

最近の経済動向 2025年9月

2025年9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4～6月期実質GDP(2次速報)は、設備投資や輸出の増加などにより、前期比年率2.2%増加し、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が、今後の減速が懸念されます。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	35

* 本資料は原則として9月22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8月	2025年9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	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	伸びは小幅に鈍化	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

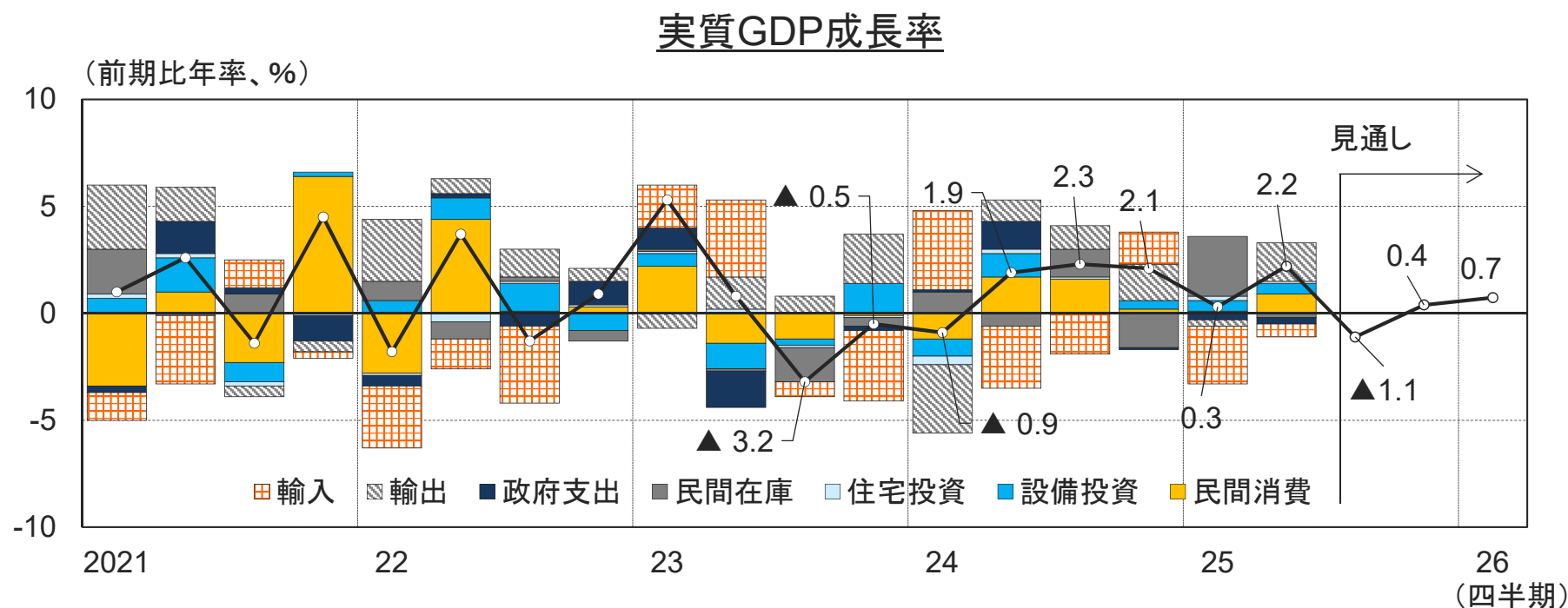
(備考) 上方修正の場合は赤字、下方修正の場合は青字で表記

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(2次速報)は、前期比年率2.2%増となり、消費や在庫などにより1次速報(同1.0%増)から上方修正された。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、消費などで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、7～9月期は外需を中心にマイナス成長が予想されるなど、先行きは不透明感が高い状況が継続する見込み。

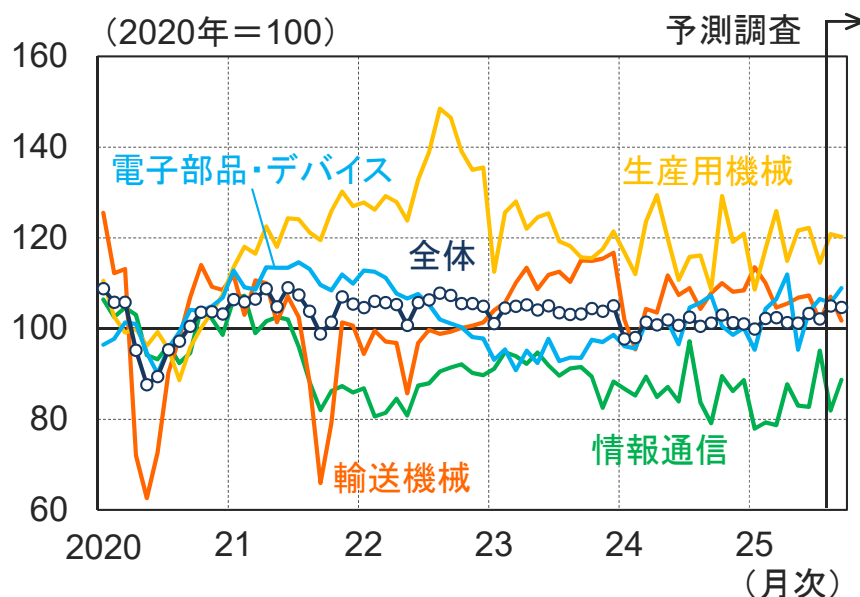


(備考)内閣府、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」

鉱工業生産は均せば横ばい

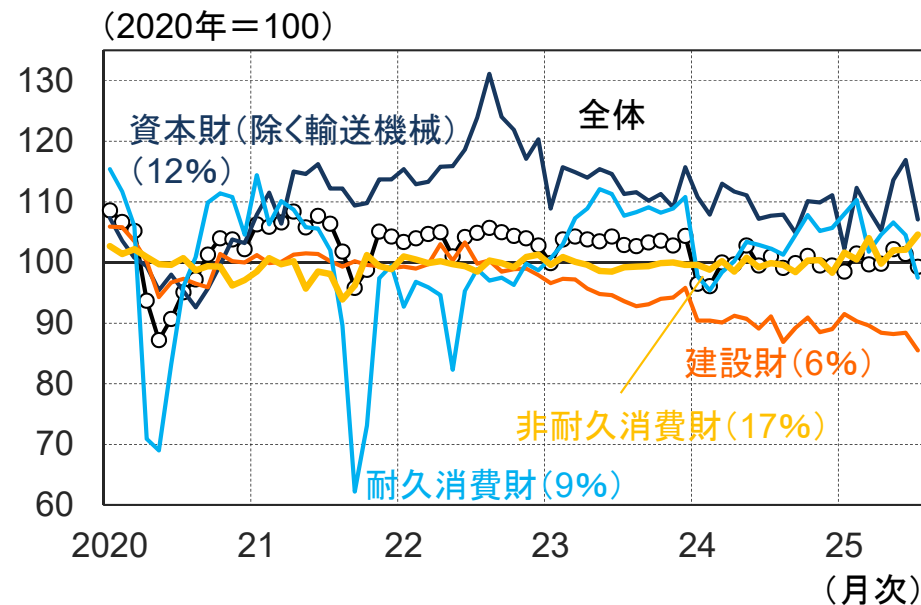
- 7月の鉱工業生産は、輸送機械(自動車)を中心に前月比1.2%の減少となったが、電子部品・デバイスが堅調であり、24年春以降は均せば横ばいとなっている。先行きは、輸送機械を主因に、8月は2.8%増加、9月は0.3%減少する計画となっており、基調としては横ばいが続く見込み。
- 7月の鉱工業出荷は前月比2.1%減少したが、24年以降は均せば横ばいとなっている。財別の内訳をみると、機械投資の一致指標である資本財(除く輸送機械)は、7月は生産用機械などの反動減もあり減少したが、24年後半以降は上昇基調にある。耐久消費財は、自動車を中心に25年春以降減少基調であり、建設財は資材価格の高騰や工事の人手不足などの供給制約が続く、24年以降減少基調にある。今後、耐久消費財や建設財が出荷全体を押し下げれば、生産の減少につながる可能性もある。

鉱工業生産



(備考)経済産業省

鉱工業出荷

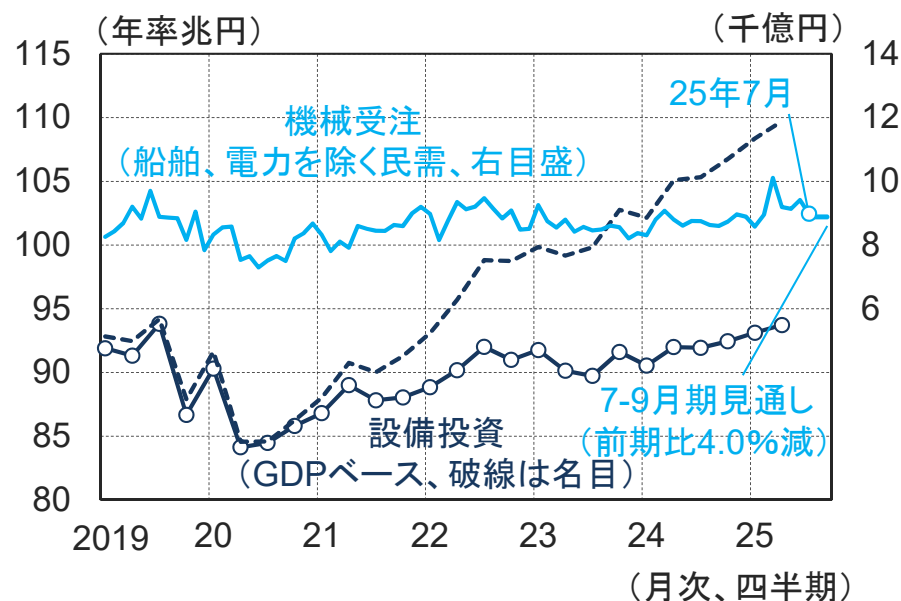


(備考)1. 経済産業省 2. ()内はウエート

設備投資は緩やかに回復している

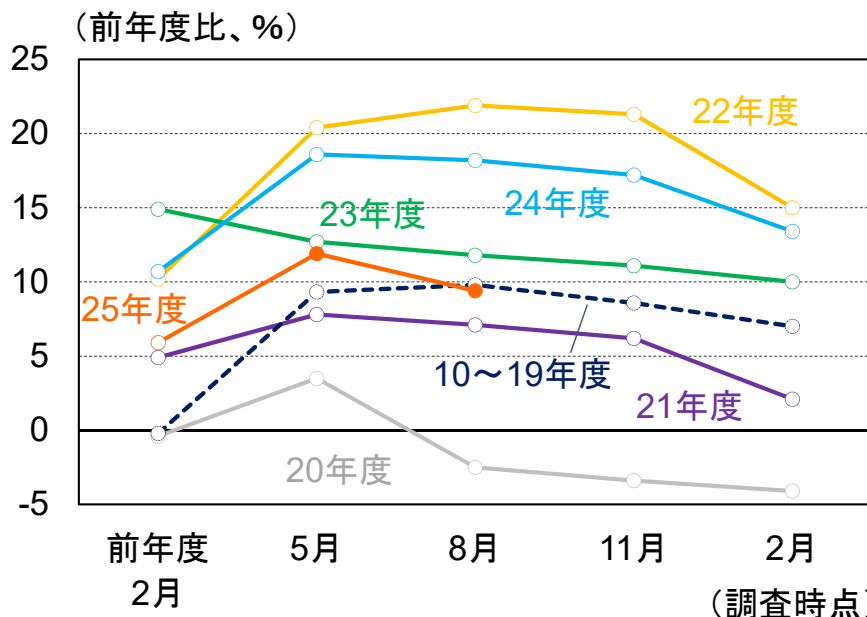
- 4～6月期の実質設備投資（GDPベース）は前期比年率2.6%増加し、緩やかに回復している。企業の設備投資意欲は底堅く、輸送機械を中心に製造業での投資が増加した。機械投資の先行指標である機械受注は、7月は前月比4.6%減少した。非製造業は増勢一服により同3.9%の減少となったが、米国関税影響が懸念される製造業は同3.9%の増加となった。
- 7～9月期（8月調査）の法人企業景気予測調査では、25年度の大企業設備投資計画は前回調査から下方修正され、前年比9.4%の増加となった。小売業を中心に非製造業で下方修正されたが、米国関税影響が懸念される製造業はほぼ横ばいであり、10%程度の伸びを維持した。

設備投資、機械受注



(備考) 1. 内閣府 2. 設備投資は四半期

法企予測調査 大企業設備投資計画

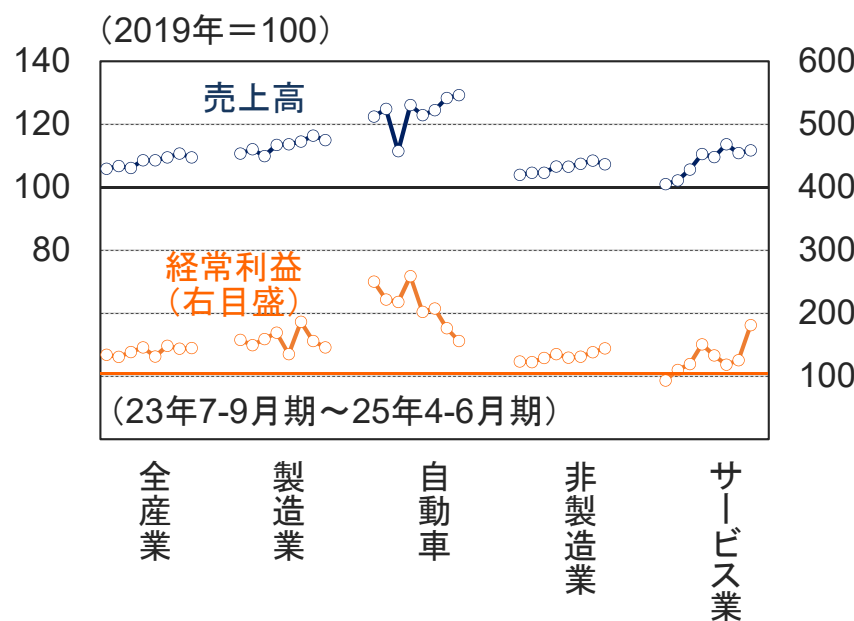


(備考) 1. 内閣府、財務省 2. ソフトウェアを除く、土地を含む

企業業績は製造業が減益となったが、全体では高水準を維持

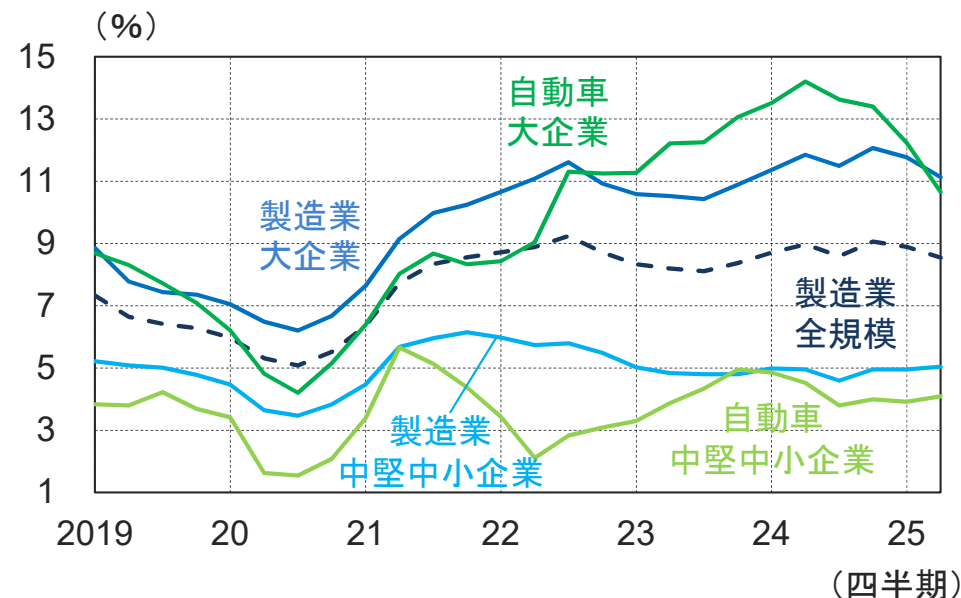
- ▶ 4～6月期の法人企業統計では、売上高と経常利益はともにおおむね横ばいとなった。経常利益は、米国関税影響を受けた自動車を中心に製造業で減益となったが、持ち株会社の配当収入増加や娯楽業の好調によるサービス業の増益が寄与し、非製造業は増益となったため、全体では高水準を維持した。
- ▶ 製造業の経常利益率を規模別でみると、25年4～6月期は、自動車を中心に米国関税影響で大企業の利益率が低下する一方で、中堅中小企業は横ばいであり、関税負担を一時的に大企業が吸収したとみられる。ただし、15%の相互関税(8/7新税率適用)および自動車関税(9/16新税率適用)は引き続き企業利益を圧迫するとみられ、今後は中堅中小企業の利益率にも下押し圧力がかかる可能性がある。

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

製造業規模別経常利益率

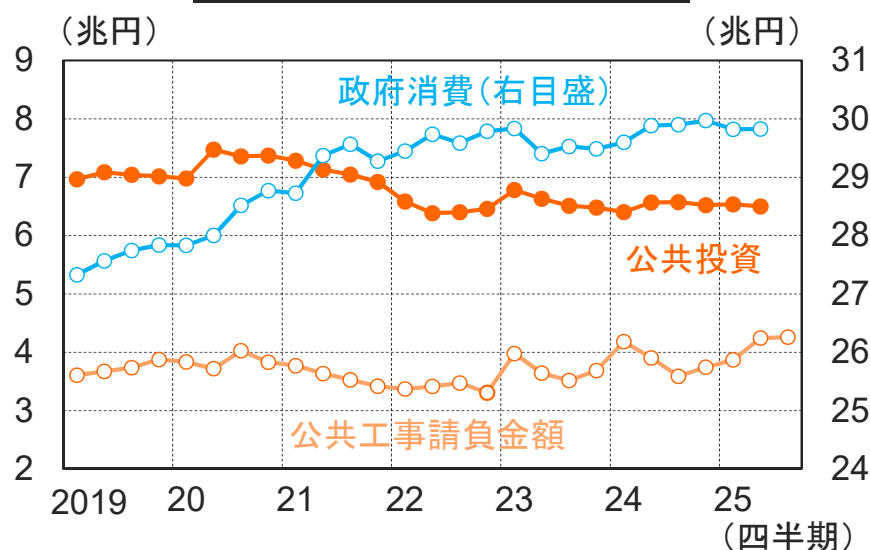


(備考) 1. 財務省 2. 金融保険業を除く 3. 大企業は資本金10億円以上、中堅中小企業は資本金1千万円以上10億円未満
4. 経常利益率＝経常利益÷売上高(4四半期移動平均)

公共投資は底堅い、住宅投資は横ばい

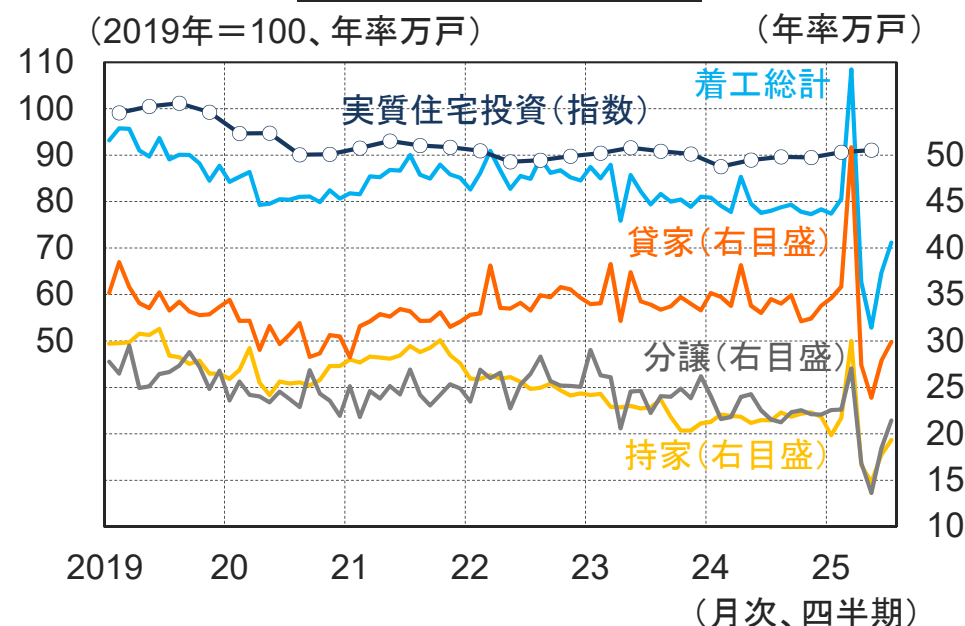
- 4～6月期の実質公共投資（GDPベース）は前期比年率2.2%減少し、24年度半ば以降おおむね横ばいとなっている。24年後半から先行指標の公共工事請負金額が増加しており、公共投資は底堅く推移するとみられる。政府消費はほぼ横ばいだった。与党が参院選で公約に掲げた現金給付などの財政政策は、石破総理の辞意表明に伴い、新内閣成立後に改めて議論される見通し。
- 4～6月期の実質住宅投資（GDPベース）は前期比年率2.0%増加した。省エネ基準義務化を控えた着工の駆け込みが3月に生じ、その工事進捗を反映した一時的な増加であり、基調では24年以降横ばいとなっている。着工戸数は駆け込みの反動で4～6月に前期比32%減少したため、実質住宅投資は7～9月期に大幅な減少が見込まれ、GDP全体に対し前期比年率1%pt程度の下押しとなる可能性がある。

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
 3. 請負金額の25年7-9月期は7月のみ

住宅投資と着工戸数

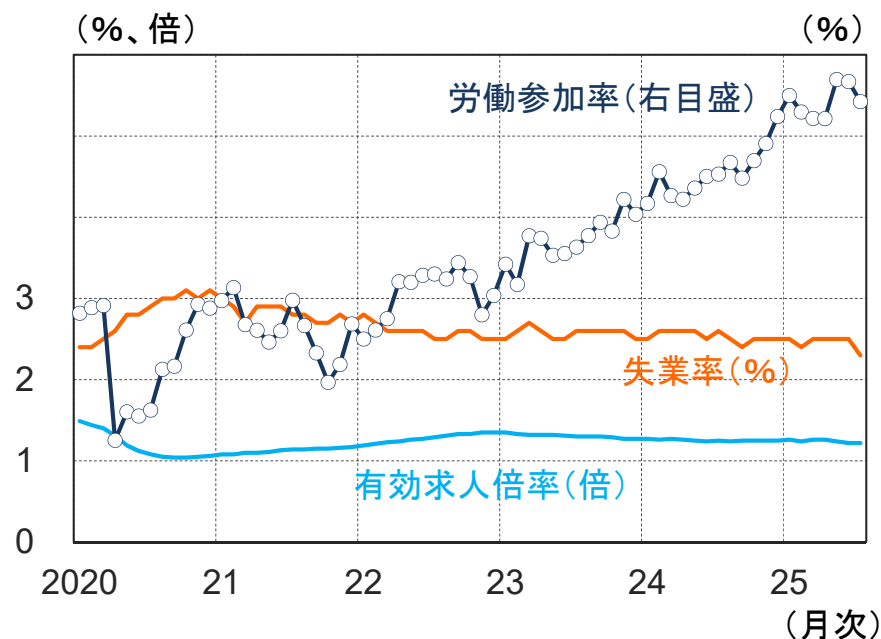


(備考) 国土交通省、内閣府

雇用は改善している

- 7月の有効求人倍率は前月から横ばいとなった。労働参加率は63.7%と前月からやや低下したが、失業率は2.3%と5年7ヵ月ぶりの低水準となり、基調として雇用は改善している。
- 7月の賃金は、特別給与の拡大で前年比4.1%増となった。これにより、実質賃金の伸びは7ヵ月ぶりにプラスに転じた。所定内給与は春闘の反映が続き、同2.5%増(6月同2.0%増)と堅調である。今後は夏季賞与の影響がはく落するが、物価の伸びが鈍化する中で実質賃金は緩やかに上向くとみられる。

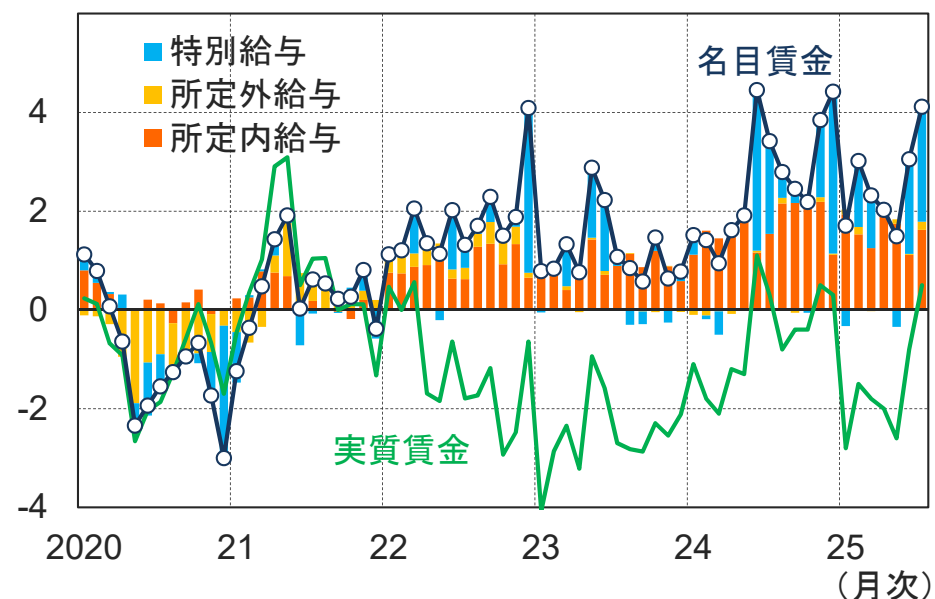
失業率、有効求人倍率、労働参加率



(備考) 総務省、厚生労働省

賃金

(前年比、%)

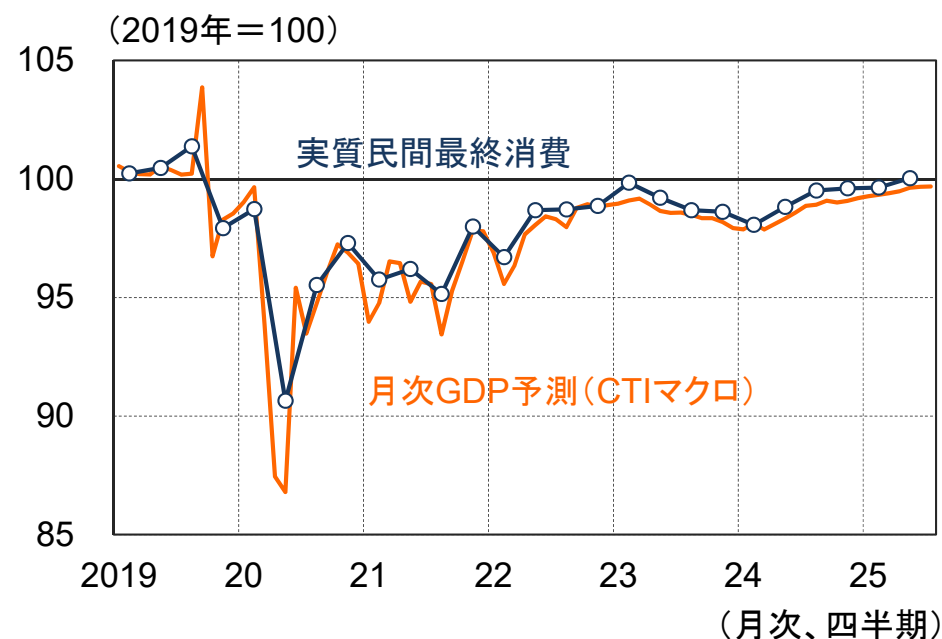


(備考) 1. 厚生労働省 2. 実質賃金は消費者物価(持ち家の帰属家賃を除く総合)で実質化

消費は回復に足踏み

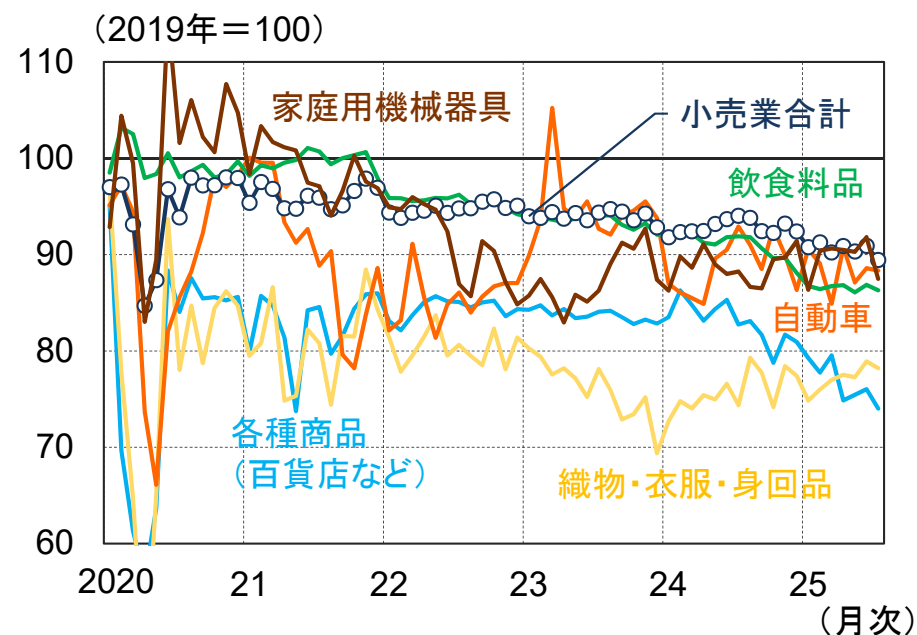
- 4～6月期の実質民間最終消費（GDPベース）は、前期比年率1.6%増となり、コロナ前の水準を回復したが、24年後半以降は均してみるとおおむね横ばいであり、消費の回復には足踏みが見られる。7月の月次推計（総務省、CTIマクロ）は前月から横ばいとなった。今後の消費は実質賃金の改善に伴い緩やかな回復が見込まれる。
- 7月の実質小売売上高は、前月に猛暑で需要が前倒しされた季節家電により家庭用機械器具が減少したほか、インバウンド売上高の減少で百貨店など各種商品小売業の低迷が続き、前月比1.6%減となった。

実質民間消費



(備考)内閣府、総務省

実質小売売上高

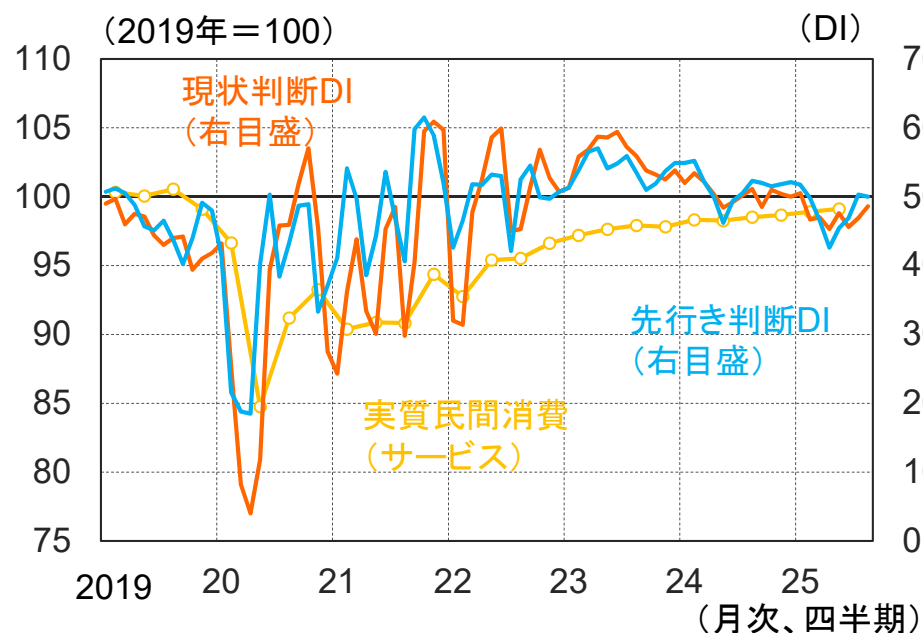


(備考) 1. 経済産業省
2. 消費者物価(個別項目)により実質化

消費マインドは持ち直し

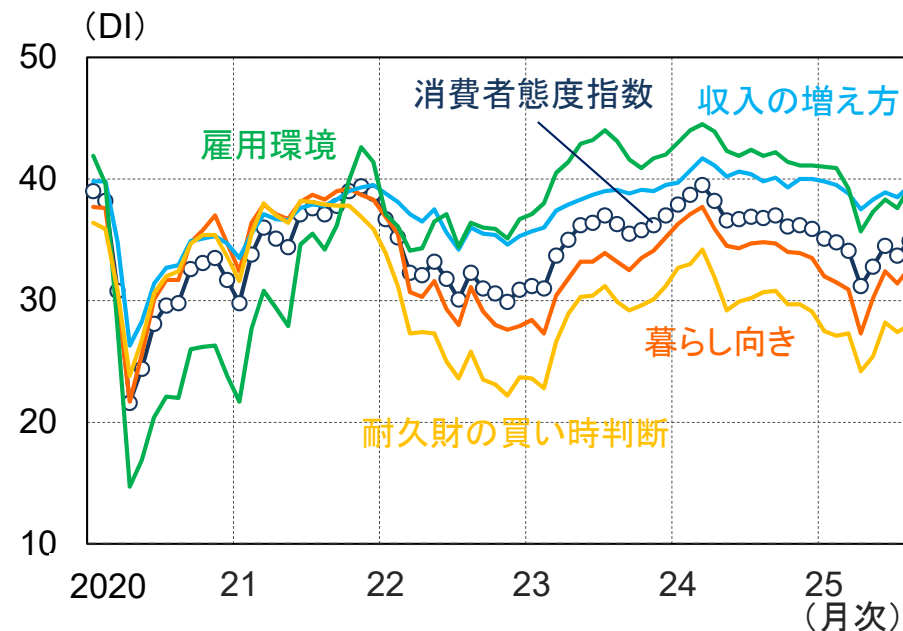
- ▶ 4～6月期の実質民間消費(サービス)は前期比年率0.8%増と、小幅ながら増加した。景気ウォッチャー調査(サービス関連)は、25年4月以降、現状判断DI、先行き判断DIともに高まっている。8月はインバウンドに加え、晴天による客数の増加を挙げるコメントが多くみられ、現状判断DIは48.6となったほか、先行き判断DIは7月に続き好不調の目安である50を維持した。
- ▶ 消費者態度指数は、24年初から低下していたが、春闘賃上げの反映や、日米の関税を巡る合意の進展、コメやガソリンの値下がりにより、25年4月を底に持ち直している。8月は全ての構成項目が上昇し、全体で34.9となった。

サービス消費、景気ウォッチャー調査



(備考) 1. 内閣府 2. DIは家計動向関連のうちサービス関連

消費者態度指数



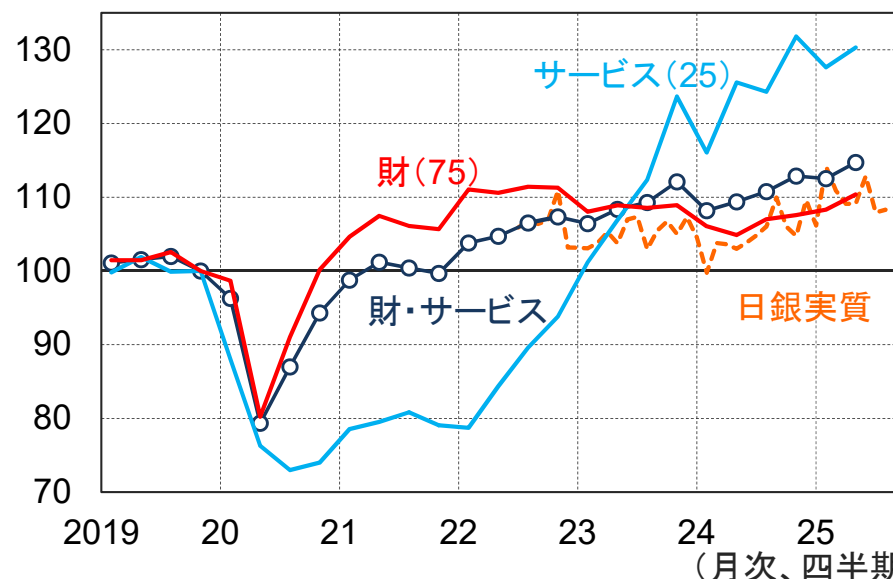
(備考) 内閣府

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8.0%増加した。財輸出は、米国向けは減少したものの、NIEs・ASEAN向けは米国への駆け込み輸出に伴う動きもあり、電気機器などの増加が継続した。先行きは、米国向けが関税により下押しされるとみられ、均せば横ばいとなる見込み。
- ▶ 対米輸出金額は、関税が賦課された4月以降、前年比マイナスとなっている。自動車各社は輸出価格を引き下げることで数量の維持を図っており、特に自動車の減少が大きい。8月は自動車以外の減少幅が拡大しており、相互関税が8/7に10%から15%に引き上げられた影響が表れ始めたと思われる。

実質輸出（GDPベース）

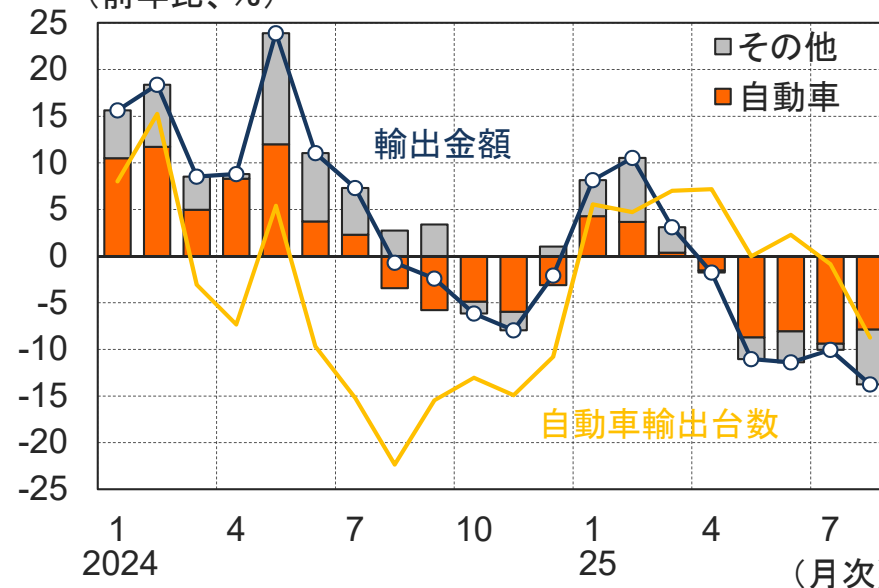
（2019年末＝100）



（備考）1. 内閣府、日本銀行 2. ()内はウェイト、% 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

対米輸出

（前年比、%）



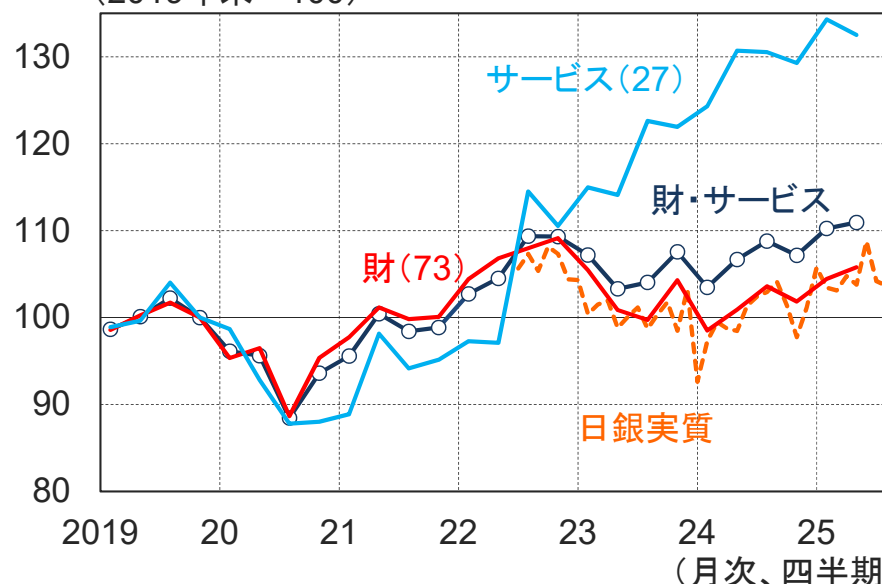
（備考）財務省

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2.5%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。
- ▶ 7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。第一次所得収支は横ばいだった。一方で貿易収支は、輸出は輸送用機器を中心に減少、輸入は鉱物性燃料などにより増加して赤字となったほか、サービス収支は、日本人の海外旅行支出の増加などにより赤字が拡大した。

実質輸入（GDPベース）

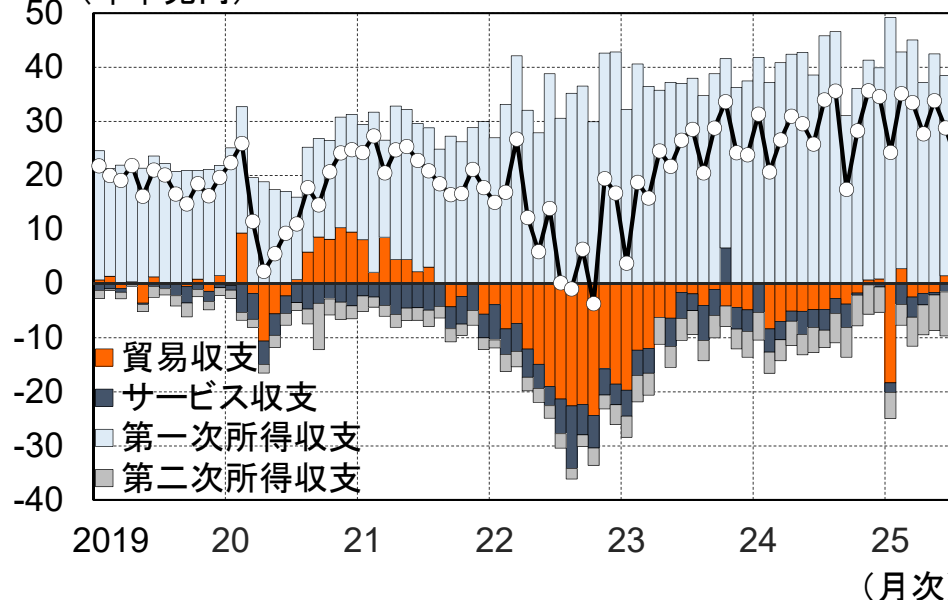
（2019年末＝100）



（備考）1. 内閣府、日本銀行 2. ()内はウェイト、% 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）

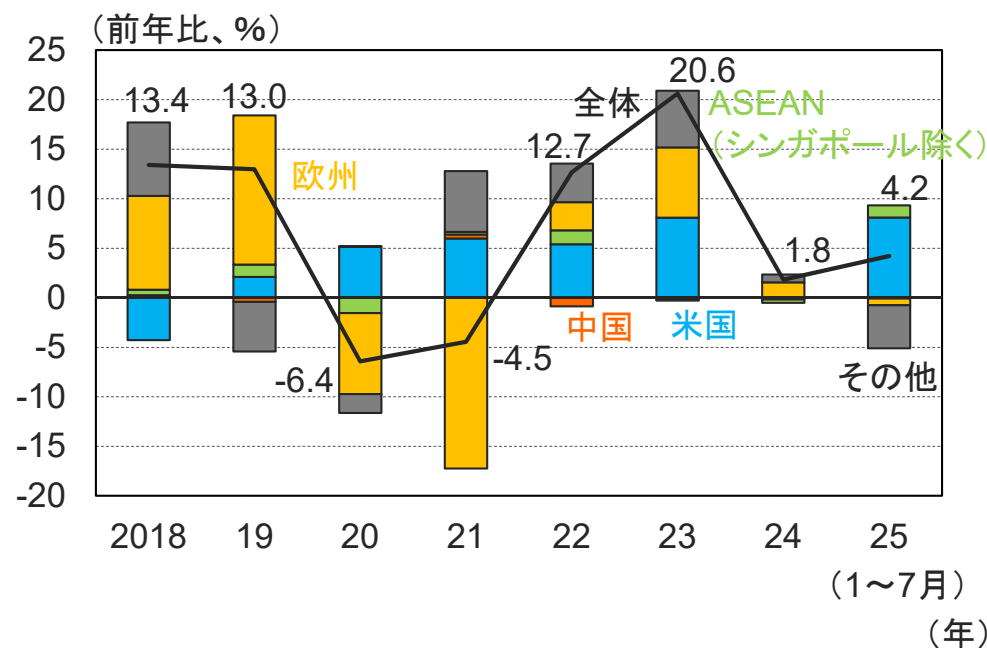


（備考）財務省

25年度の対外直接投資は米国向けがけん引

- 25年1～7月までの対外直接投資実行額は前年比4.2%増の55.9兆円となった。特に鉄鋼で大型買収案件があった米国向けが同19.9%増とけん引しており、アジア向けは、中国が24年まで3年連続で減少後、25年も同6.0%減となっている。またASEANは金融業関連で振れが大きいシンガポールを除くと、同38.3%増と堅調に推移している。
- 日米両政府は9/4に総額5,500億ドル(約80兆円)の対米投資に関する覚書に署名した。投資期限はトランプ大統領の任期満了となる29年1月までとされており、24年の対外直接投資実行額は全体で約89兆円、米国向けで約34兆円であることから、対外直接投資は米国向けで大きく押し上げられる見込み。

対外直接投資実行額



(備考) 1. 財務省 2. 投資回収額を考慮しないグロスベース

対米投資の枠組み

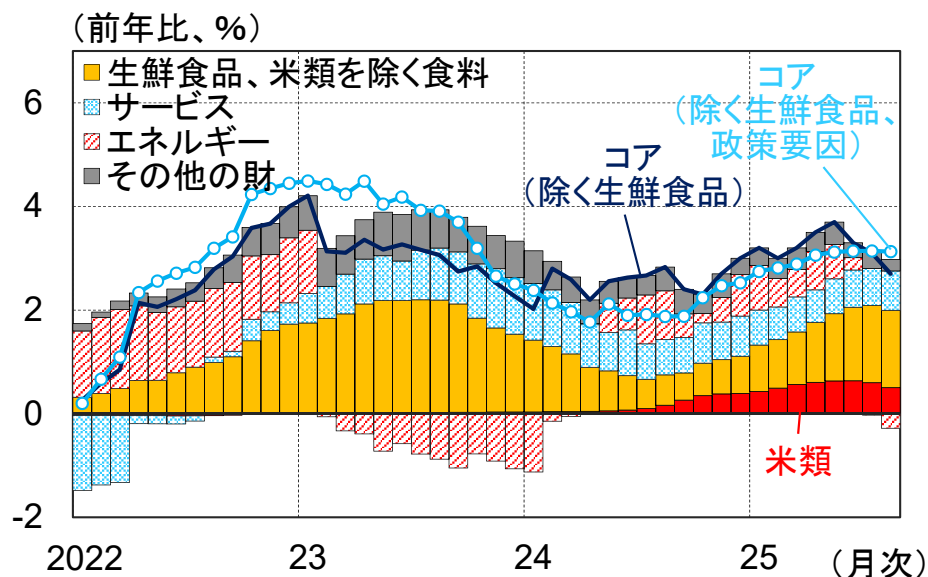
総額 投資期限	● 5,500億ドル(約80兆円) ● 投資期限は2029年1月19日まで
投資対象	● エネルギー、半導体、重要鉱物、医薬品、造船、鉄鋼、航空、自動車、AI、量子コンピューターなどの経済安全保障分野
投資先選定 収益配分	● 投資先は日米で協議も米国が最終判断 ● 収益は一定額まで折半、一定額を超えた場合は9割を米国が受取
資金調達	● 政府系金融機関(JBIC・NEXI)が出資・融資・融資保証の枠を設置

(備考) ホワイトハウス、首相官邸の発表内容により作成

消費者物価の伸びは小幅に鈍化

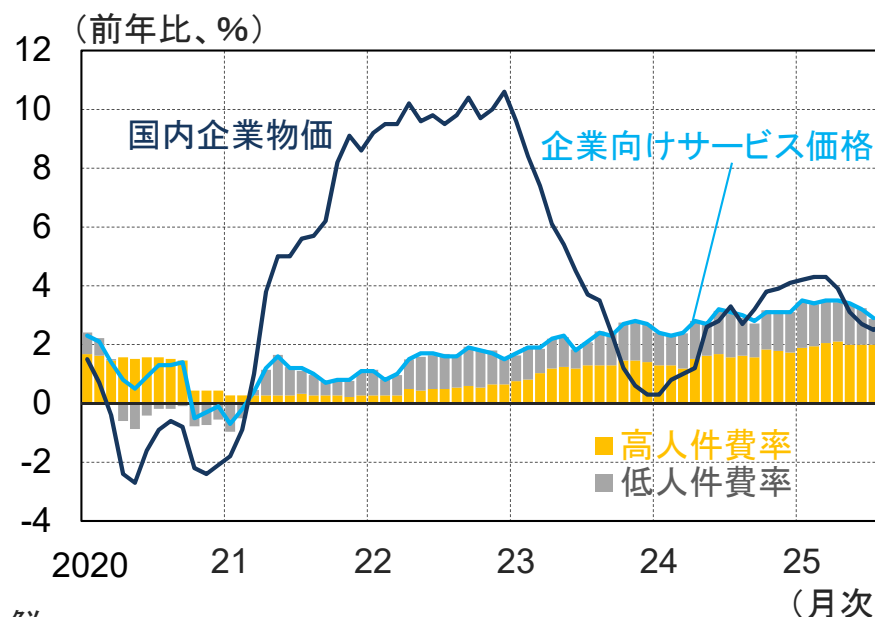
- 8月の消費者物価(コア、除く生鮮食品)の伸びは、電気ガス代への政府補助が再開した影響で前年比2.7%に小幅に鈍化した。政策要因を除いたコアの伸びは5月以降同3.1%で横ばいとなっている。今後は、コメ価格は昨年末にかけて上昇した影響で伸びの縮小が継続するほか、企業物価の伸び鈍化が徐々に波及することで、コア物価の伸びも26年初に2%程度に鈍化するとみられている。
- 国内企業物価は、原油価格の下落により3月以降伸びが鈍化している。企業向けサービス価格も伸びが鈍化しており、生産額に占める人件費投入比率別にみると、海上・航空輸送など財価格の影響を受けやすい低人件費率サービスで鈍化している。一方、情報サービス、運輸など人件費率の高いサービスは高止まっており、人件費上昇の転嫁が全体の伸びを下支えしている。

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 3. コア(除く生鮮食品、政策要因)は総務省、経済産業省を参考にDBJ試算
4. 政策要因は電気ガス・ガソリン補助、高校授業料無償化など

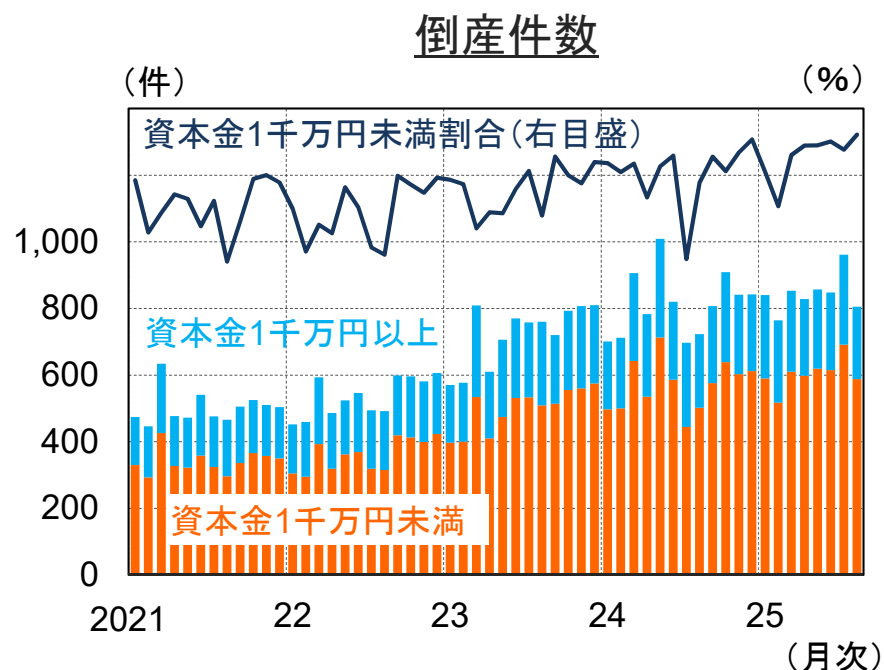
企業物価、企業向けサービス価格



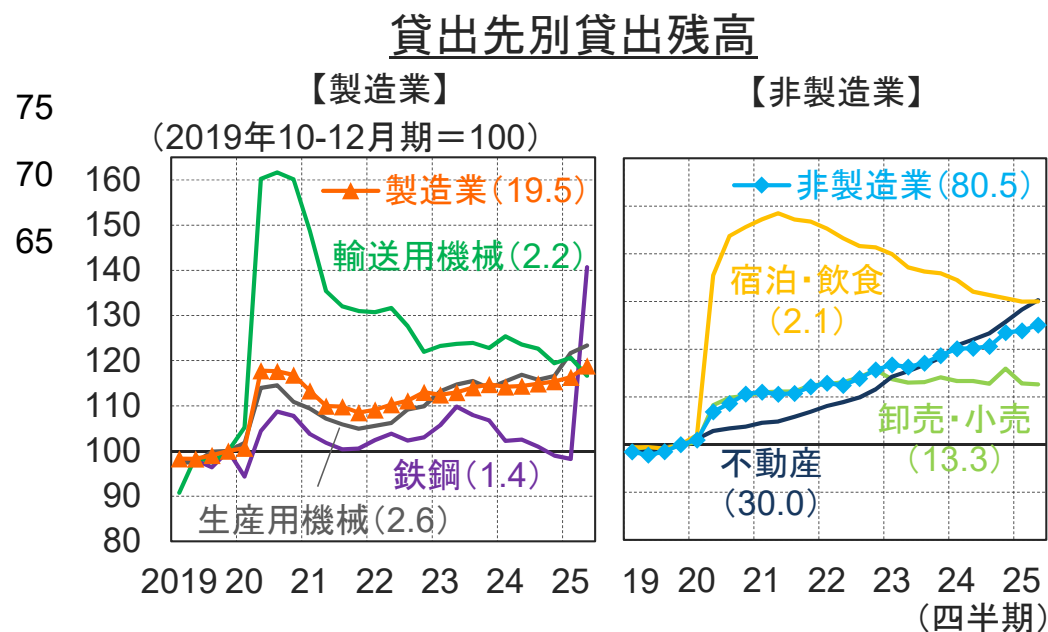
(備考) 1. 日本銀行 2. 人件費投入比率は、企業向けサービス価格全体の同比率を基準にサービスを高低2群に分類

倒産はおおむね横ばい、企業向け貸出残高は増加

- 8月の企業倒産件数は805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。近年は、物価高や人手不足の中で、資本金1千万未満の比較的余力の小さい零細企業の倒産の割合が70%を超えて高まっている。今後は、借入金利の上昇やトランプ関税による影響が懸念される。
- 4～6月期の企業向け貸出残高は前期比0.8%増加した。製造業は、輸送用機械などが減少したが、生産用機械や海外大型買収案件のあった鉄鋼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。緩やかな回復が続く設備投資向けなどの資金需要が継続しているとみられる。



(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. 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4-6月期のウエート、%

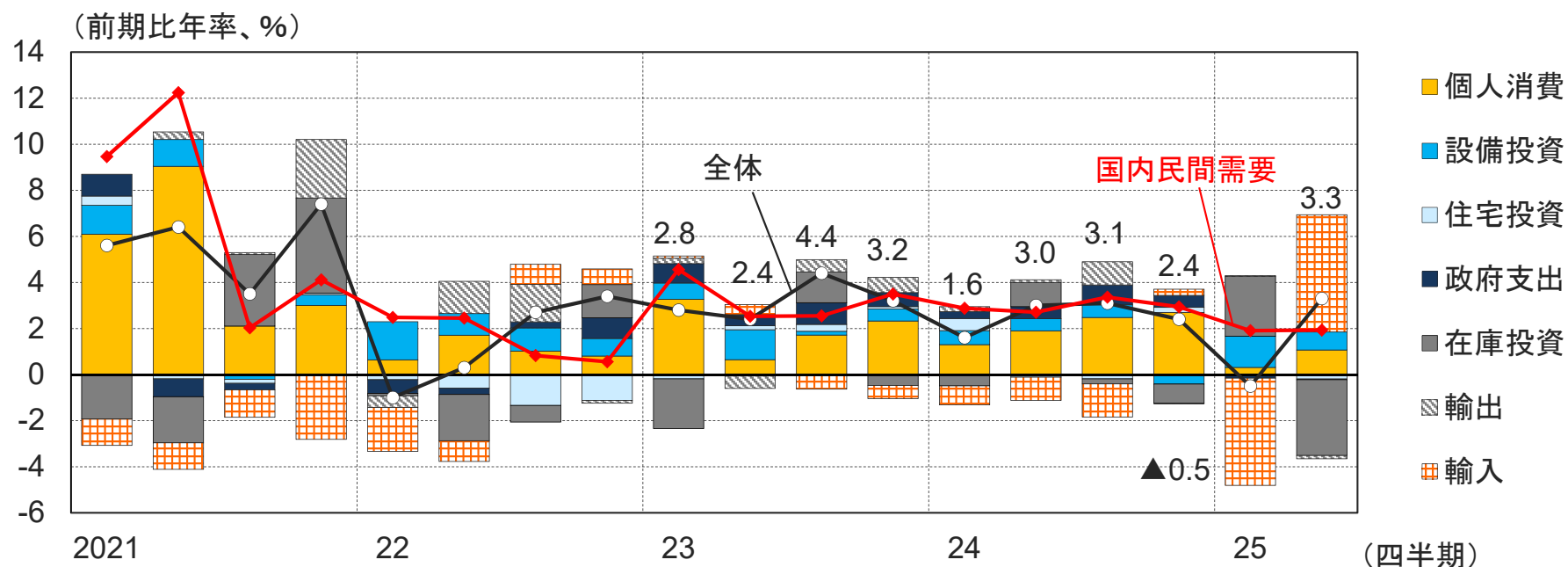
Section 3

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(改定値)は、前期比年率3.3%増加した。輸入が駆け込みからの反動により減少した。速報値では内需の減速が示されたが、改定値では設備投資を中心に上方修正され、国内民間需要(在庫投資を除く)の伸びは前期並みとなった。
- 7～9月期以降は、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、主要先進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に加え、足元で悪化する雇用の影響が懸念される。

実質GDP成長率

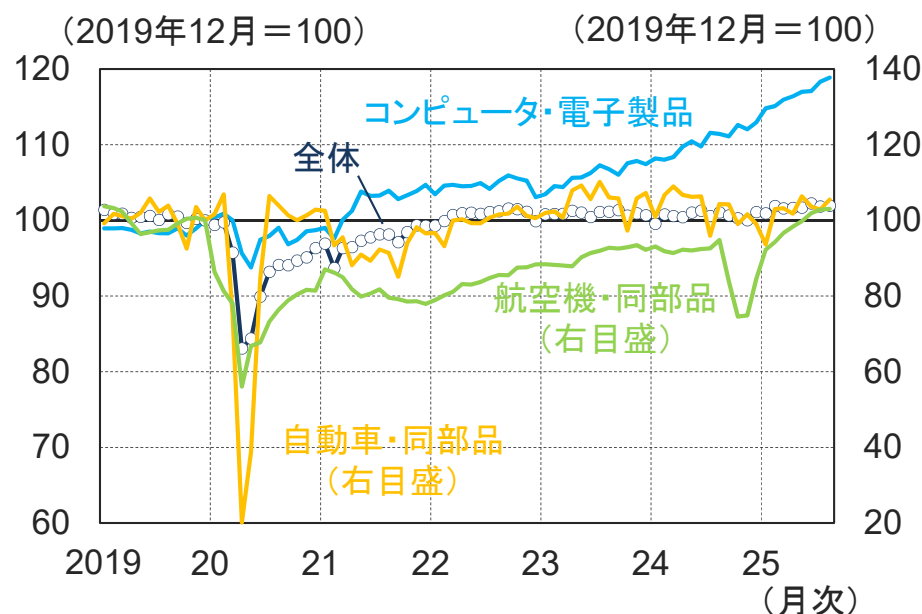


(備考) 1. 米商務省 2. 国内民間需要は在庫投資を除く

米国：鉱工業生産は横ばい、建設支出は減少

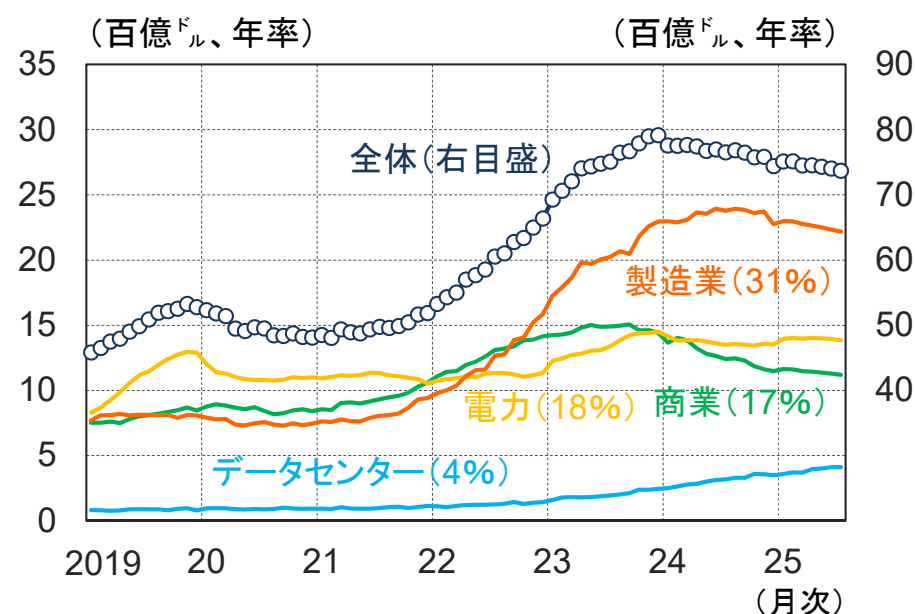
- 8月の鉱工業生産は前月比0.1%増加し、25年春以降ほぼ横ばいとなっている。自動車・同部品が3ヵ月ぶりに増加したほか、半導体政策もあり23年以降生産を下支えしているコンピュータ・電子部品の堅調が続いた。
- 7月の建設支出(民間非住宅)は、前月比0.5%減少した。22年から24年初にかけてCHIPSプラス法などにより半導体関連を中心に製造業が増加したが、24年以降は減少基調となっている。トランプ政権下では、関税政策などにより国内外企業の投資増が期待される一方で、移民抑制に伴う労働力伸び悩みによる建設工事の供給制約などが懸念される。

鉱工業生産



(備考)FRB

建設支出

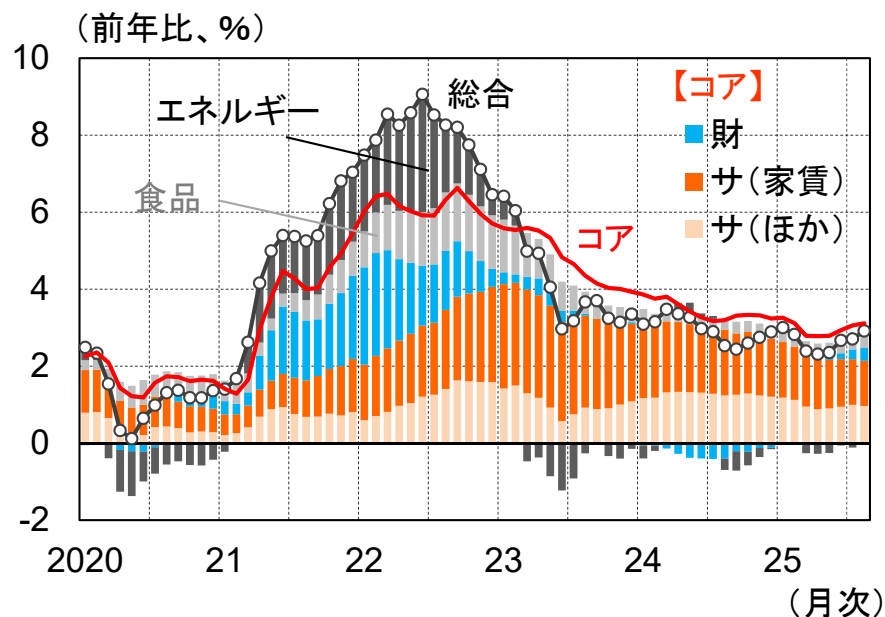


(備考)1. 米商務省 2. 民間非住宅 3. ()内は2024年のウエート

米国：消費者物価の伸びは拡大、小売は駆け込みの反動減以降は増加

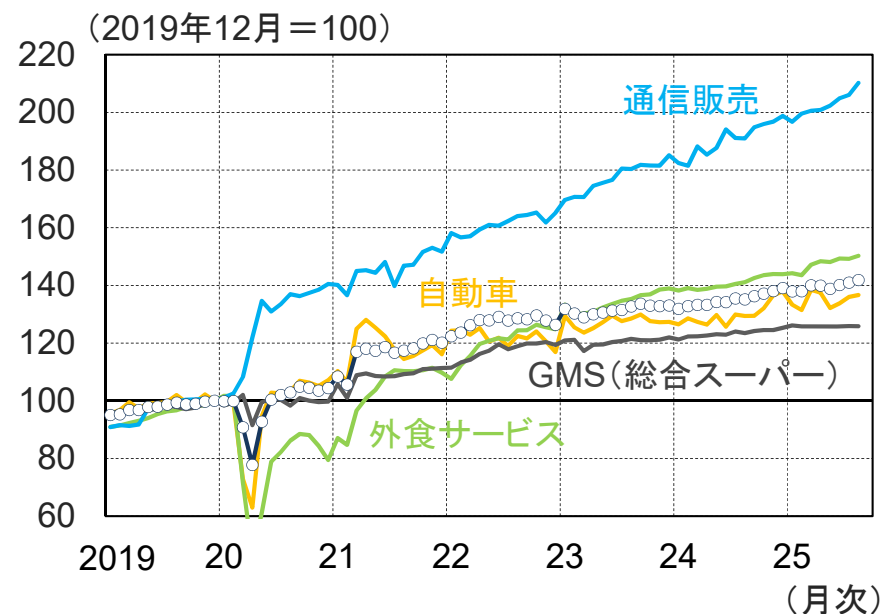
- ▶ 8月の消費者物価の伸びは、前年比2.9%と前月から拡大した。エネルギーと食品を除いたコアは3.1%と前月並みだった。コアのうち関税の影響を受けやすいとされる財は伸びが拡大しており、価格転嫁が進展しているとみられる。
- ▶ 8月小売売上高は前月比0.6%増と、駆け込みの反動減がみられた5月以降3ヵ月連続で増加した。通信販売や自動車がけん引した。関税の価格転嫁などによる物価上昇が増加に寄与した面もあるが、高所得者層で消費の堅調が続いているとみられ、全体では底堅さを維持している。ただし、消費マインドは力強さを欠いているほか雇用が減速する中で、今後消費も減速するとみられている。

消費者物価



(備考)米労働省

小売売上高

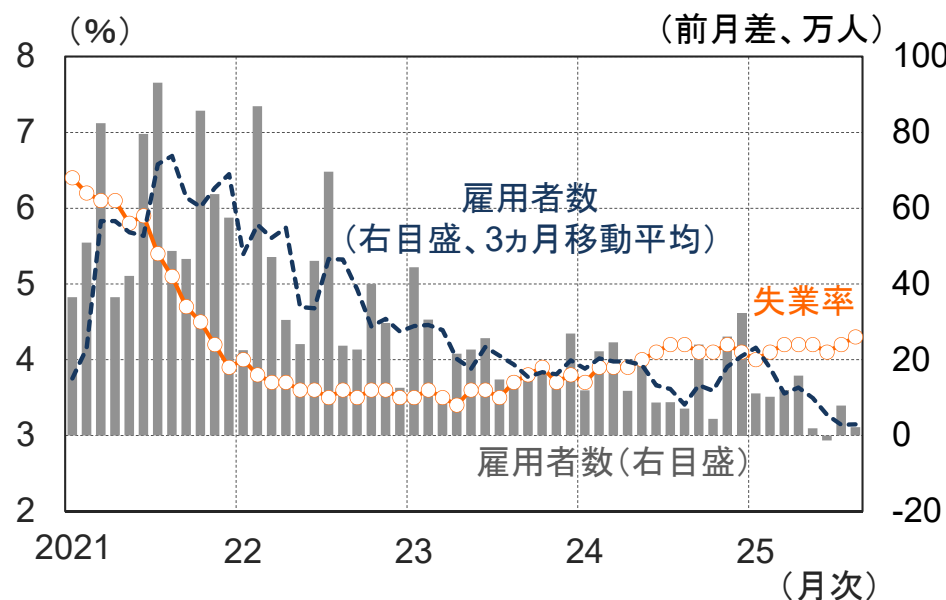


(備考)LSEG Datastream

米国：労働市場は減速

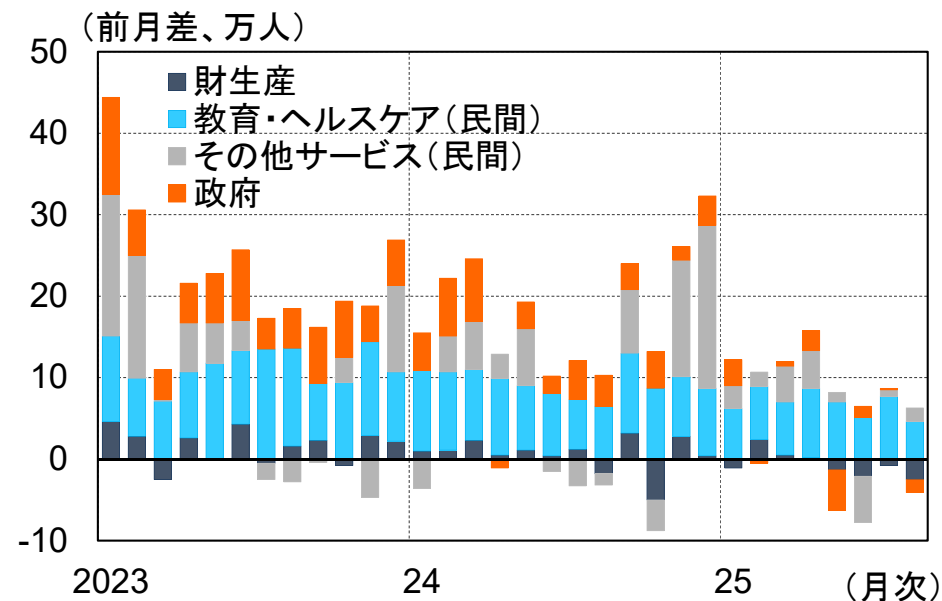
- 8月の雇用者数は、前月比2.2万人の増加となり弱い伸びが続いた。6月は一段と下方修正されて2020年12月以来の減少となるなど、労働市場は減速している。失業率も2カ月連続で上昇した。また、9月上旬に雇用統計の年次改定の暫定値が発表された。25年3月までの1年間の雇用の伸びは、改定前の約半数となる91万人下方修正され、トランプ政権以前から雇用が減速していた可能性が示された。
- 雇用者数の変化の内訳をみると、教育・ヘルスケアの増加が続く一方で、財生産や政府は弱い動きとなっている。財生産では製造業の減少基調に加え、建設業も3カ月連続で減少しており、移民減少が影響しているとみられる。

雇用統計



(備考) 米労働省

雇用者数の変化の内訳

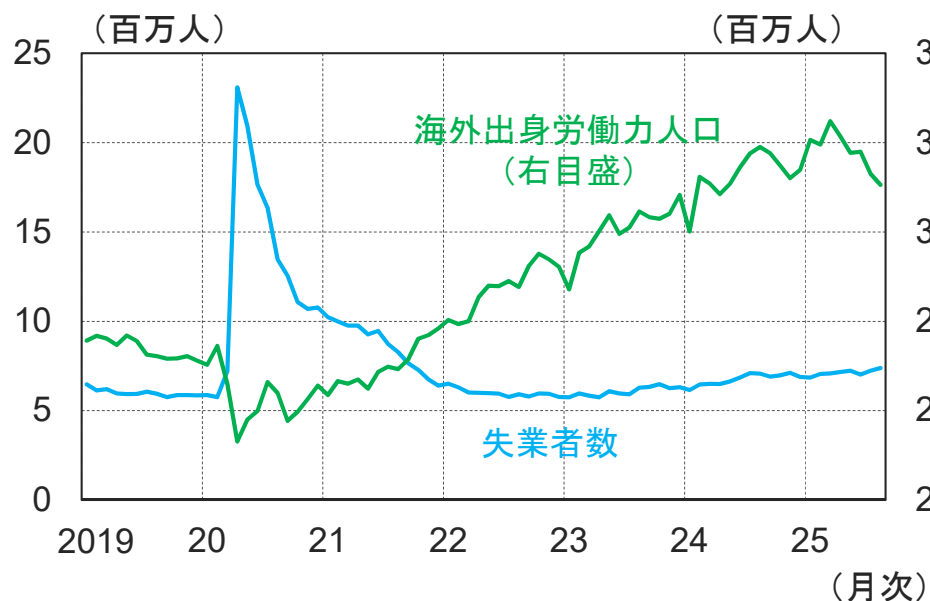


(備考) 米労働省

米国：失業者数が増加する一方で求人数は減少

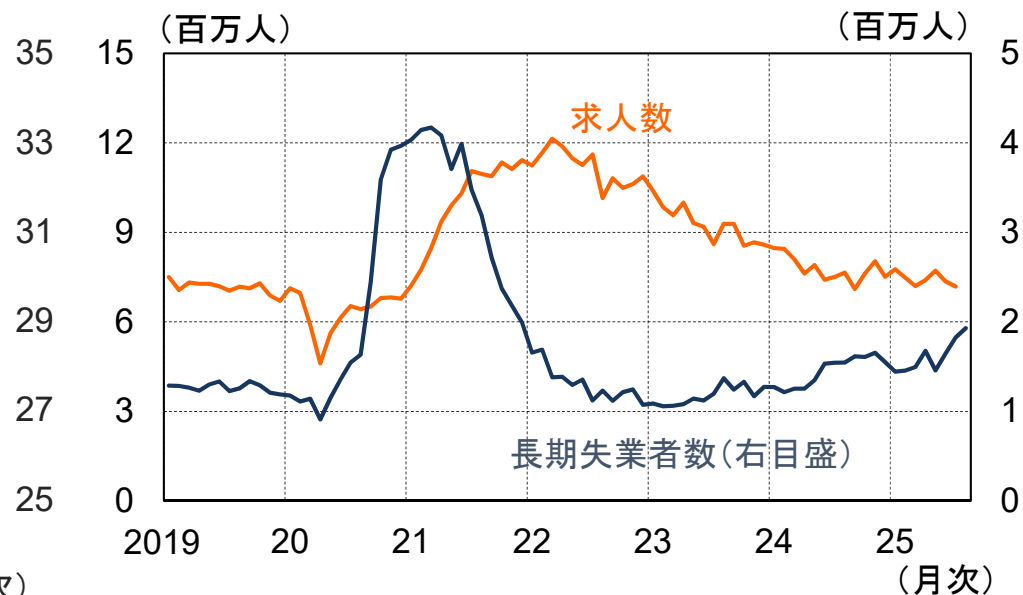
- 8月の失業者数は前月比2.0%増加した。23年以降緩やかに増加しているが、足元では移民政策により労働供給が抑制されたことで失業者数の増加が限定的だった可能性がある。
- 7月の求人数は前月比2.4%減少した。求人減に加え採用を抑制する動きもあり、足元では長期失業者数が増加している。今後、景気の減速とともに求人の減少が加速すれば、労働市場の急速な冷え込みが懸念される。

失業者数



(備考) 1. 米労働省
2. 海外出身労働力人口の季節調整はDBJによる

求人数、長期失業者数



(備考) 1. 米労働省
2. 長期失業者は27週以上継続して失業している失業者

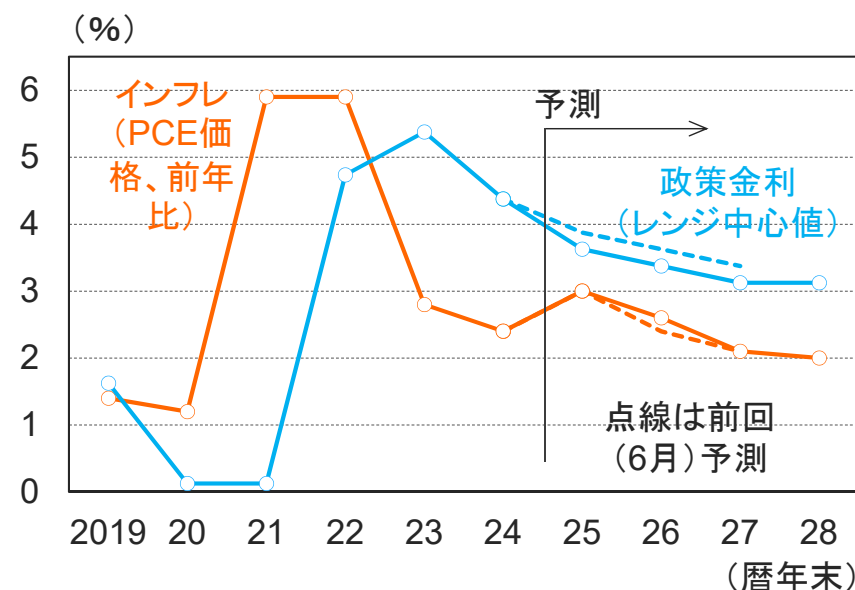
米国：地区連銀報告は関税による価格上昇を指摘、FOMCは0.25%の利下げ

- 9/3に公表された地区連銀報告（ページブック）では、経済活動全体への評価はほぼ横ばいだった。雇用では、解雇の増加はあまりみられなかったものの、採用抑制を通じて雇用を調整していることが指摘された。物価は、トランプ関税の影響が表れる中で、価格転嫁によるインフレは26年にかけて継続する可能性が示された。
- 9/16～17開催のFOMCでは、6会合ぶりに利下げを行った。利下げ幅は0.25%となり市場予想に一致した（政策金利：4.25～4.50%→4.00～4.25%）。パウエル議長は、関税によるインフレと労働市場減速のリスクを示し、両方のリスクを管理するための利下げと述べた。FOMCメンバー見通し（中央値）では、年内の利下げはさらに2回となったが、据え置きの見方も相応にみられた。

8月の地区連銀報告（ページブック）

経済活動全体	・ 前回（7月）からほぼ横ばい ・ 消費はほとんどの地区でわずかに縮小
雇用	・ 雇用の状況は、おおむね横ばいからやや上昇 ・ 解雇には慎重な一方で採用にも消極的。退職や自然減での雇用調整が行われている ・ 移民抑制により建設業での労働力が不足し、工事の遅延もみられる
物価	・ ほぼ全ての地域で関税による価格上昇を指摘。ただし価格転嫁の程度は企業によって異なる ・ 価格転嫁が遅れている企業もあり、25年後半から26年にかけて関税影響がより顕在化する可能性

FOMCメンバー見通し（9月）



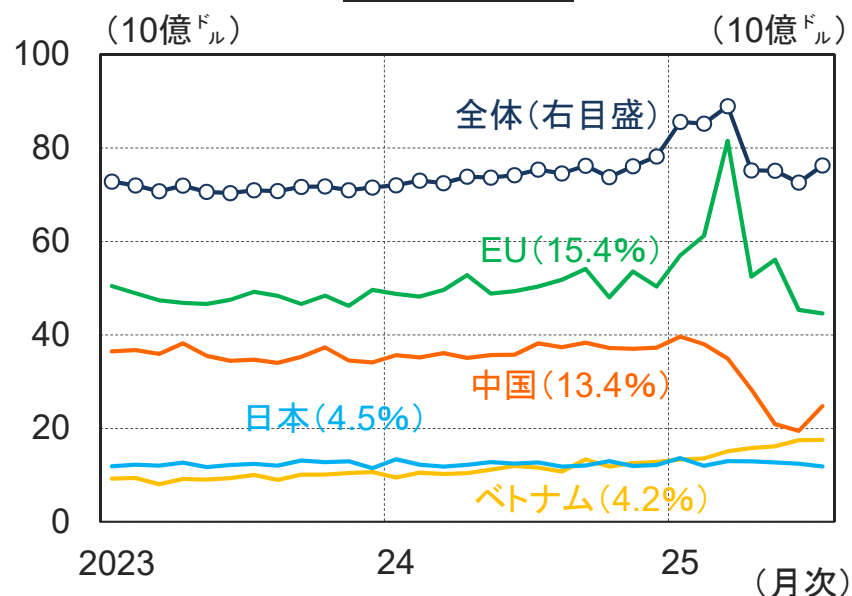
（備考）FRBによりDBJ作成

（備考）1. FRB 2. PCE価格は10-12月期の前年比

米国：輸入は増加、関税収入はトランプ関税以降大幅に増加

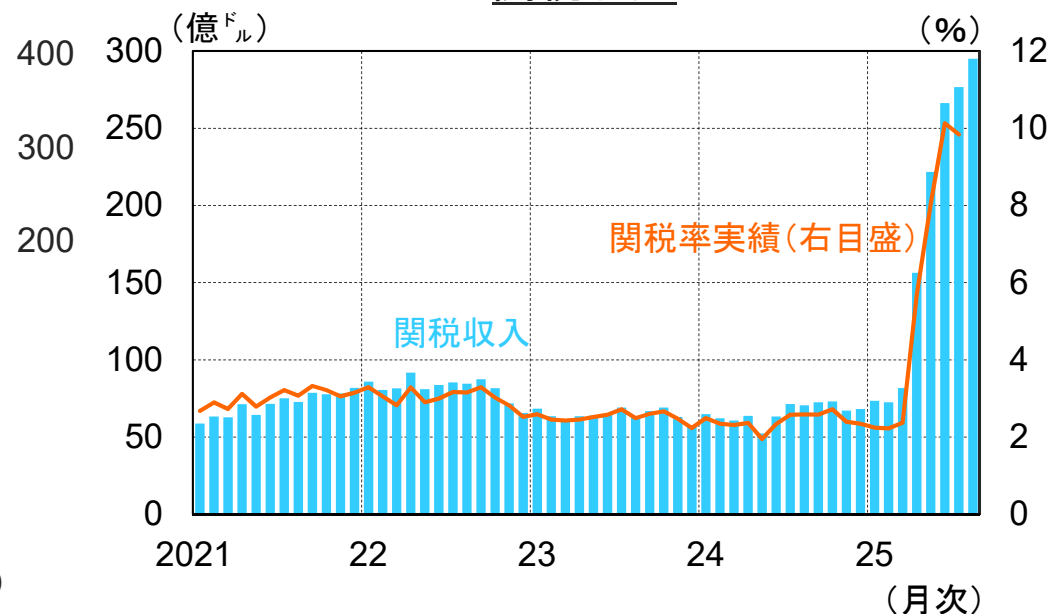
- 7月の輸入は4ヵ月ぶりに増加した。国別では、中国は、トランプ関税により減少していたが6ヵ月ぶりに増加した。EUは、3月までアイルランドを中心に駆け込み輸出がみられたが、4月以降は関税適用により弱い動きとなっている。ベトナムは迂回輸出などもあり増加傾向にあったが、8月以降は迂回輸出に40%の関税が適用されるため減少するとみられる。
- トランプ関税適用により関税収入は大幅に増加し、8月には約300億ドルとなった。ベッセント米財務長官は、関税収入は年間5,000億ドルを超える可能性があるかと述べており、関税収入が財政赤字縮小に寄与するとみられる。ただし、トランプ関税の合憲性を巡る訴訟では、相互関税は違憲との二審判決が下されており、今後、最高裁の判決によっては相互関税が無効となる可能性もある。

地域別輸入



(備考) 1. 米商務省 2. ()内は2024年のウエート

関税収入

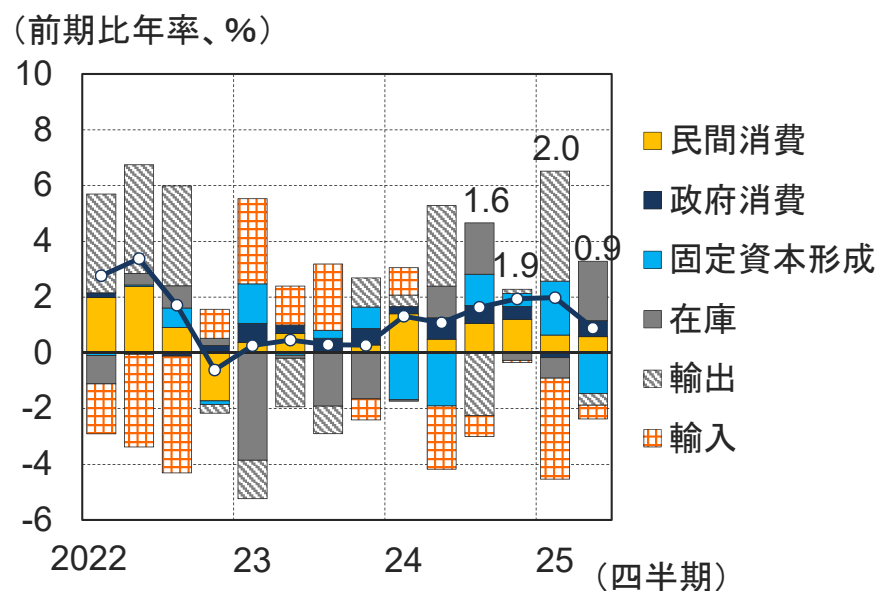


(備考) 米財務省、商務省

欧州：緩やかに回復している

- EUの2025年4～6月期GDP(確定値)は、前期比年率0.9%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	1.1	1.6	1.9	2.0	0.9	1.0	1.1	1.5
ユーロ圏	0.8	1.6	1.6	2.3	0.5	0.9	1.0	1.2
ドイツ	▲1.0	0.1	0.7	1.2	▲1.1	▲0.2	0.1	0.9
フランス	0.7	1.5	▲0.2	0.5	1.3	1.1	0.6	1.0
イタリア	0.9	0.0	0.8	1.3	▲0.3	0.7	0.5	0.8
スペイン	3.1	2.8	2.9	2.5	3.0	3.2	2.5	1.8
英国	1.8	0.0	0.4	2.9	1.2	1.1	1.2	1.4

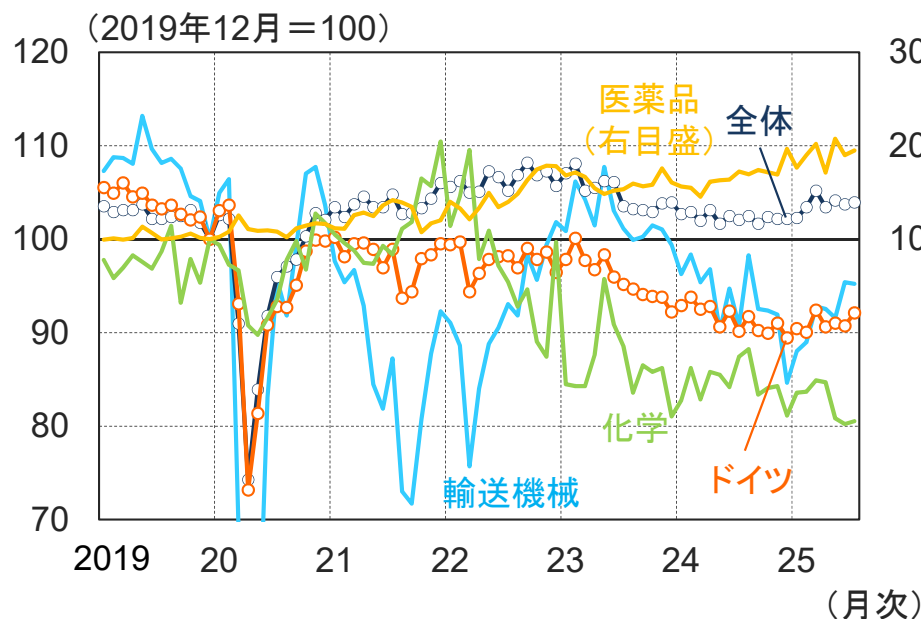
(備考) 1. Eurostat、英国統計局

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：生産はおおむね横ばい、小売は緩やかに回復

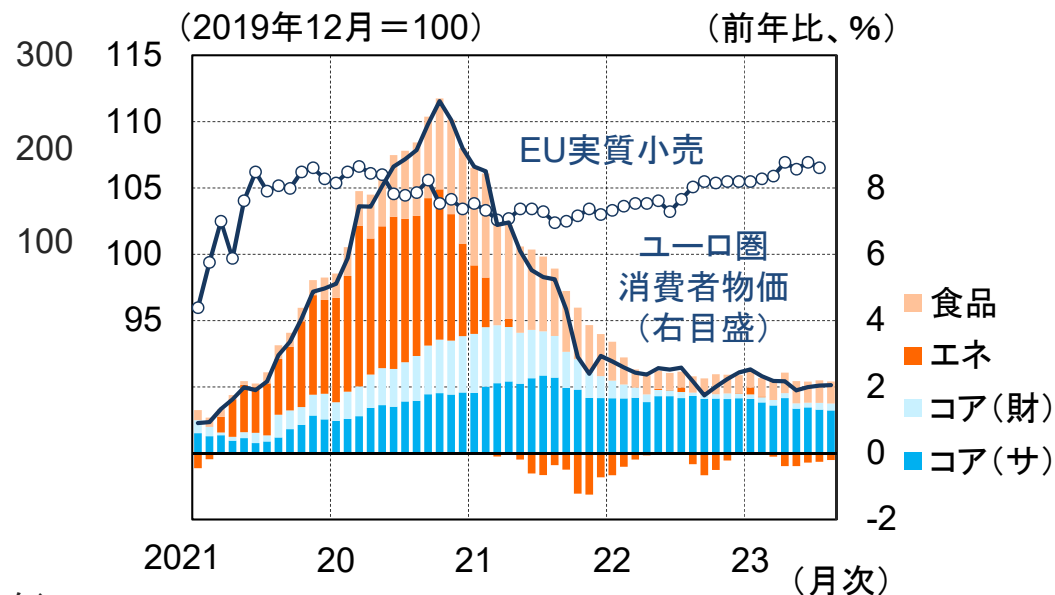
- EUの7月鉱工業生産は前月比0.3%増加した。今年に入り、対米駆け込み輸出を背景に、医薬品や自動車を中心に増加したが、4月に反落した後、おおむね横ばいとなっている。7月末にEUと米国は15%の関税合意に達したが、トランプ政権前の約1.5%から大幅に上昇するため、輸出と生産の下押し圧力になる可能性がある。一方、ドイツにおける国防などの財政拡大は支えになるとみられる。
- EUの7月実質小売売上高(除く自動車)は食品やエネルギーなどにより前月比0.4%減少した。4月以降一進一退ながら緩やかな回復基調が続いている。8月ユーロ圏消費者物価は前年比2.1%上昇した。伸びはエネルギーや財価格などによりやや拡大したが、ECB目標の2%程度が続いている。

EUの鉱工業生産



(備考)Eurostat

実質小売売上高と消費者物価

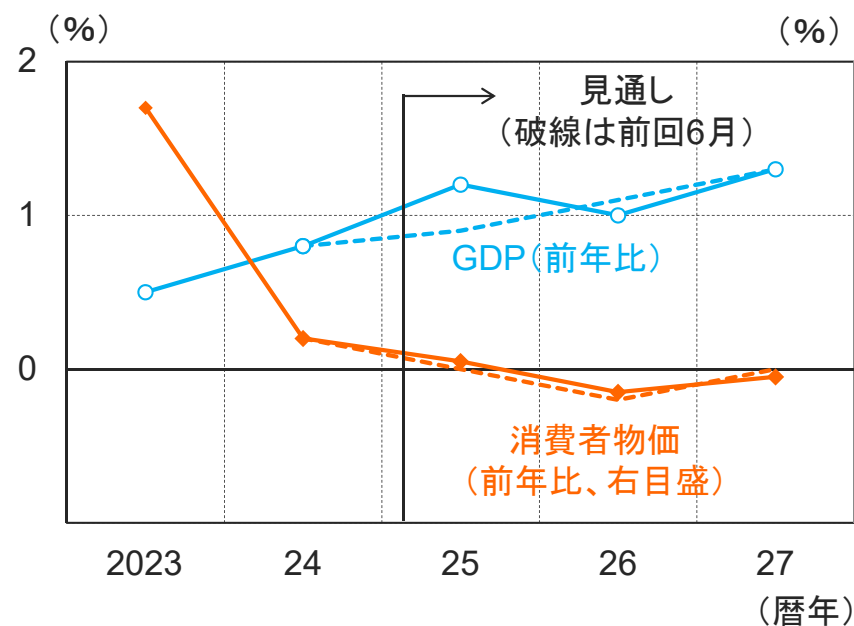


(備考) 1. Eurostat 2. 実質小売は自動車を除く

欧州：ECBは政策金利を据え置き、輸出はおおむね横ばい

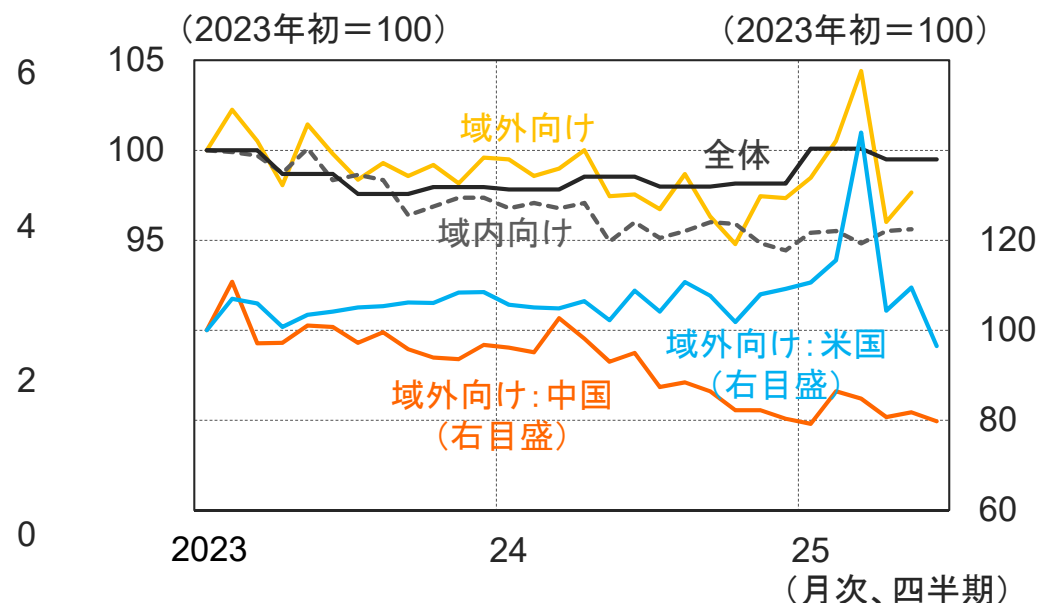
- 9月ECB理事会は2会合連続で政策金利を据え置いた。ラガルド総裁は物価が2%程度で安定しており、景気も緩やかに回復しているとの認識を示し、市場では利下げ局面が終了したとの見方が広がった。同時に公表された経済見通しでは、25年の成長率は実績を反映し上方修正されたが、26年はユーロ高や関税の影響で輸出が下押しされることから下方修正となった。
- EUの輸出は、全体およびEU域内向けはおおむね横ばいとなっている。一方、EU域外向けは、トランプ関税前の米国向けの駆け込みにより今年に入り増加したが、4月以降は減少基調となっている。また、中国向けは中国の景気減速や自動車など地場企業との競争激化などにより24年以降は減少している。

ECB経済見通し(9月予測)



(備考) Eurostat、ECB

EUの実質輸出

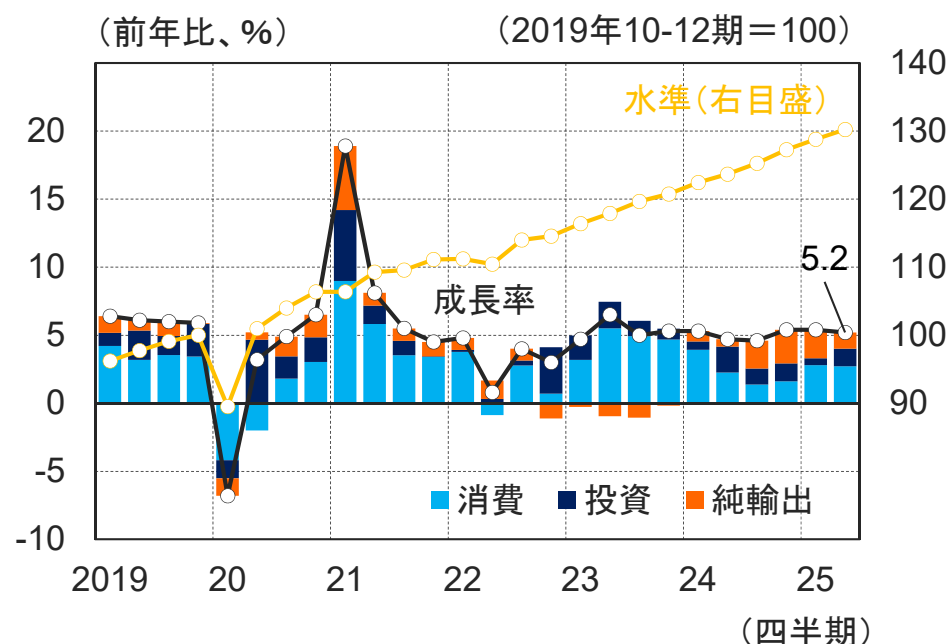


(備考) 1. Eurostat 2. 全体は実質GDPベース(四半期)、ほかは数量ベース(月次)、米国と中国は25年6月、域内外は5月まで

中国：持ち直しつつあるものの、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。7、8月は小売売上高などの一服で内需が伸び悩んでおり、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。
- 中国は8/31～9/1に上海協力機構（SCO）首脳会議を開催し、安全保障の強化や経済協力の深化、デジタル・グリーン分野などでの協力を決定した。今後もインド、ロシアや中央アジアを中心に独自の多国間連携を加速させ、新興国市場への進出やインフラ輸出を通じて、外需の拡大に取り組んでいくとみられる。

実質GDP成長率



(備考) 中国国家统计局、CEIC

上海協力機構での合意内容

内容

1. 天津宣言

- 地域の安全保障強化、一帯一路構想に基づく経済協力の深化、新規加盟国（サウジアラビア、エジプト）の承認、アフガニスタン問題への対応、人的交流・文化協力、気候変動・食糧安全保障

2. SCO経済協力行動計画

- デジタル経済の推進、グリーン経済・エネルギー協力、一帯一路構想に基づく貿易・投資の円滑化、農業・食糧安全保障、金融協力、人的交流・教育・観光

参加国

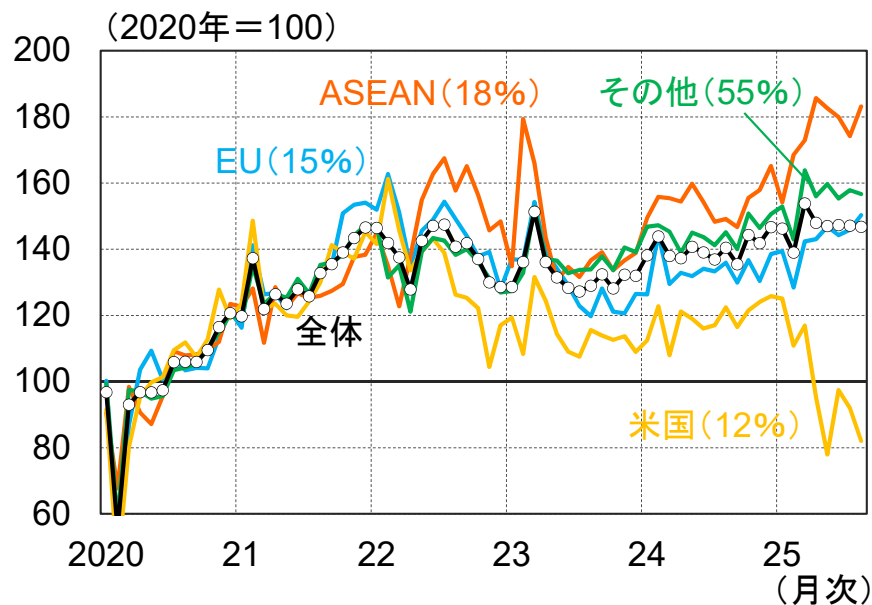
ベラルーシ、インド、イラン、カザフスタン、キルギス、パキスタン、ロシア、タジキスタン、ウズベキスタン

(備考) 各種資料によりDBJ作成

中国：輸出はASEANなどが下支えしたが、米国が減少し全体では横ばい

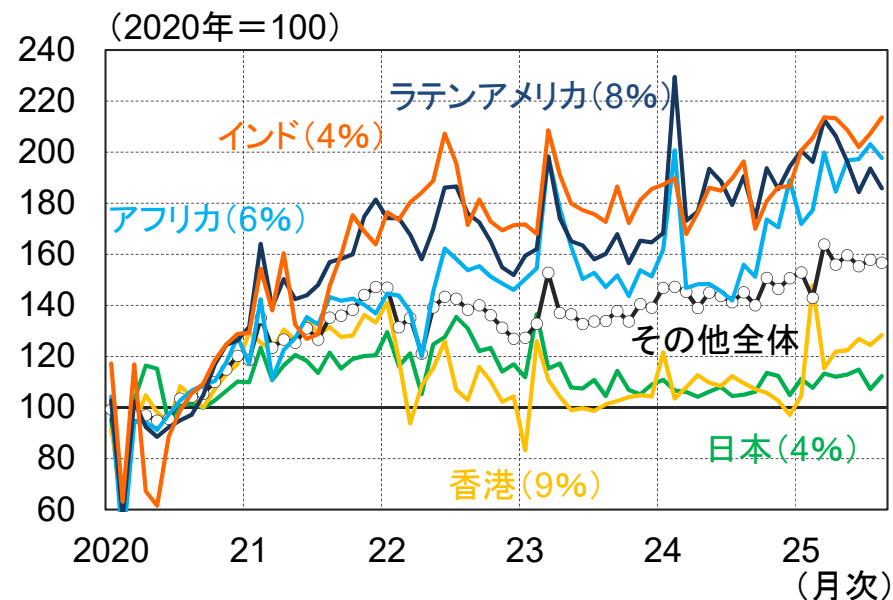
- ▶ 8月の輸出は前年比4.4%増加し、前月から伸びが鈍化した。ASEANやEUのほか、その他地域の下支えがあったが、米国向けの減少幅拡大により、水準では横ばいにとどまった。
- ▶ その他地域の内訳をみると、21年以降、アフリカ、インド、ラテンアメリカなどグローバルサウスへの輸出が増加している。背景には、アフリカ(24年にパートナーアクションプラン策定)や、ラテンアメリカ(25年に重点分野の協力に関する共同行動計画策定)との政治・経済面での連携強化があり、輸出先の多角化が進んでいる。今後は、米国向けの輸出の減少が見込まれるが、中長期的にはこうした成長期待の高い国々への輸出シフトが進み、輸出全体が押し上げられる見込み。

国・地域別輸出



(備考) 1. 中国海関総署、CEIC 2. ドル建て
3. ()内は25年1~8月ウエート 4. 季節調整はDBJによる

その他国・地域輸出

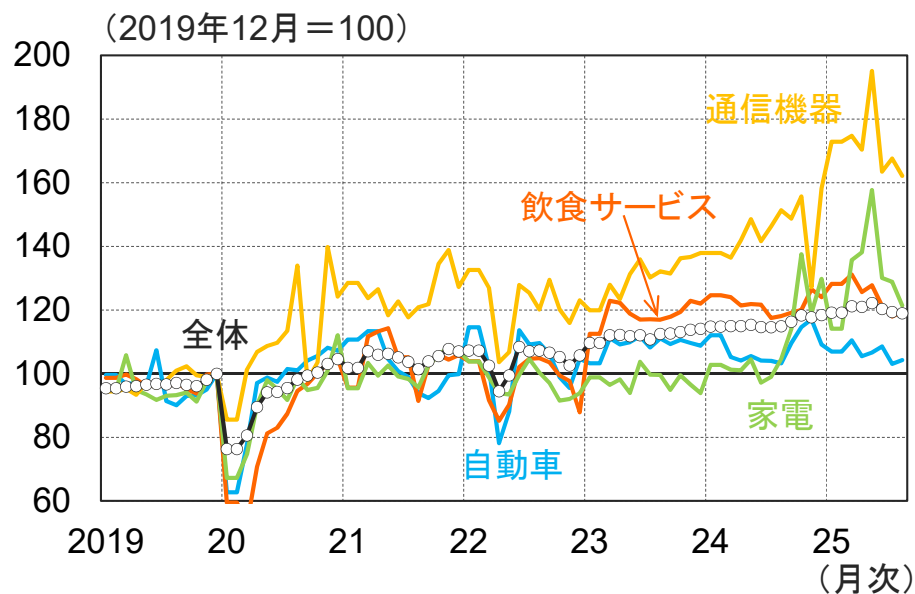


(備考) 1. 中国海関総署、CEIC 2. ドル建て
3. ()内は25年1~8月ウエート 4. 季節調整はDBJによる

中国：小売は弱含み、コア物価は小幅な上昇にとどまっている

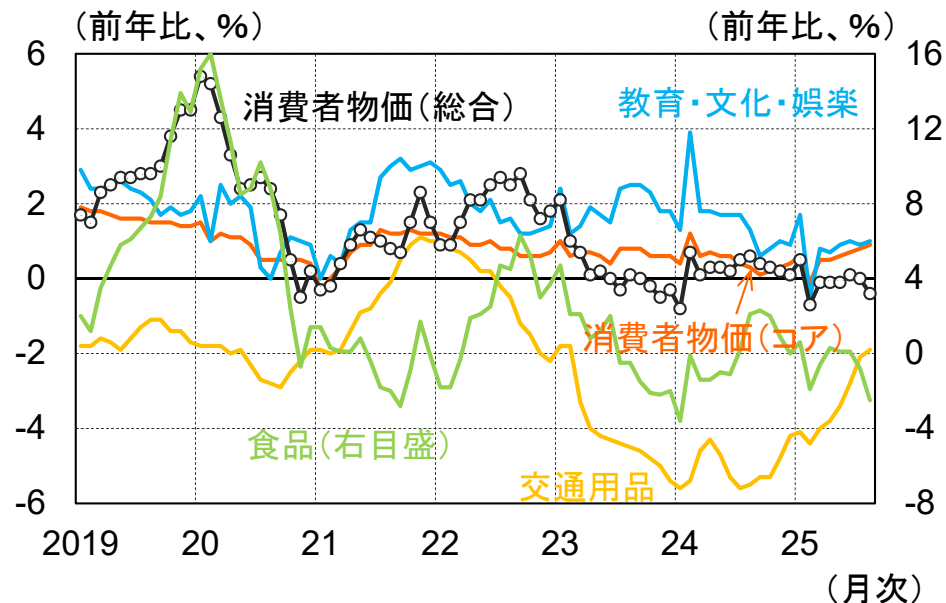
- 8月の小売売上高は前年比3.4%増に減速した。好調であった家電などの買い替え促進策の息切れに加えて、5月に施行された儉約令により飲食サービスが低調となり、水準では弱含んでいる。なお、政府は消費活性化のため、9月から消費者ローンの利払いに対する一部補助を開始しており、引き続き的を絞った景気刺激策を実施していくとみられる。
- 8月の消費者物価は食品の下落を主な要因として前年比0.4%下落した。一方、食品とエネルギーを除くコア物価は、教育・文化・娯楽の上振れに加えて、過当競争是正を目的とする「反内巻」政策で自動車など交通用品の下落幅が縮小したことで同0.9%増に伸びが高まった。もっとも、コア物価は22年半ば以降1%以下の小幅な上昇にとどまっている。

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月は平均値

消費者物価

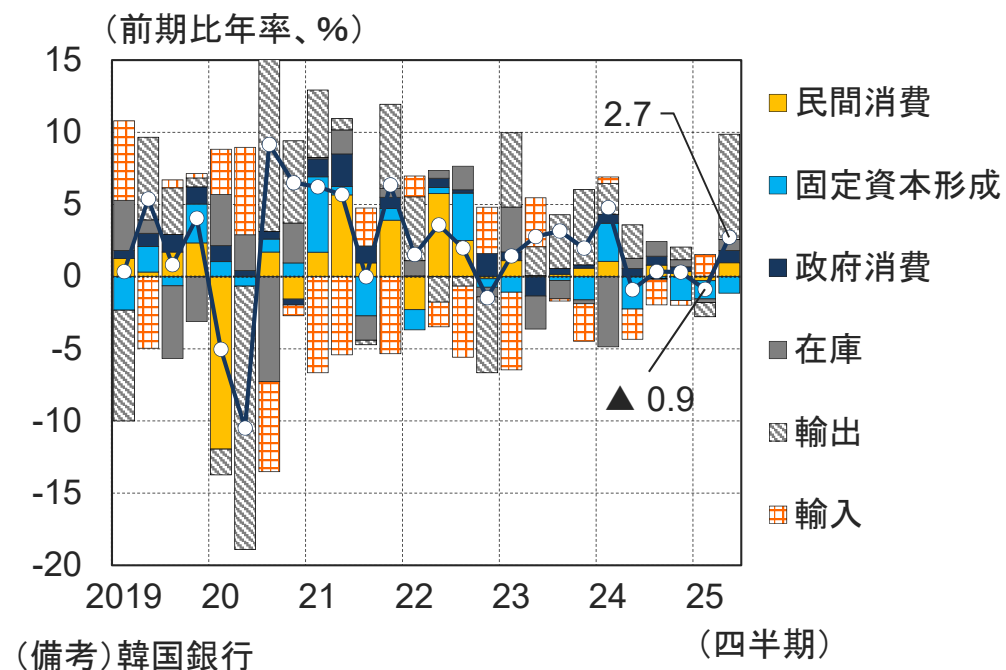


(備考) 中国国家统计局、CEIC

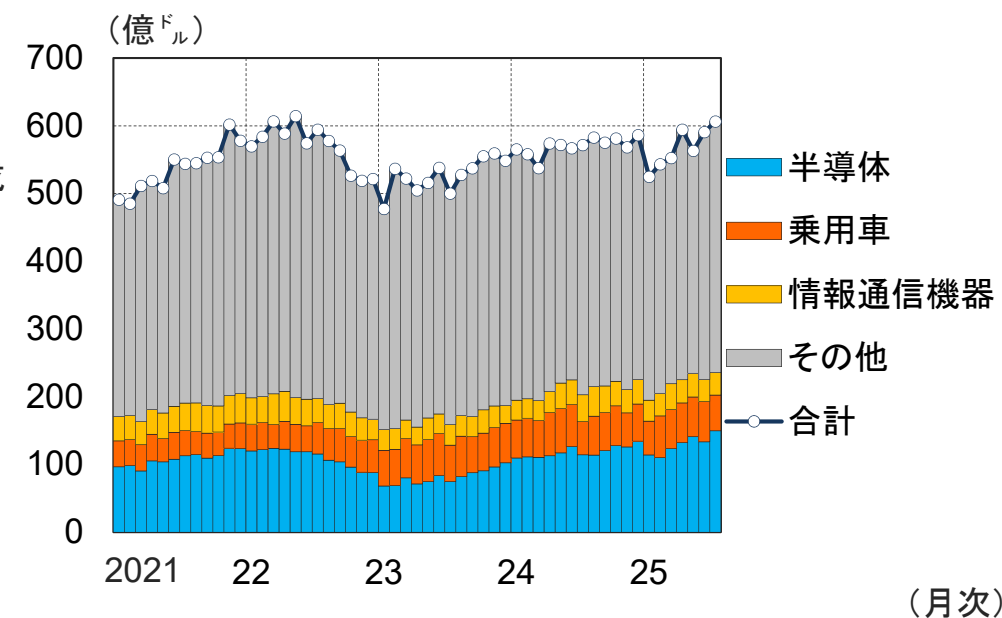
韓国: 弱含んでいる

- 韓国の2025年4～6月期の実質GDPは、前期比年率2.7%増加した。7月の相互関税上乘せ停止期限前の駆け込みにより輸出の伸びが高まったほか、利下げにより民間消費が拡大した。政府は7月に新たな景気対策を開始し、消費の下支えを図るが、今後は駆け込み輸出がはく落するほか、資材価格高騰などにより建設投資は引き続き低迷が見込まれ、景気は弱含みが続くとみられる。
- 7月の輸出は、米国の関税引き上げを前に半導体を中心に増加した。米国との関税協議において、相互関税、自動車関税ともに15%とするほか、3,500億ドルの対米投資を行うことで合意した。韓国はこれまで米韓FTAにより多くの品目で対米輸出関税が0%であったが、自動車分野では、もともと2.5%の関税が課されていた日本やEUと同条件となった。

実質GDP成長率



財別輸出

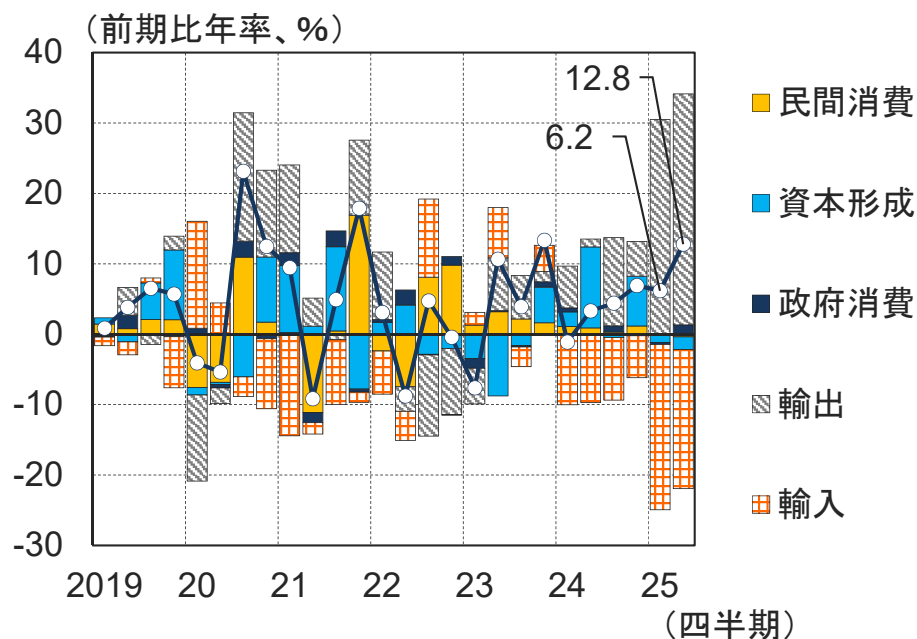


(備考) 1. 韓国貿易協会 2. 季節調整はDBJによる

台湾：回復している

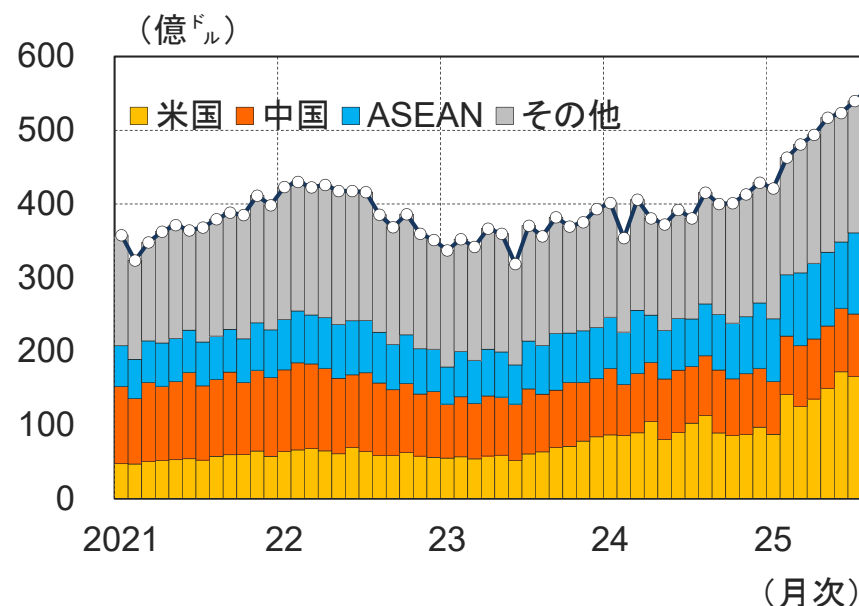
- 台湾の2025年4～6月期の実質GDPは前期比年率12.8%増加し、回復している。米国による関税引き上げを前にした駆け込みの継続や、堅調なAI向け半導体需要により輸出が全体を押し上げた。なお、米国との関税交渉を通じた輸入車の関税引き下げ観測から自動車の買い控えが起こっており、民間消費の伸びは鈍化した。
- 輸出は、8月に過去最高となった。仕向け地別にみると、25年初に全体の2割を占めた米国向けは、8月にかけて3割に拡大した。米国との関税交渉で相互関税は20%に引き下げられたが、半導体関税を含め協議は継続している。今後は対米の駆け込み輸出がはく落するが、AI向け半導体需要は引き続き堅調が見込まれる。

実質GDP成長率



(備考) 1. 台湾行政院主計総処 2. 資本形成は在庫を含む

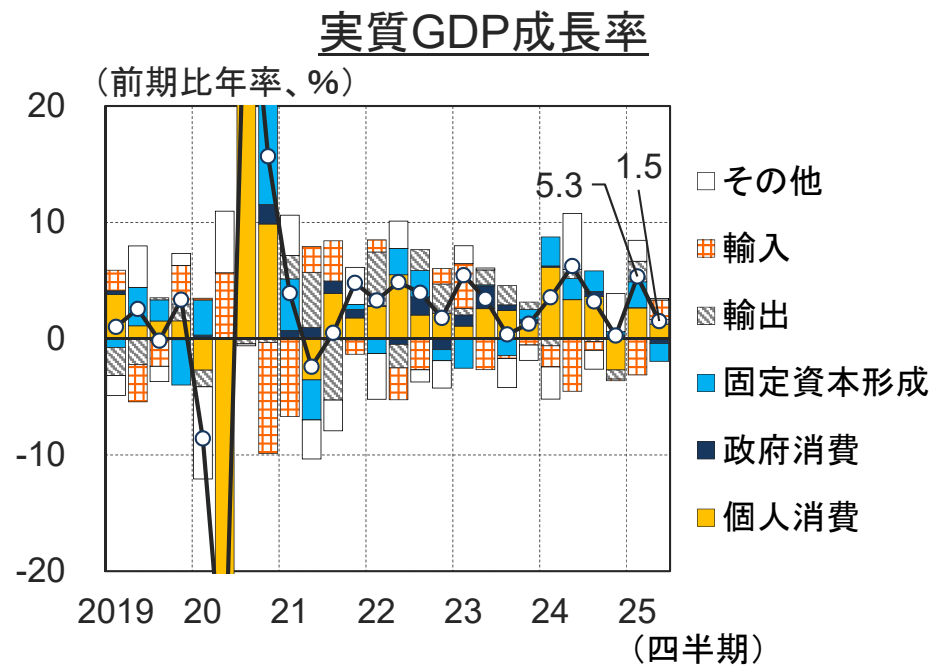
仕向け地別輸出



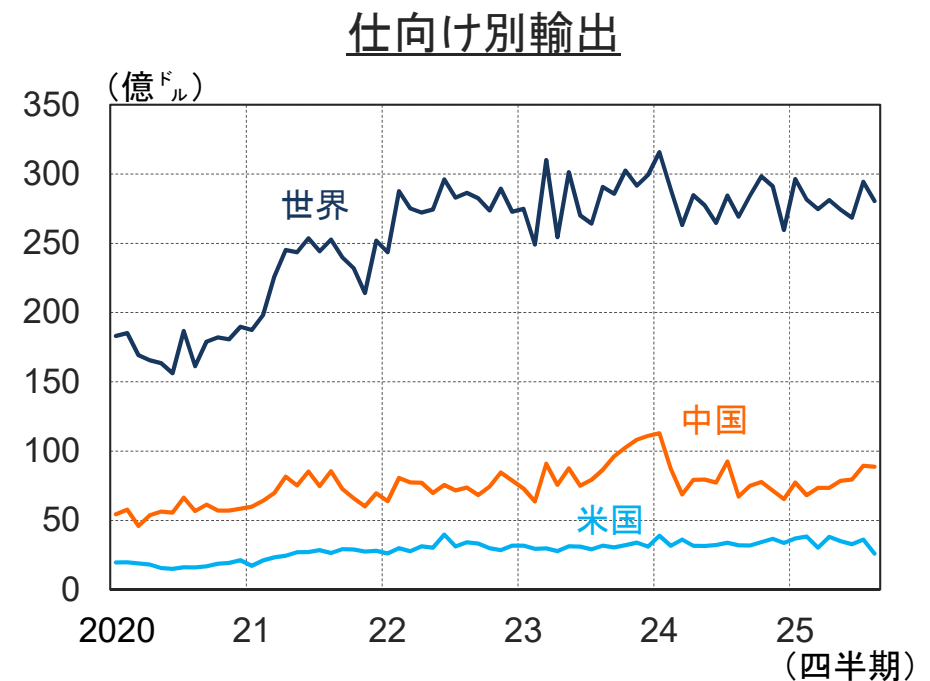
(備考) 1. 台湾財政部 2. 季節調整はDBJによる

ブラジル:回復が鈍化している

- ▶ ブラジルの2025年4～6月期の実質GDPは、前期比年率1.5%増加し回復が鈍化した。輸出が鈍化したほか、インフレ拡大や継続的な利上げなどにより、消費が鈍化するとともに固定資本形成が減少した。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。
- ▶ 米トランプ政権は8月上旬、SNSへの規制やボルソナロ前大統領への迫害などを理由に、ブラジルの相互関税を10%から50%へと引き上げた。一方で、航空機部品やオレンジジュースなど対米輸出の4割強に当たる品目は引き上げ対象外とされた。また仕向け地別輸出では、中国向けなどで増加がみられる。なお、米国向けの比率は1割程度にとどまり、関税による経済への影響は限定的とみられる。



(備考) 1. ブラジル地理統計院 2. 20年4-6月期は▲30.3%、
20年7-9月期は35.7%



(備考) 1. ブラジル地理統計院、LSEG Datastream
2. 季節調整はDBJによる

Section 4

マーケット動向

長期金利：米国は低下、日本は上昇局面が継続

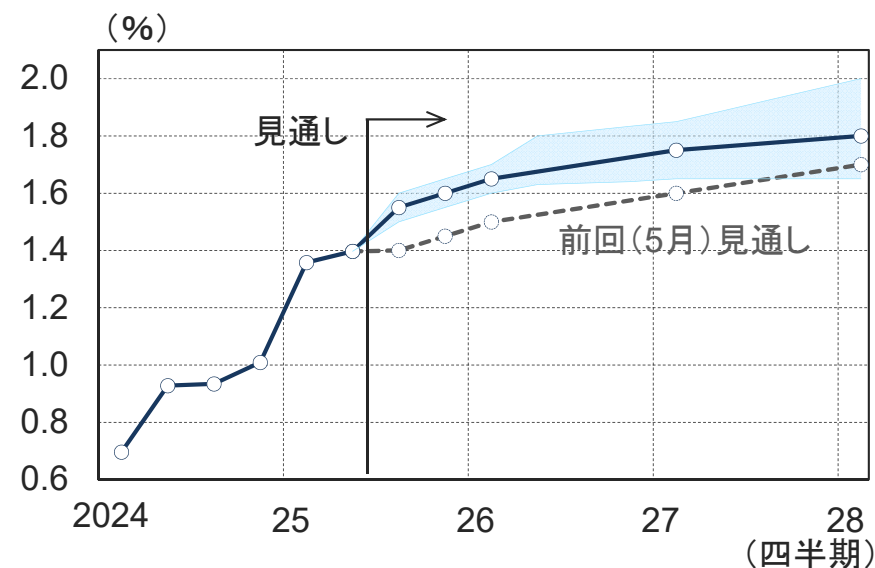
- 米国の長期金利は、雇用指標の相次ぐ悪化などにより、利下げ期待が高まり大きく低下した。FOMC後は、パウエル議長の会見でハト派姿勢がみられなかったことでやや上昇した。日本は、日銀の氷見野副総裁の講演で追加利上げに慎重な姿勢が示唆され、早期の利上げ観測が後退したことなどによりやや低下した。その後、9/19の日銀の金融政策決定会合で、利上げは見送られたものの2人の審議委員が利上げを提案したことで上昇した。
- 日銀の8月債券市場サーベイの長期金利見通しは、7月以降の金利上昇を反映し大きく上方修正された。27年度末にかけて緩やかに上昇する見通しとなっており、2.0%に到達するとの見方もある。日銀の利上げ路線維持もあり市場における金利の先高観は根強く、長期金利の上昇局面は当面続くとみられる。

日米10年物長期金利



(備考) 日本相互証券、米財務省

市場参加者の長期金利見通し



(備考) 1. 日本相互証券、日本銀行 2. 新発10年債利回り 3. 実績は期中平均、見通しは期末時点 4. 見通しの実線は中央値、バンド上限は第3四分位点、下限は第1四分位点

株価：日米ともに上昇

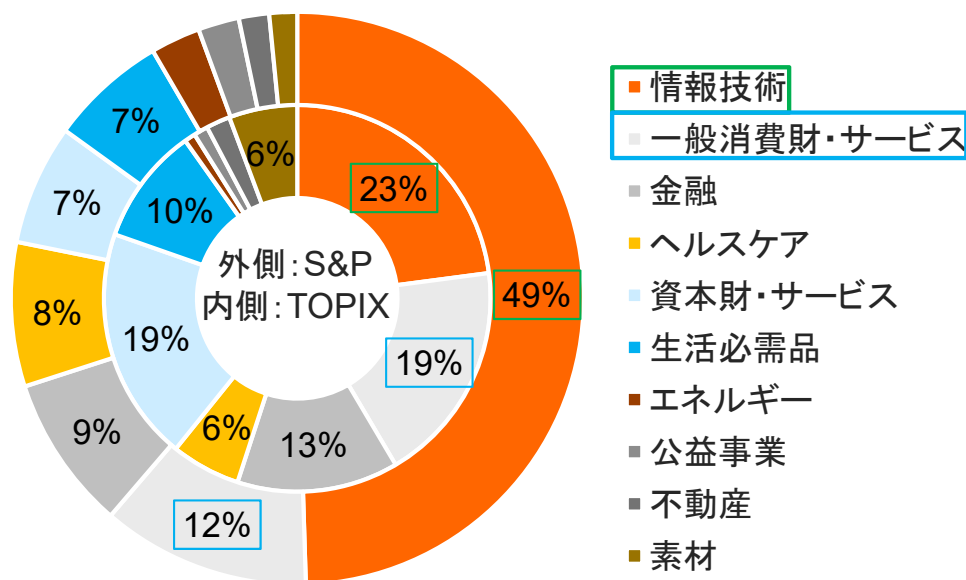
- 米国の株価は、9月初旬の雇用統計における労働市場の減速を受けて下落したが、9月の利下げ観測の高まりに加えて、AI関連のIT銘柄などを中心に上昇し、最高値を更新した。日本の株価は、自動車関連引き下げの大統領令署名が好感されたことや、米株価の好調、自民党総裁選後の景気刺激策への期待から最高値を更新した。
- 日米株式の構成銘柄をセクター別の時価総額で比較すると、米国は情報技術が半分程度を、日本でも2割程度を占めている。また、日本は自動車などの一般消費財・サービスが2割と米国と比べると高い。米国でIT銘柄が下落すれば、同時に円高が進行することが見込まれ、日本株はIT銘柄の下落や自動車などの一般消費財の下落により、株価全体を押し下げる可能性がある。

日米株価



(備考) LSEG Datastream

S&P500・TOPIX構成銘柄比較



(備考) 1. LSEG Datastream 2. 25年9月18日終値

為替:ドル円レートはおおむね横ばい

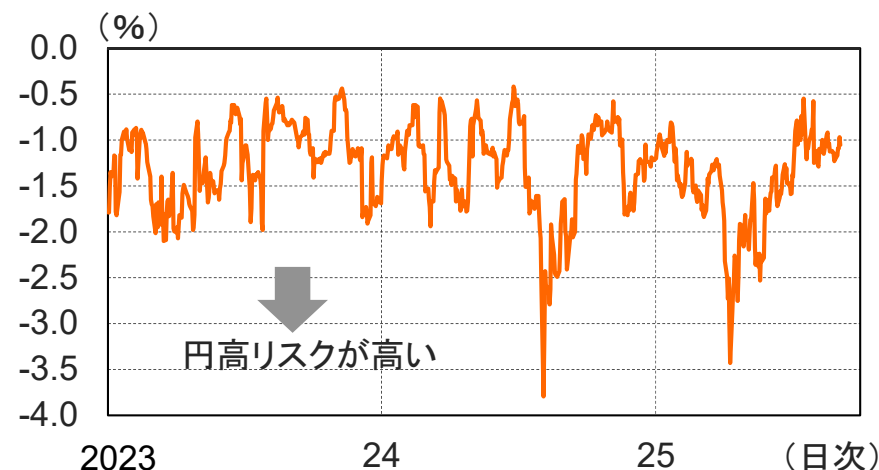
- 8月以降、軟調な米雇用統計に伴う米早期利下げ期待により円高圧力がかかる一方、日本の政局不安による円安圧力もくすぶる中、ドル円レートは147円前後でおおむね横ばいとなっている。9月FOMCでの利下げ実施やメンバーの追加利下げ予想により一時145円台まで円高が進んだが、パウエル議長は過度な利下げ期待をけん制したことから、147円台に戻った。
- 先行きの為替相場に対する市場参加者のリスク認識を示すリスク・リバーサルをみると、コロナ以降の円安進行に伴い、一貫してマイナス圏(円高リスクが高いと認識)で推移した。特に24年夏には日銀の追加利上げや米労働市場の急減速、25年4月には米相互関税発動を契機としたドル売り圧力の拡大などで、先行きの円高予想が強まり、大幅なマイナスとなった。ただし、今年5月以降、関税に対する過度な懸念が後退したこともあり、マイナス幅は縮小、円高警戒感が低下し、ドル安円高圧力を和らげている。

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

ドル円のリスクリバーサル(1ヵ月物)

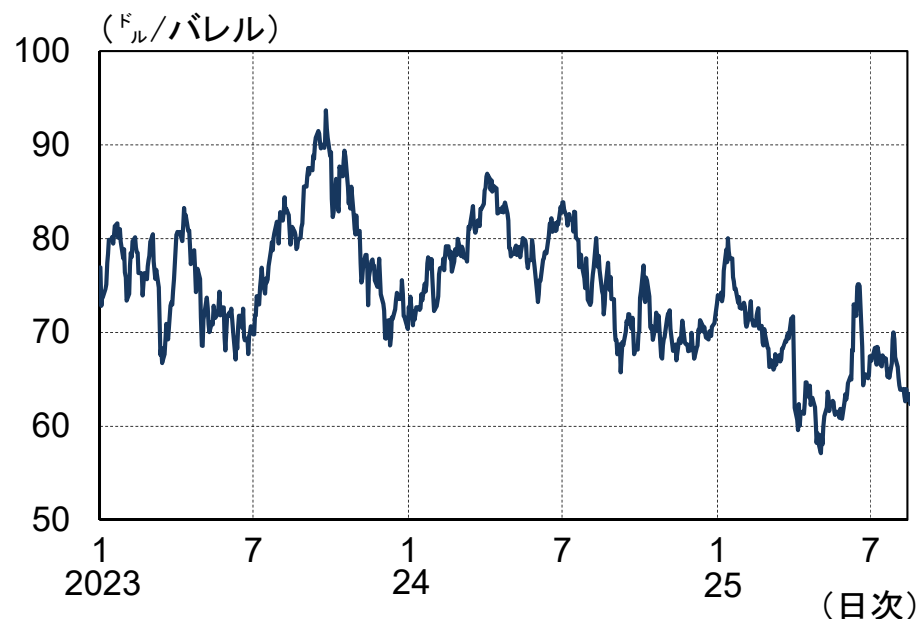


(備考) 1. LSEG Datastream 2. リスクリバーサルはドル円買い/売りオプションのプレミアム(保険料)の差として、双方のインプライドボラティリティの差を取ったもの。マイナスはドル売りプレミアムが高く、すなわち市場は先行きのドル安円高リスクが高いと認識

原油価格：地政学リスクはあるものの、需給の緩みが意識され横ばい

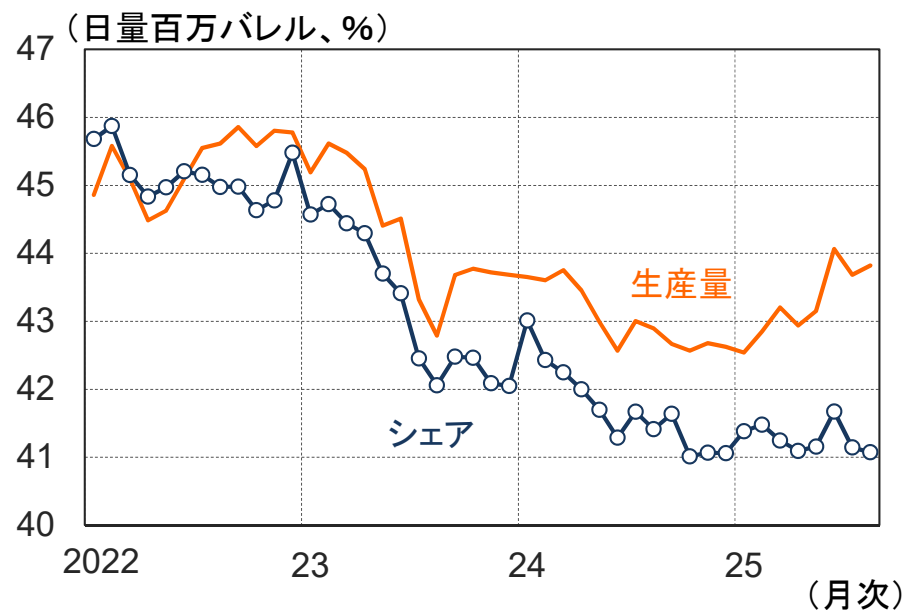
- ▶ WTI原油価格は、60ドル台で前月からおおむね横ばいとなった。ウクライナによるロシアのエネルギー施設への攻撃や、ポーランドへのロシア軍ドローン侵入などにより地政学リスクは高まった。一方で、OPECプラスのさらなる減産縮小の決定もあり、引き続き需給の緩みが意識された。
- ▶ OPECプラスはこれまで、原油価格の下支えを目的として段階的な減産を実施してきた。しかし足元では、価格が低迷する中で減産の縮小を加速させており、9月には23年11月から実施している日量220万バレルの減産を前倒しで終了するとした。背景には、市場シェア低下への危機感などがあるとみられる。関税による需要鈍化が見込まれる中、供給増加は原油価格の下押し圧力となる。

WTI原油価格



(備考)LSEG Datastream

OPECプラスの原油生産量とシェア



(備考)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