

最近の経済動向 2025年8月

2025年8月29日

 **DBJ** 株式会社日本政策投資銀行
設備投資研究所 金融経済研究センター

Executive summary

2025年4～6月期実質GDP(1次速報)は、前期比年率1.0%増と、設備投資や輸出の増加などにより5期連続で増加しました。日本経済は、消費などで一部に弱さがみられますが、緩やかに回復しています。

海外経済は、米国は底堅い成長が続くほか、欧州はインフレ鈍化などにより、緩やかに回復しています。中国は政策支援などを受け、持ち直しつつあります。日米関税交渉合意などにより、米国の関税政策の過度な懸念は和らいでいますが不透明感が高く、今後日本経済、海外経済とも減速することが懸念されます。

Contents

Section 1	今月の景気判断	2
Section 2	日本経済	4
Section 3	海外経済	18
Section 4	マーケット動向	35

* 本資料は原則として8月21日までに発表された経済指標に基づいて作成しています

Section 1

今月の景気判断

今月の景気判断

	2025年7月	2025年8月
日本	一部に弱さがみられるが緩やかに回復	一部に弱さがみられるが緩やかに回復
設備投資	緩やかに回復している	緩やかに回復している
公共投資	底堅い	底堅い
住宅	横ばい	横ばい
消費	回復に足踏み	回復に足踏み
輸出	横ばい	横ばい
輸入	横ばい	緩やかに増加
生産	均せば横ばい	均せば横ばい
雇用	改善	改善
消費者物価	伸びが小幅に拡大	伸びは小幅に鈍化
米国	減速が見込まれるも底堅く成長	減速が見込まれるも底堅く成長
欧州	緩やかに回復	緩やかに回復
中国	持ち直しつつあるも減速が懸念	持ち直しつつあるも減速が懸念

(備考) 上方修正の場合は赤字、下方修正の場合は青字で表記

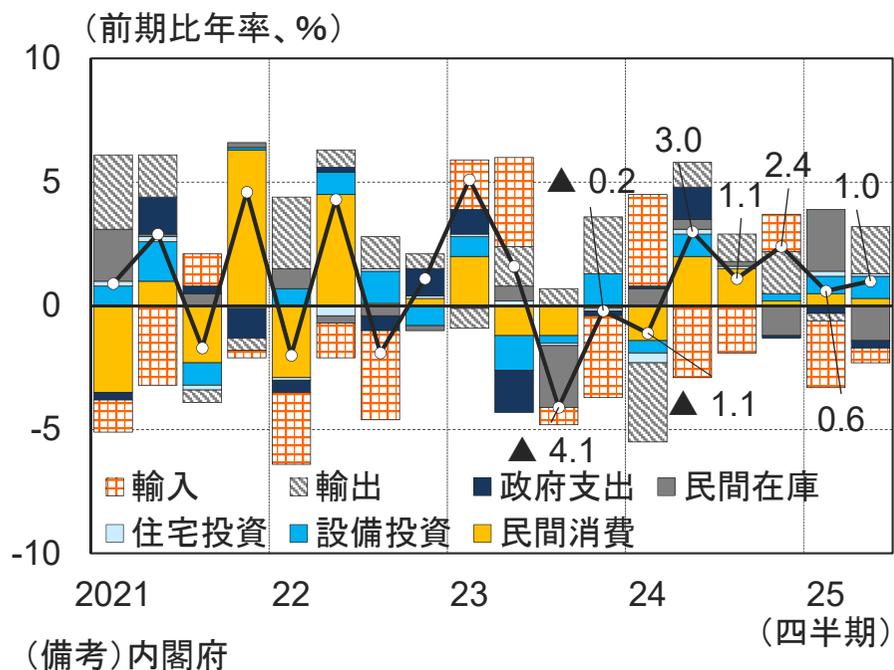
Section 2

日本経済

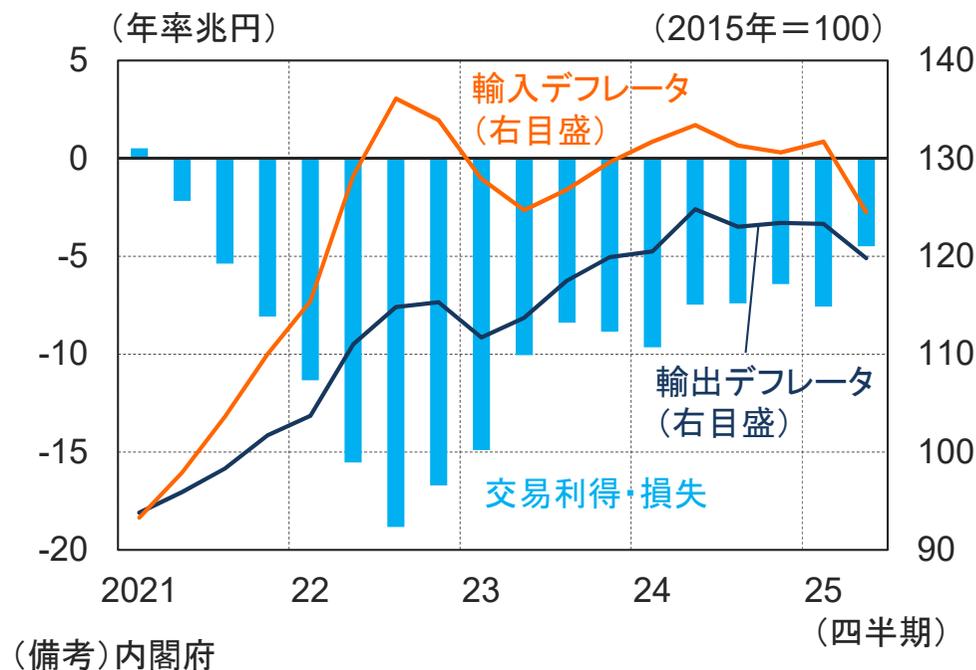
日本経済は、一部に弱さがみられるが緩やかに回復している

- ▶ 2025年4～6月期実質GDP(1次速報)は、前期比年率1.0%増と5期連続で増加した。設備投資の増加に加え、輸出は米関税の影響が一部みられたものの、EUやNIEs向けで増加し、プラスに寄与した。日本経済は、一部に弱さがみられるが緩やかに回復している。しかし、米関税政策の動向は予断を許さず、先行きは不透明感が高い状況が続いている。
- ▶ 交易条件の変化に伴う日本の実質的な購買力の増減を示す交易利得は、資源価格の上昇や円安進行を受け、輸出に比べ輸入のデフレータが上昇したことで交易損失が続いてきた。今期は、資源価格の下落で損失幅は縮小したが、米関税に対し、自動車などで米国向け輸出価格を2割程度引き下げ、輸出数量を維持したことが指摘されており、輸出デフレータの下落は、交易条件の押し下げにつながった。

実質GDP成長率



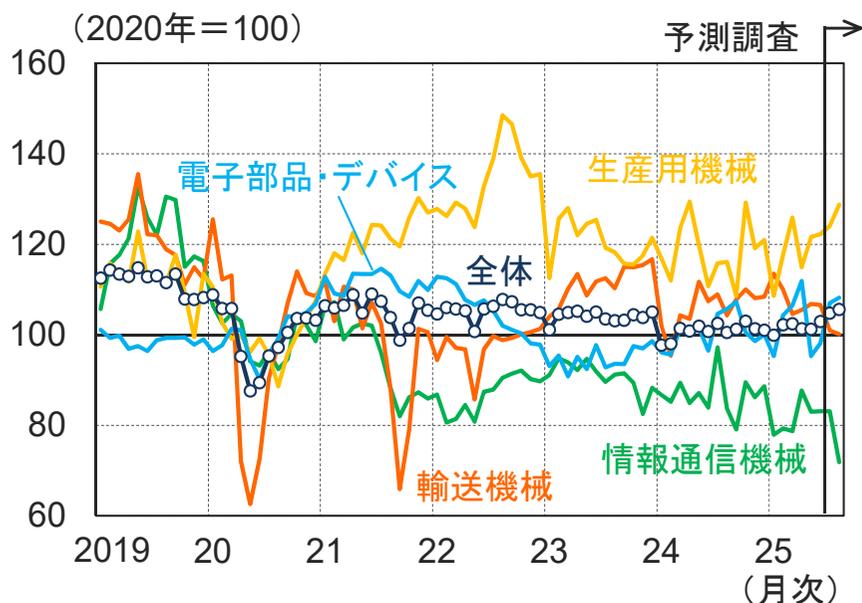
交易利得・損失、輸出入デフレータ



鋳工業生産は均せば横ばい

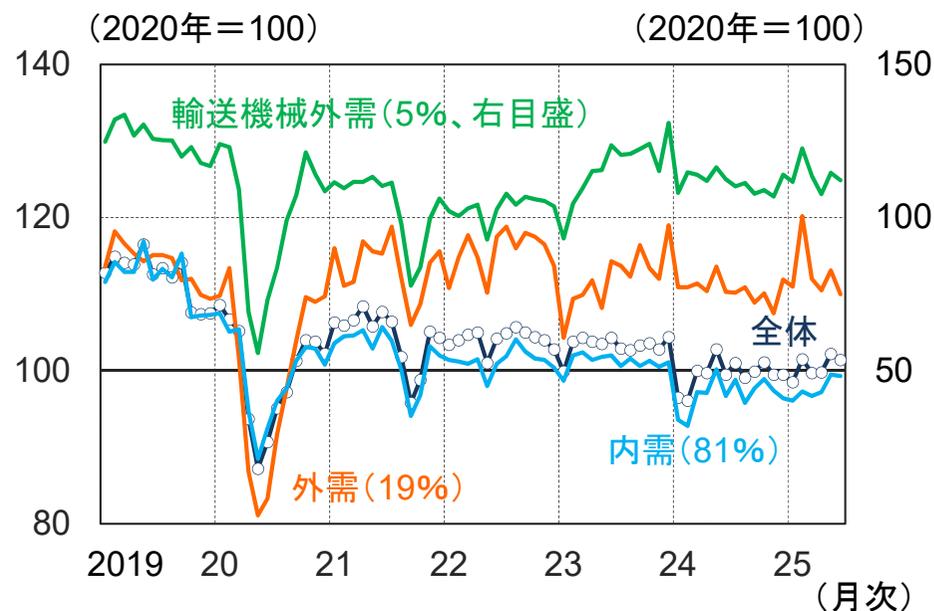
- ▶ 6月の鋳工業生産は、航空機用部品などの輸送機械(自動車除く)を中心に前月比1.7%の増加、24年春以降は均せば横ばいとなっている。先行きは、電子部品・デバイスを中心に7月は1.8%増となっているが、輸送機械は7月は減少する計画となっている。
- ▶ 6月の鋳工業出荷は前月比0.8%減少し、24年春以降均せば横ばいとなっている。24年冬から25年春にかけて外需がけん引したが、トランプ関税発動以降は汎用・業務用機械や電子部品・デバイスを中心に内需が下支えした。外需のうち大きなウエートを占める輸送機械は、関税前の自動車の駆け込み輸出と反動減ののち、おおむね横ばいだが、今後は関税の影響もあり減少する可能性がある。

鋳工業生産



(備考)経済産業省

鋳工業出荷

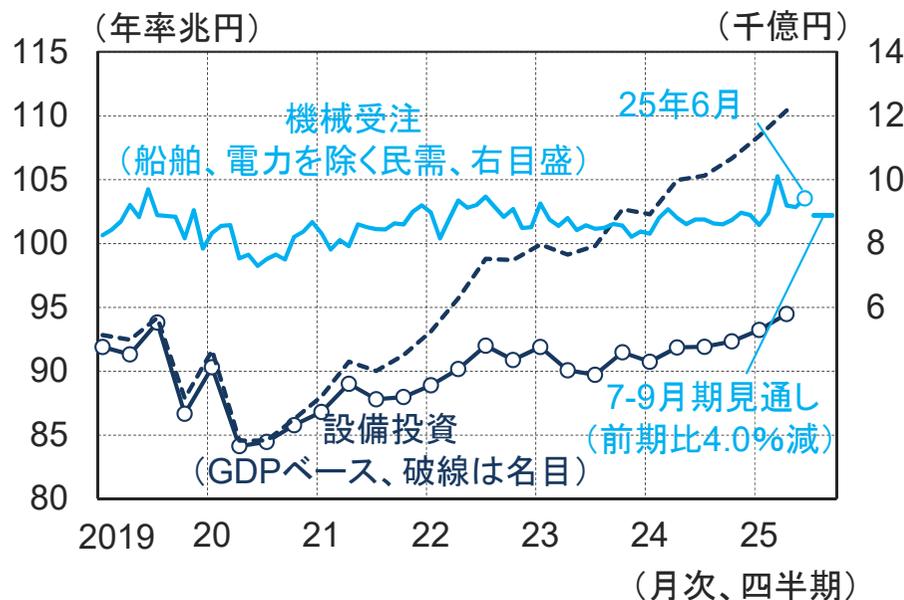


(備考)1. 経済産業省 2. ()内はウエート

設備投資は緩やかに回復している

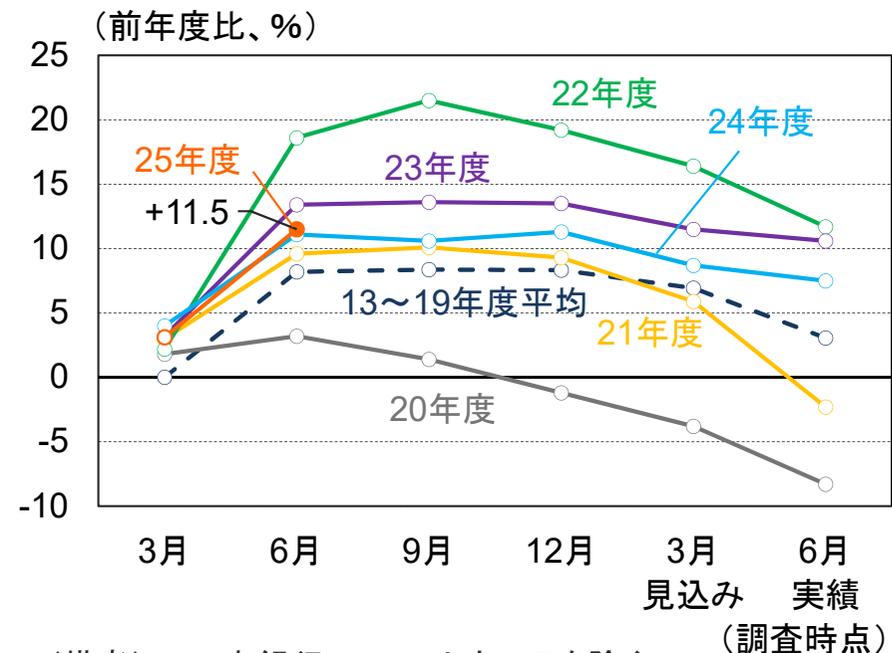
- 4～6月期の実質設備投資（GDPベース）は前期比年率5.5%増加し、緩やかに回復している。企業の設備投資意欲は旺盛であり、ソフトウェア投資や、生産用機械などの機械投資が増加したとみられる。機械投資の先行指標である機械受注は、6月は前月比3.0%増加した。一方で、7～9月期は前期比4.0%減と4期ぶりに減少する見通しとなった。集計期間が7/22の米国との関税交渉合意前だったとみられ、トランプ関税により下押しされた可能性がある。
- 日銀短観6月調査の大企業設備投資計画は、25年度は前年比11.5%増と前回調査から上方修正となった。前回調査（25年3月）以降、トランプ関税を巡る不確実性が高まったが、コロナ前を上回る伸びを維持した。

設備投資、機械受注



(備考)1. 内閣府 2. 設備投資は四半期

日銀短観 大企業設備投資計画



(備考)1. 日本銀行 2. ソフトウェアを除く

2025年度DBJ設備投資計画調査の結果概要

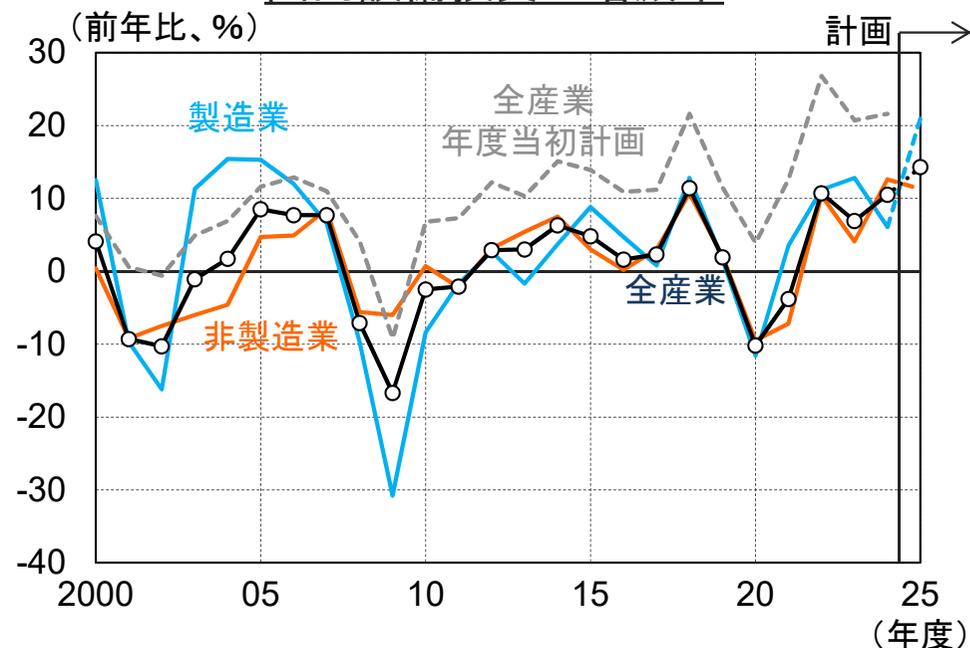
- ▶ 2024年度の設備投資は、計画時点（前年比21.6%増）からは下方修正されたものの、通信・情報のAI計算基盤構築や自動車の電動化投資などにより、3年連続で増加した（10.5%増）。非製造業はバブル期を超える高い伸びとなった（12.6%増）。また、製造業も前年の高い伸び（12.8%増）からは鈍化したものの、4年連続で増加した（6.1%増）。
- ▶ 2025年度は前年比14.3%増を見込む。計画時点としては4年ぶりに20%を下回ったものの、米国の関税強化など先行き不透明感がある中でも二桁増を維持した。製造業は、自動車による電動化投資の継続や、素材業種を中心とした脱炭素投資により、21.0%増の高い伸びが継続する。一方、非製造業は前年度の伸びが高かったこともあり、11.3%増に減速。

2024・2025年度 設備投資動向

(前年度比、%)	2024年度実績		2025年度計画
	23-24共通 1,527社	昨年時点 の計画	24-25共通 1,607社
全産業	10.5	(21.6)	14.3
(除電力)	9.6	(19.7)	15.0
製造業	6.1	(24.7)	21.0
非製造業	12.6	(20.0)	11.3
(除電力)	11.7	(16.7)	11.7

(備考)1. DBJ 2. 大企業

国内設備投資の増減率

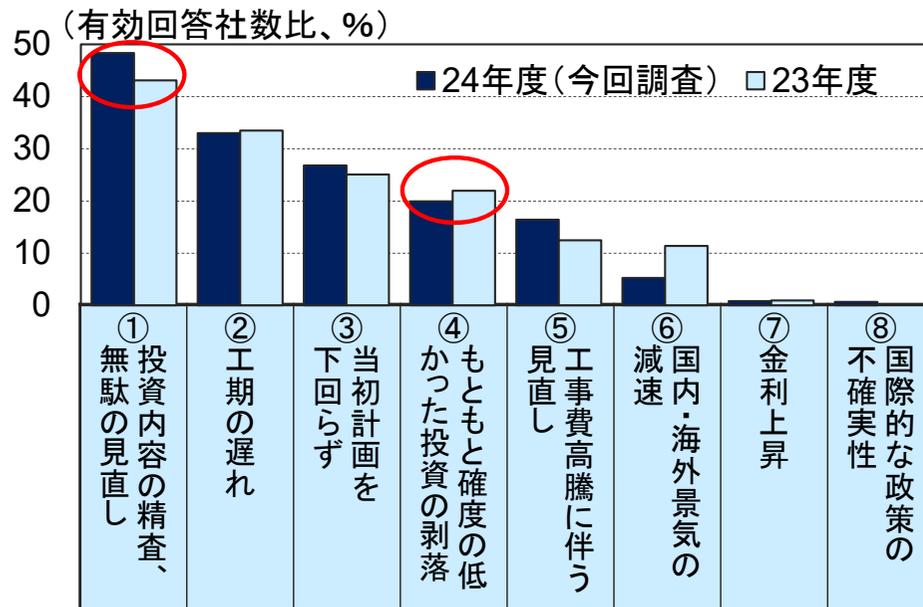


(備考)1. DBJ 2. 大企業

2024年度は工期遅れや工事費高騰懸念が継続したが、大宗が計画維持

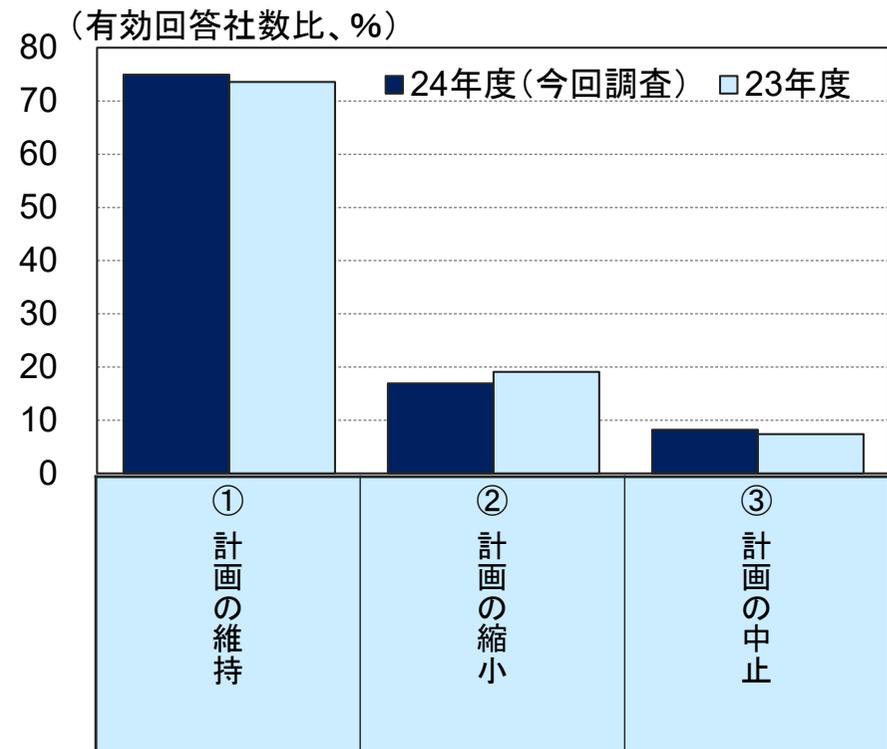
- ▶ 24年度の国内設備投資が当初計画を下回った要因として、「工期の遅れ」の割合が高止まりしたほか、「工事費高騰に伴う見直し」も上昇し、依然、供給制約が強い状況がうかがえた。一方で、「確度の低かった投資の剥落」の割合が低下し、「投資内容の精査、無駄の見直し」が上昇したことから、前年と比べ投資が精緻に計画・実行された可能性がある。
- ▶ 企業が投資を一部見送った場合の対応策について、米国の関税強化など先行き不透明感が広がる中でも、前年に続き7割以上の企業が計画の維持と回答。今後の投資実現が期待される。

24年度の設備投資実績が当初計画を下回った
(下方修正された) 要因



(備考) 1. DBJ 2. 大企業全産業 3. 最大3つの複数回答
4. 23年度の選択肢⑥は「国内景気の減速」と「海外景気の減速」の合計

国内設備投資を(一部)見送った場合の対応

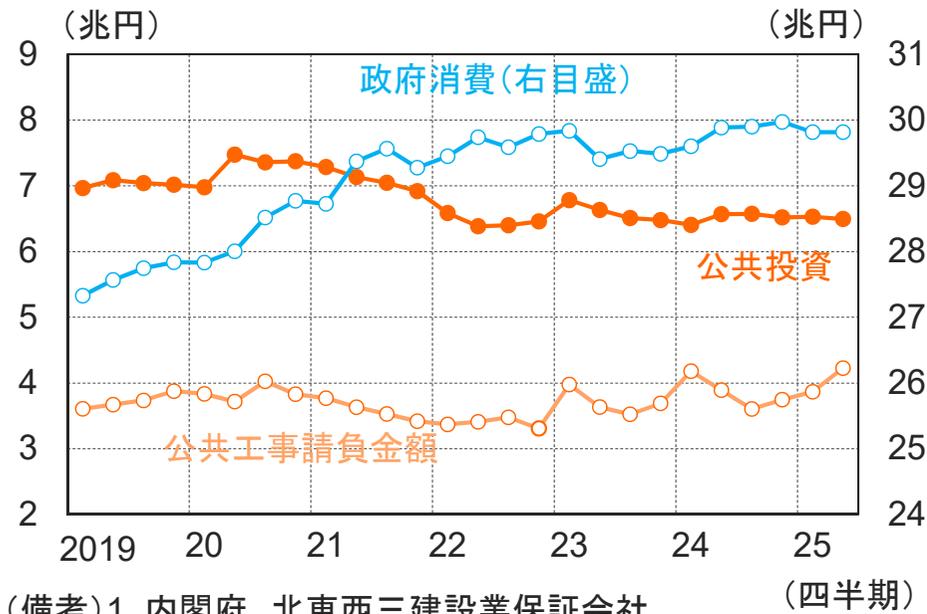


(備考) 1. DBJ 2. 大企業全産業

公共投資は底堅い、住宅投資は横ばい

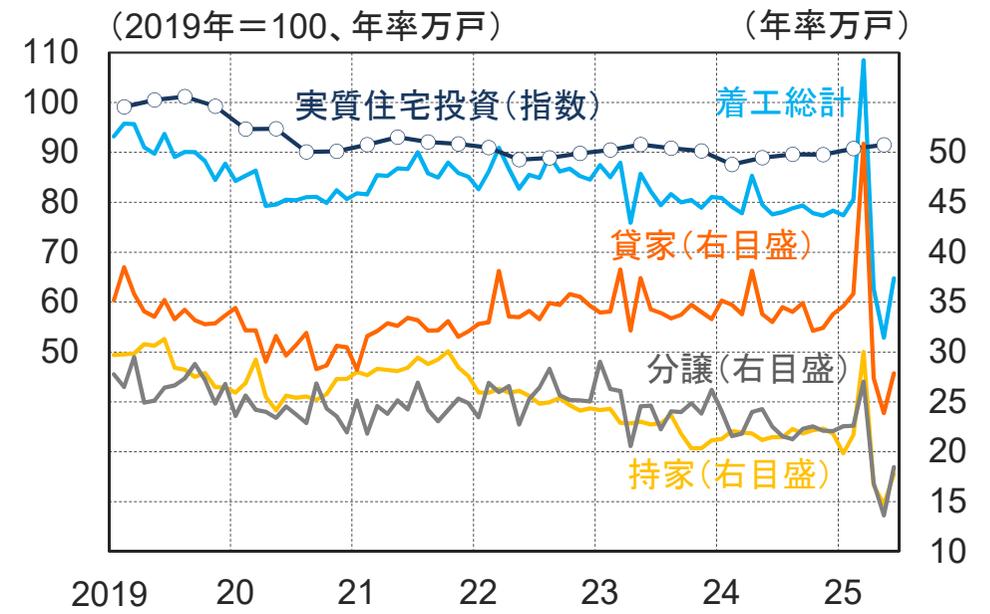
- 4～6月期の実質公共投資（GDPベース）は前期比年率2.1%減少し、24年度に持ち直した後はおおむね横ばいとなっている。足元では先行指標の公共工事請負金額が増加しており、今後、公共投資は底堅く推移するとみられる。政府消費はほぼ横ばいとなったが、今後は社会保障費を中心に増加基調が続くとみられる。
- 4～6月期の実質住宅投資（GDPベース）は前期比年率3.2%増加した。4月からの省エネ基準の義務化を控えた着工の駆け込みが3月に生じ、その工事進捗を反映したもので、基調としては24年以降横ばいとなっている。着工戸数は、駆け込みの反動で5月に過去最低（年率52.9万戸）となり、6月も戻りは鈍い。法改正により省エネ適合性審査に時間を要し、着工が遅れている可能性がある。

公共投資および政府消費



(備考) 1. 内閣府、北東西三建設業保証会社
2. 公共投資と政府消費は実質

住宅投資と着工戸数



(備考) 国土交通省、内閣府 (月次、四半期)

雇用は改善している

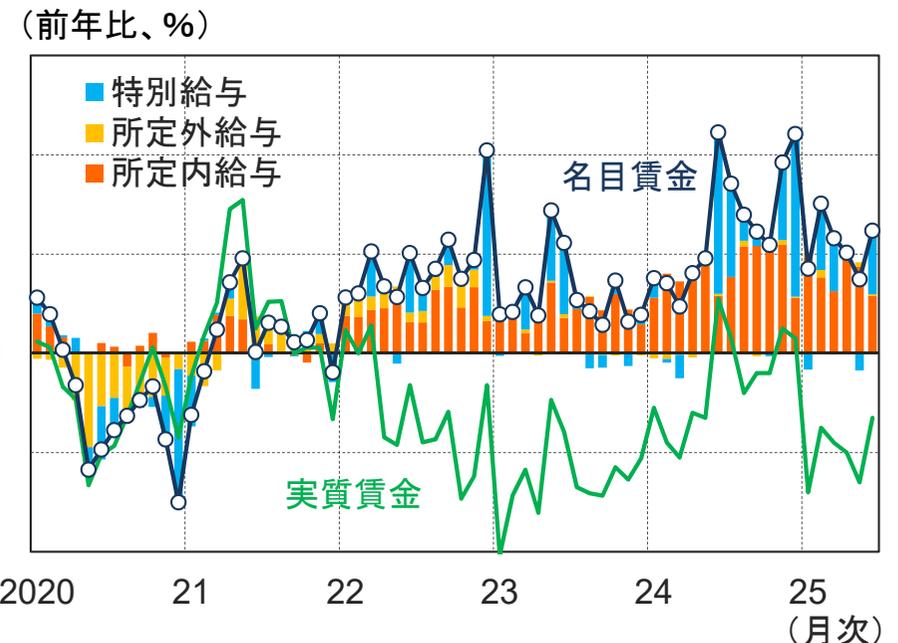
- ▶ 6月の失業率は2.5%で横ばいとなったほか、労働参加率も前月から横ばいとなった。有効求人倍率は1.22倍と前月から小幅に低下したが、基調として雇用は改善している。
- ▶ 6月の現金給与の伸びは、特別給与により拡大し、前年比2.5%増となった。25年以降、名目賃金は底堅く増加しているが、物価上昇の勢いに追いつかず、実質賃金の伸びは低下している。先行きの実質賃金は、物価の伸び鈍化に伴い上向く見込み。

失業率、有効求人倍率、労働参加率



(備考) 総務省、厚生労働省

賃金

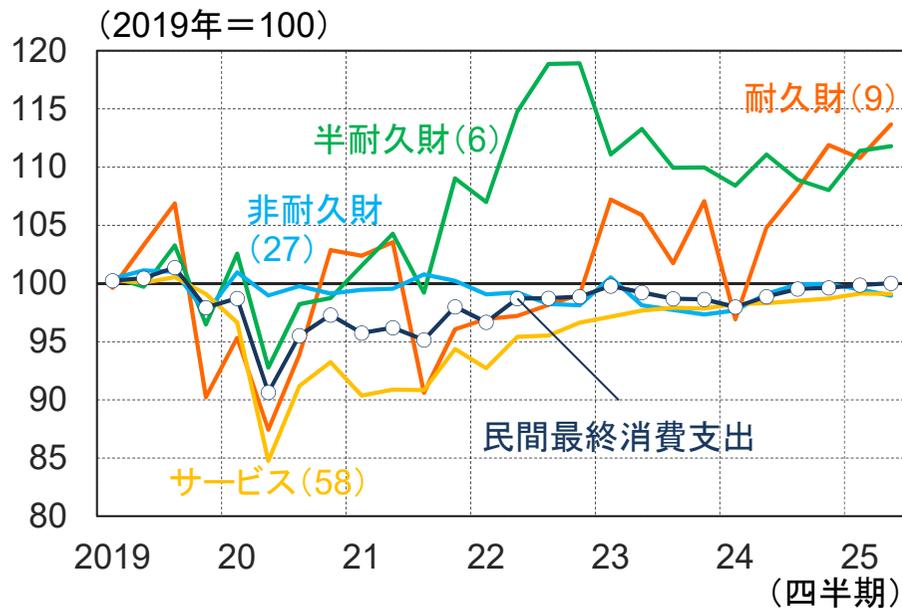


(備考) 1. 厚生労働省 2. 実質賃金は消費者物価(持ち家の帰属家賃を除く総合)で実質化

消費は回復に足踏み

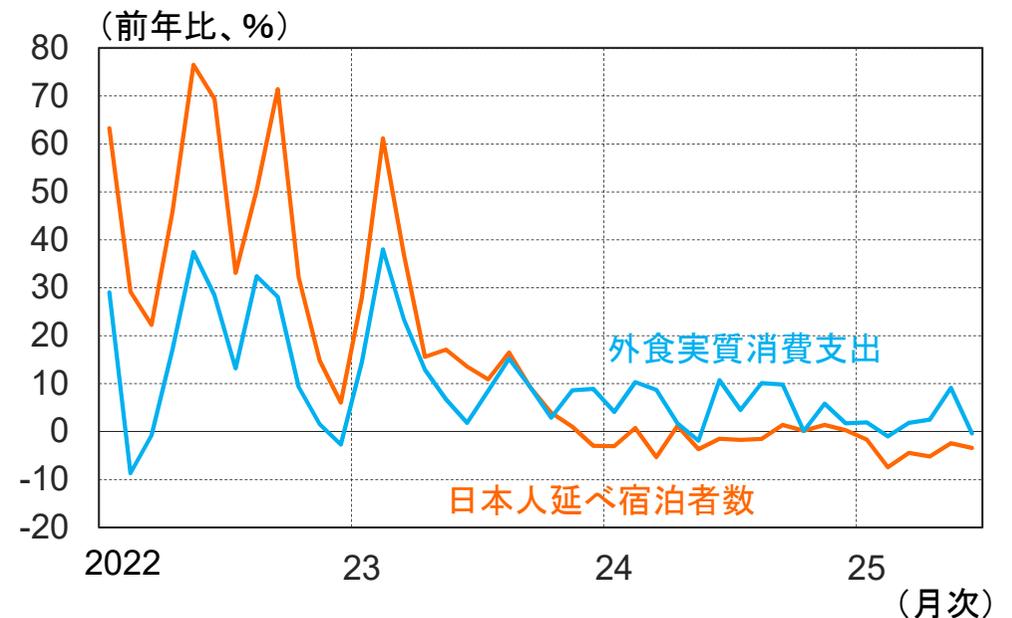
- ▶ 4～6月期の実質民間最終消費（GDPベース）は、前期比年率0.6%増となった。自動車が耐久財を押し上げたほか、気温上昇や好天により衣料品などの半耐久財も増加した。一方、食品を含む非耐久財は2期連続で減少したほか、サービスも横ばいと勢いを欠いており、全体として消費は回復に足踏みがみられる。
- ▶ 国内旅行における日本人の延べ宿泊数の伸びは、22年以降、旅行需要の回復で高まったが、物価高やインバウンド需要による宿泊料の高まりで低下し、25年に入って前年比でマイナスが続いている。また、外食の実質消費支出も25年に入ってから伸びが鈍化しつつあり、コロナ禍後のサービス消費の回復をけん引した宿泊や飲食の増勢は、やや鈍化している。

実質民間消費



(備考) 1. 内閣府 2. ()内は25年4-6月期の家計最終消費に対するウエート、%

日本人延べ宿泊者数・外食実質消費支出

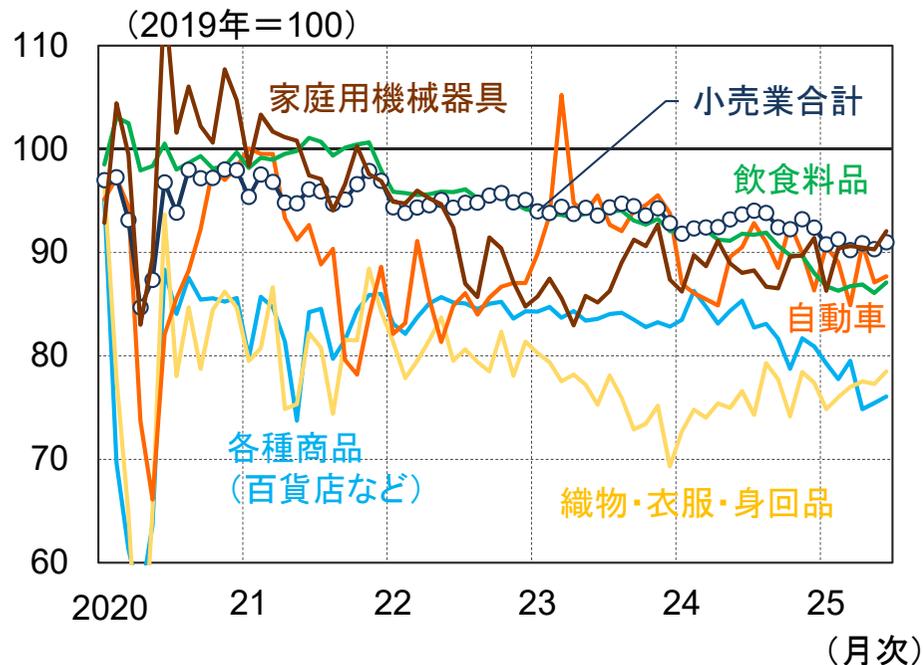


(備考) 国土交通省、総務省

小売売上高は横ばい、節約志向の懸念が残る

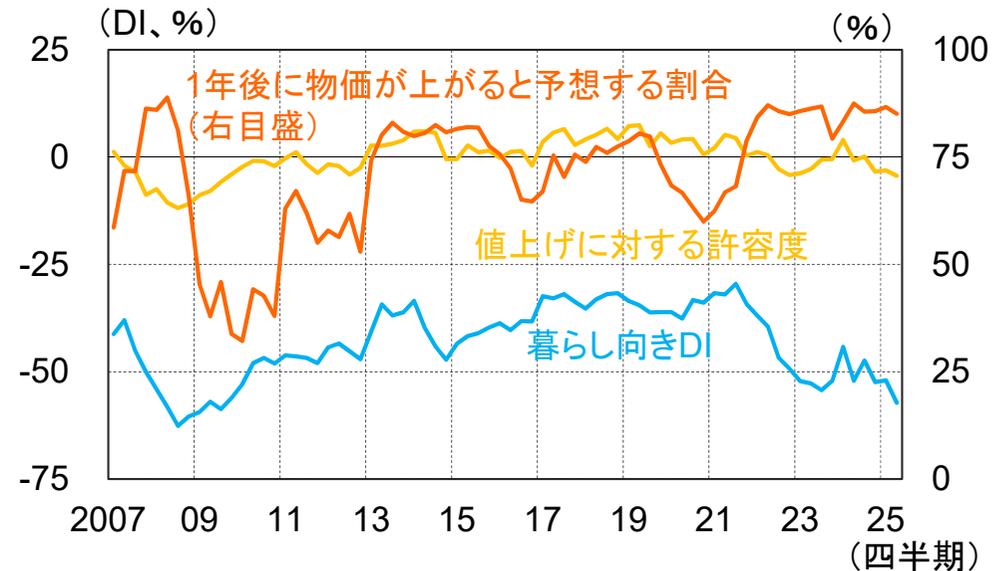
- ▶ 実質小売販売額は、6月は季節商品を中心に織物・衣服・身回品や家庭用機械器具が好調となったほか、飲食料品が持ち直し、前月比で0.7%増となったが、25年以降は横ばいとなっている。
- ▶ 6月の生活意識に関するアンケート調査では、物価高の継続で暮らし向きDIが09年9月以来の低水準となった。1年後に物価が上がると予想する人の割合が高止まる中、値上げ許容度も09年9月以来の水準まで低下しており、節約志向の懸念が残る。

実質小売売上高



(備考) 1. 経済産業省 2. 消費者物価(個別項目)により実質化

生活意識に関するアンケート調査



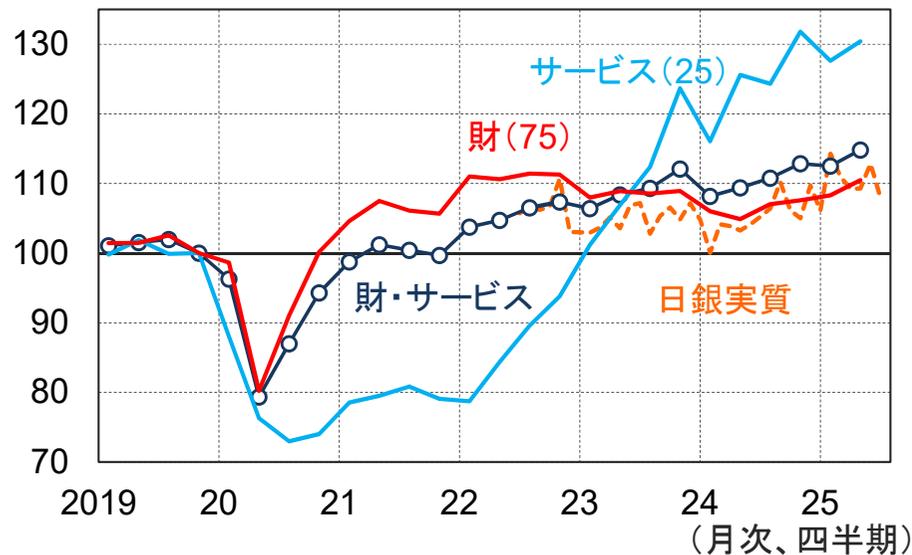
(備考) 1. 日本銀行 2. 「上がる」は「かなり上がる」と「少し上がる」の合計 3. 値上げに対する許容度は「どちらかと言えば、好ましいことだ」から「どちらかと言えば、困ったことだ」を引いたDIの2007年3月～25年6月平均からの乖離

輸出は横ばい

- ▶ 4～6月期の実質輸出(GDPベース)は前期比年率8.4%増加した。財輸出は、米国向けは減少したものの、EU、NIEs向けは米国への駆け込み輸出に伴う動きがあったとみられ、電気機器などの中間財輸出が増加した。先行きは一部関税の影響があるとみられ、横ばいの動きが続く見込み。
- ▶ 品目別の対米輸出価格をみると、原動機や建設機械の大半を占める油圧ショベルなどは、関税賦課以降もおおむね横ばいが続いている。一方で自動車は4月以降大幅に低下し、24年初の水準を下回る。今後、自動車各社は価格転嫁を進めていく見通しであり、一部ではすでに値上げが実施されているものの、転嫁幅は限定的であり、輸出価格は低水準が続く見込み。

実質輸出(GDPベース)

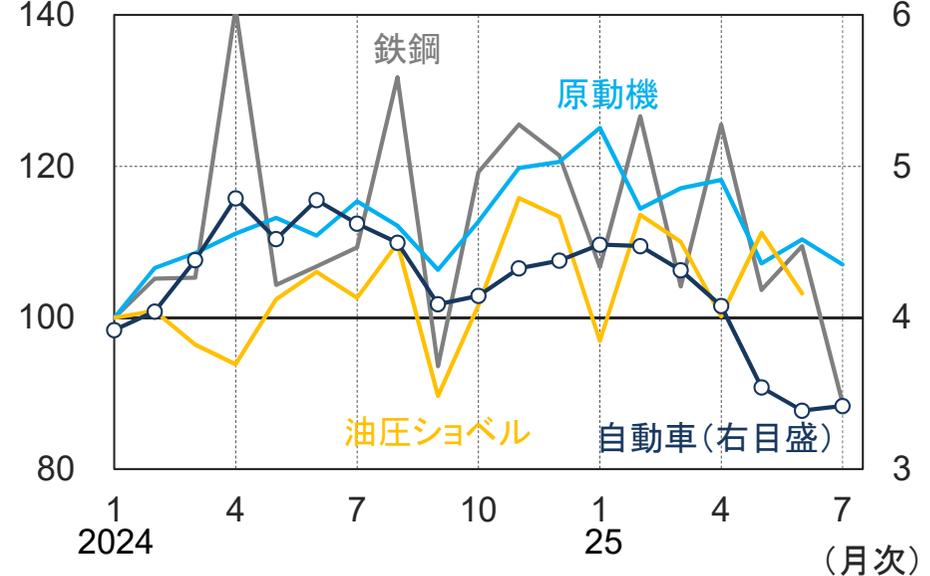
(2019年末=100)



品目別対米輸出価格

(2024年1月=100)

(百万円)



(備考) 1. 内閣府、日本銀行 2. ()内はウエート、% 3. 日銀実質は月次、25年4-6月期平均がGDPの実質財輸出と一致するよう水準調整を行った

(備考) 1. 財務省 2. 自動車は価格、ほか品目は価格指数 3. 油圧ショベルは6月まで

輸入は緩やかに増加

- ▶ 4～6月期の実質輸入(GDPベース)は前期比年率2.6%増加した。財輸入は、電気機器でPCなどの買い替え需要もあり、増加が続いた。サービス輸入は、デジタル関連を中心に緩やかな増加基調にある。
- ▶ 6月の経常収支は、前月から黒字が縮小したものの高水準が続いた。貿易収支は黒字となったものの、サービス収支は、災害が発生するとのうわさが広がったことにより香港や韓国からの訪日客が減少し、赤字が拡大したほか、第一次所得収支は、配当金支払増加などにより黒字が縮小した。

実質輸入(GDPベース)

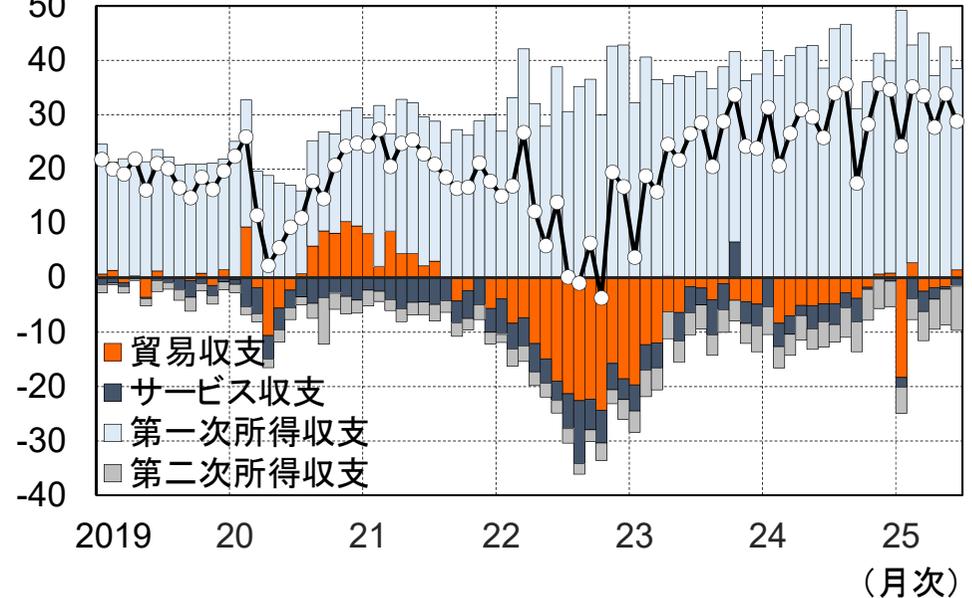
(2019年末=100)



(備考) 1. 内閣府、日本銀行 2. ()内はウエート、% 3. 日銀実質は月次、25年4-6月期平均がGDPの実質財輸入と一致するよう水準調整を行った

経常収支

(年率兆円)

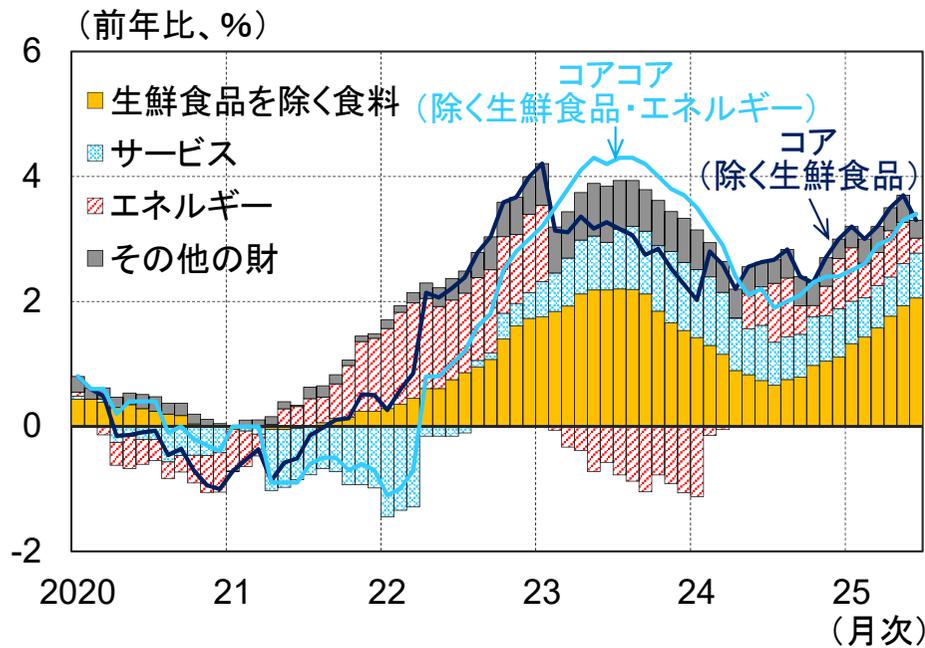


(備考) 財務省

消費者物価の伸びは小幅に鈍化

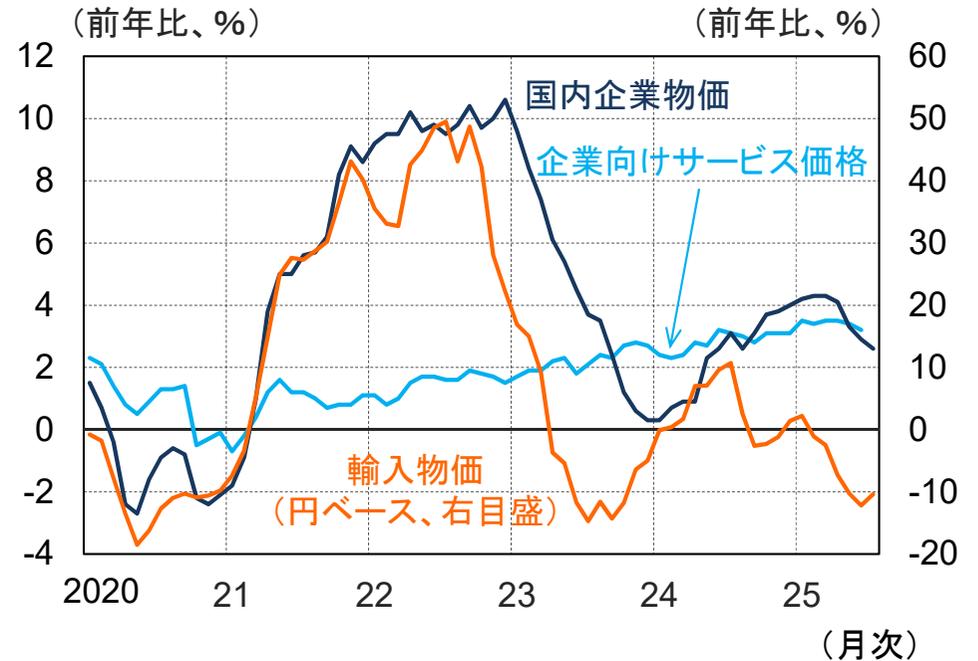
- 6月の消費者物価(コア、除く生鮮食品)の伸びは、5/22に開始したガソリン定額補助などによりエネルギーの伸びが縮小し、前年比3.3%に鈍化した。米類は、2ヵ月連続で前年比100%を超える伸びとなった。今後は、コメ価格が前年夏から上昇ペースが加速した影響で伸びが縮小するほか、企業物価の伸び鈍化が徐々に波及することで、コア物価の伸びも26年初に2%程度に鈍化するとみられている。
- 7月の国内企業物価の伸びは、コメなど食料の高止まりは続くものの、原油価格の下落により4ヵ月連続で伸びが鈍化した。7月の輸入物価も、油価下落や円高進行により前年比10%台の下落が続いた。企業向けサービス価格は、人件費上昇の転嫁が進み、3%台の伸びが続いている。

消費者物価



(備考) 1. 総務省 2. 内訳はコアCPIに対する寄与度

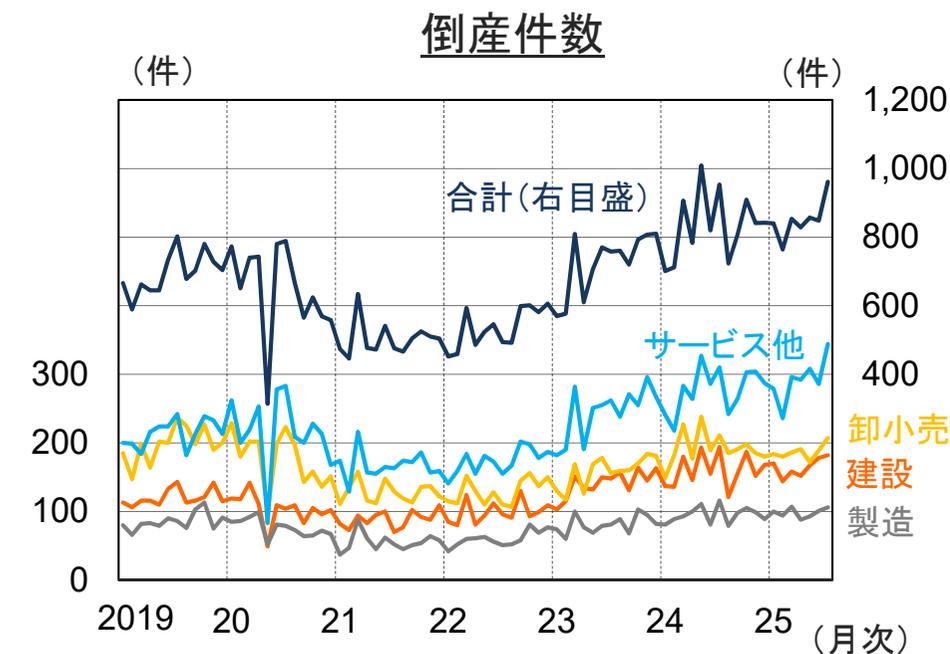
企業物価、企業向けサービス価格、輸入物価



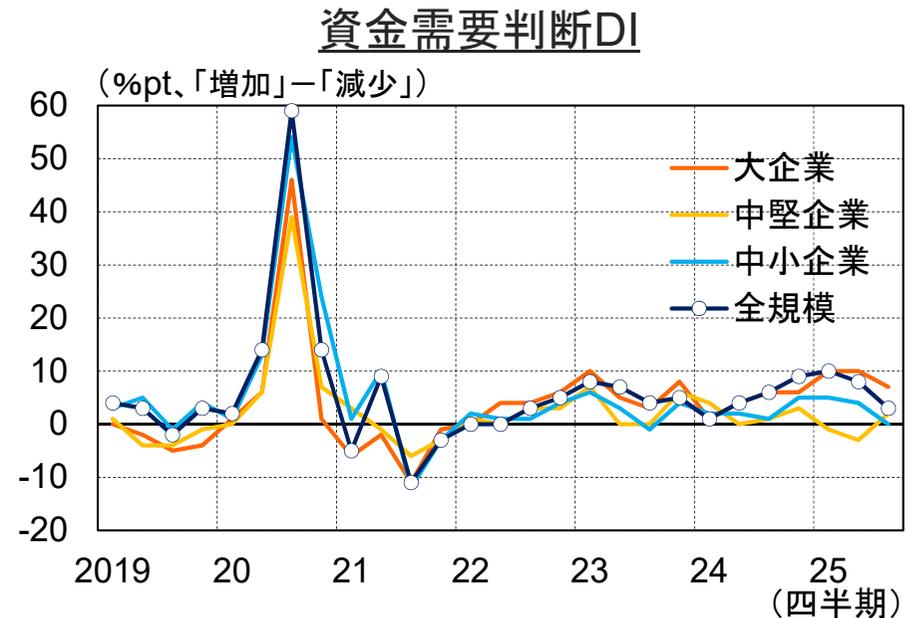
(備考) 日本銀行

倒産はおおむね横ばい、企業の資金需要は減速

- ▶ 7月の企業倒産件数は961件となり、24年春にゼロゼロ融資の返済開始のピークは過ぎたものの、おおむね横ばいとなっている。足元では、人手不足や食料価格高騰の影響がある飲食業や、今夏に医療版ゼロゼロ融資の返済開始がピークを迎える医療機関などサービス業での倒産が増加している。今後は、人手不足や物価高、借入金利の上昇が引き続き企業経営の重しになるとみられる。
- ▶ 7月の銀行アンケート調査における企業の資金需要判断DIは、増減の境目である0を上回ったが、前回4月調査からは減速した。需要の減少要因としては、「貸出金利の上昇」や「手許資金の取崩し」といった項目が増加しており、金利上昇の影響がみられた。トランプ関税の影響が懸念される設備投資は、需要の増減要因では大きな変化はみられなかった。



(備考) 1. 東京商工リサーチ
2. 倒産件数は負債額1,000万円以上



(備考) 1. 日本銀行 2. 大企業は資本金10億円以上かつ常用従業員300人超、中小企業は資本金3億円以下または常用従業員300人以下、中堅企業は大企業と中小企業以外

Section 3

海外經濟

IMF世界経済見通し(25年7月改定)

- ▶ IMFは7/29に世界経済見通しを改定し、25年の成長率は3.0%、26年は3.1%に上方修正された。米国の実効関税率低下(4月予測時:24.4%→今回:17.3%)などが理由であり、特に中国は実績の反映もあり大きく上方修正された。
- ▶ リスクは引き続き下振れ方向であるとし、関税率の上昇や財政赤字拡大に伴う金利上昇などを指摘した。またこれまでに発表された関税率のうち最大のものが賦課された場合、25年の世界経済成長率は0.2%下押しされるとした。

国・地域別の成長見通し

(前年比、%)

	2023	2024	2025(予)	2026(予)
世界	3.5	3.3	3.0 (2.8)	3.1 (3.0)
先進国	1.8	1.8	1.5 (1.4)	1.6 (1.5)
米国	2.9	2.8	1.9 (1.8)	2.0 (1.7)
ユーロ圏	0.5	0.9	1.0 (0.8)	1.2 (1.2)
英国	0.4	1.1	1.2 (1.1)	1.4 (1.4)
豪州	2.1	1.0	1.8 (1.6)	2.2 (2.1)
日本	1.4	0.2	0.7 (0.6)	0.5 (0.6)
新興国	4.7	4.3	4.1 (3.7)	4.0 (3.9)
中国	5.4	5.0	4.8 (4.0)	4.2 (4.0)
インド	9.2	6.5	6.4 (6.2)	6.4 (6.3)
ASEAN	4.1	4.6	4.1 (4.0)	4.1 (3.9)

(備考)1. IMF(国際通貨基金) 2. ()内は25年4月時点、青字は下方修正、赤字は上方修正 3. ASEANは主要5カ国

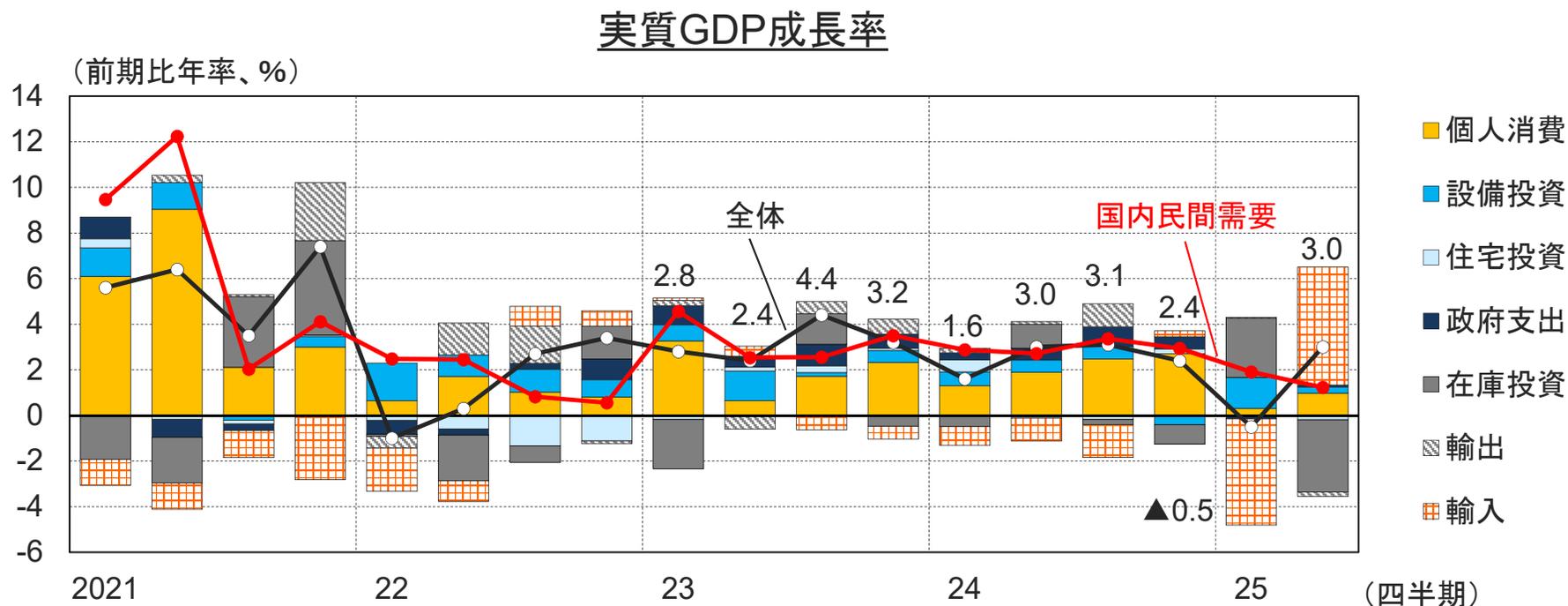
主なリスク

リスク	内容
関税率上昇	交渉が決裂して関税率が上昇し、保護主義的措置がエスカレーションする
不確実性の高まり	貿易政策を巡る不確実性の高まりにより、貿易と生産の伸びが鈍化する
地政学的緊張	中東やウクライナ情勢の深刻化は、サプライチェーンの混乱や商品価格高騰につながる
金利上昇	財政赤字拡大により金利が上昇し、世界的に金融環境が引き締まる
関税率低下	貿易交渉の進展により、関税率が低下し保護主義的措置が撤廃される

(備考)1. IMF 2. 青は下振れリスク、赤は上振れリスク

米国：減速が見込まれるも底堅く成長

- 2025年4～6月期の実質GDP(速報値)は、前期比年率3.0%増加した。輸入が駆け込みからの反動により減少した。トランプ政策の不確実性もあり、設備投資や消費が力強さを欠いたことで国内民間需要(在庫投資を除く)の伸びは2年半ぶりの低水準となった。
- 7～9月期は、消費など内需を中心に成長率の鈍化が見込まれる。7月下旬以降、主要国との関税交渉が進んだことで先行きの不確実性は低下したものの、輸入品の価格転嫁によるインフレや国内企業が関税分を負担することによる収益悪化などの影響が懸念される。

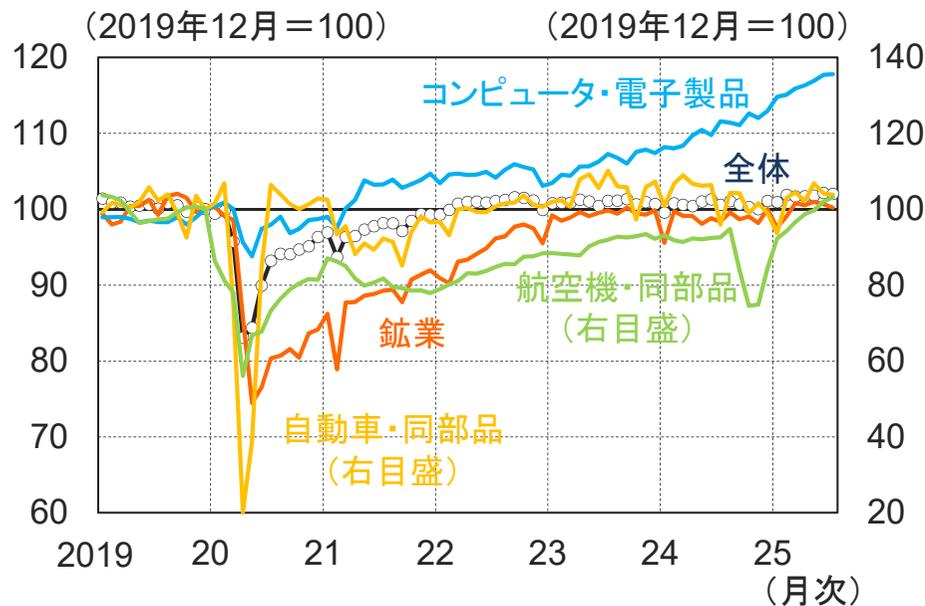


(備考) 1. 米商務省 2. 民間国内最終需要は在庫投資を除く

米国：鉱工業生産は均せば横ばい、小売は駆け込みの反動減以降は増加

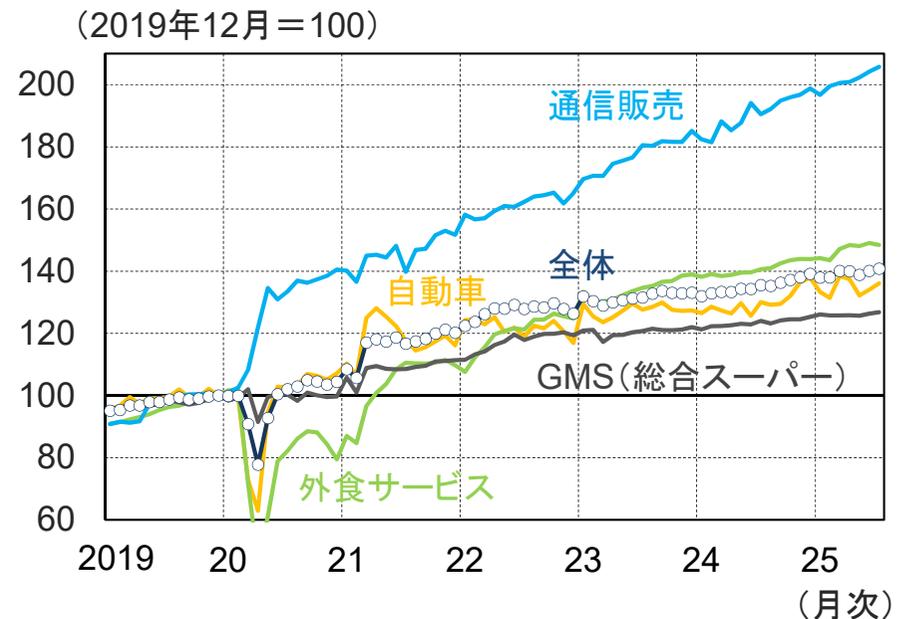
- 7月の鉱工業生産は、前月比0.1%減少した。航空機・同部品やコンピュータ・電子部品が増加する一方、自動車・同部品は前月に続き減少した。年初は関税発動前の駆け込み受注もあり全体で増加したが、以降は均せば横ばいとなっている。
- 7月小売売上高は前月比0.5%増加した。前月の0.9%増に続き、駆け込みの反動減がみられた5月以降は2ヵ月連続での増加となった。大型セールがあった通信販売に加え、足元で伸び悩んでいる自動車も増加した。一方で、外食サービスは減少しており、裁量的支出には弱さもみられた。消費者マインドも力強さを欠いており、今後消費は減速するとみられている。

鉱工業生産



(備考)FRB

小売売上高

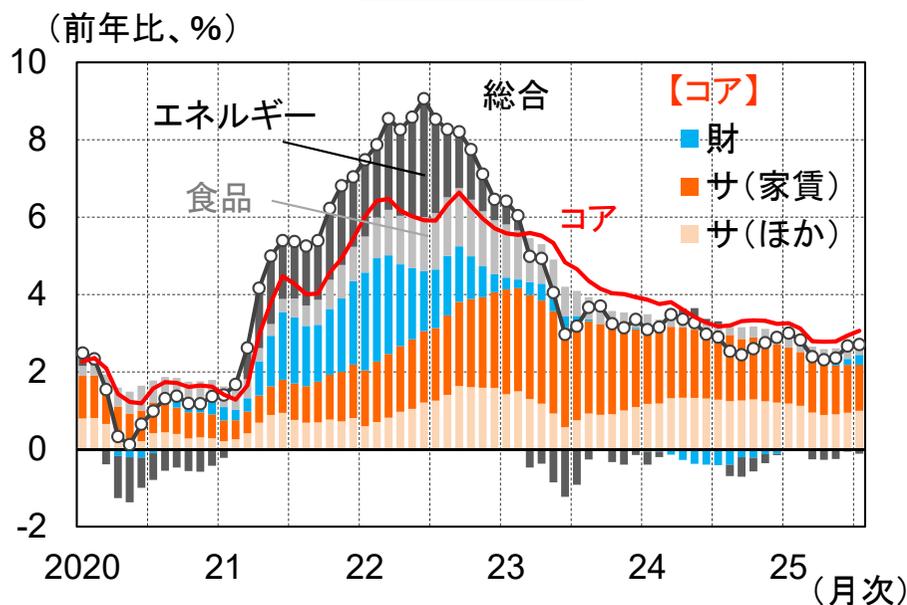


(備考)LSEG Datastream

米国：消費者物価の伸びは横ばい

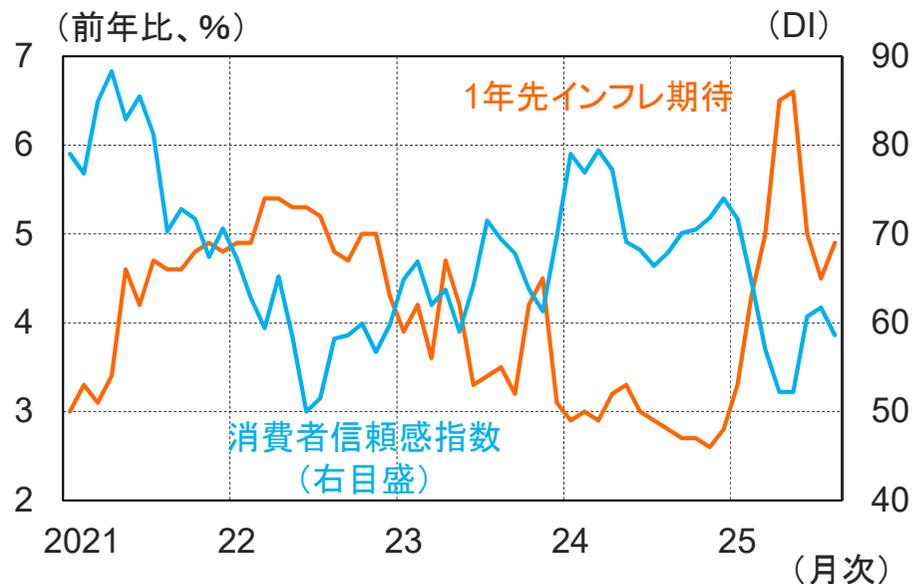
- ▶ 7月の消費者物価の伸びは、前年比2.7%と前月から横ばいだった。ただし、エネルギーと食品を除いたコアは3.1%上昇し伸びが拡大した。コアのうち関税の影響を受けやすいとされる財は、このところ伸びが高まっており、家具、娯楽品などを中心に価格転嫁が進展しているとみられる。
- ▶ 家計のインフレ期待は、トランプ政権発足後大きく高まったが、予想よりもインフレが進まなかったことで5月以降やや落ち着いた。消費者信頼感指数は、インフレ期待の高まりとともに低下したが、関税適用前の駆け込みもあり消費の低迷にはつながらなかった。ただし、8月には財を中心にインフレが進む中でインフレ期待が再拡大しており、今後再びインフレ期待が高まると消費を下押しする可能性がある。

消費者物価



(備考)米労働省

ミシガン大学インフレ期待、消費者信頼感指数

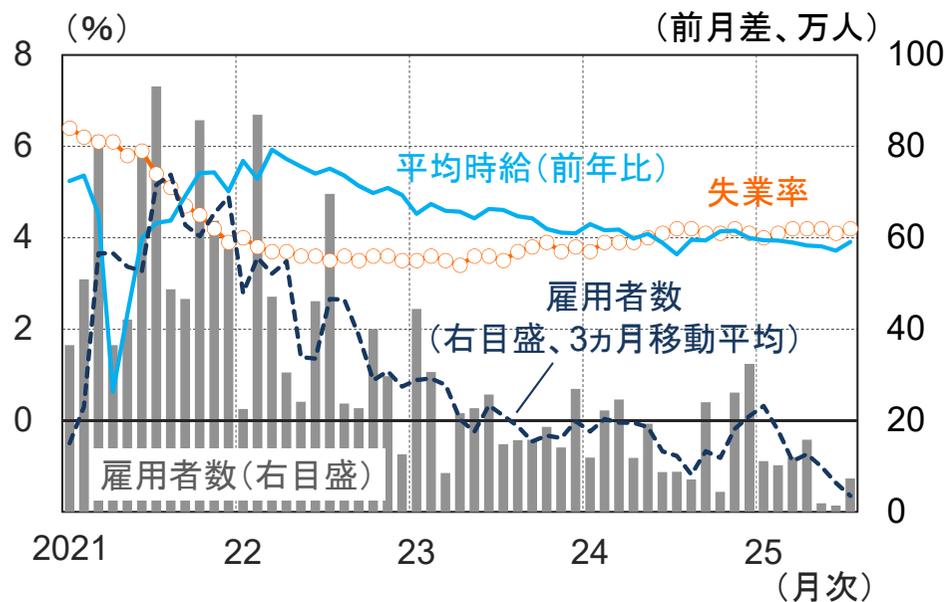


(備考)LSEG Datastream

米国：労働市場は減速、FOMCは利下げ見送り

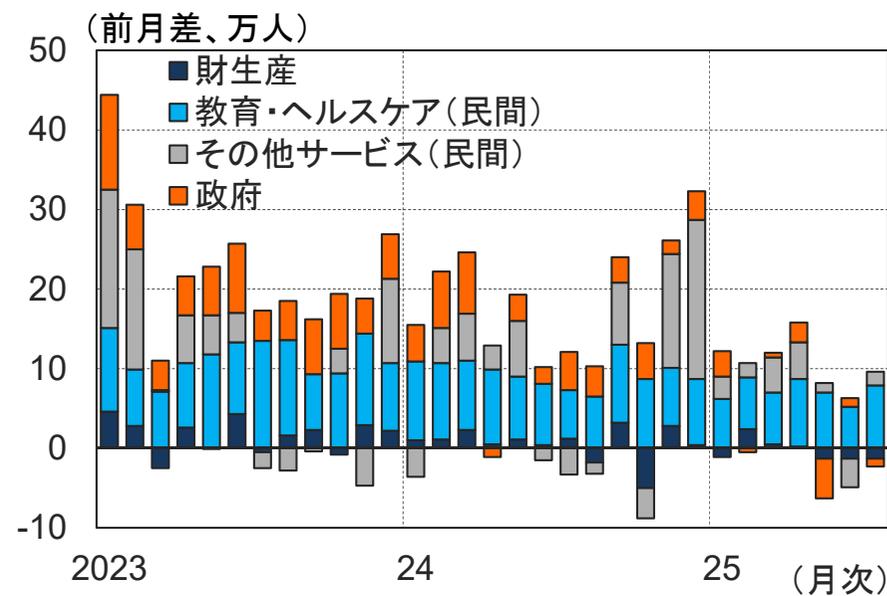
- 7月の雇用者数は前月比7.3万人増加した。5、6月が大幅に下方修正されたことで底堅さの目安となる10万人増加を3ヵ月連続で下回り、労働市場の減速が顕在化した。また、失業率も上昇し4.2%となった。
- 雇用者数の変化の内訳をみると、教育・ヘルスケアの増加が続く一方で、財生産や政府は弱い動きとなっている。政府は、採用凍結措置や政府効率化省(DOGE)による雇用削減を受けて連邦政府を中心に減少したが、DOGEの雇用削減は完全には反映されておらず、今後も減少が続くとみられる。
- 7月のFOMCでは、トランプ関税によるインフレの影響を見極めるとして利下げを見送った。しかし、その後公表された7月雇用統計の結果を受けて労働市場の減速が意識され、9月に利下げを行うとの見方が強まっている。

雇用統計



(備考)米労働省

雇用者数の変化の内訳

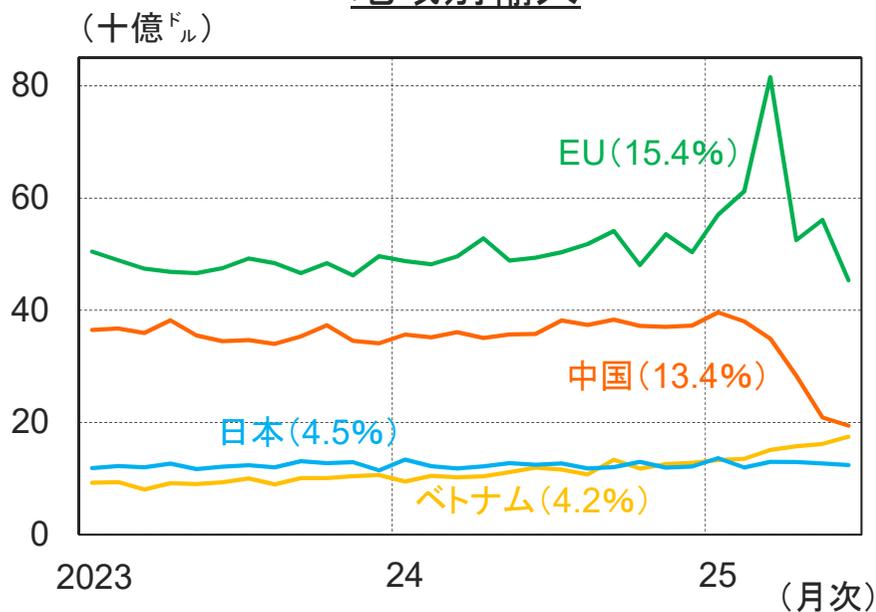


(備考)米労働省

米国: 輸入は減少、貿易収支はやや改善

- ▶ 6月の地域別の輸入をみると、関税交渉合意後も高関税を課されている中国の減少が続いた。EUは、3月まで駆け込み輸出がみられたが4月に大きく減少し、6月は24年を下回る水準となった。ベトナムは、中国からの迂回輸出もあり年初以降増加しているが、8月以降は迂回輸出に40%の関税が適用されるため減少するとみられる。
- ▶ 輸入全体では前月から減少し、4月以降の減少基調が続いた。貿易収支は、輸入の減少が輸出を上回りやや改善した。特に中国に対する貿易収支は、トランプ関税発動以降の輸入急減により2004年以来の低水準となった。

地域別輸入



(備考) 1. 米商務省 2. ()内は2024年のウエート

貿易収支

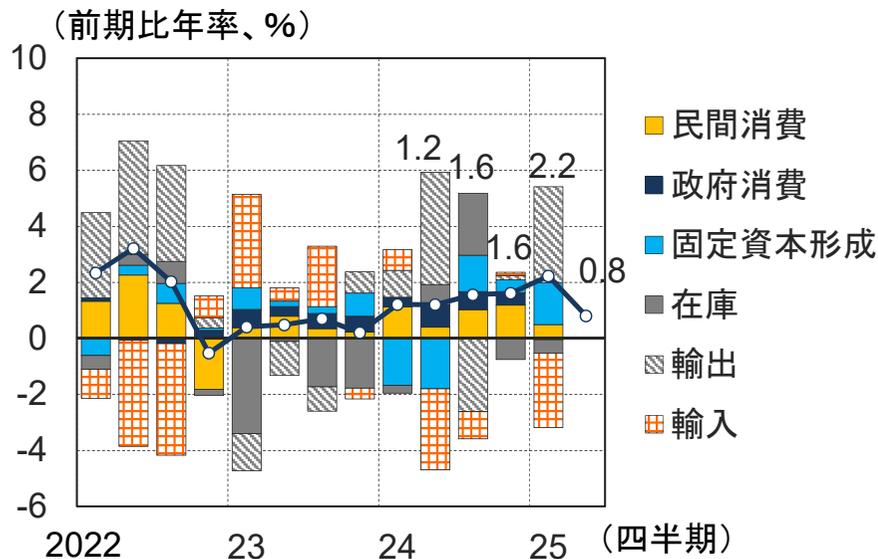


(備考) 米商務省

欧州：緩やかに回復している

- ▶ EUの2025年4～6月期GDP(速報値)は、前期比年率0.8%増にとどまった。前期はトランプ関税発動前の駆け込み輸出などにより大きく増加したが、今期はその反動もあり伸びが縮小した。地域別では、医薬品を主力とするアイルランドや自動車輸出の多いドイツがマイナスとなった。
- ▶ EU経済は22年後半以降、高インフレや外需の弱さから回復の足踏みが続いたが、24年に入りインフレの鈍化もあり緩やかに回復している。7月のIMF見通しでは、ユーロ圏のGDP成長率は25年が1.0%となり、トランプ関税の影響もあり伸びは小幅な拡大にとどまるが、26年は1.2%と潜在成長率並みに高まるとみられる。

EUの実質GDP成長率



(備考) Eurostat

欧州の実質GDP成長率

	(前期比年率、%)					(前年比、%)		
	2024年			2025年		24年	25年	26年
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	実績	見通し	
EU27カ国	1.2	1.6	1.6	2.2	0.8	1.0	1.1	1.5
ユーロ圏	0.9	1.6	1.2	2.5	0.4	0.9	1.0	1.2
ドイツ	▲1.2	0.4	▲0.8	1.7	▲0.4	▲0.2	0.1	0.9
フランス	0.8	1.5	▲0.3	0.5	1.2	1.1	0.6	1.0
イタリア	0.8	▲0.0	0.8	1.1	▲0.4	0.7	0.5	0.8
スペイン	3.3	2.9	2.9	2.3	2.8	3.2	2.5	1.8
英国	1.8	0.0	0.4	2.9	1.2	1.1	1.2	1.4

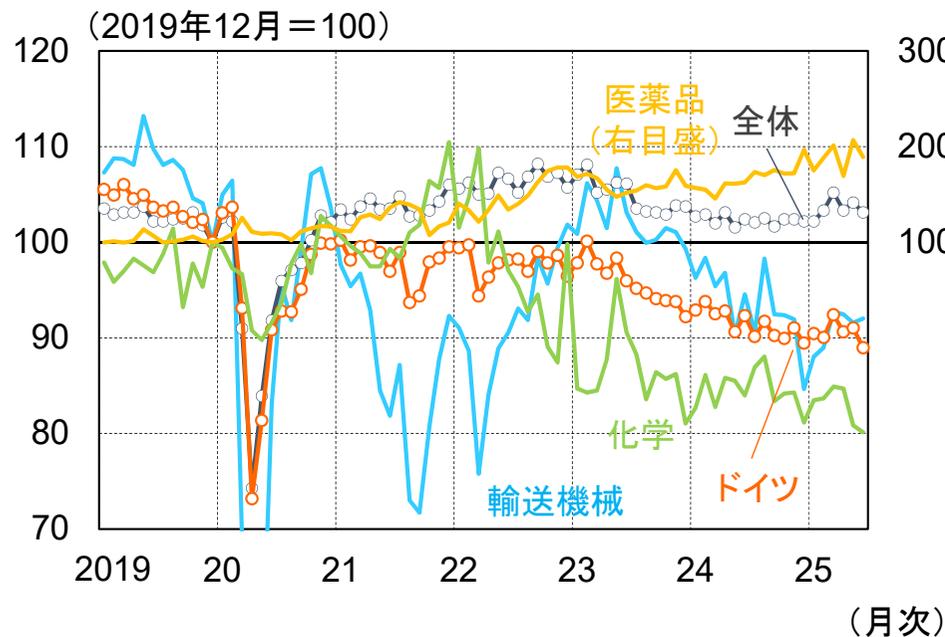
(備考) 1. Eurostat、英国統計局

2. 見通しはEUは欧州委員会25年5月、ほかはIMF25年7月

欧州：生産は駆け込み輸出から反落、小売は緩やかに回復

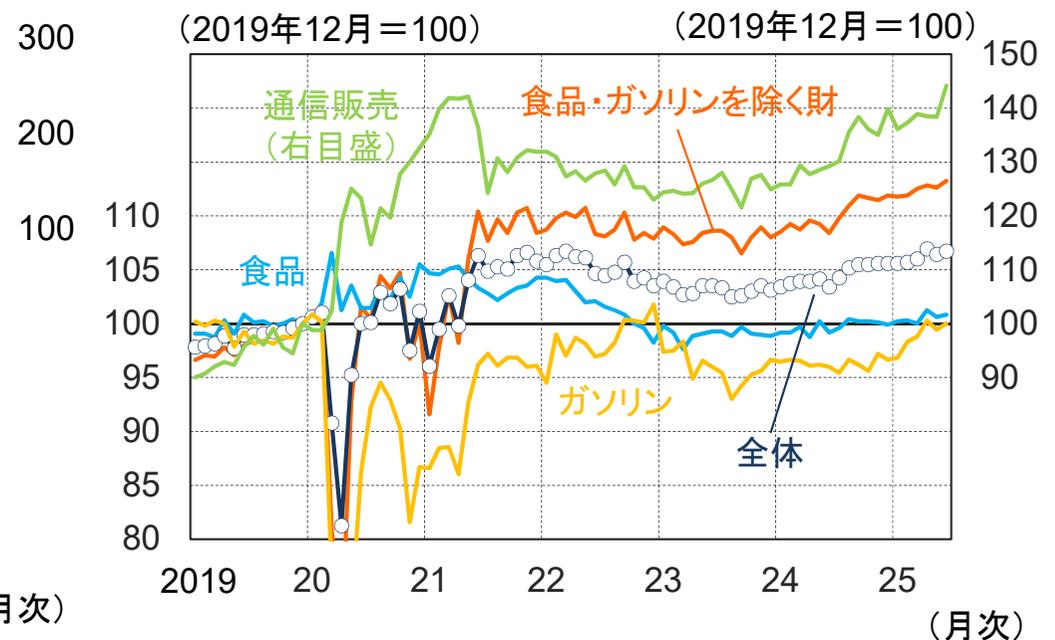
- ▶ EUの鉱工業生産は今年に入り、対米駆け込み輸出を背景に、医薬品や自動車を中心に増加したが、4月以降反落し、6月は前月比1.0%減少した。7月末にEUと米国は関税合意に達したが、関税率は15%になり、トランプ政権前の約1.5%から大幅に上昇するため、輸出や生産の下押し圧力になる可能性がある。
- ▶ EUの実質小売売上高(除く自動車)は、4月のイースター休暇により大きく振れた後、6月は通信販売などにより前月比0.3%増加した。24年以降、インフレの鈍化や利下げに伴い、緩やかな回復基調となっている。

EUの鉱工業生産



(備考)Eurostat

EUの実質小売売上高

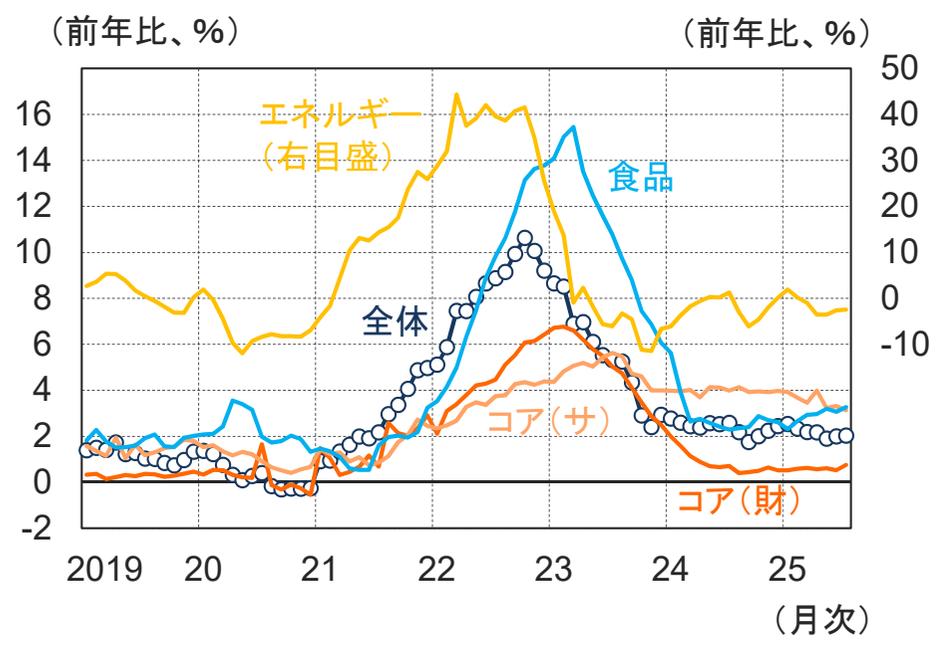


(備考)1. Eurostat 2. 自動車を除く

欧州：消費者物価は2%程度の伸びが続く、米欧は関税交渉に合意

- ▶ ユーロ圏の7月の消費者物価は前年比2.0%上昇した。食品やコア財などにより伸びが前月からやや拡大したが、目標の2%程度となった。ECBは7月に7会合ぶりに政策金利を据え置いた(預金ファシリティ金利2.00%)。市場では年内もう1回の利下げで利下げサイクルを終了するとみられている。
- ▶ 7月末にEUは米国との関税交渉で合意した。内容は日米の合意に準じたものとなっており、米国は対EUの相互関税を20%から15%に、自動車関税を25%から15%に引き下げる。一方、EUは全ての米工業製品の関税を撤廃するほか、大規模な対米投資や米エネルギーの購入などが盛り込まれた。

ユーロ圏の消費者物価



(備考)Eurostat

関税交渉の合意内容

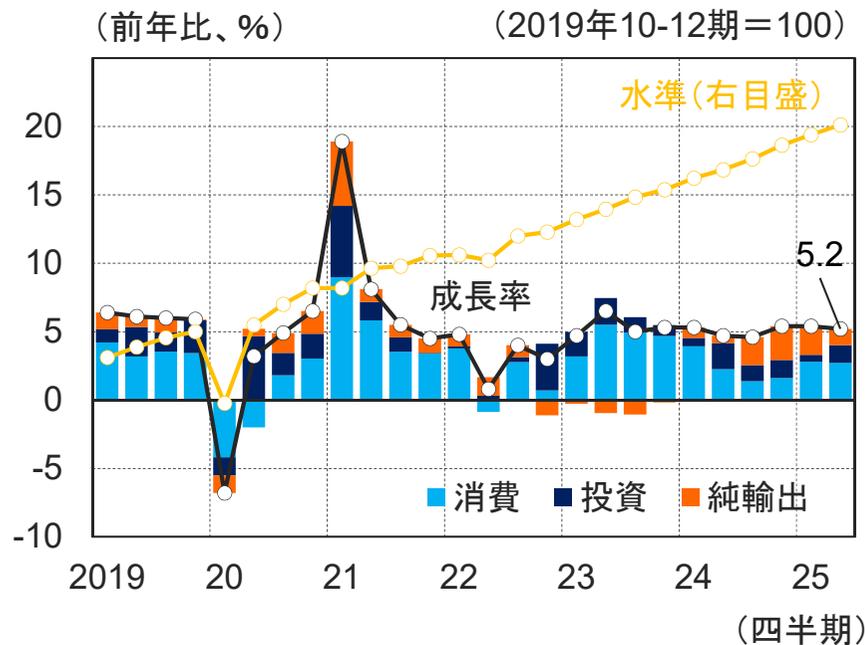
米国側	EU側
【相互関税】 ・ 20%(4月初の設定)から15%(8/7以降)に引き下げる(従来関税率を含む)	【対米関税】 ・ 全ての工業製品の関税を撤廃
【自動車関税】 ・ 25%から15%に引き下げる(従来2.5%を含む)	【対米投資】 ・ 28年までに6,000億ドル
【その他】 ・ 航空機、特定の化学品、半導体装置、一部の農産物などは相互に関税を撤廃	【米国製品の購入】 ・ LNGなどを28年までに7,500億ドル、防衛装備品の大量購入
	【非関税障壁の撤廃など】 ・ 米国農産物の輸入手続き簡素化 ・ デジタル貿易障壁の対処など

(備考)ホワイトハウスによりDBJ作成

中国：持ち直しつつあるも、減速が懸念される

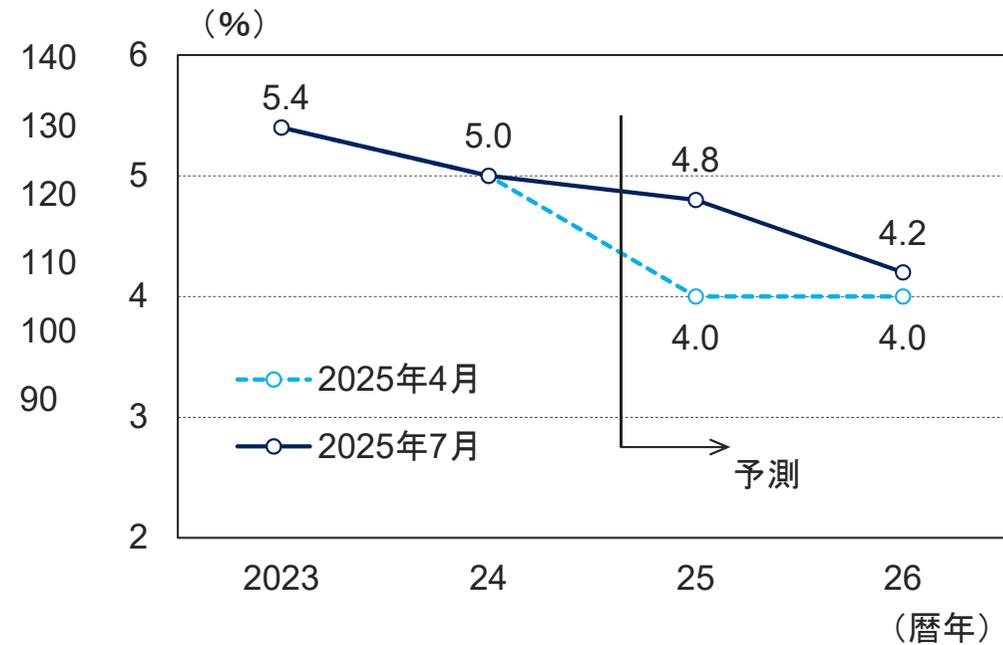
- ▶ 中国は24年半ばの減速から持ち直しつつあるが、25年4～6月期の実質GDPは前年比5.2%増と伸びがやや鈍化した。耐久財の買い替え促進策などにより消費が堅調だったほか、投資も下支えしたが、純輸出が鈍化した。先行きは米相互関税の影響で輸出の下押しが懸念される。
- ▶ IMFは7/29に公表した世界経済見通しで、中国の25年の成長率を4.8%、26年は4.2%と、前回4月時点の予測から上方修正した。25年上半期のGDP成長率が予想を上回ったことや、米中関税が大幅に引き下がったことがその理由となっている。ただし、政府目標の「5%前後」を下回っており、米中関税交渉の動向も不透明であるため、減速が懸念される。

実質GDP成長率



(備考) 中国国家統計局、CEIC

IMFの成長率見通し

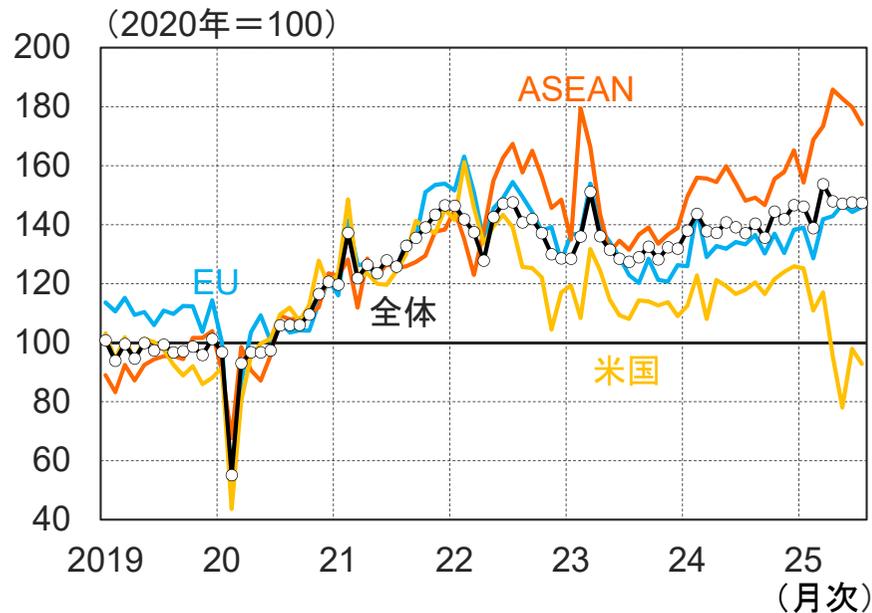


(備考) IMF

中国:輸出は米国向けは低調だが、ASEAN向けなどが下支えして横ばい

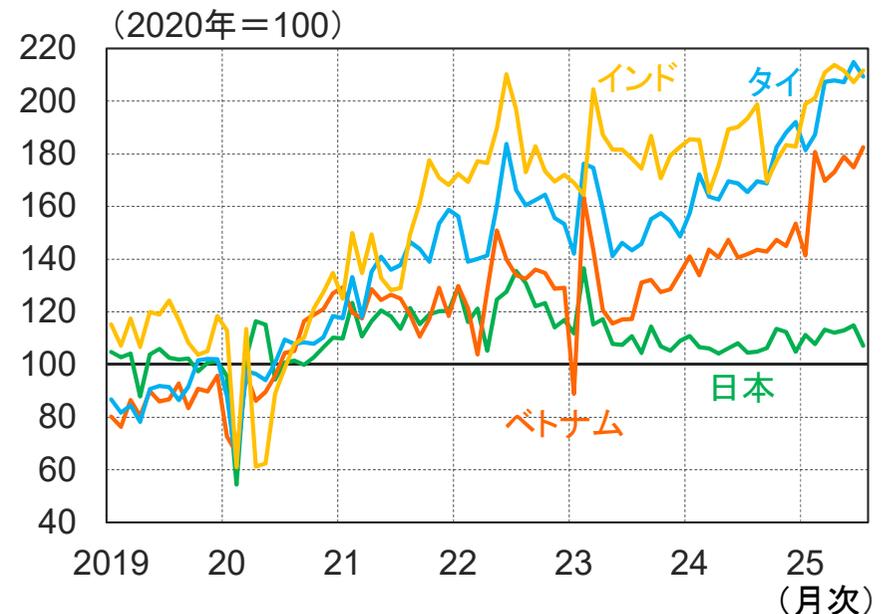
- ▶ 7月の輸出は集積回路などを中心に前年比7.2%増加し、24年末からの高水準を維持した。トランプ関税により米国向けは引き続き低調となっているが、ASEANやEUへの輸出が全体を下支えし、底堅く推移した。
- ▶ 地域別輸出をみると、ベトナム、タイ向けの増加が顕著であり、高関税回避に向けた迂回輸出が指摘されている。また、相互関税猶予期間中のASEAN企業による米国への駆け込み輸出も拡大しており、電気機器などの中間財がASEANに輸出されている。今後は駆け込み輸出の反動減や、ASEANを経由した迂回輸出に高関税が課されることから、輸出は減少する見込み。

国・地域別輸出



(備考) 1. 中国海関総署、CEIC 2. ドル建て
3. 季節調整はDBJによる

国別輸出推移

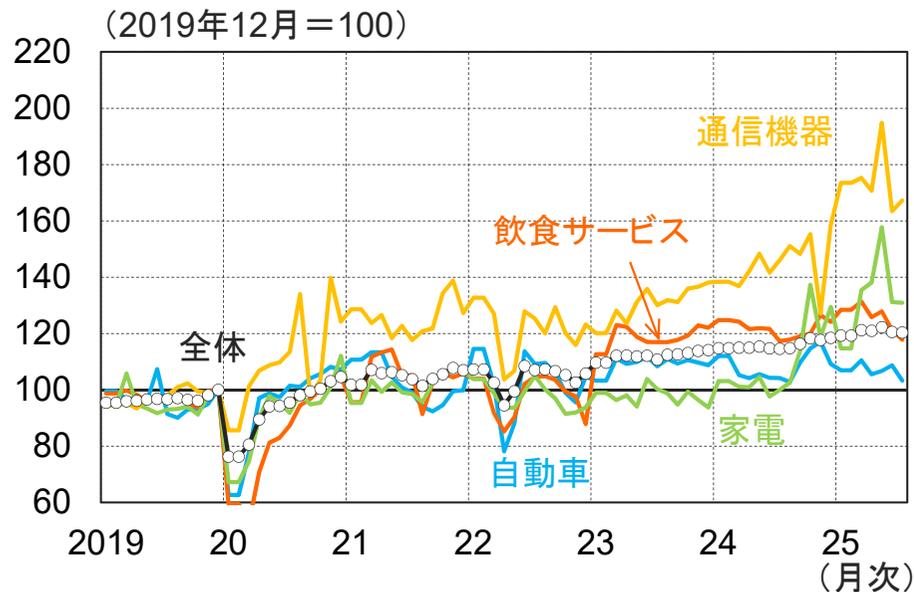


(備考) 1. 中国海関総署、CEIC 2. ドル建て
3. 季節調整はDBJによる

中国：小売は弱含み、デスインフレが続く

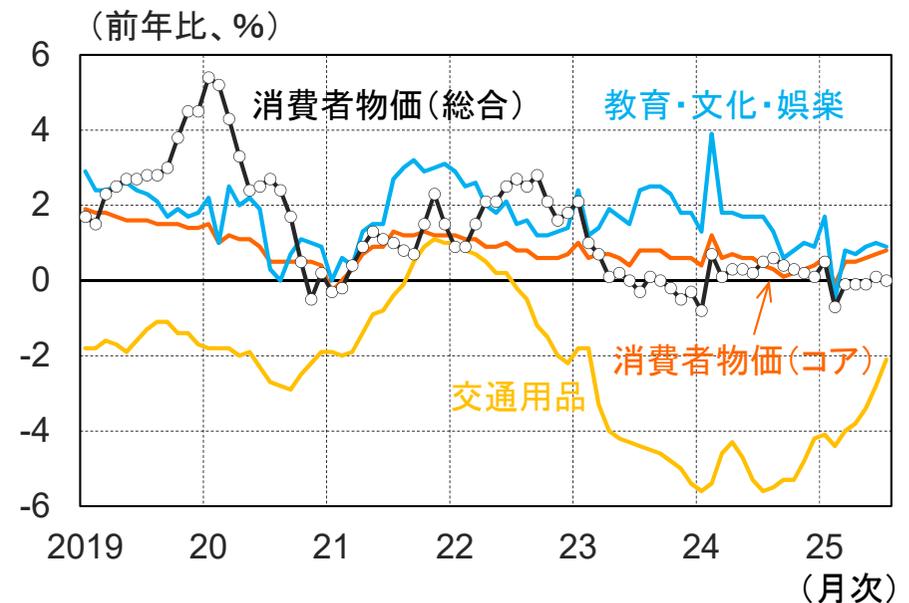
- ▶ 7月の小売売上高は前年比3.7%増と減速した。買い替え促進策で好調だった家電や自動車などの伸びが鈍化し、水準として弱含んでいる。なお、飲食サービスの減少は、過度な浪費是正を目的とする公務接待における儉約令が、5月に施行されたことが要因とみられる。
- ▶ 7月の消費者物価は前年比横ばいとなった。食品とエネルギーを除くコア物価は、過当競争是正を目的とする「反内巻」政策で自動車など交通用品の下落幅が縮小したことで上昇した。もっとも、コア物価は22年半ば以降1%以下の低い伸びが続いており、需要の弱さを背景にデスインフレ基調が長引いている。

小売売上高



(備考) 1. 中国国家統計局、CEIC 2. 季節調整はDBJによる
3. 内訳は特定規模以上の企業 4. 1、2月は平均値

消費者物価

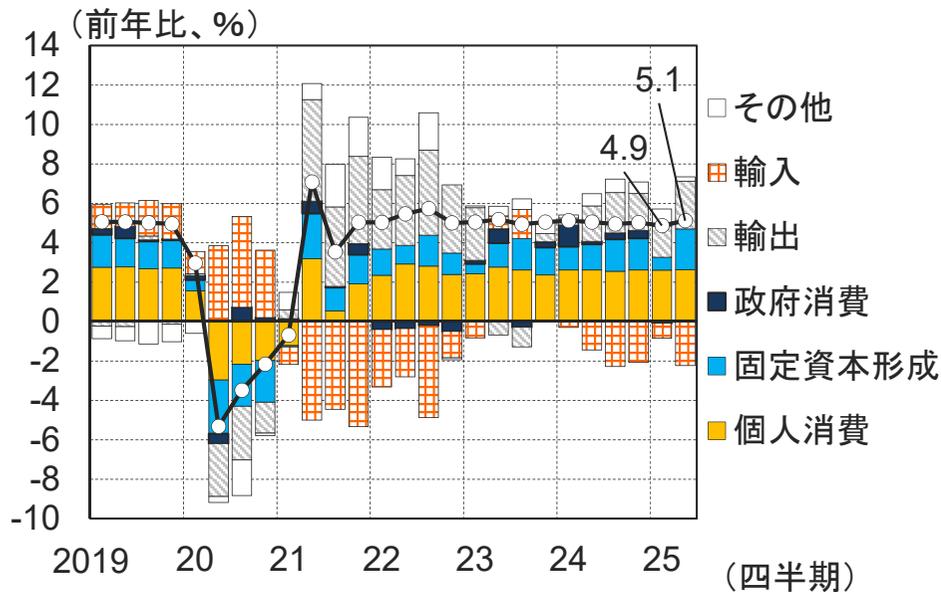


(備考) 中国国家統計局、CEIC

インドネシア:回復している

- 25年4~6月期の実質GDPは、前年比5.1%増と伸びが拡大し回復が続いた。インフレ率の低下に伴い消費が堅調に増加したほか、利下げやジャカルタ都市高速鉄道の拡張工事もあり、固定資本形成が大きく増加した。また、トランプ関税前の駆け込みもあり輸出は高い伸びが続いた。
- 7/15にインドネシアは米国との関税交渉で合意した。米国は相互関税を32%から19%へ引き下げるのに対し、インドネシアは米国産エネルギーや農産品、旅客機の購入、自動車市場の開放などを行うとした。日米の合意に比べて、対米輸出をしていない自動車には言及せず、大規模な対米投資や米国製防衛装備品の購入も取り上げなかった。一方、重要鉱物の対米輸出規制の撤廃などが盛り込まれた。

実質GDP成長率



(備考)インドネシア中央統計庁

関税交渉の合意内容

米国側	インドネシア側
【相互関税】 <ul style="list-style-type: none"> • 32%(4月初の設定)から19%(8/7以降)に引き下げる • ただし、迂回輸出には40%の関税 	【対米関税】 <ul style="list-style-type: none"> • 米国製品の約99%で関税撤廃 【米国製品の購入】 <ul style="list-style-type: none"> • エネルギー150億ドル、農産品45億ドル、旅客機32億ドル 【非関税障壁の撤廃】 <ul style="list-style-type: none"> • 米国製自動車、医薬品、知財、食品、デジタル貿易などに対する規制緩和や市場開放 • 重要鉱物の対米輸出制限の撤廃 【その他】 <ul style="list-style-type: none"> • 労働者権益の強化、森林や野生動物の保護強化

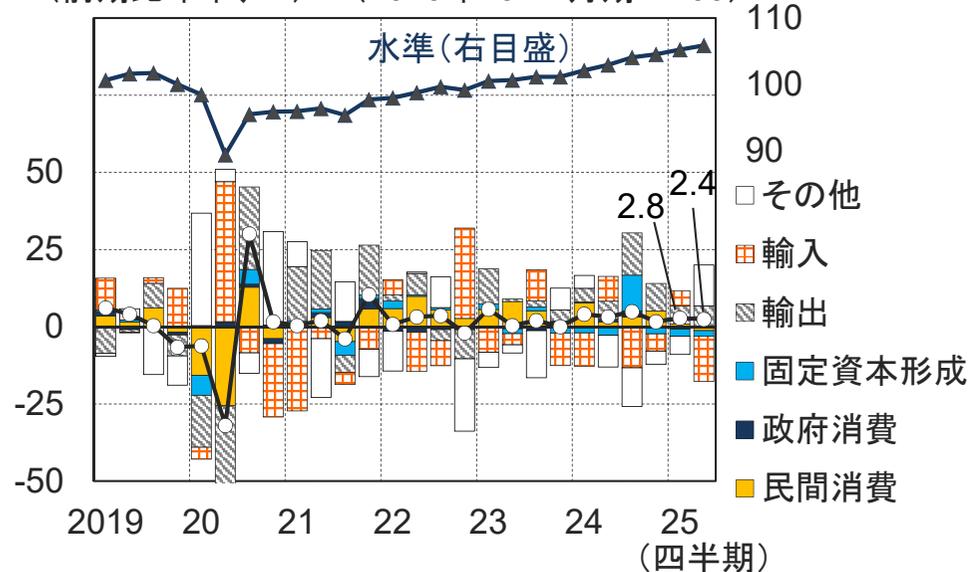
(備考)ホワイトハウスによりDBJ作成

タイ: 緩やかに回復している

- 25年4~6月期の実質GDPは前期比年率2.4%増加し、緩やかに回復している。家計債務の高止まりなどから内需の弱さが続いたものの、輸出が増加した。中銀は24年10月会合以降、利下げにより景気を下支えているほか、政府もインフラや観光開発などの景気刺激策を行う予定。
- GDPの約6割を占める輸出は23年以降増加基調にあり、タイ経済を下支えている。仕向け地別にみると、米国が約2割、次いで中国が約1割を占めており、米相互関税の本格発動を前に、電子機器などで米国向け駆け込み輸出が増加している。先行きは駆け込み輸出剥落のほか、中長期的には関税が輸出を押し下げるとみられ、経済への影響が懸念される。

実質GDP成長率

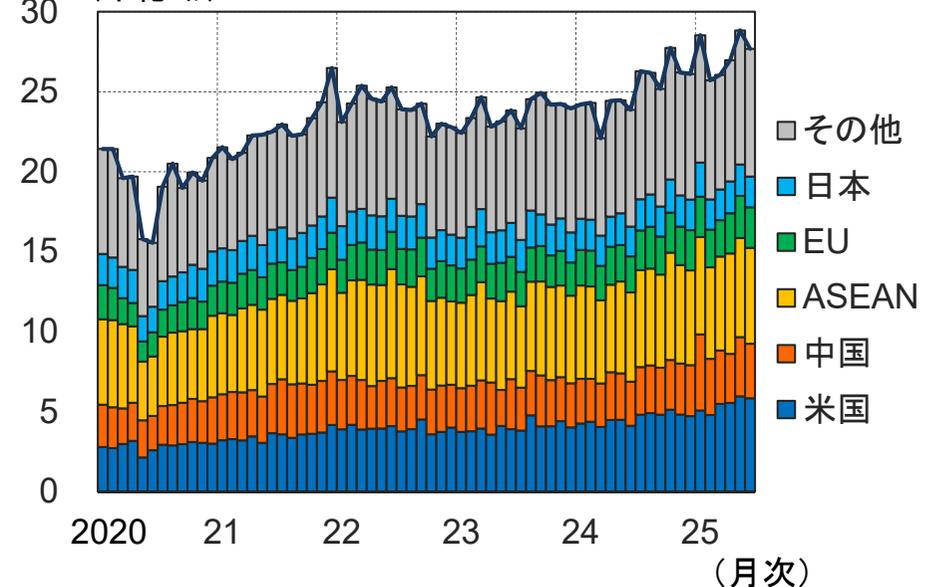
(前期比年率、%) (2019年10-12月期=100)



(備考)タイ国家経済社会開発委員会

仕向け地別輸出

(十億ドル)

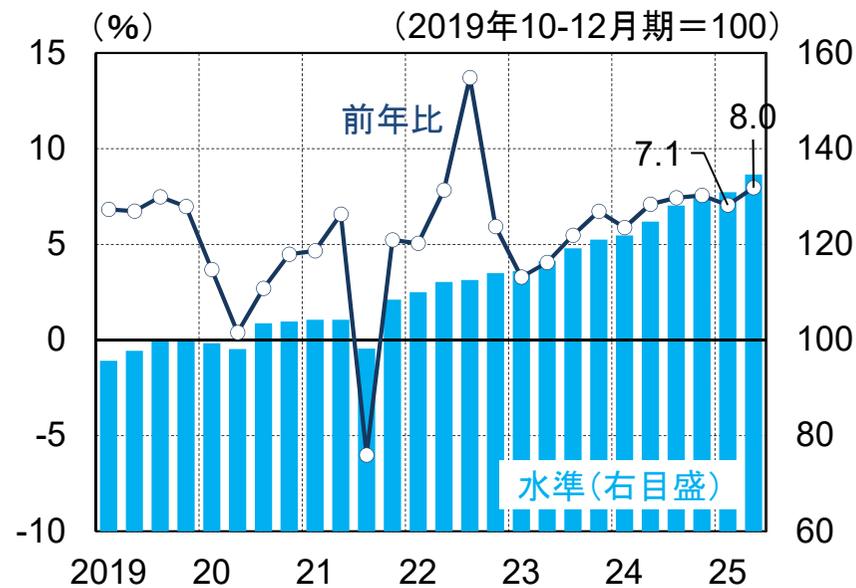


(備考)1. タイ商務省 2. 季節調整はDBJによる

ベトナム:回復している

- ▶ 25年4~6月期の実質GDPは前年比7.96%増加し、回復している。米国が発表した46%の相互関税について4/9から上乘せ分が一時停止されたことで、米国向けの駆け込み輸出が拡大したほか、ベトナムを經由した中国からの迂回輸出も増えたものとみられる。また、ビザ緩和による外国人観光客の増加が継続するなど、外需を中心に堅調が続いた。
- ▶ ベトナムは輸出額の約3割を米国向けが占める。米国との関税交渉では、7/2に原則20%の相互関税で合意する一方、迂回輸出を目的とした第三国からの積み替え品には40%の関税が課されることとなり、今後は対米輸出の減少が見込まれる。

実質GDP成長率



(備考)ベトナム統計総局

仕向け地別輸出入



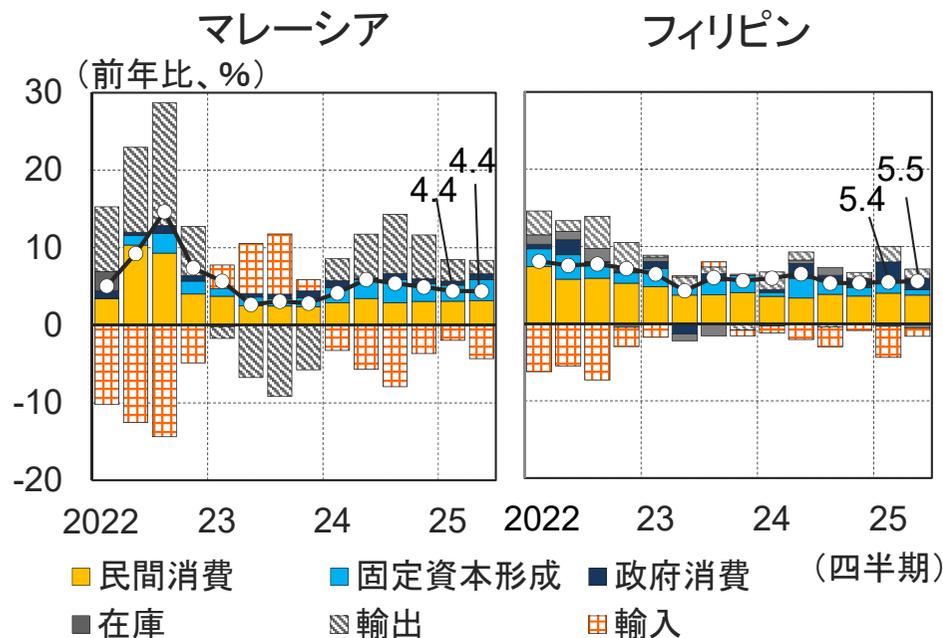
(備考)1. ベトナム税関総局 2. 季節調整はDBJによる

マレーシア、フィリピン: 緩やかに回復している

- ▶ マレーシアの25年4~6月期実質GDPは、前年比4.4%増加した。失業率低下や最低賃金引上げなどにより、民間消費の伸びが拡大した。フィリピンは同5.5%増加し、インフレ鈍化や利下げにより民間消費の堅調な増加が続いた。先行きは、2カ国とも堅調な内需を中心に緩やかな回復が続くとみられる。
- ▶ フィリピンは米国との関税交渉で7/22に合意し、相互関税は19%、米国産品の輸入関税を一部撤廃するとした。マレーシアの相互関税は19%となり、全関税品目の98.4%に当たる品目について関税を引き下げまたは撤廃するとした。関税の影響は、内需主導型経済のフィリピンでは限定的とみられる。一方、マレーシアは輸出依存度が高いため経済は下押しされるとみられるほか、対米輸出の最大品目は集積回路であるため、今後半導体関税が課されれば、さらなる下押しのリスクがある。

実質GDP成長率

関税交渉の合意内容



(備考) マレーシア統計局、フィリピン統計機構

	相互関税	米国産品購入など
マレーシア	19% (25%)	<ul style="list-style-type: none"> 全関税品目の98.4%について関税引き下げまたは撤廃 今後5年間で米国企業から最大1,500億ドルの設備購入 旅客機190億ドル、LNG34億ドル購入 対米投資700億ドル
フィリピン	19% (20%)	<ul style="list-style-type: none"> 自動車、大豆、小麦、医薬品の対米輸入関税撤廃

(備考) 1. ホワイトハウス、比大統領広報室、各種報道によりDBJ作成
2. ()内は米国がこれまでに示唆した最大の関税率

Section 4

マーケット動向

長期金利：米国は低下、日本は金利上昇圧力が継続

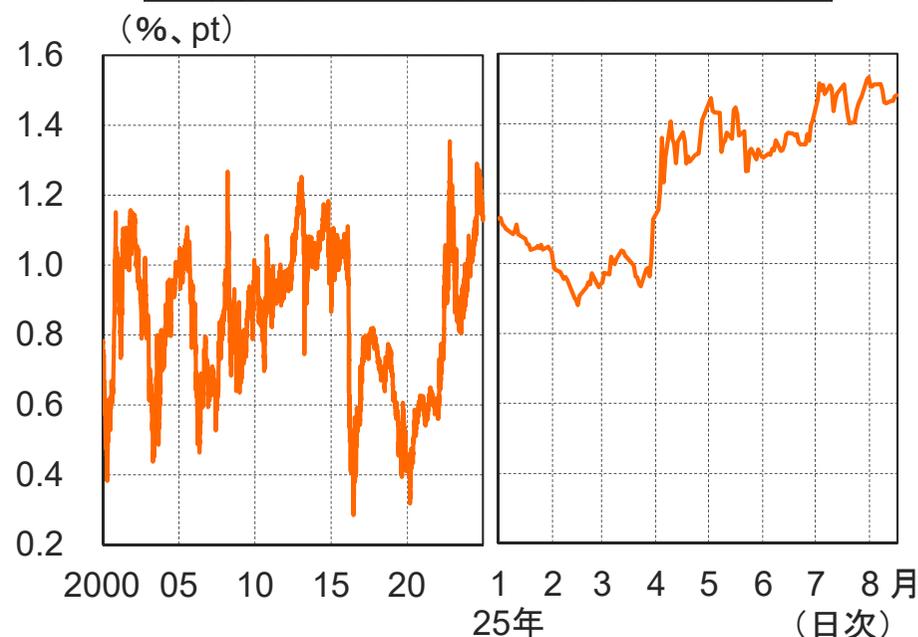
- ▶ 米国の長期金利は、7月下旬以降の各国との関税合意により低下し、8/1には雇用統計を受けて利下げが意識されたことで一段と低下した。日本は、7/22の日米関税交渉合意や、ベッセント米財務長官が日銀の利上げについて言及したことで上昇した。
- ▶ 日本の国債の30年物超長期金利と10年物長期金利の金利差は、25年4月の相互関税発表後に過去最大となった。長期金利は相互関税を受けたリスク回避姿勢により低下する一方で、将来的な財政不安の影響を受けやすい超長期金利は財政懸念や国内生保の需要一服により5月以降も上昇基調が続いた。7月には参院選を前に財政懸念が高まり超長期金利が大きく上昇し、選挙後も超長期債の需要の緩みへの警戒感から金利差は一段と拡大した。

日米10年物長期金利



(備考) 日本相互証券、米財務省

日本国債30年物と10年物の金利差



(備考) 財務省

株価：日米ともに上昇

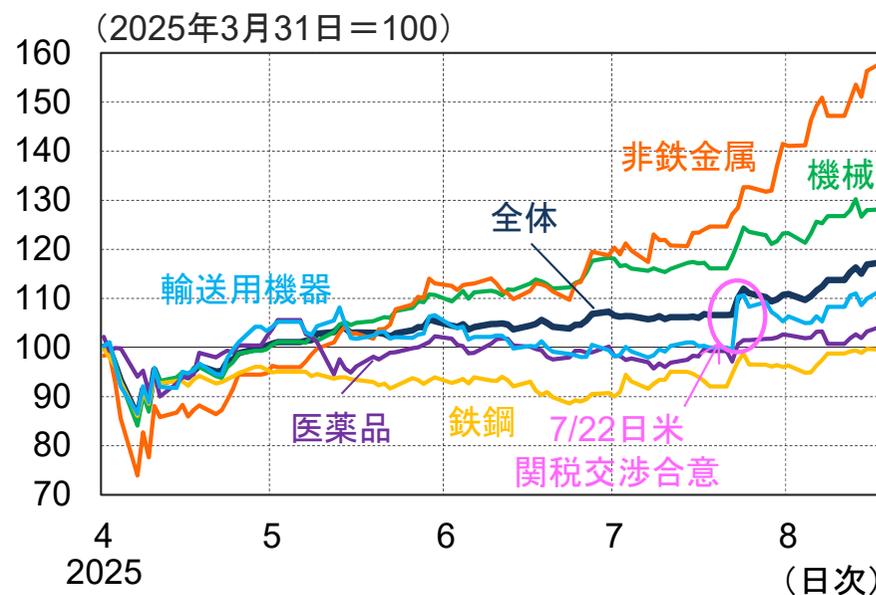
- 米国の株価は、8月初旬の雇用統計における労働市場の減速を受けて下落したが、9月の利下げ観測の高まりに加えて、4～6月期企業決算を受けてIT銘柄などを中心に上昇し、最高値を記録した。日本の株価も、米株価の上昇に加え、8/7以降相互関税の新税率が各国に適用される中、不透明感の後退などで最高値を記録した。
- 米国関税発動後から交渉合意までの日本株の動きは業種別に濃淡がみられた。高率の関税が課された鉄鋼や今後の個別関税導入が懸念される医薬品の株価が低調な一方で、半導体材料を供給する非鉄金属や防衛費拡大を好感した重工銘柄(機械)などは堅調であった。また自動車(輸送用機器)はこれまで低調であったが、7/22の関税交渉合意を受けた関税率の引き下げを好感して、大きく上昇した。

日米株価



(備考)LSEG Datastream

TOPIX業種別株価推移

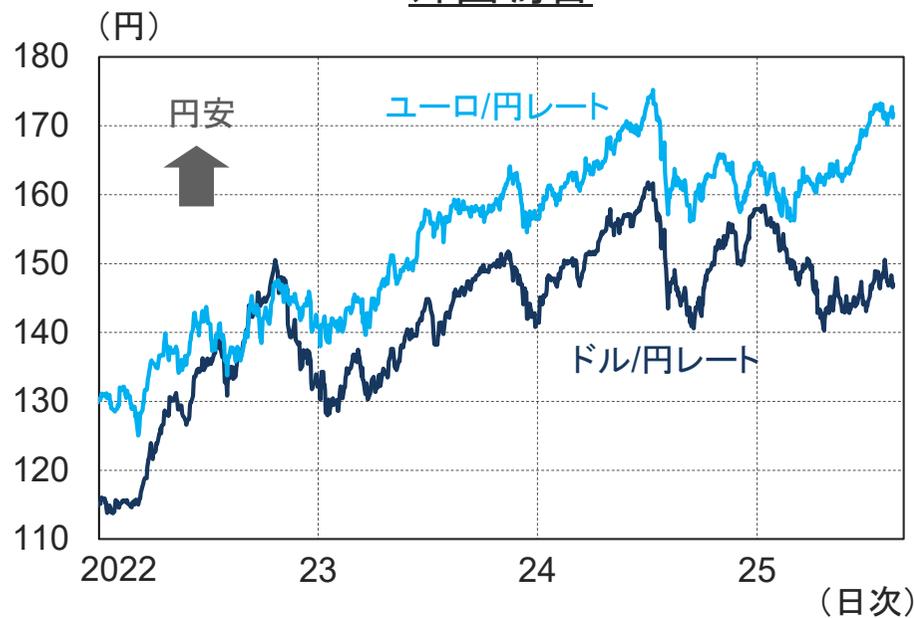


(備考)LSEG Datastream

為替:ドル円レートはやや円安が進行

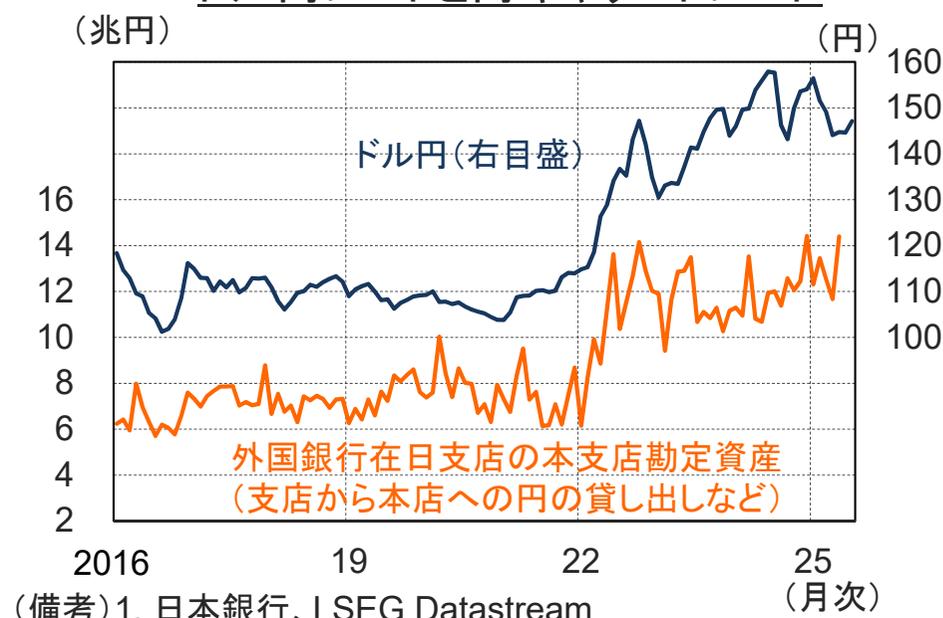
- ▶ 4月以降、トランプ関税による世界経済の減速懸念や金融市場の混乱からリスク回避が強まり、一時139円台の円高となった。7月半ば以降、日本では参院選を巡って財政悪化懸念が強まったことから金利上昇と円安が進み、月末のFOMCの利下げ見送りと日銀会合でのハト派スタンスなどにより150円台まで円安が進んだ。8月に入り軟調な米雇用統計を受けて円安がやや修正され147円前後となっている。
- ▶ 円キャリートレードの目安とされる外国銀行在日支店の本支店勘定資産をみると、22年春以降、米利上げに伴い、低金利の円で調達し高金利通貨で運用する円キャリー取引が活発化し、同資産が急速に積み上がり、歴史的な円安をもたらした。今年に入り、トランプ関税などによりドル資産が売られ、減少する動きがみられたが、5月は米英や米中の関税合意を受けて再び大きく増加し高水準を維持している。

外国為替



(備考) 1. 日本銀行 2. 17:00現在の銀行間取引レート

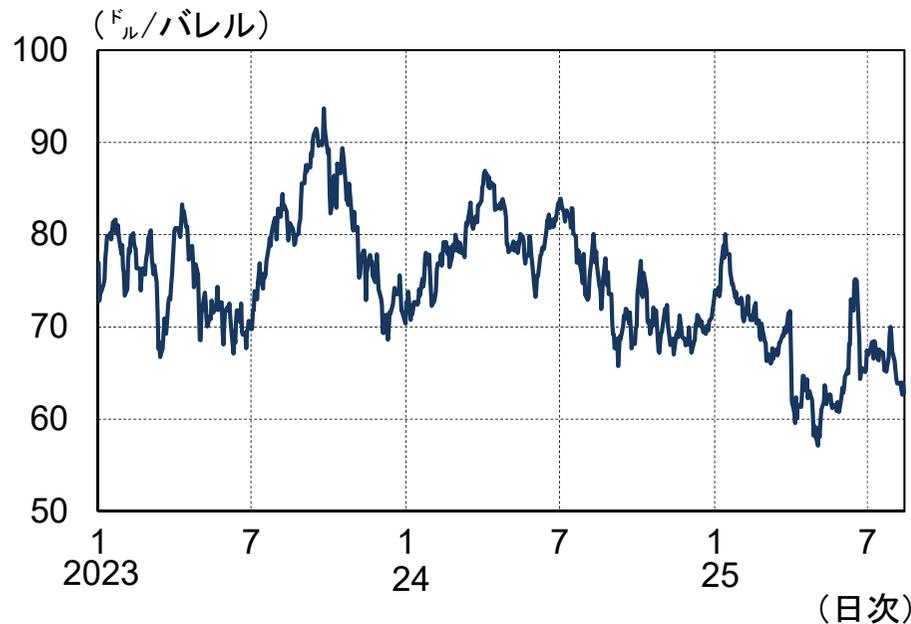
ドル円レートと円キャリートレード



原油価格：対露制裁懸念緩和や需給の緩みから下落

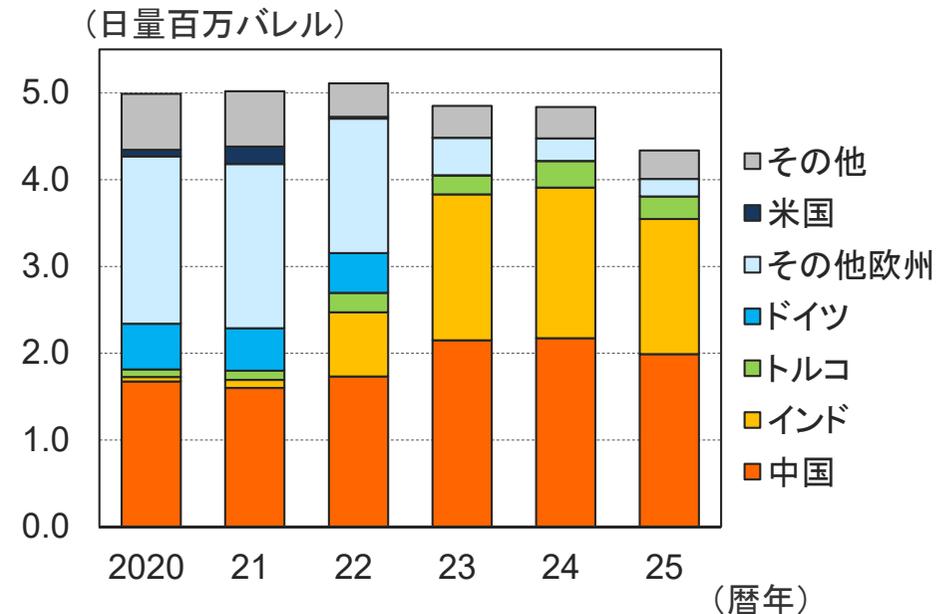
- ▶ WTI原油価格は、7/29にトランプ大統領が、8/8までにウクライナとの停戦合意に至らなければ、ロシアとロシア産原油購入国に制裁を課すと表明し、一時70ドル台に上昇した。その後、8/15の米ロ首脳会談で現時点では制裁の必要はないとの発言があったほか、OPECプラスの増産が続く中で需給の緩みが意識され、60ドル台前半に下落した。
- ▶ ロシアの原油輸出は、22年までは半分程度が欧州向けだったが、ウクライナ侵攻を受けた対ロシア制裁の発動以降は、欧米向けの輸出が減少し、インドや中国、トルコ向けの輸出が増加した。今後、トランプ大統領が表明した二次関税を避けるために、インドなどがロシア産原油の輸入を減らせば、ロシアの原油供給量が減少し、原油価格の上昇圧力となる。

WTI原油価格



(備考)LSEG Datastream

ロシアの地域別原油輸出



(備考)1. EIA 2. 25年は前半の数値

©Development Bank of Japan Inc. 2025

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引などを勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。また、本資料の分析内容・意見に関わる箇所は、執筆者個人に帰するものであり、当行としての見解ではございません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い、引用・転載・複製する際は、必ず、『出所:日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 設備投資研究所
Tel : 03-3244-1919
e-mail : financi@dbj.jp