

2025 年 5 月 26 日

主要国経済 Outlook

2025 年 6 月号 (No. 463)

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

世界経済は落ち着きを取り戻すのか

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光

日本経済 3

経済見通しを改訂／景気回復を見込むもトランプ関税などに警戒

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司

米国経済 15

米中デタントも、景気は減速へ

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

対米通商交渉に一喜一憂

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 37

関税引き下げを受け、見通しを上方修正

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

世界経済は落ち着きを取り戻すのか

佐藤 光

4月以降、世界を揺るがしてきた「トランプ関税」について、足元では米国と各国・地域との交渉が進みつつある。交渉成立第一弾となった米英間での合意に続き、最大の懸案である米中間でも、まずは異常な高関税率を相互に撤回するなど、交渉進展に一定のめどがつき始めた。

これらを受けて、米国の主要株価指数は相互関税発表前の水準を回復したほか、為替市場では米ドル安が一服している。相互関税発表後に一時見られた、米国市場のトリプル安（株・債券・通貨）への懸念はやや後退したといえる。また経済指標では、アトランタ連銀の GDPNow（実質 GDP 成長率のリアルタイム集計）は直近+2%台で推移しているほか、関税引き上げの影響が注目される米インフレ率について、4月時点では再加速の動きはごく一部にとどまっている。

米国経済が表面上は落ち着きつつある一方で、各国・地域の対米通商交渉では、10%のベースライン関税が定着しつつあることは気がかりだ。米英・米中間の交渉でも、この点は手が付けられていない。当初発表された高率の相互関税ほどではなくとも、広範囲の関税引き上げは、世界経済のマイナス要因として徐々に効いてくる可能性が高い。さらに、既に実施済みの鉄鋼・アルミや自動車関連に加えて、半導体や医薬品、航空機等への品目別関税についても、導入プロセスが進められている。もちろん、現在の対米通商交渉が不調となった場合に高率の相互関税が課される可能性も排除できず、実際にトランプ大統領は対 EU での 50%関税をほのめかしている。

加えて、マインド指標を中心とした景況感の落ち込みが、実体経済にも波及する可能性に注意が必要となる。これまでは関税引き上げ前の駆け込み需要が実体経済を支えていた面がある。その効果が剥落して今後経済活動が停滞し始めた場合、欧米の金融当局には追加利下げの余地はある一方で、景気下支えとインフレ再加速リスクとのバランス維持は容易ではない。

関税以外の面でも、地政学リスクについては依然として不透明感が強い。ウクライナや中東をはじめ、各地の地域紛争において停戦や交渉への機運が一時的に高まっても、結局は戦闘が再開するという事例が繰り返されている。かりそめの“落ち着き”には注意が必要だ。

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞ （2025 年 5 月 23 日時点）

	(%)						(前年比%)					
	2024年		2025年				2026年		2023年	2024年	2025年	2026年
	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	(下線及び斜字は年度)			
日本	1.0	2.4	-0.7	0.2	1.3	0.9	0.9	0.9	1.4	0.2	0.9	0.9
									<u>0.6</u>	<u>0.8</u>	<u>0.7</u>	<u>0.9</u>
米国	3.1	2.4	-0.3	2.1	1.7	1.4	1.6	1.9	2.9	2.8	1.6	1.7
ユーロ圏	1.7	1.0	1.3	0.5	0.6	1.1	1.3	1.5	0.4	0.9	1.0	1.2
英国	0.0	0.4	2.9	0.1	0.7	1.3	1.4	1.4	0.4	1.1	1.1	1.2
中国	4.6	5.4	5.4	4.5	4.8	4.4	4.3	4.2	5.2	5.0	4.8	4.2
ブラジル	4.0	3.6	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.2	3.4	2.2	2.0
インド	5.6	6.2	N.A.	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	3.3	4.5	1.4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	4.1	4.3	1.5	1.0

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

(出所) 各種統計より大和総研作成

日本経済

経済見通しを改訂／景気回復を見込むもトランプ関税などに警戒

神田 慶司
久後 翔太郎
田村 統久
山口 茜
中村 華奈子
秋元 虹輝

[要約]

- 2025 年 1-3 月期の GDP1 次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質 GDP 成長率は 2025 年度+0.7%、2026 年度+0.9%（暦年ベースでは 2025 年+0.9%、2026 年+0.9%）と見込む。
- トランプ米政権の高関税政策（トランプ関税）で不確実性が大きいものの、春闘での高水準の賃上げ継続や物価上昇率の低下などにより、実質賃金（1 人あたり実質雇用者報酬）は前年比プラス圏で推移しよう。CPI 上昇率の基調は同+2%程度で安定する見込みだ。所得環境の改善や政府の経済対策、インバウンド需要の増加、高水準の家計貯蓄などが日本経済を下支えしたり、押し上げたりするとみている。ただし、トランプ関税の動向や、それが国内外の経済活動に及ぼす影響などには引き続き警戒が必要だ。
- 日本銀行は経済・物価・金融情勢を注視しつつ、2025 年 10-12 月期（月次ベースでは 10 月）に短期金利を 0.75%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで 0.25%pt の追加利上げを行うと想定している。予測期間終盤の 2027 年 1-3 月期には、短期金利が 1.25%に達する見込みだ。

1. 緩やかな景気回復を見込むもトランプ関税の影響などに警戒

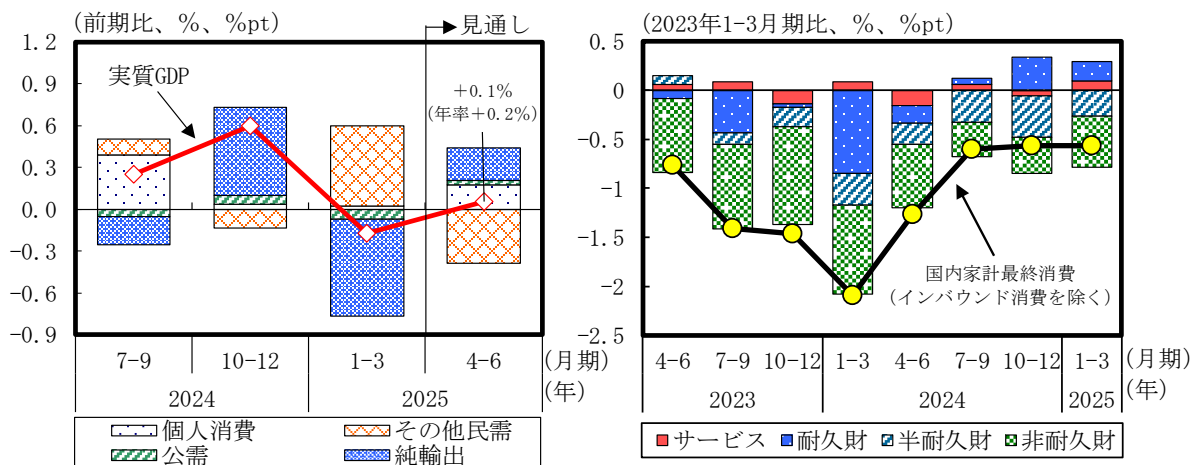
2025 年 1-3 月期の実質 GDP は 4 四半期ぶりのマイナス成長

2025 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は 1 次速報値で前期比年率▲0.7%（前期比▲0.2%）と、4 四半期ぶりのマイナス成長だった¹。主因は純輸出の減少で、民需は増加した。もっとも、後述するように、個人消費には食料品の価格高騰の影響が表れており、消費の回復ペースが一段と減速するなど動きが鈍かった。

実質 GDP を需要項目別に見ると（図表 1 左）、民需関連ではすべての項目が増加し、在庫変動は GDP の増加に寄与した。公需関連では政府消費、公共投資のいずれも減少した。外需関連では前述のように純輸出が減少し、実質 GDP 成長率を前期比で 0.8%pt 押し下げた。

このうち個人消費は前期比+0.0%と、わずかながら 4 四半期連続で増加した。だが伸び率は 2 四半期連続で低下しており、1-3 月期は非耐久財消費の減少が目立った（図表 1 右の棒グラフのマイナス幅が拡大）。食料品の価格高騰で非耐久財デフレーターが前期比+4.0%と 2024 年 10-12 月期（同+0.5%）から大幅に加速し²、食料品を中心に節約的な消費行動が広がった。このほか、耐久財では家電や自動車などを中心に減少した。一方、サービスでは外食などが好調で旅行関連支出も増加し、半耐久財ではゲーム機への支出が増加した。

図表 1：実質 GDP 成長率の実績と見通し（左）、財・サービス別に見た個人消費の推移（右）



（注）季節調整値。右図は実質額で、観光庁「インバウンド消費動向調査」（2024 年 1-3 月期までは「訪日外国人消費動向調査」）をもとに GDP 統計の「非居住者家計の国内での直接購入」を財・サービス別に分解し、国内家計最終消費支出から差し引くことで算出。

（出所）内閣府、観光庁統計より大和総研作成

実質雇用者報酬は前期比▲1.3%と 6 四半期ぶりに減少した。労働力調査（総務省）に見る雇用者数は同+0.3%、雇用者数で除した 1 人あたり実質雇用者報酬（≒実質賃金）は同▲1.5%だった。物価上昇率が大幅に加速したほか、2024 年 10-12 月期に賞与が大幅に増加した反動が

¹ 詳細は、神田慶司・田村統久「[2025 年 1-3 月期 GDP \(1 次速報\)](#)」（大和総研レポート、2025 年 5 月 16 日）を参照。

² 形態別国内家計最終消費支出のデフレーターは公表されていないため、ここでは名目額を実質額で除したデフレーター（季節調整値）から前期比を算出した。

表れた。前年同期比ではゼロ%近傍まで上昇幅が縮小したものの、4-6月期以降は春闘での賃上げの効果や物価上昇率の低下もあって再び拡大すると見込まれる（後掲図表3右）。

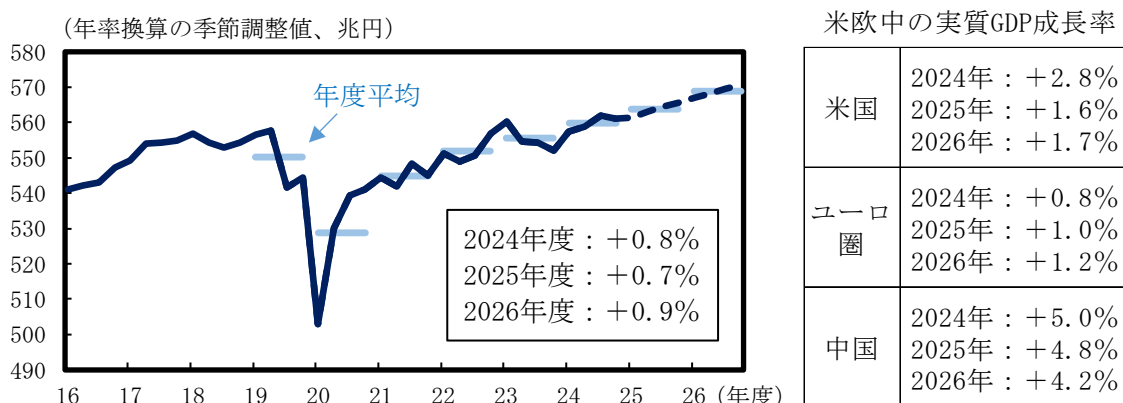
2025年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.2%（前期比+0.1%）とみている（前掲図表1左）。トランプ米政権による高関税政策（トランプ関税）の動向や、それが国内外の経済活動に及ぼす影響の大きさによっては、2四半期連続のマイナス成長もあり得る。

海外経済見通しの概要とトランプ関税の想定

図表2上ではメインシナリオにおける実質GDPの推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新（5月23日時点）の見通しに基づく。詳細については各国経済見通しを参照されたい。

トランプ関税の不確実性は極めて高いが、メインシナリオでは図表2下のように想定した。現状を予測期間に投影するような内容で、7月9日まで一時停止される「相互関税」の上乗せ税率は、対米交渉の進展もあってその後も適用されない。一方で10%のベースライン関税や、自動車、鉄鋼・アルミニウム製品などの品目別関税は実施予定分も含めて継続する。トランプ関税による経済への影響については、後掲図表4、5で定量的に検討する。

図表2：日本の実質GDP見通しと海外経済の前提（上）、トランプ関税の想定（下）



トランプ関税に関する想定

< 国・地域別関税 >

○相互関税

- ・ベースライン関税（10%）：**継続**
- ・上乗せ税率：対米交渉の進展などにより**予測期間中は適用されず**

○対中国追加関税：**30%**

○対メキシコ・カナダ関税：**25%**（USMCA準拠品を除く、カナダ産のエネルギー・同資源は10%）

< 品目別関税 >

- 実施予定分を含めて**継続**（半導体（含む電子機器）や医薬品などは25%と想定）

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

（出所）内閣府、各国統計より大和総研作成

日本の実質 GDP は 2026 年度にかけて 1%を下回るプラス成長を見込む

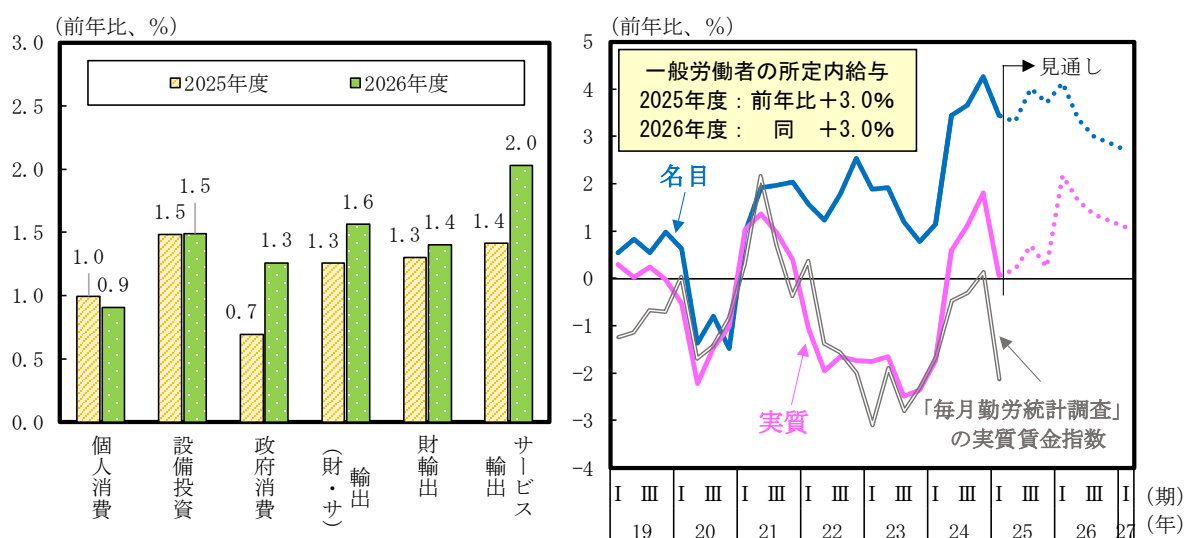
前述の海外経済見通しの下、メインシナリオにおける日本の実質 GDP 成長率は 2025 年度で前年比+0.7%、2026 年度で同+0.9%と見込んでいる（**前掲図表 2**、暦年ベースでは 2025 年で同+0.9%、2026 年で同+0.9%）。

2025 年度の成長率見通しは、3 月 11 日に公表した当社の「[第 224 回日本経済予測（改訂版）](#)」（以下、前回予測）から 0.5%pt 引き下げた。「成長率のゲタ」（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる前年比の実質 GDP 成長率）を除く引き下げ幅は 0.3%pt となる。トランプ関税の影響を受けた輸出の下振れや、先行き不透明感の強まりによる平均消費性向の回復の遅れを想定したほか、食料品の価格高騰などにより個人消費の持ち直しが足元で遅れていることを反映した。企業の収益環境の悪化や先行き不透明感の強まりなどを考慮し、設備投資も小幅に下方修正した。

2026 年度は前回予測から据え置いた。トランプ関税のうち、ベースライン関税や品目別関税などは 2026 年度も継続すると想定しており、輸出や設備投資、関連する輸入などには引き続き下押し圧力がかかるとみている。

主な需要項目に関しては、**図表 3 左**のような推移を見込んでいる。

図表 3：主な需要項目の見通し（左）、1 人あたり雇用者報酬の見通し（右）



(注) 左図は実質値で、「財・サ」は財およびサービス。右図の 1 人あたり雇用者報酬は季節調整値の前年比で、点線は大和総研による予測値。

(出所) 内閣府、厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

このうち個人消費は、緩やかながらも増加基調を維持しよう。前年に続き 2025 年春闘でも高水準の賃上げが実施され、その効果が一部表れることや、食料品の価格上昇率の低下、政府の経済対策（高等教育無償化やエネルギー高対策など）もあって所得環境の改善が進むとみられる³。

³ 日本労働組合総連合会（連合）の第 5 回回答集計結果（5 月 8 日公表）によると、定期昇給相当込みの賃上げ率（加重平均）は 5.32%と前年同時期（5.17%）を上回った。最終回答集計にかけて下方修正される傾向を踏まえても、賃上げ率は前年（5.10%）を上回り、5%台前半で着地する公算が大きい。

2025 年 1-3 月期には 1 人あたり実質雇用者報酬が前年比+0.1%程度まで減速したが、物価上昇率の大幅な加速が主因であり、予測期間を通じてプラス圏で推移すると想定している（図表 3 右）。また、高水準の家計貯蓄⁴が個人消費を引き続き下支えするとみている。

設備投資は、緩和的な金融環境が継続する中で、増加が続くと見込んでいる。積極的な賃上げに伴う資本の相対価格の低下などを受けて省力化に向けた投資が拡大するほか、DX（デジタルトランスフォーメーション）や GX（グリーントランスフォーメーション）に関連したソフトウェア投資や研究開発投資も増加しよう。ただし、トランプ関税の影響で企業収益が大幅に悪化したり、先行きへの警戒感から投資を先送りしたりすることで、設備投資が下振れする可能性は小さくない。また国内でも、人手不足を背景とした工期の遅れにより、建設投資などが伸び悩む可能性には注意が必要だ。

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

輸出のうち、財輸出は 2025 年度で前年比+1.3%だが、「成長率のゲタ」を除けば同+0.4%と比較的小幅な増加にとどまる。トランプ関税が下押し要因となるほか、2025 年半ばにシリコンサイクル（世界の半導体市況）の回復が一服することも重しとなりそう。他方、サービス輸出の増勢は維持されるだろう。インバウンド需要の増加ペースは鈍化するとみられるが⁵、業務サービスなどの趨勢的な増加が下支えすると見込んでいる。

2. 今後の日本経済のポイント

日本経済の主な「下支え・押し上げ要因」と「下振れリスク」

日本経済の下支え・押し上げ要因として主に見込まれるのは、「賃上げ等による家計の所得環境の改善」「政府の経済対策」「緩和的な金融環境の継続」「インバウンド需要の増加」「高水準の家計貯蓄」などである。物価と日本銀行（日銀）の金融政策の見通しは 3 章で述べるが、消費者物価指数（CPI）上昇率の基調は前年比+2%程度で安定し、日銀は緩やかなペースで追加利上げを実施していくと見込んでいる。

一方、日本経済の下振れリスク要因は、海外を中心に多く存在する。具体的には、「トランプ政権の政策（いわゆる「トランプ 2.0」）による米国景気の悪化」「米中対立の激化や経済安保の強化による経済活動の抑制」「中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化」「円高の進行」「中国の過剰債務問題の顕在化」などが挙げられる（詳細は前回予測を参照）。

⁴ 日本銀行「資金循環統計」によると、家計金融資産残高は直近の 2024 年 12 月末で 2,230 兆円。実質賃金の下落直前である 2021 年 12 月末から 188 兆円増加し、負債を除いたネットベースでも 159 兆円増加した。

⁵ 2024 年に 3,687 万人だった訪日外客数（日本政府観光局）は 2025 年に 4,400 万人程度、2026 年に 4,700 万人程度へと増加する見込み（実質インバウンド消費額は 2024 年の 6.8 兆円から 2025 年に 7.7 兆円程度、2026 年に 8.0 兆円程度）。2025 年は中国人訪日客数の本格回復もあって増勢を維持するが、2026 年は緩やかな回復にとどまると見込んでいる。

以下では、高関税政策を中心にトランプ 2.0 による経済への影響を定量的に検討した上で、国内で立憲民主党などの野党が提案している食料品を対象とした消費税率ゼロ%への引き下げを取り上げる。

＜トランプ 2.0＞ ～外需に脆弱な経済構造・政策対応余地の小ささが日本経済のリスク メインシナリオでは悪影響は限定的だが「悲観シナリオ」では甚大

前述の通り、メインシナリオでは米国による関税率の大幅な引き上げは回避され、日本経済は緩やかな成長を続けると見込んでいる（前掲図表 2）。だが、関税以外の政策を含めた「トランプ 2.0」全体で見れば、内容が不確定の部分も依然大きく、世界経済の下振れリスクは大きい。

そこで、「トランプ 2.0」の主要政策ごとに「関税楽観」（関税以外の政策は穏健的な想定）、「中庸」、「悲観」という 3 つのシナリオを作成し、日本・米国・ユーロ圏の実質 GDP 成長率への影響を試算した結果が図表 4 だ。

図表 4：トランプ米政権の各種政策（トランプ 2.0）による日米欧経済への影響

シナリオ別に見た実質GDP成長率への影響（先行き5年間、年率）			
シナリオ	日本	米国	ユーロ圏
関税楽観	▲ 0.4%pt <▲ 0.4%pt>	▲ 0.2%pt <▲ 0.2%pt>	▲ 0.1%pt <▲ 0.1%pt>
中庸	▲ 0.7%pt <▲ 0.6%pt>	▲ 0.4%pt <▲ 0.2%pt>	▲ 0.2%pt <▲ 0.1%pt>
悲観	▲ 1.3%pt <▲ 0.8%pt>	▲ 1.3%pt <▲ 0.3%pt>	▲ 0.7%pt <▲ 0.2%pt>

※数値は25～29年の実質GDPの前期比年率への影響の平均値

トランプ関税のみの影響

シナリオ	関税政策	政府効率化省	移民政策
関税楽観	✓ 相互関税・品目別関税: 10% ✓ 対カナダ・メキシコ関税: 15% ✓ 他国・地域からの報復措置なし	✓ 非軍事関連予算(約0.9兆ドル)を10年で削減 ✓ 政府職員の5%が退職	✓ 不法移民の新規流入停止 ✓ 年25万人程度不法移民を送還
中庸	✓ 相互関税: 上乗せ税率を半分適用 ✓ 品目別関税: 10% ✓ 報復措置あり、その他関税は継続	✓ 最大約2.2兆ドルを10年で削減 ✓ 政府職員の10%が退職	✓ 不法移民の新規流入停止 ✓ 年50万人程度不法移民を送還
悲観	✓ 相互関税: 上乗せ税率を全適用 ✓ 品目別関税: 25% ✓ 報復措置あり、その他関税は継続	✓ 年間1兆ドルの削減(マスク氏目安)を28年末までに達成 ✓ 政府職員の25%が退職	✓ 不法移民の新規流入停止 ✓ 年240万人程度不法移民を送還 ✓ 合法移民の流入半減

(注 1) 対カナダ・メキシコ関税では、USMCA 準拠品目は除外されることを想定。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。品目別関税は関税未発動品目を含め、後掲図表 5 の各品目に関税が課されることを想定。

(注 2) 関税以外の政策の詳細は当社の「第 224 回日本経済予測（改訂版）」（2025 年 3 月 11 日）の第 4 章を参照。

(出所) 各種統計より大和総研作成

「トランプ 2.0」の主要政策は、全体として見れば、個人消費や輸出入を中心とした需要面に加え、労働力や資本ストックといった供給面からも米国経済に悪影響を及ぼすとみられる。米国における先行き 5 年間の実質 GDP 成長率への影響は、関税楽観シナリオなら年率▲0.2%pt（トランプ関税のみの影響で同▲0.2%pt）にとどまるが、中庸シナリオでは同▲0.4%pt（同▲

0.2%pt)、悲観シナリオでは同▲1.3%pt (同▲0.3%pt) へと悪影響が拡大する。ユーロ圏は悲観シナリオなら同▲0.7%pt (同▲0.2%pt) だ。

日本への影響は、悲観シナリオで年率▲1.3%pt (トランプ関税のみの影響で同▲0.8%pt) とユーロ圏よりも下振れする可能性があり、震源地である米国と同程度だ。日本経済が大幅に落ち込み得る理由の 1 つに、海外需要の減少に脆弱な日本経済の構造がある。すなわち、海外経済の不確実性が高まると、安全通貨とされる円が買われて円高になりやすい傾向にあることから、海外需要の減少と通貨高という 2 つの経路を通じて輸出が大幅に減少しやすい。

加えて、政策対応余地の小ささも日本経済の特徴として挙げられる。コロナ禍以降の高インフレへの対応で政策金利を大幅に引き上げた主要国・地域の中央銀行とは異なり、2024 年 3 月に金融政策の正常化を開始した日銀には、政策金利の引き下げ余地が 0.5%程度しかない。海外経済の急激な落ち込みといった大きな負の需要ショックが発生した場合、利下げだけでは十分に対応できないだろう。

実際にこうした状況に陥れば、日銀は利下げに加えて非伝統的金融政策を講じると予想される。だが、非伝統的金融政策は利下げに比べて政策効果が不確実なことは、日銀自身が「金融政策の多角的レビュー」(2024 年 12 月 19 日) で指摘している。そのため財政政策とのポリシーミックスになるとみられるが、日本の政府債務残高対 GDP 比は世界の中で突出して高い。国債市場の最大の需要者でもある日銀が国債の買入れ減額を続ける中で政府が大規模な歳出拡大や減税を実施すると、以前よりも長期金利に上昇圧力がかかりやすい点には留意が必要だ。

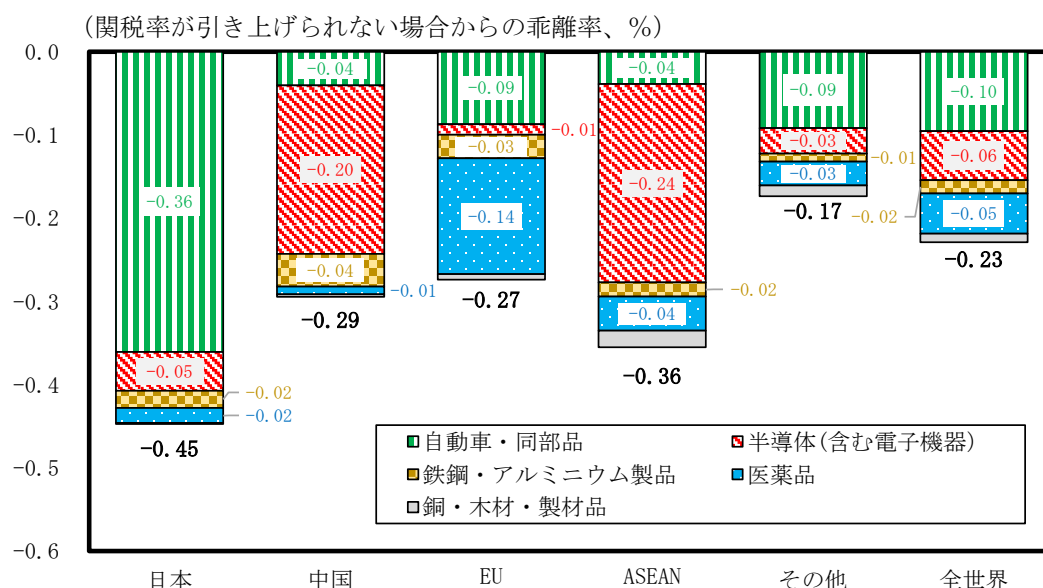
品目別関税は日本の実質 GDP を最大で 0.45%押し下げ

トランプ関税のうち、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 5 だ。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も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⁶。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 5 を見ると、日本ではとりわけ自動車・同部分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。

⁶ トランプ政権は民間航空機・同部分品、中・大型トラック、重要鉱物についても追加関税の導入を念頭に調査を進めているが、いずれも詳細な対象範囲が公表されていない。そこで本稿では、相互関税の適用除外品目リストなどから大まかな対象範囲を想定可能な品目に絞って分析対象とした。

図表 5：品目別関税による主要国・地域の実質 GDP への影響



(注) 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

<食料品の消費税ゼロ> ～費用対効果が悪く、政策効果は一律給付に近い

4.0 兆円規模の減税で消費喚起効果は 0.3 兆円程度にとどまる

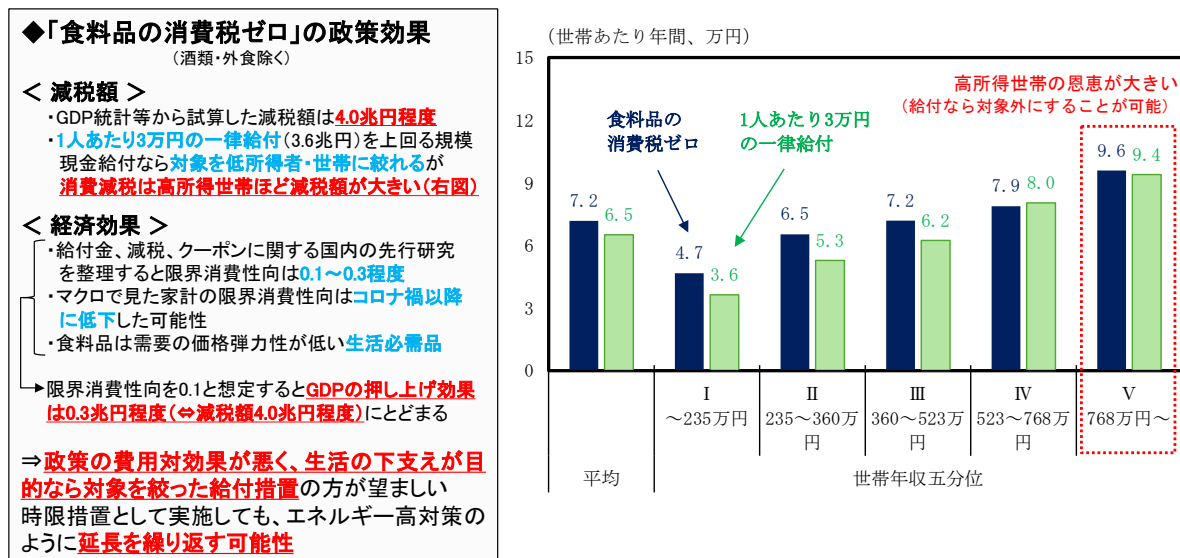
国内に目を向けると、トランプ関税や物価高などへの対応策として、立憲民主党や日本維新の会などの野党は消費税率の引き下げを主張している。

物価高の主因は食料品にあり、食料品の消費税率の引き下げは直接的で、負担軽減を実感しやすいというメリットがある。だが後述するように、減税額は高所得世帯ほど大きく、費用対効果が悪い。時限措置として実施しても、エネルギー高対策のように延長を繰り返す可能性があり、社会保障財源としての機能が大きく低下するなどデメリットの方が大きい。

図表 6 は、軽減税率対象の食料品の消費税率をゼロ%に引き下げる場合（以下、「食料品の消費税ゼロ」と、全国民に一律で 1 人あたり 3 万円を給付する場合（以下、「一律 3 万円給付」）の負担軽減額を世帯年収分位別に比較したものである。

GDP 統計（内閣府）や家計調査（総務省）などから試算した減税規模は 4.0 兆円程度で、世帯あたり 7.2 万円の減税となる。これは一律 3 万円給付に近い規模（給付総額は 3.6 兆円、世帯あたり 6.5 万円）で、いずれの施策も高所得世帯ほど負担軽減額が大きい（**図表 6 右**）。世帯年収対比で見た負担軽減の度合いは低所得世帯ほど大きいものの、食料品の消費税ゼロでは、年収上位 20%の世帯（第Ⅴ分位）の負担軽減額は下位 20%（第Ⅰ分位）の世帯の 2 倍を超える。

図表 6 : 「食料品の消費税ゼロ」の政策効果 (左)、世帯年収分位に見た消費減税と一律 3 万円給付の負担軽減額 (右)



(注) 左図の「食料品の消費税ゼロ」の減税額は、GDP 統計における 2023 年の当該消費額に 2024 年の価格上昇分を反映させた上で算出。GDP 押し上げ効果は大和総研の短期マクロモデルを利用。右図は 2024 年で総世帯ベース。家計調査の世帯消費額と国民生活基礎調査の世帯数から算出したマクロの食料費 (酒類・外食除く、2023 年) と GDP 統計上の当該消費額との乖離分を補正 (各分位の世帯消費額に 1.49 を乗じて調整)。

(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

消費減税はすべての家計に恩恵がある半面、対象を絞ることができない。結果として生活を下支えする必要性の低い家計に多額の財政支出が充てられることになる。現金給付なら、一定の所得水準を超える人 (世帯) を対象外にしたり、給付金を課税対象にしたりすることが可能だ。

食料品の消費税ゼロの経済効果は限定的とみられる。山口・神田 (2025) ⁷で指摘したように、①給付金、減税、クーポンに関する国内の先行研究を整理すると限界消費性向 (増加した所得のうち消費に回る割合) は 0.1～0.3 程度、②マクロで見た家計の限界消費性向はコロナ禍以降に低下、③食料品は需要の価格弾力性が低い生活必需品、の 3 点を踏まえると、食料品の消費税ゼロの限界消費性向は 0.1 と低めに想定することが穏当である。GDP の押し上げ幅は 0.3 兆円程度と試算され、4.0 兆円規模の減税の割に経済効果は極めて小さい。国民生活の下支えが目的であれば、対象を生活困窮者などに絞るなどメリハリを利かせた給付措置の方が望ましい。

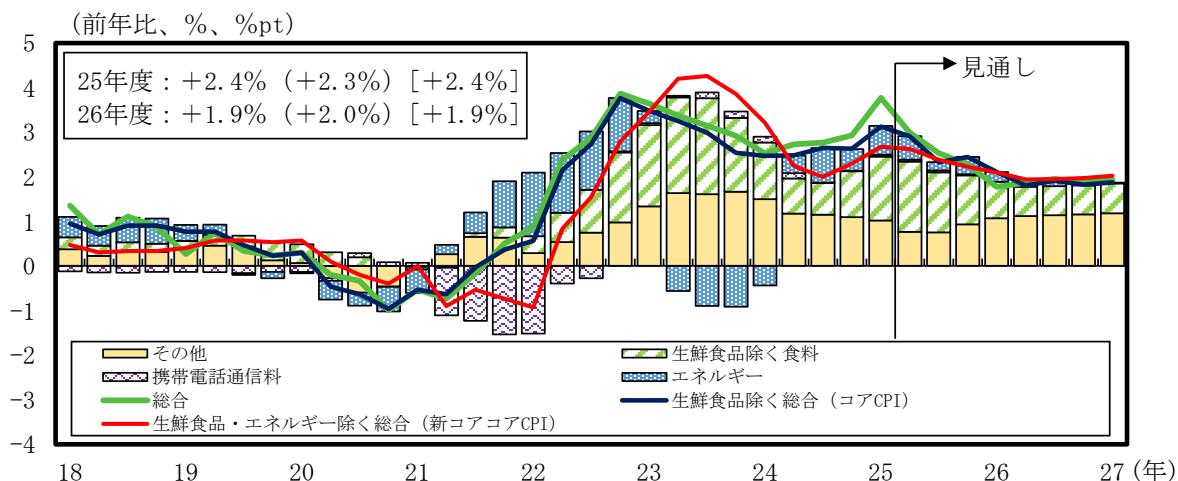
3. 物価・金融政策の見通し

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

CPI 総合は 2025 年度で前年比+2.4%、2026 年度で同+1.9%、生鮮食品を除く総合ベースの CPI (コア CPI) は 2025 年度で同+2.4%、2026 年度で同+1.9%と見込んでいる (図表 7)。生鮮食品・エネルギーを除く総合ベースの CPI (新コアコア CPI) については、2025 年度に同+2.3%、2026 年度に同+2.0%となる見込みだ。

⁷ 山口茜・神田慶司「『トランプ関税』で議論が進む家計支援策、現金・減税・ポイント、どれが望ましい？」(大和総研レポート、2025 年 4 月 16 日)

図表 7：コア CPI 見通し（丸括弧内は生鮮食品・エネルギー除く総合、角括弧内は総合）



(注) 作成時の資源価格と為替レートを前提とした物価見通し。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）の段階的な実施を想定。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

いずれも2026年度にかけて物価上昇率は鈍化するとみているが、政策面では高校授業料の実質無償化と政府のエネルギー高対策が押し下げ方向に働く。2025年4月からは就学支援金の所得制限が撤廃され、全世帯で公立高校授業料が実質無償化された。さらに2026年4月からは支給上限額の引き上げもあり、私立高校授業料も実質無償化される。エネルギー関連では、ガソリンや灯油などへの定額補助が2025年5月から始まった。また、本稿執筆時点では具体的な内容は明らかにされていないが、政府は7～9月分の電気・ガス代への補助を実施する方針だ。

食料品価格の上昇ペースは、米価格の急騰が徐々に収まることで鈍化していく見込みだ。もっとも、足元までの米価格や一部の野菜価格などの急上昇を受け、他の食料品や外食など、関連品目の価格への波及が進むことで、生鮮食品を除く食料（外食を含む）の鈍化ペースは緩やかなものにとどまるだろう。他方、人手不足の深刻化という構造的な課題を背景に、企業による賃上げの動きは続く見込みだ。それに伴う人件費の増加を販売価格に転嫁する動きも継続するだろう。こうした動きに支えられ、基調的な物価は前年比+2%程度で安定的に推移するとみている。

トランプ関税が当社のメインシナリオでの想定のように推移すれば、日本の実質GDPへの影響は比較的小さく、CPI上昇率に対する影響は限定的とみられる。だが、中国やEUといった経済規模の大きな国・地域の対米交渉が決裂し、報復関税を互いに実施するような事態になれば、外需の落ち込みを通じて国内の需給バランスが悪化したり賃上げの勢いが弱まったりして、先行きの物価は下振れするだろう。

日銀は25年10月に短期金利を0.75%に引き上げ、その後も緩やかに引き上げていく見込み

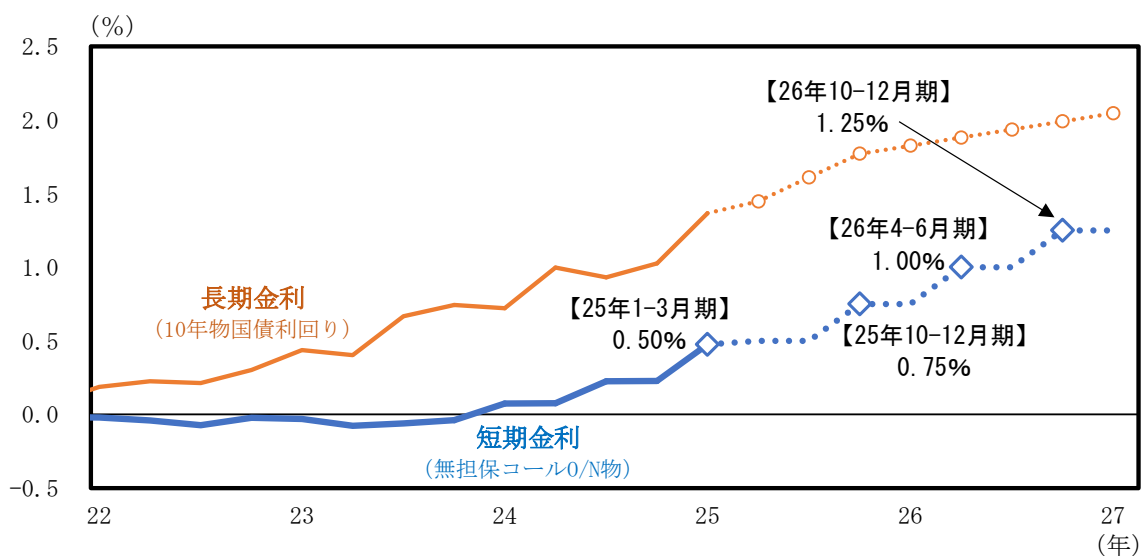
トランプ関税の不確実性を考慮し、日銀による次回の利上げ時期を前回予測から後ろ倒しした。メインシナリオでは2025年10-12月期（月次ベースでは10月）に短期金利を0.75%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで0.25%ptの追加利上げを行うと想定している（予測期間終盤の2027年1-3月期で1.25%、図表8）。

上述したように、国内の賃金・物価動向という側面からは利上げ圧力は強い。また、トランプ関税による物価・経済への悪影響については依然として不確実性が大きいものの、メインシナリオで想定しているように、90日間の上乗せ税率適用停止期間に対米交渉が進展すれば相互関税の大幅な引き上げが回避される公算が大きくなり、海外経済の不確実性が徐々に低下するだろう。こうした前提に立てば、2025年10月には日銀が利上げを行う環境が整うとみている。

日本の自然利子率は足元でゼロ%程度と推計されるが、先行きは潜在成長率の低下に伴い小幅のマイナスになると想定している。物価上昇率は前年比+2%程度での推移を見込んでおり、これと整合的なターミナルレート（最終的な政策金利の水準）は1.75%になる。トランプ関税は日本に対しては負の需要ショックとして働くため、ターミナルレートに到達する時期は後ずれするが、水準に変更はない。

長期金利は予測期間の終盤に2.1%程度まで上昇すると見込んでいる（図表8）。海外経済の不確実性の高まりを受け、利上げ時期が後ろ倒しされるとの期待から、長期金利は一時急低下した。だが前述の通り、2025年秋には日銀が利上げを行う環境が整うとみている。こうした動きを織り込むことで、長期金利は2025年後半にかけて上昇ペースが速まるだろう。

図表8：日本の長短金利の見通し



（注）長期金利は期間平均値で、短期金利は期末値。点線は大和総研による予測値。

（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 9：日本経済見通し＜第 225 回日本経済予測（2025 年 5 月 22 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)	557.3	558.7	562.0	561.1	561.4	563.1	564.5	565.7	567.0	568.2	569.5	570.8	559.8	563.8	568.9
＜前期比、％＞	0.9	0.2	0.6	-0.2	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2			
＜前期比年率、％＞	3.8	1.0	2.4	-0.7	0.2	1.3	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9			
＜前年同期比、％＞	-0.6	0.8	1.3	1.7	0.8	0.8	0.5	0.8	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7	0.9
													(0.2)	(0.9)	(0.9)
民間消費支出(前期比、％)	0.8	0.7	0.1	0.0	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	1.0	0.9
民間住宅投資(前期比、％)	1.2	0.7	-0.2	1.2	0.6	-1.2	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-1.0	0.2	-2.8
企業設備投資(前期比、％)	1.4	0.1	0.8	1.4	-0.5	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	2.6	1.5	1.5
政府消費支出(前期比、％)	0.9	0.1	0.3	0.0	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.5	0.7	1.3
公共投資(前期比、％)	5.7	-1.1	-0.7	-0.4	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	1.4	-0.6	0.4
輸出(前期比、％)	1.5	1.2	1.7	-0.6	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	1.7	1.3	1.6
輸入(前期比、％)	2.7	2.2	-1.4	2.9	-1.0	-0.2	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	3.4	1.1	1.7
名目GDP(前期比年率、％)	10.0	2.2	4.8	3.1	2.5	3.1	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	3.7	3.0	2.4
GDPデフレーター(前年同期比、％)	3.1	2.4	2.9	3.3	2.4	2.6	2.3	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4	2.9	2.2	1.4
鉱工業生産(前期比、％)	2.1	0.3	0.4	-0.3	-0.2	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5	-1.4	0.5	1.5
コアCPI(前年同期比、％)	2.5	2.7	2.6	3.1	2.9	2.3	2.4	2.1	1.8	1.9	1.8	1.9	2.7	2.4	1.9
失業率(％)	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	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	1.45	1.61	1.77	1.83	1.88	1.94	1.99	2.05	1.08	1.66	1.96
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	80.7	75.3	70.3	71.4	62.3	62.6	62.6	62.6	62.6	62.6	62.6	62.6	74.4	62.5	62.6
為替レート(円/ドル)	155.8	149.1	152.4	152.4	144.7	144.5	144.5	144.5	144.5	144.5	144.5	144.5	152.4	144.5	144.5

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

米国経済 米中デタントも、景気は減速へ

財政悪化と学生ローン政策の変更が景気を一層減速させるリスク要因

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

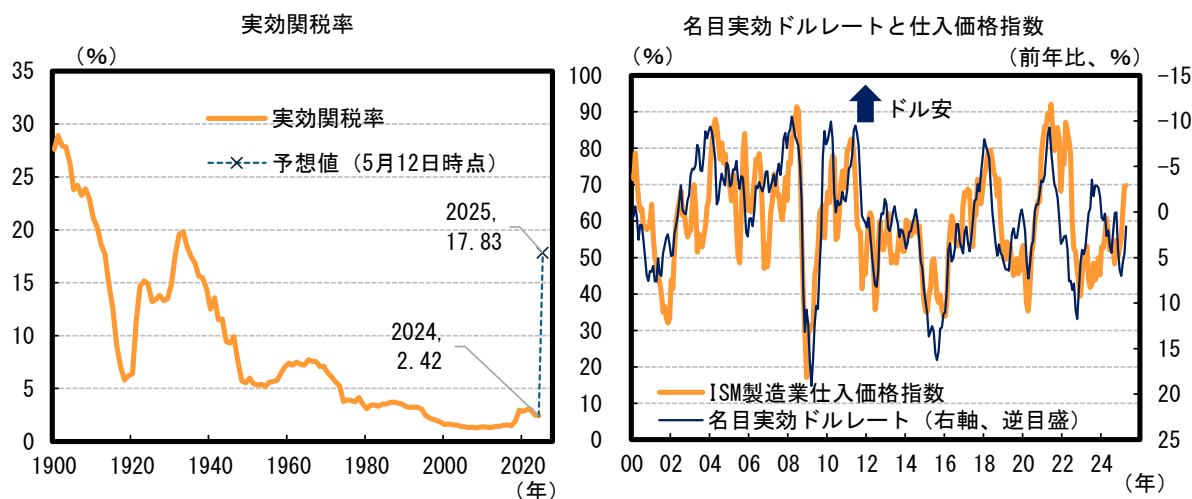
- 5月12日に米中政府は両国間の関税率引き下げ等を含む共同声明を公表した。米中間の貿易戦争がデタント（緊張緩和）に向かうとともに、足元までは景気が底堅く推移していることから、米国経済に対する市場での悲観的な見方は幾分後退した。
- 追加関税措置はマイルド化しているが、実効関税率は上昇が見込まれる。ドル安も相まって、仕入価格は上昇傾向にあり、インフレ率が再加速する可能性がある。企業が足元で収益マージンの縮小に直面している点は、最終消費者への価格転嫁が軽減されることを意味する一方、雇用増や設備投資のための資金余力も低下させ得る。大幅な景気悪化リスクは低下したものの、景気が減速するとの見立ては変わらない。
- 2025年通期の実質GDP成長率は、米中間の貿易戦争のデタントを反映し、前回見通し時点の前年比+1.3%から同+1.6%へと引き上げた。上方修正したとはいえ、+2%前後とされる潜在成長率を下回るペースであり、2024年の成長率が同+2.8%であったことを踏まえれば減速感は強い。
- メインシナリオとして景気減速を想定する中で、一層のペースダウンをもたらし得るリスク要因として、財政悪化と学生ローン政策の変更がある。財政に対する懸念が金融環境の悪化へとつながれば、設備投資や住宅投資等を冷やし得る。また、学生ローン政策の変更により、可処分所得が減少し、個人消費に下押し圧力がかかる恐れもある。
- 他方、景気の下支え要因として、民間企業や外国政府主導の投資の積極化が挙げられる。ただし、それらの投資は必ずしも公表通りに実施されるわけではなく、実施されてもGDP統計に反映されないものもある。また、投資促進には政策によるサポートも必要となるが、減税策は早期の成立が可能かは予断を許さず、FRBは利下げの判断について様子見姿勢を続けている。こうした投資による景気の押し上げ効果は、近い将来というよりも、やや先の将来での発現を想定すべきだろう。

米中デタントも、景気は減速へ

トランプ政権による追加関税措置等に伴い、米国の景気悪化に対する懸念が強まる中、5月12日に米中政府は両国間の関税率引き下げ等を含む共同声明を公表した。米国の中国産品に対する関税措置については、①4月2日に公表した34%の相互関税のうち24%を90日間の適用停止とすることに加え、②4月8-9日に公表した合計91%の追加関税率の適用を撤廃した。なお、フェンタニルの流入防止を目的とし、2・3月に中国産品に課された合計20%の追加関税措置は据え置きとなっている。結果、トランプ第2次政権以降に実施された中国に対する追加的な関税率は、従来の合計145%から大幅に引き下げられ、当面は30%が適用されることとなった。

中国による米国に対する報復措置に関しても、①4月4日に公表した米国産品に対する34%の追加関税のうち24%を90日間の適用停止とし、②4月11日に公表した合計91%の追加関税率の適用を撤廃、③4月2日以降に米国に対して講じた非関税措置を停止、または廃止するために必要な行政措置を講じる、とした。米中両国による関税の引き上げ合戦がデタント（緊張緩和）に向かうとともに、足元までの米国経済指標が底堅く推移し、インフレ再加速が限定的であることも支えとなり、米主要株価指数のS&P500指数は、足元ではトランプ政権による追加関税措置が実施され始めた今年2月の水準まで回復した。市場における米国経済に対する悲観的な見方は幾分後退したといえるだろう。

図表1 米国の実効関税率、名目実効ドルレートと仕入価格指数



(出所) 米財務省、Census、ISM、FRB、The Budget Lab at Yale、Haver Analytics より大和総研作成

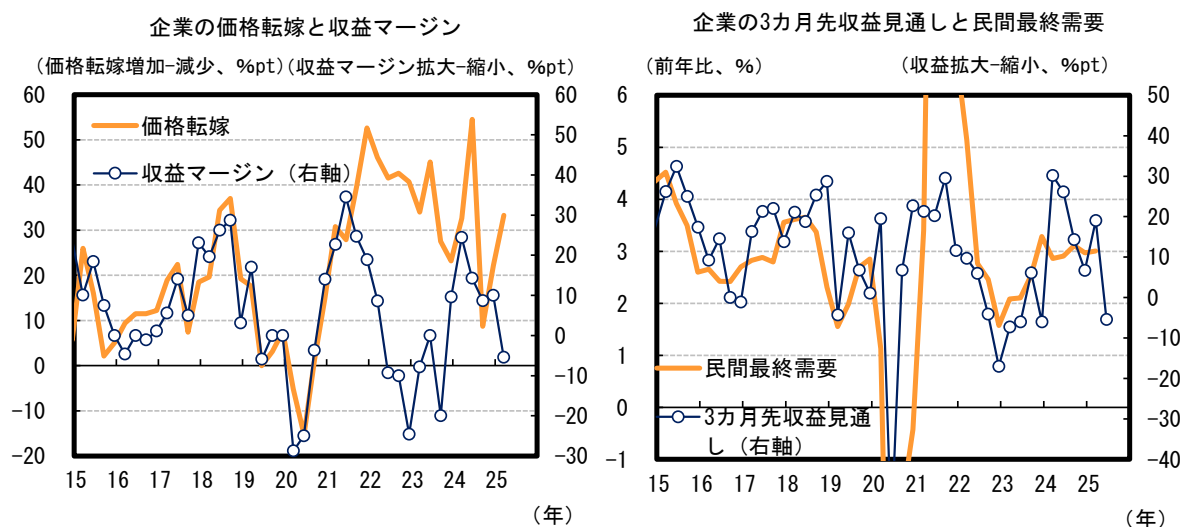
追加関税措置がマイルド化していることは米国経済が大幅な景気悪化を回避する上で好材料である一方、各国・地域一律10%のベースライン関税や、主要な貿易相手国であるカナダ・メキシコ・中国への高い関税率、そして、鉄鋼・アルミや自動車・同部品に対する品目別関税が実施されていることに変わりはない。米国の2025年の実効関税率（関税収入／輸入金額）は2024年の2.4%から、20%弱まで上昇することが見込まれる（図表1左図）。また、トランプ第1次政権時の対中追加関税措置の実施に際しては、中国人民元に対する米ドル高が進んだことでコスト上昇圧力は一部緩和した。しかし、足元の名目実効ドルレートは2025年2月以降に前年比

で減価しており、コストを上昇させ得る。名目実効ドルと連動する傾向のある ISM 製造業の仕入価格指数は上昇傾向にあり、インフレ率が再加速する可能性を示唆している（図表 1 右図）。

インフレ再加速の蓋然性は企業の価格転嫁に対するスタンスによって左右される。全米エコノミスト協会（NABE）の調査によれば、一部企業はコスト増分の価格転嫁を進めているとされる（図表 2 左図）。米小売大手のウォルマート社も追加関税措置によるコスト上昇を受け、5 月から値上げを始める方針を示した。価格転嫁は川上から川下である最終消費者へと徐々に向かい始めると考えられよう。もっとも、NABE の調査によれば、企業は収益マージンの縮小にも直面している。収益マージンの縮小は企業がコスト上昇を吸収する動きであり、最終消費者への価格転嫁が軽減されることを意味する一方、雇用増や設備投資のための資金余力の低下も意味する。

過去を振り返れば、価格転嫁進行と収益マージン縮小の並存は、コロナ禍後のインフレが加速し始めた 2021 年から 2022 年末にも見られた。当時の 3 カ月先収益見通しは大きく落ち込み、連動する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）も減速した（図表 2 右図）。足元の 3 カ月先収益見通しも低下傾向にあり、内需が減速する可能性を示唆している。追加関税措置がマイルド化し、大幅な景気悪化リスクは低下したものの、米国景気が減速するとの見立ては変わらない。

図表 2 企業の価格転嫁と収益マージン、企業の 3 カ月先収益見通しと民間最終需要



（注）右図の 3 カ月先収益見通しは 1 四半期先行表示。
（出所）BEA、NABE、Haver Analytics より大和総研作成

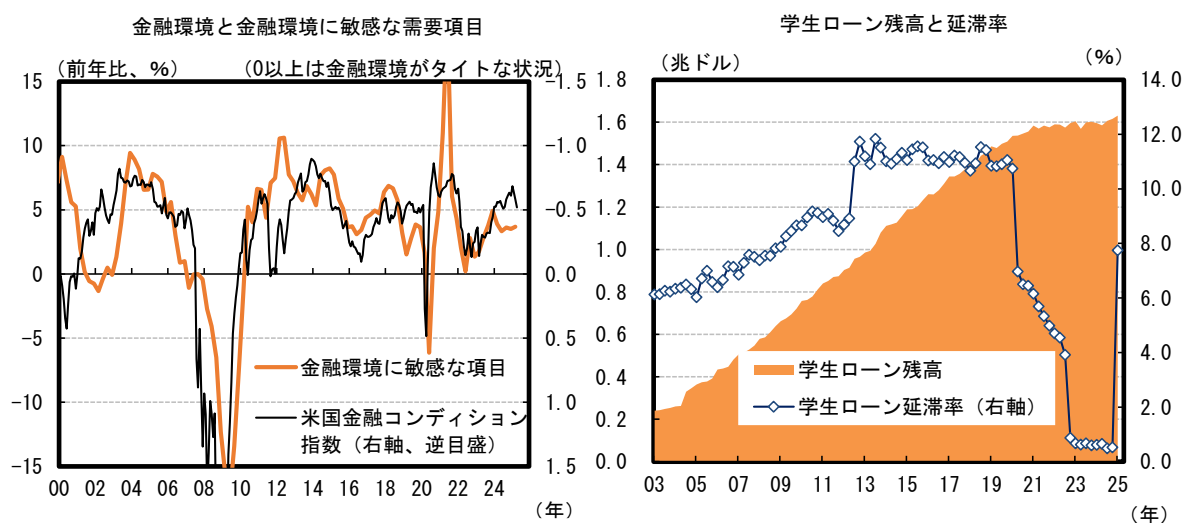
財政悪化と学生ローン政策の変更が、景気を一層減速させるリスク要因

メインシナリオとして景気減速を想定する中で、一層のペースダウンをもたらし得るリスク要因として、財政に対する懸念の高まりによる金融環境の悪化が挙げられる。大手格付会社のムーディーズ・レーティングス社(*)¹は、5 月 16 日に米政府債務や利払い費の増加を理由に、米国債の信用格付けを最上位から引き下げた。

¹ 無登録格付機関には(*)の注記を付与しています。詳細は巻末のディスクレイマーをご参照ください。

格下げ直後の米長期債利回りは概ね安定していたが、5月21日の20年債入札が軟調な結果となったことで、利回りが上昇した。現在は議会で減税に関する議論が行われており、財政赤字の大幅な拡大が示されれば、市場は財政リスクに対する懸念を高め得る²。また、米政府債務や利払い費の増加によって政府からの支援能力が低下したとの理由から、5月19日には米銀大手5行の長期優先債務の信用格付けも引き下げられた。足元で米銀大手5行の信用スプレッドは概ね安定しているが、景気減速が見込まれる中で貸出先の信用リスクの高まりが意識される恐れもある。先行きにおいて金融環境が悪化すれば、金融環境に敏感な需要項目（設備投資、住宅投資、耐久財消費）が一層下振れしやすくなると考えられる（図表3左図）。

図表3 金融環境と金融環境に敏感な需要項目、学生ローン残高と延滞率



(注) 左図の金融環境に敏感な項目は、設備投資、住宅投資、耐久財消費の和。

(出所) BEA、シカゴ連銀、NY連銀、Haver Analytics より大和総研作成

また、2つ目のリスク要因として、学生ローンに関する政策変更に伴う個人消費の下振れが挙げられる。学生ローンの残高は2025年1-3月期時点で約1.6兆ドルと、家計債務の中では住宅ローン、自動車ローンに次ぐ規模となっている（図表3右図）。2020年のコロナ禍から2023年9月までは、学生ローンの返済猶予や元利払いの減免措置などが実施されてきたが、2023年10月から返済が再開された。他方で、バイデン政権は2023年10月から1年間は返済が遅延しても、信用情報への反映を一時停止する措置を実施してきた。結果、学生ローンの返済が遅延しても債務不履行とは認識されなかったことから、家計への影響はこれまで軽微であったといえる。

しかし、2024年10月から信用情報への反映が再開されたことで、2025年1-3月期の学生ローンの延滞率は約7.7%と、前期の約0.5%から急上昇した。延滞率はコロナ禍前と比べて低水準にあるものの、返済遅延が信用情報に反映されることで、延滞者のクレジットスコア（個人の信用力を数値化したもの）が低下し、今後の借入条件の悪化や借入拒否なども想定される。また、トランプ政権は4月21日に債務不履行となった学生ローンの回収を強化する旨を発表した。延滞者に自主的な返済の再開を促すとともに、自主的な返済が見込めない場合には給与の差し押さえといった強制的な手段を取り得るとしている。信用情報への反映や回収の強化といった

² 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）

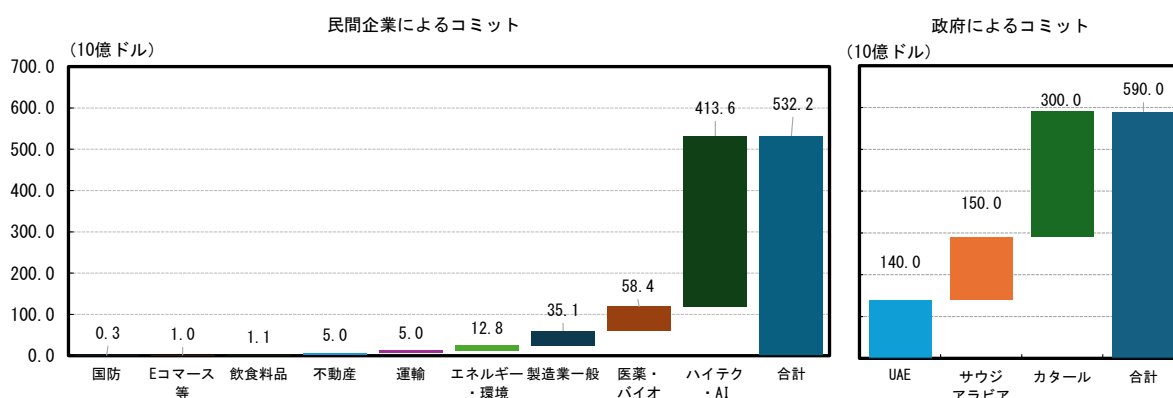
政策変更は、学生ローンの借り手にとってネガティブ・インセンティブとなり、返済を促進し得ると考えられる一方、可処分所得が減少し、個人消費に下押し圧力がかかる恐れがある。

投資増による景気の下支え効果は、近い将来は期待しにくい

他方で、景気の下支え要因として期待されているのは、民間企業や外国政府主導の投資の増加だ。収益マージンの縮小が企業の設備投資を抑制し得ることは前述の通りだが、トランプ政権発足以降、民間企業や外国政府は米国での投資拡大を相次ぎ公表している。ホワイトハウスのウェブサイトによれば、民間企業は合計 2.1 兆ドル、外国政府は合計 3.2 兆ドルの投資計画を公表している。こうした投資計画を 1 年当たりの投資額に換算すれば、民間企業は 0.5 兆ドル程度、外国政府は 0.6 兆ドル程度、合計 1 兆ドル強となり、対 2024 年名目 GDP 比で約 3.8% となる。なお、主な投資分野としては、AI 等のハイテク分野や医療・バイオといった先端技術に関連した分野が多い（図表 4）。もっとも、こうした投資計画の実施や経済効果に関しては、保守的な見積もりが必要だろう。民間企業や外国政府主導の投資は、必ずしも公表通りに実施されるわけではなく、実施されても GDP 統計に反映されないものもある。

また、企業や外国政府主導の投資の増加に向けて、政策によるサポートも重要となる。具体的にはトランプ大統領が主張している法人関連の減税、FRB の利下げによる資金調達コストの低下等が挙げられる。減税は議会で議論が行われている最中であり、前述の通り財政悪化懸念の高まりとのバランスをとる必要があることから、早期の法案成立が可能かは予断を許さない。加えて、FRB による追加利下げに関しては、5 月の FOMC で当面の様子見姿勢の継続が示唆されたことから、景気や金融環境の大幅な悪化がなければ、早くとも年後半以降となることが想定される³。こうした政策サポートの動向も考慮すれば、民間企業や外国政府主導の投資による景気の押し上げ効果は、2025 年末から 2026 年以降といったやや先の将来での発現と捉えるべきであり、2025 年央などの近い将来における発現は期待しにくい。

図表 4 トランプ政権発足後公表された投資計画における 1 年当たりの投資規模



(注) 投資計画の 1 年当たりの規模は、特段の期間設定がない場合には、全体の投資規模をトランプ大統領の任期期間である 4 年間で除して算出。ホワイトハウスのウェブサイトにて 2025 年 5 月 21 日アクセス。

(出所) ホワイトハウスより大和総研作成

³ 矢作大祐・藤原翼「FOMC 様子見姿勢を強調」（大和総研レポート、2025 年 5 月 8 日）

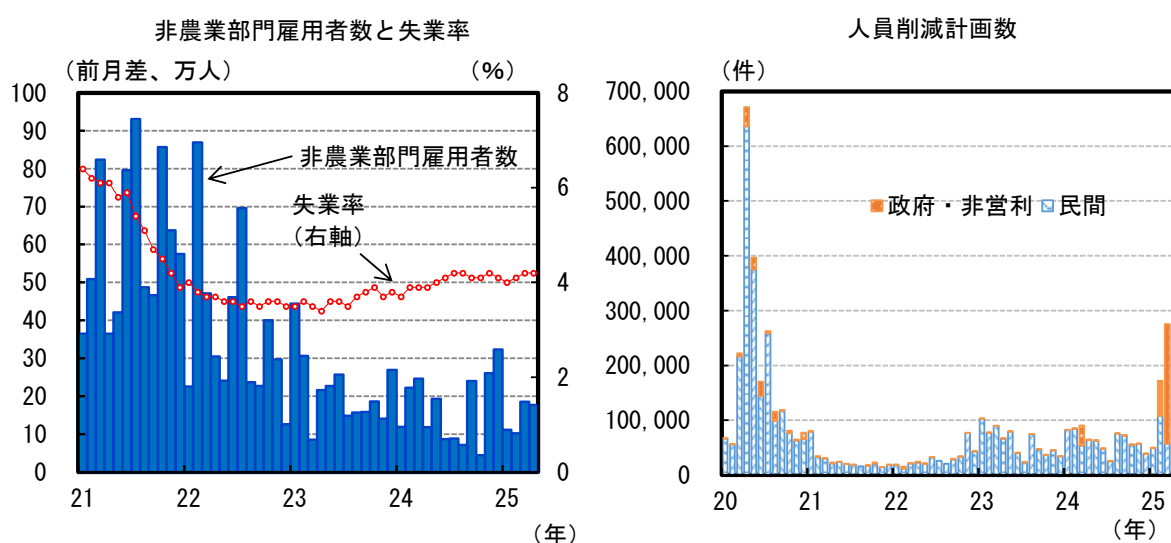
4月までの雇用環境も底堅さを維持

2025年4月の米雇用統計⁴は、非農業部門雇用者数が前月差+17.7万人と前月から減速したものの、市場予想（Bloomberg調査：同+13.8万人）を上回った。過去分については下方修正され、3カ月移動平均は同+10万人台半ばと昨年末からペースダウンしているものの、政府部門の雇用が抑制され、労働供給面では不法移民の流入が急減していることを踏まえれば、底堅いペースといえる。家計調査については、解雇による失業者数の増加が続いていることは懸念点であるものの、失業率は4.2%と前月から横ばいで安定している。総じて見れば、4月の雇用統計は底堅い結果だったといえよう。

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5月11日-2025年5月17日）が22.7万件と、前年同期の水準をやや上回っている。もっとも、2025年のレンジ内（20-24万件台）での推移であり、急速な雇用環境の悪化を示していない。他方で、Challenger, Gray & Christmas社調査による2025年4月の人員削減計画数を確認すると、政府・非営利部門が大幅にペースダウンした一方で、民間部門が10万件程度とやや高い水準となった。また、労働需要に着目すると、3月の求人件数は前月差▲28.8万人と2カ月連続で減少した。直近の失業者数と比較した求人件数の比率は1.0倍と前月から低下しており、労働需給は緩やかに緩和しているとみられる。このように、雇用環境の緩やかな悪化の兆候が一部の指標で見られる。

現時点において雇用環境は急激な悪化には至っていないものの、市場は追加関税措置による悪影響がいつ顕在化するかを引き続き警戒している。追加関税措置については、5月12日に米中間で追加関税措置をマイルド化させたものの、従来に比べて実効関税率が上昇していることに変わりはない。今後追加関税措置がさらに縮小されるようなことがなければ、景気が減速し、雇用が下振れするリスクは高まっているといえる。

図表5 非農業部門雇用者数と失業率、人員削減計画数



(注) 右図の人員削減計画数において、全体から政府・非営利部門を除いたものを民間部門とした。

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

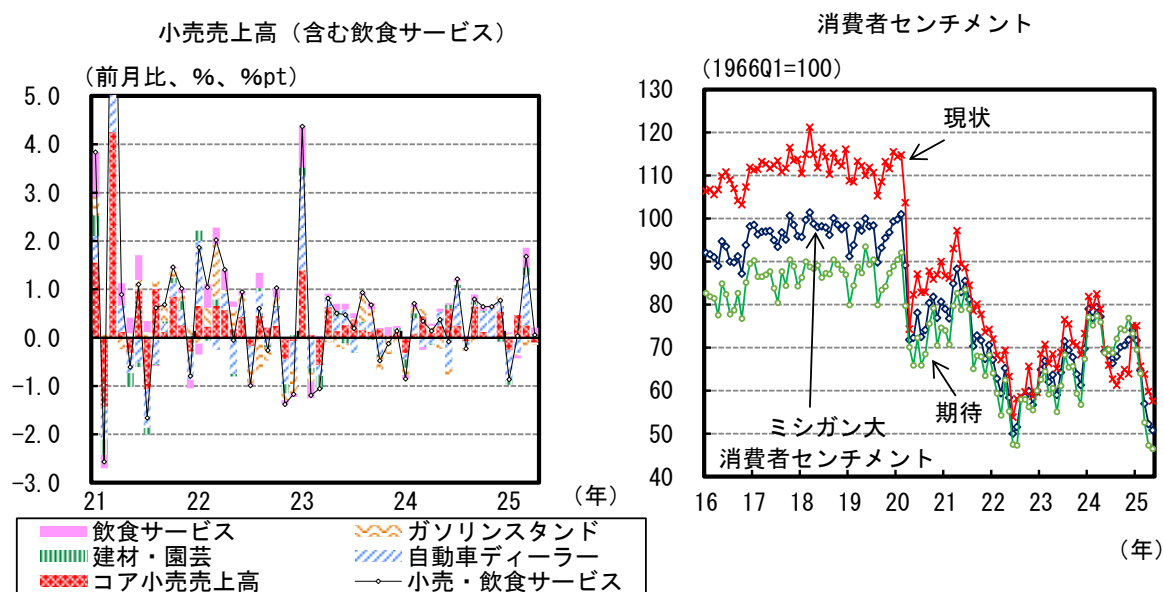
⁴ 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+17.7万人](#)」(大和総研レポート、2025年5月7日)

小売売上高は駆け込み需要の反動で減速、消費者マインドは5カ月連続悪化

個人消費の動向を確認すると、2025年4月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.1%と大幅に減速したものの、市場予想(Bloomberg調査:同+0.0%)を上回った。過去分については、3月分が0.2%pt上方修正された。また、4月の小売売上高の3カ月移動平均は同+0.6%と加速した。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、4月は同▲0.2%と3カ月ぶりにマイナスに転じたものの、3カ月移動平均で見ると同+0.4%と底堅さを維持した。3月に追加関税措置の本格化を前にした駆け込み需要が生じ、4月はその反動があったとみられるものの、均して見れば小売売上高は底堅さを維持したといえる。続いて、4月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、レジャー・娯楽用品(同▲2.5%)、その他小売(同▲2.1%)のマイナス幅が大きかった。また、ガソリンスタンド(同▲0.5%)はガソリン価格の低下に伴い3カ月連続でマイナスとなった。この他、衣服・宝飾品(同▲0.4%)、GMS(総合小売)(同▲0.2%)、ヘルスケア(同▲0.2%)、自動車・同部品(同▲0.1%)がマイナスとなった。他方で、飲食サービス(同+1.2%)は2カ月連続で堅調な伸びとなった。この他、建材・園芸(同+0.8%)が2カ月連続、無店舗販売(同+0.2%)が3カ月連続でプラスとなった。

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5月(速報値)が前月差▲1.4ptと5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。内訳については現状指数(同▲2.2pt)、期待指数(同▲0.8pt)のいずれも悪化した。ミシガン大は貿易政策を巡る不確実性が消費者マインドを左右していると指摘した。消費者のインフレ見通し(期待インフレ率)は1年先が同+0.8%ptの+7.3%、5年先が同+0.2%ptの+4.6%と上昇した。米中間の追加関税措置のマイルド化は消費者マインドの下支え要因であるが、依然として不確実性は高く、物価・雇用への悪影響が顕在化すれば、個人消費も下振れし得る。

図表6 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



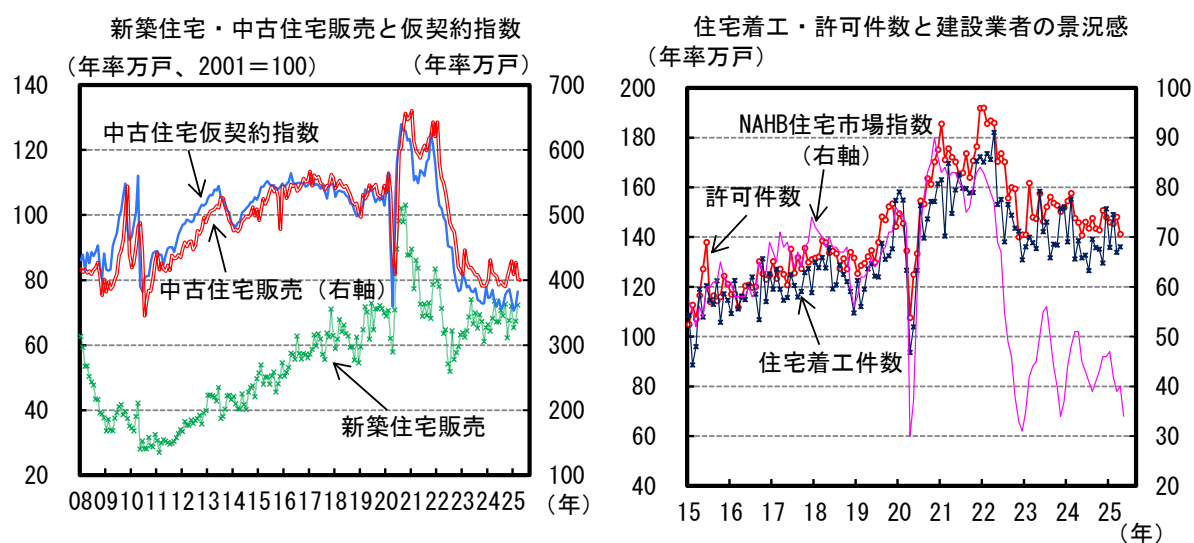
(出所) ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

住宅着工はプラスに転じるも、関税や金利高を背景に様子見が続く可能性

住宅需要に目を向けると、2025 年 4 月の中古住宅販売（コンドミニウム等含む）は前月比▲0.5%と2カ月連続でマイナスとなった。他方で3月の新築住宅販売（戸建）は同+7.4%と2カ月連続でプラスとなった。続いて直近の消費者マインドを確認すると、5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+1ptと小幅に改善したものの依然として低水準で推移している。内訳を見ると、経済の不確実性の項目が7カ月ぶりに改善した一方、金利と価格の項目が悪化した。米中間の追加関税措置がマイルド化したことは住宅購入マインドを回復させる要因になるとみられるものの、依然として不確実性は高く、消費者の物価や景気への懸念は強いとみられる。さらに住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）は4月半ば以降にやや上昇するなど、高止まりが続いている。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見込まれる。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2025 年 4 月に前月比+1.6%とプラスに転じ、年率136.1万戸となった。ただし、一軒家に限れば同▲2.1%と2カ月連続で減少し、2024 年 7 月以来の低水準となった。また、新築住宅着工の先行指標である建設許可については、4 月は同▲4.7%とマイナスに転じ、年率 141.2 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 5 月分は前月差▲6pt の 34 と悪化し、2023 年 11 月以来の低水準となった。NAHB は、金利上昇、関税への懸念、建設資材コストを巡る不確実性、不透明な経済見通しによって、マインドが悪化したと指摘した。住宅市場の先行きについて、米中間での追加関税措置のマイルド化は住宅建設業者のマインドも回復させるとみられる一方、依然として貿易交渉を巡る不確実性は高い。さらに金利の高止まりが続き、目先の住宅需要は軟調に推移すると見込まれる中で、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 7 新築住宅・中古住宅販売と仮契約指数、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



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

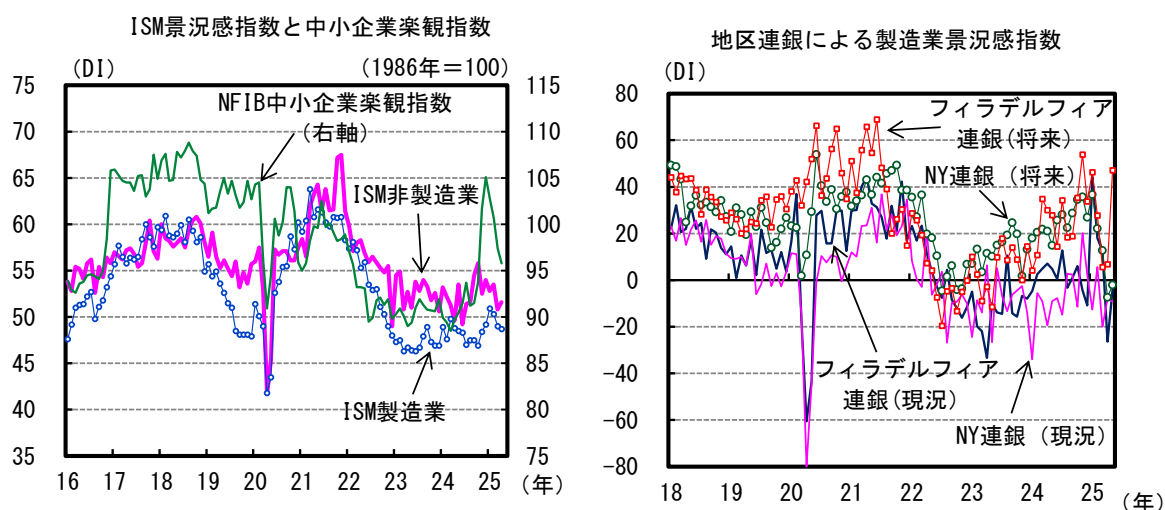
ISM 製造業は悪化も、フィラデルフィア連銀製造業は改善

2025 年 4 月の ISM 景況感指数は、製造業が前月差▲0.3%pt と 3 カ月連続で悪化し、48.7% となった。他方で非製造業については同+0.8%pt と改善し、51.6%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、新規受注指数、雇用指数、入荷遅延指数が改善した一方で、生産指数と在庫指数が悪化した。新規受注指数、生産指数、雇用指数は好不調の基準となる 50%割れが続いており、特に生産指数は 44%と 2020 年 5 月以来の低水準となった。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、非製造業は雇用指数が 2 カ月連続で 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、追加関税措置に伴うビジネスの混乱を指摘していた。特に製造業では、サプライチェーン上での関税負担の分担や価格決定等について混乱が生じているとしている。他方で非製造業では、一部業種で業績の堅調さを指摘するコメントも見られた。

中小企業に関して、2025 年 4 月の NFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲1.6pt と 4 カ月連続で悪化し、95.8 となった。内訳を確認すると、「景況感の改善に対する期待」、「求人状況」の悪化幅が大きかった。また、「景況感の改善に対する期待」の項目は 4 カ月連続で悪化した。NFIB は、先行きの不確実性が雇用計画や投資決定等のあらゆる面に影響していると指摘した。

以上をまとめれば、総じて追加関税措置による不確実性が企業マインドの下押し要因になったといえる。2025 年 5 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▲1.1pt）が悪化した一方、将来指数（同+5.4pt）は 4 カ月ぶりに改善した。フィラデルフィア連銀は現況指数（同+22.4pt）が 4 カ月ぶりに大幅に改善し、将来指数（同+40.3pt）も 2 カ月連続で改善した。米中間での追加関税措置のマイルド化により、ビジネス環境の悪化懸念が和らいだとみられる。しかし、中国を含む各国・地域との関税交渉の先行きは依然として不確実性が高く、継続的に回復するかは見通しがつきにくい。

図表 8 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

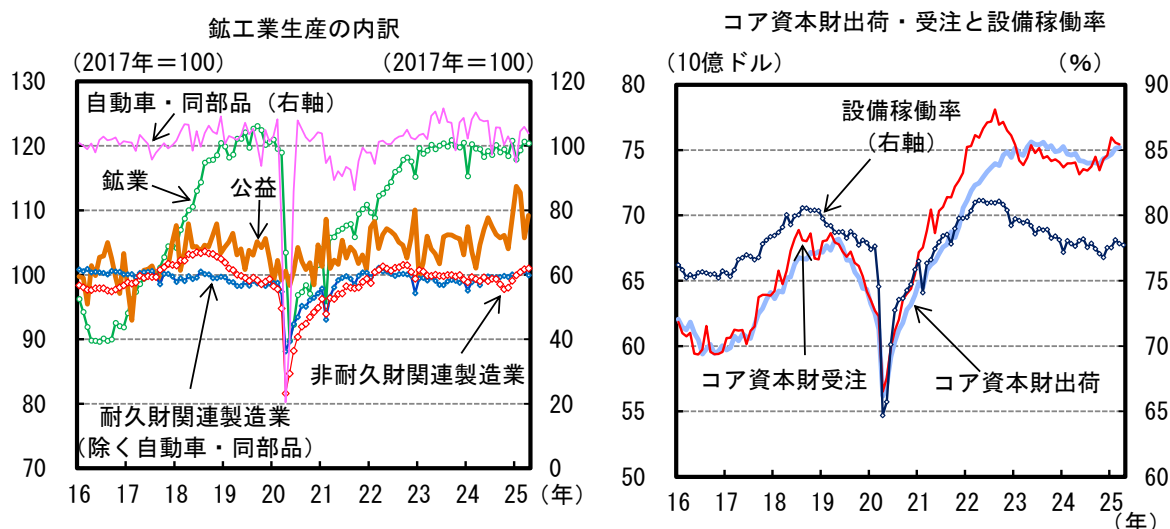
鉱工業生産指数は横ばい、目先は設備投資を増やしにくい

企業の実体面に関して、2025 年 4 月の鉱工業生産指数は前月比横ばいとなり、市場予想 (Bloomberg 調査: 同▲0.3%) を上回った。4 月の鉱工業生産指数の内訳を確認すると、公益 (同+3.3%) が 3 カ月ぶりに大幅なプラスに転じた一方で、製造業 (同▲0.4%) と鉱業 (同▲0.3%) は 3 カ月ぶりにマイナスに転じた。

製造業の内訳を見ると、非耐久財 (前月比▲0.6%)、耐久財 (同▲0.2%) がいずれもマイナスに転じた。耐久財に関しては、自動車・同部品 (同▲1.9%) が 3 カ月ぶりにマイナスに転じ、足を引っ張った。また、非金属鉱物 (同▲1.4%)、その他耐久財 (同▲1.4%)、一次金属 (同▲0.7%)、コンピューター・電子機器 (同▲0.7%) もマイナスとなった。他方で、木製品 (同+1.3%) と電気機械 (同+0.6%) がプラスに転じた。また、金属製品 (同+1.0%) が 2 カ月連続で加速し、家具 (同+0.9%) も加速した。このほか、その他輸送用機器 (同+1.1%) は減速したものの高い伸びを維持し、機械 (同+0.3%) もプラスを維持した。非耐久財に関しては、衣服・革製品 (同▲1.9%)、飲食料品・タバコ (同▲1.0%)、化学 (同▲0.7%) のマイナスが目立った。

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 3 月に前月比+0.1%と減速したものの 5 カ月連続でプラスとなった。他方で、先行指標であるコア資本財受注については同▲0.2%と 2 カ月連続でマイナスとなった。続いて設備稼働率については、2025 年 4 月は前月差▲0.1%pt の 77.7%と 2 カ月連続で低下した。もっとも、設備稼働率は 2024 年末から 2025 年 2 月にかけて上昇していたことから、均して見れば概ね横ばいといえる。なお、設備稼働率は長期平均 (1972-2024 年: 79.6%) を下回る状況が続いており、引き続き逼迫している状況ではない。米中間での追加関税措置のマイルド化が発表されたことで、景気の悪化懸念を和らげることが想定されるものの、従来に比べて実効関税率は高く、各国・地域との交渉も依然として不確実性が高いことから、目先は設備投資が増加しにくいだろう。

図表 9 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

2025 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲0.3%と、2022 年 1-3 月期以来のマイナス成長となった。マイナス成長の主因は追加関税措置の本格化を前にした駆け込み輸入の急増であり、米国経済の自律的な成長を反映する民間最終需要は同+3.0%と好調を維持した。もっとも、民間最終需要に関しても駆け込み需要が含まれているとみられ、割り引いてみる必要があるだろう。

2025 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率については、前期比年率+2.1%とプラス成長への転換を予想する。プラス成長への転換の主因は輸入の反動減であり、駆け込み需要の一巡と関税によるコスト上昇などにより民間最終需要は減速が見込まれる。2025 年全体の実質 GDP 成長率は、米中間の貿易戦争のデタントを反映し、前回見通し時点の前年比+1.3%から同+1.6%へと引き上げた。上方修正したとはいえ、+2%前後とされる潜在成長率を下回るペースであり、2024 年が同+2.8%であったことを踏まえれば、減速感強い。

米国経済の先行きにおける、更なる景気の下押し要因として、財政悪化懸念の高まりと学生ローン政策の変更が挙げられる。財政に対する懸念が強まり、金融環境の悪化へとつながれば、連動する設備投資や住宅投資等を冷やし得る。また、学生ローン政策の変更により、可処分所得が減少し、個人消費に下押し圧力がかかる恐れがあるだろう。

他方、景気の下支え要因として、民間企業や外国政府主導の投資の積極化が挙げられる。ただし、それらの投資は必ずしも公表通りに実施されるわけではなく、実施されても GDP 統計に反映されないものもある。また、投資促進には政策によるサポートも必要となるが、減税策は早期の成立が可能かは予断を許さず、FRB は利下げの判断について様子見姿勢を続けている。こうした投資による景気の押し上げ効果は、近い将来というよりも、やや先の将来での発現を想定すべきだろう。

図表 10 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	1.6	3.0	3.1	2.4	-0.3	2.1	1.7	1.4	1.6	1.9	2.0	2.1			
（前年同期比、%）	2.9	3.0	2.7	2.5	2.1	1.8	1.5	1.2	1.7	1.7	1.7	1.9	2.8	1.6	1.7
個人消費	1.9	2.8	3.7	4.0	1.8	1.4	1.0	1.1	1.3	1.6	1.8	2.0	2.8	2.3	1.4
設備投資	4.5	3.9	4.0	-3.0	9.8	3.5	1.0	1.6	2.3	2.3	2.5	2.5	3.6	3.4	2.1
住宅投資	13.7	-2.8	-4.3	5.5	1.3	1.0	0.7	1.4	1.9	2.0	2.3	2.4	4.2	1.0	1.7
輸出	1.9	1.0	9.6	-0.2	1.8	0.6	-0.6	0.7	1.0	1.3	1.7	1.9	3.3	1.7	0.9
輸入	6.1	7.6	10.7	-1.9	41.3	-4.1	-6.6	-1.8	0.5	1.1	2.0	2.2	5.3	8.6	-0.7
政府支出	1.8	3.1	5.1	3.1	-1.4	2.9	1.0	1.6	1.7	2.0	1.9	1.6	3.4	1.8	1.7
国内最終需要	2.7	2.8	3.7	3.0	2.3	2.0	1.0	1.3	1.5	1.8	1.9	2.1	3.0	2.3	1.6
民間最終需要	2.9	2.7	3.4	2.9	3.0	1.8	1.0	1.2	1.5	1.7	2.0	2.1	3.0	2.4	1.5
鉱工業生産	-1.8	2.4	-0.6	-1.1	5.5	1.6	0.5	1.0	1.4	1.6	1.8	2.0	-0.3	1.5	1.4
消費者物価指数	3.7	2.8	1.4	3.0	3.8	2.8	4.1	2.6	3.1	2.1	2.2	2.5	2.9	3.1	2.8
失業率（%）	3.8	4.0	4.2	4.2	4.1	4.1	4.3	4.4	4.3	4.3	4.2	4.2	4.0	4.2	4.2
貿易収支（10億ドル）	-205	-227	-236	-250	-394	-400	-380	-372	-371	-372	-375	-377	-918	-1546	-1496
経常収支（10億ドル）	-243	-277	-310	-304	-444	-446	-422	-410	-405	-401	-399	-397	-1134	-1722	-1602
FFレート（%）	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	3.25	3.25	4.50	4.00	3.25
2年債利回り（%）	4.48	4.82	4.03	4.15	4.15	3.85	3.76	3.61	3.50	3.41	3.32	3.27	4.37	3.84	3.38
10年債利回り（%）	4.16	4.44	3.95	4.28	4.45	4.36	4.31	4.17	4.06	3.97	3.88	3.83	4.21	4.32	3.94

（注 1）網掛けは予想値。2025 年 5 月 22 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 対米通商交渉に一喜一憂

米英合意、米中間の関税引き下げは朗報、EU の交渉は楽観視できず

橋本 政彦

[要約]

- ユーロ圏の 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.3%と前期から加速したが、米国による追加関税を見据えた駆け込み需要が押し上げに作用した可能性が高い。1-3 月期は米国向け輸出が急増し、輸出全体を押し上げたことに加え、鉱工業生産の押し上げにも寄与したとみられる。4 月以降のハードデータ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鉱工業では景況感に急激な落ち込みは見られておらず、4 月以降も税率引き上げに備えた駆け込みの動きが続いている可能性が示唆される。
- 先行きにおける最大の懸念材料である米国との通商交渉に関して、英米間での合意、および米中間での追加関税率引き下げはユーロ圏経済にとっても朗報である。米中間の関税率の大幅な引き下げは、両国経済にプラスに働く（マイナスが抑制される）可能性が高く、両国を重要な輸出先とするユーロ圏経済の下振れリスクは軽減されることになるだろう。
- もっとも、ユーロ圏経済にとって本丸である米国と EU 間の通商交渉については、過度に楽観的になるべきではないだろう。EU の米国に対する貿易黒字が中国に次いで大きいこともあり、トランプ大統領は EU に対する批判的な姿勢を崩していない。対する EU も米国との交渉に失敗した場合に備え、950 億ユーロ規模の対抗措置の計画を新たに公表した。EU と米国の間で交渉が決裂し、EU による対抗措置が実行される可能性は残されている。
- 英国と米国の合意においては、米国の英国からの自動車輸入に対して関税割当制度が設定されたほか、鉄鋼・アルミニウム関税が撤廃された。また、英国政府の発表によれば、米国は通商拡大法 232 条に基づく今後の関税に際して、英国に優遇措置を設けることで合意したとされている。米国は既に、医薬品、半導体に対し 232 条に基づく調査を開始しているが、医薬品は英国の対米輸出において自動車に次いで 2 番目に金額が大きい品目であり、実際に優遇措置が実現すれば英国経済にとっての意味は大きい。

ユーロ圏経済

1-3 月期 GDP はわずかに下方修正も、前期から加速という姿は変わらず

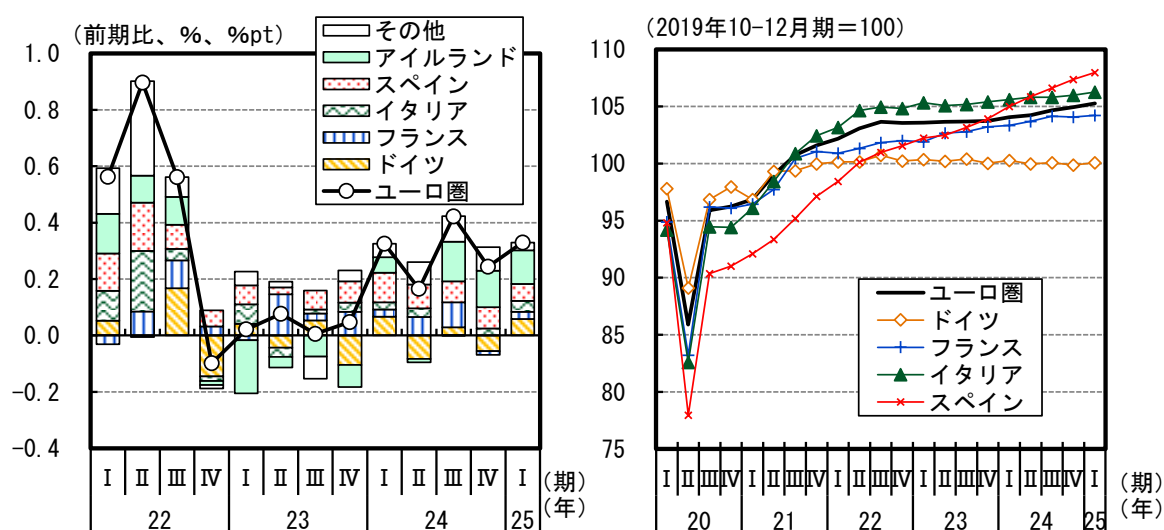
ユーロ圏の 2025 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率（改定値）は、前期比+0.3%（前期比年率+1.3%）となり、速報段階の同+0.4%（前期比年率+1.4%）から下方修正された。もっとも、下方修正幅は年率換算で▲0.1%pt と極めて小幅であり、景気判断の修正を迫るようなものではなかった。1-3 月期の成長率は前期（前期比+0.2%）から加速しており、ユーロ圏経済は緩やかなペースながら着実な成長が続いている。

国別の内訳を見ると、成長率が公表済みの 15 カ国中、13 カ国がプラス成長となった。前期にマイナス成長だったドイツ（前期比+0.2%）、フランス（同+0.1%）もプラス成長に転じており、成長率の加速に加えて、多くの国にプラス成長が広がっている点もポジティブに評価できる。

個別国の成長率に目を向けると、アイルランドが前期比+3.2%と突出して高く、ユーロ圏全体の成長に最も大きく寄与した。次いで、キプロスが同+1.3%と高い成長となり、これにスペイン、リトアニアがそれぞれ同+0.6%で続いている。スペインの成長率は前期（同+0.7%）から減速したが、それでも他の主要国に比べて高い成長率を維持している。直近 3 四半期の成長率は、アイルランドによる押し上げが際立っているが、これに加えてスペインの安定的な成長がユーロ圏全体の成長を下支えする構図は 1-3 月期も変わっていない。

なお、現時点でマイナス成長が判明しているのは、ポルトガル（前期比▲0.5%）と、スロベニア（同▲0.8%）の 2 カ国である。ポルトガルについては前期の高い伸び（同+1.4%）からの反動とみられ、マイナス成長を過度に悲観視する必要はないだろう。

図表 1 ユーロ圏実質 GDP 成長率の国別寄与（左）、ユーロ圏と主要加盟国の実質 GDP 水準（右）



(注) 左図のその他は、ユーロ圏全体から表示された 5 カ国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、アイルランド）を差し引いて計算。

(出所) Eurostat より大和総研作成

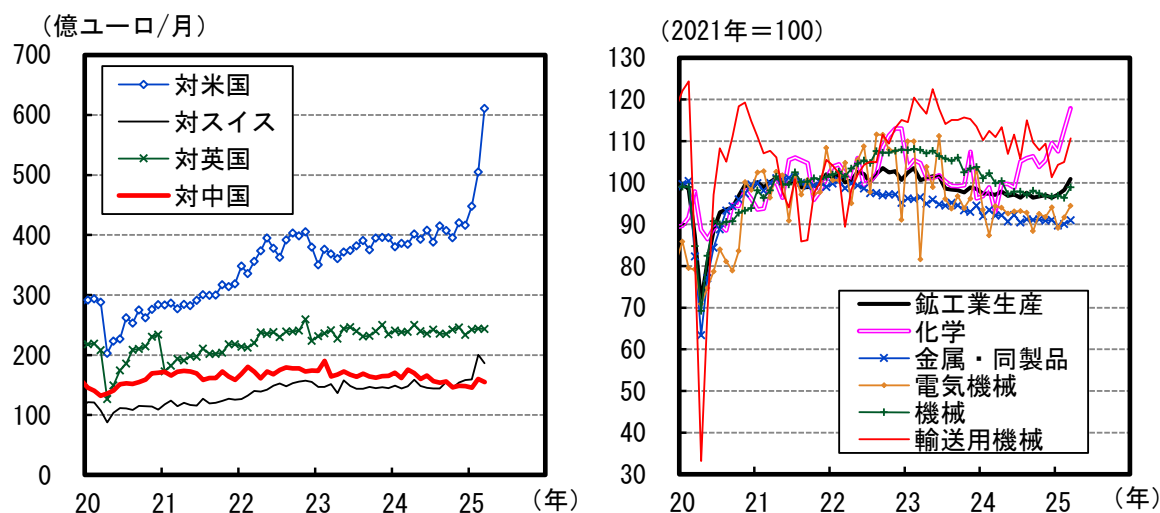
追加関税前の駆け込みが輸出・生産を押し上げ

ユーロ圏全体の GDP の需要項目別内訳はまだ明らかになっていないため、関連統計から 1-3 月期の状況を確認していくと、1-3 月期の GDP は、米国による追加関税を見据えた駆け込み需要が押し上げに作用した可能性が高い。

まず、輸出の動向に関して、2025 年 3 月の貿易統計では、ユーロ圏の輸出金額（季節調整値、以下同）は前月比+2.9%となり、前月の大幅な増加（同+5.1%）からは伸びが縮小したものの、堅調な増加が続く結果となった。特に米国向け輸出については、1 月に同+7.6%、2 月に同+12.7%、3 月が同+21.0%と加速度的に増加し、3 月の輸出金額は 2024 年の月平均の約 1.5 倍まで膨れ上がっている。また、数量ベースで見ても米国向けは 3 月まで 5 ヶ月連続で増加しており、特に 3 月は同+24.3%と急増した。対米輸出金額の内訳を品目別に見ると、3 月は化学が同+41.9%と大幅に増加したほか、機械・輸送用機械が同+8.2%と増加しており、輸出全体に占める割合が大きい主力製品で輸出が急増している。

こうした米国向け輸出の急増が主な押し上げ要因となり、2025 年 1-3 月期の輸出金額は前期比+7.6%と、コロナ禍による落ち込みからの反動があった 2020 年 7-9 月期以来の高い伸びとなった。輸入金額も前期比+3.4%と増加したものの増加幅は輸出に比べて小さいことから、1-3 月期は財の純輸出が GDP の押し上げに寄与した可能性が高い。なお、3 月の貿易黒字は 279 億ユーロと、単月では現行統計が公表された 2002 年 1 月以降の最高値を記録している。

図表 2 ユーロ圏の主要相手先別輸出金額（左）、ユーロ圏の鉱工業生産と業種別内訳（右）



(出所) Eurostat より大和総研作成

米国の追加関税発動前の駆け込みの動きは、生産活動においても確認できる。2025 年 3 月のユーロ圏の鉱工業生産指数は、前月比+2.6%と 3 ヶ月連続で上昇し、水準は 2023 年 6 月以来の高さとなった。四半期ベースで見ると、1-3 月期は前期比+2.2%と、2023 年 1-3 月期以来、8 四半期ぶりの上昇に転じており、これまでの低下基調から持ち直す格好となっている。

3 月分の内訳を業種別に見ると、特に上昇幅が大きかったのは、輸送用機械（前月比+5.4%）、化学（同+4.5%）であり、これは既述した対米輸出の急増とも整合的である。また、国別ではアイルランドが2月の大幅な伸び（同+11.5%）に続いて、3月も同+14.6%と、2ヵ月連続で2桁の大幅な伸びとなった。同国の鉱工業生産は一部の大型多国籍企業の動きによって平時でも振れが大きいことには注意が必要だが、アイルランドは輸出に占める米国向けの割合が極めて高く、対米輸出の増加が生産を押し上げ、既述の GDP の大幅な増加に繋がったとみられる。

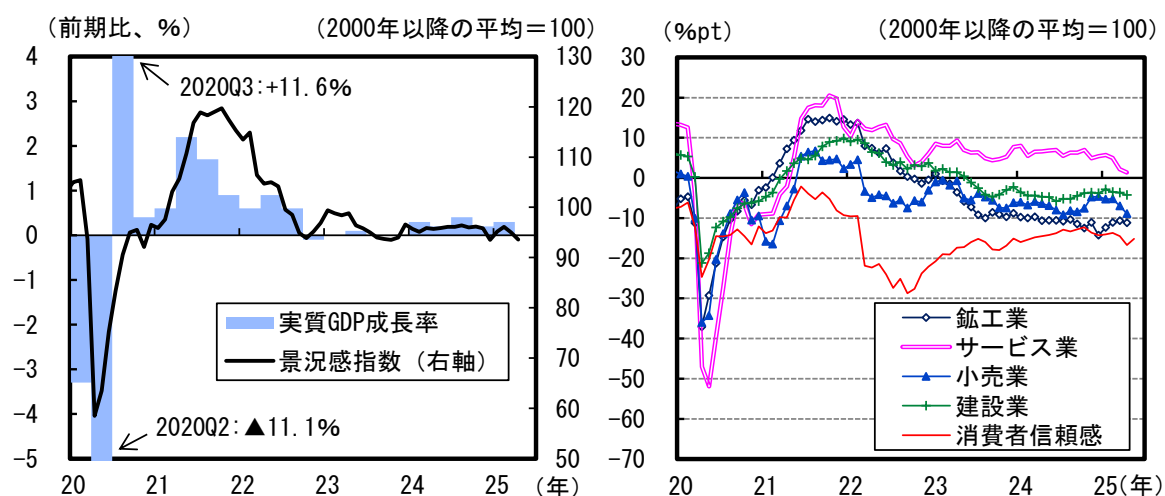
4 月の景況感指数は低下も、鉱工業の低下幅は限定的

4 月以降に関して、実体面でのデータはまだほとんど公表されていないため、マインド統計の状況を確認していく。欧州委員会が公表する 2025 年 4 月の景況感指数（総合）は、前月差▲1.4pt と 2 ヶ月連続で低下し、水準は 93.6 と 2024 年 12 月以来の低さとなった。過去の景況感指数と GDP 成長率の関係に照らせば、明確なマイナス成長を示唆するほどの弱さではないものの、1-3 月期に比べて 4 月の成長ペースは鈍化した可能性が高い。

景況感指数の内訳では、5 系列全てが前月から低下しており、特に消費者信頼感（前月差▲2.1pt）、小売業（同▲1.9pt）の低下幅が大きかった。また、サービス業は同▲0.8pt と、3 ヶ月連続で低下し、2021 年 4 月以来の低さまで落ち込んでいる。

また、製造業も前月差▲0.5pt と前月から低下したが、低下幅は意外にも小幅となり、直近のボトムである 2024 年 12 月よりもまだ幾分高い水準に留まっている。米国による自動車関税、相互関税が実施された後の 4 月の時点でも、関税の影響を直接的に受ける鉱工業の落ち込みが小さい点は安心材料といえる。もっとも、米国が賦課した相互関税では、上乗せ税率（EU に対しては 10%）の適用が 90 日間停止されており、さらなる税率の引き上げに備えて、4 月以降も駆け込み生産、輸出が続いたことで鉱工業の景況観が下支えされた可能性がある。

図表 3 ユーロ圏の景況感指数と実質 GDP 成長率（左）、ユーロ圏の景況感指数の内訳（右）



(注) 右図は消費者信頼感のみ 2025 年 5 月が最新値、それ以外の最新値は 2025 年 4 月。

(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

米英協定、米中間の関税率引き下げはEUにとっても安心材料

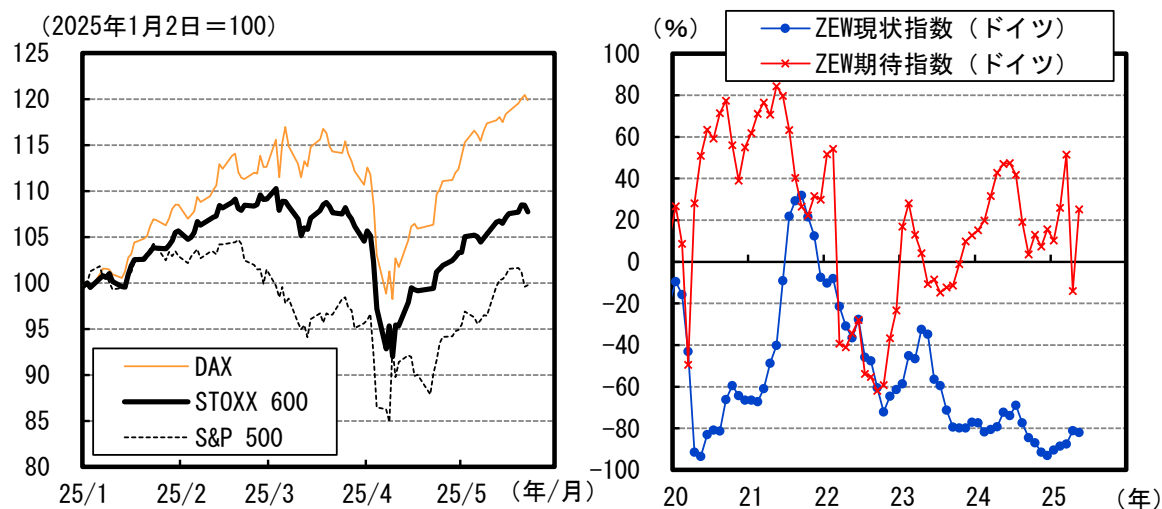
一方、5月に入ると米国の通商政策に関して前向きな動きがあったことから、これがユーロ圏経済に対してもプラスに働くと思われる。

EUと米国の通商交渉については目立った進展が見られていないが、注目すべき大きな動きとして、5月8日、英国と米国の通商交渉が合意したことが挙げられる（合意内容は後述）。また、5月12日には米国・中国間の追加関税率の引き下げが発表された。米中間の関税率の大幅な引き下げは、両国経済にプラスに働く（マイナスが抑制される）可能性が高く、両国を重要な輸出先とするユーロ圏経済の下振れリスクは軽減されることになるだろう。また、これまで追加関税の実施に頑なだった米国が、自国への影響を軽減するためとはいえ中国に対して早々に譲歩したことは、今後の米国と世界各国・地域の交渉を見通す上でも明るい材料と捉えられる。

こうした貿易交渉の進展による好影響が既に表れているのは金融市場であり、追加関税に対する懸念によって3月末から4月初旬にかけて急落した株価は、4月前半をボトムにして上昇基調が続いている。とりわけ、財政拡張による景気回復期待もあってドイツの株価の上昇ペースが速く、5月9日にはDAX指数が史上最高値を更新した。また、投資家に対する景況感調査であるZEW指数の期待指数は、5月に前月差+39.2%ptと大幅に上昇し、3月から4月にかけての大幅な落ち込みの半分強を取り戻している。

さらに、既述の欧州委員会による景況感指数の構成指数であるユーロ圏の消費者信頼感指数（速報値）も、5月は前月差+1.4ptと3ヵ月ぶりの改善に転じた。速報段階では内訳の詳細は明らかではないが、貿易摩擦の緩和や株価の上昇がマインドの改善の一因になった可能性がある。指数の水準は決して高くなく、個人消費を押し上げるのに十分な改善とは言い難いものの、悪化に歯止めが掛かったことは安心感を与える結果である。

図表4 欧米の株価指数（左）、ZEW景況感指数（右）



（出所）Bloomberg、ZEW より大和総研作成

EU は追加の対抗措置を公表、交渉に予断は許さず

もっとも、ユーロ圏経済にとって本丸である米国と EU 間の通商交渉については、過度に楽観視すべきではないだろう。EU の米国に対する貿易黒字が中国に次いで大きいこともあり、トランプ大統領は「中国よりも悪い」と発言するなど、EU に対する批判的な姿勢を崩していない。

また、対する EU も米国の追加関税に対する報復の可能性を排除していない。EU は 3 月から実施されている米国による鉄鋼・アルミニウム関税への対抗措置として、210 億ユーロの製品に対する追加関税を決定したが、米国による相互関税の上乗せ税率の停止を受けて適用を一時停止している。しかし、英国と米国の合意が報じられたのと同日の 5 月 8 日には、米国との交渉に失敗した場合に備え、追加的に 950 億ユーロ規模の追加関税を実施する計画を明らかにした。これは、米国の自動車・同部品に対する追加関税、および相互関税への対抗措置であり、一時停止中の鉄鋼・アルミニウム関税への対抗措置とは別の措置とされる。欧州委員会が示した対象製品のリストには、航空機や自動車などに加え、一時停止中の対抗措置では除外されたバーボンも含まれる。欧州委員会のフォン・デア・ライエン委員長は対抗措置公表時の声明において、米国との合意に向けて全力で臨む姿勢を明らかにしつつ、「あらゆる可能性に備えて準備を続ける」と述べている。

米国と早期の合意に至った英国は、そもそも米国に対し貿易赤字であることに加え、米国との交渉を優先して対抗措置を取らなかったことが交渉において功を奏したとみられる。EU も米国に対し、工業製品に対する関税率を互いにゼロにすることを提案するなど、歩み寄りの姿勢を見せているが、それと同時に対抗措置もちらつかせる交渉姿勢は、却って米国の譲歩を引き出しづらいだろう。EU と米国の間で交渉が決裂し、EU による対抗措置が実行される可能性は残されている。米中間での関税合戦の収束に鑑みれば、EU と米国が不毛な関税合戦に陥る可能性は低いと考えられるものの、米国が検討中の半導体、医薬品に対する追加関税が EU に対して厳しい内容となる可能性は高まるだろう。EU と米国の交渉についてはなおも予断を許さない状況にある。

また、友好的なムードで合意に至った英国でさえ、米国による基本税率の 10% が維持されていることを踏まえれば、仮に EU と米国の交渉がうまくいったとしても、基本税率が撤廃される可能性は極めて低いと考えられる。最良のシナリオにおいても、米国向けの輸出環境は第 2 次トランプ政権誕生以前と比べれば悪化した状態が続く可能性が高いことにも注意が必要である。

英国経済

1-3 月期 GDP は前期比+0.7%と想定以上に底堅い結果

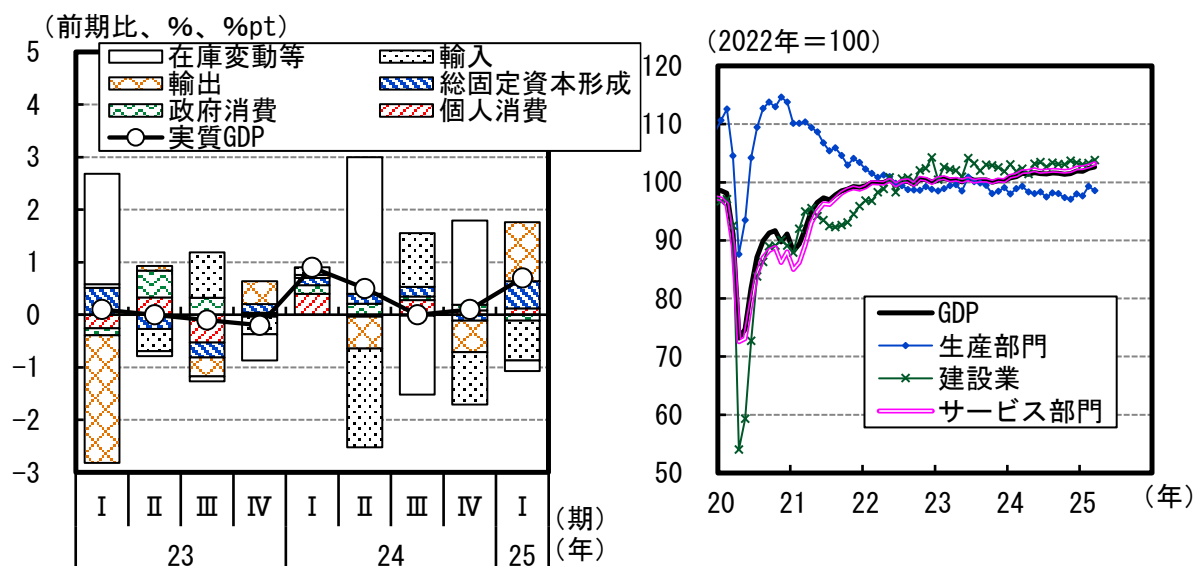
英国の 2025 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は、前期比+0.7%（前期比年率+2.9%）と前期から大きく加速し、増加幅は 2024 年 1-3 月期以来の大きさとなった。月次 GDP の推移を確認すると、1 月は前月比横ばいに留まったものの、2 月に同+0.5%と大幅に増加した後、3 月も横ばい

を見込んでいた市場予想に反して同+0.2%と増加を維持した。1-3 月期全体でも市場予想（前期比+0.6%）を幾分上回っており、英国経済は想定以上に底堅く推移している。

1-3 月期の GDP に関して、需要項目別の内訳を見ると、政府消費が前期から減少し、在庫投資も GDP の押し下げに寄与した一方で、個人消費、総固定資本形成が前期から増加し、民間需要の底堅さが GDP を押し上げた。また、輸出、輸入の双方が前期から増加し、外需（純輸出）の寄与度は 2 四半期ぶりのプラスに転じている。内外需バランスの取れた成長となっており、ヘッドラインの伸びの大きさのみならず、内容も良好である。また、GDP を生産側から見ると、サービス部門が前期比+0.7%と加速したことに加えて、製造業を含む生産部門は同+1.1%と 4 四半期ぶりの増加に転じており、こちらも改善に広がりが見られる。

需要項目別の詳細を見ていくと、個人消費は前期比+0.2%と小幅ながら 3 四半期連続で増加し、増加幅は前期（同+0.1%）からわずかに拡大した。前期に減少していた食品・非アルコール飲料が同+0.9%と増加に転じたことや、家具・家庭用品の増加（同+3.0%）などが押し上げに寄与した。一方、通信（同▲1.8%）、アルコール・たばこ（同▲1.0%）が減少したため、個人消費全体の増加幅が抑えられている。個人消費の裏付けとなる所得動向に関して、名目雇用者報酬は同+1.4%増加した。しかし、物価が同程度上昇したことで、実質雇用者報酬（大和総研による試算値、個人消費デフレーターで実質化）は前期比横ばいとなっており、1-3 月期は所得要因ではなく、消費性向の上昇（貯蓄率の低下）が個人消費を押し上げたとみられる。

図表 5 英国の実質 GDP 成長率と需要項目別寄与度（左）、英国の月次 GDP と内訳（右）



（出所）ONS より大和総研作成

総固定資本形成は前期比+2.9%と、2 四半期ぶりに増加し、増加幅は 2023 年 1-3 月期以来の大きさとなった。内訳では、企業設備投資が同+5.9%と大きく増加したことが全体を押し上げた。他方で、住宅投資は前期から横ばいとなり、公共投資は同▲2.7%と 4 四半期ぶりの減少に転じている。形態別では、輸送用機械が同+23.0%と大幅に増加したことが大きく押し上げに寄

与したが、これに関して ONS (英国国家統計局) は、航空機の購入を主な理由として挙げている。

外需面では、輸出は前期比+3.5%と 4 四半期ぶりの増加に転じ、増加幅は 2022 年 7-9 月期以来の大きさとなった。財輸出・サービス輸出の双方が全体の押し上げに寄与したが、素材製品を中心に財輸出が同+5.6%と大幅に増加したことが特に目立った。貿易統計によれば、米国向け財輸出 (名目金額) は 1-3 月期に同+24.0%と大幅に増加しており、ユーロ圏と同様に関税実施前の駆け込み需要が輸出の押し上げに寄与した可能性が高い。輸入については財輸出の伸びが同+0.6%と小幅に留まる中、サービス輸入が同+5.2%と大きく増加し、財・サービス合計では同+2.1%と 2 四半期連続で増加した。

世界に先んじて米国との通商交渉に合意、自動車、鉄鋼・アルミニウム関税が引き下げ

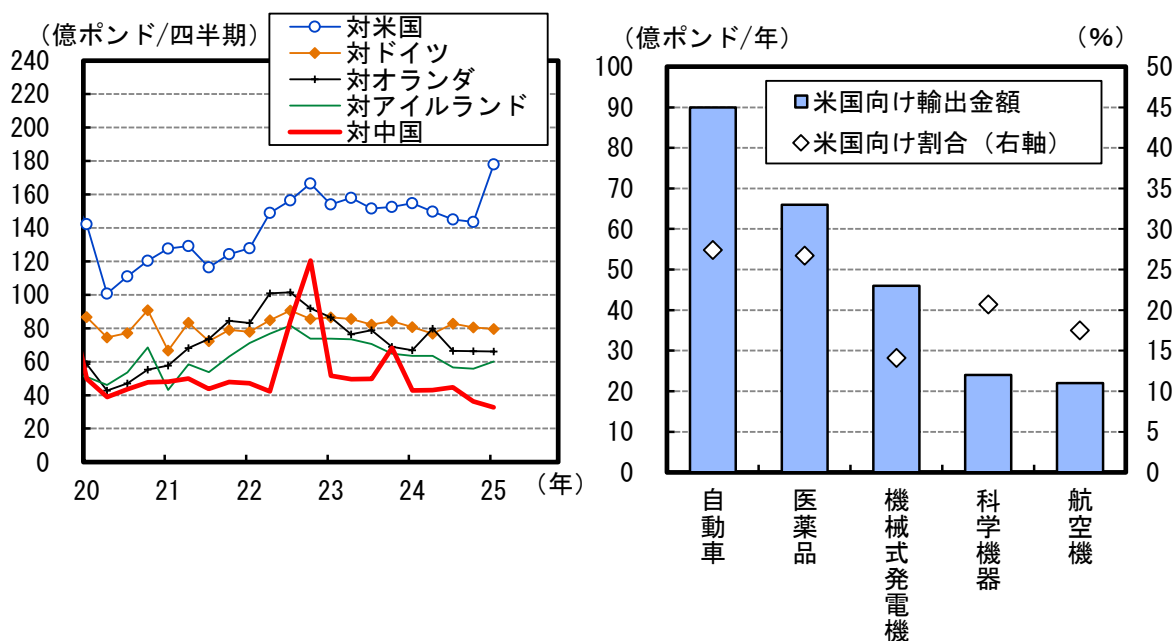
4 月以降の最大の懸念材料が米国による追加関税だったが、英国では米国との間で 5 月 8 日に通商交渉が合意に達し、先行きに対する不確実性が後退した。4 月 2 日に米国が相互関税を発表して以降、米国は多くの国・地域と通商交渉を進めているが、合意に至ったのは英国が初めてである。

合意の具体的な内容を確認していくと、米国は英国からの自動車輸入に対して関税割当制度を導入する。割当枠の年間 10 万台には 10%の低関税率が適用され、これを超える部分については 27.5%の関税率が適用される。2024 年の米国向け自動車輸出は 10.2 万台であり、現状の米国向け輸出のほぼ全てをカバーする規模の低関税枠が確保されたことになる。また、3 月から適用されている鉄鋼・アルミニウム製品に対する 25%の追加関税は、対英国では撤廃される。

英国側の措置としては、米国からのエタノール輸入に対する関税を撤廃するほか、牛肉、果物、野菜、化学品、繊維製品などにおいて米国による英国市場へのアクセスを拡大することに合意した。USTR (米国通商代表部) によれば、これによって米国には 50 億ドルの輸出機会が生まれるとされている。

一方、今回の合意では米国による相互関税は変更されず、基本税率の 10%が維持されることになった。このため、追加関税による対米輸出の下押し圧力が完全になくなったわけではない。とはいえ、対米輸出における最大の品目である自動車に対する関税率が引き下げられたことは、英国経済にとって朗報である。また、英国政府の発表によれば、医薬品や相互関税については引き続き米国との交渉を続けていくとした上、米国は通商拡大法 232 条に基づく今後の関税に際して、英国に優遇措置を設けることで合意したとされている。米国は既に、医薬品、半導体に対し 232 条に基づく調査を開始しているが、医薬品は英国の対米輸出において自動車に次いで 2 番目に金額が大きい品目であり、実際に優遇措置が実現すればその意味は大きい。今回の英米間の合意は法的拘束力を持たず、合意の持続性を疑問視する声もあるが、少なくとも米国との交渉において、英国は他国よりも順調に進んでいるのは明らかである。

図表6 英国の主要相手先別輸出金額（左）、英国の対米輸出金額上位5品目（2024年）（右）



(注) 右図の米国向け割合は、各品目の輸出総額に占める米国向け金額の割合。

(出所) ONS より大和総研作成

5 月金融政策委員会では 2 会合ぶりの利下げを決定も、意見対立が鮮明に

金融政策面では、BOE は 5 月 8 日に結果が公表された 5 月の金融政策委員会で 2 会合ぶりに 0.25%pt の利下げを決めた。利下げの決定については、事前に金融市場でもほぼ織り込まれておりサプライズのない結果であった。もっとも、決定に際しての投票では、9 名の委員のうち 0.25%pt の利下げに賛成したのは 5 名であり、2 名（ディングラ委員、テイラー委員）が 0.50%pt の利下げを主張、2 名（マン委員、ピル委員）は金利の据え置きを主張し、BOE 内部で意見が割れる中での決定となった。

BOE は、インフレ率が想定通りのパスを辿り 2%の目標に近づいていることを利下げ実施の理由として挙げている。だが一方、投票結果にも表れている通り、インフレ率、および経済の先行きに関しては不確実性が高いことが、結果公表後の会見では強調されていた。

最大の懸念事項である貿易・関税を巡る不確実性は、経済に対しては基本的にはネガティブに働くという見方が示されている。今回公表された金融政策報告書では、2025 年の経済成長率が上方修正（2 月予想：前年比+0.75%→5 月予想：同+1.0%）され、2026 年が下方修正（2 月予想：同+1.5%→5 月予想：同+1.25%）されたが、2025 年の上方修正については予測の前提となる市場金利に基づく政策金利のパスが低下した影響が大きいとみられる。なお、金融政策委員会の結果公表の同日に発表された、米英間の通商交渉の合意は経済見通しには含まれていない。

他方、インフレ率に関しては上下双方向のリスクがあるとの認識であり、景気悪化による下振れリスクだけでなく、高止まりへの警戒感を解いていない。実際、金融政策報告書では、経済の

先行きに関してベースラインシナリオに加えて、不確実性を背景とした需要減退によって想定よりも速いペースでインフレ率が低下するシナリオと、賃金上昇率の高止まりとその二次的影響によってインフレ率が高止まりするシナリオの2つが検討されている。

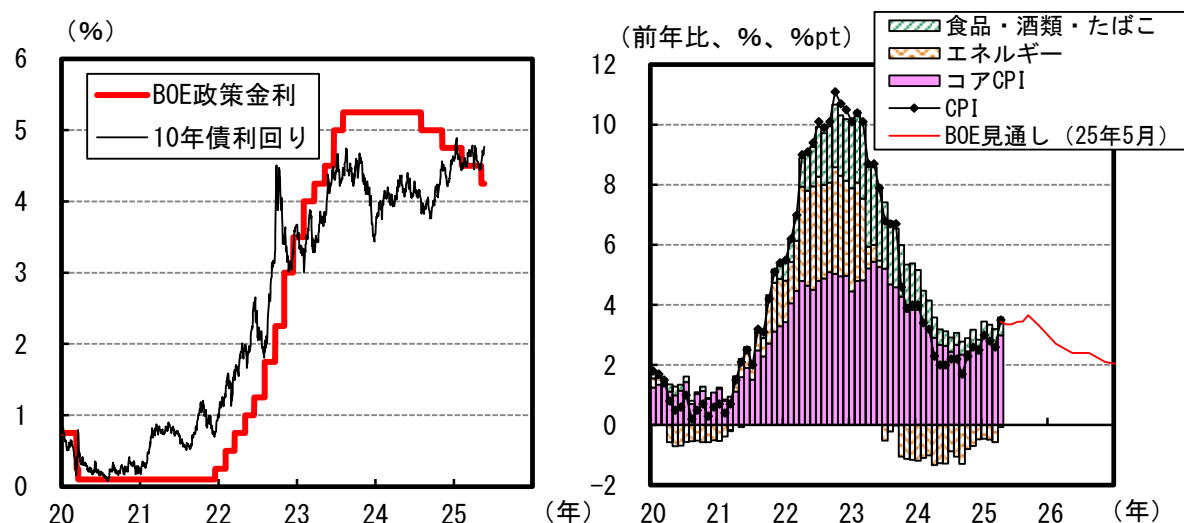
金融政策の先行きについては、引き続き、段階的、かつ慎重に引き締め度合を緩めていくというスタンスが維持された。その上で、今回の声明文には「金融政策はあらかじめ決まった経路上にはない」との文言が追加されている。基本的には利下げを続けていくという方針は変わっていないものの、これまで2会合ごと、3ヵ月に1度だった利下げのペースは、会合ごとにリスクを見極めつつ調整され得ることが改めて強調された。

なお、5月の金融政策委員会の後に公表された4月のCPI（消費者物価指数）は、前年比+3.5%と、前月の同+2.6%から大きく加速した。加速自体は予想されていたものであったが、市場予想（同+3.3%）、およびBOEの予想（同+3.4%）を上回る伸びとなり、インフレ高止まりに対する懸念を強める結果であったといえる。

CPIが加速した最大の理由は4月からの制度変更であり、価格上限の引き上げに伴う電気代の上昇や水道料金の値上げ、自動車税の引き上げが大きくインフレ率を押し上げた。ただし、これらに加えて、航空運賃やパック旅行費が上振れしたことで、インフレ率高止まり要因として注目されるサービス価格は前年比+5.5%と、BOEの予想（同+5.0%）を大きく上回り、2024年8月以来の高い伸びとなった。航空運賃やパック旅行費の上振れについては、イースター休暇のタイミングのずれ（2024年のイースターは3月31日、2025年は4月20日）が影響した可能性が高いとみられるが、そうした特殊要因の見極めには来月以降の結果を確認する必要がある。

インフレ率が想定を上回って加速している以上、BOEが追加利下げを急ぐ可能性は低いとみられ、次回、6月19日に結果が公表される金融政策委員会では利下げが見送られると予想する。

図表7 英国の政策金利と長期金利（左）、消費者物価指数の要因分解とBOE見通し（右）



（出所）Bloomberg、BOE、ONS より大和総研作成

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%	1.3%	0.5%	0.6%	1.1%	1.3%	1.5%	1.6%	1.7%	0.9%	1.0%	1.2%
家計消費支出	1.9%	0.1%	2.2%	1.8%	0.7%	0.5%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.4%	1.4%	1.0%	1.1%	1.1%
政府消費支出	1.1%	4.3%	3.7%	1.9%	0.0%	0.8%	1.0%	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%	2.0%	2.8%	1.4%	1.6%
総固定資本形成	-7.5%	-9.6%	7.4%	2.6%	1.6%	0.8%	1.4%	1.6%	2.1%	2.3%	2.5%	2.8%	-1.9%	1.6%	2.0%
輸出	4.5%	6.0%	-5.1%	0.2%	12.8%	4.5%	-5.5%	0.2%	1.6%	1.9%	2.2%	2.5%	1.0%	2.9%	0.8%
輸入	-0.8%	4.5%	2.0%	0.3%	10.5%	4.8%	-3.6%	0.8%	1.9%	2.3%	2.6%	2.8%	0.2%	3.6%	1.4%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	0.5%	0.5%	1.0%	1.2%	1.2%	1.1%	0.8%	0.9%	0.8%	1.1%	1.4%	1.5%	0.9%	1.0%	1.2%
家計消費支出	1.0%	0.6%	1.1%	1.5%	1.2%	1.3%	1.0%	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%	1.0%	1.1%	1.1%
政府消費支出	2.1%	2.9%	3.0%	2.7%	2.5%	1.6%	0.9%	0.8%	1.2%	1.4%	1.7%	1.8%	2.8%	1.4%	1.6%
総固定資本形成	-0.9%	-3.2%	-1.5%	-2.0%	0.3%	3.1%	1.6%	1.3%	1.5%	1.8%	2.1%	2.4%	-1.9%	1.6%	2.0%
輸出	-0.6%	1.9%	1.6%	1.3%	3.2%	2.9%	2.8%	2.8%	0.1%	-0.5%	1.5%	2.0%	1.0%	2.9%	0.8%
輸入	-1.6%	-0.4%	1.7%	1.5%	4.2%	4.3%	2.9%	3.0%	0.9%	0.3%	1.9%	2.4%	0.2%	3.6%	1.4%
鉱工業生産（除く建設）	-4.8%	-4.0%	-1.6%	-1.7%	1.5%	1.7%	2.4%	3.0%	1.2%	1.6%	2.0%	2.3%	-3.1%	2.2%	1.8%
実質小売売上高	0.1%	0.4%	2.0%	2.0%	1.8%	1.5%	0.7%	0.4%	0.5%	0.8%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	0.8%
消費者物価	2.6%	2.5%	2.2%	2.2%	2.3%	2.2%	2.2%	2.1%	1.7%	1.7%	1.8%	2.0%	2.4%	2.2%	1.8%
生産者物価	-7.9%	-4.4%	-2.7%	-1.5%	2.2%	2.4%	1.5%	0.7%	0.0%	2.1%	2.3%	2.3%	-4.2%	1.7%	1.7%
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	57.3	43.8	35.7	33.2	64.2	75.3	76.4	79.4	83.2	86.9	90.7	94.7	170.0	295.2	355.5
経常収支	108.9	133.4	90.1	83.2	131.8	141.6	140.4	142.3	145.1	148.0	150.9	154.0	415.6	556.0	597.9
独 国債10年物（期中平均）	2.31%	2.49%	2.29%	2.26%	2.58%	2.57%	2.55%	2.51%	2.50%	2.48%	2.47%	2.45%	2.34%	2.55%	2.47%
欧 政策金利（末値）	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5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%	2.9%	0.1%	0.7%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.1%	1.1%	1.2%
家計消費支出	2.7%	-0.2%	1.9%	0.5%	0.8%	0.3%	0.8%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.6%	0.7%	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%	1.0%	1.5%
総固定資本形成	3.1%	4.4%	4.0%	-2.5%	12.2%	-3.0%	0.3%	1.0%	1.8%	2.3%	2.5%	2.6%	1.5%	2.7%	1.4%
輸出	0.7%	-7.0%	-0.2%	-7.2%	14.8%	1.5%	-2.5%	0.5%	1.5%	2.2%	2.5%	2.7%	-1.2%	1.6%	1.1%
輸入	-1.6%	23.8%	-10.9%	11.9%	8.7%	1.4%	-1.5%	0.5%	1.1%	1.6%	1.8%	1.9%	2.7%	4.3%	0.9%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	0.7%	1.1%	1.2%	1.5%	1.3%	0.8%	1.0%	1.2%	0.8%	1.2%	1.4%	1.4%	1.1%	1.1%	1.2%
家計消費支出	0.4%	-0.2%	1.1%	1.2%	0.7%	0.9%	0.6%	0.8%	0.8%	1.0%	1.1%	1.0%	0.6%	0.7%	1.0%
一般政府消費支出	4.6%	3.1%	1.9%	2.6%	1.3%	0.9%	1.0%	0.9%	1.8%	1.6%	1.4%	1.2%	3.0%	1.0%	1.5%
総固定資本形成	-1.4%	1.2%	3.8%	2.2%	4.4%	2.5%	1.6%	2.5%	0.0%	1.3%	1.9%	2.3%	1.5%	2.7%	1.4%
輸出	0.7%	-1.4%	-0.4%	-3.5%	-0.3%	1.9%	1.3%	3.4%	0.2%	0.4%	1.7%	2.2%	-1.2%	1.6%	1.1%
輸入	-0.7%	3.4%	3.1%	5.0%	7.6%	2.4%	5.0%	2.2%	0.4%	0.4%	1.3%	1.6%	2.7%	4.3%	0.9%
鉱工業生産	-0.2%	-1.5%	-1.9%	-1.1%	-0.2%	1.2%	1.8%	2.6%	1.7%	1.1%	1.0%	1.0%	-1.2%	1.3%	1.2%
実質小売売上高	-0.2%	-0.9%	1.6%	1.4%	1.7%	2.4%	1.4%	2.4%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	0.5%	2.0%	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%	2.1%	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%	1.3%	2.5%	3.0%	2.7%	2.3%	2.3%	2.2%	0.4%	1.7%	2.4%
失業率	4.3%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.5%	4.6%	4.6%	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%	4.3%	4.6%	4.5%
10億英ポンド															
貿易収支	-47.5	-64.1	-52.7	-61.8	-59.2	-59.4	-59.9	-59.9	-59.5	-58.3	-57.0	-56.2	-226.0	-238.4	-230.9
経常収支	-15.9	-26.3	-12.5	-21.0	-18.7	-18.0	-18.4	-18.5	-17.9	-17.4	-16.8	-16.2	-75.7	-73.5	-68.4
国債10年物（期中平均）	4.03%	4.20%	4.00%	4.35%	4.60%	4.64%	4.56%	4.37%	4.21%	4.04%	3.86%	3.82%	4.14%	4.54%	3.98%
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5月22日時点）。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国 関税引き下げを受け、見通しを上方修正

25 年は 3.9%→4.8%、26 年は 4.0%→4.2%に上方修正

齋藤 尚登

[要約]

- 2025 年 5 月 7 日、中国人民銀行（中央銀行）は金融緩和のパッケージを発表した。5 月 20 日には、貸出金利の参照レートである LPR1 年物を 3.10%→3.00%に、住宅ローン金利の参照レートである LPR5 年物を 3.60%→3.50%に引き下げた。LPR の引き下げは 2024 年 10 月（幅は 0.25%pt）以来であるが、幅は 0.10%pt と小幅にとどまった。これは、米国の利下げが先送りとなる中で、人民銀行が大幅な利下げに踏み切れば、元安が大きく進展する懸念が高まることを嫌気したのであろう。
- 2025 年 5 月 14 日、米中はそれぞれに対する関税率を 115%引き下げた。大和総研は、米国が中国からの全輸入に対して、累計 145%の追加関税を賦課した場合、中国の実質 GDP は 2.91%押し下げられると試算していたが、累計 30%の追加関税では 1.10%の押し下げに限定されることになる。当然、これは中国経済にとって朗報だ。大和総研は 2025 年の中国の実質 GDP 成長率を前年比 3.9%（以下、変化率は前年比）と予想していたが、4.8%に上方修正をする。同様に 2026 年は 4.0%から 4.2%に引き上げた。

中国人民銀行は 2025 年 5 月 7 日、金融緩和パッケージを発表

2025 年 5 月 7 日、中国人民銀行（中央銀行）は 10 項目にわたる金融緩和措置を発表した。このうち景気テコ入れに資する措置は以下の 8 項目であった。

- ① 5 月 15 日より金融機関の預金準備率を 0.5%pt 引き下げる（既に 5%の預金準備率が適用されている金融機関は除く）、
- ② 自動車金融会社と金融リース会社の預金準備率を現行の 5%から 0%へと段階的に引き下げる、
- ③ 政策金利を 0.10%pt 引き下げる。5 月 8 日から 7 日物リバースレポ金利を 1.50%から 1.40%に引き下げ、20 日から LPR（ローンプライムレート）を 0.10%pt 引き下げる、
- ④ 農業・小型零細企業支援再貸出の金利を 1.75%から 1.50%に引き下げる、
- ⑤ 農業・小型零細企業支援再貸出限度額を 3,000 億元（2025 年 5 月 22 日時点で 1 元＝20.0 円）増やし、金利引き下げ効果との相乗効果により、銀行の農業関連、小型零細企業、民営企業に対する貸出拡大を支援する、
- ⑥ 個人向け住宅積立金貸出金利を 0.25%pt 引き下げ、5 年以上の 1 軒目の金利を 2.85%から 2.60%に引き下げる、
- ⑦ 科学技術イノベーション・技術改造向け再貸出の限度額を従来の 5,000 億元から 8,000 億元に拡大する、
- ⑧ 5,000 億元のサービス消費・介護向け再貸出を設け、商業銀行のサービス消費・介護向け無担保融資支援を強化する。

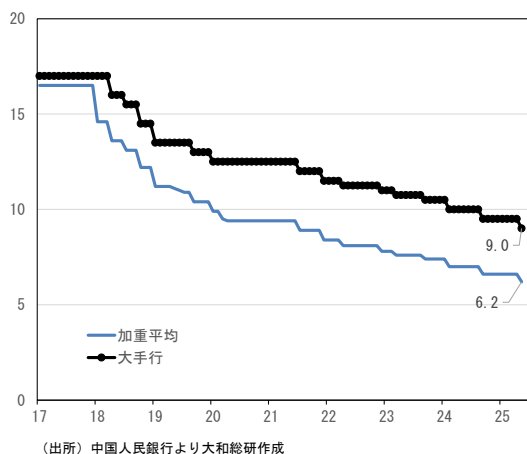
上記①～③について、以下で解説をする。

①の預金準備率について、今回の引き下げによって、大手行は 9.5%→9.0%に、加重平均は 6.6%→6.2%に引き下げられた。人民銀行によると、今回の預金準備率引き下げによって、1 兆元（GDP 比 0.7%）の貸出余力が増加するとしている。

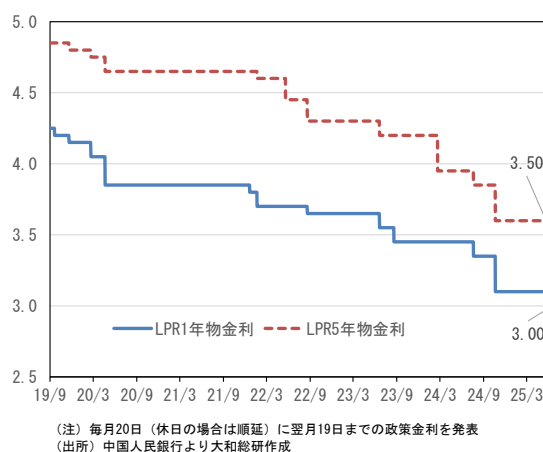
②の自動車金融会社の預金準備率を 5%→0%にすることによって、貸出余力は 65 億元程度増加する計算だ。また、金融リース会社については、企業の設備更新をサポートすることが期待されている。いずれも、2024 年 7 月 25 日に発表された「大規模設備更新と消費財買い替えへの支援強化に関する若干の措置」を金融面でサポートする措置のひとつとして位置付けられよう。

③の政策金利について、5 月 20 日に、貸出金利の参照レートである LPR1 年物は 3.10%→3.00%に、住宅ローン金利の参照レートである LPR5 年物は 3.60%→3.50%に引き下げられた。LPR の引き下げは 2024 年 10 月（幅は 0.25%pt）以来であるが、幅は 0.10%pt と小幅にとどまった。これは、米国の利下げが先送りになる中で、人民銀行が大幅な利下げに踏み切れば、元安が大きく進展する懸念が高まることを嫌気したのであろう。

預金準備率の推移（単位：％）

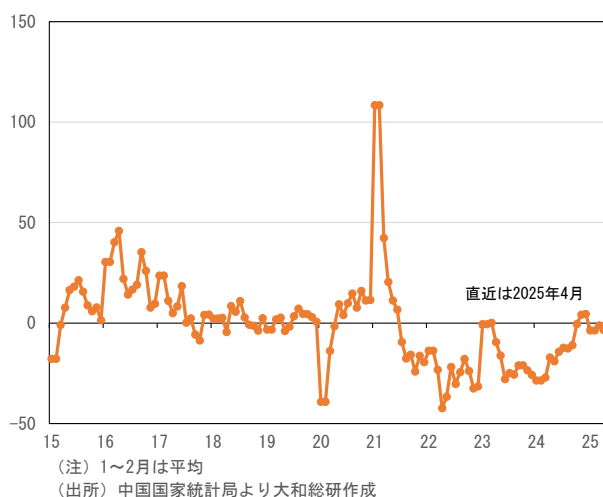


LPR1 年物、LPR5 年物の推移（単位：％）



ただし、利下げが小幅なものにとどまったことで、マーケットにはさらなる金融緩和期待が台頭している。2024 年末に向けて、住宅市場には回復の兆しが見えていたが、2025 年に入ると足踏みの状態が続いている。金利先安観と住宅価格の下落が続く中、住宅購入希望者が購入を先延ばしにしている可能性がある。

住宅販売面積（前年同月比）の推移（単位：％）



米中関税は大幅引き下げ

2025 年 5 月 10 日、11 日にスイス・ジュネーブで実施された米中協議を受けて、両国政府は 12 日に共同声明を発表した。これによると、①米国は 4 月 2 日に発表した中国からの全輸入に関する相互関税 34%のうち、24%の上乗せ部分を 90 日間停止する（ベース関税の 10%は維持）、②米国は 4 月 9 日に賦課した対中追加関税それぞれ 50%、41%を撤廃する、とした。2 月（10%）と 3 月（10%）に課された合計 20%の「フェンタニル関税」は維持されており、米国の中国か

らの輸入に対する追加関税はベース関税の10%と合わせて当面30%になった。従来の累計145%追加関税から大幅な引き下げだ。

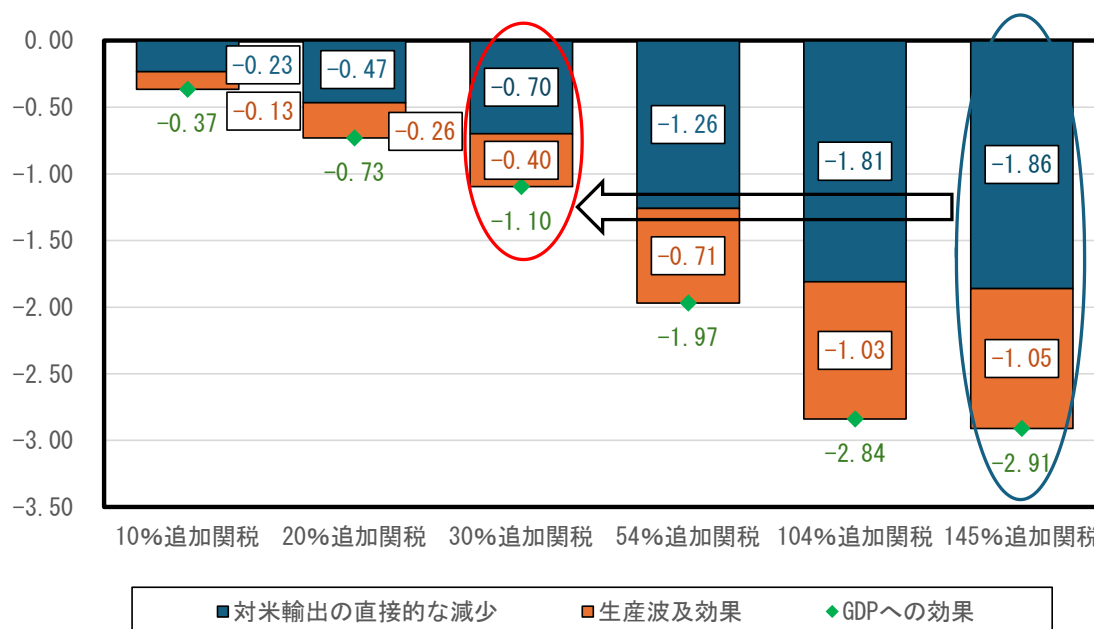
同様に、(1) 中国は4月4日に発表した米国からの全輸入に対する34%の追加関税のうち、24%分を90日間停止し、10%分のみを持続する、(2) 中国は米国からの輸入に対する追加関税それぞれ50%、41%を撤廃する、(3) 中国は2025年4月2日以降に米国に対して講じた非関税措置を停止または撤廃するために必要な全ての行政措置を講じる、とした。米国・中国ともに5月14日に上記措置を実行した。

上記(3)により、米国に対するレアアースの事実上の禁輸措置も解除された。2025年4月4日に中国商務省・税関総署は、サマリウム、ガドリニウム、テルビウム、ジスプロシウム、ルテチウム、スカンジウム、イットリウムの7品目のレアアースに対する輸出管理規制措置の実施を発表した。その後、米国向けの出荷が停止されたと報じられ、米国に対する事実上の禁輸措置が取られていたわけだが、こちらも米国向けの出荷再開が報道されている。

2025年4月の関税のかけあいは、急転直下、収束することになった。大和総研では、双方の100%を超える高関税は、両国のマクロ経済への悪影響の大きさから持続可能ではなく、遅くとも2025年9月末までの事態改善を想定していたが、大幅な前倒しとなった。

米国からすれば、145%の追加関税がかかる中国からの輸入品（船便）が約1カ月の航海を経

「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

て到着するタイミングかつ輸入減少により一部商品の大幅値上げが不可避となり、特に低所得者層からの不満が高まりかねない状況となっていたこと、中国からすれば、対米輸出依存度の高い産業・企業への打撃は大きく、雇用の悪化が懸念されていたこと、そして何よりも高関税のかけあいは両国経済を疲弊させるだけ、という当たり前の現実が、早期の状況改善を促したのであろう。

追加関税の大幅引き下げは、中国経済にプラスに働く。大和総研は、米国が中国からの全輸入に対して、累計 145%の追加関税を賦課した場合、中国の実質 GDP は 2.91%押し下げられると試算していたが、累計 30%の追加関税では 1.10%の押し下げに限定されることになる。

難航が想定される今後の米中関税交渉

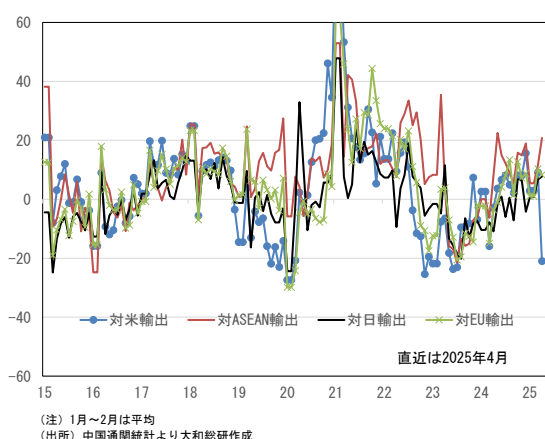
米中の関税交渉は大幅な進展があったように見えるが、不毛な高関税のかけあいが収束したにすぎず、交渉はこれから本格化する。

第一次トランプ政権では、2020 年 1 月に、①米中双方で関税を部分的に引き下げること、②中国が米国からのエネルギー、農業、製造業、サービス業における合計輸入額を 2020 年～2021 年の 2 年間で 2017 年比 2,000 億ドル以上増加させることで米中が合意していた。ただし、その後のコロナ禍もあり、②については、全くの未達成に終わった経緯がある。

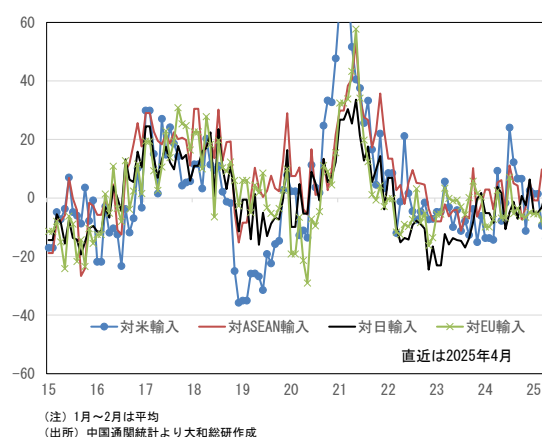
また、米国にしてみれば、対中貿易赤字が減少しても他国・地域からの貿易赤字が増加しては元も子もない。中国からの迂回輸出の増加を警戒している。

中国通関統計によると、2025 年 4 月の輸出は前年同月比 8.1%増（以下貿易はドル建て。変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）、輸入は 0.2%減、貿易黒字は 33.6%増の 961.8 億ドルであった。対米輸出は 21.0%減となったが、米国向けの約 2 倍の金額となった ASEAN 向けが 20.8%増を記録して、米国向けの減少分を補って余りある増加となった。この一部は中国からの

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：％）



迂回輸出と見做されている。米国は中国以外の国・地域に対する相互関税のうち、10%のベース関税のみを発動し、上乗せ関税は90日間の停止措置としたことで、中国からの迂回輸出は温存された可能性が高い。米国に迂回輸出の拠点と見做された国・地域については、2025年7月初旬以降、上乗せ関税がかけられたり、さらなる追加関税措置が講じられたりするリスクがある。

中国は米国にとって最大の貿易赤字計上国であり、米国は中国の迂回輸出の増加にも厳しい目を向けている。今後の交渉は難航も想定され、愁眉を開くには時期尚早だろう。

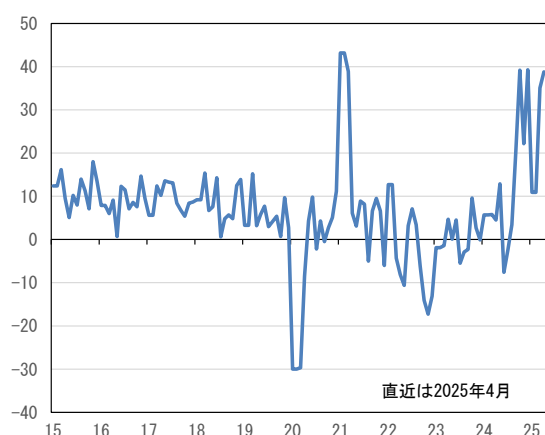
家電の買い替え促進策などが奏功し、消費は堅調

2025年4月の小売売上は5.1%増と比較的堅調であった。3月の5.9%増からは減速したもの、1月～3月の4.6%増よりは加速した。

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。

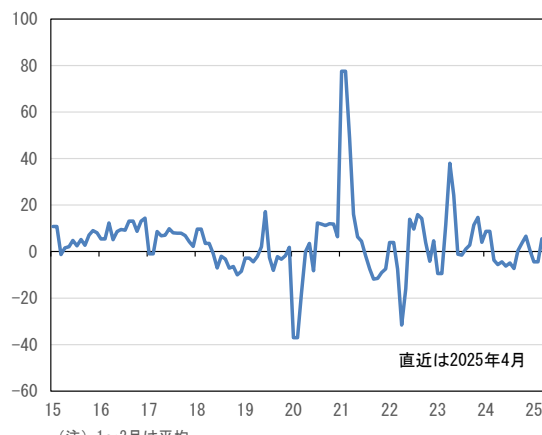
上記大型家電に対する買い替え補助金政策は2025年も継続され、さらに、浄水器、食洗機、炊飯器、電子レンジが新たに対象に追加された。この他、スマートフォン、タブレット端末、スマートウォッチの買い替えに最大500円の補助金が支給される政策も開始された。2025年4月の家電・音響映像機材の販売金額は38.8%増を記録し、1月～3月の19.3%増から一段と加速している。

家電・音響映像機材販売金額の推移
（前年同月比）（単位：％）



（注）1月～2月は平均
（出所）中国国家统计局より大和総研作成

自動車販売金額の推移（前年同月比）
（単位：％）



（注）1～2月は平均
（出所）中国国家统计局より大和総研作成

自動車は昨年7月の「措置」により、ガソリン車の補助金は従来の7,000 元から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。2025 年4 月は0.7%増、1 月～4 月は0.5%減と冴えない動きが続いている。国家統計局によると、1 月～4 月の自動車を除く小売売上は5.2%増であり、自動車が全体（4.7%増）の足を引っ張っている。

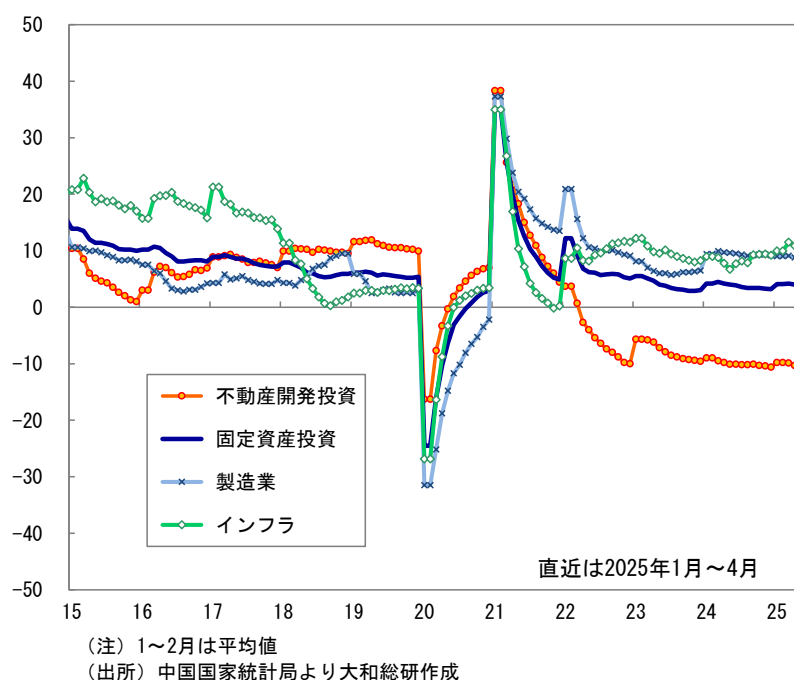
しかし、自動車販売台数を見ると、政策効果が発現していることに疑いの余地はない。2025 年4 月は9.8%増、1 月～4 月は10.8%増であった。販売台数と販売金額の差は熾烈な価格競争によるものであり、自動車は「売れている」のである。家電にしろ、自動車にしろ、買い替え政策一巡後の反動減に留意する必要があるだろう。

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～4 月の全産業の固定資産投資は4.0%増となり、1 月～3 月の4.2%増から若干の減速となった。分野別には、製造業投資は1 月～3 月の9.1%増から1 月～4 月は8.8%増に、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は同様に11.5%増から10.8%増へとやや減速し、不動産開発投資は同様に9.9%減から10.3%減へとマイナス幅を広げた。

なお、2025 年1 月～4 月の不動産開発投資を除く固定資産投資は8.0%増（1 月～3 月は8.3%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：％）



不毛な米中関税かけあいの収束を受けて、中国経済見通しを上方修正

国家統計局によると、2025年1月～3月の実質GDP成長率は5.4%となり、堅調であった。背景には、需要項目別実質GDP成長率寄与度における純輸出の寄与度拡大がある。トランプ関税の本格化を前に前倒しで輸出が増加した一方で、ナショナリズムの高まりを背景に、国産（Made in China）への選好が強まり、輸入は抑制された。加えて、家電の買い替え促進策の政策効果などにより、消費が比較的堅調であったこともある。

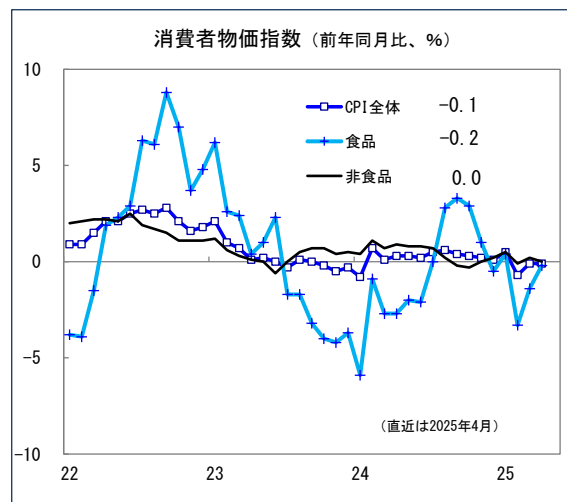
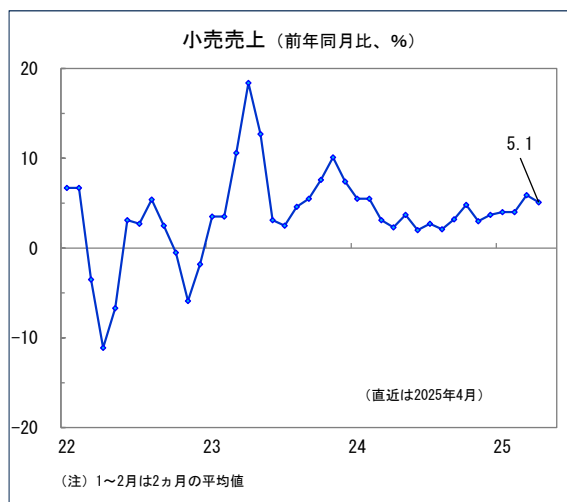
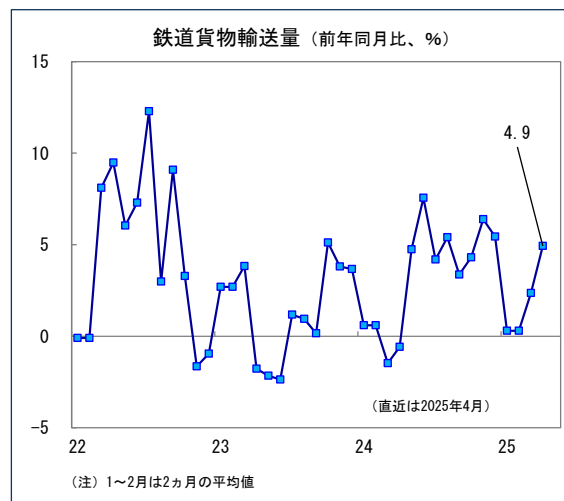
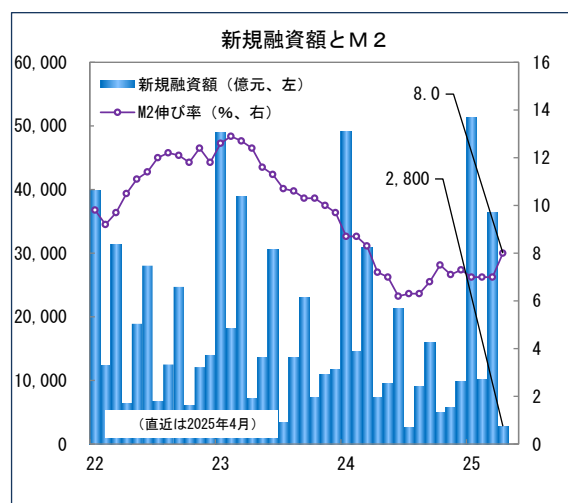
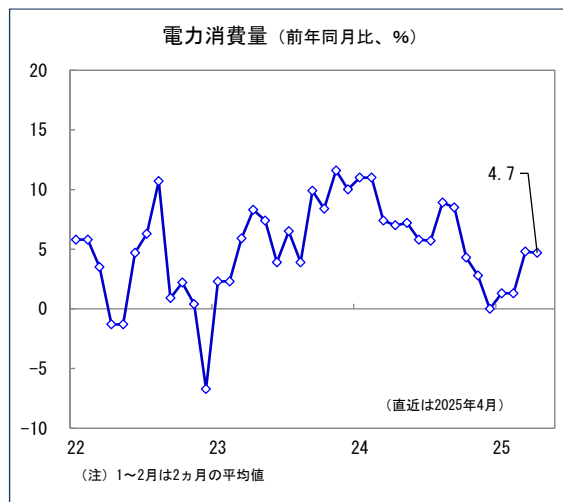
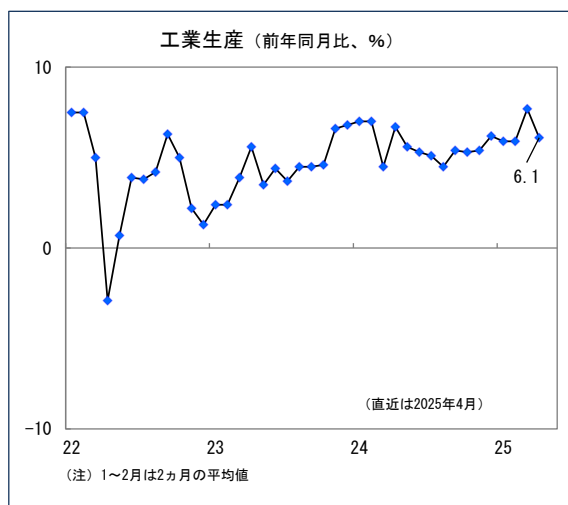
さらに、2025年4月の米中双方による追加関税のかけあいは、5月12日の米中合意により急転直下、収束した。5月14日に、米国の対中輸入への追加関税率は145%→30%に、中国の対米輸入への追加関税率は125%→10%に引き下げられた。このうち、それぞれ91%の追加関税分は「撤廃」されている。当然、これは中国経済にとって大きな朗報だ。大和総研は2025年の中国の実質GDP成長率を3.9%と予想していたが、4.8%に上方修正をする。同様に2026年は4.0%から4.2%に引き上げた。

主要経済指標一覧

	2024年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	4月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	4.7	-	-	4.6	-	-	5.4	-	-	5.4	-
工業生産（前年同月比、%）	6.7	5.6	5.3	5.1	4.5	5.4	5.3	5.4	6.2	5.9	-	7.7	6.1
電力消費量（前年同月比、%）	7.0	7.2	5.8	5.7	8.9	8.5	4.3	2.8	0.0	1.3	-	4.8	4.7
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	-0.6	4.7	7.6	4.2	5.4	3.4	4.3	6.4	5.4	0.3	-	2.4	4.9
固定資産投資（前年累計比、%）	4.2	4.0	3.9	3.6	3.4	3.4	3.4	3.3	3.2	4.1	-	4.2	4.0
不動産開発投資（前年累計比、%）	-9.8	-10.1	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.3	-10.4	-10.6	-9.8	-	-9.9	-10.3
小売売上（前年同月比、%）	2.3	3.7	2.0	2.7	2.1	3.2	4.8	3.0	3.7	4.0	-	5.9	5.1
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	0.3	0.3	0.2	0.5	0.6	0.4	0.3	0.2	0.1	0.5	-0.7	-0.1	-0.1
食品（前年同月比、%）	-2.7	-2.0	-2.1	0.0	2.8	3.3	2.9	1.0	-0.5	0.4	-3.3	-1.4	-0.2
非食品（前年同月比、%）	0.9	0.8	0.8	0.7	0.2	-0.2	-0.3	0.0	0.2	0.5	-0.1	0.2	0.0
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-2.5	-1.4	-0.8	-0.8	-1.8	-2.8	-2.9	-2.5	-2.3	-2.3	-2.2	-2.5	-2.7
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-3.0	-1.7	-0.5	-0.1	-0.8	-2.2	-2.7	-2.5	-2.3	-2.3	-2.3	-2.4	-2.7
新規融資額（億元）	7,300	9,500	21,300	2,600	9,000	15,900	5,000	5,800	9,900	51,300	10,100	36,400	2,800
M2伸び率（%）	7.2	7.0	6.2	6.3	6.3	6.8	7.5	7.1	7.3	7.0	7.0	7.0	8.0
輸出（前年同月比、%）	1.3	7.4	8.4	6.9	8.6	2.3	12.6	6.6	10.7	2.2	-	12.3	8.1
輸入（前年同月比、%）	8.3	2.1	-2.5	6.7	0.1	0.2	-2.3	-3.9	0.9	-8.4	-	-4.4	-0.2
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	719.9	813.7	989.6	854.1	914.8	817.1	955.5	970.2	1,050.4	850.8	-	1,024.2	961.8
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-0.5	-1.8	-2.4	-3.3	-3.6	-4.6	-4.9	-5.3	-5.4	-5.7	-5.5	-5.7	-5.0
上海（前年同月比、%）	4.2	4.5	4.4	4.4	4.9	4.9	5.0	5.0	5.3	5.6	5.6	5.7	5.9
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-24.7	-24.3	-23.8	-23.2	-22.6	-22.3	-22.7	-23.0	-22.5	-29.9	-	-24.8	-24.1
竣工面積（前年累計比、%）	-20.3	-20.1	-21.8	-21.8	-23.6	-24.4	-23.9	-26.2	-26.1	-15.7	-	-14.4	-17.0
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-22.3	-21.1	-19.5	-18.6	-18.0	-17.1	-15.8	-14.3	-12.8	-5.5	-	-3.5	-3.4
金額（前年累計比、%）	-29.4	-28.4	-25.3	-24.3	-23.6	-22.7	-20.9	-19.2	-17.0	-2.9	-	-2.6	-3.7

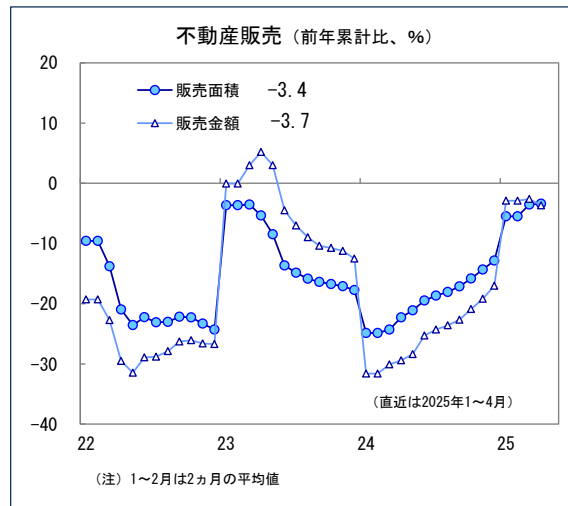
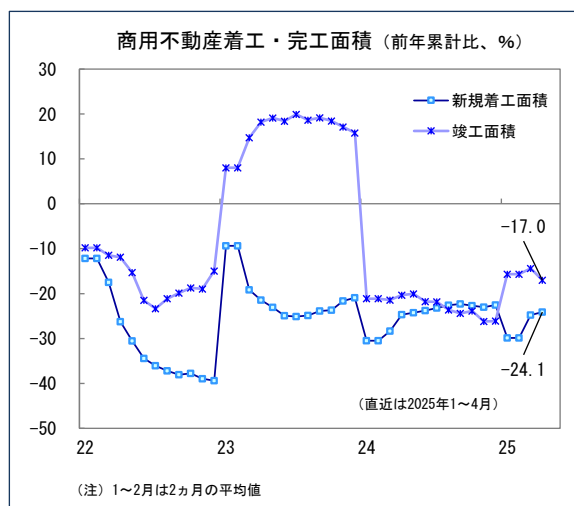
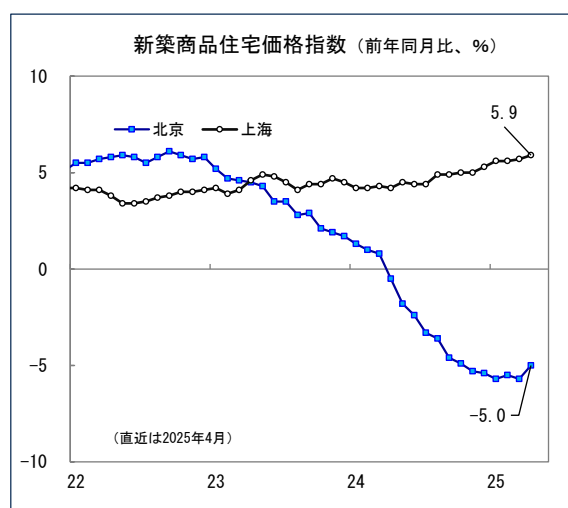
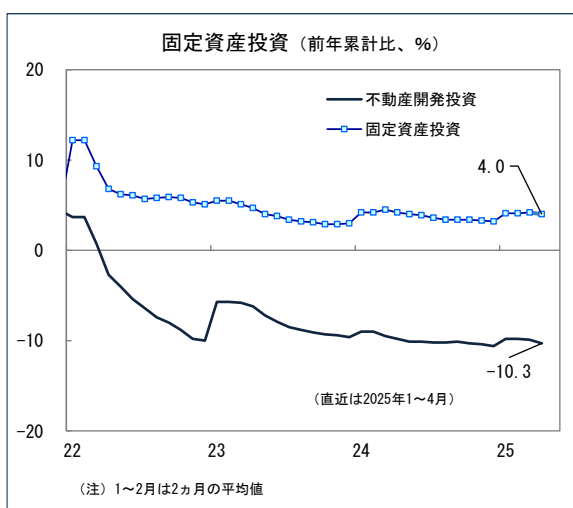
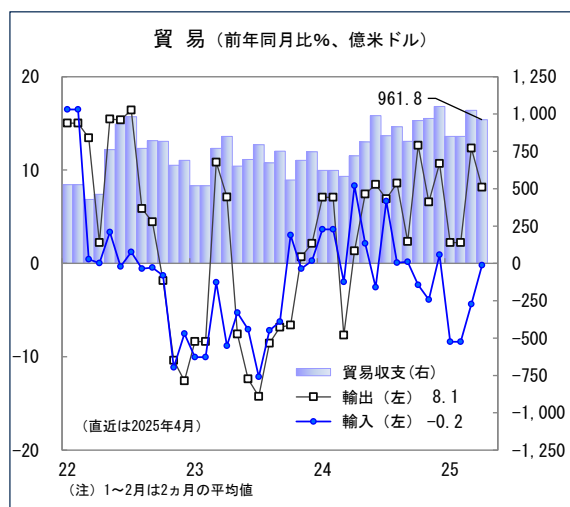
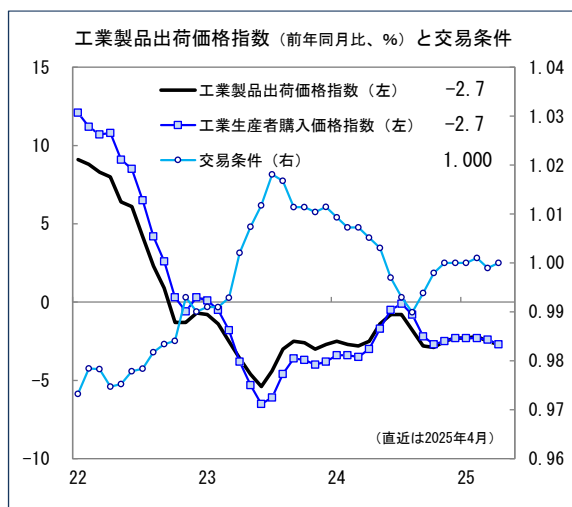
（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

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