

2025年3月24日

主要国経済 Outlook

2025年4月号 (No. 461)

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
トランプ大統領は株価を気にしない？ 経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光	
日本経済	3
トランプ関税で不確実性高まる中、25年の春闘賃上げ率は前年超えへ 経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司	
米国経済	16
転換点を迎える米国経済 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	26
「トランプ」が欧州連帯を促す 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	38
全人代後の中国経済の行方 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

トランプ大統領は株価を気にしない？

佐藤 光

米国の株価が足元で軟調な推移となっている。S&P500 指数やナスダック指数のパフォーマンスで見ると、大統領就任後の騰落率のみならず、昨年 11 月の大統領選挙勝利後の騰落率でもマイナスに転落した。「トランプラリー」による上昇分を失ったといえる。また、同期間の他国の株価指数との比較でも、米国株のパフォーマンスは相対的に悪い部類になっている。

トランプ政権によって、世界各国・地域に対して矢継ぎ早に繰り出される関税引き上げ等の保護主義政策に加え、ウクライナや中東の紛争地域をはじめ、カナダ、パナマ運河、グリーンランドなどに対する同政権の「米国第一」に基づく外交姿勢などを受けて、投資家に不安感が台頭したことが株安の主な背景だろう。同時に、米国のマインド指標の悪化などの景況感の停滞や、インフレ率見通しの再上昇など、一部の経済指標にも陰りが出始めている。

2017 年からの第 1 次トランプ政権時には、減税の実施を先行して進め、関税引き上げは減税の決定後に本格化させることで経済への悪影響を緩和したと評価された。これらが奏功したことで、大統領就任後の S&P500 指数のパフォーマンスは、3 年後のコロナ禍による急落までは、一度もマイナスにならなかった。当時、トランプ大統領は米国株価の推移を政権への支持を測る一つのバロメータにしているとの見方もされていた。

今回は、政権初期の混乱を、まとめてバイデン前政権に責任転嫁することでしのぎ、岩盤支持層の受けが良い強硬策を優先しているのかもしれない。トランプ大統領は最近のインタビューで、現在は「短い移行期間」だとしていた。それゆえ一定の痛みを甘受する姿勢だとマーケットには受け止められた。同氏は足元の経済状況はあまり気にしておらず、金利上昇のみ気にかけているとの見方もある。実際に、FRB に対しては利下げを促すような発言を行っている。

しかし株価は、速報性や包摂性、そして比較のしやすさの点で、優れたバロメータであると考えられる。また、株価下落が投資家のマインドを冷やせば、トランプ政権が最重視する米国内への投資にも水を差しかねない。株価の軽視は、米国にとって良いディールとはいえないだろう。

主要国実質 GDP 見通し<要約表> (2025 年 3 月 24 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	3.2	1.4	2.2	0.3	1.6	1.2	1.0	0.9	1.5	0.1	1.4	1.0
								0.0	<u>0.7</u>	<u>0.7</u>	<u>1.2</u>	<u>0.9</u>
米国	3.0	3.1	2.3	1.3	0.8	1.1	1.8	2.0	2.9	2.8	1.7	1.8
ユーロ圏	0.7	1.7	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	1.3	0.4	0.9	1.1	1.3
英国	1.8	-0.1	0.4	1.3	1.3	1.4	1.5	1.4	0.4	0.9	1.0	1.4
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	3.6	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.2	3.4	2.2	2.0
インド	6.5	5.6	6.2	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>9.2</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.	4.1	4.1	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

トランプ関税で不確実性高まる中、25年の春闘賃上げ率は前年超えへ

神田 慶司
久後 翔太郎
田村 統久
秋元 虹輝

[要約]

- 米トランプ政権の関税政策（トランプ関税）により、世界経済の不確実性は急速に高まっている。不確実性の高まりは日本の輸出に悪影響を及ぼす可能性があるが、とりわけ懸念されるのは4月2日に実施予定の「相互関税」だ。自動車などへの追加関税も実施されれば、日本経済及び世界経済に大きな打撃をもたらす恐れがある。
- マクロモデルを用いて日本の実質 GDP への影響を試算すると、本稿執筆時点で実施済みの関税措置が今後も継続されると想定した「ベースシナリオ」では、トランプ関税が実施されない場合に比べ、2026年1-3月期で▲0.1%（2029年10-12月期で▲0.2%）にとどまる。だが、自動車などへの品目別追加関税を上乗せした「リスクシナリオ」では同▲0.7%（同▲1.2%）、さらに相互関税（貿易相手国・地域の付加価値税率分も引き上げ）を上乗せした「テールリスクシナリオ」では同▲1.3%（同▲1.9%）へと大幅に拡大する。
- 日本労働組合総連合会（連合）の第2回回答集計結果によると、定期昇給相当込みの賃上げ率は加重平均で5.40%と前年同時期を小幅に上回った。2024年の物価上昇率や企業収益などを見ると、賃上げ率は減速する可能性があった。それにもかかわらず加速した背景には、一部食料品などの価格高騰で賃上げを求める声が急速に強まったことに加え、人手不足で企業間の人材獲得競争が激化していることや、価格転嫁が進みやすくなったことなどがある。食料品の価格高騰が落ち着けば、家計は賃上げをより実感しやすくなり、個人消費の回復を後押しするとみられる。一方、トランプ関税などによって景気が大きく悪化すれば、こうした前向きの動きに水を差す恐れがある。

当社が「[日本経済見通し：2025年2月](#)」を発表してから約1カ月の間に、国内外の経済見通しに大きく影響する出来事が2つあった。

1つ目は、米国の第2次トランプ政権による関税政策、いわゆる「トランプ関税」だ。3月4日にはメキシコとカナダからの輸入品に対する関税率を25%¹に引き上げるとともに、中国からの全輸入品に対して10%の追加関税（2月実施分と合わせて20%）を発動した。さらに3月12日には、米国が輸入する鉄鋼・アルミニウム製品に対する関税率も25%に引き上げた。トランプ大統領は「相互関税」導入の大統領令にも署名し、自動車などへの追加関税を検討している。

4月2日の発動が予定されている相互関税は、米国及び日本経済に甚大な影響を及ぼすことが懸念される²。また、自動車関税は日本の基幹産業である自動車業界にとって大きな打撃になるとともに、世界的なサプライチェーンの再構築を迫られる可能性がある。

一方、2つ目は明るい材料であり、春闘賃上げ率が2025年も高水準になりそうだ。2024年の春闘賃上げ率は33年ぶりの高さとなったが、2025年はこれを小幅に上回り、中小企業と大企業の賃上げ率格差も縮小すると見込まれる。

本稿では、トランプ関税と春闘での賃上げについて順に検討する。

1. 「トランプ関税」による日本経済への影響

グローバルな経済政策の不確実性に脆弱な日本の輸出

トランプ関税などにより、世界経済の不確実性は急速に高まっている。そこで、ノースウェスタン大学のベーカー氏らが新聞報道などから21カ国の経済政策の不確実性を定量化した「経済政策不確実性指数」(Economic Policy Uncertainty Index; EPU)の推移を、世界と日本について示したものが**図表1左**³。

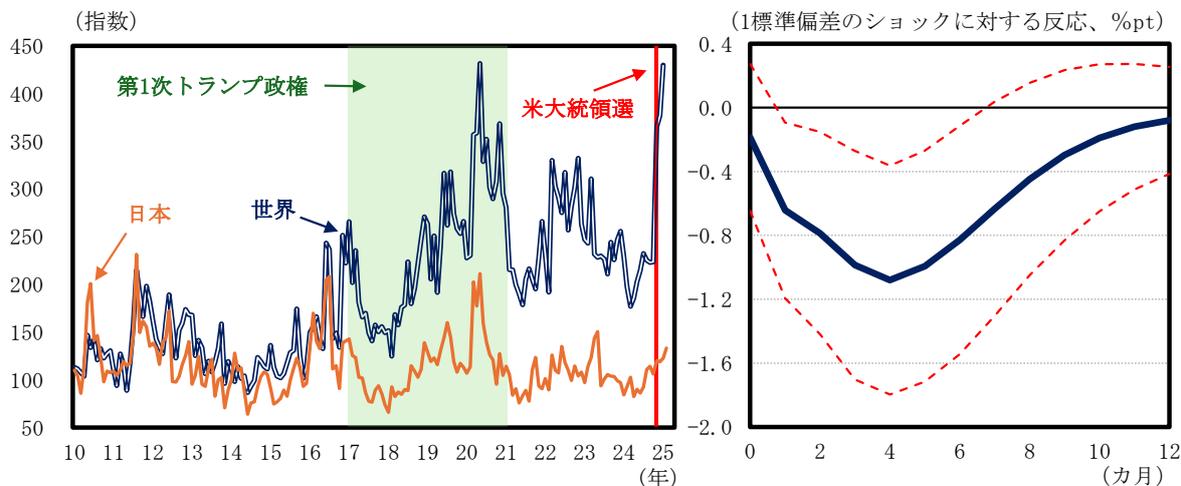
世界の指数は米大統領選挙前後の2024年10月から11月にかけて急激に上昇した。同指数は第1次トランプ政権下で米中貿易摩擦が激化した2018~19年や、コロナ禍が始まって間もない2020年春、ロシアのウクライナ侵略が始まった2022年春などで顕著に上昇した。足元ではこれらの局面を上回り、過去最高水準にある。一方、日本の指数は世界の指数ほど急激な上昇は見られないものの、トランプ関税や衆議院選挙での与党議席数の過半数割れ、政府予算案の修正協議など内外の不確実性を反映する形で、2024年秋以降は緩やかな上昇傾向が見られる。

¹ 例外的措置として、カナダからのエネルギー関連製品への関税率は10%、カナダ・メキシコからのUSMCA（米国・メキシコ・カナダ協定）に準拠した輸入品に関しては4月2日まで25%の関税率の適用を停止。

² 相互関税による経済への影響については、矢作大祐・久後翔太郎「[相互関税による米国経済への影響試算](#)」、久後翔太郎・矢作大祐「[トランプ政権による『相互+VAT』関税が日本経済に与える影響と金融政策への示唆](#)」（いずれも大和総研レポート、2025年3月11日）で定量的に検討した。

³ 世界の経済政策不確実性指数（GEPU）は、不確実性に関する新聞報道の相対的な頻度から21カ国のEPU（日本については、経済産業研究所が作成）を作成し、各国のGDPで加重平均したもの。EPUの作成方法についてはBaker, Scott R., Nicholas Bloom, and Steven J. Davis (2016). “Measuring Economic Policy Uncertainty.” *The Quarterly Journal of Economics* 131(4): 1593-1636.、GEPUについてはDavis, Steven J. (2016). “An Index of Global Economic Policy Uncertainty.” NBER Working Paper No. 22740. を参照。

図表 1：世界と日本の経済政策不確実性指数（左）、世界の経済政策不確実性指数の上昇が日本の相対輸出数量に与える影響（右）



(注) 右図は世界経済政策不確実性指数、円の実質実効為替レート、日本の相対輸出数量の3変数（HPフィルターによりトレンド成分は除去）を用いた構造VARモデルのインパルス反応（破線は95%信頼区間）。ショックの識別は上記順の短期制約による。ラグ次数はAICから4。推計期間は2000年2月～2019年12月。
 (出所) オランダ経済分析局、経済産業研究所、財務省、内閣府、BIS、Economic Policy Uncertaintyより大和総研作成

内外の経済政策の不確実性の高まりは投資行動や生産活動などさまざまな経済活動を抑制するとされ、貿易への悪影響についても指摘されている⁴。そこで、世界の経済政策の不確実性の高まりによる日本の輸出への影響を試算した結果が**図表 1 右**だ。ここでは世界の経済政策不確実性指数が1標準偏差上昇した場合に、日本の相対輸出数量（世界貿易量に対する日本の輸出数量の比率）に与える影響を構造VARモデルで推計している。結果を見ると、不確実性指数が上昇しておよそ半年間は日本の相対輸出数量に対して有意に下押し圧力がかかり、不確実性にする日本の輸出の脆弱性が示唆される。

第2次トランプ政権の誕生以降、さまざまな関税措置の発表と延期・取り下げが繰り返されてきた。今後、日本にとって不利な関税措置を回避できたとしても、米国の通商政策を巡る不確実性によって内外企業の設備投資マインドや消費者心理が一段と悪化すれば、結果として日本の輸出に悪影響が及ぶ可能性がある。

トランプ関税による日本経済への影響は米国経済のそれよりも大きくなる可能性

トランプ関税は米国に対しても、日本を含む世界経済に対しても悪影響を及ぼす可能性が高い。前述のように、トランプ政権はすでにメキシコ・カナダ・中国などに対する関税率を引き上げたが、4月2日には相互関税の導入や、自動車などに対する関税措置も予定されている。

図表 2はトランプ関税に関する3つのシナリオを想定し、FRB/USモデル（米連邦準備制度理事会（FRB）が開発した米国のマクロ経済モデル）と大和総研の短期マクロモデルを用いて日米

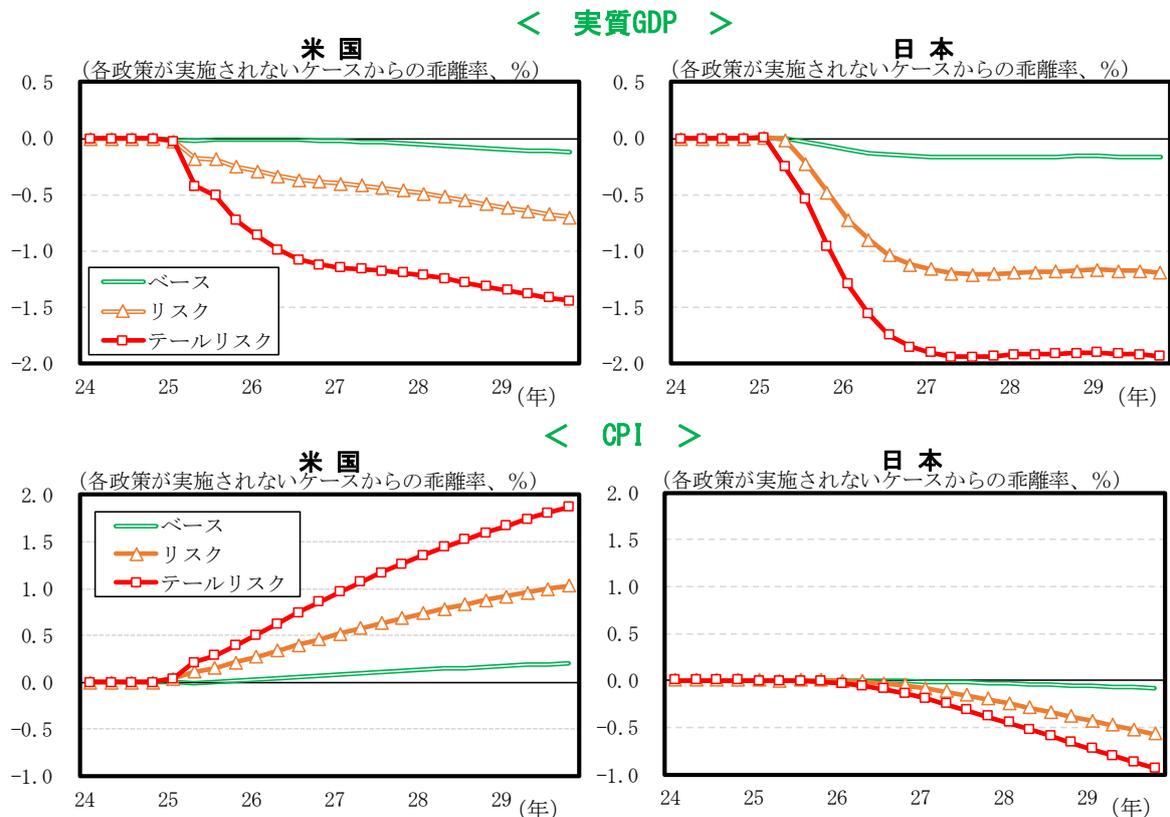
⁴ 不確実性が経済活動に及ぼす影響については、Castelnuovo, Efrem (2023). “Uncertainty Before and During COVID-19: A Survey.” *Journal of Economic Surveys*, 37(3), 821-864.などを参照。

経済への影響を試算した結果だ。

「ベースシナリオ」では、本稿執筆時点で実施済みの関税措置が今後も継続されると想定した。「リスクシナリオ」では、ベースシナリオに加え、トランプ政権が計画している自動車や半導体、原油・天然ガスなどへの品目別追加関税を想定した。「テールリスクシナリオ」では、リスクシナリオに加え、相互関税が実施されることを想定した。

いずれのシナリオでも報復関税を想定している。相互関税の詳細は本稿執筆時点で明らかではないが、トランプ大統領が主張する相互関税とは、貿易相手国・地域が米国産品に課す関税率や付加価値税 (VAT) 率などに応じて、米国が輸入する製品に追加関税を課すというものである。そのためここでは、関税と VAT の税率格差を埋めるように米国が追加関税を課すとした。

図表 2：シナリオ別に見た「トランプ関税」が米国及び日本経済に与える影響



＜ シナリオの前提 ＞

	ベースシナリオ	リスクシナリオ	テールリスクシナリオ
関税率 引き上げ (報復関税あり)	実施済みの以下の措置を継続 ✓ 対カナダ・メキシコ 25% 関税、対中国 20% 追加関税 ✓ 対全世界で 品目別追加関税 ・25%：鉄鋼・アルミ製品	ベースシナリオ に加え、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、 相互関税 (VAT含む) を25年4-6月期に実施

(注) 報復関税・品目別追加関税以外の関税は、同率の報復関税を各国・地域が実施することを想定。発動済みの対カナダ・メキシコ関税では、USMCA 準拠品目については1カ月実施が延期されることを想定。また、カナダ産のエネルギー・同資源については10%の関税が課されることを想定。相互関税は、カナダ・メキシコ・中国を除く国・地域に対しては米国が自国と各国・地域の関税率の差(相互関税)に加え、各国・地域の付加価値税(VAT)率と同水準の税率を関税率に上乗せし、カナダ・メキシコ・中国に対しては米国が各国のVATと同水準の税率を関税率に上乗せすることを想定。

(出所) 内閣府、総務省、FRB、BLS、BEA、Haver Analytics、各種統計より大和総研作成

図表 2 上を見ると、ベースシナリオにおける米国の実質 GDP への影響は、関税措置が実施されないケースに比べ、約 1 年後の 2026 年 1-3 月期で▲0.0%、シミュレーションの最終時点である 2029 年 10-12 月期でも▲0.1%にとどまる。一方、リスクシナリオでは同▲0.3%（同▲0.7%）、テールリスクシナリオでは同▲0.9%（同▲1.4%）へと悪影響が大幅に拡大する。

日本の実質 GDP への影響は、ベースシナリオでは 2026 年 1-3 月期で▲0.1%（2029 年 10-12 月期で▲0.2%）、リスクシナリオでは同▲0.7%（同▲1.2%）、テールリスクシナリオでは同▲1.3%（同▲1.9%）と試算される。トランプ関税の影響は米国よりも日本において強く発現する可能性があるということだ。

当社の「[第 224 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2025 年 3 月 11 日）などでもトランプ政権の政策による経済への影響を試算したが、そこでは関税政策の他に、政府効率化省(DOGE)による公需の減少や、移民政策による潜在 GDP の低下なども想定していた。政策全体で見れば、経済の落ち込み幅は日本よりも米国の方が大きかったものの、トランプ関税に絞ると日本の方が大きかった。

日本に対する関税率の引き上げに加え、米国と各国・地域との間で関税率が引き上げられることで世界経済が悪化するという 2 つの経路から、日本の輸出は大幅に減少する。さらに、リスクシナリオでの試算結果に表れているように、日本の主力の輸出製品である自動車などに対して関税率が大幅に引き上げられることが悪影響を増幅している。

日本では輸出の減少が企業収益の悪化などを通じて設備投資を減少させる度合いが米国よりも大きく、企業収益の悪化が雇用者報酬の減少を通じて個人消費を下押しするという経路でも実質 GDP を減少させる。このように輸出の減少が起点となり、トランプ関税の悪影響は日本経済に波及するとみられる⁵。

これに対し、大幅な貿易・サービス赤字を計上している米国は、輸出額に比べて輸入額が圧倒的に大きい。そのため米国が関税率を引き上げれば、対米輸出の減少を通じた各国・地域の実質 GDP への影響は大きくなりやすい一方、米国の GDP に占める輸出の割合は大きくないことから、各国・地域の報復関税による米国の輸出減を通じた実質 GDP への影響は小さくなりやすい。

トランプ関税による物価への影響は日米で対照的

図表 2 中央の消費者物価指数（CPI）に着目すると、米国では追加関税によって物価が押し上げられる一方、日本では下押しされる。すなわち、実質 GDP の減少と物価の上昇に直面する米国では、負の供給ショック（供給曲線の左シフト）として作用する側面が大きい一方で、実質 GDP の減少と物価の下落に直面する日本では負の需要ショック（需要曲線の左シフト）という側面がより大きいということだ。

⁵ 関税措置の対象が幅広い品目に広がり、日本だけでなく韓国やドイツなど日本の輸出財との代替性が高い国に対して実施されれば、日本の輸出競争力が相対的に向上して代替需要が発生し（いわゆる「漁夫の利」を得ることで）、トランプ関税の悪影響が一定程度緩和される可能性がある。詳細は、岸川和馬・秋元虹輝「[トランプ関税で日本経済は『漁夫の利』を得られるか？](#)」（大和総研レポート、2025 年 3 月 3 日）を参照。

こうしたショックの性質の違いは日米の金融政策に異なる示唆を与える。供給ショックに直面する米国では、実体経済の落ち込みと物価上昇の度合いに応じて、金融緩和・引き締めいずれの方向にも舵を切る可能性が残る。実質 GDP の減少や雇用情勢の悪化を抑制するには緩和的な金融環境を醸成する必要があるが、これはインフレ率を一段と上昇させかねない。反対に、輸入物価の上昇を起点としたインフレ率の高まりを抑制することを優先すれば、実体経済の悪化は避けられない。いずれにせよ FRB は難しい政策運営を迫られるだろう。

他方、需要ショックとしての作用がより強い日本では、金融緩和の度合いを強める、またはその縮小ペースを鈍化させることで、実質 GDP と物価の双方を押し上げればよい。金融政策の方向性としては FRB と比較すると明確だ。しかし、政策金利の引き下げ余地は小さいことから、VAT を含む相互関税が長期的に実施された場合には、政策金利の実効下限制約に直面してしまうリスクには警戒が必要だ。

現在の日本経済は円高のデメリットが目立ちやすい局面

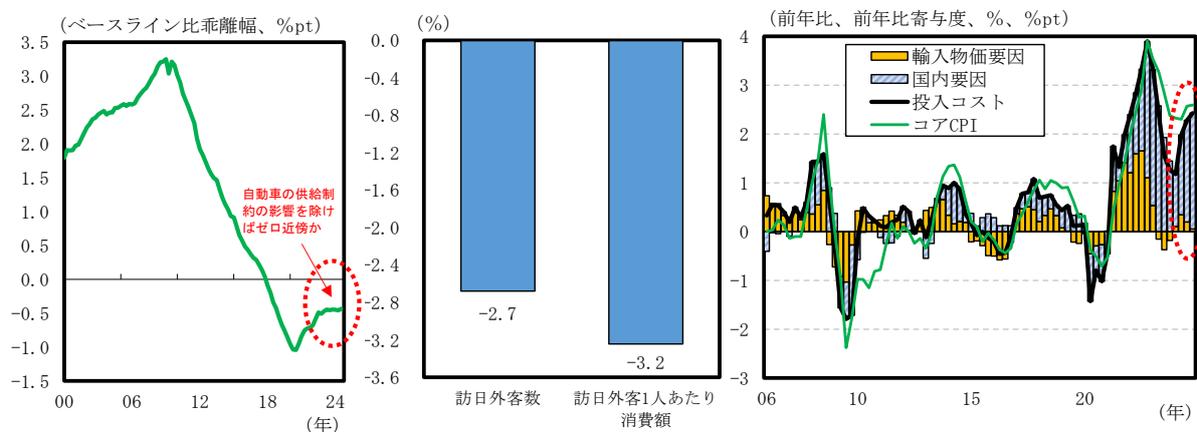
世界経済の不確実性や、米国の景気悪化懸念も意識される中、足元では円高ドル安が進行している。2025 年 1 月末で 1 ドル 155 円程度だったドル円相場は、本稿執筆時点では 149 円程度で推移している。この点、当社の「[第 222 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024 年 9 月 9 日）で示したマクロモデルによる分析では、10 円の円高水準が 1 年間続く場合、実質 GDP は年間で 0.2% 程度押し下げられると試算された。

円高が日本経済に影響を及ぼす経路として、輸出企業の価格競争力低下を通じた輸出数量の減少が考えられる。そこで、日本の輸出数量の為替感応度を推計した結果が**図表 3 左**だ。為替感応度は 2008 年 9 月の「リーマン・ショック」を契機とした世界同時不況後に低下基調へと転じ、米中摩擦やコロナ禍などを受けてマイナス圏まで落ち込んだ。直近でもマイナス圏にあるのは自動車の供給制約の影響とみられ、円高による輸出数量への影響は不明確である。近年の輸出企業は為替が変化しても製品の現地販売価格を据え置く傾向が強く、価格競争力が変わらないため販売量が為替に左右されにくいことなどが背景にある。

円高による日本の財輸出への影響は、数量面よりも価格面で明確に表れるだろう。円高は円ベースの輸出額の減少などを通じて企業収益を下押しし、設備投資や雇用者報酬に影響を及ぼすと考えられる。

日本のサービス輸出（このうちインバウンド消費）に対する円高の影響も考えられる。円高の進行が訪日外客の人数と 1 人あたり消費額それぞれに与える影響を試算した結果が**図表 3 中央**だ。足元の水準から 10 円（7%）の円高ドル安が継続した場合、訪日外客の人数は 2.7%減少し、1 人あたり消費額も 3.2%減少する。インバウンド需要全体では 6%近く減少することになる。当社では 2025 年の実質インバウンド消費額が前年から 1 兆円超増加するとみているが、円高ドル安が今後も進行すれば、こうした見通しは下振れする可能性がある。

図表 3：日本の輸出数量の為替感応度（左）、10 円の円高ドル安による訪日外客の人数・平均消費額への影響（中央）、投入コストとコア CPI の推移（右）



(注1) 左図は海外経済成長率、実質実効為替レート、実質輸出（輸出数量）指数の前期比変化率を用いた時変パラメータ VAR による分析。為替感応度は、実質実効為替レートの誤差項が1標準偏差低下した場合の実質輸出（輸出数量）に対するインパルス反応（4 四半期累積変化）。分散分解は海外経済成長率、実質実効為替レート、実質輸出（輸出数量）指数の順のコレスキー分解による。海外経済成長率は、日本の主要な財輸出相手国の実質 GDP 成長率を名目輸出額で加重平均した数値。

(注2) 中央図は訪日外客数、1人あたり消費額それぞれについて2019年の訪日外客数上位20カ国・地域のパネルデータを用いた推計結果（推計期間は訪日外客数が2003～19年、1人あたり消費額が2010～19年）。

(注3) 右図の投入コストは、企業物価指数や企業向けサービス価格指数、毎月勤労統計等を用いて、2015年産業連関表の中間投入ウエイト及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。「輸入物価要因」は中間投入（財）を輸入物価で回帰することで得た推計値。

(出所) 内閣府、総務省、外務省、財務省、厚生労働省、国土交通省、観光庁、日本政府観光局（JNTO）、日本銀行、IMF、各国統計、Haver Analytics より大和総研作成

2022年春から始まった歴史的な円安局面では、円安が国内の物価高騰の一因となった。見方を変えれば、円高による輸入物価の低下はCPIなどの物価上昇を抑制する。これは家計や内需型企業にとっては追い風となる。

もっとも、足元の物価高騰の主因は輸入物価高ではなく、国内の食料品高だ。図表3右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、生鮮食品を除く総合ベースのCPI（コアCPI）の推移を示したもののだが、コアCPI上昇率が急速に高まった2022年から2023年半ばにかけては「輸入物価要因」の寄与度が大きかった。だが、足元での寄与度はゼロ近傍で、「国内要因」がほとんどである。賃上げによる人件費増加分の価格転嫁が安定的に物価を押し上げていることに加え、2024年後半からは農産物の品薄による供給ショックで食料品価格が高騰し、CPIを大幅に押し上げている。そのため円高の進行が進んだ場合でも、CPIの上昇を抑制する効果は限定的とみられる。

上記の分析をまとめると、足元の経済状況で円高ドル安が進んだ場合、国内の物価安定というメリットよりも、財の輸出額やインバウンド需要の減少などのデメリットの方が目立ちやすく、日本経済への影響には引き続き注意する必要がある。

2. 2025年の春闘賃上げ率は2年連続の5%台へ

連合集計の賃上げ率は前年を上回る5.40%で中小企業での賃上げが大企業よりも加速

2025年の春闘賃上げ率は2年連続で5%台になりそうだ。日本労働組合総連合会（連合）が3月21日に公表した第2回回答集計結果によると、定期昇給（定昇）相当込みの賃上げ率は加重平均で5.40%（前年同時期比+0.15%pt）、従業員300人未満の中小企業では4.92%（同+0.42%pt）だった（**図表4左**）。中小企業と大企業との賃上げ率格差は前年同時期に比べて縮小した。

7月初めに公表される最終回答集計での賃上げ率は、第1回のそれを下回る傾向が見られる。第1回では中小企業の回答率が1割程度、第2回でも2割程度にとどまることなどが影響している⁶。そこで過去10年間の修正幅で調整すると、全規模の賃上げ率は5.22~5.37%（平均修正幅で調整すると5.31%）、中小企業では4.61~4.92%（同4.78%）と試算される。そのため最終回答集計時点でも、全規模で5.10%だった前年を小幅に上回り、5%台前半となる公算が大きい。

図表4：連合が集計した賃上げ率の推移（左）と企業規模別に見たベースアップ率（ベア率、右）



（注）左図の2024年までの賃上げ率は最終回答集計値。

（出所）日本労働組合総連合会「2025春季生活闘争 第2回回答集計結果について」（2025年3月21日）より大和総研作成

連合が今回集計した1,388組合のうち、ベースアップ（ベア）率が明確に分かる1,116組合の賃上げ率は加重平均で5.50%、ベア率は同3.79%だった（**図表4右**）。2024年のCPIは持家の帰属家賃を除く総合ベースで前年比+3.2%⁷であり、平均的には生計費の増加分を上回るベアが実施される。企業規模別に見ると、ベア率は全ての規模で前年同時期を上回った。従業員100

⁶ 2024年春闘における第2回集計時の回答率（組合員数ベースで最終集計時との比較）は、従業員1,000人以上の企業で82%だった一方、同99人以下では21%、同100~299人では23%だった（全規模では66%）。

⁷ 現行基準のCPIは2020年の消費バスケット（品目別消費額ウエイト）をもとに推計された家計の生計費指数だが、直近の消費バスケットを反映したGDP統計上の家計最終消費支出デフレーター（持家の帰属家賃を除く）は2024年で前年比+2.7%だった。

～299人の企業の引き上げ幅が比較的大きく、300人以上の企業のべア率に近づいた。中小企業の中でも比較的大きな企業で賃上げが加速したようだ。

非正規雇用者の賃上げも加速した。3月14日公表の第1回回答集計結果によると、有期・短時間・契約等労働者の賃上げ率は加重平均の時給ベースで6.50%だった。前年同時期(6.47%)からわずかに加速し、一般組合員の賃上げ率を上回った。

とりわけ若年労働者の増加余地の縮小が企業による積極的な賃上げを促している可能性

賃金交渉の際に重視される2024年のCPI上昇率は総合ベースで前年から0.5%pt低下し(持家の帰属家賃を除く総合ベースでは同0.6%pt低下)、国内企業の売上高や営業利益の増加率も2024年は低下した。こうした経済指標から見れば、2025年の春闘賃上げ率は4%台前半まで減速してもおかしくなかった。

それにもかかわらず賃上げ率が加速した背景には、一部食料品などの価格高騰で賃上げを求める声が急速に強まったことに加え、人手不足で企業間の人材獲得競争が激化していることや、後述するように価格転嫁が進みやすくなったことなどがあるとみられる。

労働政策研究・研修機構が推計した需要不足失業率(労働需要が回復すれば解消される失業率)は2021年1-3月期以降マイナス圏で推移するなど、労働需給はひっ迫している。しかし、新たな労働供給の増加余地は小さく、構造的に人手不足が生じやすい状況にある。日本銀行(日銀)が「経済・物価情勢の展望」(2017年10月)で定義した「潜在労働力人口」と、就業者数の差分(=需要不足失業者+非労働力人口のうち就業希望者(不本意非労))を「余剰労働力」(労働者数の潜在的な増加余地)と定義すると、2004年で580万人程度だった余剰労働力は2024年には225万人程度まで減少した(図表5左)⁸。

年齢階級別に見ると、減少幅が大きいのは15～44歳だ。背景には、少子化の進行のほか、近年そうした年齢階級で就業が拡大してきたことなどがある。2010年代には景気拡大を受けて労働需要が増加し、サービス業を中心に人手不足が深刻化した。また、「待機児童問題」の解消などを含む家事・育児の両立支援の進展により、結婚・出産を経て離職する(不本意非労へと転じる)のではなく、就業し続ける女性が増加した⁹。生産年齢人口が減少する中でも就業者数が2010年代にかけて増加したのは、15～44歳における余剰労働力の減少と表裏の関係にあった。

こうした労働供給、とりわけ若年労働者の増加余地の縮小は、企業に初任給を中心とした積極的な賃上げを促している可能性がある。厚生労働省「賃金構造基本統計調査」によると、大学卒の新卒者の初任給(所定内給与額)は2010年代半ばから上昇基調が強まったが、近年はその動きが加速している(図表5右)。2024年は男性が前年比+4.6%、女性が同+4.5%と大きく増加

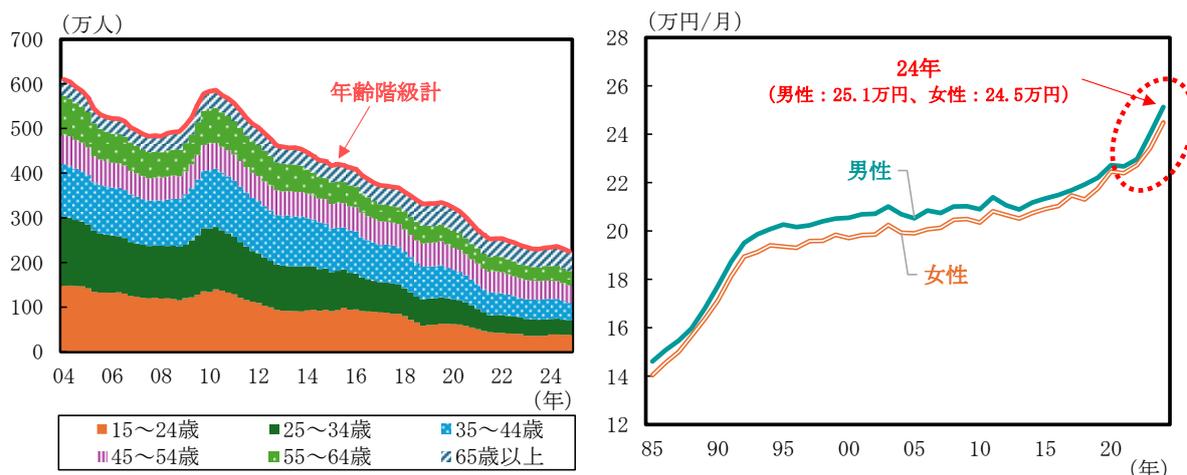
⁸ 当社の「第224回日本経済予測(改訂版)」(2025年3月11日)では、就業を希望していない非労働力人口が働き方改革や労働市場改革などの効果によって労働市場に参加すれば、800～1,100万人程度の増加余地があると分析した。ただし、これは中長期的な時間軸を想定した試算であり、短期的には就業を希望する非労働力人口を対象に労働供給の増加余地を検討することが穏当である。

⁹ 詳細は、田村統久「縮小する労働供給の増加余地」(大和総研レポート、2024年3月18日)を参照。

した（男性は 25.1 万円、女性は 24.5 万円）。

長期雇用と企業内育成を重視する傾向にある日本企業は、新卒者に採用が集中しやすい。企業が初任給を引き上げる一方で既存の従業員の賃上げに消極的になれば、右肩上がりの賃金カーブに歪みが生じ、人材確保に悪影響を及ぼす可能性がある。それを回避するためにも賃金カーブ全体を調整する必要があり、結果として春闘での賃上げを後押しすることになる。

図表 5：「余剰労働力」（労働者数の潜在的な増加余地、左）と大学・新卒者の初任給の推移（右）



(注1) 左図における「余剰労働力」は「潜在労働力人口」(＝就業者＋需要不足失業者＋非労働力人口のうち就業希望者(不本意非労))から就業者数を引いたもの。需要不足失業者は、労働力人口に労働政策研究・研修機構が推計した需要不足失業率を乗じたもので、マイナスとなった場合はゼロとしている。「潜在労働力人口」は日本銀行(2017)の定義に基づく。四半期データの後方4四半期移動平均。

(注2) 右図における2019年以前の初任給(所定内給与額)は調査方法や定義が異なるため、推計方法が同じ2019年の再集計値をもとに遡及。

(出所) 厚生労働省、総務省、労働政策研究・研修機構、日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2017年10月)より大和総研作成

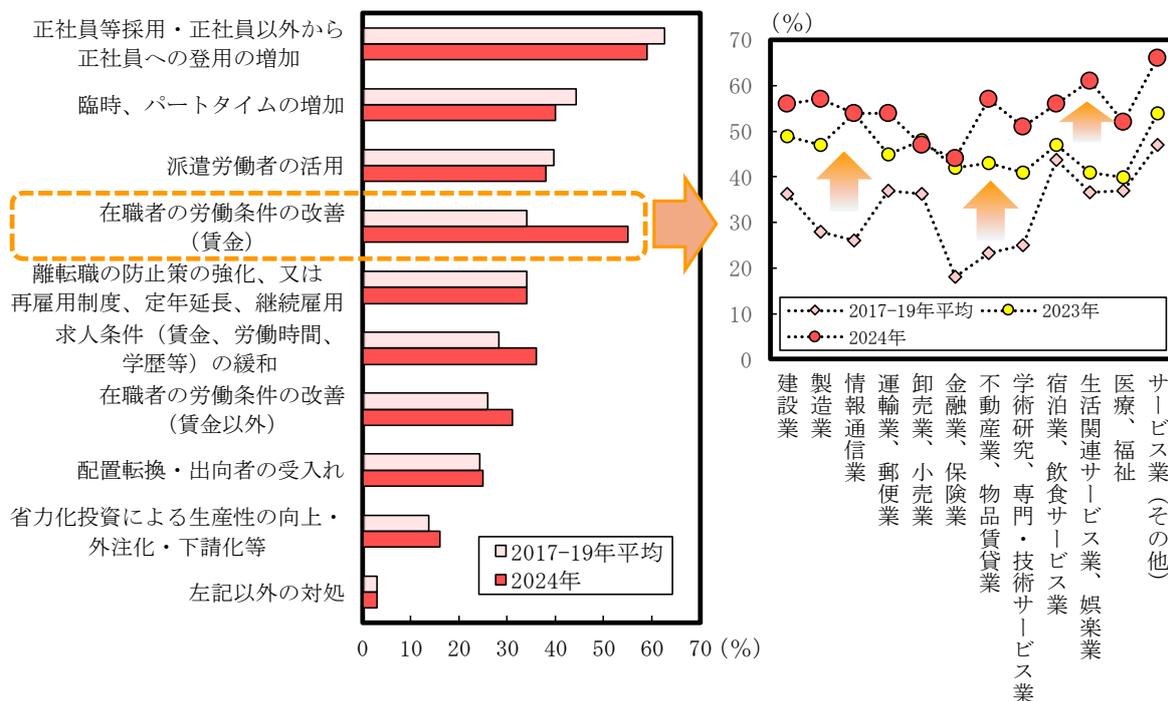
人手不足対応策として「賃上げによる処遇改善」を選択する企業が一段と増加

企業の人手不足への対応策として賃上げによる処遇改善を重視する傾向が一段と強まったことも、春闘での賃上げを後押ししたとみられる。

厚生労働省「労働経済動向調査」の例年8月調査では、事業所に過去1年間実施した労働者不足への対処方法を尋ねている。対処方法別に見た実施事業所の割合を見ると、コロナ禍前にあたる2017~19年平均では「正社員等採用・正社員以外から正社員への登用の増加」が最も高く、次点は「臨時、パートタイムの増加」だった。だが、近年は「在職者の労働条件の改善(賃金)」の割合が顕著に上昇しており、2024年には55%と、「正社員等採用・正社員以外から正社員への登用の増加」(59%)に見劣りしない水準となった(図表6左)。

「在職者の労働条件の改善(賃金)」の割合を業種別に見ると、2023年にかけてはコロナ禍前で低水準だった「情報通信業」「金融業、保険業」などでの上昇が目立つ(図表6右)。コロナ禍前から高水準だった「宿泊業、飲食サービス業」「生活関連サービス業、娯楽業」など一部のサービス業は小幅な上昇にとどまったことで、業種にかかわらず40~50%台となった。

図表6：労働者不足の対処方法別に見た実施事業所の割合（左）、業種別に見た在職者の賃上げで対処した事業所の割合（右）



(注) 各年の8月調査に基づく。左図は過去1年間に実施した対処方法で複数回答。「在職者の労働条件の改善（賃金以外）」は、「休暇の取得促進、所定労働時間の削減、育児支援や復帰支援の制度の拡充など」を指す。
(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

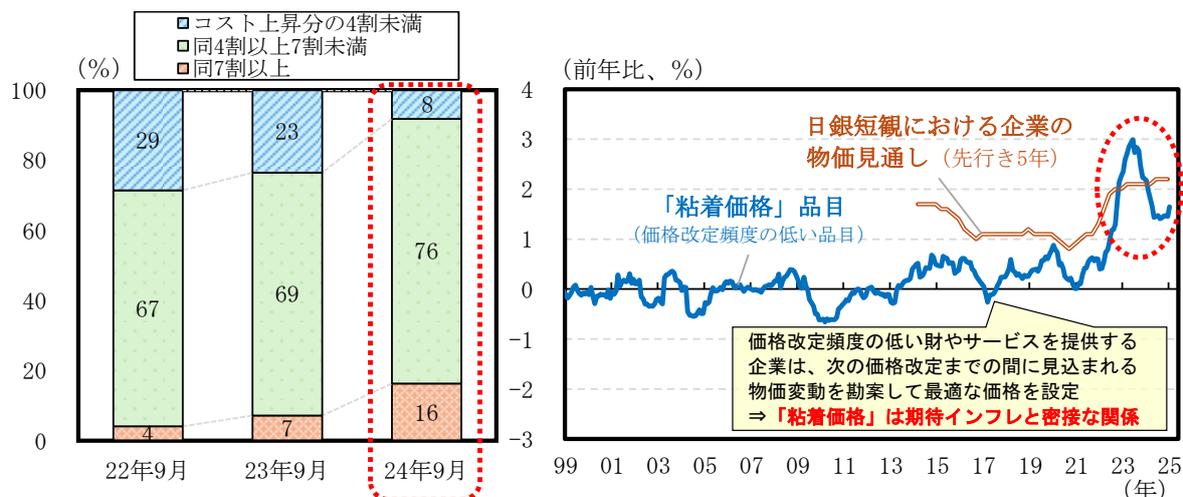
2024年には上記サービス業でも実施事業所の割合の大幅な上昇が見られた。中小企業が多く、賃上げの原資の確保が比較的難しい業種だが、賃上げの機運が社会全体で高まる中で後述する価格転嫁の円滑化もあり、人材確保のための「防衛的賃上げ」に踏み切った企業が多かったようだ。その他の業種でも「在職者の労働条件の改善（賃金）」の実施割合は前年からおおむね上昇しており、積極的な賃上げが一段と広がったことが示唆される。

企業の物価に対する先高観の継続などを背景に企業間の価格転嫁が進展

価格転嫁の円滑化も2025年春闘での賃上げを後押ししたとみられる。図表7左は中小企業庁「価格交渉促進月間の実施とフォローアップ調査結果」において、受注側の中小企業10社以上から「主要な取引先」として挙げられた発注側の大企業への価格転嫁状況をまとめたものだ。ここでは各年の調査結果の連続性を重視するため、対象企業（2024年9月の調査では211社）のうち2022年9月の調査から3年連続で掲載された98社の結果を集計した。

コストの上昇分について、7割以上を転嫁できたと回答した中小企業の割合は2023年9月で7%だったが、2024年9月では16%へと上昇した。一方、コストの上昇分の4割未満と回答した割合は23%から8%へと大幅に低下しており、企業間の価格転嫁環境の改善が2024年に一段と進んだことが示唆される。

図表7：10社以上の受注側中小企業から「主要な取引先」として挙げられた発注側企業の価格転嫁状況（左）、価格改定頻度の低い「粘着価格」品目と日銀短観における企業の物価見通し（右）



（注1）フォローアップ調査の企業リスト（2024年9月では211社）のうち、2022年9月から3年連続で掲載された98社を集計。

（注2）米アトランタ連銀の分析を参考に、2016～18年の小売物価統計調査のデータから日本のCPIを構成する品目の価格改定頻度を算出し、価格改定頻度の低い品目を抽出（主に公共サービス、保健サービス、外食、乗用車など一部の耐久消費財が含まれる）。消費税調整済みで、高校授業料と携帯電話通信料を除く。

（出所）中小企業庁「価格交渉促進月間の実施とフォローアップ調査結果」、日本銀行、総務省統計より大和総研作成

背景には、企業の物価に対する先高観の継続などがあるとみられる。図表7右は米アトランタ連銀の分析を参考に、日本のCPIの構成品目のうち価格改定頻度の低い「粘着価格」品目を集計したものだ（詳細は当社の「[第216回日本経済予測（改訂版）](#)」（2023年3月9日）を参照）。価格改定頻度の低い財やサービスを提供する企業は、次の価格改定までの間に見込まれる物価変動を勘案して価格を設定することが合理的である。インフレが予想される局面では、企業はその分を販売価格に上乗せしようとするため、粘着価格品目の価格動向は期待インフレ率と密接に関係すると考えられる¹⁰。

1990年代末以降のデフレ局面では、粘着価格品目は前年比ゼロ%前後で推移していた。それが2022年7月に同+1%を超え、11月には約30年ぶりに同+2%台に乗せた。2023年半ばからは減速傾向が続いたものの、2024年春以降は同+1%台半ばで安定的に推移し、直近の2025年1月は加速の兆しが見られる。また、日銀短観における企業の5年後の物価見通しを見ると（全規模・全産業ベース、図表7右）、2022年後半に同+2.0%へと大幅に上昇し、その後は非常に緩やかながら加速している。

賃金・物価の循環的上昇の定着に向けてトランプ関税などへの影響を注視する必要

2025年春闘では前年を上回る高水準の賃上げが実施されることで、賃金・物価の循環的上昇の定着は一段と進むだろう。食料品の価格高騰が落ち着けば、家計は賃上げをより実感しやすい

¹⁰ 価格の粘着性と期待インフレ率の関係は、例えばカルボ型粘着価格モデルなどで整理されている。

くなり、個人消費の回復を後押しするとみられる。

もつとも、トランプ関税などによる日本経済への打撃が甚大なものになれば、こうした前向きの動きに水を差す恐れがある。外部環境の変化に注意するとともに、政府・日銀は必要に応じて連携し、追加の経済対策の策定や金融政策の正常化のペースの調整などを行う必要があるだろう。

図表 8 : 日本経済見通し<第 224 回日本経済予測 改訂版 (2025 年 3 月 11 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)	556.9	558.9	562.0	562.3	564.6	566.2	567.7	568.9	570.2	571.6	572.9	574.1	559.9	566.9	572.1
<前期比、%>	0.8	0.4	0.6	0.1	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2			
<前期比年率、%>	3.2	1.4	2.2	0.3	1.6	1.2	1.0	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8			
<前年同期比、%>	-0.7	0.7	1.1	1.7	1.4	1.3	1.1	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9	0.7	1.2	0.9
													(0.1)	(1.4)	(1.0)
民間消費支出(前期比、%)	0.8	0.7	0.0	0.1	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	1.2	0.9
民間住宅投資(前期比、%)	1.4	0.5	-0.2	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-1.3	-1.7	-2.7
企業設備投資(前期比、%)	1.1	-0.1	0.6	0.2	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	2.0	1.7	1.7
政府消費支出(前期比、%)	1.0	0.1	0.4	0.0	0.1	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	-1.2	-0.7	0.0	0.2	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	1.8	-0.1	0.5
輸出(前期比、%)	1.7	1.5	1.0	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.5	0.6	0.6	0.5	1.8	2.2	1.9
輸入(前期比、%)	3.0	2.0	-2.1	1.0	0.5	0.5	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	3.2	1.3	2.1
名目GDP(前期比年率、%)	8.9	2.9	4.6	2.4	3.5	2.6	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	3.5	3.0	2.2
GDPデフレーター(前年同期比、%)	3.1	2.4	2.9	2.9	1.9	2.0	1.6	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2	2.8	1.7	1.2
鉱工業生産(前期比、%)	2.7	-0.4	1.1	-0.5	1.3	0.9	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	-0.9	2.4	1.5
コアCPI(前年同期比、%)	2.5	2.7	2.6	3.0	3.0	2.6	2.7	2.2	1.9	1.9	1.9	1.9	2.7	2.6	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	1.39	1.60	1.66	1.71	1.77	1.82	1.88	1.93	1.99	1.09	1.68	1.90
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	80.7	75.3	70.3	70.9	66.0	66.0	66.0	66.0	66.0	66.0	66.0	66.0	74.3	66.0	66.0
為替レート(円/ドル)	155.8	149.1	152.4	151.9	147.3	147.3	147.3	147.3	147.3	147.3	147.3	147.3	152.3	147.3	147.3

(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 転換点を迎える米国経済

2025 年の実質 GDP 成長率見通しを前年比+1.7%に下方修正

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

- 追加関税措置を契機に、米国経済は足元で転換点を迎えている。2025 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率に関して、アトランタ連銀が公表する GDP Now（実質 GDP 成長率のリアルタイム推計値）では、前期比年率でマイナス成長への転落が示された。追加関税実施前の駆け込み輸入の急増が、下振れの主因だ。追加関税実施後の輸入の反動減や民間在庫の増加などで、大和総研は 1-3 月期も前期比年率+1.3%とプラス成長を維持すると見込むが、個人消費はペースダウンしており、景気の減速感は強い。
- 2025 年 4-6 月期から 7-9 月期にかけては、追加関税措置による悪影響が本格化し、実質 GDP 成長率は前期比年率+1%前後と低調となることが想定される。追加関税措置による悪影響が一服する 10-12 月期以降は回復へと向かうものの、2025 年通年の実質 GDP 成長率見通しは前年比+1.7%と、2 月時点の見通しの同+2.3%から下方修正した。なお、インフレへの影響に関しては、追加関税措置に伴うコスト増を反映し、2025 年通年の CPI 見通しを前年比+3.4%と、2 月時点の同+2.9%から上方修正した。
- 追加関税措置による悪影響への懸念が強まる中で、景気下支え策に関しては、減税と利下げが焦点となる。減税に関しては、財政赤字の拡大に対する一部共和党議員の懸念もあり、早期成立の見込みは立っていない。こうした中で、迅速な景気下支え策として FRB の利下げへの期待は強い。しかし、3 月 18・19 日の FOMC では 2 会合連続で金利据え置きとなったことに加えて、2025 年の利下げ幅見通しは合計 0.50%pt で据え置かれた。FOMC 参加者としては、追加関税措置による景気悪化だけでなく、インフレ再加速を警戒せざるを得なかったのだろう。
- 先行きの利下げを巡っては、足元で上昇している期待インフレ率がカギを握る。FRB は当面の間、インフレ抑制に対する厳格な姿勢を維持することで期待インフレ率を安定的に推移させ、年央から年後半にかけての利下げ余地を確保することが想定されよう。

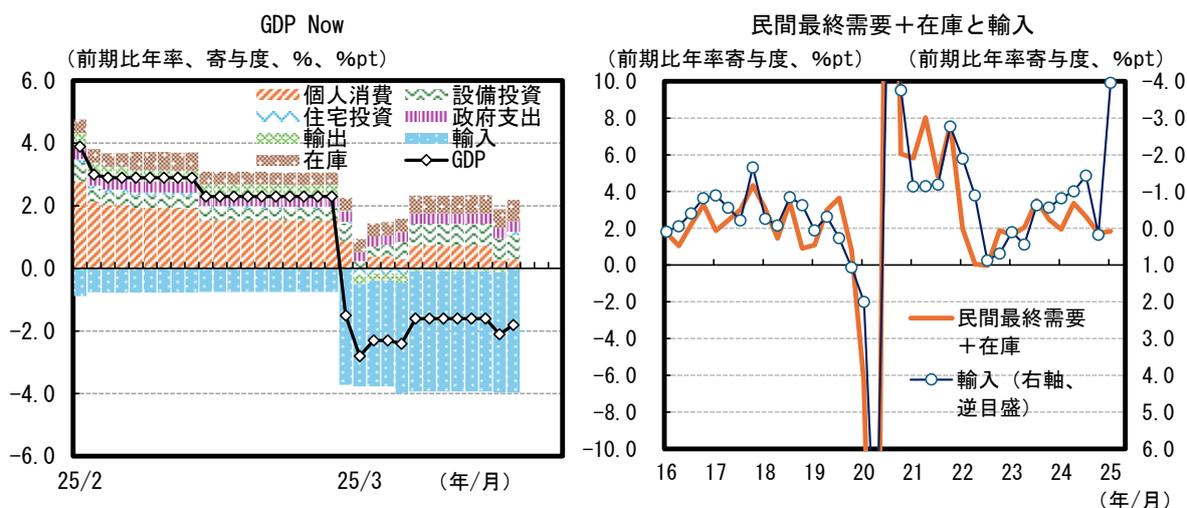
追加関税措置で転換点を迎える米国経済

追加関税措置を契機に、米国経済は足元で転換点を迎えている。実質 GDP 成長率に関して、2024 年 10-12 月期までは 3 四半期連続で前期比年率+2%以上のペースを維持していた。しかし、アトランタ連銀が公表する GDP Now（実質 GDP 成長率のリアルタイム推計値）では、2025 年 1-3 月期は同▲1.8%（3 月 18 日時点）と 2022 年 1-3 月期以来のマイナス成長への転落を示している。

GDP Now の内訳を見ると、2025 年 1 月の輸入の急増（GDP に対しては下押し要因）が下振れの主因だ。トランプ政権が 2 月以降に実施した追加関税措置を前に、駆け込みでの輸入が増加したと考えられる。もっとも、過去を振り返れば、輸入の増減は、民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）および民間在庫の合計と連動してきた。1 月の輸入の急増による GDP の下押し効果は、追加関税措置の実施後（2 月以降）の輸入の反動減や、民間最終需要の増加、民間在庫の積み上げなどによって、軽減が想定される。

民間最終需要の増加が輸入急増による下押し効果を軽減するのであれば、米国経済に対する過度な懸念は必要ない。しかし、GDP Now を確認すると、米国経済の屋台骨である個人消費もプラス幅が縮小しており、民間最終需要の伸び悩みが予想されている。個人消費に関しては、1 月の小売売上高が寒波や山火事、2024 年末のホリデー商戦からの反動減で落ち込んだ後、2 月は回復に転じたことで急激な腰折れは免れた。ただし、追加関税措置等によって消費者マインドは悪化しており、個人消費が継続的に加速することは想定しづらい。また、足元の住宅投資や設備投資は堅調だが、個人消費の減速分を補うほどの押し上げは難しいと想定される。大和総研は、2025 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率について、前期比年率+1.3%とプラス成長を維持すると見込むが、民間最終需要の伸び悩みを踏まえれば、景気の減速感強い。

図表 1 GDP Now、民間最終需要+在庫と輸入

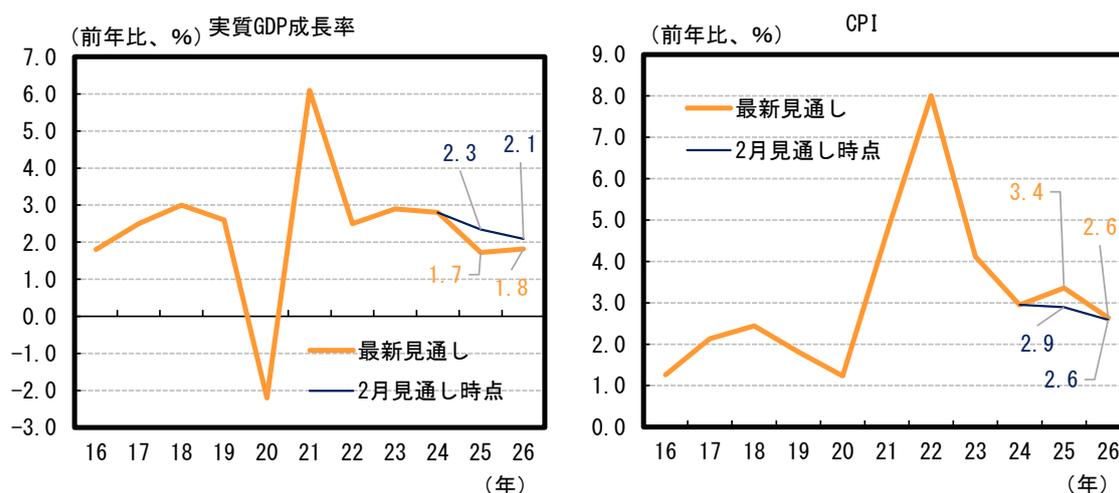


（注）左図の GDP Now は 2025 年 1-3 月期の実質 GDP およびその内訳項目の推計値。右図の民間最終需要、在庫、輸入は実質ベースで、2024 年 10-12 月期までは実績、2025 年 1-3 月期は GDP Now の数値（3 月 18 日）。
（出所）アトランタ連銀、BEA、Haver Analytics より大和総研作成

2025年4-6月期から7-9月期にかけては、追加関税措置による悪影響¹が本格化し、実質GDP成長率は前期比年率+1%前後と、低調となることが想定される。追加関税措置によって輸入は落ち込む（GDPに対してはプラス要因）ものの、他国・地域からの報復関税によって輸出も減少する。民間最終需要に目を向ければ、追加関税措置によるコスト高によって設備投資や住宅投資は抑制され、増加したコストが最終物価に転嫁されることで家計の実質的な消費余力は低下し、個人消費もペースダウンすることが想定される。追加関税措置による悪影響が一服する10-12月期以降は回復へと向かうものの、2025年通年で実質GDP成長率見通しは前年比+1.7%と、2月時点の同+2.3%から下方修正した。

追加関税措置によるインフレへの影響に関しては、CPIは前年比ベースで2025年2月の2.8%に対し4-6月期から7-9月期にかけて3%台後半まで上昇すると見込む。その後は、需給ギャップの縮小によりインフレに低下圧力がかかることで、徐々にペースダウンすることが想定される。2025年通年でCPI見通しは前年比+3.4%と、2月時点の同+2.9%から上方修正した。

図表2 実質GDP成長率、CPI



(注) 最新見通しの数値は、2025年3月20日までに実施した追加関税措置等の影響を反映。

(出所) BEA、BLS、Haver Analytics より大和総研作成

景気の下支え策をどの程度見込めるか

追加関税措置による悪影響への懸念が強まる中で、景気下支え策はどの程度見込めるだろうか。トランプ大統領は、2025年末に期限切れとなるトランプ減税（2017年12月成立）の恒久化／延長や減税の深掘り（社会保障給付やチップ、残業代の非課税化など）を目指している。トランプ減税の恒久化／延長については、既存の家計向け減税が2025年末まで継続しており、企業向け減税の一部失効分の復活および2025年からの遡及適用を除けば、新規での景気の押し上げ効果は期待しにくい。つまり、景気下支え策としては減税の深掘りが必要といえる。減税を巡っては、2025年2月末には議会下院において4.5兆ドル分の減税を含む予算決議（歳出・歳入・財政収支の全体像などを含む予算の大枠）を共和党議員主導で可決した。ただし、下院が可

¹ 追加関税措置等による悪影響については熊谷亮丸他「[第224回日本経済予測（改訂版）](#)」（大和総研レポート、2025年3月11日）を参照。

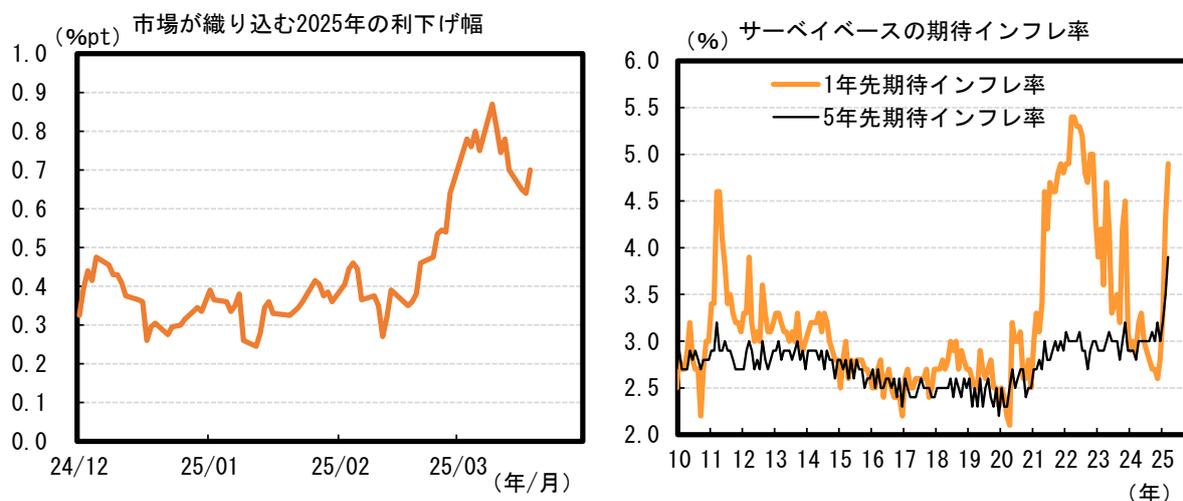
決した減税規模でも、トランプ減税の恒久化／延長の実現にとどまり、減税の深掘りを盛り込むことは困難と考えられており、共和党内での議論が続けられている。財政赤字の拡大に対する一部共和党議員の懸念もあり、早期の減税成立の見込みは立っていないのが現状といえる。

新たな減税成立の見通しが立たない中で、迅速な景気下支え策として FRB による利下げへの期待は強い。2024 年 12 月の FOMC で公表されたドットチャート（FOMC 参加者の FF 金利予想）を基にすれば、2025 年の利下げ幅は中央値で合計 0.50%pt だったが、景気の下振れ懸念を受け、3 月前半には市場が織り込む 2025 年の利下げ幅は合計 0.90%pt 弱まで拡大した。しかし、2025 年 3 月 18・19 日の FOMC²で公表された最新のドットチャートの中央値では 2025 年の利下げ幅は合計 0.50%pt で据え置かれた。FOMC 参加者としては、追加関税措置による景気悪化だけでなく、インフレ再加速を警戒せざるを得なかったのだろう。

他方で、FOMC 後の記者会見で、パウエル FRB 議長は、雇用等のハードデータへの影響が軽微な現状では様子見姿勢を維持するものの、今後ハードデータに悪影響が及ぶかを非常に注意深く観察すると指摘し、景気への配慮も示したといえる。今後の金融政策運営は、結局のところ経済指標次第となるが、とりわけ期待インフレ率の動向がカギを握る。パウエル議長は記者会見で、追加関税措置によるインフレ再加速が一時的か否かを判断する上で、長期的な期待インフレ率が、2%のインフレ目標に沿って安定しているかが重要と述べている。

つまり、追加関税措置によってインフレが再加速したとしても、長期の期待インフレ率が安定している場合には、一時的なインフレ率上昇と捉えて、FRB も利下げ等で景気の下支えが可能となる。一方、長期の期待インフレ率が継続的に上昇するようになれば、インフレ抑制を重視せざるを得ない。足元の期待インフレ率は、一部のサーベイベースの期待インフレ率が短期・長期ともに上昇している。長期の期待インフレ率が金融政策運営に対する信認を示すことを踏まえれば、FRB は当面はインフレ抑制に対する厳格な姿勢を維持することで期待インフレ率を安定的に推移させ、年央から年後半にかけての利下げ余地を確保することが想定されよう。

図表 3 市場が織り込む 2025 年の利下げ幅、サーベイベースの期待インフレ率、



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

² 矢作大祐・藤原翼「FOMC 金利は据え置き、QT はペースダウン」（大和総研レポート、2025 年 3 月 21 日）

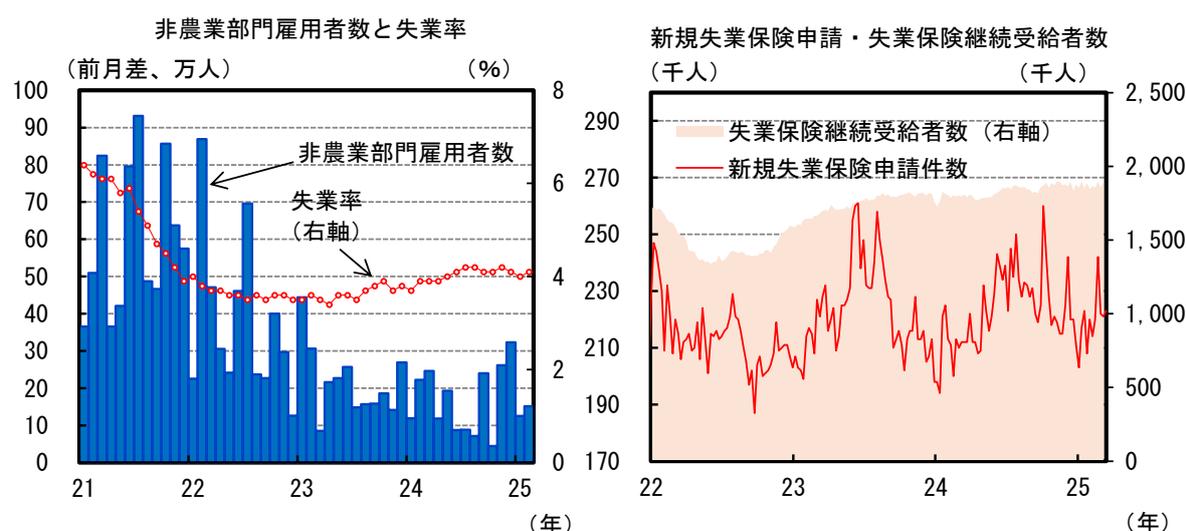
雇用環境は底堅いものの、トランプ政権の政策の影響が徐々に強まる見込み

2025年2月の米雇用統計³は、非農業部門雇用者数が前月差+15.1万人と市場予想(Bloomberg調査：同+16.0万人)を下回った一方、前月からは加速した。直近の雇用者数は大幅な伸びとなった2024年11・12月からはペースダウンしているが、3カ月移動平均で見れば、3カ月連続で好不調の目安とされる同+20万人以上となった。失業率に関しては4.1%と3カ月ぶりに上昇(悪化)した。ただし、失業率は4%前後とされる自然失業率程度と、依然として低水準といえる。総じて見れば雇用環境は底堅く推移していると評価できる一方で、非自発的パートタイム就業者が大幅に増加した点は雇用環境悪化のシグナルの可能性もあり注意を要する。

直近の雇用環境について、新規失業保険申請件数を確認すると、直近週(2025年3月9日-2025年3月15日)は22.3万件となった。直近3週は22万件台前半で安定しており、2025年の最大値(24.2万件)を下回っている。続いて連邦政府職員を対象とした失業補償の申請件数に着目すると、直近週(2025年3月2日-2025年3月8日)は1,066件と、2週連続で伸び幅は縮小した。トランプ政権による連邦政府職員の人員削減の影響に関しては、申請漏れや処理の遅れなどで、失業補償にタイムリーに反映しきれない可能性もあることから、今後伸び幅が拡大する恐れはある。

雇用環境の先行きについては、トランプ政権の政策の影響が徐々に強まるとみられる。総じて見れば、追加関税措置等の政策の不透明感から、企業は新規雇用を積極化しづらいと想定される。不法移民対策を背景に外国人による労働供給の拡大が抑制されていることで、失業率は上昇しにくくなった一方で、政府部門での解雇が進めば失業率の押し上げ要因となり得る。さらに、追加関税措置のエスカレート等により景気の下振れ幅が大きくなれば、民間部門でも解雇やレイオフが進む可能性がある。

図表4 非農業部門雇用者数と失業率、新規失業保険申請件数



(出所) BLS、DOL、Haver Analytics より大和総研作成

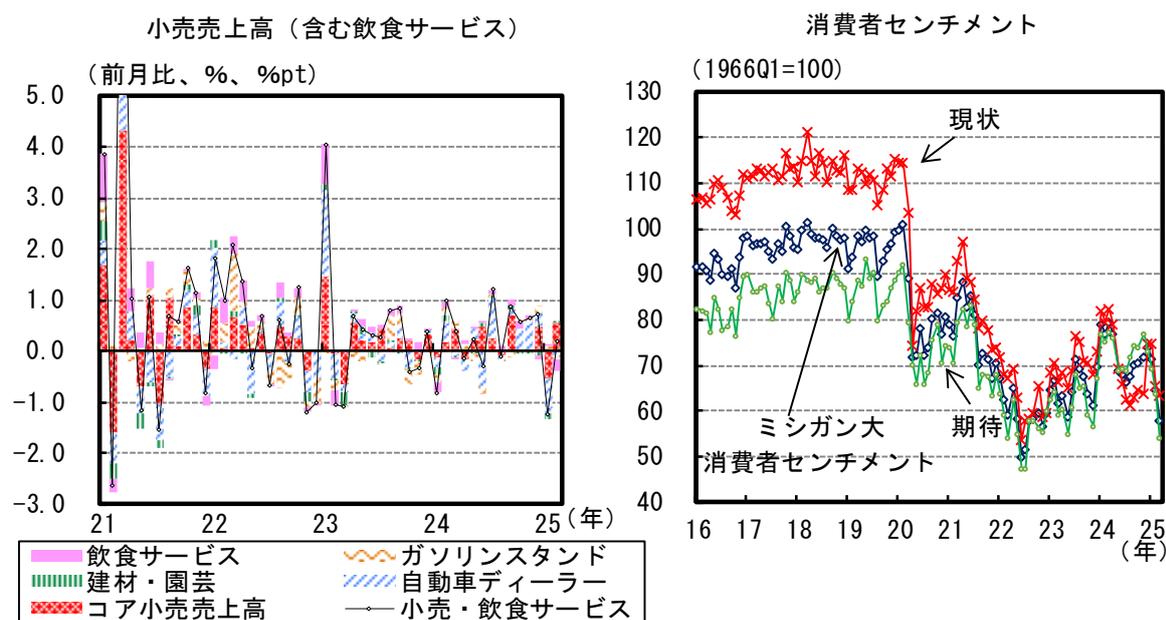
³ 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+15.1万人](#)」(大和総研レポート、2025年3月10日)

2月の小売売上高は市場予想を下回る結果、消費者マインドの悪化も続く

個人消費の動向を確認すると、2025年2月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.2%とプラスに転じた一方、市場予想(Bloomberg調査:同+0.6%)を下回った。また、過去分は2025年1月分が下方修正(▲0.3%pt)された。2月の小売売上高を3カ月移動平均で見ると、同▲0.1%と2024年6月以来のマイナスに転じた。他方で、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、2月は前月比+1.0%と反発し、前月のマイナス分を取り戻した。2月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、方向感はまちまちだ。飲食サービス(同▲1.5%)やガソリンスタンド(同▲1.0%)はマイナス幅が大きかった。また、衣服・宝飾品(同▲0.6%)、自動車・部品(同▲0.4%)、レジャー・娯楽用品(同▲0.4%)は2カ月連続でマイナスになった。他方で、無店舗販売(同+2.4%)、ヘルスケア(同+1.7%)は反動増となった。この他、飲食料品(同+0.4%)もプラスに転じ、建材・園芸(同+0.2%)は5カ月ぶりにプラスとなった。GMS(総合小売)(同+0.2%)については6カ月連続でプラスと底堅い結果となった。

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3月(速報値)が前月差▲6.8ptと3カ月連続で低下し、57.9と2022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▲2.2pt)、期待指数(同▲9.8pt)のいずれも悪化した。ミシガン大は経済政策を巡る不確実性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+0.6%ptの+4.9%、5年先が同+0.4%ptの+3.9%といずれも速いペースでの上昇が続いている。消費者マインドの先行きは引き続き追加関税措置等の政策に左右されるだろう。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、消費者マインドの悪化にとどまらず、個人消費の下振れも想定される。

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



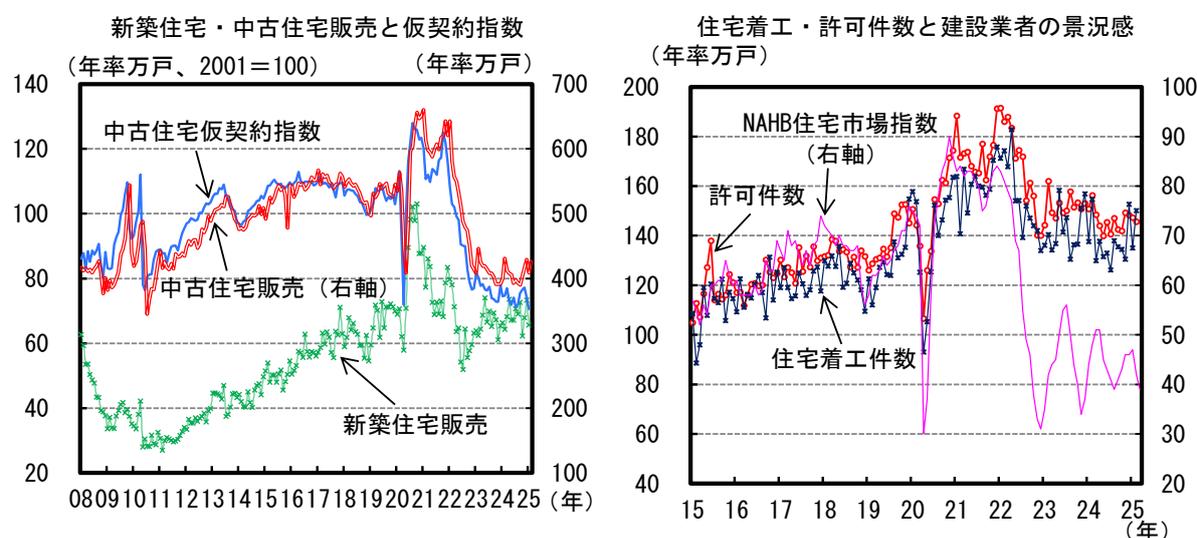
(出所) ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

住宅着工は悪天候からの反動増も、住宅建設業者のマインドは悪化

住宅需要に目を向けると、中古住宅販売（ condominium等含む）は、2025年2月が前月比+4.2%とプラスに転じた。1月にマイナス幅が大きかった西部と南部で反動増が生じた。直近の消費者マインドを確認すると、3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前月差+2ptと3カ月ぶりに改善した。内訳を見ると、金利の項目が改善した一方、価格の項目は横ばい、経済の不確実性の項目は悪化した。高止まりが続いていた住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）は2月後半以降にやや低下しており、住宅購入希望者のマインドを回復させたといえる。他方で、中古住宅の在庫は緩やかな回復にとどまっており、中古住宅価格の割高感は続きやすい。さらに、足元で景気を巡る不確実性が高まっており、住宅需要の重石となり得る。以上を踏まえれば、中古住宅販売は当面緩やかな回復にとどまるとみられる。新築住宅販売（戸建）については、1月は前月比▲10.5%と悪天候の影響を受けて3カ月ぶりに大幅マイナスとなった。新築住宅は在庫が豊富であり、足元で中古住宅に対する割高感が比較的小さいことは引き続き新築住宅市場の追い風といえる。一方、追加関税措置を背景とした建設コストの上昇により、新築住宅価格が今後上昇する可能性には注意を要する。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2025年2月に前月比+11.2%とプラスに転じ、年率150.1万戸となった。1月の悪天候からの反動増が生じたとみられる。他方で、新築住宅着工の先行指標である建設許可については、2月は同▲1.2%と3カ月連続でマイナスとなり、年率145.6万戸となった。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3月分は前月差▲3ptの39と、2024年8月以来の低水準となった。NAHBは、経済の不確実性や関税の脅威、そして、建設コストの上昇が建設業者のマインドを下押ししたとコメントした。住宅供給の先行きについて、不法移民対策や追加関税措置が建設コストの上昇を招くことが懸念される。足元の住宅需要が冴えないことも踏まえれば、住宅市場の回復は当面の間期待しにくい。

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

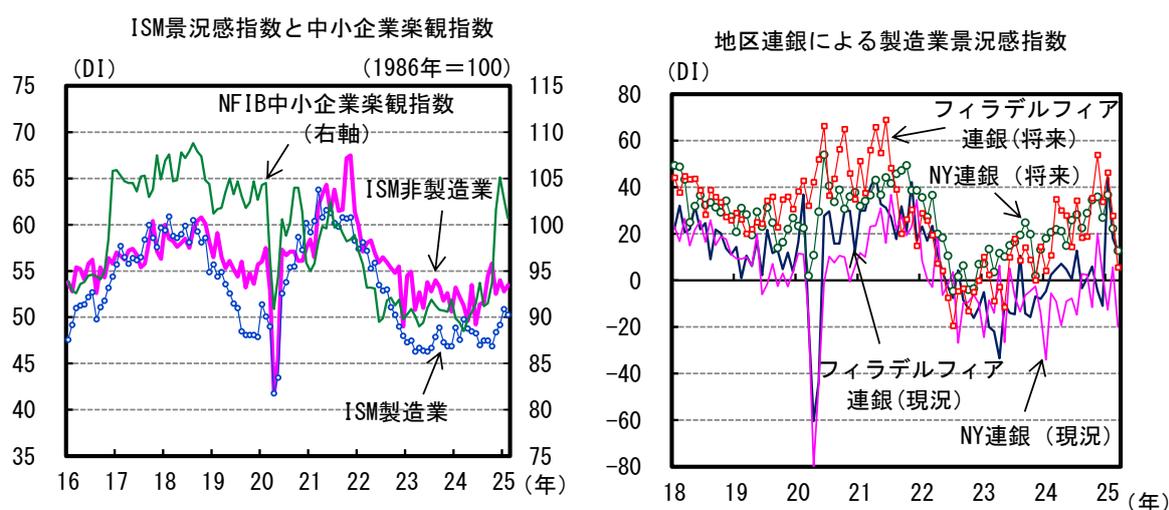
企業マインドでは関税・インフレ懸念が高まる

2025年2月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲0.6%ptと4カ月ぶりに悪化し、50.3%となった。他方で、非製造業は同+0.7%ptと改善し、53.5%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、在庫指数と入荷遅延指数が改善した一方で、新規受注指数、雇用指数、生産指数が悪化した。在庫指数は目安となる50%割れが続いていることに加え、新規受注指数と雇用指数が再び50%を下回った。入荷遅延指数については54.5%と2022年8月以来の高水準となり、サプライチェーンのひっ迫を示している可能性がある。非製造業に関しては、事業活動指数が悪化した一方、雇用指数、新規受注指数、入荷遅延指数が改善した。なお、非製造業はいずれの項目も引き続き50%を上回っている。企業コメントを確認すると、製造業・非製造業のいずれも、追加関税措置やインフレを巡る不確実性が多く指摘されていた。製造業・非製造業ともに仕入れ価格指数は急上昇しており、とりわけ製造業は2022年6月以来の高水準となっている。

中小企業に関しては、2025年2月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲2.1ptと2カ月連続で悪化し、100.7となった。内訳を確認すると、「景況感の改善に対する期待」、「実質販売増加に対する期待」の悪化幅が大きかった。NFIBは、中小企業の経営環境について、不確実性が高まっている点を指摘した。

以上をまとめれば、企業マインドの方向感はずしも一致してはいないが、追加関税措置等に対する懸念が強まっていることが確認された。2025年3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▲25.7pt）が大幅な悪化に転じ、将来指数（同▲9.5pt）は2カ月連続で悪化した。フィラデルフィア連銀は現況指数（同▲5.6pt）、将来指数（同▲22.2pt）がいずれも2カ月連続で悪化した。4月以降も更なる追加関税措置が予定されていることを踏まえれば、当面は企業マインドが悪化しやすい状況が続くとみられる。

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

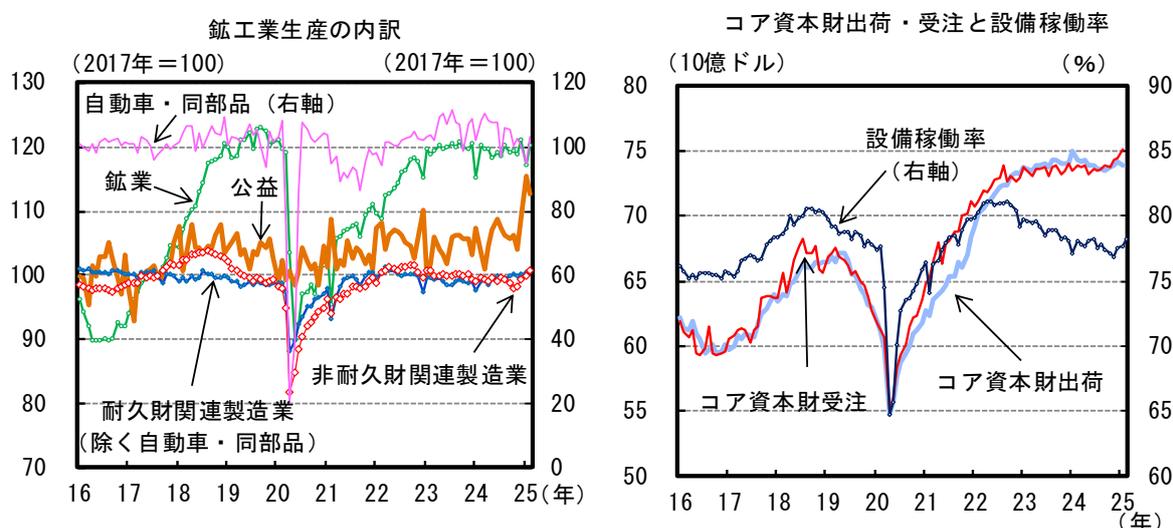
鉱工業生産指数は市場予想以上の堅調な伸び

企業の実体面に関して、2025年2月の鉱工業生産指数は前月比+0.7%と市場予想(Bloomberg調査：同+0.2%)を上回り、前月から加速した。2月の鉱工業生産指数の内訳を見ると、公益(同▲2.5%)が前月からの反動によりマイナスに転じた一方、鉱業(同+2.8%)はプラスに転じ、製造業(同+0.9%)は加速した。

製造業の内訳を見ると、耐久財(前月比+1.6%)が堅調な伸びとなり、非耐久財(同+0.2%)も3カ月連続でプラスとなった。耐久財に関しては、自動車・同部品(同+8.5%)が3カ月ぶりにプラスに転じ、けん引役となった。また木製品(同+2.7%)、その他輸送機器(同+2.1%)、電気機械(同+2.0%)も押し上げ要因となった。この他、金属製品(同+0.4%)、非金属鉱物(同+0.3%)、その他耐久財(同+0.3%)、コンピューター・電子機器(同+0.2%)、機械(同+0.1%)がプラスとなった。他方で、家具(同▲1.0%)はマイナスに転じ、一次金属(同▲0.3%)は2カ月連続でマイナスとなった。非耐久財に関しては、衣服・革製品(同+1.3%)、化学(同+1.0%)等が押し上げ要因となった。

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2025年1月に前月比▲0.3%と4カ月ぶりにマイナスとなった。他方で、先行指標であるコア資本財受注については同+0.8%と3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2月は前月差+0.5%ptの78.2%と3カ月連続で上昇した。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おり、逼迫しているとはいえないものの、上昇トレンドに転じつつある。設備投資の先行きについては、資金余力の大きい一部の大企業等では、追加関税措置を回避するための米国内での生産能力の増強や、不法移民対策等によるコスト増を抑制するための省力化投資が増える可能性がある。他方で、大部分の企業では追加関税措置や景気の不透明感の強さから様子見姿勢が続くことが想定され、全体として設備投資は積極化しづらい状況が続くとみられる。

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+1.3%とペースダウンを見込む。追加関税実施前の駆け込み輸入の急増が、減速の主因だ。また、設備投資や住宅投資は堅調な伸びが見込まれる一方で、屋台骨の個人消費がペースダウンし、民間最終需要は減速感を強めると考えられる。2025年4-6月期から7-9月期にかけては、追加関税措置による悪影響が本格化し、実質GDP成長率は前期比年率+1%前後と低調となることが想定される。追加関税措置による悪影響が一服する10-12月期以降は回復へと向かうものの、2025年通年の実質GDP成長率は前年比+1.7%と、2024年の同+2.8%から大幅なペースダウンを想定している。

追加関税措置による悪影響への懸念が強まる中で、景気下支え策に関しては、減税と利下げが焦点となる。減税に関しては、財政赤字の拡大に対する一部共和党議員の懸念もあり、早期成立の見込みは立っていない。こうした中で、迅速な景気下支え策としてFRBの利下げへの期待は強い。しかし、3月18日・19日のFOMCでは2会合連続で金利据え置きとなったことに加えて、2025年の利下げ幅は合計0.50%ptで据え置かれた。FOMC参加者としては、追加関税措置による景気悪化だけでなく、インフレ再加速を警戒せざるを得なかったのだろう。先行きの利下げを巡っては、足元で上昇している期待インフレ率がカギを握る。FRBは当面の間、インフレ抑制に対する厳格な姿勢を維持することで期待インフレ率を安定的に推移させ、年央から年後半にかけての利下げ余地を確保することが想定されよう。

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	前年比、%		
	前期比年率、%												前年比、%		
国内総生産 (前年同期比、%)	1.6	3.0	3.1	2.3	1.3	0.8	1.1	1.8	2.0	2.1	2.1	2.2	2.8	1.7	1.8
個人消費	1.9	2.8	3.7	4.2	1.3	0.3	0.5	1.0	1.3	1.6	1.8	2.0	2.8	1.9	1.2
設備投資	4.5	3.9	4.0	-3.2	2.1	0.5	1.7	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6	3.6	1.1	2.2
住宅投資	13.7	-2.8	-4.3	5.4	3.0	0.4	0.6	1.3	1.8	2.0	2.2	2.3	4.2	1.2	1.6
輸出	1.9	1.0	9.6	-0.5	-0.1	-3.6	-1.2	0.8	1.4	1.7	2.0	2.1	3.2	0.3	0.8
輸入	6.1	7.6	10.7	-1.2	10.4	-6.7	-1.9	-0.7	0.2	1.0	2.0	2.0	5.4	2.4	-0.2
政府支出	1.8	3.1	5.1	2.9	2.9	2.4	2.3	2.5	1.9	2.4	2.5	2.3	3.4	2.9	2.3
国内最終需要	2.7	2.8	3.7	3.0	1.7	0.7	1.0	1.4	1.5	1.9	2.0	2.2	3.0	1.9	1.6
民間最終需要	2.9	2.7	3.4	3.0	1.5	0.3	0.7	1.2	1.5	1.7	2.0	2.1	3.0	1.8	1.4
鉱工業生産	-1.8	2.4	-0.6	-0.9	6.0	-0.4	0.9	1.1	1.4	1.6	1.9	2.0	-0.3	1.4	1.3
消費者物価指数	3.7	2.8	1.4	3.0	4.2	5.1	2.6	1.7	3.4	2.3	2.1	2.4	2.9	3.4	2.6
失業率(%)	3.8	4.0	4.2	4.2	4.1	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2	4.1	4.1	4.0	4.2	4.1
貿易収支(10億ドル)	-205	-227	-236	-250	-378	-367	-363	-358	-358	-357	-357	-358	-918	-1466	-1430
経常収支(10億ドル)	-243	-277	-310	-304	-428	-413	-405	-396	-392	-386	-382	-377	-1134	-1642	-1536
FFレート(%)	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	3.25	3.00	3.00	4.50	3.75	3.00
2年債利回り(%)	4.48	4.82	4.03	4.15	4.16	3.85	3.66	3.51	3.40	3.31	3.22	3.13	4.37	3.79	3.27
10年債利回り(%)	4.16	4.44	3.95	4.28	4.45	4.13	3.94	3.79	3.68	3.59	3.50	3.41	4.21	4.08	3.55

(注1) 網掛けは予想値。2025年3月21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」が欧州連帯を促す

貿易摩擦激化の可能性が高まる一方、国防費の増加議論が急展開

橋本 政彦

[要約]

- 欧州経済の先行きに大きな影響を与え得る2つの動きが進展している。1つ目は、米国による追加関税、およびEUの報復による貿易摩擦の激化である。EUは3月12日に米国による鉄鋼・アルミニウム関税が発効したことを受け、同規模での報復を検討することを即座に発表した。EUは関税回避に向け米国と協議を続ける意向を示しているが、欧米間の関係性に改善の兆しは見られず、4月2日に発表が予定される相互関税の対象からEUが除外される見込みは小さい。
- 2つ目の動きは、国防費の増加による財政支出の拡大であり、EUはフォン・デア・ライエン委員長が提案した8,000億ユーロ規模の「欧州再軍備計画」に合意した。EU予算による1,500億ユーロの融資が予定されているほか、国防費をEUの財政規律の適用外とすることで、4年間で6,500億ユーロの確保を目指すこととされ、これは欧州経済の上振れ要因になると考えられる。
- また、ドイツでは国防費増額に向け、債務ブレーキ緩和の動きが急展開した。下院で可決された憲法改正案には、GDP比1%を上回る国防費を債務ブレーキの対象外とすることに加え、5,000億ユーロのインフラ投資のための特別基金の創設が盛り込まれた。これまで財政規律を重視してきたドイツの財政政策は大きく転換することになり、停滞が続いてきたドイツ経済の先行きに対する期待感が高まっている。
- 英国も国防費の増加計画を発表したが、増加分は国際援助を削減することで捻出されるという。国防費を増額するという方針はEUやドイツと同じだが、財政赤字を拡大させず、他の歳出をカットすることで予算を確保することから、国防費の拡大による経済の押し上げ効果は限定的とみられる。
- むしろ、財政政策に関して、英国では規模縮小に向けた議論が活発化している。労働党政権は、2024年10月の政権交代後最初の秋季予算案で、増税、歳出拡大による大規模な財政拡張を決定したが、想定以上に財政の悪化が進んだことで、3月26日の公表が予定される春季予算案には歳出の削減が盛り込まれる可能性が高い。

ユーロ圏経済

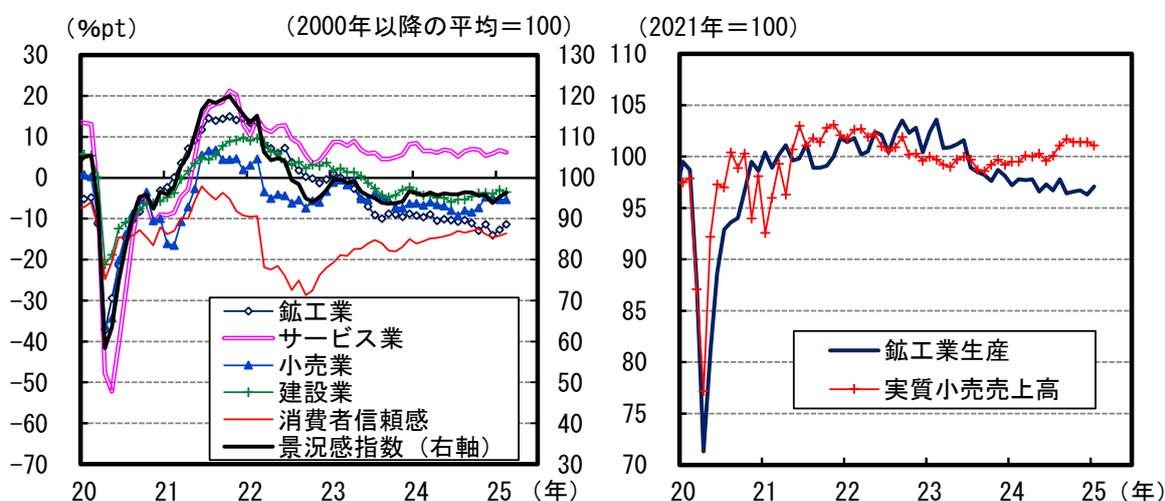
ユーロ圏経済は緩やかな成長が継続

2024年10-12月期に減速が見られたユーロ圏経済は、2025年1-3月期に入って再加速の兆しが見られている。欧州委員会が公表する2025年2月の景況感指数（総合）は、前月差+1.0ptと2ヵ月連続で上昇し、水準は96.3と2024年9月以来の高さとなった。また、1-2月の平均値は95.8と、10-12月期の95.1を上回っており、これに単純に照らせば1-3月期の実質GDP成長率は幾分伸びが加速することが期待される。

2月の景況感指数の内訳を見ると、鉱工業が前月差+1.3ptと2ヵ月連続で改善したほか、消費者信頼感指数が同+0.6ptと上昇した。他方、サービス業は引き続き高水準ながら同▲0.5ptと3ヵ月ぶりの低下に転じ、建設業も前月の高い伸びからの反動で同▲0.5ptと低下した。国別では、ドイツ（同+1.2pt）、フランス（同+2.3pt）がいずれも2ヵ月連続で上昇する一方、イタリア（同▲0.4pt）、スペイン（同▲2.0pt）が低下した。指数の水準はスペインが高く、ドイツが低いという状況に変化はないものの、域内の景況感格差は幾分縮小する形となっている。

実体面でのデータを確認していくと、1月の実質小売売上高は前月比▲0.3%と3ヵ月ぶりの減少に転じた。2024年11月、12月は減少こそしなかったものの、いずれも横ばいとなっていることから、個人消費の改善の動きは足踏みしている。飲食料品・たばこが同+0.6%と増加に転じたものの、非食品（除く自動車燃料）が同▲0.7%と減少に転じたことに加え、自動車燃料が同▲0.3%と2ヵ月連続で減少したことが押し下げ要因となった。国別では、スペインが同▲1.4%と前月の高い伸びからの反動減となったほか、フランス（同▲0.1%）、イタリア（同▲0.4%）が減少した。ドイツは同+0.3%と2ヵ月ぶりに増加したものの、前月の減少（同▲0.8%）に比べて増加幅は小さく、力強さに欠ける。

図表1 ユーロ圏の景況感指数と内訳（左）、ユーロ圏の鉱工業生産と小売売上高（右）



(出所) 欧州委員会、Eurostat より大和総研作成

一方、企業部門に関して、鉱工業生産にはやや明るい兆しが見られる結果となった。1月の鉱工業生産指数は、前月比+0.8%と2ヵ月ぶりに上昇し、水準は2024年8月以来の高さとなった。業種別では、自動車(同+2.7%)、飲食料品・たばこ(同+2.1%)の上昇幅が大きく、国別ではドイツの上昇(同+2.3%)が全体を押し上げた。1月の生産水準は2024年10-12月期平均と比べても0.6%高く、2023年4-6月期からマイナスが続いてきた四半期ベースの前期比は、1-3月期には8四半期ぶりのプラスに転じる可能性がある。

鉄鋼・アルミニウム関税に対しEUは報復を発表、貿易摩擦激化懸念が高まる

ただし、ここにきて欧州経済の先行きに大きな影響を与え得る2つの動きが進展し、先行きに対する不確実性が高まっている。

1つ目の動きは、米国による追加関税、およびEUの報復による貿易摩擦の激化である。米国のトランプ大統領が宣言通り、追加関税を実行に移したことで、欧米間の貿易をめぐる対立は深まっている。欧州が対象に含まれる追加関税としては、鉄鋼・アルミニウムに対する25%の追加関税が3月12日に発動された。欧州委員会によれば、米国の追加関税は80億ユーロ(2024年の対米輸出額)相当の鉄鋼・アルミニウム輸出に加えて、180億ユーロ相当の派生製品が対象になるとされ、EUは米国に対し、同規模での報復を検討することを即座に発表した。

EUによる報復の具体的な内容としては、トランプ大統領が前回の任期時に実施した鉄鋼・アルミニウムへの追加関税に対する対抗措置が再開される。2018年、2020年に決定されたこの対抗措置には、米国からのウイスキーやバイクなどの輸入に対する追加関税が含まれ、バイデン政権下で一時停止されていた。加えて、180億ユーロ規模の関税が新たに追加される予定である。具体的な内容についてはEU加盟国、および利害関係者との協議の上で決定されることになっているが、欧州委員会が開税対象候補として公表した品目のリストには、鉄鋼・アルミニウム製品、繊維製品、家庭用電気機械、肉類、海産物、野菜など、2,000以上の品目が挙げられている。米国の関税措置と同程度の規模を維持しつつ、EU経済への悪影響が一部に集中しないよう、幅広い品目が報復関税の対象になると見込まれる。なお、報復措置に関して、発表当初は4月1日と4月中旬の2段階に分けて実施するとされていたが、3月20日に第1弾の発動延期が決定され、4月中旬にまとめて実施される見込みとなった。

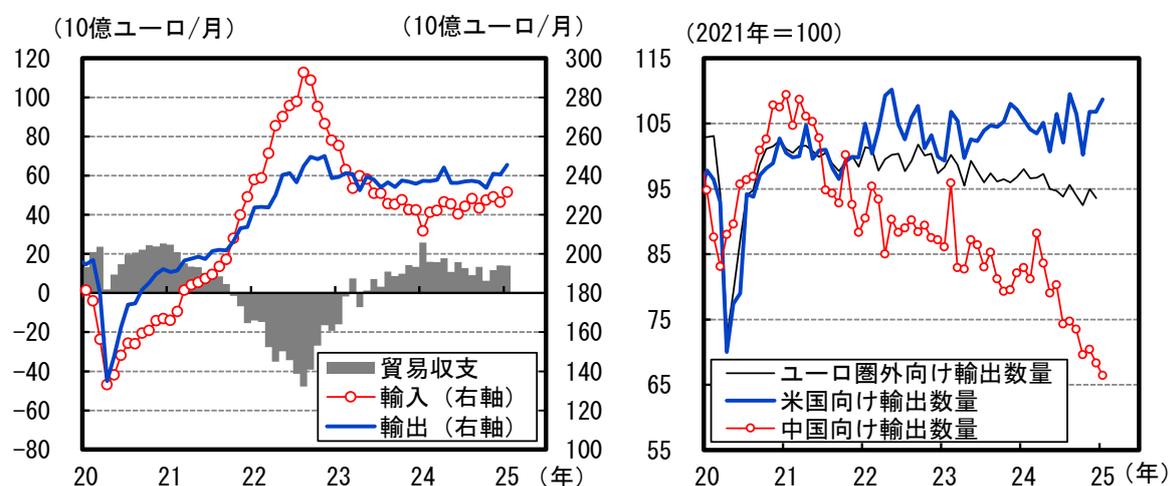
今回米国の追加関税の対象となる鉄鋼・アルミニウム製品、および派生製品の輸出額は、米国向け輸出の5%弱、EUの域外輸出全体の1%程度にすぎない。当然ながら、直接的に追加関税の影響を受ける製造業者にとって痛手であることに間違いはないものの、欧州経済全体にとっての影響は限定的とみられる。また報復関税についても、輸入コストの増加という形で欧州経済自身にも悪影響を及ぼすとみられるが、やはり、輸入全体の1%強という規模に鑑みれば、その影響は決して大きくない。より大きな影響が懸念されるのは、トランプ政権が4月2日に発表すると見込まれる相互関税である。

欧州委員会が開税決定の際に公表した声明文には、関税が欧州、米国の双方の経済にとって負

担になること、その上で米国との協議を続ける準備があるとの姿勢を示した。しかし、EU が報復を決定したことに対し、トランプ大統領はさらに EU からのワイン輸入に対して 200% の追加関税を課すと表明し、欧米間の関係性に改善の兆しは見られない。EU は直前まで米国との交渉を続けると見込まれるが、現状、EU が相互関税の対象から除外される可能性は低いとみられる。仮に相互関税が実行されれば、鉄鋼・アルミニウム関税への対応を見る限り、EU も報復の拡大を検討することになるだろう。相互関税の詳細はまだ明らかになっていないが、追加関税の規模は大きく拡大する可能性が高く、そうなれば米欧間の貿易、欧州経済に対する悪影響は無視できないものになる公算が大きい。

足元までの貿易動向を確認すると、ユーロ圏の 2025 年 1 月の輸出金額は前月比 +2.1% と増加し、2022 年 11 月以来の大きさとなった。地域別に見ると、米国向けが同 +6.6% と大幅に増加したことが増加に大きく寄与した一方、中国向けが同 ▲2.1% と 2 ヶ月連続で減少した。輸出数量については、世界全体向けはまだ公表されていないものの、米国向けが同 +1.8% と増加する一方、中国向けが同 ▲2.8% と 2 ヶ月連続で減少しており、やはり米国向け輸出の堅調さが輸出全体を下支えする構図が続いている。相互関税の実施によって対米輸出が停滞すれば、下げ止まりの兆しが見られる製造業にとって大きな打撃となるだろう。また、足元の対米輸出の好調さには、追加関税を見据えた駆け込みが影響している可能性もあり、短期的には反動減によって輸出が大きく落ち込むリスクにも警戒が必要となる。

図表 2 ユーロ圏の輸出入金額・貿易収支（左）、輸出数量指数（右）



(出所) Eurostat より大和総研作成

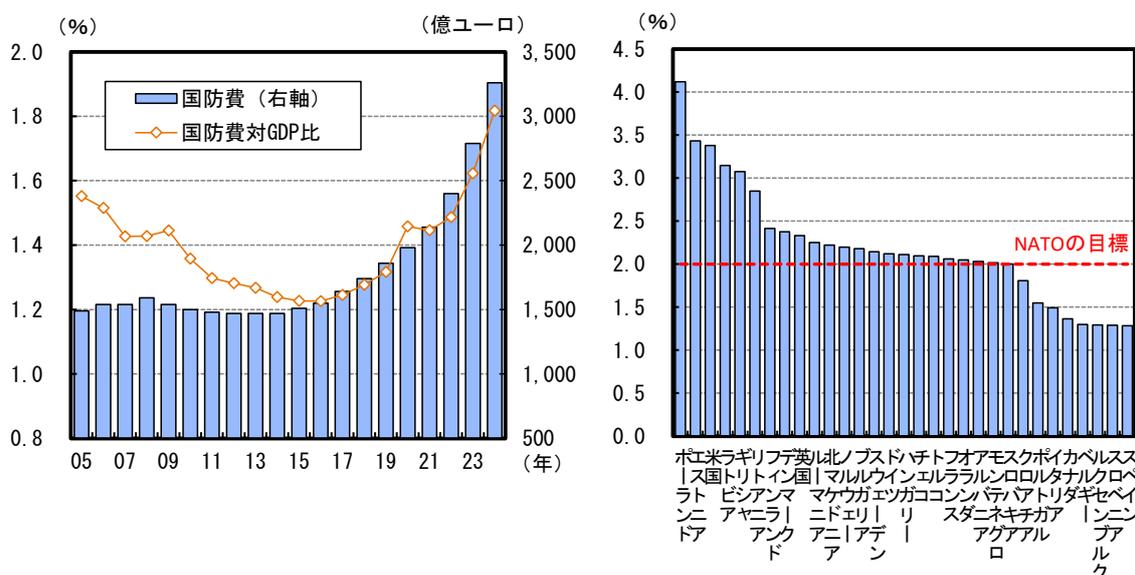
国防費増加の議論が急展開、EU は財政規律を緩和

欧州における 2 つ目の大きな動きは、国防費の増加による財政支出の拡大であり、これは欧州経済の上振れ要因になると考えられる。これにもやはり、米国トランプ政権の動きが大きく影響している。2 月 28 日に行われたトランプ大統領とウクライナ・ゼレンスキー大統領との会談で両者が口論となり、ウクライナの鉱物資源の権益をめぐる合意が破談となったことを受け、

その3日後、米国はウクライナとの情報共有、および軍事援助を一時停止した。その後、米国が提案したロシアとの一時停戦にウクライナが合意したことで、米国による支援は再開されたものの、この一連の出来事で欧州では安全保障強化に対する認識が急速に高まることとなった。

欧州委員会のフォン・デア・ライエン委員長は3月4日、防衛力強化に向け、総額8,000億ユーロ規模の「欧州再軍備計画」を発表し、EU首脳は3月6日に開かれた特別会合でこれに合意した。防衛分野での投資を促進するため、EU予算による1,500億ユーロの融資が予定されているほか、国防費をEUの財政規律の適用外とすることで、4年間で6,500億ユーロを確保する見込みという。European Defence Agencyの発表によれば、2024年のEU全体の国防費は3,260億ユーロ、名目GDP比は1.8%とされており、計画では現状の国防費の2倍以上の規模を見込んでいることになる。財政規律の適用外にすることによる6,500億ユーロという金額については、EU加盟国が国防費をGDP1.5%分増加させるという前提に基づいたものであり、実際にどれだけ国防費が増えるかについては幅を持ってみる必要がある。ただし、米国による提案もあり、NATOでも現在2%に設定している国防費対GDP比目標の引き上げが検討されており、各国ベースでも国防費増額に向けた議論が進む可能性は高い。

図表3 EUの国防費の推移（左）、NATO加盟国の国防費対GDP比（2024年）（右）



(出所) European Defence Agency、NATO より大和総研作成

ドイツは債務ブレーキ緩和へ、国防費増額に加えインフラ投資を拡大

実際、個別国の動きとして、ドイツでは国防費の増額に絡んで、独自に定める財政ルール、いわゆる債務ブレーキの見直しの議論が急展開した。

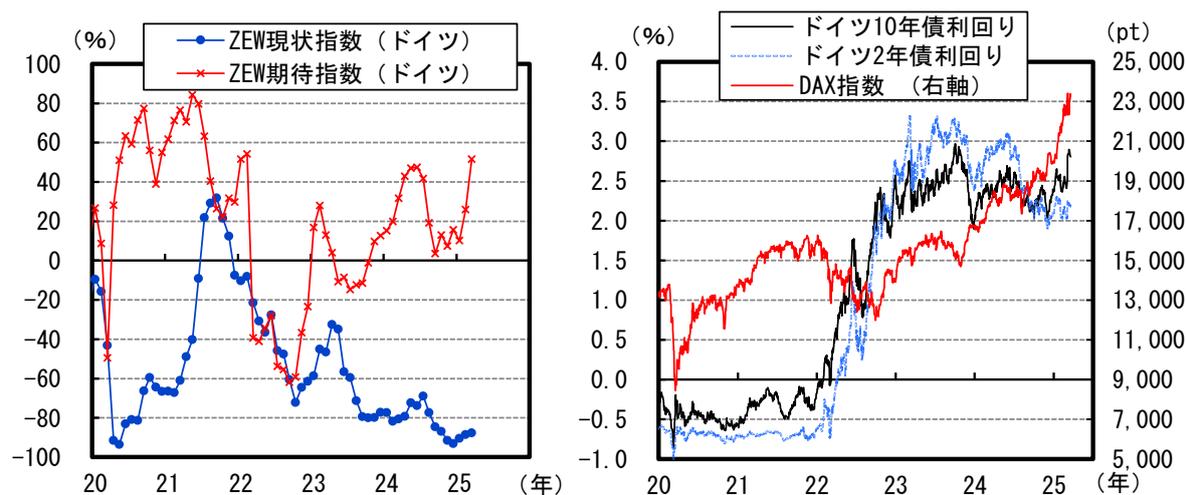
ドイツ連邦議会（下院）では、3月18日、債務ブレーキを緩和する憲法改正案を可決した。改正案には、国防費のうちGDP比1%を超える部分については債務ブレーキの対象外とすること

に加え、インフラ投資のための 5,000 億ユーロの特別基金の創設が盛り込まれた。憲法改正に協力した緑の党からの提案により、5,000 億ユーロのうち 1,000 億ユーロについては気候変動対策に充てられる。下院で可決された改正案は 21 日に連邦参議院（上院）での採決を経て成立する見通しである。ドイツはこれまで独自の厳格な財政ルールを設定し、財政規律を重視する立場を貫いてきたが、今回の憲法改正によって財政政策は大きく転換することになる。

振り返ると、ドイツでは景気低迷への対応として、以前から債務ブレーキ緩和の議論が行われてきたが、なかなか実現には至らなかった。2024 年 11 月の連立政権崩壊のきっかけとなったのも、政権内における債務ブレーキに関する意見対立だった。しかし、景気低迷の長期化に加えて、米トランプ政権の発足によって、安全保障に対する危機感が急速に高まったことが、今回の急スピードでの憲法改正に繋がった。また、2 月に実施された連邦議会選挙の結果、3 月 25 日に召集される新議会では、今回、憲法改正に同意した CDU/CSU、SPD、緑の党の 3 党で、可決に必要な、総議席数の 3 分の 2 を確保できないという事情も早期合意を後押しした。

財政拡張への道筋が立ったことで、ドイツ経済の先行きに対する楽観は金融市場、市場関係者を中心に急速に広がっている。投資家に対する調査である ZEW 景況感指数のうち、期待指数の 3 月分は前月差+25.6%pt と大幅に改善し、51.6%とロシアのウクライナ侵攻で急激に落ち込む直前の 2022 年 2 月調査以来の高水準となった。期待指数は、实体经济の動向よりもむしろ金融市場動向の影響を受けやすいことには留意が必要であるものの、前向きな動きであることには間違いない。財政拡張が経済に実際に影響を及ぼすまでには時間がかかるとみられ、こうしたマインド改善の動きが、投資家のみならず企業部門や消費者にも拡大するか否かがドイツ経済をみる上での当面の注目点となる。

図表 4 ZEW 景況感指数（左）、ドイツの株価指数と金利（右）



(出所) ZEW、Bloomberg より大和総研作成

一方、留意が必要なのは、財政支出の増加による金利上昇リスクであろう。実際、ドイツでの債務ブレーキ緩和の議論を受けて、ドイツの長期金利は急騰し、10 年債利回りは一時、2023 年 10 月以来となる 2.9%台まで上昇した。金利上昇には、将来の景気回復に対する期待も影響し

ているとみられるが、債務ブレーキ緩和による財政悪化懸念が主な要因と考えられる。財政政策の実現に先回りして上昇した長期金利が、短期的にはドイツ経済の重荷になる可能性がある。

また、同様の議論はドイツに限らず、他の EU 諸国でも問題になると見込まれる。ドイツは財政規律が緩和されたとはいえ、過去の緊縮の結果、債務残高に見るストックベースの財政状況は健全であり、直ちに債務リスクが高まる可能性は低い。一方、EU 全体を見渡すと、財政状況がより悪い国が多く存在しており、そうした国でも EU による財政規律緩和方針を受けて、国防費の積み増しが議論されるとみられる。財政のさらなる悪化が EU から規律違反を問われなくても、金利急騰リスクには注意が必要となる。

ECB の利下げサイクルは終盤戦

金融政策面では、ECB は 3 月 6 日に開かれた理事会で、5 会合連続となる 0.25%pt の利下げを決定した。2024 年 6 月の利下げサイクル開始以降の利下げ幅は合計で 1.50%pt となり、政策金利（預金ファシリティ金利）は 2.50%となった。

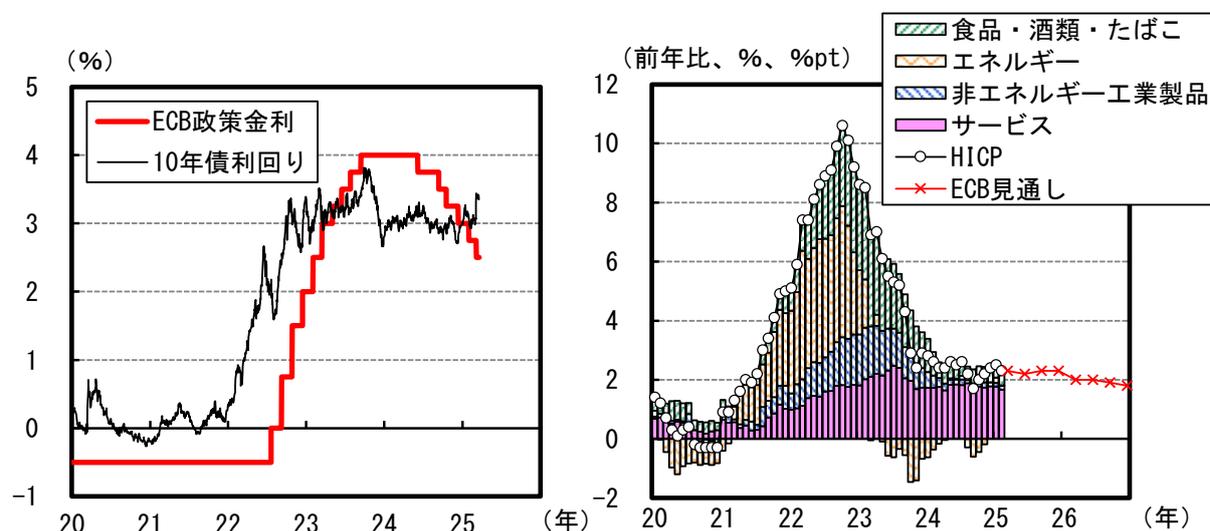
追加利下げの決定に関して、ECB は引き続き 2%のインフレ目標達成に向けた進捗が見られることを理由として挙げた。2025 年 2 月のユーロ圏 HICP（消費者物価指数）速報値が、前年比+2.4%と前月（同+2.5%）から伸びが縮小した（その後改定値で同+2.3%に下方修正）ことに加え、10-12 月期の妥結賃金が同+4.1%と、ECB の見通しに沿う形で伸びを縮小したことが、追加利下げを後押しする材料になったとみられる。金融市場では事前に 0.25%pt の利下げを織り込んでいたため、利下げの決定にサプライズはなかった。

他方で、3 月の理事会において最大の注目点となったのは、ECB の利下げサイクルのゴールが近づいていることが明言されたことである。金融政策の先行きに関しては、従来通り、データ次第、会合ごとに判断というスタンスが維持されたものの、声明文では、政策金利の水準に関して「有意に引き締め度合が縮小している (meaningfully less restrictive)」と表現が変更された。前回までの声明文では政策金利は制限的であるとしていたが、ECB スタッフが 2 月 7 日に公表したレポートで、ユーロ圏の中立金利が 1.75%~2.25%という推計結果が示されたこともあり、政策金利が中立水準に近づいていることが明記された形である。また、理事会後の会見でラガルド総裁は、この文言の変更に関して、軽微な変更ではなく、一定の意味を持つ変更であると述べ、利下げの一時停止についても否定しなかった。ECB の利下げサイクルが終盤戦に差し掛かっているといえる。

もっとも、ラガルド総裁が会見で幾度となく繰り返した通り、ユーロ圏経済、インフレ率の先行きをめぐる不確実性は極めて高い。米国との貿易摩擦の激化が、景気に対してネガティブであることはおおそ確かであるものの、インフレ率に対しては上下双方向の影響を及ぼし得る。また、ドイツにおける財政政策の転換や、EU 全体としての国防費の増額は景気やインフレ率の押し上げに作用するとみられ、これら上下のリスクを見極めつつ ECB は今後の政策を決定していくことになる。ECB の次回理事会は 4 月 17 日に予定されており、それまでに米国による追加関税のさらなる動きが見込まれる。しかし、4 月理事会では経済見通しの改定は予定されていな

いことから、経済見通しが改定され、より多くの情報が手に入る 6 月理事会で次回の追加利下げが決定されると大和総研は予想する。

図表 5 ユーロ圏の政策金利と長期金利（左）、消費者物価の要因分解と ECB 見通し（右）



(出所) Bloomberg、ECB より大和総研作成

英国経済

英国でも防衛費増額が決定、ただし、財政全体では規模縮小へ

英国でも安全保障の強化への意識が高まっているのはユーロ圏と同様である。スターマー首相は 2 月 25 日、英国の国防費対 GDP 比を 2027 年までに 2.5%に引き上げると表明した。2024 年の英国の国防費対 GDP 比は 2.3%であり、0.2%pt の増加分は国際援助を前年比 40%削減することで捻出されるという。国防費を増額するという方針は EU やドイツと同じだが、財政赤字を拡大させず、他の歳出をカットすることで予算を確保することから、国防費の拡大による経済の押し上げ効果は限定的とみられる。

むしろ、財政政策に関して、英国では規模縮小に向けた議論が活発化している。労働党政権は、2024 年 10 月の政権交代後最初の秋季予算案で、増税、歳出拡大による大規模な財政拡張を決定したが、想定以上に財政の悪化が進んだことで、3 月 26 日の公表が予定される春季予算案には歳出の削減が盛り込まれる可能性が高い。

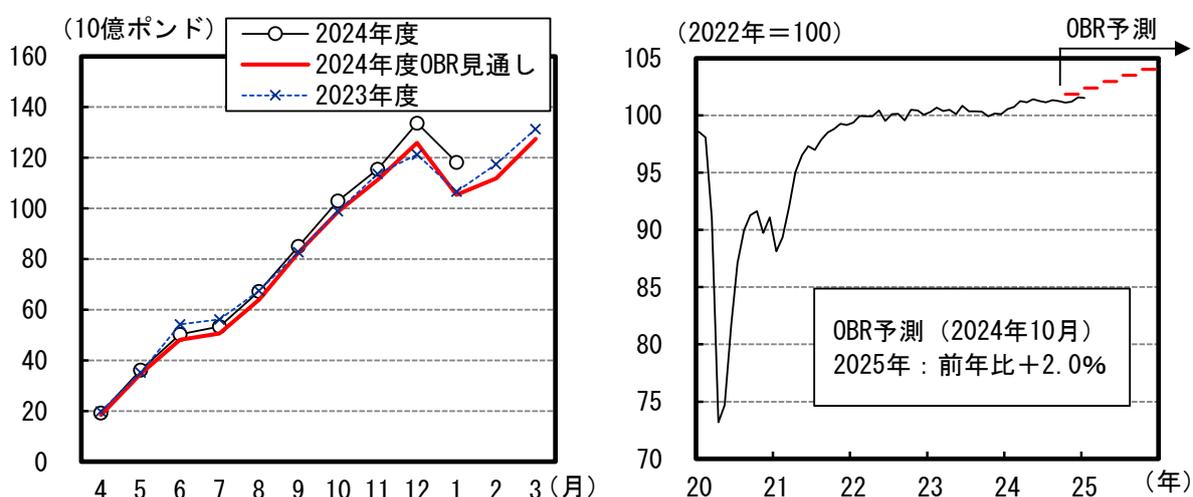
足元までの財政の状況を確認すると、2024 年度（2024 年 4 月～2025 年 1 月まで）の累積赤字額（公的部門純借入）は 1,182 億ポンドとなり、OBR(予算責任局)が 2024 年 10 月に予想した 1,054 億ポンドを大きく上回っている。OBR によれば、法人税、およびキャピタルゲイン税を主因に歳入が下振れしたことに加え、歳出面では金利上昇を受けた利払い費の上振れが財政悪化の要因とされた。

英国経済の状況を見ていくと、2025 年 1 月の英国の月次 GDP は前月比▲0.1%と 4 ヶ月ぶりの

減少に転じた。サービス部門については同+0.1%と増加基調を維持したものの、生産部門が同▲0.9%と2024年4月以来の減少幅となったほか、建設業は同▲0.2%と2ヵ月連続で減少した。生産部門の大幅な落ち込みについては、鉱業が同▲3.3%と落ち込んだことに加え、製造業が同▲1.1%となったことが押し下げ要因となった。製造業では13のサブセクターのうち、9つが前月から減少しており、幅広い業種で生産の停滞が見られている。2024年12月の月次GDPが同+0.4%と高めの伸びであったことから、2025年1月の水準は2024年10-12月平均を0.2%上回っており、1-3月期全体としてはプラス成長を維持可能とみられる。英国経済の状況を過度に悲観視する必要はないが、10月の財政計画の前提となったOBRの経済見通しからは大きく下振れしており、3月の春季予算案のタイミングでは、OBRによる見通しは下方修正されることになるだろう。景気の見通しの下振れによって歳入計画も下方修正される可能性が高く、労働党政権は追加増税を否定していることから、財政規律を維持するためには歳出の削減が避けられない。

実際、3月18日、英国政府は26日に予定する春季予算に先立って、年間50億ポンド規模の福祉予算の削減を発表した。詳細は春季予算で明らかにされるとのことだが、これ以外にも支出削減が盛り込まれる可能性が高く、その内容が注目される。10月の政府予算によって、労働党政権による拡張財政が英国景気を押し上げるとの見方が強まっていたものの、そうした見方は修正を迫られている。

図表6 英国の累積公的純借入とOBR見通し（左）、英国月次GDPとOBR見通し（右）



(出所) ONS、OBR より大和総研作成

英国は米国の追加関税に報復を実施せず、貿易協定締結を目指す

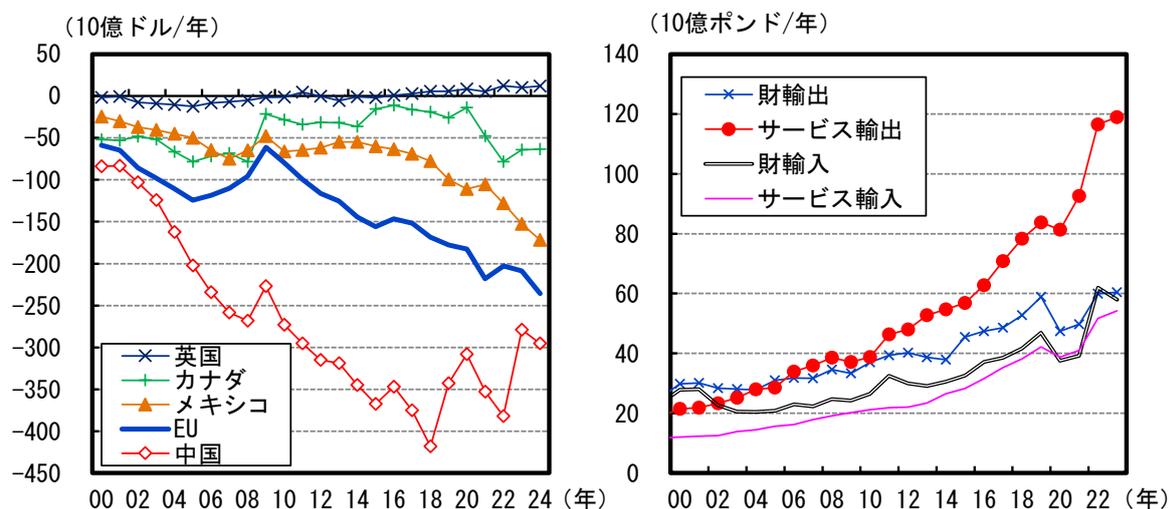
外需面に関して、英国でも米国による追加関税の動向が最大の懸念材料である。ただし、英国はトランプ政権との対立が深まるEUとは対照的なアプローチでの対応を進めている。米国が3月12日から発動した鉄鋼・アルミニウム関税に対し、EUが即時に同規模の報復を決定したのは既述の通りだが、英国は報復実施を見送っている。

英国が米国に対する報復を見送った背景には、米国との交渉によって追加関税を回避できるとの考えがある。スターマー首相は鉄鋼・アルミニウム関税が実行される直前の2月27日にトランプ大統領と会談し、その後、開かれた記者会見でトランプ大統領は英米間の貿易協定の可能性に言及した。英国は報復を実施しないことで、米国との交渉をよりスムーズに進める狙いがあるとみられる。米国が世界各国に対して追加関税を導入する背景には、貿易赤字が米国にとって悪であるというトランプ大統領の考えがある。しかし、米国のセンサス局が公表する統計によれば、米国の英国に対する貿易収支は2016年以降、黒字（米国の輸出超過）が続いていることから、英国に対する貿易面でのプレッシャーはさほど強くなく、貿易協定の交渉は進めやすいとみられる¹。

また、英国の対米輸出は財よりもむしろサービス中心であり、国内産業における製造業のウエイトが低い。このため鉄鋼・アルミニウム関税による悪影響は英国経済にとってさほど深刻なものとはなりづらい。報復を実施すれば、それは米国のみならず英国自身にとってもマイナスの影響を及ぼすこともあり、報復を実施せず、米国との関係悪化を回避することで、早期の自由貿易協定締結を目指す方針を取ったと考えられる。

もちろん英国が報復を見送ったからといって、さらなる追加関税のリスクがなくなったわけではない。しかし、自由貿易協定の締結を前提に、英国は4月にも導入される見込みの相互関税や自動車関税からの除外を米国と交渉しているとみられ、英国の戦略が功を奏するか、その行方が注目される。

図表7 米国の地域別貿易収支（左）、英国の財・サービス別対米輸出入



(出所) 米国センサス局、ONS より大和総研作成

BOE は3月金融政策委員会で金利据え置き、高まるリスクに様子見姿勢

BOE は3月20日、前日まで行われていた金融政策委員会で、2会合ぶりに政策金利を据え置く（4.5%）決定をしたことを発表した。金利の据え置きは事前の予想通りであり、決定にサブ

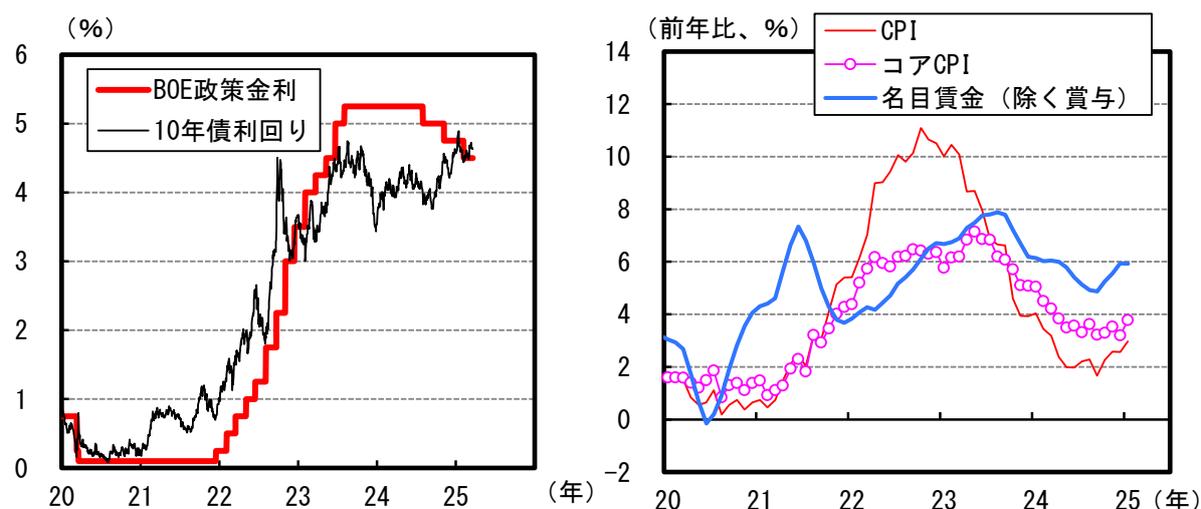
¹ ただし、英国ONSが公表する統計では、1999年以降、2022年を除いて英国の貿易黒字となっている。

ライズはない。決定に際しての投票では、1名（ディングラ委員）が0.25%ptの利下げをするべきとして反対票を投じた。前回、2月の委員会では、それまでタカ派とみられていたマン委員がディングラ委員と同様の0.50%ptの利下げを支持したことがサプライズとなったが、マン委員は今回、金利の据え置きを支持しており、前回の主張を取り下げる形となった。投票行動から判断すると、BOE全体としては前回の委員会からややタカ派に傾いたといえる。

金融政策の先行きに関して、声明文のフォワードガイダンスは、概ね前回の表現が踏襲された。金利の抑制度合いは徐々に縮小していく方針であるものの、引き続き賃金上昇率の高さなどからインフレ圧力が残存しており、段階的かつ慎重なアプローチが適切との見方を維持した。実際、委員会の結果公表当日に公表された労働統計では、2024年11月～2025年1月の賃金上昇率（除く賞与）は、前年比+5.9%と、前月（2024年10～12月）と変わらず高止まりが続く結果となっている。

また、今回の声明文では、経済における不確実性の高まりが指摘されており、これもBOEの様子見姿勢を後押しする要因になった。具体的には、米国による追加関税とそれに対する報復、地政学リスクの高まりによる金融市場のボラティリティの高まり、ドイツでの財政改革が言及されている。BOEはこうした要因以外にも、10月に決定された財政政策の影響を見極める必要性をこれまで説明してきた。とりわけ雇用への影響が懸念される国民保険料の雇用主負担の増加が実施されるのは4月であり、その影響も引き続き注視していく必要があるとみられる。さらに、既述したように、財政政策は3月に修正される可能性も高まっており、国内政策をめぐる不確実性も高い。大和総研では、次回5月の委員会で追加利下げが実施されるとの見通しを維持するが、国内景気、インフレ動向に加えて、国内外の政策動向を直前まで注視していく必要がある。

図表8 英国の政策金利と長期金利（左）、インフレ率と賃金上昇率（右）



（出所）BOE、ONS 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%	1.7%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	1.3%	1.4%	1.6%	1.5%	0.9%	1.1%	1.3%
家計消費支出	1.9%	0.0%	2.3%	1.7%	0.9%	1.5%	1.3%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.3%	1.1%
政府消費支出	1.3%	4.7%	3.7%	1.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.2%	1.4%	1.7%	2.0%	2.0%	2.8%	1.7%	1.5%
総固定資本形成	-7.6%	-9.7%	7.3%	2.6%	1.9%	1.2%	1.4%	2.1%	2.5%	2.7%	2.8%	2.8%	-1.9%	1.7%	2.3%
輸出	4.5%	5.9%	-5.3%	-0.3%	1.2%	0.0%	0.5%	0.8%	1.5%	2.1%	2.4%	2.6%	1.0%	0.0%	1.4%
輸入	-0.9%	4.3%	1.9%	-0.3%	1.5%	0.6%	1.0%	1.2%	1.9%	2.4%	2.7%	2.8%	0.2%	1.1%	1.8%
	前年同期比（除く失業率）														
国内総生産	0.5%	0.5%	1.0%	1.2%	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.4%	1.5%	0.9%	1.1%	1.3%
家計消費支出	1.0%	0.6%	1.1%	1.5%	1.2%	1.6%	1.4%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.3%	1.1%
政府消費支出	2.2%	3.0%	3.1%	2.8%	2.8%	1.9%	1.2%	1.1%	1.2%	1.3%	1.6%	1.8%	2.8%	1.7%	1.5%
総固定資本形成	-1.0%	-3.2%	-1.6%	-2.1%	0.3%	3.2%	1.8%	1.6%	1.8%	2.2%	2.5%	2.7%	-1.9%	1.7%	2.3%
輸出	-0.6%	1.9%	1.5%	1.1%	0.3%	-1.1%	0.3%	0.6%	0.7%	1.2%	1.7%	2.1%	1.0%	0.0%	1.4%
輸入	-1.6%	-0.5%	1.6%	1.2%	1.8%	0.9%	0.7%	1.1%	1.2%	1.6%	2.0%	2.4%	0.2%	1.1%	1.8%
鉱工業生産（除く建設）	-4.6%	-4.0%	-1.6%	-1.6%	-0.5%	0.2%	0.8%	1.7%	1.6%	1.8%	2.0%	2.1%	-3.0%	0.5%	1.9%
実質小売売上高	0.1%	0.4%	2.0%	2.0%	1.7%	1.7%	1.0%	0.8%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	1.1%	1.3%	0.8%
消費者物価	2.6%	2.5%	2.2%	2.2%	2.4%	2.3%	2.4%	2.2%	1.8%	1.7%	1.8%	2.0%	2.4%	2.3%	1.8%
生産者物価	-7.9%	-4.4%	-2.7%	-1.5%	3.0%	5.4%	4.7%	3.8%	2.5%	2.4%	2.4%	2.5%	-4.2%	4.2%	2.5%
失業率	6.5%	6.4%	6.3%	6.2%	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	57.5	44.4	35.3	32.3	48.6	50.2	52.9	55.7	58.8	62.0	65.4	68.9	169.5	207.5	255.0
経常収支	107.8	134.4	84.1	92.7	88.0	88.8	90.7	92.6	94.9	97.5	100.2	103.1	419.1	360.2	395.7
独 国債10年物（期中平均）	2.31%	2.49%	2.29%	2.26%	2.58%	2.76%	2.71%	2.67%	2.64%	2.61%	2.58%	2.55%	2.34%	2.68%	2.59%
欧 政策金利（末値）	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3月20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%	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	0.9%	1.0%	1.4%
家計消費支出	3.1%	0.2%	2.4%	-0.1%	0.6%	0.8%	1.1%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.7%	0.8%	1.0%
一般政府消費支出	1.0%	3.0%	1.2%	3.1%	2.0%	2.5%	2.0%	1.8%	1.5%	1.0%	1.0%	2.0%	2.0%	2.3%	1.5%
総固定資本形成	3.8%	2.8%	3.9%	-3.5%	0.6%	1.5%	1.8%	2.0%	2.1%	2.3%	2.5%	2.6%	1.3%	0.8%	2.1%
輸出	0.5%	-4.5%	-3.0%	-9.6%	1.8%	0.3%	1.0%	1.5%	1.8%	2.2%	2.4%	2.5%	-2.2%	-1.8%	1.7%
輸入	-3.4%	24.2%	-9.8%	8.6%	-3.2%	0.4%	0.8%	1.2%	1.3%	1.6%	1.7%	1.8%	1.6%	1.0%	1.3%
	前年同期比（除く失業率）														
国内総生産	0.5%	0.9%	1.0%	1.4%	0.9%	0.7%	1.1%	1.4%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%	0.9%	1.0%	1.4%
家計消費支出	0.4%	-0.2%	1.3%	1.4%	0.8%	0.9%	0.6%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	0.7%	0.8%	1.0%
一般政府消費支出	3.2%	1.8%	0.9%	2.1%	2.3%	2.2%	2.4%	2.1%	1.9%	1.6%	1.4%	1.2%	2.0%	2.3%	1.5%
総固定資本形成	-1.0%	0.9%	3.5%	1.7%	0.9%	0.6%	0.1%	1.5%	1.8%	2.0%	2.2%	2.4%	1.3%	0.8%	2.1%
輸出	-1.5%	-2.0%	-0.9%	-4.2%	-3.9%	-2.7%	-1.7%	1.1%	1.1%	1.6%	2.0%	2.2%	-2.2%	-1.8%	1.7%
輸入	-2.4%	2.3%	2.6%	4.1%	4.2%	-1.2%	1.6%	-0.2%	0.9%	1.2%	1.5%	1.6%	1.6%	1.0%	1.3%
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%
	10億ポンド														
貿易収支	-42.1	-58.7	-48.1	-55.4	-52.8	-52.8	-52.4	-52.0	-51.1	-49.7	-48.1	-47.0	-204.3	-209.9	-195.9
経常収支	-11.8	-24.0	-18.1	-26.5	-23.5	-22.8	-22.6	-22.5	-22.0	-21.5	-21.0	-20.4	-80.4	-91.4	-84.9
国債10年物（期中平均）	4.03%	4.20%	4.00%	4.35%	4.61%	4.61%	4.48%	4.35%	4.24%	4.12%	4.00%	3.97%	4.14%	4.51%	4.08%
政策金利（末値）	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3月20日時点）。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国経済: 全人代後の中国経済の行方

「トランプ関税 2.0」、不動産不況 VS 内需拡大

齋藤 尚登

[要約]

- 2025 年の実質 GDP 成長率の政府目標は前年比 5.0%（以下、変化率は前年比）前後に設定された。2023 年以降、3 年連続で同じ 5.0%前後の目標となったが、達成のハードルは年々高まっている。「トランプ関税 2.0」の悪影響について、米トランプ大統領は 2025 年 2 月 4 日に、中国からの輸入に対して 10%の追加関税を、3 月 4 日にさらに 10%上乗せして合計で 20%の追加関税を課した。大和総研は、10%の追加関税で中国の実質 GDP は 0.37%、20%の追加関税で 0.73%押し下げられると試算した。
- こうした中、中国は内需拡大に最重点を置かざるを得ない。財政政策について、2024 年との比較で、2025 年の増加分は、財政赤字の 1.6 兆元、地方政府特別債券の 0.5 兆元、超長期特別国債の 0.3 兆元、特別国債の 0.5 兆元（新規発行）の合計 2.9 兆元となり、GDP 比 2.0%分となる計算だ。ただし、特別国債は大手行の資本増強に充てられ、景気を直接刺激するものではないなど、真水部分は 7 割程度と目される。トランプリスクの増大如何によって、各種国債・地方債が期中に増額される可能性があるだろう。
- 大和総研は 2025 年の中国の実質 GDP 成長率を 4.5%程度と想定し、政府目標の 5.0%前後の達成は難しいと予想している。「トランプ関税 2.0」の悪影響がより大きくなる可能性が高いこと、不動産不況からの脱却は容易ではないこと、などがその主因だ。

2025 年の政府成長率目標は 3 年連続で前年比 5.0%前後に設定

2025 年 3 月 5 日～11 日に、第 14 期全国人民代表大会（全人代＝日本の国会に相当）第 3 回会議が開催された。初日に李強首相が政府活動報告を行い、2025 年の実質 GDP 成長率の政府目標は前年比 5.0%（以下、変化率は前年比）前後に設定された。

2023 年以降、3 年連続で同じ 5.0%前後の目標となったが、達成のハードルは年々高まっている。2023 年の実質 GDP 成長率が 5.4%となり、目標を上回ったのは前年の 2022 年が第 2 次コロナショックで 3.1%成長にとどまった反動によるものだ。2024 年の 5.0%成長は、米国でトランプ氏が大統領に就任する前に（追加関税がかかる前に）、前倒しで輸出するインセンティブが高まったことが大きい。2024 年の外需（純輸出）の実質 GDP 需要項目別寄与度は 1.5%pt となり、2023 年の▲0.6%pt から大幅なプラスに転じた。

2025 年は前倒し輸出の反動に加え、「トランプ関税 2.0」の悪影響が懸念される。

前倒し輸出の反動に関連して、中国通関統計によると、2025 年 1 月～2 月の輸出は 2.3%増（以下、貿易はドル建て）、輸入は 8.4%減、貿易黒字は 36.9%増の 1,705.2 億ドルであった。輸出は 2024 年の 5.9%増から減速し、輸入は 2024 年の 1.1%増から前年割れとなった。輸入の減少は内需の低迷を示唆していよう。2025 年の実質成長率についても純輸出がプラスに寄与する可能性があるが、それは輸入の相対的な弱さに起因すると予想される。

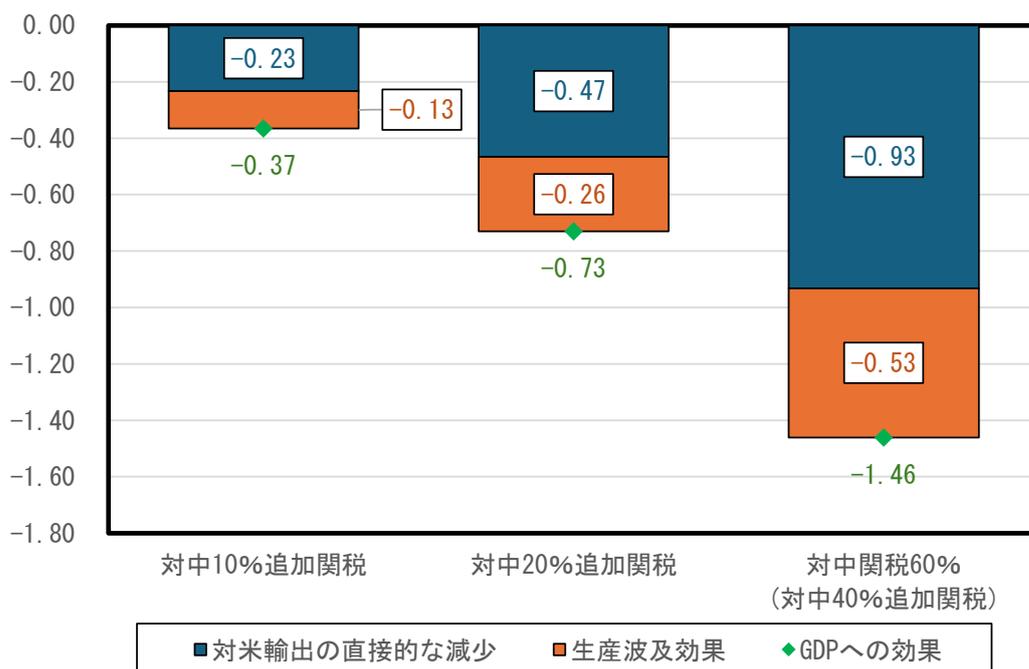
「トランプ関税 2.0」の悪影響について、米トランプ大統領は 2025 年 2 月 4 日に、中国からの輸入に対して 10%の追加関税を、3 月 4 日にさらに 10%上乗せして合計で 20%の追加関税を課した。大和総研は、10%の追加関税で中国の実質 GDP は 0.37%、20%の追加関税で 0.73%押し下げられると試算した（次頁図）。

政府活動報告で示されたこの他の主要目標は以下の通りである。

- 都市調査失業率は 5.5%前後（2024 年の目標は同左、実績は 5.1%）、都市新規雇用増加数は 1,200 万人以上（2024 年の目標は同左、実績は 1,256 万人）とする、
- 消費者物価上昇率は 2.0%前後（2024 年の目標は 3.0%前後、実績は 0.2%）とする、
- 所得の伸び率を経済成長率とほぼ同じにする（2024 年の目標は同左、実績は実質 GDP 成長率が 5.0%、実質所得伸び率は 5.1%）
- 国際収支の基本的均衡を維持する（2024 年の目標は同左、実績に関して、経常収支は 4,220 億ドルの黒字、GDP 比は 2.2%）
- 食糧生産を 7.0 億トン前後とする（2024 年の目標は 6.5 億トン以上、実績は 7.1 億トン）、
- 単位 GDP 当たりエネルギー消費量を 3.0%前後減少（2024 年の目標は 2.5%前後の減少、実績は 3.8%の減少）させ、生態環境を持続的に改善する。

以下では、目標に変化があった消費者物価上昇率、食糧生産、単位 GDP 当たりエネルギー消費量の削減目標について、コメントする。

「トランプ関税 2.0」の中国実質 GDP への影響（単位：％）



（注）米国による追加関税措置の結果、中国で生産された貿易財（最終財、中間財）の対米輸出が減少した場合の波及効果をOECDの国際産業連関表（2019年）を用いて試算したもの。数値は小数点第二位を四捨五入しており、合計が一致しない場合がある

（出所）OECDより大和総研作成

中国政府は2025年もデフレ傾向継続を想定か

消費者物価上昇率は2024年の3.0%前後から2025年は2.0%前後に引き下げられた。これは、国内需要の低迷や過剰生産能力の問題などから、2024年の実績が0.2%にとどまったことが反映されているように。

物価は「抑制」目標であり、中国政府がその引き下げをよいことだと捉えているとしたら、問題だ。警戒すべきはデフレであり、インフレではない。中国では、2023年4月～6月以降、7四半期連続でGDPデフレーターがマイナスとなっているが、中国政府は、2025年もデフレ傾向が続くと想定している節がある。後述するように、2025年の予算案では、財政赤字のGDP比は4.0%前後、金額は5兆6,600億元（2025年3月20日時点では1元＝約20.6円）が計画されている。ここから想定される2025年の名目GDPは141.5兆元程度となる。2024年の名目GDPは134.9兆元であり、2025年の名目成長率は4.9%程度と計算される。政府成長率目標の実質5%前後とほぼ同じである。

一般にデフレ下では、家計は継続的な物価下落を織り込み、消費を先送りにしがちだ。消費が停滞すれば、生産も低迷、企業業績が悪化し、企業は設備投資を抑制し、賃金も減少する。それがさらに消費に悪影響を与えるなど悪循環が発生し、経済にマイナスの影響が出ることになる。残念ながら政府当局にこのデフレへの警戒感が希薄のように見える。

中国国家統計局によると、2025年1月の消費者物価上昇率は+0.5%となり、やや上振れした

が、これは食品などの需要が高まる旧正月の時期のずれ（2024年の旧正月は2月10日、2025年は1月29日）によるものであり、2月は▲0.7%となった。1月～2月は▲0.1%であり、デフレ傾向が続いている。

食糧の安全保障を背景に食糧生産の目標を引き上げ

食糧生産の目標は、2024年の6.5億トン以上から2025年は7.0億トン前後に引き上げられた。2024年の実績7.1億トンとほぼ見合いであるが、急な増産はできない。中国は、食糧の安全保障の観点から、食糧自給率を高めるべくかなり前から増産体制を整えていたと思われる。トランプ氏の大統領再登板により、食糧の安全保障の重要性は一段と増していよう。

2025年2月4日の米国の10%追加関税に対する報復措置として、中国は2月10日以降、米国から輸入する石炭、液化天然ガスなどに15%、原油、農業機械、大型自動車などに10%の追加関税を課した。米国が3月4日にさらに10%の関税を上乗せし、合計20%の追加関税措置を発動したことに對して、中国は3月10日以降、米国からの小麦、トウモロコシ、鶏肉、綿花などに15%の追加関税を、大豆、豚肉、牛肉、水産物、果物などに10%の追加関税をかけている。エネルギーと農業関連はトランプ大統領の支持基盤であり、それを狙い撃ちにしている感がある。中国としては、エネルギー消費の抑制や調達分散化、農業関連では自給率の向上と調達の分散化を図ることで、輸入関税引き上げによる悪影響を一部相殺することができることになる。

なお、米国は中国からの輸入の全てを追加関税の対象にしているのに対して、中国による報復関税措置は限定的だ。2月10日発動分は対象が140億ドルで、2024年の対米輸入の8.5%、3月10日発動分は同様に223億ドル、13.6%にとどまる。

省エネや汚染物質排出削減への取り組みが一段と強化される可能性

単位GDP当たりのエネルギー消費量の削減目標については、2024年の2.5%前後減から、2025年は3.0%前後減へとハードルが一段上がった。2024年実績の3.8%減をベースに、高めの目標設定がなされたことになる。ここには当然、エネルギー安全保障の強化が背景にあろう。2025年は省エネや汚染物質排出削減への取り組みが一段と強化される可能性が高い。

2025年の10項目の重点活動任務、最重点は内需拡大

政府活動における2025年の重点活動任務には、①消費押し上げと投資効果の向上に力を入れ、内需を全面的に拡大する、②各地の実情に即して新質生産力（後述）を発展させ、現代的産業システムの整備を加速する、③科学教育興国戦略を踏み込んで実施し、国のイノベーションシステム全体の効果を高める、④柱となる改革措置の早期実施を推進し、経済体制改革の牽引的役割をよりよく発揮させる、など10項目が掲げられた。②の新質生産力とは、2023年9月に習近平総書記が黒龍江省を視察した際に初めて言及した言葉であり、科学技術・イノベーションに

基づく先進的な生産力を指す。

2024年は新質生産力やイノベーションが最重視されていたが、2025年は「内需拡大」に最重点が置かれた。トランプリスクが増大する中で、2025年も5%成長を維持するには、内需拡大に期待するしかないのであろう。

全人代政府活動報告で示された2025年の10項目の重点活動任務

- ①消費押し上げと投資効果の向上に力を入れ、内需を全面的に拡大する
- ②各地の実情に即して新質生産力を発展させ、現代的産業システムの整備を加速する
- ③科学教育興国戦略を踏み込んで実施し、国のイノベーションシステム全体の効果を高める
- ④柱となる改革措置の早期実施を推進し、経済体制改革の牽引的役割をよりよく発揮させる
- ⑤ハイレベルの対外開放を拡大し、貿易・対内投資の安定化に積極的に取り組む
- ⑥重点分野のリスクを効果的に防止・解消し、システムリスクを生じさせないという最低ラインをしっかりと守り抜く
- ⑦「三農（農業・農村・農民）」活動にしっかりと力を入れ、農村の全面的振興を踏み込んで推進する
- ⑧新型都市化と地域間の調和のとれた発展を促進し、発展の空間構造をさらに適正化する
- ⑨炭素排出削減・汚染対策・グリーン化・経済成長をバランスよく推進し、経済・社会発展の全面的グリーン化を加速する
- ⑩民生の保障・改善に一層注力し、ソーシャル・ガバナンスの効果を高める

（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）第14期全国人民代表大会第3回会議における李強首相の政府活動報告より大和総研作成

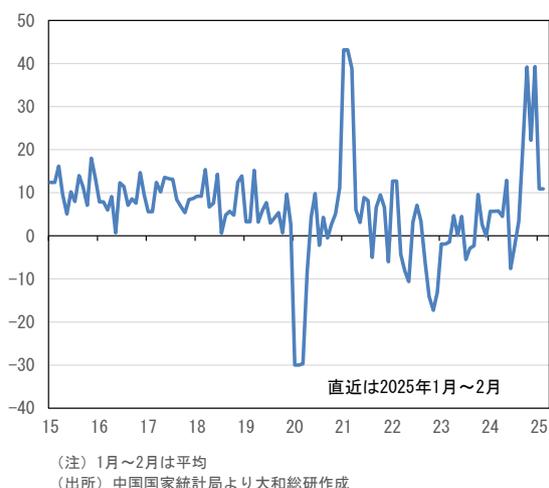
内需拡大では、(1)消費財の買い替え促進策の強化、(2)有効投資の積極的な拡大が重視されている。

(1)について、2024年7月25日に打ち出された消費財買い替え支援強化策では、自動車と家電¹の買い替えに際し、条件を満たすガソリン車は1.5万元（従来は7,000元）、新エネルギー車は2万元（従来は1万元）、家電は最大2,000元（従来は1,000元）の補助金が購入者に支給された。これは、2025年も継続されるほか、家電については、浄水器、食洗機、炊飯器、電子レンジが新たに対象に追加された。この他、スマートフォン、タブレット端末、スマートウォッチの買い替えに最大500元の補助金が支給される政策も開始されている。

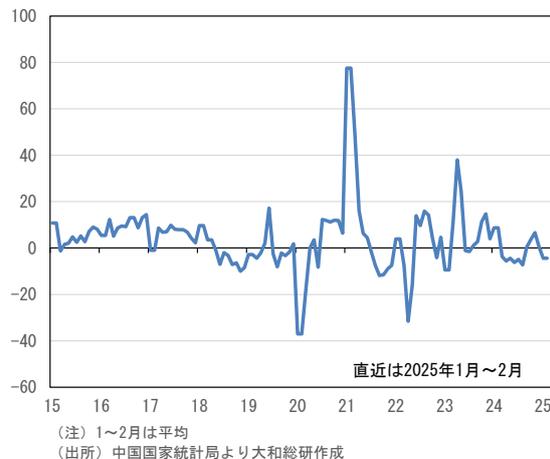
中国国家统计局によると、2025年1月～2月の小売売上は4.0%増となり、2024年の3.5%増からやや加速した。1月～2月の家電・音響映像機材販売金額は10.9%増となり、一時ほどの勢いはないとはいえ、好調な販売が続いている。また、同時期の自動車販売金額は4.4%減と低迷しているが、販売台数は13.1%増と好調だ。金額と台数の差は、熾烈な価格競争（値引き合戦）によるところが大きい。なお、販売金額から補助金分が差し引かれているのではないかと指摘があるが、これは正しくない。購入者は購入後に改めて補助金の申請を行う必要があり、販売価格から直接補助金分が割り引かれるわけではないからだ。

¹ 対象は、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、レンジフードの8製品。

家電・音響映像機材販売金額の推移 (前年同月比) (単位：%)



自動車販売金額の推移 (前年同月比) (単位：%)

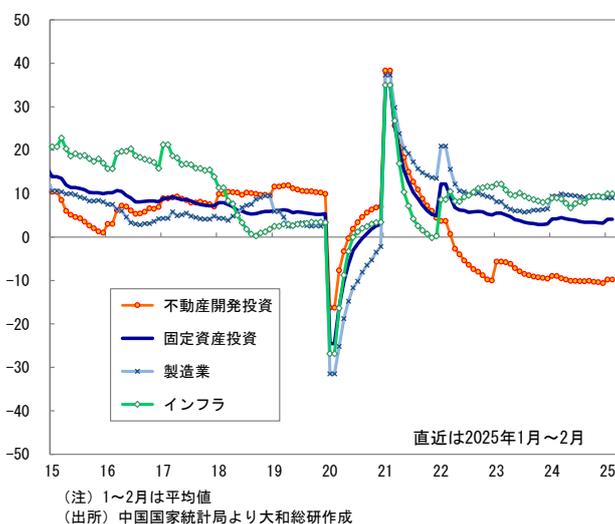


(2) については、重点事業の実施の加速や、2025年が最終年度となる第14次5カ年計画の重要プロジェクトの円滑な終了などが掲げられた。

これに関連して、足元の固定資産投資の動向を確認すると、2025年1月～2月は4.1%増となり、2024年の3.2%増からやや加速した。1月～2月の分野別には、製造業が9.0%増（2024年は9.2%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は9.9%増（同9.2%増）、不動産開発投資は9.8%減（同10.6%減）であった。

不動産開発投資は、2024年まで3年連続で10%前後の減少となったが、2025年に入ってもその傾向が続いている。政府が注力するのは、需要喚起による住宅在庫の圧縮と、工事中断問題の改善であり、新規の不動産プロジェクトは抑制されている。

固定資産投資全体、分野別の推移 (1月から累計の前年同期比、単位：%)



新質生産力とイノベーション

2025年の重点活動任務の②と③に掲げられたのが、新質生産力とイノベーションであり、こちらも引き続き重視されている。

重点活動任務の②について、政府活動報告では、(1) 新興産業と未来産業を大きく成長させる、(2) 既存産業の改造・高度化を推進する、(3) デジタル経済のイノベーションの活力を引き出す、などとした。(1) ではバイオテクノロジー、量子技術、具体化 AI、6G（第6世代移動通信システム）、(2) では製造業のデジタル化、(3) では大規模言語モデル、コネクテッド新エネルギー車、AI 搭載スマートフォン・パソコン、AI ロボット、などが具体的な重点として列挙されている。

重点活動任務の③では、(1) 質の高い教育システムの整備を進める、(2) ハイレベルの科学技術の自立自強を推進する、(3) 人材の質を全面的に高める、ことが推進される。(2) では、国家重点事業に国力と資源を組織的に集中する「新型挙国体制」の下で、基幹革新技術、先端技術、破壊的技術の研究開発を強化し、重要研究開発プロジェクトの実施と先見的な企画・立案を急ぐとされた。米国を中心とする西側諸国による先端技術等の対中包囲網が形成される中、「自立自強」の重要性は大きく高まっていよう。

不動産不況の行方

重点活動任務の最後のトピックとして、3年以上続いている不動産不況の行方について述べたい。

政府活動報告では、重点活動任務⑥「重点分野のリスクを効果的に防止・解消し、システムリスクを生じさせないという最低ラインをしっかりと守り抜く」の中で、「引き続き不動産市場の下落に歯止めをかけ、安定回復に力を入れる」とされた。具体策としては、(1) 自宅購入・買い替えの潜在需要を十分に喚起する、(2) 住宅地の新規供給を合理的に規制する、(3) 遊休地を活用し、住宅在庫の買い上げを促進し、買い上げ主体、価格、用途について地方政府により大きな自主権を与える、(4) 住宅の引き渡し保証の取り組みに力を入れる、(5) デベロッパーの債務不履行を効果的に防ぐ、などとされた。

基本的には、従来の政策が維持されているが、(3) に関連して、これまでは地方政府（国有企業）が買い上げた住宅在庫は、低価格の保障性住宅として販売もしくは賃貸に出すとされていたが、今回は用途について地方政府の自主性を高めるとしている。より高い価格での転売が可能となれば、住宅在庫買い取りのインセンティブが高まる可能性があるだろう。

足元の住宅市場の状況を確認すると、持ち直しの兆しがある。2025年1月～2月の住宅販売面積は3.4%減となり、2024年の14.1%減からマイナス幅が縮小している。ただし、これが持続的かといえば、疑問符が付く。問題は、住宅の投資需要の行方である。不動産不況に陥る以前の中国では、投資需要は全体の3割とも4割ともいわれていたが、これが回復するには住宅価格の中長期的な先高観が台頭することが重要だ。しかし、直近2025年2月の新築住宅価格は▲5.2%と、35カ月連続の下落となった。住宅価格が中長期的に上昇するとの期待が高まると考え

るのは非常に困難であろう。

緩和的な金融政策とさらに強化した積極的財政政策が内需拡大をサポート

緩和的な金融政策と拡張的な財政政策が、2025年の最重点任務である「内需拡大」をサポートしよう。2025年の金融政策は、2011年から2024年まで続いた「中立」から「適度な緩和」に転換された。政府活動報告でも、「預金準備率・政策金利は適時引き下げる」旨が明示されている。

財政政策は2009年から2024年の「積極」から2025年は「さらに強化した積極」財政が志向される。全人代の「2024年度中央・地方予算の執行状況および2025年度中央・地方予算案についての報告」によると、①2025年予算案の財政赤字は5兆6,600億元、GDP比は4.0%前後と、2024年のそれぞれ4兆600億元、3.0%前後から拡大する、②インフラ投資などに活用される地方政府特別債券のネットの発行額は2024年の3.9兆元から2025年は4.4兆元に増額する、③強い国作りのためなどに使用される超長期特別国債は2024年の1.0兆元から2025年は1.3兆元に増額する、④大型国有商業銀行の資本増強のため、2025年は新規に特別国債を0.5兆元発行する、ことなどが発表された。なお、上記②～④で調達した資金は政府性基金に組み込まれ、財政赤字としてカウントされない。

①の財政赤字のGDP比は、従来は余程のことがない限り3%以内に抑制されてきたが、2025年は予算案の段階で4%前後に設定された。状況に応じて追加対策が講じられる可能性も高い。

②の地方政府特別債券は、インフラなど地方の重点分野における脆弱部分の補強、地域的重要戦略の実施、新質生産力の発展、質の高い発展の促進などに活用される。一部は、土地収用・住宅在庫の買い上げなどにも使われる。さらに、上記とは別枠で、地方政府融資平台（中国版第3セクター）の債務を地方政府債務に付け替えるために、2024年から2026年にかけて6兆元が発行されることになっている。図表「地方政府特別債券の発行額とGDP比、純増額」で2024年の実際のネットの発行額が政府発表の3.9兆元より2兆元ほど多いのはこのためである。

中国の金融・財政政策の推移

	金融政策	財政政策
1993～1996年	適度に引き締め	適度に引き締め
1997～2006年	穏健（中立）	積極
2007～2008年	引き締め	穏健（中立）
2009～2010年	適度に緩和	積極
2011～2024年	穏健（中立）	積極
2025年	適度に緩和	さらに強化した積極

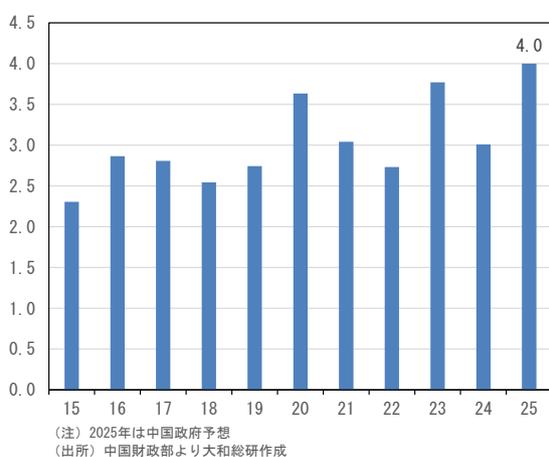
（注）中国では毎年12月に開催される中央経済工作会議で翌年の金融・財政政策の方針を決定

（出所）中国証券時報より大和総研作成

③の超長期特別国債の使い道は以下の通りである。本来の目的である国家重要戦略と重点分野の安全保障能力の向上などのために2024年は7,000億元を活用したが、2025年は8,000億元とされた。2024年からは1,000億元の増額である。一方で、設備更新と自動車・家電の買い替え補助金は合計で2024年の3,000億元から2025年は5,000億元に増額された。短期的な景気刺激の必要性がより高まっているのであろう。

④の特別国債発行による大手行の資本増強には、(1)貸出増加により、景気を下支えする、(2)不良債権処理を加速する、ことが期待されよう。ただ、(2)について、その金額の小ささからいえば、抜本的な不良債権処理は想定されていないとみられる。

中国の財政赤字の GDP 比の推移 (単位：%)



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	
	A	B	A	B	A	B
2017年	8,000	6,223	0.9	0.7	4,000	5,928
2018年	13,500	12,666	1.4	1.4	5,500	6,443
2019年	21,500	20,293	2.1	2.0	8,000	7,627
2020年	37,500	34,790	3.6	3.4	16,000	14,498
2021年	36,500	37,776	3.1	3.2	-1,000	2,986
2022年	41,500	39,698	3.4	3.2	5,000	1,921
2023年	38,000	41,994	2.9	3.2	-3,500	2,296
2024年	39,000	59,673	2.9	4.4	1,000	17,679
2025年	44,000	—	3.1	—	5,000	—

(注1) ネットの発行額は、Aは予算+追加発行、B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

超長期特別国債の使途

	2024年	2025年
国家重要戦略・重点分野の安全保障能力の向上	7,000億元	8,000億元
設備更新補助金	1,500億元	2,000億元
家電買い替え補助金	1,500億元	3,000億元
合計	1兆元	1兆3,000億元

(出所) 「2024年度中央・地方予算の執行状況および2025年度中央・地方予算案」についての報告より大和総研作成

財政政策の規模は、事前に予想されていた金額よりかなり抑制的であった。例えば、2025年の超長期特別国債発行額は事前の予想では1.5兆元～2.0兆元が期待されていたが、実際は1.3兆元となった。特別国債は予想の1兆元の半分の規模となった。

2024年との比較で、2025年の増加分は、財政赤字の1.6兆元、地方政府特別債券の0.5兆元、

超長期特別国債の 0.3 兆元、特別国債の 0.5 兆元（新規発行）の合計 2.9 兆元となり、GDP 比 2.0%分となる計算だ。ただし、特別国債は大手行の資本増強に充てられ、景気を直接刺激するものではないなど、真水部分は 7 割程度と目される。トランプリスクの増大如何によって、各種国債・地方債が期中に増額される可能性はあろう。

今回の財政政策は、大手行の資本増強など金融リスクの低減（地方政府融資平台の債務の地方政府債務への付け替えも同じ文脈）と、設備更新や自動車・家電の買い替え促進などによる短期的な景気刺激を両立しようとしているようにみえる。ただし、補助金政策による設備更新や消費財の買い替え促進は需要先食いの面がある。自動車・家電については、2024 年 9 月以降、政策効果が発現していることから 2025 年 9 月以降はその反動が懸念される。

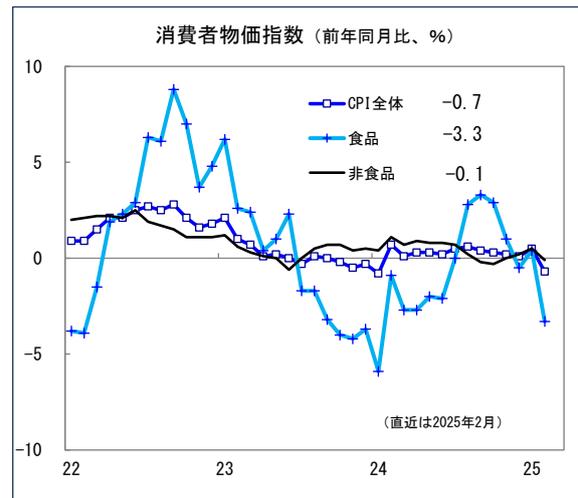
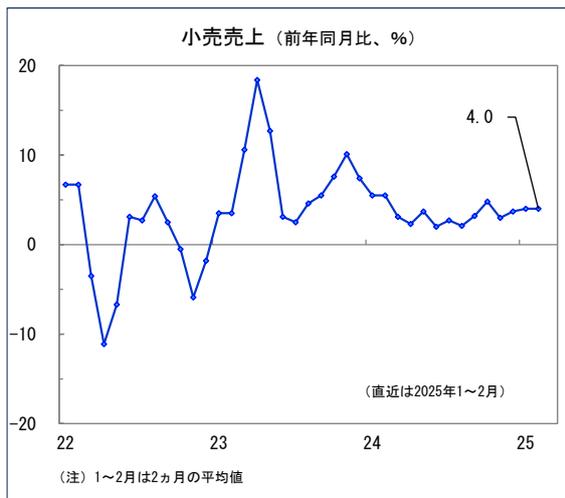
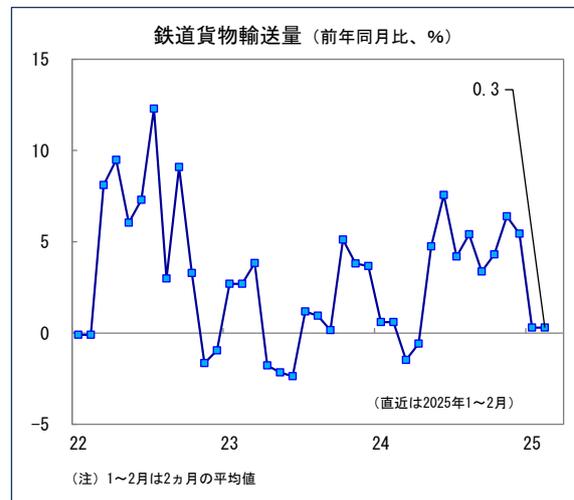
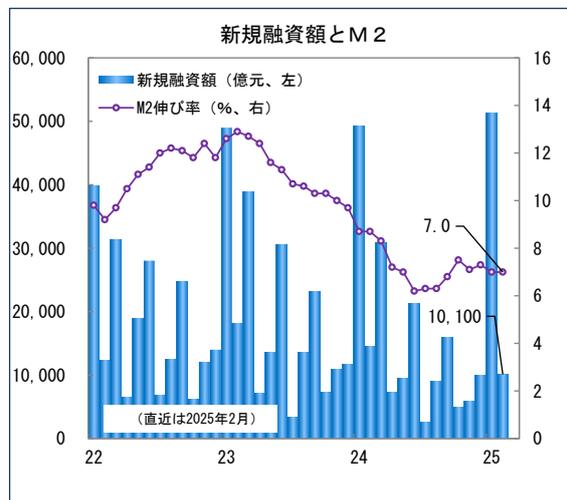
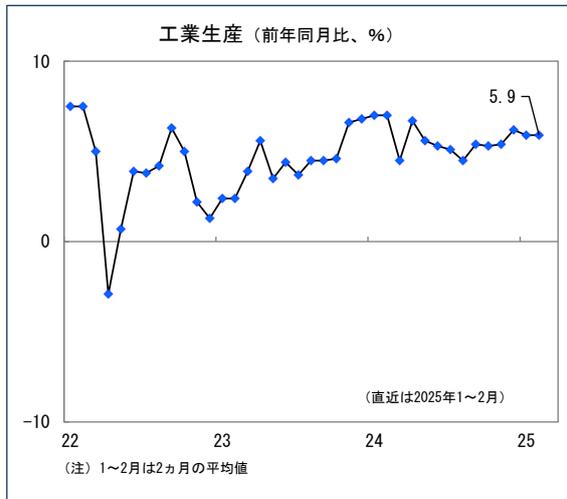
最後に、大和総研は 2025 年の中国の実質 GDP 成長率を 4.5%程度と想定し、政府目標の 5.0%前後の達成は難しいと予想している。「トランプ関税 2.0」の悪影響がより大きくなる可能性が高いこと、不動産不況からの脱却は容易ではないこと、などがその主因だ。ただし、「トランプ関税 2.0」が深掘りされなかったり、年央など早めのタイミングで財政出動が強化されたりなどすれば、政府目標の達成も射程に入るかもしれない。2025 年の中国経済の行方を大きく左右するのは、トランプリスクという点に変わりはない。

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	2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	5.9		
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	1.3		
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	0.3		
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	4.1		
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	-9.8		
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	4.0		
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	-0.7
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	-3.3
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	-0.1
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	-2.2
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	-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	10,100
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	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	10.6	2.3	
輸入（前年同月比、%）	3.7	-	-2.0	8.3	2.1	-2.5	6.7	0.1	0.2	-2.3	-3.9	1.0	-8.4	
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	623.0		585.9	720.0	814.5	989.5	854.1	914.8	817.2	957.6	972.2	1,046.4	852.6	
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	-5.5
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	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	-22.5	-29.9	
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	-15.7		
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	-5.5		
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	-2.9		

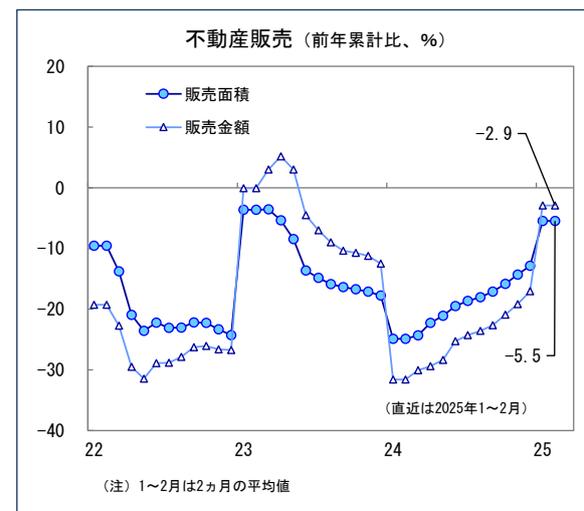
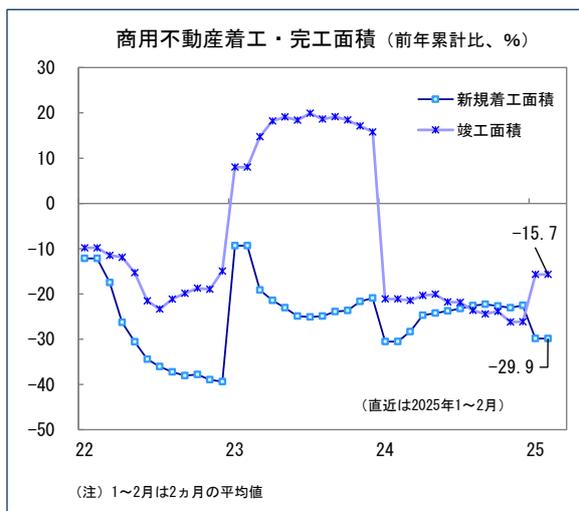
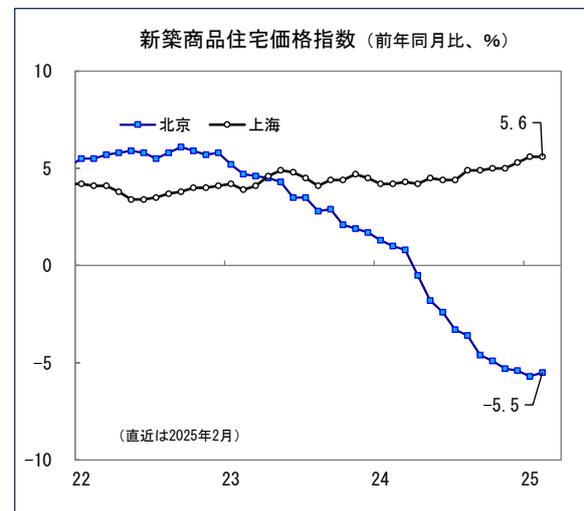
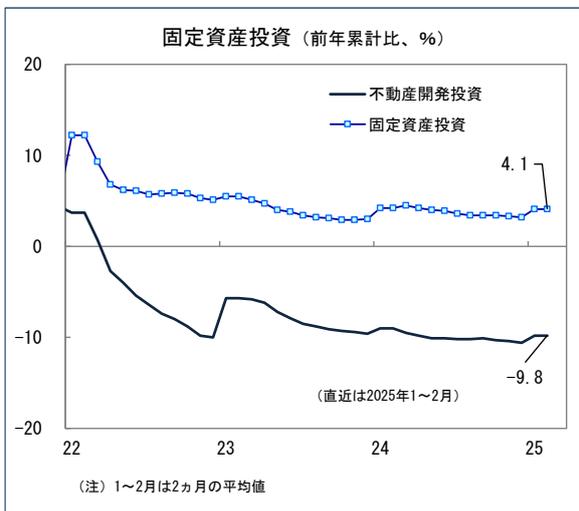
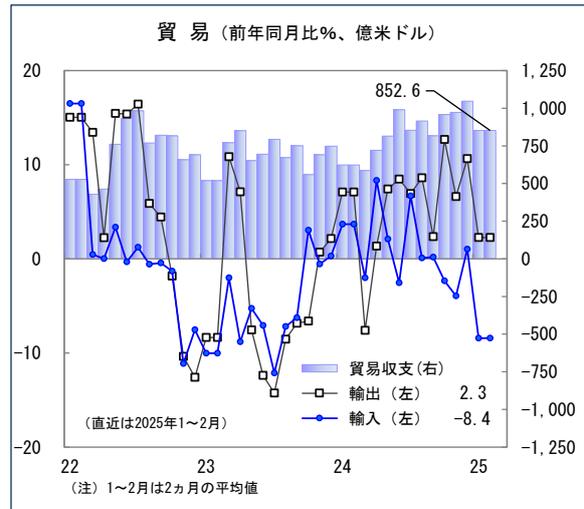
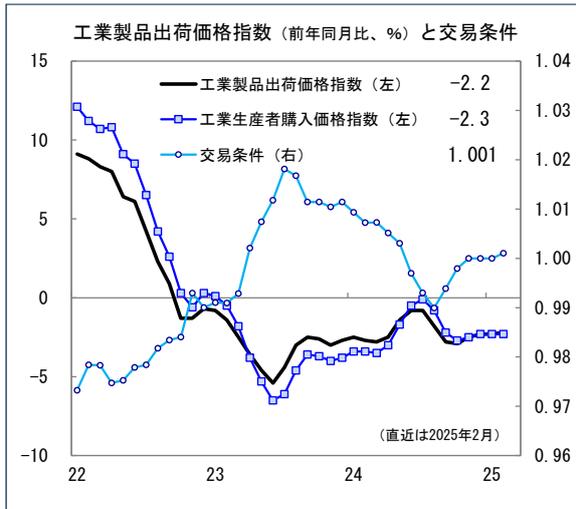
（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家統計局、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一局、CEIC より大和総研作成