

2025 年 4 月 24 日

主要国経済 Outlook

2025 年 5 月号 (No. 462)

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

「相互関税」騒動と日本の選択

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光

日本経済 3

足元の「トランプ関税」の動きを踏まえ、実質 GDP 見通しなどを改訂

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司

米国経済 11

高まるスタグフレーションリスク

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 23

相互関税で悲観が広がる

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 34

トランプ関税 2.0 で 25 年は 3.9%成長へ

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

「相互関税」騒動と日本の選択

佐藤 光

米トランプ政権が打ち出した「相互関税」を巡る動きによって、世界が揺さぶられ続けている。当初発表された一部国・地域への高い関税率とその後の適用の一部停止、他方で中国との関税率引き上げ合戦などを経て、米国と世界各国・地域との交渉段階に入ってきた。

相互関税に対し、これまでに伝えられた各国・地域の対応は、関税引き下げ、対米輸入拡大、報復見送り等様々だ。米国としては、ほぼ世界全体を相手にするだけに、極端な条件提示で相手に一致した対応をさせないという戦略が奏功しているようにみえる。しかし、世界一の経済大国という地位を最大限利用したこの手法が、どこまで思惑通りに機能するかは未知数だ。

国際的には、米国自らがリード役であった従来の経済秩序を放棄するのならば、その隙間をつく覇権争いにより、世界情勢はしばらく混沌とする可能性がある。自国第一主義の波及が懸念される中、象徴的な事例として、仮にトランプ関税を全て実施した場合の米国の平均関税率は、第2次世界大戦前のブロック経済の時期をも上回る高水準になることが挙げられる。

何より、米国政府発のサプライズや方針転換の連発は、米国内をはじめとして、個人や企業には政治・政策への不信感や、経済の先行き不透明感をもたらすことになる。実際に、米国の消費者信頼感指数は直近で急速に低下している。そして、これらは消費や投資行動の萎縮を招きかねない。たとえ今後の交渉等により関税率が従来並みの水準に戻されたとしても、政治が信頼を損ねた中での個人や企業のマインド回復は容易ではなく、悪影響が長引く恐れがある。

資源・エネルギーや食料の多くを輸入に頼る日本としては、自由貿易体制の維持は国家の存続に不可欠といえる。自由貿易を守る日本の立場を明確にした上で、米国との交渉を進めながらも、場合によっては米国抜きでの経済体制の再構築も視野に入れるべきだ。例えば、日本が発足を主導したCPTPP（環太平洋パートナーシップに関する包括的及び先進的な協定）について、参加に関心を示す中国も含む一層の加盟国拡大や、EUとの連携等が有効だろう。一方で当面は、経済環境急変による悪影響への緩和策も必要だ。いずれも、迅速かつ積極的な行動を要する。

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞（2025 年 4 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	0.0	1.0	1.3	0.9	0.8	1.5	0.1	1.2	0.9
									<u>0.7</u>	<u>0.7</u>	<u>1.0</u>	<u>0.9</u>
米国	3.0	3.1	2.4	-0.6	0.8	1.8	1.4	1.7	2.9	2.8	1.3	1.7
ユーロ圏	0.7	1.7	1.0	0.8	0.4	0.3	0.8	1.2	0.4	0.9	0.8	1.1
英国	1.8	0.0	0.4	1.8	0.5	1.1	1.3	1.4	0.4	1.1	0.9	1.3
中国	4.7	4.6	5.4	5.4	3.8	3.5	3.3	4.1	5.2	5.0	3.9	4.0
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>6.3</u>	<u>6.4</u>
ロシア	4.3	3.3	4.5	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	4.1	4.3	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

足元の「トランプ関税」の動きを踏まえ、実質 GDP 見通しなどを改訂

神田 慶司
久後 翔太郎
田村 統久
秋元 虹輝

[要約]

- 米国のトランプ政権の関税政策（以下、「トランプ関税」）に、日本及び世界経済は翻弄されている。トランプ関税を「国・地域別関税」と「品目別関税」に大別し、実施予定の関税措置（電子機器を含む半導体や医薬品など）も想定すると、国・地域別関税による日本の実質 GDP への影響は最大で▲0.9%程度、「相互関税」の上乗せ税率が再適用されると同▲2.2%程度）、品目別関税では同▲0.5%程度と試算される。
- 国・地域別に異なる関税率が課されることで、米国内での各国・地域製品の競争力（相対価格）が変化し、代替需要が発生する可能性がある。米国内での日本製品の競争力はとりわけ中国製品に対して高まり、いわゆる「漁夫の利」を得る可能性があるものの、実質 GDP への影響は+0.3%程度にとどまるだろう。トランプ関税による負の影響を一部相殺するにすぎないことには留意が必要だ。
- 当社では相互関税の発表を受け、4月4日に日米欧中の経済見通しを下方修正した。その後、上乗せ税率の適用が90日間停止されたことや、日本など一部の国・地域で対米交渉が始まったことを踏まえ、経済見通しを再び改訂する。予測期間中に上乗せ税率が適用されないなどの想定の下、日本の実質 GDP 成長率は2025年度で前年比+1.0%、2026年度で同+0.9%と見込んでいる。また、本稿執筆時点で公表された基礎統計の結果を踏まえると、2025年1-3月期の実質 GDP 成長率は前期比年率でゼロ近傍になりそうだ。

トランプ氏の米大統領就任から3カ月が経過した。その間に矢継ぎ早に発動された関税政策、いわゆる「トランプ関税」に日本及び世界経済は翻弄されてきた。

トランプ関税による日本経済への影響については当社の「[日本経済見通し：2025年3月](#)」でも取り上げたが、公表後の4月上旬には「相互関税」の一部や、自動車への追加関税が発動された。さらに、電子機器を含む半導体などへの関税措置が検討されている。

先行き不透明感が大きく高まる中、本稿ではまず、これまでのトランプ関税を整理し、日本経済などへの影響を試算する。その上で、4月4日に改訂した日本の実質 GDP 成長率見通し¹を、直近の関税動向を踏まえて再び改訂する。

1. 「トランプ関税」で下振れリスクが高まる日本経済

「国・地域別」と「品目別」の2軸で整理されるトランプ関税

これまでのトランプ関税を整理したのが**図表1**だ。トランプ大統領は2月1日、合成麻薬「フェンタニル」の流入や移民問題などを理由に、メキシコ・カナダからの輸入品に25%、中国からの全輸入品に10%の追加関税を同月4日から課す大統領令に署名した（以下、まとめて「フェンタニル関税」）。メキシコ・カナダについては1カ月延期された後に一部製品²を対象に発動され、中国については計20%の追加関税が発動された。さらに、3月12日には全世界から輸入する鉄鋼・アルミニウム製品に対して25%の関税が課された。

図表1：「トランプ関税」の概要（4月22日時点、図表中の「+」は追加関税）

国・地域別関税(IEEPA(国際緊急経済権限法)関税)	
相互関税 ベースライン関税(+10%)：4/5～ 上乗せ税率(57カ国・地域を対象)：4/9～ ⇒中国以外の国・地域への適用(+1～+40%)は 90日間停止 対中国(計+34% ⇒ 計+125%) ※当初は+34%(フェンタニル関税と合計で+54%)、4/9に+84%(同+104%)、 4/10に+125%(同+145%) に引き上げ 《ベースライン関税と上乗せ税率の合計税率の例》 日本：+24% 、EU：+20%、韓国：+25%、インド：+26%、ベトナム：+46%	フェンタニル関税 対中国(+20%)：2/4～ ※当初は+10%、3/4に+20%に引き上げ 対メキシコ・カナダ(25%)：3/4～ ※カナダのエネルギー・同資源は例外的に10%、USMCA準拠品目は当面免除。
品目別関税(通商拡大法232条関税)	
鉄鋼・アルミニウム製品(25%)：3/12～ 自動車・同部品(+25%)：自動車は4/3～、同部分品は5/3～ 半導体(含む電子機器)、医薬品、銅、木材・製材品：今後導入予定	

(出所) ホワイトハウス、各種報道等より大和総研作成

¹ 神田慶司・矢作大祐・齋藤尚登・橋本政彦「『相互関税』を受け、日米欧中の経済見通しを下方修正」(大和総研レポート、2025年4月4日)

² 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%とされた。また、米国・メキシコ・カナダ協定(USMCA)の準拠品への関税措置は当面免除される。

4月に入ると、2日には相互関税が発表された。原則として、各国・地域に一律10%の「ベースライン関税」を5日から課し、日本や中国、欧州連合（EU）など米国の貿易赤字額が大きい57カ国・地域には9日から上乗せ税率を適用する予定だった（日本はベースライン関税との合計で24%）。もっとも、上乗せ税率は適用直後に中国を除いて90日間停止された。中国に対しては、報復措置を行ったとして、フェンタニル関税・ベースライン関税と合わせて145%の追加関税が発動された。一方で品目別では、3日に自動車への25%の追加関税が発動され、5月3日からは同部品にも適用される。さらに、電子機器を含む半導体、医薬品、銅、木材・製材品への追加関税も検討されている。

これらの関税措置を大別すると、国際緊急経済権限法（IEEPA）に基づく「国・地域別関税」と、通商拡大法232条に基づく「品目別関税」に大別される。相互関税やフェンタニル関税は前者、鉄鋼・アルミニウム製品や自動車などへの関税措置は後者に分類される。トランプ関税では、交渉材料として利用しやすく税収増も期待されている国・地域別関税と、重要性の高い製品の国内生産の促進などを目的とした品目別関税という2種類の措置を組み合わせることで、貿易不均衡の是正や製造業の復活といったトランプ大統領の考える「国益」の実現を目指しているとみられる。

相互関税の上乗せ税率が再適用されれば日本経済への悪影響は大幅に拡大

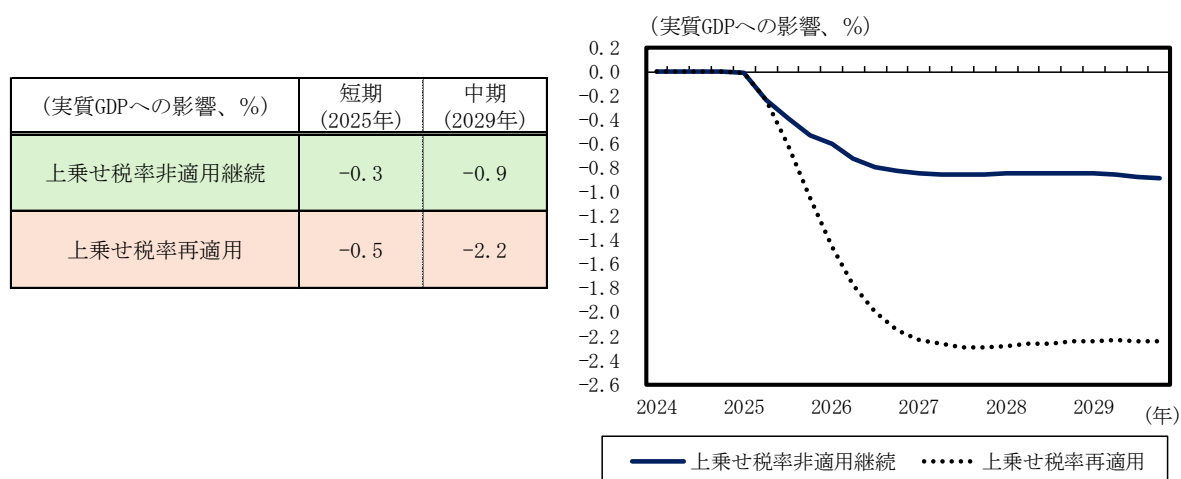
2種類の関税措置のうち、国・地域別関税による日本の実質GDPへの影響を試算した結果が**図表2**である。ここではフェンタニル関税とベースライン関税、対中145%追加関税がいずれも継続すると想定し、FRB/USモデル（米連邦準備制度理事会（FRB）が開発した米国のマクロ経済モデル）と当社の短期マクロモデルを用いてシミュレーションを行っている。また、図表中の点線は90日間の停止期間後（7月9日以降）に上乗せ税率が再適用されるケースを示している。

上乗せ税率の適用停止が継続する場合、日本の実質GDPへの影響は2025年で▲0.3%程度、2029年で▲0.9%程度と試算される³。ベースライン関税などによって世界全体で貿易取引が減少することが背景にある。加えて、対中145%追加関税と中国の対米報復措置により、米中間の貿易量の急減や物価高などを通じて両国の景気が悪化し、日本を含む多くの国・地域から米中への輸出が減少することなども影響している。

もっとも、日本を含む各国・地域の対米交渉がまとまらず、90日間の停止期間後に上乗せ税率が適用される可能性も残っている。この場合、実質GDPへの影響は2025年で▲0.5%程度、2029年で▲2.2%程度へとマイナス幅が大幅に拡大する見込みだ。7月9日までの適用停止期間中に日本など主要国・地域が米国との“ディール”をまとめることができるかが、世界経済の先行きを占う上で極めて重要な要素となるだろう。

³ 久後翔太郎・秋元虹輝『『相互関税』一部停止の日本経済への影響』（大和総研レポート、2025年4月10日）では、日本の実質GDPへの影響を2025年で▲0.2%程度、2029年で▲0.6%程度と試算していた。執筆時点では中国の追加関税が「125%」と報じられていたが、その後「145%」へと改められたため、これを反映した**図表2**の試算ではマイナス幅が拡大した。

図表 2 : 「相互関税＋フェンタニル関税」が日本経済に与える影響



(注) FRB/US モデル及び大和総研の短期マクロモデルを用いたシミュレーション。「上乗せ税率非適用継続」シナリオでは上乗せ税率に加え、電子機器等への上乗せ税率の非適用措置も継続し、「上乗せ税率再適用」シナリオでは7月9日から上乗せ税率が再適用されると想定している。また、いずれのシナリオも報復関税の影響を織り込んでおり、対中 145%追加関税は継続すると想定している。本試算には後述する相対価格の変化による影響が含まれる。

(出所) FRB、内閣府、各種統計より大和総研作成

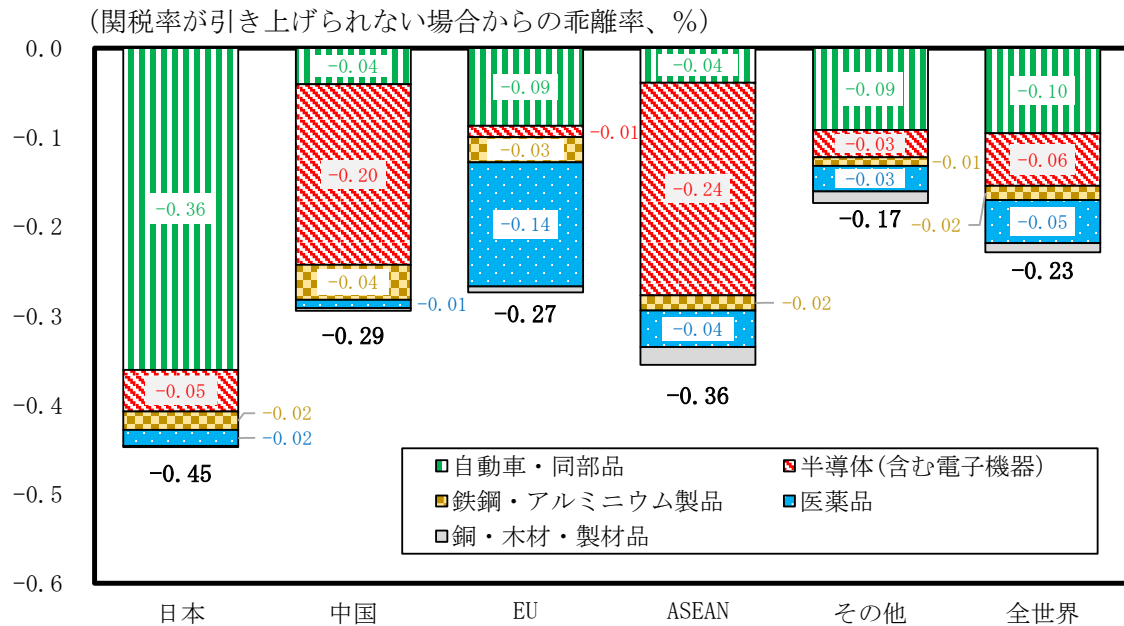
品目別関税により日本の実質 GDP は合計で 0.45%押し下げ

次に、品目別関税による各国・地域の実質 GDP への影響を経済協力開発機構 (OECD) の国際産業連関表を用いて試算した結果が図表 3 だ⁴。半導体や医薬品など本稿執筆時点で関税措置の詳細が明らかでない品目については、実施済みの品目別関税と同水準の 25%が課されると想定すると、日本の実質 GDP は合計で 0.45%程度押し下げられると試算される。全世界で見た押し下げ幅の 2 倍程度で、中国や EU など主要国・地域と比較しても品目別関税の影響は大きい。

図表 3 を見ると、日本ではとりわけ自動車・同部品への追加関税の影響が大きいのが特徴だ。日本の自動車産業は裾野が広く、悪影響が広範な産業に及び得る。一方、EU では対米輸出が相対的に多い医薬品、中国や東南アジア諸国連合 (ASEAN) では電子機器を含む半導体への影響が大きいとみられる。

⁴ 図表 3 では秋元虹輝・久後翔太郎「[米国による半導体への関税率引き上げが日本・世界経済に与える影響](#)」(大和総研レポート、2025 年 4 月 15 日)での試算結果に、自動車・同部品や鉄鋼・アルミニウム製品への追加関税の影響を加えることで、品目別関税による各国・地域への影響を網羅的に示した。

図表 3：品目別関税による主要国・地域の実質 GDP への影響



(注) 図表は関税実施による各国・地域の対米輸出減少の影響（第三国への中間財輸出減少の影響や波及効果を含む）を、OECD の国際産業連関表（2019 年版）を用いて試算したもの。課税対象品目は、既に詳細が公表されている関税措置は米政府の公表資料を参照し、公表されていない関税措置は「相互関税」の適用外品目から抽出した。試算に際し、OECD の国際産業連関表の産業分類と課税対象品目の範囲が一致しない場合は、各国・地域の対米輸出における品目別シェアを用いて補正を行っている。

(出所) OECD、ホワイトハウス、USBIS、USCBP などより大和総研作成

米国内における対中競争力の上昇が日本経済への悪影響を一部緩和する可能性

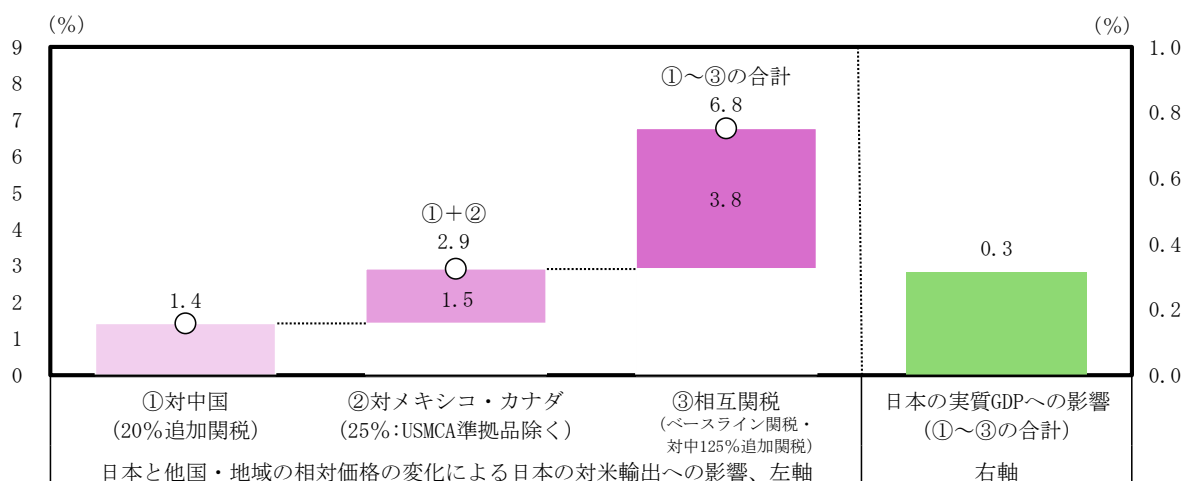
品目別関税とは異なり、相互関税やフェンタニル関税は代替効果を通じて需要を変化させる可能性がある。自動車関税を例にとると、日本車とドイツ車の双方に同率の関税が上乗せされるため、両者の米国内での競争力（相対価格）には影響しない。一方、国・地域ごとに異なる税率が課される相互関税などは競争力に影響を及ぼす。すなわち、仮に上乗せ税率が適用された場合、日本よりもドイツに対する追加的な税率が低くなる。この結果、日本の製品に対する需要の一部がドイツの製品に代替されることで、ドイツから米国への当該製品の輸出が増加するという作用が働く。

そこで、フェンタニル関税（①対中 20%追加関税、②対メキシコ・カナダ 25%関税）と③相互関税（ベースライン関税・対中 125%追加関税）による各国・地域と日本との相対価格の変化により、日本の対米輸出がどの程度変化するかを試算したのが図表 4 だ。

①により、米国における日本製品の対中国製品の競争力が高まる（相対価格が低下する）ことで、日本の対米輸出は 1.4%程度増加するとみられる。同様のメカニズムから、②と③でも日本の対米輸出は増加し得るが、とりわけ③による代替効果が大きい。ベースライン関税は一律に適用されているため、多くの国・地域に対して日本の競争力は変化しない一方、中国には 125%の相互関税が課されているため、日本の対中競争力は大幅に増加する。これがけん引役となり、国・地域別関税全体（①～③の合計）では対米輸出が 6.8%程度増加するとみられる。

もつとも、代替効果による実質 GDP の押し上げ効果は 0.3%程度にとどまる。**前掲図表 2** の試算結果には代替効果が想定されており、トランプ関税による負の影響を一部相殺するにすぎないことには留意が必要だ。

図表 4：相対価格の変化による日本の対米輸出と実質 GDP への影響



(注)2010～19年の品目別 (HS6 桁レベル) の対米輸出数量・価格を用い、国際貿易分析プロジェクト (GTAP) ベースの産業ごとに日本と各国・地域の相対価格と相対数量の弾性値 (代替弾性) をパネル分析によって推計した。さらに、各国・地域における当該産業の輸出の価格弾性を別途求めることで、代替弾性と価格弾性の差から関税率が 1%pt 上昇した場合の日本の対米輸出の増加率を算出し、それに実際の関税率を当てはめることで影響を算出した。

(出所) UN Comtrade、パデュー大学、内閣府統計より大和総研作成

2. 直近のトランプ関税の動きを踏まえ日本経済見通しを改訂

実質 GDP 成長率の見通しを 2025 年度+1.0%、2026 年度+0.9%へと上方修正

前述のように、当社では相互関税の発表を受けて 4 月 4 日に日米欧中の経済見通しを下方修正した。その後、上乗せ税率の適用が 90 日間停止されたことや、日本など一部の国・地域で対米交渉が始まったことを踏まえ、経済見通しを再び改訂する (詳細については**後掲図表 6** を参照)。

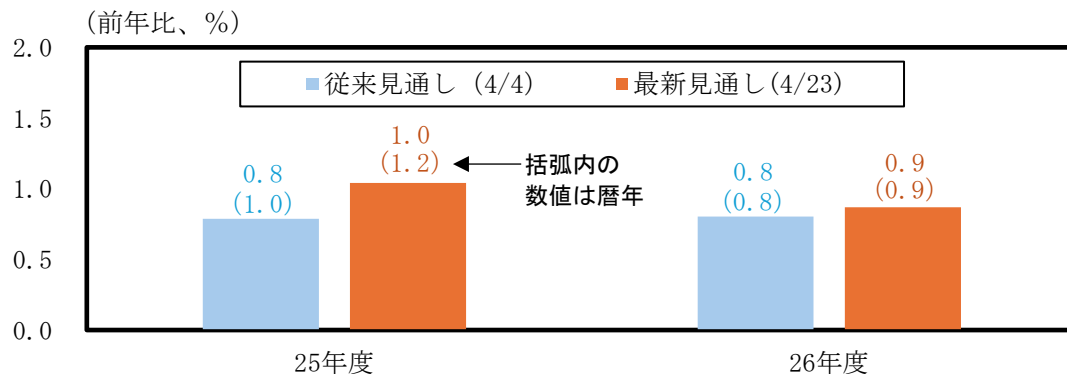
今後のトランプ関税は**図表 5 上**の下線部のように想定している。4 月 4 日の従来見通しでは、①相互関税の上乗せ税率は 2025 年 7-9 月期まで適用、②対中追加関税は同年 7-9 月期まで計 54%、その後は計 30%、③フェンタニル関税やベースライン関税、実施または実施予定の品目別関税はいずれも予測期間を通じて継続、と想定していた。

これに対して今回は、対米交渉の進展などにより、①の上乗せ税率は予測期間中に適用されないと想定した (中国を除く)。②の対中追加関税は 2025 年 7-9 月期まで直近の 145%が維持されるものの、米中景気が悪化する中で交渉の機運が両国で高まり、10-12 月期以降は 54% (=フェンタニル関税 20%+相互関税 34%) に引き下げられるとした。③については、従来と同様の内容を想定している。

図表 5：トランプ関税の想定と改訂した日本の実質 GDP 成長率見通し

<トランプ関税に関する想定>（黒字は従来、赤の下線部は今回）

- 相互関税の上乗せ税率は25年7-9月期まで適用
⇒対米交渉の進展などにより、予測期間中は適用されず（中国除く）
- 対中追加関税は25年7-9月期まで+54%、その後は+30%
⇒25年7-9月期まで+145%、その後は+54%
- フェンタニル関税、ベースライン関税、実施または実施予定の品目別関税は継続
⇒従来と同様



(出所) 内閣府統計、ホワイトハウス、各種報道等より大和総研作成

こうした想定の見直しにより、トランプ関税による経済への影響は中国を除いて緩和されることから⁵、日本の実質 GDP 成長率見通しは2025年度で前年比+1.0%（従来見通しは同+0.8%）、2026年度で同+0.9%（同+0.8%）へと上方修正した（図表 5 下）。ただし、日本を含む各国・地域の対米交渉や米中対立、品目別関税などに関する先行き不透明感は極めて大きく、経済の下振れリスクには引き続き警戒が必要だ。

2025 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率でゼロ近傍か

本稿執筆時点で公表された基礎統計の結果を踏まえると、2025 年 5 月 16 日公表予定の 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率でゼロ近傍になりそうだ。設備投資を中心に内需が拡大する一方、輸入の増加で外需寄与度が 2 四半期ぶりにマイナスとなり、全体を押し下げたとみられる。今後公表される経済指標の結果や、推計方法の変更内容⁶次第では、実質 GDP 成長率が 4 四半期ぶりにマイナスに転じる可能性もある。

設備投資は、機械投資やソフトウェア投資が堅調だったとみられる。資本財総供給指数（経済産業省）の 1、2 月の平均値は 2024 年 10-12 月期対比で 5.7%上昇しており、半導体製造装置な

⁵ 詳細は、各国・地域の経済見通しレポートを参照されたい。日本経済への影響に関しては、久後翔太郎・秋元虹輝『相互関税』一部停止の日本経済への影響（大和総研レポート、2025 年 4 月 10 日）を参照。

⁶ 通例として、内閣府は GDP の推計上新たに考慮した要因やその処理方法などを事前に公表している。2025 年 1-3 月期 GDP1 次速報の推計では、これまで基礎統計として利用していた総務省「サービス産業動向調査」、経済産業省「特定サービス産業動態統計調査」が 2024 年 12 月分をもって廃止された（2025 年 1 月分から総務省「サービス産業動態統計調査」に統合された）ことなどが新たに考慮されるとみられるが、その対応については本稿執筆時点で明らかになっていない。

どへの投資が進んだようだ。

個人消費はおおむね横ばいで推移したと予想する。価格上昇が続く食料品を中心に非耐久財が2四半期連続で減少し、前期まで好調だった耐久財は伸び悩んだとみられる。一方、外食などのサービスが持ち直し、消費全体を下支えしたようだ。

外需は、輸出が横ばいに推移する一方で、輸入が増加したと予想する。輸出では、自動車やインバウンド消費が堅調に推移したものの、業務サービスなどが弱含んだ。3月下旬にはトランプ大統領が自動車関税を発表し、相互関税を導入する考えを示したものの、駆け込み輸出の動きは目立たなかった。輸入では前期に落ち込んだ反動に加え、半導体製造装置など一部の財の上振れが見られた。

なお、1-3月期の実質GDP成長率見通しは、4月末に公表するGDP1次QE予想レポートで改めて示す予定である。

図表6：日本経済見通し（2025年4月23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	561.9	563.3	565.1	566.4	567.6	568.9	570.0	571.2	572.4	559.8	565.6	570.5
<前期比、%>	0.8	0.4	0.6	0.0	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2			
<前期比年率、%>	3.2	1.4	2.2	0.0	1.0	1.3	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8			
<前年同期比、%>	-0.7	0.7	1.1	1.7	1.2	1.1	0.8	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7 (0.1)	1.0 (1.2)	0.9 (0.9)
民間消費支出(前期比、%)	0.8	0.7	0.0	0.2	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	1.1	0.9
民間住宅投資(前期比、%)	1.4	0.5	-0.2	1.2	0.0	-0.7	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-0.9	-0.1	-2.7
企業設備投資(前期比、%)	1.1	-0.1	0.6	2.0	-0.5	0.2	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	2.5	1.7	1.5
政府消費支出(前期比、%)	1.0	0.1	0.4	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.6	0.9	1.3
公共投資(前期比、%)	5.7	-1.2	-0.7	-1.0	0.0	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	1.5	-0.9	0.5
輸出(前期比、%)	1.7	1.5	1.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.3	0.5	0.4	0.5	0.5	1.7	1.1	1.5
輸入(前期比、%)	3.0	2.0	-2.1	2.9	-0.7	-0.1	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5	0.6	3.6	1.1	1.9
名目GDP(前期比年率、%)	8.9	2.9	4.6	3.3	3.0	2.9	2.1	2.0	2.1	2.0	2.0	2.0	3.6	3.1	2.1
GDPデフレーター(前年同期比、%)	3.1	2.4	2.9	3.2	2.3	2.4	2.0	1.5	1.3	1.1	1.2	1.2	2.9	2.0	1.2
鉱工業生産(前期比、%)	2.1	0.3	0.4	-1.1	0.5	0.7	0.5	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	-1.6	0.7	1.3
コアCPI(前年同期比、%)	2.5	2.7	2.6	3.1	2.9	2.4	2.5	2.2	1.8	1.9	1.8	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	0.23	0.48	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25	0.48	0.75	1.25
10年物国債利回り(%)	1.00	0.93	1.03	1.37	1.34	1.45	1.66	1.71	1.77	1.82	1.88	1.93	1.08	1.54	1.85
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	80.7	75.3	70.3	71.4	63.2	63.1	63.1	63.1	63.1	63.1	63.1	63.1	74.4	63.1	63.1
為替レート(円/ドル)	155.8	149.1	152.4	152.4	141.8	140.9	140.9	140.9	140.9	140.9	140.9	140.9	152.4	141.1	140.9

(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。5月22日から9月末まで10円/リットルのガソリン補助金(灯油は5円/リットル)を想定。
(出所) 大和総研

米国経済 高まるスタグフレーションリスク

2025 年の実質 GDP 成長率見通しは前年比+1.3%に改定

矢作 大祐
藤原 翼

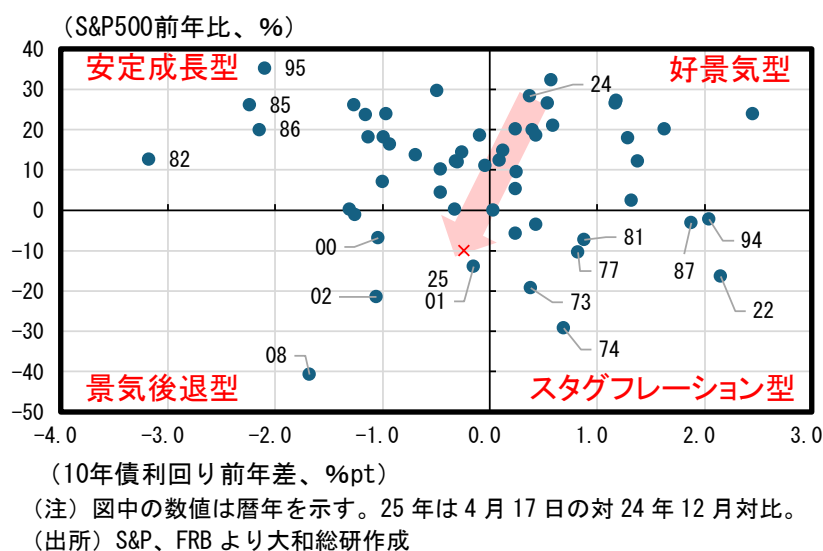
[要約]

- トランプ大統領は4月2日に公表した相互関税に関して、4月9日には中国を除く国・地域に対する上乗せ税率の適用を90日間停止した。こうした変更に伴い、米国経済への悪影響は、当初の想定（4月2日時点）に比べて、幾分緩和すると考えられる。しかし、景気を押し下げ、インフレ率を押し上げるというスタグフレーションリスクが高いことに変わりはない。
- 足元の経済指標を見ると、3月の小売売上高は堅調な伸びとなり、鉱工業生産も製造業を中心に底堅い結果となった。インフレ指標に関しては、3月のCPIはヘッドラインが前月比でマイナス、コアCPIは減速した。現時点では大幅な景気悪化は見られず、インフレ指標も落ち着いているといえよう。しかし、駆け込み消費やそれに伴う企業の受注増が影響していると考えられ、先行きの反動減が想定される。また、期待インフレ率に沿って粘着性の高いインフレ指標が上昇する可能性がある。米国のスタグフレーションリスクは小さくなっておらず、米国経済に黄色信号は灯ったままといえる。
- 米国経済がスタグフレーションリスクに直面する中、FRBは様子見姿勢を維持している。インフレ再加速への警戒感から、FRBは迅速な金融政策運営が困難な状況にあり、米国の景気悪化リスクを高め得るだろう。景気悪化リスクに対しては、減税による景気の下支えが期待されている一方で、米10年債利回りが上昇するなど、財政悪化リスクも懸念されている。財政リスクを抑制するために、減税規模が縮小されれば、景気の下支え効果も抑制される。結局は、景気悪化懸念の根源である追加関税措置をマイルド化させ、景気への悪影響を軽度にとどめ、大掛かりな景気対策の必要性を低下させられるかが、米国経済および財政を巡るリスク軽減に向けて重要となろう。

上乗せ関税は適用猶予も、スタグフレーションリスクは高い

トランプ大統領は、自身が「解放の日」と呼んだ4月2日に、相互関税を発表した。相互関税は、各国・地域に対して一律に適用されるベースライン 10%（4月5日発効）に加え、一部の国・地域に追加的に適用される上乗せ税率（4月9日発効）という二段階方式が採用されている。市場は関税率の引き上げ幅が予想以上に大幅になったことを受け、米国の景気後退リスクが高まったと認識した。例えば、S&P500 株価指数と米 10 年債利回りの関係図を見ると、2024 年は株価・利回りともに上昇する好景気型であったが、2025 年は株価下落・金利低下という景気後退型へと移行している。また、4月に入り、株価が冴えないまま米 10 年債利回りが上昇したことで、徐々に右側のスタグフレーション型へとシフトしつつある。

図表 1 S&P500 指数と米 10 年債利回りの関係



こうした中、トランプ大統領は4月9日に、米国への報復措置を実施した中国に対する上乗せ税率（34%→84%→125%）を引き上げる一方、各国・地域に対する上乗せ税率の適用を90日間停止した。こうした4月9日の変更に伴い、米国経済への悪影響は、当初の想定（4月2日）に比べて、幾分緩和すると考えられる¹。4月2日の想定では、実質GDPを最大0.8%程度押し下げ、CPIを最大1.1%程度押し上げるという試算結果であったが、4月9日の想定では、実質GDPを最大0.5%程度押し下げ、CPIを最大0.8%程度押し上げという試算結果となった。

他方、景気を押し下げ、インフレ率を押し上げるというスタグフレーションリスクが高いことに変わりはない。とりわけ、輸入浸透度の高い衣料品・革製品や電気機械・電子機器などは、追加関税措置によるコストアップ圧力が高いと考えられる²。消費者は追加関税措置に伴うインフレ再加速を懸念し、購買意欲を低下させる恐れがある。また、現状は相互関税の上乗せ税率の適

¹ 4月2日時点を前提とした試算は、矢作大祐・久後翔太郎『[『相互関税』による米国経済への影響は？](#)』（2025年4月8日）、4月9日時点を前提とした試算は、矢作大祐・久後翔太郎『[『相互関税』猶予による米国経済への影響](#)』（2025年4月11日）を参照。

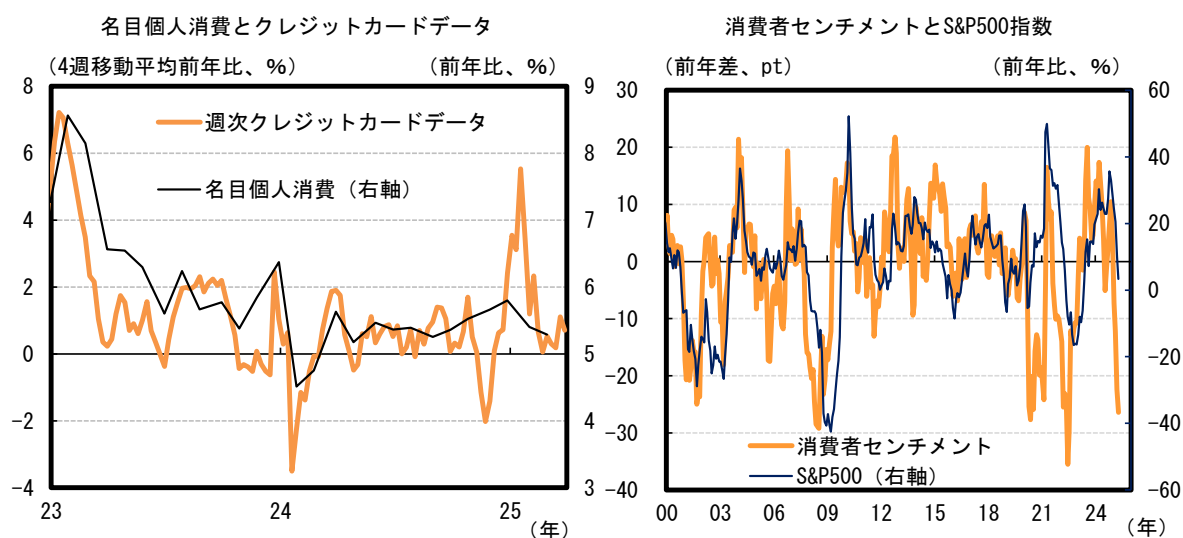
² 輸入浸透度に関しては、矢作大祐・藤原翼『[米国経済見通し 米国経済の自律性を損ね得る相互関税](#)』（2025年2月26日）を参照。

用が一時的に猶予されているにすぎず、トランプ政権と各国・地域政府の交渉次第では、今後上乘せ税率が適用されるリスクは残る。不確実性が高い中で、企業による投資や雇用は抑制されることも予想されよう。

現時点でスタグフレーションは未発現も、黄色信号は灯ったまま

では、スタグフレーションリスクが、顕在化する兆しは見られるのだろうか。足元の経済指標を確認すると、個人消費関連の小売売上高は3月に堅調な伸びを示した。原動力となったのは、自動車・同部品であり、関税率の引き上げ前の駆け込み消費の増加が示唆されよう。また、4月以降の動向について、クレジットカードのトランザクションデータを見ても堅調さを維持しており、追加関税措置による値上げが本格化する前の駆け込み消費の増加が足元まで継続していることがうかがえる（図表2左図）。企業活動に関しては、3月の鉱工業生産指数は前月比ベースでマイナスに転じたものの、製造業はプラスを維持した。なお、2025年1-3月期で見れば、鉱工業生産指数は前期比年率+5.5%と高い伸びとなった。上述の駆け込み消費に見られるように、関税発動の影響をにらみ、顧客の多くが前倒しで発注を増やしたと考えられる。

図表2 名目個人消費とクレジットカードデータ、消費者センチメントとS&P500指数



(注) 右図のS&P500の直近値は4月17日時点のデータ。

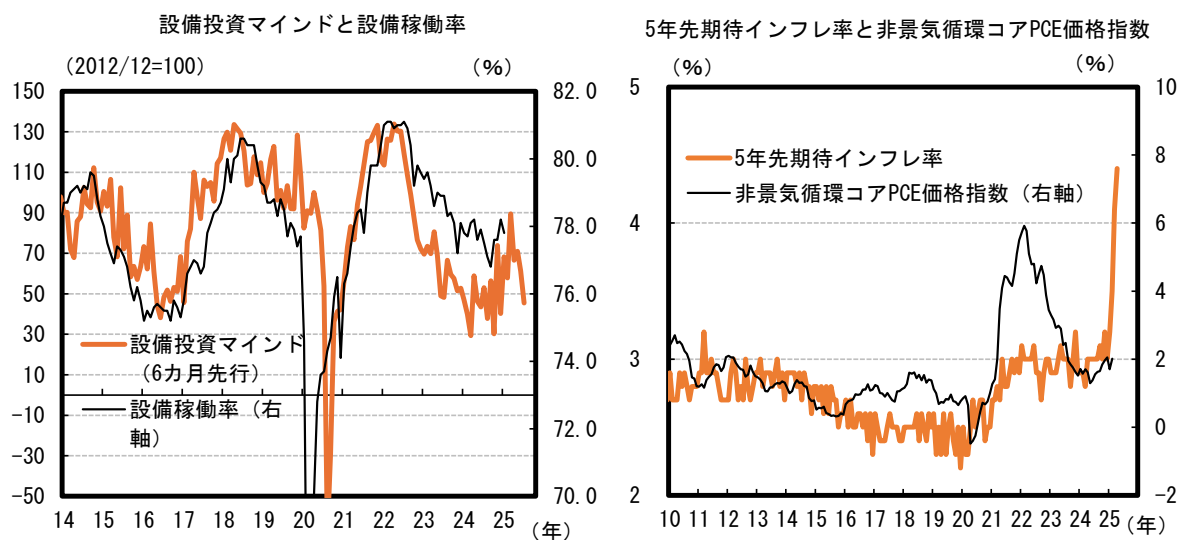
(出所) BEA、Bloomberg、ロイター／ミシガン大、S&P、Haver Analytics より大和総研作成

インフレ動向に関しては、3月のCPIが前月比▲0.1%とマイナスに転じ、前年比は+2.4%と2月の同+2.8%から減速した。また、コアCPIに関しては、前月比+0.1%と低い伸びとなり、前年比も+2.8%と2%台まで減速した。年初にかけてCPI・コアCPIを押し上げてきた季節要因等の効果が剥落したことに加え、エネルギー価格の下落が全体を下押ししたと考えられる。

以上を踏まえれば、スタグフレーションリスクへの警戒感は強いものの、現時点では大幅な景気悪化は見られず、インフレ指標も落ち着いている。ただし、駆け込み消費が一巡すれば、その反動によって消費は減速感を示すことになろう。消費の反動減の後の持ち直しが焦点となるが、足元の株安によって富裕層を中心とした株式保有者の消費マインドの消極化が懸念材料といえ

る（図表 2 右図）。また、企業活動に関しても設備投資と連動性の高い設備稼働率は、各地区連銀の製造業景況感指数の設備投資関連マインドの悪化に沿う形で今後低下していくことが見込まれる（図表 3 左図）。そして、サーベイベースの 5 年先期待インフレ率は続伸しており、これと連動する、景気に左右されにくく粘着性の高いインフレ指標が今後上昇する可能性を示唆している（図表 3 右図）。以上を踏まえれば、米国のスタグフレーションリスクは小さくなっておらず、米国経済に黄色信号は灯ったままといえる。

図表 3 設備投資マインドと設備稼働率、5 年先期待インフレ率と非景気循環コア PCE 価格指数



（注）設備投資マインドは NY 連銀、フィラデルフィア連銀、カンザス連銀、ダラス連銀、リッチモンド連銀、シカゴ連銀の製造業景況感指数の構成指数のうち、設備投資関連の指標の平均値。

（出所）FRB、各地区連銀、ロイター／ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

FRB は様子見を継続、政策変更の遅延リスクが懸念材料

米国経済がスタグフレーションリスクに直面する中、パウエル FRB 議長はブラックアウト期間（発言自粛期間）前の 4 月 16 日にシカゴ経済クラブでの講演会に登壇した。パウエル議長は、不確実性が高い中で、より明確な変化が訪れるまで待つことができるという従来同様の発言をし、様子見スタンスを維持した。景気は減速しつつも、依然として底堅いことに加え、想定を大きく上回る関税引き上げがインフレ率を押し上げるリスクがあることから、FRB としては拙速な政策変更（利下げ）を避けたいということだろう。こうしたパウエル議長のスタンスを踏まえれば、5 月 6 日・7 日の FOMC では FF 金利の据え置きが見込まれる。CME が算出する FedWatch（FF 先物市場から算出される利上げ・利下げ確率）によると、パウエル議長の講演会前から金利据え置き確率が最も高かったことから、今回の同氏の発言は市場にとっても想定内だろう。

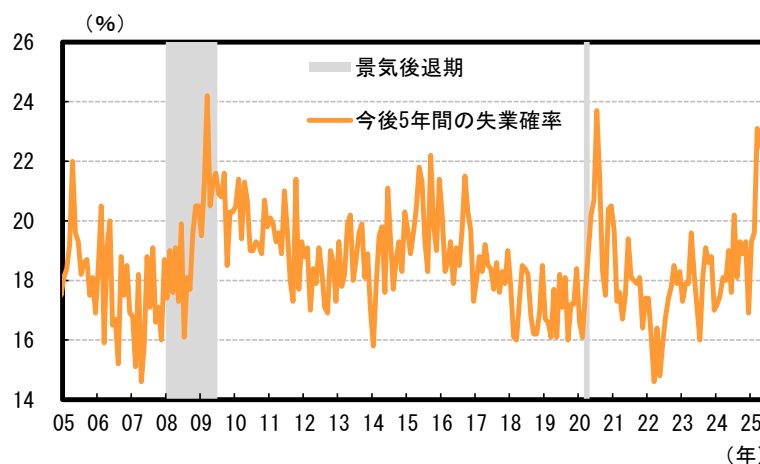
他方で、こうした FRB の様子見姿勢は、政策変更が遅延するリスクをはらむ。例えば、5 月の FOMC 前に、4 月 30 日には 2025 年 1-3 月期の GDP が公表される。駆け込み輸入により、実質 GDP 成長率はマイナスに転じる可能性があるが、重要なのは米国経済の自律的な成長を反映する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）の動向だろう。アトランタ連銀が公表する GDPNow（実質 GDP 成長率のリアルタイム推計値）によれば、民間最終需要は前期比年率+2.5%

程度と 2024 年 10-12 月期からは減速するものの底堅い結果となることが見込まれている。こうした推計通りの結果となれば、FRB の様子見姿勢を後押しするだろう。他方で、1-3 月期の民間最終需要には駆け込み消費や、受注増による投資の押し上げが含まれている可能性があり、その後の反動減の見込みも踏まえれば、実際の景気を過大評価させ得る。

また、5 月 2 日に公表される 4 月の雇用統計も合わせて注目される。後述のように、足元までの新規失業保険申請件数に大きな変化が見られないことを踏まえれば、雇用環境の大幅な悪化は考えにくい。他方で、Challenger, Gray & Christmas 社調査による 2025 年 3 月の人員削減計画数は大幅に増加しており、連邦政府の人員削減の影響がうかがえる。また、ロイター／ミシガン大の消費者センチメントの内訳項目である今後 5 年間の失業確率は、追加関税措置を巡る不確実性の高まりなどを背景に、過去の景気後退期並みの水準まで上昇している（図表 4）。ウォラーFRB 理事が、失業率は上昇し始めるとしばしば大幅に上昇し得ると指摘したように、雇用環境が急変する恐れがあるだろう。

このように、現状の景気への過大評価と、雇用環境が急変する恐れがある一方で、高インフレへの警戒感が FRB の足かせとなっている。FRB は迅速な金融政策運営が困難な状況にあり、これは米国の景気悪化リスクを高め得るといえよう。

図表 4 今後 5 年間の失業確率



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

市場が期待するトランプ減税 2.0 の成立に向け、年次予算決議を両院で可決³

米国経済が景気悪化リスクに直面している中、景気の下支え策として、「トランプ減税 2.0」への期待が高まっている。トランプ政権は減税と債務上限問題の解決をパッケージで成立させる意向を示しており、債務上限問題のタイムリミットとされる 2025 年 7-10 月より前での法案可決を目指している。こうした中、具体的な減税案を策定する前に必要な手続きとなる年次予算決議が、4 月に上下両院で可決された。年次予算決議には、共和党単独で減税案を成立できるよう、財政調整プロセスを活用するための調整指示が含まれている。今後は調整指示をもとに

³ 詳細は矢作大祐・藤原翼「[トランプ減税 2.0 の注目ポイントは？](#)」（大和総研レポート、2025 年 4 月 22 日）

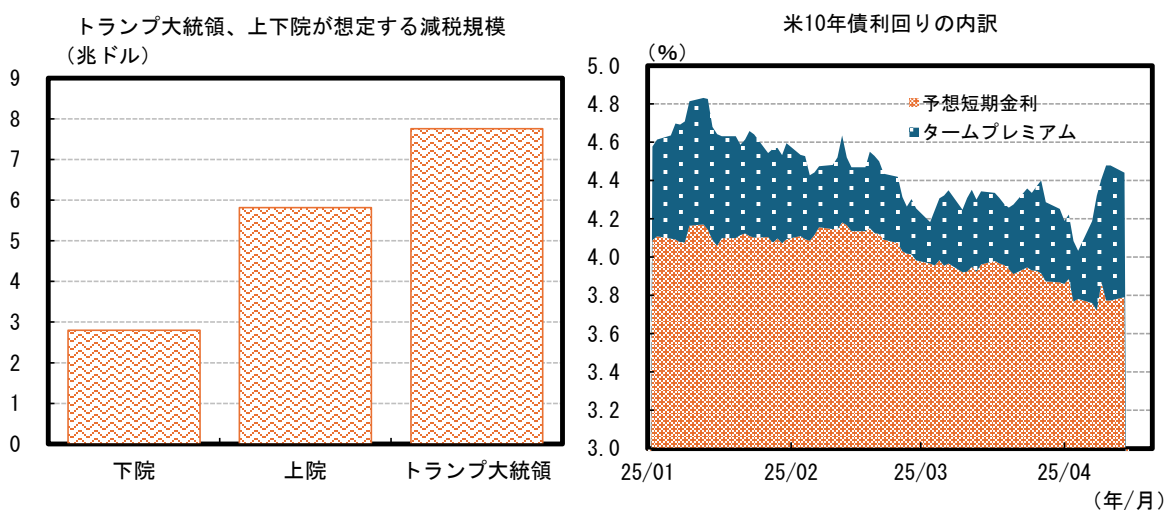
具体的な減税等を含む法案を策定、予算委員会が法案を統合し、両院で審議されることになる。

もっとも、両院の各委員会への調整指示を確認すると、減税幅や歳出削減幅等の指示内容に隔たりが大きい。例えば、減税規模に関して、トランプ大統領案は約 7.8 兆ドルであるのに対し、上院は約 5.8 兆ドル、下院は約 2.8 兆ドルとなっている（図表 5 左図）。とりわけ両院における違いの背景には、上院共和党が下院共和党の主導する歳出削減（メディケイド等）に反対し、財政赤字の拡大を許容した一方、下院共和党の保守強硬派（フリーダム・コーカス）は財政赤字の大幅な悪化に対して反対の姿勢を取っていたことがある。共和党内で見解の相違がある中、両院は 1.5 兆ドルの歳出削減を口約束し、見解の差異を先送りにして予算決議を可決した。そのため、歳出削減規模や減税規模を巡る議論はこれから本格化すると考えられる。

トランプ減税 2.0 の内容について、経済効果の観点からは、トランプ減税 1.0（2017 年成立）の延長/恒久化に加え、チップ/残業代/社会保障給付の非課税化等の新規の減税措置をどの程度深掘りできるかが注目点となる。他方で、減税の深掘りが大きくなれば、財政悪化に対する懸念が高まることが想定される。足元の米 10 年債利回りの上昇は、国債需給を示すタームプレミアムの拡大が押し上げ要因となった（図表 5 右図）。減税等による財政悪化見込み等、安全資産としての米国債の魅力が低下していると考えられる。

米国の財政リスクを抑制するためには、歳出削減に加えて、減税規模に関しても縮小を検討する必要がある。トランプ減税 1.0 の延長/恒久化をしなければ、2025 年末をもって期限切れとなり、実質的な大幅増税になることから、トランプ減税 1.0 の延長/恒久化による財政赤字拡大は避けられない。そのため、減税の主な縮小対象は深掘り部分となるが、減税の深掘りを縮小するほど、新規での経済効果は乏しくなるとみられる。結局は、景気悪化懸念の根源である追加関税措置をマイルド化させ、大掛かりな景気対策の必要性を低下させられるかが、米国の財政リスクを抑制する上では重要といえる。

図表 5 トランプ大統領、上下院が想定する減税規模、米 10 年債利回りの内訳



（注）減税規模はプライマリー・バランスの赤字拡大幅を意味し、上下院案には減税以外の予算も含む。

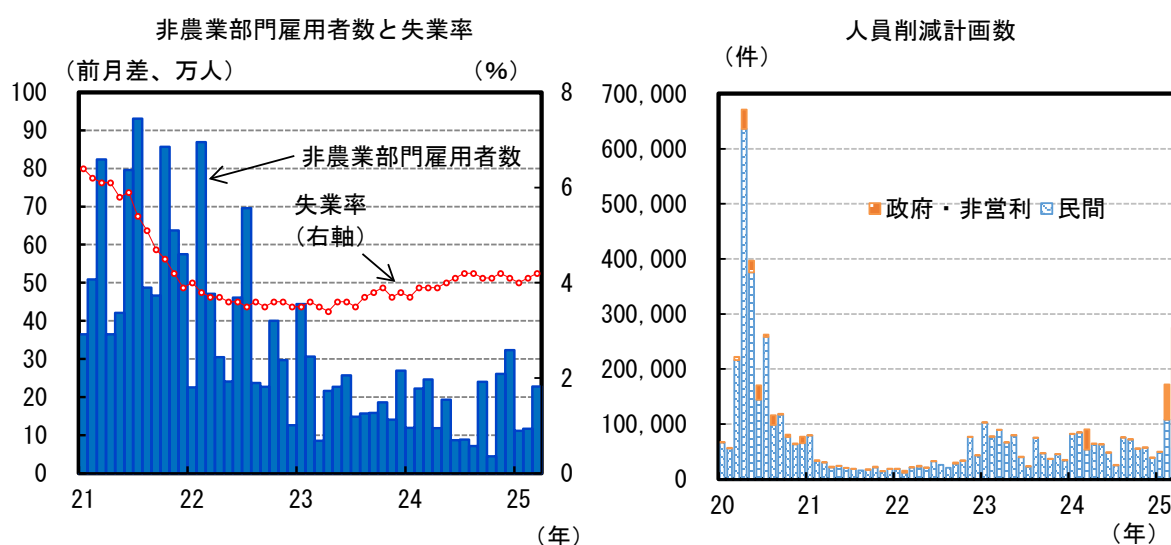
（出所）Tax Foundation、年次予算決議、NY 連銀、各種資料より大和総研作成

3月までの雇用環境は底堅いものの、関税により下振れリスクは高まる

2025年3月の米雇用統計⁴は、非農業部門雇用者数が前月差+22.8万人と前月から加速し、市場予想（Bloomberg 調査：同+14.0万人）を上回った。他方で、雇用者数は2025年1-3月期に月平均で同+15.2万人と、2024年10-12月期の同+20.9万人から減速した。雇用者数は足元で振れが大きくなっているものの、均して見ればペースダウンしている。失業率に関しては4.2%と2カ月連続で上昇（悪化）した。もっとも、四捨五入が見栄えを悪くしており、小数点第2位まで含めて見ればほぼ横ばいといえる。また、非自発的失業と非自発的パートタイム労働者が減少したことは、雇用環境が急激に悪化していないことを示している。総じて見れば、3月までの雇用環境は底堅さを維持していたといえよう。

その他の指標を確認すると、新規失業保険申請件数は直近週（2025年4月6日-2025年4月12日）が21.5万件となった。新規失業保険申請件数は概ね前年同期と同程度の水準であることから、雇用環境は直近でも悪化していないといえる。続いて政府の人員削減に関連して、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30日-2025年4月5日）は542件と2月末に付けた2025年のピーク時（1,634件）を下回って推移している。失業補償の申請件数では明確な影響は見られない一方で、Challenger, Gray & Christmas 社調査による2025年3月の人員削減計画数を確認すると、政府・非営利部門は21.8万件と急増した。トランプ政権による連邦政府職員の人員削減を巡っては不確実性が高いものの、先行きの雇用者数の下押し、失業率の押し上げ要因となる恐れがある。さらに、トランプ政権による一連の大規模な追加関税措置は景気悪化をもたらすとみられ、雇用環境も悪化していくリスクは高まっている。景気の悪化が顕著になれば、新規雇用の抑制にとどまらず、レイオフ・解雇が増加していくことも想定する必要がある。

図表6 非農業部門雇用者数と失業率、人員削減計画数



（出所）BLS、Challenger, Gray & Christmas、Haver Analytics より大和総研作成

⁴ 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+22.8万人](#)」（大和総研レポート、2025年4月7日）

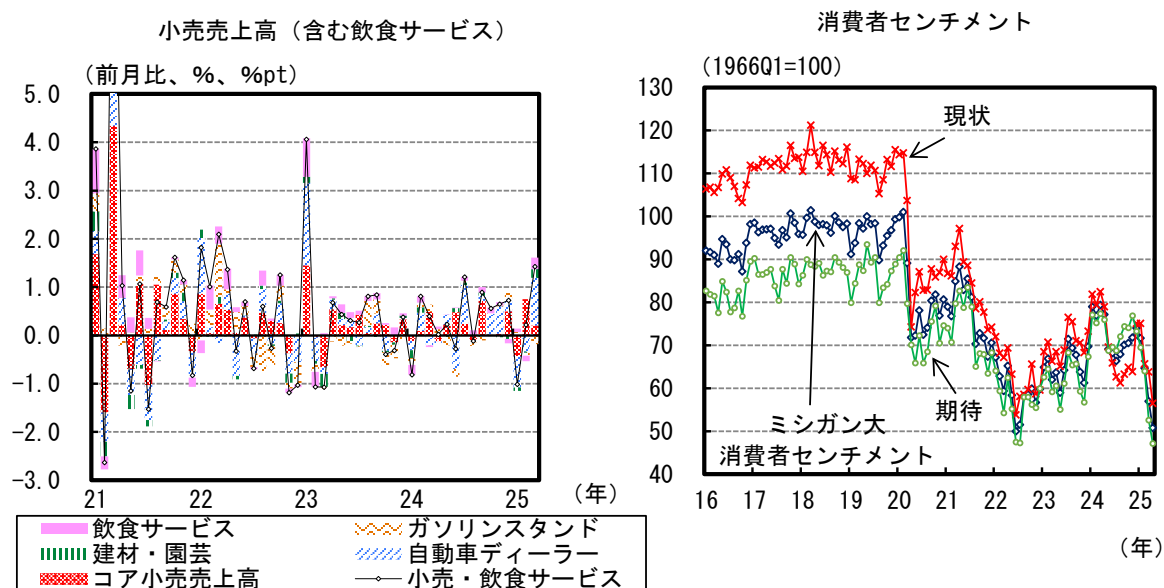
関税を要因とした駆け込み消費で、3月の小売売上高は急増

個人消費の動向を確認すると、2025年3月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+1.4%と大幅に加速し、市場予想(Bloomberg 調査: 同+1.4%)通りの結果となった。一連の追加関税措置を受けた値上げへの警戒感から、消費者が駆け込み消費を行ったとみられる。他方で、四半期ベースで見ると、1-3月期の小売売上高は前期比年率+1.2%と、年初の悪天候の影響等もあり2024年10-12月期(同+7.4%)から大幅に減速した。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、3月は前月比+0.4%と減速した。

3月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、自動車・同部品(前月比+5.3%)が全体をけん引した。さらに、建材・園芸(同+3.3%)やレジャー・娯楽用品(同+2.4%)、飲食サービス(同+1.8%)も伸び幅が大きい。また、家電(同+0.8%)、ヘルスケア(同+0.7%)、その他小売(同+0.7%)、GMS(総合小売)(同+0.6%)も堅調な伸びとなった。この他、衣服・宝飾品(同+0.4%)は3カ月ぶりにプラスとなった。他方で、ガソリンスタンド(同▲2.5%)は2カ月連続でマイナスとなり、家具(同▲0.7%)もマイナスに転じた。この他、無店舗販売(同+0.1%)が減速した。飲食料品(同+0.2%)については前月と同程度の伸びとなった。

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4月(速報値)が前月差▲6.2ptと4カ月連続で低下し、50.8と2022年6月以来の低水準となった。内訳についても現状指数(同▲7.3pt)、期待指数(同▲5.4pt)のいずれも悪化した。ミシガン大は関税により消費者が景気悪化懸念を強めていると指摘した。消費者のインフレ見通し(期待インフレ率)についても、1年先が同+1.7%ptの+6.7%、5年先が同+0.3%ptの+4.4%と上昇している。先行きの消費者マインドは追加関税措置による物価上昇と景気減速懸念が引き続き下押しするとみられ、個人消費についても下振れリスクが高まっている。

図表7 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



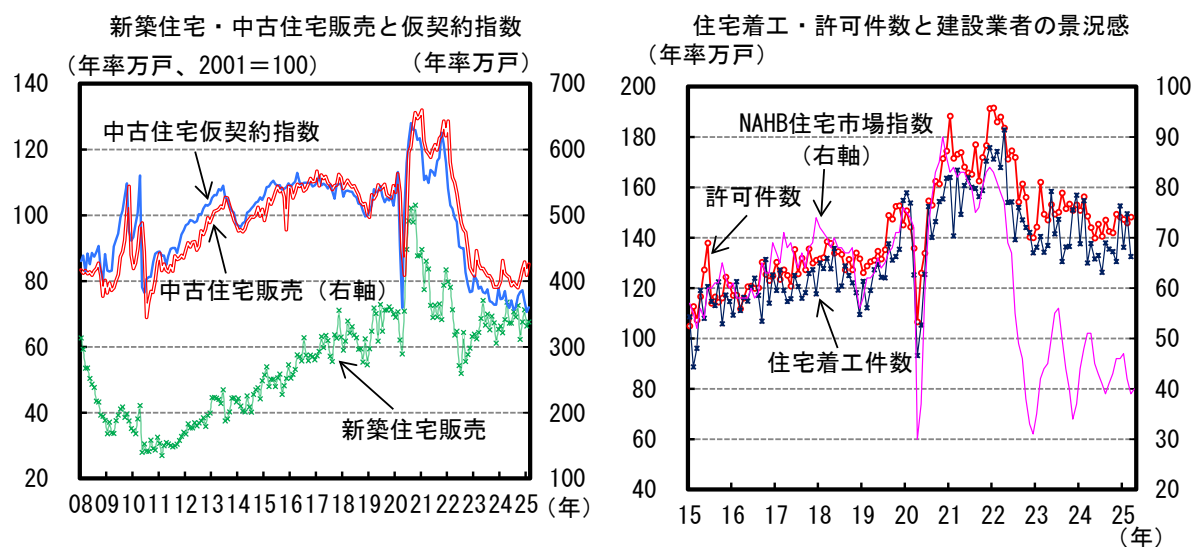
(出所) ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

住宅着工は減少、住宅建設業者は関税の影響で建設コスト高に直面

住宅需要に目を向けると、2025年2月の中古住宅販売（ condominium等含む）は前月比+4.2%、新築住宅販売（戸建）は同+1.8%といずれもプラスに転じた。また、中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数は、2月が同+2.0%と3カ月ぶりにプラスとなった。もっとも、直近の消費者マインドを確認すると、4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▲3ptと悪化した。内訳を見ると、金利と価格の項目が改善した一方、経済の不確実性の項目が悪化した。トランプ政権の追加関税措置により消費者が景気悪化懸念を強めた結果、住宅の購入意欲が低下したとみられる。また、2月半ば以降に緩やかな低下傾向にあった住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）は、4月半ばに再び上昇した。これらを踏まえれば、目先の住宅需要は軟調に推移することが予想される。さらに、追加関税措置による建築資材の高騰に伴い、新築住宅価格が上昇する可能性があり、先行きの需要抑制要因として注意が必要だ。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2025年3月に前月比▲11.4%とマイナスに転じ、年率132.4万戸と4カ月ぶりの低水準となった。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、3月は同+1.6%と4カ月ぶりにプラスとなり、年率148.2万戸となった。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4月分は前月差+1ptの40と、小幅に回復したものの低水準で推移している。NAHBは、大多数の建設業者が建築資材価格の上昇を報告するなど、追加関税措置による悪影響が出ていることを指摘した。住宅市場の先行きについて、住宅建設業者は建設資材の高騰によるコスト高に直面していることに加え、目先の住宅需要は軟調に推移すると見込まれる中、住宅供給については当面様子見姿勢を続けざるを得ないとみられる。

図表8 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

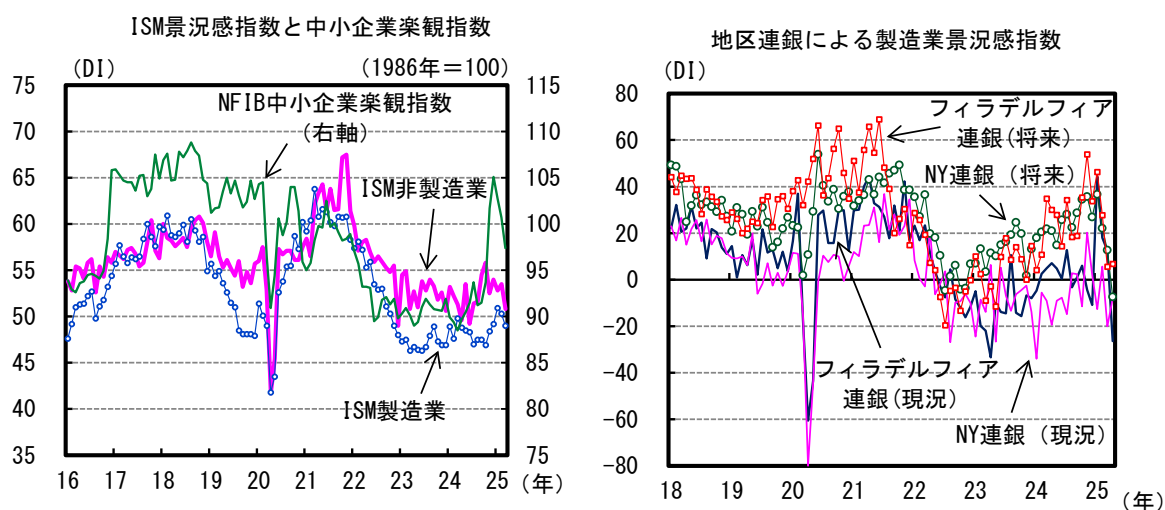
企業マインドは関税により悪化

2025年3月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲1.3%ptと2カ月連続で悪化し、49.0%と3カ月ぶりに好不調の基準となる50%を下回った。非製造業についても同▲2.7%ptと悪化し、50.8%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、在庫指数は改善した一方、新規受注指数、雇用指数、生産指数、入荷遅延指数が悪化した。新規受注指数・雇用指数は2カ月連続で50%割れとなり、生産指数も3カ月ぶりに50%割れとなった。非製造業に関しては、事業活動指数が改善した一方、雇用指数、入荷遅延指数、新規受注指数が悪化した。なお、非製造業は雇用指数が6カ月ぶりに50%割れとなった。企業コメントを確認すると、製造業・非製造業のいずれも、追加関税措置によるインフレと景気への影響の懸念が多く見られた。特に製造業では、既に需要が減少していると指摘するコメントが見られ、報復関税の影響を懸念するコメントも散見される。さらに、インフレについては、製造業の仕入価格指数は4カ月連続で上昇し、2022年6月以来の高水準となった。

中小企業に関しては、2025年3月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲3.3ptと3カ月連続で悪化し、97.4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、トランプ政権の政策の影響により不確実性が高まっており、売上の増加に対する期待が縮小していると指摘した。

以上をまとめれば、トランプ政権の追加関税措置を背景に、製造業・非製造業・中小企業の企業マインドが揃って悪化した。2025年4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+11.9pt）が前月の大幅悪化から回復した一方、将来指数（同▲20.1pt）は3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▲38.9pt）が3カ月連続で悪化した一方、将来指数（同+1.3pt）が3カ月ぶりに小幅に改善した。大規模な追加関税措置が実施されることにより、企業はインフレや景気への悪影響が強まると懸念しており、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9 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

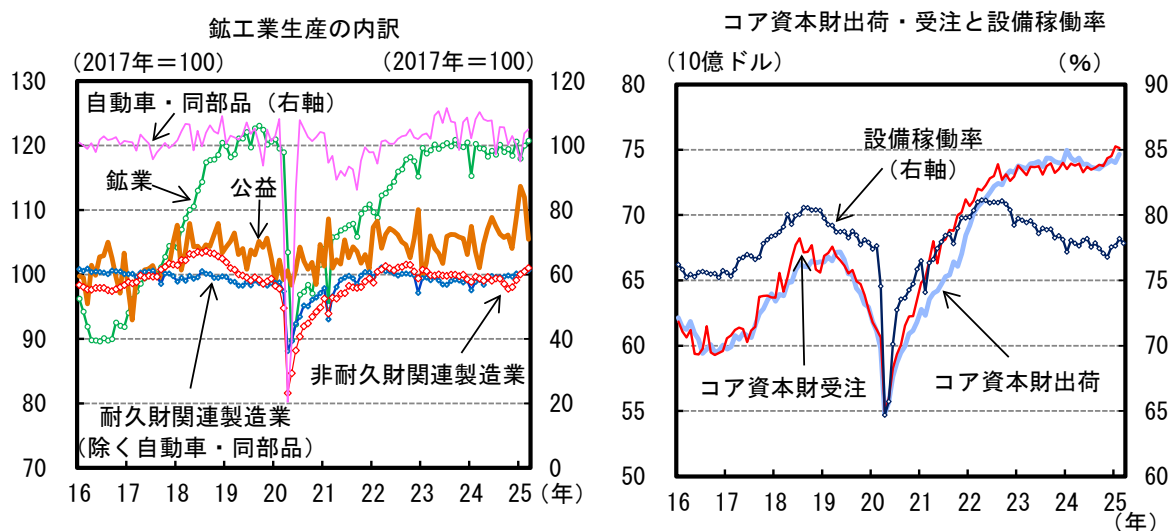
鉱工業生産指数は公益が押し下げ、4カ月ぶりにマイナス

企業の実体面に関して、2025年3月の鉱工業生産指数は前月比▲0.3%と4カ月ぶりにマイナスとなり、市場予想（Bloomberg 調査：同▲0.2%）を下回った。なお、1-3月期で見ると、前期比年率+5.5%と3四半期ぶりにプラスとなった。3月の鉱工業生産指数の内訳を確認すると、公益（前月比▲5.8%）が2カ月連続でマイナスとなり下押し要因となった。鉱業（同+0.6%）と製造業（同+0.3%）はプラスを維持したものの、前月の高い伸びからは減速した。

製造業の内訳を見ると、耐久財（前月比+0.6%）は減速し、非耐久財は前月から横ばいとなった。耐久財に関しては、自動車・同部品（同+1.2%）は2カ月連続でプラスとなったものの、前月の大幅な伸び（同+9.2%）からは減速した。また木製品（同▲3.0%）、電気機械（同▲0.4%）はマイナスに転じた。他方で、その他輸送機器（同+1.8%）、非金属鉱物（同+0.9%）、機械（同+0.9%）、金属製品（同+0.8%）は加速し、コンピューター・電子機器（同+1.0%）、家具（同+0.7%）はプラスに転じた。非耐久財に関しては、衣服・革製品（同+2.2%）、ゴム・プラスチック製品（同+1.0%）が押し上げ要因になった一方で、石油・石炭製品（同▲2.3%）、繊維・繊維製品（同▲2.1%）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2025年2月に前月比+0.8%とプラスに転じた。他方で、先行指標であるコア資本財受注については同▲0.2%と4カ月ぶりにマイナスに転じた。続いて設備稼働率については、2025年3月は前月差▲0.3ptの77.8%と4カ月ぶりに低下した。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、逼迫している状況ではない。設備投資の先行きについては、想定よりも大規模となった追加関税措置の影響を強く受けるとみられる。追加関税措置によって景気の下振れリスクが高まっており、関税を巡る各国との交渉の行方も不透明感が強い中、大部分の企業は様子見姿勢を続けるとみられる。

図表 10 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▲0.6%と、2022 年 1-3 月期以来となるマイナス成長への転換を見込む。マイナス成長の主因は駆け込み輸入の急増だ。他方、民間最終需要に関しても減速感は強まる。設備投資がプラスに転じる一方、個人消費と住宅投資は減速する。4-6 月期から 7-9 月期にかけて民間最終需要は低迷すると見込むが、7-9 月期には駆け込み輸入からの反動減が発現し、実質 GDP 成長率は一時的に加速すると考えられる。ただし、10-12 月期には輸入の反動減も一巡し、成長率は再び減速する。

2025 年通年の実質 GDP 成長率については、前年比+1.3%と 3 月時点の見通し（同+1.7%）から下方修正する。4 月 4 日の暫定的な見通し改定値（同+1.1%）⁵から上方修正したのは、相互関税の上乗せ税率の猶予期間が 90 日間を超えて継続するとの想定に変更したことによるものだ。なお、2026 年に関しては、2025 年中ごろ以降の金融緩和再開に加え、減税による景気の下支えによって回復が進み、通年の実質 GDP 成長率は同+1.7%とペースアップを予想する。

米国経済の先行きに関して、スタグフレーションリスクが主な懸念材料だ。とりわけ、インフレ再加速への警戒感から、FRB は迅速な金融政策運営が困難な状況にあり、米国経済の景気悪化リスクを高め得る。景気悪化リスクに対しては、減税による景気の下支えが期待されている。しかし、減税の規模を巡って、トランプ大統領、そして、上下院の間の乖離は大きい。米 10 年債利回りが上昇するなど、財政悪化リスクも懸念されており、減税規模の縮小も想定される。減税規模が縮小されれば、景気の下支え効果も抑制される。結局は、景気悪化懸念の根源である追加関税措置をマイルド化させ、景気への悪影響を軽度にとどめ、大掛かりな景気対策の必要性を低下させられるかが、米国経済および財政を巡るリスク軽減に向けて重要となろう。

図表 11 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	2.4	-0.6	0.8	1.8	1.4	1.7	1.9	2.0	2.1	2.8	1.3	1.7
個人消費	1.9	2.8	3.7	4.0	0.7	0.6	0.7	1.0	1.3	1.6	1.8	2.0	2.8	1.8	1.3
設備投資	4.5	3.9	4.0	-3.0	4.7	1.4	1.0	1.7	2.3	2.4	2.5	2.6	3.6	1.8	2.0
住宅投資	13.7	-2.8	-4.3	5.5	2.0	1.7	0.6	1.3	1.8	2.0	2.2	2.3	4.2	1.3	1.7
輸出	1.9	1.0	9.6	-0.2	3.0	-2.8	-2.6	0.4	1.0	1.3	1.7	1.9	3.3	1.1	0.4
輸入	6.1	7.6	10.7	-1.9	28.5	-3.0	-9.2	-1.4	-0.3	1.1	2.0	2.2	5.3	5.9	-1.1
政府支出	1.8	3.1	5.1	3.1	3.3	1.7	1.3	1.3	2.1	2.5	2.4	2.2	3.4	2.8	1.9
国内最終需要	2.7	2.8	3.7	3.0	1.7	0.9	0.8	1.2	1.6	1.9	2.0	2.1	3.0	2.0	1.5
民間最終需要	2.9	2.7	3.4	2.9	1.4	0.8	0.7	1.1	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	-1.1	5.5	1.8	0.3	0.9	1.3	1.6	1.8	2.0	-0.3	1.6	1.3
消費者物価指数	3.7	2.8	1.4	3.0	3.8	5.3	4.0	2.3	3.1	2.2	2.2	2.4	2.9	3.5	2.9
失業率（%）	3.8	4.0	4.2	4.2	4.1	4.3	4.5	4.5	4.4	4.4	4.3	4.3	4.0	4.3	4.3
貿易収支（10億ドル）	-205	-227	-236	-250	-372	-364	-341	-335	-332	-332	-334	-336	-918	-1412	-1333
経常収支（10億ドル）	-243	-277	-310	-304	-422	-410	-383	-373	-365	-361	-358	-355	-1134	-1588	-1439
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	4.15	3.76	3.57	3.42	3.31	3.22	3.13	3.04	4.37	3.73	3.18
10年債利回り（%）	4.16	4.44	3.95	4.28	4.45	4.22	4.03	3.88	3.77	3.68	3.59	3.50	4.21	4.15	3.64

（注 1）網掛けは予想値。2025 年 4 月 23 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

⁵ 神田慶司・矢作大祐・齋藤尚登・橋本政彦『『相互関税』を受け、日米欧中の経済見通しを下方修正』（大和総研レポート、2025 年 4 月 4 日）

欧州経済 相互関税で悲観が広がる

対米輸出の低迷に加え、対中輸出減・輸入増も懸念材料

橋本 政彦

[要約]

- 米トランプ政権は4月2日、宣言通り、世界各国に対する相互関税の実施を発表した。その後、上乗せ税率の適用が90日間延期され、発表当初からは税率が引き下げられているものの、追加関税がユーロ圏経済に悪影響を及ぼすという見方に変わりはない。追加関税による米国向け輸出の減少や、企業・家計マインド悪化による投資や消費の停滞がユーロ圏経済の回復を阻害すると見込まれる。
- 中国に対して高い関税率が課されたこともユーロ圏経済にとってのリスクである。中国はユーロ圏にとって重要な輸出先であり、追加関税によって中国経済が減速することになれば、低迷する中国向け輸出はさらに落ち込む可能性がある。また、米国向け輸出の停滞によって行き場を無くした安価な中国製品が欧州市場に流れ込み、欧州域内製造業が打撃を受けるリスクもある。
- EUは上乗せ関税の適用が延期された90日間を利用して、引き続き米国との交渉を続けていくとみられる。EUは関税率の引き下げを軸に交渉に臨むとみられるが、仮に米国との交渉がまとまらなければ、何らかの報復措置を検討することになるだろう。EUが報復を実施すれば、米国のさらなる関税率の引き上げにつながる恐れがあり、貿易摩擦が激化するリスクには引き続き注意が必要である。
- 米国の追加関税によって不透明感が急速に高まっているのは英国も同様である。英国は米国との通商協定締結を目指して協議を続けているが、スターマー首相は相互関税で課された10%の追加関税を撤回するようトランプ大統領を説得することは難しいと認めており、米国との関係が良好な英国でも米国の関税から逃れるのは困難とみられる。
- また、英国では、2024年10月の秋季予算案で決定された増税措置の一部が、2025年4月から実施されることも景気回復の重荷になると見込まれる。特に懸念されるのは、国民保険料の雇い主負担の増加による影響であり、企業負担増を理由とした雇用削減、および販売価格への転嫁が個人消費の回復を妨げる可能性がある。

ユーロ圏経済

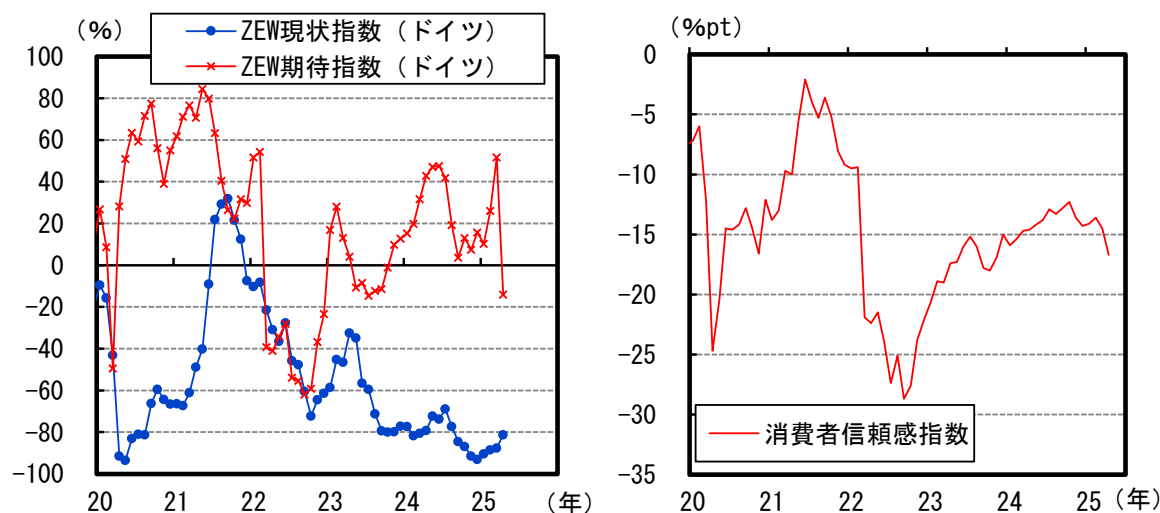
トランプ大統領による相互関税が発動、マインド統計は急速に悪化

トランプ政権は4月2日、宣言通り、世界各国に対する相互関税の実施を発表した。ただし、発表当初はEUに対する税率は20%（基本税率10%+上乗せ税率10%）とされていたが、4月9日にトランプ政権は、中国以外の国に対する上乗せ税率の適用を90日間延期することを決定した。また、これを受けてEUも4月15日から実施する予定だった米国の鉄鋼・アルミニウム関税への対抗措置について90日間適用を停止した。

大和総研では相互関税の発表を受け4月4日段階でユーロ圏の経済見通しを下方修正したが¹、上乗せ税率の適用が延期されたことを受け、2025年の実質GDP成長率予想を前年比+0.8%（従来予想：同+0.7%）とわずかに上方修正した。

もっとも、税率が引き下げられたとしても、4月から新たに課された追加関税がユーロ圏経済に悪影響を及ぼすという見方に変わりはない。当然ながら、最大の影響は米国向け輸出の減少によってもたらされることになるだろう。追加関税による欧州製品の米国市場での価格上昇は米国製品との競争環境を悪化させる。また、多くの経済予測機関の試算が示すように、追加関税は米国経済自身にもマイナスの影響を及ぼすと見込まれる。輸入価格上昇による実質所得の低下によって米国の内需が弱まれば、それもユーロ圏から米国に向けた輸出を下押しする要因となる。

図表1 ドイツ ZEW 景況感指数（左）、ユーロ圏の消費者信頼感指数（右）



（出所）ZEW、欧州委員会より大和総研作成

さらに、米国との貿易摩擦の激化は、企業や家計のマインドを悪化させ、それが投資や消費の停滞を招く可能性が高い。実際、徐々に公表され始めた4月の各種マインド統計では、貿易摩

¹ 神田慶司・矢作大祐・齋藤尚登・橋本政彦『『相互関税』を受け、日米欧中の経済見通しを下方修正』（大和総研レポート、2025年4月4日）

擦に対する懸念から悪化の動きが見られる。投資家による景況感であるドイツの ZEW 景況感指数の期待指数は、債務ブレーキ緩和を受けて大幅に改善した 3 月から一転して、4 月は前月差▲65.6%pt と急低下し、2023 年 7 月以来の低水準となった。また、4 月のユーロ圏の消費者信頼感指数（速報値）は、同▲2.2pt と、2022 年 9 月以来の大幅な低下となり、水準は 2023 年 11 月以来の低さとなった。4 月の企業部門のマインド統計はまだ公表されていないが、関税の影響を直接的に受ける輸出関連製造業を中心に悪化する公算が大きい。

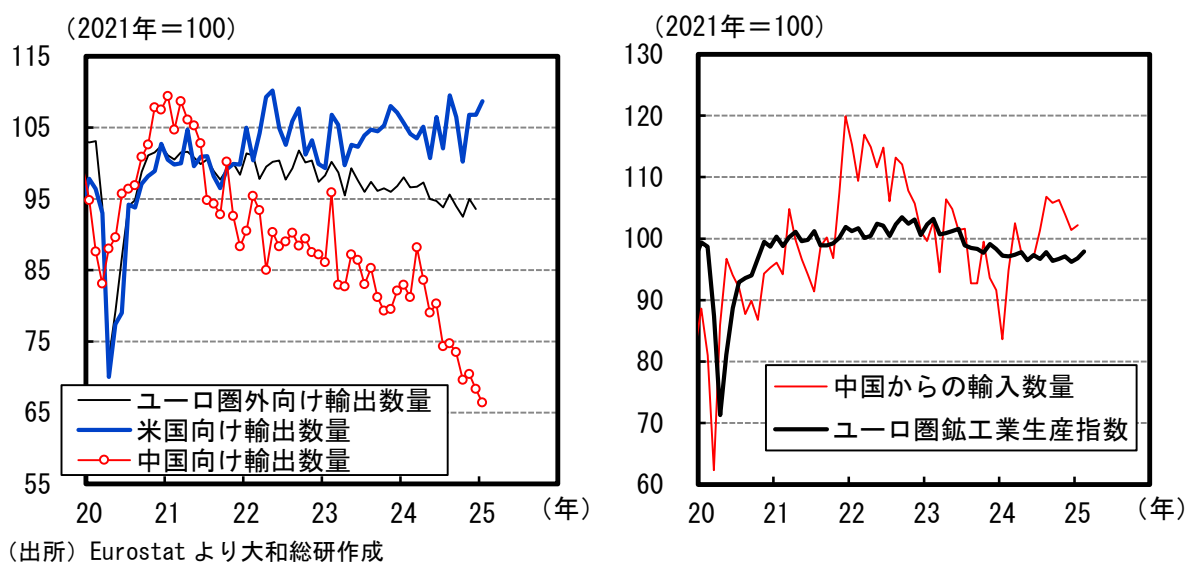
中国への高関税は輸出減少、輸入増加によりユーロ圏経済の打撃に

また、ユーロ圏経済の先行きを考える上では、EU に対する追加関税に加えて、中国に対する高関税賦課の影響を考慮する必要がある。米国は EU のみならず世界各国に対して相互関税における上乗せ税率の適用を 90 日間延期したが、例外的に中国に対しては累計 145% と極めて高い追加関税率を課している。

中国はユーロ圏にとって、米国市場における競合相手であると同時に、重要な輸出相手国でもあり、中国経済の減速はユーロ圏経済にも悪影響を及ぼすことになる。ユーロ圏から中国に向けた輸出数量は 2021 年をピークに減少の一途を辿っており、2025 年 1 月の水準は 2009 年 11 月以来の低水準まで落ち込んでいる。中国向け輸出の停滞は既に欧州製造業の不振の大きな要因となっており、中国経済の今後の減速によって対中輸出がさらに落ち込むことになれば、ユーロ圏の製造業にとって無視できるものではない。

さらに、中国に対する高い税率がユーロ圏経済に影響を及ぼす別の経路として、米国向け輸出が停滞することで行き場をなくした安価な中国製品が欧州市場に流れ込む可能性がある。一部では、安価な製品が流入することによるプラスの影響も考え得るが、それよりもむしろ、中国製品との競争によって、欧州域内の製造業が打撃を受けること、いわゆる中国の過剰生産能力への懸念の方が大きい。

図表 2 ユーロ圏の輸出数量（左）、ユーロ圏の中国からの輸入数量と鉱工業生産（右）



実際、相互関税の発表前、トランプ政権が鉄鋼・アルミニウム関税を実施した段階で、EU はそれまで停止されていた鉄鋼に対するセーフガードを再開・厳格化することを決めた。同措置では、域内産業保護を目的として、鉄鋼製品 26 品目に対する関税割当枠が設定され、それを超過する分の輸入については 25%の関税を課することが定められている。再開にあたっては、従来 1%とされていた割当枠が 0.1%まで引き下げられたが、公表の際には、米国における貿易障壁の強化に加えて、中国からの輸入増加がその理由であるとされた。

米国が課した相互関税は一部の例外を除き、幅広い製品が対象となっているため、中国からの輸入増加はより多くの品目で発生する可能性がある。正当な理由がない限り、EU が鉄鋼と同様にセーフガードなどを実施するのは難しいとみられるが、中国からの輸入動向、およびそれに対する EU の対応にも注目が必要となる。

EU は米国との交渉継続も、報復も視野

相互関税に関して、EU は上乗せ関税の適用が延期された 90 日間を利用して、引き続き米国との交渉を続けていくとみられる。フォン・デア・ライエン欧州委員会委員長は 4 月 7 日に、EU と米国間の工業製品の貿易に対してゼロ関税を提案したことを明らかにしており、EU としては関税率の引き下げを軸に交渉に臨むことになるだろう。

しかし、関税率の引き下げはトランプ大統領が問題視する米国の貿易赤字削減につながるか否か不透明であり、米国が単に関税率の引き下げだけを受け入れるとは考え難い。90 日の延期期間終了までに交渉がまとまらず、米国による上乗せ関税が実施されるリスクは残されている。EU は米国の相互関税の実施以降、自由貿易を推進する立場を改めて表明しており、仮に米国との交渉がまとまらなければ、何らかの報復措置を実施する可能性が高い。

報復に関しては、米国からの輸入品に対する追加関税がまずは検討されるとみられるが、これに加えて、フランスなどの一部の EU 加盟国からは ACI (反威圧措置) の発動が提案されている。ACI は、第三国が EU や加盟国に対して経済的威圧をかける場合に、EU が当該域外国に対して、対抗措置をとることを可能にすると定めており、EU 理事会の特定多数決(加盟国数の 55%以上、および賛成国人口が EU の 65%以上) で実行される。具体的な対抗措置としては、新たな関税の賦課、関税の引き上げに加えて、輸出入の制限、公共調達からの排除、EU 域内への外国直接投資の制限、銀行・保険に関する制限、EU の資本市場へのアクセス制限などが可能となる。現状、ACI の発動に賛同する国は EU の一部の国に限られると伝えられているが、今後の交渉次第では、本格的に活用が検討される可能性がある。

もっとも、米国の中国への対応を見る限り、EU が報復を実施すれば、それがかえってトランプ政権の反感を招き、関税率のさらなる引き上げにつながる恐れがある。EU が中国のように全面的に米国に対抗する可能性は低いとみられるものの、貿易摩擦が激化するリスクには身構えておく必要があるだろう。

ECBは4月会合で6会合連続での利下げを決定、貿易摩擦でハト派色を強める

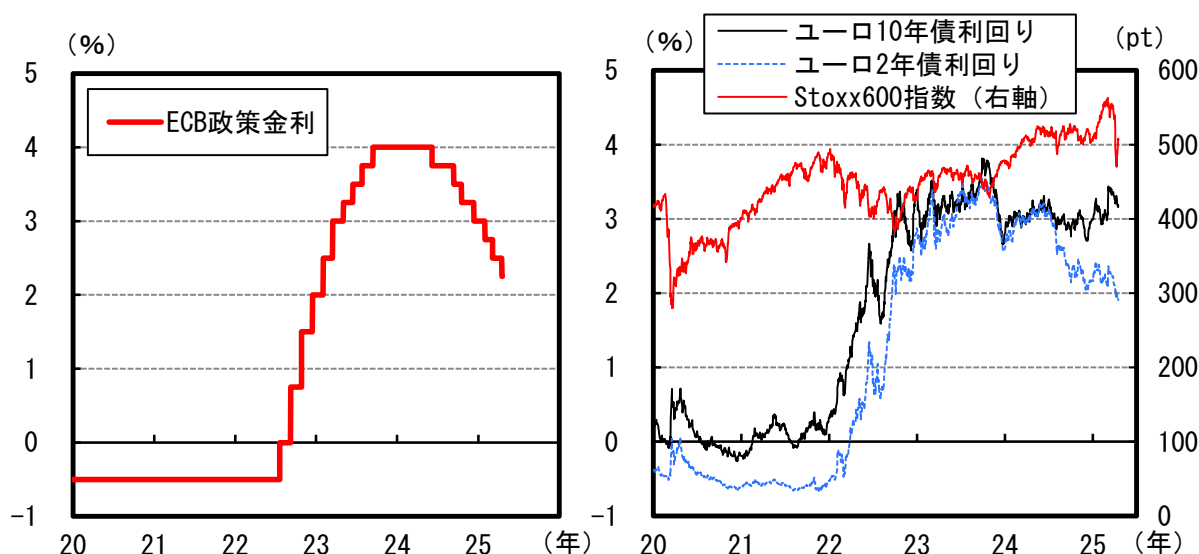
米国との貿易摩擦によって経済の先行き不透明感が高まったことは、ECBの金融政策運営にも影響を及ぼしており、ECBは従来よりもハト派色を強めている。

4月17日に開催された理事会で、ECBは6会合連続となる0.25%ptの利下げを決定した。2024年6月からの利下げサイクルにおいては7回目の利下げとなり、政策金利（預金ファシリティ金利）は2.25%となった。前回、3月の理事会の時点では、ECBは政策金利が中立金利に近づく中、利下げの一時停止にも含みを持たせていたが、今回は全会一致での利下げ決定となり、金利据え置きを主張した参加者はいなかった。

公表された声明文では、貿易摩擦の激化による経済見通しの悪化や、企業や家計マインドの悪化への言及があり、米国による関税が追加利下げの根拠となったことが示された。また、金融市場の変動がさらに経済を悪化させる可能性も明記されており、貿易摩擦激化による株価の下落や利下げの織り込みが進んだことも利下げの一因になったとみられる。一方、フォワードガイダンスについては従来通り、データ次第、会合ごとという表現が維持された。ただし、ユーロ圏経済が直面する不確実性を「異例（exceptional）」と形容した上で、ラガルド総裁は、従来以上にデータの重要性が増していることに加え、不確実性に対する「備え（readiness）」と「機敏さ（agility）」が重要であると述べた。

また、前回3月の声明文において、「制限度合いが有意に緩和している」とされていた、金融政策スタンスに関する記述は、今回の声明文では削除された。これに関してラガルド総裁は、中立金利はショックのない世界で機能する概念であり、明らかなネガティブショックに直面している現在の状況において、政策スタンスを評価することには意味がないとの見方を示した。

図表3 ECBの政策金利（左）、欧州の株価指数と金利（右）



（出所）ECB、Bloomberg より大和総研作成

今回の ECB 理事会は 6 月 5 日に予定されているが、トランプ政権による相互関税の上乗せ延期の期限が 7 月上旬までであることに鑑みれば、関税を巡る不透明感が次回理事会までに払拭される可能性は低い。6 月の理事会では 7 会合連続となる 0.25%pt の利下げが実施されると予想する。また、大和総研では従来、今回の利下げサイクルにおけるターミナルレートを 2.00% と想定していたが、経済の不透明感の高まり、および ECB のスタンスの変化を受けて、1.75% に引き下げた。

1-3 月期は個人消費の増加が GDP を押し上げ、4-6 月期は減速へ

ここまで述べてきた通り、ユーロ圏経済の先行きについては不透明感が大きく高まっているものの、データで確認できる足元までのユーロ圏経済の現状はさほど悪くない。景況感指数（総合、欧州委員会公表）の 2025 年 3 月分は前月差▲1.1pt と 3 ヶ月ぶりに低下した。ただし、1-3 月期の平均値は 95.6 と、2024 年 10-12 月期平均の 95.2 を上回っており、1-3 月期の実質 GDP 成長率が小幅なプラス成長になることを示唆する。

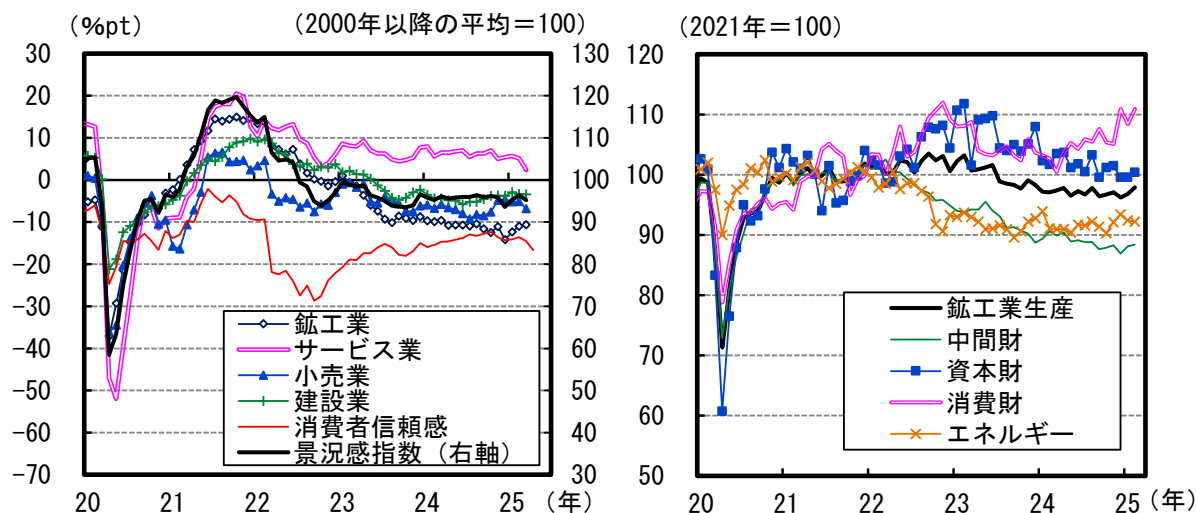
内訳を見ると、これまでユーロ圏経済の成長をけん引してきたサービス業の指数が前月差▲2.7pt と大きく低下し、2021 年 4 月以来の低水準まで落ち込んだ。また、小売業が同▲1.7pt、消費者信頼感が同▲0.9pt、建設業が同▲0.1pt とそれぞれ低下している。他方、鉱工業については同+0.4pt と 3 ヶ月連続で上昇した。企業部門のうち、鉱工業の指数の水準が相対的に低いという状況は変わらないものの、これまで足を引っ張ってきた鉱工業の景況感に持ち直しの兆しが見られていることは好材料といえる。

鉱工業の持ち直しについては、ハードデータでも確認できる。2 月のユーロ圏の鉱工業生産は前月比+1.1%と 2 ヶ月連続で上昇し、水準は 2023 年 12 月以来の高さまで回復した。1-2 月の平均値は 2024 年 10-12 月期平均を 0.7%上回っており、1-3 月期は 8 四半期ぶりの前期比増加に転じると見込まれる。2 月の生産を財別に見ると、非耐久消費財を中心に消費財が前月比+2.3%と大きく増加したほか、資本財（同+0.8%）、中間財（同+0.3%）と幅広く増加している。2 月の鉱工業生産の増加に大きく寄与した消費財の生産は、2024 年 3 月をボトムに持ち直し基調を強め、鉱工業生産全体をけん引する形となっているが、これは個人消費、とりわけ財消費の回復傾向を反映したものとみられる。

財消費の動向を表す実質小売売上高は、2 月に前月比+0.3%と増加した。2024 年 11 月から 2025 年 1 月までの 3 ヶ月間は横ばいで推移しており、2025 年 1-3 月期は前期から増加する可能性が高い。仮にそうなれば前期比ベースでの増加は 2023 年 10-12 月期から 6 四半期連続となる。

ただし、既述したように、4 月に入って消費者信頼感指数は大幅に低下しており、個人消費の回復基調と、それにけん引されてきた鉱工業生産の持ち直しは、4 月以降、大きく状況が変化する可能性がある。家計の雇用・所得環境はなおも底堅さを維持していることから、個人消費が急激に減少することは想定していないものの、4-6 月期の成長ペースは、1-3 月期に比べて低下すると見込まれる。

図表4 ユーロ圏の景況感指数と内訳（左）、ユーロ圏の鉱工業生産指数と財別内訳（右）



(注) 左図は消費者信頼感のみ 2025 年 4 月が最新値、それ以外は 2025 年 3 月が最新値。

(出所) 欧州委員会、Eurostat より大和総研作成

英国経済

2025 年 2 月 GDP は大幅増加、1-3 月期の実質 GDP 成長率は加速の見込み

2025 年 2 月の月次 GDP は前月比+0.5%と大幅に増加した。1 月は前月から横ばいだったものの、1-2 月の平均値は 2024 年 10-12 月期平均を 0.6%上回っており、2025 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期（前期比+0.1%）から成長ペースが加速すると見込まれる。

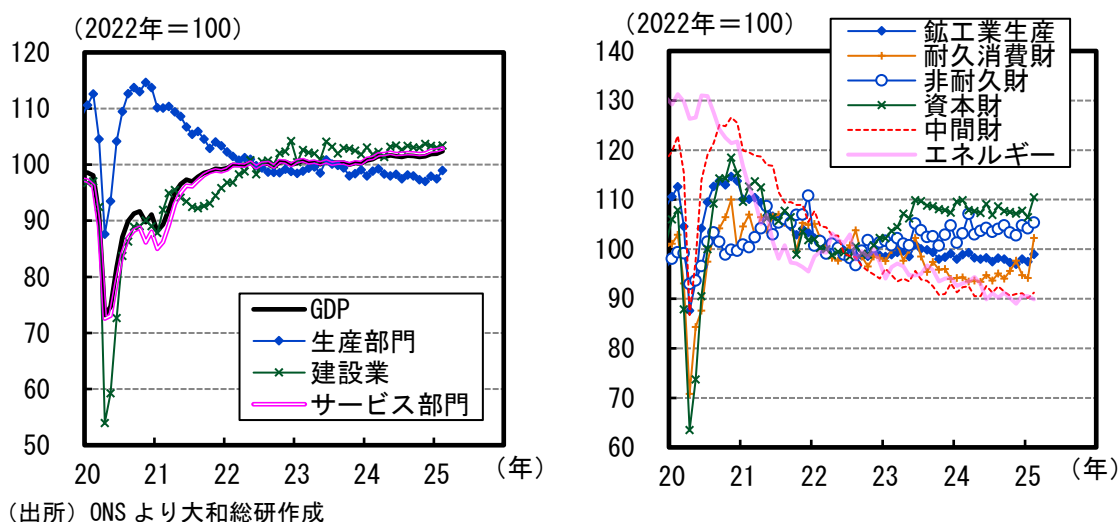
2 月の月次 GDP を業種別に見ると、製造業を含む生産部門が前月比+1.5%と 2023 年 6 月以来の高い伸びとなったことに加え、サービス部門も同+0.3%と前月から加速し、建設業は同+0.4%と 3 ヶ月ぶりの増加に転じた。

特に大幅な伸びとなった生産部門では、製造業が前月比+2.2%と大幅に増加したことが押し上げに寄与した。製造業の内訳では 13 業種のうち 10 業種と幅広い業種で生産が増加したが、特にコンピューター・電気機器の大幅な増加（同+9.8%）が全体を大きく押し上げた。この影響により、財別では耐久消費財が同+8.6%、資本財が同+3.8%と大幅に増加している。統計公表元の ONS（英国国家統計局）からは、特殊要因による押し上げは報告されていないものの、単月の伸びの大きさを考慮すれば、3 月以降、反動減が表れる可能性には注意が必要だろう。

一方、4 ヶ月連続の増加となったサービス部門の内訳では、情報・通信サービス（前月比+2.2%）、宿泊・飲食サービス（同+1.4%）、事務サービス（同+1.3%）、卸売・小売業（同+1.0%）の増加が押し上げ要因となった。

なお、2 月の実質小売売上高は前月比+1.0%となり、前月の高い伸び（同+1.4%）に続いて 2 ヶ月連続で大きく増加した。四半期ベースでも 1-3 月期は 2 四半期ぶりの増加に転じるとみられ、需要面では、個人消費の増加が 1-3 月期実質 GDP の押し上げに寄与すると見込まれる。

図表5 英国の月次 GDP（左）、英国の鉱工業生産指数と財別内訳（右）



4 月以降は関税、増税が英国経済の重荷に

もともと、足元までの堅調さに反して、4 月以降、米国の追加関税によって不透明感が急速に高まっているのは英国も同様である。

英国は米国との通商協定締結を目指して協議を続けており、米バンス副大統領は 4 月 15 日付で英国ニュースサイトに掲載されたインタビュー記事で、米英間の貿易収支が均衡していることを理由に、協定の締結の可能性が高いと主張した。だが一方、スターマー首相は相互関税で課された 10%の追加関税を撤回するようトランプ大統領を説得することは難しいと認めており、米国との関係が良好な英国でも米国の関税から逃れるのは困難とみられる。

OBR（予算責任局）が 3 月に公表した経済・財政見通しでは、米国が世界全体に 20%の追加関税を課し、これに中国、カナダ、メキシコのみが同規模の報復を実施した場合、英国の実質 GDP は 2025 年度（2025 年 4 月～2026 年 3 月）に 0.4%、2026 年度は 0.6%押し下げられるとの分析結果を示した。英国が実際に課された追加関税率は 10%と、OBR の試算の前提よりも低いものの、一定の悪影響は免れないだろう。

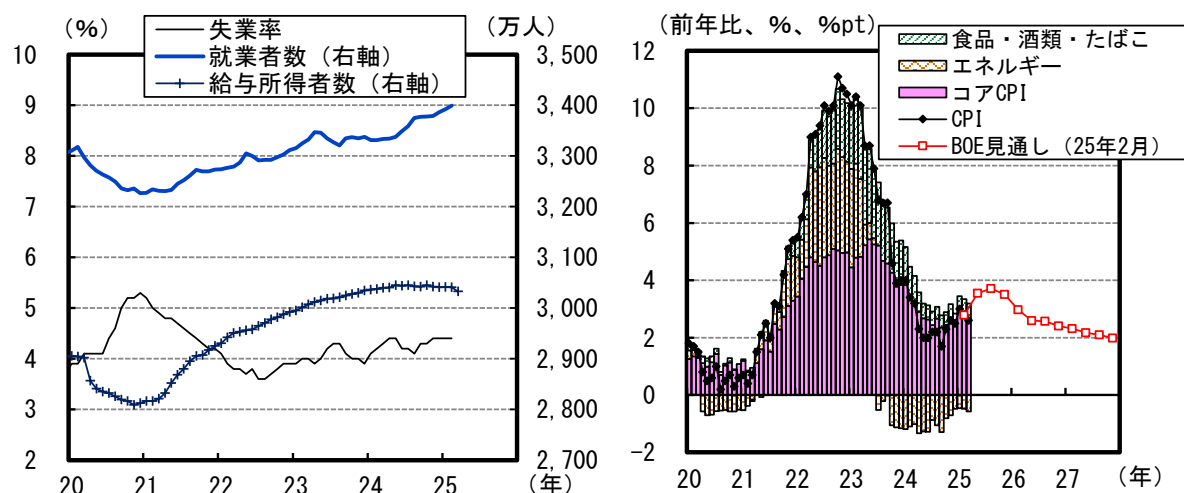
また、英国では、2024 年 10 月の秋季予算案で決定された増税措置の一部が、2025 年 4 月から実施されることも景気回復の重荷になると見込まれる。特に懸念されるのは、4 月 6 日から実施されている、国民保険料の雇い主負担の増加による影響である。BOE が実施する意思決定者パネル調査によれば、企業の多くは増税等による負担増への対応として、雇用の削減や販売価格の上昇を検討していることが明らかになっている。

足元までの労働市場の状況を見ると、2024 年 12 月～2025 年 2 月の失業者数は前月差+2.9 万人と 3 ヶ月ぶりの増加に転じた。失業率は 4.4%と前月から横ばいだったものの、長い目で見れば上昇・下落を繰り返しつつ、緩やかな上昇トレンドにある。また、労働力調査ベースの就業者数は同+7.4 万人と増加したものの、源泉所得情報を利用した 3 月の給与所得者数は同▲7.8 万

人と2ヵ月連続で減少し、減少幅は2020年5月以来の大きさとなった。英国の労働市場では既に悪化の兆しが見られているが、4月からの企業部門に対する増税は、悪化をさらに加速させる可能性がある。

インフレ率に関して、2025年3月の英国のCPI(消費者物価)は前年比+2.6%と、2ヵ月連続で前月からは上昇幅が縮小した。しかし、4月からの自動車税引き上げによる押し上げに加えて、エネルギー価格上限の引き上げもあり、4月以降は再び上昇ペースが加速する公算が大きい。これにさらに増税分の転嫁が加わることになれば、家計の購買力に対する下押し圧力は一層強まることになる。英国の個人消費は足元まで底堅く推移しているものの、先行きについては下振れリスクが大きい。

図表6 英国の就業者数と失業率(左)、英国のCPIとBOE見通し(右)



(注) 左図の失業率、就業者数は3ヵ月移動平均値。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

春季予算案では福祉予算の削減で財政余地を確保

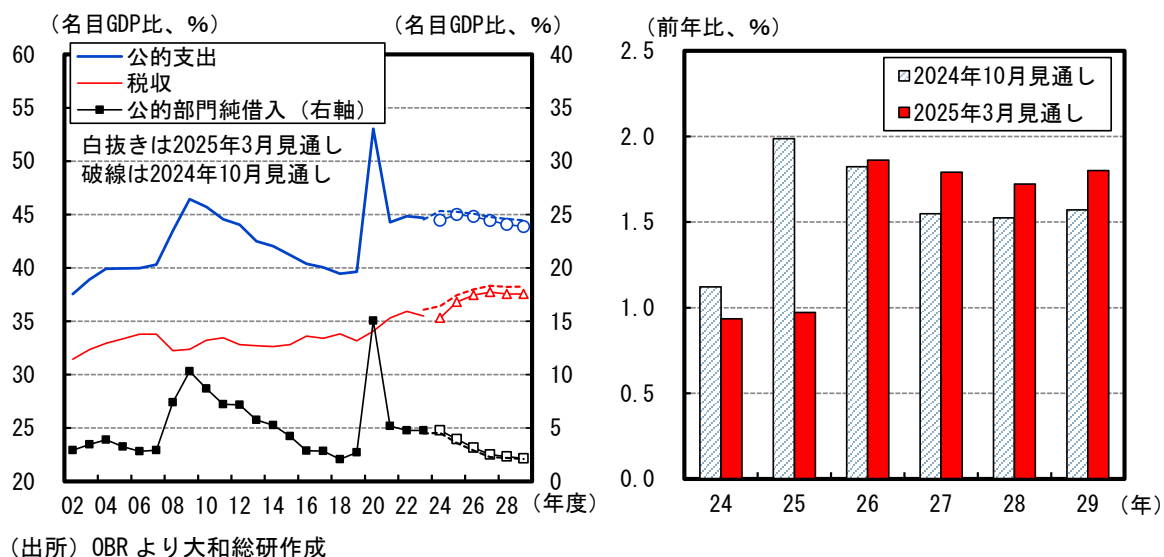
財政に関して、リーブス財務相は3月26日に2025年度の春季予算案を発表した。同氏が事前に述べていた通り、税制に関する変更は盛り込まれなかったが、福祉予算を中心とした歳出の削減が最大の変更点となった。具体的には、障害を持つ人や、健康状態に問題のある人を対象とした個人自立手当の支給要件を2026年11月から厳格化するほか、ユニバーサル・クレジット(失業者・低所得者に対する社会保障)に含まれる疾病、障害関連給付が減額される。一方、歳出の中でも、国防費、インフラ、住宅を中心に、資本投資については5年間合計で約130億ポンド追加された。国防費の増額は2月に公表されていた内容に沿ったものであり、開発援助の減額を財源に、2027年度までに対名目GDP比2.5%まで引き上げられる。

今回の予算案では、2029年度までに経常財政収支を黒字化するという財政ルール達成のための余地(2029年度の経常財政収支)は99億ポンドと、前回の秋季予算案と同額になった。リーブス財務相は、春季予算案による上記の歳出削減措置がなかった場合、41億ポンドの赤字に陥っ

ていたと説明しており、歳出の削減によって財政ルールをどうにか順守した形である。歳出の削減は主に予測期間の後半に予定されており、短期的な影響は小さいとみられるが、前回、2024年の秋季予算と比べて財政は幾分引き締められたことになる。

なお、予算案と同時に OBR が公表した経済・財政見通しでは、2025 年の実質 GDP 成長率見通しが、秋季予算案時の前年比+2.0%から、同+1.0%へと大きく引き下げられた。これは、財政計画修正の影響よりもむしろ、秋季予算公表以降の実績の下振れを反映したものであり、楽観的だった見通しが現実的なものへと修正されたと評価できる。だが一方、2026 年以降の成長率はむしろ前回見通しから引き上げられた。春季予算案に盛り込まれた投資の増加による供給力の強化が押し上げ要因になるとされており、実現に向けたハードルは高い。リーブス財務相は今回の春季予算案においても財政ルール順守への強いこだわりを見せており、経済が下振れすれば次回の予算案以降、さらなる歳出削減や増税が必要になるとみられる。

図表 7 OBR による財政見通し（左）、OBR による実質 GDP 成長率見通し（右）



図表 8 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%	1.0%	0.8%	0.4%	0.3%	0.8%	1.2%	1.4%	1.6%	1.6%	0.9%	0.8%	1.1%
家計消費支出	1.9%	0.1%	2.2%	1.8%	0.5%	0.7%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.1%
政府消費支出	1.1%	4.3%	3.7%	1.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.2%	1.6%	1.8%	2.0%	2.0%	2.8%	1.7%	1.5%
総固定資本形成	-7.5%	-9.6%	7.4%	2.6%	2.2%	0.2%	0.5%	1.2%	2.0%	2.3%	2.5%	2.8%	-1.9%	1.5%	1.7%
輸出	4.5%	6.0%	-5.1%	0.2%	4.8%	-2.2%	-2.5%	-0.5%	1.2%	1.9%	2.2%	2.3%	1.0%	0.1%	0.5%
輸入	-0.8%	4.5%	2.0%	0.3%	3.9%	-1.3%	-1.6%	0.1%	1.6%	2.2%	2.5%	2.6%	0.2%	1.1%	1.0%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	0.5%	0.5%	1.0%	1.2%	1.0%	1.0%	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	1.2%	1.5%	0.9%	0.8%	1.1%
家計消費支出	1.0%	0.6%	1.1%	1.5%	1.1%	1.3%	1.0%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%	1.1%
政府消費支出	2.1%	2.9%	3.0%	2.7%	2.7%	1.9%	1.2%	1.1%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	2.8%	1.7%	1.5%
総固定資本形成	-0.9%	-3.2%	-1.5%	-2.0%	0.4%	3.1%	1.4%	1.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.4%	-1.9%	1.5%	1.7%
輸出	-0.6%	1.9%	1.6%	1.3%	1.4%	-0.7%	0.0%	-0.1%	-1.0%	0.0%	1.2%	1.9%	1.0%	0.1%	0.5%
輸入	-1.6%	-0.4%	1.7%	1.5%	2.7%	1.2%	0.3%	0.2%	-0.3%	0.6%	1.6%	2.2%	0.2%	1.1%	1.0%
鉱工業生産（除く建設）	-4.7%	-4.0%	-1.6%	-1.7%	0.4%	0.6%	0.9%	1.5%	1.0%	1.4%	1.8%	2.1%	-3.0%	0.8%	1.6%
実質小売売上高	0.0%	0.3%	2.0%	2.0%	2.0%	1.8%	0.9%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	1.1%	1.4%	0.8%
消費者物価	2.6%	2.5%	2.2%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	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%	2.9%	5.0%	4.3%	3.4%	2.1%	2.4%	2.4%	2.5%	-4.2%	3.9%	2.4%
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	34.4	38.9	40.9	43.4	46.4	49.6	52.8	56.1	169.5	157.6	204.8
経常収支	108.9	133.4	90.1	83.2	81.6	84.6	85.1	86.5	88.6	91.0	93.4	95.9	415.6	337.8	368.9
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%	2.58%	2.53%	2.46%	2.42%	2.39%	2.36%	2.33%	2.30%	2.34%	2.50%	2.34%
	4.00%	3.75%	3.50%	3.00%	2.50%	2.00%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	3.00%	1.75%	1.75%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2025年4月22日時点）。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

図表 9 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	3.7%	1.8%	0.0%	0.4%	1.8%	0.5%	1.1%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.1%	0.9%	1.3%
家計消費支出	2.7%	-0.2%	1.9%	0.5%	0.6%	0.8%	1.1%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.6%	0.8%	1.0%
一般政府消費支出	2.9%	4.0%	1.3%	2.0%	2.0%	2.2%	1.8%	1.8%	1.5%	1.2%	1.0%	1.0%	3.0%	2.0%	1.5%
総固定資本形成	3.1%	4.4%	4.0%	-2.5%	0.6%	0.2%	0.5%	1.3%	1.8%	2.3%	2.5%	2.6%	1.5%	0.6%	1.7%
輸出	0.7%	-7.0%	-0.2%	-7.2%	16.1%	-4.5%	-0.5%	0.2%	1.3%	2.2%	2.4%	2.5%	-1.2%	0.9%	0.9%
輸入	-1.6%	23.8%	-10.9%	11.9%	0.7%	-2.8%	-0.2%	0.3%	1.0%	1.6%	1.7%	1.8%	2.7%	1.6%	0.7%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	0.7%	1.1%	1.2%	1.5%	1.0%	0.7%	0.9%	1.2%	1.1%	1.3%	1.4%	1.4%	1.1%	0.9%	1.3%
家計消費支出	0.4%	-0.2%	1.1%	1.2%	0.7%	0.9%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	0.6%	0.8%	1.0%
一般政府消費支出	4.6%	3.1%	1.9%	2.6%	2.3%	1.9%	2.0%	1.9%	1.8%	1.6%	1.4%	1.2%	3.0%	2.0%	1.5%
総固定資本形成	-1.4%	1.2%	3.8%	2.2%	1.6%	0.6%	-0.3%	0.6%	0.9%	1.5%	2.0%	2.3%	1.5%	0.6%	1.7%
輸出	0.7%	-1.4%	-0.4%	-3.5%	0.0%	0.7%	0.6%	2.5%	-0.9%	0.8%	1.5%	2.1%	-1.2%	0.9%	0.9%
輸入	-0.7%	3.4%	3.1%	5.0%	5.6%	-0.6%	2.2%	-0.5%	-0.4%	0.7%	1.2%	1.5%	2.7%	1.6%	0.7%
鉱工業生産	-0.2%	-1.5%	-1.9%	-1.1%	-0.4%	0.2%	0.9%	1.6%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	-1.2%	0.6%	1.0%
実質小売売上高	-0.1%	-0.9%	1.6%	1.5%	1.5%	2.4%	1.3%	2.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	0.5%	1.9%	1.1%
消費者物価	3.5%	2.1%	2.0%	2.5%	2.8%	3.3%	3.6%	3.2%	2.5%	2.2%	2.1%	2.0%	2.5%	3.2%	2.2%
生産者物価（出荷価格）	0.3%	1.3%	0.3%	-0.4%	0.2%	1.1%	2.4%	3.0%	2.6%	2.3%	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	-47.5	-64.1	-52.7	-61.8	-54.3	-55.6	-55.8	-56.0	-55.6	-54.7	-53.4	-52.7	-226.0	-221.7	-216.4
経常収支	-15.9	-26.3	-12.5	-21.0	-12.5	-12.7	-12.7	-12.9	-12.4	-11.8	-11.3	-10.7	-75.7	-50.8	-46.1
国債10年物（期中平均）															
政策金利（末値）	4.03%	4.20%	4.00%	4.35%	4.60%	4.55%	4.37%	4.18%	4.02%	3.85%	3.67%	3.63%	4.14%	4.42%	3.79%
	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4月22日時点）。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国 トランプ関税 2.0 で 25 年は 3.9%成長へ

迂回輸出は当面温存。「トランプ関税 2.0」の長期化は想定せず

齋藤 尚登

[要約]

- 中国国家统计局によると、2025 年 1 月～3 月の実質 GDP 成長率は前年比 5.4%（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）となった。「トランプ関税 2.0」が本格化する前の駆け込み輸出と、家電の買い替え促進策の政策効果が、堅調な景気推移をサポートした。
- 2025 年 4 月に米中で追加関税のかけあいが見え始め、米国は中国からの全輸入に累計 145%、中国は米国からの全輸入に累計 125%の追加関税措置を講じた。大和総研は米国の累計 145%の追加関税で中国の実質 GDP は 2.91%下押しされると試算している。
- 今後、中国政府は金利・預金準備率の引き下げ、さらなる積極的な財政政策などによって、景気を支えるであろう。それでも「トランプ関税 2.0」による経済下押しを相殺することは困難だ。大和総研は 2025 年の実質 GDP 成長率の予測を前月号の 4.5%から 3.9%に、2026 年を同様に 4.2%から 4.0%に引き下げた。4 月 4 日付けの大和総研レポート「『相互関税』を受け、日米欧中の経済見通しを下方修正」では、米国の中国からの全輸入に対する追加関税が累計 54%の段階で、上記と同じ成長率見通しとしていた。追加関税がさらに上乗せされたにもかかわらず、見通しを変更しないのは、(1)その後、中国以外の国・地域に対する相互関税の上乗せ部分が 90 日間停止となり、中国の対米迂回輸出がある程度温存されること、(2)米国による 145%、中国による 125%の累計追加関税は持続可能ではなく、比較的早期に引き下げが期待できること、などによる。今後の動向に注目したい。

2025 年 1 月～3 月は前年同期比 5.4%成長を達成

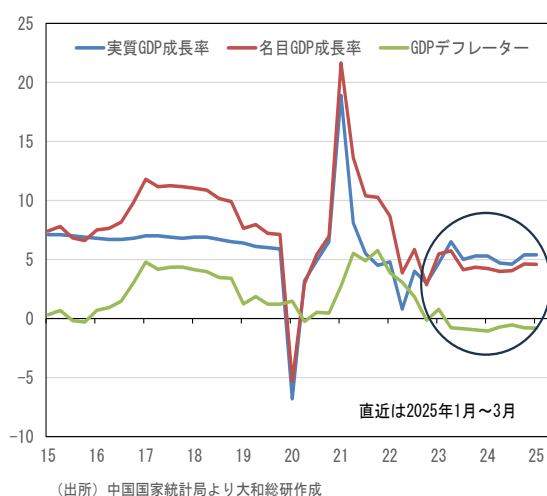
中国国家统计局によると、2025 年 1 月～3 月の実質 GDP 成長率は前年比 5.4%（以下、断りのない限り変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、「トランプ効果」（トランプ氏が米大統領に就任する前の輸出の前倒し）によって、成長率が加速した 2024 年 10 月～12 月と同じ伸び率となった。2024 年の 5.0%成長からは加速している。

一方で、2025 年 1 月～3 月の名目 GDP 成長率は 4.8%となり、名目成長率が実質成長率を下回る状況が 8 四半期続いている。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。3 月に開催された第 14 期全国人民代表大会（全人代＝日本の国会に相当）第 3 回会議における 2025 年予算では、財政赤字の GDP 比は 4.0%前後、金額は 5 兆 6,600 億元（4 月 22 日時点で 1 元＝19.4 円）とされた。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になる。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なようにみえる。

なお、2025 年 1 月～3 月の実質 5.4%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出が 2.8%pt、総資本形成は 0.5%pt、純輸出は 2.1%pt であった。2024 年の 5.0%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出 2.2%pt、総資本形成 1.3%pt、純輸出 1.5%pt であり、2025 年 1 月～3 月は最終消費支出と純輸出の寄与度が高まっていることが分かる。

実質・名目 GDP 成長率、GDP デフレーター
の推移（単位：％）



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
2025. 1-3	5.4	2.8	0.5	2.1

（出所）CEIC、中国国家统计局より大和総研作成

家電の買い替え促進策などが奏功し、2025 年 1 月～3 月の消費は若干の加速

2025 年 1 月～3 月の小売売上は 4.6% 増となり、2024 年の 3.5% 増から若干加速した。1 月～2 月は 4.0% 増、3 月は 5.9% 増であった。

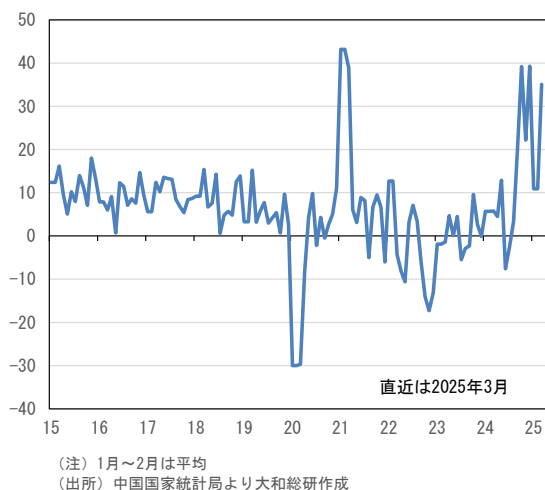
小売売上の堅調な推移の背景には、後述する家電の買い替え促進策のほか、米中対立の激化を受けたナショナリズムの高まりが、国産品（made in China）への需要を高めたことがあろう。2025 年 3 月の主要経済統計をピックアップすると、鉱工業生産は 7.7% 増、輸出は 12.4% 増、輸入は 4.3% 減、固定資産投資（1 月～3 月）は 4.2% 増などとなった。一般に輸入の減少は内需の低迷が背景とされるが、それだけではなさそうだ。

小売売上の増加を支えているのは、2024 年 7 月 25 日に発表された「大規模設備更新と消費財買い替えへの支援強化に関する若干の措置」（以下、「措置」）による政策効果である。「措置」では、個人が冷蔵庫、洗濯機、テレビ、エアコン、パソコン、給湯器、家庭用コンロ、レンジフードを買い替える際に、省エネ・節水性能によって最大で価格の 20%（1 台当たり最大で 2,000 円まで）を上限に補助金を支給するとした。資金は 8 月末までに配分され、補助金政策が本格的に始動した。政策効果の発現により、家電・音響映像機材の販売金額は、9 月以降急増し、2024 年年間では 12.3% 増となり、2023 年の 0.5% 増から大幅に増加している。

上記大型家電に対する買い替え補助金政策は 2025 年も継続され、さらに、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 円の補助金が支給される政策も開始された。1 月～3 月の家電・音響映像機材の販売金額は 19.3% 増（1 月～2 月は 10.9% 増、3 月は 35.1% 増）と好調を維持している。

自動車については、昨年 7 月の「措置」により、ガソリン車の補助金は従来の 7,000 円から

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：％）



1.5 万元に、EV（電気自動車）は1 万元から2 万元に増額された。この政策は2025 年も維持されている。ただし、自動車販売「金額」の面では、政策効果は限定的である。2024 年は0.5%減、2025 年1 月～3 月は0.8%減（1 月～2 月は4.4%減、3 月は5.5%増）と低空飛行が続いている。国家統計局によると、1 月～3 月の自動車を除く小売売上は、5.1%増であったとされ、自動車が全体（4.6%増）の足を引っ張っている。

厄介なのは、自動車販売台数が、2024 年は4.5%増、2025 年1 月～3 月は11.2%増と伸びが加速していることである。販売台数と販売金額の差は熾烈な価格競争によるものであり、販売「台数」から見れば、政策効果はしっかりと発現しているということになる。

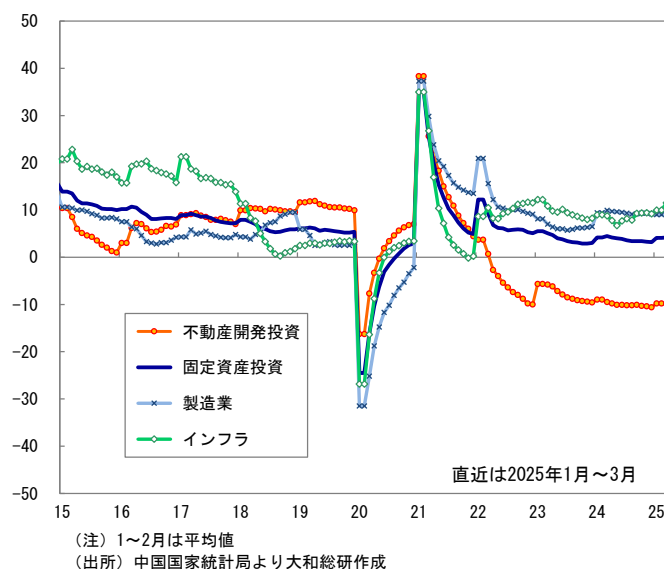
家電にしろ、自動車にしろ、買い替え政策一巡後の反動減に留意する必要があるだろう。

不動産開発投資は10%近い減少が続く。一方、それ以外の固定資産投資は堅調

2025 年1 月～3 月の全産業の固定資産投資は4.2%増となり、2024 年の3.2%増から若干加速した。分野別には、製造業投資は2024 年の9.2%増から2025 年1 月～3 月は9.1%増と高い伸び率を維持し、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は同様に9.2%増から11.5%増へと加速した。一方で、2025 年1 月～3 月の不動産開発投資は9.9%減となり、2024 年の10.6%減からマイナス幅が若干縮小したにとどまっている。10%近い減少は4 年目に突入した。

なお、2025 年1 月～3 月の不動産開発投資を除く固定資産投資は8.3%増（2024 年は7.2%増）と発表されており、企業のバランスシート調整の影響はデベロッパーに集中して表れ、他の業種は堅調であることが示されている。

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：%）



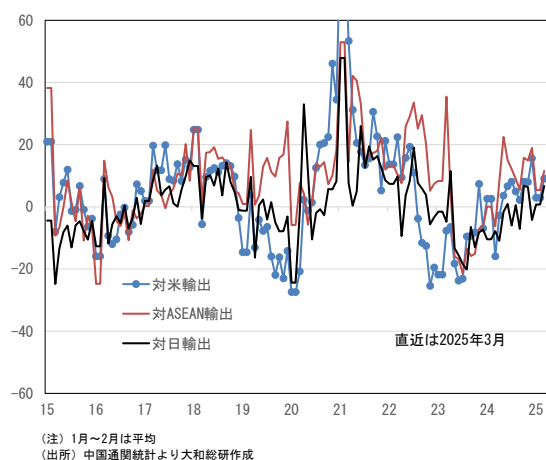
2025 年 1 月～3 月は駆け込み輸出が続く

2025 年 1 月～3 月の輸出（以下、貿易関連はドル建て）は 5.8% 増となり、2024 年 10 月～12 月の 9.9% 増からは伸びが減速したものの堅調な推移となった（2024 年は 5.8% 増）。2025 年 1 月～3 月の輸入は 7.0% 減となり、2024 年 10 月～12 月の 1.8% 減からマイナス幅を拡大させた（2024 年は 1.1% 増）。2025 年 1 月～3 月の貿易黒字は 49.2% 増の 2,729.7 億ドルを記録しており、実質 GDP 成長率の需要項目別寄与度における純輸出の大幅なプラス（2.1%pt）をもたらした。なお、2024 年 10 月～12 月の貿易黒字は 49.2% 増の 2,978.8 億ドル、2024 年は 20.7% 増の 9,919.0 億ドルであった。

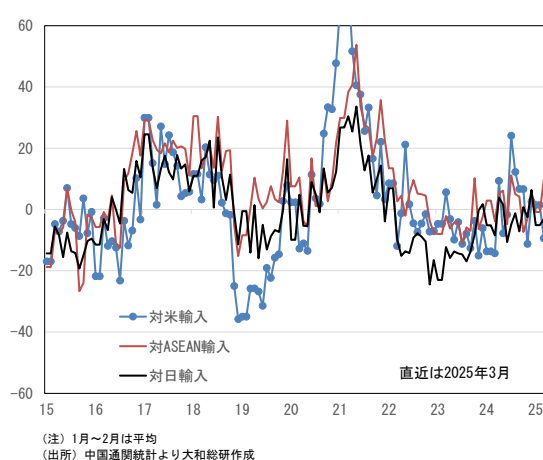
2025 年 2 月 4 日に発動された米国による中国からの全輸入に対する 10% 追加関税に対する報復措置として、中国は 2 月 10 日以降、米国から輸入する石炭、液化天然ガスなどに 15%、原油、農業機械、大型自動車などに 10% の追加関税を課した。米国が 3 月 4 日にさらに 10% の関税を上乗せし、合計 20% の追加関税措置を発動したことに対して、中国は 3 月 10 日以降、米国からの小麦、トウモロコシ、鶏肉、綿花などに 15% の追加関税を、大豆、豚肉、牛肉、水産物、果物などに 10% の追加関税を課した。しかし、これは序の口であり、4 月に米国が相互関税を賦課すると、米中でかけあいがエスカレートし、最終的に米国は中国からの全輸入に対して、145% の追加関税を課し、中国は米国からの全輸入に対して 125% の追加関税を賦課している。

中国と米国の貿易は対照的な動きとなった。2025 年 3 月の中国の対米輸出は 9.1% 増となったのに対して、対米輸入は 9.5% 減となった。中国の対米輸出の増加は、さらなる追加関税を見越した駆け込み輸出が、対米輸入の減少は中国政府による米トランプ政権への抗議（牽制）が背景にあると思われる。

中国の国・地域別輸出の推移（前年同月比）
（単位：％）



中国の国・地域別輸入の推移（前年同月比）
（単位：％）



「トランプ関税 2.0」が中国経済に与える影響

2025 年 4 月に入り、米国と中国との間では追加関税のかけあいエスカレートしていった。

米トランプ大統領は 2025 年 4 月 2 日、相互関税の詳細を発表した。中国に対する相互関税は 34%であり、4 月 5 日に 10%（ベースライン関税として、全ての国・地域からの輸入に課税）、4 月 9 日に 24%の追加関税が実施される予定であった（2 月、3 月分と合わせて、この時点で累計 54%の追加関税）。中国は 4 月 4 日、相互関税への報復として、米国からの全ての輸入に対して 4 月 10 日より、34%の追加関税を発動すると発表するなど、態度を硬化させた。

それに対して、米国は 4 月 9 日発動の相互関税に、50%の追加関税を賦課した。累計の追加関税は 104%に達する計算だ。これを受けて、中国は 4 月 9 日、米国からの全輸入に 50%の追加関税を課すと発表した。既に発表済みの 34%の報復関税に上乗せして、累計 84%の追加関税となった。

そして、米トランプ大統領は 4 月 9 日、発動したばかりのほぼ全ての国・地域に対する相互関税率の上乗せ部分を 90 日間停止し、各国・地域共通の 10%のベースライン関税のみを賦課するとした一方で、中国からの輸入に対する追加関税を 41%上乗せして累計で 145%に引き上げるとした。これを受けて、中国は 4 月 11 日、米国からの輸入品にさらに 41%の追加関税を課し、累計で 125%の追加関税とすることを発表した（4 月 12 日に発動）。その上で、中国は米国がさらに関税を引き上げても、「相手にしない」とし、報復関税の打ち止めを示唆した。

「トランプ関税 2.0」追加関税のかけあい

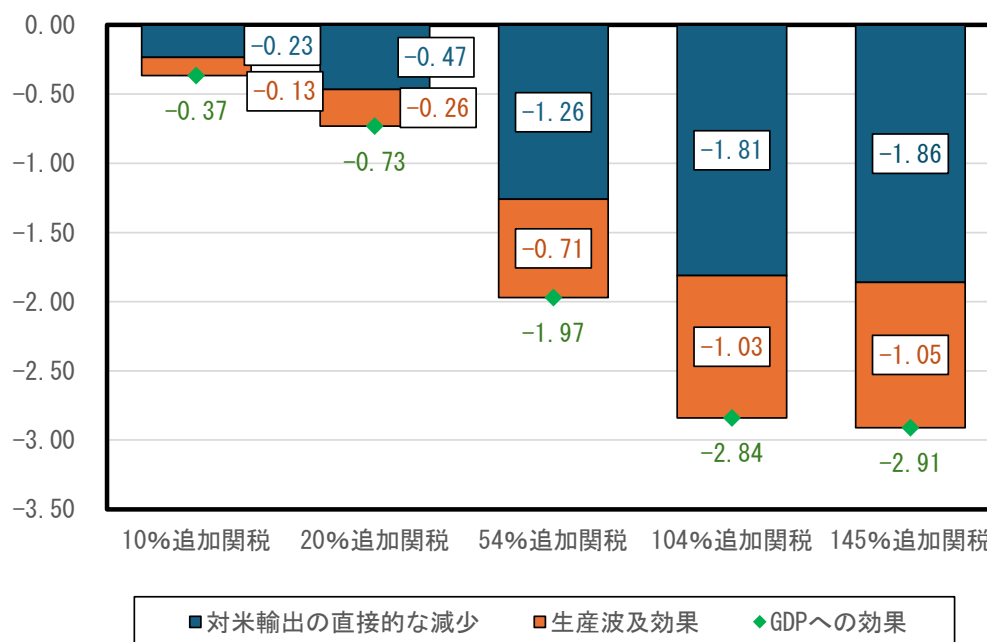
	米国による対中制裁関税 米国の対中輸入（24年4,389億ドル）		中国による対米報復関税 中国の対米輸入（24年1,644億ドル）	
2025年2月	全額	中国からの輸入に対して10%の追加関税	140億ドル分	米国から輸入する石炭や液化天然ガスなどに15%、原油や農業機械、大型自動車などに10%の追加関税
2025年3月	全額	10%の追加関税（累計20%）	223億ドル分	小麦、トウモロコシ、鶏肉、綿花などに15%、大豆、豚肉、牛肉、水産物、果物などに10%の追加関税
2025年4月	全額 全額 全額	34%（10%+24%）の相互関税（累計54%） 50%の追加関税（累計104%） 41%の追加関税（累計145%）	全額 全額 全額	34%の追加関税 50%の追加関税（累計84%） 41%の追加関税（累計125%） 今後の米国による関税引き上げは相手にしない（他の報復を模索か？）

（出所）米国商務省統計、ホワイトハウス、中国通関統計、中国財政部などより大和総研作成

大和総研は、米国による対中 54%の追加関税により、中国の実質 GDP は 1.97%押し下げられ、累計 104%の追加関税で 2.84%、そして累計 145%では 2.91%押し下げられると試算した。中国経済への追加的な悪影響はよりマイルドになると見込まれる。これは、追加関税により価格が上昇しても米国企業が中国からの輸入に頼らざるを得ない財が一定程度存在し、対米輸出が完全に蒸発することは想定できないためだ。試算では、輸出の価格弾性値の絶対値が徐々に小さくなっていくことを想定した。

今後、中国の対米輸出は大きく減少していく可能性が高い。その一方で、中国からの対米迂回輸出ルートはひとまず温存されている。米トランプ大統領が4月2日に発表した相互関税（ベースライン関税10%+上乗せ関税）は、カンボジア（49%）、ラオス（48%）、ベトナム（46%）、ミャンマー（44%）、スリランカ（44%）など、中国からの迂回輸出が指摘される、あるいは中国を中心とするサプライチェーンが構築されている国々が高い、という特徴があった。こうした国々への相互関税は現在、ベースライン関税のみが課され、上乗せ分は90日間の停止とされている。ただし、こうした国々にしてみれば、中国から米国への迂回輸出のために、自国の対米貿易黒字（米国にとっての貿易赤字）が急増すれば、米国による上乗せ関税の停止解除のみならず、さらなる追加関税の対象になり得る。中国からの期待と米国からの懸念をどうバランスするのか、難しい問題を突きつけられている。

「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。数値は小数点第三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

「トランプ関税 2.0」はいつまで続くのか？

この「トランプ関税 2.0」はいつまで続くのであろうか？筆者は2025年9月末までには、大幅に緩和されると期待している。

「トランプ関税 1.0」の状況をまとめると（次頁）、①貿易戦争といっても当初は対象が340億ドル、160億ドルといった限定された範囲での関税引き上げであった、②関税引き上げは2018

年7月に始まり、2019年9月にピークを迎え、10月以降は見送りが続き、2020年1月には緩和されていることが分かる。「トランプ関税 2.0」はお互いに全輸入に対して、前回とは桁違いの追加関税を課しており、それぞれの経済への悪影響も格段に大きくなると予想される。長期化は回避されるとの見立てだ。

「トランプ関税 1.0」の振り返り（単位：億ドル）

	米国による対中制裁関税 米国の対中輸入（18年5,395億ドル）		中国による対米報復関税 中国の対米輸入（18年1,551億ドル）	
第1弾	340	18年7月6日発動、追加関税25%	340	18年7月6日発動、追加関税25%
		19年10月15日予定の追加関税30%への引き上げは見送り		
第2弾	160	18年8月23日発動、追加関税25%	160	18年8月23日発動、追加関税25%
		19年10月15日予定の追加関税30%への引き上げは見送り		
第3弾	2,000	18年9月24日発動、追加関税10% 19年5月10日発動、追加関税25% （家電・家具、衣類を含む）	600	18年9月24日発動、追加関税5%、10% 19年5月10日発動、追加関税5%～25% （液化天然ガスを含む）
		19年10月15日予定の追加関税30%への引き上げは見送り		
第4弾	2,800	19年9月1日発動、1,200億ドル分、追加関税率15% ⇒20年1月15日に合意文書署名、30日後の2月14日に 7.5%に引き下げ	750	750億ドル分（従来発表分と重複あり）に対して、一部 は19年9月1日に5%、10%の追加関税を発動 ⇒20年2月14日に追加関税率を2.5%、5%に引き下げ
		19年12月15日予定の1,600億ドル分に対する追加関税15% への引き上げは見送り		19年12月15日予定の留保分に対する追加関税引き上げは見 送り

（出所）中国通関統計、米国商務省統計などより大和総研作成

2025 年の中国経済見通しを大幅に引き下げ

今後、中国政府は金利・預金準備率の引き下げ、さらなる積極的な財政政策などによって、景気を支えるであろう。それでも「トランプ関税 2.0」による経済下押しを相殺することは困難だ。

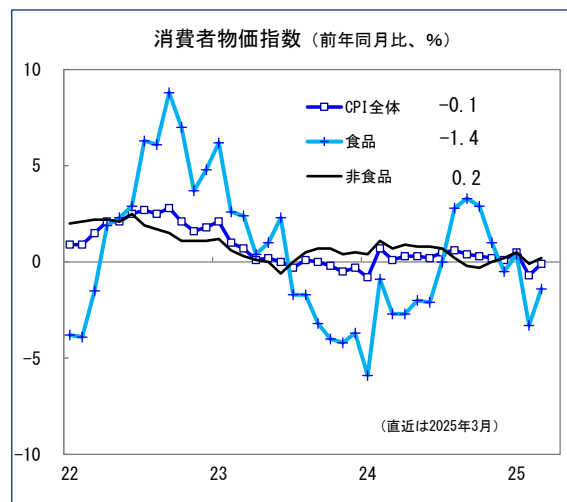
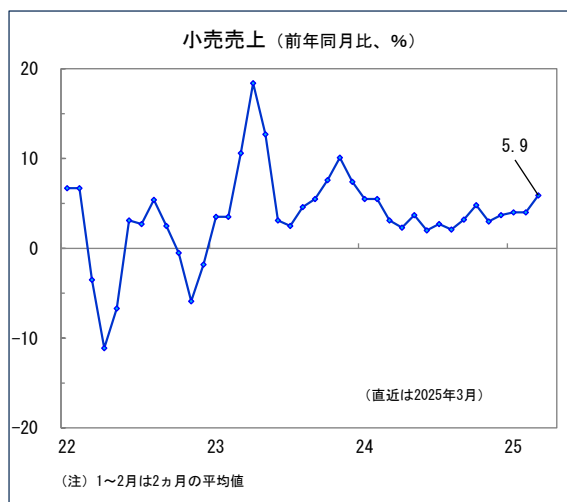
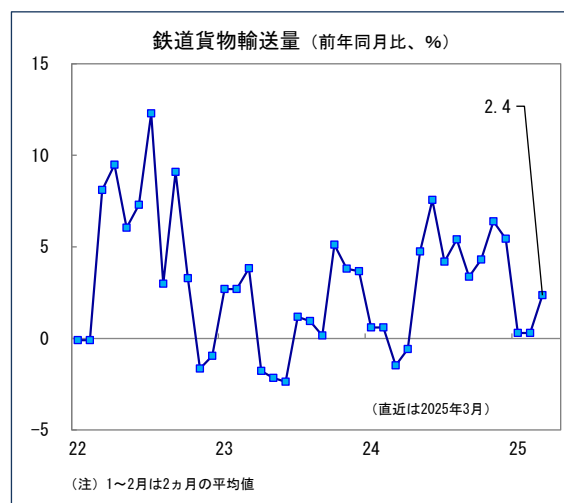
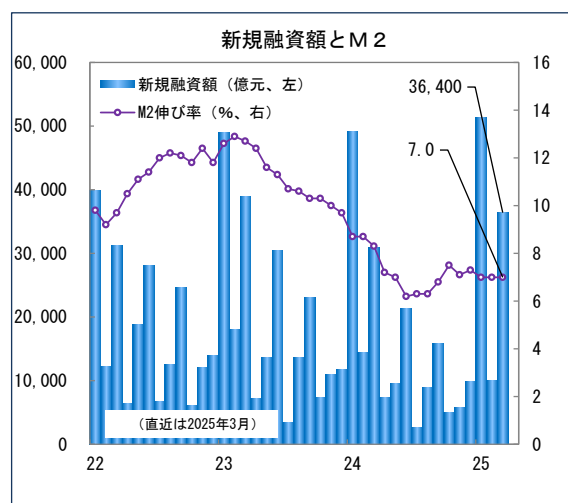
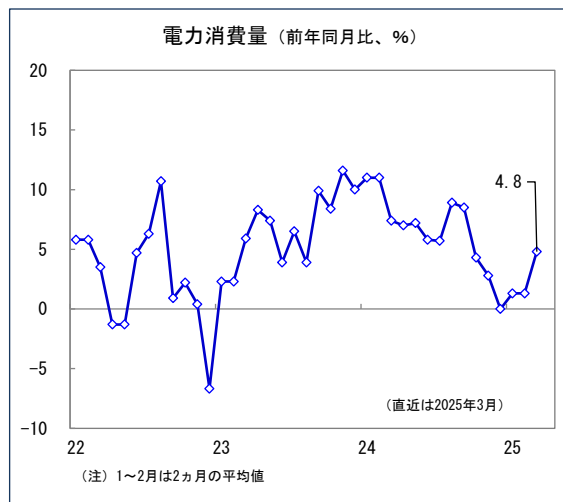
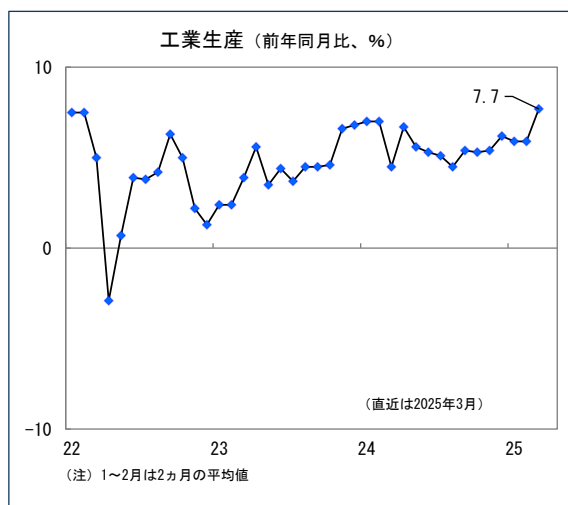
大和総研は2025年の実質GDP成長率は前月号の4.5%から3.9%に、2026年を同様に4.2%から4.0%に引き下げた。4月4日付けの大和総研レポート『『相互関税』を受け、日米欧中の経済見通しを下方修正』では、米国の中国からの輸入に対する追加関税が累計54%の段階で、上記と同じ成長率見通しとしていた。追加関税がさらに上乗せされたにもかかわらず、見通しを変更しないのは、(1) その後、中国以外の国・地域に対する相互関税の上乗せ部分が90日間停止となり、中国の対米迂回輸出がある程度温存されること、(2) 米国による145%、中国による125%の累計追加関税は持続可能ではなく、比較的早期に引き下げが期待できること、などによる。今後の動向に注目したい。

主要経済指標一覧

	2024年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	3月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	5.3	-	-	4.7	-	-	4.6	-	-	5.4	-	-	5.4
工業生産（前年同月比、%）	4.5	6.7	5.6	5.3	5.1	4.5	5.4	5.3	5.4	6.2	5.9		7.7
電力消費量（前年同月比、%）	7.4	7.0	7.2	5.8	5.7	8.9	8.5	4.3	2.8	0.0	1.3		4.8
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	-1.5	-0.6	4.7	7.6	4.2	5.4	3.4	4.3	6.4	5.4	0.3		2.4
固定資産投資（前年累計比、%）	4.5	4.2	4.0	3.9	3.6	3.4	3.4	3.4	3.3	3.2	4.1		4.2
不動産開発投資（前年累計比、%）	-9.5	-9.8	-10.1	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.3	-10.4	-10.6	-9.8		-9.9
小売売上（前年同月比、%）	3.1	2.3	3.7	2.0	2.7	2.1	3.2	4.8	3.0	3.7	4.0		5.9
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	0.1	0.3	0.3	0.2	0.5	0.6	0.4	0.3	0.2	0.1	0.5	-0.7	-0.1
食品（前年同月比、%）	-2.7	-2.7	-2.0	-2.1	0.0	2.8	3.3	2.9	1.0	-0.5	0.4	-3.3	-1.4
非食品（前年同月比、%）	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	0.2	-0.2	-0.3	0.0	0.2	0.5	-0.1	0.2
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-2.8	-2.5	-1.4	-0.8	-0.8	-1.8	-2.8	-2.9	-2.5	-2.3	-2.3	-2.2	-2.5
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-3.5	-3.0	-1.7	-0.5	-0.1	-0.8	-2.2	-2.7	-2.5	-2.3	-2.3	-2.3	-2.4
新規融資額（億元）	30,900	7,300	9,500	21,300	2,600	9,000	15,900	5,000	5,800	9,900	51,300	10,100	36,400
M2伸び率（%）	8.3	7.2	7.0	6.2	6.3	6.3	6.8	7.5	7.1	7.3	7.0	7.0	7.0
輸出（前年同月比、%）	-7.7	1.3	7.4	8.5	6.9	8.6	2.3	12.7	6.6	10.7	2.2		12.4
輸入（前年同月比、%）	-2.0	8.3	2.1	-2.6	6.7	0.1	0.2	-2.3	-3.9	0.9	-8.4		-4.3
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	583.7	719.9	814.3	989.7	854.3	914.9	817.4	956.3	971.5	1,051.0	851.6		1,026.4
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	0.8	-0.5	-1.8	-2.4	-3.3	-3.6	-4.6	-4.9	-5.3	-5.4	-5.7	-5.5	-5.7
上海（前年同月比、%）	4.3	4.2	4.5	4.4	4.4	4.9	4.9	5.0	5.0	5.3	5.6	5.6	5.7
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-28.3	-24.7	-24.3	-23.8	-23.2	-22.6	-22.3	-22.7	-23.0	-22.5	-29.9		-24.8
竣工面積（前年累計比、%）	-21.4	-20.3	-20.1	-21.8	-21.8	-23.6	-24.4	-23.9	-26.2	-26.1	-15.7		-14.4
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-24.3	-22.3	-21.1	-19.5	-18.6	-18.0	-17.1	-15.8	-14.3	-12.8	-5.5		-3.5
金額（前年累計比、%）	-30.1	-29.4	-28.4	-25.3	-24.3	-23.6	-22.7	-20.9	-19.2	-17.0	-2.9		-2.6

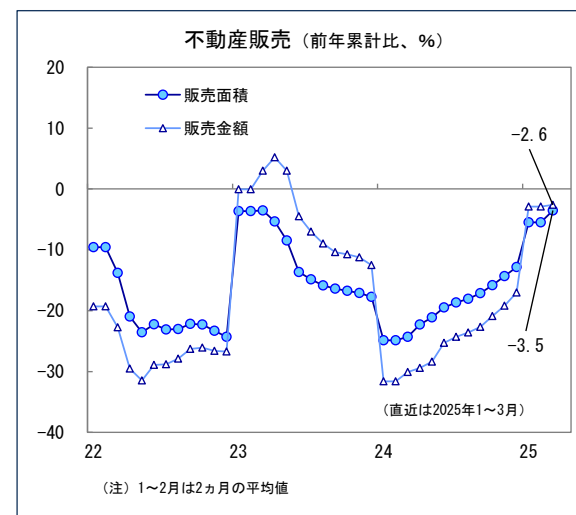
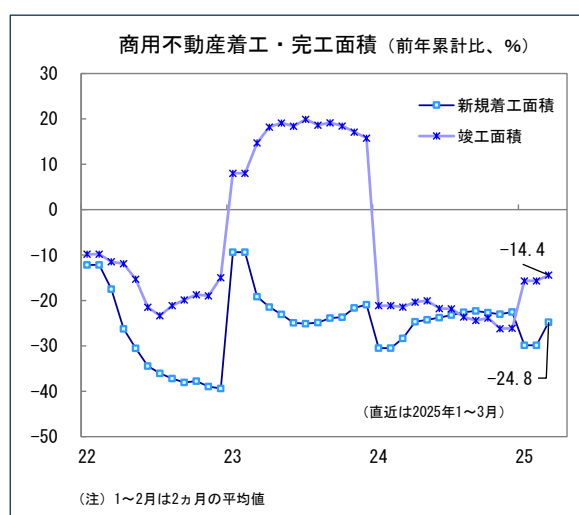
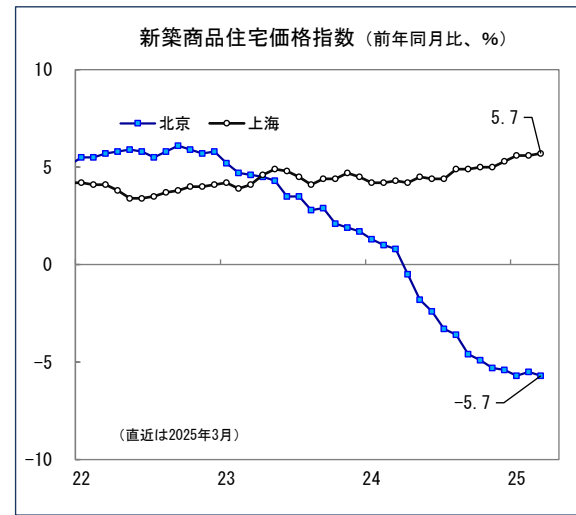
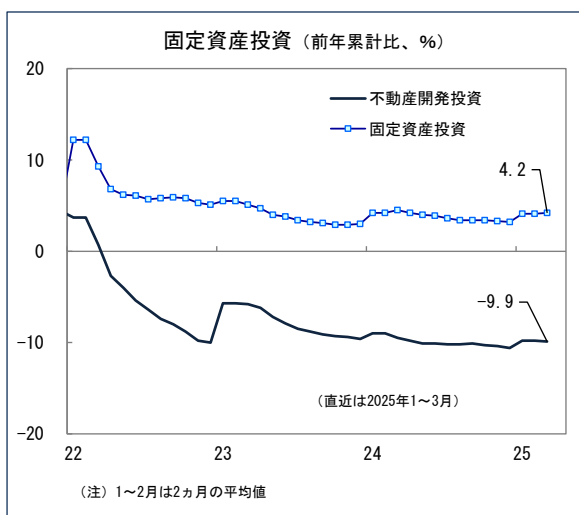
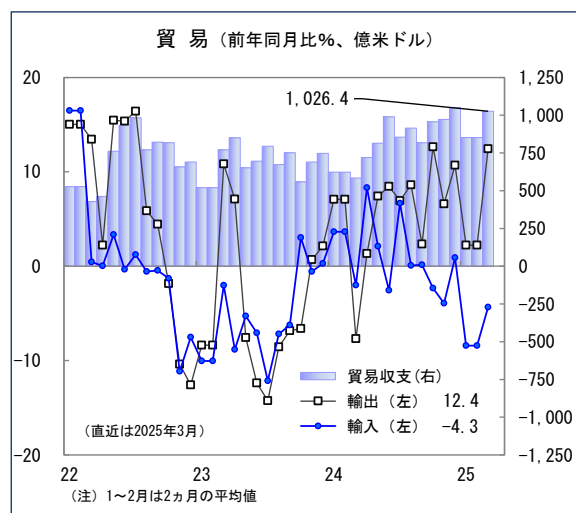
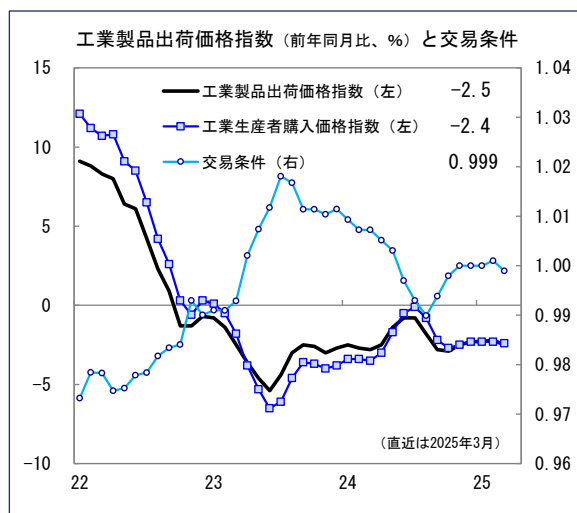
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

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

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