

# 最近の経済動向 2025年12月

---

2025年12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7～9月期実質GDP(2次速報)は、住宅投資や輸出の減少などにより、前期比年率2.3%減となり、6期ぶりに減少しました。日本経済は、輸出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。中国は内需の減速などで持ち直しが鈍化しています。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、引き続き不透明感が高く、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	34

\* 本資料は原則として12月23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11月	2025年12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	法改正の影響もあり弱含んでいる	法改正の影響もあり弱含んでいる
消費	緩やかな回復の動きがみられる	緩やかな回復の動きがみられる
輸出	一部に弱い動きがみられるが、おおむね横ばい	一部に弱い動きがみられるが、おおむね横ばい
輸入	緩やかに増加	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	伸びは鈍化基調	伸びは鈍化
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	持ち直しが鈍化	持ち直しが鈍化

(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

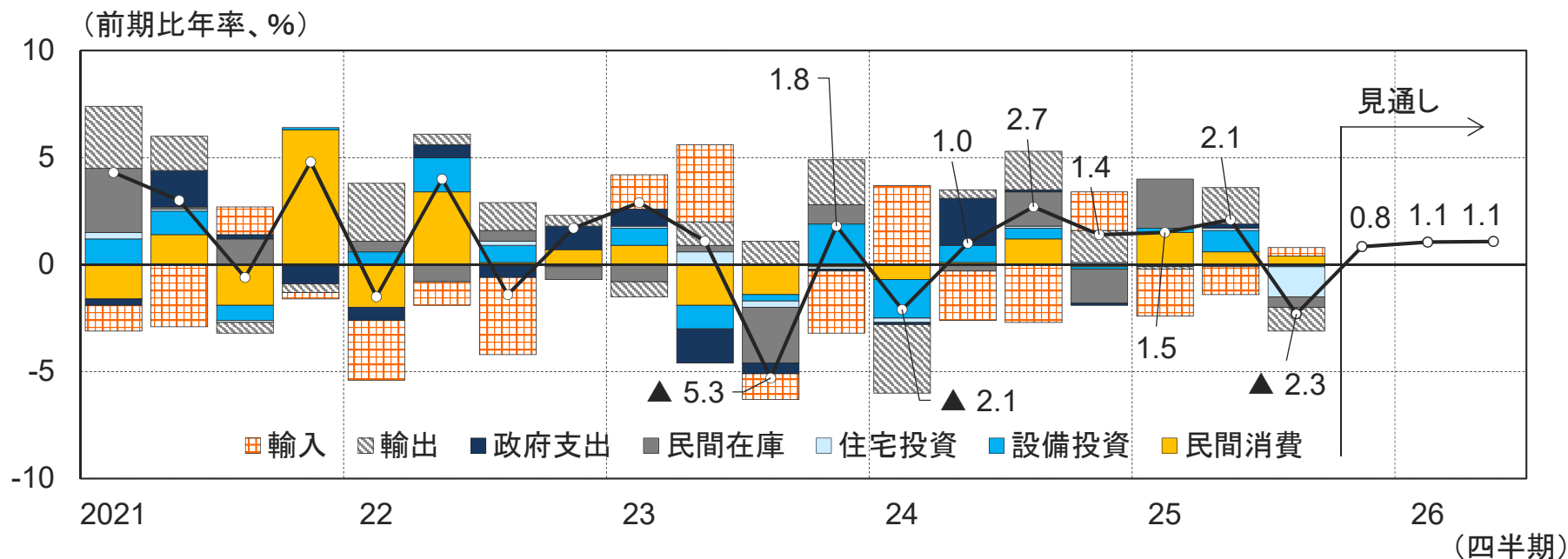
---

# 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7～9月期実質GDP(2次速報)は、前期比年率2.3%減となり、設備投資などにより1次速報(同1.8%減)から下方修正された。省エネ基準義務化に伴う住宅投資の一時的な落ち込みに加え、米関税の影響を受けて、輸出が減少した。
- ▶ 日本経済は、4～6月期まで5期連続でプラス成長を続けており、輸出など一部に弱さがみられるが緩やかに回復している。しかし、米関税政策の影響は予断を許さず、今後も外需が弱含む可能性があり、不透明感が高い状況が継続する見込み。

### 実質GDP成長率



(備考)内閣府、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」

## GDP統計の2020年基準改定

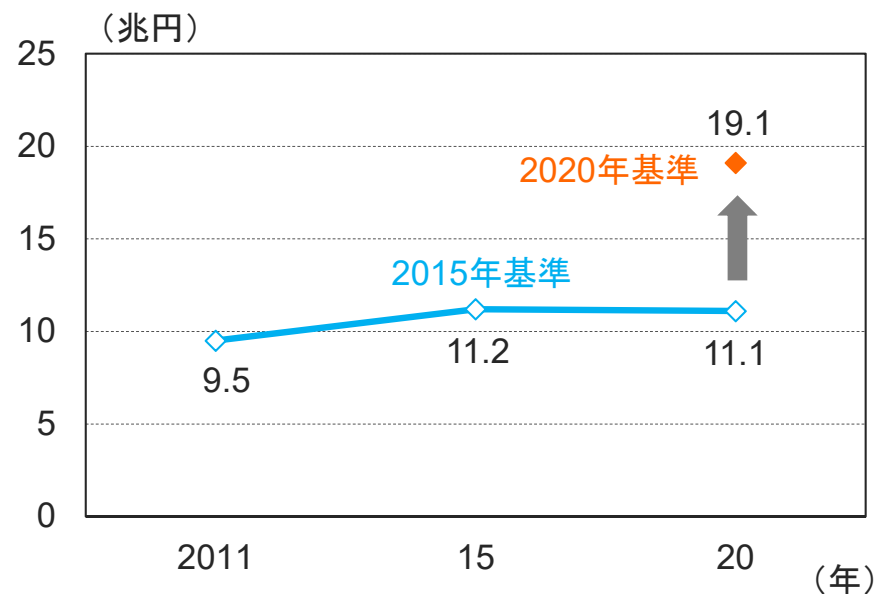
- ▶ 内閣府が5年に1度実施するGDP統計の基準改定(2020年基準)によると、主に2020年の産業連関表を踏まえ、2020年の名目GDPは554.1兆円と、従来の2015年基準から14.4兆円上方修正となった。
- ▶ 需要項目別では、設備投資の上方修正が大きく、特にソフトウェア開発について個人事業主などの調査対象が拡大したことでソフトウェア投資は従来の公表値から70%超上方修正された。また個人消費は住宅・土地統計を踏まえ、家賃の伸びの拡大が反映されたほか、住宅投資も不動産仲介の調査対象拡大で上方修正となった。

### 基準改定後の名目GDP(2020年時点)

(単位:兆円)	改定前 (2015年基準)	改定後 (2020年基準)	改定差
国内総生産(GDP)	539.6	554.1	14.4
民間最終消費支出	291.8	293.3	1.5
民間住宅	20.1	22.6	2.6
民間企業設備	86.9	97.0	10.1

(備考)1. 内閣府 2. 需要項目の内訳は主なものを記載

### ソフトウェア投資

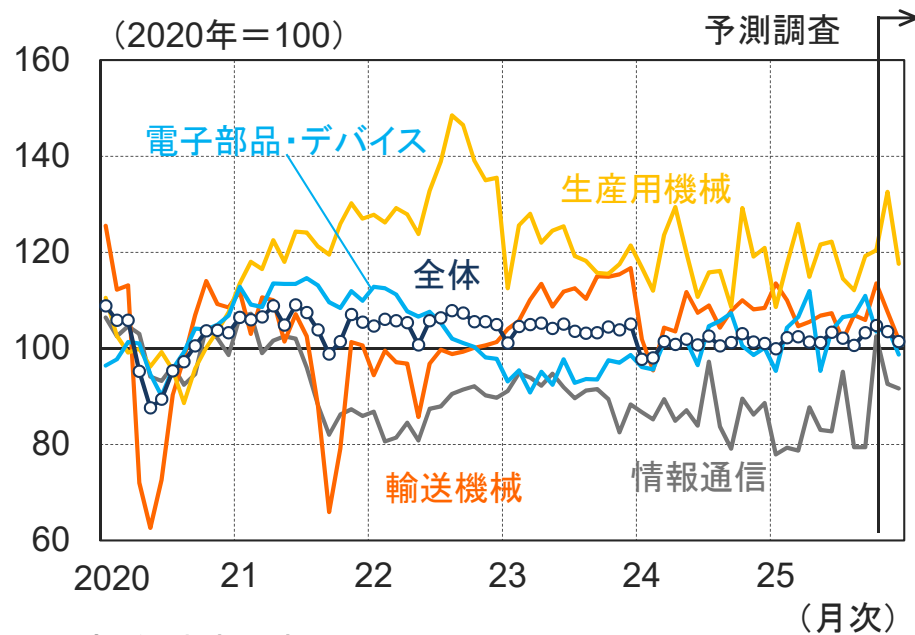


(備考)内閣府

## 鉱工業生産は均せば横ばい

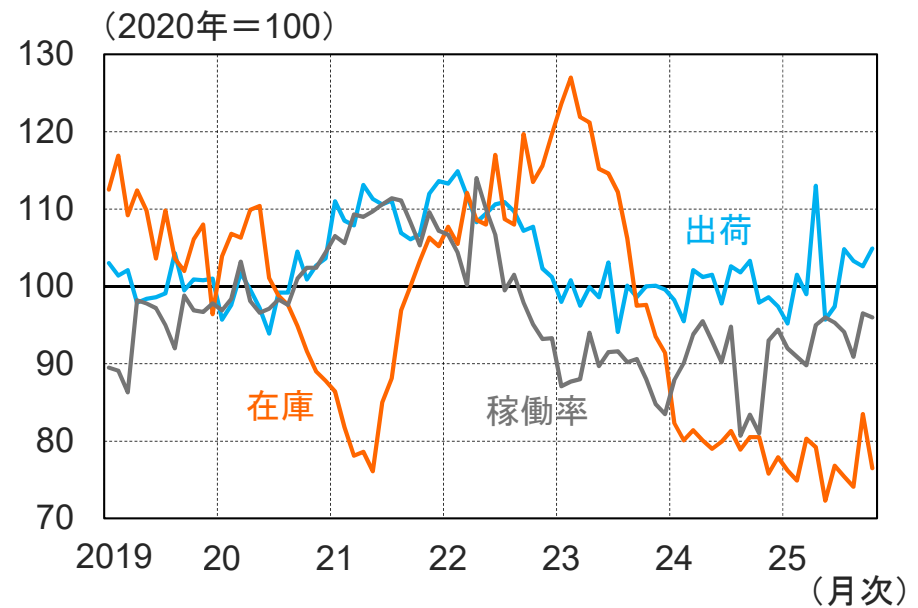
- ▶ 10月の鉱工業生産は、自動車などの輸送機械を中心に前月比1.5%増加となり、2ヵ月連続で増加した。24年春以降は、均せば横ばいとなっている。先行きは、11月は輸送機械の減少で同1.2%減少、12月は生産用機械などにより同2.0%減少する計画となっているが、基調としては横ばいが続く見込み。
- ▶ 電子部品・デバイス出荷は、22年春から24年初にかけて減少したが、足元は半導体を中心に増加している。足元稼働率を高める動きもみられるが、在庫は24年以降、積み増しが進んでおらず低位となっている。今後は堅調な半導体需要を背景に、さらに稼働率が高まり、在庫の積み増しが進むとみられる。

### 鉱工業生産



(備考) 経済産業省

### 電子部品・デバイス出荷と在庫

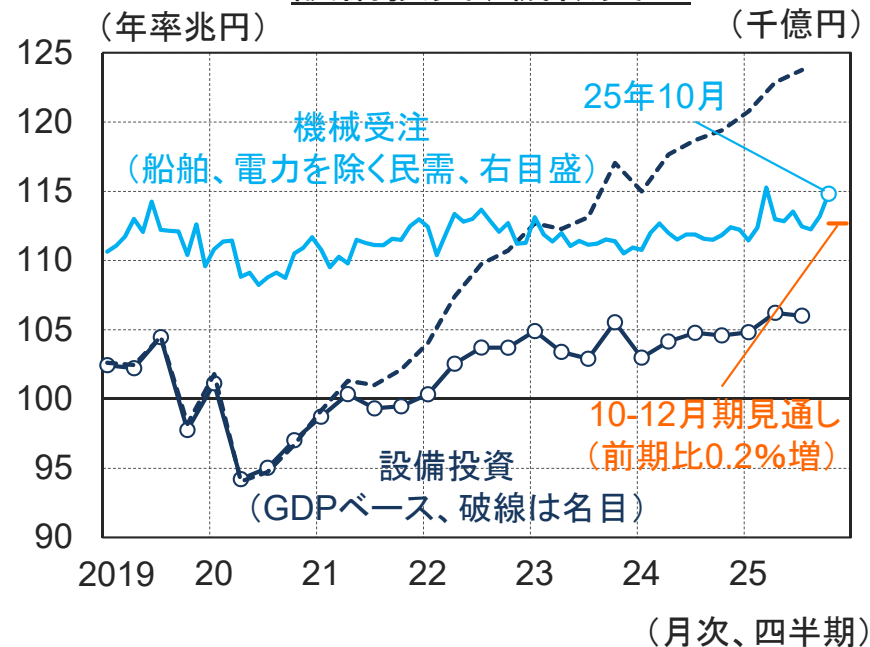


(備考) 経済産業省

## 設備投資は緩やかに回復している

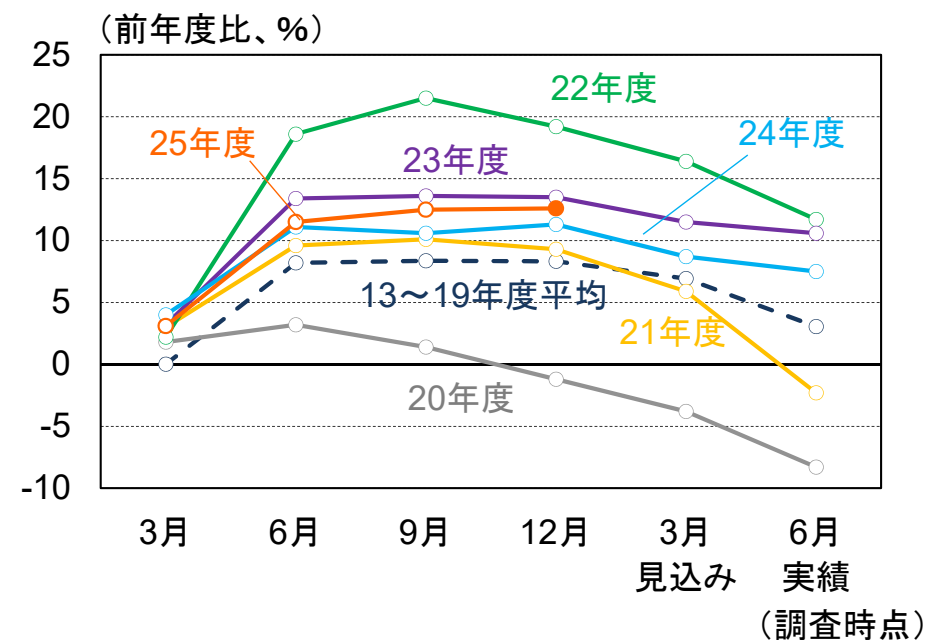
- ▶ 7～9月期の実質設備投資（GDPベース）は前期比年率0.8%減となり、3期ぶりに減少したが、基調としては緩やかに回復している。機械投資の先行指標である機械受注は、10月は化学を中心に製造業が減少したが、鉄道車両の大型受注があった運輸などにより非製造業が増加し、前月比7.0%増となった。
- ▶ 12月日銀短観では、25年度の大企業設備投資計画は前年比12.6%増加と、前回調査からほぼ横ばいとなり、コロナ前を上回る伸びを維持した。非製造業は小幅な下方修正となったが、製造業が化学や非鉄金属、自動車などにより上方修正となった。

### 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

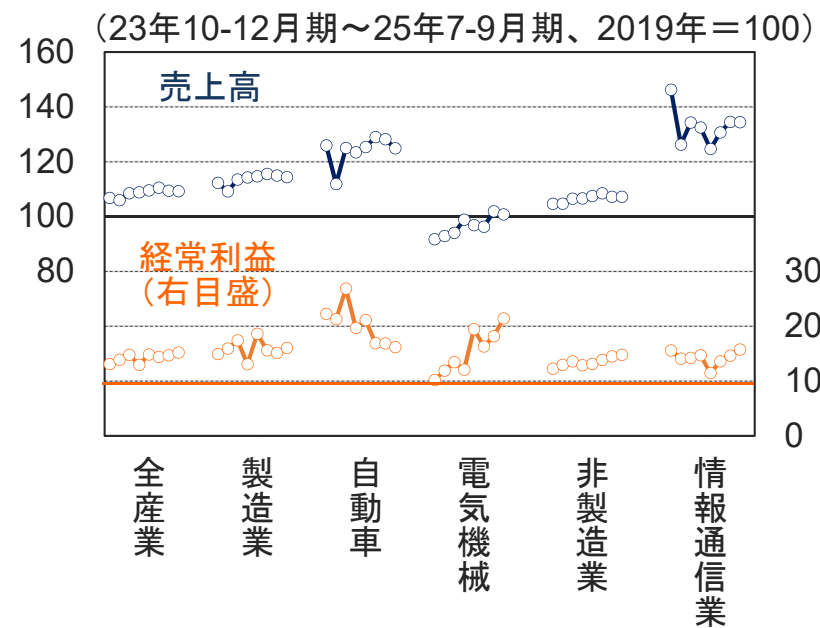


(備考)1. 日本銀行 2. ソフトウェアを除く

# 企業収益は製造業、非製造業ともに増益となり、高水準を維持

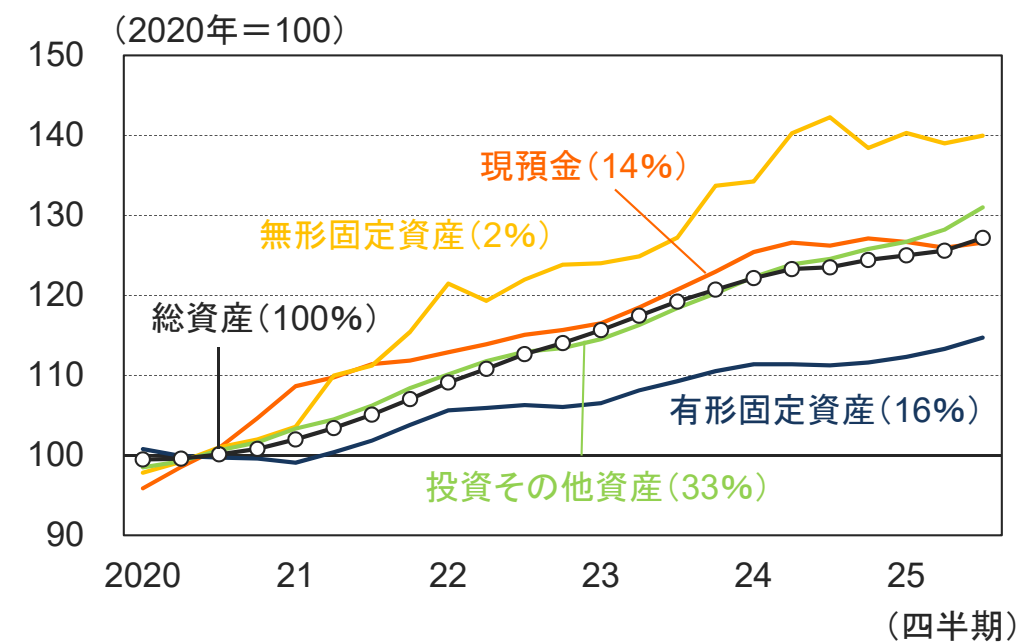
- ▶ 7～9月期の法人企業統計では、売上高は前期から横ばい、経常利益は増加した。製造業の経常利益は、米国関税影響を受けた自動車の減少が続いたが、電気機械などにより増益に転じ、非製造業も情報通信などにより増益が続いた。
- ▶ 20年代以降の企業の各資産残高の推移をみると、有形固定資産や投資その他資産が緩やかに増加し、ソフトウェア投資などで無形固定資産は堅調に増加している。現預金はコロナ禍で増加したが、24年以降は横ばいとなっている。資本効率や株主還元を求められる中で、企業の現預金の保有選好が弱まり、設備投資やM&Aなど事業関連の投資に資金が向かっているとみられる。

売上高、経常利益



(備考) 1. 財務省 2. 金融保険業を除く全規模  
3. 季節調整はDBJによる

企業の各資産残高の推移

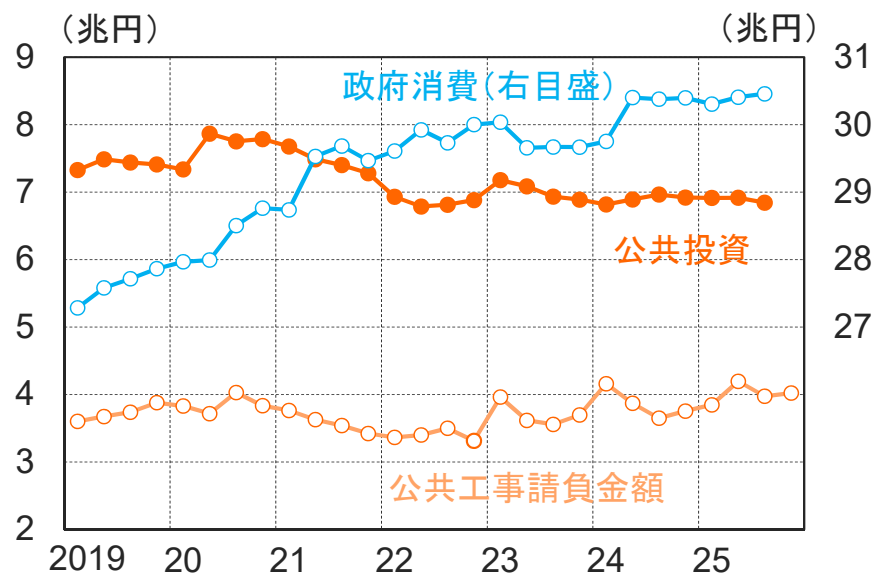


(備考) 1. 財務省 2. 金融保険業を除く 3. 4四半期移動平均  
4. ( )内は24年10-12月期～25年7-9月期ウエート

## 公共投資は底堅い、住宅投資は法改正の影響もあり弱含んでいる

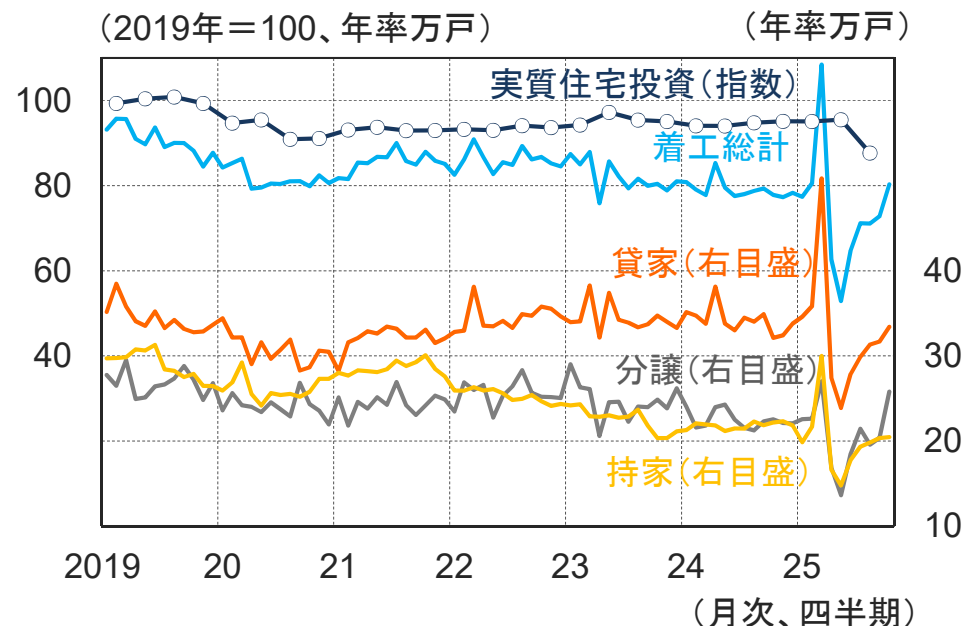
- ▶ 7～9月期の実質公共投資（GDPベース）は、公共工事が弱含み前期比年率4.2%減少したが、先行指標の公共工事請負金額が増加基調にあり底堅いとみられる。政府消費は医療費の増加などにより同0.7%増加した。また、25年度補正予算案の一般会計は前年度から3割増加した。政府の財政拡張方針によって、今後、政府支出全体で増加が見込まれる。
- ▶ 7～9月期の実質住宅投資（GDPベース）は、前期比年率29.0%減少し弱含んでいる。3月に省エネ基準への適合義務化を控えた着工の駆け込みがあり、4月以降にその反動減が生じたことを反映して減少した。着工戸数は、法改正に伴う審査期間長期化もあり回復の遅れはみられたものの、5月を底に持ち直し、10月は駆け込みのあった3月以来の前年比プラスとなった。

### 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 (四半期)  
 2. 公共投資と政府消費は実質  
 3. 公共工事請負金額の25年10-12月は10、11月

### 住宅投資と着工戸数

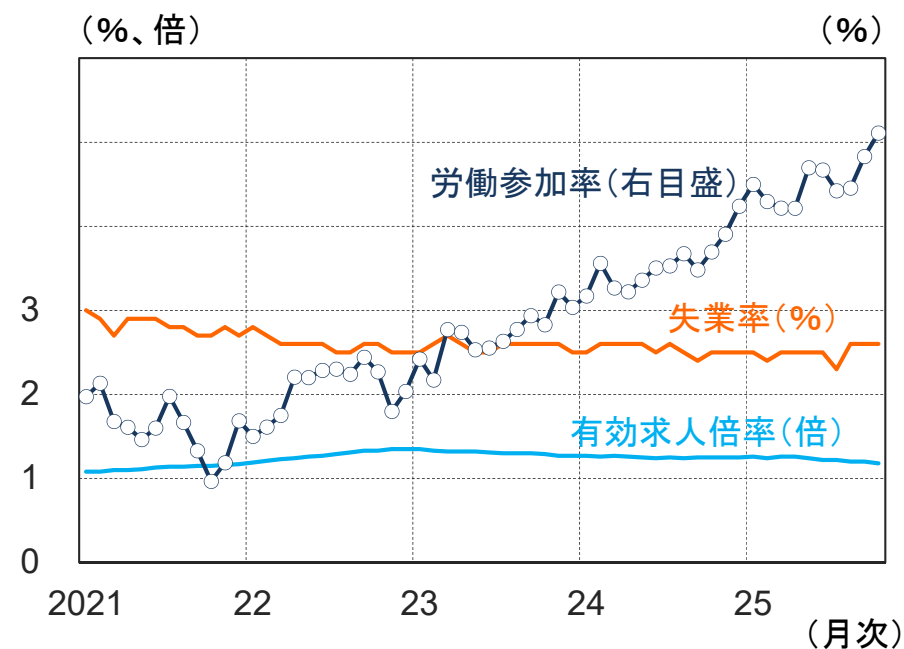


- (備考) 国土交通省、内閣府

## 雇用は改善している

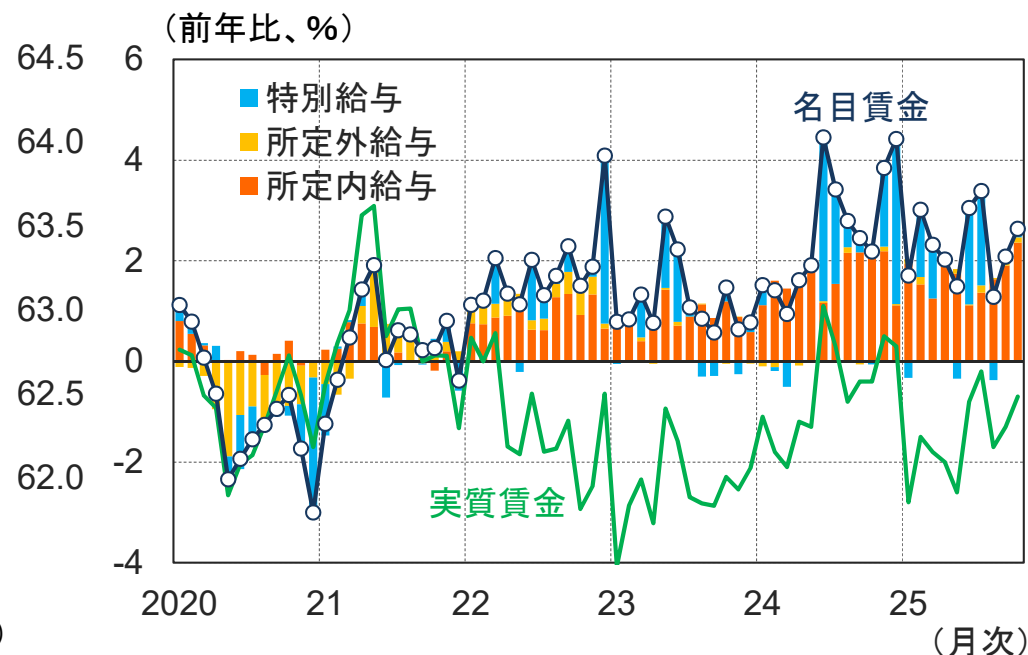
- ▶ 10月の有効求人倍率は、小幅に低下し1.18倍となった。労働参加率は64.1%に上昇した。労働参加が進む中で、失業率は前月から横ばいとなった。
- ▶ 10月の賃金は、前年比2.6%増に伸びが高まった。最低賃金改定(全国加重平均、前年度比6.3%増)の影響がみられ始め、所定内給与は前年比2.6%増(9月同2.0%)に伸びが拡大した。依然として実質賃金は前年比でマイナス圏だが、最低賃金改定の反映が続くほか、物価の鈍化もあり改善が続くとみられる。

### 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

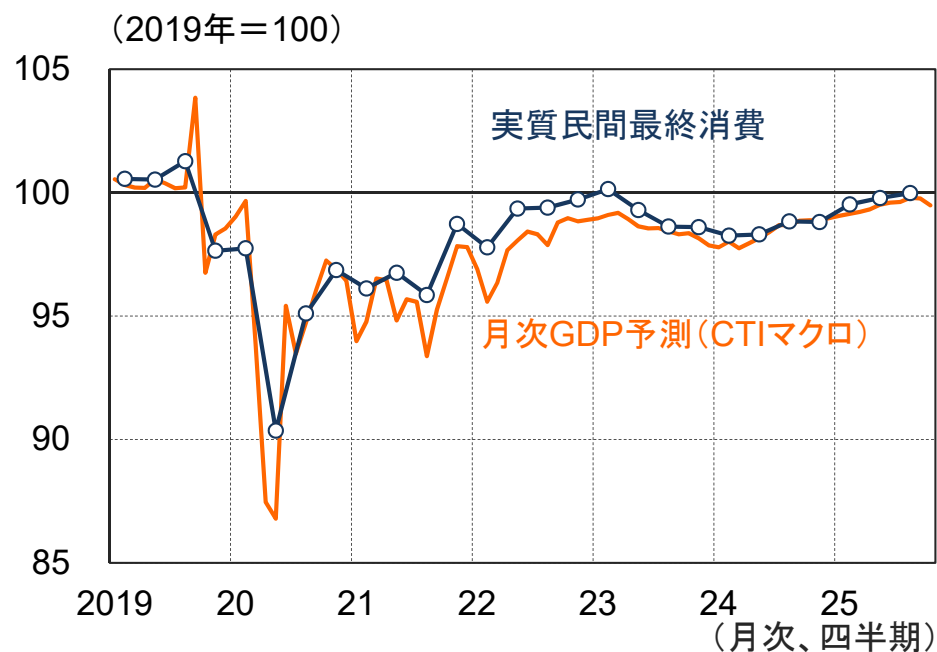


(備考)1. 厚生労働省 2. 実質賃金は消費者物価(持ち家の帰属家賃を除く総合)で実質化

## 消費は緩やかな回復の動きがみられる

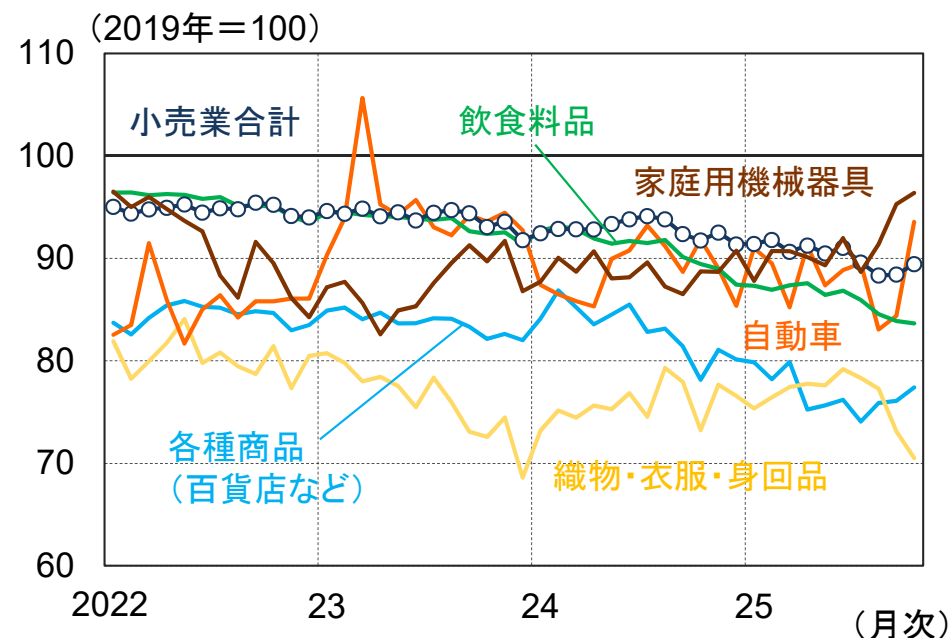
- ▶ 7～9月期の実質民間最終消費（GDPベース、2次速報）は、前期比年率0.8%増加し、消費は緩やかな回復の動きがみられる。10月の月次推計（総務省、CTIマクロ）は、振れの大きい教育や住居などにより前月から低下したが、今後の個人消費は実質賃金の持ち直しとそれに伴うマインドの改善を通じて、緩やかな回復基調が続くとみられる。
- ▶ 10月の実質小売売上高は、前月比1.1%増となった。自動車が大きく増加したほか、パソコンの買い替え需要の継続で家庭用機械器具も増加した。秋冬物の不調などにより織物・衣服・身回品は減少した。

### 実質民間消費



(備考)内閣府、総務省

### 実質小売売上高

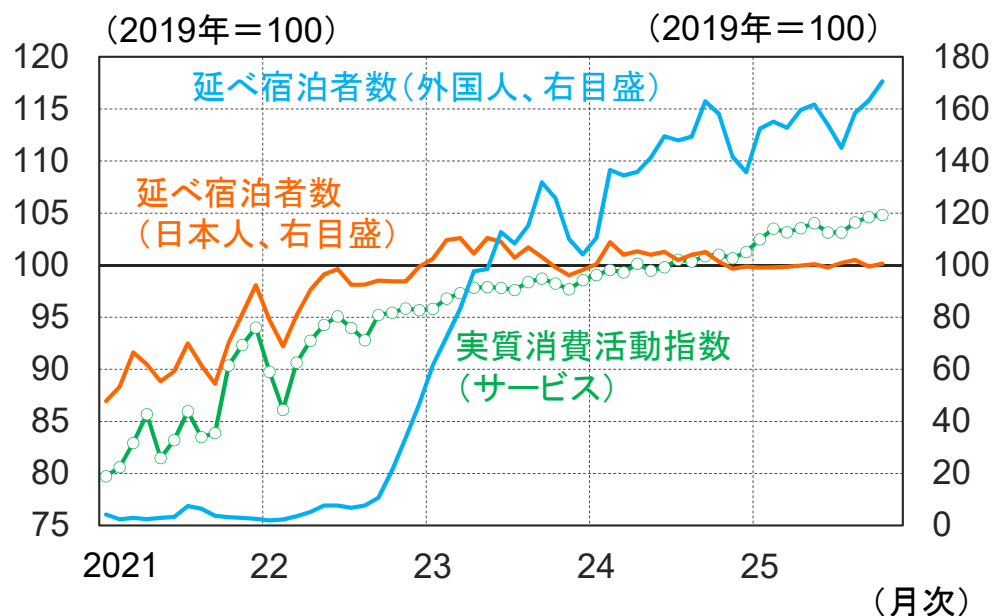


(備考)1. 経済産業省  
2. 消費者物価(個別項目)で実質化

## 日本人の宿泊旅行は伸び悩み、消費マインドは改善

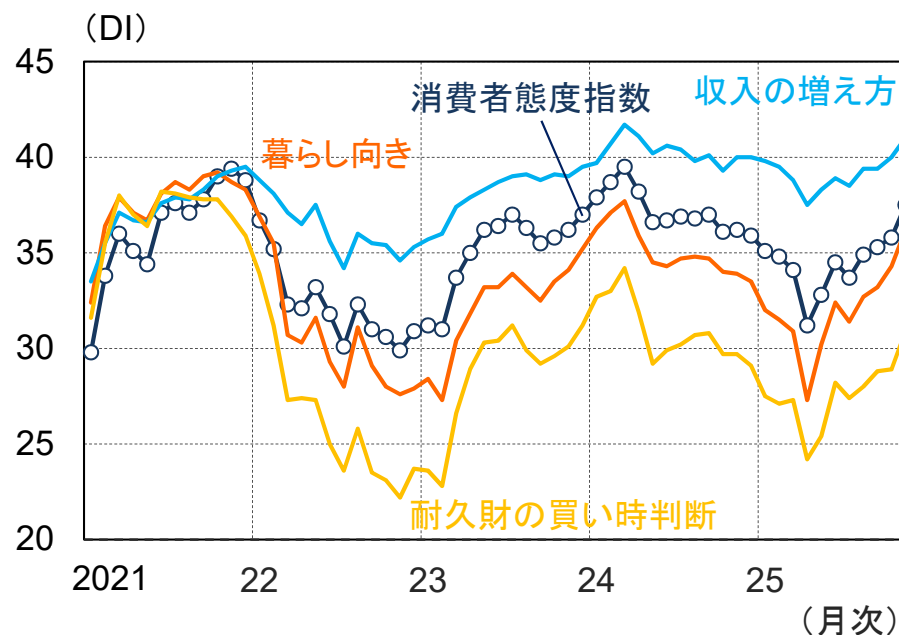
- ▶ インバウンド需要を含めたサービス分野の消費活動指数をみると、10月は前月比0.2%増となり、緩やかに増加している。外国人の延べ宿泊者数は、今後は中国人観光客の減少の影響が懸念されるものの、足元では増加基調である。一方、日本人の宿泊旅行は物価高やインバウンド需要による宿泊料の高まりで伸び悩んでいる。
- ▶ 消費者態度指数は、25年4月を底に改善している。11月は、政府の物価高対策への期待などを背景に先行きの物価高懸念が緩和する中、「耐久財の買い時判断」などを中心にすべての項目で一段と上昇した。

### 実質消費活動指数(サービス)、延べ宿泊者数



(備考) 1. 日銀、国土交通省  
2. 延べ宿泊者数の10月は速報値、季節調整はDBJによる

### 消費者態度指数

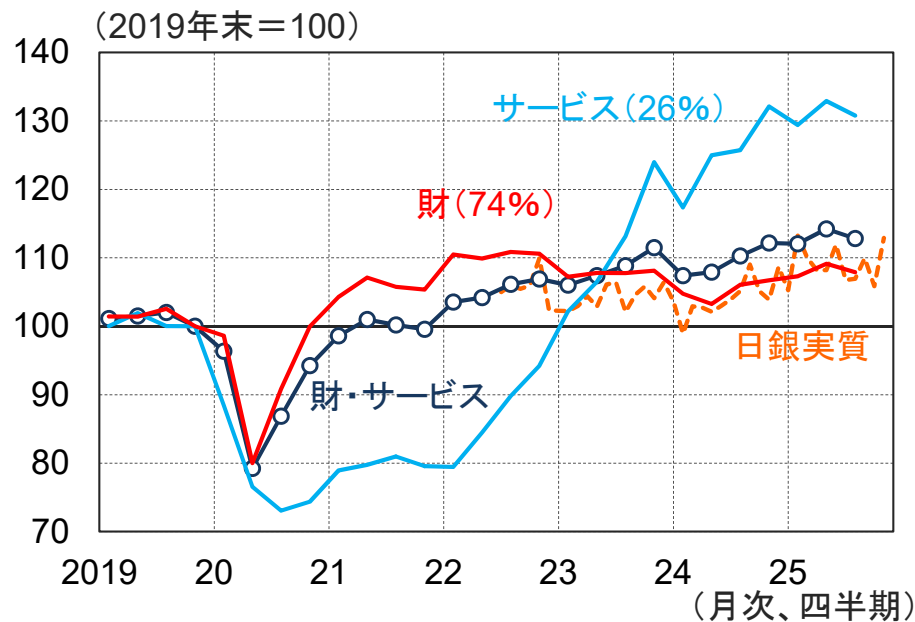


(備考) 1. 内閣府 2. 「暮らし向き」は今後半年間の見通し

## 輸出は一部に弱い動きがみられるがおおむね横ばい、輸入は緩やかに増加

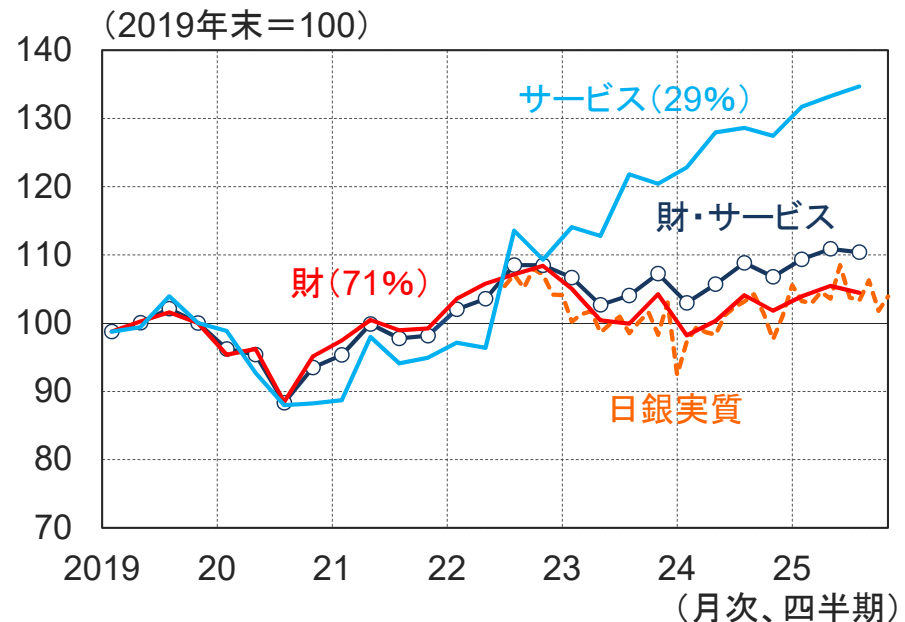
- ▶ 輸出は一部に弱い動きがみられるが、おおむね横ばいとなっている。7～9月期の実質輸出（GDPベース）は関税の影響もあり、自動車を中心に前期比年率4.9%減少した。11月の日銀実質輸出は、9月中旬の自動車関税引き下げを受け、米国向け自動車を持ち直しており、前月比6.6%増加した。
- ▶ 7～9月期の実質輸入（GDPベース）は前期比年率1.8%減少した。財輸入は、鉱物性燃料を中心に減少した。サービス輸入は、デジタル関連を中心に緩やかな増加基調にある。

### 実質輸出（GDPベース）



(備考) 1. 内閣府、日本銀行 2. ( )内は25年7-9月期のウエート  
3. 日銀実質は月次、25年7-9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

### 実質輸入（GDPベース）

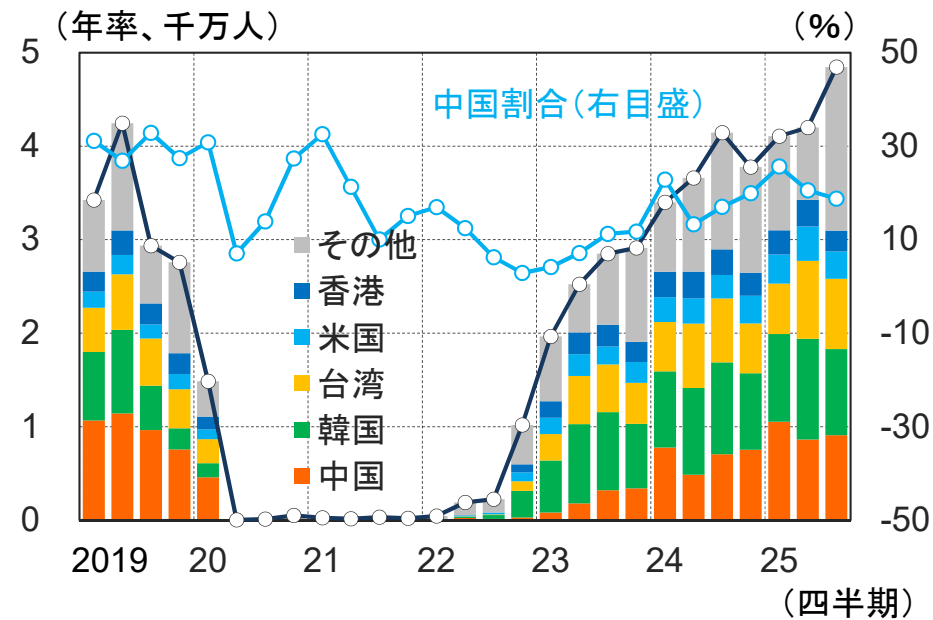


(備考) 1. 内閣府、日本銀行 2. ( )内は25年7-9月期のウエート  
3. 日銀実質は月次、25年7-9月期平均がGDPの実質財輸入と一致するよう水準調整を行った

# インバウンドは過去最高を更新するも、中国人観光客減が懸念される

- 円安などを背景に訪日外客数は過去最高を更新しており、一人当たり消費額も増加している。ただし、中国政府が11月中旬、台湾有事を巡る国会答弁への対抗措置として、自国の観光客や留学生に対し日本への渡航自粛を呼びかけたことから、足元では中国人観光客が減少している。
- コロナ禍以降、欧米やアジアなどからの観光客の増加もあり、中国人観光客のウエートは以前の3割から2割程度に低下しており、国内の景気減速もあり一人当たり消費額も伸び悩んでいる。それでも、名目GDPの1%強を占めるインバウンド消費のうち、中国は2割以上を占めており、渡航自粛が長期化した場合、観光業界を中心とした経済への影響に留意が必要となる。

訪日外客数



(備考) 1. 日本政府観光局(JNTO) 2. 季節調整はDBJによる

訪日外客数、一人当たり消費額、消費額

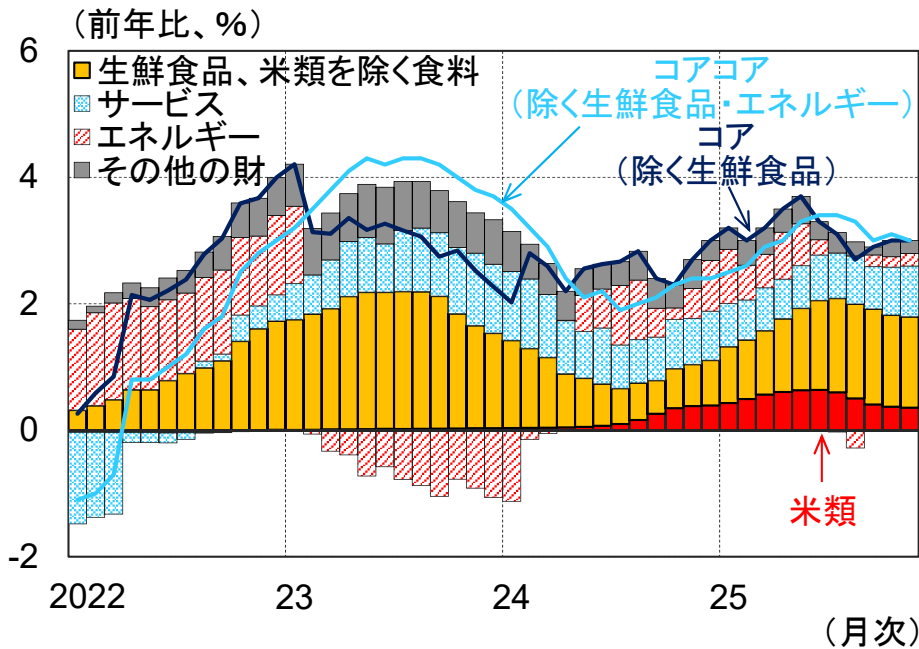
	訪日外客数 (万人)		一人当たり 消費額(万円/人)		消費額 (千億円)	
	2019年	2025年	2019年	2025年	2019年	2025年
全体	2,986	4,384	15.9	22.6	47.3	92.2
中国	800	941	21.3	24.4	17.0	22.4
韓国	557	978	7.9	10.6	4.2	9.7
台湾	461	709	11.8	18.6	5.5	12.2
米国	170	324	18.9	33.9	3.2	11.1
香港	225	255	15.6	18.6	3.5	5.3
その他	773	1,177	17.9	30.9	13.8	31.6

(備考) 1. JNTO、観光庁 2. 25年は9月までのデータを年率換算  
3. 季節調整はDBJによる

# 消費者物価の伸びは鈍化

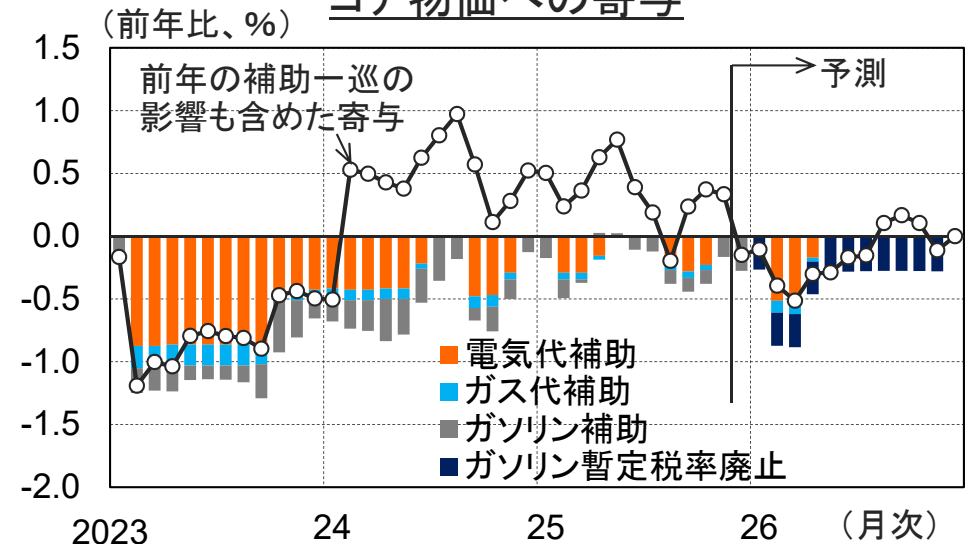
- ▶ 11月の消費者物価(コア、除く生鮮食品)の伸びは、食料の鈍化継続やガソリン補助金の増額があった一方、電気ガス代への補助終了もあり、前年比3.0%と前月から横ばいとなった。エネルギーを除くコアコアでは伸びが小幅に縮小し、25年央以降、鈍化している。
- ▶ 政府は、23年にウクライナ情勢に伴う燃料価格高騰の負担軽減として電気・ガス代への補助を実施し、24年以降も、夏と冬に補助を行ってきた。高市政権は11月に、26年1~3月の電気・ガス代補助とガソリン暫定税率の廃止(26年初~)を決定した。これらの物価高対策は、前年の補助が一巡し前年比の伸びを押し上げる影響を加味しても、最大0.5%pt(26年3月)の押し下げ影響があると見込まれる。

### 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

### 電気・ガス代、ガソリン補助金の コア物価への寄与

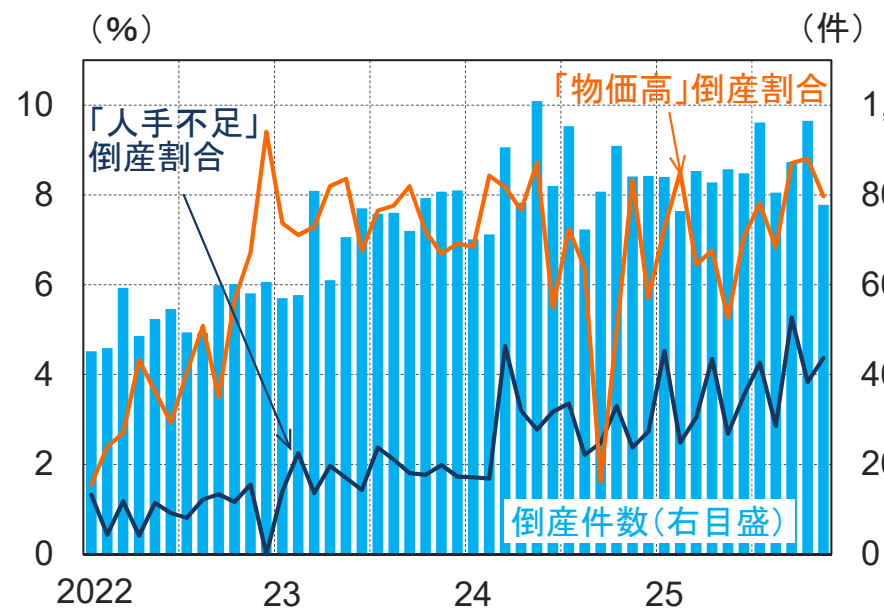


- (備考) 1. 総務省、経済産業省をもとにDBJ試算  
2. 電気ガス代補助は請求月である翌月にCPIに反映される  
3. 棒グラフは該当月の政策による押し下げ影響であり、折れ線は前年の補助一巡による押し上げも含めた寄与

## 倒産はおおむね横ばい、企業向け貸出残高は増加

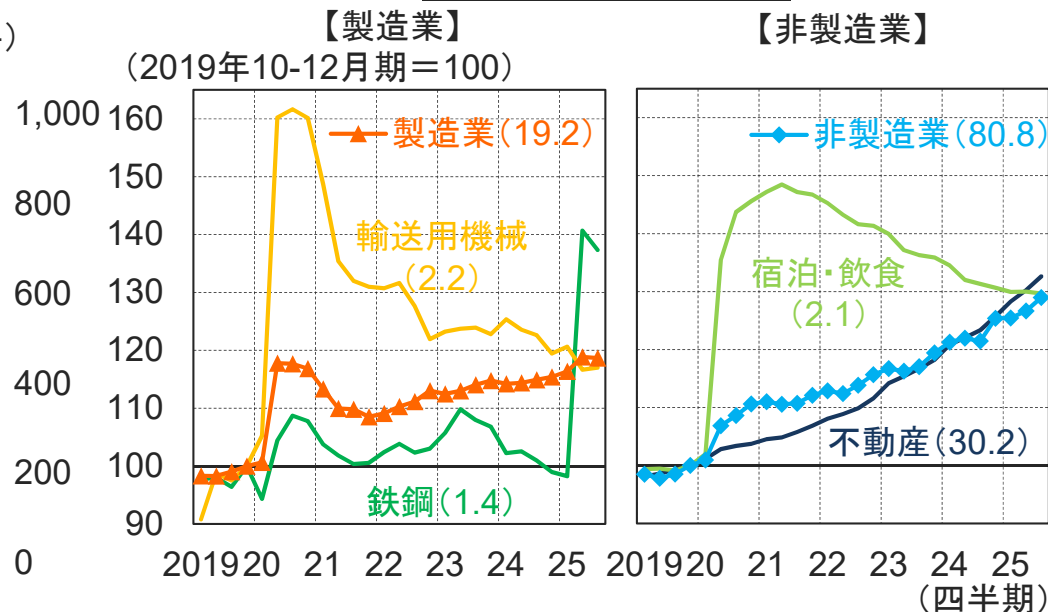
- ▶ 11月の企業倒産件数は、6ヵ月ぶりに前年を下回り778件となった。均してみると、24年春以降おおむね横ばいとなっている。1～11月の累計件数は9,372件となり、前年に続き年間1万件を超えることがほぼ確実となった。引き続き、物価高や人手不足を要因とする倒産が多く、先行きは、金利上昇や日中関係悪化による影響が懸念されている。
- ▶ 7～9月期の企業向け貸出残高は前期比1.3%増加した。製造業は、トランプ関税の影響を大きく受ける輸送用機械はほぼ横ばいの一方、海外大型買収案件により前期大きく増加した鉄鋼などが減少した。非製造業はウエートの大きい不動産の堅調により増加した。また、製造業、非製造業ともに設備投資向けの貸出が拡大しており、全体では増加が続いている。

### 倒産件数



(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

### 貸出先別貸出残高



(備考) 1. 日本銀行 2. 金融保険業を除く、国内銀行、信用金庫、その他金融機関の合計値 3. ( )内は25年7-9月期のウエート、%

## Section 3

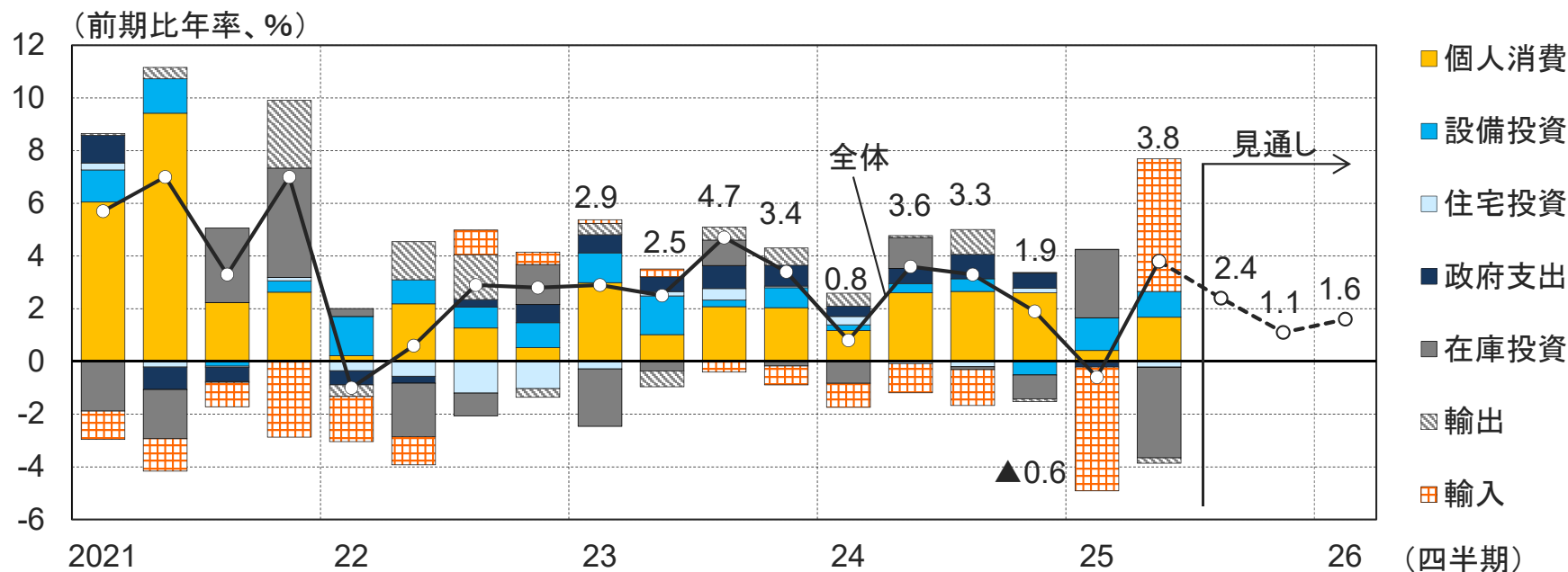
---

# 海外經濟

## 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(確報値)は、前期比年率3.8%増加した。輸入が駆け込みからの反動により減少した。確報値では個人消費などが上方修正された。
- 政府機関閉鎖により公表が遅れている7～9月期は消費の下支えにより大幅な成長率の鈍化は避けられるとみられる。10～12月期は、雇用の悪化や政府機関閉鎖の影響が懸念され、消費や政府支出などの内需を中心に成長率の鈍化が見込まれるが、26年1～3月期には政府機関閉鎖の反動などにより持ち直し、底堅く成長するとみられる。

実質GDP成長率

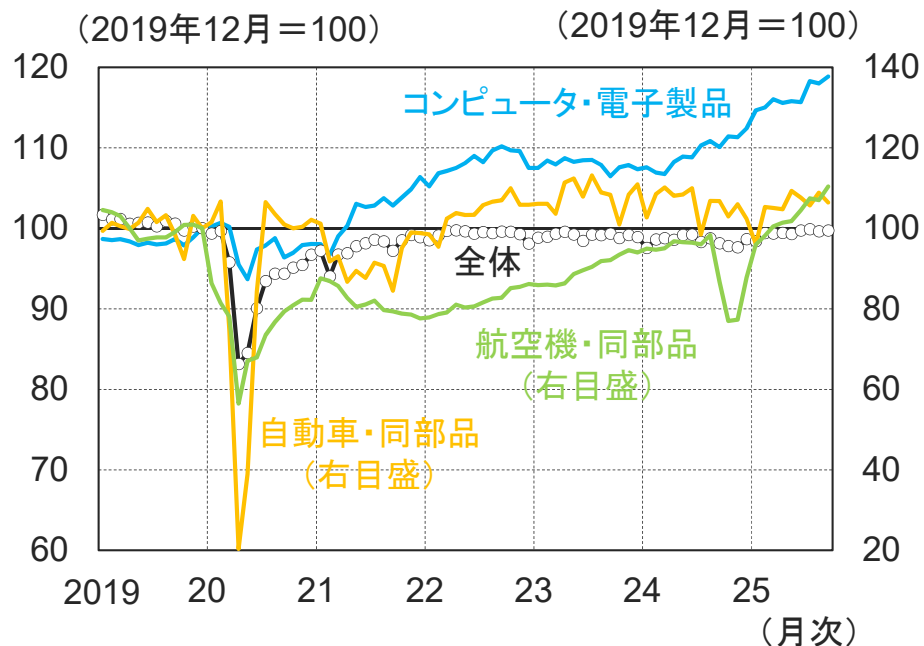


(備考) 1. 米商務省 2. 見通しは、フィラデルフィア連銀“Survey of Professional Forecasters”に基づく

## 米国：生産、小売売上高は横ばい

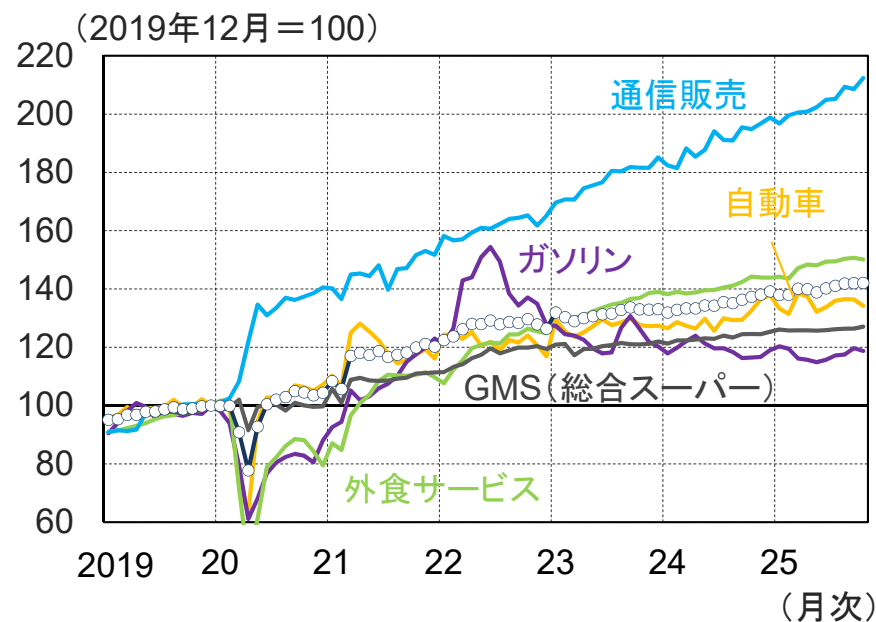
- ▶ 9月の鉱工業生産は前月比0.1%増加し、25年初からの横ばい基調が続いた。自動車が増加する一方で、AI向け需要が旺盛なコンピュータ・電子製品に加え、24年秋のストライキから回復して以降堅調な航空機が増加した。航空機は、関税交渉で航空機購入拡大に合意した国も多く堅調が続くとみられる。
- ▶ 10月の小売売上高は前月から横ばいだった。通信販売の堅調が続く一方で、前月末でEV補助金が終了した自動車などが減少した。トランプ関税の影響でインフレが高止まる中で、低・中所得者の消費が弱含んでいるとみられる。他方、11月に本格化した年末商戦は富裕層を中心に好調とみられている。

### 鉱工業生産



(備考)FRB

### 小売売上高

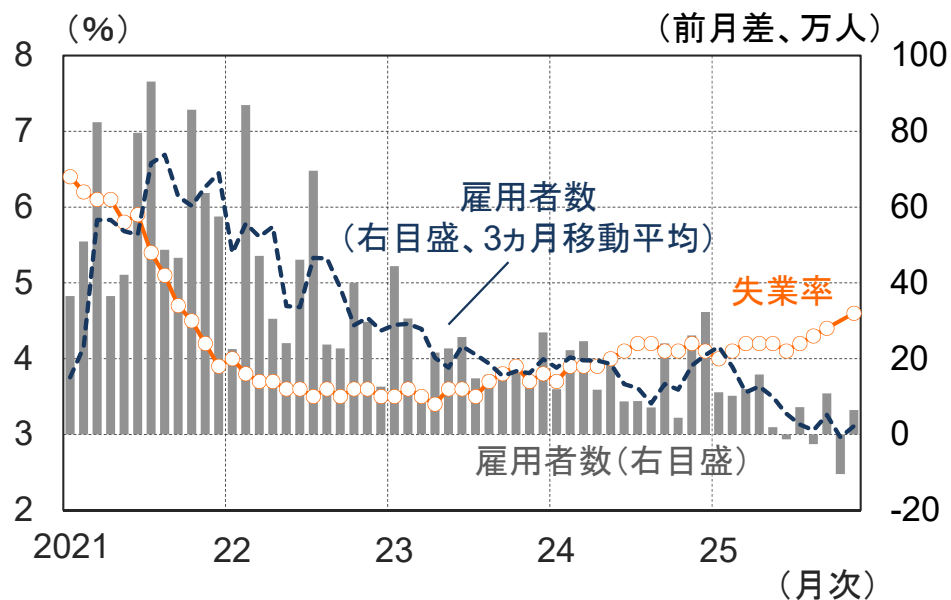


(備考)LSEG Datastream

## 米国：労働市場は軟化、物価の伸びは鈍化

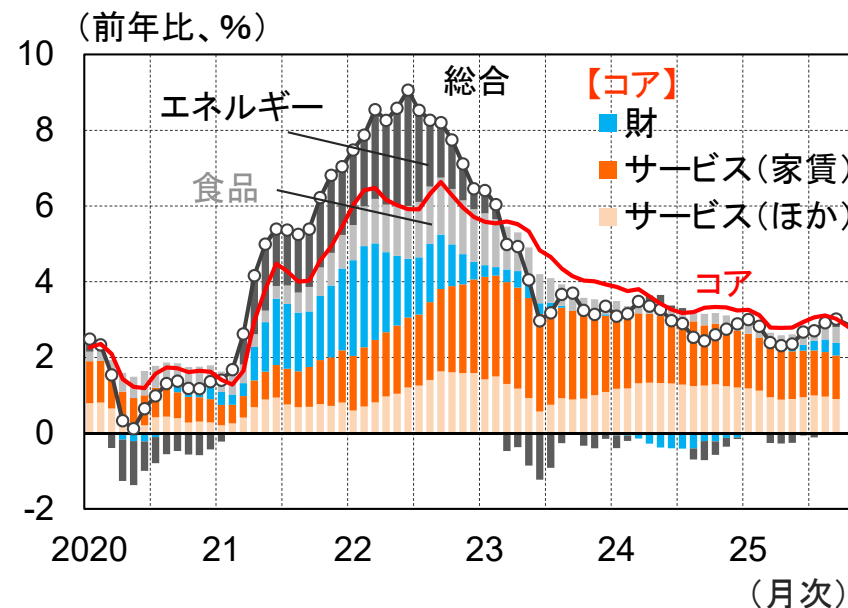
- ▶ 10、11月の雇用統計では、10月の雇用者は政府機関閉鎖により公務員が大幅に減少し前月比10.5万人減となったが、11月は増加した。基調としては弱い動きが続いており、また、11月の失業率は4.6%に上昇するなど、労働市場の軟化が進んでいる。
- ▶ 11月の消費者物価の伸びは前年比2.7%に鈍化した。家賃が大きく鈍化したほか、関税の影響を受ける財も減速した。ただし、政府機関閉鎖により調査時期が後ろ倒れし年末商戦のセールと重なったことや、家賃については10月調査が未実施だったことによる計算上の影響も指摘されている。11月の結果は実態を反映していない可能性があり、12月は伸びが拡大するとみられている。

### 雇用統計



(備考) 1. 米労働省 2. 25年10月の失業率は調査未実施

### 消費者物価

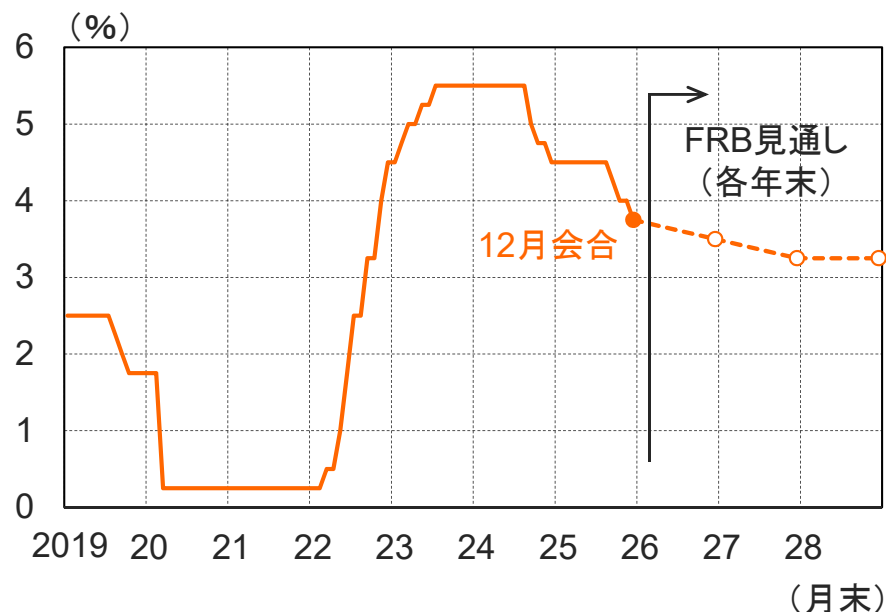


(備考) 1. 米労働省 2. 25年10月は調査未実施

## 米国:FOMCでは3会合連続で利下げ

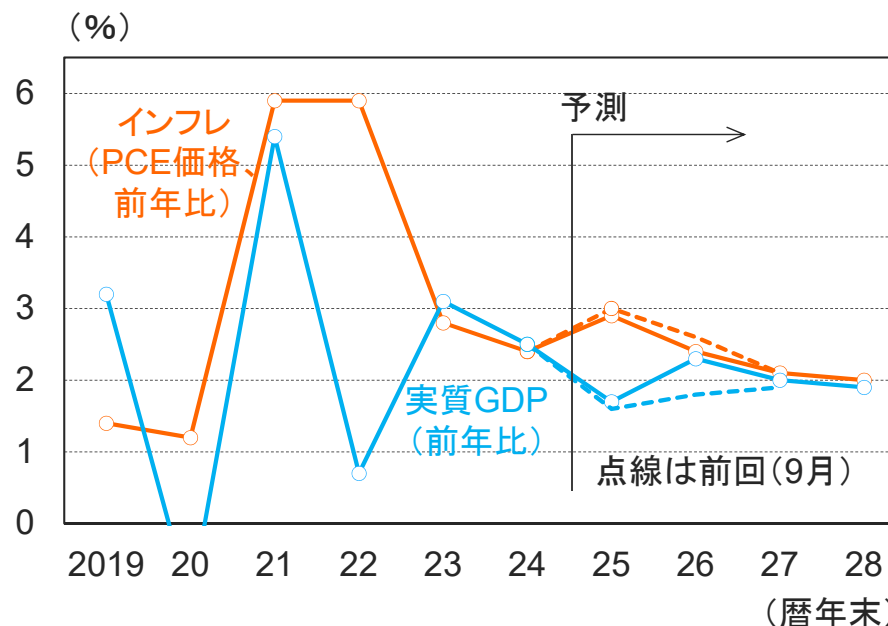
- 12月のFOMCでは、雇用の下振れリスクが高まったことなどから3会合連続で利下げを行った(政策金利:3.75~4.00%→3.50~3.75%)。パウエル議長は、9月以降の利下げにより政策金利は中立金利の推定範囲内(2.6~3.9%)にあるとして、今後の利下げはデータ次第と述べた。
- FOMCのメンバー見通しでは、今後の利下げは前回予測(9月)同様に、雇用とインフレ双方のリスクを踏まえ26、27年に1回ずつ行う見方が示された。市場では、雇用の軟化が意識されており26年に2回利下げを行うとみられている。また、インフレは25年は関税の影響で高まるものの26年以降は鈍化するほか、成長率は政府機関閉鎖もあり25年に落ち込んだ後、26年に高まる見通しとなった。

### 政策金利



(備考) 1. FRB 2. 誘導目標の上限値 3. FRB見通しは、メンバー予測の中央値

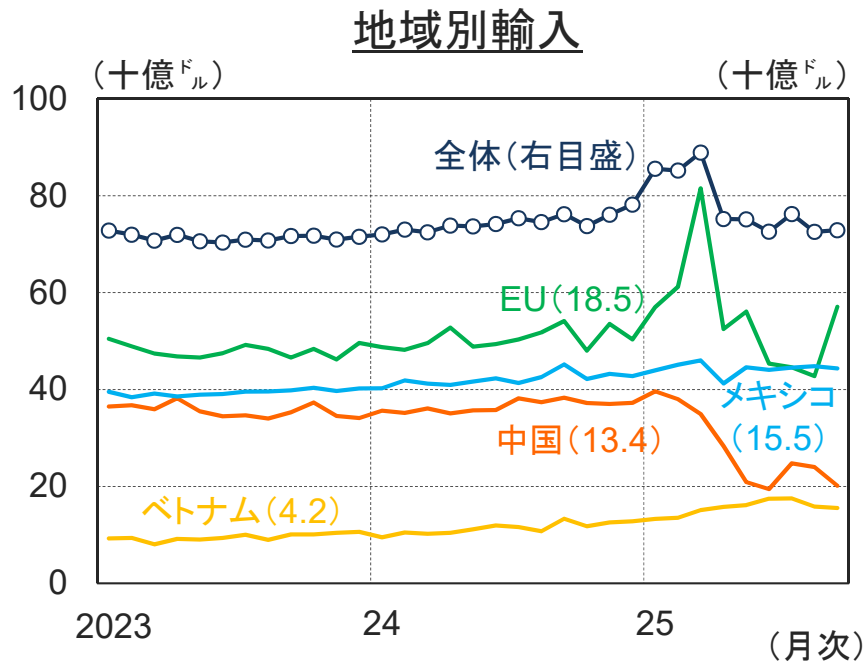
### FOMCメンバー見通し



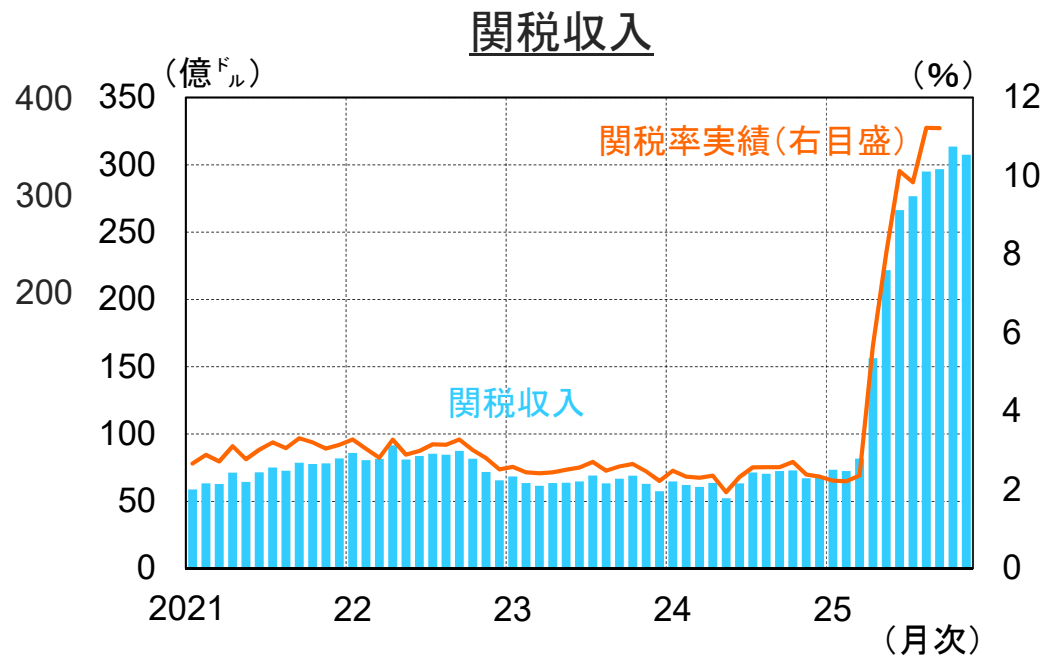
(備考)FRB

## 米国:輸入はやや増加、関税収入はトランプ関税以降大幅に増加

- ▶ 9月の輸入はやや増加した。国別では、中国はトランプ関税により減少して以降弱い動きが続いている。EUは駆け込み後は弱い動きとなっていたが、9月はアイルランドにより大きく増加した。ベトナムは迂回輸出などもあり増加傾向にあったものの、8月以降は迂回輸出に40%の関税が適用されたことで減少している。
- ▶ トランプ関税適用により関税収入が大幅に増加し、25年度(24年10月～25年9月)の財政赤字は前年度比2%減少した。26年度に入り関税収入はさらに増加し、25年10月以降300億ドルを超過している。ただし、相互関税の合憲性を巡る訴訟では、早ければ25年内に最高裁判決が下され、相互関税が無効となった場合は関税収入の還付などが求められるとみられる。



(備考) 1. 米商務省 2. ( )内は2024年のウエート



(備考) 米財務省、商務省

## 米国：相互関税違憲判決時の影響と代替措置

- ▶ 国際緊急経済権限法 (IEEPA) に基づく相互関税に違憲判決が下され無効となる場合、品目毎の個別関税は継続するものの、実効関税率が低下し今後の関税収入は半減することが見込まれる。一方で、対米輸出が増加するほか、米国では、インフレ率の低下により成長率が高まるとみられる。
- ▶ 違憲判決の場合でも、政府が代替措置を講じるとみられている。適用実績がないものの、IEEPA同様に事前審査が不要な通商法122条や関税法338条のほか、個別関税の根拠法となっている通商拡大法232条や第1次トランプ政権で適用された通商法201条、301条がある。

### 相互関税無効時の影響

	トランプ関税 継続	うち相互関税 無効
実効関税率	14.4%	8.0%
今後10年間の 関税収入	2.3兆ドル	1.2兆ドル
物価	+0.9%	+0.5%
GDP成長率 (10～12月期の 前年比)	2025年: ▲0.5% 2026年: ▲0.4%	2025年: ▲0.5% 2026年: +0.1%
長期的な成長率 (年率)	▲0.31%	▲0.10%

(備考) 1. イェール大学などによりDBJ作成 2. 11/17時点の想定  
3. 物価、成長率はトランプ関税がない場合との比較

### 主な代替措置

	事前調査	適用期間	関税率上限	対象	適用実績
通商法 122条	不要	150日 延長可*	15%	国	なし
関税法 338条	不要	なし	50%	国	なし
通商 拡大法 232条	要	なし	なし	産業	現在の 個別関税
通商法 201条	要	4年 (最長8年)	既存税率 +50%	産業	第1次トランプ 政権 太陽電池
通商法 301条	要	4年 延長可	なし	国	第1次トランプ 政権 対中国

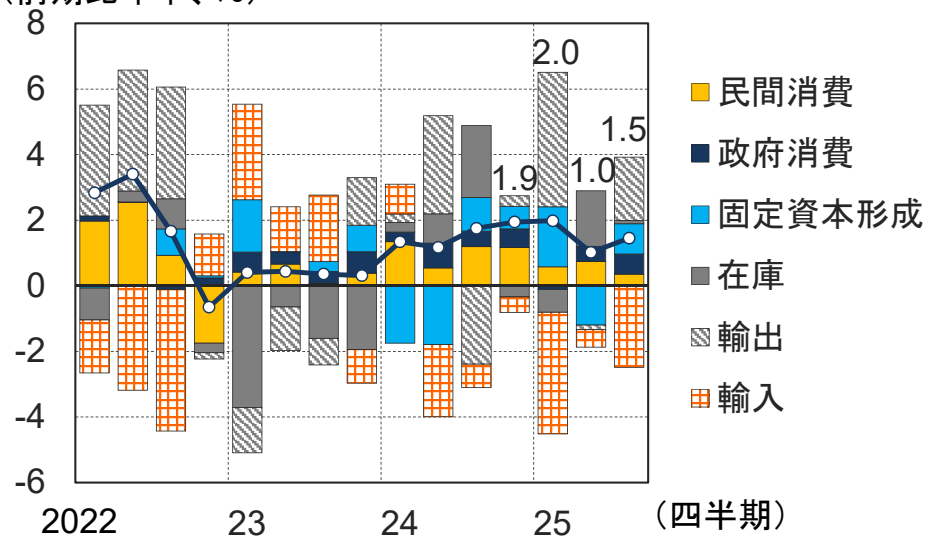
(備考) 1. 各種資料によりDBJ作成 2. \*: 議会承認が必要

## 欧州：緩やかに回復している

- ▶ EUの2025年7～9月期GDP(確定値)は、前期比年率1.5%増となり伸びが拡大した。政府消費が拡大したほか、輸出は対米輸出の持ち直しなどで伸びが高まり、固定資本形成も増加した。国別では、ドイツは前期のマイナス成長から横ばいにとどまったが、フランスは伸びが拡大し、スペインなどの南欧諸国も比較的高い成長を続けた。
- ▶ 今後は、インフレ率が安定的に推移する中で、民間消費が底堅く増加するほか、金利低下による民間投資の増加や財政拡大などもあり、1%台半ばの伸びが続くと見込まれる。

### EUの実質GDP成長率

(前期比年率、%)



(備考)Eurostat

### 欧州の実質GDP成長率

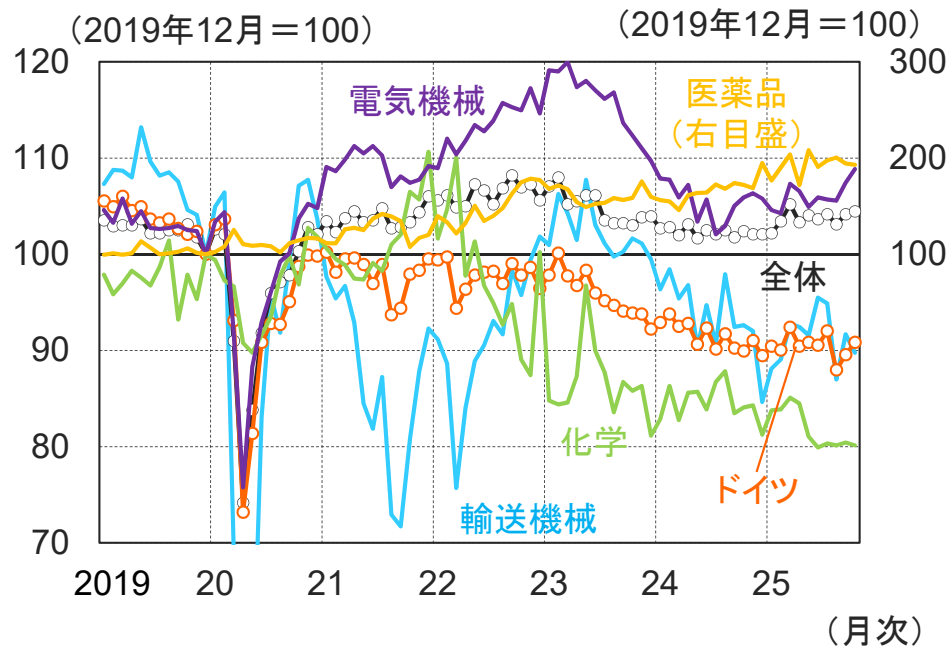
	2024年		2025年			24年	25年	26年
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	実績	見通し	
EU27カ国	1.8	1.9	2.0	1.0	1.5	1.0	1.4	1.4
ユーロ圏	1.8	1.5	2.3	0.6	1.1	0.9	1.3	1.2
ドイツ	0.1	0.7	1.2	▲0.8	0.0	▲0.5	0.2	1.2
フランス	1.5	▲0.2	0.4	1.3	2.2	1.1	0.7	0.9
イタリア	0.1	0.7	1.3	▲0.3	0.5	0.7	0.4	0.8
スペイン	3.1	3.3	2.4	3.0	2.6	3.5	2.9	2.3
英国	1.0	1.0	2.7	1.1	0.3	1.1	1.3	1.3

(備考) Eurostat、見通しはIMF(10月予想)

## 欧州：生産は緩やかに持ち直し、小売売上高は横ばい

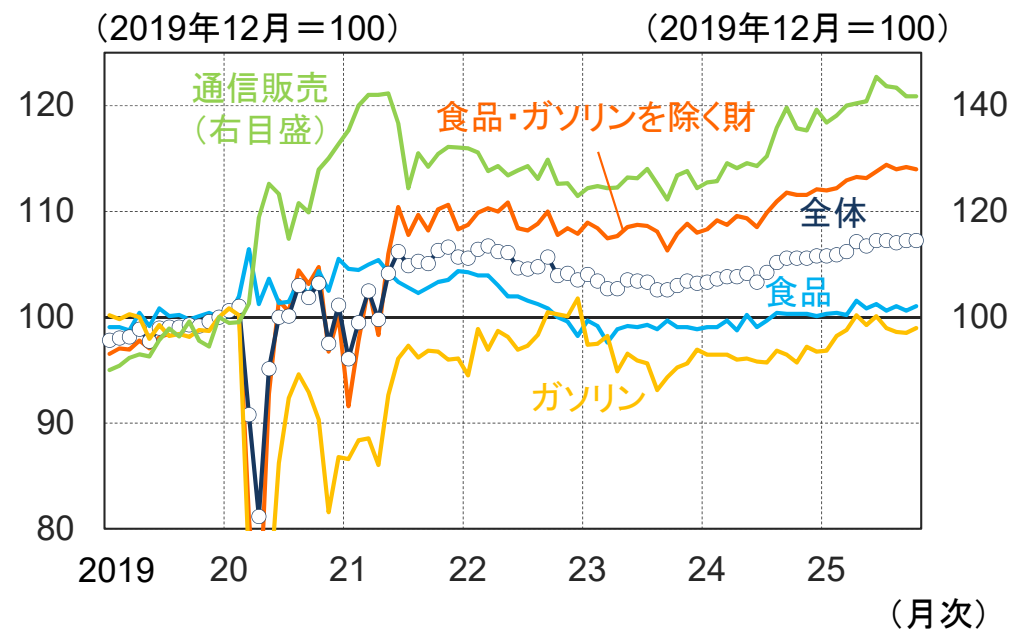
- EUの10月鉱工業生産は前月比0.3%増加した。25年に入り、対米駆け込み輸出とその反動減がみられたが、その後は対米通商協議の合意や内需の拡大により、緩やかに増加している。
- EUの10月実質小売売上高(除く自動車)は、好調だった通信販売が7月以降一服していることが影響し、おおむね横ばいとなっている。他方、年末商戦の出だしは好調との報道もあり、今後は通信販売は持ち直す可能性がある。

### EUの鉱工業生産



(備考)Eurostat

### EUの実質小売売上高

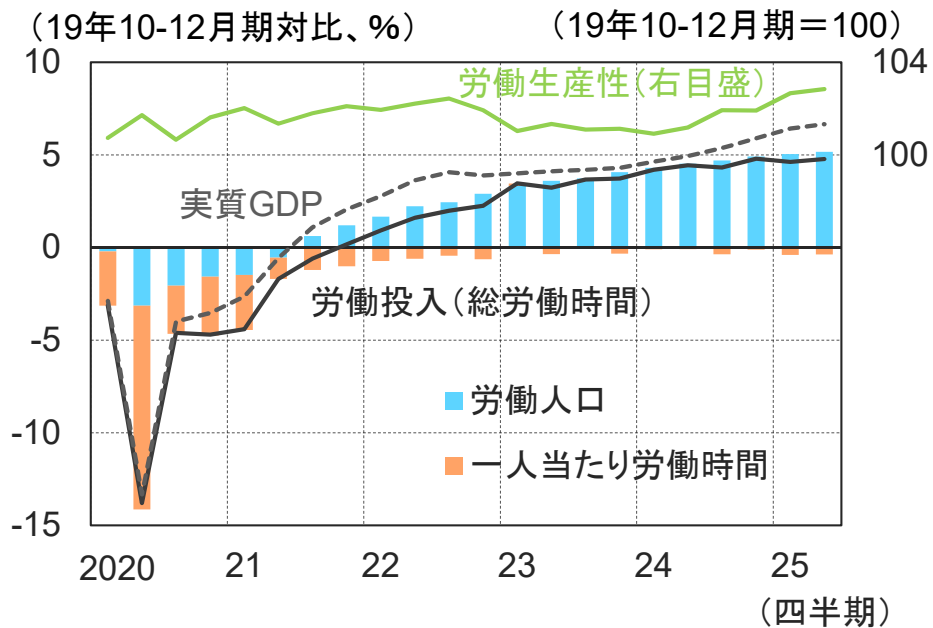


(備考)Eurostat、除く自動車

## 欧州：一人当たり労働時間はコロナ前を下回る、インフレはおおむね安定

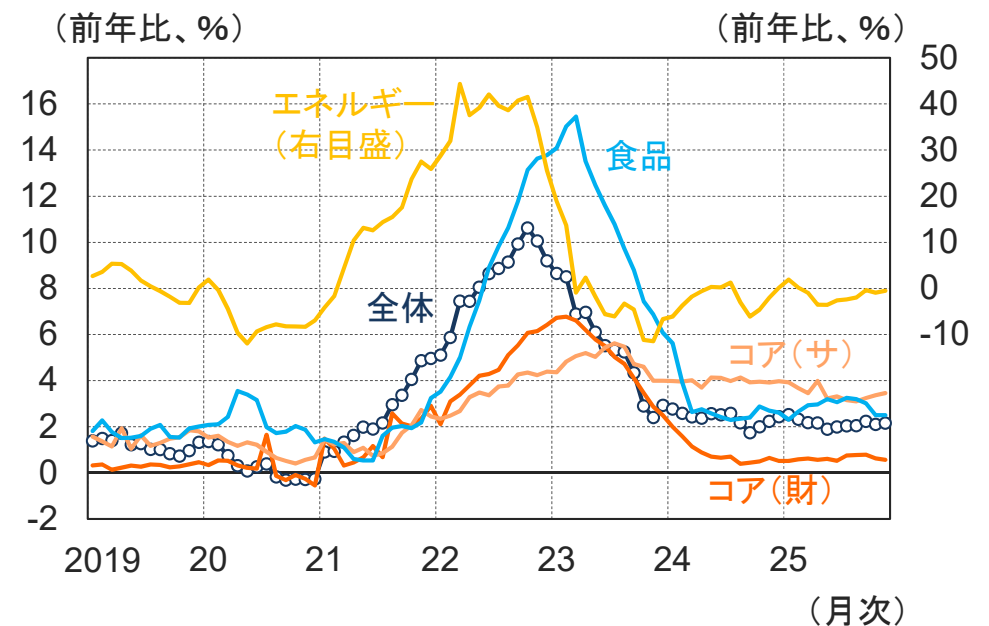
- ▶ EUの労働投入をみると、労働者数は21年後半にコロナ前の水準を回復したあと、移民などにより緩やかに増加している。一方、一人当たり労働時間は横ばいにとどまり、コロナ前を下回っている。コロナ禍を経てワークライフバランスを重視する働き方が広がり、一部では週休3日制を導入していることなども影響している。実質GDPが労働投入を上回って伸びており、24年以降労働生産性の上昇がみられる。
- ▶ ユーロ圏の11月消費者物価は前年比2.2%上昇し、おおむね2%程度の伸びが続いた。12月ECB理事会は4会合連続で政策金利を据え置いた。同時に公表された経済見通しでは26年のGDP成長率は1.2%、インフレ率は1.9%とし、前回9月見通し(GDP成長率1.0%、インフレ率1.7%)から引き上げられた。市場は利下げ局面はすでに終了したとみている。

### EUの労働投入など



(備考)EurostatによりDBJ作成

### ユーロ圏の消費者物価

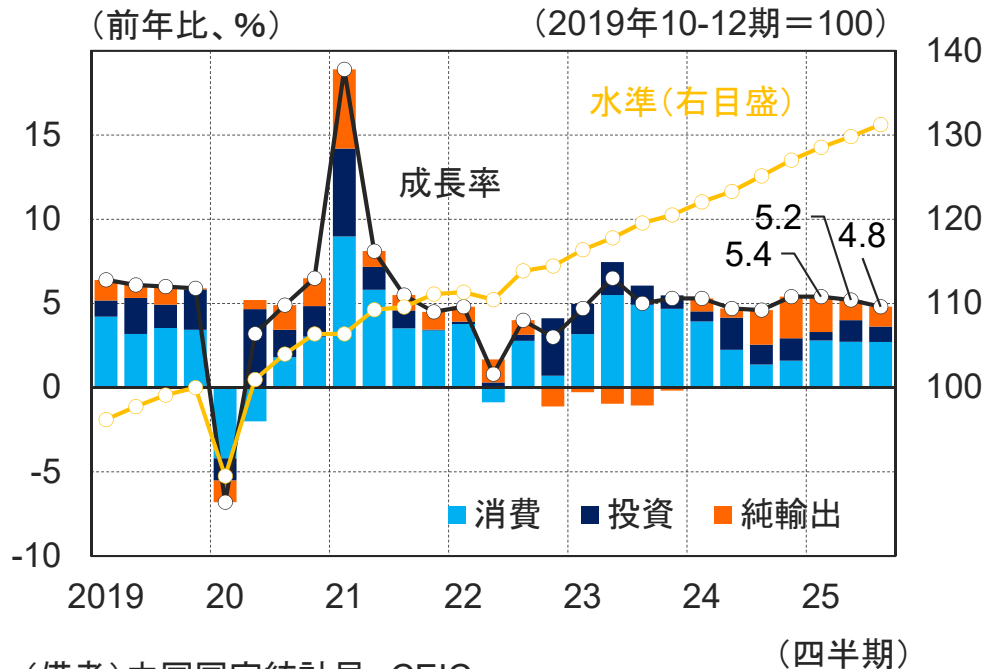


(備考)Eurostat

## 中国：持ち直しが鈍化している

- 2025年7～9月期の実質GDPは、前年比4.8%増加となり、2期連続で減速し、持ち直しが鈍化している。投資が不動産に加え、製造業でも減少したほか、消費も買い替え促進策の一服により伸びが鈍化した。輸出は米国以外への輸出が底堅く推移したが、前期から減速した。
- 26年の経済政策の方針を決める中央経済工作会议が、12/11まで開催された。米中対立などの外部環境の悪化や内需が不足する中で、供給過剰が続く現状への懸念が示された。26年は、消費喚起策の強化をはじめとする積極的な財政政策や適度に緩和的な金融政策を継続することとし、また新興国をはじめ多くの地域と貿易協定を締結し、対外関係の強化を目指すとした。

### 実質GDP成長率



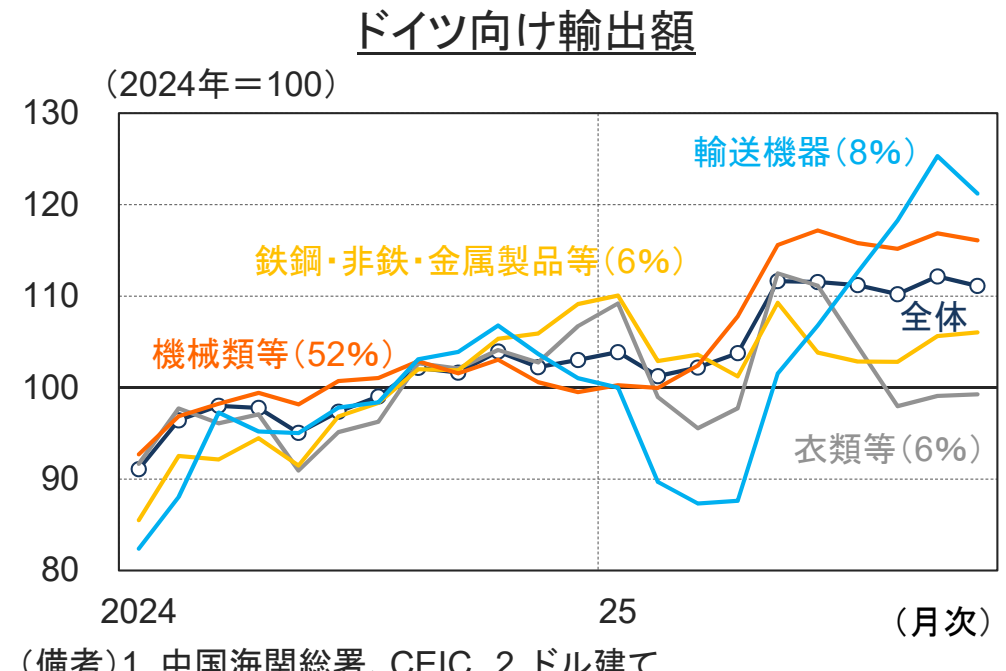
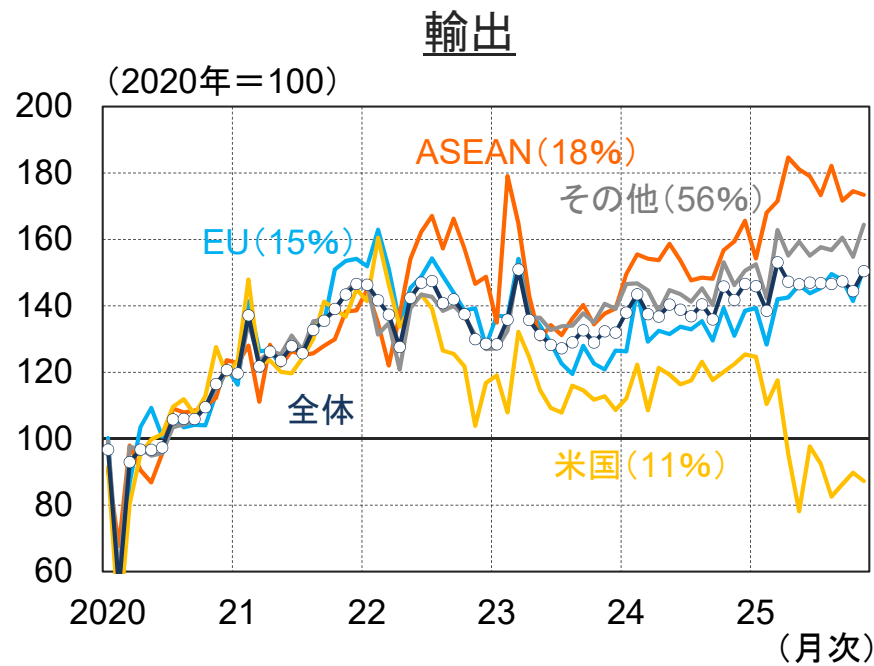
### 中央経済工作会议

現状認識	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 外部環境の変化による悪影響が深刻化</li> <li>✓ 内需不足の中での供給過剰問題が顕在化</li> </ul>
継続施策	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 消費喚起策など積極的な財政政策の継続</li> <li>✓ 内巻(過当)競争の是正</li> <li>✓ 経済成長と物価の安定を目的とする利下げなどの適度に緩和的な金融政策の実施</li> </ul>
追加施策	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 新興国などとの貿易投資協定の締結推進</li> <li>✓ 大学卒業生・農民工など重点層の雇用安定</li> <li>✓ 地方政府債務リスクの解消推進</li> </ul>

(備考) 中国中央人民政府によりDBJ作成

## 中国：輸出は横ばい

- ▶ 11月の輸出はASEANの増勢が一服したが、欧州や、アフリカ、ラテンアメリカなどのその他地域を中心に前年比5.9%増加した。なお、米国向けは関税引き下げ(30%→20%)が11/10から適用されているが、低調が続いた。全体の水準としては、25年春の駆け込み一服後は、横ばいとなっている。
- ▶ EU向け輸出のうち2割を占め、国別で最大のドイツ向けの輸出額をみると、25年1~10月は前年比で一般機械が12%、輸送機器が7%増加しており、全体でも10%増加している。ケルン経済研究所は、価格が低下する中、輸入額が増加している品目が多くみられており、不公正な競争が確認される場合はEUによる貿易保護の強化が必要であると指摘した。中国からの輸出が増加している国と貿易摩擦が拡大する場合は、輸出減少につながる懸念がある。



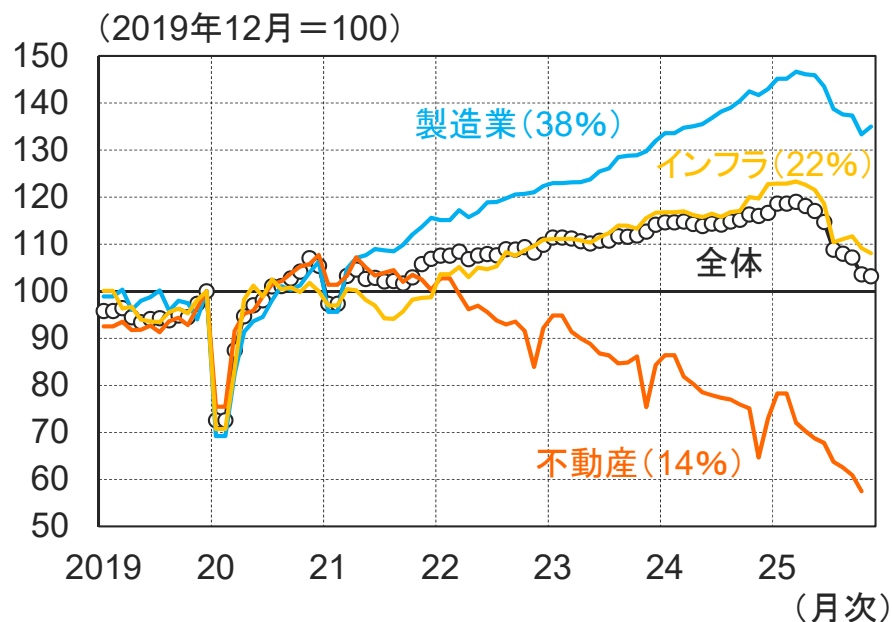
(備考) 1. 中国海関総署、CEIC 2. ドル建て  
3. 季節調整はDBJによる 4. ( )内は25年1~11月ウエート

(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 4. ( )内は25年1~10月ウエート  
5. 3ヵ月移動平均

## 中国：固定資産投資は減少、小売は弱含み

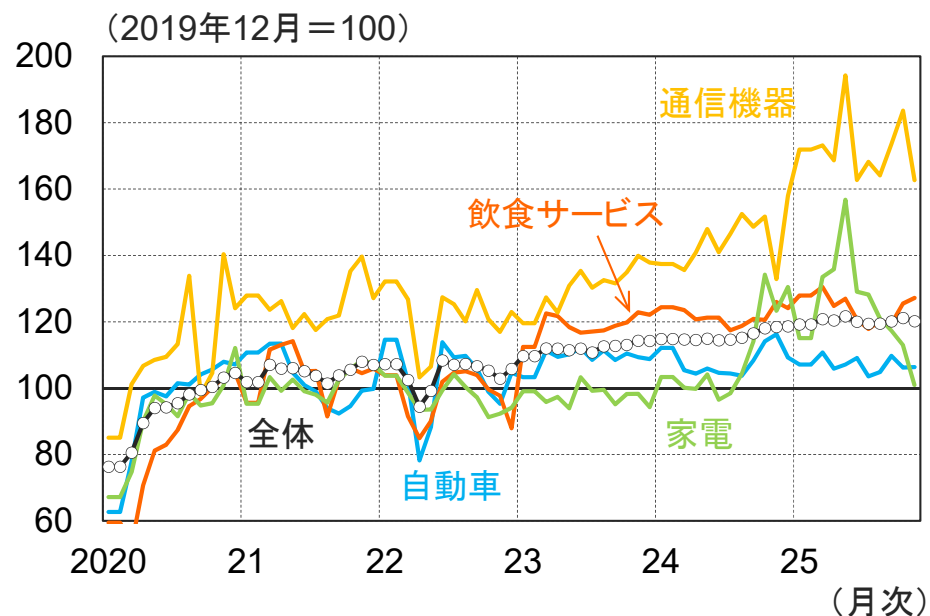
- ▶ 1～11月の固定資産投資は、前年比2.6%減少した。25年春まで堅調であった製造業が、過当競争防止の「反内巻」政策による過剰投資の抑制もあり、夏以降減少し、全体を押し下げている。加えて、市況低迷を背景とした不動産の低調が継続する中、インフラも減少しており、今後も減少が続くとみられる。
- ▶ 11月の小売売上高は前年比1.3%増となり、6ヵ月連続で前月から伸びが鈍化した。儉約令によって低調だった飲食サービスがやや持ち直したが、家電や通信機器での買い替え促進策の息切れによる減少が継続し、全体で弱含んでいる。

### 固定資産投資



(備考) 1. 中国国家統計局、CEIC 2. 季節調整はDBJによる  
3. 不動産は10月実績値まで 4. 1、2月は平均値  
5. ( )内は25年1～10月ウエート

### 小売売上高

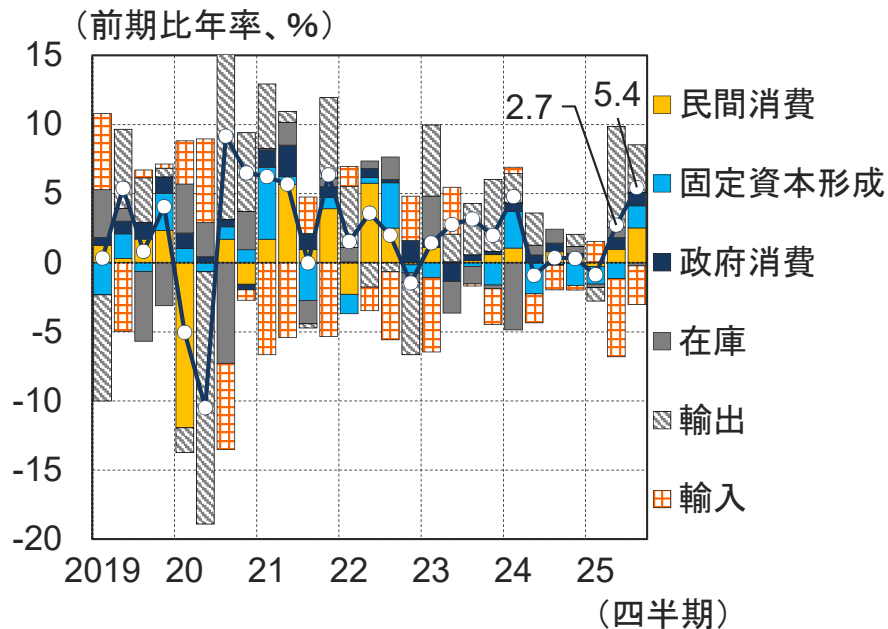


(備考) 1. 中国国家統計局、CEIC 2. 季節調整はDBJによる  
3. 内訳は一定規模以上の企業 4. 1、2月は平均値

## 韓国：持ち直しの動きがみられる

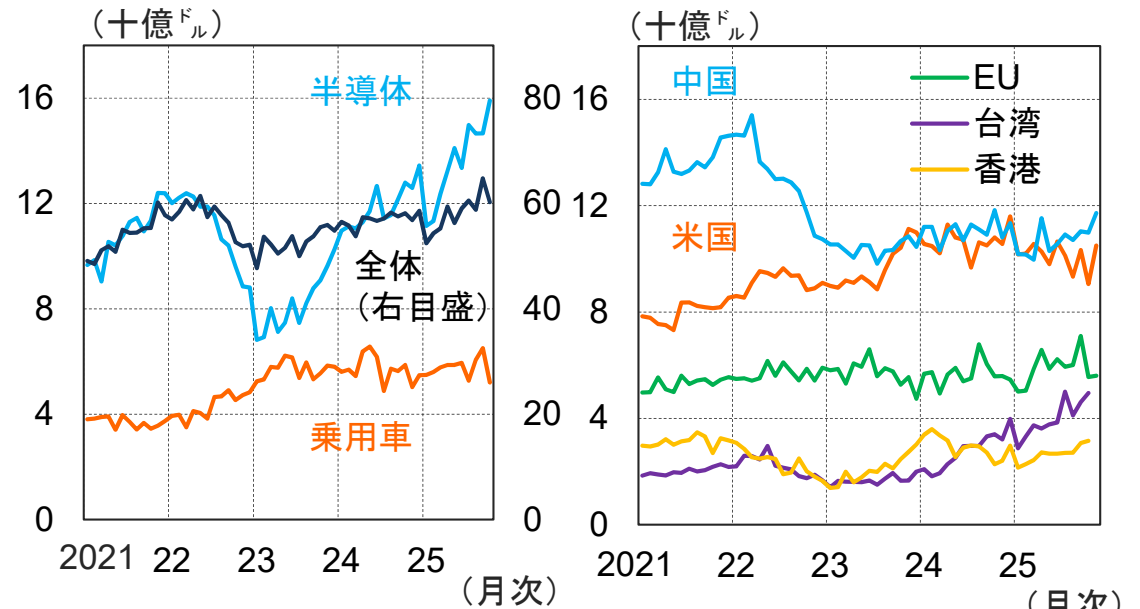
- ▶ 韓国の2025年7～9月期の実質GDPは、前期比年率5.4%増加し、持ち直しの動きがみられる。輸出の好調に加え、7月から開始した消費喚起策により民間消費が拡大したほか、半導体製造装置などを中心に固定資本形成も増加に転じた。
- ▶ 韓国の輸出は、最大の輸出品目である半導体の好調により23年から大きく増加している。また、仕向け地別で見ると、トランプ関税により25年初以降に米国向けが弱含む中で、台湾などアジア向けが堅調であり、全体をけん引している。なお、米国との関税協議では、12/4に自動車や同部品の関税が25%から15%に引き下げられ、今後の対米輸出は持ち直しが期待される。

### 実質GDP成長率



(備考) 韓国銀行

### 品目別、仕向け地別輸出



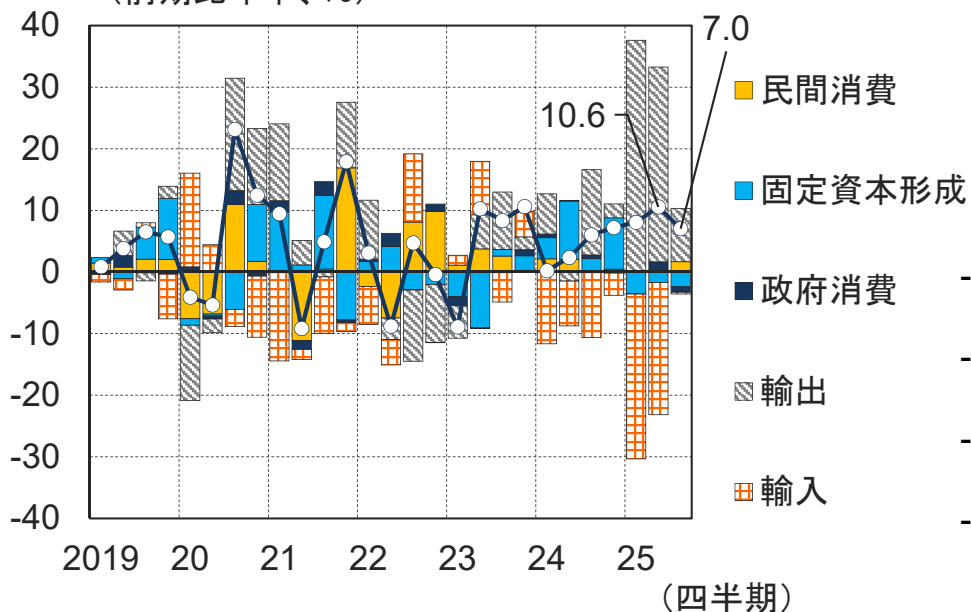
(備考) 1. 韓国貿易協会 2. 台湾、香港は10月、その他の国は11月まで  
3. 季節調整はDBJによる

## 台湾：回復している

- 台湾の2025年7～9月期の実質GDPは前期比年率7.0%増加し、回復している。AI向け半導体輸出の好調が続いたほか、株式市場の活況による手数料支払いや娯楽関連の消費増加などにより民間消費も高まった。
- 電子部品の生産は、米国向けの駆け込み需要に加え、旺盛なAI向け半導体需要も追い風となり堅調である。在庫は積み増しの動きがみられ、出荷が前年比20%を超えて増加する中で出荷在庫バランスはプラスが続いており、需給的な懸念はみられない。

### 実質GDP成長率

(前期比年率、%)

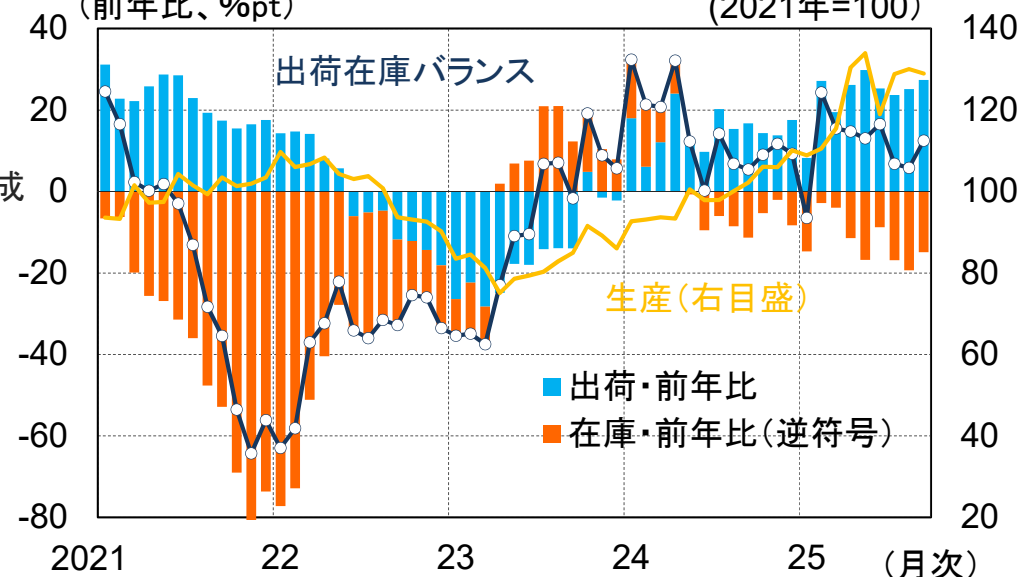


(備考) 1. 台湾行政院主計総処 2. 固定資本形成は在庫を含む

### 電子部品の生産、出荷在庫バランス

(前年比、%pt)

(2021年=100)

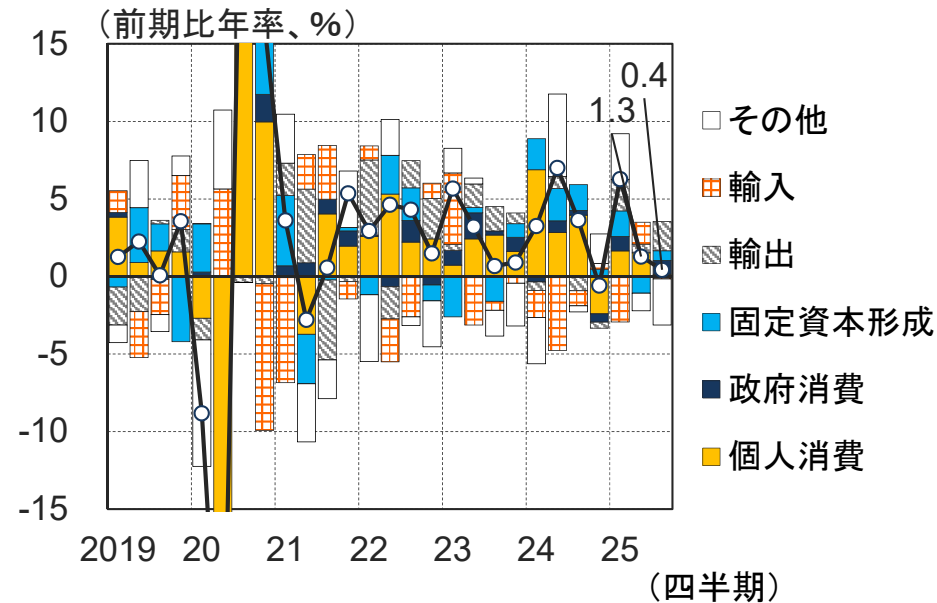


(備考) 1. 台湾經濟部 2. 出荷在庫バランス=出荷前年比-在庫前年比 3. 季節調整はDBJによる

## ブラジル:回復が鈍化している

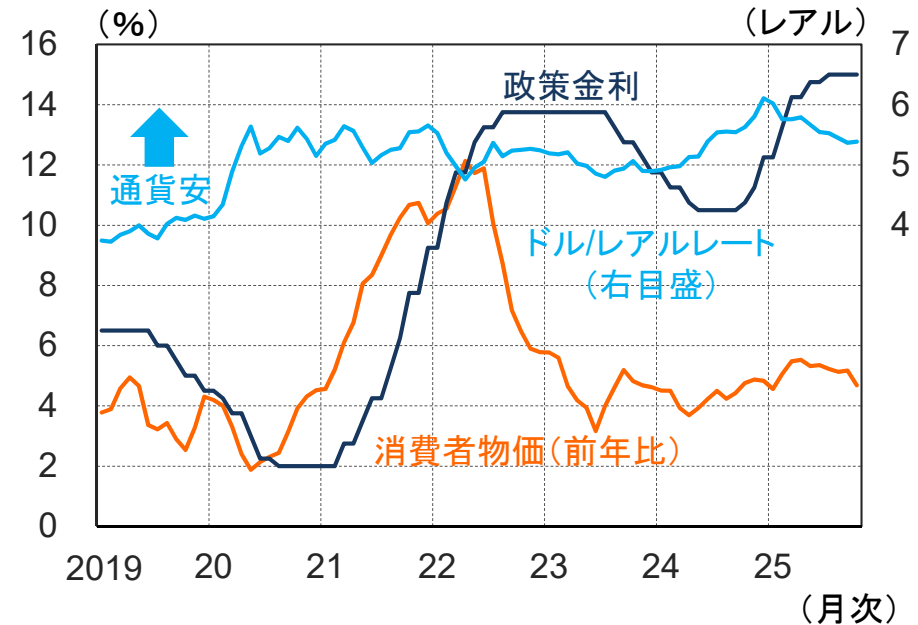
- ▶ ブラジルの2025年7~9月期の実質GDPは、前期比年率0.4%増加し回復が鈍化した。物価高と金利高が長期化する中、消費を中心に内需が鈍化している。今後も政策金利の高止まりが見込まれ、内需の弱さが続くと思われる。
- ▶ ブラジル中銀は、消費者物価の伸びが中銀目標(3.00±1.50%)を上回る中、政策金利を24年10月以降7会合連続で引き上げ、その後は据え置いている。11月会合では、物価を目標水準に収束させるためには長期にわたる金融引き締めが必要として、利上げの再開もあり得るとした。

### 実質GDP成長率



(備考) 1. ブラジル地理統計院 2. 20年4-6月期は▲31.1%、7-9月期は35.6%、10-12月期は16.3%

### 消費者物価、政策金利、為替レート



(備考) LSEG Datastream

## Section 4

---

### マーケット動向

## 長期金利: 日米ともに上昇

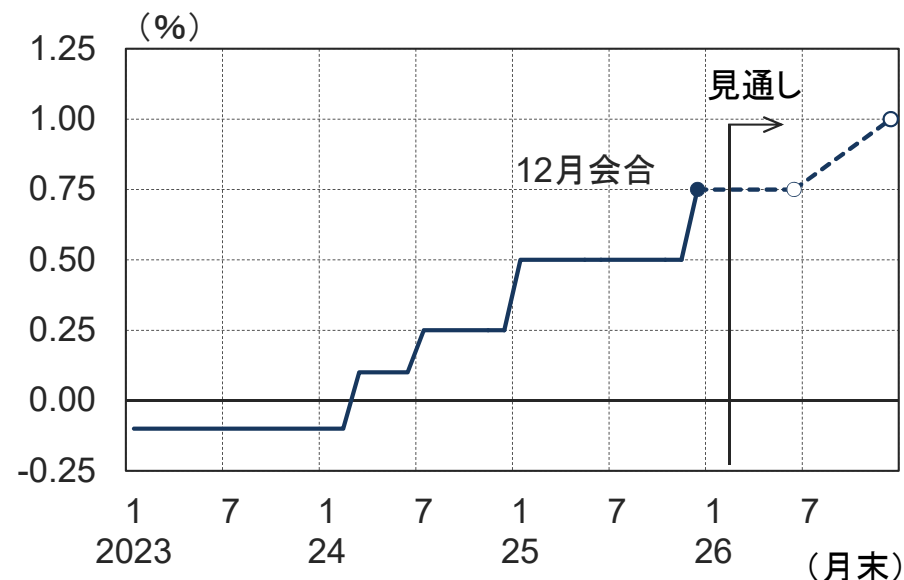
- ▶ 米国の長期金利は、11月下旬に12月利下げ観測が強まり下落したが、12月以降、景況感や雇用などの経済指標が底堅かったことから上昇した。日本は、日銀の12月会合での利上げが確実視されたことに加え、25年度補正予算が前年度から増加したことで財政懸念が高まり2%近くまで上昇した。また日銀会合後には2%を超えて上昇した。
- ▶ 日銀は、賃金上昇が継続するとして12月会合で25年1月以来となる利上げを行った。会見で植田総裁は、実質金利がまだ極めて低い水準にあるとの認識を示したほか、政策金利と中立金利の下限との間にはまだ少し距離があると述べ、利上げ路線を継続する姿勢を示した。市場では、年1回ペースでの利上げ継続が見込まれている。

日米10年物長期金利



(備考) 日本相互証券、米財務省

政策金利



(備考) 1. 日本銀行、日本経済研究センター 2. 見通しは、「ESPフォーキャスト25年12月調査」の半年末ごとの予測中央値

## 株価：日米ともに上昇

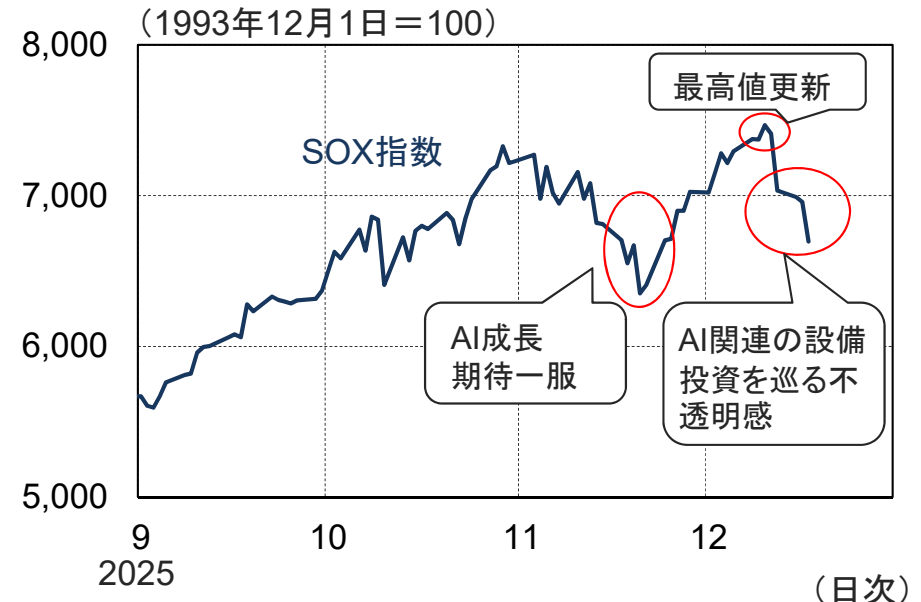
- 米国の株価は、12月会合での利下げ観測や実際に利下げしたことなどを背景に、ハイテク株を中心に上昇した。日本の株価は、利上げ観測から一時下落したものの、米株価好調を受けて上昇し、12月中旬には最高値を更新した。
- 米国株をけん引する半導体株は、25年春の相互関税発表以降、AI需要の拡大などで上昇を続けた。11月にAIへの成長期待の一服や割高感により下落したが、利下げ観測の高まりなどで再び上昇に転じ、12月上旬には最高値を更新した。他方、12月中旬にはAI関連の設備投資を巡る不透明感などから上昇は一服している。

### 日米株価



(備考)LSEG Datastream

### 米国半導体株の株価

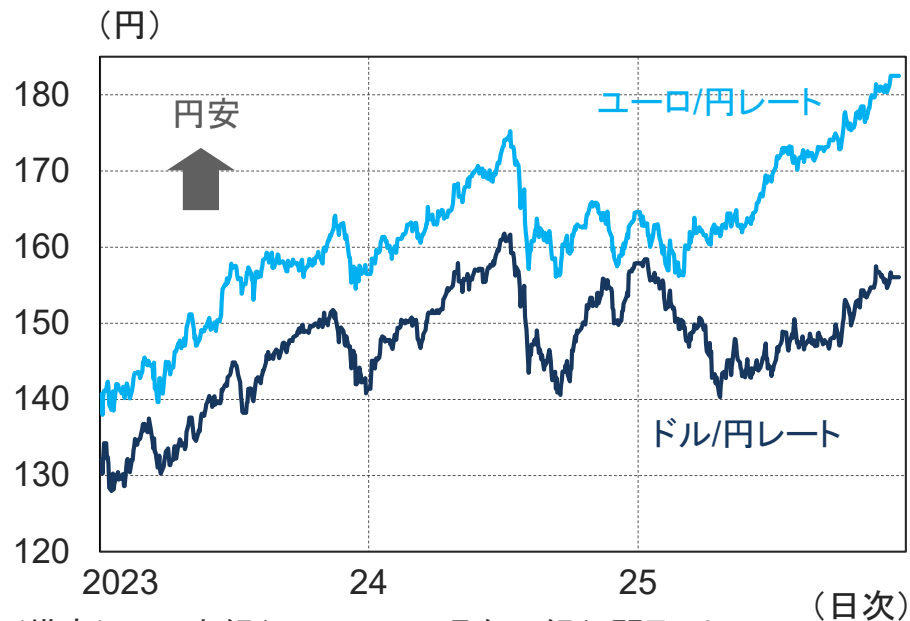


(備考)LSEG Datastream

## 為替:ドル円レートは円安が続いている

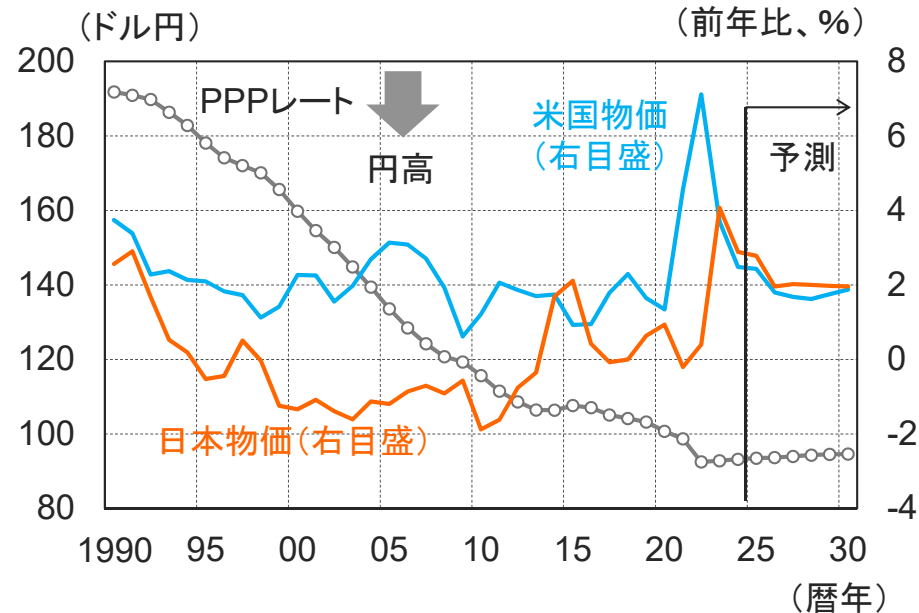
- ▶ ドル円レートは25年度補正予算を巡る財政拡張懸念もあり、11月中旬に157円台まで円安が進んだ。その後、12月会合でFRBは利下げを実施し、日銀は利上げの観測が強まったことから、金利差縮小が意識され、円安がやや修正されたが、日銀会合後には再び157円程度まで円安が進行した。
- ▶ 購買力平価(PPP)は一物一価の考え方にに基づき、例えばビッグマックが米国で6ドル、日本で480円の場合、1ドル=80円となる。インフレは通貨価値の目減りを意味し、高インフレ国の通貨は安くなる。円のPPPレートは90年代以降、日本のデフレに伴って円高となり、実勢のドル円レートには円高圧力となっていた。コロナ禍を経て日本の物価上昇が顕著となったため、PPPは横ばいに転じ、今後は小幅な円安が予想されている。PPPの実勢レートへの円高圧力は幾分緩和しており、足元では実勢レートとの差が拡大している。

### 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

### 円PPPレートと日米インフレ率

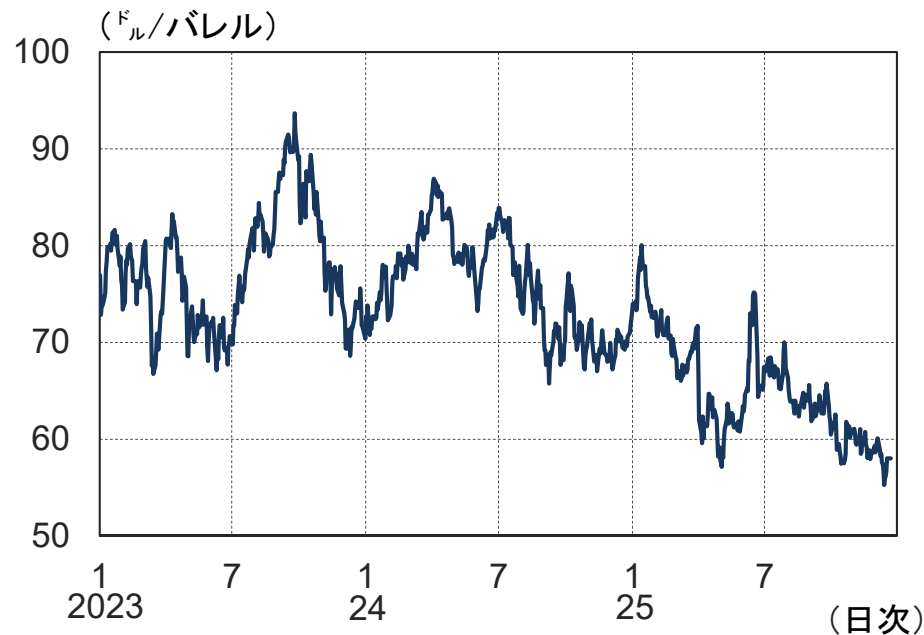


(備考)1. IMF 2. 物価はGDPデフレーター

## 原油価格:50ドル台後半で横ばい

- ▶ WTI原油価格は、50ドル台後半で横ばいだった。ウクライナやベネズエラをめぐる地政学リスクはあるものの、OPECプラスによる増産やトランプ関税による需要減がある中、引き続き供給過剰が意識された。
- ▶ 米国では、油井の掘削装置であるリグの稼働数は、原油価格の低迷や生産コスト上昇などにより23年以降減少している。生産量は生産効率の向上やトランプ政権の生産拡大政策もあり、増勢を維持しているが、稼働リグ数が減少する中、今後の生産量は伸び悩む見通しである。

### WTI原油価格



(備考)LSEG Datastream

### 米国の稼働リグ数と原油生産量



(備考)1. EIA、Baker Hughes 2. 原油の稼働リグ数  
3. 予測はEIA

©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](mailto:financi@dbj.jp)