Marubeni Institute

株式会社丸紅経済研究所

世界経済見通しアップデート
関税合意後も高い不確実性は継続

2025年 8月

本資料の構成

世界経済見通し

- サマリー ……3
- 関税交渉 ……4
- トランプ政権再考 ……11
- 米国経済 ……12
- 中国経済 ……16
- 米国外の動き ……18
- 為替市場（ドル円） ……22

主要国・経済（米中以外） ……25

欧州、日本、インド、ASEAN、中南米

商品市況 ……30

原油、銅、鉄鉱石・原料炭、トウモロコシ・大豆

参考資料 ……34

サマリー

関税合意後も高い不確実性は継続

▽実質GDP成長率見通し（前年比、%）

	世界シェア 2024年 (%)	2024年 見込み	2025年 予想	2026年 予想	25年2月からの修正幅(%pt) 2025年	2026年
世界	**100**	**3.3**	**2.9**	**2.8**	▲0.1	▲0.1
先進国	**40.7**	**1.8**	**1.4**	**1.3**	▲0.2	▲0.1
米国	15.0	2.8	1.7	1.5	▲0.5	▲0.5
ユーロ圏	11.9	0.9	0.9	0.9	+0.2	0.0
英国	2.2	1.1	1.1	1.1	+0.2	+0.2
日本	3.5	0.1	1.1	0.6	0.0	0.0
（年度）	-	0.8	0.9	0.6	-	-
新興国	**59.3**	**4.3**	**3.9**	**3.8**	0.0	▲0.1
中国	18.7	5.0	4.5	4.2	+0.3	+0.3
インド	7.9	6.7	6.4	6.0	▲0.1	▲0.3
ASEAN-5	5.1	4.6	4.0	3.9	▲0.2	▲0.3
中東欧	7.8	3.5	1.8	2.1	▲0.2	▲0.1
中南米	7.3	2.4	2.2	2.2	▲0.1	▲0.2
中東・中央アジア	7.3	2.4	3.4	3.2	▲0.3	▲0.5
サブサハラ・アフリカ	3.2	4.0	4.0	3.9	0.0	▲0.2

（注）各地域・グループ構成はIMFに基づく。世界シェアは購買力平価ベース。ASEAN-5はインドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ。米国の関税措置は8月22日時点までの米政府発表を前提とする（延期発表については予測期間中継続する想定）。比較対象の25年2月見通しでは全世界10%、対中国60%の追加関税を想定。
（出所）丸紅経済研究所作成

世界経済：世界経済成長率は2025年が前年比+2.9%、2026年が同+2.8%と節目の3%を下回り減速する。米関税措置の影響が25年後半以降の国際貿易を鈍化させる中で、景気の下押し圧力は2026年により強く影響する。

関税交渉：主要国で関税合意が成立するも高めの関税は維持。関税合意は対米投資などの履行状況次第で再圧力・再交渉もありうる暫定的な「着地点」と見るべき。対中関税は中国の報復圧力も強い中、延期継続による現状の据え置きを見込む。

トランプ政権再考：トランプ政権はMAGA派の政策を教条的に推進するよりも、市場の反応等に応じて軌道修正する機会主義的性格が強い。交渉優位のために不確実性を敢えて維持する「不確実性の武器化」の動きも。

米国経済：労働市場を中心に経済は失速。年後半には関税引き上げの本格的な価格転嫁が進み、インフレ圧力が経済の重しとなる一方、財政政策や堅調なAI関連投資などが下支えとなり、ソフトランディングを見込む。

中国経済：住宅市場の低迷が長期化。米国の関税措置は5月にピークアウトするも依然高めの関税率が景気の重しになる。財政政策の支援は限定的。

米国外の動き：米国の政策不確実性が強まる中で各国はFTA/EPA交渉などで米国以外の貿易関係強化を模索（逆説のグローバリゼーション）。一方、中国の輸出攻勢は国内市場の価格競争や貿易摩擦を激化させる懸念も。

為替相場（ドル円）：関税交渉を巡る変動は一旦収束。先行きはレンジ相場を基調としつつもリスク要因は多い。日米双方に滞留する不安定化リスクが発現する場合、リスク回避の売買がより支配的となることも考えられる。

商品市況：景気減速により総じて下押し圧力が強いが、デジタル化に伴う需要が一定の下支え要因となる銅は横ばい圏での推移を見込む。

関税交渉：これまでの経緯

交渉を経て最終的に更なる関税引き上げを実施

2024年11月 大統領選挙勝利
- 関税を主要な政策ツールとして活用する方針を改めて表明
- 関税政策に関する様々な方針を発表：対中追加関税60%、全世界一律追加関税10%など

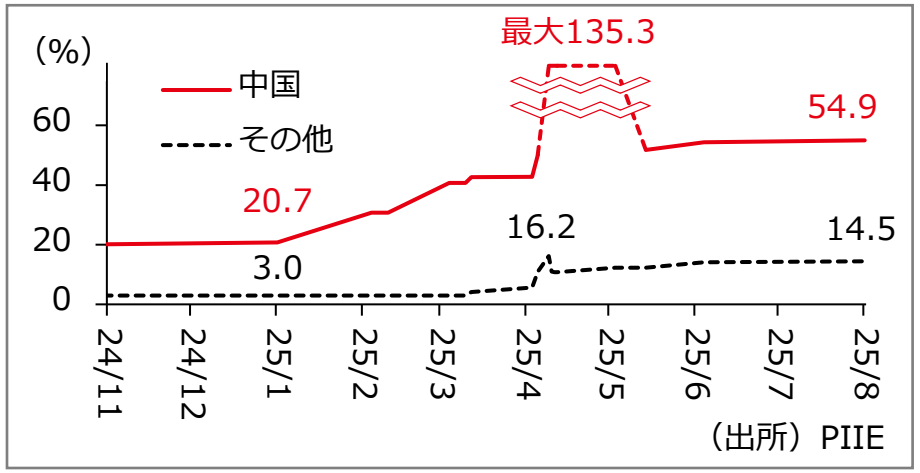
2025年1月 大統領就任
- 不法移民、違法薬物をめぐる追加関税発動（対象：中国、カナダ、メキシコ）
- 品目別関税（232条）発動（対象：鉄鋼・アルミ）

4月2日 「解放の日」発表
- 「相互関税政策」の具体的内容を発表
- 4/5に最低税率10%を先行導入

4月9日 90日間延期発表
- 中国への追加関税を除き国・地域別の追加関税を90日間延期すると発表

7月9日 8月7日 再延期と発動
- 8/1に再延期（日本等に新関税率を提示したレターを送付）
- 8/7に関税引き上げ実施（税率は7/31大統領令に基づく）

▽米国の平均実効関税率



→ 株価急落、ドル売り、米国債市場の変調

→ 英国、日本、ASEAN、EU等が合意を発表。米中は関税措置の再延期に合意（～11/10）

＜今後の注目点＞
- 米中交渉（APEC・G20サミットなどでのトップ会談）
- 合意未締結国との交渉（インド、ブラジル、台湾、スイス、南アフリカなど）
- 品目別（232条）関税（調査中：半導体、医薬品、木材、トラック、重要鉱物、民間航空機、ポリシリコン、ドローン）

関税交渉：「トランプ関税」の現状

品目別関税、国・地域別関税に加えて、延期・例外措置などで複雑化する構造

適用順 →

※重複適用されない各関税措置の適用優先順は以下の通り：①自動車・同部品関税、①アルミ・鉄鋼・銅関税、②フェンタニル関税（※カナダ・メキシコのみ）、③相互関税。
例：鉄鋼派生品でもある自動車部品→自動車関税（25%）が優先適用

カナダ・メキシコ

① 品目別関税

25~50%

通商拡大法232条（安全保障）

発動済：**鉄鋼・アルミ*** (50%)、**自動車・同部品** (25%)、**銅**** (50%)
調査中：**木材** (3/10調査開始)、**半導体***** (4/1)、**医薬品** (4/1)、**トラック** (4/22)、**重要鉱物** (4/22)、**民間航空機** (5/1)、**ポリシリコン** (7/1)、**ドローン** (7/1)

*鉄鋼・アルミ関税は白物家電、缶ビールなどにも適用
**銅半製品が対象（原材料・精錬銅は当面対象外）
***PC・スマホ等を含む
調査開始から270日以内に報告書を作成する。
①、⑤とは重複適用なし。②は銅または中国産の場合は重複。自動車は日韓英EU、USMCAに例外措置あり。

② フェンタニル関税

20～35%

国際緊急経済権限法（IEEPA）

米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）準拠品、カナダ産エネルギー・肥料等に例外措置あり。

①に重複適用

中国

③「相互関税」

10+α%

IEEPA

10%の最低税率と特定国・地域への上乗せ税率（税率は7/31大統領令に基づく）

④ リスト関税（2018年~）

7.5~100%

通商法301条（不公正貿易慣行）

発動済：リスト1~3(25%)、4A(7.5%)、4B(発動見送り)、バイデン政権措置(EV等の税率引き上げ)
検討中：海運・造船(入港税等)
①～③に重複適用

特定国・地域

⑤特定国への特別関税

IEEPA

ブラジル（**40%**）、インド（**25%**）
①に重複適用

(5/28)米国際貿易裁判所がIEEPA関税に無効判決。但し控訴審の審理中は効力維持。

その他

（その他措置）デミニミスルール（800ドル以下の小口輸入品の関税免除）廃止（8/29～）。

（出所）ホワイトハウス

関税交渉：新たな「相互関税」

ディールが成立した国にも一定の追加関税を維持。対米貿易の「新常態（ニューノーマル）」を形成

▽7/31発表の新たな「相互関税」リスト

	①	②		①	②		①	②
EU	15%*	687,175	ナイジェリア	15%	5,868	コンゴ民主共和国	15%	327
日本	15%*	152,066	NZ	15%	5,861	ナミビア	15%	280
ベトナム	**20%**	142,476	ガイアナ	15%	5,510	カメルーン	15%	260
韓国	15%	135,461	パキスタン	**19%**	5,466	ブルネイ	**25%**	249
台湾	**20%**	118,730	ニカラグア	**18%**	4,766	モーリシャス	15%	245
インド	**25%***	91,235	トリニダード・トバゴ	15%	3,490	レソト	15%	242
英国	10%	69,269	ヨルダン	15%	3,444	モザンビーク	15%	220
タイ	**19%**	66,011	スリランカ	**20%**	3,159	ボスニア・ヘルツェゴビナ	**30%**	186
スイス	**39%**	64,127	アルジェリア	**30%**	2,541	北マケドニア	15%	179
マレーシア	**19%**	53,849	カザフスタン	**25%**	2,410	ザンビア	15%	171
ブラジル	10%*	44,183	アンゴラ	15%	1,913	モルドバ	**25%**	142
インドネシア	**19%**	29,549	リビア	**30%**	1,492	ウガンダ	15%	138
イスラエル	15%	22,523	ガーナ	15%	1,212	赤道ギニア	15%	138
トルコ	15%	17,798	チュニジア	**25%**	1,154	チャド	15%	83
南アフリカ	**30%**	14,923	アイスランド	15%	1,114	パプアニューギニア	15%	81
フィリピン	**19%**	14,593	コートジボワール	15%	1,053	ジンバブエ	15%	70
カンボジア	**19%**	13,365	セルビア	**35%**	877	マラウイ	15%	43
コスタリカ	15%	12,006	ラオス	**40%**	850	アフガニスタン	15%	24
エクアドル	15%	9,095	マダガスカル	15%	753	フォークランド諸島	10%	23
バングラデシュ	**20%**	8,781	ミャンマー	**40%**	683	バヌアツ	15%	14
イラク	**35%**	7,690	ボリビア	15%	515	シリア	**41%**	11
ノルウェー	15%	6,879	ボツワナ	15%	415	ナウル	15%	2
ベネズエラ	15%	6,317	フィジー	15%	347	リヒテンシュタイン	15%	ー

①追加関税率（太字は15%を上回る税率）、②2024年の米国の輸入額（百万ドル）。ハイライトは合意発表済（一部の国は米政府側の発表なし）。
メキシコはフェンタニル関税による30%（10月30日頃まで25%維持で合意済）、同じく**カナダ**も35%（発動済）の追加関税措置。**中国**は相互関税が34%（11月10日まで10%維持で合意済）、フェンタニル関税が20%。
***EU**、**日本**には軽減措置。**インド**はロシア二次関税による25%（8/27発動予定、計50%）、**ブラジル**は人権問題などによる40%（発動済、計50%）の追加関税措置。

（出所）ホワイトハウス、ITC

関税交渉：米中交渉の行方

関税上乗せ休止は延長されたものの、通商交渉の糸口は依然見えない

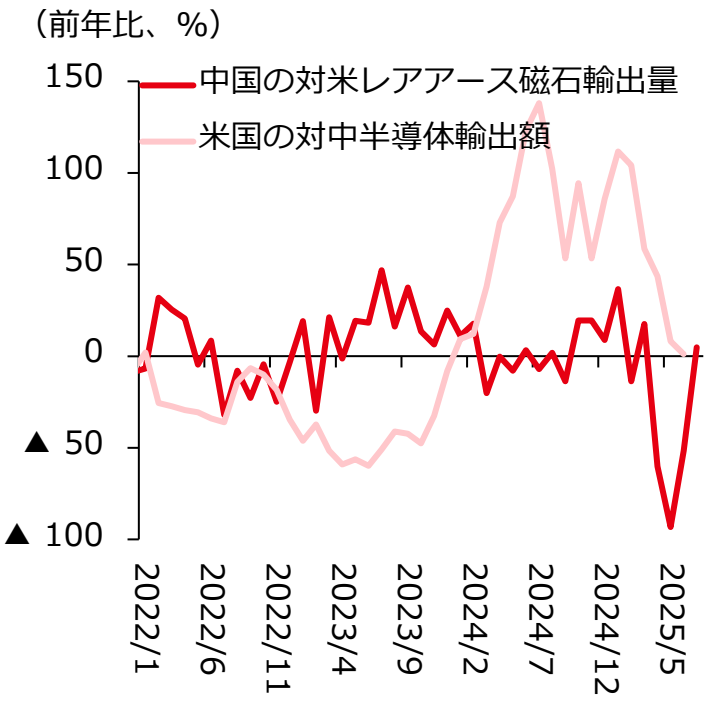
- 米中は7月末に3回目の通商交渉を実施、上乗せ関税休止を90日間延長した。レアアース輸出が中国にとって交渉カードとなり、米側の上乗せ関税休止延長や半導体輸出規制の一部緩和の検討に繋がった模様だ。
- 平均実効関税率ベースでは50%を超える対中関税が続いており、中国の対米輸出額は4月以降大幅に減少。年末までの米中首脳会談を模索する動きがある中、一定の雪解けが起きる可能性はあるが、そうした政治的接近が実現した場合も通商交渉の膠着状態は太宗において継続する見通し。中長期的には、米中双方で相互依存の縮小と内製化を目指す動きが強まる。

▽トランプ政権下の米中規制措置の応酬

2025年	10%の対中追加関税を賦課
2月	タングステン等重要鉱物5種類の輸出管理強化
3月	対中追加関税を20%に引き上げ
4月	対中関税を54%に引き上げ
	レアアース（7種）の輸出管理強化
	対中追加関税を最大145%に引き上げ
	AI用先端半導体（H20等）の対中輸出を禁止
5月	レアアース不足で一時的な自動車生産停止
	1回目の米中交渉を踏まえ、対中追加関税を30%に引き下げ。関税休戦を90日延長
6月	米中は2回目の交渉。貿易摩擦緩和に合意
7月	「輸出禁止・輸出制限技術リスト」を更新。電池正極材製造技術を輸出制限リストに追加。リチウム、ガリウムの抽出技術の輸出制限を強化
	AI用先端半導体（H20等）の対中輸出を緩和
	米中は3回目の交渉。関税休戦を90日延長

（注）ピンク色：米国側措置（相互関税、不法移民・違法麻薬関税）。赤色：中国側措置（報復関税を省略）
（出所）公式情報

▽レアアース磁石・半導体



（出所）ITC、中国海関総署

▽米中関係の主な注目点

	当面の動向		経済・産業への影響
	中国	米国	
関税	上乗せ関税休止継続		• 高率な対中関税は中国の外需に重し • 中国以外の米国関税が上昇したことで、迂回輸出・生産移転の必要性が低下する面も
鉱物	交渉カード化、輸出管理維持	重レアアースの精製・分離、レアアース磁石製造を支援	• 重要鉱物の供給不足が継続。特殊鋼や、モーター、半導体など広く影響 • 中長期では、脱中国依存が進む公算
技術	重要な精錬・製造技術の輸出管理強化*	対中半導体輸出規制を一部緩和	• 中国からの技術輸出・生産移転が停滞 • 中長期では先端半導体の対中規制は強化の構図。中国は内製化に動く

（出所）丸紅経済研究所　*ガリウム精錬や電池正極材製造

関税交渉：合意内容（英国、日本、EU、韓国）

関税率と交換で合意された日韓EUの対米投資約束は総額1.5兆ドルに上るも履行計画には不透明感

国・地域	発表時期	米関税関連の内容	その他の内容
英国	5/8, 6/16	● **相互関税10%** ● **自動車関税10%**（MFN*関税2.5%+7.5%、年10万台の割当） ● アルミ・鉄鋼関税に無税枠を設計（詳細未公表） ● 航空宇宙製品には追加関税の除外措置	● 鉄鋼・アルミ・医薬品等に「サプライチェーンの安全」規定（中国企業を念頭においた企業保有規則等の順守を関税措置の条件とする） ● 牛肉・エタノールについて米産輸入品に無税枠等。
日本	7/22	● **相互関税15%**（MFN関税を含む、15%超のものはMFN税率。※米発表に記載がなく今後修正発表と遡及対応を予定） ● **自動車関税15%**（MFN2.5%+12.5%） ● 半導体・医薬品関税は「他国に劣後しないこと」で合意	● 経済安保上重要な9つの分野等について、政府系金融機関（JBIC*、NEXI*等）が対米投資に**最大5,500億ドル規模**の出資・融資・融資保証を提供。出資における日米の利益配分割合は１：９。※米側発表とは食い違いも。 ● 米農産品・半導体・航空機・防衛装備品、LNG等の輸入拡大。アラスカLNGプロジェクト検討。※米側発表：米国産コメ輸入を75%拡大 ● 米連邦自動車安全基準（FMVSS）の承認。クリーンエネルギー自動車補助金の運用に関する適切な見直し
EU	7/27	● **相互関税15%**（MFN関税を含む、15%超のものはMFN税率） 自動車・医薬品・半導体関税15%（MFN2.5%+12.5%）	● **6,000億ドル**の新規対米投資。 ● 2028年までに**7,500億ドル**の米国産エネルギー輸入。 ● 米国産軍事装備の大量購入。 ● デジタル貿易障壁への対応、豚肉・乳製品の衛生認証見直し。
韓国	7/30	● **相互課税15%** ● **自動車関税15%**（MFN2.5%+12.5%） ● 半導体・医薬品関税は「他国に劣後しないこと」で合意	※米ホワイトハウスHPでの発表はなし ● **3,500億ドル**の対米投資（造船1,500億ドル、半導体・原発・2次電池・バイオ等2,000億ドル）。産出物は米政府に買取責任。 ● **1,000億ドル**の米国産エネルギー輸入。

＜備考＞
- **世界の対米直接投資残高**：5.7兆ドル（UBO*ベース、24年末）、前年比+6.2%（+3,332億ドル）
- **日本の対米直接投資残高**：8,192億ドル（UBOベース、24年末）●**対米輸出額**：1,416億ドル（24年）●**対米輸入額**：850億ドル（24年）
- **JBICの出融資残高**：15.8兆円（1,057億ドル、25年3月）●**保証残高**：1.3兆円（89億ドル、同）●**出融資保証承諾額**：1.5兆円（101億ドル、24年度）
- **EUの対米直接投資残高**：2.2兆ドル●**韓国の対米直接投資残高**：932億ドル●**EUの米国産エネルギー輸入額**：830億ドル（24年）
- **日本のコメMA*枠**：MA枠77万トンのうち米国産は35万トン。他はタイ（29万トン）、豪州（7万トン）、中国（4万トン）等。

*MFN（最恵国待遇国）、JBIC（国際協力銀行）、NEXI（日本貿易保険）、MA（ミニマムアクセス）、UBO（実質所有者）
（出所）ホワイトハウス、経済産業省資料、 米商務省（CEICより取得）、JBICなどから丸紅経済研究所作成

関税交渉：米国の対カナダ・メキシコ追加関税

不法移民・違法薬物の対策不足を理由に関税引き上げ、USMCA見直しにおける利害調整は難航

- トランプ米大統領は不法移民や違法薬物の対策が不十分として対カナダ追加関税を35%に引き上げた一方、対メキシコは30%への引き上げを90日間延期。関税率や発動時期が異なる中、引き続きUSMCA準拠品(注1)の適用を除外するなど自国経済への一定の配慮も見せる。
- 2025年の北米域内貿易の動きをみると、米国の対カナダ輸入は前年割れとなり、石油製品を中心に非USMCA準拠品が大きく減少した。一方、メキシコは自動車・同部品を中心に関税適用の有無で駆け込み等の影響が見られたものの、現時点では大きな変化は見られない
- USMCAの見直し(注2)プロセスは今秋から本格化。高関税率が既成事実化している現状では、三カ国による利害調整は難航する公算大。

（注1）米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）内で定められた原産地要件を満たす品目　（注2）協定で定める規定に基づき2026年7月までの見直しが予定されている。

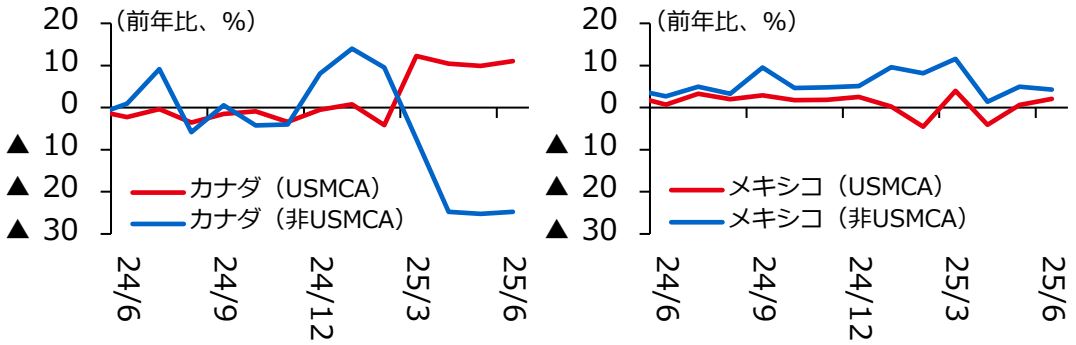
▽米国の関税政策と各国の報復措置

	カナダ	メキシコ
不法移民・違法薬物	3/4：全輸入品に25%追加関税を発動（エネルギー製品・カリウムは10%） 3/6：USMCA準拠品を適用除外 8/1：同税率を35%に引き上げ	3/4：全輸入品に25%追加関税を発動（カリウムは10%） 3/6：USMCA準拠品を適用除外 7/31：同税率の30%への引き上げは90日間延期
相互関税	4/2：対象外（注）	4/2：対象外（注）
鉄鋼・アルミニウム	3/12：鉄鋼・アルミニウム製品・派生品25%追加関税を発動 6/4：同税率を50%に引き上げ	3/12：鉄鋼・アルミニウム製品・派生品25%追加関税を発動 6/4：同税率を50%に引き上げ
自動車・自動車部品	4/3：自動車25%追加関税を発動（USMCA準拠品は米国産部品比率で減免） 5/3：自動車部品25%追加関税を発動（USMCA準拠品は当面対象外）	4/3：自動車25%追加関税を発動（USMCA準拠品は米国産部品比率で減免） 5/3：自動車部品25%追加関税を発動（USMCA準拠品は当面対象外）
報復措置	3/4：米国からの輸入品300億カナダドル相当に25%追加関税を発動 3/12：米国からの輸入品298億カナダドル相当に追加関税25%を発動	一時報復姿勢を示したが、その後具体的な措置は実行せず

（※下線部は相違点）

（注）不法移民・違法薬物への関税措置が解除されれば、非USMCA準拠品は12%の相互関税を適用。
（出所）ホワイトハウスなどより丸紅経済研究所作成

▽米国の対カナダ・メキシコ輸入額



▽USMCA見直しのシナリオ

	シナリオ	その後の流れ	可能性
合意あり	①ほぼ現状維持で合意	→現行USMCAを16年間延長（6年毎に見直し）	★★
	②米国により有利な条件で合意（原産地規則や対中政策の強化など）	→新たなUSMCAとして16年間延長（6年毎に見直し）	★★★
合意なし	③三カ国の利害が対立し、合意なしのまま現状維持	→現行USMCAの失効期限2036年まで毎年見直しを継続	★★
	④いずれかの国が6カ月前通告で協定から離脱表明	→現行USMCAの継続が困難となり形骸化	★

（出所）米国勢調査局などより丸紅経済研究所作成

関税交渉：シナリオと着地点

暫定的な関税の「着地点」として蓋然性が高まる「混合」シナリオ

▽関税の「着地点」を決める構造

米関税政策の目標

①経済問題の解決
貿易/国際収支不均衡の解消、公平な競争環境整備、国内製造業の保護など

②歳入増
減税延長を実現させるための財源確保が課題の中、歳入増への期待も大きい

③交渉レバレッジ
不法移民、違法薬物、安全保障など、経済とは直接関係のない問題の解決手段

それぞれの目的には様々な相反が存在
例：関税を交渉レバレッジとする場合は臨機応変な撤廃・減免が必要だが、
歳入増は長期的な関税維持を前提とする（②vs③）

↓

関税の「着地点」

①・②優先
長期化（アフター・トランプにおいても持続）

①～③
混合

③優先
回避or短期で終了

一定の関税を残しつつ、ディールで決着
→①～③いずれの目標も充足しきらないため、
将来に再び合意が流動化するリスクを残す。

↑

政策実施に対する制約要因
- 内的要因（米景気、支持率、財政問題、製造業の復活、法的粘着性）
- 外的要因（各国の報復措置、米国への融和、投資・事業などの米国離れ）

トランプ政権再考

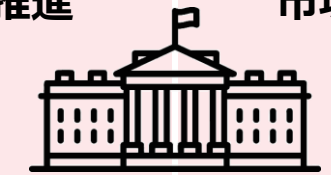
「機会主義者」的性格の強まりは、高い不確実性の長期化につながる

▽トランプ政権の相反するイメージ

＜教条主義者＞
「アメリカの復権」を掲げて教条的に政策を推進

- 高関税（「相互関税」政策の宣言）
- 孤立主義（ウクライナ不関与、消極的な中東関与）
- パウエルFRB議長解任論

※ディープステート論（エプスタイン文書公開要求）



＜機会主義者＞
市場の反応等に影響されて容易に政策方針を変更

- 金利上昇を受けた関税政策の延期・緩和
- 対口姿勢の流動性、イスラエル便乗のイラン攻撃
- 早期解任説の撤回

※MAGAがトランプ氏を定義するのではなく、トランプ氏がMAGAを定義する

▽導かれるリスクの性格

極端な政策による政治・経済・社会環境の大幅な変更

（pros）政策の予測可能性（＝不確実性の低下）、制度変更への対応コスト低下

（cons）米国を取り巻くビジネス環境の大幅な変更（極端な関税引き上げ）、孤立主義の徹底によるグローバルな「力の真空」問題と地政学の不安定化

不確実性の長期にわたる滞留・増大

（pros）柔軟な政策変更、市場の要請に配慮した現実的な政治合意の容認

（cons）暫定的な政府間合意、流動的な関税率、重点の変わる産業政策、同盟国・友好国への「安全の保証」の信頼低下

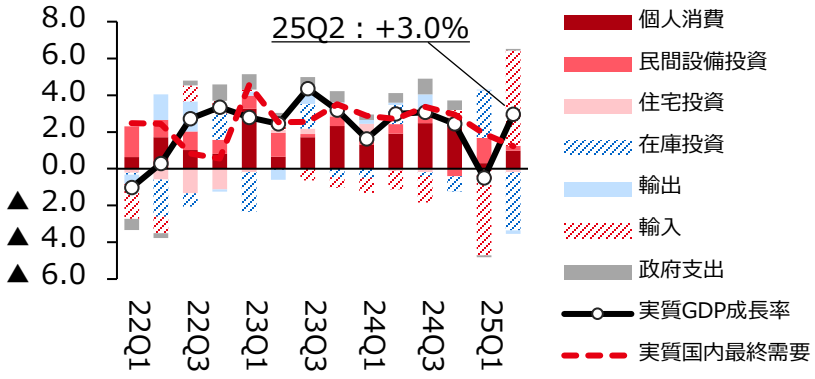
より強まる傾向

米国経済：2025年上期の振り返り

米景気は減速期に接近。労働市場の軟化が進むも急激な景気減速には至らず

▽実質GDP：輸入・在庫が一時的にかく乱も、基調的な「国内最終需要」が明確に減速

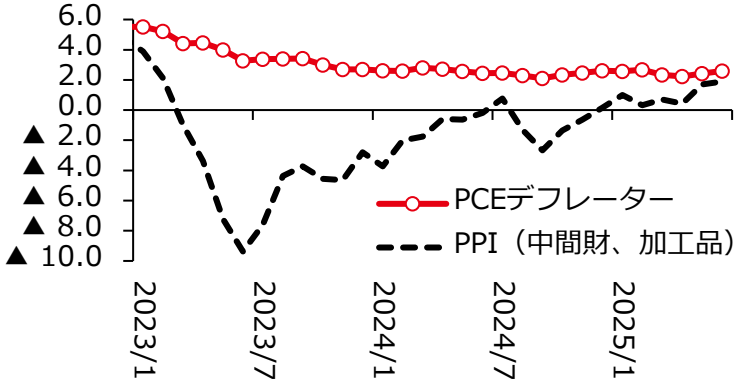
（前期比年率%、寄与度%ポイント）



（出所）米商務省

▽物価動向：中間財価格に関税の影響が強まる消費財への波及は半ば

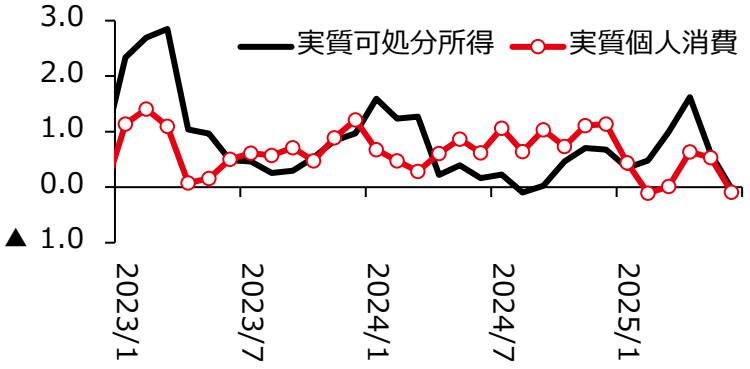
（前年比%）



（出所）米商務省

▽個人消費：緩やかに伸びが続くも、所得の下振れに伴い減速感が強まりつつある

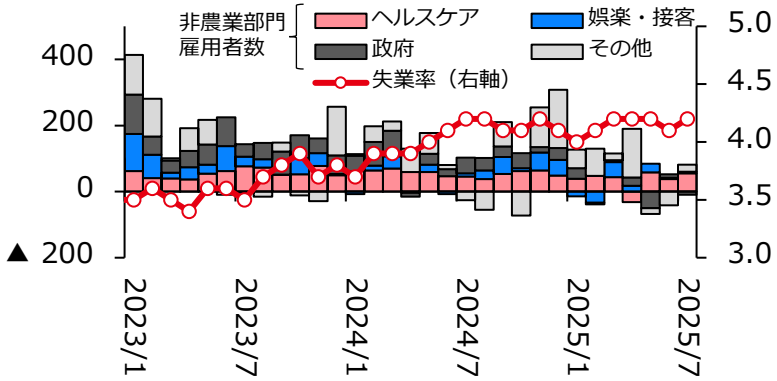
（3カ月変化率、%）



（出所）米商務省

▽労働市場：雇用者数の伸びが鈍化失業率に上昇の兆し

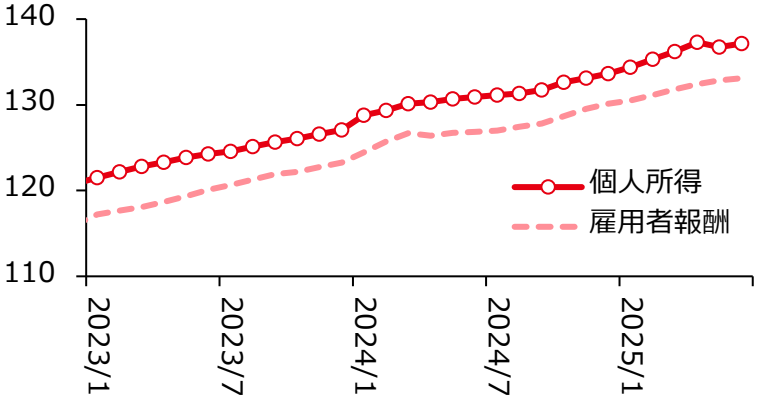
（前月差、千人）　（%）



（出所）米労働省

▽個人所得の動向：個人所得は頭打ちに最大の項目である雇用者報酬に伸び鈍化の兆し

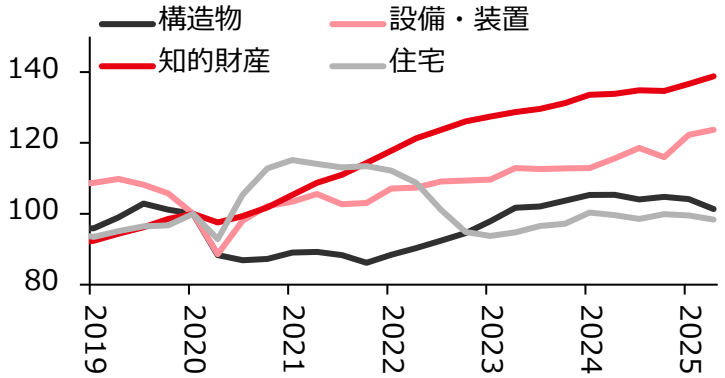
（名目値の指数、2020/1=100）



（出所）米商務省

▽民間部門の投資動向：デジタル関連投資がけん引も、その他の投資は頭打ちに

（実質値の指数、2020/1=100）



（出所）米商務省

米国経済：新トランプ税制の基幹法 「One Big Beautiful Bill（OBBB）」

短期的には一定の景気浮揚効果を発揮する一方、財政健全化は遠のく

▽主な内容

個人税制	■ 第1期トランプ政権時の個人向け減税（TCJA：2025年末失効予定）の強化および恒久化 ■ 児童扶養税額控除の恒久化、高齢者向け税額控除の一次拡大 ■ 州・地方税（SALT）税控除の拡大 ■ チップ課税、時間外手当、自動車ローンの課税廃止（2025～28課税年度、控除額上限あり）　など
法人税制	■ 国内での研究開発費の即時損金算入を恒久化 ■ 製造設備投資などの即時100%償却（期限あり） ■ パススルー事業体からの所得に対する税額控除を恒久化 ■ インフレ抑制法（IRA）に基づくEV、クリーンエネルギー等への税額控除プログラムの改廃（詳細は次ページ参照） ※ 下院案に盛り込まれていた、外国企業・投資家をターゲットとした報復税制（Section899）は、G7諸国が米国企業をグローバル・ミニマム課税の対象外とすることに合意したことを受け、削除された。
その他	■ 国際税制：米国外軽課税無形資産所得（GILTI）、税源浸食濫用防止税（BEAT)の税率引き上げ　など ■ 連邦政府の債務上限を5兆ドル引き上げ

▽連邦財政・経済成長に対する効果予測

	財政収支（2025-34年合計、兆ドル）			実質GDP成長率（%ポイント）		
	基礎的財政収支	利払い	合計	2028	2034	2054
Tax Foundation	▲3.0	▲0.7	▲3.8	+1.51	+1.25	+1.21
Tax Policy Center	▲3.1	▲1.1	▲4.2	+0.34	+0.51	+0.60
ペンシルバニア大学	▲3.6	－	－	－	▲0.30	▲4.60
イェール予算研究所	▲3.1	▲1.7	▲4.8	+0.51	▲0.21	▲3.31

（注）未表示分は公表無し。
（出所）各予測機関公表資料より丸紅経済研究所作成

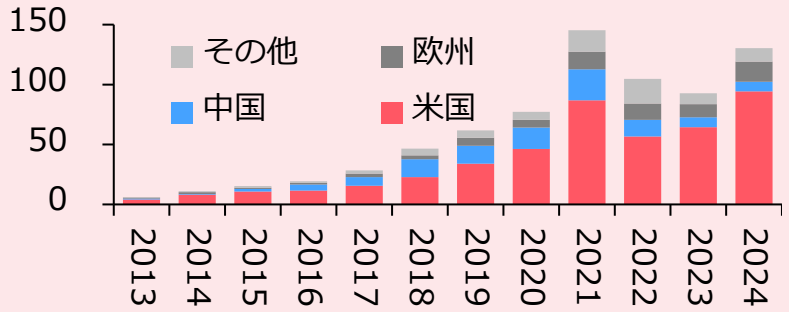
米国経済：AI投資の経済的インパクト

短期的には旺盛な設備投資が米経済を下支えする一方、中長期では長期投資の不確実性が伴う

▽現状 → ▽短期 → ▽中長期

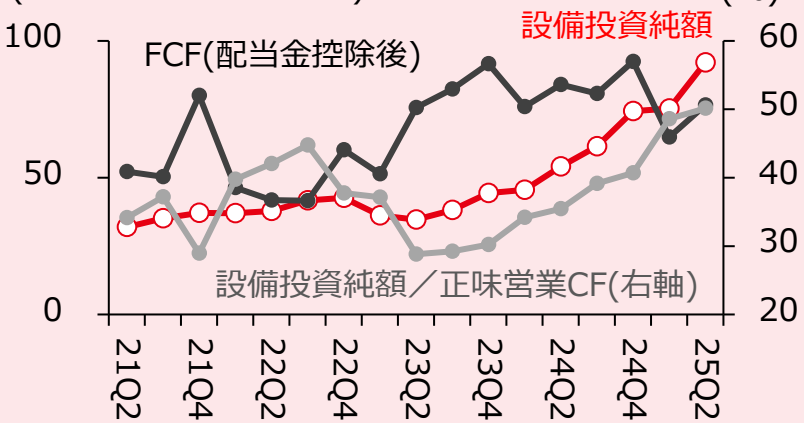
▽民間AI投資：米国が7割超を占める

(10億ドル、実質ベース)



▽米テックの設備投資（CAPEX）
CAPEXの絶対額増加と並行してCF比も上昇

(10億ドル、名目ベース)　(%)



※GAFAM+NVIDIAの６社合計（連結財務諸表準拠のため米国外の会計も含む）

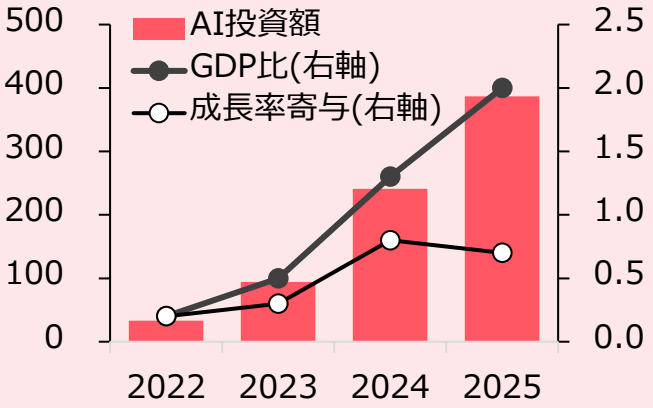
（出所）Our World in Data, LSEG、Exante Data

AI投資の堅調な伸びが短期のマクロ経済動向にもプラスの影響

●米国のAI投資は25年にGDP比2%に上昇する見込み（GDPを0.7%pt押し上げ）。他産業が弱含む中で設備投資をけん引。

▽米AI投資とGDPへの影響

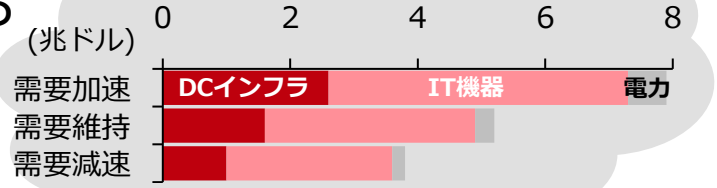
(10億ドル)　(%)



※Exante Data社推計（含むデータセンター投資）

長期投資の不確実性 →

▽AI向けデータセンター（DC）関連投資予測（全世界、2025~30年、シナリオ別）



（出所）マッキンゼー&カンパニー(25年4月)

<AI関連投資を巡る様々なリスク>

- **技術革新**
  AI関連技術の順調な開発には不確実性が伴う一方、新技術により既存技術が陳腐化する可能性も
- **過剰投資**
  計算需要・電力需要見通しが不透明な中でのDC・電力インフラの急増による設備過剰
- **生産性**
  実ビジネスにおける活用・実装の停滞による生産性向上への過剰な期待の後退
- **労働市場**
  AI導入による労働力代替、雇用・所得格差の拡大や中間層の空洞化

<当面の米国AI関連投資を左右する各種要因>

- (+) 米「AI行動計画」(7/23発表)：AI投資支援やAIに関する規制緩和を進める方針
- (+) OBBBの研究投資促進：研究開発費の即時損金算入の恒久化等
- (−) 半導体232条関税措置：テック企業のコスト上昇

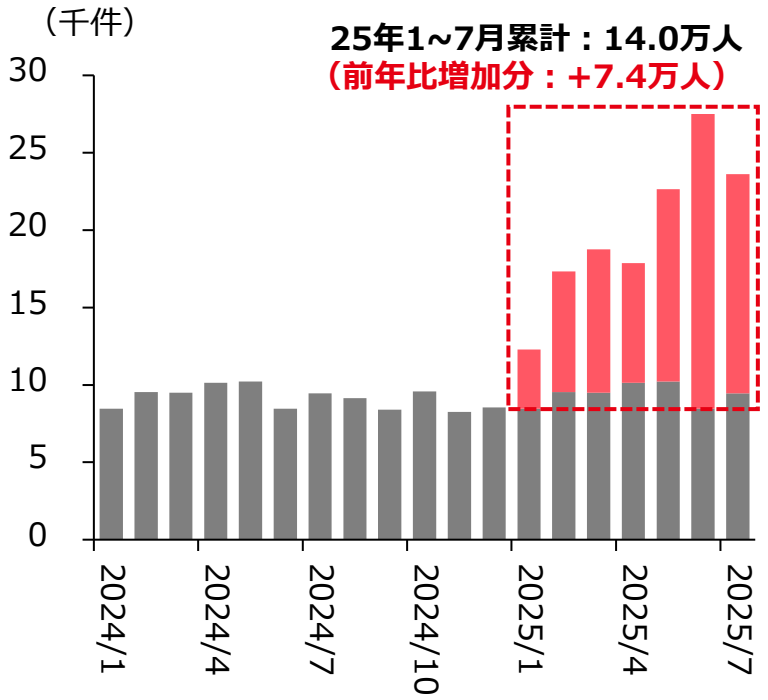
米国経済：トランプ2.0と労働市場リスク

不法移民規制・政府職員削減措置は労働市場を需給両面から不安定化させる懸念

トランプ政権の進める不法移民規制や政府職員削減措置は、米国の労働市場を需給両面から不安定化させる懸念がある：

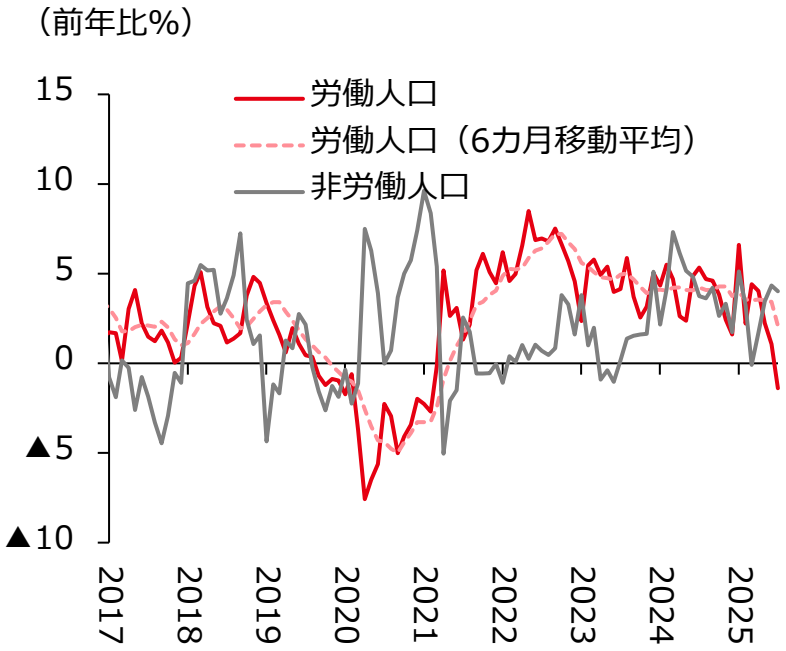
- **不法移民取締まり**：25年1～7月の不法移民逮捕件数は14.0万人と前年同期比で7.4万人増加するなど、取締まりが厳格化している。
- **移民の就業委縮の気配も**：米労働省の家計調査（不法移民も調査対象に含む）によれば、７月の外国生まれ労働人口は４年超ぶりに前年割れ。不法移民取締まり強化への警戒感から就業を控える動きが移民労働人口の変調につながっている可能性がある。
- **政府職員削減措置**：就業者数全体の増勢が続く一方で連邦政府職員は25年7月が293.8万人と、前年同月から7.7万人減少。

▽不法移民逮捕件数：前年比で大幅増



（出所）Deportation Data Project

▽外国生まれの労働・非労働人口



（出所）米労働省Current Population Survey（CPS、CEICより取得）

▽政府職員削減：連邦政府職員が顕著に減少

(千人)	25年7月	24年7月	前年差
非農業就業者	159,227	157,771	+1,456
民間	136,877	135,580	+1,297
政府	22,350	22,191	+159
連邦	2,938	3,015	▲77
州	5,176	5,102	+74
地方	14,236	14,074	+162

（出所）米労働省（CEICより取得）

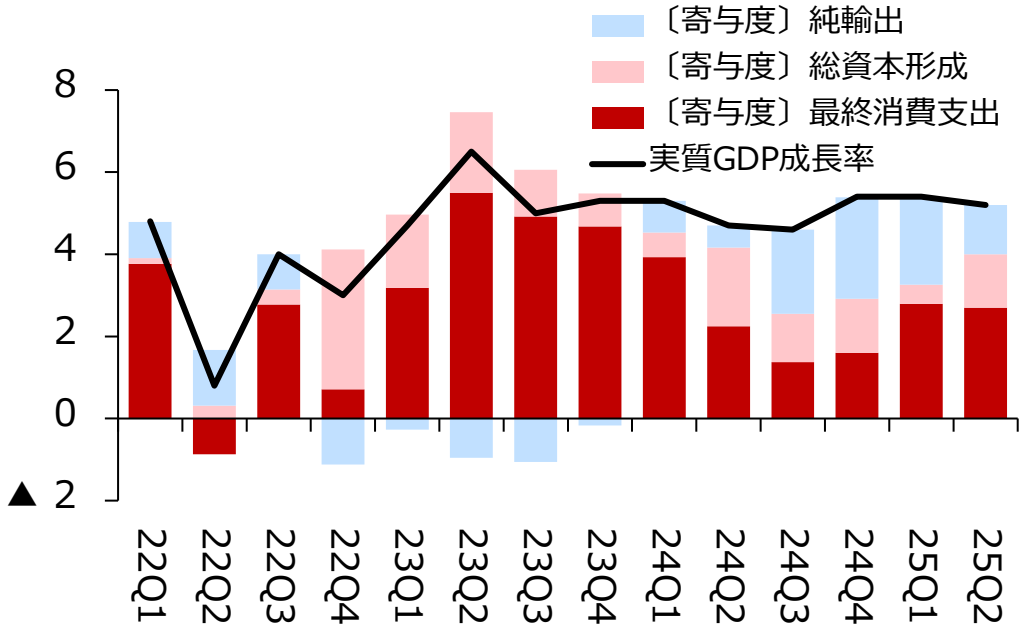
中国経済：概観

住宅不況やトランプ関税が重しとなり減速懸念が根強い

- **現状**：2025年4～6月期の実質GDP成長率は前年比+5.2%とやや鈍化した。最終消費支出が+2.7%ポイントと伸び悩んだほか、純輸出は同+1.2%ポイントと米国向けが重しとなった。総資本形成は同+1.3%ポイントと設備更新推奨策などを受け成長率への寄与が拡大。
- **展望**：個人消費は力強さを欠きながらも総じて安定して推移する見込み。一方、固定資産投資は長引く住宅投資の減少や過剰設備問題で圧迫されると予想。また米国の対中関税は5月の引き下げ後もなお高率であり、対米輸出の減少が引き続き経済の下押し要因に。このような状況下で、2025年通年の成長率は前年比+4%半ばに低下すると予想される。

▽実質GDP成長率（需要項目別）

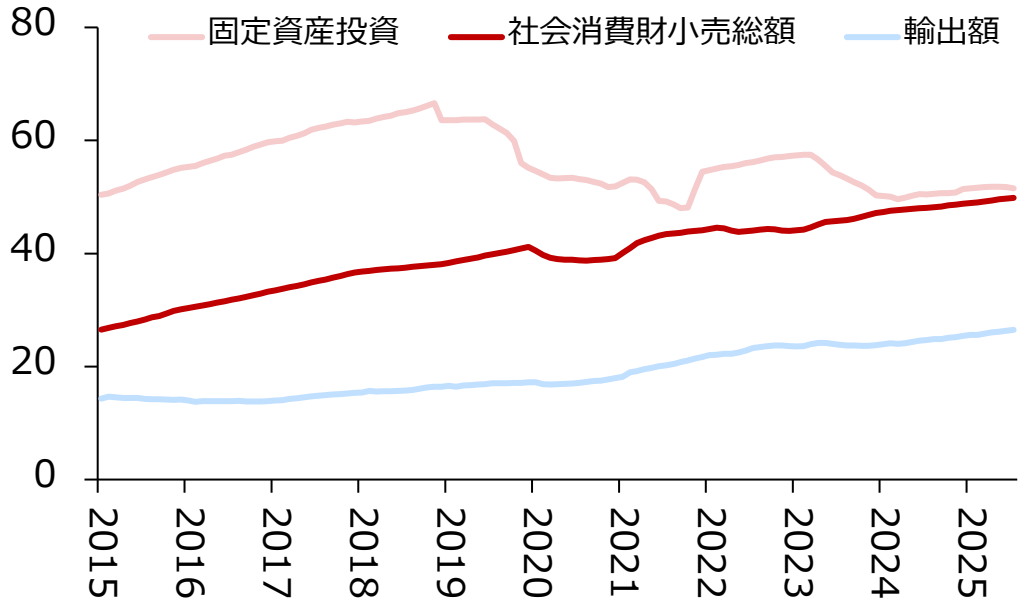
（前年比%、寄与度%ポイント）



（出所）中国国家統計局　直近：2025年4～6月期

▽主要経済指標（金額ベース）

（12カ月後方移動合計値、兆元）



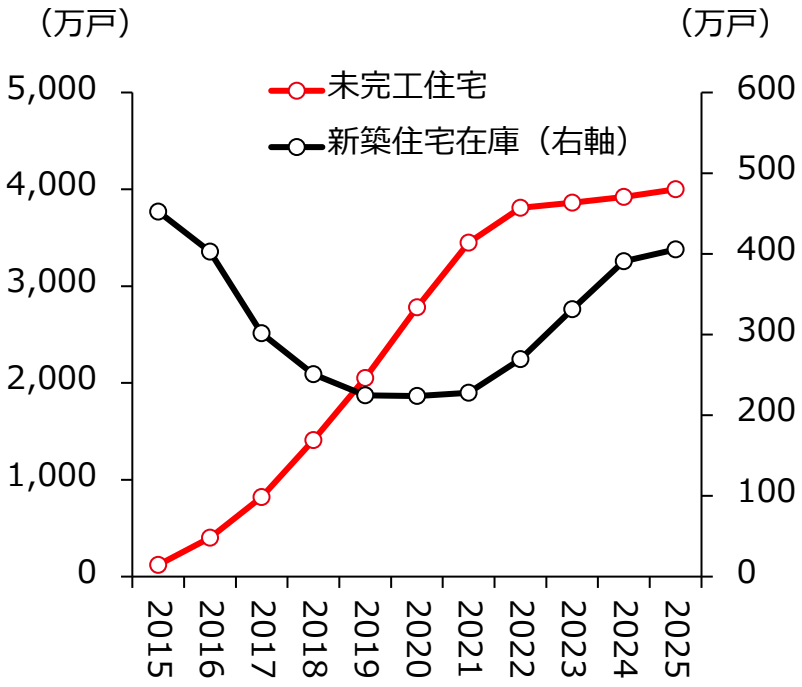
（注）人民元建て、名目ベース
（出所）中国国家統計局、海関総署、WIND　直近：2025年7月

中国経済：注目点

ダウンサイド圧力の上昇と政策バッファーの狭まり

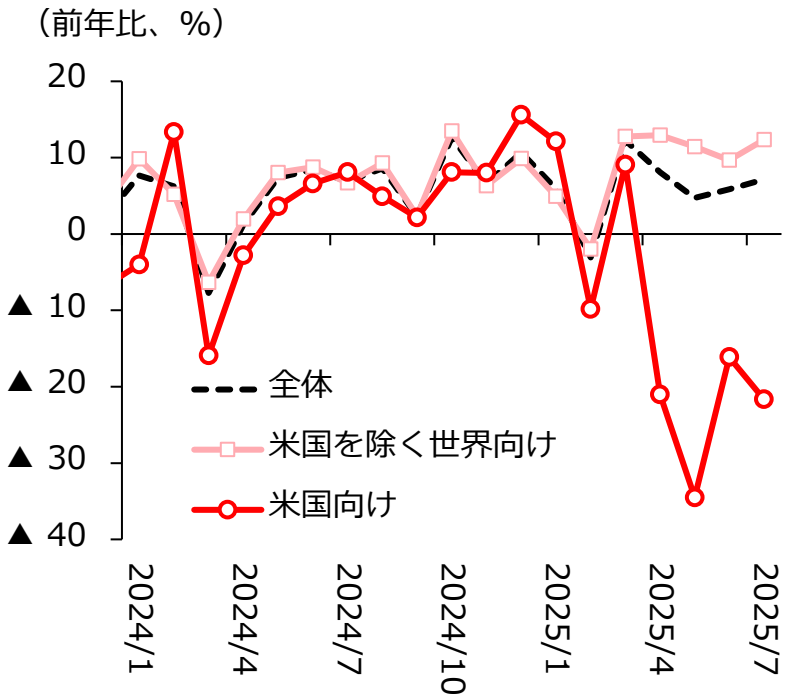
- **住宅**：新規着工と販売面積は各々コロナ禍前の3割と5割強に大幅減。未完工と在庫の両方が大きく積み上がり不況の出口は見えない。
- **関税**：高率な対中関税が足かせとなり、中国の対米輸出額は大幅減が継続。米中交渉は膠着状態にあり着地点が依然見えない。
- **政策**：中国指導部は7月末に下期の運営方針を決定。逆風が強まる輸出への支援は強調されたが、定番化していた住宅市場支援策には言及せず。これまでの経済対策の副作用もあり、政府債務（GDP比）が過去10年で倍増する中、新たな政策発動余地が狭まっている。

▽住宅在庫と未完工住宅



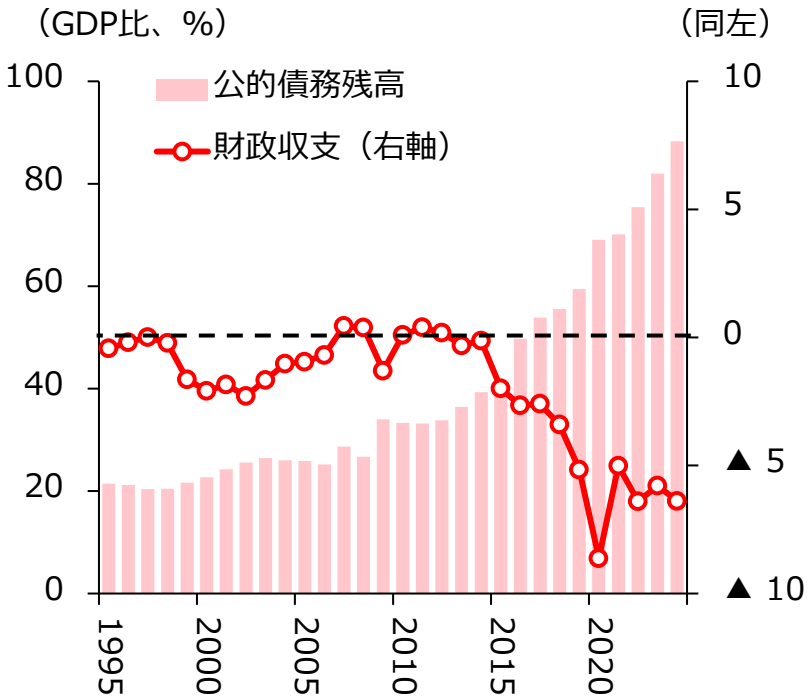
（出所）中国国家統計局　2025年：7月末時点

▽輸出額（米ドル建て）



（出所）中国海関総署、WIND　直近：2025年7月

▽財政収支・公的債務残高

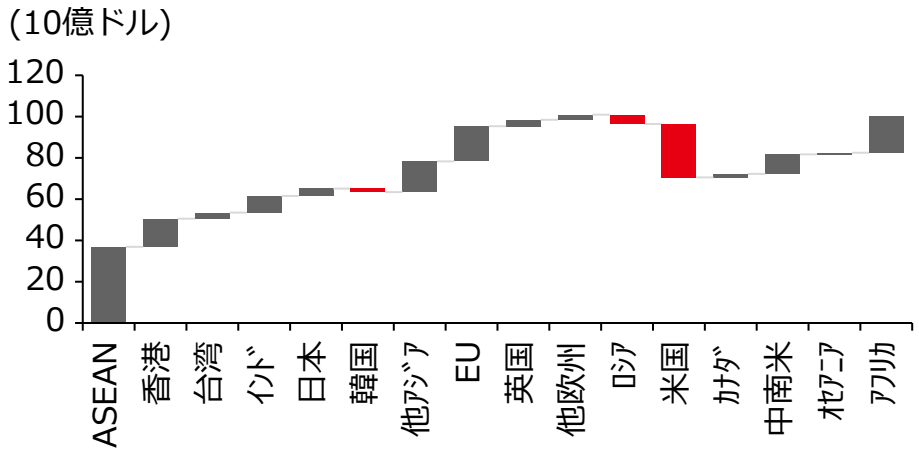


（出所）IMF

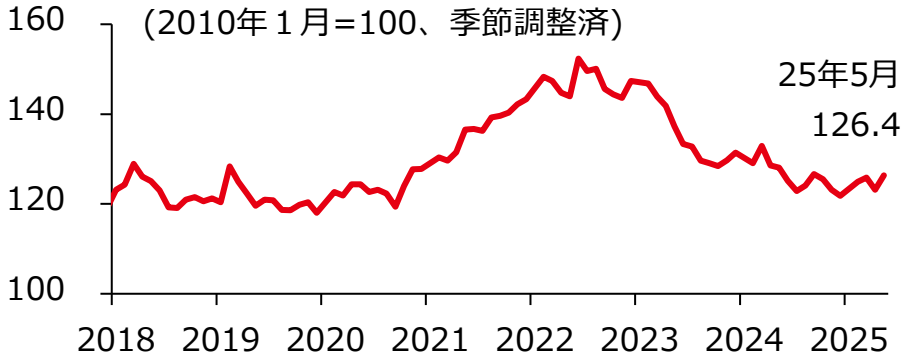
米国外の動き：中国の「デフレ輸出」は起きているのか？①

個別セクターでの価格引き下げにより輸出先で値下げ競争が激化。貿易摩擦が深刻化する可能性も。

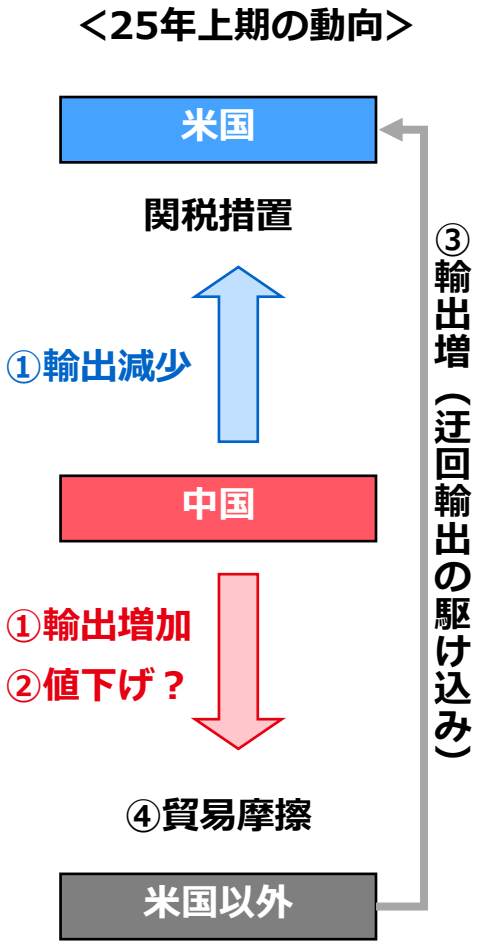
①中国輸出（25年上期、前年同期差）：米国が顕著に減少



②中国の輸出価格指数：輸出財全体では横ばい



全体では大きな変化がない一方、個別品目では値下げが激化：
鉄鋼、太陽光パネル、自動車、合成樹脂、アパレル等

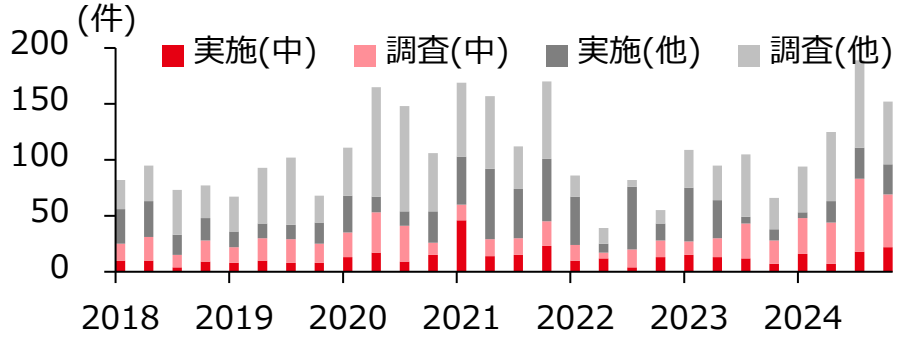


③各国の貿易：一部の国で駆け込み輸出を上回る中国製品が流入

(10億ドル)	(1)	(2)		(1)	(2)
世界	+70.0	+200.2	韓国	▲1.4	▲2.9
ベトナム	+12.4	+20.8	日本	+2.6	+1.4
タイ	+6.5	+6.8	台湾	+2.8	+24.3
インドネシア	+4.2	+3.0	豪州	▲0.5	+9.4
マレーシア	+2.0	+4.9	ブラジル	▲0.9	+1.4
フィリピン	+1.3	+1.2	チリ	+2.1	+2.3
カンボジア	+1.4	+0.7	メキシコ	▲0.3	+12.6
ラオス	+0.1	+0.8	カナダ	+1.7	▲2.9
インド	+7.0	+9.7	トルコ	+0.3	▲0.1
バングラデシュ	▲0.8	+0.7	南アフリカ	+0.2	+3.6

※25年1~5月の前年同月差について、(1)中国からの輸入額、(2)米国への輸出額を記載。ハイライトは中国からの輸入＞米国への輸出。

④（WTO）アンチダンピング（AD）調査・実施件数：中国との経済摩擦が拡大



●Temu、SHEIN等の中国格安ECサイト規制(ベトナム、インドネシア等)、●鉄鋼製品へのアンチダンピング措置

（出所）WTO、ITC、中国海関総署（CEICより取得）

米国外の動き：中国の「デフレ輸出」は起きているのか？②

25年上期に中国は米国以外への輸出を大幅に拡大。特に家電・電気機器等の輸出先変更が顕著

▽25年上期の中国輸出（ハイライトは前年比で10%以上の変化があった輸出先）

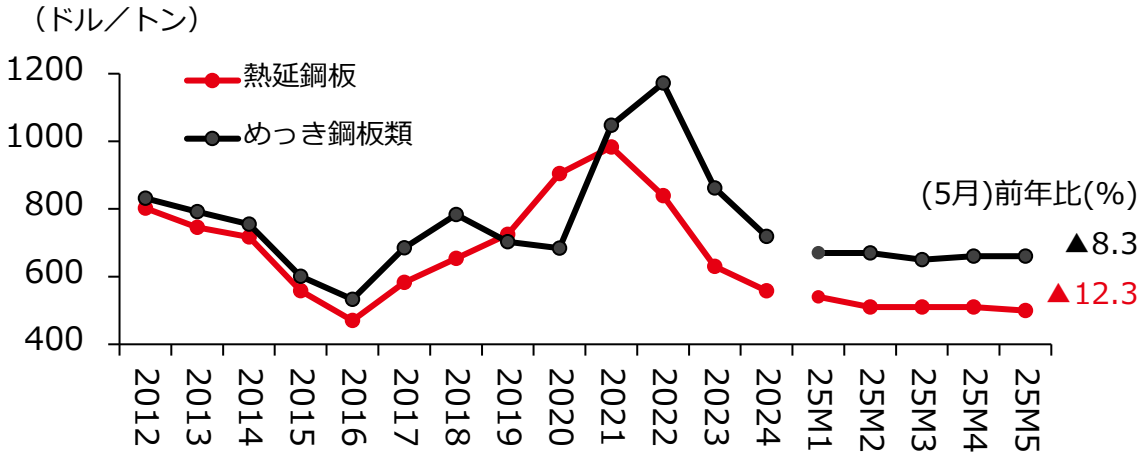
(百万ドル)			25H1	24H1	25H1-24H1	前年比(%)	増減の大きい品目(カッコ内増減額)	
合計			**1,810,879**	**1,710,352**	**+100,527**	**+5.9**		
アジア			913,559	835,308	+78,251	+9.4		
	ASEAN		323,137	286,192	+36,944	+12.9		
		ベトナム	93,341	78,195	+15,146	+19.4		
		タイ	50,623	41,483	+9,139	+22.0	家電等(6,568)	電気機器(4,656)
		インドネシア	40,603	35,281	+5,322	+15.1	家電等(1,713)	輸送機械(1,627)
		マレーシア	51,803	48,573	+3,230	+6.7	家電等(2,316)	電気機器(1,444)
		フィリピン	28,092	26,265	+1,827	+7.0	家電等(1,300)	電気機器(1,155)
		シンガポール	41,310	40,877	+434	+1.1	輸送機械(999)	鉱物燃料(▲1,228)
	香港		150,842	137,270	+13,572	+9.9	真珠・貴金属(9,289)	電気機器(5,481)
	インド		65,294	57,302	+7,992	+13.9		
	日本		77,761	74,161	+3,600	+4.9	電気機器(1,246)	ボイラー等(1,708)
	台湾		39,080	36,065	+3,015	+8.4	電気機器(2,282)	ボイラー等(1,072)
	バングラデシュ		10,986	11,856	▲869	▲7.3		
	韓国		71,102	72,864	▲1,761	▲2.4	化学品(▲1,708)	卑金属(▲1,307)
	サウジアラビア		26,986	23,835	+3,150	+13.2		
オセアニア			42,624	41,978	+646	+1.5		
欧州			370,253	352,126	+18,127	+5.1		
	EU		267,537	250,376	+17,161	+6.9	家電等(4,369)	ボイラー等(3,149)
	英国		40,365	37,267	+3,098	+8.3	家電等(1,032)	
	ロシア		47,197	51,722	▲4,524	▲8.7		
北米			239,996	264,149	▲24,153	▲9.1		
	米国		215,632	241,491	▲25,859	▲10.7	家電等(▲12,798)	電気機器(▲7,045)
	カナダ		24,224	22,515	+1,709	+7.6		
中南米	※メキシコ含む		141,327	131,783	+9,543	+7.2		
アフリカ			103,049	85,007	+18,042	+21.2		

（出所）中国海関総署（CEICより取得）

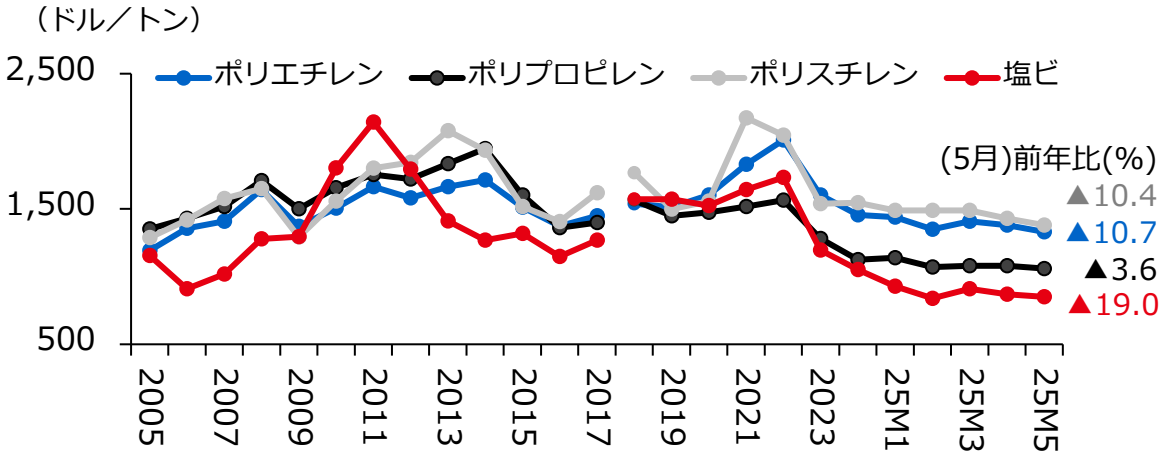
米国外の動き：中国の「デフレ輸出」は起きているのか？③

個別品目（鋼板、合成樹脂）では顕著な価格低下が続く

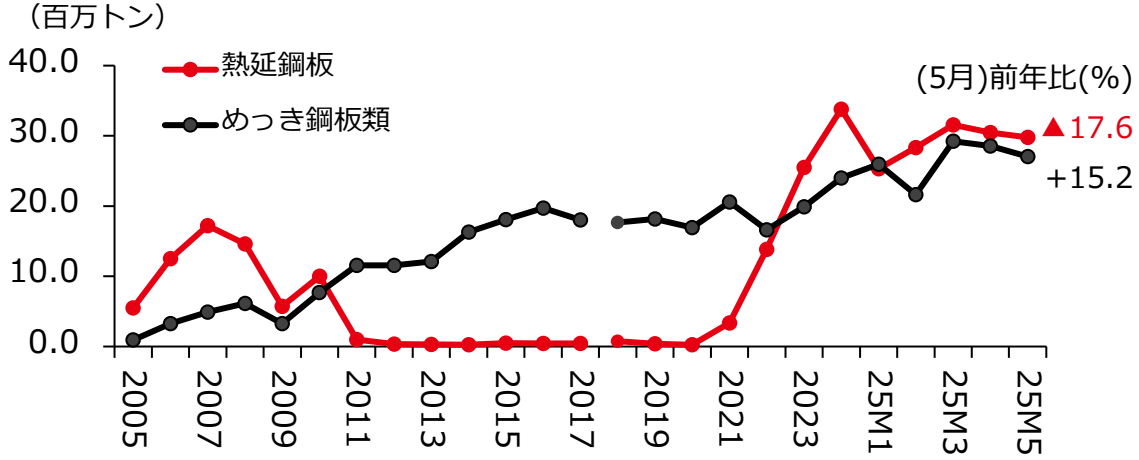
▽輸出単価（鋼板、中国）



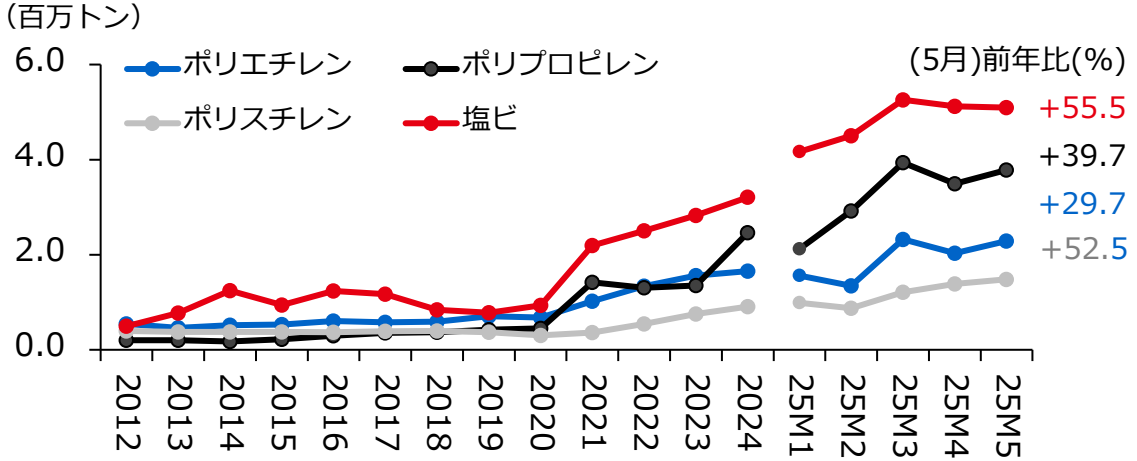
▽輸出単価（合成樹脂、中国）



▽輸出動向（鋼板、中国）



▽輸出動向（合成樹脂、中国）



（注）熱延鋼板（HS7208）、金属皮膜鋼板（7210）を参照。
（出所）ITC　※月次は年率換算

（注）塩ビ（3904）、ポリプロピレン（3902）、ポリエチレン（3901）、ポリスチレン（3903）を参照。
（出所）ITC　※月次は年率換算

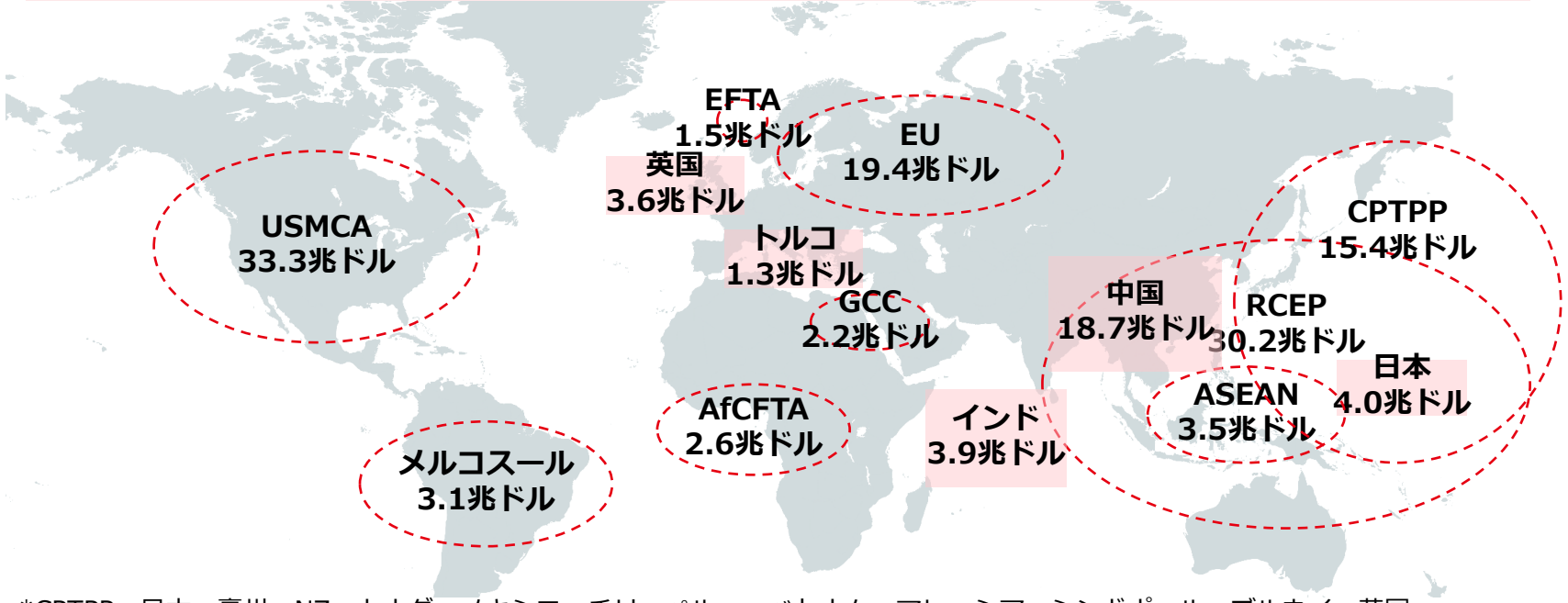
米国外の動き：FTA/EPAの拡大

米国の関税政策は「逆説のグローバリゼーション」を加速させるか

▽FTA/EPA拡大の動き

合意済	EFTA／タイ	25/1署名
合意済	UAE／マレーシア	25/1署名
合意済	英国／インド	25/7署名
合意済	EFTA／マレーシア	25/6署名
合意済	EU／インドネシア	25/7合意
合意済	EFTA／メルコスール	25/7合意
交渉中	EU／タイ	25年中の妥結目指す。
交渉中	EU／マレーシア	25/1交渉再開。25年中の妥結目指す。
交渉中	EU／フィリピン	24/10交渉再開。
交渉中	EU／インド	25年中の妥結目指す。
交渉中	EU／豪州	25/4交渉再開。
交渉中	EU／UAE	25/4交渉開始。
交渉中	NZ／インド	25/3交渉開始。
交渉中	GCC／マレーシア	25/5交渉開始。1年以内の妥結目指す。
交渉中	メルコスール／ベトナム	越・ブラジル首脳が25年中の妥結目標で一致。
交渉中	カナダ／ASEAN	25年中の実質合意を目指す。

- **トランプ米政権の関税政策**による対米貿易の不安定化・コスト増は、**インド**（製造業輸出）、**ASEAN**（輸出先多角化）、**GCC諸国**（非石油経済の成長）などが成長戦略として進める輸出市場開拓の動きを加速させる側面もある（＝**逆説のグローバリゼーション**）。
- 但し、インドでは**国内市場開放への慎重論**が根強く、新興国は**EUの求める環境基準への対応**も課題。日本は**CPTPP**、**RCEP***といった多国間枠組みの拡大を図るが、中国を加盟国に含むRCEPには各国の警戒も強い。



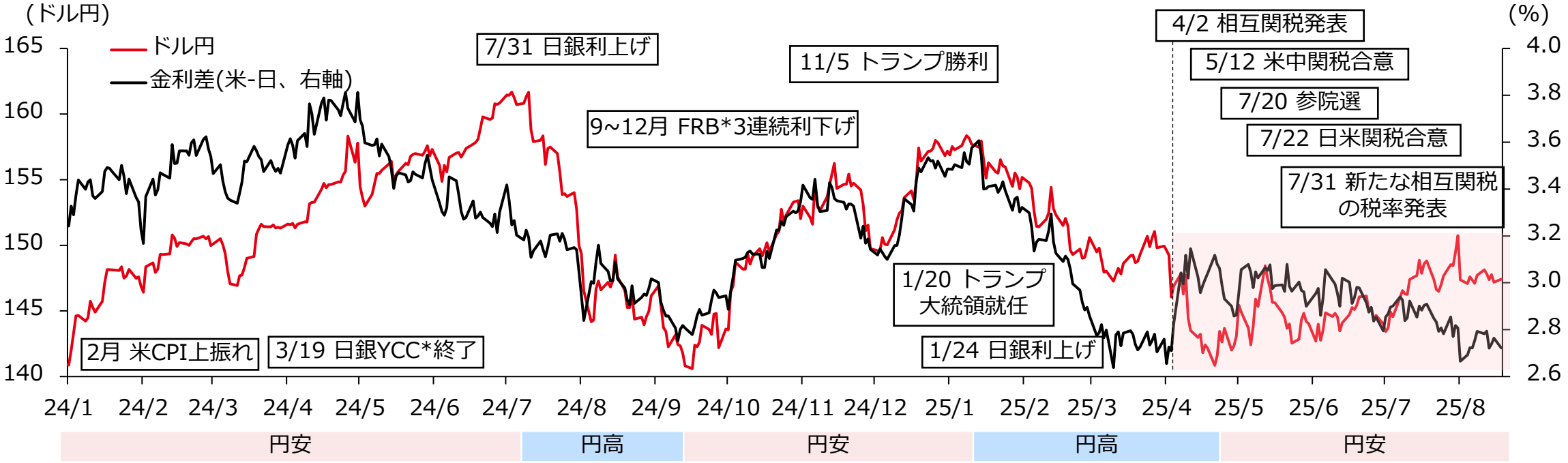
*CPTPP：日本、豪州、NZ、カナダ、メキシコ、チリ、ペルー、ベトナム、マレーシア、シンガポール、ブルネイ、英国
RCEP：日本、豪州、NZ、中国、韓国、ASEAN
※数字は名目GDP（2024年、ドルベース）

*EFTA（欧州自由貿易連合）、GCC（湾岸協力理事会）、CPTPP（環太平洋パートナーシップに関する包括的及び先進的な協定）、RCEP（地域的な包括的経済連携協定）
（出所）IMF、各種報道より丸紅経済研究所作成

為替市場（ドル円）：振り返り

2025年上期は関税リスクなどを抱えながらも前年と比べると小幅のレンジ内で推移

▽ドル円相場と日米金利差（10年債利回り）



*YCC（イールドカーブコントロール）、FRB（米連邦準備制度理事会）

2024年（140~160円のレンジで上下）：日銀の金融引き締め（YCC終了、利上げ）、FRBの利下げ、11月の米大統領選（トランプ勝利）などを受けて1ドル＝140～160円のレンジで上下。
2025年1~3月（円高基調）：日銀は1月に追加利上げを実施。日米金利差が縮小する中で円高ドル安が進む。トランプ大統領の関税政策を巡る観測で相場は不安定化。
4月（トリプル安）：2日の「相互関税」政策発表を受けて米市場はトリプル安（日米金利差が拡大する中でのドル安）。米ドルに対するリスク回避の動きが拡大。
5月～（円安が進行）：米ドルへの売り圧力が続く中でも、ドル円相場は日本の超長期債市場の動揺や参院選の政治不安、日銀の利上げ観測後退などが相まって円安が進行。

▽ドル指数・米利回りの乖離

（出所）LSEG

為替市場（ドル円）：展望

関税交渉を巡る相場の変動は一旦収束。先行きはレンジ相場を基調としつつもリスク要因は多い

<メインシナリオ>
関税交渉を巡る相場の変動は一旦収束
先行きはレンジ相場を基調としつつもリスク要因は多い

▽見通しの前提となる日米経済の方向感

項目	米国	日本
景気	減速	減速
物価	インフレ （関税効果）	インフレ （食料価格高騰）
金融政策	慎重に緩和 （年内２回利下げ）	慎重に引き締め （年度内１回利上げ）
財政	赤字幅拡大 （OBBB ＞ 関税収入）	黒字化目標は後ろずれ （骨太の方針2025）

相場の注目点：日米における「財政支配（Fiscal Dominance）」

- トランプ2.0の下でドルの安定を前提とした相場観に変調
- 日本では長期金融緩和の下で財政規律が緩み、利上げに伴う金利負担が増加
  →日米で財政懸念が金融政策や市場に与える影響が拡大（＝**財政支配**）。金利差に加え、財政リスクも意識され、金利上昇が通貨高に繋がらない展開も

▽リスク要因の整理と評価

【円高】リスクオフ：世界各国・地域で株価が高値圏で推移しており、世界的にリスクオンの傾向が強まっている。一方、先行きにおいて市場の楽観シナリオが大幅に修正されれば、リスクオフの円買いが強まる可能性も。

【円高】米景気悪化： 7月の雇用統計では労働市場に変調の兆し。この先、失業率の想定外の上昇など米景気の減速が鮮明になった場合には、連邦準備制度理事会（FRB）による利下げ期待が高まり、円高圧力が強まる。

【円高】米インフレ急進：FRBが緩和方針を転換せざるを得ないほどに関税コストの転嫁によってインフレが急伸する場合、米金利が高止まりする中でも金利選好よりもリスク回避が優先され、円高圧力が強まる。

【円高】米財政悪化：米国の財政懸念が高まり、制御できない金利上昇が生じれば、ドル売り圧力に。

【円安】日景気悪化：日本銀行は利上げ方針を維持するものの、米関税が経済に与える影響の不確実性が大きい下で、利上げに踏み切れなければ、円安圧力が強まる。

【円高】日インフレ急進：日本の足元の物価高を背景に、期待インフレ率が一段と高まり、急速な利上げを余儀なくされれば円高圧力が強まる。

【円安】日財政悪化：超長期債の売買高に占める海外投資家の割合が上昇。国債の安定消化に対する懸念が高まれば円売り圧力に。

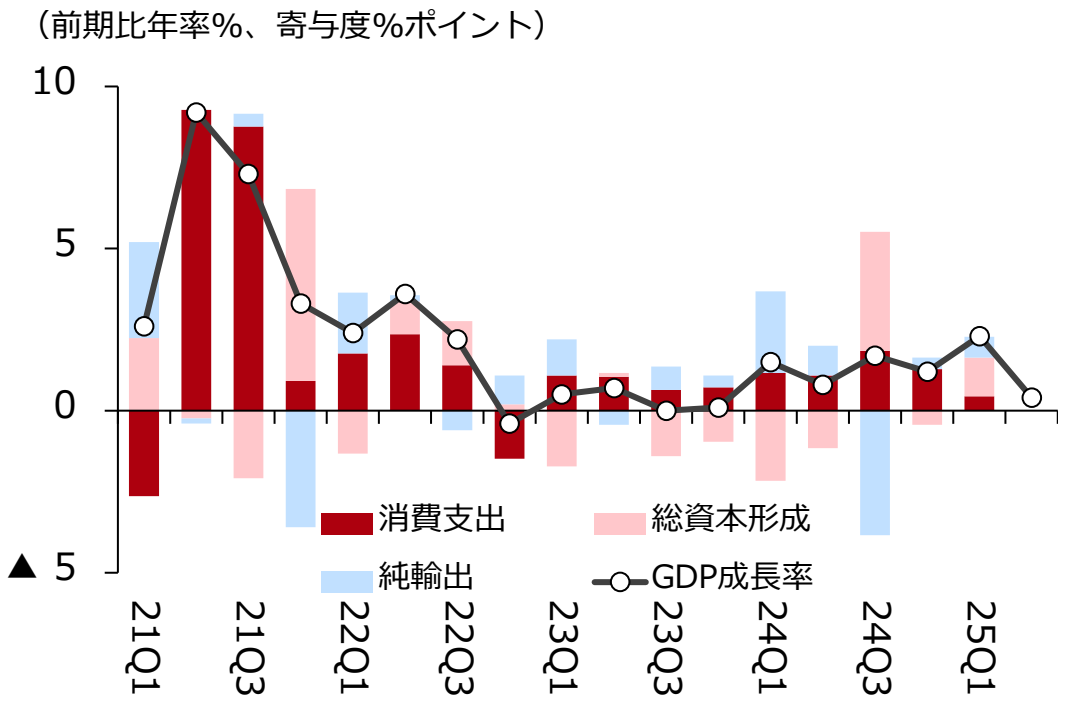
参考資料

主要国・地域経済：ユーロ圏

トランプ関税・米政策不確実性・反動減で25年Q2の成長は減速、伊・仏の高政府債務残高も不安材料

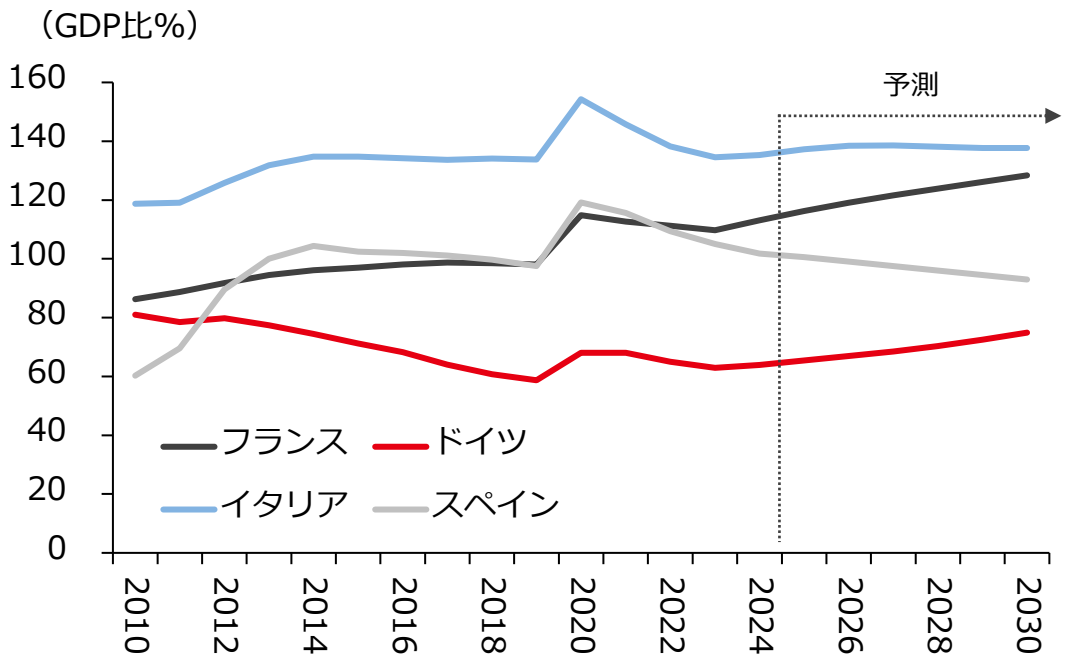
- **現状**：2025年4～6月期の実質GDP成長率はトランプ関税・米政策不確実性・反動減で前期比年率+0.4%に減速。欧州債務危機は南欧の周縁国が震源だったが、今回は独・伊など製造業大国が震源で問題はより根深い。下支えはインフレ率低下と金融緩和。財政拡大期待や米政策不確実性による約4年ぶりのユーロ高も輸出を抑制。加えてウクライナ危機によるGDP水準・成長率の低下は未だ残存。
- **展望**：利下げ・ドイツの財政規律緩和・EU国防支出拡大が景気を下支えする一方、トランプ関税と未だ残る米政策の不確実性が下押し。2025年1～3月期の政府総債務残高は伊（GDP比137.9%）・仏（同114.1%）とも高水準で財政出動計画の実効性に不安も。

▽実質GDP成長率（需要項目別）



（出所）EUROSTAT

▽ユーロ圏主要国の政府総債務残高



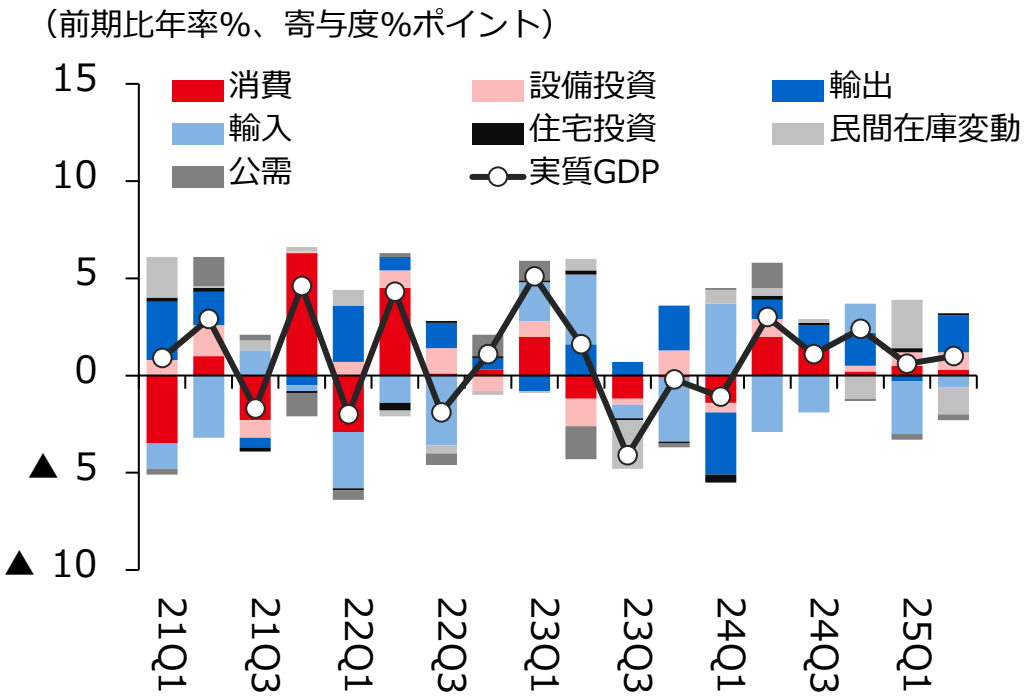
（注）国防費・関連投資目標（GDP比5%）を決めた6月NATO首脳会議前の予測
（出所）IMF “World Economic Outlook April, 2025”

主要国・地域経済：日本

米関税を巡る不確実性や企業収益の悪化が下押し圧力となるも、人手不足対応への投資などは着々と進展

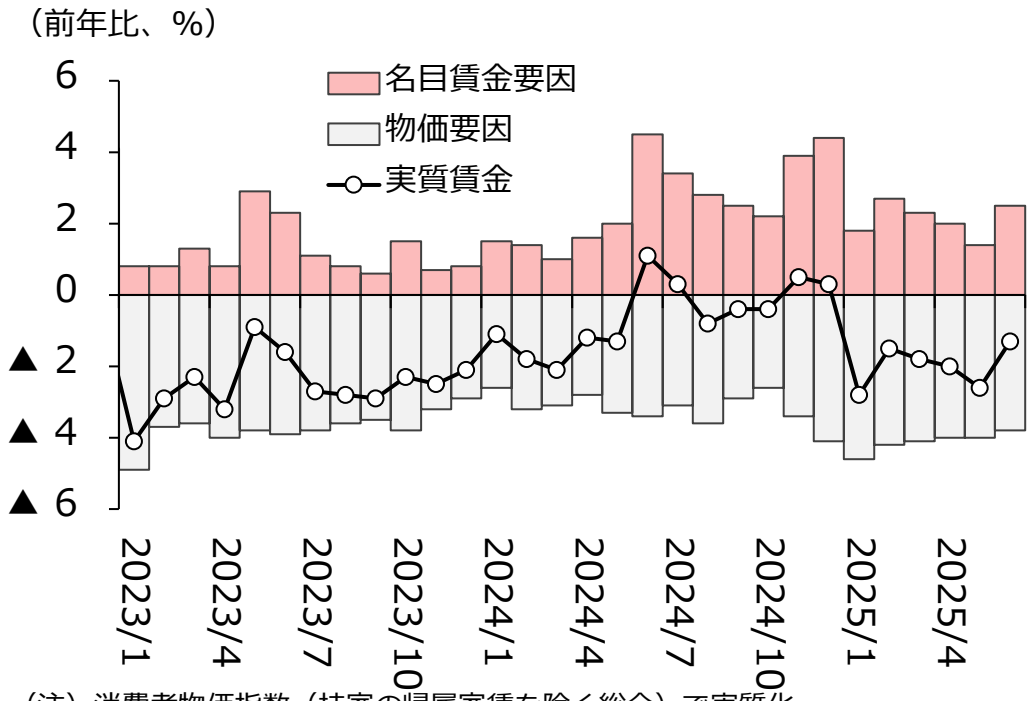
- **現状**：2025年4～6月期の実質GDP成長率は前期比年率＋1.0%と底堅く推移。実質賃金の伸び悩みを背景に個人消費は力強さを欠いたものの、設備投資は堅調に推移したほか、輸出も日本企業が一部関税コストを負担しているとみられる中で実質ベースでは底堅く推移。
- **展望**：米関税を巡る不確実性の継続や、輸出関連企業を中心とした収益の悪化を受けて、設備投資は、生産能力増強のための投資が抑制されるとみられるものの、人手不足を受けた省力化投資などは続くとみられる。個人消費は、物価高を背景に実質賃金の伸び悩みが当面続くとみられることから、勢いに欠く見込み。物価高が続く中、関税が経済に与える影響を見極めながら日銀は年度内に利上げか。

▽実質GDP成長率



（出所）内閣府より丸紅経済研究所作成

▽賃金



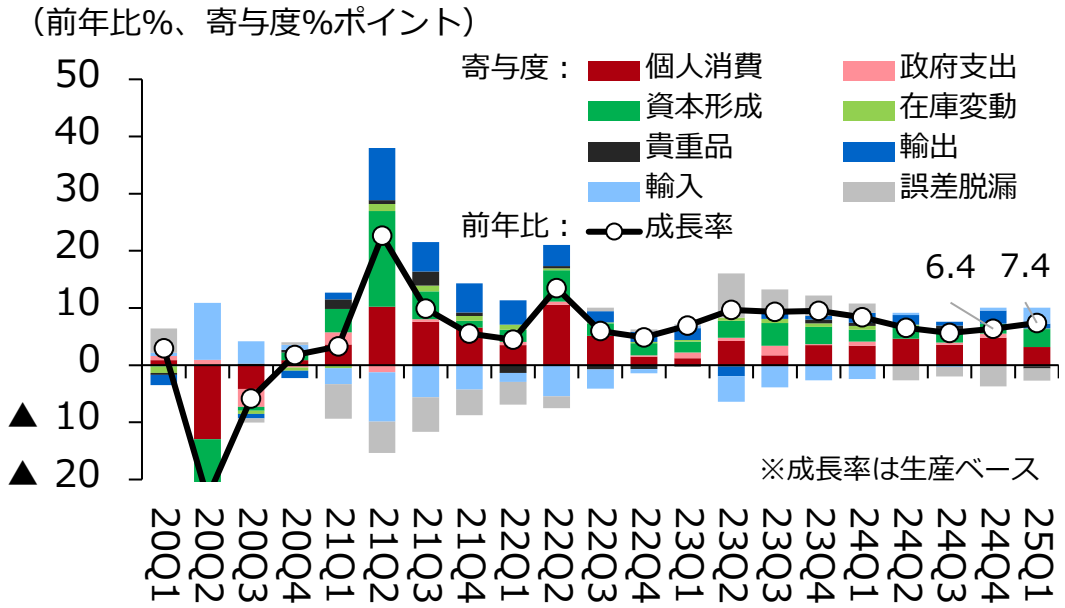
（注）消費者物価指数（持家の帰属家賃を除く総合）で実質化。
（出所）厚生労働省より丸紅経済研究所作成

主要国・地域経済：インド

米国の関税措置が外需の重し。個人消費、設備投資は堅調に推移

- **現状**：2025年1～3月期の実質GDPは前年比+7.4%（前期同+6.4%）と2四半期連続で加速。農業生産の持ち直しに加えてサービス業、建設業が堅調に拡大した。4月以降は米関税措置を巡り対米向けの駆け込み輸出が拡大し、6月までは前年比で2割超の伸びが続いた。
- **展望**：2025年下期以降はインフレ緩和や2月以降の連続利下げ、25年度予算案における所得税減税などが押し上げ材料となる一方、米国の関税措置が外需の重しとなる。相互関税とロシアへの「二次関税」による追加関税は計50%と非常に高い他、インドの主力輸出品である医薬品にも関税措置が見込まれる。内需が底堅い一方、対米向け輸出が鈍化すれば経済全体にも一定の下押し圧力がかかる。

▽実質GDP成長率



（注）インドではGDP統計などの基礎となる10年毎の国勢調査がコロナ禍等による延期のため2011年から未更新（2026年に更新予定）となっており、特に需要項目別の計数の信頼性を疑問視する見方もある。
（出所）インド統計局より丸紅経済研究所作成

▽インドのロシア産石油輸入と米国の「二次関税」問題

米国の対インド関税措置：相互関税25%＋ロシア二次関税25%=50%
＜米国＞
●最大の輸出先：808億ドル（**輸出シェア18.3%、GDPシェア2.1%**）
＜ロシア＞
●最大の原油輸入元：6,462万バレル（**輸入シェア36.6%**）
●最大の防衛品輸入元：**輸入シェア36%**（2019-2024年平均）

▽インドの石油輸入：露産の割安感はやや後退も高いシェア

輸入量（百万バレル）	2020	2021	2022	2023	2024
ロシア	19.2	33.3	271.4	599.7	646.2
中東	913.4	960.6	1,052.8	812.6	832.1
米国	78.4	151.8	139.2	82.9	57.8
その他	432.3	421.7	320.1	229.2	229.7
単価（ドル／バレル）					
ロシア	48.2	69.4	94.1	74.6	79.3
中東	45.0	68.5	98.6	84.7	82.4
米国	47.1	68.3	93.1	84.1	86.2
ロシア－中東	3.2	0.9	▲4.5	▲10.1	▲3.1

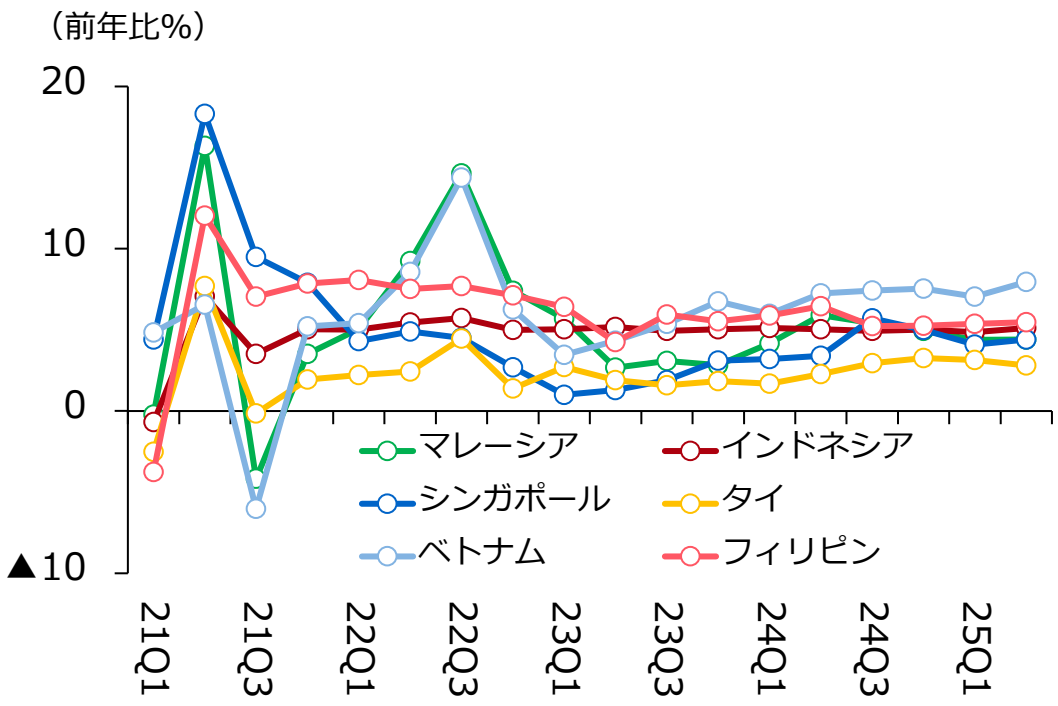
（出所）ITC（特記ない限り数値は2024年）

主要国・地域経済：ASEAN

輸出は米国向けの駆け込みが続いたが、下期にかけて減速する見通し

- **現状**：ASEAN主要国の2025年4～6月期実質GDP成長率は、米国向け輸出の駆け込みから各国で加速。消費は濃淡が見られ、自動車販売はタイ、インドネシアが低調な一方、ベトナム、フィリピンは好調。多くの国が利下げ姿勢を維持し、マレーシアは5年ぶりに利下げ。
- **展望**：7月31日発表のASEAN主要国に対する米国の相互関税率は多くの国で4月2日発表の高税率を下回り、ひとまず安堵を得たが、半導体の分野別関税など関税関連のリスクは継続。新たな相互関税の発動を受け、輸出は下期にかけて減速する見通し。米関税を巡る不透明感は根強いが、インフレの落ち着きと景気の下方リスクを踏まえ各国は利下げ姿勢を継続。緩和的な金融環境が景気を下支えする。

▽実質GDP成長率（ASEAN主要6カ国）



（出所）各国統計局（CEICより取得）

▽ASEAN主要国の25年下期にかけての注目点

国	25年成長率見通し	注目点
ベトナム	6.5%	政治はトー・ラム書記長の下、落ち着き。**省庁・地方行政区画を再編**。自動車販売は**ビンファスト**のEVなど好調。外需依存度が高く、下期は反動で減速見込み。
フィリピン	5.5%	**サラ副大統領は罷免を免れた**が、マルコス家とドゥテルテ家の対立は残存。自動車販売は25年上期まで7半期連続で前年越え。
インドネシア	4.8%	サプライチェーン川下の高付加価値化を目指す**下流化**関連の投資機会拡大。学校給食無償化は財政に負荷。**新首都ヌサンタラ**向け投資は停滞感。
マレーシア	4.2%	**ジョホール・シンガポール経済特区**の投資機会拡大。**データセンター**開発が進む一方、電力・水や環境への配慮といった課題も。232条関税で半導体輸出に影響の可能性。
タイ	1.8%	**カンボジア国境紛争**は停戦合意。ペートンタン首相は一時職務停止中で政治不安が残存。投資・公共支出の不安定化も。
シンガポール	1.9%	**5月総選挙で与党が圧勝**し、政治は安定的。域内投資拠点として直接投資流入。232条関税で医薬品・半導体に影響の可能性。

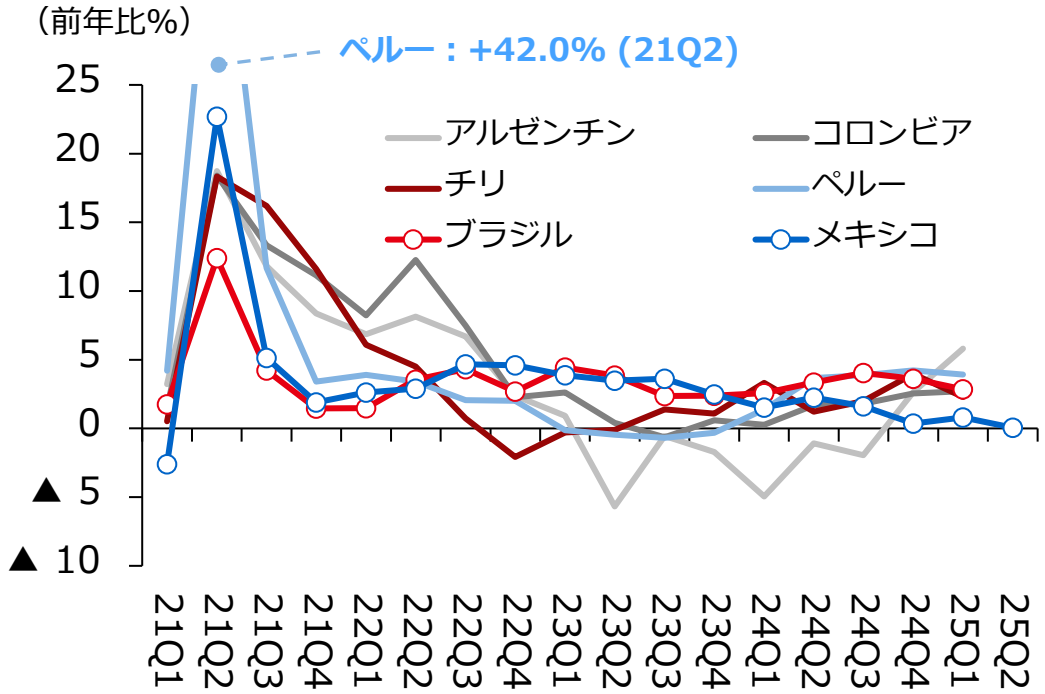
（出所）各種報道等より丸紅経済研究所作成。25年成長率見通しは丸紅経済研究所予測。

主要国・地域経済：中南米

米中の景気減速に伴う外需の下押しで成長率は鈍化

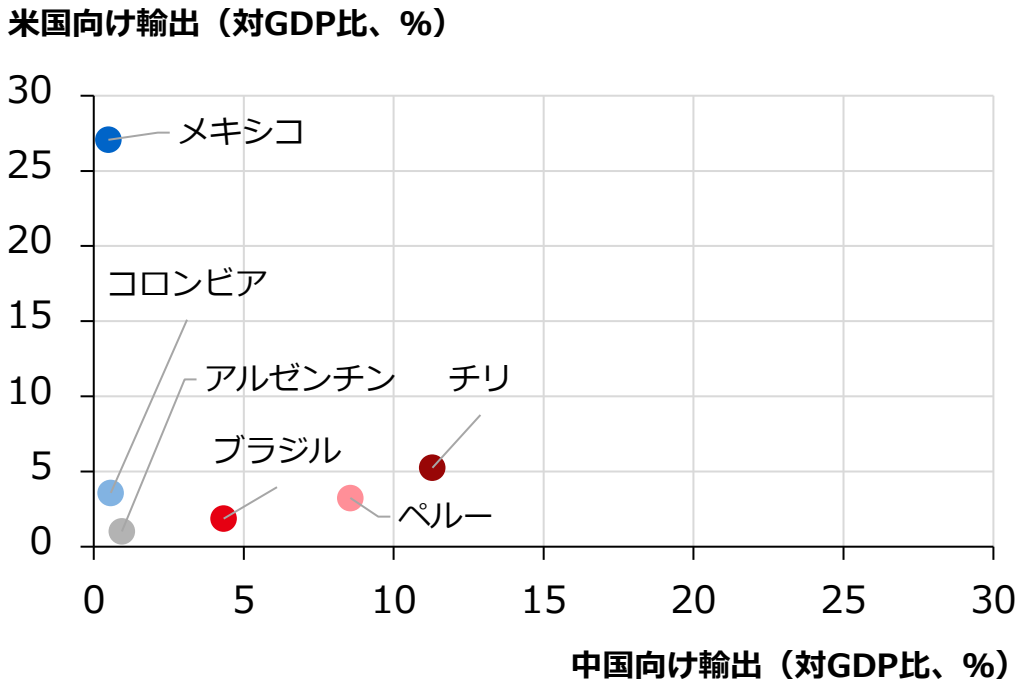
- **現状**：中南米経済は緩やかに減速。ブラジルは内需に減速感が見られるものの成長率は底堅く、中銀はインフレ抑制のため高金利政策を維持。メキシコは関税をめぐる駆け込みで純輸出が増加した一方で内需の減速が目立ち、中銀はインフレ鈍化の下で利下げを継続。
- **展望**：米中経済への依存度により各国経済への影響は異なるものの、総じて外需の減速が下押し要因となる見通し。ブラジルは米国の50%追加関税が重しだが、対米依存度の低さから経済全体への影響は限定的。メキシコは対米依存度が高いため減速懸念が根強く、関税引き上げの延期やUSMCA準拠品の適用除外の動向次第で下振れリスクも。チリは精錬銅の適用除外により銅関税の影響は軽微とみる。

▽実質GDP成長率



（出所）各国統計局（CEICより取得）

▽米国・中国向け輸出依存度（2024年）



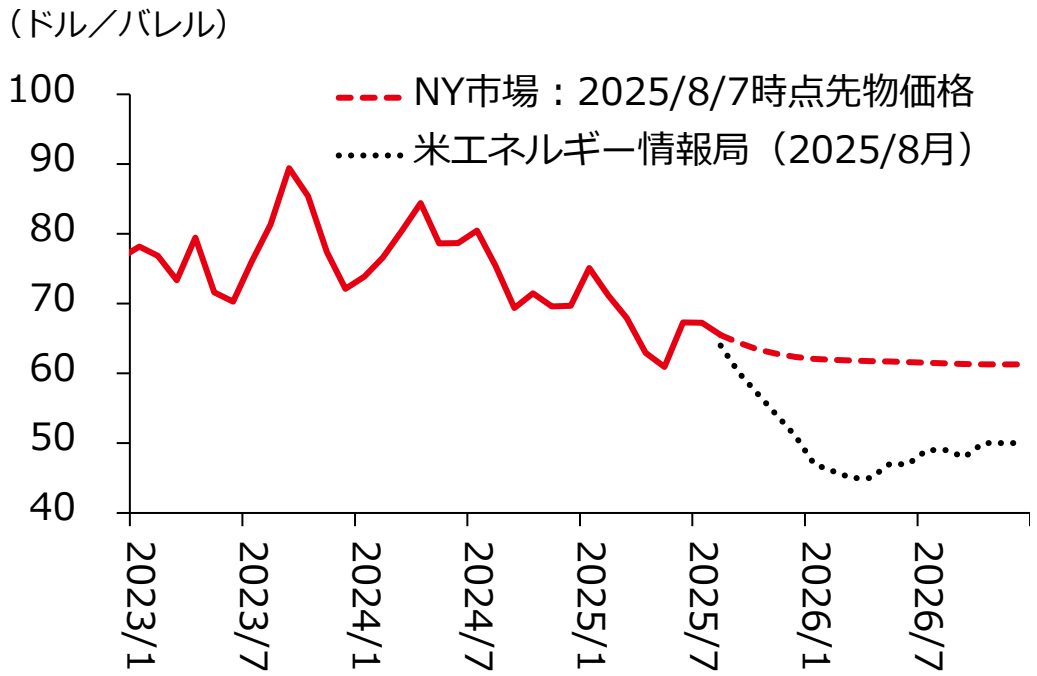
（出所）ITC、各国統計局（CEICより取得）より丸紅経済研究所作成

商品市況：原油

供給超過が下押し圧力となる中、軟調な推移を見込む

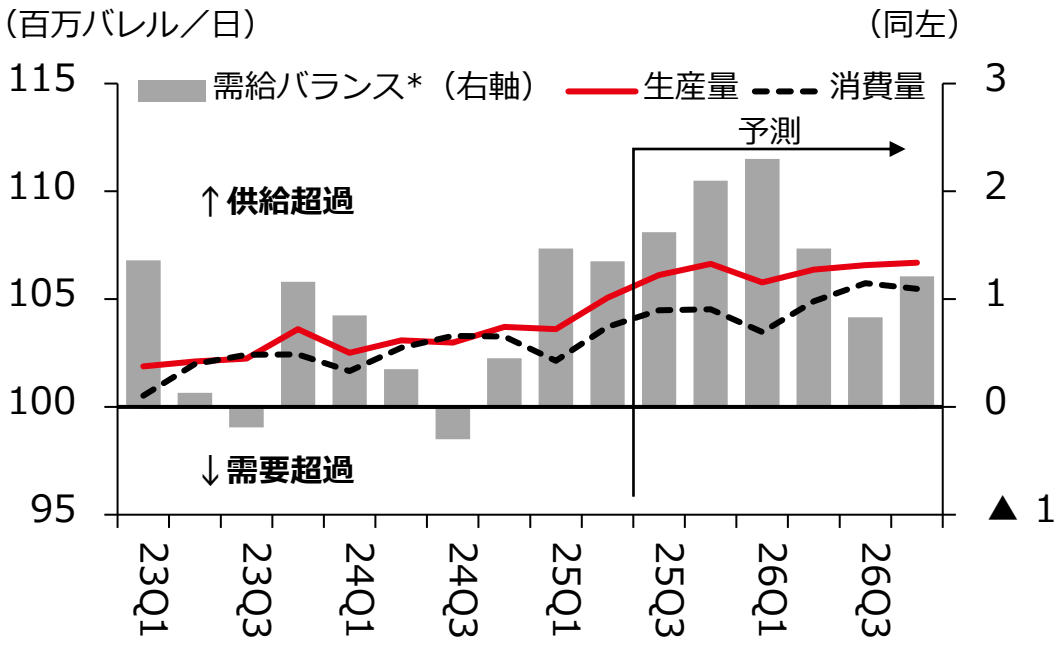
- 需要面では、米関税を受けた経済減速に加え、電気自動車やLNGトラックの普及、燃費向上を背景とした輸送用燃料需要の鈍化が下押し圧力に。供給面では、増加をけん引してきた米国の生産量が価格下落を背景に頭打ちに。一方、OPECプラスは日量220万バレルの自主減産の縮小（＝増産）を2025年9月に当初計画より1年前倒しで完了。大幅な供給超過が継続し、原油価格は2026年に向けて下落。
- 世界経済・金融環境のほか、米国の関税政策やロシア、イランへの制裁措置など先行きの不透明感が強く、価格が振れやすい点に留意。

▽WTI価格見通し



(出所)　LSEG、米エネルギー情報局（EIA）

▽世界の原油需給バランス



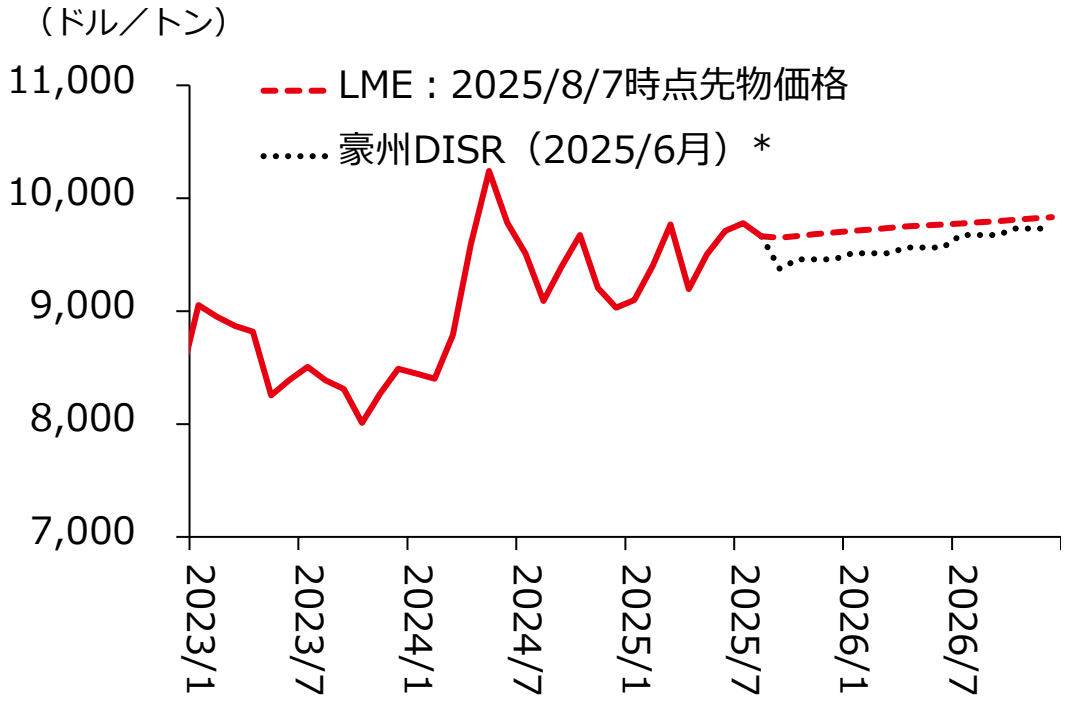
(注)*生産量－消費量
(出所)　EIA短期エネルギー見通し（2025年8月版）より丸紅経済研究所作成

商品市況：銅

横ばい圏での推移を見込む

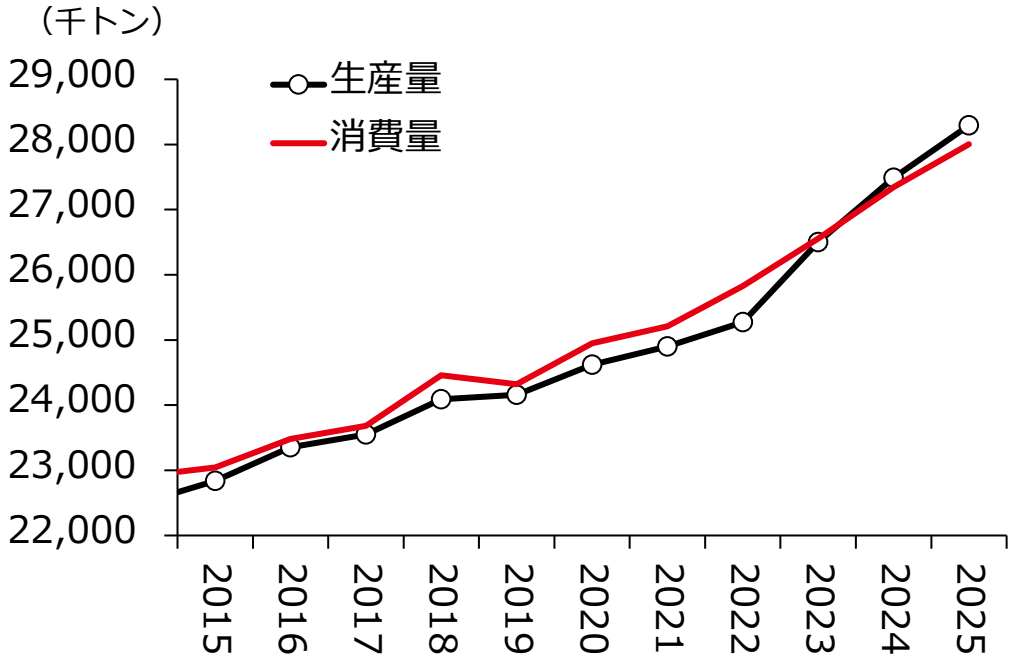
- 製錬銅の生産量は、中国やインド、インドネシアを中心に拡大。消費量は広範囲に及ぶトランプ関税や景気減速が重しとなり、中国を中心に低調となる見通し。当面は需給が緩みやすい状況にあるが、都市化やデジタル化需要の増加が一定の下支え要因となり、価格は横ばい圏での推移を見込む。
- 主な変動要因は、米国の貿易やエネルギー転換政策の不透明感、世界経済・金融環境の不確実性など。米国市場（COMEX）とロンドン金属取引所（LME）の価格乖離は製錬銅が米国の関税措置の対象外となり是正されたが、同国の貿易政策の動向は引き続き要留意。

▽銅価格見通し（LME3カ月先物）



（出所） LSEG、豪州連邦産業科学資源省（DISR） ＊スポット価格

▽世界の銅生産・消費量の見通し



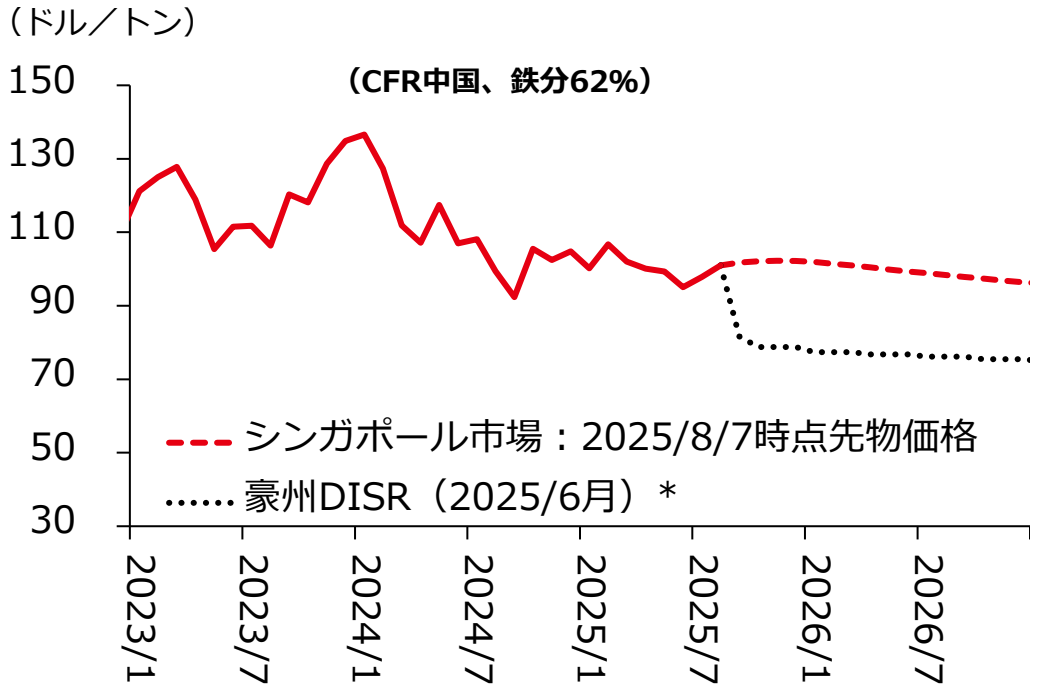
（出所） 国際銅研究会（ICGS）「2025～26年銅市場見通し」2025年4月版

商品市況：鉄鉱石・原料炭

トランプ関税が重しに

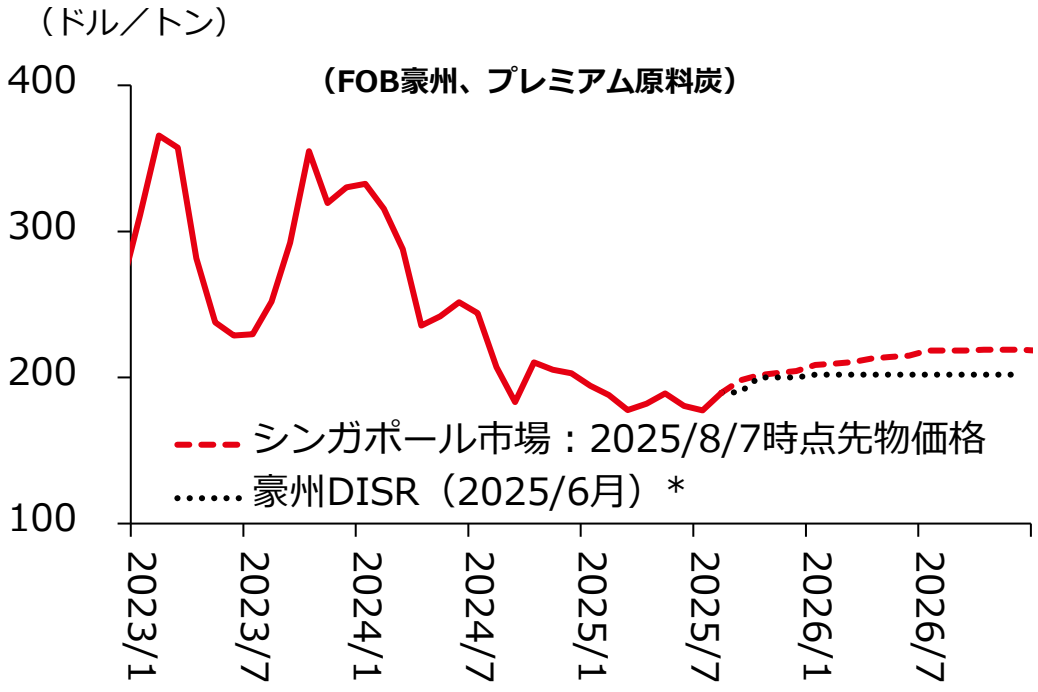
- 鉄鉱石：安定的な供給が見込まれる中、米国の鉄鋼関税の引き上げや、内外需の軟化を受けた中国の鉄鋼減産が当面の価格下押し要因。
- 原料炭：主要輸出先のインドでは原料炭増産や調達先の分散化が進む。米国の追加関税や世界鉄鋼生産量の減少も価格の頭打ち要因に。
- 主な変動要因：世界経済・金融環境の不確実性、米国の貿易政策、中国の景気動向、鉱山の稼働状況など。

▽鉄鉱石価格見通し



(出所)　LSEG、豪州連邦産業科学資源省（DISR）　＊スポット価格

▽原料炭価格見通し



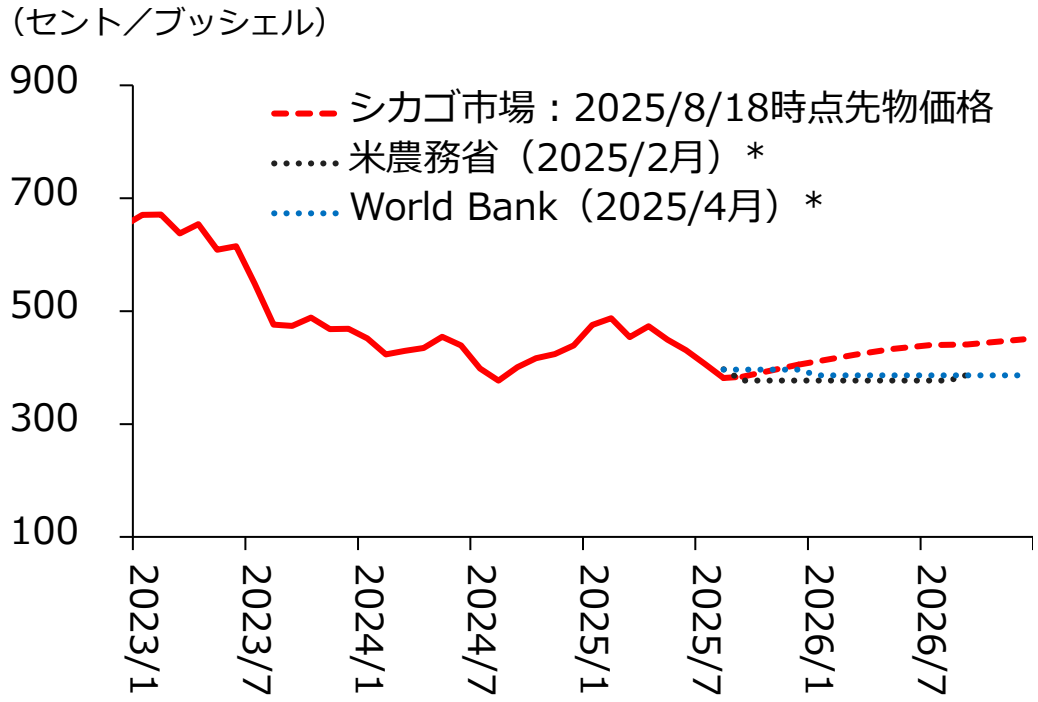
(出所)　LSEG、豪州連邦産業科学資源省（DISR）　＊スポット価格

商品市況：トウモロコシ、大豆

25/26年度の米国産は需給軟化により上値が重い展開が続く見通し

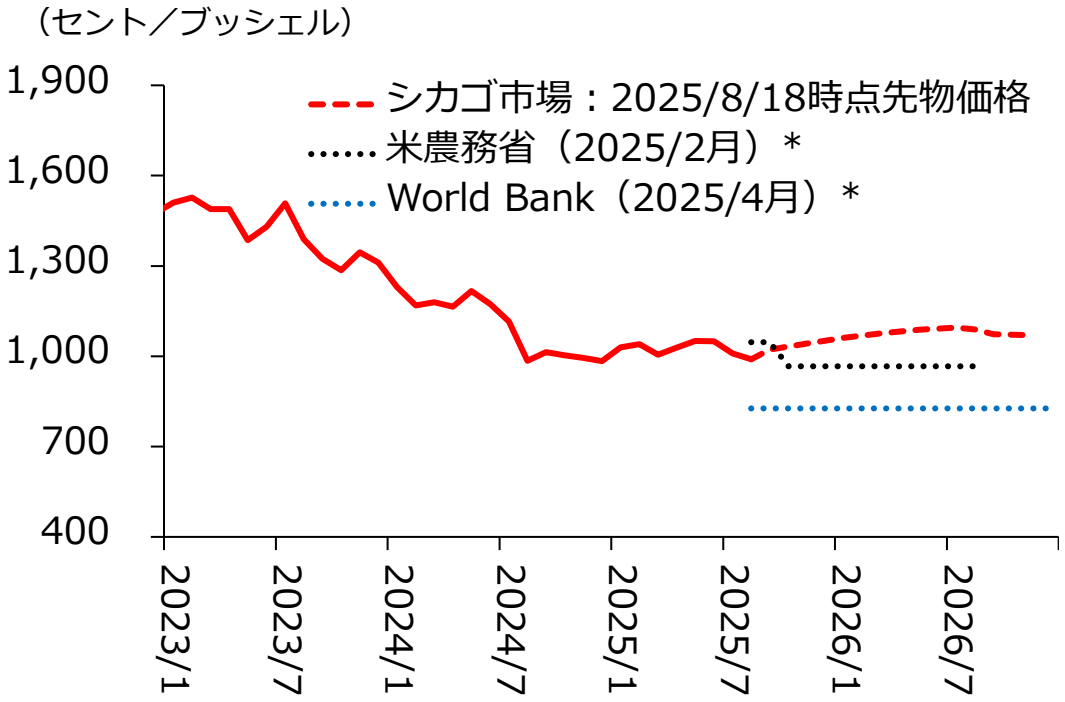
- トウモロコシ：米国の主要輸出先であるメキシコや日本の需要は底堅いが、大幅増産により期末在庫率は高水準が予想され、上値は重い。
- 大豆：米国産は減産が予想されるが、米中対立の下で中国の調達先が米国産から他産地へシフトするため、上値が重い展開に。ブラジル産は中国からの輸入増で堅調な値動きが予想される一方、世界的な増産傾向は価格全般の重しとなる。
- 主な変動要因：米国産地の天候と収穫動向、南米産地の天候と作付動向、米中交渉における農産品の扱い、米国のバイオ燃料政策。

▽トウモロコシ価格見通し



（注）1ブッシェル＝25.4012kg
＊は2024年をベースにシカゴ市場の価格に調整
(出所) LSEG、世界銀行、米農務省

▽大豆価格見通し



（注）1ブッシェル＝27.2155kg
＊は2024年をベースにシカゴ市場の価格に調整
(出所) LSEG 、世界銀行、米農務省

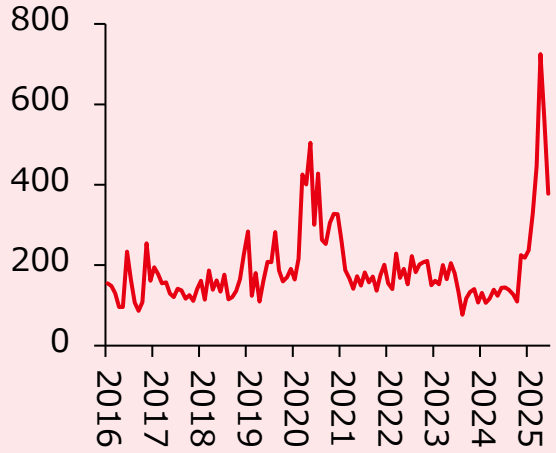
（参考）不確実性の影響

トランプ政権による不確実性の「武器化」が経済活動に与える影響は引き続き警戒が必要

▽不確実性の「武器化」リスク

- トランプ政権は米国の要求を外国に飲ませるディールの成立を政治的成果として追求（＝**ディール外交志向**）。
- 交渉を優位に進めるために、政策方針を読ませないように高い不確実性を積極的に維持する志向が強い（＝**不確実性の「武器化」**）。
- 米政権が不確実性の「武器化」を推し進める場合、投資・消費行動への下押し圧力が長期化するリスクが高まる。

▽経済政策不確実性指数（米国）



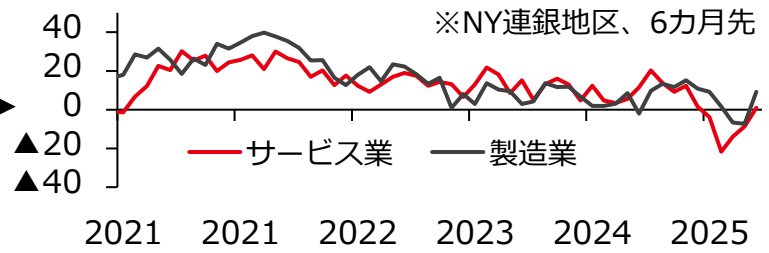
▽不確実性が経済活動に及ぼす主な影響経路

リアルオプション効果
設備投資・雇用・耐久財購入などを先送りする企業や家計の「様子見」

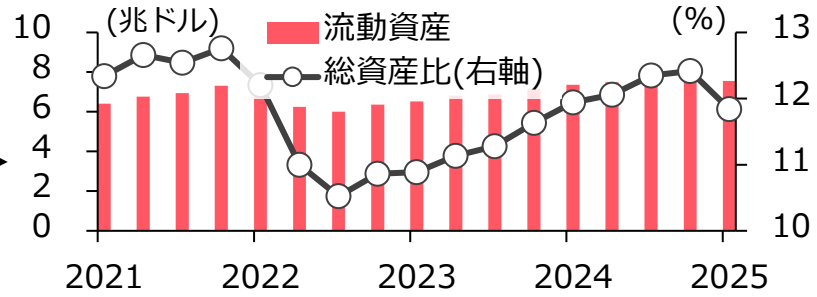
予備的貯蓄効果
不測の事態に備えて企業がキャッシュ、家計が貯蓄の保有を拡大

リスクプレミアム効果
金融市場でリスクプレミアムが高まり、資金調達コストが増加

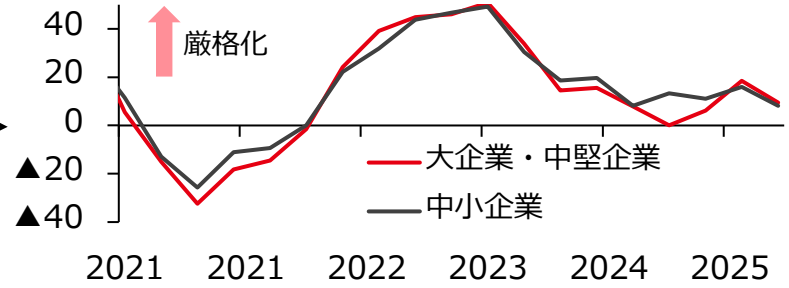
▽設備投資見通し：7月は持ち直しも不安定
（「増加」-「減少」、%ポイント）



▽米企業：手元流動性確保の兆候は薄い



▽企業向け貸出態度DI（SLOOS）：大幅な引き締めはなし
（「引き締め」-「緩和」、%ポイント）

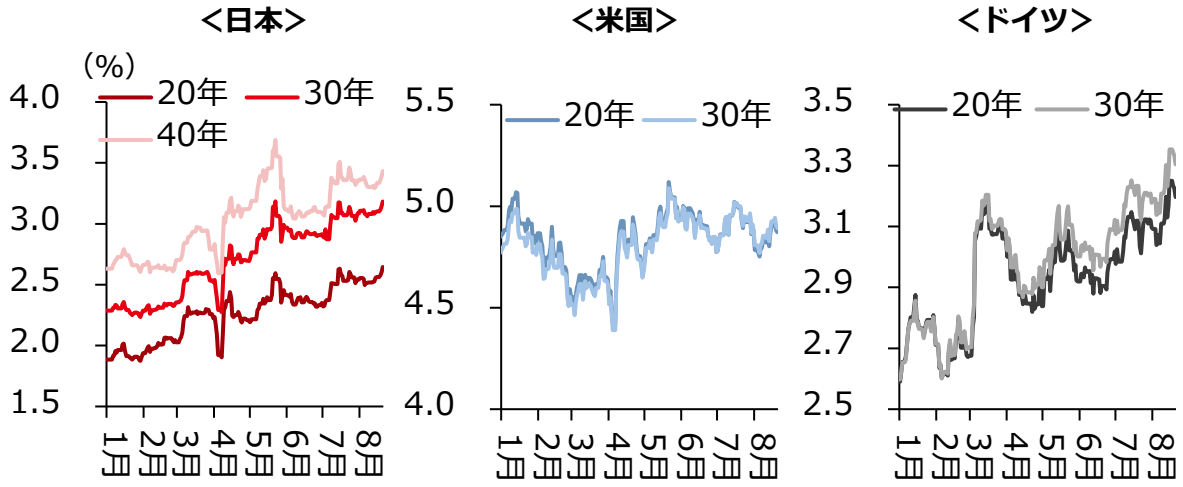


*SLOOS（上級銀行融資担当者調査）
（出所）Policyuncertainty.com、森川正之『不確実性と日本経済：計測・影響・対応』、FRED

（参考）日本の超長期国債市場にリスクはないか？

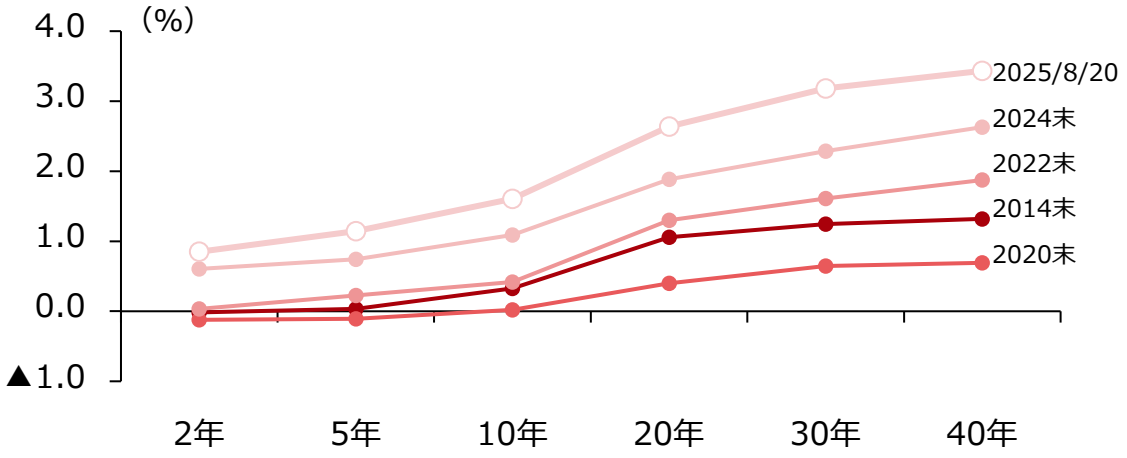
海外投資家の存在感が強まる超長期債市場で需給の不安定化懸念がくすぶる

▽超長期債金利：年初比で上昇傾向



（出所）LSEG

▽（日本）イールドカーブ：スティープ化が進む



（出所）LSEG

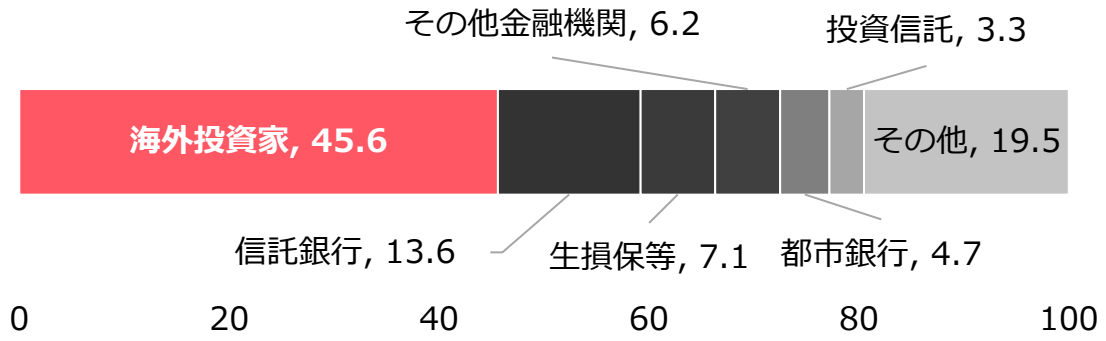
▽国債保有者内訳：国債市場全体での海外投資家シェアは限定的（ストック）

3月末時点	（億円）	（割合：%）
日本銀行	5,455,980	51.7
銀行等	1,437,601	13.6
生損保等	1,796,263	17.0
公的年金	629,825	6.0
年金基金	314,903	3.0
海外	633,218	6.0
家計	158,606	1.5
その他	95,063	0.9
一般政府（除く公的年金）	23,301	0.2
合計	10,544,760	100.0

（出所）財務省「国債の保有者別内訳」

▽超長期債の売買高シェア：海外投資家が主要な取引主体（フロー）

（2024年度、%）



（出所）日本証券業協会（JSDA）

Marubeni Institute

株式会社丸紅経済研究所

〒100-8088　東京都千代田区大手町１丁目４番２号
https://www.marubeni.com/jp/research/

（免責事項）
- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰属するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。