


最近の経済動向 2025年11月

2025年11月28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(1次速報)は、住宅投資や輸出の減少などにより、前期比年率1.8%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	16
Section 4	マーケット動向	32

* 本資料は原則として11月21日までに発表された経済指標に基づいて作成しています

Section 1

今月の景気判断

今月の景気判断

	2025年10月	2025年11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	法改正の影響もあり弱含んでいる
消費	回復に足踏み	緩やかな回復の動きがみられる
輸出	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	伸びは小幅に鈍化	伸びは鈍化基調
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

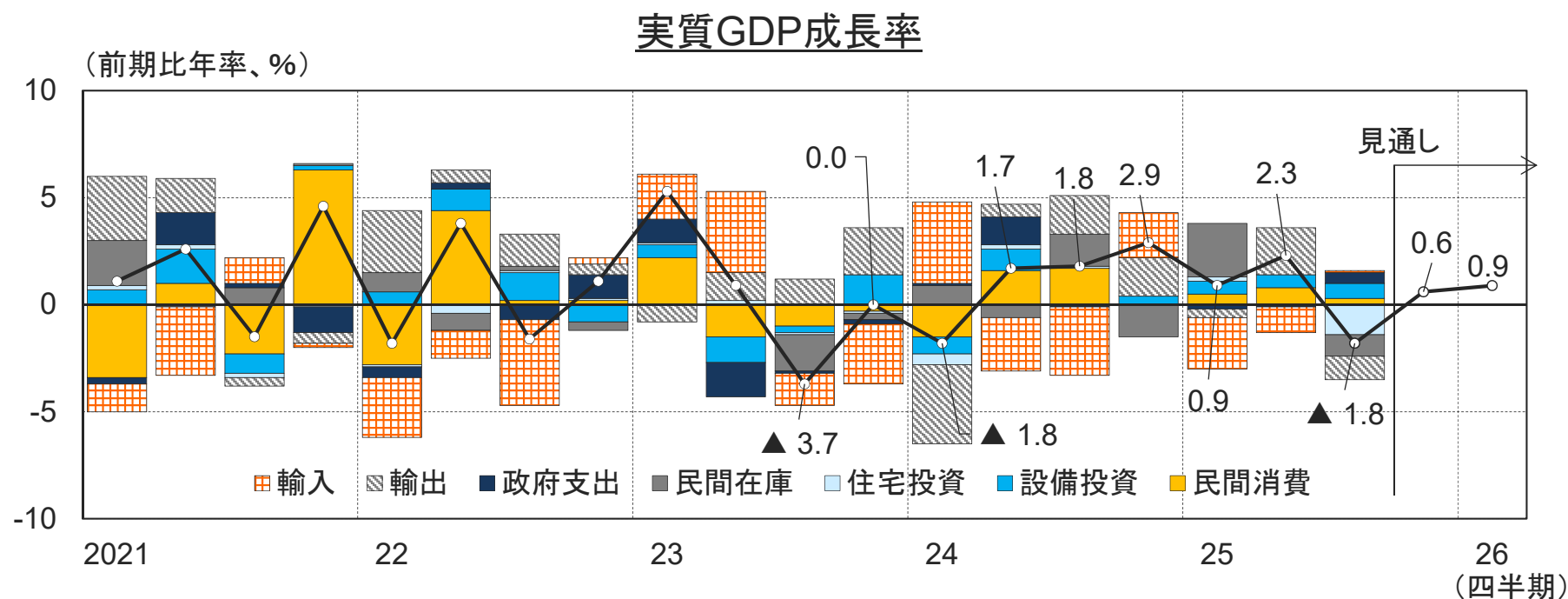
(備考) 上方修正の場合は赤字、下方修正の場合は青字で表記

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(1次速報)は、前期比年率1.8%減となり、6期ぶりのマイナス成長となった。設備投資は4期連続で増加したが、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、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、今後も外需は弱含む可能性があり、先行きは不透明感が高い状況が継続する見込み。

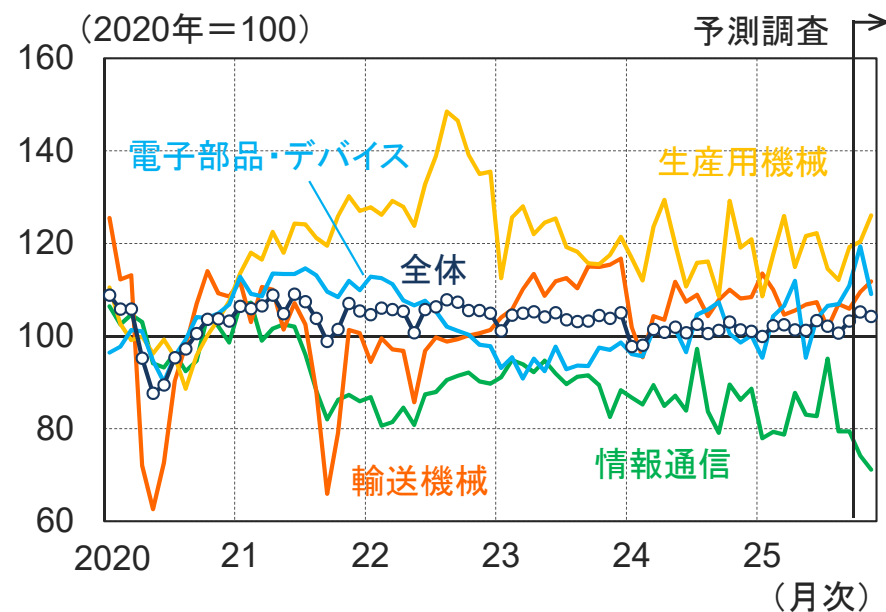


(備考)内閣府、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」

鉱工業生産は均せば横ばい

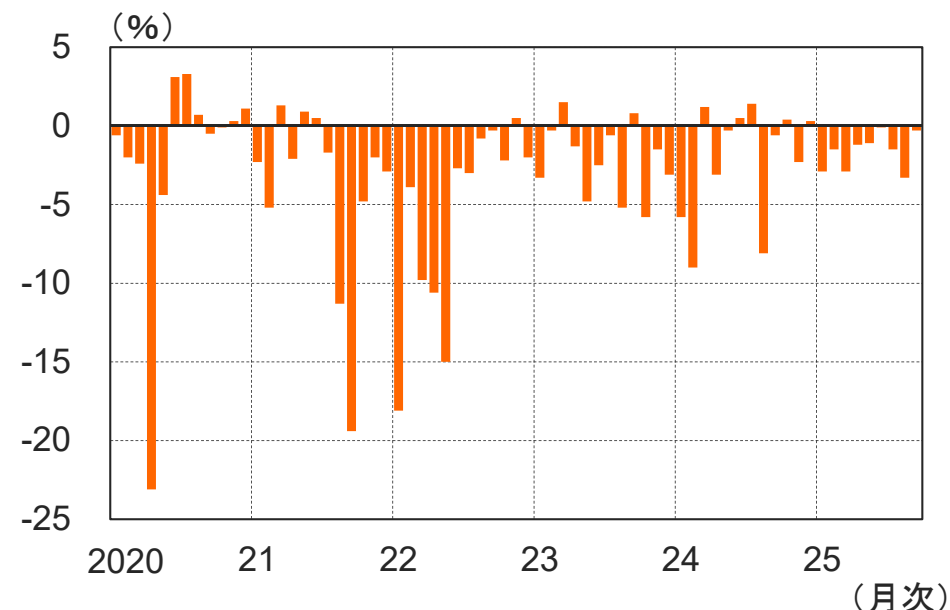
- 9月の鉱工業生産は、半導体製造装置などの生産用機械を中心に前月比2.6%増加となり、3ヵ月ぶりに増加した。24年春以降は、均せば横ばいとなっている。先行きは、電子部品・デバイスの増減で10月は同1.9%増加、11月は同0.9%減少する計画となっており、基調としては横ばいが続く見込み。
- 自動車を中心とする輸送機械の先行きをみると、10月は前月比3.4%増、11月は同2.1%増となり、増加が見込まれている。一方で10月以降、オランダの中国系半導体メーカーの供給制約により、複数の完成車メーカーで減産や工場停止が発生している。半導体の供給制約が発生した21年秋および22年半ばは事前予測から生産が大きく下振れしており、今回も10月以降の生産に一部影響が及ぶとみられる。

鉱工業生産



(備考) 経済産業省

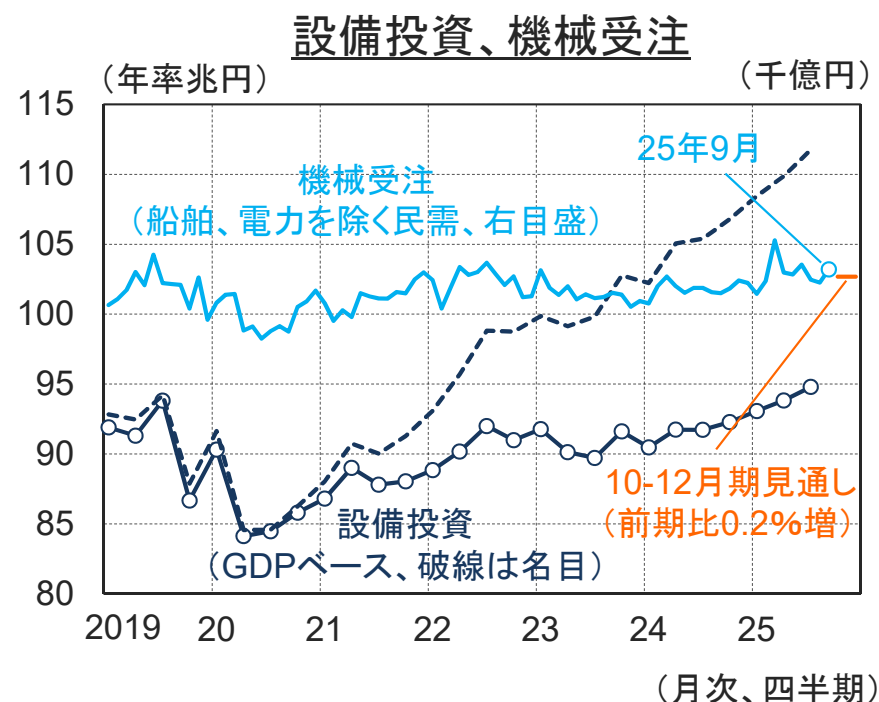
生産実現率(輸送機械)



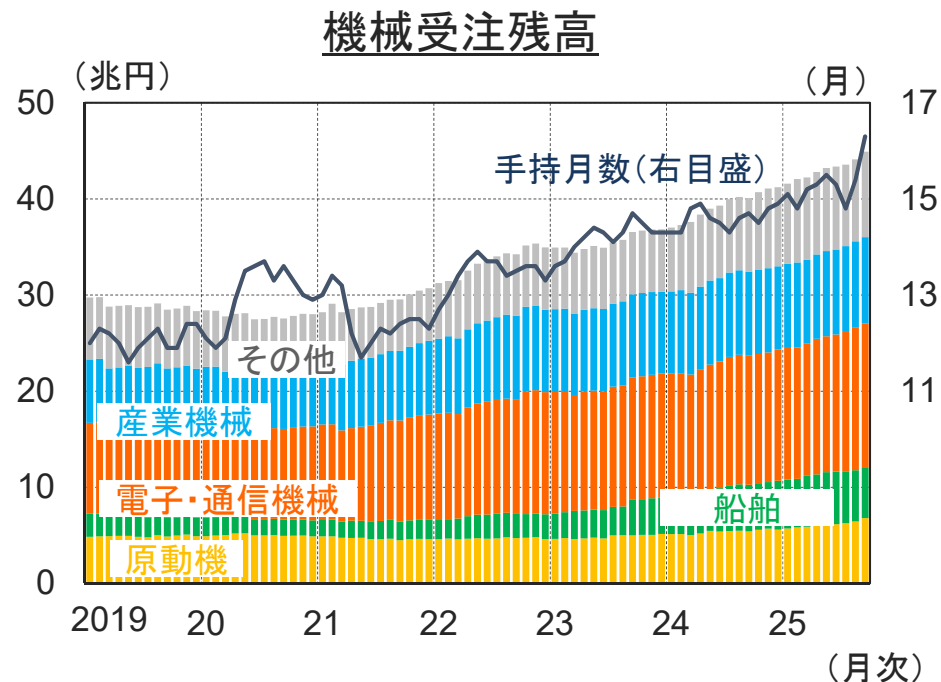
(備考) 1. 経済産業省 2. 実現率は前月予測と実績のかい離

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4.2%増となり、4期連続で増加し、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、9月は前月比4.2%増となり、7～9月期実績は前期比2.1%減し、見通し（同4.0%減）を上回った。10～12月期は前期比0.2%増となり、非製造業を中心に増加する見通しとなっている。
- 機械受注残高をみると、23年以降増加基調にあり、特に半導体製造装置など電子・通信機械が増加している。受注残高を販売額で割った手持月数は、原動機や船舶などの受注から販売までの期間が比較的長い機種を中心に、23年以降、増減を伴いながら緩やかに増加している。こうした機種が、時間差を伴って出荷されることで、中長期的に機械投資を下支えすることが期待される。



(備考) 1. 内閣府 2. 設備投資は四半期

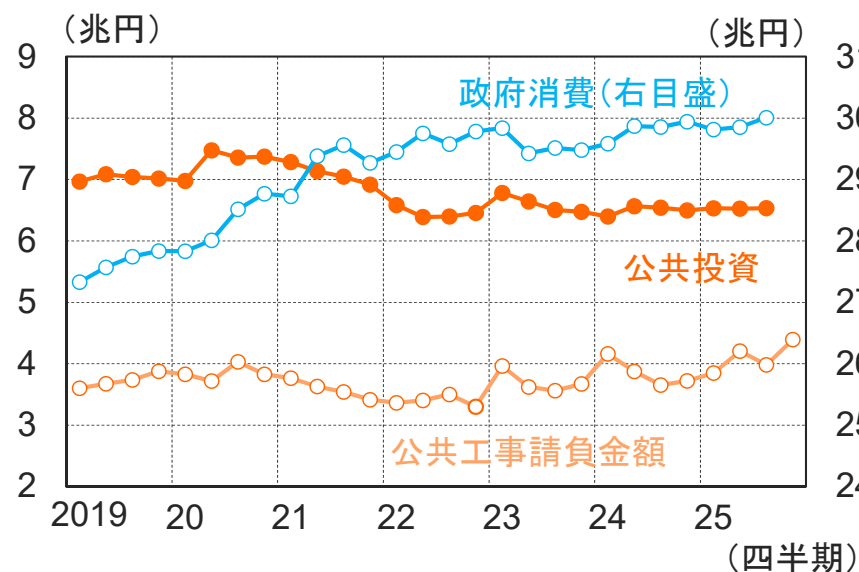


(備考) 1. 内閣府 2. 手持ち月数＝受注残高÷販売額

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

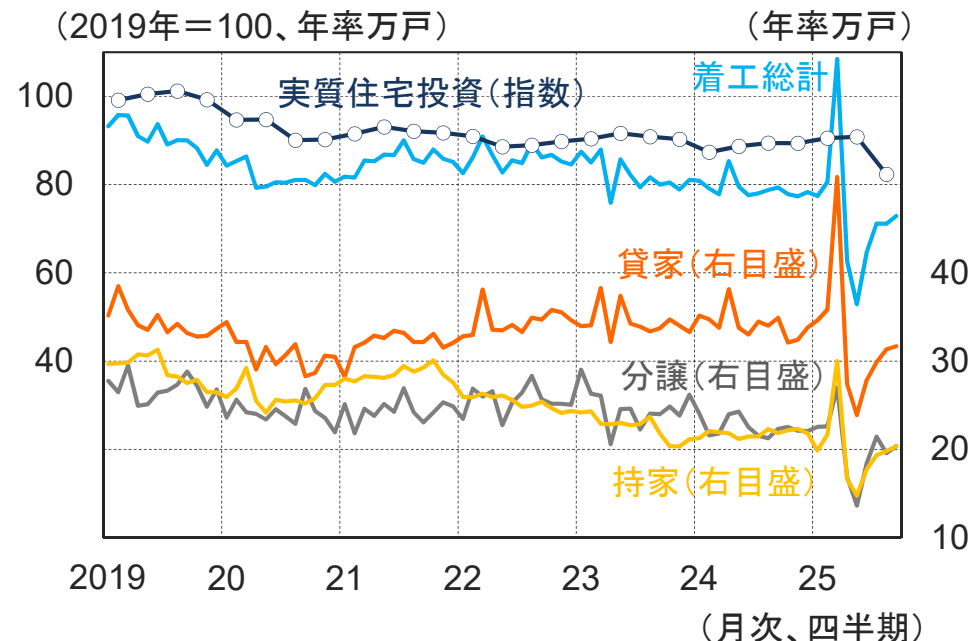
- 7～9月期の実質公共投資(GDPベース)は前期比年率0.5%増加し、24年度半ば以降横ばいとなっている。24年後半から先行指標の公共工事請負金額が増加基調にあり公共投資は底堅い。政府消費は同2.1%増加した。高市政権では防衛費などを拡大する方針であり、政府支出全体で増加が見込まれる。
- 7～9月期の実質住宅投資(GDPベース)は、前期比年率32.5%減少し弱含んでいる。3月に省エネ基準義務化を控えた着工の駆け込みがあり、4月以降にその反動減が生じたことを反映して減少した。着工戸数は、5月を底に持ち直しているものの駆け込み前のトレンドを回復しておらず、要因として、法改正に伴う審査期間長期化による着工の遅れや省エネ基準への適合に伴うコスト増加が指摘されている。

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. 公共工事請負金額の25年10-12月は10月のみ

住宅投資と着工戸数

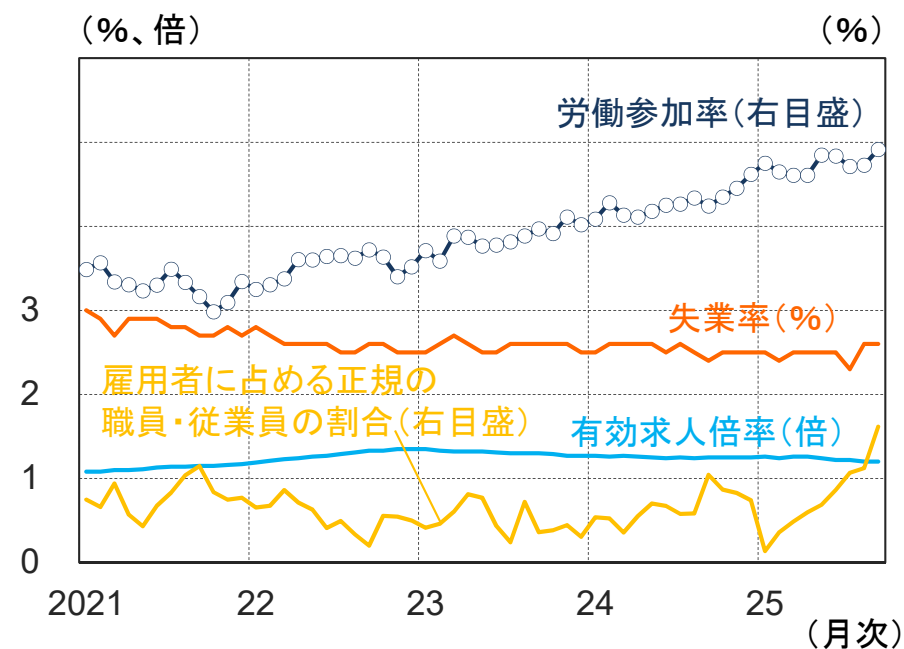


- (備考) 国土交通省、内閣府

雇用は改善している

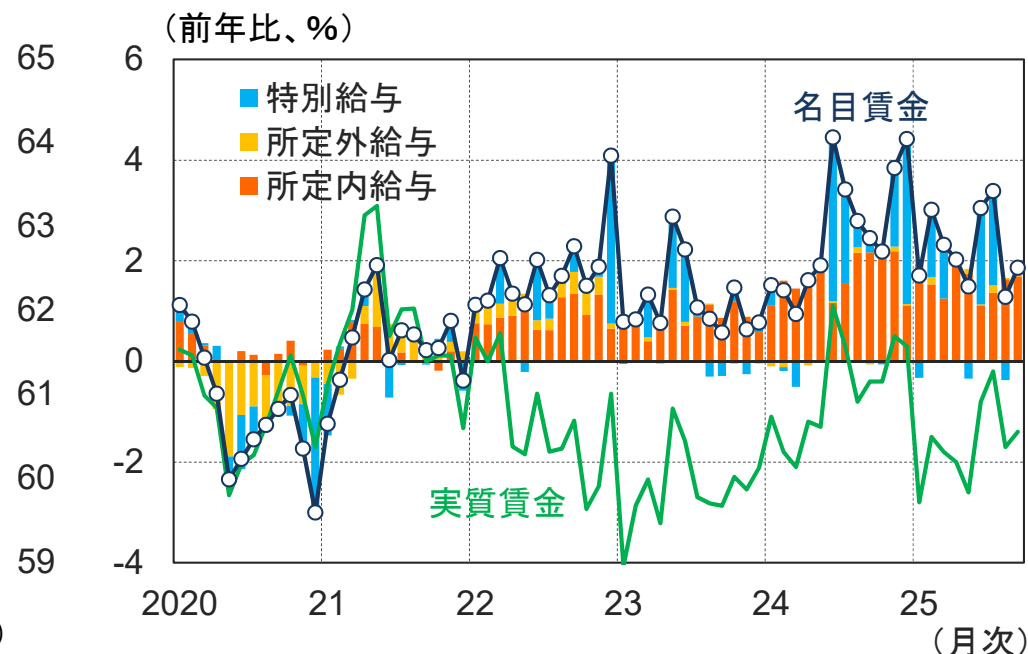
- 雇用は改善している。9月の有効求人倍率、失業率は前月から横ばいとなったが、労働参加率は63.9%と前月から高まった。また人手不足の深刻化などを背景に女性を中心に非正規雇用から正規雇用への転換が進んでおり、正規職員・従業員の比率は25年以降上昇している。
- 9月の賃金の伸びは、特別給与が前月の落ち込みから持ち直し、前年比1.9%増に拡大した。これにより実質賃金の伸びはやや改善したが、物価の伸び鈍化が小幅な中で依然としてマイナスが続いている。今後の名目賃金は、10月から順次適用が開始されている最低賃金の引き上げなどにより2%前後の伸びが続くとみられ、実質賃金も物価の伸び鈍化につれ緩やかな改善が見込まれる。

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



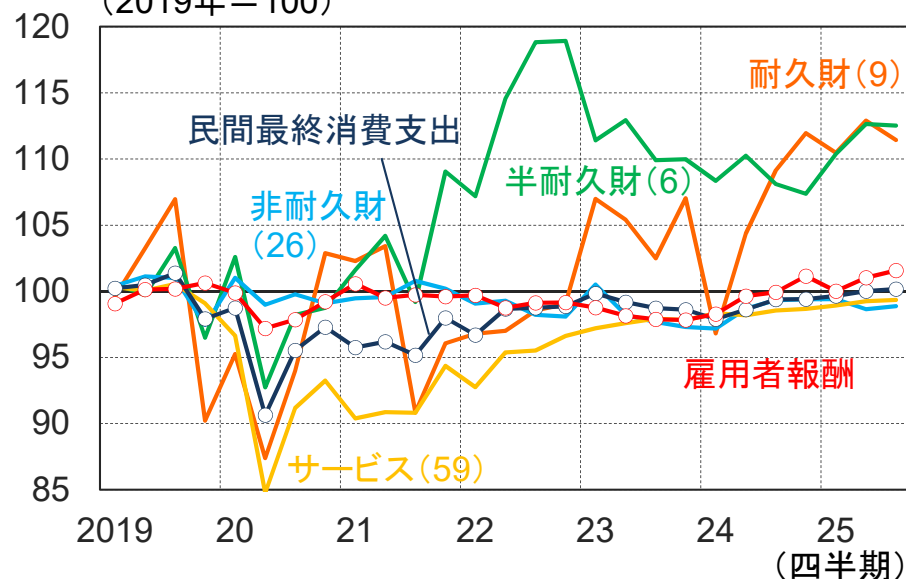
(備考)1. 厚生労働省 2. 実質賃金は消費者物価(持ち家の帰属家賃を除く総合)で実質化

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）は、前期比年率0.6%増加し、緩やかな回復の動きがみられる。一部メーカーの供給制約などで自動車を中心に耐久財が減少した一方、実質雇用者報酬の増加もあり、食料品などの非耐久財やサービスが小幅に増加した。今後も個人消費は実質賃金の改善に伴い緩やかな回復の動きが続くとみられる。
- 9月の実質小売売上高は、前月比0.4%増加した。織物・衣服・身回品は残暑で伸び悩み減少したが、自動車が前月から幾分持ち直したほか、Windows10のサポート終了に伴うパソコンの駆け込み需要などにより家庭用機械器具も増加した。

実質民間消費、実質雇用者報酬

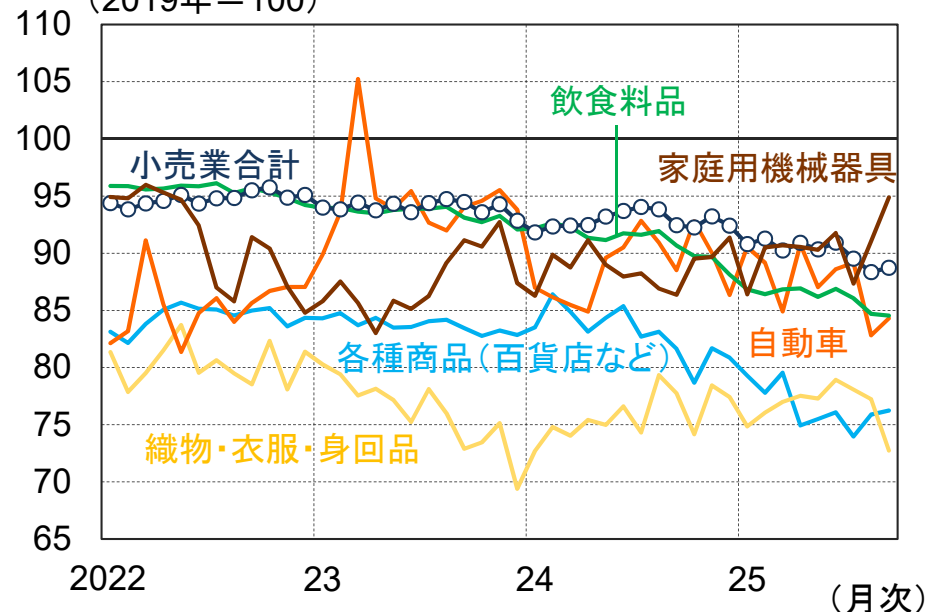
(2019年=100)



(備考) 1. 内閣府 2. ()内は25年7-9月期の家計最終消費に対するウェイト、% 3. 雇用者報酬は家計最終消費支出デフレーターで実質化

実質小売売上高

(2019年=100)

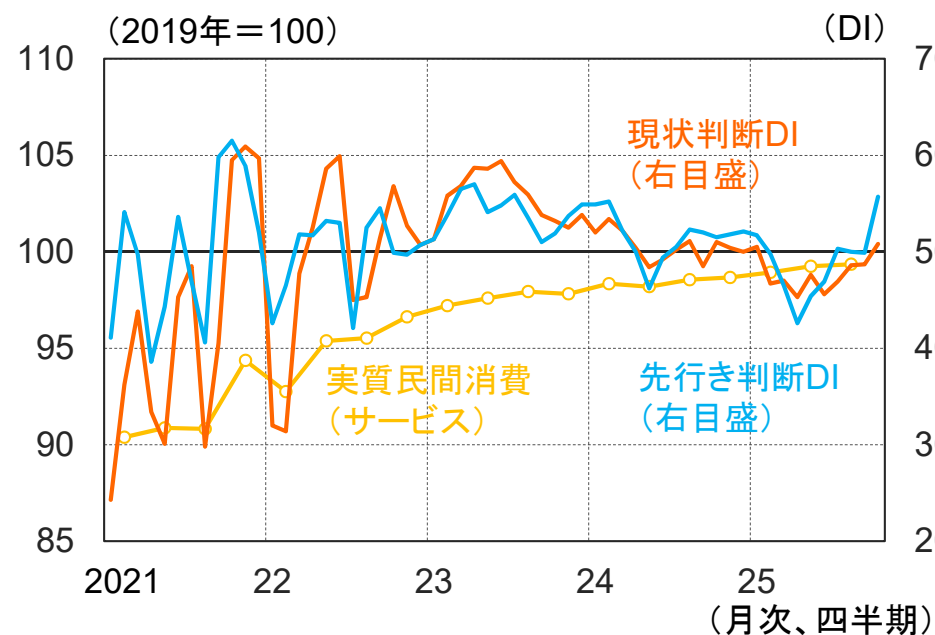


(備考) 1. 経済産業省
2. 消費者物価(個別項目)で実質化

消費マインドは改善している

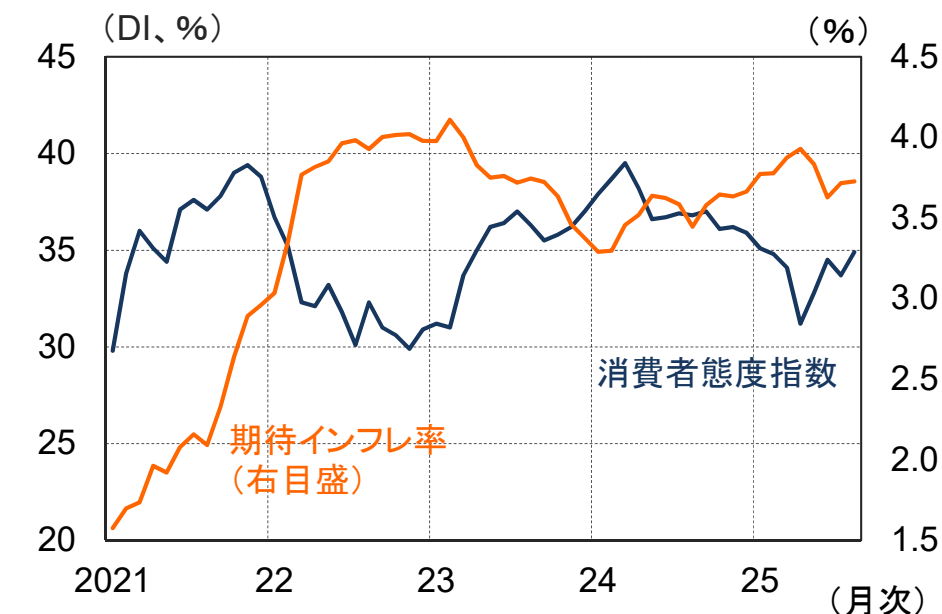
- ▶ 実質民間消費(サービス)は、24年以降、回復が緩やかになっている。景気ウォッチャー調査(家計部門のサービス関連)は、25年の夏ごろから持ち直し、10月は現状、先行きともに好不調の目安となる50を上回った。今後はこうしたマインドの改善がサービス消費の持ち直しを後押しすることが期待される。
- ▶ 10月の消費者態度指数は35.8となり、25年4月を底に改善している。家計の期待インフレ率は足元にかけて低下基調であり、家計の消費マインドは今後も物価の伸び鈍化につれて改善が見込まれる。

サービス消費、景気ウォッチャー調査(家計部門)



(備考) 1. 内閣府 2. DIは家計部門のサービス関連

消費者態度指数、期待インフレ率

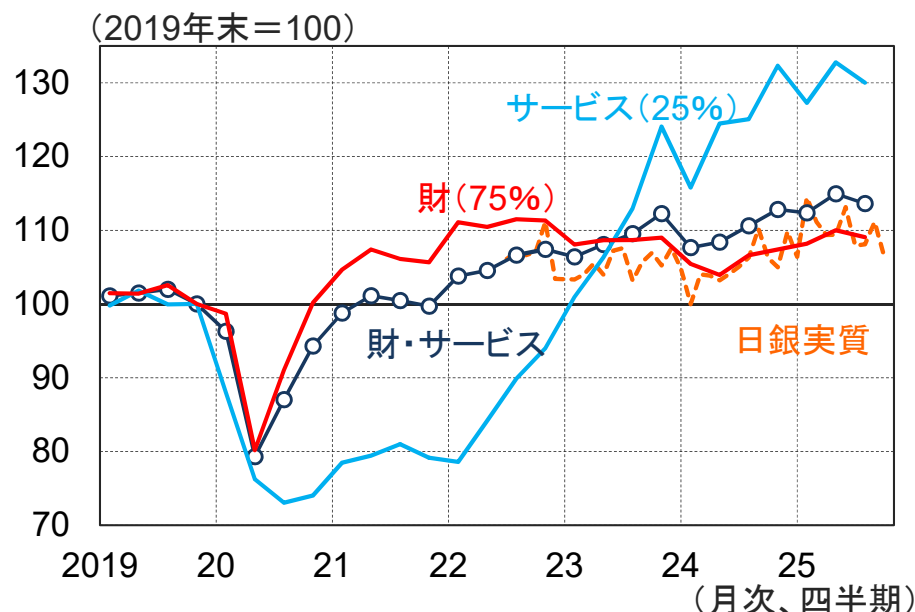


(備考) 1. 内閣府 2. 期待インフレ率は、1年後の物価見通しの回答を加重平均して概算したもの

輸出は一部に弱い動きがみられるが、おおむね横ばい

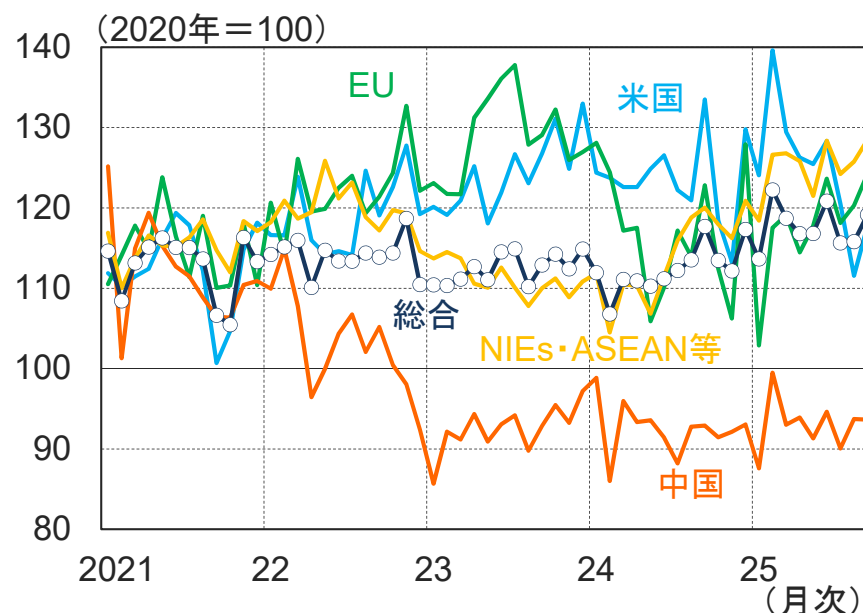
- 輸出は一部に弱い動きがみられるが、おおむね横ばいとなっている。7～9月期の実質輸出（GDPベース）は前期比年率4.5%減少した。財輸出は自動車を中心に減少し、関税のほか、7月末に発生した地震の津波警報による一部メーカーの供給制約なども影響した。サービス輸出も減少し、SNS上の災害をめぐるうわさを受け、インバウンドの一時的な減少が影響した。
- 日銀実質輸出は、10月は前月比3.7%減少した。国・地域別にみると、米国向けは関税の影響により、このところ弱含んでいる。一方、NIEs・ASEAN等向けは、堅調なAI、半導体関連需要を背景に、電気機器を中心に増加傾向にある。

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月期のウェート
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

国・地域別日銀実質輸出

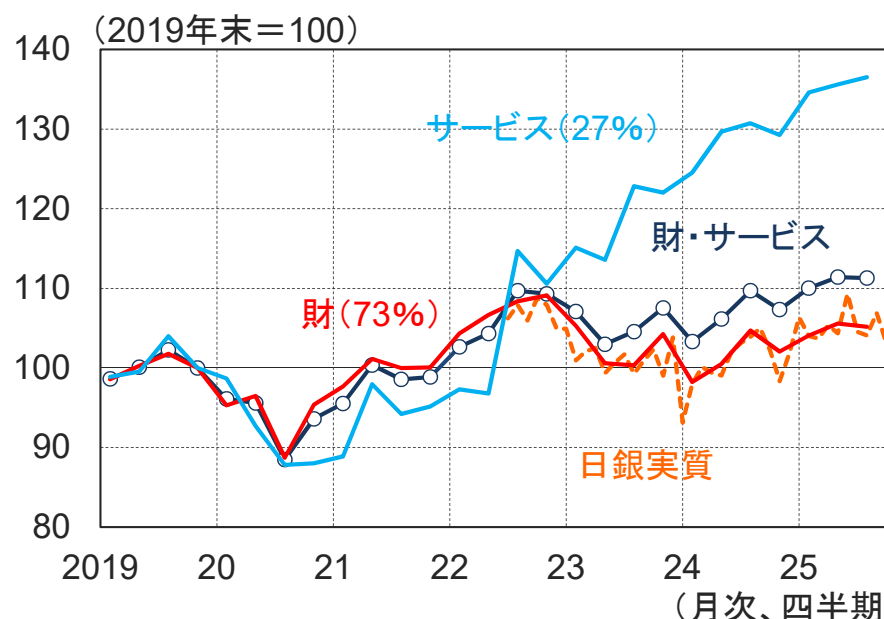


(備考) 1. 日本銀行 2. 「NIEs・ASEAN等」はインド、バングラシュなどを含む

輸入は緩やかに増加

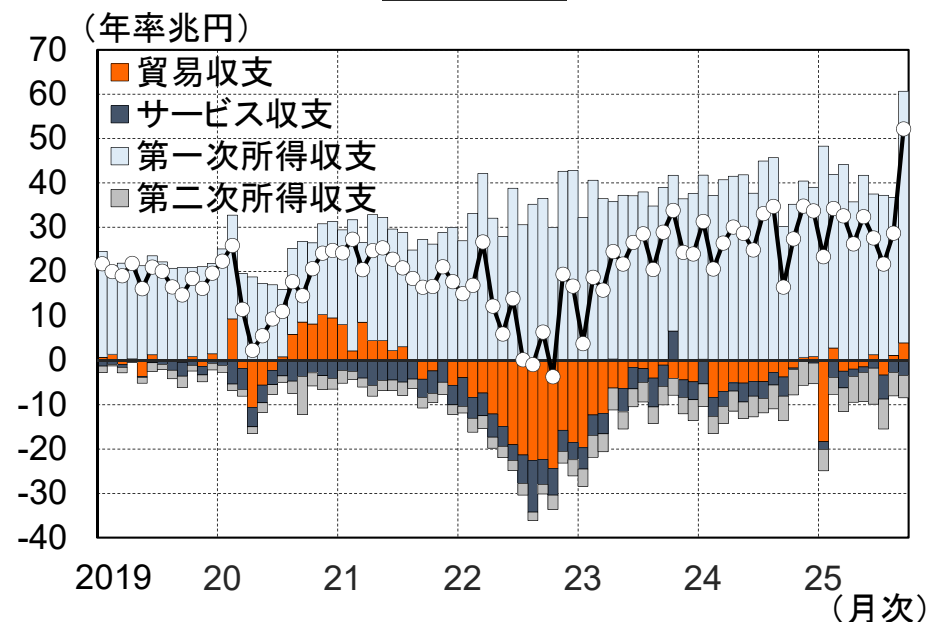
- 7～9月期の実質輸入（GDPベース）は前期比年率0.4%減少した。財輸入は、鉱物性燃料を中心に減少した。サービス輸入は、デジタル関連を中心に緩やかな増加基調にある。
- 9月の経常収支は、前月から大幅に黒字が拡大した。貿易収支の黒字が拡大したほか、第一次所得収支は、一部企業の海外子会社からの配当金受取増加により過去最大の黒字となった。サービス収支は、知財などデジタル関連が含まれるその他サービス収支の赤字が拡大した。

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

経常収支

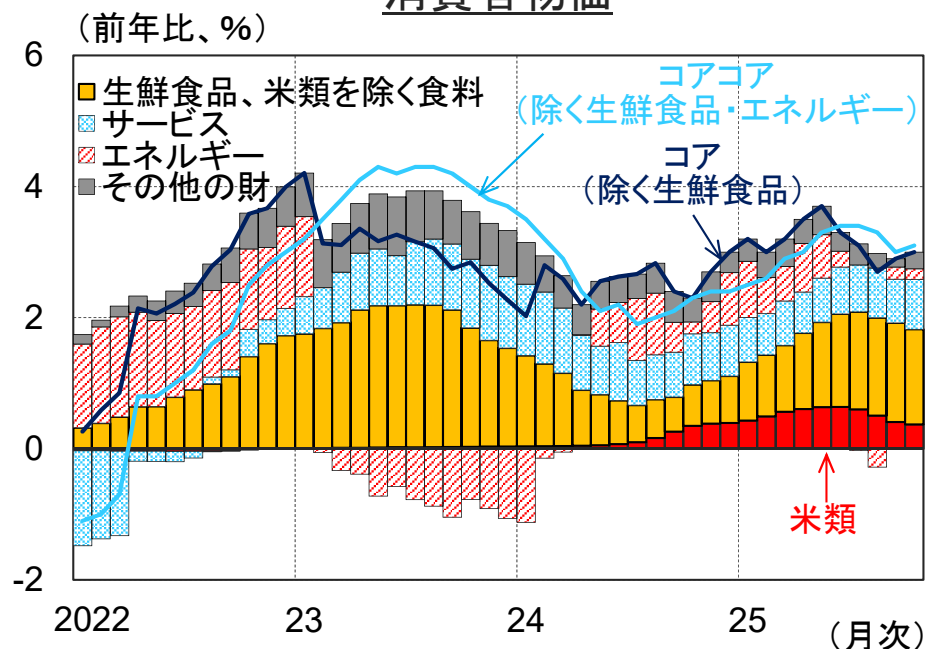


(備考) 財務省

消費者物価の伸びは鈍化基調

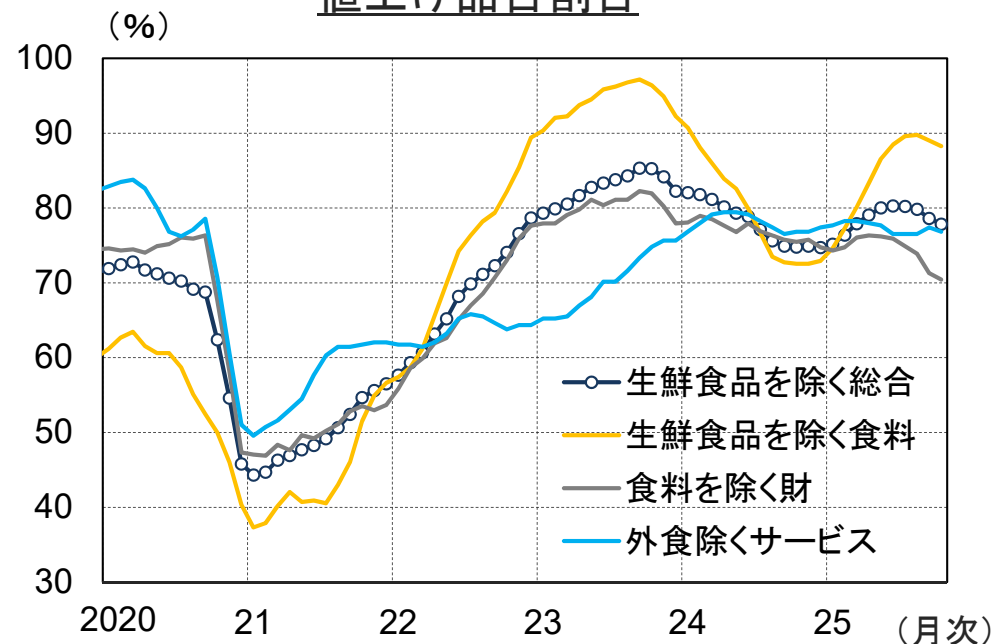
- 10月の消費者物価(コア、除く生鮮食品)の伸びは、食料は鈍化した一方、自動車保険料の値上げやインバウンド需要増による宿泊料上昇で前年比3.0%に拡大した。エネルギーを除くコアコアでも、伸びが小幅に拡大したが、25年央以降、鈍化基調にある。今後は、食料の伸び縮小が継続するほか、ガソリンの暫定税率廃止など物価高対策もあり、コア物価は26年初に2%程度に鈍化するとみられている。
- 前年と比べて値上げした品目の割合を項目別にみると、生鮮食品を除く食料は年初以降、米価格高騰の波及や人件費、物流費の転嫁などにより値上げ品目が増加した。しかし足元は増加が一服しており、価格転嫁の拡大局面はピークを過ぎた可能性がある。また、サービスは賃金上昇を反映して高止まるものの、食料を除く財は、夏以降値上げ品目が減少している。

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

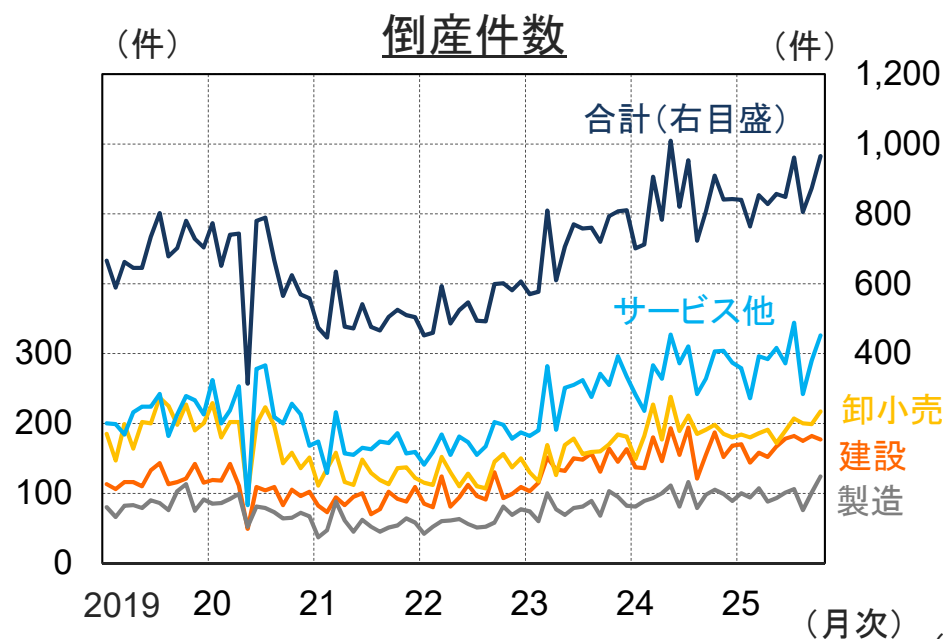
値上げ品目割合



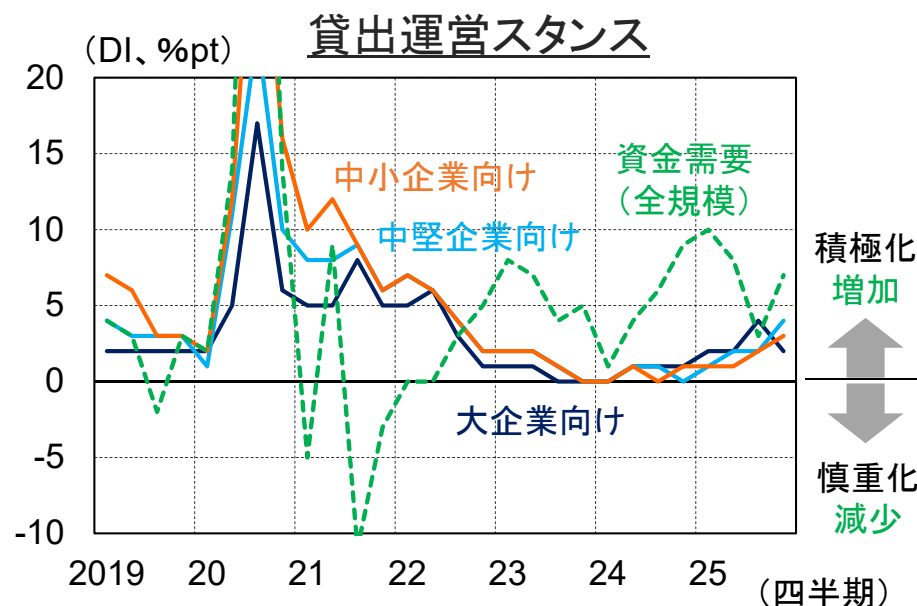
(備考) 1. 総務省 2. 各項目のうち前年比プラスの品目の割合
3. 3ヵ月移動平均

倒産はおおむね横ばい、金融機関の貸出は積極化

- 10月の企業倒産件数は965件となり、24年春以降、おおむね横ばいとなっている。情報通信など一部では減少がみられるものの、物価高を要因に飲食店、食品製造業など食料関連の倒産が増加しているほか、建設業では人手不足を要因とする倒産が高止まっている。年内横ばいが続けば、前年に続き年間1万件を超えるとみられる。
- 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年末には中立となった。24年以降、企業業績の堅調や、金利上昇により利ざやを確保しやすくなったことで貸出スタンスは積極化に転じており、足元ではトランプ関税による不透明感が薄れ、企業の資金需要も増加する中で金融機関は貸出姿勢を強めている。



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

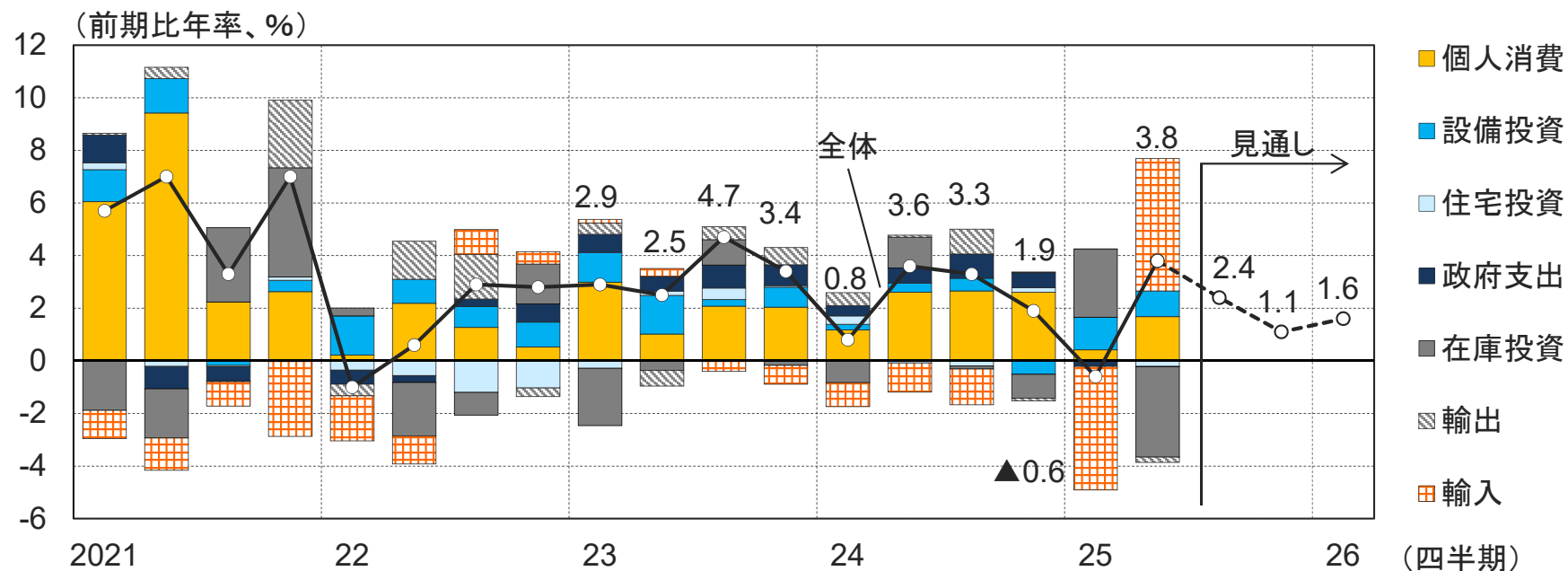
Section 3

海外經濟

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。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が、10～12月期以降は、雇用環境の悪化や政府機関閉鎖の影響が懸念され、内需を中心に成長率の鈍化が見込まれる。
- 政府機関閉鎖は10/1～11/12の43日間にわたり過去最長となった。連邦政府職員への給与支払いや、低所得者向け食料費支援プログラム(SNAP)などが停止されたことで、政府支出の減少に加え、消費も抑制されたとみられる。今般成立した予算案では、来年1/30までのつなぎ予算に加え、SNAPなどの歳出法案が盛り込まれる一方、民主党が要求したオバマケアの補助金延長は含まれなかった。

実質GDP成長率

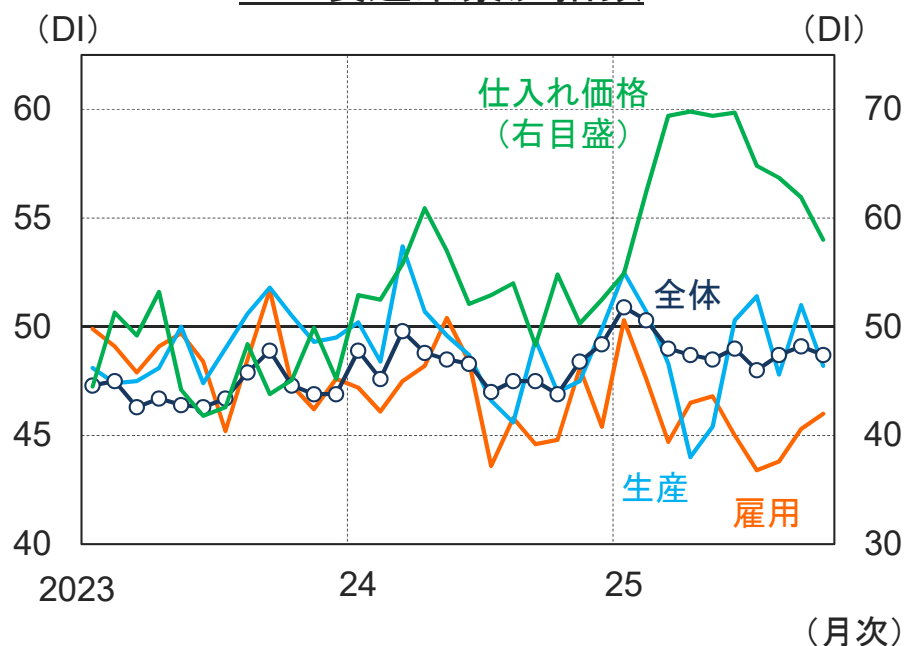


(備考) 1. 米商務省 2. 見通しは、フィラデルフィア連銀“Survey of Professional Forecasters”に基づく

米国：製造業の景況感は弱い動き、銀行の融資基準は厳格化が続く

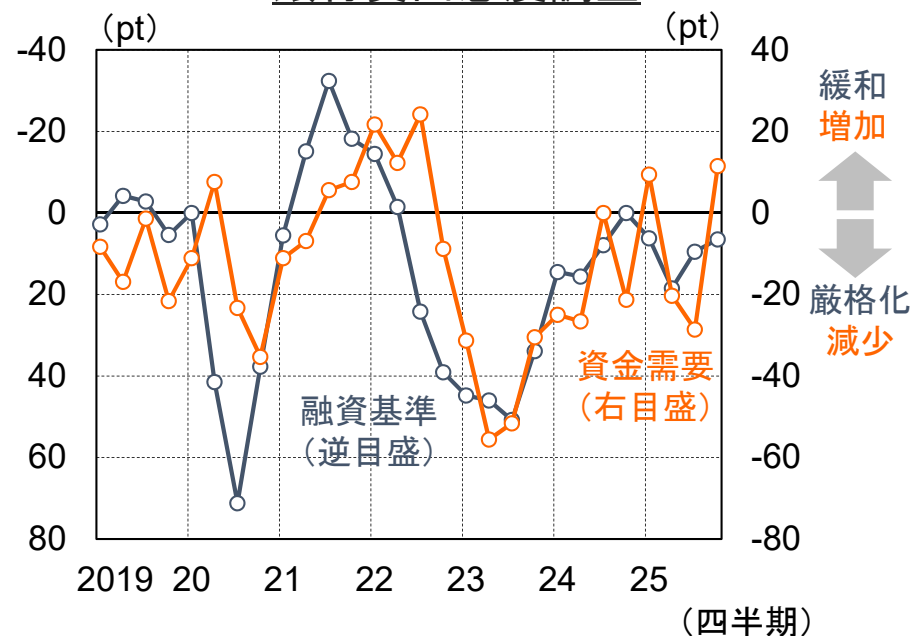
- 11月のISM製造業景況指数は、好不況の目安である50を8ヵ月連続で下回り、弱い動きが続いている。指数の構成要素のうち、生産が悪化したほか、雇用は依然として50を大幅に下回った。構成要素以外では、仕入れ価格が50を上回っているものの、トランプ関税適用直後と比べて大きく低下しており、企業間での価格転嫁が進んだとみられる。
- FRBの銀行貸出態度調査では、融資基準は4期連続で厳格化した。厳格化の理由では経済の先行き不透明感が挙げられた。利下げが進む中で企業の資金需要は改善したが、銀行の抑制的な融資姿勢は企業の設備投資の制約となる可能性がある。

ISM製造業景況指数



(備考) 1. LSEG Datastream 2. 仕入れ価格は原系列、50を上回ると上昇、下回ると低下

銀行貸出態度調査

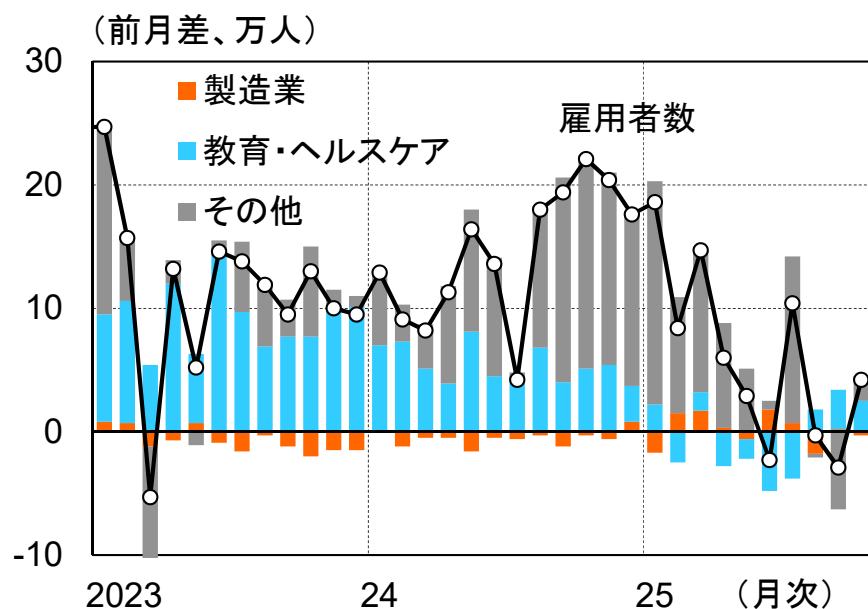


(備考) 1. FRB 2. 大企業・中堅企業向け 3. 融資基準は、「厳格化」－「緩和」、資金需要は、「増加」－「減少」

米国：労働市場は減速

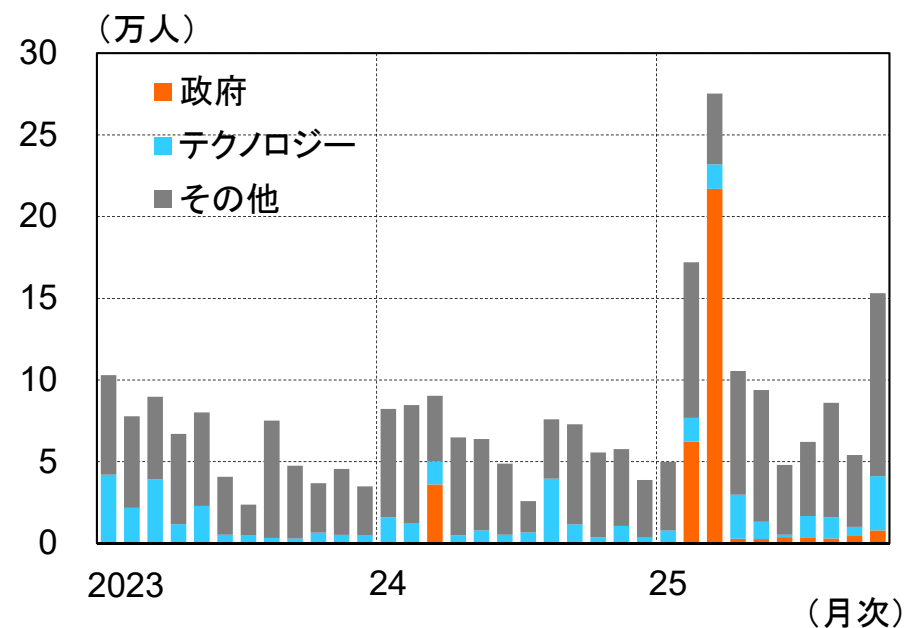
- 米民間雇用サービス会社ADPが公表する雇用統計では、10月の民間雇用者数は教育・ヘルスケアなどにより前月比4.2万人増加し、3カ月ぶりの増加となった。ただし、月次データは毎月12日を含む週の雇用に基づいており、ADPが新たに公表を開始した週次の雇用者数では、9/28～10/25の4週間に1週当たり平均1万人以上減少した。ADPは10月下旬の雇用の弱さを指摘しており、労働市場の減速は続いているとみられる。
- チャレンジャー社が公表する10月の人員削減数は、テクノロジー企業を中心に大きく増加した。削減理由として、「コスト削減」に加えて「AI」が大幅に増加しており、AIの活用が進むにつれて労働需要が抑制されているとみられる。

ADP雇用統計



(備考) LSEG Datastream

チャレンジャー人員削減数

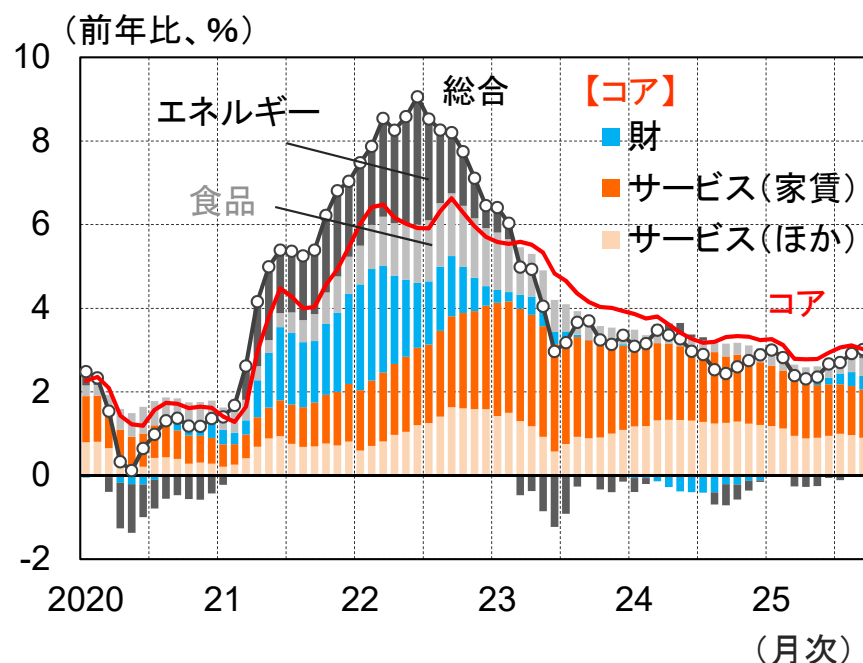


(備考) 1. LSEG Datastream 2. 原系列

米国：消費者物価の伸びはやや拡大

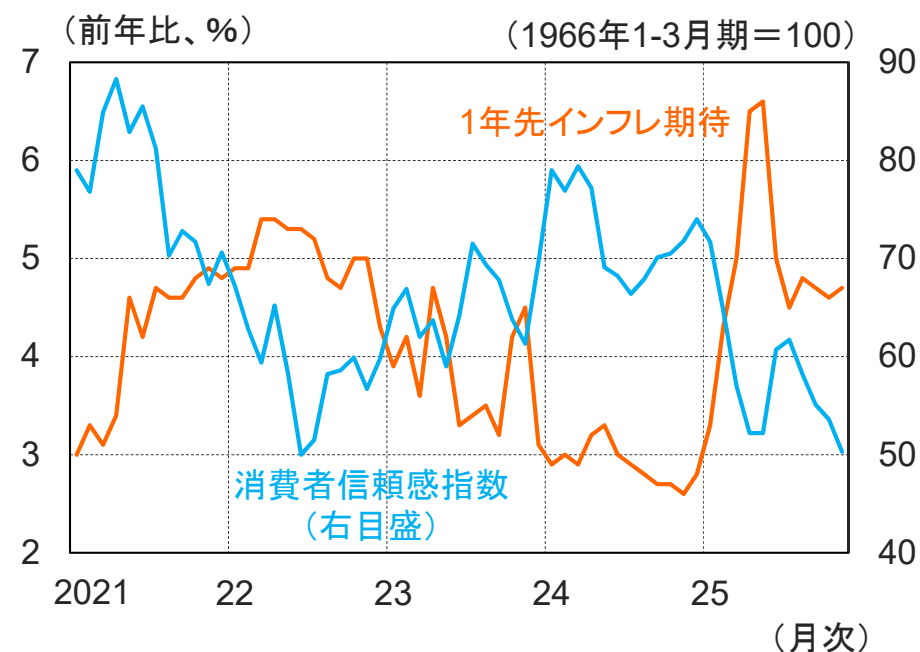
- 9月の消費者物価の伸びは、エネルギーや食品によりやや拡大し前年比3.0%となった。エネルギーと食品を除いたコアはサービスによりやや鈍化した。関税の消費者への価格転嫁などにより25年後半から財のインフレが進んでおり、今後インフレは高止まるとみられる。
- ミシガン大学の11月調査では家計のインフレ期待は価格転嫁進展もあり高止まっている。消費者信頼感指数は、インフレ期待の高止まりに加え労働市場の低迷や政府閉鎖もあり低下した。調査では、年齢層や所得層別でみるといずれも指数が低下する中で、株式保有額が上位3分の1の家計では上昇したと指摘した。10月下旬まで株価が大幅に上昇しており、金融資産の有無が消費マインドに影響を与えているとみられる。

消費者物価



(備考)米労働省

ミシガン大学インフレ期待、消費者信頼感指数

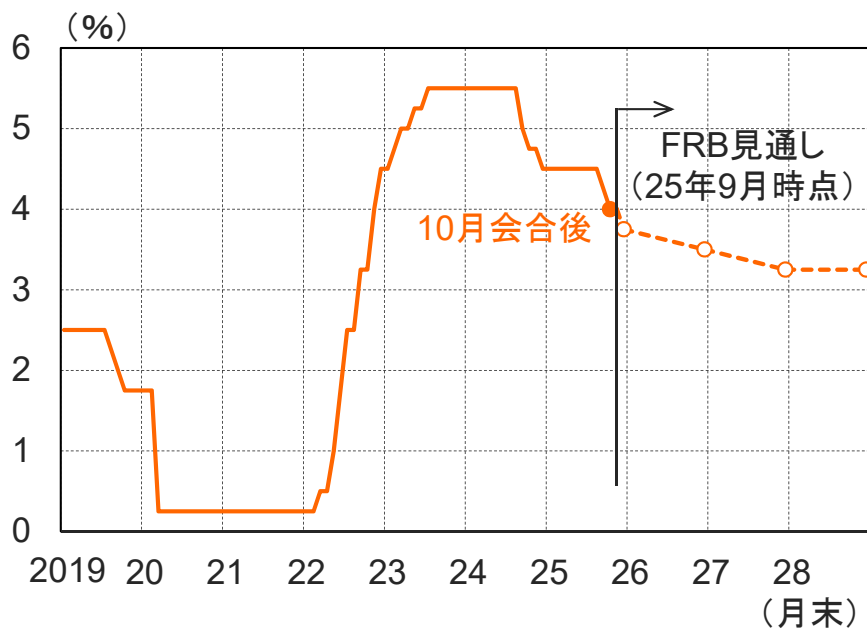


(備考)LSEG Datastream

米国:FOMCでは2会合連続で利下げ、量的引き締めを12月で終了

- 10/28～29のFOMCでは、労働市場の減速を受けて2会合連続で利下げを行った(政策金利:4.00～4.25%→3.75～4.00%)。一方で、インフレ懸念が高まる中でパウエル議長は、12月の利下げは既定路線ではないと述べ、利下げを確実視する市場をけん制した。
- また、FRBは総資産縮小が進んだことで、12/1での量的引き締め(QT)終了を決定した。銀行準備預金「潤沢」からQT終了の目安としていた「十分に少し上回る水準」に低下したと判断したことに加え、流動性低下に伴う足元の短期金利上昇が意識されたとみられる。今後、元本が返済される国債は入札により再投資されるほか、住宅ローン担保証券などの元本返済額は短期国債の購入に充てられる。

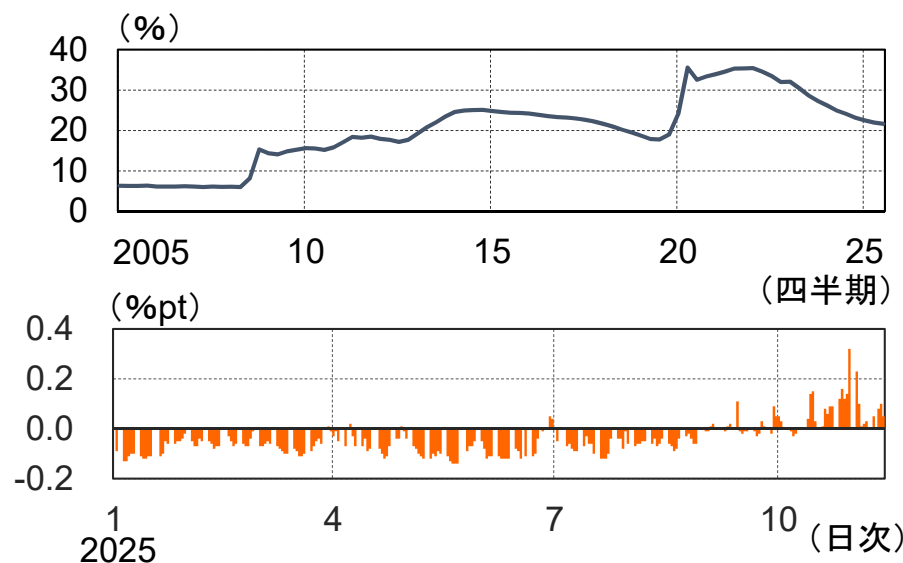
政策金利



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

上段:FRB総資産/名目GDP比率

下段:短期金利と政策金利の差

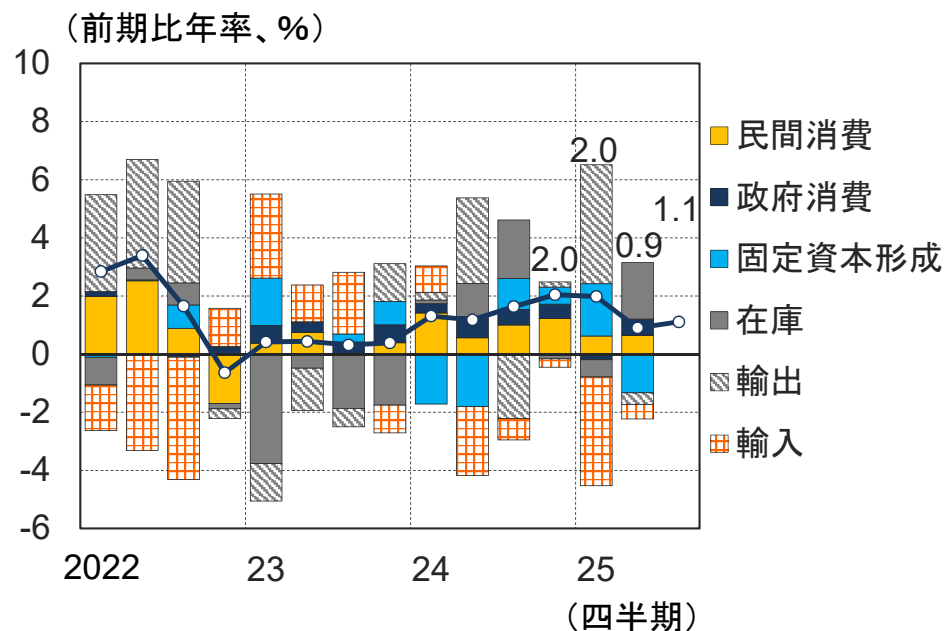


(備考) 1. 米商務省、FRB、ニューヨーク連銀 2. 25年7-9月期GDPはDBJ予測 3. 短期金利と政策金利の差はSOFR(担保付翌日物調達金利)－IORB(準備預金付利)

欧州：緩やかに回復している

- EUの2025年7～9月期GDP（速報値）は、前期比年率1.1%増となり伸びが小幅に拡大した。関税などにより輸出や製造業が低調だったが、観光やAI関連などのサービス産業がけん引したとみられている。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、民間消費が引き続き堅調に増加するほか、金利低下による民間投資の増加や財政拡大などもあり、伸びは1%台半ばに拡大すると見込まれる。

EUの実質GDP成長率



(備考)Eurostat

欧州の実質GDP成長率(国、地域別)

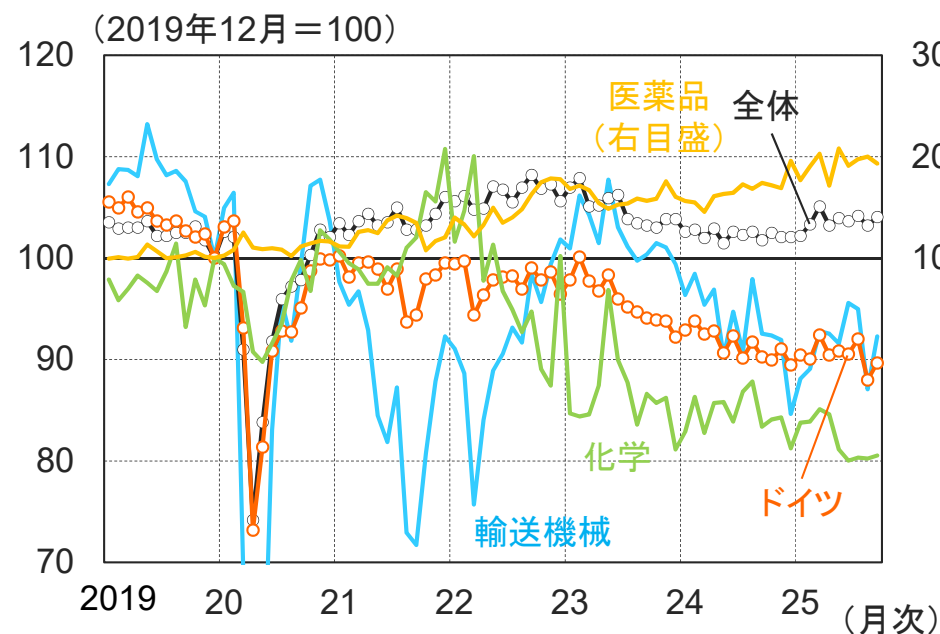
	2024年		2025年			24年	25年	26年
	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	実績	見通し	
EU27カ国	1.6	2.0	2.0	0.9	1.1	1.0	1.4	1.4
ユーロ圏	1.6	1.7	2.3	0.5	0.9	0.9	1.2	1.1
ドイツ	0.1	0.7	1.2	▲0.8	0.0	▲0.5	0.2	0.9
フランス	1.4	▲0.2	0.4	1.3	2.0	1.1	0.7	0.9
イタリア	▲0.2	0.9	1.2	▲0.2	▲0.1	0.7	0.5	0.8
スペイン	3.1	3.3	2.4	3.0	2.6	3.5	2.9	2.0
英国	1.0	1.0	2.7	1.1	0.3	1.1	1.3	1.3

(備考)1. Eurostat 2. 見通しはIMF(10月予想)

欧州：生産は伸び悩み、サービス消費は増加が続く

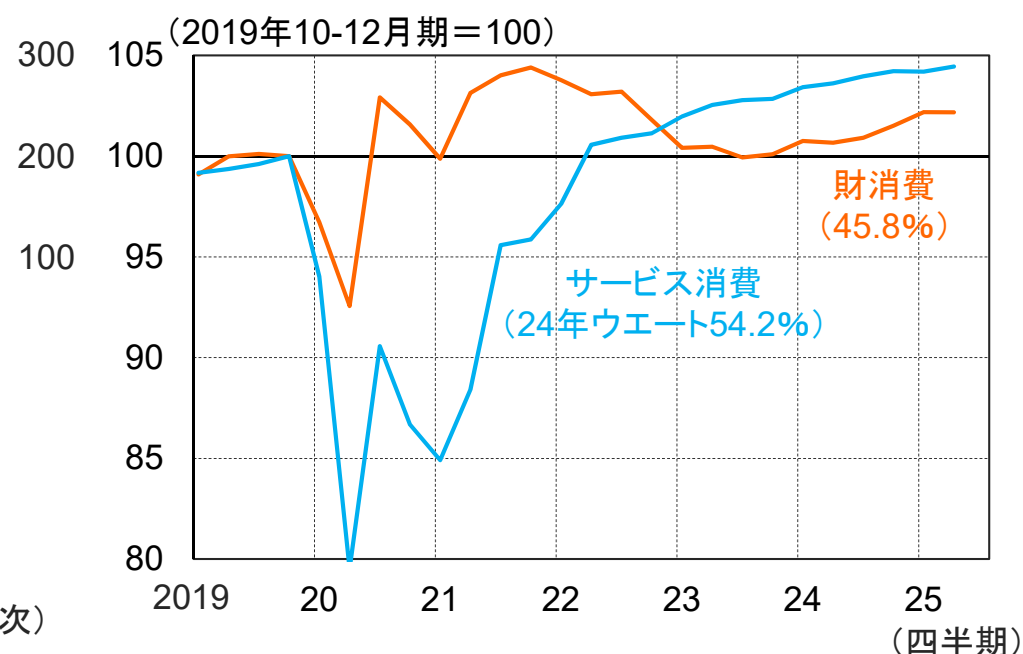
- ▶ EUの9月鉱工業生産は前月比0.9%増加した。自動車はドイツにおける生産ラインの一時停止で大きく落ち込んだ先月から持ち直したが、オランダの中国系半導体メーカーを巡る混乱もあり増加が限定的だった。全体では、今年に入り対米駆け込み輸出を背景に増加し、4月に反落した後、伸び悩んでいる。
- ▶ 民間消費を形態別でみると、財消費は23年以降のインフレ鈍化に伴い、ようやく持ち直したものの、水準はコロナ前の19年を小幅に上回る程度となっている。一方、コロナ禍で大きく落ち込んだサービス消費は、22年にコロナ前の水準を上回り、その後も情報通信やレジャー・娯楽などの分野により増加が続いており、民間消費の下支えとなっている。

EUの鉱工業生産



(備考) Eurostat

欧州実質民間消費

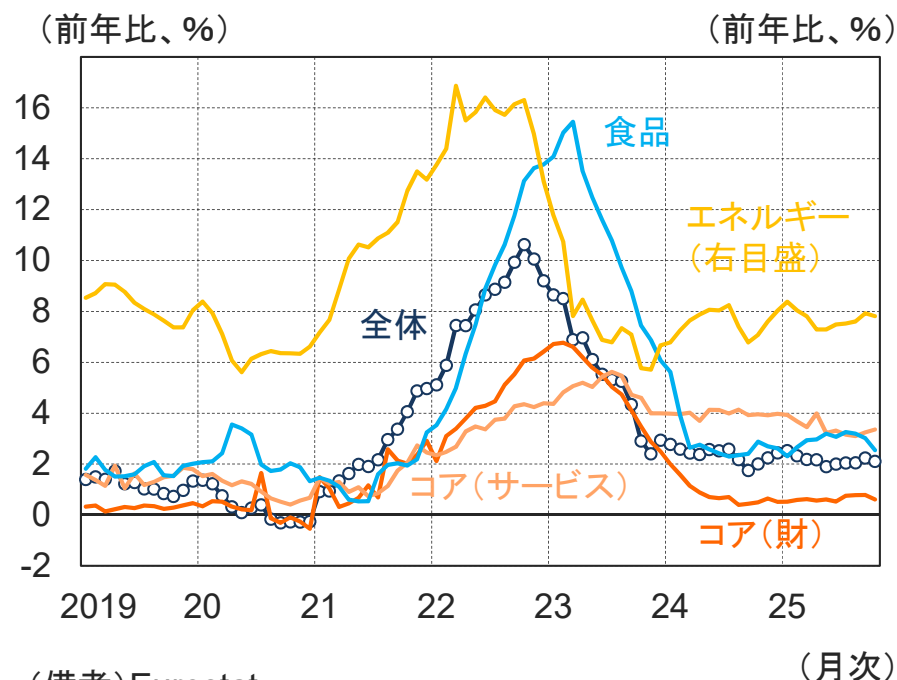


(備考) 1. Eurostat 2. 独、仏、伊など18カ国

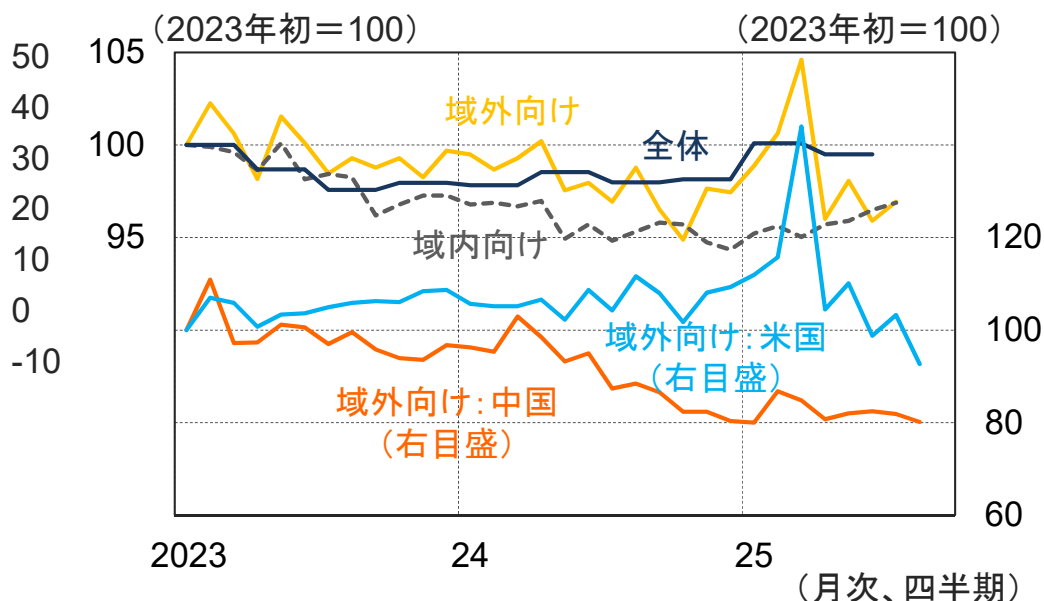
欧州：インフレはおおむね安定、域外輸出の弱さを域内輸出で補完

- ▶ ユーロ圏10月消費者物価は前年比2.1%上昇し、財やエネルギーにより伸びは小幅に鈍化した。11月のECB理事会は3会合連続で政策金利を据え置いた。ラガルド総裁は、景気が底堅く、今後もインフレ率は目標の2%程度で安定的に推移するとの見方を維持しており、市場では利下げ局面は終了したとみられている。
- ▶ EUの輸出は今年に入り内需の持ち直しに伴い、EU域内向けが緩やかに増加している。一方、域外向けは、米国への駆け込みにより増加した後、4月以降は減少傾向にある。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低調となっている。域外向けの輸出の弱さを域内向けが補完する構図となっている。

ユーロ圏の消費者物価



EUの実質輸出

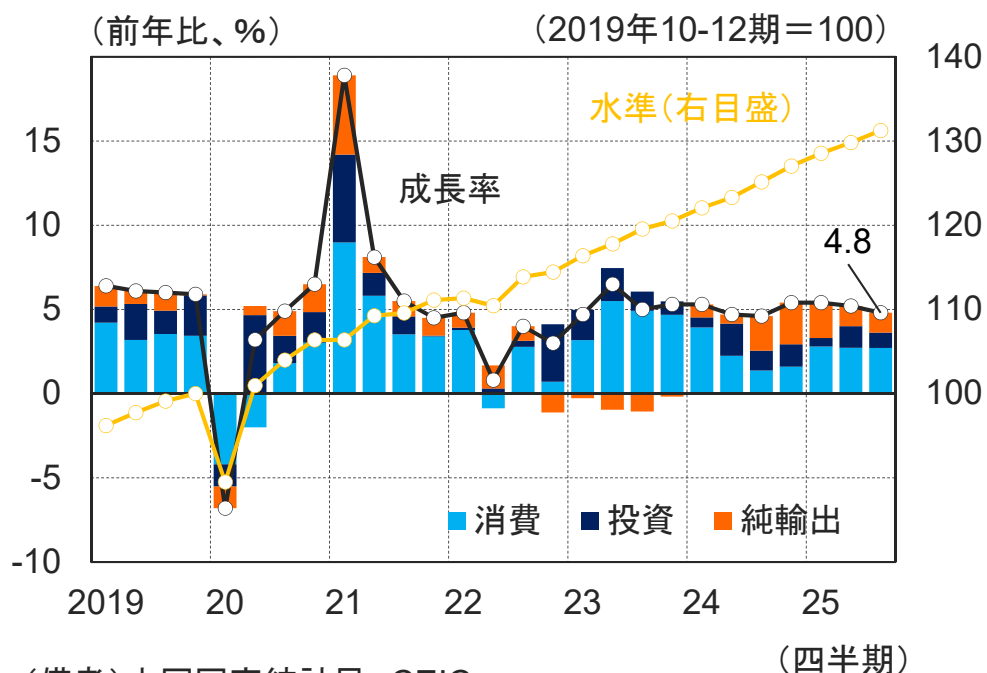


(備考) 1. Eurostat 2. 全体は実質GDPベース(四半期)、ほかは数量ベース(月次)、米国と中国は25年8月、域内外は7月まで

中国：持ち直しが鈍化している

- 25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。純輸出は米国以外への輸出が底堅く推移したが、前期から伸びが減速した。
- 10月の四中全会では、第15次5ヵ年計画の建議内容を発表した。主な重点分野について、米中対立を背景に経済的な自立を図るため、製造業を中心とする産業基盤の強化を最優先分野とした。内需は前回同様に、国内大循環（国内消費と生産の循環）を重視し、消費喚起も実施していくとした。外需は、対外開放拡大の優先度を上げ、米国以外への貿易拡大を目指すとした。

実質GDP成長率



(備考) 中国国家統計局、CEIC

5ヵ年計画建議内容

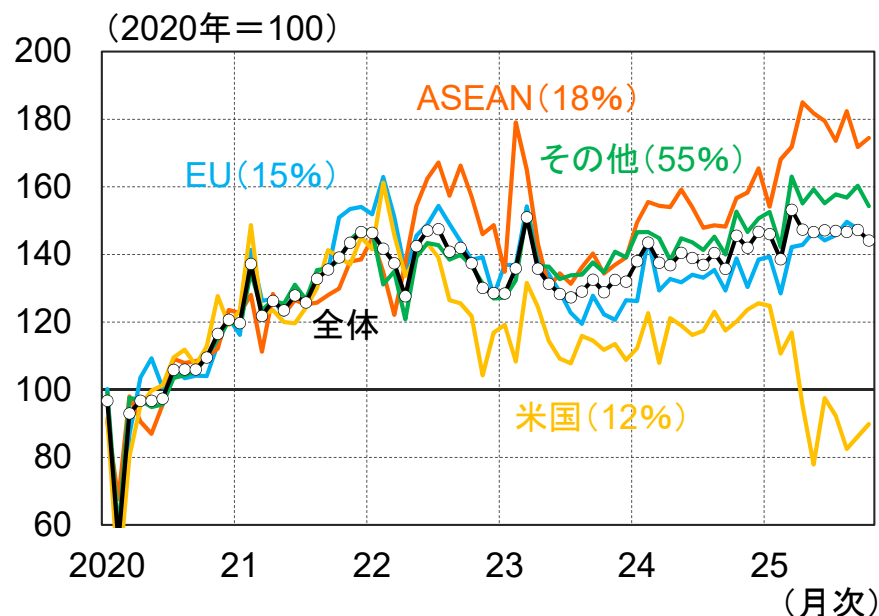
第14次5ヵ年計画建議 (2020/10)	第15次5ヵ年計画建議 (2025/10)
①科学技術の自立自強	①現代産業システムの構築と 実体経済の基盤強化
②現代産業システムの構築 と実体経済の基盤強化	②科学技術の自立自強
③強大な国内市場の形成	③強大な国内市場の形成
④社会主義市場経済体制 の構築加速	④社会主義市場経済体制の 構築加速
⑤農業・農村の発展	⑤対外開放拡大

(備考) 1. DBJ作成 2. 赤字は前回から順位が上がったもの

中国：輸出は欧州やその他地域の増勢が一服、小売は弱含み

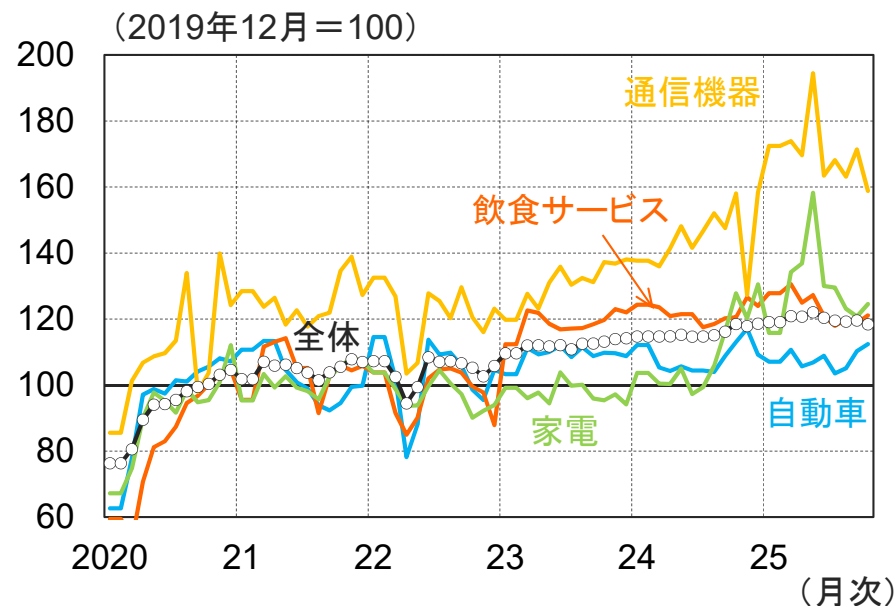
- ▶ 10月の輸出は前年比1.1%減少し、春節の時期を除くと、2年ぶりに減少した。水準についても、米国向けの低調が続いたことに加え、欧州やその他地域の増勢が一服した。なお、10月末の米中通商協議を受けた関税引き下げにより、今後は米国向けが増加する可能性がある。
- ▶ 10月の小売売上高は前年比2.9%増加し、前月から伸びが鈍化した。家電や通信機器が買い替え促進策の一服で減少基調にあるほか、飲食サービスも儉約令による低調が続く。全体では水準が弱含んでいる。一方で、自動車が秋以降増加しており、新エネルギー車の車両取得税の全額免除と買い替え補助金の年内終了を見据えて、今後も駆け込みの動きが続き、全体を押し上げる可能性がある。

輸出



(備考) 1. 中国海関総署、CEIC 2. ドル建て
3. ()内は25年1~10月ウエート 4. 季節調整はDBJによる

小売売上高

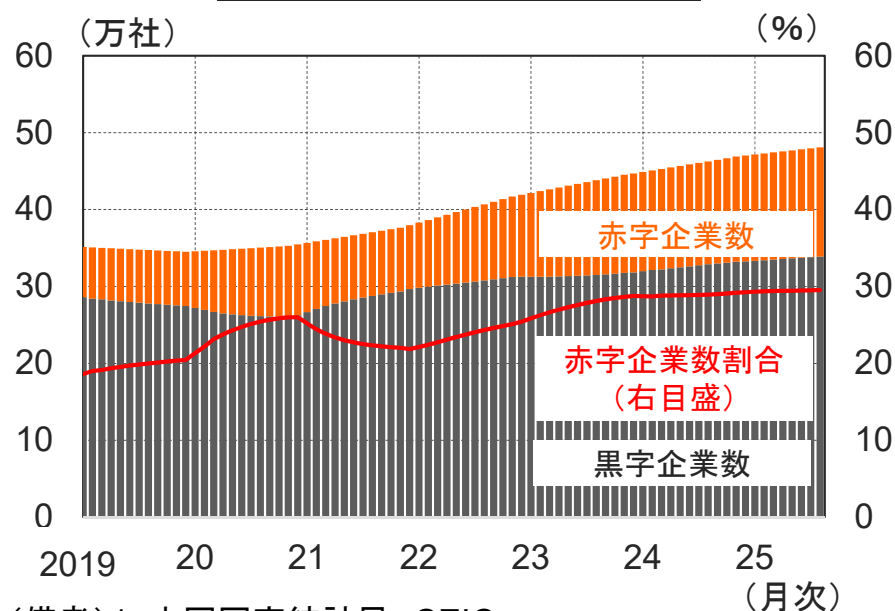


(備考) 1. 中国国家統計局、CEIC 2. 季節調整はDBJによる
3. 内訳は一定規模以上の企業 4. 1、2月は平均値

中国：製造業の国内の過当競争は厳しく、政府も対策に乗り出す

- ▶ 製造業の企業数をみると、20年半ばと比較して、3割以上増加している。赤字企業数も増加しており、その割合は、23年以降コロナ禍の水準を上回り、高止まっている。低価格競争や地方政府による過度な産業誘致競争などが主な原因とみられ、競争環境の厳しさがうかがえる。
- ▶ 政府は、過当競争を緩和するために、EVや太陽光などの分野で低価格競争の是正を目的とする「反内巻政策」に25年3月以降取り組んでいる。過去の供給側改革と比較すると、対象範囲が拡大しているが、業界による自主規制が中心であり、政府が強制力をもって実施するものではないため、企業間の過当競争の解消進展は見込みづらいとみられる。

製造業黒字・赤字企業数



(備考) 1. 中国国家統計局、CEIC
 2. 一定規模以上の企業
 3. 企業数、赤字企業数は12ヵ月平均、
 黒字企業数は企業数と赤字企業数の差で算出

過当競争是正対策

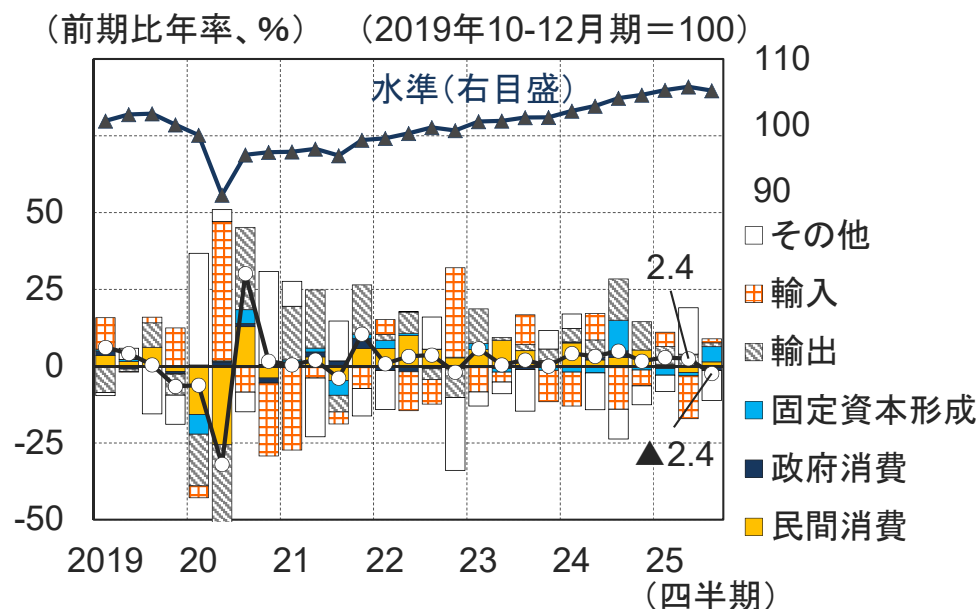
	供給側改革 (2016)	反内巻政策 (2025～)
対象	鉄鋼、石炭など国有企業中心	EV、太陽光、鉄鋼、小売など民間企業中心
目的	過剰生産能力削減 設備閉鎖・ゾンビ企業削減	低価格競争の是正
監督機関等	国務院、地方政府 (強制力あり)	国家市場監督管理総局(業界団体が主導し、監督を受ける)

(備考) DBJ作成

タイ:回復が鈍化している

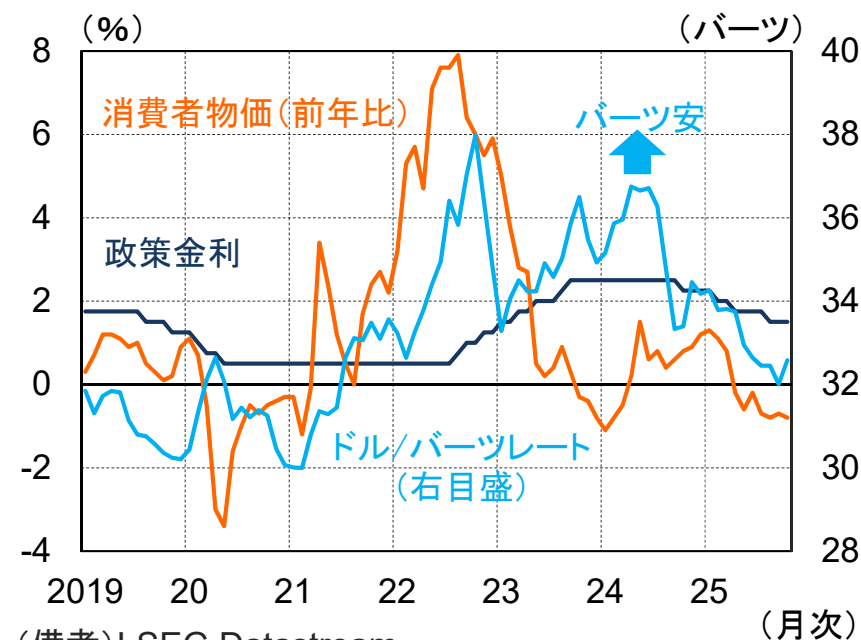
- 25年7～9月期の実質GDPは前期比年率2.4%減少し、回復が鈍化している。民間消費や民間設備投資を中心とした固定資本形成が増加したが、在庫投資と政府消費が減少した。中銀は24年10月会合以降利下げを行い、政府も低所得者支援や個人消費刺激策などを行い、景気を下支えしている。
- 消費者物価の伸びは、国際的な金価格の上昇などを背景としたパーツ高や電気料金、燃料費の引き下げにより、25年初以降低下しており、4月以降はマイナスとなっている。先行きの景気は、パーツ高による観光業や輸出企業への悪影響が継続することに加え、米国関税もあり、減速が懸念される。インフレ率は中銀の目標レンジ(1～3%)を大きく下回っているが、中銀は10月会合において、過去の利下げ効果を見極めるとして、政策金利を据え置いた。

実質GDP成長率



(備考)タイ国家経済社会開発委員会

消費者物価、政策金利、為替レート

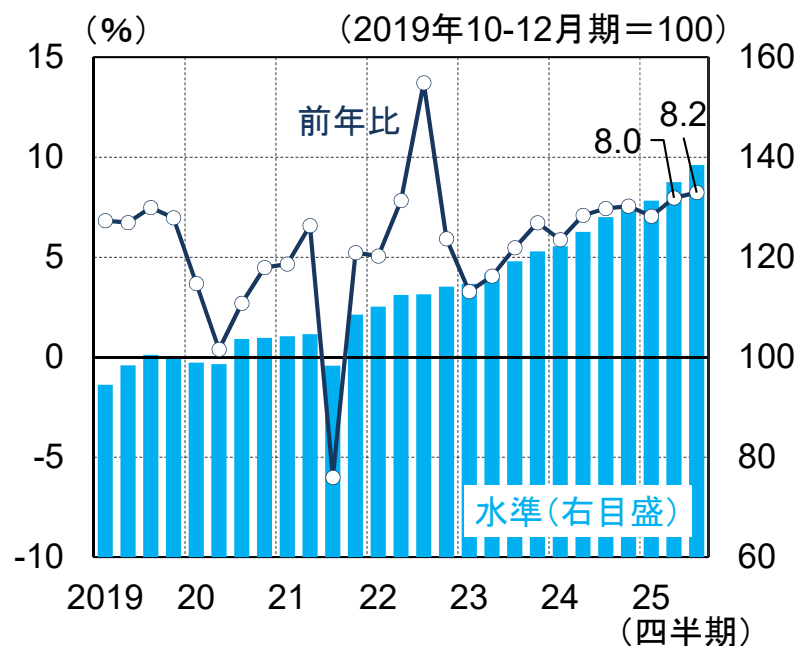


(備考)LSEG Datastream

ベトナム:回復している

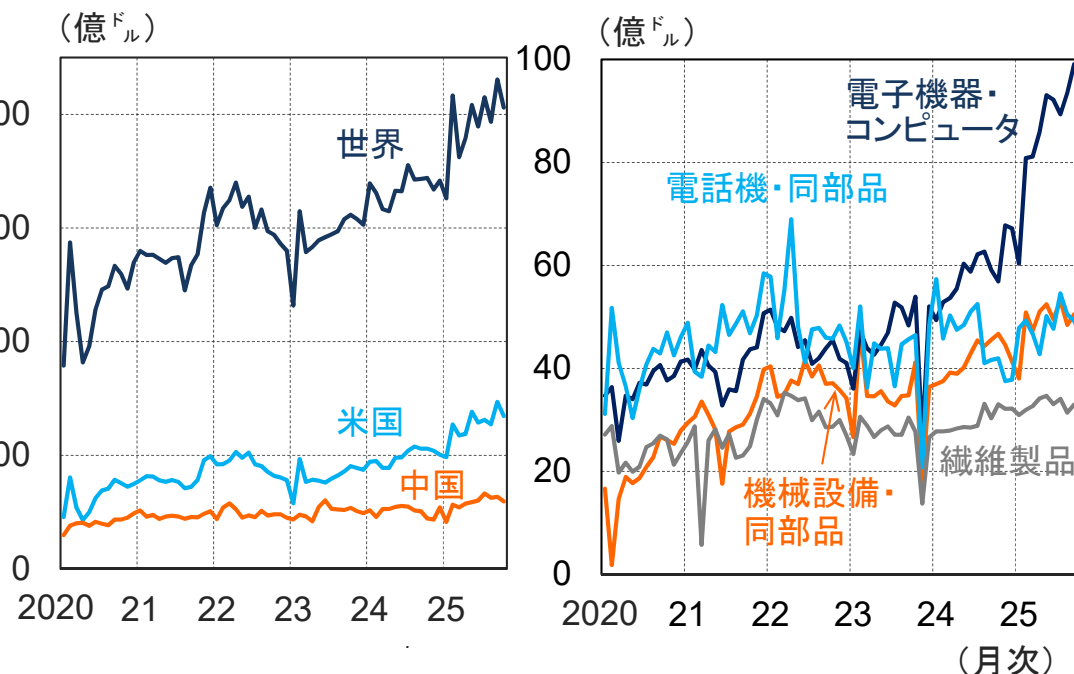
- ▶ ベトナムの25年7～9月期の実質GDPは前年比8.2%増加し、回復している。8/7から米相互関税20%（迂回輸出には40%）が適用されたものの輸出が堅調であったことに加え、ビザ緩和による外国人観光客の増加が継続したほか、個人消費も回復した。
- ▶ ベトナムの輸出は、約3割を米国向けが占め、25年はトランプ関税発動前の駆け込みや迂回輸出もあり大きく増加している。足元は繊維製品などで減少がみられるものの、相互関税の対象から除外されている電子機器、コンピュータがけん引し10月まで大きな減少はみられていない。

実質GDP成長率



（備考）1. ベトナム統計総局
2. 水準の季節調整はDBJによる

仕向け地別、品目別輸出

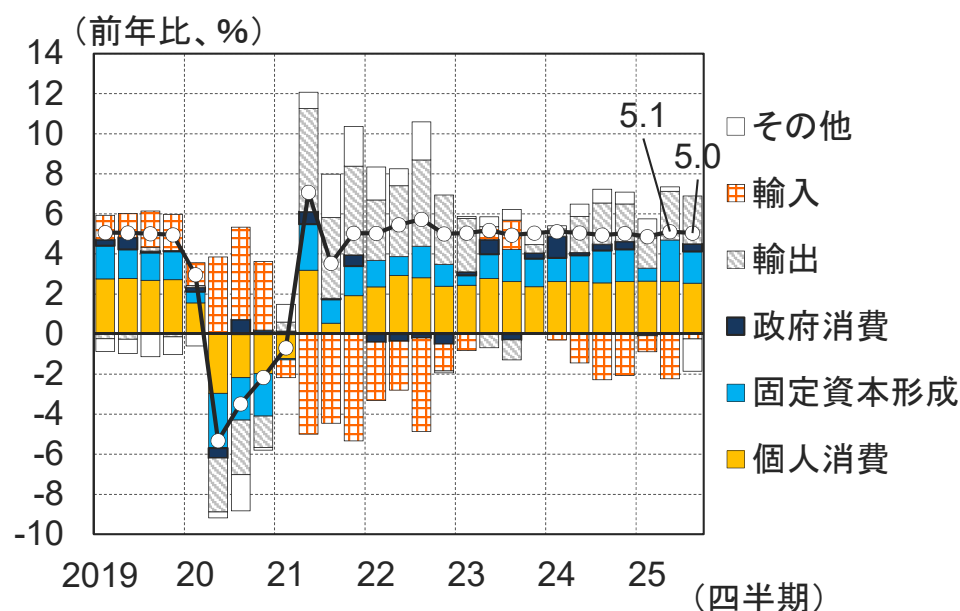


（備考）1. ベトナム税関総局 2. 季節調整はDBJによる

インドネシア:回復している

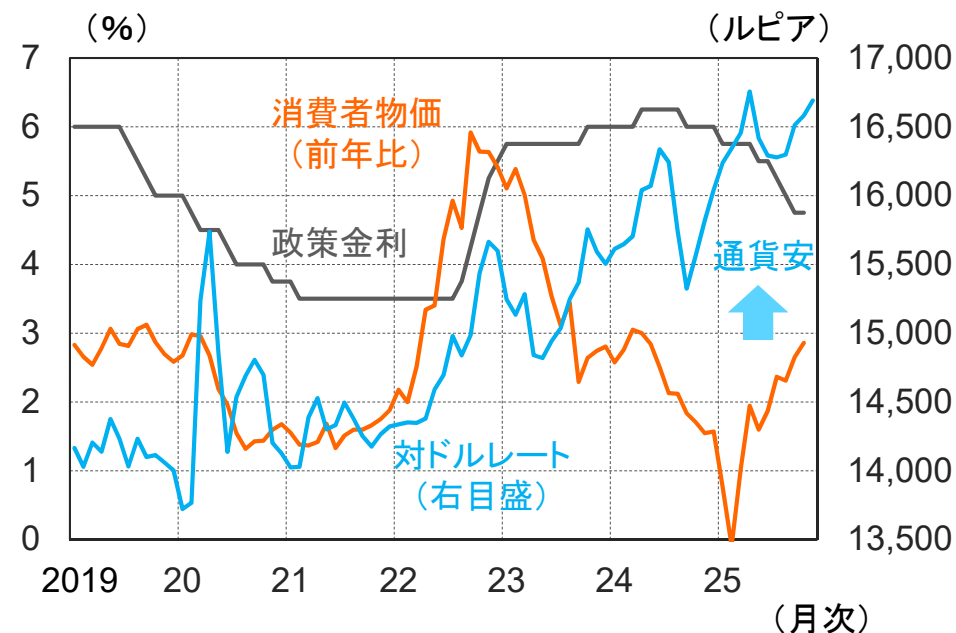
- 25年7～9月期の実質GDPは前年比5.0%増となり、回復が続いている。ただし、8月から9月にかけて国会議員住宅手当への不満をきっかけに大規模な抗議デモが行われたこともあり、消費や固定資本形成を中心に伸びはやや鈍化した。
- 消費者物価の伸びは、25年初の2ヵ月の電気料金半額政策により大きく鈍化した。その後、食品価格の上昇や通貨安などで拡大に転じた。中銀は9月会合まで政策金利を引き下げてきたが、10月は通貨安の進行もあり、政策効果を見極めるとして据え置いた。24年秋に誕生したプラボウォ新政権は、学校給食の無償化など、拡張的な財政政策を打ち出しており、財政悪化懸念や反政府デモなどからルピア安が進んでいる。

実質GDP成長率



(備考) インドネシア中央統計庁

消費者物価、政策金利、為替レート

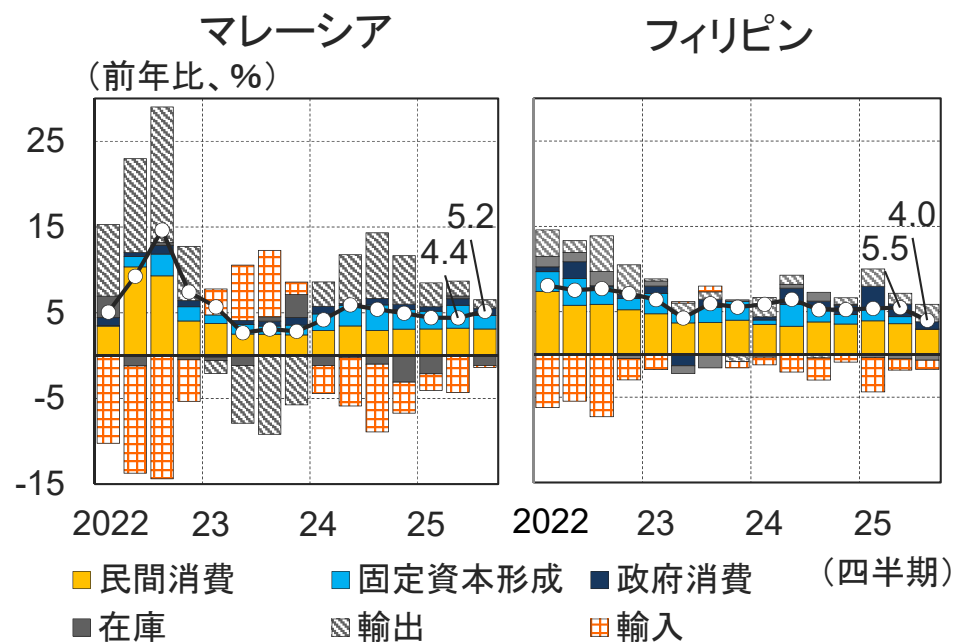


(備考) インドネシア中央統計庁、インドネシア中銀、LSEG Datastream

マレーシア、フィリピン：緩やかに回復している

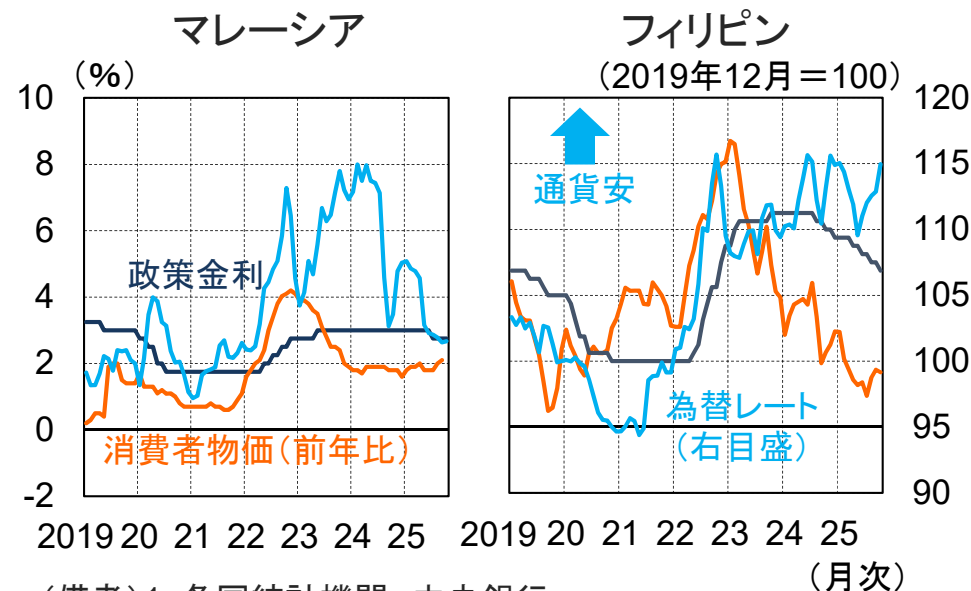
- マレーシアの25年7～9月期実質GDPは、前年比5.2%増加し、緩やかに回復している。輸出は鈍化したものの底堅いほか、利下げもあり内需は堅調が続いた。中銀は、7月に関税影響に対する予防措置として5年ぶりに利下げを行った後、2会合連続で金利を据え置いた。
- フィリピンの25年7～9月期実質GDPは、4期ぶりに伸びが減速し、前年比4.0%となった。台風や洪水により個人消費が鈍化したほか、公共事業を巡る汚職事件から政府のインフラ支出が遅れ、固定資本形成が減速した。中銀は4会合連続で利下げを行っており、今後も利下げが見込まれることから、景気を下支えするとみられる。

実質GDP成長率



(備考) マレーシア統計局、フィリピン統計機構

消費者物価、政策金利、為替レート



- (備考) 1. 各国統計機関、中央銀行
2. マレーシアの消費者物価はコア物価
3. 為替は対ドルレートを指数化したもの

Section 4

マーケット動向

長期金利：日米ともに上昇

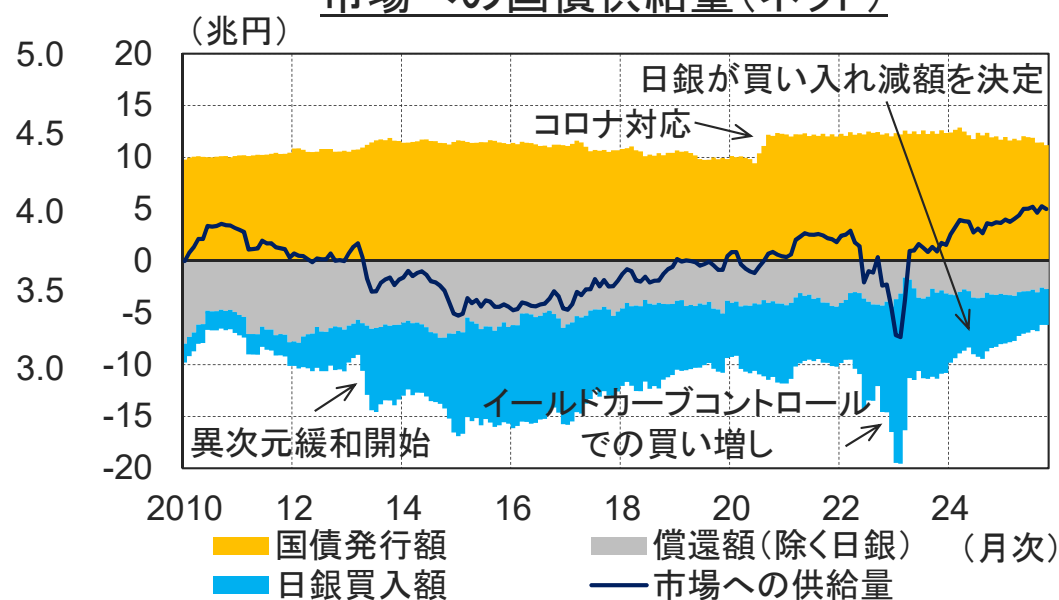
- 米国の長期金利は、10月FOMC後のパウエル議長の12月利下げに慎重な発言を受けて利下げ観測が後退したほか、11月中旬には、FRB高官からも慎重な発言が相次いだことで上昇した。また、輸出規制を巡る米中合意や米政府機関閉鎖終了も上昇要因となった。日本は、25年度補正予算を巡って財政拡張懸念が高まり、1.7%を上回った。
- 日銀による買い入れや償還を除いた市場へのネット国債供給量は、異次元緩和開始後20年にかけてマイナスが続いてきたが、コロナを機に国債発行額が増加するとプラスに転じた。日銀は24年7月以降国債買い入れの減額を進める一方、国債発行額は金利上昇下でも小幅な減少にとどまる。一段の金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) 4. グラフの償還額と日銀買入額は符号を反転

株価：日米ともに上昇後、反落

- 米国の株価は、米中摩擦の緩和などにより10月末に最高値を更新した後、割高感やAIへの成長期待の一服、利下げ観測の後退などにより、下落した。日本の株価は、高市政権への期待感から、10月末に最高値を更新した後、足元の急激な上昇の反動や米株価下落を受けて調整局面となり、下落した。
- 日経平均株価を円建てとドル建てで比較すると、4月のトランプ関税発表による大幅下落後は、円安による割安感や米資産回避の動きにより、海外投資家が日本株を大きく買い越した。また、10月初旬には週間ベースで海外投資家の日本株の買い越しが2.48兆円と過去最大となるなど需要の強さがみられる中、円建ての株価上昇を受けて、ドル建てでは10月末に過去最高値となった。

日米株価



(備考)LSEG Datastream

ドル建て日経平均株価



(備考)LSEG Datastream

為替:ドル円レートは円安進行

- ドル円レートは金融緩和に積極的とみられる高市氏が自民党総裁に選出されたことを受け、10月上旬には153円まで円安が進んだ。その後、米地銀の信用リスク懸念によるリスク回避の動きが強まり、一時149円台となったが、米中貿易摩擦の緩和や米政府機関再開に伴うリスク回避の巻き戻しの動きに加え、25年度補正予算を巡り財政拡張懸念が高まったことで、157円台まで円安が進んだ。
- BIS(国際決済銀行)が9月末に3年に1度の「世界外国為替市場調査」2025年版を公表した。今年4月の1日当たりの外国為替取引量は約9.6兆ドルとなり、3年前に比べて28.5%増加した。通貨別シェアで見ると、全体の4割強を占める米ドルは安定しているが、ユーロやポンドが縮小した。円は13年に比べて低下しているが、前回から横ばいとなった。一方、人民元は22年以降、スイスフランを超えて4位となり、シェア拡大が続いた。

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

通貨別世界の外為市場取引シェア

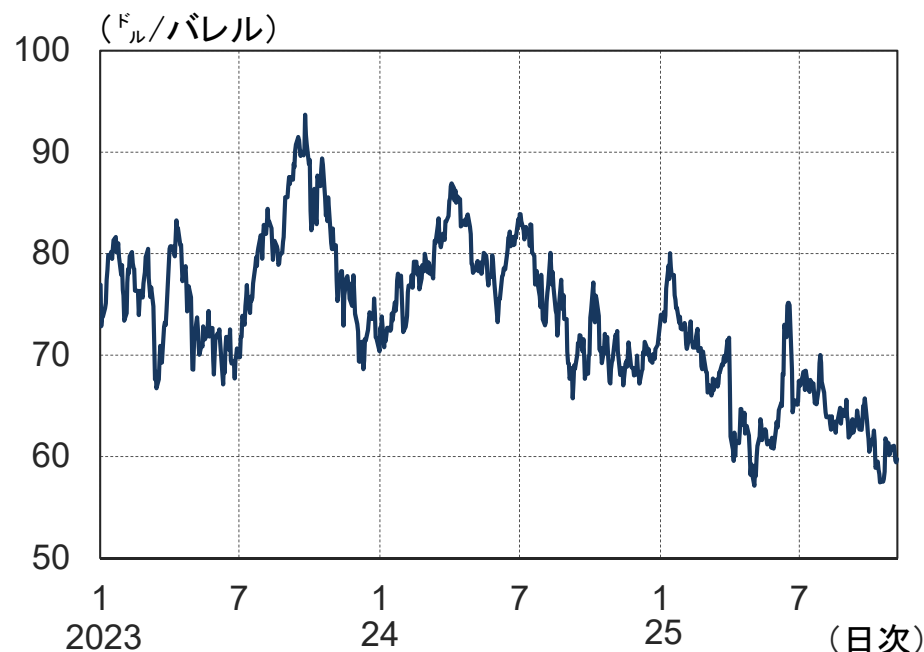
(%)	2013	2022	2025
米ドル	43.5	44.2	44.6
ユーロ	16.7	15.3	14.5
円	11.5	8.4	8.4
ポンド	5.9	6.5	5.1
人民元	1.1	3.5	4.3
スイスフラン	2.6	2.6	3.2
ほか	18.6	19.6	20.0
金額(兆ドル)	5.36	7.47	9.60

(備考) 1. BIS 2. 各年4月の一当たり平均 3. 一つの取引は両通貨サイドからカウントされるため、通貨の合計200%になるが、ここでは2で割っている

原油価格：供給過剰が意識される中、50ドル台後半で横ばい

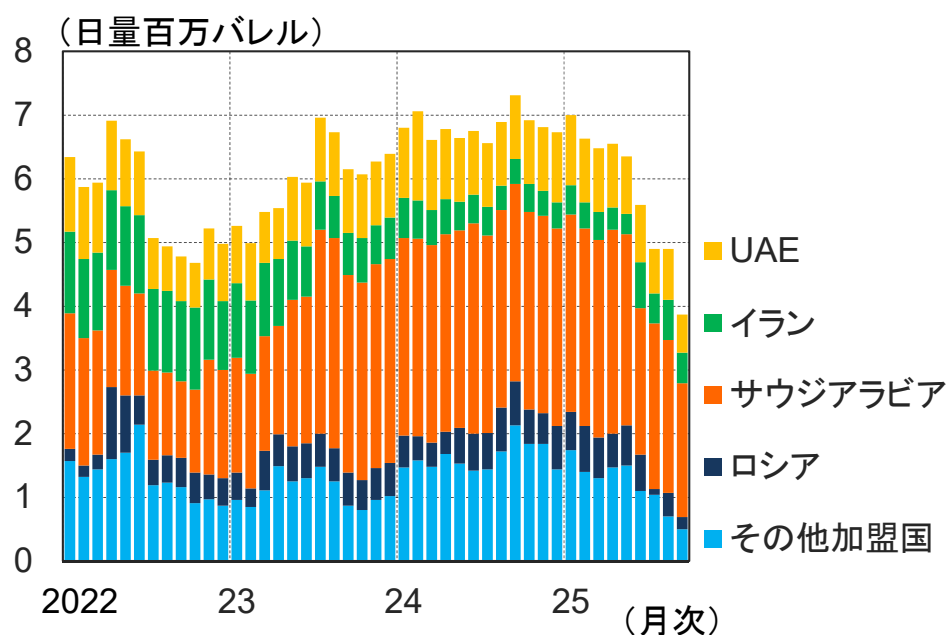
- ▶ WTI原油価格は、50ドル台後半で横ばいとなった。欧米による対ロ追加制裁のほか、OPECプラスによる26年1～3月の増産停止決定により、一時60ドル台に上昇した。しかし、供給過剰が意識される中で再び50ドル台に下落した。
- ▶ OPECプラスの供給余力は、直近半年の増産により大幅に低下した。サウジアラビアなどは比較的余力を残しているものの、その他加盟国の余力は年初比で3割弱まで低下した。長期間の油井停止や各国での紛争も、低下の要因とみられる。26年4月以降に増産が再開されるとしても、余力低下により迅速な対応は難しく、価格低迷もあって全体での足並みそろえた増産は困難と予想される。

WTI原油価格



(備考)LSEG Datastream

OPECプラスの原油供給余力



(備考)World Bank

©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