

最近の経済動向

2025年1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、2024年7～9月期GDP(2次速報)が、設備投資がマイナスとなったものの、消費が2期連続で増加したことなどで、前期比年率1.2%増とプラス成長を維持しました。緩やかな回復の動きがみられ、GDPの水準は潜在GDPに近づきつつあります。

海外経済は、米国は足元で雇用者数が堅調な伸びとなり、消費を中心に堅調な成長が続いています。欧州はインフレ鈍化により小売などの消費が上向くなど、緩やかに回復しています。中国は2024年10～12月期の実質GDPが純輸出や消費を中心に前年比5.4%増加し、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	34

* 本資料は原則として1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1月	2025年2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	横ばい
公共投資	緩やかに持ち直し	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	減速懸念がある中、緩やかに成長	幾分の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	持ち直しが緩やかになっている	持ち直しの兆し

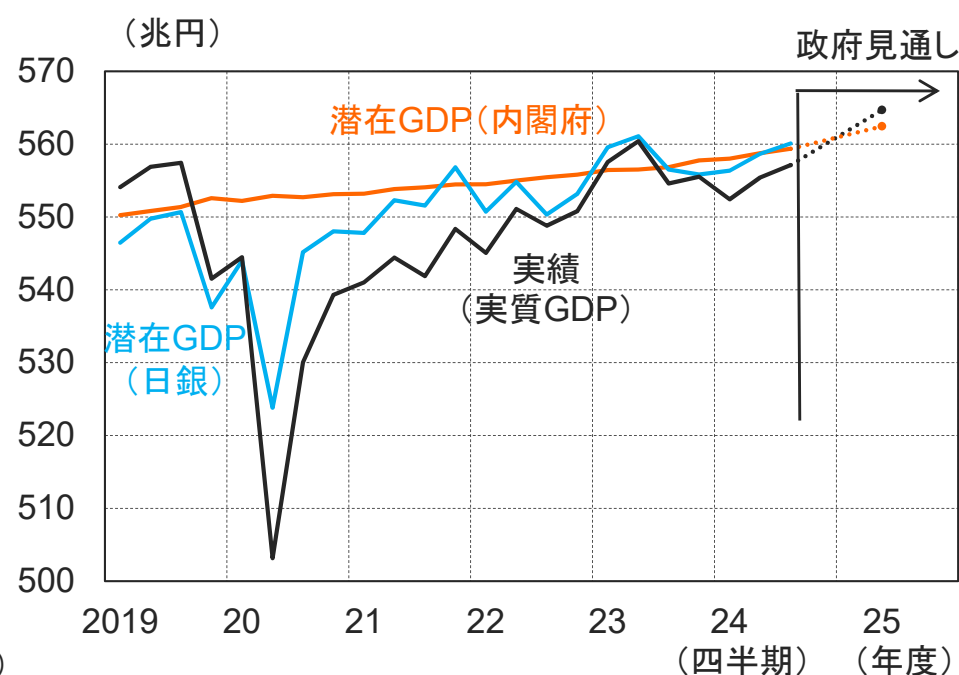
(備考) 上方修正の場合は赤字、下方修正の場合は青字で表記

Section 2

日本経済

- 2024年7～9月期実質GDP(2次速報)は、1次速報(前期比年率0.9%増)から上方修正となり、同1.2%増となった。上方修正の要因は輸出や在庫投資などである。消費はやや下方修正となったが、消費を中心に回復しているという全体像に変化はない。日本経済は、緩やかな回復の動きがみられる。
- 2期連続のプラス成長となったことから、GDP水準は潜在GDPに近づきつつある。12月の経済財政諮問会議では、直近の潜在GDPの伸びが今度も続くとした場合、25年度にGDPギャップがプラス(実績GDP > 潜在GDP)になるとの見通しが発表された。潜在GDPは厳密な供給制約を示すものではないが、人手不足が指摘される中、今後のGDPギャップのプラス転換予想は成長の天井を意識させるものとなっている。

実質GDPと潜在GDP

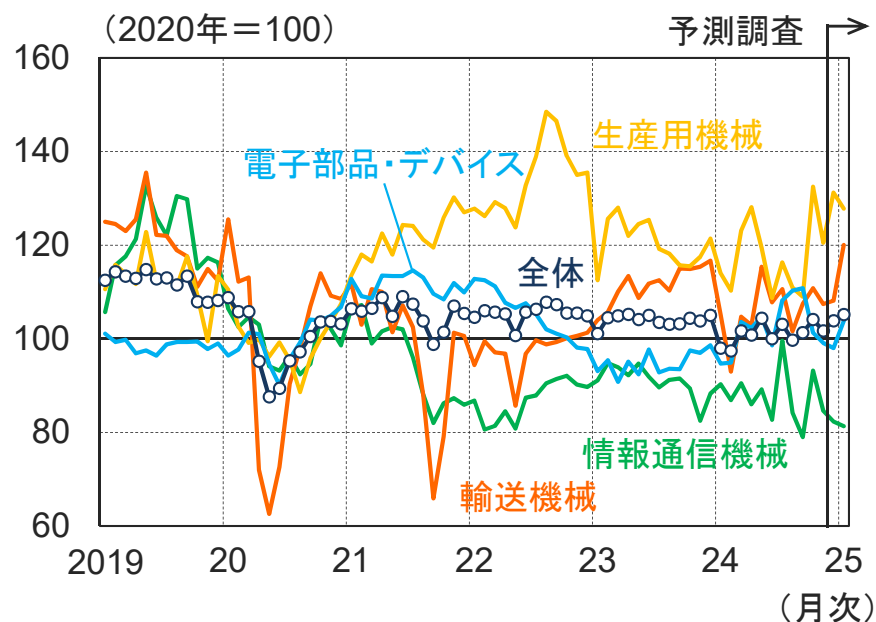


(備考)1. 内閣府、日本銀行 2. 25年度は年度予測値

鉱工業生産は均せば横ばい

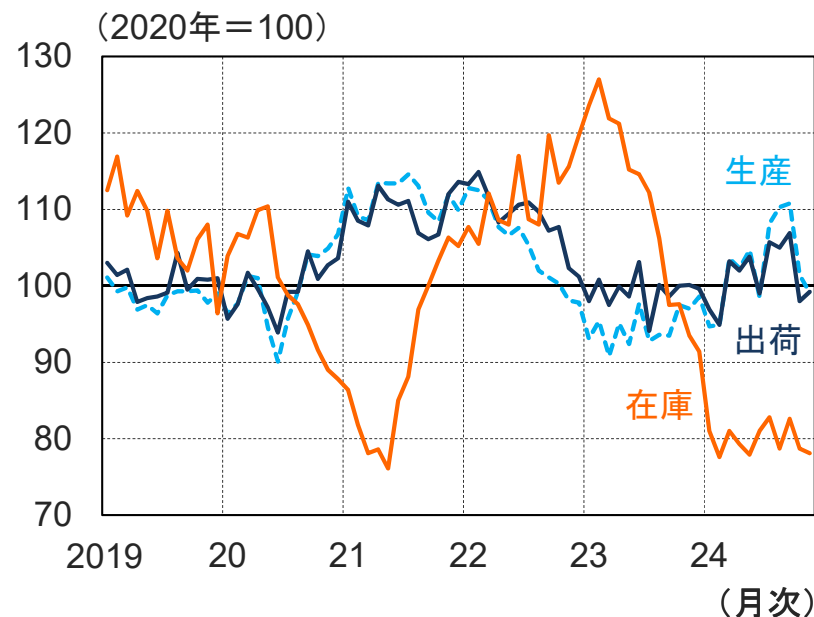
- 11月の鉱工業生産は、一部車種の生産停止により自動車が増減した輸送機械や、前月の大幅増の反動があった生産用機械などが減少した。全体では10月から減少したが、基調としては24年春以降横ばいが続いている。先行きは、生産用機械や輸送機械などにより増加する計画となっている。
- 電子部品・デバイスの出荷は、24年以降、集積回路などにより増加していたが、11月は前月の大幅減から小幅な増加にとどまった。在庫は、23年以降シリコンサイクルの回復とともに在庫調整が進み減少したが、24年に入り調整が一巡した。24年から均すと横ばいとなっており、需要増加を見込んだ在庫の積み増しには転じていない。今後は、12月下旬に熊本県の半導体工場が稼働を開始しており、生産や出荷の増加が期待される。

鉱工業生産



(備考)経済産業省

電子部品・デバイスの出荷と在庫

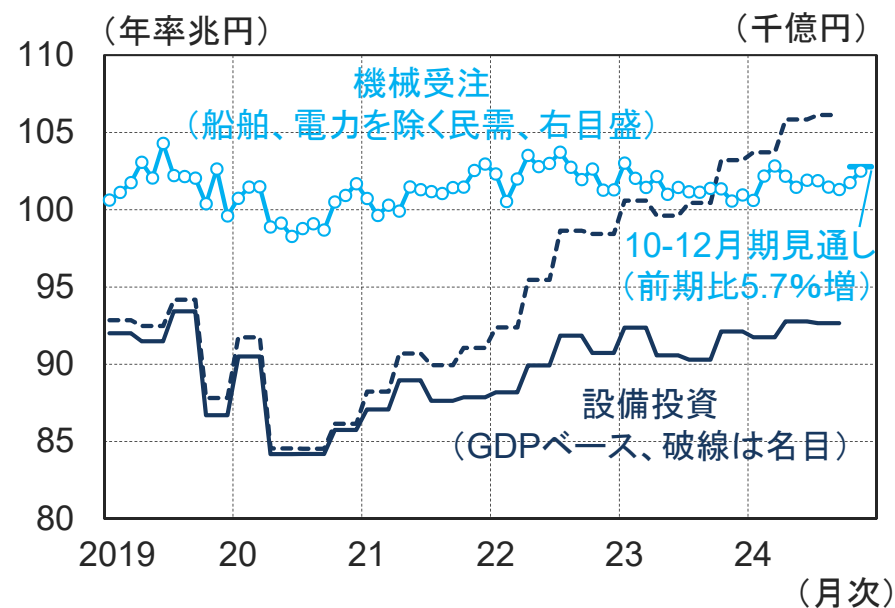


(備考)経済産業省

設備投資は横ばい

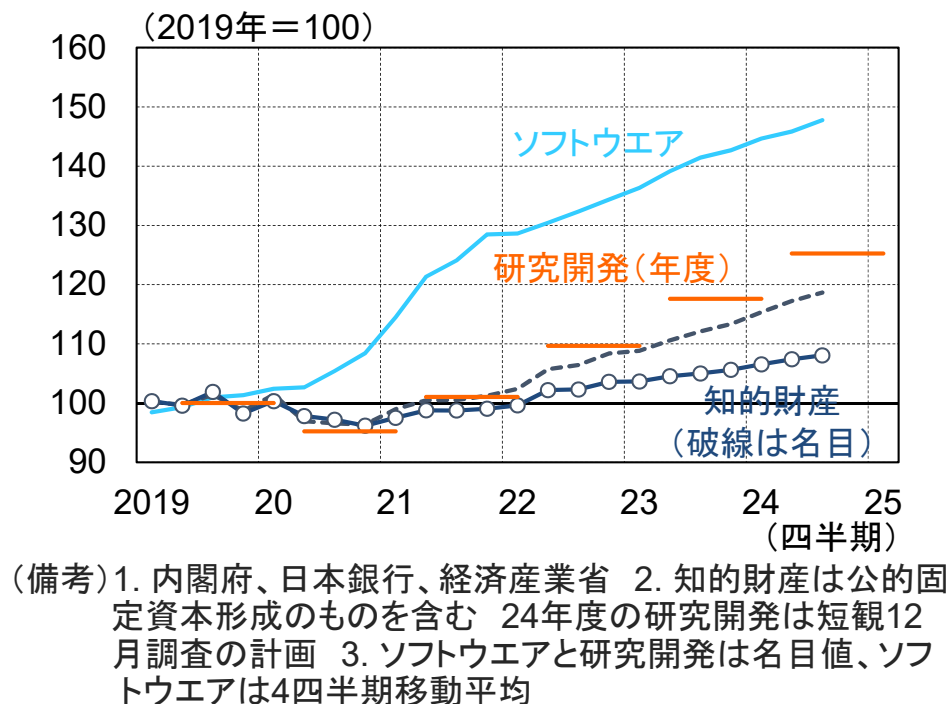
- 7～9月期の実質設備投資（GDPベース）は、前期比年率0.5%減少した。企業の旺盛な設備投資意欲に比べると弱く、均してみると24年に入って横ばいとなっている。機械投資の先行指標である機械受注は、11月は製造業、非製造業ともに増加した。24年春頃から9月まで弱い動きとなっていたが、10月からは製造業がけん引し持ち直している。
- 設備投資の約3割を占める知的財産ソフトウェア、研究・開発、鉱物探査・評価、娯楽作品原本）は、コロナ前の水準を回復した22年以降堅調に増加しており、設備投資を下支えしている。堅調な企業業績が続く中、ソフトウェアでは省人化やAI活用、研究開発では自動車の電動化や脱炭素化への対応を受けて、ソフトウェア、研究開発ともに22年以降大きく増加した。

設備投資、機械受注



(備考) 1. 内閣府 2. 設備投資は四半期

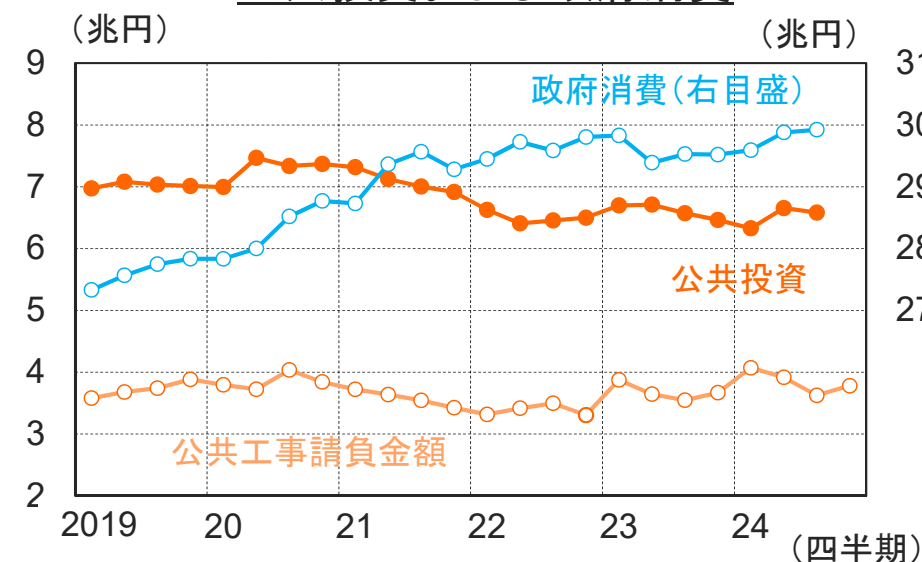
知的財産への投資



公共投資は底堅い、住宅投資は横ばい

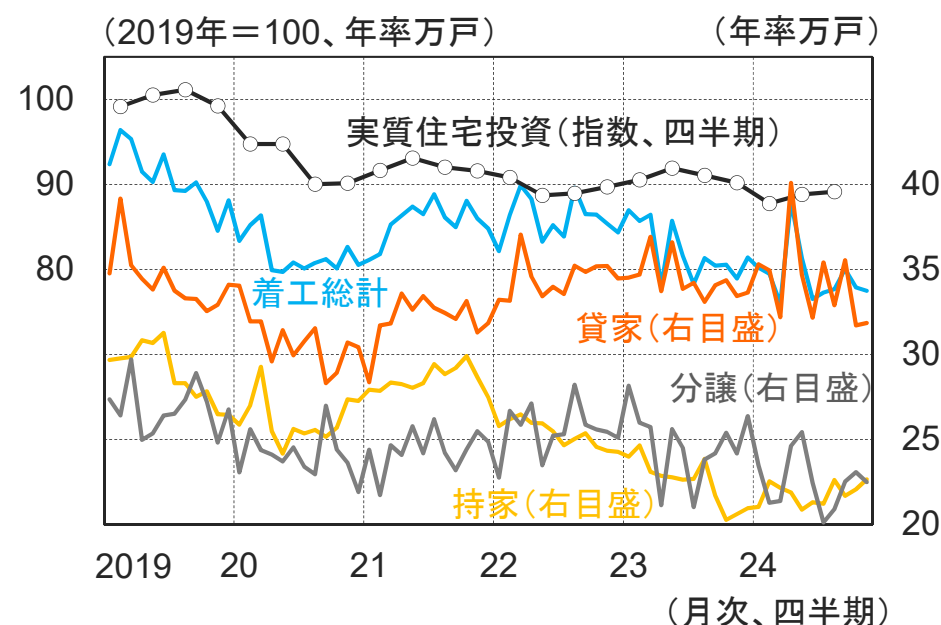
- 7～9月期の実質公共投資（GDPベース）は、前期比年率4.3%減となった。24年度に入り持ち直した後は先行指標の公共工事請負金額が減少して横ばい基調となり、今後は24年度補正予算がやや増額することなどもあり、底堅く推移するとみられる。政府消費は同0.6%増となった。23年度はコロナ関連予算の縮小などで減少したが、24年度以降増加し、今後も社会保障費を中心に増加が続くとみられる。
- 7～9月期の実質住宅投資（GDPベース）は前期比年率1.4%増加した。11月の住宅着工戸数は、持家が增加したものの分譲が減少し前月比0.5%減となり、24年以降横ばいとなっている。住宅ローン減税の子育て世帯等に対する優遇措置の1年延長（25年末まで）や雇用所得環境の改善は、今後の住宅投資のプラス材料となるものの、建築費の高止まりもあり、今後も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24年10-12月期は10-11月のみで計算

住宅投資と着工戸数

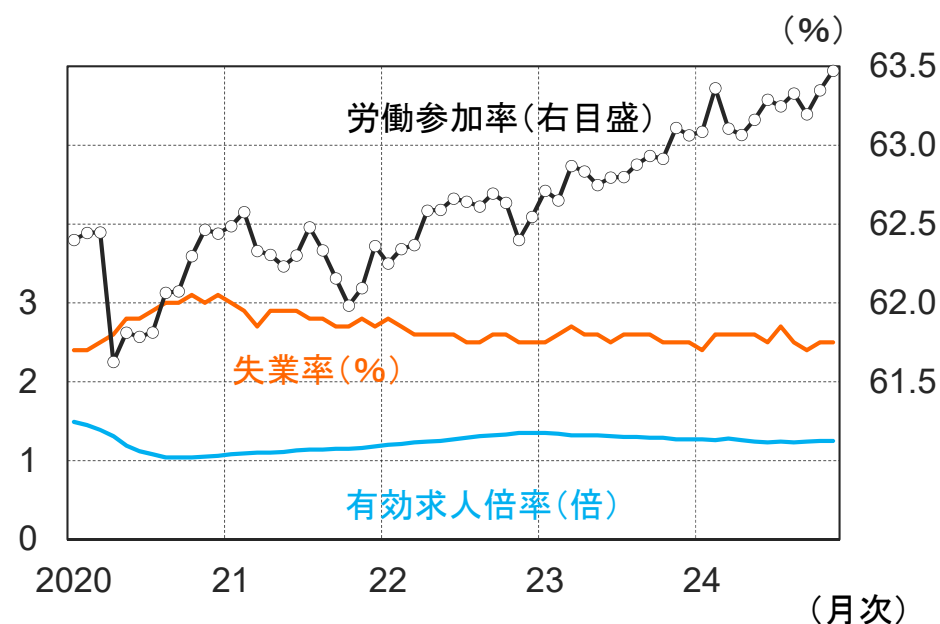


- (備考) 国土交通省、内閣府

雇用は改善している

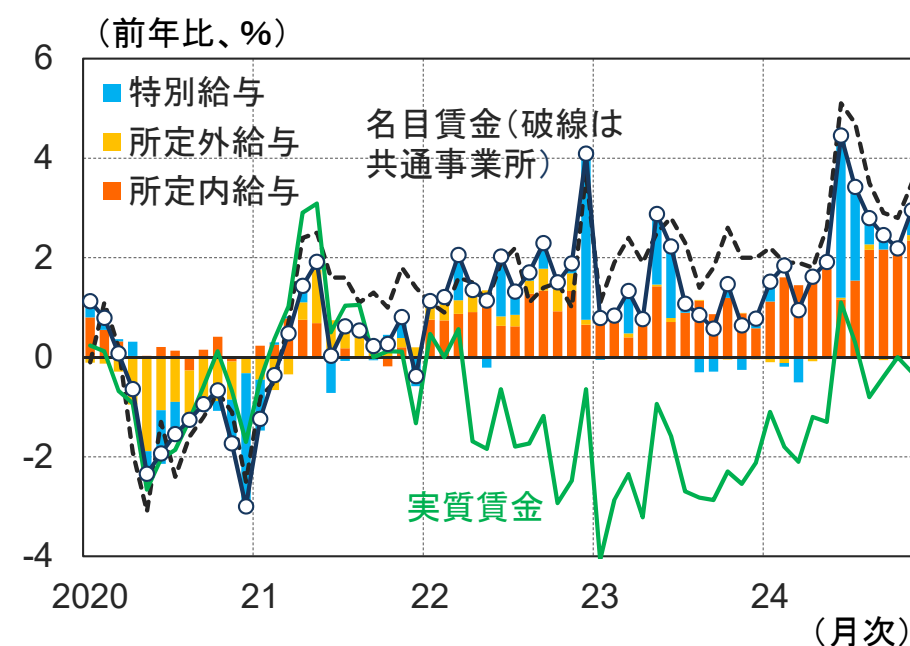
- 11月の失業率、有効求人倍率は前月から横ばいとなった。就業者数は2ヵ月連続で過去最高を更新し、高水準にある労働参加率が引き続き上昇するなど、雇用は改善している。
- 11月の賃金は、所定内給与がやや拡大し前年比3.0%増となった。実質賃金は、エネルギーなどにより消費者物価の伸びが高まり、小幅にマイナスとなった。24年度内は、所定内給与は堅調な伸びが続く一方で物価は高止まるとみられ、実質賃金は0%近傍での推移が見込まれる。

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

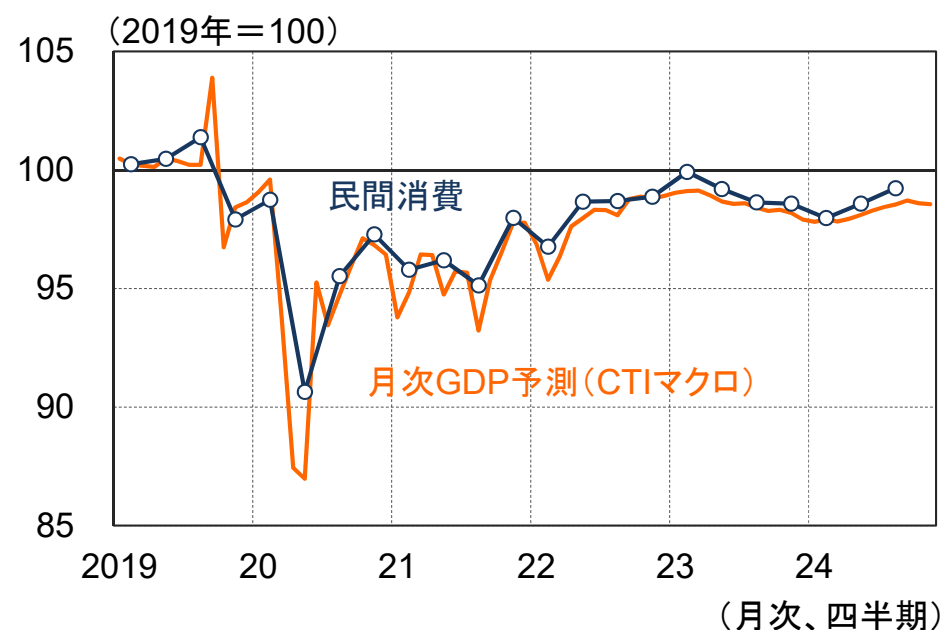


(備考)厚生労働省

消費は緩やかな回復の動きがみられる

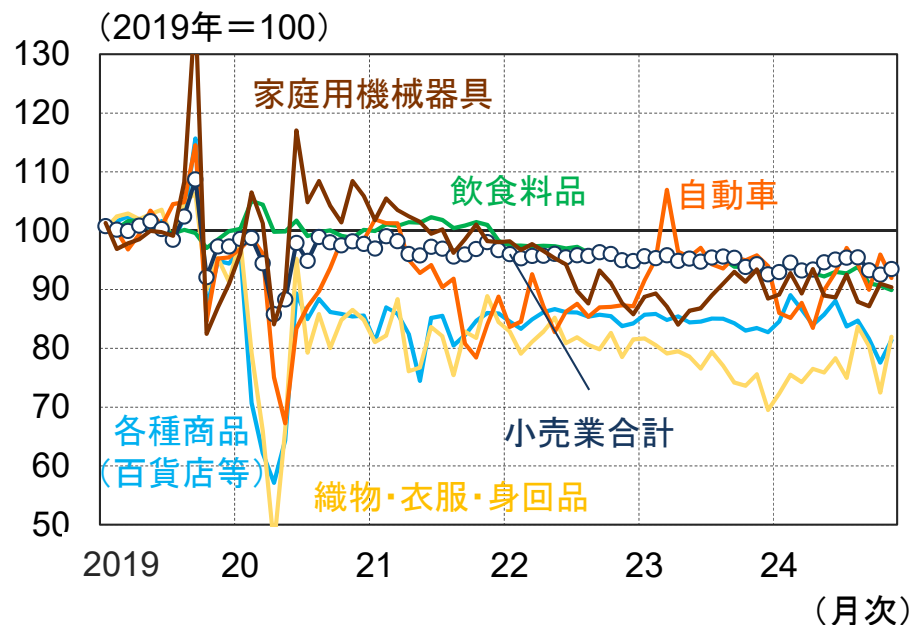
- 7～9月期の実質民間最終消費（GDPベース）は、前期比年率2.8%増加し2期連続のプラスとなった。11月の月次推計（総務省、CTIマクロ）は、自動車などの耐久財が減少したものの、衣料品などの半耐久財が増加し、横ばいとなった。
- 11月の実質小売業販売額は、自動車が一部自動車メーカーの生産停止などで減少したものの、織物・衣服・身回品が気温の低下による冬物商材の好調で増加し、前月比1.0%増となった。3ヵ月ぶりの増加となったが、実質賃金の伸び悩みなどもあり夏場以降ややもたついている。

実質民間消費



(備考)内閣府、総務省

実質小売業販売額

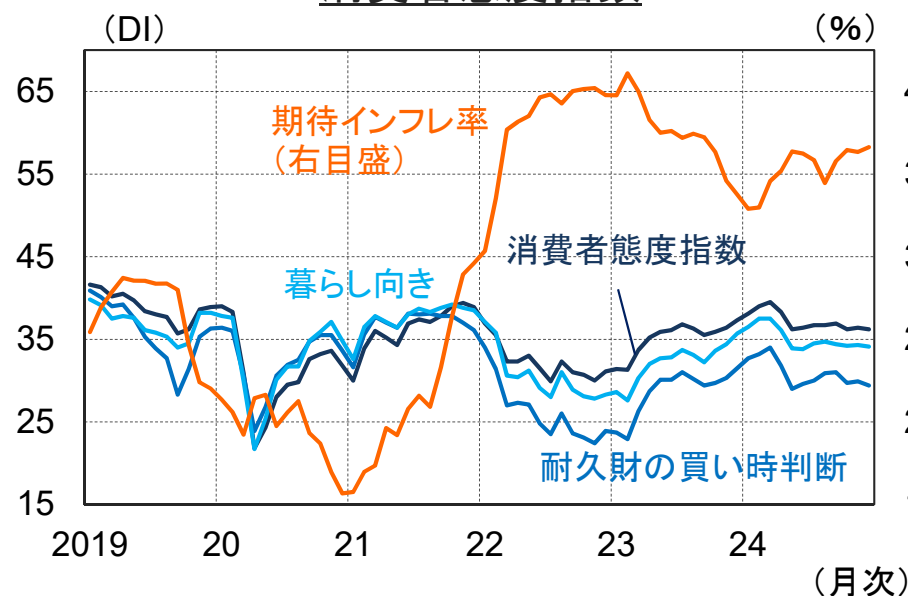


(備考)経済産業省

消費者マインドはインフレ率高止まりにより足踏み、足元で家計貯蓄率が上昇

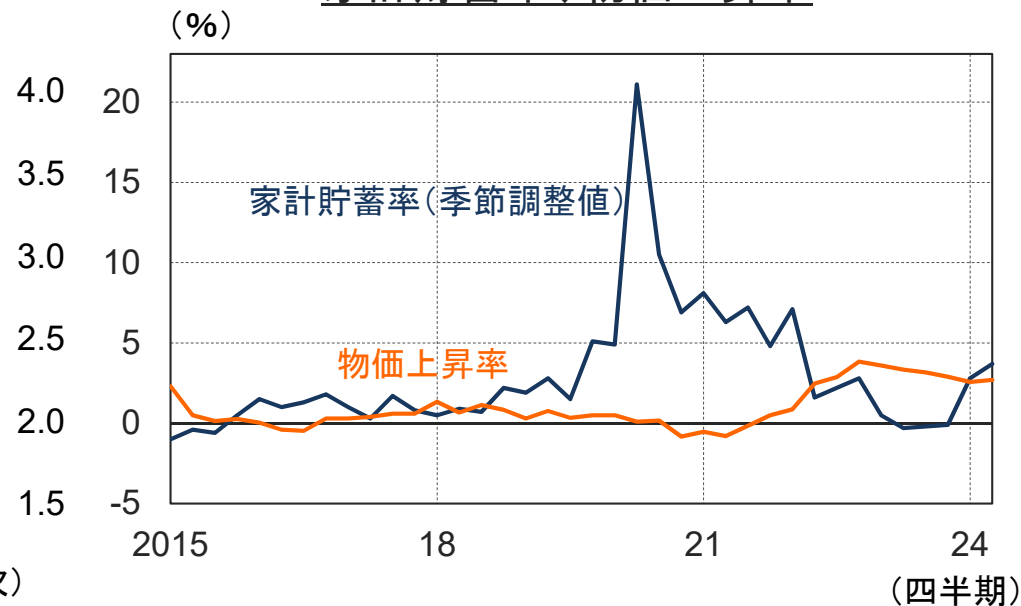
- ▶ 12月の消費者態度指数は、「耐久財の買い時判断」や「暮らし向き」などが前月から低下し、全体で小幅に低下した。24年初以降インフレ率が高止まる中、期待インフレ率の上昇が一因となり、改善が足踏みしている。
- ▶ 家計貯蓄率は20年頃、コロナ禍で消費が停滞する中で大きく上昇した。22年以降は消費の持ち直しのほか物価上昇もあり低下が続き、23年4～12月期においてはマイナスとなった。24年に入ると、定額減税などで所得が増加する中、自動車の認証不正問題などもあり消費が伸び悩み、再び貯蓄率が上昇している。

消費者態度指数



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

家計貯蓄率、物価上昇率

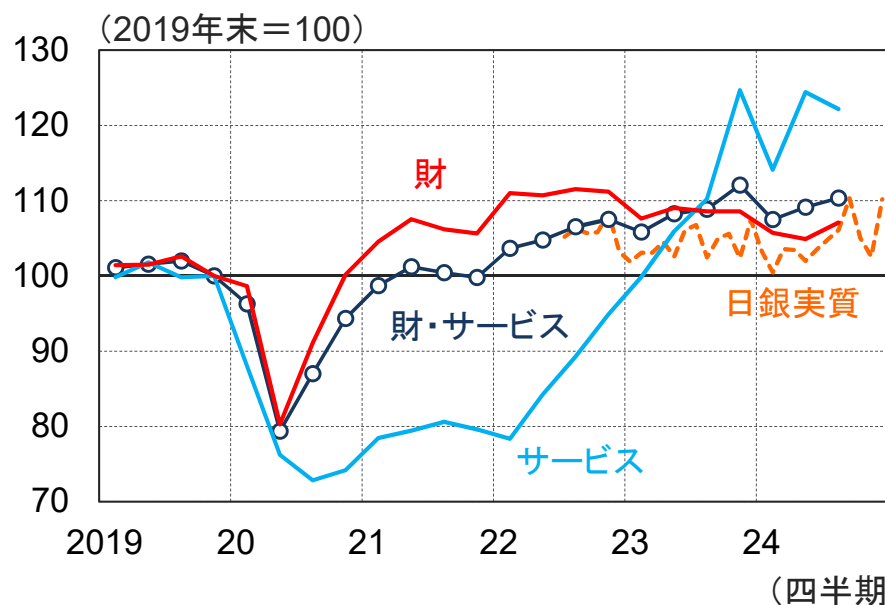


(備考) 1. 内閣府、総務省 2. 家計貯蓄率＝家計貯蓄/(家計可処分所得＋年金基金年金準備金の変動(受取)) 3. 物価上昇率は消費者物価総合前年比

輸出は横ばい

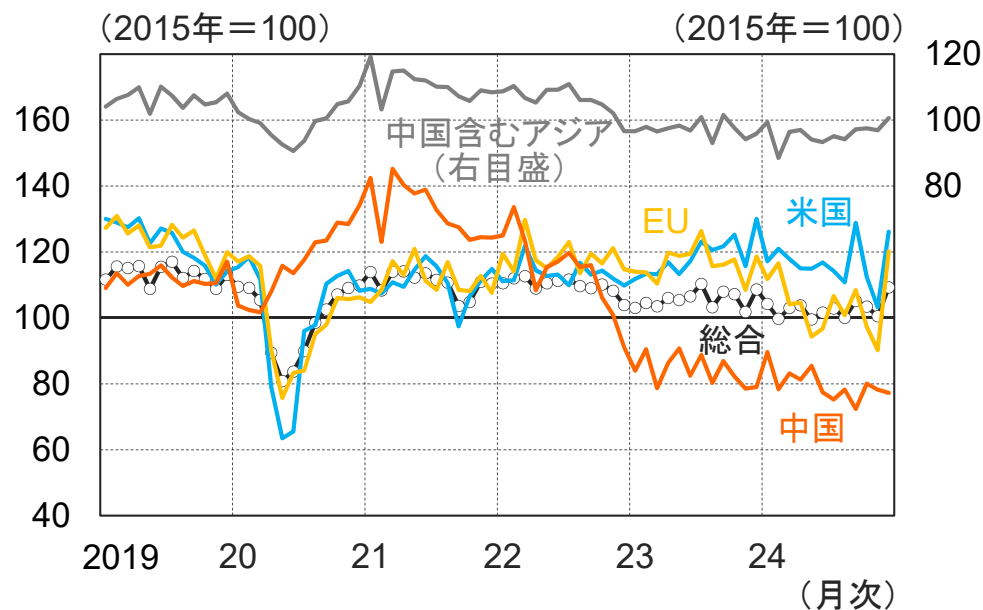
- ▶ 7～9月期の実質輸出（GDPベース）は前期比年率4.5%増加し、均してみると23年半ば以降横ばいが続いた。財輸出は、一部自動車メーカーの生産再開に伴う輸送用機器の増加が一服したもの、アジア向けの半導体等電子部品など電気機器で増加した。前期に大きく増加したサービス輸出は、8月の地震や台風に伴う一時的なインバウンド需要の低下により減少した。
- ▶ 12月の日銀実質輸出は前月比7.4%増、輸出数量指数は同8.7%増加した。国・地域別にみると、米欧向けが前月に大きく減少していた自動車などの輸送用機器を中心に幅広い品目で上昇する一方、中国向けは弱い動きが続いた。先行きは、米国が緩やかな景気減速となる中、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、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

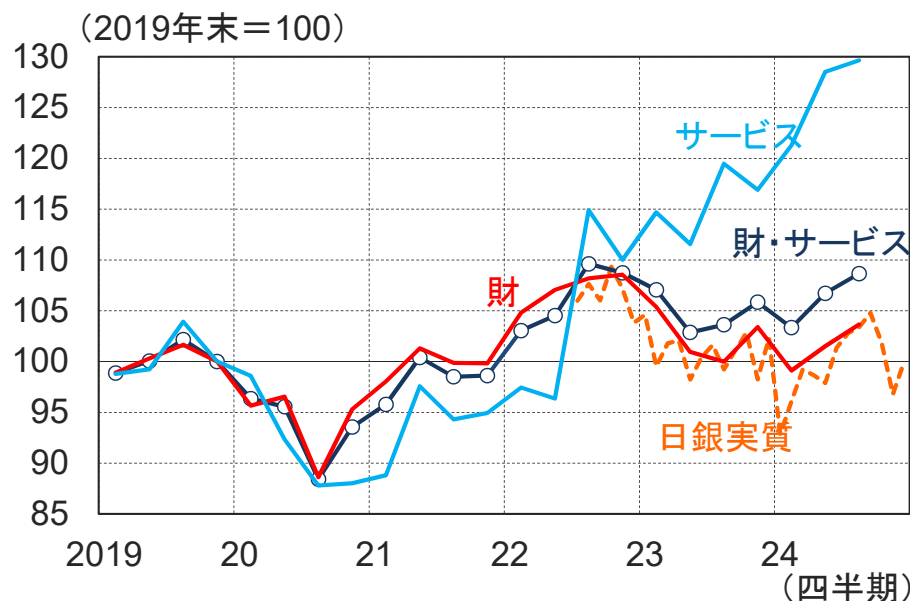


(備考) 財務省、内閣府

輸入は横ばい、経常収支は黒字が拡大

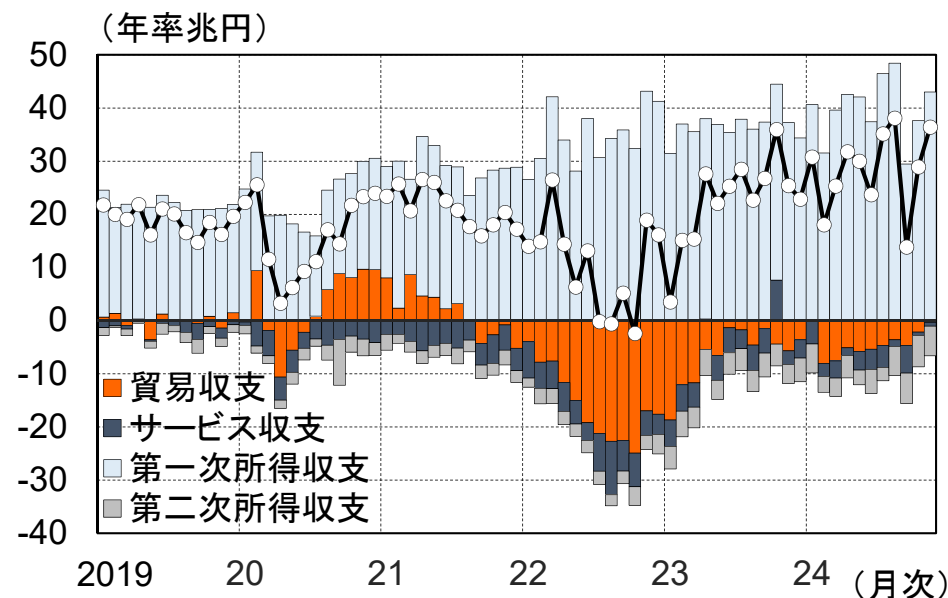
- 7～9月期の実質輸入（GDPベース）は前期比年率7.4%増加し、23年初以降内需がもたつく中、横ばいが続いた。財輸入が、医薬品などの化学製品や電気機器などで増加したほか、サービス輸入も日本人の海外旅行の持ち直しにより旅行サービスへの支払いが増加した。
- 11月の経常収支は、前月から黒字が拡大した。第一次所得収支は海外子会社からの配当金の受取増加などにより黒字が拡大したほか、貿易収支も輸入の減少幅が輸出の減少幅を上回り赤字が縮小した。サービス収支は、訪日外客数の増加に伴い旅行収支の受取は増加したものの、その他サービス収支を中心に赤字が拡大した。

実質輸入（GDPベース）



(備考) 1. 内閣府、日本銀行 2. 日銀実質は月次、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

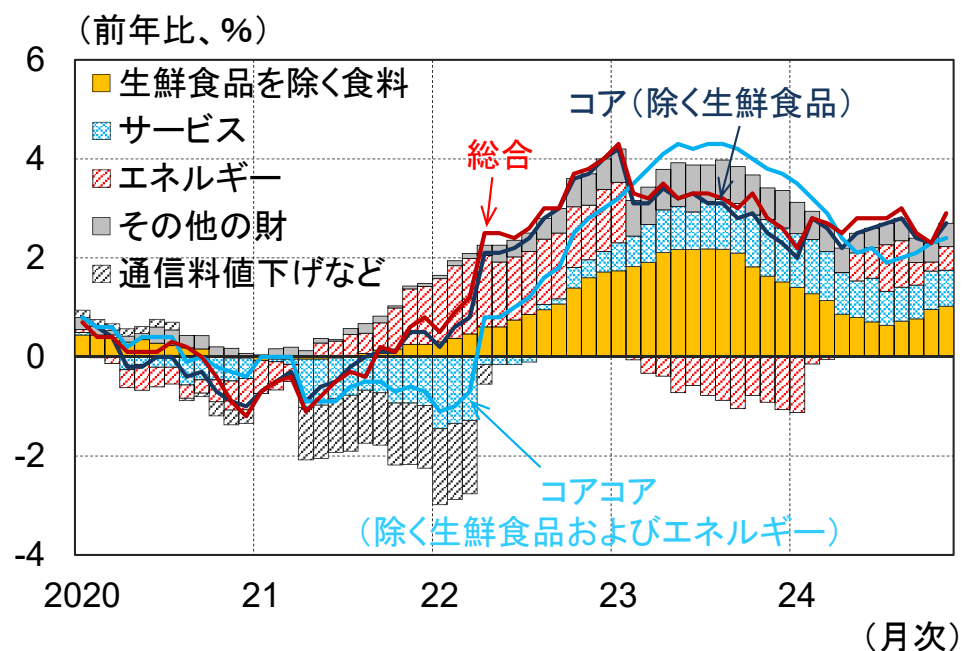


(備考) 財務省

消費者物価の伸びは小幅に上昇

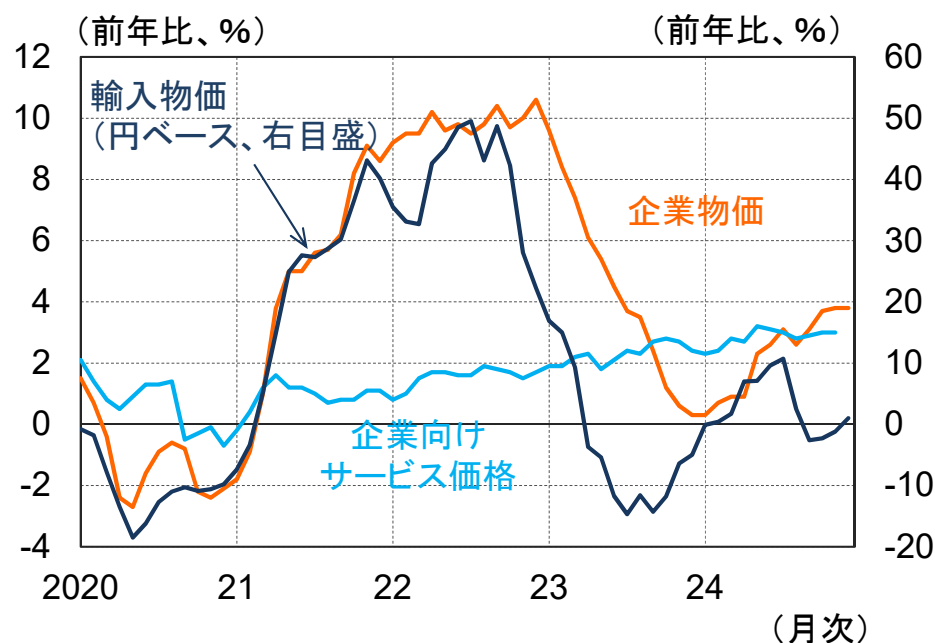
- 11月消費者物価（総合）の伸びは、24年夏の雨不足による不作で生鮮食品が高騰したことなどにより、前年比2.9%に拡大した。生鮮食品を除くコアは、物価高対策の縮小により拡大し、同2.7%となった。また、生鮮食品およびエネルギーを除いたコアコアも、米類など食料により同2.4%に小幅に上昇した。
- 12月企業物価の伸びは、酷暑乗り切り緊急支援の終了によるエネルギーの拡大などで前年比3.8%となり上昇基調が続いた。12月輸入物価（円ベース）は、原油価格が低下する一方、円安により4ヵ月ぶりにプラスに転じた。11月企業向けサービス価格の伸びは前月から小幅に拡大し、同3.0%となった。22年以降緩やかな拡大傾向にあり、堅調な賃金の伸びが続けば、25年も上昇基調が継続するとみられる。

消費者物価



(備考) 1. 総務省 2. 内訳はコアCPIに対する寄与度

企業物価、輸入物価、企業向けサービス価格

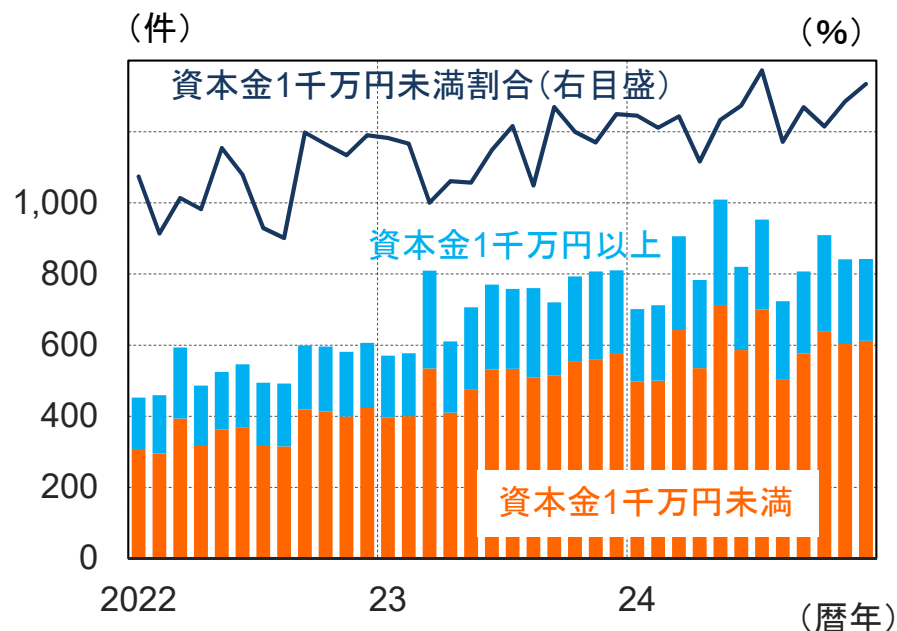


(備考) 日本銀行

倒産は横ばい、不良債権比率は低水準が続く

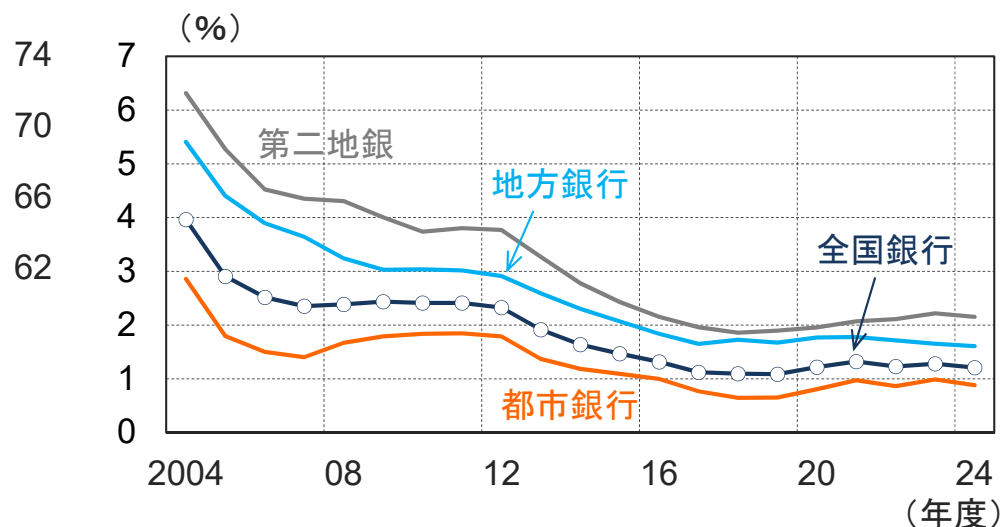
- 12月の企業倒産件数は842件となり、ゼロゼロ融資の返済開始がピークを迎えた24年春以降、横ばいとなっている。24年通年では、資本金1千万円未満の企業を中心に倒産が増加し、11年ぶりに1万件を超えた。倒産件数は歴史的にみれば高水準ではないものの、今後も人手不足による供給制約や人件費の上昇、十分な価格転嫁が進まないことなどにより、横ばいが続く可能性がある。
- 24年度中間期の銀行不良債権比率は、前年度末から低下した。与信残高の多い都市銀行の低下幅が比較的大きく、地方銀行や第二地銀も低下した。倒産件数は13年以降の異次元緩和前の水準に増加したが、企業全体では業績が底堅い中、不良債権比率は歴史的な低水準が続いている。

資本金別倒産件数



(備考) 東京商工リサーチ

不良債権比率



(備考) 1. 全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」、「全国銀行決算発表」によりDBJ作成 2. 年度末時点、24年は中間期末時点 3. 不良債権比率＝金融再生法開示債権/総与信残高

Section 3

海外經濟

IMF世界経済見通しアップデート(25年1月):25年成長率を上方修正

- IMFは1/17に世界経済見通しを改定し、25年の成長率を3.3%と上方修正した。堅調な米経済を反映し米国の成長率を大きく引き上げたことが主因である。また、中国についても、足元で打ち出されている財政金融両面での政策効果を織り込み、25・26年ともに上方修正している。
- 今後については、米国は上振れの可能性がある一方、他の大半の国では下振れリスクが強いとしている。挙げられたリスクは米国新政権の政策を意識したものが多く、規制緩和や減税は米国にはプラスの可能性があるが、他国ではマイナス要素が大きいとした。また、関税は世界全体にマイナス、関税などに伴うインフレ圧力も高金利を招き世界経済に負の影響をもたらす、としている。

地域別の成長見通し

(前年比、%)

	2023	2024(見込)	2025(予)	2026(予)
世界	3.3	3.2 (3.2)	3.3 (3.2)	3.3 (3.3)
先進国	1.7	1.7 (1.8)	1.9 (1.8)	1.8 (1.8)
米国	2.9	2.8 (2.8)	2.7 (2.2)	2.1 (2.0)
ユーロ圏	0.4	0.8 (0.8)	1.0 (1.2)	1.4 (1.5)
英国	0.3	0.9 (1.1)	1.6 (1.5)	1.5 (1.5)
日本	1.5	▲0.2 (0.3)	1.1 (1.1)	0.8 (0.8)
新興国	4.4	4.2 (4.2)	4.2 (4.2)	4.3 (4.2)
中国	5.2	4.8 (4.8)	4.6 (4.5)	4.5 (4.1)
インド	8.2	6.5 (7.0)	6.5 (6.5)	6.5 (6.5)
ASEAN	4.0	4.5 (4.5)	4.6 (4.5)	4.5 (4.5)

(備考)1. IMF(国際通貨基金) 2. ()内は24年10月時点、青字は下方修正、赤字は上方修正 3. ASEANは主要5カ国

今後のリスク

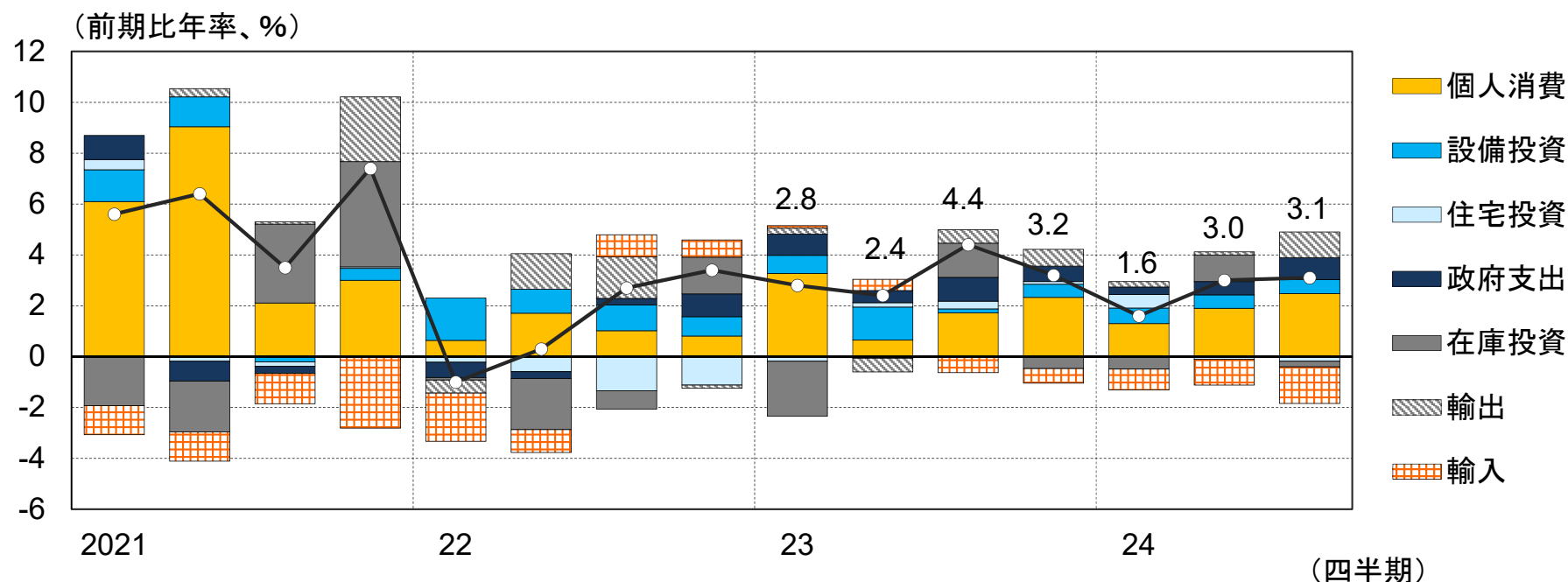
米国では上振れる可能性がある一方、他の大半の国では下振れリスクが強い	
米国における規制緩和	米国の成長に拍車がかかる可能性が一方、ドル高が新興国からの資本流出を招く恐れ
米国における減税などの拡張政策	短期ではプラスとなる可能性があるが、緩和的な財政政策が米国債の安全資産としての地位を揺るがし、市場に混乱をもたらす恐れ
関税などの保護主義政策	防衛摩擦の悪化、投資の減少、市場の効率性低下などにより、成長は短期的にも中期的にも低下する可能性
関税などによるインフレ圧力	各国中央銀行が利上げに転じる可能性があり、高金利が続くと負の影響

(備考)IMF

米国：幾分の減速が見込まれるも堅調に成長

- 2024年7～9月期の実質GDP(確定値)は、前期比年率3.1%増となり、改定値(同2.8%)から上方修正された。好調な内需により輸入は拡大したが、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。今後は雇用や消費などの鈍化により幾分減速するものの、堅調な成長が見込まれる。24年通年の成長率は、2%台後半になるとみられている。
- 1/20に第2次トランプ政権が発足し、複数の大統領令(覚書と布告を含む)が出されている。移民、エネルギー、多様性など様々な分野に及んでおり、関税の引き上げがないもののその前提ともいえる貿易赤字の調査や外国歳入庁の設立などが含まれた。

実質GDP成長率

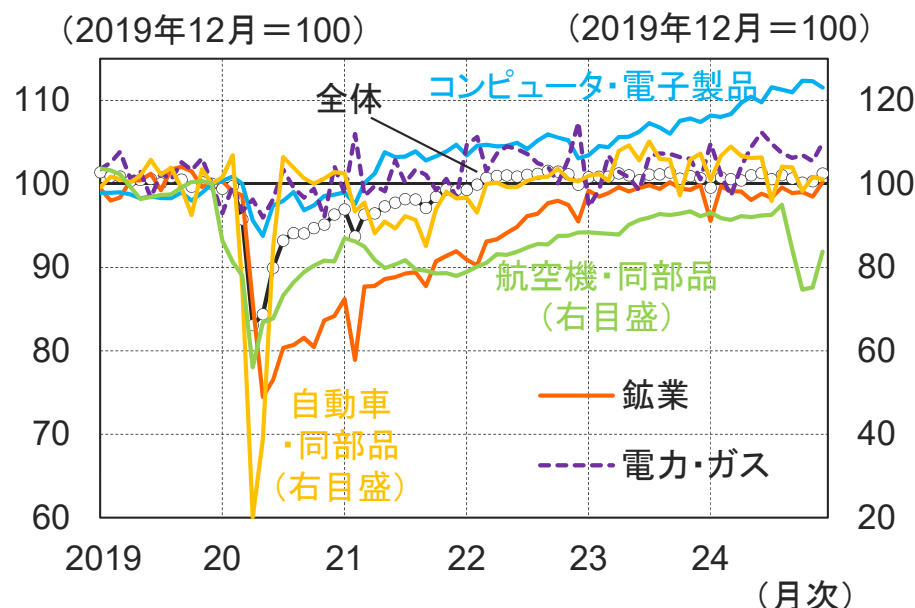


(備考)米商務省

米国：鉱工業生産は横ばいの動き、製造業の景況感は改善の兆し

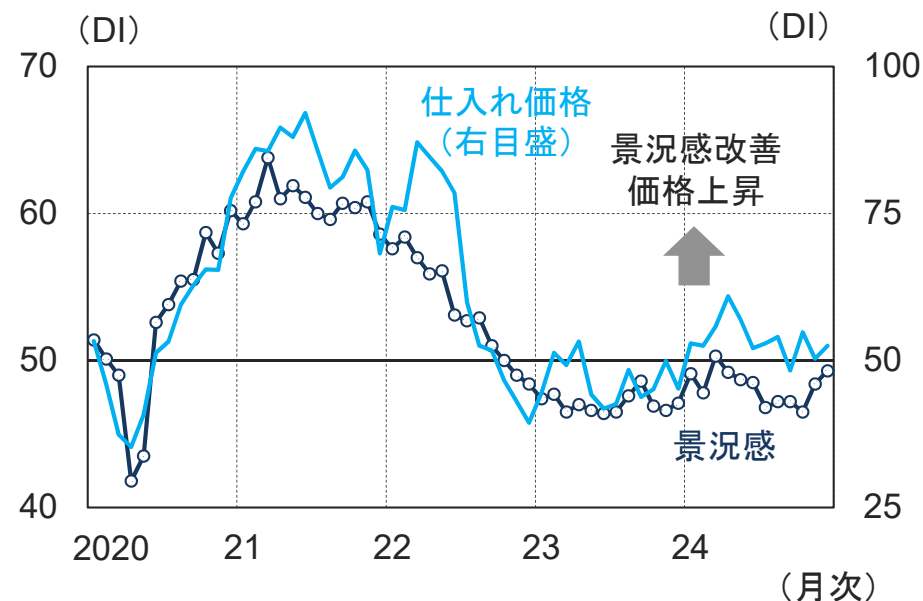
- 12月鉱工業生産は、前月比0.9%増加した。ストライキが終了した航空機・同部品のほか、鉱業と電力・ガスも増加する一方、自動車・同部品やコンピュータ・電子製品などは減少した。均してみると24年以降、横ばいの動きとなっている。
- ISM製造業景況指数は、22年以降コロナ禍の巣ごもり需要縮小のほか金利上昇などもあり、おおむね好不況の目安である50を下回って推移した。一方、足元で小売売上高が緩やかに増加する中、12月は新規受注などにより2ヵ月連続で上昇し、改善の兆しがみられる。仕入れ価格DIは依然として50を上回り、インフレの影響が残っているとみられる。

鉱工業生産



(備考)FRB

ISM製造業景況指数

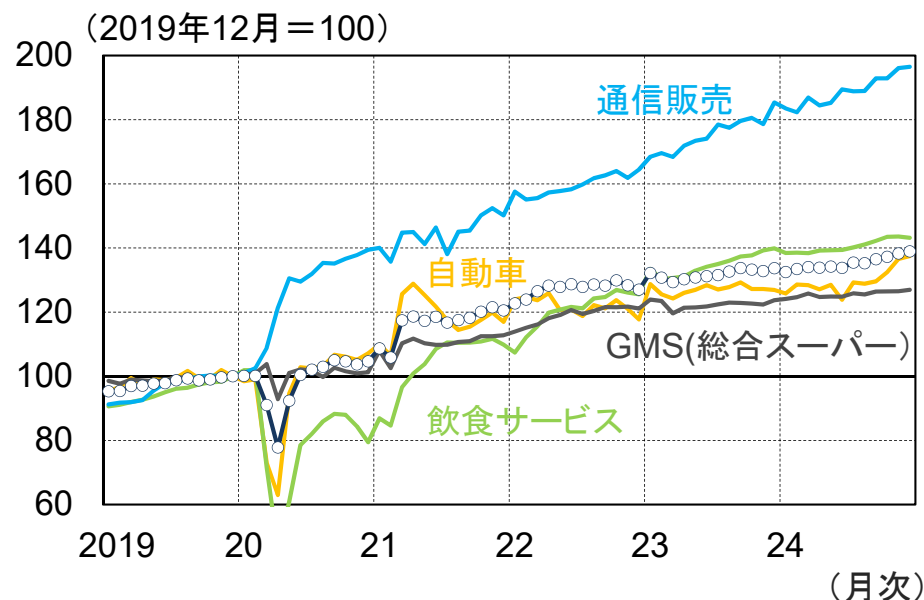


(備考)LSEG Datastream

米国：小売売上高は緩やかに増加、家計向けローンの延滞率はやや上昇

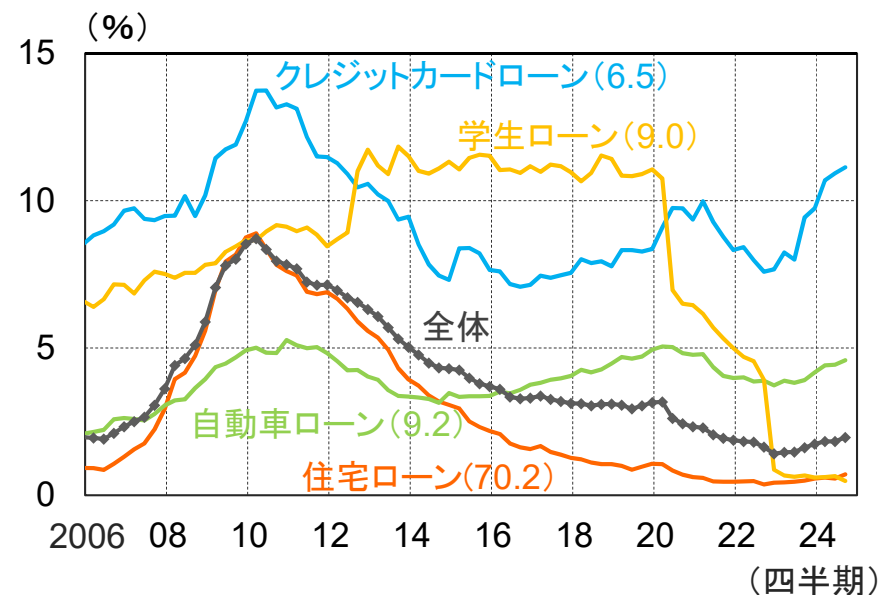
- 12月小売売上高は前月比0.4%増となり、緩やかに増加した。低気温などの影響により外食が減少したが、幅広い品目で増加が続き、年末商戦は堅調な結果となった。
- 家計向けローンの延滞率をみると、コロナ禍以降、学生ローンが政府の減免策により大きく下落したほか、家計債務の7割を占める住宅ローンも低下基調にある。一方、消費に直結するクレジットカードローンが生活費の高騰などで低所得層向けを中心に23年以降大きく上昇し、全体では低水準ながらやや上昇している。物価や金利が高止まる中、クレジットカードローンなどの延滞率の上昇が続けば、消費の下押し要因となる可能性がある。

小売売上高



(備考) 米商務省

家計向けローンの延滞率(90日以上)



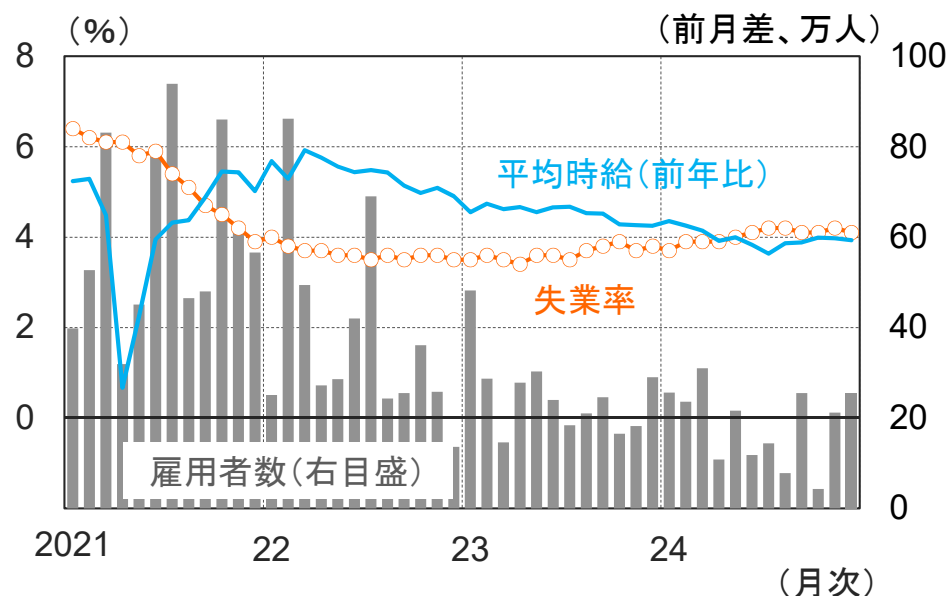
(備考) 1. ニューヨーク連銀 2. 住宅担保ローンやその他を省略

3. ()内数値は、24年9月末ローン残高の全体に占める割合

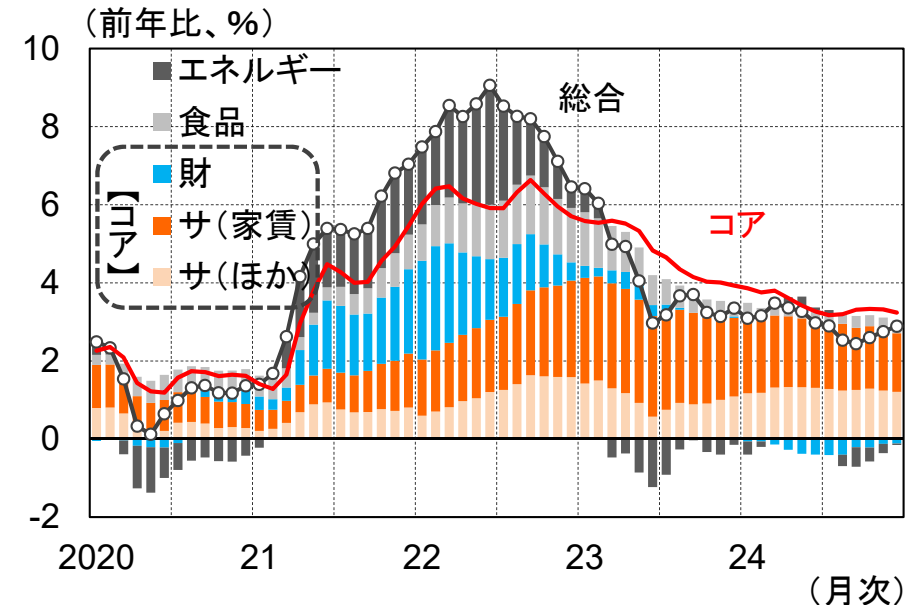
米国：労働市場は足元で堅調、インフレ率は3ヵ月連続で拡大

- 12月雇用者数は、ヘルスケア、小売、宿泊飲食などのサービス業を中心に前月差25.6万人増と大きく増加し、失業率も4.1%と前月から低下した。雇用者数は昨春以降減速基調となったが、足元では堅調な水準とされる20万人程度を上回っている。
- 12月の消費者物価の伸びは前年比2.9%となり、エネルギーのマイナス幅縮小により3ヵ月連続で拡大した。一方、コア物価の伸びは同3.3%となり、家賃などのサービス価格縮小により5ヵ月ぶりに鈍化した。
- FRBは昨年9月に利下げを開始し12月まで3会合連続で計1%の利下げを行った（政策金利上限5.5%→4.5%）。一方、足元のインフレ率の拡大や堅調な労働市場を背景に、12月FOMCで示された委員見通しでは、今年の利下げが2回で計0.5%程度にとどまると見込まれている。

雇用統計



消費者物価



米国：第2次トランプ政権の厳しい移民政策は労働力の減少が懸念

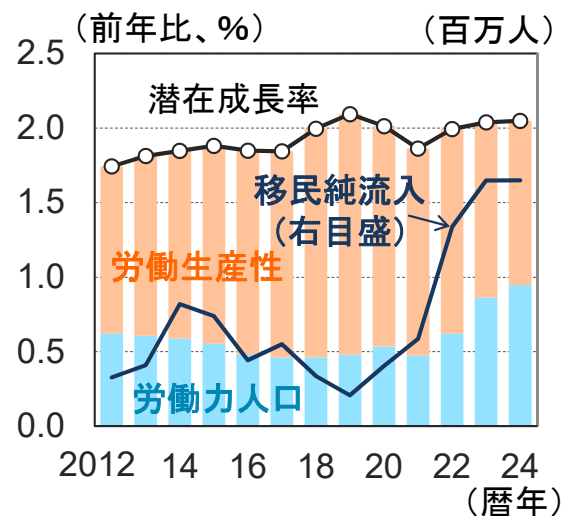
- 米国は17年まで年間100万人を超える移民を受け入れたが、第1次トランプ政権では、メキシコ国境の壁建設などで19年に40万人に減少した。移民に比較的寛容なバイデン政権の下では、不法移民を含めた移民流入が年間300万超に急増したが、第2次トランプ政権は、移民規制を最重要課題に据えている。
- 第1次トランプ政権では、移民規制により労働力人口の伸びは鈍化したが、法人税減税による企業収益や投資の増加などを背景に労働生産性が上昇し潜在成長率が拡大した。第2次トランプ政権でも減税などによる労働生産性の向上が期待されるが、厳しい移民政策が施行されれば、成長下押しの要因となる。不法移民の就業が多いとみられる清掃や建設などの労働集約型産業では、人手不足や賃金上昇などの影響が及ぶ可能性がある。

トランプ政権の移民政策

1期目政策	今回の政策や主張
- メキシコ国境壁建設 - イスラム教徒の多い特定国の入国禁止（中東・アフリカ7カ国） - 技術者などの専門職向けのH-1Bを含めて就労ビザの厳格化 - 中国理工系留学生ビザの厳格化	- 移民流入の制限強化（米軍を南部国境に派遣） - 約1,100万不法移民の送還（史上最大の退去作戦） - 不法移民への社会保障番号の発行などを禁止 - 米国籍出生地主義の廃止 - ただし、H-1Bビザの厳格化にはマスク氏らが反対

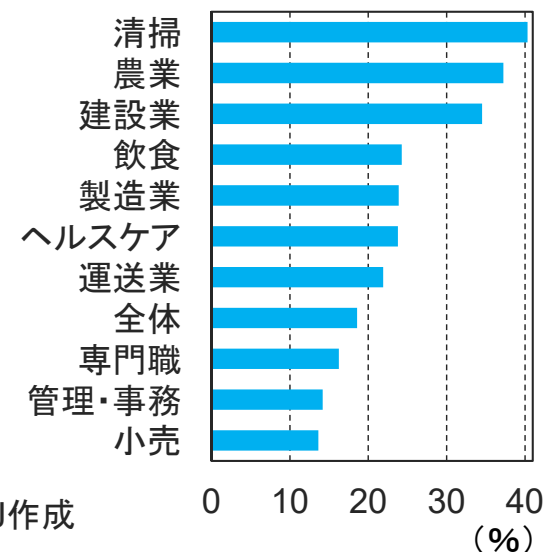
（備考）各種資料によりDBJ作成

米潜在成長率と移民流入



（備考）1. CBO（米議会予算局）によりDBJ作成
2. 労働時間が一定とする
3. GDPは24年、移民は21年以降予測

業種別移民（外国生まれ）労働者の割合（23年）

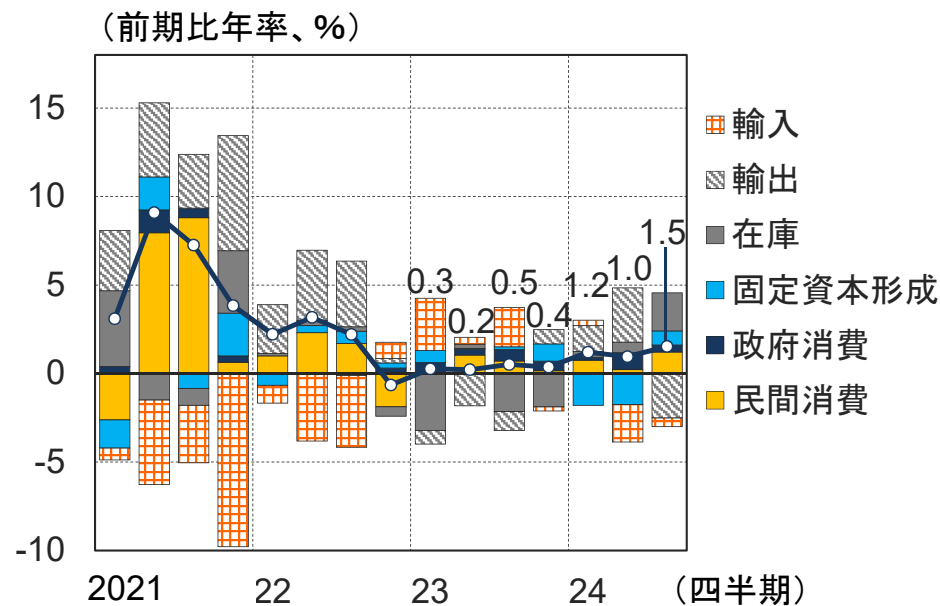


（備考）米労働省によりDBJ作成

欧州：緩やかに回復している

- EUの2024年7～9月期GDPは、前期比年率1.5%増加した。24年前半の成長をけん引した輸出は減少したものの、インフレ鈍化やパリ五輪を受けて消費の伸びが拡大したほか、知的財産投資が設備投資をけん引し、内需主導の成長となった。
- 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年に入りインフレ率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、継続的な利下げにより、24年は1%程度の成長となり、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、%)		
	2023年	2024年			23年	24年	25年
	10～12	1～3	4～6	7～9	実績	見通し	
EU27 カ国	0.4	1.2	1.0	1.5	0.5	0.9	1.5
ユーロ圏	0.2	1.2	0.7	1.7	0.5	0.8	1.3
ドイツ	▲1.5	0.9	▲1.1	0.4	▲0.1	0.1	1.0
フランス	1.8	0.8	0.7	1.6	0.9	0.7	1.3
イタリア	▲0.1	1.3	0.7	▲0.0	1.0	0.9	1.1
スペイン	3.0	3.8	3.3	3.4	2.5	2.1	1.9
英国	▲1.3	2.8	1.8	0.6	0.1	0.9	1.5

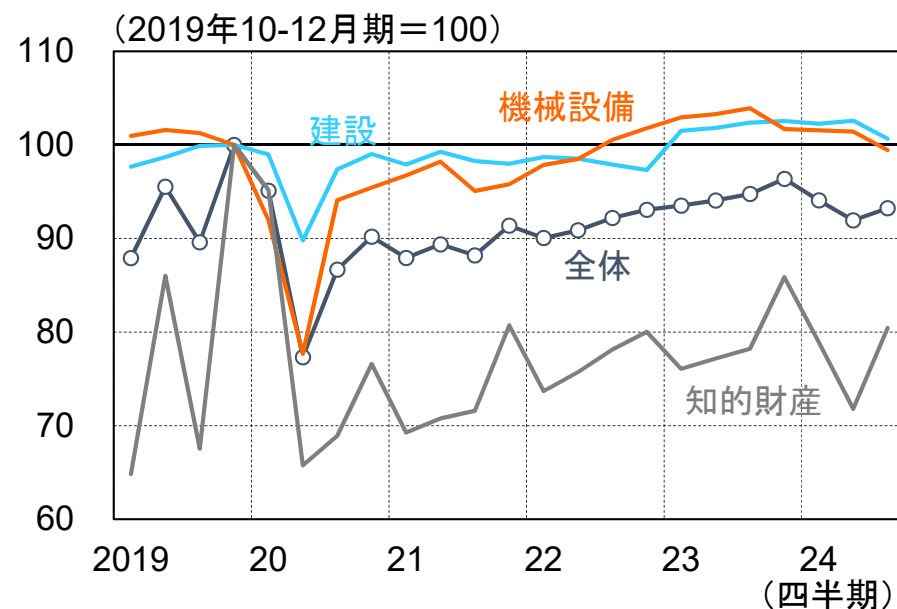
(備考) 1. Eurostat、英国統計局

2. 見通しは欧州委員会、英国はBOE

欧州：設備投資は弱い動き

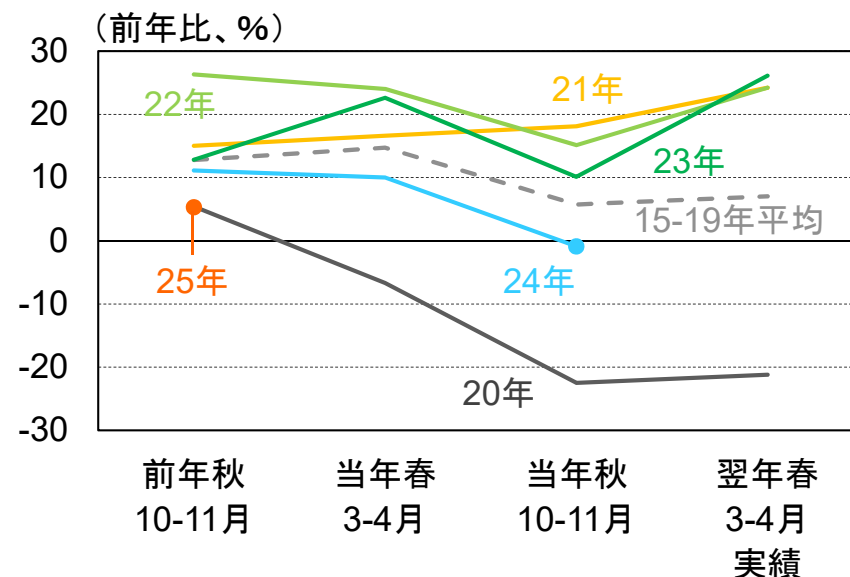
- EUの設備投資は、24年7～9月期は知的財産が前期までの落ち込みの反動で持ち直し全体で増加したが、建設や機械設備は減少した。金利高止まりや需要低迷の影響もあり、24年初以降、弱い動きとなっている。
- 24年秋（10～11月）に実施されたEUの製造業の設備投資計画調査では、24年の計画が前年比0.9%減となった。また、25年は5.3%増と、近年の同時期の調査と比較して低い計画が示された。ドイツを中心に生産の回復が見通せない中で、企業の設備投資意欲の弱さがうかがえる。

EUの設備投資



(備考) 1. Eurostat 2. 公共投資を含む

EUの製造業の設備投資計画

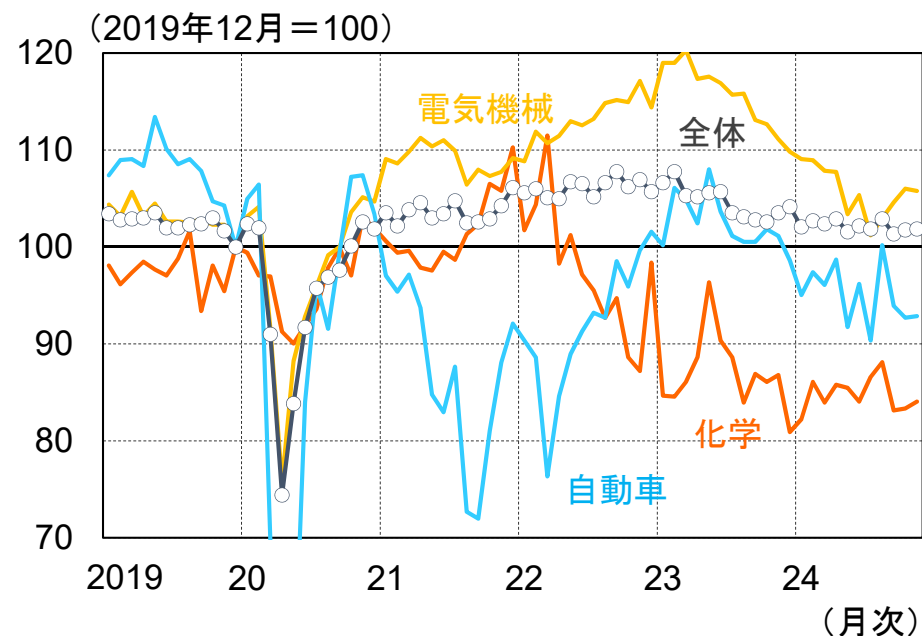


(備考) 1. 欧州委員会 2. 調査は、対象年について前年の秋、当年の春、当年の秋、翌年の春の計4回実施 3. マーカ一箇所が今回の調査結果

欧州：生産は弱い動き、小売は緩やかに回復

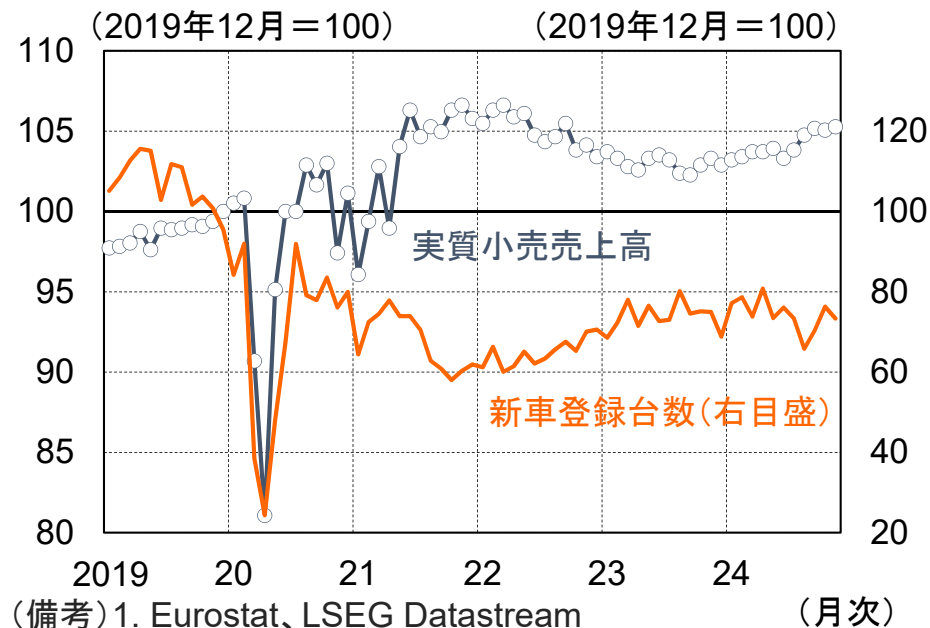
- EUの11月鉱工業生産は、このところ弱い動きとなっている自動車や化学が増加し、全体で前月比0.1%増加した。ただし、9月の落ち込みを取り戻しておらず、均してみると23年以降弱い動きが続いている。
- EUの11月実質小売売上高(除く自動車)は、ガソリンなどにより前月比0.2%増加した。24年後半から基調として伸びが高まっており、緩やかに回復している。一方、EUの乗用車新車登録台数は、足元で8月の大幅減から持ち直していたが、11月は全体の15%を占めるEVが振るわず減少した。

EUの鉱工業生産



(備考)Eurostat

EUの実質小売売上高と乗用車新車登録台数



(備考)1. Eurostat、LSEG Datastream

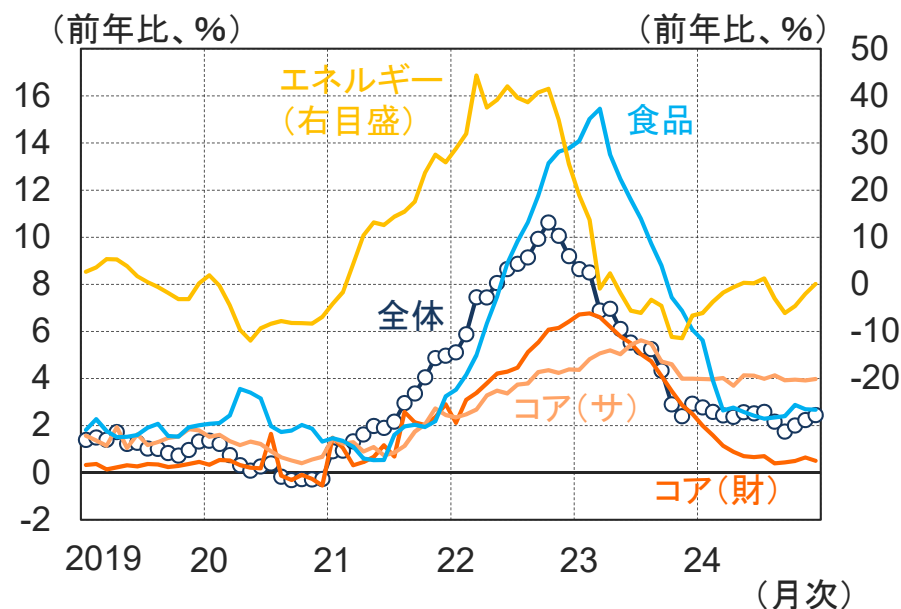
2. 実質小売売上高は自動車を除く

3. 乗用車新車登録台数の季節調整はDBJによる

欧州：消費者物価の伸びはやや拡大、輸出は域外向けが弱い動き

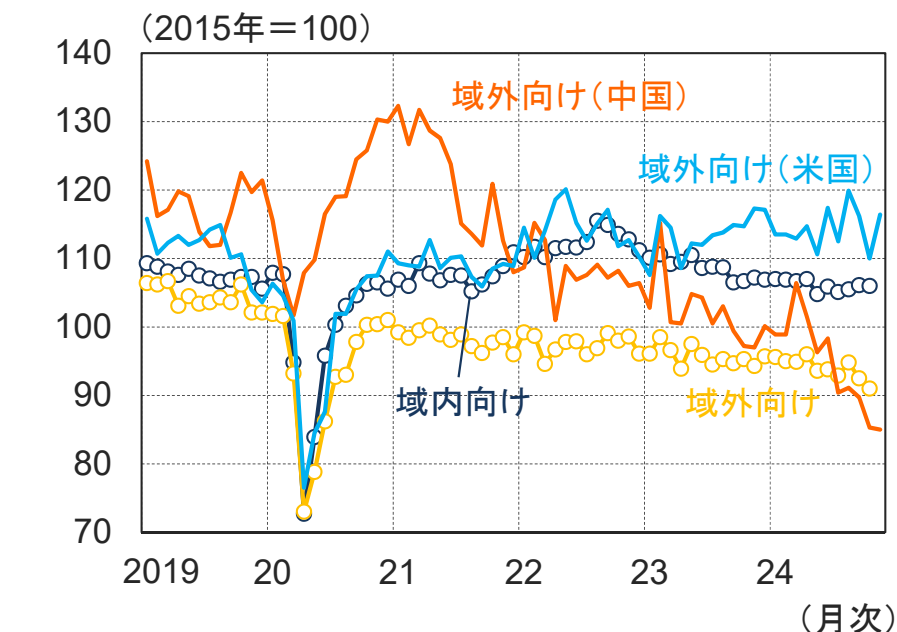
- ▶ ユーロ圏の12月消費者物価の伸びは、エネルギーがプラスに転じたことで前年比2.4%とやや拡大した。3ヵ月連続で伸びが拡大したが、10～12月期のインフレ率は2.2%と、12月時点のECBスタッフによる予測(2.3%)に比べ低い水準にとどまった。4%前後で下げ渋っているサービス価格は横ばいが続いた。
- ▶ EUの輸出(数量ベース)は、域内向けが財需要の持ち直しにより24年夏から緩やかに増加している。域外向けは、中国向けが21年以降の減少に歯止めがかからず弱い動きが続いている。米国向けは、10月は化学などが大きく減少したものの、11月は持ち直した。足元では、トランプ政権の通商政策動向を受けて不透明さが増している。

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)



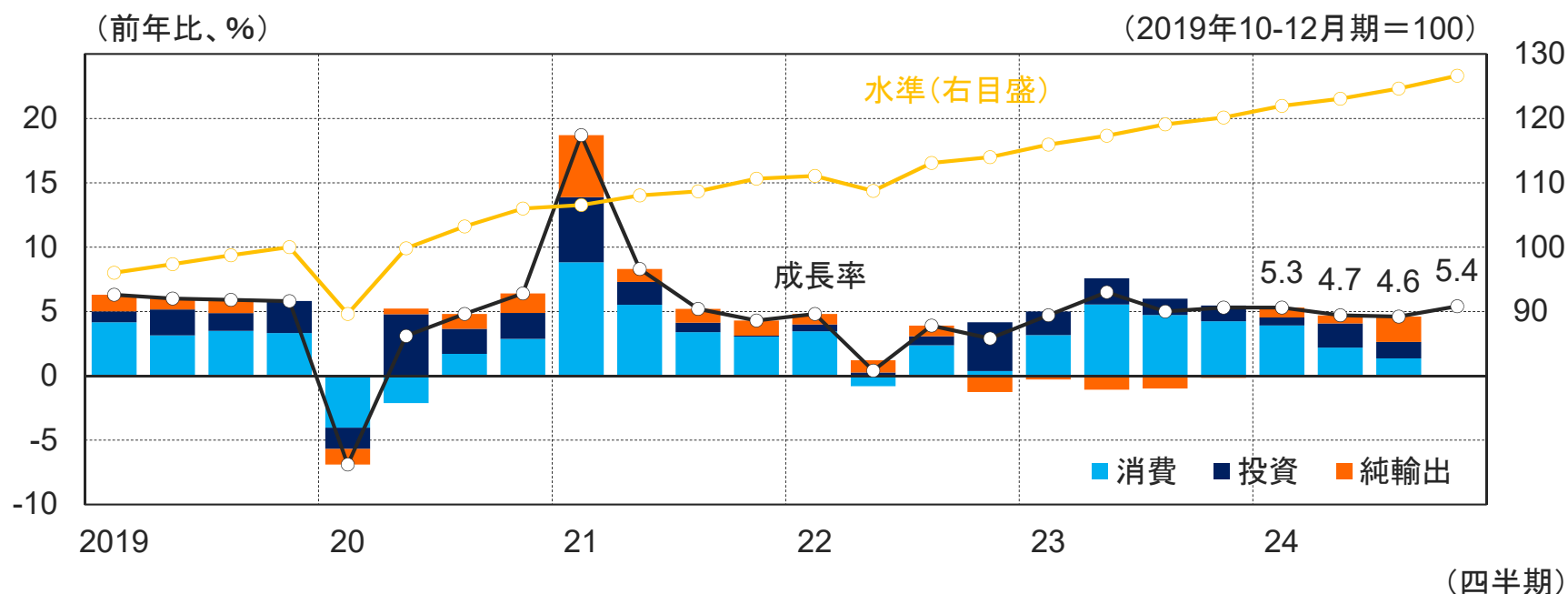
(備考)1. Eurostat

2. 域内外向けは10月、米国、中国向けは11月まで

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、前期比年率では前期の5.3%から6.6%に加速して、持ち直しの兆しがみられる。24年の成長率は5.0%と、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。
- このところの輸出は、トランプ米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で堅調が続き、成長をけん引した。また消費は、小幅ながら6期ぶりに寄与が拡大したとみられるが、夏に拡充された耐久財買い替え促進策が押し上げた面が大きい。トランプ政権発足後は輸出の反動減が生じる可能性が高く、消費の回復が25年の中国経済を展望する上で大きな焦点となる。

実質GDP成長率

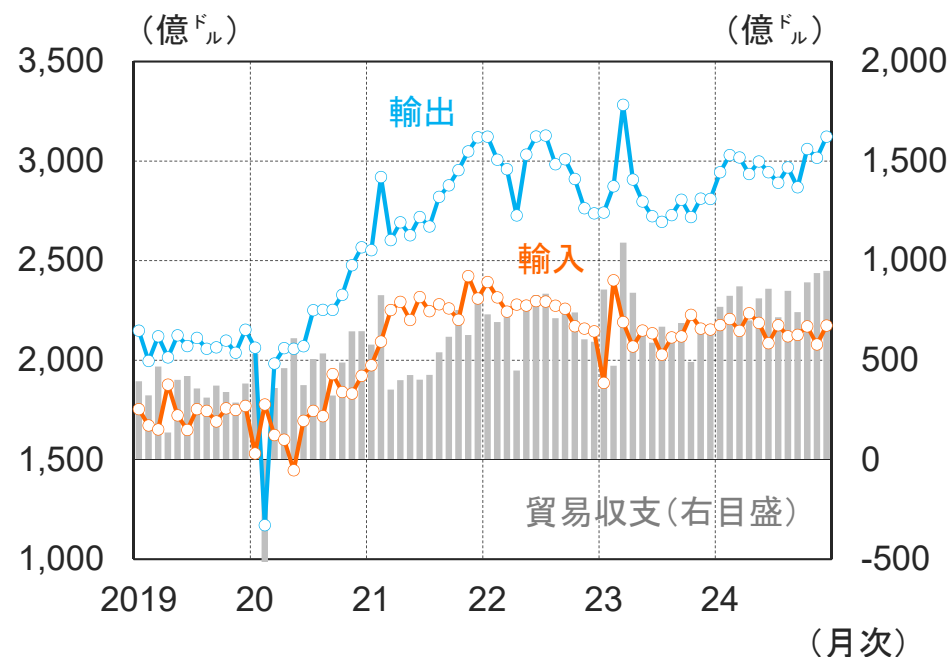


(備考) 中国国家統計局、CEIC

中国:輸出は堅調、消費支出は底入れも力強さを欠く

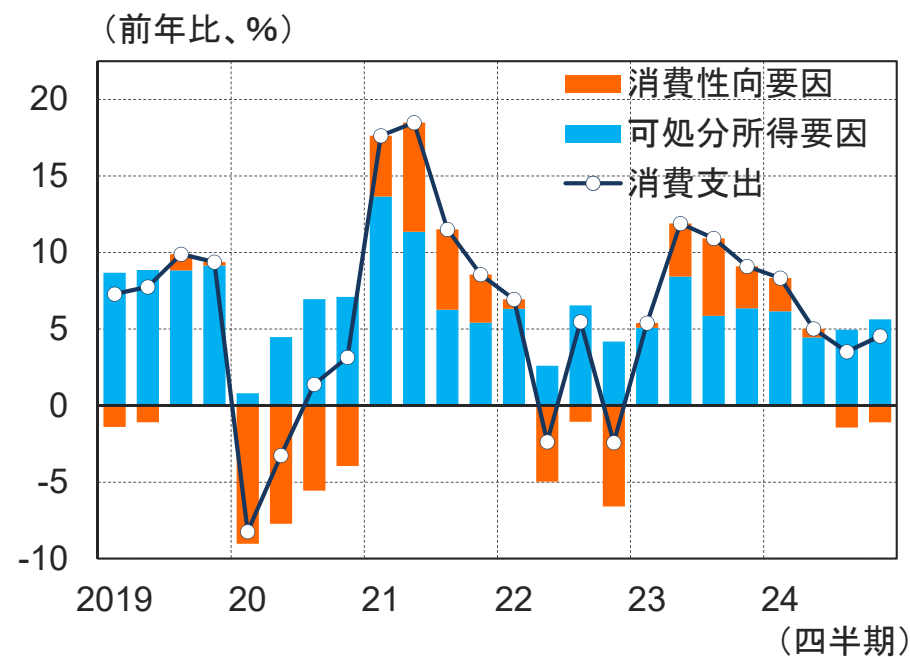
- 12月の輸出は前年比10.7%増加し、10月以降の堅調が続いた。ASEANや米国向けを中心に増加し、財別では自動車や家具などが好調だった。輸入は前年比1.0%増加し、3ヵ月ぶりにプラスの伸びとなった。24年の貿易黒字は、輸出の堅調により、ASEANを中心に2年ぶりに過去最高を更新した。
- 10～12月期の一人当たり名目消費支出は、6期ぶりに伸びが拡大した。消費支出の伸びを可処分所得と消費性向に分解すると、いずれも前期から改善し、底入れの動きがみられる。もっとも、可処分所得はコロナ前の伸びに届かず、消費性向もマイナスの伸びが続き、依然として力強さには欠けた。

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

一人当たり名目消費支出

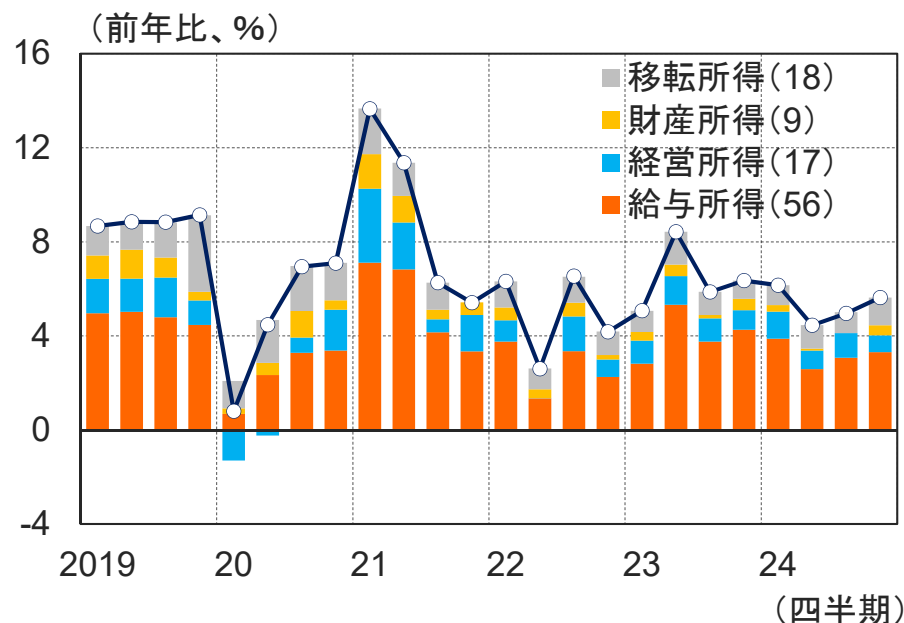


(備考) 中国国家統計局、CEICによりDBJ作成

中国：消費回復には課題が多く、政策への期待が強まる

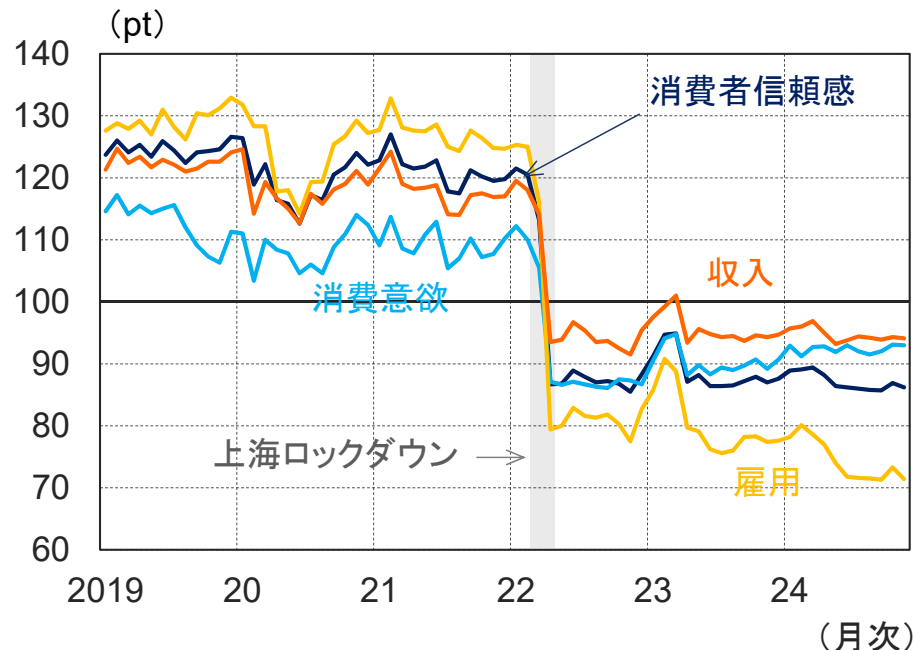
- ▶ 先行きの消費をみる上で、可処分所得のうち全体の過半を占める給与所得に着目すると、ゼロコロナ政策が撤廃された22年末以降持ち直し基調にあったが、24年は伸び悩んだ。長引く値引き競争などから利益率が悪化し、企業がコロナ前ほどの高い賃上げには慎重になっているとみられる。
- ▶ さらに消費者信頼感指数は、24年半ばに雇用マインドが一段と悪化するなど、ゼロコロナ政策以来の低迷から脱却できずにいる。こうした中、政府は24年末に財政をより積極化する方針を示し、1月上旬には耐久財買い替え促進策の拡充を表明した。3月には全国人民代表大会の開幕を控える中、市場では政府による一段の支援テコ入れを期待する声が強まっている。

一人当たり名目可処分所得



(備考) 1. 中国国家统计局、CEICによりDBJ作成
2. ()は19年の可処分所得に占めるウェイト、%

消費者信頼感指数



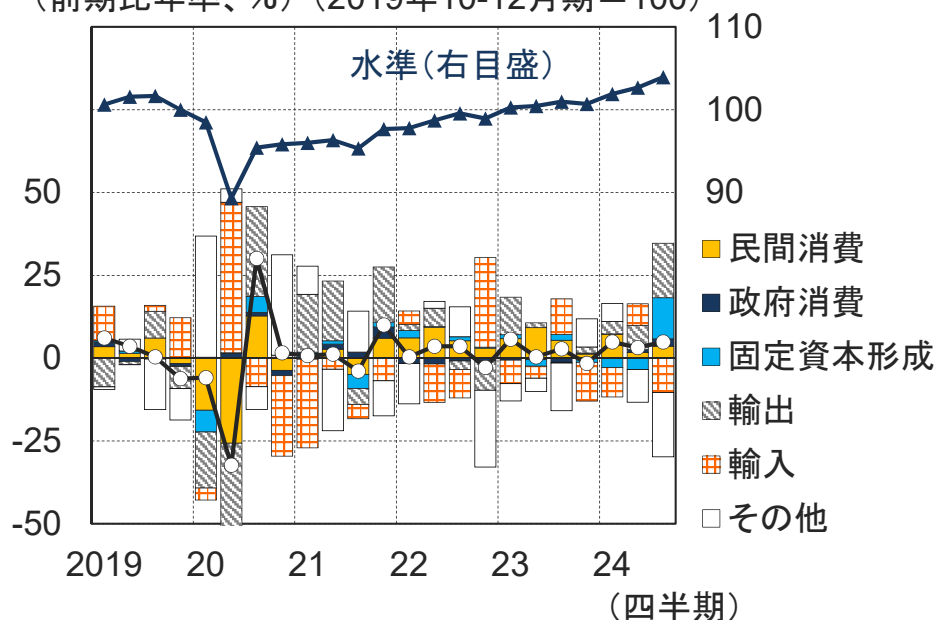
(備考) 中国国家统计局、CEIC

タイ:回復している

- ▶ 2024年7～9月期の実質GDPは前期比年率4.9%増加し、回復している。農産品、電子部品などの財やインバウンドにより、輸出が増加した。また政局の混乱で24年春に成立がずれ込んだ24年度(23年10月～24年9月)の予算執行が進む中、公共投資を含む固定資本形成や政府消費も増加した。民間消費は、ローン審査厳格化による自動車販売の減速はあったが底堅かった。
- ▶ 外国人観光客数は、23年に入りコロナ前の7割ほどで足踏んだが、欧州や景気回復が進んだASEANを中心に23年末からは増加基調となり、足元では9割まで回復した。ただし、コロナ前に最多だった中国人観光客は、タイの治安への懸念が高まっているとの指摘もある中で6割にとどまった。

実質GDP成長率

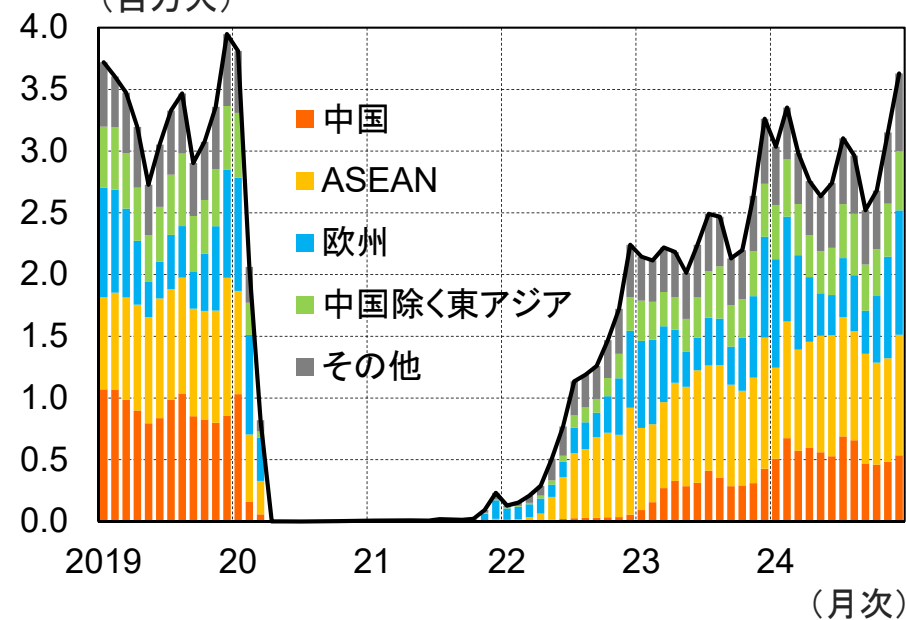
(前期比年率、%) (2019年10-12月期=100)



(備考)タイ国家経済社会開発委員会

国別観光客数

(百万人)

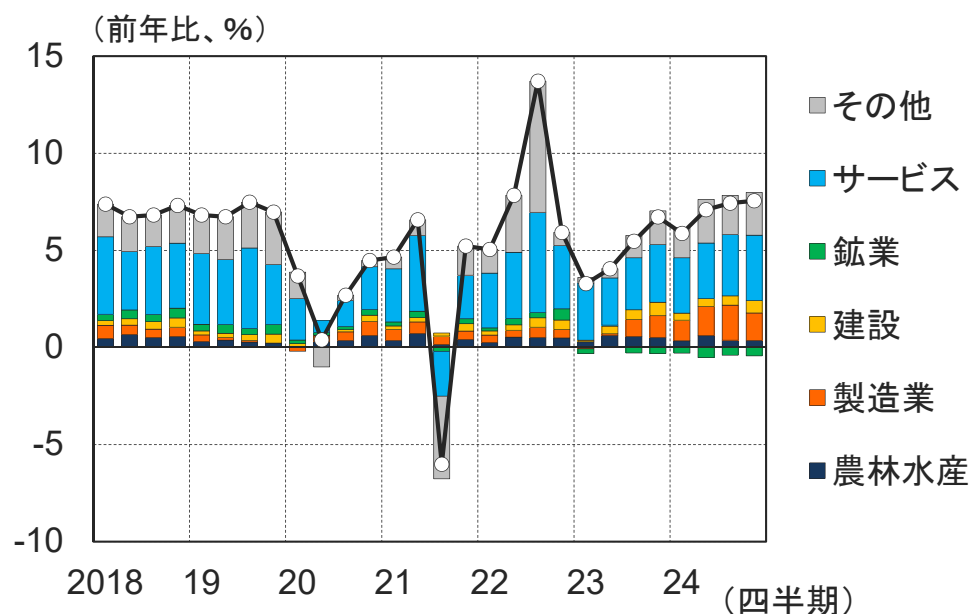


(備考)タイ観光スポーツ省

ベトナム:回復している

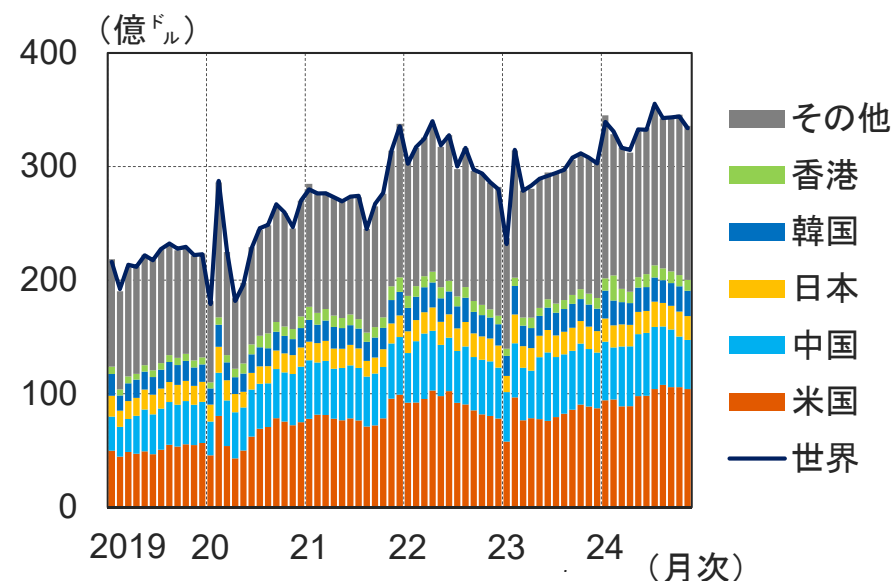
- 2024年10～12月期の実質GDPは前年比7.6%増加し、回復している。9月の大型台風の影響が懸念されたものの、製造業の堅調が続いたほか、外国人観光客の回復などによりサービスの伸びが拡大した。24年通年の実質GDPは前年比7.1%増となり、政府の年初目標(6.0～6.5%)を上回った。
- 24年の輸出は、電子製品・同部品を中心に前年比14.9%増加し、輸出がGDPの8割超を占めるベトナム経済をけん引した。仕向け地別にみると、中国向けは年後半に伸び悩んだが、全体の約3割を占める米国向けが増加した。トランプ次期政権の関税政策により、中国からの生産移管が期待される一方、対米黒字が問題視され追加関税が課されるリスクも懸念されている。

実質GDP成長率



(備考)ベトナム統計総局

仕向け地別輸出

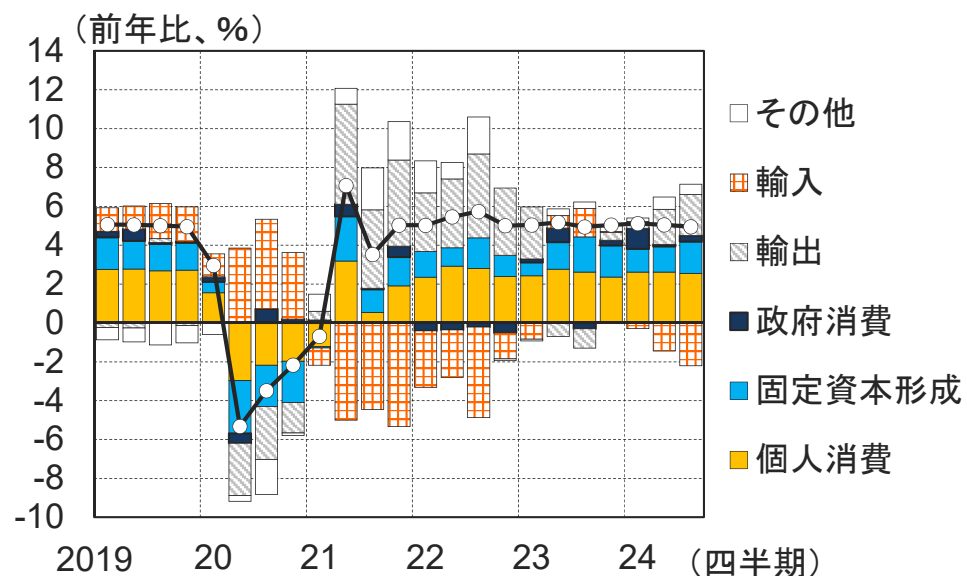


(備考)1. ベトナム税関総局 2. 季節調整はDBJによる

インドネシア:回復している

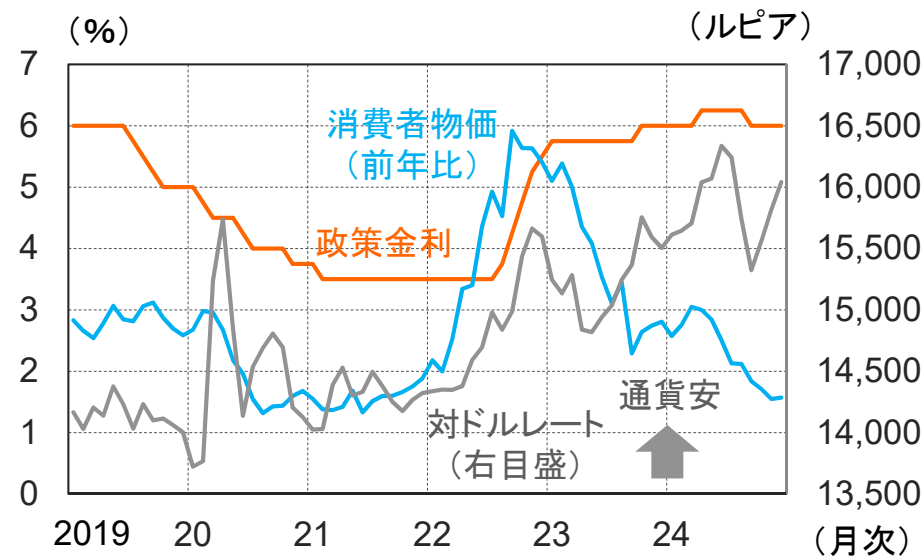
- 2024年7～9月期の実質GDPは、前年比4.9%増加して回復が続いた。インフレ率の低下や利下げなどにより消費が堅調に増加するほか、首都移転関連プロジェクトによる固定資本形成や資源などの財やインバウンドなどのサービスによる輸出の伸びが拡大した。
- インドネシア中銀は、インフレ率が目標内(24年～25年、1.5～3.5%)に収まっていることから、昨年9月に利下げを行ったが(6.25→6.00%)、その後は米金利上昇に伴いルピア安が進む中、政策金利を据え置いている。中銀は景気下支えのため利下げを探るとしつつも、通貨の安定のために断続的に為替介入を実施しており、早期利下げには慎重なスタンスを維持するとみられている。

実質GDP成長率



(備考)インドネシア中央統計庁

政策金利、物価、為替

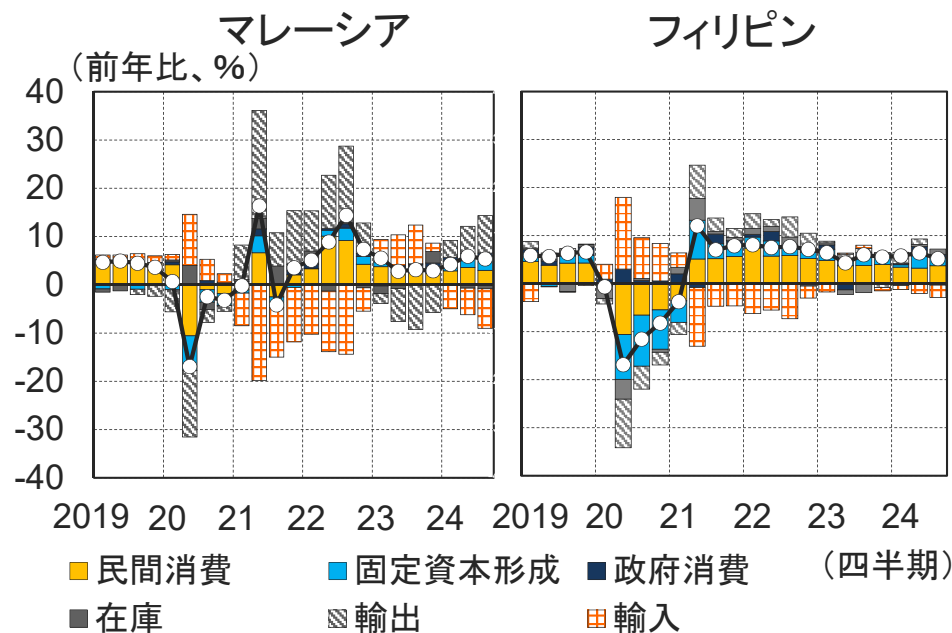


(備考)インドネシア中央統計庁、インドネシア中銀、LSEG Datastream

マレーシア、フィリピン: 緩やかに回復している

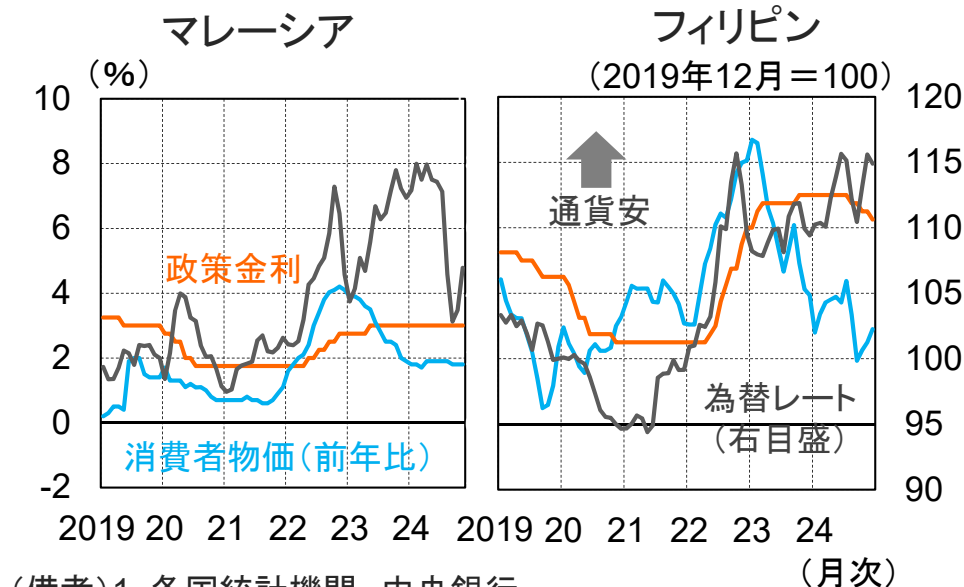
- マレーシアの24年7～9月期実質GDPは、前年比5.3%増加した。民間消費と固定資本形成のほか、電子機器やインバウンドなどにより輸出も増加した。フィリピンは同5.2%増となった。大型台風による影響で輸出などが鈍化したものの、民間消費の伸びが拡大した。先行きは、2カ国とも堅調な内需を中心に緩やかな回復が続くとみられる。
- マレーシア中銀は、コア消費者物価が予想レンジ(2～3%)を下回る中、足元の通貨安や燃料補助金削減による先行きのインフレ懸念などを踏まえ、昨年夏以降政策金利を据え置いている。一方、フィリピン中銀は、インフレ率が中銀目標(2～4%)に鈍化する中、通貨安はあるものの景気下支えのため、12月に3会合連続となる利下げを決定した。

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：米国は横ばい、日本は上昇

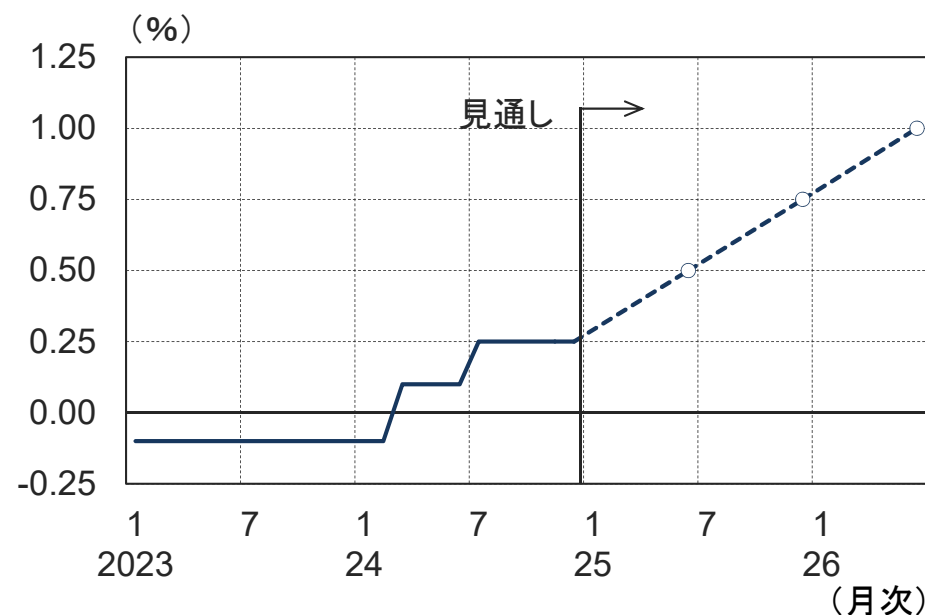
- 米国の長期金利は、堅調な景気のほか、トランプ政権下でのインフレ圧力の高まりや財政悪化への懸念が強まる中、一時4.8%に上昇した。もっとも24年12月のコアCPIの伸びが鈍化すると低下し、12月下旬から均せば横ばいだった。日本の長期金利は、1月上旬の米金利上昇や、1月中旬の日銀正副総裁の講演が1月会合での追加利上げに含みを持たせたとの受け止めなどから、1.2%台へ上昇した。
- 1/15に公表された「ESPフォーキャスト調査」では、日銀は25年上半期に追加利上げを行い、その後も半年に一度のペースで政策金利を引き上げ、26年上半期には中立金利の下限との見方が多い1%に到達するとの見方が優勢だった。1月の日銀支店長会議では、地方企業にも賃上げの検討が浸透していることが確認され、こうした賃上げ機運の高まりは、今後の追加利上げを後押しする材料になる。

日米10年物長期金利



（備考）日本相互証券、米財務省

政策金利目標



（備考）1. 日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」により
DBJ作成 2. 見通しは半期末時点の予測中央値

株価：日米ともに下落

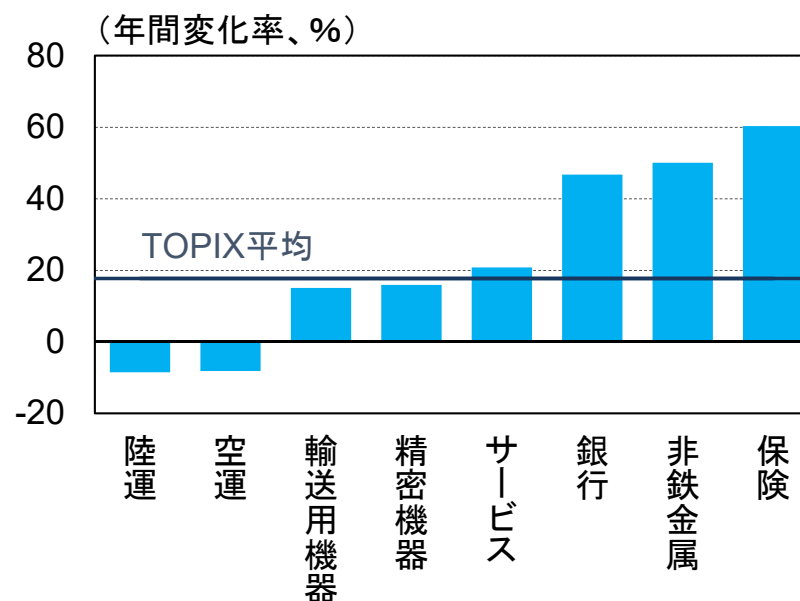
- 米国の株価は、インフレ再拡大や堅調な雇用統計などにより利下げ期待が後退し、金利が上昇したことで下落した。日本の株価は、円安進行により上昇する場面もみられたが、米国株下落や国内の金利上昇に加え、米国による先端半導体の輸出規制強化案を受けた半導体関連株急落もあり、下落した。
- 24年のTOPIXの変化を業種別にみると、人手不足や燃料価格高騰によるコスト増の影響を受けた陸運などが下落した。一方、円安がプラスに寄与した輸送用機器、精密機器などの製造業や、インバウンドや価格転嫁進展により高収益となったサービスは上昇した。また、金利上昇期待などから銀行、保険が大幅に上昇したほか、金価格上昇などが追い風となった非鉄金属も高い上昇率となった。

日米株価



(備考)LSEG Datastream

24年業種別TOPIX変化率

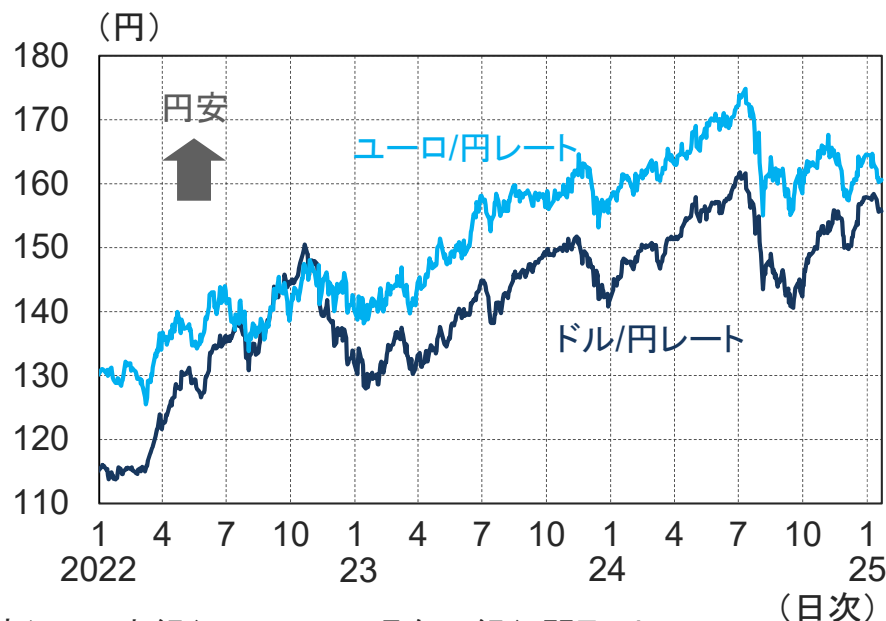


(備考)LSEG Datastream

為替:ドル円レートは円安が進行

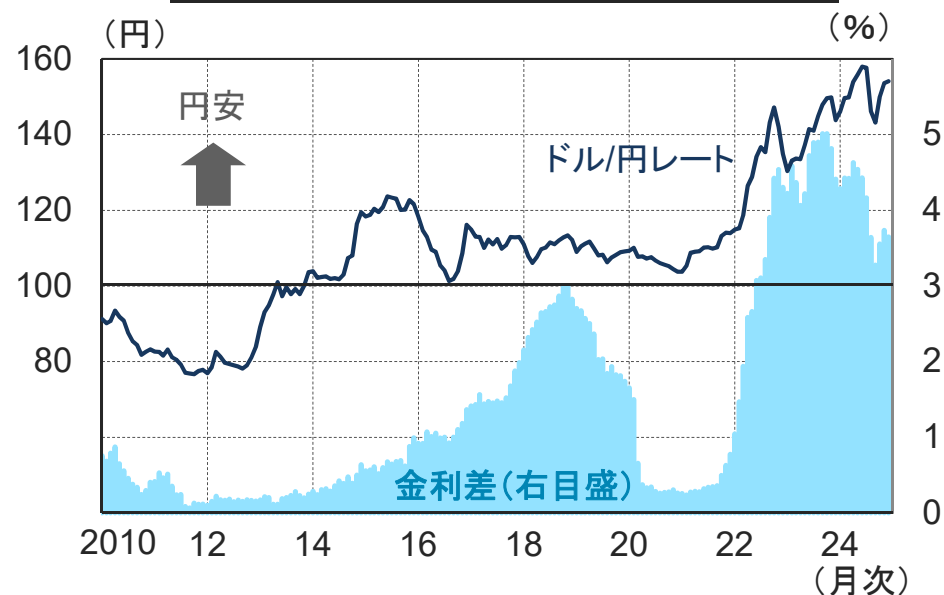
- ▶ 昨年12月にFRBの利下げ観測が高まるほか、韓国の政局混乱に伴うリスク回避の動きもあり、一時148円の円高となった。一方、日米の12月の政策会合の内容がFOMCはタカ派的、日銀はハト派的だったことに加えて、トランプ政権の政策への思惑、堅調な景気やインフレの拡大により米金利が上昇して159円に円安が進んだが、1月中旬には日銀の利上げ観測が高まり155円台にやや修正された。
- ▶ コロナ禍以降、ドル円レートは日米金利差に伴い変動していたが、23年秋以降は金利差が縮小したにもかかわらず、円安基調となっている。その背景の一つとして、投資家が金利差の動向よりも高い金利差水準を重視していることが指摘されている。日米の2年物国債の金利差は、23年以降5%まで拡大し、その後縮小したものの3%を超えてリーマンショック以降の高水準を維持しており、円安が続く一因となっている可能性がある。

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

ドル円レートと日米金利差(2年物)

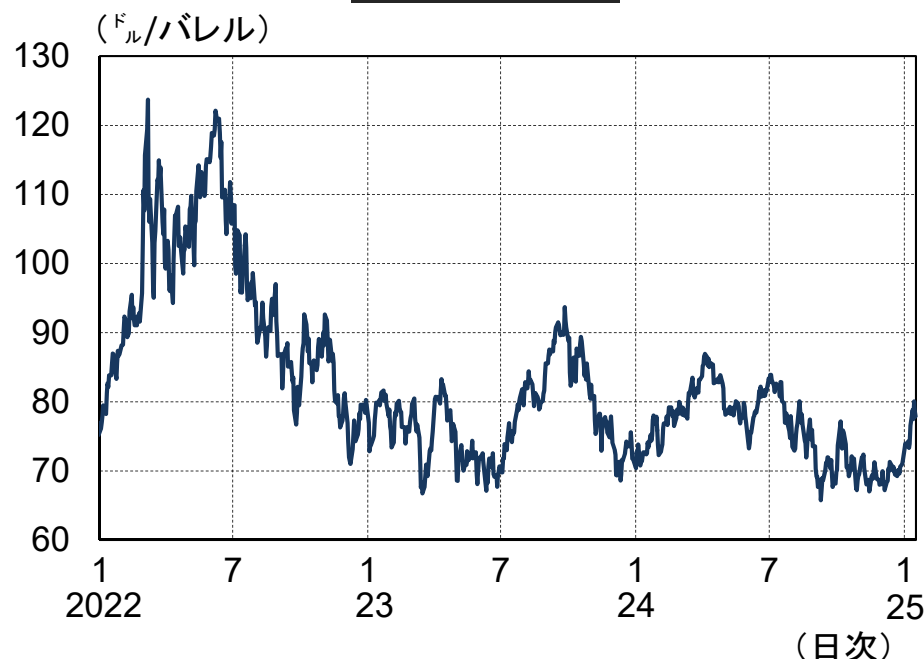


(備考) LSEG Datastream

原油価格: 80ドルに到達

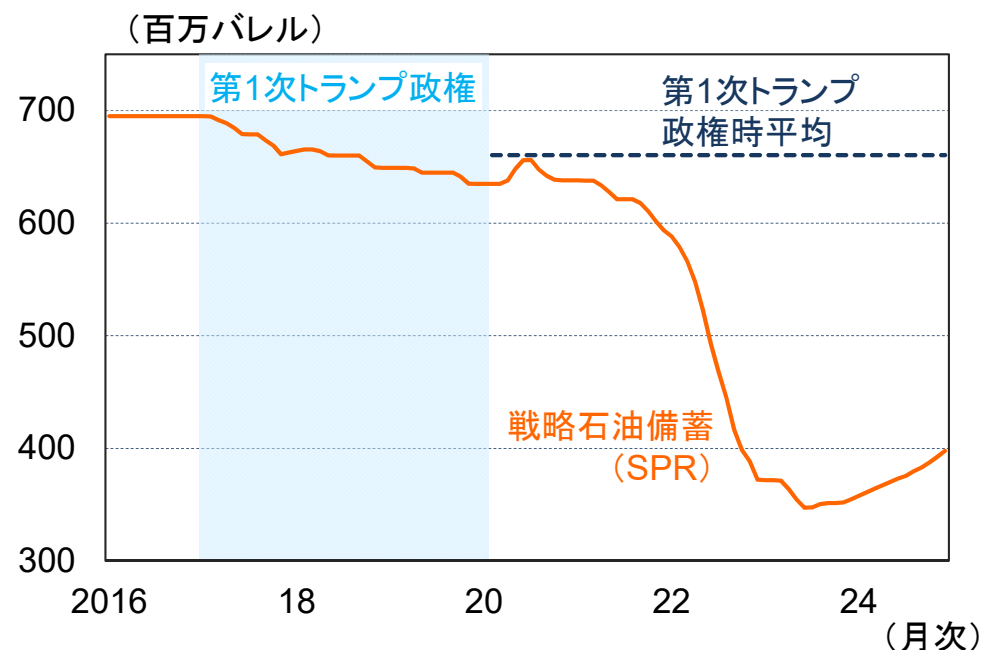
- ▶ WTI原油価格は、80ドルに到達し、一時約6ヵ月ぶりの高値をつけた。イスラム組織ハマスとイスラエルの停戦合意のほか、米英の金利高止まりがエネルギー需要を抑えるとの見方が下落要因となる一方、米国によるロシアの石油輸出への制裁強化のほか、中国の景気刺激策や中東地政学リスクの高まりが上昇要因となった。
- ▶ 米国の戦略石油備蓄（SPR）は、ロシアのウクライナ侵攻などに伴う原油価格高騰を受けて大量放出が進み、一時ピーク時の半分程度まで減少した。その後、原油価格が落ち着く中でSPRは積み増しに転じたものの、依然として第1次トランプ政権時の水準を大きく下回っている。第2次トランプ政権下ではSPRを直ちに補充するとしており、今後SPRの積み増しが進めば原油価格の上昇要因となる可能性がある。

WTI原油価格



（備考）LSEG Datastream

米国の戦略石油備蓄



（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