



# 季報

QUARTERLY REPORT

第 15 号 (2025 年 8 月)

## 巻頭特別寄稿

トランプ政権の経済政策、理念と現実の交差点  
—OBBB に映る New conservatives の理想と  
「民主導の経済成長」の均衡点と相克—

ジェトロニューヨーク事務所 加藤翔一

## グローバル経済の現状と見通し

トランプ関税合意とルールに基づく国際秩序  
—2025 年 7 月をミュンヘン・モーメントとしないために—  
双日総合研究所 チーフアナリスト 大矢伸

双日総合研究所

季報 15 号・巻頭言

## 「米露首脳会談と領土の不可侵性」

双日総合研究所 チーフアナリスト 大矢 伸

8月15日（日本時間8月16日）、米国アラスカ州アンカレジで米国トランプ大統領とロシアのプーチン大統領の首脳会談が行われた。当初、ウクライナ不在の中、米露間でウクライナに不利な合意がなされる可能性が懸念された。こうした懸念に対し、8月13日にドイツのメルツ首相のイニシアチブで、ウクライナのゼレンスキーダー統領、トランプ大統領と欧州首脳の間でオンライン会議を開催。同会議を受け、トランプ政権は、来たる米露会談は交渉の場ではなくあくまで「聞き取りの場」と説明し、勝手に合意しないという立場を表明しつつ、米露会談に関する人々の期待値もコントロールした。米露会談の詳細は、本執筆時点では明らかとなっていないが、トランプ大統領は大変良い会談だったと説明、ただ、午前の協議の後に予定されていたワーキングランチはキャンセルとなった模様だ。報道によれば、プーチン大統領は、南部のヘルソン州とザポリージャ州での戦闘を凍結する代わりに、東部のドネツク州とルハンスク州のロシアへの譲渡を要求。トランプ大統領は、この受け入れをウクライナに促しているという。ゼレンスキーダー統領は、18日にワシントンに飛び、トランプ大統領と協議する予定だ。

ウクライナとロシアとの戦いをどのように終了させるのか、まず停戦か一足飛びに和平合意か、ウクライナの今後の安全をどう保証するか、そしてこうした点を交渉するためのウクライナ・米・露の3者会談はいつどこで行われるのかなど、今後詰めるべき点は多い。しかし、もっとも難しいのは、ドネツク州、ルハンスク州などロシアに不法に占拠された国土のロシアへの譲渡という要求にどう対応すべきかだ。国際法に違反し他国を侵略したロシアが、国土の拡大という果実を得ることは、多くの人の正義の観念に反するだろう。ウッドロー・威尔ソン大統領が1917年に米国議会で述べた「正義は平和よりも尊い」という思いだ。他方で、戦闘はすでに3年半に及ぶ。これは、日本の太平洋戦争の期間とほぼ同じ長さで、この間、多くのウクライナ人の（そしてロシア人の）尊い命が失われた。そして戦況はウクライナに厳しい状況が続く。フランスのアリストード・ブリアンの約100年前の「平和は何ものにも優先する。平和は正義にさえ優先する。」という言葉が胸に響く。

正義や法を前面に出した議論を、いわゆるリアリストは以前より批判してきた。対ソ連「封じ込め」を構想したジョージ・F・ケナンは、「世界問題に対する法律家的アプローチは、明らかに戦争と暴力をなくそうとの熱望に根差しているのだが、国家的利益の擁護という古くからの動機よりも、かえって暴力を長引かせ、激化させ、政治的安定に破壊的効果をもたらすのは、奇妙なことだが、本当のことである」と警鐘を鳴らす。また、ハンス・J・モーゲンソーは、「国家は、政治的信条への十字軍的精神と手を切ってはじめて、その国益を合理的に観察することができる。」と指摘したうえで「（前略）外交官が直面する選択の仕事は、合法か非合法かを選ぶことではなくて、政治的英知と政治的愚かさのどちらかを選ぶことである。」と主張する。

これに対してジョン・アイケンベリーなどリベラリストは、国内法秩序とは異なり国際社会には憲法が無いことを前提としつつ、1648年のウェストファリア条約、1815年のウィーン会議、1919年のヴェルサイユ条約、第二次世界大戦後の戦後構築と、国際社会が一步一步、立憲的（コンスティテューション）な制度を構築し、合意を積み重ねてきた歴史を強調する。以前は国家の権利であった戦争による紛争解決は、現在は自衛の場合を除いて違法だ。これは長い歴史の中ではごく最近のことだ。やっと手にした「（自衛以外の）戦争は違法」「他国の侵略は許されない」という規範は、かけがえのないものなのだ。ロシアの侵略を防げなかった国際社会は、血を流すウクライナに対して、戦い続けろとは言えない。同時に、ウクライナに国土をロシアに譲渡することを強要もできない。その判断を行えるのはウクライナ自身だ。我々にできることはウクライナを支援することと、世界で侵略が生じないよう抑止力を高めることだ。

（2025年8月17日・記）

双日総合研究所季報 第15号<sup>1</sup>（2025年8月）要約巻頭特別寄稿 トランプ政権の経済政策、理念と現実の交差点— OBBB に映る New conservatives の理想と「民主導の経済成長」の均衡点と相克（本文は7頁より）

ジェトロニューヨーク事務所 加藤翔一氏

- トランプ政権は、政権発足以来、関税政策、減税政策、規制緩和、移民政策などに代表される様々な政策を矢継ぎ早に打ち出し、「バイデノミクスの是正」の観点から経済政策を推進してきた。これを進めるにあたり、理論的なバックボーンとなっているのが、「民主導の経済成長」と「New conservatives」の二つの思想だが、両思想は本質的に矛盾するところも多い。
- 先般成立した「大きく美しい一つの法律（One Big Beautiful Bill Act : OBBB）」は、単なるトランプ政権の夢を詰め込んだ「政策の寄せ集め」に留まらず、この二つの思想の当面の均衡点を定め、一定の政策軌道を示すガイドライン的な性質を持つものともなっている。個人向け減税、企業向け減税では、「New conservatives」の理念を表看板に掲げつつも、実際には「民主導の経済成長」の要素が色濃く反映されている。逆に移民政策や製造業の国内回帰に関する項目では「民主導の経済成長」よりも「New conservatives」の理念が強く反映されている。
- 今後は OBBB で示された軌道をベースに「民主導の経済成長」と「New conservatives」の均衡を図りながら政策を進めていくものと考えている。ただし、この二つが両立した経済成長モデルの構築には時間がかかるとみられるほか、法案の成立を急いだが故に解消しきれなかった相克も一部に残されている。新しい成長モデルが機能するまでに生じるマクロ面での短期的な変動や、中間選挙などの政治イベントなどのショックにより両者に軋轢が生じる可能性もあり、今後数年間、この二つの思想の闘いが米国の政治・経済・社会を動かす大きなうねりとなるとみている。

第1部 グローバル経済の現状と見通し（本文は17頁より）

- IMFの7月世界経済見通しによると、世界経済成長率は25年に3.0%、26年に3.0%となっている。世界的にインフレ率は低下すると予想されるが、米国では関税の引き上げによってインフレ率が上昇すると見込まれる。世界経済は関税のさらなる引き上げ、不確実性の高まり、地政学的な緊張による下振れリスクが依然として続いている。足元では関税の発動猶予や駆け込み需要によって米国の25年2Q（4-6月期）の成長率は前期比年率+3.0%となった。日本は、25年2Qの成長率が+1.0%と5四半期連続のプラス成長となった。新興国は、米国の関税措置の緩和によって4月のIMF予測より若干の上方修正となった。
- 世界の総合インフレ率は、25年に4.2%、26年に3.6%と4月予測とほぼ変わらないペースで減速する見込みである。ただし、国別でみると顕著な違いが表れており、米国ではインフレ率の上昇が見込まれる一方で他の経済圏では上昇が抑制される見込みである。
- IMFは、世界経済の見通しについて4月予測と同様に下振れリスクの高まりが目立っているとしている。関税の実効税率の上昇は経済成長を弱める可能性がある。また、不確実性の高まりが経済活動に

<sup>1</sup> 本稿は、文中に記載がなければ、2025年8月22日までに利用可能であった情報に基づき、作成した。

とて大きな重荷になる可能性もある。さらに各国の財政問題や地政学リスクによるサプライチェーンの混乱は商品価格を再上昇させる恐れがある。

## 第2部 トランプ関税合意とルールに基づく国際秩序

### —2025年7月をミュンヘン・メントとしないために— (本文は39頁より)

- 2025年7月の日米関税合意につき政策金融機関による協力を含めて概説した上で、その内容を評価する。
- 日米間には2019年に締結された日米貿易協定が存在するが、今回その合意が守られなかつたこと、2019年協定における安全保障例外条項がGATT第21条の安全保障条項よりも緩い規定であったことが関係している可能性を指摘。
- 今回の日米関税合意と国際貿易ルールの中核をなす最惠国待遇原則の関係を、歴史的な経緯も踏まえて分析。最惠国待遇原則が大きく傷ついたことを説明。
- 米国に有利な交渉枠組みを説明の上で、それに対抗するための報復関税に関して理論と現実を説明。報復関税が封じ込められたメカニズムについても言及。
- 今後の対応として、他国との協調の緊密化、戦略的不可欠性の強化、国際ルールの改善などが必要であることを提言。

## 双日総合研究所季報 第15号（2025年8月） 目次

季報15号・巻頭言	1
巻頭特別寄稿 トランプ政権の経済政策、理念と現実の交差点	
— OBBBに映る New conservatives の理想と「民主導の経済成長」の均衡点と相克	7
反「バイデンomics」としてのトランプ経済政策、その思想的バックボーンとなる二つの思想	7
そもそも「バイデンomics」とは何だったのか？経済的な成功の裏で進んだ政治的失敗	7
反「バイデンomics」としてのトランプ経済政策、これを支える理論的支柱「民主導の経済成長」と「New conservative」	8
OBBBにおける個人に対する減税・給付措置と New conservatives の理念	10
OBBBにおける企業に対する減税措置・補助の見直しと New conservatives の理念	11
OBBBにおける労働の位置づけと不法移民対策	11
OBBBはじめトランプ政権の経済政策は New conservatives の夢を叶えるか—製造業の国内回帰	12
New conservatives と「民主導の経済成長」が両立した経済成長モデルは実現するのか？	14
おわりに	15
第1部 グローバル経済の現状と見通し（2025年）	
全体のポイント	17
日本	24
米国	26
欧州	28
中国	30
アジア・太平洋	32
ASEAN 主要国	32
豪州	35
その他新興国	36
インド	36
トルコ	37
メキシコ	38
第2部 トランプ関税合意とルールに基づく国際秩序	
—2025年7月をミュンヘン・モーメントとしないために—	39
1. 日米関税合意	39
1.1 誇らしげな宣言	39
1.2 相互関税とは	39
1.3 日米合意の内容と評価	39

2. 『合意は拘束する』と安全保障例外 .....	41
2.1 自動車関税と第一次トランプ政権時の合意.....	41
2.2 「合意は拘束する」 .....	41
2.3 安全保障例外 .....	42
3. 最恵国待遇 .....	43
3.1 最恵国待遇とは .....	43
3.2 最恵国待遇の歴史とメリット.....	43
3.3 最恵国待遇の例外：自由貿易地域？.....	44
4. 「交渉の枠組み」と報復の封じ込め .....	45
4.1 投資カードの功罪.....	45
4.2 歪んだ土俵 .....	46
4.3 歪みを拒否するコスト.....	47
4.4 歪みを許容するコスト：「大切なものは目に見えない」 .....	47
4.5 報復関税の理論と現実.....	48
4.6 報復関税の封じ込め.....	49
4.7 非対称性と他国との協調.....	50
5. 今後への備え .....	51
6. 終わりに（ミュンヘン・モーメントとしないために） .....	53
図目次（第1部） .....	55
引用・参考文献（第1部・第2部） .....	56
執筆担当者 .....	57

## 巻頭特別寄稿

## トランプ政権の経済政策、理念と現実の交差点

## — OBBB に映る New conservatives の理想と「民主導の経済成長」の均衡点と相克

ジェトロニューヨーク事務所

加藤翔一

## 反「バイデノミクス」としてのトランプ経済政策、その思想的バックボーンとなる二つの思想

トランプ政権は1月の発足以来、関税政策、減税政策、規制緩和、移民政策などに代表される様々な政策を矢継ぎ早に打ち出してきた。これらの経済政策について一言で評価すると、「バイデノミクスの是正」と表現することが可能だが、これをどのような方法で実施していくのかには一定の理念的なバックボーンが存在すると考えている。筆者はこのバックボーンを形成するものとして、「民主導の経済成長」と「New conservatives」の二つの思想があると考えている。先般成立した「大きく美しい一つの法律（One Big Beautiful Bill Act : OBBB）」は、単なるトランプ政権の夢を詰め込んだ「政策の寄せ集め」に留まらず、この二つの思想の当面の均衡点を定め、一定の政策軌道を示すガイドライン的な性質を持つものともなっていると評価している。本レポートでは、具体的にこれらの思想がどのような形で反映されているのか、そしてそれがどのような効果をもたらすと考えられるのか、述べていきたい。

## そもそも「バイデノミクス」とは何だったのか？経済的な成功の裏で進んだ政治的失敗

トランプ政権の経済政策の具体的な内容に入る前に、バイデノミクスについて再考してみることしたい。バイデノミクスは、富裕層・大企業増税などの所得の再分配を行いつつ、政府主導で高賃金な仕事を作り出すことで、「ボトムアップとミドルアウトによる中間層の復活」を志向した経済政策を行ってきた。これを実現するために、CHIPS プラス法、インフレ削減法（IRA）、インフラ投資・雇用法（IIJA）をはじめとした政府主導の産業への大規模投資、新産業への政策誘導としての規制政策、労働組合の重視による賃上げの実現、薬価引き下げ・学生ローン減免・メディケイドの拡充等による中間層・低所得者層への負担軽減などの政策が選好されてきた。こうしたバイデノミクスは、マクロ経済上は大きな成功を収め、2023年は2.9%、2024年は2.8%もの潜在成長率（1.8%）を大きく上回る高成長を実現した。バイデノミクスがマクロ的に成功を収めた理由には、様々な要因が考えられるが、主要なところでは①ドルへの信認・ドル先高期待による資金流入、②政府主導の仕事づくり・分配政策、③開放的な移民政策に伴う労働供給の3つが挙げられるだろう。①については、i) 新型コロナウイルス感染症からの経済活動の再開が比較的早期に行われ、バイデン政権による各種給付の効果も相まってリベンジ消費の発現などが早期に見られたこと、ii) ウクライナ・中東など地政学的リスクの高まりなどを背景として、安全資産としてドルが選好されたこと、等に伴って米株・米債券に世界中の資金が流入した。こうした海外からの資金の流入によって、資産効果に伴う高所得者層の消費増や、起業数の上振れなどがもたらされた。これは債券についても同様で、旺盛な需要を背景として、国債発行自体は概ね安定的に消化され、バイデン政権の拡張的な財政政策を支える大きな要因になった。②については、IRA をはじめとしたニューディール以来とも評される政府の産業投資に伴って民間投資も喚起されたほか、雇用面への影響も見逃せない。i) 産業政策に伴う建設部門における雇用の増加、ii) メディケイドの受給要件の緩和やオバマケア（ACA）の補

助金拡大などに伴う医療サービスへのアクセス人口の増加（＝ヘルスケア部門の雇用の増加）、**iii**）これらの財政政策を適切に実施するための政府部門の雇用の増加、などがこの間の雇用増の約7割～8割を占めており、強い米国経済の象徴ともされた労働市場はこうした財政政策によって大きく支えられていた。**③**については、こうした旺盛な労働需要に対応する労働力を緩和的な移民政策、例えばキャッチ＆リリースに代表されるような労働市場への積極的な参入促進策によって賄った。こうした移民政策と財政政策が結びつくことで、安定して消費できる人口が増加し、これも消費を下支えする一つの要因となった。これら①～③の要因が複合的に合わさってもたらされた強い成長が、更にドルの信認を強化するというサイクルが成立しており、これがバイデンomicsがマクロ的に成功した大きな要因となった。

他方で、大規模な財政拡張は米経済にとって需要過多の状態を作り出したほか、特に都市部への移民の流入は不動産価格や教育・医療など一部サービス価格の上昇を招き、2024年大統領選においてトランプ陣営が「バイデンフレーション」と呼称するインフレ率高止まりの要因にもなった。また、①富裕層増税や学生ローン減免といった分配政策は政治・司法面からの制約から実施が一部にとどまつたこと。また、いわゆる「エリート」と「労働者」との分断を根本的に解決する处方箋にまではならなかつたこと、②IRA等の財政政策によって支援された新産業による恩恵が十分な広がりを見せるには時間や現場レベルでの実行知（行政によるガイドライン発出の遅延など）が足りず、仕事づくりの恩恵は建設業など一部職種に留まつていたこと、などバイデンomics下で想定されていた中間層の復活という政治的目標の達成という観点では予定されていた効果が十分に発揮できない部分もあつた。中間層の復活を掲げたバイデンomicsにとっては皮肉なことに、こうした点が、資産効果によって果実を得られた富裕層・エリート層や、仕事づくりやセーフティネットによって恩恵を受ける移民層に比して、中・低所得者層がバイデンomicsによる成長の果実を十分に得られていないと感じる大きな要因ともなり、2024年の大統領選挙においてトランプ政権を誕生させる大きな要因になつた。また、こと製造業にとって、バイデンomicsの経済的成功を支えたドル高や、新産業への政策誘導手段として用いられた各種規制措置（GHG排出量規制やエネルギー効率規制など）が競争力劣後の要因にもなり、ラストベルトにおいて規制緩和や関税政策を掲げる共和党がより選好される一因にもなつた。

### 反「バイデンomics」としてのトランプ経済政策、これを支える理論的支柱「民主導の経済成長」と「New conservative」

こうしたバイデンomics下での政治的失敗を受けて誕生したトランプ政権にとって、バイデンomicsからの転換は急務となっており、トランプ政権下での経済政策はこの観点から設計されている。先に述べたように、これにあたり、理論的な背景を構成しているものの一つがバイデンomicsの「政府主導の産業・雇用創出」の対となる概念としてスコット・ベッセント財務長官が言及している「民主導の経済成長」だろう。「民主導の経済成長」とは、すなわち政府支出を削減し、規制緩和や減税によって民間支出を増加させることで、政府支出に成長要素の多くを依存してきたバイデンomicsからの脱却を目指すという考え方だ。こうした考え方はトランプ政権特有のものではなく、過去のレーガン・ブッシュ政権など共和党政権にも見られる、ある種の「伝統的な共和党の経済政策」の系譜を受け継ぐものともいえる。

しかしながら、トランプ政権の経済政策は、伝統的な「民主導の経済成長」の要であった、グローバリゼーションや自由な労働市場へのアクセス等を明確に否定するなど、伝統的な共和党の経済政策とは明らかに一線を画しているのも確かである。こうした過去の共和党の経済政策とは異なる理論的背景を提供している思想がNew conservativesである。New conservativesの理念を示す主な著作としては、J.D.ヴァ

ンス副大統領の「ヒルビリー・エレジー」や Patrick Deneen の「Why Liberalism Failed」、Oren Cass の「The New Conservatives」などが挙げられるが、今回は「The New Conservatives」に沿ってその主張を見ていこう。同書では、過去数十年にわたる i) 米国の市場・労働・資本についての考え方の推移、ii) グローバル化が製造業にもたらした影響及びこれに対する政府の産業政策、iii) これらが人々の生活に与えた変化の 3 点について 11 の章にわけて評価しつつ、今後のるべき政策を考察している。紙幅の関係から、その全てを紹介することはできないが、主な主張としては、①他者を助けることに目的と満足を見いだせる生産的な仕事に安定的にアクセスできることが、家族と地域社会を物心両面で支え、繁栄する社会と経済成長の決定要因となる（労働仮説）。②これまでの消費の最大化を目的とする経済政策は、「経済のパイ」を拡大することのみが目標とされ、いつしか「市場原理主義」と墮し、結果的に賃金の停滞、労働力の流出、不安定な家族の増加、地域社会の崩壊といった現象を生み出し続けている。③過去の「市場原理主義」の失敗を踏まえ、国が経済政策を運営するにあたっては、家族・地域社会・そして国家を強化することを目指すべく、生産や質の高い労働といった要素を重視するべき、中でも失われた製造業の雇用を取り戻すべきといった内容が強調されている。J.D ヴァンス副大統領は、「ヒルビリー・エレジー」において白人労働者の貧困やこれに起因する家庭問題、地域社会の崩壊などをエッセイ調で描き、マルコ・ルビオ国務長官も、2023 年 4 月のポッドキャストで「市場は道具であって、目的ではない。国家の繁栄には、家族・共同体・産業の健全性が不可欠だ。市場がそれらを破壊するならば、国家は介入すべきだ。」と発言するなど、New conservatives の考え方に対する賛同する閣僚がトランプ政権の重要なポジションを占め、政権の政策決定に一定の影響力を持っているもようだ。不法移民対策や地域コミュニティの立て直し、ラストベルトの不満といった 2024 年の大統領選において大きな論点となった課題に対しては、この考え方によれば、一定の処方箋を提供していると考えられる部分もあり、経済政策のもう一つの理論的バックボーンを提供していることは間違いないだろう。

これら二つの概念は本質的には相矛盾するところも多い。先に紹介した「The New Conservatives」では、「この数十年間、中道右派による経済政策は市場原理主義と化し、経済的自由それ自体を目的とし、市場の成果を形成するため、あらゆる公共政策を本質的に破壊した」と述べ、中道右派の採用してきた「伝統的な共和党の経済政策」に批判的な立場をとっている。特に、移民政策については、低賃金・低スキル労働市場に集中的に流入している状況を前提として、「移民は、雇用主が感じる労働力の確保・維持への圧力という課題と、何十年も変わらない低賃金と劣悪な労働条件で雇用するという課題の空白を埋め合わせる役割を果たした」と述べ、米国人の賃金上昇や労働者のインセンティブ・生産性向上の妨げになってきたと批判する。また、グローバリゼーションについては、「真の比較優位から生じたものではなく、中国のような国における搾取可能な労働力の存在に呼応した結果生じたものである」として、市場原理主義による公共性の破壊の一つの要因として移民政策と同様に強い批判の対象となっている。また、これが労働者の賃金低下や富裕層への富の集中といった現象を引き起こしているとも批判する。

しかし、このような移民・グローバリゼーションに対する New conservatives の理念を反映した途端、「民主導の経済成長」実現へのハードルは著しく高くなる。例えば、①移民を前提としない⇒消費人口の増加が期待できない中で消費の裾野をどのように広げていくのか、②労働需給のバランスをどのように維持・確保していくのか、③安い製品・部品・労働力を前提としない中で企業のコスト削減をどのように図り稼げる仕組みを作り出すのか、④政府の介入なしで製造業の競争力をどのように回復させていくのか、といった新たな課題に対処していかなければならない。冒頭に述べたとおり、筆者は OBBB を「こ

うした本質的には矛盾し得る二つの理念について、一定の軌道を示し、今後進めていくべきトランプ政権の経済政策の輪郭を示すもの」と考えているが、次章では、同法案の内容を見ながら、「民主導の経済成長」と「New conservative」の闘ぎあいにどのような妥協点が示されているのかについて詳しくみていく。

### OBBCBにおける個人に対する減税・給付措置と New conservatives の理念

OBBCB では、個人向け減税に係る Chapter に関し「中間層の家庭と労働者に対する恒久的な税制優遇の提供」「中間層向けの新たな税制措置の提供」と銘打ち、中間層の家庭・労働者に焦点をあてて実施していくことが強調されている。こうしたコンセプトを具現化するものとして、2028 年までの時限措置ながらチップ課税免除・残業代課税免除が新たに導入されたほか、児童扶養控除が恒久的に 2,200 ドル（現在 2,000 ドル）に引き上げられるなど、New conservative の影響が色濃く感じられる内容がふんだんに盛り込まれている。TAX Foundation によると、チップ課税免除には約 310 億ドル、残業代課税免除には約 1460 億ドル、児童扶養控除の増額に約 1,900 億ドルが投じられる予定だ。

また、歳出削減においても「福祉よりも仕事への報酬」という New conservatives の理念が体現されていることがみてとれる。例えば、OBBCB ではメディケイドや低所得者向け栄養プログラム（SNAP）の受給要件として、ソーシャル・セキュリティ・ナンバー（SSN）保有者であることのみならず、扶養家族を含めて就労等の要件を新たに課し、これを厳格に確認して運用するための規定も設けられている。

しかし、OBBCBにおいてこうした個人に対する減税・給付措置における New Conservatives の理念が強調される一方、個人向け減税全体をみると、主に概ね所得上位 20% 層以上向けの措置である SALT 控除の上限の引き上げに約 3,000 億ドル、相続税・贈与税非課税枠の引き上げ・恒久化（1,180 万ドルから 1,500 万ドルへの引き上げ）に 2,490 億ドルが投じられるなど、規模感でいえばより高所得者層にはるかに恩恵の大きい内容となっている。また、キャピタルゲイン減税の延長・恒久化など、New Conservatives が批判の対象としていたキャピタルリズムそのものとも言えるような内容も盛り込まれている。これに加え、上院での修正により、州がメディケイド財源として医療提供者から徴収する税について上限規定が導入されている。これにより州がメディケイド財源を十分に確保できなくなった場合には、メディケイド対象者を絞らざるを得なくなるが、上記の就労要件の確認等とは異なり、どのような者に影響が及ぶのかについての予見可能性は低い。メディケイド費用の削減による減税財源の確保といった実利面での要求が反映されたかたちで、New conservatives の理念とは似て非なる措置が盛り込まれたものと言えそうだ。

このように、個人向け減税・給付措置に関しては、New Conservatives の「働く者こそ報われるべき」という理念が強調され、トランプ政権が PR する目玉的な位置づけとなっているものの、内実は必ずしもこれを体現するものになっていない。CBO（米国議会予算局）の試算では、OBBCB が低所得層にあたる所得下位 3 分位の家計に対してマイナスの効果を、最上位の 0.1% 層の家計に対して最も大きな割合でプラスの効果をもたらすことが報告されており、富裕層ではなく労働者を中心に据えた政策を目指した New conservatives の理想とは必ずしも相容れない姿となっている。また、経済政策という観点でみても、個人向け減税は本来「移民を前提としない⇒消費人口の増加が期待できない中で消費の裾野をどのように広げていくのか」といった課題に対応するはずのものだが、この面での効果も限定的なものに留まる可能性が高そうだ。

## OBBBにおける企業に対する減税措置・補助の見直しと New conservatives の理念

OBBBでは、企業向け減税に関するChapterに関し「米国の雇用創出者のための確実性と競争力の確立」と銘打っており、企業が「雇用を創出する主体」であるという点が強調されている。また、企業向け減税の内容をみると、①事業用固定資産に対する100%即時償却、②研究開発投資に係る費用の即時損金繰り入れなど第1次トランプ政権時に導入された措置の復活・恒久化を図る措置のほか、新たな減税措置として③米国内で使用される生産用不動産の100%特別償却、④有形動産に対する減価償却費の上限引き上げ（米国内で有形動産を製造・生産・精製するための動産で2029年までに建設が開始され、2031年1月1日以前に使用に供されるものに關し、100%の特別償却を認めるもの）などが盛り込まれている。これらの減税措置は、短期収益の改善より長期生産基盤の確立を主張するNew conservativesの主張と整合的なものとなっている。また、雇用者提供保育クレジットも強化し、企業が従業員に提供する保育費用の税額控除の額（現行の15万ドルを50万ドルに引き上げ）・割合（現行の25%を40%に引き上げ）を引き上げる措置も導入しており、若年層の就労促進が見込める本措置も主張に整合的なものといえる。このほか、直接的な企業向け減税ではないが、個人向け減税の一つとして導入される自動車ローン利子控除は、最終組立が米国において行われた自動車のみが対象となっており、需要側から米国企業を支援する内容も見込まれている。

他方で、企業向け減税の中には、パススルー事業税控除の恒久化など必ずしも雇用増につながるとは限らない資本所得に対する減税措置や、GILTI（米国外軽課税無形資産所得）・FDII（外国稼得無形資産所得）など米国外における投資収益に対する減税措置の恒久化・税率引き下げなども盛り込まれている。また、EUなどによるデジタルサービス課税やグローバルミニマム課税への対抗を目的とし、米国企業に対する税主権を守るための措置として下院案に盛り込まれていたSec.899も市場からの猛反発の末に最終的に取り下げられた。これに加え、「国家が産業基盤の確立や労働者の生活を支えるべき」というNew conservativesの思想と本来は整合的な部分が多いインフレ削減法（IRA）に基づく補助・融資制度や税額控除も廃止・縮小されるものが多くみられた。

このように、企業向け減税に関しては、「トランプ減税の恒久化」という共和党としての政治的メッセージの発出やマーケットの意向などに影響を受けた部分も多く、New Conservativesが求める生産基盤強化・雇用創出支援という理念と、伝統的に共和党が重視してきた資本所得優遇・グローバル企業への配慮が交錯する内容となっている。

## OBBBにおける労働の位置づけと不法移民対策

OBBBでは、「労働」の価値を重んじるNew conservativesの思想が随所に見られる。New conservativesにとって「労働」とは、単なる経済活動に留まらず、「自己責任・共同体への貢献・道徳的成長の手段」であり、この観点から、「就労せずに共同体から支援を受ける者」も、「非合法的な手段で米国人がやりたがらない仕事を安価で担っている不法移民」も、いずれも「労働の倫理性を歪めるもの」として捉えられている。

前者が具体化されているのが、既にみたような社会保障給付における就労要件確認などの措置である。一方で、後者についても国境措置の強化などの形で具現化されている。OBBBでは、新たに1,750億ドルの予算が計上されており、主なものとしては、①国境の壁建設（約470億ドル）や税関・国境警備のため

の人員・施設の確保（約 100 億ドル）などの流入抑制対策、②収容施設の確保（約 450 億ドル）や移民関税執行局などの人員強化（約 300 億ドル）などの強制送還を強化するための措置などが挙げられる。①の流入抑制に関しては、既に現時点でも南部国境からの不法移民の流入数はゼロに近い数字となっているが、2023 年、2024 年と比較すると年間で 200 万人強の移民流入数の下押しされる状況が今後も数年間継続することとなる。また、②の措置により、トランプ政権は年間 100 万人の強制送還の実現を目指すとしており、これが実現すれば 2 年間という早いペースで犯罪歴のある不法移民（200 万人）の強制送還が完了する計算となる。①と②を合わせると、2023 年、2024 年と比較すると年間で 300 万人程度労働供給が下押しされる計算となり、純移民流入数自体もゼロないしマイナスとなるとの試算もされている。これに伴って、新規就業者に占める不法移民の割合が高い、建設、ホテル・レストランなどの娯楽・接客業、農業、食品加工、一部製造業などでは労働需給そのものに大きな影響が出ることは避けられないだろう。既に、農業や娯楽・接客業の関係者からは「不法移民は必要悪であり、移民政策はほぼ代替不可能で優秀な労働者を奪うことになる」との批判の声も聞かれ始めている。しかしながら、トランプ大統領はこうした声を認識しつつも、自身の SNS において「バイデン政権の愚かなオープンボーダー政策により受け入れられた犯罪者が、農業やホテル・レジャーなどの職に応募しているのは問題であり、犯罪者を米国から追放する必要がある」との姿勢を崩していない。OBBB で盛り込まれている就労促進は一定の効果が期待できるものの、第 1 期トランプ政権時と同程度の高い労働参加率が達成できた場合であっても、労働供給の増加は年間 150 万人に留まるとみられ、移民流入数の減少の半分程度しかカバーできない計算となる。よしんば米国人で一部を代替できたとしても、不法移民が担っていたポジションを米国人で代替する場合には 2 割程度の賃金上昇を許容する必要がある。これはまさに New Conservatives が期待した労働市場の歪みの是正そのものではある。しかし、ジェトロが毎年実施している在米日系企業調査では、2023 年、2024 年と 2 年連続で労働力確保や賃金が事業における最大のネックになっていると報告されており、移民政策によって労働需給の逼迫や労働コストの大幅な上昇が見られた場合、外国企業による新規投資・雇用創出の大きな足かせとなるだろう。

OBBB に含まれている不法移民対策自体は、「民主導の経済成長」の考え方よりも、New Conservatives の理念が色濃く反映されたものとなっていると言え、トランプ政権の支持層を満足させる可能性が高い。しかしながら、これによって、外国企業による新規投資・雇用創出が減少する事態になれば、彼らが目指す製造業の国内回帰という観点では逆効果となるかもしれない。

### **OBBB はじめトランプ政権の経済政策は New conservatives の夢を叶えるか—製造業の国内回帰**

OBBB では、企業向け減税をはじめ、製造業の国内回帰を進めるための多くの措置が盛り込まれており、New conservatives の理念が色濃く反映されているともいえる。トランプ政権としては、こうした OBBB の取組と関税政策、規制緩和と三位一体で進め、製造業の国内回帰を進めていく方針だ。関税政策については今回は詳述しないが、主なものとしては、1962 年拡大通商法 232 条に基づき特定の品目に課される関税（鉄鋼・アルミ製品、銅に対する 50% 関税など）、IEEPA（国際緊急経済権限法）に基づき国別に課される関税（相互関税、ベースライン関税、メキシコ・カナダ・中国への国別関税など）が発動ないし予定されている。これらは、財源（特にベースライン関税）や外交上のディール材料（特に相互関税）としての目的のほか、特に内外価格差を緩和し米国内に製造業を戻すための手段（特に 232 条関税）としても位置付けられている。規制緩和については、環境規制、AI 関連規制、金融機関に対する資本規制などが

提案されているが、この中で、幅広い業界に影響を及ぼすのは環境規制だろう。環境規制については、カリフォルニア州のZEV販売義務の撤廃、有害汚染物質の排出制限規制（OIAI原則）の廃止など一部で実現しているものも出始めてきているものの、GHG排出量規制に係る連邦規制の見直しなど規制緩和の本丸と言える項目については、一部連邦政府の草案が出てきてはいるが、今後、反対派による司法チャレンジの可能性なども考慮すると実装時期が必ずしも見通しにくいものも多い。第1期トランプ政権時には、2年～3年程度の時間を要しているものも多く、今回も同程度の時間が必要なものもあるとみている。

こうした政策の下、製造業の国内回帰が進むかどうかについて考えてみたい。これを考える際には2つの視点を踏まえることが必要だ。一つは競争力・生産性の問題だ。ゴールドマン・サックス社は、各分野での対米輸出TOP3の国々の製品製造コストと米国内での製造コストの比較を行っているが、これによると輸出TOP3/米国内製造コスト比率が1に近い数値となっている分野は、化学、航空機の2分野のみで、紙製品、医薬品が0.8程度、自動車や鉄鋼・アルミなどの金属加工が0.6程度、一般機械が0.5程度、コンピューターに至っては0.4強だ。関税引き上げによって一部コスト競争力が改善される分野もあり得るが、関税引き上げの影響は原材料や中間財などにも及び、米国内製造コストも一部上昇させる可能性があることにも留意が必要だろう。関税引き上げによって、製造コストの格差を埋め合わせられる分野は、原材料の供給に優位性のある医薬品や化学など一部にとどまるとみられ、製造業の国内回帰を進めるためには、生産性向上に対する更なる施策が必要と考える。実際、米国製造業の生産性の伸びをみると、特に自動車や鉄鋼、一般機械といった業種の比重が高いラストベルト3州（ミシガン・ウィスコンシン・ペンシルベニア）の生産性の伸びは2000年以降、全米平均よりもほぼ一貫して低い水準にとどまっており、既存産業に対する設備投資の絶対量の不足が影響している様子がみてとれる。これに対して、バイデン政権は気候変動対策を表看板とした新規の設備導入に対する補助・融資等によって直接的に介入することを試み、トランプ政権は企業向け減税による初期のキャッシュフローを改善することで設備投資を刺激することを試みている。第1期トランプ政権で企業向け減税が実施された際には、ソフトウェア・研究開発投資が大きく伸びており、こうした実績を踏まえれば、AI・自動化投資が促進され、これと相性の良い業種では生産性の向上につながる可能性もあるだろう。

ただ、競争力・生産性が一定程度改善されたとしても、製造業の国内回帰につながるような、キャパシティ拡大にまでつながるかどうかは分けて考える必要がある。これが二つ目の視点だ。第1期トランプ政権時の企業向け減税はソフトウェア・研究開発投資とは対照的に、構築物や産業用機器への伸びには殆どつながらなかった。もちろん企業向け減税の章で述べたとおり、生産用動産に対する特別償却の仕組みも新たに導入されており、トランプ政権としても対策は講じている。しかし、既存産業にとって、キャパシティ拡大のボトルネックはキャッシュフローの問題ではなく、労働コスト・労働の質の問題だろう。OBBCによる労働供給の減少は、キャパシティ拡大の足かせになるかもしれない。筆者が在米日系企業と対話する中でも、労働力の質の問題により米国内での生産が困難な部品・製品があり、手先の器用なヒスパニック系が減少することによってこの傾向は益々強まる、との指摘を度々耳にする。New Conservativesにあっても労働者のスキルアップは重要な課題でもあるのだが、残念ながらこの点についてOBBCで大きく措置された形跡はみられず、むしろ学生ローンプログラムの縮小など、マイナスの措置もみられる。労働者のスキルアップのためには、バイデン政権下で進められてきた労働ハブへの支援のような労働力育成についての計画的・集中的な取組が必要となるが、労働組合との関係をどう考えるべきなのかなど、政治的に別途の考慮が必要な点もあり、トランプ政権にとっての宿題となっている。

以上を踏まえると、現在の政策下で既存産業に関して製造業の国内回帰が進む条件としては、①自動化による対応が可能であり、労働力の質・量の問題を軽減できる業種であること、②米国内で原材料が調達できるなどコスト面での優位性を発揮できる要素が存在すること、③技術的優位性や現地ニーズに合わせたカスタマイズの必要性などコスト面以外で米国生産の優位性を発揮できること、といった要素のうちいくつかを満たす必要があるのではないかと考えている。これらを満たす業種はかなり限られたものとなる可能性が高い。

### New conservatives と「民主導の経済成長」が両立した経済成長モデルは実現するのか？

先に述べたとおり、New conservatives と「民主導の経済成長」を両立させようとした場合には、4つの課題が生じる。このうち、「①移民を前提としない⇒消費人口の増加が期待できない中で消費の裾野をどのように広げていくのか」については、OBBCにおいて中・低所得者層の家計所得の伸びが限定的ないしマイナスになる中では、移民流入数の減少をカバーしきることは難しいだろう。一方で、高所得者層消費は、SALT をはじめとする減税の効果や堅調な AI 投資に伴う資産効果等に引き続き支えられ、2025 年、2026 年も比較的堅調に推移することになるとみる。New conservatives が期待した姿ではないものの、この点に関しては「民主導の経済成長」が一部で実現するかもしれない。

「②労働需給のバランスをどのように維持・確保していくのか」という点については、OBBC に盛り込まれた就労促進措置のほか、AI・自動化の進展や合法移民の受け入れ拡大といった措置によって補完されていくことになるだろう。ただし、H2-A、H2-B ビザの拡大等による合法移民の受け入れ拡大については、ようやく一部の下院議員の中で議論され始めた段階だ。関税引き上げの影響により、今後数か月間労働需要が軟化（⇒失業率の上昇）していくと予想される中では、この議論を本格化させることはすぐには困難だろう。メディケイドに対する就労条件の適用も 2027 年からとなっており、こちらも労働市場に影響を与えるまでには時間がかかる。したがって、2026 年半ばから 2027 年前半頃にかけて労働供給の不足は一定程度避けがたいとみている。

「③安い製品・部品・労働力を前提としない中で企業のコスト削減をどのように図り稼げる仕組みを作り出すのか」という点に関しては、OBBC に含まれている企業向け減税や、先に述べた規制緩和のほか、i) エネルギーコストの削減、ii) 金利コストの削減などが主な手段として言及されている。i) のエネルギーコストの削減については、電力については 2025 年～2035 年頃まではガス火力発電の新設迅速化、石炭火力発電の運転延長等で主に対応しようとしているもようだ。しかし、OBBC において太陽光・風力発電に対する税額控除の廃止を事実上大幅に前倒し（特例はあるものの、原則的には 2027 年までに稼働開始しない場合には税額控除の対象外となる）しており、ロジウム・グループは、これによって電力コストは 3～4% 程度上振れすると試算している。

ii) については、金融政策要因と非金融政策要因によって左右されることになるが、前者に関しては、今後数カ月の間で関税引き上げに伴う物価上昇が予想され、その影響の幅・期間を見極める必要があることから、FRB による利下げは早くとも 9 月以降になるとみられる。それ以降の利下げペースに関しては、インフレリスクと労働市場の減速リスクとの比較衡量となるが、年内は 1～2 回程度（6 月時点の FOMC 参加者の中央値は 2 回）、2026 年は 2～3 回程度（同 2 回）とみている。いずれにしても、トランプ大統領が要求する 3 ポイント利下げには遠く及びそうにない。また、非金融政策要因でも、OBBC に伴う財政

赤字拡大懸念（CBO は 2035 年までに約 3 兆ドル赤字幅が増加すると試算）、ドル資産に対する需要減退などが影響し、こちらも利回りの大幅な低下圧力につながる要素はみられない。これらを踏まえると、企業のコスト低減が実現するか否かは、規制緩和のスピード感と、企業向け減税に伴う設備投資がどの程度効を奏し、生産性向上につながるかという二つの要素に大きく依拠しているといえよう。前者については、上述のとおり実装までに 2 年から 3 年程度を要するものもあるかもしれない。後者については、中期的には「製造業の国内回帰」で上述した内容が、短期的にはマクロ面での需要環境が大きく影響することになる。日系企業を含め、多くの企業は短期的には関税政策の動向を見極めている状況で、少なくともこの政策の先行き・需要への影響が明らかになるまでは、AI・ソフトウェア投資を除いては慎重な姿勢を示すとみられる。

「④政府の直接的な介入なしで製造業の競争力をどのように回復させていくのか」という点については既に製造業の国内回帰の章で見てきたとおり、①関税引き上げだけで内外製造コストのギャップを埋め合わせることのできる業種は限られている、②コスト削減には時間のかかるものや効果が見込みにくいものもある、③生産性を高めるための投資や労働力育成など更なる措置が必要なものがある、など課題を抱えており、今後の更なる努力が求められる状況だ。

以上を踏まえると、①～④の課題を解決しながら、整合的な形で経済成長モデルが軌道に乗るのは早くても 2027 年頃以降になるのではないかとみており、かつ一部追加措置が必要になる部分もあると思われる。

### おわりに

これまで OBBB を中心にトランプ政権の経済政策が「民主導の経済成長」と「New conservatives」という二つの思想を両輪として運営されつつある旨を述べてきた。冒頭に述べたように、トランプ政権はその発足以来、本質的に対立し得るこの二つの思想を調整しながら均衡点を模索し、OBBB の策定を通じてようやく一応の均衡点を結実させた格好だ。この意味で、OBBB はトランプ政権の今後の経済運営についての一定の軌道を示すものとしてエポックメイキングなものといえよう。今後は、この OBBB で示されたラインをベースに経済政策が運営されていくことになると見ている。

ただし、OBBB は独立記念日という政治イベントで政権としての成果を PR するべく法案の早期成立が優先された面も否定しがたい。この結果、例えばこれまで述べてきた労働市場をめぐる問題や、エネルギー需給に関する問題など、対立を十分に調整・解決しきれなかった部分も多い。このため、二つの思想の緊張状態は、マクロ経済環境や政治日程などによって、一部が再び表面化していく可能性もある。短期的に可能性が高いのは、関税引き上げの影響が徐々に顕在化し、失業率が上昇した場合の移民政策をめぐる問題だろう。米国人の雇用確保を強く意識する New Conservatives の立場からは、不法移民の強制送還ペースを速めたり、犯罪歴の有無に関わらず不法移民を強制送還の対象としたりする、ことが選好される可能性もありそうだ。しかし、関税引き上げに伴うコスト増に苦しむ企業にとっては更なる労働コストの増加につながる、より厳しい移民政策が実施された場合の影響は深刻で、「民主導の経済成長」を実現していく立場との間で大きな軋轢を生むことになる。この他にも、今回は詳細に触れることができなかつたが、いわゆる「エリート」と「労働者」の大きな壁が生じる一因にもなっているスキル形成・教育をめぐる政策の在り方など、容易には解決しがたい論点も複数存在している。こうした軋轢が今後どの程度の頻

度・強さで生じるのかはまだわからない。それでも、今後数年間は、トランプ政権の経済政策の根底となる二つの思想の闘争が米国の政治・経済・社会を動かす大きなうねりとなるのではないか。本レポートが今後の米国をみる上で何らかの示唆になればと願ってやまない。

(了)

## 第1部 グローバル経済の現状と見通し（2025年）<sup>2</sup>

### 全体のポイント

- 米国の財政赤字縮小と輸入抑制を目的とする追加関税は、当初米ドルの上昇を促すと予想されたが、実際には米ドルは下落した。このため新興国を中心に金融緩和政策を柔軟に取ることが可能になり、利下げ余地が生まれている。世界経済は、米国の関税発動による景気後退が懸念されたが、現時点で大規模な景気後退の引き金となる事態は避けられている。とはいえ、経済の不確実性は増しており、消費者・企業・国家間の信頼感が軒並み低下している中で、先行き不透明感は強まっている。
- 米国は、相互関税の発表と発動に伴う輸入減で純輸出が増加、個人消費も増加し25年2Q（4-6月）の実質GDP成長率は前期比年率+3.0%となった。欧州は、個人消費が増勢であるほか、国別ではスペインやアイルランドが堅調に推移、25年2Qの実質GDP成長率（確定値）は前年比+1.4%だった。ロシアは、ウクライナ侵攻の長期化によって労働力不足に直面しており、中央銀行は政策金利を引き下げたがインフレ抑制の必要から慎重に対処している。日本は、25年2QのGDP成長率は、前期比年率+1.0%と5四半期連続のプラス成長となった。米国の追加関税措置の表明・発動・緩和が繰り返された結果、増税前の駆け込み需要が促され、輸出が拡大した。
- 新興国では、米国の関税措置の緩和を受け成長見通し自体は上方修正されているが、米国次第で世界の貿易量が増減する不安定な状況が続き、景気は方向感を欠いている。
- 中国は、25年3月の全人代でGDP成長率目標を3年連続で+5.0%前後とし、財政赤字拡大や特別国債の増発により足元では+5.0%をやや上回る成長が続いている。インドは、米国との関税交渉が難航しており不透明感が強まっている。ASEAN主要国は、駆け込み需要により足元では対米輸出が増加しているが、年後半には減速が懸念されている。その他新興国（トルコなど）は、インフレは鈍化傾向にあるが、米国の通商政策の影響を見極める動きが強まっている。国によってはインフレ抑制が十分に進んでいないところもあり、方向感の違いが中銀の金融政策に表れている。自国通貨と米ドルの為替水準の観点から、米国FRBの動きが引き続き注視されている。

### 【参考：民間調査機関による各国の実質GDP成長率予測】

（実質GDP成長率、前年比%）

	日本	米国	ユーロ圏	ロシア	中国	ASEAN5	インドネシア	マレーシア	フィリピン	タイ	ベトナム	インド	トルコ	メキシコ	ブラジル
2024年	0.2	2.8	0.9	4.3	5.0	5.0	5.0	5.1	5.7	2.5	7.1	9.2	3.2	1.5	3.4
2025年	0.8	1.6	1.1	1.4	4.8	4.6	4.8	4.2	5.5	2.0	6.5	—	2.9	0.3	2.3
2026年	0.8	1.7	1.1	1.4	4.2	4.6	4.9	4.3	5.7	2.0	6.3	6.4	3.2	1.4	1.6

（注）Bloombergが集計した、国際的な金融機関やシンクタンク各社が公表している成長率予測の中央値（8月13日時点）。

「ASEAN5」はインドネシア・マレーシア・フィリピン・タイ・ベトナムの各国成長率を名目GDPで加重平均し算出。

（出所）Bloombergより双日総合研究所作成。

<sup>2</sup> 第1部の分析対象は下記15か国・地域

東南・南西アジア：タイ、フィリピン、インドネシア、マレーシア、ベトナム、インド

北東アジア・大洋州：日本、中国、豪州

米州：米国、メキシコ、ブラジル

欧州・ロシア：EU、ロシア、トルコ

- Bloomberg社が集計した市場予測（国際金融機関・シンクタンク予測）をみると、25年は日本、欧州、ASEANで7月のIMF見通しより上方修正された。一方、米国については、7月発表のIMF予測と比較して成長見通しが下方修正された（図1）。米国の関税の税率や内容が二転三転しているものの、4月初旬に想定されていた追加関税が発動猶予・軽減された結果、IMFは日・欧・東南アジアの成長率を上方修正した。ロシアは、25年の成長率は8月予測では1.4%と、7月発表のIMF予測よりは上方修正されているが、24年より鈍化する見込み。ウクライナ侵攻の長期化による人手不足やインフレ加速による政策金利の大幅引き上げが要因で、軍事中心の経済の見通しについては厳しい状況が見込まれており、米欧との関係改善が図られず制裁が長期化する事態となれば、さらに厳しさを増していくと思われる。以上をみると、米国の関税措置を発端とする各国通商政策の影響が強まる中で、世界経済には不透明感が漂っている。

図1 各国・地域の実質GDP成長率予測の変化（7月IMF予測と8月Bloomberg調査の比較\*）

（実質GDP成長率、前年比%）

	日本	米国		ユーロ圏		中国		ASEAN5		
	8月BBG*予測	7月IMF予測								
2024年	0.2	0.2	2.8	2.8	0.9	0.9	5.0	5.0	5.0	4.6
2025年	0.8	0.7	1.6	1.9	1.1	1.0	4.8	4.8	4.6	4.1
2026年	0.8	0.5	1.7	2.0	1.1	1.2	4.2	4.2	4.6	4.1

	ロシア	インド		トルコ		メキシコ		ブラジル		
	8月BBG*予測	7月IMF予測								
2024年	4.3	4.3	9.2	6.5	3.2	3.2	1.5	1.4	3.4	3.4
2025年	1.4	0.9	–	6.4	2.9	3.0	0.3	0.2	2.3	2.3
2026年	1.4	1.0	6.4	6.4	3.2	3.3	1.4	1.4	1.6	2.1

（注）Bloombergが集計した、国際的な金融機関やシンクタンク各社が公表している成長率予測の中央値（8月13日時点）。

「ASEAN5」はインドネシア・マレーシア・フィリピン・タイ・ベトナムの各国成長率を名目GDPで加重平均し算出。

7月予測はIMF「世界経済見通し」から、8月予測はBloomberg調査から取得しており、同一機関の予測値を比較しているわけではない。

（出所）IMF “World Economic Outlook July 2025”、Bloombergより双日総合研究所作成。

### 新興国への影響：米国の相互関税を巡る通商政策の動向はまちまち

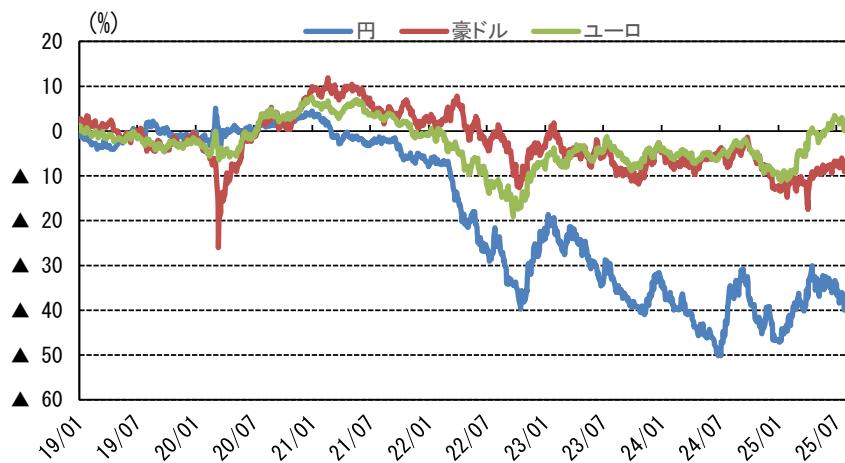
- 7月IMF予測では、新興国の成長率は上方修正された。これは米中間の関税交渉により関税の一時的引き下げや交渉継続が決まったことを反映したもの。4月の予測よりも実効関税率は低下しており、新興国の成長率をやや押し上げると思われる。
- 世界経済への影響が大きい中国は、米国の貿易措置の影響を特に顕著に受け、追加関税が26年の経済成長に大きな重しとなる可能性がある。今後、関税率の緩和や修正があったとしても、ごくわずかの上方修正にとどまることもあり得る。若年失業率の上昇や不動産市況悪化を背景に内需が減速する中で、難しい経済政策が求められる。
- ファンダメンタルズが脆弱なその他新興国（トルコなど）では、インフレは鈍化傾向ながら、依然として高水準で推移している。国際金融市場では経済の脆弱性から自国通貨安が進行した（図2）。
- IMFは、26年の世界貿易量が減少すると見込んでおり、世界経済全体に不透明感が見られる。

## 世界経済の下振れリスク：通商政策の不透明感、中国経済、通貨変動等

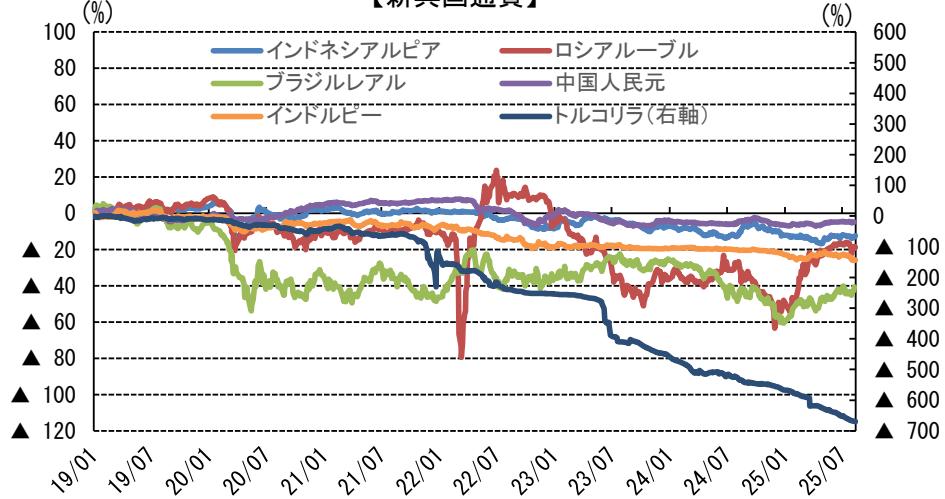
- 世界経済は、春先よりも下振れ幅は小さいものの、依然として下振れリスクが目立つ。米国の25年の成長は24年より鈍化するとみられるが、その程度については不透明感が高い。米国は、トランプ政権の駆け引きもあり、追加関税の一時猶予・交渉・発動を個別商品ごと、国別に繰り出しており、世界経済への影響を見極めるにはしばらく時間がかかる。
- 中国では、25年1-6月のGDP成長率が+5.3%と、政府通年目標+5.0%を上回るまでも伸びを達成。しかし、景気が停滞し、雇用が改善しない中、消費の回復は鈍い。インフレ率はほぼ0%と、デフレ圧力は根強い。
- 主要国為替は、先進国では通貨安の進行が概ね小康状態となっている。ユーロは年初来対ドルで上昇し、新型コロナ流行前の水準に戻している。新興国では、特にトルコリラの対ドルでの下落に歯止めがかかっていない（図2）。

図2 先進国と主な新興国における対米ドル変動率（2019年1月比）

【先進国通貨】



【新興国通貨】



（出所）CEICより双日総合研究所が作成。

- 25年の為替市場は、日銀が1月に利上げを決定した頃から徐々に円高方向に振れていった。日銀の利上げにより日米金利差が縮小するとの思惑から円買いポジションが積み上がった。4月初めには円相場は1ドル149円台後半で推移していたが、米国の相互関税の発表と発動の一時延期、トランプ大統領によるパウエルFRB議長の解任示唆と撤回といった米国の政治要因で乱高下し、4月下旬には一時1ドル140円台まで円高が進行した（図3）。7月に入り、米国の雇用の堅調から米FRBの利下げ観測が後退、円安となり1ドル145円台での取引となった。その後日米の関税交渉が妥結、景気後退懸念が和らぎ日銀が利上げしやすくなったとの観測から再び円高に振れたが、石破総理の退任観測が広がると財政拡張懸念から円安に転じる局面もみられた。さらに月末にはFOMCでパウエル議長が利下げに慎重な姿勢を示し、米国のGDP成長率が市場予測を上回ったことによりドルが買われ、一時1ドル150円台までドルが急騰したが、8月に入って値を戻し、その後は相場の方向性が定まらない中で1ドル147円をはさんだレンジ相場となっている。

図3 ドル円レート乱高下の背景　円売り持ちポジションの積み上がりと解消

【ドル円レートとドル円売買ネットポジション】



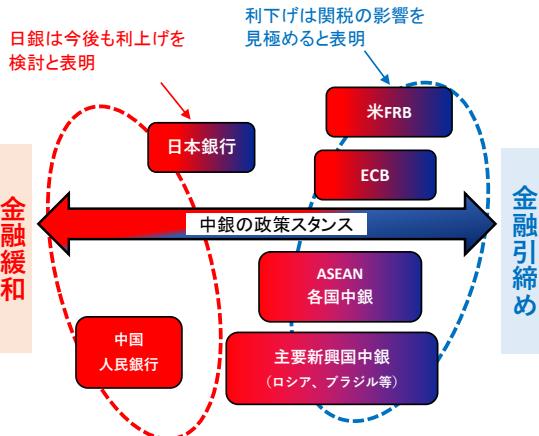
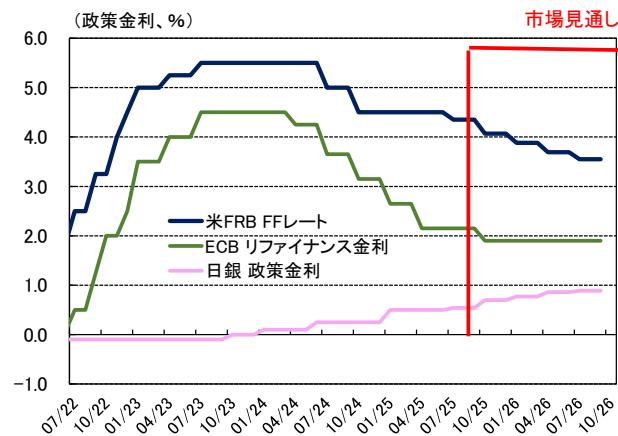
（出所）CFTC、日本銀行より双日総合研究所が作成。

## 世界の金融情勢：日本は金融緩和の見直し、米国は政権からの圧力が強まる

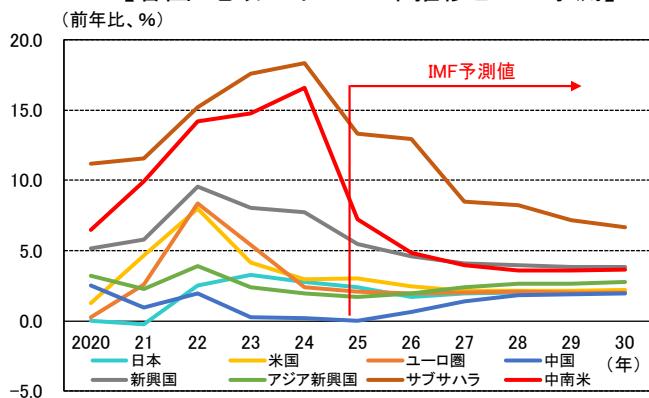
- 日銀は、7月の金融政策決定会合で政策金利を0.5%に据え置いた。金利据え置きは4会合連続で、植田日銀総裁は「賃金と物価が相互にプラスに影響するメカニズムが途切れず続いているか確認したい」とし、物価上昇の2%目標が達成され、賃金への波及効果を見極めたい姿勢を示した。米国の関税についての日米間合意は「大きな前進」としつつ「各国の通商政策の展開や影響を巡る不確実性の高い状況が続いている」とした。こうした状況を踏まえ、今後の利上げについては、慎重にデータを検討してから判断するとしている（図4）。為替市場では、米国による通商政策の動向を見極めたいとの思惑が円の変動圧力となった。
- 日銀は、7月の「展望レポート」で、25年度の物価見通し（生鮮食品を除く消費者物価上昇率）を+2.7%、26年度は各々+1.8%と予測している。これらの指標は4月の展望レポートと比べ上方修正されているが、足元の円安による輸入物価上昇と価格転嫁の影響や、備蓄米放出などの施策でコメに代表される食料品価格の上昇も一服するとみられる。消費者物価が成長ペース鈍化で落ち込む一方、人手不足や賃金上昇などコスト増要因が続き、企業の販売価格への転嫁が引き続き進む可能性がある。
- 日本の25年2QのGDP成長率は、前期比年率+1.0%と5四半期連続のプラス成長となった。米国の追加関税措置の発動と緩和が繰り返された結果、先行き不安からの駆け込み需要により輸出が拡大した。7月下旬に日米で関税交渉が妥結したことから、3Q以降は米側で在庫消化が進み、日本からの輸入が手控えられるため3Qの輸出は落ち込む見込みで、輸出の回復は4Q以降になる可能性がある。
- 日経平均株価は、8月18日に米国のFRBが利下げを再開するとの思惑から大幅な上昇となり、一時43,800円を上回った。一部で過熱感を警戒する向きもあるが、株価の先高観も根強く、相場が大きく下落する展開とはなっていない。
- 世界的なインフレは、原油価格をはじめとする国際商品市況下落や各国の金融引締め政策が奏功し、24年以降は鈍化に転じた（図5）。ロシアのウクライナ侵攻を受けて高騰したエネルギー・穀物・金属市況は一部商品を除き概ね終息している。（図6）。
- 米国では、FRBが7月のFOMCで2025年に入って5会合連続の政策金利据え置きを決定した。パウエル議長はFOMC後の会見で、「インフレ抑制の確信が深まるまで利下げは適切でない」としていたが、雇用統計の悪化を背景に、市場では9月の利下げを予想する声が高まっている。
- 中国では、10月開催予定の中央委員会第4回全体会議（4中全会）で議題となる「第15次五か年計画」（2026-30年）などが議論されたと見られ、政治的に重要な節目とされている。中国政府は、景気を下支えする意図で国債増発等の積極財政を通じて「5%前後の成長」を達成しようとしており、足元では5%をやや上回る成長となっている。
- ロシアは、25年1-3月期の経済成長率が+1.4%にとどまり、前期の+4.5%から鈍化している。中央銀行は7月の金融政策理事会で主要政策金利を20.0%から18.0%に一気に2%引き下げた。ナビウリナ総裁には戦時下の人手不足によるインフレを金融政策でカバーする難しい舵取りを求められる。
- トルコは、中央銀行が7月の金融政策決定会合で政策金利を300bp引き下げ43%にすることを決定した。インフレ率は24年5月の75%程度から25年7月には33.52%まで低下しているが、依然として高水準であり、中央銀行は今後インフレを勘案しつつ慎重に利下げを図るとみられる。

図4 各国中央銀行の金融政策シナリオとインフレ率および主要国の実質金利推移

【日米欧の政策金利】



【各国・地域のインフレ率推移とIMF予測】



(注) 日本の政策金利は「日銀当座預金のうち、政策金利残高に課されている金利」を指す。

(出所) IMF、Bloombergほか各種資料より双日総合研究所が作成。

【主要国の実質金利】

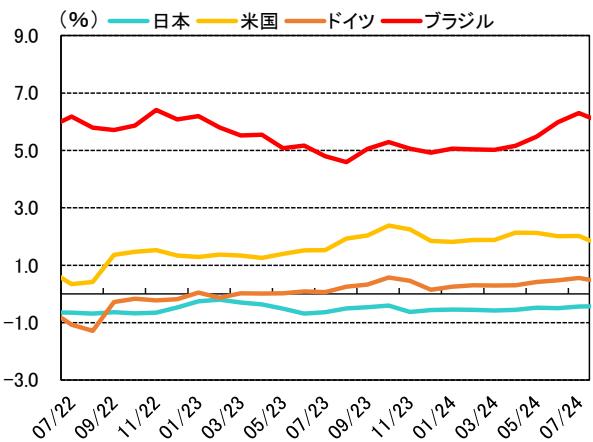


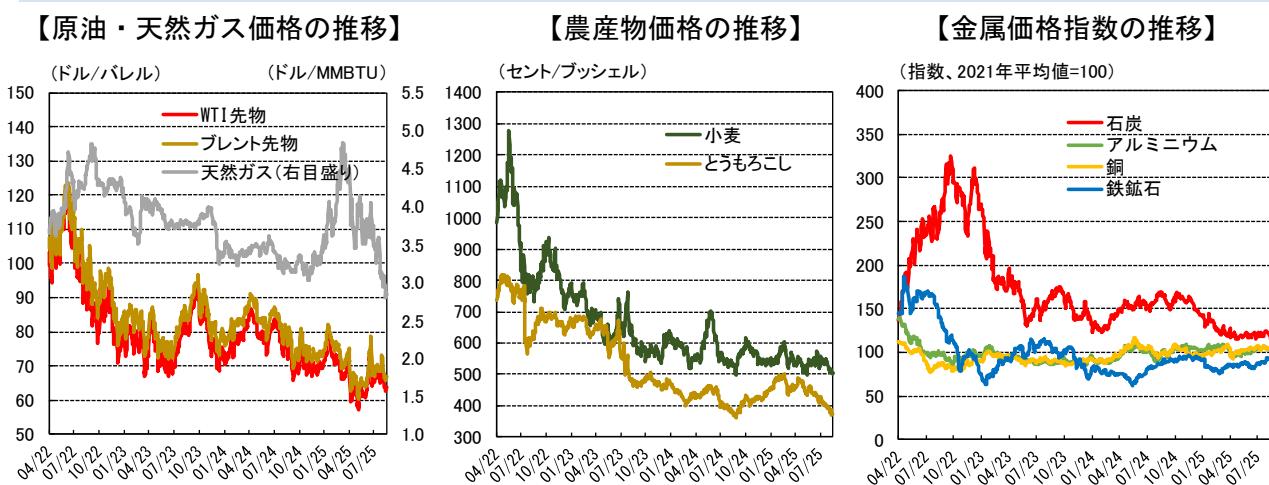
図5 各国インフレ率 先進国ではサービス価格低下の鈍さから根強いインフレが続く

中央銀行の 物価目標	米国		EU		日本	豪州	中国	インド	ASEAN5					メキシコ	ブラジル	ロシア	トルコ				
	PCE	CPI	独	仏					2%	2%未満	2%	2~3%	3%	2~6%	2.5~4.5%	2~4%	1~4%	なし	4%		
	2%	2%	2.5%	2.5%					2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%		
2021年1月	1.6	1.4	0.9	1.2	0.6	-0.7	0.8	-0.3	4.1	1.6	3.7	-0.3	-0.2	-1.0	3.5	4.6	5.2	15.0			
2021年7月	4.5	5.4	2.2	3.7	1.2	-0.3	2.9	1.0	5.6	1.5	3.7	0.5	2.2	2.6	5.8	9.0	6.5	19.0			
2022年1月	6.3	7.5	5.1	4.2	2.9	0.5	5.0	0.9	6.0	2.2	3.0	3.2	2.3	1.9	7.1	10.4	8.7	48.7			
2022年7月	6.8	8.5	8.9	6.7	6.1	2.6	9.4	2.7	6.7	4.9	6.4	7.6	4.4	3.1	8.2	10.1	15.1	79.6			
2023年1月	5.5	6.4	8.6	8.7	6.0	4.3	11.2	2.1	6.5	5.3	8.7	5.0	3.7	4.9	7.9	5.8	11.8	57.7			
2023年7月	3.4	3.2	5.3	6.2	4.3	3.3	7.0	-0.3	7.4	3.1	4.7	0.4	2.0	2.1	4.8	4.0	4.3	47.8			
2024年1月	2.6	3.1	3.8	2.9	3.1	2.2	4.6	-0.8	5.1	2.6	2.8	-1.1	1.5	3.4	4.9	4.5	7.4	64.9			
2024年7月	2.5	2.9	2.6	2.3	2.3	2.8	2.9	0.5	3.6	2.1	4.4	0.8	2.0	4.4	5.6	4.5	9.1	61.8			
2024年8月	2.3	2.5	2.2	1.9	1.8	3.0	2.3	0.6	3.7	2.1	3.3	0.4	1.9	3.5	5.0	4.2	9.1	52.0			
2024年9月	2.1	2.4	1.7	1.6	1.1	2.5	1.8	0.4	5.5	1.8	1.9	0.6	1.8	2.6	4.6	4.4	8.6	49.4			
2024年10月	2.3	2.6	2.0	2.0	1.2	2.3	1.8	0.3	6.2	1.7	2.3	0.8	1.9	2.9	4.8	4.8	8.5	48.6			
2024年11月	2.5	2.7	2.2	2.2	1.3	2.9	1.9	0.2	5.5	1.6	2.5	1.0	1.8	2.8	4.6	4.9	8.9	47.1			
2024年12月	2.6	2.9	2.4	2.6	1.3	3.6	2.0	0.1	5.2	1.6	2.9	1.2	1.7	2.9	4.2	4.8	9.5	44.4			
2025年1月	2.6	3.0	2.5	2.3	1.6	4.0	3.2	0.5	4.3	0.8	2.9	1.3	1.7	3.6	3.6	4.6	9.9	42.1			
2025年2月	2.7	2.8	2.3	2.3	0.8	3.7	3.2	-0.7	3.6	-0.1	2.1	1.1	1.5	2.9	3.8	5.1	10.1	39.1			
2025年3月	2.3	2.4	2.2	2.2	0.8	3.6	3.0	-0.1	3.3	1.0	1.8	0.8	1.4	3.1	3.8	5.5	10.3	38.1			
2025年4月	2.2	2.3	2.2	2.1	0.8	3.6	3.1	-0.1	3.2	2.0	1.4	-0.2	1.4	3.1	3.9	5.5	10.2	37.9			
2025年5月	2.4	2.4	1.9	2.1	0.7	3.5	2.9	-0.1	2.8	1.6	1.3	-0.6	1.2	3.2	4.4	5.3	9.9	35.4			
2025年6月	2.6	2.7	2.0	2.0	1.0	3.3	3.3	0.1	2.1	1.9	1.4	-0.3	1.1	3.6	4.3	5.4	9.4	35.1			
2025年7月	-	2.7	2.0	2.0	1.0	3.1	3.5	0.0	1.6	2.4	0.9	-0.7	1.2	3.2	3.5	5.2	8.8	33.5			

(注) 各国の消費者物価指数（米国はPCEデフレーターとCPIを記載）の前年比伸び率（%）、2021~23年は半年ごとに表示。

2025年8月22日時点。中央銀行が定める物価目標を上回るマス目は赤く表示。（出所） Bloombergより双日総合研究所が作成。

図 6 国際商品価格の推移 (8月15日時点)



(出所) Bloombergより双日総合研究所が作成。

- 国際商品価格は原油(図6左)・穀物(図6中)・金属(図6右)ともに概ね下落傾向を辿っている。原油は、6月21日の米国によるイラン攻撃を受けて一時1バレル75ドル台まで急騰したが、停戦が成立したことから再び1バレル60ドル台後半に下落。穀物も、米露首脳会談を契機とするウクライナ情勢好転期待や米国の豊作に伴う需給緩和を背景に下落傾向にある。国際商品価格の見通しは、足元ではウクライナ情勢の先行きにより金価格の動向が左右される可能性があるが、おおむね軟化が予想されている(図7)。国際商品価格の下落は、商品価格由来のインフレに一定の歯止めとなりうる。また、米国の追加関税措置や貿易障壁の高まりから生じる短期的なインフレリスクを緩和することも期待される。一方で、輸出に依存する新興国には好ましくない影響を及ぼす恐れもある。

図 7 アナリストの商品価格予想 (8月15日時点)

		スポット	Q2 25	Q3 25	Q4 25	Q1 26	2025年	2026年	2027年
WTI	ドル/バレル	63.9	64.2	61.0	60.0	59.9	65.0	61.0	65.5
ICEブレント	ドル/バレル	66.8	67.0	64.0	63.5	63.0	68.0	65.0	67.5
ICEガスオイル	ドル/tn	653	650	630	631	628	658	629	636
天然ガス (ヘンリーハブ)	ドル/MMBtu	2.86	3.50	4.00	4.20	3.81	3.69	3.93	3.80
石炭 (CIF ARA)	ドル/tn	100	99	98	98	101	100	100	102
石炭 (リチャードベイ)	ドル/tn	90	91	94	98	98	88	100	100
一般炭 (FOB 豪州ニューカッスル)	ドル/tn	111	111	113	111	110	108	113	109
強粘炭 (豪州)	ドル/tn	191	180	190	195	195	183	195	200
金	ドル/トロイオンス	3,391	3,000	3,045	3,000	3,000	3,008	2,915	2,825
プラチナ	ドル/トロイオンス	987	1,003	1,034	1,057	1,055	1,013	1,115	1,188
パラジウム	ドル/トロイオンス	973	978	973	980	1,005	973	1,015	983
アルミニウム	ドル/tn	2,427	2,475	2,485	2,540	2,600	2,500	2,600	2,600
銅	ドル/tn	9,538	9,150	9,150	9,200	9,500	9,197	9,573	9,860
ニッケル	ドル/tn	15,698	15,800	15,849	16,000	16,625	15,675	16,517	16,875
鉛	ドル/tn	1,923	1,950	1,950	1,973	2,012	1,992	2,024	2,000
米国鉄鋼・熱延	ドル/tn	953	920	850	775	850	828	777	652

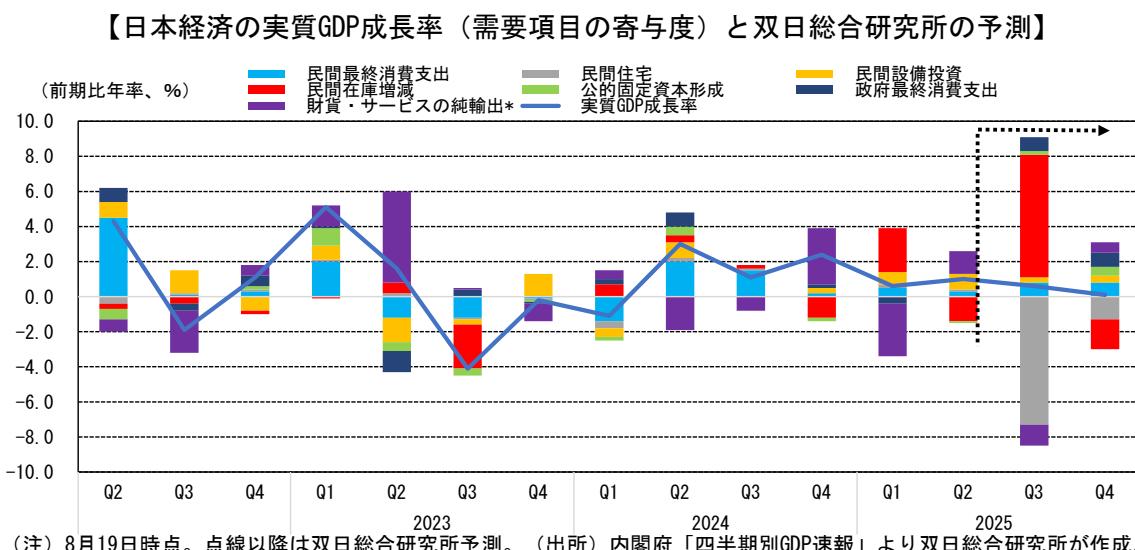
(注) Q2 25以降はBloombergが集計したアナリスト予想の中央値。

(出所) Bloombergより双日総合研究所が作成。

## 日本

- 景気見通し：** IMFの7月見通しでは25年の日本の実質GDP成長率は+0.8%と予想されている。8月15日発表の25年2Q（4-6月）実質GDP成長率は、前期比年率+1.0%と、5四半期連続プラス成長となった。米国の関税政策の表明・発動・緩和措置が繰り返された結果、輸出に先行き不安からの駆け込み需要があった。その後、7月下旬に日米で関税交渉が妥結したことから、25年3Q以降は米側で在庫消化が進み、日本からの輸入が手控えられる見込み。このため、輸出は25年3Qに落ち込むとみられ、回復は25年4Q以降になる可能性がある。足元では、関税発動を受けて価格が低下した自動車の輸出が、米国向けを中心に減少すると見込まれている。  
 日銀短観（全国企業短期経済観測調査、6月）の業況判断DIは、製造業・大企業では最近は1ポイント上昇・先行きは3月比1ポイント減少。製造業・中小企業では最近は1ポイント減少の1ポイント、先行きも3月比3ポイント低下の▲2ポイントとマイナスに転じ、今後の下振れが示唆される。
- 外需見通し：**6月の貿易収支は1,531億円の黒字で3か月ぶりに黒字に転じたが、輸出が前年比0.5%減、輸入が同+0.2%で、黒字幅は前年比で縮小した。輸出は、米国の関税措置を背景に同7.3%減、鉄鋼が同13.2%減と大きく減少した。輸入は、鉱物性燃料が減少した一方、医薬品や通信機が増加した。地域別では、輸出は米国向けが同11.4%減の大幅減となり、輸入は西欧・中国などが増えている。輸出数量指数（2020年=100）は、5月に100を下回ったが、6月には106.5と再び100を上回っている。輸入数量指数（2020年=100）は、6月に100.5と、わずかに100を上回った。

図 8 日本経済予測表（2025年4-6月期 GDP一次速報公表後）



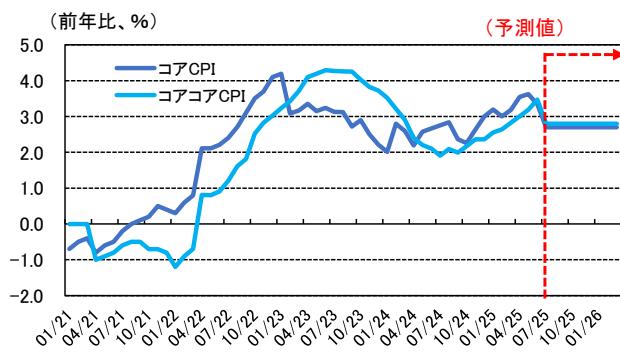
（注）8月19日時点。点線以降は双日総合研究所予測。（出所）内閣府「四半期別GDP速報」より双日総合研究所が作成。

- 金融政策と為替見通し：**日銀は7月31日の金融政策決定会合で、政策金利である無担保コール翌日物金利を0.5%に維持することを決定した。同日発表した展望レポートでは、物価上昇率見通しを前回4月時点の見通しから小幅に引き上げ、26年度を1.8%（4月時点では1.7%）、27年度は2.0%（4月時点では1.9%）とした。また、米国の関税措置については「日米間交渉が合意に至るなど、前向きな動きがみられる」と言及している。植田総裁は、関税の影響に関して「駆け込みとその反動の動きが続き、データが見にくくなっている」、「一気に霧が晴れることはない」とし、経済全体の不確実性が高くなっているとの認識を示した。

- **物価見通し**：6月の全国コアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合指数）は+3.3%と、上昇幅が7か月連続で3%を超える、21年9月以来45か月連続のプラスとなった（図9左）。日銀は7月の展望レポートで25年度のコアCPIの前年度比上昇率を2.7%（前回4月見通し2.2%）に、26年度も1.8%（同1.7%）に上方修正した。コアCPIベースでみると足元では日銀物価目標の2%を上回っているが、相互関税など各国の通商政策の影響は限定的とした。先行きについては「見通し期間後半には『物価安定の目標』と概ね整合的な水準で推移する」との考えを示した。今後、世界経済が下振れし企業収益に悪影響が出れば、企業の賃上げのモメンタムに水を差すことになりかねず、先行きの不透明感が拭えない中で個人消費の回復は鈍い状況が続くだろう。

図9 物価上昇は鈍化傾向も実質金利のマイナス続く。日米金利差縮小観測から円は底堅い推移

【コアCPIとコアコアCPI】

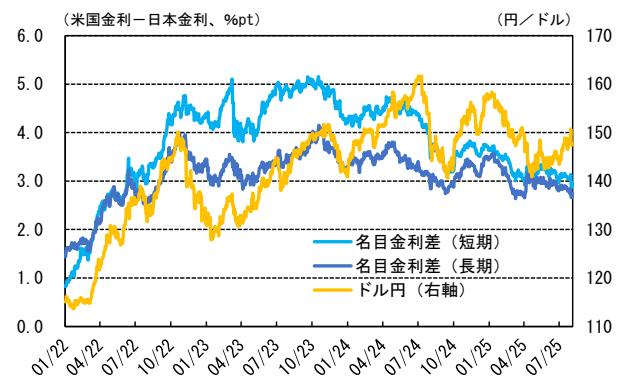


(出所) 総務省、点線以降は双日総合研究所予測。

(注) コアCPI：生鮮食品を除く消費者物価指数

コアコアCPI：生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価指数

【日米金利差とドル円】



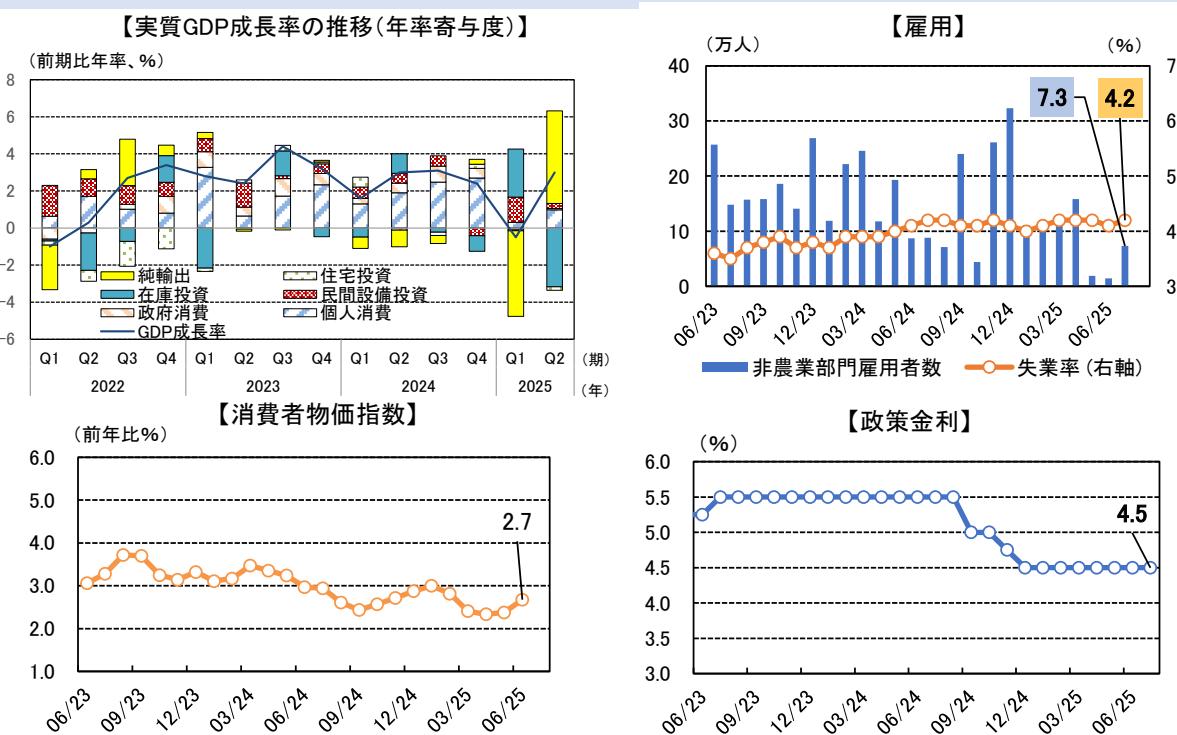
(出所) Bloombergより双日総合研究所が作成。

- **国内政治と政策動向**：日本経済新聞社とテレビ東京の世論調査（7/25-27実施）によると、石破政権支持率は32%と前回（6/27-29実施）より5ポイント低下し、過去最低を記録した。7月に実施された参議院選挙で与党は過半数割れとなったが、石破首相の退陣については「直ちに交代を」が39%にとどまり、「26年の春頃まで」、「あと1年くらい」、「27年9月の総裁任期満了まで」など期間の長短はあるものの続投を求める声が6割に達した。

## 米国

- 景気見通し**：25年2Q（4-6月）の実質GDP成長率は前期比年率3.0%増（1Qは同0.3%減）と2期ぶりにプラス成長に戻った。前期はトランプ政権の関税政策に伴う駆け込み輸入の急増がGDPを押し下げたが、今期は輸入が-30.3%とマイナスに転じ純輸出（輸出-輸入）の寄与度が+4.99ポイントとなり、加えて自動車関連費用をはじめ個人消費の増加がプラス成長に寄与した。（図 10左上）。
   
 7月発表のIMF見通しでは、実質GDP成長率は25年+1.9%（25年4月発表比+0.1%pt）、26年+2.0%（同+0.3%pt）と、いずれも上方修正となった。
- 物価・雇用**：7月15日発表の7月CPIは前年同月比+2.7%（6月同+2.4%）と、伸び率は2か月連続で拡大した（図 10左下）。トランプ政権が打ち出した関税政策を受け在庫の積み増しが拡大するとともに在庫コストが上昇しており、今後じわじわと物価を押し上げていくと予想される。8月1日発表の7月雇用統計で非農業部門就業者数は7.3万人増と市場予想より下振れるとともに、5・6月の就業者数が大幅に下方修正され、労働市場の想定以上の冷え込みが示唆される形となった。トランプ政権による連邦政府職員の削減を受けた州・地方政府の雇用増が全体の伸びを支える一方、移民政策や関税政策を背景に外国人労働者の求職鈍化や民間企業の採用慎重化などの影響が懸念される。7月失業率は4.2%と14か月連続4%台（図 10右上）。平均時給は前年同月比3.9%上昇も伸びは鈍化傾向。米国雇用統計は金融当局が最も注視する指標の一つで市場への影響も大きく、引き続き注視する必要がある。
- 金融政策見通し**：FRBは24年9月から12月までFOMC 3会合連続で計1.0%の利下げを行ったが、25年は1・3・5・6・7月の5会合連続で金利を据え置き、政策金利は4.25-4.5%となっている（図 10右下）。
   
 トランプ大統領は7月15日の6月CPI発表後自身のSNSで利下げを要求するなどFRBへの圧力を強めているほか、任期途中の8月8日に退任したクグラーFRB理事の後任に第1次トランプ政権で財務省上級顧問を務めた米大統領経済諮問委員会のスティーブン・ミラン委員長を指名（任期26年1月まで）。
   
 市場では、雇用統計悪化観測を背景に、FRBは9月に小幅利下げに踏み切るとの見方が強まっている。

図 10 米国の GDP・雇用・消費者物価指数・政策金利



（出所）CEIC、米国商務省経済分析局より双日総合研究所が作成。

- **トランプ大統領とプーチン大統領が首脳会談**：トランプ大統領は、ウクライナ情勢を巡り8月15日にアラスカにてプーチン大統領と首脳会談を行った。大方の予想どおり停戦合意には至らなかったが、本会談を受けて対ロシア追加制裁となる2次関税の発動はいったん見送られた（トランプ大統領は7月14日、ロシアが50日以内に停戦交渉で合意しなければロシアから石油やガスを購入した第三国に100%の関税を課す「2次関税」の実施を表明していた）。
 

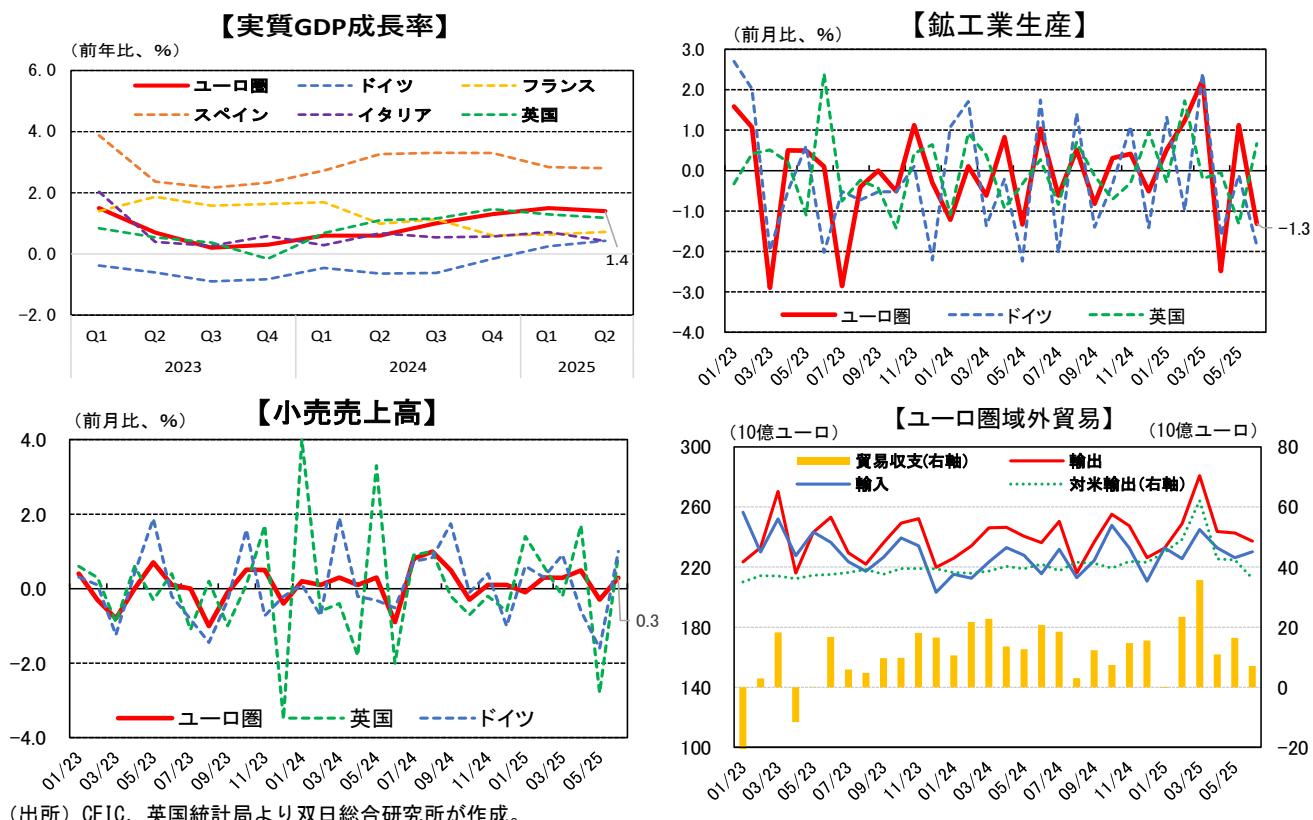
トランプ大統領は、8月18日にワシントンで欧州主要国首脳を交え、口論となった今年2月以来となるゼレンスキーダー統領との会談を実施。プーチン会談後、自らが提起する領土交換をウクライナに迫るとみられたが、欧州主体の有志国連合はウクライナの領土の一体性を支持していた。トランプ大統領は会談後、停戦後のウクライナへの「安全の保証」を巡って「欧州が主体となり米国が支援していく枠組みになる」との考えを示した。短中期的には、戦争状態は継続する可能性が高いとみられている。
- **イスラエル・イランの「12日戦争」が終結、軍事的エスカレーションは回避**：6月13日、イスラエルがイラン核施設を大規模軍事攻撃、イランによる報復攻撃が続き、中東情勢緊迫化を受け原油急騰やドル高が進行。21日には、米軍がイラン核施設を標的とする空爆に踏み切った。その後、米国の要請によるカタール首長の仲介を経てイスラエルとイランは停戦合意に至り、6月24日に停戦が発効した。事実上の「12日戦争」が終結し、軍事的エスカレーションは回避された。
 

一方、イスラエルの攻撃で人道状況の悪化が深刻となっているガザ情勢に業を煮やして、フランス、イギリス、カナダ、オーストラリアなどは、9月の国連総会でパレスチナを条件付きで国家承認する構えを見せている。これに対し、イスラエルがガザ地区の軍事作戦を拡大する方針を発表、国連緊急安保理で非難の声が高まるなか米国がイスラエルを擁護するなど対立は深まっており、国際政治はエスカレーションの様相を呈している。
- **トランプ減税法案「一つの大きく美しい法案」成立、クリーン関連投資にブレーキ**：7月4日、減税・歳出削減・債務上限引き上げなどをまとめた「一つの大きく美しい法案（One Big Beautiful Bill Act、略称OBBA）」に、トランプ大統領が署名し成立した。同法案は、2017年減税・雇用法（いわゆるトランプ減税）延長の財源を確保するため、バイデン前政権のインフレ抑制法（Inflation Reduction Act、略称IRA）を見直し大幅に改正したもの。特にエネルギー分野で、再生可能エネルギー主導から化石燃料への回帰を打ち出した。同法案には再エネ・EV向け税額控除の終了・事業開始期限の前倒し・特定外国事業体への規制強化等が盛り込まれ、これまでのクリーン関連投資へのインセンティブが概ね縮小する見通しとなった。
- **トランプ・ショックと米トリプル安、その後**：25年4月の2度のトランプ・ショック（トランプ大統領による相互関税発表と米FRB議長への非難・利下げ要求・解任示唆発言を受けた米株式・ドル・米債券の下落のトリプル安）により、4月トータルで米株式、ドル、債券は軒並み10%超下落した。8月中旬時点では株価は4月以前の水準を取り戻しさらに上昇を続けているが、ドル・インデックス（主要通貨に対する米ドルの総合的な価値指標）は4月以前の水準に戻っていない。10年物米国債の利回りは、4月のショック前の水準に一時回復した後、FRBの利下げをめぐる思惑による売買が続いている。直近のインフレ率が市場予想を上回ったことから、9月のFRBの利下げ幅は市場が織り込んでいた0.5%ptに届かないとの見方が強まっている。7月発表のIMF世界見通しでは、世界需要の冷え込みやエネルギー価格の下落傾向が続き、世界のインフレ率は引き続き低下していくが、米国では関税が供給ショックとして作用し消費者物価に徐々に影響を与えるとし、25年後半にインフレを押し上げ、26年を通じてインフレ率は2%の目標を上回ると予測している。

## 欧州

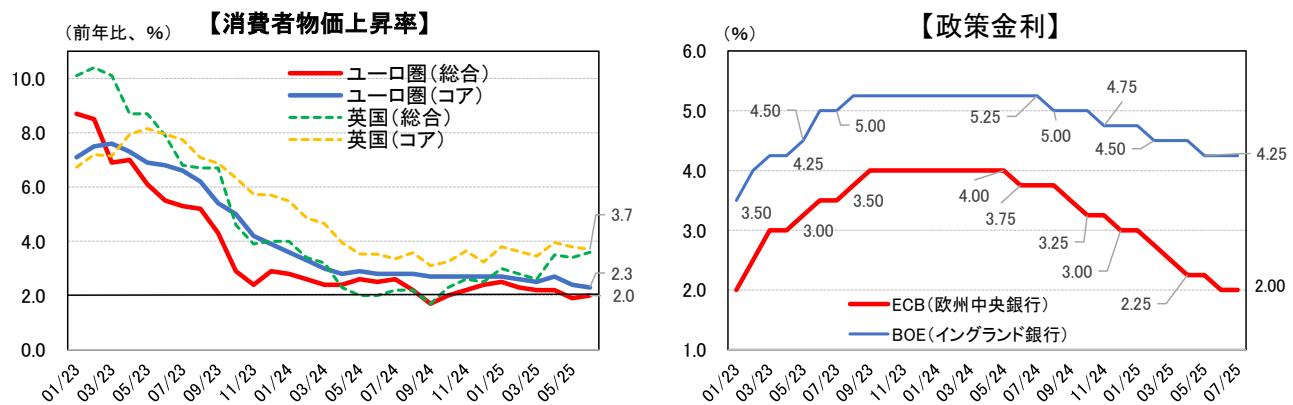
- ヨーロッパ圏の25年2Q（4-6月）の実質GDP成長率（確定値）は前年比+1.4%となった（図 11左上）。1Qから成長率が低下した背景は、関税賦課前の駆け込み輸出の反動減。需要項目別にみると、2Qも個人消費が増勢を維持しており、成長を支えた。国別では、スペインが前年比+2.8%の成長率と最も高く、スペインの好調さがヨーロッパ圏全体の成長を下支えする構図が2Qも継続した格好となる。
- ECBの6月見通しでは、ヨーロッパ圏の実質GDP成長率は25年+0.9%、26年+1.1%、27年+1.3%と予測されている。25年については、2Q及び3Qの経済成長が、米国による高関税とそれに伴う不確実性の高まり、ユーロ高によって押し下げられる見通しとなっている。26年も引き続きこうした要因の影響が残るとされているが、防衛費とインフラ支出の追加支出が経済を押し上げるとみられている。IMFの7月見通しでは、ヨーロッパ圏の25年及び26年の実質GDP成長率は、それぞれ+1.0%、+1.2%と、前回4月見通し比で25年は0.2ポイントの上方改定、26年は変化なしとなった。25年の上方改定の要因は、25年前半のアイルランド経済の力強い成長によるとされる。製薬業界における新規製造施設の稼働等によってアイルランドから米国へ巨額の医薬品が輸出されたことが経済を押し上げた。26年は潜在成長率の範囲内に戻ると想定されるが、防衛費増額のコミットメントは26年以降の経済に影響を与えると予測されている。
- ヨーロッパ圏の6月鉱工業生産は前月比-1.3%と減速した。ドイツの落ち込み（前月比-1.9%）と消費財の生産低迷が主因とされるが、基調的なトレンドが弱いことが確認された（図 11右上）。ヨーロッパ圏の6月の小売売上高は前月比+0.3%と2か月ぶりのプラスに転じた。貿易を巡る不確実性の中でも、内需回復を背景に域内経済が底堅さを維持している。ヨーロッパ圏の6月の貿易収支は、70億ユーロの黒字となつた。対米輸出は362億ユーロとなり先月から更に減少した。

図 11 ヨーロッパ圏と欧州主要国の実質GDP成長率・鉱工業生産・小売売上高・貿易収支



- 6月のユーロ圏消費者物価（確定値）（図 12左）は前年比+2.0%、エネルギーや食料品を除いたコア指数は前年比+2.3%となった。欧州中央銀行（ECB）が目指す2%の物価目標水準と並んだことから、ECBは7月の理事会で8会合ぶりに利下げを見送り2.00%に据え置いた（図 12右）。金融市場では米国とEUの貿易交渉が合意に至ったことで年内の利下げ観測は後退しており、政策金利は当面2.00%で据え置かれるとの見方に傾いている。6月の英国の消費者物価指数は、前年比+3.6%となり、24年1月以来1年5か月ぶりの高水準となった。品目別にみると、燃料費や交通運賃の上昇が大きかった。コア指数は前年比+3.7%の上昇となった（図 12左）。英イングランド銀行（BOE）が物価上昇率の目標とする2%を上回ったことから、BOEは6月、根強いインフレ懸念に対処すべきだと判断し政策金利を4.25%に据え置く決定をした（図 12右）。
- ユーロ圏のインフレは、ECBの6月見通しによると消費者物価上昇率（総合）は25年+2.0%、26年+1.6%、27年+2.0%と予測されている。26年にかけてインフレ率が低下する背景として、エネルギー価格の下落をはじめ、食品やサービス関連価格の下落が見込まれるためだとしている。また、ECBの当局者は、ユーロ高にも注視する必要があり、ユーロ高はユーロ圏の輸入物価を押し下げ、輸出競争力にも響くことで物価上昇率の低下要因となるとしている。

図 12 ユーロ圏の消費者物価指数（左）、ECB の金融政策（右）



(出所) CEIC、ECBウェブサイトより双日総合研究所が作成。

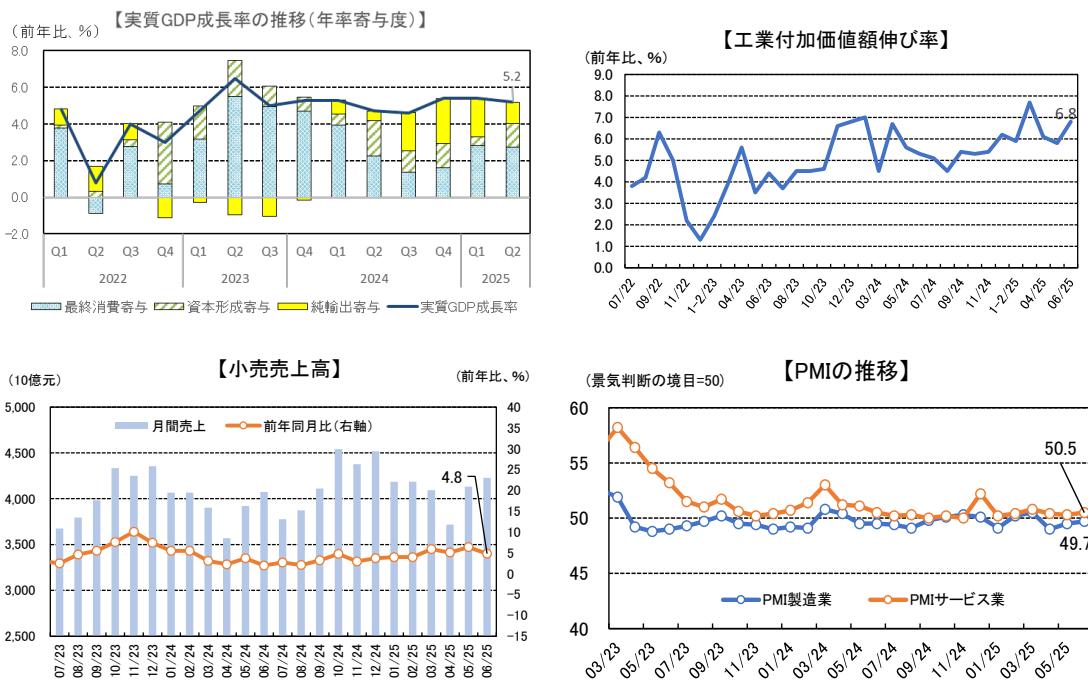
### 政治、外交トピックス

- EUと米国は、7月27日に関税交渉で合意に達した。8月1日より相互関税率は15%となり、自動車関税も27.5%から15%へ引き下げるほか、医薬品・半導体には15%の関税が課される。EUは見返りとして、6,000億ドル超の対米投資や7,500億ドル相当のエネルギーを米国から購入することを約束した。米国はEUに30%の追加関税率を課すとしていたことを踏まえると、今回の米EUの関税合意は最悪の事態を回避したといえる。
- EUは防衛力強化を加速させており、3月には総額8,000億ユーロの防衛投資拡大を目指す欧州再軍備計画「ReArm Europe Plan」を発表した。当該計画は軍備増強に向けた金融支援計画であり、EUは、加盟国の歳出増とEUからの融資により、4年間で総額8,000億ユーロの国防費増加をめざすこととなる。ReArm Europe PlanではGDP比1.5%までの国防費が財政規律維持ルールである安定成長協定の枠外とされた。これは年間で約1,800-2,700億ユーロの国防費の増加に相当するとされるが、漸進的な国防費増額になると考えれば、2026-2027年を中心に、毎年0.3%ポイント前後のGDP成長率の押し上げになると予想される。

## 中国

- 25年2Q（4-6月）の実質GDP成長率は+5.2%（図 13左上）、上半期（1-6月）通算では+5.3%となり、政府通年目標+5.0%を上回るますますの伸びを達成。2Qの需要項目別寄与度は、最終消費（家計消費+政府消費）+2.7ポイント、純輸出（輸出-輸入）+1.6ポイント、総資本形成（固定資産投資+在庫投資）+0.9ポイントとなった。
- 6月の工業付加価値額伸び率は、通信・電子製品等の製造業や鉱業が伸び、前年同月比+6.8%と、5月（+5.8%）より高めの伸びを示した（図 13右上）。また、昨年末上昇傾向を示してきた小売売上高は、6月は前年比+4.8%と鈍化した（図 13左下）。政府の景気刺激策効果の陰りが懸念される。
- 6月の製造業PMIは49.7と、3か月連続して景気判断の分岐点となる50を下回った（図 13右下）。米中間で関税の一部引き下げが合意されたことなどもあり、生産指数、新規受注指数のいずれも改善傾向を示したが、改善幅は小幅にとどまった。また、業種別では金属鉱物製品、鉄鋼の精錬・圧延・加工などで生産指数、新規受注指数がいずれも50を下回るなど、回復が遅れている。
- 上半期の貿易総額は前年比+1.8%の3兆320億ドル、うち輸出は+5.9%の1兆8,090億ドル、輸入は-3.9%の1兆2,230億ドルとなった。関税交渉の影響もあり、米国向け輸出は前年比-10.9%と2桁台減少となつたが、ASEAN+13%、EU+6.6%、香港+10.8%、日本+4.8%と対米輸出減をカバーした。
- 6月の固定資産投資は前年比+0.5%と、5月（同+2.9%）に比べ大幅に鈍化。インフラ投資の縮小、不動産開発投資の減少に加え、米国の関税政策などによる不確実性を背景に、民間投資が減少した。
- 6月のCPIは前年比+0.1%と5か月ぶりのプラスに転じたが、7月は横ばいのゼロ%台に留まった（図 14左）。景気が停滞し、雇用が改善しない中、消費の回復は鈍く、デフレ圧力は根強い。
- 2QのGDPが+5.2%と堅調に推移したことから、中国人民銀行は7月、大方の予想通り最優遇貸出金利（LPR、事実上の政策金利）の1年物を3.0%、5年物を3.5%にそれぞれ据え置いた（図 14右）。人民元の対ドルレートは、7月末には米国での9月利下げ観測の後退を受けドル買いが優勢となり、ドル高・元安が進み、1ドル=7.19元となった（図 14右）。

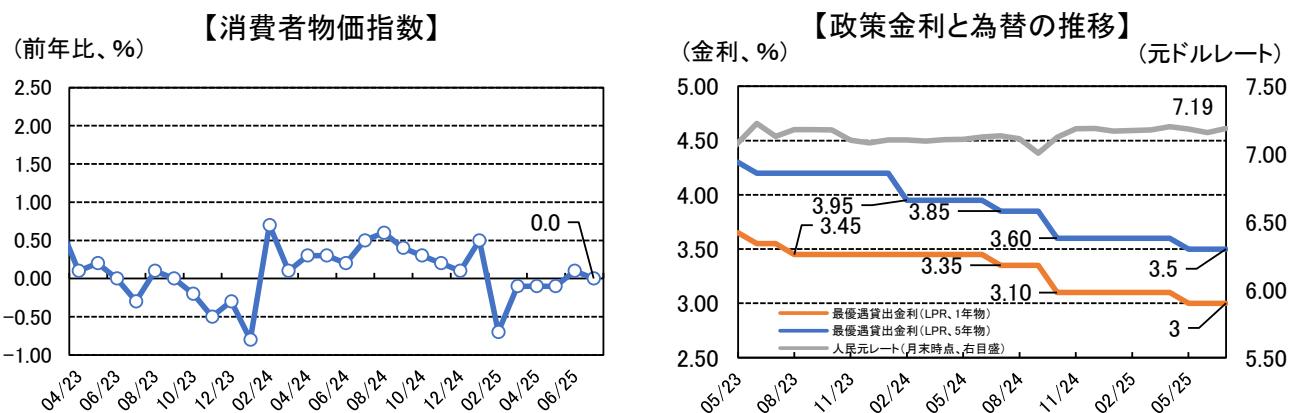
図 13 中国のGDP成長率・工業生産・小売売上高・PMIの推移



（出所）CEICより双日総合研究所が作成。

- 米東部時間8月11日、米中両国は一時停止中の関税措置をさらに90日間延長し、11月10日まで貿易協議を続けることを発表。これにより、米国の中に対する追加関税30%（基本税率10%+フェンタニル関税20%）、中国の米国に対する追加関税10%は当面継続されることになった。
- 中国政府は、第二次世界大戦で日本が降伏文書に署名した翌日にあたる9月3日を「抗日戦争勝利記念日」と定めており、戦後80年となる今年は、習近平国家主席、プーチン大統領などが出席し、北京において「抗日戦争・反ファシズム戦争勝利80年」の軍事パレードが行われる。また、パレード開催前の8月31日-9月1日には、天津において中国、ロシアが主導する上海協力機構（SCO）首脳会議が開催され、カザフスタンやウズベキスタン、インド、パキスタン、イランなどの正式メンバーに加え、サウジアラビア、トルコなどオブザーバー国からも首脳級メンバーが参加予定である。世界の分断が進む中、中国主導のSCO首脳会談でどのような協議がなされるのか、その内容に注目したい。
- 8月初め、現役の共産党指導部のみならず、引退した長老も集まり非公式で重要事項について話し合う北戴河会議が開催された。トランプ政権への対応や、10月開催予定の中央委員会第4回全体会議（4中全会）で議題となる「第15次五か年計画」（2026-2030年）などについて議論がなされたと見られる。会議の内容は非公開であることから、情報入手のため「北戴河会議2025」でネット検索してみたところ、ヒットしたのは殆どが習近平国家主席の去就問題に関連するものであった。習氏が2027年以降に4期目の続投をするか否か、現時点で判断するにはあまりにも時期尚早だが、ここ数年来、高官の失脚が相次いでいることからも推察可能な通り、先の北戴河会議においても、習氏の続投を支持する人々と、それを望まない人々の間で激しい権力闘争が繰り広げられたことは間違いない。

図 14 中国の消費者物価指数（左）、政策金利と為替の推移（右）



(出所) CEICより双日総合研究所が作成。

図 15 主要経済目標値および実績

	2024年実績	2025年目標	2025年1-6月
実質GDP成長率	5.0%	5%前後	5.3%
都市新規雇用増	1,256万人	1,200万人以上	695万人
都市部調査失業率	5.1%	5.5%	5.2%
消費者物価上昇率	0.2%	2%前後	-0.1%
財政赤字（対GDP比）	3%	4%前後	-

(出所) 各種資料より双日総合研究所が作成。

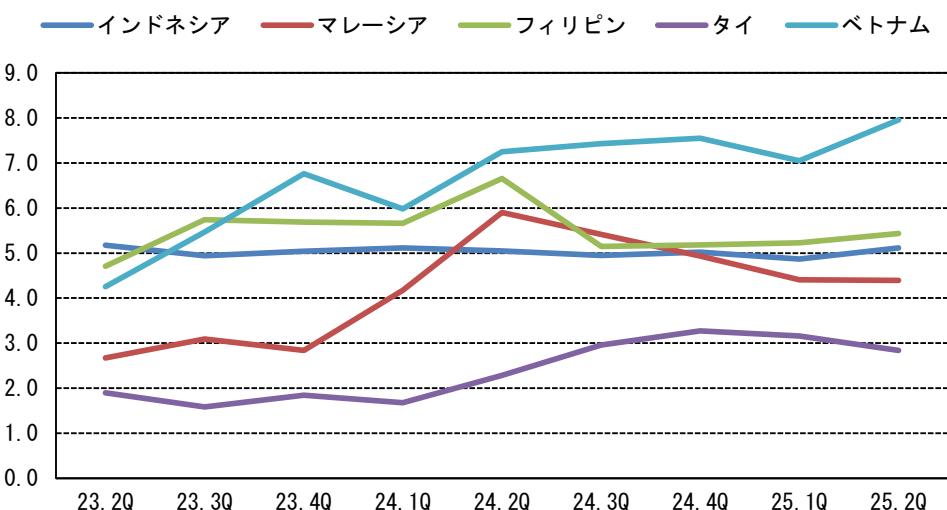
## アジア・太平洋

### ASEAN主要国

#### 実質GDP成長率の動向と見通し

- ASEAN主要国（インドネシア・マレーシア・フィリピン・タイ・ベトナム）の25年2Q（4-6月）実質GDP成長率は図16のとおりとなった。4月2日に発表された米国トランプ政権による相互関税の影響が大きい。関税発動前の駆け込み輸出が増加し、一部の国では大きく経済全体を牽引した。しかし、需要の先食いも懸念されており、年後半は経済成長が下振れする懸念が高まっている。IMF7月見通しでは、ASEAN5（インドネシア・マレーシア・フィリピン・タイ・シンガポール）の25年実質GDP成長率は+4.1%と予想され、前回の25年4月に発表された見通しから+0.1%となった。

図16 ASEAN各国の実質GDP成長率（実績）（前年比、%）



（出所）CEICより双日総合研究所が作成。

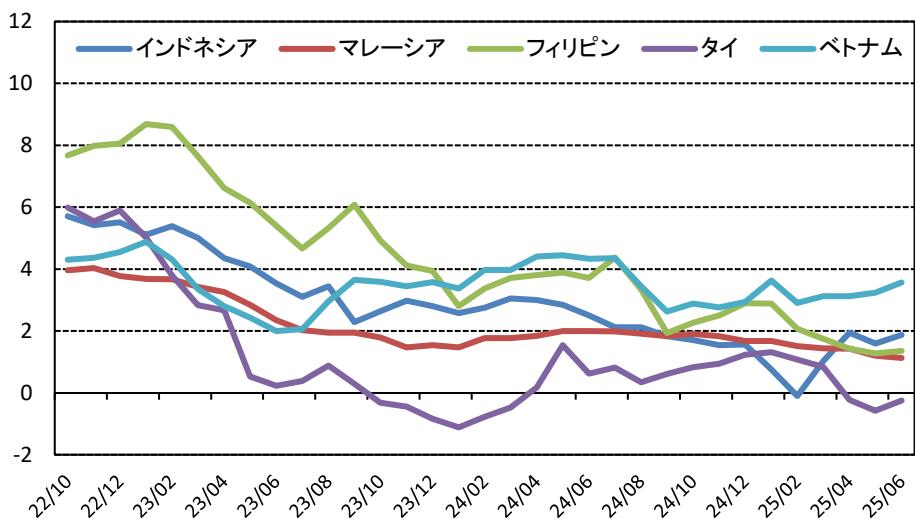
- インドネシアでは、統計局が8月に発表した25年2Qの実質GDP成長率は前年同期比+5.12%であった。2期ぶりに成長率が+5.0%を上回った。GDPの5割超を占める民間最終消費支出は前年度比+4.97%と、前期の+4.95%より微増する程度に留まっており、力強さに欠けた。一方、財・サービス輸出が+10.67%、総固定資本形成が+6.99%伸びており、経済全体を牽引した。
- マレーシアでは、中央銀行が8月に発表した25年2Qの実質GDP成長率は前年同期比+4.4%で、前期1Qから横ばいであった。GDPの60%を占めるサービス分野が+5.1%と微増。製造業は+3.7%と前期+4.1%から減速しており、米国関税発動前の駆け込み輸出増加は一服したとみられる。需要項目別でも輸出は+2.6%と減速した。
- フィリピンでは、統計局が8月に発表した25年2Qの実質GDP成長率は前年同期比+5.5%であった。GDPの70%以上を占める個人消費は前年同期比+5.5%と前期より加速した。一方、政府支出は、5月に実施された中間選挙により公共事業が停止されたため、前期の+18.7%から+8.7%に大きく減速した。
- ベトナムでは、統計総局が7月に発表した25年2Qの実質GDP成長率は前年同期比+7.96%で、コロナ禍後の反動が収束した22年4Q以降では最も高い成長率だった。部門別では、全体の4分の1近くを占める製造業の実質成長率が10.75%で牽引した。関税発動前の米国向けの駆け込み輸出が発生し、GDP全体を押し上げたが、需要の先食いも懸念される。

- タイでは、国家経済社会開発評議会が8月に発表した25年2Qの実質GDP成長率は前年同期比+2.8%であった。民間最終消費支出は+2.1%と減速しており、特にレストラン・ホテルは+5.7%と前期+15.8%から大きく減速した。一方、財輸出は+14.3%と前期+13.8%から加速した。

### インフレ率に関する見通し

- ASEAN主要国のインフレ率は図 17のとおりである。安定的な水準で推移しており、フィリピンやマレーシアでは鈍化傾向にある。一方、インドネシアやベトナムでは上昇傾向にあるが、各国とも政府目標のインフレ率の範囲で収まっている。25年6月のCPIは前年比でインドネシア+1.9%、マレーシア+1.1%、フィリピン+1.4%、タイ-0.2%、ベトナム+3.6%であった。
- IMFの4月時点の見通し（7月は改訂なし）では、25年のASEAN主要国（インドネシア・タイ・マレーシア・フィリピン・シンガポール）のCPIは+1.7%と比較的の低水準で予測されている。

図 17 ASEAN 各国のインフレ率（前年比、%）

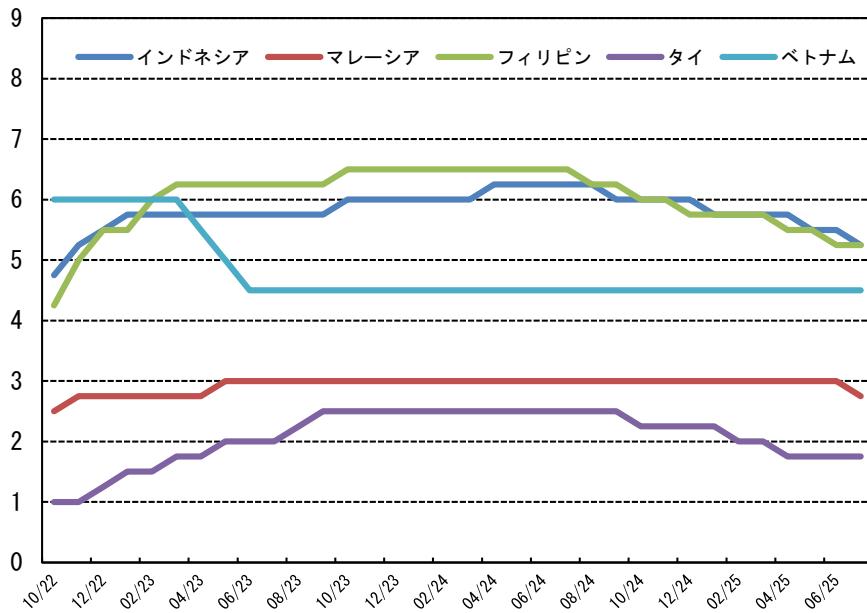


（出所）各国中銀、 CEICより双日総合研究所が作成。

### 金融政策の動向と今後の見通し

- ASEAN主要国の政策金利は図 18のとおりである。24年7月末以降、米国での利下げ観測が高まり、 ASEAN主要国では利下げが相次いでおり、インフレが減少傾向にあり、また通貨安懸念も後退したことから25年も利下げサイクルは続いている。直近では、6月にフィリピンが2会合連続となる利下げを行い、0.25ポイント引き下げて5.25%とした。インドネシアも7月に行い、0.25ポイント引き下げて5.25%とした。マレーシアも7月に0.25ポイント引き下げて、2年ぶりの水準となる2.75%となった。
- 今後の金融政策は、各国ともインフレ抑制傾向が続いており、景気刺激策として利下げを続ける可能性が高い。その一方で食料やエネルギー資源を輸入に頼る国も多いため、インフレ再燃のリスクは残る。また依然として国際情勢の不確実性は高く、米国の関税政策や金融政策等の外部要因によっては通貨安や景気後退のおそれもあることから、各国中銀にとって難しい局面が続く。

図 18 ASEAN各国の政策金利（%）



(出所) CEICより双日総合研究所が作成。

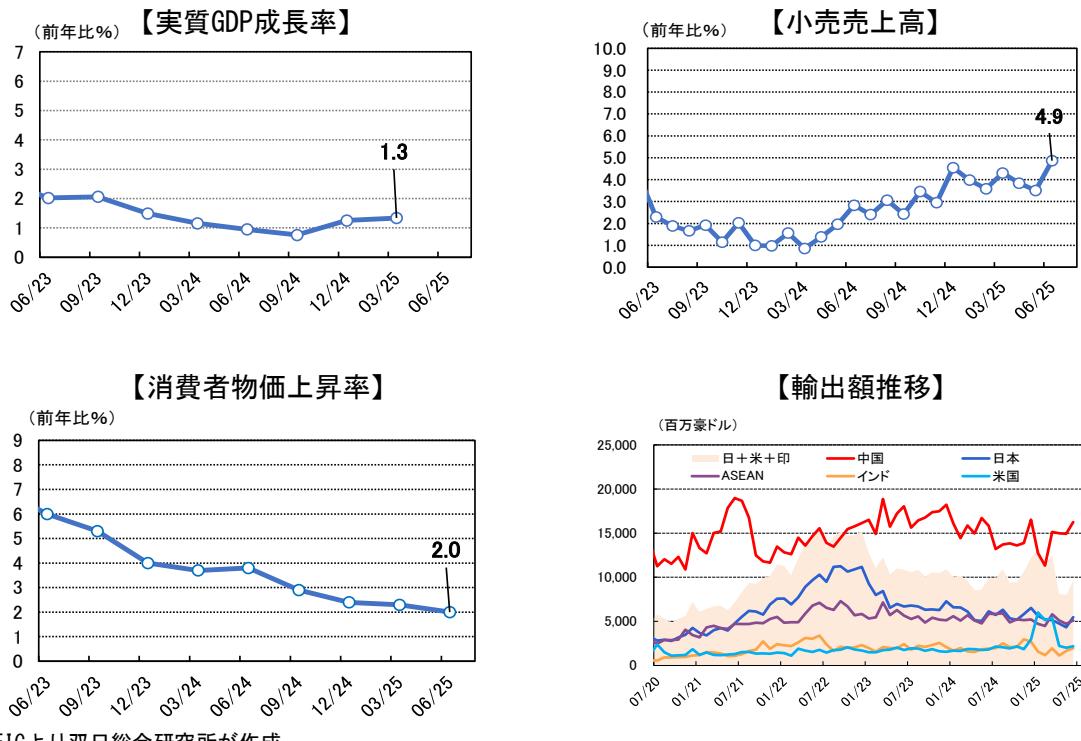
## 政治、外交トピックス

- タイとカンボジアの両軍は5月28日、両国の国境地帯で衝突した。互いに領有権を主張する地域で銃撃戦に発展し、1人が死亡した。さらに両国では非難の応酬が続き、7月24日、再び銃撃戦が勃発し、30人以上が死亡する事態となった。その後米国、中国、ASEAN議長国であるマレーシアの仲介もあり、タイのプムタム首相代行とカンボジアのフン・マネット首相が28日午後、マレーシアの首都クアラルンプールの近郊で会談し、無条件の即時停戦で合意した。ただしタイ国軍は29日、国境付近で銃撃があったと発表しており、停戦違反があった可能性があり、緊張状態は続いている。
- タイではカンボジアとの国境紛争を巡る対応が問題となり、タイの憲法裁判所が7月1日、ペートンタン首相の職務の一時停止を命じると発表した。ペートンタン氏は6月15日にカンボジアのフン・セン前首相と電話協議した際、タイ国軍幹部を自分の「敵」と批判するなどの発言内容が流出し、国民の反発を招いた。
- 米国相互関税を巡り、7月2日にベトナムが米国との交渉を妥結。その結果、米国とのベトナムに対する関税率は原則20%になり、当初の46%から大幅に引き下げられる形となった。一方でベトナムは米国からの輸入を無関税とすることが発表された。続いてインドネシアが交渉を妥結。米国とのインドネシアに対する関税率を19%とし、32%から引き下げた代わりに、インドネシアの米国からの輸入については無関税になった。さらに7月22日、フィリピンのマルコス大統領が訪米し、トランプ氏と会談し、交渉を妥結させた。その結果、米国がフィリピンに対する関税率を原則19%にする一方で、米国からフィリピンへの輸出については無関税にすると述べた。フィリピンにとって20%からわずか1%の引き下げではあったが、トランプ氏は「軍事面でも協力をしていく」とも述べており、安全保障での成果は大きかった。

## 豪州

- 25年1Q（1-3月）の実質GDP成長率は前年比+1.3%と、回復基調に転じた24年4Q（同+1.3%）と同水準を維持した。IMFの7月の見通しでは、25年の実質GDP成長率は+1.8%と、トランプ関税など不透明感が高まり成長幅の縮小が見込まれた前回4月予測から+0.2%上方修正している。前期比（季節調整済）では+0.2%と、24年4Qの高水準（+0.6%）からは減速した。消費の伸びは生活必需品が中心で、財貨・サービスの輸出は増加したが輸入増を下回り、気象災害の影響で鉱業・観光・運輸部門が振るわず、公共投資が3四半期ぶりマイナスとなった（図 19左上）。6月の小売売上高（名目・季節調整済）は、前年比+4.9%（図 19右上）と2年3か月ぶりの伸びとなった。食料品などの生活必需品が伸びた一方、衣類・装身具や飲食関連支出は落ち込んだ。前月比では+1.2%と、22年3月以来の伸びを示した。
- 6月の貿易は、財の貿易黒字は53.7億豪ドルを記録。財の輸出は5月の中国向け減少（前月比-0.4%）の反動増（同+9.0%）で前月比+6.0%、財の輸入は資本財の減少を受け同-3.1%となり、黒字幅は前月比37.7億豪ドル拡大した。国別では、対中輸出が引き続き堅調に推移しており、QUADメンバーである日米印向け輸出総額を上回る状況が続く（図 19右下）。
- 25年2Q（4-6月）の季節調整済インフレ率は、前年比+2.0%となり、1Qの同+2.3%から低下した（図 19左下）。家賃と保険料の値上げ幅が縮小し、サービス部門は同+3.3%と過去3年間の最低水準に低下。豪中銀が注目するコアインフレ指標CPIトリム平均は、2Qに同+2.7%（1Q同+2.9%）と21年4Q以来の水準に低下し、引き続き中銀の目標レンジ（2-3%）内。豪中銀はインフレ鈍化と労働需給の緩和傾向を受け、8月の金融政策理事会で2月、5月に続き今年3回目の利下げを実施、政策金利を3.6%とした。
- アルバニア首相は8月11日、ガザ地区の現状を「人道的大惨事」と表現、「イスラエルとパレスチナが恒久的な国家として成立しなければ平和は一時的なものに過ぎない」「オーストラリアはパレスチナ人の自国建設の権利を承認する」と述べ、9月の国連総会でオーストラリアがパレスチナを国家として承認する方針を明らかにした。イスラエルのガザ攻撃が激化し人道危機が深刻化する中で、7月にフランス、イギリス、カナダがパレスチナ国家を承認する意向を示している。

図 19 豪州のGDP成長率・小売売上高・消費者物価上昇率・輸出額推移（仕向け国・地域別）



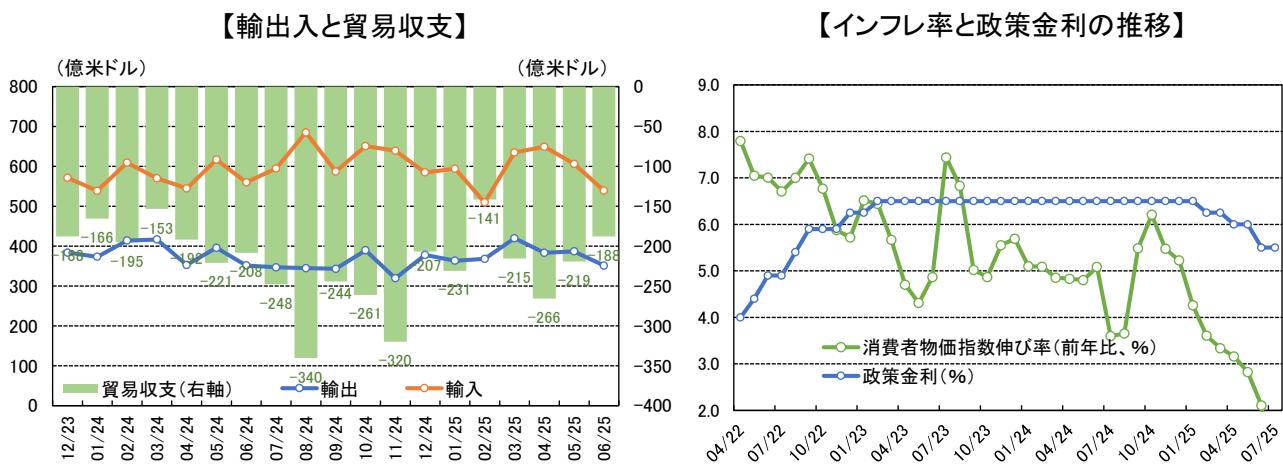
(出所) CEICより双日総合研究所が作成。

## その他新興国

### インド

- **経済成長率見通し**：24年度4Q（25年1-3月）の実質GDP成長率は、前年比+7.4%となり、前期（同+6.4%）と比較して、勢いが加速した。今後については米国のトランプ政権が打ち出す関税政策への対応、個人消費をはじめとする内需の拡大次第となる。
- **インフレ率・金融政策**：25年6月のCPIは2.1%と中銀の目標値である4%を大幅に下回った。また、中央銀行は8月6日に金融政策決定会合を開き、政策金利を5.5%に据え置くことを決めた。インフレが落ち着きを見せる一方で、インドと米国との関税交渉は難航しており、関税の引き下げが実現しなければ景気や貿易に大きな影響が出るとみられ、中央銀行としては様子見をするために据え置きを決めたとみられる。
- **政治外交・経済・財政事情**：インド政府は、米国との関税交渉に苦慮している。トランプ大統領は7月30日、インドからの輸入品に25%の関税をかけると表明した。トランプ氏はインドのことを友人としつつも「インドの関税が高すぎる」「ロシア産原油の購入をやめないとさらに追加関税を発動する」としており強硬姿勢を取っている。さらに米国は8月6日に発効した大統領令でインドに対してロシア産原油の購入によってウクライナ侵攻を財政的に支えているとして27日から新たに25%の追加関税を課すとした。インドへの追加関税は合計で50%に達する見込みで交渉はさらなる難航が予想される。

図 20 恒常化する貿易赤字（左）インド中銀は金融政策の変更に焦点を当てる（右）



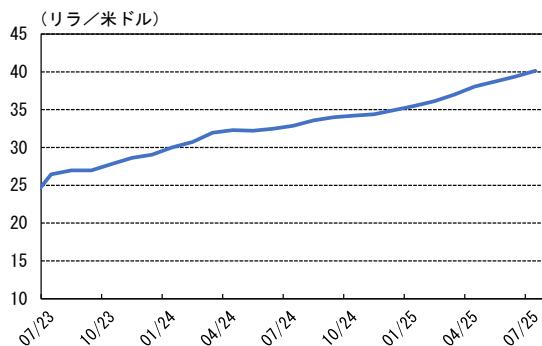
（出所） CEICより双日総合研究所が作成。

## トルコ

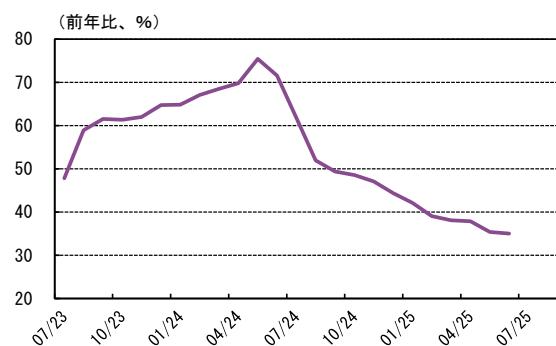
- 25年1Q（1-3月）の実質GDP成長率は前年同期比+2.0%と、20年2Qのマイナス成長以来の低成長にとどまった。前期比でも+1.0%と24年4Qの+1.7%から減速した。GDPの約6割を占める個人消費は、前年同期比+3.9%から-0.4%に転じ、民間投資を含む総固定資本形成が前期の+6.1%から-1.4%に大幅減速となったが、政府支出の拡大（+2.1%）、輸出増（+3.9%）と輸入減（-1.1%）による純輸出のプラスがプラス成長の維持に寄与した。7月のIMF見通しでは、トルコの25年実質GDP成長率を+3.0%（4月見通し+2.7%）に上方修正している。
- トランプ大統領は7月31日、4月に発表した相互関税を修正する大統領令を発表。対トルコ税率は4月2日に発表した相互関税構想では基本税率10%の追加関税だったが、そこから5ポイント引き上げ、15%となった。24年のトルコの対米輸出は、繊維製品が18%を占め最大で、化学物質および製品が13%、自動車・同部品が約10%と続いている。一方、トランプ大統領は7月14日、ロシアが50日以内にウクライナとの停戦に応じない場合、ロシア製品の輸入国に米国が100%の関税を課す「2次関税」を発動する方針を表明している。今後、エネルギー資源などを輸入し24年のロシアの輸出相手国の第3位となっているトルコに影響が及ぶかが注目される。
- 7月のインフレ率は前年比+33.52%（6月同+35.05%）と、14か月連続で鈍化した（図21右）。前月比では+2.06%（6月同+1.37%）と伸びが加速したが、市場予測を下回った。項目別（前年同月比）では、食料品・非アルコール飲料、住宅、輸送、履物、宿泊・飲食、医療サービスなどで伸び率が縮小した。コアインフレ率も+34.7%と緩やかながら鈍化傾向。トルコ中央銀行は7月24日の金融政策決定会合で政策金利を一気に3%pt引き下げ43%にすることを決定。地政学リスクの高まりから急速にリラ安が進行したことを見て4月の同会合で46%に引き上げていたが、その上げ幅をほぼ取り戻した形だ。リラは7月8日に40リラ／ドルの大台を割り込み、以降じり安の展開が続き、最安値圏で推移している（図21左）。8月13日時点ではリラは対ドルで前月比1.4%、過去12か月で21%減価している。
- トルコ政府は7月24日、自動車に対する特別消費税適用に関する新たな規則と税率変更を発表した。政府は経常赤字の削減が目的としているが、国内産業保護政策の一環ともみられている。今回の変更により輸入EVへの影響が予想されており、米国Tesla社が販売価格を更新するなどの対応が見られている。なお、販売台数の多い一部の車種に対しては特別消費税率を引き下げた。

図21 インフレ率低下が続くが、リラは最安値を更新

【トルコリラ 対ドルレート（月間平均）】



【消費者物価上昇率】

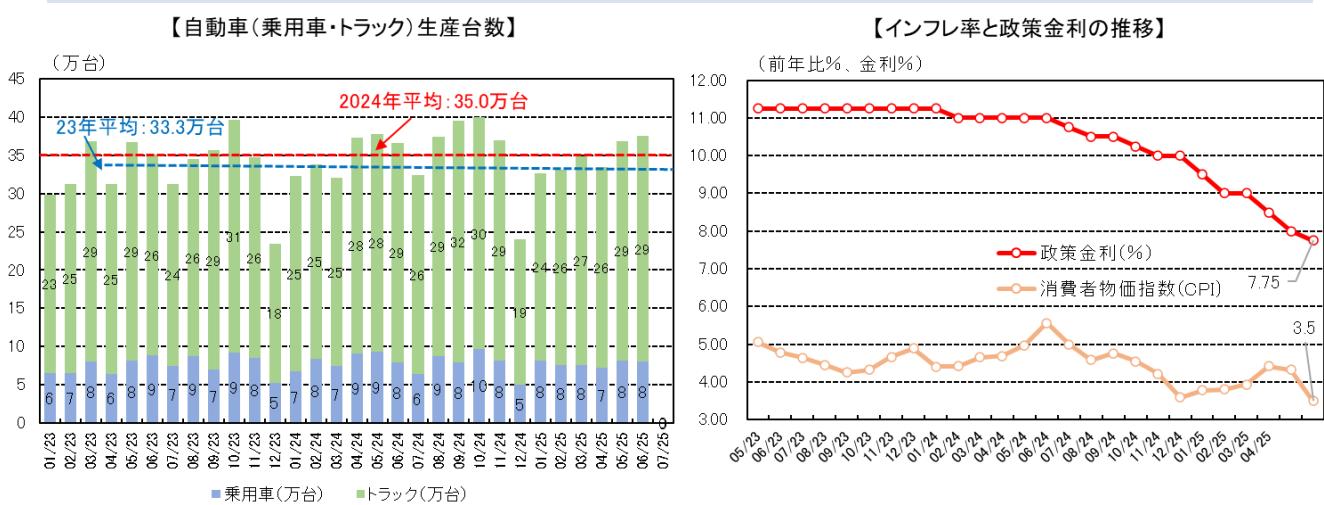


(出所) CEICより双日総合研究所が作成。

## メキシコ

- **経済成長率見通し**：25年2Q（4-6月）の実質GDP成長率（速報値）は、前期比+0.7%（前年同期比+0.1%）だった。前期が+0.2%とプラス転換も弱含みで、今期も一次産業が-1.3%と落ち込んだ一方、二次産業は+0.8%、サービス業等第三次産業は+0.7%でマイナスを補った。
- IMF7月見通しでは、実質GDP成長率は25年+0.2%（前回4月見通し比+0.5%）、26年+1.4%（前回同）とトランプ政権による関税引き上げやその見直しで不確実性が高まっている。関税の影響を強く受けるカナダ（2025年+1.6%）や中国（同+4.8%）の見通しと比べても、経済に与えるマイナスの影響が引き続き大きいと見られている。
- **インフレ率・金融政策**：景気悪化、消費の落ち込みが懸念材料。7月CPIは前年比+3.5%（速報値）と6月の+4.3%から大きく低下。食品・エネルギーを除くコア指数は同+4.2%（前月同）で、政策目標である+4%をわずかに超えている。メキシコ中銀は8月7日の金融政策決定会合で政策金利を25ベーシスポイント（bp）引き下げており、50bpの4会合連続での大幅利下げ後に利下げ幅を縮小するという予測通りの結果となった。政策金利は3年ぶりの7.75%まで低下。インフレが鈍化する中で、トランプ関税による景気後退懸念が膨らむも、中銀はインフレ観点で今後の利下げは慎重な姿勢（図22右）。
- **政治外交情勢・対米関係**：トランプ大統領が不法移民と違法麻薬対策で2月初めから課すとした25%の追加関税発動は1か月（3月4日まで）延期していたが、その後発動された（米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）の原産地規則を満たしていれば、追加関税対象外としている）。7月12日トランプ大統領は合成麻薬フェンタニルの流入継続を理由に30%の追加関税を8月1日から賦課することを発表。国境警備協力は一定の評価をしつつ、カルテル対策が十分でないとし、フェンタニル流入問題を解決すれば追加税率を改めるとした。その後、7月31日、トランプ大統領と電話会談したシェインバウム大統領は30%の追加関税賦課について、90日間の延期で米国と合意したと記者会見で発表した。
- 26年中にはUSMCAの見直しが予定されている。ブーラル経済相は7月31日の記者会見で、関税交渉の次にUSMCA見直しにも言及したが、当面は目の前の関税交渉に取り組んでいく姿勢を示した。シェインバウム大統領はUSMCAがなくなることを否定しているが、米加墨の1か国でも見直しを行うことに反対すれば、2036年にUSMCAは自動的に失効する。

図22 メキシコの自動車生産台数（左）、消費者物価指数と政策金利の推移（右）



（出所）CEICより双日総合研究所が作成。

## 第2部 トランプ関税合意とルールに基づく国際秩序

### —2025年7月をミュンヘン・モーメントとしないために—

#### 1. 日米関税合意

##### 1.1 誇らしげな宣言

「我々はたった今、日本との巨大な取引に合意した。おそらく、過去最大の取引だ。（We just completed a massive deal with Japan, perhaps the largest deal ever made.）」米国トランプ大統領は、7月23日、トゥルース・ソーシャルで誇らしげに宣言した。その後に続いたのは、本取引（Deal）がいかに米国にとって利益のあるものかという得意気な説明だ。

4日後の7月27日、米国はEUとも関税に関する合意に達し、それらも含めて、7月31日に新たな「相互関税」に関する大統領令を発出した。日本は15%の相互関税が8月7日より課せられることとなった。相互関税の導入自体は、4月2日の大統領令で表明されており、ベースラインとして10%が既に課されていた。7月31日の大統領令は、ベースラインから上乗せする関税率を正式に決めたもので、上乗せされる関税率は国によって異なる。

##### 1.2 相互関税とは

相互関税は、米国の二国間の貿易赤字が、貿易相手国の高い関税や非関税障壁など、不公正な貿易政策に起因しているという前提に立ち、相互性を取り戻すべく米国も追加関税を課す、というのが元々の説明であった。しかし、非関税障壁など貿易相手国の不公正を数値化するのは簡単ではなく米国は精緻な数値化をあきらめる。4月2日に米通商代表部（USTR）は、米国から見て貿易赤字が存在すること自体を不公正の証拠とし、「特定国への貿易赤字額」を「特定国からの輸入額」で除し、さらにそれを半分にした数値を適切な相互関税率として公表した。こうした計算の結果、4月2日時点で日本に対する相互関税率は24%とされた。USTRの計算は、①サービス貿易を考慮に入れずに財の貿易のみで評価している点、②二国間の貿易に焦点を当てている点、③そもそも貿易収支は均衡すべきと考えている点、で適切とはい難い。しかし、トランプ政権はそうした批判をものともせず、相互関税を含む関税強化に突き進む。厳しい交渉を強いられた日本は、7月23日に、相互関税率15%（MFN課税を含む）、自動車関税15%（MFN課税2.5%を含む）、日本の政府系金融機関による5500億ドルの出資・融資・保証といった内容で米国と合意する。

##### 1.3 日米合意の内容と評価

日米合意が発表された直後は、日経平均も上昇、コメンテーターからも総じてポジティブな声が聞かれた。しかし、その後日本国内では本合意に対する批判も聞かれるようになった。一つには、日本が行う5500億ドルの資金提供が巨額に過ぎ、米国ばかりが得をするという批判だ。こうした批判の背景には、今回、合意文書や共同文書が作成されておらず、日米の説明に食い違いが生じていることが挙げられる。米国はホワイトハウスのファクトシートで米国に有利な点を強調すると共に、日米合意後にラトニック商務長官がフォックスニュースをはじめとする米国メディアをはしごして、日本は相互関税を15%まで

縮減するために資金提供を約束した、日本は米国が決めたプロジェクトにお金を出す、利益の 90%は米国が得るという点を強調した。

日本政府は、国民の不安を鎮めるべく、5500 億ドルは国際協力銀行（JBIC）の出資・融資・保証や日本貿易保険（NEXI）の保険など政策金融機関による枠を最大 5500 億ドル用意するものだ、JBIC の融資には金利が付され、保証に際しては保証料も入る、JBIC のこれまでの出融資に鑑みれば出資の割合は全体の 1~2%と限定的であろう、出資へのリターンの 90%は米国が取ることができるがそれは米側の出資比率が 90%であることが前提だ、といった説明を国内向けに行い、日本の 5500 億ドル（80 兆円）は決して米国に差し上げるものではなく、日本に大きな損害をもたらすものではないという点を強調した。

他方で、野党は、両国の食い違いを防ぐために合意文書や共同文書を作成すべきとの主張を行ったが、政府は、文書を作成するためにトランプ大統領が関与すると、また異なることを言い出し交渉が降り出しに戻りかねず日本の利益にならないと突っぱねた。他方で、日本が内閣府の簡単な説明紙以上のファクトシート等を公表していなかった点については、8 月 5 日になって、国民への説明の観点からも文書を作成・公表するという意向が示された。合意に関する双方の認識が一致しているか不安を覚える項目は、5500 億ドルの資金提供の点以外にも存在した。例えば、相互関税の 15%に関する日本側の説明は、既存の米国の MFN 課税を含めて合計で 15%が課される（つまり 15%は「追加」ではない）、もし既存の MFN 関税が 15%を超えている場合には MFN 関税のみが課されて相互関税は課されない、というものだ。他方で、米国が 7 月 31 日に発表した大統領令では、こうした扱いを認めるのは EU のみで、日本の相互関税は既存 MFN 関税への「追加」という形となっていた。赤沢大臣は、これは米国側の事務ミスで、米国も日本と同様の認識をしていると 8 月 5 日に説明。その後、赤沢大臣は米国に飛び、8 月 7 日に米国側も日本と同様の認識であり大統領令を修正することを約束したと説明した。また、自動車および自動車部品については、現在 27.5%の関税が課されており、7 月 23 日の合意ではこれを 15%に引き下げるとなつたが、7 月 31 日の大統領令は相互関税を扱うのみで自動車関税に関する大統領令は本執筆段階では発出されていない。赤沢大臣は、過去の英国の例を見るに合意から実際の削減までは 2 か月程度かかる例もある、しかし速やかに引き下げをするよう米国に働きかけていくという姿勢を 8 月 5 日に表明。その後、8 月 7 日に米国側と協議した結果、相互関税に関する大統領令の修正と同じタイミングで自動車関税を引き下げる大統領令が出されるとの見通しを米側が示したと説明した。

今回の関税交渉の評価は難しい。貿易赤字は悪であり、米国は貿易相手国にカモにされている、その対応には関税引上げしかない、という強い信念を持つトランプ大統領を相手に交渉することは至難の業である。日本政府、中でも交渉のために半年間で 9 回も訪米した赤沢大臣の努力は多とすべきであろう。しかし同時に、「ルールに基づく貿易秩序」という観点から懸念される点があるのも事実である。様々な論点があるが、本稿では、まず、GATT（関税及び貿易に関する一般協定）に規定のある「安全保障例外」と「最惠国待遇」につき論じ、その上でより広く「交渉の枠組み」につき議論してみたい。

## 2. 『合意は拘束する』と安全保障例外

### 2.1 自動車関税と第一次トランプ政権時の合意

今回の日本と米国との関税交渉においては、相互関税と並んで、あるいはそれ以上に日本側が重視したのは自動車および自動車部品に対する関税だ。自動車を巡る日米の交渉の歴史は古い。トランプ大統領に限定しても、トランプ第一次政権の2018年5月に商務省が1962年通商拡大法第232条に基づく調査を開始、2019年2月に調査報告書を受け取ったトランプ大統領は海外からの自動車輸入によって安全保障上の脅威が生じていると認定し、日本や欧州との交渉を命じた。自動車も含む形で実施されたトランプ第一次政権における日米貿易交渉は、2019年9月25日にニューヨークで安倍総理（当時）とトランプ大統領が合意に達したとして共同声明を発表。その後、10月7日に杉山駐米大使とライトハイザー米通商代表の間で日米貿易協定が調印される。

2019年の日米貿易交渉において、日本は比較的有利な立場にあった。その直前の2018年12月に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）が、また2019年2月に日EU経済連携協定が発効していた。これらの貿易協定においては日本の農産物市場の一定の開放も含まれていたが、2017年1月にTPPから離脱した米国はこの恩恵に浴せない。CPTPP加盟国やEU諸国に劣後する形となつた米国の農業関係者は、日本との早期の貿易協定締結を強く求めていた。日本は、TPPレベルを上限に農業等の分野で米国に譲歩する代わりに、米国の自動車関税の2.5%は引き上げられることなく、また輸出自主規制といった貿易制限的措置も回避できた。日本にとって更に良いシナリオは、米国が自動車関税を段階的に引き下げること、あるいは2.5%の引き上げを行わないということを協定本体やサイドレターに明記することであったが、それは叶わなかった。しかし、日米貿易協定調印の直前の2019年9月25日の日米共同声明の第4パラグラフで、「日米両国は、信頼関係に基づき、日米貿易協定及び日米デジタル貿易協定を誠実に履行する。日米両国は、これらの協定が誠実に履行されている間、両協定及び本共同声明の精神に反する行動を取らない。（後略）」と明記した。ライトハイザー通商代表は、日本からの自動車輸入に関する追加関税の可能性につき記者から問われ“It is certainly not our intention, the president intention.”と答え、追加関税を課す意図が無いことを明らかにしている<sup>3</sup>。

### 2.2 「合意は拘束する」

2025年3月26日、米国は世界からの自動車および自動車部品の輸入に対して4月3日より25%の追加関税を課すことを発表。既存の2.5%の関税と合わせて27.5%の関税が課せられることとなり、4月3日より課税が開始された。自動車および自動車部品は日本の米国向け輸出のおよそ3分の1を占めインパクトは大きい。前述の日米貿易協定や日米共同声明において自動車関税2.5%を引き上げないことが事実上約束されていたことにも鑑みれば、今回の米国の対応は日本にとって受け入れがたいものであった。

「合意は拘束する」（*pacta sunt servanda*）という法の一般原則は尊重されるべきだ。報道によれば日本は自動車関税等の撤廃を求めて交渉した。しかし、結局それは米国側の受け入れるところとならず、米国は日本の自動車および自動車部品に対して既存の2.5%の関税に12.5%を上乗せして合計15%の関税を課

<sup>3</sup>2019年9月25日、The Hill “Trump, Japan Strike deal to slash tariffs on US farm goods, boost digital trade”

<https://thehill.com/policy/finance/463049-trump-japan-strike-deal-to-slash-tariffs-on-us-farm-goods-boost-digital-trade>

すこととなった。これは直前の 27.5% と比較すれば大幅な削減だが、2025 年 4 月 3 日より前の 2.5% と比較すれば大幅な引き上げだ。

### 2.3 安全保障例外

米国による自動車関税の引き上げは、認められた関税率を超えて一方的に関税を引き上げるもので、GATT 協定に違反する（第 2 条「譲許表」）。しかし、米国は今回、通商拡大法第 232 条の安全保障を理由に関税を引き上げたところ、これが GATT 第 21 条の安全保障例外に該当するかが論点となる。GATT 第 21 条は、(b) で、GATT の協定は、「締約国が自国の安全保障上の重大な利益の保護のために必要であると認める次のいずれかの措置を執ることを妨げること」と解してはならない、と規定し、その上で、「(i) 核分裂性物質又はその生産原料である物質に関する措置」、「(ii) 武器、弾薬及び軍需品の取引並びに軍事施設に供給するため直接又は間接に行われるその他の貨物及び原料の取引に関する措置」、「(iii) 戦時その他の国際関係の緊急時に執る措置」の 3 つを列挙する。米国はこれまで、GATT 第 21 条の安全保障例外を広く解釈し、安全保障例外に該当するか否かはそれを援用する国（米国）が自己判断すべきで、WTO の紛争解決機関（パネルや上級委員会）にはそれを判断する権限はないと主張してきた。いわゆる「自己判断」（self-judging）の主張だ。しかし、こうした自己判断の主張は WTO の場では認められていない。2019 年 5 月にパネルが行ったロシア・貨物通貨事件（DS512）のパネル判断においては、「締約国が・・・認める」という GATT 第 21 条 (b) の文言から援用国に一定の裁量を認めつつも、(i) ~ (iii) に定められた事象は客観的に判断できる基準であり、援用国の自己判断性はこれらの事象の存在には及ばないと判断した。

WTO の紛争処理メカニズムは、米国の反対により上級審に相当する上級委員会の委員の補充が行われず、パネルの判断が下っても上級委員会に「空上訴」することで確定的な判断を回避できる状況にある。しかし、WTO のこれまでの判断から、米国の GATT 第 21 条に依拠した安全保障例外の主張が認められる蓋然性は低いと言える。同時に、日米間では前述したとおり、2019 年に日米貿易協定が締結されているところ、同協定における扱いも確認しておく必要がある。日米貿易協定では第 4 条で安全保障例外が規定されているが、該当条文は以下のとおりである。

「この協定のいかなる規定も、次のいずれかのことを定めるものと解してはならない。

(a) 略

(b) 締約国が国際の平和若しくは安全の維持若しくは回復に関する自国の義務の履行又は自国の安全保障上の重大な利益の保護のために必要であると認める措置を適用することを妨げること。」

日米貿易協定第 4 条は、GATT 第 21 条と異なり、事象の列挙がなく、自国の安全保障上の利益に関する援用国の判断について援用国の裁量が広く認められる可能性がある。従って、日本としては日米貿易協定に加えて、2019 年 9 月 25 日の日米共同声明も併せて、全体として日米両国間には米国が自動車関税を引き上げないという合意があったと主張する必要があった。もちろん、関税の活用に強くコミットするトランプ政権がこうした日本側の法的主張を簡単に受け入れることはそもそも想定し難かった訳だが、しかし、米国が「合意は拘束する」という原則に従わないとすれば、米国と新たな合意を結ぶ意義も疑問視されるという点を米国に指摘しておくことは重要であろう。嘘つきと新しい約束をすることは気が引けるものだ。

### 3. 最恵国待遇

#### 3.1 最恵国待遇とは

米国による相互関税および自動車などへの品目別関税は、GATT 第 2 条（譲許表）に違反すると共に、GATT 第 1 条の最恵国待遇にも違反している可能性が高い。最恵国待遇（Most Favored Nation Treatment : MFN）は、GATT の第 1 条で規定されているが、いざれかの国に与える最も有利な待遇を他の全ての加盟国にも供与しなければならない、という原則である。今回米国が課した相互関税は、（関税を譲許表で認められた以上に引き上げる点で GATT 第 2 条に反すると共に）まさに国毎に米国の関税率を変えるもので、GATT 第 1 条の最恵国待遇原則に違反している。このように米国が最恵国待遇原則を軽視するのは、最恵国待遇原則により米国は不利益を被っているという不信が米国側に存在することが背景にある。最恵国原則を適用する場合、A 国が米国と貿易協議をして相互に関税を引き下げる場合に、そうした関税の引き下げの恩恵は関税を引き下げない B 国にも及ぶ。フリーライダー問題だ。米国には、戦後、GATT/WTO 体制の下で米国は関税を引き下げて市場をオープンにしてきたが、途上国を中心に他国は十分な市場開放を行わないまま恩恵のみに浴してきたとの不満がある。従って、最恵国待遇原則よりも相互主義をより重視し、二国間での相互的な公平性をより重視すべきとの考えが強まったのだ。

#### 3.2 最恵国待遇の歴史とメリット

相互主義の難しさは歴史が教えてくれる。ウィリアム・マッキンリーは、大統領になる 7 年前の 1890 年に下院歳入委員長として「1890 年関税法」の成立に尽力する。同法の下で、他国が関税を引き下げた場合に米国も引き下げるという用意はあったものの、結局、「相互主義」は関税の高い相手に対して相互主義的に米国が関税を引き上げる手段として使われた。結果として同法の下で米国の平均関税率は 38% から 50% へと上昇する。その後大統領となったマッキンリーは、再選後の 1901 年に外国との貿易の重要性を認識し自由貿易に姿勢を転じるが、その後米国の関税は 1930 年のスマートホーリー法で再び上昇。これに対して、フランクリン・ルーズベルト大統領政権で国務長官に就任したコーデル・ハルは、1934 年に「互恵通商協定法（Reciprocal Trade Agreement Act）」を成立させる。互恵通商協定法は、大統領に關税を半分まで削減する権限と最恵国待遇を付与する権限を与え、米国はこれに基づき最恵国待遇を含む通商協定を締結し相互の関税を削減した。相互主義と最恵国待遇の両者を用いて貿易自由化を図るというコーデル・ハルの思想は、戦後、GATT 体制として結実する。

最恵国待遇には様々なメリットがある。一つ目は効率性だ。全ての輸入元に同一の関税を課すので、税率による歪みが生じず、最も安く（かつ品質のよい）生産できる国から輸入が行われる。関税による貿易転換効果は発生せず、デーヴィッド・リカードの説いた「比較優位」の原則により世界全体の効率性が高まる。二つ目は安定性だ。貿易制限的措置も全ての国に対して無差別に適用する必要があることから、貿易制限のコストが上昇し、こうした措置を使いにくくなる。また、無差別原則を求めることで、一部の国のみを優遇する経済ブロックも生じにくくなる。三つ目は、全ての国からの輸入を平等に扱うことから、原産地の確認や迂回防止などに要する貿易のコストを削減できる。現在、特に製造業においては工程間分業が進み、部材や中間財が国境を何度も越えて最も効率的な場所で加工・生産が行われるという状態が一般的となっている。こうした中、あるものがどこで生産されたのかを一意に確定することは容易ではなく、これに対応するために詳細な原産地ルールを策定し、証明書を求め、モニタリングするということに

は多大なコストがかかる。こうしたコストは、最惠国待遇に則り、全ての国に同一の関税が課せられていれば生じないものである。

### 3.3 最惠国待遇の例外：自由貿易地域？

このように、歴史的にも経済理論の上でも最惠国待遇の意義は高く評価されるべきものだが、GATTにおいても最惠国待遇の例外は認められている。一つは途上国に対する特別な扱いだ。二つ目は他国によるダンピング（不当廉売）や補助金に対して貿易救済措置を適用する場合。そして三つ目は、自由貿易協定だ。三つ目の自由貿易協定はGATT第24条では、「関税同盟及び自由貿易地域」として規定されている。

「自由貿易地域」を作り、域内と域外で異なる関税を適用すると、貿易転換効果（「域外との貿易」が「域内の貿易」に振り替わる効果）が生じ、効率性は損なわれる。しかし、域内で十分に新たな貿易が創出されれば（貿易創出効果）、メリットがデメリットを上回る可能性はある。もちろん、緩い「自由貿易地域」を認めてしまえば、最惠国待遇が形骸化してしまうので、一定の条件を課す必要はある。GATTにおいてはこの自由貿易地域として認められるための条件は、①対外的な関税を引き上げないこと（GATT第24条第5項）、②域内の実質上全ての貿易に関して関税（及び貿易制限措置）が廃止されること（GATT第24条第8項）、の二つである。「実質上全ての貿易」の意味はGATTの条文において定義されていないが、90%以上の貿易を意味するとの解釈が一般的である。

今回、米国は相互関税や品目別関税を課しつつ相手国と交渉を行った。英国、日本、EUなど複数の国が、米国が一方的に設定した8月1日より前に、枠組みや税率につき合意した。英国やEUの合意には、米国による関税引き上げを渋々ながらも受け入れるだけではなく、米国に対して自らの関税を引き下げるという市場開放の要素も含まれている。もしこれが、WTO加盟国全体ではなく米国に対してのみ関税を引き下げる場合、GATTの最惠国待遇違反に該当することとなろう。米国は、前述のように自らの交渉で獲得した関税引き下げや貿易制限の緩和を第三国と共有したいという意向はなく、むしろ、こうした最惠国待遇が潜在的にフリーライダー問題を内包していることに否定的だ。また米国の圧力によって市場開放を強いられる国々も、門戸を米国のみに開ける方が自由化の負のインパクトを限定できる。こうした中で、米国との交渉の帰結として最惠国待遇に反する差別的な合意が生じやすいのだが、国によっては、GATT/WTOという国際ルールとの整合性を気にし、最惠国待遇の違反を回避したいと考える。これらの国にとっては、米国との合意がGATT第24条の「自由貿易地域」を構成するもので、最惠国待遇の例外としてGATTにおいて認められるものと主張する誘惑に駆られる。米英間で5月に締結された「米英経済繁栄協定」の一般条項においては、米英が相互に優先ベースで市場開放を行うことがうたわれており、あいまいながらも自由貿易地域の可能性が示唆されている。米国はもはやGATT規定との整合性はほとんど気にしていないが、自由貿易やWTO体制の支持を表明している英國等にとって、GATT/WTOルールとの整合性を維持しているような体裁を維持することは重要であろう。

日本は今回の米国との合意において関税の引き下げは行わなかった。しかし、ウルグアイラントで決まった米（コメ）のミニマムアクセス77万トンの枠内で、米国からの輸入をこれまでより75%増加させることに合意したと米側が発表している。もし米国への優遇を合意したとすれば、それはやはり無差別原則・最惠国待遇に反する合意となろう。2019年の日米貿易協定では日本は米国に対する関税を一部品目で引き下げるが、ミニディールと呼ばれたように対象範囲が限定的で、「実質上全ての貿易」に関して関

税を廃止するという GATT 第 24 条第 8 項の条件を満たしているかは怪しいものであった。日米貿易協定の調印時点で「実質上全ての貿易」に関する関税を廃止するものではないことは明らかであったため、日本は、GATT 第 24 条第 5 項 (c) の「中間協定」の規定を使い、今後米国の自動車関税 2.5% を含めて廃止に向けて交渉していくので、将来、実質上全ての関税が廃止される、従って GATT 第 1 条の最恵国待遇原則に違反しないとの立場をとっていたように思われる。しかし、6 年たった今、米国の自動車関税は 2.5% からゼロになるどころか、15% に上昇してしまった。日米貿易協定は「自由貿易地域」からますます遠ざかり、GATT 第 1 条の最恵国待遇の違反の疑いがさらに濃厚になっていると言えるだろう。

## 4. 「交渉の枠組み」と報復の封じ込め

### 4.1 投資カードの功罪

これまで、米国との関税交渉を、「合意と安全保障例外」、「最恵国待遇」という二つの切り口から眺めてきた。以下では、少し視野を広げて、「交渉の枠組み」とそれが意味するものを考えたい。

赤沢大臣によれば、米国との交渉に際して石破総理は一貫して「関税より投資」との方針を示し続けたという。これは、初期には、日本は世界最大の対米投資国であり米国の製造業の雇用創出に貢献している、米国はこうした日本の貢献を考慮すべきであり、他国と同様の高い関税を日本に課すことは不適切だ、という主張に結び付いた。そして、交渉をまとめる段階においては、国際協力銀行 (JBIC) と日本貿易保険 (NEXI) という日本の政策金融機関が 5500 億ドル (約 80 兆円) の出資、融資、保証を行う、米国は日本のそのような今後の協力を評価し、日本への関税引上げ幅を縮減すべき、という主張に繋がっていく。

そもそも、日本から米国への多額の資金供給をどのように評価すべきであろうか。トランプ大統領の関税政策は、貿易赤字の削減、製造業の米国回帰、関税収入など複数の目標があり、それらはしばしば相互に矛盾する。例えば、関税により輸入が大きく減少すれば (貿易赤字は減少するかも知れないが) 関税収入も減少する。仮に、トランプ関税の狙いが先述の USTR の計算式にも顕れているように貿易赤字の解消だとすれば、日本が強調した米国への投融資はどのような意味を持つのだろうか。海外から米国製造業への直接投資が行われ、当該製造業が生産を増やし、その結果として米国からの輸出が増加する、あるいは米国の輸入が米国内の生産に代替されて輸入が減少する、という状況は考え得る。しかし、それは特定の投資に着目した部分均衡的な議論である。赤沢大臣が説明するように 5500 億ドルのうち出資部分はせいぜい 1~2% とすれば、5500 億ドルの大半は融資か融資保証と見込まれる。米国にこのような巨額の資金が流入すれば、それに対応して経常収支 (貿易収支) の赤字が拡大するというのが経済学の標準的な見解である。国際通貨基金 (IMF) のチーフエコノミストを務めたオリビエ・ブランシャール氏は、トランプは米国への資本の純流入を増加させると同時に経常収支赤字を減らすことはできない、それは、会計定義上、「資本の純流入額」 = 「経常収支赤字額」だからだ、と明快に説明している<sup>4</sup>。以上のような標準

<sup>4</sup> 2025 年 7 月 23 日付のブランシャール氏の X。"On the Japan so called deal (diktat?). Trump can win many fights, but one thing he cannot do is win fights against accounting identities. Trade deals, whatever they do, cannot, as claimed, simultaneously reduce the US current account deficit, and increase net capital flows to the US. The reason: current account deficit = net capital flows. Thank you for your attention to this matter."

的な経済学の見解に従えば、日本の 5500 億ドルの資金協力は、米国の経常収支赤字（貿易赤字）をむしろ拡大する政策と言える。

仮に米国の経常赤字（貿易赤字）が拡大したとしても、米国に流入する資金が経済性のある優良なプロジェクトのファイナンスに使用され、米国経済が拡大し、米国の雇用が増大し、米国居住者の所得が増加すれば、それは米国にとって望ましいことである。つまり、そもそも貿易赤字の原因と切り離して貿易赤字の表面的な数字にフォーカスすることが不適切なのである。貿易赤字の原因が、優れた投資環境と米国のアントレプレナーシップに引き寄せられて海外から資金が流入した結果であれば、それを問題視する必要はない。逆に資金流入が、財政赤字を含む非生産的な米国内の支出のファイナンスに使われるとすれば、そのような経常収支赤字（貿易赤字）は持続可能ではない。原因を無視した貿易赤字へのフェティシズム（物神崇拜）からは適切な政策は産まれないだろう<sup>5</sup>。

割り切った見方をすれば、日本の立場としては、米国の対日関税を引き下げるための材料として米国への投資は位置付けられ、そうだとすれば、重要なのは米国側に「刺さる」ことである。巨額の投資は「交渉の天才」トランプ大統領の交渉の勝利と喧伝できるものであり、米国に刺さった。その意味では、石破総理および赤沢大臣の「関税より投資」というアプローチは戦術としては正しかったと言えよう。しかし、米国側はこうした投資は、日本が関税を値切るための契約金であるとし、米国側が決定したプロジェクトに対して日本が無条件に自動的に資金を提供するかのような説明を繰り返している。日本のスタンスはあくまで経済性のあるプロジェクトに対して自らの判断・審査も踏まえた上で資金を出すことを前提としているように見受けられ、そうだとすれば、両国の中には「同床異夢」<sup>6</sup>が生じている。今後、前述のとおり資金提供が米国の貿易赤字を縮小する効果は期待できない（むしろ貿易赤字を拡大する要素となる）中で、「同床異夢」を、米国の「注意力の持続時間（attention span）」や選挙サイクルも意識しつつ、巧みに管理していくことが必要となる。

## 4.2 歪んだ土俵

5500 億ドルの資金提供が実際にどの程度の日本の負担になるかは、上述のとおり、プロジェクトの経済性や、利益の分配の在り方によっても変わるので、一概には言い難い。しかし、日米交渉を Give&Take で考えた場合、基本的には資金提供は（日本にもメリットがあるとしても）基本的には日本から米国への Give と考えられる。他にも、米国の自動車の安全基準の受け入れ、米（コメ）のミニマムアクセス 77 万トンの枠内での米国からの調達の増加も、方向としては日本から米国への Give と言えよう。それでは、米国から日本への Give は何か。自動車関税を現時点で課されている 27.5%から 15%に下げるこ、相互

<sup>5</sup> さらに、経常収支（貿易収支）は貯蓄・投資バランスで決まるという経済学の標準的な議論に従えば、関税引き上げが貿易収支を改善する効果も限定的との見方もできる。もちろん、極端な関税の引き上げが国内経済に負の影響を与え、経済成長率が大幅に減速する場合には輸入が減って貿易収支が改善することはあり得よう。しかし、このような経済不調の故に結果として生じる貿易収支の改善は、貿易収支フェティシスト（物神崇拜者）のトランプ大統領であっても、さすがに望まない（意図しない）ものであろう。

<sup>6</sup> 利益の 90%を米国が得る、という合意の位置づけについても、米国側と日本側の説明には食い違いがある。日本側は、融資について元利は日本に支払われる、保証についても保証料が日本に支払われる、9 割を米国が得るのは出資についてであり、出資は全体の 1~2%という説明を行っているが、米国側からは、本執筆時点ではそうした認識は示されていない。

関税を 25%から 15%に引き下げることが挙げられる。しかし、これらは本当に米国から日本への Give なのであろうか。もともと米国の自動車関税は 2.5%であり、それは 2019 年の日米貿易交渉においても確認されていたものだが、米国はこれに一方的に 25%の追加関税を課し、合計の関税率を 27.5%に引き上げていた。そこを出発点として、27.5%から 15%への引き下げを米国の Give と認識することは、経済的にも法的にも倫理的にも大いに違和感がある。相互関税についても、4 月 3 日に意味不明な計算式に基づき一方的に日本に対して 24%の追加関税を設定し、7 月 7 日にはこれを 25%に引き上げるとのレターを発出し 8 月 1 日よりこれを適用すると一方的に期限を切っていた。相互関税 15%は、25%を課される状況に比べればもちろん引き下げであるが、25%とはもともとは課されていなかった新たな関税だ。従つて、相互関税が 15%となることを米国からの Give とみなすことにも、やはり強い違和感がある。そもそも、交渉の枠組み、土俵自体が歪んでいるのではとの疑念が生じるのである。

#### 4.3 歪みを拒否するコスト

土俵の歪みを指摘することはそれほど難しいことではない。日本政府も、米国の関税措置が国際ルールに反すること、自動車追加関税は日米貿易協定と整合的ではなく撤廃すべきことを米側に主張していたようだ。しかし米国はこうした主張を受け入れない。土俵の歪みを指摘するより難しいことは、歪んだ土俵では相撲を取らないとの毅然とした姿勢を維持することだ。日本はそれができず 7 月末に米国と合意した。しかし、それは日本だけではない。ASEAN 諸国も、英国も、そして日本の 4 倍の経済規模を持つ EU も、歪んだ枠組みの中で米国との合意を強いられた。執筆時点では、米国の措置に対して報復関税を課し、歪んだ土俵での取引を拒否しているのは中国くらいだ。加えて、インド、カナダ、ブラジルも米国による極めて高い関税措置に反発して、本執筆時点では米国との合意に至っていないが、少数派だ。

なぜ、多くの国々は歪んだ土俵を受け入れ、米国への一方的な Give を前提に、その Give のレベルをなるべく少なくするための「値切り」に四苦八苦するという歪んだ交渉を甘受するのか。それは、米国が設定した歪んだ土俵を拒絶するコストがあまりに高いからだ。米国は、交渉において協力的ではない国に対してはさらに関税を引き上げるという姿勢を露骨に示した。特に、米国のルール違反の一方的な関税措置に対して報復関税を用いて対抗する国に対しては、米国はさらなる関税引上げというエスカレーションを辞さない姿勢を示し、多くの国を震え上がらせた。米国の関税引上げの大統領令には、相手国が報復関税を課す場合には米国はかならずそれに応えて更なる追加関税を課すことが謳われている。4 月 2 日に米国が中国への相互関税率 34%を公表したが、中国は即座に同率の相互関税を発表。これに対して米国は追加で 50%の関税を課すと発表した。結局、中国の米国に対する関税は 125%、米国の中に対する関税は 145%という驚くべき高水準に達した。米国の債券市場の動搖もあり、その後、相互に関税を 115%引き下げ、その限りにおいては中国の「歪んだ土俵」を拒否するハードなスタンスは奏功したとも言えるが、各国は、報復関税に対して徹底して反撃する米国の姿勢に恐怖を感じた。歪んでいても米国の交渉枠組みを否定するコストは極めて高いものであった。

#### 4.4 歪みを許容するコスト：「大切なものは目に見えない」

他方で、「歪みを許容」し米国と合意することのリスクやコストは何か。「見えるコスト」は、不利な関税を受け入れることであろう。米国が一方的に設定した関税からの値引きに終始する交渉の結果として各国が直面する米国の関税は、4 月 2 日以前に比べれば遥かに高い関税だ。それに加えて「見えないコ

スト」もある。それは、戦後国際社会が積み上げてきた「ルールに基づく経済秩序」が大きく毀損することだ。讓許表を超える関税引き上げ（GATT 第2条違反）、最恵国待遇の放棄（GATT 第1条違反）、そして「合意は拘束する」という法の一般原則への違背。確かに、米国との合意がなされれば、ビジネス上の予測可能性が向上するというメリットはある。しかし、「歪みの許容」は国際ルールを傷つけ、また、「合意は拘束する」との原則を破って結ばれる新たな合意の基盤はもろい。前回とは異なり今回は合意が守られると考える根拠は薄弱だ。向上したかに見える予測可能性は、一枚薄皮をめくれば、そこに大いなる不確実性が隠れている。目に見えない「ルールに基づく国際秩序」は傷ついた。そして、「大切なものは目に見えない」。

#### 4.5 報復関税の理論と現実

「歪んだ土俵」を拒否し、米国の方針的な措置を出発点とした交渉を否定することは可能だったのであろうか。我々にはどのような方法があったのだろうか。まず思い浮かぶのは中国も用いた報復関税だ。報復関税は有効なのか。まず、ゲーム理論を用いて理論的な背景を考えよう。

[表1]

A国	B国 ゼロ関税	B国 高関税
ゼロ関税	(3, 3)	(0, 4)
高関税	(4, 0)	(1, 1)

(筆者作成)

表1は、「囚人のジレンマ」のモデルを関税戦争に応用した利得表だ。表の説明は次のようになる。ここで、A国、B国の両国がゼロ関税の場合、両国はそれぞれ3ずつの利得がある[左上の(3, 3)の状況]。次に、もしA国が高関税を課し、B国がゼロ関税だとすると[左下]、A国は4の利得、B国の利得は0だ。さらに、A国、B国両国が高関税を課すと[右下]、それぞれの利得は1ずつだ。これらの状況の中で、本来、望ましいのは両国がゼロ関税で[左上]、それぞれ3の利得を得る状況だ。しかし、A国の立場から見ると、B国の行動を所与とした場合、B国がゼロ関税であろうが、高関税であろうが、A国は高関税を採用した方が自らの利得が高くなる（表で見れば、A国にとっては左上よりも左下の方が自分の利得は高い。また右上よりも右下の方が自分の利得は高い）。従って、A国は高関税を課すことになる。B国にとっても、A国の行動を所与とした場合、A国がゼロ関税であろうが高関税であろうが、B国は高関税を採用した方が自らの利得は高くなる（表で見れば、B国にとっては左上よりも右上の方が自分の利得は高い。また左下よりも右下の方が自分の利得は高い）。この結果、A国、B国両国とも高関税を課す右下の状況が支配的な均衡となる。右下の(1, 1)が「ナッシュ均衡」ということになる<sup>7</sup>。

<sup>7</sup> なお、今回のゲーム理論に依拠した利得の分析は、政治的観点からの分析・議論である点は留意しておく必要がある。例えば、A国が高関税を課してB国がゼロ関税の場合、A国には4、B国には0という利得を割り振っている。他の国が報復的に関税を引き上げたA国は政治的には得点を挙げたと言えるであろう。しかし、純粋に経済的観点に立てば、他の国が報復的に関税を引き上げなかつたと

しかし、これは「一回切りのゲーム」の場合だ。現実の国際関係は「繰り返しゲーム」である。その場合、相手国が高関税を採用した場合には、それをトリガーに自国も高関税で報復する、しかし、相手国がゼロ関税であれば自国もゼロ関税という「しつれ返し戦略」が最も有効な戦略となる。一回きりゲームの場合には、A国は高関税を課すことが合理的であったが、繰り返しゲームにおいてB国が「しつれ返し戦略」にコミットする場合、A国は、高関税を課せばB国も高関税を課すのでA国、B国のそれぞれの利得は1ずつになる。しかし、A国がゼロ関税を続ければ、B国もゼロ関税となるので、両国の利得は3ずつとなる。B国が「しつれ返し戦略」を採用する場合、ナッシュ均衡は左上の(3, 3)となり、ゼロ関税が合理的な行動となるのだ。これはまさに中国が採用した戦略であり、時間の経過(繰り返し)の中で関税は、ゼロではないがピークから大幅に低下した。(なお、中国は関税引上げ以外に、レアアースの輸出制限など多様な報復手段を準備し使用した点も認識しておく必要があろう。)

以上のとおり、繰り返しゲームが行われる世界において、当初はゼロ関税(低関税)を維持しつつ、米国が高関税を課す場合には、ひるまずに同様の高関税で報復する、米国が関税を引き下げればそれに応じて自国の関税も引き下げるという「しつれ返し戦略」が有効な戦略であることが理論的に示された。相手国が「しつれ返し戦略」にコミットすれば、米国は高関税を課さない、あるいは高関税を課しても「しつれ返し」の報復を受けるとすぐに関税を引き下げることが「合理的」となる。しかし、米国は「しつれ返し」の可能性によって抑止されることではなく世界中の国に対して関税を引き上げた。また、これに対して「しつれ返し」戦略を実際に採用する国は限られた。理論と現実の乖離はなぜ生じたのであろうか。報復関税による「しつれ返し」(の可能性)が効かず、米国が高関税を課す背景として2つのケースを考えられる。一つ目は、米国の為政者が「合理的」ではない場合だ。米国の高関税に対して他国が報復関税を課し、米国の利得が大きく下がったとしても、大統領のプライドやメンツをより重視し、不合理な高関税戦略を採用・継続する可能性はある。二つ目は、米国が他国の「しつれ返し戦略」を「封じ込め」ができると考える場合だ。

#### 4.6 報復関税の封じ込め

米国は、中国を除けば、現時点においては他国からの大きな「報復関税」による「しつれ返し」を回避している。なぜそれが可能であったのか。逆に言えば、米国に対峙する各国は、なぜ理論的にはより良い利得を得られる「しつれ返し戦略」を躊躇したのか。3つの理由が考えられる。1つ目の理由は、米国が、報復に対しては更なる関税を課すと公言したことだ。「しつれ返し」を受ければ、高関税戦略を軌道修正し関税を引き下げるというゲーム理論から導かれる合理的行動を取らないことを明らかにし、報復関税の動きを抑止するという戦略だ。宣言だけではなく、米国は、3月にカナダのオンタリオ州が米国への電力供給料金を25%割り増すと発表すると即座にカナダからの鉄鋼・アルミの輸入に25%の追加関税を課すと表明、オンタリオ州の電力料金の値上げの撤回を余儀なくされた。また、中国の報復関税に対しては、同率の追加関税を課すことで中国による報復を許さない姿勢を明確にした。中国はこれに怯まなかつ

---

しても、A国が自国の関税を引き上げる行為自体が、比較優位に基づく効率的な生産立地を困難にし、国内のインフレを招き、競争圧力の減少が国内の生産性上昇を阻害し、イノベーションの機運を減退させるなど多くの負の効果を招来する可能性がある。従って、ゲーム理論に基づく本説明は、あくまで政治的な観点から関税交渉のダイナミズムを分析する一手法として認識しておく必要がある。

たが、これを見ていた多くの国は、米国への報復が激しいエスカレーションを誘発するさまを見て恐れをなした。

2つ目の理由は、日本、英国、EUなどの諸国にとっては、安全保障上の観点から同盟国である米国との関係を決定的に悪化させたくないという配慮が働いたことだ。欧州は、ウクライナを侵略したロシアの脅威に直面し、また日本や韓国は、軍事力をますます強化し東シナ海や南シナ海等で現状変更的な行動がみられる中国に隣接する。日本は米国との関税交渉を防衛費問題などの安全保障の問題とは切り分けるという方針で臨み、それは正しい交渉戦術ではあったが、国家としての意識の深奥で、安全保障上不可欠な米国との間での全面対決は避けるべきとの感覚が働いたとしても不思議ではない。

米国が他国からの報復関税をほぼ回避できた3つ目の理由は、経済規模の非対称性だ。米国は日本の7倍、英国の8倍の経済規模を有する。EUは全体としては巨大な経済だが、それでも米国の3分の2の経済規模に留まる。アルバート・ハーシュマンが1945年の『国力と外国貿易の構造』で示したように、本来相互に有益な貿易も、規模の非対称が作り出す「影響力効果」によって大国が小国に自らの影響力を行使する手段として使われ得る。米国は、その巨大な経済力により、他国の報復関税の挑戦に対して、それと同規模の追加関税を課し続ける体力があり、関税の引き上げ合戦において他国よりも有利な立場にあると相手国に感じさせることができた。

#### 4.7 非対称性と他国との協調

先程3つ目の理由として挙げた経済規模の非対称性だが、それを克服する方法は、国家間の協調・協力だ。EU、日本、英国、カナダ、韓国、豪州が一緒になれば経済規模は米国を凌駕する（合計のGDPは米国の約1.1倍強）。また、完全な意見の一致は難しくとも、ルールに基づく貿易という観点から中国も部分的に加えて協調すれば、合計した経済規模は米国の1.8倍となる。協調を通じた非対称性の克服は可能であった。しかし、実際には緊密な協調を実現するためにはいくつかの困難がある。1番目は、そうした協調を率先して行うことは米国の逆鱗に触れる恐れがあることだ。そうした恐れは、各国の協調を、報復関税などの集団行動まで引き上げることを躊躇させ、水面下での（あまり目立たない形での）情報交換に留めておくという形で作用する。2番目は、各国は競合関係という側面もあり、それが緊密な協調を困難にする。例えば、米国の自動車関税については、日本に対して課せられる関税がEUや韓国よりも低ければ、結果として日本からの輸出は競争力を増す。また、日本は米国に対して、多額の直接投資を行う日本を他国と同列に扱うべきではないという点を終始強調したが、こうした姿勢は、不適切な米国の政策を「ルールに基づく貿易秩序」に引き戻すために各国が協調するよりも、日本の米国経済への貢献をアピールして日本を特別扱いしてくれることを求めて関税を「値切る」という対応である。それは、他国との緊密な協調とは相性の悪いアプローチであった。3番目は、米国自体が他国を競わせ、早く従順な対応をとった国には有利な条件を提示し、対抗的・報復的な姿勢を示す国には厳しい条件を提示し、各国への扱いを変える可能性を示すことで各国間の協調を阻害するような動きがみられたことだ。

## 5. 今後への備え

ここまで、「合意は拘束する」を逸脱する状況、安全保障例外の問題、最惠国待遇の歴史・機能とそれが軽視される現状などを議論してきた。さらに米国との関税交渉について、枠組み自体が歪んでいること及びその原因についても分析した。

本論考は、日本政府、あるいは英国、EU の交渉を批判することが目的ではない。トランプ大統領は、世界最大の経済と軍事力を有する米国の大統領であり、また、心から「関税」を愛している。こうした人物との関税交渉は、誰が担当しても極めて困難なものとなることは想像に難くない。しかし、トランプ大統領が率いる米国との交渉が困難であるからと言って、今後我々はこのまま「ルールに基づく経済秩序」の弱体化を黙って傍観していくよいということにはならないだろう。今回の交渉や、歪んだ枠組みが生まれた背景を分析し、今後に備えていくことが必要ではないか。少なくとも次のような点について、議論を深め、対応を考えて置く必要があろう。

### (1) 報復関税の活用のための準備

- ・報復関税はエスカレーションを招来し得るリスクの高い手法であり、その実施に当たっては慎重な検討を要する。しかし、ある国がルールに反する関税引上げを行った場合に、抵抗せずにそれを受け入れることは、ルールを弱体化し、長期的には自国のみならず国際社会全体に大きな損害をもたらす。日本政府はこれまで報復関税に極めて慎重であったが、本年4月4日の衆議院財務金融委員会で加藤財務大臣は、(WTOの紛争解決機能が停止している現状にも鑑み) 関税定率法6条に言及しつつ報復関税を課すことは国内法上可能である旨答弁した。また、2025年5月に日本は、米国による鉄鋼・アルミ等への関税をセーフガード措置と見なした上で、セーフガード措置につき許容される米国に対する譲許の停止というリバランス措置をとる(簡単に言えば米国に対して対抗的に関税を引き上げる)権利を留保する旨WTOに通知をしている。これは、リバランスという名目で対抗的な関税措置を日本が取る可能性があり得ることを米国に「柔らかく」シグナリングしたものと解され、インド、EUなど他国も行っている措置である。しかし、報復関税あるいは対抗関税に向けた国内の議論は、少なくとも外部から見る限りは終始低調であり、米国側にも日本がこうした措置を取る可能性はリアリティのあるメッセージとしては届いてはいなかったであろう。
- ・今後、報復関税を発動する場合の政府内部の手続きを整備し、報復関税が実際に使用される可能性があると米国に認識されることにより、報復関税の可能性が持つ「抑止」の機能を高めることが重要であろう。日本の7倍の経済規模を有する米国に対して報復関税を課すことはコストが高く、それゆえリアリティが低いと受け止められ、抑止機能は十分に働くかない。後述する他国との協調を緊密化し、集団的な報復関税の可能性を示すことで、日米間の非対称性を克服することも重要であろう。

### (2) 他国との協調の緊密化

- ・米国に対して経済規模で大きく劣る日本は、他国と緊密に協力しつつ米国と交渉していく必要がある。前述の「報復関税」の可能性を用いて米国的一方的な関税引上げを抑止する場合も、日本が一か国でそうしたスタンスを取るのではなく、他国と協調してそのような「構え」を示すことで、抑止の効果は増大する。

- ・品目別関税に関する最恵国待遇を巡る議論も、他国の緊密な協調の重要性を示している。トランプ政権は、今後、1962年通商拡大法第232条を用いた品目別関税を、医薬品、半導体、木材、など多くの物品に課していくという方針を表明している。米国との間で関税合意を締結しても、あとから追加で品目別関税が次々と課されれば、合意の意味は半減する。こうした状況を防ぐべくEUは追加の関税導入を認めないstand-still条項を交渉過程で求めたが、（一部品目を除いては）米国の受け入れるところとならなかつた模様だ。こうした中で、日本を含む複数の国が、追加関税が導入された場合の最恵国待遇を米国との間で確保したと報道されている。将来の品目別関税において、日本が他国よりも高い関税を課せられることは望ましくなく、また、効率性の観点からも、国に関わらず同一関税という最恵国待遇に一定のメリットがある点は理解できる。しかし、GATT体制における最恵国待遇は、GATT第2条で関税の引き上げをまず禁止した上で、関税を引き下げる状況において無差別的な最恵国待遇ベースでの引き下げを要請するものである。今回の米国との合意が「関税引上げ」を前提として、無差別の扱いを求ることは、GATTの想定とは逆のベクトルである点は指摘しておく必要がある。他国から劣後することを恐れるあまり、引上げを前提とした最恵国待遇で満足してしまう現在の状況は、自由貿易を維持するという目的のために「他国との緊密な協調」がいかに重要なかを反面教師として教えてくれる。
- ・他国との協調の重要性は、交渉の局面に留まらない。自由貿易を重視する国々との貿易の拡大は重要であり、EUとCPTPPの協力強化、韓国や台湾のCPTPPへの加入など、国際ルールと整合的な形で各国との貿易関係の強化・緊密化を図ることは、わが国の貿易の多角化という観点からも重要であろう。

### （3）戦略的不可欠性の強化

- ・2020年の自由民主党の新国際秩序創造戦略本部の提言が強調したように、経済安全保障を確立・維持するためには「戦略的自律性」と共に「戦略的不可欠性」が重要だ。これまで他国の経済的威圧に対して日米は一緒になって対抗し、協力しつつ経済安全保障を維持するというのが大前提であった。今後も、他国による威圧に対する日米共同での取り組みは重要であり、それは相互の協力により共同して「自律」を確保すると共に、技術面での協力を進めて共に「不可欠性」を確保していく形で継続する必要がある。しかし、トランプ政権による一方的な関税引上げと、過度に自国第一を強調した外交姿勢は、日本をして全てを米国に依存することのリスクも感じさせることとなった。こうした状況において、先に触れた貿易の多角化に加え、米国との関係においても日本が独自の戦略的不可欠性を持つことの重要性はもはや否定しえないのである。同盟国であり技術大国である米国との技術協力は今後も積極的に行い、日米関税合意でも言及された経済安全保障上重要な分野での日米協力は今後も力を入れるべきだ。しかし、同時に、米国に対する「戦略的不可欠性」を確保するためにも、日本独自の技術開発、外部性の高い産業分野の振興などに今後ますます力を入れていく必要がある。

### （4）国際ルールの改善

- ・GATT/WTO体制は重要な国際公共財だが、それは完全無欠なものではなく、時代の変化や状況に応じて改善していく必要がある。特に中国の行動を現在のGATT/WTO体制が効果的に規律できていない点は、改善の余地がある<sup>8</sup>。またGATT第21条の安全保障例外についても、現在の規定は例外の範囲が

---

<sup>8</sup> 例えばWTOが禁止する補助金はpublic bodyが供与する補助金に限定されているところ、WTOにおけるpublic bodyの定義は狭く、中国の補助金はWTOで効果的に規律できていない。

限定的である。米国が主張するように、安全保障例外を援用する国の裁量に任せるというのは極端であり、あらゆる GATT 上の義務を「安全保障例外」という呪文で無効化できてしまうので不適切であるが、現在は経済的な地平においても安全保障を意識せざるをえない「地経学の時代」であるとの認識に立てば、安全保障例外を現在よりも柔軟に運用していく必要があろう。GATT/WTO の規定改正には 166 の全メンバーの賛成が必要であり、機動的なルールのアップデートを困難にしているが、トランプ・ショックを奇貨として、現実に対応したルールの改善に向け加盟国間で議論を深める必要がある。

## 6. 終わりに（ミュンヘン・メントとしないために）

トランプ大統領は、WTO の下での現在の貿易ルールに大きな不満を持っている。8月7日付の USTR のグリア代表のニューヨークタイムズへの寄稿が示すように、米国は、今回のトランプ政権による一方的な関税引上げの大統領令から始まった交渉及び合意を、「新たな国際的貿易秩序の基礎 (the foundation for a new global trading order) 」と位置づけ、「これまでのシステムは関税が公共政策のための正統な道具であることを否定してきた (The previous system rejected tariffs as a legitimate tool of public policy) 」と批判する。その上で、EU、日本、英国、インドネシア、韓国、タイ、ベトナムなどが米国と関税合意を結んだのはこうした米国のリバランスに同意したからだと主張する<sup>9</sup>。日本は、米国に自動車追加関税を課され、相互関税もベースの 10% を 25% まで引き上げられるという「歪んだ交渉枠組み」の中で強烈な圧力にさらされて合意を強いられた。それは、安全保障を含め様々な要素を考慮した上での苦渋の決断であった。しかし、米国は合意を受け入れた日本、EU、英国などは、米国が主導する「新たな国際貿易秩序の基礎」へ賛同したと吹聴しているのである。

1938年9月、ドイツのミュンヘンでチェコスロバキアのズデーデン地方の帰属を議論するための会議が開かれた。ドイツ系住民が多数住むズデーデン地方を自国の帰属とすべきというドイツの主張を、英国のチェンバレン首相は受け入れる。英国に帰国したチェンバレンは、戦争を回避し平和をもたらしたとして熱狂的に歓迎された。戦争の懸念から低迷していたニューヨーク株式市場は大きく反発、値上がりした。ドイツは、「冒険」は成功することを学んだ。一年後の1939年9月、ドイツはポーランドに侵攻する。「宥和」は失敗した。

トランプ政権の関税政策は、あくまで経済の話であり、領土の帰属を議論したミュンヘン会談と同一視はできない。しかし、強烈な個性を持つ政治リーダーが国際ルールを破って一方的な現状変更を試み、各国は十分な連携を取ることができずに宥和的なスタンスを取り要求を受け入れ、政治リーダーは冒険が成功すると味をしめ、市場も「平和」を歓迎して株価が上昇するなど、両者は驚くほど類似する。我々は同じ轍の上を走ってしまうのか。各国は力を合わせて、2025年7月を1938年9月（ミュンヘン・メント）にしないために努力する必要がある。大切なものが完全に失われてしまう前に。

（2025年8月10日・記）

<sup>9</sup> Jamieson Greer, "Why We Remade the Global Order", New York Times, August 7, 2025 [Opinion | Trump's Trade Representative: Why We Remade the Global Order - The New York Times](#)

## 参考文献

川瀬剛志 「ロシア・貨物通貨事件パネル報告書—米国・232条紛争の行方とWTO体制への影響—」、  
RIETI Special Report 2019年4月9日 [RIETI - ロシア・貨物通過事件パネル報告書—米国・232条紛争の行方とWTO体制への影響—](#)

ダグラス・A・アーウィン著 長谷川聰哲 監訳『米国通商政策史』文眞堂 2021年

Albert O. Hirschman, *National Power and the Structure of Foreign Trade* (国力と外国貿易の構造), University of California Press, 1945

## 図目次（第1部）

図 1 各国・地域の実質 GDP 成長率予測の変化（7月 IMF 予測と 8月 Bloomberg 調査の比較*）	18
図 2 先進国と主な新興国における対米ドル変動率（2019年1月比）	19
図 3 ドル円レート乱高下の背景 円売り持ちポジションの積み上がりと解消	20
図 4 各国中央銀行の金融政策シナリオとインフレ率および主要国実質金利推移	22
図 5 各国インフレ率 先進国ではサービス価格低下の鈍さから根強いインフレが続く	22
図 6 國際商品価格の推移（8月15日時点）	23
図 7 アナリストの商品価格予想（8月15日時点）	23
図 8 日本経済予測表（2025年4-6月期 GDP 一次速報公表後）	24
図 9 物価上昇は鈍化傾向も実質金利のマイナス続く。日米金利差縮小観測から円は底堅い推移	25
図 10 米国の GDP・雇用・消費者物価指数・政策金利	26
図 11 ヨーロ圏と欧州主要国の実質 GDP 成長率・鉱工業生産・小売売上高・貿易収支	28
図 12 ヨーロ圏の消費者物価指数（左）、ECB の金融政策（右）	29
図 13 中国の GDP 成長率・工業生産・小売売上高・PMI の推移	30
図 14 中国の消費者物価指数（左）、政策金利と為替の推移（右）	31
図 15 主要経済目標値および実績	31
図 16 ASEAN 各国の実質 GDP 成長率（実績）（前年比、%）	32
図 17 ASEAN 各国のインフレ率（前年比、%）	33
図 18 ASEAN 各国の政策金利（%）	34
図 19 豪州の GDP 成長率・小売売上高・消費者物価上昇率・輸出額推移（仕向け国・地域別）	35
図 20 恒常化する貿易赤字（左）インド中銀は金融政策の変更に焦点を当てる（右）	36
図 21 インフレ率低下が続くが、リラは最安値を更新	37
図 22 メキシコの自動車生産台数（左）、消費者物価指数と政策金利の推移（右）	38

## 引用・参考文献（第1部・第2部）

### 第1部 グローバル経済の現状と見通し

- Bloomberg, <https://www.bloomberg.co.jp/>
- CEIC, <https://www.ceicdata.com/ja>
- IMF, World Economic Outlook July 2025

#### 【全体のポイント】

- CFTC (Commodity Futures Trading Commission)
- 日本銀行

#### 【日本】

- 内閣府「四半期別 GDP 速報」
- 総務省

#### 【米国】

- 米国商務省経済分析局, <https://www.bea.gov/>

#### 【欧州】

- 英国統計局, <https://www.ons.gov.uk/>
- ECB 欧州中央銀行, <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

#### 【ASEAN5】

- インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム 各国中央銀行

### 第2部 トランプ関税合意とルールに基づく国際秩序

#### —2025年7月をミュンヘン・モーメントとしないために—

- 2019年9月25日, The Hill “Trump, Japan Strike deal to slash tariffs on US farm goods, boost digital trade”  
<https://thehill.com/policy/finance/463049-trump-japan-strike-deal-to-slash-tariffs-on-us-farm-goods-boost-digital-trade>
- 2025年7月23日付ブランシャール氏のX。“On the Japan so called deal (diktat?). Trump can win many fights, but one thing he cannot do is win fights against accounting identities. Trade deals, whatever they do, cannot, as claimed, simultaneously reduce the US current account deficit, and increase net capital flows to the US. The reason: current account deficit = net capital flows. Thank you for your attention to this matter.”
- Jamieson Greer, “Why We Remade the Global Order”, New York Times, August 7, 2025 Opinion | Trump’s Trade Representative: Why We Remade the Global Order - The New York Times
- 川瀬剛志「ロシア・貨物通貨事件パネル報告書—米国・232条紛争の行方とWTO体制への影響—」、RIETI Special Report 2019年4月9日 RIETI - ロシア・貨物通過事件パネル報告書—米国・232条紛争の行方とWTO体制への影響—
- ダグラス・A・アーウィン著 長谷川聰哲 監訳『米国通商政策史』文眞堂、2021年
- Albert O. Hirschman, *National Power and the Structure of Foreign Trade* (国力と外国貿易の構造), University of California Press, 1945

## 執筆担当者

(氏名あいうえお順、所属、担当・執筆分野、メールアドレス)

阿部 智史、調査グループ、ASEAN、[abe.tomofumi@sojitz.com](mailto:abe.tomofumi@sojitz.com)

板倉 嘉廣、調査グループ、統括（編集）、マクロ見通し・インド、[itakura.yoshihiro@sojitz.com](mailto:itakura.yoshihiro@sojitz.com)

大矢 伸、調査グループ・チーフアナリスト、巻頭言、第2部特集、[oya.shin@sojitz.com](mailto:oya.shin@sojitz.com)

菊池 しのぶ、調査グループ、編集・校正、[kikuchi.shinobu@sojitz.com](mailto:kikuchi.shinobu@sojitz.com)

高橋 朗、官民連携室グループ長、メキシコ、[takahashi.ro@sojitz.com](mailto:takahashi.ro@sojitz.com)

鳥生 豪、統括本部長、主査、[toriu.tsuyoshi@sojitz.com](mailto:toriu.tsuyoshi@sojitz.com)

萩野 文子、調査グループ、統括（編集）、日本・米国・豪州・トルコ、[hagino.ayako@sojitz.com](mailto:hagino.ayako@sojitz.com)

林 千野、日中関係学会・副会長、中国

平田 明日香、調査グループ、統括（全体調整）、欧州、[hirata.asuka@sojitz.com](mailto:hirata.asuka@sojitz.com)

双日総研

季 報 第15号

発行日：2025年8月28日

発行：株式会社双日総合研究所

〒100-8691

東京都千代田区内幸町二丁目1番1号 飯野ビルディング

発行人：吾妻 浩二

編集人：鳥生 豪

TEL：03-6871-2808

mail：[soken@sojitz.com](mailto:soken@sojitz.com)

<https://www.sojitz-soken.com/>

©株式会社双日総合研究所 2025

本稿は情報提供のみを目的として作成されたものであり、双日株式会社及び株式会社双日総合研究所の見解を代表するものではありません。当社が信頼できると判断した各種データおよび資料に基づき作成しておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。レポート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。なお、無断引用および転載はお断り致します。

表紙：アメリカ・カリフォルニア州 サンディエゴ・ビーチ

QUARTERLY REPORT  
A U G U S T   2 0 2 5



*New way, New value*

株式会社 双日総合研究所  
Sojitz Research Institute, Ltd.