

最近の経済動向 2025年10月

2025年10月30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4～6月期実質GDP(2次速報)は、設備投資や輸出の増加などにより、前期比年率2.2%増加し、5期連続で増加しました。日本経済は、消費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	17
Section 4	マーケット動向	34

* 本資料は原則として10月22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9月	2025年10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	横ばい
消費	回復に足踏み	回復に足踏み
輸出	横ばい	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	伸びは小幅に鈍化
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	持ち直しつつあるも減速が懸念	持ち直しが鈍化

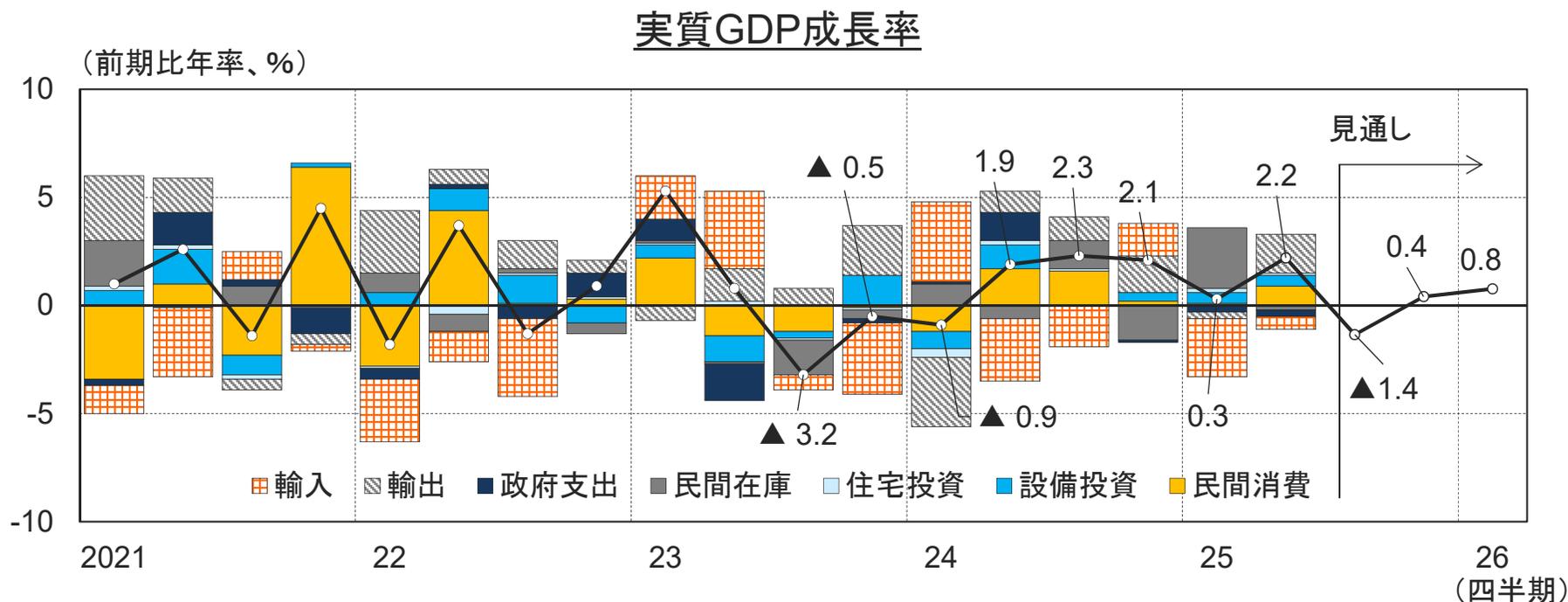
(備考) 上方修正の場合は赤字、下方修正の場合は青字で表記

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4～6月期実質GDP(2次速報)は、前期比年率2.2%増となり、消費や在庫などにより1次速報(同1.0%増)から上方修正された。設備投資の増加に加え、輸出は米関税の影響が一部みられたものの、EUやNIEs向けで増加し、プラスに寄与した。
- 日本経済は、消費などで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、7～9月期は外需を中心にマイナス成長が予想されるなど、先行きは不透明感が高い状況が継続する見込み。

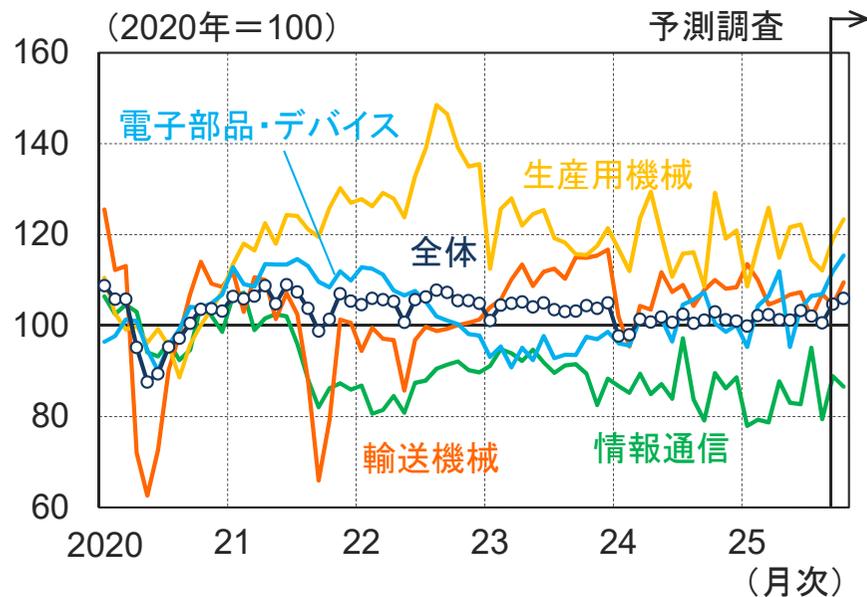


(備考)内閣府、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」

鉱工業生産は均せば横ばい、サービス業は緩やかに持ち直し

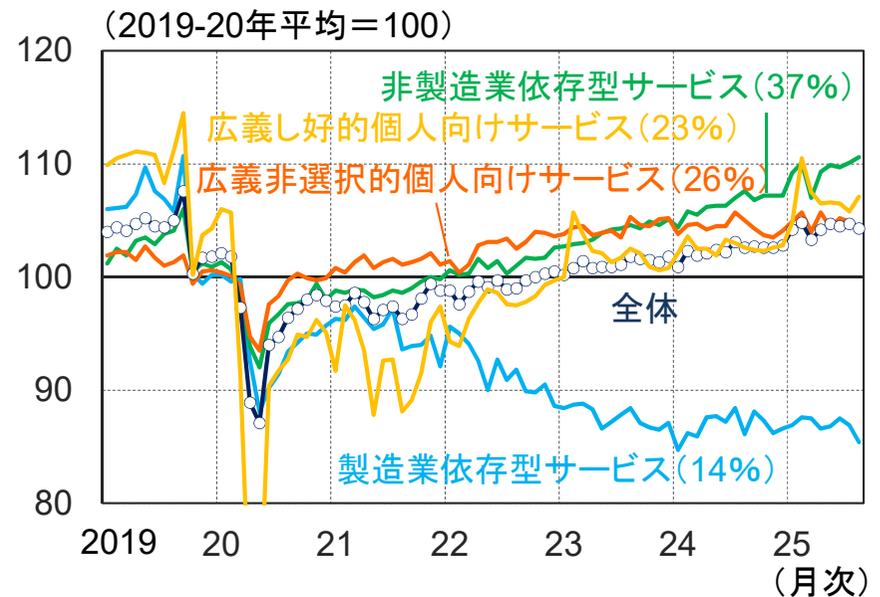
- ▶ 8月の鉱工業生産は、Windows10サポート終了に伴うパソコン買い替え需要に対する前倒し生産のはく落により、前月比1.5%の減少となった。電子部品・デバイスは堅調であるが、全体では、24年春以降は均せば横ばいとなっている。先行きは、9月は電気・情報通信機械の上昇で前月比4.1%増加、10月は輸送機械の上昇で同1.2%増加する計画となっており、基調としては横ばいが続く見込み。
- ▶ サービス業の活動を実質でみる第3次産業活動指数は、8月は機械器具卸売業などの製造業依存型サービスが主因で減少した。基調としては、コロナ禍以降は、情報通信などの非製造業依存型サービスを中心に緩やかに持ち直している。

鉱工業生産



(備考) 経済産業省

第3次産業活動指数



(備考) 1. 経済産業省 2. ()内はウエート

設備投資は緩やかに回復している

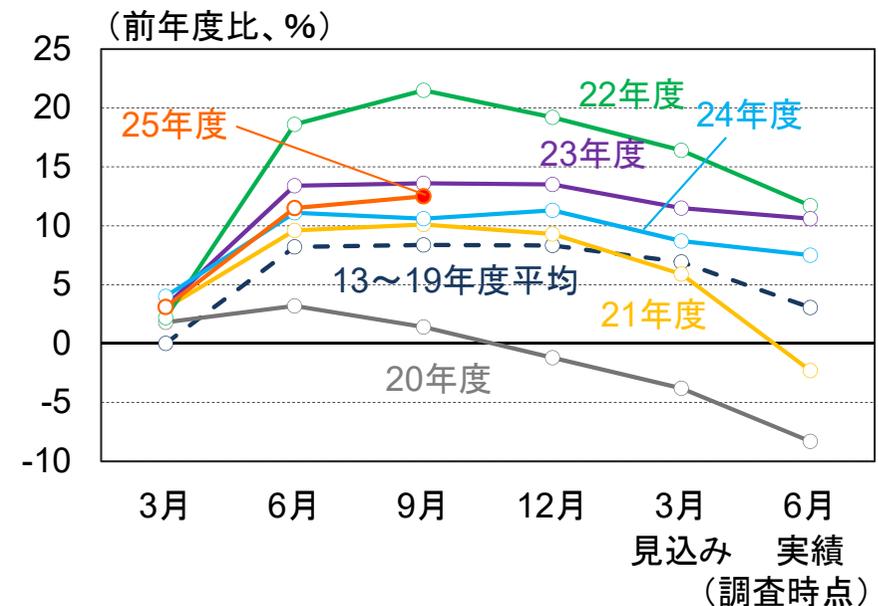
- ▶ 4～6月期の実質設備投資（GDPベース）は前期比年率2.6%増加し、3期連続で増加し、緩やかに回復している。機械投資の先行指標である機械受注は、8月は前月比0.9%減となり、増勢一服となったが、7～9月期の見通しに沿った動きになっており、引き続き底堅く推移している。
- ▶ 9月日銀短観では、25年度の大企業設備投資計画は前回調査から上方修正され、前年比12.5%の増加となった。製造業は、米国関税影響が懸念される自動車がおおむね計画を維持したほか、化学が上方修正となった。非製造業も電気・ガスを中心に上方修正され、コロナ前を上回る伸びを維持した。

設備投資、機械受注



(備考)1. 内閣府 2. 設備投資は四半期

日銀短観 大企業設備投資計画

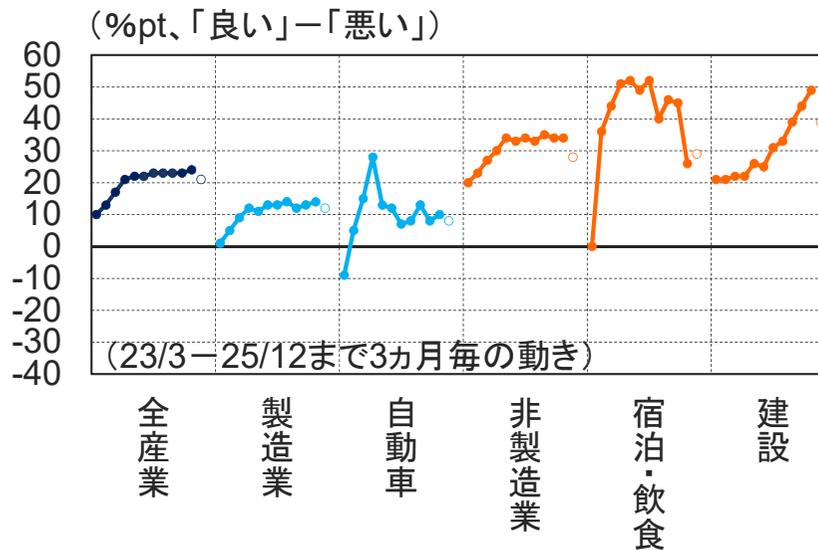


(備考)1. 日本銀行 2. ソフトウェアを除く

短観の業況判断は高水準を維持

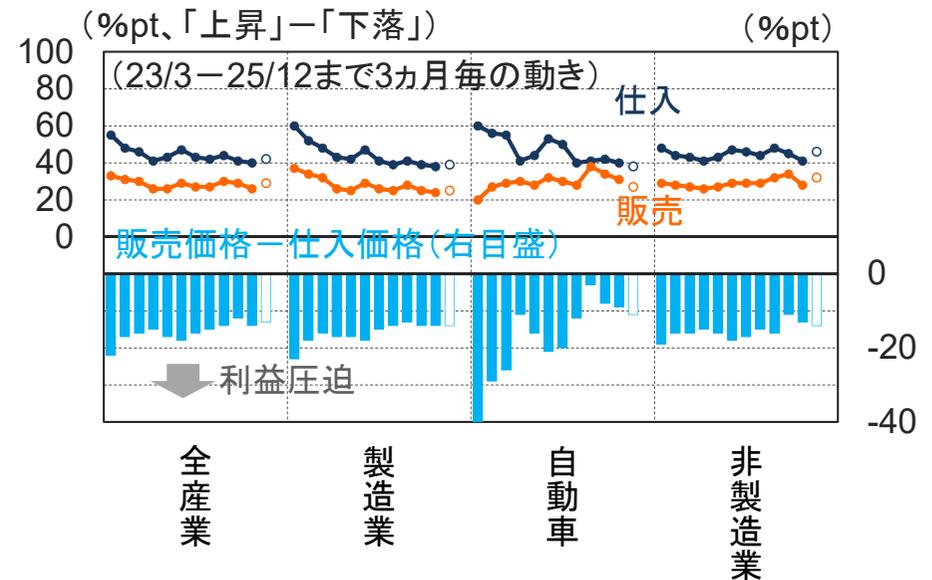
- ▶ 9月の日銀短観の業況判断DI(大企業)は、製造業を中心に全産業で改善し、高水準を維持した。製造業は、自動車は自動車・同部品の関税引き下げ(27.5%→15.0%)を受けて改善した。非製造業は、宿泊・飲食が悪化する一方で建設などが上昇し、横ばいとなった。先行きは、自動車や建設が悪化する見込みであり、全体でも輸出産業を中心に下振れが懸念される。
- ▶ 収益性の目安となる販売価格と仕入価格のDI差(大企業)をみると、全産業は、運輸・郵便などの非製造業により悪化した。米国関税政策の影響を受ける自動車は、販売価格DIが2期連続で悪化しているが、23年以降の水準と比較すると、高水準となっている。

業況判断DI(大企業)



(備考) 1. 日本銀行
2. 白抜き(25年12月)は先行き見通し

販売価格、仕入価格判断DI(大企業)

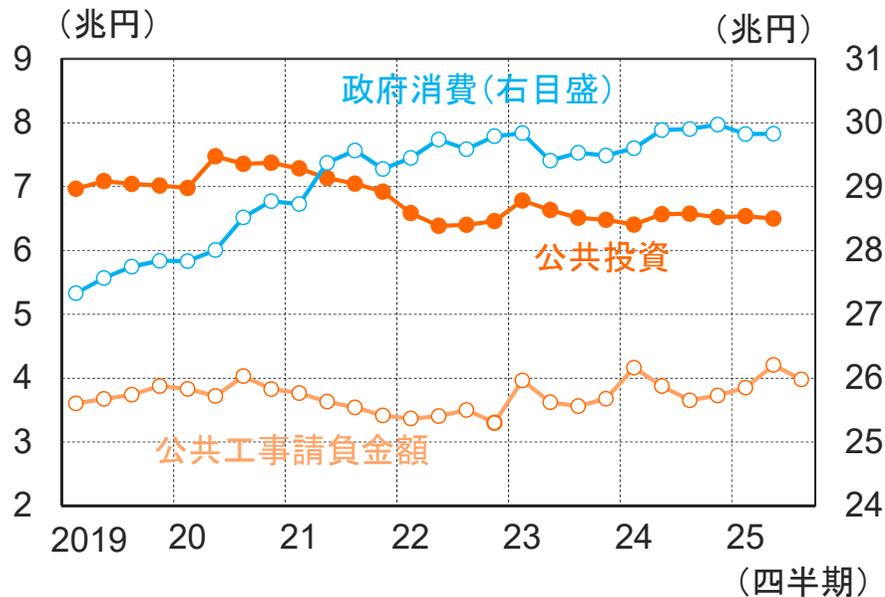


(備考) 1. 日本銀行
2. 白抜き(25年12月)は先行き見通し

公共投資は底堅い、住宅投資は横ばい

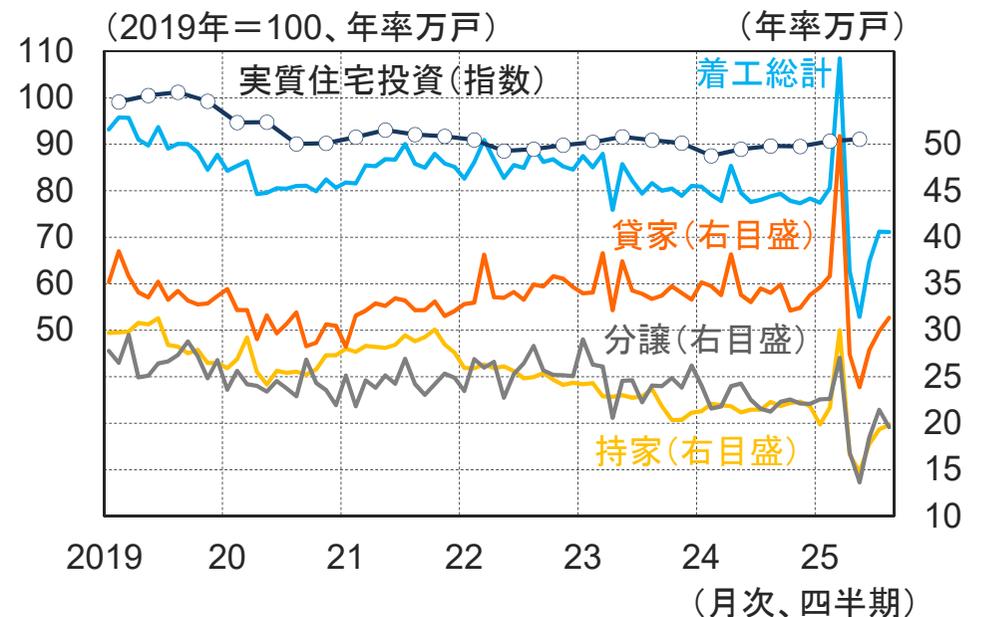
- ▶ 4～6月期の実質公共投資（GDPベース）は前期比年率2.2%減少し、24年度半ば以降おおむね横ばいとなっている。24年後半から先行指標の公共工事請負金額が増加基調にあり、公共投資は底堅く推移するとみられる。政府消費はほぼ横ばいだった。10/21に発足した高市政権の物価高対策などの政策運営が注目される。
- ▶ 4～6月期の実質住宅投資（GDPベース）は前期比年率2.0%増加した。省エネ基準義務化を控えた駆け込みが3月に生じ、その工事進捗を反映した一時的な増加であり、基調では24年以降横ばいとなっている。着工戸数は、駆け込みの反動により減少し5月を底に持ち直しているものの、法改正に伴う審査期間長期化による着工の遅れもあり、駆け込み前の水準を回復していない。

公共投資および政府消費



(備考) 1. 内閣府、北東西三建設業保証会社
2. 公共投資と政府消費は実質

住宅投資と着工戸数

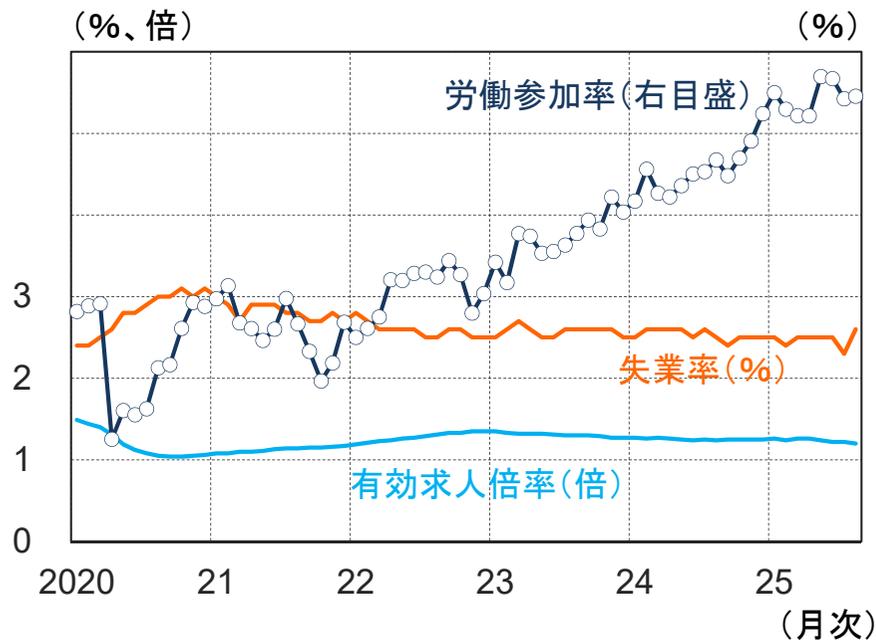


(備考) 国土交通省、内閣府

雇用は改善している

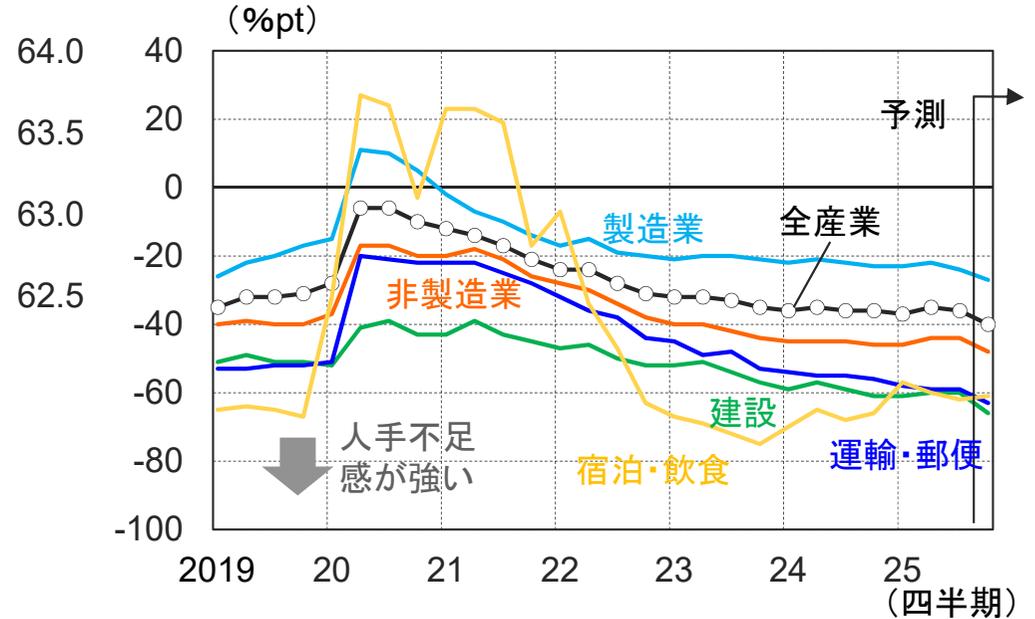
- ▶ 8月の労働参加率は横ばい、有効求人倍率は前月から低下し1.20倍となった。失業率は2.6%に上昇したが、増加した失業者数15万人のうち9万人が自発的な離職によるもので、前向きな離職が中心であり、基調として雇用は改善している。
- ▶ 労働需給は、引き続きひっ迫している。日銀短観の雇用人員判断DIをみると、特に非製造業において人手不足が深刻である。宿泊・飲食は23年末を底に改善したが、25年からは緩やかに悪化している。運輸・郵便や建設は、24年度から時間外労働時間の上限規制が適用されられたこともあり、人手不足感が強い状況が継続している。

失業率、有効求人倍率、労働参加率



(備考)総務省、厚生労働省

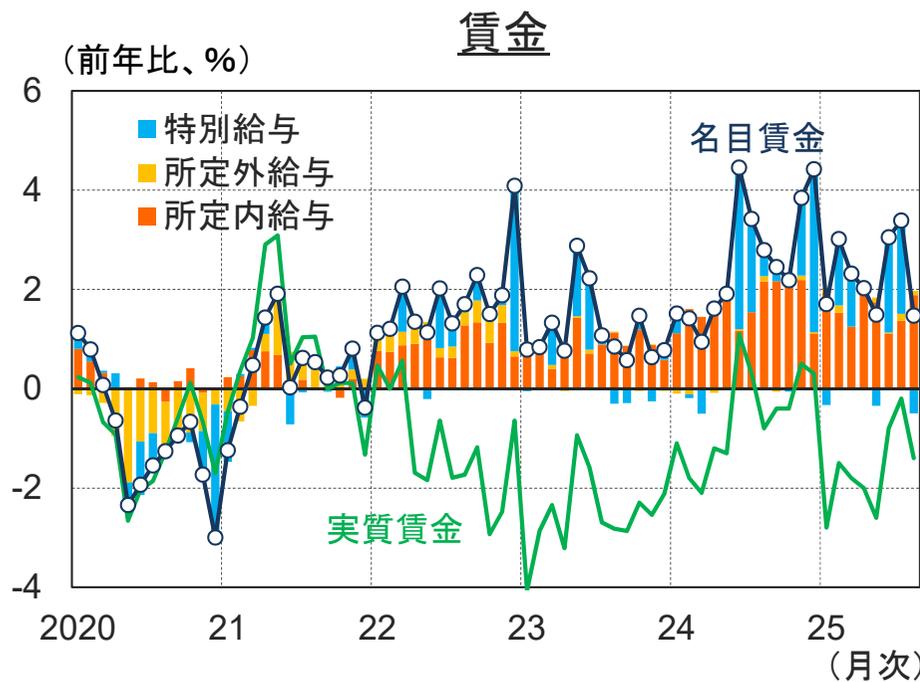
雇用人員判断DI(全規模)



(備考)1. 日本銀行 2. DIは「過剰」-「不足」

賃金は前月から伸びが鈍化、消費は回復に足踏み

- 8月の賃金は、特別給与の鈍化で前年比1.5%増に減速した。実質賃金は8カ月連続でマイナスとなった。所定内給与は同2.1%増と、前月からおおむね横ばいであった。25年春闘賃上げが進展する中、名目賃金は、人手不足感の強まりや最低賃金の改定もあり、今後も堅調な伸びが続く見込み。実質賃金はマイナス基調が続いているが、物価の伸び鈍化に伴い緩やかに改善に向かうとみられる。
- 4～6月期の実質民間最終消費（GDPベース）は、前期比年率1.6%増となり、コロナ前の水準を回復したが、24年後半以降は均してみるとおおむね横ばいであり、消費の回復には足踏みがみられる。8月の月次推計（総務省、CTIマクロ）は前月から小幅に上昇した。



(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

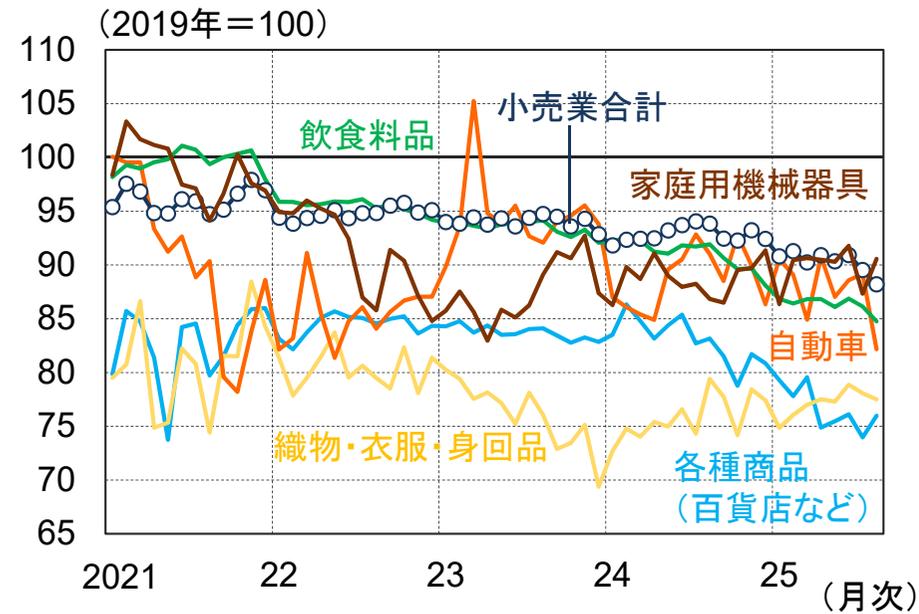


(備考) 内閣府、総務省

小売売上高は弱含み、国内旅行は伸び悩みも万博が押し上げ

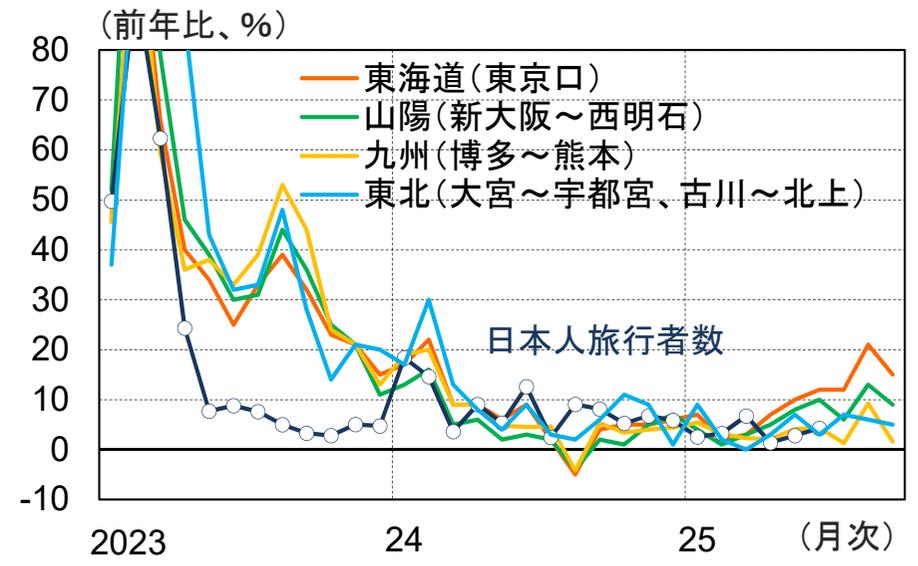
- ▶ 8月の実質小売売上高は、百貨店など各種商品や、季節製品が持ち直した家庭用機械器具が増加したが、7月末に発生した地震の津波警報による一部メーカーの供給制約などで自動車が増減し、前月比1.5%減となった。
- ▶ 日本人国内旅行者数は、物価高やインバウンド需要による宿泊料の上昇により24年以降伸び悩んでいる。他方、関連指標である新幹線輸送量をみると、東海道新幹線は25年5月以降、他路線より伸びが高まっており、9月は前年比15%増となった。好調なインバウンド需要だけでなく大阪・関西万博の開催が押し上げに寄与しているとみられる。

実質小売売上高



(備考) 1. 経済産業省
2. 消費者物価(個別項目)により実質化

日本人国内延べ旅行者数・新幹線輸送量

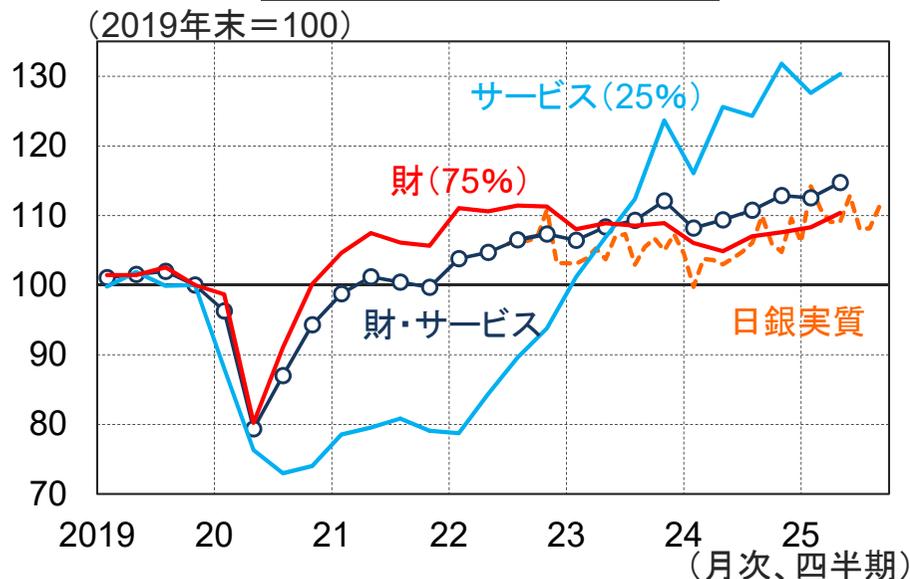


(備考) 1. 観光庁、東海旅客鉄道株式会社、東日本旅客鉄道、西日本旅客鉄道、九州旅客鉄道 2. 新幹線の9月は速報値、東海道は特定の駅間における月累計断面輸送量の対前年比、9/24時点 3. 旅行者数は観光等目的の宿泊・日帰りの合計

輸出は横ばい

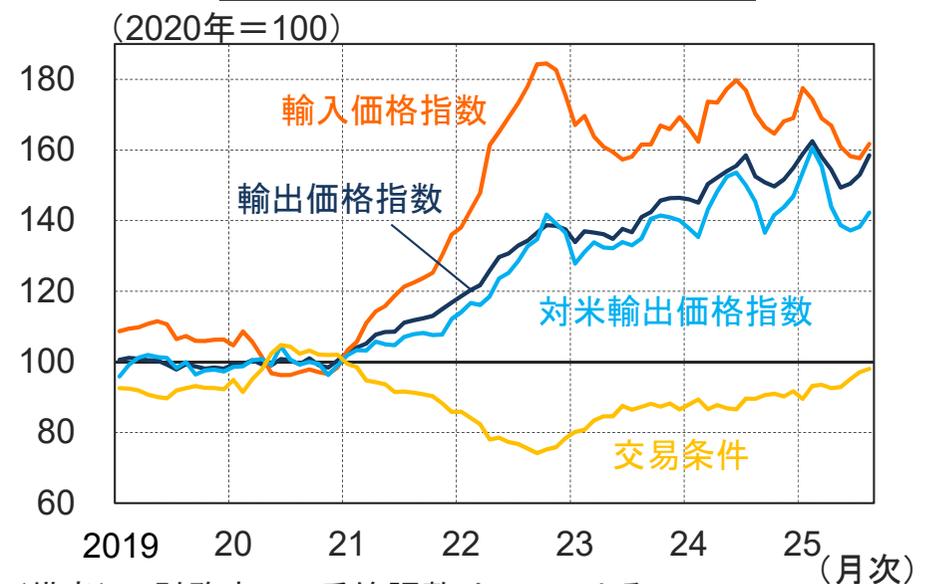
- ▶ 4～6月期の実質輸出(GDPベース)は前期比年率8.0%増加した。財輸出は、米国向けは減少したものの、NIEs・ASEAN向けは米国への駆け込み輸出に伴う動きもあり、電気機器などの増加が継続した。先行きは、米国向けが関税により下押しされ、均せば横ばいとなる見込み。なお、日銀実質輸出の7～9月平均は前期比1.1%減少した。
- ▶ 貿易の採算性を示す交易条件は、改善している。輸入価格はコロナ禍以降、高水準にあるものの、25年以降は原油安などにより低下している。輸出価格は上昇傾向にあるが、足元では米国向けが全体を押し下げている。輸入は原油などのドル建て商品が多いため、為替の影響を受けやすい。関税により輸出価格の引き下げがみられる中、日銀の利上げ見送りなどで円安が進行すれば、輸入価格の上昇により交易条件は悪化するおそれがある。

実質輸出(GDPベース)



(備考) 1. 内閣府、日本銀行 2. ()内は25年4-6月期のウェイト
3. 日銀実質は月次、25年4-6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

輸出入価格指数、交易条件



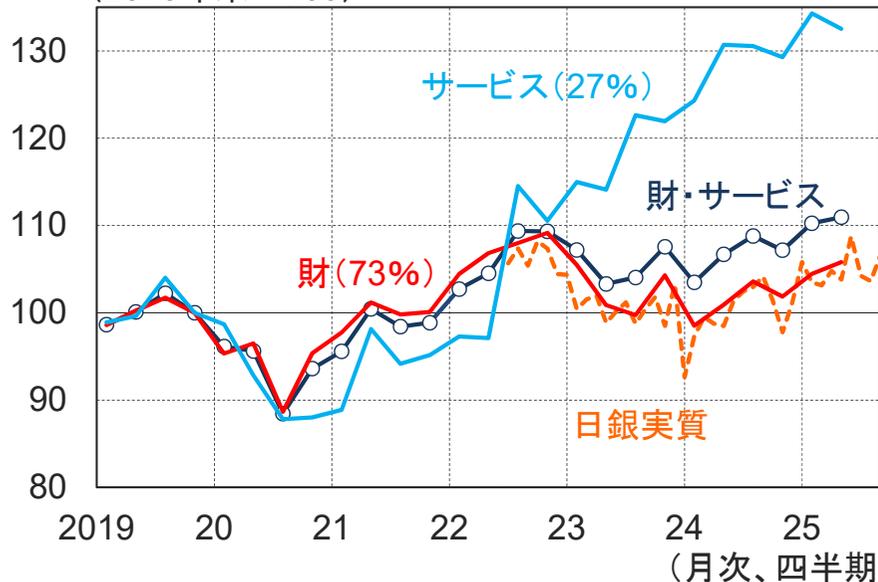
(備考) 1. 財務省 2. 季節調整はDBJによる
3. 交易条件=輸出価格/輸入価格×100
4. 輸出入価格は円ベース

輸入は緩やかに増加

- ▶ 4～6月期の実質輸入(GDPベース)は前期比年率2.5%増加した。財輸入は、電気機器でPCなどの買い替え需要もあり、増加が続いた。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。
- ▶ 8月の経常収支は、前月から黒字が拡大し、高水準が続いた。第一次所得収支は小幅に減少したものの、貿易収支は、鉱物性燃料などの輸入が減少して黒字となったほか、サービス収支は、知的財産権等使用料の受取増加や訪日外客数増加により赤字が縮小した。

実質輸入(GDPベース)

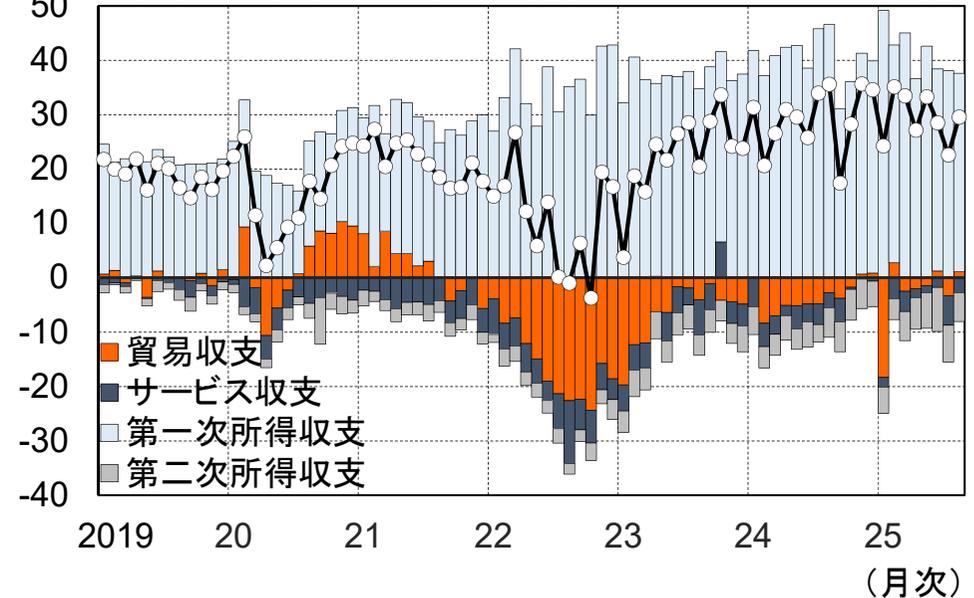
(2019年末=100)



(備考) 1. 内閣府、日本銀行 2. ()内は25年4-6月期のウエート
3. 日銀実質は月次、25年4-6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

(年率兆円)

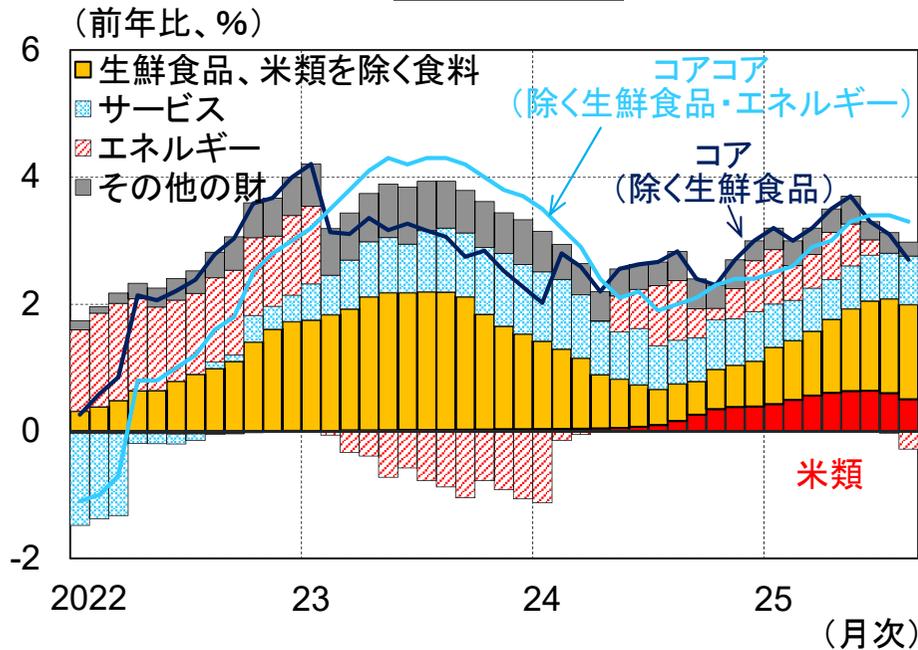


(備考) 財務省

消費者物価の伸びは小幅に鈍化

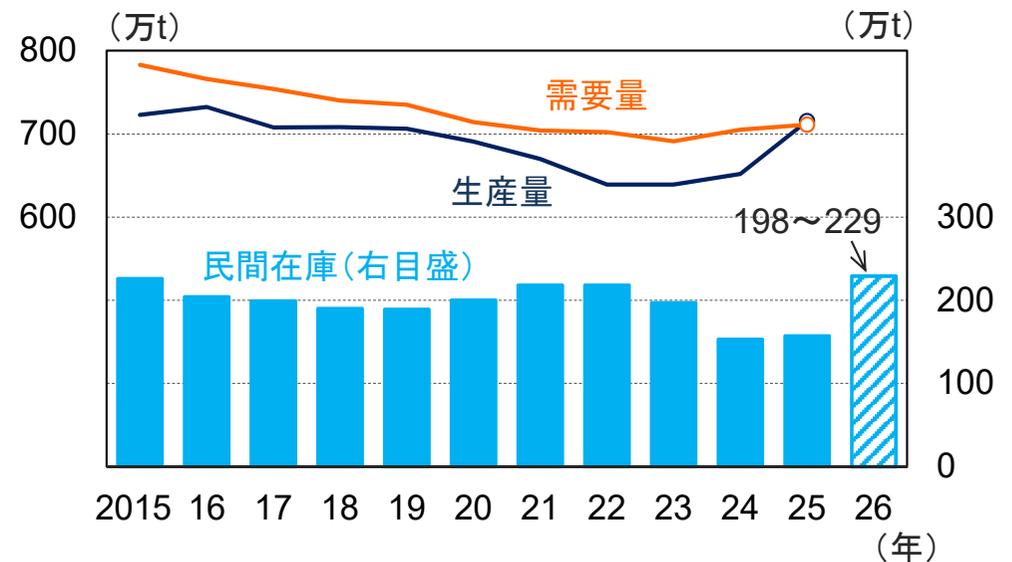
- 8月の消費者物価(コア、除く生鮮食品)の伸びは、電気ガス代への政府補助が再開し前年比2.7%に小幅に鈍化した。エネルギーを除いたコアコアも2カ月連続で伸びが鈍化した。今後は、前年の電気ガス代への政府補助の影響で伸びが拡大する場面はあるものの、基調としては、コア物価は26年初に2%程度に鈍化するとみられている。
- 24年産の主食用米は、インバウンド需要の増加や家計購入量の増加などにより、需要量が増加し価格が上昇した。しかし、農林水産省によると、25年産の生産量は作付面積の増加により大幅に増加し、民間在庫量も26年6月末に直近10年で最も高い最大229万トンとなることが予測され、コメ価格の上昇圧力は和らぐとみられる。

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

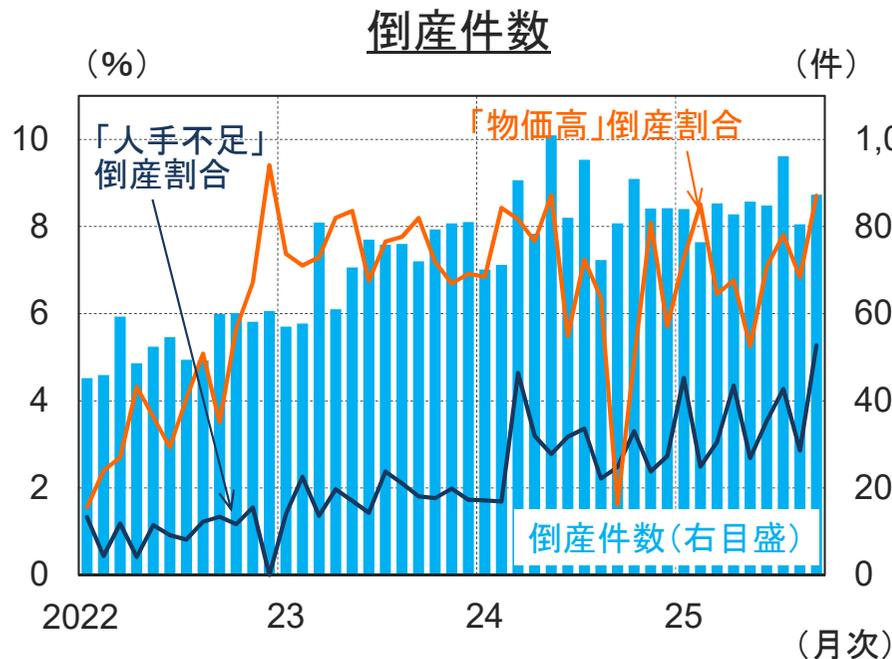
主食用米の需要量、生産量、民間在庫



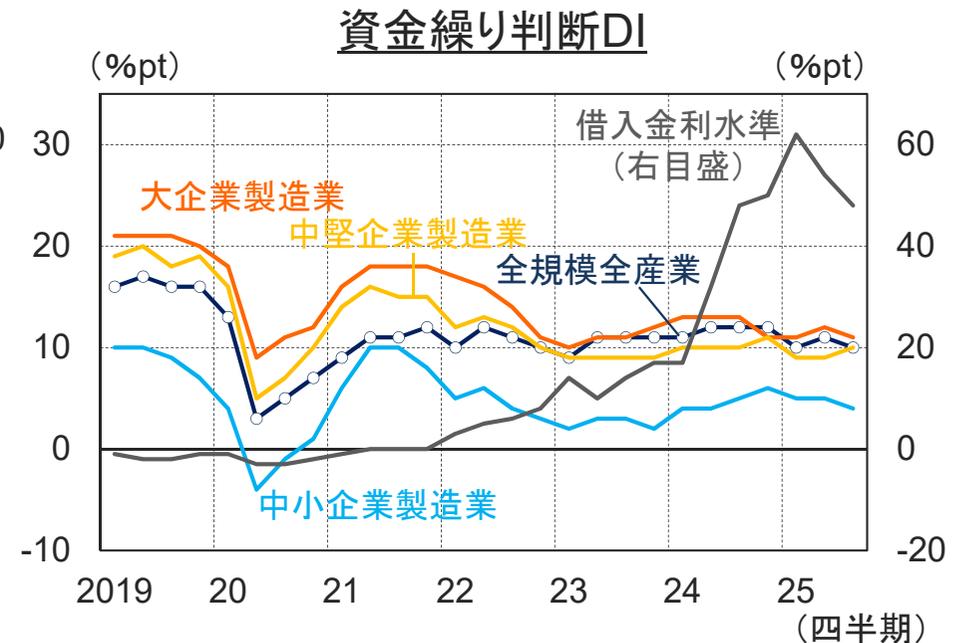
(備考) 1. 農林水産省 2. 白丸、斜線は9/25時点の予測
3. 民間在庫は各年6月末時点

倒産はおおむね横ばい、企業の資金繰り判断は小幅に悪化

- ▶ 9月の企業倒産件数は873件となり、24年春にゼロゼロ融資の返済開始のピークは過ぎたものの、おおむね横ばいとなっている。飲食関連業、建設業を中心に物価高や人手不足を理由とする倒産が高止まっており、今後は最低賃金引上げやトランプ関税による影響も懸念され、前年に続き年間1万件を超えるとみられている。
- ▶ 9月の日銀短観では、企業の資金繰り判断はトランプ関税の影響を受ける製造業により前回調査から小幅に悪化した。相対的に資金の余裕がない中小企業製造業では、プラスを維持しているものの、25年に入り、借入金利水準の上昇もありやや悪化している。関税負担を一時的に吸収している大企業からサプライチェーン全体へ負担が波及することで、今後、さらに悪化する可能性がある。



(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. 資金繰り判断DIは「楽である」-「苦しい」
3. 借入金利水準は全規模全産業、DIは「上昇」-「低下」

Section 3

海外經濟

IMF世界経済見通し(25年10月)

- ▶ 10/14発表のIMF世界経済見通しでは、25年の成長率は3.2%に上方修正された。関税引き上げ前の駆け込み輸出のほか、迅速な生産移転や迂回輸出により、関税の影響が想定より小さかったことを要因として挙げた。
- ▶ リスクは引き続き下振れ方向と指摘。①関税引き上げ、②関税などによるインフレ期待上昇、③公的債務増加懸念による長期金利上昇などが生じた場合、26年の世界経済は、ベースシナリオから1.3%押し下げられるとした。なお、④米国からの資本逃避が生じた場合には、米国への投資集中の是正により、全体ではプラスの効果もあると指摘された。

国・地域別の成長見通し

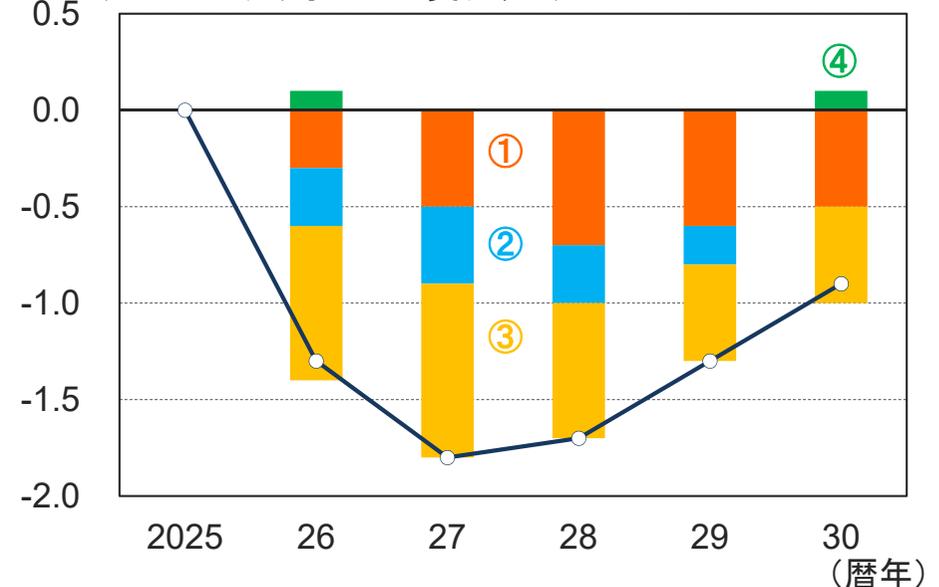
(前年比、%)

	2023	2024	2025(予)	2026(予)
世界	3.5	3.3	3.2 (3.0)	3.1 (3.1)
先進国	1.8	1.8	1.6 (1.5)	1.6 (1.6)
米国	2.9	2.8	2.0 (1.9)	2.1 (2.0)
ユーロ圏	0.5	0.9	1.2 (1.0)	1.1 (1.2)
英国	0.4	1.1	1.3 (1.2)	1.3 (1.4)
豪州	2.1	1.0	1.8 (1.8)	2.1 (2.2)
日本	1.4	0.1	1.1 (0.7)	0.6 (0.5)
新興国	4.7	4.3	4.2 (4.1)	4.0 (4.0)
中国	5.4	5.0	4.8 (4.8)	4.2 (4.2)
インド	9.2	6.5	6.6 (6.4)	6.2 (6.4)
ASEAN	4.1	4.6	4.2 (4.1)	4.1 (4.1)

(備考) 1. IMF(国際通貨基金) 2. ()内は25年7月時点、赤字は上方修正、青字は下方修正 3. ASEANは主要5カ国

リスクシナリオ

(ベースシナリオからの変化、%)

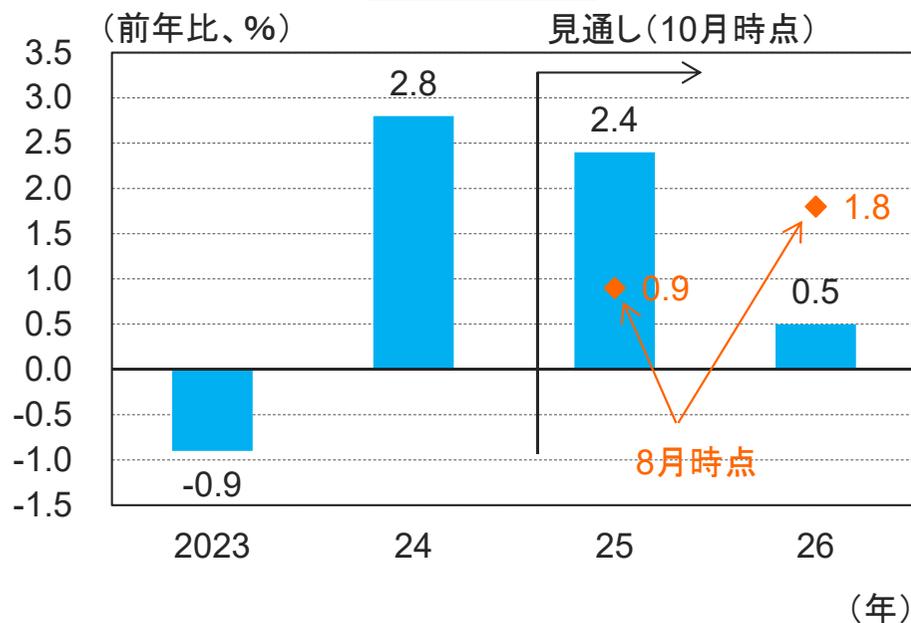


(備考) 1. IMF 2. 世界経済全体

25年上期の世界貿易は米関税前の駆け込みやAI関連製品が押し上げ

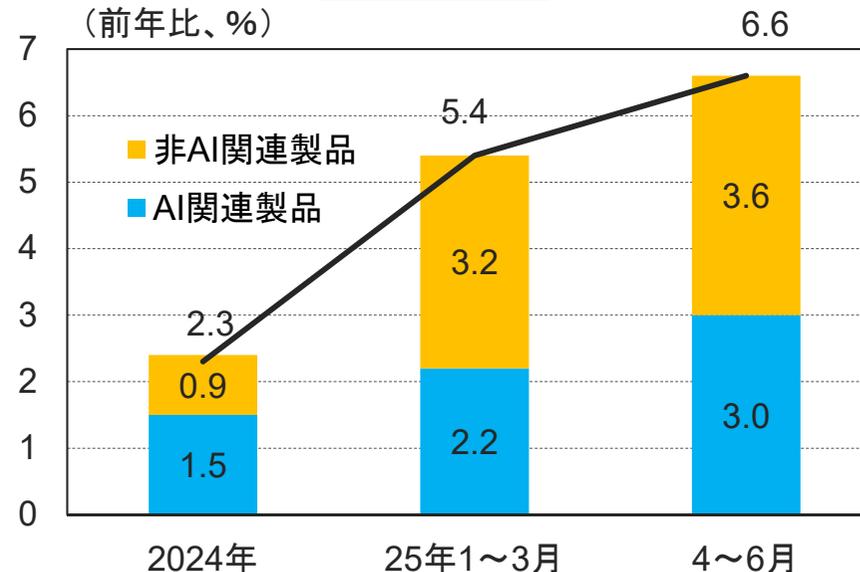
- ▶ WTOが10/7に公表した世界貿易見通しでは、25年の財の貿易量は前年比2.4%増の見通しとなり、8月時点の同0.9%増から上方修正された。他方、26年は同0.5%増の見通しと、世界経済の減速や米関税の影響が通年に及ぶことを踏まえ、8月時点(同1.8%増)から引き下げられた。
- ▶ 25年の見通し上方修正の背景として、WTOは米関税引き上げを控えた米国への駆け込み輸出拡大や各国の財政支出拡大などを指摘した。また半導体、サーバー、通信機器といったAI関連製品の貿易額が急増していることにも言及しており、25年上期の世界貿易額は、前年比6%程度増加したが、このうち全体の15%程度を占めるAI関連製品の貿易額は同20%程度増加しており(非AI関連製品は同4%程度増加)、全体の伸びの半分程度を押し上げた。

世界貿易量



(備考)WTO(世界貿易機関)

世界貿易額

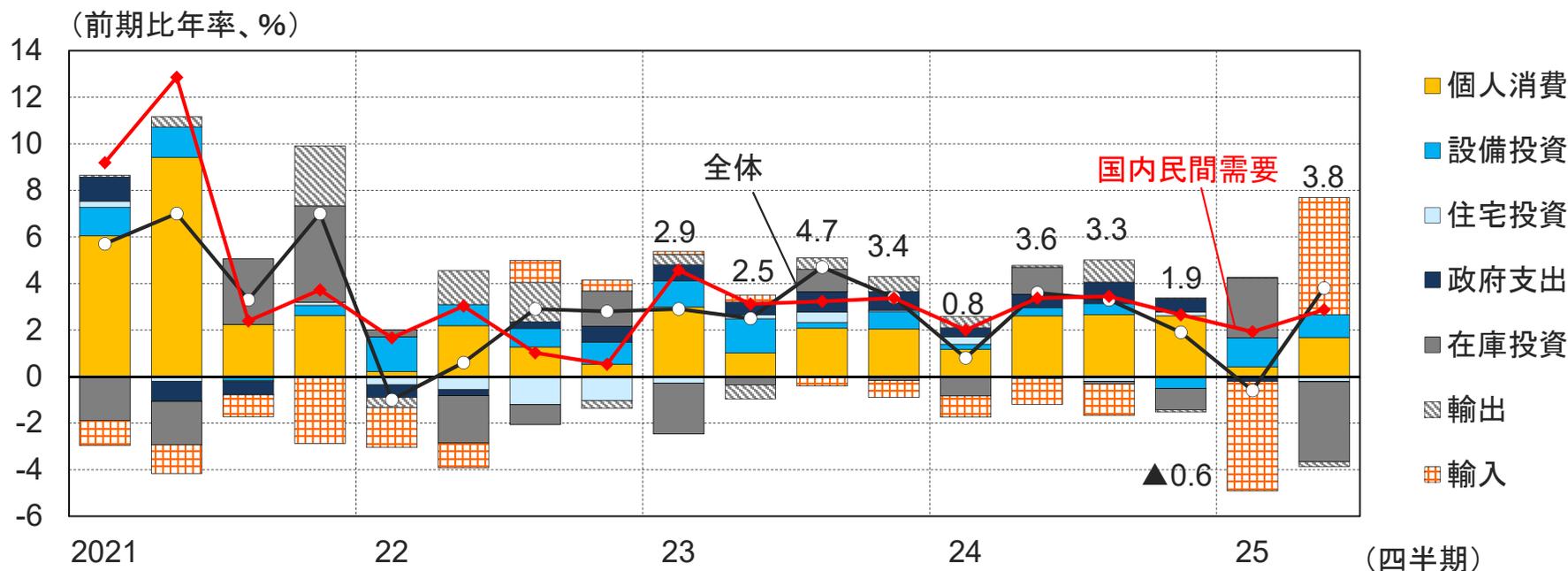


(備考)1. WTO 2. 2024年のAI関連製品は前年比10.7%増加

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、国内民間需要(在庫投資を除く)の伸びは前期を上回った。
- 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、消費など内需を中心に成長率の鈍化が見込まれる。関税の価格転嫁進展に加え、足元で悪化する雇用環境や連邦政府機関閉鎖の影響が懸念される。

実質GDP成長率



(備考) 1. 米商務省 2. 国内民間需要は在庫投資を除く

米国：連邦政府機関が一部閉鎖

- 10/1に一部の連邦政府機関が閉鎖した。民主党が求める医療保険(オバマケア)の補助金延長や7月に成立した財政調整法案(OBBBA)での公的医療保険削減の撤回を巡り、与野党がつなぎ予算の合意に至らなかった。第1次トランプ政権下では、2018年にメキシコ国境への壁建設費用を巡る対立から過去最長となる35日間の閉鎖となったが、今回の閉鎖でも1ヵ月超の閉鎖が懸念されている。
- 政府機関の閉鎖は、1週間当たりGDPを0.1~0.2%pt程度押し下げるとみられるほか、政府統計の公表停止により金融市場や金融政策への影響が懸念される。また、トランプ大統領は10/10に政府職員解雇を開始しており、解雇が進むと消費への影響がさらに生じるとみられる。

過去30年の連邦政府機関閉鎖

開始	期間	政権	与野党の争点
1995/11	5日	クリントン (民主党)	増税や歳出削減などの財政均衡策
1995/12	21日		
2013/10	16日	オバマ (民主党)	オバマケア
2018/12	35日	トランプ (共和党)	メキシコ国境への壁建設費用
2025/10	23日 (10/24時点、 継続中)	トランプ (共和党)	オバマケア、 公的医療保険

(備考)各種資料によりDBJ作成

政府機関閉鎖の主な経済影響

連邦政府職員の消費手控え

- 一時帰休中は無給となり、遡及して支払われるとみられるものの、消費を手控え
- トランプ政権が解雇を進める場合、解雇職員の消費減少に加え、残存する職員も雇用環境の不透明感により消費を抑制する可能性

政府統計の公表停止

- 雇用や物価などの指標の公表遅延によりFOMCでの政策判断に影響を与えるほか、金融市場の不安定化につながるおそれ

公的機関の機能停止

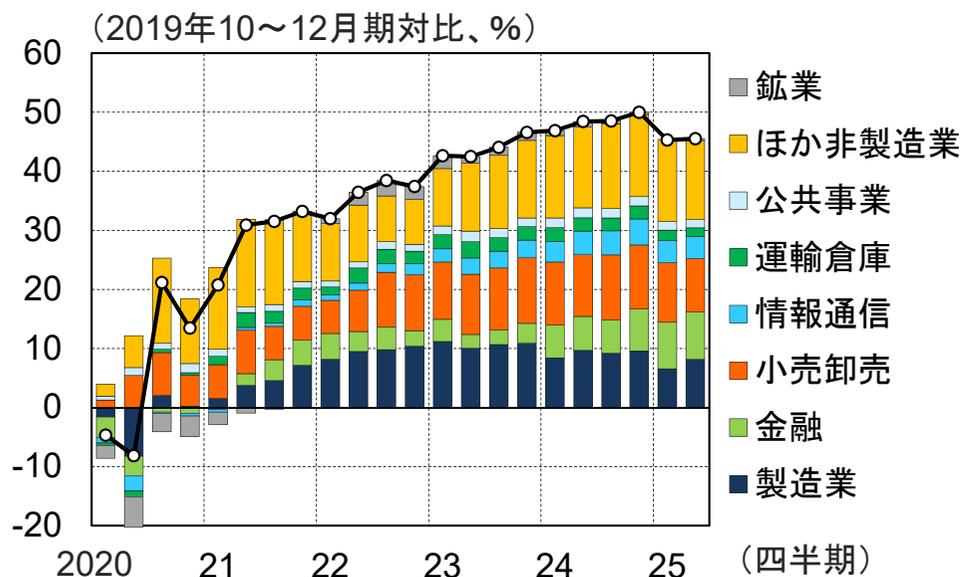
- 国立公園や博物館の閉鎖、管制官不足によるフライト遅延、SECでの審査・承認プロセスの停滞など経済、金融活動に悪影響を与える

(備考)各種資料によりDBJ作成

米国: 企業収益は横ばい、製造業の景況感は弱い動き

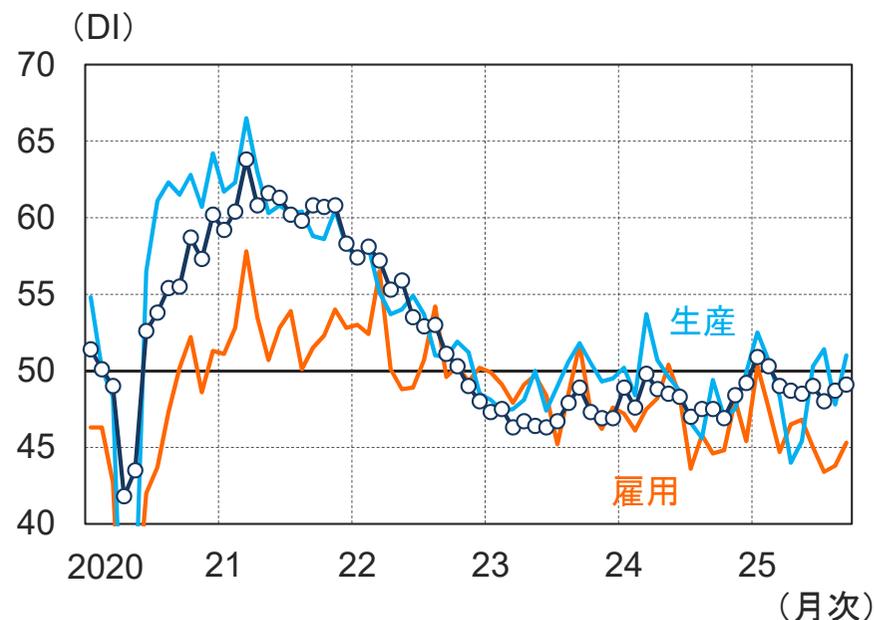
- 25年4~6月期の企業収益は、トランプ関税の価格転嫁が限定的だった中で、前期大きく減少した製造業の回復が遅れたほか、卸売などでも減少したことで全体でほぼ横ばいにとどまった。7~9月期は関税が引き上げられたこともあり、消費財などの製造業を中心に収益の伸びが抑制されるとみられる。
- 9月のISM製造業景況指数は、好不況の目安である50を7ヵ月連続で下回り、弱い動きが続いている。指数の構成要素のうち、生産は、トランプ関税適用後大幅に悪化したものの9月は50を上回った。一方、雇用は依然として50を大幅に下回っており、景況感回復の遅れにつながっている。

企業収益



(備考) 1. 米商務省 2. 国内収益のみ

ISM製造業景況指数

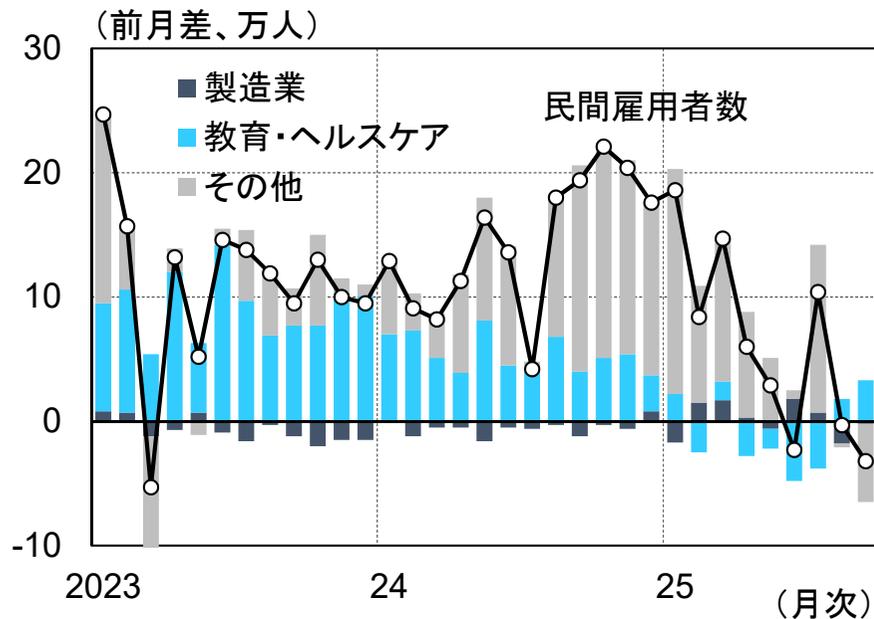


(備考) LSEG Datastream

米国：労働市場は減速

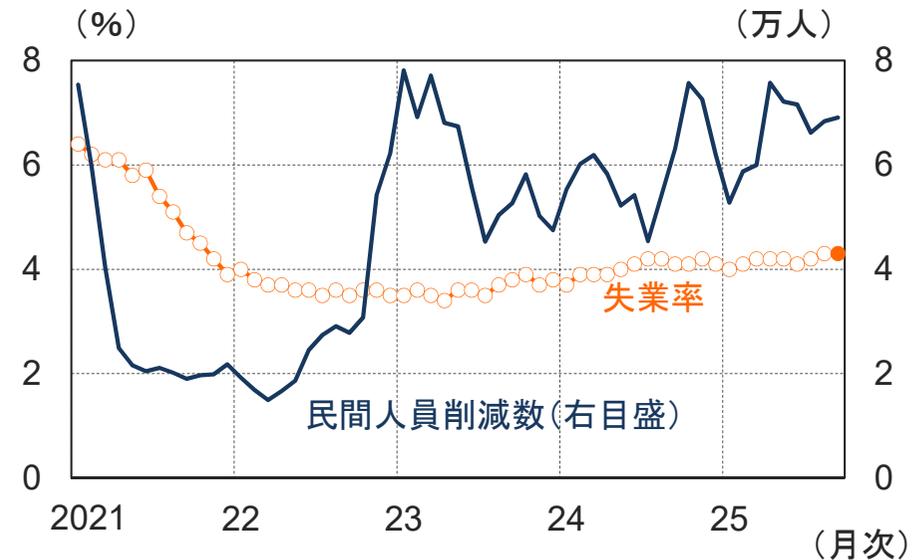
- ▶ 米民間雇用サービス会社ADPが公表する雇用統計では、9月の民間雇用者数は前月比3.2万人減少し、2カ月連続での減少となった。教育・ヘルスケアが持ち直したものの、製造業が2カ月連続で減少するなど幅広い業種で減少した。政府閉鎖により公表が遅れる政府の雇用統計と同様に、減速が続いている。
- ▶ 9月の失業率は、ADP雇用統計などの労働市場データを用いてシカゴ連銀が算出した予測では4.3%と前月並みとなった。25年半ば以降、雇用者数の伸びが大幅に減速したが人員削減数は高まっていないことに加え、第二次トランプ政権以降の移民減少を受けて労働力供給が抑制されたことで、失業率の伸びは限定的となっているとみられる。
- ▶ 労働市場の減速を受けて、10/28～29のFOMCでは2会合連続で利下げを行うことが確実視されている。

ADP雇用統計



（備考）LSEG Datastream

失業率、人員削減数

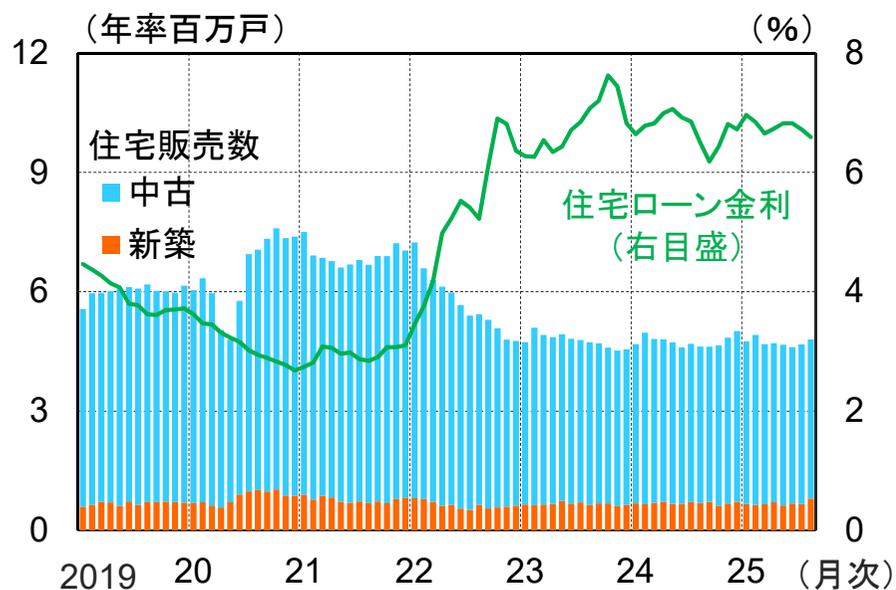


（備考）1. 米労働省、LSEG Datastream 2. 失業率の25年9月はシカゴ連銀の予測値 3. 人員削減数はチャレンジャー社が公表、3カ月移動平均、季節調整はDBJによる

米国:住宅販売は横ばい

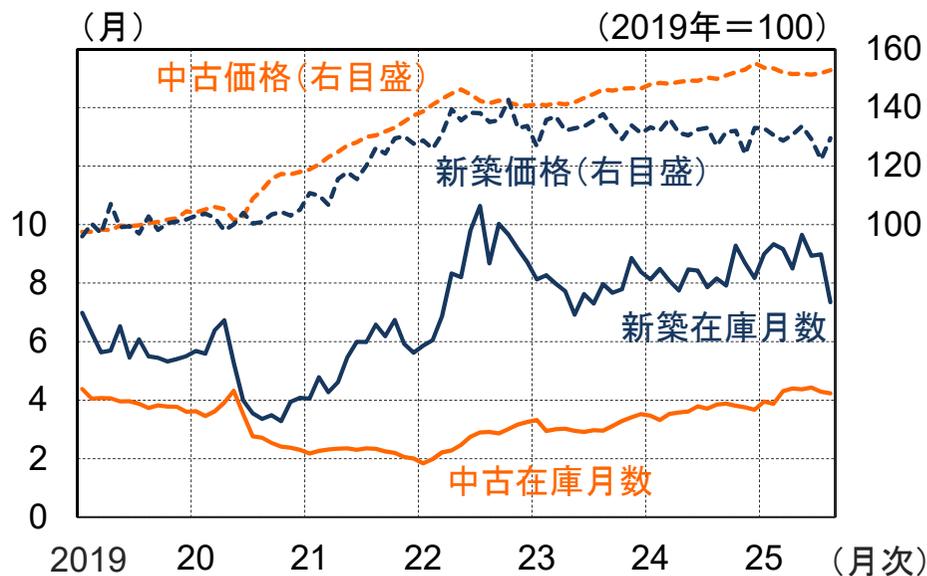
- ▶ 8月の住宅販売数はやや増加したが、22年に減少した後は横ばいにとどまっている。住宅ローン金利をみると、22年の急速な利上げにより上昇して以降高止まっており、住宅需要を抑制している。今後は、利下げの進展による住宅ローン金利の低下により需要は持ち直すとみられる。
- ▶ 金利の高止まりにより新築需要が抑えられた結果、新築の在庫水準が上昇する一方、買い替えに伴う中古の供給が減少し、中古の在庫が低水準となっている。これを受けて、販売価格は、新築が低下基調にある一方、中古は需給がひっ迫し24年末まで価格上昇が続いた。なお、10/14に適用された木材製品への関税は、新築を中心に価格上昇圧力となる可能性がある。

住宅販売数、住宅ローン金利



(備考) 1. 米国勢調査局、LSEG Datastream
2. 住宅ローン金利は30年固定

在庫月数、販売価格

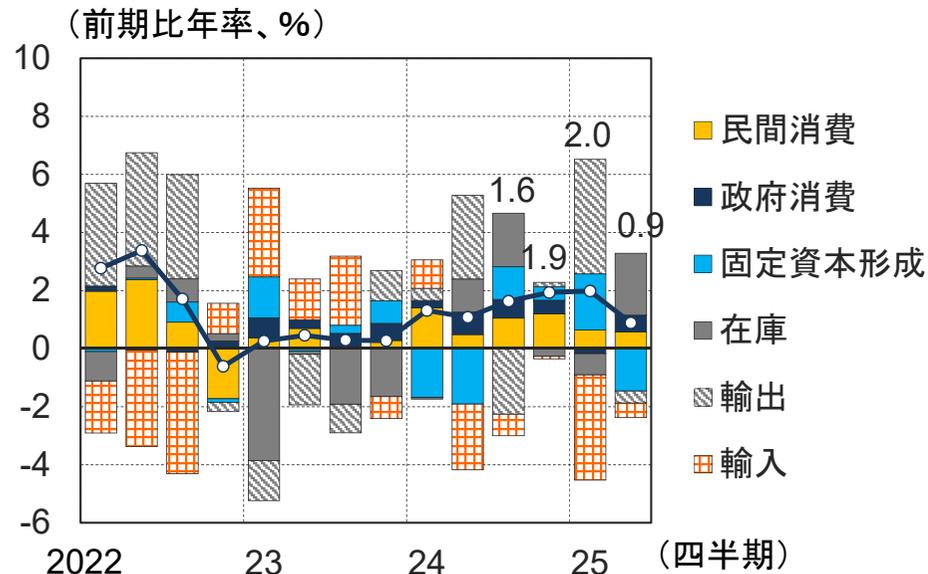


(備考) 1. 米国勢調査局、LSEG Datastream
2. 中古在庫の季節調整はDBJによる
3. 販売価格は中央値ベース、季節調整はDBJによる

欧州：緩やかに回復している

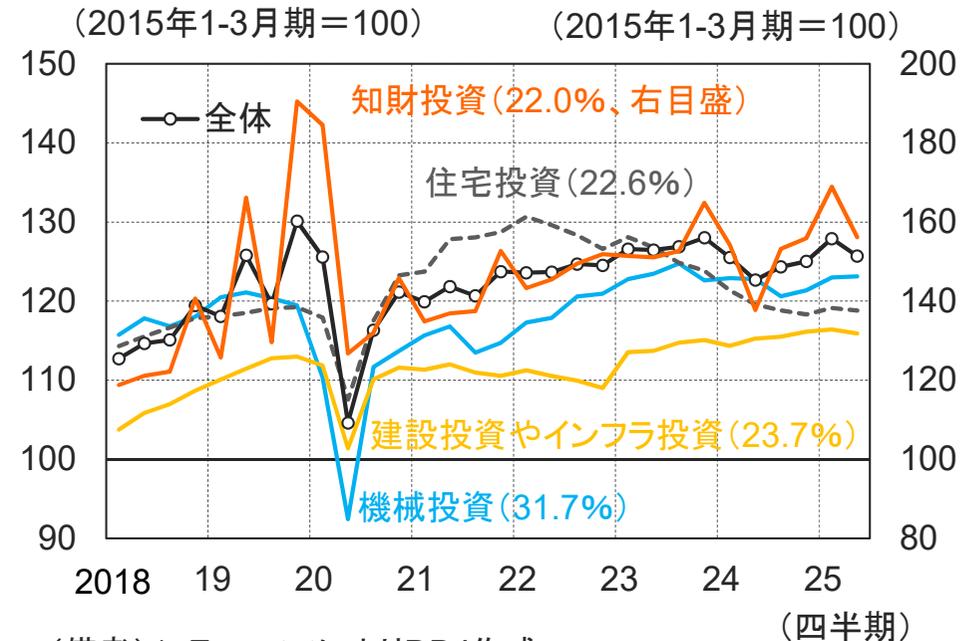
- EUの2025年4～6月期GDP(確定値)は、前期比年率0.9%増にとどまった。前期はトランプ関税発動前の駆け込み輸出などにより大きく増加したが、今期はその反動もあり伸びが縮小した。10月のIMF見通しでは、25年はドイツの財政拡大などもあり、前年比1.4%増と前年(同1.1%増)から伸びは拡大するとした。
- EUの固定資本形成は、ECBの利下げもあり24年後半から住宅投資が下げ止まり、機械投資は緩やかに持ち直している。知財投資は振れが大きいものの、基調としては増加が続いている。今後、関税合意により先行きの不透明感が和らぐほか、堅調な知財投資や、ドイツなどでの公共投資や防衛関連投資の増加も見込まれ、固定資本形成は緩やかに増加するとみられる。

EUの実質GDP成長率



(備考)Eurostat

EUの実質固定資本形成

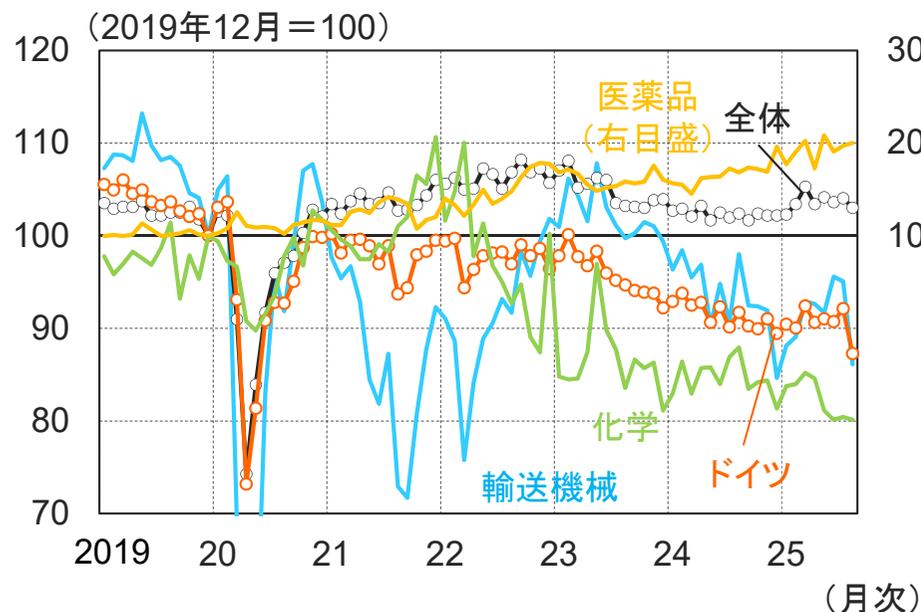


(備考)1. EurostatによりDBJ作成
2. ()内は25年4-6月期のウエート

欧州：生産は伸び悩み、小売は緩やかに持ち直し

- ▶ EUの8月鉱工業生産は前月比1.0%減少した。ドイツの自動車生産は生産ラインの切替などの一次的な原因もあり大きく落ち込んだ。今年に入り、対米駆け込み輸出を背景に、医薬品や自動車を中心に増加したが、4月に反落し、伸び悩んでいる。
- ▶ ユーロ圏の実質小売売上高(除く自動車)は、22年以降インフレの高騰により実質賃金が大幅なマイナスとなったことなどから減少した。23年後半からインフレの鈍化に伴い、実質賃金が増加に転じ、小売売上高は持ち直している。25年8月は前月比0.1%増となり、伸びは小幅ながら、緩やかな増勢を維持した。

EUの鉱工業生産



(備考)Eurostat

ユーロ圏の実質小売売上高、実質賃金

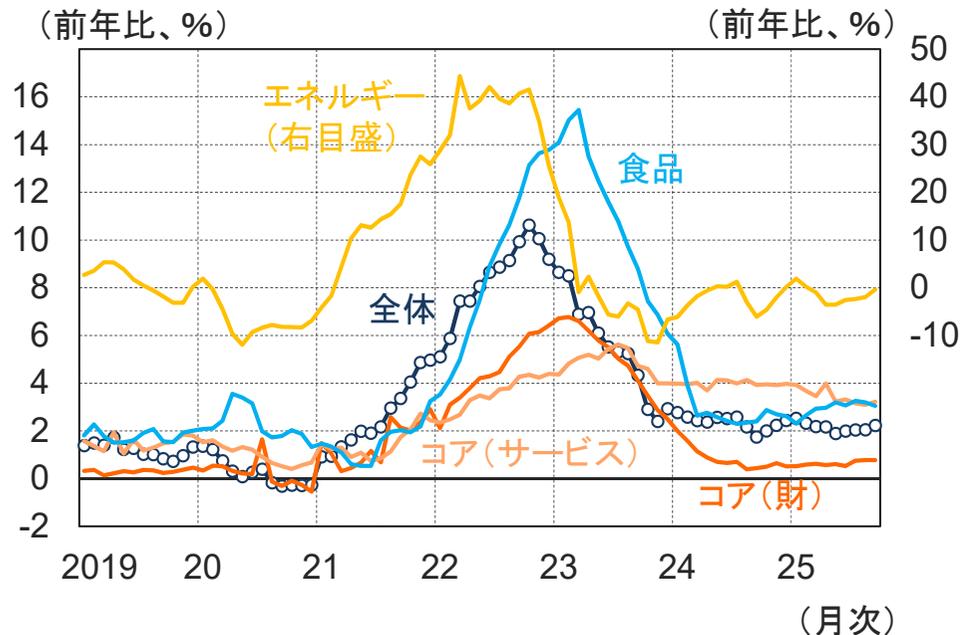


- (備考) 1. Eurostat、ECBによりDBJ作成
2. 実質賃金は四半期データ、名目賃金をCPIで実質化

欧州：インフレはおおむね安定、フランスでは政治混迷で金利上昇

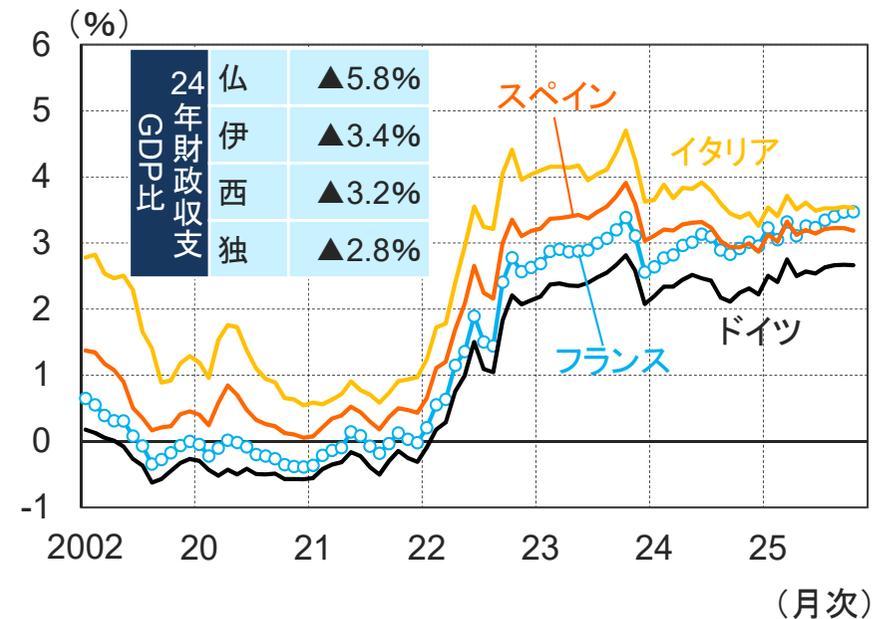
- ▶ ユーロ圏9月消費者物価は前年比2.2%上昇し、エネルギーを中心に伸びが小幅に拡大した。9月ECB理事会は2会合連続で政策金利を据え置いたほか、今後の物価についておおむね目標の2%になると予想し、市場では利下げ局面が終了したとの見方が優勢となっている。
- ▶ フランスでは、10/6にルコルニュ首相が野党からの反発を受け、内閣総辞職を決定した。財政健全化を目指す与党は24年7月の総選挙で少数派となり、緊縮予算案に反対する野党からの反発が強く、首相交代が相次いでいる。仏の財政赤字の対GDP比は、コロナ対策やインフレ対策などにより6%近くまで上昇しており、主要国の中では高水準となっている。政治混迷の中、長期金利が上昇している。

ユーロ圏の消費者物価



(備考) Eurostat

主要国の長期金利

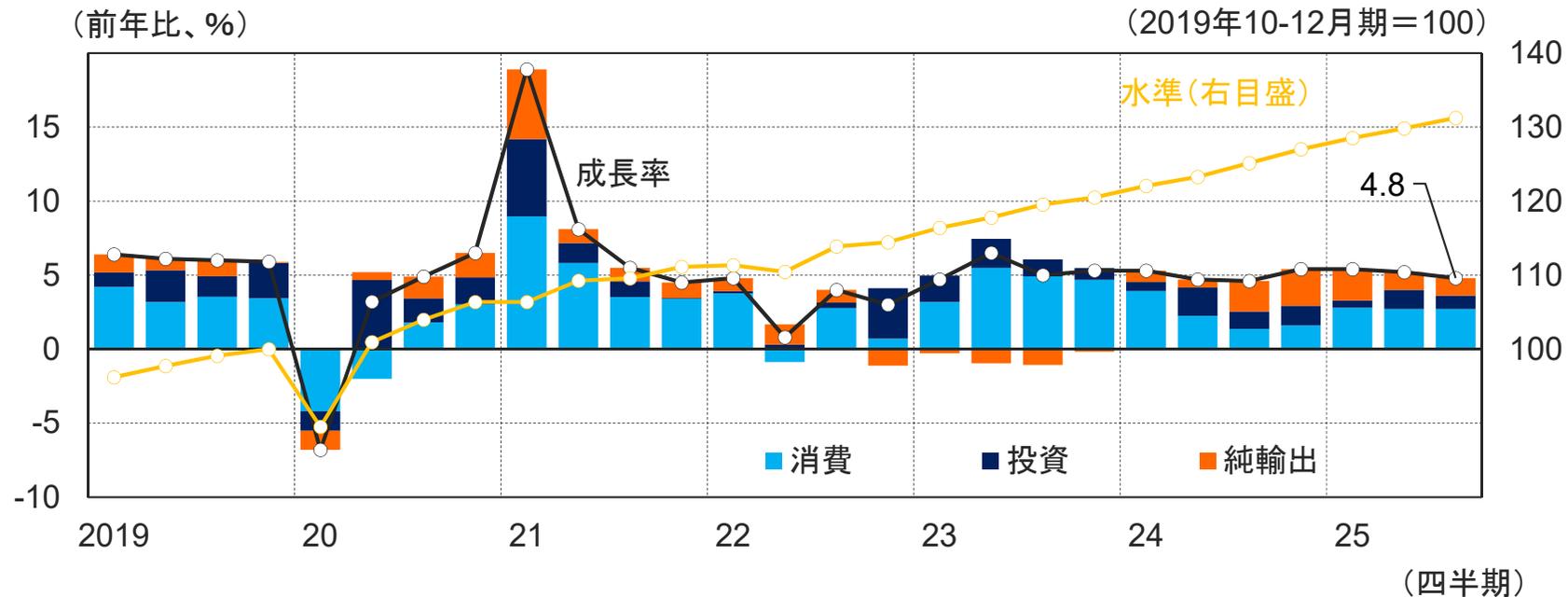


(備考) IMF、LSEG Datastream

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。
- 25年の成長率は、IMFと世界銀行が4.8%と予測しており、政府目標である5%前後の達成には、10～12月期の成長率が前年比4.6%程度必要であると試算される。消費や投資が減速傾向にある中、底堅く推移していた輸出も、米関税影響により下押しされる可能性があり、先行きの減速が懸念される。

実質GDP成長率

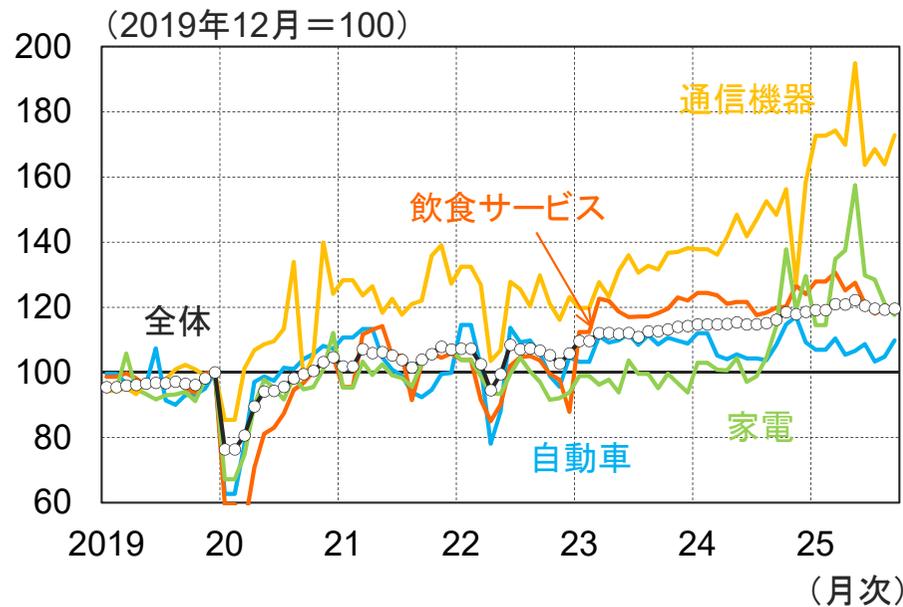


(備考) 中国国家统计局、CEIC

中国：小売は弱含み、自動車販売台数は新エネルギー車を中心に堅調

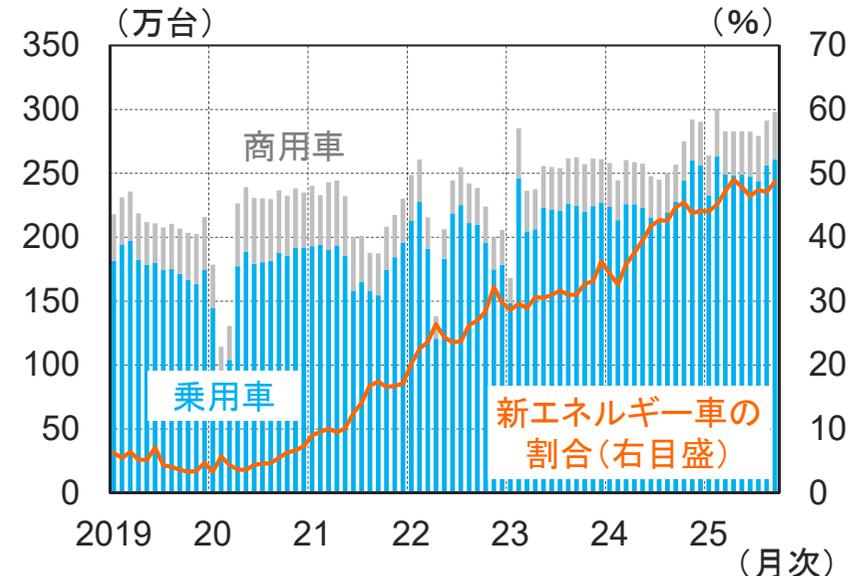
- ▶ 9月小売売上高は前年比3.0%増と前月から伸びが鈍化した。自動車が増加したが、家電は買い替え促進策の一服がみられ減少したほか、飲食サービスも儉約令による下押しが継続し、全体では水準が弱含んでいる。
- ▶ 1～9月の自動車販売台数は前年比13.5%増加し、耐久消費財の買い替え促進策を受けて堅調な動きとなっている。ただし、25年末に終了予定の買い替え促進策が延長されなければ、26年以降の自動車の販売台数は弱い動きになるとみられる。なお、補助金額が大きい新エネルギー車について、政府は27年までに新車販売に占める割合を45%に高める目標を掲げているが、25年中に達成可能とみられる。

小売売上高



(備考) 1. 中国国家统计局、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

自動車販売台数

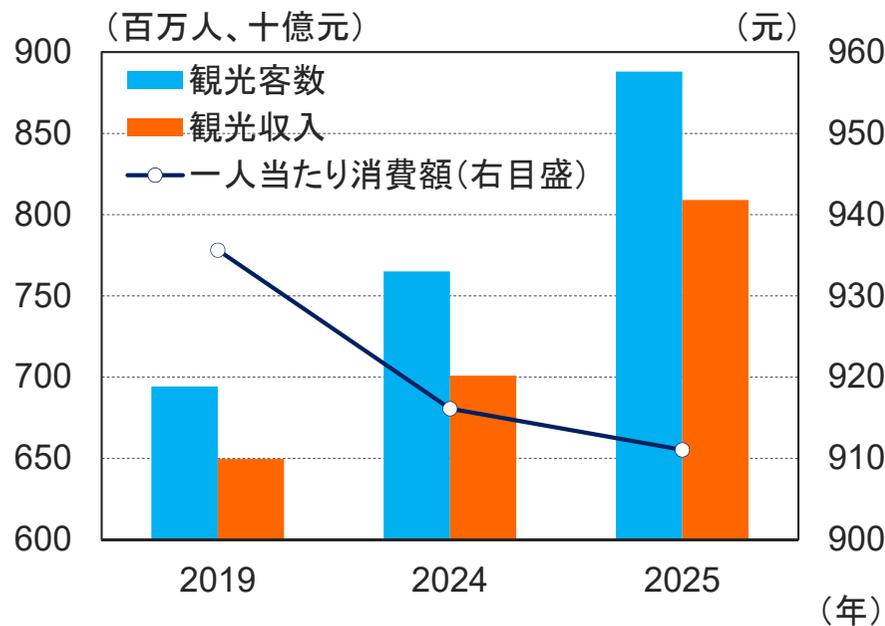


(備考) 1. 中国自動車工業協会、CEIC 2. 季節調整はDBJによる
3. 新エネルギー車には、電気自動車、プラグインハイブリッド車、燃料電池車が含まれる

中国：国慶節連休中の観光客数は増加、輸出は弱含み

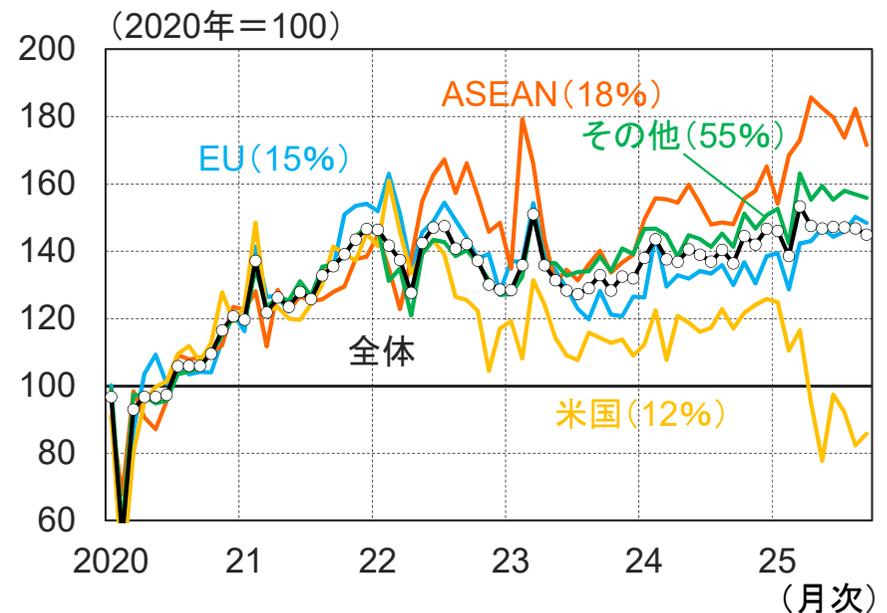
- 25年の国慶節連休は中秋節と重なり、休暇期間(10/1～8)が例年よりも1日長かったことから、観光客数は前年比16.1%、観光収入は同15.4%増加した。ただし、一人当たりの消費額は同0.6%減少し、家計の節約志向が続いている。
- 9月の輸出は前年比8.3%増加し、前月から伸びは拡大した。一方で水準は、米国の低調とASEANの一服などにより、減少した。中国のレアアースの輸出管理規制強化への対抗措置として、米国が追加関税を課す意向を示しており、交渉が決裂した場合は米国向け輸出がさらに減少する可能性がある。

国慶節連休中の観光客数、観光収入



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

国・地域別輸出

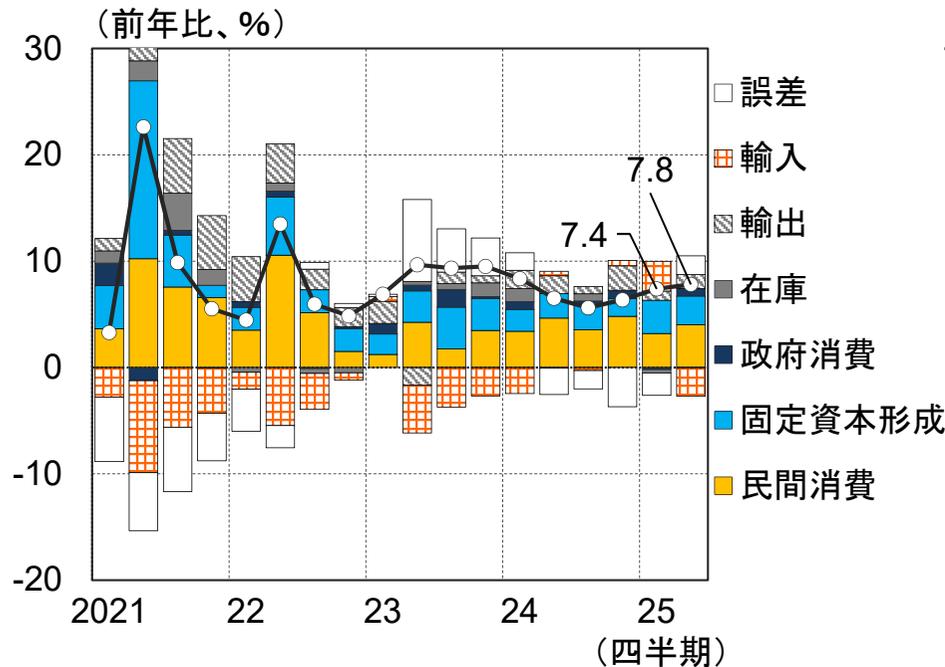


(備考) 1. 中国海関総署、CEIC 2. ドル建て
3. ()内は25年1-9月ウエート 4. 季節調整はDBJによる

インド:回復している

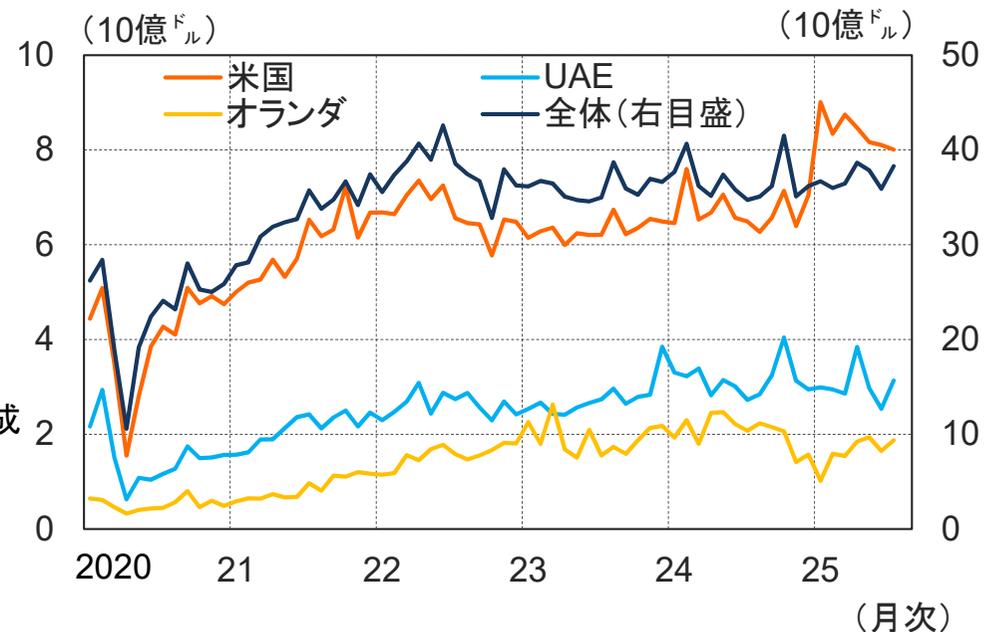
- ▶ インドの2025年4~6月期の実質GDPは前年比7.8%増加した。民間消費の伸びが一段と高まるなど、堅調な内需により景気は回復している。政府は9/22より、関税の影響緩和などを目的に、消費税にあたる物品・サービス税(GST)の大幅減税を実施しており、民間消費は増勢が強まる見込み。
- ▶ 米国向けの輸出は関税前の駆け込み後にやや減少したが、関税適用が見送られているスマートフォンを中心に、25年1~7月は前年比24%増となった。一方、インドは8/27より制裁関税を含む50%の関税がかけられており、今後は対米輸出の減少が見込まれる。ただし、インドの24年名目GDPに占める対米輸出額は約2%であり、関税によるインド経済への影響は比較的小さいとみられる。

実質GDP成長率



(備考)インド統計局

仕向け地別輸出

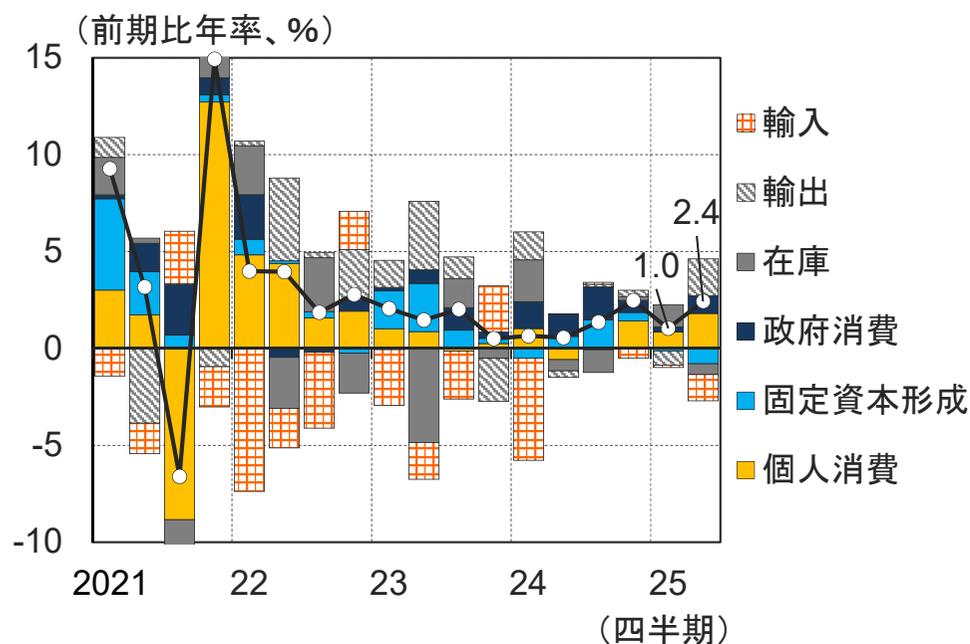


(備考) 1. インド商工省 2. 季節調整はDBJによる
3. 米国、UAE、オランダは24年のインドの貿易上位国

オーストラリア: 緩やかに回復している

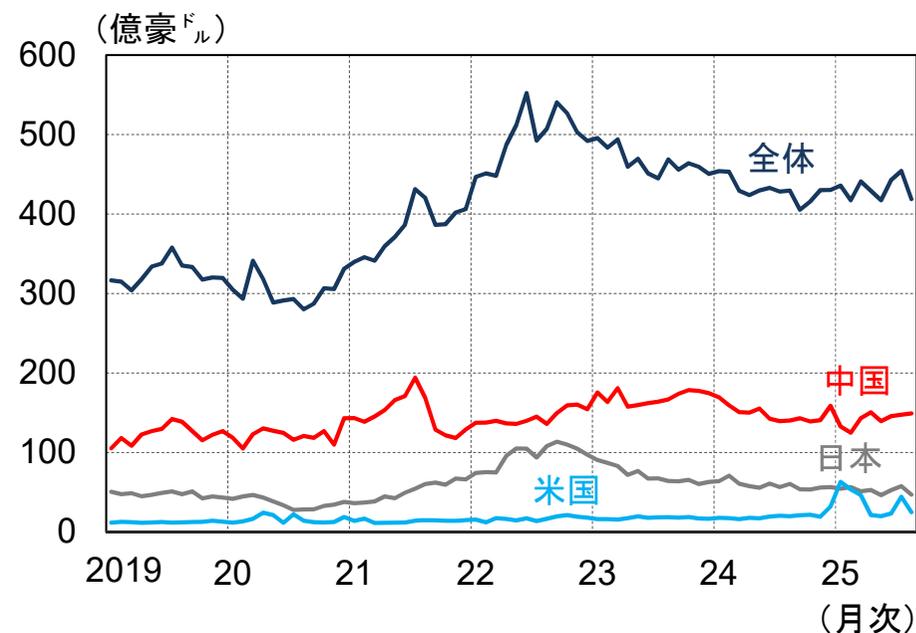
- ▶ オーストラリアの2025年4～6月期の実質GDPは前期比年率2.4%増加し、緩やかに回復している。輸出が前期にサイクロンの影響で減少した反動で増加したほか、インフレ鈍化や利下げにより消費が3期連続で増加した。消費者物価は、政府の電気料金への補助もあり中銀目標(2～3%)内で推移しており、これを受けて中銀は8月に今年3回目の利下げ(3.85%→3.60%)を実施した。
- ▶ 輸出は、全体では年初以降おおむね横ばいで推移している。対米輸出は、第二次トランプ政権以降、駆け込みの動きもみられたが、輸出に占める米国向けの割合は約4%であるため輸出全体への影響は比較的小さい。先行きは、最大輸出相手国である中国の成長鈍化やそれに伴う資源価格の下落がリスクと考えられる。

実質GDP成長率



(備考)オーストラリア統計局

仕向け地別輸出

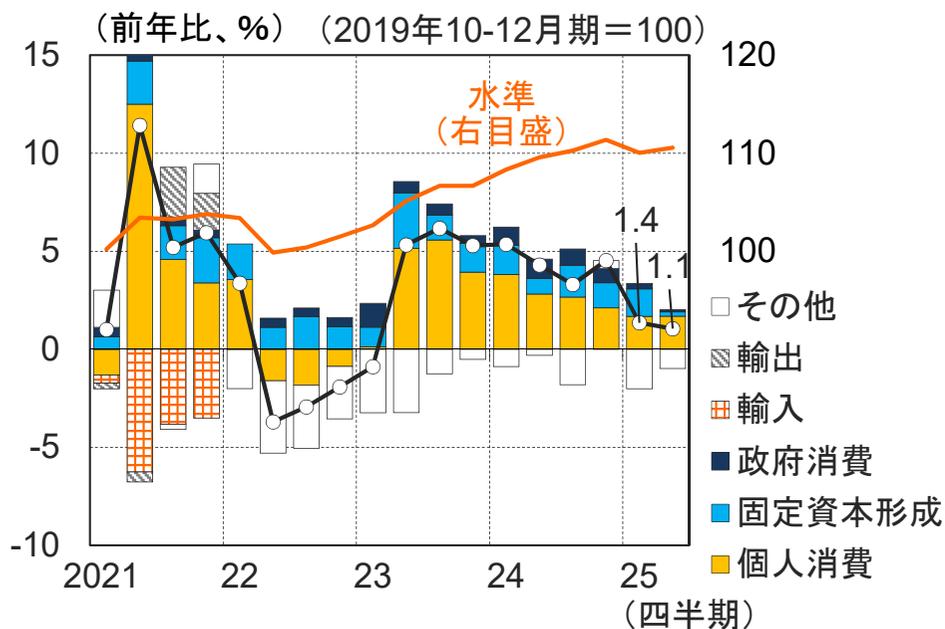


(備考)1. オーストラリア統計局 2. 季節調整はDBJ

ロシア:持ち直しが鈍化している

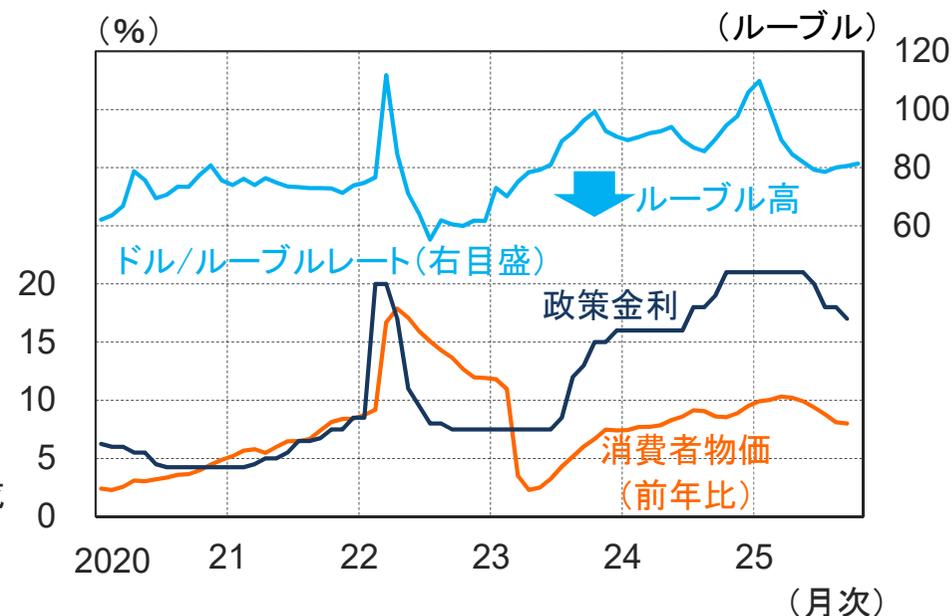
- ▶ ロシアの2025年4~6月期の実質GDPは、軍需関連が下支えするものの、高インフレや高金利により前年比1.1%増と持ち直しが鈍化している。25年の成長率は1%を切るとの見方も多い。
- ▶ 消費者物価の伸びは、23年以降、戦争下の労働力不足による賃金上昇やルーブル安の影響で拡大したが、25年4月以降は、ルーブル高や景気減速もあり鈍化している。中銀は、これを受けて9月に3会合連続となる利下げ(18%→17%)を実施した。しかし、足元ではウクライナによる石油精製施設へのドローン攻撃によりガソリン不足に陥っており、影響が長引けば、価格を通じて消費者物価の押し上げ要因となるほか個人消費の下押しとなる可能性がある。

実質GDP成長率



(備考) 1. ロシア国家統計局 2. 2022年以降の輸出入データは非公表のため、その他に含む 3. 季節調整はDBJによる

消費者物価、政策金利、為替



(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、日本は上昇

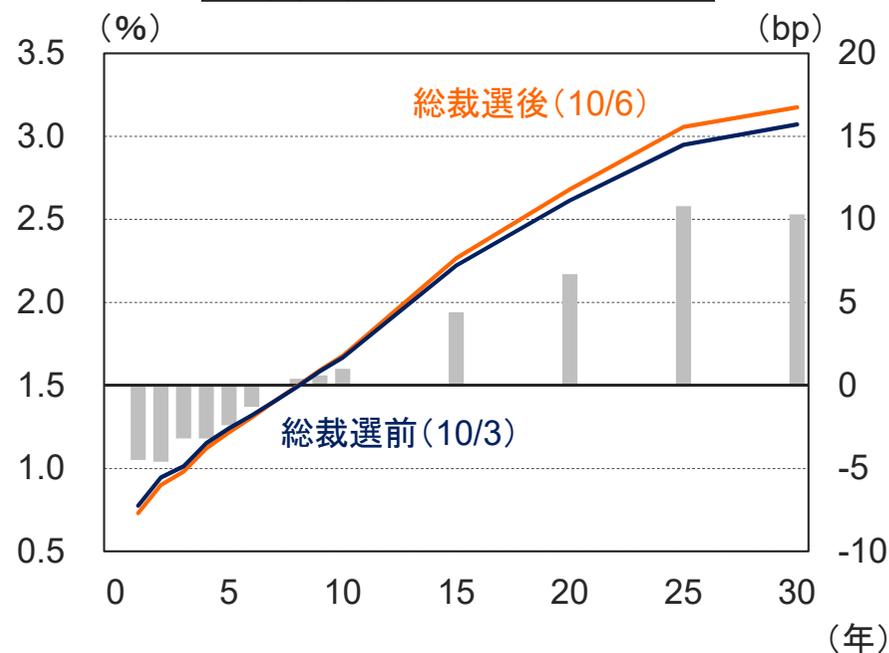
- 米国の長期金利は、10月初のADP雇用統計での労働市場悪化や、一部政府機関の閉鎖を受けた先行き不透明感により低下した。その後はやや上昇したが、中旬には中国のレアアース輸出規制を巡り米中対立が意識されたことで低下した。日本は、自民党総裁選で積極財政を志向する高市氏が選出されたことで、財政懸念などにより上昇した。
- 日本国債の金利カーブをみると、自民党総裁選を経て、短期年限では高市総裁が就任会見で利上げをけん制したとの見方から利上げ期待が後退して低下した。一方、超長期年限では、拡張的な財政政策への懸念から上昇し、30年金利は1999年の発行開始以降最高の水準となった。

日米10年物長期金利



(備考) 日本相互証券、米財務省

日本国債のイールドカーブ



(備考) 財務省によりDBJ作成

株価：日米ともに上昇

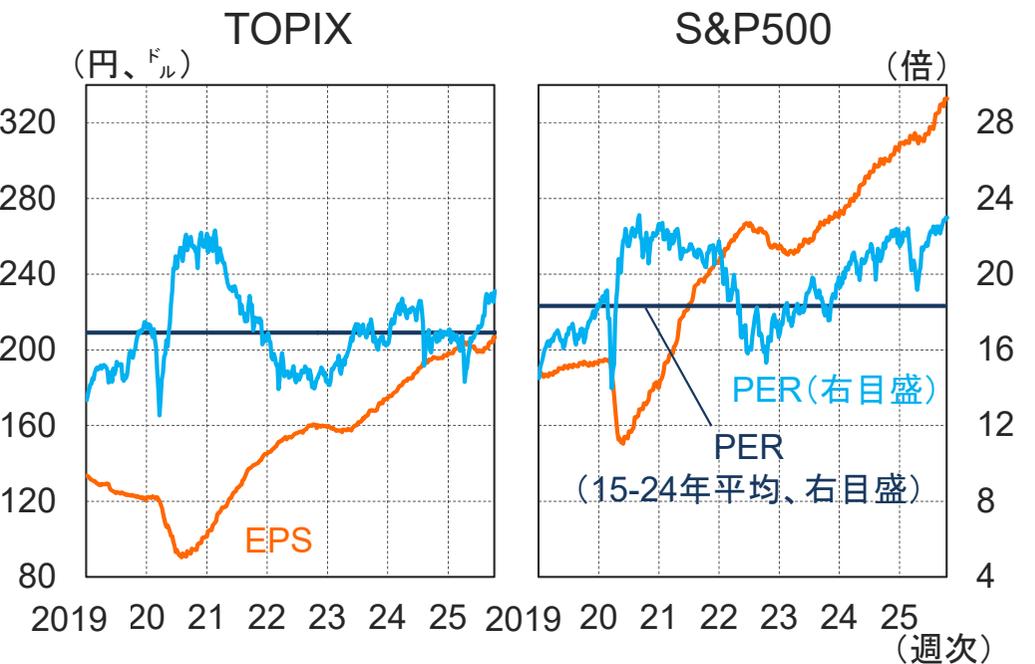
- 米国の株価は、FRBの追加利下げ観測やAI関連への成長期待などで上昇したが、米中貿易摩擦の再燃と米地銀の信用不安問題を受けて、下落する動きもみられた。日本の株価は、自民党総裁選を受けて、財政拡張への期待などから最高値を更新した。
- 日米の株価を、企業業績を反映するEPS(一株当たり利益)と、投資家の期待を反映するPER(株価収益率)に分解すると、EPSは、日本は7月の日米関税交渉合意を受けて上昇に転じ、米国は24年以降、上昇を続けている。PERは、過去10年間の平均を日米ともに上回っており、特に米国は過去平均を大きく上回り、割高感がみられる。

日米株価



(備考)LSEG Datastream

日米株価の予想EPS、PER

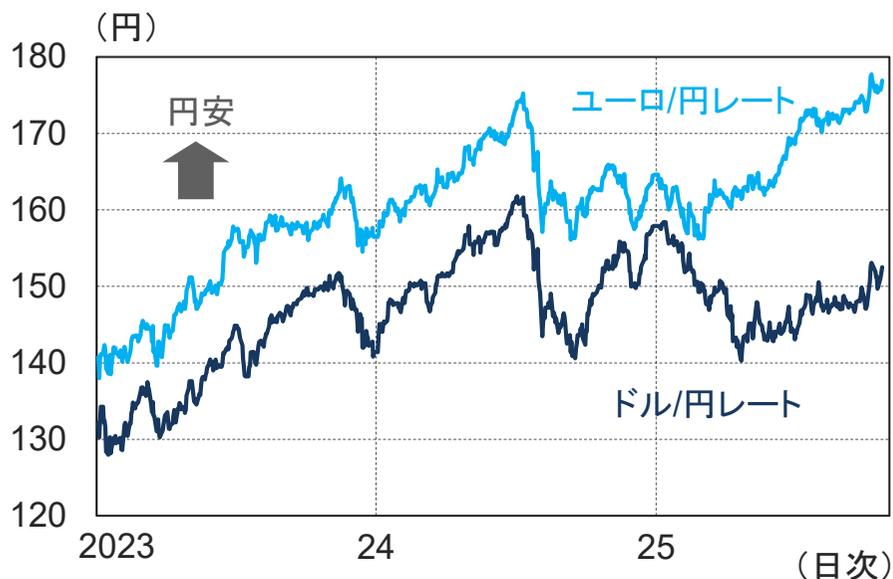


(備考)LSEG Datastream

為替:ドル円レートは円安が進行

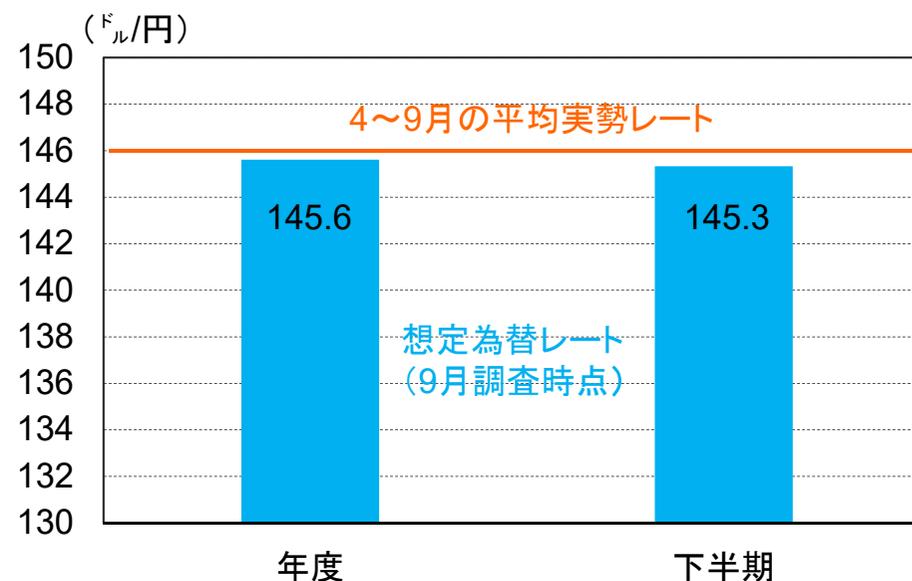
- ▶ 9月に入り、FOMCでの利下げ実施やメンバーの追加利下げ予想により一時145円台まで円高が進んだ。その後、パウエル議長による過度な利下げ期待へのけん制や、米GDP確定値の上方修正などにより再び円安に転じ、さらに日本では金融緩和に積極的とみられる高市氏が自民党総裁に選出されたことを受け、10月上旬には153円まで円安が進んだ。
- ▶ 日銀短観(9月調査)によると、大企業製造業の事業計画の前提となる想定為替レートは25年度145.6円、下半期では145.3円となっている。これに対して4~9月の実勢レートは平均146円程度、また足元では150円を超えており、当初懸念された円高による企業収益下押しは限定的となる見込み。

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

大企業製造業の25年度の 想定為替レートと実勢レート

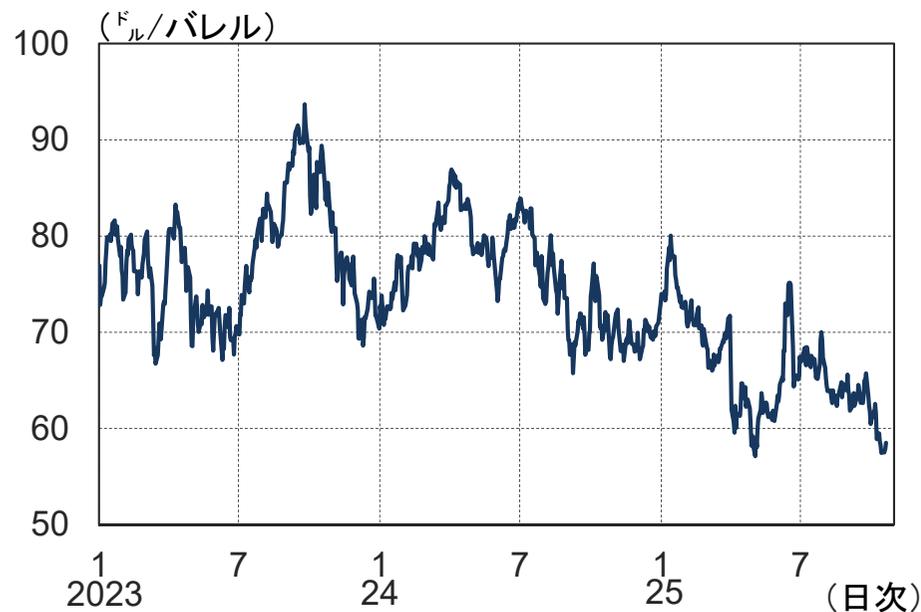


(備考) 日本銀行によりDBJ作成

原油価格：中東の地政学リスク後退を受け50ドル台に下落

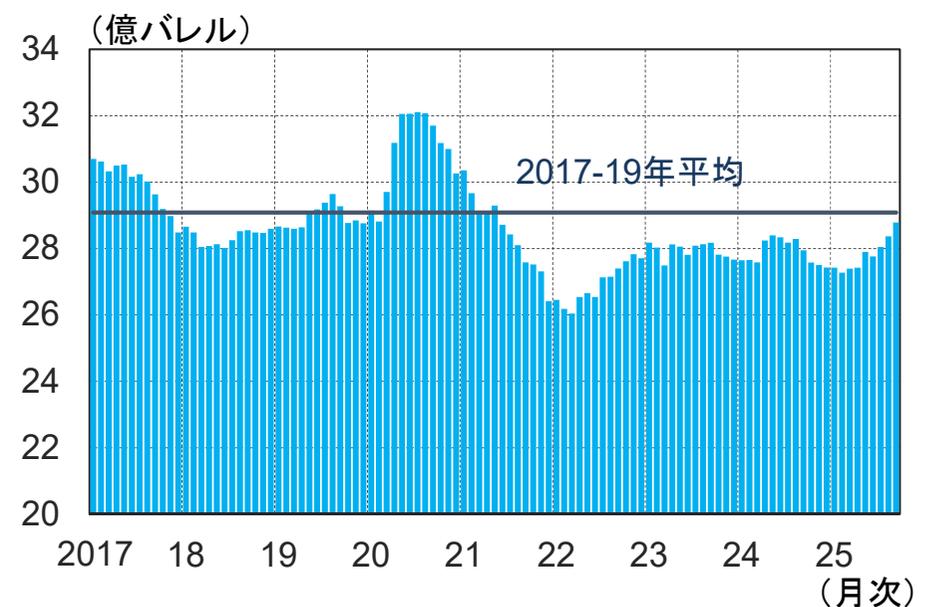
- ▶ WTI原油価格は、50ドル台後半に下落した。OPECプラスによる緩やかな増産継続のほか、イスラエルとイスラム組織ハマスの停戦合意を受けた中東の地政学リスク後退が下落要因となった。
- ▶ OECD諸国の原油在庫は、足元ではコロナ前の2017-19年平均を下回っている。トランプ関税による景気減速懸念はあるものの、OPECプラスは増産を進めており、その背景には、シェア回復の狙いのほか、こうした潜在的な在庫復元需要もあるとみられる。

WTI原油価格



(備考)LSEG Datastream

OECD諸国の商業原油在庫



(備考)EIA

©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