耐久財以外の消費は同+1.1%と前期の同+0.8%から加速する形となっており、中身も非常に底堅い。

また、ドイツの実質個人消費は前期比+0.1%と、やはり前期から減速しつつも 2 四半期連続で増加した。個人消費の増加が連続したのは 2022 年 7-9 月期以来であり、景気停滞が続くドイツにおいても個人消費は緩やかに持ち直している。

なお、ユーロ圏全体の 10-12 月期の実質小売売上高は前期比+0.4%と、5 四半期連続で増加しており、10-12 月の個人消費の底堅さを示唆する。月次の推移を見ると、10 月が前月比▲0.3%、11 月が同横ばい、12 月が同▲0.2%と、9 月をピークに頭打ちとなっている。もっとも、水準の高さに加えて、小売売上高には含まれない新車販売（ECB による季節調整値）が 10-12 月期に 3 四半期ぶりの増加に転じたことなども考慮すれば、過度に悲観的に捉える必要はないだろう。

図表 2 独・仏・西の実質個人消費（左）、ユーロ圏の実質小売売上高と新車販売台数（右）



(出所) Eurostat、ドイツ連邦統計局、INSEE、INE、ECB より大和総研作成

輸出の低迷が GDP を下押し、製造業低迷の要因に

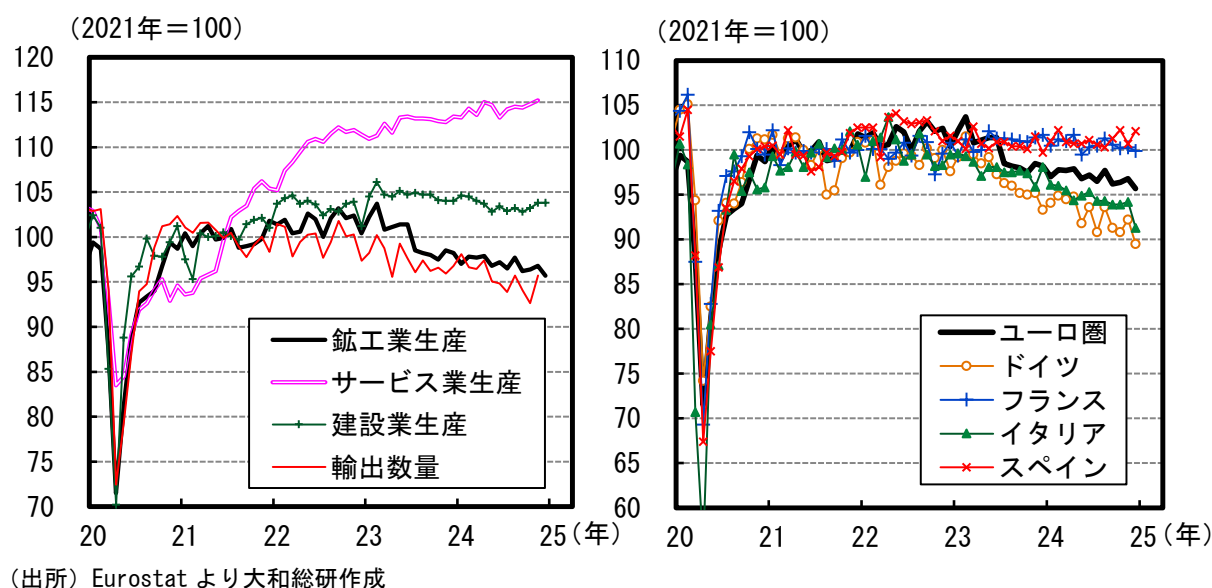
他方、10-12 月期のユーロ圏経済の足を引っ張ったのは外需の低迷である。個人消費と同様に個別国の結果を見ていくと、ドイツでは実質輸出が前期比▲2.2%と大きく落ち込み、GDP 成長率を押し下げたほか、フランスでも実質輸出は同▲0.2%と減少した。スペインの実質輸出は同+0.1%と小幅に増加したものの、輸入が同+1.3%と輸出よりも大きく増加したことで、外需（純輸出）寄与度は▲0.4%pt のマイナスとなっている。

ユーロ圏全体の貿易動向に関して、貿易統計の数字を確認すると、10-12 月期の財輸出金額（名目ベース）は前期比+0.7%増加したが、財輸入が同+0.8%と輸出よりも大きく増加したことで、貿易黒字が縮小した。また、輸出数量指数の 12 月分はまだ公表されていないものの、10-11 月平均は 7-9 月平均を 0.4%下回り、輸入数量指数については 1.2%上回っている。12 月の輸出金額が前月比▲0.2%と減少したことを踏まえれば、12 月の輸出数量の増加は期待しづらく、10-12 月期の輸出数量、ひいては GDP ベースの実質財輸出は前期から減少した可能性が高い。

こうした外需の弱さは、引き続き製造業が停滞する大きな要因となっている。12 月のユーロ圏の鉱工業生産指数は前月比▲1.1%と大きく低下し、2020 年 9 月以来の低水準となった。四半期ベースでも見て、10-12 月期は前期比▲0.5%と 7 四半期連続で低下しており、悪化に歯止めが掛からない。

12 月分の鉱工業生産の内訳では、自動車が前月比▲7.1%と大きく落ち込んだほか、繊維（同▲4.4%）、機械（同▲1.4%）などの低下が下押し要因となった。主要国ではとりわけイタリア（同▲3.1%）と、ドイツ（同▲2.9%）が大きく低下したが、両国とも自動車の生産の大幅な落ち込みが全体を押し下げている。輸出の停滞に加えて、ドイツにおいては 12 月に労使対立による大規模なストライキが実施されており、これも生産の下押し要因になったとみられる。

図表 3 ユーロ圏の輸出数量と生産の動向（左）、ユーロ圏主要国の鉱工業生産（右）



なお、鉱工業以外の業種の生産動向を見ると、建設業の生産指数は10、11月の上昇の後、12月は前月比横ばいとなり、10-12月期は前期比+0.6%と3四半期ぶりの上昇に転じた。サービス業の生産指数はまだ11月分までしか公表されていないが、11月は前月比+0.3%と、2ヵ月連続で上昇し、10-11月平均は7-9月平均を0.6%上回っている。サービス業の生産は10-12月期も増加を維持したとみられ、引き続きユーロ圏経済の牽引役となっている。

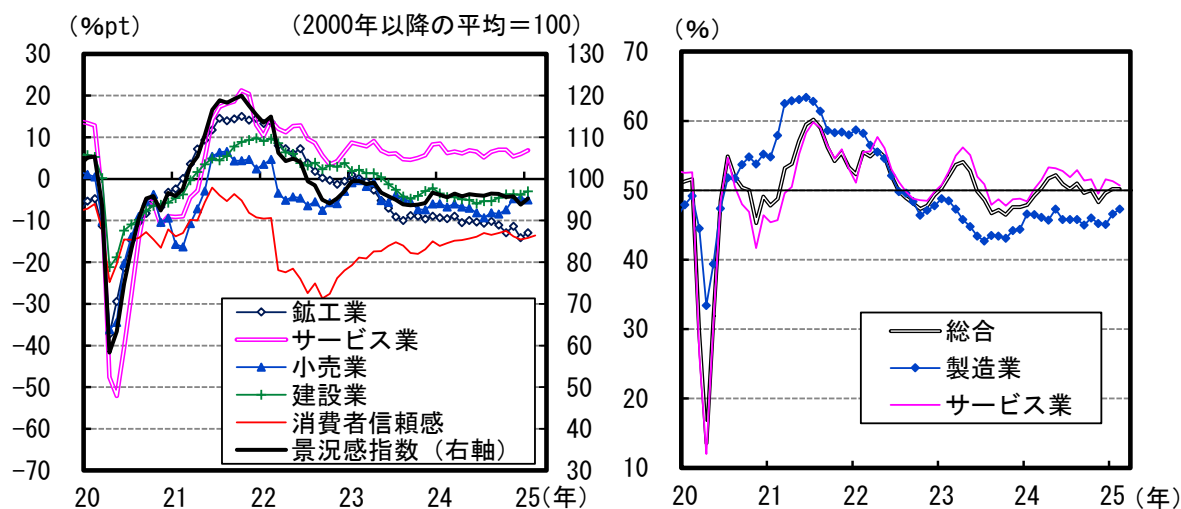
2025 年に入り景況感はずかに改善、1-3 月期も小幅プラス成長を示唆

2025 年に入ってからユーロ圏経済の状況に関して、ハードデータはまだほとんど公表されていないが、マインド統計を見る限り、10-12 月期に比べて幾分改善している。

欧州委員会が公表する 2025 年 1 月の景況感指数（総合）は、前月差+1.5pt と 2 ヶ月ぶりの上昇に転じた。前月の大幅な低下（同▲2.0pt）からの反動もあるとみられるものの、上昇幅は 2023 年 12 月以来の大きさとなり、1 月の指数の水準は 95.3 と 2024 年 10-12 月平均の 95.1 を上回った。内訳では、これまで改善傾向が続いてきた小売業が前月差▲0.5pt と 4 ヶ月ぶりの低下に転じたが、これ以外の 4 系列（鉱工業、サービス業、建設業、消費者信頼感）が上昇した。国別に見ても、ドイツ（同+1.2pt）、フランス（同+3.3pt）、イタリア（同+1.8pt）、スペイン（同+1.5pt）と、主要国が揃って前月から改善している。なお、景況感指数に先立って速報値が公表された消費者信頼感指数の 2 月分は、同+0.6pt と 2 ヶ月連続で上昇している。

また、ユーロ圏の PMI 総合は、1 月に 50.2 と 3 ヶ月ぶりに基準となる 50 を上回り、2 月（速報値）は前月から横ばいとなった。業種別に見ると、1、2 月ともサービス業が低下する一方、製造業が改善する形になっており、2 月の製造業の指数は基準の 50 を下回りつつも、2024 年 5 月以来の高さまで回復した。これらの数字を総合すると、ユーロ圏経済は好調とはいえないものの、1-3 月期に入ってから緩やかなペースでの景気拡大が持続しているとみられる。

図表 4 ユーロ圏の景況感指数と内訳（左）、ユーロ圏の PMI（右）



(出所) 欧州委員会、S&P Global より大和総研作成

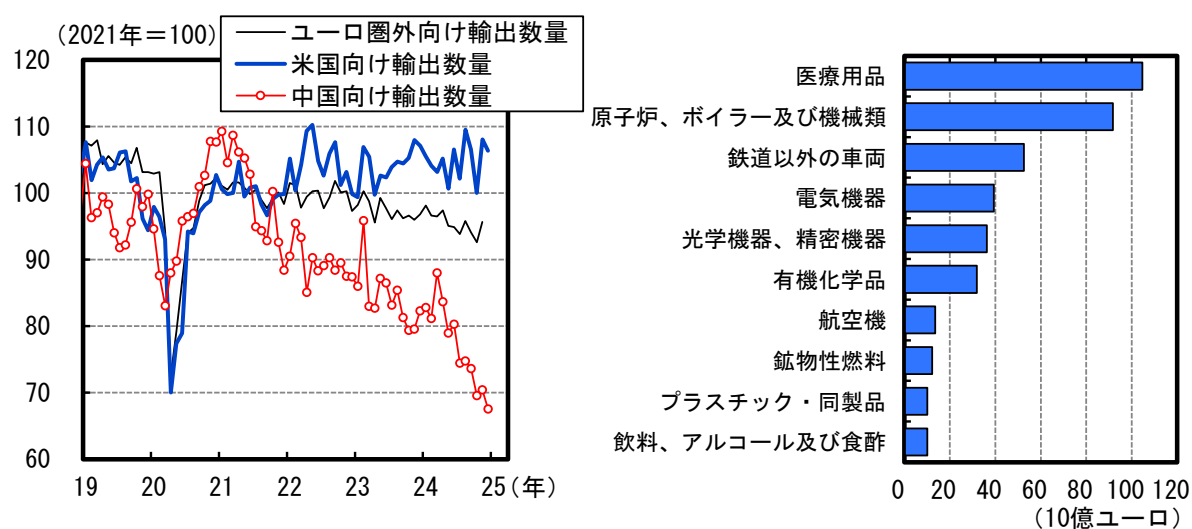
米国による追加関税リスクが高まる、関税回避に向けた協議が焦点に

もっとも、ユーロ圏経済の先行きという点では、リスクが増している。かねて懸念されてきた米国トランプ政権による追加関税が現実味を増す中、外需の低迷がさらに深刻なものとなる可能性が高まっているためだ。既述したように、ユーロ圏の輸出は財貿易を中心に低迷が続いているが、これは主に中国向けの停滞が理由であり、米国向けについてはむしろ相対的に堅調に推移し、輸出全体を下支えしてきた。追加関税によって米国向け輸出が低迷すれば、ユーロ圏経済の回復を阻害することに疑いはない。

トランプ大統領は 1 月の就任以来、大統領選挙時からの公約通り、矢継ぎ早に追加関税の導入に動いている。真っ先に取り組んだのは、カナダ、メキシコ、中国からの輸入品に対する関税強化措置だったが、その後、鉄鋼・アルミニウム製品に対する追加関税を決定したほか、米国の輸出品に対して関税を課す相手国・地域に同等の関税を課す、相互関税の導入を指示した。さらに、半導体、自動車、医薬品等に対して追加関税を課す意向も示している。

欧州が対象に含まれる措置に関して、3 月からの導入が決まっている鉄鋼・アルミへの追加関税については、EU の対米輸出金額に占める鉄鋼・アルミの割合が 1.5%（2024 年）にすぎないことから、経済全体への影響は軽微にとどまるとみられる。他方で、医薬品は対米輸出の約 2 割、自動車は約 1 割を占める主力製品であり、これらに対する追加関税が実行されれば、欧州経済に及ぼす悪影響が拡大することは避けられない。また、相互関税についてはまだ詳細が明らかでないが、トランプ大統領は各国の関税のみならず付加価値税や補助金等も考慮すると述べており、付加価値税率が高い欧州諸国は、幅広い製品に高い追加関税率が設定される可能性がある。

図表 5 ユーロ圏の輸出数量（左）、EU の品目別対米輸出金額（2024 年）（右）



(出所) Eurostat より大和総研作成

相互関税については、トランプ大統領が商務省と通商代表部に対して調査・検討を命じた段階であり、手続き完了には数週間から数ヵ月かかる見込みである。ラトニック商務長官は、調査は

4月1日までに終わるだろうと述べており、相互関税は早ければ4月にも発効となる可能性がある。また、自動車関税については4月2日にも発表すると報じられているが、医薬品、半導体についてはまだ具体的な日程は明言されていない。

追加関税の実施までに時間的な猶予が残されていることから、EUは追加関税回避に向けて米国との協議を続けていくとみられる。EUが米国からの自動車輸入に対する関税の引き下げを検討していることが伝えられているように、EUからはトランプ大統領が求める米国の貿易赤字縮小に資する方策が提案されることになろう。EUの譲歩はトランプ大統領による脅しに屈したとみとれるが、EUにとって最悪のシナリオは、米国の追加関税に対してEUが報復関税を課し、貿易戦争が激化することである。EUは既に米国の鉄鋼・アルミ関税や相互関税が実行された場合、何らかの対抗措置を取る方針を明らかにしており、これを回避するための協議の進展を注視していく必要がある。

ドイツでは政権交代、今後の注目点は連立交渉

一方、欧州域内での重要な政治イベントとして、ドイツの連邦議会選挙が2025年2月23日に行われた。選挙結果は概ね事前の世論調査に沿ったものでサプライズはなく、中道右派のCDU/CSU（キリスト教民主同盟・社会同盟）が28.5%の得票率で議会第1党に返り咲いた。与党・SPD（社会民主党）の得票率は16.4%と戦後最低で第3党に沈む結果となり、SPDと連立を組んでいた緑の党も議席数を減らした。また2024年11月に連立を離脱したFDP（自由民主党）は議席獲得に必要な得票率5%に届かず議席を失っており、今回の選挙は総じて現政権に対して厳しい結果となった。対照的に、議席数を大幅に増やしたのは極右政党・AfD（ドイツのための選択肢）であり、議会第2党へと躍進を遂げている。

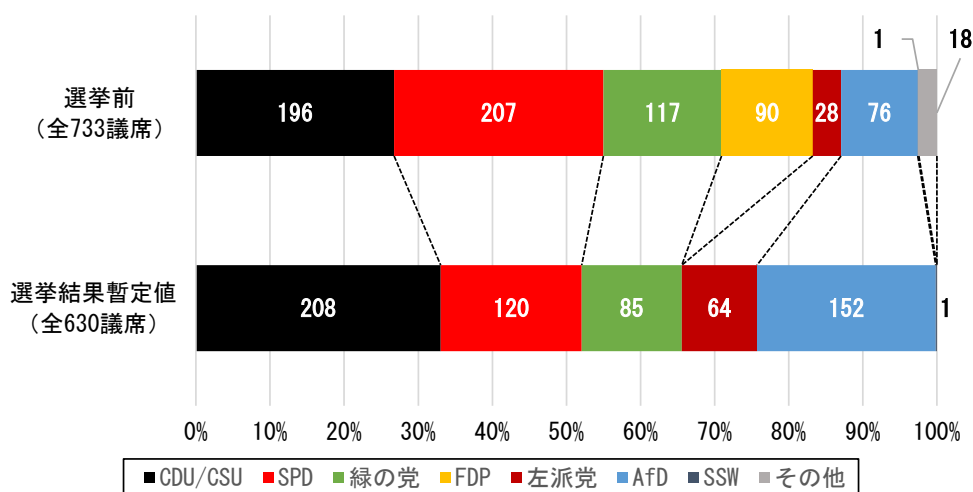
CDU/CSUは予想通り議会第1党となったが、獲得した議席数は208議席と過半数（316議席）に届いていないことから、政権樹立のための連立交渉が最初の課題となる。CDU/CSUはAfDとの協力を明確に否定しているため、第2党のAfDを外した形での連立交渉が行われることになる。選挙前の段階では、CDU/CSUとAfD以外の政党の組み合わせでは、2党での議会過半数を確保できない可能性が指摘されていた。しかし、FDP、およびBSW（ザーラ・ワーゲンクネヒト同盟）が議席獲得に必要な5%の得票率を獲得することができなかったため、議席を獲得した政党には得票率以上の割合の議席が配分され、CDU/CSUとSPDの伝統的两大政党による、いわゆる大連立で議会過半数を占めることが可能となった。また、SPD、もしくはAfDとの組み合わせ以外で、CDU/CSUが2党で議会過半数を獲得することはできないため、大連立による政権が発足する可能性が高い。前回、2021年の総選挙時には3党での連立政権樹立のため、協議が複雑化・長期化したという経緯があり、2党での連立政権の可能性が高いことは安心材料といえる。

もっとも、中道右派のCDU/CSUと中道左派のSPDの間では目指す政策の隔たりが小さくなく、多くの摺り合わせが必要となる。次期政権を主導するCDU/CSUは選挙公約として、法人税率の引き下げや所得税減税など、企業、家計の負担を減らすことでの経済活性化を目指している。そのための財源として、社会保障制度改革による支出の削減を挙げており、これはSPDによる反

発を招く可能性が高い。一方、SPD が主張する富裕層への課税強化や資産課税などに対しては CDU/CSU が反対するとみられる。次期首相を務めるとみられる CDU のメルツ党首は 4 月 20 日のイースターまでに新政権を発足したいとの意向を示しているが、想定以上に協議が長引くリスクは意識しておく必要があるだろう。

一方、政策実現に向けた大きな課題である債務ブレーキ（財政赤字を GDP 比 0.35% 以内にとどめる規定）に関して、CDU/CSU はこれを維持することを選挙公約としてきたものの、メルツ党首はインフラ投資や国防費の増加の必要性を認め、態度を軟化させつつある。FDP が議席を失ったことで債務ブレーキの改革に強硬に反対する政党は AfD のみであり、AfD を除けば連邦共和国基本法（憲法）改正に必要な議会の 3 分の 2 を確保することが可能となる。ただし、左派党は債務ブレーキ改革自体には賛同しているものの、国防費の増加には反対しており、これを理由に左派党が反対に回れば、AfD と合わせて基本法改正を阻止するのに必要な議会の 3 分の 1 を上回る。仮に選挙前の時点で CDU/CSU が債務ブレーキの改革に賛同していれば、SPD、緑の党との 3 党で議会の 3 分の 2 を上回っていたことから、今回の選挙を経て、債務ブレーキ改革へのハードルはむしろ高くなったといえる。米国のトランプ大統領就任によって、欧州における安全保障の重要性が高まる中、左派党といかに交渉を進めていくかが今後の注目点となる。

図表 6 選挙前後のドイツ連邦議会の議席数



(出所) ドイツ連邦選挙管理官より大和総研作成

英国経済

2024 年 10-12 月期 GDP は小幅プラス成長も、内容は良くない

英国の 2024 年 10-12 月期の実質 GDP は前期比+0.1%（前期比年率+0.4%）となり、マイナス成長を見込んでいた市場予想（Bloomberg 調査：前期比▲0.1%）に反してプラス成長となった。月次 GDP の動向を見ると、10 月（前月比▲0.1%）、11 月（同+0.1%）は停滞したものの、12 月に前月比+0.4%と想定外に大きく持ち直したことで、マイナス成長を免れた。もっとも、

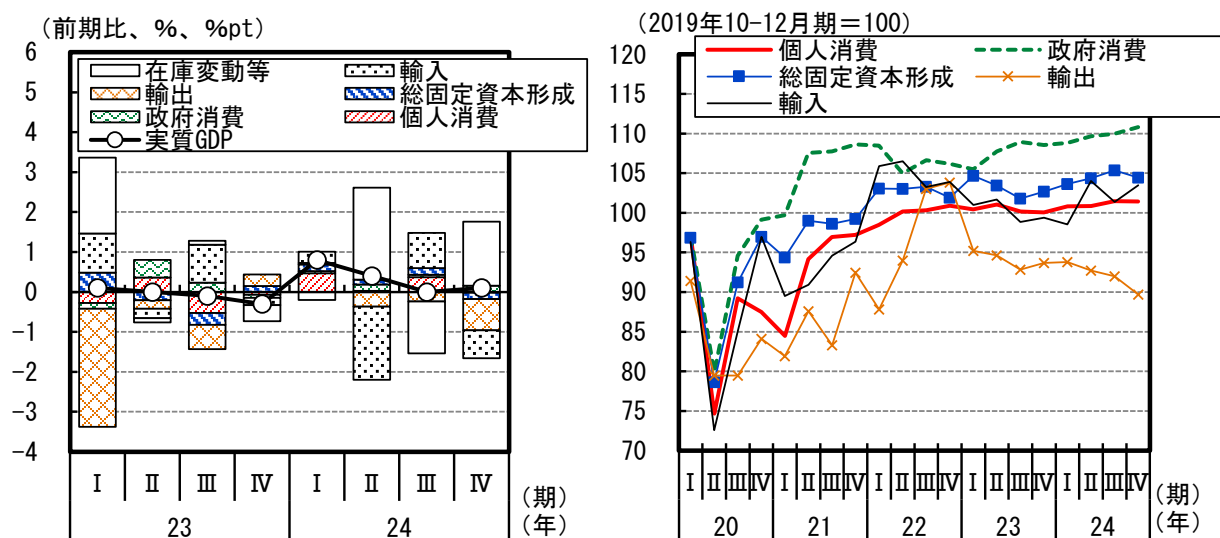
10-12月期のGDPを需要項目別に見ると、押し上げ要因となったのは在庫投資と政府消費の増加である。個人消費、および総固定資本形成は前期から減少しており、良好な内容とは言い難い。また、生産側の内訳では、サービス業が前期比+0.2%と前期の横ばいから再加速し、建設業が同+0.5%と増加したものの、生産部門は同▲0.8%と5四半期連続で減少しており、製造業の停滞が経済全体の足を引っ張る構図が続く結果となった。

需要項目別の詳細を見ていくと、個人消費は前期比▲0.1%と、小幅ながら4四半期ぶりに減少した。内訳では、宿泊・外食（同+1.4%）などが増加する一方、教育（同▲2.6%）、飲食料品（同▲1.0%）、衣服・履物（同▲0.9%）が減少しており、必需的な項目の消費の減少が全体の足を引っ張っている。個人消費の裏付けとなる所得動向を確認すると、名目雇用者報酬は同+2.2%と前期（同+1.4%）から加速し、実質ベース（大和総研による試算値、個人消費デフレーターで実質化）では同+1.5%と2021年4-6月期以来の高い伸びとなった。所得環境は底堅く推移しており、消費者マインドの低迷が個人消費を下押しした格好である。

総固定資本形成は前期比▲0.9%と、5四半期ぶりの減少に転じた。内訳では、企業設備投資が同▲3.2%と大きく減少したことが全体を押し下げたことに加え、民間住宅投資が同▲0.5%と3四半期連続で減少している。形態別では輸送用機器の投資が前期からの反動で同▲22.9%と大幅に減少しており、これが企業設備投資を大きく押し下げたとみられる。一方、公共投資については同+4.0%と増加基調が続いており、公的部門による投資は底堅い。

10-12月期は外需も停滞した。輸出は前期比▲2.5%と3四半期連続で減少し、減少幅は2023年1-3月期以来の大きさとなった。サービス輸出は同+1.2%と増加したものの、燃料、機械、輸送用機器の減少によって財輸出が同▲6.9%と大きく落ち込んだ。一方、輸入については、財（同+2.0%）、サービス（同+2.1%）ともに増加し、全体では同+2.1%の増加に転じており、外需（純輸出）寄与度は前期比▲1.5%ptと大幅なマイナスとなった。

図表7 英国の実質GDP成長率の寄与度分解（左）、需要項目別の水準（右）



(出所) ONS より大和総研作成

景気減速とインフレリスクで BOE の政策運営は困難さを増す

2月6日、BOEは前日まで行われていた金融政策委員会で、0.25%ptの利下げを実施し、政策金利を4.50%とする決定をしたと公表した。利下げの実施は2024年11月以来、2会合ぶりであり、BOEは2024年8月の利下げサイクル開始以来、2会合ごと、3ヵ月に1回のペースでの利下げを続けている。2月の金融政策委員会での利下げは、事前にほぼ金融市場で織り込まれており、想定通りの結果であった。一方、サプライズとなったのは、政策決定における投票において、2名が0.50%ptの利下げをすべきと主張し、そのうちの1名これまで委員会の中でも特にタカ派と目されていたマン委員だったことである（もう1名はハト派のディングラ委員）。

マン委員が大きく方針を転換した理由は、足元で英国経済の見通しが悪化しているためとみられる。2月の金融政策委員会の結果公表と同時に公表された金融政策報告書でBOEは、前回（2024年11月）見通しでは前年比+1.5%と予想していた2025年の経済成長率を、同+0.75%へと大幅に下方修正した。

ただし、経済成長率の下方修正とは対照的に、インフレ率の見通しは大きく上方修正されており、BOE全体としてハト派に傾いたわけではない。2月の委員会の声明文では、今後の利下げに関して、従来の「段階的 (gradual)」アプローチが適切であるという表現に、「慎重な (careful)」の一語が加えられており、むしろタカ派的な表現となった。また、ベイリー総裁は金融政策報告書公表後の会見で、投票行動を必要以上に深読みするべきでないと発言し、マン委員のハト派への転換によって金融市場が過度に利下げを織り込むことをけん制している。

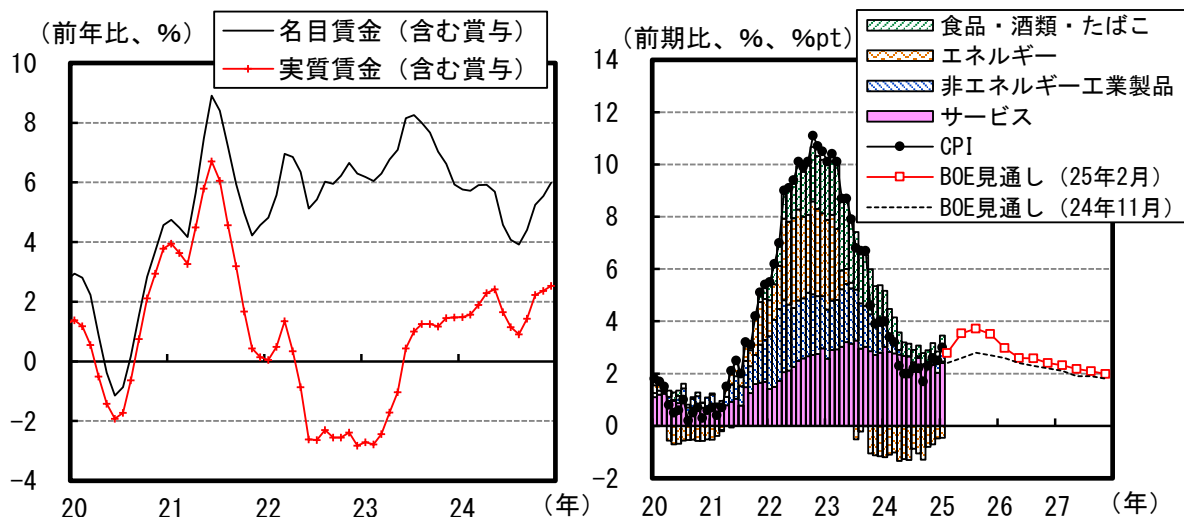
実際、2月の金融政策委員会後に公表されたインフレ関連の統計を見る限り、英国においてはインフレ率高止まりの懸念がまだ払拭されていない。まず、10-12月の名目賃金（含む賞与）は前年比+6.0%となり、前月（9-11月）の同+5.5%から加速し、2023年9-11月以来の高い伸びとなった。2024年半ばには一時3%台まで低下していた賃金上昇率は、年末にかけて再び上昇ペースが加速している。実質賃金（含む賞与）は同+2.5%と2021年9月以来の高い伸びとなっており、景気の面では個人消費の下支え要因としてポジティブに評価できる一方、インフレ抑制を目指すBOEにとっては、引き続き警戒すべき内容である。

また、2025年1月のCPI（消費者物価指数）は前年比+3.0%と、2024年12月の同+2.5%から大きく加速し、2024年3月以来の高い伸びとなった。前月から上昇ペースが加速すること自体は予想されていたものであったが、加速幅が想定以上に大きく、市場予想（Bloomberg調査：同+2.8%）や、2月に出されたBOE見通し（同+2.8%）を上回った。1月のインフレ率が想定以上に高いものとなったのは、飲食料品・たばこが同+3.7%と前月から加速したことに加え、コア財（非エネルギー工業製品）価格が同+1.6%と2024年2月以来の高さとなったためである。サービス価格についても、1月からの私立学校の学費に対する付加価値税の適用などによって同+5.0%と前月から加速したが、これはBOEによる予測をわずかながら下回っている。もっとも、サービス価格の伸び率は依然として高く、インフレ率を押し上げる主な要因となっていることに変わりはない。

BOEが実施する調査（Decision Maker Panel）によれば、今後1年間の賃金上昇率見通しは、

3.9%と、過去一年間の上昇率の 5.1%を大きく下回っており、賃金上昇によるインフレ圧力は徐々に弱まっていく可能性が高い。一方、同調査では 4 月からの国民保険料の雇い主負担の増加分を販売価格に転嫁すると回答した企業の割合は 61%と、前回調査（54%）からさらに上昇しており、インフレ率には上下双方向のリスクがある。景気の減速感が強まる中でも BOE は利下げペース加速には動きづらく、難しい政策運営を強いられることになる。

図表 8 名目賃金と実質賃金（左）、CPI の要因分解と BOE 見通し（右）



(注) 左図の賃金は 3 ヶ月移動平均値。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

図表 9 ユーロ圏経済・金利見通し

	2024				2025				2026				2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	1.3%	0.7%	1.6%	0.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%	0.7%	1.2%	1.4%
家計消費支出	1.1%	0.1%	2.8%	1.0%	1.2%	1.5%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	1.3%	1.1%
政府消費支出	0.6%	4.5%	2.2%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	2.3%	1.5%	1.0%
総固定資本形成	-8.8%	-9.2%	8.1%	4.1%	2.1%	2.2%	2.7%	3.2%	3.0%	2.5%	2.3%	2.1%	-1.9%	2.6%	2.7%
輸出	4.3%	6.2%	-5.8%	-1.5%	1.6%	2.0%	2.5%	2.7%	2.7%	2.6%	2.4%	2.3%	0.8%	0.6%	2.5%
輸入	-1.1%	4.5%	0.9%	0.5%	1.9%	2.3%	2.7%	2.8%	2.8%	2.7%	2.5%	2.4%	0.0%	1.9%	2.7%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	0.4%	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	0.7%	1.2%	1.4%
家計消費支出	1.0%	0.5%	1.0%	1.2%	1.3%	1.6%	1.2%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	1.3%	1.1%
政府消費支出	2.0%	2.7%	2.5%	2.2%	2.3%	1.4%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	2.3%	1.5%	1.0%
総固定資本形成	-1.1%	-3.2%	-1.4%	-1.8%	1.1%	4.1%	2.8%	2.5%	2.8%	2.8%	2.7%	2.5%	-1.9%	2.6%	2.7%
輸出	-0.7%	1.9%	1.4%	0.7%	0.0%	-1.0%	1.1%	2.2%	2.5%	2.6%	2.6%	2.5%	0.8%	0.6%	2.5%
輸入	-1.7%	-0.6%	1.2%	1.2%	1.9%	1.4%	1.8%	2.4%	2.7%	2.8%	2.7%	2.6%	0.0%	1.9%	2.7%
鉱工業生産（除く建設）	-4.6%	-3.9%	-1.5%	-1.8%	-1.5%	-0.7%	0.3%	1.4%	2.1%	2.1%	2.0%	1.9%	-3.0%	-0.1%	2.0%
実質小売売上高	-0.0%	0.2%	1.9%	1.9%	2.0%	2.2%	1.3%	1.2%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	1.0%	1.7%	0.8%
消費者物価	2.6%	2.5%	2.2%	2.2%	2.3%	2.2%	2.3%	2.1%	1.8%	1.7%	1.8%	2.0%	2.4%	2.2%	1.8%
生産者物価	-7.9%	-4.4%	-2.7%	-1.5%	2.5%	4.9%	4.2%	3.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	-4.2%	3.7%	2.5%
失業率	6.5%	6.4%	6.3%	6.3%	6.2%	6.2%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.4%	6.2%	6.1%
10億ユーロ															
貿易収支	57.9	44.2	35.7	34.8	37.0	39.9	43.1	46.5	50.0	53.7	57.5	61.4	172.7	166.4	222.6
経常収支	107.8	134.4	84.1	92.7	89.1	91.5	94.3	97.2	100.3	103.4	106.6	109.8	419.1	372.1	420.1
独 国債10年物（期中平均）															
欧 政策金利（末値）	2.31%	2.49%	2.29%	2.26%	2.47%	2.40%	2.36%	2.32%	2.29%	2.26%	2.23%	2.20%	2.34%	2.39%	2.25%
	4.00%	3.75%	3.50%	3.00%	2.50%	2.25%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	3.00%	2.00%	2.00%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2025年2月25日時点）。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

図表 10 英国経済・金利見通し

		2024				2025				2026				2024	2025	2026
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率																
国内総生産		3.4%	1.8%	-0.1%	0.4%	1.1%	1.6%	1.7%	1.7%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	0.9%	1.1%	1.5%
家計消費支出		3.1%	0.2%	2.4%	-0.1%	0.6%	1.0%	1.1%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.7%	0.8%	1.1%
一般政府消費支出		1.0%	3.0%	1.2%	3.1%	2.0%	3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.2%	1.0%	1.0%	2.0%	2.4%	1.7%
総固定資本形成		3.8%	2.8%	3.9%	-3.5%	0.6%	1.5%	2.1%	2.3%	2.4%	2.5%	2.7%	2.6%	1.3%	0.8%	2.4%
輸出		0.5%	-4.5%	-3.0%	-9.6%	1.0%	1.5%	2.0%	2.1%	2.2%	2.2%	2.4%	2.5%	-2.2%	-1.7%	2.2%
輸入		-3.4%	24.2%	-9.8%	8.6%	-3.2%	1.2%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%	1.6%	1.3%	1.6%
前年同期比（除く失業率）																
国内総生産		0.5%	0.9%	1.0%	1.4%	0.8%	0.7%	1.2%	1.5%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	0.9%	1.1%	1.5%
家計消費支出		0.4%	-0.2%	1.3%	1.4%	0.8%	1.0%	0.6%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	0.7%	0.8%	1.1%
一般政府消費支出		3.2%	1.8%	0.9%	2.1%	2.3%	2.3%	2.7%	2.4%	2.2%	1.8%	1.4%	1.2%	2.0%	2.4%	1.7%
総固定資本形成		-1.0%	0.9%	3.5%	1.7%	0.9%	0.6%	0.1%	1.6%	2.1%	2.3%	2.5%	2.5%	1.3%	0.8%	2.4%
輸出		-1.5%	-2.0%	-0.9%	-4.2%	-4.1%	-2.6%	-1.4%	1.6%	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%	-2.2%	-1.7%	2.2%
輸入		-2.4%	2.3%	2.6%	4.1%	4.2%	-1.0%	1.9%	0.2%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.6%	1.3%	1.6%
鉱工業生産		-0.8%	-2.0%	-2.3%	-1.7%	-1.5%	-0.9%	-0.3%	0.7%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	-1.7%	-0.5%	1.0%
実質小売売上高		-0.1%	-0.9%	1.6%	1.4%	0.3%	1.1%	0.1%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	0.5%	0.7%	1.1%
消費者物価		3.5%	2.1%	2.0%	2.5%	2.8%	3.4%	3.7%	3.3%	2.6%	2.2%	2.1%	2.0%	2.5%	3.3%	2.2%
生産者物価（出荷価格）		0.3%	1.3%	0.3%	-0.4%	0.2%	1.2%	2.5%	3.1%	2.7%	2.4%	2.3%	2.2%	0.4%	1.7%	2.4%
失業率		4.3%	4.2%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%	4.3%	4.3%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.3%	4.4%	4.1%
10億英ポンド																
貿易収支		-42.1	-58.7	-48.1	-55.4	-53.2	-53.0	-52.5	-51.9	-51.0	-49.6	-48.0	-46.9	-204.3	-210.6	-195.6
経常収支		-11.8	-24.0	-18.1	-26.5	-23.9	-23.1	-22.7	-22.5	-21.9	-21.4	-20.9	-20.3	-80.4	-92.1	-84.5
国債10年物（期中平均）																
政策金利（末値）		4.03%	4.20%	4.00%	4.35%	4.57%	4.48%	4.35%	4.22%	4.11%	3.99%	3.87%	3.84%	4.14%	4.41%	3.95%
		5.25%	5.25%	5.00%	4.75%	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.50%	3.25%	3.00%	3.00%	4.75%	3.75%	3.00%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2025年2月25日時点）。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国 地方経済の苦境と全人代の注目点

トランプ・リスクの中、25 年は内需拡大に注力だが副作用にも要注意

齋藤 尚登

[要約]

- 中国の地方経済は厳しい状況に置かれている。各地方を東部、中部、西部、東北部にグループ分けして、実質成長率の推移を見ると、かつては成長率の「西高東低」などといわれたが、2020 年と 2022 年の 2 度のコロナショックを経て、2023 年から 2024 年にかけてその差は大幅に縮小している。主因のひとつは 3 年にわたる不動産不況の悪影響であると考えられる。地方政府の主要な財源である土地使用権売却収入が大きく減少し、経営難に陥る地方政府融資平台（中国版第 3 セクターの国有企業）が増加したことで、固定資産投資の投資余力が低下した。
- こうした中でも 3 月 5 日に開幕する第 14 期全国人民代表大会（全人代）第 3 回会議では、2025 年の政府成長率目標は 2023 年～2024 年と同じ 5.0%前後に設定される可能性が高い。「適度に緩和的な」金融政策と「さらに強化した」積極的財政政策の実施が内需拡大をサポートしよう。ただし、超長期特別国債の一部が利用される設備更新と家電・自動車の買い替え促進策は需要の先食いの面があるほか、インフラ投資などについては、既に投資効率の低下が叫ばれて久しい。利下げや各種特別国債を呼び水に銀行貸出が大きく増えれば、債務の膨張と金融リスクの増大が懸念されるようになる。財政政策への過度の依存は慎重になるべきであろう。
- 全人代の注目点の最後として、民営企業発展への具体的な政策が打ち出されるかにも注目したい。2025 年 2 月 17 日には、習近平総書記が民営企業向けシンポジウムに出席し、重要演説を行った。アリババ、ファーウェイ、BYD、シャオミ、テンセント、さらには DeepSeek の代表者などが参加した。民営企業をどう発展させるのか、中国経済はまさに正念場を迎えようとしている。

苦境に陥る地方経済

中国国家统计局によると、2024 年の実質 GDP 成長率は前年比 5.0%（以下、断りのない限り変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、政府成長率目標である 5%前後を達成した。ただし、省レベル行政区の実績を見ると、各地方政府が掲げた成長率目標を達成できなかったところが圧倒的に多い。2024 年は 31 の省レベル行政区のうち、23 地方が成長率目標を下回り、4 地方が目標と同じ、目標を上回ったのは 4 地方にとどまった。

図表 1 各地方の 2024 年の実質 GRP 成長率目標と実績（前年比）（単位：%、%pt）

東部	目標	実績	実績－目標	西部	目標	実績	実績－目標
北京	5.2	5.2	0.0	内モンゴル	6.0以上	5.8	-0.2
天津	4.5	5.1	0.6	広西	5.0以上	4.2	-0.8
河北	5.5	5.4	-0.1	重慶	6.0	5.7	-0.3
上海	5.0	5.0	0.0	四川	6.0	5.7	-0.3
江蘇	5.0以上	5.8	0.8	貴州	5.5	5.3	-0.2
浙江	5.5	5.5	0.0	雲南	5.0	3.3	-1.7
福建	5.5	5.5	0.0	チベット	8.0	6.3	-1.7
山東	5.0以上	5.7	0.7	陝西	5.5	5.3	-0.2
広東	5.0	3.5	-1.5	甘肅	6.0	5.8	-0.2
海南	8.0	3.7	-4.3	青海	5.0	2.7	-2.3
				寧夏	6.0以上	5.4	-0.6
				新疆	6.5	6.1	-0.4
中部	目標	実績	実績－目標	東北部	目標	実績	実績－目標
山西	5.0	2.3	-2.7	遼寧	5.5	5.1	-0.4
安徽	6.0	5.8	-0.2	吉林	6.0	4.3	-1.7
江西	5.0	5.1	0.1	黒竜江	5.5	3.2	-2.3
河南	5.5	5.1	-0.4				
湖北	6.0	5.8	-0.2				
湖南	6.0	4.8	-1.2				
				全国	目標	実績	実績－目標
					5.7	5.0	-0.7

（注1）水色は実績が目標を下回ったことを、薄橙色は上回ったことを、色なしは実績が目標と同じであったことを表す

（注2）全国の目標は各地方政府が掲げた成長率目標の平均。国としての目標は5%前後に設定された

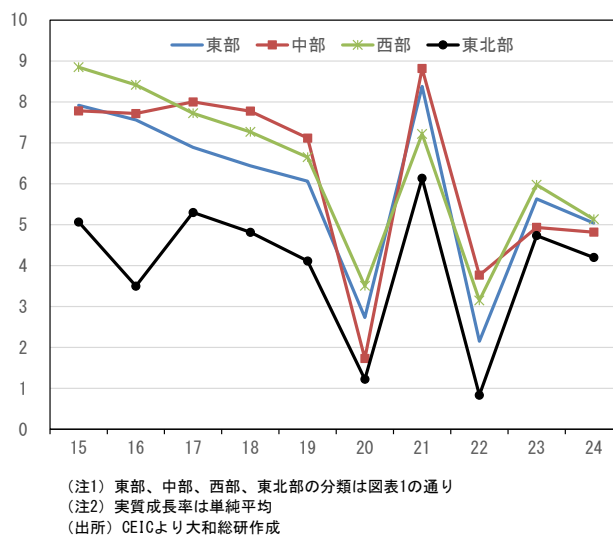
（出所）各地方の国民経済と社会発展計画の執行状況・計画案、中国国家统计局などより大和総研作成

地方経済は厳しい状況に置かれている。これに関連して、各地方を東部、中部、西部、東北部にグループ分けして、実質成長率の推移を見たのが、図表 2 である。かつては成長率の「西高東低」などといわれたが、2020 年と 2022 年の 2 度のコロナショックを経て、2023 年から 2024 年にかけてその差は大幅に縮小している。

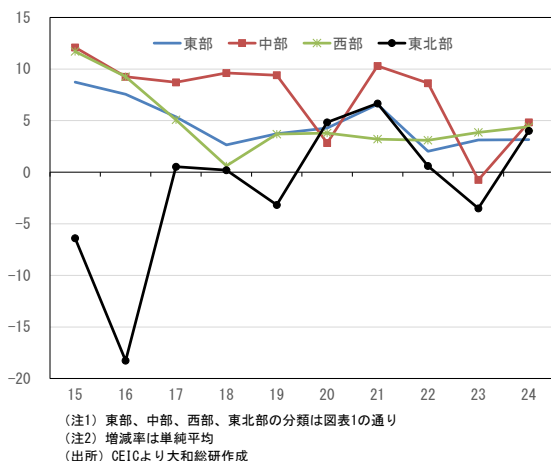
主因のひとつは 3 年にわたる不動産不況の悪影響であると考えられる。具体的には、①地方政府の主要な財源である土地使用権売却収入が大きく減少し、経営難に陥る地方政府融資平台（中国版第 3 セクターの国有企業）が増加したことで、固定資産投資の投資余力が低下したこと（図表 3）、②この影響は土地開発が主導する「不動産経済」への依存が高かった中部や西部といった地域でより強く出ていることがあろう。

さらに、小売売上についても増減率の差が収斂している（図表 4）。こちらは住宅価格下落による逆資産効果が抑制要因のひとつになったと考えられる。小売売上について、個別には、海南省（2024 年は 4.2%減）、上海市（同 3.1%減）、北京市（同 2.7%減）、青海省（同 0.7%減）が前年割れとなったが、前 3 者はかねて住宅価格の高騰が問題視されていた¹。

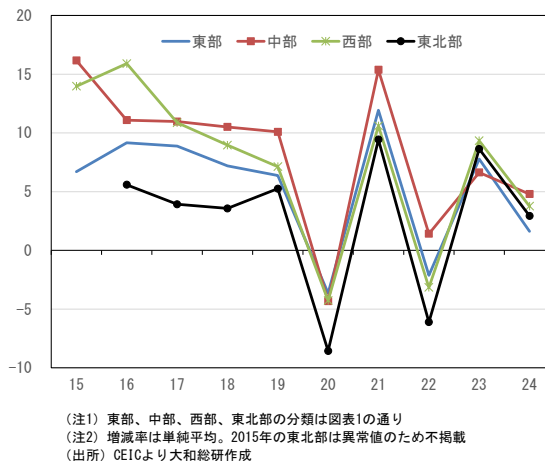
図表 2 地域グループ別実質成長率の推移（前年比）（単位：％）



図表 3 地域グループ別固定資産投資の推移（前年比）（単位：％）



図表 4 地域グループ別小売売上の推移（前年比）（単位：％）



2024 年の政府成長率目標の達成は 2 つの前倒しが寄与

既述したように、2024 年の中国の実質 GDP 成長率は 5.0%となり、5.0%前後との政府目標を達成した。しかし、これは「2 つの前倒し」によるところが大きい。ひとつはトランプ氏が米大

¹ 上海市の住宅価格は不動産不況下でも上昇が続いている。これは取引面積が大きく減少する中、高級物件の影響を強く受けている可能性がある。

統領に就任する前の輸出の前倒しであり、もうひとつが家電と自動車買い替え促進のための補助金政策による購入の前倒し（需要の先食い）である。

前者について、「トランプ関税」が賦課される前に、中国には前倒しで輸出をするインセンティブが働いた。経済面からみれば、トランプ「効果」と呼べるものであったが、大統領就任後はトランプ「リスク」が増大している。米国は2025年2月4日、中国からの輸入に対して、10%の追加関税を発動した（カナダ・メキシコからの輸入に対する関税措置は3月4日まで猶予）。さらに、トランプ氏は2月10日、鉄鋼・アルミニウム製品の世界からの輸入に25%の追加関税をかける大統領令に署名し（2018年3月に鉄鋼25%、アルミ10%で発動済みだが、例外も多い）、自動車関税も俎上に上げられている。さらに、各国・地域からの米国の輸入に、当該国・地域の輸入関税と同水準の関税を課す「相互関税」も導入される可能性がある。

後者の家電や自動車の買い替え補助金政策は2025年も継続される。家電については、従来の8品目²に浄水器、食洗機、炊飯器、電子レンジを対象に追加し、1台当たりの補助金の上限は、省エネ・節水性能の違いにより、価格の15%（1,500元³）、もしくは20%（2,000元）とされた。さらに、価格6,000元以下のスマートフォン、タブレット端末、スマートウォッチも対象に追加され、補助金は価格の15%（1台当たり500元が上限）となった。

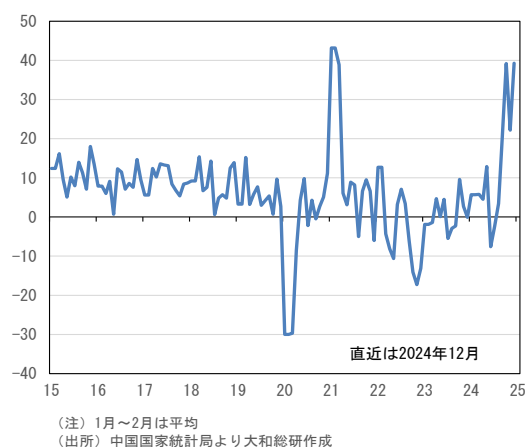
ただし、①多くの人々が、昨年12月末で補助金政策が終了すると認識していたため、先行した冷蔵庫など8品目については、需要をかなり先食いしてしまったこと、②従来と同レベルの補助金が支給される追加家電は4品目にとどまり、スマートフォンなどの補助金額は相対的に小さいことなどからすると、その効果は限定的であろう。家電の販売金額は2024年9月以降急増しており、特に、2025年9月以降はその反動減が懸念される。

図表5 実質GDP成長率(前年比) 需要項目別寄与度(単位: %、%pt)

	実質GDP 成長率	最終消費 支出	総資本形成	純輸出
2015	7.0	4.8	1.6	0.6
2016	6.8	4.6	3.0	▲ 0.8
2017	6.9	3.9	2.7	0.3
2018	6.8	4.5	2.9	▲ 0.6
2019	6.1	3.6	1.8	0.8
2020	2.3	▲ 0.1	1.7	0.7
2021	8.6	5.5	1.1	1.8
2022	3.1	1.5	1.2	0.4
2023. 1-3	4.7	3.2	1.8	▲ 0.3
1-6	5.7	4.4	1.9	▲ 0.6
1-9	5.4	4.6	1.6	▲ 0.8
1-12	5.4	4.6	1.4	▲ 0.6
2024. 1-3	5.3	3.9	0.6	0.8
1-6	5.0	3.1	1.3	0.7
1-9	4.8	2.4	1.2	1.1
1-12	5.0	2.2	1.3	1.5

(出所) CEIC、中国国家统计局より大和総研作成

図表6 家電・音響映像機材販売金額の推移(前年同月比)(単位: %)



² 冷蔵庫、洗濯機、テレビ、エアコン、パソコン、給湯器、家庭用コンロ、レンジフード。

³ 2025年2月24日時点で、1元＝約20.7円。

2025 年の政府成長率目標は 5%前後の可能性大

こうした中でも 2025 年の政府成長率目標は、2023 年～2024 年と同じ 5.0%前後に設定される可能性が高い。

2025 年 3 月 5 日に、日本の国会に相当する第 14 期全国人民代表大会（全人代）第 3 回会議が開幕する。初日に行われる李強首相による政府活動報告において、2025 年の政府成長率目標などの主要目標が発表される運びである。全人代を前に、各地方で人民代表大会が実施され、31 地方中 14 地方が成長率目標を 5.0%（5.0%以上を含む）とした。

しかし、達成の難しさは一段と増していよう。各地方の成長率目標の平均（単純平均）は 2024 年の 5.7%から 2025 年は 5.4%に低下した。前年目標との比較では、2025 年は 2 地方が引き上げたのに対して、11 地方が変わらず、18 地方が引き下げるなど、下方バイアスが強まっている。

図表 7 地方政府が発表した成長率目標の推移（前年比）（単位：％）

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
北京	7.0	6.5	6.5	6.5	6.0-6.5	6.0	6.0以上	5.0以上	4.5以上	5.2	5.0
天津	9.0	9.0	8.0	5.0	4.5	5.0	6.5	5.0以上	4.0	4.5	5.0
河北	7.0	7.0	7.0	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.0	5.5	5.0以上
山西	6.0	6.0	5.5	6.5	6.3	6.1	8.0	6.5	6.0	5.0	5.0
内モンゴル	8.0	7.5	7.5	6.5	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0以上	6.0
遼寧	6.0	6.0	6.5	6.5	6.0-6.5	6.0	6.0以上	5.5以上	5.0以上	5.5	5.0以上
吉林	6.5	7.0	7.0	6.0	5.0-6.0	5.0-6.0	6.0-7.0	6.0	6.0	6.0	5.5
黒竜江	6.0	6.0-6.5	6.0-6.5	6.0	5.0	5.0	6.0	5.5	6.0	5.5	5.0
上海	7.0	6.5-7.0	6.5	6.5	6.0-6.5	6.0	6.0以上	5.5	5.5以上	5.0	5.0
江蘇	8.0	7.5-8.0	7.0-7.5	7.0	6.5	6.0	6.0以上	5.5以上	5.0	5.0以上	5.0以上
浙江	7.5	7.0-7.5	7.0	7.0	6.5	6.0-6.5	6.5以上	6.0	5.0以上	5.5	5.5
安徽	8.5	8.5	8.5	8.0	7.5-8.0	7.5	8.0	7.0以上	6.5	6.0	5.5以上
福建	10.0	8.5	8.5	8.5	8.0-8.5	7.0-7.5	7.5	6.5	6.0	5.5	5.0-5.5
江西	9.0	8.5	8.5	8.5	8.0-8.5	8.0	8.0	7.0以上	7.0	5.0	5.0
山東	8.5	7.5-8.0	7.5	7.0	6.5	6.0以上	6.0	5.5以上	5.0以上	5.0以上	5.0以上
河南	8.0	8.0	7.5	7.5	7.0-7.5	7.0	7.0以上	7.0	6.0	5.5	5.5
湖北	9.0	9.0	8.0	7.5	7.5-8.0	7.5	10.0以上	7.0	6.5	6.0	6.0
湖南	8.5	8.5	8.0	8.0	7.5-8.0	7.5	7.0以上	6.5以上	6.5	6.0	5.5
広東	7.5	7.0-7.5	7.0	7.0	6.0-6.5	6.0	6.0以上	5.5	5.0以上	5.0	5.0
広西	8.0	7.5-8.0	7.5	7.0-7.5	7.0	6.0-6.5	7.5以上	6.5以上	5.5	5.0以上	5.0
海南	8.0	7.0-7.5	7.0	7.0	7.0-7.5	6.5	10.0以上	9.0	9.5	8.0	6.0以上
重慶	10.0	10.0	10.0	8.5	6.0	6.0	6.0以上	5.5	6.0以上	6.0	6.0
四川	7.5	7.0	7.5	7.5	7.5	8.5	7.0	6.5	6.0	6.0	5.5以上
貴州	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	8.0	8.0	7.0	6.0	5.5	5.5以上
雲南	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	全国平均以上	8.0	7.0	6.0	5.0	5.0
チベット	12.0	10.0	11.0	10.0	10.0	9.0	9.0以上	8.0	8.0	8.0	7.0以上
陝西	10.0	8.0	8.0	8.0	7.5-8.0	6.5	6.5	6.0	5.5	5.5	5.0
甘肅	8.0	7.5	7.5	6.0	6.0	6.0	6.5	6.5以上	6.0	6.0	5.5
青海	8.0	7.5	7.5	7.0	6.5-7.0	6.0-6.5	6.0以上	5.5	5.0	5.0	4.5
寧夏	8.0	7.5	8.0	7.5	6.5-7.0	6.5	7.0以上	7.0	6.5	6.0以上	5.5
新疆	9.0	7.0	7.0	7.0	5.5	5.5	6.5	6.0	7.0	6.5	6.0
全国（単純平均）	7.9	7.8	7.7	7.3	6.9	6.5	7.0	6.3	6.0	5.7	5.4

（注）水色は前年より目標が引き下げられていることを、薄橙色は前年より目標が引き上げられていることを表す。紺地に白抜きの数字は前年より目標が2.5%ポイント以上

引き下げられていることを、濃橙の地に白抜きの数字は同様に2.5%ポイント以上引き上げられていることを表す

（出所）各地方政府活動報告、各地方国民経済と社会発展計画の執行状況・計画案などより大和総研作成

2025 年の成長率目標達成のため、中国政府は「内需拡大」に最重点を置くことになるろう。

2024 年 12 月 11 日～12 日に、2025 年の経済政策運営の重点を決定する中央経済工作会议が開催され、9 項目の重点を掲げた。李克強前首相の最後の全人代・政府活動報告以降、経済政策運営の重点は、前年 12 月の中央経済工作会议が掲げた重点項目をほぼ踏襲する形が続いている。恐らく、今回も同様になると思われる。直近の中央経済工作会议が掲げた 9 項目の重点は図表 8 の通りであり、筆頭は「消費促進に大いに力を入れ、投資効率・収益を高め、内需を全方位で拡大する」ことであった。

図表 8 2024 年 12 月の中央経済工作会议で示された 2025 年の 9 項目の重点活動任務

- ①消費促進に大いに力を入れ、投資効率・収益を高め、内需を全方位で拡大する
- ②科学技術・イノベーションを以って新質生産力の発展を牽引し、現代的産業システムを構築する
- ③経済体制改革の牽引作用を発揮させ、モデルケースとなる改革措置の実施や効果発現を推進する
- ④ハイレベルの対外開放を拡大し、貿易や外資の安定を図る
- ⑤重点分野のリスクを効果的に防止・解消し、システムリスクを発生させないボトムラインを守り抜く
- ⑥新型都市化と農村の全面的振興を統一的にを行い、都市・農村の融合的な発展を促進する
- ⑦区域（省などを越えた広い地域）戦略の実施を加速し、区域発展の活力を増強する
- ⑧低炭素、低汚染、エコ（グリーン）拡大を推進し、経済社会発展の全面的なエコ（グリーン）化転換を強化する
- ⑨民生の保障・改善にさらに力を入れ、人々の幸福感、安全感の享受を増強する

（注）新質生産力とは、科学技術・イノベーションに基づく先進的な生産力

（出所）2024年12月12日の新華社報道より大和総研作成

金融・財政政策が内需拡大をサポートすることになる。2025 年は「適度に緩和的な」金融政策と「さらに強化した」積極的財政政策が実施されている。

2025 年の金融政策は、2011 年から 2024 年の「穏健」（中立）から「適度に緩和的」に転換された。「適度に緩和的」な金融政策は、リーマン・ショック後の 2009 年～2010 年以来 15 年ぶりであり、景気減速（失速）への中国共産党・政府の警戒感の高まりがうかがい知れよう。

中国人民銀行は、預金準備率を 2024 年 2 月と 9 月に引き下げ、全銀行の加重平均は年初来の 7.4%から 9 月には 6.6%となった。政策金利は、1 年物貸出金利の参照レートである LPR1 年物は 7 月、10 月の 2 回の利下げを経て、従来の 3.45%→3.10%に、住宅ローン金利の参照レートである LPR5 年物は 2 月、7 月、10 月の 3 回の利下げによって、従来の 4.20%→3.60%に引き下げられた。「適度に緩和的」な金融政策への転換により、預金準備率、政策金利ともに引き下げ余地は拡大していよう。

財政政策は 2009 年から 2024 年まで積極的な財政政策が続いたが、2025 年は「さらに強化した」積極的財政政策が実施される。中央経済工作会议では、①2025 年の財政赤字 GDP 比の引き上げ、②超長期特別国債と③地方政府特別債券の増額が明言された。これらが、2025 年の中国经济を下支えすると期待でき、具体的な数字は全人代で明らかになる。

①の財政赤字の GDP 比は、従来、よほどのことがない限り 3%以内に抑制されていたが、第 1 次コロナショック下の 2020 年は 3.6%、そして第 2 次コロナショック後の反動増が期待されたにもかかわらず経済の回復が鈍かった 2023 年は、当初の 3.0%から期中に国債が増発されて最終的に 3.8%となった経緯がある。2025 年は 4%程度になるとの見方が出ている。

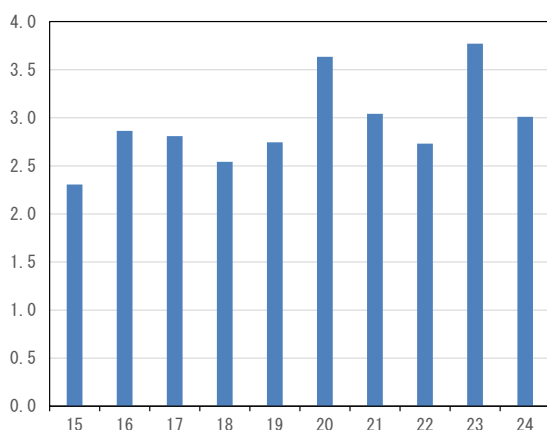
②の超長期特別国債は、強国づくりと民族復興にかかわる一部重要プロジェクトの資金不足を解決するために発行され、2024 年から数年間にわたり発行される予定だ。2024 年の発行額は 1 兆元（GDP 比 0.7%）であり、そのうちの約 3,000 億元は同年 7 月に発表された設備更新と家電・自動車の買い替え促進のための補助金政策に充当された。2025 年は 1.5 兆元～2 兆元程度になると予想されている。

③の地方政府特別債券は、基本的に収益性のあるインフラプロジェクトなどに投下される。2024年のネットの発行額（予算案）は3.9兆元であったが、11月に発表された地方政府融資平台の一部債務の地方政府債務への付け替えのために約2兆元が追加発行されている（ネットの発行額は約6.0兆元、GDP比は4.4%）。2025年は一段の増加が期待されている。

また、本レポートの前半で取り上げた地方経済の苦境との関連でいえば、「さらに強化した」積極的財政政策は中央主導で行わざるを得ない。

ただし、超長期特別国債の一部が利用される設備更新と家電・自動車の買い替え促進策は需要の先食いの面があるほか、地方政府特別債券を活用したインフラ投資などについては、既に投資効率の低下が叫ばれて久しい。同様に地方政府特別債券を活用した地方政府融資平台の一部債務の地方政府債務への付け替えは、景気を直接刺激するものではない。利下げや各種特別国債を呼び水に銀行貸出が大きく増えれば、債務の膨張と金融リスクの増大が懸念されるようになる。財政政策への過度の依存は慎重になるべきであろう。

図表9 中国の財政赤字のGDP比の推移
(単位：%)



(注) 2024年は中国政府予想
(出所) 中国財政部より大和総研作成

図表10 地方政府特別債券の発行額とGDP比、純増額 (単位：億元、%)

	ネットの発行額	名目GDP比	純増額
2017年	6,223	0.7	5,928
2018年	12,666	1.4	6,443
2019年	20,293	2.0	7,627
2020年	34,790	3.4	14,498
2021年	37,776	3.2	2,986
2022年	39,698	3.2	1,921
2023年	41,994	3.2	2,296
2024年	59,673	4.4	17,679

(注1) ネットの発行額は各年の残高から計算

(注2) 2020年は第1次コロナショック下、2022年は第2次コロナショック下

(出所) 各年の政府活動報告、財政部より大和総研作成

民営企業を一段と重視する姿勢が打ち出されるかにも要注目

全人代の注目点の最後として、民営企業発展への具体的な政策が打ち出されるかにも注目したい。

2020年秋以降、中国政府による新興企業への規制強化、締め付け強化が相次いだが、当局によって3年の業務是正措置期間を課されたアリババは、2024年8月にその期間が終了し、9月にはストックコネクトと呼ばれる制度を活用して、香港上場のアリババ株の売買を中国本土の投資家が行えるようになった。アリババに対して当局のお墨付きが与えられた格好だ。11月22日に開催された國務院常務会議（李強首相が主催）では、プラットフォーム経済の発展は、内需拡大、雇用安定、民生充実など実体経済の向上に寄与すると評価し、政策支援を強化する方針を

決定している。そして、2025年2月17日には、習近平総書記が民営企業向けシンポジウムに出席し、重要演説を行った。アリババ、ファーウェイ、BYD、シャオミ、テンセント、さらには DeepSeek の代表者などが参加した。さらに、現在審議されている「民営経済促進法」は公平な市場参入と競争、生産要素の公平な使用などを謳う。

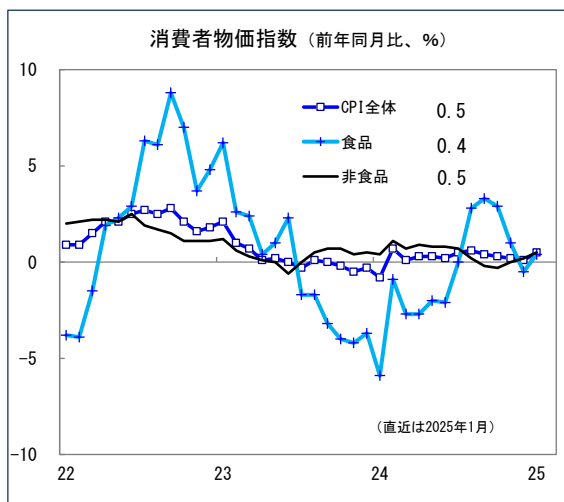
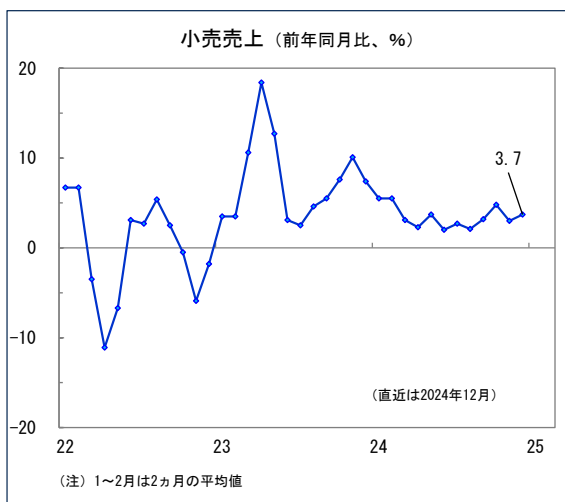
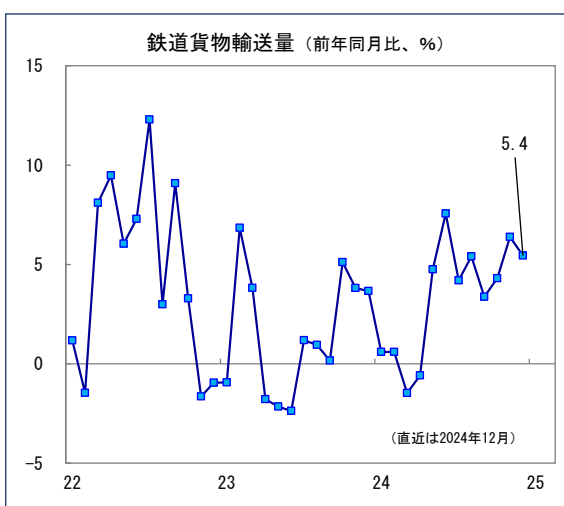
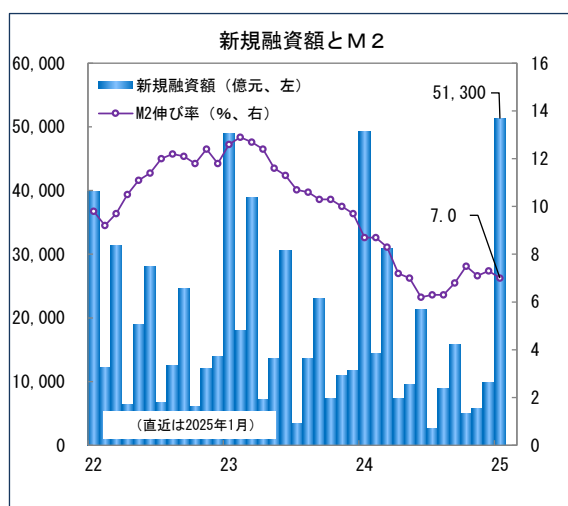
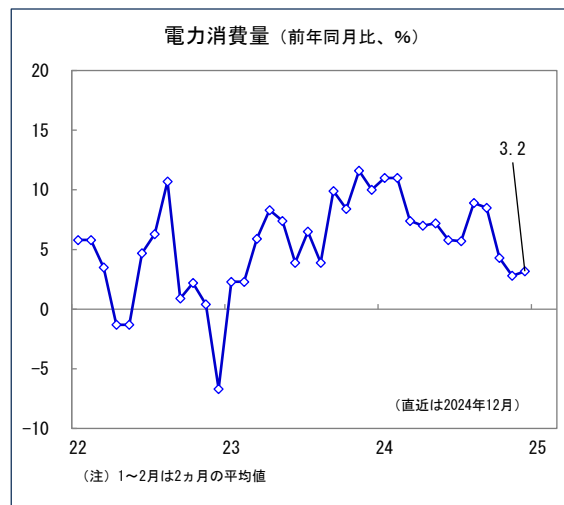
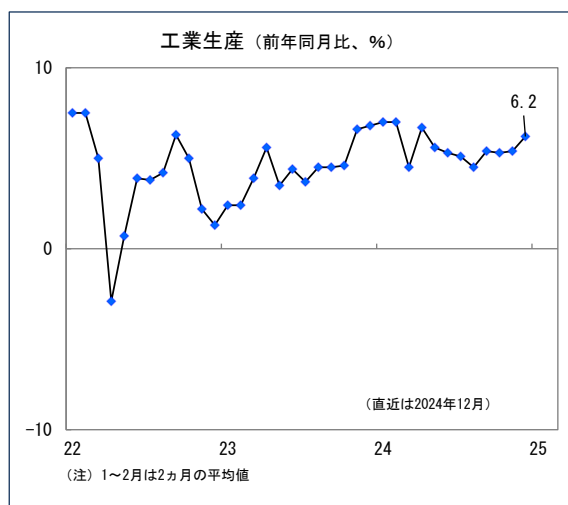
実は同様の民営企業座談会は2018年11月にも開催されている。その際に、習近平氏は「民営経済は税収の5割以上、GDPの6割以上、イノベーションの7割以上、雇用の8割以上、企業数の9割以上を占める」などと発言し、民営企業の重要性を強調した。しかし、2020年秋以降の新興企業への規制強化によって、発展の勢いは抑制されてしまった。同じことが繰り返されれば、中国経済の苦境は一段と深まることになろう。民営企業をどう発展させるのか、中国経済はまさに正念場を迎えようとしている。全人代で民営企業を一段と重視する姿勢が打ち出されるか、筆者が大いに注目をする所以である。

主要経済指標一覧

	2024年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2025年1月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	5.3	-	-	4.7	-	-	4.6	-	-	5.4	-
工業生産（前年同月比、%）	7.0		4.5	6.7	5.6	5.3	5.1	4.5	5.4	5.3	5.4	6.2	-
電力消費量（前年同月比、%）	11.0		7.4	7.0	7.2	5.8	5.7	8.9	8.5	4.3	2.8	3.2	-
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	0.6		-1.5	-0.6	4.7	7.6	4.2	5.4	3.4	4.3	6.4	5.4	-
固定資産投資（前年累計比、%）	4.2		4.5	4.2	4.0	3.9	3.6	3.4	3.4	3.4	3.3	3.2	-
不動産開発投資（前年累計比、%）	-9.0		-9.5	-9.8	-10.1	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.3	-10.4	-10.6	-
小売売上（前年同月比、%）	5.5		3.1	2.3	3.7	2.0	2.7	2.1	3.2	4.8	3.0	3.7	-
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	-0.8	0.7	0.1	0.3	0.3	0.2	0.5	0.6	0.4	0.3	0.2	0.1	0.5
食品（前年同月比、%）	-5.9	-0.9	-2.7	-2.7	-2.0	-2.1	0.0	2.8	3.3	2.9	1.0	-0.5	0.4
非食品（前年同月比、%）	0.4	1.1	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	0.2	-0.2	-0.3	0.0	0.2	0.5
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-2.5	-2.7	-2.8	-2.5	-1.4	-0.8	-0.8	-1.8	-2.8	-2.9	-2.5	-2.3	-2.3
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-3.4	-3.4	-3.5	-3.0	-1.7	-0.5	-0.1	-0.8	-2.2	-2.7	-2.5	-2.3	-2.3
新規融資額（億元）	49,200	14,500	30,900	7,300	9,500	21,300	2,600	9,000	15,900	5,000	5,800	9,900	51,300
M2伸び率（%）	8.7	8.7	8.3	7.2	7.0	6.2	6.3	6.3	6.8	7.5	7.1	7.3	7.0
輸出（前年同月比、%）	7.1		-7.6	1.3	7.4	8.5	6.9	8.6	2.4	12.7	6.6	10.7	-
輸入（前年同月比、%）	3.7		-2.0	8.3	2.0	-2.5	6.8	0.2	0.2	-2.4	-4.0	1.0	-
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	623.2		586.5	720.4	817.4	989.4	852.7	912.9	816.9	957.5	973.1	1,048.4	-
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	1.3	1.0	0.8	-0.5	-1.8	-2.4	-3.3	-3.6	-4.6	-4.9	-5.3	-5.4	-5.7
上海（前年同月比、%）	4.2	4.2	4.3	4.2	4.5	4.4	4.4	4.9	4.9	5.0	5.0	5.3	5.6
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-30.5		-28.3	-24.7	-24.3	-23.8	-23.2	-22.6	-22.3	-22.7	-23.0	-22.5	-
竣工面積（前年累計比、%）	-21.1		-21.4	-20.3	-20.1	-21.8	-21.8	-23.6	-24.4	-23.9	-26.2	-26.1	-
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-24.9		-24.3	-22.3	-21.1	-19.5	-18.6	-18.0	-17.1	-15.8	-14.3	-12.8	-
金額（前年累計比、%）	-31.6		-30.1	-29.4	-28.4	-25.3	-24.3	-23.6	-22.7	-20.9	-19.2	-17.0	-

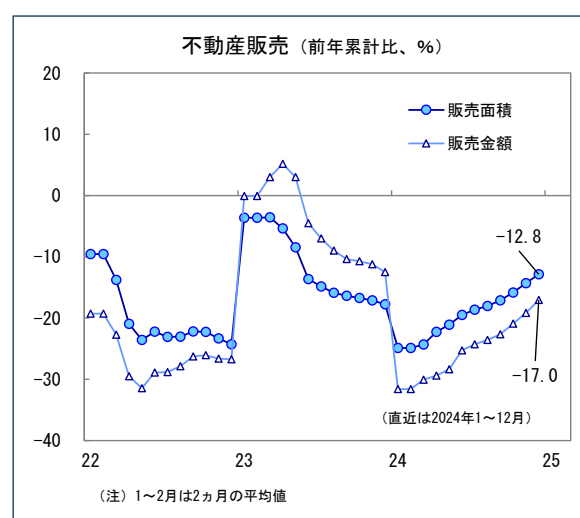
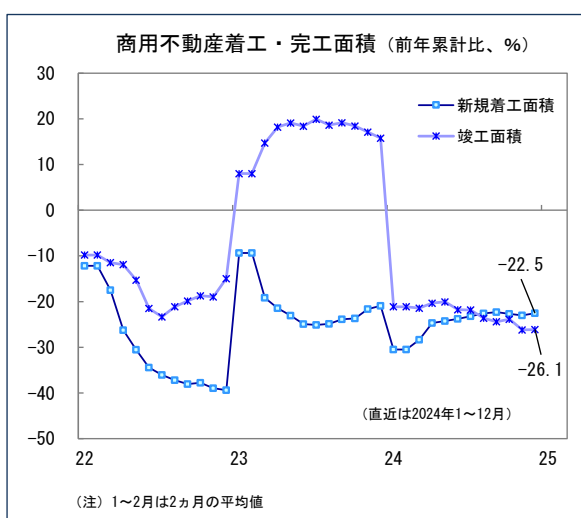
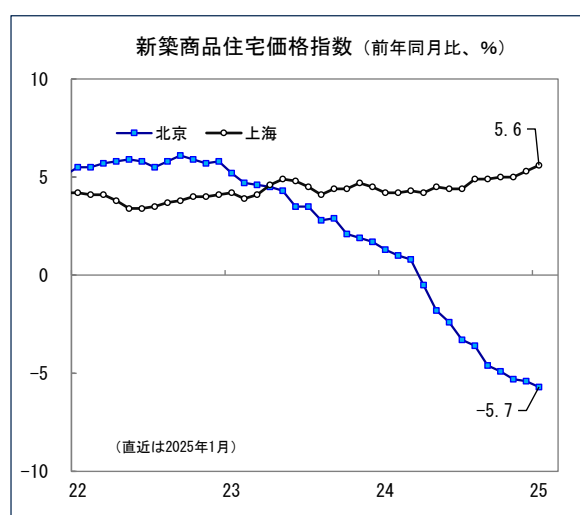
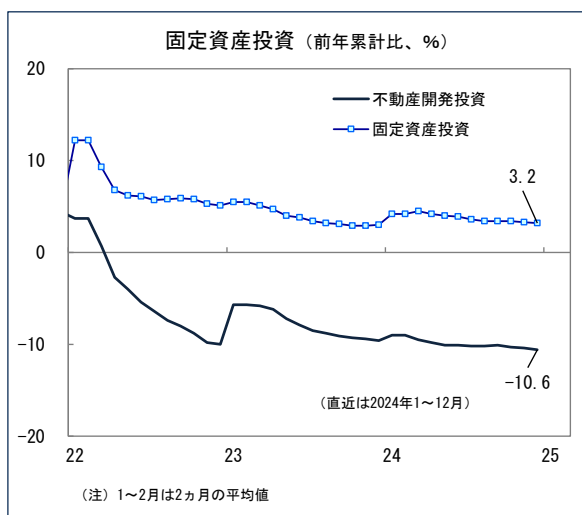
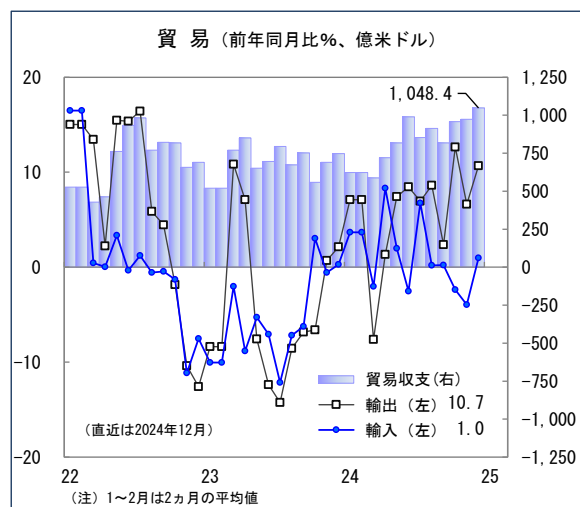
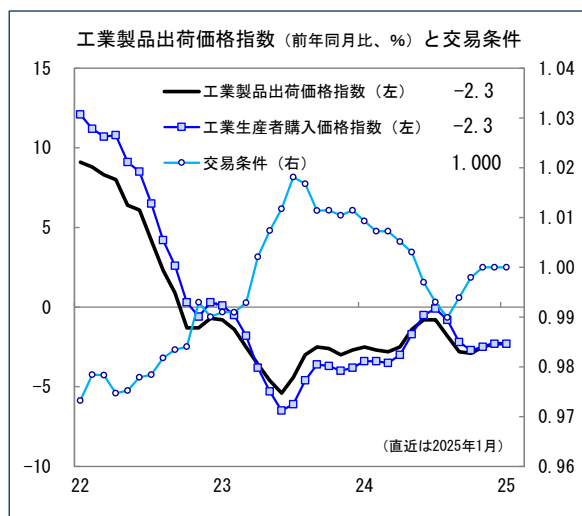
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国エネルギー局、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成