

2025 年 8 月 25 日

主要国経済 Outlook

2025 年 9 月号 (No. 466)

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

マーケットは堅調も、米国経済の不透明感が増す

経済調査部 シニアエコノミスト 佐藤 光

日本経済 3

経済見通しを改訂/トランプ関税の影響に引き続き警戒

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司

米国経済 15

景気下振れの懸念強まる

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 25

関税議論が一段落

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 橋本 政彦

中国経済 37

力不足、あるいは迷走する政策と景気減速

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

マーケットは堅調も、米国経済の不透明感が増す

佐藤 光

米 7 月雇用統計の結果が、過去分の下方修正を含めて不振であったことを受けて、トランプ大統領は米労働省の担当局長を差し替えた。米国の経済統計への信頼を揺るがす衝撃的な事態といえる。また、雇用統計と共に注目度が高い統計である CPI（消費者物価指数）は、直近では一部のデータ収集停止により 1/3 程度が推計補完と伝えられており、結果の信頼性に疑問を持たれ始めている。これらの経済統計の置かれた状況には、トランプ政権が推進する政府職員の急速な削減の影響が指摘される。トランプ氏は米 GDP 成長率の結果にも注文を付けていた中で、今後も経済統計を巡る不測の事態が起こる可能性はあろう。

加えて、FRB への利下げ圧力も一層強まっており、トランプ氏のみならず、金融業界出身で金融政策に詳しいはずのベッセント財務長官までもが口先介入を行う状況だ。トランプ政権の FRB への人事権の行使も進みつつあり、バイデン政権下で指名された理事への辞任圧力を強める中で、トランプ氏の意に沿うとされる新理事が指名された。また、2026 年就任予定の次期議長候補も早めに指名されると報じられている。このように、経済統計や金融政策への政権関与の動きが進むと、経済実態を測る上でこれまでの経験則は機能しない恐れがある。ただでさえ関税政策等で先行き不透明感が強い米国経済は、その実態も見えにくくなっているといえる。

これに対して、直近の米国マーケットは債券市場も含めて概ね楽観的だ。FRB による利下げ再開期待を背景に、株高と債券高（＝金利低下）が両立する展開となっている。マーケットは当事者が極めて多いため、政権が直接介入する余地は少ないと考えられる。経済統計への信頼が揺らぐ中でも堅調なマーケットは、足元は心配がいらぬことを示唆しているかもしれない。

ただし、マーケットはもともと短期志向であり、不透明であることへの警戒感が後退している現状は注意を要する。過去からの持続性や整合性が問われない短期志向の下では、実際に経済状況が変化した場合の当事者の対応、ひいてはマーケットの反応も極端なものとなりやすだろう。今のマーケットが経済実態と乖離している可能性にも留意すべきだ。

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞ （2025 年 8 月 22 日時点）

(%)						(前年比%)							
	2024年	2025年				2026年			2023年	2024年	2025年	2026年	
	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	(下線及び斜字は年度)				
日本	2.4	0.6	1.0	-0.6	0.6	1.0	1.0	1.0	1.2	0.1	1.1	0.7	
									<u>0.5</u>	<u>0.8</u>	<u>0.7</u>	<u>0.8</u>	
米国	2.4	-0.5	3.0	1.5	1.2	1.7	1.8	1.9	2.9	2.8	1.7	1.7	
ユーロ圏	1.2	2.3	0.5	0.4	0.9	1.3	1.5	1.7	0.4	0.9	1.2	1.2	
英国	0.4	3.0	1.4	0.4	1.0	1.3	1.4	1.5	0.4	1.1	1.3	1.2	
中国	5.4	5.4	5.2	4.8	4.4	4.3	4.2	4.2	5.2	5.0	4.9	4.2	
ブラジル	3.6	2.9	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.2	3.4	2.2	2.0	
インド	6.4	7.4	N.A.	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	4.5	1.4	1.1	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：2025 年 8 月

経済見通しを改訂/トランプ関税の影響に引き続き警戒

神田 慶司
久後 翔太郎
田村 統久
中村 華奈子

[要約]

- 2025 年 4-6 月期の GDP1 次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質 GDP 成長率は 2025 年度+0.7%、2026 年度+0.8%（暦年ベースでは 2025 年+1.1%、2026 年+0.7%）と見込んでいる。
- トランプ米政権の高関税政策（トランプ関税）により不確実性が大きいものの、春闘での高水準の賃上げ継続や物価上昇率の低下などにより、実質賃金（1 人あたり雇用者報酬）は前年比プラス圏で推移しよう。賃上げと価格転嫁の循環などにより、CPI 上昇率の基調は同+2%程度で推移する見込みだ。家計の所得環境の改善や政府の経済対策、インバウンド需要の増加、高水準の家計貯蓄などが日本経済を下支えしたり、押し上げたりするとみている。トランプ関税が国内外の経済活動に及ぼす影響や中東情勢の緊迫化等による原油高などには警戒が必要だ。
- 日本銀行は経済・物価・金融情勢を注視しつつ、2025 年 10-12 月期に短期金利を 0.75% に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで 0.25%pt の追加利上げを行うと想定している。予測期間の終盤には短期金利は 1.25%に達する見込みだ。実質金利は予測期間を通してマイナス圏で推移し、当面は緩和的な金融環境が維持されるだろう。

1. 緩やかな景気回復を見込むもトランプ関税の影響に引き続き警戒

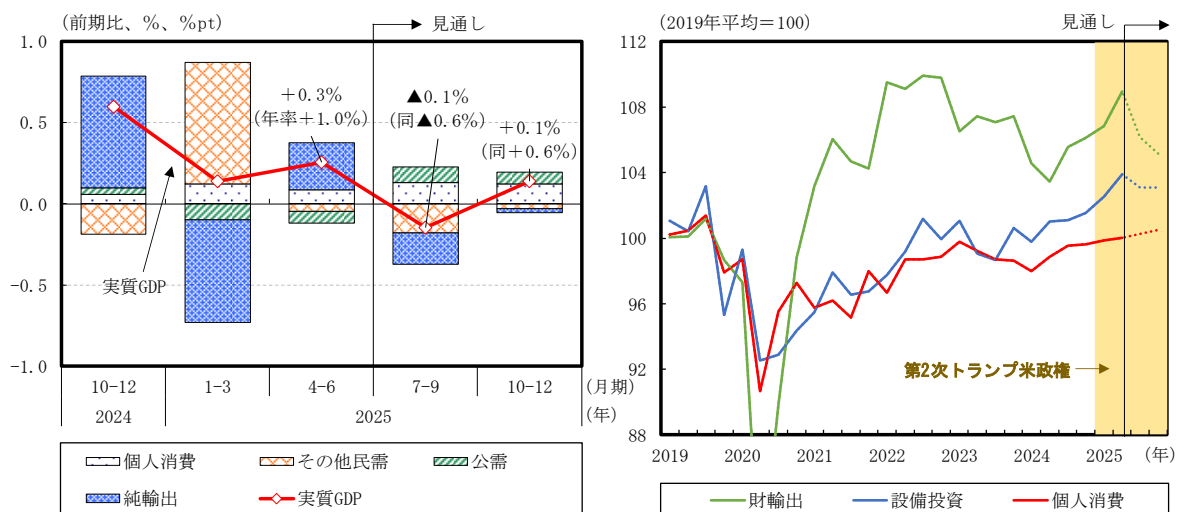
5 四半期連続プラスだった実質 GDP 成長率は 2025 年 7-9 月期にマイナス転換か

2025 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は 1 次速報値で前期比年率+1.0%（前期比+0.3%）と、5 四半期連続のプラスだった（**図表 1 左**）¹。トランプ米政権は 4 月に「相互関税」の一部を発動し、米国が輸入する自動車に 25%の追加関税を課すなど、高関税政策（トランプ関税）を大幅に強化した。その結果、3 月で 1.9%だった日本の対米輸出品の平均関税率は直近の 6 月には 15.3%へと上昇したが（米センサス局統計より大和総研試算）、米小売価格への転嫁が抑えられたことで 4-6 月期の財輸出は増勢が強まり²、設備投資も堅調だった（**図表 1 右**）。

実質 GDP を需要項目別に見ると（**図表 1 左**）、民需関連では個人消費、設備投資、住宅投資が増加した一方、在庫変動が GDP 成長率を前期比で 0.3%pt 押し下げた。公需関連では政府消費がわずかに増加した一方、公共投資は減少した。外需関連では輸出と輸入のいずれも増加し、輸出の増加額が輸入のそれを上回ったことで、純輸出は実質 GDP 成長率を押し上げた。

実質雇用者報酬（家計最終消費支出デフレーターで実質化）は前期比+1.0%と 2 四半期ぶりに増加した。労働力調査（総務省）に見る雇用者数は同+0.1%、雇用者数で除した 1 人あたり実質雇用者報酬は同+0.9%だった（前年同期比では 5 四半期連続のプラス、**後掲図表 3**）。春闘での賃上げが 2025 年も継続したことに加え、夏季賞与も高水準だった。

図表 1：実質 GDP 成長率の実績と見通し（左）、財輸出・設備投資・個人消費の推移（右）



(注) 季節調整値。見通しは大和総研による。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

¹ 詳細は、神田慶司・田村統久「[2025 年 4-6 月期 GDP \(1 次速報\)](#)」(大和総研レポート、2025 年 8 月 15 日)を参照。

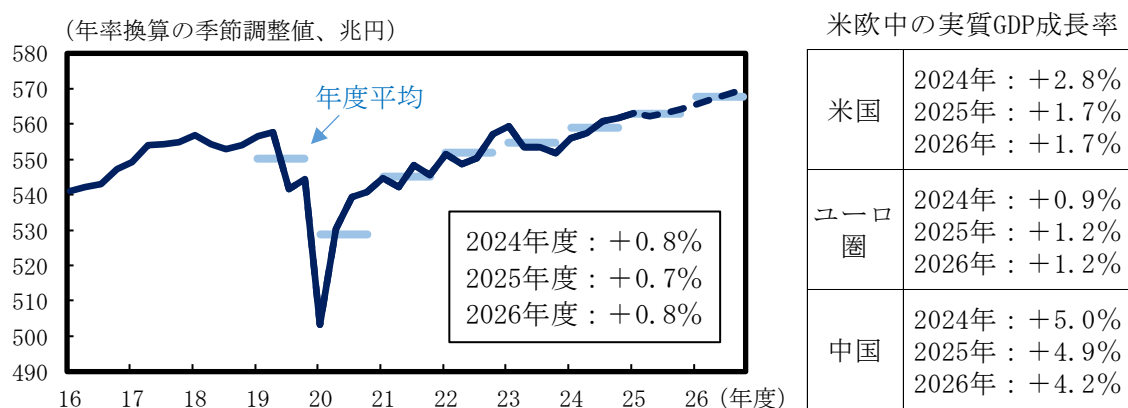
² 詳細は「[日本経済見通し：2025 年 6 月](#)」(2025 年 6 月 24 日)を参照。

2025 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲0.6%（前期比▲0.1%）と見込んでいる（**図表 1 左**）。不確実性は大きいものの、トランプ関税の影響が徐々に発現することなどにより、財輸出を中心に弱含むとみている。一方、個人消費は賃上げの継続や物価上昇率の鈍化などもあって緩やかな回復基調が続く、景気を下支えすることで 2025 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は再びプラスに転換すると見込んでいる。

海外経済見通しの概要とトランプ関税の想定

図表 2 ではメインシナリオにおける実質 GDP の推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新（8 月 21 日時点）の見通しに基づく。

図表 2：日本の実質 GDP 見通しと海外経済の前提



（注）図中の破線は大和総研による予測値。米欧中の見通しは大和総研の各国担当者の予測に基づく。
（出所）内閣府、各国統計より大和総研作成

2025 年の実質 GDP 成長率は、米国で前年比+1.7%、ユーロ圏で同+1.2%、中国で同+4.9%と見込んでいる。6 月 9 日公表の当社の「[第 225 回日本経済予測（改訂版）](#)」（以下、前回予測）の予測値に比べて米国と中国をそれぞれ 0.1%pt 上方修正した一方、ユーロ圏は同水準である（2026 年の成長率見通しは米欧中いずれも同水準）。詳細は各国経済見通しを参照されたい。

日本を含む主要国・地域は米国との関税交渉で 2025 年 8 月上旬までに合意に達したものの、トランプ関税の不確実性は依然として大きい。メインシナリオでは直近の関税率の継続を想定しているが、米国が合意内容を撤回して関税率を引き上げたり、分野別関税などで新たな措置を導入したりする可能性も否定できない。また、米中間などの交渉は続いており、トランプ大統領はロシア産原油の主な輸入国である中国への二次関税を課す考えを示している。トランプ関税による経済への影響については、次章の**後掲図表 5**で定量的に検討する。

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

上記の海外経済見通しの下、メインシナリオにおける日本の実質 GDP 成長率は 2025 年度で前年比+0.7%、2026 年度で同+0.8%と見込んでいる（**図表 2**、暦年ベースでは 2025 年で同+1.1%、2026 年で同+0.7%）。

2025 年度の成長率見通しは、前回予測から小幅に（0.04%pt）引き下げた。「成長率のゲタ」（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる前年比の実質 GDP 成長率）を除く引き下げ幅は 0.2%pt となる。食料品の価格高騰や先行き不透明感の強まりなどを背景に、個人消費の持ち直しが遅れていることや、輸入が堅調に推移していることなどを反映した。他方、設備投資が 2025 年 4-6 月期まで 5 四半期連続で増加したことを受けて 7-9 月期以降の見通しを引き上げた³。

2026 年度は前回予測から 0.1%pt 下方修正したものの、主因は「成長率のゲタ」（▲0.1%pt）だ。トランプ関税が維持され、輸出を中心に下押し圧力がかかる一方、個人消費の持ち直しなどを通じて緩やかな景気回復が続く、という見方は変わらない。

需要項目別に見ると、個人消費は緩やかな増加を続けると見込んでいる。春闘での高水準の賃上げ継続のほか、食料品の価格上昇率の低下、政府の経済対策（高等教育無償化やエネルギー高対策）、基礎控除等の引き上げ（2025 年分は年末調整などで還付）などにより所得環境の改善が進むとみられる。1 人あたり実質雇用者報酬の前年比は予測期間を通じてプラス圏で推移し、2026 年度末にかけてこれまでの労働生産性上昇率並みの同+1%前後で推移しよう（図表 3 左）。また、高水準の家計貯蓄⁴が個人消費を引き続き下支えするとみている。

2025 年春闘を振り返ると、多くの企業が前年にも増して積極的な賃上げに取り組んだとみられるが、その傾向は中小・零細企業で顕著だったようだ。日本経済団体連合会（経団連）集計⁵では大企業よりも中小企業、日本労働組合総連合会（連合）集計⁶では全体よりも 99 人以下で賃上げ率が高まった。主に中小・零細企業を調査対象とする日本・東京商工会議所（日商・東商）や厚生労働省調査⁷の「全体」を見ても、賃上げは明確に加速している（図表 3 右）。

賃上げは都市部よりも地方で加速した可能性もある。連合の地方組織である地方連合会がウェブサイト上で公表している地域別賃上げ率等をもとに、都市部⁸を除くベースで賃上げ率の平均を算出すると、全体よりも賃上げ率の上昇幅が大きかった。また、厚生労働省調査でも都市部にあたる A ランクに比べて B ランクで賃上げが加速し、伸び率は C ランクが最も高かった⁹。

2025 年度はこうした賃上げの広がりが所得環境の改善を後押しするとともに、2026 年度も物価上昇と景気回復の継続、慢性的な人手不足などを背景に高水準の賃上げが続くとみている。

³ なお、今回は 2025 年度の公共投資も比較的大きく上方修正しているが、国土交通省「建設総統計」の遡及改定が反映されたことで、「成長率のゲタ」が+0.8%pt となったことが大きい。

⁴ 日本銀行「資金循環統計」によると、家計金融資産残高は直近の 2025 年 3 月末で 2,195 兆円。実質賃金の下落直前である 2021 年 12 月末から 143 兆円増加し、負債を除いたネットベースでも 110 兆円増加した。

⁵ 「2025 年春季労使交渉・大手企業業種別妥結結果(加重平均)」（2025 年 8 月 6 日）、「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）を参照。

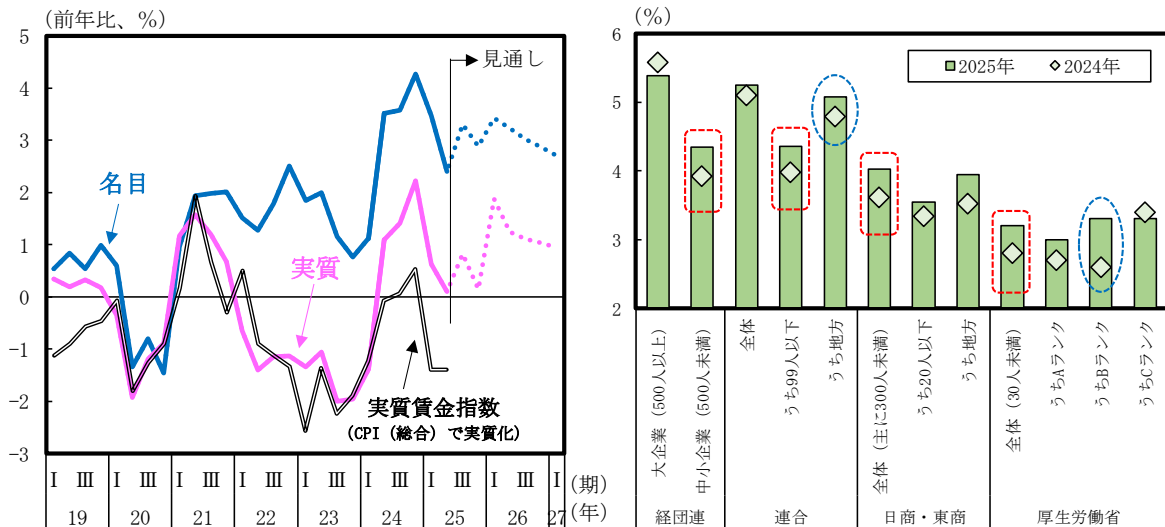
⁶ 日本労働組合総連合会（連合）「昨年を上回る賃上げ！～2025 年春季生活闘争第 7 回（最終）回答集計結果について～」(2025 年 7 月 3 日)を参照。

⁷ 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)、厚生労働省「賃金改定状況調査」を参照。

⁸ 埼玉、千葉、東京、神奈川、岐阜、愛知、三重、京都、大阪、兵庫、奈良に該当。なお、賃上げ率が非公表で、報道などでも確認できない長野、鹿児島、沖縄も計算から除外している。

⁹ 中央最低賃金審議会は経済実態に鑑みて、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 つに分類し、ランクごとに最賃引き上げ額の目安を提示している。同審議会にも結果が提出される「賃金改定状況調査」は、こうした区分でデータを整理し、公表している。

図表3：1人あたり雇用者報酬の見通し（左）、各種調査における賃上げ率（右）



(注) 左図の1人あたり雇用者報酬（実質値は家計最終消費支出デフレーターベース）は季節調整値の前年比で、点線は大和総研による予測値。右図の「経団連」は日本経済団体連合会、「日商・東商」は日本商工会議所・東京商工会議所による集計値。「日商・東商」の「全体」は、従業員規模300人以下が97.8%を占める。「連合」の「全体」「うち99人以下」は日本労働組合総連合会（連合）による集計値で、「うち地方」は、地方連合会がウェブサイト上で公表している地域別賃上げ率の平均値（都市部にあたる埼玉、千葉、東京、神奈川県、岐阜、愛知、三重、京都、大阪、兵庫、奈良と、賃上げ率が非公表かつ報道などでも確認できない長野、鹿児島、沖縄を除く）。「厚生労働省」は「賃金改定状況調査」で、当年・前年の6月の両方に在籍した一般労働者の賃金上昇率。

(出所) 厚生労働省、総務省、内閣府統計、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

設備投資は緩和的な金融環境が継続する中で増加を続けるとみられる。積極的な賃上げに伴う資本の相対価格の低下などを受けて省力化投資が拡大するほか、DX（デジタルトランスフォーメーション）やGX（グリーントランスフォーメーション）に関連したソフトウェア投資や研究開発投資も増加しよう。ただし、トランプ関税の影響で企業収益が悪化したり、先行きへの警戒感から投資を先送りしたりすることで、設備投資が下振れする可能性がある。また、人手不足に伴う工期の遅れが引き続き建設投資などの重しになりそう。

政府消費は堅調に推移しよう。高齢化の進展などから医療・介護給付費が増加すると見込まれるほか、民間企業の積極的な賃上げが公務員給与にも反映されることも押し上げ要因となる。2025年度は前年度に堅調に推移した反動もあって小幅な伸びにとどまる（前年比+0.3%）ものの、2026年度には再び加速（同+1.3%）するだろう。

輸出のうち、財輸出は2025年度で前年比+1.0%の見込みだが、「成長率のゲタ」を除けば同▲0.3%と停滞しよう。関税引き上げ分の価格転嫁の動きが広がることで対米輸出が下押しされるほか、シリコンサイクル（世界の半導体市況）回復が年度後半にかけて一服することも重しになるとみられる。他方、サービス輸出は増勢が維持されると見込んでいる。インバウンド需要の増加ペースは鈍化するものの¹⁰、業務サービスなどの趨勢的な増加が下支えするとみられる。

¹⁰ 2024年に3,687万人だった訪日外客数（日本政府観光局）は2025年に4,300万人程度、2026年に4,500万

2. 今後の日本経済のポイント

所得環境の改善などが日本経済を下支えする一方、トランプ関税や原油高などに警戒

日本経済の下支え・押し上げ要因として主に見込まれるのは、前回予測と同様、「賃上げ等による家計の所得環境の改善」「政府の経済対策」「緩やかな金融環境の継続」「インバウンド需要の増加」「高水準の家計貯蓄」などである。物価と日本銀行（日銀）の金融政策の見通しは **3 章** で述べるが、直近で前年比+3%超の消費者物価指数（CPI）上昇率は食料品価格の上昇ペースの鈍化などもあって同+2%程度で推移し、日銀は緩やかなペースで追加利上げを実施していくと見込んでいる。

一方、日本経済の下振れリスク要因は海外を中心に多く存在する。具体的には、「トランプ関税等による米国景気の悪化」「米中対立の激化や経済安保の強化による経済活動の抑制」「中東情勢の緊迫化等による原油高」「円高の進行」などが挙げられる。

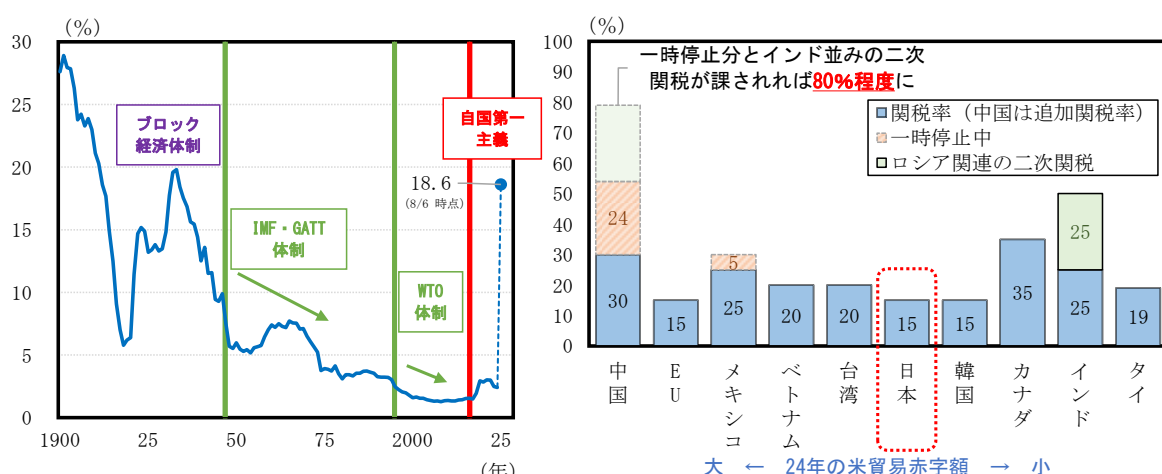
以下では下振れリスク要因のうち、「トランプ関税等による米国景気の悪化」と「中東情勢の緊迫化等による原油高」を取り上げる。

<トランプ関税等による米国景気の悪化> ～対中追加関税 80%なら日本の GDP は▲0.3%

米国の平均関税率は 1933 年以来的の高さで日本の対米輸出品の多くは関税率 15%に

前述のように、日本を含む主要国・地域は米国との関税交渉で 2025 年 8 月上旬までに合意に達した。イェール大学予算研究所によると、これらを反映した米国の輸入品に対する平均関税率は 18.6%で、ブロック経済体制であった 1933 年以来的の高さになるという（**図表 4 左**）。

図表 4：米国の平均関税率（左）、米貿易赤字の上位 10 カ国・地域に対する国別関税率（右）



(注) 2025 年の平均実効関税率は The Budget Lab at Yale による試算値で、消費者と企業が関税に応じて商品選択を変化させる前のケース。

(出所) The Budget Lab at Yale、ホワイトハウス、報道等より大和総研作成

人程度へと増加する見込み（実質インバウンド消費額は 2024 年の 6.8 兆円から 2025 年に 7.6 兆円程度、2026 年に 8.0 兆円程度）。2025 年は中国人訪日客数の本格回復もあって増勢を維持するが、2026 年は緩やかな回復にとどまると見込んでいる。

半導体など一部品目を除き、日本の対米輸出品に課される関税率は自動車・同部品を含めて15%になる（図表4右）。トランプ大統領が7月7日に自身のSNSで主張した25%への引き上げは回避されたものの、前述のように日本の対米輸出品の平均関税率は6月で15.3%だった。日米合意後も関税率は高止まりし、厳しい輸出環境が継続することになる。もっとも、米国市場における日本の主な輸出競争国であるドイツや韓国が米国と合意した関税率は日本と同水準であり、価格競争面で日本が不利になったわけではない。中国の関税率は日韓独よりも高いため、今後代替需要が発生する（いわゆる「漁夫の利」を得る）可能性もある。

トランプ大統領がしばしば主張するように、米国内で生産すれば関税は課されない。だが、代わりに人件費などのコストの増加が見込まれる。直近の2021年における米国の製造業の1人あたり名目雇用者報酬を100.0とすると、ドイツは78.7、韓国は63.4、日本は59.8で、いずれの国も米国の賃金水準を大幅に下回る（米ドル換算、OECD統計より大和総研試算）。他方、米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）に準拠しないメキシコ・カナダの対米輸出品には25～35%の関税が課される。そのため、北米3カ国間で構築されたサプライチェーンを利用する製品にも一定のコスト増が想定される。

現在は関税率引き上げ分の多くを企業が負担しており、米小売価格への転嫁は抑えられているとみられる。だが、いずれ価格転嫁の動きが加速すれば、家計の購買力低下を通じて米国の個人消費を下押しし、米国景気の悪化や日本の輸出減少につながるだろう。

トランプ関税による日本の実質GDPへの影響は▲1.0～▲0.9%で対中追加関税リスクに警戒

前述のように、メインシナリオでは直近の関税率の継続を想定しており、日本経済は緩やかな成長を続けると見込んでいる（前掲図表2）。

トランプ関税（国別関税¹¹）が日米欧の実質GDPに与える影響を示したものが図表5だ¹²。トランプ関税が導入されなかった場合と比較すると、2026（2029）年の実質GDPは日本で0.9%（1.0%）、米国で0.8%（1.0%）、ユーロ圏で0.4%（0.5%）押し下げられると試算される。

日本への影響は、ユーロ圏よりも大きくなる可能性があり、震源地である米国と同程度だ。日本経済が大幅に落ち込み得る理由の1つに、海外需要の減少に脆弱な日本経済の構造がある。すなわち、海外経済の不確実性が高まると、安全通貨とされる円が買われて円高が進む傾向にあることから、海外需要の減少と通貨高という2つの経路を通じて輸出が大幅に減少しやすい。

加えて、政策対応余地の小ささも日本経済の特徴として挙げられる。コロナ禍以降の高インフレへの対応で政策金利を大幅に引き上げた主要国・地域の中央銀行とは異なり、2024年3月に金融政策の正常化を開始した日銀には、政策金利の引き下げ余地が0.5%程度しかない。海外経

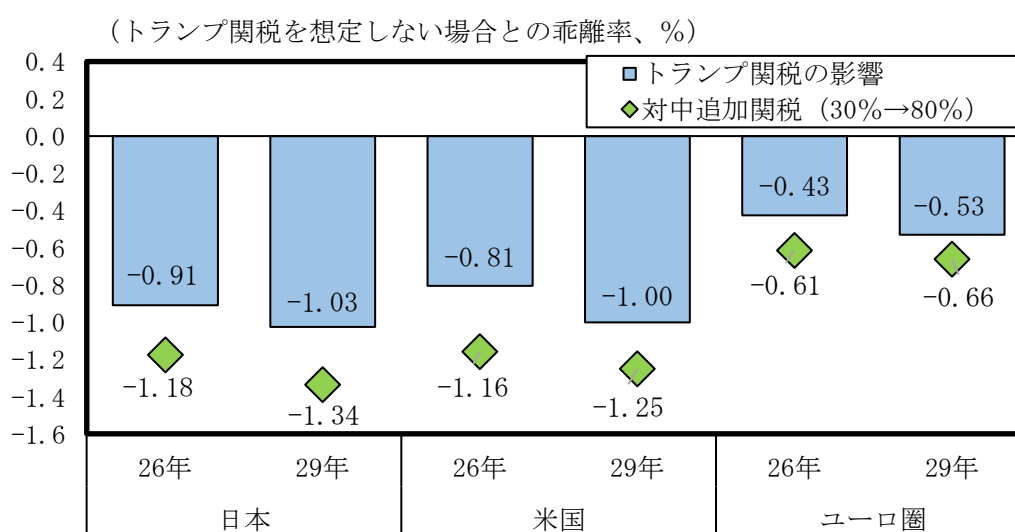
¹¹ 前回予測では分野別関税を含めてトランプ関税の影響を試算した。その後、米国と各国・地域との交渉が進み、分野別関税の例外措置が広がったことで国別関税・分野別関税の試算を独立して行うことが困難になったことから、今回は国別関税の試算結果のみを示している。

¹² 日本の対米輸出品では半導体、医薬品、銅などが日米合意の除外品目として個別に関税措置がとられる可能性がある。これらの経済への影響については、秋元虹輝・久後翔太郎「[米国による半導体への関税率引き上げが日本・世界経済に与える影響](#)」（大和総研レポート、2025年4月15日）を参照。

済の急激な落ち込みといった大きな負の需要ショックが発生した場合、利下げだけでは十分に対応できないだろう。

第2次トランプ政権が中国に課している30%の追加関税に、一時停止中の24%分およびインド並みの二次関税が上乘せされることで、対中追加関税率が計80%程度まで引き上げられるリスクには警戒が必要だ。この場合、トランプ関税による日本の実質GDPの下押し幅は0.3%ptほど拡大すると試算される（図表5）。

図表5：トランプ関税による日米欧の実質GDPへの影響



(注) 国別関税が対象で、直近の関税率が継続した場合の試算。

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

<中東情勢の緊迫化等による原油価格の高騰>

原油価格 150 ドル/バレルなら 2025 年度の実質GDP 成長率見通しは 0.3%pt 下振れ

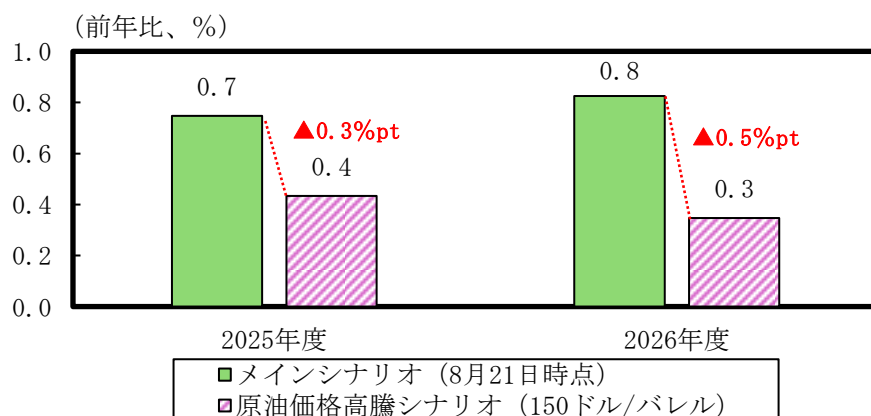
2025 年 6 月に発生したイスラエルとイランの軍事衝突や米国によるイランの核施設への攻撃によって地政学的リスクが急速に高まり、5 月下旬に 1 バレル 60 ドル近傍で推移していた原油価格 (WTI) は一時 75 ドル程度まで上昇した。

イスラエルとイランは停戦状態にあるものの、中東情勢が再び緊迫化する可能性も否定できない。その際、日本経済への影響でとりわけ懸念されるのは原油価格の高騰だ。世界の石油供給の約 2 割が通過するホルムズ海峡が封鎖される場合、原油価格の上昇ペースは大幅に加速するとみられる。原油価格の高騰は、日本のエネルギー輸入コストや原材料価格の上昇を通じて国内の最終財価格を押し上げ、家計の購買力の低下や個人消費の悪化を招く。また、企業収益を圧迫して設備投資を下押しするとともに、雇用・所得環境の悪化につながれば、個人消費への悪影響は一段と大きくなる。

そこで、ホルムズ海峡の封鎖などを通じて WTI が 2025 年 10-12 月期に 150 ドル/バレルへと上昇し、その後も高止まりする場合の日本経済への影響を当社の短期マクロモデルで試算した

結果が**図表 6**である。メインシナリオで前年比+0.7%と見込んでいる 2025 年度の実質 GDP 成長率は同+0.4%（変化幅は▲0.3%pt）に、2026 年度では同+0.8%から同+0.3%（同▲0.5%pt）に大幅に低下する¹³。

図表 6：原油価格高騰（WTI、150 ドル/バレル）による実質 GDP 成長率への影響



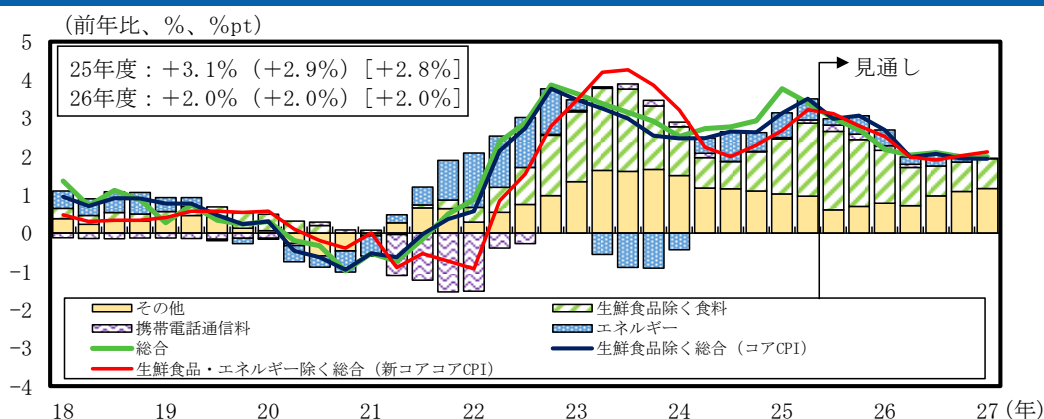
(出所) 各種統計より大和総研作成

3. 物価・金融政策の見通し

新コアコア CPI は 2026 年度には前年比+2%程度で推移する見込み

先行きの CPI について、総合ベースでは 2025 年度で前年比+2.8%、2026 年度で同+2.0%、生鮮食品を除く総合ベース（コア CPI）では 2025 年度で同+3.1%、2026 年度で同+2.0%と見込んでいる（**図表 7**）。また、生鮮食品・エネルギーを除く総合ベース（新コアコア CPI）では 2025 年度で同+2.9%、2026 年度で同+2.0%とみている。いずれも 2026 年前半にかけて上昇率が鈍化する見通しだ。

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



(注) 作成時の資源価格と為替レートを前提とした物価見通し。2025 年 9 月末まで 10 円/リットルのガソリン補助金（灯油は 5 円/リットル）の実施を想定。

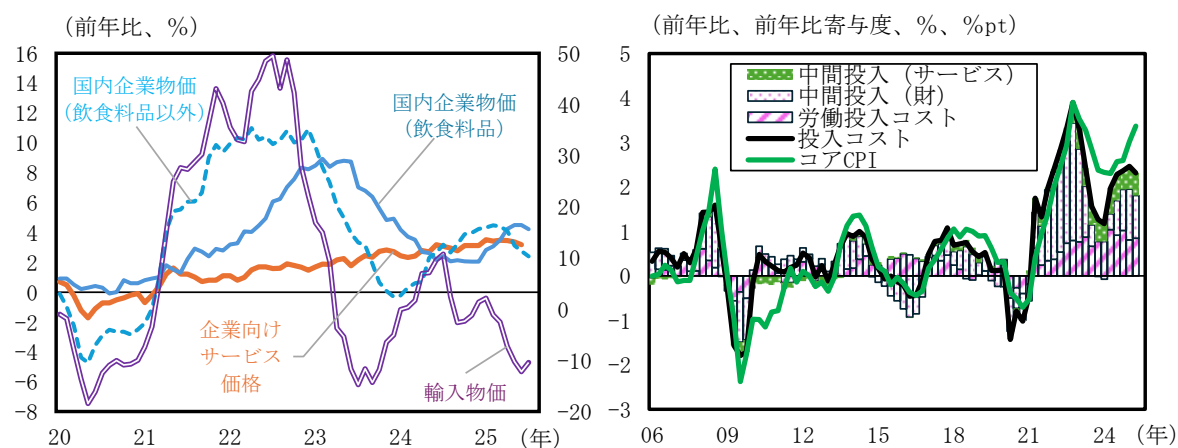
(出所) 総務省統計より大和総研作成

¹³ 水準で見た下振れ幅は、2025 年度で 0.3%（1.8 兆円）、2026 年度で 0.8%（4.5 兆円）と試算される。

政策面では、高校授業料の実質無償化と政府のエネルギー高対策が押し下げ方向に働く。2025年4月から就学支援金の所得制限が撤廃され、全世帯で公立高校の授業料が実質無償化された。さらに、2026年4からは支給上限額が引き上げられ、私立高校授業料も実質無償化される。エネルギー関連では、ガソリンや灯油等に対する定額補助に加えて、電気・ガス代についても2025年7～9月使用分への補助が実施されている。

足元での物価上昇の主因である食料価格の上昇率は徐々に鈍化していく見込みだ。前年比で一時2倍ほどに達した米類の価格上昇率は足元で低下傾向にあり、今後も継続するとみている。だが関連品目への波及は当面の間続くとみられる。各種物価指標の前年比の推移を**図表8左**で確認すると、輸入物価（円ベース）は大幅なマイナスが続く一方、国内企業物価のうち特に飲食料品は足元でも高水準にある。米価格の高騰そのものが落ち着いても、こうした関連品目への波及が当面の間は継続し、食料価格上昇率は低下しにくい状況が続くだろう。

図表8：各種物価指標の推移（左）、企業の投入コストとCPIの推移（右）



(注) 右図の投入コストは、企業物価指数（日本銀行）や企業向けサービス価格指数（同）、毎月勤労統計調査（厚生労働省）等を用いて、2015年産業連関表の中間投入ウエイトおよび労働投入ウエイトから産業ごとの投入コストの変化率を計算した上で、家計最終消費支出ウエイトによって加重平均した値。

(出所) 内閣府、日本銀行、総務省、厚生労働省より大和総研作成

人件費の増加分を販売価格に転嫁する動きも継続するとみている。産業連関表や各種賃金・物価統計から推計した企業の投入コストとコアCPIの推移を**図表8右**で確認すると、足元では前述の米価格急騰の影響もあり、「中間投入（財）」の前年比寄与度が拡大している。

一方、「労働投入コスト」の寄与度は前年比+1%pt程度で安定的に推移しており、物価上昇の持続性を支える主因となっている。前述のように、2025年春闘では高水準の賃上げ率が実現した。人手不足の深刻化という構造的な課題を背景に、企業による賃上げの動きは続く見込みだ。それに伴う人件費の増加を販売価格に転嫁する動きも継続するだろう。実際、人件費の影響を受けやすい企業向けサービス価格指数の伸び率が緩やかながらも拡大している（**図表8左**）。こうした動きに支えられ、基調的な物価は2026年度にかけて、前年比+2%程度で推移するとみている。

日銀は 2025 年内に利上げを再開し、その後も緩やかなペースで利上げを継続する見込み

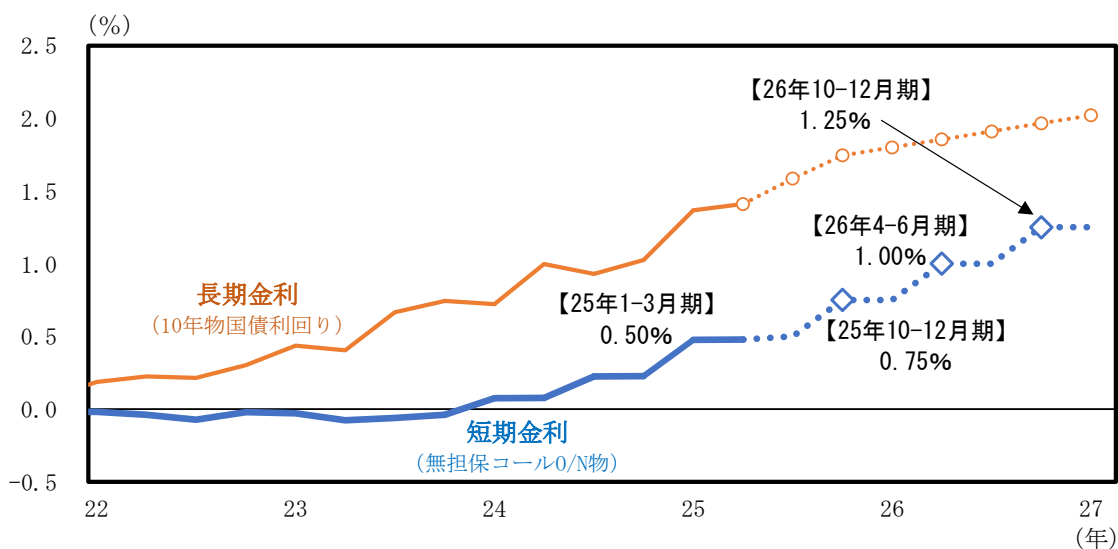
当社では、日銀は 2025 年 10-12 月期に短期金利を 0.75% に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで 0.25%pt の追加利上げを行うと想定している（予測期間終盤の 2027 年 1-3 月期で 1.25%、**図表 9**）。

メインシナリオではトランプ関税の悪影響を受けつつも、日本経済は緩やかな景気回復が続くと見込んでいる。加えて国内の賃金・物価動向を踏まえると、金融緩和の度合いを調整するための利上げの必要性は引き続き大きい。日銀はトランプ関税による経済への影響に注意を払いつつ、2025 年内に利上げを再開するとみている。

日本の自然利子率は足元でゼロ%程度と推計されるが、先行きは潜在成長率の低下に伴い小幅のマイナスになると想定している。物価上昇率は前年比+2%程度での推移を見込んでおり、これと整合的なターミナルレート（最終的な政策金利の水準）は 1.75% になる。

長期金利は予測期間の終盤に 2% 程度まで上昇すると見込んでいる（**図表 9**）。海外経済の不確実性の高まりを受け、利上げ時期が後ろ倒しされるとの期待から、長期金利は一時急低下した。だが前述のように、2025 年内には日銀が利上げを行う環境が整うとみている。こうした動きを織り込むことで、長期金利は 2025 年後半にかけて上昇ペースが速まるだろう。

図表 9：日本の長短金利の見通し



図表 10：日本経済見通し＜第 226 回日本経済予測（2025 年 8 月 21 日）＞

	2024			2025				2026				2027	2024	2025	2026
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度 (暦年)	年度 (暦年)	年度 (暦年)
実質GDP(年率、兆円)	555.9	557.5	560.8	561.6	563.0	562.2	562.9	564.3	565.7	567.0	568.4	569.9	558.9	563.0	567.7
＜前期比、%＞	0.7	0.3	0.6	0.1	0.3	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3			
＜前期比年率、%＞	3.0	1.1	2.4	0.6	1.0	-0.6	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0			
＜前年同期比、%＞	-0.7	0.8	1.2	1.8	1.2	0.8	0.5	0.5	0.5	0.9	0.9	1.0	0.8 (0.1)	0.7 (1.1)	0.8 (0.7)
民間消費支出(前期比、%)	0.9	0.7	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	0.9	0.9
民間住宅投資(前期比、%)	1.5	0.8	-0.1	1.4	0.8	-1.5	-0.9	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8	-0.4	0.3	-2.9
企業設備投資(前期比、%)	1.2	0.1	0.5	1.0	1.3	-0.8	0.0	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	2.0	1.8	1.0
政府消費支出(前期比、%)	1.0	0.0	0.2	-0.5	0.0	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.3	0.3	1.3
公共投資(前期比、%)	2.5	0.1	-0.8	0.1	-0.5	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.8	-0.3	0.5
輸出(前期比、%)	1.1	1.3	1.9	-0.3	2.0	-1.8	-0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	1.7	1.5	1.2
輸入(前期比、%)	3.1	2.0	-1.5	2.9	0.6	-1.0	-0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	3.4	1.7	1.3
名目GDP(前期比年率、%)	9.1	2.6	5.3	3.9	5.1	0.3	2.3	2.7	2.6	2.5	2.5	2.6	3.7	3.3	2.4
GDPデフレーター(前年同期比、%)	3.1	2.4	2.9	3.3	3.0	2.8	2.4	2.1	1.5	1.6	1.6	1.5	2.9	2.6	1.6
鉱工業生産(前期比、%)	2.1	0.3	0.4	-0.3	0.4	0.0	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5	-1.4	0.7	1.4
コアCPI(前年同期比、%)	2.5	2.7	2.6	3.1	3.5	3.0	3.1	2.7	2.0	2.1	1.9	1.9	2.7	3.1	2.0
失業率(%)	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.5	2.4	2.3
コールレート(期末値、%)	0.08	0.23	0.23	0.48	0.48	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	1.41	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	63.7	64.4	62.3	62.3	62.3	62.3	62.3	62.3	74.4	63.2	62.3
為替レート(円/ドル)	155.8	149.1	152.4	152.5	144.6	147.5	147.7	147.7	147.7	147.7	147.7	147.7	152.4	146.9	147.7

(注) 網掛け部分は大和総研予想。原油価格、為替レートの予測値は直近の水準で一定と想定。2025年9月末まで10円/リットルのガソリン補助金（灯油は5円/リットル）の実施を想定。

(出所) 大和総研

米国経済 景気下振れの懸念強まる

雇用環境が悪化傾向を示す中、屋台骨の個人消費は楽観しづらい

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

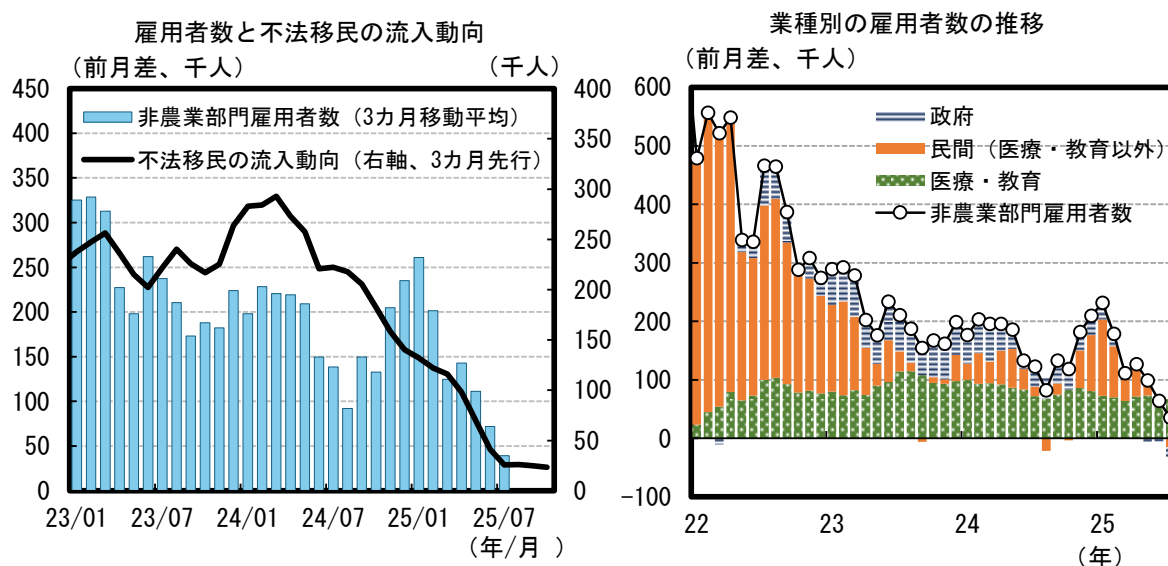
- 7月の雇用統計が弱い結果となったことで、景気の下振れ懸念は強まっている。雇用環境の悪化を警戒させる主因となった非農業部門雇用者数の伸び悩みは、不法移民の流入減による影響も想定される。しかし、若年層の就業率の低下など、他の指標でも、雇用環境の悪化傾向は見られる。雇用環境が悪化すれば、家計の雇用者報酬が伸び悩む可能性があることから、米国経済の屋台骨である個人消費は楽観しづらい状況が続くと考えられる。
- 景気の下支え策として、財政・金融政策が注目される。財政政策に関しては、7月4日にトランプ減税 2.0 が成立した。しかしながら、税還付のタイミングなどを考慮すれば、家計に対する押し上げ効果は2026年以降に本格化することが想定される。
- 当面の景気の下支え策としては、FRBによる利下げが期待されよう。7月の雇用統計を受けて、複数のFOMC参加者が雇用環境の悪化リスクを懸念していることから、9月16・17日のFOMCを含め、近い将来における利下げの検討が想定される。2025年1月以降、FRBがFF金利を据え置き、様子見姿勢を続ける中で、利下げの再開は米国経済にとって安心材料となろう。他方で、PPIや期待インフレ率の上昇に見られるように、インフレ再加速リスクは根強い。FRBが利下げを再開するとしても、大幅利下げや継続的な利下げというよりは、漸進的な実施が想定されよう。

7月の弱い雇用統計を契機に、景気の下振れ懸念が強まる

足元までの経済指標を振り返ると、最大の注目点は7月の雇用統計の弱さだろう¹。7月の雇用統計では、7月の非農業部門雇用者数が伸び悩んだことに加え、5月・6月分が大幅に下方修正された。その結果、非農業部門雇用者数の3カ月移動平均は、前月差+3.5万人とコロナ禍で大きく落ち込んだ2020年7月以降で最も低水準となった。

非農業部門雇用者数に関しては、不法移民数の流入減に概ね沿う形で伸びが減速していることから、トランプ政権による不法移民排除政策の推進に伴う労働供給の縮小が背景にあるとの見方もある（図表1左図）。例えば、ムサレム・セントルイス連銀総裁は8月15日のCNBCのインタビューで、不法移民の流入減によって、ブレイクイーブン（失業率を上昇させない）の非農業部門雇用者数の伸び幅は、昨年の1カ月当たり15万人程度から、現在は同5万人程度まで縮小したと指摘している。

図表1 非農業部門雇用者数と不法移民の流入動向、業種別の非農業部門雇用者数の推移



(注) 左図の不法移民の流入動向は国境での摘発数。右図の雇用者数は3カ月移動平均。

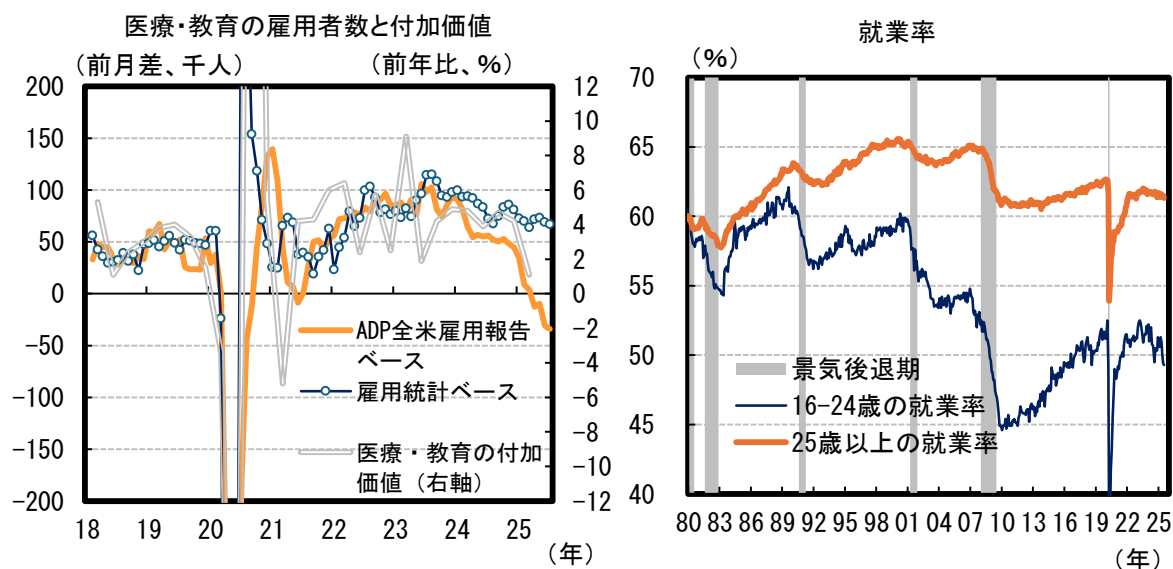
(出所) CBP、BLS、Haver Analytics より大和総研作成

こうした不法移民の流入減による影響が考えられるとはいえ、雇用環境の悪化リスクを軽視してよいわけではない。例えば、非農業部門雇用者数の伸び（3カ月移動平均）を業種別で見ると、医療・教育が堅調さを維持する一方、その他の業種は足元においてマイナス圏に入り始めた（図表1右図）。もっとも、医療・教育の雇用者数についても、雇用統計ベースが堅調さを維持するのに対し、ADP 全米雇用報告ベースは2025年以降、減速感を強めている（図表2左図）。両統計間にはカバレッジや集計データ数等に差異があるとはいえ、乖離幅はコロナ禍前に比べて顕著に拡大している。こうした乖離を解釈するために、医療・教育の実質付加価値も併せて見ると、足元でADP 全米雇用報告ベースの雇用者数同様に落ち込み始めている。雇用統計ベースの医療・教育の雇用者数がやや過大評価されている可能性を考えるべきだろう。

¹ 藤原翼、矢作大祐「[米雇用者数の下方修正をいかに解釈するか](#)」（大和総研レポート、2025年8月4日）

非農業部門雇用者数以外に関しても、景気に敏感に反応しやすい若年層の就業率の低下が目立ち始めており、雇用環境に黄色信号が灯っている²。若年層が就業する場合、小売やレジャー・娯楽などの低賃金業種が多い。本来であれば、同様にこれらの業種に就くことが多い不法移民の流入減の穴埋めとして、若年層の就業率は上昇、或いは悪くとも横ばいでもおかしくないはずだ。若年層の就業率は高学歴化等の要因によって長期的には低下傾向にあるが、短期的には景気変動に左右されやすい。過去の経験則では、若年層の就業率は景気悪化前から先んじて低下し始め、その低下幅も大きいという特徴がある。足元の若年層の就業率からもう一段の低下が見られれば、雇用環境の悪化を一層意識する必要があるだろう。

図表2 医療・教育の雇用者数と付加価値、就業率



(注) 左図の雇用者数は3カ月移動平均。付加価値は実質ベース。
(出所) ADP、BEA、BLS、NBER、Haver Analytics より大和総研作成

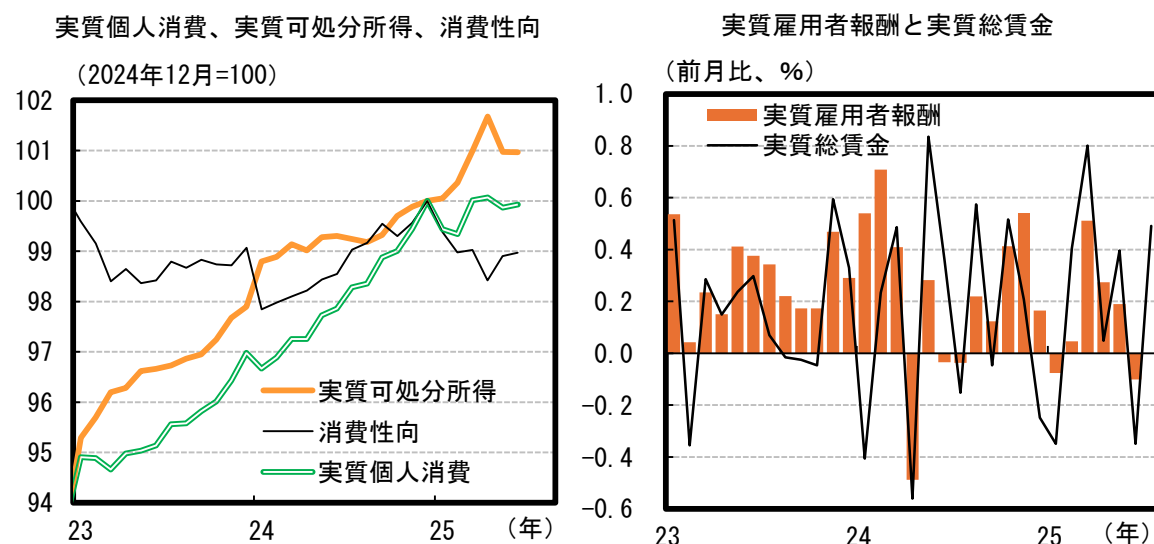
雇用環境の悪化が懸念される中では、個人消費の下振れリスクの高まりも警戒される。2025年に入り、実質個人消費は横ばい圏で推移してきた。その内訳を見ると、消費性向が悪化する一方、実質可処分所得の増加が下支えしてきたといえる（図表3左図）。ただし、実質可処分所得も、5月以降は伸び悩んでいる。実質可処分所得の大部分を占める実質雇用者報酬のペースダウンが影響したと考えられる。なお実質雇用者報酬と連動する実質総賃金（雇用者数×労働時間×実質賃金）を見ると、7月は雇用者数が伸び悩んだとはいえ、5-6月に比べてペースアップしたこと、労働時間及び実質賃金上昇率も小幅に加速したことから、7月の雇用者報酬は再加速することが見込まれる（図表3右図）。ただし、先行きに関しては、雇用環境の悪化に対する懸念が続いているように、雇用者報酬が継続的に加速することは見込みにくく、実質可処分所得も伸び悩む可能性を想定すべきだろう。

こうした中で、個人消費の足元の動向として、7月の小売売上高が堅調な結果となったことは安心材料といえる。上述の雇用者報酬の再加速が支えたと考えられる。一方、Amazon Prime Day

² 矢作大祐「[米雇用環境の悪化を示すキーワードは“Hecession（男性不況）”](#)」（大和総研コラム、2025年8月15日）

などのセールが開催されたことや、セール期間以外における関税による値上げなど、特殊要因による押し上げもあるだろう。7月の実質個人消費は加速すると見込まれるが、8月以降はセールによる需要の先食いからの反動減や、関税を含めた値上げによる消費意欲の抑制などによって下押し圧力がかかると見込まれる。そして、特殊要因による変動が一服した後の個人消費に関しても、実質可処分所得が伸び悩む可能性があることから、楽観はしづらい。

図表3 実質個人消費と実質可処分所得、消費性向、実質雇用者報酬と実質総賃金



米国経済の屋台骨である個人消費が楽観しづらい中で、景気の下支え策として、財政・金融政策が注目される。財政政策に関しては、7月4日にトランプ減税2.0が成立した。しかしながら、税還付のタイミングなどを考慮すれば、家計に対する押し上げ効果は2026年以降に本格化することが想定される³。当面の景気の下支え策としては、FRBによる利下げが期待されよう。

7月の雇用統計を受けて、複数のFOMC参加者が雇用環境の悪化リスクを懸念していることから、9月16・17日のFOMCを含め、近い将来における利下げの検討が想定される⁴。2025年1月以降、FRBがFF金利を据え置き、様子見姿勢を続ける中で、利下げの再開は米国経済にとって安心材料となろう。一方、7月のPPIが加速したことや、ロイター/ミシガン大の期待インフレ率も上昇したことから、関税等によるインフレ圧力は根強い。FRBはインフレ再加速リスクを考慮し、漸進的な政策対応を取ると見込まれる。なお、大幅利下げや継続的な利下げを期待するトランプ政権や一部の市場参加者にとっては、FRBによる漸進的な対応は期待外れに映る可能性がある。特に一部の市場参加者の期待が剥がれることで、金融環境が引き締まることも想定される。結果的に、逆資産効果が発現し、景気に下押し圧力がかかり得る点には注意を要する。

³ 藤原翼、矢作大祐「[トランプ減税2.0、「OBBA」が成立](#)」(大和総研レポート、2025年7月11日)

⁴ 矢作大祐「[2025年ジャクソンホール会議の注目点は?](#)」(大和総研レポート、2025年8月20日)

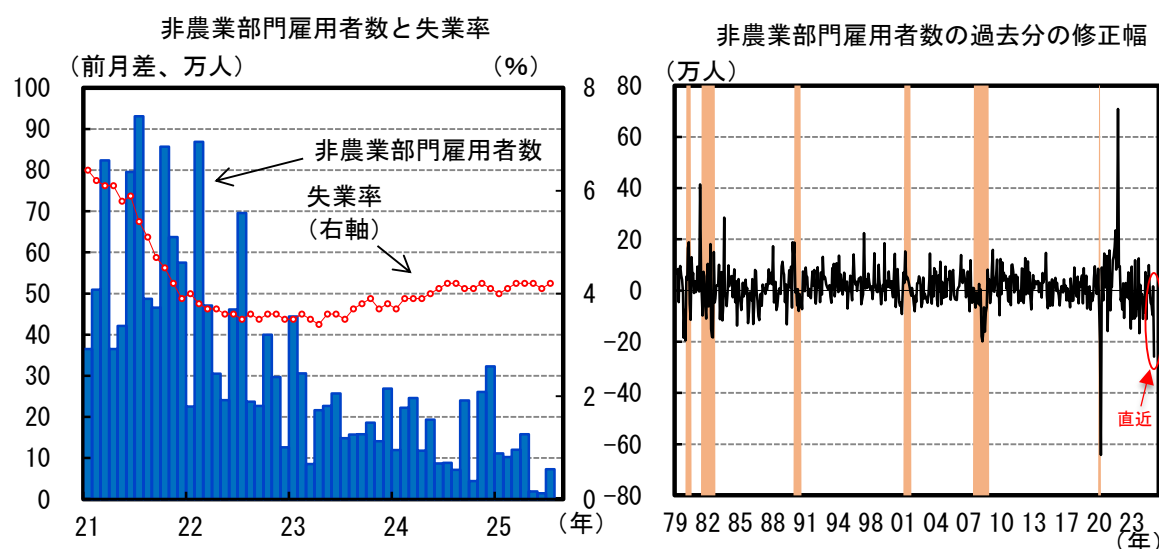
雇用者数の減速を中心に雇用環境は悪化傾向

2025 年 7 月の雇用統計⁵は、非農業部門雇用者数が前月差+7.3 万人と市場予想（Bloomberg 調査：同+10.4 万人）を下回った。7 月の雇用統計では、雇用者数の過去分が大幅に下方修正された点が注目された。雇用者数の過去分の修正については、景気悪化時に下方修正幅が大きくなる傾向にある。今回は、コロナ禍を除けば、近年の景気後退時を上回る修正幅となった。また、失業率についても 4.2%と市場予想通りに上昇した。さらに、就業率は 2021 年 12 月以来の低水準となった。総じて見ると、雇用者数の減速を中心に雇用環境は悪化傾向にある。

続いて失業データに目を向けると、新規失業保険申請件数は直近週（2025 年 8 月 10 日- 8 月 16 日）が 23.5 万件と前週から増加したものの、前年同時期と同程度の水準に留まっている。他方で、失業保険継続受給者数は直近週（2025 年 8 月 3 日-2025 年 8 月 9 日）が 197.2 万人と依然高止まりしている。また、Challenger, Gray & Christmas 社調査による 2025 年 7 月の人員削減計画数を確認すると、6.2 万件と大幅ではないものの前月から増加した。最後に労働需要に着目すると、2025 年 6 月の求人件数は前月差▲27.5 万件と 3 カ月ぶりに減少した。直近の失業者数と比較した求人件数の比率は 1.0 倍程度と前月から小幅に低下し、労働需給の緩和が緩やかに進んでいることが確認できる。以上のように、失業者は引き続き急激には増えていないものの、雇用環境の軟調さを示唆する結果が散見される。

先行きに関して、景気の下押し要因として懸念される追加関税措置については、主要各国・地域との通商交渉が進展した。交渉合意後の関税率は、トランプ大統領が通告した水準よりは引き下げられたが、一時停止されていた 7 月までと比べれば上昇する。関税コストの上昇を背景に、目先の景気の下振れリスクが高い中、雇用者数の減速トレンドが続くだけでなく、今後はレイオフ・解雇の増加に発展する恐れもある。

図表 4 非農業部門雇用者数と失業率、非農業部門雇用者数の過去分の修正幅



(注) 過去分の修正は、2 カ月前分の 2 次修正と 1 カ月前分の 1 次修正の合計。シャドウは NBER の景気後退期。
(出所) BLS、NBER、Haver Analytics より大和総研作成

⁵ 藤原翼、矢作大祐「[米雇用者数の下方修正をいかに解釈するか](#)」（大和総研レポート、2025 年 8 月 4 日）

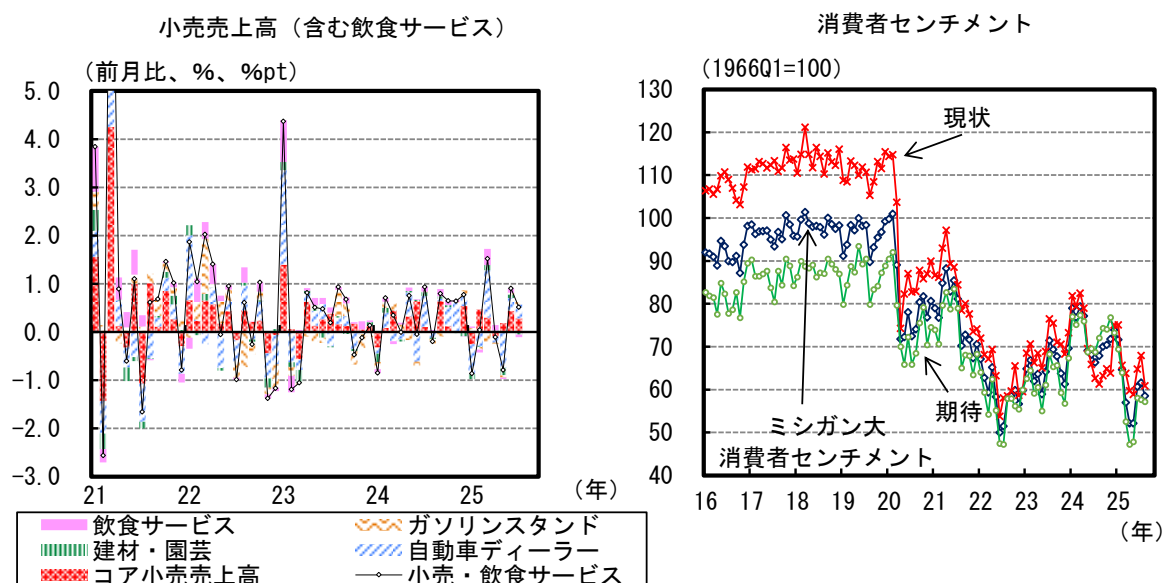
小売売上高はオンライン販売のセール等が下支え要因となり、底堅い結果

個人消費の動向を確認すると、2025年7月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.5%と市場予想(Bloomberg 調査: 同+0.6%)を下回ったが、2カ月連続でプラスとなった。また、小売売上高の3カ月移動平均は同+0.2%とプラスに転じた。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、同+0.5%と3カ月連続でプラスとなり、3カ月移動平均は同+0.5%と2カ月連続で加速した。7月の小売売上高は、オンライン販売のセールや、セール時期以外の関税による値上げを受けた名目値の押し上げ、更なる値上げを警戒した買いだめ等が押し上げ要因になったと考えられる。

7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+1.6%)が駆け込み需要の反動減の一股により2カ月連続で高い伸びとなった。さらに、無店舗販売(同+0.8%)もセールを背景に主な押し上げ要因となった。この他、家具(同+1.4%)、ガソリンスタンド(同+0.7%)、飲食料品(同+0.5%)、GMS(総合小売)(同+0.4%)は2カ月連続、ヘルスケア(同+0.4%)は3カ月連続、衣服・宝飾品(同+0.7%)は5カ月連続でプラスとなった。また、レジャー・娯楽(同+0.8%)もプラスに転じた。他方で、その他小売(同▲1.7%)、建設資材・園芸(同▲1.0%)、家電(同▲0.6%)はマイナスと、下押し要因となった。

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8月(速報値)が前月差▲3.1ptと4カ月ぶりに悪化し、58.6となった。内訳については現状指数(同▲7.1pt)、期待指数(同▲0.5pt)がいずれも悪化した。ミシガン大は、消費者は4月のような最悪シナリオに備えなくなったが、引き続きインフレと失業率が悪化すると予想しているとコメントした。先行きについては、実質賃金が堅調に推移していることや株高による資産効果が家計所得を下支えする一方で、関税コストの消費者価格への転嫁が本格化すれば、消費者マインドの更なる悪化、ひいては個人消費の下振れが生じ得る。

図表5 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



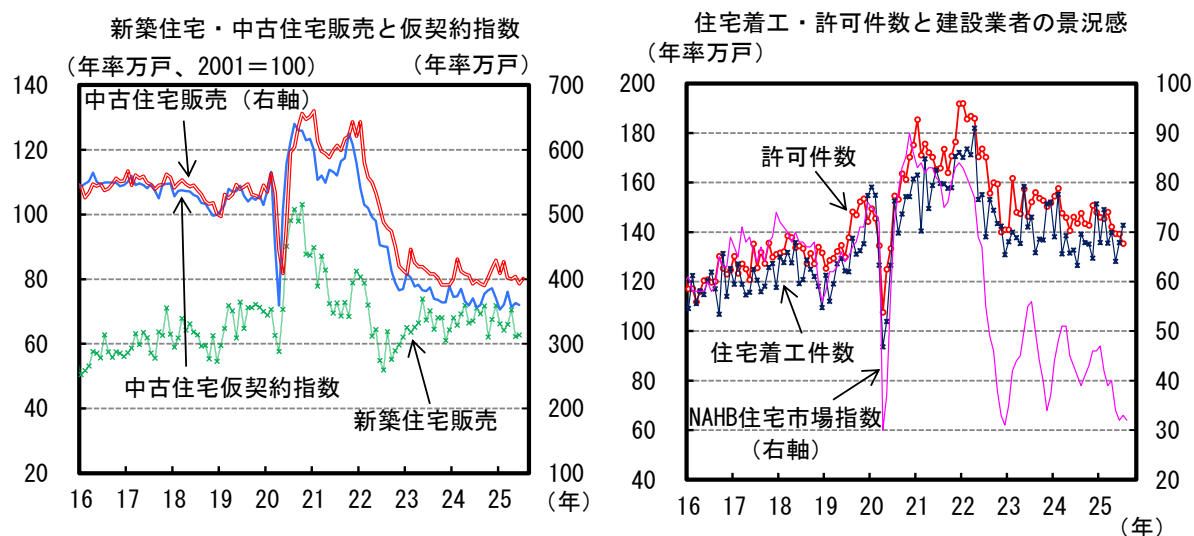
(出所) ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

住宅市場のマインドは消費者・住宅建設業者の双方で弱い

住宅需要に目を向けると、2025年7月の中古住宅販売（ condominium等含む）は前月比+2.0%とプラスに転じた。新築住宅販売（戸建）に関しても、6月は同+0.6%とプラスに転じたが、5月の大幅減を踏まえれば冴えなく映る。直近の消費者マインドを確認すると、8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▲8ptの32と大幅に悪化した。内訳を確認すると、金利の項目が大幅に悪化し、2024年9月以来の低水準となった。住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）の高止まりが消費者の住宅需要を引き続き抑制しているとみられる。先行きに関して、新築の販売価格（中央値）は前年比で緩やかな低下傾向にあり、中古住宅の販売価格（中央値）も前年比でプラス幅が縮小して足元はほぼ横ばいであるものの、価格の水準は依然として高く、住宅購入を促進するほどではない。他方で、FRBによる利下げが再開されれば、住宅ローン金利が低下し、住宅購入を促進し得る。ただし、関税などによるインフレ再加速リスクによって大幅利下げや継続的な利下げは期待しにくい。なお、長い目で見れば7月初旬に成立した減税による家計所得の増加によって住宅需要が押し上げられる可能性はある。

住宅供給に関して、新築住宅着工は、2025年7月に前月比+5.2%と2カ月連続でプラスとなり、年率142.8万戸となった。他方で、新築住宅着工の先行指標である建設許可については、7月は同▲2.8%と4カ月連続でマイナスとなり、水準は年率135.4万戸と2020年6月以来の低水準となった。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8月分は前月差▲1ptの32と悪化し、低水準で推移している。NAHBは、住宅価格の高止まりが住宅市場の最大の課題であり、消費者は金利低下を待っているとコメントした。FRBによる利下げは漸進的なものになると考えられることから、目先は住宅需要が回復する目途が立ちにくく、住宅供給増の本格化も見込みにくいと考えられる。

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

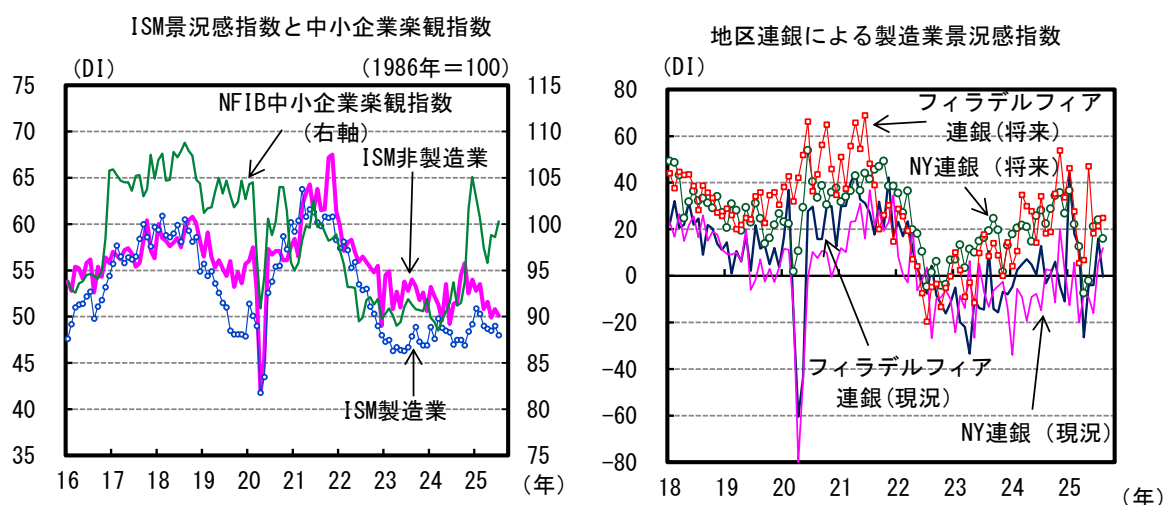
ISM 製造業・非製造業はいずれも悪化、関税コストが重石

2025 年 7 月の ISM 景況感指数は、製造業が前月差▲1.0%pt と悪化し、48.0%となった。非製造業についても同▲0.7%pt と悪化し、50.1%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、生産指数と新規受注指数が改善した一方で、入荷遅延指数、雇用指数、在庫指数が悪化した。中でも、雇用指数は 43.4%と 2020 年 6 月以来の低水準となった。非製造業に関しては、入荷遅延指数が改善した一方、事業活動指数、新規受注指数、雇用指数が悪化した。なお、雇用指数は 46.4%と 4 カ月ぶりの低水準となった。企業コメントを確認すると、製造業・非製造業のいずれも追加関税措置による不確実性とコスト高が懸念材料として指摘された。追加関税措置の不確実性に伴い、新規プロジェクトが停滞しているとのコメントも見られる。追加関税措置への懸念が大半を占める一方で、データセンター等の成長分野などでの需要増を指摘するコメントも一部で見られた。

中小企業に関して、2025 年 7 月の NFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差＋1.7pt と改善し、水準は 100.3 となった。内訳を確認すると、「景況感の改善に対する期待」の改善幅が大きかった。NFIB は、足元の不確実性は依然として高いものの、中小企業経営者が減税内容と関税交渉の結果を確認することで、より明確な見通しを持てるようになると指摘した。

以上をまとめると、7 月の企業マインドは中小企業が改善した一方、ISM 製造業・非製造業が悪化した。2025 年 8 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＋6.4pt）が 2 カ月連続で改善した一方、将来指数（同▲8.1pt）は 4 カ月ぶりに悪化した。フィラデルフィア連銀も現況指数（同▲16.2pt）が悪化して再びマイナスに転じた一方、将来指数（同＋3.5pt）は 2 カ月連続で改善した。先行きについて、7 月に成立した減税は企業マインドの押し上げ要因になり得る。他方で、追加関税措置を巡る不確実性は徐々に緩和しつつあるものの、追加関税措置に伴うコスト増とそれによる景気減速懸念が企業マインドの抑制要因になると想定される。企業マインドの継続的な回復には時間を要するとみられる。

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



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

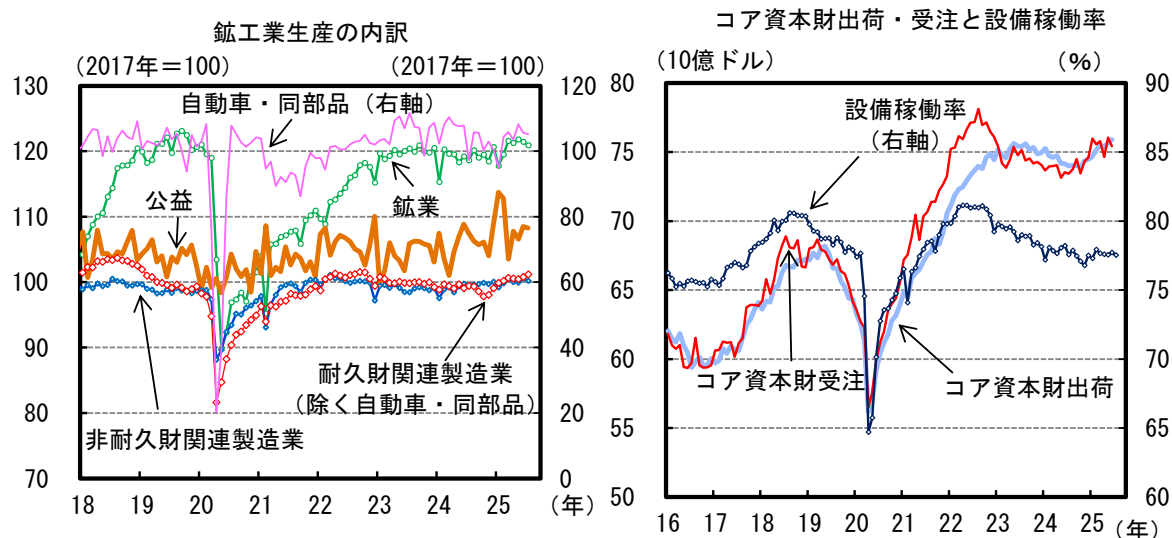
鉱工業生産指数は4カ月ぶりに低下

企業の実体面に関して、2025年7月の鉱工業生産指数は横ばいとの市場予想に対して前月比▲0.1%と4カ月ぶりに低下した。内訳を確認すると、鉱業（同▲0.4%）が2カ月連続でマイナスとなり、公益（同▲0.2%）もマイナスに転じ、製造業は横ばいとなった。

製造業の内訳を見ると、耐久財（前月比+0.3%）がプラスに転じた一方、非耐久財（同▲0.4%）がマイナスに転じた。耐久財に関しては、その他輸送機器（同+1.7%）が8カ月連続でプラスとなり、けん引役となった。また、その他耐久財（同+1.3%）、非金属鉱物（同+0.6%）が4カ月ぶりにプラスに転じたほか、電気機械（同+1.0%）、木製品（同+0.7%）もプラスに転じた。さらに、家具（同+1.0%）は4カ月連続、金属製品（同+0.2%）は2カ月連続でプラスとなり、コンピューター・電子機器（同+0.1%）は減速したものの8カ月連続でプラスを維持した。他方で、自動車・同部品（同▲0.3%）は2カ月連続でマイナスとなり、一次金属（同▲0.3%）、機械（同▲0.3%）もマイナスに転じた。非耐久財に関しては、繊維・繊維製品（同▲2.1%）、衣服・革製品（同▲1.7%）等、総じてマイナスだった。

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6月に前月比+0.3%と2カ月連続でプラスとなった。他方で、先行指標であるコア資本財受注については同▲0.8%とマイナスに転じた。なお、図表8右図の通り、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7月は前月差▲0.2%ptの77.5%と低下した。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月に成立した減税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よるコスト高を背景に景気の減速が懸念される。資金余力の大きい企業を除けば、企業は新規の設備投資への慎重姿勢を続けるとみられる。

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

2025 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率+3.0%とプラスに転じた⁶。しかし、関税措置本格化前の駆け込み輸入からの反動減がヘッドラインを押し上げており、米国経済の自律的な成長を反映する民間最終需要は同+1.2%と 3 四半期連続で減速した。

足元までの経済指標を踏まえると、2025 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.5%と 4-6 月期から減速することが見込まれる。輸入の反動減が一巡することに加え、民間最終需要が伸び悩むと予想する。なお、2025 年の年間の実質 GDP 成長率については、在庫調整等のペースを見直し、前回見通しから 0.1%pt 上方修正し、前年比+1.7%を見込む。

先行きに関しては、景気の下振れリスクへの懸念が強まっている。雇用環境は、非農業部門雇用者数での弱さだけでなく、若年層の就業率の低下などの指標でも悪化傾向が見られる。雇用環境が悪化傾向を示す中、屋台骨である個人消費は楽観しづらい。

景気の下支え策として、7 月初に成立したトランプ減税 2.0 は 2026 年以降に家計をサポートすると考えられる。また、当面の下支え策として注目される、FRB による利下げに関しては、複数の FOMC 参加者が雇用環境の下振れリスクを懸念しており、9 月の FOMC を含め近い将来の利下げ再開が期待される。他方で、PPI や期待インフレ率の上昇に見られるように、インフレ再加速リスクは根強い。FRB が利下げを再開するとしても、大幅利下げや継続的な利下げというよりは、漸進的な実施が想定されよう。

図表 9 米国経済見通し

	四半期												暦年		
	2024				2025				2026				2024	2025	2026
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV			
	前期比年率、%												前年比、%		
国内総生産	1.6	3.0	3.1	2.4	-0.5	3.0	1.5	1.2	1.7	1.8	1.9	2.0			
（前年同期比、%）	2.9	3.0	2.7	2.5	2.0	2.0	1.6	1.3	1.8	1.6	1.7	1.9	2.8	1.7	1.7
個人消費	1.9	2.8	3.7	4.0	0.5	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7	1.9	2.8	2.0	1.5
設備投資	4.5	3.9	4.0	-3.0	10.3	1.9	1.4	1.7	1.9	2.1	2.2	2.3	3.6	3.3	1.9
住宅投資	13.7	-2.8	-4.3	5.5	-1.3	-4.6	-0.1	0.7	1.2	1.2	1.6	1.8	4.2	-0.9	0.6
輸出	1.9	1.0	9.6	-0.2	0.4	-1.8	-0.6	1.4	1.7	1.7	1.8	1.9	3.3	1.0	1.2
輸入	6.1	7.6	10.7	-1.9	37.9	-30.3	-3.5	1.6	1.7	1.9	2.0	2.2	5.3	2.4	-1.3
政府支出	1.8	3.1	5.1	3.1	-0.6	0.4	1.1	1.4	1.8	2.1	1.6	1.5	3.4	1.6	1.6
国内最終需要	2.7	2.8	3.7	3.0	1.5	1.1	1.3	1.4	1.6	1.7	1.8	1.9	3.0	2.0	1.6
民間最終需要	2.9	2.7	3.4	2.9	1.9	1.2	1.3	1.4	1.6	1.7	1.8	2.0	3.0	2.1	1.6
鉱工業生産	-1.8	2.4	-0.6	-1.2	4.2	1.5	1.2	1.0	1.5	1.6	1.7	1.9	-0.3	1.3	1.4
消費者物価指数	3.7	2.8	1.4	3.0	3.8	1.6	3.3	3.2	2.6	1.8	2.5	2.6	2.9	2.8	2.6
失業率（%）	3.8	4.0	4.2	4.2	4.1	4.2	4.3	4.4	4.4	4.3	4.3	4.3	4.0	4.2	4.3
貿易収支（10億ドル）	-200	-221	-231	-251	-391	-192	-182	-179	-176	-176	-178	-180	-918	-944	-710
経常収支（10億ドル）	-261	-286	-326	-312	-450	-251	-240	-236	-232	-231	-232	-233	-1134	-1178	-928
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	3.76	3.58	3.47	3.38	3.29	3.24	4.37	3.84	3.35
10年債利回り（%）	4.16	4.44	3.95	4.28	4.45	4.36	4.29	4.11	4.00	3.91	3.82	3.77	4.21	4.30	3.88

（注 1）網掛けは予想値。2025 年 8 月 21 日時点。

（注 2）FF レートは誘導レンジ上限の期末値。2 年債利回り、10 年債利回りは期中平均。

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

⁶ 藤原翼「[米 GDP 前期比年率+3.0%とプラスに転じる](#)」（大和総研レポート、2025 年 8 月 1 日）

欧州経済 関税議論が一段落

米国による対 EU の追加関税率は 15% で決着

橋本 政彦

[要約]

- ユーロ圏経済にとって最大のリスク要因であった米国の追加関税に関して、EU に対する相互関税率を 15% にすることで米国と EU は合意した。追加関税が課される以上、手放しで喜べる内容ではないが、関税率の引き上げ幅が 7 月 12 日に米国からの書簡で提示されたものより小幅に留まったことは安心材料といえる。また、更なる関税率引き上げの可能性が低下し、先行きの不確実性が大きく低下したことは、製造業を中心に企業マインドに一定程度のプラスの効果をもたらすと期待される。
- 米国との合意では、EU 側の譲歩として、①米国からのエネルギー輸入を 3 年間で 7,500 億ドル増やすこと、②3 年間で 6,000 億ドルの対米投資、が盛り込まれたが、これらの実現は容易ではないとみられる。エネルギー輸入や投資の意思決定は EU 域内の民間企業に委ねられるとみられ、EU はこれに対して強制力を持たない。合意が対米貿易、投資を劇的に変化させる可能性は低く、ユーロ圏経済に大きな影響を与えるものではないと考えられる。一方、合意内容を EU が十分に履行できていないと米国が判断した場合に、米国が EU に対する批判を強めるリスクには注意が必要である。
- ECB は 7 月の理事会で 1 年ぶりに政策金利を据え置き、これまで 7 会合連続で続けてきた利下げを一時停止した。ラガルド総裁は会見で、EU・米国間の通商を巡る緊張関係が解消されれば、不確実性の緩和によって経済見通しが改善すると述べており、EU と米国の通商協議の合意により、ECB は次回 9 月の理事会でも様子見姿勢となる可能性が高まった。
- BOE は 8 月の金融政策委員会で、2 会合ぶりとなる 0.25%pt の利下げを実施した。もっとも、決定にあたっての投票では、9 名の参加者中 4 名が金利の据え置きを主張し、BOE 内部での意見対立が明らかとなった。英国では労働需給の緩和傾向が続く反面、インフレ率の高止まりリスクが再び高まっており、政策判断はこれまで以上に困難さを増している。

ユーロ圏経済

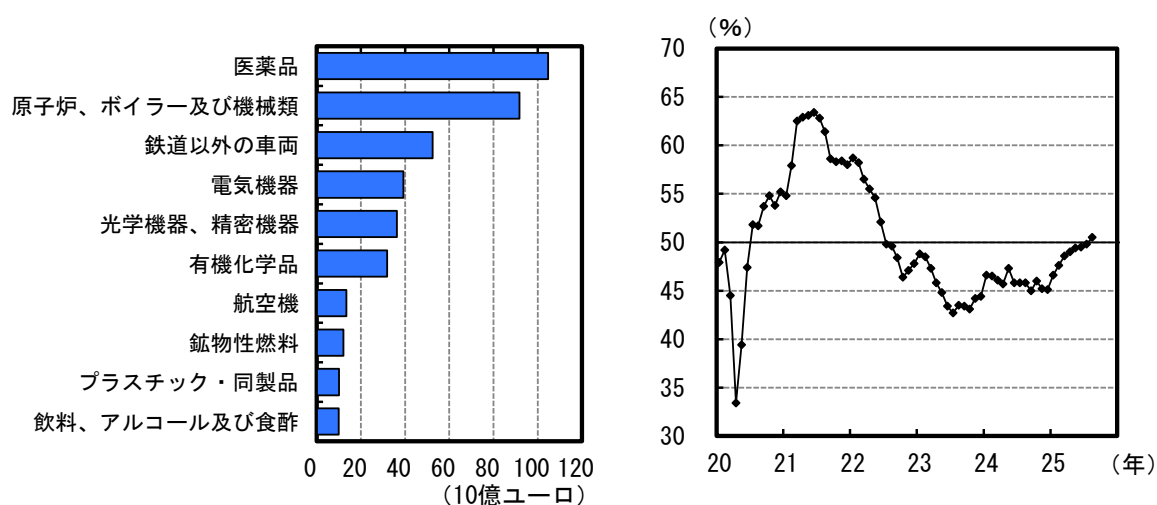
EU・米国間の貿易合意が成立、関税率は引き上げも不確実性は低下

ユーロ圏経済にとって最大のリスク要因であった米国の追加関税に関して、7月12日に米国が送付した書簡では、EUに対する相互関税率は8月1日から30%に引き上げられるとされていたものの、7月27日にこれを15%にすることで米国とEUは合意した。また、8月21日には、この合意内容を盛り込んだEU・米国による共同声明が公表された。

関税率の引き上げ幅が想定よりも小幅に留まったことはユーロ圏経済にとっての安心材料になったといえる。4月以降、27.5%の関税率が課されていた自動車・同部品についてもこの合意が適用されることで、関税率は15%へと引き下げられる。また、半導体、医薬品についても関税率15%の対象に含まれており、トランプ政権が検討中とされる半導体、医薬品に対する品目別関税が実施されたとしても、EUは適用除外となる見込みとなった。EUにおける対米輸出の主力製品である医薬品、自動車に対して極端な高関税が回避されたことで、輸出が下振れするリスクは大きく低下した。なお、50%の追加税率が課されている鉄鋼・アルミニウム製品については、15%の関税率の対象外となったが、関税割当枠の設定が検討される。

当然ながら、トランプ政権以前にはなかった追加関税が課される以上、米国との合意は手放しで喜べる内容ではない。実際、自動車や化学、鉄鋼などの業界団体からは今回の合意を評価しつつも、合意の内容では不十分との声が挙がっている。だが、合意によってEUによる米国への対抗措置は見送られるとみられ、米国との関税引き上げ合戦がエスカレートする最悪のシナリオは回避された。更なる関税率引き上げの可能性が低下し、先行きの不確実性が大きく低下したことは、製造業を中心に企業マインドに一定程度のプラスの効果をもたらすと期待される。

図表1 EUの対米輸出金額上位品目（2024年）（左）、ユーロ圏の製造業PMI（右）



（出所）Eurostat、S&P Global より大和総研作成

実際、合意の公表後に調査された8月のユーロ圏の製造業PMIは、前月差+0.7%ptの50.5%となり、2022年6月以来約3年ぶりに基準となる50%を上回った。PMIの改善は必ずしも米国

との合意のみが押し上げ要因になったわけではないとみられ、単月の動きを過度に評価すべきではないが、明るい動きであることに間違いはない。

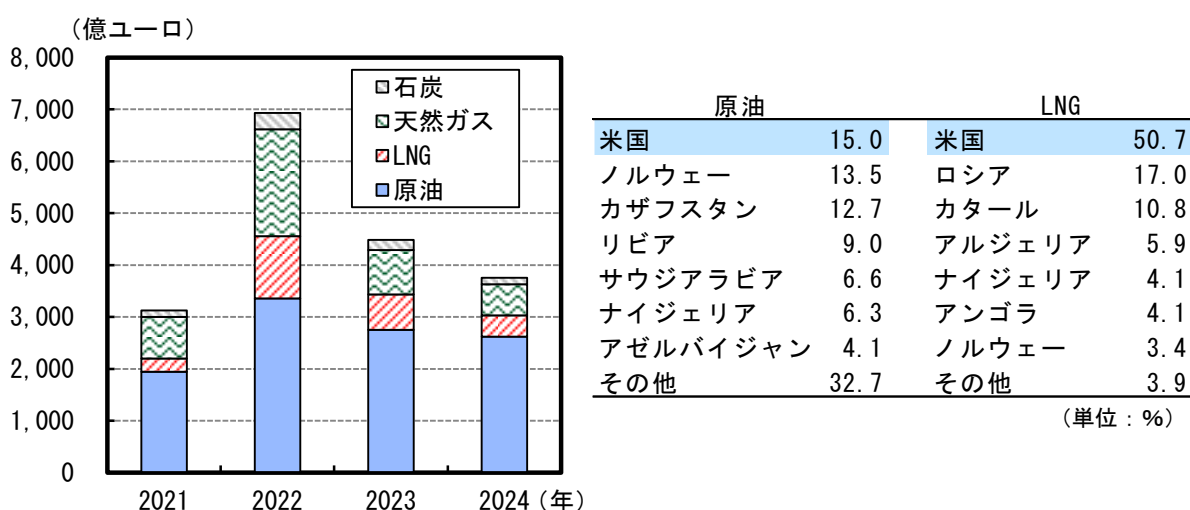
対米エネルギー輸入増と投資拡大の実現可能性は低い

一方、米国との合意では、EU 側の譲歩として、①米国からのエネルギー輸入を3年間で7,500億ドル増やすこと、②3年間で6,000億ドルの対米投資、の2つが盛り込まれた。ただし、これらの内容に関して、実現は容易ではないとみられる。

まず、エネルギーに関して、欧州委員会の発表によれば2024年のエネルギー輸入金額は3,754億ユーロ（約4,060億ドル）であり、このうち米国からの輸入額は約700億ユーロ（約760億ドル）となっている。米国と合意された1年あたり2,500億ドルのエネルギー輸入を達成するためには、米国からの輸入額を現状の3倍超へと増やす必要がある。

EUは米国からのエネルギー輸入を増やすことに合意したものの、EUが公的にエネルギーを購入することを約束していない。意思決定はEU加盟国、および民間部門に委ねられることになるが、これに対してEUは米国からの輸入を強制することはできない。また、多くの輸入業者はエネルギー調達に関して長期契約を結んでいるとみられ、他国からの輸入を米国からの輸入に即座に切り替えることは難しいとみられる。さらに、ウクライナ問題以降、欧州企業は調達の多様化を進めてきたという経緯がある。米国は現状、既にEUにおける原油、LNGの最大の輸入先であり、特にLNGにおいては米国からの輸入割合が50%を超えている。EU加盟国や企業は米国に対する依存度をさらに高めることには抵抗があるとみられ、これも米国からの輸入を増えづらくすると考えられる。

図表2 EUのエネルギー輸入金額（左）、相手国別輸入割合（2025年1-3月期）（右）



（出所）欧州委員会より大和総研作成

対米投資に関しても同様に、EUが民間企業に対して対米投資を強制することはできない。米国との合意が公表された直後、EU高官からは合意における対米投資は民間部門のみに限定され

たもので、公的な投資は含まれないとの見解が示されている。また、共同声明においても「欧州企業は」追加的に 6,000 億ドルの投資を行う見込みと記述されており、やはり EU による公的な投資が約束されたわけではないことを暗に示している。

以上を踏まえれば、合意に含まれた EU 側の譲歩が、対米貿易、投資を劇的に変化させる可能性は低く、ユーロ圏経済に大きな影響を与えるものではないと考えられる。一方、リスクとなるのは、合意内容を EU が十分に履行できていないと米国が判断した場合に、米国が EU に対する批判を強める可能性があることだ。トランプ政権がこれまで幾度となく関税に関する方針を変更してきたことに鑑みれば、15%とされた追加税率が再度変更される可能性も否定できない。合意の成立を以て関税を巡る議論は一段落したといえるものの、引き続き一定の警戒は必要だろう。

ECB は 8 会合ぶりに利下げを見送り、様子見姿勢を強める

金融政策に関して、7 月 24 日に行われた ECB 理事会では、ECB は政策金利（預金ファシリティ金利）を 2.00%で維持することを決定した。ECB は 2024 年 9 月理事会以降、7 会合連続で 0.25%の利下げを続けてきたが、2024 年 7 月理事会以来、1 年ぶりに政策金利が据え置かれた。

前回、0.25%pt の利下げを決定した 6 月の理事会において、ラガルド総裁は政策金利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強く示唆していたことから、7 月の理事会で政策金利が据え置かれたことにサプライズはない。政策金利据え置きは全会一致だったとされ、ECB 内部においても大きな意見対立はなかったとみられる。また、声明文は非常に簡素なものとなり、インフレ率が概ね ECB の見通しに沿って推移しており、経済は底堅く推移しているとの判断が示された。

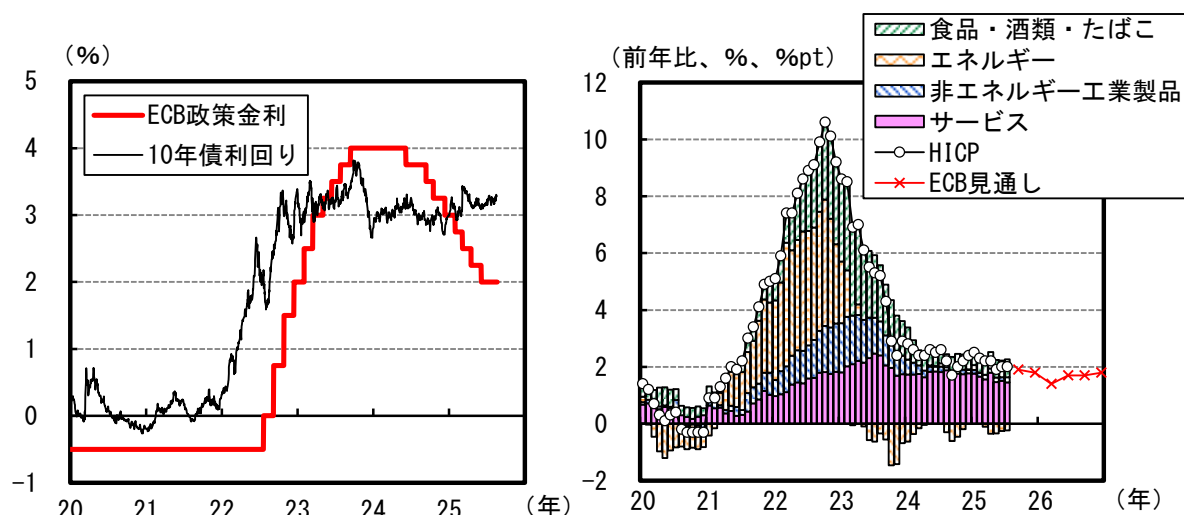
金利の据え置きが事前にほぼ確実視されていたことで、7 月理事会の注目点はさらなる利下げの有無と、そのタイミングに関する示唆が得られるか否かであった。実際、会見ではこの点に関して多くの質問が出されたが、これに関してラガルド総裁は従来通り明言を避け、様子見の姿勢が適切であると繰り返した。

一方、ラガルド総裁は経済見通しに関して、引き続き下振れリスクが優勢であるとし、主なリスクとしては、貿易摩擦の激化、金融市場のセンチメント悪化、地政学的な緊張を挙げた。ただし、EU・米国間の通商を巡る緊張関係が解消されれば、不確実性の緩和によって経済見通しが改善するとも述べている。7 月の理事会の時点で、EU と米国の通商協議は合意が近いとの観測は伝えられていたが、理事会後に実際に合意に達したことで、下振れリスクに対する ECB の警戒感は和らいだとみられる。

また、インフレ率は既に ECB の目標である 2%に到達し、ユーロ高の進行などによって 2%を割り込むリスクが高まっているが、これに関してラガルド総裁は 6 月時点の経済見通しで既に目標を下回る予想が示されているとし、下振れリスクを重視しない姿勢を明らかにしている。これらの事情を勘案すると、ECB が追加利下げを急ぐ可能性は低く、次回、9 月の理事会でも ECB

は政策金利を据え置く公算が大きい。9月の理事会では経済見通しの改定が予定されており、米国との合意が前提として盛り込まれることで、経済成長率、およびインフレ率がどれだけ修正されるかが注目点となる。

図表3 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、ECB、Eurostat より大和総研作成

4-6 月期 GDP は減速、スペインが好調を維持する一方、ドイツは再びマイナス成長

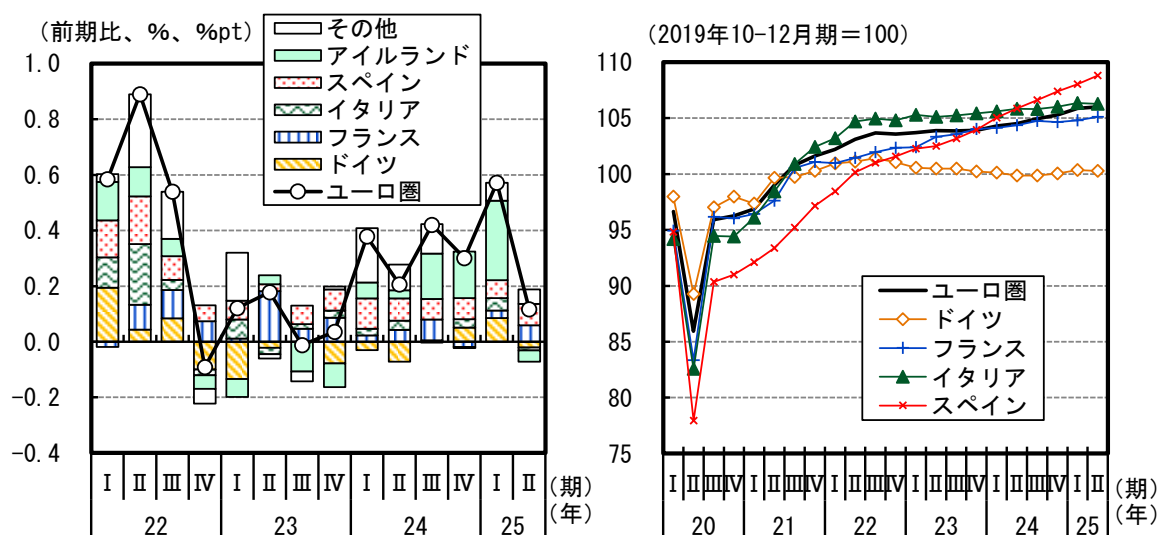
ユーロ圏経済の足元までの状況を確認していくと、2025 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率（改定値）は、前期比+0.1%（前期比年率+0.5%）となり、速報段階とほぼ変わらない結果となった。高成長であった前期（前期比+0.6%）から成長率は大きく低下しており、ユーロ圏経済の回復が足踏みしているという速報段階の判断に修正を迫るような内容ではなかった。

国別の内訳を見ると、ユーロ圏 20 カ国のうち成長率が公表された 15 カ国中、11 カ国がプラス成長、3 カ国がマイナス成長、1 カ国が横ばいとなった。プラス成長の国の数がマイナス成長の国の数を大きく上回ったものの、経済規模が大きいドイツ（前期比▲0.1%）、イタリア（同▲0.1%）がマイナス成長だったことに加え、多国籍企業の動向によって振れが大きいアイルランドが、前期からの反動で同▲1.0%と大幅なマイナスとなったことがユーロ圏全体の成長率を抑制した。ドイツ、イタリアについては、まだ需要項目別の内訳が公表されていないため詳細は不明だが、両国の統計局のコメントによれば、ドイツでは総固定資本形成の減少、イタリアでは外需寄与度のマイナスが報告されている。

一方、プラス成長になった国を見ていくと、スペイン、スロバキアの成長率が前期比+0.7%と最も高く、スペインはユーロ圏全体の成長への寄与度が最大となっている。スペインの成長ペースは前期から加速しており、スペインの好調さがユーロ圏全体の成長を下支えする構図が 4-6 月期も続いた格好である。成長率の内訳を見ても、外需寄与がマイナスとなる中、個人消費、総固定資本形成の増加による内需の堅調さが GDP を押し上げており、内容も良好である。

また、主要国ではフランスも前期比+0.3%と成長率が前期（同+0.1%）から拡大し、ユーロ圏全体の成長率を押し上げたが、フランスについてはプラス成長の最大の押し上げ要因は在庫変動（前期比寄与度+0.5%pt）であった。個人消費は増加しているものの増加幅は前期比+0.1%と小幅であることに加え、総固定資本形成は同▲0.3%と2四半期連続で減少した。ユーロ圏全体への寄与度はスペインに次いで大きい、内容はあまり良くない。

図表4 ユーロ圏実質 GDP 成長率の国別寄与（左）、ユーロ圏と主要加盟国の実質 GDP 水準（右）



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

(出所) Eurostat より大和総研作成

駆け込み需要の反動で対米輸出が急減

ユーロ圏全体の GDP の需要項目別内訳はまだ明らかになっていないため、関連統計から4-6月期の状況を確認していく。前期は4月からの米国による追加関税を見据えた駆け込み需要が GDP の押し上げに作用したが、4-6月期はその反動減が GDP の下押し要因になったとみられる。

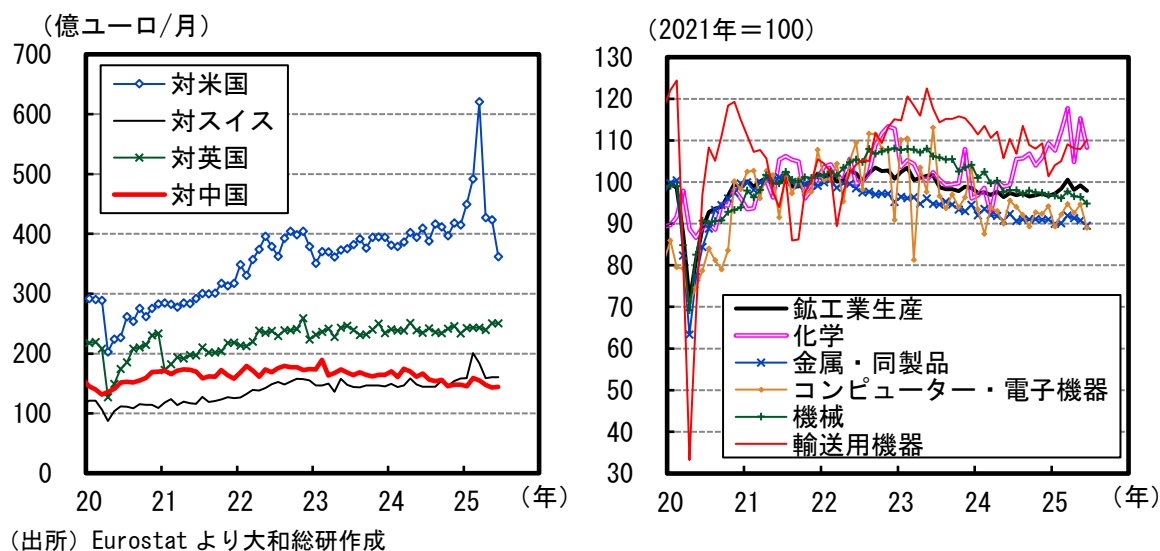
貿易統計によれば、2025年4-6月期の財輸出金額は前期比▲5.9%と大幅に減少し、減少幅はコロナ禍で大幅に落ち込んだ2020年4-6月期以来の大きさとなった。輸入についても同▲2.4%と減少したものの、輸出に比べて減少幅は小さいことから、財の純輸出は GDP の押し下げ要因となった可能性が高い。

ユーロ圏の財輸出を相手国別に見ると、4-6月期の米国向け輸出が前期比▲22.4%と大幅に減少し、これが輸出全体の落ち込みの大部分を占めている（前期比寄与度▲4.5%pt）。対米輸出の品目では、1-3月期の増加幅が特に大きかった化学製品が、4-6月期は前期比▲35.7%と大きく落ち込んだほか、機械・輸送用機器が同▲14.1%となったことが全体を大きく押し下げた。なお、月次で見ると、米国向け輸出は3月に前月比+26.3%と大幅に増加した後、4月が同▲31.2%、5月が同▲0.8%、6月が同▲14.5%と3ヵ月連続で減少しており、6月の水準は2023年4月以

来の低水準まで落ち込んでいる。4-6 月期の米国以外の主要な相手国向け輸出については、スイス向けが同▲11.7%と低調だったほか、中国向けも同▲5.2%と減少しているが、輸出全体への影響は米国向け輸出の減少に比べれば非常に小さい。

こうした米国向け輸出急減の影響は、鉱工業生産からも見て取れる。ユーロ圏の鉱工業生産指数は4月に前月比▲2.5%と大きく低下、5月には同+1.1%と増加に転じたものの、6月は同▲1.3%と再び減少に転じ、四半期ベースでは4-6 月期は前期比▲0.3%と3 四半期ぶりの減少に転じた。業種別では化学が同▲2.7%と大幅に低下しており、上述の対米輸出減少の影響がうかがえる。また、国別では医薬品を中心とした化学セクターのウエイトが高いアイルランドが同▲1.6%と低下したほか、化学、機械の低下によりドイツが同▲0.8%と低下した。

図表 5 ユーロ圏の主要相手国別輸出金額（左）、ユーロ圏の主要業種の鉱工業生産（右）



一方、内需のうち個人消費については、フランス（前期比+0.1%）、スペイン（同+0.8%）では既に GDP 統計でも増加が確認されているが、ユーロ圏全体でも底堅く推移したとみられる。

ユーロ圏の6月の実質小売売上高は前月比+0.3%と増加に転じた。5月は同▲0.3%と減少していたものの、4月が同+0.5%と堅調だったこともあり、4-6 月期全体では前期比+0.7%と前期（同+0.3%）から増加ペースが加速し、2024 年7-9 月期以来の高い伸びとなった。業種別では自動車燃料が同+1.5%と増加したほか、飲食料品・たばこが同+0.7%、非食品（除くエネルギー）が同+0.6%と増加しており、幅広い業種で増加が見られている。また、国別では、スペインが同+1.9%と大幅に増加し、フランスが同+0.4%と増加したほか、GDP 全体がマイナス成長となったドイツ（同+0.3%）、イタリア（同+0.3%）でも増加が見られた。

7 月のマインド統計は幅広く改善

7 月以降に関して、実体面でのデータはまだ公表されていないため、マインド統計を確認する

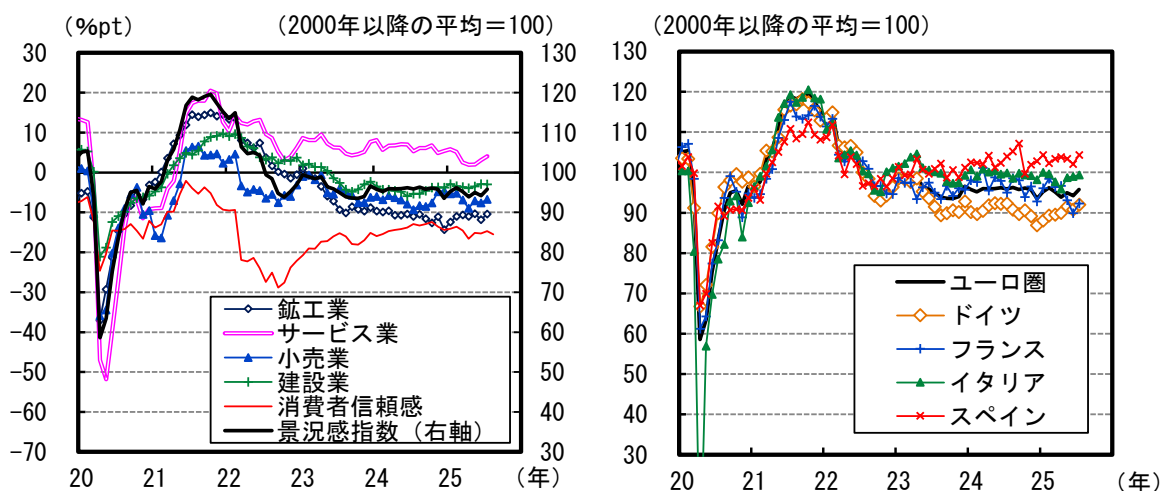
と、総じて持ち直しの動きが見られている。

欧州委員会が公表する 2025 年 7 月のユーロ圏景況感指数（総合）は、前月差+1.6pt と 2 ヶ月ぶりに改善し、水準は 95.8 と 2025 年 2 月以来の高さに回復した。

景況感指数の内訳では、建設業の景況感が前月差▲0.1pt と小幅ながら 3 ヶ月ぶりに低下したが、これ以外の 4 系列が上昇した。特に製造業が前月の落ち込みからの反動で同+1.4pt と大きく改善したことが押し上げに寄与した。また、サービス業が同+1.0pt と 3 ヶ月連続で改善し、年初来の低下傾向からの持ち直しが見られている点も安心材料である。この他、小売業は同+0.9pt、消費者信頼感指数は同+0.6pt と、いずれも 2 ヶ月ぶりの改善に転じた。また、国別では、ドイツ（同+1.2pt）、フランス（同+2.4pt）、イタリア（同+0.4pt）、スペイン（同+2.2pt）と、主要国がいずれも改善しており、地理的にも改善に広がりが見られる。

7 月については、8 月から予定されていた米国による追加関税率の引き上げを前にした駆け込み需要が発生したことで、製造業を中心とした景況感の改善に繋がった可能性がある。その反動によって、8 月以降の景況感が下押しされる可能性がある点には注意が必要だが、既述したように製造業 PMI は 8 月も改善していることに鑑みれば、反動減による影響は大きくなさそうである。一方、消費者信頼感指数の 8 月速報値は前月差▲0.8% と低下に転じ、力強さに欠ける結果となった。7-9 月期の実質 GDP 成長率は、4-6 月期と同程度の小幅なプラス成長を見込み、10-12 月期以降、回復ペースが加速していくと予想する。

図表 6 ユーロ圏の景況感指数と内訳（左）、ユーロ圏主要国の景況感指数（右）



(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

英国経済

個人消費、投資低迷で 4-6 月期 GDP 成長率は減速

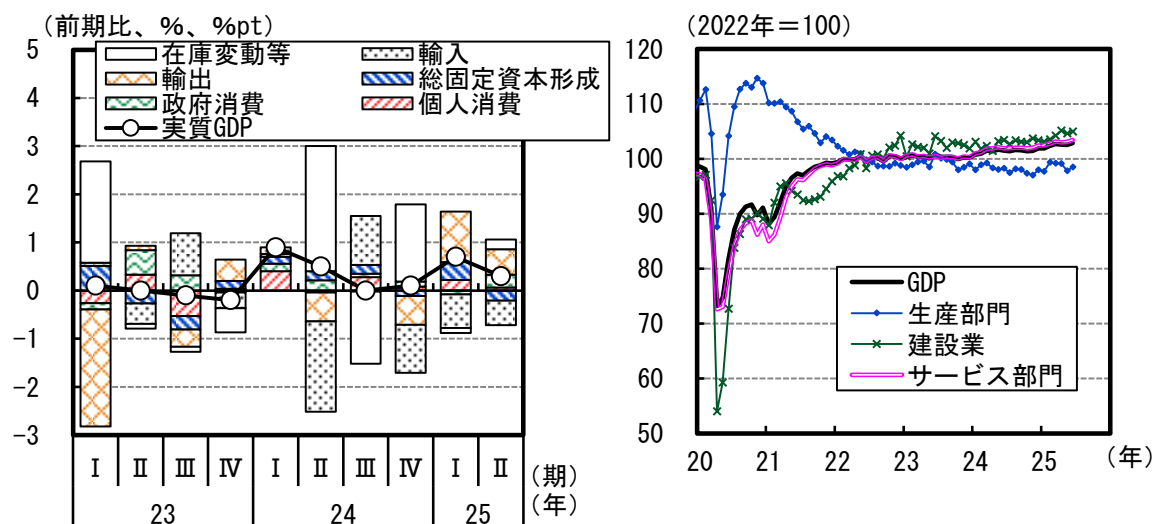
2025 年 4-6 月期の英国の実質 GDP 成長率は前期比+0.3%となり、市場予想（Bloomberg 調査：+0.1%）を上回った。月次 GDP の推移を見ると、4 月、5 月はマイナス成長となったもの

の、6月に前月比+0.4%と3ヵ月ぶりのプラス成長に転じたことで、四半期ベースでもプラス成長を確保した。もっとも、好調だった1-3月期（前期比+0.7%）から成長率は低下しており、英国経済の成長ペースは鈍化している。また、成長の内訳を内外需別に見ると、外需（純輸出）の寄与度がほぼゼロとなる一方、内需の増加がプラスに寄与したが、これは主に政府消費（前期比+1.2%）および、在庫増減（前期比寄与度+0.2%）に押し上げられている。個人消費、固定資本形成は力強さを欠いており、内容は冴えない。

需要項目別の詳細を見ていくと、個人消費は前期比+0.1%と辛うじて増加を維持したものの増加幅は前期（同+0.3%）から縮小した。個人消費の内訳では衣料品や教育への支出などが増加に寄与する一方、情報通信、食料品の減少が全体の伸びを抑制した。個人消費の裏付けとなる所得動向に関して、名目雇用者報酬は同+1.3%と増加し、実質雇用者報酬（大和総研による試算値、個人消費デフレーターで実質化）も同+0.7%と増加した。個人消費の伸びは所得の伸びを下回っており、1-3月期に低下した家計の貯蓄率は4-6月期に再び上昇に転じたとみられる。サーベイに見る消費者マインドの改善が足踏みしていることにも表れているように、家計消費に対する慎重姿勢が表れる結果となった。

総固定資本形成については前期比▲1.1%と2四半期ぶりの減少に転じた。公共投資は同+6.9%と大きく増加したものの、民間企業投資は前期からの反動もあって同▲4.0%と減少しており、これが4-6月期のGDP成長率の減速の大きな要因となった。公的部門が拡大する一方、民間部門が冴えないという構図は、投資も消費と同様である。

図表7 英国の実質GDP成長率の要因分解（左）、月次GDPと業種別内訳（右）



(出所) ONS より大和総研作成

外需面では、輸出（前期比+1.6%）、輸入（同+1.4%）ともに前期から増加したが、輸出、輸入ともに増加幅は前期から縮小した。輸出のうち財輸出については、同▲0.2%と減少に転じているが、これはユーロ圏と同様、米国向けが前期の駆け込み需要からの反動で大きく減少したことが影響した。貿易統計によれば、対米輸出金額（名目値）は1-3月期に前期比+22.5%と

大幅に増加した後、4-6 月期は同▲25.3%と減少している。他方、サービス輸出については企業向けサービス、輸送サービスを中心に同+3.0%と前期から伸びが加速する形となっており、これが輸出全体を下支えした。これと対照的に輸入については、財輸入が同+2.3%と前期から加速する一方で、サービス輸入は旅行サービスを中心に同▲0.3%と4 四半期ぶりの減少に転じた。

なお、生産側から GDP（粗付加価値）を見ると、サービス部門が前期比+0.4%、建設業が同+1.2%と増加する一方、生産部門が同▲0.3%と2 四半期ぶりの減少に転じ足を引っ張った。

BOE は 2 会合ぶりの利下げを実施、ただし、想定外に意見が割れる

8 月 7 日に結果が公表された金融政策委員会で、BOE は 2 会合ぶりとなる 0.25%pt の利下げを実施し、政策金利は 4.00%となった。BOE はこれまでも 2 会合ごと、3 ヶ月に 1 度のペースで利下げを続けてきたが、そのペースが今回も維持される形となった。

もともと、決定にあたっての投票では、9 名の参加者中 4 名が金利の据え置きを主張し、薄氷での決定となった。金融市場では 8 月会合での利下げが事前にはば織り込まれていたため、4 名による反対票があったことはタカ派的なサプライズとなった。また、投票においては史上初となる再投票が行われたことが伝えられている。1 度目の投票では、1 名が 0.50%pt の利下げを主張したため、0.25%pt の利下げと金利据え置きがそれぞれ 4 名で同数となったためである。利下げの決定自体は想定通りの結果であったものの、BOE の内部で意見が大きく割れていることが明らかになった。

利下げを主張した委員は、労働市場の緩和によって賃金上昇率の鈍化傾向が続いていることに加え、足元の英国経済の弱さを重視している。他方、金利の据え置きを主張した委員は、短期的にインフレ率再加速の見通しが強まる中、インフレ期待の上昇による 2 次的効果を引き起こすリスクを指摘する。こうした BOE を悩ませる板ばさみ的な状況は、8 月の委員会と同時に公表された金融政策報告書における経済見通しで、短期的な失業率見通しが引き上げられる（悪化）一方、インフレ率見通しが引き上げられたことにも表れている。

また、8 月の金融政策委員会よりも後に公表された経済統計を見ても、BOE が示した通り、インフレ率の上下双方向のリスクを意識させる結果となった。

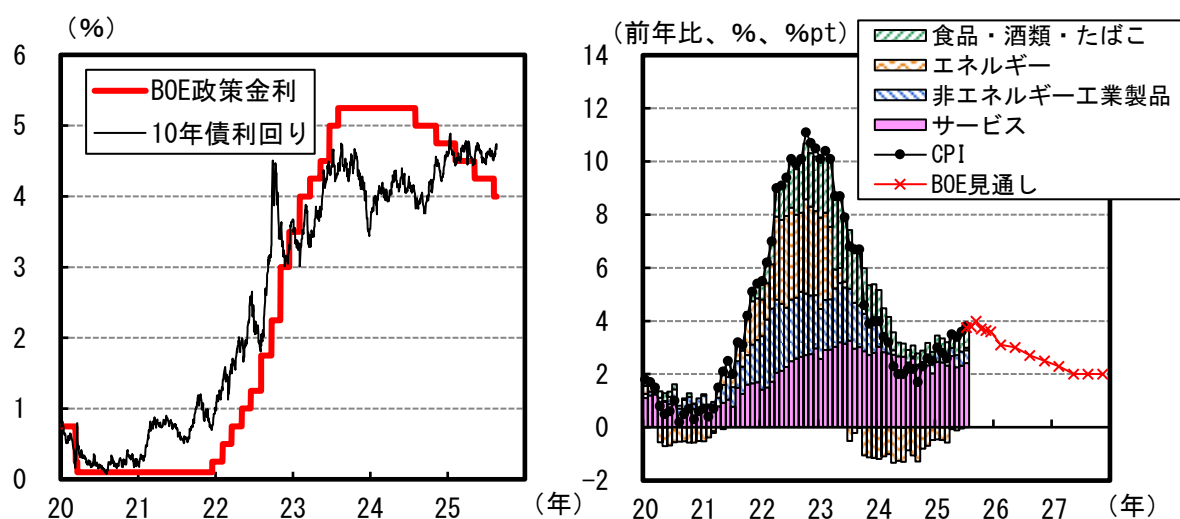
労働統計では 4-6 月の失業率は前月から横ばいの 4.7%となったが、5-7 月の求人件数は前月差▲7 千人と 16 ヶ月連続で減少し、企業の労働需要は減少が続いている。また、4-6 月の賃金上昇率（含む賞与）は前年比+4.6%と 4 ヶ月連続で伸びが鈍化し、2024 年 7-9 月以来の低さとなった。BOE が重視する民間部門の賃金上昇率（除く賞与）についても、4-6 月は同+4.8%と 2021 年 11 月～2022 年 1 月以来の低さとなっている。6 月単月では同+4.5%と 5 月の同+4.9%から大きく伸びが低下しており、7-9 月期は BOE の予想（同+4.6%）を下回る可能性が高い。

他方、7 月の英国の CPI（消費者物価指数）は前年比+3.8%となり、2 ヶ月連続で上昇ペースが加速した。これまで CPI の押し下げに寄与してきたエネルギー価格が同+1.4%と 2023 年 6 月以来の上昇に転じたほか、食品・酒類・たばこの上昇ペースが同+5.1%とわずかに加速した。

また、これらを除いたコア CPI も同+3.8%と2ヵ月連続で加速し、2025年4月以来の高さとなった。コア CPI の内訳では、コア財（非エネルギー工業製品）価格が同+1.6%と前月から伸びが鈍化する一方、サービス価格が同+5.0%と加速している。サービス価格の上昇幅拡大については、振れが大きい航空運賃による押し上げが大きく、やや割り引いて見る必要があるものの、BOE による予想（同+4.9%）をわずかに上回った。

ベイリー総裁は8月の会見で、これまで通り、段階的かつ慎重に利下げを続けていくという方針を繰り返したが、政策判断はこれまで以上に困難さを増している。これまでの利下げペースや8月の委員会の結果を踏まえれば、次回、9月の委員会では政策金利が据え置かれるとみられるが、その後の利下げペースは緩やかになる可能性も高まっている。

図表8 英国の政策金利と長期金利（左）、英国の CPI と BOE 見通し（右）



（出所）Bloomberg、BOE、ONS より大和総研作成

図表 9 ユーロ圏経済・金利見通し

	2024				2025				2026				2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	1.5%	0.8%	1.7%	1.2%	2.3%	0.5%	0.4%	0.9%	1.3%	1.5%	1.7%	1.8%	0.9%	1.2%	1.2%
家計消費支出	1.8%	0.5%	2.3%	1.7%	1.0%	0.3%	0.5%	0.8%	1.1%	1.3%	1.4%	1.5%	1.0%	1.1%	1.0%
政府消費支出	1.0%	3.9%	3.0%	1.8%	-0.4%	0.5%	0.8%	1.0%	1.5%	1.9%	2.0%	2.0%	2.8%	1.1%	1.4%
総固定資本形成	-6.5%	-9.3%	6.6%	2.0%	11.4%	0.7%	1.2%	1.8%	2.1%	2.4%	2.6%	2.8%	-1.9%	3.7%	2.0%
輸出	2.2%	8.2%	-5.9%	-0.5%	8.9%	-4.5%	-2.3%	0.2%	1.2%	1.8%	2.2%	2.5%	1.0%	0.6%	0.5%
輸入	-3.2%	6.9%	1.6%	-1.3%	8.3%	-3.5%	-1.4%	0.7%	1.6%	2.2%	2.6%	2.9%	0.2%	1.6%	1.0%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	0.6%	0.6%	1.0%	1.3%	1.5%	1.4%	1.1%	1.0%	0.7%	1.0%	1.3%	1.6%	0.9%	1.2%	1.2%
家計消費支出	0.9%	0.6%	1.1%	1.6%	1.4%	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%	2.7%	2.8%	2.4%	2.1%	1.2%	0.7%	0.5%	0.9%	1.3%	1.6%	1.8%	2.8%	1.1%	1.4%
総固定資本形成	-1.0%	-3.1%	-1.6%	-2.0%	2.4%	5.1%	3.7%	3.7%	1.4%	1.9%	2.2%	2.5%	-1.9%	3.7%	2.0%
輸出	-0.8%	1.7%	1.3%	0.9%	2.5%	-0.6%	0.3%	0.5%	-1.4%	0.2%	1.3%	1.9%	1.0%	0.6%	0.5%
輸入	-2.5%	-0.5%	1.4%	1.0%	3.8%	1.2%	0.4%	0.9%	-0.7%	0.7%	1.8%	2.3%	0.2%	1.6%	1.0%
鉱工業生産（除く建設）	-4.8%	-4.1%	-1.6%	-1.6%	1.5%	1.3%	1.7%	2.0%	0.6%	1.5%	2.0%	2.3%	-3.0%	1.6%	1.6%
実質小売売上高	0.0%	0.4%	2.0%	2.1%	2.1%	2.6%	1.5%	1.1%	1.0%	0.6%	0.9%	1.1%	1.1%	1.8%	0.9%
消費者物価	2.6%	2.5%	2.2%	2.2%	2.3%	2.0%	2.0%	1.9%	1.5%	1.6%	1.7%	1.9%	2.4%	2.1%	1.7%
生産者物価	-7.9%	-4.4%	-2.7%	-1.5%	2.3%	0.5%	-0.5%	-1.7%	-2.6%	1.4%	1.7%	2.1%	-4.2%	0.1%	0.6%
失業率	6.5%	6.4%	6.3%	6.2%	6.3%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.1%	6.1%	6.1%	6.4%	6.2%	6.1%
10億ユーロ															
貿易収支	57.9	43.9	35.7	31.7	61.5	33.0	31.8	37.8	42.7	45.6	48.5	51.5	169.3	164.1	188.3
経常収支	107.2	124.0	83.3	74.3	74.7	86.2	53.8	58.1	61.6	63.5	65.5	67.7	388.7	272.8	258.3
独 国債10年物（期中平均）															
欧 政策金利（末値）	2.31%	2.49%	2.29%	2.26%	2.58%	2.55%	2.70%	2.70%	2.67%	2.65%	2.64%	2.62%	2.34%	2.63%	2.64%
	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8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%	1.4%	0.4%	1.0%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.1%	1.3%	1.2%
家計消費支出	2.7%	-0.2%	1.9%	0.5%	1.4%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	0.6%	0.9%	0.8%
一般政府消費支出	2.9%	4.0%	1.3%	2.0%	-1.5%	5.1%	1.0%	1.8%	1.5%	1.2%	1.0%	1.0%	3.0%	1.6%	1.6%
総固定資本形成	3.1%	4.4%	4.0%	-2.5%	8.4%	-4.5%	0.5%	1.1%	1.8%	2.3%	2.5%	2.6%	1.5%	1.6%	1.3%
輸出	0.7%	-7.0%	-0.2%	-7.2%	13.8%	6.7%	3.1%	0.5%	1.5%	2.2%	2.5%	2.7%	-1.2%	3.0%	2.2%
輸入	-1.6%	23.8%	-10.9%	11.9%	8.1%	5.7%	3.4%	0.5%	1.1%	1.6%	1.8%	1.9%	2.7%	5.6%	1.8%
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%	1.2%	1.3%	1.4%	1.0%	1.0%	1.3%	1.5%	1.1%	1.3%	1.2%
家計消費支出	0.4%	-0.2%	1.1%	1.2%	0.9%	1.1%	0.7%	0.8%	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%	0.6%	0.9%	0.8%
一般政府消費支出	4.6%	3.1%	1.9%	2.6%	1.5%	1.7%	1.6%	1.6%	2.3%	1.4%	1.4%	1.2%	3.0%	1.6%	1.6%
総固定資本形成	-1.4%	1.2%	3.8%	2.2%	3.5%	1.3%	0.4%	1.3%	-0.3%	1.4%	1.9%	2.3%	1.5%	1.6%	1.3%
輸出	0.7%	-1.4%	-0.4%	-3.5%	-0.5%	3.0%	3.8%	5.9%	2.9%	1.8%	1.7%	2.2%	-1.2%	3.0%	2.2%
輸入	-0.7%	3.4%	3.1%	5.0%	7.5%	3.3%	7.2%	4.4%	2.7%	1.6%	1.2%	1.6%	2.7%	5.6%	1.8%
鉱工業生産	-0.2%	-1.5%	-1.9%	-1.1%	0.0%	0.3%	1.0%	1.7%	0.6%	1.2%	1.0%	1.0%	-1.2%	0.8%	1.0%
実質小売売上高	-0.1%	-1.0%	1.4%	1.1%	0.9%	1.8%	0.9%	2.1%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	0.4%	1.4%	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%	4.7%	4.8%	4.8%	4.7%	4.7%	4.6%	4.5%	4.3%	4.7%	4.6%
10億英ポンド															
貿易収支	-47.5	-64.1	-52.7	-61.8	-60.2	-66.3	-66.8	-67.0	-66.8	-66.0	-64.9	-64.4	-226.0	-260.3	-262.0
経常収支	-15.9	-26.3	-12.5	-21.0	-23.5	-24.9	-25.1	-25.2	-24.7	-24.1	-23.6	-23.0	-75.7	-98.6	-95.4
国債10年物（期中平均）															
政策金利（末値）	4.03%	4.20%	4.00%	4.35%	4.60%	4.57%	4.65%	4.63%	4.49%	4.32%	4.28%	4.14%	4.14%	4.61%	4.31%
	5.25%	5.25%	5.00%	4.75%	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.50%	3.25%	3.25%	3.00%	4.75%	3.75%	3.00%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2025年8月21日時点）。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国：力不足、あるいは迷走する政策と景気減速

依然不透明なトランプ関税 2.0 の行方

齋藤 尚登

[要約]

- 中国共産党・政府が育児手当の導入や消費ローンへの財政による利子補給など、消費刺激につながり得る政策を矢継ぎ早に発表している。しかし、結論を先にいうと、政策は力不足であり、効果は極めて限定的であろう。むしろ 2025 年 5 月に発表された修正「党・政府機関節約奨励・浪費反対条例」（儉約令）による消費下押しの方がインパクトは大きい。綱紀粛正は多分に政治的な側面があるのだが、節約志向が高まる中で、なぜ今なのか、理解に苦しむ。
- 米国と中国は 2025 年 8 月 12 日までとされていた上乗せ関税（24%）の停止期限をさらに 90 日間延長して、11 月 10 日までとすることで合意した。中国は米国にとって最大の貿易赤字計上国であり、今後の交渉は難航も予想される。交渉の結果次第では一時停止中の 24%分の発動もあり得る。さらに、トランプ大統領はロシア産原油の主な輸入国であるインドと同様、中国に二次関税（インドの場合は 25%）を課す考えを示しており、対中追加関税は現状の 30%、上乗せ関税一時停止分 24%と合わせて 79%程度に達することも考えられる。一方で、最も楽観的なシナリオは、米国からの輸入増加や米国債の購入などのディールが成立し、日本と同様の 15%に+αということになるのではないかと。先行き不透明感は依然として強い。

育児手当や消費ローンへの利子補給は消費押し上げには力不足

中国共産党・政府が育児手当の導入や消費ローンへの財政による利子補給など、消費刺激につながり得る政策を矢継ぎ早に発表している。しかし、結論を先にいうと、効果は極めて限定的であろう。むしろ 2025 年 5 月に発表された修正「儉約令」による消費下押しの方がインパクトは大きい。

3 歳以下の子どもがいる家計に月 300 元の育児手当を支給。幼稚園最終学年の保育費を減免

2025 年 7 月 28 日に、中国共産党中央弁公庁と国務院弁公庁が「育児手当制度実施方法」を発表した。満 3 歳以下の子どもがいる家計に対して、年間 3,600 元（2025 年 8 月 21 日時点で 1 元＝20.6 円。3,600 元は約 7.4 万円）の補助金（育児手当）を支給する。この手当は個人所得税の課税対象外となり、国家卫生健康委員会によると、2,000 万世帯余りが補助対象になるという。補助金は中央財政が平均で 9 割（東部・中部・西部によって異なり、後者ほど中央財政の負担割合が高くなる）、地方財政が同 1 割を負担する。支給開始時期は各地方の状況によるとされた。

次いで、2025 年 8 月 5 日には、国務院弁公庁が「就学前教育の無償化の段階的推進に関する意見」を発表した。これによると 2025 年の秋学期から公立幼稚園の最終学年の園児を対象に保育・教育費が免除される（私立幼稚園でも公立と同程度の月間数百元が減免される）。無償化の原資は中央財政と地方財政であり、中央の負担割合は東部 5 割、中部 6 割、西部 8 割である。

上記育児手当と幼稚園最終学年の保育・教育費の無償化により、消費はどの程度刺激されるのであろうか？その効果は小さいと想定している。まず、家計全体にとって、育児手当は年間 900 億元程度の収入増加となり（財政部）、幼稚園最終学年の保育・教育費の無償化は年間で 400 億元程度の支出削減となる（中国は 2 学期制で、財政部によると、9 月からの秋学期だけで 200 億元）。合計は 1,300 億元程度である。ただし、これが全て消費に回るわけではない。2024 年の中国の限界消費性向は 65.9%であり、これを単純に当てはめると消費押し上げ効果は 856.7 億元程度となる。2024 年の小売売上 48 兆 3,344 億元の 0.18%に相当するにすぎない計算だ。

次に、育児手当と幼稚園の保育・教育費の無償化（当面は最終学年が対象）は、今後の出生率が上昇するようなインパクトを持つのであろうか？こちらも全くの力不足であろう。「中国人口予測報告 2023 年版」（育娲人口研究）は、中国の合計特殊出生率を足元の 1.0（2023 年）から 1.4 程度に引き上げるには、財政などによる GDP 比 4%～5%の費用負担・支援策が必要であるとした。ここで提案された具体策は以下の通りである。

- ① 2 人目の子どもが 20 歳になるまで、毎月 1,000 元、3 人目には毎月 2,000 元を支給する、
- ② 2 人目の子どもがいる家庭に所得税と社会保険料の半減措置を講じ、3 人目の子どもがいる家計には全額免除する（高所得者層には制限あり）。①と②で GDP 比 2%～3%程度の現金給付と減税が必要となる、
- ③ 2 人目の子どもがいる家計の住宅ローン金利の半分を返還し、3 人目の場合は全額返還する。あるいは住宅価格の割引を行う（例えば、子ども 1 人は 1 割引、2 人は 3 割引、3 人は 5 割

引など)、

- ④ 0歳～3歳児の託児施設を大幅に増設し、託児利用者1人当たり2万元の運営費用補助金を支給する。年間で4,000億元程度の費用負担となるが、これにより女性の早期の職場復帰を促す効果も期待できる。③～④でGDP比2%程度の財政負担が想定される¹⁾。

極めて大胆な提案であり、実現の可能性は限りなく低そうだが、ここでのメッセージは、これほど大胆な政策を打たなければ、状況の改善は極めて困難だ、ということであろう。

消費ローンへの財政による利子補給

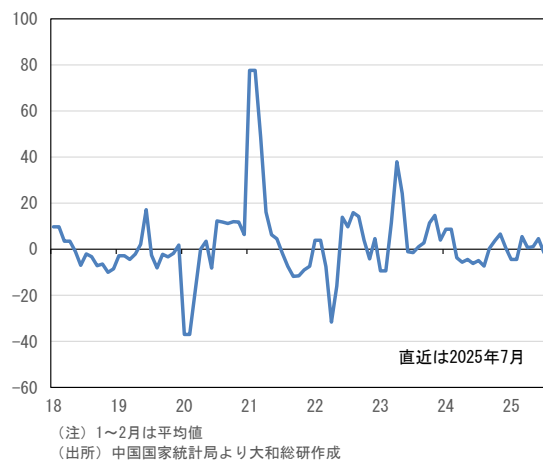
さらに、2025年8月12日には、財政部、中国人民銀行（中央銀行）、国家金融監督管理総局が「個人の消費ローンに対する財政による利子補給政策の実施方法」を発表した。これは1件当たり5万元未満の消費、あるいは5万元以上の自動車、高齢者介護、出産、教育・訓練、文化・観光、住宅内装・家具・家電、電子製品、健康・医療など重点分野の消費ローンの金利1%分を財政が補給するというものだ。2025年9月1日から1年間実施される予定である。

中国では、2024年7月25日に自動車や家電の買い替え促進策が発表され、ガソリン車は1台当たり1.5万元（従来は7,000元）、NEV（新エネルギー車）は2万元（従来は1万元）、冷蔵庫などの大型家電は最大で2,000元（従来は1,000元）の補助金が財政から購入者に支給されるようになった。これによって家電などは2024年9月以降、販売が急増し、自動車は販売台数が増加した経緯がある（自動車販売金額が低迷しているのは、熾烈な価格競争による）。2025年9月以降は、政策効果が発現して1年が経過し、その反動減が懸念されていたところであった。消費ローンに対する財政からの利子補給は、その影響を一部相殺しようとしているのであろう。

家電・音響映像機材販売金額の推移
（前年同月比）（単位：％）



自動車販売金額の推移（前年同月比）
（単位：％）



¹⁾ 「中国人口予測報告 2023 年版」は、この他にも、父母の育児休暇の拡充、在宅勤務などフレキシブルな勤務体制、外国籍の家事・育児代行者の導入、生殖補助医療・技術への支援、ひとり親家庭の権利保障などの制度的サポート、そして教育コスト削減に資する制度改革の必要性などにも言及している。

問題は、消費ローンに対する1%の利子補給によって、どの程度、需要が刺激されるかである。四川省では同様の政策が2023年9月から2025年9月までの予定で実施されている。自動車、家電・家具、電子機器、住宅リフォームなどの消費分野のローンに対し、1.5%相当の利子補給が行われている。2025年3月末までの累計で財政資金が6,000万元支出され、対象となった消費ローンは40億元超であったとされる。2024年の四川省の小売売上は2兆7,710億元であり、その0.1%程度にすぎない計算だ。効果はかなり小さいと想定される。

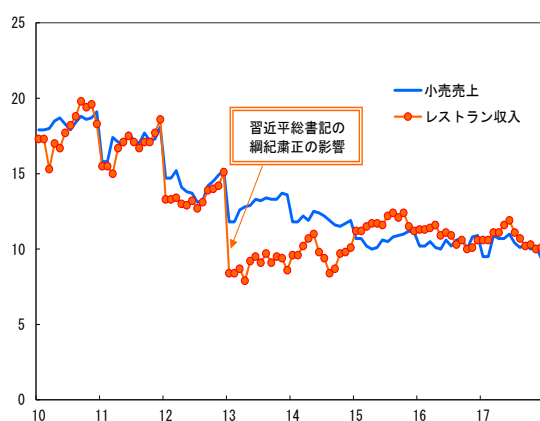
12年ぶりの儉約令の強化により、レストラン収入が急減速

2025年7月の小売売上は前年同月比3.7%増（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年比）となり、5月の6.4%増、6月の4.8%増から減速した。1月～7月は4.8%増であった。

消費減速の主因は、小売売上の1割強を占めるレストラン収入の急減速だ。レストラン収入は2025年5月の5.9%増から6月は0.9%増に急減速し、7月は1.1%増にとどまった。その背景が、5月2日に党中央・国務院が発表した修正「党・政府機関節約奨励・浪費反対条例」である。「条例」は2013年11月18日に綱紀肅正と質素儉約の徹底を目的に発表されたが、今回の修正では、公務における接待について、高級料理やたばこ、酒類を提供してはならない、などの禁止項目が追加されている。行き過ぎた付度が蔓延るのが習近平政権の特徴のひとつであり、ただでさえ市民の間で節約志向が強まる中で、接待需要も減退している可能性が高い。

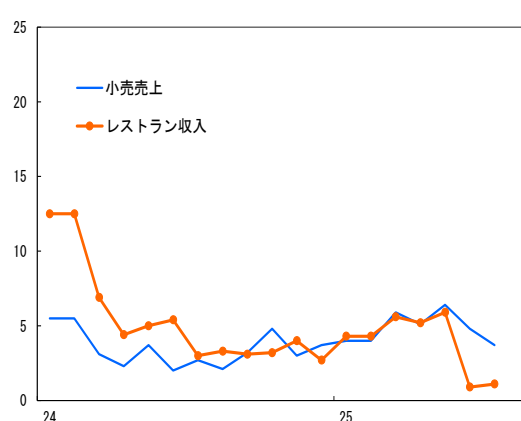
同様の状況は2013年～2014年にかけても発生した。2012年11月の中国共産党第18回党大会後に総書記に就任した習近平氏は同年12月に「八項規定」を発表して、綱紀肅正を強化した。「八項規定」とは、(1)視察の簡素化、(2)会議の効率化、(3)書類・文書の簡潔化、(4)訪問活動の規範化、(5)警備の改善、(6)報道の改善、(7)文書発表の厳格化、(8)儉約節約の励行、であり、「三公消費」（公費による飲食、公用車の私的流用、公費による出張・旅行）が厳格に抑制された。

小売売上とレストラン収入の伸び率
(前年同月比) (単位: %) (2010年～17年)



(注) 1-2月は平均
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

小売売上とレストラン収入の伸び率
(前年同月比) (単位: %) (2024年～)



(注) 1-2月は平均
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

しかし、当時と現在では経済状況が大きく異なる。2013 年～2014 年のレストラン収入は減速したとはいえ、2013 年 4 月の 7.9%増がボトムであった。綱紀肅正は多分に政治的な側面があるのだが、節約志向が高まる中で、なぜ今なのか、理解に苦しむ。政策は迷走しているといわざるを得ない。

不動産開発投資はマイナス幅が拡大。それ以外も伸びは減速

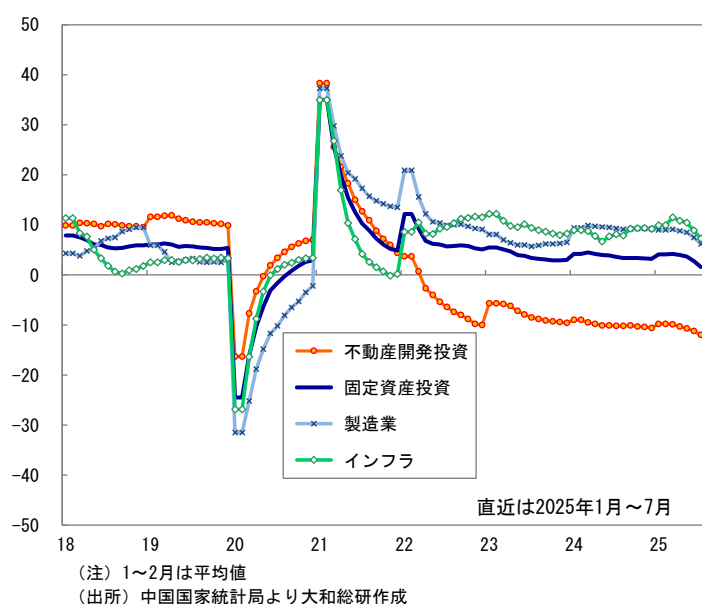
2025 年 1 月～7 月の固定資産投資は 1.6%増となり、1 月～6 月の 2.8%増から一段と減速した。分野別には、製造業投資は 1 月～6 月の 7.5%増から 1 月～7 月は 6.2%増に、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は同様に 8.9%増から 7.3%増へと減速し、不動産開発投資は 11.2%減から 12.0%減へとマイナス幅を広げた。

なお、2025 年 1 月～7 月の不動産開発投資を除く固定資産投資は 5.3%増となり、こちらも 1 月～6 月の 6.6%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。

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、マイナス幅は拡大傾向となっている。

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。

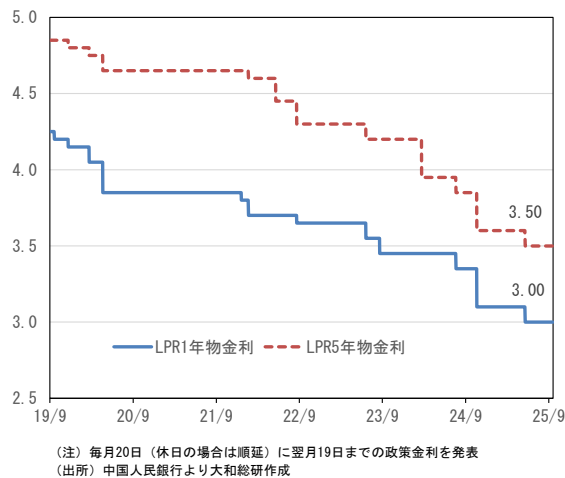
固定資産投資全体、分野別の推移（1 月から累計の前年同期比、単位：％）



住宅販売面積（前年同月比）の推移
（単位：％）



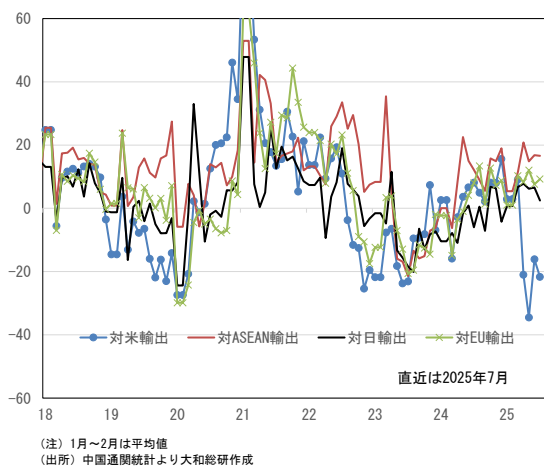
政策金利 LPR1 年物、LPR5 年物の推移
（単位：％）



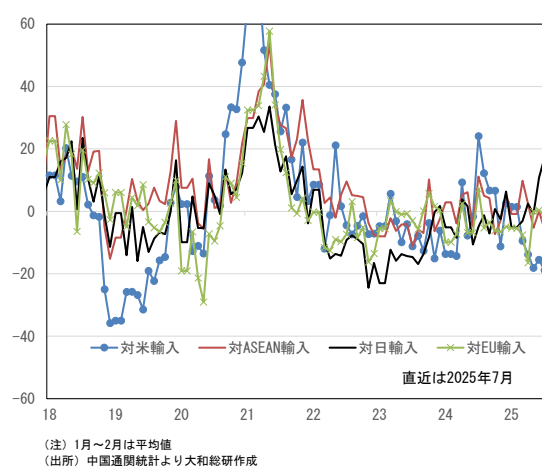
米国による対中国上乗せ関税、中国のロシア産原油輸入に対する二次関税の行方に注目

中国通関統計によると、2025年7月の輸出（以下貿易はドル建て）は7.2%増となり、2カ月連続で伸び率は加速した。国・地域別には、7月は米国向けが4カ月連続の2桁減となった一方で、ASEAN 向けや EU 向けが好調で、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。7月の輸入は4.1%増となり、2カ月連続で増加した。国・地域別には対米輸入が4カ月連続で2桁減となる一方、対日輸入が17.1%増を記録した。7月の貿易黒字は14.9%増の982億ドルとなり、引き続き大幅な黒字を維持している。

中国の国・地域別輸出の推移（前年同月比）
（単位：％）



中国の国・地域別輸入の推移（前年同月比）
（単位：％）



米国と中国は2025年8月12日までとされていた上乗せ関税（24%）の停止期限をさらに90日間延長して、11月10日までとすることで合意した。この間、米国は中国からの輸入に対して30%（「フェンタニル関税」20%+ベース関税10%）の追加関税を課することになる。

他の国・地域については、既に新たな関税率が発表されたところが多いが、中国の現状の追加関税率30%は、インドやブラジルの50%よりは低いものの、他の主要国・地域と比べるとかなり高い。

追加関税の交渉は今度、どのような展開が想定されるのか？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。交渉の結果次第では一時停止中の24%分の発動もあり得る。さらに、トランプ大統領はロシア産原油の主な輸入国であるインドと同様、中国に二次関税（インドの場合は25%）を課す考えを示しており、対中追加関税は現状の30%、上乗せ関税一時停止分24%と合わせて79%程度に達することも考えられる。

一方で、最も楽観的なシナリオは、中国の米国からの輸入増加や米国債の購入などのディールが成立し、日本と同様の15%+α（米国にとっての最大の貿易赤字計上国であることのリスクプレミアム）ということになるのではないかと。追加関税率が15%、20%（リスクプレミアムを5%と仮定）、30%、54%、79%となった時の中国の実質GDPへの悪影響は次頁の通りだ。先行き不透明感は依然として強い。

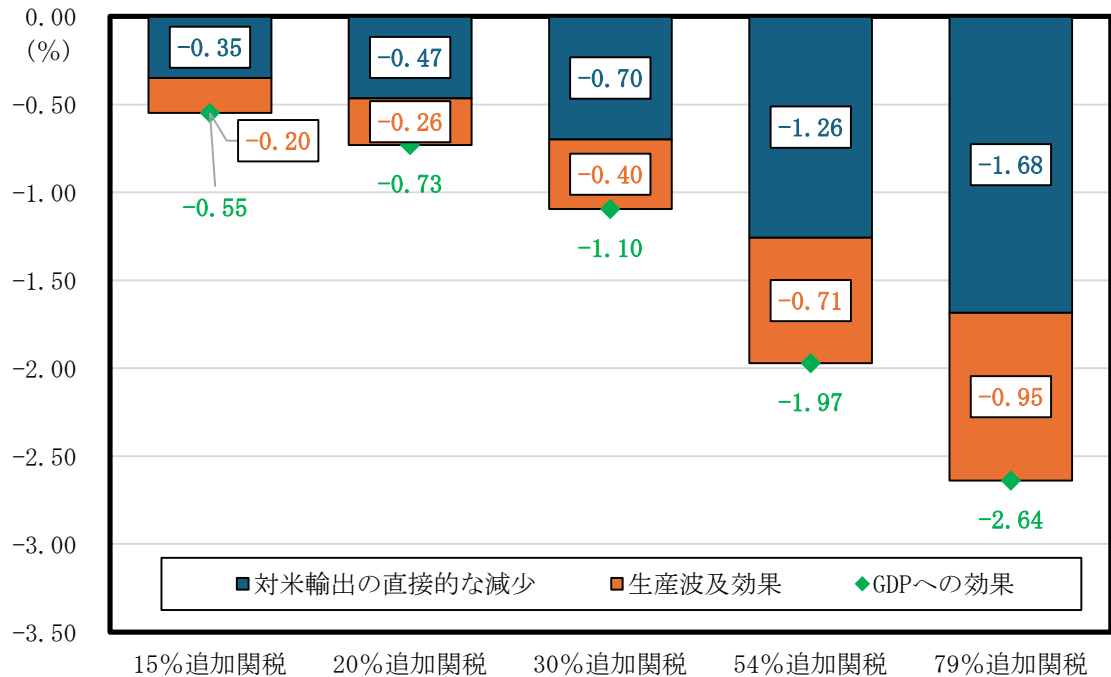
米国の輸入に対する各国・地域の追加関税率（単位：%、%pt）

		現時点 (予定含む)	4/2 当初案	差
ブラジル	8/7より大統領令ベース	50	10	40
インド	8/27より(予定)	50	26	24
ミャンマー	8/7より大統領令ベース	40	44	▲ 4
ラオス	8/7より大統領令ベース	40	48	▲ 8
スイス	8/7より大統領令ベース	39	31	8
カナダ	8/1より書簡ベース	35	25	10
南アフリカ	8/7より大統領令ベース	30	30	0
メキシコ	8/1より書簡ベース	30	25	5
バングラデシュ	8/7より大統領令ベース	20	37	▲ 17
スリランカ	8/7より大統領令ベース	20	44	▲ 24
台湾	8/7より大統領令ベース	20	32	▲ 12
ベトナム	合意	20	46	▲ 26
タイ	8/7より大統領令ベース	19	36	▲ 17
カンボジア	8/7より大統領令ベース	19	49	▲ 30
マレーシア	8/7より大統領令ベース	19	24	▲ 5
パキスタン	8/7より大統領令ベース	19	29	▲ 10
インドネシア	合意	19	32	▲ 13
フィリピン	合意	19	17	2
ノルウェー	8/7より大統領令ベース	15	15	0
日本	合意	15	24	▲ 9
EU	合意	15	20	▲ 5
韓国	合意	15	25	▲ 10
英国	合意	10	10	0

（注）インドは8/7の大統領令では25%。8月27日に二次関税25%を課税予定

（出所）米大統領令などより大和総研作成

「トランプ関税 2.0」の中国実質 GDP への影響



(注) 米国による追加関税措置の結果、中国で生産された貿易財（最終財、中間財）の対米輸出が減少した場合の波及効果をOECDの国際産業連関表（2019年）を用いて試算したもの。数値は小数点第三位を四捨五入しており、合計が一致しない場合がある

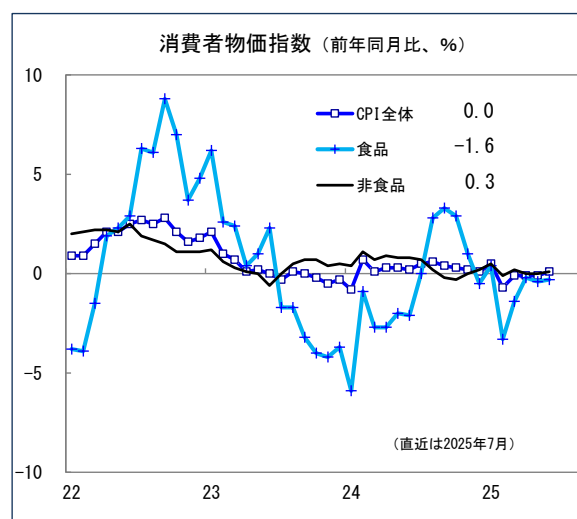
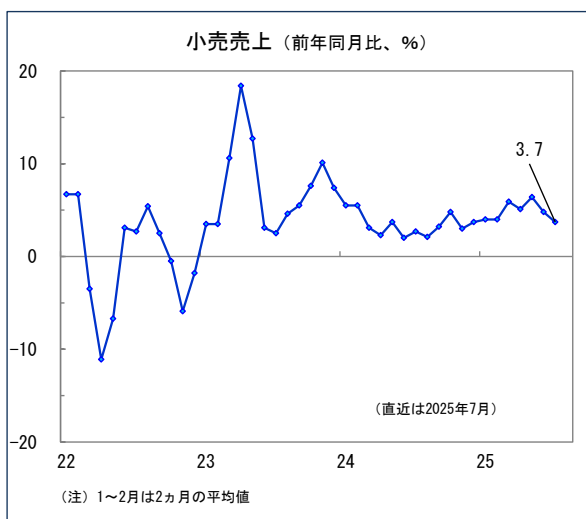
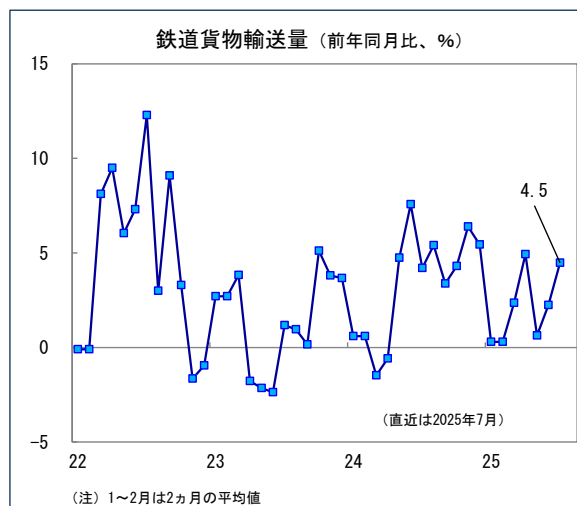
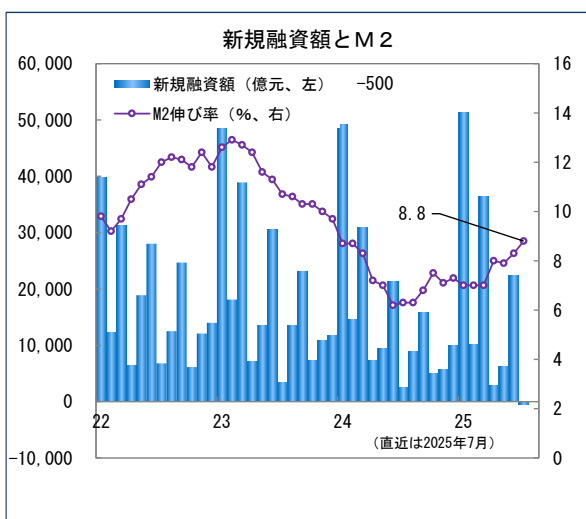
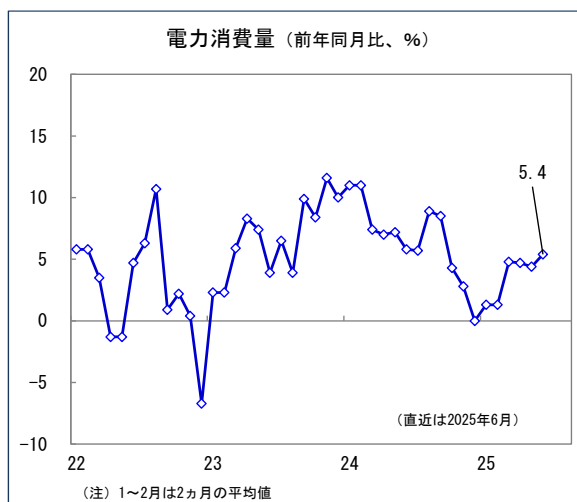
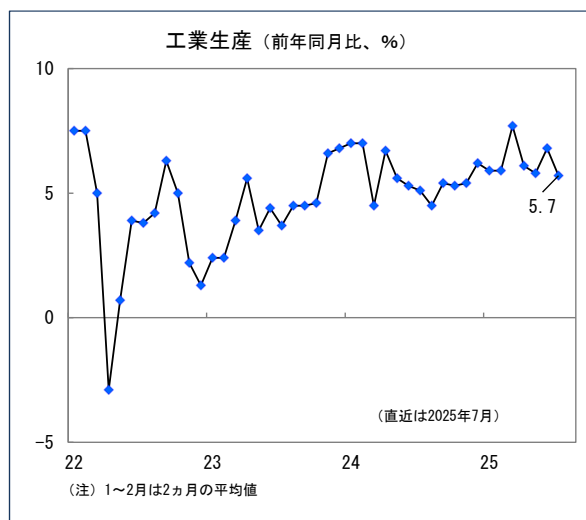
(出所) OECDより大和総研作成

主要経済指標一覧

	2024年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	7月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	4.6	-	-	5.4	-	-	5.4	-	-	5.2	-
工業生産（前年同月比、%）	5.1	4.5	5.4	5.3	5.4	6.2	5.9		7.7	6.1	5.8	6.8	5.7
電力消費量（前年同月比、%）	5.7	8.9	8.5	4.3	2.8	0.0	1.3		4.8	4.7	4.4	5.4	
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	4.2	5.4	3.4	4.3	6.4	5.4	0.3		2.4	4.9	0.6	2.2	4.5
固定資産投資（前年累計比、%）	3.6	3.4	3.4	3.4	3.3	3.2	4.1		4.2	4.0	3.7	2.8	1.6
不動産開発投資（前年累計比、%）	-10.2	-10.2	-10.1	-10.3	-10.4	-10.6	-9.8		-9.9	-10.3	-10.7	-11.2	-12.0
小売売上（前年同月比、%）	2.7	2.1	3.2	4.8	3.0	3.7	4.0		5.9	5.1	6.4	4.8	3.7
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	0.5	0.6	0.4	0.3	0.2	0.1	0.5	-0.7	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.0
食品（前年同月比、%）	0.0	2.8	3.3	2.9	1.0	-0.5	0.4	-3.3	-1.4	-0.2	-0.4	-0.3	-1.6
非食品（前年同月比、%）	0.7	0.2	-0.2	-0.3	0.0	0.2	0.5	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.3
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-0.8	-1.8	-2.8	-2.9	-2.5	-2.3	-2.3	-2.2	-2.5	-2.7	-3.3	-3.6	-3.6
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-0.1	-0.8	-2.2	-2.7	-2.5	-2.3	-2.3	-2.3	-2.4	-2.7	-3.6	-4.3	-4.5
新規融資額（億元）	2,600	9,000	15,900	5,000	5,800	9,900	51,300	10,100	36,400	2,800	6,200	22,400	-500
M2伸び率（%）	6.3	6.3	6.8	7.5	7.1	7.3	7.0	7.0	7.0	8.0	7.9	8.3	8.8
輸出（前年同月比、%）	6.9	8.6	2.3	12.6	6.6	10.7	2.1		12.2	8.1	4.7	5.8	7.2
輸入（前年同月比、%）	6.6	0.0	0.1	-2.4	-4.0	0.8	-8.3		-4.3	-0.3	-3.4	1.1	4.1
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	854.8	915.5	817.6	957.2	973.3	1,051.8	846.8		1,022.4	959.8	1,030.8	1,146.0	982.4
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-3.3	-3.6	-4.6	-4.9	-5.3	-5.4	-5.7	-5.5	-5.7	-5.0	-4.3	-4.1	-3.6
上海（前年同月比、%）	4.4	4.9	4.9	5.0	5.0	5.3	5.6	5.6	5.7	5.9	5.9	6.0	6.1
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-23.2	-22.6	-22.3	-22.7	-23.0	-22.5	-29.9		-24.8	-24.1	-23.0	-20.1	-19.5
竣工面積（前年累計比、%）	-21.8	-23.6	-24.4	-23.9	-26.2	-26.1	-15.7		-14.4	-17.0	-17.4	-14.9	-16.6
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-18.6	-18.0	-17.1	-15.8	-14.3	-12.8	-5.5		-3.5	-3.4	-3.6	-4.3	-4.8
金額（前年累計比、%）	-24.3	-23.6	-22.7	-20.9	-19.2	-17.0	-2.9		-2.6	-3.7	-4.4	-6.1	-7.1

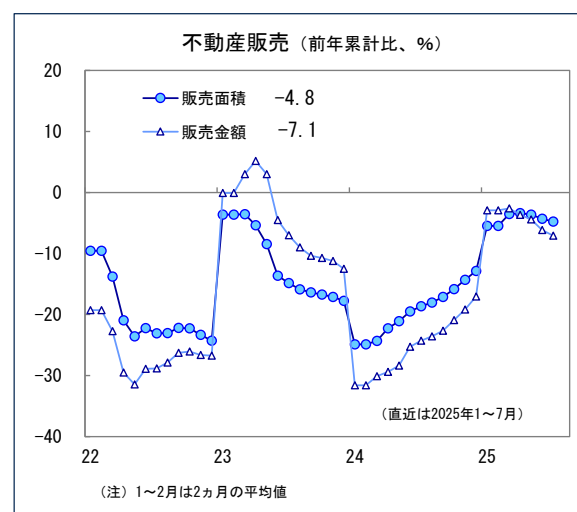
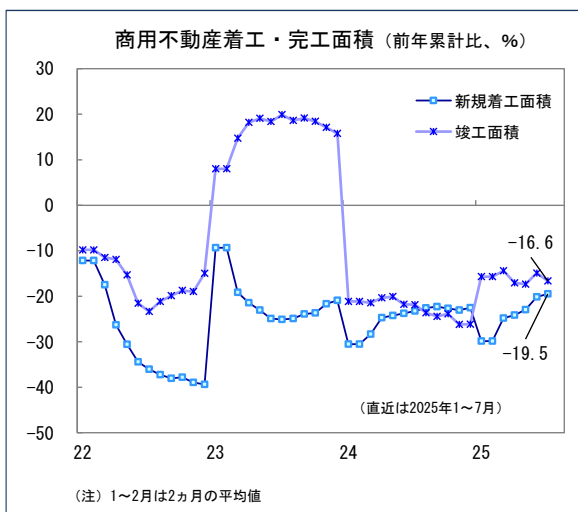
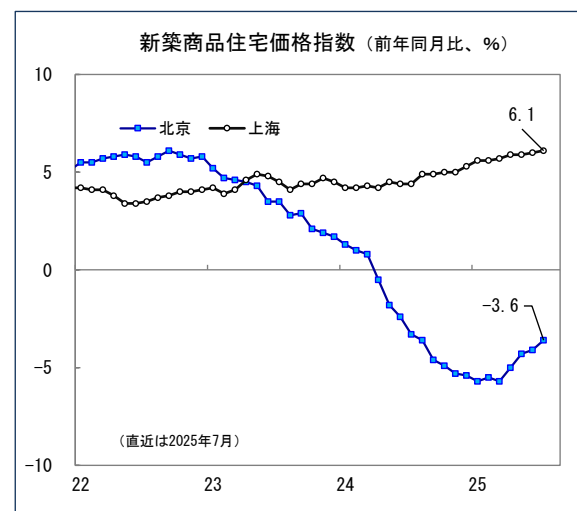
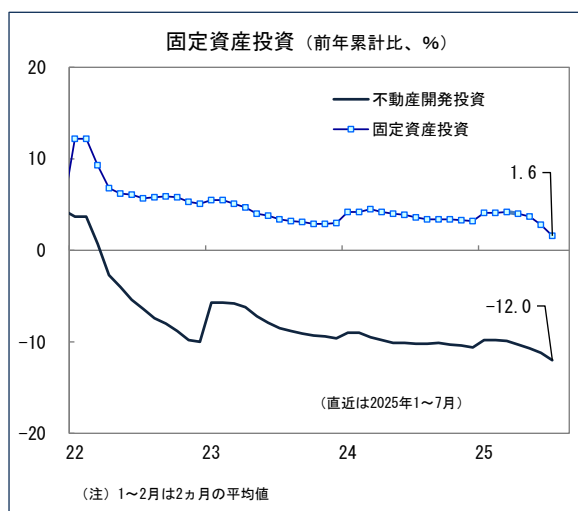
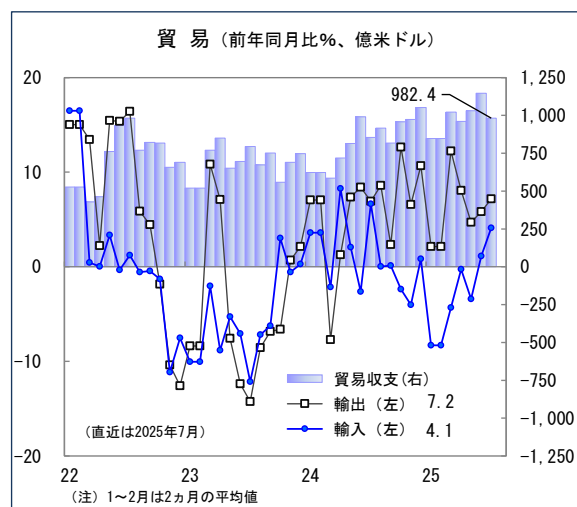
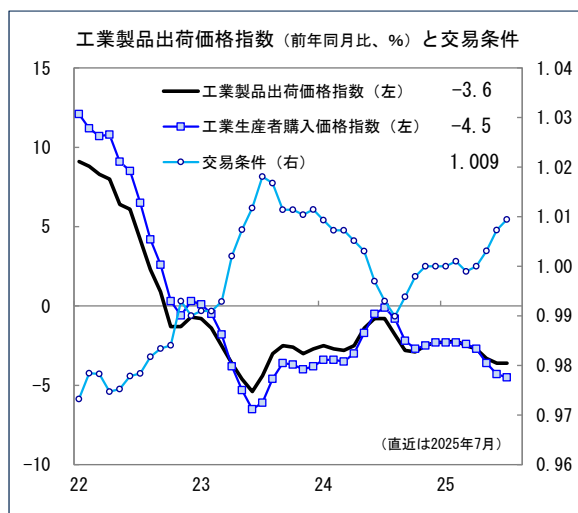
(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

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