

2025 年 11 月 26 日 全 46 頁

主要国経済 Outlook

2025 年 12 月号 (No. 469)

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
トランプ関税の世界経済への影響は限定的なのか
- 日本経済..... 3
経済見通しを改訂／日中関係の悪化、米景気の減速などに注意
- 米国経済..... 12
関税政策はマイルド化へ
- 欧州経済..... 23
成長再加速の兆し
- 中国経済..... 34
四中全会、関税、そして日中関係悪化

Overview: トランプ関税の世界経済への影響は限定的なのか

2025 年も残り 1 カ月余りとなった。今年の世界の経済関連ニュースの中では、米国のトランプ関税が最大級に注目されたことは間違いないだろう。その経済への影響については、各方面から様々に取りざたされた。

それらの代表例として、IMF（国際通貨基金）が定期的に発表している世界経済見通しの推移を見ると、直近の 10 月発表の予測では、経済成長率等の予測値は結果的にトランプ大統領就任前の水準に回帰している。具体的には、2025 年の世界の実質 GDP 成長率予測では、前年比 +3.2%（2024 年 10 月）→同 +2.8%（2025 年 4 月）→同 +3.2%（2025 年 10 月）であった。また、関税引き上げが直接影響する世界の財輸出量の 2025 年の予測では、それぞれ同 +3.5%→同 +0.8%→同 +3.7%となっている。これらはあくまで発表時点の状況に基づく予測値の推移ではあるが、対象となる 2025 年に入ってからの実データが徐々にそろってくる中で、ほぼ元の水準に戻ったことになる。

この間、世界最大の経済大国である米国の製品輸入に課される平均実効関税率は、The Budget Lab at Yale によると、2.4%（2025 年 1 月のトランプ大統領就任直前）→16.8%（2025 年 11 月 24 日時点）と、大幅に上昇したと計算されている（4 月には一時約 28%に達した）。あれだけ世界的に物議をかもし、実際に関税率が引き上げられたにもかかわらず、実体経済への影響は限定的だったのだろうか。また、関税政策の結果として米国が各国や企業から巨額の対米投資の約束を得られたのなら、トランプ政権の交渉の成果といえるのだろうか。

確かに、これまで大規模な経済危機等は発生していない。人類や経済システムの適応力の高さに感心すべきだろう。とはいえ、現在起こっていることは、いまだ変化への適応の途中経過であり、結論を出すには早いといえる。また、サプライチェーンの最適化に制約要因が加わることによって企業が新たな投資等の対応策を余儀なくされることは、経済に短期的にはむしろプラス要因となったかもしれない。ただし、長期的には過剰投資等によるコスト高が潜在成長率を下げる可能性には留意しなければならないだろう。（佐藤 光）

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞（2025 年 11 月 25 日時点）

	（％）				（前年比％）							
	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	10-12	（下線及び斜字は年度）			
日本	0.9	2.3	-1.8	0.5	0.7	1.0	1.0	1.0	1.2	-0.2	1.3	0.5
									<u>0.4</u>	<u>0.6</u>	<u>0.9</u>	<u>0.7</u>
米国	-0.6	3.8	3.0	0.7	2.3	1.6	1.8	1.9	2.9	2.8	1.9	1.9
ユーロ圏	2.3	0.5	0.9	1.0	1.1	1.3	1.4	1.6	0.4	0.9	1.4	1.1
英国	2.7	1.1	0.3	0.3	1.1	1.3	1.4	1.7	0.4	1.1	1.4	1.0
中国	5.4	5.2	4.8	4.4	4.5	4.4	4.4	4.2	5.2	5.0	4.9	4.4
ブラジル	2.9	2.2	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.2	3.4	2.2	2.0
インド	7.4	7.8	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>9.2</u>	<u>6.5</u>	<u>6.5</u>	<u>6.6</u>
ロシア	1.4	1.1	0.6	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	4.1	4.3	0.6	0.9

（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 11 月

経済見通しを改訂／日中関係の悪化、米景気の減速などに注意

神田 慶司
久後 翔太郎
田村 統久
中村 華奈子

[要約]

- 2025 年 7-9 月期の GDP1 次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質 GDP 成長率は 2025 年度+0.9%、2026 年度+0.7%（暦年ベースでは 2025 年+1.3%、2026 年+0.5%）と見込んでいる。
- 2026 年の春闘賃上げ率が前年並みの高水準が見込まれることや、物価上昇率の低下などにより、実質賃金（1 人あたり実質雇用者報酬）の前年比は振れを伴いつつもプラス圏で推移しよう。家計の所得環境の改善や政府の経済対策、緩和的な金融環境の継続、高水準の家計貯蓄などが日本経済を下支えしたり、押し上げたりするとみている。他方、米中を中心とした外需の下振れリスクには警戒が必要だ。
- 賃上げと価格転嫁の循環などにより、CPI 上昇率の基調は 2026 年度にかけて同+2%程度で推移すると見込んでいる。また、日本銀行は経済・物価・金融情勢を注視しつつ、2025 年 12 月に短期金利を 0.75%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで 0.25%pt の追加利上げを行うと想定している。予測期間の終盤には短期金利は 1.25%に達する見込みだ。実質金利は予測期間を通してマイナス圏で推移し、当面は緩和的な金融環境が維持されるだろう。

1. 緩やかな景気回復を見込むも外需下振れリスクに注意

7-9 月期はマイナス成長に転じたが景気の緩やかな回復基調は継続

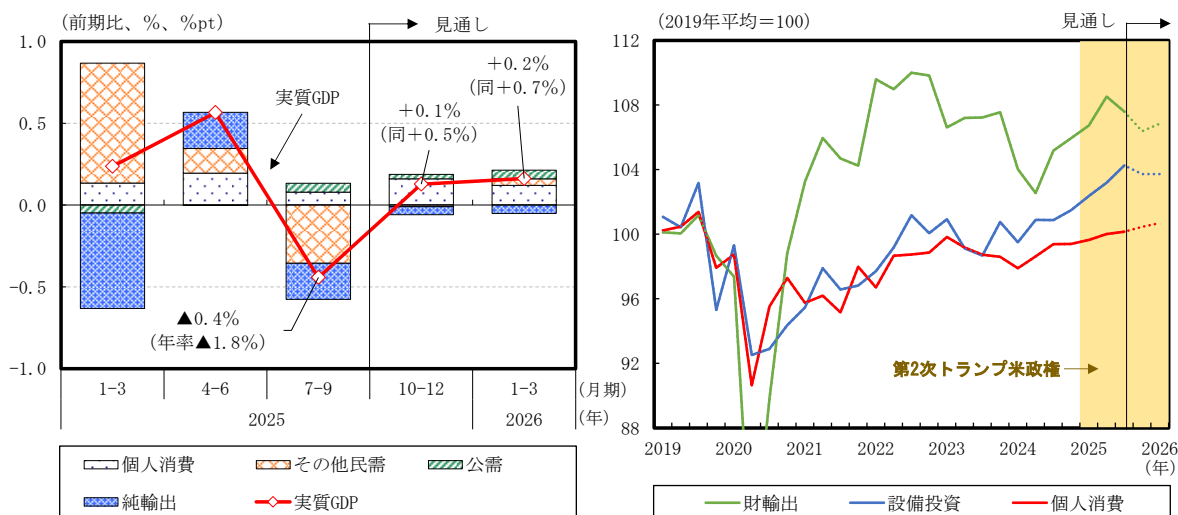
2025 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、1 次速報値で前期比年率▲1.8%（前期比▲0.4%）だった¹。6 四半期ぶりのマイナス成長である。

トランプ米政権による高関税政策（トランプ関税）の影響で、財輸出が 5 四半期ぶりに減少した。もっとも、7-9 月期の実質 GDP 成長率をとりわけ押し下げたのは住宅投資と民間在庫変動である。住宅投資については、3 月に生じた法改正前の駆け込み需要の反動減が運行して表れた。個人消費が 6 四半期連続で増加したことや、設備投資が 4 四半期連続で増加したことなどを踏まえると、日本経済は足元でも緩やかな回復基調が続いているとみられる。

実質 GDP を需要項目別に見ると（図表 1 左）、民需関連では個人消費と設備投資が増加した一方、住宅投資が大幅に減少し、在庫変動は GDP 成長率を前期比 0.2%pt 押し下げた。公需関連では政府消費と公共投資がいずれも増加した。外需関連では輸出と輸入がいずれも減少し、輸出の減少額が輸入のそれを上回ったことで、純輸出は実質 GDP 成長率を押し下げた。

GDP デフレーターは前年同期比+2.8%と 12 四半期連続のプラスだった。また、単位労働コスト（＝名目雇用者報酬÷実質 GDP）は同+2.7%と 10 四半期連続のプラスで、賃金面からの物価上昇圧力は足元でも継続している。

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



（注）季節調整値。見通しは大和総研による。

（出所）内閣府統計より大和総研作成

2025 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+0.5%（前期比+0.1%）と、小幅ながらプラスに転じると見込んでいる。7-9 月期の住宅投資の下押し要因が一巡するほか、個人消費

¹ 詳細は、神田慶司・田村統久「[2025 年 7-9 月期 GDP（1 次速報）](#)」（大和総研レポート、2025 年 11 月 17 日）を参照。

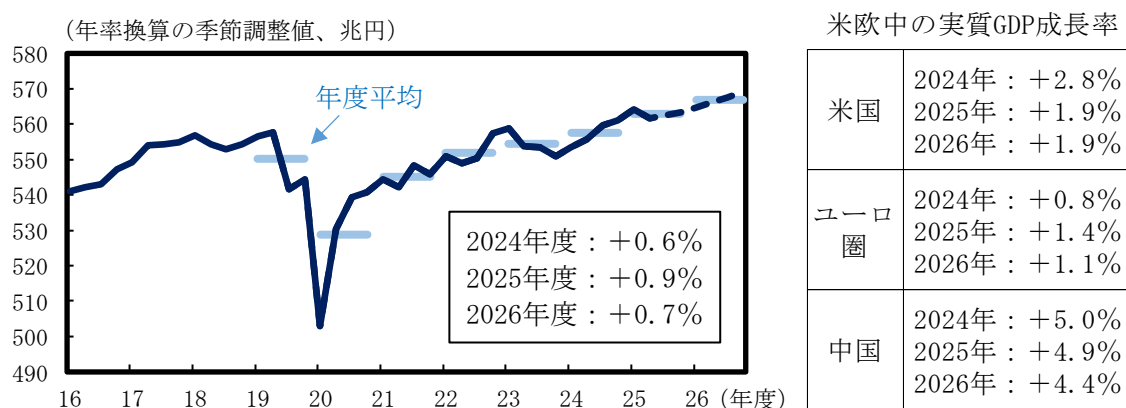
は物価上昇率の低下や所得環境の改善などもあって緩やかな回復基調が続くだろう。一方、設備投資は好調に推移した反動もあって増加が一服し、財輸出は引き続き減少すると見込んでいる（図表 1 右）。

中国政府が 11 月 14 日に行った日本への渡航自粛要請により、中国人訪日客数が大幅に減少したり、対中輸出などに影響が波及したりする可能性には注意が必要だ。

海外経済などの前提 ～主要国・地域はプラス成長を見込むも米国に下振れリスク

図表 2 ではメインシナリオにおける実質 GDP の推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新（11 月 25 日時点）の見通しに基づく。

図表 2：日本の実質 GDP 見通しと海外経済の前提



(注) 図中の破線は大和総研による予測値。米欧中の見通しは大和総研の各国担当者の予測に基づく。

(出所) 内閣府、各国統計より大和総研作成

2025年の実質GDP成長率は、米国で前年比+1.9%、ユーロ圏で同+1.4%、中国で同+4.9%と見込んでいる。9月8日公表の当社の「[第226回日本経済予測（改訂版）](#)」（以下、前回予測）の予測値に比べて米国を0.2%pt、ユーロ圏を0.1%pt 上方修正した（中国は同水準）。2026年については、米国が同+1.9%（前回予測対比+0.2%pt）、ユーロ圏が同+1.1%（同▲0.1%pt）、中国が同+4.4%（同+0.2%pt）の見込みである。詳細は各国経済見通しを参照されたい。

トランプ関税に関しては、直近の関税率の継続を想定している。日本の対米輸出品に課される関税率は自動車を含めて15%になったが、1月の対米平均関税率が1.5%（米センサス局より大和総研試算）だったことを踏まえると、日米関税合意の反映後も関税率は高止まりした状況が続き、日本経済への下押し圧力はかかり続けるだろう。

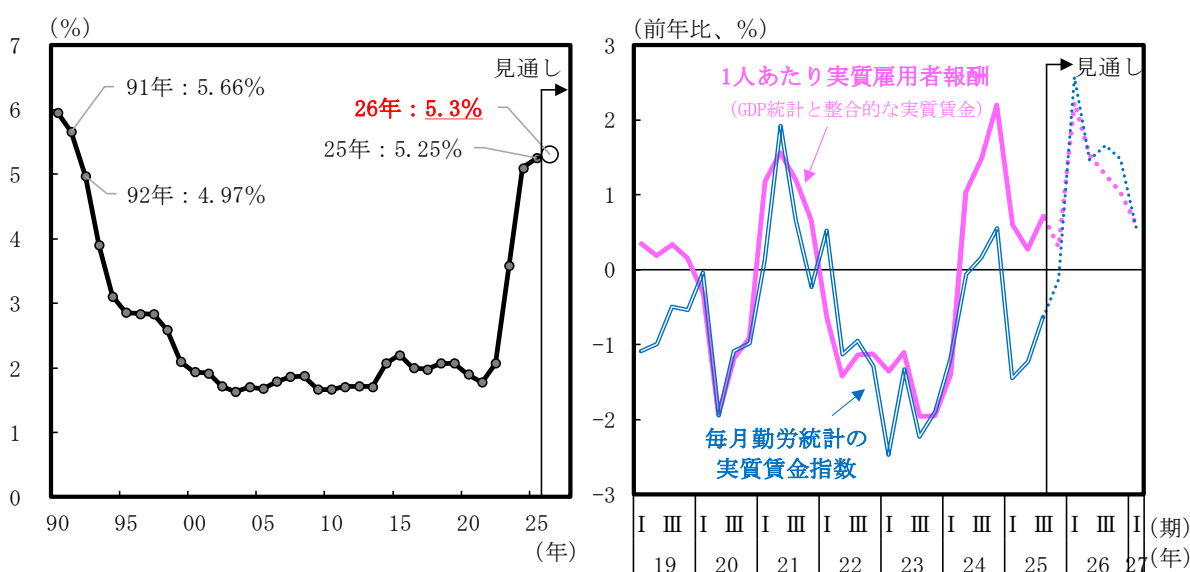
日本の実質 GDP は 2026 年度にかけて緩やかなプラス成長を見込む

上記の海外経済見通しの下、メインシナリオにおける日本の実質 GDP 成長率は 2025 年度で前年比+0.9%、2026 年度で同+0.7%と見込んでいる（**前掲図表 2**、暦年ベースでは 2025 年で同+1.3%、2026 年で同+0.5%）。

2025 年度の成長率見通しは前回予測から 0.1%pt 引き上げたが、「成長率のゲタ」（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる前年比の実質 GDP 成長率）を除くベースでは同水準だ。前述した 7-9 月期の大幅減を受けて民間住宅を大きく下方修正する一方、堅調な推移を続けている設備投資を上方修正した。輸出についても、2024 年度の実績値が引き下げられたことや 2025 年 7-9 月期の減少幅が前回予測時の想定より小さかったこともあって上方修正した。

2026 年度は前回予測比で▲0.1%pt と下方修正したものの、主因は「成長率のゲタ」（▲0.1%pt）だ。個人消費の持ち直しや設備投資の増加などを通じて緩やかな景気回復が続く、という見方に変更はない。

図表 3：連合集計値ベースの春闘賃上げ率の見通し（左）、1 人あたり実質雇用者報酬と実質賃金指数の見通し（右）



(注 1) 左図では、以下の賃金関数に当社の「第 227 回日本経済予測」（2025 年 11 月 21 日）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) 右図の 1 人あたり実質雇用者報酬（実質値は家計最終消費支出デフレーターベース）は季節調整値の前年比。点線は大和総研による予測値。

(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

需要項目別に見ると、個人消費は緩やかな増加を続けると見込んでいる。春闘での高水準の賃上げ継続のほか、食料品の価格上昇率の低下、政府の物価高対策などにより所得環境の改善

が進むとみられる。

日本労働組合総連合会（連合）が集計した春闘賃上げ率について、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、当社の「[第 227 回日本経済予測](#)」（2025 年 11 月 21 日、今回予測）の経済見通しを当てはめると、2026 年の春闘賃上げ率は 5.3%程度と前年並みの水準になると試算される（**図表 3 左**）。1 人あたり実質雇用者報酬の前年比は物価上昇が加速した前年の裏の影響で 2026 年前半にかけて大きく高まり、同年後半以降はこれまでの労働生産性上昇率並みの同+1%前後で推移しよう（**図表 3 右**）。また、高水準の家計貯蓄が個人消費を引き続き下支えするとみている。

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

政府消費は堅調に推移しよう。高齢化の進展などから医療・介護給付費が増加するほか、民間企業の積極的な賃上げが公務員給与に反映されることなどを見込んでいる。

輸出のうち、財輸出は 2025 年 10-12 月期までにトランプ関税の影響が一巡し、2026 年 1-3 月期には増加に転じよう（**前掲図表 1 右**）。サービス輸出は、後述するように中国政府による日本への渡航自粛要請などからインバウンド消費を中心に弱含み、2026 年 1-3 月まで減少を続ける一方、4-6 月期以降はそうした影響も徐々に剥落し、回復が進むと見込んでいる。

所得環境の改善などが日本経済を下支えする一方、米中を中心とした外需下振れに注意

日本経済の下支え・押し上げ要因として主に見込まれるのは、「賃上げ等による家計の所得環境の改善」「政府の経済対策」「緩和的な金融環境の継続」「高水準の家計貯蓄²」である。

前述のように、実質賃金（1 人あたり実質雇用者報酬）の前年比は振れを伴いながらもプラス圏で推移すると見込まれることに加え、2025 年度税制改正に盛り込まれた基礎控除等の引き上げが実施される（2025 年分の所得税は年末調整などで還付、住民税は 2026 年度分から適用）。高市早苗首相は 11 月 18 日に開催された政府税制調査会において、「所得税の基礎控除を物価に連動した形で更に引き上げる税制措置について議論を進める」と述べており³、ブラケットクリップ対応（物価上昇による税負担増加の抑制）が継続的に実施されるとみられる。

² 2025 年 6 月末で 2,239 兆円だった家計金融資産は 9 月末で 2,300 兆円程度に達したとみられる。名目消費額の 6.6~6.7 年分に相当し、コロナ禍前（6.1 年分）を上回る。家計所得が下振れしても、貯蓄の取り崩しで生活を安定化させる余地は大きいとみられる。

³ <https://www.kantei.go.jp/jp/104/actions/202511/18zeicyou.html>

また、高市政権は中低所得者の税・社会保険料負担を軽減する給付付き税額控除の制度設計について議論する方針だ。給付付き税額控除については、今回予測を参照されたい。

高市政権は 11 月 21 日に総合経済対策を取りまとめたが、今回予測の作成時点では詳細が明らかでなかったため、物価高対策や公共投資関連予算の増額⁴など一部の政策のみを経済見通しに反映させた。総合経済対策の裏付けとなる 2025 年度補正予算案の歳出規模は前年度（13.9 兆円）を上回る 17.7 兆円程度となった。ガソリン税・軽油引取税の旧暫定税率廃止などの減税措置を含めれば 21.3 兆円程度、事業規模は 42.8 兆円程度になり、日本経済を一定程度下支えするとみられる。

物価と日本銀行（日銀）の金融政策の見通しは後述するが、2025 年 10 月で前年比+3.0%の CPI 上昇率は食料品価格の上昇ペースの鈍化などもあって同+2%程度で推移し、日銀は緩やかなペースで追加利上げを実施していくと見込んでいる。

米中を中心とした外需の下振れリスクに注意

前回予測までは、「インバウンド需要の増加」も下支え・押し上げ要因として挙げていた。だが、前述のように中国政府の渡航自粛要請によって中国人訪日客数が大幅に減少する可能性が高まったことを受け、インバウンド見通しを下方修正した。

新たな 2026 年の訪日外客数見通しは 4,100 万人程度、実質インバウンド消費額見通し（GDP 統計における「非居住者家計の国内での直接購入」の実質額）は 7.1 兆円程度と、いずれも 5 年ぶりに減少すると見込んでいる。日本の実質 GDP への影響は▲0.1%程度と想定しているが、事態が一段と悪化して対中輸出などにも波及すれば、下押し幅は▲0.4%程度へと拡大する可能性がある⁵。

他方、米国ではトランプ関税の影響もあってインフレが高止まりしている。今後、利下げのペースが想定よりも緩やかになり、引き締めの金融環境が続くことで企業の資金調達環境が悪化し、米景気は想定以上に減速する可能性がある。こうした中でプライベートクレジット市場での破産件数が増加し、株安も重なって景気を一段と下押しするリスクにも注意が必要だ。

また中長期的には、トランプ関税による米国企業の製造コストの上昇や不法移民政策による労働供給の減少などによって米国の潜在成長率が低下し、日本経済にも波及することも考えられる。トランプ関税や株安、不法移民政策などで米国経済が下振れした場合、日本の実質 GDP は 2029 年に最大で▲0.33%程度下押しされる⁶。

⁴ 公共投資は「防災・減災、国土強靱化のための 5 か年加速化対策」により高水準での推移が見込まれるため、公共投資見通しでは過去のトレンドを踏まえつつ、補正予算編成による予算の増額を予め想定している。

⁵ 詳細については、山口茜・神田慶司・田村統久「[中国の渡航自粛要請は日本の実質 GDP を 0.1～0.4% 下押し](#)」（大和総研レポート、2025 年 11 月 21 日）を参照。

⁶ 詳細については、小林若葉・中村華奈子・久後翔太郎「[米国経済に潜む短期・中長期の下振れリスクと日本経済への影響](#)」（大和総研レポート、2025 年 11 月 25 日）を参照。

2. 物価・金融政策の見通し

新コアコア CPI は 2026 年度前半には前年比+2%程度へ低下する見込み

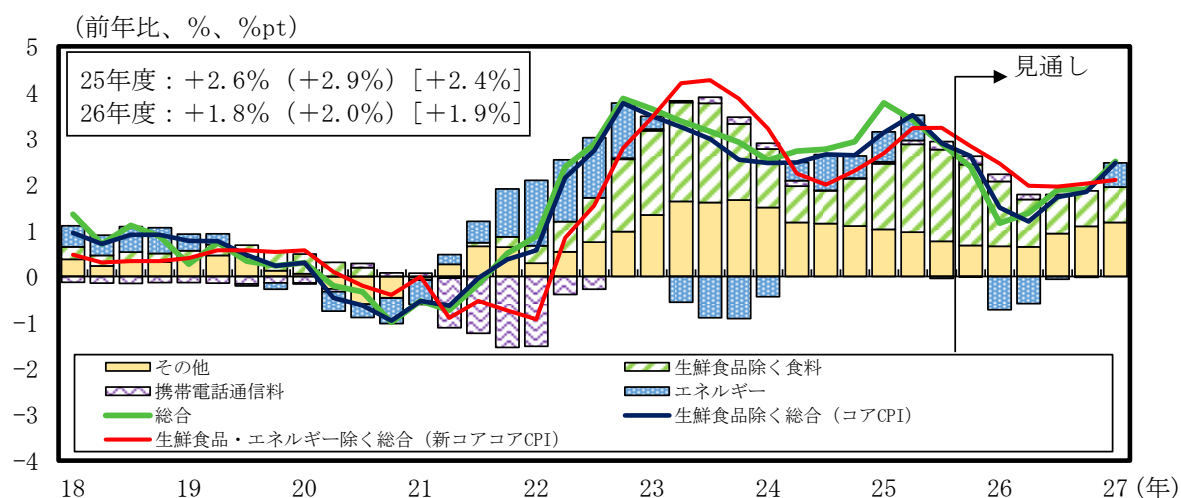
先行きの CPI について、総合ベースでは 2025 年度で前年比+2.4%、2026 年度で同+1.9%、生鮮食品を除く総合ベース（コア CPI）では 2025 年度で同+2.6%、2026 年度で同+1.8%と見込んでいる（図表 4）。また、生鮮食品・エネルギーを除く総合ベース（新コアコア CPI）では 2025 年度で同+2.9%、2026 年度で同+2.0%とみている。

政府が実施するエネルギー高対策の詳細については本稿執筆時点で明らかになっていないが、一部報道をもとに、2026 年 1 月には標準的な家庭の電気・都市ガスの負担額が 3,000 円以上引き下げられ、3 月にかけて補助額は段階的に縮小していくと想定している。2025 年 7～9 月に実施された電気・都市ガス補助金による負担軽減額は 3 カ月の累積で 3,000 円程度であり、対策の規模は大幅に拡大するという見立てだ。ガソリン補助金の段階的引き上げや、その後の暫定税率の廃止などと合わせて、政策要因でエネルギー価格は大きく押し下げられよう。

足元での物価上昇の主因である食料価格の上昇率は徐々に鈍化していく見込みだ。米関連品目への波及は当面の間続くとみられるが、一時急騰した米類自体の価格上昇率は足元で低下傾向にある。

人件費の増加分を販売価格に転嫁する動きも継続するとみている。前述のように、2026 年春闘では前年並みの高い賃上げ率を見込んでおり（前掲図表 3 左）、人手不足の深刻化という構造的な課題を背景に、企業による賃上げの動きは続く見込みだ。それに伴う人件費の増加を販売価格に転嫁する動きも継続するだろう。こうした動きに支えられ、基調的な物価は 2026 年度にかけて前年比+2%程度で推移するとみている。

図表 4：コア CPI 見通し（丸括弧内は生鮮食品・エネルギー除く総合、角括弧内は総合）



(注) 作成時の資源価格と為替レートを前提とした物価見通し。ガソリン補助金は 2025 年 11 月中旬から段階的に引き上げられ、12 月に 25.1 円/リットルまで引き上げられた後、2026 年 1 月に補助金と旧暫定税率が廃止されると想定。電気・都市ガスへの補助金により、標準的な家計の負担額は 2026 年 1 月に 3,000 円、2 月に 2,500 円、3 月に 2,000 円程度引き下げられると想定（CPI には翌月（2～4 月）に反映）。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

日銀は 2025 年 12 月に利上げを行い、その後も緩やかなペースで利上げを継続する見込み

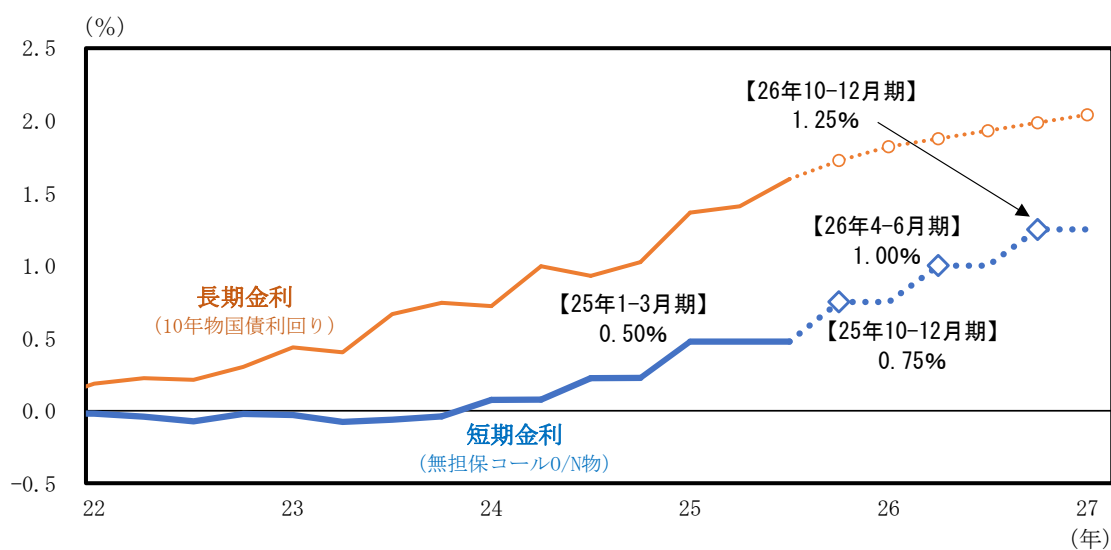
当社では、日銀は 2025 年 12 月に短期金利を 0.75% に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで 0.25%pt の追加利上げを行うと想定している（予測期間終盤の 2027 年 1-3 月期で 1.25%、**図表 5**）。

メインシナリオではトランプ関税の悪影響を受けつつも、日本経済は緩やかな景気回復が続くと見込んでいる。加えて国内の賃金・物価動向を踏まえると、金融緩和の度合いを調整するための利上げの必要性は引き続き大きい。

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

長期金利は上昇を続け、予測期間の終盤には 2% を上回ると見込む（**図表 5**）。日銀が緩やかながらも短期金利を引き上げていくことが長期金利を押し上げる要因として働く。加えて、高市政権の掲げる「責任ある積極財政」が一段の物価上昇を招くリスクや、国債増発による需給の緩和への警戒感が強まることで、リスクプレミアム（将来の不確実性に備えて投資家が追加的に要求する収益率）の拡大によっても長期金利が押し上げられるとみている。

図表 5：日本の長短金利の見通し



（注）長期金利は期間平均値で、短期金利は期末値。点線は大和総研による予測値。

（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 6 : 日本経済見通し＜第 227 回日本経済予測（2025 年 11 月 21 日）＞

	2024			2025				2026				2027	2024	2025	2026
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度 (暦年)	年度 (暦年)	年度 (暦年)
実質GDP(年率、兆円)	553.3	555.8	559.8	561.1	564.3	561.8	562.5	563.4	564.8	566.2	567.6	569.2	557.5	562.8	566.7
＜前期比、％＞	0.4	0.4	0.7	0.2	0.6	-0.4	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3			
＜前期比年率、％＞	1.7	1.8	2.9	0.9	2.3	-1.8	0.5	0.7	1.0	1.0	1.0	1.1			
＜前年同期比、％＞	-1.0	0.5	1.0	1.8	2.0	1.1	0.4	0.4	0.1	0.8	0.9	1.0	0.6 (-0.2)	0.9 (1.3)	0.7 (0.5)
民間消費支出(前期比、％)	0.7	0.8	0.0	0.3	0.4	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.7	1.1	0.9
民間住宅投資(前期比、％)	1.5	0.8	-0.1	1.3	0.3	-9.4	2.6	1.3	0.0	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-4.2	-1.1
企業設備投資(前期比、％)	1.4	0.0	0.6	0.9	0.8	1.0	-0.5	0.0	0.3	0.4	0.4	0.4	1.9	2.2	0.9
政府消費支出(前期比、％)	1.0	-0.1	0.3	-0.4	0.1	0.5	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	1.2	0.4	1.2
公共投資(前期比、％)	2.6	-0.4	-0.7	0.5	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.6	0.1	0.4
輸出(前期比、％)	0.7	2.0	2.0	-0.4	2.3	-1.2	-1.2	-0.1	0.5	0.6	0.7	0.9	1.5	1.9	0.6
輸入(前期比、％)	2.7	3.3	-2.2	2.5	1.3	-0.1	-1.0	0.1	0.6	0.6	0.7	0.8	3.5	2.3	1.1
名目GDP(前期比年率、％)	7.9	4.1	5.1	3.8	6.5	0.5	1.6	1.7	2.5	2.6	2.7	2.9	3.7	3.6	2.2
GDPデフレーター(前年同期比、％)	3.3	2.6	3.1	3.3	2.9	2.8	2.6	2.1	1.5	1.3	1.5	1.6	3.1	2.6	1.5
鉱工業生産(前期比、％)	2.1	0.3	0.4	-0.3	0.4	0.0	0.5	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	-1.4	0.8	1.3
コアCPI(前年同期比、％)	2.5	2.7	2.6	3.1	3.5	2.9	2.6	1.5	1.2	1.7	1.8	2.5	2.7	2.6	1.8
失業率(％)	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	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	0.48	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	1.60	1.72	1.82	1.88	1.93	1.99	2.04	1.08	1.64	1.96
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	80.7	75.3	70.3	71.4	63.7	65.0	60.4	60.7	60.7	60.7	60.7	60.7	74.4	62.4	60.7
為替レート(円/ドル)	155.8	149.1	152.4	152.5	144.6	147.5	153.9	155.5	155.5	155.5	155.5	155.5	152.4	150.4	155.5

(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) 大和総研作成

米国経済 関税政策はマイルド化へ

トランプ大統領に対する世論と共和党内の不満の高まりが抑止力に

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

- 2025 年 10 月 1 日から続いていた米連邦政府の閉鎖は、11 月 12 日に成立したつなぎ予算の可決を受けて終了した。注目される経済活動への影響は、10-12 月期の実質 GDP 成長率を大きく押し下げる一方、2026 年 1-3 月期は反動増が見込まれる。ただし、つなぎ予算の期限は 2026 年 1 月末までであり、それまでに本予算や再度のつなぎ予算が成立しなければ、政府閉鎖が再発することになる。その場合、反動増は先送りされ、経済活動の正常化は遅れる恐れがある。
- 本予算策定を巡り不透明な情勢が続く中、トランプ大統領が重視してきた関税政策はマイルド化が進んでいる。具体的には、中国やスイスに対する関税率の引き下げや相互関税の対象から一部農産物を除外された。関税政策のマイルド化の背景には、世論や共和党内でのトランプ大統領に対する不満が高まっていることがあるだろう。マイルド化が進めば、景気の下振れリスクやインフレ再加速リスクを軽減する上で安心材料といえる。
- ただし、これまでの関税政策はマイルド化と厳格化で揺れ動いており、焦点はマイルド化の賞味期限だ。国内の政治状況に目を向ければ、2026 年 11 月の中間選挙に向けた動きが始まっており、世論や共和党議員のバーゲニング・パワー（交渉力）は強まることが想定される。経済状況に関しては、トランプ減税 2.0 やこれまでの利下げによって景気の持ち直しが見込まれる一方で、家計の暮らし向きの改善は一様ではなく、低・中所得層を中心にトランプ政権に対する不満は解消しづらいことも考えられる。トランプ大統領の不規則発言は今後も続くかもしれないが、有権者や議員の不満を高める強面の関税政策は取りにくい状況が継続すると想定される。

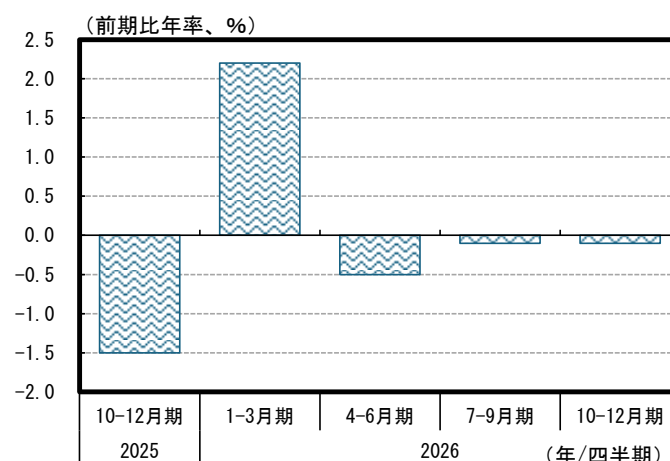
つなぎ予算成立で政府閉鎖が終了も、不透明感は続く

2025 年 10 月 1 日から続いていた米連邦政府機関の一部閉鎖は、11 月 12 日に成立したつなぎ予算の可決を受けて終了した。今回の閉鎖は 42 日間と過去最長となり、経済活動への影響が注目されてきた。議会予算局（CBO）は、職員給与支払いの停滞や政府による財・サービス購入の遅延などを踏まえ、2025 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率が前期比年率で▲1.5%押し下げられると試算している（図表 1）。一方、再開後には停滞分の多くが解消されると見込まれており、2026 年 1-3 月期には同+2.2%の押し上げが生じると予測している。

政府閉鎖が終了したとはいえ、先行き不透明感は解消されていない。今回成立したつなぎ予算の期限は 2026 年 1 月 30 日までとなっている。期限までに本予算、または追加のつなぎ予算が成立しなければ政府閉鎖が再発する可能性が残る。2026 会計年度の本予算に関しては、農務省や食品医薬品局（FDA）、退役軍人省など一部通年の歳出法案も今回のつなぎ予算に盛り込まれたものの、依然として 9 つの歳出法案について議会内の合意形成が必要となる。

争点のオバマケア（ACA）補助金の延長問題は、つなぎ予算成立までに決着せず、12 月に上院で採決される予定だ。しかし、トランプ大統領は補助金延長に反対姿勢を示している。期限までに本予算、もしくは再度のつなぎ予算を成立させられるかは不透明な状況にある。政府閉鎖が再発する場合、政府再開で見込まれる反動増は先送りされ、経済活動の正常化は遅れる恐れがある。

図表 1 政府閉鎖による実質 GDP 成長率への影響



（注）政府閉鎖が 6 週間続いた場合の影響

（出所）CBO より大和総研作成

トランプ政権は関税政策を修正、景気への悪影響を緩和へ

本予算策定を巡り不透明な情勢が続く中、トランプ大統領が重視してきた関税政策にも変化が生じている。10 月 30 日の米中首脳会談では、中国がレアアースの輸出管理を一時停止する一方、米国もエンドユーザー管理の実施を一時停止することで合意した。また、米国は対中関税率を 30%から 20%へ引き下げ、相互関税上乗せ分の 24%の適用をさらに 1 年間猶予するこ

となった。

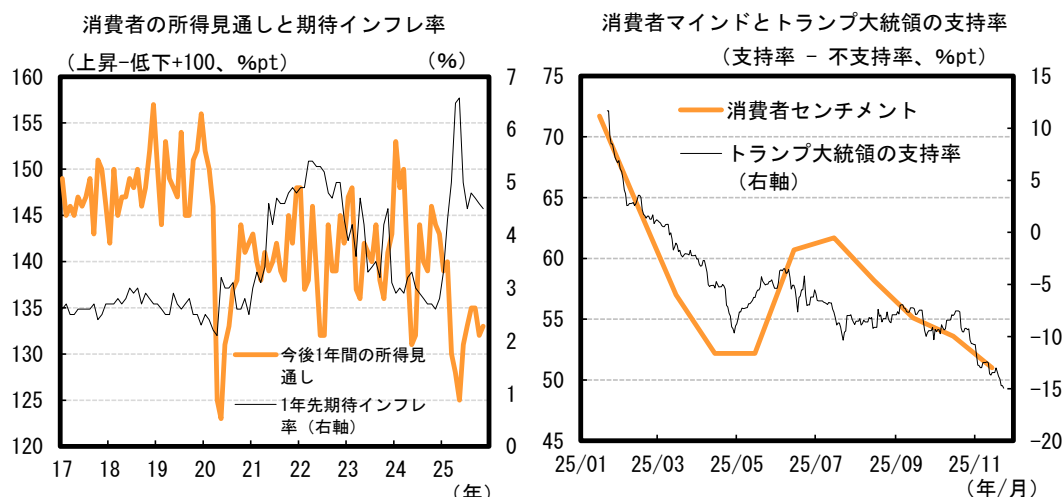
続く 11 月 14 日には、トランプ大統領が農産物の一部を相互関税の対象から除外する大統領令に署名するとともに、スイスおよびリヒテンシュタインとの貿易交渉で暫定合意に至り、スイスに対する関税率を 39% から 15% へ引き下げると発表した。こうした関税率の引き下げに加え、景気下支えを意識した政策対応も見られる。トランプ大統領は関税収入の増加による「配当」として、低・中所得層を対象とした 2,000 ドルの現金給付を示唆した。関税率の引き下げや関税収入の還元を通じて、景気の下振れリスクを緩和する政策対応が相次いでいるといえる。

関税政策マイルド化の裏側にある人々の不満の高まり

このような関税政策のマイルド化の背景には、トランプ政権に対する逆風が強まっていることがあるとみられる。家計は雇用環境の悪化や物価上昇に直面し、暮らし向きは悪化しており（図表 2 左図）、ロイター/ミシガン大学の消費者センチメント指数は約 3 年半ぶりの低水準となった。とりわけ政府閉鎖中には、補足栄養支援プログラム（SNAP）の給付遅延が発生し、低所得層の消費姿勢を一段と慎重化させたと考えられる。

消費者マインドの悪化と軌を一にするように、トランプ大統領のネット支持率（支持率－不支持率）は就任以来の最低水準まで低下した（図表 2 右図）。このような中、11 月 4 日に実施されたバージニア州知事選挙、ニュージャージー州知事選挙、ニューヨーク市長選挙ではいずれも民主党候補が勝利した。注目されたニューヨーク市長選では、左派色が強いマムダニ氏が生活苦への対応を前面に掲げる選挙戦略で勝利した⁷。マムダニ氏が提起する民主社会主義への評価は分かれるものの、現下の経済状況に対する有権者の不満の強さを象徴する結果といえる。

図表 2 消費者の所得見通しと期待インフレ率、消費者マインドとトランプ大統領の支持率



（注）トランプ大統領の支持率は支持率と不支持率の差分。

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

⁷ 矢作大祐「『マムダニ旋風』は、打倒『トランプ・共和党』に向けた民主党の『切り札』となるか」（大和総研コラム、2025年11月12日）

世論の不満や州・市レベルでの民主党の躍進を受け、共和党内でも大統領への批判が強まっている。10 月末には、ブラジルやカナダへの制裁関税および相互関税の廃止を求める決議案が上院で提出され、可決された。下院での通過は容易ではないが、国家緊急経済権限法（IEEPA）に基づく追加関税措置の合法性が問われる中で、上院での決議案通過の意味は大きい。

11 月 4 日に連邦最高裁判所で行われた、IEEPA を根拠とする追加関税措置の合法性に関する口頭弁論では、保守派判事を含む複数の判事が、トランプ政権が主張する包括的な関税権限に対して「重要問題法理」を提示した。同法理の趣旨は、関税を含む課税権限は議会に属し、トランプ政権が IEEPA を根拠に関税政策を実施するためには、議会による明確な権限委任が必要となるというものだ。IEEPA は輸入規制に関する権限を大統領に委任しているものの、「関税」や「税」という直接的な文言は含まれていない。このため、重要問題法理が適用されれば、IEEPA を根拠とした追加関税措置の継続は困難となる可能性が高い。仮に議会が IEEPA に基づく関税権限を大統領に明確に委任すれば、関税措置を維持する余地はあるものの、上院ではむしろ関税権限を制限する動きが強まっていることは前述の通りだ。

IEEPA を根拠とした追加関税措置が困難となっても、他の法的根拠に基づく関税引き上げは不可能ではない。しかし、それらの制度では柔軟な関税率設定や迅速な発動に制約があり、トランプ政権の関税政策は従来に比べて運用余地が縮小することが予想される。

繰り返す関税政策のマイルド化、賞味期限はいつまでか

関税政策を含むトランプ政権の政策運営の変化は今回が初めてではない。4 月の相互関税の公表や対中関税のエスカレーションを受け、支持率の低下や市場の混乱が広がった局面では、トランプ大統領は関税発動に猶予期間を設ける対応を取った。また、7 月の猶予期限を前に新たな国・地域別の関税率を打ち出す一方で、支持率が低下した際には、同時並行でトランプ減税 2.0 の成立や各国・地域との貿易交渉における合意などの手を打った。さらに、今回見られたように、関税措置の累積による景気・物価面での悪影響や政府閉鎖の長期化に伴う世論の不満増大を受け、最大の懸案であった対中関税のマイルド化や、食品価格抑制を念頭に置いた農産物の相互関税対象からの除外、さらには現金給付案にまで手を広げるに至っている。

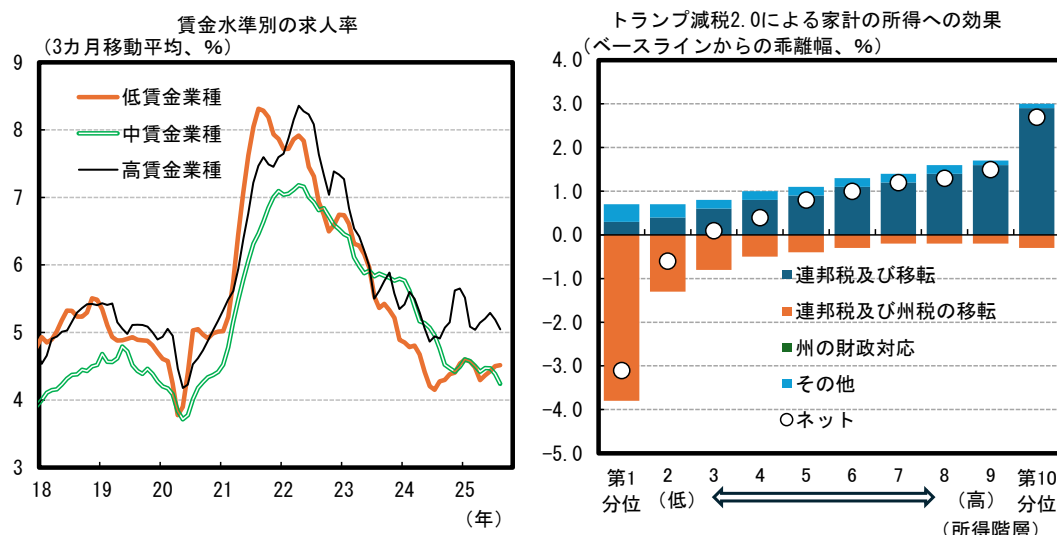
では、今回の支持率低下に歯止めがかかれば、政策運営の変化も一巡し、場合によっては再び関税政策を強化する姿勢が復活するのだろうか。現時点では、景気に悪影響の大きい関税率の再引き上げやそれを長期化させるような展開は想定しにくいと考えられる。その理由の一つとして、国内の政治状況に目を向ければ、トランプ大統領に対する世論や共和党議員のバーゲニング・パワー（交渉力）が今後一段と強まることが挙げられる。2025 年 11 月以降、2026 年 11 月 3 日の中間選挙に向けた候補者登録が始まり、共和党議員は世論の反応をこれまで以上に重視する「選挙モード」に入る。2026 年に入れば、共和党の議員候補者を選ぶ予備選挙が始まり、世論を重視する傾向は一層強まるだろう。トランプ大統領も、本予算成立や 2026 年 5 月に任期満了を迎えるパウエル FRB 議長の後任指名などにおいて議会の協力が不可欠としている。共和党議員の意向を無視することは難しくなるだろう。

経済状況に関しても、関税政策の再強化には高いハードルが存在する。雇用環境は2026年初以降の改善が示唆されるものの⁸、家計の暮らし向きの回復は一様ではないことが想定される。例えば、一部の高賃金業種の求人率（求人件数/求人件数+雇用者数）は足元で相対的に高水準を維持する一方、低・中賃金業種では依然として低水準にとどまっており、回復は緩やかとなることが予想される（図表3左図）。

財政政策に関しては、2025年7月に成立したトランプ減税2.0によって、2026年3月以降には個人所得税の税還付が本格化し、家計所得を押し上げ得る。しかし、その恩恵は主として高所得層に集中し、低・中所得層への押し上げ効果は相対的に小さくなると見込まれる（図表3右図）。金融政策に関しては、9・10月のFOMCで合計0.50%ptの利下げが実施されたことで、家計の金利負担を軽減することが想定される。もっとも、先行きの利下げに関しては、パウエル議長が10月のFOMC後の記者会見で12月9・10日のFOMCでの利下げは既定路線ではないと述べた⁹。11月19日に公表された10月FOMCの議事録でも、更なる利下げがインフレ圧力を強め得るとして、多くのFOMC参加者で様子見スタンスが強まっている。インフレ高止まりリスクへの警戒感が続く中で、利下げ余地が少なくなっているといえよう。

こうした中で、低・中所得層を中心とした、幅広い家計が暮らし向きの改善を実感するまでには時間を要することが想定される。結果、政権への不満が蓄積し、支持率低迷が長期化する可能性がある。選挙前であってもトランプ大統領の不規則発言は続くかもしれないが、有権者や議員の不満を高める強面の関税政策は取りにくい状況が継続すると想定される。

図表3 賃金水準別の求人率、トランプ減税2.0による家計所得への効果



(注) 右図は2026年から2034年にかけての、CB0の2025年1月時点のベースライン予測に対する家計所得の年平均増加率。なお、家計所得は税引後、移転収入後。

(出所) BLS、CB0、Haver Analytics より大和総研作成

⁸ 藤原翼・矢作大祐「[統計公表停止中、米雇用環境に変化はあるか](#)」（大和総研レポート、2025年11月14日）

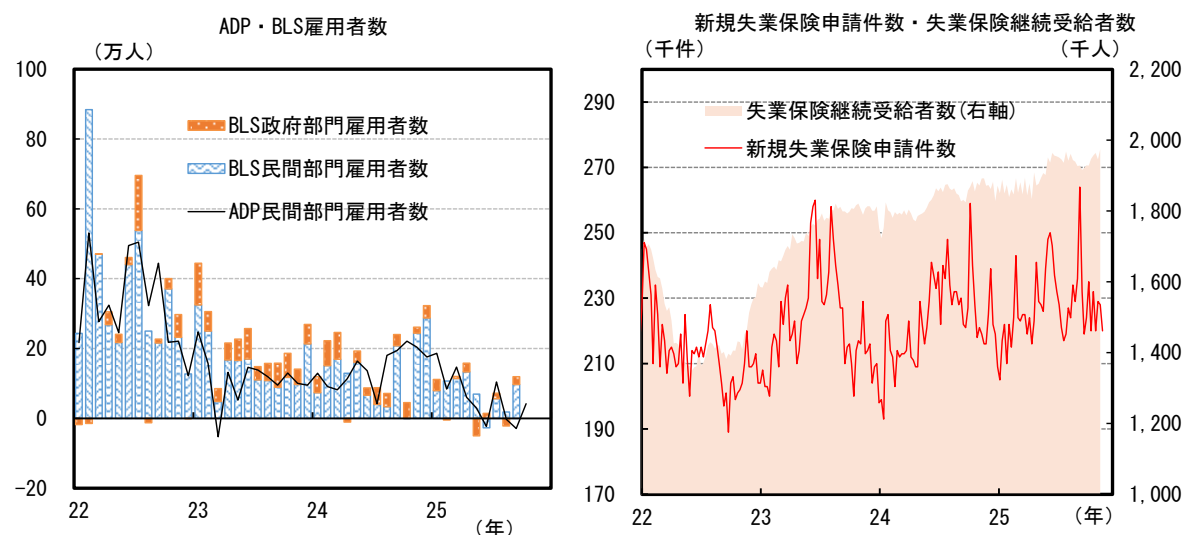
⁹ 藤原翼・矢作大祐「[FOMC 0.25%pt 利下げとQT一部停止を決定](#)」（大和総研レポート、2025年10月30日）

足元は雇用環境の悪化基調が継続も、先行きは悪化一辺倒ではない¹⁰

足元の雇用動向について¹¹、ADP 民間部門雇用者数に注目すると、10 月は前月差+4.2 万人と 3 カ月ぶりにプラスに転じた。ADP の民間部門雇用者数の直近の伸びがプラスに転じた点は安心材料といえる一方、3 カ月移動平均を確認すると、同+0.3 万人と 3 カ月連続でペースダウンした。続いて、失業者数の動向について、新規失業保険申請件数に着目すると、直近週（2025 年 11 月 9 日-2025 年 11 月 15 日）は 22.0 万件と前年同時期と同程度となった。新規失業保険申請件数が安定していることは、足元で失業者数が急増していないことを示唆している。他方で、失業保険継続受給者数の直近週（2025 年 11 月 2 日-2025 年 11 月 8 日）については 197.4 万件とやや高止まりしている。足元までの雇用関連指標を踏まえれば雇用環境の緩やかな悪化というトレンドが続いているといえる。

先行きについては、雇用環境の回復を示唆するデータも見られる。例えば、NFIB が公表する雇用増を計画する中小企業の割合は、持ち直しの兆しが見られる。また、失業率に先行する傾向のある、大企業が解雇を実施する際に出される事前解雇通知（Warn Notice）の推移は、目先は失業率が上昇しやすい一方で、2025 年末から 2026 年にかけては上昇圧力が弱まる可能性を示唆している。これらの指標を踏まえれば、短期的には雇用環境が悪化しやすい一方で、先行きについては雇用環境の悪化が一巡し、2026 年以降には回復へと転じることも想定される。

図表 4 ADP・BLS 雇用者数、新規失業保険申請件数・失業保険継続受給者数



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

¹⁰ 民間データによる直近の雇用動向について、詳しくは、藤原翼・矢作大祐「[統計公表停止中、米雇用環境に変化はあるか](#)」（大和総研レポート、2025 年 11 月 14 日）を参照。

¹¹ 2025 年 9 月の米雇用統計については藤原翼「[政府閉鎖前の雇用環境は緩やかな悪化が継続](#)」（大和総研レポート、2025 年 11 月 21 日）を参照。

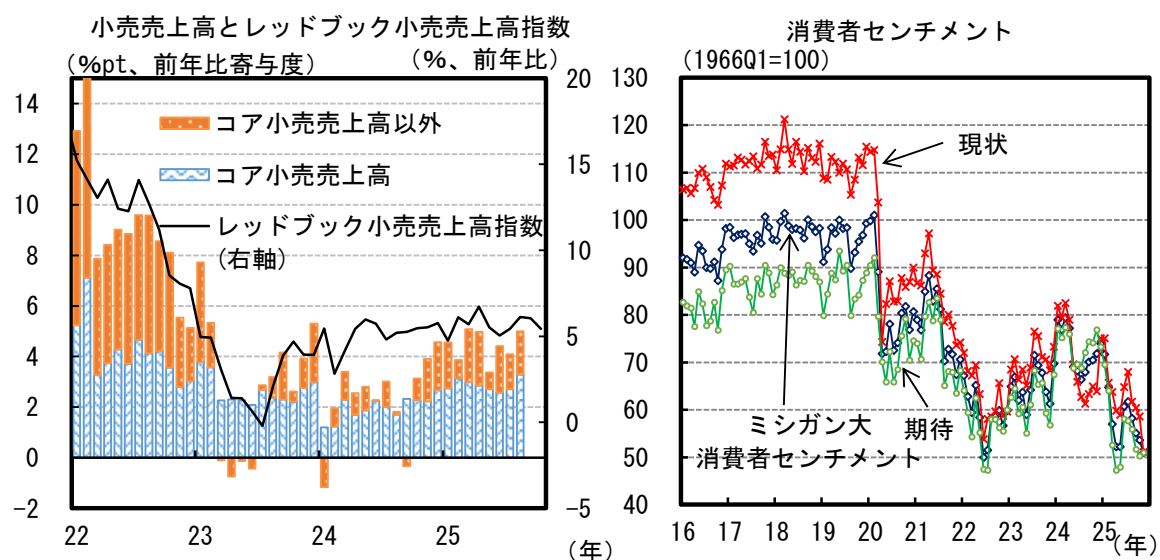
個人消費関連データは底堅いものの減速

個人消費の動向について、2025年9・10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、10月は前年比+5.4%と底堅い水準であるものの、2カ月連続で減速した。他方で、週次ベースの同指数を確認すると、10月半ばに同+5.0%まで減速した後、直近週（2025年11月9日-2025年11月15日、同+6.1%）にかけて4週連続で加速した。雇用環境の悪化基調に加え、政府閉鎖による連邦政府職員の給与支払停止が個人消費の下押し圧力になったとみられる一方で、年末商戦の本格化に伴う値下げセールが足元の個人消費を押し上げているとみられる。

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11月（確報値）が前月差▲2.6ptと4カ月連続で悪化し、51.0と2022年6月以来の低水準となった。内訳については、現状指数（同▲7.5pt）は4カ月連続でマイナスとなった一方、期待指数（同+0.7pt）は5カ月ぶりに改善した。ミシガン大は、政府閉鎖の終了は消費者心理を一部押し上げた一方で、物価高や所得環境には依然として不満を抱えていると指摘した。

個人消費の先行きについては、政府閉鎖の終了に伴う連邦政府職員の給与支払再開が下支えする一方、雇用環境の悪化傾向が重石となる。なお、年末商戦による下支えは短期的には個人消費を押し上げ得るが、消費者が買い溜め目的で消費を積極化しているのであれば、年末商戦後の反動減も大きくなる可能性があるだろう。

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

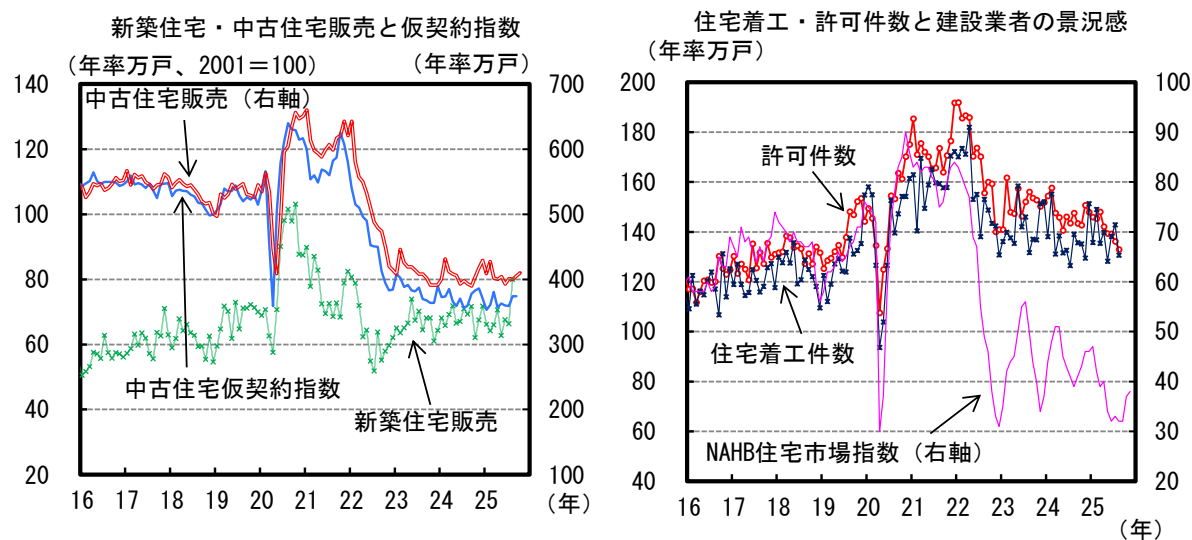
金利低下に伴い中古住宅販売は2カ月連続で増加

住宅需要に目を向けると、2025年10月の中古住宅販売（ condominium等含む）は前月比+1.2%と2カ月連続でプラスとなった。8月以降、住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）がFRBによる利下げ期待が強まる中で低下していたことから、金利の低下を待っていた消費者が住宅購入に動いたとみられる。

直近の消費者マインドを確認すると、11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から横ばいの41ptと依然として低水準で推移している。内訳を確認すると、経済的不安定性と金利の項目が小幅に改善した一方で、価格の項目が小幅に悪化した。足元で雇用環境が悪化傾向にある中、消費者の住宅購入マインドは改善しにくいとみられる。住宅価格に目を向けると、10月の中古住宅の販売価格（中央値）は前年比でのプラス幅が縮小したものの上昇が続いていることから、価格面も住宅購入を積極化する要因となりにくい。住宅ローン金利の低下は直近の住宅販売の押し上げ要因になったとはいえ、足元は6%台前半で足踏みしている。利下げ期待が後退している中で、短期的には住宅ローン金利の更なる低下は見込みにくく、住宅需要の喚起は限定的なものになるとみられる。

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11月分が前月差+1ptの38と、2カ月連続で上昇した。NAHBはコメントで、足元の金利低下は住宅需要の押し上げ要因となり得る一方で、政府閉鎖の長期化や雇用環境・インフレへの懸念から消費者が住宅購入を控えているとコメントした。先行きについて、住宅需要の増加にはなおハードルが高いことを踏まえれば、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

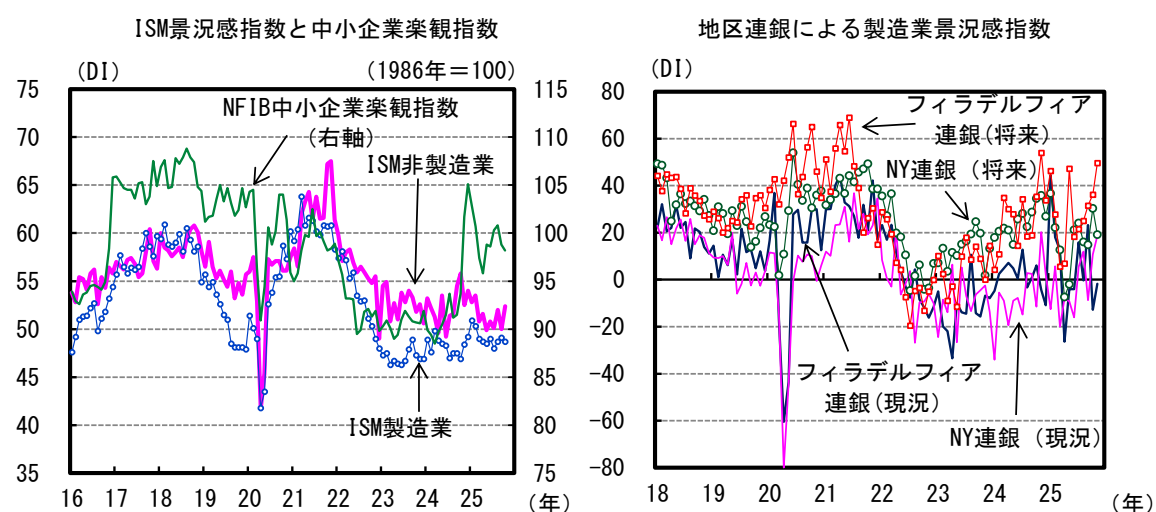
関税による悪影響が製造業中心に企業マインドを下押し

2025 年 10 月の ISM 景況感指数は、製造業が前月差▲0.4%pt と 3 カ月ぶりに悪化し、48.7% となった。他方で、非製造業は同+2.4%pt と改善し、52.4%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、雇用指数、入荷遅延指数が改善した一方で、生産指数、在庫指数が悪化した。水準に関しては、入荷遅延指数を除き好不調の目安となる 50%を下回った。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。水準に関しては、雇用指数を除き 50%を上回っている。企業コメントを確認すると、製造業は関税コストが収益を圧迫しており、顧客の需要が低調であるとの指摘が多い。非製造業は追加関税措置等による不確実性がある一方で、事業は堅調とのコメントも散見される。もっとも、非製造業の仕入価格指数は上昇傾向にあり、2022 年 10 月以来の高水準となっている。関税によるコスト高圧力は強まっており、価格転嫁ができなければ、収益には下押し圧力がかかりやすい。

中小企業に関して、2025 年 10 月の NFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲0.6pt と 2 カ月連続で悪化し、水準は 98.2 となった。内訳を確認すると、「利益に対する期待」の悪化幅が大きかった。また、NFIB は、多くの企業が依然として人手不足が課題とコメントしており、実際に最も重要な問題として、「労働者の質」との回答比率が大幅に上昇した。

2025 年 11 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+8.0pt）が改善した一方で、将来指数（同▲11.2pt）は悪化した。フィラデルフィア連銀については現況指数（同+11.1pt）が改善し、将来指数（同+13.4pt）は 5 カ月連続で改善した。企業マインドは悪化傾向ばかりではなく、改善している指標が見られることは安心材料といえる。ただし、企業は関税コストの上昇に直面しており、企業マインドの継続的な回復には重石となり得るだろう。

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



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

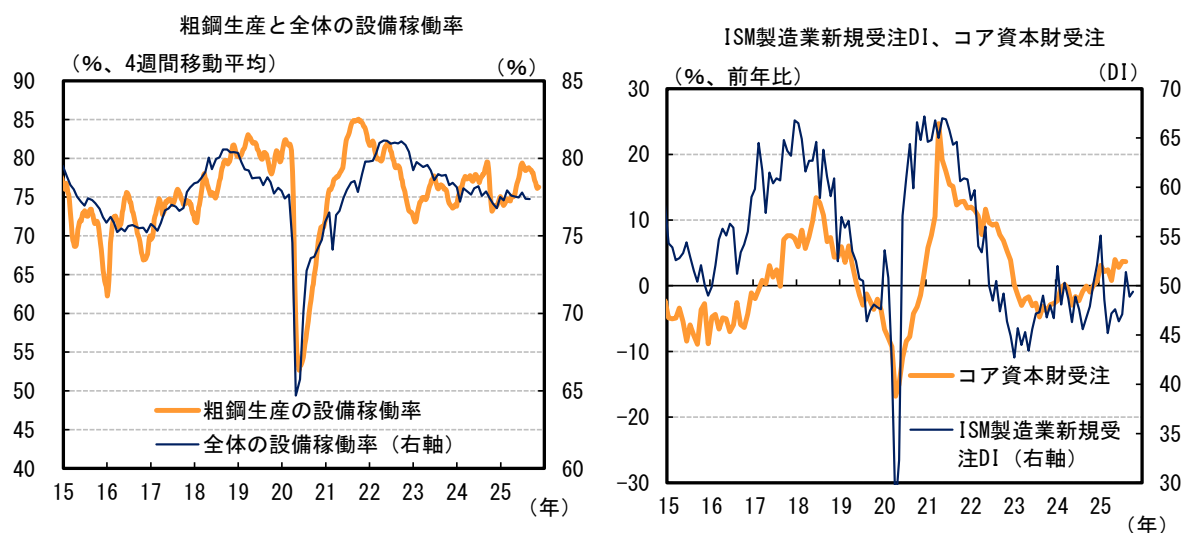
設備投資は様子見姿勢が続きやすい状況

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。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11月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方向性が一致しやすい。

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とその先行指標であるコア資本財受注は政府閉鎖の影響を受けて公表が遅延している。そこで、コア資本財受注と連動する傾向にあるISM製造業の新規受注指数を確認すると、10月は前月差+0.5%ptと改善し、49.4%となった。同指数は2025年3月以降、均して見れば緩やかな回復基調にあるものの、好不調の目安となる50%はおおむね下回っている。こうした中、連動するコア資本財受注も緩やかな回復傾向が続いているとみられる。

設備投資の先行きについて、AI関連投資が引き続き全体のけん引役として期待されることに加え、7月に成立したトランプ減税2.0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、追加関税措置の先行きを巡る不確実性も依然として高い。景気への不透明感が継続する中で、省力化を目的とした投資は進みやすい一方で、設備増強のための投資はハードルが高いだろう。

図表8 粗鋼生産と全体の設備稼働率、ISM製造業新規受注DIとコア資本財受注



(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を4週間移動平均にしたもの。

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

経済見通し

10月末に公表予定であったGDP統計（2025年7-9月期）は、政府閉鎖の影響を受けて公表が12月23日へと先送りされた。民間データ等を踏まえると、2025年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.0%と堅調な伸びを維持したと考えられる。他方で、政府閉鎖が長引いたことで、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、政府閉鎖による景気への悪影響が、政府閉鎖の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。そして、反動増が一服した後は、緩やかな回復基調をたどることを想定している。ただし、政府閉鎖が再発した場合には、反動増は先送りされ、経済活動の正常化は遅れる恐れがある。

足元では、関税政策のマイルド化が進んでいる。世論や共和党内でのトランプ大統領に対する不満が高まっていることが背景にある。こうした関税政策のマイルド化は、景気の下振れリスクやインフレ再加速リスクを軽減する上で安心材料といえる。ただし、これまでの関税政策はマイルド化と厳格化で揺れ動いており、焦点はマイルド化の賞味期限だ。国内の政治状況に目を向ければ、中間選挙に向けた動きが始まっており、世論や共和党議員のバーゲン・パワーは強まることが想定される。経済状況に関しては、トランプ減税2.0やこれまでの利下げによって景気の持ち直しが見込まれる一方で、家計の暮らし向きの改善は一様ではなく、トランプ政権に対する不満は解消しづらいことも考えられる。トランプ大統領の不規則発言は今後も続くかもしれないが、有権者や議員の不満を高める強面の関税政策は取りにくい状況が継続すると想定される。

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			
	前期比年率、%												前年比、%		
国内総生産 （前年同期比、%）	0.8	3.6	3.3	1.9	-0.6	3.8	3.0	0.7	2.3	1.6	1.8	1.9	2.8	1.9	1.9
個人消費	1.7	3.9	4.0	3.9	0.6	2.5	3.2	0.1	2.6	1.6	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	3.6	1.3	2.0	2.2	2.4	2.4	2.9	4.1	2.5
住宅投資	8.2	-2.0	-4.8	4.3	-1.0	-5.1	-3.2	-3.9	2.6	1.4	1.8	1.9	3.2	-1.8	-0.2
輸出	4.6	0.7	8.9	-0.9	0.2	-1.8	2.2	2.5	1.7	1.7	1.8	1.9	3.6	1.1	1.7
輸入	6.9	8.4	10.1	-0.2	38.0	-29.3	2.8	-1.0	3.4	2.0	2.1	2.1	5.8	3.6	-0.5
政府支出	2.3	3.3	5.4	3.3	-1.0	-0.1	1.4	-2.4	3.6	1.6	1.6	1.4	3.8	1.2	1.2
国内最終需要	2.0	3.4	3.8	2.8	1.4	2.4	2.8	-0.2	2.7	1.7	1.8	1.9	3.1	2.3	1.8
民間最終需要	2.0	3.4	3.4	2.7	1.9	2.9	3.1	0.2	2.5	1.7	1.9	2.0	3.0	2.5	1.9
鉱工業生産	-1.8	2.4	-0.6	-1.2	4.1	1.6	0.3	1.7	1.6	1.3	1.5	1.6	-0.3	1.3	1.4
消費者物価指数	3.7	2.8	1.4	3.0	3.8	1.6	3.1	3.8	3.6	2.4	2.4	2.6	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	-197	-201	-203	-205	-206	-904	-981	-815
経常収支（10億ドル）	-261	-286	-326	-312	-440	-251	-254	-227	-214	-198	-181	-163	-1185	-1172	-757
FFレート（%）	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	3.25	3.25	4.50	4.00	3.25
2年債利回り（%）	4.48	4.82	4.03	4.15	4.15	3.86	3.72	3.55	3.50	3.46	3.43	3.39	4.37	3.82	3.44
10年債利回り（%）	4.16	4.44	3.95	4.28	4.45	4.36	4.26	4.09	4.04	4.00	3.97	3.93	4.21	4.29	3.98

（注1）網掛けは予想値。2025年11月25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 成長再加速の兆し

景気の下振れリスク緩和で ECB の追加利下げ観測は後退

橋本 政彦

[要約]

- ユーロ圏の2025年7-9月期の実質GDP成長率（改定値）は、前期比+0.2%となった。スペイン、フランスのプラス成長が押し上げに寄与する一方、ドイツ、イタリアは前期のマイナス成長に続いてゼロ成長となり足を引っ張った。業種別の内訳はまだ明らかになっていないが、生産指数の動向を見る限り、サービス業が景気拡大を下支えする一方、鉱工業は停滞が続いたとみられる。
- 一方、10月以降の景気動向に関して、景況感指数（総合、欧州委員会公表）は10月に大幅に改善し、景気拡大ペースの加速を期待させる結果となった。とりわけ鉱工業の景況感が大幅に改善しており、これまで回復が後れてきた鉱工業の持ち直しが示唆される。
- ECBは10月の理事会で3会合連続となる政策金利の据え置きを決定した。ラガルド総裁は会見で経済の下振れリスクが緩和したことに言及しており、追加利下げの可能性が低下したことを示唆した。10月の理事会後に公表されたインフレ率、賃金統計は概ねECBの想定通り推移していることもあり、ECBは次回、12月理事会でも様子見姿勢を続ける公算が大きい。
- 英国の7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.1%と、プラス成長を維持しつつも、前期から減速した。サイバー攻撃を受けた大手自動車メーカーの生産停止という特殊要因が下押しした点には留意が必要だが、その影響を割り引いて見たとしても英国経済の成長ペースは緩慢である。
- BOEは11月の金融政策委員会で2会合連続となる政策金利の据え置きを決定し、利下げペースを鈍化させた。ただし、前回、9月会合時点に比べれば政策スタンスはハト派化している。英国では労働市場の悪化傾向が続いており、11月26日に公表される秋季予算の内容を見極めた上、次回、12月会合では追加利下げが検討されるとみられる。

ユーロ圏経済

7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.2%、前期からわずかに加速

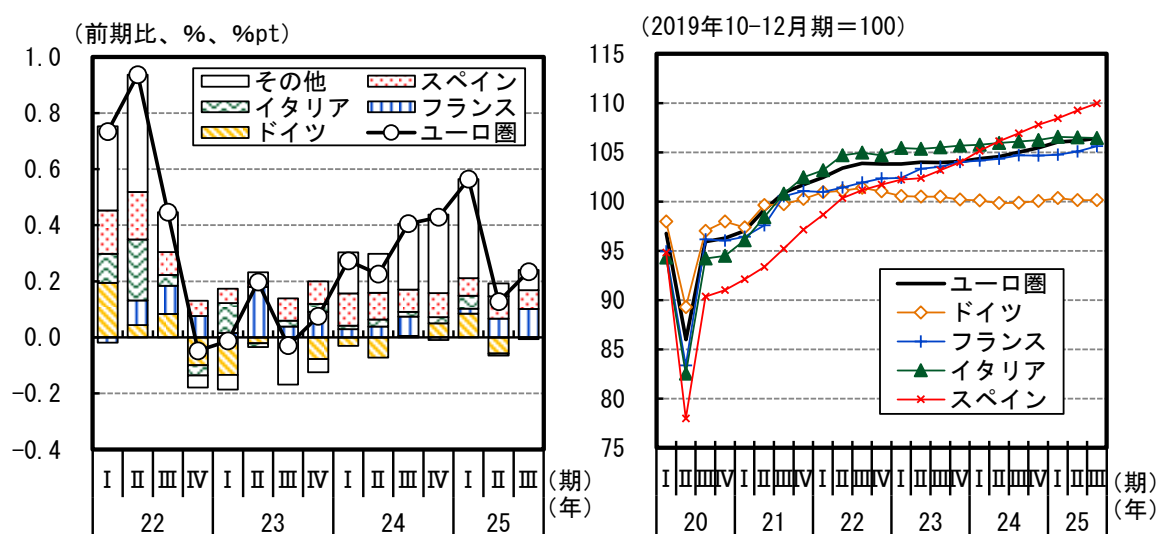
ユーロ圏の 2025 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率（改定値）は前期比+0.2%と、速報値と同じ伸びとなった。同+0.1%の低成長であった 2025 年 4-6 月期から成長率はわずかに加速したものの、引き続きユーロ圏経済の成長の足取りは重い。

成長率が公表されている 15 カ国では、10 カ国がプラス成長となり、マイナス成長が 3 カ国、2 カ国が横ばいとなった。成長率の大きさに注目すると、キプロス（前期比+0.9%）、ポルトガル（同+0.8%）、スペイン（同+0.6%）の成長率が特に高く、スペインの好調さがユーロ圏経済を下支えするという構図が 7-9 月期も継続した。また、フランスは同+0.5%と、2023 年 10-12 月期以来の高成長となり、ユーロ圏全体の成長への寄与度は最大となった。

7-9 月期のユーロ圏のプラス成長に大きく寄与したスペイン、フランスの GDP の中身を見ると、スペインでは輸出の減少によって外需寄与度が前期比▲0.6%pt とマイナスになる一方、個人消費、総固定資本形成の増加により、内需寄与度が同+1.2%pt となり成長率を押し上げた。これとは対照的に、フランスでは外需寄与度が同+0.9%pt と大幅なプラスとなる一方で、内需の寄与度は同▲0.4%pt と 3 四半期ぶりのマイナスとなっている。ただし、内需の減少の主因は在庫減少（寄与度：同▲0.6%pt）であり、フランスでも個人消費、総固定資本形成は前期から増加している。

一方、主要国の中でもドイツ、イタリアは前期から横ばいとなった。両国とも 4-6 月期はマイナス成長であったことから、状況が悪化したわけではないが、ユーロ圏 1 位、および 3 位の経済規模を持つ両国の停滞は、4-6 月期に続いて 7-9 月期もユーロ圏経済の重しとなっている。

図表 1 ユーロ圏の実質 GDP 成長率と国別寄与(左)、ユーロ圏主要国の実質 GDP 水準（右）



(注) 左図の「その他」はユーロ圏全体から 4 カ国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン）を差し引いたもの。

(出所) Eurostat より大和総研作成

7-9 月期もサービス業が経済をけん引

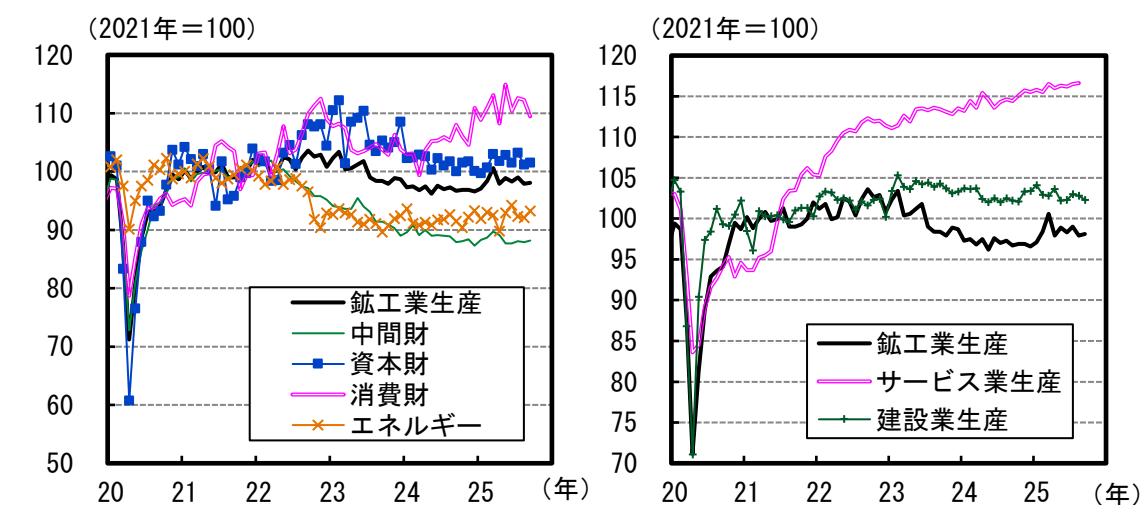
ユーロ圏の 7-9 月期の GDP の詳細はまだ明らかとなっていないため、関連統計を確認していくと、ユーロ圏の 9 月の鉱工業生産指数は前月比+0.2%と小幅に上昇し、7-9 月期では前期比横ばいとなった。

9 月分の内訳では、自動車生産の低下を主因に 8 月が不調だったドイツ、イタリアが前月からの揺り戻しによってそれぞれ前月比+1.9%、同+2.8%と高めの伸びとなった。また、フランスは同+0.8%、スペインは同+0.4%と上昇しており、主要国は軒並み底堅い結果となった。もともと、四半期ベースでは、8 月の大幅な低下が響いたドイツが前期比▲0.8%と 2 四半期連続で低下し、イタリアは同▲0.5%と 3 四半期ぶりの低下に転じた。鉱工業生産の停滞が両国経済の足を引っ張った。

財別の生産について四半期ベースの動きを確認すると、消費財は前期比+0.2%と小幅ながら 6 四半期連続で上昇しており、相対的な底堅さを維持した。7-9 月期の実質小売売上高も同+0.2%と、増加ペースが縮小しつつも 8 四半期連続で増加しており、財消費の増加基調は 7-9 月期も続いたとみられる。消費財以外では、エネルギーの生産が同+0.3%と 2 四半期ぶりの上昇に転じたものの、中間財は同▲0.1%、資本財は同▲0.1%と小幅に低下しており、企業活動に関連した財の生産は引き続き伸び悩んだ。

鉱工業以外では、建設業の生産指数は 8 月、9 月と 2 ヶ月連続で低下し、7-9 月期は前期比横ばいとなった。鉱工業と同様に建設業も 7-9 月期は GDP の押し上げにはほとんど寄与しなかった。一方、サービス業の生産指数はまだ 8 月分までしか公表されていないが、8 月は前月比+0.1%と 2 ヶ月連続で上昇し、7-8 月平均は 4-6 月期平均を 0.3%上回っている。ペースは鈍化しつつも 4 四半期連続で上昇したとみられ、サービス業がユーロ圏の景気拡大をけん引するというこれまで同様の構図が 7-9 月期も維持されている。

図表 2 ユーロ圏の鉱工業生産と財別内訳（左）、鉱工業・建設業・サービス業の生産指数（右）



(出所) Eurostat より大和総研作成

10月の景況感指数は成長ペースの加速を示唆

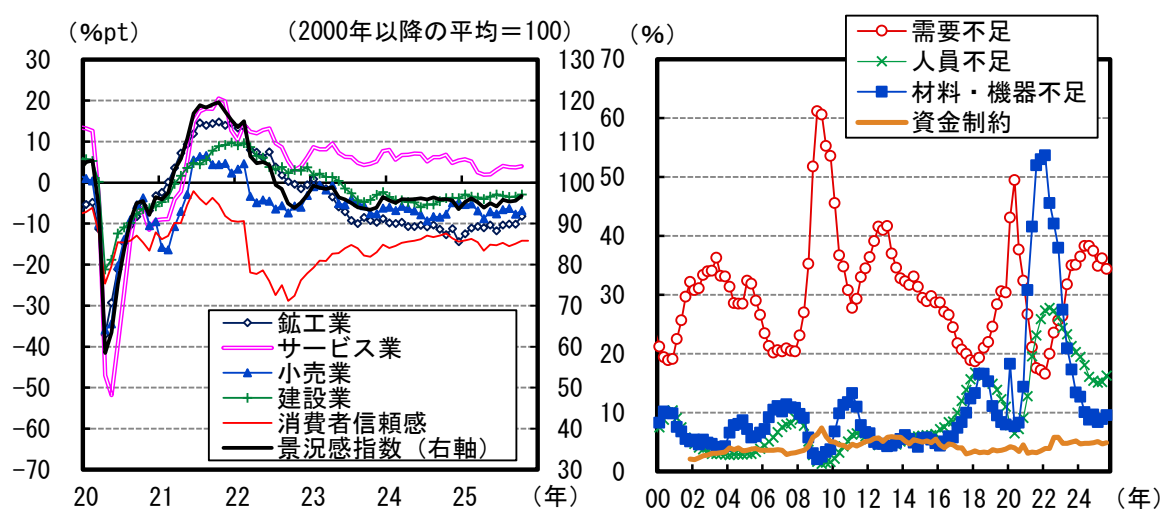
10月以降の動向についてはまだ、実体経済に関する統計はほとんど公表されていないが、マインド統計では明るい動きが見られている。

10月のユーロ圏景況感指数（総合、欧州委員会公表）は、前月差+1.2ptと大幅に上昇し、10-12月期の成長率の加速を期待させるスタートとなった。景況感指数の内訳では、構成指数の5系列全てが前月から改善しており、部門を問わず幅広く景況感が改善した。2025年7月にEUと米国の通商協議が合意に達し、先行きの不確実性が後退したことに加え、大規模投資を含むドイツの2025年予算が9月末に成立したことなどが景況感の改善に繋がったとみられる。

また、10月に特に改善が目立ったのは、これまで景気の足を引っ張ってきた鉱工業である。10月の鉱工業の景況感指数は前月差+1.9ptと大きく改善し、水準は2023年6月以来の高さとなった。鉱工業の景況感は2024年末を底に緩やかに改善してきたが、改善ペースが足元で加速した形である。同調査の四半期調査項目である「生産の阻害要因」を確認すると、引き続き「需要不足」の割合が全ての選択肢の中で最も高い。しかし、2025年10月調査ではその割合が2四半期ぶりに低下し、水準は2023年7月調査以来の低さとなった。過去の動きに照らせば、まだ決して安心できる水準ではないものの、鉱工業を取り巻く環境は着実に改善へと向かいつつある。

景況感指数の水準を部門別に比較すると、サービス業が高く、鉱工業が低いという構図に変化はないが、鉱工業の回復基調によって両者の差は徐々に縮まっている。既述したように、7-9月期の鉱工業生産は横ばいに留まり、景気拡大にほとんど寄与しなかったとみられるが、こうした景況感の動きに照らせば、10-12月期には鉱工業生産も拡大へ向かうことが期待される。

図表 3 ユーロ圏の景況感指数と内訳（左）、鉱工業の生産阻害要因（右）



(出所) 欧州委員会より大和総研作成

ECB は 3 会合連続の金利据え置き、経済の下振れリスク緩和に言及

ECB は 10 月 30 日の理事会で 3 会合連続となる政策金利の据え置きを決定した。ECB は政策金利を据え置いた 7 月、9 月の会合で、金融政策は「良い位置」にいるとの見方を示していたが、10 月会合でもそのスタンスは維持され、様子見姿勢が続く形となった。

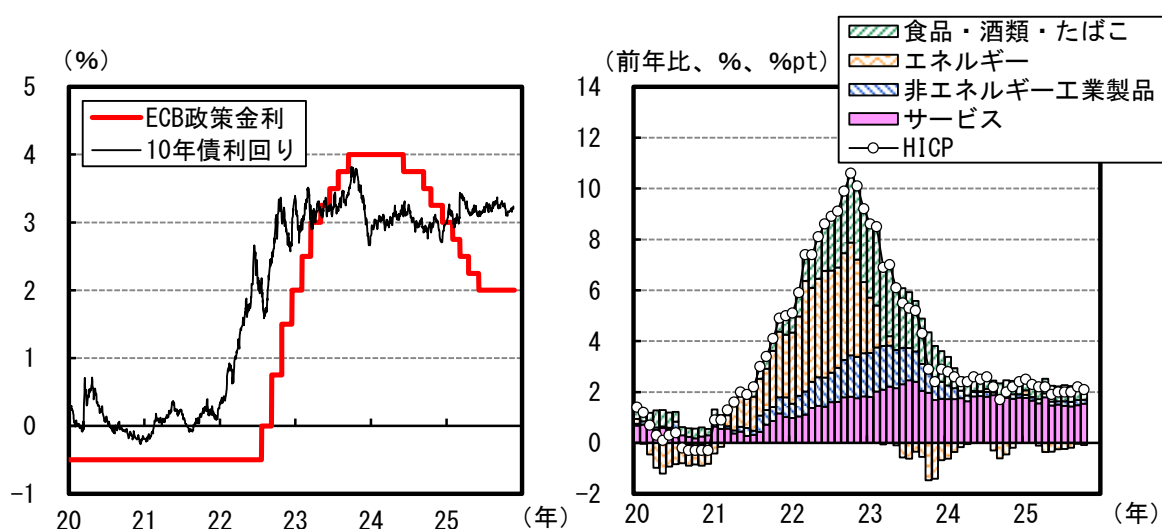
金融政策の先行きに関して、特定の金利経路は事前にコミットせず、データ次第で会合ごとに判断していくという従来の方針に変更はなく、ECB は追加利下げの可能性も排除していない。ただし、10 月の理事会後のラガルド総裁会見では、従来よりも経済見通しに明るさが増していることが示された。

具体的には、会見の冒頭説明に含まれるリスクアセスメントが変更された。前回、9 月会合では経済のリスクは「よりバランスしている」とされていたが、10 月の説明ではリスクバランスに対する評価の文言が削除された。その代わりに、EU・米国間の通商合意、中東での停戦、米中貿易交渉の進展が、「下振れリスクの一部を緩和した」と言及された。政策金利の据え置きという決定自体は前回と同様だったものの、経済の下振れリスク緩和を踏まえれば、ECB が追加利下げを実施する可能性は低下したと考えられる。

インフレ率に関して ECB は、引き続き上下双方の不確実性が高いという見方を示したが、10 月の理事会後に公表されたインフレ関連の統計は、概ね ECB の想定通りの結果となった。

10 月のユーロ圏の HICP (消費者物価指数) は前年比 +2.1% となり、前月の同 +2.2% から上昇幅が縮小した。上昇幅縮小の要因は飲食料品、およびコア財 (非エネルギー工業製品) 価格の上昇ペースが鈍化したことである。一方、サービス価格が前年比 +3.4% と前月 (同 +3.2%) から上昇ペースが加速したことは懸念材料といえるが、これには振れが大きい航空運賃の上昇が影響しており、単月の動きを過度に重視すべきではないだろう。

図表 4 ユーロ圏の政策金利と長期金利 (左)、ユーロ圏の消費者物価の要因分解 (右)



(出所) ECB、Bloomberg、Eurostat より大和総研作成

賃金上昇によるインフレ圧力は急低下

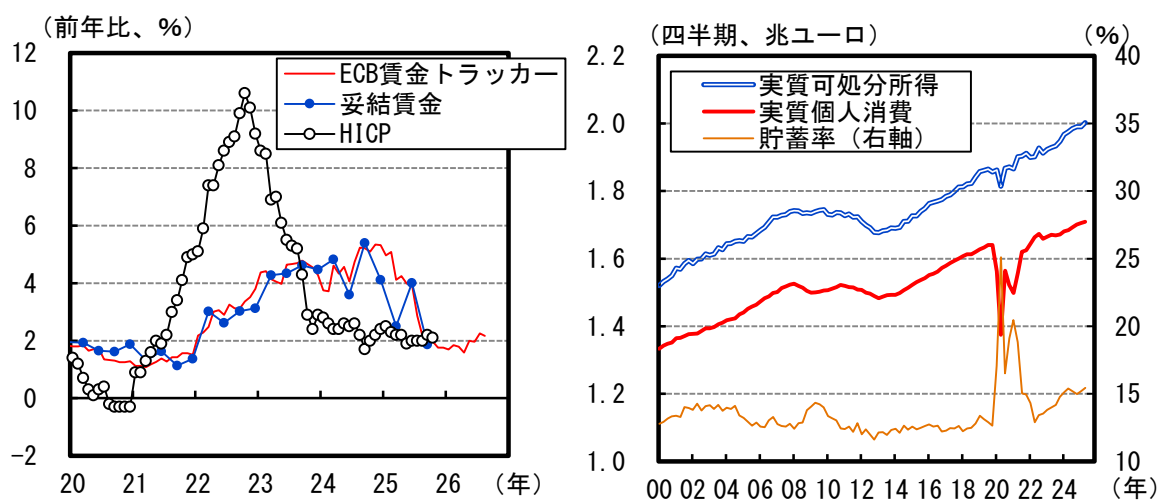
また、2025 年 7-9 月期の妥結賃金は前年比+1.87%と、4-6 月期の同+4.01%から上昇ペースが大幅に縮小した。市場予想（Bloomberg 調査、以下同）の同+2.45%からも下振れしたが、ECB が公表する賃金トラッカーに照らせばさほど違和感のない結果であり、ECB の想定からは大きく外れたものではないと考えられる。現時点で手に入る統計を見る限り、ECB が追加利下げに踏み切る根拠に乏しく、12 月の理事会でも政策金利を据え置く可能性が高い。12 月の理事会では政策金利の変更よりも、経済見通しの改定が最大の注目点となる。

なお、インフレ抑制という観点からすれば既述の賃金上昇率の鈍化は歓迎すべきことだが、景気動向という点においては、必ずしも好材料とはいえない点には注意が必要である。

既述した通り、2025 年の 7-9 月期の妥結賃金は前期から伸びが大きく減速した結果、2023 年 7-9 月期以降で初めてインフレ率を下回った。すなわち、実質ベースで見た妥結賃金は、2 年ぶりに前年比でマイナスとなった。賃金上昇率とインフレ率、とりわけサービス価格との強い連動性に鑑みれば、賃金上昇率の鈍化に伴ってインフレ率は低下し、実質賃金の下押し圧力は緩和すると見込まれる。また、ECB が公表する賃金トラッカーは、賃金上昇率の再加速を示唆しており、実質賃金は再びプラス圏へと戻ることが期待される。

しかし、過去の高いインフレ率が労使交渉などを通じて賃金に反映されてきた 2025 年前半までと比べれば、今後の賃金上昇率は低いものとなり、実質賃金の増加ペースも緩やかなものに留まると見込まれる。したがって、今後、個人消費の増加ペースが維持、ないし加速するためには、消費性向の上昇、すなわち貯蓄率の低下が必要になる。ユーロ圏の貯蓄率は、足元まで高い水準で推移しており、家計は消費に対して慎重な状態が続いている。貯蓄率が低下へと向かうか否かが今後のユーロ圏経済拡大のペースと持続性を左右することになり、その動向をこれまで以上に注視していく必要がある。

図表 5 ユーロ圏の賃金とインフレ率（左）、ユーロ圏の所得・消費・貯蓄率（右）



(注) 右図の最新値は 2025 年 4-6 月期、実質可処分所得は個人消費デフレーターで実質化。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

英国経済

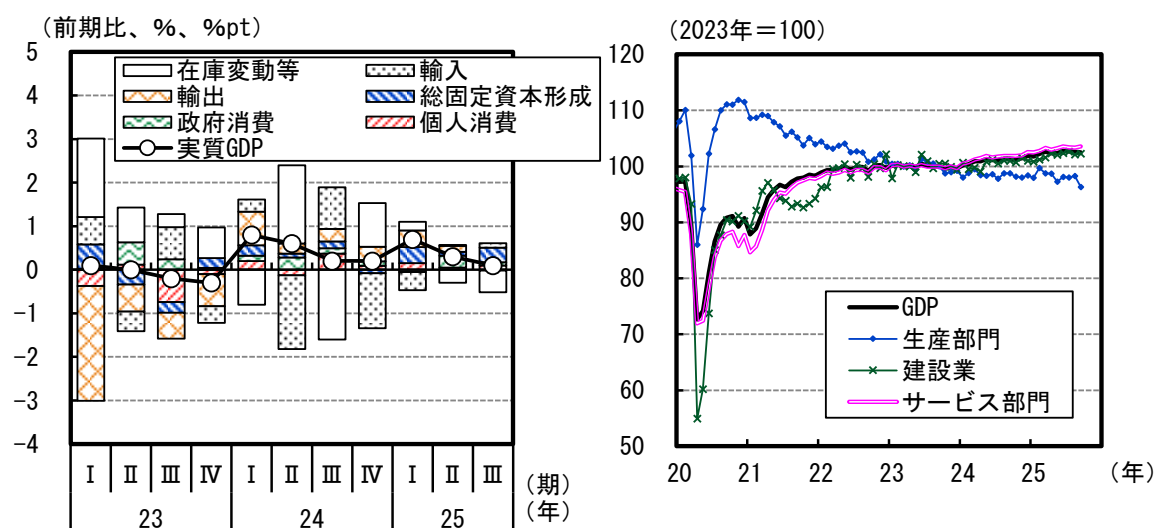
7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.1%の低成長

2025 年 7-9 月期の英国の実質 GDP 成長率は前期比+0.1%と、7 四半期連続のプラス成長となった。ただし、市場予想（同+0.2%）には届かず、プラス成長が続く 2024 年 1-3 月期以降で最も低い成長率となり、英国経済の減速傾向が示される結果であった。

需要項目別の動向を見ていくと、個人消費は前期比+0.2%と、4-6 月期（同+0.1%）からわずかに増加幅が加速しつつも、引き続き緩やかな伸びに留まった。衣服・履物（同+1.9%）、教育（同+1.0%）、娯楽（同+0.8%）、保健（同+0.8%）などが増加する一方、酒類・たばこ（同▲0.7%）、外食・宿泊（同▲0.5%）などが減少した。なお、個人消費の裏付けとなる所得環境に関して、名目雇用者報酬は同+1.5%増加し、実質雇用者報酬（大和総研による試算値、個人消費デフレーターで実質化）は同+0.7%となった。所得に比べて個人消費の伸びは小さく、家計は引き続き消費に対して慎重であったといえる。ただし、雇用者報酬の増加には、雇い主の社会保険料負担の増加が寄与しており、賃金・俸給の伸びは名目ベースで同+0.8%、実質ベースでは横ばいに留まった。労働者が実際に手にする賃金の伸び悩みが個人消費の低い伸びに繋がったとみられる。

総固定資本形成は前期比+1.8%と 3 四半期連続で増加し、増加幅は前期（同+0.5%）から拡大した。内訳では、民間住宅投資が同+7.6%と大きく増加したことに加えて、公共投資が同+3.6%と増加した。他方、総固定資本形成の最大の割合を占める民間企業設備投資は、同▲0.3%と 2 四半期連続で減少しており、冴えない結果となった。

図表 6 英国の実質 GDP 成長率と需要項目別寄与（左）、月次 GDP と業種別内訳（右）



（出所）ONS より大和総研作成

外需に関して、輸出は前期比▲0.1%と小幅に減少し、輸入は同▲0.3%と減少した。輸入の減少幅が輸出よりも大きかったことから、外需（純輸出）の寄与度は前期比+0.1%pt と 2 四

半期連続のプラスとなった。輸出の内訳では、財輸出が前期から横ばい、サービス輸出が同▲0.1%となり、財・サービスともに横ばい圏での推移となった。一方、輸入については、財輸入が横ばいとなる中、サービス輸入が同▲0.8%と減少したことが全体を下押しした。

生産側の GDP を確認すると、サービス業が前期比+0.2%と7四半期連続の増加となり、建設業も同+0.1%と小幅ながら増加を維持した。他方、生産部門が同▲0.5%と2四半期連続で減少しており、引き続き生産部門が足を引っ張る構図となった。生産部門の内訳では鉱業が同▲1.5%と減少したことに加え、製造業が同▲0.8%と3四半期ぶりの減少に転じたことが押し下げ要因となった。

ただし、製造業の低下については、サイバー攻撃による大手自動車メーカーの生産停止という特殊要因が大きく影響している。9月の自動車の生産は前月比▲28.6%と急減し、自動車を含む輸送用機械の生産は同▲13.8%と大きく落ち込んだ。これによって7-9月期の輸送用機械の生産は前期比▲4.5%となり、7-9月期の生産部門のGDP成長率を▲0.4%pt、GDP全体を▲0.05%pt押し下げている。もっとも、こうした特殊要因を割り引いたとしても、英国経済の成長ペースが緩慢という評価が大きく変わるわけではない。

BOE は利下げペース鈍化も、前回会合よりもハト派的

BOE は11月6日に結果が公表された金融政策委員会で、2会合連続となる政策金利の据え置きを決定した。BOE は2024年8月に利下げサイクルを開始して以降、2会合に一度のペースで利下げを続けてきたが、このペースが今回崩れることになった。

ただし、11月の会合では利下げは見送られたものの、前回、9月会合に比べてBOEのスタンスはハト派色が強まった。まず、政策決定における投票では、4名が0.25%ptの利下げを支持し、政策金利の据え置きへの賛成は5名と、薄氷での金利据え置きであった。前回9月会合でディングラ委員、テイラー委員の2名は利下げを主張していたが、これに、ブリーデン副総裁、ラムズデン副総裁の2名が加わっている。

声明文にもハト派的な変更が加えられた。具体的には、「賃金とサービス価格の上昇の弱まり」によってインフレ率は「ピークをつけた」とされ、インフレ率の低下に対して自信を深めていることが示された。また、9月時点ではインフレ率の先行きに関して、「中期的な上振れリスクが中心」とされていたが、今回の声明文では「持続的上昇のリスクは最近弱まり」、「リスクはバランスしている」とされ、上振れリスクの後退が明示された。

さらに、これまで「経路は約束しない」とされていた金融政策の先行きに関して、「ディスインフレの進展が続けば、引き下げが続く」という表現に変更されている。今回の利下げの見送りはあくまで一時停止であり、利下げサイクルの終了ではないことを強調する意図があったとみられるが、追加利下げの経路を明示したことは、やはりハト派的な変更といえる。

失業率は5%台まで上昇、12月の追加利下げを後押し

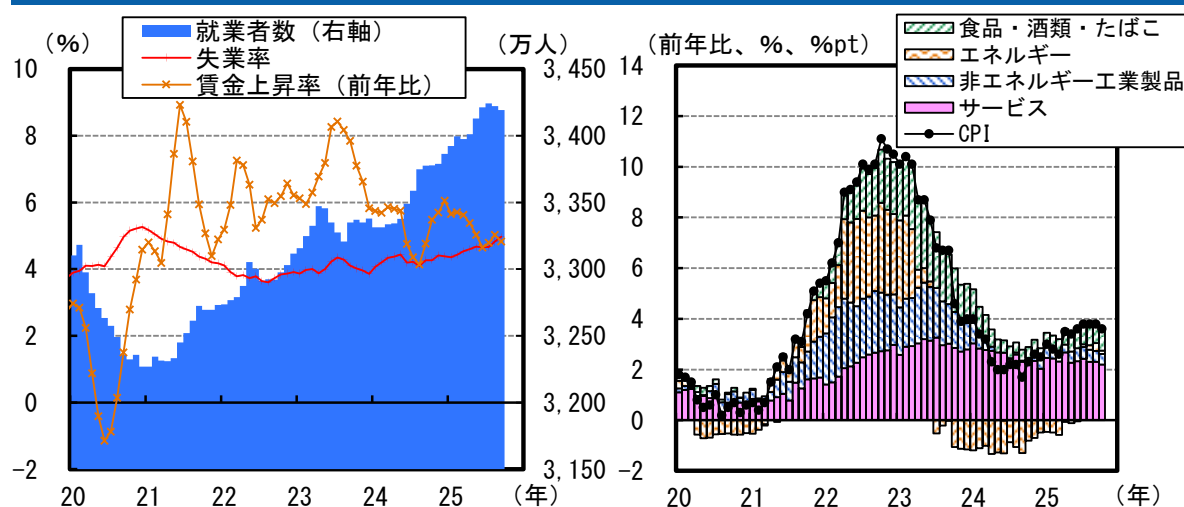
BOEの11月会合以降に公表された経済統計を確認していくと、総じてインフレ圧力の低下を示すものとなり、BOEの追加利下げを後押しする結果となったといえる。

まず、労働市場に関して、2025年7～9月の失業率は前月から0.2%pt上昇の5.0%となり、2020年12月～2021年2月以来の高水準に達した。失業者数は前月差+5.2万人と増加し、就業者数は同▲2.9万人と2ヵ月連続で減少した。これまで英国の失業率の上昇には、労働参加率の上昇、すなわち労働供給の増加も影響してきたが、9月の悪化は労働需要の減少に因るものであり、内容が悪い。就業者数は足元で増加が一巡していることに加え、源泉徴収情報を基にした給与所得者数も、9月に続いて10月も同▲3.2万人と減少した。

また、賃金動向に関して、7-9月の名目賃金（含む賞与）は前年比+4.8%と、3ヵ月ぶりに伸びが縮小した。セクター別に見ると、公的部門については同+6.8%と高く、しかも伸びが加速している。他方、民間部門の賃金上昇率は同+4.4%と前月の同+4.8%から大きく減速しており、これが全体の賃金上昇率を押し下げた。BOEがインフレ圧力として特に注目する民間部門の賞与を除く賃金は同+4.2%と2021年10～12月以来の低い伸びとなり、労働需給の緩和基調が続く中、賃金上昇率は着実に伸びを鈍化させている。

インフレ率に関して、10月のCPIは前年比+3.6%と、5ヵ月ぶりに上昇幅が前月から縮小し、BOEの予想と一致した。11月の声明文に盛り込まれたインフレ率の「ピークアウト」を確認させる結果であったといえる。上昇幅が縮小した最大の要因はエネルギーによる押し上げが縮小したことだが、これに加えて、エネルギー・飲食料品を除くコアCPIの伸びも同+3.4%と2025年3月以来の低さとなった。また、コアCPIの中でもサービス価格の上昇幅は同+4.5%と、BOEの予想（同+4.6%）以上に伸びが鈍化しており、労働需給の緩和、賃金上昇率の鈍化がインフレ率にも影響していることがうかがえる。

図表 7 英国の労働市場の動向(左)、英国の消費者物価の要因分解 (右)



(出所) ONS より大和総研作成

秋季予算では所得増税は回避見込みも、財政引き締めは避けられず

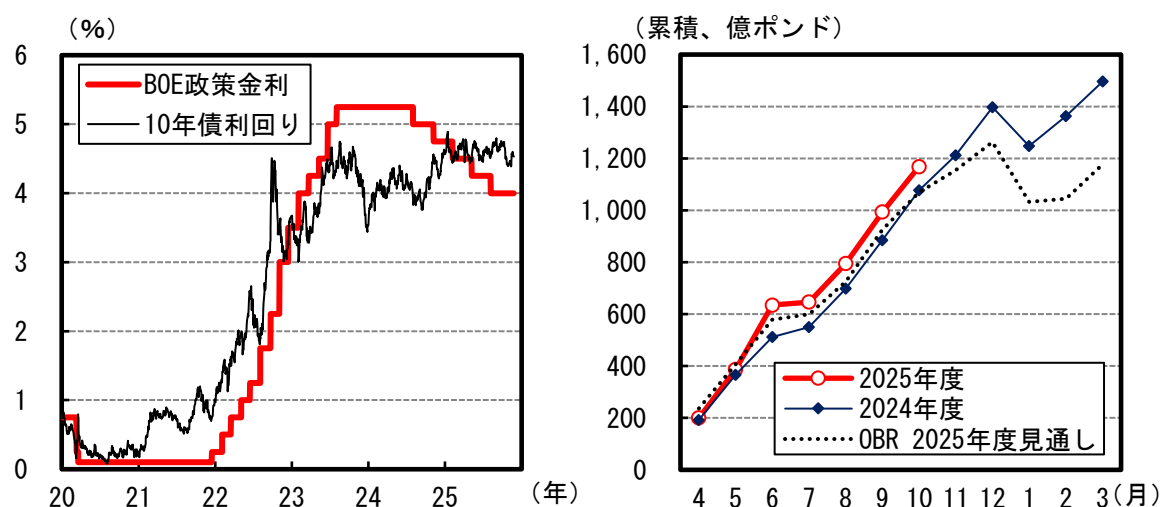
英国経済の先行きを見通す上での大きなイベントとして、11月26日に公表される秋季予算では、財政政策の緊縮方向への変更が見込まれる。10月の財政統計では、政府借入額は174億ポンドと市場予想（150億ポンド）を上回った。4月からの年度累積値では1,168億ポンドと、2025年春季予算時点でのOBRの予想を99億ポンド上回っており、労働党政権は財政赤字の縮小のため、不足する財源をどうにか確保しなければならない。

秋季予算での実施が取り沙汰されていた所得税率の引き上げについては、世論の批判、および公約を破ることへの労働党内からの反発を受け、今回の秋季予算には盛り込まれないことが明らかになっている。ただし、所得税率の引き上げを断念したとの報道が伝えられた11月14日には英国長期金利が急騰し、財政に対する金融市場の監視の目の厳しさが改めて浮き彫りとなった。仮に財政規律を緩めれば、金融市場の混乱は避けられないとみられ、そうした事態を労働党政権は回避する必要がある。秋季予算で所得税以外の増税と、歳出削減を組み合わせることで財政赤字の縮小を目指すが見込まれる。

具体的な政策変更の内容は発表を待つ必要があるが、財政引き締めのものである以上、秋季予算は経済にとってネガティブなものになる可能性が高い。制度変更による直接的な影響はもちろんのこと、企業や家計のマインドにも悪影響を及ぼすと想定される。

BOEが11月に利下げを実施しなかった理由の1つとしては、11月に予定されていた秋季予算の内容を見極めたいとの意図があったとみられる。このため、仮に秋季予算が想定されるような引き締めのものとなれば、BOEの早期追加利下げを後押しする要因となるだろう。ペイリー総裁は12月の会合までには、予算の内容を見極めるために十分な時間があるとの見方を示しており、12月会合での追加利下げの可能性は高い。

図表 8 英国の政策金利と長期金利（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) BOE、Bloomberg、ONS、OBRより大和総研作成

図表 9 ユーロ圏経済・金利見通し

	2024				2025				2026				2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	1.1%	0.9%	1.6%	1.7%	2.3%	0.5%	0.9%	1.0%	1.1%	1.3%	1.4%	1.6%	0.9%	1.4%	1.1%
家計消費支出	2.4%	0.8%	2.1%	2.0%	1.1%	0.8%	0.3%	0.7%	1.0%	1.1%	1.2%	1.4%	1.2%	1.2%	0.9%
政府消費支出	0.6%	3.7%	2.5%	2.1%	-0.4%	2.1%	1.0%	1.2%	1.3%	1.6%	1.8%	1.8%	2.3%	1.4%	1.4%
総固定資本形成	-7.4%	-9.5%	6.6%	2.7%	10.5%	-7.0%	4.7%	1.8%	1.9%	2.1%	2.3%	2.5%	-2.0%	2.5%	1.8%
輸出	0.8%	6.5%	-5.3%	0.2%	9.6%	-2.1%	-1.5%	0.5%	1.0%	1.5%	2.1%	2.5%	0.4%	1.5%	0.7%
輸入	-3.0%	5.3%	1.6%	0.0%	9.5%	-0.3%	-0.6%	0.9%	1.4%	1.9%	2.4%	2.8%	-0.4%	2.7%	1.2%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	0.5%	0.5%	1.0%	1.3%	1.6%	1.5%	1.4%	1.2%	0.9%	1.1%	1.2%	1.4%	0.9%	1.4%	1.1%
家計消費支出	0.9%	0.8%	1.4%	1.8%	1.5%	1.5%	1.0%	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	0.9%
政府消費支出	1.8%	2.4%	2.5%	2.2%	2.0%	1.6%	1.2%	1.0%	1.4%	1.3%	1.5%	1.6%	2.3%	1.4%	1.4%
総固定資本形成	-1.0%	-3.2%	-1.9%	-2.1%	2.3%	3.0%	2.5%	2.3%	0.3%	2.6%	2.0%	2.2%	-2.0%	2.5%	1.8%
輸出	-0.9%	1.5%	1.0%	0.5%	2.6%	0.5%	1.4%	1.5%	-0.5%	0.4%	1.3%	1.8%	0.4%	1.5%	0.7%
輸入	-2.3%	-0.5%	1.5%	0.9%	4.0%	2.6%	2.1%	2.3%	0.3%	0.9%	1.6%	2.1%	-0.4%	2.7%	1.2%
鉱工業生産（除く建設）	-4.7%	-4.1%	-1.6%	-1.7%	1.5%	1.3%	1.4%	2.2%	0.6%	1.4%	2.0%	2.0%	-3.1%	1.6%	1.5%
実質小売売上高	0.1%	0.3%	2.0%	2.2%	2.1%	2.8%	1.7%	1.1%	1.1%	0.5%	0.5%	0.9%	1.1%	1.9%	0.7%
消費者物価	2.6%	2.5%	2.2%	2.2%	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	2.4%	2.1%	1.7%
生産者物価	-7.9%	-4.4%	-2.7%	-1.5%	2.3%	0.5%	-0.2%	-1.7%	-2.6%	1.3%	1.4%	2.1%	-4.2%	0.2%	0.5%
失業率	6.6%	6.4%	6.3%	6.2%	6.3%	6.4%	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	56.7	43.1	36.3	30.0	61.7	32.8	36.2	48.5	53.6	56.5	59.7	62.8	166.0	179.3	232.5
経常収支	114.2	125.1	86.0	74.0	67.3	89.9	75.2	83.0	86.8	88.8	91.1	93.4	399.3	315.4	360.1
独 国債10年物（期中平均）	2.31%	2.49%	2.29%	2.26%	2.58%	2.55%	2.69%	2.67%	2.71%	2.74%	2.77%	2.80%	2.34%	2.62%	2.76%
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11月24日時点）。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

図表 10 英国経済・金利見通し

	2024				2025				2026				2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	3.4%	2.5%	1.0%	1.0%	2.7%	1.1%	0.3%	0.3%	1.1%	1.3%	1.4%	1.7%	1.1%	1.4%	1.0%
家計消費支出	1.3%	-0.9%	2.5%	0.6%	1.0%	0.4%	0.7%	0.2%	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	-0.2%	0.8%	0.7%
一般政府消費支出	2.3%	5.4%	2.3%	2.0%	-1.0%	5.3%	1.4%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	3.4%	2.0%	1.2%
総固定資本形成	5.1%	2.0%	3.5%	-1.6%	8.0%	1.9%	7.2%	1.4%	1.8%	2.1%	2.4%	2.9%	1.8%	3.6%	2.6%
輸出	10.3%	2.9%	3.7%	4.4%	4.8%	1.7%	-0.3%	-0.0%	1.8%	2.5%	2.8%	3.0%	0.6%	2.9%	1.5%
輸入	-3.4%	22.3%	-10.7%	16.1%	5.0%	-0.2%	-1.2%	0.3%	1.3%	1.8%	2.0%	2.2%	2.6%	3.7%	1.0%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	0.3%	0.9%	1.4%	1.9%	1.8%	1.4%	1.3%	1.1%	0.7%	0.8%	1.0%	1.4%	1.1%	1.4%	1.0%
家計消費支出	-0.9%	-1.3%	0.6%	0.9%	0.8%	1.1%	0.7%	0.6%	0.5%	0.6%	0.7%	1.0%	-0.2%	0.8%	0.7%
一般政府消費支出	4.5%	3.3%	2.7%	3.0%	2.1%	2.1%	1.9%	1.7%	2.1%	1.0%	0.8%	0.8%	3.4%	2.0%	1.2%
総固定資本形成	-0.6%	1.6%	3.9%	2.2%	2.9%	2.9%	3.8%	4.6%	3.1%	3.1%	1.9%	2.3%	1.8%	3.6%	2.6%
輸出	-3.4%	-0.9%	1.8%	5.3%	3.9%	3.6%	2.6%	1.5%	0.8%	1.0%	1.8%	2.5%	0.6%	2.9%	1.5%
輸入	-0.6%	3.2%	2.5%	5.2%	7.4%	2.1%	4.7%	0.9%	0.1%	0.6%	1.4%	1.9%	2.6%	3.7%	1.0%
鉱工業生産	-1.6%	-1.9%	-1.9%	-0.8%	0.1%	-0.4%	-0.9%	0.0%	-0.3%	0.7%	1.5%	1.0%	-1.5%	-0.3%	0.7%
実質小売売上高	-0.4%	-1.1%	1.1%	0.7%	-0.1%	0.1%	0.2%	1.1%	0.7%	1.1%	0.6%	0.9%	0.1%	0.3%	0.8%
消費者物価	3.5%	2.1%	2.0%	2.5%	2.8%	3.5%	3.8%	3.4%	2.7%	2.2%	2.1%	2.1%	2.5%	3.4%	2.3%
失業率	4.3%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%	4.9%	4.9%	4.8%	4.3%	4.8%	4.9%
10億英ポンド															
貿易収支	-44.6	-59.8	-48.9	-57.7	-57.5	-61.7	-58.5	-59.3	-59.5	-59.1	-58.6	-58.6	-211.0	-237.0	-235.9
経常収支	-16.8	-19.1	-8.4	-18.9	-21.2	-28.9	-25.4	-25.9	-25.3	-24.5	-23.9	-23.3	-63.2	-101.5	-97.1
国債10年物（期中平均）	4.03%	4.20%	4.00%	4.35%	4.60%	4.57%	4.64%	4.55%	4.50%	4.45%	4.35%	4.29%	4.14%	4.59%	4.40%
政策金利（末値）	5.25%	5.25%	5.00%	4.75%	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.75%	3.50%	3.25%	3.25%	4.75%	3.75%	3.25%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2025年11月24日時点）。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国：四中全会、関税、そして日中関係悪化

米関税下げで 2026 年の経済見通しを上方修正、ただし内需は厳しい

齋藤 尚登

[要約]

- 2025 年 10 月下旬に中国共産党の重要会議が開催され、第 15 次 5 年計画（2026 年～2030 年）の基本方針を決定した。内容は第 14 次 5 年計画（2021 年～2025 年）の焼き直しが多く、新味には乏しい。筆者が喫緊の課題と考える不動産不況からの脱却や「内巻」の是正への踏み込み不足は、構造問題を抜本的に「改革」する意欲の低下を示唆しているように見える。
- 2025 年 11 月 10 日、米国は中国からの輸入品にかかる追加関税を従来の 30% から 20% に引き下げた。大和総研の試算によれば、30% の追加関税では、中国の実質 GDP は 1.10% 下押しされる。20% の追加関税では、0.73% の下押しになる計算である。30% 追加関税との比較では 0.37%pt の改善だ。大和総研は米中貿易戦争の一時停戦が 2026 年 11 月 10 日まで続くことを前提に、2026 年の成長率見通しを従来の 4.2% から 4.4% に引き上げた。ただし、不動産不況の継続、自動車・家電の補助金政策の効果一巡（反動）などにより、内需は厳しい状況が続こう。
- 日中関係が急速に悪化している。事態の早期収束を願うが、台湾問題は習近平政権にとって「核心的利益の中の核心」とされる重要問題であり、影響の長期化・深刻化のリスクに十分留意したい。

第 15 次 5 カ年計画の基本方針を発表

2025 年 10 月 20 日～23 日に中国共産党第 20 期中央委員会第 4 回全体会議（四中全会）が開催され、中国共産党中央による「国民経済と社会発展の第 15 次 5 カ年計画の提案」（以下、「提案」）を採択した。第 15 次 5 カ年計画期間中（2026 年～2030 年）の経済社会発展に関する主要目標は以下の通りである。

- 高品質な発展が顕著な成果を上げる
- 科学技術の自立自強のレベルが大幅に向上する
- さらなる全面的な改革が新たな突破を得る
- 社会文明のレベルが明らかに向上する
- 国民の生活の質が不断に向上する
- 美しい中国の建設が新たな重要な進展を遂げる
- 国家安全の防壁をさらに強化する。

「提案」では、これを基盤に 2031 年～2035 年の第 16 次 5 カ年計画期間にさらに努力を重ね、2035 年には中国の経済力、科学技術力、国防力、総合力、国際的影響力が大幅に向上し、1 人当たり GDP が先進国の中等レベルに達し、社会主義の現代化を基本的に実現する、とした。新華社などによると、先進国中等レベルの 1 人当たり GDP とは 2 万ドル以上としている。2024 年の実績は 1 万 3,445 ドルであり、今後 11 年間は年平均で 3.7%上昇していけば達成が可能である。

第 15 次 5 カ年計画の重点

「提案」では、第 15 次 5 カ年計画の重点として、12 項目を掲げた（後掲図表 1）。以下では、上位に掲げられた 3 項目について、解説をする。

①「現代的産業システムを構築し、実体経済の基盤を強固にする」では、経済のスマート化、グリーン化、融合化を堅持し、製造強国、品質強国、宇宙強国、交通強国、ネットワーク強国の建設を加速し、製造業の合理的割合を維持し、先進製造業を骨格とした現代化産業システムを構築するとした。

特に重視されるのが、伝統産業の最適化・アップグレードと戦略的新興産業・未来産業の発展だ。戦略的新興産業では、新エネルギー、新素材、航空宇宙、低空経済（高度 1,000m 以下の低空域でドローンなどを活用した経済活動）が、未来産業では、量子技術、バイオ製造、水素エネルギーと核融合エネルギー、ブレインマシンインターフェース、具身知能（例えばロボットが環境と相互作用しながら学習し、知能を発展させる技術）、第 6 世代移動通信が重点として明記された。

こうした産業には、中央・地方政府、そして国有企業・民営企業挙げての傾斜投資が行われる可能性が高い。巨額の資金投入がトップダウンで機動的に決められるのは中国の強みである。しかし、それが故にこうした産業が容易に過剰生産に陥ってしまうことは弱みといえる。厳しい過当競争に直面している NEV（新エネルギー車）は、従来、戦略的新興産業として重視されていたが、「提案」では取り上げられていない。

②「高水準の科学技術の自立自強を加速し、新質生産力の発展を牽引する」では、教育強国、科学技術強国、人材強国の建設を統合し、国家のイノベーションシステム全体の効率を向上させ、自主的なイノベーション能力を全面的に強化し、新質生産力を絶えず生み出すなどとした。「新質生産力」とは、イノベーション駆動による高技術、高効率、高品質という特徴を備えた先進的な生産力だとされる。

重要なキーワードは「科学技術の自立自強」であり、これは第14次5カ年計画でも国家発展の戦略的支柱と位置付けられていた。今後も米中摩擦、とりわけハイテク覇権争いが激化する中で、自主開発や自力更生を一段と強化することになるう。

③「強大な国内市場を建設し、新たな発展の枠組みの構築を加速する」では、内需拡大を戦略的重点として、新しい需要が新しい供給を導き、新しい供給が新しい需要を創出し、消費と投資、供給と需要の良質な相互作用を促進し、国内大循環の内生的な動力と信頼性を強化するとされた。

図表1 第15次5カ年計画（2026年～2030年）の重点

- ①現代産業システムを構築し、実体経済の基盤を強固にする
- ②高水準の科学技術の自立自強を加速し、新質生産力の発展を牽引する
- ③強大な国内市場を建設し、新たな発展の枠組みの構築を加速する
- ④高水準の社会主義市場経済体制の構築を加速し、高品質な発展の動力を増強する
- ⑤高水準な対外開放を拡大し、協力・ウィンウィンの新局面を切り開く
- ⑥農業・農村の現代化を加速し、農村の全面的な振興を着実に推進する
- ⑦地域経済の配置を最適化し、地域の調和のとれた発展を促進する
- ⑧全民族の文化の革新・創造の活力を引き出し、社会主義文化を繁栄・発展させる
- ⑨民生の保障・改善を強化し、人々の共同富裕を着実に推進する
- ⑩経済社会発展の全面的なグリーン（エコ）化転換を加速し、美しい中国を建設する
- ⑪国家の安全システムと能力の現代化を推進し、さらに高水準な安全な中国を建設する
- ⑫建軍100周年の奮闘目標を期日通りに実現し、国防と軍隊の現代化を高い品質で推進する

（注1）新質生産力とは、イノベーション駆動による高技術、高効率、高品質という特徴を備えた先進的な生産力のことであり、2023年9月に習近平総書記が初めて言及した

（注2）建軍100周年の奮闘目標とは、2027年までに人民解放軍の装備、設備、戦略などを世界一流にすること

（出所）中国共産党第20期中央委員会第4回全体会議コミュニケより大和総研作成

キーワードは「国内大循環」と「全国統一大市場」である。「国内大循環」は2020年5月に打ち出された概念で、中国の巨大市場と需要の潜在力という強みを活かして、調達・生産・流通・消費の各分野においてさらに多くを国内市場に依拠し、経済の良好な循環を作り上げるとしている。ただし、これによって輸入が減れば「内向き」との批判が付きまとうし、恒常的な供給過剰体制の中で、中国は輸出に活路を見出すしかない。「国内国際双循環」への言及にはこうしたことへの配慮があろう。

「全国統一大市場」の建設は、財やサービスの市場が省あるいは地域ごとに分断される状況の打破を狙ったものであろう。地方政府が全ての産業を自前で揃えるために、重複投資や過剰生産能力が生じ、当該産業・企業を保護するために、設備や企業の淘汰も起こりにくい。「ゾンビ企業」が生き永らえ、銀行の（潜在的）不良債権が増加する温床になっている。こうした状況をいかにして改善・解消していくのか、具体的な政策が待たれるところだ。

構造問題への改革意欲は低下

次に、筆者が特に喫緊の課題と考える「不動産不況からの脱却」と「内巻の是正」について、第15次5カ年計画がどのような方針を打ち出したかについて、みていきたい。

まず、不動産不況からの脱却について、住宅ローン金利や頭金比率の大幅引き下げなど、需要喚起策は充分に実施されている。それでも実需層ですら購入に二の足を踏むのは、どのデベロッパーなら安心して購入してよいのかが、分からないからだ。中国では、建設中に物件を購入し、住宅ローンの返済が始まる「予約販売」が一般的である。デベロッパーが資金繰りに窮し、工事が中断すれば、引き渡しがなされない懸念が高まる。

こうした状況を変えるには、抜本的な改革・改善策が不可欠である。具体的には、①救済すべきデベロッパーと破綻処理すべきデベロッパーを合理的な基準で区分し、後者は、開発中のプロジェクトの移譲などを通じて、社会不安や金融への大きな負荷を回避すること、②住宅建設と販売の関係については、従来の予約販売から完成後販売に移行し、「工事中断問題」を根本から解決すること、などに踏み込む必要があるだろう。

ところが、第15次5カ年計画で打ち出されたのは「新しい不動産発展モデルの構築を加速する」や「商品住宅の開発、資金調達、販売などの基礎制度を整備する」など、抽象的な政策に終始した。全国70都市平均の中古住宅価格（前年前月比）は2022年2月から下落が続いている。住宅を投資目的で購入するには中長期的な価格先高観の台頭が必要であろうが、そのような状況には程遠いのが現状だ。実需にせよ、投資需要にせよ、不動産不況からの脱却は厳しいといわざるを得まい。

2つめの喫緊の課題は「内巻」の是正だ。「内巻」は英語のInvolutionの訳語であり、「破滅的な競争」のことである。これは中国経済が抱える、①人口減少と少子高齢化の急速な進展、②住宅需要の減退など総需要の減少、③過剰投資と投資効率の低下、④過剰債務問題、といった構造問題の縮図といえる。

その特徴は、(1) 投資過剰・供給過剰、(2) 製品・サービスの同質化、(3) 相対的な需要不足の中での熾烈な価格競争、(4) 企業の利益率低下、利益減少、赤字化、(5) 雇用・所得環境の悪化、(6) 銀行の（潜在的）不良債権の増加、などであり、代表例が EV（電気自動車）を中心とする NEV である。しかし、「内巻」は NEV にとどまらない。太陽光パネル、家電、半導体、電池、医薬、不動産、建材、EC（電子商取引）、フードデリバリー、レストランなど広範囲な産業でこの問題が指摘されている。

「内巻」の是正について、第 15 次 5 カ年計画ではどのような方針が打ち出されたのであろうか？残念ながら「総合的に内巻式競争を正す」との一文があるのみだ。中国共産党にとって、「内巻」の是正はそう重要ではないのだろうか。

不動産不況からの脱却や「内巻」の是正への踏み込み不足は、構造問題を抜本的に「改革」する意欲の低下を示唆しているようにみえる。

米国は中国からの輸入品にかかる追加関税を 20%に引き下げ

2025 年 10 月 30 日、米国のトランプ大統領と中国の習近平国家主席は、韓国・釜山で、米中首脳会談を行った。11 月 1 日に米ホワイトハウスが経済・貿易に関する米中の合意内容（ファクトシート）を発表し、11 月 4 日には大統領令が発出されている。米国による発表は以下の通りであるが、一部で中国側の発表と齟齬あり、括弧内でそれを併記した。

中国側の行動

- 中国は 2025 年 10 月 9 日に発表したレアアース（希土類）および関連措置に関する新しい輸出管理の実施を一時的に停止する（中国側の発表では 2026 年 11 月 10 日まで 1 年間停止）。
- 中国は米国の最終ユーザーおよびその世界中のサプライヤーの利益のために、レアアース、ガリウム、ゲルマニウム、アンチモン、グラファイトの輸出に有効な一般ライセンスを発行する。この一般ライセンスの発行は、2025 年 4 月および 2022 年 10 月に中国が実施した輸出管理の事実上の撤廃を意味する（中国側では言及なし）。
- 中国は米国へのフェンタニルの流入を終わらせるための措置を講じる。具体的に、中国は特定の化学物質の北米への出荷を停止し、他の特定の化学物質の全世界への輸出を厳格に管理する（中国は 2025 年 11 月 10 日にフェンタニルの原材料となる 13 の化学物質を米国、カナダ、メキシコに輸出する際に許可制を導入すると決定）。
- 中国は 2025 年 3 月 4 日以降に発表した全ての米国に対する報復関税を停止する。これには、鶏肉、小麦、トウモロコシ、綿花、ソルガム、大豆、豚肉、牛肉、水産物、果物、野菜、乳製品など、米国農産物に対する広範囲にわたる関税を 2026 年 12 月 31 日まで停止することが含まれる。
- 中国は 2025 年 3 月 4 日以降、米国に対して実施した全ての報復的な非関税対策を停止・撤廃

する。これには、中国がリストアップした特定の米国企業、(軍事) エンドユーザーおよび信頼できない企業リストに掲載された企業が含まれる。

- 中国は2025年の最後の2カ月間に少なくとも1,200万トンの米国の大豆を購入し、2026年、2027年、2028年はそれぞれ少なくとも2,500万トンの米国の大豆を購入する(中国側は数量を言及していない)。さらに、中国は米国のソルガムと丸太の購入を再開する。
- 中国は蘭ネクスperia社の中国の施設からの貿易再開を確保するために適切な措置を講じ、重要なレガシーチップが世界に輸出されることを可能にする。
- 中国は米国が中国の海運、物流、造船セクター対する301条調査を発表したことに対抗して講じた措置を解除し、さまざまな船舶関連企業に課した制裁を解除する。
- 中国は米国からの輸入品に対する市場ベースの関税除外プロセスの有効期限をさらに延長し、除外は2026年11月10日まで有効とする。
- 中国は半導体サプライチェーンにおける米国企業を対象としたさまざまな調査(独占禁止法違反・反トラスト・ダンピング調査)を終了する。

米国側の行動

- 米国はフェンタニルの流入を抑制するために課した中国からの輸入品に対する関税を10%引き下げ、2025年11月10日から施行する。
- 米国は2026年11月10日まで中国からの輸入品に対する相互関税(上乗せ分24%)の一時停止を維持する(相互関税のうちベース関税の10%は一時停止期間中も有効)。
- 米国は2025年11月29日に期限が切れる特定品目(電子機器、医療機器、太陽電池製造装置など)の301条関税除外の期限を2026年11月10日まで延長する。
- 米国は2025年11月10日から1年間、特定の企業(エンティティ・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)の関連会社を対象としたエンドユーザー管理の拡大に関する規則の実施を一時的に停止する。
- 米国は2025年11月10日から1年間、中国の海運、物流、造船セクターを対象とする301条調査に基づく措置の実施を一時的に停止する。

このほか、米国は2025年11月1日の実施を予定していた中国からの輸入品に対する100%追加関税の賦課を取り止めた。

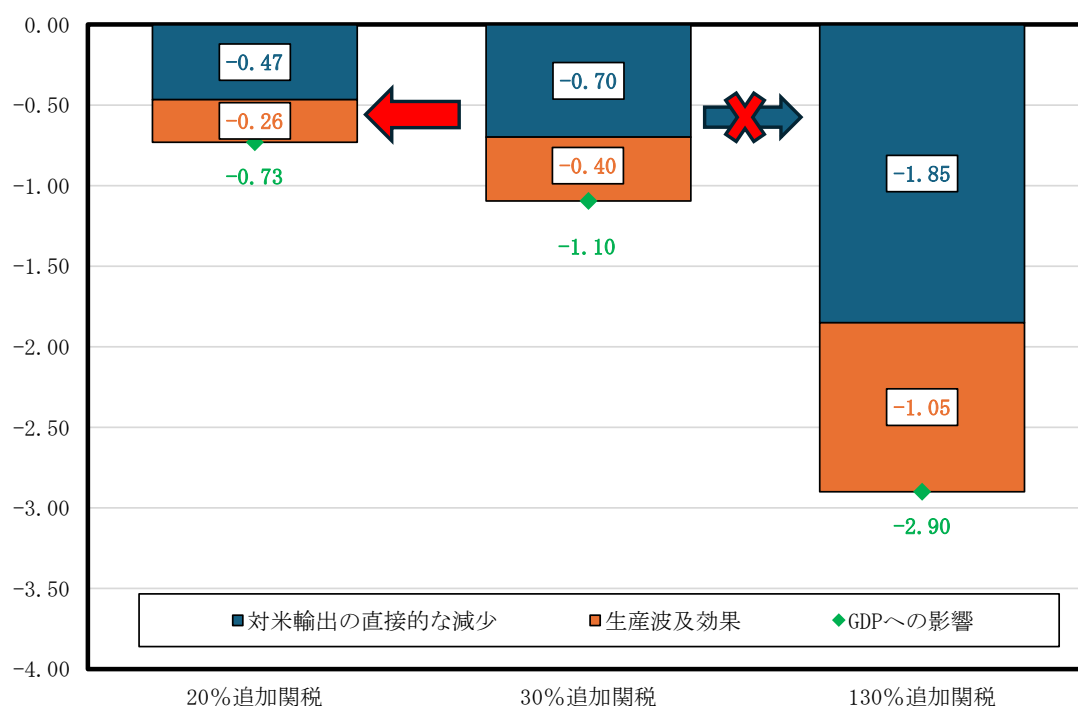
米中の貿易摩擦が大きく改善したようにみえるが、多くは問題を1年間先送りにしたにすぎない。具体的な進展は米国による「フェンタニル関税」の10%引き下げにとどまる。従来、米国は中国からの輸入品に20%の「フェンタニル関税」と相互関税のうち10%のベース関税を課

し、合計で 30%の追加関税となっていたが、2025 年 11 月 10 日に合計 20%に下げられた。これは当然、中国経済にとって朗報だ。

大和総研の試算によれば、2025 年 5 月 14 日以降の 30%追加関税では、中国の実質 GDP は 1.10%下押しされる。仮に、米国が 11 月 1 日以降、中国からの輸入品に累計 130%の追加関税を賦課した場合、中国の実質 GDP は 2.90%下押しされ、30%追加関税との比較では、さらに 1.80%pt の下振れが懸念されていた。今回の「フェンタニル関税」10%引き下げ後は、20%の追加関税となり、中国の実質 GDP の下押しは 0.73%になる計算だ。30%追加関税との比較では 0.37%pt の改善となる。

ただし、米中間の関税交渉はむしろこれからが正念場である。今回の米中交渉の成果である「1 年間の延期・延長」は全うされるとは限らない。2025 年 11 月 4 日の相互関税に関する大統領令によると、中国の履行状況を監視し、履行されていない場合は、関税を引き上げるなどの措置を講じる可能性があるとしている。さらに、相互関税の上乗せ分の 24%、そして中国がロシア産原油を大量に輸入していることに対する二次関税（インドは 25%）の行方はどうなるのか？着地点は不透明なままであり、厳しい局面の出現も想定されよう。

図表 2 「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

日中関係の悪化は長期化の可能性も

日中関係が悪化している。2025 年 11 月 7 日の衆議院予算委員会で高市早苗首相は、いわゆる「台湾有事」に関して、（中国による）武力行使が伴えば日本の存立危機事態に該当し、集団的自衛権発動につながり得るとの認識を示した。

これに対して、中国は猛反発した。外交部（外務省）は 11 月 14 日に自国民に日本への渡航を当面控えるように注意喚起をし、16 日には教育部が日本への留学計画を慎重に検討するように求める通知を発出した。19 日には日本の水産物に対する事実上の輸入禁止措置が発表された。日中間の様々なイベントや交流事業も中国側からの要請により中止・延期が相次いでいる。

かつて 2010 年 9 月の尖閣諸島沖における中国漁船衝突事件と 2012 年 9 月の尖閣諸島国有化の際にも中国は猛反発し、前者では日本に対するレアアースの事実上の禁輸措置が取られ、後者では戦後最悪といわれるほどに日中関係が悪化し、中国国内での日本製品の不買運動などが発生した。

事態の早期収束を願うが、台湾問題は習近平政権にとって「核心的利益の中の核心」とされる重要問題であり、影響の長期化・深刻化のリスクに十分留意したい。

減速が続く中国経済だが、米中貿易戦争の一時休戦は好材料

2025 年 10 月の主要経済統計は中国経済の減速が続いていることを示している。大和総研は 2025 年 10 月～12 月の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.4%（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）に鈍化すると予測している。1 月～9 月は 5.2%成長であり、年間では 4.9%程度となろう。政府成長率目標の 5%前後は辛うじて達成できる見通しだ。

2026 年については、米中貿易戦争の一時停戦が 11 月 10 日まで続くことを前提として、成長率見通しを従来の 4.2%から 4.4%に引き上げた。ただし、不動産不況の継続、自動車・家電の補助金政策の反動などにより、内需は厳しい状況が続こう。

家電買い替え補助金政策の効果一巡で 2025 年 10 月の家電販売金額は 2 桁減

2025 年 10 月の小売売上は 2.9%増となり、伸び率は 5 カ月連続で低下している。1 月～10 月は 4.3%増であった。

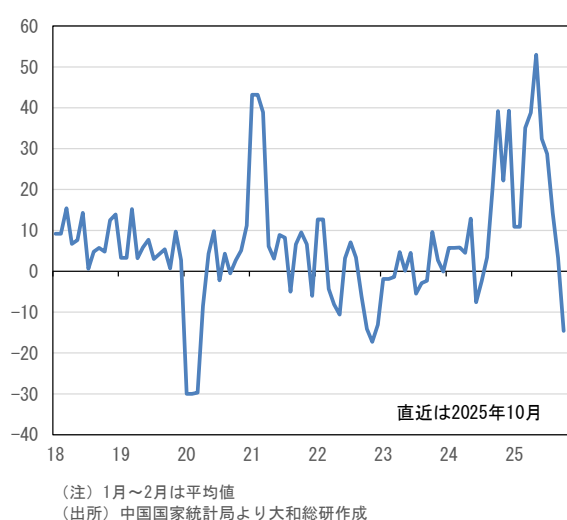
中国政府による家電の買い替え促進のための補助金政策（1 台当たり最大で 2,000 元を中央・地方財政が購入者に支給）の奏功により、2024 年 9 月以降、家電・音響映像機材の販売金額は急増したが、効果は既に一巡した。2025 年 9 月は 3.3%増にとどまり、10 月は 14.6%減と大幅なマイナスとなった（1 月～10 月は 20.1%増）。一部都市で補助金が払底し、政策を継続できなくなったことも響いた。

2025 年 10 月の自動車販売金額は 6.6%減となり、9 月の 1.6%増から再び前年割れとなった。

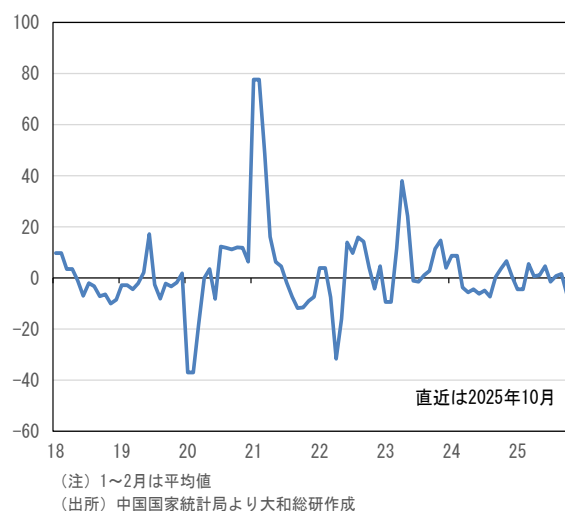
1月～10月は0.2%減であった。自動車買い替え促進のための補助金政策（NEVは1台当たり2万元、ガソリン車は1.5万元）が効き、1月～10月の販売台数は12.4%増と好調とはいえ、10月は8.8%増に伸びが鈍化している。販売金額と販売台数の差は、「内巻」と呼ばれる熾烈な価格競争によるものだが、懸念されるのは10月に入り、販売台数の伸びも鈍化していることである。一部都市では、自動車買い替えのための補助金が払底し、政策の継続が困難になっている。11月に入りこうした都市が急増しているとの報道がある。

さらに、2026年にはこれまで免税であったNEVの車両購入税が価格の5%（通常税率は10%）で賦課されることもある。自動車については、販売台数の減少も想定されよう。

**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 自動車販売金額の推移
（前年同月比）（単位：％）**



固定資産投資はマイナス幅を広げる

2025年1月～10月の固定資産投資は1.7%減となり、1月～9月の0.5%減からマイナス幅を広げた。単月では6月に1.2%減と前年割れに転じ、10月には15.5%減と2桁減となった。

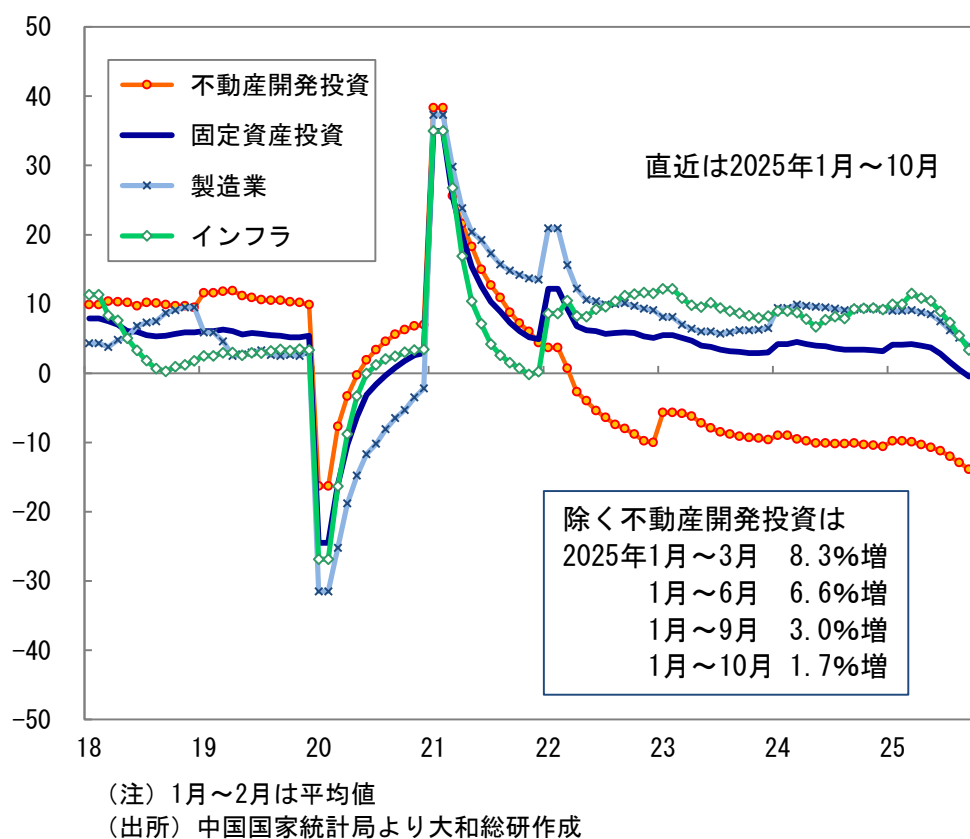
分野別には、製造業投資は2025年1月～9月の4.0%増から1月～10月には2.7%増に、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は同様に3.3%増から1.5%増へと減速し、不動産開発投資は13.9%減から14.7%減へと一段と低迷した。

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、マイナス幅は徐々に拡大している。2025年1月～10月は7.0%減であった。

不動産開発投資の不振が際立つが、2025年1月～10月の不動産開発投資を除く固定資産投資は1.7%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) 2025年7月～9月まで10四半期連続でGDPデフレーターはマイナスが続き、デフレ下で企業の投資意

欲が低下している、(2) 不動産不況による企業のバランスシート調整の影響が不動産開発業者以外にも出ている、(3) 「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可能性が指摘できる。

図表 5 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：％）



2025 年 10 月の輸出は 2024 年 3 月以来の前年割れ

中国通関統計によると、2025 年 10 月の輸出（以下貿易はドル建て）は 1.1%減（1 月～10 月は 5.4%増）となり、2024 年 3 月以来の前年割れとなった。10 月の輸入は 1.0%増（1 月～10 月は 0.9%減）となり、9 月の 7.4%増から減速したものの増加を維持した。10 月の貿易黒字は 5.9%減の 900 億ドル（1 月～10 月は 22.2%増の 9,652 億ドル）となった。ただし、10 月の輸出の減少と輸入の減速は、カレンダー要因によるところが大きい。昨年は 9 月だった中秋節が今年は 10 月となり、営業日数が減少した。

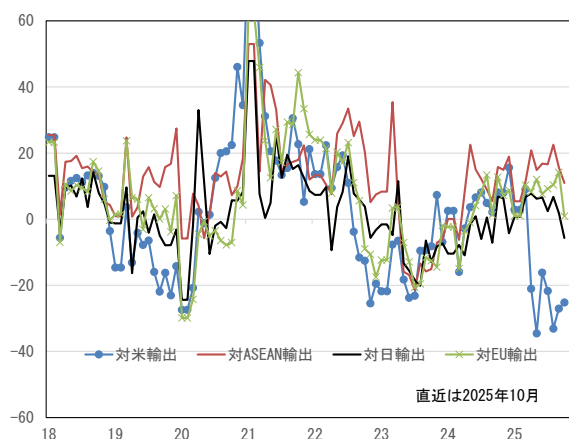
2025 年 10 月の国・地域別輸出は、米国向けが 25.2%減となり、4 月以来 7 カ月連続で 2 桁減となった。一方で、ASEAN 向けは 11.0%増とこちらは 8 カ月連続で 10%増以上となっている。EU 向けは微増、日本向けは 5.7%減と昨年 12 月以来の前年割れであった。

2025 年 10 月の国・地域別輸入は、米国からが 22.8%減と、7 カ月連続の 2 桁減となった。10 月にマイナス幅が一段と大きくなったのは、トランプ大統領が 11 月 1 日以降、中国からの

輸入に100%の追加関税を上乗せし、累計で130%に引き上げると表明し、米中貿易戦争の再燃が懸念されたことが背景にある（既述したように結局は回避された）。10月のASEANからの輸入は4.6%減と、4カ月連続で前年割れとなった。EUと日本からの輸入は増加した。

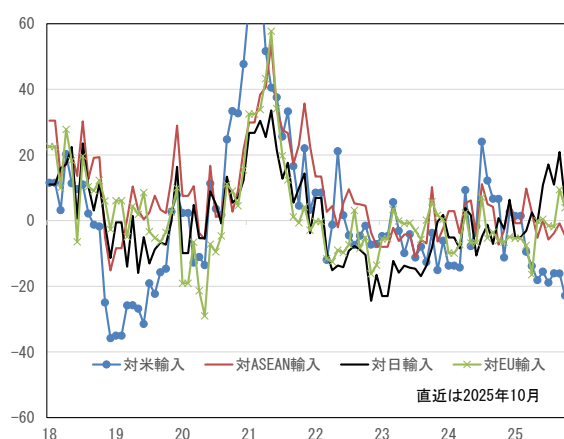
2025年11月7日の高市首相の「台湾有事」に関する発言を受けて、中国は態度を硬化させている。これが日中貿易に悪影響を及ぼす可能性があり、注視が必要だ。

図表6 中国の国・地域別輸出の推移
(前年同月比)(単位: %)



(注) 1月~2月は平均値
(出所) 中国通関統計より大和総研作成

図表7 中国の国・地域別輸入の推移
(前年同月比)(単位: %)



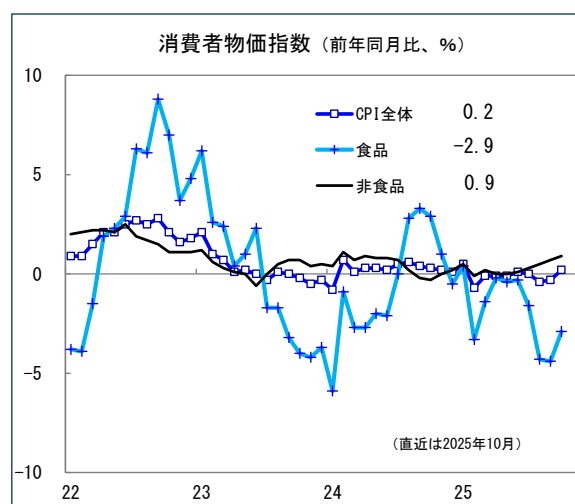
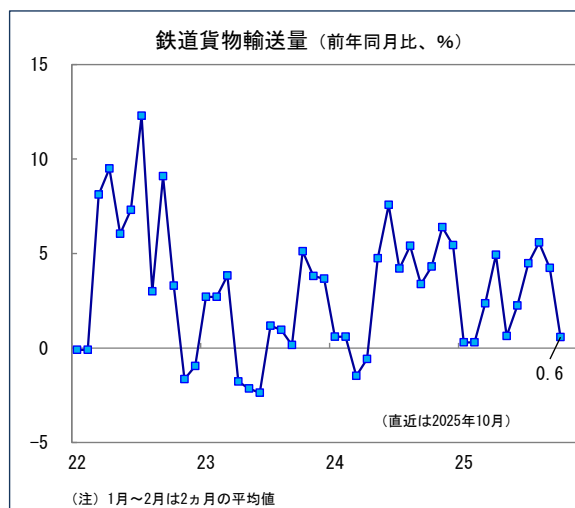
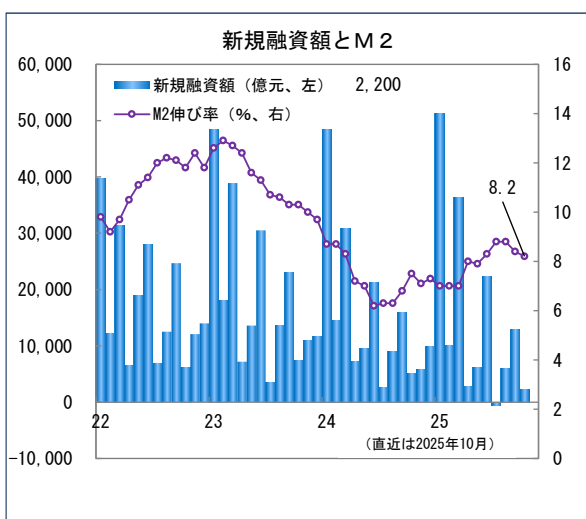
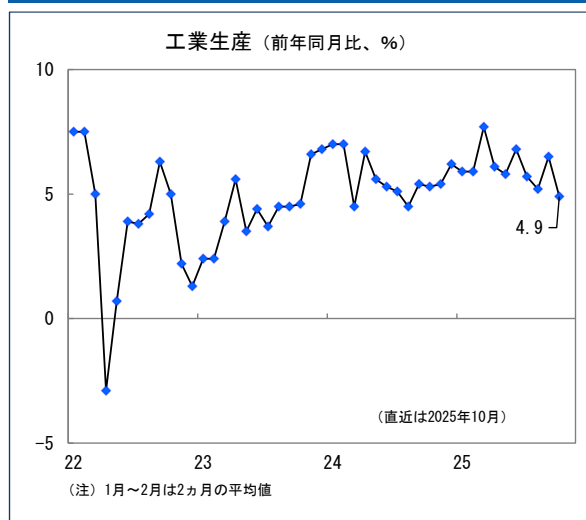
(注) 1月~2月は平均値
(出所) 中国通関統計より大和総研作成

(参考) 主要経済指標一覧

	2024年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	10月
実質GDP成長率(四半期、前年同期比、%)	-	-	5.4	-	-	5.4	-	-	5.2	-	-	4.8	-
工業生産(前年同月比、%)	5.3	5.4	6.2	5.9		7.7	6.1	5.8	6.8	5.7	5.2	6.5	4.9
電力消費量(前年同月比、%)	4.3	2.8	0.0	1.3		4.8	4.7	4.4	5.4	8.6	5.0	4.5	
鉄道貨物輸送量(前年同月比、%)	4.3	6.4	5.4	0.3		2.4	4.9	0.6	2.2	4.5	5.6	4.2	0.6
固定資産投資(前年累計比、%)	3.4	3.3	3.2	4.1		4.2	4.0	3.7	2.8	1.6	0.5	-0.5	-1.7
不動産開発投資(前年累計比、%)	-10.3	-10.4	-10.6	-9.8		-9.9	-10.3	-10.7	-11.2	-12.0	-12.9	-13.9	-14.7
小売売上(前年同月比、%)	4.8	3.0	3.7	4.0		5.9	5.1	6.4	4.8	3.7	3.4	3.0	2.9
消費者物価指数 全体(前年同月比、%)	0.3	0.2	0.1	0.5	-0.7	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.4	-0.3	0.2
食品(前年同月比、%)	2.9	1.0	-0.5	0.4	-3.3	-1.4	-0.2	-0.4	-0.3	-1.6	-4.3	-4.4	-2.9
非食品(前年同月比、%)	-0.3	0.0	0.2	0.5	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.3	0.5	0.7	0.9
工業製品出荷価格指数(前年同月比、%)	-2.9	-2.5	-2.3	-2.3	-2.2	-2.5	-2.7	-3.3	-3.6	-3.6	-2.9	-2.3	-2.1
工業生産者購入価格指数(前年同月比、%)	-2.7	-2.5	-2.3	-2.3	-2.3	-2.4	-2.7	-3.6	-4.3	-4.5	-4.0	-3.1	-2.7
新規融資額(億元)	5,000	5,800	9,900	51,300	10,100	36,400	2,800	6,200	22,400	-500	5,900	12,900	2,200
M2伸び率(%)	7.5	7.1	7.3	7.0	7.0	7.0	8.0	7.9	8.3	8.8	8.8	8.4	8.2
輸出(前年同月比、%)	12.6	6.6	10.7	2.1		12.2	8.0	4.6	5.8	7.1	4.3	8.3	-1.1
輸入(前年同月比、%)	-2.4	-4.0	0.8	-8.3		-4.3	-0.3	-3.4	1.2	4.1	1.3	7.4	1.0
貿易収支(億米ドル)(1月、2月は平均)	957.2	973.3	1,051.8	845.8		1,019.8	959.4	1,028.4	1,143.6	978.1	1,021.1	905.3	900.7
新築商品住宅価格指数 北京(前年同月比、%)	-4.9	-5.3	-5.4	-5.7	-5.5	-5.7	-5.0	-4.3	-4.1	-3.6	-3.5	-2.6	-2.0
上海(前年同月比、%)	5.0	5.0	5.3	5.6	5.6	5.7	5.9	5.9	6.0	6.1	5.9	5.6	5.7
商用不動産 着工面積(前年累計比、%)	-22.7	-23.0	-22.5	-29.9		-24.8	-24.1	-23.0	-20.1	-19.5	-19.5	-19.0	-19.9
竣工面積(前年累計比、%)	-23.9	-26.2	-26.1	-15.7		-14.4	-17.0	-17.4	-14.9	-16.6	-17.1	-15.4	-17.0
不動産販売 面積(前年累計比、%)	-15.8	-14.3	-12.8	-5.5		-3.5	-3.4	-3.6	-4.3	-4.8	-5.4	-6.3	-7.6
金額(前年累計比、%)	-20.9	-19.2	-17.0	-2.9		-2.6	-3.7	-4.4	-6.1	-7.1	-7.9	-8.5	-10.2

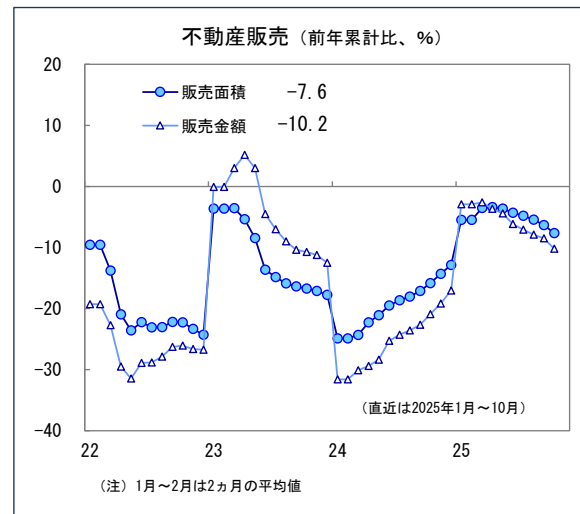
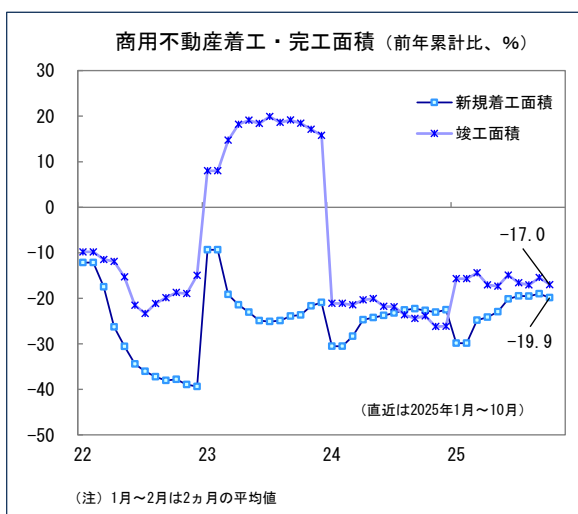
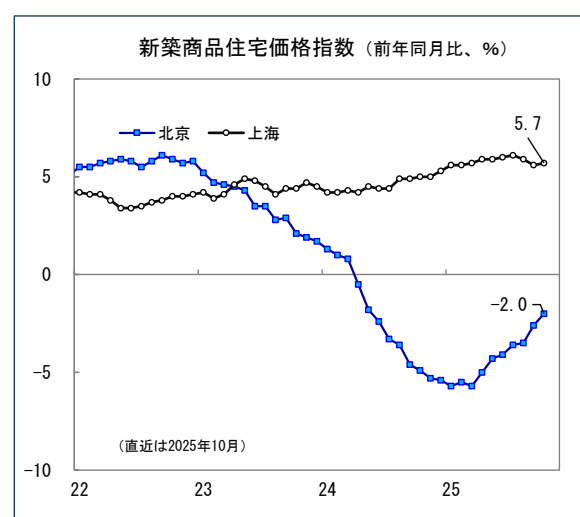
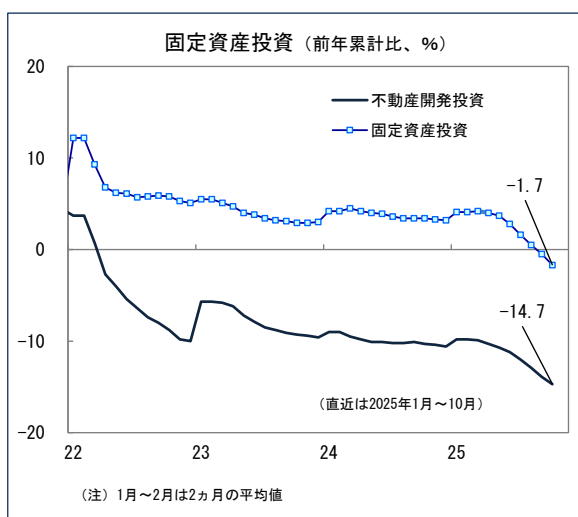
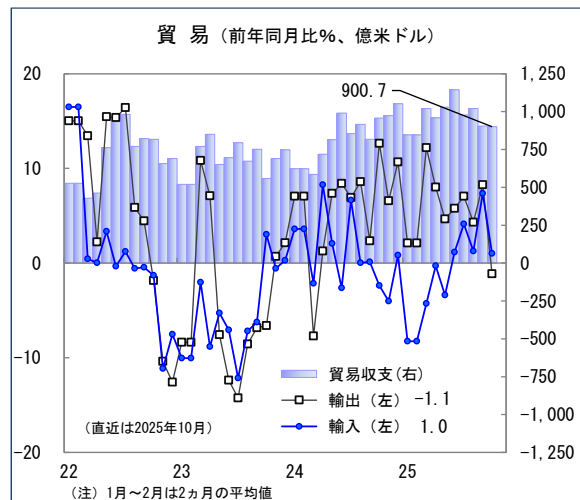
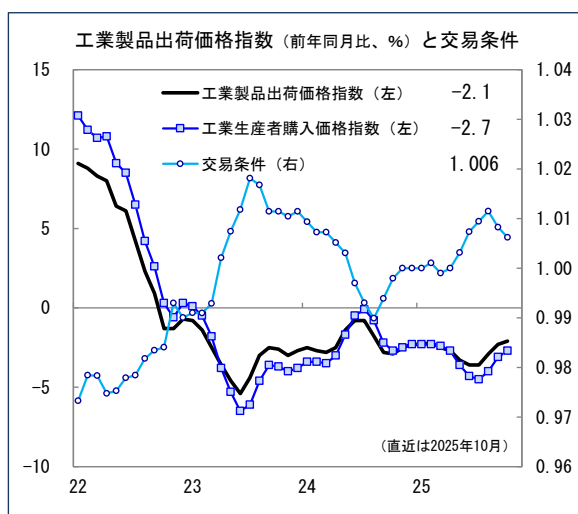
(出所) 中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

(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