

# 2025・2026年 内外経済見通し ～トランプ2.0への対応が進む過渡期の世界経済～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

調査本部

2025年6月30日

ともに挑む。ともに実る。

**MIZUHO**



## 見通しのポイント

- 世界経済は、自国第一主義を掲げる米国の関税引き上げを受けて減速を見込む。震源地の米国はもとより、米国以外の地域も対米輸出の減少が足かせとなり、2025年の成長率は鈍化。2026年は関税影響が一巡するほか、米欧の財政拡張も下支えとなり、世界経済は巡航速度の成長ペースに回帰する見込み。並行して米国への製造業回帰や米国以外の新規市場開拓など米関税を前提としたグローバル供給網の再編が徐々に進展
- 米国では、関税引き上げによる痛みが先行する形で2025年後半には景気が減速する見通し。関税がもたらす物価上昇が企業の資金繰りや家計の実質購買力を圧迫。米国経済の7割を占める個人消費は弱含む公算。FRBはインフレ警戒も、雇用悪化に配慮し2026年にかけて金利を3.25~3.50%に引き下げる見込み
- 欧州では、関税影響により2025年は対米輸出依存度が高い製造業国を中心に成長率が下振れ。ECBは景気回復を後押しすべく、1.75%まで利下げを行うと予想。金融緩和の効果に加え、防衛費の増額やインフラ投資の積み増しなど財政拡張効果が発現することで、2025年末~26年にかけて景気は回復へ
- 中国は、輸出ドライブや第三国輸出拡大により対米輸出の減少を一部相殺も、内需低迷の継続が足かせになり成長率は減速。政策対応は景気の下支えとなるものの5%前後の成長率目標達成のハードルは高い。アジアでは、対米輸出依存度が高いベトナムなどで関税影響大。米国市場から溢れた中国製品の流入も下押し要因に
- 日本では、関税影響が逆風となり2025年度は停滞局面に。もともと、原油安によるコスト抑制で非製造業を中心に企業収益は高水準を維持し、強い人手不足感のもと賃上げ機運は継続へ。個人消費も緩やかな回復が続き、景気腰折れを回避。根強い食料高や労務費の価格転嫁を受けコア物価は2026年度にかけて+2%弱の伸びに
- 日銀は米関税影響を見極めるべく2025年内の利上げを見送り。2026年入り後は4%台後半の賃上げと2%弱の物価上昇を確認し、利上げを再開する見通し。日米金利差は縮小に向かい、ドル円相場は円高基調での推移を予想。2026年央にかけて130円台後半まで円高ドル安を見込む

## 《構成》

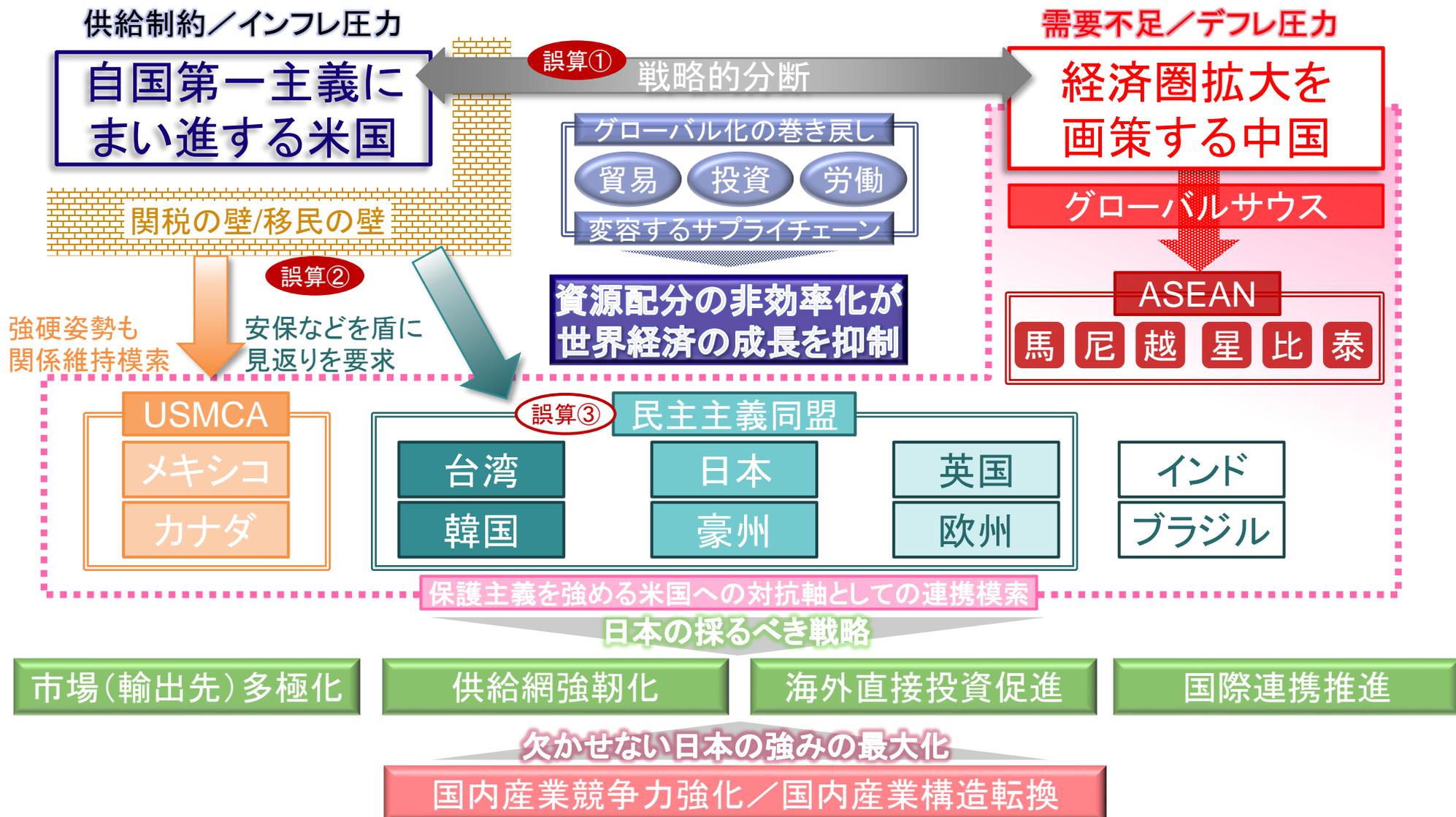
---

1. 全体概要	P 3
2. 各国経済・金融市場	P 18
(1) 米国経済	P 19
(2) ユーロ圏経済	P 29
(3) 新興国経済	P 35
(4) 日本経済・金融市場	P 43

# 1. 全体概要



# 世界観:「分断」と「連携」が交錯する世界。孤立化する米国を巡る3つの誤算

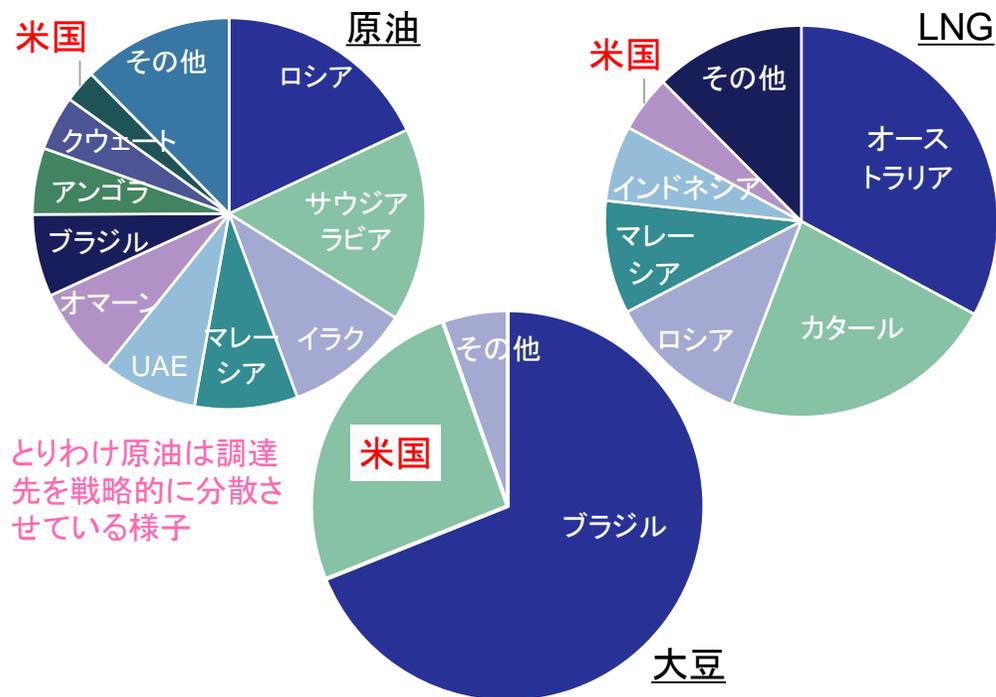


(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 誤算①手強かった中国。低い対米輸入依存度、安保分野でも進む調達先の分散

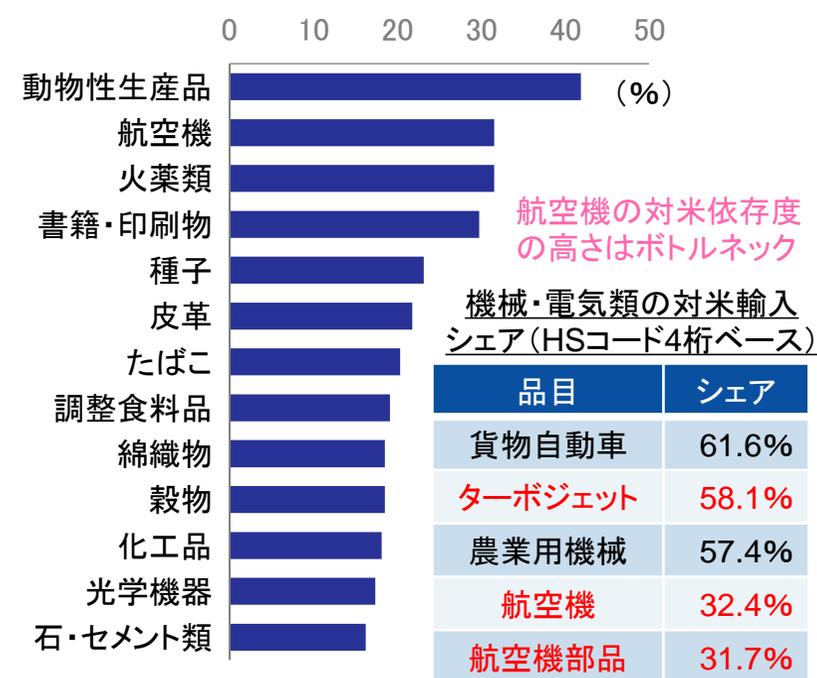
- 中国の対米輸入依存度(2024年)は6.3%と、米国の対中輸入依存度13.8%の約半分
  - エネルギーや穀物など安全保障に関わる分野では、対米輸入が停止しても代替が比較的容易
  - 地政学リスクを意識した調達先の分散やサプライチェーンの「自立自強」が奏功している模様
- ただ、農畜産物や工業用原材料は依存度が高く、機械・電気類ではターボジェットなど航空関連がボトルネック
  - 代替が利かない一部の医薬品や半導体などは、関税徴収を免除する実務上の柔軟な対応でショックを吸収

中国:エネルギー・穀物の国別輸入シェア(2023年)



(出所) UN Comtradeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国:品目別対米輸入シェア(2023年)



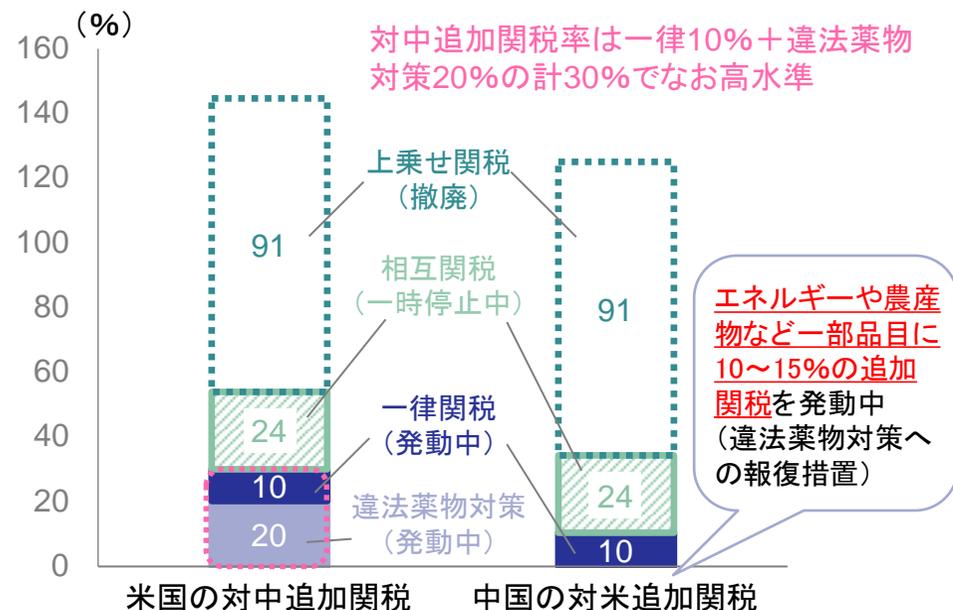
(注) HSコード2桁ベース

(出所) 税関総署、UN Comtrade、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米中交渉の第1ラウンドは中国に軍配。レアアース輸出規制緩和もくすぶる火種

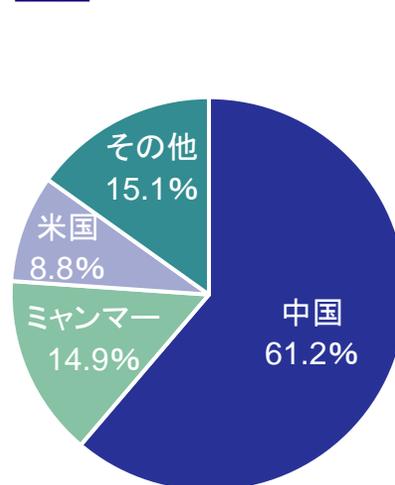
- 米中交渉の第1ラウンド(5/10~11)は中国に軍配。上乗せ関税91%の撤廃と相互関税24%の90日間停止に成功
  - 「持続不可能」と判断した米国が関税を引き下げ、中国が応じた形。双方は貿易協議の枠組み設置で一致
  - ただし、違法薬物対策と合わせて他国比で高い30%の関税率が残ったまま。相互関税24%の行方も見通せず
- その後、レアアースの供給途絶で米中摩擦が再燃も、交渉(6/9~10)を経て供給はひとまず正常化へ
  - 中国は第1ラウンド後もレアアースの輸出許可制を維持。合意を受けて許可手続きを迅速化するとみられる
  - レアアース市場における中国の存在感は圧倒的。供給ショックで戦略資源の依存リスクが浮き彫りに

## 米中間の追加関税率(第2次トランプ政権発足以降)

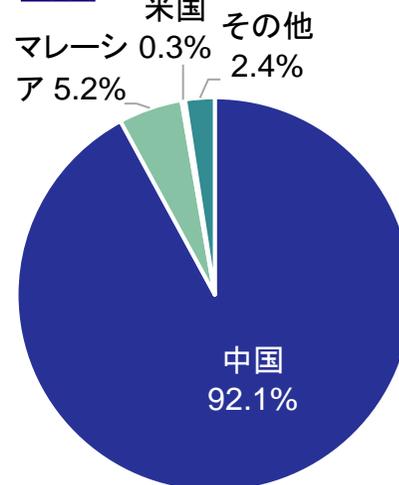


## レアアースの国別シェア(2023年)

### 抽出



### 精製



レアアースの抽出・精製で中国は圧倒的なシェアを有する

(注) 米国の一律関税・相互関税は医薬品、半導体、重要鉱物、スマホ、PCなど除外  
一方、鉄鋼や自動車などには別途25~50%の追加関税を課している  
(出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) アジア開発銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

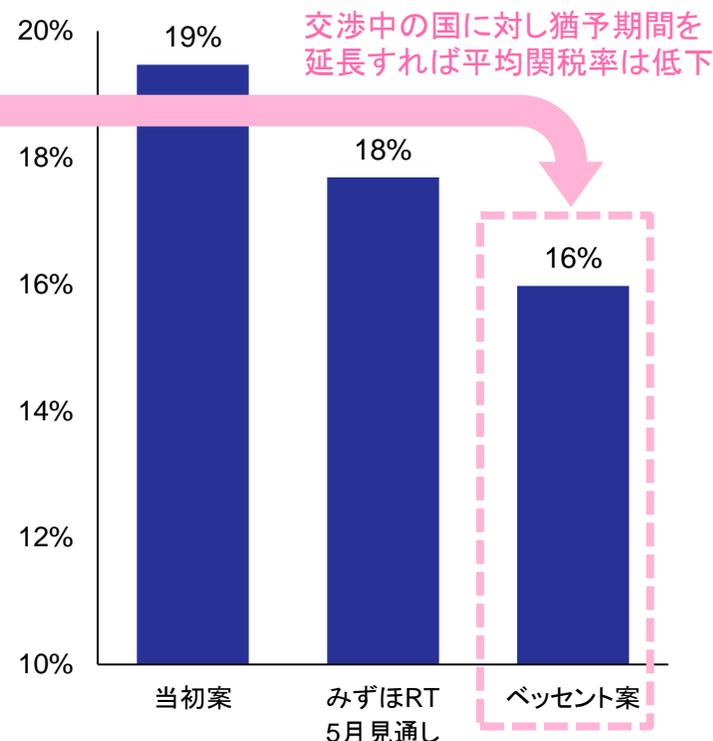
# 誤算②進まない関税交渉。トランプ政権は相互関税の猶予期間延長を示唆

- トランプ政権は交渉に真摯に取り組んでいる国に対して猶予期間の延長を示唆
  - 相互関税の発表(4/2)以降、米国からの資本逃避懸念が出ているほか、トランプ氏の支持率が徐々に低下していることや、関税による経済への悪影響への不安が高まっていることなどが交渉姿勢に影響した模様
- 仮に猶予期間が延長された場合、7/9以降の平均関税率は4/2公表案と比べて3%Pt程度低い水準に

## 現時点の米政権の関税に対する考え

発言内容	
<b>トランプ大統領</b> (6/11、ワシントン ケネディ・センターでの記者団による取材)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 一方的に関税率を設定し、「今後おおよそ1週間半か2週間以内」に各国・地域に書簡を送付</li> <li>• <u>一方、各国との交渉期限の延長に問われ、その可能性を否定せず。「ただ、そうする必要はないと思う」とも発言</u></li> </ul>
<b>ベッセント財務長官</b> (6/11、下院議会証言)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>欧州連合のように誠実に交渉している国や地域に対しては、米国が猶予期間を延長して誠実な交渉を継続する可能性は極めて高い</u></li> <li>• もし誠実に交渉していないのであれば、我々はそれに応じない</li> </ul>
<b>ラトニック商務長官</b> (6/11、CNBCインタビュー)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>中国に対する関税水準は変わらないかとの質問に対し、「確かに変わらないと言える」と発言</u></li> </ul>

## 米国：平均関税率



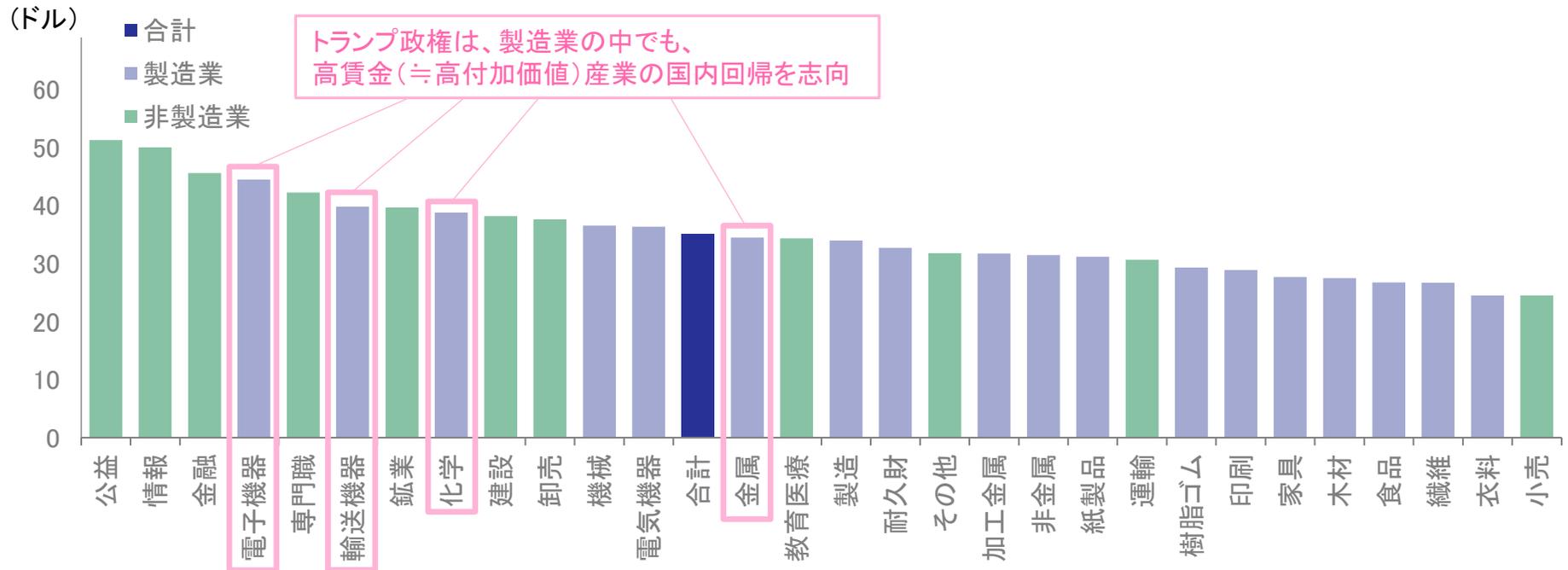
(注)当初案は4/2公表の相互関税率、ベッセント案は貿易赤字上位18か国・地域への相互関税を10%で維持した場合。2024年輸入ウェイトで計算  
 (出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 誤算③一方で戦略分野の米国回帰には強いこだわり。交渉余地は極めて限定的

- **トランプ政権は半導体、自動車、医薬品、鉄鋼・アルミなどの個別品目に高い関税を賦課する方針**
  - 対象産業は軍事などの安全保障にかかわるほか、**相対的に賃金が高い(≒付加価値が高い)業種であり**、産業の高度化と所得の底上げ(格差縮小)を企図している模様
  - **関税政策を通じてこれら産業の国内への生産回帰・雇用活性化を図っていくものと思料**

### 米国:産業別時間当たり賃金



(出所)米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (参考) 日米関税交渉は難航。自動車はじめ特定品目への課税は長期化

- G7サミットでの日米首脳会談では「(関税交渉における) 閣僚協議の加速」で合意も着地点は未だ見いだせず
  - 日本側は自動車などに対する25%の関税見直しが不可欠としており米国との隔たり大。交渉カードとして米国債の購入増や農産品・エネルギー輸入拡大、防衛装備品購入などが想定も、米国の自動車関税維持の姿勢は強固
  - ベッセント財務長官は、誠意を持って交渉していることなどを条件に、相互関税の猶予期間を一部延長する考えを示しており(6/11)、現状の関税水準(相互関税10%、特定品目25%)が長期化する可能性も

### 今後の日米間の交渉で日本政府が取り得る対応策

対応策	評価
米国債の購入	日本政府が米国債を「安易に売らない」とするコミットメントや、長い年限を中心として米国債の保有残高拡大に言及。米国政府は米金利上昇を懸念しており、日本政府による国債の保有維持・拡大は米国にとって利益
コメを含む 対米農産品輸入の拡大	食料インフレへの懸念が高まるなか、輸入拡大で食品の物価が下がれば日本の国益にも合致。小泉農水相はコメの緊急輸入を検討していると言及
対米エネルギー 輸入の拡大	液化天然ガス(LNG)の輸入拡大の方向性は2月の日米首脳会談で合意済。エネルギー輸入に占める中東依存度は高く、リスク分散の観点から日本の国益にも合致
防衛装備品などの 購入増加	2月の日米首脳会談では日本への10億ドルの武器売却承認が判明。トランプ大統領が要望すれば、交渉カードのひとつとして現実味
米国産自動車の 販路拡大	日系自動車メーカーの国内販売店で米国産自動車を取り扱い。過去に実施も成果乏しく
非関税障壁とされた 事項の見直し	USTRは非関税障壁として、コメ・小麦・豚といった農産品や、自動車の日本独自安全基準・EV充電規格、食品の安全規制などを指摘。一方で安全性の確保などが課題に

(出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 関税率の想定：相互関税は猶予期間延長を繰り返しつつの実質的撤廃を見込む

現時点		
対中関税	30%	<b>発動中</b> (裁判中) (半導体・医薬品などを除く)
一律関税	10%	<b>発動中</b> (裁判中) (半導体・医薬品などを除く)
相互関税	20~50%	一時停止中 (~7/9) (裁判中)
カナダ メキシコ	25%	<b>発動中</b> (裁判中) (USMCA対象品を除く)
鉄鋼 アルミニウム	50%	<b>発動中</b>
自動車 自動車部品	25%	<b>発動中</b>
半導体 医薬品	—	調査中
銅製品 木材など	—	調査中



今後の想定		
対中関税	30%	<b>発動</b> (半導体・医薬品などを除く)
一律関税	10%	<b>発動</b> (半導体・医薬品などを除く)
相互関税	0%	<b>発動なしで織り込み</b>
カナダ メキシコ	25%	<b>発動</b> (USMCA対象品を除く)
鉄鋼 アルミニウム	50%	<b>発動</b>
自動車 自動車部品	25%	<b>発動</b>
半導体 医薬品	25%	<b>織り込み</b>
銅製品 木材など	25%	<b>織り込み</b>



特定分野は関税による壁をより高く

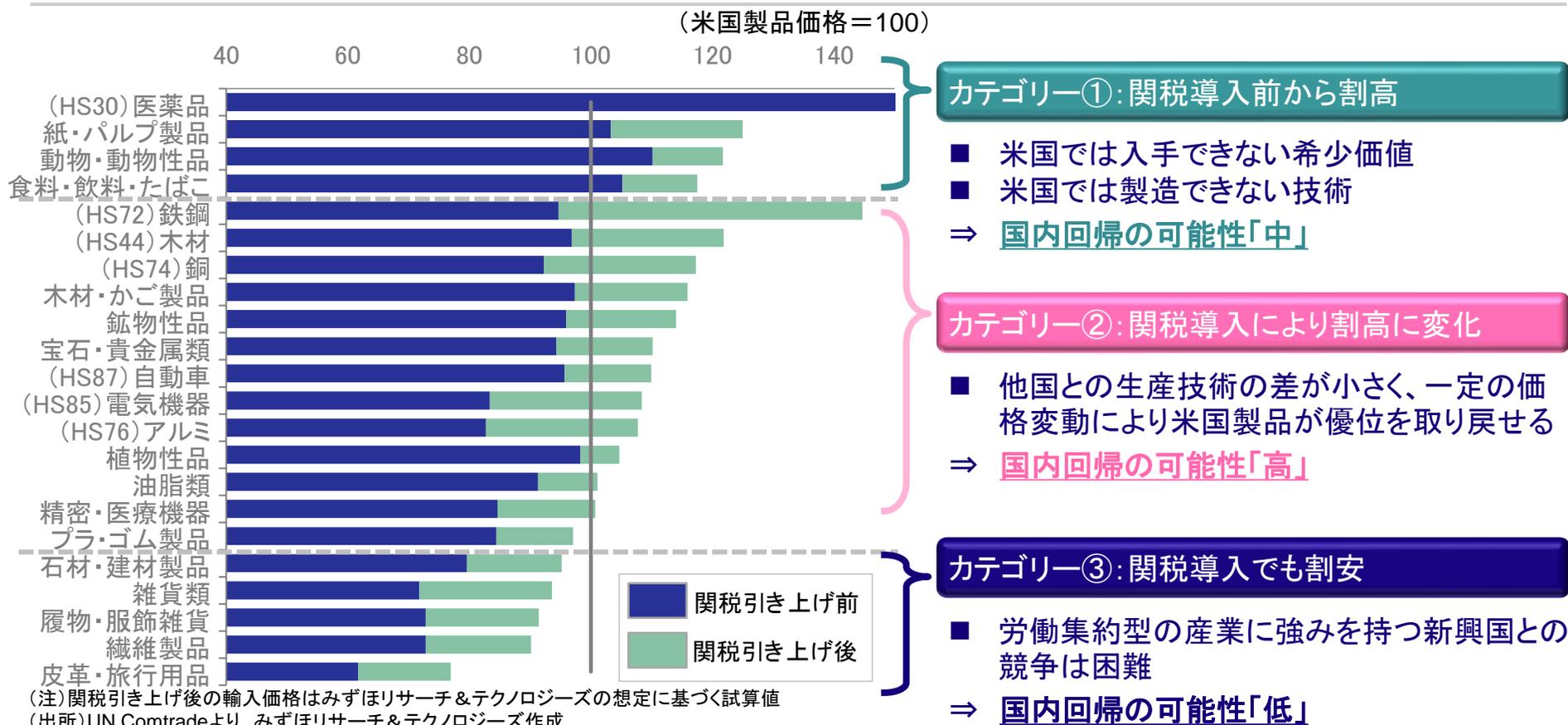
(注) 例外規定や関税の対象範囲など、細かなルールは省略  
(出所) 各種報道より、みずほサーチ&テクノロジー作成

# 供給網再編の機運。関税で米国の鉄鋼・自動車・電気機器などはコスト競争力が改善

## ■ 鉄鋼・自動車・電気機器などの分野は関税引き上げにより、米国製品が価格優位に

- 医薬品など関税導入以前より高価格で輸入していた製品は、米国では入手できない希少性や米国では製造できない技術によって製造されている可能性があり、価格引き上げが国内回帰を促すかは不透明
- 衣類・履物・玩具など労働集約的な製品は、関税引き上げでも輸入製品が価格優位を維持

### 米国：関税引き上げに伴う輸入価格の変化

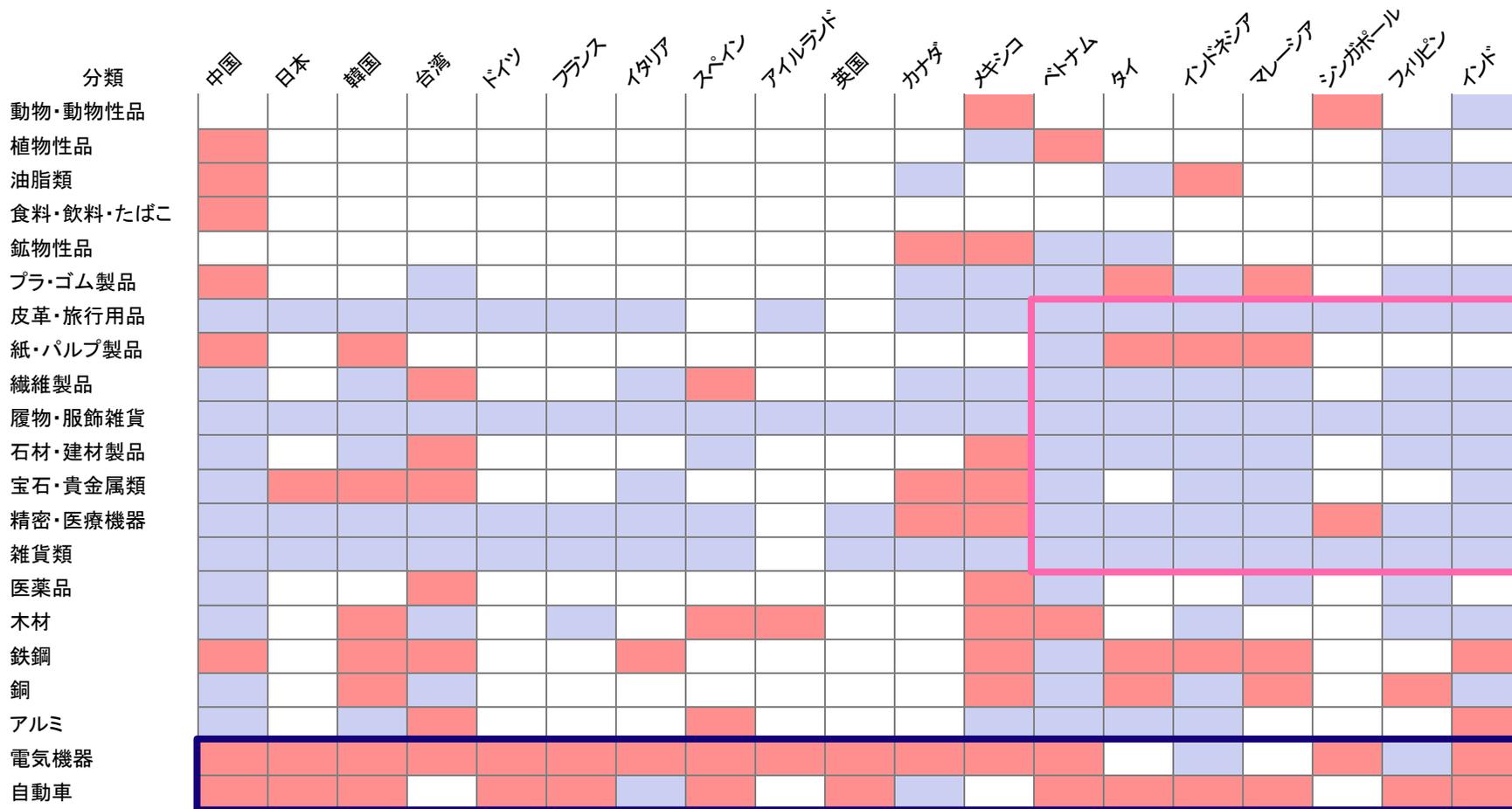


# アジアの軽工業への影響は限定的も、自動車・電気機器は米国国内回帰にメリット

- 衣類・履物・玩具などの軽工業は依然アジア製品が価格優位を維持
- 一方、自動車・電気機器は米国の製造コストが割安となる計算



## 米国: 産業別 × 国別輸入額と製品価格の変化



軽工業はアジア製品が引き続き優位

自動車や電気機器は米国製品が優位に

(出所) UN Comtradeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 電子機器・化学・輸送機械を中心に民間企業の対米投資が増加

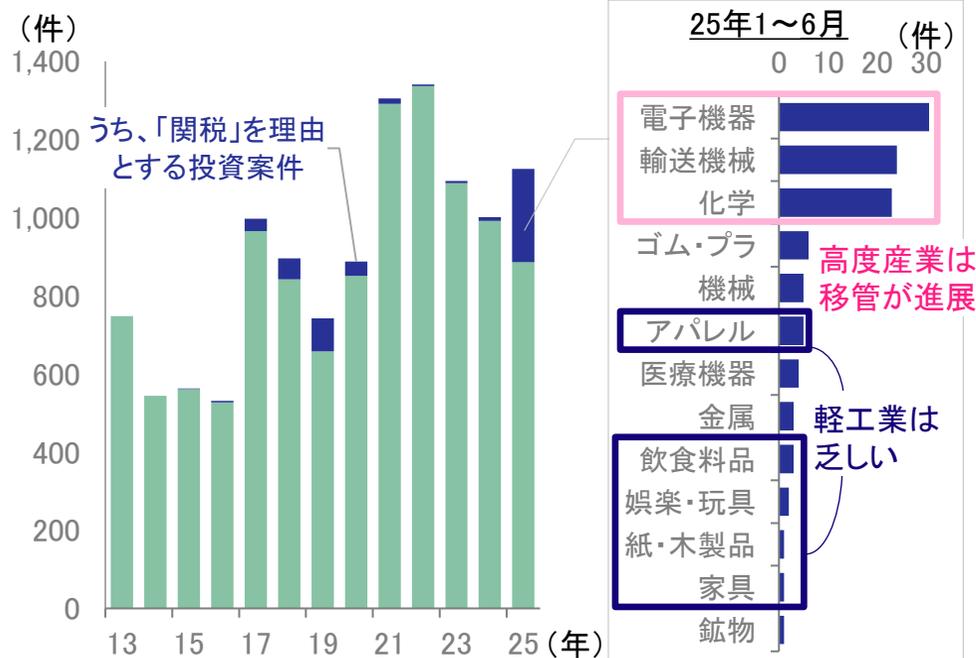
## ■ 関税を理由とする米国の投資案件は足元で徐々に増加

— アパレル・玩具・家具といった軽工業は少ない一方、半導体や化学、自動車分野への投資案件が拡大

## ■ トランプ大統領は、中東諸国と対米投資を含む大規模な経済交流で合意

— サウジアラビアは米国から1,420億ドル規模の武器を購入するほか、カタールは米量子コンピュータ企業に最大で10億ドルの投資を行うことをコミット。アラブ首長国連邦(UAE)はボーイング製の航空機を28機購入する見込み

### 関税を理由にした米国の投資案件



(出所) Reshoring Initiativeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### トランプ氏が中東諸国と交わした経済協力

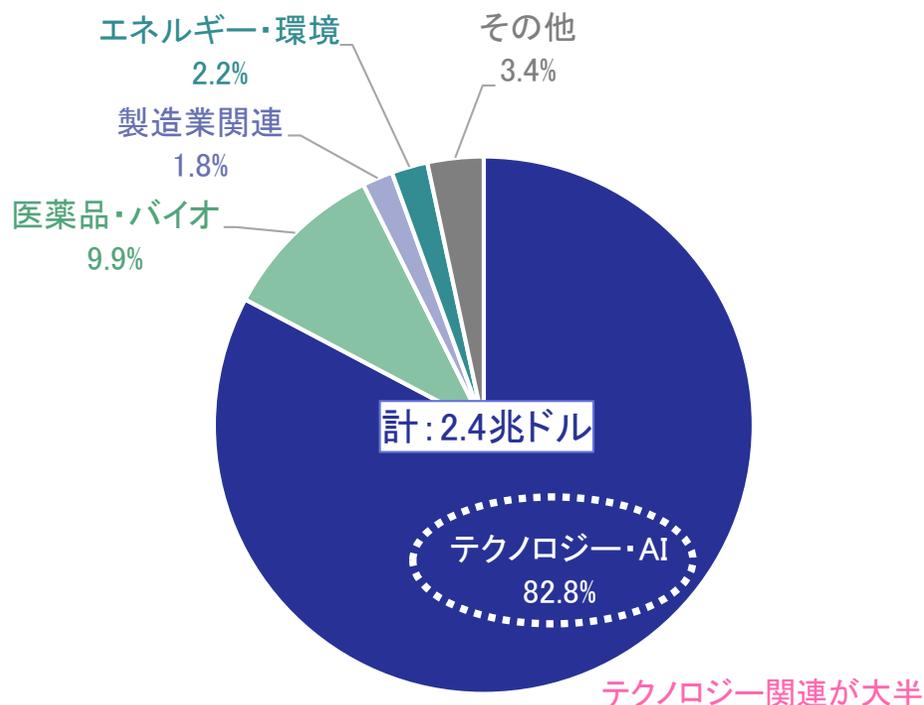
国名	主な投資内容
 アラブ首長国連邦 新規: 2,000億ドル 既存: 1.4兆ドル	<ul style="list-style-type: none"> <li>航空A社によるボーイング787および777X型機28機の購入(145億ドル)</li> <li>エネルギー複数社による石油・ガス生産拡大(600億ドル)</li> <li>半導体・通信B社によるAI・IoT・データセンター分野での協力</li> </ul>
 カタール 総額: 1.2兆ドル	<ul style="list-style-type: none"> <li>航空C社によるボーイング787および777X型機210機の購入(960億ドル)</li> <li>米量子コンピュータD社と投資・コンサルE社による量子技術への10億ドル投資</li> </ul>
 サウジアラビア 総額: 6,000億ドル	<ul style="list-style-type: none"> <li>IT・通信F社によるAIデータセンターとエネルギーインフラへの200億ドル投資</li> <li>米ソフトウェア関連等複数社による技術分野への800億ドル投資</li> <li>ボーイング737-8型機の購入(48億ドル)</li> <li>防衛契約となる1,420億ドルの兵器売却契約</li> </ul>

(出所) ホワイトハウスより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (参考)トランプ政権としては戦略分野における競争力強化に注力

- トランプ政権発足後に発表された企業の投資計画はおよそ2.4兆ドル
  - うち8割超がAIインフラやスーパーコンピューター、半導体製造などテクノロジー関連投資。**トランプ政権は戦略分野における国内回帰・競争力強化に主眼**
- 生産規模(体力)や調達構造によって**自動車メーカーのトランプ関税対応に相違**
  - 米国現地生産比率が高いメーカーは米国シフトを加速させる一方、米国市場の縮小・撤退を模索するメーカーも

### 第2次トランプ政権発足後に表明された投資計画の内訳



(出所) ホワイトハウスより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 主要自動車メーカーのトランプ関税対応

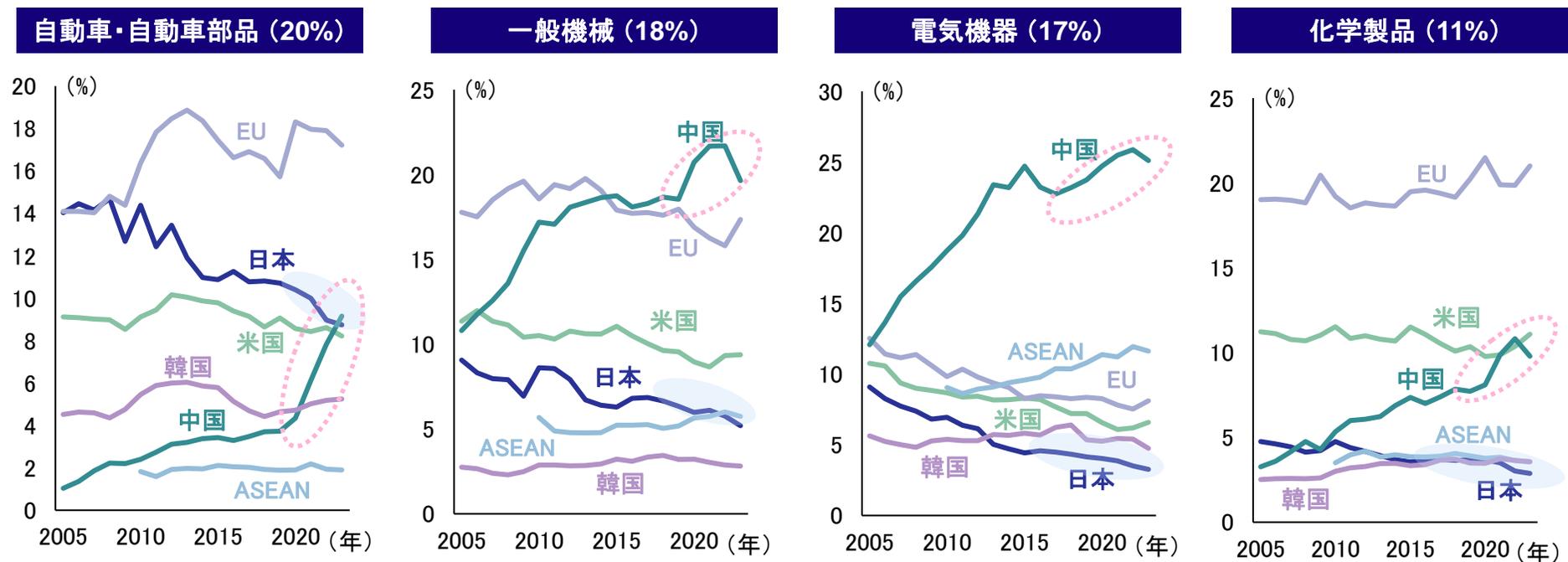
トランプ関税対応		企業
米国生産拡大	米国追加投資	日系A社
	米国への生産移管	日系B社、韓国系C社
	米国減産計画の見直し	日系D社、日系E社
米国生産縮小	対米輸出の一時停止	欧州系F社、欧州系G社
	米国からの輸出見直し	米系H社、日系I社
	米国内の人員削減	欧州系J社

(出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 中国の台頭で揺らぐ「製造立国」日本の立ち位置

- 主要輸出品目の世界における日本シェアはいずれも低下基調。現地生産化の進展に加え、輸出競争力低下も一因
  - ①円高や震災・エネルギー不足への懸念、地産地消への対応力向上などを踏まえた日本企業による生産拠点の海外シフト、②中国企業の台頭による価格競争力低下が背景
  - 中国のシェアが拡大する一方、米欧も苦戦
- 「製造強国」に向けてまい進する中国の存在感は今後さらに増す可能性大
  - 世界における日本主要産業のプレゼンス維持には、中国に匹敵する競争力のある分野の見極め・強化が不可欠

## 日本:主要輸出品目の世界における国別シェア

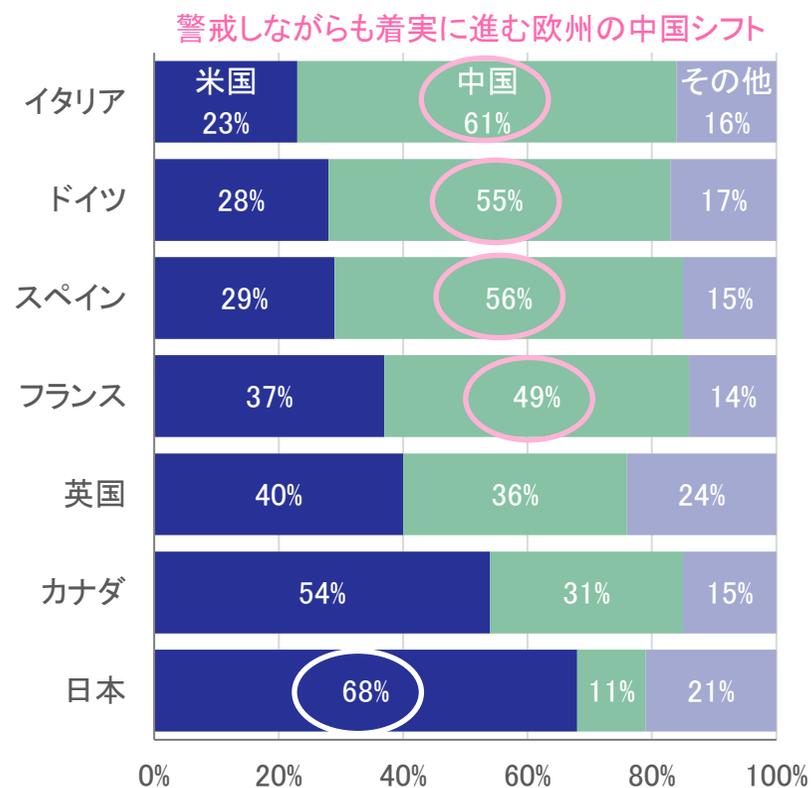


(注) 2005年～23年。品目横の括弧内数値は各品目の日本の輸出に占めるシェア  
(出所) UN Comtradeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 悩ましい中国との距離感。ASEANでは「日本への信頼の高さ」が武器に

- 欧州は存在感増す中国へのシフトをしたたかに画策。日本は米国への配慮もあって慎重姿勢を維持
  - 欧州主要国は米国よりも中国を経済大国と理解。孤立化を深める米国への期待が低下するなか、経済的に存在感を高める中国を重視。日本は7割近くが依然として米国を経済覇権国と認識、中国との関係深化の足かせに
  - 中国との競争が激化するASEAN市場では、日本に対する「信頼の高さ」を活かせるかが差別化の鍵

## 世界の経済大国はどの国か？



## ASEAN企業から見た外資企業イメージ

	技術的なノウハウがある	プロジェクトが計画的・効率的	技術移転がある	現地化が進んでいる	意思疎通やオープンさがある	意思決定が速い
1	🇯🇵	🇯🇵	🇯🇵	🇯🇵	🇺🇸	🇨🇳
2	🇺🇸	🇺🇸	🇺🇸	🇰🇷	🇬🇧	🇺🇸
3	🇪🇺	🇪🇺	🇪🇺	🇨🇳	🇪🇺	🇰🇷
4	🇰🇷	🇰🇷	🇬🇧	🇺🇸	🇯🇵	🇬🇧
5	🇬🇧	🇬🇧	🇰🇷	🇪🇺	🇰🇷	🇪🇺
6	🇨🇳	🇨🇳	🇨🇳	🇬🇧	🇨🇳	🇯🇵

(出所) Pew Research Center “Global Attitudes Survey 2025”より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) JETROより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 世界経済見通し：関税で減速との見方維持も、関税政策緩和を織り込み上方修正

## 世界経済見通し総括表

	(前年比、%)			(%Pt)	
	2024	2025	2026	2025	2026
	(見通し)			(5月見通しとの比較)	
世界実質GDP成長率	3.3	2.8	3.0	0.1	-
日米欧	1.7	1.2	1.5	0.3	-
米国	2.8	1.6	1.8	0.5	0.1
ユーロ圏	0.9	0.9	1.5	0.2	-
英国	1.1	1.1	1.2	0.1	-
日本	0.2	0.7	0.7	0.1	0.1
アジア	5.2	4.7	4.3	0.1	-
中国	5.0	4.5	3.8	0.1	-
NIEs	3.2	1.6	1.7	0.1	-
ASEAN5	5.0	4.6	4.8	0.2	0.1
インド	6.7	6.5	6.3	0.2	-
オーストラリア	1.1	1.4	1.8	▲ 0.1	-
日本(年度)	0.8	0.4	0.7	0.1	-

米国第一主義に基づく関税政策が世界経済を下押しも、関税方針の一部緩和を受けて下押し影響は限定的。2026年は関税影響一巡で3%成長に回帰

関税引き上げによる企業や家計の負担増から2025年は減速。ただ相互関税見直しを受けて景気後退には至らず。2026年は減税などによる押し上げもあり、潜在成長率並みの成長率に

関税影響が逆風となる一方で、ドイツを中心に財政拡張が経済を下支え。2026年は軍事費増大も相まって伸び加速

関税影響で輸出・投資が弱含み。2026年の賃上げ機運はやや弱まるも腰折れには至らず。物価は2%弱の伸びを維持。日銀は1%まで利上げ

対米輸出減を第三国輸出増で一部相殺も、内需低迷継続で景気は減速。5%前後の成長率目標達成のハードルは高い

米政権の関税方針緩和(相互関税の撤廃)を受けて5月予想対比では上方修正

(注) 網掛け部分は予測値。世界成長率はIMFによるGDPシェア(PPP)により計算(出所) IMF、各国・地域統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 2. 各国経済・金融市場



# (1) 米国：関税で2025年の景気は減速する一方、減税が支えとなり2026年は回復へ

## ■ 2025・26年の実質GDP成長率は前年比+1.6%、+1.8%と予想

- 2025年は関税引き上げに伴うマイナス影響が顕在化。インフレが再加速するなかで、景気は減速すると予想
- FRBは景気下振れとインフレ上振れ両方向のリスクを見ながら、緩やかに金利を中立的な水準まで引き下げ
- 2026年は関税影響一服と減税による消費、投資の押し上げを主因に景気は回復へ向かう見込み

## 米国経済見通し総括表

		2024	2025	2026	2024				2025				2026			
		(見通し)			1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
実質GDP	前期比年率、%	2.8	1.6	1.8	1.6	3.0	3.1	2.4	▲ 0.5	2.8	0.7	1.3	1.9	2.3	2.3	2.3
個人消費	前期比年率、%	2.8	1.9	1.5	1.9	2.8	3.7	4.0	0.5	1.2	0.6	1.2	1.4	2.0	2.1	2.2
住宅投資	前期比年率、%	4.2	▲ 0.6	0.4	13.7	▲ 2.8	▲ 4.3	5.5	▲ 1.3	▲ 0.6	▲ 2.8	▲ 1.0	1.2	1.8	1.8	1.8
設備投資	前期比年率、%	3.6	2.9	1.2	4.5	3.9	4.0	▲ 3.0	10.3	1.1	▲ 0.0	0.3	1.3	1.7	2.1	2.0
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	0.1	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	1.1	▲ 0.2	▲ 0.8	2.6	▲ 3.4	▲ 2.7	▲ 0.0	0.2	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
政府支出	前期比年率、%	3.4	1.5	1.6	1.8	3.1	5.1	3.1	▲ 0.6	0.5	0.5	1.9	1.9	1.9	1.9	1.4
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	▲ 0.4	0.1	0.9	▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 0.4	0.3	▲ 4.6	5.1	3.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
輸出	前期比年率、%	3.3	1.1	1.2	1.9	1.0	9.6	▲ 0.2	0.4	▲ 1.7	0.8	0.8	1.2	2.0	2.0	2.0
輸入	前期比年率、%	5.3	0.0	▲ 5.1	6.1	7.6	10.7	▲ 1.9	37.9	▲ 31.0	▲ 18.7	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
失業率	%	4.0	4.3	4.4	3.8	4.0	4.2	4.1	4.1	4.2	4.3	4.5	4.5	4.4	4.3	4.2
個人消費支出デフレーター	前年比、%	2.5	2.5	2.1	2.7	2.6	2.3	2.5	2.5	2.3	2.6	2.5	2.3	2.2	1.9	2.0
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	2.8	2.7	2.2	3.0	2.7	2.7	2.8	2.8	2.6	2.8	2.7	2.6	2.3	2.1	2.0

(注) 網掛けはみずほリサーチ&テクノロジーズによる予測値

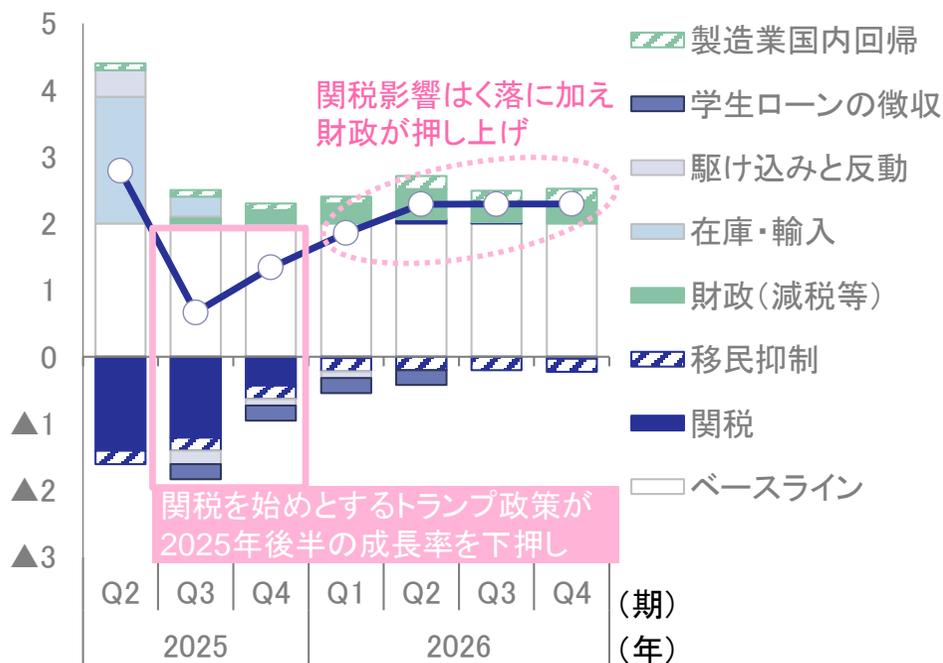
(出所) 米国商務省、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国: 2025年後半の成長ペースは鈍化。減税などにより2026年には2%成長に回復

- 関税による国内物価上昇の影響で、**2025年後半に成長ペースは鈍化**
  - 物価への関税影響の発現が遅れていることで2025年前半の下押し影響は抑制的。ただし、年末にかけて関税引き上げにともなう**物価上昇圧力が顕在化、経済の下押し圧力が強まる公算**
- **一方、2025年末からは財政要因(減税政策)が景気を押し上げることで、2%程度のペースでの成長を見込む**

## 政策別GDPへの影響

(前期比年率への寄与度、%Pt)



### 下押し要因

#### 関税

- ・米国の輸入は大幅減。輸入物価の上昇が家計・企業の資金繰りの重石に。物価高は低所得層の生活に打撃
- ・ただし、国内外の企業が関税への対応策を進めていることで、マイナス影響は一部緩和されている模様

### 押し上げ要因

#### 財政

- ・関税による歳入増加もあり、公約に掲げる追加減税(所得減税・チップ課税廃止など)が実現。2026年の景気を押し上げ

#### 製造業回帰

- ・国内生産余力の高い業種を中心に製造業回帰の動き。自動車・半導体など特定品目で生産拠点の一部米国シフトも

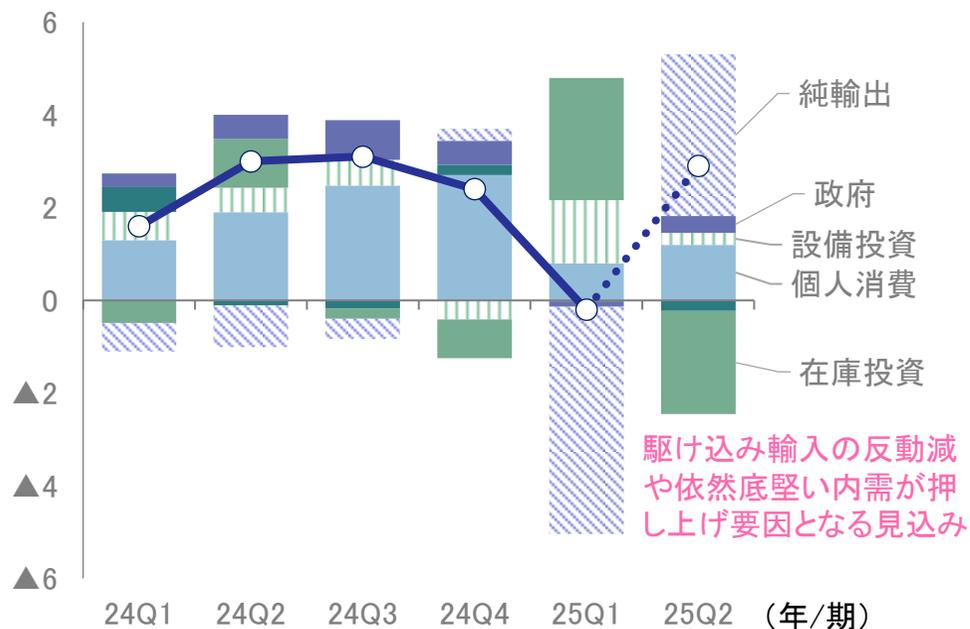
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国：関税発動後も底堅い米経済。物価安定・社会保障給付増が内需を下支え

- アトランタ連銀のGDP Nowによると米GDPは4～6月期に加速し、輸入減(駆け込み輸入の反動)の影響を除いても底堅い見込み。**背景に個人消費を中心とした依然底堅い内需**
  - 5月のコアCPIは減速。関税影響が懸念されたコア財物価は小幅低下。物価への関税影響の発現が緩慢な理由は**①実効関税率の低さ、②輸出側の単価引き下げ、③積み上がった低価格在庫**
  - **①②③による物価の安定と、④社会保障給付の増加による一時的な所得改善が個人消費への悪影響を減殺**

## 実質GDP成長率の推移と先行きの見込み

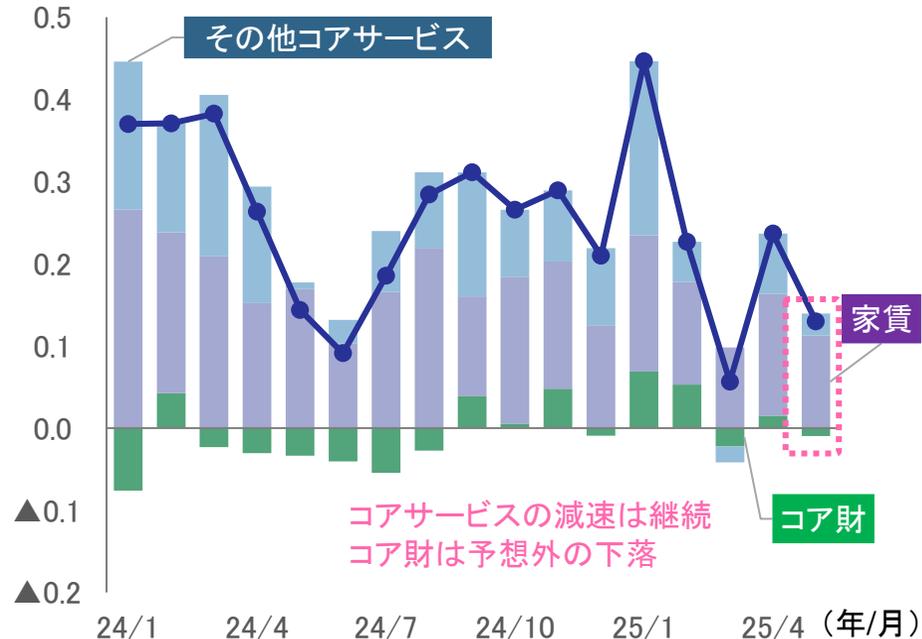
(前期比年率、%)



(注) 25年Q2はアトランタ連銀のGDP Nowの直近値(6/27時点)で延伸  
(出所) 米国商務省、アトランタ連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## コアCPIの寄与度分解

(前月比寄与度、%Pt)



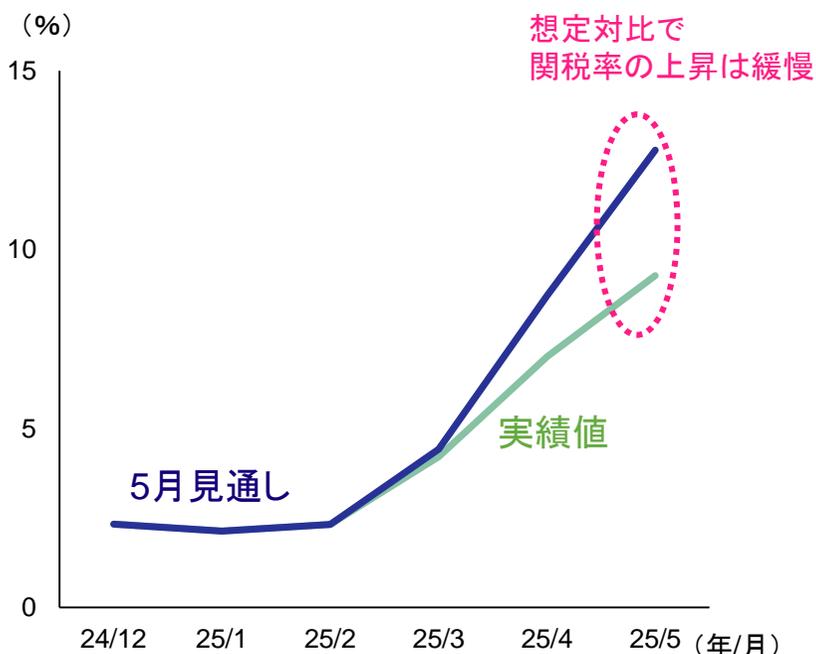
(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国: 要因①関税率の上昇は緩慢。背景に輸送タイムラグやUSMCA適用の拡大

## ■ 実績の平均関税率の上昇は想定よりも緩慢

- 相互関税は出荷日ベースで適用されたため、輸入品が到着するまでのタイムラグが影響
- またカナダ、メキシコでは関税回避のため新たにUSMCA(米国・メキシコ・カナダ協定)の適用を受ける動きがみられ、実効関税率を押し下げ
- 輸送のタイムラグ影響は徐々にはく落し今後の平均関税率を押し上げる一方、USMCA適用品を拡大する動きは当面継続し、実効関税率を持続的に押し下げる可能性

## 平均関税率の想定と実績とのギャップ



## 関税率が想定よりも上昇していない要因



(注)「実績値」について、2025年5月の値は推計値。「5月見通し」はみずほリサーチ&テクノロジーズの5月時点の関税率想定に基づき、輸入ウェイト変化を考慮して計算

(出所)米国商務省、財務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

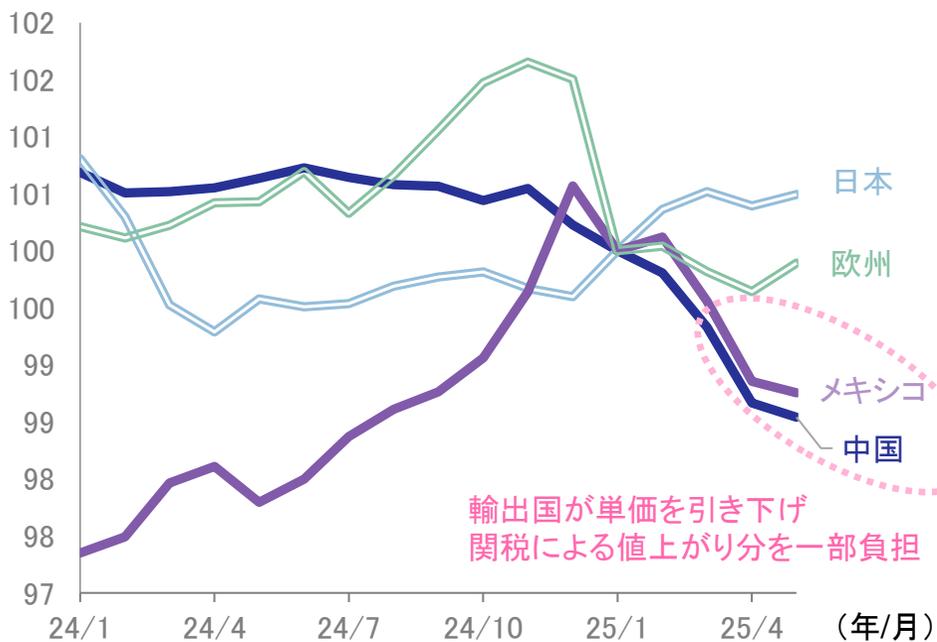
(出所)米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国：要因②輸出国が単価を引き下げ、関税コストを一部負担する動きも

- 中国やメキシコの企業は実質的に関税を一部負担し、対米輸出品の単価を引き下げ。米国物価上昇の抑制要因に
  - 中国について品目別にみると、通信機器（携帯電話を含む）やアパレルでこうした動きが顕著
  - 日本企業も乗用車などで対米輸出品の価格を引き下げる動き。輸送ラグを経て、1～2カ月後に米国輸入物価の低下として顕在化するとみられる

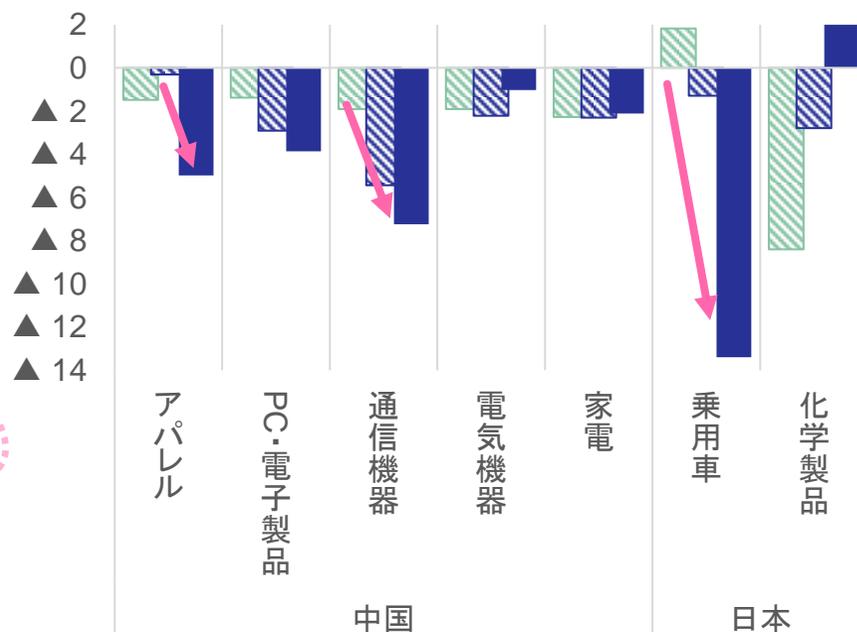
## 米国の輸出国別輸入物価

(2025年1月=100)



## 中国・日本の米国向け輸出価格

(前年比、%) 24年平均 25年Q1 25年Q2



(注) 25年Q2は暫定値。中国は米国側輸入物価指数、日本は日本側輸出物価指数(ドル換算)をもとに作成。日本の乗用車は、北米向け輸出物価を使用

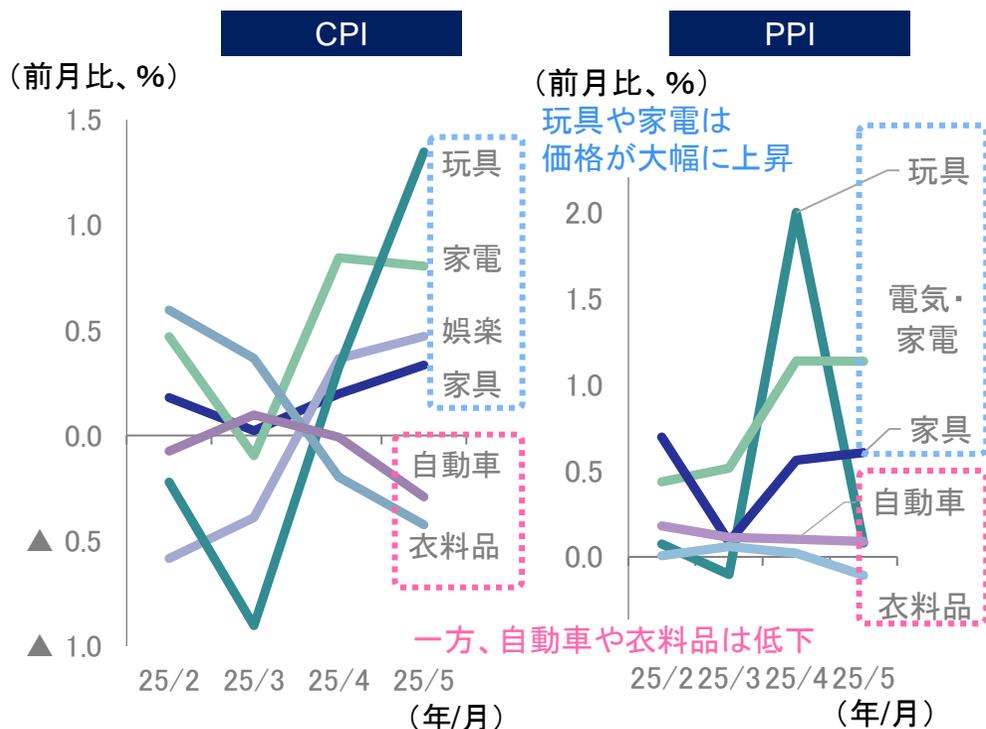
(出所) 米国労働省、日本銀行、財務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

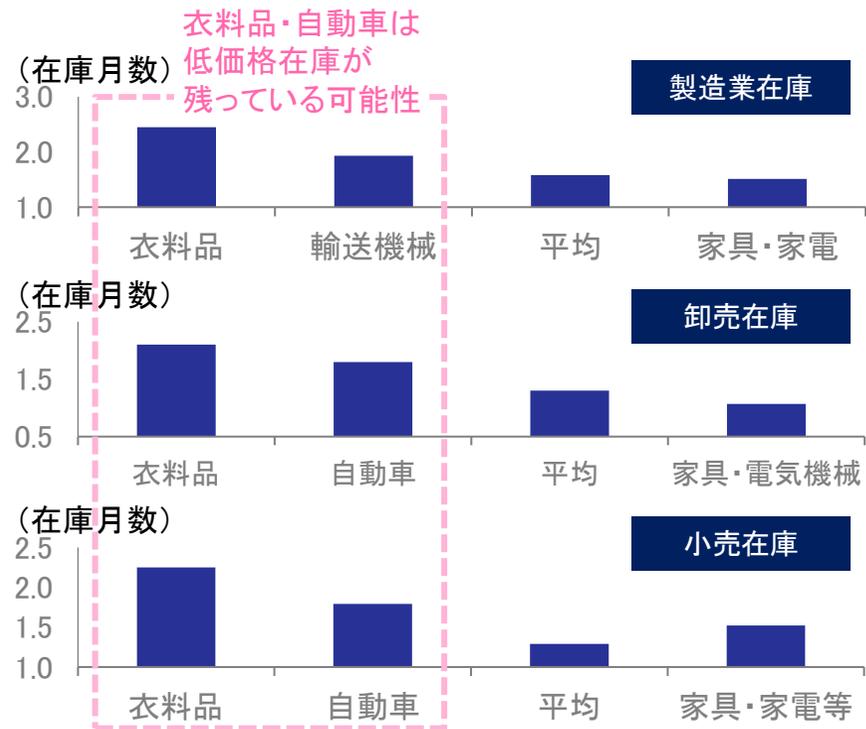
# 米国: 要因③関税導入を前に積み上げた低価格在庫が価格上昇の緩衝材に

- 関税導入以降の財物価を品目別にみると、玩具・家電・娯楽・家具は上昇
  - すべての流通段階で在庫水準が低いため、価格維持が困難
- 一方、自動車・衣料品は価格低下が継続
  - すべての流通段階で関税導入前に低価格で仕入れた在庫が残っており、値上げを抑制するバッファーとなっている可能性。また、一部企業は値引きなどにより関税コストを負担している模様

財物価(CPI・PPI)の品目別伸び率



流通段階ごとの在庫水準



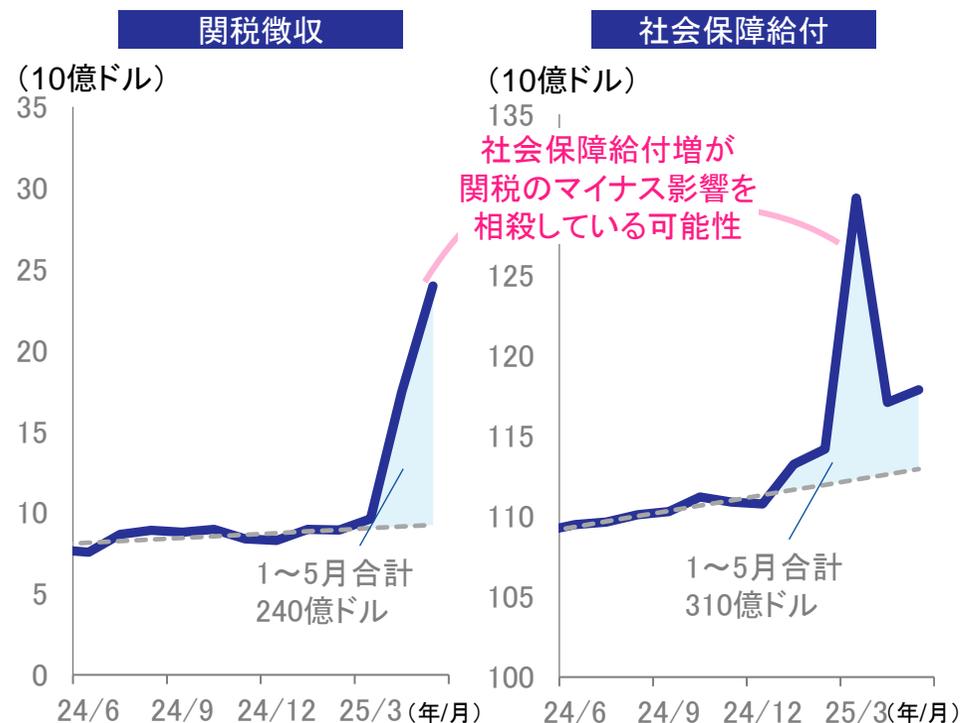
(注) CPIの娯楽品は玩具を除く  
(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) 製造業・卸売在庫は4月分、小売在庫は3月分のデータ  
(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米国: 要因④ 社会保障給付が一時的な追い風となり関税の悪影響を相殺

- バイデン政権下で成立した **Social Security Fairness Act** により、**約280万人に対する社会保障給付額が増加**
  - 同法は、社会保障給付と公務員年金などの重複支給者に対する社会保障給付の減額を廃止するもので、2024年1月～2025年3月分の遡及支払により、**2025年3月は一時的に給付額が大きく増加**（受給者の受け取りは4月）
- 給付の増加額は5月までの関税収入額を上回っており、**関税率上昇による個人消費への悪影響を軽減**
  - **6月以降は関税収入の増加額が社会保障給付の増加額を上回り、バッファーは剥落する見込み**

### 関税徴収額と社会保障給付



(出所) 米国財務省より、みずほりサーチ&テクノロジーズ作成

### Social Security Fairness Actの概要

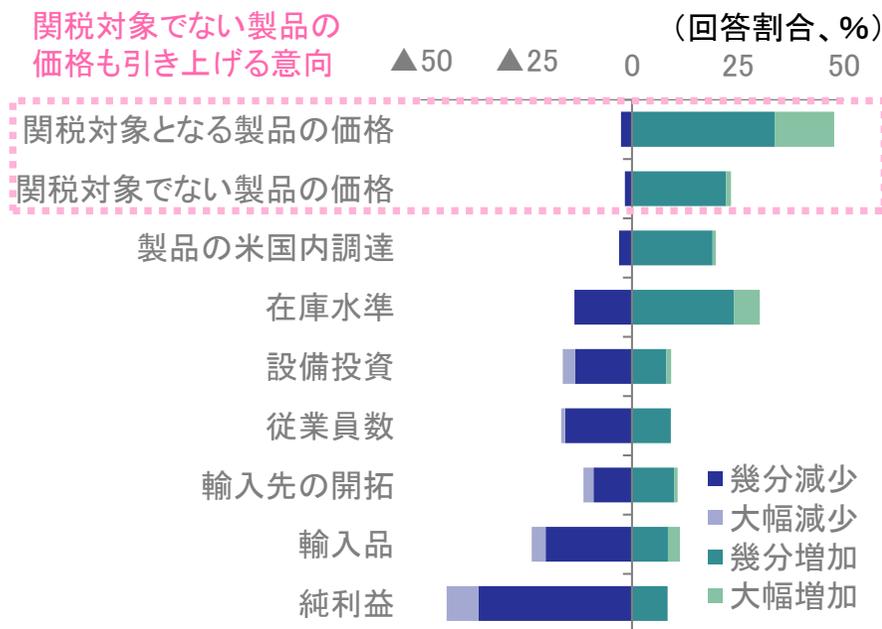
対象者	約280万人
支払総額	1,960億ドル(10年間合計)
遡及支払	2024年1月～2025年3月分を4月にまとめて支払い
変更点	<p>これまで給付額削減となってきた一部ケース(※)で満額受領が可能に</p> <p>➢ 社会保障税の対象ではない公務員年金などを受給し、同時に10年以上米国の公的年金に拠出している場合、または遺族年金として公的年金を受給している場合</p>

(出所) 米国議会、社会保障局、各種報道より、みずほりサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国:大半の企業は値上げを計画。関税が2025年の物価押し上げとの見方を維持

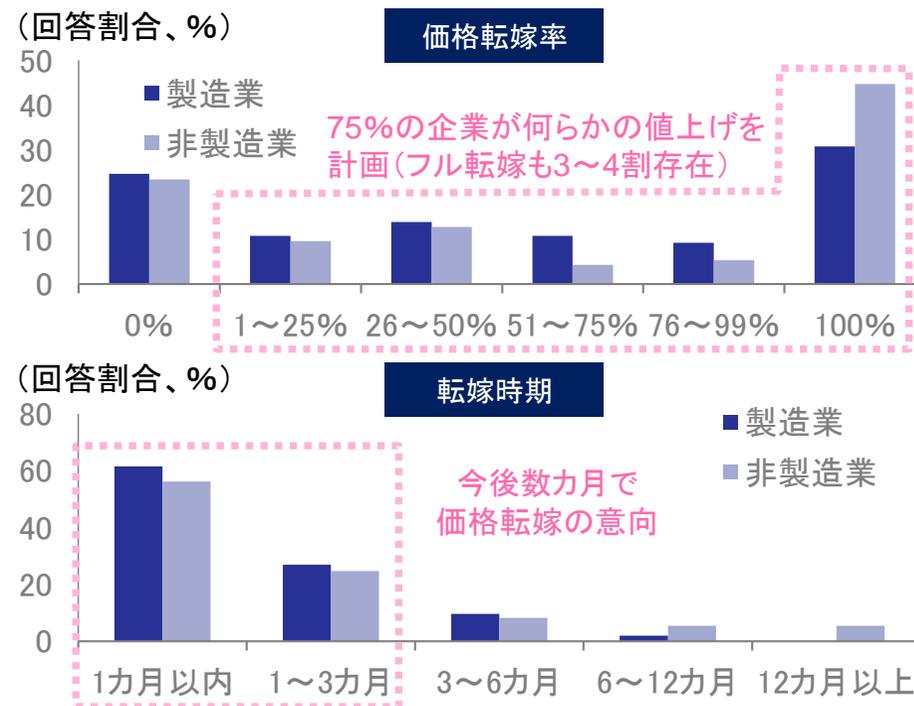
- ニューヨーク連銀が行った調査では、同銀管轄地区の75%の企業が関税影響により自社製品の値上げを検討
  - 2割程度の企業では、関税対象製品に加え、関税対象外の製品も価格引き上げの意向。広範な品目の値上げによって企業マージンの棄損を抑制する狙い
  - 各企業が属する流通段階はまちまちだが、ほとんどの企業が3カ月以内に価格転嫁を完了すると回答。今後数カ月で最終段階の財・サービスに値上げが反映される見込み

## 関税引き上げに対する対応



(注) ニューヨーク・北部ニュージャージーに所在する企業に対して5月2～9日に実施  
(出所) ニューヨーク連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 関税引き上げに伴う価格転嫁

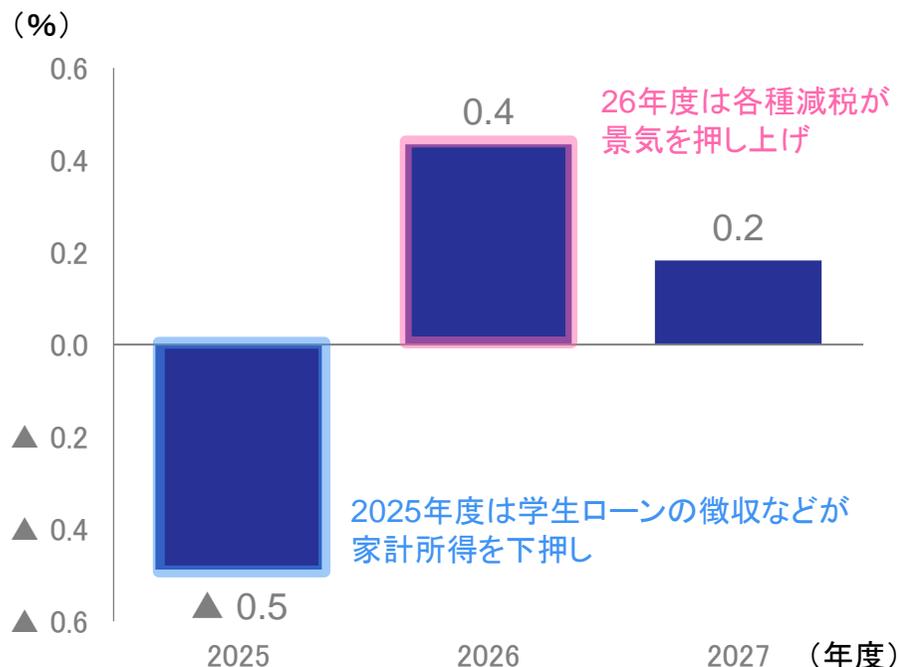


(注) ニューヨーク・北部ニュージャージーに所在する企業に対して5月2～9日に実施  
(出所) ニューヨーク連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国:「1つの大きくて美しい法案」による財政拡大は2026年度の景気を押し上げ

- 米国下院は税制改正法案を可決。10年間での財政赤字拡大規模は2.4兆ドルに
  - 2025年度は学生ローンの徴収などが家計所得を下押し。2026年度には、家計向けの追加減税(チップ・残業代への非課税)や企業向けの減税が景気を押し上げ
  - 最終案は議会で審議中も、財政赤字は2025年度に縮小したのち、2026年度には再び拡大方向となる見込み。関税収入を含むと赤字規模は24年度と同程度の水準で推移

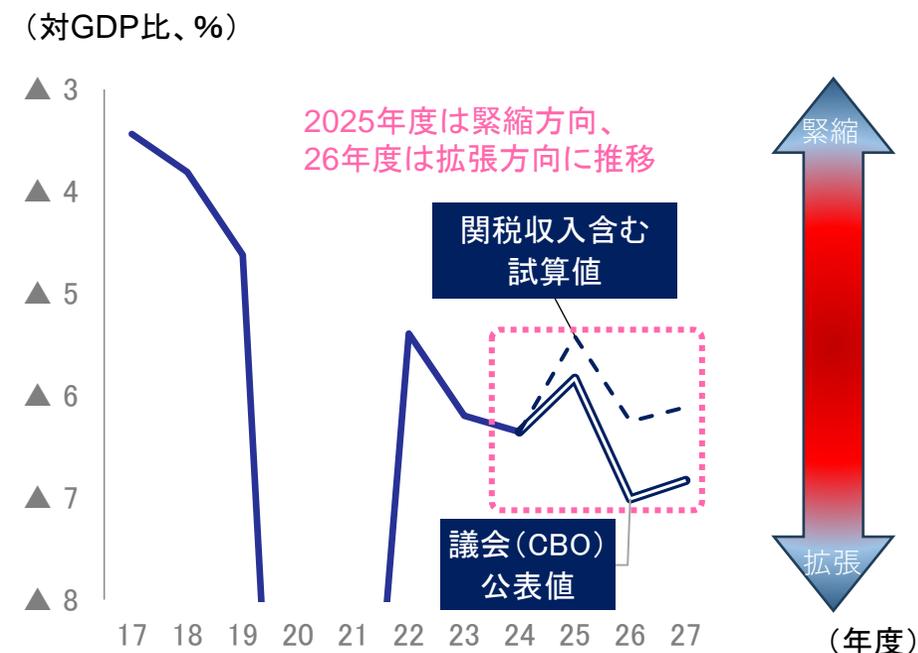
## 財政法案の規模(対GDP比)



(注) CBOによる公表値(6/4)。歳出増・減税はプラス、歳出減・増税はマイナスで計算。  
 なお、トランプ減税の延長・拡充は含まない

(出所) CBOより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 法案が財政赤字にもたらす影響

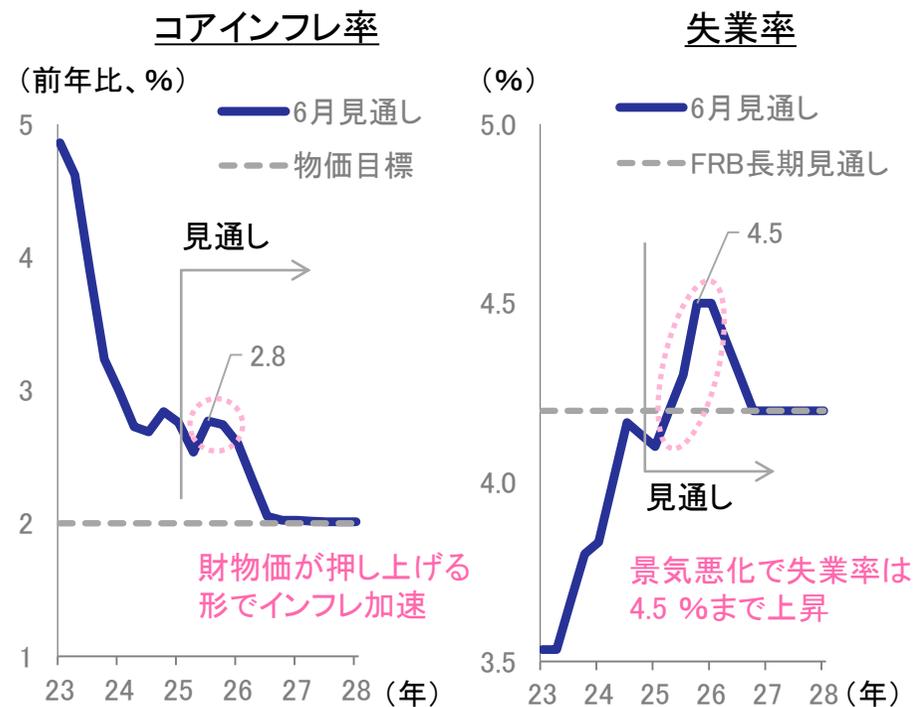


(出所) CBOより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国: インフレ懸念が残存するなか、FRBは雇用悪化に配慮して利下げを実施

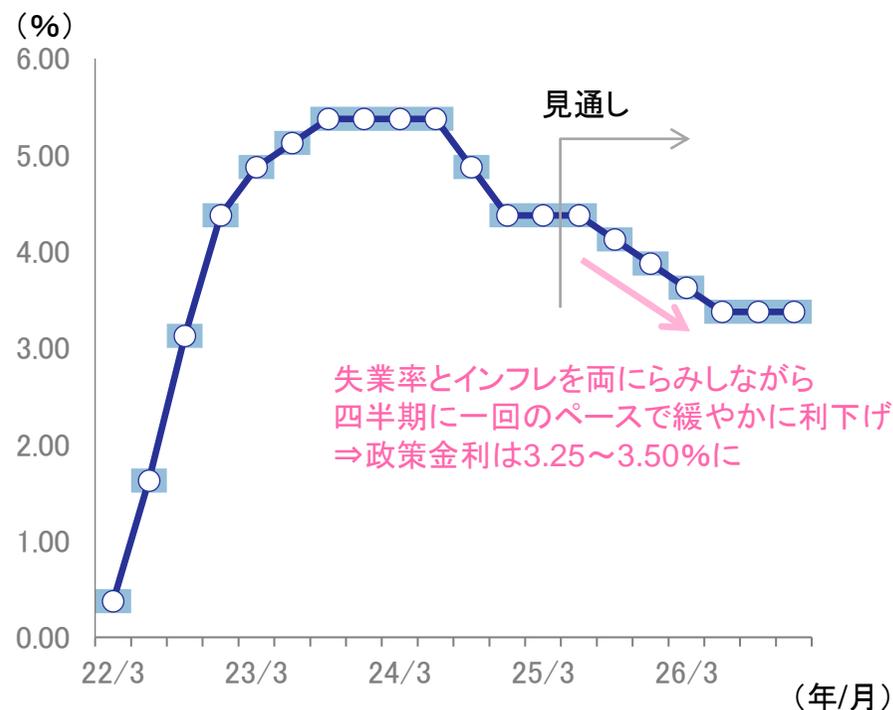
- 関税政策を受けて雇用環境は悪化。FRBは計4回(2025年2回、2026年2回)の利下げを実施すると予想
  - 2025年は関税引き上げに伴う輸入物価の高騰で国内にはインフレ圧力が生じるが、景気の悪化とともに失業率がFOMCで示された長期見通し水準を上回り、FRBは利下げを再開
  - 2026年はインフレ懸念が徐々に後退するなかで、労働市場の改善を目指し一段の利下げを見込む

## インフレ率・失業率の見通し



(注) コアインフレ率は、PCEデフレーター  
(出所) 米国商務省、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 政策金利の見通し



(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (2) 欧州：2025年夏場の景気は低迷。年末以降は財政拡張により持ち直し

- 2025年の実質GDP成長率は+0.9%、2026年は+1.5%と予測
  - 米関税の影響で今年半ばにかけて低迷も、年末以降は財政による押し上げ効果が発現し回復
- ECBは、中立金利レンジ下限の1.75%で利下げを停止すると予想
  - 夏場の景気悪化に対応し、0.25%の追加利下げがあると予測。先行きのコア物価や賃金は2%物価目標を大幅に下回るリスクは小さいとの見方。財政拡張による需要増が見込まれる点や、堅調な労働市場などが背景

### ユーロ圏経済見通し総括表

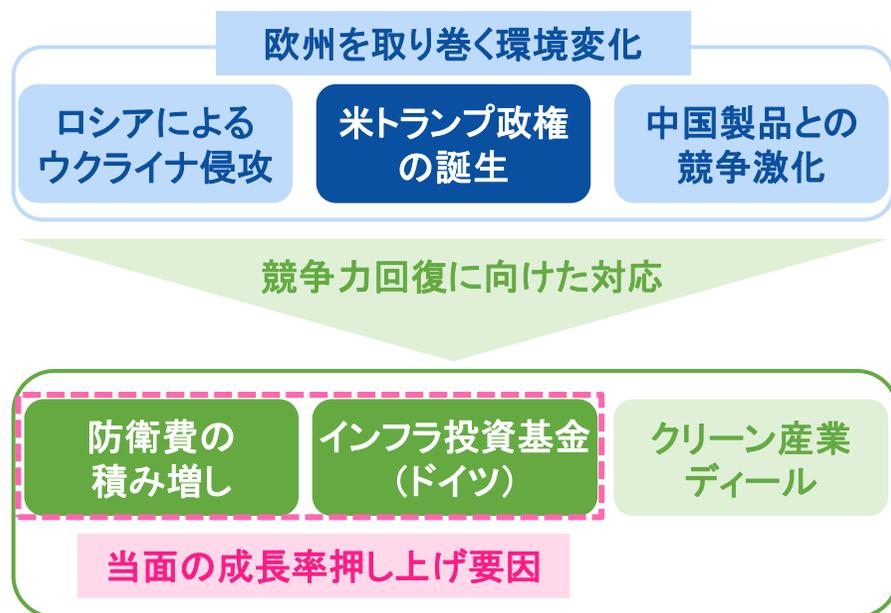
		2024			2024				2025				2026			
		(見通し)	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12		
実質GDP	前期比、%	0.9	0.9	1.5	0.3	0.2	0.4	0.3	0.6	▲ 0.1	▲ 0.3	0.4	0.6	0.6	0.5	0.4
内需	前期比寄与度、%Pt	0.4	1.4	1.5	▲ 0.4	▲ 0.1	1.5	0.2	0.4	0.0	0.1	0.3	0.5	0.5	0.4	0.3
個人消費	前期比、%	1.1	1.1	1.3	0.5	0.1	0.5	0.5	0.2	0.1	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
総固定資本形成	前期比、%	▲ 1.7	1.8	1.3	▲ 1.9	▲ 2.4	1.8	0.7	1.8	▲ 1.3	0.1	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
政府消費	前期比、%	2.5	1.2	1.6	0.3	0.9	0.7	0.4	▲ 0.0	0.2	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	▲ 0.3	0.1	0.1	▲ 0.2	0.1	0.5	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
外需	前期比寄与度、%Pt	0.4	▲ 0.4	▲ 0.0	0.6	0.3	▲ 1.0	0.1	0.3	▲ 0.1	▲ 0.4	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
輸出	前期比、%	1.1	▲ 0.1	▲ 0.3	0.7	2.1	▲ 1.6	▲ 0.0	1.9	▲ 0.7	▲ 2.7	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
輸入	前期比、%	0.2	0.7	▲ 0.3	▲ 0.6	1.6	0.5	▲ 0.1	1.4	▲ 0.5	▲ 2.0	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
消費者物価指数	前年比、%	2.4	2.1	1.8	2.6	2.5	2.2	2.2	2.3	2.1	2.0	1.7	1.5	1.7	1.9	2.0
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	2.8	2.2	1.9	3.1	2.8	2.8	2.7	2.6	2.4	2.1	1.8	1.6	1.8	2.0	2.0

(注) 網掛けはみずほリサーチ&テクノロジーズによる予測値  
(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 欧州：関税影響は輸出の重石も、競争力回復に向けた対応が欧州経済を押し上げ

- **トランプ関税が下押しも、競争力回復に向けた対応推進が需要の支えとなることで緩やかな拡大基調を維持**
  - ロシアによるウクライナ侵攻をきっかけとしたエネルギーコスト高や中国との競争激化に加え、米国第一主義の加速が欧州の競争力回復に向けた取り組みを後押し
  - NATO首脳会議は国防費の目標引き上げを決定。欧州再軍備計画に基づき防衛費を増額
  - ドイツは債務上限を緩和しインフラ投資を拡大するとともに、エネルギーコストの低減を通じ競争力回復を図る方針

## 欧州の競争力回復に向けた対応と成長ファクター



## 欧州経済の先行きを決定する4つの要因とその評価

①関税影響	米関税政策が輸出の重石に（2025年の成長率を0.3%下押し）
②防衛費増額	欧州再軍備計画に基づく防衛費増額が押し上げ（毎年0.3%程度、欧州GDP比）
③インフラ投資	ドイツの債務上限緩和を受けたインフラ投資が押し上げ（毎年0.2%程度、欧州GDP比）
④金融政策	物価の安定を受けてECBの利下げはあと1回で終了、景気押し上げ効果は抑制的

（出所）みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

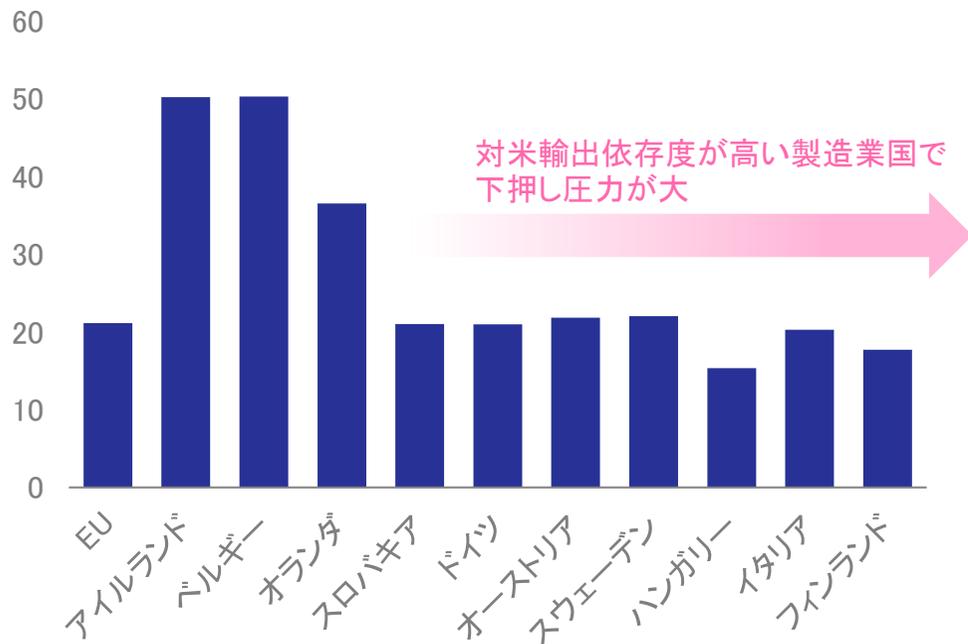
（注）インフラ投資、防衛費増額のGDP押し上げ効果はEUベース  
（出所）みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 欧州：米関税引き上げは製造業国の重石に。欧州GDPを0.3%下押し

- 米関税政策は対米輸出依存度が高い製造業国を中心に成長率を下押し
  - 対米輸出依存度は外資企業が多いアイルランドのほか、ベルギー、オランダなどが高く、関税影響も相対的に大
- ただし、EU全体で見れば米関税政策によるGDPへの影響は▲0.3%程度にとどまる見通し
  - 相互関税の実質的な撤廃を受けて下押し圧力は低減

## 各国の製造業比率

(製造業GDP比、%)

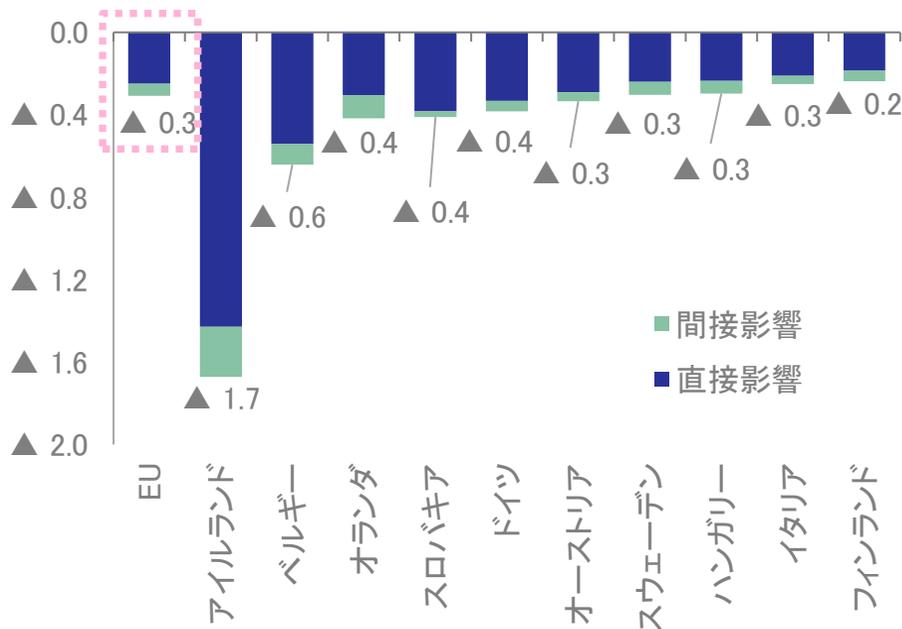


(注) 2024年

(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米関税政策によるEU域内GDPへの影響

(GDP比、%) EU全体の米関税影響は▲0.3%程度



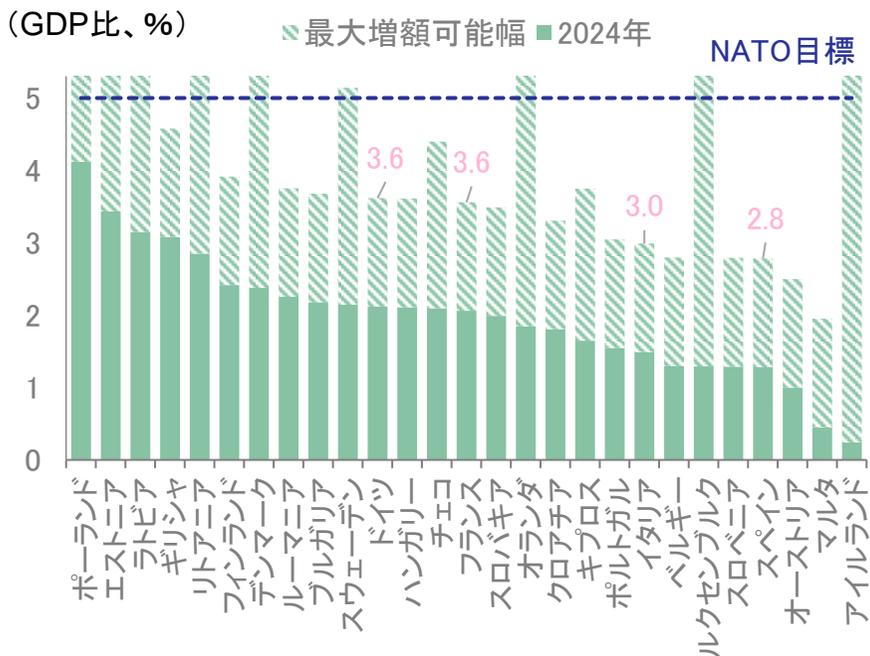
(注) 間接影響は、EU域外の経済下振れによる波及効果

(出所) Eurostat、ADBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 欧州：米国からの自立の一步。防衛費増が欧州経済を押し上げへ

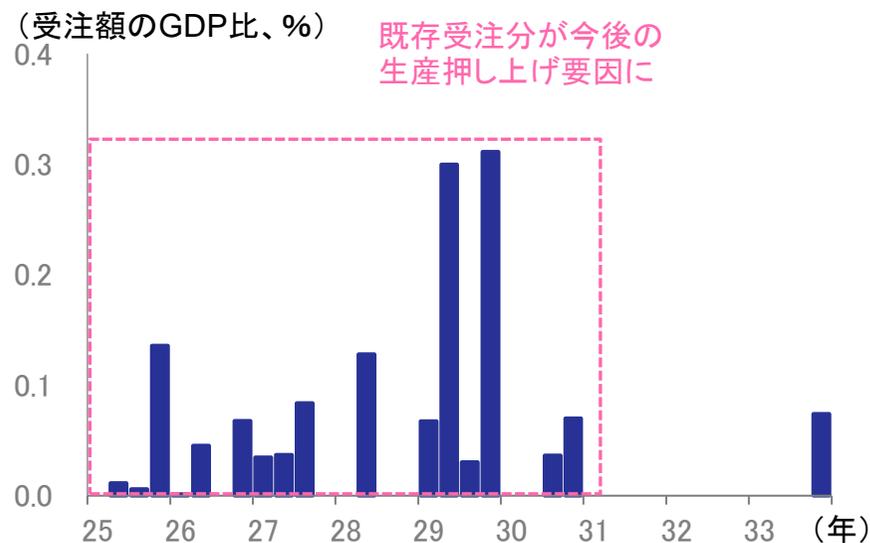
- 欧州再軍備計画に基づく防衛費増額が景気押し上げ要因に
  - **欧州再軍備計画は、財政規律を維持しながらの防衛費増額を志向。最大でGDP比1.5%・4年間の増額に**
  - 4年間で増額を達成する場合、**EU全体でGDPを毎年+0.35%押し上げる計算**
- とりわけドイツでは、これまでの**防衛装備品関連受注が2025年末～30年にかけて押し上げ要因となる見込み**
  - 一部の独企業では2040年代まで受注残が積み上がりとの報道も。今後、防衛装備品の生産拡大・内製化に期待

## 防衛費対GDP比



(注) 増額可能幅は安定成長協定の取れん基準を考慮(財政赤字GDP比▲3%、政府債務残高GDP比60%)。基準超過となる場合はGDP比1.5%を増額幅の上限として計算(出所) NATO、ストックホルム国際平和研究所より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ドイツ：受注データから予想される防衛装備品の出荷時期



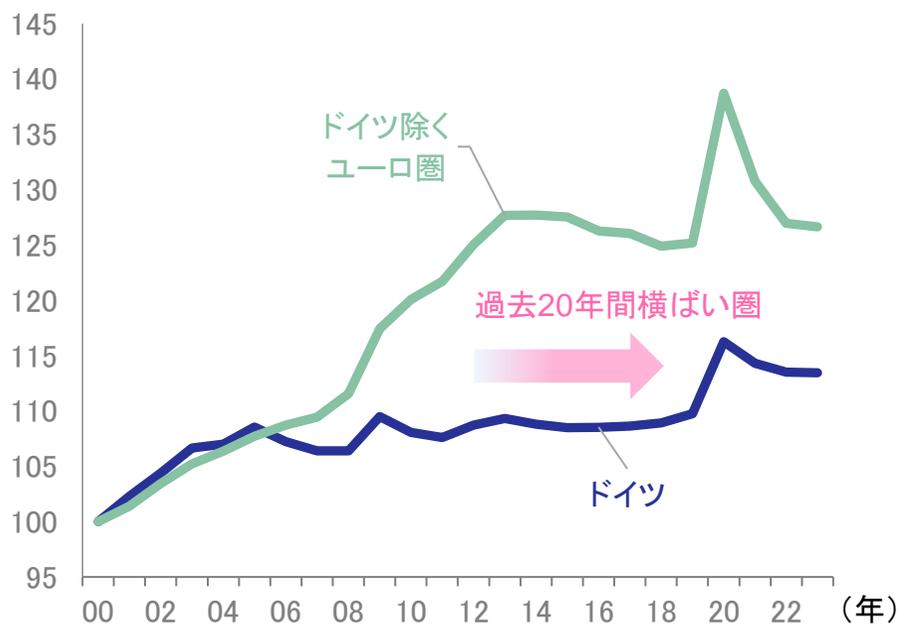
(注) データは、2020年1月～2025年4月の防衛装備品関連受注の情報を収録したもの。予想出荷時期は、上記データに含まれる受注から納品までの想定所要期間を用いて計算。生産や開発などがドイツで行われる案件の受注額(2024年のドイツ名目GDP対比)を集計。ただし、共同開発案件が含まれるため、ドイツ経済への影響は割り引いて見る必要がある(出所) Wolff et al. (2024)、Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 欧州:ドイツは財政規律を緩和。インフラ投資を増額し投資不足を解消へ

- ドイツは5000億ユーロのインフラ投資基金を設立。老朽インフラが企業活動の阻害要因との認識が背景
  - 厳格な財政規律を一因としてドイツの資本装備率は2000年代後半以降伸び悩み。投資不足は構造問題に
- 公共投資の財政乗数は1を上回り、中長期的には投資額以上にGDPを押し上げ
  - IMF(2021)は財政乗数を1.5と推定(恒久的財政拡張を仮定した場合の10年間の平均)。老朽化したインフラ刷新による生産性押し上げに加えて、民間投資を促す(クラウディングイン)効果も。ドイツでは、金利や不確実性が高い期間でも民間投資にプラス。特に、不況・低金利環境下で押し上げ効果大

## 資本装備率

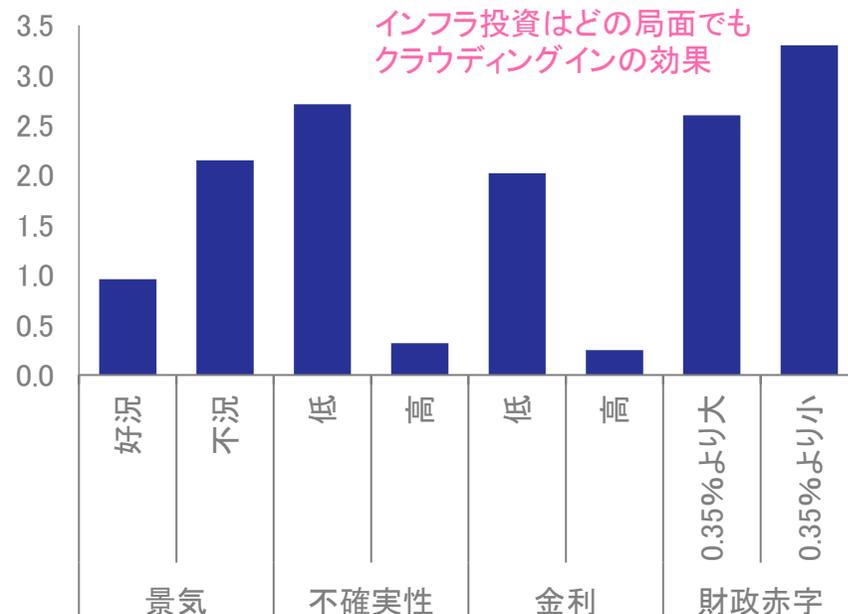
(2000年=100)



(注) 資本装備率=ネット資本ストック÷総労働時間  
(出所) 欧州委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ドイツ:公共インフラ投資1%増の民間投資への影響

(民間投資増加率、%)



(注) DIWによるローカルプロジェクション法を用いた推定値(ショック後5年間の平均値)。  
推定期間は1970年1Q~2018年4Q

(出所) DIW(2020)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 欧州: ECBは政策金利を1.75%まで引き下げ。その後は据え置きを予想

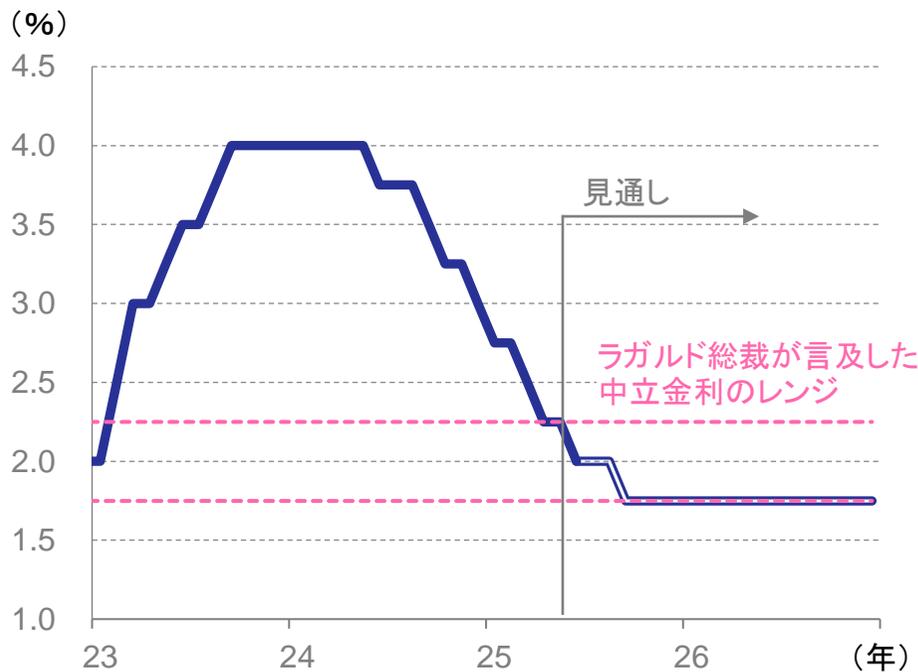
- 先行きのコア物価は、拡張財政や労働市場の堅調さを背景に2%前後の推移を予想
  - 1~3月期妥結賃金は大幅に減速し、先行指標のECB賃金トラッカーも賃金インフレの沈静化を示唆
  - 長期インフレ期待は2%強で安定。短期期待は低下も、エネルギー価格下振れによる一時的な動きと評価
- 2%程度での物価安定のもと、ECBは中立金利レンジ下限の1.75%まで利下げし、その後政策金利を据え置くと予想
  - ラガルド総裁は「(現在の金利水準は) 不確実性に対処する上で良い位置にいる」と発言。「金融政策の周期としては終わりが近づいている」とも述べ、さらなる利下げに慎重姿勢

### 期待インフレ率



(注) 6/27までの値  
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 政策金利見通し



(注) 預金ファシリティ金利。点線はラガルド総裁が今年1月に言及した中立金利のレンジ  
(出所) ECBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### (3) 新興国：トランプ関税が下押し。中国は第三国輸出の拡大で影響緩和へ

- 中国は、2025年の成長率見通しを4.5%、2026年は3.8%と予測
  - トランプ関税は景気を下押しする要因となるも、米国以外の第三国への輸出拡大により下押し効果の一部を相殺
- その他アジアは、トランプ関税を受け輸出依存国を中心に成長率が下振れ
  - トランプ関税によるGDP下押し効果は台湾やベトナムの軽工業・電機セクターなどで特に大
  - 中国の第三国輸出拡大も、中国製品の輸入増を通じてアジア各国の生産・物価の下押し要因に
  - もっとも、トランプ関税を考慮しても生産拠点としてのアジアの優位性は大きく揺るがず

#### 新興国経済見通し総括表

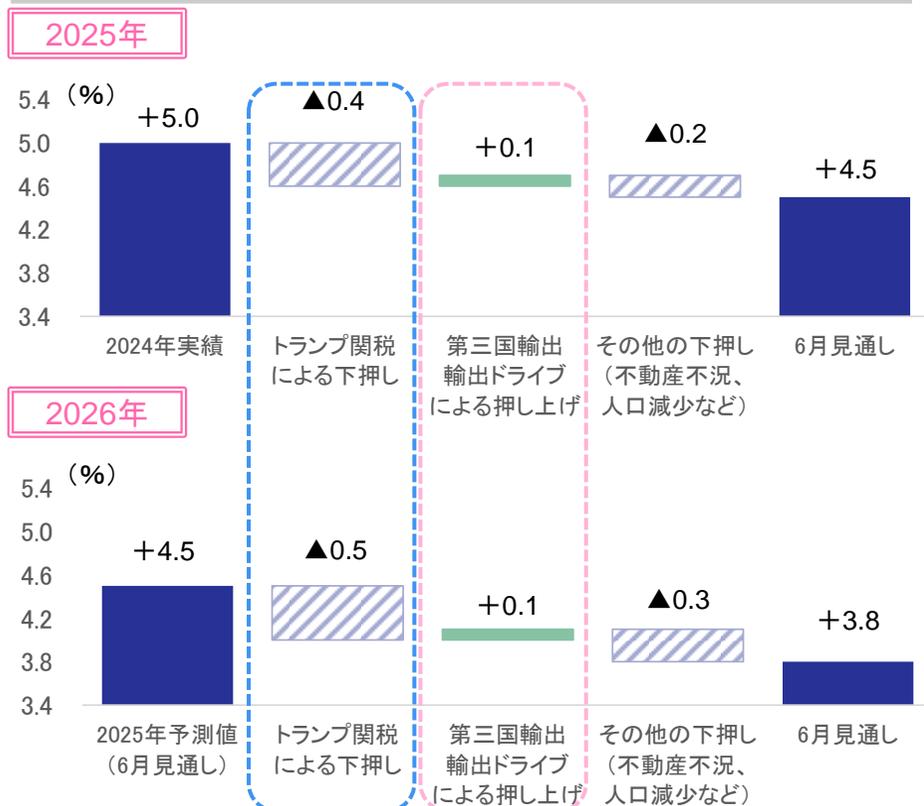
	2024年	2025年	2026年	2023年				2024年				2025年
		(見通し)		1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
<b>アジア</b>	5.2	4.7	4.3	4.8	6.4	5.6	6.0	5.8	5.0	4.7	5.3	5.5
<b>中国</b>	5.0	4.5	3.8	4.7	6.5	5.0	5.3	5.3	4.7	4.6	5.4	5.4
<b>NIEs</b>	3.2	1.6	1.7	0.1	1.3	1.8	3.2	4.2	3.2	2.8	2.5	2.4
韓国	2.0	1.0	1.7	1.3	1.2	1.5	2.2	3.4	2.2	1.4	1.1	▲ 0.0
台湾	4.8	2.0	1.7	▲ 3.5	1.5	1.6	4.7	6.6	4.9	4.2	3.8	5.5
香港	2.5	2.3	1.8	2.7	1.6	4.2	4.3	2.8	3.0	1.9	2.5	3.1
シンガポール	4.4	2.3	2.0	1.0	1.3	1.9	3.1	3.2	3.4	5.7	5.0	3.9
<b>ASEAN5</b>	5.0	4.6	4.8	4.7	4.1	4.3	4.5	4.7	5.2	5.1	5.1	4.9
インドネシア	5.0	4.8	4.9	5.0	5.2	4.9	5.0	5.1	5.0	4.9	5.0	4.9
タイ	2.5	2.4	2.4	2.7	1.9	1.6	1.8	1.7	2.3	3.0	3.3	3.1
マレーシア	5.1	4.3	4.2	5.7	2.7	3.1	2.8	4.2	5.9	5.4	4.9	4.4
フィリピン	5.7	5.4	5.7	6.4	4.3	6.0	5.5	5.9	6.5	5.2	5.3	5.4
ベトナム	7.1	6.0	6.4	3.5	4.3	5.4	6.8	6.0	7.2	7.4	7.6	6.9
<b>インド</b>	6.7	6.5	6.3	6.9	9.7	9.3	9.5	8.4	6.5	5.6	6.4	7.4
<b>オーストラリア</b>	1.1	1.4	1.8	2.9	2.0	2.2	1.2	1.3	1.1	0.8	1.2	1.4
<b>(参考) NIEs+ASEAN5</b>	4.3	3.5	3.7	2.9	3.0	3.4	4.0	4.5	4.5	4.2	4.2	4.0
<b>(参考) 中国を除くアジア</b>	5.5	5.1	5.0	5.0	6.3	6.3	6.7	6.4	5.5	4.9	5.3	5.7

(注) 実質GDP成長率(前年比、%)、網掛けは予測値  
(出所) 各国統計、IMFにより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

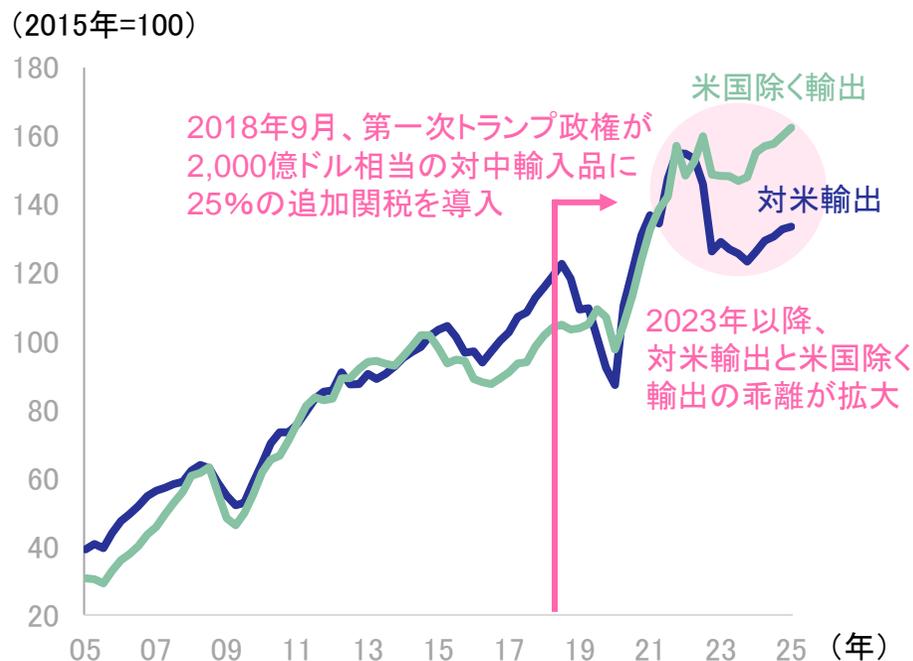
# 中国：関税により対米輸出は減少も東南アジアなどを介した迂回輸出が悪影響を軽減

- トランプ関税による対米輸出減少や、それにとまなう所得減・内需下振れが成長率を押し下げ
- 一方、単価を下げて輸出数量の増加を図る「輸出ドライブ」に加え、第三国輸出の拡大がマイナス影響を一部相殺
  - 2023年以降、米国除く輸出が米国向け輸出を上回る傾向。中国による対米依存低減の動きが鮮明に。米中対立が不可避となるなか、現政権の関税政策も相まって、中国は米国除く市場の開拓を模索

## 2025・26年実質GDP成長率見通しの考え方



## 米国向け輸出、米国除く輸出

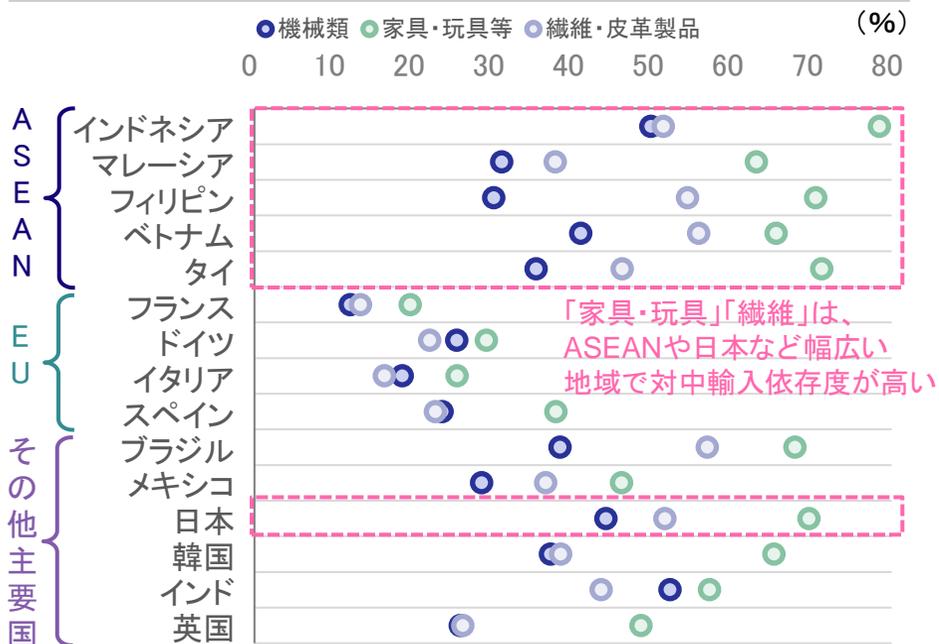


(出所) 中国税関総署、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

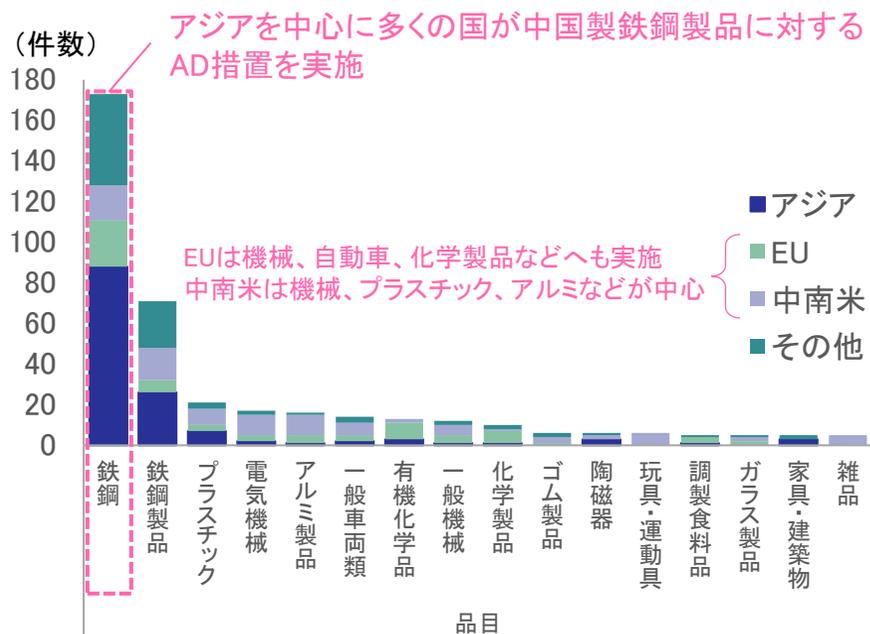
# 中国:家具・玩具などは多くの国が中国に依存。中国製品の存在感はさらに拡大へ

- **家具・玩具、繊維は対中輸入依存度が高いASEANや日本を中心に対米輸出の減少分が流入する可能性大**
  - ASEAN、日本、インド、ブラジルは機械類の対中輸入依存度も4割前後と高水準
  - 欧州は対中輸入依存度が相対的に低いものの輸入額(=市場規模)が大きく、中国製品が相応に流入する余地
- **中国製品へのアンチダンピング(AD)措置は鉄鋼が最多。EUは化学製品、電気機械、自動車へもAD措置を実施**
  - 機械、家具・玩具、繊維関連の件数は鉄鋼に比べ少なく、短期的には中国製品の流入が加速しやすい状況
  - EUは既に中国製品の流入を警戒。製品流入が加速すれば、各国はAD措置を拡大し抑制を図るとみられる

中国の主力輸出品の各国別対中輸入依存度(2023年)



中国製品に対する地域別・品目別AD措置件数



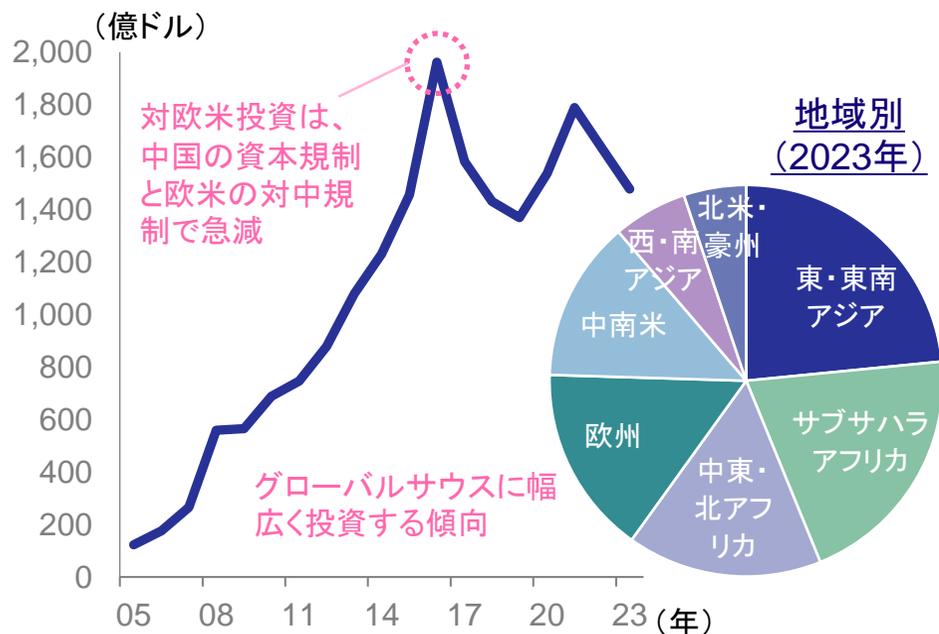
(注)機械類はHS84~85類、家具・玩具などは94~96類、繊維・皮革製品は50~67類(出所) UN Comtradeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注)2015年以降に実行され、2025年5月末時点で有効な措置。5件未満の品目は除外(出所) Global Trade Alertより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 中国：製造業の対ASEAN投資が増加。中国企業は現地市場の開拓も視野に

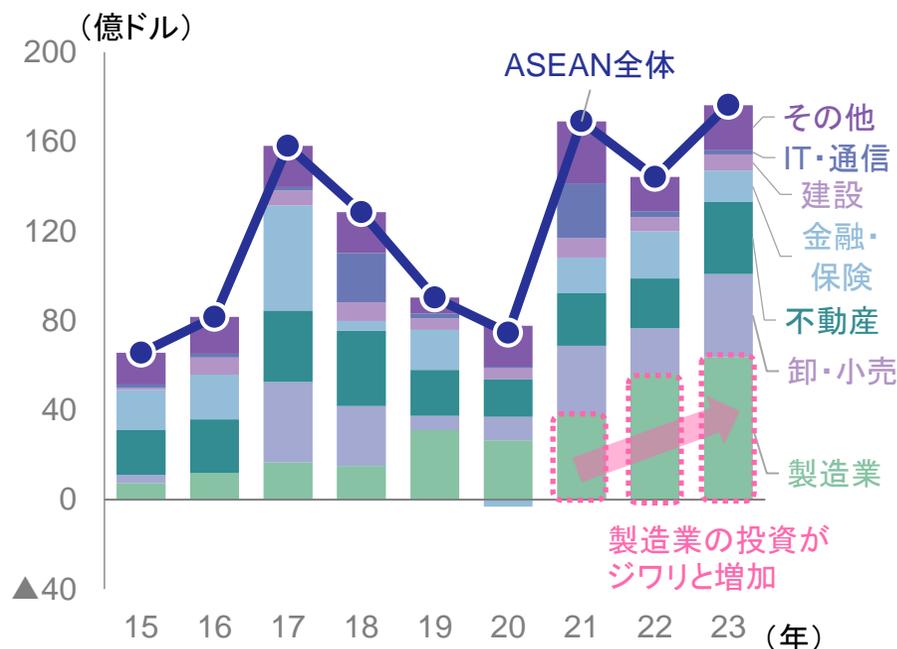
- **中国はグローバルサウスに幅広く投資**。資源権益確保のほか、**生産の現地化や市場開拓の動きも加速**
  - 対外直接投資額は2016年をピークに均してみれば横ばい。対欧米が規制強化で急減したことから伸び悩み
  - ただ、欧州では近年、ハンガリーなど中東欧への投資が拡大。現地生産でEU市場の開拓を図る構えも
- 中国の対ASEAN直接投資は、**製造業がジワリと増加**。最近では、**EVなど域内販売を意識した進出も目立つ**
  - これまでは対中関税回避の目的で輸出拠点を設けるケースが少なくなかったものとみられる
  - 今後は迂回輸出の取り締まりもあって、**現地市場の開拓に軸足が移り、日系企業との競合も激化**する見込み

## 対外直接投資額



(出所) UNCTAD "World Investment Report", American Enterprise Institute "China Global Investment Tracker"より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 対ASEAN直接投資額(業種別)

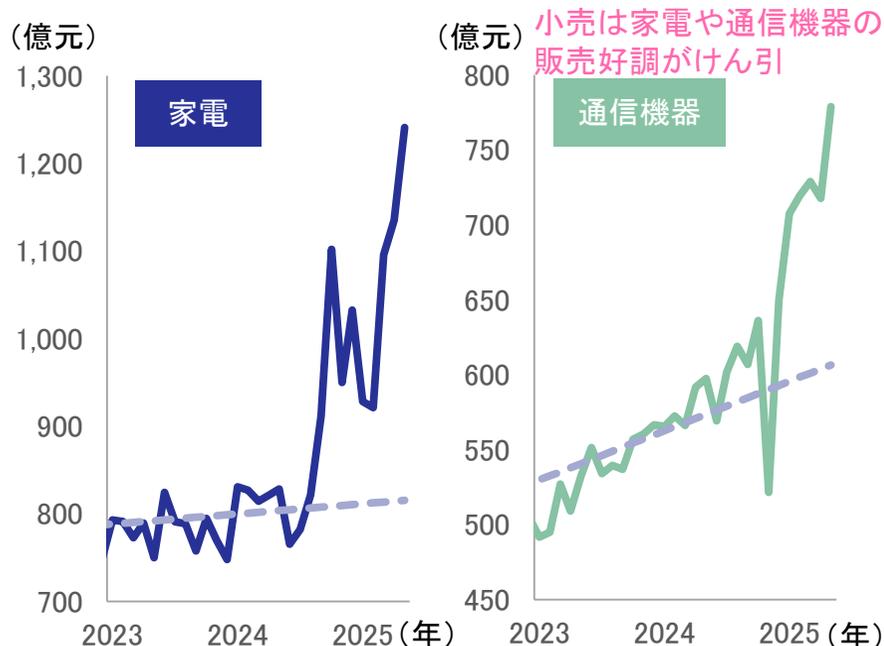


(出所) ASEANstatsより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

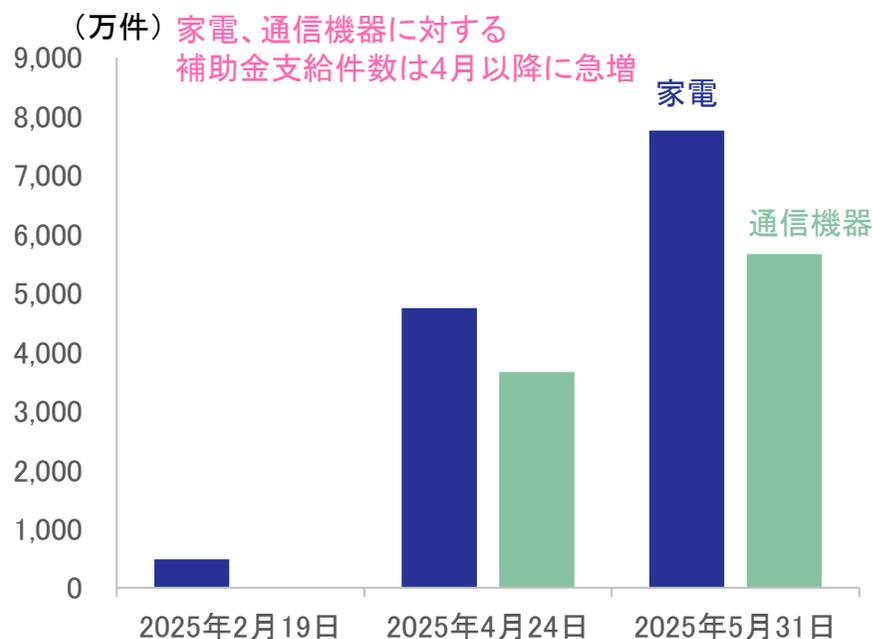
# 中国:政府による耐久財買い替え支援策は、夏場頃までの消費下支え要因に

- 政府による買い替え支援策を受け、**家電および通信機器の小売売上高は足元でトレンドを大きく上回って増加**
  - 政府は2025年3月、自動車・家電・通信機器を対象に3,000億元の買い替え支援策を発表。自動車販売は新エネルギー需要の一巡などを背景に伸び悩む一方、家電・通信機器の販売は急増。足元の消費をけん引
- **買い替え支援策は消費を夏場頃まで下支えする見込み**。ただし、その後は予算枯渇に伴う反動減に注意
  - 重慶市は6月初旬に家電の補助枠が使い切られたとの報道。湖北省武漢市も補助金支給を一時停止との報道

## 家電・通信機器小売売上高



## 商務部発表による買い替え補助金支給件数



(注)みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値。破線は2019年~2023年のトレンド  
(出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注)2025年3月に発表された耐久財買い替え支援策(3,000億元)の補助金支給件数  
(出所) 中国商務部より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 新興国：関税影響で台湾やベトナムの軽工業・電機セクターなど中心に下押し

- トランプ関税を受けた輸出減少によるGDP下押し効果は台湾やベトナムで▲1%程度と大
  - 対米輸出依存度の高い繊維・電機・その他製造業(家具・玩具などの雑貨類)で特に大きな影響
  - 一方、フィリピンやインド、インドネシアなどは外需依存度が小さいため影響も相対的に軽微

## トランプ関税によるGDP下押し効果

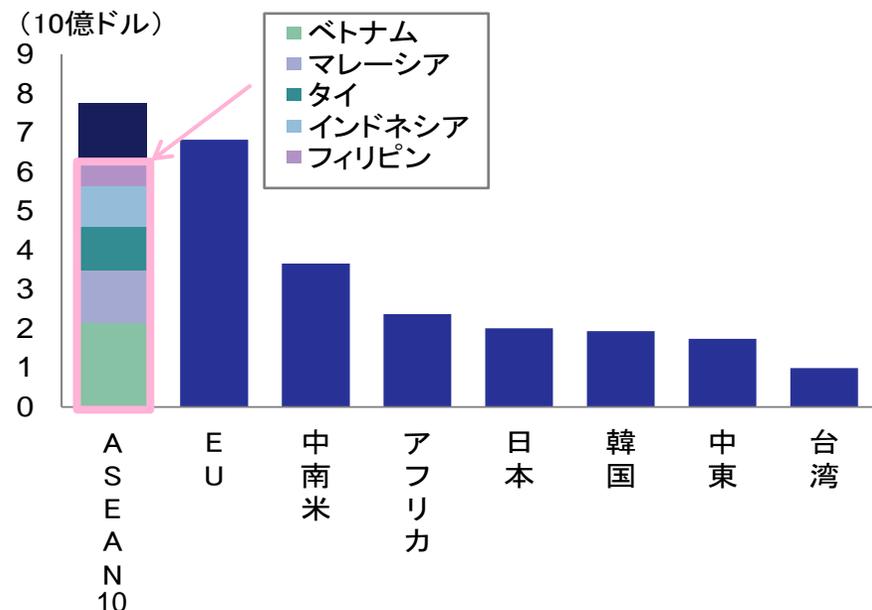
(%)	台湾	ベトナム	シンガポール	韓国	マレーシア	タイ	フィリピン	インド	インドネシア	オーストラリア
対米輸出額GDP比	14	25.1	7.9	6.9	10.3	10.4	2.6	2.1	1.9	0.9
全産業	-1.1	-1.0	-0.5	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
農林水産	-0.2	-0.6	-0.5	-0.1	-0.1	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3
鉱業	-0.6	-0.5	0.0	-0.5	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.4
製造業	-2.0	-1.5	-1.4	-0.3	-0.7	-0.5	-0.4	-0.2	-0.2	-0.3
飲食料	-0.2	-0.5	-0.9	-0.1	-0.1	-0.7	-0.3	-0.1	-0.1	-0.6
繊維・衣類	-1.4	-2.4	-0.3	-0.4	-0.6	-1.3	-1.3	-0.7	-0.9	-0.2
皮革	-1.3	-2.3	-0.4	-0.4	-1.1	-1.4	-1.6	-0.6	-1.5	-0.3
木材	-0.8	-2.5	-0.9	-0.3	-0.6	-0.7	-0.5	-0.4	-0.2	-0.1
紙・パルプ	-0.4	-1.3	-0.5	-0.3	-0.3	-0.3	-0.1	-0.1	-0.3	-0.1
燃料	-0.4	-0.5	-0.4	-0.6	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1
化学	-0.9	-1.1	-0.6	-0.3	-0.5	-0.6	-0.2	-0.3	-0.2	-0.4
ゴム・プラスチック	-0.9	-1.2	-0.9	-0.7	-0.4	-0.4	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1
窯業・土石	-0.7	-0.2	-0.2	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	-0.1
鉄鋼・金属	-1.1	-1.0	-0.8	-0.3	-0.6	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3
一般機械	-1.3	-0.9	-1.3	-1.1	-0.9	-0.8	-1.6	-0.2	-0.4	-0.2
電気機械	-3.1	-1.9	-1.6	-1.3	-1.5	-1.1	-1.4	-0.4	-0.6	-0.7
輸送機械	-1.0	-0.4	-4.3	-1.3	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3
その他製造業	-4.1	-4.4	-1.4	-0.3	-2.2	-2.7	-1.1	-0.4	-0.3	-0.4
非製造業	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0

(注) 鉄鋼・アルミ・自動車・相互関税による直接的な影響に加え、対中関税の波及効果を含む。2025~27年の累積  
(出所) ADB、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 新興国：トランプ関税を受けた中国製品との競争激化が域内の生産を下押し

- **トランプ関税を受けた中国の第三国輸出は、特にASEAN向けで拡大する見込み**
  - 2026年までの累計でASEAN10向け輸出は80億ドル(1.4%)程度増加する試算
  - 国別では特に、ベトナムやマレーシア向けの輸出が増えるとの結果
- **中国製品はASEAN製品と比べ平均20%程度割安。中国製品との競合による価格低下圧力は残存**
  - 製品別では特に繊維・雑貨類・機械類などで中国製品の安さが顕著
  - 安価な中国製品の流入で**域内の生産に下押し圧力**

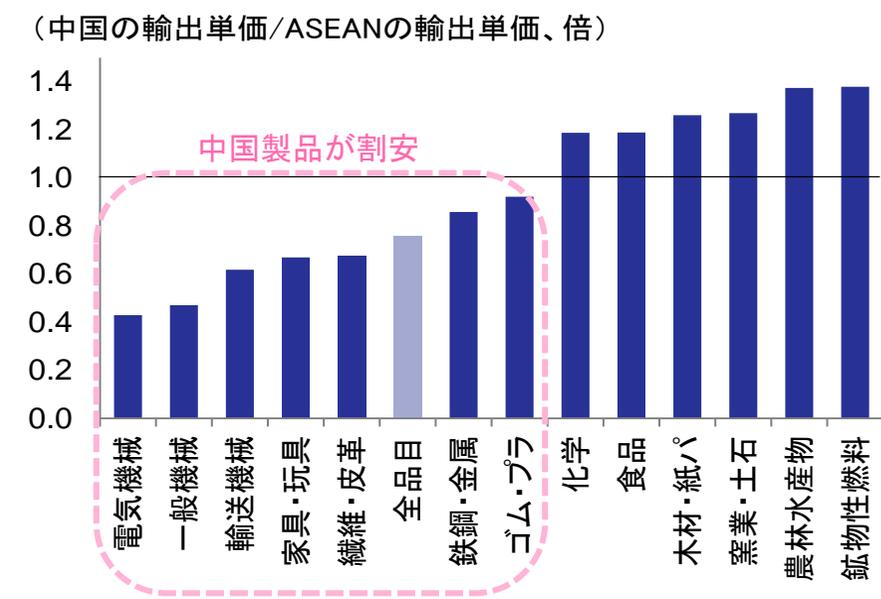
## 想定される中国からの輸入増(2026年までの累計)



(注) 中国の輸出先シェアを一定として、対米輸出の減少分を当該シェアに応じて各国に案分して試算

(出所) 中国税関総署より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 中国製品とASEAN製品の価格競争力(2023年)



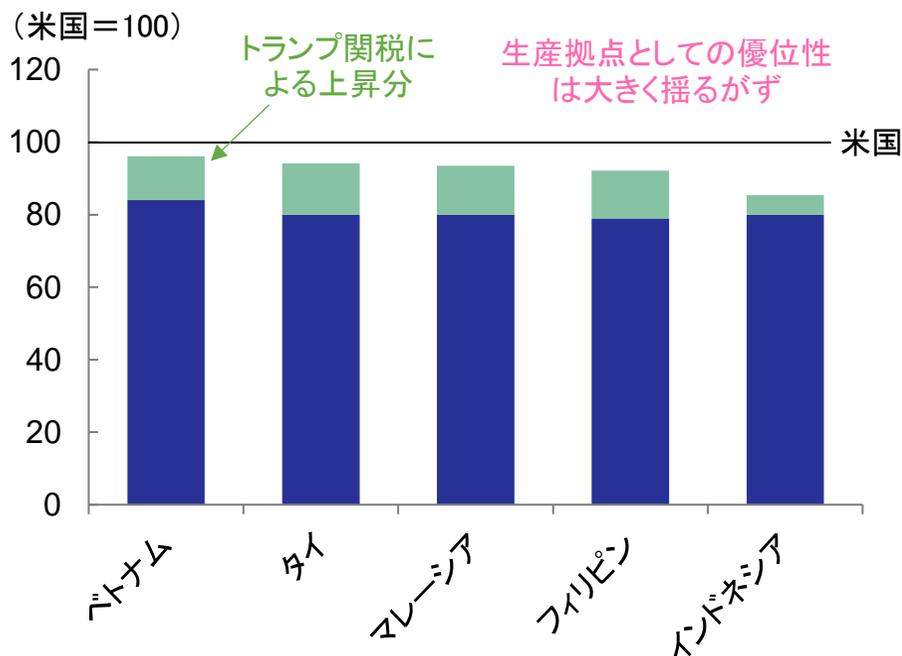
(注) HS6桁ベース品目別に相対輸出単価を計算し、輸出金額で加重平均したもの。なお、異常値を除くため刈込平均値(上下10%を除去)を使用

(出所) UN Comtradeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 新興国：関税を考慮しても生産拠点の優位性は維持。ただし機械類には逆風も

- トランプ関税を考慮しても生産拠点としてのアジアの優位性は大きく揺るがず
  - 関税を考慮してもアジアは対米価格競争力を概ね維持
  - 品目別に見ると、電機や自動車では関税により価格競争力が低下する国もあるが、主力の軽工業品ではアジアの優位性は変わらず。FDIやサプライチェーンの大幅な再編は見込み難い
- アジアは安価な労働コストに加え厚みのある産業クラスターが強みで、この点は短期的に変わらず。ただし、トランプ関税による景気減速や、安価な中国製品との価格競争の激化が機械など一部セクターの逆風に

## 対米価格競争力(米国の調達財の生産コスト)



## 対米価格競争力(品目別)

品目	アジア				電機機器	自動車
	繊維	皮革・旅行用品	履物・服飾雑貨	雑貨類		
インドネシア	③	③	③	③	②	②
マレーシア	③	③	③	③	①	②
フィリピン	③	③	③	③	③	②
タイ	③	③	③	③	①	②
ベトナム	③	③	③	③	②	②

軽工業品はアジア製品が依然割安

電機・自動車は米国製品が一部割安に

(注) アジア各国の対米輸出単価と米国の対世界輸出単価、および各国・品目別の関税率から試算

(出所) UN Comtradeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (4) 日本:トランプ関税影響で踊り場を迎えるも、内需が下支えし景気腰折れは回避

- **2025・26年度の実質GDP成長率は、前年度比+0.4%、+0.7%を予測。**2025年度はトランプ関税が外需の逆風となって経済活動は踊り場(停滞局面)を迎えるも、内需が下支えする形で**景気の腰折れは回避**できる公算
  - トランプ関税で2025年度の輸出は減少。関税率の水準維持や第三国市場などにおける中国との競争激化で2026年度の回復も緩やか。円高・人手不足でインバウンド需要も増勢が一服し、**外需に景気の牽引役は期待できず**
  - 一方で、賃上げの継続、物価減速、政府の家計向け給付を受け**個人消費は緩やかな回復が継続**。設備投資は不確実性の高まりなどで2025年度に停滞も、省力化対応などの持続的な需要が2026年度の日本経済を下支え

### 日本経済見通し総括表

		2024年度	2025年度 (見通し)	2026年度	2024				2025				2026				2027
					1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
実質GDP	前期比、%	0.8	0.4	0.7	▲0.3	1.0	0.2	0.6	▲0.0	▲0.2	▲0.0	0.3	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1
	前期比年率、%	—	—	—	▲1.3	3.9	0.9	2.2	▲0.2	▲0.6	▲0.1	1.3	1.3	0.2	1.0	0.5	0.4
内需	前期比、%	1.2	0.8	0.6	▲0.4	1.2	0.5	▲0.2	0.8	▲0.0	▲0.0	0.3	0.3	▲0.0	0.2	0.2	0.1
民需	前期比、%	1.2	0.9	0.5	▲0.5	1.1	0.7	▲0.2	1.2	▲0.2	▲0.1	0.3	0.3	▲0.1	0.2	0.2	0.1
個人消費	前期比、%	0.8	0.6	0.6	▲0.6	0.8	0.7	0.1	0.1	0.0	0.0	0.5	0.1	▲0.0	0.1	0.1	0.1
住宅投資	前期比、%	▲1.0	▲1.6	1.4	▲3.2	1.2	0.7	▲0.2	1.4	1.1	▲3.8	▲2.6	2.1	1.7	0.8	▲0.2	▲0.5
設備投資	前期比、%	2.4	0.9	1.0	▲0.7	1.3	0.1	0.6	1.1	▲0.2	▲0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	0.1	0.2 (▲0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(▲0.3)	(0.6)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(▲0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
公需	前期比、%	1.3	0.6	0.8	▲0.1	1.7	▲0.1	▲0.0	▲0.4	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
政府消費	前期比、%	1.3	0.7	1.0	0.5	0.8	0.1	0.3	▲0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
公共投資	前期比、%	1.3	▲0.1	▲0.1	▲2.2	5.6	▲1.2	▲0.7	▲0.6	0.8	0.2	0.1	▲0.4	0.0	0.2	0.3	▲0.5
外需	前期比寄与度、%Pt	(▲0.4)	(▲0.5)	(0.1)	(0.1)	(▲0.3)	(▲0.3)	(0.7)	(▲0.8)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)
輸出	前期比、%	1.7	▲0.4	2.5	▲3.6	1.5	1.2	1.7	▲0.5	▲1.3	▲0.1	0.3	0.7	1.1	0.6	0.3	0.5
輸入	前期比、%	3.5	1.7	1.9	▲3.8	2.7	2.2	▲1.4	3.0	▲0.6	0.0	0.2	0.4	0.8	0.4	0.5	0.5
名目GDP	前期比、%	3.7	2.7	2.1	0.1	2.4	0.5	1.1	0.9	1.1	▲0.3	0.1	1.4	0.5	0.1	0.2	1.1
GDPデフレーター	前年比、%	2.9	2.4	1.2	3.1	3.1	2.4	2.9	3.3	3.1	2.6	1.8	1.8	1.2	1.3	1.5	1.3
内需デフレーター	前年比、%	2.5	1.5	1.6	2.0	2.6	2.2	2.3	2.8	2.3	1.8	1.1	1.1	1.2	1.4	1.8	1.8

(注) 網掛けは予測値

(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本:賃上げ率は4%台後半を維持。物価上昇率も2%近傍の推移を見込む

- **2025・26年度のコアCPI**は、前年比**+2.4%**、同**+1.8%**と予測
  - 賃上げ機運の継続を受け、**2026年の春闘賃上げ率は4.7%と高水準を維持**すると予測。企業収益はトランプ関税が下押し要因になるも、輸入物価の低下が下支え要因となり非製造業を中心に高水準で横ばい維持。人手不足が深刻化するなかで**企業の賃金設定におけるノルム変化の動きは継続**する見通し
  - 輸入物価の低下が下押し要因になる一方、食料インフレの鈍化ペースが緩やかであること、労務費の価格転嫁が進展することから、CPI前年比は2026年度にかけて**+2%弱の伸びを維持。日銀の利上げ継続を後押し**

## 日本経済見通し総括表(主要経済指標)

		2024年度	2025年度 (見通し)	2026年度 (見通し)	2024年度				2025年度				2026年度				2027年度
					1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
鉱工業生産	前期比、%	▲ 1.4	1.1	0.2	▲ 5.2	2.1	0.3	0.4	▲ 0.3	1.2	▲ 0.4	0.2	0.3	0.1	0.0	▲ 0.2	0.0
経常利益	前年比、%	7.2	0.0	1.7	15.1	13.2	▲ 3.3	13.5	3.8	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.3	0.2	2.6	2.6	2.1
名目雇用者報酬	前年比、%	4.6	3.0	2.6	1.7	4.3	4.0	5.6	4.4	3.5	3.3	2.4	2.8	2.5	2.6	2.7	2.7
完全失業率	%	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
新設住宅着工戸数	年率換算、万戸	81.6	75.7	77.4	79.2	80.8	78.7	77.8	88.6	74.9	75.0	74.6	77.3	77.6	77.3	77.0	76.5
経常収支	年率換算、兆円	30.3	28.6	26.6	26.2	28.8	29.0	32.8	30.7	31.0	27.7	27.9	27.8	27.2	26.6	26.1	26.4
国内企業物価	前年比、%	3.2	1.2	1.5	0.6	1.9	2.9	3.8	4.2	3.4	1.2	0.1	▲ 0.1	0.6	1.0	2.0	2.3
生鮮食品を除く消費者物価	前年比、%	2.7	2.4	1.8	2.5	2.5	2.7	2.6	3.1	3.5	2.6	1.7	1.6	1.5	1.7	2.0	1.9
〃 (除く制度要因)	前年比、%	2.2	2.1	1.8	2.2	2.0	1.9	2.2	2.7	2.9	2.3	1.6	1.5	1.6	1.9	1.9	1.9
生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価	前年比、%	2.3	2.2	1.7	3.2	2.2	2.0	2.3	2.7	2.9	2.4	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6
〃 (除く制度要因)	前年比、%	2.3	2.4	1.8	3.1	2.2	2.0	2.3	2.7	3.1	2.6	2.0	1.9	1.9	1.9	1.7	1.8

(注) 1. 網掛けは予測値。実数データより変化率を計算しているため、公表値と一致しないことがある  
 2. 経常利益は法人企業統計の全規模・全産業ベース(金融・保険を除く)  
 3. 消費者物価の「除く制度要因」は政府による物価高対策、高校授業料無償化及び全国旅行支援の影響を除く  
 (出所) 各種統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 金融市場：日銀は2026年に利上げ再開。為替は2026年に1ドル＝140円割れを予想

- 日銀は年内の追加利上げを見送るも、賃上げの持続を確認し2026年に利上げ再開。長期金利も1%台後半まで上昇
- 一方、米FRBは2025年後半～2026年に4回利下げ(2026年末:3.25～3.50%)。米長期金利は3%台後半まで低下
- ドル円相場は、米金利の低下に伴う日米金利差の縮小を受け、2026年に1ドル＝140円割れを予想
- 米国株は2025年第2四半期を底に回復を予想。日本株は円高やトランプ関税を背景に米国株より緩やかな回復に

## 金融市場見通し総括表

	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2024			2025			2026			2027		
				4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3
日本															
無担保コールレートO/N物 (末値、%)	0.50	0.75	1.00	0.10	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00
新発国債 (10年、%)	1.05	1.11～ 1.63	1.36～ 1.85	0.93	0.93	1.01	1.35	1.11～1.57	1.19～1.59	1.17～1.57	1.23～1.63	1.36～1.76	1.44～1.84	1.44～1.84	1.45～1.85
日経平均株価 (円)	38,566	30,000～ 43,500	38,000～ 46,000	38,693	38,121	38,943	38,505	30,000～ 41,000	36,000～ 42,500	36,500～ 43,000	37,000～ 43,500	38,000～ 44,000	38,000～ 44,000	38,000～ 45,000	38,500～ 46,000
米国															
FFレート(下限) (末値、%)	4.25	3.50	3.25	5.25	4.75	4.25	4.25	4.25	4.00	3.75	3.50	3.25	3.25	3.25	3.25
新発国債 (10年、%)	4.28	3.45～ 4.60	3.55～ 4.35	4.45	3.96	4.28	4.46	4.00～4.60	3.70～4.60	3.45～4.30	3.45～4.20	3.55～4.30	3.55～4.30	3.55～4.30	3.60～4.35
ダウ平均株価 (ドル)	41,483	36,600～ 51,200	40,700～ 55,000	38,812	40,597	43,280	43,244	36,600～ 44,000	38,700～ 49,300	39,500～ 50,300	40,200～ 51,200	40,700～ 51,900	41,500～ 52,900	42,400～ 54,000	43,200～ 55,000
ユーロ圏															
ECB預金ファンクション金利 (末値、%)	2.50	1.75	1.75	3.75	3.50	3.00	2.50	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
ドイツ国債 (10年、%)	2.40	1.90～ 2.90	2.00～ 2.75	2.50	2.28	2.26	2.58	2.20～2.90	2.00～2.70	1.90～2.60	1.90～2.60	2.00～2.70	2.00～2.70	2.00～2.70	2.05～2.75
為替															
ドル・円 (円/ドル)	152	134～ 151	133～ 149	156	149	152	152	139～151	138～151	136～150	134～148	133～146	133～147	133～147	135～149
ユーロ・ドル (ドル/ユーロ)	1.07	1.07～ 1.23	1.13～ 1.23	1.08	1.10	1.07	1.05	1.07～1.17	1.11～1.20	1.13～1.22	1.14～1.23	1.14～1.23	1.13～1.22	1.13～1.22	1.13～1.22

(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

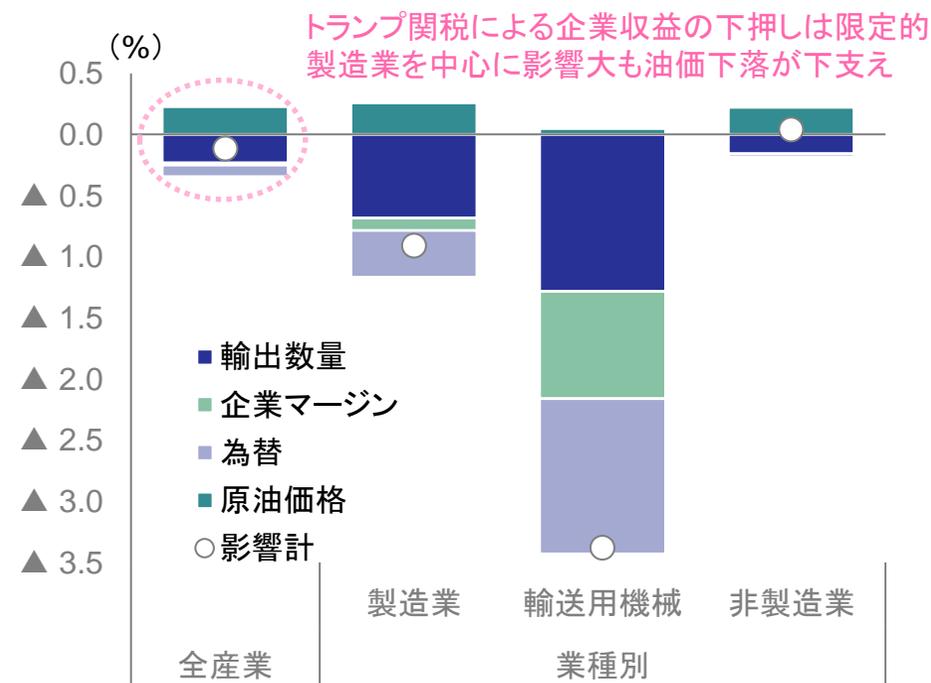
# 日本：関税引き上げの悪影響を油価下落が相殺。企業収益は高水準で横ばい推移

- 企業は対米輸出品の関税コストを一部負担。円高も重石となり製造業の収益は下振れへ
  - 特に対米輸出依存度が高い輸送用機械では、輸出価格引下げによる関税コスト負担の影響も大
- もともと、総じてみれば企業収益は高水準を維持。非製造業への関税影響は限定的で、原油安も収益の下支えに
  - 世界経済減速を織り込み原油価格は下落。中東情勢を巡る不確実性は残存も、コスト低下要因に
  - 円高・原油安を受け、非製造業では内需関連業種の収益が改善する見込み

## 企業収益の論点

マイナス	輸出数量	トランプ関税が下押し。とりわけ自動車関税が輸出の重石に なお、当初見込みよりは影響緩和
	企業マージン	対米輸出企業は関税コストの一部を負担。 年末にかけて輸出価格を切り下げ (=マージンを圧縮)
	為替	円高進展により、製造業を中心に下押し 圧力
プラス	原油価格	世界経済減速を織り込み原油価格は下落、コスト低下を通じ企業収益を下支え。 ただし、中東情勢を巡る不確実性は残存

## 企業収益への影響試算



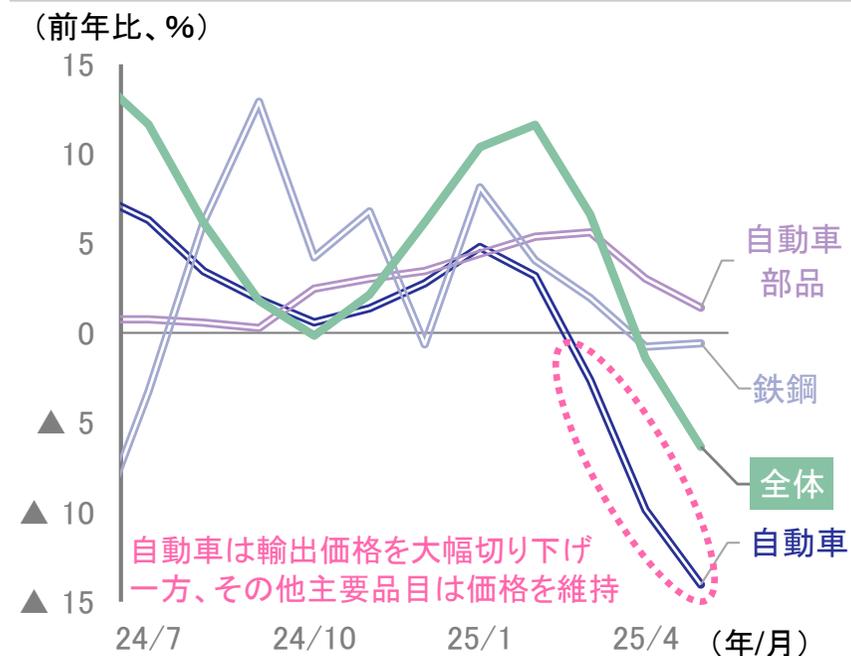
(注) 7%の円高、16%の原油安、米輸入関税を加味した名目付加価値への影響  
(出所) 内閣府、財務省、日本銀行、OECDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (参考) 自動車メーカーは輸出価格を大きく切り下げ。企業マージンを圧迫

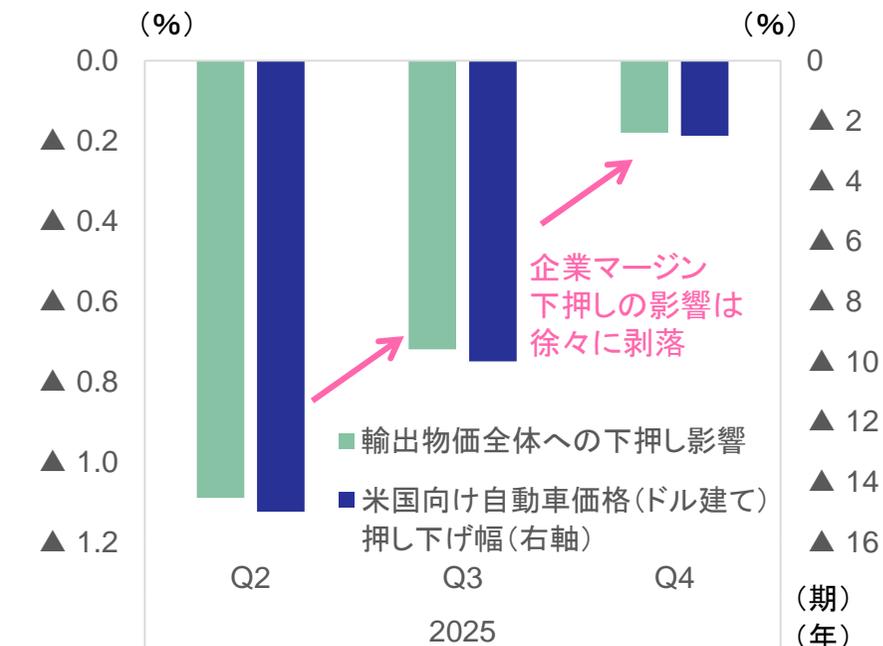
- 自動車の対米輸出価格は顕著に低下(=関税コストを一部吸収)。価格を切り下げた分、輸出企業のマージンは圧縮
  - 米国の自動車関税引き上げへの対応。関連業種への影響懸念もあり、輸出数量確保を優先した構図
  - 一方、自動車以外の主要品目では輸出価格引き下げによるコスト負担の動きは限定的
- 米国内で関税コスト転嫁の動きが強まるとともに、輸出価格は年末にかけて正常化する見通し
  - 企業マージンの下押しは一時的。トランプ関税が定着するにつれて、徐々にはく落する見込み

### 品目別のドル建て対米輸出価格



(注) ドル建て対米輸出価格=ドル建て輸出金額÷輸出数量。3カ月移動平均値  
(出所) 財務省「貿易統計」、INDBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 関税コスト負担による輸出価格の下押し幅

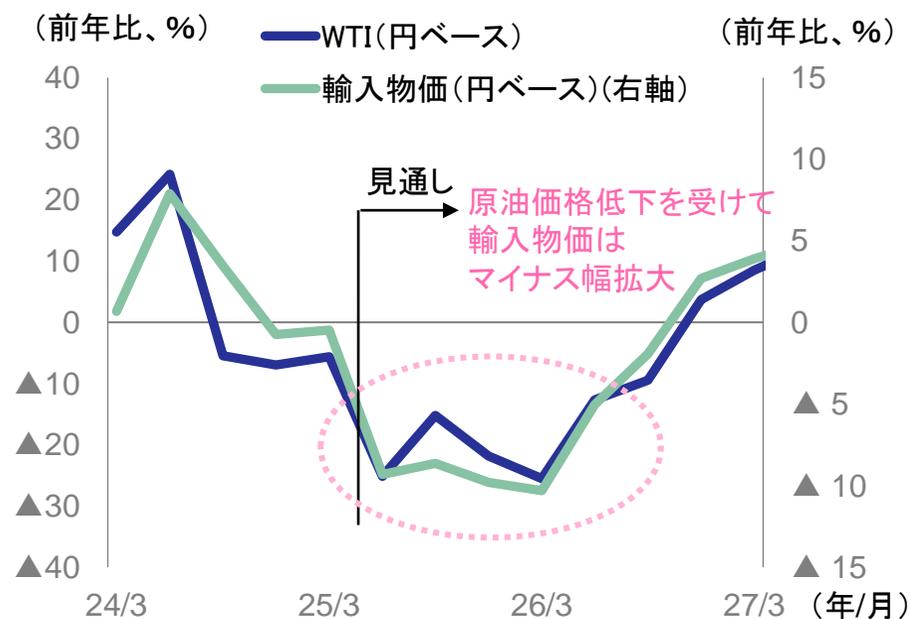


(出所) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

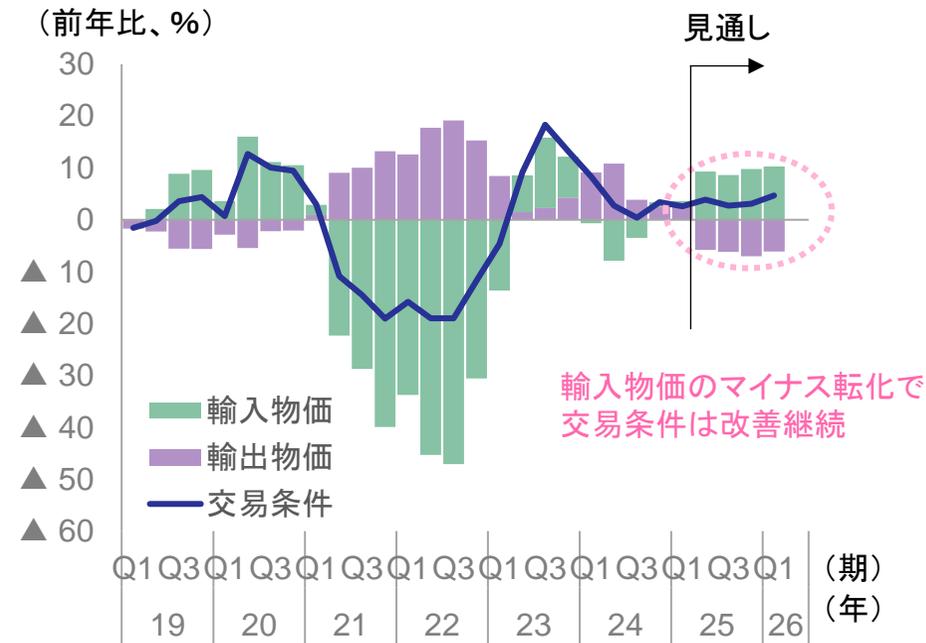
## (参考)原油安は収益の下支えに。ただし、中東情勢を巡る不確実性は残存

- 世界経済減速で原油価格は下落。原材料コストの低下を通じて企業収益の下支え要因に
  - 原油価格下落と円高進展を受け、**2025年の輸入物価は前年比マイナスで推移する見込み**
  - 自動車産業の関税コスト負担などで輸出物価が低下も、**輸入物価のマイナス幅が大きく、交易条件は改善**
- なお、6月にはイスラエル・イラン紛争の激化を受け一時原油価格が急騰。足元は落ち着きを見せているものの、依然ボラティリティは高位で推移。**当面は不確実性が残存し、原油高再燃リスクに留意**

### 円建て原油価格(WTI)と輸入物価



### 交易条件



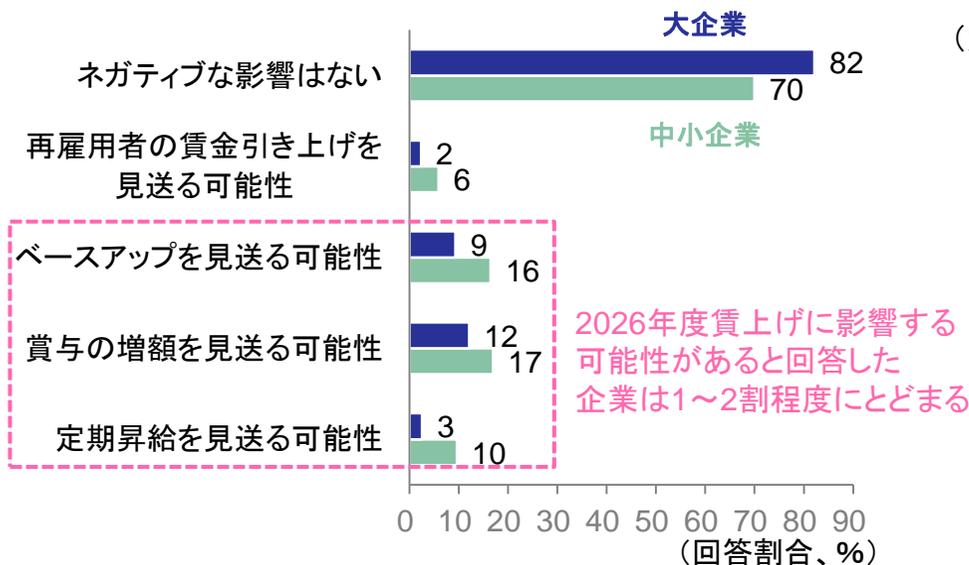
(出所) LSEG、日本銀行「企業物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) 交易条件=輸出物価指数÷輸入物価指数。輸入物価は逆符号で図示  
(出所) 日本銀行「企業物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本：関税影響下でも企業の賃上げ意欲は健在。来年も高水準の賃上げへ

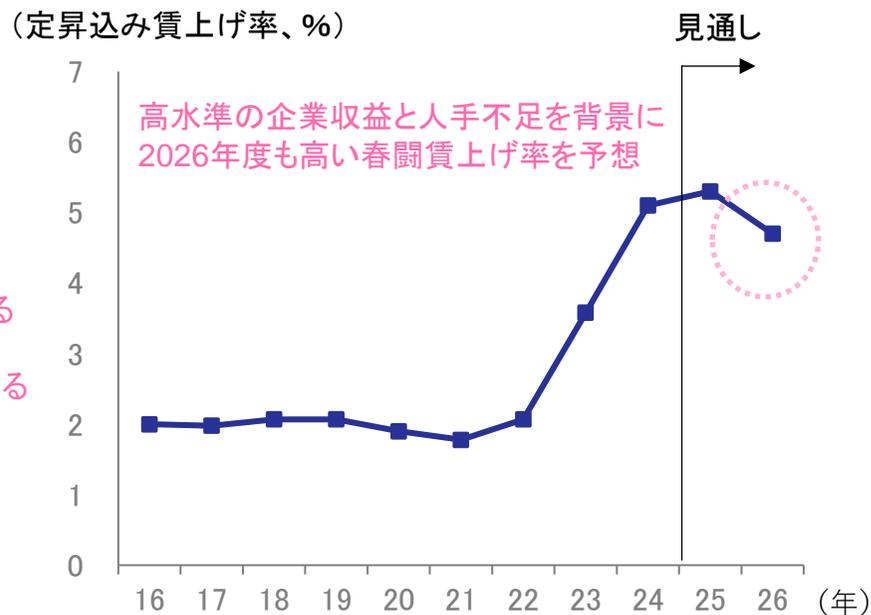
- **トランプ関税が2026年度のベアや賞与増額・定期昇給に影響を与える可能性がある」と回答した企業は1～2割程度**
  - 輸出関連業種・中小企業を中心に一部で賃上げが鈍化する懸念があるものの、高水準で推移する企業収益、人手不足の深刻化などを背景に、全体としては**賃上げ機運の腰折れは回避できる見通し**
- **春闘賃上げ率は2026年も4.7%と高水準を維持すると予想**
  - **米関税引き上げの影響を踏まえても2026年の経常利益は高水準とみられ、企業は賃上げ余力を維持**
  - 人手不足に直面する企業は、高止まりするインフレ率見合いの賃上げを継続する見通し

## トランプ関税が2026年度賃上げに与える影響(複数回答)



(注) 1.調査期間は2025年6月2日～9日  
 2.大企業は資本金1億円以上、中小企業は資本金1億円未満を指す。回答社数は大企業431社、中小企業5,377社  
 (出所) 株式会社東京商エリサーチ「2025年6月「トランプ関税」に関するアンケート調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 春闘賃上げ率

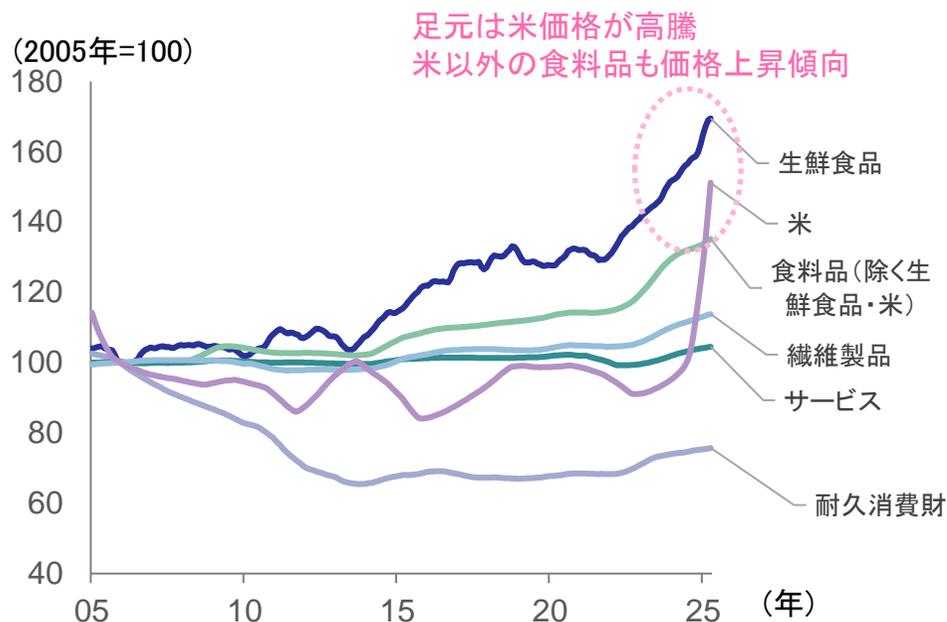


(出所) 連合より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

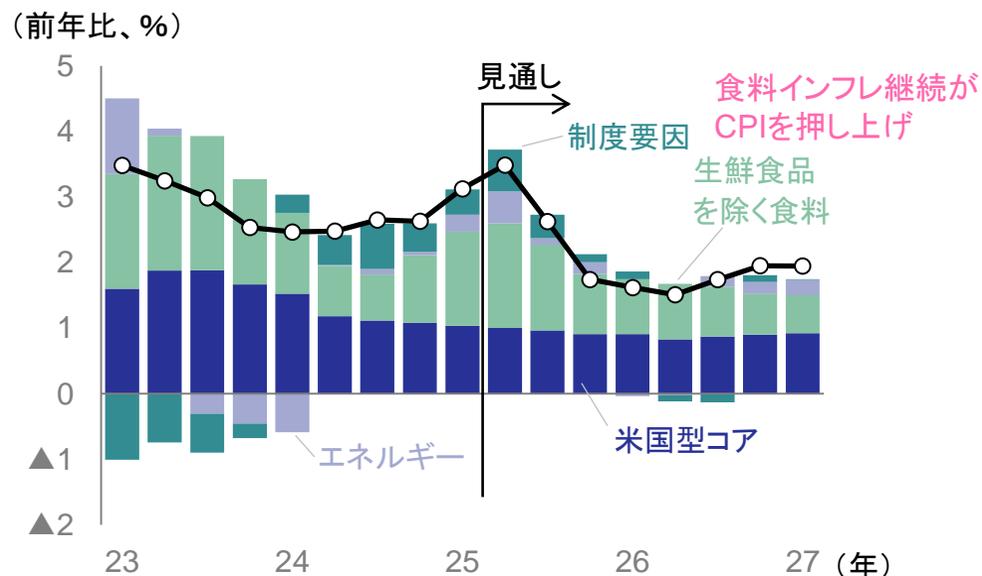
# 日本：根強い食料インフレ。コアCPIは2026年にかけて2%近傍で推移

- 2025年秋以降は米高騰などによる食料品価格の上昇ペース一服も、一定程度の押し上げ圧力は残存
  - 農水省は一層の米需給ひっ迫は回避との見立て。一方で需給緩和には至らず2025年産米も高値継続の公算
  - 米以外の食料品では価格転嫁の動きが継続。米高騰一服後も、全体としての食料インフレは根強い見込み
- コアCPIは2025年秋以降に鈍化するも、2026年にかけて2%近傍での推移が続くと予想
  - 2025年は原油価格下落が下押し。また、米価格の上昇一服を受け、食料価格の伸びも徐々に鈍化していく見通し
  - もっとも、その後も食料インフレが物価の基調を一定程度押し上げる展開が続く見込み

## 財・サービス別の価格推移



## コアCPIの寄与度分解



(注) コアCPIは生鮮食品を除く総合。米国型コアは食料・エネルギーを除く総合。制度要因は高校教育無償化、エネルギー関連補助金。誤差のため寄与度の合計がコアCPIに一致しない

(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほりサーチ&テクノロジーズ作成

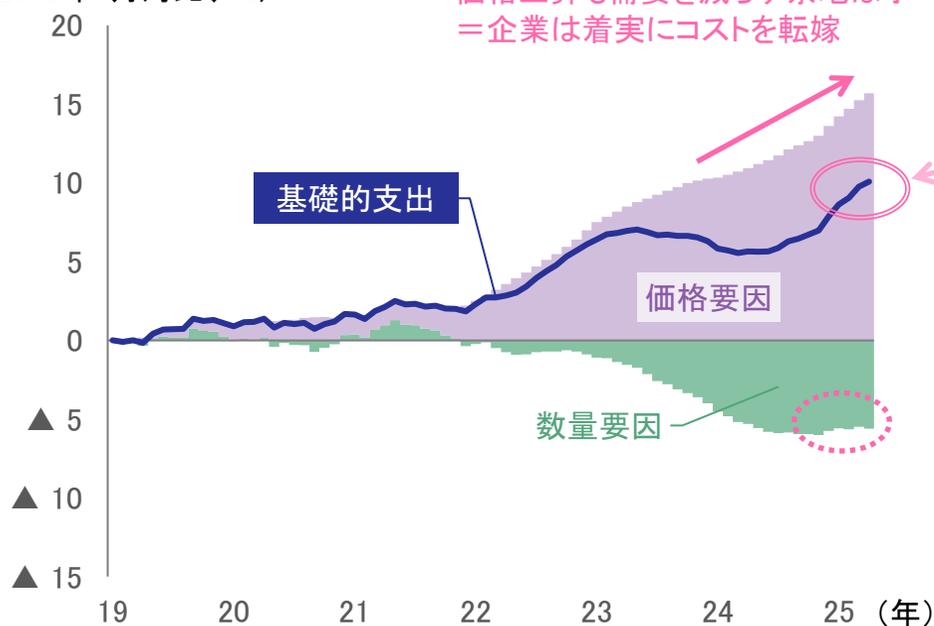
(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほりサーチ&テクノロジーズ作成

## (参考) 価格上昇でも購入抑制余地が小さい必需品。企業は着実にコストを転嫁

- 食品を中心に生活必需品に対する支出(基礎的支出)の割合は過去6年で2%ポイント上昇
  - 所得が伸び悩む中、その分、嗜好品や余暇・娯楽サービスなどに対する支出(選択的支出)が抑制された格好
  - 生活必需品については、需要の価格弾力性が小さい(=価格が上昇しても需要を減らすのには限界がある)ため、企業はコスト転嫁が相対的に容易。食料品以外の価格動向にも要警戒
  - 一方で、需要の弱さから選択的支出品目の物価上昇ペースは緩慢なものにとどまると予想。2%超のインフレは見込まず

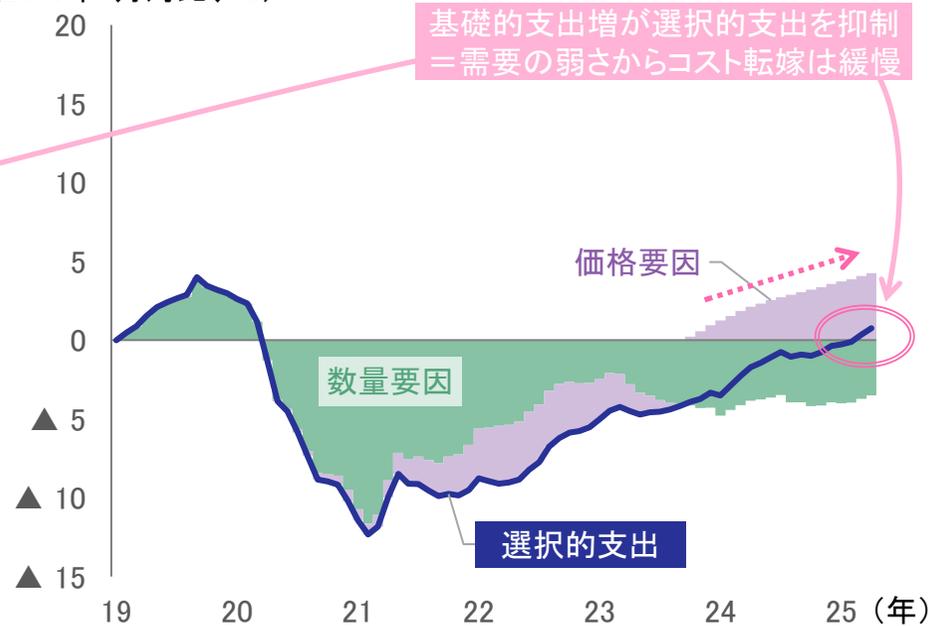
### 基礎的支出の推移(家計調査ベース)

(2019年1月対比、%)



### 選択的支出の推移(家計調査ベース)

(2019年1月対比、%)



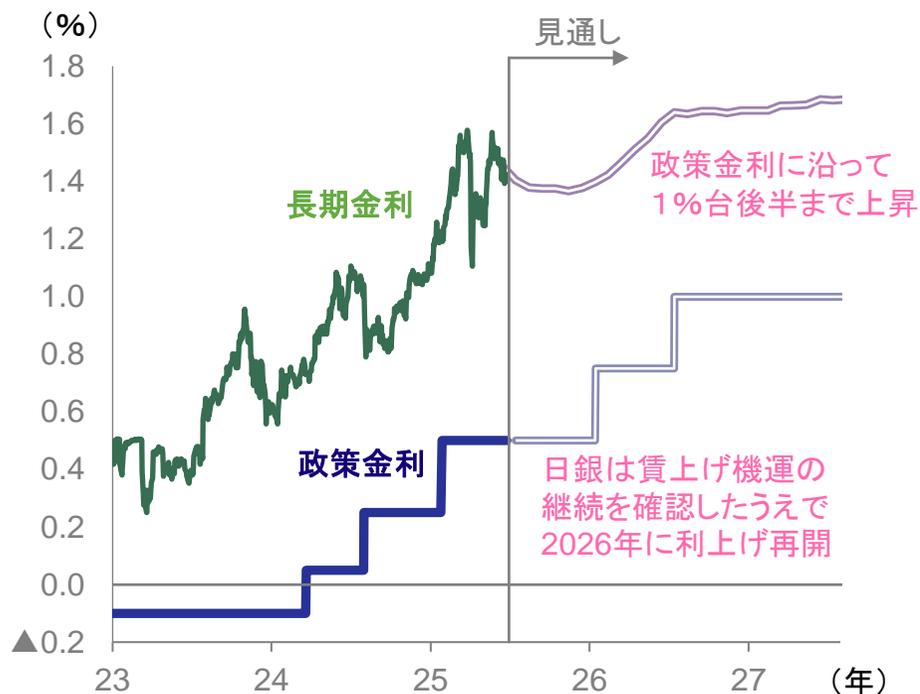
(注) 2人以上世帯。12カ月移動平均値  
(出所) 総務省「家計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) 2人以上世帯。12カ月移動平均値  
(出所) 総務省「家計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本：日銀は2026年に利上げ再開。為替は2026年央にかけて緩やかな円高を予想

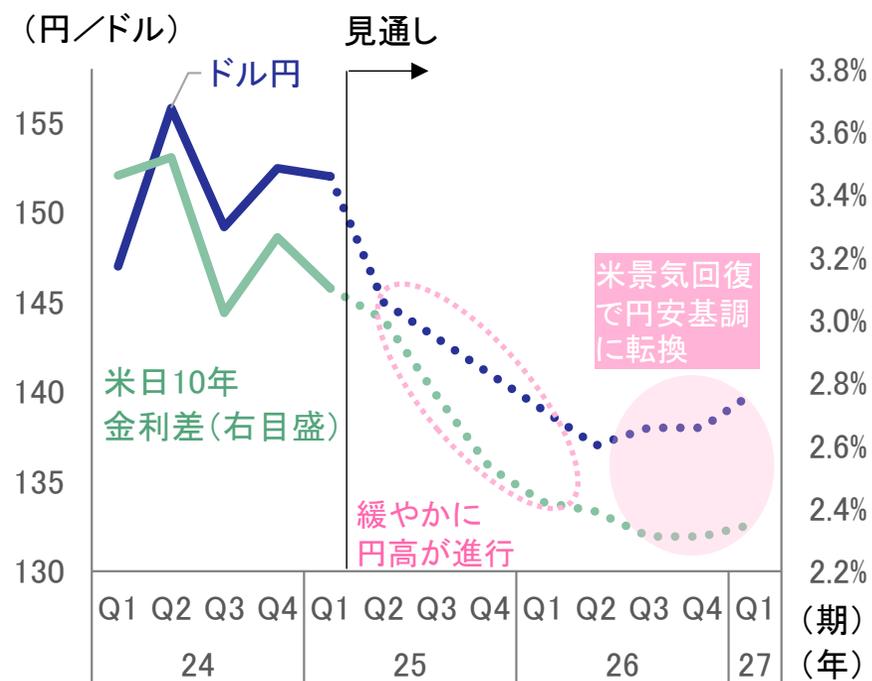
- 日銀は2025年内の利上げを見送り。賃上げ機運を確認し、2026年から半年に1度の緩やかな利上げ再開へ
  - 日本の長期金利は、日本経済の減速や米金利低下の影響を受け、2025年後半は長期金利の上昇が一段
  - 2026年初に日銀が利上げを再開すると、長期金利は利上げパスに沿って2026年半ばに1%台後半まで上昇
- 2025年末に、FRBによる利下げと日銀利上げ再開の思惑から1ドル140円割れが視野に
  - 2026年央にかけ緩やかな円高を予想するが、2026年後半は米経済回復を受ける形で緩やかな円安に転換

## 日本の政策金利・長期金利の見通し



(注) 長期金利は10年国債利回り。実線は実績値、二重線は予測値  
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ドル円相場と米日金利差



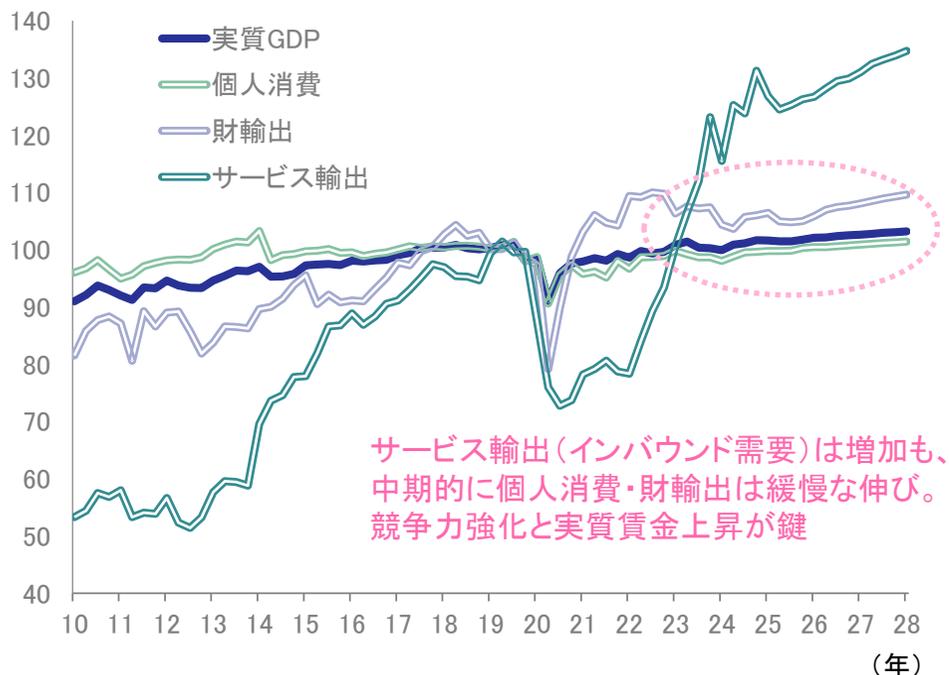
(注) 米日金利差は10年債利回りの差  
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本:なおも高い実質1%成長の壁。競争力強化・実質賃金上昇をどう実現するか

- 日本経済の財輸出・消費の伸びは緩慢。中期的に実質GDP成長率は0%台半ば程度と見込まれ、政府目標である実質1%成長の壁は高い
  - 外需の取り込みでは付加価値・不可欠性が高い財の提供が肝要
  - GDPの5割超を占める個人消費の拡大が日本経済の成長力を左右。実質賃金の改善に向け、ボリュームゾーンの賃金上昇が課題に

## 中期的にみた日本経済のポイント

(2019年平均=100)



(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」などより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 輸出競争力(=稼ぐ力)の低下

論点①

■ 日本の輸出競争力は全体として趨勢的に低下も、一部の高付加価値品目などではシェアが拡大(=勝ち筋?)

### ボリュームゾーンの賃上げ

論点②

■ 雇用吸収力の高い業種で賃金が上がりにくい構図。ボリュームゾーンの賃上げを通じた実質賃金の改善が鍵

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

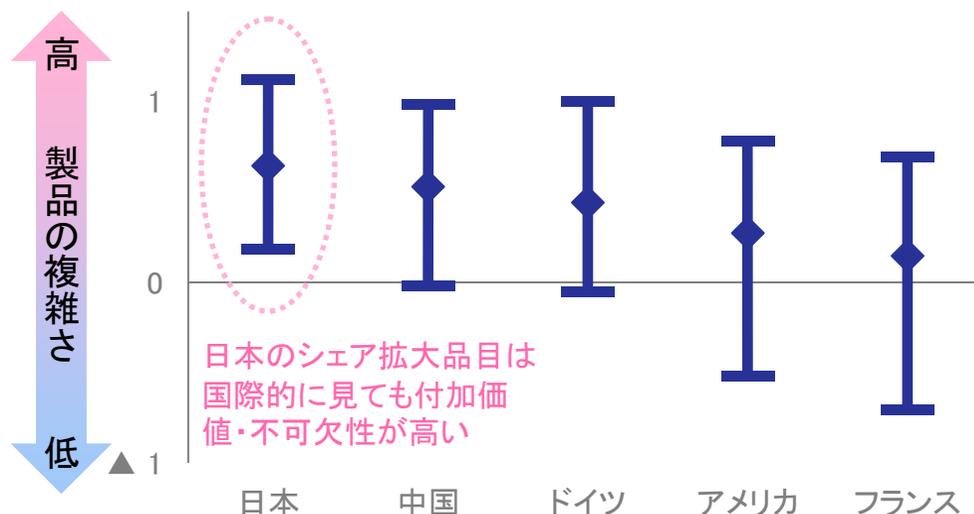
# 日本: 論点①技術集約製品で輸出シェア拡大。付加価値・不可欠性の高さがカギに

- 輸出シェア変化からみると、日本の輸出競争力は技術集約的な高付加価値中間財で向上
  - 具体的には、半導体ウェーハ検査機器、トランジスタ、セラミック多層コンデンサなどの精密機械・電子機器関連部材や、銅合金製箔、ニッケル合金版、チタンなどの加工品が該当
- 強みである付加価値・不可欠性の高い製品における市場開拓が、日本の輸出拡大のカギに
  - 主要国の輸出シェア拡大品目を比較すると、これまで日本は高度製品を軸にシェアを拡大(=勝ち筋)
    - 市場開拓では、データマーケティングや生成AIによる用途探索などDX推進にも活路あり

日本の輸出シェアが拡大した品目数(2015年→2023年)

	素材	中間財		最終財	
		加工品	部品	資本財	消費財
食料品	1	0	0	0	20
化学・プラスチック	1	31	0	0	1
繊維製品	2	12	0	0	1
鉄鋼・非鉄・金属製品	2	31	1	0	1
一般機械	0	0	2	14	0
精密機械	0	0	2	5	1
電気機械	0	1	5	3	0
輸送機械	0	0	3	3	2
その他	1	19	3	1	9
合計	7	94	16	26	35

国際比較: 輸出シェアが拡大した品目の製品複雑性分布



(注) 1. 製品複雑性指標(PCI)は、製品の生産に必要なノウハウの量と高度さの指標。生産工程が多い製品や少数の国しか生産できない製品を高得点とする  
 2. 2015~23年の間に各国の輸出シェアが拡大した品目(HSコード6桁ベース)を対象  
 3. 図注の棒線は第一四分位から第三四分位までの範囲、◆は中央値を表す  
 (出所) UN Comtrade、OECより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) 2015年と2023年を比較して3%以上シェアが増加した178品目。品目分類はRIETI-TIDに準拠

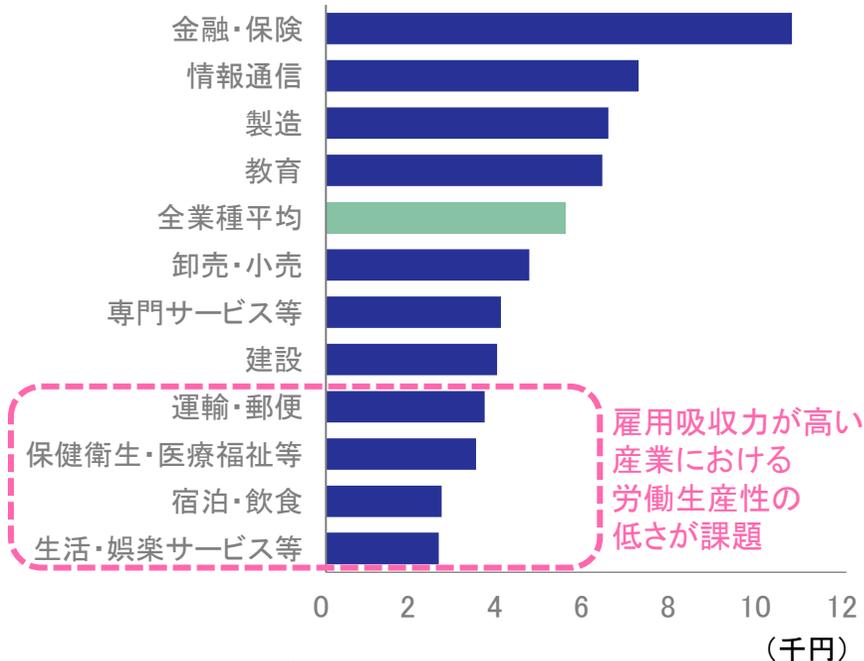
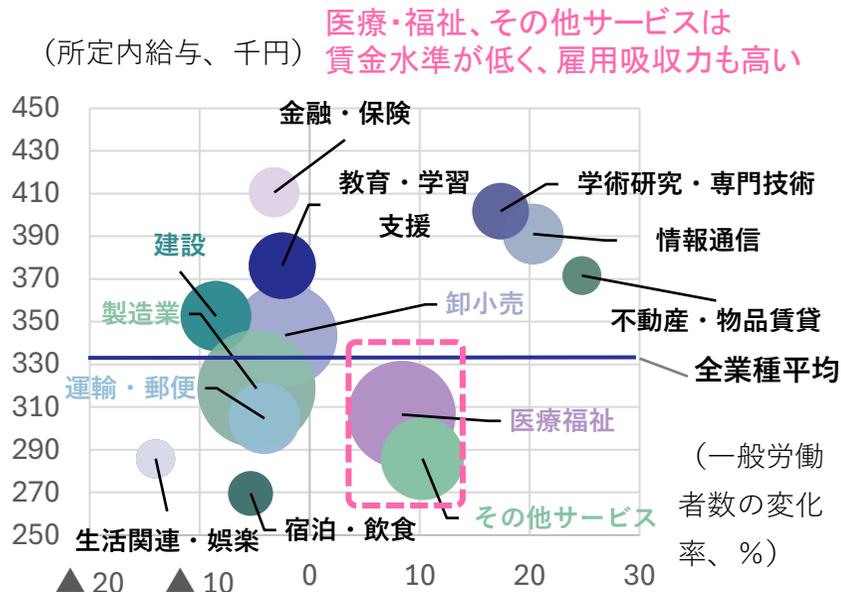
(出所) UN Comtradeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本: 論点②医療・福祉など雇用吸収力が大きい産業の賃上げが中長期的な課題

- 中長期的な所得増加に向けては、雇用吸収力が大きい産業の賃上げが課題
  - 業種別では、製造業に次いで医療福祉やその他サービス、運輸・郵便などの雇用吸収力が高い
  - 労働生産性が相対的に低いこれら産業の雇用シェア拡大は、マクロの所得の伸びを抑制する要因に
- マクロ的な所得向上には、デジタル化・機械化の推進によるこれら産業の労働生産性底上げが不可欠
  - 加えて、医療・介護報酬制度など制度的要因は、医療福祉関連業種の賃金上昇を妨げる一因に。柔軟な公的価格の引き上げにも期待

## 各産業の「賃金水準」と「労働者数の変化率」

## 業種別の実質労働生産性(2023年)



(注) バブルの大きさは一般労働者数。所定内給与は一般労働者の2024年度実績。一般労働者数の変化率は、2019年度と2024年度の比較  
 (出所) 厚生労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) 時間当たりの労働生産性。一部業種を抜粋  
 (出所) 内閣府より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (参考) 主要国の政治日程

	2025年		2026年		2027年	
米国	1月	大統領就任式	5月	パウエルFRB議長任期満了		
			11月	中間選挙		
欧州	2月	ドイツ連邦議会選挙	2月	冬季オリンピック(イタリア)	4月	フランス大統領選挙
	10月	オランダ総選挙	3月	フランス地方選挙	8月	スペイン議会選挙
			4月	ハンガリー議会選挙	10月	ラガルドECB総裁任期満了
					12月	イタリア総選挙
日本	4~10月	大阪・関西万博			3~9月	国際園芸博覧会2027横浜
	7月	参議院議員任期満了				
アジア	3月	中国全国人民代表大会	3月	中国全国人民代表大会	3月	中国全国人民代表大会
	5月	オーストラリア総選挙	3月	ベトナム総選挙	6月	タイ下院選挙
	5月	シンガポール総選挙	年内	中国共産党5中全会	秋	中国共産党第21回全国代表大会(党大会)
	5月	フィリピン上院選挙				
	6月	韓国大統領選挙				
	年内	中国共産党4中全会				
その他	11月	COP30(ブラジル)	11月	G20サミット(米国)	未定	COP32(開催国未定)
	11月	G20サミット(南アフリカ)	未定	COP31(開催国未定)		

(出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

---

お問い合わせ先; [chousa-info@mizuho-rt.co.jp](mailto:chousa-info@mizuho-rt.co.jp)

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。