

最近の経済動向

2025年3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(2次速報)が、消費がほぼ横ばいとなったものの、輸入の減少や輸出の増加ほか、設備投資もプラスに転じ、前期比年率2.2%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、米国は労働市場が足元でやや減速するものの堅調を維持し、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	18
Section 4	マーケット動向	35

* 本資料は原則として3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3月	2025年4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

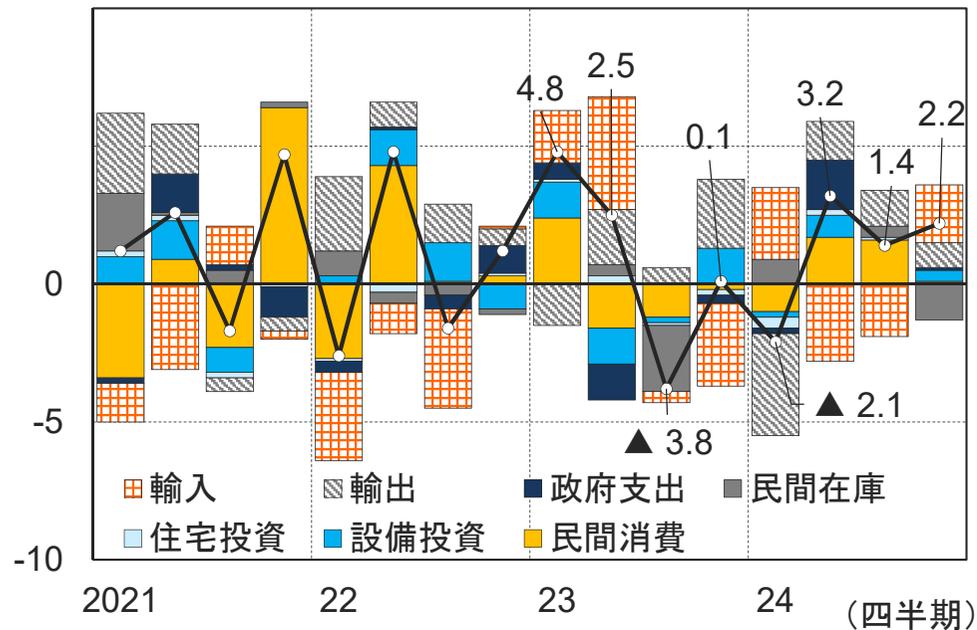
日本経済

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(2次速報)は、前期比年率2.2%増と一次速報(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。
- ▶ 10～12月期のプラス成長の要因は輸出の増加と輸入の減少という外需であり、内需(国内需要)は前期比年率0.7%の減少であった。さらに内需を公的需要と民間需要とに分けると、公的需要が同0.4%増であった一方、内需の7割強を占める民間需要は同1.1%減であった。民間内需は依然として盛り上がりには欠け、コロナ前の水準にもまだ達しておらずほぼ横ばいの推移となっている。

実質GDP成長率

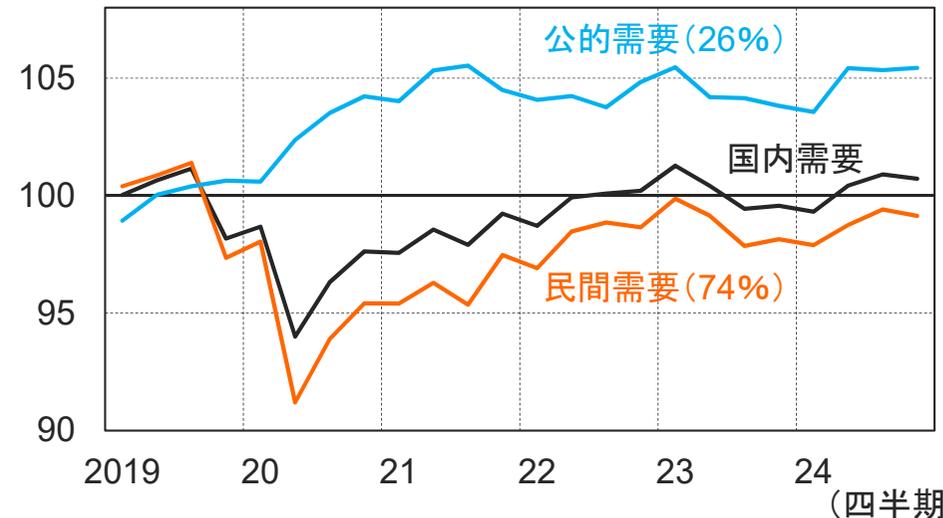
(前期比年率、%)



(備考)内閣府

国内需要

(2019年=100)

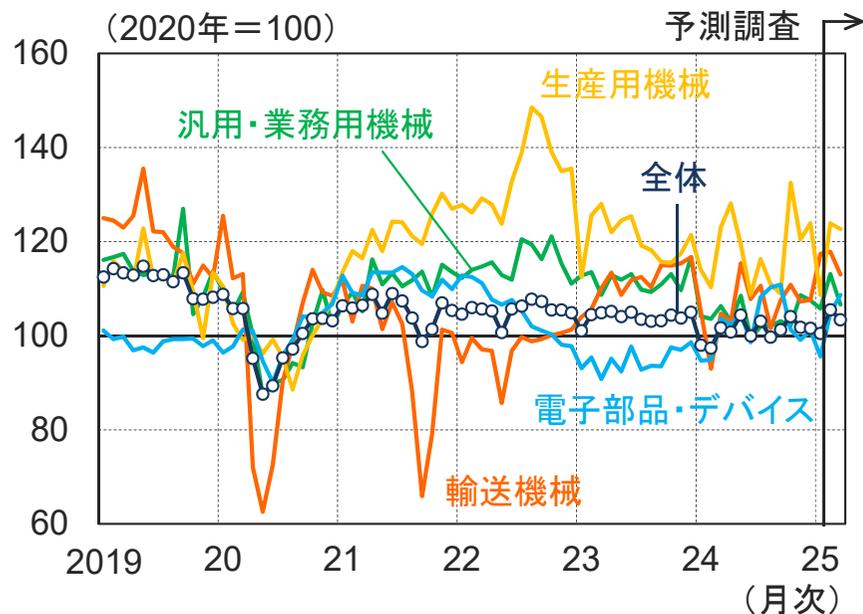


(備考)1. 内閣府 2. 民間需要=民間最終消費支出+民間住宅+民間企業設備+民間在庫変動 3. 公的需要=政府最終消費支出+公的固定資本形成+公的在庫変動 4. ()内は国内需要に占める割合

鉱工業生産は均せば横ばい

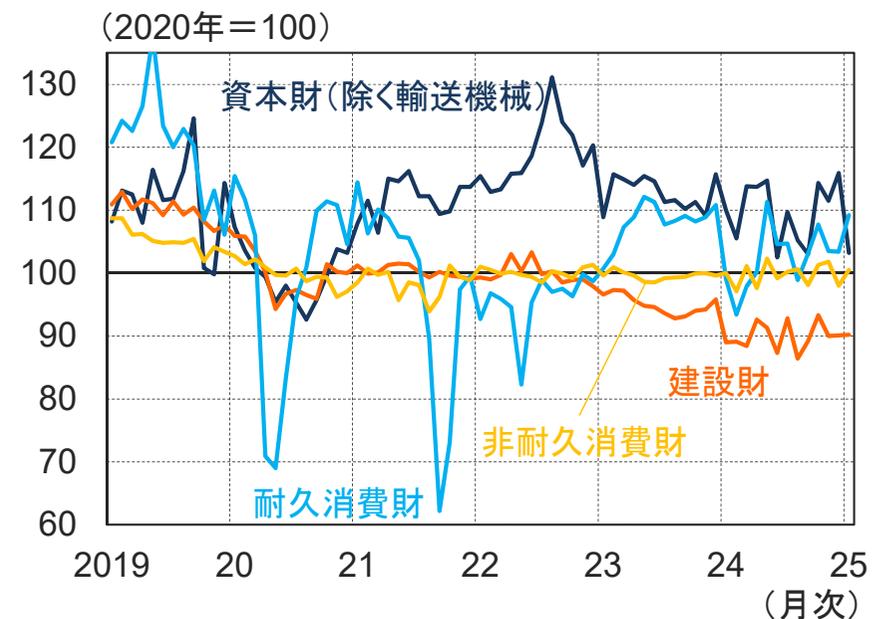
- ▶ 1月の鉱工業生産は、自動車を中心に輸送機械が増加する一方で、半導体製造装置などの生産用機械や電子部品・デバイスなどが減少し、3カ月連続で減少した。先行きは、生産用機械や電子部品・デバイスが大幅に増加する計画となっており、24年春以降均せば横ばいが続くと思われる。
- ▶ 鉱工業出荷の財別内訳をみると、機械投資の一致指標である資本財(除く輸送機械)は、24年後半に生産用機械などにより増加した。25年1月は反動もあり減少したが、生産用機械、汎用・業務用機械ともに2月の生産計画は強く、出荷の持ち直しが期待される。耐久消費財は一部車種で生産停止があった自動車が回復し増加した。建設財は、工事の人手不足などの供給制約により24年以降低位にとどまっている。

鉱工業生産



(備考)経済産業省

鉱工業出荷

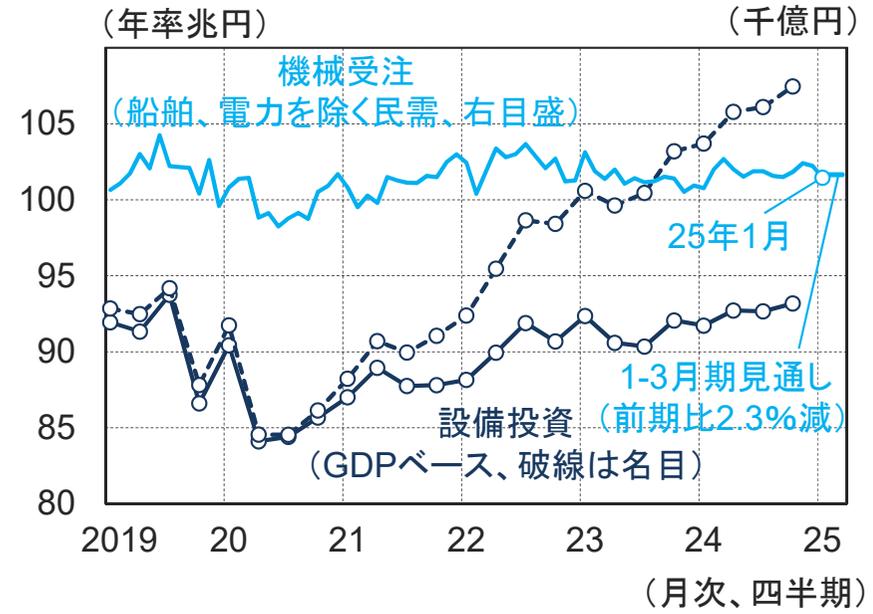


(備考)経済産業省

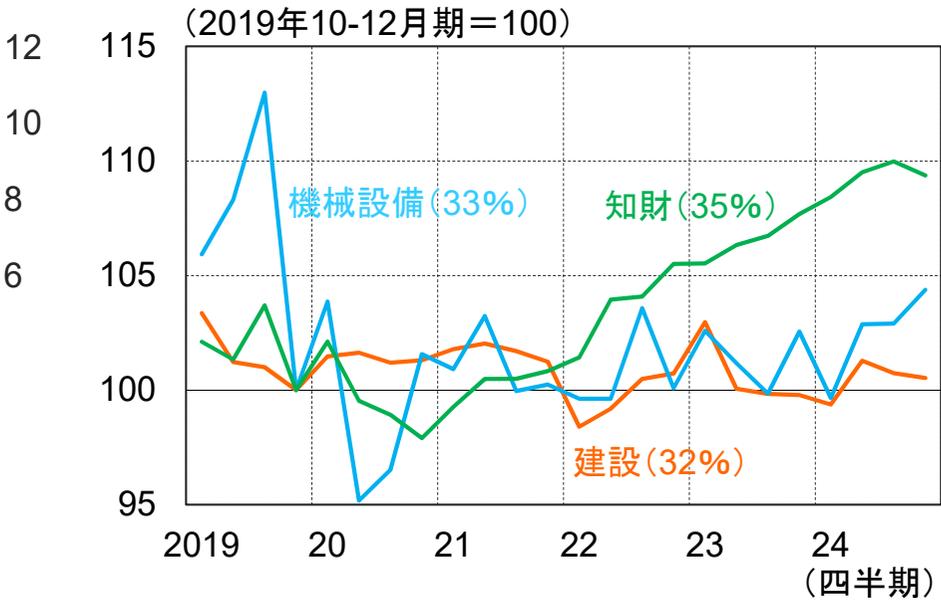
設備投資は緩やかに回復している

- ▶ 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、1月は2カ月連続で増加していた非製造業が大きく減少し、全体で3.5%の減少となった。
- ▶ 総固定資本形成をみると、10～12月期は、機械設備が増加する一方で建設や知財が減少した。建設は資材価格の高騰や人手不足により23年半ば以降伸び悩んでいる。知財は増加が一服したものの、省力化やAI活用などのソフトウェア需要の増加や、脱炭素、自動車でのSDV(Software Defined Vehicle)といった研究開発の高まりを受けて、21年以降増加しており設備投資を下支えしている。

設備投資、機械受注



総固定資本形成(住宅を除く)



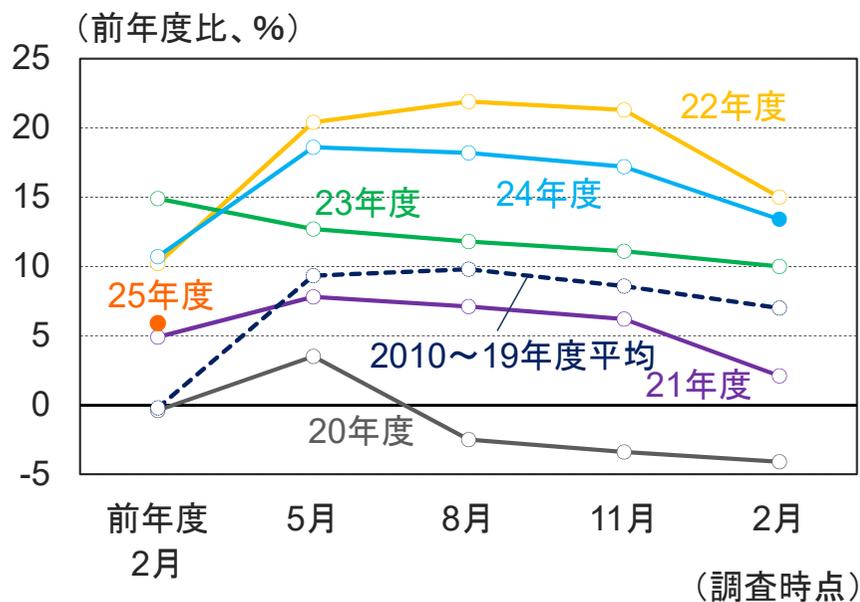
(備考)1. 内閣府 2. 設備投資は四半期

(備考)1. 内閣府 2. 総固定資本形成は公共投資を含む
3. ()内は住宅を除く総固定資本形成に占めるウエート

大企業の設備投資は高い伸びで着地見込み

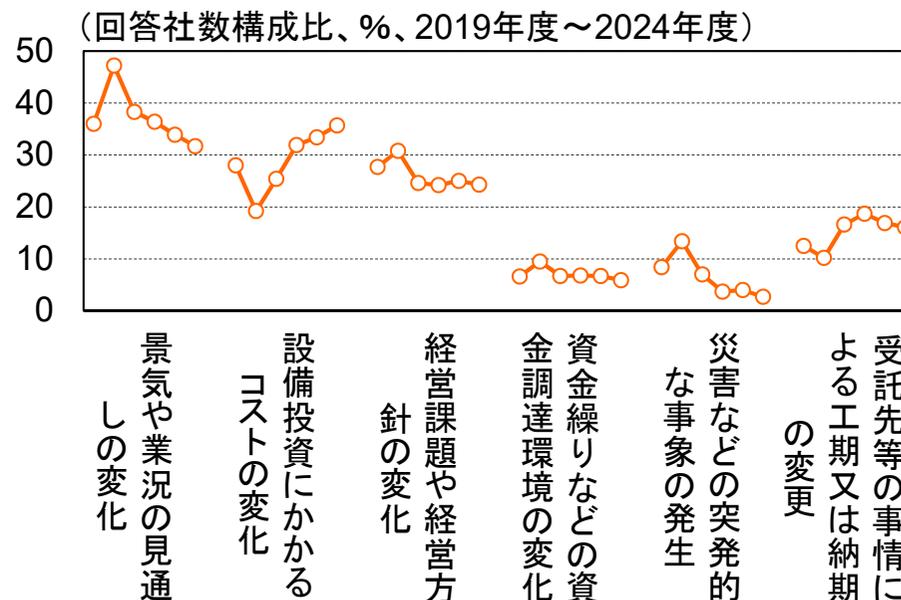
- ▶ 1～3月期(2月調査)の法人企業景気予測調査では、大企業設備投資計画の24年度着地見込みは、前回調査から下方修正されたものの堅調な企業収益を背景に前年度比13.4%増加となった。25年度は、コスト増や米国を中心とした不透明感の高まりもあり、コロナ禍の21年度並みの弱い計画となっている。
- ▶ 計画と実績見込みの乖離理由では、24年度はコストの変化が最も大きかった。足元のインフレなどにより企業が設備投資を手控えているとみられる。景気や業況の見通しの変化など、コロナの影響により高まった要因は減少する一方で、工期や納期の変更は、22年度の上昇以降、建設での人手不足が継続しており高止まっている。

法企予測調査 大企業設備投資計画



(備考)1. 内閣府、財務省 2. ソフトウェアを除く、土地を含む

計画と実績見込みの乖離理由

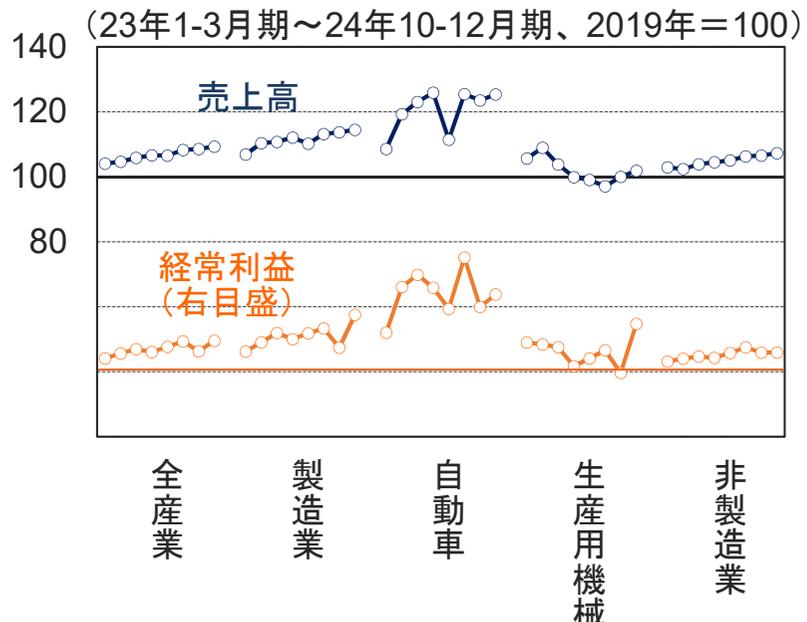


(備考)1. 内閣府、財務省 2. 大企業 3. 全10項目のうち変化幅の大きかった項目など、主要なものを抽出 4. 1社につき3項目以内の複数回答

企業業績は製造業、非製造業ともに増収増益

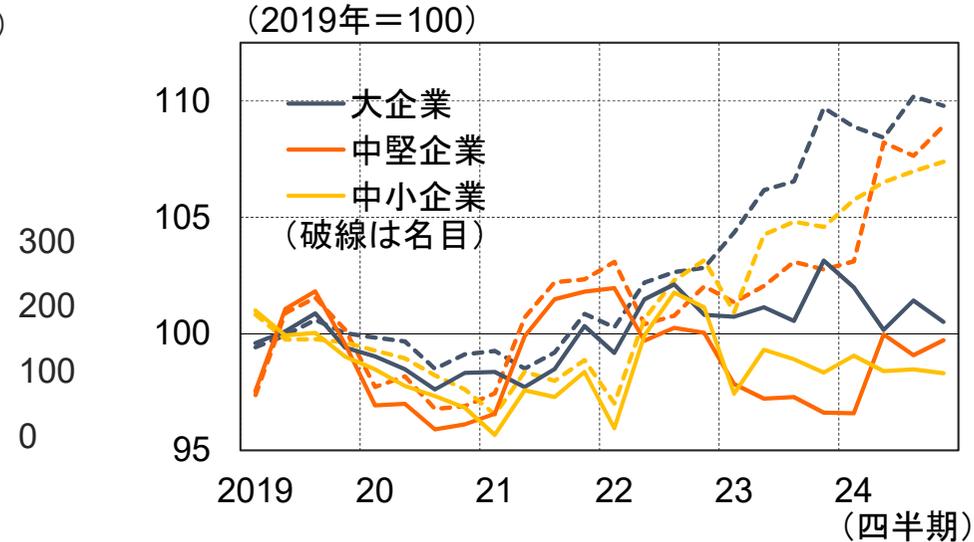
- ▶ 10～12月期の法人企業統計では、製造業、非製造業ともに増収増益となった。産業別では、円安に加え台風による工場停止の影響がはく落した自動車や、半導体製造装置などが好調だった生産用機械が増益となった。
- ▶ 企業の従業員当たりの人件費は、堅調な賃上げなどにより名目では2023年以降、全ての規模の企業で大きく増加した。実質でみると、大企業は23年後半に増加したが、足元では比較的賃金水準の低い非正規雇用が増加しているとみられ伸び悩んでいる。中堅企業は23年まで低迷していたが、24年半ばに大きく増加した。賃上げの余力が小さいとされる中小企業では22年半ば以降減少しており、インフレを上回るペースでの人件費の伸びはみられない。

売上高、経常利益



(備考) 1. 財務省 2. 金融保険業を除く全規模
3. 季節調整はDBJによる

従業員当たり実質人件費

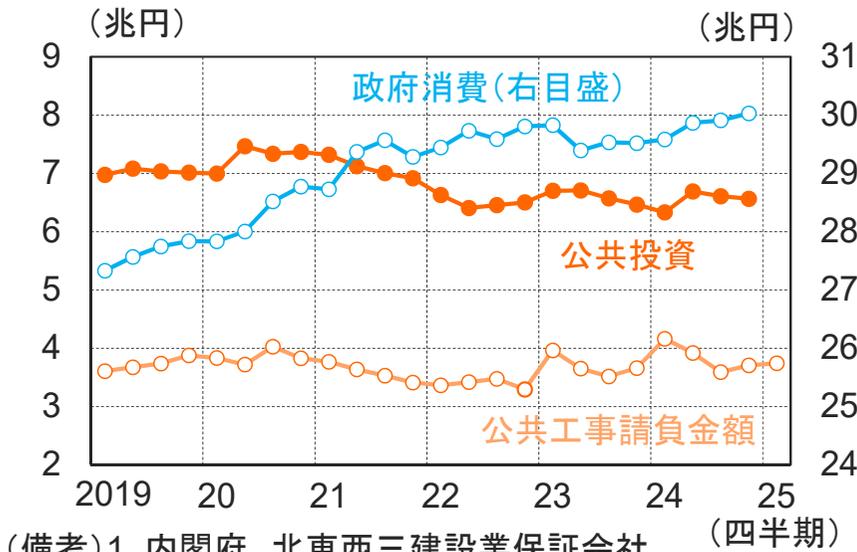


(備考) 1. 財務省 2. 金融保険業を除く 3. GDPデフレーターにより実質化 4. 大企業は資本金10億円以上、中堅企業は資本金1億円以上10億円未満、中小企業は資本金1千万円以上1億円未満 5. 季節調整はDBJによる

公共投資は底堅い、住宅投資は横ばい

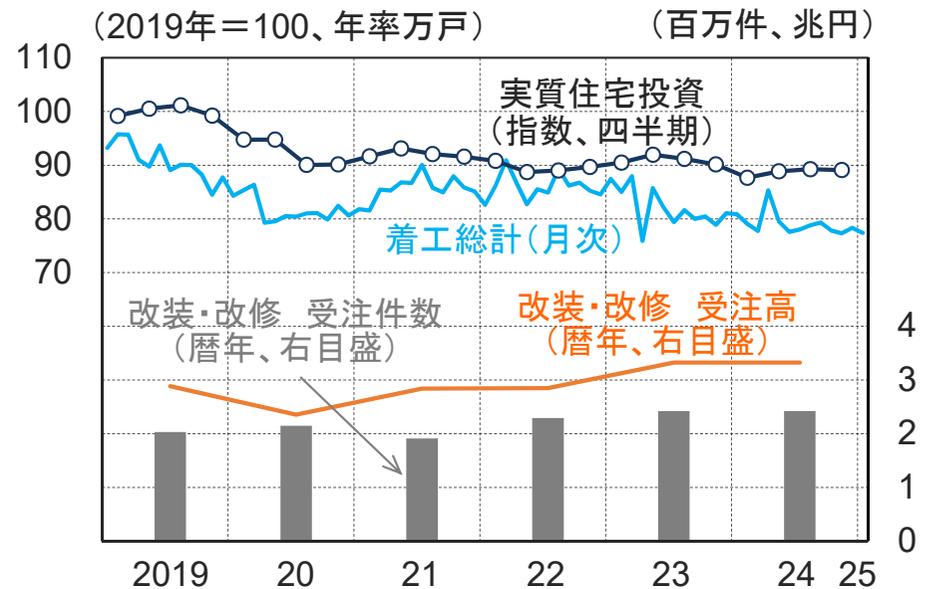
- 10～12月期の実質公共投資（GDPベース）は前期比年率2.7%減少し、24年度に入り持ち直した後におおむね横ばいとなっている。足元では先行指標の公共工事請負金額が緩やかに増加しており、今後、公共投資は底堅く推移するとみられる。政府消費は同1.6%増となり、社会保障費を中心に増加が続いている。25年度予算案は70年ぶりに国会で減額修正されたものの、過去最大になると見込まれており、政府支出全体は緩やかに増加するとみられる。
- 10～12月期の実質住宅投資（GDPベース）は前期比年率0.8%減少し、24年以降横ばいとなっている。1月の住宅着工戸数は、持家の減少により前月比1.2%減少した。住宅投資の約15%を占めるリフォーム（改装・改修）は、省エネ改修の補助金もあり増加基調だが、建築費高止まりによる新設住宅戸数や床面積の低調もあり、今後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月のみ

住宅投資と着工戸数、改装・改修受注

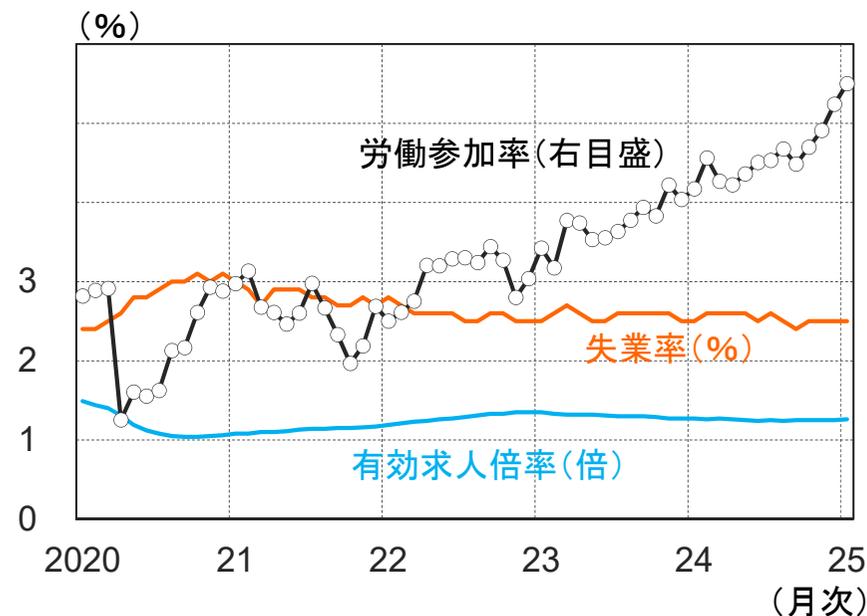


(備考) 国土交通省、内閣府

雇用は改善している、消費は緩やかな回復の動きがみられる

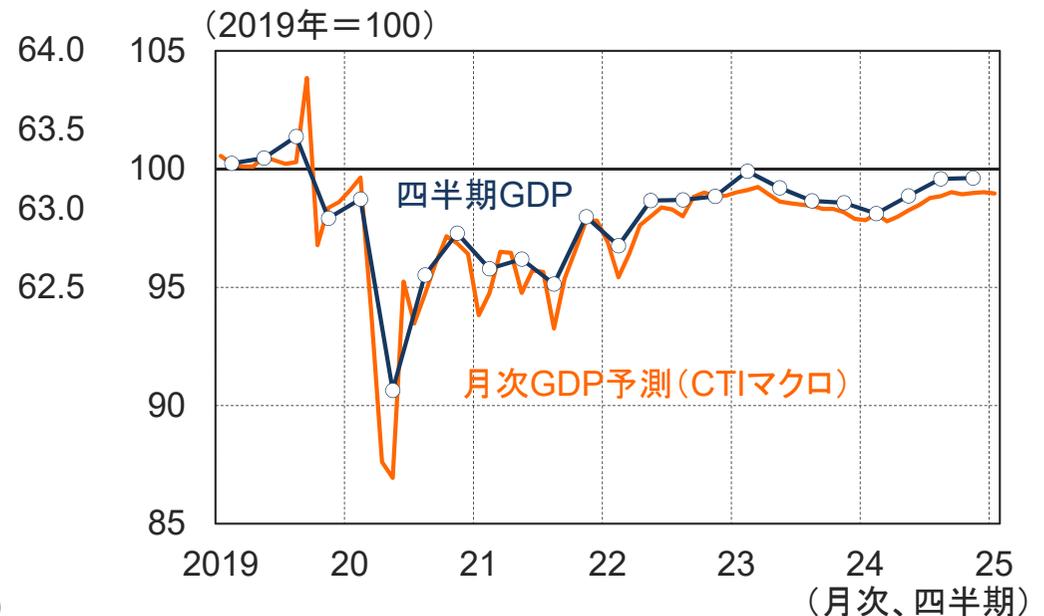
- 1月の失業率は前月から横ばいとなったほか、有効求人倍率は小幅に上昇した。労働力人口は、中高年層の女性を中心に増加が続き初めて7,000万人を上回り、労働参加率は4ヵ月連続で上昇するなど雇用は改善している。
- 10～12月期の実質民間最終消費（GDPベース）は前期比年率0.1%増加し、小幅ながら3期連続のプラスとなった。1月の月次推計（総務省、CTIマクロ）は、前月から低下した。物価上昇が続く中、衣料品などの半耐久財や家電などの耐久財が減少したとみられる。

失業率、有効求人倍率、労働参加率



(備考)総務省、厚生労働省

実質民間最終消費

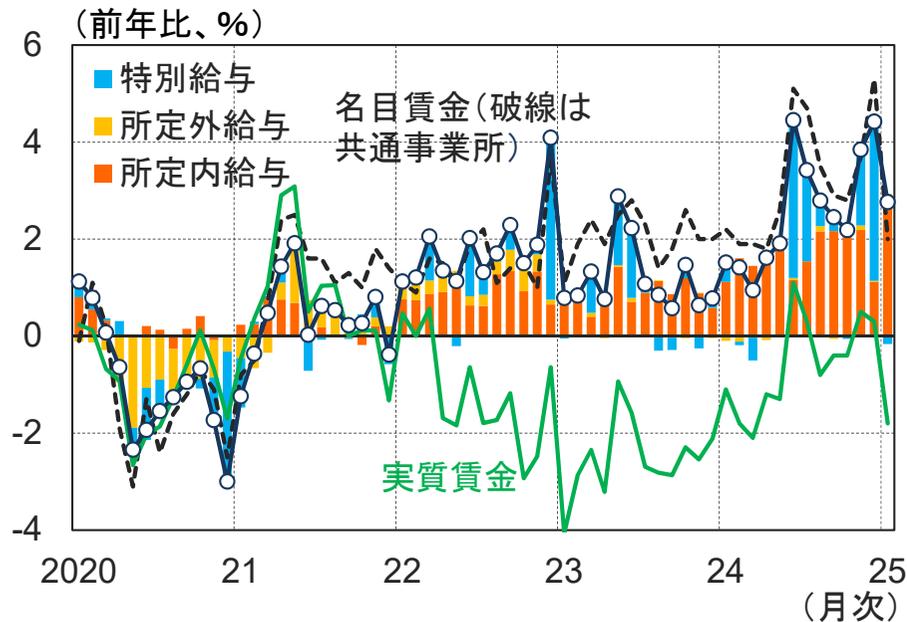


(備考)内閣府、総務省

賃金は伸びが鈍化、春闘賃上げ率は昨年を上回る伸び

- ▶ 1月の賃金は、前月の好調な冬季賞与の押し上げがなくなり、前年比2.8%増と伸びが鈍化した。実質賃金は、エネルギーや食料などによる消費者物価の伸び拡大もあり、3カ月ぶりにマイナスとなった。今後所定内給与の伸びは好調な春闘に伴い堅調が続くものの、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。
- ▶ 春闘賃上げ率の第1回回答集計結果(連合)は5.46%となり、昨年を上回る高い伸びとなった。一方、消費者態度指数の「収入の増え方」は実質賃金に歩調を合わせて動き、先行きに慎重な見方が続くほか、生活必需品の価格高騰が続く中で「暮らし向き」も低下している。消費回復の持続に向けて、中小零細企業も含めた物価上昇を上回る賃上げが期待される。

賃金



(備考)厚生労働省

消費者態度指数



(備考)1. 内閣府によりDBJ作成 2. 「収入の増え方」、「暮らし向き」は今後半年間の見通し

サービス産業売上高は緩やかに回復、小売売上高は弱含み

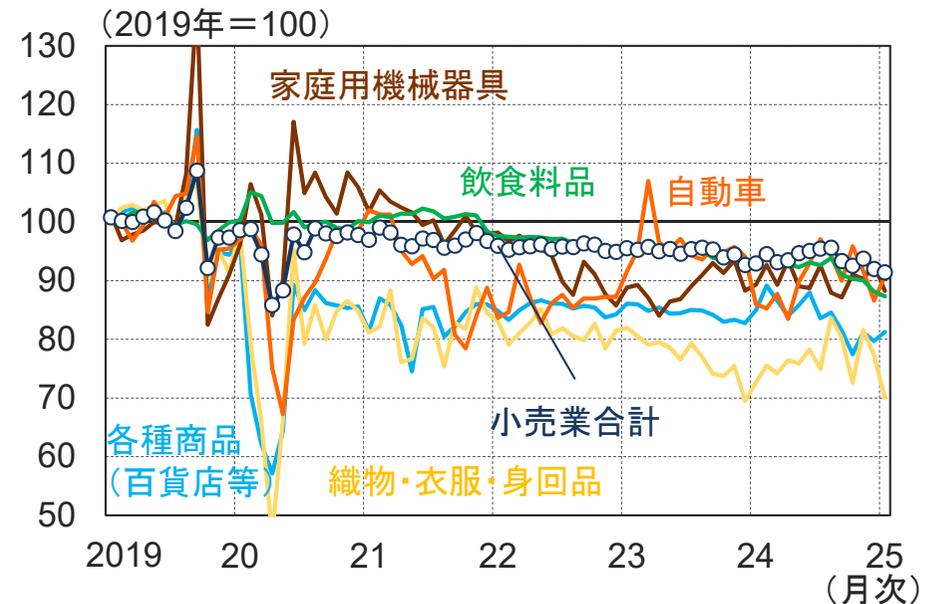
- ▶ 12月のサービス産業売上高は、情報通信業などが前月から増加し、緩やかに回復している。飲食、宿泊は、インバウンドは好調であるものの、物価高により節約志向が強まっているとみられる中、実質では横ばい基調となっている。
- ▶ 1月の実質小売業販売額は、前月比0.6%減少した。自動車が増加したものの、織物・衣服・身回品が減少したほか、飲食料品は5ヵ月連続で減少した。実質賃金が安定してプラス基調とならない中、生活必需品である米や生鮮食品の価格高騰もあり、実質小売業販売額は足元で弱含んでいる。

サービス産業売上高



(備考) 1. 総務省 2. 破線は実質

実質小売業販売額

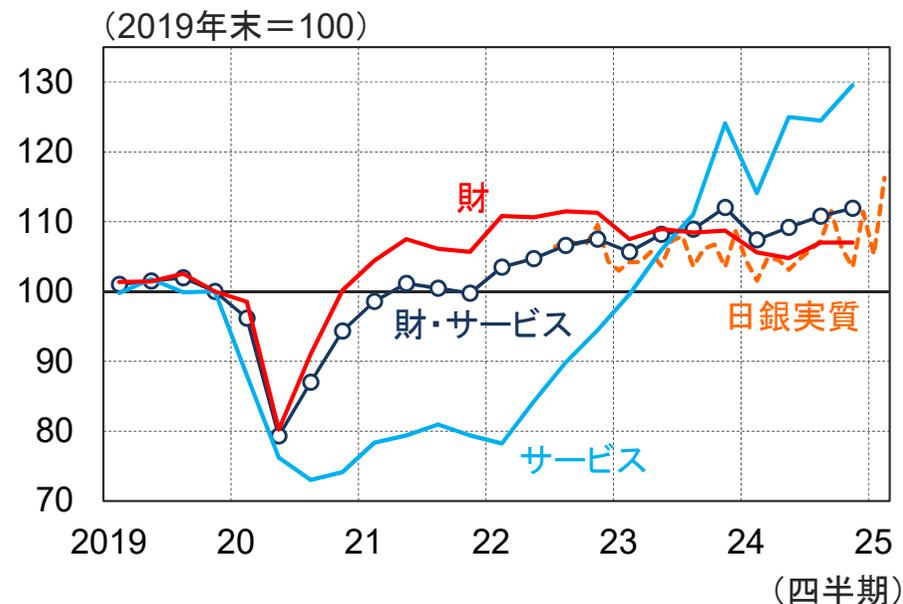


(備考) 経済産業省

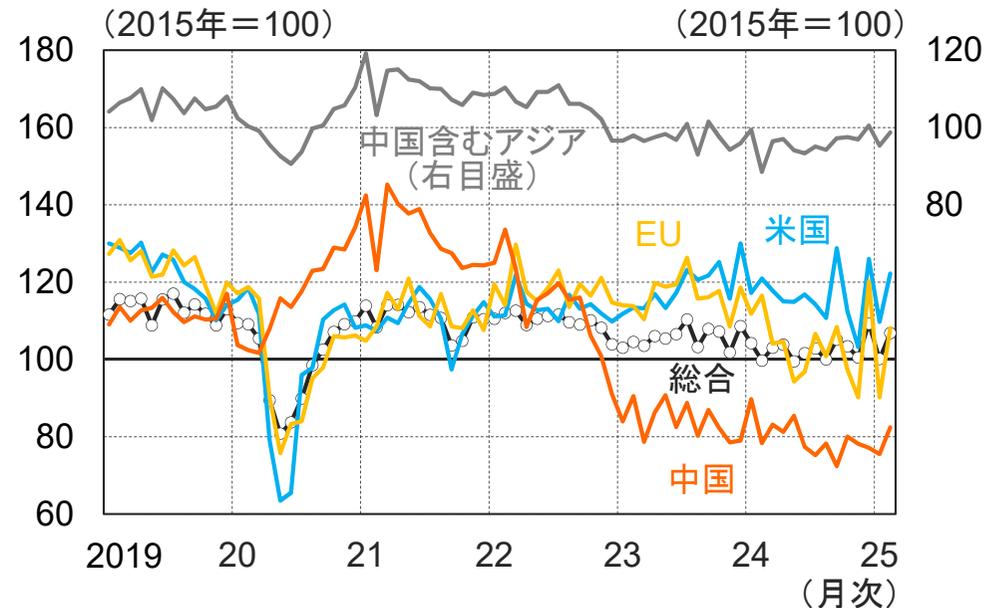
輸出は横ばい

- ▶ 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。
- ▶ 2月の日銀実質輸出は前月比10.4%、輸出数量指数は同6.7%増加した。国・地域別にみると、米国向けが輸送用機器を中心に増加しており、トランプ政権による自動車への関税発動を警戒した駆け込みが生じた可能性がある。中国向けは、半導体等製造装置などの一般機械が増加した。トランプ政権の関税政策により自動車などを中心に輸出に影響が及ぶ可能性があり、先行き不透明感が高まっている。

実質輸出（GDPベース）



国・地域別輸出数量指数

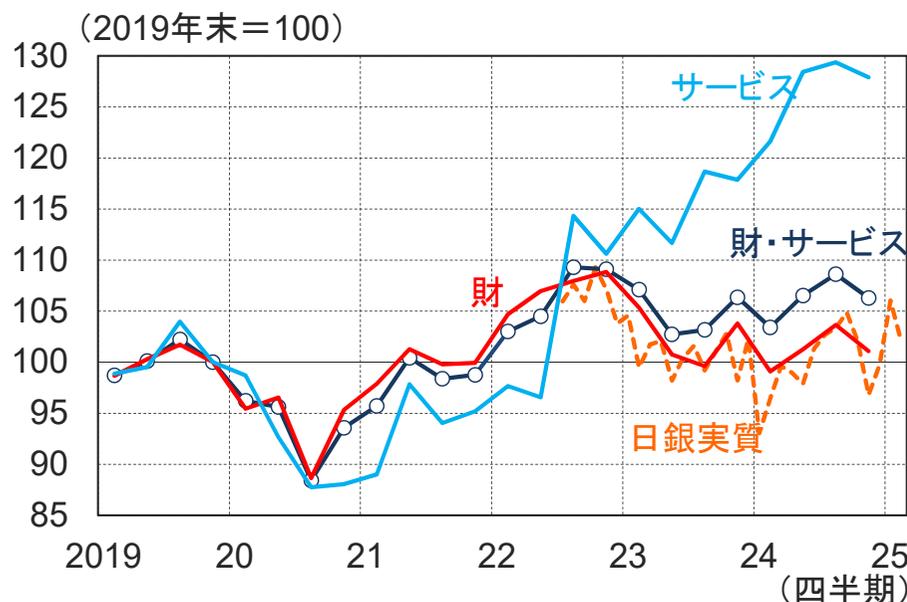


(備考) 1. 内閣府、日本銀行 2. 日銀実質は月次、10-12月期平均がGDPの実質財輸出と一致するよう水準調整を行った (備考) 財務省、内閣府

輸入は横ばい、経常収支は黒字が縮小

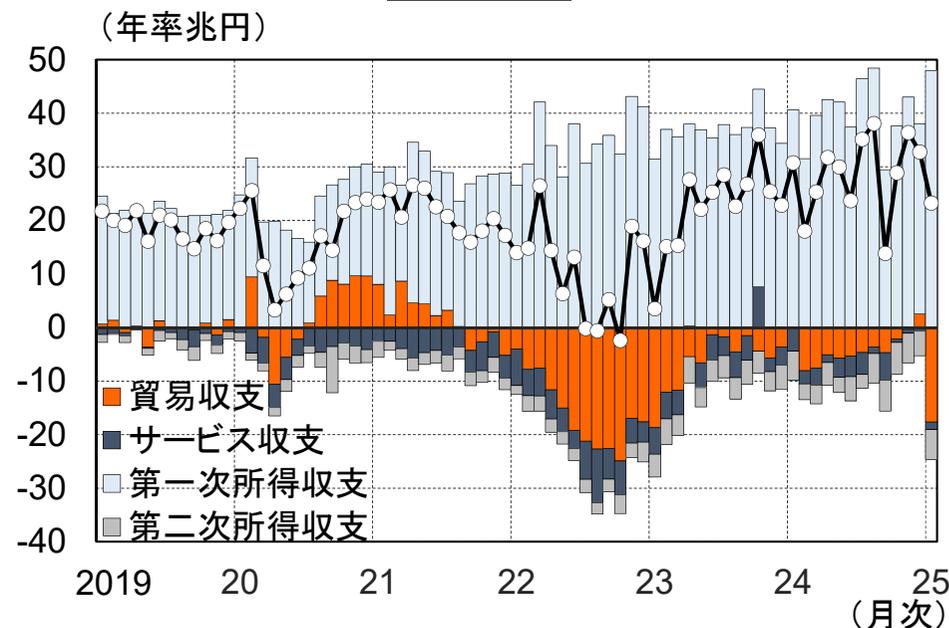
- ▶ 10～12月期の実質輸入（GDPベース）は前期比年率8.3%減少し、23年初以降内需がもたつく中、横ばいが続いた。財輸入は、前期に大幅に増加した医薬品などの化学製品や電子部品が減少した。サービス輸入は、日本人の海外旅行の持ち直しにより旅行サービスの支払いが増加する一方、著作権等使用料を中心に小幅に減少した。
- ▶ 1月の経常収支は、前月から黒字が縮小した。第一次所得収支は海外子会社からの配当の受け取り増加により黒字が拡大した。一方、貿易収支は輸出が減少したことに加え輸入が増加し再び大幅な赤字となったほか、サービス収支は訪日外客数の増加に伴い旅行収支の受取は増加したものの、その他サービスを中心に赤字が小幅に拡大した。

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、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

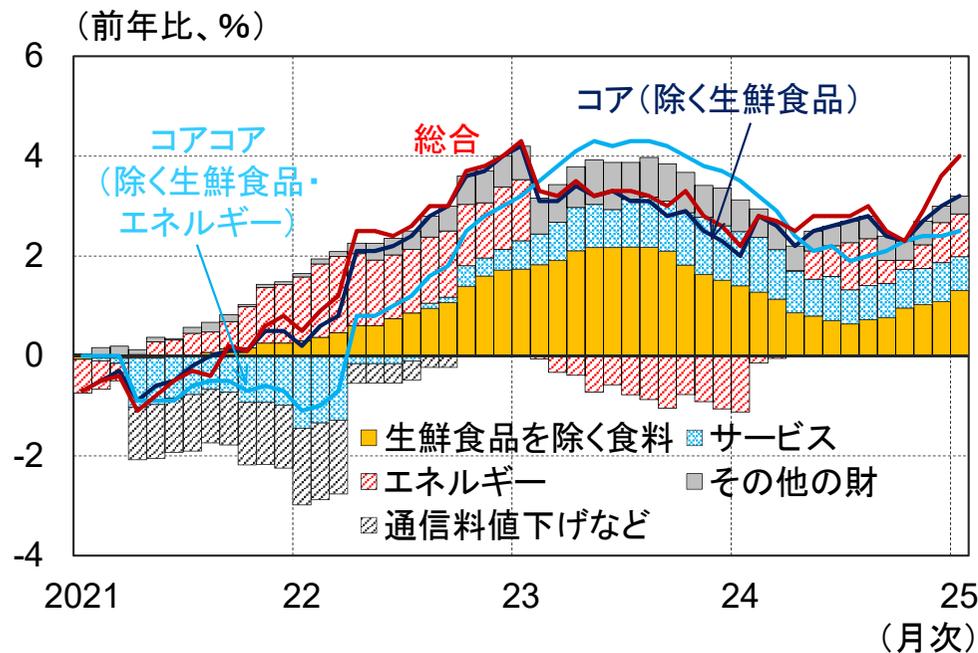


(備考) 財務省

消費者物価の伸びは小幅に上昇

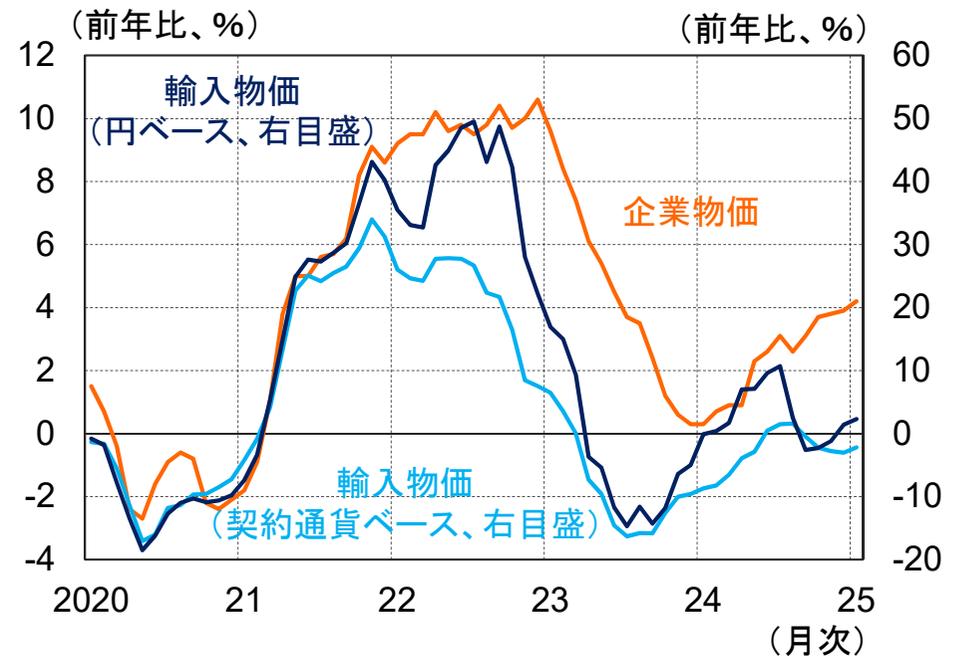
- 1月消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー、コアコア）の伸びは、円安もあり食料が押し上げ、前年比2.5%へ小幅に上昇した。生鮮食品を除くコアは、政府による燃料油価格激変緩和補助金の縮小もあり同3.2%に拡大した。消費者物価（総合）は、野菜を中心とする生鮮食品の高騰も加わり、23年1月以来の同4%台となった。
- 1月企業物価の伸びは、燃料油価格激変緩和補助金が縮小したことで、拡大した。輸入物価は、契約通貨ベースでは24年夏以降下落に転じたが、25年1月は原油価格の上昇により下落幅が縮小した。円ベースでは、円安も加わり前年比2.3%と伸びがやや高まった。

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

輸入物価、企業物価

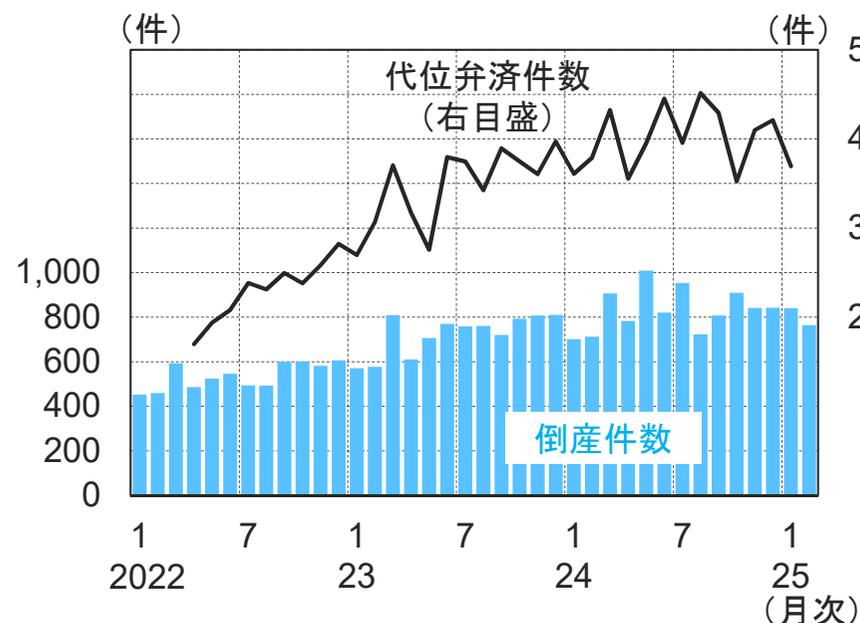


(備考) 日本銀行

倒産は横ばい、貸出金利と預金金利は一段と上昇

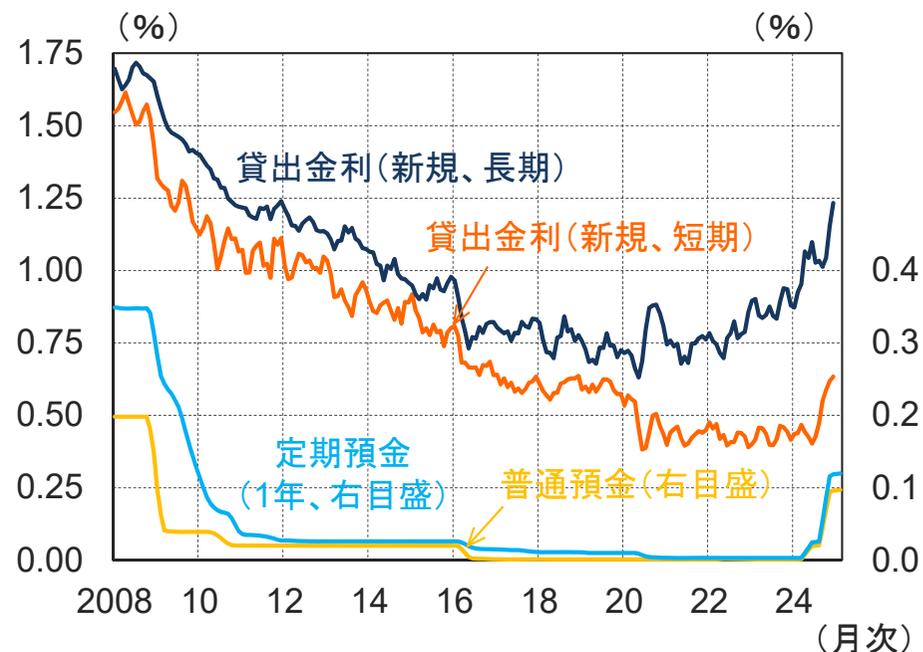
- 2月の企業倒産件数は、物価高を要因とする倒産が中小・零細規模を中心に高止まり、764件となった。均してみるとゼロゼロ融資の返済開始がピークを迎えた24年春以降、横ばいとなっている。倒産の先行指標といわれる信用保証協会の代位弁済件数は高止まっており、今後も人手不足や価格転嫁が十分に進まないことなどにより、倒産件数は高止まる可能性がある。
- 貸出金利と預金金利は、日銀の利上げや長期金利の上昇を受けて、24年半ば以降一段と上昇した。特に預金金利をみると、上昇幅は貸出金利に比べて小さいが、上昇率は貸出金利よりも大きく、既に10年ごろの水準を回復した。家計の現預金の投資への流入が続くほか、ネット銀行の拡大も背景に、預金獲得に向けた銀行間の競争が活発化する中で、預金金利は上昇しやすくなっているとみられる。

倒産件数、代位弁済件数



(備考) 1. 東京商工リサーチ、全国信用保証協会連合会
2. 倒産件数は負債額1,000万円以上

貸出金利、預金金利



(備考) 1. 日本銀行 2. 3ヵ月移動平均

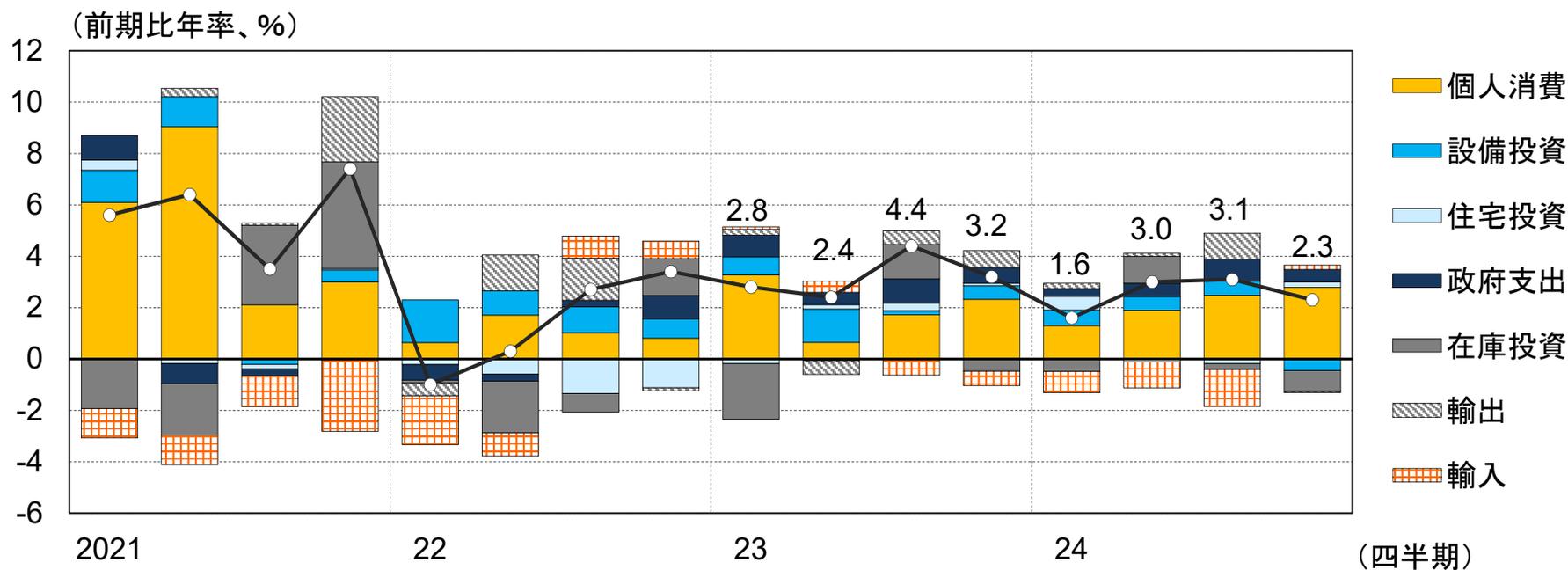
Section 3

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(改定値)は速報値から変わらず、前期比年率2.3%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GDPは、消費の鈍化などにより1%台に減速すると見込まれる一方、その後は堅調な労働市場を背景に堅調な成長が続くとみられている。ただし、関税引き上げなどによっては、インフレ再燃や景気減速のリスクがある。

実質GDP成長率

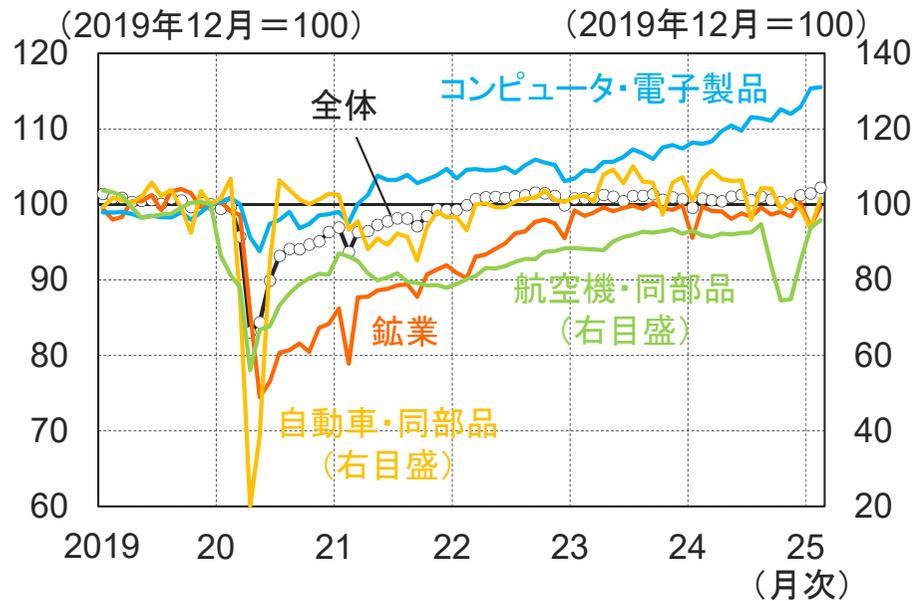


(備考)米商務省

米国：鉱工業生産は増加、小売売上高は増加が一服

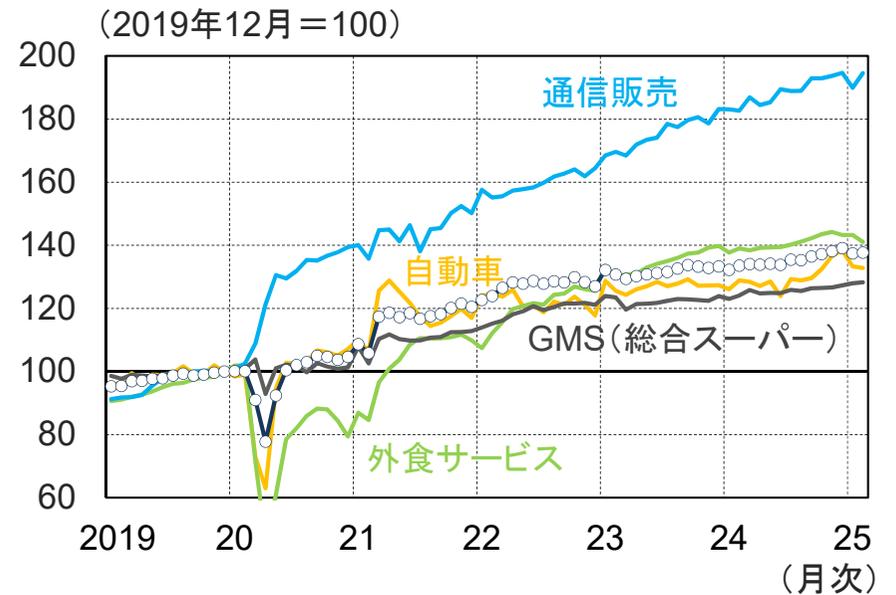
- 2月鉱工業生産は、前月比0.7%増となり3ヵ月連続で増加した。コンピュータ・電子製品の堅調が続き、航空機・同部品がストライキ前の水準を回復したほか、自動車・同部品と鉱業も増加した。
- 2月小売売上高は、通信販売などは増加したが、自動車や外食サービスなどが減少し前月比0.2%増となった。24年末まで増加基調にあったが、25年に入り一服している。

鉱工業生産



(備考)FRB

小売売上高

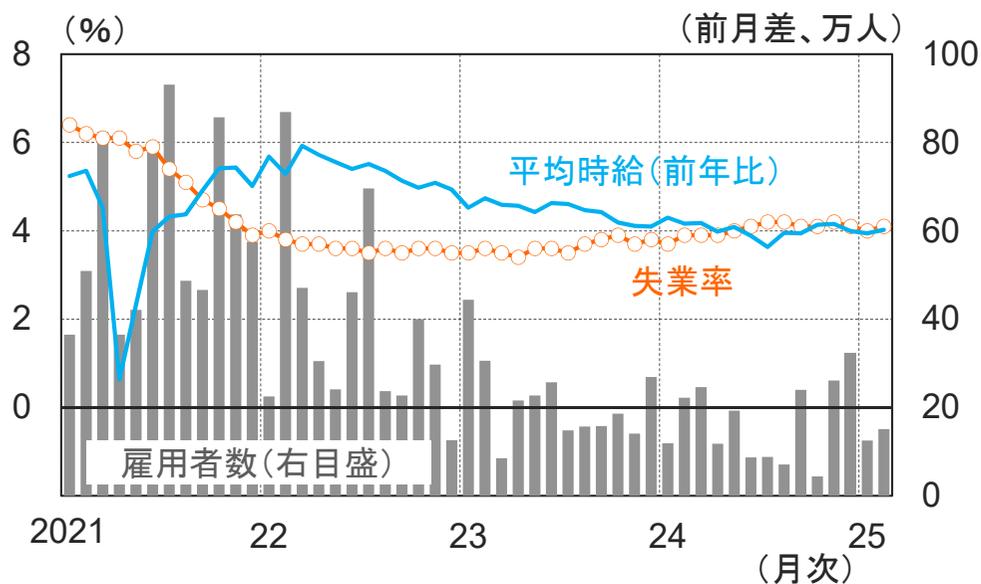


(備考)米商務省

米国：労働市場は堅調を維持しつつやや減速、インフレ率は5カ月ぶり縮小

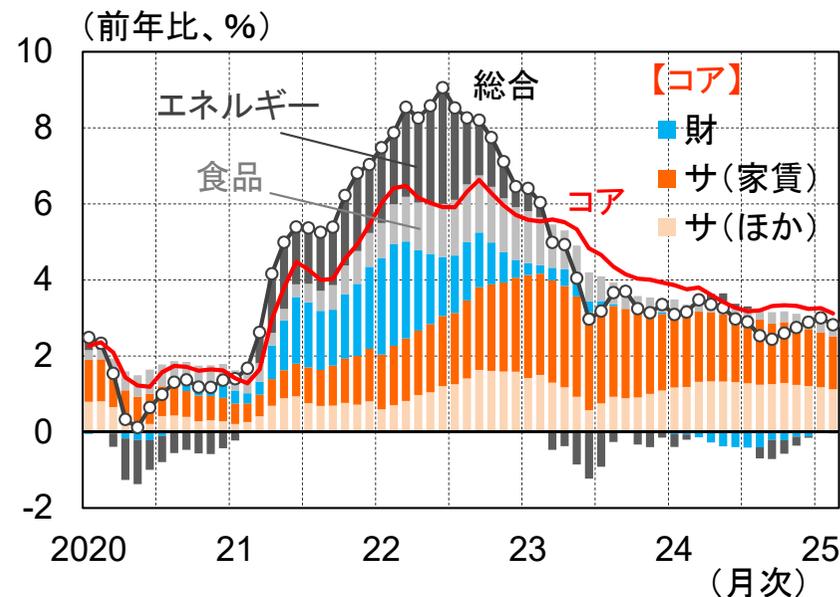
- 2月雇用者数は、15.1万人増となり堅調とされる15～20万人を維持したが、昨年末に比べて縮小している。失業率も4カ月ぶりに上昇し、労働市場は堅調を維持しつつやや減速している。マスク氏が率いる政府効率化省は、20万人程度の連邦政府職員（除く郵便局）の早期退職を示唆している。2月は7千人弱の減少にとどまったが、今後人員削減が本格化する可能性がある。
- 2月消費者物価は前年比2.9%上昇し5カ月ぶりに伸びが縮小した。食品価格の伸びが拡大したが、エネルギーが再びマイナスとなったほか、サービス価格の緩やかな鈍化が続いた。ただし、2月以降、関税引き上げが順次導入されており、物価の上振れ懸念が残る。

雇用統計



(備考)米労働省

消費者物価

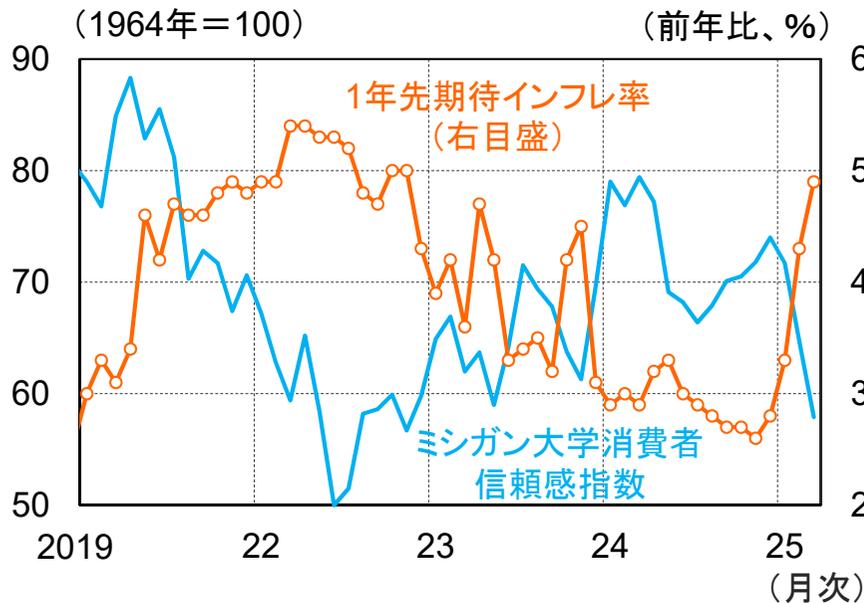


(備考)1. 米労働省 2. 内訳は総合に対する寄与度

米国：消費者マインドが悪化、FOMCは2会合連続で政策金利を据え置き

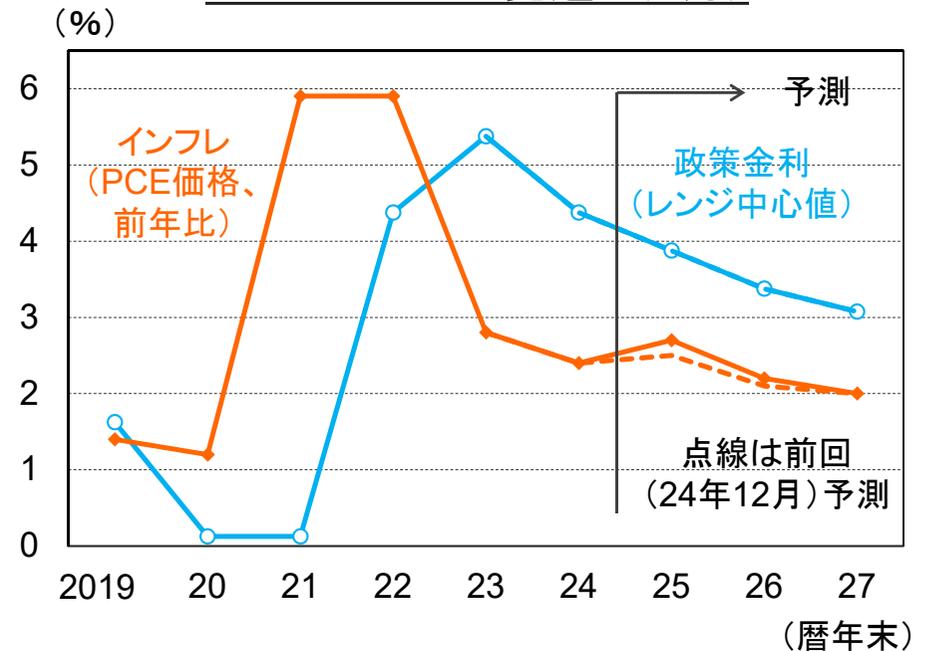
- ▶ 消費者マインドの代表的な指標であるミシガン大学消費者信頼感指数は、昨秋以降のインフレの再燃などにより今年に入り低下した。2月以降はトランプ政権による関税引き上げの発表や発動により期待インフレ率が大きく上昇し、先行き不透明感が強まり消費マインドが悪化した。
- ▶ 3/18～19のFOMCでは、2会合連続で政策金利が据え置かれた(4.25～4.5%)。堅調な労働市場やインフレ率の高止まりのほか、関税引き上げにより先行きの不確実性が高まっていると指摘した。FOMCメンバーの見通しでは、インフレ率がやや上方修正され、25年の利下げは2回と前回(24年12月)予測が維持された。

消費者マインドと期待インフレ



(備考) LSEG Datastream

FOMCメンバー見通し(3月)



(備考) 1. FRB 2. PCE価格は10-12月期の前年比

米国：地区連銀報告は関税引き上げへの懸念が広がる

- ▶ 2月以降トランプ政権は複数の関税引き上げ策を公表した。トランプ大統領は3/4の施政方針演説で、関税引き上げは景気などに一時的な影響を及ぼすものの、関税収入拡大や製造業の国内回帰に伴う雇用増加につながるとして、4月からの相互関税の発動を表明した。交渉次第で取り下げの可能性もあるが、追加関税が順次発動されており、先行きは予断を許さない。
- ▶ 3月公表の地区連銀報告（ページブック）では、関税引き上げによるインフレや景気下押しへの懸念が指摘された。トランプ大統領再選前の10月の地区連銀報告では関税の言及がなかったが、1月の報告書では23回、今回は49回言及されており、関税引き上げに対する懸念が高まっている。

トランプ政権の通商政策を巡る動き

地域・品目	主な内容
カナダ、メキシコ	25%（カナダ産エネルギーは10%）の追加関税（3/4に発動、自動車を含む4-5割の品目は1ヵ月猶予）
中国	10%の追加関税（2/4に発動） さらに10%の追加関税（3/4に発動）
EU	25%の追加関税（近いうちに発表）
日本	円安、自動車貿易の不均衡を批判
相互関税	4/2に実施予定（施政方針演説でEU、中国、ブラジル、インド、メキシコ、カナダ、韓国の高関税を批判）
鉄鋼、アルミ	25%関税（3/12に発動、免除地域なし）
銅、木材	関税引き上げに向けた調査を開始
自動車、半導体、医薬品	25%の関税（4/2を発表の可能性）

（備考）DBJ作成

3月の地区連銀報告（ページブック）

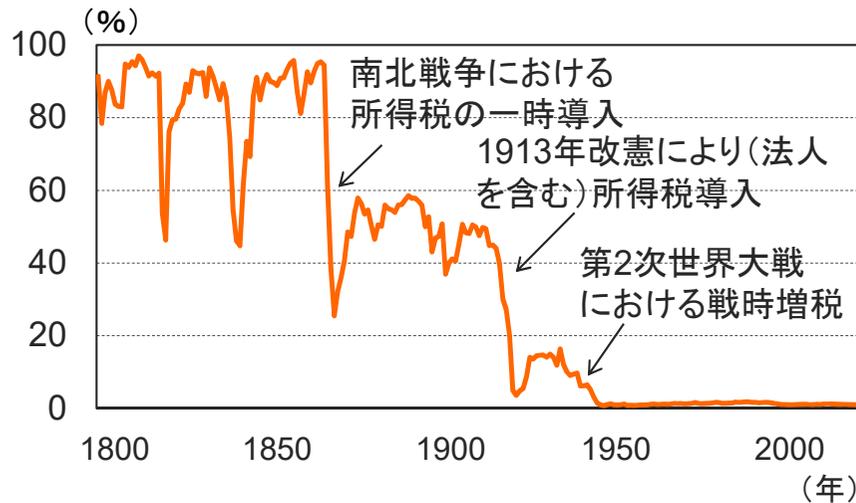
経済活動全体	<ul style="list-style-type: none"> • 1月中旬に比べてわずかに拡大（4地区拡大、6地区変化なし、2地区縮小） • 低所得者を中心に裁量的支出を減らす動き • 気候異常により一部サービス業が需要減 • 一部製造業は貿易政策の変更による潜在的なインパクトを懸念
雇用	<ul style="list-style-type: none"> • 雇用は緩やかに増加。労働力供給が改善、一部では依然として逼迫 • 移民などの不確実性が労働市場に影響 • 賃金の上昇圧力がやや緩和
物価	<ul style="list-style-type: none"> • 物価は緩やかに上昇、一部では加速した • 価格転嫁が難しいとしつつも、関税引き上げが値上げにつながると予想 • すでに先手を打って値上げする企業もある

（備考）FRBによりDBJ抜粋

米国:トランプ大統領の関税政策の背景

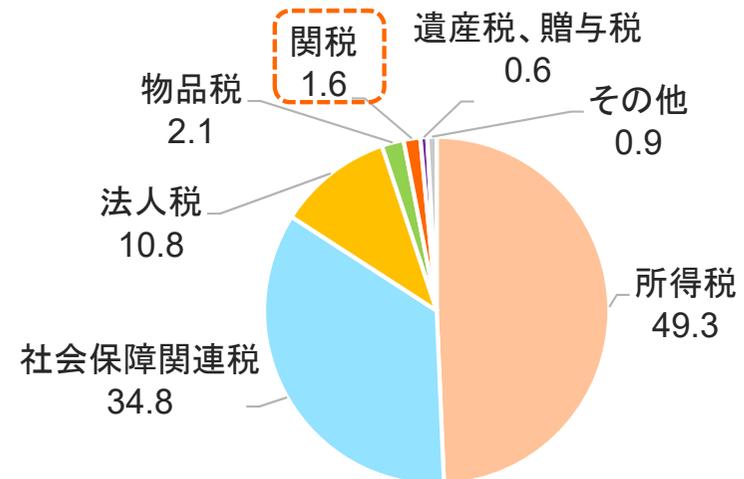
- ▶ 米国は建国以来、政府の社会や経済への関与を最小限にする「小さな政府」の理念が強く、建国当初は国内で徴収する税金の依存が小さく、連邦政府収入の9割が関税で賄われていた。一方、南北戦争時は戦費調達に伴う所得税導入などの増税により、国内税収が大きく増加した。その後も公共投資や社会保障向けに国内税収が拡大し、関税のウエートは2%未満に低下した。
- ▶ こうした背景がある中、トランプ政権は政府支出削減や所得税、法人税の減税を目指す一方、関税引き上げにより製造業の国内回帰に加えて関税収入の拡大も図ろうとしている。連邦政府は付加価値税(いわゆる消費税)を導入しておらず、他国の付加価値税を米国への関税とみなし、相互関税の対象になっている。しかし、財政規模や構造が大きく変わる中、関税による歳入拡大は限定的とみられるほか、関税引き上げによる米経済への影響も懸念される。

米連邦政府収入に占める関税のウエート



(備考) ホワイトハウス、米商務省によりDBJ作成

米連邦政府収入構成(2024会計年度、%)



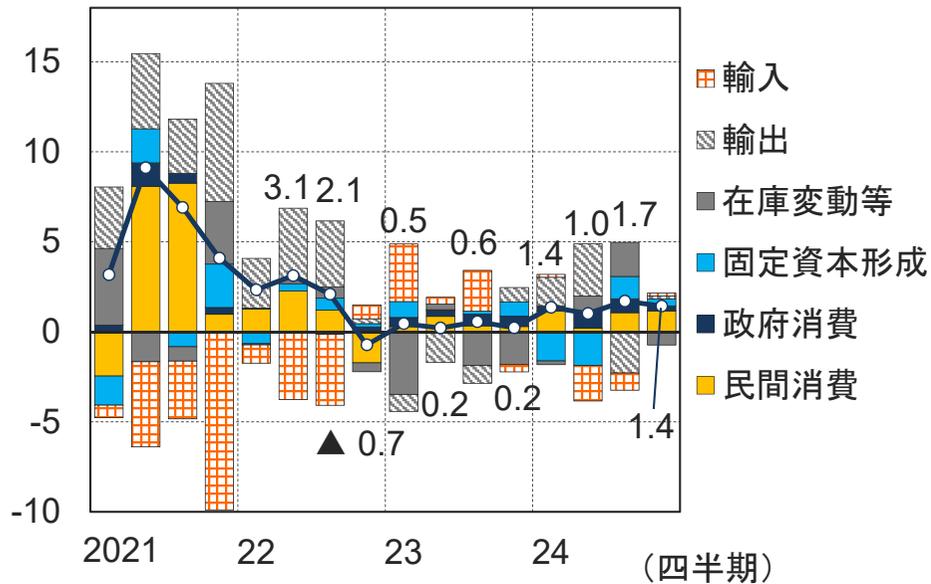
(備考) 1. 米財務省 2. 24年会計年度は23年10月~24年9月

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				23年	24年	24年	25年
	1~3	4~6	7~9	10~12	実績	実績	見通し	
EU27カ国	1.4	1.0	1.7	1.4	0.5	1.0	0.9	1.5
ユーロ圏	1.3	0.7	1.7	0.9	0.5	0.8	0.7	0.9
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	1.6	▲0.4	0.9	1.1	0.7	1.3
イタリア	1.4	0.3	0.0	0.5	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

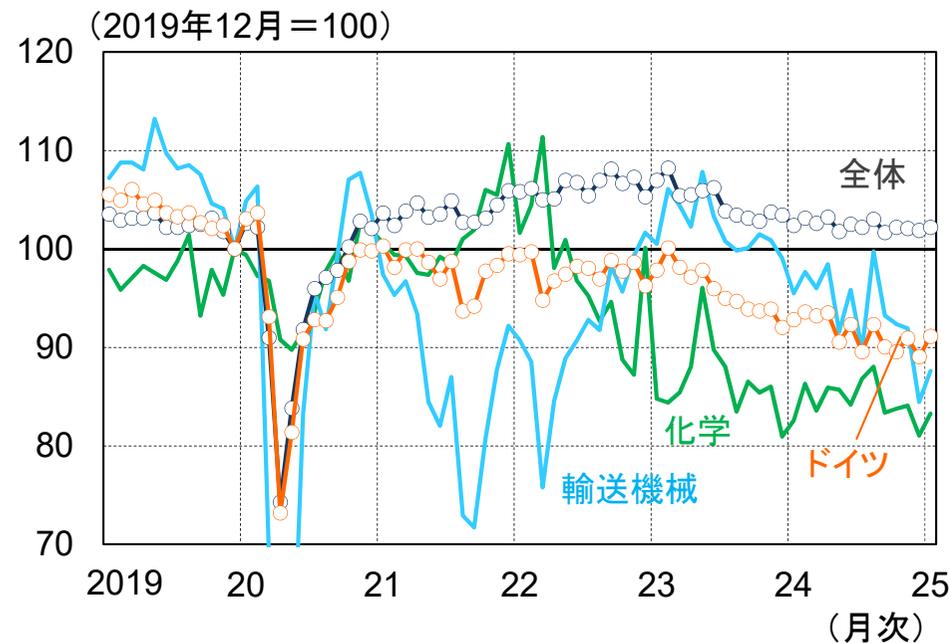
(備考) 1. Eurostat、英国統計局

2. 見通しは欧州委員会(24年11月)、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、小売は一服

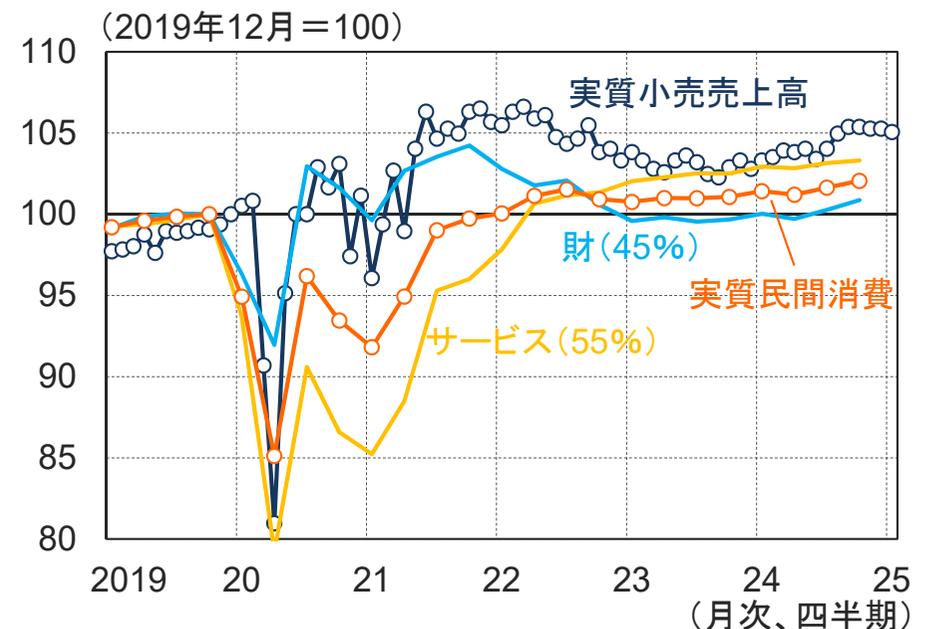
- ▶ EUの1月鉱工業生産は、前月に大きく減少した輸送機械や化学を中心に持ち直し全体で0.3%増加した。基調としては、23年半ば以降ドイツを中心に減少が続いており、弱い動きとなっている。
- ▶ EUの1月実質小売売上高(除く自動車)は、前月比0.2%減少した。24年夏から秋にかけてインフレの鈍化やパリ五輪などにより伸びが高まったが、足元で一服している。実質民間消費は、サービス消費の堅調が続いているほか、家計の購買力の回復もあり、財消費が24年後半から持ち直している。

EUの鉱工業生産



(備考)Eurostat

EUの実質小売売上高、実質民間消費

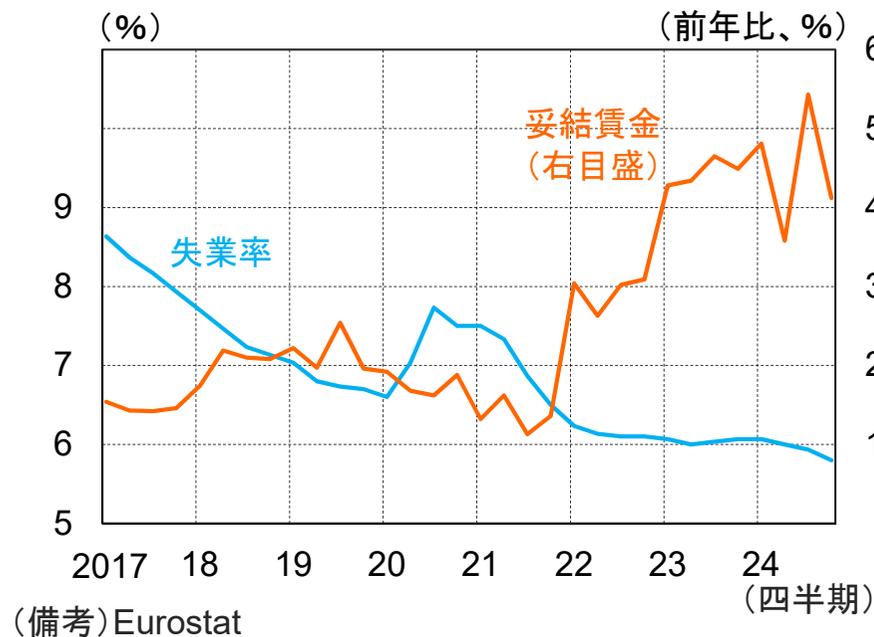


- (備考) 1. Eurostat 2. 実質小売売上高は月次、自動車を除く
3. 実質民間消費は四半期、独、仏、伊、蘭など11カ国
4. 財とサービスは実質民間消費の内訳、()はウエート

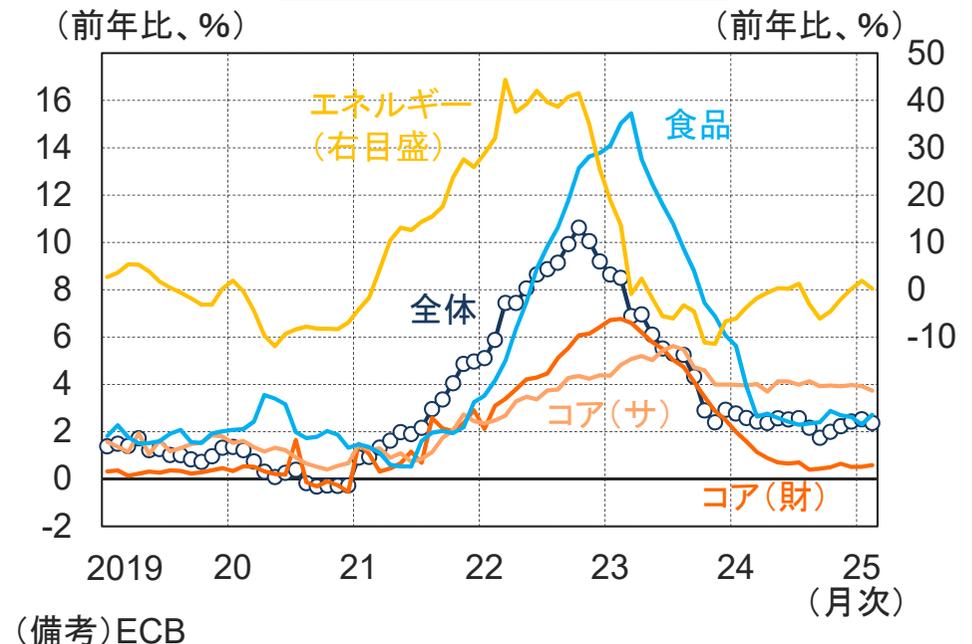
欧州：賃金と消費者物価の伸びは鈍化、ECBは5会合連続で利下げ

- ▶ ユーロ圏の妥結賃金の伸びは、24年10～12月期はドイツを中心に大幅に鈍化した。失業率が低下するなど労働需給がひっ迫する中で、21年後半から24年半ばにかけて上昇したが、足元の労使交渉やインフレ鈍化を踏まえると、25年も鈍化が続くとみられている。
- ▶ ユーロ圏の2月消費者物価の伸びは、寒波により高騰していた天然ガス価格などのエネルギーを中心に鈍化し、前年比2.4%となった。4%前後で下げ渋っているサービスは3.7%に鈍化した。
- ▶ ECBは、5会合連続で利下げを行った（預金ファシリティ金利2.75%→2.50%）。声明では、金融政策は「引き続き景気抑制的」から「景気抑制的ではなくなりつつある」に変更された。ラガルド総裁は、米国の通商政策や、ドイツやEU全体の財政拡張などによる不確実性の高まりを指摘し、インフレ率などのデータ次第では利下げを一時停止する可能性を示唆した。

ユーロ圏の賃金上昇率、失業率



ユーロ圏の消費者物価



欧州：ドイツは財政拡大に向けて合意、EUは再軍備計画を発表

- ▶ ドイツでは、連邦議会選挙の結果を受け、次期政権樹立に向けて中道右派CDU/CSUと中道左派SPDが3月上旬に協議を行い、5,000億ユーロの特別基金創設や債務ブレーキの見直しなどで合意した。改選後は極右のAfDなど債務ブレーキの見直しに反対する政党が基本法改正を阻止できる3分の1以上の議席を有することから、環境政党「緑の党」の合意も得て改選前に改正案が可決された。
- ▶ EUは「ヨーロッパ再軍備計画」(ReArm Europe)の策定を表明し、加盟国が大筋で合意した。再軍備計画では、1,500億ユーロの融資枠に加え、EUが加盟国に定める財政ルールの特典などが盛り込まれた。
- ▶ ドイツの債務ブレーキの見直しなどによる財政悪化リスクや欧州全体の財政拡大への懸念から、3月上旬にドイツやフランスやイタリアなどで長期金利が急上昇した。

ドイツの政局とEUの再軍備計画

ドイツ連邦議会選挙の結果

- 最大野党「キリスト教民主・社会同盟」(CDU/CSU)が第一党に
- 与党の「社会民主党」(SPD)は2割未満の議席数まで後退
- 極右政党「ドイツのための選択肢」(AfD)が第二党に躍進
- CDU/CSUとSPDによる連立政権が成立する見通し

基本法改正案の主な内容

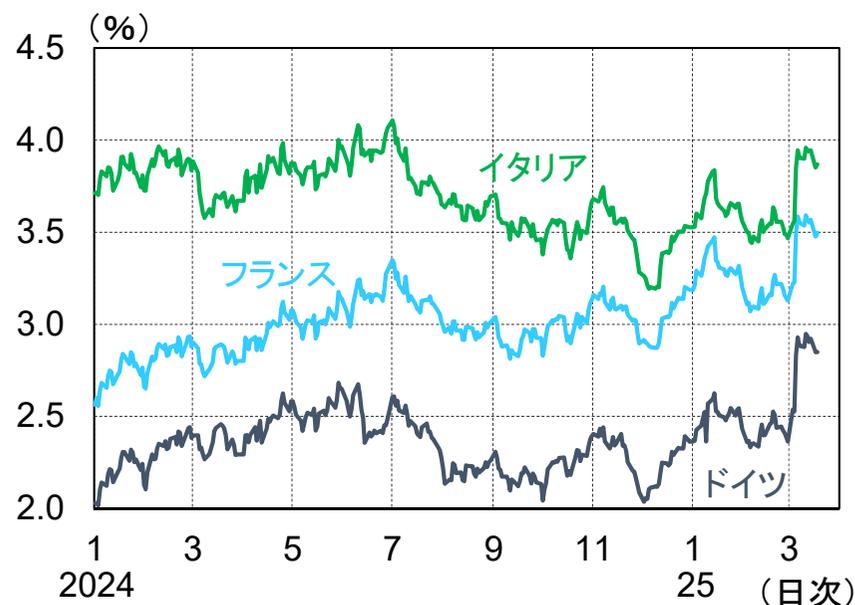
- インフラなどの投資資金用に、連邦予算とは別枠で5,000億ユーロの特別基金を創設(うち1,000億ユーロは気候変動対策)
- GDPの1%を超える防衛費は、債務ブレーキ(財政赤字を名目GDPの0.35%以内に抑える憲法規定)の対象から除外 など

EUのヨーロッパ再軍備計画

- 各国政府の防衛支出をEU財政ルール(財政赤字をGDP比3%以内に抑える)の対象外とする
- 1,500億ユーロの防衛産業への融資の枠組みを設定 など

(備考)各種資料によりDBJ作成

EU主要国10年債金利

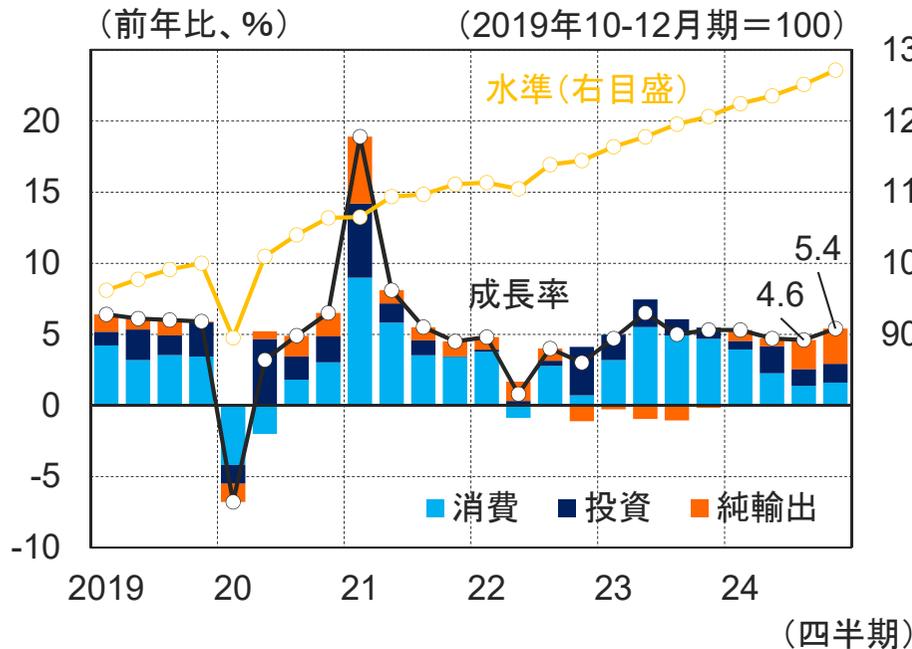


(備考)LSEG Datastream

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

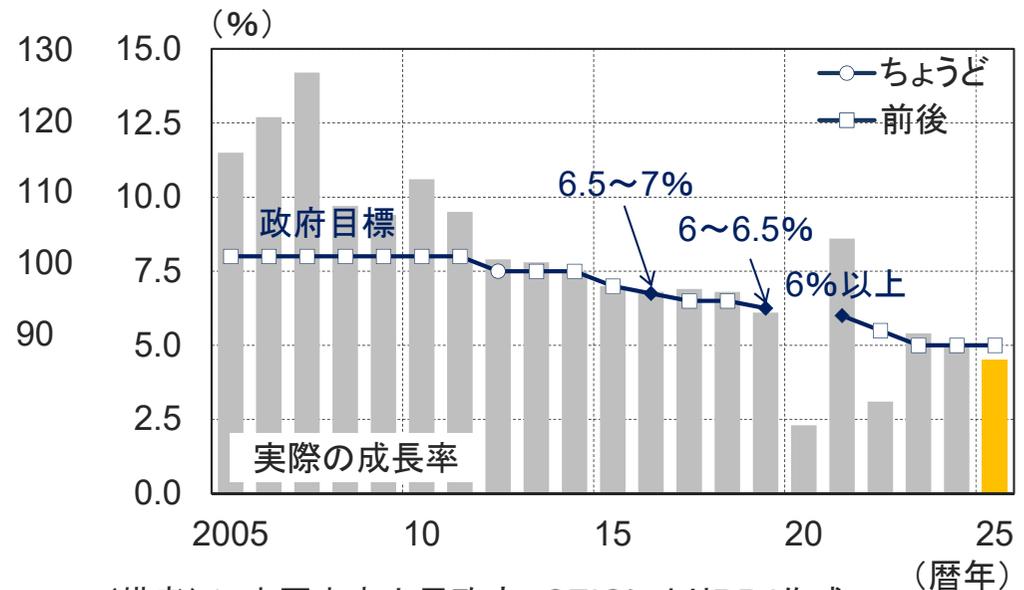
- ▶ 2024年10～12月期の実質GDPは前年比5.4%増加し、前期比年率では6.6%に加速して、持ち直しの兆しがみられる。米トランプ政権発足を前にした駆け込みや価格低下が追い風となる中、純輸出が大きく増加した。また耐久財の買い替え促進策が功を奏し、消費も小幅ながら6期ぶりに寄与が拡大した。24年の成長率は5.0%となり、前年から伸びは縮小したものの、政府目標の「5%前後」を達成した。
- ▶ 3/5に開幕した全国人民代表大会では、25年の成長目標を昨年と同じ5%前後に据え置いた。もっとも、長引く住宅市場の調整から内需は弱く、米国による追加の関税引き上げが決まるなど外需の困難さも一段と増している。市場では、25年の成長率は4.5%程度にとどまると示されるなど、先行きを慎重視する見方が根強い。

実質GDP成長率



(備考) 中国国家统计局、CEIC

政府目標と実際の成長率



(備考) 1. 中国中央人民政府、CEICによりDBJ作成
2. 25年の実際の成長率は、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト3月調査」の予測中央値

中国：内需拡大が重点施策の筆頭に、財政拡大で下支えの方針

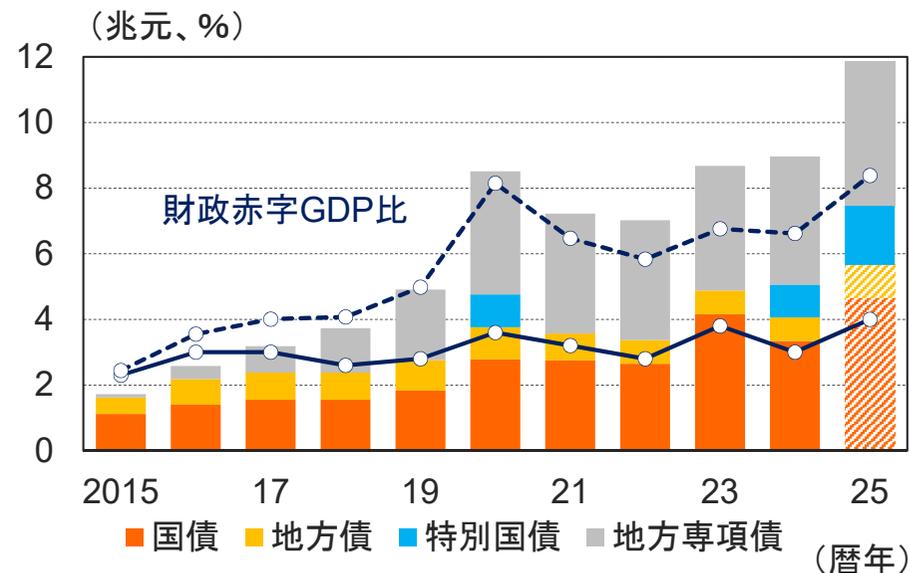
- ▶ 全人代では、政府の25年の重点活動任務が示された。10に及ぶ施策の筆頭には、昨年は3番目だった内需の拡大が掲げられ、外需に頼りにくくなる中で内需主導で成長を目指す方針を明確に打ち出した。
- ▶ 財政面での裏付けとなる政府債発行計画は、財政赤字GDP比が昨年の3%から4%前後に引き上げられた。さらに、財政赤字に算入しない特別国債と地方専項債を、計1.3兆元増額するとした。これらを含めた広義の財政赤字GDP比は、20年のコロナ対応時をやや上回る水準に拡大する。
- ▶ もっとも、特別国債の発行により実施される消費振興策は、昨年以降の消費財買い替え促進策の拡充が柱となる。需要の先食いが懸念される中、政策支援終了後も消費の回復が続くかは、なお見通せない。

2025年の重点活動任務

1. 消費を拡大し投資効率を高め、内需を全面的に拡大
2. 各地の実情に即して新質生産力を発展
3. 科学技術と教育による国家建設を実行
4. 象徴的な改革措置を迅速に実施
5. 対外開放を拡大し、対外貿易と対外投資を安定
6. 重点分野のリスクを防止、解決
7. 農業、農村、農民施策に注力し、農村振興を深化
8. 新型都市化と地域の協調発展を推進
9. 脱炭素、汚染対策、緑化、経済成長を共同推進
10. 民生の保障と改善を強化

(備考) 中国中央人民政府によりDBJ作成

政府債発行計画



- (備考) 1. 中国中央人民政府、CEICによりDBJ作成
 2. 破線は特別国債と地方専項債を含む比率
 3. 25年の国債と地方債の発行比率は未公表

中国：米国に対抗し農畜産品に追加関税、中銀は適切な時期に利下げの方針

- ▶ 米国は3/4に、中国からの全輸入品に対し、2月に発動した追加関税に加えて、さらに10%の追加関税を課した。中国側も、米国原産の農畜産品に最大15%の追加関税を3/10に発動した。また2月と同様に、米企業の輸出規制リストへの追加など、関税にとどまらない対抗措置を講じた。
- ▶ 中国人民銀行は6日の会見で、24年12月の中央経済工作会议で示した「適度に緩和的な金融政策」の方針に沿って、政策金利を適切な時期に引き下げると表明した。また為替については、オーバーシュートリスクを抑制し、合理的かつバランスのとれた水準に維持するとした。市場の一部では、中国が人民元を切り下げて米国の追加関税に対抗するとの見方もあるが、一段の元安進行は資金流出につながる懸念があることから、利下げのタイミングや元安誘導の是非は慎重に判断するとみられる。

米中貿易摩擦

	米国	中国
25年2月	全輸入品に対して10%の追加関税	<ul style="list-style-type: none"> • LNG、農業機械などに10~15%の追加関税 • 重要資源輸出規制 • 米企業を輸出や投資規制リストに追加 • 米企業への当局調査 • WTO提訴
25年3月	全輸入品に対してさらに10%の追加関税	<ul style="list-style-type: none"> • 綿、大豆、牛肉などに10~15%の追加関税 • 米企業を規制リストに再追加 • 木材の輸入一時停止 • WTO再提訴

(備考)各種資料によりDBJ作成

長期金利、ドル元レート

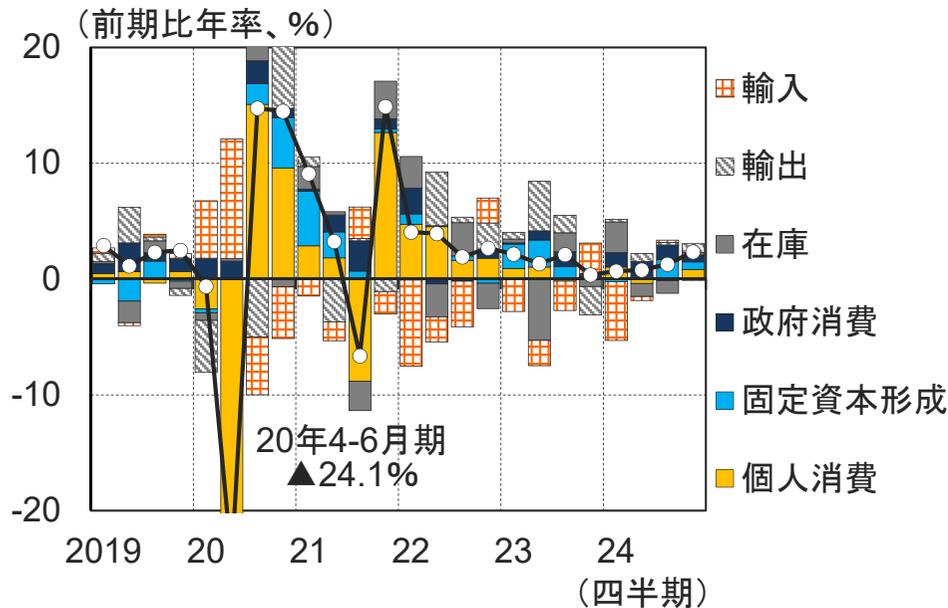


(備考)1. LSEG Datastream 2. 米中金利は10年物国債金利

オーストラリア:回復が鈍化している

- ▶ 2024年10~12月期の実質GDPは前期比年率2.4%増加し、回復が鈍化している。年末商戦により個人消費が増加したほか、中国景気の持ち直しの兆しもあり輸出が増加した。輸出に占める米国向けの割合は約4%と小さいほか、対米貿易赤字であるため、トランプ政権の関税政策の影響は他国に比べて小さいとみられるが、先行きは最大輸出相手国の中国の米中摩擦による景気減速が懸念される。
- ▶ 連邦総選挙を控えるアルバニー政権が昨年夏から電気料金補助の対象を拡大したことで、消費者物価の伸びは縮小し、インフレ目標(2~3%)内に低下した。中銀は、インフレや景気回復の鈍化、不動産価格の頭打ちを受け、2月会合で政策金利を25bp引き下げ4.1%とした。一方、堅調な労働市場によるインフレ率の上振れリスクを理由に、今後の追加利下げには慎重な姿勢を示した。

実質GDP成長率



(備考)オーストラリア統計局

消費者物価、政策金利、失業率

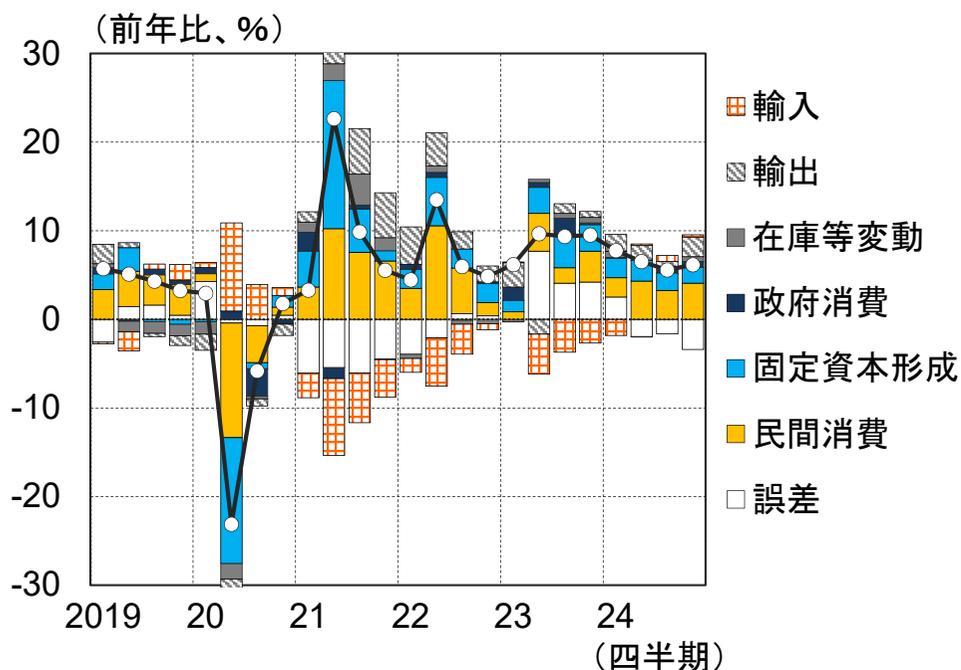


(備考) 1. オーストラリア統計局、オーストラリア連邦銀行
2. 消費者物価のコアは刈り込み平均値

インド：回復が一服している

- ▶ 2024年10～12月期の実質GDPは前年比6.2%増加した。好調な農業生産を受けて農村部を中心に民間消費の伸びが拡大したほか、輸出も大幅に増加した。ただし、23年末以降成長率が緩やかに鈍化しており、回復が一服している。
- ▶ 2/1に発表された2025年度税制改正案では、特に中流階級の消費増を目的とした大幅な所得減税のほか、国内生産の拡大やそれに伴う雇用の創出を目的とする関税・法人税の改正が示された。また、インド準備銀行は2月の会合で、食品インフレの改善や経済成長の停滞を背景に、景気回復を図るため約5年ぶりに政策金利を引き下げた。

実質GDP成長率



(備考)インド統計局

税制改正案

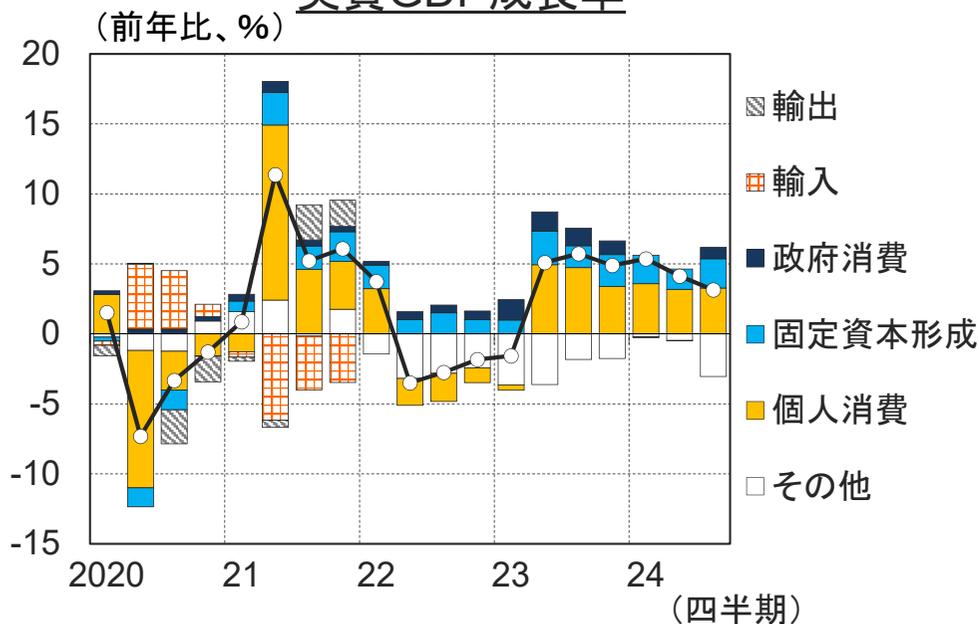
	改正内容
個人所得税	<ul style="list-style-type: none"> ・課税区分の見直し ・非課税対象枠を年収70万ルピーから120万ルピーに引き上げ
関税	<ul style="list-style-type: none"> ・関税一部撤廃、見直し ・国内で入手困難な鉱物や資本財などに対する輸入関税の免除・削減 ・食品加工、電子玩具、医薬品、電子機器、自動車などの輸入関税の免税・優遇関税適用対象の拡大 ・皮革分野の輸出税免除
法人税	<ul style="list-style-type: none"> ・国内の電子機器製造企業にサービスを提供する非居住者に対する減税

(備考)インド財務省

ロシア:持ち直しが鈍化している

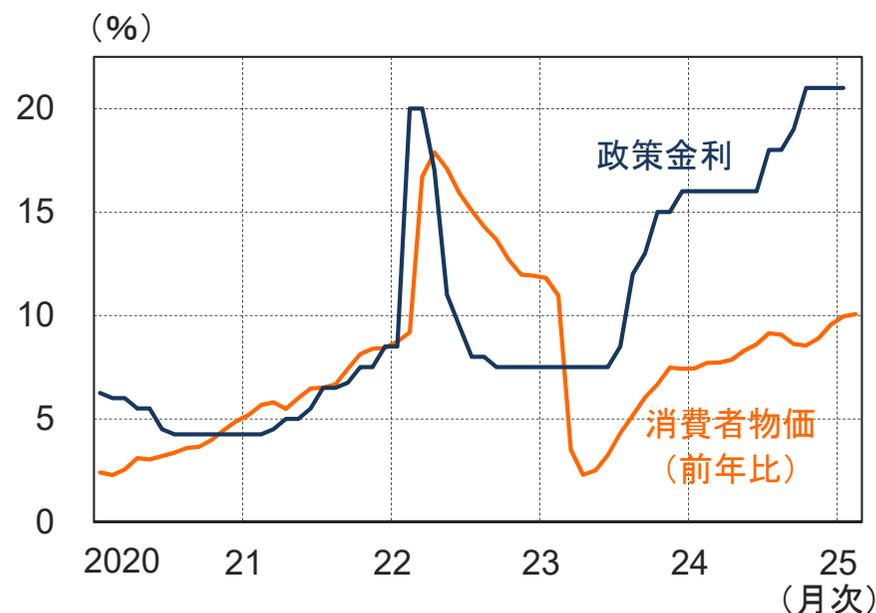
- ▶ 2024年7~9月期の実質GDPは前年比3.1%増加した。高インフレが続く中、個人消費の伸びは横ばいが続いており持ち直しが鈍化している。軍需がけん引し24年通年の成長率は4.1%と発表された。
- ▶ 消費者物価の伸びは、軍事産業などの生産拡大が続く中、労働力不足により賃金上昇が続いており、拡大している。一方、高金利に対する産業界や政府の懸念もある中、ロシア中央銀行は融資の冷え込みなどにより今後インフレ圧力が低下するとして、2月に2会合連続で政策金利を据え置いた。ただし、インフレ予測を引き上げるなど物価が上振れるリスクを指摘しており、先行きも引き締めの金融環境を続ける必要があるとした。

実質GDP成長率



(備考) 1. ロシア国家統計局 2. 2023年以降の輸出入データは非公表のため、その他に含む

消費者物価、政策金利



(備考) ロシア国家統計局、ロシア連邦中央銀行

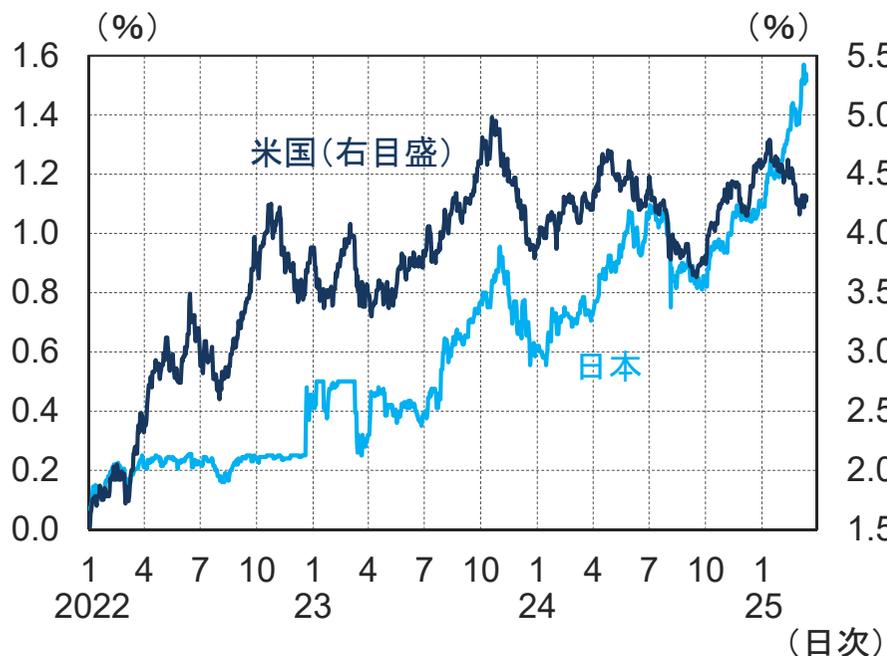
Section 4

マーケット動向

長期金利：米国は低下後横ばい、日本は上昇

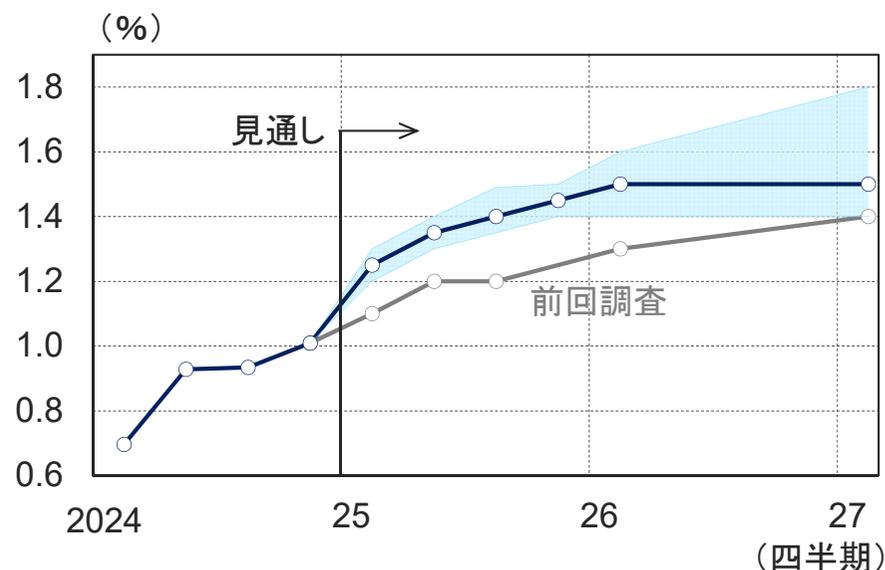
- ▶ 米国の長期金利は、トランプ政権の関税引き上げが景気を下押しするとの見方から、3月上旬にかけて低下した。その後はインフレ懸念もあり4.3%前後で横ばいとなった。日本の長期金利は、株安を背景に低下する局面もあったが、低調な国債入札や、高い伸びとなった春闘賃上げ要求と連合の第1回集計結果のほか、欧州に続き日本でも防衛費を増額するとの思惑が広がる中で、1.5%に上昇した。
- ▶ 日銀の2月債券市場サーベイの長期金利見通しは、足元の金利上昇を反映し大きく上方修正された。また27年度末をみると、中央値は26年度末と同じ1.5%だったが、1%台後半に上昇するとの見方も少なくなかった。市場における金利の先高観は根強く、長期金利の上昇局面は当面続く可能性が高い。

日米10年物長期金利



(備考) 日本相互証券、米財務省

市場参加者の長期金利見通し



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

株価：米国は下落、日本は上昇

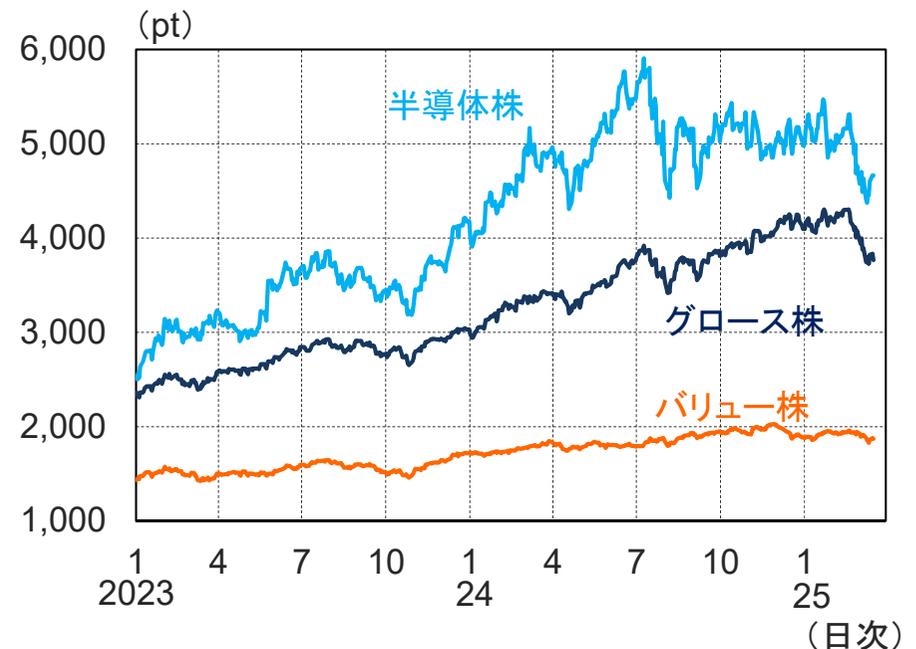
- 米国の株価は、関税引き上げやトランプ大統領が景気後退の可能性を否定しなかったことなどを受け景気後退懸念が広がり、ハイテク株を中心に大幅に下落した。日本の株価は、円高進行や米国の関税引き上げを受け下落したものの、3月中旬に、下落が続いていた半導体株の反発や海外投資家による商社株や銀行株の買い増しがあり上昇した。
- 米国株を業績や資産に対し株価が割安とされるバリュー株と、高成長が期待されるグロース株に分けると、バリュー株は横ばいが続く一方で景気に敏感なグロース株は大きく下落している。中でも半導体株は、一部銘柄の決算発表や景気後退懸念の高まりを受けて2月下旬から大幅に下落しており、3月には前年比でも下落に転じた。

日米株価



(備考)LSEG Datastream

米国のバリュー株、グロース株、半導体株



(備考)LSEG Datastream

為替:ドル円レートは円安が修正

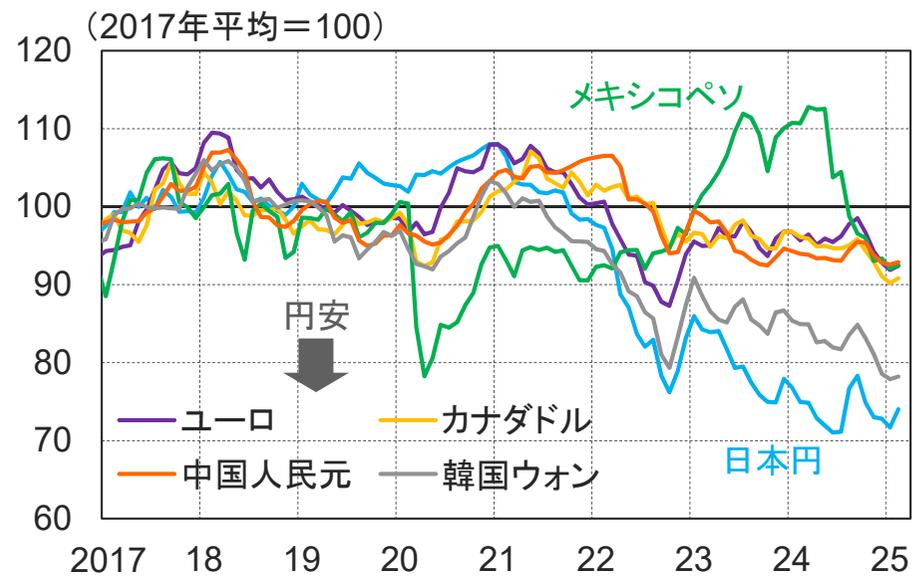
- ▶ 昨秋以降、トランプ政権の政策への思惑、堅調な景気やインフレ率の拡大により米金利が上昇して年初は159円に円安が進んだ。その後、日銀が1月会合で追加利上げを行ったほか、委員の物価見通しの上方修正や賃金上昇もあり、日本の金利が大きく上昇する一方、関税引き上げによる景気懸念から米金利が低下し、日米金利差が縮小した。トランプ大統領の円安けん制発言もあり、円安が修正され3月上旬に147円台となった。
- ▶ トランプ大統領は3月に中国や日本が通貨を切り下げていると指摘した。日本は22年以降円買い介入を行ったが、第1次トランプ政権時と比較すると、円の対ドルレートは日銀の金融緩和などもあり主要通貨の中で最も安くなっている。今後、トランプ政権が関税引き上げや為替操作国指定などにより、円安の是正を要請してくる可能性もある。

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 (日次)

対ドルレート

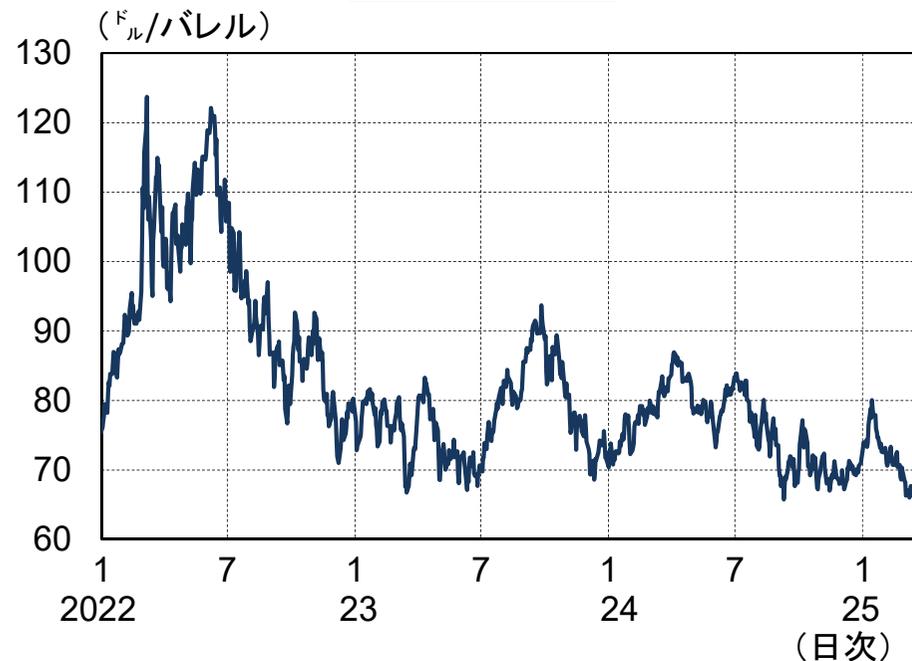


(備考) LSEG Datastream

原油価格：60ドル台半ばに下落

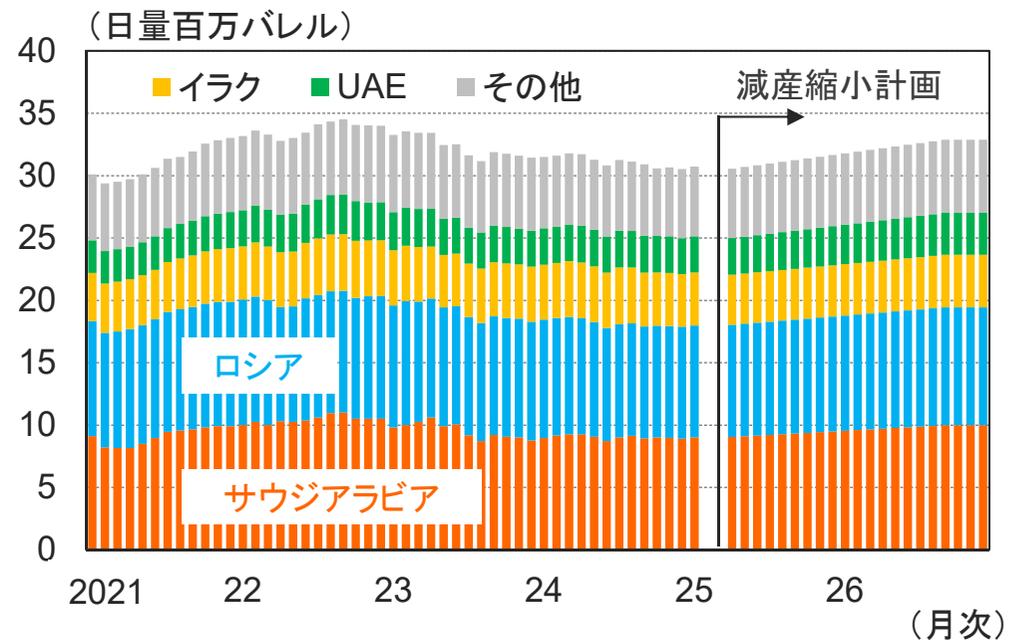
- ▶ WTI原油価格は、一時60ドル台半ばに下落し約6カ月ぶりの安値をつけた。トランプ大統領の関税政策に伴う貿易戦争の激化により世界経済が減速し原油需要が伸び悩むとの観測のほか、OPECプラスの段階的な減産縮小による需給の緩みが下落要因となった。
- ▶ OPECプラスは3/3の会合で、日量220万バレルの自主減産を4月以降予定通り段階的に縮小すると発表した。原油価格の下落を背景にこれまで減産縮小の延期が続いていたが、産油国の財政悪化や原油供給のシェア縮小のほか、トランプ政権による価格低下の要請もあった。ただし、増産は市況に応じて一時停止する可能性があるとしており、段階的な縮小が続くかは依然として不確実性が高い。

WTI原油価格



(備考)LSEG Datastream

OPECプラス一部加盟国の産油量



(備考)EIA (米国エネルギー情報局)、OPEC (石油輸出国機構)

©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