

2025 年 6 月 25 日

主要国経済 Outlook

2025 年 7 月号 (No. 464)

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

立ち止まる金融政策、ただし一服ムードはない

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光

日本経済 3

トランプ関税による足元の影響は？／参院選の争点である家計支援策

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司

米国経済 15

駆け込みの反動一巡後の注目点は？

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

追加関税の影響が顕在化

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 36

内巻（破滅的競争）と上乗せ関税の行方

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

各種レポートは大和総研ウェブサイトでもご覧いただけます。

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

Overview

立ち止まる金融政策、ただし一服ムードはない

佐藤 光

日米欧の3極の金融政策は、6月の政策決定会合を経て、政策金利が当面据え置かれる方向で一致してきた。米国（FRB）は6月まで4会合連続、日本銀行は3会合連続で政策金利を据え置いた。一方で欧州（ECB）は6月も利下げを行ったものの、ラガルドECB総裁は記者会見で利下げサイクルの終わりに言及したことから、今回は金利据え置きの可能性が高まった。

3極の金融政策が立ち止まったのは、それぞれの経済が定常状態になったためではなく、関税に代表される米トランプ政権の政策変更への強い警戒感が一因である。もともと米国から提示された高い関税率が仮に実施される場合、経済環境が大きく変わり得るため、金融政策は先に動きにくいのだろう。相互関税は、7月上旬に対中国以外で上乗せ税率猶予の期限を迎えるが、これまで通商交渉での合意成立が対英国のみのため、期限延長の可能性もある。

日米欧とは位置づけがやや異なるが、中国（中国人民銀行）の金融政策も直近はやや動きが鈍い印象だ。中国で住宅ローン金利に影響するLPR5年物金利について、2024年には3回、計0.6%ptの利下げが行われたのに対し、2025年はこれまで5月の0.1%ptの利下げのみにとどまり、金融緩和がペースダウンしている可能性がある。物価面ではむしろデフレ懸念が大きいにもかかわらず、対米交渉を意識して、当局は慎重姿勢を余儀なくされているのかもしれない。

世界経済は決して楽観視できない状況だ。4月のIMFに続き、6月にはOECDも世界経済見通しを引き下げており、2025年の成長率予想はいずれも3%を下回った。これに対し、政治の面では、G7カナナスキス・サミットでの包括的な首脳共同宣言が見送られた。G7は本来、自由主義・民主主義の価値観の下で、健全な競争環境の整備や、無用な通商摩擦の回避などの重要な経済課題にも協調して取り組むべきだが、その議論もままならない憂慮すべき事態となっている。

政治の不透明感が強い中では、金融政策が注目されやすくなるが、当面は緊張感を漂わせながらの金利据え置きとなりそうだ。2025年の後半に向けては、次に政策金利が動く時期への思惑が交錯しやすいことから、マーケットでは思わぬ値動きとなる可能性にも注意が必要だ。

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞（2025年6月24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	0.9	2.2	-0.2	0.4	0.9	0.9	0.8	0.9	1.4	0.2	1.0	0.8
									<u>0.6</u>	<u>0.8</u>	<u>0.8</u>	<u>0.9</u>
米国	3.1	2.4	-0.2	2.1	1.6	1.4	1.6	1.9	2.9	2.8	1.6	1.7
ユーロ圏	1.6	1.2	2.5	0.1	0.2	1.0	1.3	1.5	0.4	0.9	1.2	1.2
英国	0.0	0.4	2.9	0.2	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	2.9	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.2	3.4	2.2	2.0
インド	5.6	6.4	7.4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>9.2</u>	<u>6.5</u>	<u>6.5</u>	<u>6.6</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

トランプ関税による足元の影響は？／参院選の争点である家計支援策

神田 慶司
山口 茜
岸川 和馬
秋元 虹輝

[要約]

- トランプ米政権が関税措置（トランプ関税）を大幅に強化した 2025 年 4 月以降も、日本の輸出や設備投資などは底堅く推移している。だが、これは米国に輸出する企業などが関税引き上げ分の多くを負担する形で、トランプ関税の影響が抑えられているためだ。例えば、日本の米国向け乗用車輸出価格は 5 月に前年比 ▲22% と大幅に低下し、追加関税（25%）の大部分を相殺した。こうした企業の対応は持続可能ではなく、いずれ輸出価格の引き上げを迫られるだろう。
- 米国の対日追加関税率は本稿執筆時点で 16.0% と試算され、関税率の変化による日本製品の輸出価格の弾性値は ▲0.35 と推計される。米国の対日輸入価格の上昇率は、対日追加関税率（16.0%）から日本の対米輸出価格の下落率（5.2%）を差し引いた 10.8% となり、トランプ関税の負担増の大部分はいずれ米民間部門が負うことになるだろう。今後は米国のインフレ再加速による景気悪化を通じて、日本経済にも悪影響が波及する可能性がある。
- 7 月 20 日投開票の参議院選挙では、与野党が家計支援策を公約に掲げている。このうち自民・公明の与党の現金給付は 3.4 兆円規模で、GDP の押し上げ効果は 0.4～0.8 兆円と試算される。軽減税率対象の食料品にかかる消費税ゼロ（4.8 兆円規模で GDP 押し上げ効果は 0.3 兆円）や、消費税率の一律 5%（15.3 兆円規模で GDP 押し上げ効果は 1.1～3.2 兆円）に比べ、費用対効果は高い。だが、与党の現金給付は高所得者を含めて一律に給付する点などには大いに疑問がある。物価高で真に困窮している人に、ピンポイントで手厚く給付するための情報インフラの整備や、行政の DX を加速させる必要がある。

2025 年 2 月から 4 月にかけて矢継ぎ早に発動されたトランプ米政権の高関税政策（トランプ関税）の焦点は、政策の中身から経済活動への影響に移りつつある。

当社の「[第 225 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2025 年 6 月 9 日）では、トランプ関税による日本の実質 GDP 成長率への影響を先行き 5 年間の年率で▲0.9～▲0.4%pt（関税を実施しない場合の実質 GDP との乖離率では▲4.1～▲2.0%程度）と試算した。このうち品目別関税の影響は乖離率ベースで▲0.48%であり、とりわけ自動車・同部品への影響（同▲0.36%）が大きい。

この試算は、関税率の引き上げが米国の輸入物価や国内物価を押し上げ、経済活動を悪化させるという経路などを想定している。もっとも、トランプ関税の対象品目を米国に輸出する企業が米国内の価格競争力を維持するために値下げしたり、米国内の小売企業が販売量の落ち込みを懸念して価格転嫁を抑えたりすることで、トランプ関税による経済活動への悪影響は表れにくくなる可能性がある。実際に企業がどのように行動するかは、関税率引き上げ後の各種データを丁寧に分析して把握する必要がある。

一方、国内では 7 月 20 日投開票の参議院選挙において、物価高などに対する家計支援策が争点の 1 つとなっている。自由民主党・公明党の与党は 1 人あたり 2～4 万円の現金給付を打ち出したのに対し、野党は総じて消費税率の引き下げを主張している。

そこで本稿の前半では、直近のデータからトランプ関税の影響を定量的に検討する。後半では与野党の主張する現金給付・消費減税策を取り上げ、経済効果や課題などについて述べる。

1. トランプ関税による日本経済への影響は顕在化しているか？

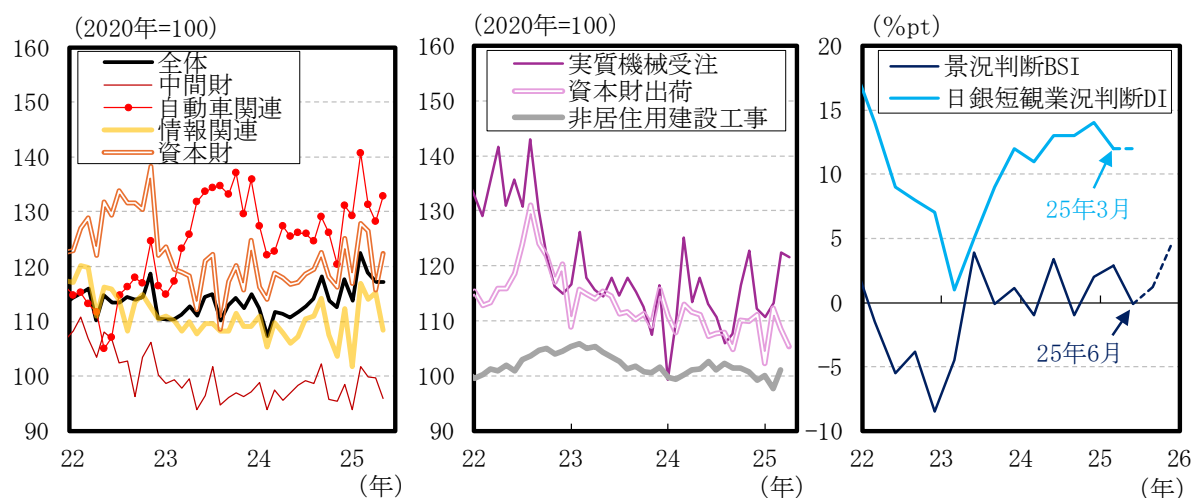
2025 年春以降のマクロデータから日本経済の変調は見られず

まず、トランプ関税の影響が特に表れやすいとみられる輸出や設備投資、企業マインドの直近の推移を確認しよう。**図表 1 左**で示した日本の実質輸出を見ると、輸出全体は底堅く推移している。「相互関税」における 10%のベースライン関税や、25%の自動車・同部品への追加関税が発動された 4 月以降も減少幅は小さい。財別に見ると、自動車関連財を含めすべての財が横ばい圏か増加傾向にある。

設備投資関連では、機械投資の先行指標である機械受注額（製造業の実質額）や、資本財出荷指数（除く輸送機械）、工場などの建設動向を表す民間・非居住用建設工事出来高（大和総研による実質値）のいずれも、均して見れば底堅く推移している（**図表 1 中央**）。輸出と同様、設備投資はトランプ関税で大幅に抑制されていないようだ。

企業マインドに目を向けると、全国企業短期経済観測調査（日本銀行、いわゆる「日銀短観」）や法人企業景気予測調査（内閣府・財務省）に見る大企業製造業の景況感足元で悪化している（**図表 1 右**）。だが、企業は先行きについて悲観的ではなく、景況判断 BSI は直近の 6 月を底に、年末にかけて業況の改善を見込んでいる。企業活動に関する直近のデータから見ると、現時点では日本経済の変調は見られない。

図表 1：財別に見た実質輸出（左）、設備投資関連指標（中央）、大企業製造業の景況感（右）



(注) 右図の破線は企業の見通し。「実質機械受注」は、製造業の機械受注額（季節調整値）を「最終需要・中間需要物価指数」の最終財・資本財の指数で実質化したもの。「資本財出荷」は輸送機械を除く。「非居住用建設工事」は民間・非居住用建設工事出来高の実質値。建設工事費デフレーター（建築・非住宅総合）を、GDP統計における民間の「その他の建物・構築物」のデフレーターに沿うように調整した指数で実質化。日銀短観業況判断DI、景況判断BSIは大企業ベースで、後者は「貴社の景況判断BSI」の季節調整値。
(出所) 日本銀行、内閣府、国土交通省、財務省より大和総研作成

米国で自動車の駆け込み需要が発生するも日本からの自動車輸出は伸び悩み

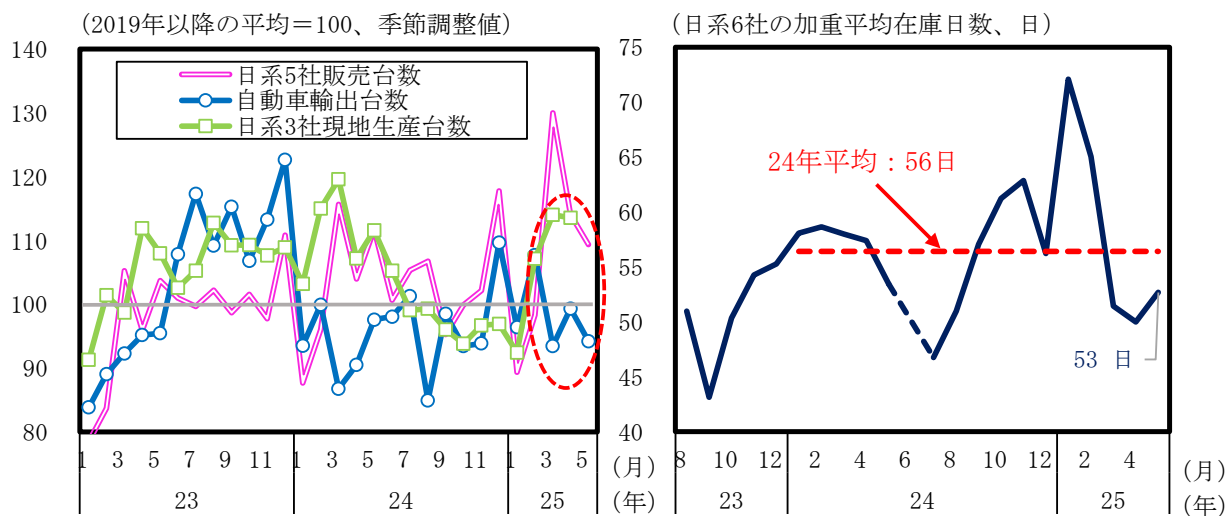
もっとも、こうした動きはトランプ関税の影響そのものが小さいことを意味するわけではない。後述するように、米国に輸出する企業や米国内の小売企業などが関税引き上げ分の多くを負担する形で、トランプ関税の影響が抑えられたとみるべきだ。いずれ米国内の販売価格への転嫁が進めば、米国および日本の景気を悪化させる可能性が高い。

日本経済にとっては、基幹産業である自動車などへの追加関税の影響がとりわけ懸念される。自動車輸出が大きく落ち込めば、裾野の広い自動車産業を起点に悪影響が経済全体へと波及するだろう。そこで以下では、米国市場における日系自動車メーカーの足元の動向を確認し、自動車輸出の先行きについて検討する。

図表 2 左は日本からの対米輸出台数と、主要な日系自動車メーカーにおける米国での販売台数および現地生産台数の推移を示したものだ（データ制約のため掲載した3つの系列で対象企業が異なることに留意）。2025年3月には自動車への追加関税を控えた駆け込み需要が発生し、米国内の販売台数が急増した。だが、対米輸出台数の上振れは見られず、現地生産台数が増加した。**図表 2 右**の在庫動向も踏まえると、企業は主に現地生産の拡大や在庫の取り崩しによって駆け込み需要に対応したとみられ、結果として対米輸出は伸び悩んだ可能性がある。

先行きは、減少した米国内の在庫を補充する動きが広がり、対米輸出が一定程度下支えされる可能性がある。だが、日系自動車メーカーは2025年初にかけて在庫を大幅に積み増していたこともあり、5月の在庫日数は日系6社の加重平均で53日と、2024年平均（56日）と比べて小幅な下振れにとどまった（**図表 2 右**）。前述のように、主に現地生産で対応する可能性もあり、在庫補充のための対米輸出の上振れ余地は大きくないとみられる。

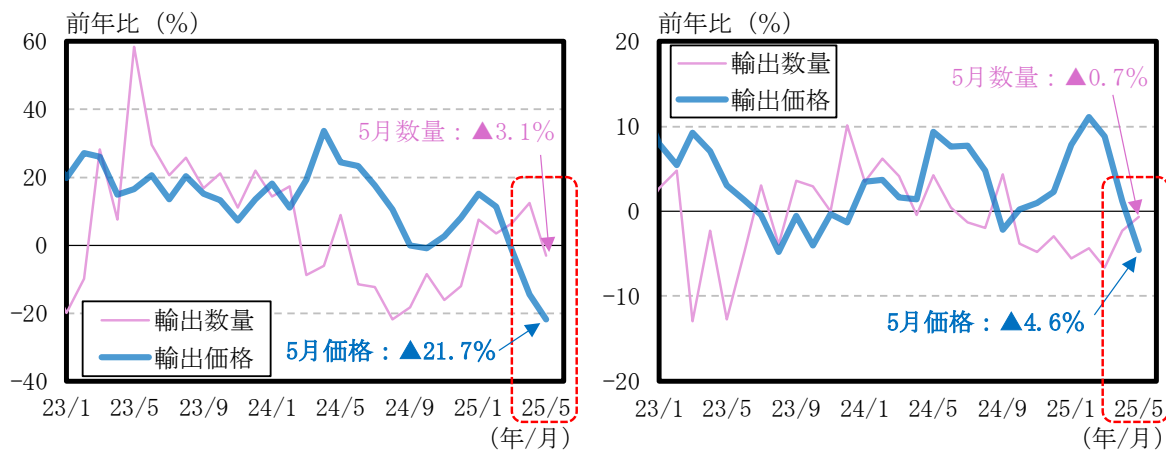
図表2：日系自動車メーカーにおける米国販売・現地生産と対米輸出（左）、在庫日数（右）



自動車輸出企業は大幅値下げで輸出数量を維持するものの持続可能性は低い

続いて日本の自動車輸出動向を価格面から捉えると、乗用車の米国向け輸出価格（平均単価）は5月に前年比▲21.7%となった（図表3左）。米国に自動車を輸出する企業では、関税の影響による価格上昇圧力を輸出価格の引き下げで緩和し、現地販売価格を維持する狙いがあったとみられる。25%の追加関税の大部分を相殺する値下げ幅であり、米国内の価格競争力が一定程度維持されたことで、輸出台数は同▲3.1%と小幅なマイナスにとどまった。

図表3：日本の米国向け輸出数量と輸出価格（左：乗用車、右：乗用車除く全体）



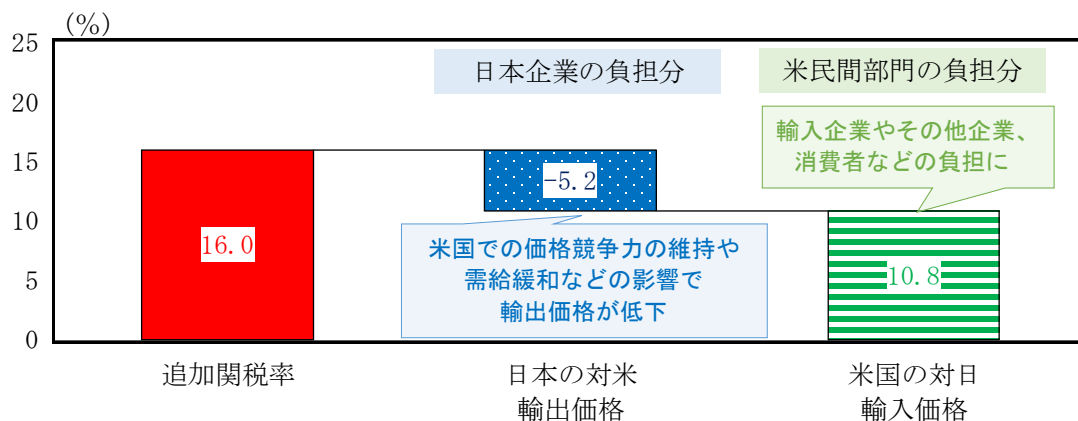
上記の傾向は乗用車のみに見られるわけではなく、乗用車を除く全体の輸出価格も5月に前年比▲4.6%へと急落した(図表3右)。幅広い輸出企業が値下げによる価格競争力の維持を図ったとみられ、輸出数量は同▲0.7%にとどまった。とはいえ、こうした対応は輸出企業が短期的に資金余力を削ることで実現しており、持続可能とはいえない。トランプ関税が継続すれば、企業はいずれ輸出価格の引き上げを迫られるだろう。これにより米国市場で日本の輸出財の価格競争力が低下すれば、輸出数量や実質輸出の減少を通じて日本の実質GDPが押し下げられる。

関税引き上げに伴う負担増の大部分は米民間部門で発生する可能性

それでは、日本の対米輸出製品に課された追加関税分のうち、最終的にどの程度が米国の販売価格に転嫁されるだろうか。2000年代以降の日米間貿易のデータなどをもとに推計したのが図表4だ。

本稿執筆時点で、米国は10%のベースライン関税に加え、鉄鋼・アルミニウム製品や自動車・同部品に対する品目別関税を日本に課している。これらを2024年の日本の対米輸出額で加重平均すると、米国の対日追加関税率は16.0%と試算される。他方、関税率の変化による日本製品の輸出価格の弾性値(関税率が1%pt変化したときに対米輸出価格は何%pt変化するか)は、▲0.35と推計される¹。すなわち、16.0%の対日追加関税率により日本の対米輸出価格は5.2%低下し、その分は日本企業の負担となる可能性が示唆される。

図表4：トランプ関税による日本の対米輸出価格と米国の対日輸入価格への影響



(注) トランプ米政権の追加関税(10%のベースライン関税と鉄鋼・アルミニウム製品および自動車・同部品への品目別関税、2024年の対米輸出金額による加重平均値で16.0%)を受けた日本の対米輸出価格の低下率(円建て)及び米国の対日輸入価格上昇率を、以下の推計式による重回帰分析から得た弾性値をもとに試算。高付加価値化指数は輸出数量指数と実質輸出指数の比。推計期間は2000~22年で修正済み決定係数は0.97。「***」は1%、「*」は10%で有意であることを示す。

$$\ln(\text{対米輸出価格(円建て)}) = -0.35^{***} \times \ln((1 + \text{対日追加関税率}) / \text{ドル円レートで調整した米国CPI}) + 0.14^* \times \ln(\text{高付加価値化指数}) + 0.02^{***} \times (\text{トレンド項})$$

(出所) USITC、U.S. Census Bureau、BLS、世界銀行、財務省、日本銀行、Haver Analyticsより大和総研作成

¹ 本稿では、関税率に加えて為替レートや米国の消費者物価指数(CPI)など、現地販売価格に対して関税と同様の影響を及ぼすと考えられる変数群を一つの説明変数にまとめることで弾性値を推計した。推計期間の2000~22年における米国の対日関税率の変動幅は非常に小さく、関税率と対米輸出価格の弾性値を直接的に推計すると過大推計に陥る可能性が高いためである。

米国の対日輸入価格の上昇率は、対日追加関税率（16.0%）から日本の対米輸出価格の下落率（5.2%）を差し引いた 10.8%となる。関税措置に伴う負担増の大部分は米国内の輸入企業や小売・卸売企業といった流通部門のほか、輸入品を購入する企業や家計など、米国内の民間部門が負うことになると考えられる。

これは米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が 2025 年 6 月 18 日の連邦公開市場委員会（FOMC）後の記者会見において、米国のインフレはトランプ関税により「夏にかけてさらに強まると予想している」²と発言したことで整合的である。今後は米国のインフレ再加速による景気悪化を通じて、日本経済にも悪影響が波及する可能性がある。

来秋の米中間選挙を控え、国内企業に負担を強いる関税政策の大幅強化は見込みにくい

一時停止中の相互関税の上乗せ税率（日本は 14%）は 7 月 9 日から適用される可能性があり、トランプ大統領は自動車・同部品に対する関税率の引き上げにも言及している。トランプ関税の先行きは引き続き不確実性が大きいものの、後述するように、米国内の非製造業や一部の製造業は関税措置で打撃を受けるとみられる。インフレ再加速による景気悪化が懸念される中、2026 年 11 月の米中間選挙への影響などを踏まえると、トランプ関税が大幅に強化される可能性は低いだろう。

産業保護の効果を測る指標として、「有効保護率」が挙げられる。これは名目上の関税率の代わりに、関税措置前後の付加価値生産額の変化率を保護の度合いとみなす指標であり、保護対象の企業の目線に近い指標といえる。

トランプ関税による米国の有効保護率を国際産業連関表などから試算すると、全産業では+0.9%である（図表 5）。このうち製造業では+9.5%で、関税措置で保護されることにより売上要因（+14.5%pt）が中間投入要因（▲5.0%pt）を大幅に上回る。他方、非製造業では中間投入財の輸入価格の上昇で付加価値が圧迫され、有効保護率は▲0.4%となる。米国の GDP の約 8 割を占める非製造業への悪影響が色濃く表れることで、全産業の有効保護率は低水準となる格好だ。後述するように、製造業においても付加価値が減少する業種がある点などを踏まえれば、トランプ関税は産業保護策として効率的とはいえない。

製造業の有効保護率を業種別に見ると、繊維製品のほか、関税引き上げ幅が比較的大きい鉄鋼・アルミニウム製品を含む金属、自動車が高水準となる。もっとも、金属や自動車産業で用いられる中間投入財への関税引き上げの影響も大きく、中間投入要因による有効保護率の押し下げが目立つ。

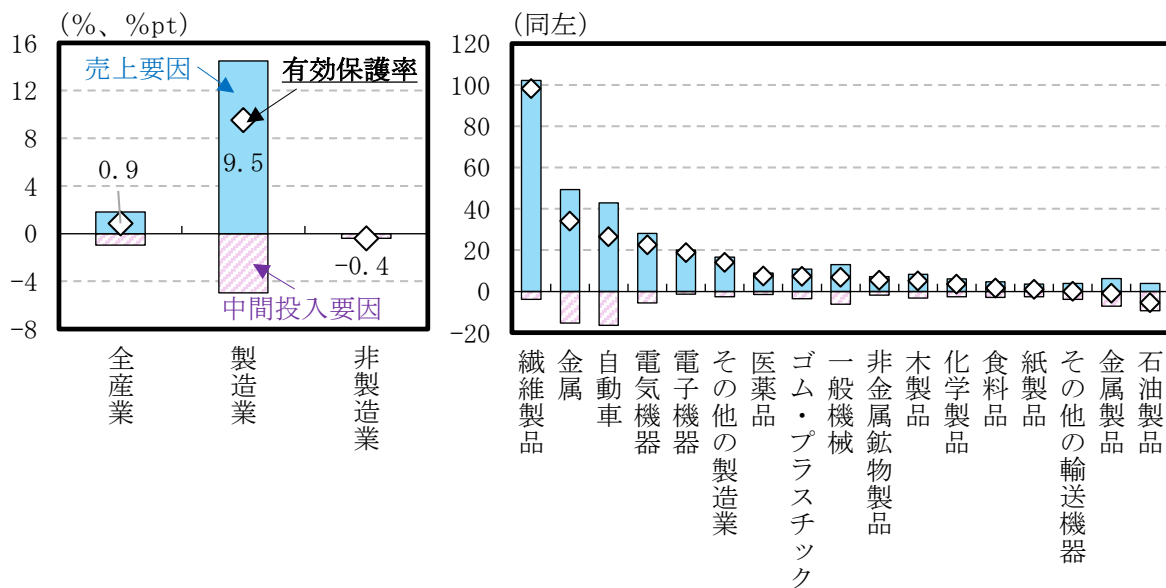
電気機器や一般機械といった他の川下産業も同様に、中間投入要因による有効保護率の押し下げ幅が大きい。さらに石油製品や金属製品では、中間投入コストの増加が売上のそれを上回ることによって有効保護率がマイナスとなる。トランプ大統領は石油などの増産への期待を込めて“Drill, baby, drill”（掘って掘って掘りまくれ）と表現したが、実際には売上の増加を上回

² Federal Reserve Board, “Transcript of Chair Powell’s Press Conference June 18, 2025”

る投入コストの増加が米企業の付加価値生産額を圧迫しているようだ。

総じてみれば、トランプ関税に伴う米企業の負担は小さいとはいえ、関税政策の持続可能性は高いと考えられる。とりわけ関税政策の悪影響を受けやすい非製造業は、米雇用者全体の9割超を占める。インフレが再加速し、非製造業の企業業績や賃金への悪影響が拡大すれば、中間選挙で与党共和党が多くの票を失う可能性もある。米下院における与野党の議席数が僅差である点を踏まえると、今後の関税率の大幅な引き上げはトランプ政権にとってリスクだろう。

図表5：トランプ関税による米国産業の有効保護率（左：大分類、右：製造業の内訳）



(注) 左図の非製造業は農林漁業を除く。OECD 国際産業連関表における 2018 年の米国産業の中間投入・最終需要構造をもとに、関税措置などによる米国内企業の売上の増加率（価格競争力の上昇による国外企業からの市場シェア獲得で売上が増加すると想定）と、中間投入コストの増加率を試算。「有効保護率」は、これらを用いて算出した関税引き上げ前後の付加価値生産額の変化率。関税引き上げ幅の前提は、中国が 30%pt、カナダとメキシコが 25%pt（カナダのエネルギー品目を含む「石油製品」は 10%pt）、その他の国・地域が 10%pt とし、鉄鋼・アルミニウム製品を含む「金属」は 50%pt、自動車・同部品を含む「自動車」は 25%pt とした。ただし、カナダとメキシコについては、USMCA の適用により追加関税措置が課されない品目の割合（カナダは 40.5%、メキシコは 49.2%）の分だけ関税の引き上げ幅を差し引いて試算した。

(出所) OECD、U. S. Census Bureau より大和総研作成

2. 現金給付、消費減税、求められる家計支援策は？

参院選に向けて現金給付・消費減税の議論が活発化

トランプ関税や中東情勢の緊迫化などにより日本経済の先行き不透明感が強い中、国内では消費者物価指数（CPI）が直近の2025年5月で前年比+3.5%と、高水準の物価高が続いている。こうした状況を受け、7月20日投開票の参院選では、各党が様々な家計支援策を公約に掲げている（図表6）。

自民・公明の与党は国民1人あたり2万円の現金給付を行い、すべての子どもと住民税非課税世帯の大人に1人あたり2万円を上乗せする方針だ。関連統計から試算すると、給付総額は3.4兆円程度と見込まれる。石破茂首相が6月13日の記者会見で発言した「粗々の試算で3兆円台半ば」³と整合的な規模であり、内訳は1人あたり2万円の一律給付分が2.5兆円、上乗せ分が0.9兆円（うち子どもが0.4兆円、住民税非課税世帯の大人が0.6兆円）である。

これに対して野党各党は、総じて消費税率の引き下げを主張している。立憲民主党と日本維新の会は、軽減税率対象の食料品の消費税を時限的にゼロにすることを掲げる。財務省の試算に基づく、年間減税額は4.8兆円程度である。国民民主党と日本共産党は消費税率を一律で5%に引き下げると主張しており、年間減税額は15.3兆円程度だ。

図表6：参院選での公約に掲げられた主な政党の家計支援策

政党名	主張内容			給付額・年間減税額
自由民主党	現金給付	国民1人あたり 2万円を現金給付 全ての 子どもと住民税非課税世帯の大人 には1人あたり 2万円を上乗せ		3.4 兆円 (大和総研試算)
公明党				
立憲民主党	消費減税	食料品	8%→0% 原則1年間、1回限り延長で 最大2年間 (当面の対策として一律2万円の給付、将来的には給付付き税額控除を導入)	4.8 兆円
日本維新の会			2年間	
国民民主党		全体	時限的	15.3 兆円
日本共産党			緊急的 、将来的には廃止を目指す	

(注) 消費減税の年間減税額は財務省の試算値に基づく。食料品は軽減税率対象品目。現金給付の総額は大和総研による試算値。

(出所) 総務省、厚生労働省、財務省、各党ウェブサイト、各種報道より大和総研作成

いずれの家計支援策も高所得世帯への給付・減税額が大きい

図表7は、与党の現金給付と、軽減税率対象の食料品の消費税率をゼロ%に引き下げの場合（以下、「食料品の消費税ゼロ」、消費税率を一律で5%に引き下げの場合（以下、「消費税一律5%」）の家計の負担軽減額を世帯年収分位別に比較したものである。いずれの家計支援策も、年

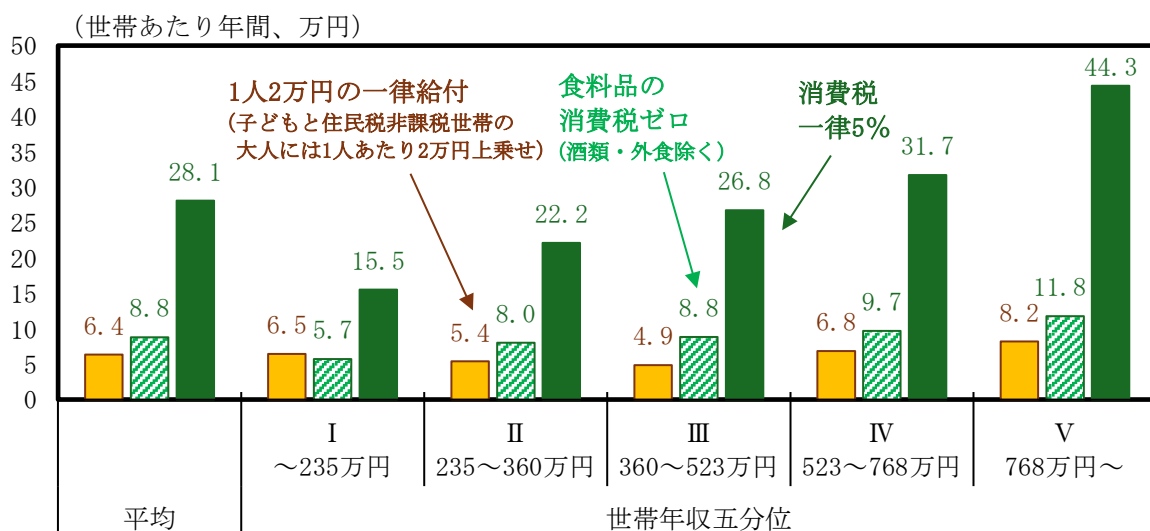
³ 詳細は、「[首相、参院選公約で1人2万円給付 子ども・非課税世帯に2万円加算](#)」（日本経済新聞電子版、2025年6月13日）を参照

収上位 20%（第Ⅴ分位）世帯の負担軽減額が最も大きいという結果になった。

与党の現金給付における世帯年収ごとの負担軽減額の形状は「V字」型になっている。これは所得の高い世帯ほど世帯人員が多く、子どもへの上乗せ給付の効果が大きいことや、年収下位 40%（第Ⅰ・Ⅱ分位）世帯では住民税非課税世帯の大人に給付が上乗せされることが背景にある。後述する食料品の消費税ゼロに比べると、財政支出が少ない割に（**前掲図表 6**）、年収下位 20%（第Ⅰ分位）世帯の負担軽減額が大きい。

他方、消費税一律 5%と食料品の消費税ゼロのいずれの場合も、所得の高い世帯ほど負担軽減額が大きくなる。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、消費税一律 5%では、第Ⅴ分位世帯の負担軽減額は第Ⅰ分位のその 3 倍近くになる。食料品の消費税ゼロでも、その差は 2 倍を超える。消費減税はすべての家計に恩恵がある半面、所得減税や給付などのように所得や世帯構成などを踏まえて負担軽減額を調整することができない。結果として生活を下支えする必要性の低い家計により多くの財政支出が充てられることになる。

図表 7：世帯年収ごとに見た現金給付と消費減税の負担軽減額



（注）2024 年の総世帯ベース。消費減税については、家計調査から試算した世帯あたり消費税負担額と国民生活基礎調査の世帯数から試算したマクロの減税額が、財務省試算をもとに算出した減税額（食料品の消費税ゼロで 4.8 兆円程度、消費税一律 5%で 15.3 兆円程度）と一致するように各世帯の減税額を調整している。現金給付について、第Ⅰ分位と第Ⅱ分位には住民税非課税世帯の大人への上乗せ分が含まれる。

（出所）総務省、厚生労働省、財務省より大和総研作成

現金給付も消費減税も消費喚起効果は限定的

上記の家計支援策の経済効果を試算した結果が**図表 8**である。いずれの政策も臨時的・時限的な措置であり、所得を恒常的に増やすものではないため消費を刺激しにくく、巨額の財政支出が必要な割に経済効果は限定的となりそうだ。

山口・神田（2025）⁴で指摘したように、給付金、定額減税、商品券などのクーポンに関する

⁴ 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）

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程度である。手法の違いによる限界消費性向の明確な差は見られなかった⁵。

図表8：現金給付と消費減税の経済効果

	給付・減税額	限界消費性向		消費喚起効果	GDP押し上げ効果
与党・現金給付	3.4兆円			0.6～1.1兆円	0.4～0.8兆円
	2.5兆円 (一律給付分)	× 0.1～0.3	=	0.2～0.7兆円	0.2～0.5兆円
	0.9兆円 (上乗せ分)	× 0.4 ^(注1)	=	0.4兆円	0.3兆円
食料品の消費税ゼロ (酒類・外食除く)	4.8兆円	× 0.1 ^(注2)	=	0.5兆円	0.3兆円
消費税一律5%	15.3兆円	× 0.1～0.3	=	1.5～4.6兆円	1.1～3.2兆円

(注1) Koga and Matsushima (2020) が推計した勤労者世帯と、高齢者世帯・流動性制約世帯（平均）との限界消費性向の差分が0.08であったことや、内閣府（2012）で子どものいる世帯に対する定額給付金の消費喚起効果が0.4だったことを踏まえ、先行研究の限界消費性向（0.1～0.3）の上限に0.1を上乗せして想定。

(注2) 需要の価格弾力性が低い（必需品である）食料品に絞った減税であることなどを考慮し、先行研究の限界消費性向（0.1～0.3）のうち下限を想定。

(出所) Koga and Matsushima (2020)、内閣府（2012）、各種資料・統計より大和総研作成

与党の現金給付のうち一律給付分の2.5兆円については、先行研究を踏まえて限界消費性向を0.1～0.3と想定した。他方、上乗せ分については以下のように、一律給付分よりも高い限界消費性向を想定した。Koga and Matsushima (2020)⁶によると、勤労者世帯と高齢者世帯・流動性制約世帯（平均）との限界消費性向の差分は0.1程度だった。また、内閣府（2012）⁷によると、子どものいる世帯に対する定額給付金の限界消費性向は0.4だった。これらを踏まえ、先行研究の限界消費性向（0.1～0.3）の上限を上回る0.4を上乗せ給付分にかかる限界消費性向と見込んだ。

その結果、与党の現金給付では3.4兆円程度の財政支出で個人消費は0.6～1.1兆円程度増加すると試算される。ただし、消費の増加は輸入を誘発する（需要増の一部は輸入で賄われる）ため、GDPは消費ほどには増えない。当社の短期マクロモデルを利用すると、消費1兆円の増加でGDPは0.69兆円増加する（4四半期の平均値）⁸。この係数を利用すると、GDPの押し上げ効果

⁵ 期限付きのクーポンは使用する可能性が高いため、給付や減税よりも経済効果が大きいとの見方もある。だが、クーポンを使用することで浮いた支出が貯蓄に回れば消費が喚起されたとはいえず、実証研究の結果を見ても、現金給付や減税との明確な効果の違いは見られない。

⁶ Koga, M. and Matsumura, K. (2020) “Marginal Propensity to Consume and the Housing Choice”, Bank of Japan Working Paper Series, No.20-E-3, Bank of Japan

⁷ 内閣府（2012）「政策課題分析シリーズ8 定額給付金は家計消費にどのような影響を及ぼしたかー『家計調査』の個票データを用いた分析ー」（内閣府政策統括官（政策財政分析担当）、2012年4月）

⁸ 産業連関表を利用して同様の試算を行うことも可能だが、減税や給付による消費喚起効果は短期間で発生するものであり、付加価値誘発係数などで暗に想定されている時間軸との乖離が大きい。そのため、ここでは当社の短期マクロモデルで算出した係数を利用した。

は 0.4～0.8 兆円程度と見込まれる。

食料品の消費税ゼロの場合、需要の価格弾力性が低い（必需品である）食料品に絞った減税であることなどを踏まえると、先行研究における限界消費性向（0.1～0.3）のうち下限の 0.1 と低めに想定することが穏当だろう。この時、4.8 兆円の財政支出で個人消費は 0.5 兆円程度増加し、GDP の押し上げ効果は 0.3 兆円程度と試算される。

消費税一律 5% の場合、与党の現金給付（一律給付分）と同様に先行研究の限界消費性向（0.1～0.3）を想定すると⁹、15.3 兆円の財政支出に対して消費喚起効果は 1.5～4.6 兆円程度、GDP の押し上げ効果は 1.1～3.2 兆円程度である。

3 つの家計支援策の中では与党・現金給付の費用対効果が比較的高いものの課題が多い

前述のように、臨時的・時限的な家計支援策の消費喚起効果は限定的であるものの、上記 3 つの政策の中で費用対効果が比較的高いのは、与党の現金給付とみられる（**前掲図表 8**）。

消費減税は税制改正が必要で、事業者の対応なども踏まえると、実施には少なくとも 1 年前後の時間がかかるとみられる。また、時限措置として始めても、その後延長を繰り返し、社会保障財源としての機能が大きく低下する恐れもある。延長を繰り返す典型例が、累計の予算総額が 12 兆円を超えたエネルギー高対策だ。消費税率を戻す際には相当な政治的資源が必要になり、社会保障における給付の重点化や応能負担の徹底などの取り組みが遅れることも想定される。

一方で与党の現金給付では、高所得者（世帯）を除外するなど対象を絞り込めるにもかかわらず、一律給付としたのには大いに疑問がある。立憲民主党は消費減税までの当面の対策として一律 2 万円の現金給付を行う考えだが、給付金を所得税の課税対象とする点で与党案とは異なる。高所得者ほど手取りベースの給付金は少なくなるため、給付措置の費用対効果が高まる。

物価高で真に困窮している人に、ピンポイントで手厚く給付することが理想である。だが、政府は必要な情報を持っていないため、対象者を適切に絞り込むことが現状は難しい。結局、経済対策などで盛り込まれる給付策は規模ありきのバラマキに陥りやすい。

生活困窮世帯の基準として今回も参照された住民税非課税世帯の約 75% は 65 歳以上の世帯であり（国民生活基礎調査）、その多くは年金受給世帯とみられる。所得は少ないが、高水準の金融資産を保有する世帯も少なくない。また、公的年金は原則として物価スライドされるため、物価高による年金生活者への影響は抑えられている。

経済支援が真に必要な人を政府が的確に把握し、プッシュ型で給付を行うためには、マイナンバー、口座情報、税・社会保障情報などを連携したインフラの整備が必要だ。この点、各界の有

⁹ 内閣府「短期日本経済マクロ計量モデル(2022 年版)の構造と乗数分析」(2022 年 12 月)によると、個人所得税を名目 GDP の 1% 相当額だけ減税する場合、個人消費は 1 年目で 0.6%、3 年目で 1.2% 押し上げられる。この減税額はおおむね消費税率 2% の引き下げ分に相当することから、乗数表をもとに消費減税の場合を試算すると、個人消費は 1 年目で 0.9%、3 年目で 1.0% 押し上げられる。短期的には消費減税による消費喚起効果の方が大きいものの、時間の経過とともに所得減税の方が大きくなっており、消費減税と所得減税の間で消費喚起効果の明確な差は見られない。

識者が参加する令和国民会議（令和臨調）は2025年4月25日、国民の所得・資産や世帯構成、税・社会保障の負担と社会保障給付などの情報を一元的にまとめ、税・社会保障を担当する行政部門が必要に応じて相互利用する仕組み「ガバメント・データ・ハブ」の構築を提言した¹⁰。実現すれば、経済・社会政策の質を高めつつ、行政コストを含む財政支出を抑制することができる。また、経済支援が真に必要な人を政府が的確に把握し、プッシュ型で給付を行うことができるだろう¹¹。

以上のように、現金給付は消費減税よりも家計支援策として望ましいものの課題が多い。政府・与党は諸外国の先行事例などを参考にしつつ、情報インフラの整備、行政のDXを加速させるべきだ。

図表9：日本経済見通し＜第225回日本経済予測 改訂版（2025年6月9日）＞

	2024			2025				2026				2027	2024 年度 (暦年)	2025 年度 (暦年)	2026 年度 (暦年)
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3			
実質GDP(年率、兆円)	557.5	558.7	561.8	561.5	562.2	563.4	564.7	565.9	567.2	568.5	569.7	571.0	559.9	564.2	569.2
＜前期比、％＞	1.0	0.2	0.6	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2			
＜前期比年率、％＞	3.9	0.9	2.2	-0.2	0.4	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9			
＜前年同期比、％＞	-0.6	0.8	1.3	1.7	0.9	0.8	0.6	0.8	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8 (0.2)	0.8 (1.0)	0.9 (0.8)
民間消費支出(前期比、％)	0.8	0.7	0.1	0.1	0.2	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	1.4	0.5	-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、％)	1.3	0.1	0.6	1.1	-0.5	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	2.4	1.2	1.5
政府消費支出(前期比、％)	0.8	0.1	0.3	-0.5	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.3	0.4	1.3
公共投資(前期比、％)	5.6	-1.2	-0.7	-0.6	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	1.3	-0.8	0.4
輸出(前期比、％)	1.5	1.2	1.7	-0.5	0.2	0.1	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5	0.6	1.7	1.2	1.6
輸入(前期比、％)	2.7	2.2	-1.4	3.0	-1.0	-0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	3.5	1.1	1.7
名目GDP(前期比年率、％)	10.1	2.1	4.6	3.6	3.0	2.5	2.4	2.3	2.4	2.3	2.3	2.4	3.7	3.1	2.3
GDPデフレーター(前年同期比、％)	3.1	2.4	2.9	3.3	2.5	2.6	2.3	1.8	1.5	1.4	1.4	1.4	2.9	2.3	1.4
鉱工業生産(前期比、％)	2.1	0.3	0.4	-0.3	1.5	-1.7	0.7	0.6	0.3	0.4	0.4	0.5	-1.4	0.7	1.3
コアCPI(前年同期比、％)	2.5	2.7	2.6	3.1	3.3	2.5	2.7	2.4	1.7	2.1	1.9	1.9	2.7	2.7	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	1.42	1.59	1.75	1.80	1.86	1.91	1.97	2.02	1.08	1.64	1.94
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	80.7	75.3	70.3	71.4	62.7	64.6	64.6	64.6	64.6	64.6	64.6	64.6	74.4	64.1	64.6
為替レート(円/ドル)	155.8	149.1	152.4	152.4	144.6	144.9	144.9	144.9	144.9	144.9	144.9	144.9	152.4	144.8	144.9

(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。

(出所) 大和総研

¹⁰ 令和国民会議（令和臨調）『『ガバメント・データ・ハブ』の構築と『勤労支援給付制度』の導入を「公平・公正な税と社会保障制度の実現に向けて」（2025年4月25日）

¹¹ 立憲民主党は給付付き税額控除の詳細を今後、検討するとしている。消費税の逆進性対策だけでなく、格差是正や再分配機能の強化にも役立つ給付付き税額控除の導入を目指すのであれば、令和臨調が提言したような情報インフラが必要になるだろう。

米国経済 駆け込みの反動一巡後の 注目点は？

追加関税措置次第となる中、トランプ大統領を“TACO”と嘲るべからず

矢作 大祐
藤原 翼

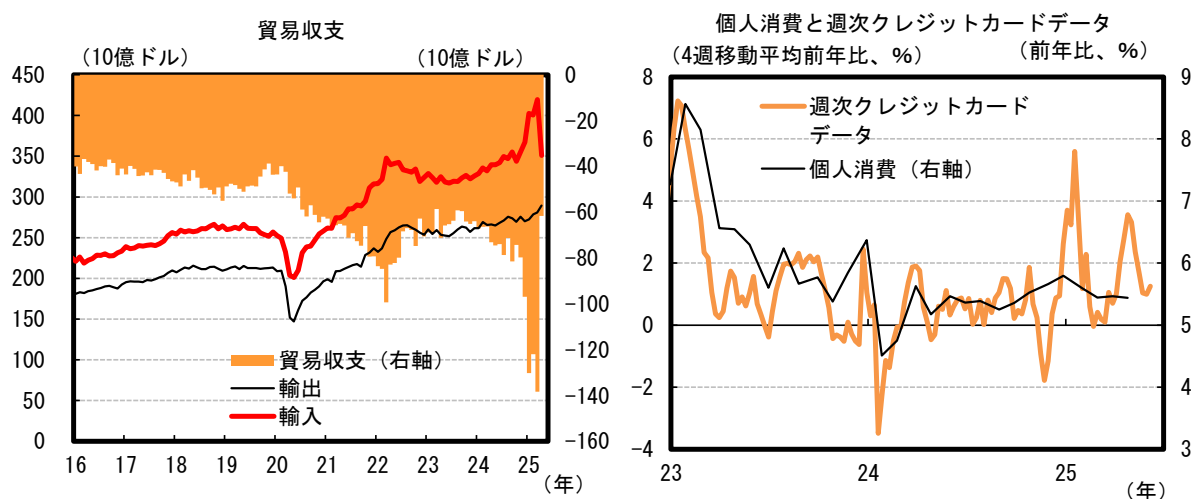
[要約]

- 米国経済の屋台骨である個人消費に関して、追加関税措置を契機とした駆け込みの反動が一巡しつつある。個人消費の減速が反動減に留まらず、なおも落ち込むか否かが米国経済の先行きを巡るポイントといえる。
- これまでは家計の所得増によって個人消費が下支えされてきたが、追加関税措置によるコスト上昇を受け、企業が労働投入を拡大することは当面難しい。また、実質賃金上昇率も減速する公算が大きいことから、家計の所得増は今後楽観視できないだろう。こうした中で、2025 年に入り、伸びが鈍化してきた消費性向が回復に転じる、つまりは消費意欲の高まりが個人消費の急激な腰折れを回避する上で重要となる。
- 足元で消費者センチメントは上昇したが、継続的に回復できるか否かは、追加関税措置の動向次第だろう。トランプ大統領に対する世論の不満が、追加関税措置を強化する上でのハードルとなり得ると考えられる。世論の経済に対する不満の高まりを背景に、一部の共和党議員もトランプ大統領に反発するような動きを見せている。相互関税の上乗せ税率適用再開といった追加関税措置の再強化はしにくい環境にあると考えられる。
- 一方、トランプ大統領は“TACO”（“Trump Always Chickens Out（＝トランプはいつもビビって取りやめる）”の頭文字を取った略語）と揶揄されたことに対する報復のように、鉄鋼・アルミニウム製品に対する関税率を引き上げた。足元では、一部の民主党議員などによって新たな政治スローガンとして“TACO”を活用しようとする動きも見られる。トランプ大統領を過度に刺激せずにいられるかが追加関税措置の再強化を回避する上でも重要となろう。

駆け込みの反動は一巡

足元の米国経済では、追加関税措置を契機とした駆け込みの反動が一巡しつつある。1-3 月にかけて見られた輸入の急増は、4 月に反動減が生じた。1-3 月期には輸入の急増が実質 GDP を押し下げたが、4-6 月期は輸入の急減による押し上げが見込まれる。他方で、1-3 月期の実質 GDP を押し上げた民間在庫は、先行する ISM 製造業在庫指数が低下していることから、近い将来取り崩しが見込まれ、実質 GDP の押し下げ要因となることが想定される。米国経済の屋台骨である個人消費は月次ベースでは大きな変動はないものの、連動する週次クレジットカードのトランザクション・データの伸びが 3-4 月に加速し、5 月にかけて減速した。今後個人消費の減速が反動減に留まらず、なおも落ち込むか否かが米国経済の先行きを巡るポイントといえる。

図表 1 貿易収支、名目個人消費と週次クレジットカードデータ



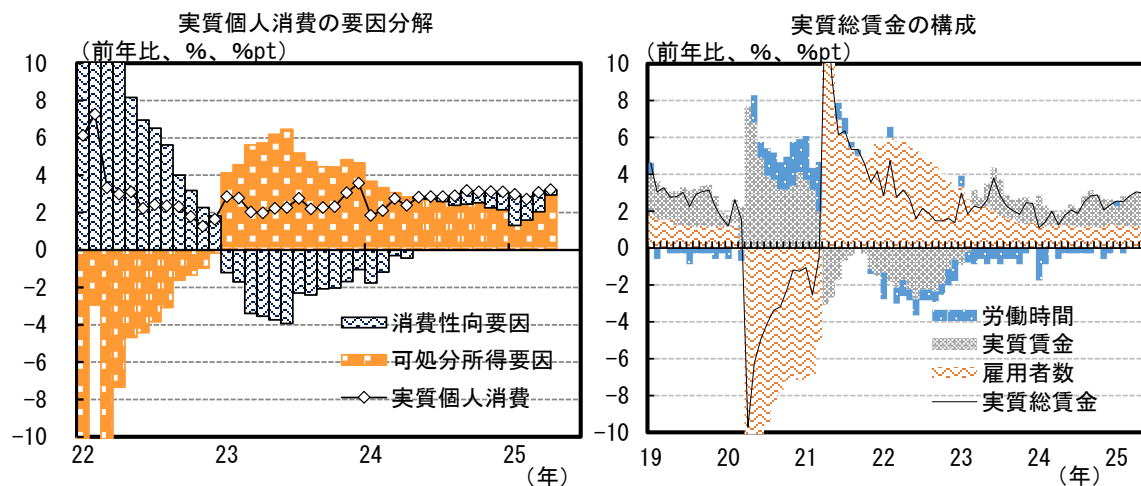
(出所) Census、BEA、Bloomberg、Haver Analytics より大和総研作成

先行きの個人消費を占う上での注目点の一つが裏付けとなる家計所得だ。実質個人消費を実質可処分所得と消費性向に要因分解すると、2025 年に入り消費性向の伸びは鈍化し、家計の消費意欲は伸び悩んだ。追加関税措置等によって先行きの景気の不透明感が強い中で、家計が将来不安への備えを講じつつある。他方、実質可処分所得に関しては、2025 年以降加速しており、個人消費を下支えしてきた。家計所得に関連して、実質総賃金（雇用者数×労働時間×実質賃金）の内訳を見ると、雇用者数は緩やかに減速した。一方、労働時間の減少が一服するとともに、インフレ率が減速する中で、実質賃金が堅調な伸びを示しており、実質総賃金を押し上げた。

しかし、家計所得の先行きは楽観視できない。不法移民の流入減で労働供給が抑制されていることに加え、追加関税措置によるコスト上昇を受け、企業も労働投入（新規雇用や労働時間の延長）を拡大させにくい。労働投入は当面の間、伸びにくいことが想定される。また、労働需給が緩和しつつある中で、アトランタ連銀が公表する転職者の名目ベースの賃金上昇率は減速を続けている。非転職者の賃金上昇率も緩やかに減速しており、全体の賃金上昇率のペースアップは見込みにくい。これまでのようにインフレ率が減速すれば、実質賃金が堅調な伸びを維持することも期待できるが、先行きは関税コストの転嫁によるインフレ率の再加速が想定される。

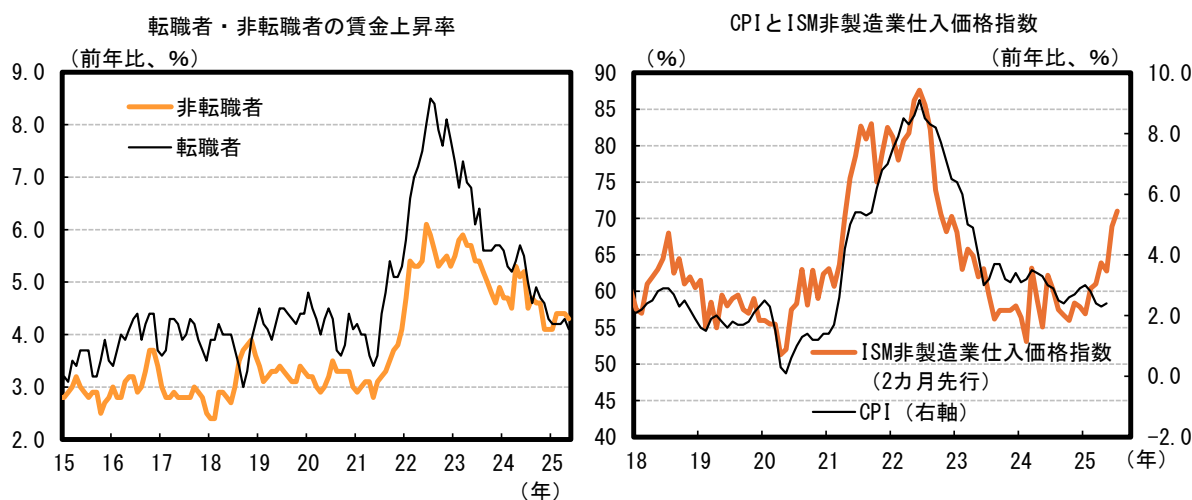
CPI に先行する傾向のある ISM 非製造業仕入価格指数は大幅に加速しており、先行きの実質賃金の抑制を示唆している。

図表 2 実質個人消費の要因分解、実質総賃金の内訳



(出所) BEA、BLS、Haver Analytics より大和総研作成

図表 3 転職者・非転職者の賃金上昇率、CPI と ISM 非製造業仕入価格指数



(出所) アトランタ連銀、BLS、ISM、Haver Analytics より大和総研作成

家計の消費意欲は高まるか

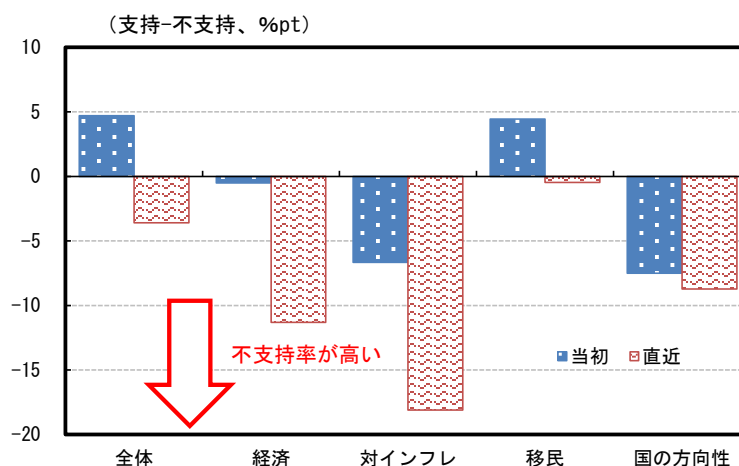
家計所得の先行きが楽観視できない中で、消費性向の回復、つまりは消費意欲の高まりが個人消費の急激な腰折れを回避する上で重要となる。後述の通り、6月のロイター／ミシガン大消費者センチメントは、6カ月ぶりに改善した。トランプ政権による追加関税措置がマイルド化したことで、消費者センチメントを押し上げたと考えられる。しかし、消費者センチメントの水準はトランプ政権発足前の水準を大きく下回ったままだ。公表元のミシガン大学は、消費者が経済の先行きについて、依然として警戒感と懸念を抱いていると指摘している。

消費者意欲の継続的な回復は、追加関税措置の動向次第だろう。4月9日に中国以外の国・地域

に対する相互関税の上乗せ税率の適用が 90 日間猶予されたが、7 月 9 日にはその期限が到来する。また、8 月半ばには 5 月 12 日に 90 日間猶予された中国に対する追加関税措置の期限が到来する。ベッセント財務長官は、各国・地域が誠意をもって米国と交渉をしている場合には、猶予期限を延長するとの考えを示した。他方で、トランプ大統領は新たな関税率を一方的に課すことをほのめかしている。政権内の意見の不一致が不確実性を高めていることはもちろんのこと、猶予期間の延長も不確実性を一時的に先送りしているにすぎないことを踏まえれば、消費意欲を回復させるためには、相互関税の上乗せ税率の完全撤回が必要だろう。

こうした中で、トランプ大統領に対する世論の不満が、追加関税措置を強化する上でのハードルとなり得る。トランプ大統領に対する世論調査を見ると、就任当初に比べて支持率は低下した。分野別で見てもトランプ政権に対する世論の見方は悪化しているが、移民政策は支持・不支持が拮抗している一方で、経済や対インフレに関する不支持が支持を大幅に上回った。トランプ大統領は既に大統領 2 期目であることを踏まえれば、世論調査の結果を重視しないことも想定されるが、共和党議員は 2026 年 11 月に中間選挙が控える中で、軽視することはできないだろう。世論の経済政策に対する不満の高まりを背景に、4 月にはカナダに対する追加関税措置や相互関税に関する大統領権限を制限する法案が上院に提出され、一部の共和党議員が賛成票を投じた。追加関税措置に関する権限を制限されてしまえば、トランプ政権は各国・地域との貿易交渉で圧力をかけにくくなる。また、上院では足元で減税案の審議が本格化する中、共和党議員の賛同を得る必要がある。トランプ大統領は不規則発言を続けつつも、共和党議員の追加関税措置に対する懸念に配慮し、追加関税措置をマイルド化せざるを得なかったといえる。

図表 4 トランプ大統領の政策分野別支持率



(注) 当初は就任後 1 カ月、直近は直近 1 カ月 (6 月 20 日時点の最新データ) の平均値。

(出所) RealClearPolitics より大和総研作成

以上を踏まえれば、相互関税の上乗せ税率適用再開といった追加関税措置の再強化はしにくい環境にあると考えられる。しかし、トランプ大統領が追加関税措置を再強化するリスク要因も存在する。例えば、人々がトランプ大統領を“TACO”と嘲ることだろう。TACO とは、トラン

プ大統領による一連の政策のマイルド化を揶揄する、“Trump Always Chickens Out (=トランプはいつもビビって取りやめる)”の頭文字を取った略語で、Financial Times のロバート・アームストロング氏によって発案された。5月末の大統領記者会見で、記者が“TACO”に関する質問を投げかけた際、トランプ大統領は憤りを示し、直後の6月初にはまるで報復のように鉄鋼・アルミニウム製品に対する関税率を25%から50%に引き上げた例がある。

足元では、一部の民主党議員などによってあらたな政治スローガンとして“TACO”を活用しようとする動きも見られる。しかし、発案者であるアームストロング氏は、のちに景気に悪影響をもたらす政策をビビって取りやめることは歓迎すべきこととして、“TACO”という言葉によってトランプ大統領が過激な行動を取ることを望まないと述べている。トランプ大統領を“TACO”と嘲るべからずであり、政治的な駆け引きの材料化を避けられるかが、追加関税措置の再強化を回避する上でも重要となろう。

FRB は様子見継続も、利下げの遅延リスクに対する警戒感も見られ始める

景気が下振れした際のテコ入れ策として、注目される金融政策に関して、2025年6月17・18日に開催されたFOMC¹では市場予想通りFF金利は据え置きとなった。FOMC参加者の経済見通し(SEP)については、追加関税措置の影響を受けて2025年のインフレ率見通しが上方修正された一方で、実質GDP成長率と失業率は悪化方向に修正された。景気とインフレのどちらを優先するか難しい判断を迫られる中、FOMC参加者は様子見姿勢を継続し、2025年内の利下げ予想の中央値は2回と、前回(3月)の見通しから据え置きとなった。

FOMC参加者が様子見姿勢を継続する背景には、インフレを巡る不確実性の高さがある。既存の追加関税措置によるインフレ率の押し上げ効果がどの程度かは夏場に判明するだろうとパウエルFRB議長は記者会見で指摘した。ただし、上述のように猶予期限到来後に関税率が引き上げられれば、インフレ圧力はさらに強まり得る。また、インフレ圧力は、昨今の中東情勢の悪化による原油価格の上昇の影響も受け得る。当面はインフレ動向を巡って不透明感が強い中で、拙速な判断は避けたいと考えたFOMC参加者が多かったとみられる。

他方で、景気悪化の兆候を見過ごすことへの懸念を持つFOMC参加者も存在する。FOMC後の6月20日に行われたインタビューで、ウォラーFRB理事は、パウエル議長と同様に全体の失業率は安定していると指摘しつつも、若年層の失業率がコロナ禍前と比較して上昇している点等を挙げ、FRBの想定以上に雇用が軟化し始めている可能性があると言及した。ウォラー理事は、関税は持続的なインフレにつながらないというこれまでの見解を維持し、現在の政策金利が中立金利よりも一定程度高い水準にあることも踏まえ、労働市場の下振れが起きる前の利下げを検討すべきとした。このようなウォラー理事の発言は、不確実性を理由に様子見姿勢を続けることにより、本来は利下げが必要な状況においてFOMCの判断が遅延し得ることへのけん制といえるだろう。

¹ 矢作大祐・藤原翼「[FOMC 様子見姿勢を継続](#)」(大和総研レポート、2025年6月19日)

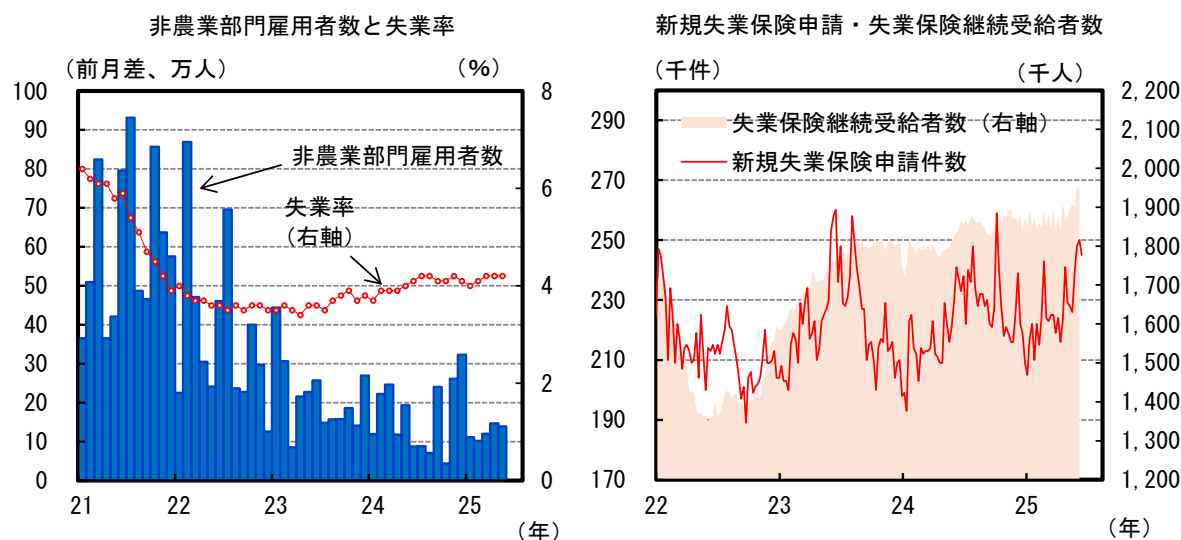
雇用環境は引き続き緩やかな悪化に留まる

2025年5月の米雇用統計²は、非農業部門雇用者数が前月差+13.9万人と市場予想(Bloomberg調査: 同+12.6万人)を上回ったものの、前月から小幅に減速した。また、雇用者数(前月差、以下同)の過去分は大幅に下方修正された。他方で、雇用者数の3カ月移動平均は3月をボトムに2カ月連続で加速しており、均して見れば底堅く推移している。失業率は、前月から横ばいの4.2%と市場予想通りの結果となった。失業率を小数点第2位まで含めれば4カ月連続で上昇しているものの、上昇ペースは緩やかである。トランプ政権の追加関税措置による影響が懸念される中、5月の雇用統計は雇用環境が緩やかな悪化に留まっていることを示唆している。

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6月8日-2025年6月14日)が24.5万件と、前年同期の水準をやや上回っている。また、失業保険継続受給者数は直近週(2025年6月1日-2025年6月7日)が194.5万人と高止まりしている。続いてChallenger, Gray & Christmas社調査による2025年5月の人員削減計画数を確認すると、政府・非営利部門は1万件程度と落ち着いた水準である一方で、民間部門³は8万件程度と近年ではやや高い水準にある。最後に労働需要に着目すると、4月の求人件数は前月差+19.1万件と3カ月ぶりに増加した。直近の失業者数と比較した求人件数の比率は1.0倍と前月から横ばいとなった。これらの指標からも、雇用環境は急激ではないものの、緩やかに悪化しているといえる。

雇用環境の先行きについて、景気の下押し要因となり得る追加関税措置は、ややマイルド化したものの、依然として不確実性が高いまだ。不確実性の高さによって企業の様子見姿勢が続くことで新規雇用が抑制されたり、既存の追加関税措置に伴うコストアップによって、レイオフ・解雇が増えていったりすることが雇用環境を巡るリスク要因だろう。

図表5 非農業部門雇用者数と失業率、新規失業保険申請・失業保険継続受給者数



(出所) BLS、DOL、Haver Analytics より大和総研作成

² 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+13.9万人](#)」(大和総研レポート、2025年6月9日)

³ 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。

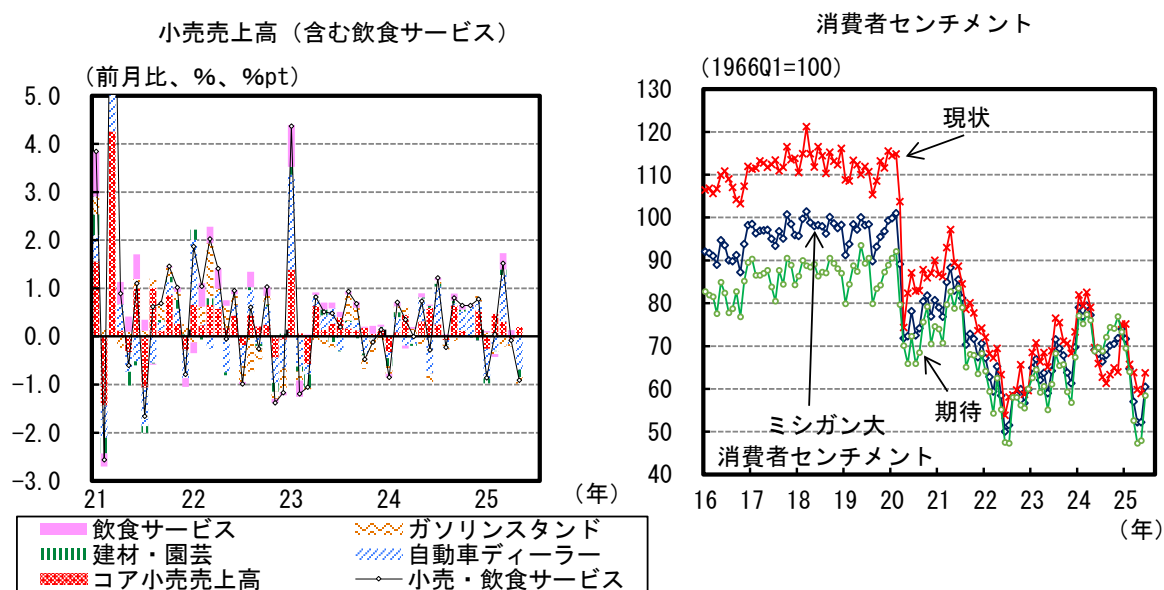
小売売上高は大幅マイナスとなった一方、消費者マインドは改善

個人消費の動向を確認すると、2025年5月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比▲0.9%と市場予想(Bloomberg 調査:同▲0.6%)を下回り、前月からマイナス幅が拡大した。過去分についても、3月分と4月分がいずれも▲0.2%pt 下方修正された。他方で、5月の小売売上高の3カ月移動平均は同+0.2%と、前月から減速したもののプラスを維持した。5月は追加関税措置の本格化を前にした駆け込み消費からの反動が続いた可能性もあるだろう。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、5月は同+0.4%とプラスに転じた。足元の小売売上高は振れが大きくなっており、基調が読みづらくなっているといえよう。

5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▲3.5%)や建材・園芸(同▲2.7%)、ガソリンスタンド(同▲2.0%)が全体の押し下げ要因となった。また、飲食サービス(同▲0.9%)が3カ月ぶりにマイナスとなった。この他、飲食料品(同▲0.7%)、家電(同▲0.6%)、ヘルスケア(同▲0.1%)もマイナスとなった。他方で、レジャー・娯楽用品(同+1.3%)、家具(同+1.2%)、無店舗販売(同+0.9%)、衣服・宝飾品(同+0.8%)は堅調な結果となった。この他、GMS(総合小売)(同+0.1%)がプラスに転じた。

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6月(速報値)が前月差+8.3pt と大幅に改善し、60.5 と2月以来の水準まで回復した。内訳については現状指数(同+4.8pt)、期待指数(同+10.5pt)のいずれも改善した。ミシガン大は追加関税措置のマイルド化がマインドの押し上げに寄与したと指摘した。消費者のインフレ見通し(期待インフレ率)を見ても、1年先が同▲1.5%pt の+5.1%、5年先が同▲0.1%pt の+4.1%と低下した。もっとも、依然として実効関税率は高水準であり、物価・雇用への悪影響が徐々に顕在化すれば、再び消費者マインドが悪化し、個人消費も減速感を強める可能性がある。

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



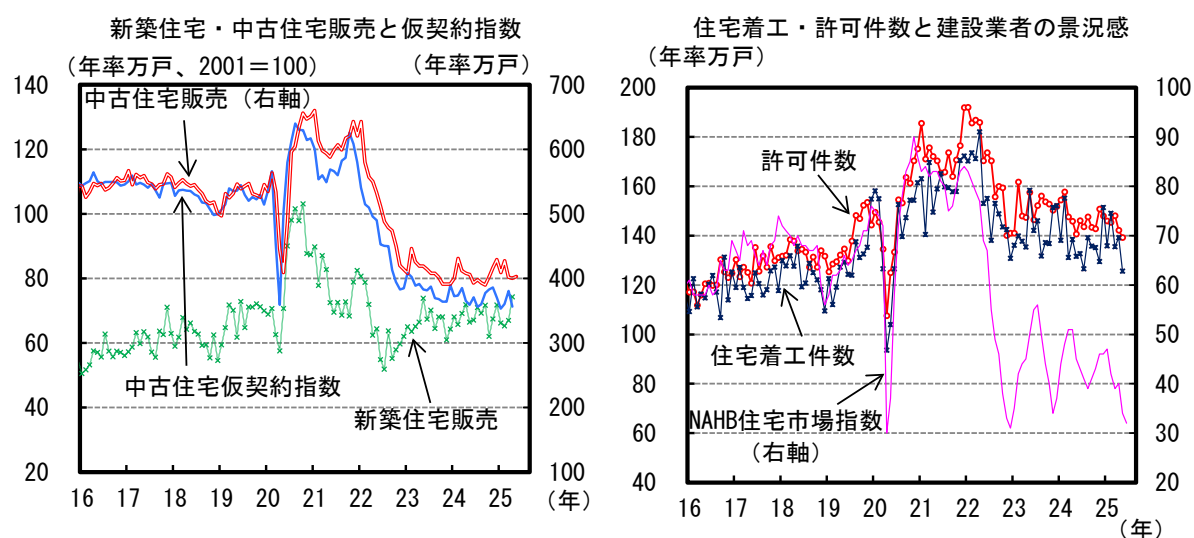
(出所) ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

住宅着工は大幅なマイナス、景気懸念や金利の高止まりで需要が軟調

住宅需要に目を向けると、2025年5月の中古住宅販売（ condominium等含む）は前月比+0.8%と、3カ月ぶりにプラスとなった。ただし、景気の先行き懸念や金利の高止まりが抑制要因となり、小幅な上昇に留まった。他方で4月の新築住宅販売（戸建）は同+10.9%と2カ月連続でプラスとなった。新築住宅価格は中古住宅価格に対する割高感が小さく、住宅需要が軟調な中でも相対的に選択されやすかったとみられる。直近の消費者マインドを確認すると、6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+6ptの39ptと、依然として低水準であるものの2カ月連続で改善した。5月以降の追加関税措置のマイルド化は住宅購入意欲の改善要因になったとみられる。もっとも、マイルド化したとはいえ依然として関税が経済に与える影響についての不確実性は高く、住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）は足元も高止まりが続いていることから、現時点で住宅需要の本格回復は見込みにくい。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2025年5月に前月比▲9.8%と大幅なマイナスに転じ、年率125.6万戸と2020年5月以来の低水準となった。内訳を見ると、一軒家（同+0.4%）は小幅に増加した一方で、振れの大きい集合住宅（同▲29.7%）が大幅なマイナスとなった。また、新築住宅着工の先行指標である建設許可についても、5月は同▲2.0%と2カ月連続でマイナスとなり、水準は年率139.3万戸となった。続いて住宅建設業者のマインドに関してNAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2025年6月分は前月差▲2ptの32と悪化し、2022年12月以来の低水準となった。NAHBは、金利の高止まりや、関税・経済を巡る不確実性を背景に需要が低調であると指摘した。また、NAHBは、足元の市場環境を踏まえて、2025年の戸建住宅着工件数は減少するとの見立てを示した。住宅市場の先行きについて、景気の先行き懸念が依然として強いとみられることに加え、FRBによる緩やかなペースの利下げが想定されていることや財政悪化懸念を背景に金利の持続的な低下を短期的には見込みにくい中で、住宅供給については慎重姿勢を取ら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

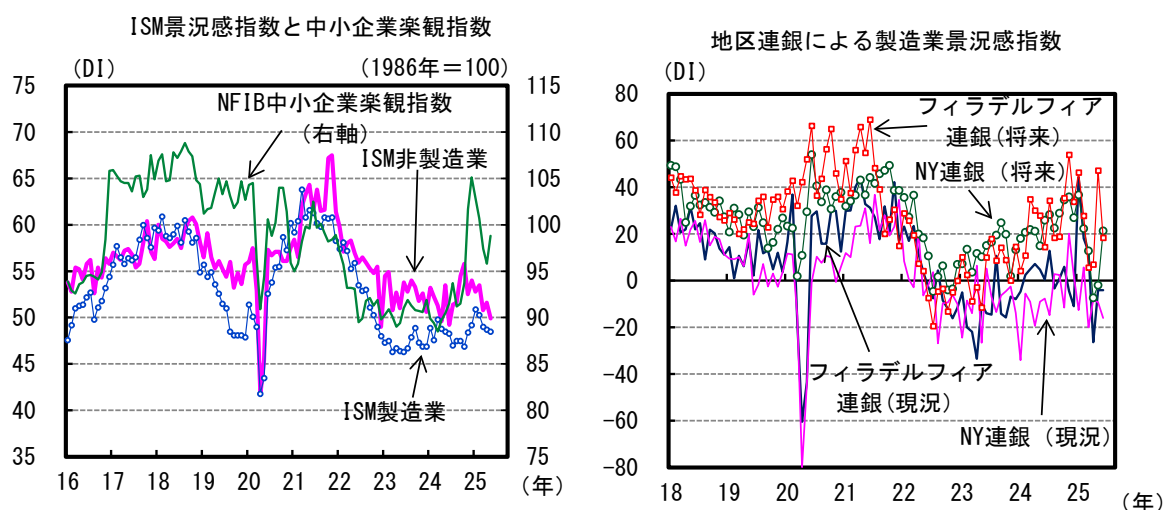
ISM 製造業・非製造業はいずれも 50%割れ

2025 年 5 月の ISM 景況感指数は、製造業が前月差▲0.2%pt と 4 カ月連続で悪化し、48.5% となった。非製造業についても同▲1.7%pt 悪化し、49.9%と 11 カ月ぶりに好不調の基準となる 50%を下回った。構成項目を見ると、製造業に関しては、新規受注指数、生産指数、雇用指数、入荷遅延指数が改善した一方で、在庫指数が大幅に悪化した。なお、新規受注指数、生産指数、雇用指数は 50%割れが続いている。非製造業に関しては、雇用指数と入荷遅延指数が改善した一方、新規受注指数と事業活動指数が悪化した。なお、非製造業は雇用指数が 50%台を回復した一方、新規受注指数が 2024 年 6 月以来の 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。製造業では、関税負担を価格転嫁したとのコメントも見られた。なお非製造業については、事業活動が底堅く推移していることを示唆するコメントも比較的多く見られた。

中小企業に関して、2025 年 5 月の NFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差＋3.0pt と 5 カ月ぶりに改善し、98.8 となった。内訳を確認すると、「実質販売増加に対する期待」、「景況感の改善に対する期待」がいずれも 5 カ月ぶりに改善し、改善幅も大きかった。もっとも NFIB は、経営者のマインドはやや改善したものの、依然として不確実性を感じているとした。なお、経営者の最も重要な問題として、「税金」が 18%と最も多く挙げられた。

以上をまとめれば、中小企業が改善した一方で、製造業・非製造業が悪化したように方向感に乏しい。2025 年 6 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▲6.8pt）が 2 カ月連続で悪化した一方、将来指数（同＋23.2pt）は 2 カ月連続で改善した。フィラデルフィア連銀は現況指数が横ばいとなり、将来指数（同▲28.9pt）は 3 カ月ぶりにマイナスに転じた。先行きについては、関税を巡る不確実性は依然として高く、中東情勢の悪化を契機としたエネルギー価格の上昇等もあり、企業マインドの継続的な回復を見込みにくい。

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

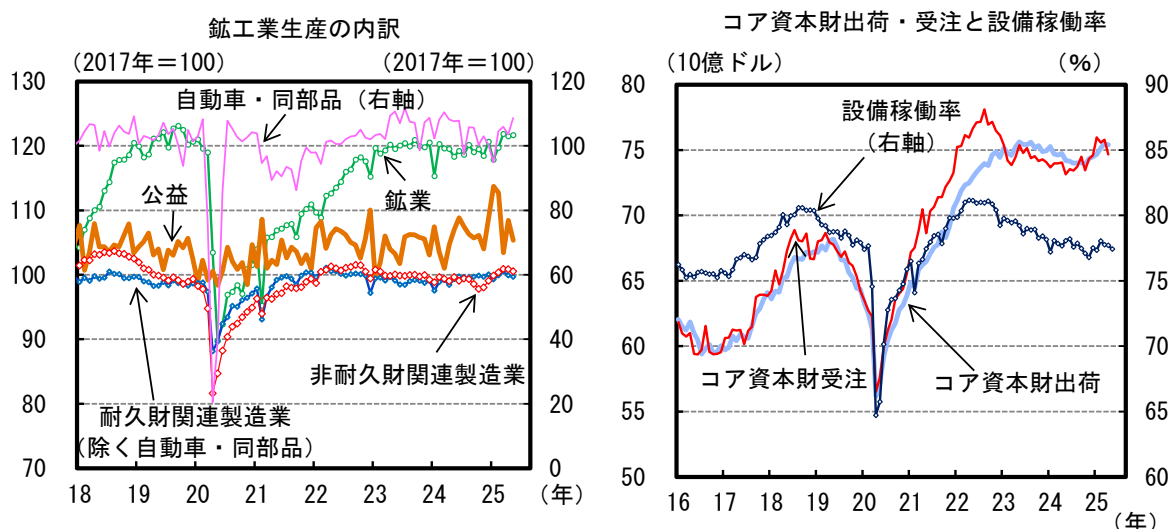
鉱工業生産指数は公益が下押し要因となりマイナス

企業の実体面に関して、2025年5月の鉱工業生産指数は前月から横ばいとの市場予想（Bloomberg 調査）に対し、前月比▲0.2%とマイナスに転じた。5月の鉱工業生産指数の内訳を確認すると、製造業（同+0.1%）と鉱業（同+0.1%）がプラスに転じた一方、公益（同▲2.9%）がマイナスに転じた。

製造業の内訳を見ると、非耐久財（前月比▲0.2%）が2カ月連続でマイナスとなった一方で、耐久財（同+0.4%）がプラスに転じた。耐久財に関しては、自動車・同部品（同+4.9%）がけん引役となった。また、その他輸送用機器（同+1.1%）、家具（同+0.9%）、木製品（同+0.9%）、電気機械（同+0.9%）も堅調な伸びとなった。この他、一次金属（同+0.2%）がプラスに転じた。他方で、非金属鉱物（同▲1.6%）と機械（同▲1.0%）が2カ月連続でマイナス、金属製品（同▲1.2%）が4カ月ぶりにマイナスに転じ、足を引っ張った。この他、その他耐久財（同▲0.4%）も2カ月連続でマイナスとなり、コンピューター・電子機器（同▲0.2%）は6カ月ぶりにマイナスとなった。非耐久財に関しては、印刷（同▲1.7%）や石油・石炭製品（同▲1.4%）のマイナス幅が大きかった。

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4月に前月比▲0.1%とマイナスに転じ、2024年10月以来のマイナスに転じた。また、先行指標であるコア資本財受注についても同▲1.5%とマイナスに転じた。続いて設備稼働率については、2025年5月は前月差▲0.3%ptの77.4%と3カ月連続で低下した。もっとも、内訳を確認すると公益が押し下げており、製造業は前月からほぼ横ばいだった。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。設備投資の先行きについて、追加関税措置はマイルド化したものの従来に比べて実効関税率は依然高く、景気に対する懸念が残る中で、資金余力の大きい企業を除けば、新規の設備投資を積極化することは当面想定しづらい。

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

足元までの経済指標を踏まえ、2025年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.1%とプラス成長への転換を見込む。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などにより民間最終需要は減速が見込まれる。2025年年間の実質GDP成長率は、前年比+1.6%と前回見通し時点から据え置いた。

米国経済の先行きにおいて、駆け込みの反動が一巡した後の個人消費の行方が注目ポイントだ。これまでは所得増によって個人消費は押し上げられてきたが、企業が労働投入を拡大することは当面難しく、実質賃金上昇率も減速することで、今後は楽観視できないだろう。こうした中で2025年に入り、鈍化してきた消費性向の伸びが加速に転じて、つまりは消費意欲の高まりが個人消費の急激な腰折れを回避する上で重要となる。

足元で消費者センチメントは上昇したが、継続的に回復できるか否かは、追加関税措置の動向次第だろう。トランプ大統領に対する世論の不満が、追加関税措置を強化する上でのハードルとなり得ると考えられる。世論の経済に対する不満の高まりを背景に、一部の共和党議員もトランプ大統領に反発するような動きを見せている。相互関税の上乗せ税率適用再開といった追加関税措置の再強化はしにくい環境にあると考えられる。

一方、トランプ大統領は“TACO”と揶揄されたことに対する報復のように、鉄鋼・アルミニウム製品に対する関税率を引き上げた。足元では、一部の民主党議員などによって新たな政治スローガンとして“TACO”を活用しようとする動きも見られる中で、トランプ大統領を過度に刺激せずにいられるかが追加関税措置の再強化を回避する上でも重要となろう。

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、%		
国内総生産 (前年同期比、%)	1.6	3.0	3.1	2.4	-0.2	2.1	1.6	1.4	1.6	1.9	1.9	2.0	2.8	1.6	1.7
個人消費	1.9	2.8	3.7	4.0	1.2	2.3	1.0	1.1	1.3	1.6	1.8	2.0	2.8	2.3	1.5
設備投資	4.5	3.9	4.0	-3.0	10.3	1.9	0.6	1.7	2.3	2.3	2.5	2.5	3.6	3.2	2.0
住宅投資	13.7	-2.8	-4.3	5.5	-0.6	0.0	0.7	1.5	2.0	2.1	2.3	2.5	4.2	0.3	1.7
輸出	1.9	1.0	9.6	-0.2	2.4	-2.5	-0.6	0.8	1.0	1.3	1.7	1.9	3.3	1.3	0.7
輸入	6.1	7.6	10.7	-1.9	42.6	-12.6	-6.6	-1.8	0.5	1.1	2.0	2.2	5.3	7.0	-1.3
政府支出	1.8	3.1	5.1	3.1	-0.7	3.3	0.0	1.4	1.4	1.8	1.5	1.3	3.4	1.9	1.4
国内最終需要	2.7	2.8	3.7	3.0	2.0	2.3	0.8	1.3	1.5	1.7	1.9	2.0	3.0	2.3	1.5
民間最終需要	2.9	2.7	3.4	2.9	2.5	2.1	0.9	1.2	1.5	1.7	2.0	2.1	3.0	2.3	1.6
鉱工業生産	-1.8	2.4	-0.6	-1.2	4.6	0.8	0.1	0.7	1.1	1.3	1.5	1.7	-0.3	1.1	1.0
消費者物価指数	3.7	2.8	1.4	3.0	3.8	1.9	5.1	2.5	3.1	2.1	2.2	2.5	2.9	3.0	2.8
失業率 (%)	3.8	4.0	4.2	4.2	4.1	4.2	4.3	4.4	4.3	4.3	4.2	4.2	4.0	4.2	4.3
貿易収支 (10億ドル)	-200	-221	-231	-251	-391	-189	-179	-171	-169	-169	-170	-172	-918	-929	-680
経常収支 (10億ドル)	-243	-277	-310	-304	-441	-235	-221	-209	-203	-198	-194	-191	-1134	-1105	-786
FFレート (%)	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	3.50	3.50	4.50	4.00	3.50
2年債利回り (%)	4.48	4.82	4.03	4.15	4.15	3.88	3.85	3.70	3.59	3.50	3.41	3.36	4.37	3.90	3.47
10年債利回り (%)	4.16	4.44	3.95	4.28	4.45	4.38	4.36	4.22	4.11	4.02	3.93	3.88	4.21	4.35	3.99

(注1) 網掛けは予想値。2025年6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 より大和総研作成

欧州経済 追加関税の影響が顕在化

米国向け輸出が急減、対米通商交渉の行方は依然不透明

橋本 政彦

[要約]

- 2025 年 1-3 月期は米国の追加関税実施前の駆け込み需要がユーロ圏経済を押し上げた一方、4 月に入ってその反動減が顕在化している。4 月の米国向け輸出は大幅に減少し、これが鉱工業生産の低下にも繋がった。4 月の米国向け輸出は、平時並みの水準まで減少しているが、2025 年 3 月までの急増分が需要の先食いであったとすれば、米国向け輸出はもう一段減少してもおかしくない。4 月の減少を以て輸出の落ち込みが一巡したと判断するのは早計だろう。
- ユーロ圏経済にとって最大のリスク要因である米国との通商交渉については、上乗せ税率の一時停止の期限である 7 月 9 日が迫っているものの、目立った進展は伝えられていない。EU は上乗せ税率が回避されたとしても、実施済みの鉄鋼・アルミニウム製品関税や自動車関税、10%の基礎税率に対して報復措置を取る可能性は残されており、引き続き交渉の行方は予断を許さない。
- 米国向け輸出の反動減が景気の下押し要因となったことは英国もユーロ圏と同様である。ただし、英国は既に米国と通商交渉で合意に至っており、その一部の実施についても正式に決定された。外需面でのリスクは他国に比べて相対的に低い。他方、内需面で労働市場が軟化しつつあり、個人消費の下振れリスクが高まっていることには注意が必要である。

ユーロ圏経済

米国追加関税実施前の駆け込み需要の反動減が顕在化

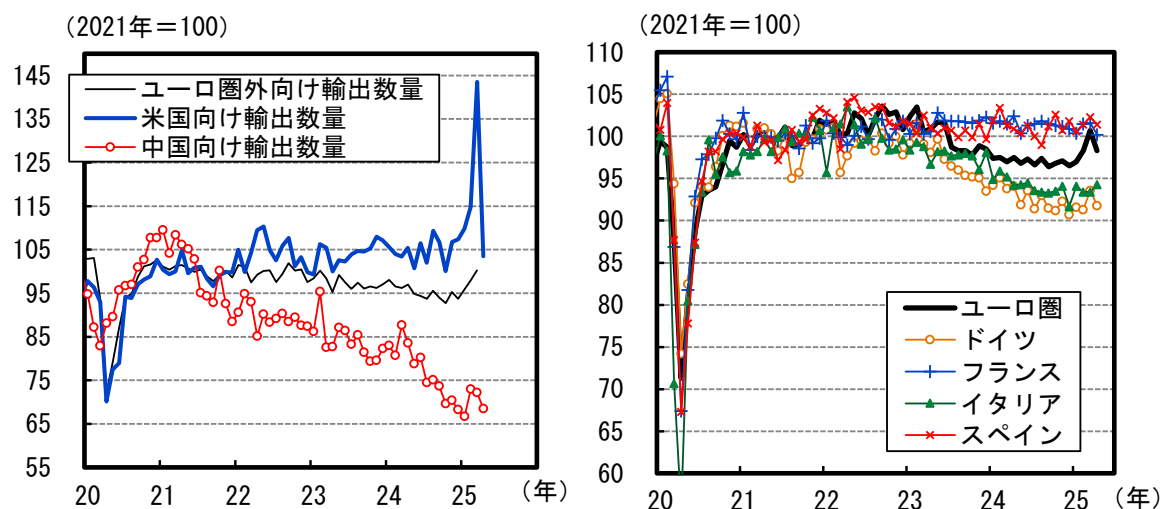
ユーロ圏の 2025 年 1-3 月期 GDP 確報値では、実質 GDP 成長率が改定値段階の前期比+0.3% から同+0.6%（前期比年率+2.5%）へと大幅に上方修正された。同時に公表された需要項目別内訳では、輸出の大幅な増加（前期比+1.9%）が押し上げ要因となったことが改めて明らかになったが、これには米国の追加関税実施前の駆け込み需要が影響しており、4 月に入ってその反動減が顕在化している。

貿易統計による 2025 年 4 月の米国向け輸出金額は、前月比▲31.2%と急減し、これを主因にユーロ圏外向け輸出金額全体も同▲8.2%と大幅に減少した。ユーロ圏外向け全体の輸出数量は 4 月分がまだ公表されていないが、米国向けは数量ベースでも同▲27.9%と急減しており、輸出全体の数量も大きく減少した可能性が高い。

また、輸出の急減を受けて、4 月の鉱工業生産指数は、前月比▲2.4%と 4 ヶ月ぶりの減少に転じた。業種別では化学が同▲8.2%となり、前月（同+4.8%）、前々月（同+4.5%）の上昇分をほぼ失ったほか、石油・石炭製品が同▲4.0%と大きく低下した。また、前月の上昇幅に比べれば低下幅は小さかったものの、コンピューター・電気機械（同▲1.9%）、機械（同▲0.9%）、金属・同製品（同▲0.7%）、自動車（同▲0.6%）など、幅広い業種で生産指数が低下した。

国別では、アイルランドの生産が前月比▲15.2%と大幅に落ち込み、ユーロ圏全体の低下幅のおよそ半分を占めた。アイルランドの鉱工業生産はそもそも毎月の振れが大きい点には注意が必要だが、医薬品を中心に輸出に占める米国向けの割合が非常に高いこともあり、4 月は対米輸出の減少が生産の減少に繋がったとみられる。この他、主要国ではドイツ（同▲1.9%）、フランス（同▲1.4%）、スペイン（同▲0.9%）で指数が低下した。

図表 1 ユーロ圏の相手地域別輸出数量（左）、ユーロ圏主要国の鉱工業生産指数（右）



（注）左図の米国向け、中国向けの最新値は 2025 年 4 月、ユーロ圏外向けは 3 月。

（出所）Eurostat より大和総研作成

米国向け輸出数量の水準に注目すると、大きく落ち込んだ 2025 年 4 月の時点で 2024 年平均と同程度と、平時並みの水準まで減少している。もっとも、2025 年 3 月までの急増分が、追加関税を回避するための駆け込み、すなわち需要の先食いであったとすれば、反動によって米国向け輸出はもう一段減少してもおかしくない。また、関税率が引き上げられていることを踏まえれば、米国向け輸出の水準は追加関税発動前よりも低下する可能性が高く、4 月の減少を以て輸出の落ち込みが一巡したと判断するのは早計だろう。上乘せ関税の実施や、半導体・医薬品に対する品目別関税に備えた駆け込みの動きが続くことで、当面の輸出・生産が下支えされる可能性はあるものの、先行きについては、慎重にみる必要があるだろう。

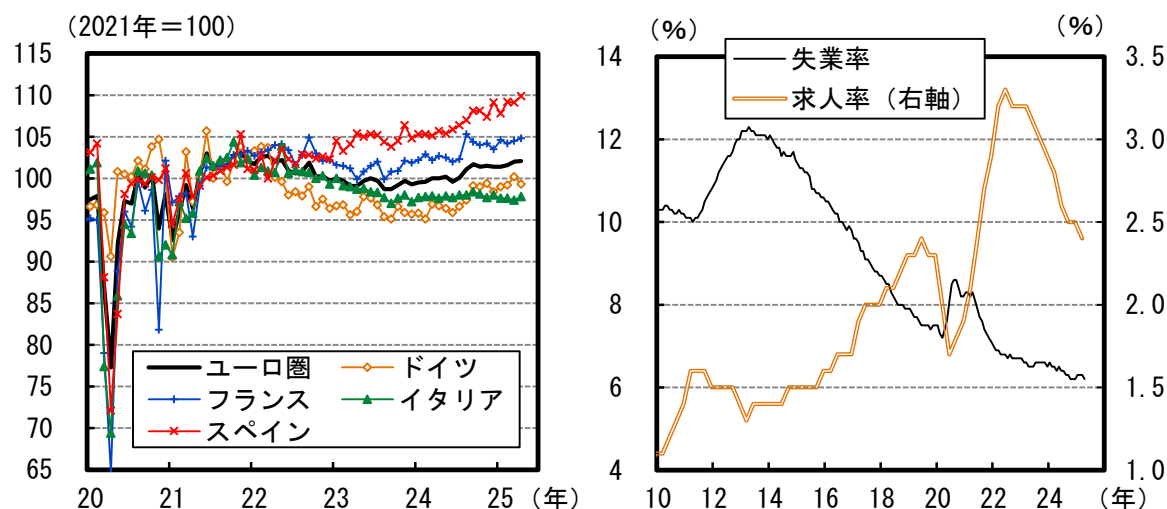
個人消費は 4 月も底堅さを維持

他方、追加関税の影響を相対的に受けづらい個人消費については、4 月に入ってから底堅い動きが継続している。2025 年 4 月のユーロ圏の実質小売上高は前月比+0.1%と、小幅ながら 3 ヶ月連続の増加を維持した。内訳を見ると、非食品（除く自動車燃料）が同▲0.3%と 3 ヶ月ぶりの減少に転じたものの、自動車燃料が同+1.3%と大幅に増加したことに加え、食品・たばこも同+0.5%と増加し全体を押し上げた。

国別では、スペインが前月比+0.7%と好調だったほか、イタリアが同+0.4%と 4 ヶ月ぶりに増加し、フランスは同+0.3%と 2 ヶ月連続で増加した。一方、ドイツについては同▲0.9%と落ち込んだが、3 月までの好調さからの反動とみられ、均してみれば増加傾向が続いている。

また、小売上高には含まれない自動車に関して、4 月の新車販売台数（ECB による季節調整値）は前月比+3.0%と増加し、水準は 2024 年 6 月以来の高さとなった。サービス消費の動向については、まだ統計で確認することができないものの、少なくとも財消費については 4 月も改善が続いたと判断できる。

図表 2 ユーロ圏主要国の実質小売上高（左）、ユーロ圏の失業率と求人率（右）



(出所) Eurostat より大和総研作成

こうした個人消費の安定は、労働市場が底堅さを維持していることが大きく寄与していると

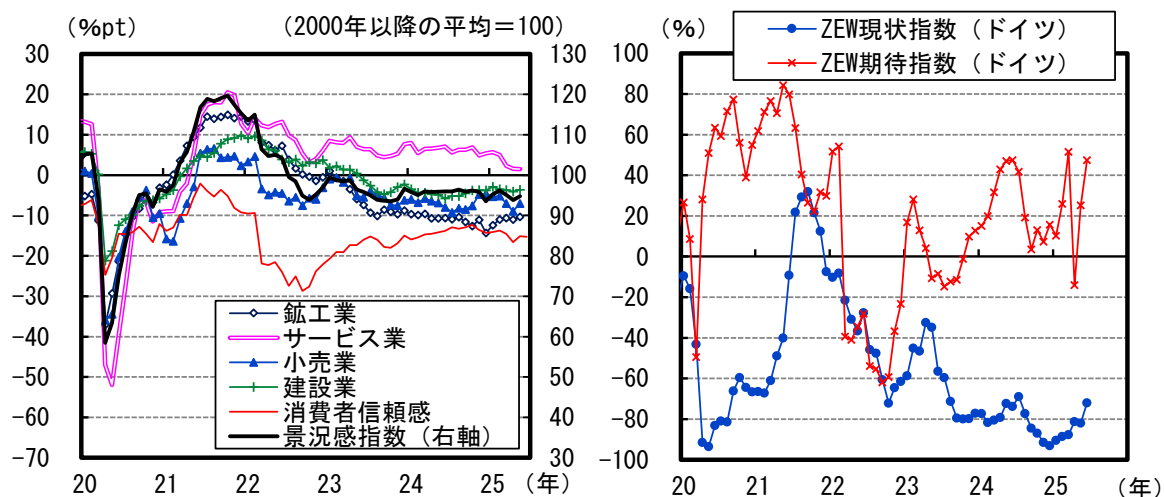
みられる。1-3 月期のユーロ圏の就業者数は前期比+0.2%となり、増加ペースが前期(同+0.1%)から加速した。また、4 月の失業率は 6.2%と 6 ヶ月ぶりに低下し、再び統計開始以来最低水準まで低下した。求人率に見る企業の労働需要は徐々に減少しているものの、それでもなおコロナ禍前のピークを上回る高水準にあり、労働市場の改善基調は今後も継続すると見込まれる。

5 月の景況感指数は 3 ヶ月ぶりに上昇

5 月以降の状況に関して、ハードデータはまだほとんど公表されていないため、マインド統計で状況を確認していくと、欧州委員会が公表する 2025 年 5 月の景況感指数(総合)は、前月差+1.0pt と 3 ヶ月ぶりの上昇に転じた。水準は 94.8 と、1-3 月期平均(95.5)に比べれば低く、経済成長ペースの鈍化を示唆するものの、低下に歯止めが掛かったという点では安心感のある結果である。

内訳では、小売業(前月差+1.9pt)、消費者信頼感(同+1.5pt)の改善幅が大きく、いずれも 3 ヶ月ぶりの上昇に転じたことが押し上げに寄与した。また、建設業(同+0.5pt)が 4 ヶ月ぶりに上昇したことに加え、鉱工業(同+0.7pt)は 2 ヶ月ぶりの上昇に転じている。EU に関しては 5 月の段階で米国との通商交渉に関する目立った進展はなかったが、英国との合意成立や、中国との間で相互に追加関税率を引き下げたことが、ユーロ圏でも製造業のマインド改善に繋がったとみられる。他方、サービス業については同▲0.1pt と小幅ながら 4 ヶ月連続で低下しており、指数の水準は相対的には高いものの、低下基調が続いている。

図表 3 ユーロ圏の景況感指数と内訳(左)、ZEW 景況感指数(右)



(注) 右図は消費者信頼感のみ 2025 年 6 月が最新値、それ以外の最新値は 2025 年 5 月。

(出所) 欧州委員会、ZEW より大和総研作成

国別では、ドイツが前月差+1.5pt と 5 ヶ月連続で改善し、このところ持ち直し基調を強めている。また、イタリアは同+2.8pt と 4 ヶ月ぶりの上昇に転じた。他方で、スペインが同▲0.4pt と 3 ヶ月ぶりに低下したほか、フランスは鉱工業、およびサービス業の低下を主因に同▲3.5pt と大きく落ち込んだ。

なお、ドイツでの景況感の改善については、欧州委員会の景況感指数のみならず、PMI や ifo 景況感指数などでも確認できる。また、投資家に対する調査である ZEW 指数は、6 月の期待指数が前月差+22.3pt と大幅に上昇し、5 月の上昇と合わせて 4 月の低下分をほぼ取り戻した。加えて、現状指数も同+10.0pt と大きく改善し、2024 年 7 月以来の高さとなった。ドイツの景況感、とりわけ将来への期待の改善については、拡張財政への期待感を強く反映したものとみられるが、各種調査における現状判断の改善傾向を踏まえれば、財政の拡大を待たずして、ドイツ経済は徐々に回復へと向かいつつある。

ECB は利下げサイクル停止を示唆

金融政策に関して、6 月 5 日に開催された理事会で ECB は、市場予想通り 0.25%pt の利下げを実施し、政策金利（預金ファシリティ金利）の水準は 2.00%となった。政策金利の引き下げは 7 会合連続、2024 年 6 月の利下げサイクル開始から 8 回目の利下げとなる。

金融政策の先行きについては、従来通り、データ次第、会合ごとに判断していくというスタンスを維持したものの、結果公表後のラガルド総裁の会見は、利下げの停止を強く意識させる内容となった。象徴的だったのは、利下げ後の政策金利の水準に関して、今後の不確実性に対処するのに「良い位置にいる (good position, well-positioned)」と繰り返し発言したことだろう。また、「金融政策のサイクルは終わりを迎えつつある」とも発言している。

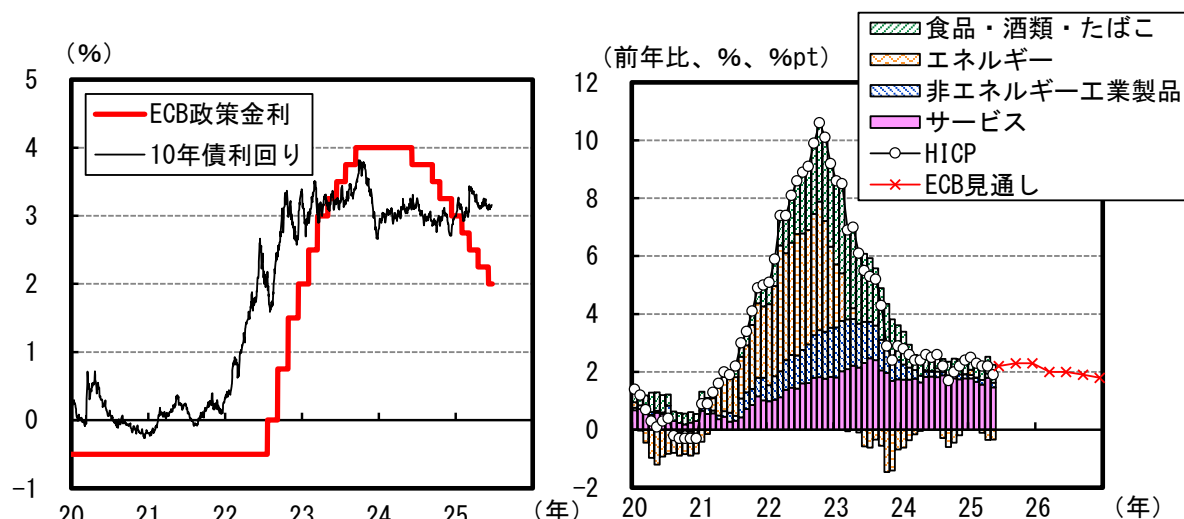
こうした発言の背景には当然ながら、2%のインフレ目標達成が近づいていることがある。6 月の理事会で公表された経済見通しでは、HICP（消費者物価指数）の予想は 2025 年が前年比+2.0%、2026 年が同+1.6%、2027 年が同+2.0%とされた。2026 年には目標の同+2.0%を下回る予想となったが、これに関してラガルド総裁は、ユーロ高、原油安の影響と説明しており、むしろコア HICP の予測が 2026 年、2027 年とも同+1.9%と 2%近辺で安定する見通しであることを強調した。

経済成長率については、2025 年が前年比+0.9%、2026 年が同+1.1%、2027 年が同+1.3%となり、2026 年が 0.1%pt 引き下げられたが、基本的な見方は前回の 3 月見通しからほぼ変わっていない。最大の不確実性である米国の追加関税に対する警戒感は変わっておらず、経済予測では追加関税に関する代替シナリオも検討されているが、現状の追加関税率が維持されるベースシナリオにおいては、景気の腰折れは回避されるという見通しである。こうした見方も、追加利下げの必要性が低下していることの要因になっているとみられる。6 月理事会でのラガルド総裁の発言から判断する限り、次回、7 月の理事会では利下げは見送られる可能性が高い。

もっとも、ECB は追加利下げを否定しているわけではなく、景気、インフレ率が想定を下回るリスクが高まる場合にはさらなる利下げを検討することになる。この点、やはり米国との通商交渉の行方が大きなカギとなる。EU と米国との通商交渉については、上乗せ税率の一時停止の期限である 7 月 9 日が迫っているものの、目立った進展が伝えられていない。また、英国との合意の例を見る限り、期限までに米国との合意に達したとしても、相互関税の基礎税率 10%

が撤廃される可能性は極めて低いとみられる。その意味では、ECBが見通しにおいてベースラインの前提としたシナリオは、現実的には最良に近い。さらに、EUは上乗せ税率が回避されたとしても、実施済みの鉄鋼・アルミニウム製品関税や自動車関税、10%の基礎税率に対して報復措置を取る可能性は残されている。相互関税導入当初に比べて追加関税を巡る対立や交渉に関する報道が落ち着いたことなどから、米国の追加関税に対する警戒は和らいでいるが、引き続き交渉の行方は予断を許さない。

図表4 ユーロ圏の政策金利と長期金利（左）、ユーロ圏のHICPとECB見通し（右）



(出所) Bloomberg、Eurostat、ECB より大和総研作成

英国経済

4月GDPは小幅に低下、輸出の駆け込みからの反動が下押し

1-3月期は想定以上の高成長となった英国経済は、4月に入って景気拡大が足踏みしている。英国の2025年4月の月次GDPは、前月比▲0.3%となり、6ヵ月ぶりの減少に転じた。業種別に見ると、サービス部門が同▲0.4%と6ヵ月ぶりの減少に転じたことに加え、生産部門が同▲0.6%と2ヵ月連続で減少した。一方、建設業については同+0.9%と3ヵ月連続で増加し、増加幅が前月から加速した。

生産部門では、温暖な気候により電気・ガス・水道が前月比▲4.3%と大幅に減少したことに加え、製造業の生産が同▲0.9%と減少したことが全体を下押しした。製造業の内訳では、輸送用機械が同▲5.2%と大幅に減少したほか、化学（同▲2.5%）、機械（同▲2.1%）の減少幅が大きかった。輸送用機械の生産の落ち込みに関して、ONS（英国国家統計局）は、モデルチェンジや主要輸出市場での需要の減少など、複合的な要因が生産減少に繋がったとコメントしている。

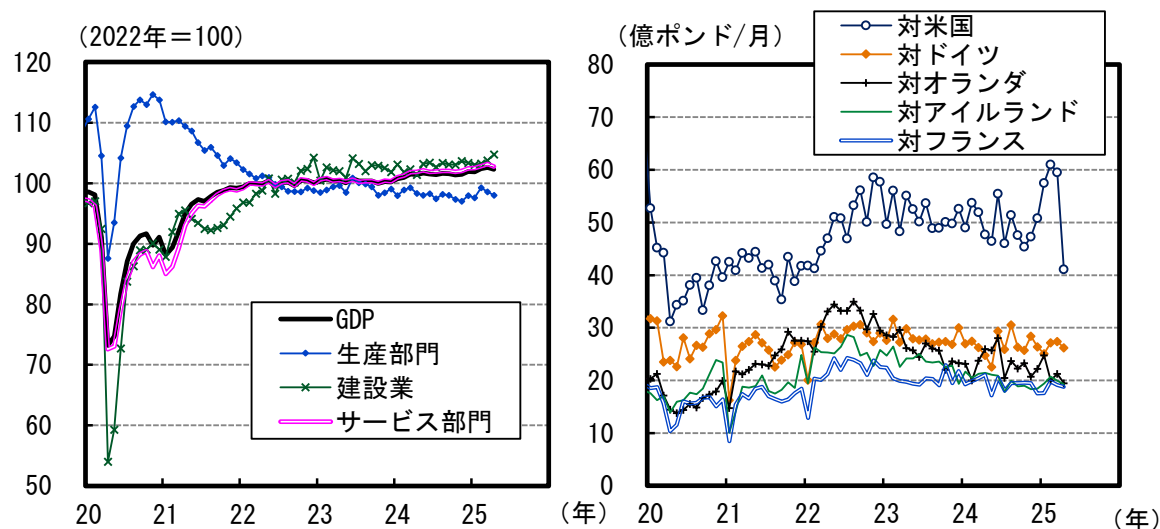
輸出の減少については、ユーロ圏と同様に4月からの米国による追加関税が影響した。貿易統計によれば、4月の対米輸出金額（季節調整値）は前月比▲30.9%と1997年の統計開始以来、最大の減少幅となり、2021年11月以来の低水準まで落ち込んだ。米国向け輸出を品目別（原系列）に見ると、多くの品目で輸出が減少したが、輸送用機械が前月差▲8.4億ポンドと大幅に減

少し、全体の減少額（同▲19.8 億ポンド）の 4 割程度を占めたほか、鉄鋼などを含む素材加工品が同▲7.6 億ポンドと大きく減少した。米国向け輸出の急減を主因に、輸出金額全体は名目ベースで前月比▲8.8%、実質ベースでは同▲8.1%と大きく落ち込んでおり、ONS がコメントした輸送用機械のみならず幅広い業種で対米輸出の減少が生産の下押し要因になったとみられる。

一方、サービス部門に関して、最大の押し下げ要因となったのは専門・企業向けサービスが前月比▲2.4%と大幅に落ち込んだことである。ONS によれば、4 月からの土地印紙税の引き上げ前の駆け込みに対する反動によって、3 月から 4 月にかけて住宅取引が 63.5%減少したとされ、これが生産を下押しした。加えて、卸売・小売業の生産が同▲1.2%と 6 ヶ月ぶりの減少に転じたこともサービス部門の GDP を押し下げた。実質小売売上高が同+1.2%と好調だった一方で、卸売業の売上減少が下押し要因となっており、これは既述の輸出や鉱工業生産の減少に関連したものとみられる。

なお、4 月の英国経済を大きく下押しした米国の追加関税に関して、英国は 5 月の段階で米国と引き下げに合意していたが、トランプ大統領は 6 月 16 日にその一部の実施に関する大統領令を発令した。これによって自動車については年間 10 万台を上限に関税率が 25%から 10%に引き下げられることが正式に決定された。自動車輸出のさらなる下振れリスクは軽減したといえるだろう。他方、5 月の合意に含まれていた鉄鋼・アルミニウム製品関税撤廃の詳細については大統領令には含まれておらず、協議が続けられていく見込みである。英国経済に与える影響は自動車に比べれば小さいとみられるが、合意内容が履行されない可能性も残されており、今後の協議の動向が注目される。

図表 5 英国の月次 GDP と内訳（左）、英国の主要相手国向け輸出金額（右）



(出所) ONS より大和総研作成

給与所得者数は減少幅拡大、個人消費の下振れリスクに

米国との通商交渉が合意に至ったことで、英国の外需の先行きを巡る不透明感は他国に比べて相対的に低い。だが一方、内需面で労働市場が徐々に軟化していることには注意が必要であ

る。この点においては既述のユーロ圏よりも状況が悪い。

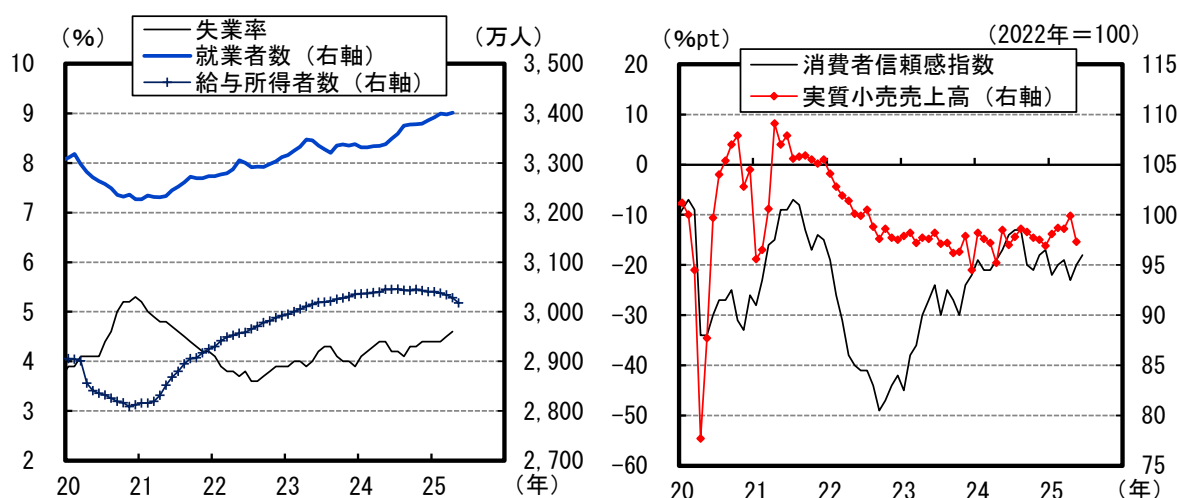
労働市場の動向を見ていくと、2025年2～4月の失業率は4.6%と2ヵ月連続で上昇し、2021年5～7月以来の高さとなった。失業者数は前月差+2.6万人と3ヵ月連続で増加しており、振れを伴いつつ、2022年半ばを底に緩やかな増加傾向にある。労働力調査による2～4月の就業者数は同+3.6万人と増加しており、いまのところ目立った悪化は見られていない。しかし、源泉徴収データに基づく給与所得者数は2024年11月から2025年5月まで7ヵ月連続で減少が続いており、しかも、5月の減少幅は同▲10.9万人と2020年5月以来の大きさとなった。

また、賃金動向についても、2～4月の賃金上昇率（含む賞与）は前年比+5.3%と引き続き高い伸びを維持しつつ、上昇ペースは2ヵ月連続で低下した。4月はエネルギー価格の上昇や制度変更による公共料金の上昇などからインフレ率が加速したこともあり、2～4月の実質賃金の伸びは同+1.5%と2024年6～8月以来の低さまで低下している。

足元の労働市場の軟化には、4月から国民保険料の企業負担分が増加したことが影響している可能性が高い。企業は雇用削減と賃金抑制によって、負担増による収益への悪影響を和らげているとみられ、こうした動きはしばらく続くと思込まれる。必然的に個人消費が減速するリスクも高まっている。

実際、英国の2025年5月の実質小売売上高は前月比▲2.7%と大幅に減少した。好調だった4月からの反動もあるとみられるものの、減少幅は4月の増加幅（同+1.3%）よりも大きく、水準は2024年12月以来の低さまで落ち込んでいる。内訳では食料品（同▲5.0%）や、家庭用品（同▲2.5%）の減少幅が特に大きかったが、主要業種は軒並み前月から減少している。また、消費者信頼感指数は、5月、6月と2ヵ月連続で改善したもの引き続き水準は低く、これにも労働市場の動向が影響している可能性がある。実質賃金は上昇幅を縮小しつつも、まだ増加を維持していることから、個人消費の減少が続くリスクは低いものの、当面の回復ペースは緩慢なものになると見込まれる。

図表6 英国の失業率・就業者数・給与所得者数（左）、実質小売売上高と消費者信頼感（右）



(出所) ONS、GfK より大和総研作成

BOE は 6 月金融政策委員会では利下げを見送り、慎重な利下げペースを維持

6 月 19 日に結果が公表された金融政策委員会では、BOE は政策金利を 4.25% に据え置くことを決定した。政策金利の据え置きは 2 会合ぶり、BOE は 2 会合ごと、3 ヶ月に一度の利下げペースが維持されたことになる。

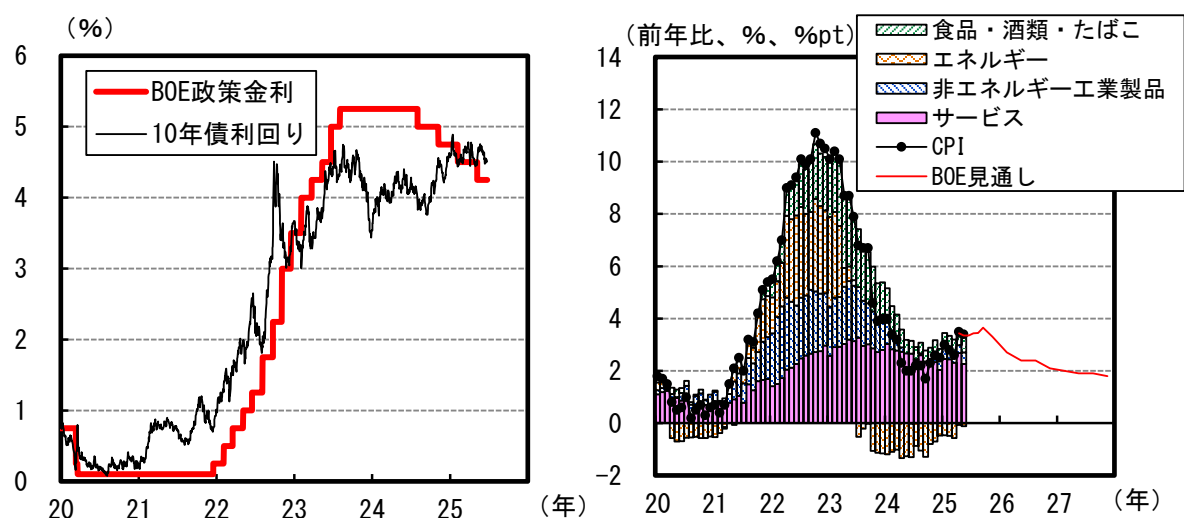
政策決定における投票では 9 名の委員のうち、6 名が据置きに賛成する一方、3 名は 0.25%pt の利下げを実施すべきとして反対票を投じており、全体としてハト派寄りの現状維持であったといえる。前回、5 月の委員会で 0.50%pt の利下げを主張したディングラ委員、テイラー議員に加えて、ラムズデン副総裁が利下げに票を投じた。

声明文では BOE は英国経済の現状に関して、1-3 月期の GDP は前期比 +0.7% と高い成長率になったにもかかわらず、「基調的な成長率は弱いまま」とし、慎重な見方を示した。また、賃金の先行きについては、「年内は大幅な減速を予想している」という判断は変わっていない。

だが、こうした英国経済の足元の状況を踏まえた上でも、さらなる金融緩和を実施する強い根拠は示されなかったとし、金利の据え置きを決めた。金融政策委員会の直前に公表された 5 月の CPI (消費者物価指数) は、前年比 +3.4% と前月 (同 +3.5%) から上昇幅が縮小したものの、なおも目標の 2% から離れている。また、インフレ率については引き続き上下双方向のリスクがあるとの見方は変わっていないことから、引き締め度合の緩和に向けては段階的かつ慎重なアプローチが適切であるというスタンスが維持された。

こうした 6 月会合での経緯を踏まえると、BOE の利下げペースが加速するためのハードルは高い。経済成長率やインフレ率が想定から大きく外れない限り、これまで通り 2 会合ごとのペースでの利下げサイクルが続くのが基本シナリオと考えられ、次回、8 月の会合では 0.25%pt の追加利下げが決定されとの予想を維持する。

図表 7 英国の政策金利と長期金利 (左)、CPI 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		1.0%	0.9%	1.6%	1.2%	2.5%	0.1%	0.2%	1.0%	1.3%	1.5%	1.6%	1.7%	0.9%	1.2%	1.2%
家計消費支出		1.8%	0.4%	2.1%	1.9%	0.8%	0.5%	0.6%	0.8%	1.1%	1.2%	1.4%	1.4%	1.0%	1.1%	1.0%
政府消費支出		1.2%	3.8%	3.0%	1.7%	-0.1%	0.5%	0.8%	1.2%	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	2.8%	1.2%	1.5%
総固定資本形成		-7.4%	-9.3%	7.4%	2.9%	7.5%	0.7%	1.2%	1.6%	2.1%	2.3%	2.5%	2.8%	-1.9%	3.0%	1.9%
輸出		2.9%	8.6%	-6.1%	-0.0%	7.6%	-1.9%	-5.5%	0.2%	1.6%	1.9%	2.2%	2.5%	1.0%	0.5%	0.4%
輸入		-2.4%	6.4%	1.8%	-0.5%	5.8%	-1.1%	-3.8%	0.7%	1.9%	2.3%	2.6%	2.8%	0.2%	1.3%	1.0%
前年同期比（除く失業率）																
国内総生産		0.5%	0.6%	0.9%	1.2%	1.5%	1.3%	1.0%	0.9%	0.7%	1.0%	1.4%	1.6%	0.9%	1.2%	1.2%
家計消費支出		0.9%	0.6%	1.1%	1.6%	1.3%	1.3%	0.9%	0.7%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%	1.0%	1.1%	1.0%
政府消費支出		2.1%	2.6%	2.8%	2.4%	2.1%	1.3%	0.7%	0.6%	1.1%	1.4%	1.7%	1.9%	2.8%	1.2%	1.5%
総固定資本形成		-0.7%	-3.0%	-1.4%	-1.8%	1.9%	4.6%	3.0%	2.7%	1.4%	1.8%	2.1%	2.4%	-1.9%	3.0%	1.9%
輸出		-0.6%	2.1%	1.5%	1.2%	2.3%	-0.2%	-0.1%	-0.0%	-1.4%	-0.5%	1.5%	2.0%	1.0%	0.5%	0.4%
輸入		-2.0%	-0.4%	1.7%	1.3%	3.3%	1.5%	0.0%	0.4%	-0.6%	0.3%	1.9%	2.4%	0.2%	1.3%	1.0%
鉱工業生産（除く建設）		-4.7%	-4.1%	-1.7%	-1.6%	1.4%	1.5%	2.0%	2.4%	0.9%	1.5%	2.0%	2.3%	-3.1%	1.8%	1.7%
実質小売売上高		0.1%	0.3%	2.0%	2.0%	2.0%	2.3%	1.3%	0.9%	0.9%	0.6%	0.9%	1.1%	1.1%	1.6%	0.9%
消費者物価		2.6%	2.5%	2.2%	2.2%	2.3%	2.1%	2.2%	2.0%	1.7%	1.8%	1.8%	2.0%	2.4%	2.1%	1.8%
生産者物価		-7.9%	-4.4%	-2.7%	-1.5%	2.3%	0.5%	-0.0%	-0.9%	-1.6%	2.3%	2.2%	2.2%	-4.2%	0.5%	1.3%
失業率		6.5%	6.4%	6.3%	6.2%	6.3%	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	44.3	35.6	32.5	63.2	48.8	48.5	51.9	55.7	59.5	63.3	67.2	169.8	212.5	245.7
経常収支		108.9	133.4	90.1	83.2	131.8	148.0	145.1	147.2	150.1	152.9	155.9	159.1	415.6	572.0	618.0
独 国債10年物（期中平均）																
		2.31%	2.49%	2.29%	2.26%	2.58%	2.56%	2.52%	2.48%	2.45%	2.43%	2.42%	2.40%	2.34%	2.53%	2.43%
欧 政策金利（末値）		4.00%	3.75%	3.50%	3.00%	2.50%	2.00%	2.00%	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6月23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%	0.2%	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%	0.4%	0.8%	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%	1.5%	1.8%	1.8%	1.5%	1.2%	1.0%	1.0%	3.0%	0.9%	1.4%
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%	0.4%	-2.5%	0.5%	1.5%	2.2%	2.5%	2.7%	-1.2%	1.4%	1.1%
輸入	-1.6%	23.8%	-10.9%	11.9%	8.7%	-0.2%	-1.5%	0.5%	1.1%	1.6%	1.8%	1.9%	2.7%	3.9%	0.8%
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%	0.9%	1.0%	1.3%	0.9%	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%	0.9%	1.0%	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%	1.3%	0.7%	0.8%	0.8%	1.6%	1.6%	1.4%	1.2%	3.0%	0.9%	1.4%
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%	1.6%	1.1%	3.1%	-0.0%	0.4%	1.7%	2.2%	-1.2%	1.4%	1.1%
輸入	-0.7%	3.4%	3.1%	5.0%	7.6%	2.0%	4.6%	1.8%	-0.0%	0.4%	1.3%	1.6%	2.7%	3.9%	0.8%
鉱工業生産	-0.2%	-1.5%	-1.9%	-1.1%	-0.2%	0.1%	0.7%	1.5%	0.6%	1.1%	1.0%	1.0%	-1.2%	0.5%	0.9%
実質小売売上高	-0.1%	-1.0%	1.4%	1.2%	0.8%	1.8%	0.7%	1.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	0.4%	1.3%	1.1%
消費者物価	3.5%	2.1%	2.0%	2.5%	2.8%	3.4%	3.6%	3.3%	2.5%	2.1%	2.1%	2.1%	2.5%	3.3%	2.2%
生産者物価（出荷価格）	0.3%	1.3%	0.3%	-0.4%	0.2%	1.2%	2.4%	3.0%	2.7%	2.3%	2.3%	2.2%	0.4%	1.7%	2.3%
失業率	4.3%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.6%	4.7%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%	4.5%	4.3%	4.6%	4.6%
10億英ポンド															
貿易収支	-47.5	-64.1	-52.7	-61.8	-59.2	-59.0	-59.6	-59.6	-59.1	-58.0	-56.6	-55.8	-226.0	-237.3	-229.5
経常収支	-15.9	-26.3	-12.5	-21.0	-18.7	-17.6	-18.0	-18.1	-17.6	-17.0	-16.5	-15.9	-75.7	-72.4	-67.0
国債10年物（期中平均）	4.03%	4.20%	4.00%	4.35%	4.60%	4.59%	4.46%	4.27%	4.11%	3.94%	3.76%	3.72%	4.14%	4.48%	3.88%
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6月23日時点）。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国：内巻（破滅的競争）と上乗せ関税の行方

追加関税大幅引き下げでも製造業 PMI は 50 割れが続く

齋藤 尚登

[要約]

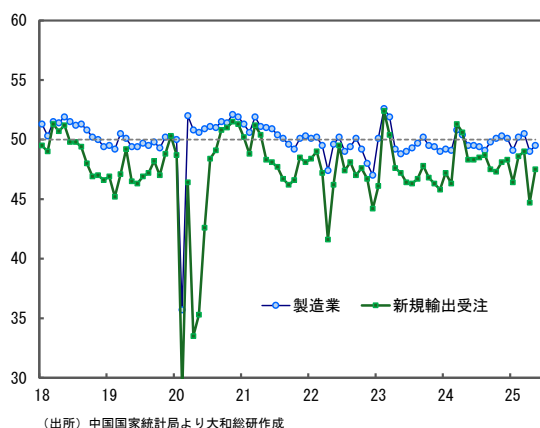
- 中国語の「内巻」とは過剰な内部競争により、全員が消耗することをいい、英語の「Involution」の訳語である。自動車産業で起きているのは、行き過ぎた価格競争による不毛な消耗戦であり、収益率は大きく低下している。中国の自動車産業はEVの伸長を背景に、スポットライトを浴びることが多いが、国内では「内巻」に巻き込まれ、疲弊しているというのが実情であろう。
- 今年の「6.18」ネットセールは家電や自動車の買い替え促進のための補助金政策が、売上を押し上げると期待されたが、一部地方の補助金の払底が抑制要因となったようだ。補助金を利用して家電を購入する人々にしてみると、補助金額には限りがあり、政策の恩恵を早く享受したいとのインセンティブが働く。家電などについて、2025年1月～5月までの好調が今後も持続できるか否かは、補助金政策の持続性に依る。また、補助金による需要喚起は需要の先食いの面があり、山が高ければその反動減も深くなることに注意が必要であろう。
- 米国は2025年4月9日、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。中国からの輸入には一時は2月からの累計で145%の追加関税がかけられていたが、中国以外の国・地域への上乗せ関税の90日間停止措置によって、中国からの迂回輸出は温存された可能性が高い。米トランプ大統領にとって、貿易赤字は「悪」であり、この間に貿易赤字が急増し、米国に迂回輸出の拠点と見做された国・地域については、7月上旬以降、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懸念がある。こうした国・地域に進出している日本企業にとって、大きなリスク要因となろう。

5月14日の米中追加関税大幅引き下げでも製造業 PMI は 50 割れが続く

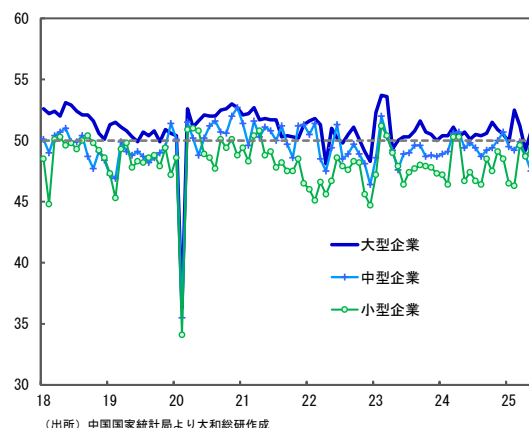
中国国家统计局によると、2025 年 5 月の製造業購買担当者景気指数（PMI）は 49.5 となり、4 月の 49.0 から若干改善したものの、拡大と縮小の境目である 50 を 2 カ月連続で下回った。新規輸出受注は 4 月の 44.7 から 5 月は 47.5 に回復したにとどまった。この背景には、①5 月 14 日（発表は 12 日）の米国・中国の関税の大幅引き下げ後も、米国は中国からの全ての輸入に対して 30%（「フェンタニル関税」20%+相互関税のうちベース関税 10%）という高い追加関税率を維持していること、②上乗せ関税（対中国は 24%）賦課の可能性を含め、交渉の先行きは不透明であること、さらに、③すそ野が広い自動車産業が「内巻」（破滅的競争）によって疲弊を余儀なくされていること、なども回復を限定的なものにした可能性がある。加えて、6 月に入ると、自動車・家電の買い替え補助金政策が、補助金の払底によって中断を余儀なくされた地方の存在が報道されている。回復は一筋縄ではいかないようだ。

特に心配なのは、中小企業だ。企業規模別製造業 PMI を見ると、2025 年 5 月は大型企業が 50.7 となり、2 カ月ぶりに 50 を上回ったのに対して、中型企業は 4 月の 48.8 から 5 月は 47.5 と一段と悪化した。中型企業の 50 割れは 5 カ月連続、小型企業は 13 カ月連続となっている。政策の恩恵が国有企業（大型企業）に集中し、民営企業（多くは中小企業）が蚊帳の外に置かれる「国進民退」の継続が示唆されている。

製造業 PMI と新規輸出受注の推移



企業規模別製造業 PMI の推移



「内巻」（破滅的競争）で疲弊する中国の自動車産業

中国自動車工業協会によると、2025 年 1 月～5 月の自動車販売台数は前年同期比 10.9%増（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、2024 年の 4.5%増から伸び率が高まった。これは、2024 年 7 月 25 日に発表された自動車買い替えに対する補助金政策が奏功したものである。政府から購入者に対する補助金は、ガソリン車は 1 台当たり従来の 0.7 万元（2025 年 6 月 23 日時点で 1 元＝20.4 円）から 1.5 万元に、EV（電気自動車）など NEV（新

エネルギー車）は同様に1万元から2万元へと2倍に引き上げられた。

一方で、中国国家统计局が発表する自動車販売金額は低迷が続いている。2024年は0.5%減、2025年1月～5月は0.1%減であった。販売台数と販売金額の増減率の差は熾烈な価格競争によるものである。こうした中、5月23日にNEVメーカー最大手のBYDが今年3度目の値下げを発表し、業界を震撼させた。対象はNEVの22モデルであり、PHV（プラグインハイブリッド車）のセダン「海豹（シーガル）07」の値下げ率は34.0%に達した（価格は15.58万元→10.28万元）。この他、吉利自動車、奇瑞自動車など多くの自動車メーカーが追随し、価格競争が一段と激化した。

これを危機的な状況と捉えた中国自動車工業協会は5月31日、「公平な競争力維持と産業の健全な発展促進に関する提言」を発表した。具体的には、①全ての企業は公平な競争原理を厳格に守り、法規に基づく経営を行う、②規模や価格などで優位性を有する企業は市場を独占せず、他の企業の生存空間を圧迫せず、他の経営者の合法的権利・利益を損なわない、③企業は法に基づき商品価格を値下げする場合を除き、原価割れの価格で商品を不当に販売したり、虚偽の宣伝で消費者をミスリードしたり、市場秩序を乱したりするなど、産業と消費者の根本的利益を損なってはならない、などとした。

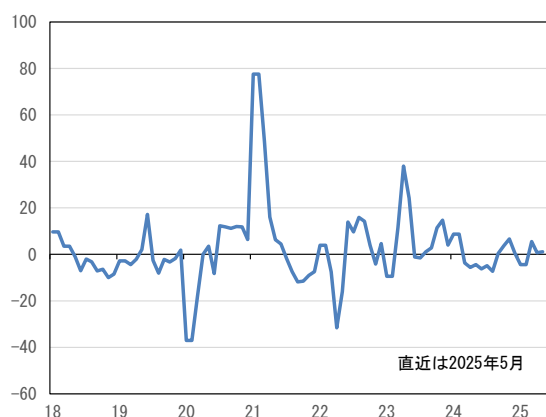
中国語の「内卷」とは過剰な内部競争により、全員が消耗することをいい、英語の「Involution」の訳語である。自動車産業で起きているのは、行き過ぎた価格競争による不毛な消耗戦であり、収益率は大きく低下している。国家统计局によると、かつて7%～8%あった自動車産業の売上高利益率は、2024年は4.3%、2025年1月～4月には4.1%に低下した。「内卷」によって、①企業の利益を一段と圧迫し、技術革新（イノベーション）のための投資が抑制される、②製品の品質やアフターサービスの保証に悪影響を与え、産業全体の健全な発展を阻害する、③この結果、消費者の権利・利益を損ない、安全上の危険をももたらす、ことなどが懸念されている。

自動車メーカーの「内卷」は、部品メーカーやカー・ディーラーにも過度の負担を強いる。部品メーカーに対して、一方的な値下げの通告など、過酷な「下請けいじめ」が行われているであろうことは想像に難くない。2025年6月12日には主要自動車メーカーがサプライヤーへの支払いを60日以内とすることを発表した。当然これは当局の指導によるものであり、支払いの遅延が大きな問題となっていたことの証左となろう。ディーラーについては、全体の41.7%が2024年に損失を計上したと報道されている。これは赤字販売が主因だ。

中国の自動車産業はEVの伸長を背景に、スポットライトを浴びることが多いが、国内では「内卷」に巻き込まれ、疲弊しているというのが実情であろう。「内卷」の防止は、自動車メーカーの生存空間を拡大・維持するメリットがあるが、弱小メーカーの淘汰を遅らせる要因にもなり得る。NEVの完成車メーカーは2019年のピークには486社を数えたが、その後は大々的な淘汰が行われ、現在では40社～50社に減少したといわれる。それでも、量産体制が構築されているのは20社程度とされる。産業の集約はまだ道半ば、ということだ。今後、中国当局は競争原理と監督管理という二律背反的なバランスをとっていくことになるが、その匙加減はとても難しい。

自動車販売金額の推移（前年同月比）

（単位：％）

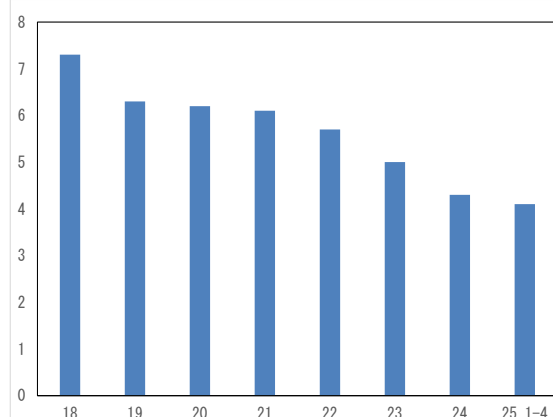


（注）1～2月は平均値

（出所）中国国家统计局より大和総研作成

自動車産業の売上高利益率

（単位：％）



（出所）中国国家统计局より大和総研作成

消費回復に水を差す家電買い替え促進補助金の払底

中国のデータシンクタンク「星図データ」の推計によると、e コマース業界最大手の JD.com の創業記念日である 6 月 18 日までの大規模なネットセール（以下、「6.18」）は、総合 EC モールとライブコマースを合わせて前年のセール期間比 9.9%増の 8,556 億元を売り上げた。ただし、これはセール期間の長期化によるところが大きい。昨年は 5 月 20 日～6 月 18 日まで、今年は 5 月 13 日～6 月 18 日までをセール期間とするところが比較的多かった。1 日当たりでは、2024 年の 259.5 億元から 2025 年は 231.2 億元へと 10.9%減となった。11 月 11 日までの「独身者の日」のネットセールも同様であるが、コロナ禍以降、中国のネットセールは完全にその勢いを失っている。

今年の「6.18」は家電や自動車の買い替え促進のための補助金政策が、売上を押し上げると期待されたが、一部地方の補助金の払底が抑制要因となってしまったようだ。新疆ウイグル族自治区は同政策を 6 月 11 日より停止し、重慶市、湖北省、江蘇省、四川省などでも補助金が受け取れなかったり、購入制限が講じられたりした。「6.18」のセール期間は終了したが、広西チワン族自治区では 6 月 21 日以降、同政策を一時的に停止するなどしている。

2025 年 3 月に開催された第 14 期全国人民代表大会（全人代）第 3 回会議では、自動車・家電買い替え補助金として、超長期特別国債から 3,000 億元を拠出するとした。2024 年の補助金額 1,500 億元から 2 倍になった計算だ。そして、1 月と 4 月にそれぞれ 810 億元が各地方政府に割り当てられたが、残り 1,380 億元の分配を前に、一部地方で資金が払底してしまったということなのであろう。中国政府には、補助金の早急な配分と、政策継続のための追加的手配を進めることが求められる。後述するように、2025 年 1 月～5 月の家電や通信機器の販売は急増しており、政策効果は大きい。しかし、これが効けば効くほど、需要の先食いをしていることになる。政策終了後の反動減には要注意だ。

以下では、2025 年 5 月（もしくは 1 月～5 月）の中国経済動向を概観する。

家電の買い替え促進策などが奏功し、2025 年 5 月の消費は堅調

2025 年 5 月の小売売上は 6.4%増となり、4 月の 5.1%増から加速した。

小売売上の増加を支えているのは、中国政府による家電の買い替え促進のための補助金政策である。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」）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 元まで）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 元の補助金が支給される政策も開始された。2025 年 5 月の家電・音響映像機材の販売金額は実に 53.0%増、1 月～5 月は 30.2%増を記録した（2024 年は 12.3%増）。同様に 5 月の通信機器販売金額は 33.0%増（1 月～5 月は 27.1%増）となり、伸びは 2024 年の 9.9%増から大きく加速している。

補助金を利用して家電を購入する人々にしてみると、補助金額には限りがあり、政策の恩恵を早く享受したいとのインセンティブが働く。ただし、今後も好調が持続できるか否かは、既述した補助金政策の持続性に依る。また、補助金による需要喚起は需要の先食いの面があり、山が高ければその反動減も深くなることに注意が必要であろう。

家電・音響映像機材販売金額の推移
（前年同月比）（単位：％）



通信機器販売金額の推移（前年同月比）
（単位：％）

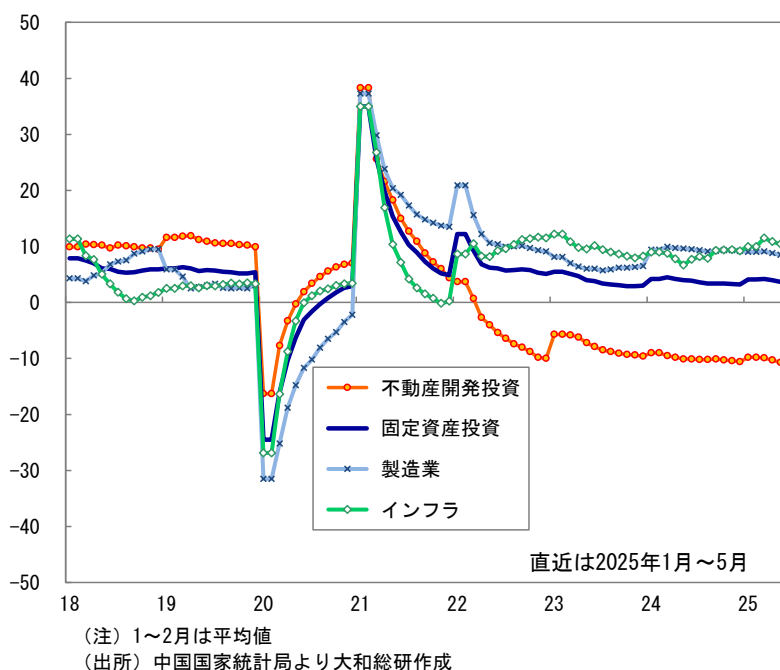


不動産開発投資は 10%減少が続く。それ以外の固定資産投資は堅調も伸びは減速

2025 年 1 月～5 月の固定資産投資は 3.7%増となり、直近のピークである 1 月～3 月の 4.2%増から減速した。分野別には、製造業投資は 1 月～3 月の 9.1%増から 1 月～5 月は 8.5%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 10.4%増へと減速し、不動産開発投資は 9.9%減から 10.7%減へとマイナス幅を広げた。

なお、2025 年 1 月～5 月の不動産開発投資を除く固定資産投資は 7.7%増となり、こちらも 1 月～3 月の 8.3%増から減速している。企業のバランスシート調整の影響が不動産開発業者以外にも出始めているのか、米中対立の先行き不透明感から企業が投資を抑制しているのか、今後の動向を注視したい。

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：%）



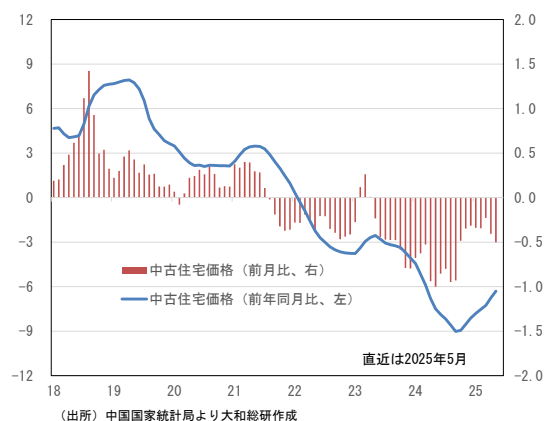
不動産不況に関連して、住宅販売面積（単月ベース）は昨年末にかけて増加に転じる場面もあったが、再び前年割れとなり、マイナス幅が徐々に拡大している。2025 年 5 月の全国 70 都市中古住宅価格は▲6.3%となり、マイナス幅こそ縮小しているが 40 カ月連続の下落となった。5 月の前月比は▲0.5%と、2 カ月連続でマイナス幅が拡大している。

中国人民銀行は 2025 年 5 月 20 日に政策金利を 0.1%pt 引き下げ、住宅ローン金利の参照レートである LPR5 年物は 3.5%となった。下げ幅は小さく、マーケットでは直ぐに追加利下げ期待が高まった。住宅ローン金利のさらなる引き下げと住宅価格の一段の下落が想定される中、住宅購入希望者は様子見姿勢を強めている可能性が高い。不動産不況からの脱却も当局の思い通りにはなっていない。

住宅販売面積（前年同月比）の推移
（単位：％）



全国 70 都市中古住宅価格（前年同月比、
前月比）の推移（単位：％）

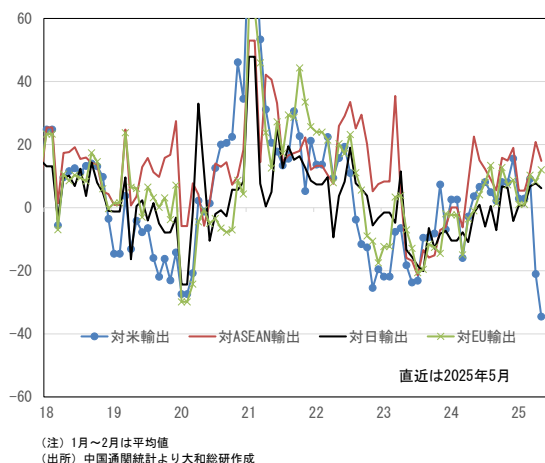


7月初旬の米国による上乗せ関税賦課（除く中国）の行方に注目

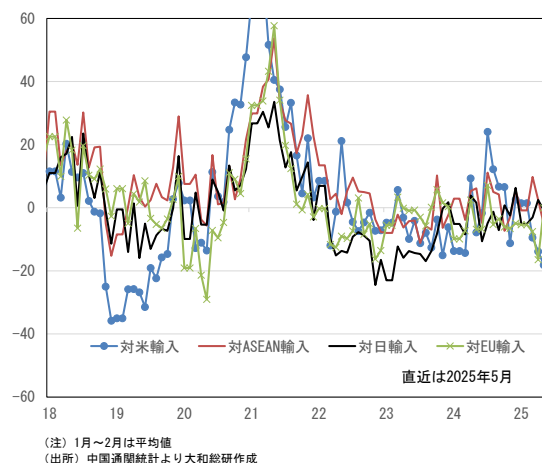
中国通関統計によると、2025年5月の輸出（以下貿易はドル建て）は4.8%増、輸入は3.4%減、貿易黒字は26.9%増の1,032.2億ドルであった。対米輸出は34.5%減となったが、ASEAN向けやEU向けが10%以上増となり、米国向けの減少分を補って余りあった。

米国は2025年4月9日、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。中国からの輸入には一時は2月からの累計で145%の追加関税がかけられていたが、中国以外の国・地域への上乗せ関税の90日間停止措置によって、中国からの迂回輸出は温存された可能性が高い。米トランプ大統領にとって、貿易赤字は「悪」であり、この間に貿易赤字が急増し、米国に迂回輸出の拠点と見做された国・地域については、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

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：％）



りする懸念がある。特に筆者が心配しているのは、ベトナムやタイ、インドネシアといった ASEAN 諸国である。こうした国・地域に進出している日本企業にとって、大きなリスク要因となろう。

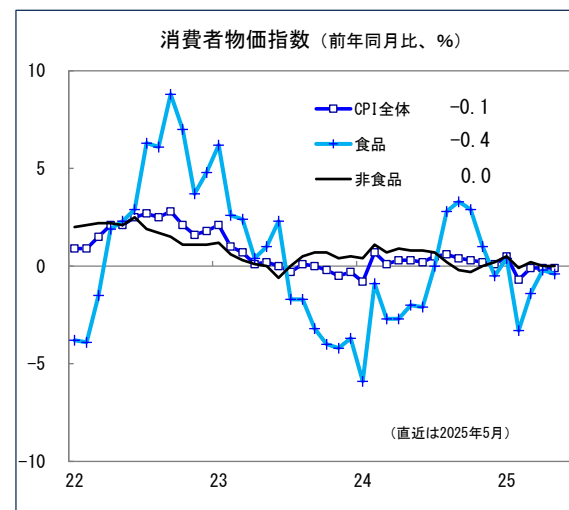
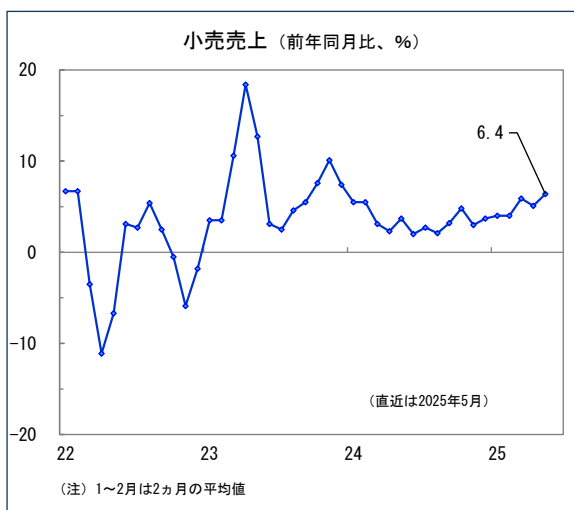
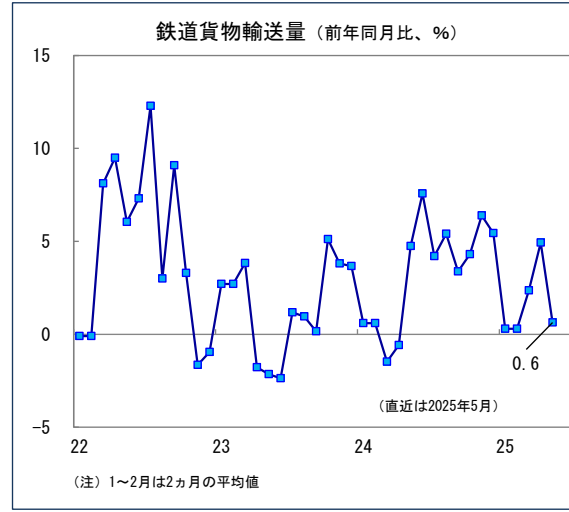
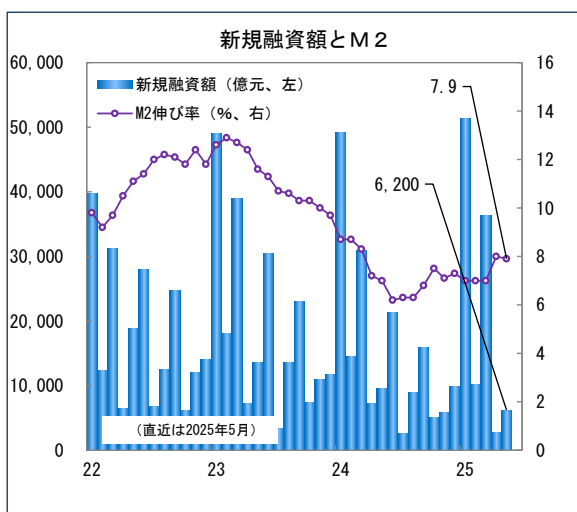
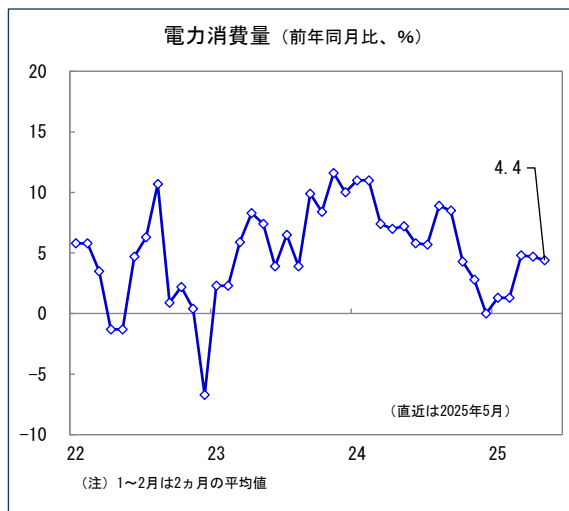
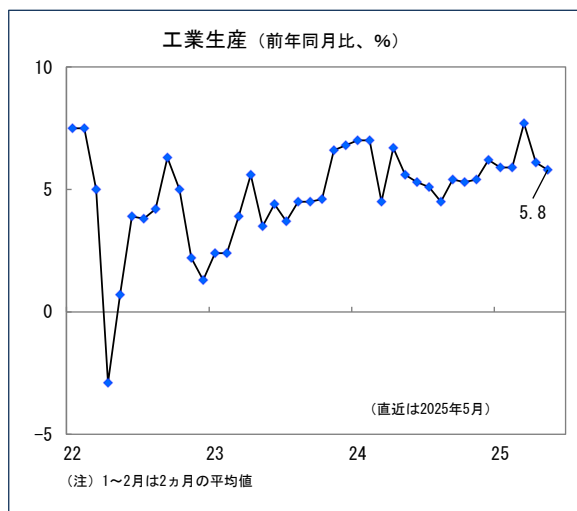
中国に対する上乗せ関税率停止措置は 5 月 14 日からの 90 日間である。中国は米国にとって最大の貿易赤字計上国であり、今後の交渉は難航が想定されよう。

主要経済指標一覧

	2024年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	5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、%）	5.6	5.3	5.1	4.5	5.4	5.3	5.4	6.2	5.9		7.7	6.1	5.8
電力消費量（前年同月比、%）	7.2	5.8	5.7	8.9	8.5	4.3	2.8	0.0	1.3		4.8	4.7	4.4
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	4.7	7.6	4.2	5.4	3.4	4.3	6.4	5.4	0.3		2.4	4.9	0.6
固定資産投資（前年累計比、%）	4.0	3.9	3.6	3.4	3.4	3.4	3.3	3.2	4.1		4.2	4.0	3.7
不動産開発投資（前年累計比、%）	-10.1	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.3	-10.4	-10.6	-9.8		-9.9	-10.3	-10.7
小売売上（前年同月比、%）	3.7	2.0	2.7	2.1	3.2	4.8	3.0	3.7	4.0		5.9	5.1	6.4
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	0.3	0.2	0.5	0.6	0.4	0.3	0.2	0.1	0.5	-0.7	-0.1	-0.1	-0.1
食品（前年同月比、%）	-2.0	-2.1	0.0	2.8	3.3	2.9	1.0	-0.5	0.4	-3.3	-1.4	-0.2	-0.4
非食品（前年同月比、%）	0.8	0.8	0.7	0.2	-0.2	-0.3	0.0	0.2	0.5	-0.1	0.2	0.0	0.0
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-1.4	-0.8	-0.8	-1.8	-2.8	-2.9	-2.5	-2.3	-2.3	-2.2	-2.5	-2.7	-3.3
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-1.7	-0.5	-0.1	-0.8	-2.2	-2.7	-2.5	-2.3	-2.3	-2.3	-2.4	-2.7	-3.6
新規融資額（億元）	9,500	21,300	2,600	9,000	15,900	5,000	5,800	9,900	51,300	10,100	36,400	2,800	6,200
M2伸び率（%）	7.0	6.2	6.3	6.3	6.8	7.5	7.1	7.3	7.0	7.0	7.0	8.0	7.9
輸出（前年同月比、%）	7.4	8.4	6.9	8.6	2.3	12.6	6.6	10.7	2.2		12.3	8.1	4.8
輸入（前年同月比、%）	2.1	-2.5	6.7	0.1	0.2	-2.3	-3.9	0.9	-8.4		-4.4	-0.3	-3.4
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	813.6	989.5	854.1	914.8	817.1	955.5	970.2	1,050.6	850.1		1,024.0	962.4	1,032.2
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-1.8	-2.4	-3.3	-3.6	-4.6	-4.9	-5.3	-5.4	-5.7	-5.5	-5.7	-5.0	-4.3
上海（前年同月比、%）	4.5	4.4	4.4	4.9	4.9	5.0	5.0	5.3	5.6	5.6	5.7	5.9	5.9
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-24.3	-23.8	-23.2	-22.6	-22.3	-22.7	-23.0	-22.5	-29.9		-24.8	-24.1	-22.9
竣工面積（前年累計比、%）	-20.1	-21.8	-21.8	-23.6	-24.4	-23.9	-26.2	-26.1	-15.7		-14.4	-17.0	-17.4
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-21.1	-19.5	-18.6	-18.0	-17.1	-15.8	-14.3	-12.8	-5.5		-3.5	-3.4	-3.6
金額（前年累計比、%）	-28.4	-25.3	-24.3	-23.6	-22.7	-20.9	-19.2	-17.0	-2.9		-2.6	-3.7	-4.4

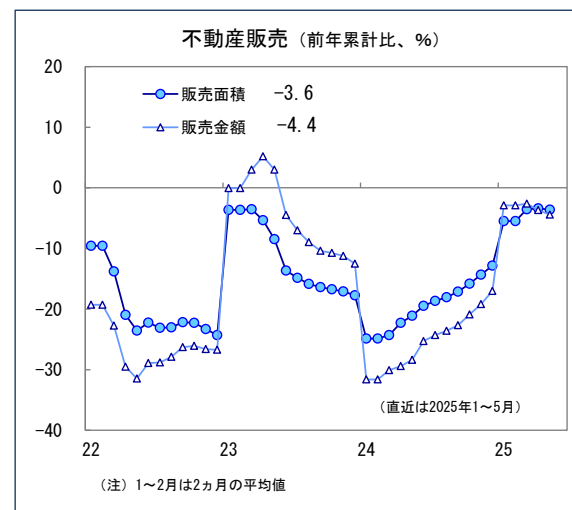
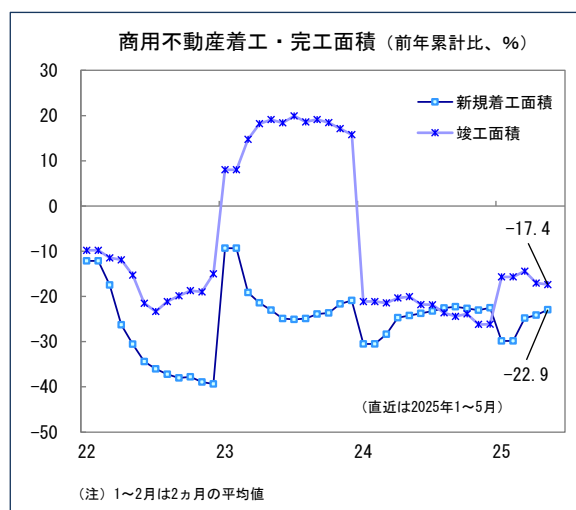
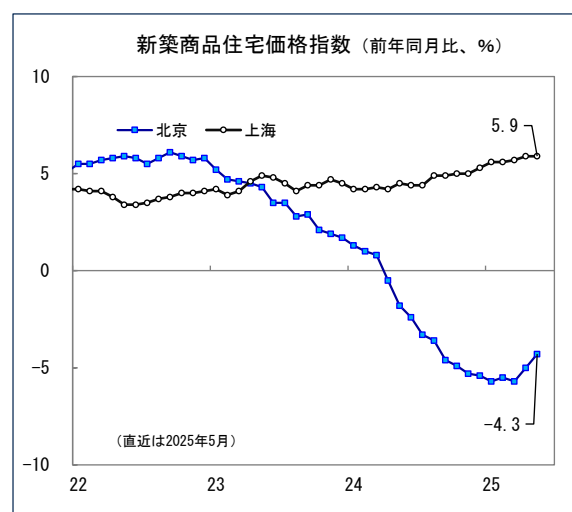
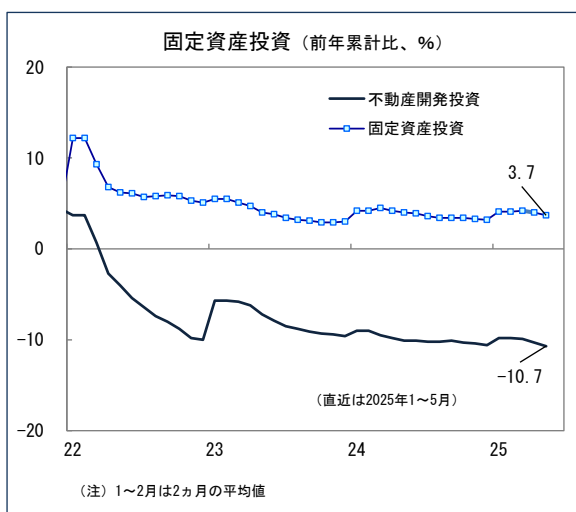
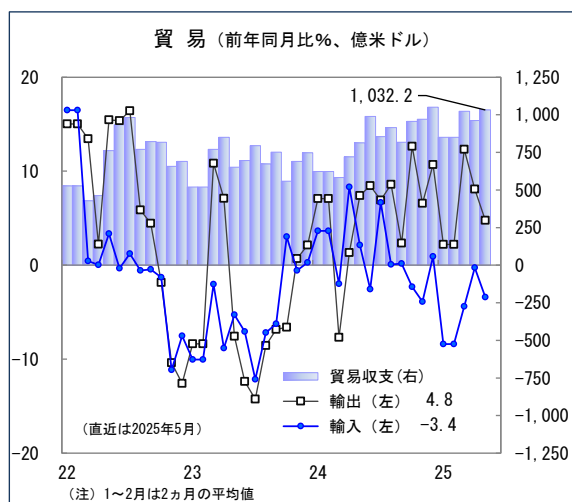
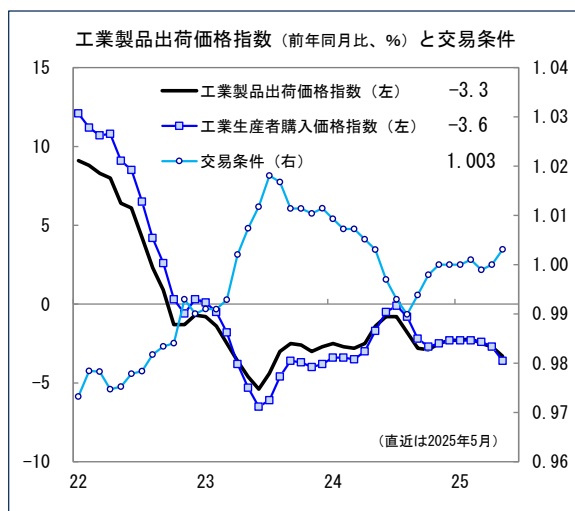
（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

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