

最近の経済動向

2025年6月30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1～3月期実質GDP(2次速報)は、前期比年率0.2%減と、消費などにより1次速報から小幅に上方修正されました。日本経済は、消費などで一部に弱い動きがみられますが、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。米中関税協議における関税の引き下げなどにより、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	17
Section 4	マーケット動向	33

* 本資料は原則として6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6月	2025年7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	横ばい
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	伸びが小幅に拡大
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

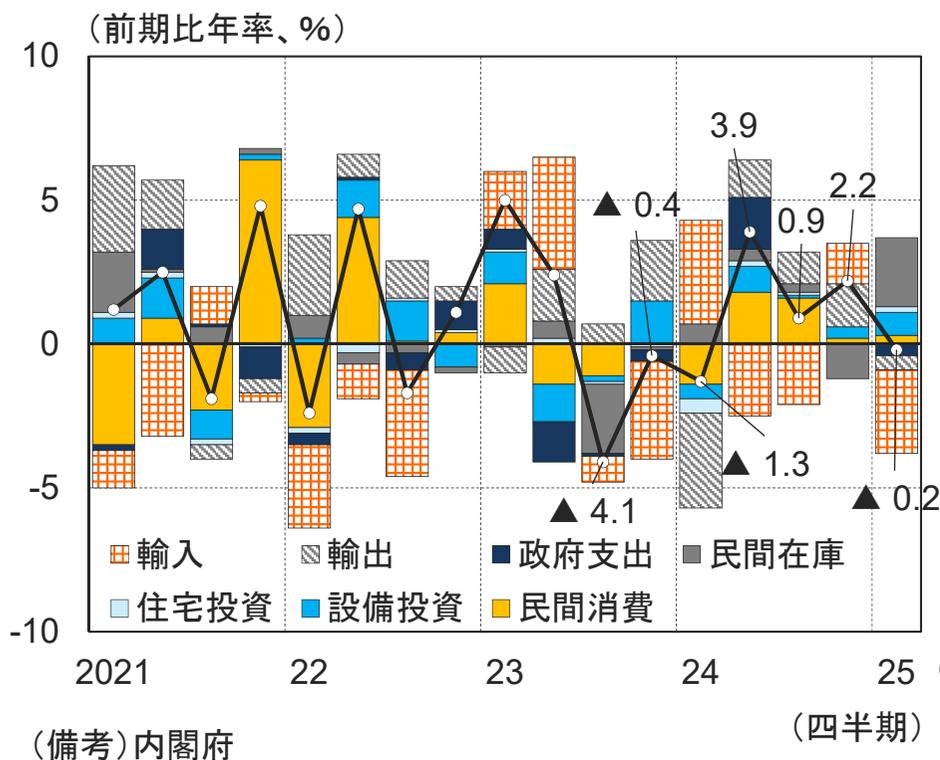
Section 2

日本経済

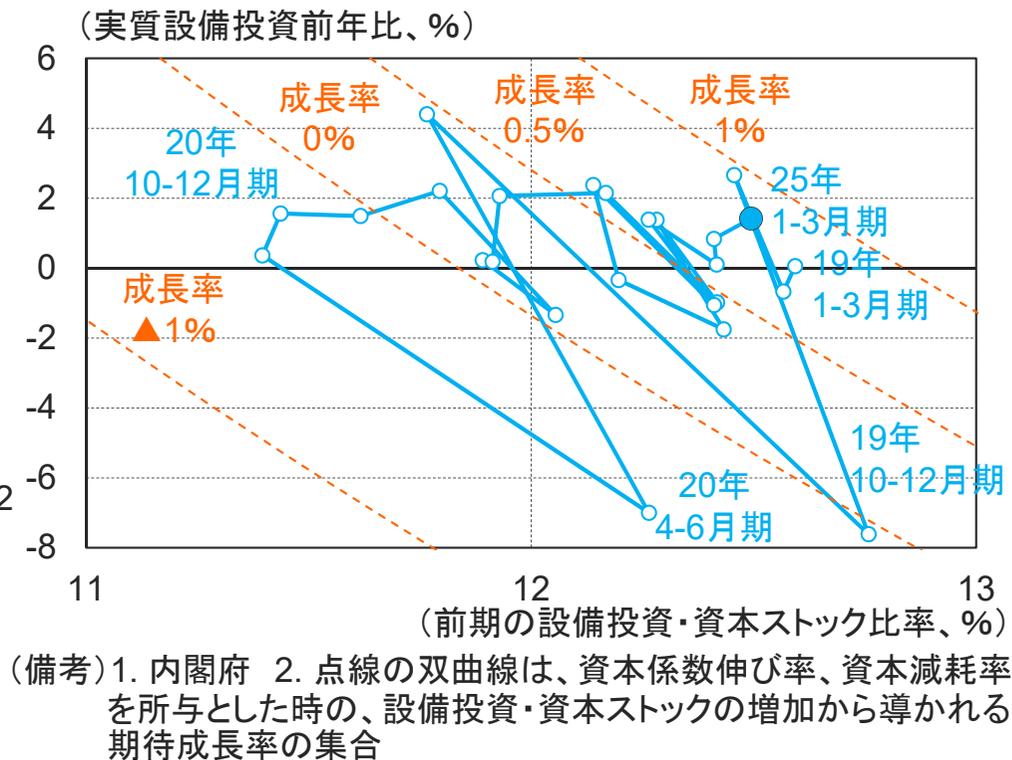
日本経済は、一部に弱い動きがみられるが、緩やかな回復の動き

- ▶ 2025年1～3月期実質GDP(2次速報)は、前期比年率0.2%減と、消費などにより1次速報から小幅に上方修正された。日本経済は、一部に弱い動きもみられるものの、緩やかな回復の動きがみられている。しかしながら、米関税政策の動向も予断を許さない中、不透明性が高まっている。
- ▶ 資本ストック循環図より、設備投資・資本ストック動向から示唆される期待成長率の推移をみると、コロナ禍で期待成長率はマイナスにまで落ち込んだ。しかし、その後、前年比2%前後の設備投資が継続する中で期待成長率は徐々に回復し、直近ではコロナ禍前の19年とほぼ同水準の1%弱にまで戻している。

実質GDP成長率



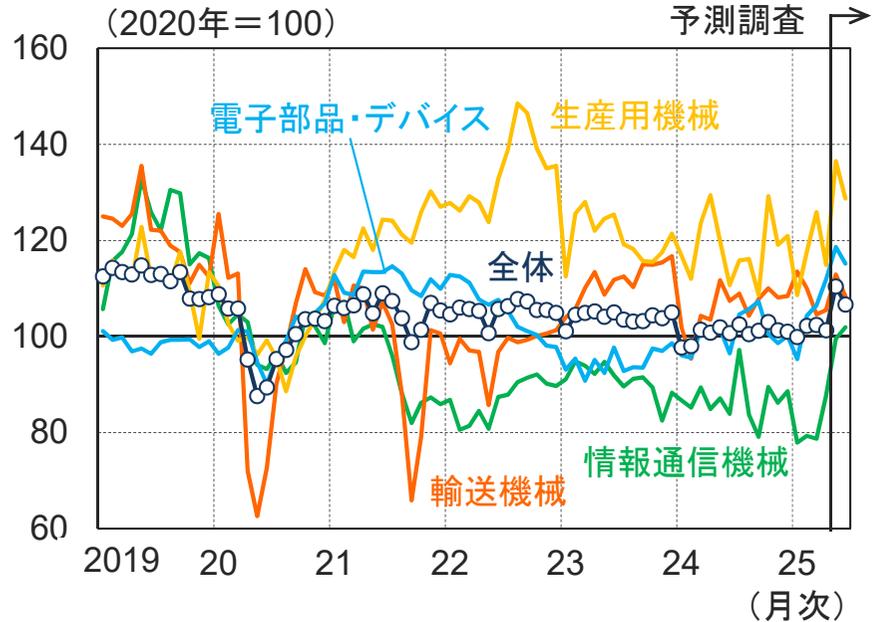
資本ストック循環図



鉱工業生産は均せば横ばい、サービス業は緩やかに持ち直し

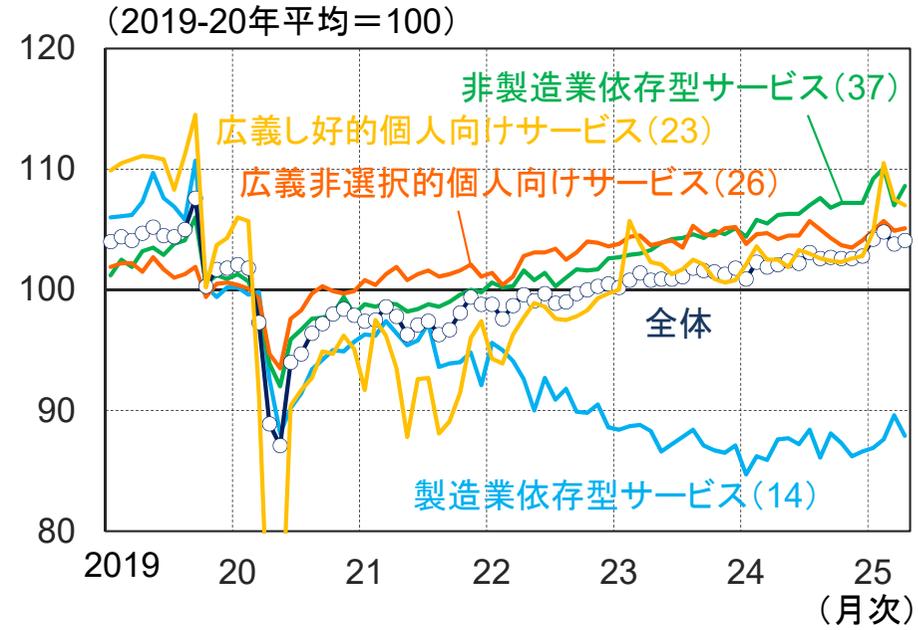
- ▶ 4月の鉱工業生産は、電子部品・デバイスが大幅に増加する一方で、生産用機械などが減少した。全体でやや減少し、24年春以降均せば横ばいとなっている。先行きは、生産用機械や輸送機械が増加することで5月は大幅増の計画となっている。輸送機械のうち米国の追加関税が課された自動車は、北米向け乗用車の輸出価格が4、5月に大きく低下しており、輸出価格を下げることで輸出や生産を確保している面もあるとみられている。
- ▶ サービス業の活動を実質でみる第3次産業活動指数は、4月は株取引の増加などにより、金融業、保険業を中心に増加した。コロナ禍以降、非製造業依存型サービスを中心に緩やかに持ち直している。25年に入ってから、サッカーのプロリーグ開幕が例年より早かったこともあり、し好的個人向けサービスが大きく増加した。

鉱工業生産



(備考) 経済産業省

第3次産業活動指数

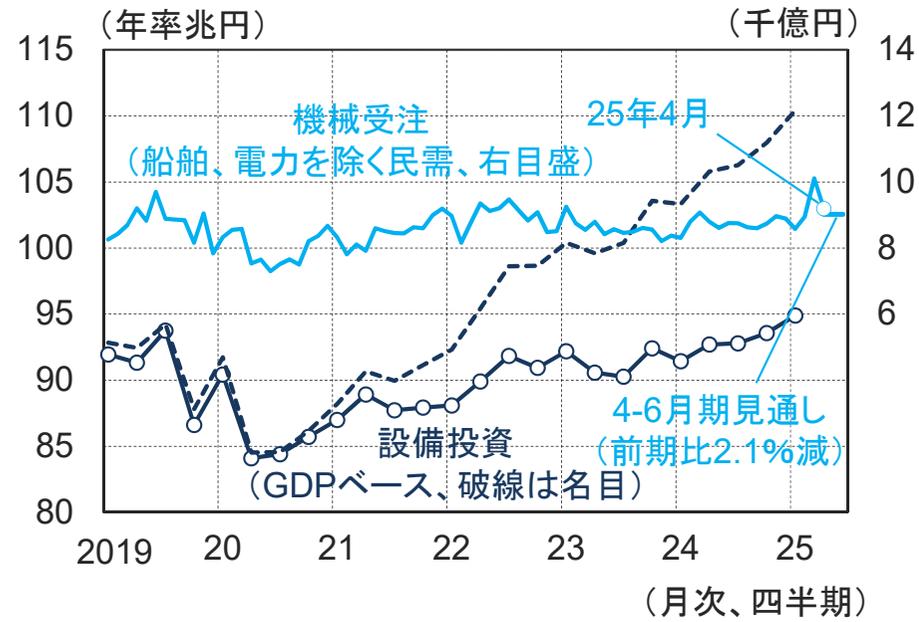


(備考) 1. 経済産業省 2. ()内はウエート

設備投資は緩やかに回復している

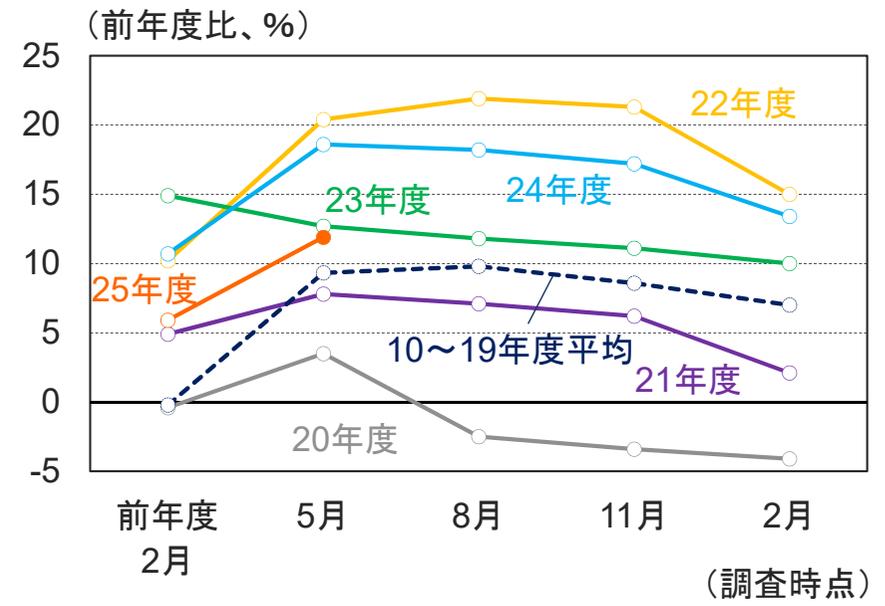
- 1～3月期の実質設備投資（GDPベース）は前期比年率4.4%増加し、緩やかに回復している。知的財産投資や、半導体製造装置の輸入などによる機械投資が増加したとみられる。機械投資の先行指標である機械受注は、前月比9.1%減少した。前月の大幅増の反動もあり、製造業、非製造業ともに減少したが、4～6月期見通しの水準を上回った。
- 4～6月期（5月調査）の法人企業景気予測調査では、25年度の大企業設備投資計画が上方修正され、前年度比11.9%増加となった。前回調査（25年2月）以降、トランプ関税を巡る不確実性が高まったが、コロナ前の伸びを上回る高い伸びとなった。

設備投資、機械受注



（備考）1. 内閣府 2. 設備投資は四半期

法企予測調査 大企業設備投資計画

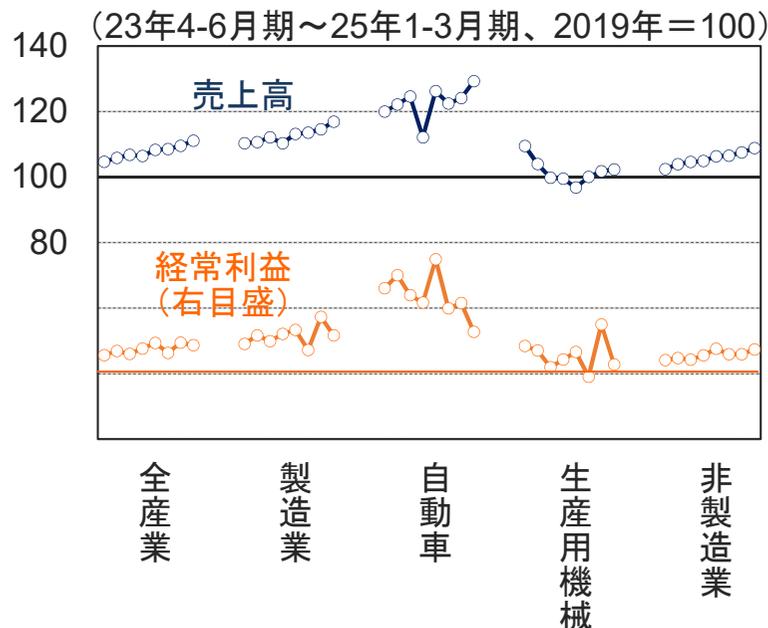


（備考）1. 内閣府、財務省 2. ソフトウェアを除く、土地を含む

企業業績は減益となったが高水準を維持

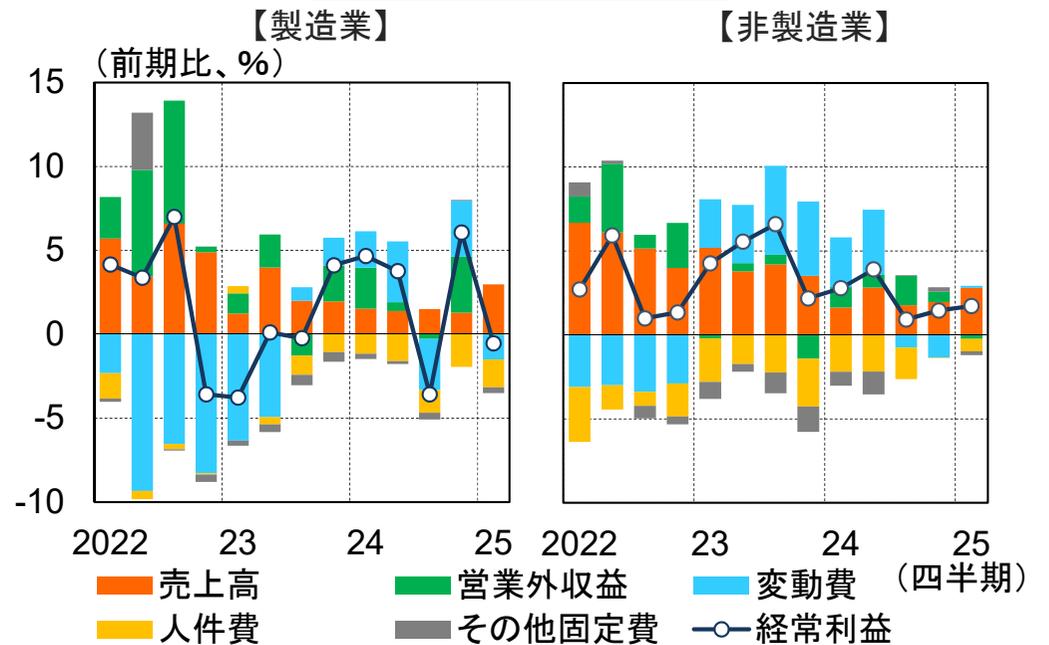
- ▶ 1～3月期の法人企業統計では、製造業、非製造業ともに増収となった。経常利益は、非製造業が2期連続で増加する一方で、製造業は自動車や生産用機械などにより減少した。全体でやや減益となったが、引き続き過去最高水準を維持した。
- ▶ 22年以降の経常利益の変動要因をみると、製造業、非製造業ともに売上高の拡大が改善に寄与する一方で、賃上げなどによる人件費増加が悪化要因となっている。製造業では、24年7～9月期や25年1～3月期は、人件費に加えて、調達コスト高などにより変動費が押し下げること減益となった。4月以降、円高進行やトランプ関税対応を受けた輸出価格の低下によって、製造業は売上高や変動費要因での悪化が懸念される。

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

経常利益の要因分解

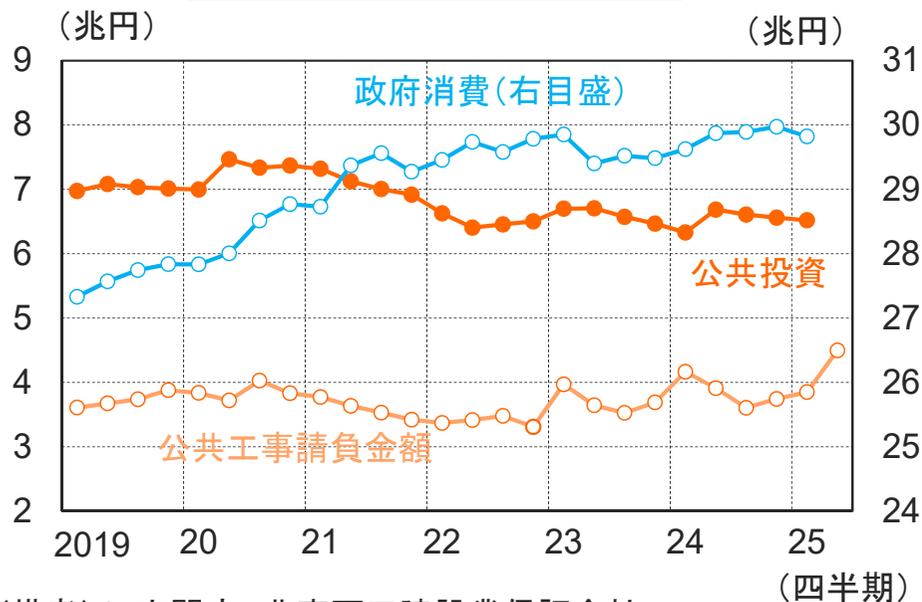


(備考) 1. 財務省 2. 金融保険業を除く全規模
3. 4四半期移動平均

公共投資は底堅い、住宅投資は横ばい

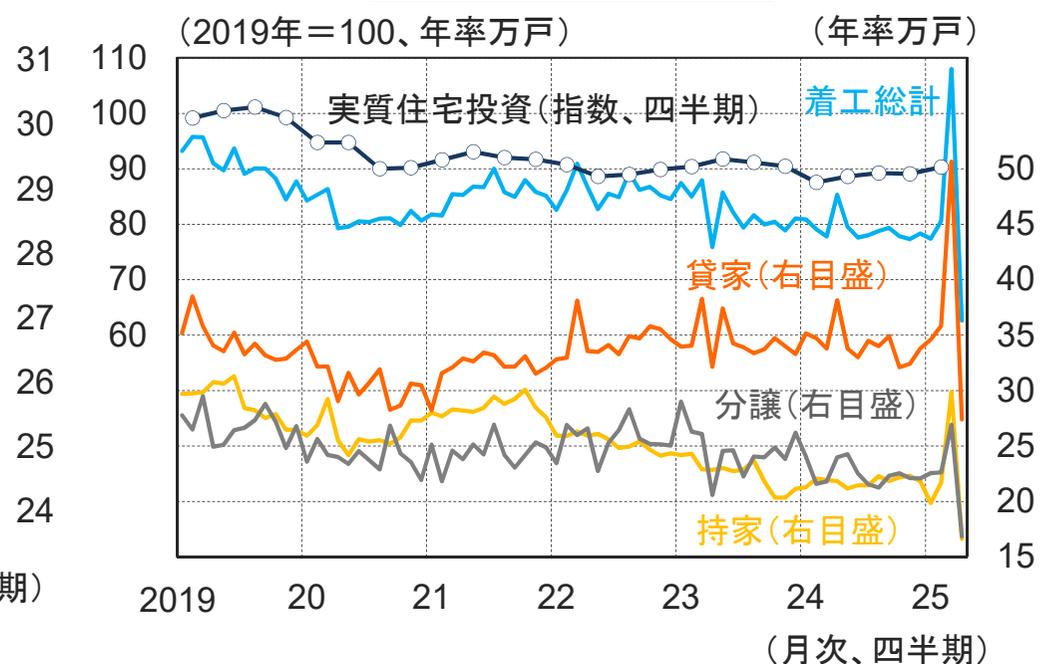
- ▶ 1～3月期の実質公共投資（GDPベース）は前期比年率2.5%減少した。24年度に入り持ち直した後は、おおむね横ばいとなっている。足元では先行指標の公共工事請負金額が増加しており、今後、公共投資は底堅く推移するとみられる。政府消費は5四半期ぶりに減少したが、今後は社会保障費を中心に増加基調が続くとみられる。
- ▶ 1～3月期の実質住宅投資（GDPベース）は前期比年率5.6%増加した。4月の住宅着工戸数は、省エネ基準の義務化を控えた駆け込みがあった前月の反動で前月比42%減少した。5月以降も反動減の影響が続くとみられ、それを加味すると、基調としては24年以降横ばいとなっている。

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
 3. 請負金額の25年4-6月期は4月のみ

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

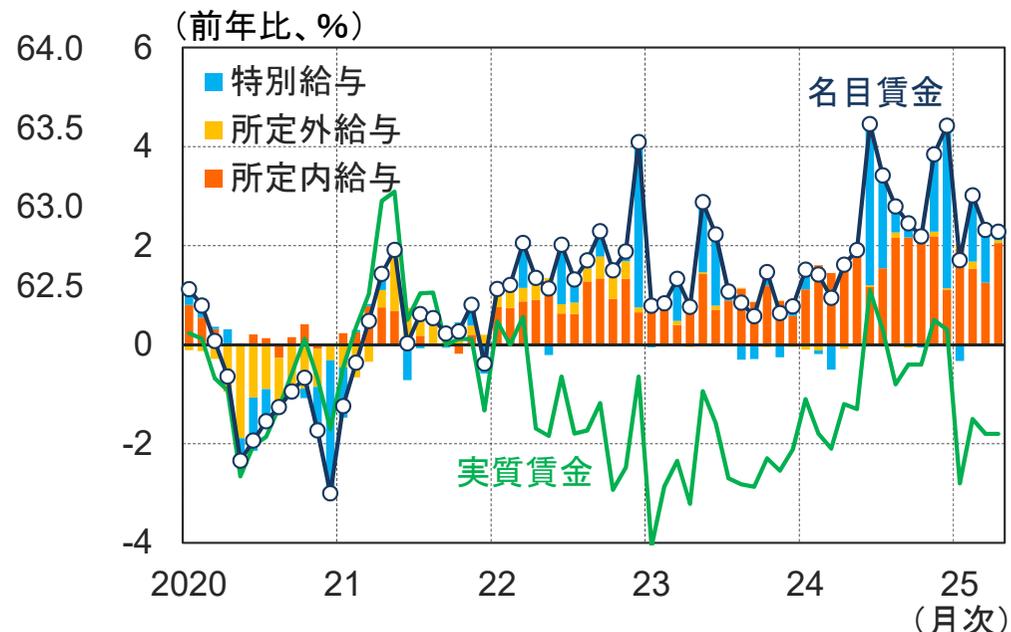
- ▶ 労働参加率は、25年2月以降、女性の就業者数がピークアウトする中で、4月は前月から横ばいとなった。有効求人倍率も横ばいとなったが、失業率も2.5%と低い水準で横ばいとなり、基調として雇用は改善している。
- ▶ 4月の現金給与の伸びは、前月の労働時間減少の影響がなくなったことで所定内給与の寄与が拡大し、前年比で2.3%増加した。春闘賃上げ率の25年第6回集計結果(連合)は5.26%と、前年(連合5.10%)並みの賃上げが見込まれる。実質賃金の伸びは、4月は食品の値上げにより引き続きマイナスとなったが、物価の伸び鈍化や賃上げの進行により、25年秋頃からプラスに転じるとみられる。

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

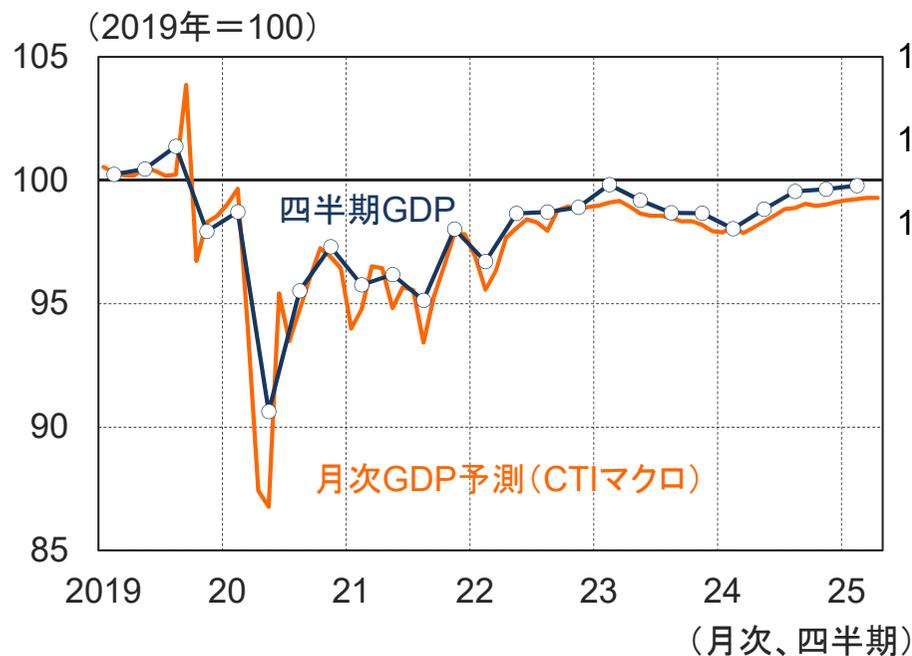


(備考) 1. 厚生労働省 2. 実質賃金は消費者物価(持ち家の帰属家賃を除く総合)で実質化

消費は回復に足踏み、小売売上高は弱含み

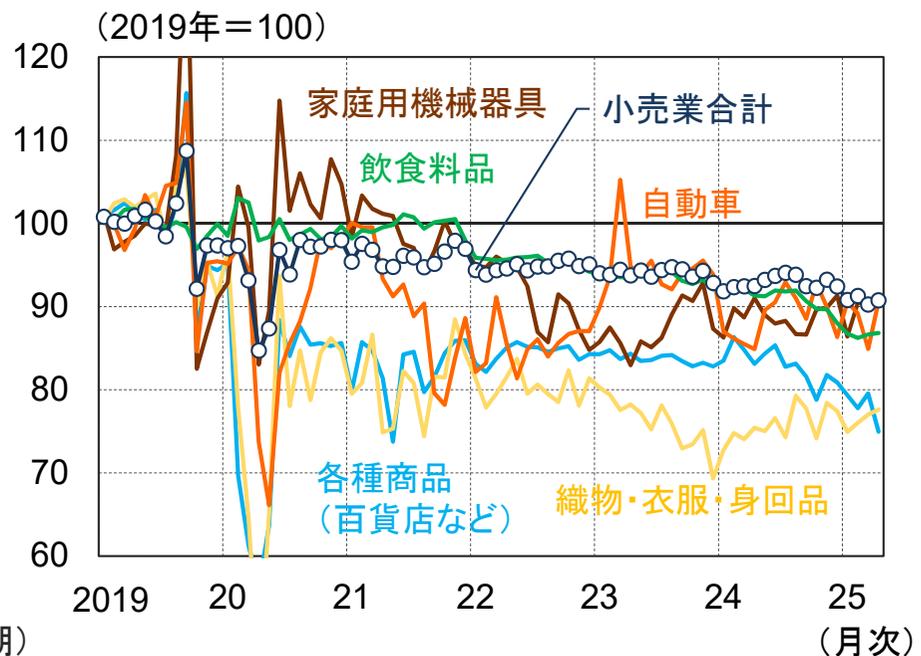
- ▶ 1～3月期の実質民間最終消費は、前期比年率0.6%増と小幅な増加にとどまり、回復が足踏みしている。4月の月次推計(総務省、CTIマクロ)は、全体で横ばいとなったが、今後は夏頃から実質賃金が上昇し、緩やかに回復に向かうとみられる。
- ▶ 4月の実質小売販売額は、身回品などを中心に百貨店などで低下したが、前月の自動車部品メーカー工場の事故による減産から復旧したことにより自動車を持ち直し、前月比0.5%増加した。

実質民間消費



(備考)内閣府、総務省

実質小売販売額

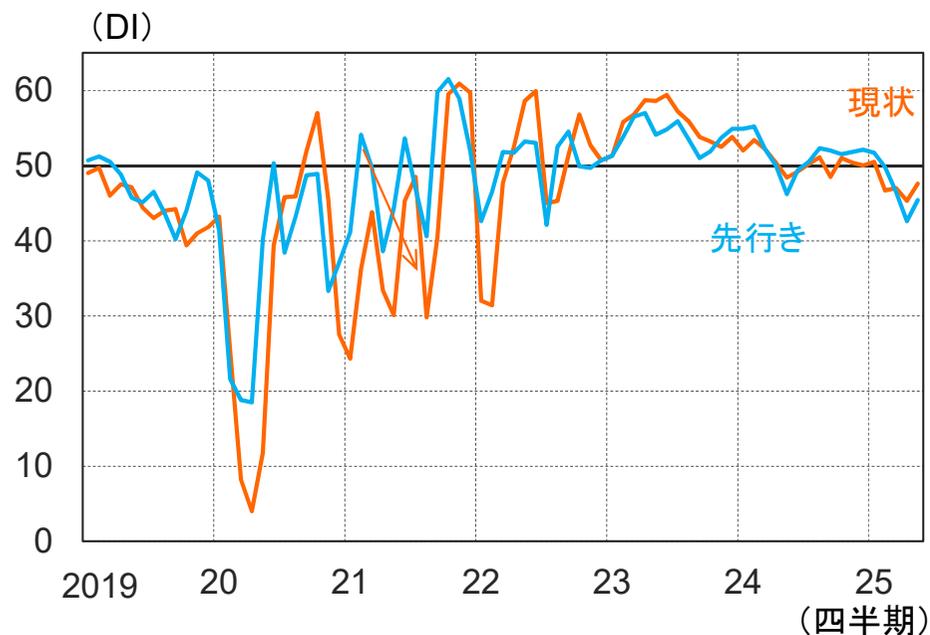


(備考)経済産業省

消費マインドは弱含み

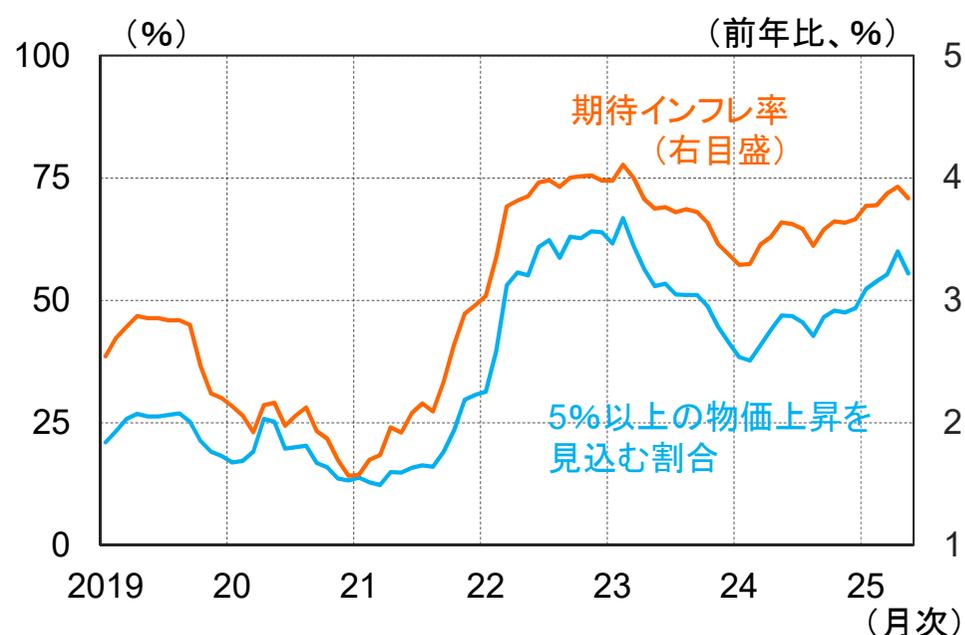
- ▶ 景気ウォッチャー調査(家計動向関連、サービス)は、25年初以降、好不調の目安である50を下回り、基調として弱含んでいるが、5月は好調な旅行需要により上昇し、現状判断DIは47.6となった。特に関西圏において、大阪・関西万博の開催による国内旅行需要やインバウンド需要の増加を挙げるコメントが多くみられた。
- ▶ 期待インフレ率は24年初以降、食料価格の高騰を背景に上昇した。5月は9ヵ月ぶりに低下したが、期待インフレ率は依然として高い水準にあるほか、1年後に5%以上の物価上昇を見込む割合も引き続き過半を超えているなど、消費マインド悪化への懸念は残る。

景気ウォッチャー調査(サービス関連)



(備考)内閣府

家計の期待インフレ率

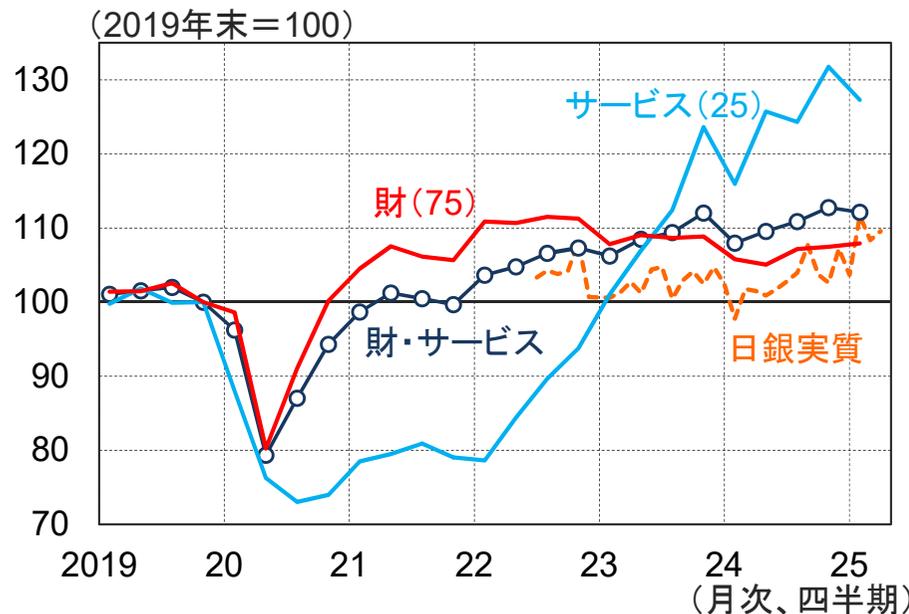


(備考)1. 内閣府によりDBJ作成 2. 期待インフレ率は、1年後の物価見通しの回答を加重平均したもの

輸出は横ばい

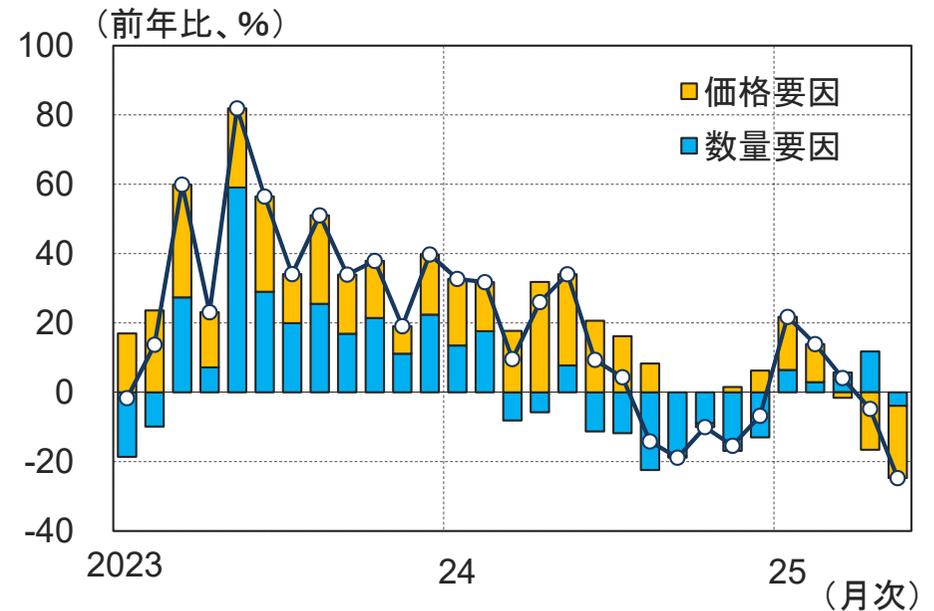
- ▶ 1～3月期の実質輸出(GDPベース)は前期比年率2.2%減少し、均すと23年半ば以降横ばいが続いた。財輸出は、輸送用機器を中心に小幅に増加した。サービス輸出は、インバウンドは堅調だったものの、前期に大きく増加した知的財産権等使用料受取の反動などにより減少した。
- ▶ 4/3より25%の追加関税が課されている自動車の米国向け輸出をみると、数量は25年初以降おおむね横ばいである。一方で、価格は4月に前年比16.6%低下と大きく下がり、5月は同20.8%低下と下落幅が拡大した。現時点では、企業は追加関税に対し、数量を維持するために価格の引き下げを行っている可能性がある。

実質輸出(GDPベース)



(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、1-3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

米国向け自動車輸出

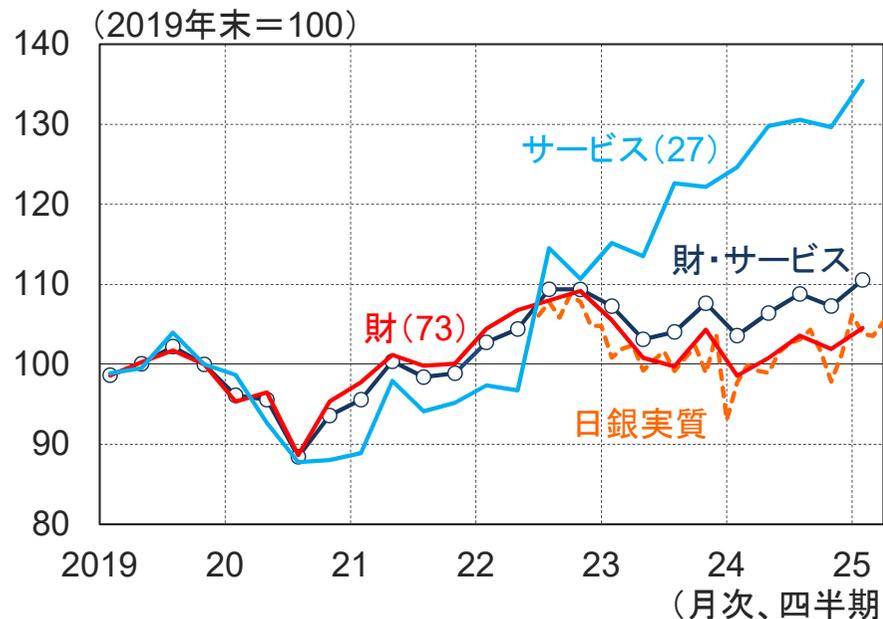


(備考) 財務省

輸入は横ばい

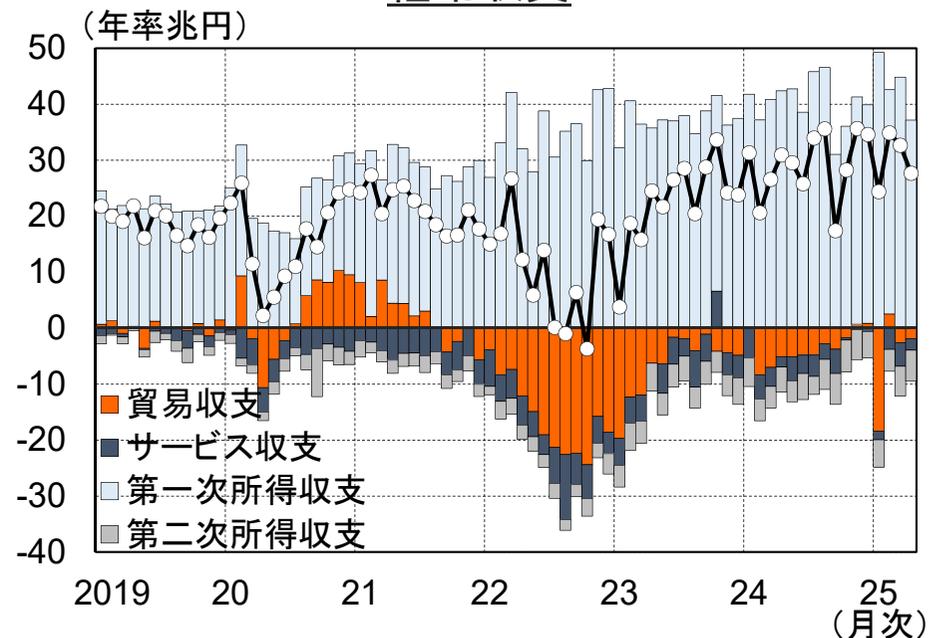
- ▶ 1～3月期の実質輸入（GDPベース）は前期比年率12.7%増加し、23年初以降、内需がもたつく中、横ばいが続いた。財輸入は、半導体製造装置などの一般機械や鉱物性燃料などが増加した。サービス輸入は、研究開発や専門経営コンサルティングなどのその他業務サービスを中心に増加した。
- ▶ 4月の経常収支は、前月から黒字が縮小したものの、高水準が続いた。サービス収支は、その他サービス収支の支払減少により赤字が縮小したほか、貿易収支は、電気機器などにより輸入が減少し、赤字が小幅に縮小した。第一次所得収支は、海外子会社からの配当の受け取り減少などにより黒字が縮小した。

実質輸入（GDPベース）



(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、1-3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

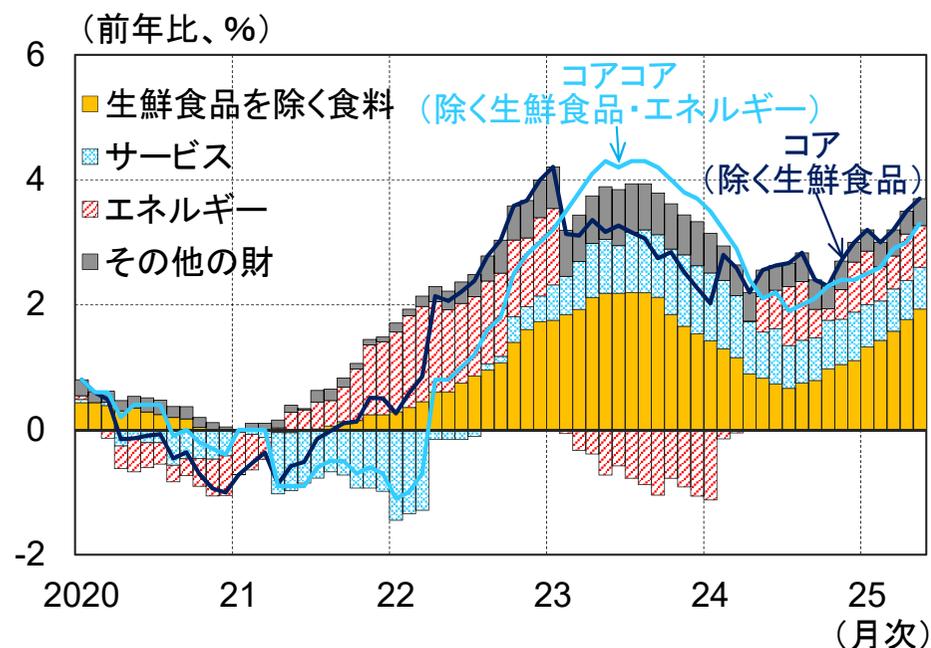


(備考) 財務省

消費者物価の伸びは小幅に拡大

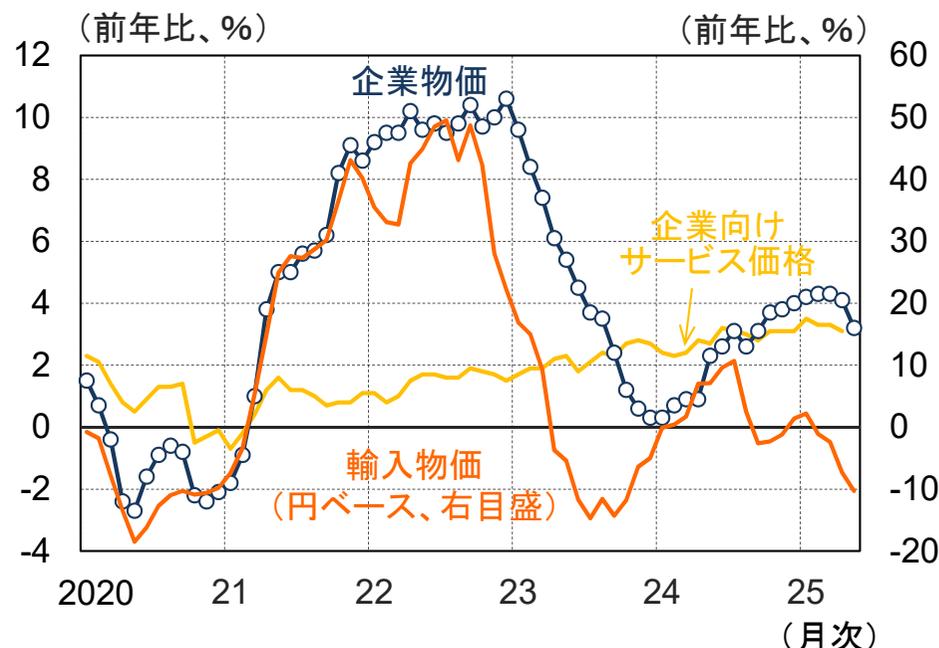
- 5月消費者物価(コア、除く生鮮食品)の伸びは、米類など食料が上昇し前年比3.7%へ小幅に拡大した。3月以降備蓄米が放出されているが、消費者物価の米類の調査対象は銘柄米であり、備蓄米で主流であるブレンド米は含まない。今後のコメ価格は、24年末にはすでに高騰していたことに加え、備蓄米放出による銘柄米への価格低下圧力もあり、25年末にかけて前年比の伸びは大幅に縮小するとみられる。
- 5月企業物価の伸びは、原油価格の下落により石油製品を中心に鈍化し前年比3.2%となり、6カ月ぶりに3%台となった。5月輸入物価も、油価低下に加え円高により前年比10.3%低下した。企業向けサービス価格は人件費上昇の転嫁が進み、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

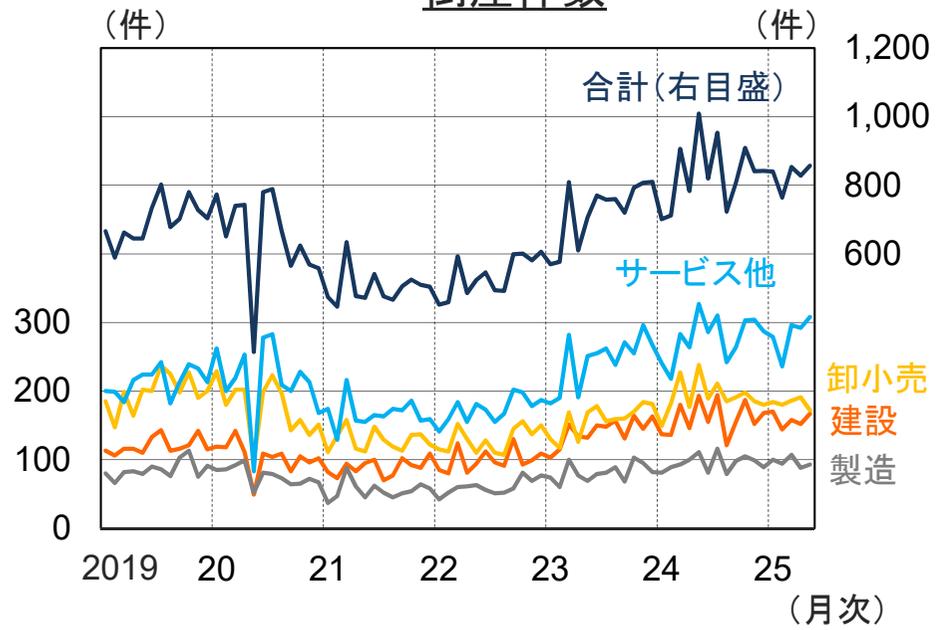


(備考) 日本銀行

倒産はおおむね横ばい、企業向け貸出残高は緩やかに増加

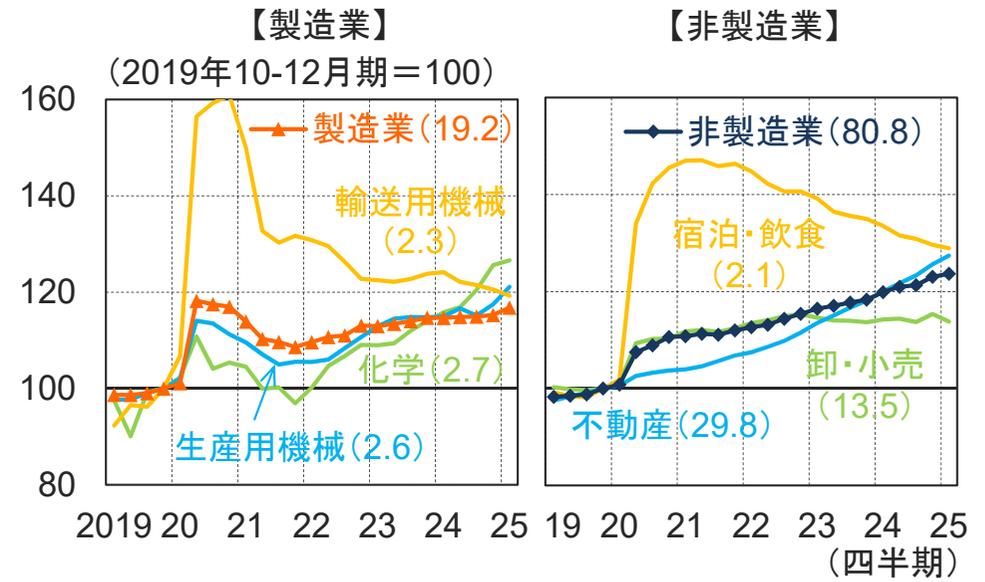
- ▶ 5月の企業倒産件数は857件となり、ゼロゼロ融資の返済開始がピークを迎えた24年春以降、おおむね横ばいとなっている。人手不足を要因に建設業がコロナ前を上回るほか、足元ではコメ価格の高騰もあり飲食業を中心にサービス業が高止まっている。今後の倒産件数は、人件費の上昇や十分な価格転嫁が進まないこと、借入金利の上昇もあり、13年来の水準での横ばいが続く可能性がある。
- ▶ 1～3月期の企業向け貸出残高は緩やかに増加した。製造業は、輸送用機械などが減少したものの、化学や生産用機械などにより増加した。非製造業は、ウエートの大きい不動産の堅調により増加が続いた。4月以降のトランプ関税の影響については、設備投資への資金需要が減少する一方、輸出企業を中心に業況が悪化すれば運転資金需要が増加するとみられる。

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1-3月期のウエート、% 4. 季節調整はDBJによる

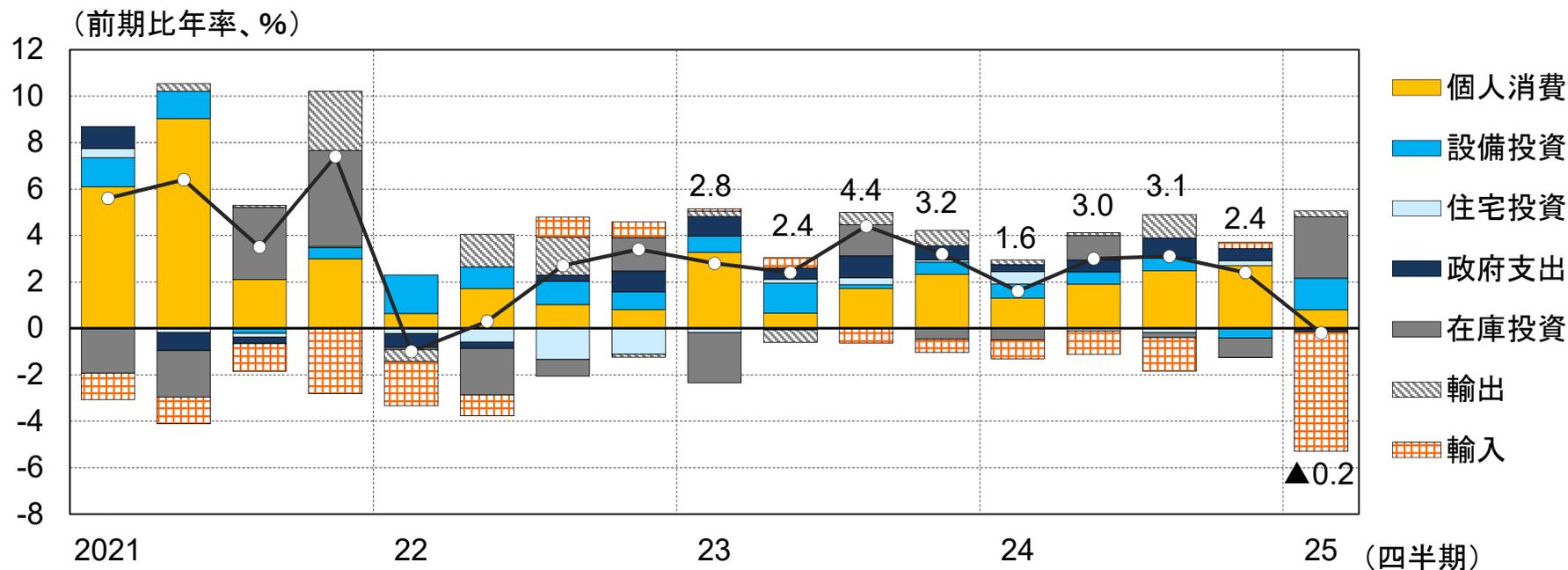
Section 3

海外經濟

米国：減速が見込まれるも底堅く成長

- 2025年1～3月期の実質GDP(改定値)は、前期比年率0.2%減少した。関税引き上げ前の駆け込みを背景に在庫投資が増加し、ボーイングのストライキ終了も設備投資の増加に寄与したが、輸入が大幅に増加し3年ぶりにマイナス成長となった。
- 4～6月期は駆け込みの反動減により輸入がプラス寄与となり、1%以上の成長が予想される。その後、消費など内需の伸び鈍化により、ゼロ%台の低い成長が見込まれる。
- トランプ政権の政策に伴う先行き不確実性は依然として高いものの、対中関税の大幅な引き下げなどにより、過度な懸念は和らいでいる。雇用などの底堅さが維持され、景気後退は免れるとみられている。

実質GDP成長率

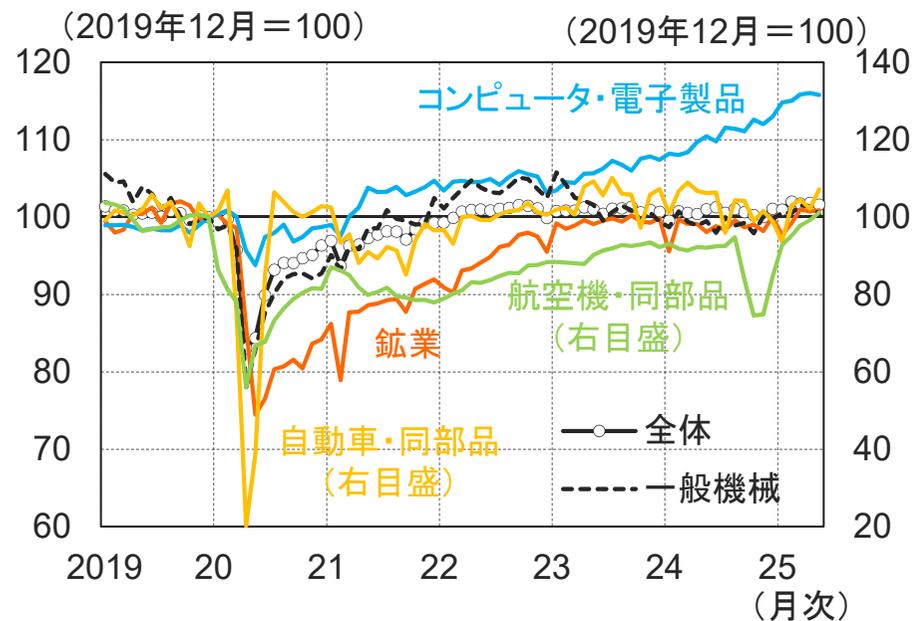


(備考)米商務省

米国：鉱工業生産は横ばい、小売は駆け込みからの反動もあり減少

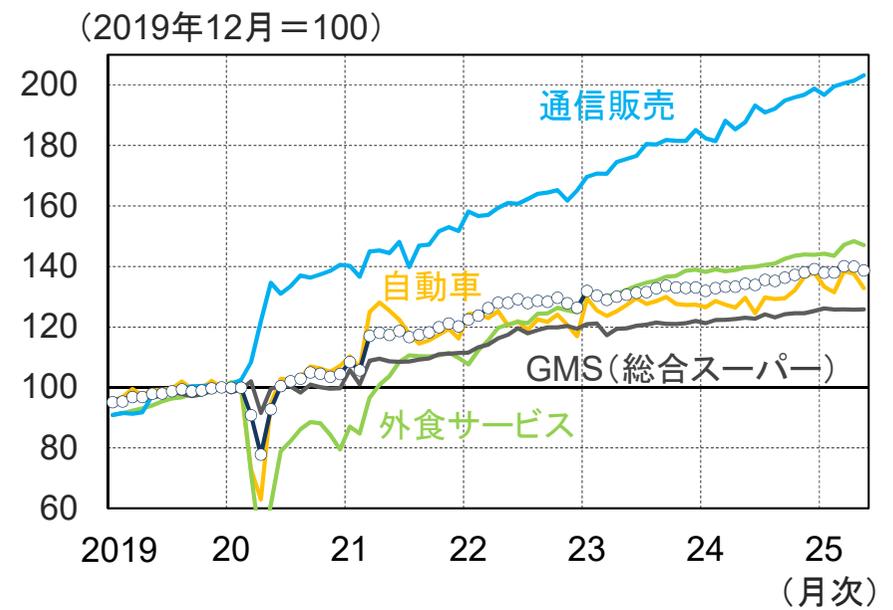
- 5月鉱工業生産は前月比0.2%減少し、足元では伸び悩む動きとなっている。昨年秋のストライキ後の航空機・同部品の増加が続くほか、自動車・同部品も増加したが、コンピュータ・電子製品や一般機械が減少した。
- 5月小売売上高は前月比0.9%減少した。堅調だった外食サービスが減少したほか、関税前の駆け込みからの反動もあり、自動車が減少した。一方、在庫積み増しなどによりインフレ率は拡大しない中、通信販売などは増加が続いた。

鉱工業生産



(備考)FRB

小売売上高

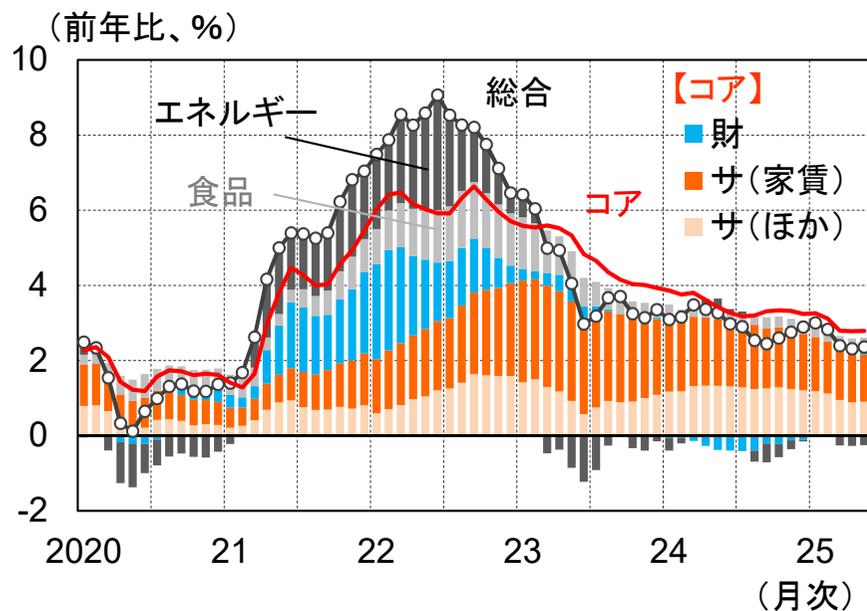


(備考)LSEG Datastream

米国：消費者物価の伸びはやや拡大、労働市場は底堅い

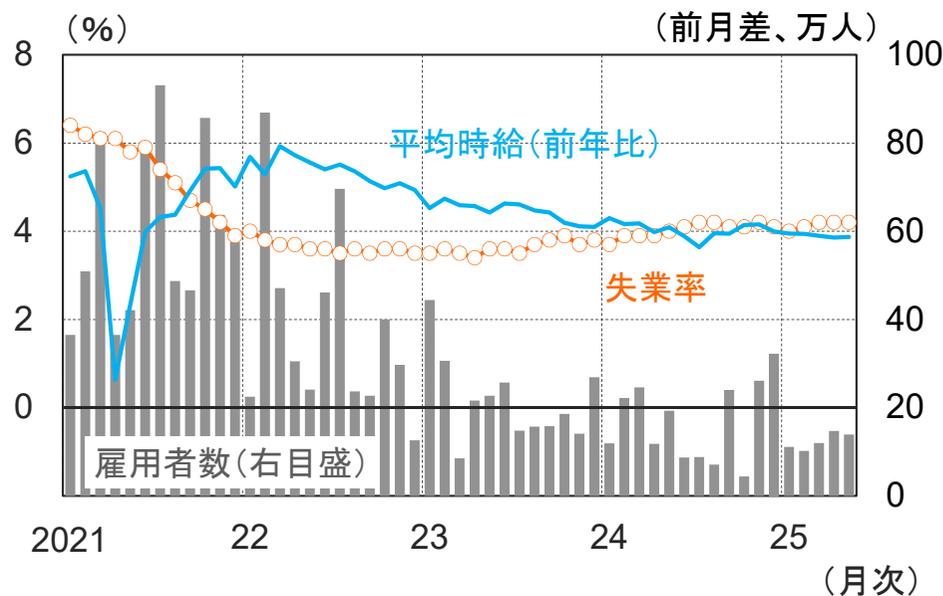
- ▶ 5月消費者物価は、前年比2.4%上昇し、伸びが4ヵ月ぶりに拡大した。伸びの拡大は小幅にとどまり、駆け込み前に調達した在庫品や一部対米輸出企業の値下げなどにより、関税引き上げの影響は限定的だった。今後、在庫品の消化が進むにつれて、夏には伸び幅の拡大が顕著になるとみられる。
- ▶ 5月雇用者数は13.9万人増となり、人口増などから試算される潜在労働力人口の増加(約15万人)に近い底堅い伸びが続いた。連邦政府職員の減少が続くほか、製造業や小売も小幅に減少したが、関税引き上げの影響を受けにくいヘルスケアや娯楽・宿泊・飲食の増加が続いた。

消費者物価



(備考)米労働省によりDBJ作成

雇用統計



(備考)米労働省

米国：地区連銀報告は関税の影響を指摘、FOMCは政策金利を据え置き

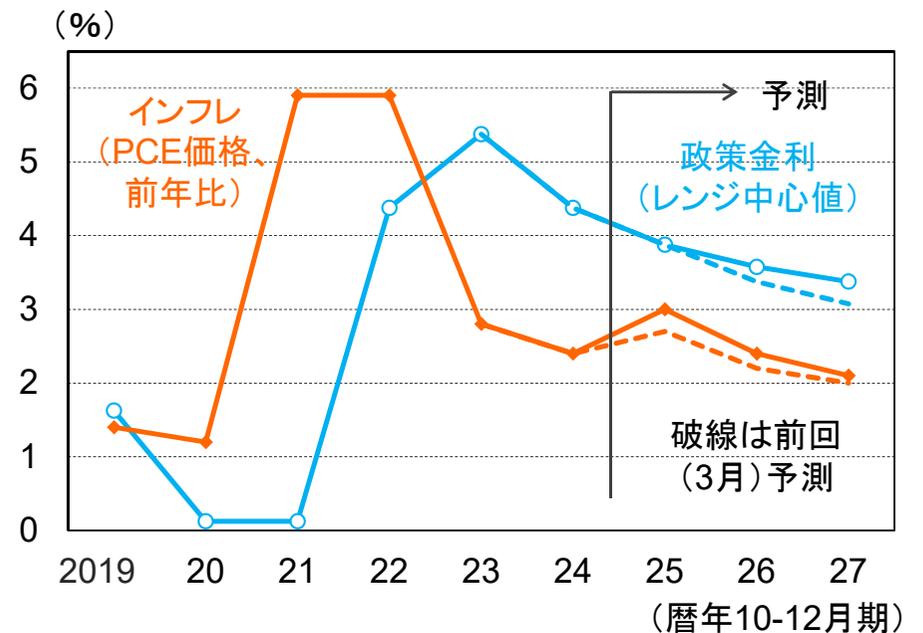
- ▶ FOMC会合前に公表された5月の地区連銀報告（ページブック）では、経済活動は幾分縮小しているとし、トランプ政権の政策や経済の不確実性が高まる中、企業や家計が慎重になっていると指摘した。労働市場は大きな変化がみられない一方、関税引き上げに伴い値上げを予定する企業は、3ヵ月以内に実施すると示された。
- ▶ 6/17～18開催のFOMCでは、4会合連続で政策金利を据え置いた（4.25～4.5%）。パウエル議長は関税による物価上昇への影響は夏に顕在化するとの見方を示した。同時公表のFOMCメンバー見通しでは、年内の利下げは2回と前回（3月）予測から変わらなかったものの、利下げしないと予想する人数が増えたほか、26年以降の利下げ回数も減少した。

5月の地区連銀報告（ページブック）

経済活動全体	<ul style="list-style-type: none"> • 前回（4月）に比べてわずかながら縮小（6地区縮小、3地区変化なし、3地区拡大） • 消費は強弱交じりで、一部では価格上昇前の駆け込みがみられる • 先行きはやや悲観および不確実性が残る
雇用	<ul style="list-style-type: none"> • 雇用の状況は前回からほとんど変わらず、先行きの不確実性から一部では減らす動き • 賃金は緩やかに上昇したものの、多くの地区で上昇圧力が低下
物価	<ul style="list-style-type: none"> • 物価は緩やかに上昇 • コストや販売価格の伸び拡大の予想が広がった • 値上げする企業は3ヵ月以内実施予定

（備考）FRBによりDBJ抜粋

FOMCメンバー見通し（6月）

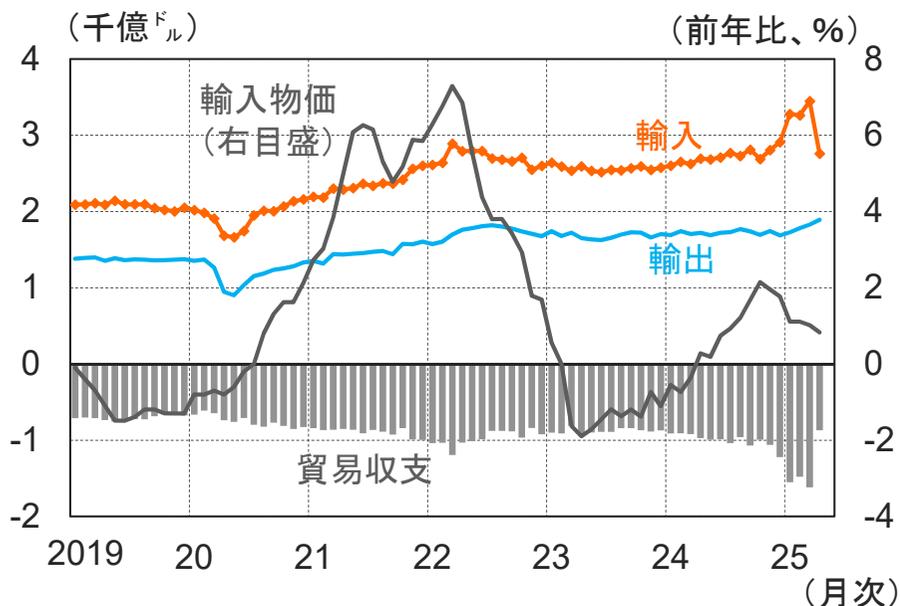


（備考）1. FRB 2. PCE価格は10-12月期の前年比

米国: 輸入は関税引き上げ前の駆け込みから減少

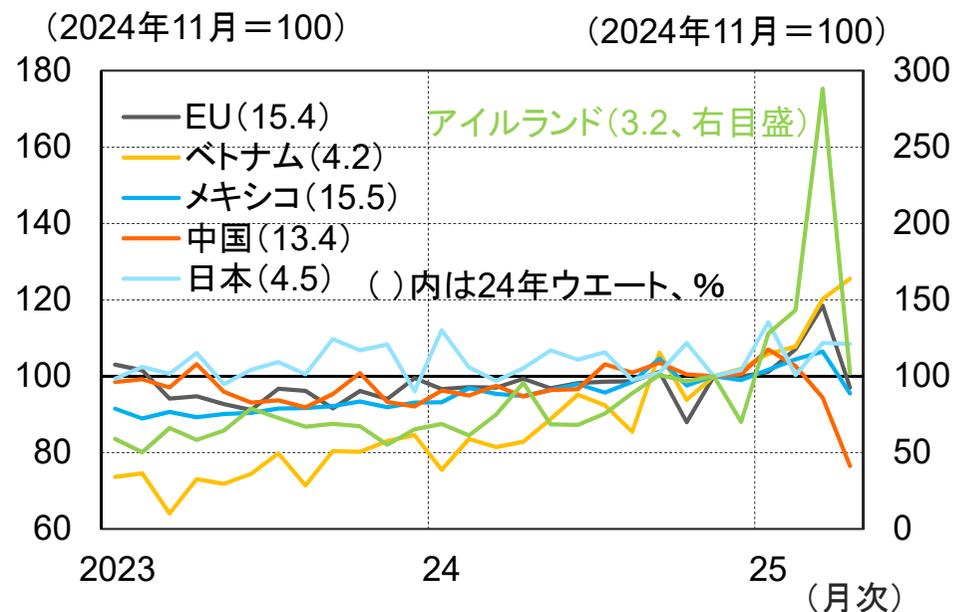
- ▶ 4月の輸入は関税引き上げ前の駆け込みによる急増からの反動により、前月から約2割減少した。一方、中国を除くと米国に対する大規模な報復関税は課されていないため、輸出増が続き、貿易赤字は大幅に縮小した。4月の輸入物価(除く食品・エネルギー)は前年比0.8%上昇と伸びが鈍化しており、トランプ関税の影響はまだみられていない。
- ▶ 輸入を地域別で見ると、ベトナムは中国からの迂回輸入もあり、4月も増加が続いたが、医薬品を中心とするアイルランドをはじめ、ほぼすべての地域からの輸入が減少した。中国からの輸入は24年の年末商戦から駆け込みがみられ、2月からすでに減少しており4月も大きく減少した。

貿易統計



(備考) 1. 米商務省 2. 輸入物価は食品・エネルギーを除く

地域別輸入

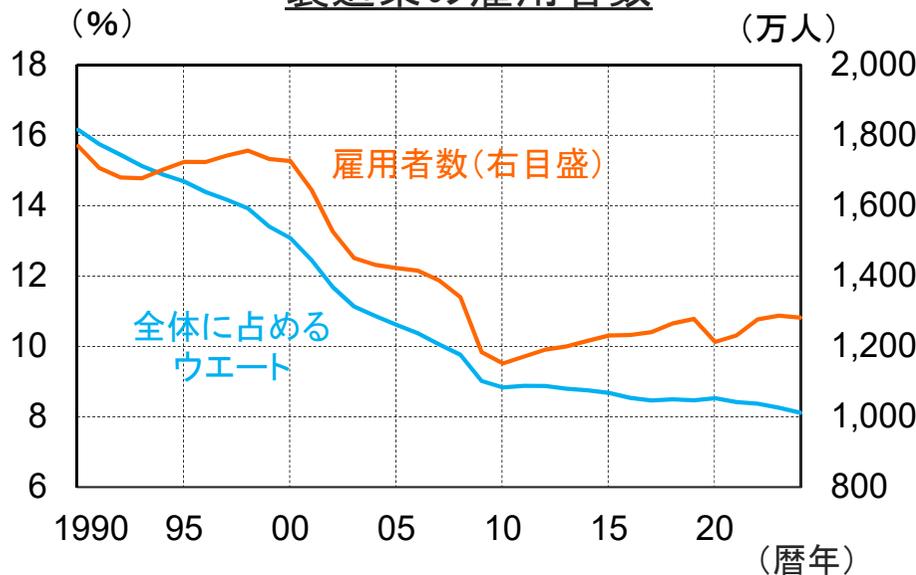


(備考) 1. 米商務省によりDBJ作成 2. EUはアイルランドを除く

米国:トランプ政権は製造業の復興を目指すも、人手不足のハードルが高い

- ▶ 米国の製造業は、2000年代から中国のWTO加盟などによりグローバル化が進展する中、海外移転の加速などで雇用者数が大きく減少し、貿易赤字も急増した。リーマンショック以降は、景気回復などにより雇用者数がやや増加したものの、産業全体に占めるウエートは低下が続いている。
- ▶ トランプ大統領は、関税引き上げや対米投資の促進などにより、製造業の復興を図るとしている。しかし、ハイテク産業だけではなく、自動車、鉄鋼、造船、さらにスマートフォンなどの組立加工産業まで幅広い分野での米国生産を目指しており、生産コスト上昇のほか、人手不足の懸念も強い。
- ▶ 仮に製造業雇用者数のウエートを2000年の水準に高めると、足元から約780万人を増やす必要がある(60%増)。米国の雇用者数が全体で年約200万人しか増えないことを踏まえると、そのハードルは高い。鉄鋼など一部では達成する可能性があるものの、電気機械・家電は70%増、電子通信機器は倍増が必要で、繊維・アパレルなど国内回帰を目指さないとみられる産業を除いても、実現は容易ではない。

製造業の雇用者数



(備考)米労働省

2000年のウエートに高めるための
必要な雇用の増加数

	万人	伸び率(%)
製造業	784	61
紙・プラスチック・ゴム	139	97
電子通信機器	115	112
繊維・アパレル	104	383
家具・木材製品	79	104
一般機械	62	56
自動車・同部品	55	54
電気機械・家電	29	71
一次金属(鉄鋼等)	24	57

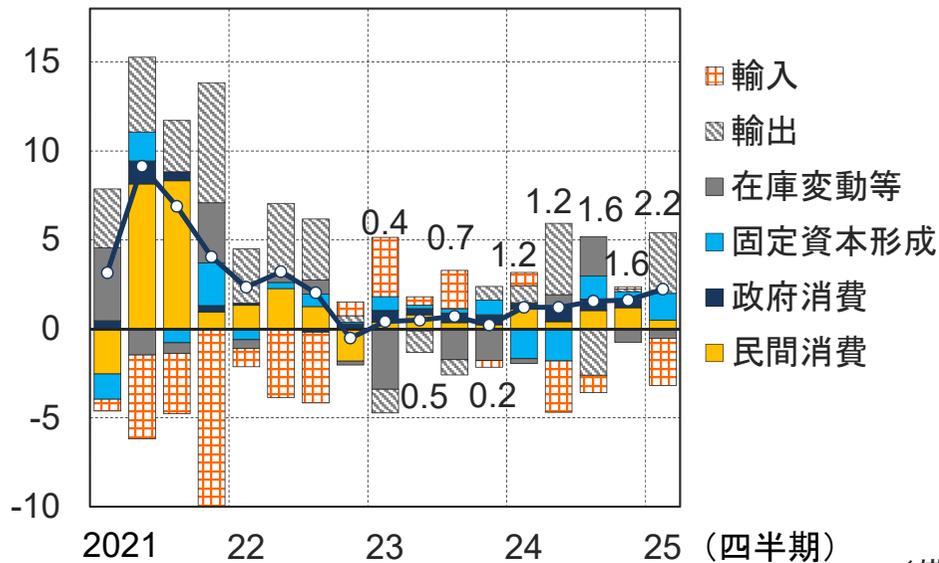
(備考)米労働省によりDBJ作成

欧州：緩やかに回復している

- ▶ EUの2025年1～3月期GDP(確定値)は、前期比年率2.2%増加した。トランプ関税発動前の駆け込みにより輸出が大きく増加したほか、固定資本形成も高い伸びとなった。国別では、前期マイナスだったドイツ、フランスがプラス成長となった。また、医薬品でトランプ関税を見据えた駆け込み輸出がみられたアイルランドが前期比9.7%と大幅に増加した。
- ▶ 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。5月に欧州委員会が発表したGDPの見通しでは、25年の成長率は1.1%と、24年並みの成長となる。トランプ関税公表前は、25年は成長が加速するとみられていたが、トランプ関税による輸出の下押しや先行き不透明感から、輸出や設備投資の回復が遅れるものと見込まれる。

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

(前期比年率、%)

(前年比、%)

	2024年				2025年	24年	25年	26年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	実績	見通し	見通し
EU27カ国	1.2	1.2	1.6	1.6	2.2	1.0	1.1	1.5
ユーロ圏	1.0	0.9	1.6	1.2	2.5	0.8	0.9	1.4
ドイツ	0.9	▲1.2	0.4	▲0.8	1.7	▲0.2	0.0	1.1
フランス	0.4	0.8	1.5	▲0.3	0.5	1.1	0.6	1.3
イタリア	0.7	0.8	▲0.0	0.8	1.1	0.5	0.7	0.9
スペイン	4.2	3.3	2.9	2.9	2.3	3.2	2.6	2.0
英国	3.7	1.8	0.0	0.4	2.9	1.1	1.1	1.2

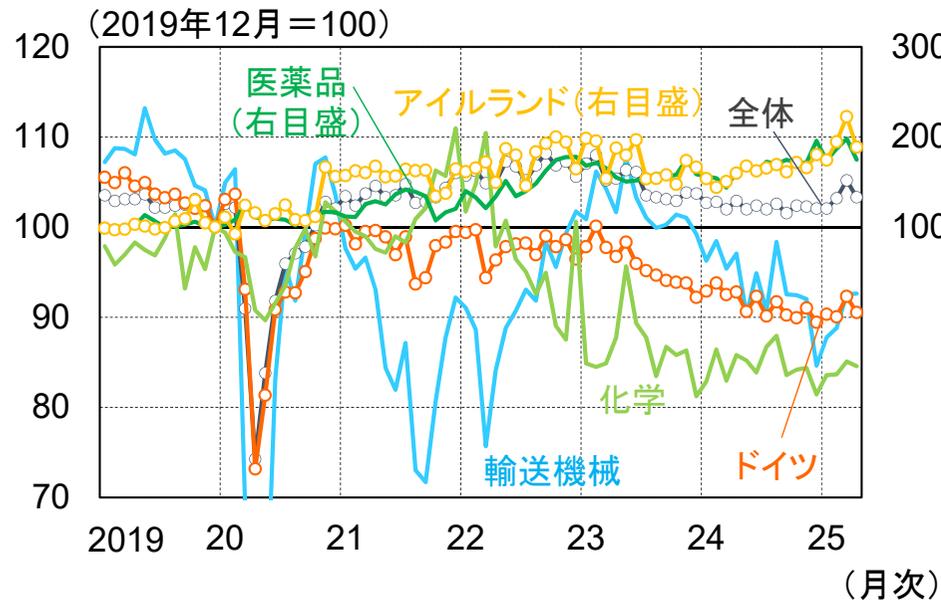
(備考) 1. Eurostat、英国統計局

2. 見通しは欧州委員会(25年5月)、英国のみBOE(25年5月)

欧州：生産は駆け込みの反動で減少、小売は緩やかに回復

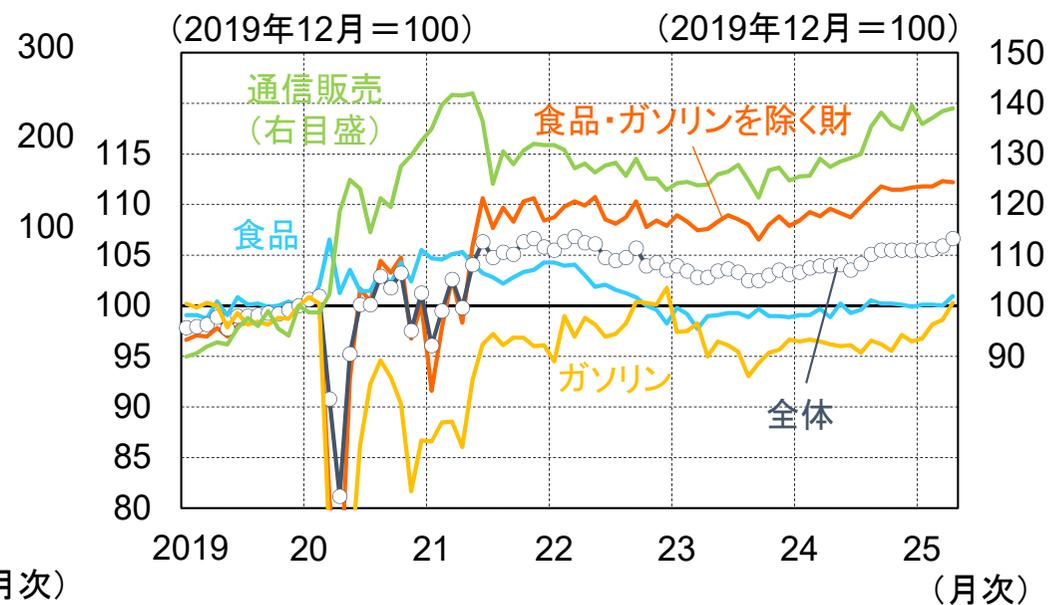
- ▶ EUの4月の鉱工業生産は前月比1.8%減少した。前月の米国への駆け込みの反動によりドイツやアイルランドを中心に大幅な減少となったが、均してみると25年初から緩やかに増加している。品目別では、医薬品や化学などが減少した。
- ▶ EUの4月の実質小売売上高は3ヵ月連続で増加した。イースター休暇もありガソリンの増加が続いた。24年夏にかけてパリ五輪などにより伸びが高まった後、経済の先行きに対する消費者マインドの悪化もあり一服したが、インフレ鈍化が進んでおり足元で緩やかに回復している。

EUの鉱工業生産



(備考) Eurostat

EUの実質小売売上高

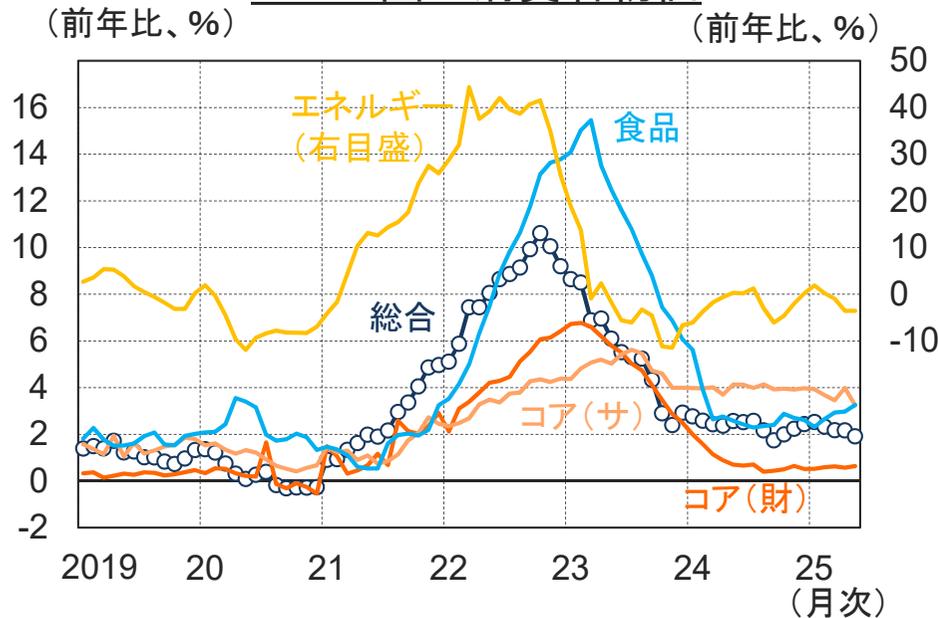


(備考) 1. Eurostat 2. 自動車を除く

欧州：消費者物価の伸びは鈍化、ECBは7会合連続で利下げ

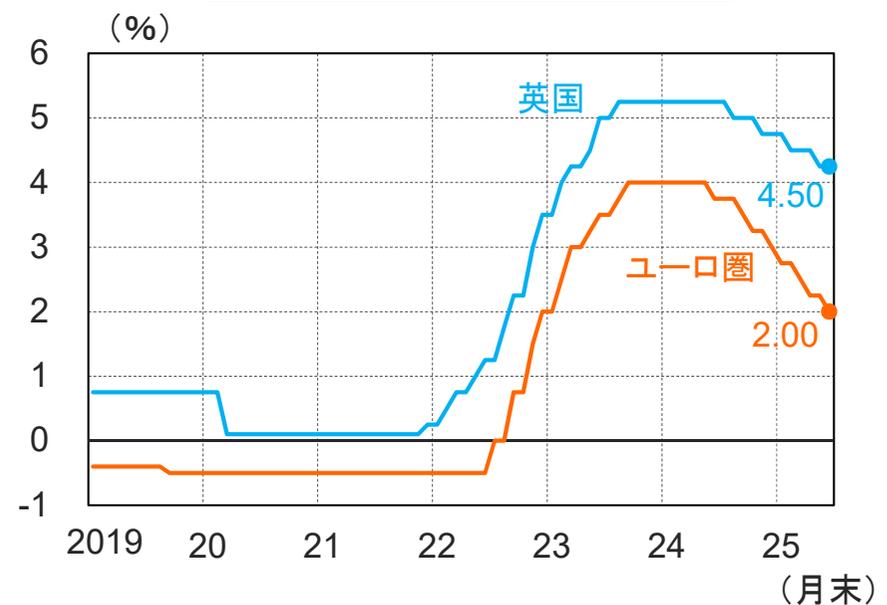
- ▶ ユーロ圏の5月の消費者物価の伸びは、前年比1.9%となり前月から鈍化し、ECB目標の2%を下回った。マイナス幅が拡大していたエネルギーは横ばいの一方で、賃金の伸び鈍化によりサービスが3.2%に低下した。ECBの見通しでは、コア物価の鈍化により26年まで2%を下回る伸びが続くとみられる。
- ▶ ECBは、6月に7会合連続で利下げを行った(預金ファシリティ金利:2.25%→2.00%)。ユーロ圏は英国に比べインフレ懸念が弱かったことなどから、速いペースで利下げを行っている。ユーロ圏中立金利のECB推計値(1.75%~2.25%)の中間に到達し、ラガルド総裁は、利下げ局面は終わりを迎えつつあるとの認識を示した。ECBはインフレ抑制に成功しており、米EU間の関税交渉やトランプ関税の景気への影響を見極めた上で、25年後半にもう1回利下げを行い利下げを終了するとみられる。

ユーロ圏の消費者物価



(備考)Eurostat

ユーロ圏、英国の政策金利

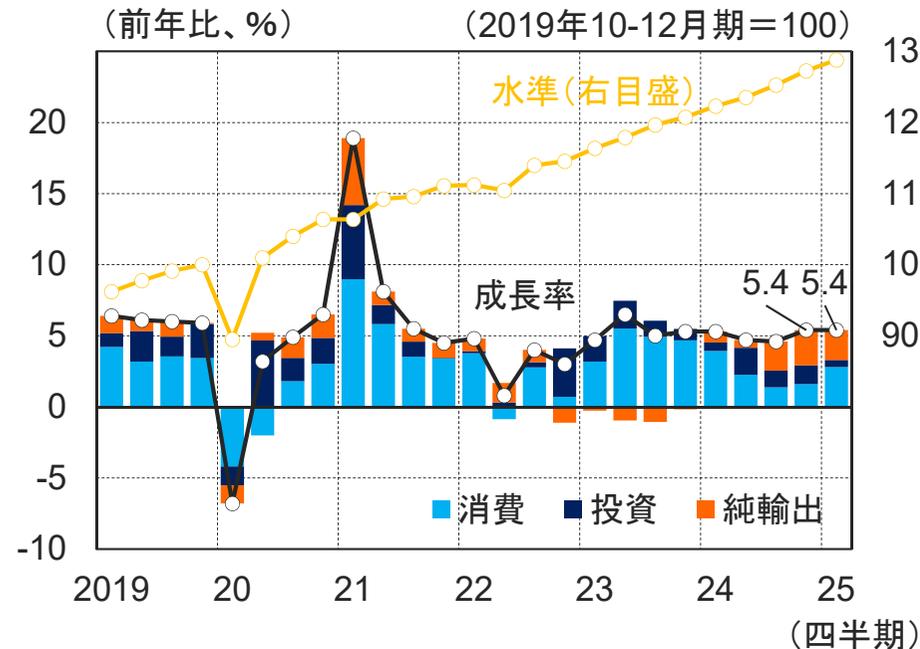


(備考)1. ECB、BOE 2. ユーロ圏は預金ファシリティ金利

中国：持ち直しつつあるも、減速が懸念される

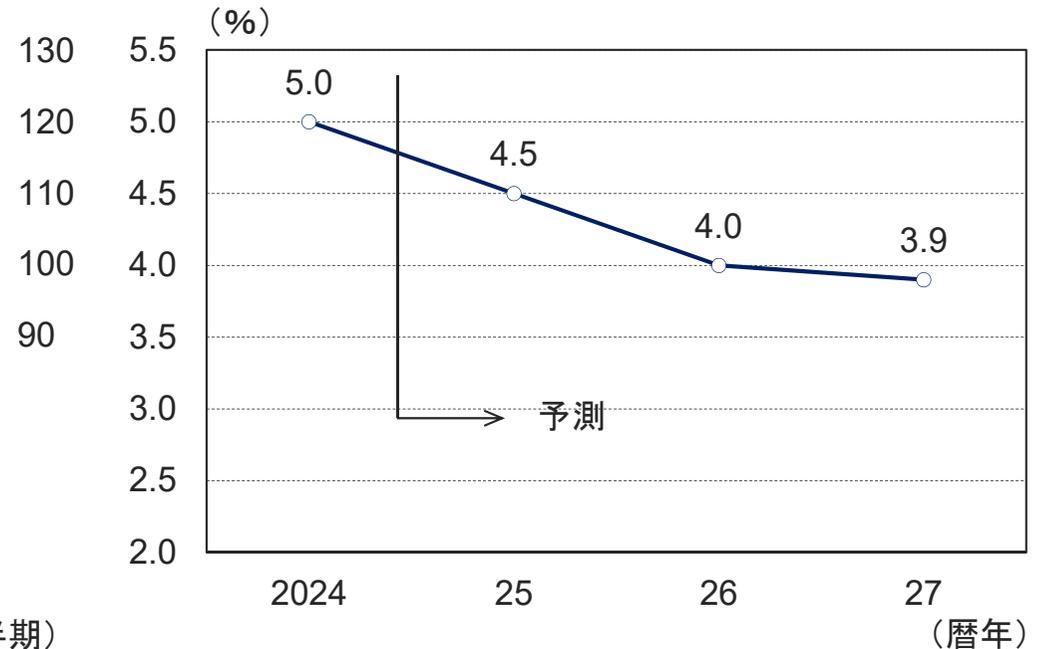
- ▶ 2025年1～3月期の実質GDPは前年比5.4%増加し、24年半ばの減速から持ち直しつつある。住宅市場の低迷が長引く中で投資が縮小する一方、耐久財の買い替え促進策や春節休暇での堅調なサービス需要などを背景に消費が拡大した。純輸出は、4月からの米相互関税を前にした駆け込み輸出や、輸入の減少により、好調が続いた。ただし、先行きは駆け込み輸出の反動もあり、減速が懸念される。
- ▶ 世界銀行は6/10に公表した経済見通しで、25年の成長率を4.5%、26年は4.0%と、前回1月予測から据え置いた。トランプ関税による輸出の減速を、25年初に拡充した政策支援が相殺する。ただし、政府は現時点で追加の支援策に慎重であるため、政府目標の「5%前後」は下回る。27年は、生産性の伸びの低下や高齢化などにより、成長は一段と鈍化するとした。

実質GDP成長率



(備考) 中国国家統計局、CEIC

世界銀行見通し

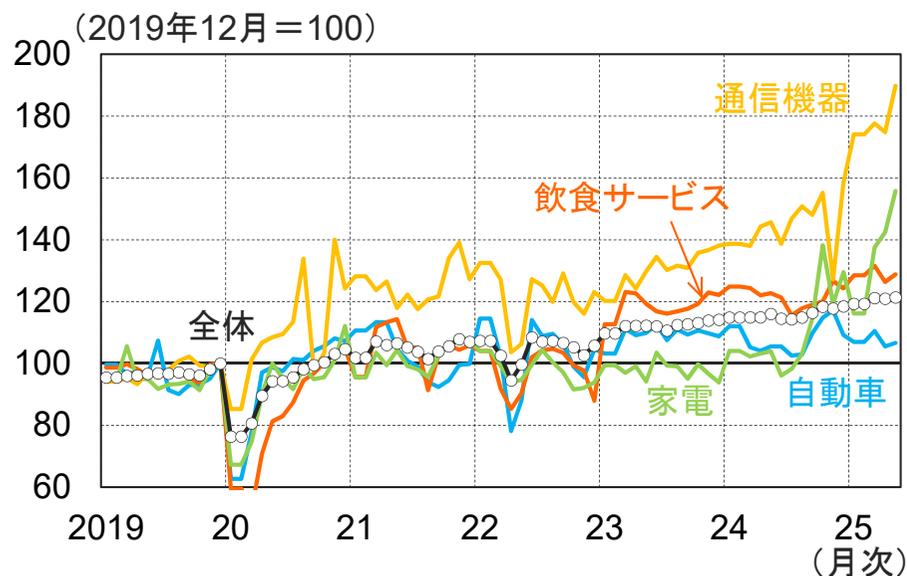


(備考) 世界銀行

中国：小売は政策支援により好調、固定資産投資は緩やかに増加

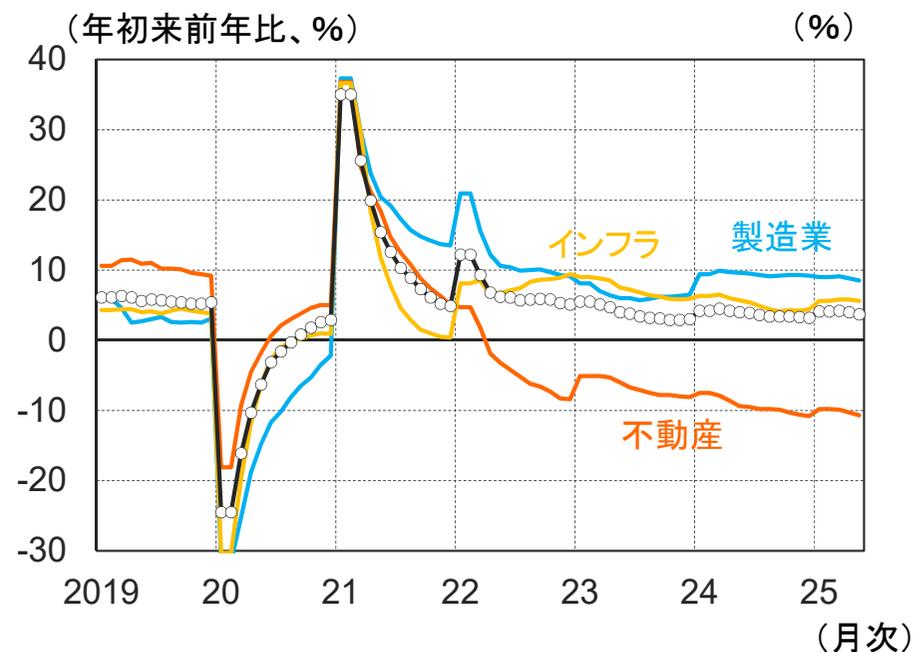
- ▶ 5月の小売売上高は、前年比6.4%増加した。1月に拡充された耐久財の買い替え促進策により、家電や通信機器を中心に好調が続いた。なお、自動車は、政策支援の対象ではあるものの24年末から売上高が伸び悩んでいる。一方、販売台数は堅調に増加しており、低価格帯の販売シェアが高まったとみられる。
- ▶ 5月の固定資産投資は年初来前年比3.7%増と、緩やかに増加している。不動産は下落幅がやや縮小するものの、22年春以降マイナスの伸びが続き低迷している。一方、政府債の発行増もあり、インフラ投資は25年に入り堅調なほか、製造業の設備投資も24年に続き好調を維持している。

小売売上高



- (備考) 1. 中国国家统计局、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月は年初来累計の平均値

固定資産投資

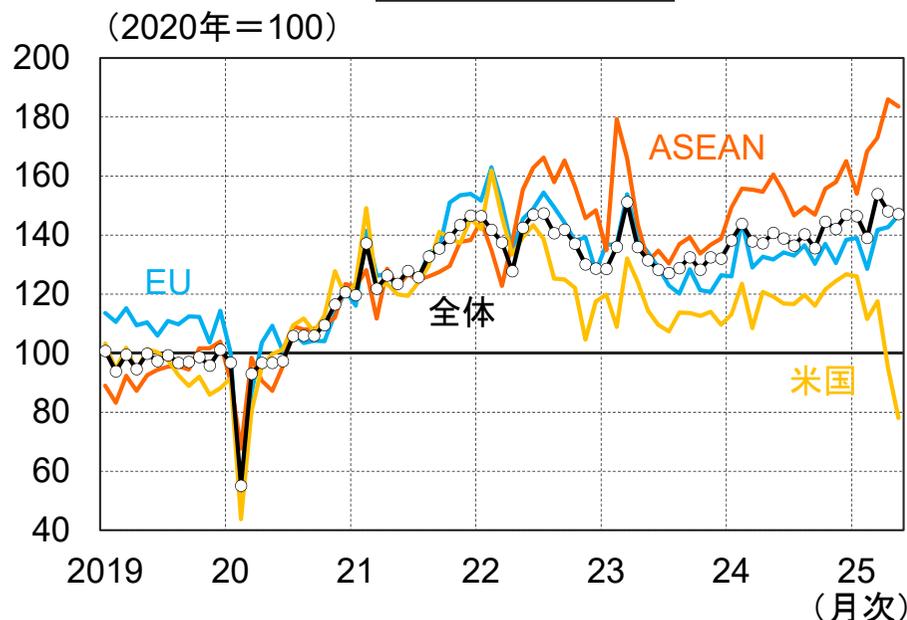


- (備考) 中国国家统计局、CEIC

中国:輸出は米国向けが減少も高水準を維持、デスインフレが継続

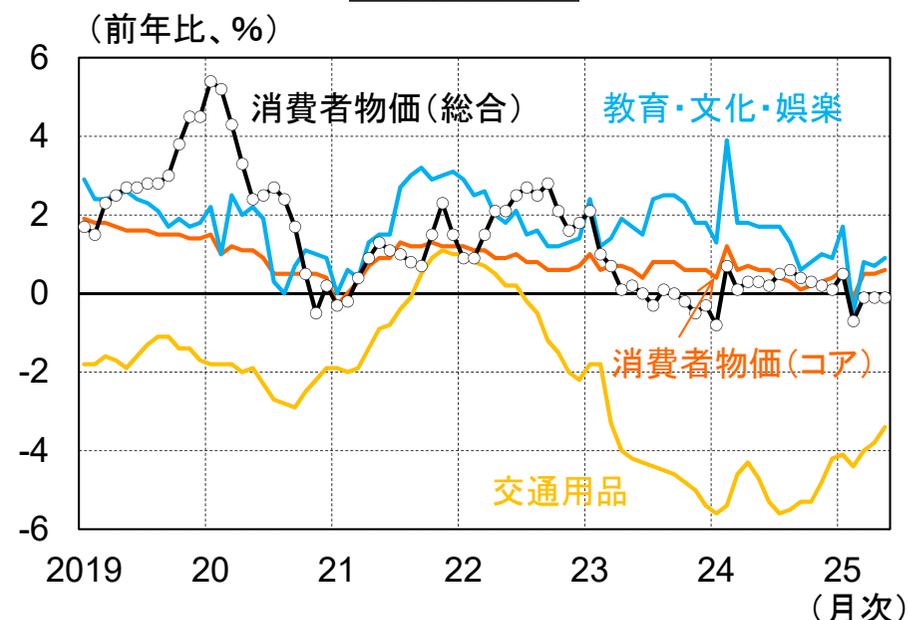
- ▶ 5月の輸出は前年比4.8%増加し、24年末以降の高水準を維持した。ASEAN向けは、相互関税の上乗せ停止中に生産を急ぐ現地企業の駆け込みのほか、迂回輸出も生じたとみられ、好調が続いた。一方で米国向けは、25年に入り減少基調となっている。5/14からの対中関税引き下げの効果は、5月の貿易統計ではみられなかったものの、今後夏場にかけては増加する可能性がある。
- ▶ 5月の消費者物価は前年比0.1%下落し、4カ月連続でマイナスの伸びとなった。コア物価は、自動車やバイクなど交通用品の下落幅が縮小したほか、旅行など教育・文化・娯楽の上振れなどにより、小幅に拡大した。もっとも、コア物価は22年半ば以降1%以下の低い伸びが続き、需要の弱さを背景にデスインフレ基調が長引いている。

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

消費者物価

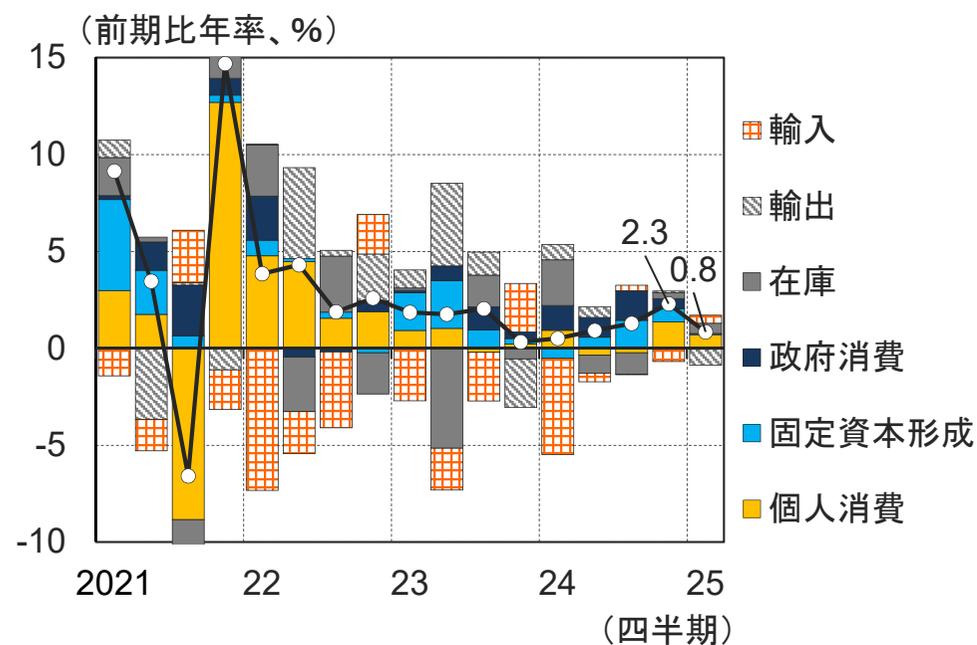


(備考) 1. 中国国家統計局、CEIC
2. コアは食品とエネルギーを除く指数

オーストラリア:回復が鈍化している

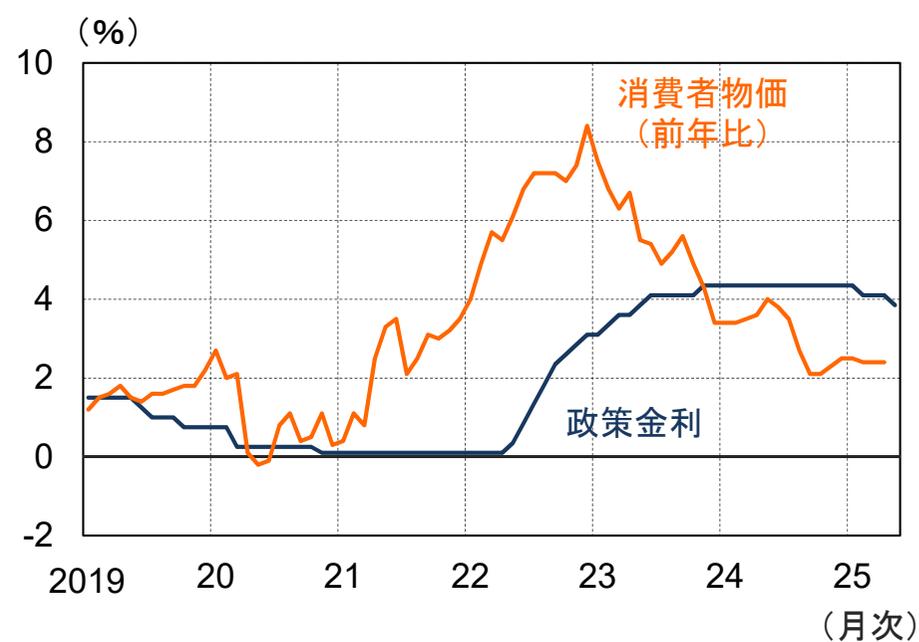
- ▶ 2025年1~3月期の実質GDPは前期比年率0.8%増加し、回復が鈍化している。年末商戦の反動による個人消費の減速に加え、サイクロンの影響で輸出が減少した。輸出に占める米国向けの割合は約4%であるほか対米赤字であるため、トランプ関税の直接的な影響は比較的小さいとみられるが、先行きは、最大輸出相手国である中国の成長鈍化や世界経済の減速による資源価格の下落が懸念される。
- ▶ 政府の電気料金への補助もあり、消費者物価は中銀目標(2~3%)内で推移している。中銀は、足元のインフレ鈍化のほかトランプ関税を受けて成長率とインフレ見通しを下方修正したことを理由に、2月に続き5月会合で政策金利を25bp引き下げ、3.85%とした。市場では、7月か8月会合での追加利下げが見込まれている。

実質GDP成長率



(備考)オーストラリア統計局

消費者物価、政策金利

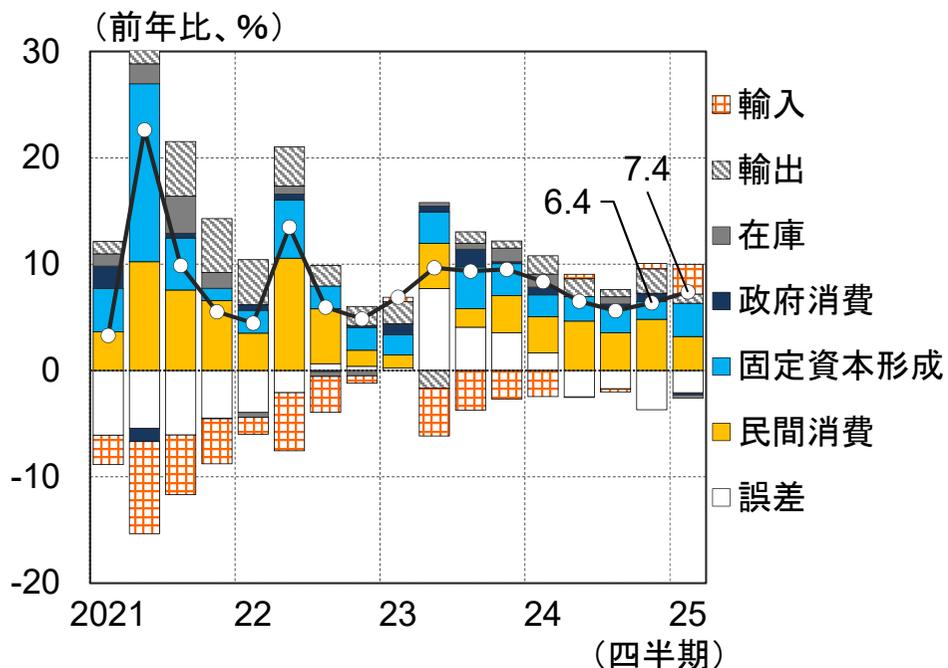


(備考)オーストラリア統計局、オーストラリア連邦銀行

インド: 緩やかに回復している

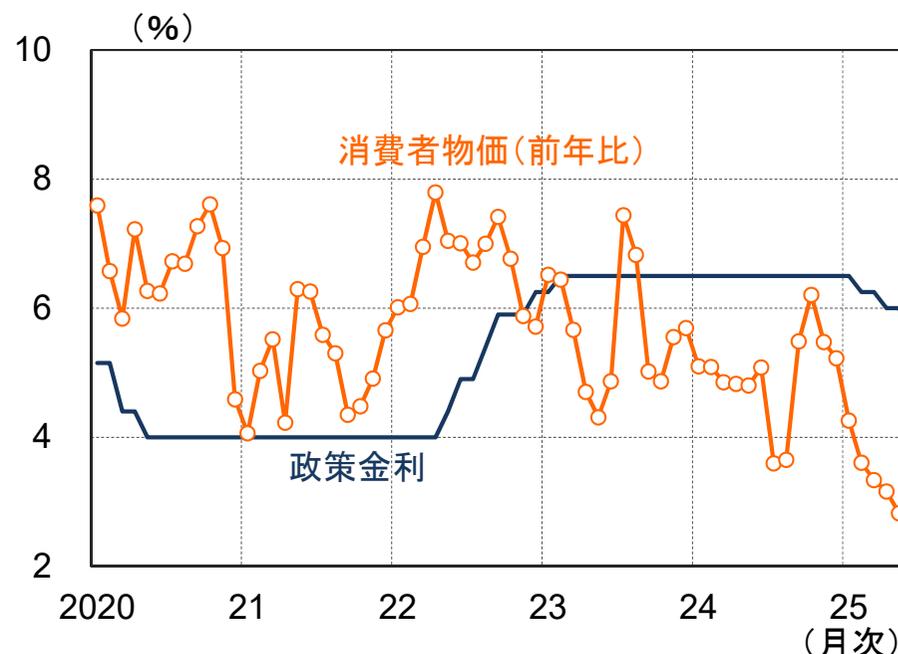
- ▶ 2025年1~3月期の実質GDPは前年比7.4%増加し、緩やかに回復している。民間消費は鈍化したが、輸入が減少したほか公共投資の増加を受け固定資本形成が拡大した。今後は、利下げや所得税の減税により民間消費の拡大が見込まれる。
- ▶ 消費者物価の伸びは、食品価格の落ち着きで24年末から鈍化しており、25年5月は2.8%となった。インド準備銀行は、物価の見通しが下振れたことも踏まえ、6月に3会合連続で利下げを実施した(6.0%→5.5%)。一方で、中銀は金融政策が経済成長を支える余地は限られるとして金融政策スタンスを「緩和的」から「中立」に変更しており、当面は様子見を図るとみられる。

実質GDP成長率



(備考) インド統計局

消費者物価、政策金利

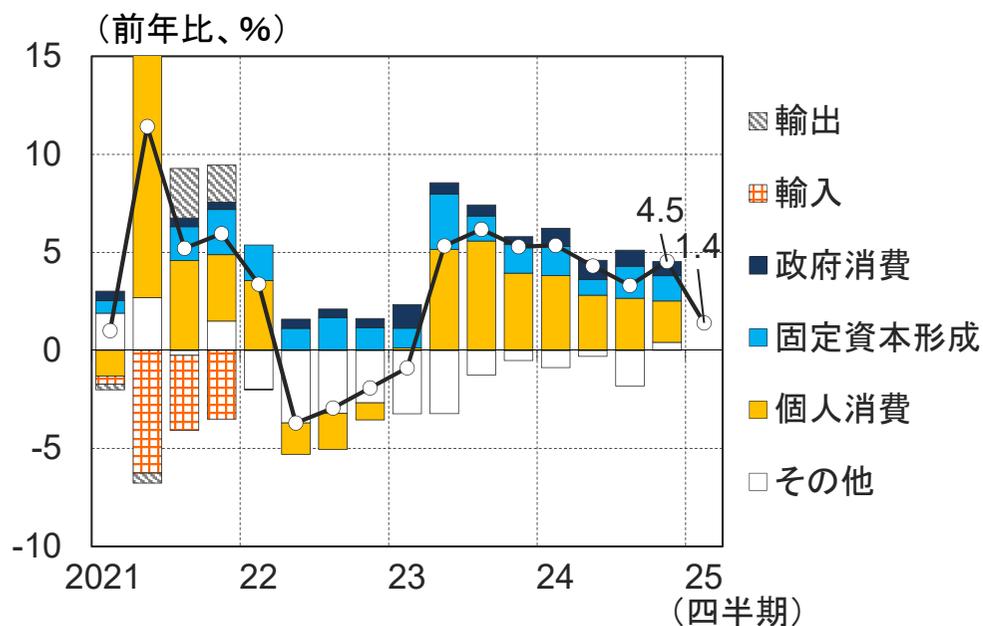


(備考) インド財務省

ロシア:持ち直しが鈍化している

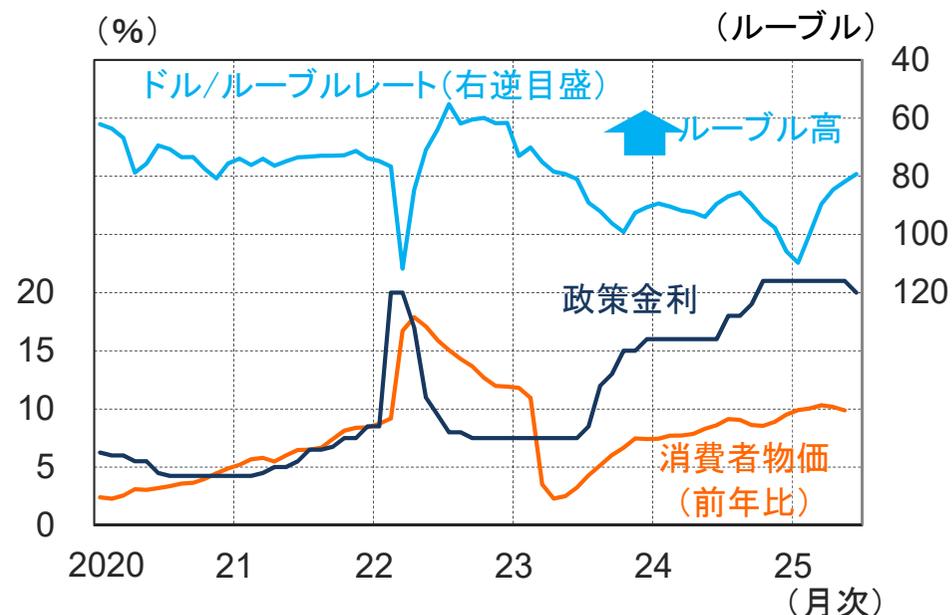
- 2025年1~3月期の実質GDPは、高インフレ、高金利により前年比1.4%増となり、持ち直しが鈍化している。
- 消費者物価の伸びは、戦争下の労働力不足による賃金上昇の影響で拡大が続いていたが、足元の米ドル安やウクライナ戦争の停戦協議への期待によるルーブル高で4月以降鈍化している。中銀はこれを受けて、6月に政策金利を21%から20%に引き下げた。しかし今後については、トランプ関税による世界的な景気減速で原油価格が下落すれば、ロシアのエネルギー輸出収入の減少観測によりルーブル安となり再び物価が上昇する可能性がある」と指摘した。

実質GDP成長率



(備考) 1. ロシア国家統計局 2. 2023年以降の輸出入データは非公表のため、その他に含む

消費者物価、政策金利、為替



(備考) ロシア国家統計局、ロシア連邦中央銀行

Section 4

マーケット動向

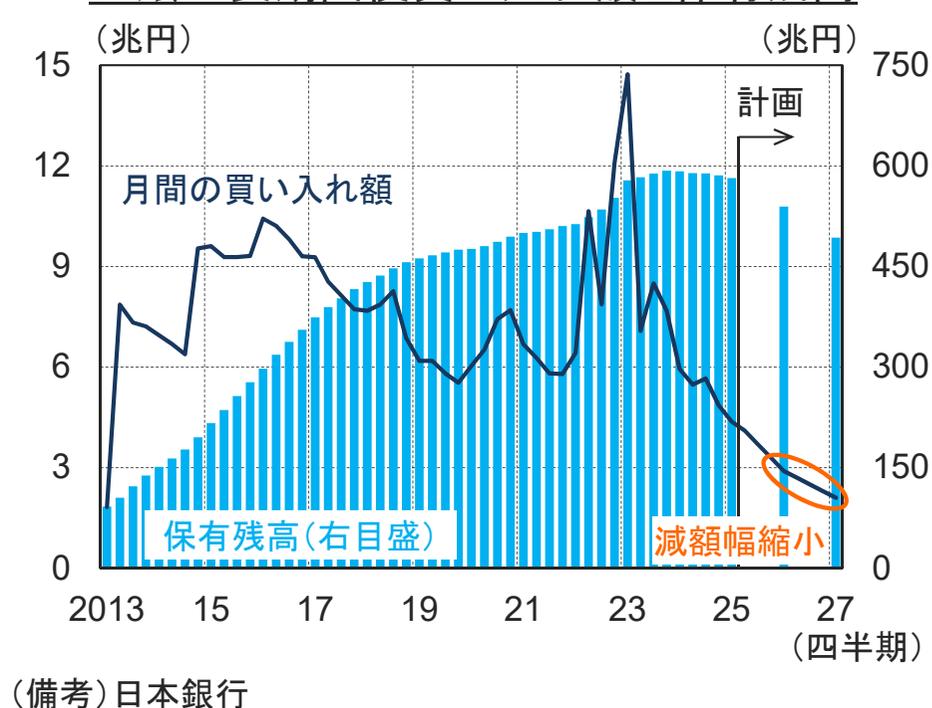
長期金利: 日米ともにやや低下

- 米国の長期金利は、1~3月期GDP(改定値)の消費の下方修正や関税政策の不透明感から、5月下旬はやや低下した。6月に入り、底堅い5月雇用統計により上昇したが、中旬の中東情勢緊迫化により低下した。日本の長期金利は、参院選を前にした歳出拡大で財政悪化が懸念される一方で、財務省が超長期国債の発行を減額するとの観測や中東情勢の緊迫化を受けて低下した。
- 日銀6月会合では、国債買い入れ減額計画について、26年3月まで減額幅(4,000億円)を維持する一方で、今回初めて示す26年4月から27年3月までは、国債需給悪化による市場の混乱を避けるため、現行の半分の2,000億円に縮小するとした。減額幅縮小後も、保有国債の償還により保有国債残高の減少は続き、27年3月に500兆円を下回るとみられる。

日米10年物長期金利



日銀の長期国債買い入れ額と保有残高



株価：日米ともに上昇

- 米国の株価は、トランプ関税を巡る5/11の米中合意以降の貿易交渉の進展などにより5月下旬に上昇した。6月中旬の中東情勢緊迫化を受けて一時下落したが、上昇基調にある。日本の株価も、米国株の上昇や、米中間の緊張が和らぐとの期待により半導体株や中国関連株を中心に上昇した。
- 足元の米国の株価回復は、半導体株がけん引している。半導体株の株価は、4/2の相互関税発表前を上回り、高性能な中国製生成AIが発表された1月下旬のディープシークショックの水準をうかがっている。急回復の背景には、米国による半導体の対中輸出規制緩和への期待や、AI向けを中心とした需要拡大に伴う半導体関連企業の好決算がある。

日米株価



(備考)LSEG Datastream

米国半導体株の株価

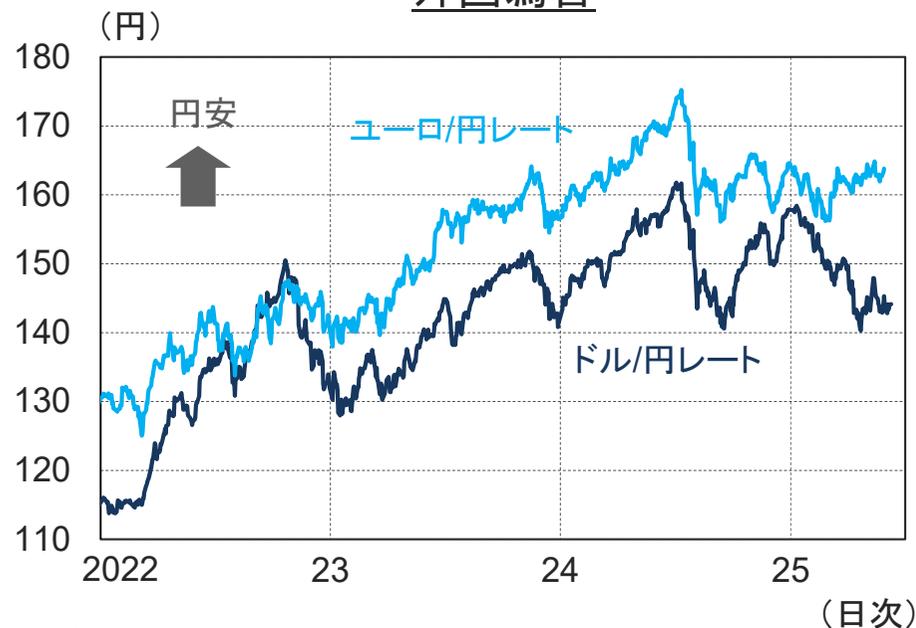


(備考)LSEG Datastream

為替:ドル円レートはおおむね横ばい

- ▶ 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姿勢が強まり、円安修正が進み一時139円台となった。その後、米英貿易協定合意や米中貿易交渉の進展などでリスク回避の動きが和らぎ、円安修正が一服し147円となった。6月に入ると米ISM景況感指数などが弱い結果となる一方、労働市場は底堅く、145円前後とおおむね横ばいで推移した。
- ▶ 実質実効レートは、貿易ウエートで計算された名目実効レートに物価動向を加味して算出される。実質実効レートの低下(通貨安)は購買力の低下や輸出競争力の向上を示す。円の実効レートをみると、リーマンショック後は名目では大幅な円高が進んだが、デフレの進行に伴い、実質レートは低下(円安)基調が続いた。足元では、名目レートの上昇や物価高などにより、やや持ち直したが、依然として歴史的な低水準となっている。90年代に比べて輸出競争力が強まるが、購買力はほぼ半減した。

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

円の実効レート

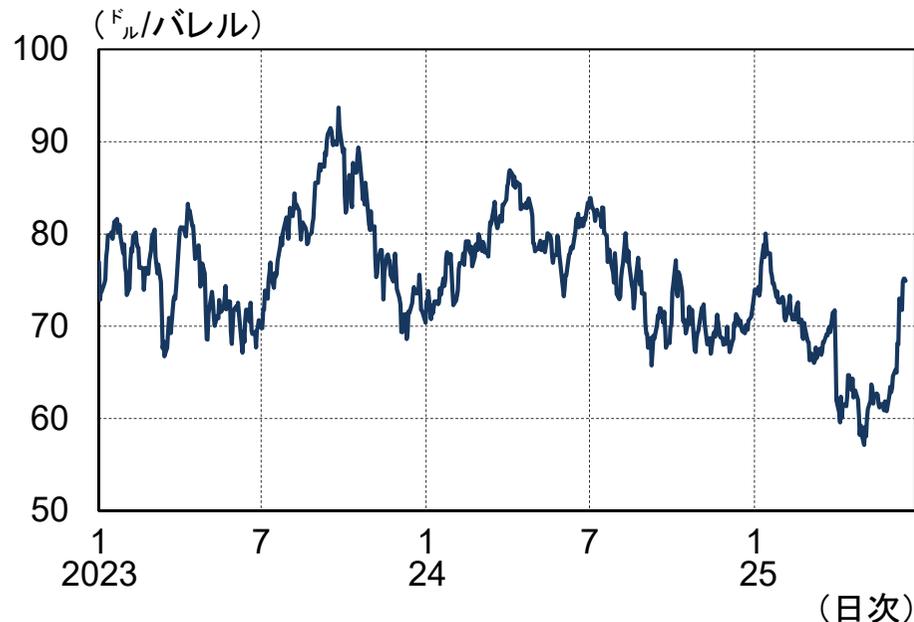


(備考) 1. 日本銀行によりDBJ作成 2. 25年4月まで

原油価格：中東情勢の緊迫化により上昇

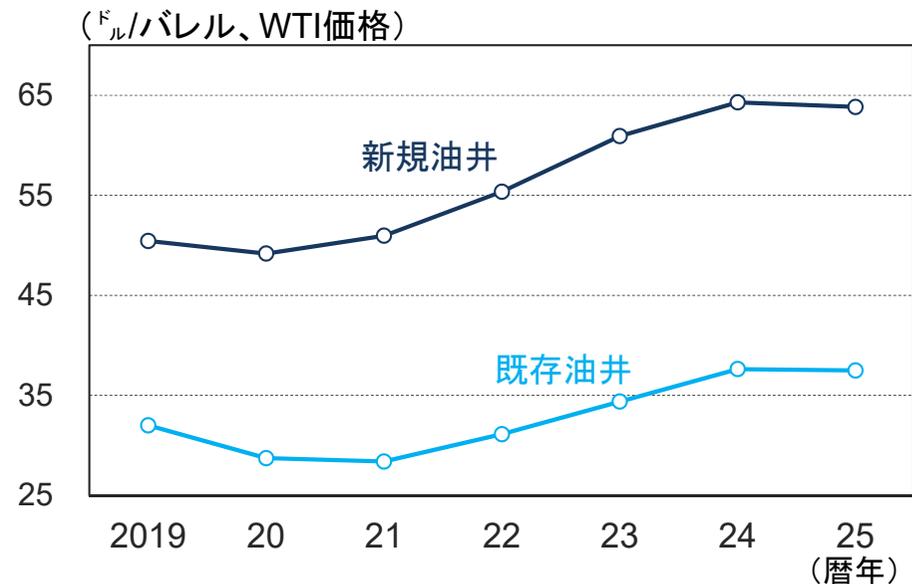
- ▶ WTI原油価格は、6月に入り、カナダの山火事やロシアとウクライナの対立激化などにより緩やかに上昇した。中旬以降、イスラエルとイランの軍事衝突が勃発したことに加えて、米国によるイラン核施設への空爆も行われたことから70ドル台半ばに急騰した。今後、紛争が激化し、ホルムズ海峡封鎖などが起きれば、原油価格がさらに上昇する可能性がある。
- ▶ 設備補修費や人件費などで構成される米石油企業の操業コストは、コロナ禍以降、人件費などにより上昇し、特に新規油井採掘の採算価格は65ドル程度まで上昇した。今後は原油価格の下落が見込まれているほか、鉄鋼関税による油井管のコスト上昇懸念もある。そうした中で稼働リグ数の大幅な増加は見込みにくく、トランプ政権の掲げる石油増産が思惑通りに進まないとみられている。

WTI原油価格



(備考)LSEG Datastream

採掘の採算を取るために必要な価格



(備考)1. ダラス連銀によりDBJ作成 2. 回答の平均値

©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