

2025年7月23日

# 主要国経済 Outlook

2025年8月号 (No. 465)

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

回復感なき経済成長は続くのか

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光

### 日本経済 ..... 3

25年の賃上げは「広がり」の面でも改善/最低賃金の目安は6%程度か

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司

### 米国経済 ..... 16

関税激化はいつまでか

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 ..... 27

輸出環境が一段と悪化

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 ..... 38

年後半減速も 2025年は5%前後を達成へ

経済調査部 主席研究員 齋藤 尚登

各種レポートは大和総研ウェブサイトでもご覧いただけます。

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

# Overview

## 回復感なき経済成長は続くのか

佐藤 光

世界の経済・社会の先行き不透明感が強い中でも、主要国の足元の経済成長率については、比較的堅調な結果が出始めている。米国においては、アトランタ連銀発表の GDPNow は直近+2% 台半ばで推移しているほか、7月30日発表の2025年4-6月期 GDP 成長率の市場コンセンサス（Bloomberg による）は前期比年率+2.5%とプラス成長を回復する見通しだ。また、既に発表された中国の2025年4-6月期実質 GDP 成長率は前年同期比+5.2%となり、前期（同+5.4%）に比べて減速したとはいえ、政府目標はクリアしている。

一方で、企業や消費者のマインドを示す指標は、多くが低水準のままで上がってこない。例えば米国で代表的な ISM 製造業景気指数は、好不況の目安となる 50 を直近まで 4 カ月連続で下回っている。欧州や中国でも製造業関連では類似した状況が見られ、主要国共通の現象といえる。

マインドが低迷する要因の筆頭は米トランプ政権の関税政策となろうが、これまでに相手国・地域と合意した例は少数に留まる。8月1日と予告されている関税率の大幅引き上げを目前に、通商交渉は予断を許さない。さらに、中東などの地政学リスクについても解消には程遠く、リスク発現による食料やエネルギー等への供給不安は、マインド回復への妨げとなっている。

外部要因に加えて、構造的な問題も横たわっている。主に労働力不足による供給や物流の停滞への懸念は、インフレ再燃への根強い警戒感をもたらしている。世界的に経済格差の拡大が指摘される中で、実質所得低下への懸念の強さは、より多くの人々の消費や企業の投資行動を抑制する要因になっていると考えられる。経済成長による恩恵が、幅広く分配されて好循環を生むような状況にはないことが、マインド指標を回復しにくくしているといえよう。

なお、株式市場では米欧中の主要な株価指数で足元高値更新が相次ぐなど、株価水準とマインドとの間にも隔たりがある印象だ。確かに相場格言では“（強気）相場は懐疑の中で育つ”とされる。従来、株価とマインド指標は共に景気の先行指標として扱われてきた。足元のような「回復感なき経済成長」の持続性については、今後のマインド指標の回復を見極めたい。

### 主要国実質 GDP 見通し<要約表> (2025年7月22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	-0.5	2.5	1.0	1.7	1.5	1.8	2.9	2.8	1.6	1.7
ユーロ圏	1.6	1.2	2.5	-0.1	0.2	0.7	1.3	1.6	0.4	0.9	1.1	1.1
英国	0.0	0.4	3.0	0.3	0.7	1.3	1.4	1.4	0.4	1.1	1.1	1.2
中国	4.6	5.4	5.4	5.2	4.8	4.4	4.3	4.2	5.2	5.0	4.9	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

## 25年の賃上げは「広がり」の面でも改善/最低賃金の目安は6%程度か

神田 慶司  
田村 統久

### [要約]

- 2025年春闘での賃上げ率は、33年ぶりの高水準となった前年を小幅に上回っただけでなく「広がり」の面でも改善が見られた。大企業に比べて中小・零細企業の賃上げが加速しており、地方部の賃上げ率は都市部よりも高かったとみられる。2023年度までは民間企業を中心に賃上げが進んだが、2024年夏の人事院勧告を受け、2024年度は公務員給与や初任給が大幅に引き上げられた。2025年度も民間と同様に高水準の賃上げが実施されるだろう。
- 2018～24年度（年）の時給ベースの実質賃金上昇率は年率+0.6%だった。ドイツ並みの伸びだったが、生産性上昇率の違いなどを反映し、米国のその3分の1程度にとどまった。さらに実質賃金を1人あたりで見ると、日本は労働時間の大幅な減少により同▲0.2%に落ち込んだ。働き方改革の成果でもあり前向きに評価できる一方、就業時間の増加などを希望する若年雇用者が近年増加している。専門職への振り分けに応じた労働時間の裁量拡大や副業・兼業の促進など、就業・成長意欲の高い労働者がより働きやすく、活躍しやすい環境の整備が必要だ。
- 賃金相場の上昇や企業の賃金支払能力の向上を踏まえると、2025年度の最低賃金（最賃）は前年度の5.1%（51円）を上回る引き上げが行われる可能性がある。政府目標がどの程度考慮されるかで引き上げ幅は変わるが、引き上げ率の目安は6%（63円）程度となり得る（実現した場合の最賃は全国加重平均で1,118円程度）。2025年度の骨太方針で紹介された欧州型目標の扱いや、目安を超える最賃引き上げが行われた地域に対する国の新たな支援策の影響なども注目される。

トランプ米政権の高関税政策（トランプ関税）により、日本経済は下振れリスクの大きい状況が続いている。トランプ大統領は2025年7月中旬までに25カ国・地域に書簡を送り、新たな関税率を8月1日から課す考えを示した。このうち、日本に関しては7月22日、自動車や農産品の市場開放で合意したことや、相互関税率が15%となることが同大統領より表明された<sup>1</sup>。

こうした中、日本の景気を下支えする材料として注目されるのが賃上げだ。日本労働組合総連合会（連合）が7月3日に公表した第7回（最終）回答集計結果によると、定期昇給相当込みの賃上げ率（加重平均）は5.25%で、33年ぶりの高水準だった前年（5.10%）を上回った<sup>2</sup>。そこで本稿の前半では、賃上げの「伸び」だけでなく「広がり」にも注目し、中小・零細企業や地方、公務員などにおける賃上げ動向を整理した上で、賃金の先行きについて述べる。

後半では2025年度の最低賃金（最賃）について検討する。石破茂首相は2024年10月4日の所信表明演説で「二〇二〇年代に全国平均一五〇〇円という高い目標に向かってたゆまぬ努力を続けます」<sup>3</sup>と述べた。2025年6月13日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針2025」（骨太方針2025）にも同様の目標が明記されたが、最も遅い2029年度に目標を達成する場合でも、2025年度以降の最賃の引き上げ率は年平均で7.3%必要になる。目安制度が始まった1978年度以降の平均値（2.8%）や、最も高かった1980年度の6.9%を上回る引き上げを5年続ける必要があり、政府目標の達成は極めてハードルが高い。

## 1. 国内の賃上げ動向と今後の見通し

### (1) 2025年春闘での賃上げの「広がり」は？

#### 中小・零細企業や地方企業を中心に賃上げが加速

前述のように、連合が集計した2025年春闘での賃上げ率は前年を上回った。賃上げは4年連続で加速しており、多くの企業が前年にも増して積極的に賃上げに取り組んだ結果といえる。

賃上げ率と連動しやすい物価や売上高などの伸びが2024年に減速したこともあり、当初は2025年春闘での賃上げ率が低下するとの見方が少なくなかった。事前の予想に反して賃上げ率が上振れしたのは、人口減少が中長期的に続くことを見越しつつ、必要な労働力を確保しておきたいという企業戦略の表れだろう。

トランプ関税による経済活動への悪影響が労使の交渉期間中に目立たなかったことも一因とみられる。当社の「[日本経済見通し：2025年6月](#)」で述べたように、トランプ関税が大幅に強化された4月以降も輸出や設備投資は底堅く推移した。連合の第1回回答集計から第7回（最

<sup>1</sup> 本稿執筆時点（2025年7月23日）で25カ国・地域のうち日本を含む多くの国では、4月2日に発表された「相互関税率」と同水準か、引き下げられる。日本は書簡で24%から25%に引き上げるとされたが、7月22日に引き下げが合意された。他方、20%だったEUは30%に、25%だったカナダは35%に、10%だったブラジルは50%に引き上げられる。品目別関税では、8月1日から米国に輸入する銅に50%の関税を課す方針であり、医薬品への追加関税も予定されている。

<sup>2</sup> 日本労働組合総連合会（連合）「[昨年を上回る賃上げ！～2025春季生活闘争第7回（最終）回答集計結果について～](#)」（2025年7月3日）

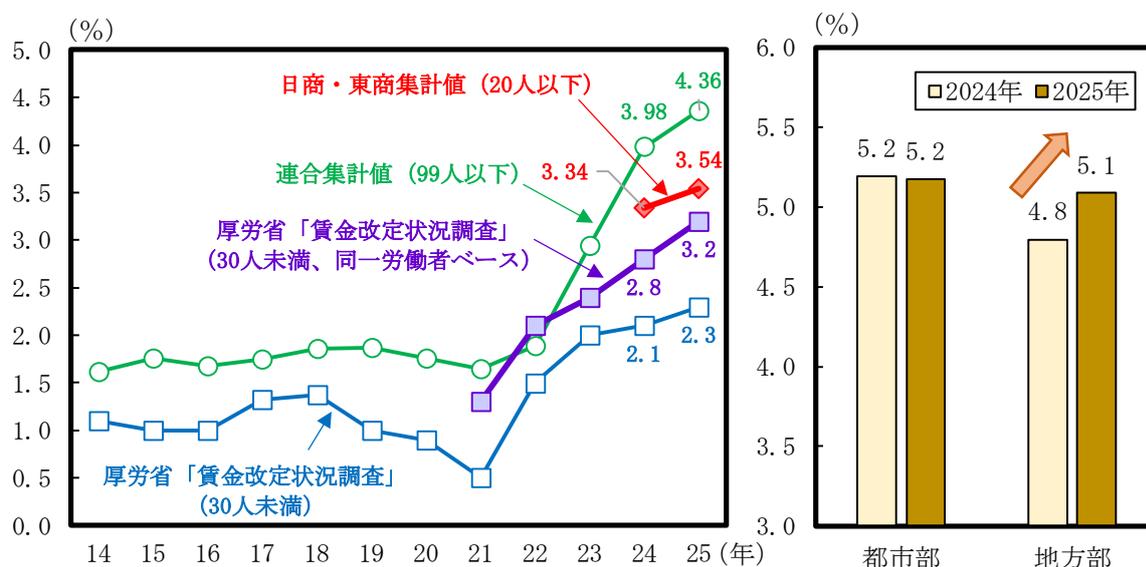
<sup>3</sup> 首相官邸「[第二百十四回国会における石破内閣総理大臣所信表明演説](#)」（2024年10月4日）

終) 回答集計にかけての修正幅は2025年で▲0.21%ptと、2023、24年のそれと同程度だった。

企業規模別に見ると、賃上げが加速したのはとりわけ中小・零細企業である点も注目される。第7回(最終)回答集計結果によると、300人以上の企業の賃上げ率は前年差+0.14%ptだったのに対し、300人未満では同+0.20%ptだった。中でも99人以下では同+0.38%ptと変化幅が大きかった(図表1左)。主因はベースアップ(ベア)率の引き上げである。大企業が賃上げ加速をけん引した2023、24年春闘とは異なり、2025年は中小企業がけん引する形で企業規模間の賃上げ率格差が縮小した。

中小・零細企業における賃上げ率の高まりは、日本商工会議所・東京商工会議所「中小企業の賃金改定に関する調査」(2025年6月4日)でも確認できる。従業員規模20人以下の企業における正社員の賃上げ率は3.54%<sup>4</sup>と、前年の調査結果から0.20%pt高まった。集計対象は組合を持たない企業が大部分とみられるが<sup>5</sup>、そうした企業でも積極的な賃上げが広がったようだ。

図表1：各種調査における中小・零細企業の賃金改定率の推移(左)、地域別の春闘賃上げ率(右)



(注1) 左図の「日商・東商集計値(20人以下)」は日本商工会議所・東京商工会議所「中小企業の賃金改定に関する調査」における正社員の賃上げ率で、当年・前年を通じた同一労働者ベース。「連合集計値(99人以下)」は日本労働組合総連合会(連合)による春闘の集計結果における定昇相当込み賃上げ率。「厚労省『賃金改定状況調査』(30人未満)」は厚生労働省「賃金改定状況調査」における一般労働者の賃金上昇率。( )内の人数は従業員数または常用雇用者数。

(注2) 右図は、連合の地方連合会がウェブサイト上で公表している地域別の賃上げ率を、「都市部」と「地方部」に分けて集計。非公表地域は原則として報道を利用したほか、東京都は東京都「2025年 春季賃上げ要求・妥結状況について(最終集計)(令和7年6月26日現在)」、千葉県は内閣府による集計値(内閣府「月例経済報告等に関する関係閣僚会議資料」(2024年7月25日、2025年6月11日))で代用。賃上げ率が確認できない埼玉、神奈川、長野、兵庫、奈良、鹿児島、沖縄の7県を集計対象から除外した上で、「都市部」は千葉、東京、岐阜、愛知、三重、京都、大阪の1都2府4県、「地方部」はその他の33県の平均値を算出。(出所)厚生労働省、東京都、内閣府、日本商工会議所・東京商工会議所、日本労働組合総連合会、各地方連合会資料、各種報道より大和総研作成

<sup>4</sup> 同調査の賃上げ率は、当年と前年の4月同士を比較した賃金の伸び率を指している。春闘賃上げ率の妥結時期は企業によりばらつきがあり、実際の賃金改定までにも一定のラグがあることから、2025年調査の賃上げ率は、2025年春闘の結果を部分的にのみ反映しているとみられる点に注意する必要がある。

<sup>5</sup> 従業員規模20人以下における「組合あり」の割合は不明だが、従業員規模計(20人以下が53.0%を占める)における「組合あり」の割合は10.3%だった。

さらに、2025 年春闘では都市部よりも地方部で賃上げが加速した可能性がある。連合の地方連合会がウェブサイト上で公表している地域別の賃上げ率<sup>6</sup>を都市部と地方部<sup>7</sup>に分けて集計した結果が**図表 1 右**である。

都市部の賃上げ率は 2024 年から 2025 年にかけておおむね横ばいで推移したのに対し、地方部では顕著に上昇し、都市部と遜色ない水準に達した。また、前出の「中小企業の賃金改定に関する調査」でも、従業員規模 20 人以下のうち地方企業（東京 23 区・政令指定都市以外の地域の企業）の 2025 年の賃上げ率は前年調査比+0.34%pt と、全体（同+0.20%pt）よりも上昇幅が大きかった<sup>8</sup>。

規模が小さく、また地方部にある企業は、大企業や都市部の企業に比べて生産性の水準が低く賃金も低水準になりやすい一方、人手不足はより深刻だ。2025 年春闘ではそうした企業を中心に、「防衛的賃上げ」に踏み切る動きが広がったのが特徴的である。

### 民間での大幅賃上げは公務員にも波及

2023 年度までは民間企業を中心に賃上げが進んだが、2024 年夏の人事院勧告を受け、公務員給与は同年末にかけて大幅に引き上げられた。2025 年度も同様に引き上げられるとみられる。

内閣府「国民経済計算」（GDP 統計）における 1 人あたり名目雇用者報酬は 2013 年度からおおむね前年比プラスで推移し、直近の 2024 年度は同+4%近くまで加速した<sup>9</sup>。だが、雇用者報酬全体の 1 割ほどを占める一般政府部門に限ると、全体の動きとは対照的に、2016 年度からおおむね前年比マイナスで推移した（**図表 2 左**）。2024 年度は本稿執筆時点で公表されていないため、予算資料などをもとに試算すると同+5%程度とみられ、6 年ぶりに上昇に転じたようだ。

2024 年度は公務員の初任給の引き上げも顕著だった。**図表 2 右**で示したように、民間では大学卒の新卒者の給与は 2010 年代半ばから上昇傾向が見られるようになり、2023 年度には前年比+4.6%まで高まった。2025 年度も上昇ペースを維持したようだ。一方、公務員の初任給の引き上げペースは民間に比べて緩やかだったが、例えば国家公務員・行政職（大卒・総合職）では 2024 年度に 15%ほど引き上げられ、官民の賃金格差が縮小した。

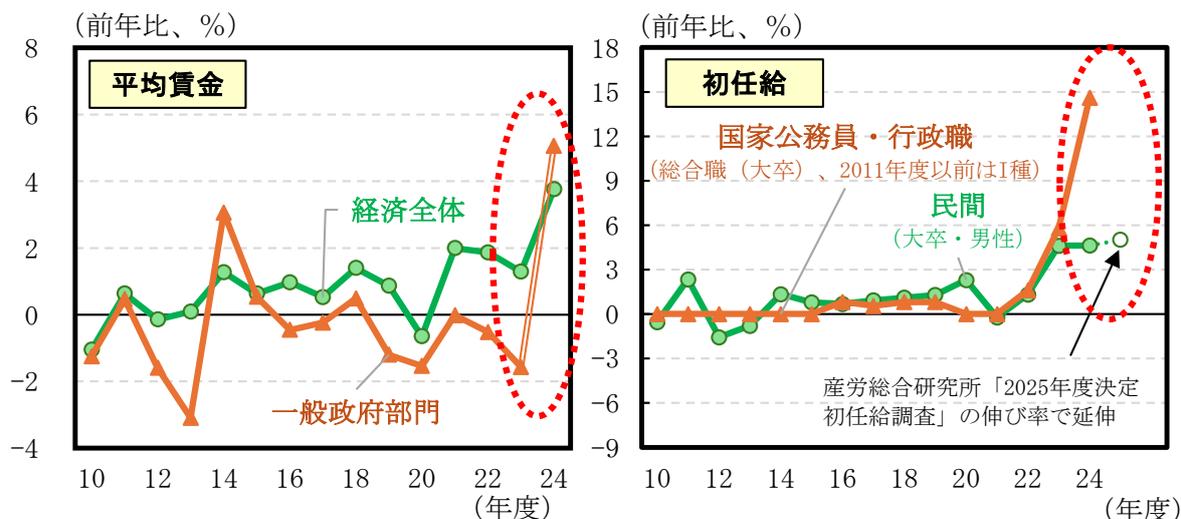
<sup>6</sup> 地方連合会のウェブサイト上で賃上げ率が確認できない地域は、原則として報道を利用。ただし、東京都は東京都「2025 年 春季賃上げ要求・妥結状況について（最終集計）（令和 7 年 6 月 26 日現在）」、千葉県は内閣府による集計値（内閣府「月例経済報告等に関する関係閣僚会議資料」（2024 年 7 月 25 日、2025 年 6 月 11 日））で代用。また、報道でも確認できない埼玉、神奈川、長野、兵庫、奈良、鹿児島、沖縄の 7 県は集計対象から除外した。

<sup>7</sup> 都市部は三大都市圏（集計可能な千葉、東京、岐阜、愛知、三重、京都、大阪の 1 都 2 府 4 県）、地方部はそれ以外の 33 県を指す。

<sup>8</sup> ただし、日本商工会議所・東京商工会議所「中小企業の賃金改定に関する調査」の従業員規模計（従業員規模 300 人以下が 97.8%）を見ると、都市部企業の 2025 年の賃上げ率が前年調査比+0.48%pt だったのに対して地方部企業が+0.41%pt だった。特に組合を持たない企業では、企業規模や地域により、賃上げ動向がまちまちである可能性に留意する必要がある。

<sup>9</sup> GDP 統計における雇用者数の直近値は 2023 年度であるため、2024 年度は総務省「労働力調査」を利用して延伸した。

図表2：1人あたり名目雇用者報酬（左）、新規学卒者（大学）の賃金（右）



(注) 左図の2024年度の一般政府部門は予算資料をもとに延伸（人事院勧告による増額分を反映）。2012～13年度の一般政府部門の賃金低下は給与改定・臨時特例法による減額の影響が大きい（右図は減額前）。

(出所) 内閣府、厚生労働省、総務省、人事院、産労総合研究所より大和総研作成

## (2) 国際比較に見る実質賃金伸び悩みの背景と賃上げの先行き

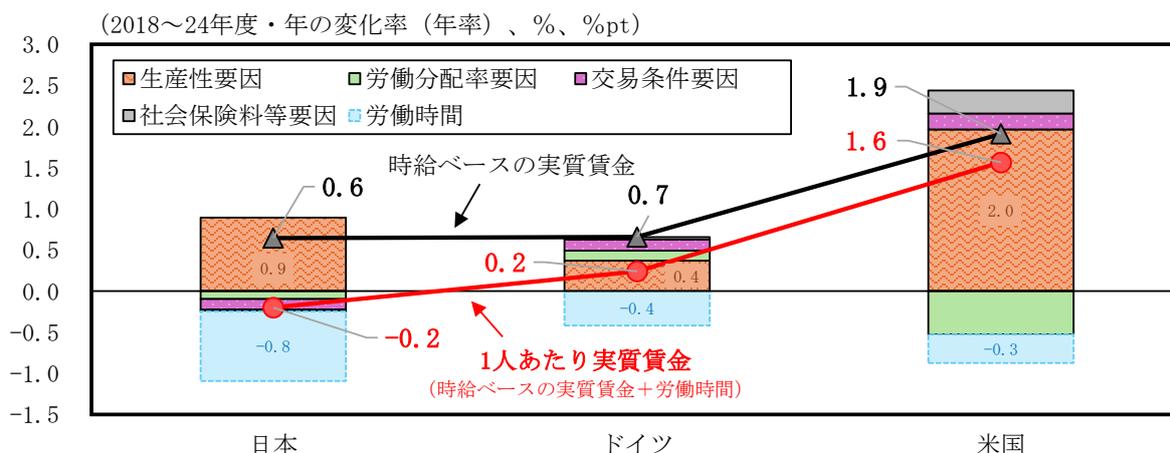
### 米独を上回る労働時間の大幅減で、日本の1人あたり実質賃金の伸びはマイナスに

以上のように、2025年春闘では賃上げ率が高まっただけでなく広がりも見られたものの、食料品を中心とした物価高騰もあって賃上げを実感しにくい状況が続いている。

物価変動の影響を除いた実質賃金の安定的な上昇が引き続き課題となっているが、そこでGDP統計などをもとに時給ベースの実質賃金（家計最終消費支出デフレーターで実質化した賃金・俸給）の伸びを要因分解し、米国やドイツのそれと比較したのが図表3である。ここでは、コロナ禍や消費増税前の2018年度と直近の2024年度（米国とドイツは暦年）の変化率を年率換算している。

直近6年間における日本の時給ベースの実質賃金上昇率は年率+0.6%だった。ドイツ並みの伸びだが、米国のその3分の1程度にとどまる。さらに実質賃金の変動を「生産性要因」「労働分配率要因」「交易条件要因」「社会保険料等要因」の4つに分解すると、日本では生産性要因が実質賃金の上昇に寄与し、それ以外の要因の寄与は比較的小さかった。生産性の押し上げ幅はドイツを上回ったものの米国の半分程度で、生産性向上が今後の賃上げ加速の課題といえる。

さらに、実質賃金を1人あたりで見ると（図表3の赤い折れ線）、日本は年率▲0.2%とマイナス圏にある。労働時間が同▲0.8%と大幅に減少したため、ドイツ（同▲0.4%）や米国（同▲0.3%）の労働時間の減少率の約2倍だ。実質賃金に関する議論では、時給ベースではなく1人あたりでみることが多い。近年の実質賃金の伸び悩みは、日本銀行の目指す前年比+2%を大きく上回る物価上昇などに加え、労働時間が減少した影響も大きいようだ。

**図表 3：日米独における実質賃金（時給ベースまたは1人あたり実質賃金・俸給）の伸び率**


(注) 日本は年度、米独は暦年の値。賃金・俸給（現金給与だけでなく現物給与なども含まれる）は家計最終消費支出デフレーターで実質化。「生産性要因」は実質 GDP（除く持家の帰属家賃・混合所得）を雇用者の総労働時間で除した労働生産性の寄与。「交易条件要因」は GDP デフレーターと家計最終消費支出デフレーターとの乖離による影響。「社会保険料等要因」は GDP 統計上の「雇主の社会負担」による影響。

(出所) 内閣府、BEA、BLS、FSO、OECD、Haver Analytics より大和総研作成

### 労働時間の大幅な減少は長時間労働是正や時短勤務の普及などが要因

労働時間は近年、なぜ大幅に減少したのか。1人あたり労働時間の推移を月間就業時間別に要因分解したのが**図表 4 左**である。

月間就業時間が241時間以上（残業時間が月81時間以上に相当<sup>10</sup>）という、働き方改革関連法<sup>11</sup>で厳しく規制されるような長時間労働者<sup>12</sup>の割合は、2010年代後半にかけて低下ペースが加速した。背景には、過労死等防止対策推進法の施行（2014年11月）や『『過労死等ゼロ』緊急対策』（2016年12月）など、政府による過労死等の防止にかかる取り組みなどがあった<sup>13</sup>。さらに、罰則付きの残業規制が盛り込まれた働き方改革関連法が2019年4月から段階的に施行され、長時間労働者の更なる減少を促した。

月間就業時間が201～240時間（残業時間が月41～80時間）の割合は2019年度から2020年度にかけて大きく低下した一方、同121～160時間の割合が同時期に大きく上昇した点も注目される。月201～240時間の雇用者は、年間で6カ月まで認められる月45時間以上の残業を行う者が大半とみられ、業務の進捗次第では残業時間が月80時間を上回る（月間就業時間が241時間以上になる）恐れもあったと思われる。企業は近年、働き方改革関連法で厳しく規制されるような長時間労働者だけでなく、そうした長時間労働を行いかねない働き方をしている「予備軍」をも減らせるよう、業務プロセスの見直しなどに取り組んできたとみられる。

<sup>10</sup> 所定内労働時間を月160時間（＝週40時間の法定労働×4週間）とみなしている。

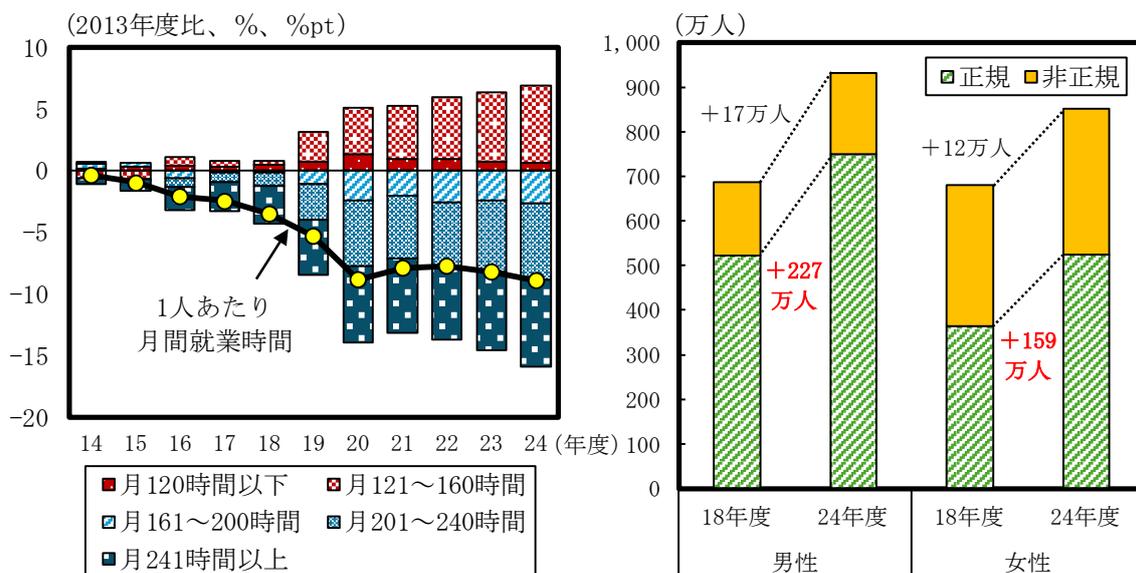
<sup>11</sup> 正式名称は「働き方改革を推進するための関係法律の整備に関する法律」。

<sup>12</sup> 残業時間（休日労働を含む）が2～6カ月平均で80時間超、または単月で100時間以上となった場合には罰則が科される。

<sup>13</sup> 働き方改革関連法施行前における長時間労働是正の動向に関しては、田村統久・神田慶司「[進展する企業の長時間労働是正の取組](#)」（大和総研レポート、2019年8月8日）を参照。

月 120～160 時間の雇業者に目を向けると、性別に関わらず正規雇用を中心に大きく増加した（図表 4 右）。増加幅がより大きいのは男性だ。家事や育児などとの両立のため、時短勤務を含む柔軟な働き方が広がったとみられる。また、年次有給休暇（以下、年休）を取得しやすくなったことも関係があるだろう。働き方改革関連法では企業に対し、従業員に年 5 日の年休を取得させることが義務付けられている。厚生労働省「就労条件総合調査」によると、2018 年（または 2017 年度）で 9.4 日だった年休の平均取得日数は直近の 2023 年（または 2022 年度）で 11.0 日へと増加した。

図表 4：1 人あたり月間就業時間の推移と要因分解（左）、月間就業時間 121～160 時間の雇用形態別雇業者数（右）



(注) 左図は、2013 年度比の 1 人あたり月間就業時間の変化を月間就業時間別の雇業者数割合の変化で分解。  
(出所) 総務省統計より大和総研作成

### 就業・成長意欲の高い労働者がより働きやすく、活躍しやすい環境の整備が必要

労働時間の減少は「働き方改革の成果」ともいえ、その点では前向きに評価される。もっとも、各種アンケート調査の結果を見ると、就業時間の増加などを希望する若年雇業者が近年増加している。

総務省「就業構造基本調査」によると、現在の仕事のまま就業時間を増やしたい、または追加就業（副業・兼業）を希望する正規雇業者の割合は 2017 年で 7.9% だったが、直近の 2022 年では 10.4% へと上昇した。年齢階級別に見ると、20 代前半から 30 代前半までが 2022 年で 14% 程度と最も高く、次いで 30 代後半（12% 台半ば）が高かった。

最近では、Indeed Japan「労働時間に関する調査<sup>14</sup>」（2025 年 2 月 14 日。以下、Indeed Japan 調査）が「現在と比べた時の望ましい労働時間」を調査している。1 カ月あたりの労働時間を「増やしたい」と回答した割合が全体で 18.4% となる一方、年代別では 20 代が 22.6%、30 代が

<sup>14</sup> 調査対象は 20～59 歳の正社員男女 2,000 名で、調査期間は 2024 年 12 月 26 日～2025 年 1 月 6 日。

22.3%と相対的に高かった。

Indeed Japan 調査では「増やしたい」との回答者にその理由（複数回答）を尋ねている。最も回答率が高かったのは、年代に関わらず「収入を増やしたいから」（いずれの年代でも6~7割台）だが、それに次ぐのは20代で「キャリアアップ・昇進につながるから」（18.7%）、30代で「たくさん経験を積みたいから」（20.6%）だった。長時間労働の是正が進み、残業時間が一律に厳しく管理される中で、若手社員を中心に、賃金や活躍・経験の機会を十分に確保できていない労働者が一定数存在するとみられる。

働き方改革実現会議「働き方改革実行計画」（2017年3月28日）などによれば、働き方改革とは「働く人の視点に立」ち、「働く方一人ひとりが、より良い将来の展望を持ち得るようにする」ための取り組みと解釈される。長時間労働是正による労働者の健康確保や、労働基準法に基づく適切な労務管理を大前提としつつも、専門職への振り分けに応じた労働時間の裁量拡大や副業・兼業の促進など、就業・成長意欲の高い労働者がより働きやすく、活躍しやすい環境の整備が必要だ<sup>15</sup>。

### トランプ関税に大きく左右されるも、高水準の賃上げやその広がりも2026年も継続か

賃上げの先行きについては、トランプ関税の動向やそれによる国内外の経済活動への影響に大きく左右される。当社のメインシナリオのように（**後掲図表 8**）、日本経済が緩やかながらも回復基調を維持すれば、高水準の賃上げやその広がりも2026年も継続すると見込まれる。

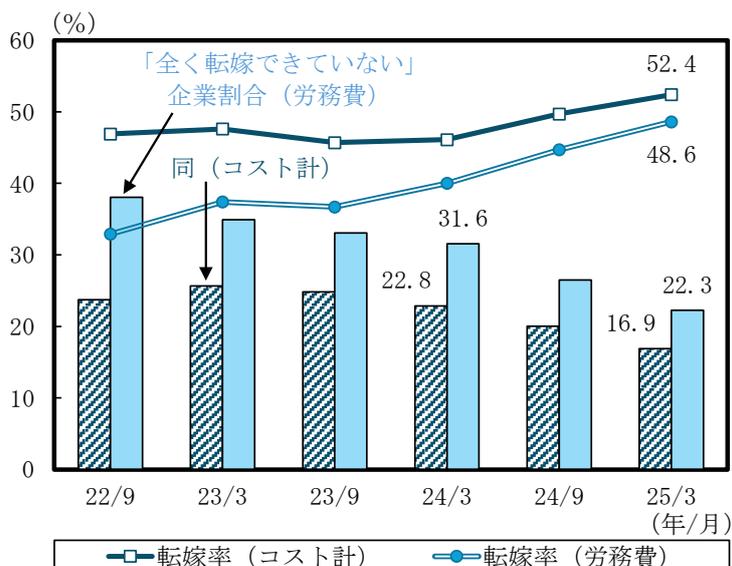
価格転嫁が足元で進んでいることも好材料だ。中小企業庁「価格交渉促進月間フォローアップ調査」によると、価格転嫁が全くできていない企業の割合（コスト計）は2024年3月調査から2025年3月調査にかけて6%pt程度低下し、転嫁率は50%を上回った（**図表 5**）。コストのうち、とりわけ労務費の価格転嫁に大きな進展が見られ、価格転嫁が全くできていない企業の割合は9%pt程度低下し、転嫁率は50%弱へと上昇した。コスト計と労務費の転嫁率の乖離は縮小傾向にあり、原材料費などに比べて労務費が価格転嫁しにくい状況は改善されつつある。

消費者物価指数（CPI）は直近の2025年6月で前年比+3.3%と依然として高水準にあるものの、米価の高騰が落ち着きつつあることや<sup>16</sup>、輸入物価面からの下押し圧力（円ベースの輸入物価指数は直近の6月で同▲12.3%）、政府の物価高対策などもあり、CPI上昇率は同+2%台に向けて減速すると見込まれる。高水準の賃上げの継続と物価上昇率の鈍化により、実質賃金に見る所得環境の改善が進むだろう。その上で、前述のように労働生産性の向上や柔軟な労働環境の整備が進めば、賃上げを一段と後押しするだろう。

<sup>15</sup> Indeed Japan 調査では「労働時間に対する価値観」についても尋ねている。労働時間の長さに関して「個人の考えが尊重され、希望する人は長く働くことができる社会になるべきだ」との回答率が51.6%と、「社会的に、一律して労働時間を減らす努力をすべきだ」（同48.4%）を上回った。

<sup>16</sup> 政府備蓄米が流通したこともあって米価はこのところ低下傾向にある。今後、米価に対する家計の先安観が強まれば、1カ月分超とみられる「家庭内備蓄」の取り崩しが進むことで需要面から米価に下押し圧力がかかる可能性がある。詳細は、山口茜「[1カ月分超の『家庭内備蓄』取り崩しでコメの価格低下が加速する可能性](#)」（大和総研レポート、2025年7月17日）を参照。

図表5：中小企業における価格転嫁の動向



(注) 「全く転嫁できていない」企業割合は、中小企業庁「価格交渉促進月間フォローアップ調査」で転嫁率を「0割」「マイナス」と回答した企業の割合を指す。なお、「価格転嫁不要」「当該費用は支払代金に含まれない」と回答した企業を除くベースで試算している。

(出所) 中小企業庁、厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

## 2. 2025年度の最低賃金見通し

2025年7月11日、今年度の最低賃金（以下、最賃）改定に向けた議論が中央最低賃金審議会で始まった。8月上旬までに都道府県の引き上げ額の目安が提示され、これを参考に地方最低賃金審議会が実際の引き上げ額を検討し、10月中に最賃が改定される見込みだ。昨年度は徳島県が目安（50円）を大幅に上回る84円の引き上げを行ったが、後述するように、今年度はこうした動きが広がるかどうか注目される。

2025年度の最賃はどの程度引き上げられるだろうか。本章では、中央最低賃金審議会における「地域別最低賃金改定の目安に関する公益委員見解<sup>17)</sup>」（以下、公益委員見解）を参考に、「労働者の生計費」「賃金」「通常の事業の賃金支払能力」という、いわゆる「法定3要素<sup>18)</sup>」に基づき2025年度の最賃の引き上げ率を検討する。

結論を先取りすれば、賃金相場の上昇や企業の賃金支払能力の向上を踏まえると、前年度を上回る引き上げが行われる可能性がある。その上で、政府目標がどの程度考慮されるかで引き上げ幅は変わるが、6%（63円）程度となり得る。

<sup>17)</sup> 中央最低賃金審議会では通例、労使の意見の一致を見ないままに、この公益委員見解を地方最低賃金審議会に提示することが決定されている。

<sup>18)</sup> 最低賃金法（9条2項）が地域別最賃の決定に際して考慮するよう求めている。実際、近年の公益委員見解などでは法定3要素の観点から足元の経済実態が評価され、骨太方針2025にも「最低賃金の引上げについては、（中略）法定3要素のデータに基づき、中央最低賃金審議会において議論いただく。」（p.7）と記載された。

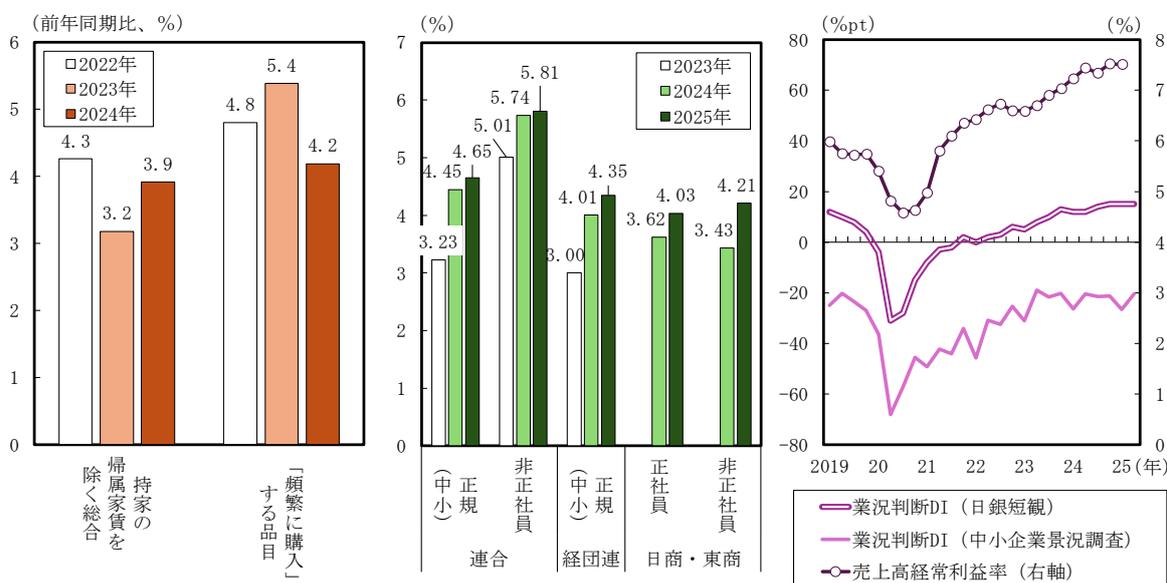
## 「賃金」「通常の事業の賃金支払能力」は積極的に最賃を引き上げる論拠となる可能性

法定3要素のうち、「労働者の生計費」は必ずしも前年度以上の最賃引き上げを行う材料にはならないと思われる。

「労働者の生計費」は、具体的にはCPIの動向が考慮される。中央最低賃金審議会における実際の議論（7月中旬～8月上旬に答申）に倣う形で、各年の10月から翌年6月までの前年同期比を計算すると、2023年から2024年にかけて、「持家の帰属家賃を除く総合」の伸びが高まった一方、「頻繁に購入」する品目は低下した（**図表6左**）。米を中心とした食料品価格の高騰や円安進行に伴うエネルギー価格の高騰などが押し上げ要因となった一方、「頻繁に購入」する品目では牛乳などの一部乳製品の価格改定による影響が一巡したことなどが影響した。

2024年度の中央最低賃金審議会では、「消費者物価指数については、基本的には『持家の帰属家賃を除く総合』を基に議論すべきである」としながらも、「最低賃金に近い賃金水準の労働者の購買力を維持する観点から」「『頻繁に購入』する生活必需品を含む支出項目」の動向が注目された<sup>19</sup>。「持家の帰属家賃を除く総合」の物価上昇が減速する中でも5%以上の最賃の引き上げが答申されたのは、「頻繁に購入」する品目の物価上昇率が2023年10月～2024年6月で平均5.4%だったことが大きそうだ。

図表6：物価上昇率（左）、賃上げ率（中央）、企業の収益動向（右）



(注) 左図の物価上昇率は各年10月から翌年6月までの前年同期比。中央図の「連合」は日本労働組合総連合会の集計値で、中小は従業員規模300人未満の企業、非正社員は有期・短時間・契約等労働者の賃上げ率（時給）。「経団連」は日本経済団体連合会の集計値で、中小は500人未満。2025年は第1回集計で、2024年は最終集計。「日商・東商」は日本商工会議所・東京商工会議所の集計値で、非正社員はパート・アルバイト等。右図の「業況判断DI (日銀短観)」は全規模全産業の「最近」で、「業況判断 (中小企業景況調査)」は全規模全産業の「今期の水準」。売上高経常利益率は季節調整値。

(出所) 総務省、日本労働組合総連合会、日本経済団体連合会、日本商工会議所・東京商工会議所、日本銀行、中小企業基盤整備機構、財務省統計より大和総研作成

<sup>19</sup> 「令和6年度地域別最低賃金額改定の目安に関する公益委員見解」（2024年7月24日）を参照。

「持家の帰属家賃を除く総合」の物価上昇が足元で加速していること自体は、今年度の中央最低賃金審議会で前年度以上の最賃引き上げを行う論拠として扱われる可能性はある。ただし、2024年10月～2025年6月平均の伸び率は3.9%と、2023年度と同審議会（4.3%の最賃引き上げを答申）で参照された2022年10月～2023年6月（4.3%）より低く、また前年度と同審議会でも参照された「頻繁に購入」する品目の物価上昇率（5.4%）に比べても低い。物価高が続く中で一定の最賃引き上げが行われることは、低スキル労働者の生活水準を維持する観点で是認されるものの、足元の物価動向に基づく限り、引き上げ率を大きく高めていく局面ではないと判断される。

これに対して「賃金」面では、前述のように春闘での賃上げが加速した。連合が集計した賃上げ率は特に中小企業で加速が目立ったほか、非正社員にあたる有期・短時間・契約等労働者の賃上げ率（時給）も前年から高まった（**図表6中央**）。同様の傾向は、日本経済団体連合会（経団連）「2025年春季労使交渉・中小企業業種別回答状況[了承・妥結含]（加重平均）」（2025年6月20日）や、前出の「中小企業の賃金改定に関する調査」（2025年6月4日）でも確認できる。

最賃は賃上げの恩恵を受けにくい低スキル労働者の就労条件の改善を図るための制度であり、賃金相場の上昇を反映する形で最賃を見直すことは経済的合理性がある。

また、企業の「賃金支払能力」も向上したとみられる。財務省「法人企業統計調査」（年次別調査）によると、直近で2023年度の経常利益は資本金1,000万円以上の企業で前年比+11.3%、1,000万円未満で同+28.8%と、いずれも2022年度に続き増加した。また、労働分配率も1,000万円以上で前年差▲2.2%pt、1,000万円未満で同▲4.6%ptと、企業規模に関わらず低下した。2024年度は1,000万円以上の企業を対象としたデータ（四半期別調査）に限られるが、経常利益は前年比+7.2%、労働分配率<sup>20</sup>は前年差▲0.6%ptと、2023年度の傾向が継続した。

足元ではトランプ米政権の高関税政策の影響が懸念されるが、業況判断DI（日本銀行「全国企業短期経済観測調査」（日銀短観）は全規模全産業の「最近」、中小企業基盤整備機構「中小企業景況調査」は全規模全産業の「今期の水準」）はいずれも横ばい圏で推移し、収益性を表す売上高経常利益率（前出の「法人企業統計調査」（四半期別調査））は高水準を維持している（**前掲図表6右**）。公益委員見解では日銀短観をもとに売上高経常利益率の企業規模間格差が拡大していないかも確認されるが、6月の実績調査によれば、大企業と中小企業の差（全産業）は2023年度（5.68%pt）から2024年度（5.49%pt）にかけて縮小している。

### 政府目標や足元の経済動向などを踏まえると2025年度は6%程度の引き上げが目安か

以上の法定3要素の分析に基づけば、2025年度の最賃引き上げ率は前年度を上回るとみられる。焦点は「どの程度」上回るかだ。

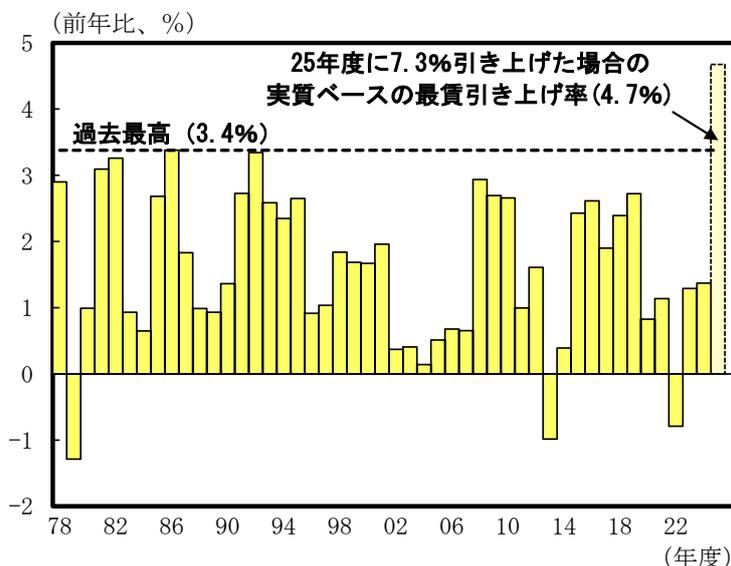
<sup>20</sup> 集計データの違いなどにより、労働分配率は年次別調査ベースでは人件費÷付加価値額、四半期別調査ベースでは人件費÷（経常利益+人件費+支払利息等+減価償却費）として算出。

注意したいのは、**後掲図表 8** で示すように、物価上昇率が今後低下していくと予想される点だ。賃金と物価の好循環が進む一方、食料品価格の高騰は緩やかに落ち着き、物価上昇率は前年比+2%程度へと減速するだろう。当社では、改定後の最賃が適用される 2025 年 10 月から 2026 年 9 月までの物価上昇率（持家の帰属家賃を除く総合）を 2.6%程度と見込んでいる。政府目標を念頭に、2025 年度改定における最賃の引き上げ率を 7.3%と仮定すれば、実質ベースで見た引き上げ率は 4.7%と試算される。これは、目安制度が始まった 1978 年度以来の最高値(3.4%)を大きく上回る水準だ（**図表 7**）。

また、前述のようにトランプ関税の動向やその影響の度合いによっては景気が腰折れする可能性があるなど、先行き不透明感が強い点も懸念材料である。足元の賃金や企業収益の動向をもとに 2025 年 10 月以降に適用される最賃を大幅に引き上げるのは、中小企業を中心に収益悪化や雇用調整のリスクを高め得る。

そこで、2025 年度の実質ベースでの最賃引き上げ率を過去最高水準の 3.4%にとどめ、2025 年 10 月から 2026 年 9 月までの物価上昇率（持家の帰属家賃を除く総合）を 2.6%とすると、名目ベースでの最賃引き上げ率は 6.0%となる。政府目標を一定程度重視しつつ、足元の経済動向や実質的な水準なども踏まえると、2025 年度の最賃引き上げ率は 6%（63 円）程度が目安となり得る。

**図表 7：実質ベースで見た最低賃金の引き上げ率**



(注) 物価上昇率として、各年度の 10 月から 12 カ月間の前年同期比 (2025 年度は大和総研による直近の予測値) を利用。

(出所) 中小企業庁、厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

## 欧州型の最賃目標の扱いや地方での議論にも注目

また田村・神田（2025）<sup>21</sup>で述べたように、2025年度の最賃は改定率だけでなく、欧州型の最賃目標の扱いや地方での議論も注目される。

骨太方針 2025 では、欧州連合（EU）の最賃目標（賃金の中央値の60%や平均値の50%）を紹介しつつ、EU加盟国に比べて「我が国の最低賃金が低い水準となっている」（p.7）と指摘された。だが、これはフルタイム労働者対比の最賃水準に基づく評価とみられ、パートタイム労働者を含めたマクロの平均賃金対比では国際的に見劣りしていない。日本は諸外国に比べて就業形態間の賃金格差が大きいことを示唆しており、背景にはいわゆるメンバーシップ型の雇用慣行の下で正社員の賃金が高く、非正規の賃金が低いという賃金構造がある。

さらに骨太方針 2025 では、目安を超える最賃引き上げが行われた地域に対する国の新たな支援策が盛り込まれた。沖縄県や青森県など「Cランク」<sup>22</sup>に分類されている地域を中心に、平均賃金対比で見た最賃は既に高水準にある。こうした中で国の新たな支援策が地域間の最賃引き上げ競争を過熱させ、経済実態から逸脱した大幅な引き上げが行われないかを今後は注視する必要がある。

図表8：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	0.8	0.9
													(0.2)	(1.0)	(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

<sup>21</sup> 田村統久・神田慶司「2025年度の最低賃金は1,100円超へ」（大和総研レポート、2025年7月16日）

<sup>22</sup> 中央最低賃金審議会は2023年度以降、経済実態に鑑みて47都道府県を「Aランク」（6都府県）、「Bランク」（28道府県）、「Cランク」（13県）の3つの分類し（従来はA～Dの4ランク）、ランクごとに最賃引き上げ額の目安を提示している。

# 米国経済 関税激化はいつまでか

米国内の不満の高まりを受け、関税激化の長期化は考えにくい

矢作 大祐  
藤原 翼

## [要約]

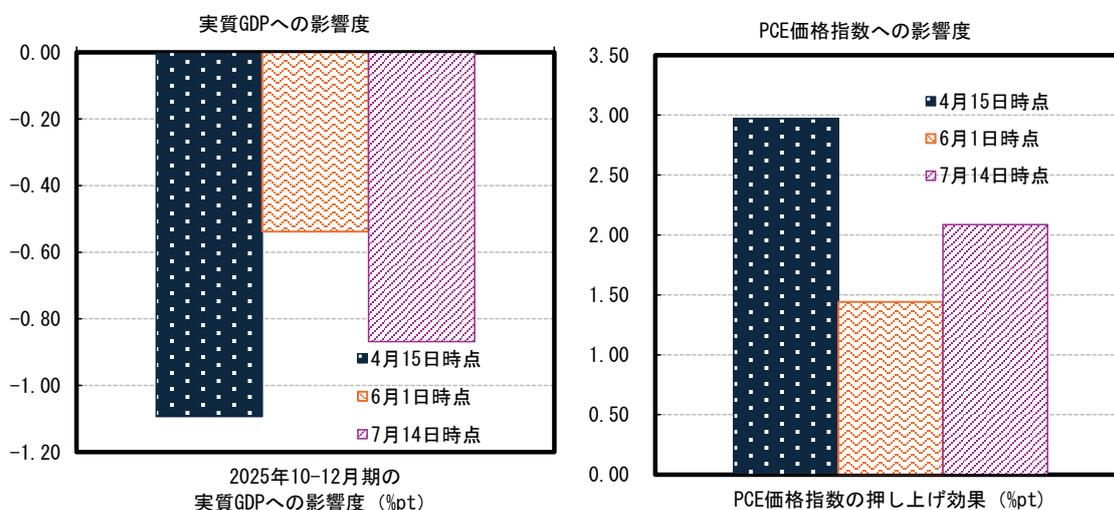
- トランプ大統領は、8月1日より適用予定の新たな関税率を公表した。7月9日より適用予定だった上乗せ税率の適用期限を実質的に3週間強延長したともいえるが、貿易相手国・地域との交渉が難航すれば、実際に新たな関税率が課される恐れがある。新たな関税率が実施されれば、実効関税率は現時点の8%強から20%強まで上昇することが見込まれ、景気・インフレ率への悪影響は大きくなることが想定される。
- そもそも、トランプ大統領が関税措置を激化させられた背景には、市場が落ち着いており、足元の景気が底堅いことや、7月4日に成立したトランプ減税2.0による景気下支え期待があるだろう。他方で、追加関税措置に対して、2024年の大統領選挙でトランプ大統領に投票した支持者の不満は根強い。そして、世論の不満に呼応し、共和党議員も懸念を募らせている。
- トランプ大統領にとって、2026年度の予算策定やFRBの幹部人事といった重要な議題が残り、共和党議員との関係性が引き続き重要だ。トランプ大統領は追加関税措置に対する懸念を解消する必要がある。2026年11月の中間選挙の候補者選定が今年秋頃より始まることから、共和党議員は世論を重視しやすい。とりわけ、タウンホール・ミーティングなどが開催される8月にかけて、共和党議員がトランプ大統領に対して追加関税措置の再調整に向けた圧力を強めると考えられる。
- また、現時点で景気が落ち着きを見せているとはいえ、既存の追加関税措置によって、インフレ率には再加速の兆しが見られる。インフレ率が高止まりすれば、家計の実質的な購買力は抑制され、個人消費、ひいては景気を下押しする恐れがあるとともに、FRBによる利下げも遠のく。トランプ減税2.0に加え、債務上限問題の解決によって、国債需給が悪化するリスクもある。こうしたインフレ再加速や財政悪化リスクなどによって金利上昇が顕著になれば、追加関税措置に対する逆風は強まり、トランプ大統領にマイルド化を促すことが想定される。政治・経済・市場動向を踏まえれば、トランプ政権は新たな関税率を一時的に適用するにしても、長い期間にわたっての維持はしばらく、その不透明感のピークは7-8月となろう。

## トランプ大統領が新たな関税率を発表、実施されれば悪影響は大幅に拡大

トランプ大統領は、相互関税の上乗せ税率の猶予期限を迎えるにあたり、8月1日より適用予定の国・地域別の新たな関税率を7月7日から順次公表している。トランプ大統領は交渉次第で関税率の再調整を示唆しており、上乗せ税率の適用期限を実質的に3週間強延長したといえる。しかし、貿易交渉は、英国やインドネシア、ベトナム（ベトナム政府側は反応なし）を除いて妥結の目途が立っていない。トランプ大統領は適用期限の再延長には否定的な姿勢を示しており、貿易交渉が難航すれば、8月1日以降は新たな関税率が実際に課される恐れがある。

追加関税措置の経済への影響を確認すると、既存の追加関税措置によって米国の実効関税率（＝関税収入／輸入額）は2024年の2%台半ばから足元で8%強まで上昇した。新たな関税率が課された場合、実効関税率は20%強まで上昇することが見込まれる。これは追加関税措置が激化した4月時点の想定（28%程度）に比べて低水準であるものの、追加関税措置がマイルド化した6月時点の想定（15%程度）に比べて大きく上振れすることを意味する。実効関税率の上振れによって、景気・インフレへの悪影響も大きくなる。The Budget Lab at Yaleによれば、新たな関税率による2025年10-12月期の実質GDPへの悪影響は▲0.9%程度と、6月時点の▲0.5%程度に比べて拡大することが見込まれる。インフレ率についても、PCE価格指数の押し上げ幅は+2.1%程度と、6月時点の想定の上+1.4%程度から影響が拡大すると試算される。

図表1 追加関税措置による影響（GDP、インフレ率）



(注) 4月15日時点は、相互関税の上乗せ税率の90日間猶予を反映。6月1日時点は対中追加関税をマイルド化、鉄鋼・アルミニウム製品の関税率引き上げを反映。7月14日時点は8月1日に適用予定の関税率を反映。  
(出所) White House、The Budget Lab at Yale より大和総研作成

## 追加関税措置への不満から、トランプ大統領も関税激化を長期化しにくい

トランプ大統領が追加関税措置を再度激化させている背景には、株式・金融市場が落ち着いていることに加え、景気が足元まで底堅く推移していることが挙げられる。そして、後述の通り、7月4日に成立したトランプ減税2.0<sup>1</sup>が、米国経済を下支えするとの期待もあるだろう。他方、

<sup>1</sup> 藤原翼・矢作大祐「トランプ減税2.0、「OBBBA」が成立」(大和総研レポート、2025年7月11日)

減税による景気の押し上げ効果は、既存の追加関税措置による悪影響を長期的に相殺し得るが、新たな関税引き上げ分までは相殺し切れない可能性がある。また、減税による景気の押し上げ効果は 2026 年以降に本格化することが見込まれ、目先は追加関税措置による景気への悪影響が顕著になる恐れがある。こうした中、トランプ大統領の追加関税措置への人々の懸念は根強い。トランプ政権の経済・対インフレでの政策運営について、世論の不支持率が支持率を大きく上回っている状況が続いている。直近の世論調査<sup>2)</sup>によれば、2024 年の大統領選挙でトランプ氏を支持した有権者の約 27%が、関税による悪影響を懸念している。トランプ氏の支持者の 4 割強は、大統領が一方的に関税を引き上げるべきでなく、議会の承認を得るべきと認識している。

共和党議員は世論の不満に呼応し、8 月 1 日までに貿易交渉がまとまらず、新たな関税率が適用されることに対する懸念を強めている。そもそも、4 月に追加関税措置が激化した際には、大統領の関税権限を制限しようと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。そして、トランプ大統領も 4 月から 5 月にかけて関税政策をマイルド化し、世論の不満や共和党議員の懸念に配慮を示した経緯がある。しかし、トランプ大統領は 3 選禁止規定の下で本来は世論を重視するインセンティブが低いといえる。また、債務上限問題を解決し、トランプ減税 2.0 が成立したことで、当面の議会運営における一つのヤマ場を越えたことから、トランプ大統領が共和党議員に配慮しなくてもよいとの見方もある。

他方で、現実的にはトランプ大統領は世論の不満と共和党議員の懸念を軽視することは難しいと考えられる。その理由の一つとして、2025 年 10 月から 2026 財政年度が開始するにあたり、9 月末までに予算策定が必要となることがある。予算策定が滞れば、トランプ第一次政権時のように、政府閉鎖に陥る恐れがある。大手格付け会社による米国債の格下げを契機に財政への懸念が強い中で、2026 年度予算を 9 月末までに成立させられるかが市場の注目点となっている。同予算に関して、民主党の協力がほぼ期待できない中で、共和党議員票の取りこぼしを回避する必要があることから、トランプ大統領は共和党議員の要求に配慮せざるを得ない。

また、パウエル FRB 議長は 2026 年 5 月に任期が終了することから、後任人事が検討され始めている。トランプ大統領は、様子見を続ける FRB に対して批判的な姿勢を示しており、後任議長人事を通じて利下げに向けた圧力をかけようとしている。しかし、FRB 要職に関する人事は上院での承認が必要となる。トランプ第一次政権時には、トランプ大統領が FRB 理事への起用を想定していた候補者に対して共和党上院議員から懸念が示され、指名の取り辞めや候補者本人による指名辞退が相次いだ。トランプ大統領が自身の意に沿った FRB 人事を進める上では、とりわけ共和党上院議員との関係性は重要となる。そのため、共和党議員の追加関税措置に対する懸念を抑える必要があることから、トランプ政権は新たな関税率を一時的に適用するにしても、長い期間にわたって維持はしづらいただろう。

## 関税のマイルド化を促すきっかけは何か

トランプ大統領が新たな関税率を再調整する具体的な契機として、当面は何が考えられるか

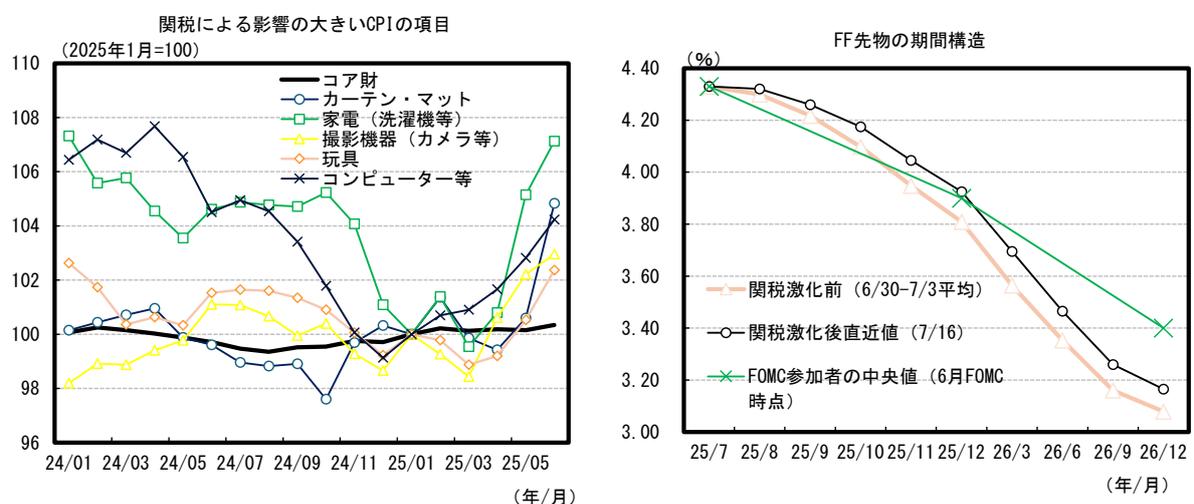
<sup>2)</sup> [“GOP warning sign in new poll: Trump’s voters don’t love his tariffs,”](#) POLITICO, 07/12/2025.

ろうか。貿易交渉の進展が最重要要素といえる一方、これまでに進展が報じられてきた日本やEU、インドとの交渉も時間を要している。そもそも交渉相手が多いことで、貿易交渉がいつ・どのように妥結し、一区切りとなるかが見通しにくい。他方で、中間選挙を巡る政治動向がトランプ大統領の追加関税措置に対する姿勢を変化させ得る要素として注目される。中間選挙自体は2026年11月とやや先ではあるものの、候補者選定に関する手続きは2025年秋から始まる。上下院が休会となる8月には、議員や中間選挙への立候補を検討する候補者が、有権者の意見をヒアリングするためにタウンホール・ミーティングを開催することが予想される。4月の関税激化時に開催された共和党議員のタウンホール・ミーティングでは、追加関税措置等に対する不満から怒号が飛び交うなど、共和党議員も対応に苦慮した。新たな関税率が適用されれば、共和党議員は再度厳しい世論に直面することが想定され、8月にかけて共和党議員がトランプ大統領に対して、追加関税措置の再調整に向けた圧力を強めると考えられる。

また、共和党議員による圧力は、今後の市場・景気動向次第では一層強まり得る。市場動向に関しては、4月に株式・債券・ドルのトリプル安が一時見られたが、足元では主要株価指数であるS&P500が史上最高値を更新している。市場が堅調な背景には、トランプ大統領が追加関税措置をマイルド化するだろうとの市場の期待があるだろう。一方、市場に大きな変動が見られなければ、トランプ大統領が新たな関税率を実施する余地を与える可能性がある。そして、市場の期待が裏切られれば、再度混乱へと陥る恐れがあるだろう。

また、トランプ大統領がFRBに対して利下げ圧力をかけるなど、金利動向を注視する中で、10年債利回りが6月末を底に再上昇しつつあることが注目される。足元の金利上昇の背景には、インフレ率が再加速の兆しを見せていることがある。6月のCPIのヘッドラインは前月比+0.3%、食品・エネルギー価格を除いたコアCPIは同+0.2%とどちらも加速した。追加関税措置の影響を受けやすい財の内訳を見ると、家具や家電、コンピューターといった輸入依存度の高い品目の上昇幅が大きくなった。先行きのインフレ率についても、地区連銀経済報告（ベージュブック）では、夏後半から急速に上昇する可能性が高まっているという指摘も見られる。

図表2 関税による影響の大きいCPIの項目、FFレート先物の期間構造



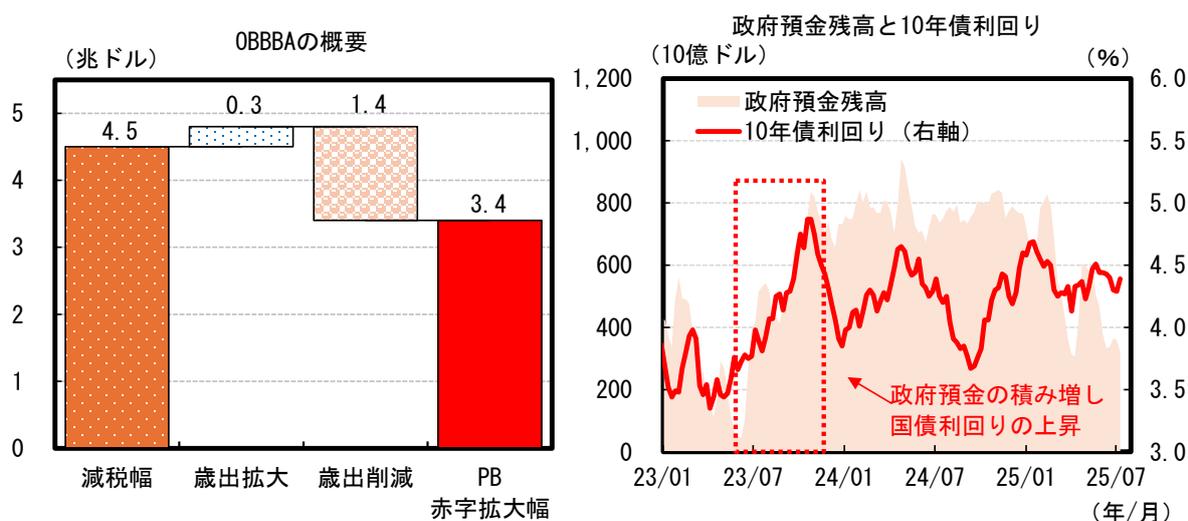
(出所) BLS、CME、Haver Analytics より大和総研作成

さらに新たな関税率が適用されれば、インフレ率の上昇幅は一層拡大することになる。関税率の引き上げが繰り返されれば、消費者の期待インフレ率が高水準のまま、インフレ率が高止まりするリスクが高まるだろう。インフレ率が高止まりすれば、家計の実質的な購買力は低下し、米国経済の屋台骨である個人消費が抑制される恐れがある。また、景気が下振れしたとしても、インフレ率が高止まりしていれば、FRBによる利下げは遠のく。FFレート先物の期間構造に注目すると、足元で上方シフトしている。市場において利下げの先送りが意識されつつあるとみられ、10年債利回りにも上昇圧力がかかりやすい。

また、金利上昇に追い打ちをかけ得るのが、トランプ減税 2.0 による財政悪化リスクの高まりだろう。トランプ減税 2.0 によって、10年間で 3.4 兆ドルのプライマリー・バランスの赤字幅の拡大が想定される。既存の関税措置によって関税収入が増加することが見込まれるものの、減税による財政赤字の拡大幅を相殺し切れない。とりわけ当初 5 年間（2025-2029 年）の財政の悪化度合いが大きいと予想され、国債の増発が想定される。

2025 年 1 月に政府債務残高が上限に達し、新規国債の発行は一時停止されていた。今回のトランプ減税 2.0 に含まれる政府債務上限の引き上げによって、新規国債の発行が再開される。国債発行が停止されていた期間に取り崩してきた政府預金を再度積み増す目的でも、国債の増発が見込まれる。2023 年にも債務上限問題で国債発行が一時停止されたが、その後国債が増発された際には、国債需給を示すタームプレミアムが大幅に上昇し、10年債利回りを押し上げた。今回、7 月末に米財務省が公表を予定する四半期資金調達計画で国債の増発が示されれば、金利上昇圧力が増すことも考えられる。加えて、新たな関税率等により不確実性が高まる中で、米国債保有額の大きい海外投資家が米国債への投資を手控えることで、国債需給が一層悪化するリスクもある。こうしたインフレ再加速や財政悪化リスクなどによって金利上昇が顕著になれば、追加関税措置に対する逆風は強まり、トランプ大統領にマイルド化を促すだろう。

図表 3 OBBBA の概要、政府預金残高と 10 年債利回り



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

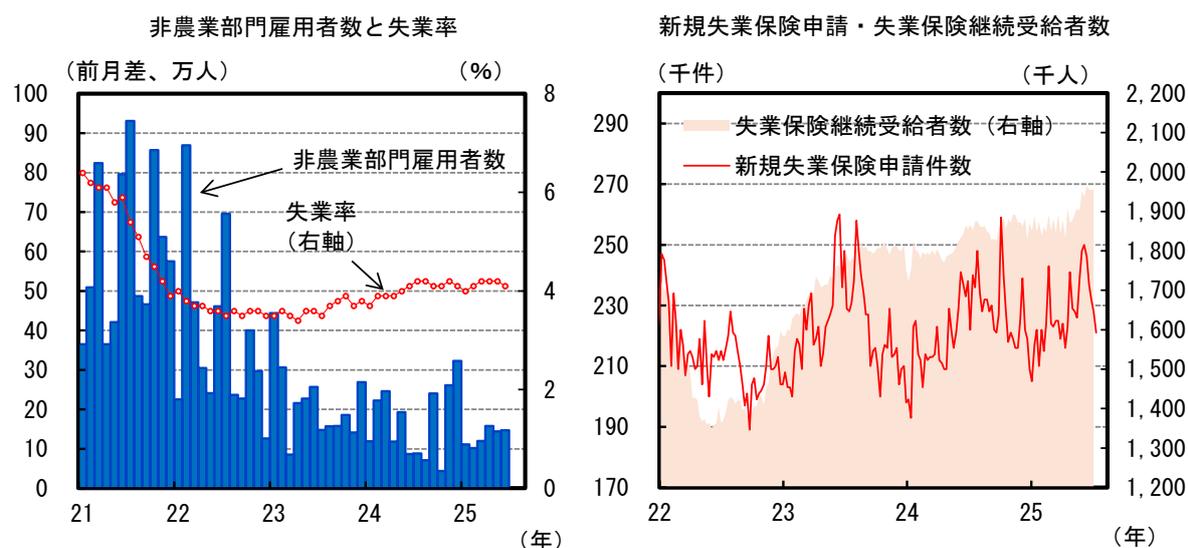
## 雇用環境は底堅さを維持も、関税の不確実性の高さが雇用を抑制か

2025年6月の米雇用統計<sup>3</sup>は、非農業部門雇用者数が前月差+14.7万人と市場予想(Bloomberg調査：同+10.6万人)を上回り、過去分も上方修正された。また、雇用者数の3カ月移動平均は3月をボトムに3カ月連続で加速した。雇用者数については、民間部門の減速を政府部門の加速が補った。失業率についても、市場予想に反して4.1%と低下した。また、非自発的失業と非自発的パートタイム就業者は減少した。総じて見れば、6月の雇用統計は雇用環境の底堅さを示した。ただし、移民政策により、失業率は労働供給面からは上昇しにくくなっている可能性があり、雇用面から見た景気悪化のシグナルを把握しづらくなっている点には注意を要する。

その他の雇用関連指標を確認すると、新規失業保険申請件数は直近週(2025年7月6日-2025年7月12日)が22.1万件と5週連続で減少した。他方で、失業保険継続受給者数は直近週(2025年6月29日-2025年7月5日)が195.6万人と高止まりしている。続いてChallenger, Gray & Christmas社調査による2025年6月の人員削減計画数を確認すると、4.8万件程度と、前年同時期とほぼ同水準であり、2025年内では最も低い水準となった。最後に労働需要に着目すると、2025年5月の求人件数は前月差+37.4万件と2カ月連続で増加した。直近の失業者数と比較した求人件数の比率は1.1倍程度と前月から上昇した。雇用環境が悪化している可能性を示すデータも一部見られるものの、総じて見れば雇用環境は底堅いといえる。

もっとも、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不確実性が高いままだ。トランプ政権と各国・地域との貿易交渉が滞り、新たな関税率が実際に適用されれば実効関税率は大幅に上昇し得る。関税を巡る不確実性の高さにより新規雇用が抑制されやすいことに加え、追加関税措置に伴うコストアップや景気の減速によって、レイオフ・解雇が増加するリスクは依然として残る。

図表4 非農業部門雇用者数と失業率、新規失業保険申請・失業保険継続受給者数



(出所) BLS、DOL、Haver Analytics より大和総研作成

<sup>3</sup> 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+14.7万人](#)」(大和総研レポート、2025年7月4日)

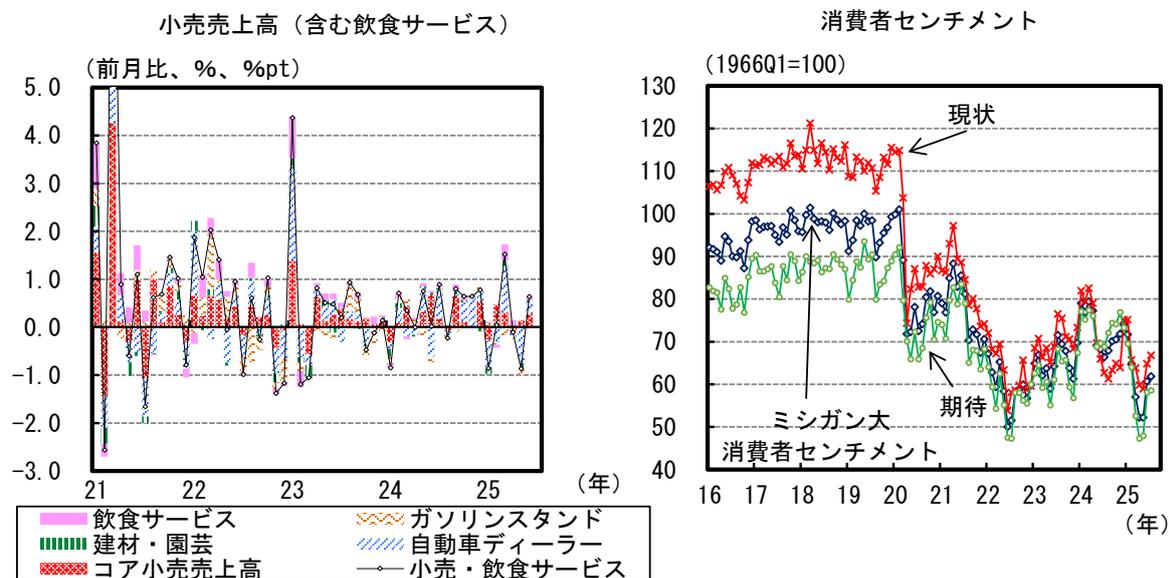
## 小売売上高は関税前の駆け込み需要からの反動が一服

個人消費の動向を確認すると、2025年6月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.6%と3カ月ぶりにプラスに転じ、市場予想(Bloomberg調査:同+0.1%)を大幅に上回った。また、振れが大きい業種(自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス)を除くコア小売売上高についても、6月は同+0.5%と加速した。追加関税措置直前の駆け込み需要からの反動減が一服したとみられる。四半期ベースの結果で基調を確認すると、4-6月期の小売売上高は前期比年率+2.2%と1-3月期(同+1.6%)から加速したものの、2024年下半年からは減速している。また、コア小売売上高は4-6月期が同+3.2%と3四半期連続で減速した。

6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+1.2%)が3カ月ぶりにプラスに転じ、全体をけん引した。また、その他小売(同+1.8%)、建材・園芸(同+0.9%)に加え、関税の影響を受けやすいとされる衣服・宝飾品(同+0.9%)も高い伸びとなった。この他、飲食サービス(同+0.6%)、ヘルスケア(同+0.5%)、飲食料品(同+0.5%)、GMS(総合小売)(同+0.5%)、無店舗販売(同+0.4%)等がプラスとなった。他方で、値上がりの顕著な家具(同▲0.1%)、家電(▲0.1%)が2カ月連続でマイナスとなった。

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7月(速報値)が前月差+1.1ptと2カ月連続で改善し、61.8となった。内訳については現状指数(同+2.0pt)、期待指数(同+0.5pt)がいずれも改善した。もっとも、ミシガン大は、消費者センチメントは依然として過去平均を大幅に下回っており、消費者が通商政策の安定化等でインフレが悪化しないと確信しない限り、経済への信任は回復しないとコメントした。先行きについては、足元の底堅い雇用環境が消費者マインドの下支え要因になるとみられる。他方で追加関税措置に関する高い不確実性が今後も続き、関税コストの消費者価格への転嫁が強まれば、消費者マインドが再び悪化し、ひいては個人消費の減速感が強まる可能性には注意が必要だろう。

図表5 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



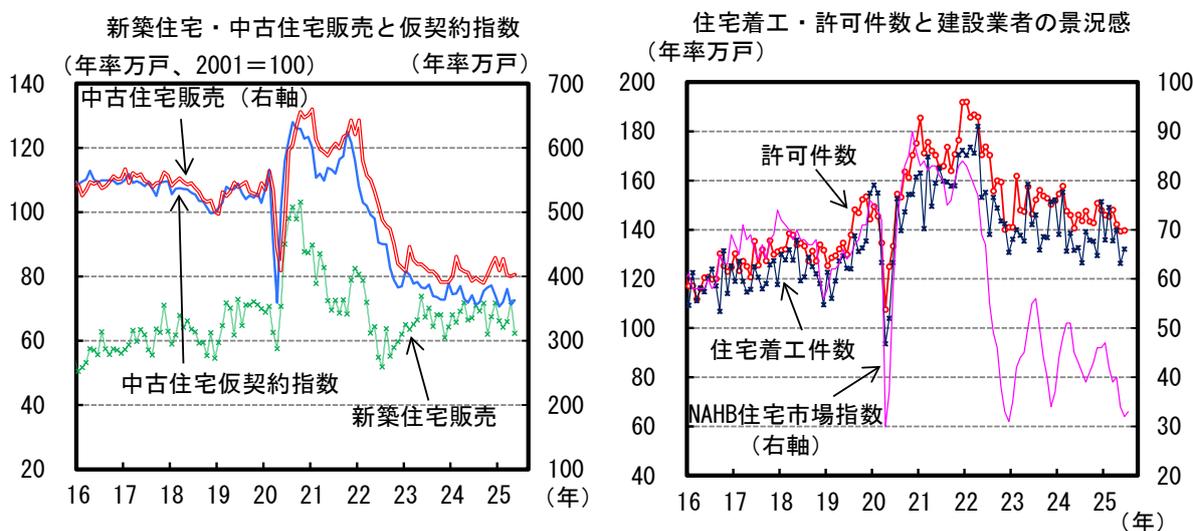
(出所) ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

## 住宅着工はプラスに転じるも、引き続き金利の高止まりが懸念点

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り、先行指標である中古住宅販売仮契約指数も5月は同+1.8%とプラスに転じた。他方で5月の新築住宅販売（戸建）は同▲13.7%と3カ月ぶりに大幅なマイナスとなり、年率62.3万戸と、2024年10月以来の低水準となった。直近の消費者マインドを確認すると、7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+0.1ptの40ptと3カ月連続で改善した。雇用環境が底堅く推移していることが、住宅購入希望者のマインドを下支えしているとみられる。また、やや長い目で見れば7月初旬に成立した減税法案による家計所得の増加によって住宅需要を押し上げも期待される。もっとも、足元は追加関税措置が経済に与える影響についての不確実性が依然として高い。さらに、住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）は高止まりが続いていることから、住宅需要の本格回復には時間を要するとみられる。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2025年6月に前月比+4.6%と前月の大幅なマイナスからプラスに転じ、年率132.1万戸となった。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、6月は同+0.2%と3カ月ぶりにプラスとなり、水準は年率139.7万戸となった。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7月分は前月差+1ptの33と、依然として低水準であるものの3カ月ぶりに改善した。NAHBは、7月初旬に成立した減税法案が住宅建設業者のマインドを若干押し上げた一方で、金利の高止まりを背景に需要は引き続き低調であると指摘した。住宅市場の先行きについても、金利の高止まりが続く懸念点となろう。インフレ再加速によって、FRBによる利下げが先送りされ得ることに加え、財政悪化懸念を背景に米国債の需給懸念は根強い。先述のように住宅需要の本格回復に時間を要するとみられる中で、住宅供給についても目先は慎重姿勢を続けざるを得ないとみられる。

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



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

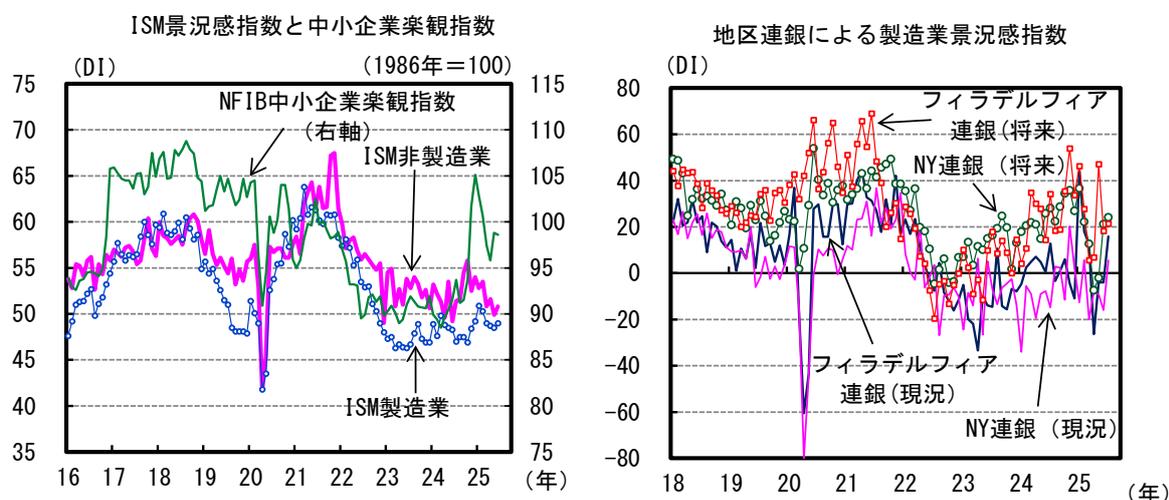
## 企業マインドは概ね改善も、関税を巡る不確実性が重石に

2025年6月のISM景況感指数は、製造業が前月差+0.5%ptと5カ月ぶりに改善し、49.0%となった。非製造業についても同+0.9%ptと改善し、50.8%と再び好不調の基準となる50%を上回った。構成項目を見ると、製造業に関しては、入荷遅延指数、雇用指数、新規受注指数が悪化した一方で、生産指数、在庫指数が改善した。中でも生産指数は大幅に改善し、4カ月ぶりに50%超となった。非製造業に関しては、雇用指数と入荷遅延指数が悪化した一方、新規受注指数と事業活動指数が改善した。なお、非製造業は雇用指数が再び50%割れとなった。製造業・非製造業ともに景況感指数は改善したものの、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おける不確実性を指摘しており、需要の減少やコストの上昇に直面しているとの見解が多く見られた。

中小企業に関して、2025年6月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲0.2ptと小幅に悪化し、水準は98.6となった。内訳を確認すると、「在庫状況」の悪化幅が大きかった。もっとも、NFIBは、不確実性が低下し、中小企業経営者のマインドも安定したとコメントした。NFIBはこの他、中小企業経営者にとって税制が最も重要な関心事項であるものの、労働者の質と人件費に対する懸念も依然として多く見られると指摘した。

2025年7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+21.5pt）が3カ月ぶり、かつ大幅に改善したことで5カ月ぶりにプラスに転じ、将来指数（同+2.9pt）も3カ月連続で改善した。フィラデルフィア連銀も現況指数（同+19.9pt）が大幅に改善し4カ月ぶりにプラスに転じ、将来指数（同+3.2pt）も改善した。先行きについて、減税法案が7月初旬に成立したことは、企業マインドの押し上げ要因になり得る。もっとも、関税の先行きを巡る不確実性は依然として高いことに加え、既存の追加関税措置に伴うコスト増が企業マインドの抑制要因になるとみられる。企業マインドは引き続き追加関税措置の動向に左右されやすい状況が続くだろう。

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



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

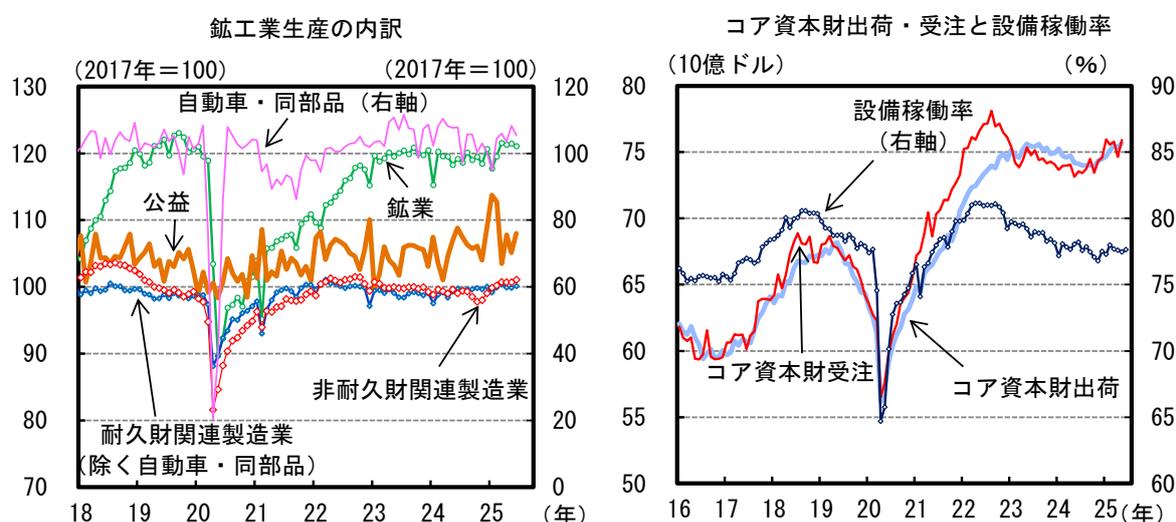
## 鉱工業生産指数は公益がけん引役となり上昇

企業の実体面に関して、2025年6月の鉱工業生産指数は前月比+0.3%と上昇し、市場予想(Bloomberg調査: +0.1%)を上回った。6月の鉱工業生産指数の内訳を確認すると、鉱業(同▲0.3%)がマイナスに転じ、製造業(同+0.1%)が減速した一方、公益(同+2.8%)がプラスに転じた。

製造業の内訳を見ると、非耐久財(前月比+0.3%)が3カ月ぶりにプラスとなった一方で、耐久財は前月から横ばいとなった。耐久財に関しては、自動車・同部品(同▲2.6%)、電気機械(同▲2.5%)がマイナスに転じ、全体の押し下げ要因となった。また、木製品(同▲0.9%)は3カ月ぶり、金属製品(同▲0.2%)は2カ月連続でマイナスとなった。他方で、一次金属(同+3.1%)やその他輸送用機器(同+1.6%)、家具(同+1.3%)が堅調だった。この他、機械(同+0.8%)と非金属鉱物(同+0.6%)、その他耐久財(同+0.1%)が3カ月ぶりにプラスに転じ、コンピューター・電子機器(同+0.2%)は7カ月連続でプラスとなった。非耐久財に関しては、石油・石炭製品(同+2.9%)が3カ月ぶりにプラスに転じ、全体を押し上げた。

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5月に前月比+0.4%とプラスに転じた。また、先行指標であるコア資本財受注についても同+1.7%とプラスに転じた。なお、図表8の通り、名目ベースではコア出荷・受注ともに2024年下半年から回復が本格化したが、実質ベースでは横ばい圏で推移している。続いて、設備稼働率については、2025年6月は前月差+0.2%ptの77.3%と4カ月ぶりに上昇した。もっとも、内訳を確認すると公益が押し上げており、製造業は概ね横ばいだった。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は、7月初旬に成立した減税法案が押し上げ要因として期待される。他方で、足元は追加関税措置に関する不確実性が依然として大きい。資金余力の大きい企業を除けば、企業が新規の設備投資をすぐには積極化しづらいとみられる。

図表8 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



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

## 経済見通し

足元までの経済指標を踏まえ、2025年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.5%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。

もともと、米国経済の先行きは、追加関税措置次第となる。新たな関税率が8月1日から適用され、長期間維持されれば、2025年下半年期の民間最終需要は大幅に減速感を強め得る。減税による押し上げ効果は2026年以降に本格化することが見込まれるが、2025年の下支え役としては大きな期待はできない。また、足元インフレ率が再加速の兆しを見せる中で関税率が引き上げられれば、インフレ率は大幅にペースアップし、利下げは遠のくだろう。

既存の追加関税措置によるインフレ等への悪影響によって、世論はトランプ政権への不満を抱いており、共和党議員も呼応するように懸念を示している。新たな関税率が適用されれば、不満や懸念は一層強まり、トランプ大統領への風当たりも強まり得る。トランプ大統領にとって、共和党議員との関係性が引き続き重要な中では、追加関税措置に対する懸念を解消する必要がある。2026年11月の中間選挙の候補者選定が今年秋頃より始まることから、共和党議員は世論を重視しやすい。とりわけ、タウンホール・ミーティングなどが開催される8月にかけて、共和党議員がトランプ大統領に対して追加関税措置の再調整に向けた圧力を強めると考えられる。こうした政治動向を踏まえれば、トランプ政権は新たな関税率を一時的に適用するにしても、長い期間にわたって維持はしづらく、7-8月が不透明感のピークとなるだろう。

図表9 米国経済見通し

	四半期												暦年		
	2024				2025				2026				2024	2025	2026
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV			
	前期比年率、%												前年比、%		
国内総生産 (前年同期比、%)	1.6	3.0	3.1	2.4	-0.5	2.5	1.0	1.7	1.5	1.8	1.9	2.1			
個人消費	1.9	2.8	3.7	4.0	0.5	1.6	1.1	1.2	1.3	1.5	1.7	1.9	2.8	2.0	1.4
設備投資	4.5	3.9	4.0	-3.0	10.3	1.8	1.1	1.7	1.9	2.2	2.3	2.4	3.6	3.3	1.9
住宅投資	13.7	-2.8	-4.3	5.5	-1.3	-0.7	0.2	1.2	1.9	2.0	2.2	2.4	4.2	-0.1	1.5
輸出	1.9	1.0	9.6	-0.2	0.4	1.3	1.5	2.1	1.7	1.7	1.8	1.9	3.3	1.8	1.7
輸入	6.1	7.6	10.7	-1.9	37.9	-16.2	9.6	-3.6	1.8	1.9	2.0	2.2	5.3	7.3	0.5
政府支出	1.8	3.1	5.1	3.1	-0.6	2.9	2.4	2.1	2.1	2.3	2.1	2.0	3.4	2.2	2.2
国内最終需要	2.7	2.8	3.7	3.0	1.5	1.8	1.3	1.4	1.6	1.8	1.9	2.0	3.0	2.1	1.6
民間最終需要	2.9	2.7	3.4	2.9	1.9	1.6	1.0	1.3	1.5	1.7	1.9	2.0	3.0	2.1	1.5
鉱工業生産	-1.8	2.4	-0.6	-1.2	4.3	1.1	2.0	0.6	1.1	1.3	1.6	1.7	-0.3	1.4	1.3
消費者物価指数	3.7	2.8	1.4	3.0	3.8	1.6	4.3	2.5	2.9	2.1	2.2	2.4	2.9	2.9	2.7
失業率(%)	3.8	4.0	4.2	4.2	4.1	4.2	4.3	4.3	4.2	4.2	4.1	4.1	4.0	4.2	4.1
貿易収支(10億ドル)	-200	-221	-231	-251	-391	-202	-222	-206	-205	-206	-207	-208	-918	-1020	-826
経常収支(10億ドル)	-261	-286	-326	-312	-450	-261	-280	-263	-261	-261	-261	-261	-1134	-1254	-1044
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	3.86	3.83	3.68	3.57	3.48	3.39	3.34	4.37	3.88	3.45
10年債利回り(%)	4.16	4.44	3.95	4.28	4.45	4.36	4.35	4.21	4.10	4.01	3.92	3.87	4.21	4.34	3.98

(注1) 網掛けは予想値。2025年7月18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 輸出環境が一段と悪化

米国の追加関税率は30%に引き上げへ、ユーロ高も輸出の重荷に

橋本 政彦

## [要約]

- 米国のトランプ大統領は7月12日、EUに対して8月1日から30%の追加関税を課すと表明した。トランプ大統領はEUに対しては5月末に50%の追加関税を課すと述べていたこともあり、30%の追加関税率は大きなサプライズではなかった。ただし、税率が引き上げられる以上、ユーロ圏経済にとってネガティブな材料であることに間違いはなく、先行きを楽観視するべきではない。
- また、ユーロ圏の対米輸出の主力製品である医薬品に対する追加関税の詳細についても7月末に公表されるとみられるが、トランプ大統領は200%まで税率を引き上げると述べており、実際の決定内容が大きな注目点となる。仮に200%という極めて高い関税率が現実のものとなれば、自動車関税や相互関税以上にユーロ圏経済に及ぼす影響は大きくなるとみられる。
- ユーロ圏の輸出環境を巡っては、追加関税に加えて、ユーロ高が輸出の拡大を阻害するリスクも高まっている点にも注意が必要である。ユーロの対ドルレートは年初から10%強上昇しており、ユーロ圏の輸出の価格競争力を低下させる要因になっている。ユーロ高についてはECB当局者の一部からも懸念が示されており、7月ECB理事会後の会見では、ユーロ高による景気やインフレ率の下振れリスクに言及されるか否かが注目点となる。
- 英国では福祉予算の削減が見送られたことで、再び財政への注目度が高まった。財政規律維持のためには、追加の増税が不可避と考えられるものの、労働党政権がこれまで実行した増税が高インフレ、労働市場悪化の一因になっていることを踏まえると、追加増税は容易ではない。限られた選択肢の中で労働党政権がどうバランスを取っていくのか、財政を巡る議論の進展を注視していく必要がある。

## ユーロ圏経済

### 米国による追加関税率は8月1日から30%に引き上げへ、ただし交渉は継続中

米国のトランプ大統領は7月12日、EUに対して8月1日から30%の追加関税を課すと表明した。米国政府が4月に相互関税を公表した段階では、EUに対する税率は20%（基礎税率10%＋上乘せ税率10%）となっていたため、当初段階から追加税率が引き上げられた形となる。もっとも、トランプ大統領はEUに対しては5月末に50%の追加関税を課すと述べていたこともあり、30%の追加関税率は大きなサプライズではなかった。

実際、EUに対する追加税率の発表に対して金融市場の反応は限定的である。また、投資家を対象とした調査であるドイツZEW景況感指数の7月分は、期待指数が前月差+5.2ptと3ヵ月連続で上昇し、水準は52.7%ptと2022年2月以来の高さとなった。7月分の調査期間は7月7日から7月14日であるため、結果には追加税率の引き上げが完全に織り込まれているわけではない。ただし、7月7日から米国政府は貿易相手国・地域に対する新たな税率の通知を開始していたため、EUに対する税率引き上げも相当程度は織り込まれているとみられる。追加関税率の引き上げを踏まえても市場センチメントは強気が維持されている。

しかし、現状の10%から税率が引き上げられる以上、ユーロ圏経済にとってネガティブな材料であることに間違いはない。ユーロ圏の足元までの対米輸出の動向を見ると、2025年5月の対米輸出数量は前月比+5.6%と前月の大幅な減少から一転してプラスに転じた。品目別ではとりわけ化学製品が同+17.5%と増加したが、これはさらなる税率の引き上げに向けた駆け込み需要が下支え要因になっている可能性がある。相互関税とは別に4月から25%の追加関税が課されている自動車を含む機械・輸送用機器の輸出数量は5月も減少し、2021年10月以来の低水準となっている。こうした動きを基にすれば、駆け込みの動きが一巡した後の対米輸出は、追加関税前よりも低い水準まで落ち込む可能性が高く、先行きを楽観視すべきではないだろう。

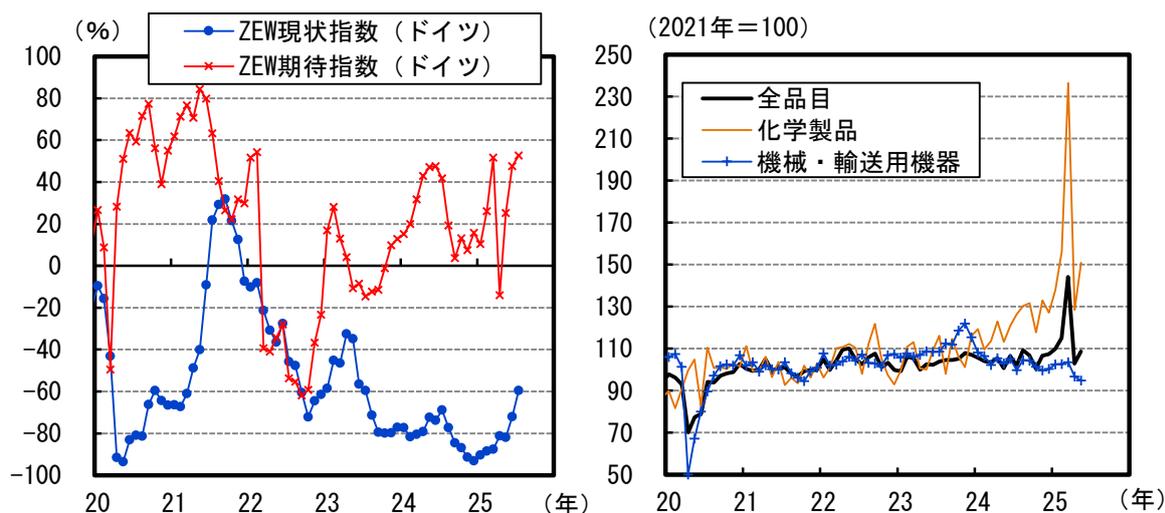
また、現時点では相互関税の対象外となっている、半導体と医薬品については、7月末までに別途、追加関税の詳細が公表される見通しである。トランプ大統領は医薬品については、1年から1年半の猶予を設けた上で、200%まで税率を引き上げると述べており、実際の決定内容が大きな注目点となる。医薬品はユーロ圏から米国に向けた輸出の主力製品であり、仮に200%という極めて高い関税率が現実のものとなれば、自動車関税や相互関税以上にユーロ圏経済に及ぼす影響は大きくなるとみられる。

米国の相互関税率の引き上げ通知に対し、EUは7月15日から実行する予定だった鉄鋼・アルミニウム製品関税に対する対抗措置の発動を8月初旬まで延期することを決め、8月1日の税率引き上げまで米国との交渉を続けていく姿勢を明らかにしている。英国Financial Times誌は米国が税率15~20%への引き下げを検討しているとも伝えており、その真偽は確かではないものの、8月1日からの関税率もまだ変更される可能性が残されている。

だが一方、交渉が決裂し、米国が通知した8月1日からの追加税率の引き上げが実行されれば、EUも米国に対する対抗措置を実行に移すことになり、事態は一層悪化する公算が大きい。

EU は発動を延期した上記の対抗措置以外にも、自動車関税、相互関税に対する対抗措置として720億ユーロ相当の米国製品輸入に対する報復を準備している。さらに、米国による追加税率の引き上げを受けて、ACI（反威圧措置）の発動によるより強力な対抗措置を支持する国もEU内で増えていると伝えられている。EUによる対抗措置が、米EU間の対立をさらにエスカレートさせる可能性は残されており、米国との通商協議は引き続き予断を許さない。

図表1 ZEW 景況感指数（左）、ユーロ圏の対米輸出数量（右）



(出所) ZEW、Eurostat より大和総研作成

## ユーロ高の進展も輸出拡大の阻害要因に

ユーロ圏経済の先行きを見通す上では、引き続き追加関税を巡る議論が最大の焦点となるが、これに加えて、為替のユーロ高が輸出拡大を阻害するリスクも高まっている点にも注意が必要である。ユーロの対ドルレートは年初から10%強上昇しており、7月初旬には一時、2021年9月以来となる1.18ドル/ユーロを上回った。また、対ドル以外の為替レートも含めた名目実効ユーロはユーロ導入以来の最高水準を更新している。

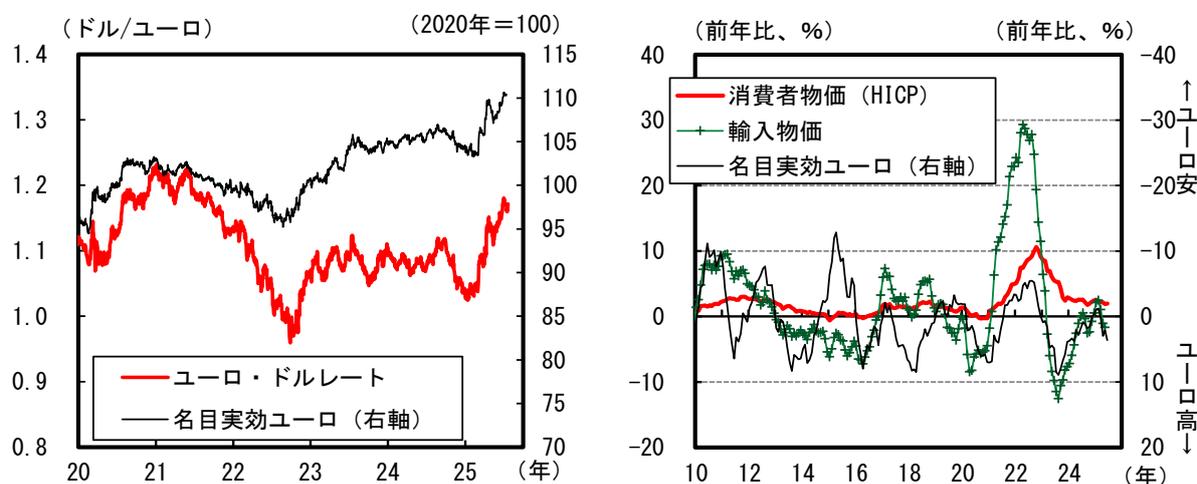
ECBのラガルド総裁は、グローバル・ユーロとして通貨ユーロの国際的地位を高めることに対して前向きであり、足元のユーロ高傾向についても、ユーロ圏経済の強さを反映したものとの見方を示している。だが、ユーロ高は価格競争力の低下を通じてユーロ圏の輸出を下押しする要因となる。追加関税によって米国向け輸出の停滞が見込まれる中、ユーロ高傾向が続いていることで輸出が落ち込むリスクは一層高まっている。一方、ユーロ高は輸入物価の低下を通じてユーロ圏経済に一定のプラスの効果をもたらすと考えられる。ただし、6月のユーロ圏のHICP（消費者物価指数）は前年比+2.0%と、既にインフレ目標に一致しており、ユーロ高による輸入物価の下落圧力は、むしろインフレ率を目標から下振れさせるリスク要因として意識される。

こうした状況下、デギントス副総裁が1.20ドル/ユーロを上回るユーロ高が進めば、政策的な対応が難しくなるとの見方を示すなど、ECB当局者の一部からはユーロ高を懸念する声が出始

めている。ECB 自身がこれまでも繰り返し述べてきたように、為替水準自体を目標にして金融政策を運営することはないとみられるが、ユーロ高が景気、物価に影響を及ぼすのであれば、結果的に金融政策にも影響を及ぼし得る。

ラガルド総裁は、6月のECB理事会で、今の政策金利水準が非常に良い位置にあると繰り返し述べ、利下げの一時停止を示唆したことから、7月24日に行われる次回の政策理事会ではECBの政策金利は据え置かれる可能性が高い。また、フォワード・ガイダンスに関してはこれまで通り、会合ごとにデータ次第で政策金利を決定するという姿勢が維持される公算が大きい。一方、ユーロ高が景気やインフレ率の下振れリスクとして言及されるか否かが、7月理事会後の会見の注目点となる。

図表2 ユーロの対ドルレートと実効レート（左）、実効ユーロとユーロ圏の輸入物価・HICP（右）



(注) 左図の名目実効ユーロはBroadベース。

(出所) BIS、Bloomberg、Eurostat より大和総研作成

## 5月の輸出は2ヵ月連続で減少、生産はアイルランドの急増が押し上げ

以下では、足元までのユーロ圏経済の状況を見ていくが、米国の追加関税の影響で、特に貿易、生産関連の統計はこのところ振れが大きくなっており、基調が見えづらくなっている。

貿易に関して、ユーロ圏の2025年5月の輸出金額は前月比▲0.5%となり、米国の追加関税実施前の駆け込みからの反動で大幅に減少した4月に続いて、2ヵ月連続の減少となった。米国向け輸出は、既述の通り数量ベースでは増加に転じたものの、単価の下落によって金額ベースでは同▲0.7%と2ヵ月連続で減少している。これに加えて、中国向けが同▲2.9%と3ヵ月連続で減少したことや、インド向けが同▲14.5%と大幅に減少したことなどが輸出金額全体を押し下げた。

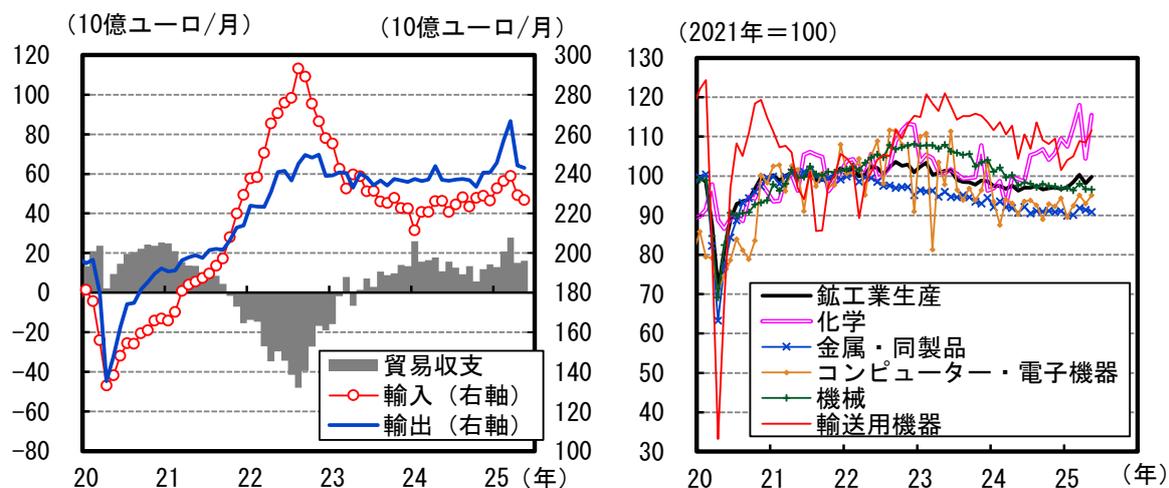
一方、5月の輸入金額は前月比▲1.0%と輸出金額よりも大きく減少したため、5月の貿易収支は161.9億ユーロの黒字となり、前月(150.7億ユーロ)から黒字幅が拡大した。もっとも、対米輸出が大幅に増加した1-3月平均(204.9億ユーロ)に比べて、4-5月平均の貿易黒字は縮

小しており、4-6月期のGDP統計では、外需（純輸出）がGDPの押し下げ要因となる可能性が高い。

次に生産の動向を見ていくと、2025年5月のユーロ圏の鉱工業生産指数は前月比+1.7%と大きく落ち込んだ前月から持ち直す結果となった。ただし、大幅な上昇の最大の要因はアイルランドの生産が同+12.4%と急増したことであり、アイルランドによるユーロ圏全体への寄与度は+1.0%ptと全体の上昇分の半分以上を占めている。アイルランド以外の国では、ドイツが同+2.2%、スペインが同+0.6%と上昇したものの、フランス（同▲0.5%）、イタリア（同▲0.7%）は低下した。

業種別の動向を見ると、化学・医薬品の上昇幅が前月比+10.6%と際立って大きかったが、これはアイルランドでの急増が影響した。アイルランド中央統計局（CSO）は、5月の生産指数に関して、化学・医薬品、およびコンピューター・電子機器の上昇に言及しており、ユーロ圏全体のコンピューター・電子機器の上昇（同+2.3%）にもアイルランドが大きく寄与したとみられる。また、ユーロ圏全体では、これらに加えて輸送用機器の指数も同+2.9%と上昇したが、これにはドイツの上昇（同+4.5%）が主な押し上げ要因となった。

図表3 ユーロ圏の輸出・輸入・貿易収支（左）、ユーロ圏の主要業種の鉱工業生産（右）



(出所) Eurostat より大和総研作成

## 5月の実質小売売上高は減少に転じるも、4-6月期では増加を維持する見込み

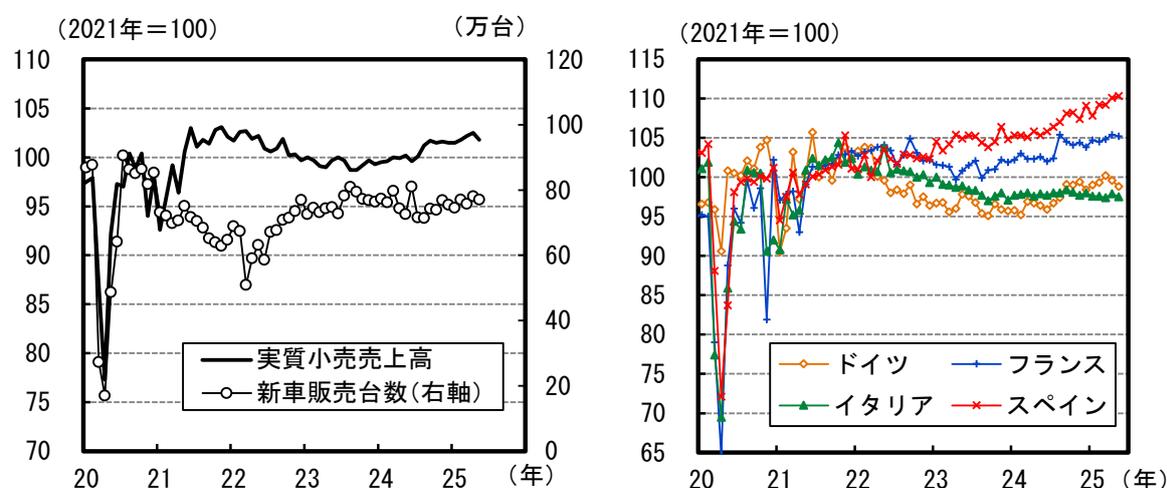
個人消費関連では、2025年5月のユーロ圏の実質小売売上高は前月比▲0.7%と5ヵ月ぶりに減少し、減少幅は2023年8月以来の大きさとなる軟調な結果であった。内訳を見ると、食品・たばこが好調だった前月からの反動で同▲0.7%と落ち込んだことに加え、非食品（除く自動車燃料）は同▲0.6%と減少幅が拡大し、自動車燃料は同▲1.3%と5ヵ月ぶりの減少に転じた。

国別では、ドイツが前月比▲0.8%と大きく落ち込んだことが最大の押し下げ要因となった。ドイツの減少は2ヵ月連続であり、これまでの改善基調が足元で頭打ちとなっている。また、ドイツ以外ではイタリア（同▲0.4%）、フランス（同▲0.2%）でも減少した。他方、スペイン

は同+0.2%と増加基調を維持した。スペインの水準は2010年6月以来の高さに達しており、引き続きユーロ域内において際立って好調な状況が続いている。

なお、5月のユーロ圏の実質小売売上高は前月から大きく減少したものの、それでも4-5月の平均値は1-3月平均を0.3%上回っており、四半期ベースでは4-6月期も前期比増加となる見込みが大きい。また、小売売上高には含まれない自動車に関して、5月の新車販売台数（ECBによる季節調整値）は前月比▲1.4%と減少したが、こちらも4-5月平均は1-3月平均を2.3%上回る。4-6月期の財消費はGDPの押し上げに寄与する可能性が高い。

図表4 ユーロ圏の実質小売売上高と新車販売台数（左）、ユーロ圏主要国の実質小売売上高（右）



(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

## 6月の景況感指数は2ヵ月ぶりに低下し、4-6月期のゼロ成長を示唆

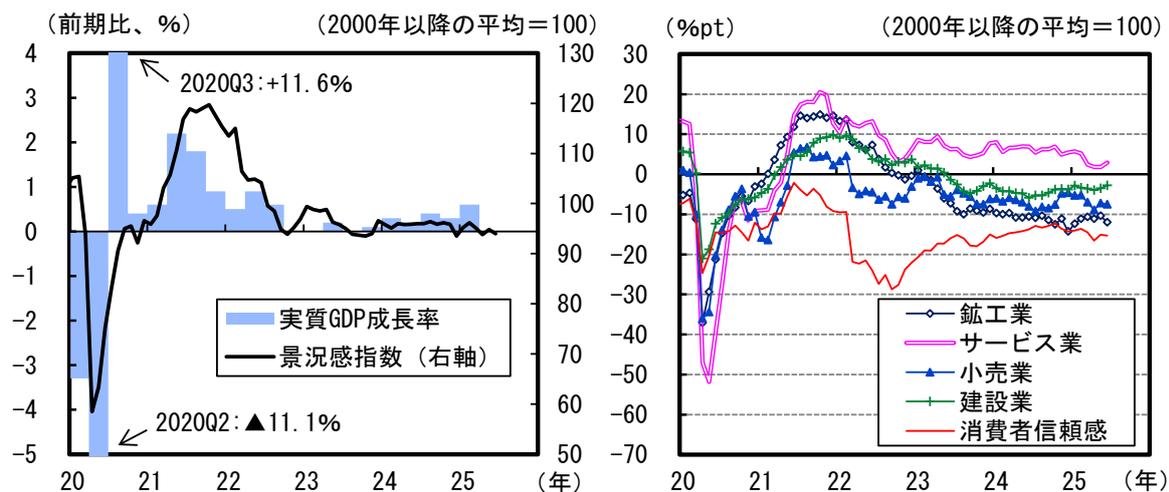
2025年6月に関するハードデータはまだほとんど公表されていないため、マインド統計を確認していくと、欧州委員会が公表する2025年6月の景況感指数（総合）は、前月差▲0.8ptと2ヵ月ぶりの低下に転じた。内訳では、製造業が同▲1.6ptと大きく落ち込んでおり、5月に持ち直した鉱工業生産が6月に再び低下する可能性を示唆する。また、小売業が同▲0.3pt、消費者信頼感指数が同▲0.2ptといずれも2ヵ月ぶりの低下に転じており、個人消費関連も軟調である。他方、建設業は同+0.7ptと2ヵ月連続で上昇し、緩やかな改善基調が続いたほか、このところ低下基調が続いてきたサービス業が同+1.1ptと5ヵ月ぶりの上昇に転じたことは安心材料といえる。

主要国の動きを国別に見ると、イタリアが前月差+0.2ptと小幅に上昇したものの、フランスが同▲3.4ptと前月に続き2ヵ月連続で大きく落ち込んだほか、スペインも同▲1.4ptと2ヵ月連続で低下している。また、このところ改善基調が続いていたドイツも、製造業の落ち込みを主因に、同▲0.8ptと6ヵ月ぶりの低下に転じており、総じて改善が足踏みする形となっている。

景況感指数を四半期ベースで見ると、2025年4-6月期のユーロ圏の指数は94.2となり、実質GDPがゼロ成長であった2023年7-9月期以来の低さとなっている。既述の通り、5月までのハ

ードデータからは、個人消費の増加が見込まれるものの、米国の関税前の駆け込みからの反動減によって輸出の減少が見込まれることから、4-6月期のユーロ圏の実質 GDP 成長率はゼロ近傍になると見込まれる。7-9月期には個人消費の加速を主因にプラス成長を見込むが、米国の追加関税の影響で輸出入や生産関連の統計は、引き続き振れが大きくなる可能性が高いことに加え、米国との通商交渉の行方も含めて不確実性が高い。

図表 5 ユーロ圏の景況感指数と実質 GDP 成長率 (左)、景況感指数の業種別内訳 (右)



(出所) 欧州委員会、Eurostat より大和総研作成

## 英国経済

### 5月の月次GDPは2ヵ月連続で減少、4-6月期はプラス成長見込みも成長率は鈍化

英国の5月の月次GDPは前月比▲0.1%と、増加を見込んでいた市場予想 (Bloomberg 調査: 同+0.1%) に反して、2ヵ月連続のマイナスとなった。それでも月次GDPの4-5月平均値は1-3月期平均を0.1%上回っており、6月が前月比▲0.3%以上の落ち込みとならない限り、4-6月期はプラス成長となる。ただし、1-3月期の実質GDP成長率が前期比+0.7%と非常に好調だったことに鑑みれば、英国経済の成長ペースは明らかに減速している。

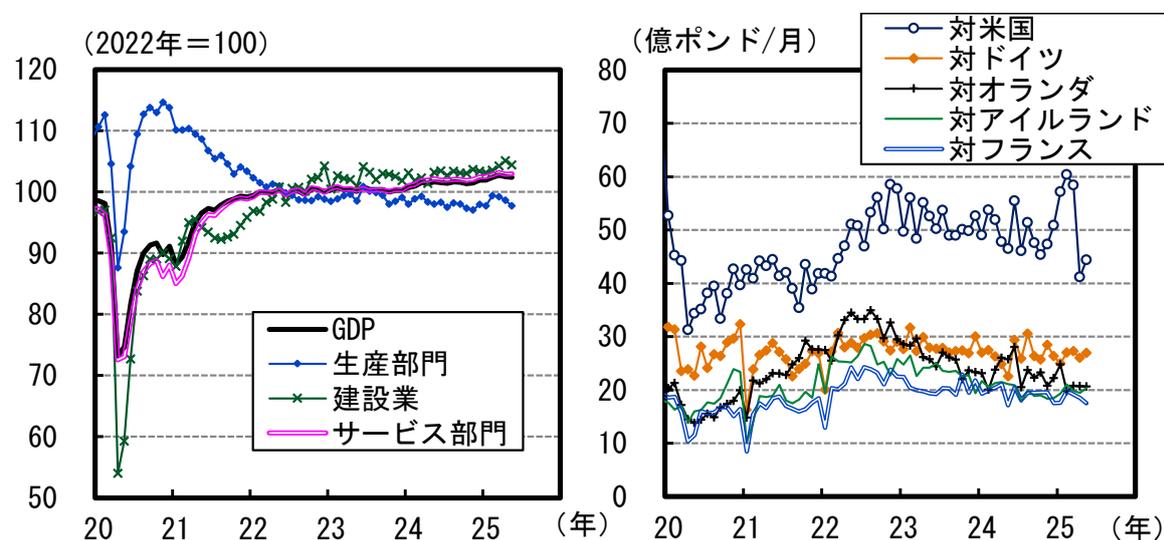
業種別では、サービス部門は前月比+0.1%と2ヵ月ぶりの増加に転じたものの、生産部門が同▲0.9%と3ヵ月連続で減少し、減少幅が拡大したことに加え、建設業が同▲0.6%と4ヵ月ぶりの減少に転じた。生産部門の内訳を見ると、前月に大きく増加した鉱業が同▲3.2%と落ち込んだことが下押し要因となったほか、製造業が同▲1.0%と3ヵ月連続で減少している。前月の大幅増からの反動で医薬品の生産が同▲4.2%と大幅に減少したことに加え、ゴム・プラスチック製品 (同▲2.3%)、化学 (同▲2.2%)、金属・同製品 (同▲1.8%)、輸送用機器 (同▲1.3%) など、幅広い業種で生産が減少した。輸送用機器の減少に関してONS (英国国家統計局) は先月と同様、モデルチェンジ、リストラ、米国の追加関税が下押し要因になったと指摘している。

前月から小幅に増加したサービス部門については、専門・企業向けサービスの増加が主な押し

上げ要因となったが、これは4月からの土地印紙税の引き上げによる反動減からの揺り戻しがあったためである。このほか、教育サービス（前月比+0.4%）、運輸サービス（同+0.3%）、保健・衛生サービス（同+0.3%）などで増加が見られた一方で、卸売・小売業が同▲1.5%、娯楽サービスが同▲3.1%と減少したことでサービス部門全体の伸びが抑制された。卸売・小売業については、実質小売売上が同▲2.4%と大幅に減少したことが押し下げ要因となっており、5月は個人消費の低調さがサービス部門の足を引っ張る形となった。

なお、ONSによれば、5月は主に自動車製造業および、卸売業から関税の影響に関するコメントがあったとされたが、5月の対米輸出金額は前月比+7.7%とプラスに転じ、輸出金額全体でも同+3.1%と2ヵ月ぶりの増加に転じている。もっとも、対米輸出を中心に輸出の水準は低位に留まっており、4-6月期のGDP統計では輸出は2四半期ぶりの減少に転じる可能性が高い。

図表6 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

### 労働市場は悪化が進む一方、インフレ率は高止まり

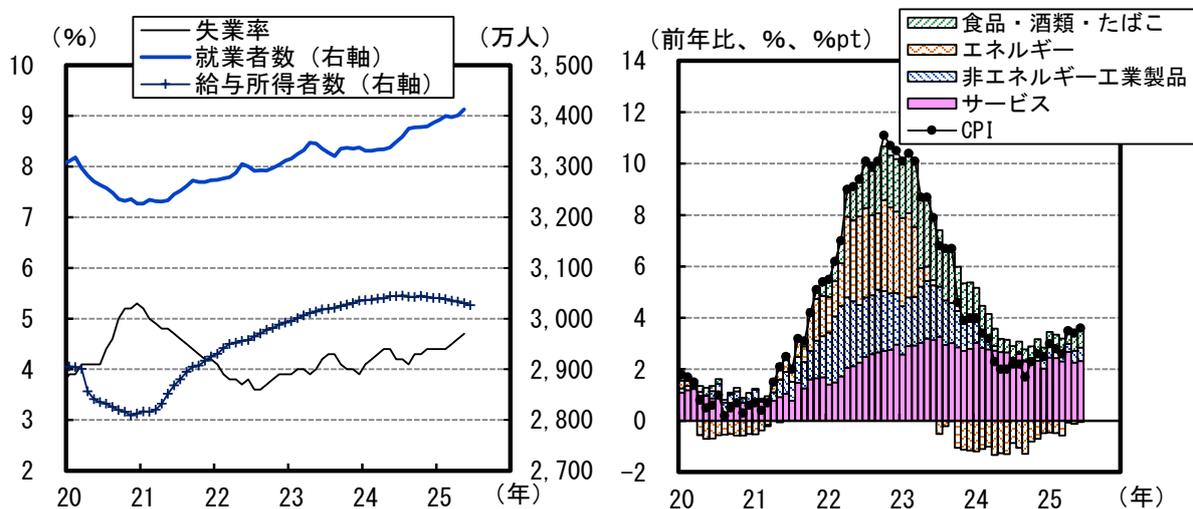
経済全体が減速傾向となる中、労働市場は緩やかな悪化傾向が続いている。2025年3-5月の失業率は前月差+0.1%ptで4.7%となった。失業率の上昇は3ヵ月連続であり、水準は2021年4-6月以来の高さとなっている。また、失業者数は同+3.3万人と4ヵ月連続で増加しており、増加ペースは前月から加速した。労働力調査による就業者数は同+11.9万人と大幅に増加したが、源泉徴収データに基づき、より統計の信頼度が高いとみられる給与所得者数は6月に同▲4.1万人と5ヵ月連続で減少しており、雇用者数は緩やかな減少基調が続いている。

また、賃金動向に関して、3-5月の名目賃金（含む賞与）は前年比+5.0%と、前月の同+5.4%から上昇幅が縮小し、2024年7-9月以来の低さとなった。また、賞与を除くベースでも同+5.0%と上昇幅が縮小しており、こちらは2022年4-6月以来の低さとなっている。賃金上昇率自体は過去に比べればまだ十分高いといえるものの、上昇ペースは着実に低下している。

一方で、インフレ率の動向を見ると、賃金の上昇ペース鈍化に反して加速の動きが見られた。6月のCPI（消費者物価指数）は前年比+3.6%と、前月並みの伸びを見込んでいた市場予想（Bloomberg調査：同+3.4%）に反して加速し、2024年1月以来の高い伸びとなった。食品価格の上昇ペースの加速、およびエネルギーによる下押しが縮小したほか、これらを除いたコアCPIも同+3.7%と前月（同+3.5%）から上昇率が拡大した。コアCPIの内訳では、サービス価格が同+4.7%と前月と同様の伸びとなる中、コア財（非エネルギー工業製品）が前年比+1.8%と2ヵ月連続で上昇幅が拡大している。

足元のインフレ率加速の背景には4月からの公共料金の値上げや自動車税の引き上げなど、制度改正による直接的な押し上げに加えて、4月からの企業の国民保険料負担の増加が影響しているとみられる。また、これと同時に企業の税負担の増加は、既述した雇用削減や賃金上昇率の圧縮にも繋がっている可能性が高い。金融政策を行うBOEの立場からすれば、労働市場の悪化とインフレ率の高止まりが同時に起こっており、追加利下げの判断が難しい状況にある。ベイリー総裁は、労働市場が想定以上のペースで悪化すれば、利下げペースを加速する可能性がある旨の発言をしている。だが、そのためには賃金上昇率の鈍化が、サービス物価を中心としたインフレ率にも波及していることが確認される必要があるだろう。インフレ率が加速する状況においては、利下げペースを速める選択は取りづらいとみられ、現時点ではまだBOEが利下げペースを速めるには材料不足と考えられる。

図表7 英国の失業率・就業者数・給与所得者数（左）、英国CPIの要因分解（右）



(出所) ONS より大和総研作成

## 福祉予算の削減を巡る対立で財政懸念が再燃

一方、財政政策を巡っては、労働党政権内部での対立が浮き彫りとなり、先行きの運営への不安が高まっている。労働党政権は3月の春季予算で、制度の持続可能性を確保することを目的に、福祉予算の削減を発表した。しかし、社会的弱者を貧困に追い込むことへの懸念が労働党内で高まり、多くの造反者が出たことで、福祉制度改革法案の内容を修正し、事実上、改革を撤回

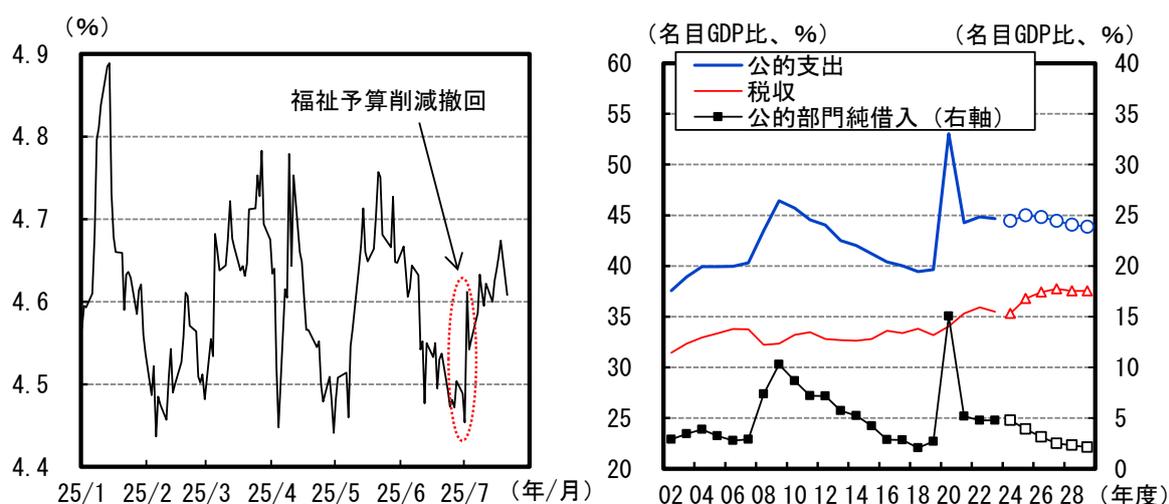
することになった。

福祉予算の削減が見送られたことは、家計の可処分所得という点からすれば、景気に対してプラスの影響をもたらす可能性が高い。だが、英国の財政悪化懸念が高まったことは金融市場ではネガティブに解釈された。福祉法案を巡って労働党内での対立が続く中、7月2日にスターマー首相がリーブス財務相の進退に対する質問への回答を避けたことで、リーブス財務相の辞任、財政規律緩和への観測が強まり、英国の長期金利は大幅に上昇した。10年債利回りは前日から0.16%pt 上昇し、1日の上昇幅は米国トランプ政権が相互関税を実施した2025年4月以来の大きさとなった。翌日にはスターマー首相がリーブス財務相更迭の可能性を否定し、リーブス財務相自身も続投と財政規律維持への姿勢を改めて示したことで、金融市場のさらなる混乱は回避されたが、財政悪化に対する金融市場の厳しい監視の目が改めて認識されることとなったといえる。

福祉予算の削減が見送られたことで、労働党政府は財政規律を維持するために追加的に約50億ポンドを確保する必要がある。リーブス財務相は今年の秋季予算で増税を実施する可能性を示唆するものの、労働党政権は所得税、付加価値税、従業員の国民保険料を引き上げないことを公約としており、選択肢は限られる。しかも、これまでに労働党政権が実施した増税がインフレ率の高止まりや、労働市場悪化の一因となり、有権者からの評判が非常に悪いことを踏まえると、追加的な増税は容易ではないとみられる。

増税の具体的な内容については、例年10月末から11月にかけて公表される秋季予算を待つ必要があるが、限られた選択肢の中で労働党政権がどうバランスを取っていくか、財政を巡る議論の進展を注視していく必要がある。

図表8 英国の10年債利回り(左)、2025年春季予算(2025年3月)による英国財政見通し(右)



(注) 右図の白抜きはOBR見通し。

(出所) Bloomberg、OBRより大和総研作成

図表9 ユーロ圏経済・金利見通し

	2024				2025				2026				2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
	前期比年率														
国内総生産	1.0%	0.9%	1.6%	1.2%	2.5%	-0.1%	0.2%	0.7%	1.3%	1.6%	1.6%	1.8%	0.9%	1.1%	1.1%
家計消費支出	1.8%	0.4%	2.1%	1.9%	0.8%	0.3%	0.5%	0.8%	1.1%	1.3%	1.4%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%
政府消費支出	1.2%	3.8%	3.0%	1.7%	-0.1%	0.5%	0.8%	1.5%	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	2.8%	1.2%	1.6%
総固定資本形成	-7.4%	-9.3%	7.4%	2.9%	7.5%	2.8%	0.9%	1.2%	1.9%	2.3%	2.5%	2.8%	-1.9%	3.4%	1.9%
輸出	2.9%	8.6%	-6.1%	-0.0%	7.6%	-4.8%	-5.5%	-2.2%	1.2%	1.8%	2.2%	2.5%	1.0%	-0.2%	-0.4%
輸入	-2.4%	6.4%	1.8%	-0.5%	5.8%	-3.2%	-3.8%	-1.2%	1.6%	2.2%	2.6%	2.9%	0.2%	0.8%	0.4%
	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%	0.9%	0.8%	0.5%	0.9%	1.3%	1.6%	0.9%	1.1%	1.1%
家計消費支出	0.9%	0.6%	1.1%	1.6%	1.3%	1.3%	0.9%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%
政府消費支出	2.1%	2.6%	2.8%	2.4%	2.1%	1.3%	0.7%	0.7%	1.1%	1.5%	1.8%	1.9%	2.8%	1.2%	1.6%
総固定資本形成	-0.7%	-3.0%	-1.4%	-1.8%	1.9%	5.1%	3.5%	3.1%	1.7%	1.6%	2.0%	2.4%	-1.9%	3.4%	1.9%
輸出	-0.6%	2.1%	1.5%	1.2%	2.3%	-1.0%	-0.8%	-1.4%	-2.9%	-1.2%	0.7%	1.9%	1.0%	-0.2%	-0.4%
輸入	-2.0%	-0.4%	1.7%	1.3%	3.3%	0.9%	-0.5%	-0.7%	-1.7%	-0.3%	1.3%	2.3%	0.2%	0.8%	0.4%
鉱工業生産 (除く建設)	-4.7%	-4.2%	-1.6%	-1.6%	1.5%	2.5%	2.5%	2.9%	1.5%	1.3%	1.9%	2.3%	-3.0%	2.3%	1.8%
実質小売売上高	0.1%	0.3%	2.0%	2.1%	2.1%	2.2%	1.1%	0.6%	0.6%	0.6%	0.9%	1.1%	1.1%	1.5%	0.8%
消費者物価	2.6%	2.5%	2.2%	2.2%	2.3%	2.0%	2.0%	1.9%	1.5%	1.7%	1.8%	2.0%	2.4%	2.1%	1.7%
生産者物価	-7.9%	-4.4%	-2.7%	-1.5%	2.3%	0.4%	-0.6%	-1.4%	-2.1%	1.9%	2.2%	2.2%	-4.2%	0.2%	1.0%
失業率	6.6%	6.4%	6.3%	6.2%	6.3%	6.3%	6.3%	6.2%	6.2%	6.1%	6.1%	6.1%	6.4%	6.3%	6.1%
	10億ユーロ														
貿易収支	58.1	44.3	35.4	31.9	61.5	49.2	52.3	54.6	58.2	61.7	65.4	69.1	169.6	217.6	254.4
経常収支	107.2	124.0	83.3	74.3	74.7	75.8	75.9	76.3	78.7	81.0	83.6	86.3	388.7	302.8	329.6
独 国債10年物 (期中平均)	2.31%	2.49%	2.29%	2.26%	2.58%	2.55%	2.61%	2.57%	2.55%	2.53%	2.52%	2.50%	2.34%	2.58%	2.53%
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7月21日時点)。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

図表10 英国経済・金利見通し

	2024				2025				2026				2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
	前期比年率														
国内総生産	3.7%	1.8%	0.0%	0.4%	3.0%	0.3%	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%	1.4%	0.5%	0.8%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.6%	0.9%	1.0%
一般政府消費支出	2.9%	4.0%	1.3%	2.0%	-1.5%	1.5%	1.8%	1.8%	1.5%	1.2%	1.0%	1.0%	3.0%	1.0%	1.4%
総固定資本形成	3.1%	4.4%	4.0%	-2.5%	8.4%	0.2%	0.3%	1.0%	1.8%	2.3%	2.5%	2.6%	1.5%	2.5%	1.6%
輸出	0.7%	-7.0%	-0.2%	-7.2%	13.8%	-0.2%	-2.5%	0.5%	1.5%	2.2%	2.5%	2.7%	-1.2%	1.0%	1.0%
輸入	-1.6%	23.8%	-10.9%	11.9%	8.1%	0.9%	-1.5%	0.5%	1.1%	1.6%	1.8%	1.9%	2.7%	4.0%	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%	0.9%	1.1%	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%	0.9%	1.1%	0.8%	1.0%	0.9%	1.0%	1.1%	1.0%	0.6%	0.9%	1.0%
一般政府消費支出	4.6%	3.1%	1.9%	2.6%	1.5%	0.8%	0.9%	0.9%	1.6%	1.6%	1.4%	1.2%	3.0%	1.0%	1.4%
総固定資本形成	-1.4%	1.2%	3.8%	2.2%	3.5%	2.5%	1.5%	2.4%	0.8%	1.3%	1.9%	2.3%	1.5%	2.5%	1.6%
輸出	0.7%	-1.4%	-0.4%	-3.5%	-0.5%	1.3%	0.7%	2.7%	-0.2%	0.4%	1.7%	2.2%	-1.2%	1.0%	1.0%
輸入	-0.7%	3.4%	3.1%	5.0%	7.5%	2.1%	4.7%	1.9%	0.3%	0.4%	1.3%	1.6%	2.7%	4.0%	0.9%
鉱工業生産	-0.2%	-1.5%	-1.9%	-1.1%	0.0%	0.2%	0.8%	1.5%	0.4%	1.1%	1.0%	1.0%	-1.2%	0.6%	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%	3.5%	3.8%	3.5%	2.7%	2.2%	2.1%	2.1%	2.5%	3.4%	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	-60.2	-60.9	-61.3	-61.2	-60.5	-59.2	-57.5	-56.4	-226.0	-243.6	-233.6
経常収支	-15.9	-26.3	-12.5	-21.0	-23.5	-23.3	-23.7	-23.9	-23.3	-22.8	-22.3	-21.7	-75.7	-94.3	-90.1
国債10年物 (期中平均)	4.03%	4.20%	4.00%	4.35%	4.60%	4.57%	4.58%	4.46%	4.32%	4.15%	3.97%	3.93%	4.14%	4.55%	4.09%
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7月21日時点)。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

# 中国 年後半減速も 2025 年は 5%前後を達成へ

## 不動産不況、需要先食い、トランプ関税 2.0 の行方

齋藤 尚登

### [要約]

- 中国国家统计局によると、2025 年 4 月～6 月の実質 GDP 成長率は前年同期比 5.2%（以下、変化率は前年比、前年同期比）となり、事前予想を上回った。①「トランプ関税 2.0」の悪影響が懸念されたが、米国以外への輸出増加が米国向け輸出の急減を補って余りあったこと、②家電・通信機器の買い替え促進策が、一部地方の補助金の払底を招くほどの活況であったこと、などが、景気堅調の背景だ。これを受けて、大和総研は 2025 年の成長率見通しを従来の 4.8%から 4.9%に引き上げた。政府成長率目標の 5%前後は達成できるとの見立てだ。
- 2025 年後半以降は、デフレ傾向が続き、不動産市場が再び悪化していることに加え、①8 月中旬以降の米国の対中国上乗せ関税の行方が不透明であり、楽観視は許されないこと、②エアコンや冷蔵庫など大型家電については、買い替え促進策により昨年 9 月以降、販売が急増し、2025 年 9 月以降はその反動が懸念されること、などから景気は減速する見通しである。
- 追加の金融・財政政策について、その可能性は残されているが、2025 年は前半の貯金があり、2026 年に余力を残すことも考えられる。中国共産党・政府にとって、向こう 5 年の人事を決定する最重要会議である党大会が 2027 年に開催されるため、2026 年も大幅な景気減速は避けたいところであろう。

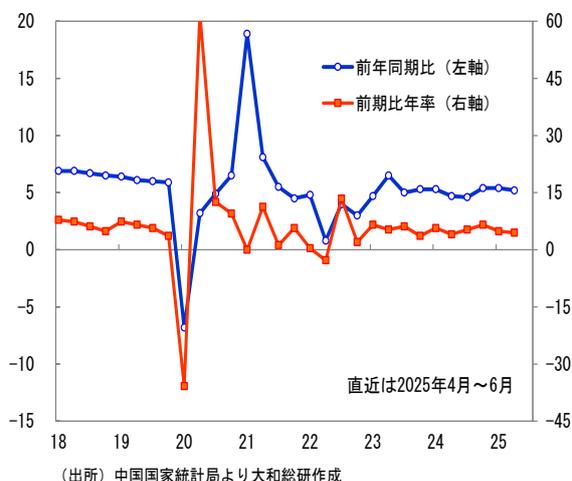
## 2025年4月～6月は実質5.2%成長。成長率の名実逆転は9四半期連続

中国国家统计局によると、2025年4月～6月の実質GDP成長率は前年同期比5.2%（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、1月～3月の5.4%からは減速したものの、事前予想よりも堅調に推移した。もちろん、不動産不況や「トランプ関税2.0」の影響が皆無であったわけではない。前期比年率は2024年10月～12月の6.6%を直近のピークに、2025年4月～6月は4.5%に減速した。

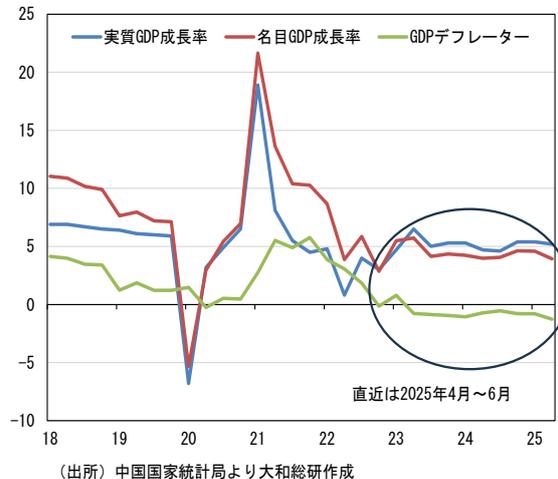
デフレ傾向が強まっていることも懸念される。中国では2023年4月～6月から9四半期連続でGDPデフレーターのマイナスが続いている。2025年4月～6月は▲1.3%となり、1月～3月の▲0.8%からマイナス幅が拡大した。一般にデフレ下では、家計は継続的な物価下落を織り込み、モノ・サービスの消費を抑制したり、先送りにしたりする傾向が強くなる。消費が低迷すれば、生産も停滞、企業業績が悪化し、企業は設備投資を抑制し、賃金も減少する。それがさらに消費に悪影響を与えるなど悪循環が発生し、経済にマイナスの影響が出ることになる。デフレ下ではこうした負の連鎖が生じやすくなることに、注意が必要だ。

2025年1月～6月の実質5.3%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出が2.8%pt、総資本形成は0.9%pt、純輸出は1.7%ptであった<sup>1</sup>。1月～3月の5.4%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出2.8%pt、総資本形成0.5%pt、純輸出2.1%ptであり、1月～6月は総資本形成の寄与度が高まった一方で、純輸出のそれが低下した。総資本形成の寄与度が高まったことに、違和感を持つ向きがいるかもしれない。1月～6月の固定資産投資は2.8%増となり、1月～3月の4.2%増から減速したからだ。固定資産投資は名目ベースの統計であるが、中国国家统计局は実質では1月～6月は5.3%増であったと発表している。実質ベースでは比較的堅調に推移しているということなのであろう。

中国の実質GDP成長率（四半期）の推移  
（単位：％）



実質・名目GDP成長率、GDPデフレーターの推移（単位：％）



<sup>1</sup> 合計が5.3%にならないのは四捨五入の関係による。

### 実質 GDP 成長率(前年比) 需要項目別寄与度 (単位 : %、%pt)

	実質GDP 成長率	最終消費 支出	総資本形成	純輸出
2018	6.8	4.5	2.9	▲ 0.6
2019	6.1	3.6	1.8	0.8
2020	2.3	▲ 0.1	1.7	0.7
2021	8.6	5.5	1.1	1.8
2022	3.1	1.5	1.2	0.4
2023. 1-3	4.7	3.2	1.8	▲ 0.3
1-6	5.7	4.4	1.9	▲ 0.6
1-9	5.4	4.6	1.6	▲ 0.8
1-12	5.4	4.6	1.4	▲ 0.6
2024. 1-3	5.3	3.9	0.6	0.8
1-6	5.0	3.1	1.3	0.7
1-9	4.8	2.4	1.2	1.1
1-12	5.0	2.2	1.3	1.5
2025. 1-3	5.4	2.8	0.5	2.1
1-6	5.3	2.8	0.9	1.7

(出所) CEIC、中国国家统计局より大和総研作成

## 家電・通信機器の買い替え促進策の奏功で消費はやや加速

2025年4月～6月の小売売上は4.4%増となり、1月～3月の3.6%増、2024年の3.5%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など買い替え促進のための補助金政策である。2024年7月に発表された「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。2025年7月21日時点で1元=20.7円)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、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。さらに、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。

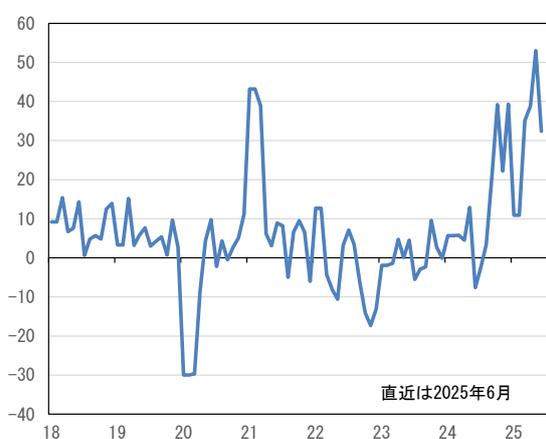
2025年4月～6月の家電・音響映像機材の販売金額は45.5%増を記録し、1月～3月の23.8%増、2024年の12.3%増から大幅に加速した。2025年から新たに補助金政策が始まった通信機器の販売金額は1月～3月は33.9%増、4月～6月は31.1%増となり、2024年の9.9%増と比べて高水準の伸び率が続いている。

ただし、家電と通信機器の6月単月の販売金額の伸びは減速した。家電・音響映像機材は5月の53.0%増から6月は32.4%増、通信機器は同様に33.0%増から13.9%増へと、伸び率が鈍化している。補助金政策の奏功による販売急増を受けて、一部地方で補助金が払底したことが

響いていると思われる<sup>2</sup>。

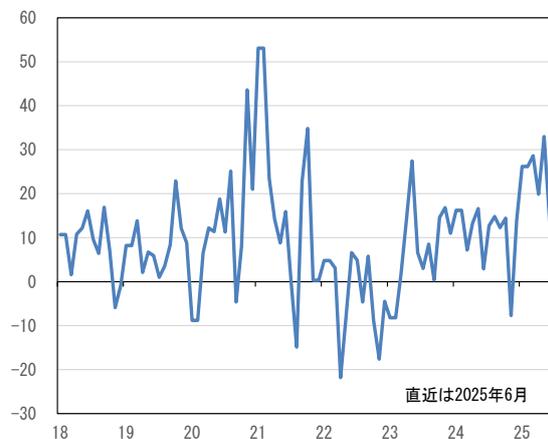
2025年3月の第14期全国人民代表大会（全人代）第3回会議では、自動車・家電買い替え補助金として、超長期特別国債から3,000億元（2024年の補助金額1,500億元の2倍）を拠出するとした。そして、2025年1月と4月にそれぞれ810億元が各地方政府に割り当てられたが、残り1,380億元の分配を前に、一部地方で資金が払底してしまったということなのであろう。この問題は中国政府が補助金の早急な配分を行い、政策継続のための追加的手配を講じれば解決するため、大きな問題にはならないと考えている。

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月は平均値  
（出所）中国国家統計局より大和総研作成

通信機器販売金額の推移（前年同月比）  
（単位：％）



（注）1月～2月は平均値  
（出所）中国国家統計局より大和総研作成

自動車は2024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、この政策は2025年も維持されている。

ただし、2025年1月～6月の自動車販売金額は0.8%増にとどまるなど、低迷している。一方で、販売台数は同期間中に11.4%増となっており、自動車の売れ行きは好調だ。金額と台数の差は、熾烈な値下げ競争によるものであり、中国の自動車産業は「内巻（Involution）」と呼ばれる破滅的な競争に陥っていた。

こうした状況に対して、中国自動車工業協会は2025年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」を発表して、原価割れ販売（赤字販売）などの過当競争の回避を求めた。今後、不毛な値下げ合戦が回避され、自動車産業の利益環境が改善されるかが注目される。

<sup>2</sup> 小売売上全体でも5月の6.4%増から6月は4.8%増に減速した。

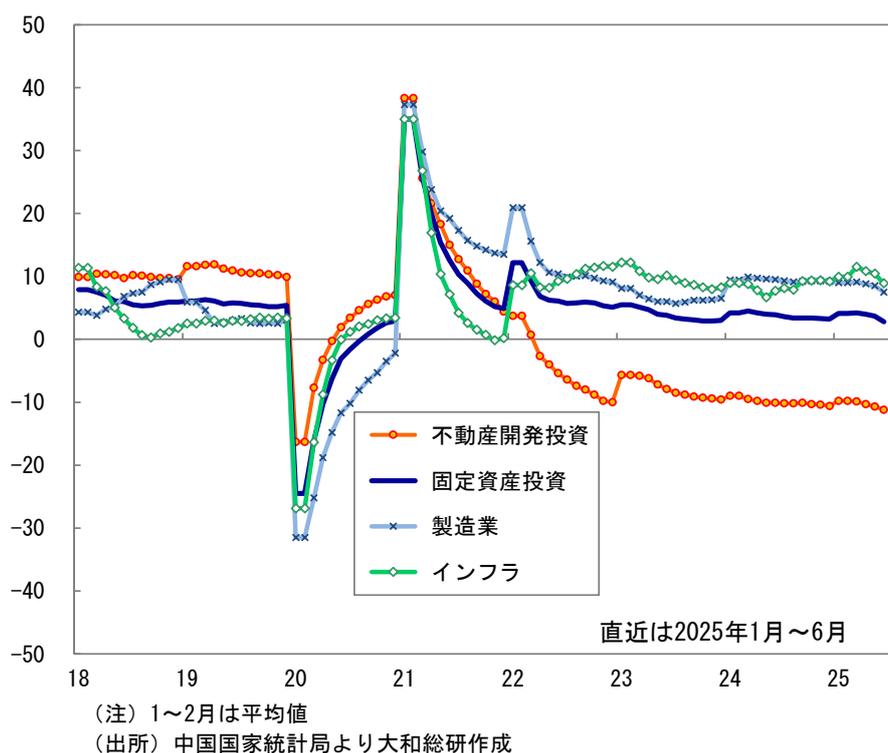
## 不動産開発投資はマイナス幅が拡大。それ以外の固定資産投資も伸びは減速

2025年1月～6月の固定資産投資は2.8%増となり、1月～3月の4.2%増から減速した。既述したように、中国国家统计局は、1月～6月は実質では5.3%増と堅調であったとしているが、企業の売上などは名目ベースであり、景気実感や企業業績としては、2.8%増の方が実態に近い。

分野別（実質ベースは発表されておらず、以下は名目）には、製造業投資は2025年1月～3月の9.1%増から1月～6月は7.5%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8.9%増へと減速し、不動産開発投資は9.9%減から11.2%減へとマイナス幅を広げた。

なお、2025年1月～6月の不動産開発投資を除く固定資産投資は6.6%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、あるいは「トランプ関税2.0」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。

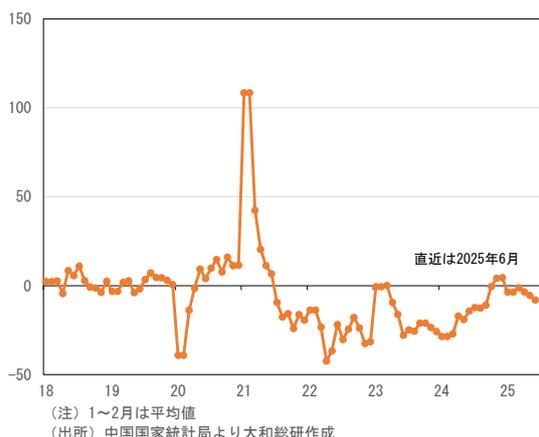
固定資産投資全体、分野別の推移（1月から累計の前年同期比、単位：％）



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6月の全国70都市中古住宅価格の前月比は▲0.6%となり、26カ月連続で下落し、しかも直近は3カ月連続でマイナス幅が拡大した。安定化の兆しもあった不動産市場であるが、再び悪化に向かってしまっている。

中国人民銀行（中央銀行）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。

### 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：％）



## 8月中旬以降の米国による対中国上乗せ関税の行方に注目

中国通関統計によると、2025年4月～6月の輸出（以下貿易はドル建て）は6.2%増となり、1月～3月の5.7%増から伸び率が加速した。国・地域別には、米国向けが1月～3月の5.0%増から4月～6月は23.9%減となった一方で、ASEAN向け、EU向け、日本向けの伸び率が加速した。米国向けの急減を他の国・地域向けが補って余りある増加となったのである。

2025年4月～6月の輸入は0.9%減となり、1月～3月の6.9%減からマイナス幅こそ縮小したものの前年割れが続いている。4月～6月について、国・地域別には、米国からの輸入が大幅減となったほか、対欧州輸入も前年割れが続いた一方で、対日輸入は増加に転じた。

2025年4月～6月の貿易黒字は24.4%増の3,139億ドルとなり、引き続き大幅な黒字を維持している。ただし、1月～3月の48.5%増から伸び率は鈍化し、需要項目別GDP成長率における純輸出の寄与度が低下した（1月～3月は2.1%pt→1月～6月は1.7%pt）。

### 「トランプ関税2.0」による先行き不透明感

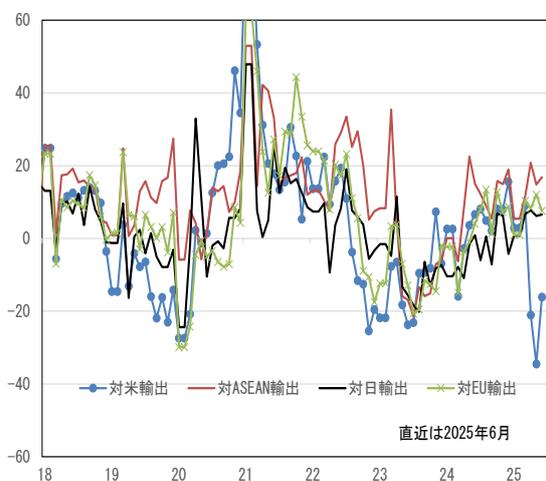
米国は2025年4月9日、中国以外の国・地域に対する相互関税のうち、10%のベース関税のみを発動し、上乗せ関税は90日間の停止措置とした。中国からの輸入には2月から4月にかけて累計で最大145%の追加関税がかけられていたが、5月14日以降は30%（「フェンタニル関税」20%+ベース関税10%）へ引き下げられた。それでも他の国・地域と比べれば高い追加関

税であり、特に中国以外の国・地域が10%のベース関税となっていた期間中、中国から米国への迂回輸出は温存された可能性が高い。

90日間の上乗せ関税停止措置期間が終了する中、米トランプ大統領は2025年7月上旬以降、25カ国・地域に書簡を送るなどして、新たな関税率を8月1日より賦課するとした。多くの国・地域では、4月2日に発表された「相互関税率」と同水準か、引き下げられる。日本は24%から25%に引き上げるとされたが、7月22日（現地時間）に15%への引き下げが表明された。一方、20%だったEUは30%に、25%だったカナダは35%に、10%だったブラジルは50%に引き上げられる。

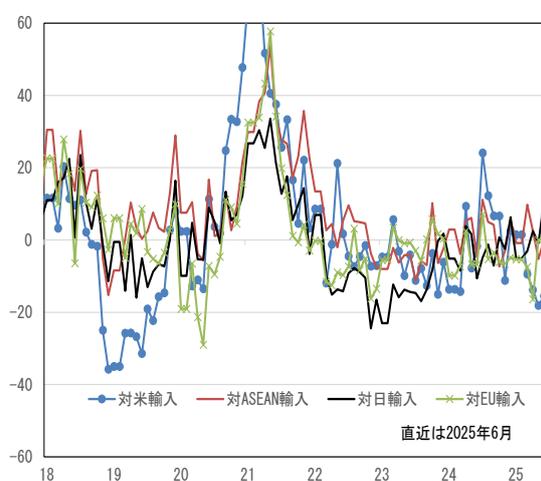
8月中旬にははいよいよ中国の上乗せ関税の停止が期限を迎える。米国は、中国からのレアアースの輸入確保に腐心しており、中国にとって重要な交渉カードとなっていると思われる。ただ、中国は米国にとって最大の貿易赤字計上国であり、交渉は難航が予想される。他国・地域の例を見ると、8月中旬までに米国が中国に対して、新たな関税率を通告し、9月1日にそれが適用される運びとなる可能性が高い。交渉がまとまるのか、まとまらないのか、後者の場合も想定をしておく必要がある<sup>3</sup>。

中国の国・地域別輸出の推移（前年同月比）  
（単位：％）



（注）1月～2月は平均値  
（出所）中国通関統計より大和総研作成

中国の国・地域別輸入の推移（前年同月比）  
（単位：％）



（注）1月～2月は平均値  
（出所）中国通関統計より大和総研作成

<sup>3</sup> ちなみに、トランプ政権一期目の際には、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。

## 2025 年は年後半に減速も年間では 5%前後の政府目標を達成へ

2025 年 1 月～6 月の実質 GDP 成長率が 5.3%となり、想定を上回ったことを受けて、大和総研は 2025 年の成長率見通しを従来の 4.8%から 4.9%に引き上げた。政府成長率目標の 5%前後は達成できるとの見立てだ。

2025 年後半以降は、デフレ傾向が続き、不動産市場が再び悪化していることに加え、①8 月中旬以降の米国の対中国上乗せ関税の行方が不透明であり、楽観視は許されないこと、②エアコンや冷蔵庫など大型家電については、買い替え促進策により昨年 9 月以降、販売が急増し、2025 年 9 月以降はその反動が懸念されること、などから景気は減速する見通しである。②と同時に補助金政策が強化された自動車も同様であり、2026 年に入ると通信機器の反動減が懸念される。

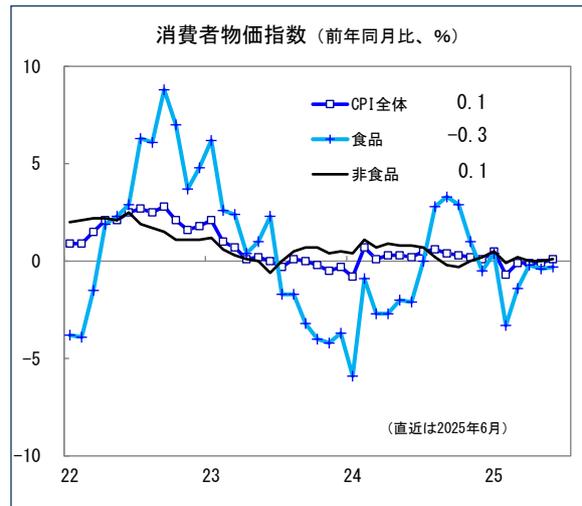
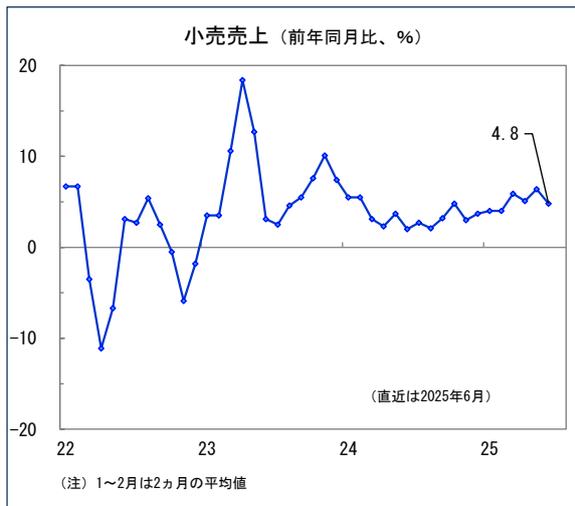
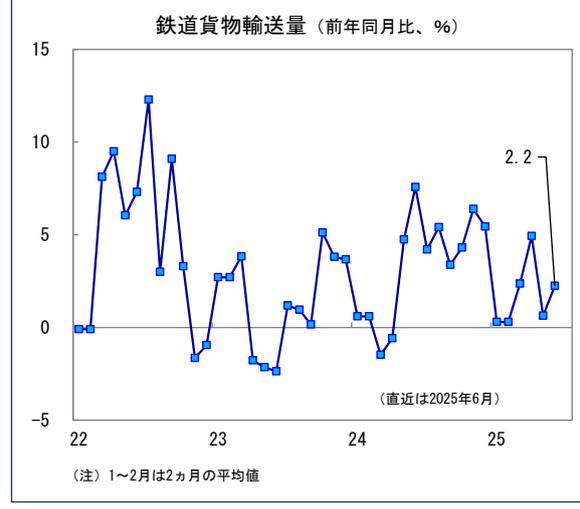
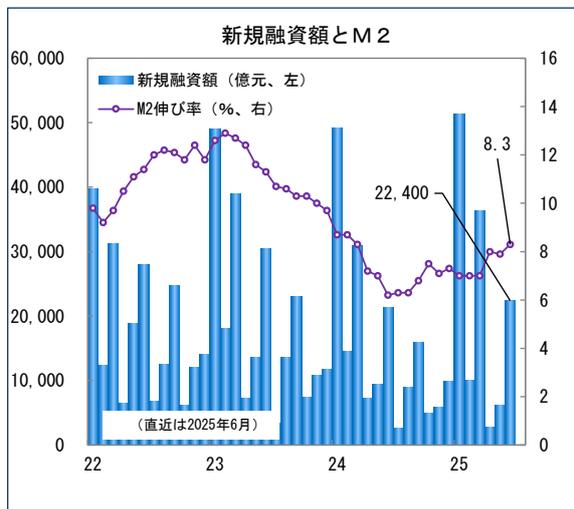
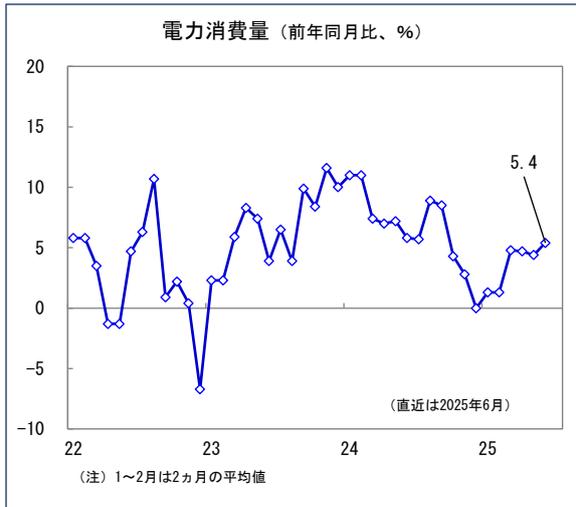
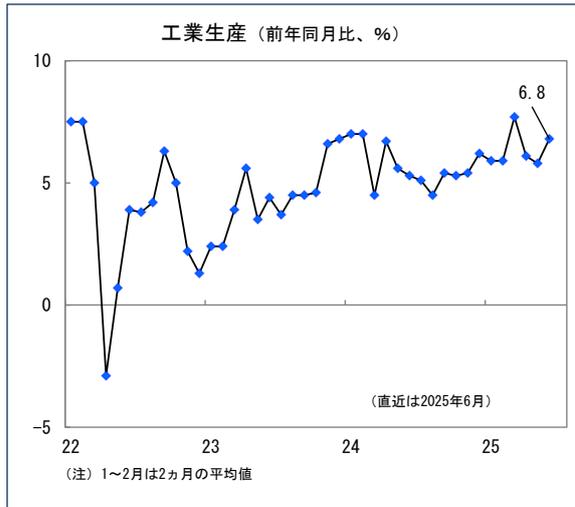
追加の金融・財政政策について、その可能性は残されているが、2025 年は前半の貯金があり、2026 年に余力を残すことも考えられる。中国共産党・政府にとって、向こう 5 年の人事を決定する最重要会議である党大会が 2027 年に開催されるため、2026 年も大幅な景気減速は避けたいところであろう。

### 主要経済指標一覧

	2024年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	6月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	4.7	-	-	4.6	-	-	5.4	-	-	5.4	-	-	5.2
工業生産（前年同月比、%）	5.3	5.1	4.5	5.4	5.3	5.4	6.2	5.9	7.7	6.1	5.8	6.8	6.8
電力消費量（前年同月比、%）	5.8	5.7	8.9	8.5	4.3	2.8	0.0	1.3	4.8	4.7	4.4	5.4	5.4
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	7.6	4.2	5.4	3.4	4.3	6.4	5.4	0.3	2.4	4.9	0.6	2.2	2.2
固定資産投資（前年累計比、%）	3.9	3.6	3.4	3.4	3.4	3.3	3.2	4.1	4.2	4.0	3.7	2.8	2.8
不動産開発投資（前年累計比、%）	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.3	-10.4	-10.6	-9.8	-9.9	-10.3	-10.7	-11.2	-11.2
小売売上（前年同月比、%）	2.0	2.7	2.1	3.2	4.8	3.0	3.7	4.0	5.9	5.1	6.4	4.8	4.8
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	0.2	0.5	0.6	0.4	0.3	0.2	0.1	0.5	-0.7	-0.1	-0.1	0.1	0.1
食品（前年同月比、%）	-2.1	0.0	2.8	3.3	2.9	1.0	-0.5	0.4	-3.3	-1.4	-0.2	-0.4	-0.3
非食品（前年同月比、%）	0.8	0.7	0.2	-0.2	-0.3	0.0	0.2	0.5	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.1
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-0.8	-0.8	-1.8	-2.8	-2.9	-2.5	-2.3	-2.3	-2.2	-2.5	-2.7	-3.3	-3.6
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-0.5	-0.1	-0.8	-2.2	-2.7	-2.5	-2.3	-2.3	-2.3	-2.4	-2.7	-3.6	-4.3
新規融資額（億元）	21,300	2,600	9,000	15,900	5,000	5,800	9,900	51,300	10,100	36,400	2,800	6,200	22,400
M2伸び率（%）	6.2	6.3	6.3	6.8	7.5	7.1	7.3	7.0	7.0	7.0	8.0	7.9	8.3
輸出（前年同月比、%）	8.4	6.9	8.6	2.3	12.6	6.6	10.7	2.2	12.3	8.1	4.7	5.9	5.9
輸入（前年同月比、%）	-2.6	6.6	0.0	0.1	-2.4	-4.0	0.8	-8.3	-4.4	-0.3	-3.4	1.1	1.1
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	990.4	854.8	915.5	817.6	957.2	973.3	1,051.8	847.9	1,024.7	960.1	1,031.4	1,147.5	1,147.5
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-2.4	-3.3	-3.6	-4.6	-4.9	-5.3	-5.4	-5.7	-5.5	-5.7	-5.0	-4.3	-4.1
上海（前年同月比、%）	4.4	4.4	4.9	4.9	5.0	5.0	5.3	5.6	5.6	5.7	5.9	5.9	6.0
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-23.8	-23.2	-22.6	-22.3	-22.7	-23.0	-22.5	-29.9	-24.8	-24.1	-23.0	-20.1	-20.1
竣工面積（前年累計比、%）	-21.8	-21.8	-23.6	-24.4	-23.9	-26.2	-26.1	-15.7	-14.4	-17.0	-17.4	-14.9	-14.9
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-19.5	-18.6	-18.0	-17.1	-15.8	-14.3	-12.8	-5.5	-3.5	-3.4	-3.6	-4.3	-4.3
金額（前年累計比、%）	-25.3	-24.3	-23.6	-22.7	-20.9	-19.2	-17.0	-2.9	-2.6	-3.7	-4.4	-6.1	-6.1

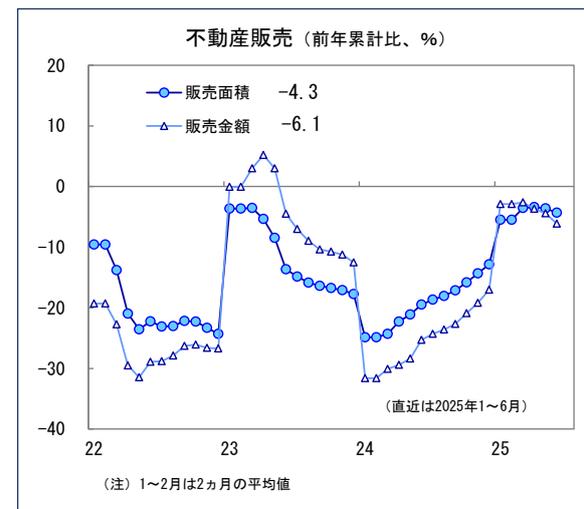
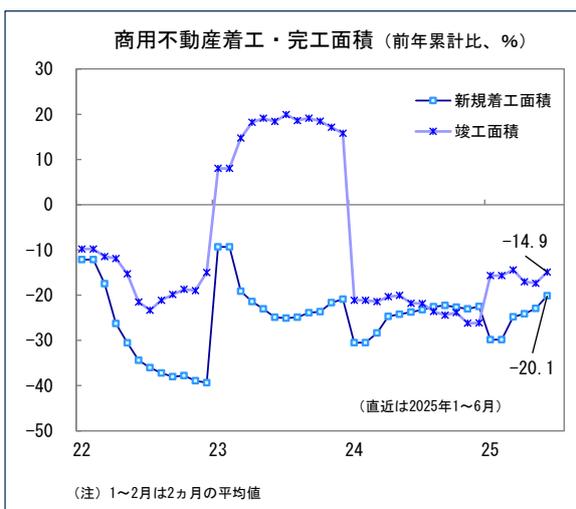
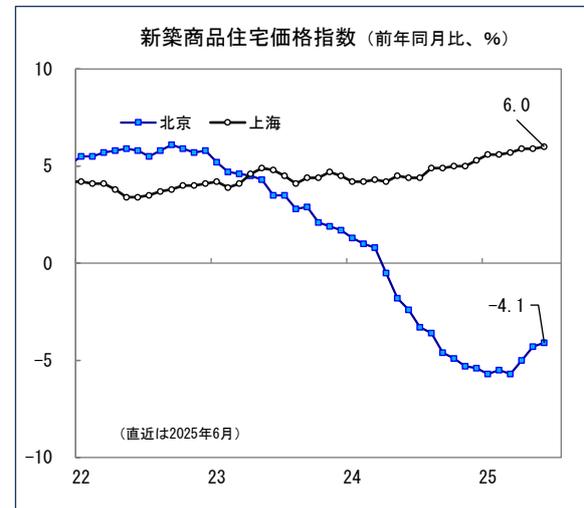
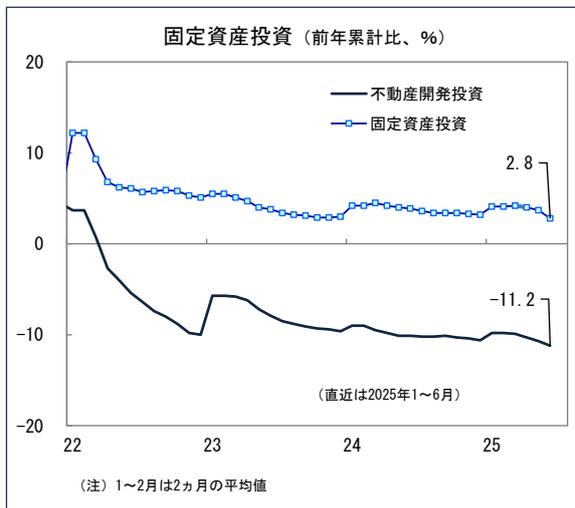
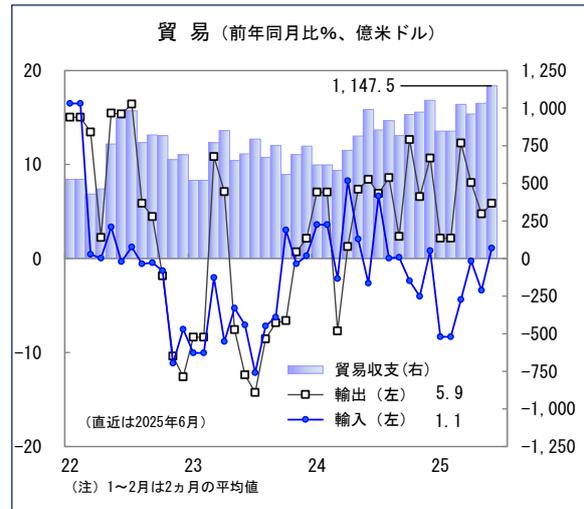
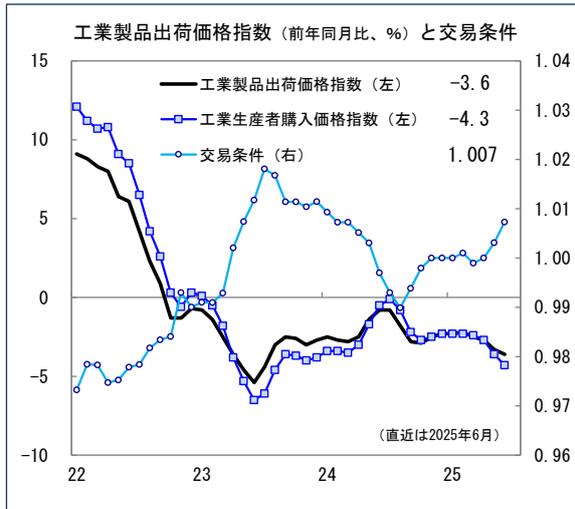
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

## 主要経済指標一覧（続き）



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

主要経済指標一覧（続き）



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