# 最近の経済動向

2025年4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

日本経済は、GDPが2024年10～12月期まで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。一方、足元では食品を中心に消費者物価が高止まる中で消費者マインドが弱含み、民間消費がもたついています。

海外経済は、米国は消費の鈍化などで減速が見込まれるものの、労働市場が堅調を維持し底堅い成長が続いています。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 ･････････････････････････････････････････････ 16

Section 4　マーケット動向 ･････････････････････････････････････････ 33

＊本資料は原則として4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4月 | 2025年5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 | 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 | 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 | 伸びが小幅に拡大 | 伸びが小幅に拡大 |
| 米国 | | 幾分減速が見込まれるも堅調に成長 | 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

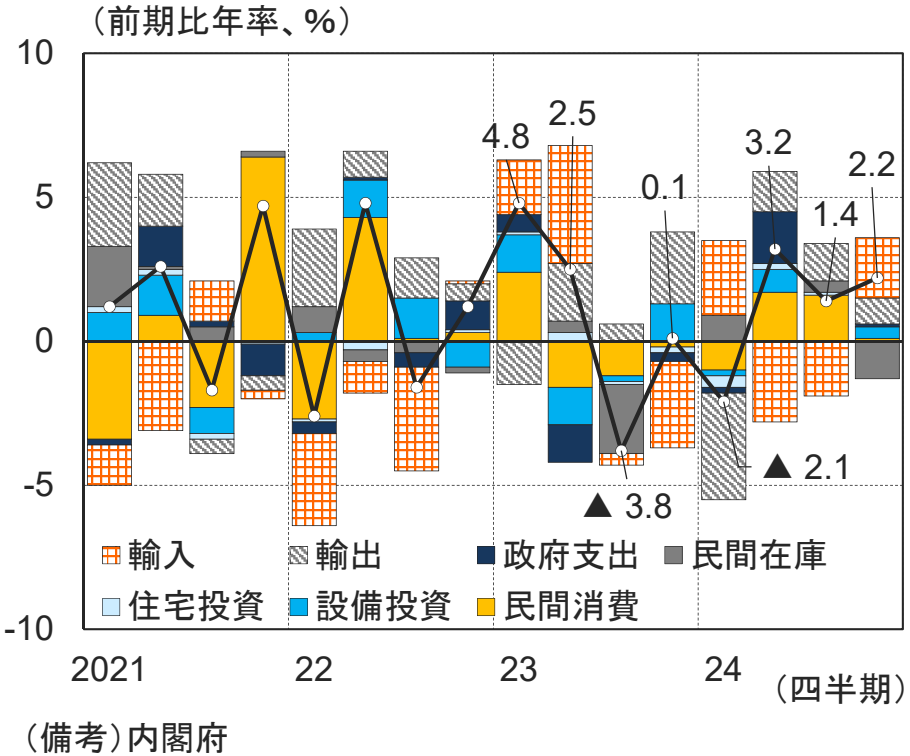
Section 2

# 日本経済

# 日本経済は、緩やかな回復の動きがみられる

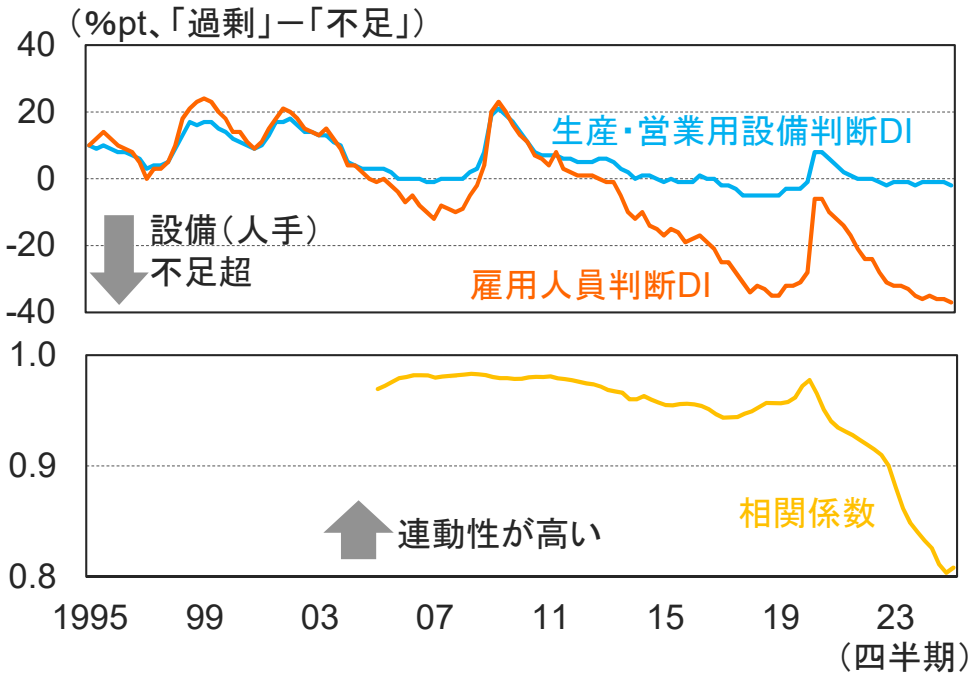
- 2024年10～12月期実質GDP（2次速報）は、前期比年率2.2%増と1次速報（同2.8%増）から下方修正となった。設備投資が若干の上方修正となったものの、民間消費などが下方修正となった。ただ、引き続き3期連続のプラス成長は維持しており、日本経済は、緩やかな回復の動きがみられる。
- 設備と人手の過剰・不足状況をみると、かつては設備と人手の過剰感（不足感）はほぼ完全連動していた。それが2010年代より両者の乖離が広がり、人手不足感が深刻化する一方で設備の不足感は強まっていない。機械による代替が難しい分野での人手不足が生じている、または、機械による代替が追いつかないほどのスピードで人手不足が進行している、といった可能性が示唆される。

## 実質GDP成長率




（備考）内閣府

## 設備・人手の不足感と両者の連動性（相関係数）

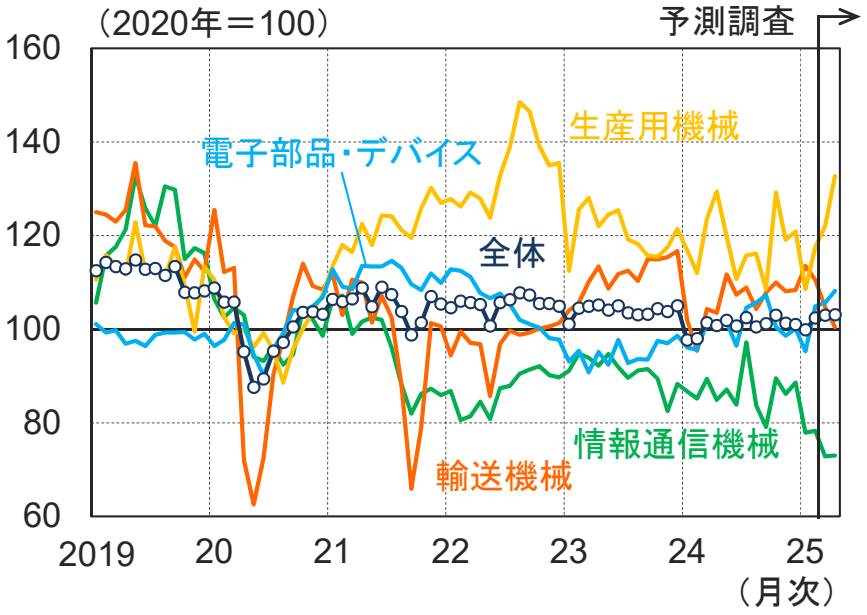



（備考）1. 日本銀行　2. 全規模全産業　3. 相関係数は過去40四半期（10年）で算出。1に近いほど連動性が高い

# 鉱工業生産は均せば横ばいだが、先行きは下振れの懸念

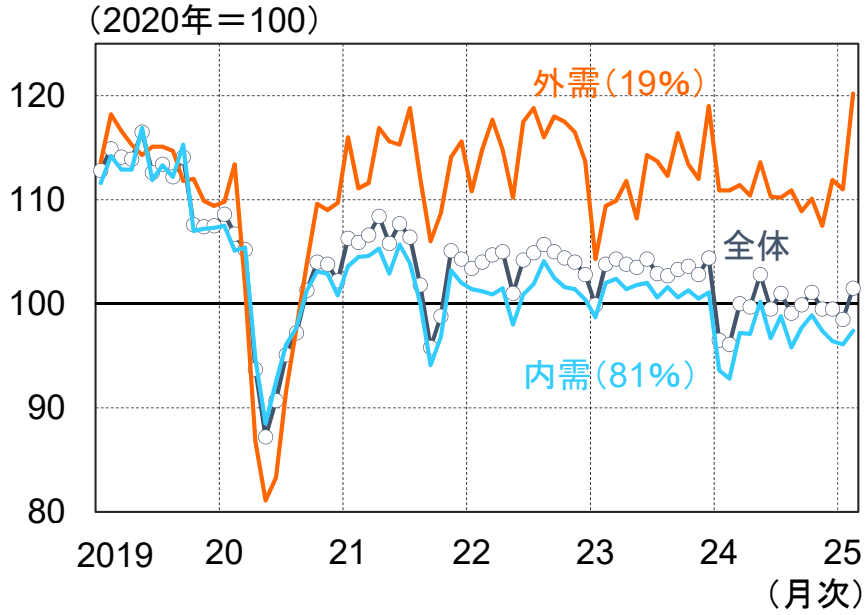
- 2月の鉱工業生産は、輸送機械が減少する一方で、生産用機械や電子部品・デバイスなどが増加し、全体で4ヵ月ぶりに増加した。24年春以降、均せば横ばいとなっている。3、4月は、輸送機械が自動車部品メーカーの工場爆発事故を受けて減少する一方、生産用機械を中心に全体で緩やかに増加する計画となっている。ただし、計画は3月上旬時点であり、輸送機械は3/26に発表された米国の25%追加関税が完全には織り込まれていないほか、相互関税もあり生産全体の先行きの下振れが懸念される。
- 2月の鉱工業出荷は、生産用機械や電子部品・デバイスのほか、自動車の駆け込み輸出もあり外需が大きく増加した。コロナ禍からの回復以降、内需に比べ外需が強かったが、対米輸出の約3割を占める輸送機械を中心に、米国の通商政策は大きな下押し圧力となる。

## 鉱工業生産




(備考)経済産業省

## 鉱工業出荷

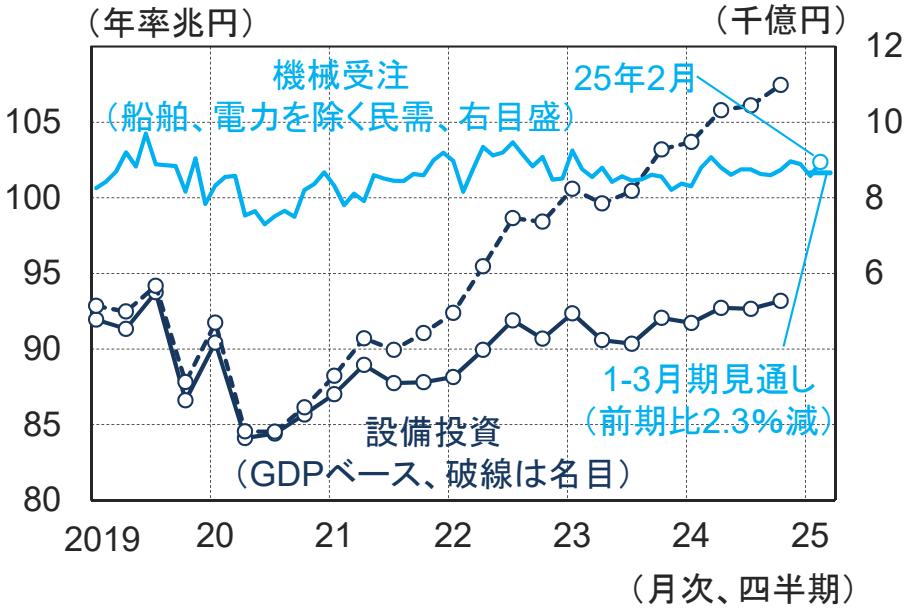



(備考)1. 経済産業省　2. (　)内は2020年のウエート

# 設備投資は緩やかに回復している

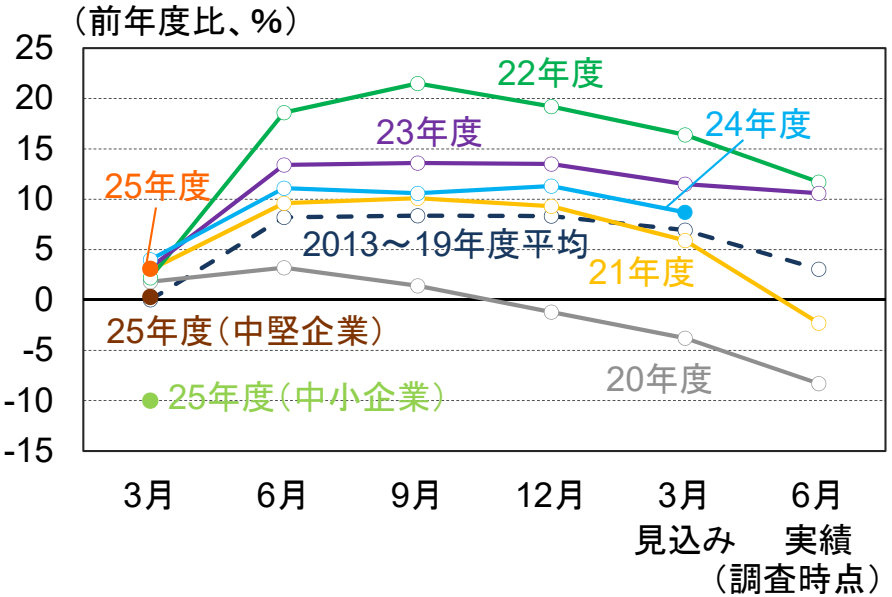
- 10～12月期の実質設備投資（GDPベース）は前期比年率2.3%増加し、緩やかに回復している。生産用などの機械投資が増加した。機械投資の先行指標である機械受注は、2月は原子力原動機や鉄道車両の大型案件の受注があり大きく増加し、全体で前月比4.3%の増加となった。
- 3月日銀短観の24年度大企業設備投資計画は、例年通り下方修正されたものの前年度比8.7%増と高水準を維持した。25年度は3.1%増と例年並みの計画となった。ただし、中堅、中小企業では弱い計画となっており（中堅：24年度7.7%増→25年度0.3%増、中小：24年度3.6%減→25年度10.0%減）、米国の通商政策による不確実性の高まりもあり全体では伸び悩む可能性がある。

## 設備投資、機械受注




（備考）1. 内閣府　2. 設備投資は四半期

## 日銀短観　大企業設備投資計画

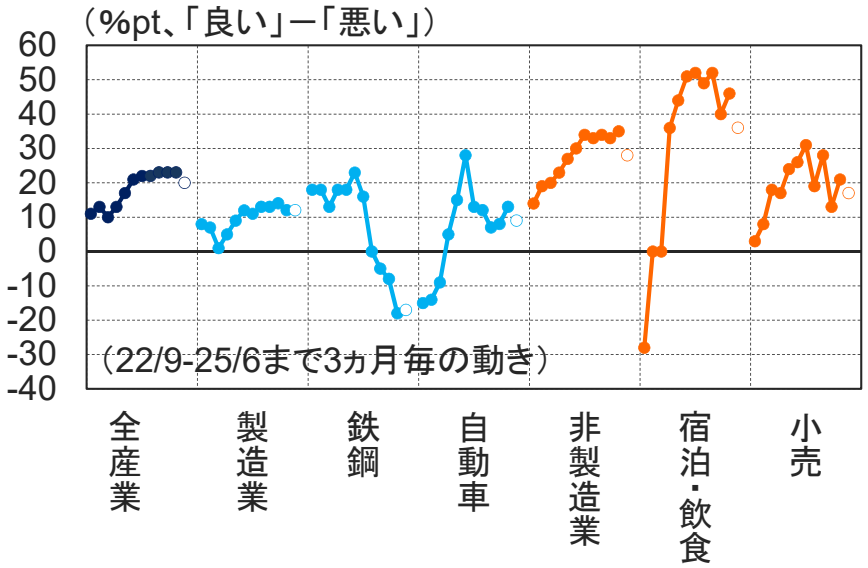



（備考）1. 日本銀行　2. ソフトウエアを除く　3. 大企業は資本金10億円以上、中堅企業は資本金1億円以上10億円未満、中小企業は資本金20百万円以上、1億円未満

# 短観の業況判断は高水準を維持

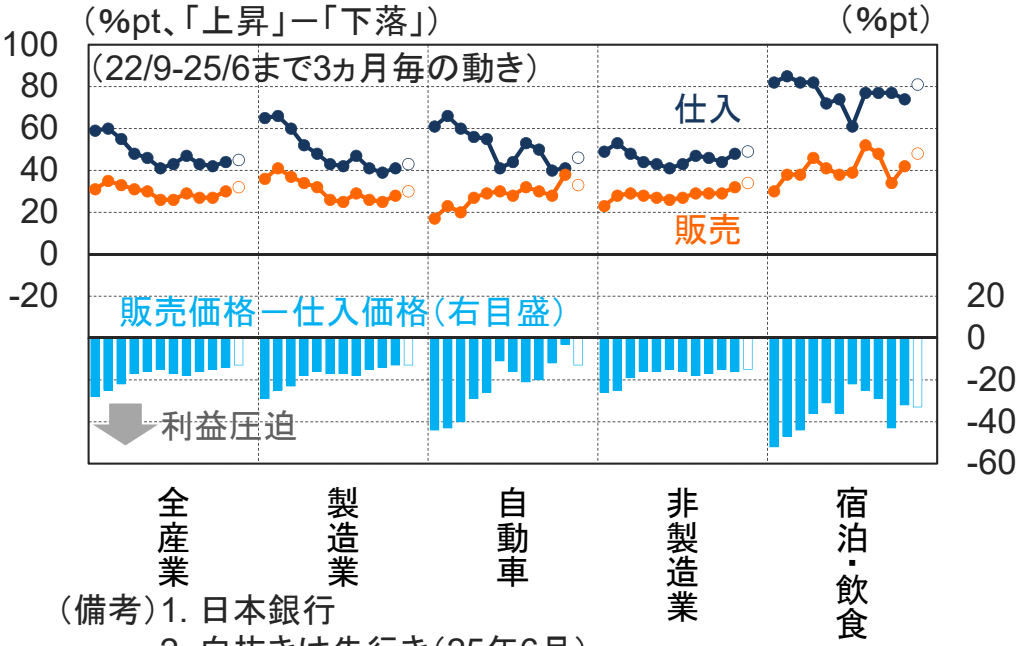
- 3月の日銀短観の業況判断DIは、全産業で横ばいとなり高水準を維持した。製造業は、自動車が改善する一方、鉄鋼は米国の追加関税が発動したことで、鋼材価格低下があった24年9月以来の大幅悪化となり、全体でやや悪化した。非製造業は、宿泊・飲食や小売が上昇しやや改善した。先行きは、自動車が悪化する見込みだが、米国の25%追加関税は完全には織り込まれていない。全体でも、4月に発表された相互関税を受けて輸出産業を中心に先行きの下振れが懸念される。
- 収益性の目安となる販売価格と仕入価格のDI差をみると、製造業は自動車を中心に販売価格が上昇し、改善している。非製造業は、宿泊・飲食は価格転嫁が進み販売価格が上昇したことで改善したが、全体では仕入価格の上昇により悪化した。先行きは、仕入価格は上昇するものの販売価格への転嫁により、製造業は横ばい、非製造業はやや改善する見通しとなっている。

## 産業別の業況判断DI（大企業）




（備考）1. 日本銀行
2. 白抜きは先行き（25年6月）

## 販売価格、仕入価格判断DI（大企業）

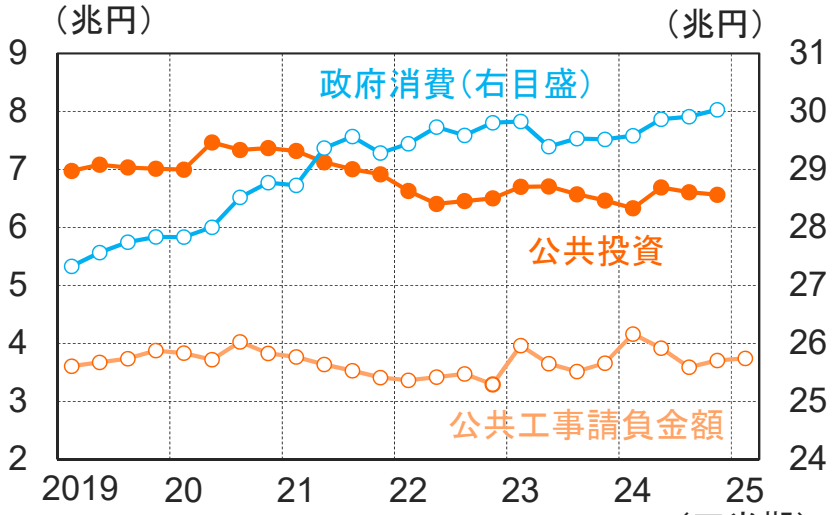



（備考）1. 日本銀行
2. 白抜きは先行き（25年6月）

# 公共投資は底堅い、住宅投資は横ばい

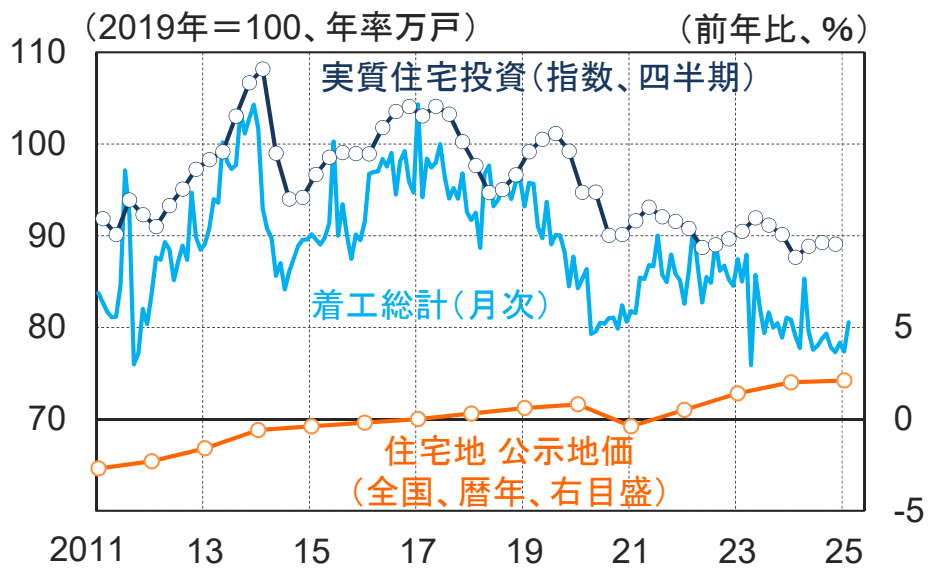
- 10～12月期の実質公共投資（GDPベース）は前期比年率2.7%減少し、24年度に入り持ち直した後におおむね横ばいとなっている。足元では先行指標の公共工事請負金額がおおむね横ばいとなっており、今後、公共投資は底堅く推移するとみられる。政府消費は同1.6%増となり、社会保障費を中心に増加が続いている。25年度予算案は70年ぶりの衆院減額修正や現行憲法下初の参院修正を経て、過去最大の115兆円超で成立した。
- 2月の住宅着工戸数は、持家と貸家の増加により前月比4.1%増加し、住宅投資は24年以降横ばいとなっている。国土交通省が公表した25年1月1日時点の公示地価をみると、住宅地の全国平均は前年比2.1%と4年連続で上昇し、1992年以降で最大の伸びとなった。都市部を中心とする堅調な住宅需要により地価は上昇する一方、建築費の高止まりもあり、今後の住宅投資は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
3. 請負金額の25年1-3月期は1-2月平均

## 住宅投資と着工戸数、公示地価

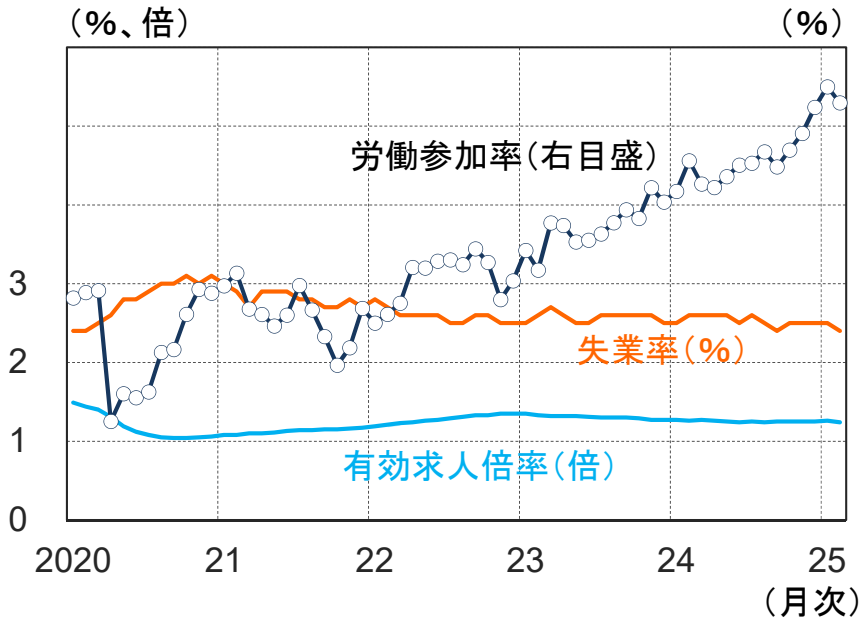



（備考）1. 国土交通省、内閣府　2. 公示地価は各年1月1日時点

# 雇用は改善している、人手不足感は依然強い

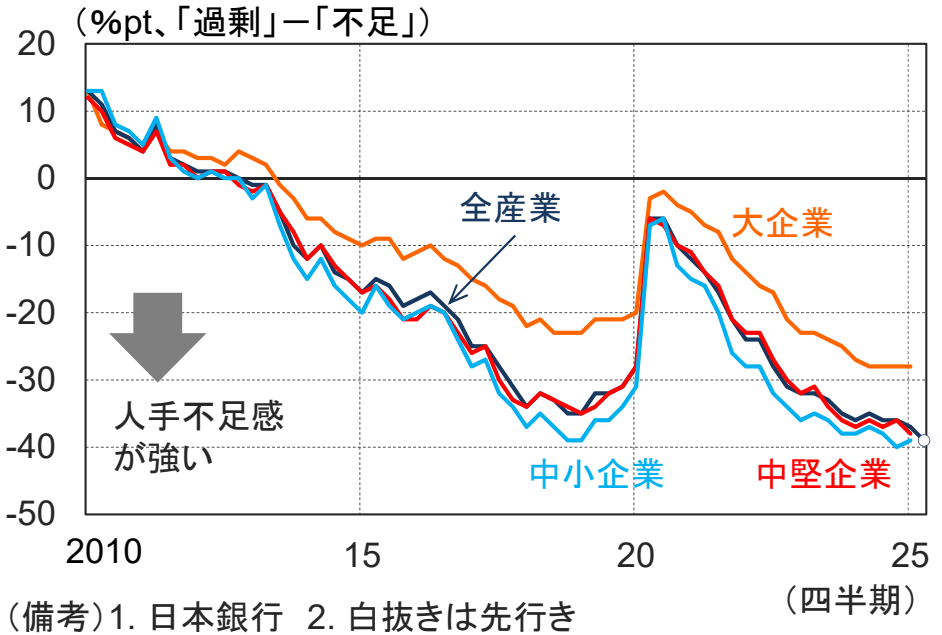
- 2月の有効求人倍率は1.24倍と小幅に低下した。失業率は5ヵ月ぶりに低下し2.4%となったほか、労働参加率は前月からは低下したが均せば上昇基調であり、雇用は改善している。
- 日銀短観の雇用人員判断DI（全規模）は、コロナ禍以降景気回復により低下し、中小企業を中心に人手不足感が強まっている。25年3月調査では、中堅企業が前回調査より低下するなど、全規模でマイナス37%ptとなり引き続き人手不足感が強まる結果となった。3ヵ月後の先行き判断においても、人手不足感の強い状況が続くとみられている。

## 失業率、有効求人倍率、労働参加率




（備考）総務省、厚生労働省

## 規模別の雇用人員判断DI

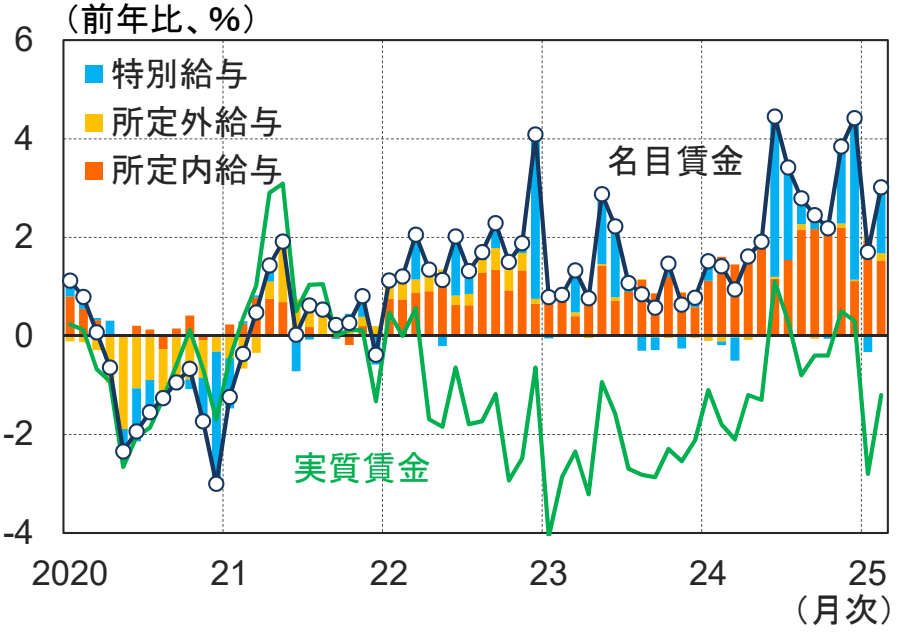



（備考）1. 日本銀行　2. 白抜きは先行き
3. 大企業は資本金10億円以上、中堅企業は同1億円以上10億円未満、中小企業は同2千万円以上1億円未満

# 消費は緩やかな回復の動きがみられる

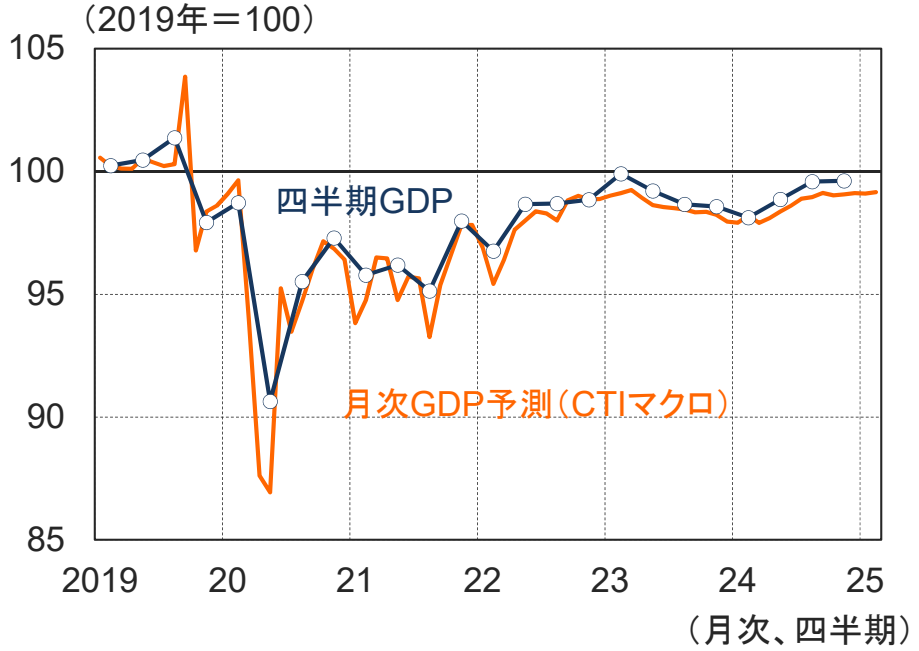
- 2月の賃金の伸びは、所定内給与がやや鈍化したものの特別給与が拡大し、前年比3.1%となった。実質賃金の伸びは、物価の高止まりにより引き続きマイナスとなった。今後は、名目賃金は春闘の好調な結果を受けて堅調な伸びが期待されるが、当面物価高が続き、実質賃金の伸びはゼロ近傍で推移するとみられる。
- 10～12月期の実質民間最終消費（GDPベース）は前期比年率0.1%増加し、小幅ながら3期連続のプラスとなり、消費は緩やかな回復の動きがみられる。2月の月次推計（総務省、CTIマクロ）は、気温の低下で家電などの耐久財や衣料品を中心に小幅に増加した。

賃金




（備考）厚生労働省

実質民間最終消費

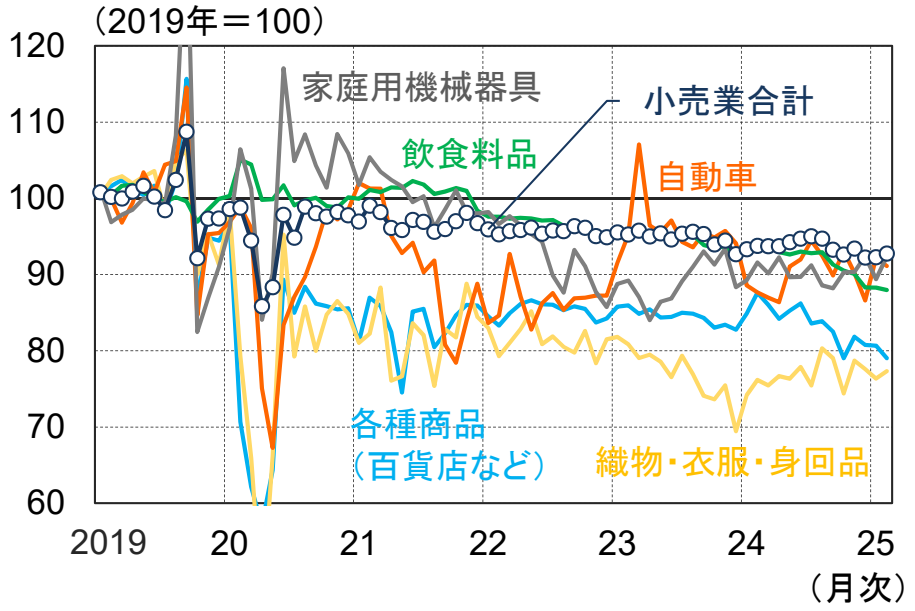



（備考）内閣府、総務省

# 小売売上高は弱含み、消費マインドは弱含み

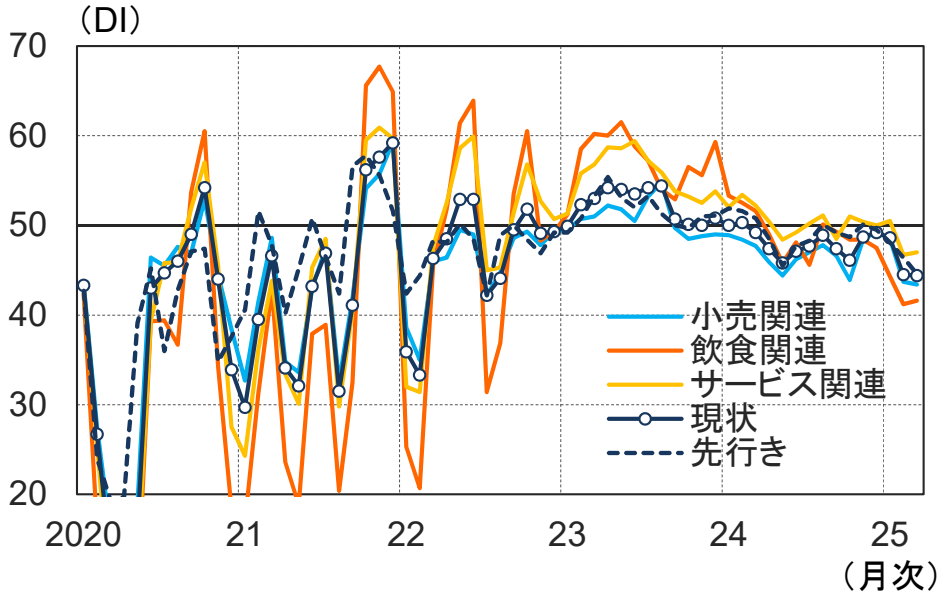
- 2月の実質小売業販売額は、前月比0.5%増となった。前月に大きく増加した自動車は減少したが、気温の低下により織物・衣服・身回品が増加した。24年後半以降、物価の高止まりなどで実質賃金のプラス基調が定着せず節約志向が強まる中、小売売上高は弱含んでいる。
- 3月の景気ウォッチャー調査（家計動向関連）は現状判断DIが前月から小幅に低下し、44.4となった。堅調なインバウンド需要によりサービスや飲食が上昇したが、小売が低下した。物価高による節約志向への懸念が強く、先行き判断DIは引き続き50を下回った。

## 実質小売業販売額




（備考）経済産業省

## 景気ウォッチャー調査（家計動向関連）

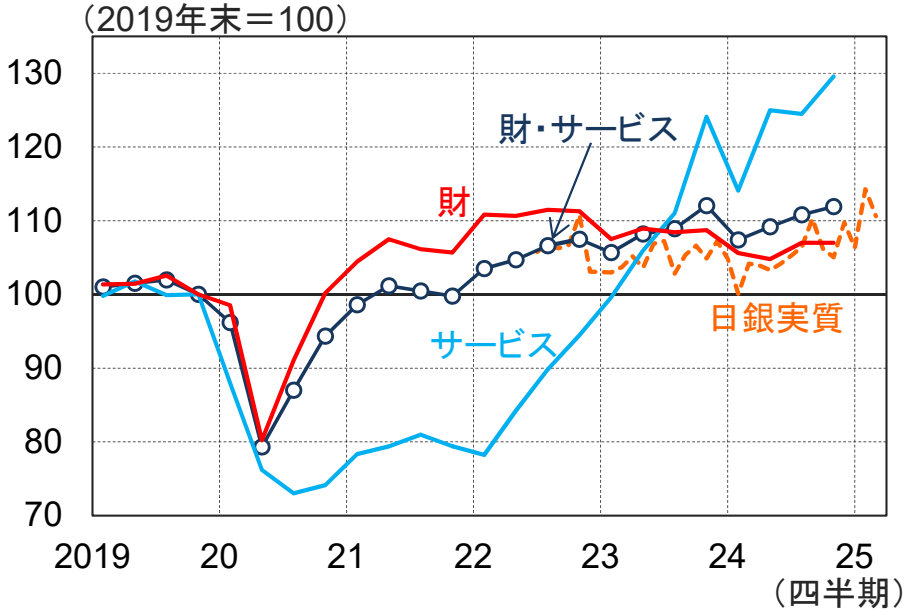



（備考）内閣府

# 輸出は横ばい

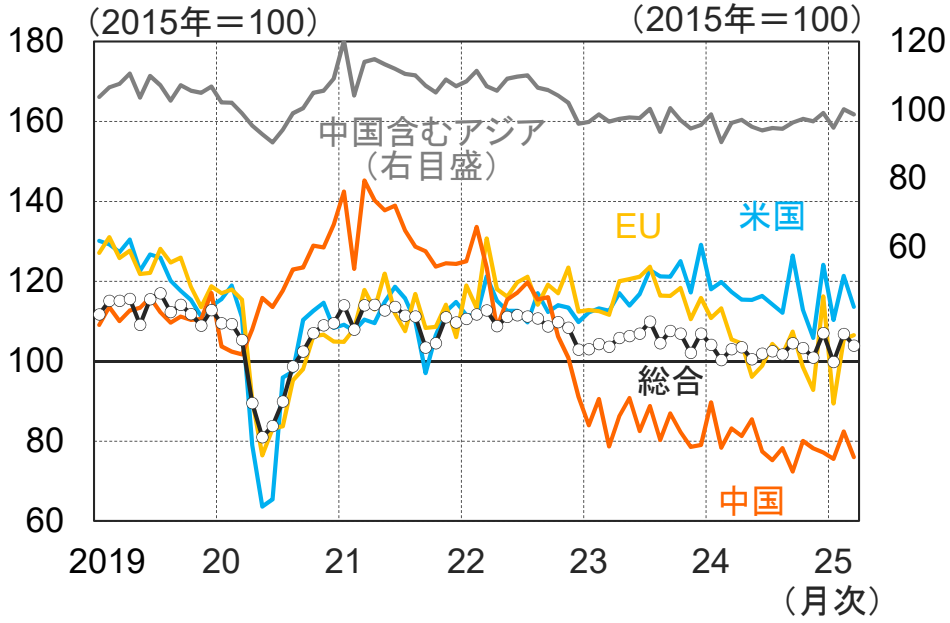
- 10～12月期の実質輸出（GDPベース）は前期比年率4.1%増加し、均してみると23年半ば以降横ばいが続いた。財輸出は、輸送用機器や鉄鋼などが減少し伸び悩んだ。サービス輸出は、前期に地震や台風の影響で一時的に減少していたインバウンドが持ち直したほか、研究開発サービスや知的財産権等使用料などの受取が増加した。
- 3月の日銀実質輸出は、前月比3.2%減少、輸出数量指数は同2.7%減少し、均すと横ばいが続いた。国・地域別にみると、米国向けが輸送用機器を中心に減少しており、自動車部品工場の事故が影響した可能性がある。今後は、トランプ政権の関税政策により、米国向けのほか景気減速などにより中国、EU向けも減少する可能性がある。

## 実質輸出（GDPベース）




（備考）1. 内閣府、日本銀行　2. 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

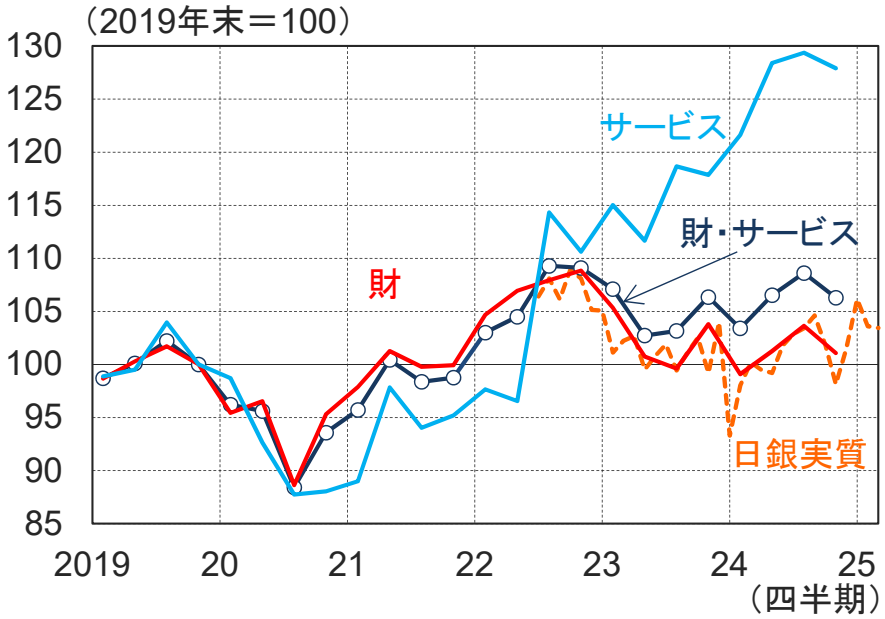



（備考）財務省、内閣府

# 輸入は横ばい、経常黒字は高水準

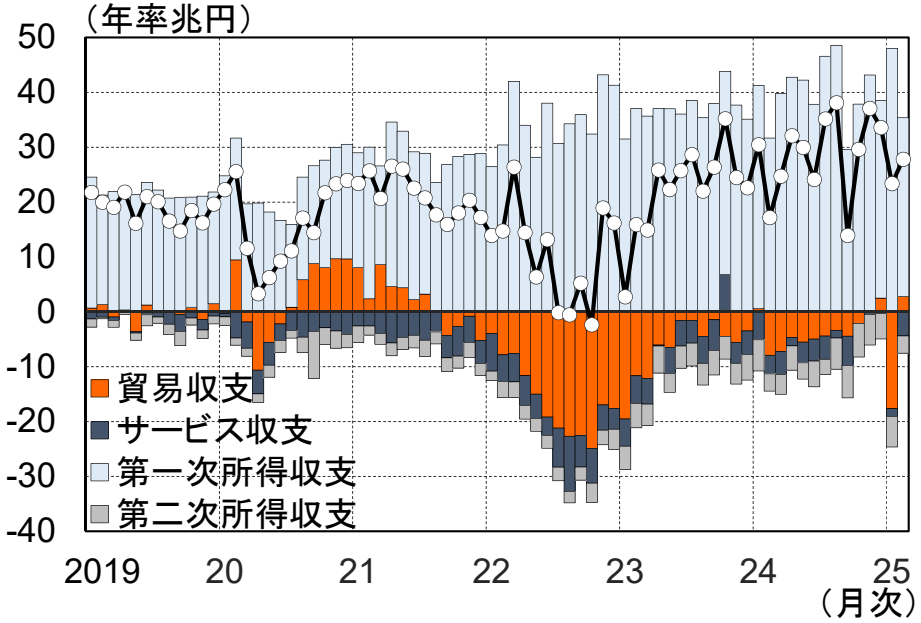
- 10～12月期の実質輸入（GDPベース）は前期比年率8.3%減少し、23年初以降内需がもたつく中、横ばいが続いた。財輸入は、前期に大幅に増加した医薬品などの化学製品や電子部品が減少した。サービス輸入は、日本人の海外旅行持ち直しが増加に寄与する一方、著作権等使用料などのその他サービスを中心に小幅に減少した。
- 2月の経常収支は、前月から黒字が拡大し、高水準が続いた。第一次所得収支は、海外子会社からの配当の受け取り減少などにより黒字が縮小したほか、サービス収支は、旅行収支の黒字縮小およびその他サービス収支の赤字拡大により、赤字が拡大した。貿易収支は、例年より長い年末年始休暇や中国の春節などの影響がみられた前月の反動もあり、輸出が増加する一方輸入が減少し黒字となった。

## 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

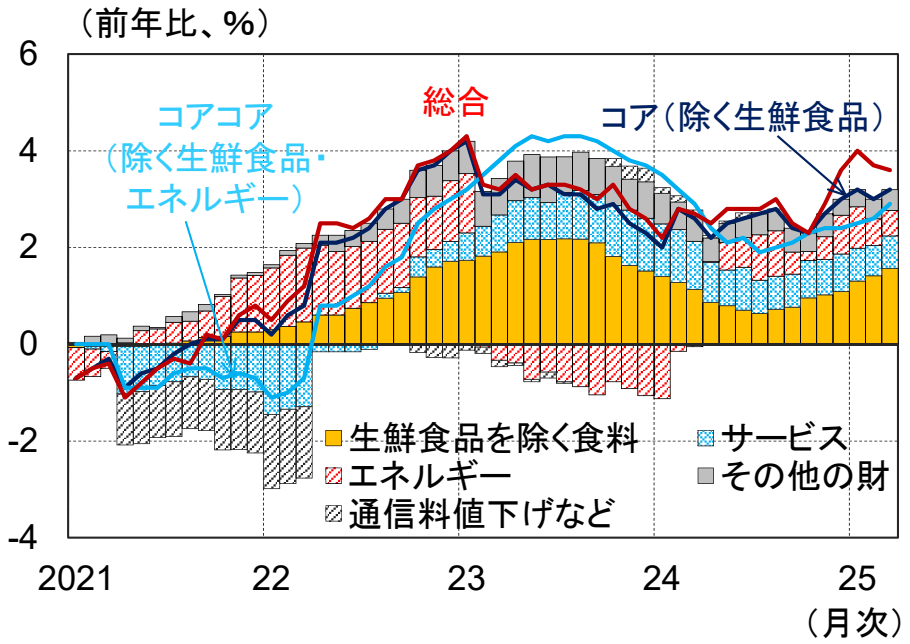



（備考）財務省

# 消費者物価の伸びは小幅に拡大、企業の資金繰り判断はやや悪化

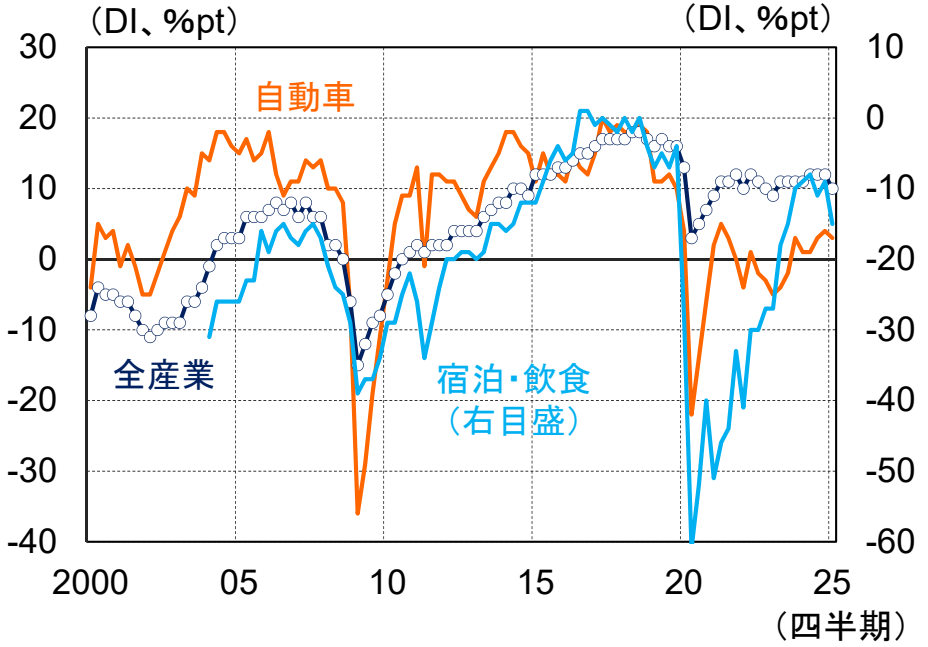
- 3月消費者物価（コア、除く生鮮食品）の伸びは、米類を中心に食料が上昇して前年比3.2%となり小幅に拡大した。総合は、生鮮食品の伸びが2ヵ月連続で鈍化し同3.6%に縮小した。今後のコアの伸びは、高校授業料無償化の所得制限撤廃による押し下げはあるものの、4月に昨年より幅広い品目で食品が値上げされたことに加え電気・ガス料金の補助終了もあり、当面高止まるとみられる。
- 3月の日銀短観では、企業の資金繰り判断は前回調査からやや悪化した。非製造業のDIは、宿泊・飲食などが低下したほか、製造業も自動車などにより小幅に低下した。米国による関税措置が発動する中、今後輸出産業を中心に資金繰りの悪化が懸念される。現状全産業のDIは堅調を維持しているが、コロナ前より低く、留意が必要である。

## 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

## 資金繰り判断DI




（備考）1. 日本銀行　2. 全規模　3. DIは「楽である」－「苦しい」

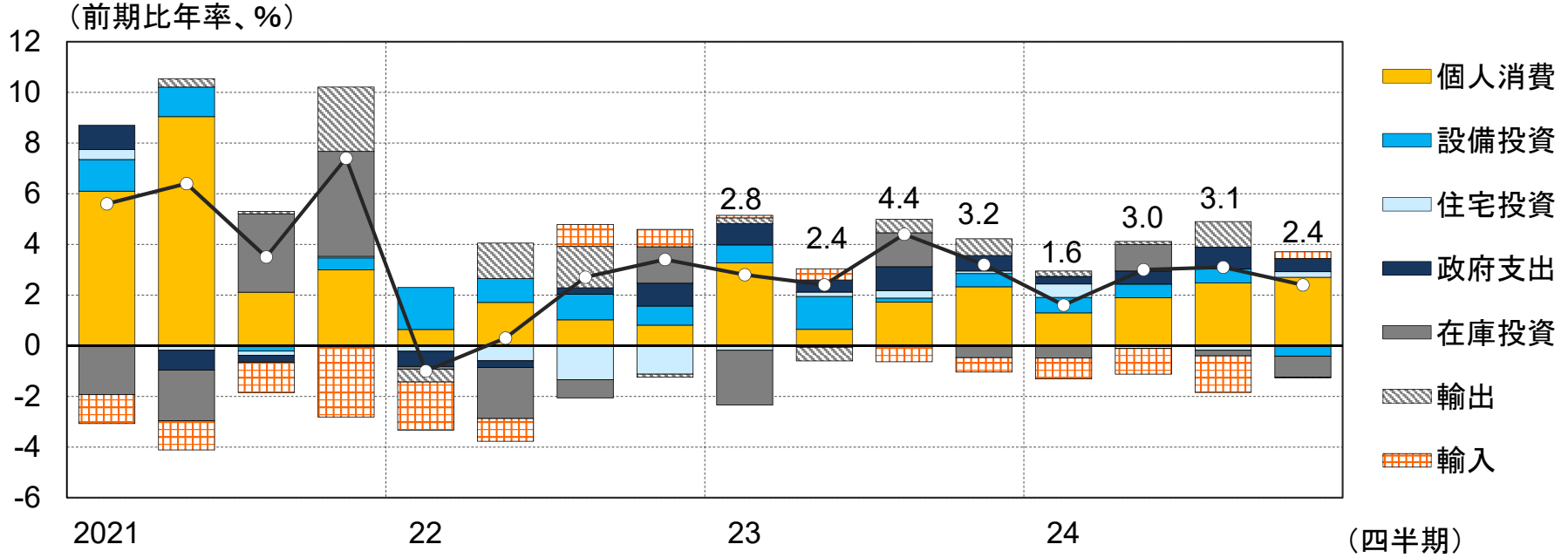
Section 3

# 海外経済

# 米国：減速が見込まれるも底堅く成長

- 2024年10～12月期の実質GDP（確定値）は速報値から変わらず、前期比年率2.4%増となった。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。
- 1～3月期のGDP成長率は、消費の鈍化や輸入増などにより1%以下に低下すると見込まれる。その後は関税引き上げもありゼロ%台が続くが、景気後退は免れるとみられている。ただし、相互関税の発動や対中関税など関税引き上げの規模が拡大し、先行きの不確実性が高まる中、景気後退確率が上昇しており、一部の予想では50%を超えている。

実質GDP成長率

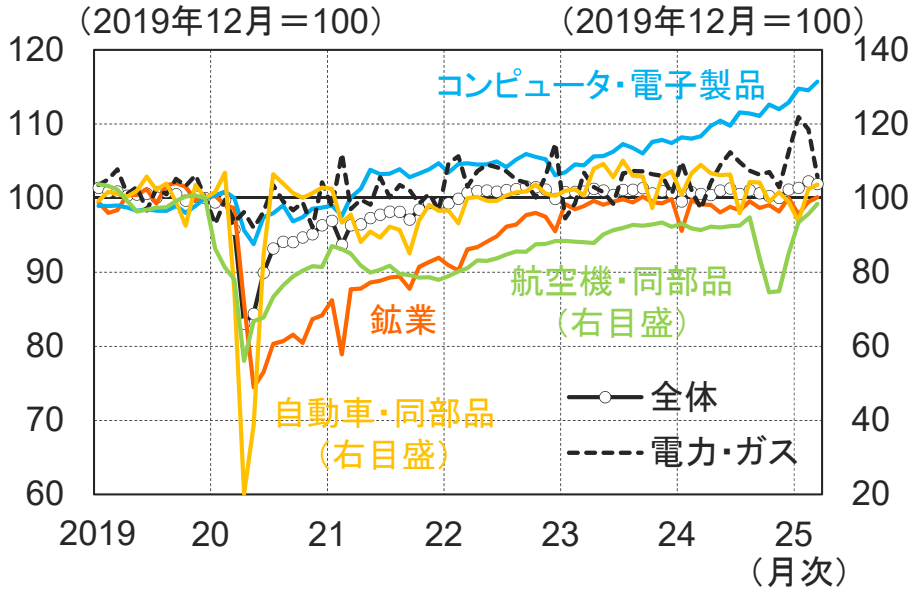



（備考）米商務省

# 米国：鉱工業生産は増加基調、企業マインドが低下

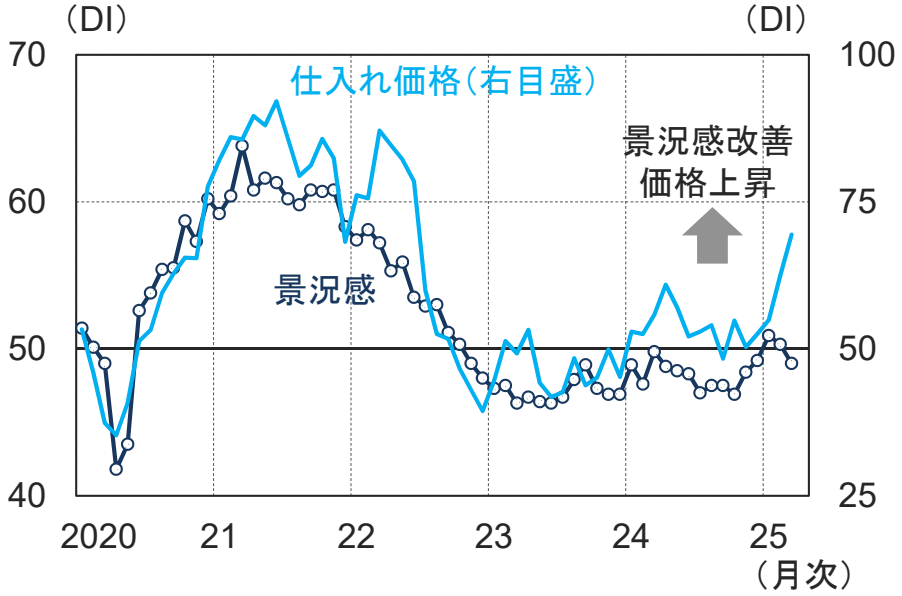
- 3月鉱工業生産は前月比0.3%減少するものの、均してみれば増加基調が続いた。天候要因などで振れの大きい電力・ガスが大きく減少したが、堅調なコンピュータ・電子製品や、ストライキ前の水準を回復した航空機・同部品のほか、自動車・同部品、鉱業も増加した。
- 3月のISM製造業指数は、3ヵ月ぶりに好不況の目安とされる50を下回った。一方、原材料確保の動きの強まりもあり、仕入れ価格は約4年ぶりの水準に上昇した。2月以降、関税引き上げが相次いで発動される中、インフレ再燃や景気悪化への懸念が強まっており、4月からの自動車関税や中国への大規模関税の発動により、企業マインドはさらに低下する可能性もある。

## 鉱工業生産




（備考）FRB

## ISM製造業

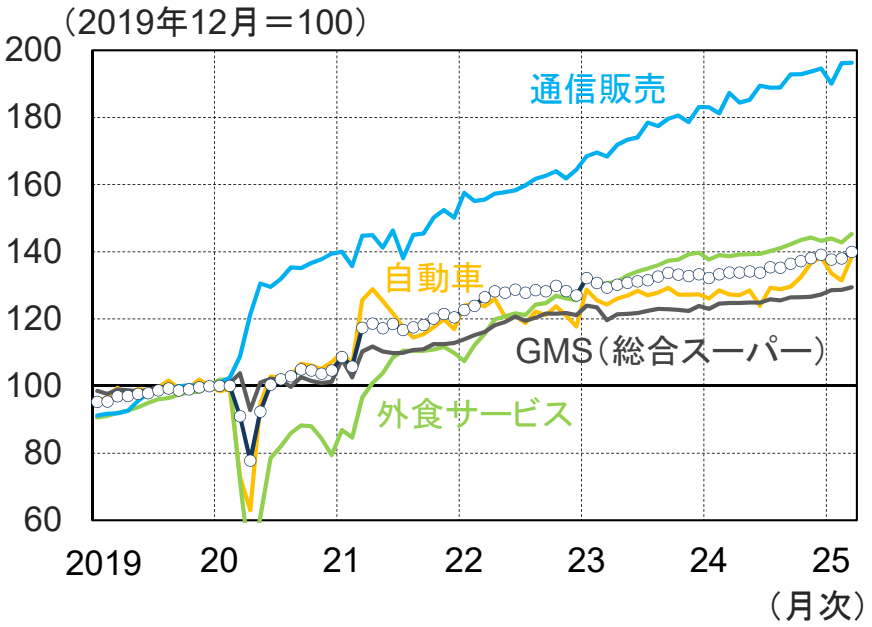



（備考）LSEG Datastream

# 米国：小売は駆け込み需要もあり増加、自動車関税が発動

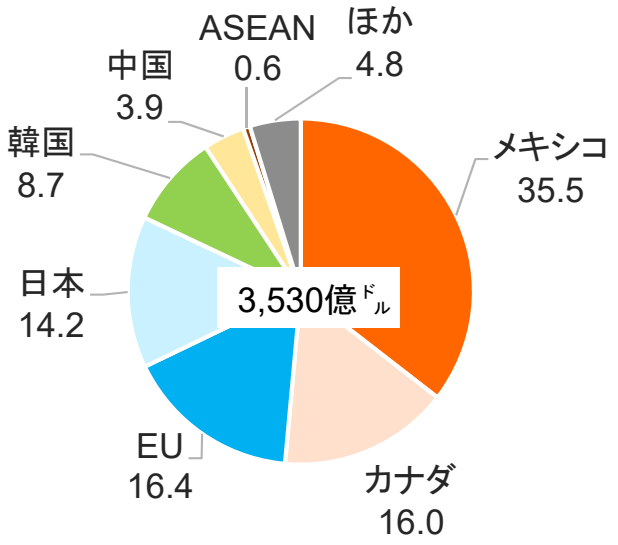
- 3月小売売上高は前月比1.4%増加した。関税引き上げ前の駆け込み需要もあり、自動車を中心に増加した。今後は、自動車関税や対中国向けの大規模関税が発動される中、反動による減少が懸念される。
- 4/3に輸入車への25%の追加関税が発動された。メキシコ・カナダからの輸入車のうち米国部品には追加関税がかからないが、これ以外や日本、ドイツなど他地域からの輸入車には関税が課される。米自動車販売の約25%は輸入車となっており、関税引き上げによる米自動車価格の上昇などの影響が懸念される。

## 小売売上高




（備考）米商務省

## 自動車の国・地域別輸入（23年、%）

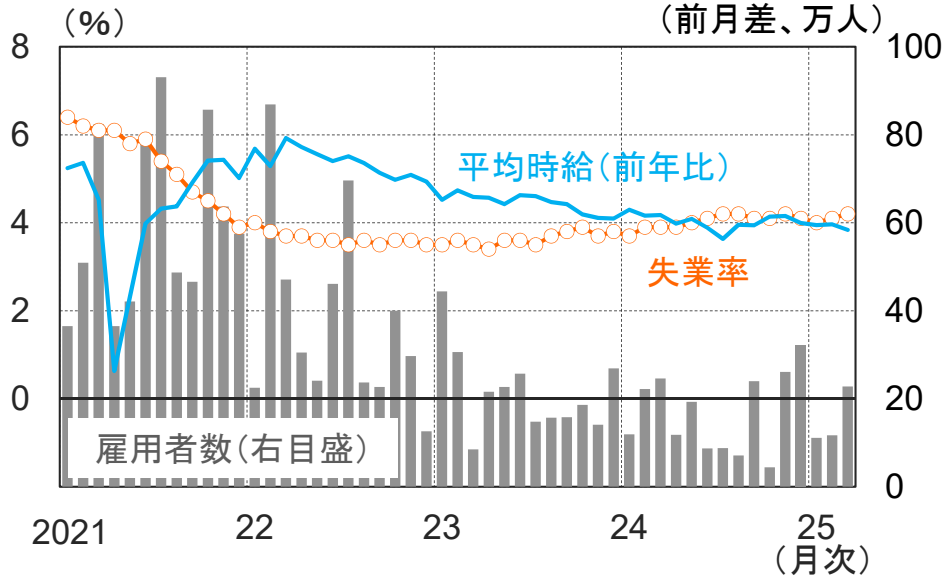



（備考）1. UNCTADによりDBJ作成
2. 部品を含む、金額ベース

# 米国：労働市場は堅調を維持、インフレ率は2ヵ月連続で縮小

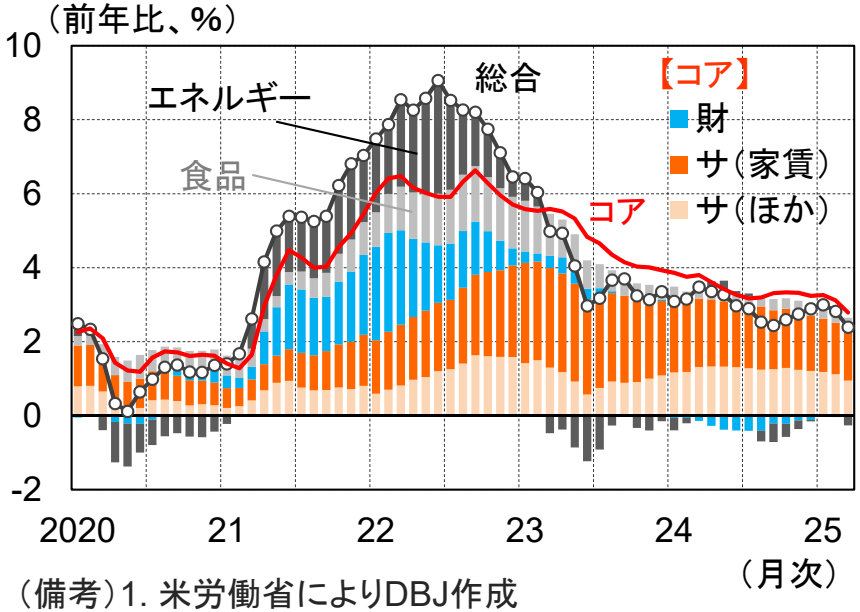
- 3月雇用者数は22.8万人増となり、堅調な水準とされる15～20万人を超えた。一方、失業率は2ヵ月連続で上昇し、賃金の伸びも鈍化した。労働市場は堅調を維持しながら緩やかに減速している。
- 連邦政府職員の削減を進める政府効率化省（DOGE）を率いるマスク氏は、特別政府職員として勤務期間が最大130日間に限定されているものの、退任後も影響力が残る場合人員削減が進む可能性がある。
- 3月消費者物価は前年比2.4%上昇となり、2ヵ月連続で伸びが縮小した。食品価格の伸び拡大が続いたが、エネルギー価格のマイナスやサービス価格の鈍化が拡大した。ただし、4月以降の大規模関税の導入により、夏頃からの物価の上振れが懸念される。

## 雇用統計




（備考）米労働省

## 消費者物価

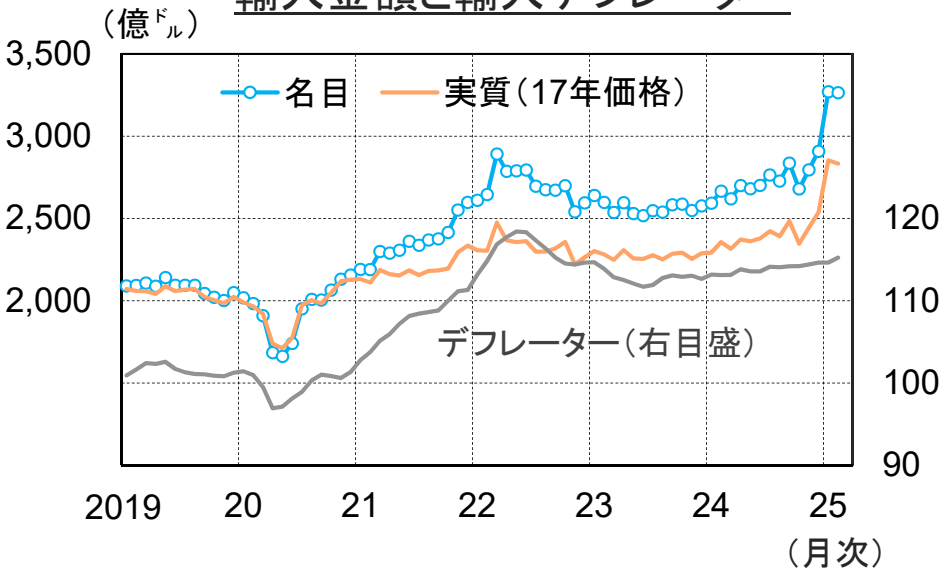



（備考）1. 米労働省によりDBJ作成
2. 内訳は総合に対する寄与度

# 米国：関税引き上げによる輸入減や交易条件の悪化が懸念

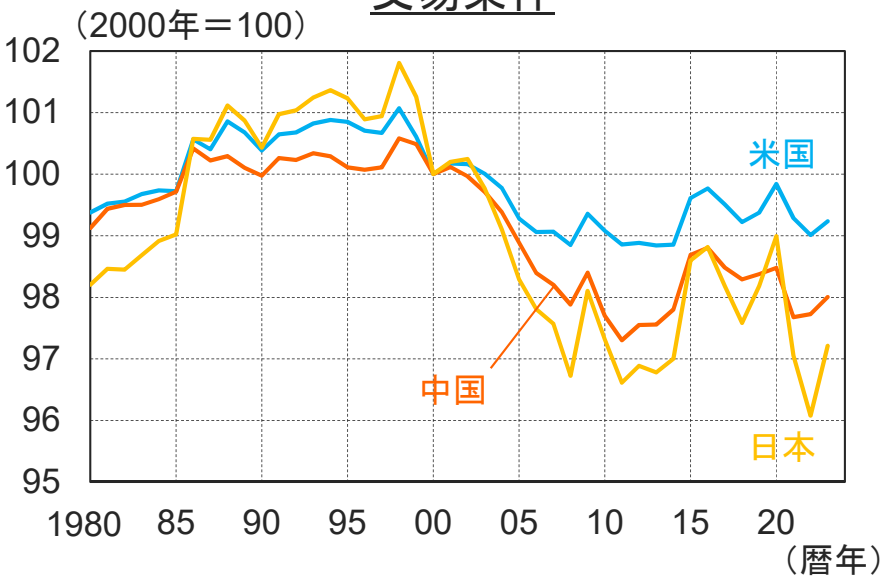
- 米国の輸入は好調な年末商戦により昨年秋から増加し、関税引き上げ前の駆け込みもあり1~2月に急増した。輸入デフレーターは2月までは大きな上昇はみられないが、4月以降、自動車関税や中国への大規模関税により輸入減や輸入物価の高騰が懸念される。
- 交易条件（輸出物価/輸入物価）の改善は、海外から国内への所得移転の拡大を意味する。市場規模の大きい国（例えば米国）が関税を引き上げる場合、対米向け輸出業者はその市場シェアを維持するために価格を下げる。これにより米国の交易条件が改善するとされる。
- しかし、報復関税などで米国の輸出品の値下げがあれば、高関税は必ずしも交易条件の改善につながらない。自由貿易が拡大した2000年代以降、低関税の米国でも低価格の輸入品やドル高で他国より良い交易条件を維持してきた。米国の関税引き上げにより、米国の交易条件は報復関税やドル高是正などで悪化する可能性もある。

## 輸入金額と輸入デフレーター




（備考）1. LSEG Datastream　2. 輸入デフレーターはDBJ試算

## 交易条件




（備考）1. IMF　2. 交易条件＝輸出物価/輸入物価

# 米国：相互関税を発動

- 4/2にトランプ大統領は、米国の「解放の日」を称して国家経済緊急事態、および相互関税の導入を宣言した。相互関税は4/9発動の直後に90日間の停止が決定されたが、10%の基礎税率が維持されるほか、対中国では累計145%の関税を課す。また、4/3発動の自動車への25%関税も維持される（同部品は5/3までに発動）。
- 相互関税の発動に対して、日本、ASEAN諸国などは基本的に対話で解決する方針を示している。各国は厳しい通商交渉に直面するが、米国との合意次第で関税の撤廃や引き下げの余地は残る。また、米国の金融市場の混乱や景気の急減速が深まる場合、関税引き上げ停止や延長などの可能性もある。

## 相互関税と各国・地域の対応方針

| | 当初→90日間停止決定後 | 対応方針 |
|---|---|---|
| 日本 | 24→10% | 農産品・自動車の市場開放、為替、日米安保などを議題に交渉 |
| ベトナム | 46→10% | 対米関税の完全撤廃などを提案 |
| タイ | 37→10% | 米国からの輸入拡大や、非関税障壁削減などにより対話で解決 |
| 台湾 | 32→10% | |
| インド | 27→10% | 対米関税引き下げなどで交渉 |
| EU | 20→10% | 相互ゼロ関税の提案などで交渉しつつも、報復関税の用意 |
| 中国 | 54→145% | 関税以外の措置を含め断固対抗 |

（備考）1. DBJ作成、中国はトランプ2.0以来の累計
2. 暖色ほど強く抵抗

## 相互関税の論点

| | |
|---|---|
| 仕組み | • 対米貿易収支と対米輸出額で対米関税率を算出<br>• 対米関税率の約半分を相互関税とする<br>• しかし、計算式には間違いがあり、対米関税率は4倍弱過大評価との指摘がある |
| カナダ、メキシコ | 合成麻薬・不法移民の流入を理由とする関税が発効する限り、相互関税がかからず |
| 中国 | トランプ2.0では累計145%に達す（ただしスマートフォンなどの電子製品は今後の半導体関税で扱う |
| ベトナム、インドなど | これまで関税引き上げがなく、「漁夫の利」を受けた国々も大幅な引き上げ |
| 自動車・同部品 | 相互関税に含まれず、別途25%の追加関税 |
| 交渉余地 | 報復関税がなければ提示した税率は上限。交渉によって引き下げることが可能（ベッセント財務長官） |

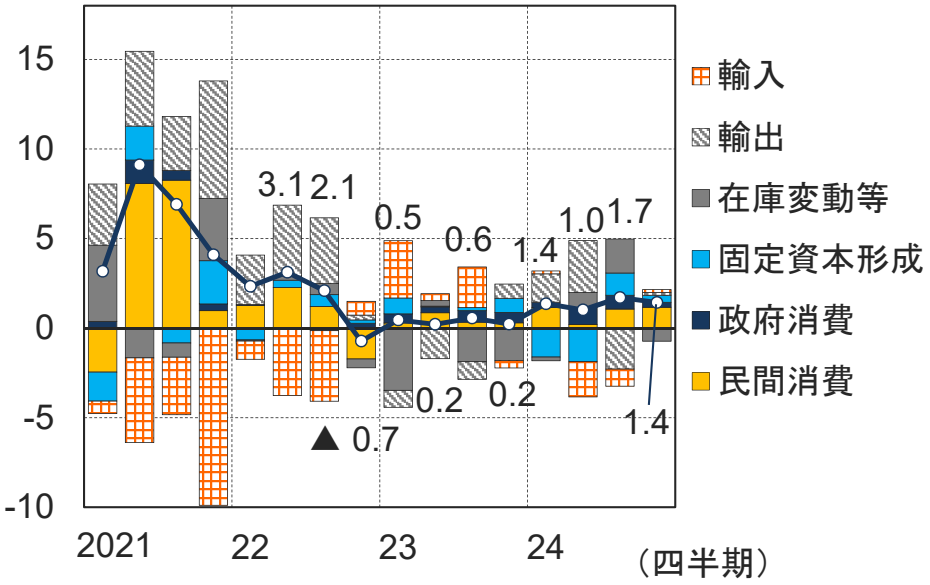
（備考）各種資料によりDBJ作成

# 欧州：緩やかに回復している

- EUの2024年10～12月期GDP（確定値）は、前期比年率1.4%増加した。アイルランドが大幅に上方修正されたことで改定値の0.7%から上方修正された。需要項目別では、消費が堅調だったほか、設備投資は、前期落ち込んだ機械設備がやや持ち直したことで増加した。
- 24年のGDP成長率は前年比1.0%となり、23年の同0.5%から拡大した。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。ただし、3月にECBが発表したユーロ圏のGDPの見通しでは、25年の成長率は下方修正された（1.1%→0.9%）。貿易環境の先行き不透明感から投資や輸出の回復が遅れるとみられていたが、4月以降のトランプ関税を巡る動向によってはさらに下振れる可能性がある。

## 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、%）

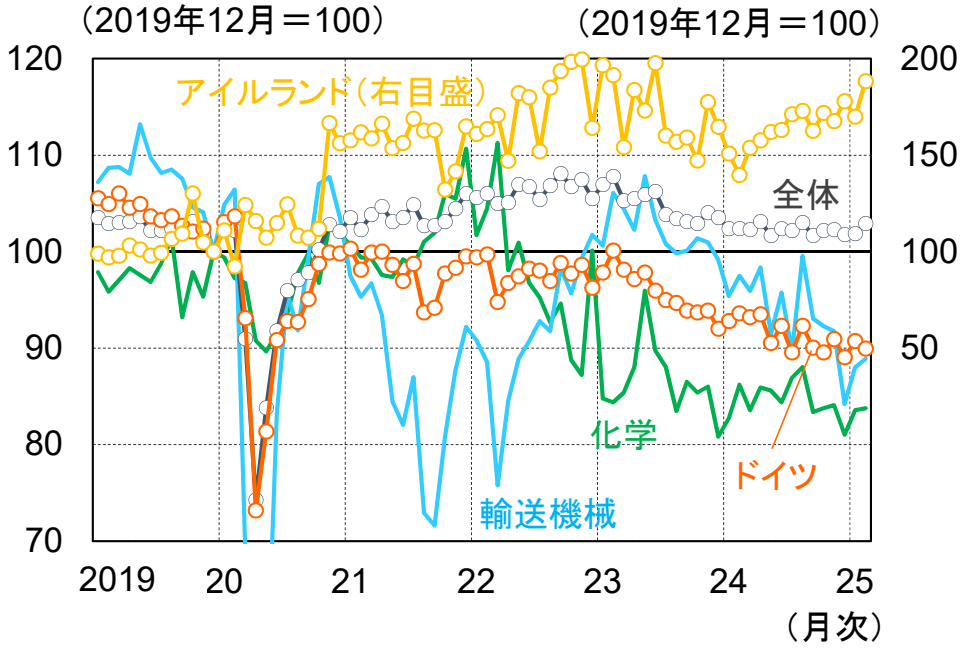
| | 2024年 | | | | 24年 | 25年 | 26年 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1~3 | 4～6 | 7～9 | 10～12 | 実績 | 見通し | |
| EU27ヵ国 | 1.4 | 1.0 | 1.7 | 1.4 | 1.0 | 1.5 | 1.8 |
| ユーロ圏 | 1.3 | 0.7 | 1.7 | 0.9 | 0.8 | 0.9 | 1.2 |
| ドイツ | 0.9 | ▲1.2 | 0.4 | ▲0.8 | ▲0.2 | 0.7 | 1.3 |
| フランス | 0.3 | 1.0 | 1.6 | ▲0.4 | 1.1 | 0.8 | 1.4 |
| イタリア | 1.4 | 0.3 | 0.0 | 0.5 | 0.5 | 1.0 | 1.2 |
| スペイン | 4.2 | 3.4 | 3.2 | 3.1 | 3.2 | 2.3 | 2.1 |
| 英国 | 3.4 | 1.8 | ▲0.1 | 0.4 | 0.9 | 0.7 | 1.5 |

（備考）1. Eurostat、英国統計局
2. 見通しは欧州委員会（24年11月）、ユーロ圏はECB（25年3月）、英国はBOE（25年2月）

# 欧州：生産は弱い動き、小売は緩やかに回復

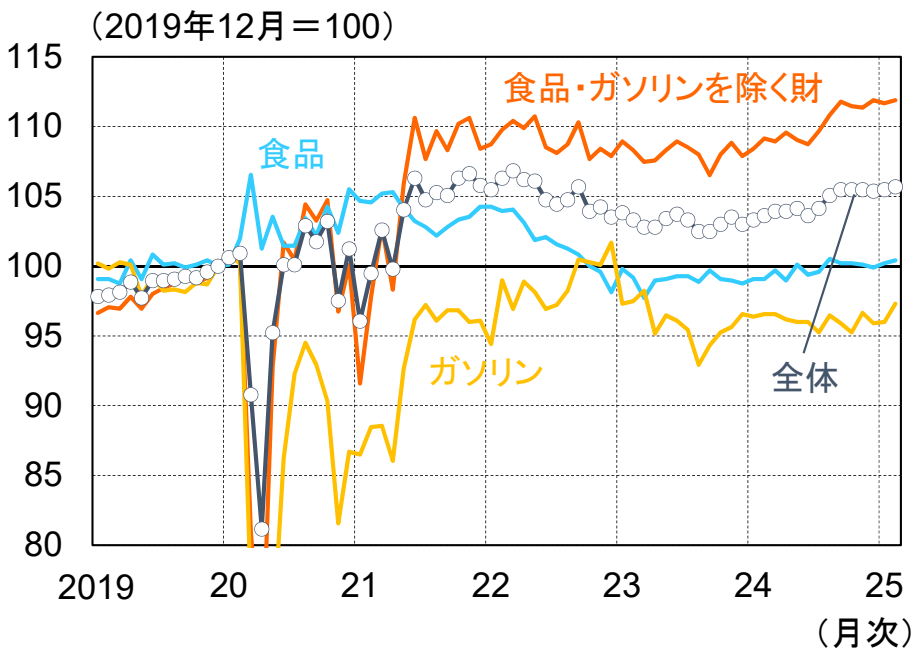
- EUの2月の鉱工業生産は、振れの大きいアイルランドが前月比10.8%増加したことなどにより全体で1.0%増加した。ただし、基調としては、23年半ば以降ドイツを中心に輸送機械や化学が低迷しており、弱い動きとなっている。
- EUの2月実質小売売上高（除く自動車）は、価格高騰が落ち着いたとみられるガソリンを中心に前月比0.2%増加した。24年夏にかけてパリ五輪などにより伸びが高まった後、消費者マインドの悪化もあり一服したが、インフレ鈍化が進んでおり足元で緩やかに回復している。

EUの鉱工業生産




（備考）Eurostat

EUの実質小売売上高

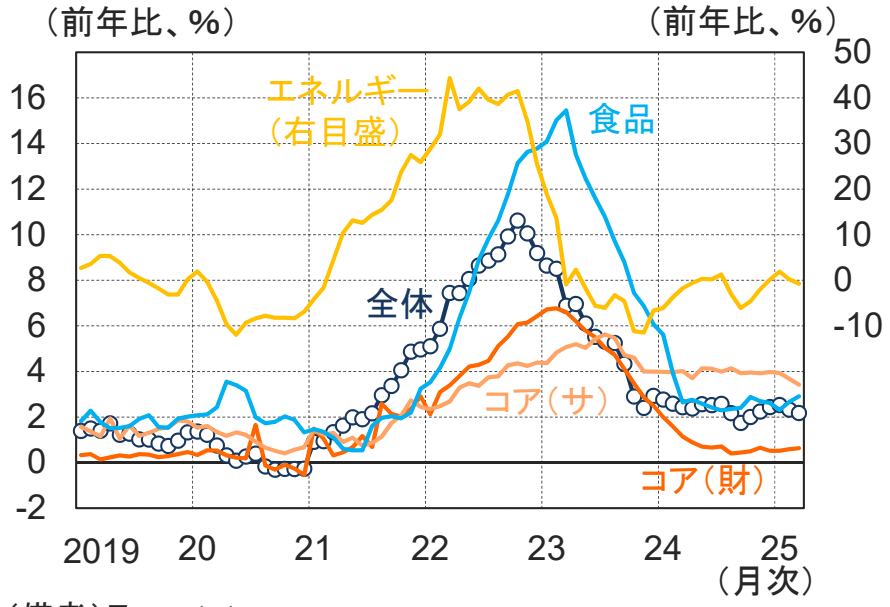



（備考）1. Eurostat　2. 自動車を除く

# 欧州：消費者物価の伸びは鈍化、ECBは6会合連続で利下げ、輸出は弱い動き

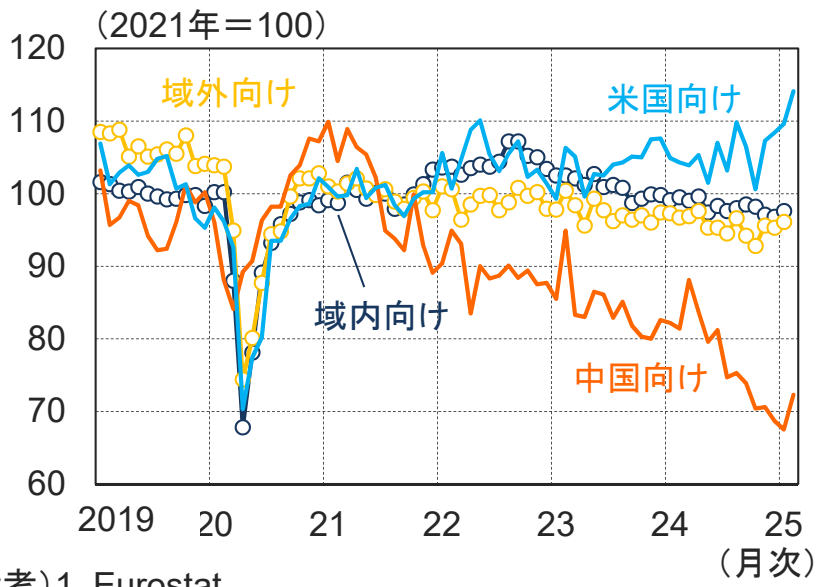
- ユーロ圏の2月消費者物価の伸びは、前年比2.2%に鈍化した。エネルギーがマイナスだったほか、24年まで4%前後で下げ渋っていたサービスが前月に続き鈍化し、3.4%となった。
- ECBは利下げを決定した（預金ファシリティ金利2.50%→2.25%）。ラガルド総裁は、世界的な貿易摩擦の激化により、ユーロ圏の成長は輸出の抑制や投資や消費の落ち込みで鈍化する可能性があると述べた。また、不確実性が高まる中で、中立金利に基づき金融引き締め度合いを評価することは「意味がない」とし、声明文から金融政策は「景気抑制的ではなくなりつつある」という文言を削除した。
- EUの輸出は、域内向けは消費の一服もあり24年冬から伸び悩んでいるほか、域外向けは24年以降中国向けが大きく減少し、全体で弱い動きとなっている。一方で、米国向けは、堅調が続いており、足元では関税引き上げ前の駆け込みもあり増加した。ただし、今後はトランプ関税による下振れが懸念される。

## ユーロ圏の消費者物価




（備考）Eurostat

## EUの地域別輸出（数量ベース）

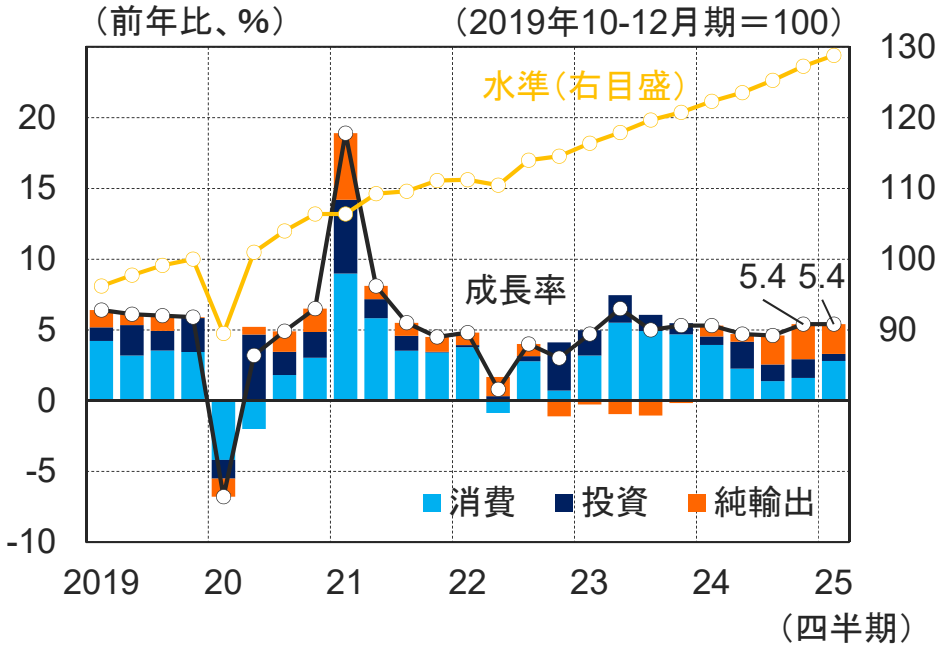



（備考）1. Eurostat
2. 25年1月まで、米国、中国向けは2月まで

# 中国：政策支援により持ち直しの兆し

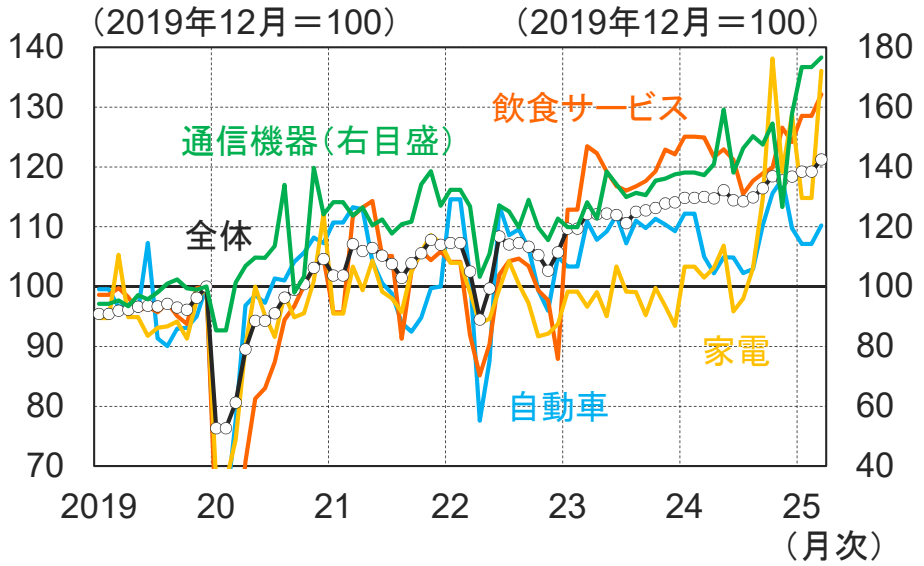
- 2025年1～3月期の実質GDPは前年比5.4%増加し、前期と同じ伸びを維持した。住宅市場の低迷が長引く中で投資が縮小する一方、耐久財の買い替え促進策や春節休暇での堅調なサービス需要などを背景に消費が拡大した。純輸出は、米国が2月以降追加関税を課す中で減速しつつも、相互関税を前にした駆け込み輸出や、輸入の減少により、好調が続いた。
- 3月の小売売上高は前年比5.9%増加した。1月から耐久財買い替え促進策の対象品目にスマートフォンや電子レンジなどが追加され、通信機器や家電を中心に好調が続いた。他方で、米中貿易摩擦は4月に入り一段と激化し、第2次トランプ政権発足後の対中追加関税は累計145%に及ぶ。中国経済は、政策支援を受けて持ち直しの兆しがみられるものの、外需の大きな逆風により今後の失速が懸念される。

## 実質GDP成長率




（備考）中国国家統計局、CEIC

## 小売売上高

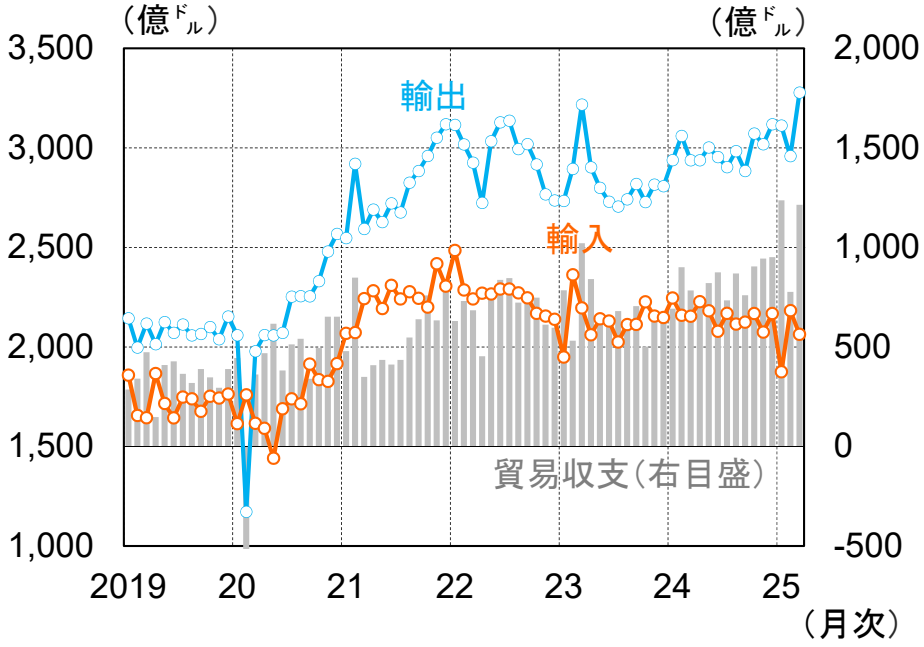



（備考）1. 中国国家統計局、CEIC　2. 季節調整はDBJによる
3. 内訳は特定規模以上の企業
4. 1、2月は年初来累計の平均値

# 中国：輸出は駆け込みもあり大きく増加、米国への貿易依存度は依然高い

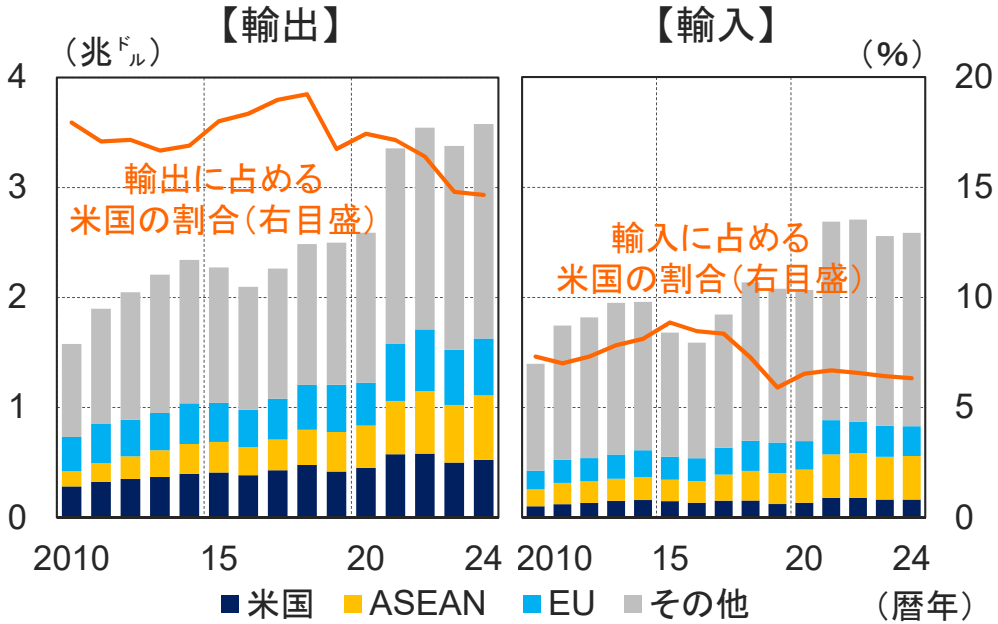
- 3月の輸出は前年比12.4%と、ASEANやEU、米国向けを中心に大きく増加した。3/4にトランプ米大統領が、相互関税を4月に発動すると表明したことを受け、駆け込み輸出が生じたとみられる。一方で輸入は同4.3%減少した。先行きの景気減速懸念から、輸入を手控える動きが出たと指摘されている。
- 輸出入に占める米国の割合は、第1次トランプ政権時の米中貿易摩擦を契機に、中国企業が製品の輸出先や原材料の調達先をASEANなど第三国に分散させたことから、19年以降低下傾向にある。もっとも、米国が最大の貿易相手国であることに変わりはない。さらにトランプ政権は、中国製品が第三国を経由して米国へ流入することに警戒を強めている。前回より一段と厳しいトランプ政権の通商政策は、輸出を中心に中国経済への大きな下押し要因となる。

## 名目輸出入




（備考）1. 中国海関総署、CEIC　2. 季節調整はDBJによる

## 国・地域別の名目輸出入

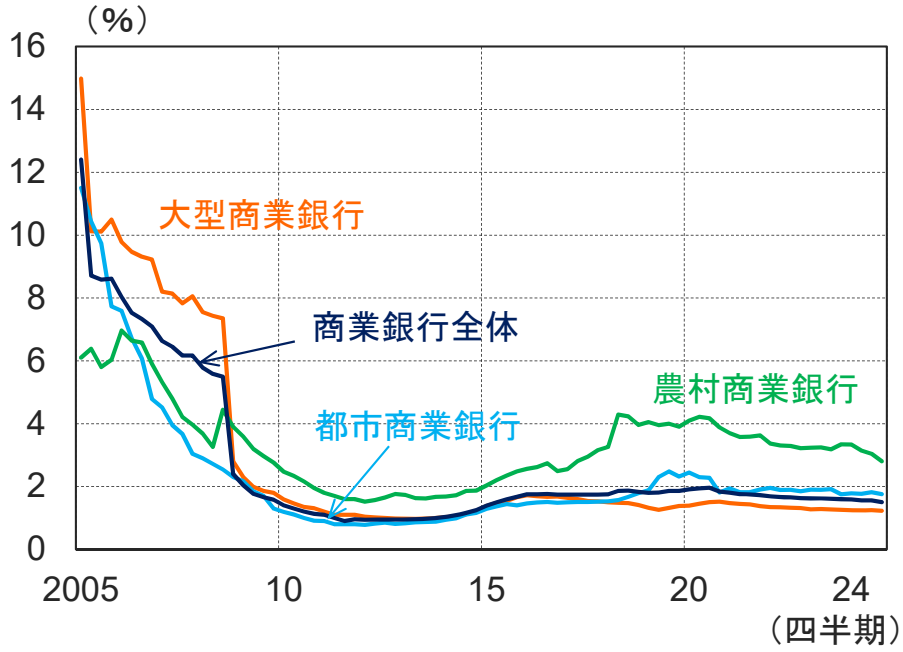



（備考）中国海関総署、CEIC

# 中国：銀行の不良債権比率は緩やかに低下も、低金利により収益力が悪化

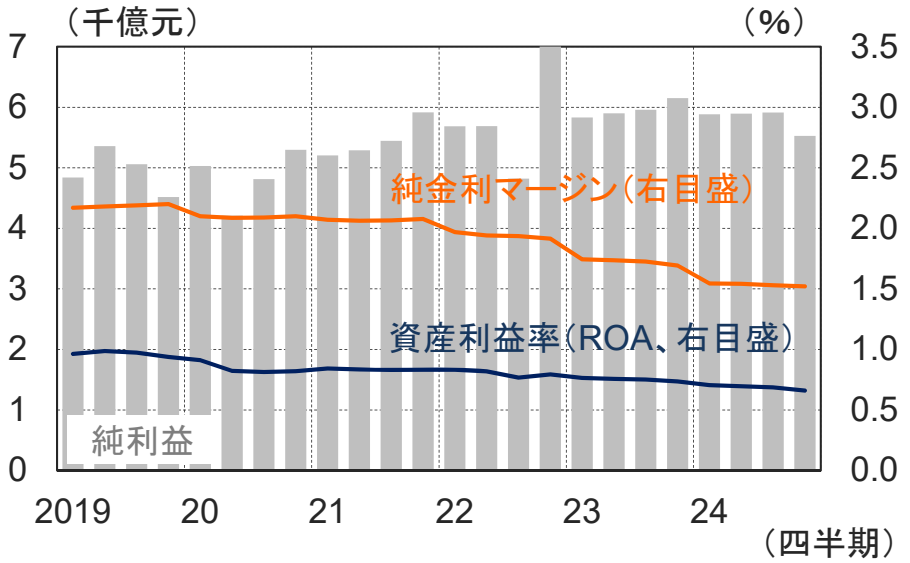
- 24年10～12月期の商業銀行の不良債権比率は1.5%と、21年以降緩やかに低下している。比較的比率の高い、農村商業銀行や都市商業銀行が低下した。不動産市場の低迷は続いているが、政府は国有資産管理会社なども介して不良債権処理を進めているとされ、銀行セクターに混乱はみられない。
- 一方、24年の商業銀行の純利益は前年比2.3%減少するなど、銀行の収益力は悪化している。金融緩和も背景に貸出金利が低下しており、23年以降の純金利マージンは、妥当な収益性の維持に必要とされる1.8%を下回った。こうした中、政府は3月末、国有大手4行に総額5,000億元の資本注入を行うと決めた。経済への下押し圧力が高まる中で、貸出能力とリスク耐性の強化を図る狙いがあるとみられる。

## 商業銀行の不良債権比率




（備考）国家金融監督管理総局、CEIC

## 商業銀行の収益指標

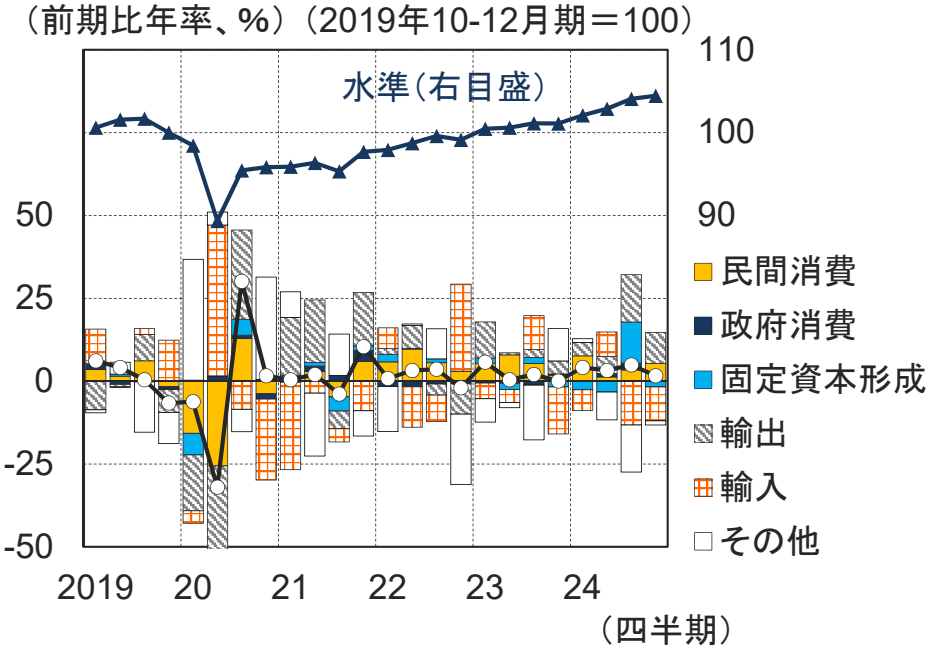



（備考）1. 国家金融監督管理総局、CEIC　2. 商業銀行全体
3. 純金利マージン＝（受取利息－支払利子）/利息創出資産
4. 純利益と資産利益率の季節調整はDBJによる

# タイ：緩やかに回復している

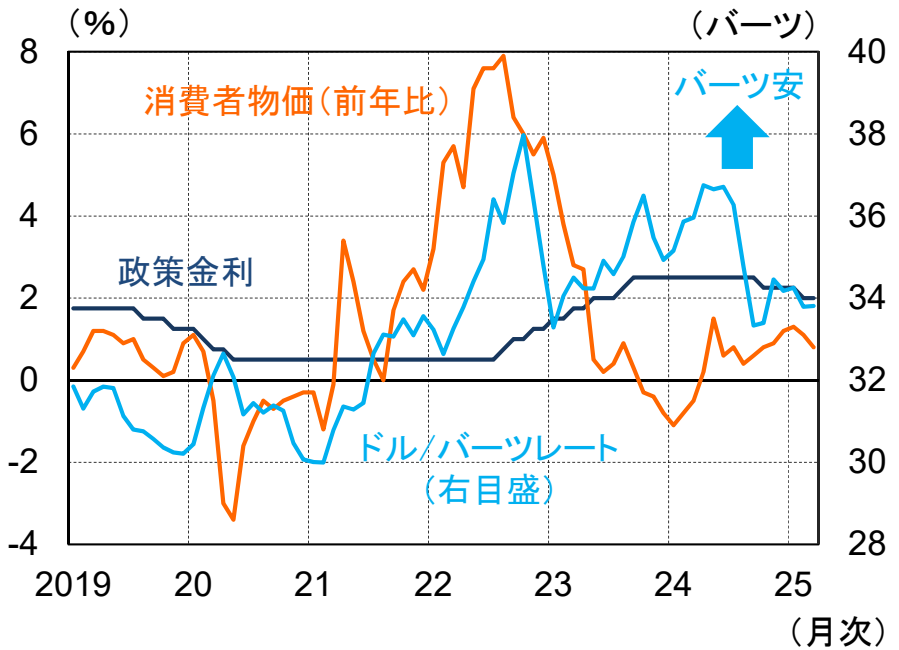
- 2024年10～12月期の実質GDPは前期比年率1.6%増加し、緩やかに回復している。建設や機械投資の低調により固定資本形成が減少したほか、インバウンド需要は堅調だったものの財が伸び悩み、輸出がやや減速した。民間消費は、政府が9月より順次進める家計への給付金により拡大したが、中銀総裁は、給付金が債務返済に充てられ、消費への効果が予想よりも限定的だったと述べた。
- 24年夏以降、消費者物価は1～3%とするインフレ目標の下限近くで落ち着くほか、通貨安圧力も和らいだ。中銀は2月会合で、24年10月会合以来の利下げを行い（2.25%→2.00%）、景気回復を後押しするとした。また、米国はタイの財輸出の18%を占める最大の相手国であり、相互関税による経済への影響が懸念される。3月末の大地震もあり、市場では4月会合で追加利下げが行われるとの見方が強まった。

## 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

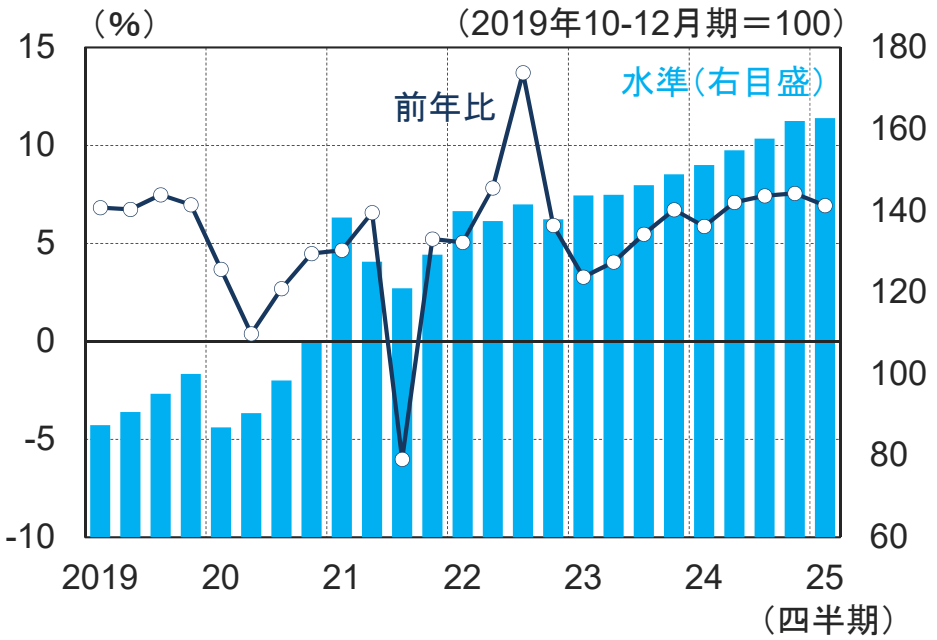



（備考）LSEG Datastream

# ベトナム：回復している

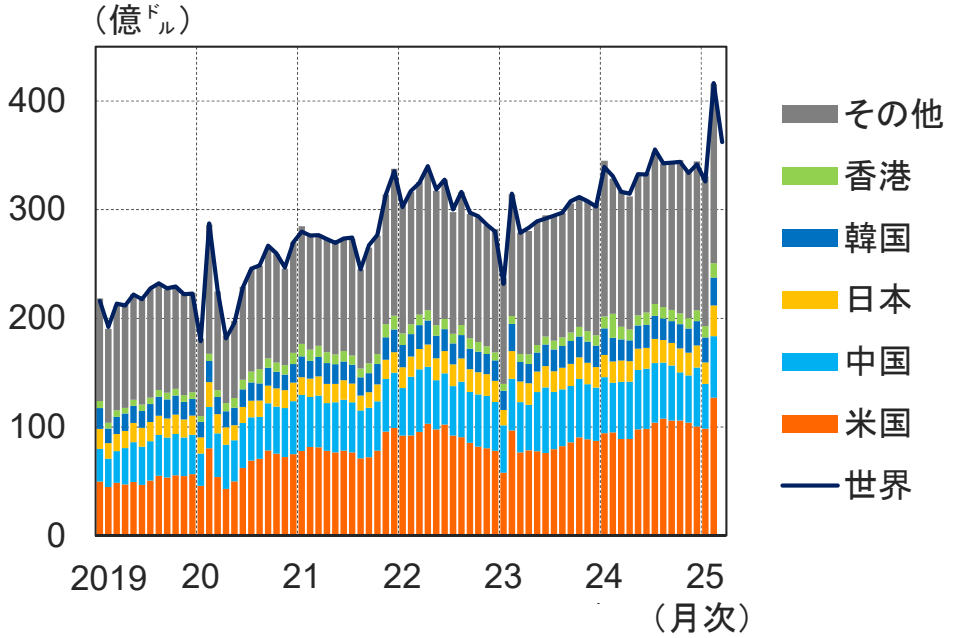
- 2025年1～3月期の実質GDPは前年比6.9%増加し、回復している。米国の追加関税発動前の駆け込み輸出がみられたほか、外国人旅行者数が過去最高を更新するなど外需を中心に堅調が続いた。
- ベトナムの輸出額の対GDP比は80%を超え、そのうち約3割が米国向けとなっている。トランプ政権の追加関税を懸念し、3/31に米国から輸入するLNGや自動車など一部の関税を引き下げたが、4/2に米国から46%の相互関税を課されることが発表された。これを受けて、トー・ラム国家主席はトランプ大統領との電話会談で米国製品への輸入関税をゼロに引き下げるための協議を行うことで合意した。

## 実質GDP成長率




（備考）ベトナム統計総局

## 仕向け地別輸出

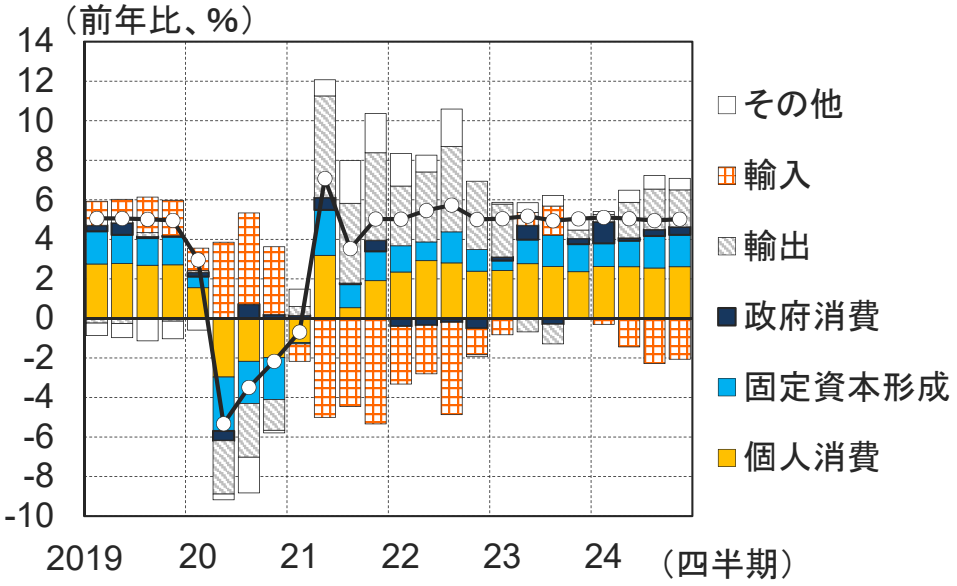



（備考）1. ベトナム税関総局　2. 季節調整はDBJによる

# インドネシア：回復している

- 2024年10～12月期の実質GDPは、前年比5.0%増加して回復が続いた。インフレ率の低下や利下げなどにより消費や固定資本形成が堅調に増加するほか、資源などの財やインバウンドなどのサービスにより、輸出の増加も続いた。
- インドネシアへの相互関税率は32%となり、ベトナムやタイより低いものの高水準となっている。ただし、世界4位の人口を有し内需主導型経済とされるインドネシアは、対米輸出依存度が低く、関税引き上げによる経済への影響は比較的小さいとみられている。また、ほかのASEAN諸国同様に対米関係の悪化を避けるため、政府は報復措置を取らず対話で解決策を模索する方針を示している。

## 実質GDP成長率




（備考）インドネシア中央統計庁

## 相互関税と対米貿易（24年）

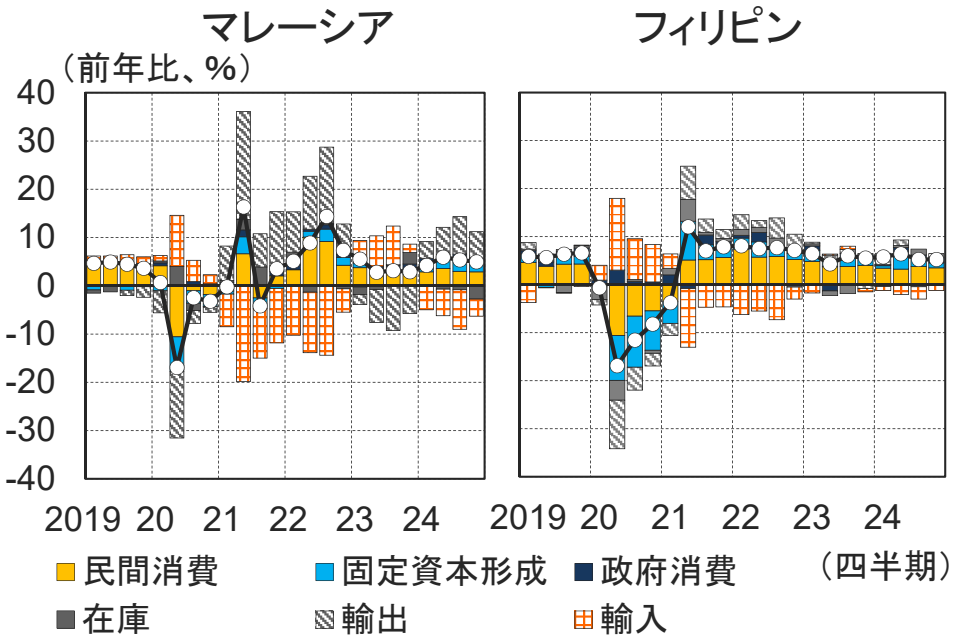
| | 相互関税率（%） | 対米黒字（億ドル） | 対米輸出 | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 億ドル | GDP比、% |
| ベトナム | 46 | 1,235 | 1,366 | 29.1 |
| タイ | 37 | 456 | 633 | 12.0 |
| インドネシア | 32 | 179 | 281 | 2.0 |
| マレーシア | 24 | 248 | 525 | 11.9 |
| フィリピン | 18 | 49 | 142 | 3.0 |
| 参考（日本） | 24 | 685 | 1,482 | 3.6 |

（備考）ホワイトハウス、米商務省、IMFによりDBJ作成

# マレーシア、フィリピン：緩やかに回復している

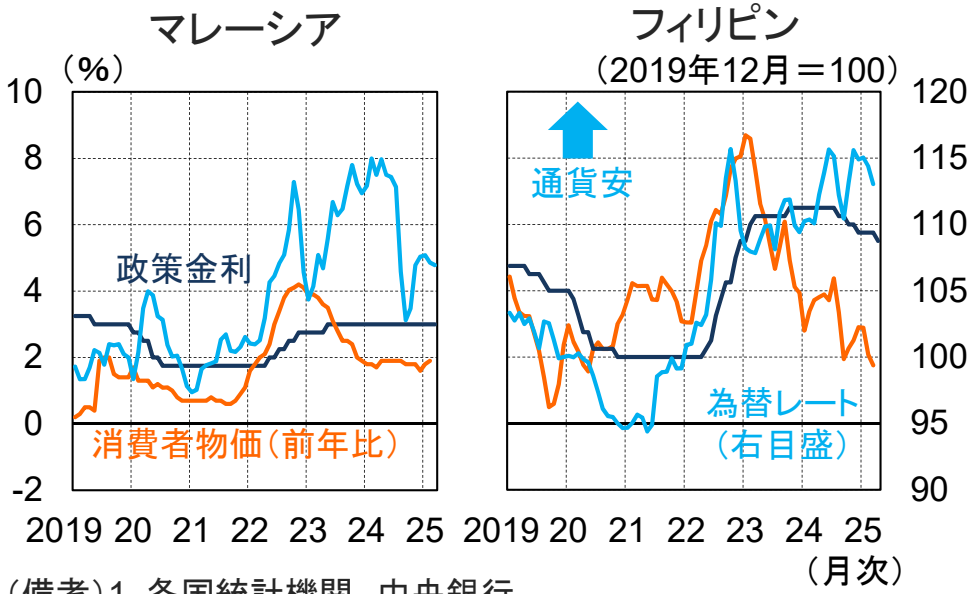
- マレーシアの24年10～12月期実質GDPは、前年比5.0%増加した。在庫の減少幅が拡大したものの、雇用の改善やインフレ率鈍化などにより、民間消費は堅調が続いた。中銀は、コアインフレ率が予測レンジ（1.5～2.5%）内で推移する中、足元のインフレ率と経済成長率は見通しと整合的であるとして、3月会合では引き続き政策金利を据え置いた。
- フィリピンの24年10～12月期実質GDPは、前年比5.2%増となった。台風による悪天候で農林水産業や観光業が低迷し、民間消費などがやや鈍化した。中銀は、インフレ率が中銀目標（2～4%）以下に鈍化する中、トランプ政権の関税政策により経済活動の下振れリスクが高まっているとして、4月会合では利下げを決定した。

## 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

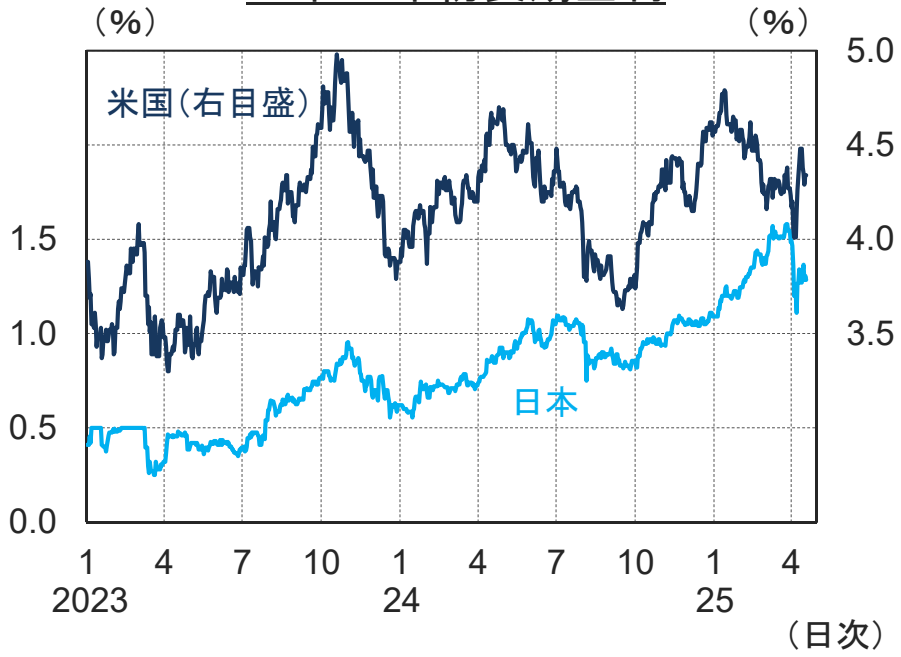
Section 4

# マーケット動向

# 長期金利：相互関税公表後、日米ともに大きく低下

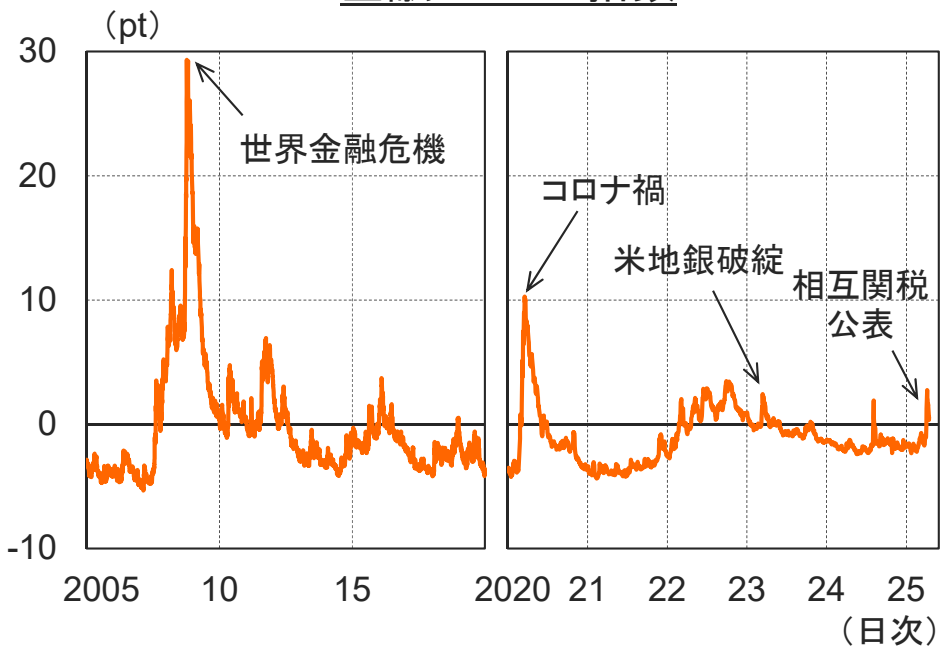
- 4/3に公表された米国の相互関税を契機に、世界的に景気が下振れるとの懸念が広がった。米国の長期金利は、公表後に一時4.0%へ低下したほか、日本の長期金利も1.1%に急低下した。相互関税率が想定よりも大きく、市場では驚きをもって受け止められた。中旬にかけてはヘッジファンドによる米国債の換金売りが出たと指摘され、米金利が急上昇する場面もあった。
- 金融市場における緊張や不安定さを測定する金融ストレス指数は、相互関税公表の数日後に急上昇した。世界金融危機やコロナ禍ほどではないものの、債券、株式、通貨が「トリプル安」となる中、米市場のボラティリティが急速に高まった。トランプ政権は国債価格の急落を受け相互関税の一時停止を決めたとの見方もある中、指数は関税停止後に反転したが、相互関税発動前の水準までは低下していない。

日米10年物長期金利




（備考）日本相互証券、米財務省

金融ストレス指数




（備考）米財務省金融調査局

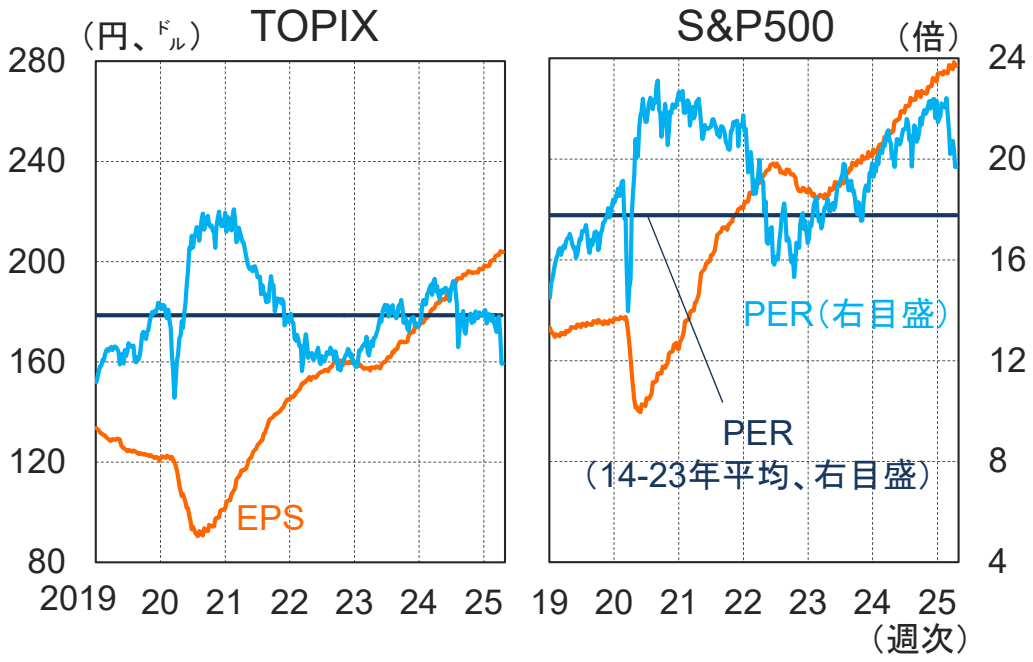
# 株価：日米ともに下落

- 日本と米国の株価は、米国の相互関税公表を受けて大幅に下落した後、90日間の一時停止が発表されると日米ともにやや持ち直した。関税政策の動向に応じて株価が上下する展開が続いているが、依然として景気下振れ懸念や米国の政策運営の不透明感が強く、日米ともに相互関税発表前の水準を下回っている。
- 日米の株価を、企業業績を反映するEPS（一株当たり利益）と、投資家の期待を反映するPER（株価収益率）に分解すると、PERは日米ともに相互関税の公表を受けて下落し、日本は過去平均を下回っている。EPSは日米ともに伸びが続いているが、今後トランプ政権の関税政策により企業収益に下押し圧力がかかることで低下が懸念される。

## 日米株価

（備考）LSEG Datastream

## 日米株価の予想EPS、PER

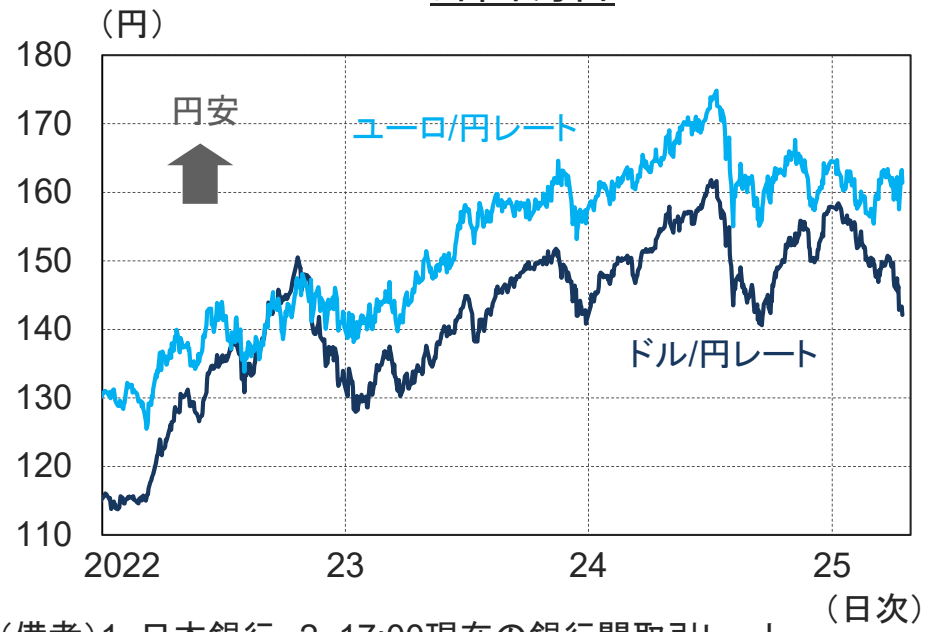



（備考）LSEG Datastream

# 為替:ドル円レートは円安が修正

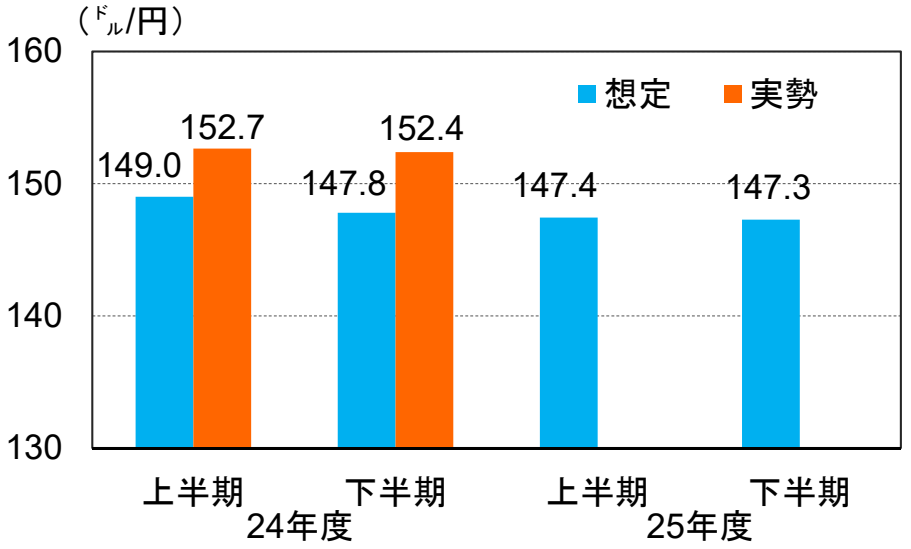
- 昨秋以降、米国の堅調な景気やインフレ率の拡大により米金利が上昇して年初は159円に円安が進んだ。その後、日本の金利上昇に伴う日米金利差の縮小により円安が修正された。4月上旬にトランプ政権は相互関税の90日間停止を決定したが、自動車関税、対中関税などによる世界経済の減速懸念や、金融市場の混乱からリスク回避が強まり、一時141円台に円安修正が進んだ。
- 3月の日銀短観によると、24年度は製造業企業の事業計画の前提となる想定為替レート約148円に対して実勢レートが152円程度となり、堅調な企業収益に寄与したとみられる。一方、25年度は想定レートは約147円と昨年度と大きく変わらないが、足元の実勢レートは予想レートを超えて円高が進んでいる。大規模なトランプ関税に加えて円高が進めば、企業収益の押し下げが懸念される。

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

企業(製造業)の想定為替レートと実勢レート

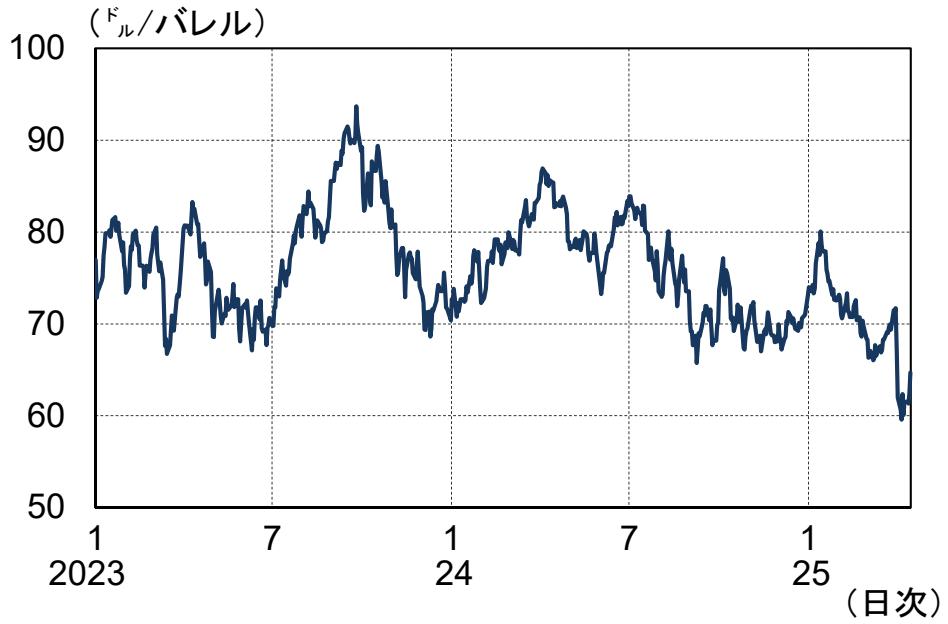



(備考)日本銀行

# 原油価格：一時50ドル台に下落

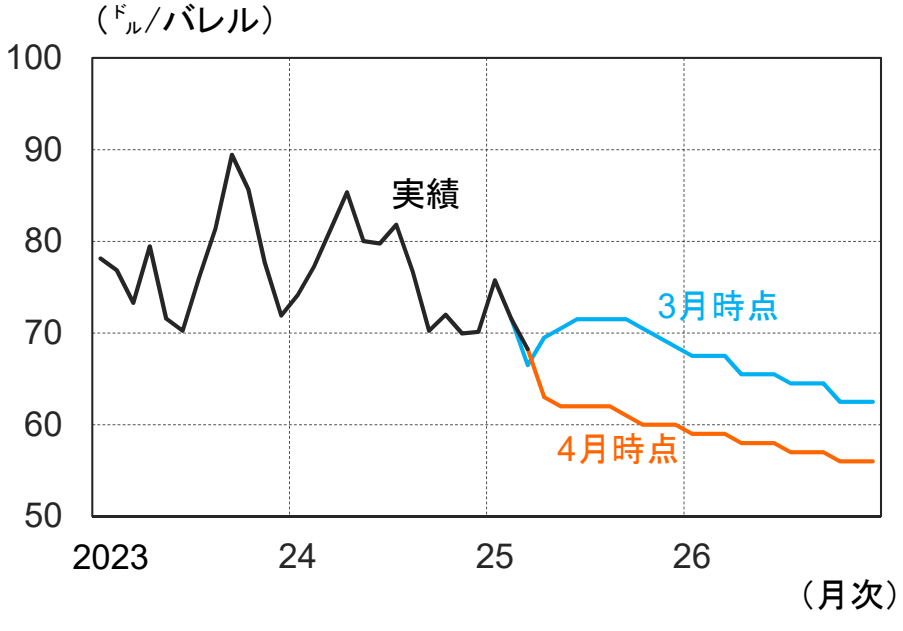
- WTI原油価格は、一時50ドル台後半に下落した。イスラム組織ハマスによるイスラエルへの攻撃再開などが上昇要因となる一方、トランプ政権による相互関税および中国などの対抗措置の発表を受けた景気減速懸念や、OPECプラスの増産決定による需給緩和観測が下落要因となった。
- EIAは、4/10公表の短期エネルギー見通しで原油価格を3月予測から引き下げた。OPECプラスによる増産のほか、非加盟国も増産を進めることで供給が拡大する一方、トランプ政権の関税政策により需要は縮小し、原油は供給超過が続くとした。

WTI原油価格




（備考）LSEG Datastream

原油価格見通し




（備考）EIA（米エネルギー情報局）

**©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