

最近の経済動向

2025年2月27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

日本経済は、2024年10～12月期GDP(1次速報)が、消費の伸びが縮小したものの、輸入の減少や輸出がけん引したほか、設備投資もプラスに転じ、前期比年率2.8%増となりました。日本経済は、3四半期連続でプラス成長となり、緩やかな回復の動きがみられます。

海外経済は、米国は労働市場が堅調を維持し、消費を中心に堅調な成長が続いています。欧州は足元で小売売上高など消費の一服はあるものの、インフレ鈍化などにより緩やかに回復しています。中国は春節連休中の旅行需要が堅調となるなど、持ち直しの兆しがみられます。

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	37

* 本資料は原則として2月19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2月	2025年3月
日本	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
設備投資	横ばい	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	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	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	伸びが小幅に上昇	伸びが小幅に上昇
米国	幾分減速が見込まれるも堅調に成長	幾分減速が見込まれるも堅調に成長
欧州	緩やかに回復	緩やかに回復
中国	持ち直しの兆し	持ち直しの兆し

(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

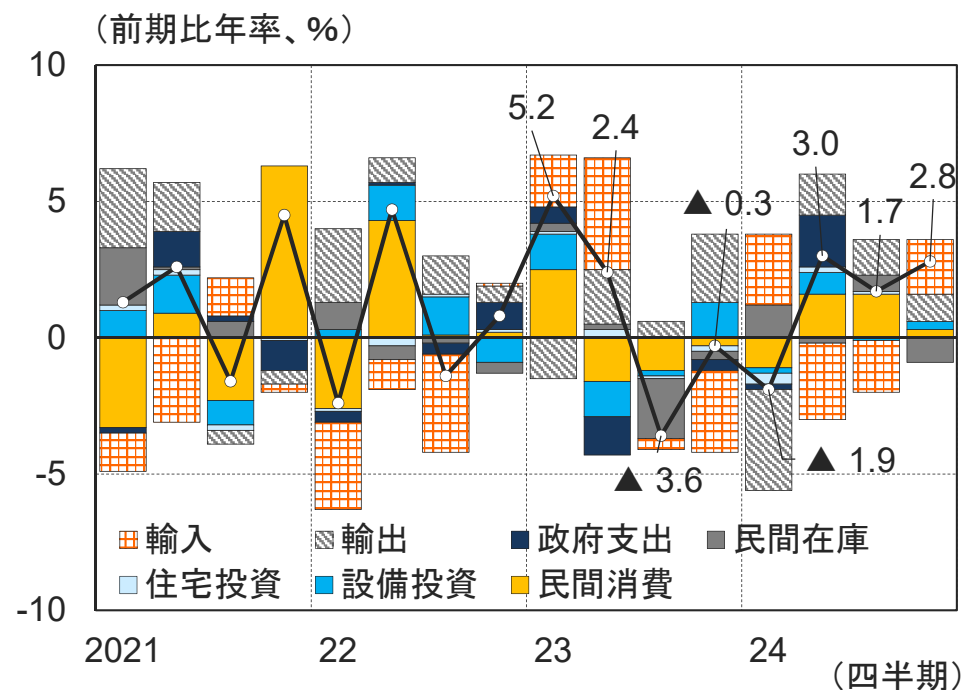
Section 2

日本経済

日本経済は、緩やかな回復の動きがみられる

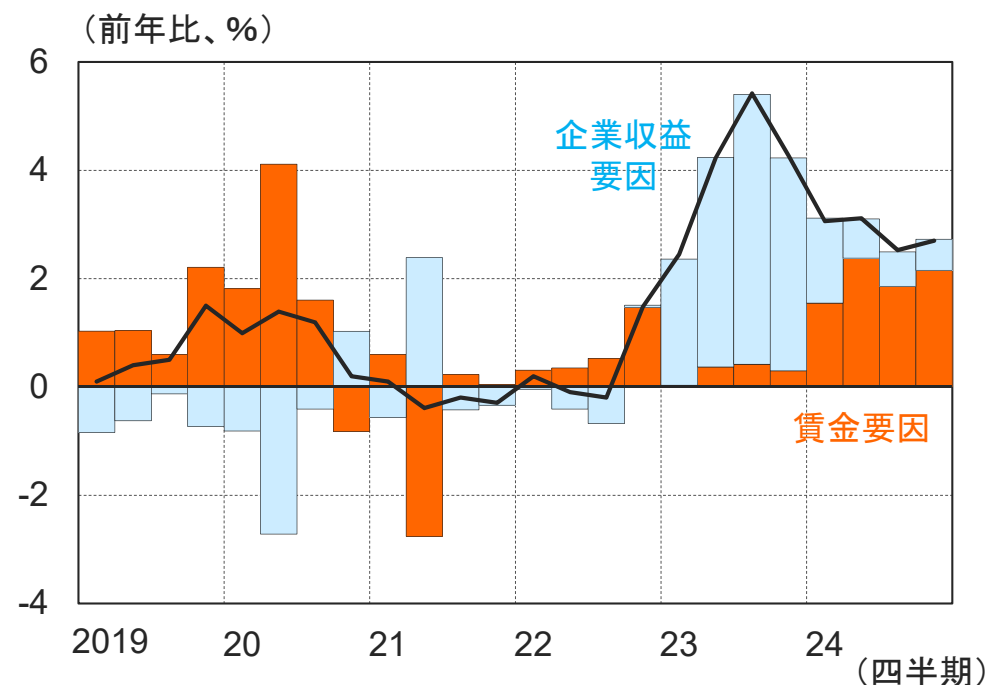
- 2024年10～12月期実質GDPは、前期比年率2.8%増と3期連続のプラス成長となった。消費の伸びが縮小したものの、輸入の減少や輸出がけん引したほか、設備投資もプラスに転じた。日本経済は、緩やかな回復の動きがみられる。
- 23年度の物価上昇局面では、物価上昇の「果実」の大部分を企業収益が享受し、人件費上昇に回った部分がほとんどみられず消費者に恩恵が及ばない、という「強欲インフレ」の状態が観察された。24年度に入り賃上げが進んだことで、この「強欲インフレ」状態はようやく解消に向かっている。

実質GDP成長率



(備考)内閣府

GDPデフレーター

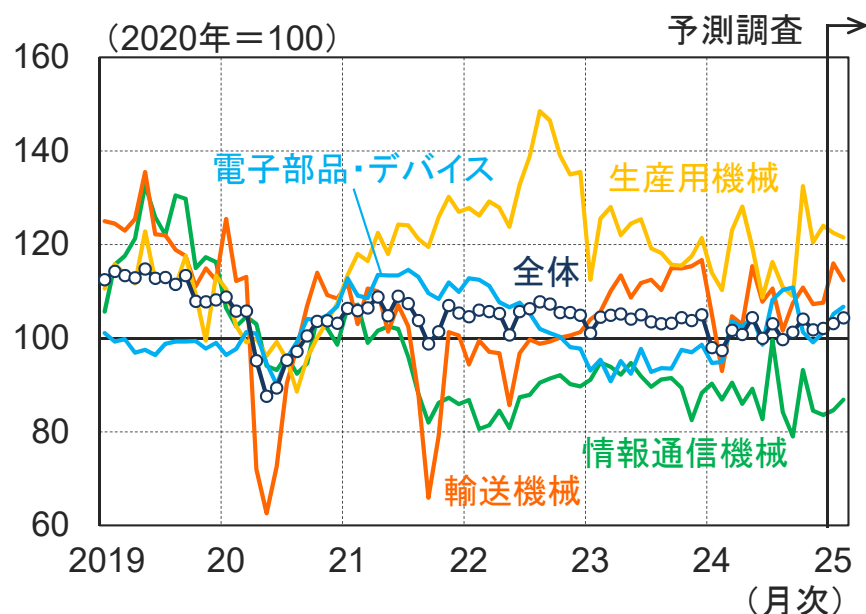


(備考)内閣府

鉱工業生産は均せば横ばい、サービス業は横ばい

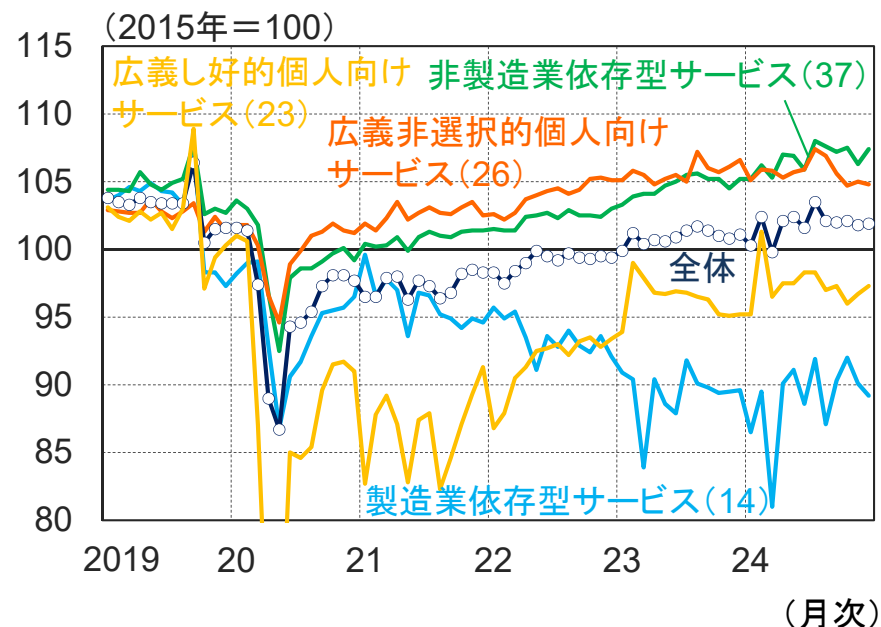
- 12月の鉱工業生産は、生産用機械や電子部品・デバイスなどが増加したものの、輸送用機械のうち自動車が増加したことなどにより全体では小幅な増加にとどまった。基調としては24年春以降横ばいが続いている。先行きは、輸送機械や電子部品・デバイスなどにより増加する計画となっている。
- サービス業の活動を実質でみる第3次産業活動指数は、12月は金融業、保険業や情報通信業を中心に増加した。24年以降、夏頃までは非製造業依存型サービスや、生活に必需的な性質を持つ非選択的個人向けサービスのうち社会福祉・介護事業などにより緩やかに持ち直していたが、足元では足踏みしている。コロナ前と比較すると、製造業依存型サービスに加え、所得環境や経済情勢の影響を受けやすいとされる、し好的個人向けサービスの回復が鈍くなっている。

鉱工業生産



(備考) 経済産業省

第3次産業活動指数

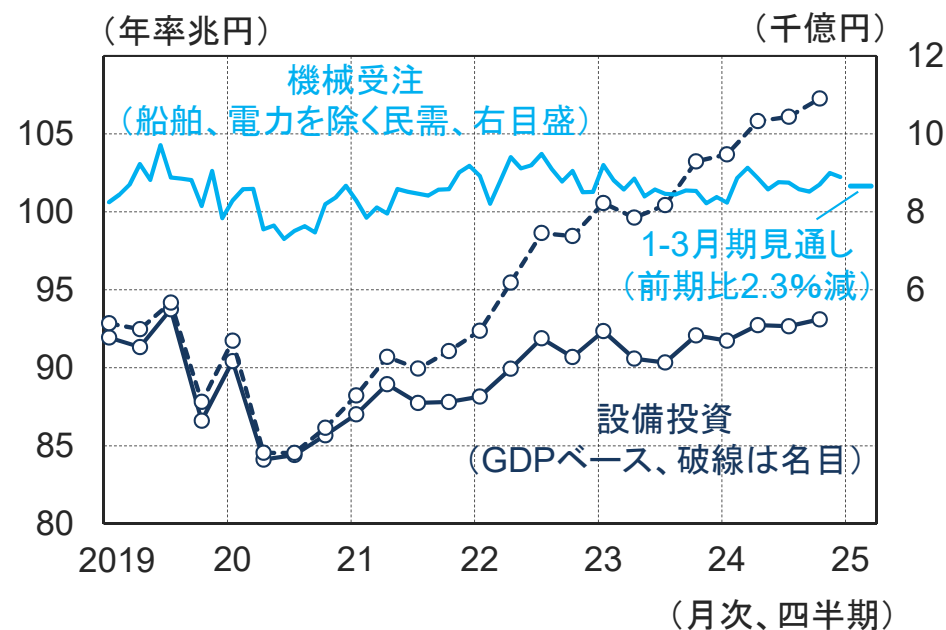


(備考) 1. 経済産業省 2. ()内はウェイト

設備投資は緩やかに回復している

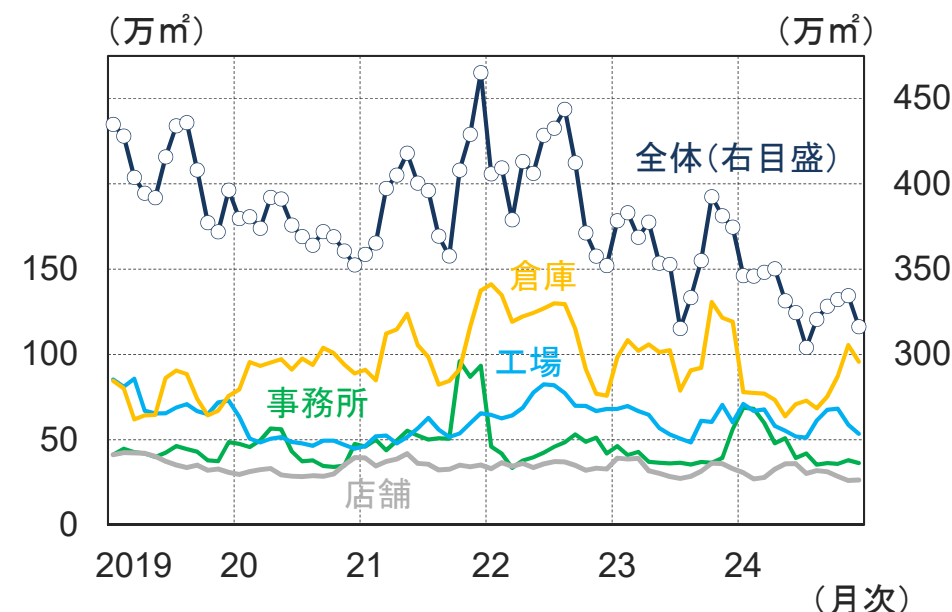
- 10～12月期の実質設備投資（GDPベース）は前期比年率1.9%増加し、緩やかに回復している。生産用機械などの機械投資を中心に増加したとみられる。機械投資の先行指標である機械受注は、12月は製造業により減少した。10～12月期は2.8%の増加となり、見通し（5.7%増加）を下回ったものの3期ぶりに増加した。25年1～3月期は2.3%減少する見通しとなっている。
- 建設投資の先行指標である民間非居住用の建築着工床面積は、24年秋に倉庫を中心に持ち直していたが、12月は大きく減少した。22年後半以降、人手不足などによる供給制約や工事費高騰の影響を受け、建設工事の延期や見直しが相次いだこともあり低調となっている。

設備投資、機械受注



(備考) 1. 内閣府 2. 設備投資は四半期

建築着工床面積(民間非居住)

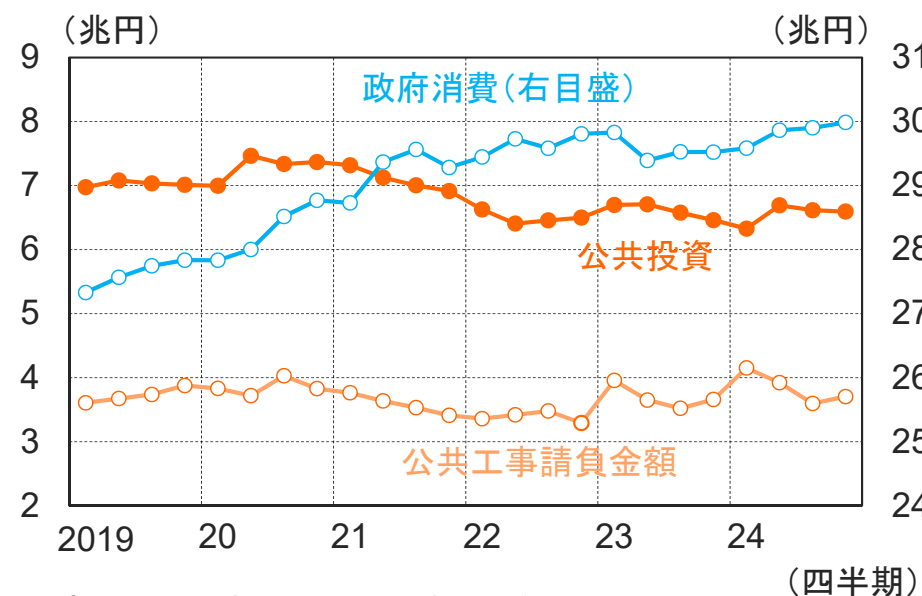


(備考) 1. 国土交通省 2. 季節調整値の3ヵ月後方移動平均
3. 用途別の季節調整はDBJによる

公共投資は底堅い、住宅投資は横ばい

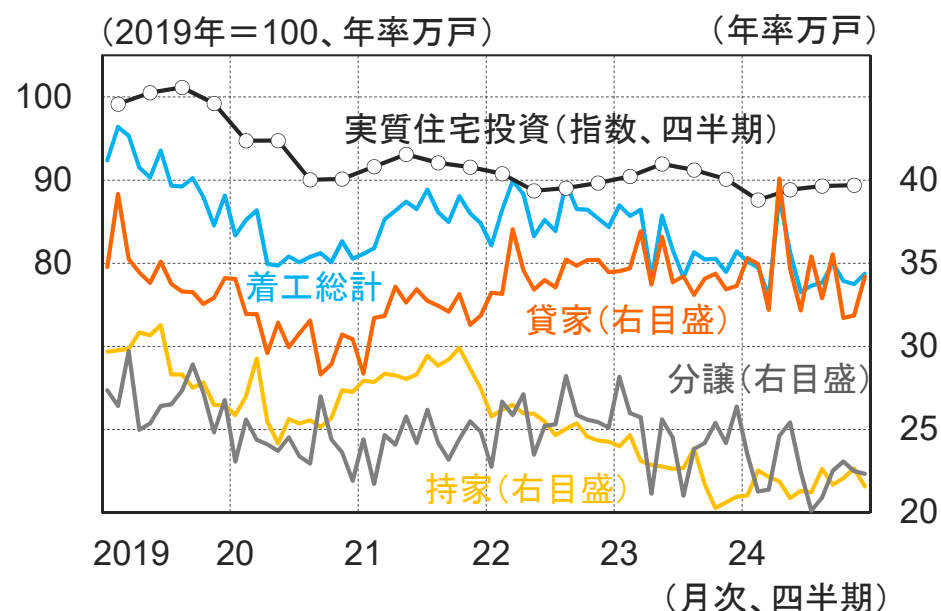
- 10～12月期の実質公共投資(GDPベース)は前期比年率1.3%減少し、24年度に入り持ち直した後におおむね横ばいとなっている。足元で先行指標の公共工事請負金額が増加し、25年度予算案も2年ぶりの増額となる見込みなどから、今後底堅く推移するとみられる。政府消費は同1.1%増となった。23年度はコロナ関連予算の縮小などで減少したが、24年度以降社会保障費を中心に増加基調となっている。
- 10～12月期の実質住宅投資(GDPベース)は前期比年率0.4%増加し、均してみると24年初以降横ばいとなっている。12月の住宅着工戸数は、貸家が増加し前月比1.6%増となった。今後は、雇用所得環境の改善はプラス材料となるものの、建築費高止まりによる戸数や床面積の減少もあり、横ばいの動きが続くとみられる。

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

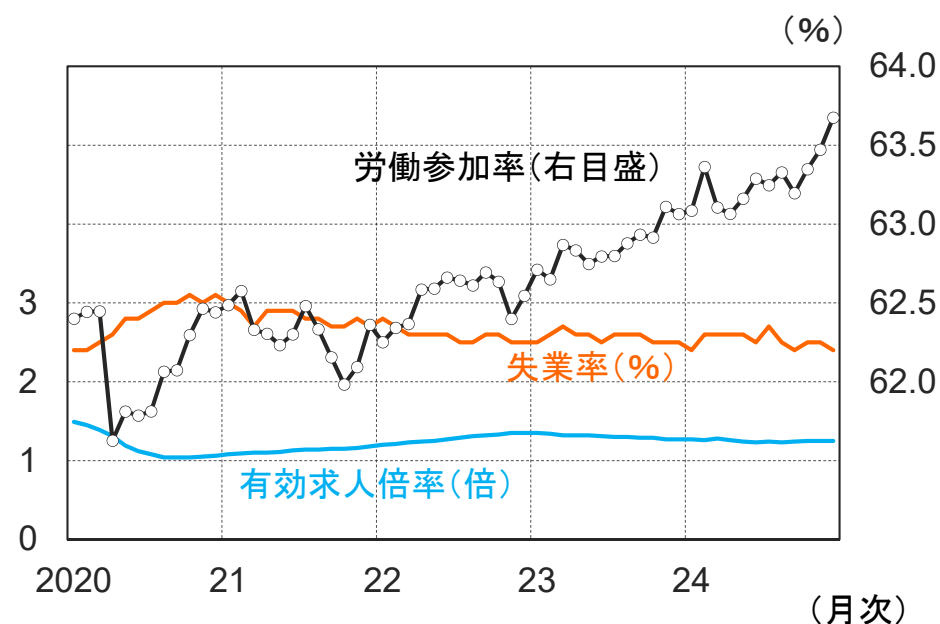


(備考) 国土交通省、内閣府

雇用は改善している

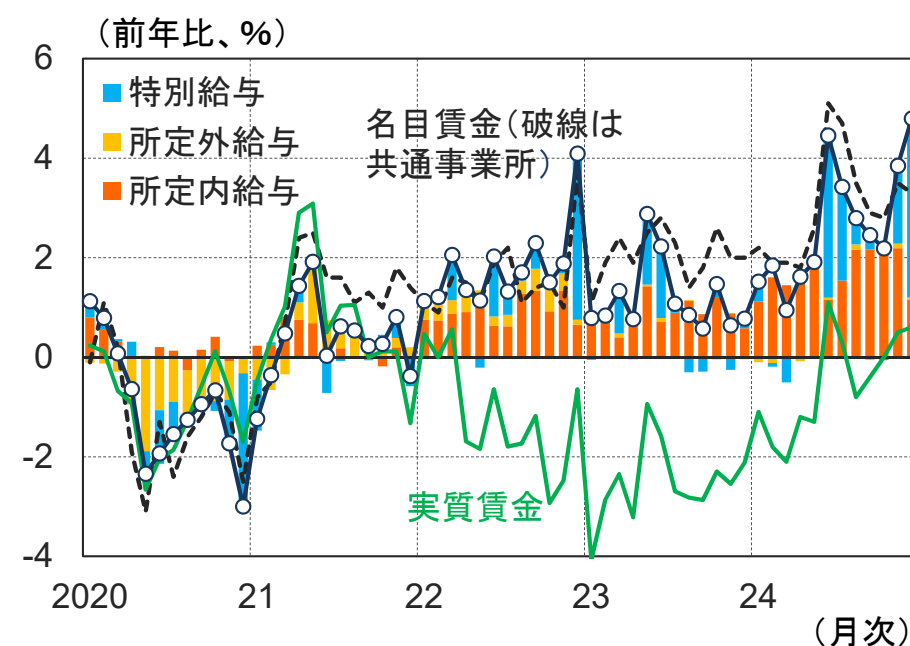
- 12月の有効求人倍率は前月から横ばいとなったものの、雇用人員判断DIなどでは人手不足が確認されている。失業率は失業者が減少して低下したほか、労働参加率は若年層や35～54歳の女性を中心に労働参加が進み、3ヵ月連続で上昇しており雇用は改善している。
- 12月の賃金は、好調な冬季賞与により特別給与の伸びが拡大し、前年比4.8%増となった。実質賃金の伸びは、エネルギーなどにより消費者物価の伸びが拡大したものの、前月に続きプラスとなった。今後所定内給与は春闘の結果が好調となれば堅調な伸びが続くものの、物価の伸びは当面高止まるとみられ、実質賃金が前年比でプラス基調となるのは、25年後半以降になると見込まれる。

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

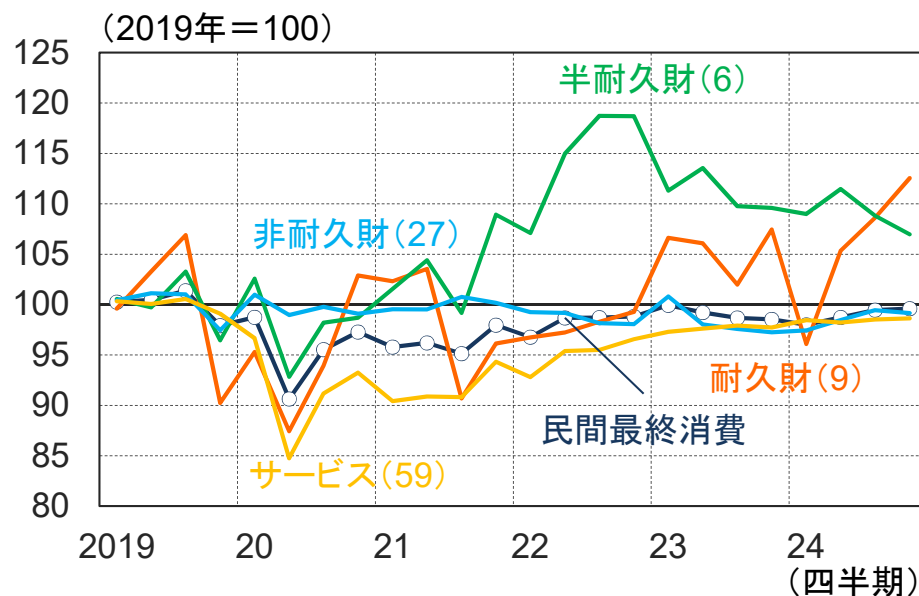


(備考)厚生労働省

消費は緩やかな回復の動きがみられる

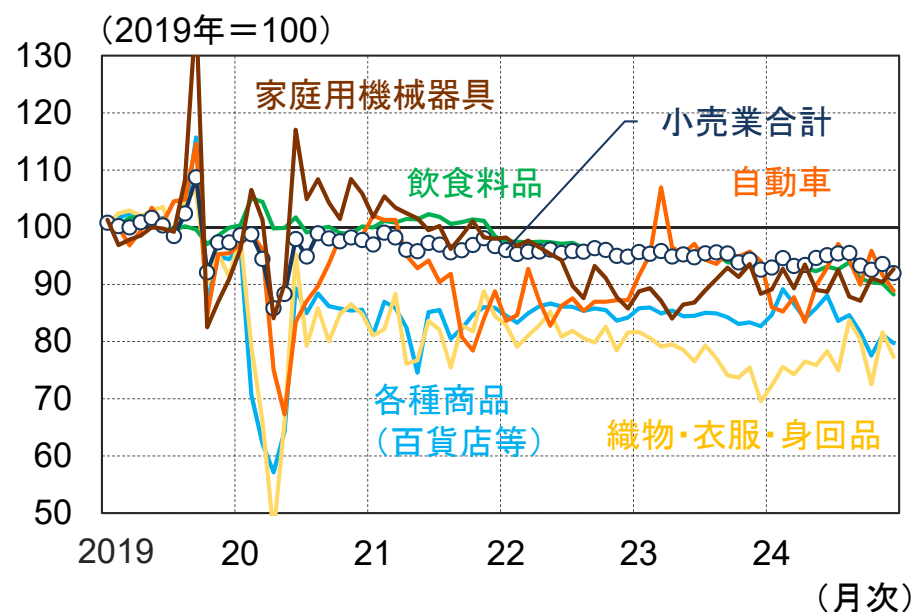
- ▶ 10～12月期の実質民間最終消費（GDPベース）は、前期比年率0.5%増加した。3期連続でプラス成長となり、緩やかな回復の動きがみられる。災害備蓄需要の反動減や食料品の価格高騰などにより非耐久財が減少したものの、自動車などの耐久財が増加した。
- ▶ 12月の実質小売業販売額は、前月比1.7%減少した。自動車や前月大きく増加した織物・衣服・身回品のほか、米類や生鮮食品を中心に価格の高騰した飲食料品が減少した。食品を中心とする物価の高止まりや消費者マインドの改善が停滞する中、一進一退の状況が続いている。

実質民間最終消費



(備考) 1. 内閣府 2. ()内は24年10-12月期の家計最終消費に対するウエート

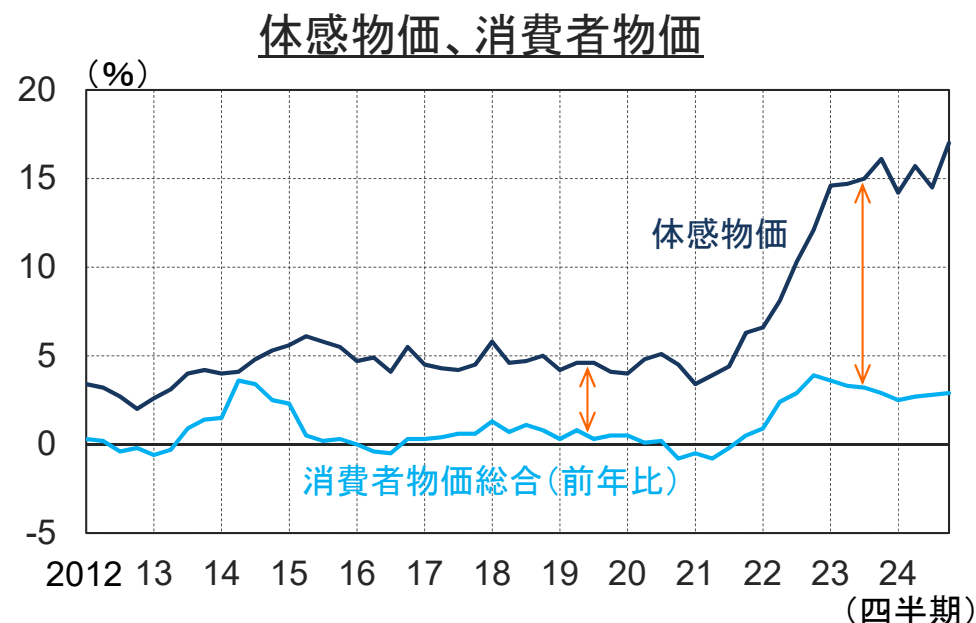
実質小売業販売額



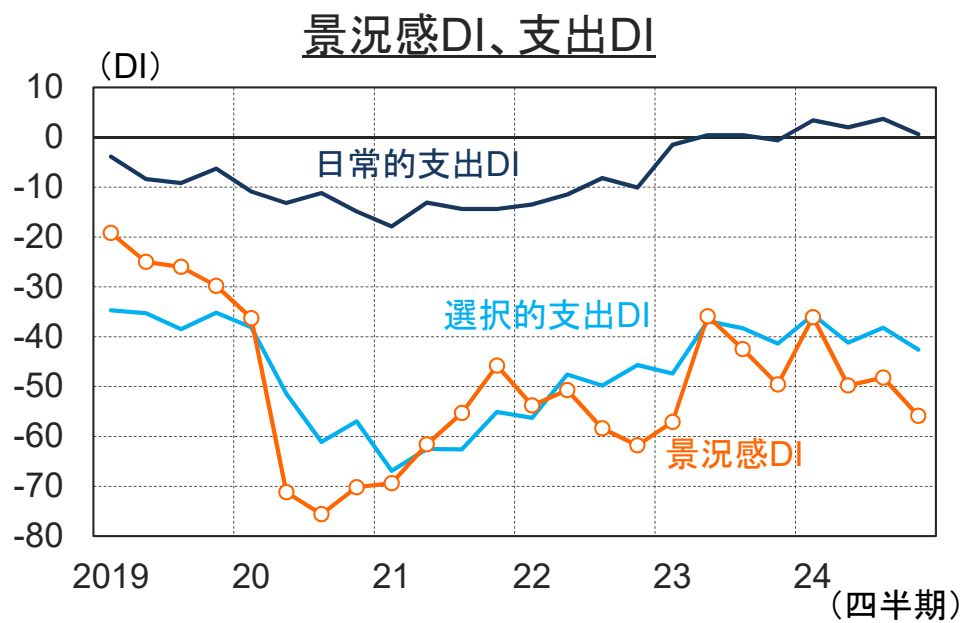
(備考) 経済産業省

体感物価は消費者物価を大きく上回る、景況感は悪化

- 12月の生活意識に関するアンケート調査では、消費者が感じる体感物価の伸びと実際の消費者物価の伸びの差が拡大した。体感物価の伸びは14年の消費税増税時に上昇した後は横ばいとなっていた。しかし、コロナ禍以降は国際市況の高騰により消費者に身近な食料品やエネルギー価格が大きく上昇し、足元でもコメや生鮮食品の価格高騰などから体感物価の伸びは高止まり、マインドの停滞や消費のたたつきにつながっているとみられる。
- 同調査の景況感DIをみると、コロナ禍に大きく悪化して以降持ち直し基調にあったが、足元では物価高などにより再び悪化している。日常的支出DIは24年通年でプラスとなったが足元で低下するほか、選択的支出DIはマイナス幅が拡大している。



(備考) 1. 日本銀行、総務省 2. 体感物価は、「1年前に比べ現在の「物価」は何%程度変わったと思いますか」の回答の平均値(上下0.5%刈込み)

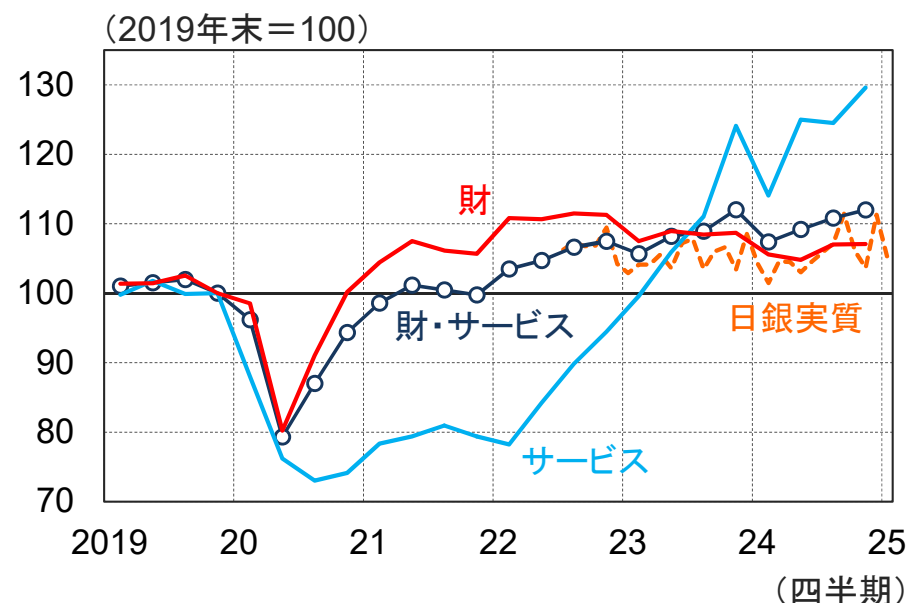


(備考) 1. 日本銀行 2. 景況感DI=「良くなった」-「悪くなった」、日常的支出DI、選択的支出DI=「増やしている」-「減らしている」

輸出は横ばい

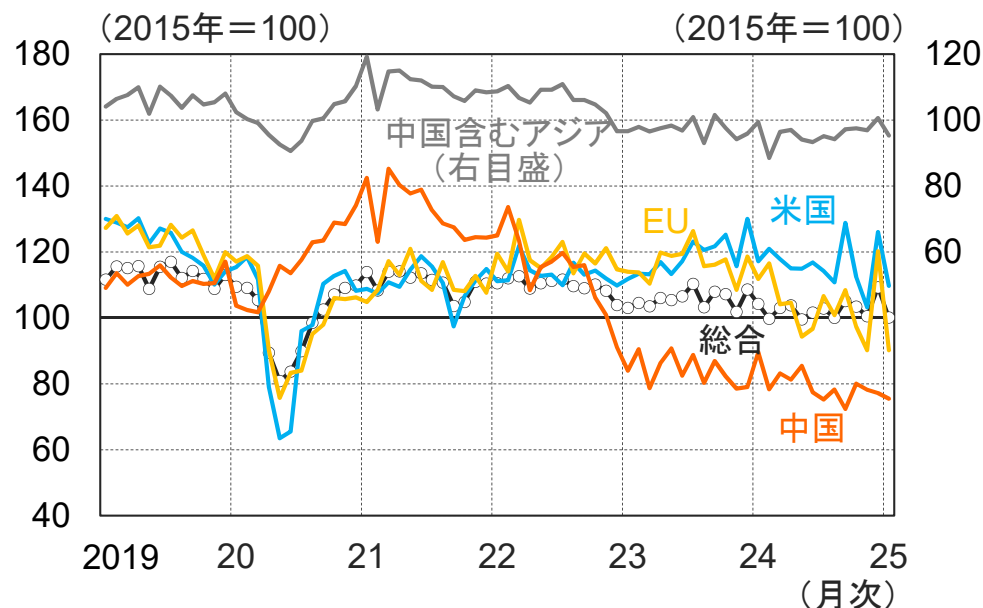
- 10～12月期の実質輸出（GDPベース）は前期比年率4.3%増加し、均してみると23年半ば以降横ばいが続いた。財輸出は、輸送用機器や鉄鋼などが減少し伸び悩んだ。サービス輸出は、前期に地震や台風の影響で一時的に減少していたインバウンドが持ち直したほか、研究開発サービスや知的財産権等使用料などの受取が増加した。
- 1月の日銀実質輸出は前月比5.5%、輸出数量指数は同8.3%減少した。国・地域別にみると、前月に大きく増加していたEU向けが自動車などの輸送用機器を中心に大幅に減少したほか、米国向けも幅広い項目で減少した。中国向けは、半導体等製造装置などの一般機械が減少した。先行きは、米国が緩やかな景気減速となる中、欧州の緩やかな持ち直しにより横ばい基調になるとみられる。

実質輸出（GDPベース）



(備考) 1. 内閣府、日本銀行 2. 日銀実質は月次、10-12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

国・地域別輸出数量指数

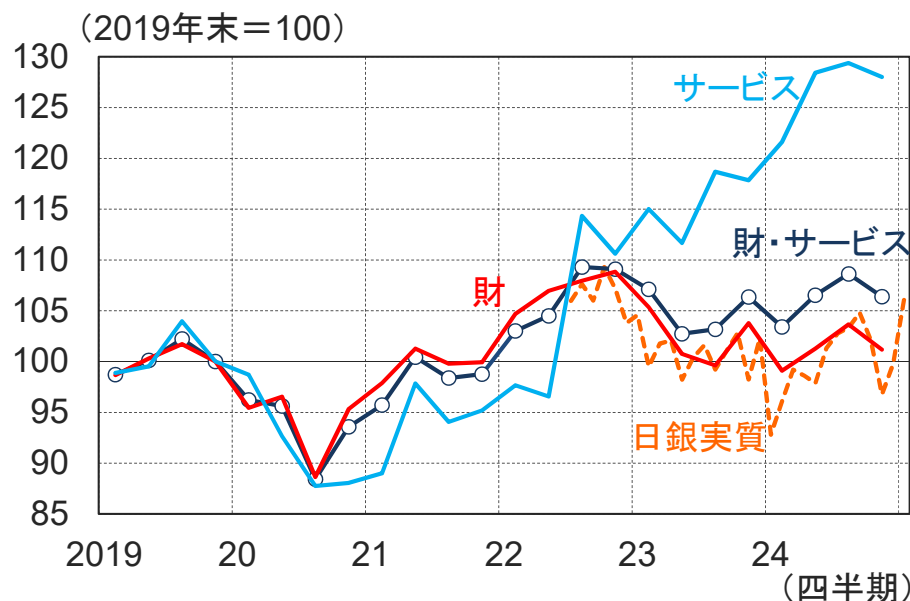


(備考) 財務省、内閣府

輸入は横ばい、経常収支は黒字が縮小

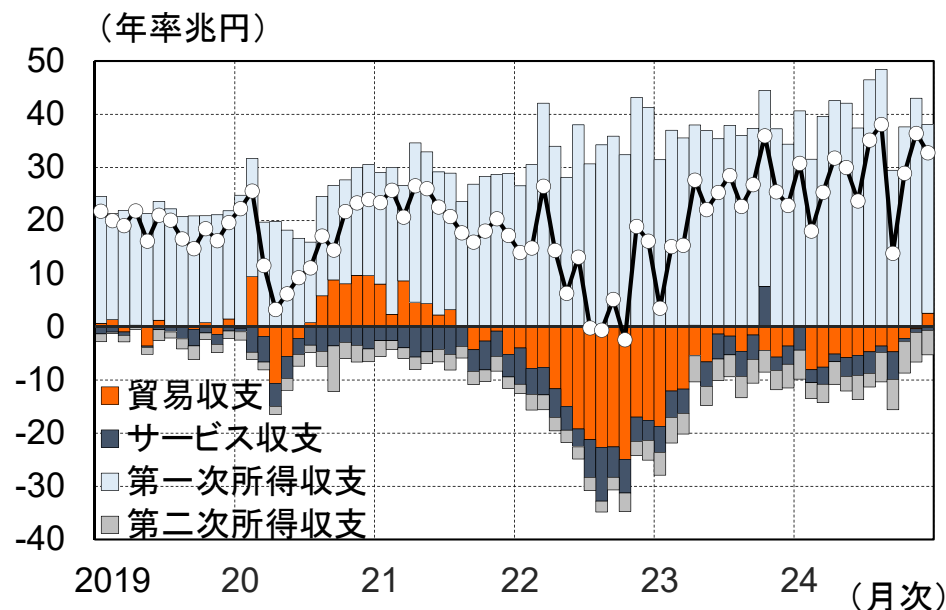
- 10～12月期の実質輸入（GDPベース）は前期比年率8.0%減少し、23年初以降内需がもたつく中、横ばいが続いた。財輸入は、前期に大幅に増加した医薬品などの化学製品や電子部品が減少した。サービス輸入は、日本人の海外旅行の持ち直しにより旅行サービスの支払いが増加する一方、著作権等使用料を中心に小幅に減少した。
- 12月の経常収支は、前月から黒字が縮小した。第一次所得収支は日本から海外への配当の支払い増加などにより黒字が縮小した。一方、貿易収支は輸出の増加が輸入の増加幅を上回り11ヵ月ぶりの黒字となったほか、サービス収支は訪日外客数の増加に伴い旅行収支の受取が増加し赤字が小幅に縮小した。

実質輸入（GDPベース）



(備考) 1. 内閣府、日本銀行 2. 日銀実質は月次、10-12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

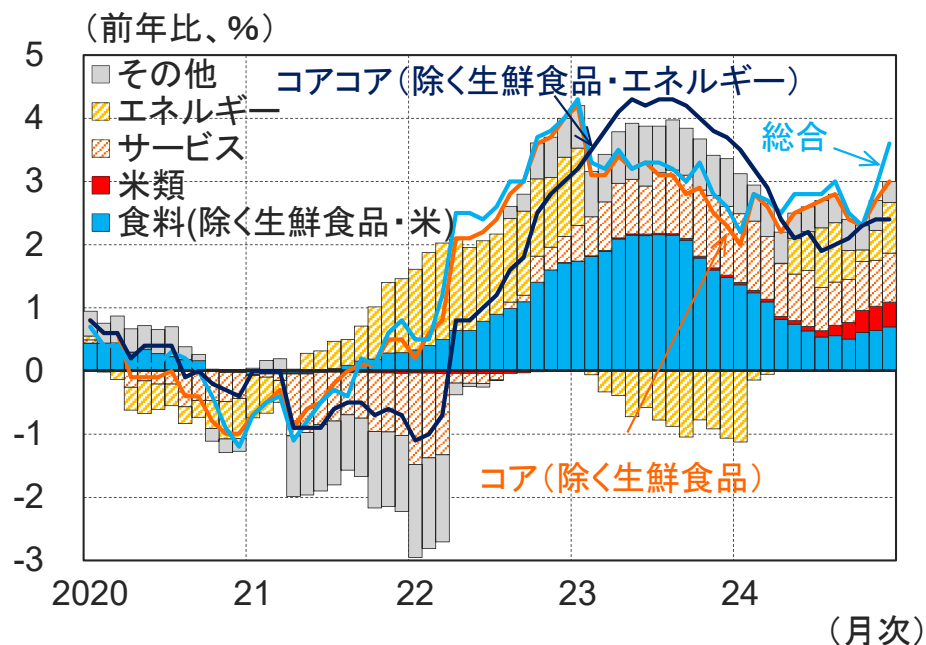


(備考) 財務省

消費者物価の伸びは小幅に上昇

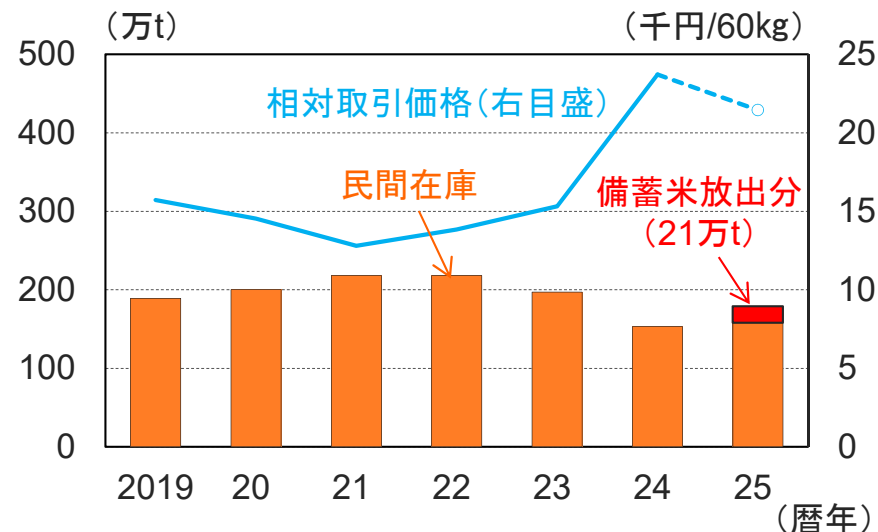
- ▶ 12月消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー、コアコア)の伸びは、米類など食料により前年比2.4%となった。生鮮食品を除くコアは、酷暑乗り切り緊急支援の終了でエネルギーの拡大も加わり、1年4ヵ月ぶりに同3%台となった。さらに消費者物価(総合)は、生鮮食品の高騰もあり、同3.6%に拡大した。
- ▶ 米の相対取引価格は、24年に2万円を超え、過去最高を更新した。民間在庫量をみると、24年は比較可能な1999年以降最も少ない153万トンであった。政府は2/14、流通安定後に買い戻すことを条件に、最大21万トンの備蓄米の放出を決定した。民間在庫量と放出される備蓄米から試算すると、25年の相対取引価格の上昇は一服する。しかし、備蓄米が店頭に並び始めるのは3月末頃とみられており、当面の店頭価格は高止まる可能性がある。

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

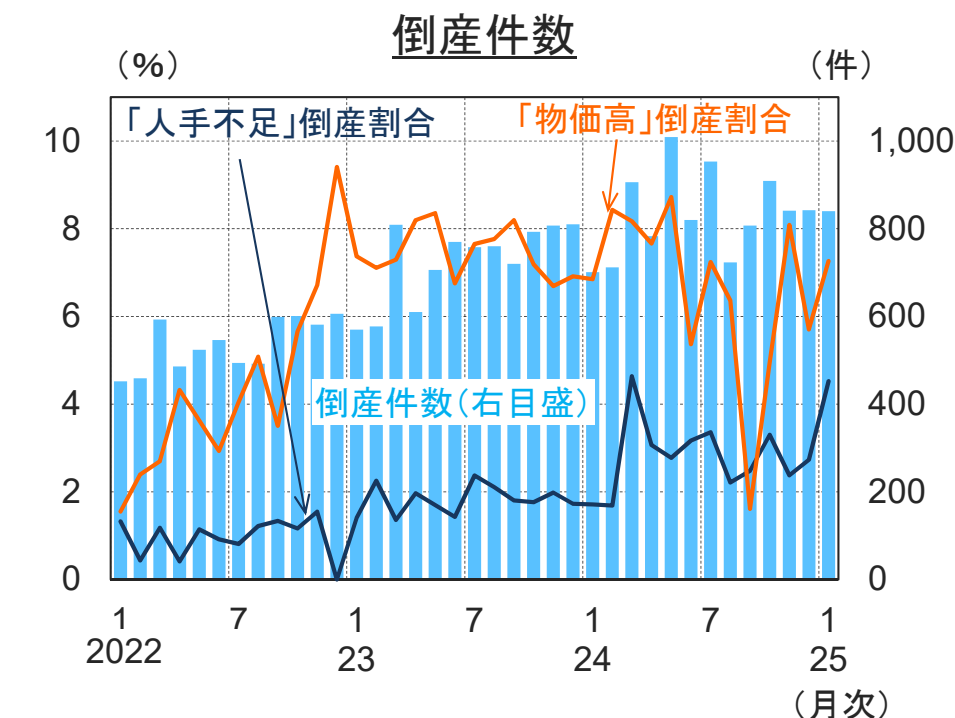
米の相対取引価格・民間在庫



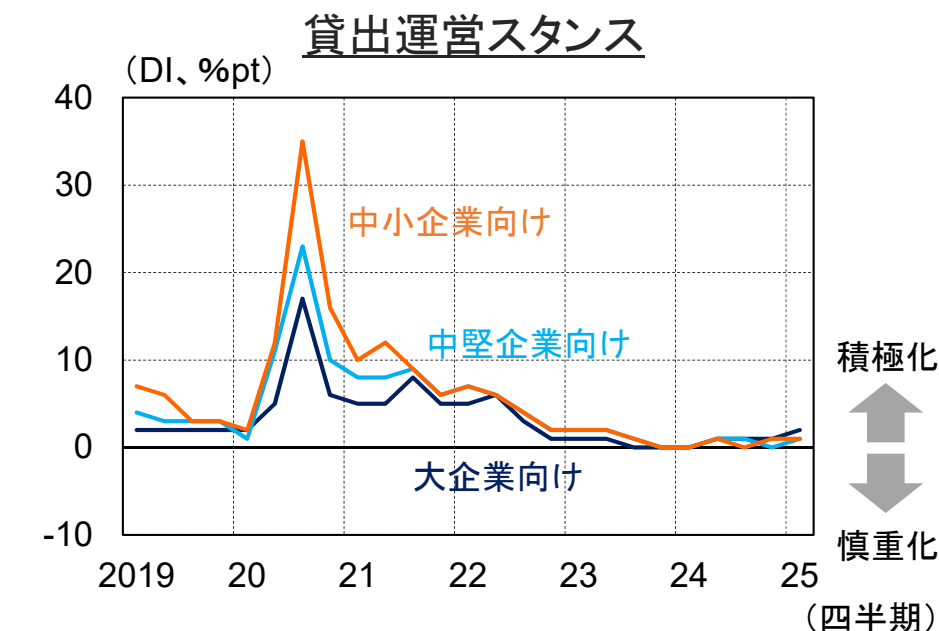
(備考) 1. 農林水産省 2. 相対取引価格は9月～翌8月、24年は9～12月の平均、25年はDBJ予測 3. 民間在庫量は各年6月末時点、25年は農林水産省の見通しと放出される備蓄米の合計

倒産は横ばい、貸出スタンスはやや積極化

- 1月の企業倒産件数は840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、横ばいとなっている。物価高を要因とする倒産が中小・零細規模を中心に高止まるほか、人手不足を要因とする倒産もサービス業や建設業など労働集約型産業を中心に増加している。今後も、人手不足や十分な価格転嫁が進まないことなどにより、倒産件数は横ばいが続く可能性がある。
- 金融機関の貸出運営スタンスは、コロナ禍での政府による資金繰り支援要請もあり、20年にかけて大きく積極化した。その後はコロナへの対応が落ち着き、23年末には中立姿勢となった。24年に入り、企業全体では業績の底堅さが続くほか、日銀の追加利上げを背景に利ざやを確保しやすくなったこともあり、貸出スタンスをやや積極化する動きがみられる。



(備考) 1. 東京商工リサーチ 2. 負債額1,000万円以上



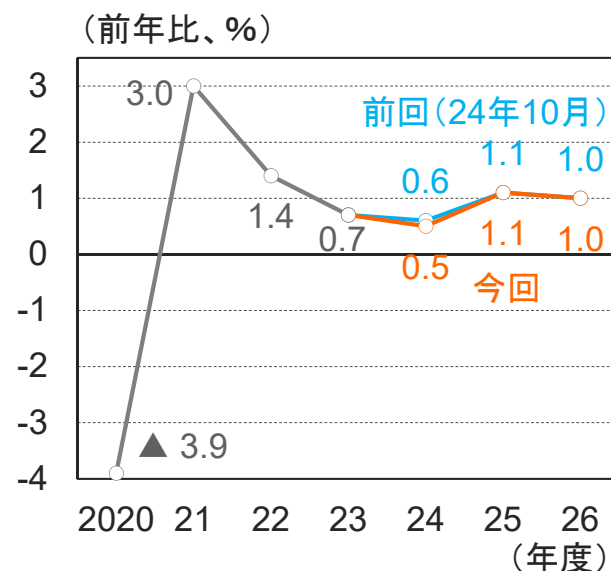
(備考) 1. 日本銀行 2. 大企業は資本金10億円以上かつ常用従業員300人超、中小企業は資本金3億円以下または常用従業員300人以下、中堅企業は大企業と中小企業以外

日銀の物価見通しは、食品や輸入物価の上振れにより上方修正

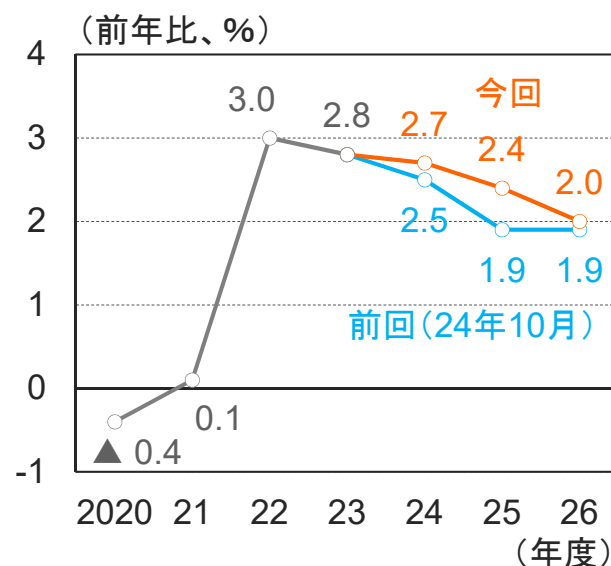
- 1月日銀会合と同時に公表された展望レポートでは、実質GDP成長率の見通しは、前回(24年10月)からおおむね不変で、25年度以降所得の改善などにより、内需を中心に0%台半ばとされる潜在成長率を上回る成長が続くとの見方が維持された。
- 消費者物価(除く生鮮食品)の見通しは、米価格上昇と、円安などに伴う輸入物価の上振れにより、25年度を中心に上方修正された。当面は2%の物価目標を上回るものの、基調的な物価上昇率の高まりは引き続き緩やかとみられる中で、次回の利上げは7月か9月との見方が続いた。

展望レポートにおける経済・物価見通し

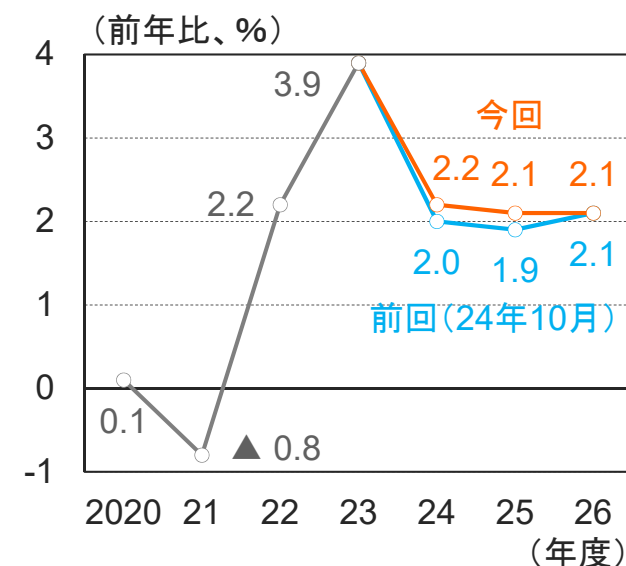
【実質GDP成長率】



【消費者物価(除く生鮮食品)】



【消費者物価(除く生鮮・エネルギー)】



(備考) 1. 日本銀行、内閣府、総務省 2. 見通し期間は政策委員の中央値

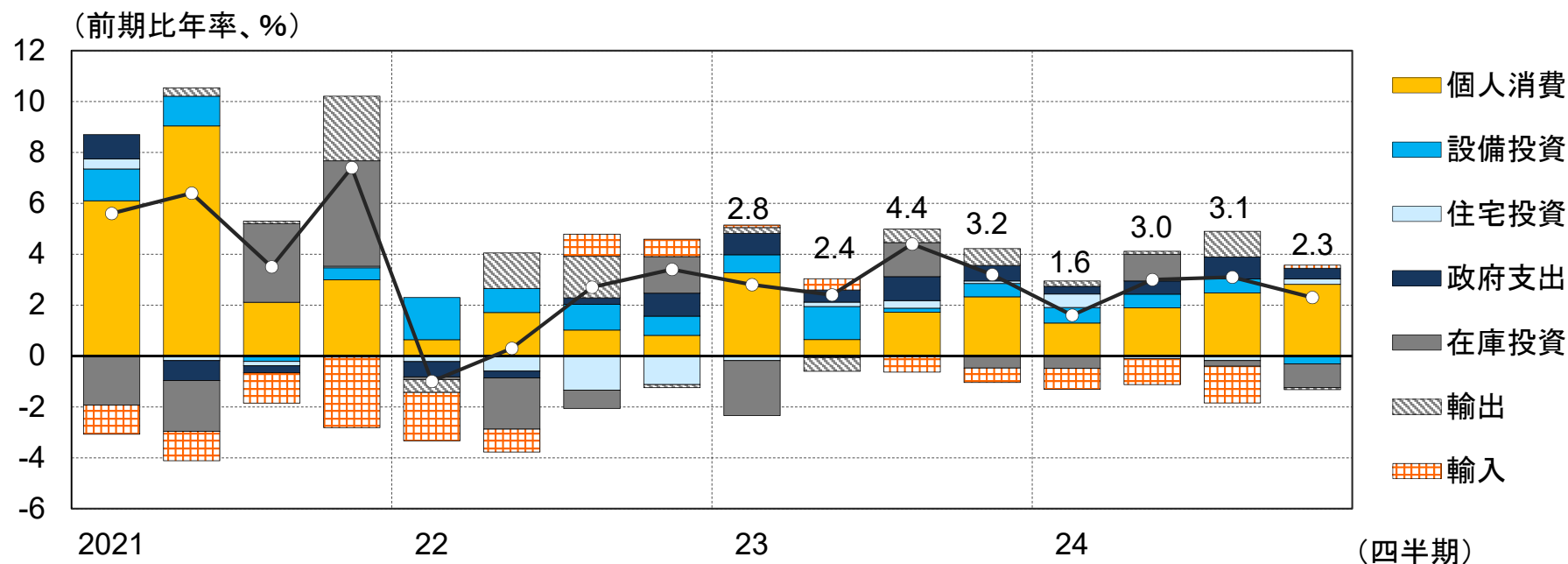
Section 3

海外經濟

米国：幾分減速が見込まれるも堅調に成長

- 2024年10～12月期の実質GDP(速報値)は、前期比年率2.3%増加した。ストライキもあり設備投資は約3年ぶりに減少したが、個人消費の伸びが高まり、潜在成長率(議会予算局試算:2.1%)を上回る堅調な結果となった。24年通年の成長率は、2.8%となった。
- 今後は関税引き上げなどによるインフレ率の高止まりや先行き不透明感の中、消費の鈍化や設備投資の伸び悩みなどにより幾分減速するものの、良好な雇用所得環境を背景に2%程度の堅調な成長が続くと見込まれる。

実質GDP成長率

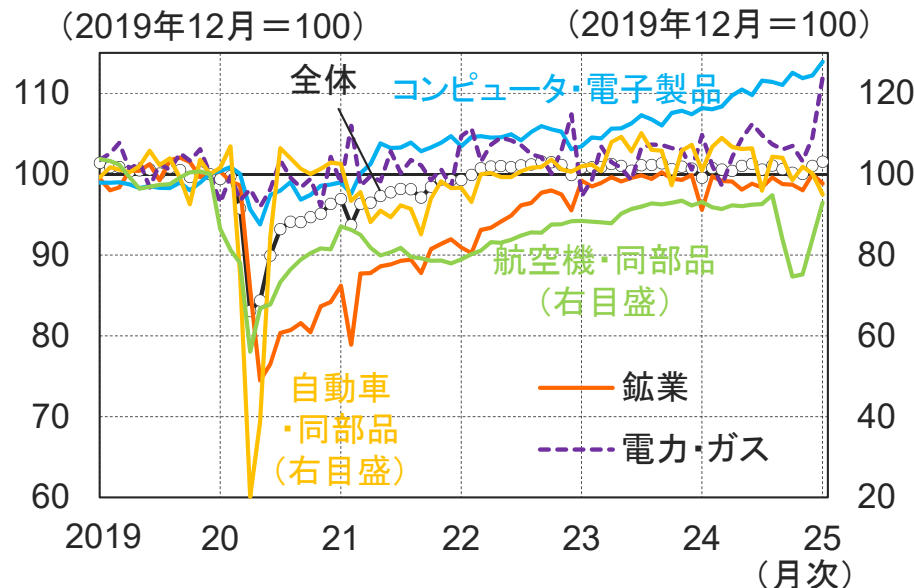


(備考)米商務省

米国：鉱工業生産は増加、設備投資は約3年ぶりに減少

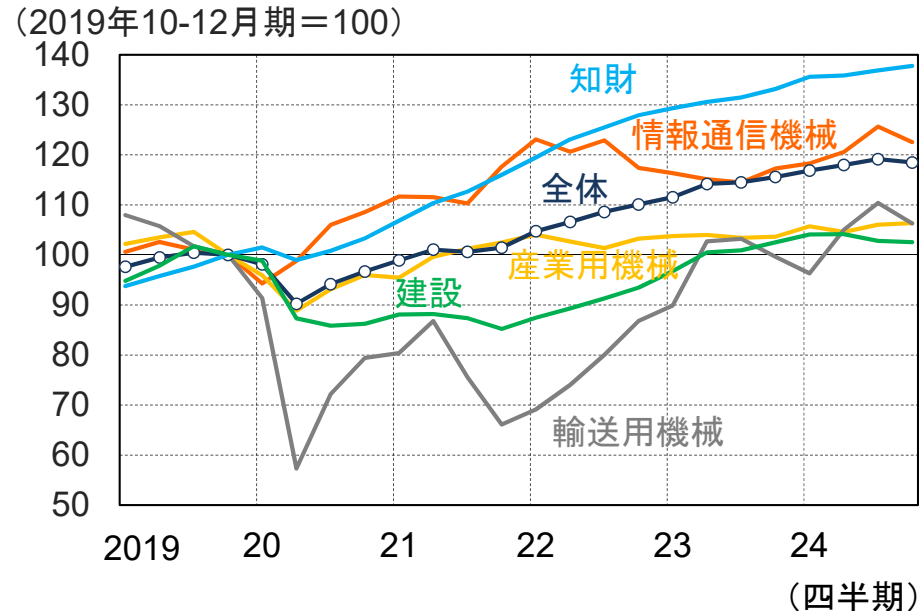
- 1月鉱工業生産は、前月比0.5%増となり2ヵ月連続で増加した。自動車・同部品と鉱業が減少したが、コンピュータ・電子製品の堅調が続いたほか、ストライキの終了した航空機・同部品が持ち直し、寒波により電力・ガスも大きく増加した。
- 10～12月期の設備投資は約3年ぶりに減少した。内訳をみると知財の増加が続いたが、ボーイングのストライキもあり輸送用機械が減少した。今後、関税引き上げなどによる下押しが懸念されるが、追加利下げのほか法人税減税の可能性もあり、設備投資は徐々に持ち直していくとみられる。

鉱工業生産



(備考)FRB

設備投資(実質GDPベース)

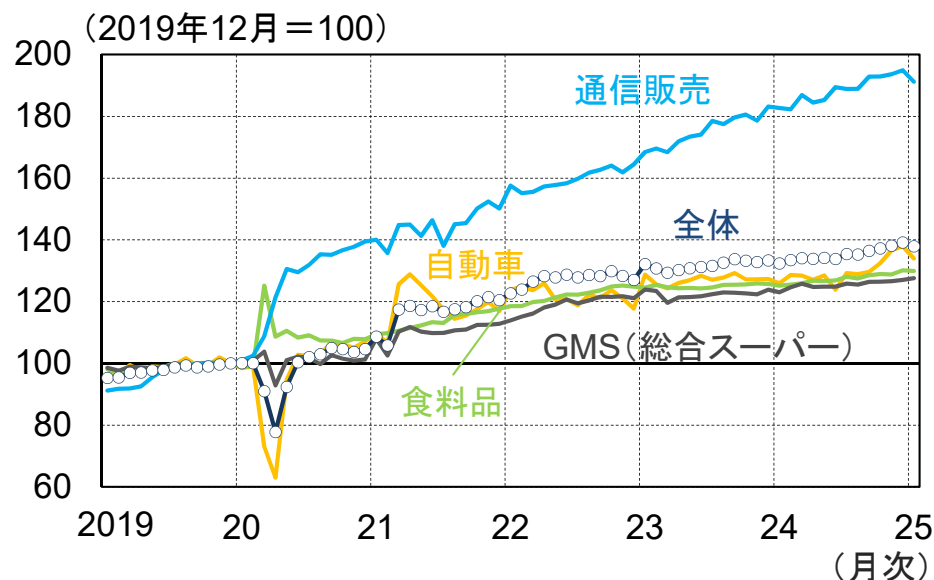


(備考)米商務省

米国：小売売上高は緩やかに増加、今後関税引き上げなどの影響に留意

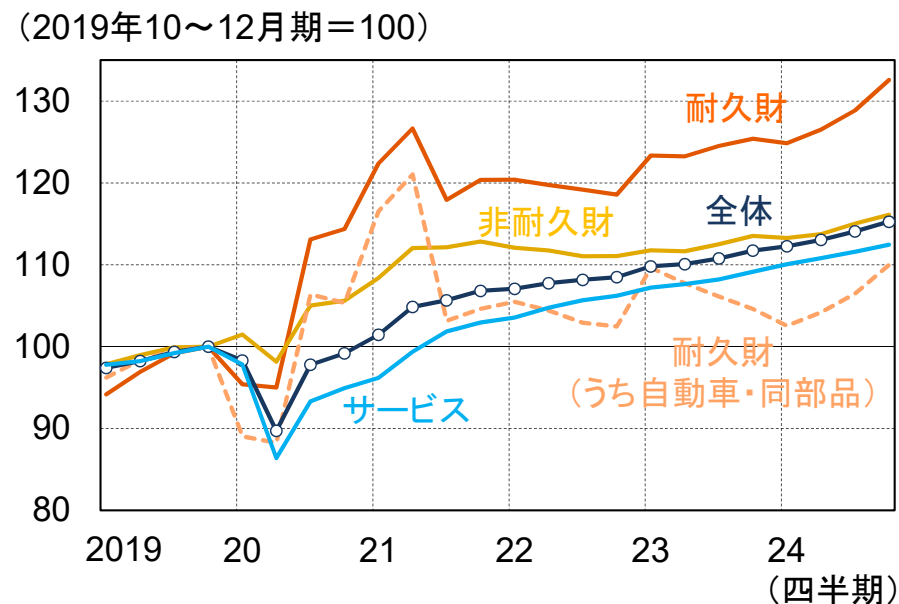
- 1月小売売上高は前月比0.9%減少した。ハリケーンの被害に伴う買替需要の反動や寒波により自動車販売が落ち込んだほか、堅調な年末商戦の終了やカリフォルニアの山火事もあり、通信販売などが減少した。一方、先月は上方修正され、24年以降均すと緩やかに増加している。
- 10～12月期の個人消費は前期比年率4.2%増加し、前期から伸びが拡大した。内訳をみると、サービス消費は緩やかに増加したほか、自動車などの耐久財を中心に財消費が大きく増加した。自動車の反動減により足元で減速しているものの、堅調な雇用所得環境により、個人消費は緩やかに増加するとみられる。ただし、関税引き上げなどによるインフレ率の高止まりに留意が必要である。

小売売上高



(備考)米商務省

個人消費(実質GDPベース)

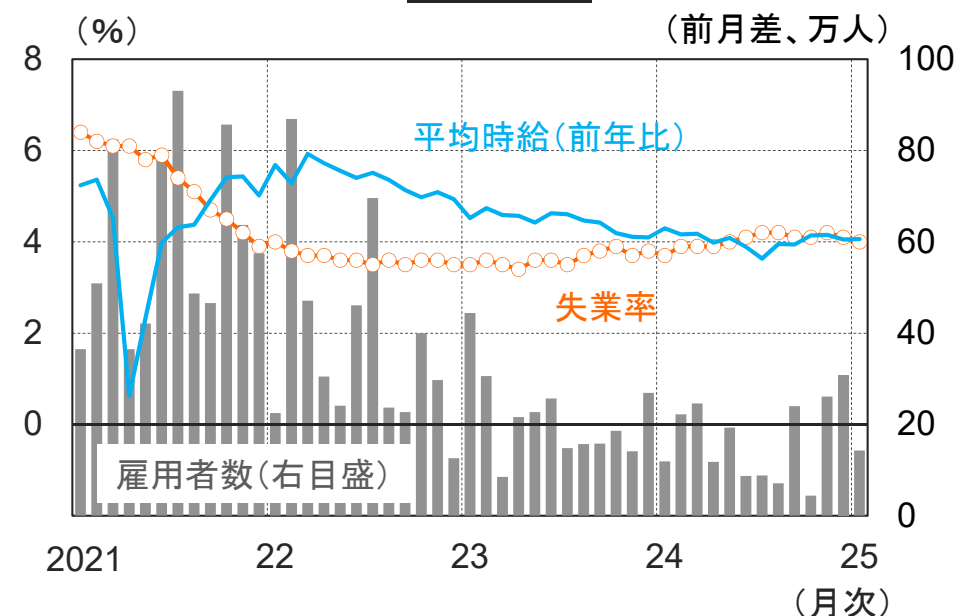


(備考)米商務省

米国：労働市場は堅調を維持、インフレ率は拡大

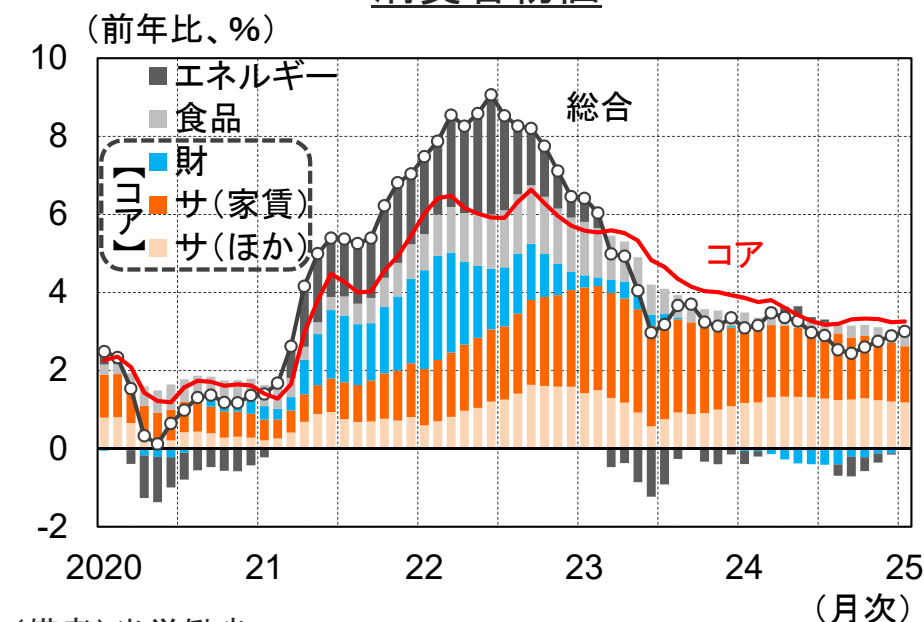
- 1月雇用者数は、14.3万人増と減速したが、前月の雇用者数が上方修正されたほか、失業率も2ヵ月連続で低下し労働市場は堅調を維持した。トランプ政権は約200万人の連邦政府職員を対象に早期退職を勧奨し、5～10%の退職が見込まれており、今後労働市場の下押し圧力となる可能性がある。
- 1月消費者物価は前年比3%上昇し伸びが4ヵ月連続で拡大した。エネルギーが半年ぶりにプラスとなったほか、サービス価格が下げ渋る中、ハリケーンによる買い需要もあり自動車を中心に財価格が上昇し、コア物価の伸びがやや拡大した。
- 1月FOMCでは、4会合ぶりに政策金利が据え置かれた(4.25～4.5%)。パウエル議長は、足元の金利水準は引き続き中立金利(Longer run)を上回るものの、インフレ率の高止まりや堅調な労働市場などを背景に政策調整(利下げ)は急ぐ必要がないとし、次回3月会合でも据え置く可能性を示唆した。

雇用統計



(備考)米労働省

消費者物価



(備考)米労働省

米国：第2次トランプ政権が始動

- 1/20に第2次トランプ政権が発足した。2月上旬までに100を超える大統領令(覚書や布告を含む)が署名され、移民、エネルギー、多様性など様々な分野に及んだ。当初、関税の引き上げは示されなかったものの、2月に入り関税引き上げ政策が発表された。
- 大統領令は議会承認を得ずに実行できるが、出生地主義制度の見直しや補助金凍結に関して裁判による差し止めの動きが出ている。また、経済政策の目玉である所得減税の恒久化や法人税率の引き下げなどは議会承認が必要で、足元で所得減税の恒久化について共和党内で協議が行われている。

第2次トランプ政権発足後の主な大統領令や政策意向

大統領令など	移民	・南部国境の入国一時停止、管理強化(軍隊派遣)、不法移民の送還、出生地主義制度の見直し
	通商	・「米国第一貿易政策」(不公正な貿易慣行や通貨政策の調査、外国歳入庁の設立など) ・カナダ、メキシコに25%(カナダ産エネルギーには10%)(のち1ヵ月延期)、中国に10%の追加関税 ・鉄鋼、アルミに25%関税 ・「相互関税」
	エネルギー	化石燃料採掘強化、LNGの輸出再開、EV補助金の撤廃、IRAなどの補助金の凍結、風力発電の規制
	IT関連	TikTok禁止の75日間猶予、仮想通貨の利用推進、中銀デジタル通貨の禁止、AIの規制緩和
	国際関係	・デジタル課税枠組み、パリ協定、WHO、国際人権理事会からの離脱 ・イランに最大限圧力の復活、ICC制裁
	内政など	・78本のバイデン政権の大統領令など(環境規制、多様化推進など)の取り消し ・連邦議会襲撃事件で有罪となった約1500人の恩赦 ・表現の自由の回復(フェイクニュース対策の廃止) ・連邦政府に関してDEI廃止、職員雇用の凍結、テレワークの禁止、建築様式の古典化、効率化省の設立 ・北米最高峰の名称を「デナリ」から「マッキンリー」に戻す、「メキシコ湾」を「アメリカ湾」に改称
政策意向など		・約5千億ドルのAIインフラ投資 ・国際開発局、消費者金融保護局、教育省などの解体 ・中ロとの核軍縮協議に意欲 ・米国によるガザ開発 ・ウクライナ戦争停戦交渉

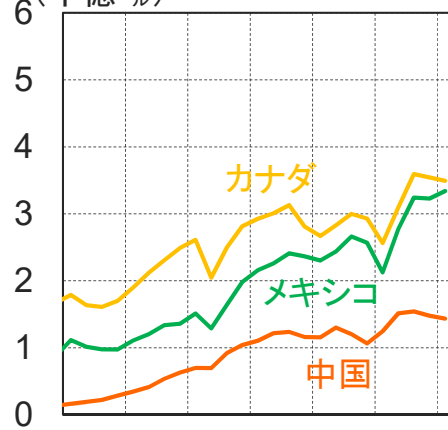
(備考) 1. ホワイトハウス、各種資料によりDBJ作成 2. DEIは多様性、公平性、包摂性

米国:カナダ、メキシコ、中国に対して関税引き上げ

- 2/1にトランプ政権は不法移民や麻薬の流入問題でカナダ、メキシコに25%（カナダ産エネルギーには10%）、中国に10%の追加関税を2/4から課すことを決定。その後、カナダとメキシコに関しては、交渉のために1ヵ月先延ばしたが、中国については発動した。これを受け、中国は2/10に報復関税を発動した。
- 第1次トランプ政権と比べると、足元で米墨貿易が大きく増加し、米中貿易は伸び悩んだ。24年のメキシコの対米輸出は5千億ドルを超え、メキシコGDPの27.5%を占める（カナダは同18.6%、中国2.4%）。関税の引き上げは自動車や電気機械などを中心にメキシコ経済に影響を及ぼすとみられる。一方、米国の3カ国からの輸入額は輸入全体の4割強を占め、関税引き上げによる輸入インフレが懸念される。
- トランプ大統領は、政権発足後コロンビアに対して25%の追加関税を示し、これを受けてコロンビアは不法移民の送還に合意した。今回も交渉が進展すれば、3カ国の関税引き上げが撤回される可能性はあるものの、貿易赤字の是正を理由とする関税引き上げのリスクは依然として残る。

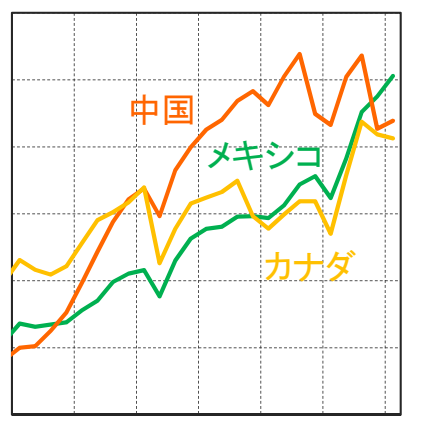
米国と3カ国との貿易

(千億ドル) 【米国の輸出】



(備考) 米商務省

【米国の輸入(対米輸出)】



(暦年)

3カ国の対米輸出構造(23年、%)

	カナダ	メキシコ	中国
一次産品	50.6	11.9	2.3
化学製品	8.6	2.4	4.6
土石、ゴム、紙製品	4.3	2.2	3.4
繊維、アパレル製品	0.7	2.1	12.0
鉄鋼、金属製品	8.1	4.3	5.8
電気機械、電子機器	3.1	26.8	35.4
産業用機械	8.0	11.5	8.8
自動車・同部品	13.4	27.5	2.8
その他輸送用機械	1.9	0.5	0.2
精密・光学機械	1.2	4.9	2.5
雑貨、家具、その他	0.0	5.9	22.1

(備考) UNCTAD(国連貿易開発会議)によりDBJ作成

米国：鉄鋼、アルミに25%の関税

- 2/10にトランプ政権は鉄鋼、アルミへの25%関税を決定し、3/12に発動する見込み。第1次トランプ政権でも鉄鋼、アルミ関税を導入したが、その後、バイデン政権時を含む通商交渉により、韓国、EU、日本などは免除対象となった。今回も日本政府は除外の申し入れを行ったが、現状トランプ大統領は対米貿易赤字である豪州のみ免除の可能性を示唆している。
- 米国の地域別鉄鋼・アルミ輸入（対米輸出）をみると、日本を含めて輸出全体に占める割合が小さく、関税引き上げの影響は限定的とみられる。一方、カナダ、EU、ブラジルは輸出全体に占める割合が比較的大きく、特にブラジルは2割弱を占めており影響を受ける可能性がある。

鉄鋼、アルミへの関税引き上げ

第1次トランプ政権	トランプ2.0
- 鉄鋼25%、アルミ10%の関税 - その後、北米自由貿易協定を控えていることもあり、カナダとメキシコに対して撤廃 - EU、韓国、日本、ブラジル、豪州などはバイデン政権を含めた通商交渉により対米輸出の割当などにより関税が免除 - 日本は年間125万tの数量割当（対米鉄鋼、アルミ輸出全体の約7割）	- 鉄鋼25%、アルミ25%の関税 - すべての国・地域に適用する - これまでの免除措置を撤廃 - トランプ大統領は、豪州の対米貿易は赤字であることを考慮し、免除する可能性を示唆

（備考）各種資料によりDBJ作成

米国の地域別鉄鋼・アルミ輸入（23年）

	億ドル	対米輸出全体に占める割合(%)
カナダ	183.2	4.4
EU	101.9	1.9
ブラジル	72.5	19.4
メキシコ	46.4	1.0
韓国	44.6	3.8
アセアン	27.2	1.3
中国	26.7	0.6
日本	23.3	1.7
豪州	8.2	5.9
世界	666.7	2.2

（備考）UNCTAD（国連貿易開発会議）によりDBJ作成

米国：「相互関税」を導入

- 2/13にトランプ政権は、貿易相手国と同率の関税を課す「相互関税」を決定した。相互関税による関税引き上げは、貿易相手国の関税のみならず、政府補助金、市場規制、為替などの非関税障壁も対象になる。今後、国ごとにこれらの実態を精査し、発動の是非を検討するとしている。
- 米国の主要貿易相手国の関税率は、WTO加盟や自由貿易の進展などにより低下基調にあるが、農業などで高関税の分野があるほか、様々な非関税障壁が存在する。昨年公表の外国貿易障壁報告書では、日本について、比較的高い農産品の関税や、食品、自動車などの非関税障壁が指摘されており、今後これらの分野について関税引き上げ対象となるリスクが残る。
- トランプ大統領は、相互関税に続き、4/2頃に自動車関税を導入する考えを示したほか、医薬品、半導体への関税の可能性も示唆しており、今後各国は厳しい通商交渉に直面する可能性もある。

相互関税

主な内容	日本への影響
• 貿易相手国と同率の関税を課す • 政府補助金、市場規制、為替などの非関税障壁も対象 • また、米国が導入していない付加価値税(VAT、日本の消費税相当、輸出品に返還し輸入品に課す)は不公平とし「相互関税」の対象 • 国別に4月初まで調査。結果次第で関税引き上げなどの措置が発動	• 米国輸入品に対してほとんど低関税や無関税 • 農産品など一部高関税分野は「相互関税」の対象になる可能性がある • 日本の自動車市場の安全・環境基準などを参入規制とし対米自動車輸出に対して関税引き上げの可能性はある

(備考)各種資料によりDBJ作成

日本の貿易障壁に関する評価(24年3月)

<関税(2022年)>

- 最恵国平均関税3.9%
- 農産品13.4%、農産品以外2.4%

<非関税障壁>

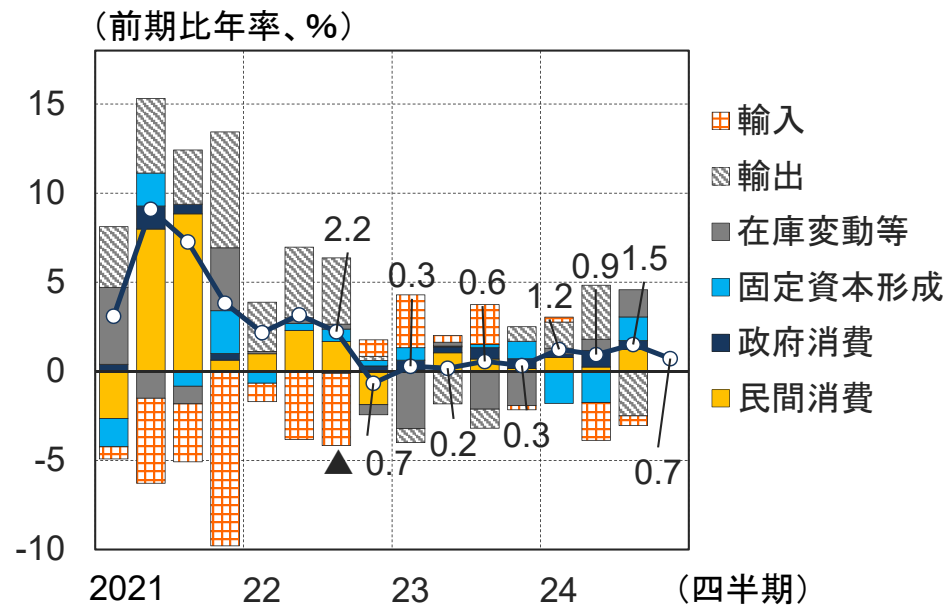
- 食料品(安全基準、不透明な流通システムなど)
- 自動車(安全基準、新エネ車補助金など)
- 医薬品(価格設定の不透明性など)
- サービス業では金融保険、通信、教育、法律などの分野において様々な参入障壁

(備考)米商務省「外国貿易障壁報告書24年」

欧州：緩やかに回復している

- EUの2024年10～12月期GDPは、前期比年率0.7%増加した。ドイツやフランスなどの主要国がマイナス成長となり、ユーロ圏は同0.2%の増加にとどまった。
- 24年のGDP成長率は前年比0.9%となり、23年の同0.5%から成長率が拡大した。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。6月の利下げ転換以降、利下げが続いており、25年は潜在成長率並みの1%台半ばに高まるとみられている。

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				23年	24年	24年	25年
	1~3	4~6	7~9	10~12	実績		見通し	
EU27カ国	1.2	0.9	1.5	0.7	0.5	0.9	0.9	1.5
ユーロ圏	1.3	0.7	1.6	0.2	0.5	0.7	0.8	1.3
ドイツ	0.9	▲1.2	0.4	▲0.8	▲0.1	▲0.2	0.1	1.0
フランス	0.3	1.0	1.7	▲0.3	0.9	1.1	0.7	1.3
イタリア	1.4	0.7	▲0.0	▲0.1	1.0	0.5	0.9	1.1
スペイン	4.2	3.4	3.2	3.1	2.5	3.2	2.1	1.9
英国	3.4	1.8	▲0.1	0.4	0.1	0.9	0.7	0.7

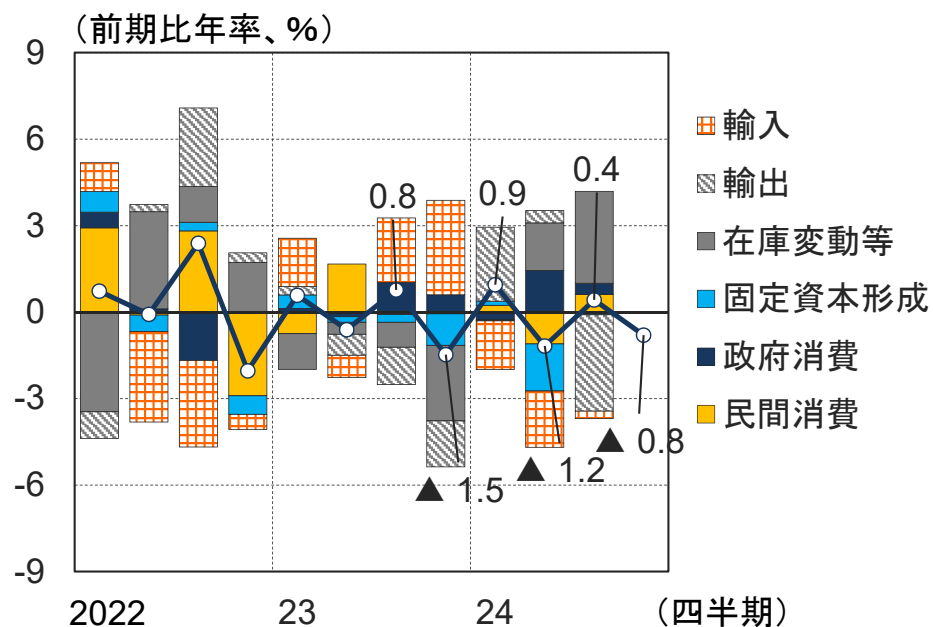
(備考) 1. Eurostat、英国統計局

2. 見通しは欧州委員会(24年11月)とBOE(25年2月)

欧州：ドイツ、フランスはマイナス成長

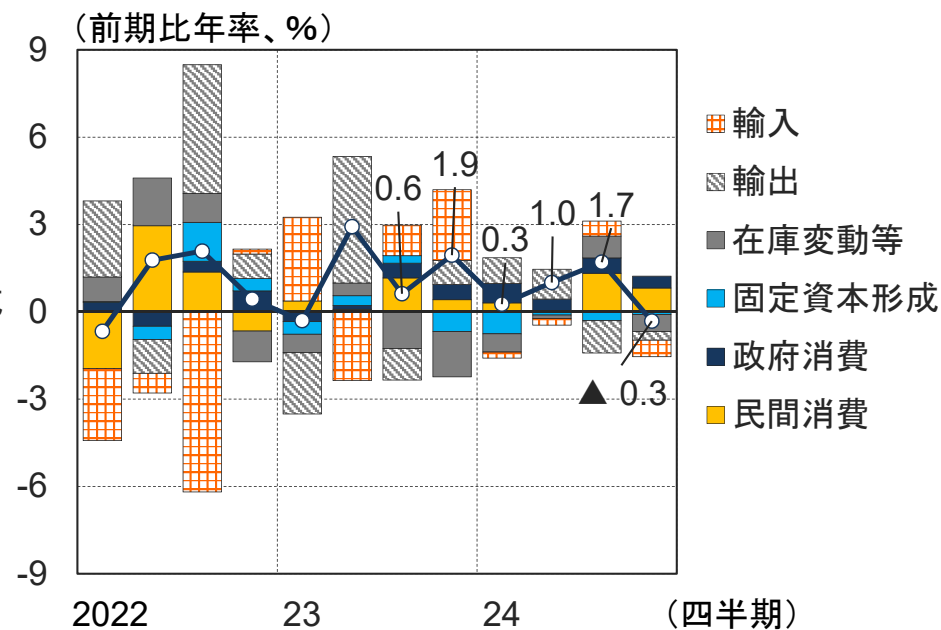
- ▶ ドイツの2024年10～12月期GDPは、前期比年率0.8%減少した。ドイツ統計局によると、消費は増加する一方、前期に続き輸出が減少したとみられる。24年の成長率は同0.2%減と、23年に続きマイナス成長となった。製造業が依然として弱く、中国向け輸出の落ち込みに加え、今後、米国向けはトランプ政権の通商政策が下押し要因となる可能性もあり、輸出や設備投資の低迷は続くと思われる。
- ▶ フランスの24年10～12月期GDPは、前期比年率0.3%減少した。パリ五輪効果の剥落により、輸出が減少したほか、消費は実質可処分所得の底堅さなどから増加したものの伸びが弱まった。24年の成長率は1.1%と、五輪効果もあり伸びが高まった。25年は、引き続き消費がけん引するとみられるが、政治の混乱によって政策運営の不確実性が高まっており、投資や消費の手控えが懸念される。

ドイツの実質GDP成長率



(備考) Eurostat

フランスの実質GDP成長率

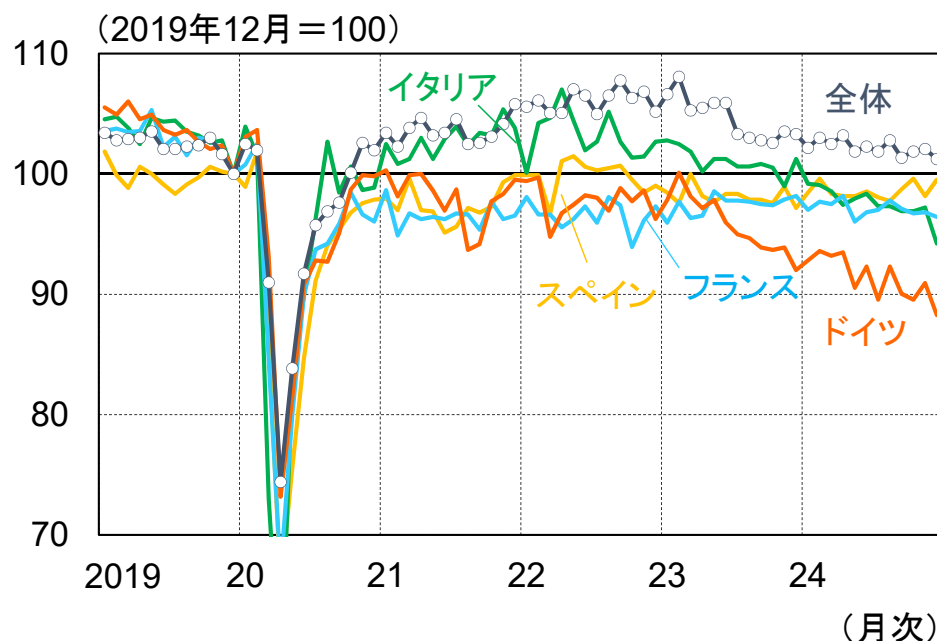


(備考) Eurostat

欧州：生産は弱い動き、小売は一服

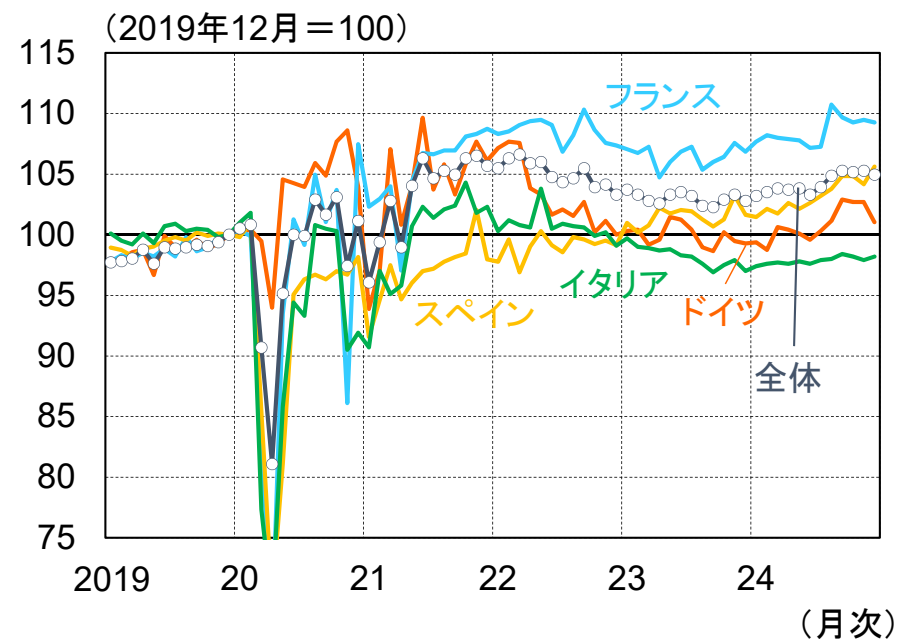
- EUの12月鉱工業生産は、ドイツやイタリアが輸送機械を中心に多くの業種で減少したことで、全体で0.8%減少した。EUの生産をけん引するドイツが低迷しており、23年以降弱い動きが続いている。
- EUの12月実質小売売上高（除く自動車）は、ドイツやフランスなどにより前月比0.3%減少した。24年夏から秋にかけて、インフレの鈍化などによりパリ五輪のあったフランスに加えドイツ、スペインを中心に伸びが高まったが、足元では経済の先行きに対する消費者マインドがやや低下しており一服感がみられる。

EUの鉱工業生産



(備考)Eurostat

EUの実質小売売上高

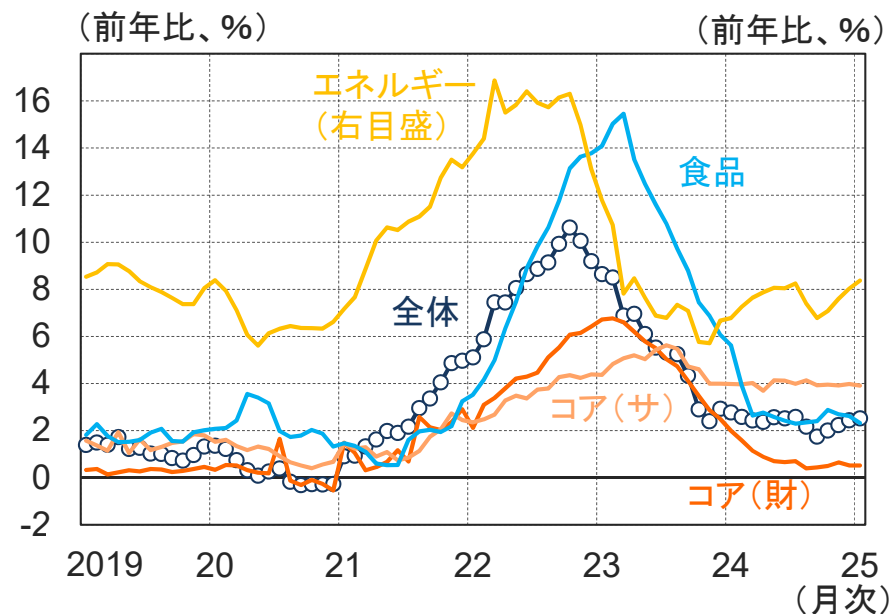


(備考)1. Eurostat 2. 自動車を除く

欧州：消費者物価の伸びはやや拡大、資金の需給姿勢は慎重化

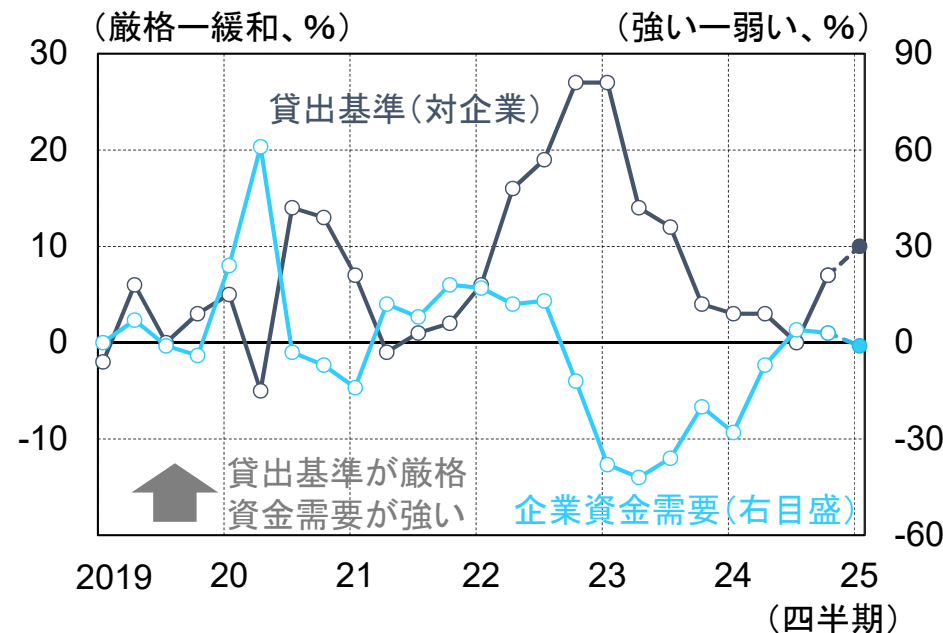
- ▶ ユーロ圏の1月消費者物価の伸びは、エネルギーにより前年比2.5%となりやや拡大した。4%前後で下げ渋っているサービス価格は3.9%と、わずかに鈍化した。ECBは、インフレ抑制は順調に進んでいるとの認識を示し、1/30に4会合連続で利下げを行った（預金ファシリティ金利3.00%→2.75%）。市場では、次回3月会合以降も利下げが続くとみられている。
- ▶ ECBの10～12月期銀行貸出調査では、銀行の対企業貸出基準が大きく厳格化し、企業の資金需要はやや縮小した。25年1～3月期は、需要、供給姿勢がともに慎重化する見通しとなっている。ECBは、利下げが企業の資金需要にプラスに寄与しているものの、主にドイツとフランスの政治の不確実性が需給を悪化させていると指摘した。

ユーロ圏の消費者物価



(備考) Eurostat

ユーロ圏の貸出基準・資金需要

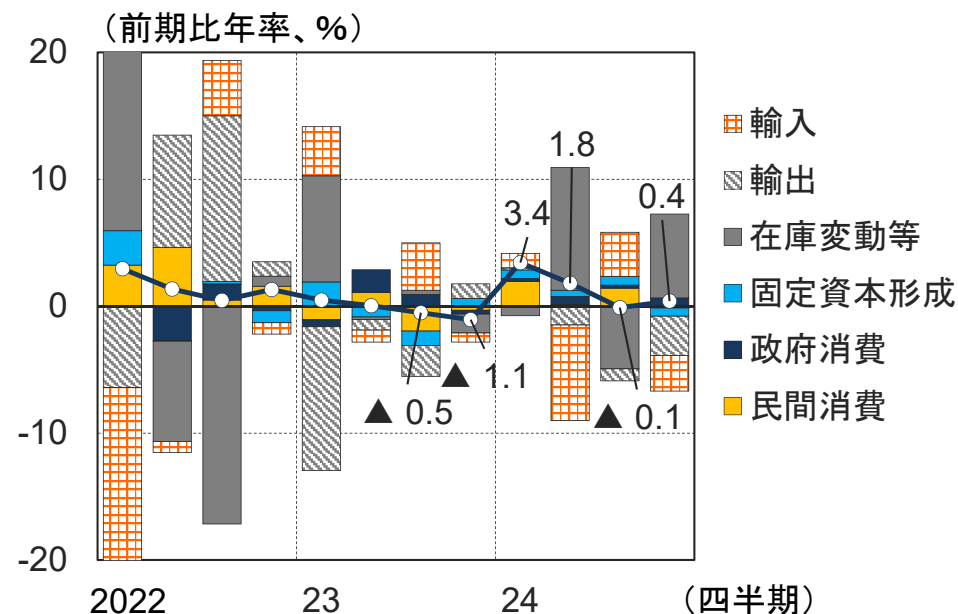


(備考) 1. ECB 2. 25年1-3月期は見通し

欧州：英国は回復が足踏みしている

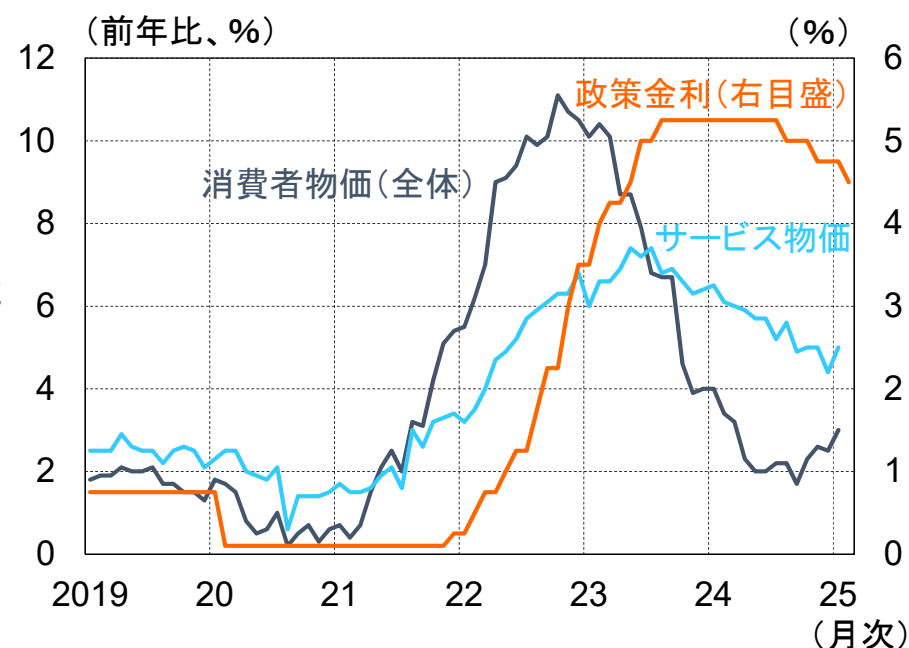
- ▶ 英国の2024年10～12月期GDPは、前期比年率0.4%増加した。製造業の在庫や防衛費などの政府消費が増加した。24年前半は高い成長率だったが、製造業を中心に24年半ばから減速しており回復が足踏みしている。24年全体では0.9%の成長率にとどまった。
- ▶ BOEは、12月までサービスを中心にインフレ鈍化が進んでいるとの認識を示し、2/6に2会合ぶりの利下げを行った(4.75%→4.50%)。ただし、金融政策報告書では、インフレ率が25年に3.7%まで再拡大する予想となっており、インフレ持続のリスクが示された。また、足元の景気停滞や国民保険料の雇用者負担増加を受けて雇用の緩やかな悪化が見られる中、今後の予想成長率は25年が1.5%から0.7%に引き下げられ(26年は1.4%→1.5%、27年は1.2%→1.5%に上方修正)、回復が遅れる見通しとなった。

英国の実質GDP成長率



(備考) 英国統計局

英国の消費者物価と政策金利

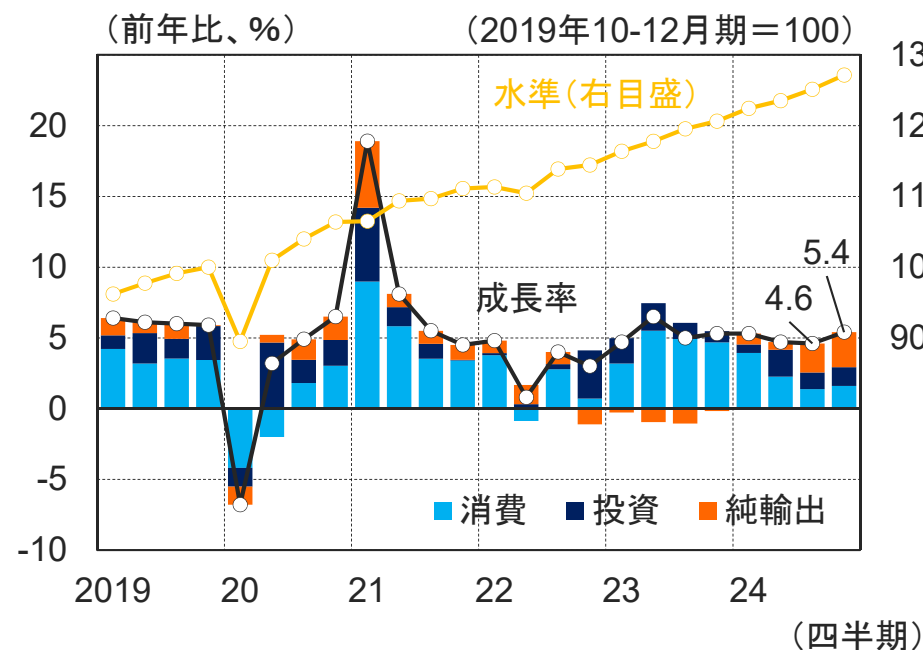


(備考) 英国統計局

中国:輸出や政策支援を受けた消費により持ち直しの兆し

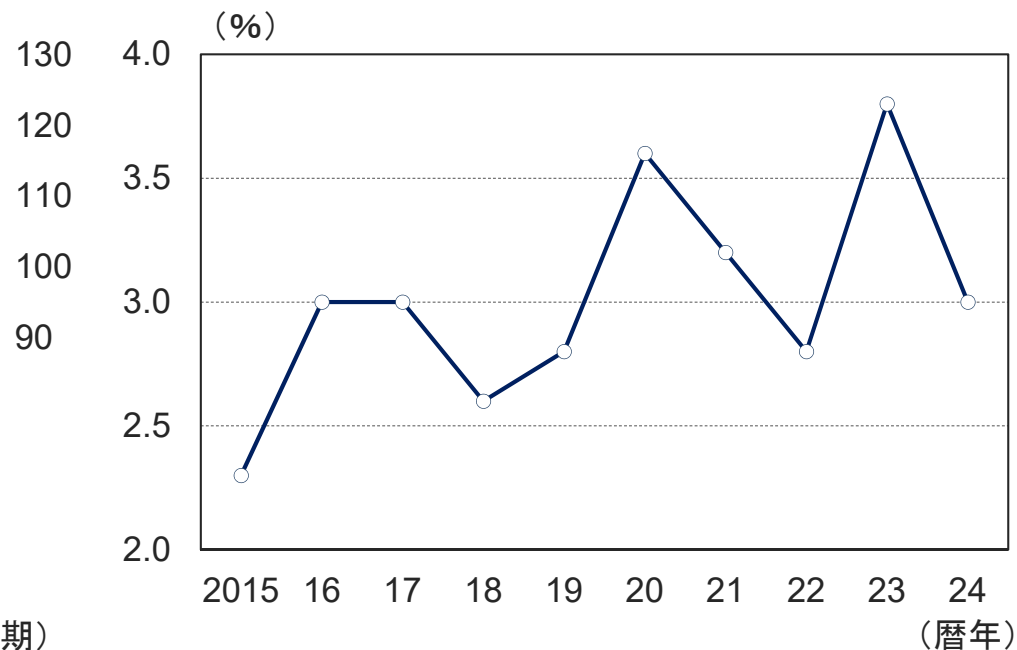
- 2024年10～12月期の実質GDPは前年比5.4%増加し、前期比年率では6.6%に加速して、持ち直しの兆しがみられる。米トランプ政権発足を前にした駆け込みや価格低下が追い風となる中、純輸出が大きく増加した。また耐久財の買い替え促進策が功を奏し、消費も小幅ながら6期ぶりに寄与が拡大した。24年の成長率は5.0%となり、前年から伸びは縮小したものの、政府目標の「5%前後」を達成した。
- ただし、輸出は駆け込みの反動減が懸念されるほか、耐久財買い替え促進策は需要の先食いにとどまる可能性もある。米国による対中追加関税が決まり、外部環境の困難さは増しており、市場では3月の全国人民代表大会で、25年の財政赤字目標がGDP比4%に引き上げられるとの見方が多い。

実質GDP成長率



(備考) 中国国家統計局、CEIC

財政赤字目標GDP比

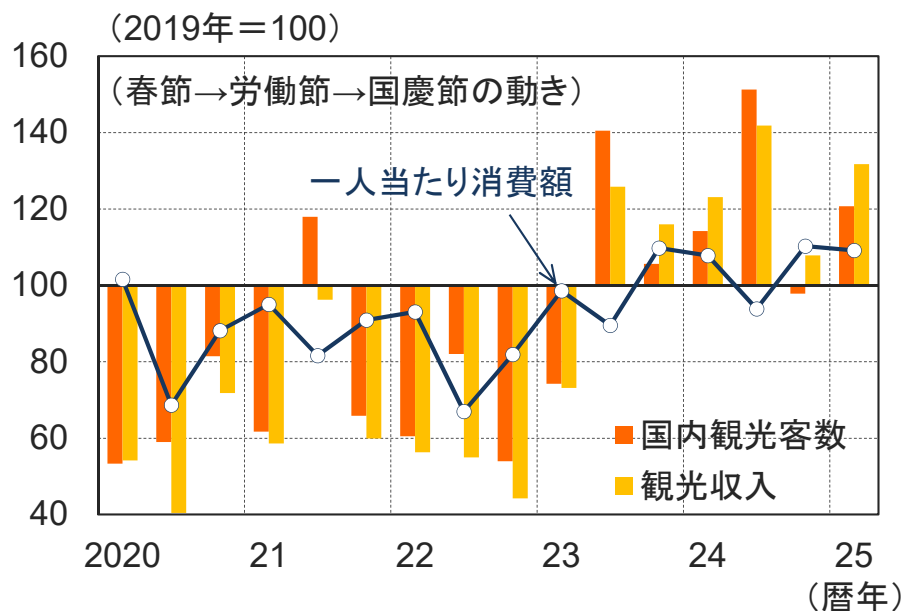


(備考) 中国中央人民政府、CEIC

中国：春節連休中の旅行需要は堅調、若年層の雇用は一段と悪化

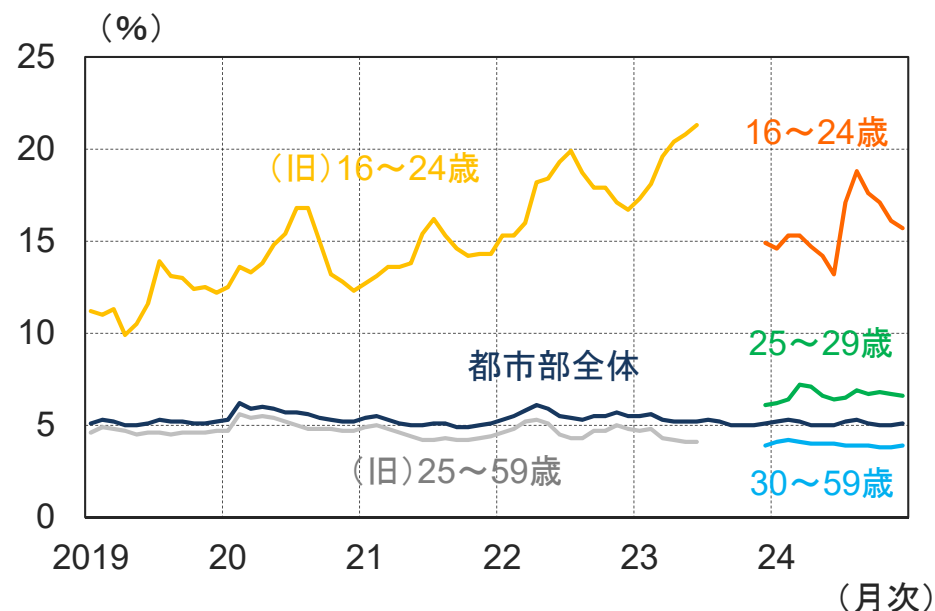
- 25年の春節連休期間における国内旅行需要は、観光客数が前年比5.9%、観光収入は同7.0%増加し堅調だった。ただし連休期間中の一人当たり消費額は、23年の国慶節以降伸び悩んでおり、旅先でも「コスパ」の重視が続いている様子がうかがえる。
- 24年12月の都市部調査失業率は、前年比横ばいの5.1%だった。一方で年齢階層別にみると、16～24歳は15.7%、25～29歳も6.6%といずれも前年から上昇し、若年層の雇用は一段と悪化した。大卒者数が過去最高を更新し続ける中、ホワイトカラーの職種を中心に供給が過剰になっているとみられる。

連休期間の国内観光客数、観光収入



(備考) 1. 中国文化観光部、CEICによりDBJ作成
2. 観光客数は延べ数

調査失業率



(備考) 1. 中国国家統計局、CEIC 2. 23年12月以降の新基準では、在学中の学生を対象に含まない

中国：米追加関税には的を絞り対抗、地方政府の成長目標は引き下げが多い

- ▶ 米国は2/4に、中国からの全輸入品に対して10%の追加関税を発動した。中国側も、米国原産のエネルギーや農業機械などに最大15%の追加関税などを課した。今後、両国が20年のような通商合意に至れるかが注目される。今回、中国側は関税の的を絞った対抗措置をとっており、回復の兆しが見えてきた経済への影響を抑えつつ、米国との交渉や、さらなる追加関税に対抗する余地を残したとも考えられる。
- ▶ 25年の地方政府の成長目標は、おおむね前年比5～6%に設定された。ただし昨年から目標を引き下げる動きが多く、地方政府の間では先行きを慎重視する動きが広がっているとみられる。3月に開幕する全国人民代表大会では、全国の成長目標が24年と同じ「5%前後」に設定されるとの見方が有力だが、達成の難易度は高く、中央政府が財政を拡大し底支えを図るとみられる。

米中貿易摩擦

第1次トランプ政権	<計4弾の関税合戦> ・米国は産業機械、半導体、家具・家電などで25%、衣料品などで15% ・中国は大豆、自動車、LNGなどで25%、農産物・原油などで10%
	<通商合意(20年1月)> ・米国は関税一部引き下げ、中国は対米輸入を20年から2年間で約1.5倍に(コロナ禍もあり未達成)
第2次政権	・米国は麻薬流入を理由に全輸入品に10%の追加関税 ・中国はLNG、農業機械などに10～15%の追加関税、重要資源輸出規制、米企業への当局調査、WTO提訴

(備考) 各種資料によりDBJ作成

主な地方政府の25年成長目標

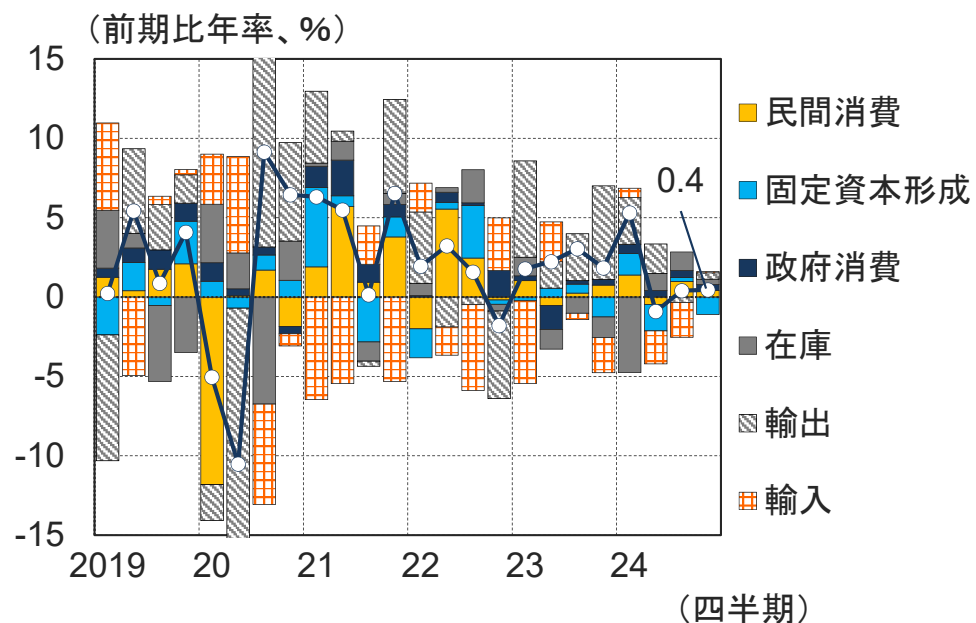
北京市	5%前後	福建省	5.0～5.5%
天津市	5%前後	江西省	5%前後
上海市	5%前後	山東省	5%以上
重慶市	6%前後	河南省	5.5%前後
河北省	5%以上	湖北省	6%前後
遼寧省	5%以上	湖南省	5.5%前後
江蘇省	5%以上	広東省	5%前後
浙江省	5.5%前後	四川省	5.5%以上
安徽省	5.5%以上	陝西省	5%前後

- (備考) 1. CEIC、現地報道によりDBJ作成
 2. 赤字は成長目標引き上げ、青字は引き下げ
 3. 直轄4市と、24年のGDP金額上位14省を抜粋

韓国：回復が足踏みしている

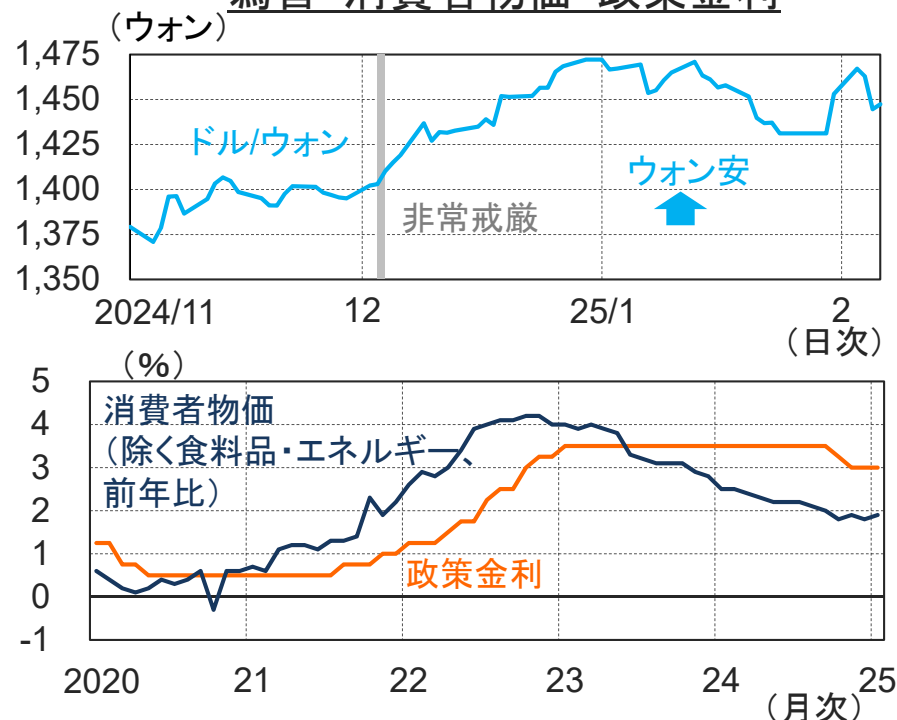
- ▶ 2024年10～12月期の実質GDPは、前期比年率0.4%増加した。12/3に宣言された非常戒厳後、政治的な混乱を受けて消費者・企業心理が落ち込んだことで、民間消費の鈍化や固定資本形成の減少がみられ、回復が足踏みしている。
- ▶ ドル/ウォンレートは、非常戒厳を受け下落圧力が強まる中、1月に就任した米トランプ大統領の関税政策への不透明感も重なり、一時1,470ウォン台となった。中銀は、物価上昇率の落ち着きもあり、さらなるウォン安を抑えるためとして、1月会合では政策金利を据え置いた。内憂外患が続く中で、今後の利下げについては情勢を見極めるとした。

実質GDP成長率



(備考) 韓国銀行

為替・消費者物価・政策金利

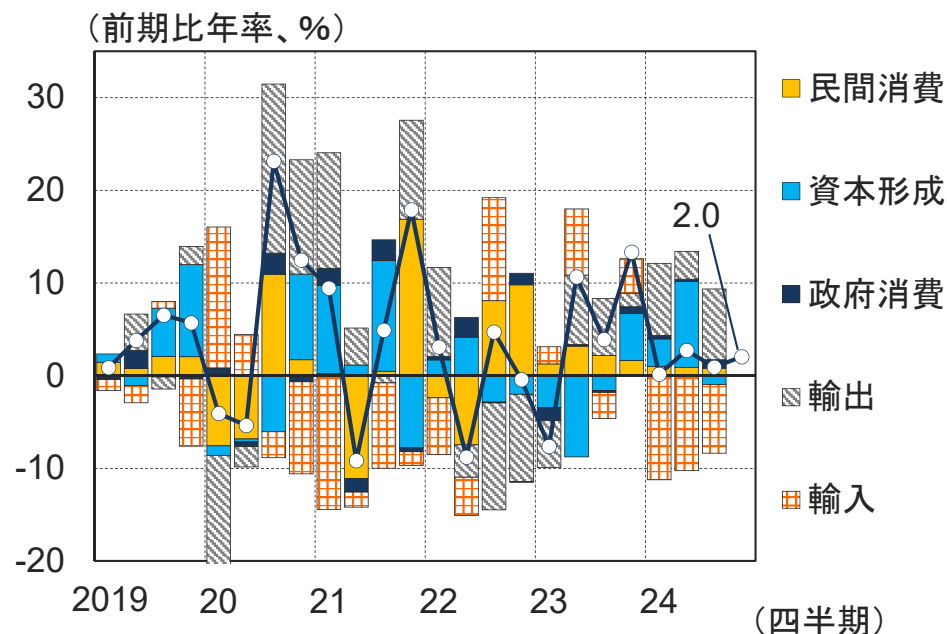


(備考) 1. 韓国銀行、韓国統計局 2. LSEG Datastream

台湾：緩やかに回復している

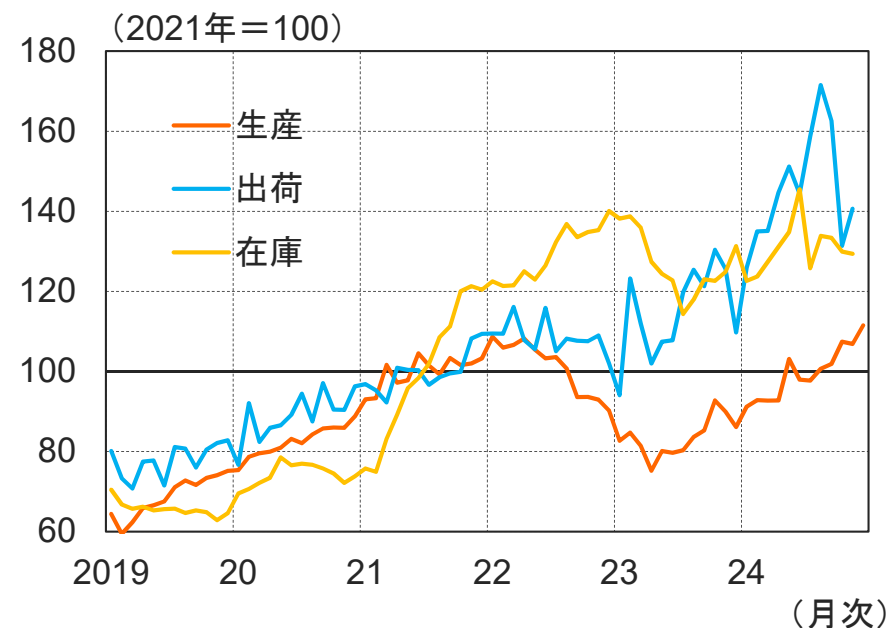
- 2024年7～9月期の実質GDPは、前期比年率0.9%増加し、緩やかに回復している。資本形成が減少したものの、輸入が減速したほか、輸出がAI関連需要の高まりを追い風に拡大した。10～12月期も好調な外需により前期比年率2.0%となった。
- 電子部品の生産をみると、23年半ば以降、シリコンサイクルの回復とともに足元にかけて増加している。出荷は、24年初から大きく増加したが半ば以降反動で落ち込み、在庫も緩やかな回復基調にあり需給の引き締まりは一服しつつある。足元で在庫は横ばいとなり、生産は緩やかな回復が続く可能性が高い。

実質GDP成長率



(備考) 台湾行政院主計総処

生産・出荷・在庫(電子部品)

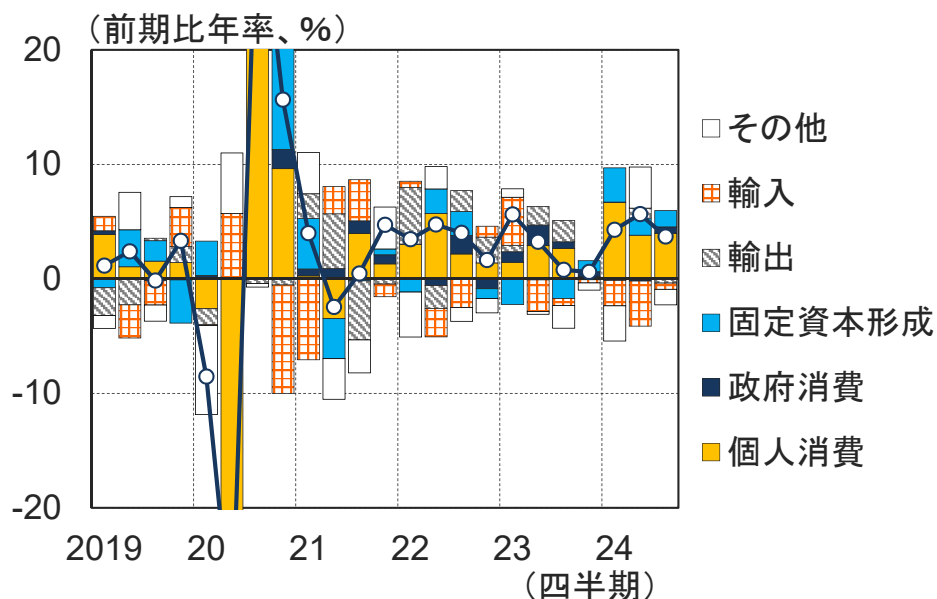


(備考) 1. 台湾經濟部統計処
2. 季節調整はDBJによる

ブラジル:緩やかに回復している

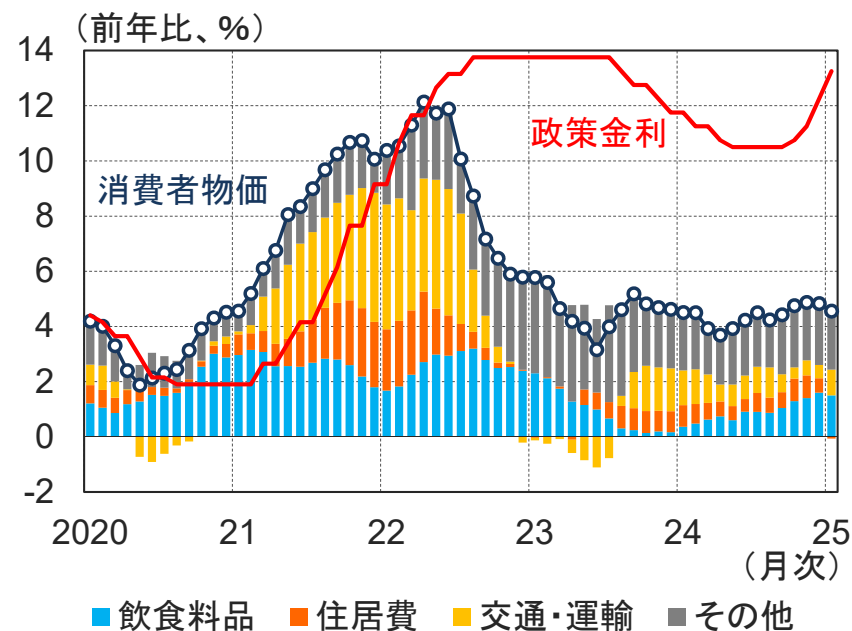
- 2024年7～9月期の実質GDPは、前期比年率3.7%増加し緩やかに回復している。海外経済の減速により輸出は弱い動きが続いたが、インフレ鈍化や雇用改善により消費が堅調となったほか、昨年4月の洪水からの復興支援により政府投資を中心に固定資本形成も高い伸びとなり、内需のけん引が続いた。
- 消費者物価の伸びは、昨年の異常気象により飲食料品が高まったほか、レアル安や賃金上昇もあり、下げ渋っている。ブラジル中銀は、消費者物価の伸びが中銀目標(3.00±1.50%)を上回っていることから、1月会合で4会合連続で政策金利を引き上げた。今後については、次回会合で同程度(1.00%)の利上げを示唆しており、インフレ目標の達成に向けて引き締め的な政策が続くとみられる。

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▲30.3%、
 20年7-9月期は35.7%

消費者物価、政策金利



(備考) LSEG Datastream

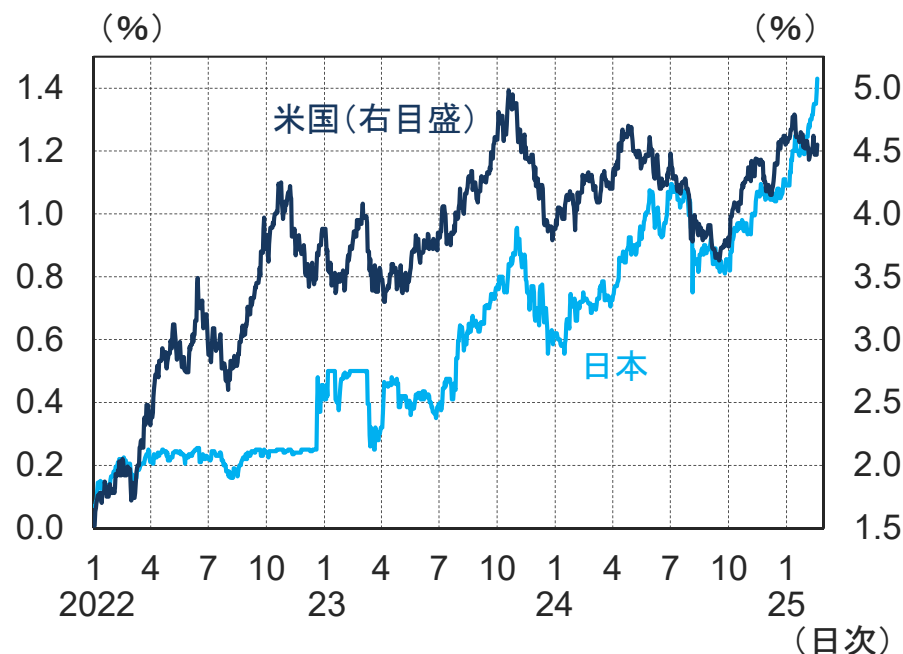
Section 4

マーケット動向

長期金利：米国は低下、日本は大きく上昇

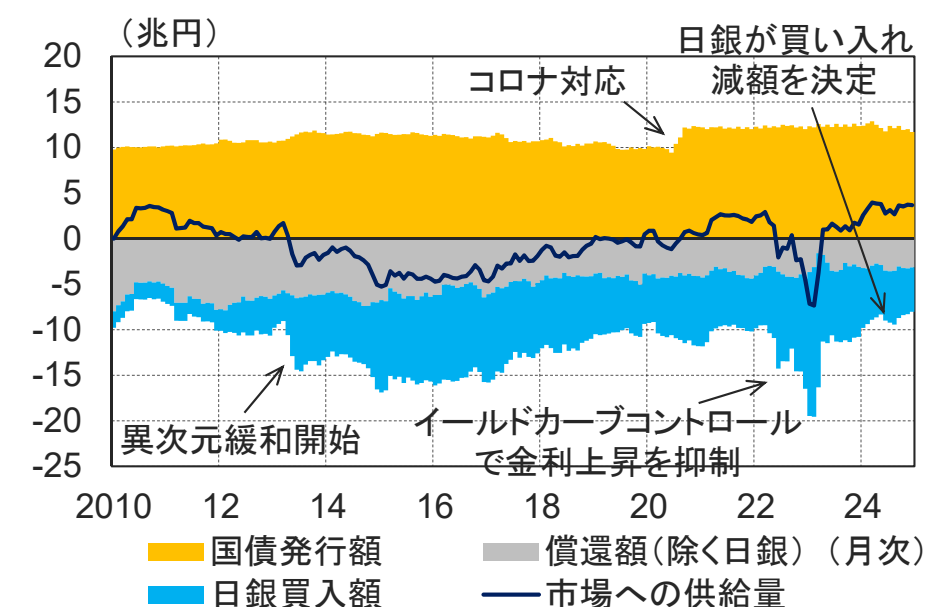
- 米国の長期金利は、トランプ政権の追加関税発動でインフレ懸念が高まり上昇する局面もあったが、軟調な株価や、1月の小売統計などを受け低下した。日本の長期金利は、予想を上回った12月の賃金や10～12月期GDPなどにより、日銀による追加利上げが改めて意識され、1.4%に大きく上昇した。
- 日銀による買い入れや償還を除いた市場へのネット国債供給量は、異次元緩和開始後20年にかけてマイナスが続いてきたが、コロナを機に国債発行額が増加するとプラスに転じた。日銀は24年7月に国債買い入れの減額を決める一方、国債発行額は足元でも小幅な減少にとどまる。市場では一段の金利上昇リスクから国債購入に慎重な見方もあり、需給バランスの緩みが今後の金利上昇の一因になる。

日米10年物長期金利



(備考) 日本相互証券、米財務省

市場への国債供給量(ネット)



(備考) 1. 日本銀行によりDBJ作成 2. 3ヵ月移動平均 3. 市場への供給量＝発行額－日銀買入額－償還額(除く日銀)

株価：米国は上昇、日本は横ばい

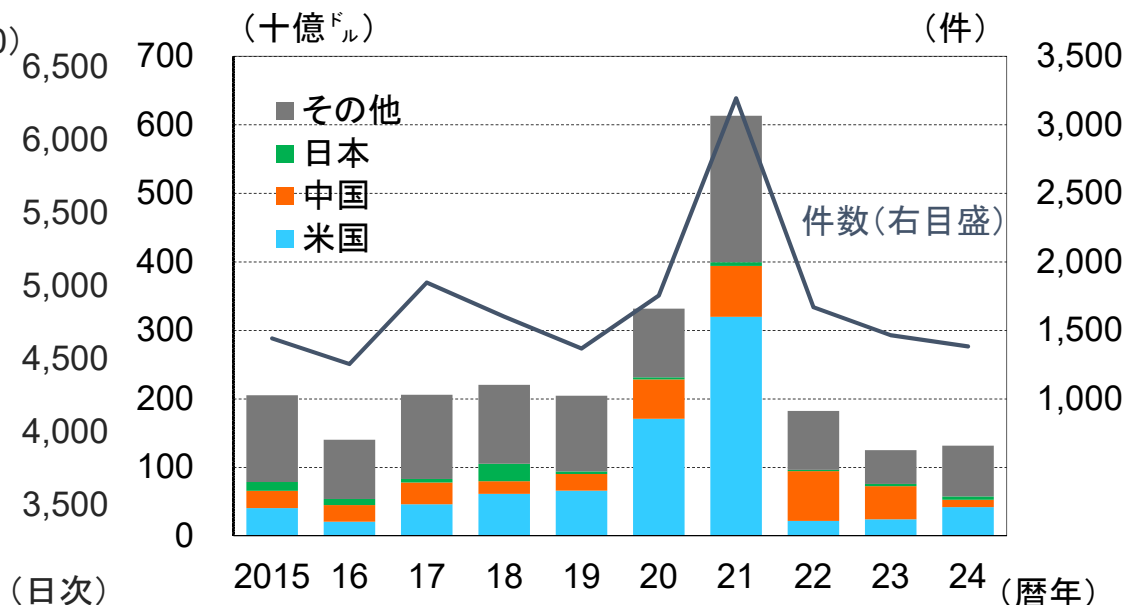
- 米国の株価は、1月下旬の最高値更新後、中国企業の生成AI発表やトランプ政権の政策運営の不透明さを受け軟調な動きとなったが、2月中旬に半導体株の上昇もあり再び最高値を更新した。日本の株価は、円高進行や米国の通商政策を受け輸出株が下落する一方、好決算の銘柄が上昇し横ばいとなった。
- 2024年のIPO市場は、中国が上場基準を厳格化したことなどにより件数は3年連続で減少した。金額は、3割を占める米国が大型案件もあり前年から7割増加したことで、3年ぶりに増加した。日本では、件数は減少する一方で複数の大型案件の上場により金額が増加した。25年は、中国で新たな上場基準に対応する企業が増加するものの、全体では、米金利高止まりやトランプ政権の政策運営がもたらす市場のボラティリティの高まりにより、米国を中心に伸び悩むとみられる。

日米株価



(備考)LSEG Datastream

世界のIPO件数、金額



(備考) 1. LSEG Datastream 2. 棒グラフは金額、国は上場した取引所の所在地 3. 金額は公募額と売出し額の合計

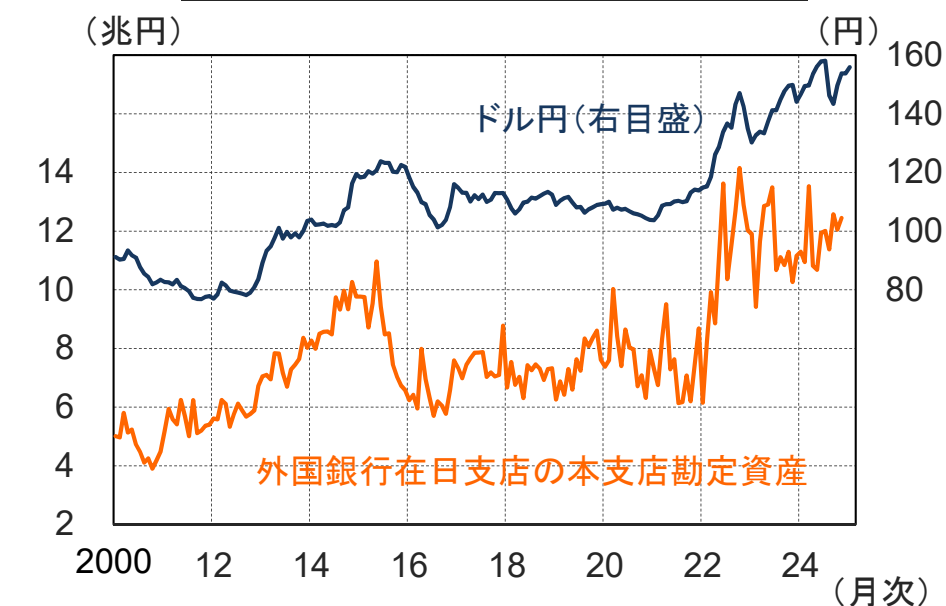
為替:ドル円レートは円安が修正

- 昨秋以降、トランプ政権の政策への思惑、堅調な景気やインフレ率の拡大により米金利が上昇して年初は159円に円安が進んだ。その後、1月のFOMCでは政策金利が据え置かれたが、日銀は1月会合で追加利上げを行ったほか、委員による物価見通しの上方修正や賃金上昇もあり、日本の金利が大きく上昇し、日米金利差が縮小した。こうした中、円安が修正され2月上旬に一時151円台となった。
- 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った。足元で日米金利差は縮小するもののその水準は大きく、円キャリー取引は高水準を維持している。日米金利差が縮小し円キャリー取引が巻き戻しされれば、円高圧力が高まるとみられる。

外国為替



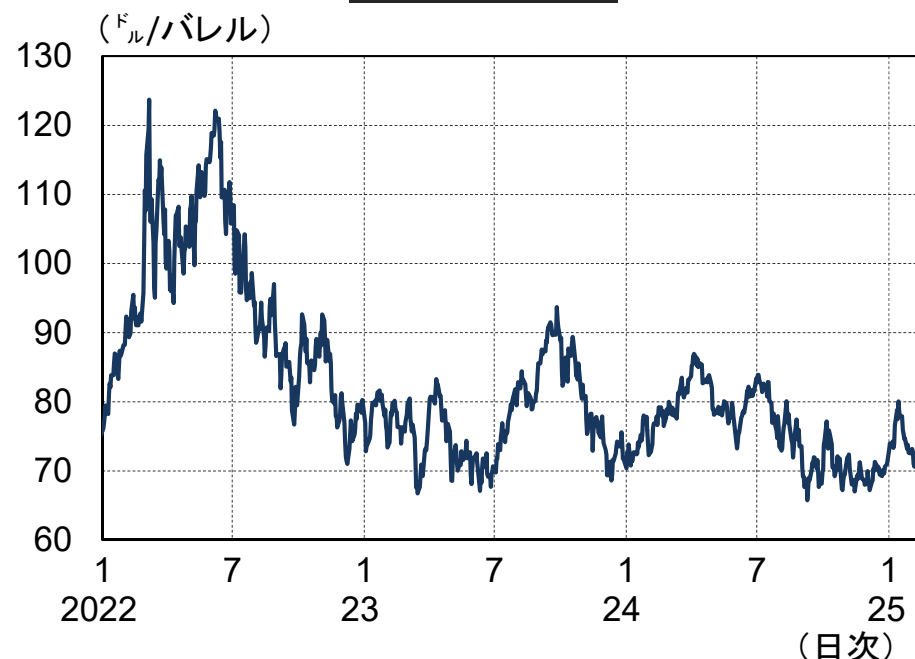
ドル円レートと円キャリートレード



原油価格:70ドル台前半に下落

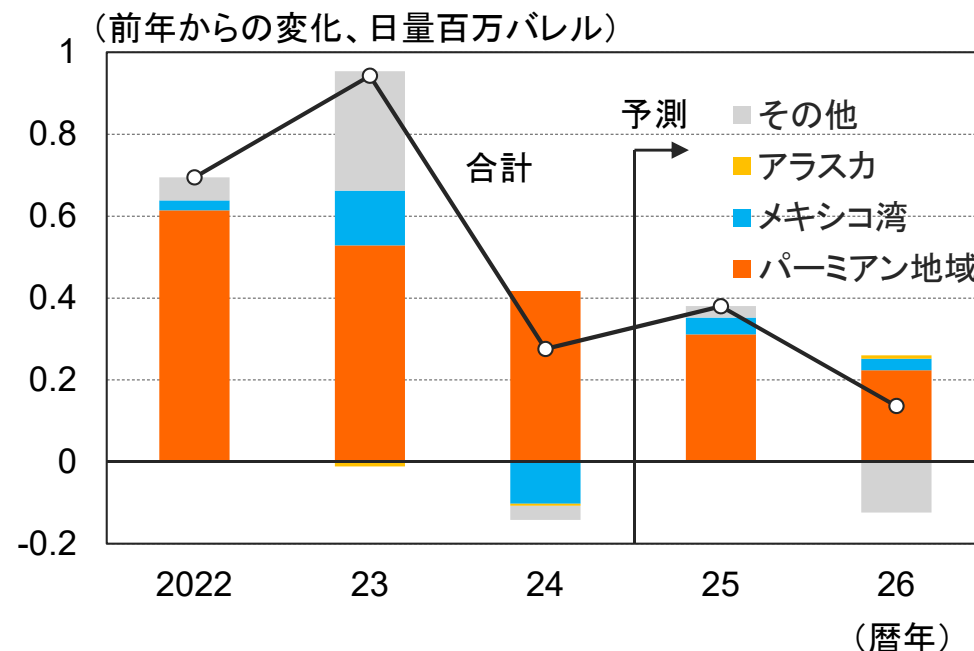
- ▶ WTI原油価格は、70ドル台前半に下落した。トランプ大統領の関税政策による米中対立の激化で原油需要が伸び悩む懸念が生じたほか、サウジアラビアやOPECへの原油価格引き下げを求める発言が下落要因となった。
- ▶ トランプ大統領は1/20、「エネルギー緊急事態宣言」を表明し原油の増産推進などに言及した。一方、近年の米石油会社は採算を重視する傾向があるほか、原油価格も低水準が続いており、増産に動きづらい状態となっている。こうした中、EIAの2月予測では、米原油生産量の伸びが米国産原油の約半分が生産されるパーミアン地域などで減少し、26年にかけて鈍化するとみられている。政策の後押しはあるものの、大幅な増産は難しいとみられている。

WTI原油価格



(備考)LSEG Datastream

米国の地域別石油生産量



(備考)EIA (米国エネルギー情報局)

©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