

2025 年 9 月 25 日 全 45 頁

主要国経済 Outlook

2025 年 10 月号 (No. 467)

経済見通し：世界、日本、米国、欧州、中国

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
経済調査部シニアエコノミスト
シニアエコノミスト
主任研究員
研究員
シニアエコノミスト
主席研究員佐藤 光
神田 慶司
矢作 大祐
藤原 翼
橋本 政彦
齋藤 尚登

[要約]

- Overview..... 2
トランプ政権には懐柔か、対抗か
- 日本経済..... 3
トランプ関税で対米輸出が大幅減、製造業や賃上げ等への影響は？
- 米国経済..... 14
利下げ再開後の注目点は？
- 欧州経済..... 25
利下げ終了後の注目点
- 中国経済..... 36
内需不振で強まる減速傾向

Overview: トランプ政権には懐柔か、対抗か

米トランプ大統領は9月に、国賓としては異例の2回目の英国訪問を行い、手厚いもてなしを受けた。実務面では、米英間でAIなどの先端技術分野の協力強化で合意した。なお、直接関係はないが、ほぼ同時に行われた9月の金融政策会合で、米FRBは利下げを再開し、英BOEはQT（量的引締め）のペースを緩めた。金融政策の方向性も両国で共通しているといえる。

トランプ政権が誇る各国・地域との通商交渉での成果は、現時点で対欧州やアジアの一部に偏っている。その内容は、交渉相手側による米保護主義政策（関税引き上げ等）の容認、対米関税引き下げや非関税障壁の撤廃、加えて巨額の対米投資計画となる。ほかにも、中東を中心としたOPECプラスは原油の増産に転換した。これらは米政権を側面から支援し懐柔する姿勢が目立つが、米政権はさっそく、対日本では米鉄鋼大手の経営再建策に介入してきた。

これらの成果にもかかわらず、米国経済は足元で下振れ観測が強まっている。これまでに実施した関税や移民政策の悪影響が表面化しつつある。今後は利下げやトランプ減税等による下支えが期待できるとしても、既に出始めている経済への悪影響のみならず、先行き不透明感が企業の投資意欲を削ぐ恐れもあり、対米投資計画の実現には疑問符がつきやすい。

一方、対米で対抗姿勢を強める国として、中国を筆頭にインド、ブラジル、ロシア、南アフリカのBRICS諸国が挙げられる。米国はこれらに対して30%以上の高関税または経済制裁を実施中だが、IMFの経済見通しでは、BRICSのGDPシェアは2030年に向けて高まり続ける予想だ。米国への対抗勢力として結束を強めているBRICSの経済力にも改めて注目すべきだろう。

各国・地域の対米姿勢は、米国経済の取り込みに懸命な懐柔姿勢 vs 対米依存の解消を模索する対抗姿勢、に分かれる印象だ。ただ、かつての冷戦時代のイデオロギー対立というほど強固な基盤ではないため、今後米国経済の魅力が低下するならば、個別に懐柔姿勢から対抗姿勢に転じるケースもあろう。最悪の場合、米国は孤立に向かう恐れもある。日本もアジア太平洋諸国やEUとの連携強化など、万が一に備えた対策を用意しておく必要があるだろう。（佐藤 光）

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞ （2025年9月24日時点）

	（％）					（前年比％）							
	2024年 10-12	2025年				2026年			2023年	2024年	2025年	2026年	
		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	2.1	0.3	2.2	-1.7	0.5	1.0	1.0	1.0	1.2	0.1	1.1	0.6	
									<u>0.5</u>	<u>0.7</u>	<u>0.8</u>	<u>0.8</u>	
米国	2.4	-0.5	3.3	1.4	1.1	1.6	1.8	2.0	2.9	2.8	1.7	1.7	
ユーロ圏	1.6	2.3	0.5	0.2	0.9	1.2	1.4	1.6	0.4	0.9	1.3	1.1	
英国	0.4	3.0	1.4	0.6	0.9	1.1	1.2	1.5	0.4	1.1	1.3	1.1	
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	2.2	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	7.8	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 9 月

トランプ関税で対米輸出が大幅減、製造業や賃上げ等への影響は？

神田 慶司
小林 若葉
畑中 宏仁
久後 翔太郎

[要約]

- 日米間の関税交渉は合意に達したが、これを反映した米国の対日平均関税率は 12.3%と試算される。7月の14.5%からは低下したものの、年初で1.5%だったことを踏まればなお高水準にある。トランプ米政権の高関税政策（トランプ関税）による対米輸出などへの影響は日米合意後も警戒が必要だ。
- 日本の実質輸出は全体で見れば底堅く推移しているものの、7月以降はトランプ関税の影響によって自動車関連財が大きく減少し、8月は2024年11月以来の低水準となった。現地生産の強化や価格競争力の低下が影響したとみられるが、今後は対日自動車関税の引き下げが価格面での悪影響を緩和するだろう。もっとも、対米自動車輸出は相対価格よりも米国内需要の影響を受けやすい。米国では雇用情勢が悪化し、インフレも加速しており、日本からの輸出にも悪影響を与える可能性がある。
- 日本の対米名目輸出額は直近の2025年8月で前年比▲13.8%だったが、直近並みの減少率（▲15%）を想定し、製造業の粗付加価値額（GDP）への影響を産業連関表などで試算すると、影響が最も大きい業種は輸送用機械で▲2.5%だ。次いで一般機械で大きい（▲1.5%）。これらは製造業の中でも従業員数が比較的多く、悪影響が雇用環境に及ぶことも懸念される。他方、当社では2026年の実質設備投資を前年比+1.0%と見込んでいるが、対米輸出▲15%のケースでは同+0.6%へと低下し、対米輸出の下振れを最大限想定した▲40%のケースでは同▲0.1%と6年ぶりのマイナスに転じる。
- 当社の経済見通しと整合的な春闘賃上げ率は、2026年で5.3%程度、2027年で4.2%程度と推計される（連合集計値ベース）。仮に、対米輸出が▲40%になり賃金・物価上昇の循環が弱まれば、2027年の賃上げ率は2.8%程度まで下振れする可能性がある。1997年並みの水準であり、当時の日本経済はデフレに陥る瀬戸際にあった。トランプ関税の打撃が深刻なものになれば、インフレ経済に移行した日本経済は再びデフレに戻るリスクが高まることを示唆している。

2025 年 4-6 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.2%だった。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）を大幅に強化したものの、米小売価格への転嫁が抑えられたこともあって 4-6 月期の日本の財輸出は実質ベースで前期比+1.9%と増加率が高まった。

だが、対米輸出は自動車を中心に 8 月にかけて落ち込むなど、トランプ関税による悪影響は足元で顕在化している。当社では 7-9 月期の実質 GDP が 6 四半期ぶりにマイナス成長に転じると見込んでいるが¹、対米輸出が想定以上に悪化すれば、10-12 月期にプラス成長に回帰するという当社のメインシナリオは修正を迫られる可能性がある。

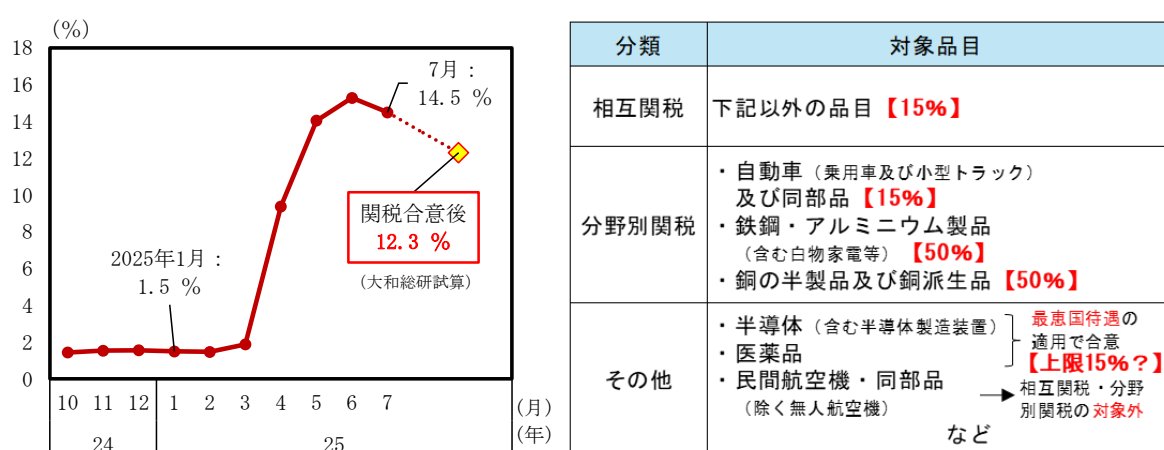
そこで本稿の前半では、日米合意後の関税率や対米輸出の約 3 割（2024 年）を占める自動車輸出の動向などについて整理する。後半では、対米輸出の減少が続いたり減少幅が拡大したりした場合の製造業への影響や、2026 年以降の設備投資・春闘賃上げ率の下振れリスクについて定量的に検討する。

1. 日米合意後の対米自動車輸出はどうなる？

15%程度だった米国の対日平均関税率は日米合意で 12%超へと低下

2025 年初めまで 1.5%程度で推移していた対日平均関税率は 4 月から急上昇し、直近の 7 月で 14.5%となった（図表 1 左）。その後、7 月 22 日（米国時間）に日米間の関税交渉が合意に達し、9 月 4 日（米国時間）には合意内容を踏まえた大統領令が発出された（新たな相互関税率は 8 月 7 日に遡って適用し、自動車・同部品などは 9 月 17 日以降に適用）。日米合意を反映した平均関税率は 12.3%と試算される。

図表 1：米国の対日平均関税率の推移（左）、日米合意後の米国の対日関税率の概要（右）



（注）平均関税率は米センサス局が公表する関税額を輸入額（運賃・保険料を除く）で除したものの。関税合意後の平均関税率は、日米合意に基づいた関税率を 2025 年 7 月における品目別輸入額で加重平均して算出。半導体と医薬品には 15%、航空機・同部品や米国で入手不可能な天然資源等には 2024 年の平均関税率を想定。

（出所）内閣官房、日本貿易振興機構（JETRO）、米センサス局、米国政府公表資料より大和総研作成

¹ 詳細は、当社の「[第 226 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2025 年 9 月 8 日）を参照。

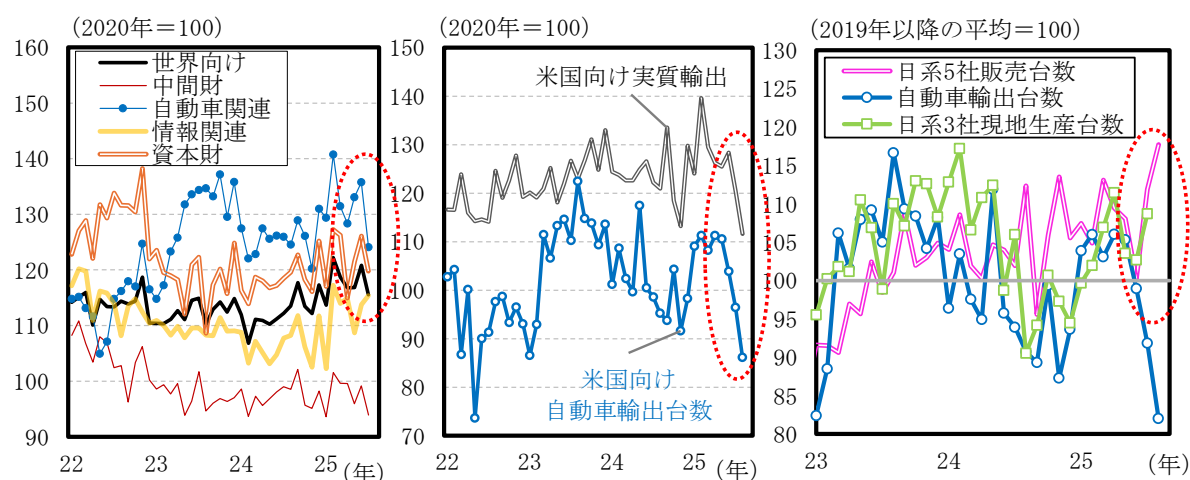
一時停止分を含めて 24%だった相互関税率と、27.5%だった自動車・同部品に対する関税率はいずれも 15%へと引き下げられた（図表 1 右）。また、半導体や医薬品²については「最恵国待遇」（最も低い税率を適用する措置）を適用することで合意した。仮に欧州連合（EU）と同水準であれば、上限で 15%だ。民間航空機・航空機部品（除く無人航空機）については、相互関税や分野別関税の対象外とされた。一方、鉄鋼・アルミニウム製品などに適用されている 50%の分野別関税は維持された。

米国の対日平均関税率は日米合意によって 2%pt 程度引き下げられたとみられるが、トランプ関税前と比較すればなお高水準にある。大統領令には、日本が合意内容を守らない場合に必要に応じて修正できることが盛り込まれており、トランプ大統領の翻意で追加関税が発動される可能性も否定できない。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は引き続き警戒する必要がある。

対米自動車輸出の落ち込みは現地生産の強化や価格競争力の低下が影響か

前述のように、トランプ関税の悪影響は日本の対米輸出で顕在化している。季節調整済みの実質額で見ると、輸出全体は底堅く推移している。だが財別に見ると、7 月以降はトランプ関税の影響で自動車関連財が大きく減少し、8 月は 2024 年 11 月以来の低水準となった（図表 2 左）。化学製品や鉄鋼、非鉄金属などの中間財も米国向けや中国向けを中心に弱含んでいる。

図表 2：財別に見た実質輸出（左）、米国向け実質輸出と自動車輸出台数（中央）、日系自動車メーカーにおける米国販売・現地生産と対米輸出（右）



（注）右図の日系 3 社、5 社はそれぞれ 2024 年全米新車販売台数日系メーカー上位 3 社、5 社を集計。大和総研による季節調整値。

（出所）日本銀行、財務省、各社ウェブサイト、各種報道、Haver Analytics より大和総研作成

地域別では、とりわけ米国向けの実質輸出が自動車を主因に落ち込んでいる（図表 2 中央）。米国向け自動車輸出台数が減少した理由は主に 2 つあると考えられる。

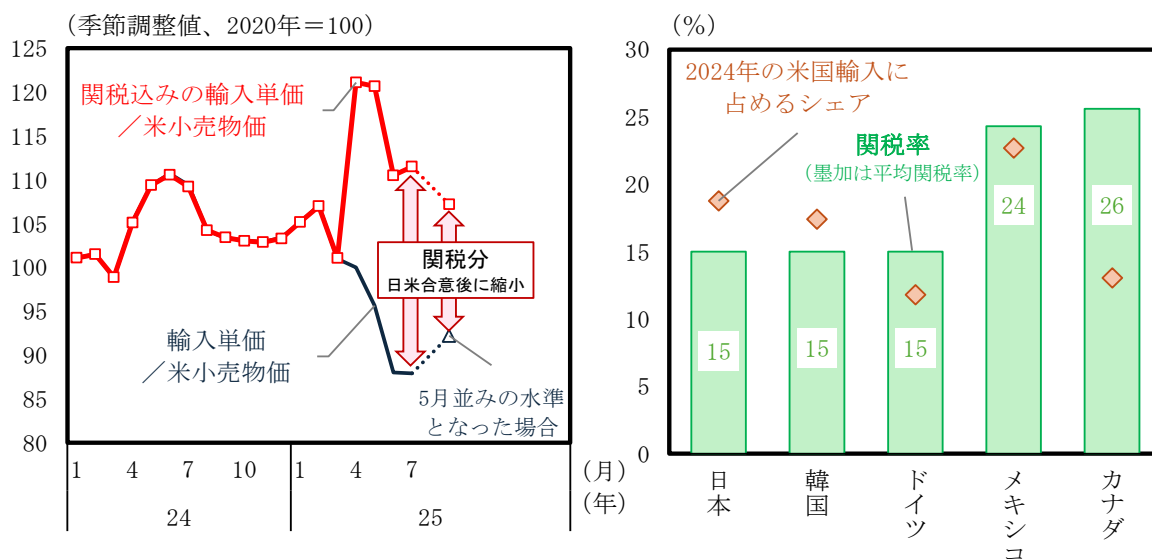
² ジェネリック医薬品（原料、化学前駆体含む）に関しては、米商務長官が関税率をゼロに修正する権限を持ち、関税率の修正時期と対象品目は米国の国益や大統領令の目的などに鑑みて決定するとされている。

1 つ目は、日系自動車メーカーが追加関税による収益への悪影響を抑えるために現地生産を強化したことだ。図表 2 右では、日本からの対米輸出台数と、主要な日系自動車メーカーにおける米国での販売台数および現地生産台数の推移を示している（データ制約のため掲載した 3 つの系列で対象企業が異なることに留意）。米国向けの自動車輸出台数が足元で減少する中、米国での販売台数と生産台数（7 月分まで）は比較的堅調に推移している。

2 つ目は、関税込みの輸出価格が上昇して価格競争力が低下した可能性だ。日系自動車メーカーは追加関税の発動を受け、現地販売価格が大幅に上昇しないよう、関税コストの一部を負担した。こうした動きを反映し、米国における乗用車の小売物価に対する対日輸入単価の相対価格は大きく低下した（図表 3 左）。それでも関税込みの単価で見れば、追加関税発動前から上昇している。メキシコやカナダの平均関税率は日本を下回っていたほか³、ドイツや韓国を含め、米国の主要な輸入相手国が日本と同様に乗用車の輸出価格を引き下げ中、価格競争力の低下によって他国からの輸出や米国内生産に代替された可能性がある。

もっとも、今後は価格面での悪影響は緩和することが見込まれる。前述のように、日米合意を受けて対日自動車関税は 27.5%から 15%に引き下げられたからだ。2024 年の米国の乗用車輸入額で首位のメキシコや 4 位のカナダの 25%程度の平均関税率を下回り、3 位の韓国や 5 位のドイツと同水準になる⁴（図表 3 右）。例えば、自動車メーカーが輸出価格を 2025 年 5 月並みの水準まで引き上げたとしても、関税込みの単価は低下するとみられ、価格競争力への影響は和らぐ見込みだ。

図表 3：乗用車の米小売物価に対する対日輸入単価（左）、米国の乗用車輸入の主要な相手国のシェアと関税率（右）



（注）左図は中古車を除く。季節調整は大和総研による。右図の日本、韓国、ドイツの関税率は米国との合意内容に基づく。メキシコとカナダは直近（2025 年 7 月）の乗用車の平均関税率。

（出所）米センサス局、BLS、Haver Analytics より大和総研作成

³ 米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）の自動車原産地規則を満たす自動車は非米国産部分のみ関税が適用される影響とみられる。

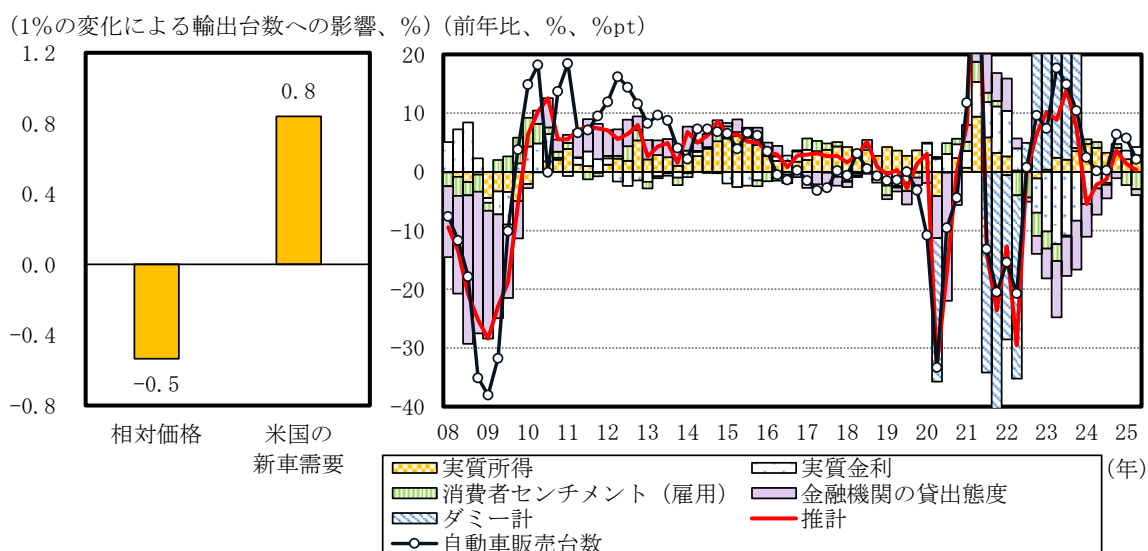
⁴ 韓国は、米国との間で自動車関税の 15%への引き下げに合意したものの、その後の協議が難航していることから、未だ 25%の関税率が維持されている。

今後の対米自動車輸出は米国内の需要縮小で低迷する可能性に注意

先行きの対米自動車輸出で注意すべきは、追加関税分の価格転嫁の動きが米国内で広がり、米家計の購買力の低下を通じて自動車需要が縮小するリスクだ。

日本の対米自動車輸出台数を、関税を加味した相対価格（＝輸出物価/米小売物価）⁵と米国内の新車販売台数（新車需要）を説明変数として推計したところ、相対価格の変化に対する弾性値は▲0.5、米国の新車需要の変化に対する弾性値は0.8となった（図表4左）。すなわち、日本の対米自動車輸出は相対価格が1%上昇すると0.5%程度減少する一方、米国の新車需要が1%縮小すると0.8%程度減少すると推計される。日本の対米自動車輸出は相対価格よりも米国の新車需要の影響を受けやすいことを示唆しており、日米合意後に相対価格が低下したとしても米国の需要が縮小すれば、対米自動車輸出台数は低迷する可能性がある。

図表4：日本の対米自動車輸出台数の推計（左）と米国の新車販売台数の推計（右）



（注1）新車輸出台数の推計期間は2007年1月～2024年12月。推計式は下記の通り。

米国向け自動車輸出台数（3カ月移動平均、前年比） $= -0.5 \times (\text{相対価格} \times (1 + \text{平均関税率}) \times \text{乗用車の輸出物価指数} / \text{米国の新車の小売物価指数}) \times 3 \text{ カ月移動平均、前年比}) + 0.8 \times \text{米国の新車販売台数} (3 \text{ カ月移動平均、前年比}) + \sum \beta \times \text{各種ダミー} (前年差)$

乗用車の輸出物価指数は、2015年以降は「乗用車（北米向け）」とし、2010～14年は「普通乗用車（北米向け）」、2007～09年は世界向けの「乗用車」を用いて適宜とした。ダミー変数はリーマン・ショック、東日本大震災、コロナ禍の影響を受けた期間で作成した。相対価格は5%有意、米国の新車販売台数は1%有意。修正済み決定係数は0.85。

（注2）米国の新車販売台数の推計期間は1983年4-6月期～2025年4-6月期。推計式は下記の通り。

新車販売台数（前年比） $= 1.2 \times \text{実質所得} (給与所得、前年比) - 1.7 \times \text{実質金利} (前年差) + 0.1 \times \text{消費者センチメント} (雇用環境の指標、前年差) - 0.4 \times \text{金融機関の貸出態度} + \sum \beta \times \text{各種ダミー} (前年差)$

所得は個人消費デフレーターで実質化した。ダミー変数は2020～22年のコロナ禍、半導体不足等による供給制約等が発生した期間で作成した。いずれの系列も1%有意。修正済み決定係数は0.75。

（出所）財務省、日本銀行、米センサス局、BEA、FRB、ミシガン大学、Autodata Corp.、Haver Analytics より大和総研作成

⁵ ここでは分子を乗用車の輸出物価指数に（1＋平均関税率）を乗じたもの、分母を米国の新車の小売物価指数とした。

米国の新車需要について、実質所得、実質金利、雇用に関する消費者センチメント、金融機関の貸出態度を説明変数として推計し、その変動要因を分解したものが**図表 4 右**である。推計結果を見ると、足元では雇用に関する消費者のセンチメントの悪化が新車需要を下押ししている。米国では雇用環境が悪化し⁶、インフレも加速しており、日本からの輸出にも悪影響を与える可能性がある。

2. 対米輸出減による製造業 GDP・設備投資・賃上げの下振れリスク

日本の対米輸出の低迷が今後も続く場合、直接的に打撃を受けるのは製造業である。また、企業収益の悪化は国内の設備投資や賃上げなどにも波及する可能性がある。そこで以下では、一定の対米輸出額の減少を想定した場合の製造業の GDP（粗付加価値）などへの影響や、今後の設備投資や春闘賃上げ率の下振れリスクについて定量的に検討する。

(1) 製造業 GDP への影響

対米輸出の減少は雇用を多く抱える輸送用機械や一般機械などに大きな打撃

日本の対米輸出額は直近の 2025 年 8 月の名目値で前年比▲13.8%だったが、直近並みの減少率（▲15%）を想定した上で、製造業の粗付加価値額（＝国内生産額－中間投入額）などへの影響を産業連関表などで試算した結果が**図表 5**だ。

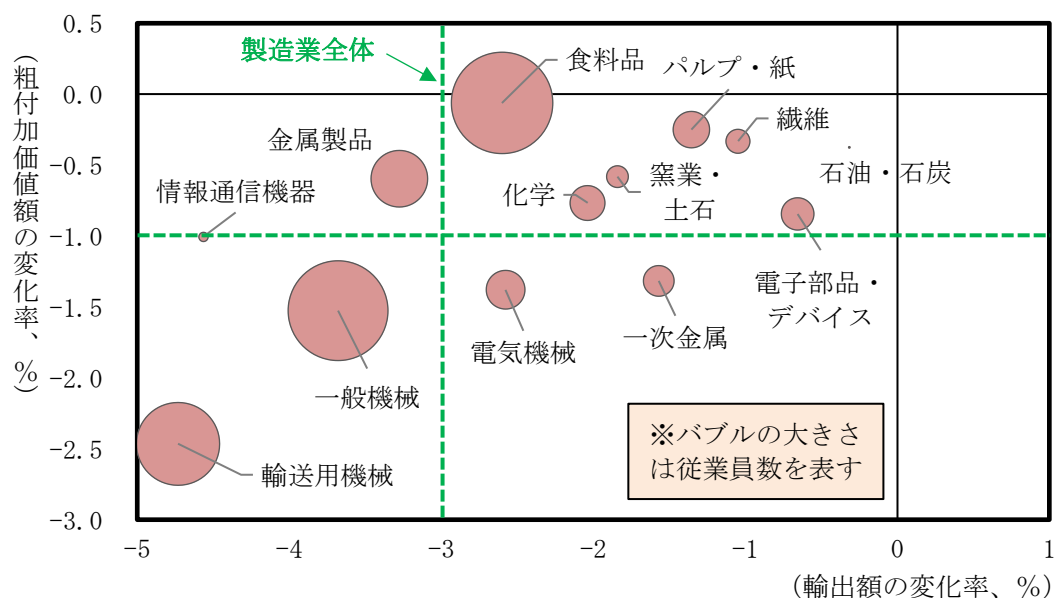
ここでは、2020 年産業連関表上の各品目の対米輸出割合を考慮した上で、対米輸出が全品目一律で 15%減少した場合の輸出額と粗付加価値額の減少率を示している。製造業の中では、輸送用機械が輸出額・粗付加価値額ともに最も大きく減少し、輸出額は▲4.7%、粗付加価値額は▲2.5%と試算される。一般機械（汎用・生産用・業務用機械）への影響も比較的大きく、輸出額は▲3.7%、粗付加価値額は▲1.5%だ。粗付加価値額の減少率では、電気機械や一次金属への影響も大きい。

図表 5 のバブルの大きさは従業員数を表すが、輸送用機械や一般機械は製造業の中でも従業者数が比較的多い業種だ⁷。そのため、対米輸出の減少を通じた悪影響が雇用環境に及ぶことも懸念される。

⁶ 詳細は、藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+2.2 万人](#)」（大和総研レポート、2025 年 9 月 8 日）を参照。

⁷ 製造業の従業者数 957 万人のうち、輸送用機械は 118 万人、一般機械は 142 万人（2020 年産業連関表ベース）。

図表 5：対米輸出▲15%（2025 年 8 月並みの減少率）による製造業の輸出額・粗付加価値額への影響



（注）輸出への影響は、2020 年産業連関表の統合小分類 188 品目を対象に、国内生産額に占める輸出割合および輸出額に占める対米輸出割合を計算した上で、対米輸出が全品目一律で 15% 減少した場合の輸出減少額を求め、それらを業種別に統合して算出。粗付加価値額への影響は、品目ごとに国内生産額に占める粗付加価値額の割合（付加価値投入係数）を計算した上で、品目別輸出減少額に逆行列係数を掛け合わせることで得られる品目別国内生産減少額に付加価値投入係数を乗じ、業種別に統合して算出。「一般機械」は汎用・生産用・業務用機械を指す。

（出所）総務省、財務省統計より大和総研作成

（2）設備投資と春闘賃上げ率の下振れリスク

対米輸出 15～40%減で 2026 年の設備投資は前年比+1.0%から同▲0.1%～+0.6%に

国内の設備投資は直近の 2025 年 4-6 月期まで 3 四半期連続で前期比プラスだった。日銀短観等の設備投資計画においても、人手不足に対応した省力化投資やデジタル化関連のソフトウェア投資などに対する需要を背景に堅調さが見られるが、対米輸出の減少による企業収益の悪化はこうした投資意欲を減退させる要因になり得る。

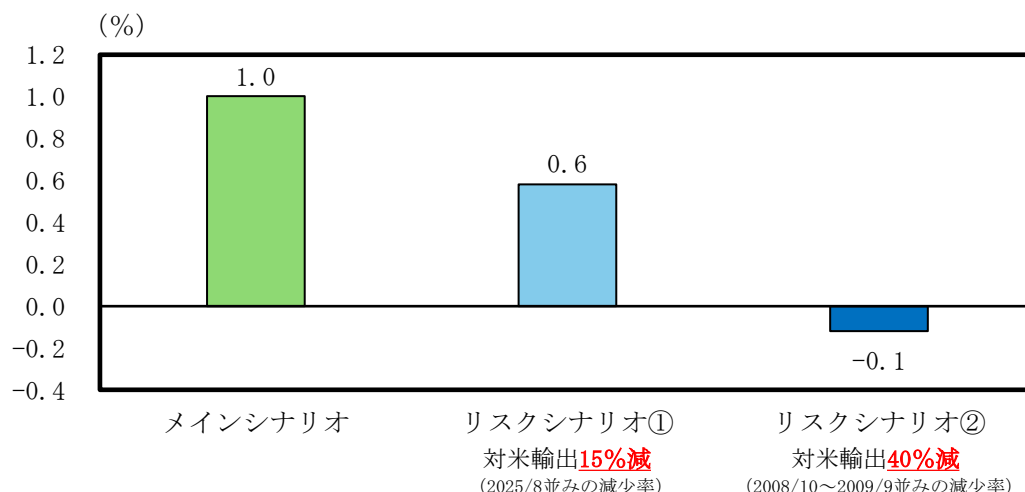
そこで、図表 5 で得られた結果を用いて対米輸出の減少が設備投資見通しに与える影響をシナリオ別に試算した結果が図表 6 だ。

図表中の「メインシナリオ」は当社の直近（2025 年 9 月 8 日時点）の見通しで、2026 年の実質設備投資を前年比+1.0%と見込んでいる。これに対して「リスクシナリオ①」は図表 5 と同様に対米輸出を▲15%と想定しており、実質設備投資は同+0.6%へと低下する。プラス幅は縮小するものの増加は維持する見通しだ。

「リスクシナリオ②」では、対米輸出を▲40%と想定している。比較可能な 1984 年 12 月以降で、1 年間の落ち込みが最も大きかった 2008 年 10 月～2009 年 9 月の前年同期比並みの減少率だ。これは「リーマン・ショック」発生直後の時期にあたり、対米輸出の下振れを最大限想定

したケースといえる⁸。この場合、2026 年の実質設備投資見通しは前年比▲0.1%へと大幅に低下し、わずかながらも 6 年ぶりにマイナスに転じると試算される。

図表 6：対米輸出が下振れした場合の 2026 年の設備投資見通し



(注) メインシナリオは、当社の「第 226 回日本経済予測（改訂版）」（2025 年 9 月 8 日）における 2026 年の実質設備投資見通し。リスクシナリオ①・②は、それぞれ対米輸出が 15%もしくは 40%減少した影響を加味した同年の実質設備投資見通し。リスクシナリオにおける設備投資減少幅は、内閣府「国民経済計算年次推計」から得られる経済活動別民間総固定資本形成（除く住宅）および経済活動別国内総生産を用いて設備投資係数を計算した上で、前掲図表 5 で得られた粗付加価値額減少率を掛け合わせて算出。

(出所) 総務省、財務省、内閣府統計より大和総研作成

春闘賃上げ率は 2027 年に大きく下振れする可能性も

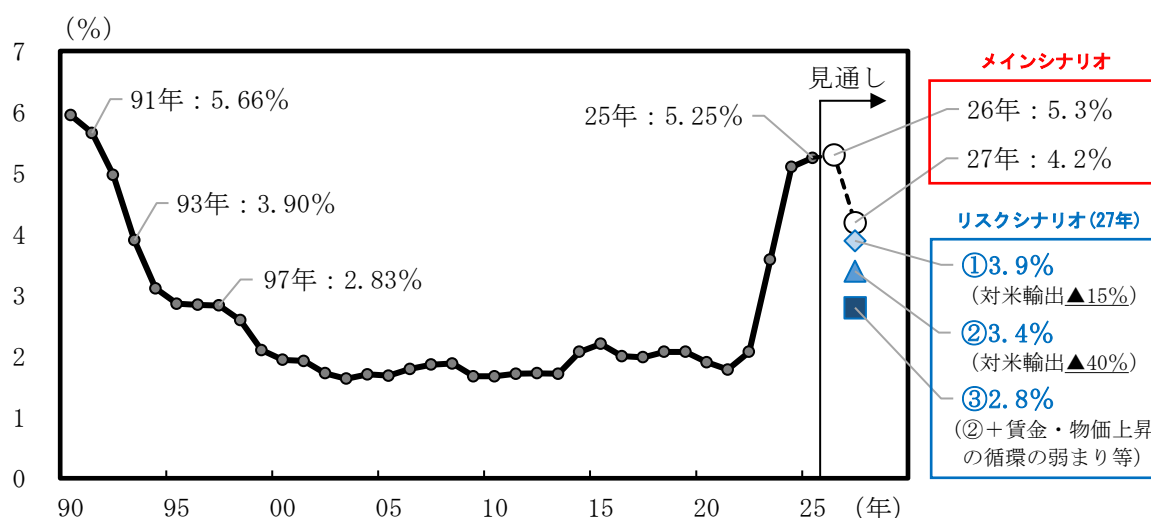
対米輸出の減少で製造業の企業収益が大きく悪化すれば、設備投資だけでなく賃上げ率も下振れする可能性がある。

春季労使交渉（春闘）では、大企業・製造業での交渉が早期に妥結し、その結果が非製造業や中小企業での交渉に影響を及ぼすという傾向が見られる。春闘賃上げ率は物価高や人手不足などを受けて 2023 年に大幅に高まり、賃金・物価上昇の循環も強まっていった。仮に対米輸出が低迷して自動車関連企業などが賃上げを大幅に抑制すれば、こうした循環が急速に弱まることも考えられる。

図表 7 では、日本労働組合総連合会（連合）が集計した定昇込みの春闘賃上げ率の長期推移を示している。直近の 2025 年は 5.25%で、1991 年（5.66%）に次ぐ高水準となった。春闘賃上げ率を被説明変数とし、消費者物価指数（CPI）上昇率や労働需給、製造業の収益、交易条件（いずれも前年の値）などを説明変数として推計し、直近の当社の経済見通しを当てはめると、2026 年は 5.3%程度と前年並みの水準になるとの結果が得られた。

⁸ 米国の住宅バブル崩壊で顕在化したサブプライムローン（信用力の低い債務者向けの貸し付け）問題により、2008 年 9 月に世界金融危機（いわゆる「リーマン・ショック」）が発生し、日本を含め世界経済が大不況に陥った。図表 6 の試算では対米輸出の落ち込みのみを想定しており、当時の経済金融環境とは大きく異なることに留意する必要がある。

図表 7：シナリオ別に見た春闘賃上げ率の見通し（連合集計値ベース）



（注 1）メインシナリオでは、以下の賃金関数に大和総研の直近の経済見通しを外挿することで推計。
 春闘賃上げ率（連合ベース） $= 2.08 + 0.03 \times \text{製造業の実質 GDP 成長率}(-1) + 0.50 \times \text{CPI 上昇率}(-1) + 0.54 \times \text{CPI 上昇率}(-1) \times 2023 \text{ 年以降ダミー} - 0.44 \times \text{失業率ギャップ}(-1) + 2.15 \times \ln(\text{交易条件}(-1))$
 推計期間は 1976～2025 年、係数は製造業 GDP 成長率が 10%、失業率ギャップが 5%、その他は 1% 有意。修正済み決定係数は 0.91。1988 年以前は厚生労働省ベースの賃上げ率を利用（ダミー変数で水準差を調整）。

（注 2）リスクシナリオ①・②では、前掲図表 5 の分析をもとに対米輸出が 15% または 40% 減少した場合の製造業 GDP への影響を試算し、雇用物価への影響も考慮しつつ上記の賃金関数に当てはめて試算。リスクシナリオ③は同②に加え、製造業の実質 GDP 減少率を自動車と同程度と想定し、「CPI 上昇率(-1) * 2023 年以降ダミー」の係数を半分にすることで賃金・物価上昇の循環が弱まった場合の影響を試算。

（出所）厚生労働省、財務省、総務省、労働政策研究・研修機構、日本労働組合総連合会（連合）より大和総研作成

さらに、2027 年の春闘賃上げ率を推計すると、2026 年の CPI 上昇率見通しが 2% 程度であることなどを反映して 4.2% 程度へと低下する。もっとも、1993 年（3.90%）を明確に上回る高水準であり、賃金と物価の循環的上昇を維持するには十分な高さともみられる。

一方、前掲図表 6 と同様に対米輸出が 15% 減少または 40% 減少すると想定したリスクシナリオ①・②では、製造業を中心とした経済活動の悪化が物価・雇用情勢にも波及することで、2027 年の春闘賃上げ率は 3.4～3.9% 程度へと下振れする⁹。また、リスクシナリオ②に加えて賃金・物価上昇の循環の弱まりなどを想定¹⁰したリスクシナリオ③では 2.8% 程度まで低下する。これは 1997 年（2.83%）並みの水準であり、当時の日本経済はデフレに陥る瀬戸際にあった。対米輸出の減少による企業の賃金・価格設定行動への影響については不確実性が大きく、試算結果は幅をもって見る必要があるものの、トランプ関税の打撃が深刻なものになれば、インフレ経済に移行した日本経済は再びデフレに戻るリスクが高まることを示唆している。

⁹ 2026 年の春闘賃上げ率は 2025 年の経済状況を踏まえて妥結される傾向にあることや、メインシナリオでもトランプ関税の悪影響が 2025 年 7-9 月期に顕在化することを想定していることなどから、リスクシナリオでは 2027 年を対象として試算した。

¹⁰ リスクシナリオ③は対米輸出 40% 減に加え、製造業の実質 GDP 減少率を自動車と同程度と想定し、春闘賃上げ率の推計式における「CPI 上昇率(-1) * 2023 年以降ダミー」の係数を半分にすることで賃金・物価上昇の循環が弱まった場合の影響を試算した。

10月に誕生する新政権にとってもトランプ関税対応や内需の強化は重要課題

当社の米国経済見通しに基づく、米 CPI 上昇率はトランプ関税の影響で当面は加速する一方、雇用情勢の悪化を受けた連邦準備制度理事会（FRB）による利下げや、トランプ政権による大規模減税などが景気を下支えすることで、2026 年の実質 GDP 成長率は+1.7%と前年並みのプラス成長を見込んでいる¹¹。こうしたメインシナリオの下、米自動車需要や日本の対米輸出は持ち直していくだろう。

だが、日米合意後もトランプ関税による不確実性が払しょくされたわけではなく、前述のようにトランプ大統領の翻意で追加関税が発動される可能性も否定できない。米国で想定以上にインフレが加速すれば、景気や雇用情勢が悪化する中でも FRB は物価の安定とのバランスを取る必要があり、利下げを進めにくくなることも考えられる。

石破茂首相は9月に辞任を表明し、自民党総裁選および国会での首相指名選挙を経て10月中にも新政権が誕生する見通しである。新政権の下、政府には対米輸出動向や製造業の収益動向などを踏まえた機動的な政策対応が求められるとともに、日米合意の着実な履行や、日米関係の強化などを通じて追加関税リスクを抑える必要がある。

インフレを前提とした制度の構築を通じて個人消費の安定的な増加を後押しし、外需の悪化に対する日本経済の耐性を高めることも重要だ。具体的には、継続的なブラケットクリープ対応（物価上昇による税負担増加の抑制）や、給付付き税額控除の導入などを通じて真に困窮する世帯にピンポイントで手厚く支援することなどが求められる。

¹¹ 詳細は、矢作大祐・藤原翼「[米国経済見通し 利下げ再開後の注目点は？](#)」（大和総研レポート、2025 年 9 月 24 日）を参照。

図表 8 : 日本経済見通し＜第 226 回日本経済予測 改訂版 (2025 年 9 月 8 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)	554.8	558.0	560.8	561.3	564.3	561.9	562.7	564.0	565.4	566.8	568.2	569.6	558.7	563.2	567.5
＜前期比、％＞	0.5	0.6	0.5	0.1	0.5	-0.4	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3			
＜前期比年率、％＞	1.9	2.3	2.1	0.3	2.2	-1.7	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0			
＜前年同期比、％＞	-0.7	0.8	1.2	1.7	1.7	0.7	0.4	0.5	0.2	0.9	0.9	1.0	0.7 (0.1)	0.8 (1.1)	0.8 (0.6)
民間消費支出(前期比、％)	0.8	0.7	0.1	0.0	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.7	1.0	0.9
民間住宅投資(前期比、％)	1.6	0.8	-0.1	1.3	0.5	-1.2	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-0.4	0.2	-2.9
企業設備投資(前期比、％)	1.6	-0.1	0.6	0.7	0.6	-0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	2.1	1.4	1.2
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、％)	2.6	0.1	-0.8	0.2	-0.6	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	-2.1	-0.4	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	1.7	1.2	1.2
輸入(前期比、％)	3.1	2.0	-1.5	2.9	0.6	-1.2	-0.2	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	3.4	1.6	1.4
名目GDP(前期比年率、％)	8.1	3.7	5.0	3.6	6.6	-1.0	2.3	2.7	2.6	2.5	2.5	2.6	3.7	3.4	2.3
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	1.4	1.6	1.6	1.5	2.9	2.6	1.5
鉱工業生産(前期比、％)	2.1	0.3	0.4	-0.3	0.4	-0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	-1.4	0.5	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	2.2	1.9	2.0	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	64.5	61.9	61.9	61.9	61.9	61.9	61.9	74.4	63.0	61.9
為替レート(円/ドル)	155.8	149.1	152.4	152.5	144.6	147.4	147.4	147.4	147.4	147.4	147.4	147.4	152.4	146.7	147.4

(注) 網掛け部分は大和総研予想。原油価格、為替レートは予測時点の水準で一定と想定。

(出所) 大和総研

米国経済 利下げ再開後の注目点は？

景気下振れリスクが懸念される時こそ、インフレ動向を注視すべき

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

- 9月5日に公表された8月の雇用統計が7月に続き軟調な結果となったことで、市場の中で米国経済の下振れリスクが懸念されている。9月9日に公表された雇用統計の年次改定の暫定値を踏まえると、足元の雇用者数は現在の公表値から一層下振れし、ブレイクイーブン雇用者数（失業率を大きく変動させない雇用者数のペースを指し、2025年は前月差+4~+9万人が目途）を大きく下回る可能性がある。
- 雇用環境の悪化が続けば、家計の所得を下押しし、個人消費を下振れさせる可能性が高まる。足元の米国家計は、雇用環境悪化のあおりを受けている低中所得層と、賃金の伸びが底堅く、資産所得増も追い風となっている高所得層で、個人消費が二分化しているといえる。高所得層の消費によって、個人消費全体は減速にとどまっているが、雇用環境の悪化によって低中所得層という家計の広範囲で地盤沈下が進んでいる。高所得層頼みの個人消費は、雇用環境の悪化が高賃金層へと及んだり、資産価格の調整によって資産所得が抑制されたりすれば、大幅に下振れする恐れがある。
- 景気の下振れリスクへの警戒が強まる中で、9月16日・17日のFOMCでは0.25%ptの利下げが決定された。先行きの利下げペースが注目される中、雇用環境の悪化リスクに対する管理という意味合いで、2025年内は9月の利下げ分も含め合計0.75%ptの利下げが見込まれる。他方で、2026年に関しては、景気回復が進む中でインフレ圧力が長引き、FOMC参加者は中央値で0.25%pt利下げを予想している。
- 問題は、市場参加者が2026年も2025年同様に0.75%ptの利下げを織り込み、FOMC参加者の見通しと乖離していることだ。こうした中で注目すべきはインフレ動向だ。足元で企業の価格転嫁スタンスが積極化しつつあり、関税コストが消費者に転嫁され、CPIが再加速することが示唆される。高インフレとなればFRBは利下げを躊躇し得る。2026年は市場参加者が想定するほどの利下げペースは期待しにくく、2025年に比べて緩やかなペースが想定されよう。

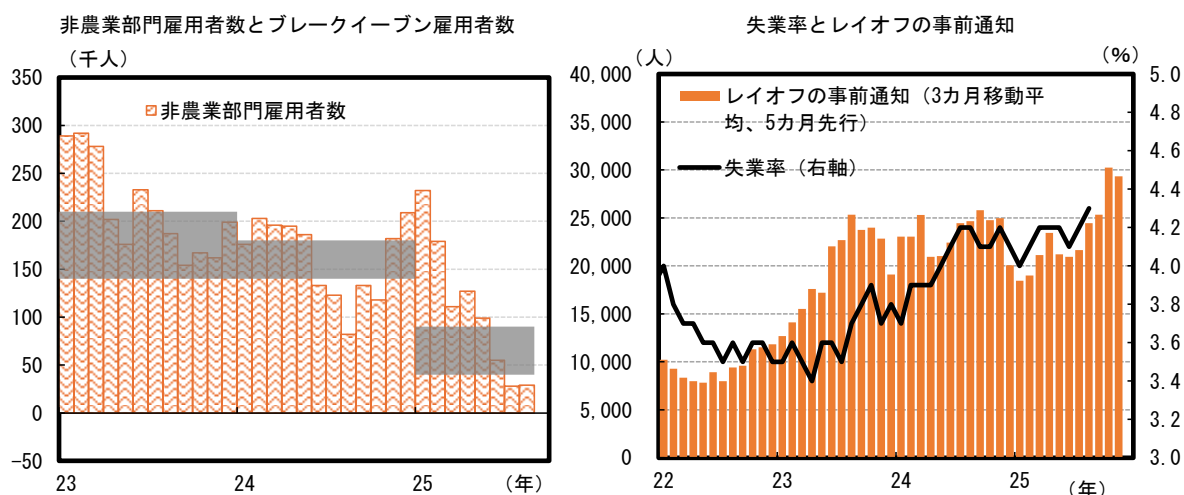
雇用環境は悪化し、低所得層の消費を下押しか

9月5日に公表された8月の雇用統計が7月に続き軟調な結果となった¹²ことで、市場の中で米国経済の下振れリスクが懸念されている。雇用統計の中でも、8月の非農業部門雇用者数（以下、雇用者数）の3カ月移動平均が前月差+2.9万人と2カ月連続で低迷したことに衆目が集まった。不法移民流入の抑制によって労働供給が縮小していることで、雇用者数の伸びも鈍化していると解釈されている。しかし、足元の雇用者数の伸びは、不法移民の流入抑制を考慮したブレイクイーブン雇用者数（失業率を大きく変動させない雇用者数のペースを指し、2025年は同+4～+9万人が目途）を下回っており、雇用環境は悪化しているといえる（図表1左図）。

9月9日に公表された雇用者数の年次改定の暫定版も加味すれば、雇用者数の伸びは一層弱く映る。雇用統計の公表元である労働省労働統計局（BLS）が公表した雇用統計の年次改定の暫定値によれば、2025年3月までの12カ月間の雇用者数の伸びは従来の報告に比べて91.1万人程度下回った。こうした年次改定の暫定値を考慮すれば、雇用者数の伸びが現在の公表値から一層下振れし、ブレイクイーブン雇用者数を大きく下回っている可能性があるだろう。

また、雇用環境に関する他の指標に目を向けると、雇用者数の伸びがブレイクイーブン雇用者数を下回っている中で、8月の失業率は4.3%と2カ月連続で上昇した。とりわけ、景気に敏感な若年層の失業率が足元で顕著に上昇している。先行きに関しても、失業率に先行する傾向のあるレイオフの事前通知は増加しており、失業率は一層上昇する可能性がある（図表1右図）。

図表1 非農業部門雇用者数とブレイクイーブン雇用者数、失業率とレイオフの事前通知



(注) 左図の非農業部門雇用者数は3カ月移動平均値。シャドー部分で示した、ブレイクイーブン雇用者数はAmerican Enterprise Instituteによる推計値。

(出所) AEI、BLS、クリーブランド連銀、Haver Analytics より大和総研作成

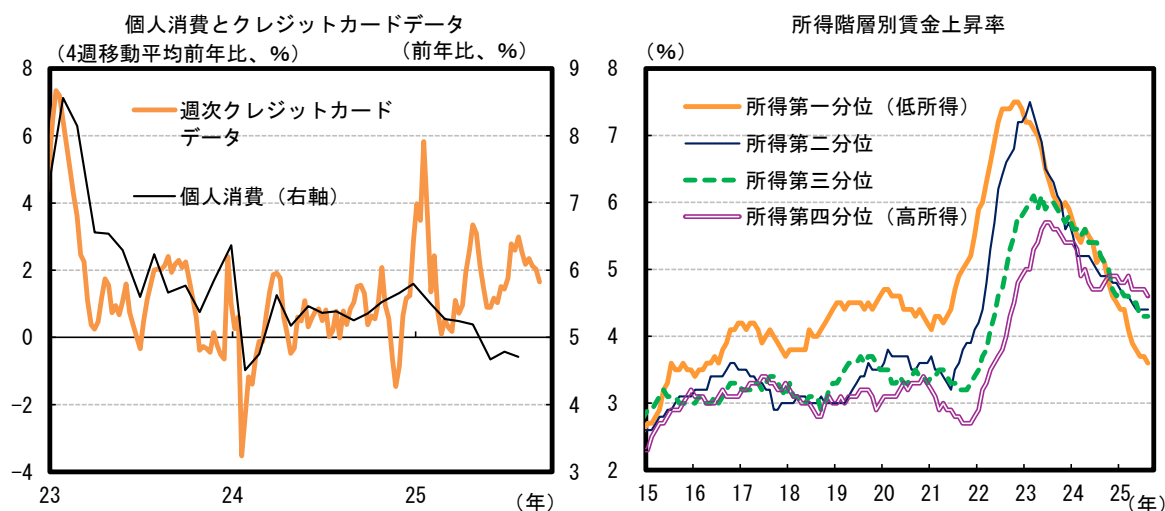
¹² 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+2.2万人](#)」（大和総研レポート、2025年9月8日）

雇用環境の悪化が続けば、家計の所得を下押しし、個人消費を下振れさせる可能性が高まる。米国経済の屋台骨である個人消費を見ると、2025 年以降緩やかに減速している。他方で、これまで個人消費と連動してきたクレジットカードデータを基にした消費動向は堅調さを維持しており、足元で両指標が乖離している（図表 2 左図）。

両指標の乖離は所得状況の違いに由来するものと考えられる（図表 2 右図）。例えば、所得階層別賃金上昇率を見ると、クレジットカードの使用が相対的に多い高所得層の賃金上昇率は足元で横ばいとなっている。また、S&P500 指数が 6 月以降に史上最高値を更新しており、資産所得の増加も高所得層の消費を後押ししているのだろう。他方で、低所得層の賃金上昇率はペースダウンが続いており、個人消費の重石となっているとみられる。なお、低所得層の賃金の伸びが減速しているのは、後述する低賃金業種への就業が多い若年層の失業率の上昇とも整合的といえる。また、低所得層ほどではないものの、中所得層の賃金上昇率も足元で減速傾向を示している。つまり、雇用環境悪化のあおりを受けている低中所得層と、賃金の伸びが底堅く、資産所得増も追い風となっている高所得層で個人消費は二分化しているといえる。

高所得層の消費によって、個人消費全体は減速にとどまっていると整理できる一方で、雇用環境の悪化によって低中所得層という家計の広範囲で地盤沈下が進んでいることに変わりはない。また、高所得層頼みの個人消費は、裏を返せば、雇用環境の悪化が高賃金層へと及んだり、資産価格の調整によって資産所得が抑制されたりすれば、大幅に下振れする恐れがある。

図表 2 個人消費とクレジットカードデータ、所得階層別賃金上昇率



(注) 右図は 12 月移動平均。

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

雇用環境の悪化リスクを管理するために FRB は利下げを決定

雇用環境の悪化に伴う景気の下振れリスクへの警戒が強まる中で、2025 年 9 月 16 日・17 日の FOMC では 0.25%pt の利下げが決定された¹³。パウエル FRB 議長は、FOMC 後の記者会見で、

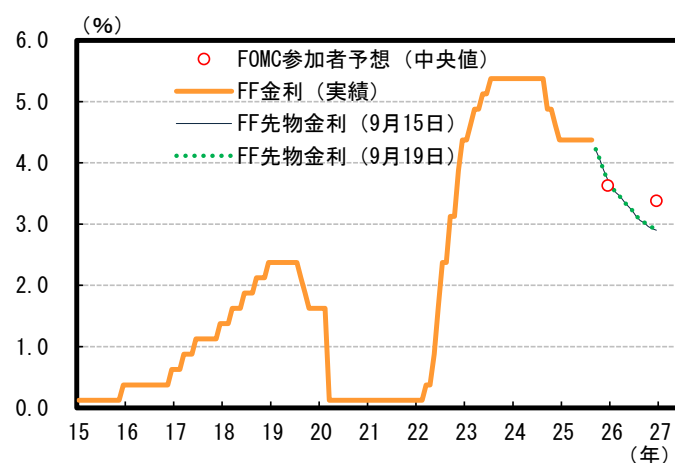
¹³ 矢作大祐・藤原翼「[FOMC 0.25%pt の利下げを決定](#)」（大和総研レポート、2025 年 9 月 18 日）

今回の利下げはリスク管理のための利下げと捉えることが可能で、インフレ再加速リスクと比較して、雇用環境の（悪化）リスクを考慮する必要性が高まったと指摘した。利下げが再開されたことで、次なる注目点は利下げのペースとなる。FOMC 参加者の FF 金利見通し（中央値）を見ると、2025 年内は今回の 0.25%pt の利下げに加え、さらに 0.50%pt の利下げを予想している（図表 3）。なお、パウエル議長が 0.50%pt の利下げは広範な支持を得られなかったと指摘したことを踏まえれば、リスク管理としての利下げという意味合いのままでは、大幅利下げのハードルは高いと考えられる。景気が大幅に悪化しない限り、2025 年内残り 2 会合でそれぞれ 0.25%pt ずつ、リスク管理としての利下げが続くことが見込まれる。

利下げの実施によって、景気の下振れリスクは低下することが期待される一方で、FRB が 2025 年 1 月以降様子見を継続してきた原因であるインフレ再加速のリスクは、先行きにおいて高まる可能性がある。9 月の FOMC で公表された FOMC 参加者の経済・物価見通しを見ると、2026 年の実質 GDP 成長率と失業率が前回（6 月）の見通しから改善方向へと修正されるとともに、物価見通しである PCE 価格指数は 2026 年が前年比+2.6%と、前回の同+2.4%から上方修正された。景気回復と長引くインフレ圧力という前提の下で、FOMC 参加者は 2026 年の FF 金利見通し（中央値）において、0.25%pt の利下げと緩やかな利下げペースを見込んでいる。

こうした FOMC 参加者の見通しに対し、市場（FF 金利先物）は、9 月の FOMC 前の時点で 2025 年、2026 年のそれぞれで 0.50%pt～0.75%pt の利下げを織り込んでいた（図表 3）。そして、9 月の FOMC 後でも市場の見立てに大きな変化はなく、2026 年に関しては FOMC 参加者よりも速いペースでの利下げを織り込んだままだ。市場としては、足元の雇用環境の悪化や景気の下振れリスクに加えて、トランプ政権によるクック FRB 理事の解任要求や、2026 年 5 月に任期切れとなるパウエル FRB 議長の後任人事など、先行きの FOMC 参加者の構成の変化を見込み、トランプ大統領の利下げ要求が色濃く反映される可能性を織り込んでいるとも考えられる。

図表 3 FF 金利の実績と予想



（注）FOMC 参加者予想（中央値）は 2025 年 9 月時点。

（出所）FRB、CME より大和総研作成

景気下振れリスクが懸念される時こそ、インフレ動向を注視すべき

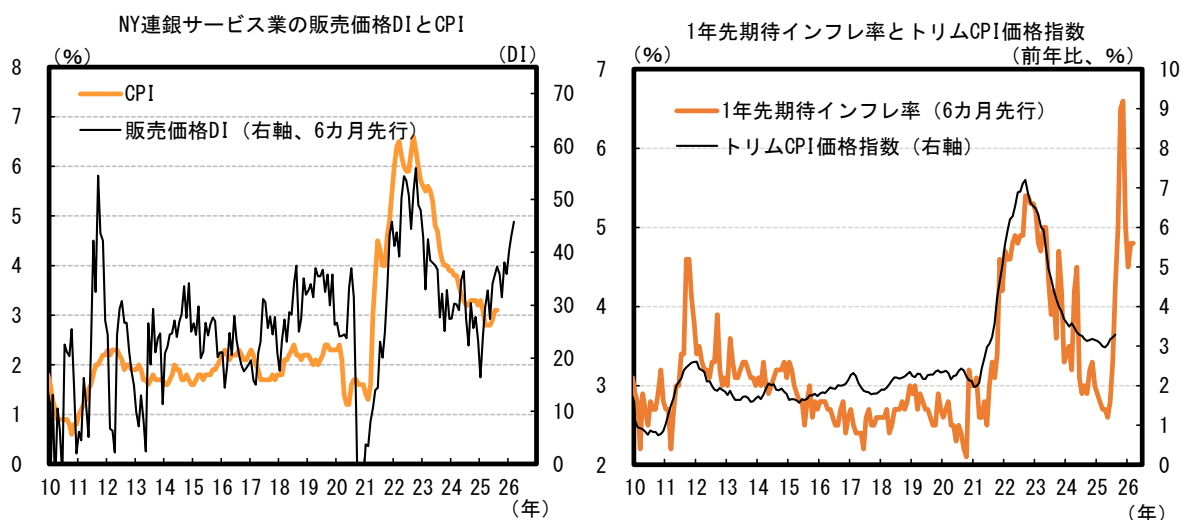
2026 年の利下げペースに関して FOMC 参加者と市場の間で乖離が見られる中、注目すべきはインフレ動向だ。足元で衆目が集まる雇用統計といった雇用関連指標が、仮に悪い結果となったとしても、利下げペースは現状の市場予想の延長線上にあるといえる。しかし、インフレの再加速リスクが高まれば、市場の利下げ織り込みは修正を余儀なくされ、金融環境も引き締め方向に転じる可能性がある。

インフレ動向の中でも、当面の注目点の一つは企業のコスト転嫁スタンスの変化だろう。景気の下振れリスクが高い中で、企業はこれまで消費者への関税コストの転嫁を抑制してきた。その結果、CPI は足元においても緩やかな上昇にとどまってきたといえる。しかし、企業のコスト吸収が進み、収益に下押し圧力がかかれば、背に腹は代えられず、価格転嫁を進める企業も増加し得る。NY 連銀サービス業景況感指数（6 カ月先見通し）の内訳である販売価格 DI は、2025 年 9 月にはコロナ禍後のインフレが急加速した 2022 年 6 月以来となる水準まで上昇し、先行きの CPI が上昇傾向を強める可能性を示唆している（図表 4 左図）。

また、もう一つの注目点は期待インフレ率の上昇だ。ロイター/ミシガン大が公表する 1 年先の期待インフレ率は 2025 年 4 月に大幅に上昇した後低下したが、依然として高水準のままとまっている（図表 4 右図）。1 年先の期待インフレ率は、インフレ基調を示すトリム CPI 価格指数に先行する傾向がある。当面は企業が価格転嫁を進めることが見込まれる中で、期待インフレ率が高止まりすることで、高インフレが先行きにおいて定着するリスクもあるだろう。

高インフレでなければ、FRB は利下げを実施することは可能だが、高インフレとなれば利下げに躊躇し得る。つまり、景気の下振れリスクが懸念される時こそ、利下げの実施可能性を左右するインフレ動向を注視すべきであり、目先の雇用環境の悪化にとらわれすぎない視点が重要といえる。

図表 4 NY 連銀サービス業の販売価格 DI と CPI、1 年先期待インフレとトリム CPI 価格指数



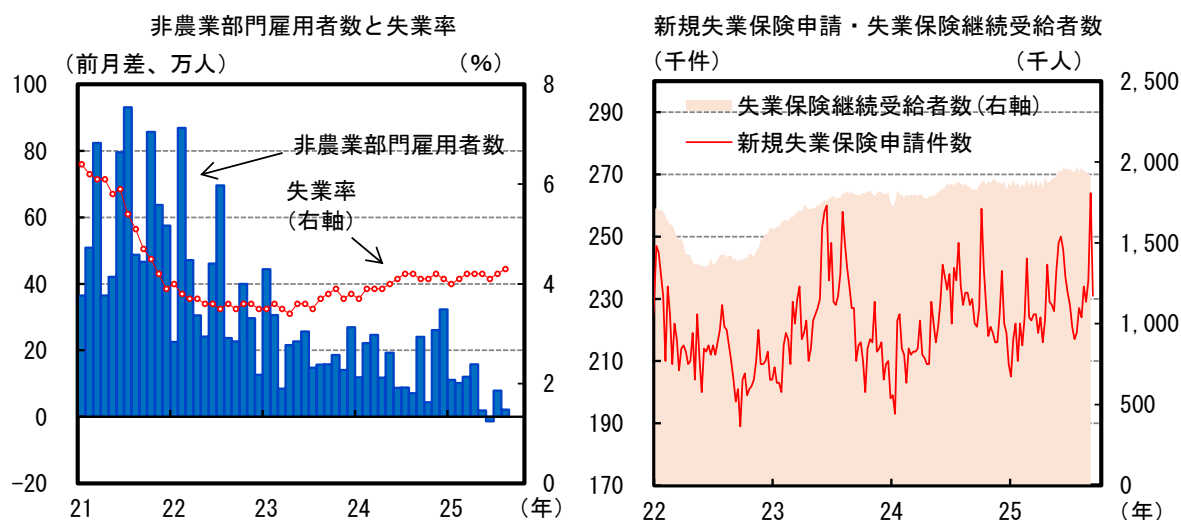
雇用環境の悪化傾向が継続

2025 年 8 月の米雇用統計¹⁴は、非農業部門雇用者数が前月差+2.2 万人と減速し、市場予想 (Bloomberg 調査：同+7.5 万人) を下回った。過去分も下方修正された結果、雇用者数の 3 カ月移動平均は同+2.9 万人と低い伸びとなった。なお、過去分の下方修正により、6 月分の雇用者数は同▲1.3 万人と 2020 年 12 月以来のマイナスとなった。7 月の雇用統計で雇用者数の減速傾向が鮮明になったが、8 月の雇用統計でもそのトレンドが継続している。また、失業率についても 4.3%と、市場予想通りに 2 カ月連続で上昇した。中でも若年層の失業率の上昇が顕著になっている。移民流入の減少によって労働供給面からは失業率が上昇しにくくなっていることを踏まえれば、足元で継続的に失業率が上昇していることは、雇用環境が見かけ以上に悪化している可能性を示唆している。総じて雇用環境は悪化傾向にあるといえる。

その他の雇用関連指標について、新規失業保険申請件数は直近週 (2025 年 9 月 7 日- 9 月 13 日) が 23.1 万件と前年同期と同程度の伸びとなった。もっとも、前週は 26.4 万件と 2021 年 10 月以来の高い伸びとなり、4 週間移動平均は 24 万件とやや高い水準で推移している。新規失業保険申請件数が増加していることは、失業者数の面からは失業率が上昇しやすい環境が継続していることを示唆する。続いて労働需要に着目すると、2025 年 7 月の求人件数は前月差▲17.6 万件と 2 カ月連続で減少した。直近の失業者数と比較した求人件数の比率は 1.0 倍を下回り、2021 年 4 月以来の低水準となった。雇用統計以外も雇用環境の軟調さを示唆している。

雇用環境の先行きについては、2025 年 9 月 16・17 日に開催された FOMC における 0.25%pt の利下げ実施や先行きの追加利下げが雇用環境の下支え役として期待される。ただし、利下げの効果が発現するまでにはラグが想定される。関税コストの上昇が景気の下押し要因になるとみられる中で、目先は雇用環境のさらなる下振れリスクへの警戒が必要だろう。

図表 5 非農業部門雇用者数と失業率、新規失業保険申請・失業保険継続受給者数



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

¹⁴ 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+2.2 万人](#)」(大和総研レポート、2025 年 9 月 8 日)

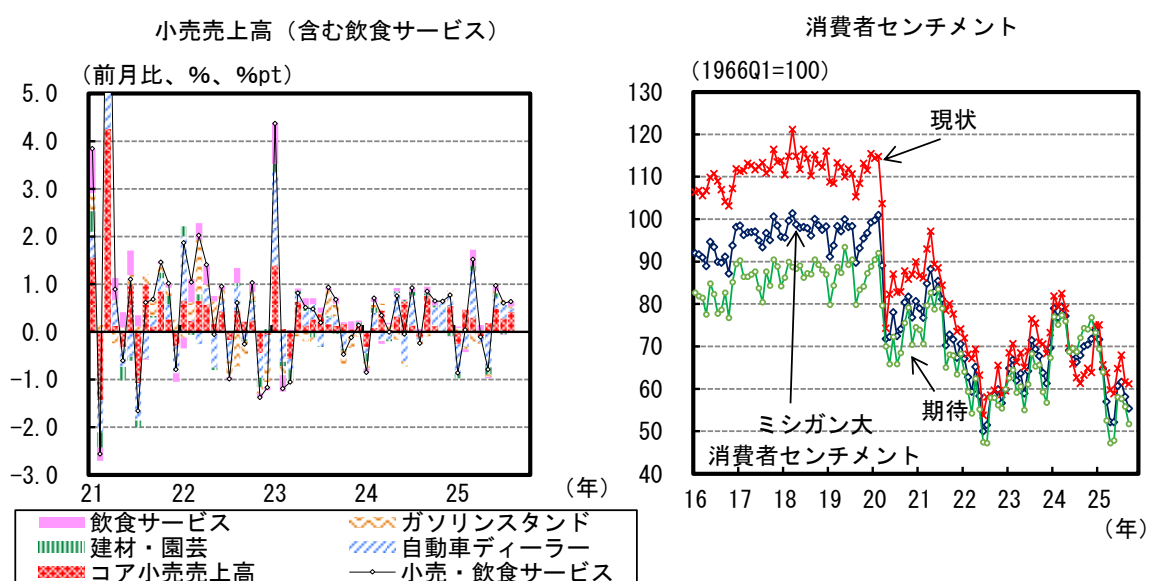
小売売上高は堅調な結果も、消費者マインドは悪化

個人消費の動向を確認すると、2025 年 8 月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比＋0.6%と市場予想（Bloomberg 調査：同＋0.2%）を上回る高い伸びとなった。また、小売売上高の3カ月移動平均は同＋0.7%と2カ月連続で加速した。振れが大きい業種（自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス）を除くコア小売売上高については、同＋0.7%と加速し、3カ月移動平均は同＋0.7%と3カ月連続で加速した。8月の小売売上高は堅調な結果といえるが、実質小売売上高は同＋0.2%と2カ月連続で減速しており、足元は関税による値上げが名目値を押し上げている可能性がある。

8月の小売売上高（含む飲食サービス）の内訳を見ると、無店舗販売（前月比＋2.0%）がけん引役となった。また、関税の影響を受けやすい品目である衣服・宝飾品（同＋1.0%）、レジャー・娯楽（同＋0.8%）は減速したものの堅調な伸びとなった。この他、飲食サービス（同＋0.7%）がプラスに転じた。他方で、その他小売（同▲1.1%）、家具（同▲0.3%）、ヘルスケア（同▲0.1%）、GMS（総合小売）（同▲0.1%）はマイナスとなった。また、自動車・同部品（同＋0.5%）については前月までの高い伸びから減速した。

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 9 月（速報値）が前月差▲2.8pt と2カ月連続で悪化し、55.4 と4カ月ぶりの低水準となった。内訳については、現状指数（同▲0.5pt）は2カ月連続、期待指数（同▲4.1pt）は3カ月連続で悪化した。ミシガン大は、通商政策が依然として消費者の重要な問題とコメントした。先行きについては、株高による資産効果が高所得層を中心に下支えすると考えられる。他方で、雇用環境は悪化傾向にあり、関税コストの消費者価格への転嫁が続くとみられることから、影響を受けやすい低中所得層の消費者マインドが抑制され、消費を下押しする恐れがある。

図表 6 小売売上高（含む飲食サービス）、消費者センチメント



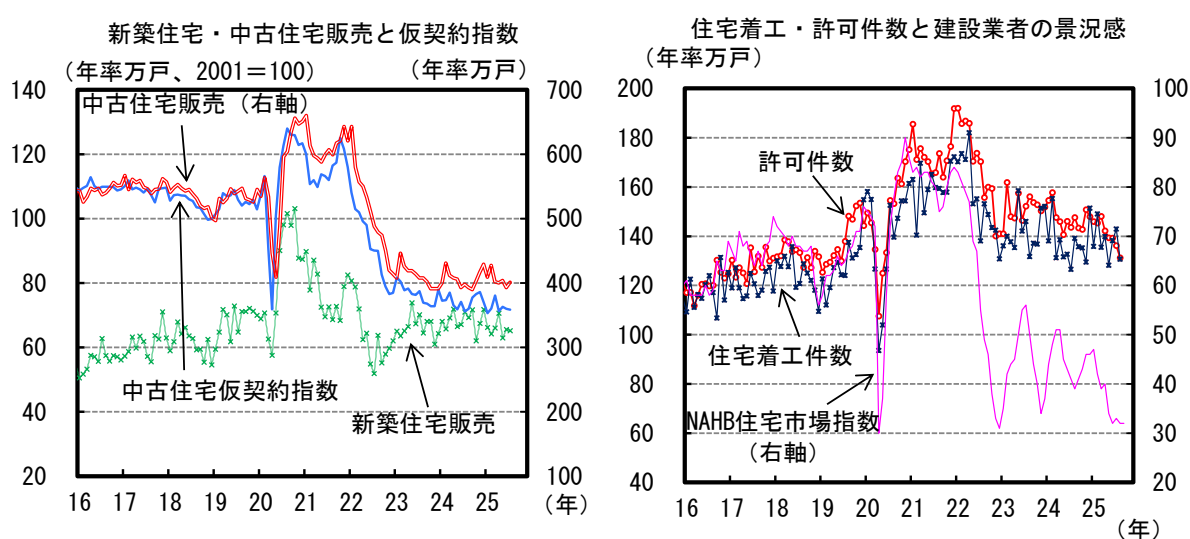
（出所）ロイター／ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

住宅需要・住宅供給ともに軟調

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%とプラスに転じた一方、中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数は同▲0.4%と2カ月連続でマイナスとなった。新築住宅販売（戸建）に関して、7月は同▲0.6%とマイナスに転じた。直近の消費者マインドを確認すると、9月のロイター/ミシガン大消費者センチメントの住宅購入判断は前月差▲6ptの29ptと2カ月連続で悪化し、2024年8月以来の低水準となった。先行きについて、9月半ば以降の住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）は、2024年10月以来となる6%台前半まで低下したものの、依然として高水準であることに変わりはない。また、雇用環境が悪化傾向になる中、住宅購入マインドは改善しにくいとみられる。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一方、住宅ローン金利も加味すれば、住宅購入コストは依然高い。FRBの利下げに伴う金利低下は住宅需要のポジティブ要素であるものの、住宅需要の本格回復には時間を要すると考えられる。

住宅供給に関して、新築住宅着工は、2025年8月に前月比▲8.5%と3カ月ぶりにマイナスとなり、年率130.7万戸となった。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、8月は前月比▲3.7%と5カ月連続でマイナスとなり、水準は年率131.2万戸と2020年5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9月分は前月から横ばいの32と、低水準で推移している。他方で、NAHBはコメントで、住宅ローン金利低下が先行きの住宅需要を押し上げるとの期待感を示した。ただし、先述のように住宅需要の回復には時間を要することが想定され、住宅供給が継続的に拡大するのに時間も要するとみられる。

図表7 新築住宅・中古住宅販売と仮契約指数、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



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

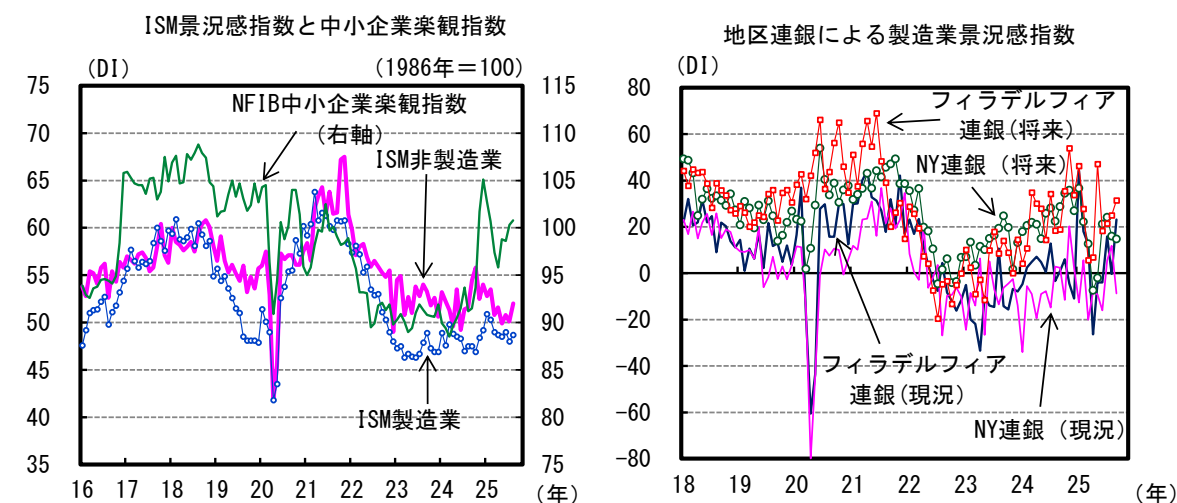
企業マインドは改善も、コメントは関税コストによる収益の圧迫を示唆

2025 年 8 月の ISM 景況感指数は、製造業が前月差+0.7%pt と改善し、48.7%となった。非製造業についても同+1.9%pt と改善し、52.0%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、生産指数は悪化した一方で、新規受注指数と入荷遅延指数、在庫指数、雇用指数が改善した。中でも、新規受注指数は 51.4%と 2025 年 1 月ぶりに好不調の目安となる 50%を上回った。非製造業に関しては、入荷遅延指数が悪化した一方で、新規受注指数、事業活動指数、雇用指数が改善した。企業コメントを確認すると、指数の上昇に反して、製造業・非製造業のいずれも追加関税措置に関するネガティブなコメントが多く見られた。具体的には、関税コストが利益を圧迫しており、利益を確保するために既に値上げを実施した、または今後の値上げを検討しているとのコメントが見られた。また、製造業では、顧客の需要が低調であるとの指摘も多く見られた。

中小企業に関して、2025 年 8 月の NFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差+0.5pt と 2 カ月連続で改善し、水準は 100.8 となった。内訳を確認すると、「実質販売増加に対する期待」の改善幅が大きかった。NFIB は、多くの中小企業経営者が売上高見通しと収益の改善を報告したとコメントしている。

2025 年 9 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▲20.6pt）が 3 カ月ぶりに悪化し、将来指数（同▲1.2pt）は 2 カ月連続で悪化した。他方で、フィラデルフィア連銀は現況指数（同+23.5pt）が大幅に改善し、将来指数（同+6.5pt）は 3 カ月連続で改善した。先行きに関しては、FRB による利下げの実施が企業マインドの押し上げ要因になるとみられる。他方で、ISM での企業コメントが示す通り、追加関税措置に伴うコスト増が企業の収益を圧迫し続けている。景気の下振れリスクがある中で、企業マインドが継続的に回復できるかは不透明感が強い。

図表 8 ISM 景況感指数と NFIB 中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



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

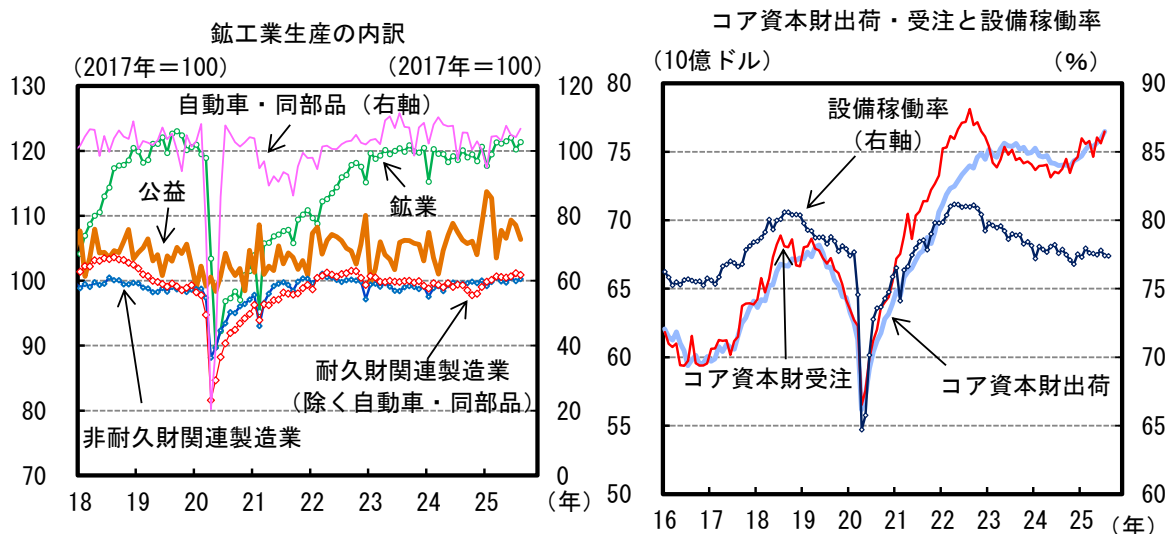
鉱工業生産指数は上昇

企業の実体面に関して、2025年8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%と上昇した。内訳を確認すると、公益（同▲2.0%）が2カ月連続でマイナスとなった一方で、鉱業（同+0.9%）と製造業（同+0.2%）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%）がプラスに転じ、耐久財（同+0.2%）は2カ月連続でプラスとなった。耐久財に関しては、自動車・同部品（同+2.6%）が3カ月ぶりにプラスに転じ、けん引役となった。また、非金属鉱物（同+1.2%）も高い伸びとなった。この他、木製品（同+0.6%）、コンピューター・電子機器（同+0.5%）、一次金属（同+0.4%）がプラスとなった。他方でマイナスの項目も多く、家具（同▲1.7%）、その他耐久財（同▲1.7%）、電気機械（同▲1.5%）、その他輸送機器（同▲0.6%）、機械（同▲0.5%）、金属製品（同▲0.1%）がマイナスとなった。非耐久財に関しては、繊維・繊維製品（同+2.5%）、石油・石炭製品（同+1.6%）、衣服・革製品（同+1.4%）が高い伸びとなった。

設備投資関連の指標について、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷は2025年7月に前月比+0.7%と加速した。先行指標であるコア資本財受注についても同+1.1%とプラスに転じた。なお、図表9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続いているが、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8月は前月差▲0.0%ptの77.4%と2カ月連続で低下した。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、AI関連投資に関する期待は引き続き強いことに加え、7月初旬に成立した減税法案やFRBによる利下げが先行きの押し上げ要因となり得る。しかし、前述のように関税コストが企業収益の重石となり、経済の先行き不透明感も依然として強いことから、資金余力の大きい企業を除き、多くの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9 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



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

経済見通し

足元までの経済指標を踏まえ、2025年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.4%と4-6月期からの減速を見込む。輸入の反動減の一巡に加え、民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は減速が見込まれる。2025年内は雇用環境の悪化に見られるように景気減速が続くことが想定され、2025年通年の実質GDP成長率は前年比+1.7%を予想している。

7月に成立したトランプ減税2.0や9月FOMCでの利下げ再開といった景気の下支え策がタイムラグをもって効果を発揮し、2026年以降は緩やかな回復が想定される。利下げが再開されたことで、注目点は利下げのペースとなっている。足元で雇用環境の悪化に対する懸念が強いことは継続的な利下げによるサポートを期待させるが、利下げのペースはインフレの再加速リスクも比較衡量する必要がある。これまでは企業によって関税コストの多くが吸収されてきたと見られるが、先行きは価格転嫁が徐々に進んでいくことが見込まれる。

2025年内は市場予想通りに合計0.75%ptの利下げが想定される一方で、2026年に関してはインフレの再加速リスクがある中で、市場参加者が想定するほどの利下げペースは期待しにくく、大和総研は合計0.50%ptの利下げを予想している。

図表 10 米国経済見通し

	四半期												暦年		
	2024				2025				2026				2024	2025	2026
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	前年比、%		
国内総生産	1.6	3.0	3.1	2.4	-0.5	3.3	1.4	1.1	1.6	1.8	2.0	2.1			
＜前年同期比、%＞	2.9	3.0	2.7	2.5	2.0	2.1	1.6	1.3	1.8	1.5	1.6	1.8	2.8	1.7	1.7
個人消費	1.9	2.8	3.7	4.0	0.5	1.6	1.7	1.4	1.5	1.7	1.8	1.9	2.8	2.1	1.6
設備投資	4.5	3.9	4.0	-3.0	10.3	5.7	1.2	2.1	1.9	2.2	2.3	2.4	3.6	4.0	2.2
住宅投資	13.7	-2.8	-4.3	5.5	-1.3	-4.7	-0.6	0.7	1.2	1.4	1.7	1.8	4.2	-1.0	0.6
輸出	1.9	1.0	9.6	-0.2	0.4	-1.3	2.4	1.4	1.7	1.7	1.8	1.9	3.3	1.4	1.6
輸入	6.1	7.6	10.7	-1.9	37.9	-29.8	3.0	1.6	1.7	1.9	2.0	2.2	5.3	3.3	-0.5
政府支出	1.8	3.1	5.1	3.1	-0.6	-0.2	1.7	1.5	1.2	1.6	1.6	1.5	3.4	1.5	1.4
国内最終需要	2.7	2.8	3.7	3.0	1.5	1.6	1.6	1.5	1.5	1.7	1.8	1.9	3.0	2.1	1.6
民間最終需要	2.9	2.7	3.4	2.9	1.9	1.9	1.5	1.5	1.6	1.7	1.9	2.0	3.0	2.3	1.7
鉱工業生産	-1.8	2.4	-0.6	-1.2	4.2	1.5	0.3	0.9	1.2	1.4	1.6	1.7	-0.3	1.2	1.2
消費者物価指数	3.7	2.8	1.4	3.0	3.8	1.6	3.1	3.6	3.4	2.5	2.5	2.5	2.9	2.8	3.0
失業率（%）	3.8	4.0	4.2	4.2	4.1	4.2	4.3	4.5	4.5	4.4	4.4	4.3	4.0	4.3	4.4
貿易収支（10億ドル）	-200	-221	-231	-251	-385	-190	-208	-207	-208	-209	-210	-212	-904	-991	-839
経常収支（10億ドル）	-261	-286	-326	-312	-450	-249	-266	-264	-264	-264	-264	-265	-1185	-1230	-1057
FFレート（%）	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.50	4.25	3.75	3.50	3.25	3.25	3.25	4.50	3.75	3.25
2年債利回り（%）	4.48	4.82	4.03	4.15	4.15	3.86	3.70	3.43	3.34	3.27	3.20	3.15	4.37	3.79	3.24
10年債利回り（%）	4.16	4.44	3.95	4.28	4.45	4.36	4.25	4.02	3.93	3.86	3.79	3.74	4.21	4.27	3.83

（注1）網掛けは予想値。2025年9月22日時点。

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

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

欧州経済 利下げ終了後の注目点

関税リスクは後退、財政悪化・金利上昇が新たなリスクに

橋本 政彦

[要約]

- 2025 年 9 月 11 日の ECB 理事会では、金融市場で事前に想定されていた通り、2 会合連続で政策金利（預金ファシリティ金利）が 2% で据え置かれた。また、ラガルド ECB 総裁は会見の質疑応答の冒頭で、「ディスインフレーションのプロセスは終了した」と述べ、利下げサイクルの終了が示唆された。
- このところフランスの政治混乱・財政悪化に起因した金利上昇が注目されているが、これに対しラガルド総裁は、TPI（伝達保護措置）発動の必要はないとの見方を示した。現時点では、国債金利の上昇が金融システム全体に大きく影響を及ぼす可能性は低いという判断が示されたことになる。
- もっとも、フランスの政治混乱は収まる気配が見られず、長期金利にはさらなる上昇圧力が掛かる可能性がある。金利上昇が他国に波及するリスクや、財政支出の拡大機運に水を差すリスクには引き続き注意を払っていく必要がある。
- 英国経済は足元まで緩やかな拡大傾向が続いているものの、労働市場の悪化が続いていることに加え、11 月に発表される秋季予算での増税への懸念から、先行きは下振れリスクが大きい。与党労働党は所得税、付加価値税、国民保険料の雇用者負担分を引き上げないことを公約としており、選択肢が限られる中で、どこに財源を求めるかが注目点となる。

ユーロ圏経済

ECB は 2 会合連続で政策金利を据え置き、利下げサイクル終了を示唆

2025 年 9 月 11 日の ECB 理事会では、金融市場で事前に想定されていた通り、2 会合連続で政策金利（預金ファシリティ金利）が 2% で据え置かれた。政策金利の据え置きは事前に予想されており、サプライズのない結果であった。一方、9 月理事会の事前の注目点は、さらなる利下げの有無に関するヒントが示されるか否かであったが、この点に関して、追加利下げの可能性が低いことが強く示唆された。

具体的に内容を見ていくと、公表された声明文は、改定された経済見通しへの言及が追加されたこと以外にほぼ変更がなく非常に簡素なものとなった。経済見通しについては、2025 年の実質 GDP 成長率が 1.2% へと、前回見通しから +0.3%pt 上方修正される一方、2026 年が 1.0% へと ▲0.1%pt 下方修正されている。ただし、2025 年の上方修正については、その大半が 2025 年前半の実績の上振れ、および 2024 年からの成長率の「ゲタ」の上方修正に因るものであり、将来に向けた成長パスが大きく変更されたわけではない。

経済見通しの修正以上に利下げサイクルの終了を強く示唆したのは、見通しのリスク評価の変更である。前回、7 月理事会の時点では「下振れリスクに傾いている」とされていたが、9 月には「よりバランスしている」へと上方修正された。ラガルド総裁はこれに関して、①米国の追加関税に対する EU の報復リスクと、②貿易の不確実性、の 2 つが「レーダーから外れた」と表現した。なお、関税合意を受けて、経済見通しでは米国の追加関税、および不確実性の影響が再評価され、ユーロ圏の実質 GDP 成長率を 2025 年から 2027 年の累積で ▲0.7%pt 押し下げると試算された。相互関税の税率が 10% から 15% へと引き上げられたことで、負の影響は 6 月時点の試算から ▲0.1%pt 拡大したが、その影響は大きくない。また、合意によって不確実性が低下したことは、わずかながら成長率の押し上げに寄与したと分析されている。

こうした経済の下振れリスクの低下もあって、ラガルド総裁は会見の質疑応答の冒頭で、「デイスインフレーションのプロセスは終了した」と述べ、2% のインフレ目標達成に強い自信を示した。この発言からも、当面は追加利下げの必要性は低いとの見方が強く示唆されており、2024 年 6 月に始まった ECB の利下げサイクルは、一旦は終了したとみてよいだろう。

インフレ率は不確実性が高く、上下双方向にリスク

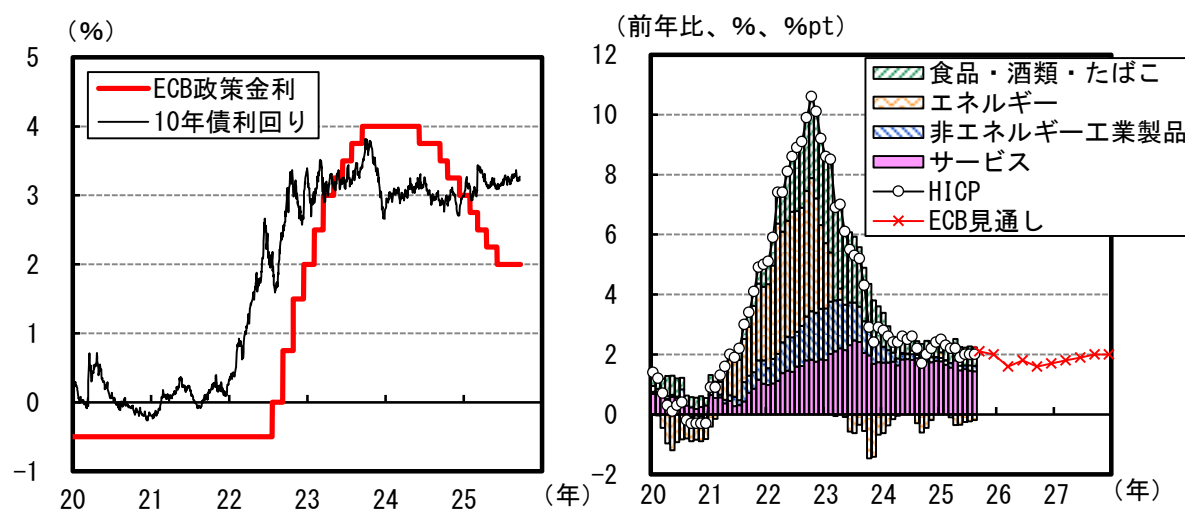
利下げサイクルの停止が強く示唆される一方、金融政策のフォワード・ガイダンスに関しては、これまで通り、事前にコミットせず、データ次第で会合ごとに判断していくという方針が維持された。これは必要となれば、機動的に政策変更を行う自由度を確保するための表現と解釈できる。現時点では当面、政策金利は維持される可能性が高いとみられるものの、ECB は長期間、金利を据え置くことを約束しているわけではない。ラガルド総裁が「良い位置」と表現するように、インフレ率が 2% の目標付近（2025 年 8 月のユーロ圏の HICP は 3 ヶ月連続で前年

比+2.0%)にあり、かつ政策金利が中立金利近辺にあることに鑑みると、次回の政策変更が利下げではなく、利上げになる可能性も考えられ、ECB はこれまで以上に慎重に、インフレ率を中心とした経済指標を注視しつつ、政策運営を行っていく必要がある。

インフレ率の先行きに関して、ECB は不確実性が高いとの判断を変えておらず、下振れ、上振れ双方のリスクを指摘している。下振れリスクとしては、ユーロ高による輸入物価の低下や、米国の追加関税によって行き場をなくした割安な中国製品が欧州市場に流れ込むことが挙げられている。一方、上振れリスクについては、追加関税に伴うサプライチェーンの分断による輸入物価の上昇、国防・インフラ支出の拡大、異常気象による食品価格上昇などを指摘する。

もっとも、ラガルド総裁は、インフレ目標はあくまで中期的なものであり、目標からの短期的な離れを許容する姿勢を示している。つまり、政策変更が実施されるとすればインフレ率が継続的、かつ大幅に目標の 2%からかい離する可能性が高まった場合ということになるだろう。現状、想定されるリスクは外生的なものが大半であり、そうした外生的なショックが内生的なインフレ圧力にどれだけ影響を及ぼすかが今後の金融政策を考える上でのポイントとなる。インフレ率自体はもちろんのこと、期待インフレや企業の価格決定行動、賃金動向、景気動向など、幅広いデータを総合的に判断する必要があり、理事会内部で意見が割れることで、政策金利には現状維持バイアスが働きやすくなる可能性があるだろう。

図表 1 ユーロ圏の政策金利と長期金利（左）、ECB によるインフレ率見通し（右）



(出所) ECB、Bloomberg、Eurostat より大和総研作成

フランスの金利上昇の影響はまだ軽微だが、さらなる上昇リスクも

9月のECB理事会後の会見では、政策金利以外の話題として、TPI（伝達保護措置）発動の可能性に関して複数の質問が出たことも注目される。TPIとは2022年7月に導入された、ユーロ圏内の分断化抑止策、すなわち過度な金利スプレッドの拡大を防ぐための方策であり、これが発動されればECBは機動的に加盟国の国債を買い入れることが可能となる。足元ではフランス

国債金利が上昇基調を強め、10 年債利回りが 1999 年のユーロ導入以降初めてイタリア国債を上回っており、これに対する ECB の対応が注目された。

フランスに対する TPI に関して、ラガルド総裁は、個別国に関するコメントは避けるとして、ユーロ圏の国債市場の流動性は良好であり、円滑に機能しているとして、発動の必要性を否定した。現時点では、国債金利の上昇が金融システム全体に大きく影響を及ぼす可能性は低いという判断が示されたことになる。

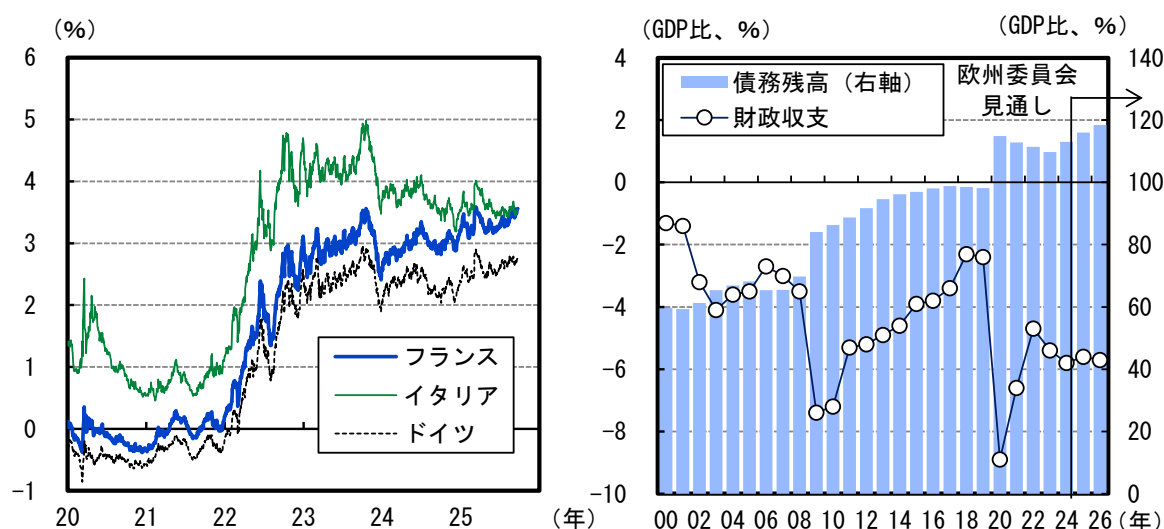
もっとも、フランスの政治混乱は収まる気配が見られず、長期金利にはさらなる上昇圧力が掛かる可能性がある。

2026 年予算を巡って不信任となったバイルー前首相の後任として、マクロン大統領は自身の側近とされるルコルニュ前国防相を指名した。極右政党・国民連合の躍進が見込まれる解散総選挙が回避されたという点においては、一旦の危機は回避されたといえる。

だが、マクロン大統領に近い人物を首相に指名したことに対し、左派、右派の双方からの不満は強い。ルコルニュ新首相は、議会運営に関して穏健左派に協力を求めているが、協力を得るためには年金改革の巻き戻しなども迫られる可能性があり、フランスの財政再建は一層遠く可能性が高い。また、仮に協力が得られなければ、新首相も短命に終わり、解散総選挙の可能性が高まることになろう。

こうした政治混乱は、マインドの悪化を通じてフランス経済に影響を及ぼすとみられることに加え、金利上昇は景気に対してネガティブに働く。またこうした財政悪化に起因した金利上昇は、フランスのみに留まらず他国にも波及する可能性があるだろう。金利上昇圧力の強まりは、今後の景気押し上げ要因として期待される財政支出の増加機運に水を差す可能性があり、その動向を注視していく必要がある。

図表 2 独・仏・伊の 10 年国債利回り（左）、フランスの財政（右）



(出所) Bloomberg、Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

7月の実質小売売上高は低調、一方、鉱工業生産は幅広く増加

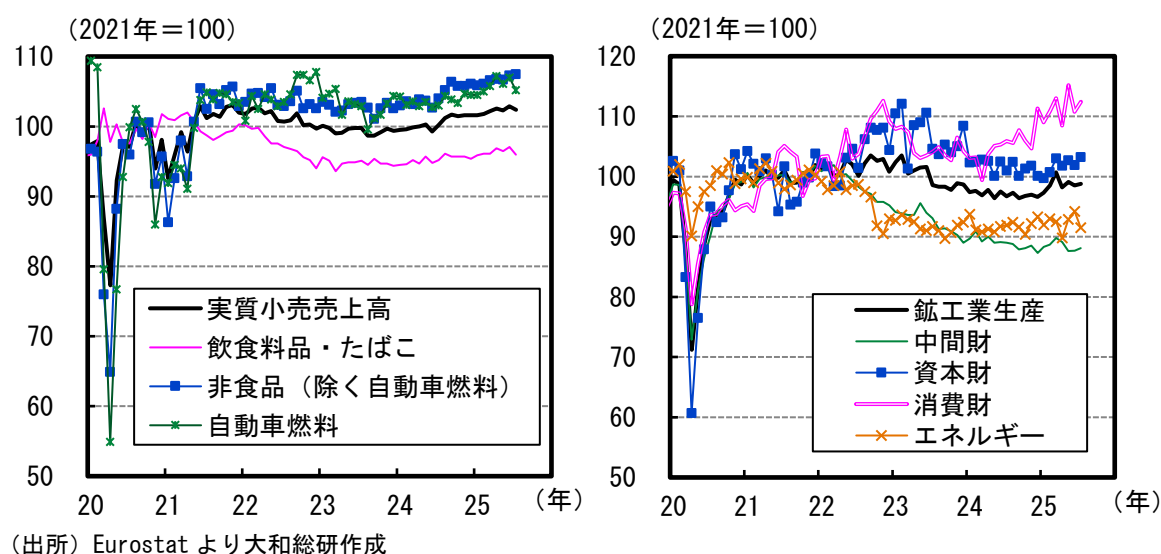
足元までのユーロ圏経済の状況を確認していくと、個人消費に関して、実質小売売上高の7月分は前月比▲0.5%と2ヵ月ぶりに低下し、低下幅は2024年6月以来の大きさとなった。前月が同+0.6%と好調だったことに鑑みれば、水準はさほど低いわけではないものの、7-9月期は低調な出だしとなった。

業種別に内訳を見ると、自動車燃料が前月比▲1.7%と大きく落ち込んだほか、飲食料品・たばこも同▲1.1%と2023年3月以来の低下幅となった。CPIベースのガソリン価格は6月（同+0.9%）、7月（同+1.3%）と2ヵ月連続で上昇しており、価格上昇が自動車燃料の落ち込みの要因となった可能性が高い。他方、非食品（除く自動車燃料）の売上は同+0.2%と2ヵ月連続で増加しており、これが全体を下支えした。国別では、ドイツが同▲0.8%と、とりわけ軟調な結果となったが、イタリア、スペインがいずれも同▲0.4%、フランスは3ヵ月連続での横ばいとなり、主要国が総じて振るわない。

一方、企業関連について、7月のユーロ圏の鉱工業生産指数は前月比+0.3%と2ヵ月ぶりの上昇に転じた。財別の内訳では、エネルギーが同▲2.9%と大きく低下したことが全体の伸びを抑制する要因となったものの、消費財が同+1.4%、資本財が同+1.3%、中間財が同+0.5%と上昇しており、幅広い財で上昇が見られた。引き続き、消費財の増加モメンタムが強く、鉱工業生産全体をけん引する状況が続いているが、資本財の生産も2023年12月以来の高さとなっており、非常に緩やかなペースながら徐々に持ち直しが見られてきた。

国別では、資本財の生産が好調だったドイツが前月比+1.5%と大きく上昇し全体を押し上げたほか、イタリアが同+0.4%と上昇した。他方、フランスが前月の大幅増からの反動で同▲1.2%と低下し、スペインも同▲0.7%と低下に転じている。

図表3 ユーロ圏の実質小売売上高（左）、ユーロ圏の鉱工業生産と財別内訳（右）



景況感は8月以降も緩やかな改善トレンド

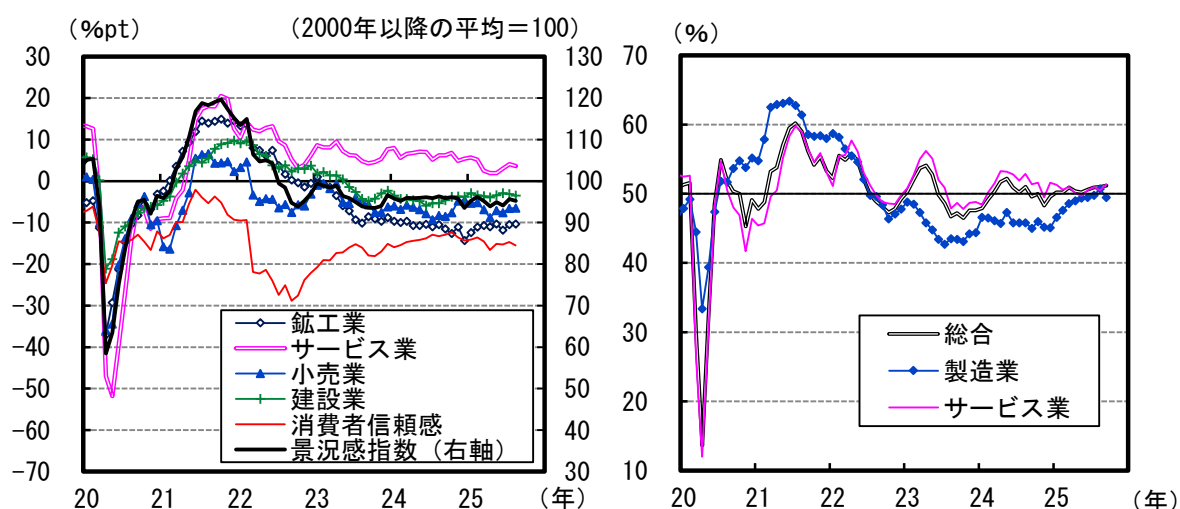
8月以降に関して、マインド統計を見ていくと、2025年8月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会公表）は前月差▲0.5ptと2ヵ月ぶりの低下となった。もっとも、前月の大幅な上昇（同+1.6pt）に比べて低下幅は小さく、単月での低下を悲観視する必要はないだろう。指数の7-8月平均値は95.5%ptと、4-6月平均の94.3%ptを上回っており、非常に緩やかなペースながら景況感は回復傾向にある。

8月の指数の内訳では、消費者信頼感指数が前月差▲0.8ptと2ヵ月ぶりに低下したほか、サービス部門が同▲0.5ptと4ヵ月ぶりに低下し、建設業は同▲0.4ptと2ヵ月連続で低下した。他方、鉱工業は同+0.2pt、小売業は同+0.1ptと、いずれも小幅ながら2ヵ月連続で上昇している。全体の傾向として、サービス業の水準が高く、全体を下支えしているという状況は長く変わっていないが、2025年初からの製造業の緩やかな持ち直しが続いていることは前向きに捉えることができよう。一方、消費者信頼感の改善がなかなか進まない点は懸念材料である。

国別では8月はスペインが前月差▲2.6ptと大きく低下したほか、ドイツ、イタリアがそれぞれ同▲1.0pt低下し、全体の押し下げ要因となった。一方で、フランスは同+0.1ptと小幅に改善している。ただし、指数の水準に注目すると、スペインが他の主要国に比べて高い状態は維持されており、7-9月期もスペインの高成長がユーロ圏全体を押し上げることが期待される。

9月のユーロ圏総合PMI（速報値）は前月差+0.2ptと小幅ながら4ヵ月連続で改善し、水準は51.2%と9ヵ月連続で基準となる50%を上回った。製造業PMIは前月差▲1.2ptと低下し、再び50%を割り込んだ一方で、サービス業PMIは同+0.9ptと改善し、2024年12月以来の高水準となった。ただし、製造業の低下については9ヵ月ぶりのことであり、これまでの改善傾向を踏まえれば、過度に悲観視する必要はないだろう。企業景況感の動きを見る限り、7-9月期のユーロ圏は小幅なプラス成長が見込まれる。

図表 4 ユーロ圏の景況感指数（左）、ユーロ圏のPMI（右）



（出所）欧州委員会、S&P Global より大和総研作成

英国経済

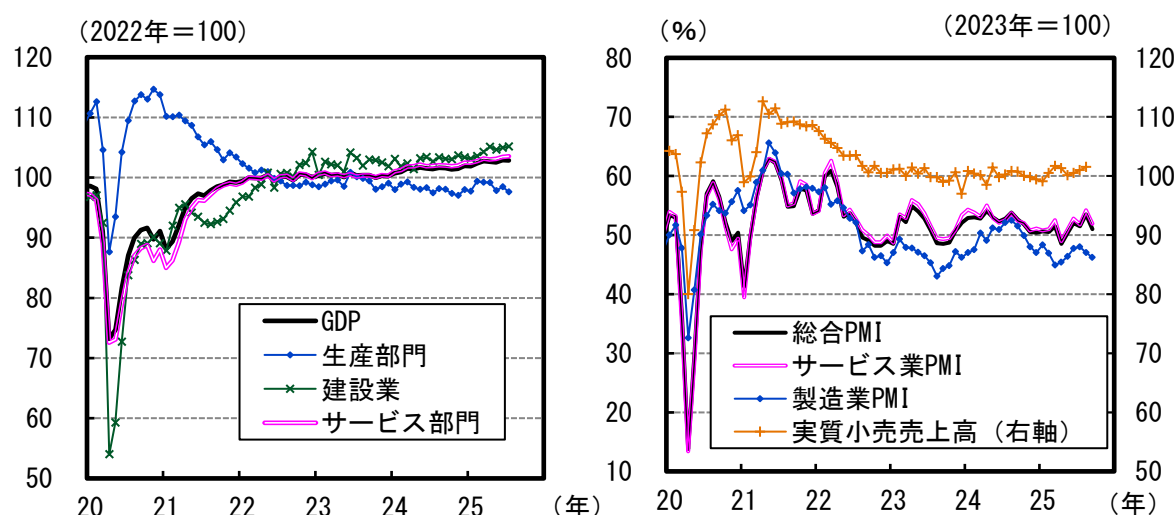
7 月月次 GDP は横ばい、8 月も個人消費は好調維持

英国経済は緩やかな拡大傾向が続いている。2025 年 7 月の月次 GDP は前月から横ばいとなった。単月では成長にブレーキが掛かった結果であるものの、6 月が前月比+0.4%と高めの伸びであったことを踏まえれば底堅い結果であり、7 月の水準は 4-6 月期平均を 0.2%上回っている。

業種別ではサービス部門が前月比+0.1%と小幅ながら 3 ヶ月連続の増加となったほか、建設業（同+0.2%）が増加した。サービス部門の内訳では、運輸・倉庫業が同+1.4%と好調だったほか、娯楽業が同+1.2%と、前月の高い伸び（同+2.3%）に続いて 2 ヶ月連続で増加し全体を押し上げた。一方、情報通信（同▲0.7%）、事務サービス（同▲0.6%）、宿泊・飲食（同▲0.4%）などが前月から減少している。

他方で、生産部門は前月比▲0.9%と減少した。水準は 2024 年 11 月以来の低さまで落ち込んでおり、生産部門が経済全体の足を引っ張る状況が続いている。生産部門の内訳では、鉱業が同▲2.0%と 3 ヶ月連続で減少したことに加え、製造業も同▲1.3%と振るわなかった。製造業では 13 あるサブセクターのうち 9 つで生産が前月から減少しており、とりわけコンピューター・電子機器が前月の大幅増の反動で同▲7.0%と大きく落ち込んだほか、化学（同▲4.6%）、医薬品（同▲4.5%）などで減少した。

図表 5 英国の月次 GDP（左）、実質小売売上高と PMI（右）



(出所) ONS、S&P Global より大和総研作成

8 月以降の状況について、現時点で得られる統計は限られるが、実質小売売上高は前月比+0.5%と 3 ヶ月連続で増加する堅調な結果となった。内訳では、自動車燃料小売では前月から減少したものの、これ以外の業態では幅広く前月から売上が増加している。ONS（英国国家統計局）によれば、晴天に恵まれ、降水量が少なかったことが売上の押し上げ要因になったとのコメントが報告されている。実質小売売上高の 7-8 月平均値は 4-6 月平均を 0.6%上回っており、

7-9 月期は 4-6 月期の前期比+0.2%を上回る伸びとなる可能性が高い。サービス消費を含めた個人消費全体としても、7-9 月期の加速を期待させる。

また、企業景況感に関して、総合 PMI は 8 月に前月差+2.0pt と大きく改善した後、9 月（速報値）は同▲2.5pt 悪化した。製造業 PMI が 2 ヶ月連続で悪化したことに加え、8 月に改善したサービス業 PMI も 9 月には悪化に転じている。もっとも、サービス業 PMI、および総合 PMI は悪化した 9 月時点でも基準となる 50%を上回っている。サービス業がけん引する形での景気拡大は 7-9 月期も持続しているとみられる。

リスクは労働市場悪化と増税

英国経済は足元まで底堅く推移していると言えるが、先行きについては必ずしも楽観視できる状況ではない。

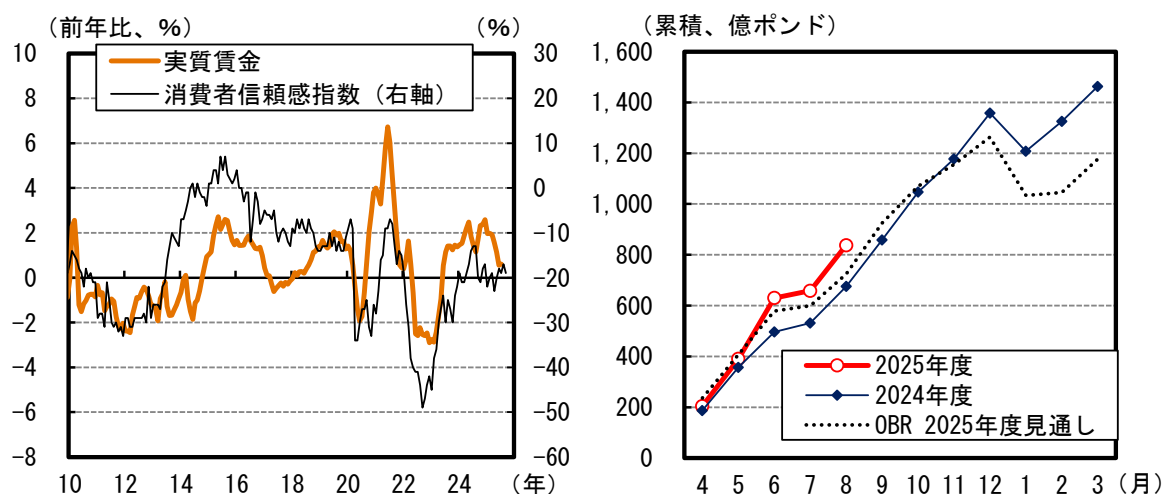
まず、懸念されるのは、雇用環境の悪化である。英国の 2025 年 5~7 月の失業率は、前月から横ばいの 4.7%となったが、失業者数は前月からわずかに増加し、2020 年 12 月~2021 年 2 月以来の多さとなっている。労働力調査による雇用者数は前月差+2.8 万人と増加基調にある一方、よりカバレッジが広い源泉徴収情報を基にした給与所得者数を見ると、8 月は同▲0.8 万人と 7 ヶ月連続で減少し、減少傾向が続いている。また、賃金に関して、2025 年 5~7 月の実質賃金（含む賞与）は前年比+0.5%と、依然としてプラス圏にはありつつも、増加幅は 2024 年末をピークに明確に鈍化している。消費者マインドは低水準での推移が続いているが、その背景には労働市場の悪化があるとみられる。

加えて、先行きにおける懸念材料となるのが、財政規律維持のために増税の可能性が高まっていることだ。2025 年 3 月の春季予算に盛り込まれた福祉予算の削減が撤回されたことや、金利上昇による利払い費負担の増加などを受けて、英国の財政状況は悪化が進んでいる。

政府借入の 4-8 月累計値は 838 億ポンドと、OBR（予算責任局）が 3 月時点で予想した 724 億ポンドを大きく上回った。リーブス財務相は 2029 年までに均衡財政を達成するとの財政規律を再三強調してきたこともあり、次回、11 月 26 日に発表予定の秋季予算では、増税が発表されるとの見方が強まっている。なお、労働党政権は 9 月にレイナー副首相の税金支払を巡るスキャンダル、辞任をきっかけに内閣改造に踏み切った。多くの閣僚が配置換えとなる中、リーブス財務相が留任したことは、財政規律維持に向けた労働党の決意表明ととれる。

労働党は、主要財源である所得税、付加価値税、国民保険料の雇用者負担分を引き上げないことを公約としており、仮にこの公約を堅持するのであれば増税の選択肢は限られる。増税先としては、相続税の生前贈与に関する変更や ISA（個人貯蓄口座）の非課税枠の引き下げなどが取り沙汰されるが、景気への悪影響も考慮した上で、労働党は難しい決断を迫られることになる。

図表 6 英国の実質賃金と消費者マインド（左）、英国の年度累積政府借入（右）



(注) 右図のOBR 見通しは2025年3月時点。

(出所) ONS、GfK、OBR、Haver Analytics より大和総研作成

BOE は2 会合連続で金利据え置き、インフレ率高止まりへの警戒が続く

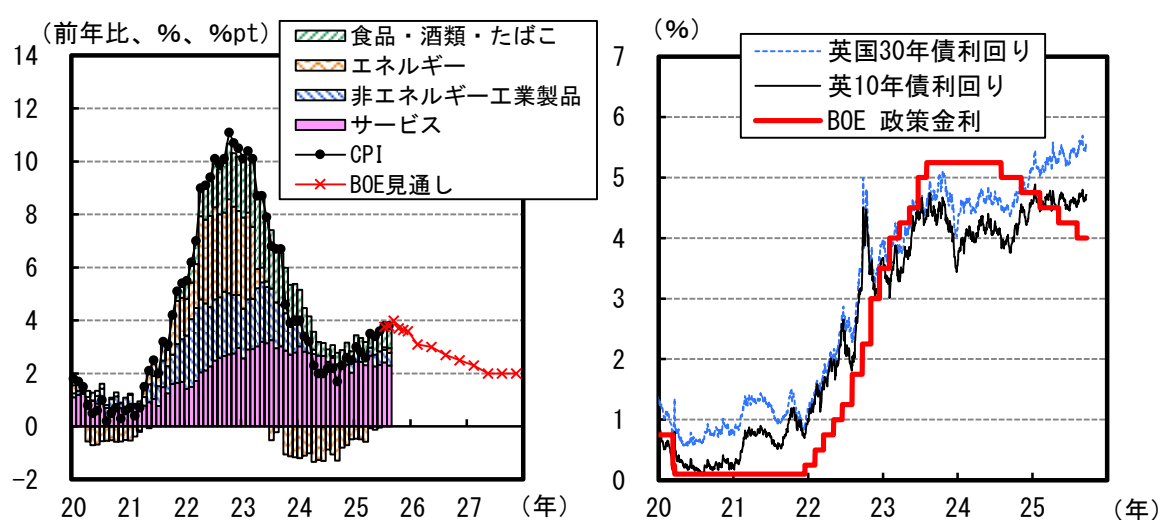
9 月 18 日に結果が公表された金融政策委員会で、BOE は 2 会合ぶりの金利の据え置きを決定した。金融市場では、事前に金利の据え置きがほぼ確実視されていたため、決定内容にサプライズはない。政策決定における投票では、7 名が現状維持に賛成する半面、2 名（ディングラ委員、テイラー委員）が、0.25%pt の利下げを実施するべきとして反対票を投じており、委員全体としてはややハト派寄りの中での現状維持の決定となった。

だが、公表された声明文は、インフレ率の高止まりに対する懸念が引き続き強調されており、投票結果ほどハト派的な内容ではない。「一時的なインフレ率の加速が賃金と企業の価格決定プロセスに上昇圧力をかけるリスクを警戒している」という文言は、前回声明文のまま残される形となった。また、見通しの評価においては中期的なインフレ圧力を巡る上振れリスクが依然として重要な位置を占めるとされている。9 月の政策委員会前に公表された 8 月の CPI は前年比+3.8%と前月から変わらず、8 月時点での BOE の予想通りではあったものの、引き続き目標の 2%を大きく上回っており、BOE は高インフレ継続に対する警戒を解いていない。

金融政策のフォワード・ガイダンスについてもこれまでのものから変更されず、追加利下げについては段階的かつ慎重なアプローチを続けていくという文言が維持されている。9 月の理事会の時点で 2 名の委員が利下げを主張していたことから、次回、10 月の会合での利下げの可能性も残されているが、それまでに公表される 9 月の CPI はエネルギー価格による押し上げなどで上昇ペースが加速する可能性が高く（8 月時点で BOE は前年比+4.0%と予想）、利下げ実施のハードルは高いとみるべきだろう。BOE は、これまで 2 会合に一度のペースで利下げを実施してきたが、次回、10 月の会合でも利下げの実施を見送り、利下げのペースを遅らせる可能性が高まっている。

なお、9月の金融政策委員会では、政策金利とは別の決定事項として、QT（量的引き締め）のペースの見直しが実施された。BOEは過去2年間、年間1,000億ポンドのペースで保有する国債の残高を減少させてきたが、10月以降は、これを年間700億ポンドに変更し、減少ペースを緩やかにする。また、これに加えてBOEは国債の売却に際して、長期債の比率を低下させることも決定した。議事要旨によれば、これまでのQTが金融市場に及ぼす影響は限定的であった一方、長期債のタームプレミアムが上昇する中、QTがこれまで以上に市場に影響を及ぼす可能性が言及されている。実際、英国30年債利回りは9月に入って、1998年以来の高さまで上昇している。長期金利の上昇については、財政悪化懸念が最大の要因とみられ、財政政策がその先行きを大きく左右することになるが、QTにおいて配慮が見られた点は安心材料といえる。

図表 7 英国のCPIとBOEによる予測（左）、英国の政策金利と長期金利（右）



(出所) ONS、BOE、Bloomberg より大和総研作成

図表 8 ユーロ圏経済・金利見通し

	2024				2025				2026				2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	1.1%	0.8%	1.6%	1.6%	2.3%	0.5%	0.2%	0.9%	1.2%	1.4%	1.6%	1.7%	0.9%	1.3%	1.1%
家計消費支出	2.4%	0.6%	2.2%	1.9%	1.0%	0.6%	0.4%	0.9%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.2%	1.1%	1.1%
政府消費支出	0.6%	3.9%	2.9%	2.0%	-0.3%	2.1%	0.8%	1.0%	1.4%	1.6%	1.8%	1.8%	2.3%	1.5%	1.4%
総固定資本形成	-7.2%	-9.5%	6.5%	2.3%	11.1%	-6.9%	3.3%	1.5%	1.8%	2.1%	2.3%	2.8%	-2.0%	2.4%	1.5%
輸出	0.9%	6.3%	-5.4%	0.2%	8.9%	-1.9%	-2.3%	0.2%	1.2%	1.8%	2.2%	2.5%	0.4%	1.2%	0.7%
輸入	-3.5%	5.2%	1.4%	-0.4%	9.1%	-0.2%	-1.5%	0.7%	1.6%	2.1%	2.5%	2.8%	-0.4%	2.4%	1.2%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	0.5%	0.5%	0.9%	1.3%	1.6%	1.5%	1.1%	1.0%	0.7%	0.9%	1.3%	1.5%	0.9%	1.3%	1.1%
家計消費支出	0.9%	0.7%	1.3%	1.8%	1.4%	1.4%	1.0%	0.7%	0.8%	0.9%	1.2%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%
政府消費支出	1.8%	2.5%	2.6%	2.4%	2.1%	1.7%	1.1%	0.9%	1.3%	1.2%	1.4%	1.6%	2.3%	1.5%	1.4%
総固定資本形成	-1.1%	-3.2%	-1.8%	-2.2%	2.3%	3.0%	2.2%	2.0%	-0.2%	2.2%	1.9%	2.2%	-2.0%	2.4%	1.5%
輸出	-1.0%	1.3%	0.9%	0.4%	2.4%	0.3%	1.1%	1.1%	-0.7%	0.2%	1.3%	1.9%	0.4%	1.2%	0.7%
輸入	-2.6%	-0.8%	1.2%	0.6%	3.8%	2.4%	1.7%	1.9%	0.1%	0.7%	1.7%	2.3%	-0.4%	2.4%	1.2%
鉱工業生産（除く建設）	-4.7%	-4.1%	-1.6%	-1.7%	1.6%	1.4%	2.1%	2.4%	0.7%	1.5%	1.9%	2.2%	-3.1%	1.9%	1.6%
実質小売売上高	0.0%	0.3%	2.0%	2.1%	2.2%	2.7%	2.0%	1.6%	1.5%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	2.1%	1.2%
消費者物価	2.6%	2.5%	2.2%	2.2%	2.3%	2.0%	2.1%	2.0%	1.6%	1.7%	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%	-0.0%	-1.2%	-2.1%	1.8%	1.7%	2.0%	-4.2%	0.4%	0.8%
失業率	6.6%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.2%	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	57.5	44.0	36.2	31.4	61.4	34.0	32.8	38.8	44.3	47.6	50.8	54.1	169.0	167.0	196.7
経常収支	107.2	124.0	83.3	74.3	74.7	86.2	89.4	93.6	97.7	99.9	102.2	104.6	388.7	343.9	404.4
独 国債10年物（期中平均）	2.31%	2.49%	2.29%	2.26%	2.58%	2.55%	2.71%	2.74%	2.71%	2.70%	2.73%	2.76%	2.34%	2.65%	2.73%
欧 政策金利（末値）	4.00%	3.75%	3.50%	3.00%	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	3.00%	2.00%	2.00%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2025年9月23日時点）。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

図表 9 英国経済・金利見通し

	2024				2025				2026				2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	3.7%	1.8%	0.0%	0.4%	3.0%	1.4%	0.6%	0.9%	1.1%	1.2%	1.5%	1.6%	1.1%	1.3%	1.1%
家計消費支出	2.7%	-0.2%	1.9%	0.5%	1.4%	0.4%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	0.6%	0.9%	0.9%
一般政府消費支出	2.9%	4.0%	1.3%	2.0%	-1.5%	5.1%	1.0%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	3.0%	1.6%	1.3%
総固定資本形成	3.1%	4.4%	4.0%	-2.5%	8.4%	-4.5%	1.5%	0.9%	1.3%	1.5%	2.2%	2.6%	1.5%	1.7%	1.1%
輸出	0.7%	-7.0%	-0.2%	-7.2%	13.8%	6.7%	1.9%	0.5%	1.5%	2.2%	2.5%	2.7%	-1.2%	2.9%	2.0%
輸入	-1.6%	23.8%	-10.9%	11.9%	8.1%	5.7%	4.4%	0.4%	1.1%	1.6%	1.8%	1.9%	2.7%	5.7%	1.9%
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%	1.2%	1.3%	1.5%	1.0%	1.0%	1.2%	1.4%	1.1%	1.3%	1.1%
家計消費支出	0.4%	-0.2%	1.1%	1.2%	0.9%	1.1%	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	0.6%	0.9%	0.9%
一般政府消費支出	4.6%	3.1%	1.9%	2.6%	1.5%	1.7%	1.6%	1.4%	2.1%	1.1%	1.1%	1.0%	3.0%	1.6%	1.3%
総固定資本形成	-1.4%	1.2%	3.8%	2.2%	3.5%	1.3%	0.6%	1.5%	-0.2%	1.3%	1.5%	1.9%	1.5%	1.7%	1.1%
輸出	0.7%	-1.4%	-0.4%	-3.5%	-0.5%	3.0%	3.5%	5.6%	2.6%	1.5%	1.7%	2.2%	-1.2%	2.9%	2.0%
輸入	-0.7%	3.4%	3.1%	5.0%	7.5%	3.3%	7.5%	4.6%	2.9%	1.9%	1.2%	1.6%	2.7%	5.7%	1.9%
鉱工業生産	-0.2%	-1.5%	-1.9%	-1.1%	0.0%	0.3%	0.4%	1.2%	0.1%	0.6%	1.0%	1.0%	-1.2%	0.5%	0.7%
実質小売売上高	-0.3%	-1.1%	1.0%	0.8%	0.0%	0.7%	0.8%	2.0%	1.5%	1.6%	1.1%	1.1%	0.1%	0.9%	1.3%
消費者物価	3.5%	2.1%	2.0%	2.5%	2.8%	3.5%	3.9%	3.5%	2.8%	2.3%	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%	4.6%	4.3%	4.7%	4.7%
10億英ポンド															
貿易収支	-47.5	-64.1	-52.7	-61.8	-60.2	-66.3	-68.0	-68.3	-68.0	-67.2	-66.1	-65.7	-226.0	-262.8	-267.0
経常収支	-15.9	-26.3	-12.5	-21.0	-23.5	-24.9	-26.3	-26.4	-25.9	-25.3	-24.8	-24.3	-75.7	-101.1	-100.3
国債10年物（期中平均）	4.03%	4.20%	4.00%	4.35%	4.60%	4.57%	4.65%	4.72%	4.63%	4.59%	4.51%	4.47%	4.14%	4.64%	4.55%
政策金利（末値）	5.25%	5.25%	5.00%	4.75%	4.50%	4.25%	4.00%	4.00%	3.75%	3.75%	3.50%	3.50%	4.75%	4.00%	3.50%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2025年9月23日時点）。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国経済 内需不振で強まる減速傾向

2026 年は自動車販売台数も急減速（あるいは減少）か

齋藤 尚登

[要約]

- 2026 年は自動車の買い替えに対する補助金政策が継続されるか否か、現時点では分からない。NEV（新エネルギー車）の車両購入税は免税の延長がなければ、2026 年に 0% から 5%（通常税率 10% の半分）に引き上げられることになる。2026 年の自動車販売台数は急減速、あるいは減少に転じる可能性が高い。
- 中国国家統計局によると、2025 年 1 月～8 月の固定資産投資は前年同期比 0.5% 増となり、1 月～7 月の同 1.6% 増から一段と落ち込んだ。不動産開発投資の不振が際立つが、1 月～8 月の不動産開発投資を除く固定資産投資は同 4.2% 増となり、1 月～3 月の同 8.3% 増を直近のピークに減速傾向を強めている。(1) 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、あるいは (2) 「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（もしくはその両方の）可能性があり、投資需要は減退している。
- 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、2025 年 11 月 10 日を期限とする関税交渉は難航が予想される。米トランプ大統領は 9 月 13 日、自身の SNS で北大西洋条約機構（NATO）加盟国に、ロシア産原油を大量輸入する中国に対して 50%～100% の追加関税を課すことを提案した。米国の追加関税がどう決着するのか、先行き不透明感は依然として強い。

2026 年の自動車販売台数は急減速（あるいは減少）か

中国国家统计局によると、2025 年 1 月～8 月の自動車販売台数は前年同期比 12.6% 増（以下、断りのない限り、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）と好調だ（自動車販売金額の低迷については後述）。8 月単月では 16.4% 増であった。

2024 年 7 月 25 日に中国国家発展改革委員会と財政部が発表した「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、自動車購入に対する補助金政策を強化した。具体的には、ガソリン車の補助金は従来の 7,000 元（2025 年 9 月 23 日時点で 1 元＝20.8 円）から 1.5 万元に、NEV（新エネルギー車）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。

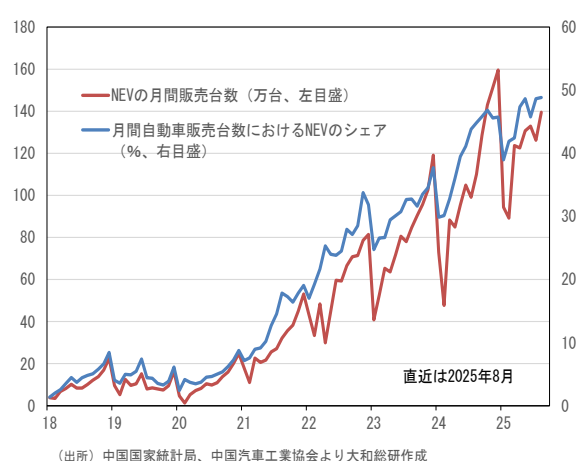
しかし、販売台数は NEV とガソリン車で明暗が分かれている。2025 年 1 月～8 月の NEV は 36.7% 増であったのに対して、ガソリン車は 1.9% 減であった。要因のひとつが車両購入税の違いである。車両購入税は価格の 10% が通常税率であるが、NEV については、2014 年 9 月 1 日以降、一貫して免税が続いている。ただし、2023 年 6 月に財政部、税務総局、工業・情報化部が発出した「新エネルギー車車両購入税減免政策の継続と最適化に関する公告」によると、購入日が 2025 年 12 月 31 日までの NEV は車両購入税が免除され（免税額は最大 3 万元）、購入日が 2026 年 1 月 1 日から 2027 年 12 月 31 日までの NEV の車両購入税は半減の 5%（最大 1.5 万元）とし、それ以降は減免がなくなるとしていた。2025 年末に向けて NEV の駆け込み需要と 2026 年以降の反動減が懸念される所以だ。ちなみに、ガソリン車については、これまで複数回、期間限定の減免措置が講じられてきたが、2023 年 1 月 1 日以降は通常税率の 10% が適用されている。

こうした状況下で、自動車購入者は NEV への選好を強めてきたのである。2025 年 8 月の自動車販売台数（新車）における NEV のシェアは実に 48.8% に達している。

図表 1 自動車販売台数前年同月比に対する NEV、ガソリン車の寄与度（単位：%pt）



図表 2 NEV の月間販売台数とシェア（単位：万台、%）



2026 年について、自動車（ガソリン車・NEV）の買い替えに対する補助金政策が継続されるか否か、現時点では分からない。NEV の車両購入税は免税の延長がなければ、2026 年には 0%（免税）から 5%（通常税率の 10%の半分）に引き上げられることになる。2026 年の自動車販売台数は急減速、あるいは減少に転じる可能性が高い。

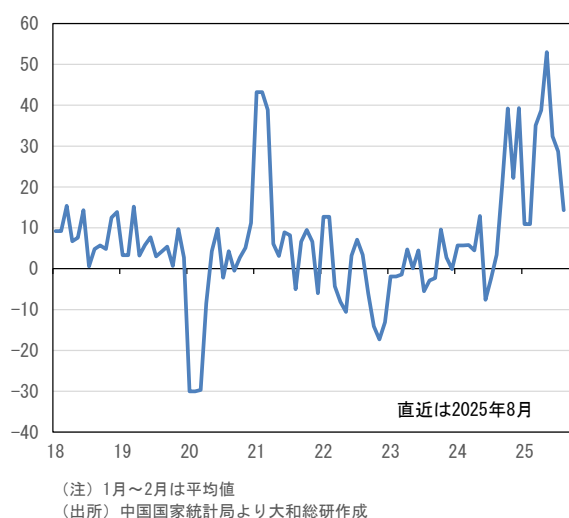
足元の消費は減速

2025 年 8 月の小売売上は 3.4%増と、7 月の 3.7%増から一段と減速した。1 月～8 月は 4.6%増であった。

2024 年 7 月の「措置」では、既述した自動車のほか、家電の買い替え促進策が発表され、冷蔵庫などの大型家電¹⁵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。この政策は 2025 年も継続され、新たに、浄水器、食洗機、炊飯器、電子レンジが補助金の対象に追加された。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。上記政策を推進するために、2024 年は 1,500 億元、2025 年は 3,000 億元の国家予算が計上されている。

2025 年 1 月～8 月の家電・音響映像機材の販売金額は 28.4%増を記録し、2024 年の 12.3%増から大幅に加速した。ただし、単月ベースでは 5 月の 53.0%増をピークに 8 月は 14.3%増に減速している。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～8 月は 21.1%増となり、2024 年の 9.9%増と比べて高水準の伸び率となった。ただし、こちらも単月では 5 月の 33.0%増から 8 月は 7.3%増へと伸び率が大きく低下している。

図表 3 家電・音響映像機材販売金額の推移
（前年同月比）（単位：％）



図表 4 通信機器販売金額の推移
（前年同月比）（単位：％）



¹⁵ 補助金の支給対象は冷蔵庫のほか、洗濯機、テレビ、エアコン、コンピュータ、給湯器、家庭用コンロ、レンジフードの 8 種類の家電。

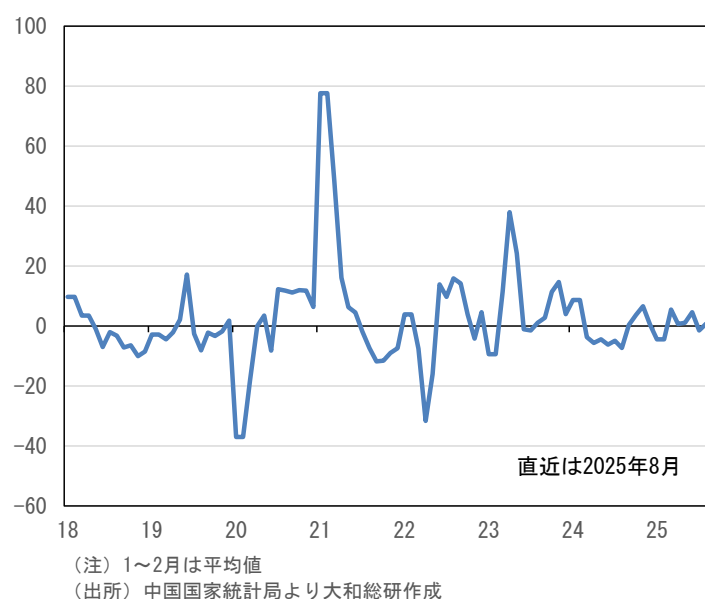
また、2025 年 1 月～8 月の自動車販売金額は 0.5% 増（8 月は 0.8% 増）にとどまるなど、低迷している。一方で、販売台数は同期間中に 12.6% 増（8 月は 16.4% 増）となっており、自動車の売れ行きは好調だ。金額と台数の差は、熾烈な値下げ競争によるものであり、中国の自動車産業は「内巻（Involution）」と呼ばれる破滅的な競争に陥っている。

自動車や家電販売に関連して、2025 年 8 月 12 日に、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。

ただし、この効果に多くを期待することはできない。先行してテストが行われた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、自動車、家具・家電、電子製品、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。1.0% の利子補給が全国展開されてもその効果は極めて限定的であろう。

買い替え促進策により、2024 年 9 月以降、家電販売が急増するなど、政策効果が発現しているが、2025 年 9 月以降は、その反動が懸念される。自動車販売については、既述したように 2025 年末までは駆け込み需要が期待できるが、2026 年の反動減に注意したい。

図表 5 自動車販売金額の推移（前年同月比）（単位：％）



固定資産投資は前年割れ寸前に

中国国家统计局によると、2025 年 1 月～8 月の固定資産投資は 0.5%増となり、1 月～7 月の 1.6%増から一段と落ち込んだ。もっとも、当局が発表する固定資産投資は 1 月からの累計の統計であり、単月では 6 月に 1.2%減とマイナスに転じ、8 月には 9.3%減へとマイナス幅を広げた。

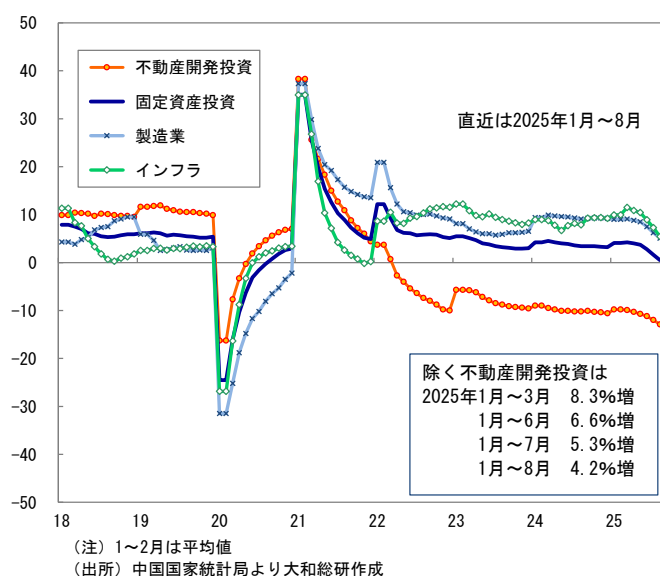
分野別には、製造業投資は 1 月～7 月の 6.2%増から 1 月～8 月は 5.1%増に、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は同様に 7.3%増から 5.4%増へと減速し、不動産開発投資は 12.0%減から 12.9%減へとマイナス幅を広げた。

不動産開発投資の不振が際立つが、2025 年 1 月～8 月の不動産開発投資を除く固定資産投資は 4.2%増となり、1 月～3 月の 8.3%増を直近のピークに減速傾向を強めている。

2024 年 7 月の「措置」では、設備更新について、①工業、環境インフラ、交通運輸、物流、教育、文化・観光、医療などの分野の設備更新および回収・リサイクル利用に加え、支援範囲をエネルギー・電力、老朽化したエレベーターなどの分野の設備更新および重点分野の省エネ・脱炭素と安全改造に拡大する、②対象について、総投資額 1 億元以上との条件を廃止し、中小企業の設備更新を支援する、などとされた。このために、2024 年は 1,500 億元、2025 年は 2,000 億元の国家予算が計上された。

しかし、この効果は長続きしなかった。(1) 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、あるいは (2) 「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（もしくはその両方の）可能性があり、投資需要は減退している、ためである。

図表 6 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：%）



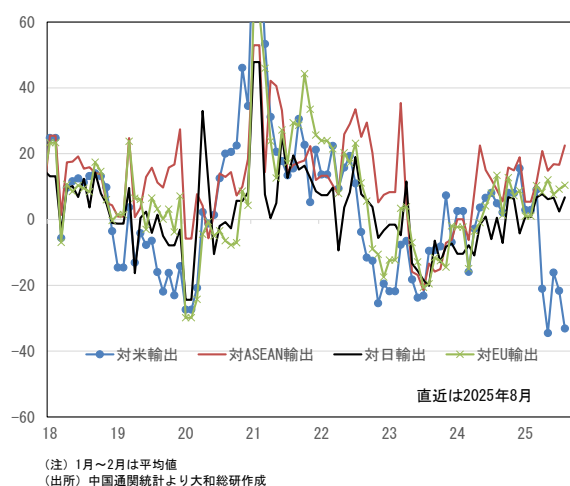
米国の上乗せ関税、中国のロシア産原油輸入に対する二次関税の行方に注目

中国通関統計によると、2025年8月の輸出（以下貿易はドル建て）は4.4%増（1月～8月は5.9%増）となり、7月の7.1%増から伸び率は低下した。国・地域別には、8月の米国向けは33.1%減となり、4月以降5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。しかし、これはよいことばかりではない。中国からの安価な輸入品（中国にとっての輸出品）の大量流入に業を煮やしたEUは、中国から輸入する鉄鋼やアルミニウム製品に対して、セーフガード措置を発動した。9月に入るとメキシコは中国から輸入する自動車の関税を50%に引き上げる方針を発表している。

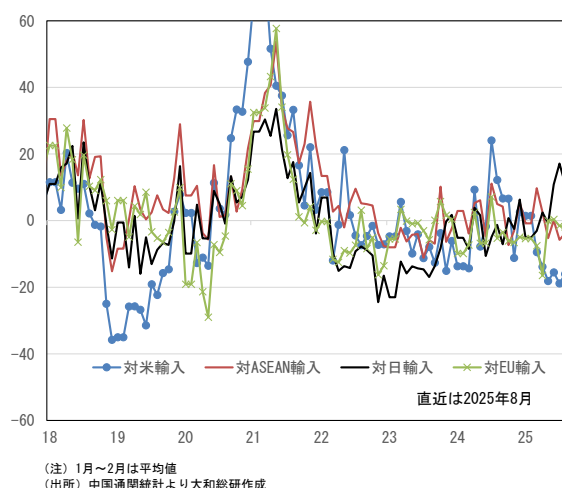
2025年8月の輸入は1.3%増（1月～8月は2.2%減）となり、7月の4.1%増からは減速したものの3カ月連続の増加となった。国・地域別には8月の対米輸入が16.0%減と5カ月連続で2桁減となる一方、対日輸入は11.0%増となり、3カ月連続で2桁増を記録している。

2025年8月の貿易黒字は11.8%増の1,023億ドル（1月～8月は28.2%増の7,853億ドル）となり、黒字の大幅拡大が続いている。

図表 7 中国の国・地域別輸出の推移
（前年同月比）（単位：％）



図表 8 中国の国・地域別輸入の推移
（前年同月比）（単位：％）



米中の関税交渉の行方に注目

米国と中国は2025年11月10日を期限に関税交渉を行っている。5月14日以降、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%）の追加関税を課しているが、新たな追加関税率がどの程度になるかが大いに注目される。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30%は、インドやブラジルの50%よりは低いものの、英国の10%、日本、EU、韓国、ノルウェーの15%などと

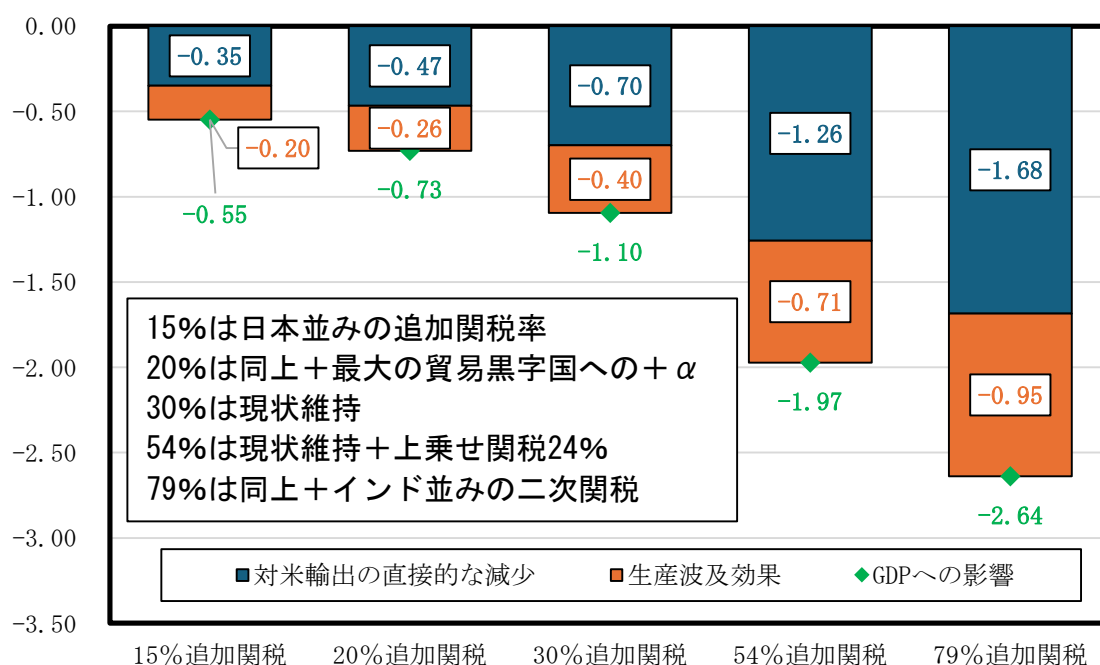
比べるとかなり高い。

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。米トランプ大統領は2025年9月13日、自身のSNSで北大西洋条約機構（NATO）加盟国に対して、ロシア産原油の輸入を停止するように要請し、中国からの輸入品に対して50%～100%の追加関税を課すことを提案した。先行きの不透明感は依然として強い。

図表9では、米国の追加関税について、楽観～悲観までいくつかのシナリオを基に、中国の実質GDPへの影響を試算している。最も楽観的なシナリオでは、日本と同じ15%を想定した。この場合、実質GDPは0.55%の下振れとなり、現行の30%追加関税（1.10%の下押し）からは0.55%ptの改善となる。こうなれば中国経済にポジティブ・サプライズがもたらされることになる。

一方、悲観シナリオでは、現状の30%に相互関税の上乗せ部分の24%、そしてインドと同じ25%の二次関税の合計79%の追加関税となるケースを想定した。この場合は、実質GDPは2.64%下振れする計算だ。現行の30%追加関税の1.10%下振れから、さらに1.54%pt追加的に下振れすることが示されている。

図表9 「トランプ関税2.0」の中国実質GDPへの影響（単位：％）



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

（出所）OECDより大和総研作成

中国経済見通しに変更なし

中国経済見通しは前月から変更はない。2025 年 1 月～6 月は 5.3%成長となり、年後半に多少の減速を見込んでも、2025 年の政府成長率目標である実質 5%前後は達成できる可能性が高い。

2026 年については、①不動産不況が続いていること、②自動車・家電の買い替え促進策の効果が一巡し、特に NEV については、車両購入税免税措置が終了し、その反動減が懸念されること、③「トランプ関税 2.0」の先行きが不透明であること、などから中国経済は減速を余儀なくされよう。

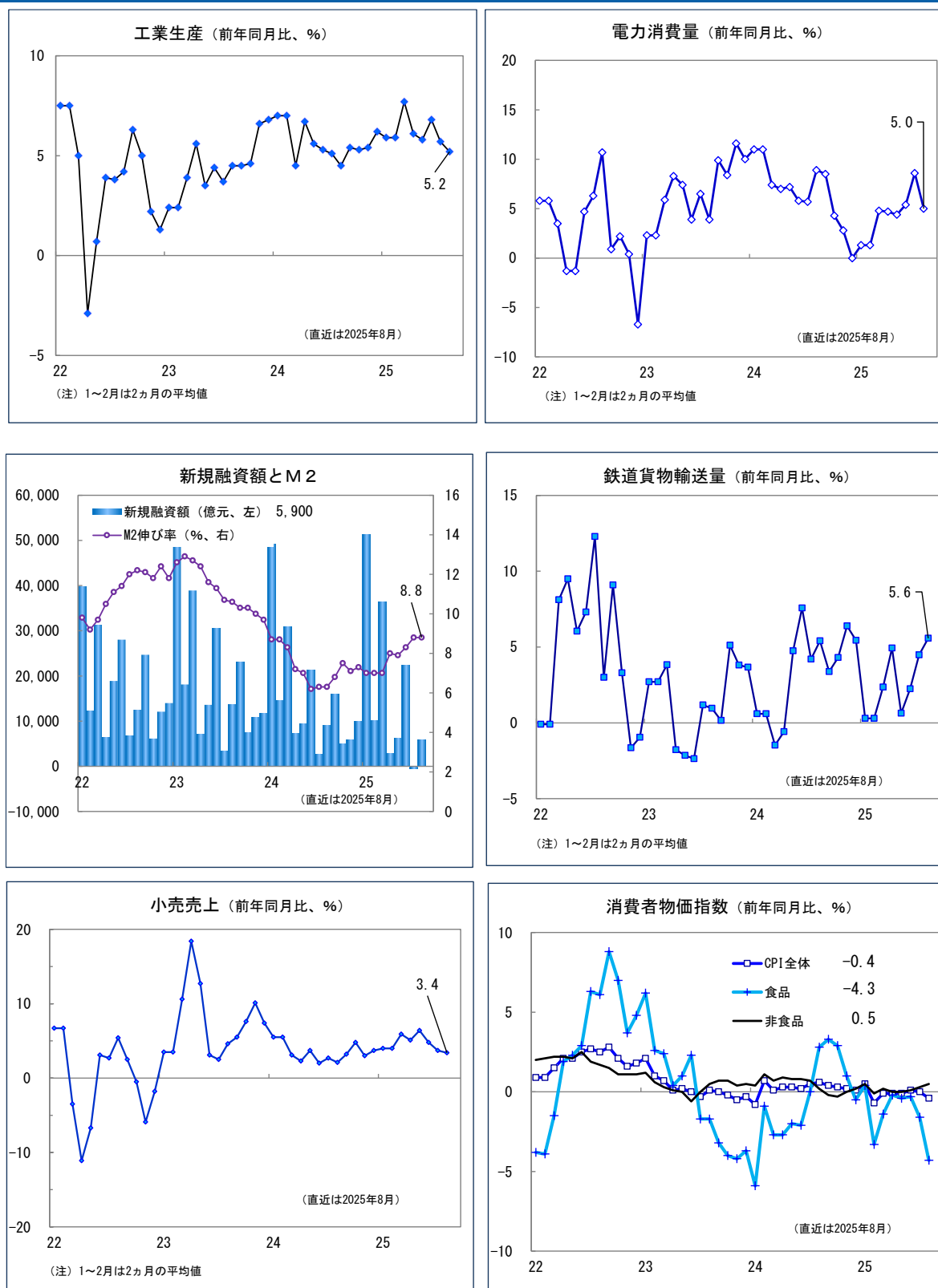
大和総研では、2025 年の実質 GDP 成長率は 4.9%程度、2026 年は 4.2%程度になると予想している。

(参考) 主要経済指標一覧

	2024年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	8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、％）	4.5	5.4	5.3	5.4	6.2	5.9		7.7	6.1	5.8	6.8	5.7	5.2
電力消費量（前年同月比、％）	8.9	8.5	4.3	2.8	0.0	1.3		4.8	4.7	4.4	5.4	8.6	5.0
鉄道貨物輸送量（前年同月比、％）	5.4	3.4	4.3	6.4	5.4	0.3		2.4	4.9	0.6	2.2	4.5	5.6
固定資産投資（前年累計比、％）	3.4	3.4	3.4	3.3	3.2	4.1		4.2	4.0	3.7	2.8	1.6	0.5
不動産開発投資（前年累計比、％）	-10.2	-10.1	-10.3	-10.4	-10.6	-9.8		-9.9	-10.3	-10.7	-11.2	-12.0	-12.9
小売売上（前年同月比、％）	2.1	3.2	4.8	3.0	3.7	4.0		5.9	5.1	6.4	4.8	3.7	3.4
消費者物価指数 全体（前年同月比、％）	0.6	0.4	0.3	0.2	0.1	0.5	-0.7	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.4
食品（前年同月比、％）	2.8	3.3	2.9	1.0	-0.5	0.4	-3.3	-1.4	-0.2	-0.4	-0.3	-1.6	-4.3
非食品（前年同月比、％）	0.2	-0.2	-0.3	0.0	0.2	0.5	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.3	0.5
工業製品出荷価格指数（前年同月比、％）	-1.8	-2.8	-2.9	-2.5	-2.3	-2.3	-2.2	-2.5	-2.7	-3.3	-3.6	-3.6	-2.9
工業生産者購入価格指数（前年同月比、％）	-0.8	-2.2	-2.7	-2.5	-2.3	-2.3	-2.3	-2.4	-2.7	-3.6	-4.3	-4.5	-4.0
新規融資額（億元）	9,000	15,900	5,000	5,800	9,900	51,300	10,100	36,400	2,800	6,200	22,400	-500	5,900
M2伸び率（％）	6.3	6.8	7.5	7.1	7.3	7.0	7.0	7.0	8.0	7.9	8.3	8.8	8.8
輸出（前年同月比、％）	8.6	2.3	12.6	6.6	10.7	2.1		12.2	8.0	4.7	5.8	7.1	4.4
輸入（前年同月比、％）	0.0	0.1	-2.4	-4.0	0.8	-8.3		-4.3	-0.3	-3.4	1.1	4.1	1.3
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	915.5	817.6	957.2	973.3	1,051.8	846.3		1,021.7	959.6	1,030.1	1,144.7	981.4	1,023.3
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、％）	-3.6	-4.6	-4.9	-5.3	-5.4	-5.7	-5.5	-5.7	-5.0	-4.3	-4.1	-3.6	-3.5
上海（前年同月比、％）	4.9	4.9	5.0	5.0	5.3	5.6	5.6	5.7	5.9	5.9	6.0	6.1	5.9
商用不動産 着工面積（前年累計比、％）	-22.6	-22.3	-22.7	-23.0	-22.5	-29.9		-24.8	-24.1	-23.0	-20.1	-19.5	-19.5
竣工面積（前年累計比、％）	-23.6	-24.4	-23.9	-26.2	-26.1	-15.7		-14.4	-17.0	-17.4	-14.9	-16.6	-17.1
不動産販売 面積（前年累計比、％）	-18.0	-17.1	-15.8	-14.3	-12.8	-5.5		-3.5	-3.4	-3.6	-4.3	-4.8	-5.4
金額（前年累計比、％）	-23.6	-22.7	-20.9	-19.2	-17.0	-2.9		-2.6	-3.7	-4.4	-6.1	-7.1	-7.9

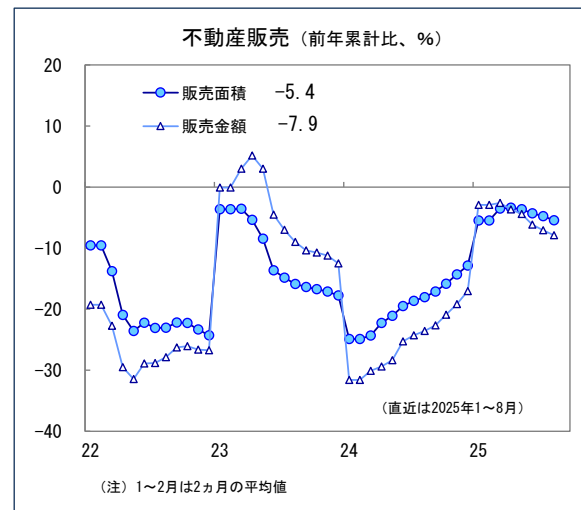
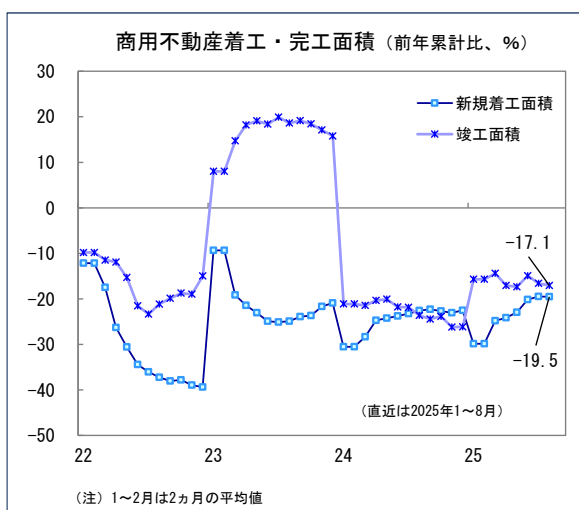
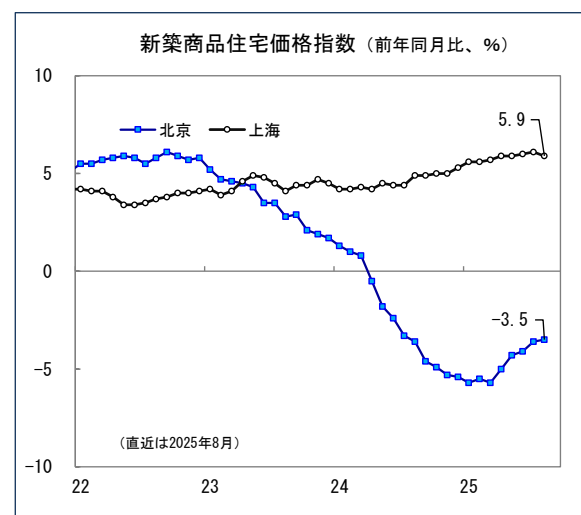
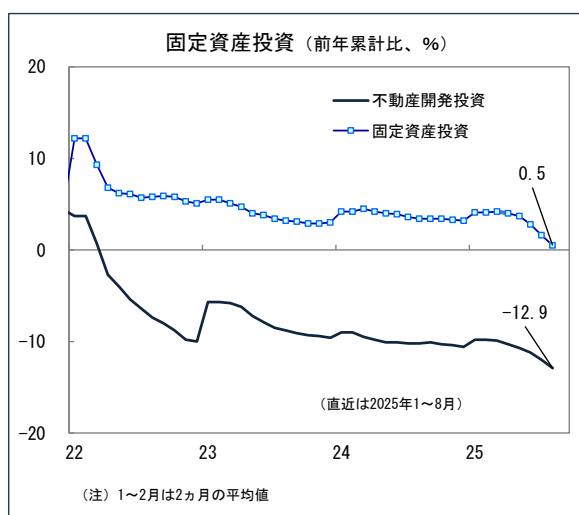
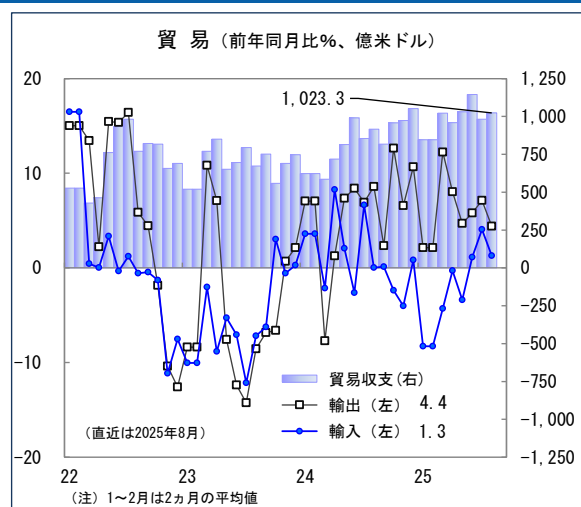
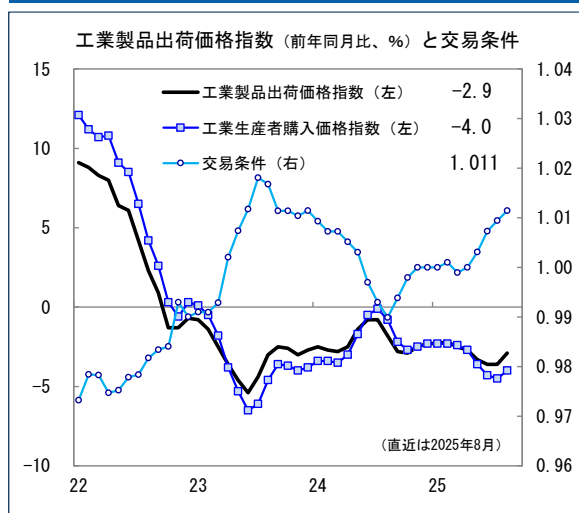
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

(参考) 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

(参考) 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