

2025 年 10 月 23 日 全 48 頁

主要国経済 Outlook

2025 年 11 月号 (No. 468)

経済見通し：世界、日本、米国、欧州、中国

経済調査部

シニアエコノミスト

佐藤 光

シニアエコノミスト

神田 慶司

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

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

調査本部

主席研究員

齋藤 尚登

[要約]

■ Overview.....	2
世界の不透明感を反映する金価格の高騰	
■ 日本経済.....	3
高市・自維連立政権の下で経済成長は加速するか	
■ 米国経済.....	16
過去とは異なる政府閉鎖	
■ 欧州経済.....	27
フランスの政治不安は一服	
■ 中国経済.....	38
米中摩擦と厳しさ増す内需	

Overview: 世界の不透明感を反映する金価格の高騰

国際的な金価格は、近年では高騰が目立っている。ニューヨーク市場の先物（直近限月）における1トロイオンス（約31グラム）当たりの価格は、2025年に入ってから3,000ドルと4,000ドルの大台を相次いで突破しており、足元では一時4,300ドルを超えるなど史上最高値を更新し続けている。

このような金価格高騰の背景としては、世界的にデフレやディスインフレの時代が終わり、インフレ対応資産としての評価が高まっていることがまず挙げられる。金価格の推移を過去50年あまりで見ると、米国の代表的な株価指数であるS&P500指数の上昇率とあまりそん色がない。一方で、世界各地での地政学リスクの台頭や、米国のトランプ関税等による世界経済の先行き不透明感の強まりは、安全資産としての金の評価が高まる要因になっているとみられる。ほかにも、これまで米ドルで保有してきた外貨準備の一部を金に置き換える国が増えてきており、その結果、金の現物需給がタイトになっているという側面がある。

様々な要因の中でも足元で注目すべきは、金価格高騰は世界的な財政拡張傾向が一因となっている可能性があることだ。近年の金価格での一本調子な上昇は、長期的な安全資産としての競合相手である国債への信用低下を反映している可能性が指摘される。金は国債とは異なり利子を生まない資産であるにもかかわらず、その価格が高騰し続けていることは、他方で日本国債も含めて超長期の債券利回りが上昇傾向（債券価格は低下）にあることと共に、留意すべき事態といえるだろう。特に金価格の高騰が目立つここ数年で、国債への信用低下が同時に進んでいるとするならば、米国での大規模減税法の成立や欧州での財政拡張路線への転換をはじめ、世界的に広がる財政拡張路線への不安感がその大きな要因である可能性は高い。

先に価格上昇が加速した金価格のみならず、直近では銀や白金（プラチナ）等の他の貴金属の価格や、一部の不動産価格の高騰も話題となっている。一方で、近年金価格と共に上昇が目立っていた仮想通貨等の暗号資産価格は、直近では停滞している。資産の実物回帰の動きともいえることから、資金シフトによるマーケットの不安定化にも注意を要しよう。（佐藤 光）

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞（2025年10月21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	2.1	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	1.9	-0.6	3.8	2.8	0.8	1.8	2.0	2.0	2.9	2.8	1.9	1.9	
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	1.0	2.7	1.1	0.7	0.8	1.1	1.3	1.4	0.4	1.1	1.4	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 10 月

高市・自維連立政権の下で経済成長は加速するか

神田 慶司
田村 統久
久後 翔太郎
畑中 宏仁

[要約]

- 2025 年 10 月 21 日に自由民主党（自民党）の高市早苗総裁が首相に選出され、日本維新の会との連立政権（自維連立政権）が誕生した。今後の経済政策の在り方を検討するため 2020 年代の日本経済を振り返ると、主要 7 カ国（G7）の中で輸出が最も増加した一方、個人消費が最も弱かった。物価高による実質可処分所得の伸び悩みや節約志向の強まりなどが背景にあり、物価高は低所得世帯だけでなく中所得世帯にも大きな影響を及ぼした。足元の物価上昇率の過半は、食料品を中心とした供給ショックに起因すると推計される。
- 1 人あたり実質賃金・俸給（GDP 統計上の実質賃金）は 2014～24 年で年率+0.1%と、米国（同+1.5%）やドイツ（同+0.9%）のそれを大幅に下回った。特に影響したのが労働生産性と労働時間で、生産性要因による押し上げ幅は米国の半分程度にとどまった。ソフトウェアや研究・開発など、無形固定資産を中心に日本の資本蓄積が米国に大きく劣っていたことが一因だ。労働時間による押し下げは日本で顕著で、働き方改革の効果が表れた点では評価される一方、追加就労を希望する者も一定数存在する。仮に追加就労希望が全て実現すれば、1 人あたり労働時間は 3.6%増加すると試算される。
- 高市・自維連立政権は物価高対策として、ガソリン税の暫定税率廃止や電気・ガス代の補助などを経済対策に盛り込む方針だ。だが、エネルギー高対策は高所得者や好業績企業にも恩恵が及ぶなど費用対効果が悪い。政策効果や必要性を検証し、日本がインフレ経済に移行したことも踏まえて適宜見直すべきだ。また、高市・自維連立政権は給付付き税額控除の制度設計を早急に進める方針である。日本は低所得層に対する再分配機能が弱く、これまで住民税非課税世帯を基準とする「原始的な低所得者対策」を繰り返してきた。給付付き税額控除による低所得者対策の強化・適性化が求められる。実質賃金上昇率や経済成長率の引き上げは、設備投資の拡大がカギを握るとみられ、「賃上げと設備投資の好循環」の実現などが重要だ。

自民党・高市総裁が首相に選出され、日本維新の会との連立政権が誕生

2025 年 10 月 21 日に国会で実施された首相指名選挙で自由民主党（自民党）の高市早苗総裁が選出され、日本維新の会との連立政権（自維連立政権）が誕生した。

閣議決定された基本方針では「強い経済」の実現に向け、「様々なリスクや社会課題に対し、官民手を携えて先手を打って行う『危機管理投資』を肝として、日本経済の強さを取り戻すための成長戦略を始動させ、軌道に乗せる。財政の持続可能性には常に配慮しつつも、『責任ある積極財政』の考え方の下、戦略的に財政出動を行うことにより、暮らしの安全・安心を確保するとともに、所得を向上させ、消費マインドを改善し、税収を増加させる」と述べられた¹。

高市・自維連立政権は 20 日に交わした連立政権合意書に基づき、12 分野にわたり各種政策を検討・実施する見込みである。これまでの経済状況を踏まえると、物価高に対する国民の不安を払しょくし、実質賃金や経済成長率を引き上げることなどが重要課題の 1 つになるだろう。

そこで本稿では、高市・自維連立政権の政策の在り方を検討するため近年の日本経済を振り返り、主要国に比べて特に回復が遅れている個人消費や、背景にある物価高の影響などを取り上げる。さらに、実質賃金の中長期的に伸び悩んだ要因を分析し、連立政権合意書を踏まえつつ政策面での課題を指摘する。

1. 主要国と比較した近年の日本経済の特徴と物価高の影響

2020 年代の日本は G7 の中で輸出が最も増加した一方、個人消費が最も弱い

日本の実質 GDP 成長率は直近の 2025 年 4-6 月期まで 5 四半期連続で前期比プラスだった。個人消費も同様だ。物価高や第 2 次トランプ米政権の高関税政策（トランプ関税）といった逆風下でも、景気の回復基調は継続した²。

もっとも、近年の日本の成長ペースは主要国に大きく見劣りしており、楽観できる経済状況ではない。コロナ禍前の 2019 年平均を基準に実質 GDP の実額を指数化し、主要 7 カ国（G7）で比較すると、2025 年 4-6 月期の日本は 6 番目の水準にあった（**図表 1 左**）。2019 年平均比で 2.1%の上昇にとどまった一方、最も高い水準の米国は同 14.7%上昇した（**図表 1 右**）。

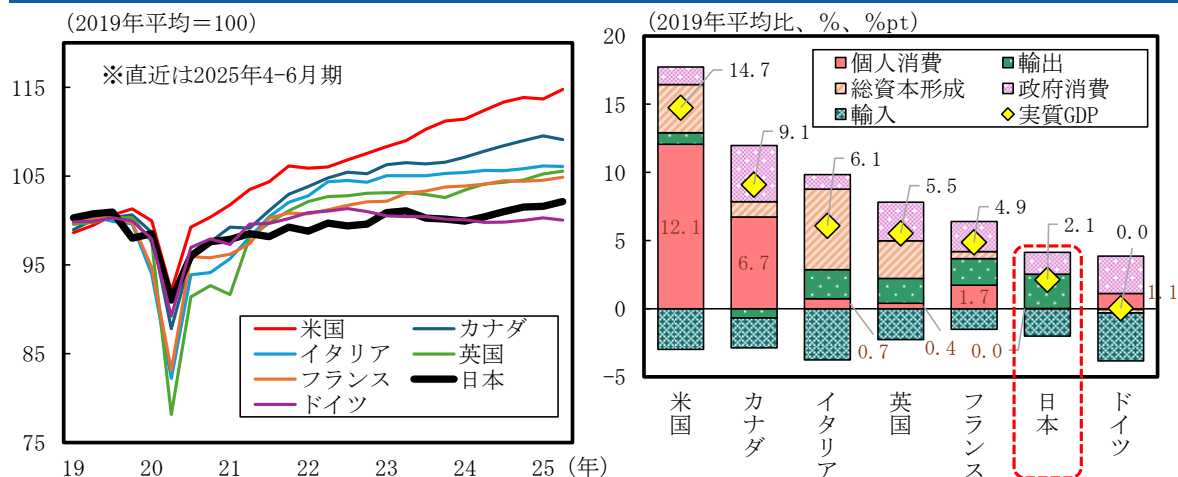
需要項目別に見ると、日本では財・サービス輸出が G7 の中で最も増加した。インバウンドを含めた外需の取り込みには比較的成功したといえる。対照的に日本の個人消費は最も弱く、2019 年平均比で横ばいだった。人口減少が続く中、とりわけサービス消費が低迷した。インバウンド分を除いた国内の実質サービス消費（季節調整値）は、直近でも 2019 年平均を 2%超下回ったと試算される³。

¹ https://www.kantei.go.jp/jp/kakugikettei/2025/_00047.html

² 2025 年 7-9 月期の実質 GDP はトランプ関税の影響などもあって一時的にマイナス成長に転じると見込んでいた。トランプ関税による製造業や賃上げなどへの影響は当社の「[日本経済見通し：2025 年 9 月](#)」で検討した。

³ 観光庁「インバウンド消費動向調査」（旧「訪日外国人消費動向調査」）をもとに GDP 統計の「非居住者家計の国内での直接購入」を財・サービス別に分解し、国内家計最終消費支出から差し引くことで算出した。

図表1：主要7カ国（G7）における実質 GDP の推移（左）と成長率の需要項目別寄与度（右）



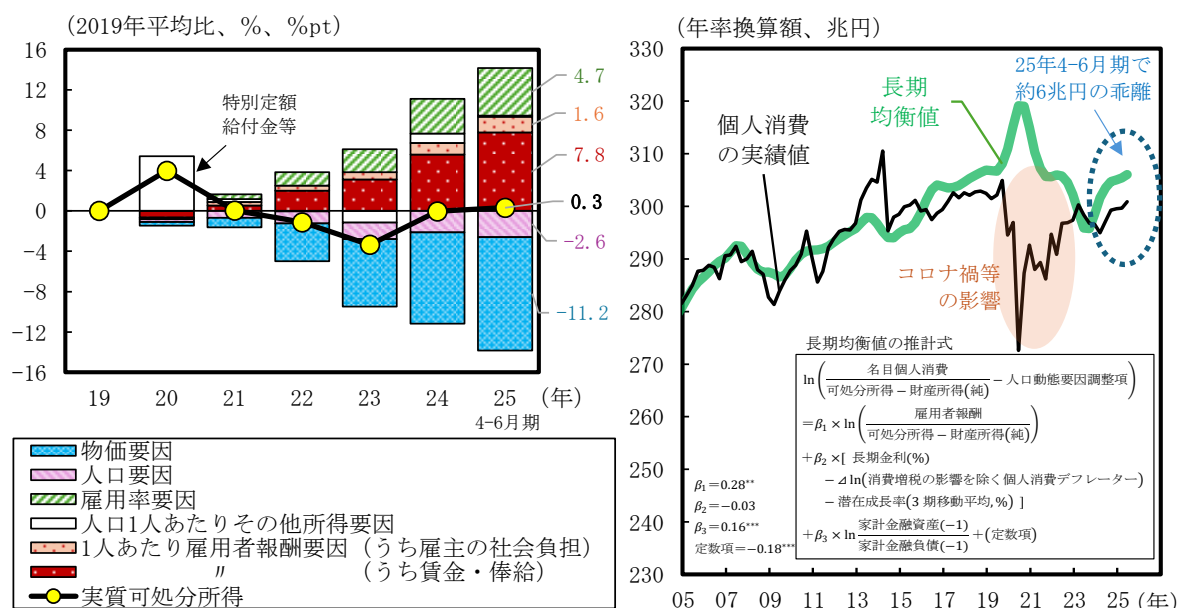
(注) 右図は2019年平均に対する2025年4-6月期の伸びを寄与度分解したもの。

(出所) 内閣府、各国統計、Haver Analytics より大和総研作成

物価高が実質可処分所得を抑制し、節約志向の強まりもあって個人消費が不振

個人消費の不振は、所得の伸び悩みが強く影響したとみられる。2025年上半期の実質可処分所得は2019年平均比で0.3%の増加にとどまった。図表2左でその要因を整理すると、春闘などで賃上げが大幅に進み、1人あたり賃金・俸給（GDP統計上の名目賃金）要因が同7.8%pt押し上げた。女性や高齢者を中心に労働参加が進んだことで雇用率（人口に占める雇用者の割合）要因も同4.7%pt押し上げたが、物価高がこれらを相殺するように同11.2%pt押し下げた。

図表2：日本の実質可処分所得の要因分解（左）、実質個人消費の実績値と長期均衡値（右）



(注) 右図の長期均衡式の推計期間は1988～2019年で、係数の「***」は1%、「**」は5%有意水準を満たす。2025年の推計値は実績見込みで、リスマン・サンデー法により暦年データを四半期化している。

(出所) 内閣府、総務省、財務省統計、Haver Analytics より大和総研作成

さらに、人口動態や純金融資産残高、実質金利ギャップ（実質金利と自然利子率の乖離幅）といった所得以外の要因も考慮して個人消費の長期均衡値を推計すると、直近の実績値は均衡値を年率換算で6兆円程度下回る（図表2右）。

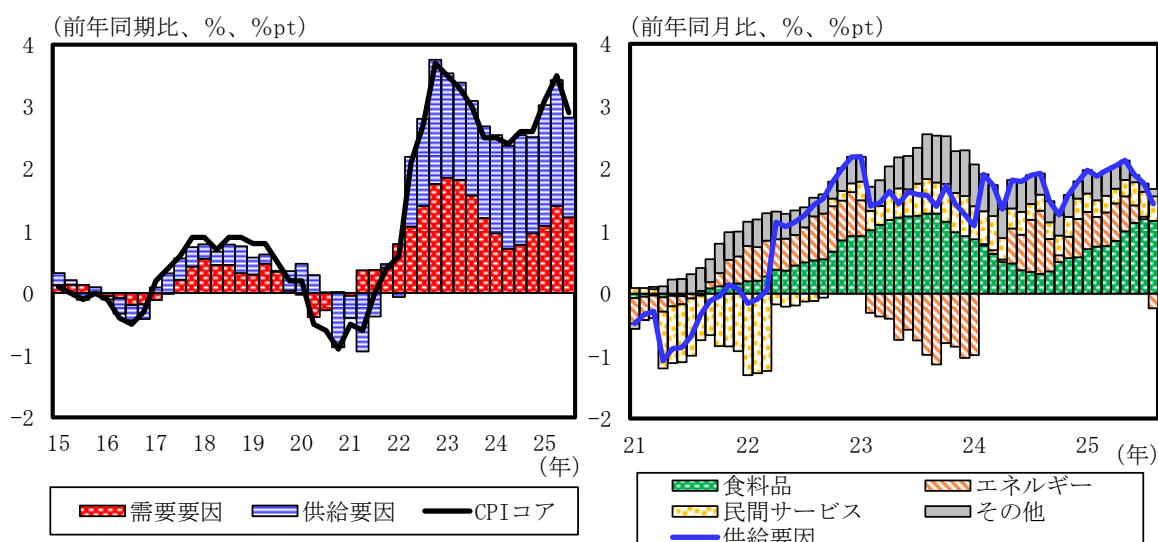
家計の平均消費性向（可処分所得のうち消費に回る割合）はコロナ禍で一時80%を下回ったが、直近では97%程度と2019年に近い水準にある。だが、勤労者世帯に絞って見れば回復が遅れており、2024年の平均消費性向は62%程度と2019年の水準を6%pt近く下回った（総世帯ベース）。背景には将来不安の強まりなどがあるとみられるが、後述するように、ここ数年は急速な物価高による家計の節約志向の強まりも指摘される。

足元の物価上昇の過半は食料品を中心とした供給ショックが要因

多くの国・地域ではインフレが定着しており、デフレが長く続いた日本もインフレ経済に移行したとみられる。緩やかな物価上昇は、賃金や金利の調整を容易にするなどマクロ経済にとってプラス面が大きい。だが、日本が現在直面しているのは供給ショックによる行き過ぎた物価上昇であり、プラスよりもマイナス面の方が目立つ。

物価は需要と供給のバランスを反映して変動する。そこで、米サンフランシスコ連銀のShapiro(2022)⁴の推計方法を参考に、生鮮食品を除く総合ベースのCPI（コアCPI）上昇率を「需要要因」と「供給要因」に分解したのが図表3である⁵。

図表3：コアCPI上昇率の需給要因（左、四半期ベース）、供給要因の中身（右、月次ベース）



(注) Shapiro(2022)を参考に、家計調査における個別品目への支出と対応するCPIの構成品目を用いて、各品目を①正の需要要因、②負の需要要因、③正の供給要因、④負の供給要因のいずれかに分類した上で、①と②の和を需要要因、③と④の和を供給要因として掲載している。左図の直近は2025年7～8月の平均値。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

⁴ Shapiro, Adam Hale. (2022). "Decomposing Supply and Demand Driven Inflation." Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2022-18. Available at: <https://doi.org/10.24148/wp2022-18>

⁵ 詳細は、久後翔太郎・中村華奈子・和田恵「『需要インフレ』の側面もある現在の物価高」（大和総研レポート、2022年12月12日）を参照。

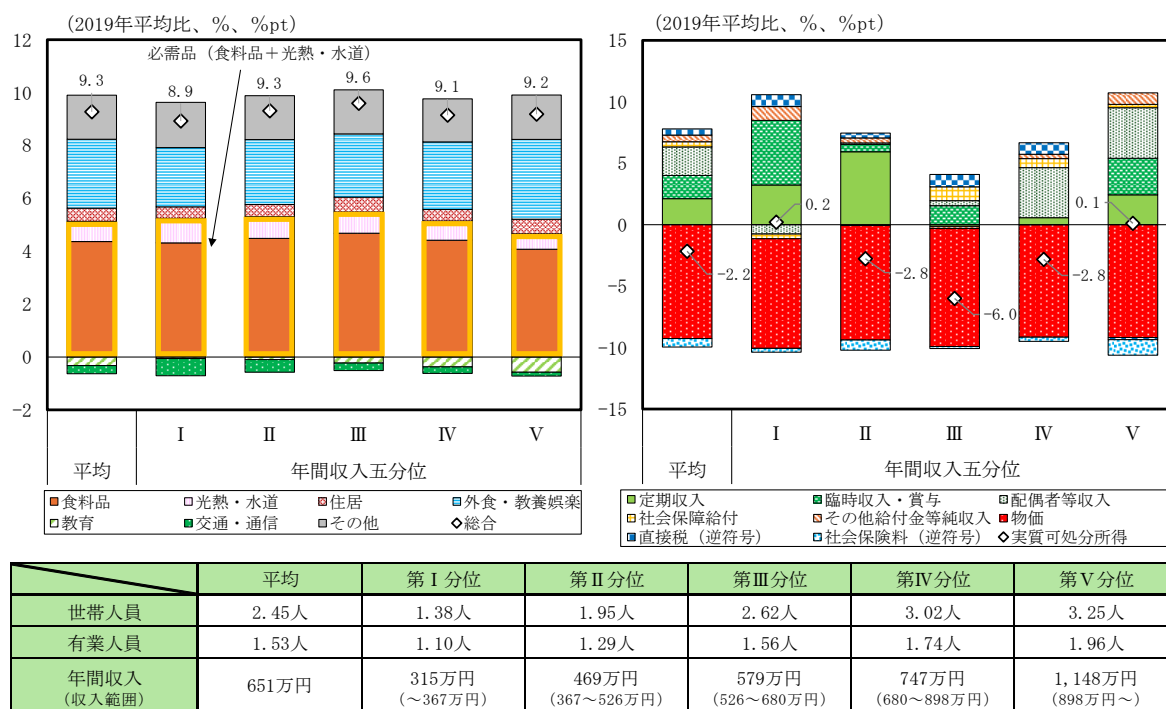
コア CPI 上昇率は直近の 2025 年 8 月で前年比+2.7%だったが、このうち需要要因の寄与度は+1.2%pt、供給要因のそれは同+1.4%pt と推計される。価格が上昇する中でも消費量が増加する品目が一定程度存在し、賃金と物価の循環的上昇の進展が需要要因による寄与度を押し上げているとみられる。

コア CPI 上昇率の過半を占める供給要因の中身を見ると、足元では食料品が主因である（図表 3 右）⁶。とりわけ米や関連品目の価格上昇により、これらの需要が落ち込んだことが反映されている。購入頻度の高いこれらの品目での大幅な価格上昇は家計の消費マインドを悪化させやすく、個人消費を下押しする度合いが比較的大きい。また、宿泊や外食、通信料などが含まれる民間サービスは 2022 年秋頃から供給面で物価を継続的に押し上げている。

物価高は低所得世帯だけでなく中所得世帯にも大きな影響

物価高は全ての家計に一律に影響しているわけではなく、所得水準や世帯構成などによってその度合いは異なる。そこで、2024 年の CPI 上昇率（対 2019 年）を世帯の年間収入五分位別に試算すると、第Ⅲ分位（上位 40～60%が該当）世帯で最も高いが、他の世帯と比較して顕著な差は見られない（図表 4 左）。

図表 4：世帯の年間収入五分位別に見た CPI（左）と実質可処分所得（右）



(注) 2024 年平均と 2019 年平均を比較した伸び率。総世帯のうち勤労者世帯。年間収入五分位別 CPI 上昇率の算出にあたっては、2024 年における各品目の消費支出に占める割合をウェイトとして用いた。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

⁶ 図表 3 右において、2021 年頃に見られた民間サービスの落ち込みは携帯電話通信料の引き下げによるもので、2023 年頃に見られたエネルギーの落ち込みは国による電気・ガス料金支援によるもの。

内訳を見ると、食料品や光熱・水道といった生活必需品の寄与度は低中所得世帯ほど大きい一方、高所得世帯では外食や宿泊を中心とした教養娯楽の寄与度が大きく、全体として見れば大きな差が生じない結果となっている。ただし、外食や宿泊などとは異なり、食料品や光熱費は価格が上昇しても消費額を大きく減らすことが難しい。そのため家計の生活実感としては、低中所得世帯の方がより厳しい状況に置かれているとみられる。

収入階層ごとの物価上昇率の差は小さいが、所得面も考慮すると、その姿は大きく変わる。前述の年間収入五分位別 CPI で実質化した実質可処分所得の伸び率を見ると（図表 4 右）、第Ⅱ～Ⅳ分位の世帯では名目可処分所得の伸び率が物価のそれを下回り、とりわけ第Ⅲ分位で実質可処分所得が大きく減少している。一方、第Ⅰ分位及び第Ⅴ分位世帯は名目可処分所得と物価の伸び率が拮抗し、実質可処分所得はおおむね横ばいとなっている。

中所得世帯について、第Ⅲ分位世帯の名目可処分所得を押し上げた社会保障給付の大部分は公的年金であり、高齢化が進む中で年金を受給しながら就労する高齢者世帯の割合が高まっているとみられる⁷。社会保障給付が増加した一方、定年後の再雇用などで勤め先収入が減少したことで、第Ⅲ分位の名目可処分所得の上昇率は他の収入階層よりも緩やかになっていると考えられる。また、第Ⅱ分位では定期給与や賞与といった世帯主の収入増加が、第Ⅳ分位では配偶者等の収入増加が名目可処分所得を押し上げたものの、物価上昇率には追いついていない。

一方、第Ⅰ分位及び第Ⅴ分位では世帯主及び配偶者等の収入増による名目可処分所得の増加が物価上昇の影響を打ち消す形となっている。最低賃金の引き上げに加え、女性の就業率上昇による世帯内の稼ぎ手の増加などの効果が特に表れた世帯といえる。ただし、低所得世帯については留意すべき点がある。まず、前述のように低所得世帯が直面する物価上昇は必需品の寄与が大きいと、他の消費を減らさざるを得ず、生活実感はより厳しいとみられる。加えて、例えば低所得世帯が比較的多い母子家庭（母親と 18 歳未満の子のみの世帯）に注目すると、2024 年の実質可処分所得は 2019 年比▲5.4%となっており、低所得世帯の中には物価高による影響をより大きく受けている世帯も少なくない。

高市首相は 2025 年 10 月 21 日夜の初閣議で、物価高対策を含めた経済対策の策定を指示した。実質可処分所得が特に減少した中所得層については、高齢勤労世帯を含む幅広い年齢層において物価高を上回る収入増が実現できるよう、生産性向上に資する質の高い投資の促進や、就労時間を含めて柔軟に働くことができる環境整備の視点が重要である。その上で、低所得世帯、中でも物価高による影響が大きい世帯に対して重点的な支援を行う必要があるだろう。

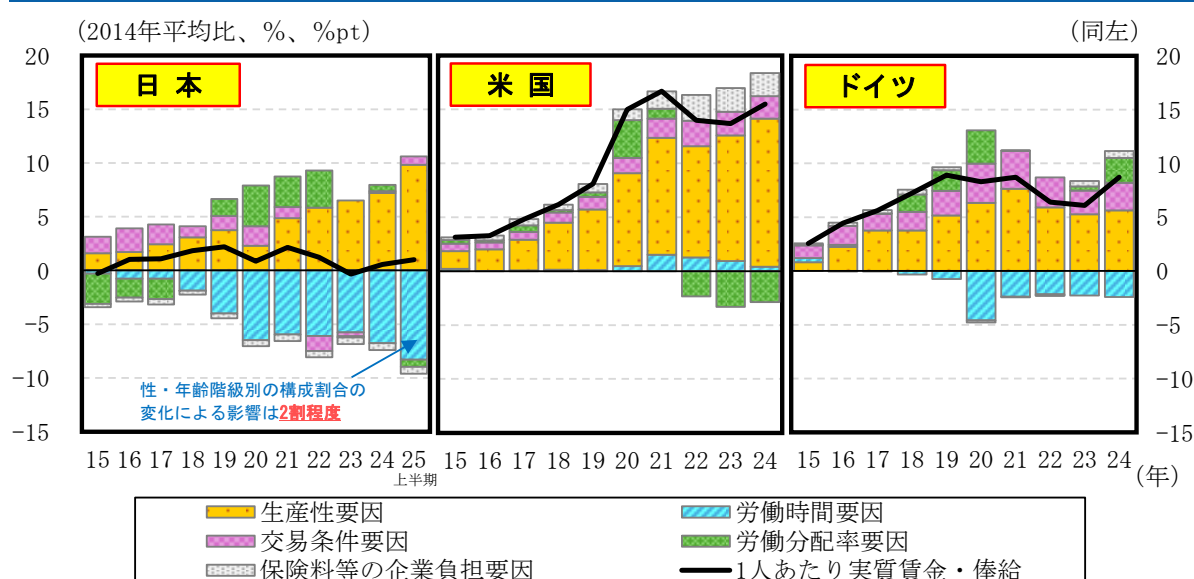
⁷ 2019 年から 2024 年にかけての世帯主の平均年齢の変化を年収五分位別に確認すると、第Ⅰ分位では▲0.9 歳、第Ⅱ分位では+0.9 歳、第Ⅲ分位では+1.3 歳、第Ⅳ分位では+0.3 歳、第Ⅴ分位では▲0.5 歳となっており、世帯主の高齢化は第Ⅲ分位で最も進んでいる。

2. 実質賃金に関する論点と引き上げへの政策的課題

石破茂前政権下では、実質賃金の低迷についてしばしば議論が行われた。前掲図表 2、3 で示したように、食料品を中心とした供給ショックもあって物価上昇率が名目賃金上昇率を上回り、家計の購買力を押し下げた。

実質賃金の中長期的な伸びが労働生産性に規定されることは、経済学的にも実証分野でも支持されている。日本の時間あたり労働生産性は 2014～24 年で年率+0.7%であり⁸、今後は食料品の価格上昇が落ち着く中で実質賃金の上昇基調が明確になっていくとみられる。

図表 5：日米独における実質賃金（1人あたり実質賃金・俸給）の推移と変動要因



直近10年間の実質賃金上昇率

(2014～24年の年率、%、%pt)

	実質賃金・俸給（1人あたり）					
		生産性 要因	労働時間 要因	交易条件 要因	労働分配率 要因	保険料等の 企業負担要因
日本	0.1	0.7	▲ 0.7	0.0	0.1	▲ 0.1
米国	1.5	1.4	0.0	0.2	▲ 0.3	0.2
ドイツ	0.9	0.6	▲ 0.2	0.3	0.2	0.1
日本 - 米国	▲ 1.5	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.2	0.3	▲ 0.3

(注 1) 対数階差による要因分解。「生産性要因」は雇用者の生み出す付加価値に着目した労働生産性で、時間あたり実質 GDP（除く持家の帰属家賃・混合所得、米独はこれらに相当する項目で一部調整）。「交易条件要因」は GDP デフレーターと個人消費デフレーター乖離分、「労働分配率要因」は GDP（除く持家の帰属家賃・混合所得）に対する雇用者報酬の割合の変動分。「保険料等の企業負担要因」は雇用者報酬と賃金・俸給の乖離分（＝雇主の社会負担）で主に社会保険料が該当（米国では私的年金・保険への拠出額が大きい）。

(注 2) 上図の日本の「25 年上半期」は四半期別 GDP 速報（内閣府）や労働力調査（総務省）、毎月勤労統計調査（厚生労働省）のデータから前年同期比で算出。図表中に書き込んだ「性・年齢階級別の構成割合の変化による影響」は労働力調査から試算。

(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省、BEA、BLS、FSO、OECD、Haver Analytics より大和総研作成

⁸ 雇用者の生み出す付加価値に着目した労働生産性で、実質 GDP（除く持家の帰属家賃・混合所得）を雇用者の総労働時間で除したもの。

もつとも、実質賃金は生産性以外にも様々な要因で変動する。そこで 1 人あたり実質賃金・俸給の変動を、①生産性要因、②労働時間要因、③交易条件要因、④労働分配率要因、⑤保険料等の企業負担（GDP 統計上の雇主の社会負担）要因、の 5 つに整理し、米国やドイツと比較したのが**図表 5**だ。

日本の 1 人あたり実質賃金・俸給は 2014～24 年で年率+0.1%にとどまり、米国（同+1.5%）やドイツ（同+0.9%）のそれを大幅に下回った。5 つの要因のうち、とりわけ影響を及ぼしたのが①と②である。①による押し上げ幅はドイツを小幅に上回ったが、米国の半分程度にとどまった。②による押し下げは日本で顕著であり、①の押し上げを相殺する規模となった。

前述のように日本では女性や高齢者の労働参加が進んだが（**前掲図表 2 左**の「雇用率要因」）、その多くは労働時間が比較的短かったため、雇用者 1 人あたりの平均労働時間は押し下げられた。ただし、その寄与度は押し下げ幅全体の 2 割程度と試算され、残りは男性などの幅広い雇用者の労働時間が減少した影響である。

追加就労希望が全て実現すると 1 人あたり労働時間は 3.6%増加

そこで、近年の 1 人あたり労働時間の推移を要因分解したのが**図表 6 左**である。特に働き方改革関連法⁹が段階的に施行された 2019 年度以降、月間労働時間が 201 時間以上の雇用者割合が低下し、同 121～160 時間が上昇したことで、1 人あたり労働時間が減少した¹⁰。企業は一部の長時間労働者だけでなく、長時間労働を行いかねない働き方をしている「予備軍」をも減らせるよう、業務プロセスの見直しなどに取り組んだようだ。

月 121～160 時間の雇用者割合は性別にかかわらず上昇したが、男性で顕著だった。家事や育児などとの両立のため、時短勤務を含む柔軟な働き方が広がったとみられる。働き方改革関連法が、従業員による年 5 日の年次有給休暇（年休）の取得を企業に義務付けたことも関係ありそうだ¹¹。

こうした 1 人あたり労働時間の減少は「働き方改革の成果」という面で、前向きに評価されるものの、より長く働きたい労働者が一定数存在する点には注意を要する。働き方改革実現会議「働き方改革実行計画」（2017 年 3 月 28 日）などによると、働き方改革とは「働く人の視点に立」ち、「働く方一人ひとりが、より良い将来の展望を持ち得るようにする」ための取り組みと解釈されるからだ。

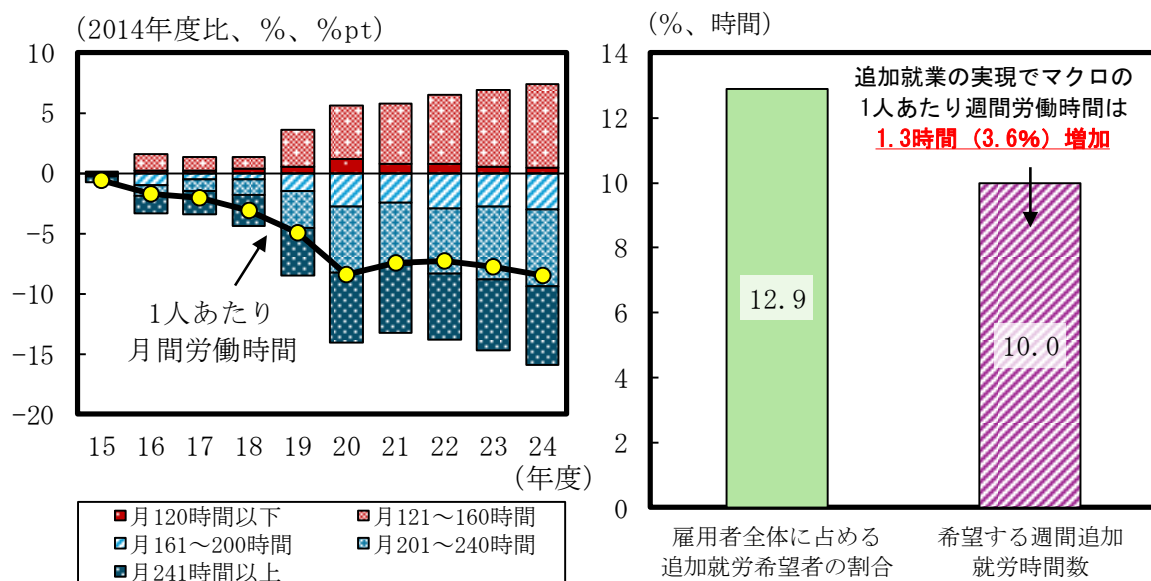
⁹ 正式名称は「働き方改革を推進するための関係法律の整備に関する法律」。

¹⁰ 働き方改革関連法は 2～6 カ月平均で 80 時間超、単月で 100 時間以上の残業に罰則を科しているため、月 241 時間以上の長時間労働（残業時間が月 81 時間以上に相当）はそのまま規制対象となる。月 201～240 時間の労働も多くの場合、月 45 時間以上の残業（年間で 6 カ月までに制限される）を伴うとみられ、業務の進捗次第では残業時間が月 80 時間を上回る（月間労働時間が 241 時間以上になる）恐れもあったと思われる。

¹¹ 実際、厚生労働省「就労条件総合調査」によると、2018 年（または 2017 年度）で 9.4 日だった年休の取得日数は直近の 2023 年（または 2022 年度）で 11.0 日へと増加した。

この点、リクルートワークス研究所「全国就業実態パネル調査2025〔データ集〕¹²」（2025年6月）によると、雇用者のうち仕事時間を「今より増やしたい」と回答した者（追加就労希望者）は12.9%に上る（図表6右）。また、増やしたい労働時間数は、追加就労希望者の1人あたり平均で10.0時間/週だった。仮にこうした追加就労が実現した場合、マクロ（雇用者全体）の1人あたり労働時間は1.3時間/週（3.6%）増加すると試算される。

図表6：1人あたり月間労働時間の推移と要因分解（左）、追加就労希望の実現による1人あたり労働時間の増加余地（右）



（注）左図は、2014年度比の1人あたり月間労働時間の変化を月間労働時間別の雇用者数割合の変化で分解。右図はリクルートワークス研究所「全国就業実態パネル調査2025〔データ集〕」（2025年6月）に基づく。「追加就労希望者」は、仕事時間を「今より増やしたい」と回答した者。「希望する週間追加就労時間数」は追加就労希望者1人あたりの平均値。

（出所）総務省統計、リクルートワークス研究所資料より大和総研作成

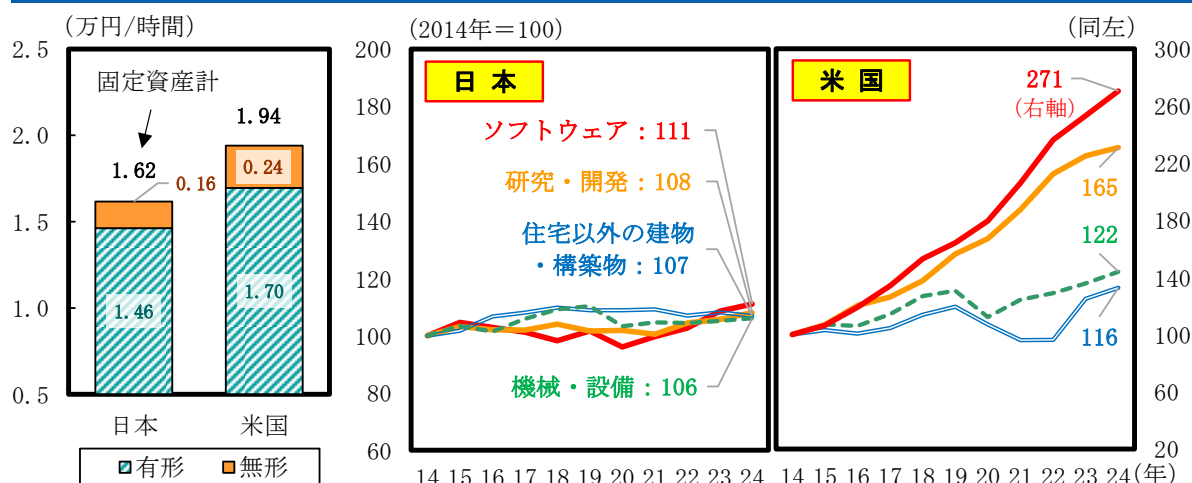
無形固定資産を中心に日本の資本蓄積は米国に大きく見劣り

他方、前述のように2014～24年における日本の時間あたり労働生産性による実質賃金の押し上げ幅は、米国のその半分程度にとどまった（前掲図表5）。労働生産性は全要素生産性（TFP）と資本装備率の影響を受けるが、とりわけ後者の影響が大きく、日本は米国に比べて資本蓄積が十分に進んでいない。

2024年における時間あたり資本装備率（＝住宅除く純固定資産÷総労働時間）を計算すると、米国が1.94万円/時間であるのに対し、日本は1.62万円/時間だった（米国の83%、図表7左）。内訳を見ると、日本の有形固定資産、無形固定資産の装備率はいずれも米国を下回る。ただし、有形固定資産では米国の86%、無形固定資産では同63%と、日米間の差は無形固定資産でとりわけ大きい。

¹² 有効回答数は56,218名、調査期間は2025年1月6日～1月31日。本稿で取り上げたデータは2024年12月時点における雇用者が対象。

図表7：日米の時間あたり資本装備率（2024年、左）と主な形態別総固定資本形成の推移（右）



（注）左図は、住宅除く純固定資産を総労働時間で除して算出。「無形」は「研究・開発」「鉱物探査・評価」「コンピュータソフトウェア」「娯楽作品原本」の合計。2024年分が未公表のデータは、関連統計により延伸。米国のデータはPPP（購買力平価）により円換算。

（出所）内閣府、厚生労働省、総務省、BEA、BLS、Haver Analytics より大和総研作成

こうした状況は、日本の国内投資が米国に比べて停滞してきたことの裏返しでもある。2014～24年における主な形態別総固定資本形成の推移を日米で比較すると、全ての形態で米国の伸び率の方が高い（図表7右）。日米間で特に差が大きいのは無形固定資産にあたるソフトウェアや研究・開発で、日本ではいずれも直近10年で10%前後の増加にとどまった一方、米国ではソフトウェアが約2.7倍、研究・開発が約1.7倍へと大幅に増加した。

無形固定資産への投資拡大はTFPの上昇にもつながるとみられ、有形固定資産への投資にも増して重要だ。当社の「第219回日本経済予測（改訂版）」（2023年12月8日）では、日本に比べて米国で無形固定資産への投資が盛んであることに着目し、仮に日本の投資全体に占める無形固定資産向けの比率が、米国並みへと上昇した場合、潜在GDPが7.1兆円増加すると試算している。

3. 高市・自維連立政権の経済政策の課題

冒頭で述べたように、高市・自維連立政権は今後、連立政権合意書に記載された12分野にわたる各種政策を検討・実施する見込みである¹³。また、物価高対策を含む経済対策を取りまとめる方針だ。

これまでの分析を踏まえ、「物価高対策」「低所得世帯などへの対応」「実質賃金の引き上げ（労働生産性・労働時間・交易条件・労働分配率・保険料等の企業負担）」の観点から、連立政権合意書に盛り込まれた主な政策と、高市首相が自民党総裁選時に掲げた政策を整理したのが図表8である。

¹³ <https://o-ishin.jp/news/2025/images/624de5f22900f6e88e892abb49d3fc70ef3cac92.pdf>

図表 8：自維連立政権合意書に盛り込まれた政策と高市首相が自民党総裁選時に掲げた政策

		自維 連立政権合意書に 盛り込まれた主な政策	高市首相が自民党総裁選時 に掲げた主な政策
物価高対策		ガソリン税 の暫定税率廃止、 電気・ガス代 の補助	ガソリン税に加え 軽油引取税 の暫定税率も廃止
		インフレ に応じて 基礎控除等を見直す制度 の設計	「 年収の壁 」引き上げ
		飲食料品の 消費税を2年間ゼロ を検討（1人あたり2万円（子供などには同4万円）の現金給付は行わない）	地方自治体向け 重点支援地方交付金 を拡充
低所得世帯などへの対応		給付付き税額控除 の導入	左記に加え 生活困窮世帯 などへの支援を拡充
実 質 賃 金 の 引 き 上 げ	労働生産性	責任ある積極財政に基づく 効果的な官民の投資拡大 を推進	大胆な「 危機管理投資 」と「 成長投資 」で強い経済を実現（左記も総裁選の公約に記載）
	労働時間	「 高齢者 」の 定義見直し により年齢に関わらず就労継続可能な社会を実現	健康維持と従業員の選択を前提とした 労働時間規制の緩和 、介護・育児などによる離職の抑制
	交易条件	原発再稼働 、次世代革新炉及び核融合炉の開発加速、国産海洋資源の開発推進など	左記に加え ペロブスカイト太陽発電 の普及などを支援
	労働分配率	診療報酬体系の抜本的見直し を通じた従事者の処遇改善	補正予算による 報酬改定の前倒し を通じた処遇改善
	保険料等の企業負担	社会保障改革を通じた現役世代の 社会保険料率引き下げ	「 攻めの予防医療 」（がん検査陽性者の精密検査等）の徹底で医療費の適性化と健康寿命の延伸を実現

（出所）自民党・日本維新の会ウェブサイト、報道等より大和総研作成

物価高対策は政策効果などを検証し、インフレ経済への移行も踏まえて適宜見直す必要

報道によると、高市首相は物価高対策としてガソリン税の（旧）暫定税率の速やかな廃止や、冬場の電気・ガス代の補助を経済対策に盛り込むとの考えを示した。地方自治体への重点支援地方交付金の拡充なども盛り込む。また、「年収の壁」引き上げへの意欲を示すとともに、所得税の基礎控除等を物価上昇に応じて増やす制度設計についても、連立政権合意書に基づいて2025年内を目途に取りまとめる。

7月の参議院選挙では、日本維新の会が食品（飲食料品）に対する消費税率を2年間ゼロ%にすることを公約に掲げたが、連立政権合意書では「法制化につき検討を行う」との表現にとどめた。一方、自民党などが公約に掲げた1人あたり2万円（子供と住民税非課税世帯の大人には同4万円）の現金給付については、これを行わないことが連立政権合意書に明記された。

前述のように、日本が現在直面しているのは供給ショックによる行き過ぎた物価上昇であり、政策対応を行う必要性は引き続き大きい。だが、エネルギー高対策は繰り返し実施され、国費は累計で12兆円を超えた。実施の判断基準が曖昧で、高所得者や好業績企業を含め全ての家計・企業が恩恵を受けるなど費用対効果は悪い。脱炭素の流れにも逆行する。連立政権合意書には「非効率な政府の在り方の見直しを通じた歳出改革を徹底する」と述べられているが、物価高対策についても政策効果や必要性を検証し、日本がインフレ経済に移行したことも踏まえて適宜見直すべきである。また、行き過ぎた物価上昇の主因である食料品の価格安定に向けた取り組みの強化も求められる。

給付付き税額控除の導入で低所得者対策の強化・適性化を

低所得層の税・社会保険料の負担を軽減する「給付付き税額控除」について、高市・自維連立政権は早急に制度設計を進める方針である。当社の「[第226回日本経済予測（改訂版）](#)」（2025年9月8日）で指摘したように、日本の格差は米国のような「富裕層の富裕化」ではな

く、「貧困層の貧困化」が特徴である。2 人の子どもがいる共働き世帯をモデル世帯として国際比較すると、日本は低所得層に対する再分配機能が弱い。

これまでの低所得者対策は、住民税非課税世帯を基準にするケースが目立った。住民税非課税世帯の約 75%は 65 歳以上で（厚生労働省「国民生活基礎調査」、2024 年）、その多くは年金受給世帯とみられる。公的年金は原則として物価スライドされるため、物価高による年金生活者への影響は抑えられている。高水準の金融資産を保有する世帯も少なくない。一方、納税している低所得の勤労世帯などは給付の対象外だ。給付付き税額控除の導入には数年単位の時間が必要とみられるが、これを機に「原始的な低所得者対策」からの脱却が望まれる。

実質賃金上昇率と経済成長率の引き上げには設備投資の拡大がカギ

図表 8 で示した実質賃金引き上げの 5 つの項目に関連する政策に目を向けると、労働生産性の面では、高市首相がこれまで示してきた考えが全面的に反映されている。前出の高市政権の基本方針でも、「危機管理投資」で日本経済の強さを取り戻すための成長戦略を始動させ、軌道に乗せることなどが述べられた。社会的課題の解決を官民連携によって進め、新たな経済成長につなげるという考え方は、岸田文雄政権が推進した「新しい資本主義」と通底する¹⁴。

実質賃金上昇率や経済成長率の引き上げは、設備投資の拡大がカギを握るとみられる（**前掲図表 7**）。この点、「賃上げと設備投資の好循環」（賃上げの継続で資本の相対価格が低下して設備投資を促進し、それが生産性や実質賃金を引き上げるという循環）の実現が重要だ。また、こうした好循環を加速させるためにも、GX・DX などにおける民間の経済主体から見て予見可能性の高い長期計画の策定、科学技術・イノベーションへの支援強化、産官学連携や大企業・スタートアップの協業などによるオープンイノベーションの推進などに取り組む必要がある。

自由貿易を推進し、オープンな国を目指すことも生産性向上には重要だ。トランプ米政権が方針を転換した中、日本は外需や外国資本・人材を積極的に取り込む必要がある。包括的・先進的 TPP 協定（CPTPP）の拡大や他の貿易協定との連携などを推進するとともに、価値観を共有する友好国間でのサプライチェーンの構築（friend-shoring）、海外の販路やサプライヤーの開拓による輸出入先の多角化支援、貿易手続きや各種制度のデジタル化・簡素化などによる事業環境の改善、海外企業と国内の大学・企業との連携の支援強化なども重要である。

社会保障改革による現役世代の保険料引き下げには大規模な取り組みが必要

労働時間の面では、年齢にかかわらず働き続けることが可能な社会を実現するための「高齢者」の定義見直しが連立政権合意書に盛り込まれた。一方、高市首相は健康維持と従業員の選択を前提とした労働時間規制の緩和を自民党総裁選で掲げていた。当社の「[第 225 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2025 年 6 月 9 日）で示したように、健康が増進する中で意欲と能力のある 60

¹⁴ 詳しくは、当社の「[日本経済見通し：2022 年 6 月](#)」を参照。

歳以上の高年齢者の就労が継続し、正規雇用化などで労働時間も増加すれば、潜在 GDP を 2040 年度で 4.8%程度押し上げると試算される。高年齢者の就労継続は、実質賃金を引き上げるだけでなく労働供給力の強化の観点からも重要だ。また、**前掲図表 6 右**で示したように、追加就労希望の実現により 1 人あたり労働時間は 3.6%程度増加する可能性がある。

交易条件の面では、原発再稼働や次世代革新炉及び核融合炉の開発加速、国産海洋資源の開発推進などが挙げられている。労働分配率に関する政策は、診療報酬体系の抜本的見直しや、報酬改定の前倒しを通じた従事者の処遇改善が盛り込まれている。

保険料等の企業負担の面では、社会保障改革による現役世代の社会保険料の引き下げが連立政権合意書に盛り込まれた。一方、高市首相は自民党総裁選で「攻めの予防医療」（がん検査陽性者の精密検査・国民皆歯科健診の促進等）の徹底による医療費の適性化などを示していた。もともと、政府は 2010 年代から「社会保障・税一体改革」や「経済・財政一体改革」、「全世代型社会保障改革」を通じて継続的に社会保障改革に取り組んできた。当社の「[第 225 回日本経済予測（改訂版）](#)」で示したように、社会保険料は高齢化などを背景に長期的な上昇が見込まれる。これを引き下げるには、従来の延長線上にない大規模な取り組みが必要で、今後はその実効性が問われるだろう。

図表 9：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	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)	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 過去とは異なる政府閉鎖

政府閉鎖による悪影響は従来よりも長期化する恐れ

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

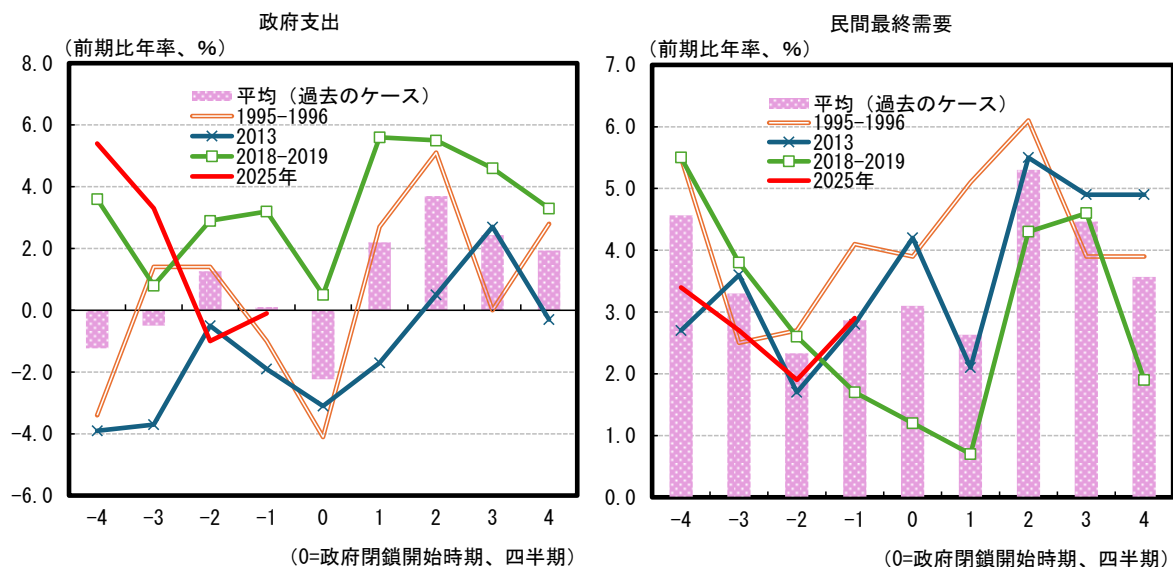
- 米国では、2026 財政年度が開始する 10 月 1 日までに、裁量的支出に関する本予算や、一時的な支出を手当てするつなぎ予算が成立しなかったことで資金不足が生じ、防衛等の必要不可欠な機能を除いて連邦政府は閉鎖することとなった。予算が未成立となっている主因として、2025 年末に失効予定の医療保険（オバマケア）の補助金延長をめぐり共和党と民主党の意見の隔たりが大きいことがある。政府閉鎖が長期戦の様相を呈する中で、注目されるのは景気への影響だ。政府閉鎖が長引いた過去のケースに注目すると、景気への悪影響は政府支出で顕在化するものの一時的なものであり、民間最終需要といったその他の内需項目への影響は限定的と考えられる。
- 他方で、今般の政府閉鎖では、過去のケースに比べて景気への悪影響が拡大する恐れがある。トランプ第二次政権は政府閉鎖を契機にインフラプロジェクトの資金凍結を恒久化し、一時帰休となっている連邦政府職員の遡及的な給与の支払いを保証せず、リストラも実施するといった政府効率化を進めている。つまり、今般の政府閉鎖は、単に連邦政府の機能が一時的に停止するという事態を指すだけではなく、政府支出の抑制政策の延長線上にあるといえよう。こうした政府閉鎖を契機とした政府支出の抑制政策は、たとえつなぎ予算で一時的に政府閉鎖が解消しても、2026 財政年度予算が成立するまでは繰り返される可能性がある。そして、その度に政府支出や個人消費・設備投資、ひいては米国経済全体に下押し圧力がかけられ得るといえよう。
- なお、政府閉鎖によって、ほとんどの経済指標の公表が停止されており、景気の良し悪しが判断しにくくなっている。民間データ等を基に、大和総研が作成した米国週次景気指数によれば、9 月末までは堅調さを維持していたことが示唆される。しかし、景気指数の構成データの一つであるクレジットカードデータ等による消費動向は 10 月第 1 週に落ち込んでおり、政府閉鎖の影響が個人消費の弱含みという形で出始めた可能性がある。景気の下振れリスクが高まる中で、10 月末の次回 FOMC では 0.25%pt の利下げが見込まれる。他方で、12 月の FOMC 以降の金融政策運営に関しては不透明な状況が続きやすい。当面は利下げに対する過度な楽観も悲観も禁物だろう。

政府閉鎖による悪影響は従来よりも長期化する恐れ

米国では、2026 財政年度が開始する 10 月 1 日までに、裁量的支出に関する本予算、そして、一時的な支出を手当てするつなぎ予算が成立しなかったことで資金不足が生じ、防衛等の必要不可欠な機能を除いて連邦政府は閉鎖することとなった。予算が未成立となっている主因として、2025 年末に失効予定の医療保険（オバマケア）の補助金延長をめぐり共和党と民主党の意見の隔たりが大きいことがある。トランプ政権を含む共和党は、つなぎ予算を成立させたうえで補助金延長の可否を議論しようとしている一方で、民主党は予算成立の前提として補助金の延長に関する合意が不可欠との姿勢を維持している。なお、10 月 20 日までに既に 11 回ほどつなぎ予算案が上院で否決されている。

政府閉鎖が長期戦の様相を呈する中で、注目されるのは景気への影響だ。政府閉鎖が長引いた過去のケース（1996 年、2013 年、2018 年-2019 年）に注目すると、政府閉鎖を含む四半期の政府支出は落ち込む傾向がある（図表 1 左図）。他方で、政府閉鎖が概ね解決した翌四半期には政府支出の反動増が生じている。続いて、米国経済の自律的な成長を示す、民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）に関しては、過去のケースにおいて政府閉鎖前後で明確なトレンドの変化は見られなかった（図表 1 右図）。つまり、従来通りの政府閉鎖を想定すれば、景気への悪影響は政府支出で顕在化するものの一時的なものであり、民間最終需要といったその他の内需項目への影響は限定的と考えられる。

図表 1 主な政府閉鎖前後の政府支出、民間最終需要



(注) 政府支出、民間最終需要ともに実質ベース。

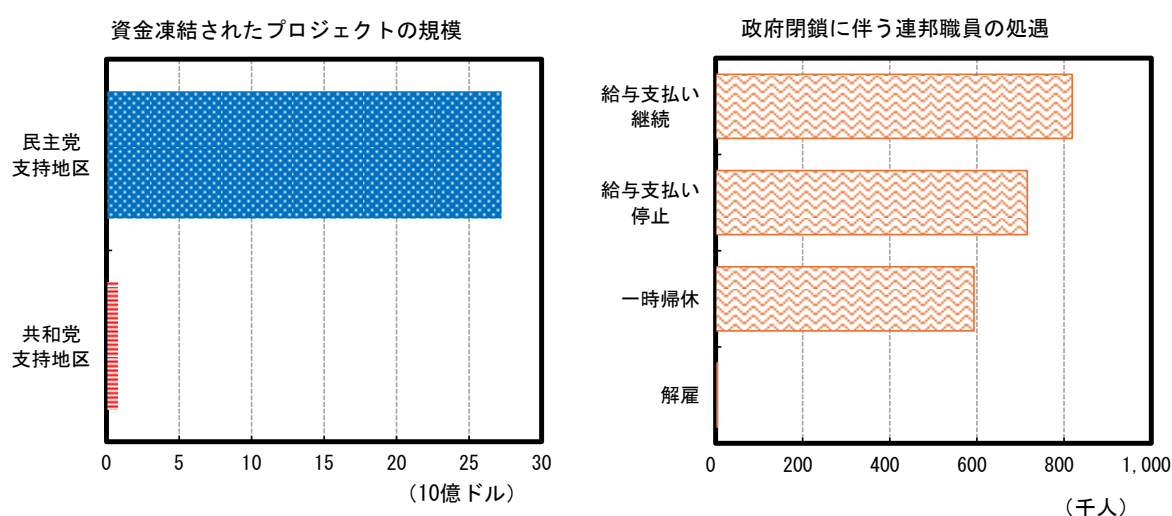
(出所) BEA、Haver Analytics より大和総研作成

他方で、今般の政府閉鎖では、過去のケースに比べて景気への悪影響が拡大する恐れがある。例えば、政府支出に関連して、インフラ関連プロジェクトへの資金が凍結された。The New York Times によれば、政府閉鎖後に公表されたインフラ関連プロジェクトへの資金凍結が約 280 億ドルに達し、凍結されたプロジェクトの大半が民主党支持の多い選挙区でのものとなっ

ている（図表 2 左図）。トランプ大統領は、政府閉鎖に関するインタビューで、民主党が望んでいたプロジェクトを恒久的に停止するだろうと述べている。政府閉鎖が終了したとしてもこうしたプロジェクトへの資金拠出は再開されず、政府支出や関連した設備投資が抑制され続ける可能性がある。

また、連邦政府職員の一時帰休（雇用契約は継続したまま、一時的に休業）による景気への悪影響も、過去に比べて拡大する可能性がある。The New York Times は今回の政府閉鎖でおよそ 60 万人の職員が一時帰休となり、70 万人程度の職員が給与支払いが停止したままで業務を継続していると指摘している（図表 2 右図）。これは 2025 年 8 月の就業者数全体の約 0.8% が給与を得られないことを意味し、2018-2019 年政府閉鎖時の約 0.5% よりも影響は大きい¹⁵。

図表 2 資金凍結されたプロジェクトの規模、政府閉鎖に伴う連邦職員の処遇



（注）左図の地区は下院選挙区分に基づいて算出。右図は給与支払い継続、停止はともに業務は継続。

（出所）The New York Times より大和総研作成

従来通りであれば、連邦政府は給与支払い停止や一時帰休の職員に対して遡及的に給与を支払うことを義務付けられており、職員の所得減は一時的なものにとどまる。しかし、トランプ大統領は一時帰休の職員に対して遡及的な給与の支払いを保証しない可能性を示唆している。加えて、トランプ政権はこうした政府閉鎖を機に職員の人員削減も進めており、The New York Times によれば、これまでに 4,000 人程度の解雇が公表された。こうした政府閉鎖を契機とした職員の給与支払い停止や解雇が続けば、家計の所得、ひいては、個人消費に下押し圧力がかかる恐れがあるだろう。

以上のように今般の政府閉鎖は、単に連邦政府の機能が一時的に停止するという事態を指すだけではない。それは同時に、トランプ第二次政権発足以降、「政府の効率化」という名目のもとで進められてきた政府支出の抑制政策の延長線上にあるといえよう。こうした政府閉鎖を契機とした政府支出の抑制政策は、たとえつなぎ予算で一時的に政府閉鎖が解消しても、2026 財政年度予算が成立するまでは繰り返される可能性がある。そして、その度に政府支出や個人

¹⁵ 橋本政彦「[米国経済見通し 政府閉鎖で高まるリスク](#)」（大和総研レポート、2019 年 1 月 23 日）

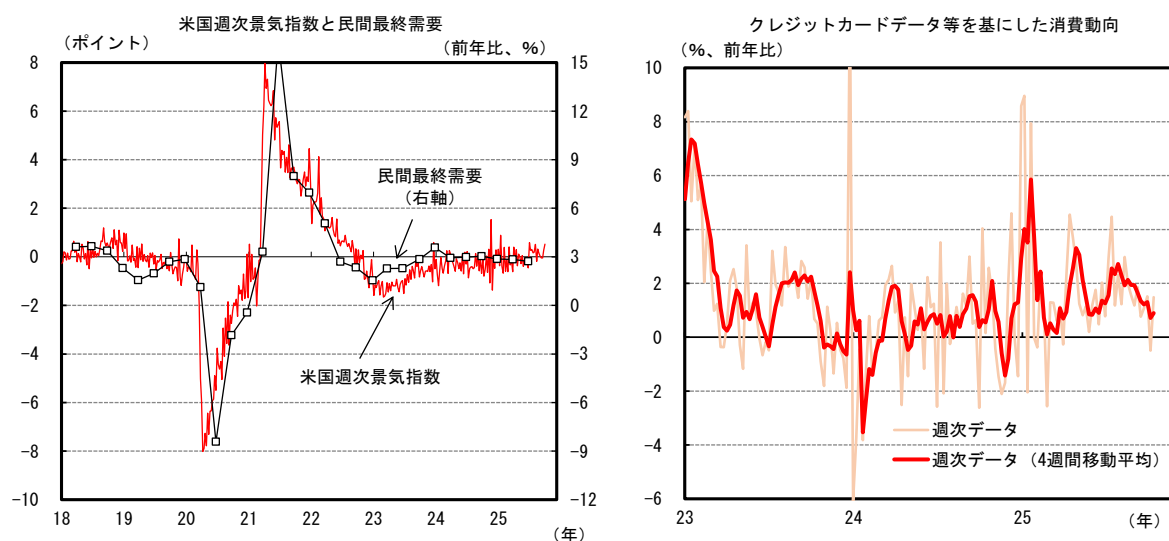
消費・設備投資、ひいては米国経済全体に下押し圧力がかかり得るといえよう。

景気全体は9月までは底堅いが、10月に入り個人消費は下振れの兆し

政府閉鎖の弊害は、景気に悪影響を与えるだけでなく、経済指標の公表停止によって、景気動向の把握が遅れることにある。では、足元の米国経済に変化は見られるのだろうか。政府閉鎖後も公表されている民間等が公表する高頻度データをもとに作成した「米国週次景気指数」（以下、景気指数）を見ると、2025年7-9月期は底堅く推移しており、公的統計の公表が延期されている9月分についても落ち込みは見られない（図表3左図）。景気指数は、米国経済の自律的な成長を示す民間最終需要（前年比）との連動性が高く、7-9月期の民間最終需要が堅調に推移したことを示唆している。

もっとも、景気指数の構成データの一つであるクレジットカードデータ等を基にした消費動向を確認すると、10月第1週に前年比▲0.5%と、週ベースでは2025年3月以来のマイナスに転じた（図表3右図）。先述の政府閉鎖の影響が個人消費の弱含みという形で出始めた可能性がある。なお、10月第2週は前年比でプラスに転じたが、均してみれば減速傾向にあることに変わりはなく、下振れリスクへの警戒感は強まっている。

図表3 米国週次景気指数と民間最終需要、クレジットカードデータ等を基にした消費動向



(注) 左図の米国週次景気指数は、レッドブック小売売上高指数、クレジットカード等消費データ、ASA Staffing Index、粗鋼生産の設備稼働率、レッドフィン住宅販売、石油製品供給量、源泉徴収税、貨物輸送量、新規失業保険申請件数より作成。新規失業保険申請件数は州データを用いて計算したHaver Analyticsによる推計値。レッドブック小売売上高指数を除き対数階差（前年差）を取り、各データを標準化したうえで主成分分析を実施した。

(出所) BEA、Redbook Research、Redfin、American Staffing Association、American Iron and Steel Institute、EIA、U.S. Treasury、AAR、DOL、Haver Analytics、Bloombergより大和総研作成

10 月 FOMC は 0.25%pt の利下げ実施を予想も、12 月 FOMC 以降は不透明

2025 年 5 月から 8 月までの雇用統計ベースの雇用者数が大幅に減速し、雇用環境の悪化リスクが高まっていることから 9 月の FOMC では利下げが実施された¹⁶。政府閉鎖による景気への悪影響が懸念される中、10 月 28 日・29 日に開催される FOMC で利下げが継続されるか否かが注目される。9 月の雇用統計は政府閉鎖により公表されていないが、雇用統計の民間部門雇用者数と連動する ADP 民間部門雇用者数は 9 月も前月差で減少しており、雇用環境の悪化傾向は続いていると考えられる。上述の個人消費の下振れの兆しも併せてみれば、10 月 FOMC での利下げ継続は妥当といえよう。

9 月の FOMC で公表された FOMC 参加者による FF 金利見通し（中央値、以下、ドットチャート）によれば、2025 年 10-12 月期に合計 0.50%pt、2026 年内に合計 0.25%pt の利下げが見込まれている。9 月の FOMC 後の記者会見で、パウエル FRB 議長は大幅な利下げに対して慎重な姿勢を見せており、直近の講演会でもこうした姿勢に大きな変化はなかった。10 月の FOMC においても、大幅利下げではなく、0.25%pt の利下げが想定されよう。

10 月の FOMC で 0.25%pt の利下げを実施する場合、9 月のドットチャートに基づけば、12 月の FOMC でも 0.25%pt の利下げが見込まれる。ただし、12 月を含めた先行きの FOMC の利下げペースに関しては、不透明感が強い。ウォラー FRB 理事が直近の講演会で指摘したように、7-9 月期までの米国経済は悪化する雇用環境と、底堅い景気という矛盾が見られていた。前回の米国経済見通し¹⁷で指摘したように、雇用環境の悪化による影響を受けやすい低所得層は消費が抑制されやすい一方で、高賃金業種の底堅い労働所得や株価上昇などの資産所得に支えられて高所得層の消費は堅調さを維持するといった、家計の二分化がこうした矛盾の背景にあると考えられる。

ウォラー理事は、先行きの利下げペースを巡っては、こうした矛盾の解消度合いによって左右されると指摘している。例えば、政府閉鎖の悪影響が長期化する場合、景気全体の下振れリスクが強まることから、12 月の FOMC を含めた継続的な利下げが妥当と考えられる。FF 先物を見ると、市場は 2025 年 10-12 月期に 0.50%pt、2026 年内に 0.75%pt の利下げを織り込んでみるとみられ、景気の下振れリスクを意識しているといえる。

他方で、政府閉鎖が解消し、悪影響も一時的なものとなれば、景気全体の下振れリスクは抑制される。ウォラー理事は、上述の講演会において、景気が持ちこたえ、それに応じて雇用環境が回復に転じれば、9 月時点の FF 金利見通しに比べて緩やかな利下げペースとなる可能性があるとの見方を示した。そもそも雇用環境と景気の乖離や家計の二分化が示すように米国経済の基調が捉えにくくなっている中で、今般の政府閉鎖等によって不確実性が高まっており、経済指標の公表停止で、分析すらも難しくなっている。金融政策運営に関しても目先を除けば不透明な状況が続きやすく、当面は利下げに対する過度な楽観も悲観も禁物だろう。

¹⁶ 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）

¹⁷ 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）

雇用環境の悪化傾向は継続

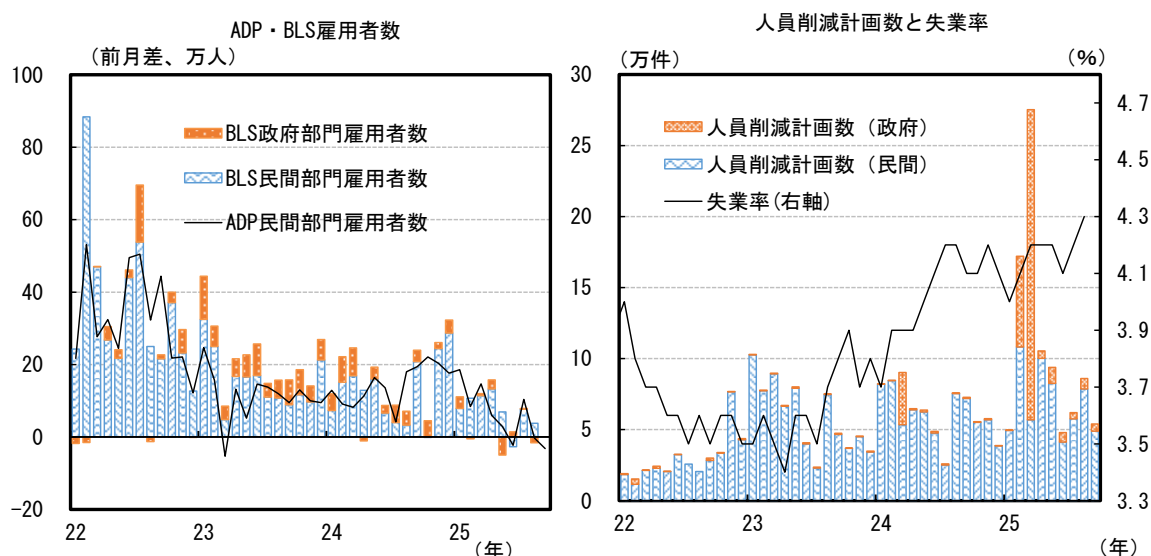
政府閉鎖により 2025 年 9 月分の米雇用統計の公表が遅延する中、ADP 民間部門雇用者数を基に雇用者数の動向を確認すると、9 月は前月差▲3.2 万人と 2 カ月連続でマイナスとなった。また、ADP 民間部門雇用者数の 3 カ月移動平均は、同+2.3 万人と 2 カ月連続で減速しており、BLS の民間部門雇用者数も減速傾向が継続していると想定される。

失業者数の動向について、政府閉鎖前までに公表されていた新規失業保険申請件数を確認すると、直近値（2025 年 9 月 14 日－9 月 20 日）は 21.8 万件と、前年同期と同程度となった。もっとも、直近の 3 カ月移動平均は 23.8 万件とやや高い水準となった。続いて、Challenger, Gray & Christmas 社調査による 2025 年 9 月の人員削減計画数を確認すると、5.4 万人と前月と比べて低水準となった。全体から政府部門を除いて計算した民間部門の人員削減計画数についても、4.9 万人と、2024 年平均の 6 万人程度を下回っている。続いて、労働需要に着目すると、2025 年 8 月の求人件数は前月差+1.9 万件と 3 カ月ぶりに増加した。ただし、直近の失業者数と比較した求人件数の比率は 2 カ月連続で 1.0 倍を下回っており、労働需給は緩和傾向にある。

足元の雇用環境をまとめると、雇用者数の減速が続き、労働需給も緩和していることから、雇用環境は引き続き悪化傾向といえる。他方で、レイオフ・解雇による失業者数は大きく増加していないことが想定され、新規雇用の抑制にとどまっていると考えられる。

雇用環境の先行きについて、既存の関税措置によって企業収益に下押し圧力がかかる中、米中間を中心に関税をめぐる不確実性が再び高まっていることは、企業の雇用スタンスを慎重にさせる恐れがある。7 月に成立したトランプ減税 2.0 や、9 月に再開した FRB による利下げが、雇用環境を下支えすることが期待される一方、効果が出るまでにタイムラグがあることが想定され、目先は雇用環境のさらなる下振れへの警戒が必要だろう。

図表 4 ADP・BLS 雇用者数、人員削減計画数と失業率



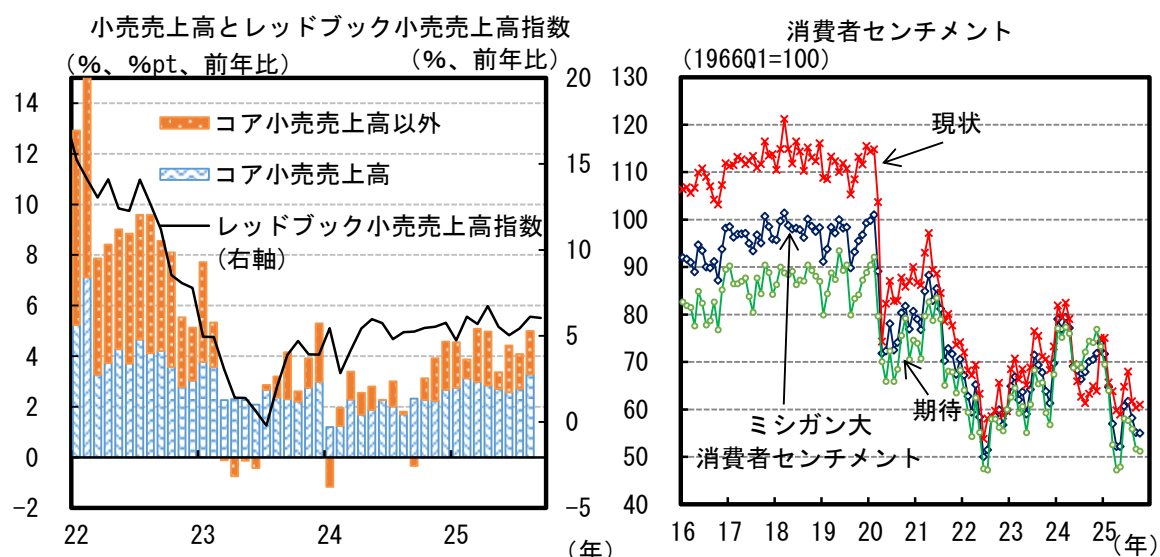
(出所) BLS、ADP、Challenger, Gray & Christmas、Haver Analytics より大和総研作成

個人消費関連データは底堅い結果も、消費者マインドは悪化

個人消費の動向について、2025年9月の小売売上高は政府閉鎖の影響で公表が遅延している。小売売上高と連動する傾向のある、総合小売店を調査対象としたレッドブック小売売上高指数を確認すると、9月は前年比+6.05%と、8月の同+6.12%と同程度の伸びとなった。2025年上半期平均の同+5.6%を上回っており、同指数は堅調に推移したといえる。もっとも、レッドブック小売売上高指数は名目値であり、関税等による物価上昇が数値を押し上げている可能性があるため、割り引いて見る必要がある。なお、前述の通り、クレジットカードデータ等を基にした消費動向に、下振れリスクが見られる点には注意を要する。

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10月（速報値）が前月差▲0.1ptと3カ月連続で悪化し、55.0と5カ月ぶりの低水準となった。内訳については、現状指数（同+0.6pt）は3カ月ぶりにプラスとなった一方、期待指数（同▲0.5pt）は4カ月連続で悪化した。ミシガン大は、物価高や雇用悪化への懸念が依然として消費者の懸念事項と指摘した。消費者のインフレ見通しである期待インフレ率を確認すると、1年先（同▲0.1%pt）は4.6%、5年先は前月から横ばいの3.7%と、いずれも高止まりしている。先行きについては、株高による資産効果が高所得層の消費を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意欲が抑制され、消費を下押しする恐れがある。

図表5 小売売上高とレッドブック小売売上高指数、消費者センチメント



(注) コア小売売上高は小売売上高（含む飲食サービス）から飲食サービス、建材・園芸、ガソリンスタンド、自動車ディーラーを除いたもの。積み上げ棒グラフはコア小売売上高、コア小売売上高以外の前年比寄与度。

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

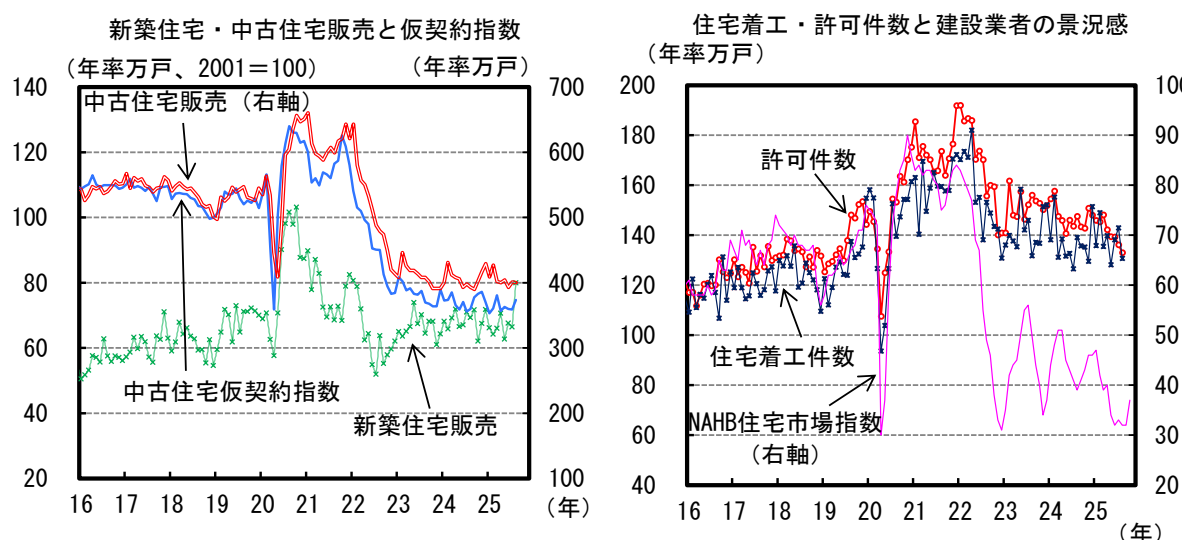
新築住宅販売は大幅増も、住宅需要の本格回復にはさらなる金利低下が必要

住宅需要に目を向けると、2025年8月の中古住宅販売（ condominium等含む）は前月比▲0.2%とマイナスに転じた。他方で、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+4.0%と3カ月ぶりにプラスとなった。また、新築住宅販売（戸建）に関して、8月は同+20.5%と大幅なプラスに転じた。新築住宅は在庫が豊富であり、中古住宅と比較した割高感が小さい状況が続いているため、販売件数が相対的に増加しやすかったとみられる。

直近の消費者マインドを確認すると、10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+5ptの38ptと改善した。内訳を確認すると、経済的不安定性の項目が悪化した一方で、価格と金利の項目が改善した。もっとも、消費者センチメントの水準は依然として低い。足元で雇用環境が悪化傾向にある中、住宅購入マインドは改善しにくいとみられる。また、住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）については、利下げ期待が強まる中で、8月以降は緩やかに低下してきたが、足元は6%前半で足踏みしている。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ものの、住宅購入回復の本格化には一段の金利低下が必要だろう。

住宅供給に関して、住宅建設業者のマインドを確認すると、NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数は2025年10月分が前月差+5ptの37と上昇した。もっともNAHBはコメントで、足元の金利低下は明るい兆候とする一方で、リフォーム事業や高級住宅市場等を除き、ほとんどの消費者は様子見姿勢を続けており、金利のさらなる低下を待っているとコメントした。また、供給サイドのコスト高は依然として課題と指摘した。先行きについて、根強いインフレ懸念を背景にFRBの利下げペースは緩やかなものにとどまるとみられ、住宅需要と同様に、住宅供給の本格回復にも時間を要するとみられる。

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



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

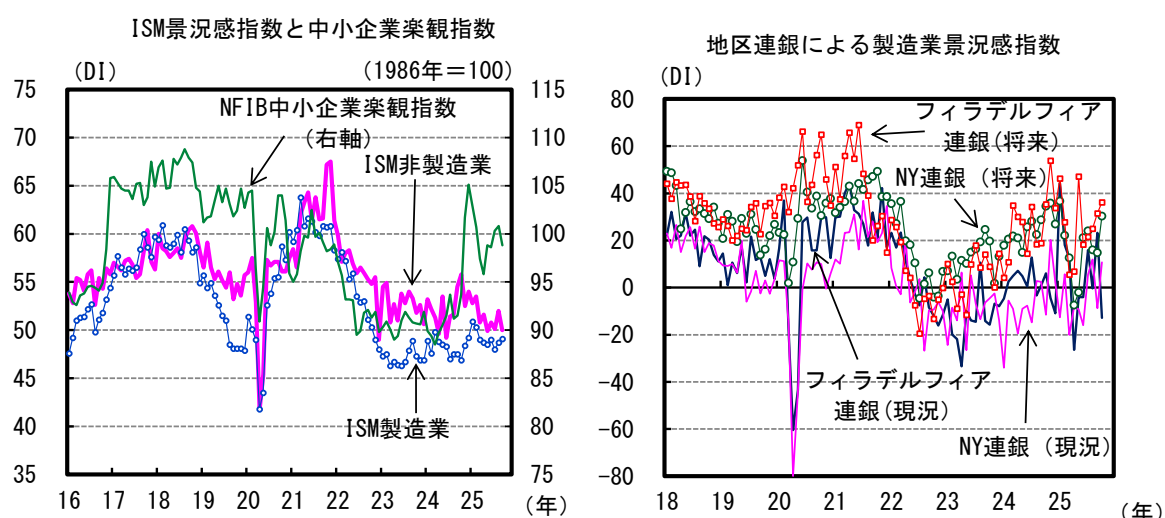
企業マインドは製造業で改善も、非製造業は悪化。関税コストが収益の重石

2025年9月のISM景況感指数は、製造業が前月差+0.4%ptと2カ月連続で改善し、49.1%となった。他方で非製造業については同▲2.0%ptと悪化し、50.0%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、新規受注指数と在庫指数が悪化した一方で、生産指数、雇用指数、入荷遅延指数が改善した。新規受注指数は48.9%と好不調の目安となる50%を再度下回った一方で、生産指数が51%と再び50%を上回った。非製造業に関しては、入荷遅延指数と雇用指数が改善した一方で、新規受注指数、事業活動指数が悪化した。なお、事業活動指数は49.9%と、2020年5月ぶりに50%を下回った。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関するネガティブなコメントが多い。具体的には、関税コストが収益を圧迫しており、価格上昇圧力が高まっている、または価格転嫁を実施しているとの見解が多い。また、需要が低調であるとの指摘も多い一方で、AI関連については好調とのコメントが見られた。

中小企業に関して、2025年9月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲2.0ptと3カ月ぶりに悪化し、水準は98.8となった。内訳を確認すると、「景況感の改善に対する期待」の悪化幅が大きかった。NFIBは、ほとんどの中小企業経営者は、経営は健全と評価しているものの、インフレ圧力の高まりや売上見通しの鈍化等への対応に迫られているとした。

2025年10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+19.4pt）、将来指数（同+15.5pt）ともに改善した。フィラデルフィア連銀については現況指数（同▲36.0pt）が大幅に悪化した一方で、将来指数（同+4.7pt）は4カ月連続で改善した。現況指数はまちまちである一方、将来指数についてはいずれも改善傾向にある。もっとも、ISMの企業コメントが示すように、既存の追加関税措置が企業収益を圧迫し続けていることに加え、米中間を中心に関税をめぐる不確実性が再び高まっていることから、企業マインドの継続的な回復は見込みにくい。

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

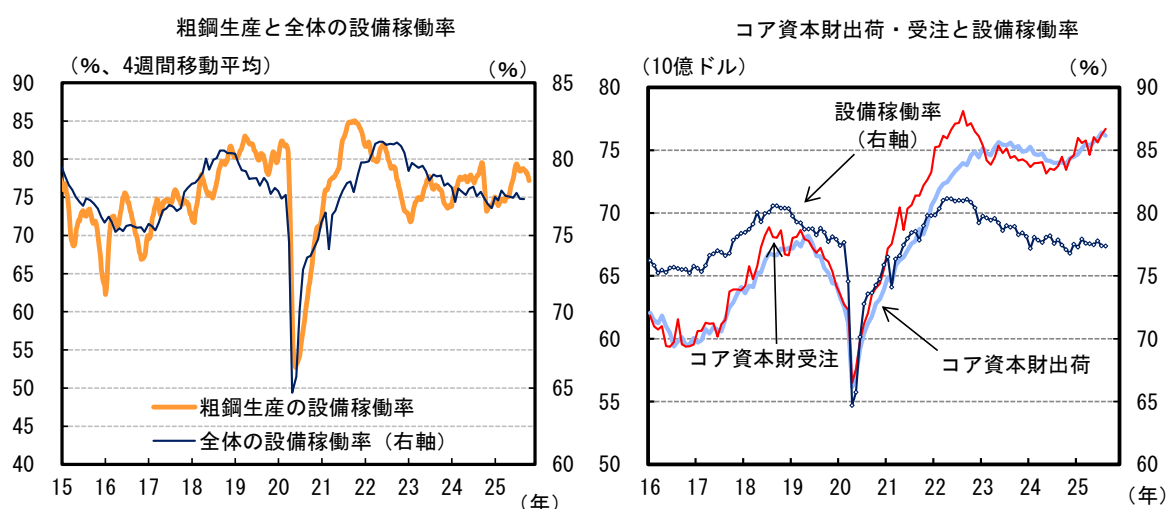
設備投資は慎重姿勢が続く見込み

企業の実体面に関して、FRB による鉱工業生産指数・設備稼働率は政府閉鎖の影響を受けて公表が遅延している。そこで、生産活動の現状を把握する代替指標として、製造業や建設業の基礎素材である粗鋼生産の週次の設備稼働率に注目すると、足元は2025年6月をピークに低下に転じており、直近の2025年9月から10年半ばについても低下傾向にある。なお、粗鋼生産の設備稼働率は全体の設備稼働率と緩やかに連動する。

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8月に前月比▲0.3%と4カ月ぶりにマイナスに転じた。他方で、先行指標であるコア資本財受注については同+0.6%と2カ月連続でプラスとなった。なお、図表8右図の通り、名目ベースではコア出荷・受注ともに回復傾向が続いているが、実質ベースでは横ばい圏で推移している。

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。ただし、前述のように既存の追加関税措置に伴うコスト高が企業収益の重石となっており、米中間を中心に追加関税措置を巡る不透明感は再び強まっている。景気を巡る不透明感が継続する中で、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8 粗鋼生産と全体の設備稼働率、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



(注) 左図の全体の設備稼働率は、鉱工業生産指数を基にした月次の設備稼働率。粗鋼生産の設備稼働率は週次ベースのデータ4週間移動平均にしたもの。

(出所) FRB、American Iron and Steel Institute、Census、Haver Analytics より大和総研作成

経済見通し

政府閉鎖によってほとんどの経済指標の公表が停止されている。他方で、前述の米国週次景気指数を見れば、9月までの景気は底堅く推移していたとみられる。こうした結果を踏まえ、2025年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.8%と、4-6月期から減速はするものの、堅調な伸びを維持すると見込む。2025年通年の実質GDP成長率に関しては、4-6月期、7-9月期の堅調さを踏まえて、前年比+1.9%へと上方修正した。

他方で、政府閉鎖が長期戦の様相を呈する中で、10-12月期は政府支出の落ち込みや、個人消費・設備投資の減速によって実質GDP成長率は前期比年率で1%弱までペースダウンすると予想する。現時点では、政府閉鎖によるこうした景気への悪影響が政府閉鎖が発生した当該四半期にとどまるとの前提の下で、2026年1-3月期には回復を見込んでいる。しかし、前述の通り悪影響が長期化した場合には2026年も政府支出を中心に下振れする可能性があるだろう。

金融政策に関しては、現時点で2025年10-12月期に0.50%pt、2026年内に0.50%ptの利下げを想定している。政府閉鎖による景気の下振れリスクがある中で、雇用環境の悪化が一段落するまではFOMC内でも利下げを選好しやすいと考えている。ただし、ウォラー理事が指摘しているように、政府閉鎖の影響が一時的にとどまることで、景気が持ちこたえ、それに応じて雇用環境が回復に転じれば、利下げペースは現時点の想定に比べて緩やかになることが想定される。

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	前年比、%		
	前期比年率、%												前年比、%		
国内総生産	0.8	3.6	3.3	1.9	-0.6	3.8	2.8	0.8	1.8	2.0	2.0	2.1			
＜前年同期比、%＞	2.9	3.1	2.8	2.4	2.0	2.1	2.0	1.7	2.3	1.9	1.6	2.0	2.8	1.9	1.9
個人消費	1.7	3.9	4.0	3.9	0.6	2.5	2.9	1.2	2.1	1.8	1.8	1.9	2.9	2.5	1.9
設備投資	1.5	2.5	3.5	-3.7	9.5	7.3	3.4	1.1	1.9	2.2	2.4	2.4	2.9	4.0	2.4
住宅投資	8.2	-2.0	-4.8	4.3	-1.0	-5.1	-3.2	0.8	1.3	1.4	1.8	1.9	3.2	-1.5	0.3
輸出	4.6	0.7	8.9	-0.9	0.2	-1.8	2.2	1.4	1.7	1.7	1.8	1.9	3.6	1.0	1.5
輸入	6.9	8.4	10.1	-0.2	38.0	-29.3	2.8	0.9	2.3	1.9	2.0	2.1	5.8	3.8	-0.4
政府支出	2.3	3.3	5.4	3.3	-1.0	-0.1	1.4	-0.9	2.0	1.8	1.7	1.5	3.8	1.3	1.1
国内最終需要	2.0	3.4	3.8	2.8	1.4	2.4	2.6	0.8	2.0	1.8	1.8	1.9	3.1	2.4	1.8
民間最終需要	2.0	3.4	3.4	2.7	1.9	2.9	2.8	1.1	2.1	1.8	1.9	2.0	3.0	2.6	2.0
鉱工業生産	-1.8	2.4	-0.6	-1.2	4.1	1.6	0.3	0.4	1.7	1.5	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	3.8	3.6	2.0	2.2	2.5	2.9	2.8	2.9
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	-204	-207	-208	-210	-212	-904	-988	-837
経常収支(10億ドル)	-261	-286	-326	-312	-440	-244	-261	-256	-257	-258	-258	-259	-1185	-1200	-1033
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	3.72	3.50	3.42	3.38	3.35	3.32	4.37	3.81	3.37
10年債利回り(%)	4.16	4.44	3.95	4.28	4.45	4.36	4.26	4.05	3.97	3.93	3.90	3.87	4.21	4.28	3.92

(注1) 網掛けは予想値。2025年10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

欧州経済 フランスの政治不安は一服

ただし予断は許されず、予算協議が次の焦点

橋本 政彦

[要約]

- 9 月にバイルー前首相が辞任して以降、状況が目まぐるしく変化したフランスの政局は、第 2 次ルコルニュ政権が左派・社会党の協力を得たことで不信任を回避し、ひとまず小康状態となった。
- ただし、社会党に協力を得るために年金改革の凍結を決定したことでフランスの財政再建は一層難しくなった。フランス国債の金利には財政悪化懸念による上昇圧力が強い状況が続くと見込まれ、これが景気回復の重しになる可能性が高い。
- また、政治不安はそれ自体がフランス企業や個人のマインドを悪化させ、経済にネガティブな影響を及ぼし得る。すでにフランスの PMI や消費者信頼感指数は、他のユーロ圏主要国よりも低くなっており、マインドの低迷を起点に景気が悪化する恐れがある。
- 政権の持続性を占う上では、今後、本格化する 2026 年予算の協議において、社会党の合意を得られるか否かが注目点となる。財政再建路線を維持する大統領支持会派と、緊縮財政を拒む社会党の合意形成は容易でないとみられ、先行きは楽観できない。
- 7-9 月期の英国の実質 GDP 成長率はプラス成長を維持する見込みだが、プラス幅は小幅に留まる可能性が高い。労働市場は緩やかな悪化傾向にあり、BOE は労働市場の悪化への懸念を強めつつある。ただし、インフレ率が目標を大きく上回る中、BOE は拙速な利下げに対する慎重姿勢を崩していない。また、11 月 26 日には秋季予算による増税が発表されると見込まれ、その影響を見極めるため、次回 11 月の政策委員会での利下げは見送られると見込まれる。

ユーロ圏経済

フランスの首相任命を巡る混乱は一段落

フランスの政治は 2024 年 6、7 月の総選挙以降、極めて不安定な状況が続いてきたが、2025 年 9 月以降、状況が目まぐるしく変化した。

9 月 8 日に行われた信任投票が否決されたことでバイルー前首相が辞任し、マクロン大統領はその後任として、自身の側近であるルコルニュ元国防相を指名した。しかし、ルコルニュ首相が 10 月 5 日に発表した新内閣の人事が、前バイルー政権からの再任者が多数を占めたことで野党からの強い批判を招き、ルコルニュ首相は人事を発表した翌日、就任から 1 ヶ月足らずで辞任を表明した。

マクロン大統領はルコルニュ首相の辞任の意向を了承したものの、48 時間の猶予を与え、ルコルニュ首相に野党との協力の可能性を再び模索することを指示した。その後、マクロン大統領はルコルニュ首相が辞意を表明した 4 日後の 10 月 10 日に、首相に再任するという異例の決断に至った。

再任されたルコルニュ首相は 10 月 12 日に新たな内閣人事案を発表した。第 1 次政権での野党からの批判を踏まえ、閣僚 34 名のうち、バイルー政権からの再任者は 12 人に留めたことに加え、これまで閣外協力してきた右派・共和党からも 6 名を閣僚として指名した。

また、大統領支持会派と共和党の議席だけでは議会の過半数に届かないことから、ルコルニュ政権は政策運営を円滑に進めるため、左派・社会党にも協力を要請した。社会党は政権に対し、マクロン大統領が 2023 年に成立させた年金改革（支給開始年齢の段階的引き上げ）の即時撤回などを求めており、これに対応すべく、ルコルニュ首相は 10 月 14 日の所信表明演説で、年金支給開始年齢の引き上げを 2027 年まで停止する方針を発表した。

年金改革の凍結を社会党は歓迎し、当面は不信任案を支持しない方針を表明した。10 月 13 日には、極左・不服従のフランス、および極右・国民連合がそれぞれ不信任案を提出し、16 日に採決されたが、社会党が支持に回らなかったことで、いずれも否決された。社会党の協力によってルコルニュ首相が再辞任に追い込まれる事態は回避され、9 月から続いていた政治を巡る混乱はひとまず小康状態にある。

財政健全化路線を維持することで、予算協議は難航する見通し

もともと、目先の政治的危機は回避したものの、政権の喫緊の課題である 2026 年予算を巡っては、政党間の駆け引きが続くことになる。

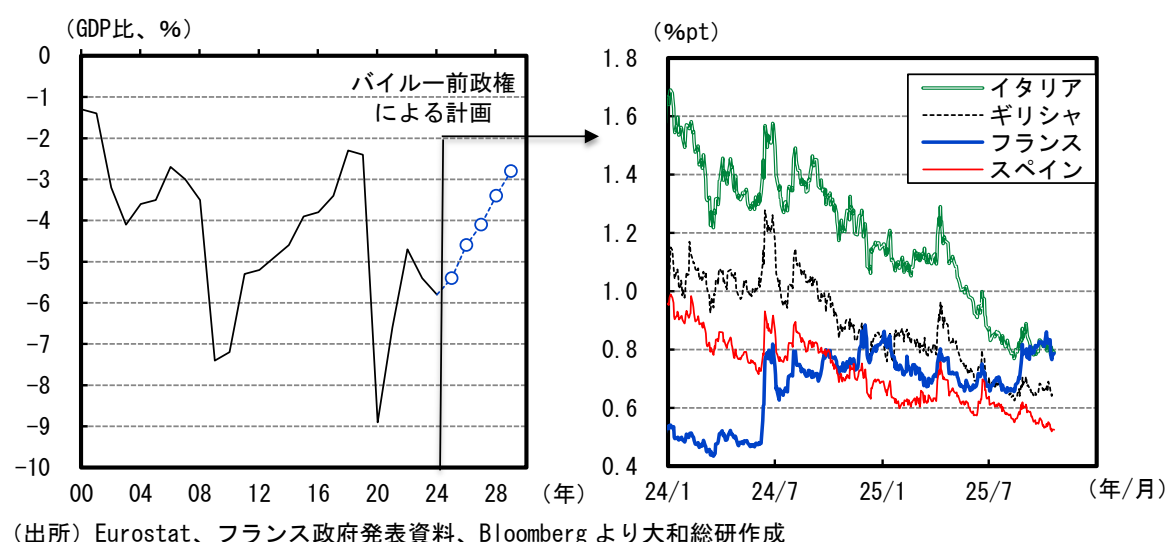
ルコルニュ首相は所信表明演説で年金改革の凍結を表明したが、これによって発生する 2026 年に 4 億ユーロ、2027 年に 18 億ユーロの財政負担を、財政赤字の拡大ではなく、増税、ないし歳出削減によって補填する必要があると主張した。2025 年の財政赤字対 GDP 比の目標は

5.4%とバイルー前政権の目標を据え置き、2026年はこれを5%未満まで引き下げると表明している。2026年の目標は前政権の4.6%から幾分修正された形だが、財政再建を目指す方針自体は前政権から変わっていない。

ルコルニュ首相は議会運営に関して、社会党の要請を受け入れる形で、議会採決を迂回する特別な立法手続きである憲法49条3項を利用しないことを約束した。このため、予算を成立させるためには、議会の過半数の同意が必要であり、社会党の協力が必須となる。だが、社会党は緊縮的な財政運営に反対しており、合意を得るのは容易ではないとみられる。一方、政権が社会党の意向を強く反映することになれば、左派との接近を危惧する右派・共和党からの批判が強まる可能性が高い。政権は左派・右派双方の微妙なバランスを取りつつ、予算協議を進めていかなければならない。

予算協議の難航が見込まれる中、その悪影響としてまず懸念されるのが、財政再建の遅れによる金利上昇圧力の高まりである。2024年の解散総選挙以降のハングパーラメントによって、そもそもフランスでは財政再建が進みづらい状況にあったが、今回、社会党からの協力を引き出すために年金改革を凍結したことで、財政再建は一層難しくなった。大手格付け会社のフィッチ・レーティングスは9月12日にフランス国債の格付けをAA-からA+へと引き下げたが、これに続いてS&P グローバルレーティングスも10月17日にAA-からA+へと格付けを引き下げている。財政悪化懸念それ自体に加えて、こうした格下げもフランス国債金利の上昇圧力になるとみられる。なお、ムーディーズ・レーティングスも現在Aa3とするフランス国債の格付けを10月24日に見直す予定である。

図表 1 フランスの財政収支（左）、ユーロ圏主要国の10年債金利対独スプレッド（右）



フランスとドイツの10年国債の金利スプレッドを見ると、10月前半のピークに比べて、足元では幾分縮小している。これは第2次ルコルニュ政権の成立と社会党の協力によって、首相の再辞任、再選挙によって極右・国民連合が与党になる可能性が低下したためと考えられる。

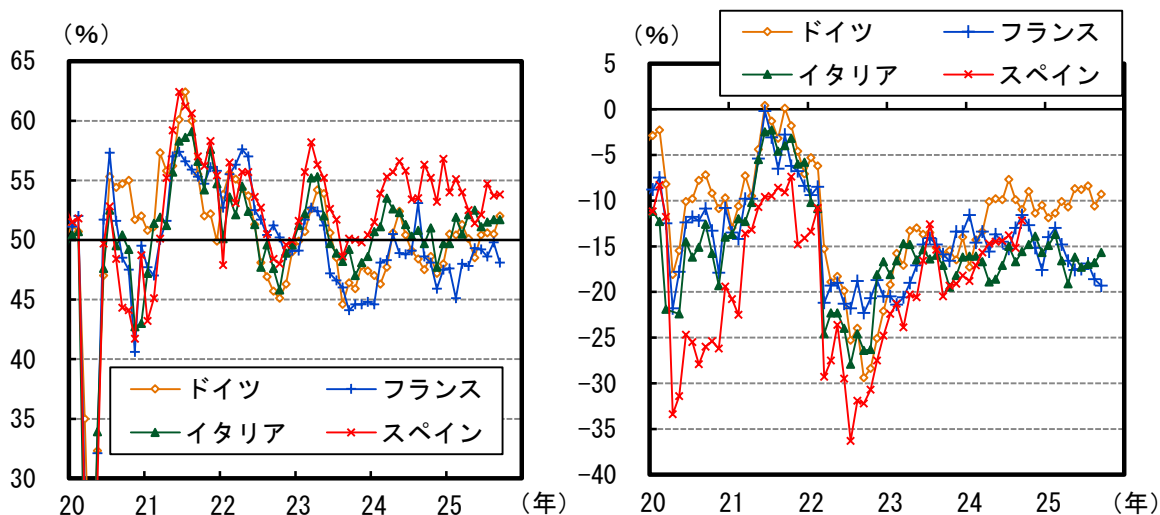
しかし、今後の協議次第で財政再建がさらに遅れる可能性があることに加え、最悪のシナリオとして、予算を巡る協議が失敗に終わり、解散総選挙が実施されるリスクも残る。長期金利の上昇リスクについては引き続き注意を払っていく必要がある。

さらに、こうした政治的に不安定な状況は、企業や家計のマインドの悪化を通じて景気を下押しする可能性が高い。実際、企業マインドに関して総合 PMI を見ると、フランスはユーロ圏主要4ヵ国（フランス、ドイツ、イタリア、スペイン）の中で最も低い状況が2024年後半から定着しており、最新の2025年9月時点では唯一、基準となる50%を下回っている。統計公表元であるS&P グローバルはフランスの総合 PMI の弱さに関して、度々、政治不安をその理由として指摘している。

消費者マインドについても同様の状況にあり、フランスの消費者信頼感指数は悪化傾向が続き、足元では主要国の中で最も水準が低い。政治不安だけが悪化の理由ではないとみられるものの、マクロン大統領の支持率の低下に歯止めが掛からないことを踏まえれば、少なからず消費者マインドにも悪影響を及ぼしていると考えられる。

第2次ルコルニュ政権の成立と不信任案の否決は、企業や家計のマインドに一定の安心感をもたらすと考えられる一方、大統領、および政権への不信感は払拭されておらず、マインドの劇的な改善に繋がるとも考え難い。マインドの低迷を起点に、フランス経済が悪化するリスクは着実に高まっている。政権の持続性を占う上では、今後、本格化する2026年予算の協議において、社会党の合意を得られるか否かが注目点となる。

図表 2 ユーロ圏主要国の総合 PMI (左)、ユーロ圏主要国の消費者信頼感指数 (右)



(注) 右図の消費者信頼感指数のうちスペインは2024年10月以降調査が一時停止されている。

(出所) S&P グローバル、欧州委員会より大和総研作成

8月の鉱工業生産は低下、対米輸出の減少が下押し

ユーロ圏経済の足元までの状況を見ていくと、8月の鉱工業生産指数は前月比▲1.2%と2ヵ月ぶりの低下に転じた。前月の上昇（同+0.5%）よりも大きく低下したことで、8月の水準は

2025 年 1 月以来の低さとなっており、鉱工業生産は弱含んでいる。

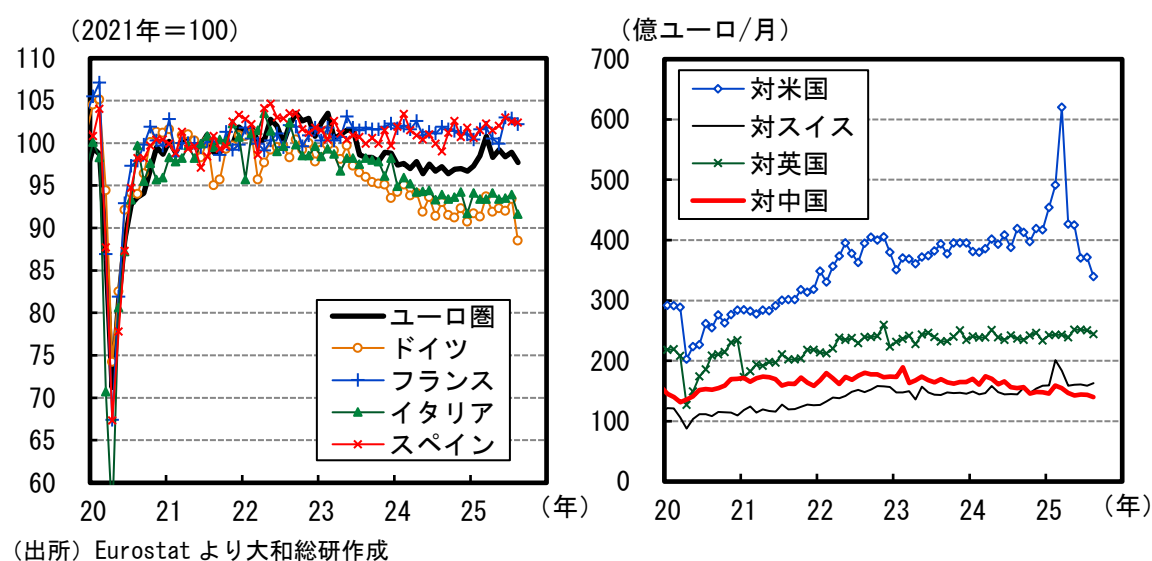
8 月の生産の内訳では、ドイツの生産が前月比▲5.2%と 2022 年 3 月以来の大幅な低下となったことがユーロ圏全体を押し下げた。ドイツの主要産業である自動車の生産が同▲18.5%と急減したことが下押し要因となったが、これに関してドイツ連邦統計局は、夏季休暇による工場の停止と、生産ラインの切り替えが影響したと説明している。

もともと、8 月の生産の減少はドイツに限ったものではない。イタリアは前月比▲2.4%と大きく低下したほか、フランスは同▲0.7%、スペインは同▲0.1%と低下しており、主要国の生産は総じて振るわない。

8 月の生産低迷の一因として、米国の関税率引き上げ前の駆け込み需要からの反動減による輸出停滞の影響が考えられる。8 月のユーロ圏の輸出金額は、前月比▲0.8%と 2 ヶ月ぶりの減少に転じたが、これは米国向けが同▲8.6%と大きく減少したことが主因である。米国向け輸出の内訳を見ると、機械・輸送用機械が同▲12.6%と大幅に減少したほか、素材（同▲4.1%）、飲食料品・たばこ（同▲8.1%）など幅広い品目で減少し、対米輸出金額全体では 2022 年 2 月以来の低水準まで落ち込んでいる。ユーロ圏の輸出金額の 7-8 月平均値は、対米輸出の落ち込みを主因に 4-6 月期平均を 2.0%下回っており、7-9 月期の GDP 統計では輸出が GDP の下押し要因となる可能性が高い。

一方、こうした反動減による米国向け輸出、および生産への下押し圧力は徐々に緩和していく可能性が高いことに加え、ドイツの自動車の落ち込みも一時的な要因が影響したと考えれば、短期的には鉱工業生産は持ち直しへと向かうと期待される。また、9 月に入ってようやくドイツの 2025 年予算が成立したこと、インフラ投資など拡張財政による押し上げ効果も 10-12 月期以降、徐々に発現していくと見込まれる。生産の先行きについては過度に悲観視する必要はないだろう。

図表 3 ユーロ圏主要国の鉱工業生産（左）、ユーロ圏の相手地域別輸出金額（右）



8月の実質小売売上高は小幅増加も、7-9月期は2年ぶりに減少する可能性

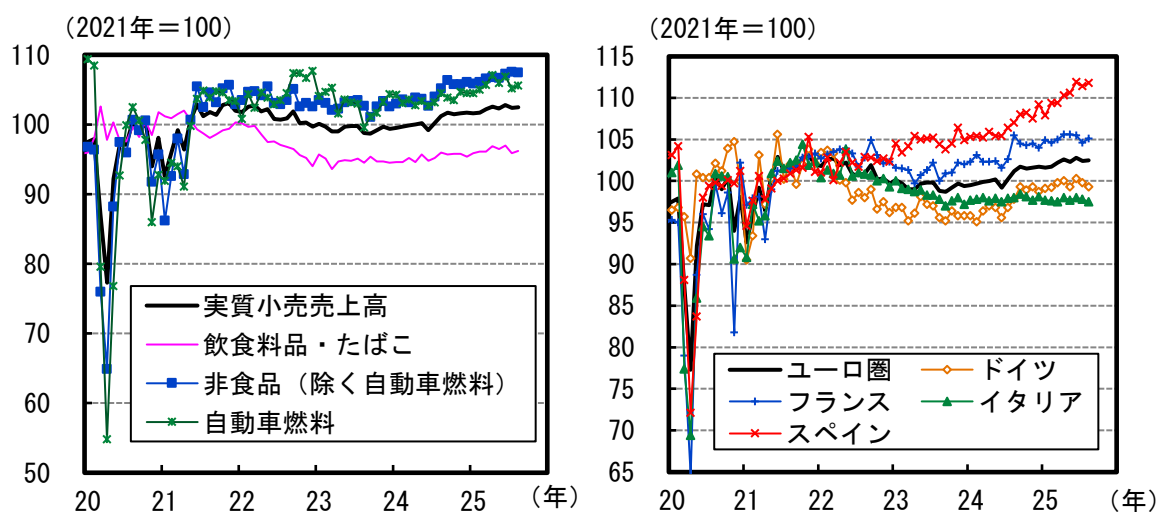
個人消費の動向に目を向けると、8月のユーロ圏の実質小売売上高は前月比+0.1%と2ヵ月ぶりの増加に転じた。ただし、7月の減少幅（同▲0.4%）に比べて8月の増加幅は小さく、小売売上高は均せば横ばいでの推移となっている。7-8月平均は4-6月期平均を0.1%下回っており、7-9月期が前期から増加するためには9月に前月比+0.3%の伸びが必要となる。実質小売売上高は4-6月期まで7四半期連続で増加してきたが、7-9月期は2年ぶりの減少に転じる可能性がある。

8月の内訳を見ると、前月に大きく減少していた自動車燃料と飲食料品・たばこが、それぞれ前月比+0.4%、同+0.3%と増加に転じたが、いずれも増加幅は前月の減少幅に比べて小さかった。また、非食品（除く自動車燃料）は同▲0.1%と3ヵ月ぶりの減少に転じた。

国別では、フランス（前月比+0.5%）、スペイン（同+0.4%）が増加した一方、ドイツ（同▲0.5%）、イタリア（同▲0.3%）が減少した。スペインについては主要国の中でも際立って好調な状況が続いており、7-8月平均は4-6月期平均を0.6%上回っている。7-9月期も前期比増加を維持する公算が大きい。一方、フランスについては、8月単月では増加したものの、7月の大幅な減少（同▲0.9%）を補うには至らず、7-8月の平均は4-6月期平均を0.7%下回っている。四半期ベースでみればフランスはむしろユーロ圏全体の足を引っ張る可能性が高い。

なお、小売売上高に含まれない新車販売台数（ECBによる季節調整値）は、6月の落ち込みからの反動で大きく増加した7月（前月比+5.1%）に続いて8月も同+0.9%と増加した。7-9月期は前期から増加する可能性が高く、個人消費の増加に寄与すると見込まれる。既述のように実質小売売上高が減少に転じる可能性があるものの、自動車やサービスも含めたGDPベースの実質個人消費は7-9月期も小幅に増加すると予想する。

図表4 ユーロ圏の実質小売売上高と業種別内訳（左）、ユーロ圏主要国の実質小売売上高（右）



（出所）Eurostat より大和総研作成

9月の景況感指数は小幅に改善

9月の景気状況をマインド統計で確認すると、ユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会公表）は前月差+0.2ptと2ヵ月ぶりに改善した。9月の指数、および7-9月期平均はいずれも95.5ptとなり、4-6月期平均の94.4ptを上回っている。

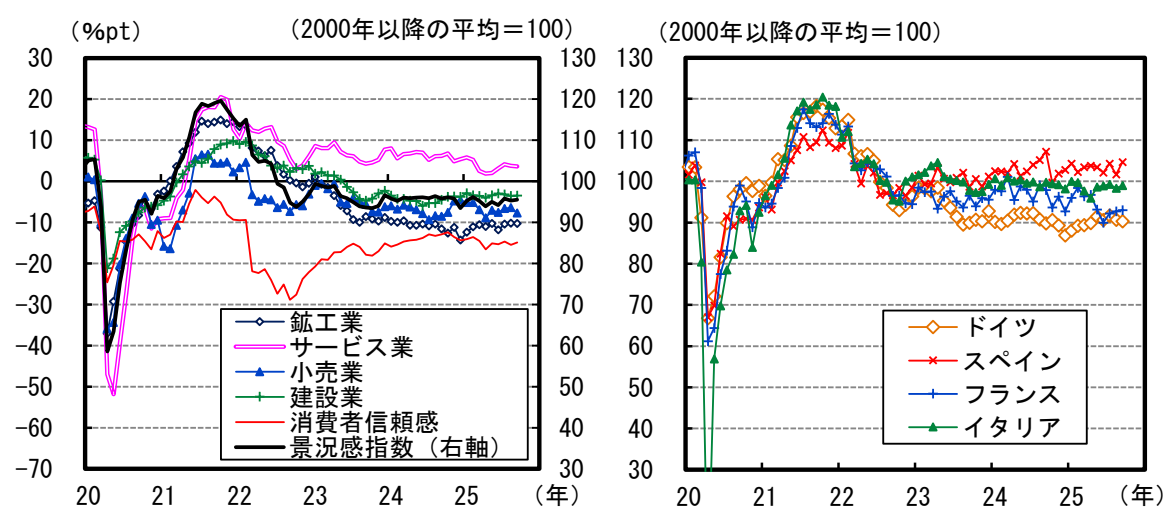
9月の指数の内訳では、消費者信頼感が前月差+0.6ptと改善したことが、主な押し上げ要因となった。また、建設業が同+0.1ptと3ヵ月ぶりの改善に転じている。他方、小売業が同▲1.3ptと落ち込んだほか、サービス業は同▲0.2ptと低下し、鉱工業も同▲0.1ptと小幅に低下した。

国別では、フランスが消費者信頼感と小売業の低下をサービス業が補う形で前月差+0.3ptと上昇したほか、イタリアは消費者信頼感の上昇を主因に同+0.7ptとなった。また、スペインは前月の落ち込みからの反動で同+3.0ptと大きく改善している。一方、ドイツは同▲0.4ptと2ヵ月連続で低下し、全体の足を引っ張った。

指数の水準に注目すると主要国の中ではスペインの景況感指数の水準が目立って高く、ドイツの水準が低いという状況に大きな変化は見られない。一方、フランスは足元で低下に歯止めが掛かりつつも、5、6月の大幅な低下によって、景気低迷が続くドイツに近い水準で推移している。景況感指数の動きに単純に照らせば、7-9月期のGDPではこれまでと同様、スペインがユーロ圏全体をけん引する一方、ドイツ、フランスの停滞が足を引っ張ることが想定される。

一方、先行きについてはドイツで拡張財政による押し上げが期待されるが、これとは対照的にフランスでは財政による下支え余力は限られる。これまでユーロ圏経済においてはドイツの停滞が長く注目されてきたが、フランス経済の下振れへの警戒感を強める必要があるだろう。

図表 5 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）欧州委員会より大和総研作成

英国経済

8月の月次GDPは小幅に増加も7月が下方修正、成長は足踏み

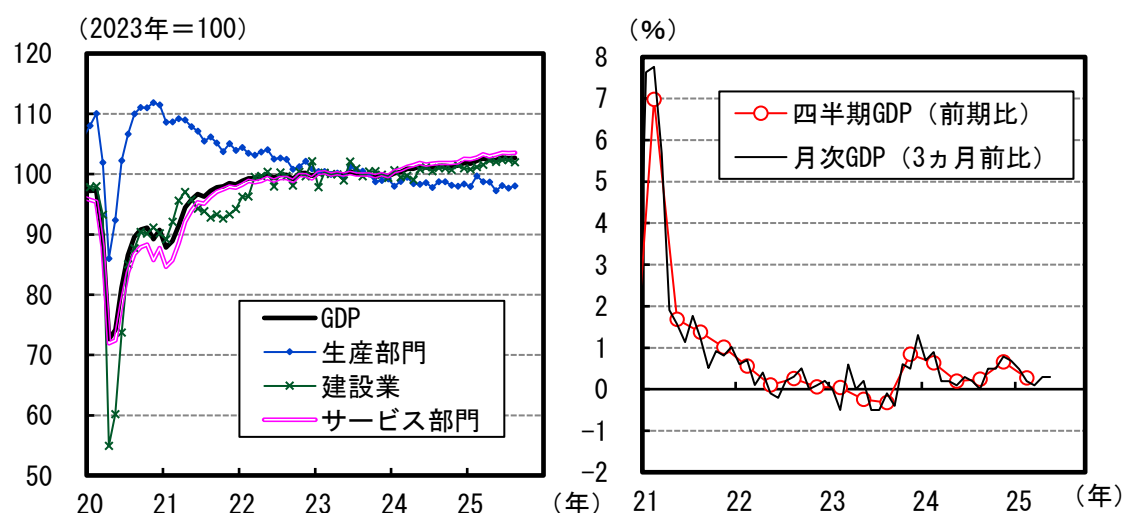
2025年8月の英国の月次GDPは前月比+0.1%と小幅に増加し、市場予想（Bloomberg 調査）通りの結果となった。ただし、7月分が従来の横ばいから同▲0.1%へと下方修正されていることも踏まえれば、やや弱い結果であったといえる。

業種別の動向を見ると、GDPの約8割を占めるサービス部門は2ヵ月連続で横ばいとなった。宿泊・飲食（前月比+1.2%）、事務サービス（同+1.0%）、保健サービス（同+0.4%）などで増加する一方、娯楽サービスが同▲2.4%と大きく減少したほか、運輸・倉庫業（同▲0.7%）、卸売・小売業（同▲0.5%）などが減少した。

生産部門は前月比+0.4%と増加した。鉱業が同▲2.3%と落ち込んだものの、製造業が同+0.7%と増加に転じたことが押し上げに寄与した。製造業では13のサブセクターのうち8つで生産が増加しており、特に医薬品が同+3.0%と大きく増加したほか、化学が同+2.0%と好調だった。

一方、建設業は前月比▲0.3%と3ヵ月ぶりの低下に転じ、これがGDP全体の伸びを抑制する要因となった。なお、ONS（英国国家統計局）は、8月は建設関連の製造業（ガラス、セメント、鉄鋼、木製品）の生産が低調だったと指摘した。セメントの生産量については1950年以来の低水準になったことにも言及しており、建設業の停滞については需要面よりもむしろ建設資材の供給不足がボトルネックになっている可能性を指摘している。

図表 6 英国の月次GDPと部門別内訳（左）、英国の月次GDPと四半期GDP（右）



(注) 右図の四半期GDPのデータは各四半期の中心月に配置。

(出所) ONS より大和総研作成

月次GDPの7-8月平均値は、4-6月期平均値を0.2%上回っており、9月が前月比▲0.6%以上落ち込まない限り、7-9月期はプラス成長を維持できる計算となる。ただし、これは6月が同+0.4%と高めの成長であったことによる成長のゲタの効果が大きい。7-9月期の実質GDPは

小幅なプラス成長になる可能性が高いが、英国経済の成長は足踏みしているといえる。

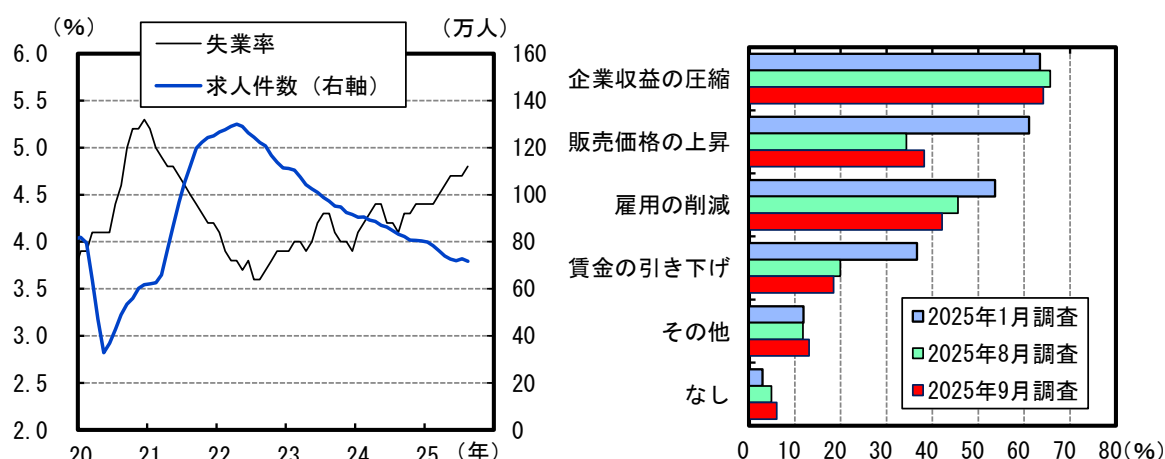
BOE は労働市場悪化への懸念を強めるも、様子見姿勢を維持

景気拡大ペースが鈍化する中、労働市場は緩やかに悪化が続いている。2025 年 6～8 月の失業者数は前月差+6.3 万人と 2 ヶ月連続で増加し、失業率は同+0.1%pt 上昇の 4.8%と、2021 年 3～5 月以来の高水準となった。また、就業者数は同▲2.1 万人と 5 ヶ月ぶりに減少し、減少幅は 2023 年 11 月～2024 年 1 月以来の大きさとなっている。さらに、求人情数は 2025 年 6～8 月に同+0.8 万人と 17 ヶ月ぶりに増加したが、7～9 月は同▲1.1 万人と再び減少に転じた。水準は 71.7 万人と 2021 年 2～4 月以来の低さまで低下しており、企業の労働需要の減少傾向には歯止めが掛からない。

賃金動向に関して見ると、6～8 月の名目賃金（含む賞与）は前年比+5.0%と 2 ヶ月連続で上昇幅が拡大し、3 ヶ月ぶりの 5%台となった。ただし、これには公的部門の高い賃金の伸びと、賞与の増加が主な押し上げ要因となっている。賞与を除く賃金は同+4.7%と前月から伸びが▲0.1%pt 縮小し、また、BOE が注目する民間部門の賞与を除く賃金は同+4.4%と、前月から▲0.3%pt と大きく鈍化した。基調的な賃金上昇率は減速傾向が続いている。

こうした労働市場の悪化には、労働党政権が実施した増税が影響している可能性が高い。BOE が実施・公表する意思決定者パネルによれば、4 月からの国民保険料の雇用主負担引き上げへの対応として、8、9 月の時点で 4 割強の企業が「雇用者数の削減」と回答した。また、約 2 割の企業は「賃金の引き下げ」と回答としている。いずれも引き上げが行われる前の 1 月調査よりも比率は低下しており、実際の影響は事前の想定に比べて小さかった可能性が示唆されるが、それでも労働市場に一定の影響を与えているとみられる。

図表 7 英国の失業率と求人情数（左）、国民保険料引き上げへの企業の対応（右）



(注) 右図の 2025 年 2 月～7 月調査は未実施。

(出所) ONS、BOE、Haver Analytics より大和総研作成

金融政策という観点からは、足元の労働市場の悪化は BOE にとって追加利下げの必要性を高める要因になると考えられる。ただし、状況はそう簡単ではない。インフレ率は依然として目標の 2% を大きく上回っており、BOE は労働市場の悪化に懸念を示しつつ、拙速な利下げに対しては慎重姿勢を崩していない。インフレ率の動向に重要な影響を与える賃金上昇率は、徐々に低下しているものの、2% のインフレ目標を達成するためにはまだ高すぎると考えられる。

また、労働党政権は 11 月 26 日に公表予定の秋季予算で、財政規律維持のためにさらなる増税、歳出削減を実施する意向を明らかにしている。その具体的な内容はまだ明らかではないが、緊縮策である以上、景気減速リスクはさらに高まる公算が大きい。だが一方、既述の国民保険料のように、増税の内容によってはインフレ率を直接的・間接的に押し上げる要因となる可能性がある。BOE の次回の金融政策委員会は 11 月 6 日に結果が公表されるが、これは秋季予算公表前であり、政策変更は行いづらいとみられる。財政政策の変更の影響を見極めるため、BOE は 11 月の金融政策委員会では政策金利を据え置くと予想する。

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%	2.9%	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%	-1.6%	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%	0.9%	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%	1.9%	-0.3%	2.1%	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%	-1.7%	-1.7%	1.6%	1.4%	1.6%	1.8%	0.2%	1.0%	1.9%	2.2%	-3.0%	1.6%	1.3%
実質小売売上高	0.1%	0.3%	2.0%	2.2%	2.1%	2.8%	1.5%	1.1%	1.1%	0.6%	0.9%	1.1%	1.1%	1.9%	0.9%
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%	-0.1%	-1.5%	-2.4%	1.5%	2.0%	2.0%	-4.2%	0.3%	0.6%
失業率	6.5%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.2%	6.2%	6.1%	6.1%	6.4%	6.3%	6.2%
10億ユーロ															
貿易収支	57.8	44.4	35.6	30.8	61.9	33.3	25.3	31.5	36.6	39.4	42.2	45.0	168.6	152.0	163.2
経常収支	114.2	125.1	86.0	74.0	67.3	89.9	83.9	88.5	92.3	94.3	96.3	98.3	399.3	329.5	381.2
独 国債10年物（期中平均）	2.31%	2.49%	2.29%	2.26%	2.58%	2.55%	2.69%	2.60%	2.55%	2.54%	2.57%	2.60%	2.34%	2.61%	2.57%
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10月20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	3.4%	2.6%	0.8%	1.0%	2.7%	1.1%	0.7%	0.8%	1.1%	1.3%	1.4%	1.6%	1.1%	1.4%	1.1%
家計消費支出	1.3%	-0.9%	2.5%	0.6%	1.0%	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	-0.2%	0.8%	0.9%
一般政府消費支出	2.3%	5.4%	2.3%	2.0%	-1.0%	5.3%	2.0%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	3.4%	2.1%	1.5%
総固定資本形成	5.1%	2.0%	3.5%	-1.6%	8.0%	1.9%	1.5%	0.5%	1.2%	1.5%	2.1%	2.6%	1.8%	2.8%	1.4%
輸出	10.3%	2.9%	3.7%	4.4%	4.8%	1.7%	1.3%	0.5%	1.5%	2.2%	2.5%	2.7%	0.6%	3.2%	1.6%
輸入	-3.4%	22.3%	-10.7%	16.1%	5.0%	-0.2%	3.9%	0.4%	1.1%	1.6%	1.8%	2.0%	2.6%	4.4%	1.5%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	0.3%	0.9%	1.4%	1.9%	1.7%	1.4%	1.4%	1.3%	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%	1.1%	1.4%	1.1%
家計消費支出	-0.9%	-1.3%	0.6%	0.9%	0.8%	1.1%	0.7%	0.7%	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%	-0.2%	0.8%	0.9%
一般政府消費支出	4.5%	3.3%	2.7%	3.0%	2.1%	2.1%	2.1%	1.9%	2.4%	1.4%	1.1%	1.0%	3.4%	2.1%	1.5%
総固定資本形成	-0.6%	1.6%	3.9%	2.2%	2.9%	2.9%	2.4%	2.9%	1.3%	1.2%	1.3%	1.8%	1.8%	2.8%	1.4%
輸出	-3.4%	-0.9%	1.8%	5.3%	3.9%	3.6%	3.0%	2.1%	1.3%	1.4%	1.7%	2.2%	0.6%	3.2%	1.6%
輸入	-0.6%	3.2%	2.5%	5.2%	7.4%	2.1%	6.0%	2.3%	1.3%	1.8%	1.3%	1.6%	2.6%	4.4%	1.5%
鉱工業生産	-1.6%	-1.9%	-1.9%	-0.8%	0.1%	-0.4%	-0.5%	0.0%	-0.4%	0.7%	1.0%	1.0%	-1.5%	-0.2%	0.6%
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	-44.6	-59.8	-48.9	-57.7	-57.5	-61.7	-63.9	-64.5	-64.7	-64.5	-64.0	-64.1	-211.0	-247.6	-257.2
経常収支	-16.8	-19.1	-8.4	-18.9	-21.2	-28.9	-30.2	-30.5	-29.9	-29.3	-28.8	-28.2	-63.2	-110.9	-116.2
国債10年物（期中平均）	4.03%	4.20%	4.00%	4.35%	4.60%	4.57%	4.64%	4.56%	4.43%	4.39%	4.31%	4.27%	4.14%	4.59%	4.35%
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10月20日時点）。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国経済 米中摩擦と厳しさ増す内需

固定資産投資は前年割れ。米中貿易戦争は再び激化？

齋藤 尚登
佐藤 光

[要約]

- 米国と中国の貿易をめぐる対立が再び深まり、両国間で激しい応酬が繰り広げられた。2025 年 10 月 10 日、米国のトランプ大統領は中国からの輸入に対して、11 月 1 日より、従来の追加関税をベースにさらに 100% 上乘せするとした。累計では 130% に達する計算だ。仮に、これが実現した場合、中国の実質 GDP は 2.90% 下押しされる。現行の 30% 追加関税では 1.10% の下押しであり、さらに 1.80%pt 追加的に下振れすることが示唆される。しかし、大和総研は 130% の追加関税は現実的ではなく、早晚、落としどころを探る展開になると想定している。累計 145% の追加関税が一気に 30% に引き下げられた 5 月の米中合意の背景には、米国側のレアアースの在庫払底懸念があったとされるが、レアアースをめぐる状況は当時と全く変わっていない。
- 中国国家統計局によると、2025 年 7 月～9 月の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.8%（以下、変化率は前年比、前年同期比）に減速した。ただし、1 月～9 月の実質成長率は 5.2% となり、10 月～12 月に 4.4% 程度へ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（新エネルギー車）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」の先行きは依然として不透明であること、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。

再び激化した米中貿易摩擦

米国と中国の貿易をめぐる対立が再び深まり、両国間で激しい応酬が繰り返された。

2025 年 9 月 29 日、米国商務省産業安全保障局（BIS）は輸出規制の適用範囲を拡大する規則を導入した。これによるとエンティティー・リストや軍事エンドユーザーリストに掲載されている企業に加え、同企業が 50%以上所有する企業も規制の対象となった。対象企業に輸出管理規則対象品目を輸出する場合、原則として BIS の輸出許可が必要となるが、これは事実上の禁輸措置と捉えて問題はない。リストに掲載された企業の多くはロシアや中国の企業であるが、50%ルール適用により、対象企業は従来の 3,392 社から数万社へと桁がひとつ増えることになる。

中国によるレアアースの輸出管理強化

2025 年 10 月 9 日、中国政府（商務部）が希土類（レアアース）の輸出管理にかかわる 6 つ関連規制を発表した（下記③～⑥は通関総署との連名）。レアアースとは産出量が少なく、抽出が難しい希少金属（レアメタル）の一種で、17 種類の元素をまとめた呼称である。自動車や家電のほか、防衛産業や先端技術分野で不可欠な元素とされる。

6 つの関連規則と解説は以下の通りである。

- ① 「海外における関連レアアース品目に対する輸出管理実施の決定」では、中国国外の組織・個人が中国以外の国・地域に、中国原産の永久磁石素材、ターゲット材など一部レアアース品目を輸出する場合、中国商務部による輸出許可証を取得する必要があるとしている。これは、中国が自国での輸出管理を実施するだけでなく、一部レアアース品目を中国から輸入して製品化したものを外国企業が海外に輸出する際にも、中国当局の認可が必要になることを意味している。多くは 12 月 1 日からの実施で、一部は即日実施される。
- ② 「レアアース関連技術に対する輸出管理実施の決定」では、レアアースの採掘、製錬・分離、金属精錬、磁性材料製造、リサイクルに関する技術とそれらの媒体、生産設備に関する技術の輸出（国外への移転・提供）を行う場合、中国商務部による輸出許可を取得する必要があるとした。こちらは即日実施とされた。
- ③ 指定された超硬質材料関連品目を輸出管理の対象に追加する。
- ④ 一部のレアアース関連設備や原材料関連品目を輸出管理の対象に追加する。
- ⑤ レアアースのホルミウム、エルビウム、ツリウム、ユウロビウム、イッテルビウムの関連品目を輸出管理の対象に追加する。
- ⑥ リチウム電池、グラファイトを用いた負極材料関連品目を輸出管理の対象に追加する。

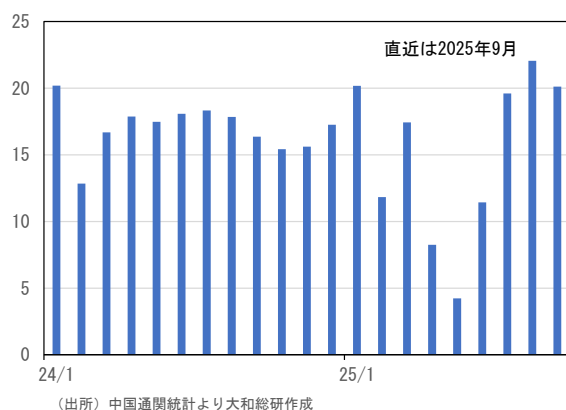
上記は、米国を直接のターゲットにしたものではない。しかし、世界のレアアース生産量のおよそ 7 割、製錬の 9 割が中国によるものであり、この輸出管理強化は、米中の関税交渉における中国側の重要な交渉カードとなっている可能性が高い。

2025 年 4 月 4 日、中国政府は一部レアアース品目の輸出管理を強化し、商務部による許可制を導入した。対象は、サマリウム、ガドリニウム、テルビウム、ジスプロシウム、ルテチウム、スカンジウム、イットリウムであり、中でもテルビウムは光磁気ディスク、ジスプロシウムはネオジム磁石、スカンジウムは高強度アルミニウム、イットリウムはレーザー、燃料電池用固体電解質、医薬品合成触媒などで用いられる極めて重要な元素とされる。

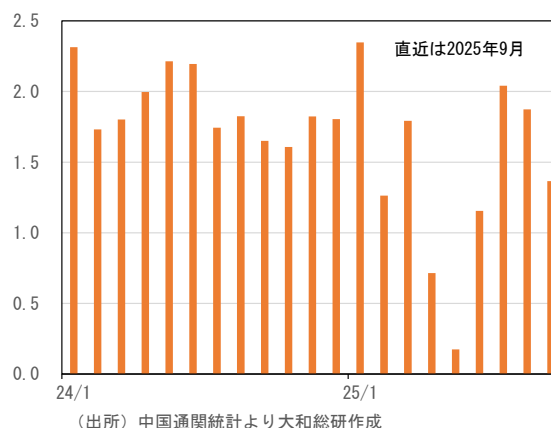
図表 1 と図表 2 は、中国のレアアース永久磁石の対世界・対米輸出（元建ての金額）の推移を見たものだ。これによると、2025 年 4 月以降、世界向けの輸出が急減し、特に 5 月の米国向け輸出は激減した。中国が上記レアアースの輸出管理強化を発表したのは 4 月 4 日であり、米国が各国・地域への相互関税（中国からの輸入にはベース関税の 10%＋上乗せ関税の 24%＝34%）を発表した 4 月 2 日の直後であった。

米国では 2025 年 6 月にレアアースの在庫が払底するとされ、これが 5 月 14 日に米中がお互いの追加関税を 115%（米国の中国からの輸入に対する追加関税は 145%→30%）引き下げた重要な背景のひとつであったとみられている。

図表 1 レアアース永久磁石の対世界輸出額
(単位：億元)



図表 2 レアアース永久磁石の対米輸出額
(単位：億元)



米トランプ大統領が中国からの輸入に対して 100%の追加関税を示唆

2025 年 10 月 10 日、米国のトランプ大統領は中国からの輸入に対して、11 月 1 日より、従来の追加関税をベースにさらに 100%上乗せするとした。現行は 30%（「フェンタニル関税」20%＋相互関税のベース関税 10%）の追加関税であり、仮に 100%が上乗せされれば、累計の追加関税は 130%に達する計算だ。このほか、トランプ大統領は全ての重要ソフトウェアの輸出管理を行うことを表明している。具体的には米国で開発されたオペレーティングシステム、AI ア

ルゴリズム、クラウドコンピューティングツール、半導体設計ソフトウェア、エンタープライズソフトウェアなどが輸出許可制度の対象となり、許可がなければ中国への輸出が禁止される。こちらも 11 月 1 日から実施される予定だ。

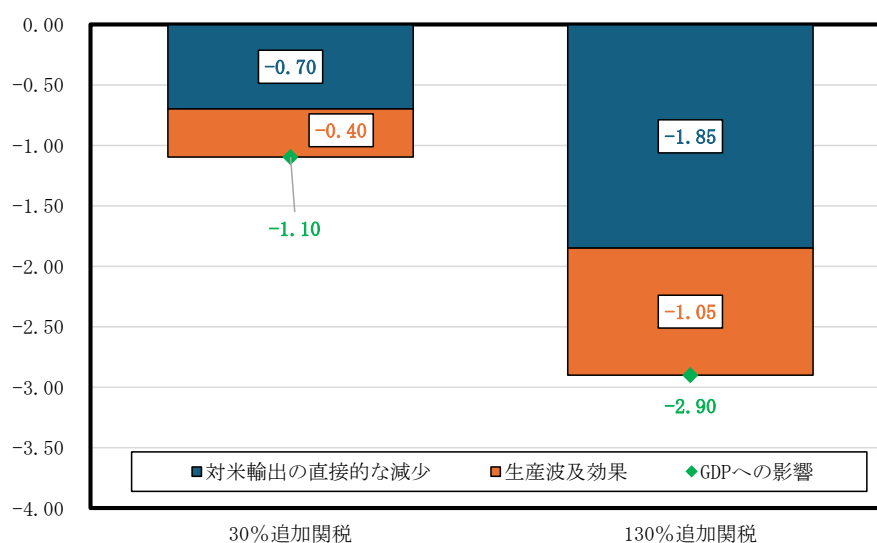
仮に、米国が中国からの輸入に累計 130%の相互関税を賦課した場合、中国の実質 GDP は 2.90%下押しされる。現行の 30%追加関税では 1.10%の下押しであり、さらに 1.80%pt 追加的に下振れすることが示唆される。

しかし、大和総研は 130%の追加関税は現実的ではなく、早晩、落としどころを探る展開になると想定している。累計 145%の追加関税が一気に 30%に引き下げられた 2025 年 5 月の米中合意の背景には、米国側のレアアースの在庫払底懸念があったとされるが、レアアースをめぐる状況は当時と全く変わっていない。

今後の交渉の行方は予断を許さないが、第 1 期トランプ政権では、2020 年と 2021 年の 2 年間で、中国は米国からの輸入額を 2017 年（実績は 1,551.8 億ドル）比で 2,000 億ドル増やすことで合意した。結局、2020 年以降のコロナ禍もあり、全くの未達成に終わったのだが、中国が米国からの輸入を大幅に増やすことはひとつのディールになり得る。この場合は、米国が仕掛け、中国が対抗措置を講じた船舶に対する「入港料」（2025 年 10 月 14 日以降、米国が中国船に対して徴収）や「特別港湾料金」（10 月 14 日以降、中国が米国船に対して徴収）の問題も、中国が米国産の大豆輸入を激減させているとされる問題も解決することとなる。

残る経済安全保障、特に技術覇権争いにかかわる分野の交渉は困難が予想されるが、それに専念する環境を整えることも肝要だろう。

図表 3 「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

デフレ傾向が続く中国

中国国家统计局によると、2025年7月～9月の実質GDP成長率は4.8%となり、1月～3月の5.4%、4月～6月の5.2%から減速した。

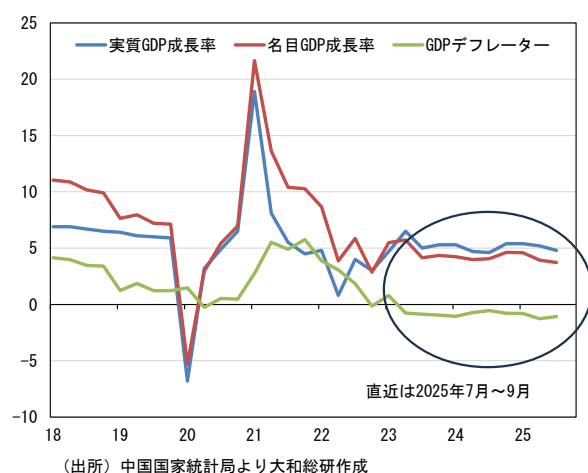
デフレ傾向は続いている。中国では2023年4月～6月から10四半期連続でGDPデフレーターのマイナスが続き、2025年7月～9月の名目GDP成長率は3.7%にとどまった。

一般にデフレ下では、家計は継続的な物価下落を織り込み、モノ・サービスの消費を抑制したり、先送りにしたりする傾向が強くなる。消費が低迷すれば、生産も停滞、企業業績が悪化し、企業は設備投資を抑制し、賃金も減少する。それがさらに消費に悪影響を与えるなど悪循環が発生し、経済にマイナスの影響が出ることになる。デフレ下ではこうした負の連鎖が生じやすくなることに、注意が必要だ。

こうした中で消費が比較的堅調に推移してきたのは、後述する自動車・家電の買い替え補助金政策が奏功したためだ。いわば需要の先食いによるものであり、2024年9月以降、販売が急増した家電などの増勢は2025年9月には一巡した。

2025年1月～9月の実質5.2%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出が2.8%pt、総資本形成は0.9%pt、純輸出は1.5%ptであった。1月～6月との比較では、内需は同じ寄与度となった一方で、純輸出の寄与度が若干低下している。

図表4 実質・名目GDP成長率、GDPデフレーターの推移（単位：％）



図表5 実質GDP成長率(前年比) 需要項目別寄与度（単位：％、%pt）

	実質GDP 成長率	最終消費 支出	総資本形成	純輸出
2018	6.8	4.5	2.9	▲ 0.6
2019	6.1	3.6	1.8	0.8
2020	2.3	▲ 0.1	1.7	0.7
2021	8.6	5.5	1.1	1.8
2022	3.1	1.5	1.2	0.4
2023. 1-3	4.7	3.2	1.8	▲ 0.3
1-6	5.7	4.4	1.9	▲ 0.6
1-9	5.4	4.6	1.6	▲ 0.8
1-12	5.4	4.6	1.4	▲ 0.6
2024. 1-3	5.3	3.9	0.6	0.8
1-6	5.0	3.1	1.3	0.7
1-9	4.8	2.4	1.2	1.1
1-12	5.0	2.2	1.3	1.5
2025. 1-3	5.4	2.8	0.5	2.1
1-6	5.3	2.8	0.9	1.7
1-9	5.2	2.8	0.9	1.5

(出所) CEIC、中国国家统计局より大和総研作成

比較的堅調だった消費も息切れ

2025 年 7 月～9 月の小売売上は 2.4%増となり、1 月～3 月の 3.6%増、4 月～6 月の 4.4%増から減速した。

これまでの小売売上の増加を支えてきたのは、中国政府による家電など買い替え促進のための補助金政策であった。2024 年 7 月に発表された「大規模設備更新と消費財買い替えへの支援強化に関する若干の措置」（以下、「措置」）では、個人が冷蔵庫、洗濯機、テレビ、エアコン、パソコン、給湯器、家庭用コンロ、レンジフードを買い替える際に、省エネ・節水性能によって最大で価格の 20%（1 台当たり最大で 2,000 元まで。2025 年 10 月 20 日時点で 1 元＝21.2 円）を上限に補助金を支給するとした。

上記大型家電に対する買い替え補助金政策は 2025 年も継続され、浄水器、食洗機、炊飯器、電子レンジが新たに対象に追加された。さらに、スマートフォン、タブレット端末、スマートウォッチの買い替えに最大 500 元の補助金が支給される政策も開始された。

2025 年 1 月～9 月の家電・音響映像機材の販売金額は 25.3%増となったが、伸び率は 5 月の 53.0%増をピークに低下し、9 月は 3.3%増にとどまった。家電等の販売金額は 2024 年 9 月以降急増したものの、その効果は一巡した可能性が高い。

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～9 月は 20.5%増、9 月単月でも 16.2%増となっており、政策効果は続いている。ただし、2026 年 1 月以降、この効果も一巡するとみられる。

自動車は NEV の車両購入税免税措置が終了する 2026 年以降が鬼門

自動車は 2024 年 7 月の「措置」により、ガソリン車の補助金は従来の 7,000 元から 1.5 万元に、EV（電気自動車）は 1 万元から 2 万元に増額され、この政策は 2025 年も維持されている。

2025 年 1 月～9 月の自動車販売台数は 12.9%増（9 月は 14.9%増）と好調であったものの、販売金額は 0.6%増（9 月は 1.6%増）にとどまっている。これは「内巻」（破滅的な競争）と呼ばれる熾烈な価格競争によるものだ。

2026 年に懸念されるのは、足元で販売台数が大きく増えている NEV（新エネルギー車）の低迷である。これは、NEV のみが享受している車両購入税（価格の 10%）の免税措置が 2025 年末で終了し、2026 年には 5%の車両購入税が課税される予定になっているためだ。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。

レストラン収入の低迷

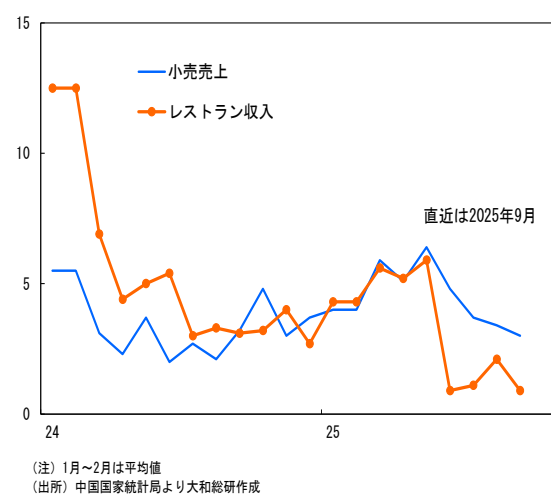
小売売上の 1 割強を占めるレストラン収入は 2025 年 6 月以降、低迷を余儀なくされている。その背景が、5 月 2 日に党中央・国務院が発表した修正「党・政府機関節約奨励・浪費反対条

例」である。同条例では、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。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。

図表 6 通信機器販売金額の推移
(前年同月比) (単位: %)



図表 7 小売売上とレストラン収入の伸び率
(前年同月比) (単位: %)



固定資産投資はとうとう前年割れ

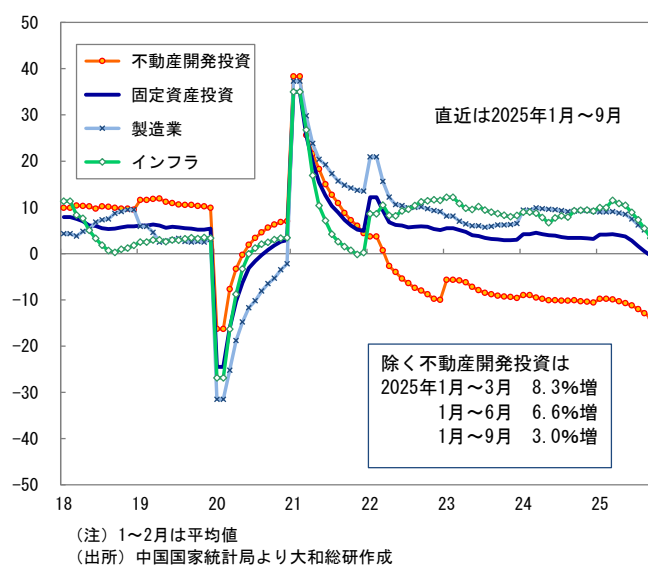
中国国家统计局によると、2025 年 1 月～9 月の固定資産投資は 0.5%減となり、とうとう前年割れとなった（1 月～8 月は 0.5%増）。単月では 6 月に 1.2%減とマイナスに転じ、9 月には 8.4%減へとマイナス幅を広げた。

分野別には、製造業投資は 2025 年 1 月～8 月の 5.1%増から 1 月～9 月には 4.0%増に、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は同様に 5.4%増から 3.3%増へと減速し、不動産開発投資は 12.9%減から 13.9%減へとマイナス幅を広げた。

不動産不況に関連して、住宅販売面積（単月ベース）は昨年末にかけて増加に転じる場面もあったが、再び前年割れとなり、マイナス幅が徐々に拡大している。2025 年 1 月～9 月は 5.6%減であった。9 月の全国 70 都市中古住宅価格の前月比は▲0.6%となり、29 カ月連続で下落している。

不動産開発投資の不振が際立つが、2025 年 1 月～9 月の不動産開発投資を除く固定資産投資は 3.0%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。(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。

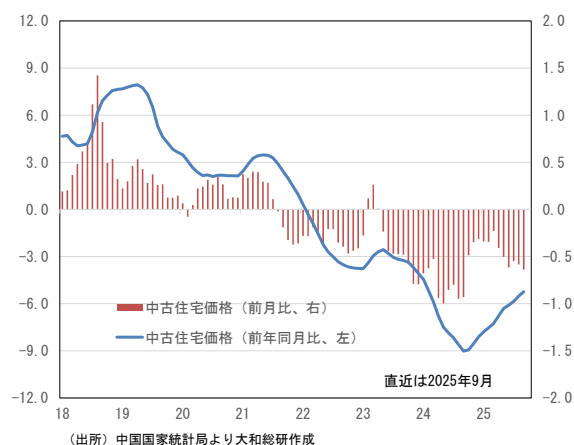
図表 8 固定資産投資全体、分野別の推移（1月から累計の前年同期比、単位：％）



図表 9 住宅販売面積（前年同月比）の推移（単位：％）



図表 10 全国 70 都市中古住宅価格（前年同月比、前月比）の推移（単位：％）



「トランプ関税 2.0」でも輸出は堅調に推移

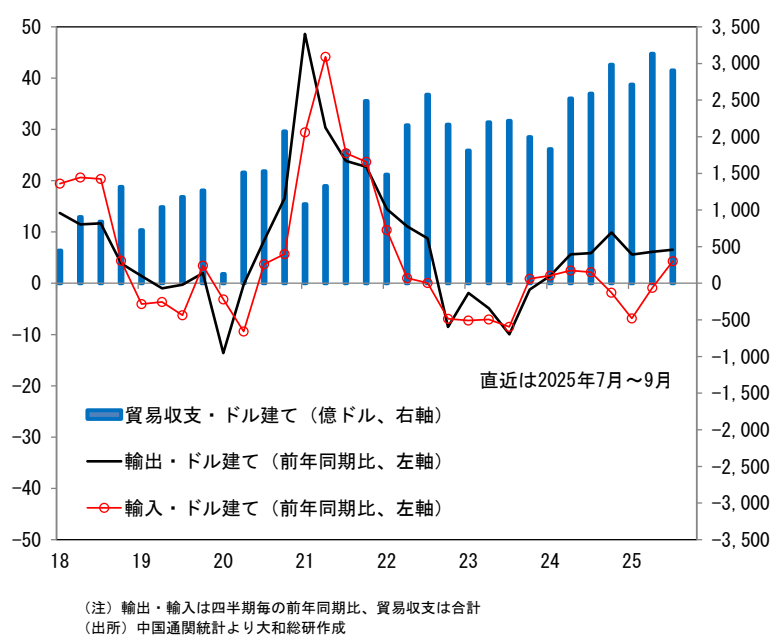
中国通関統計によると、2025年7月～9月の輸出（以下貿易はドル建て）は6.6%増となり、1月～3月の5.6%増、4月～6月の6.1%増から伸び率が加速した。国・地域別には、米国向けが1月～3月の5.0%増から4月～6月は23.9%減、7月～9月は27.3%減となった一方で、ASEAN 向け、EU 向けの伸び率が加速した。米国向けの急減を他の国・地域向けが補って余りある増加となったのである。

一方、2025年7月～9月の輸入は4.3%増となり、4 四半期ぶりに増加に転じた。7月～9月について、国・地域別には、米国からの輸入が17.1%減となった一方で、対日輸入が大きく増えている。

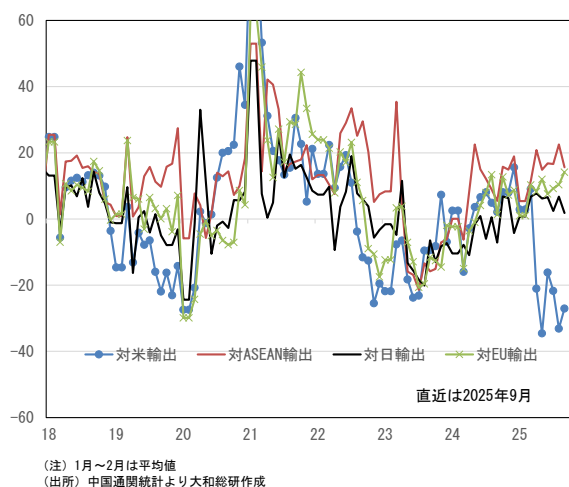
2025年7月～9月の貿易黒字は12.3%増の2,906億ドルとなり、1月～3月の48.0%増、4月～6月の24.1%増から伸び率は低下した。これがGDP成長率における純輸出の寄与度が若干低下した背景となっている（1月～3月は2.1%pt→1月～6月は1.7%pt→1月～9月は1.5%pt）。

本レポートの冒頭で述べたように、米中の関税交渉は予断を許さず、先行きの不透明感は依然として強い。

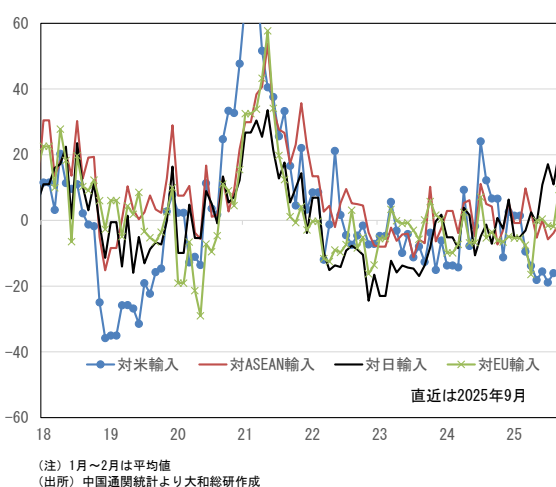
図表 11 輸出入(前年同期比)と貿易収支(金額)の推移(単位：％、億ドル)



図表 12 中国の国・地域別輸出の推移
(前年同月比) (単位：％)



図表 13 中国の国・地域別輸入の推移
(前年同月比) (単位：％)



中国経済見通しは変更なし

中国経済見通しに変更はない。2025 年 1 月～9 月は 5.2%成長となり、10 月～12 月に 4.4%程度へ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。

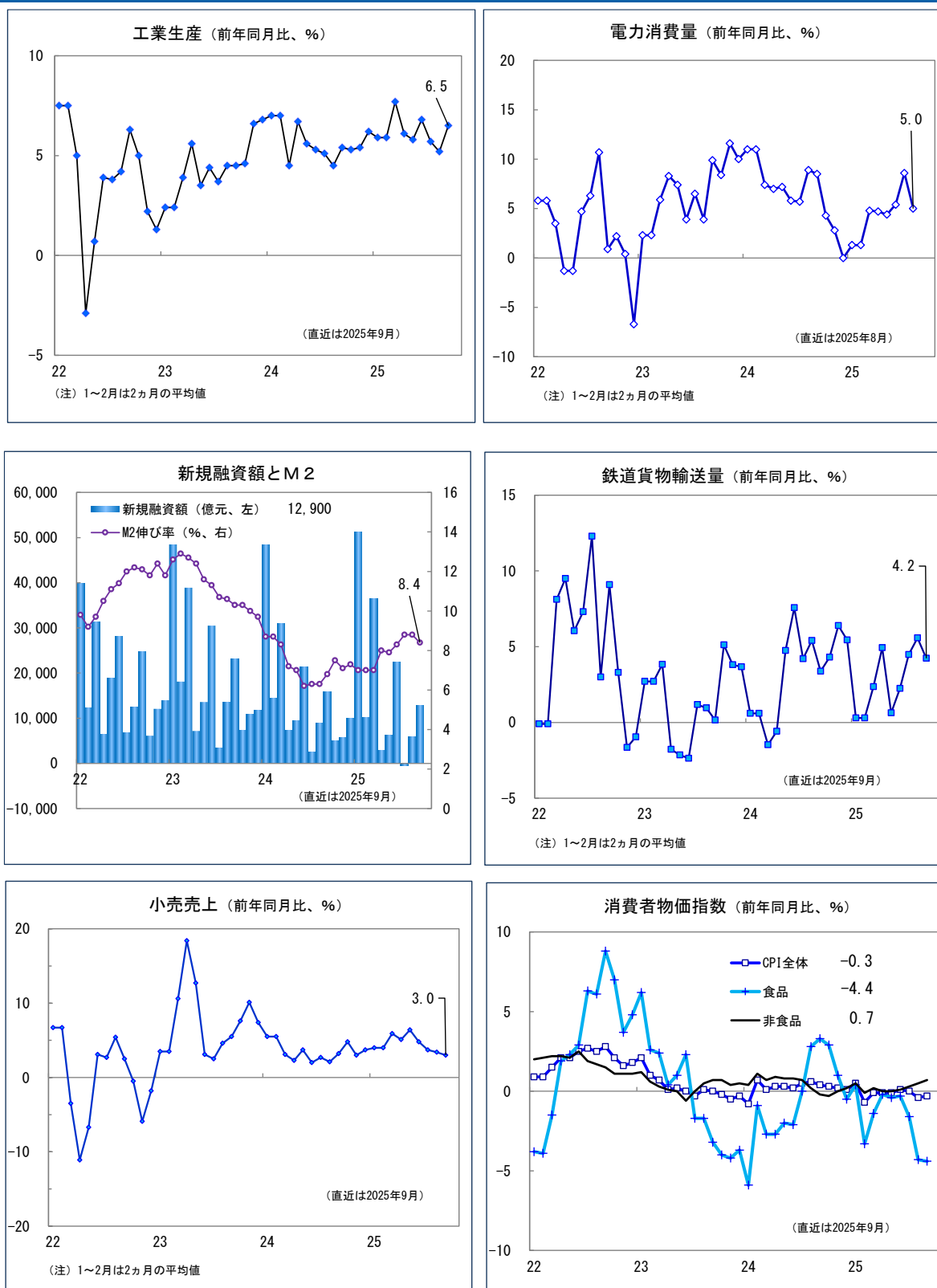
大和総研では、2025 年の実質 GDP 成長率は 4.9%程度、2026 年は 4.2%程度になると予想している。

(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	9月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	4.6	-	-	5.4	-	-	5.4	-	-	5.2	-	-	4.8
工業生産（前年同月比、%）	5.4	5.3	5.4	6.2	5.9		7.7	6.1	5.8	6.8	5.7	5.2	6.5
電力消費量（前年同月比、%）	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、%）	3.4	4.3	6.4	5.4	0.3		2.4	4.9	0.6	2.2	4.5	5.6	4.2
固定資産投資（前年累計比、%）	3.4	3.4	3.3	3.2	4.1		4.2	4.0	3.7	2.8	1.6	0.5	-0.5
不動産開発投資（前年累計比、%）	-10.1	-10.3	-10.4	-10.6	-9.8		-9.9	-10.3	-10.7	-11.2	-12.0	-12.9	-13.9
小売売上（前年同月比、%）	3.2	4.8	3.0	3.7	4.0		5.9	5.1	6.4	4.8	3.7	3.4	3.0
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	0.4	0.3	0.2	0.1	0.5	-0.7	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.4	-0.3
食品（前年同月比、%）	3.3	2.9	1.0	-0.5	0.4	-3.3	-1.4	-0.2	-0.4	-0.3	-1.6	-4.3	-4.4
非食品（前年同月比、%）	-0.2	-0.3	0.0	0.2	0.5	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.3	0.5	0.7
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-2.8	-2.9	-2.5	-2.3	-2.3	-2.2	-2.5	-2.7	-3.3	-3.6	-3.6	-2.9	-2.3
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-2.2	-2.7	-2.5	-2.3	-2.3	-2.3	-2.4	-2.7	-3.6	-4.3	-4.5	-4.0	-3.1
新規融資額（億元）	15,900	5,000	5,800	9,900	51,300	10,100	36,400	2,800	6,200	22,400	-500	5,900	12,900
M2伸び率（%）	6.8	7.5	7.1	7.3	7.0	7.0	7.0	8.0	7.9	8.3	8.8	8.8	8.4
輸出（前年同月比、%）	2.3	12.6	6.6	10.7	2.1		12.2	8.0	4.7	5.8	7.1	4.3	8.3
輸入（前年同月比、%）	0.1	-2.4	-4.0	0.8	-8.3		-4.3	-0.3	-3.4	1.1	4.1	1.2	7.4
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	817.6	957.2	973.3	1,051.8	846.0		1,020.2	959.3	1,028.9	1,144.1	979.2	1,022.6	904.5
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-4.6	-4.9	-5.3	-5.4	-5.7	-5.5	-5.7	-5.0	-4.3	-4.1	-3.6	-3.5	-2.6
上海（前年同月比、%）	4.9	5.0	5.0	5.3	5.6	5.6	5.7	5.9	5.9	6.0	6.1	5.9	5.6
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-22.3	-22.7	-23.0	-22.5	-29.9		-24.8	-24.1	-23.0	-20.1	-19.5	-19.5	-19.0
竣工面積（前年累計比、%）	-24.4	-23.9	-26.2	-26.1	-15.7		-14.4	-17.0	-17.4	-14.9	-16.6	-17.1	-15.4
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-17.1	-15.8	-14.3	-12.8	-5.5		-3.5	-3.4	-3.6	-4.3	-4.8	-5.4	-6.3
金額（前年累計比、%）	-22.7	-20.9	-19.2	-17.0	-2.9		-2.6	-3.7	-4.4	-6.1	-7.1	-7.9	-8.5

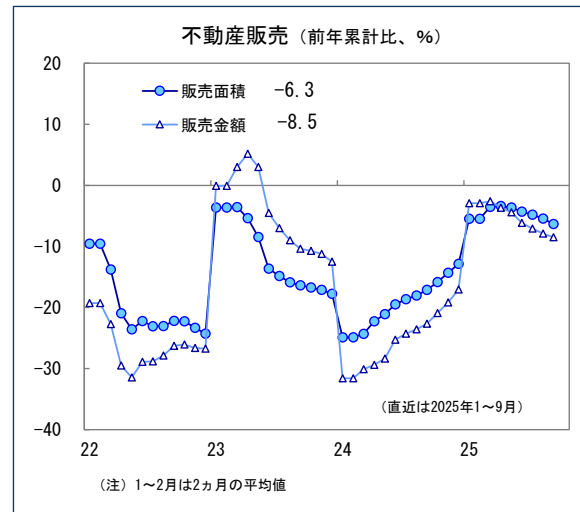
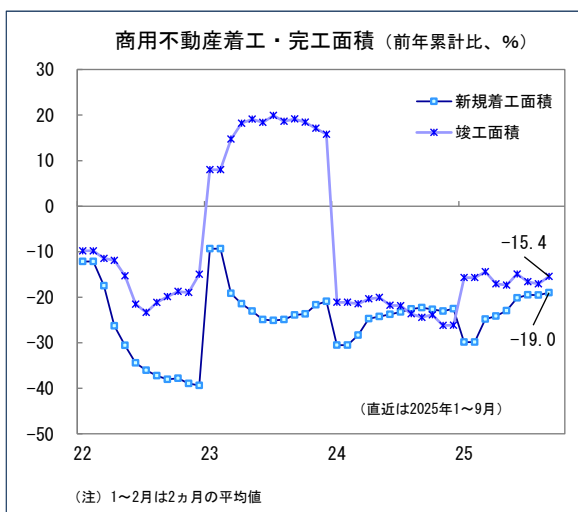
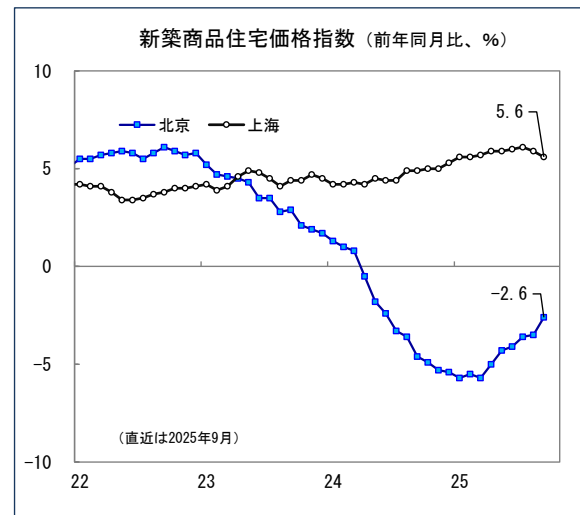
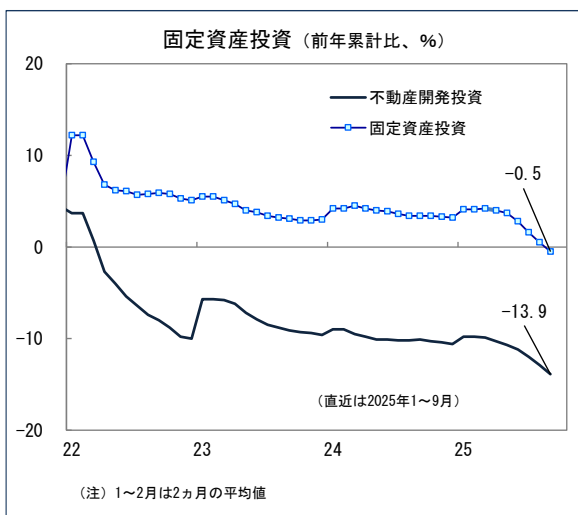
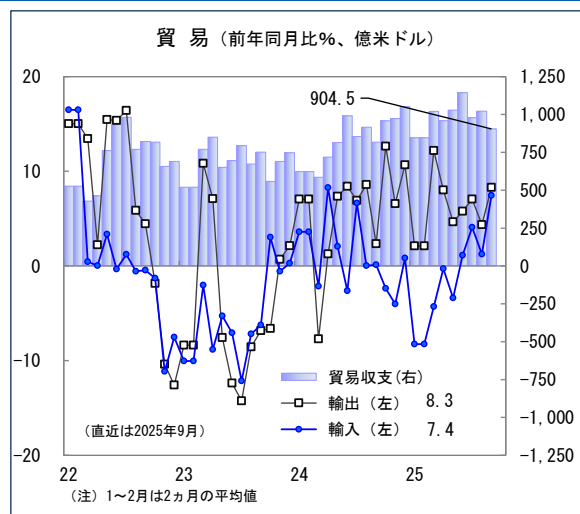
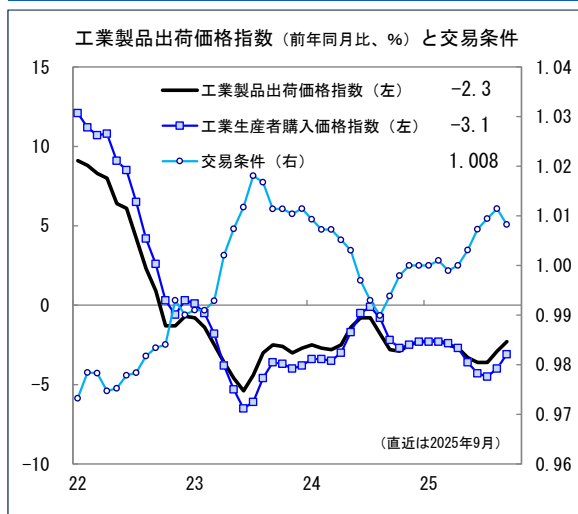
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

(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