

# 時事経済情報 No. 121

2025年9月25日

福井県立大学客員教授

丹羽連絡事務所チーフエコノミスト

中島 精也

# 目次

- I 米国経済
- II 欧州経済
- III 中国経済
- IV 日本経済
- V マーケット動向



# I 米国經濟

# 1. FOMC利下げ決定、更に年内2度の利下げ予想も

①9月16～17日の米連邦公開市場委員会(FOMC)はFF金利を昨年12月以来、6会合ぶりに0.25%引き下げて4.0～4.25%とした。

②FOMC声明文は経済成長の減速、雇用の減速、失業率の高まりを示唆する一方で、インフレの加速についても言及した。不確実性が上昇し、雇用に対するダウンサイドリスクがあると判断している。

③2つの使命である雇用最大化と物価安定目標実現のため、更にリスクバランスのシフトに照らして、利下げを決定した。

③追加的な政策金利変更については今後のデータ、経済見通し、リスクバランスを慎重に評価して判断する。

④量的引き締め(QT)については国債の減額上限50億ドル/月、エージェンシー債の減額350億ドル/月の上限を維持。

⑤政策目標達成困難なリスクが出れば、政策変更の用意がある。

⑥パウエル議長は記者会見で雇用創出が失業率の安定維持に必要な水準を下回っていると、雇用の下振れリスクを指摘する一方で、関税のインフレへの影響は不透明と述べた。新任のミラン理事は0.5%の利下げを求めたが支持を得られなかった。

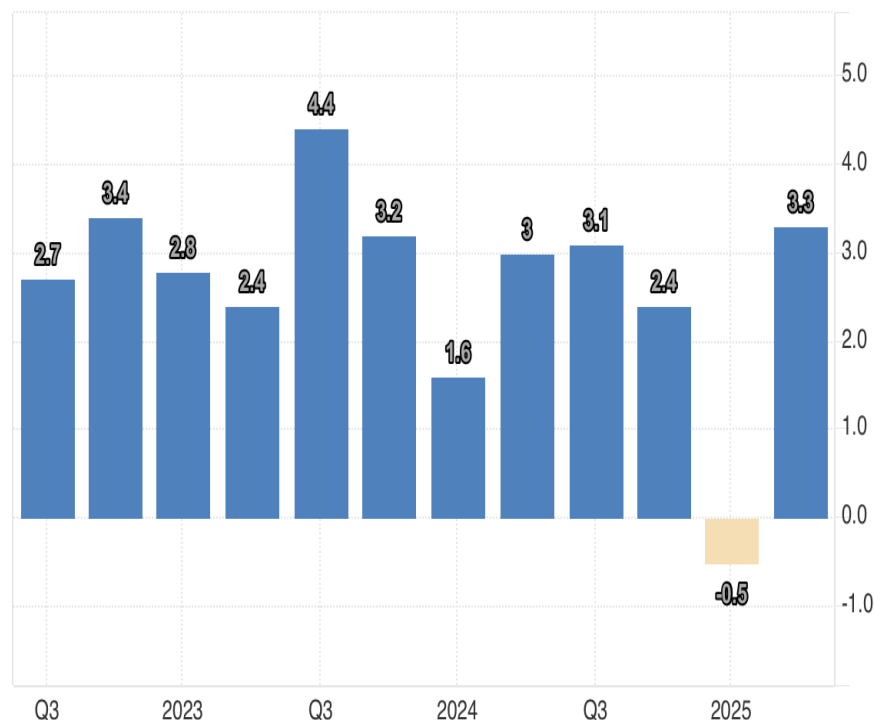
⑦FOMCメンバーの見通しによれば、今年末のFF金利(中央値)はあと2回の利下げで3.5～3.75%だが、19人中7人は利下げは必要性ないとするなどFOMC内で意見が割れている。



## 2. 米GDP4～6月期は輸入反動減でプラス成長に戻る

- ①4～6月期の実質GDP（二次推計）の伸びは+3.3%（前期比年率、右図）と前期のマイナス成長からプラスに戻る。前年比は+2.1%。
- ②内需の寄与度は+▲1.66%、外需の寄与度は+4.95%。
- ③個人消費の伸びは+1.6%と低い、寄与度は+1.07%。設備投資の伸びは+5.7%、寄与度は+0.78%。住宅投資の伸びは▲4.7%、寄与度は▲0.19%、在庫投資の寄与度▲3.29%。政府支出の伸びは▲0.2%で寄与度は▲0.03%
- ④輸出の伸びは▲1.3%、寄与度は▲0.14%、輸入の伸びは前期駆け込み増の反動で▲29.8%、寄与度は+5.09%。
- ⑤名目GDPの伸びは+5.3%、GDP物価指数は+2.0%。

US GDP Growth Rate - percent

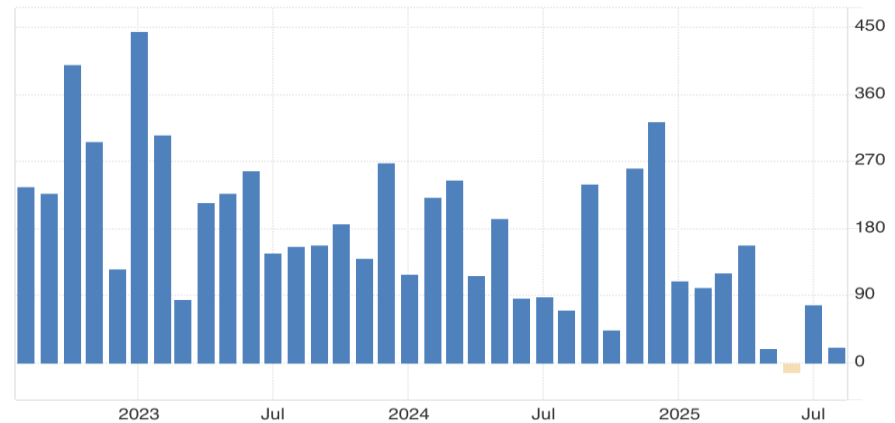


Source: tradingeconomics.com | U.S. Bureau of Economic Analysis

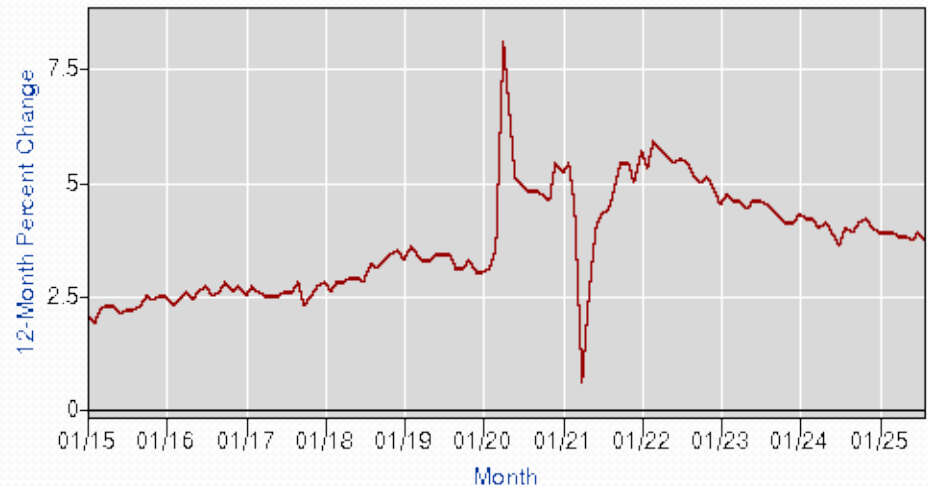
### 3. 米雇用統計は雇用者数の減速が見られる

- ①8月の非農業雇用者数(事業所調査ベース)の前月比(右上図)は+2.2万人の増加で事前予想の+7.5万人を下回った。
- ②業種別では鉱業・採石・石油ガス掘削▲0.55万人、連邦政府▲1.5万人、レジャー・娯楽+2.8万人、ヘルスケア+3.06万人。
- ③家計調査ベースの失業率は4.3%と前月より+0.1ポイント上昇。労働参加率は62.3%で前月より+0.1ポイント上昇。
- ④時間当たり賃金は前月比+10セント上昇して36.53ドル、前年比は+3.7%と前月より▲0.2ポイント低下(右下図)。

US Non Farm Payrolls - Thousand



Source: tradingeconomics.com | U.S. Bureau of Labor Statistics

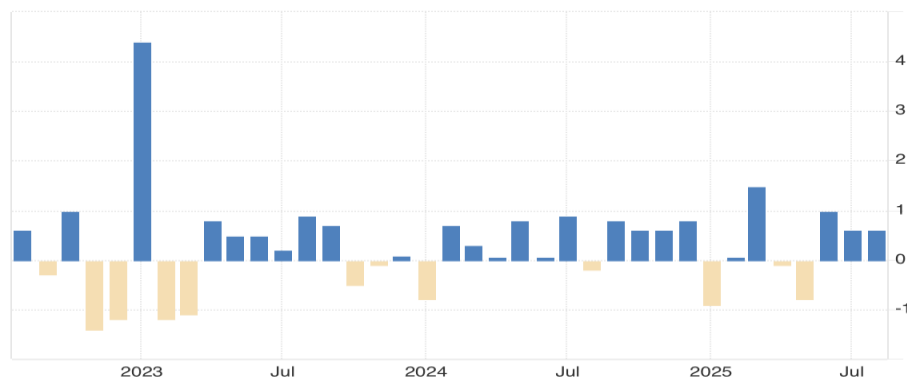


## 4. 米小売売上高は底堅い伸びが続く

①8月の米小売売上高の前月比(右上図)は+0.6%、前年比(右下図)は+5.0%。

| ②業種       | 前月比   | 前年比    |
|-----------|-------|--------|
| 自動車       | +0.5% | +5.6%  |
| 家具        | ▲0.3% | +5.2%  |
| 電気製品      | +0.3% | +3.7%  |
| 建設資材園芸用品  | +0.1% | ▲2.3%  |
| 食飲料品店     | +0.3% | +3.2%  |
| 健康ケア      | ▲0.1% | +5.1%  |
| ガソリンスタンド  | +0.5% | ▲0.7%  |
| 衣服アクセサリ   | +1.0% | +8.3%  |
| スポーツ用品・趣味 |       |        |
| ・書籍・音楽    | +0.8% | +4.7%  |
| 総合スーパー    | ▲0.1% | +1.9%  |
| 無店舗販売     | +2.0% | +10.1% |
| 飲食業       | +0.7% | +6.5%  |
| 合計        | +0.6% | +5.0%  |

US Retail Sales MoM - percent



Source: tradingeconomics.com | U.S. Census Bureau

US Retail Sales YoY - percent



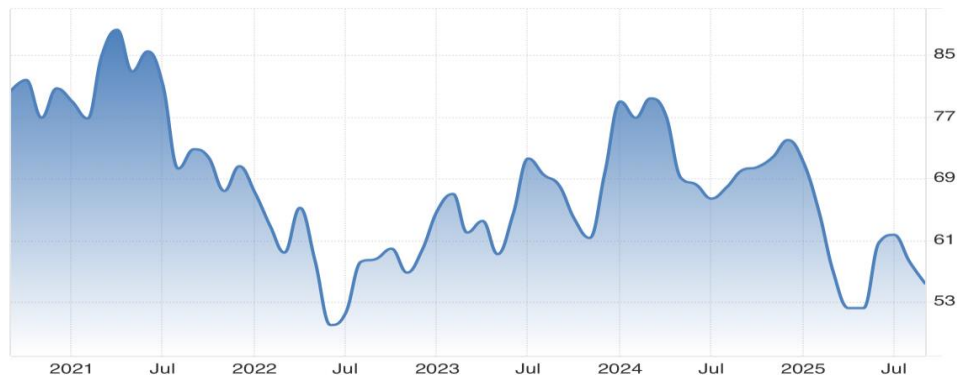
Source: tradingeconomics.com | U.S. Census Bureau

## 5. 米消費者信頼感指数は雇用懸念で弱含み

①9月のミシガン大学消費者信頼感指数(速報、右上図)は55.4で前月比▲2.8ポイントの低下。現状指数は61.7から61.2に低下、期待指数は55.9から51.8へ低下。インフレ予想(5年)は3.5%から3.9%に、1年後のインフレ予想は4.8で変わらず。

②8月コンファレンスボード消費者信頼感指数(右下図)は97.4で前月比▲1.4ポイントの低下。現状指数は131.2で前月比▲1.6ポイントの低下。期待指数は▲1.2ポイントの低下で74.8。雇用と所得は弱い、ビジネス環境は現状、先行きともに堅調。

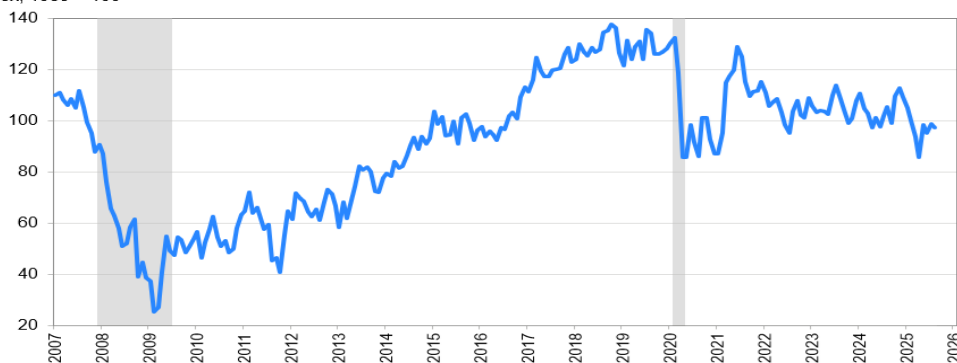
US Consumer Confidence - points



Source: tradingeconomics.com | University of Michigan

Consumer Confidence Index®

Index, 1985 = 100

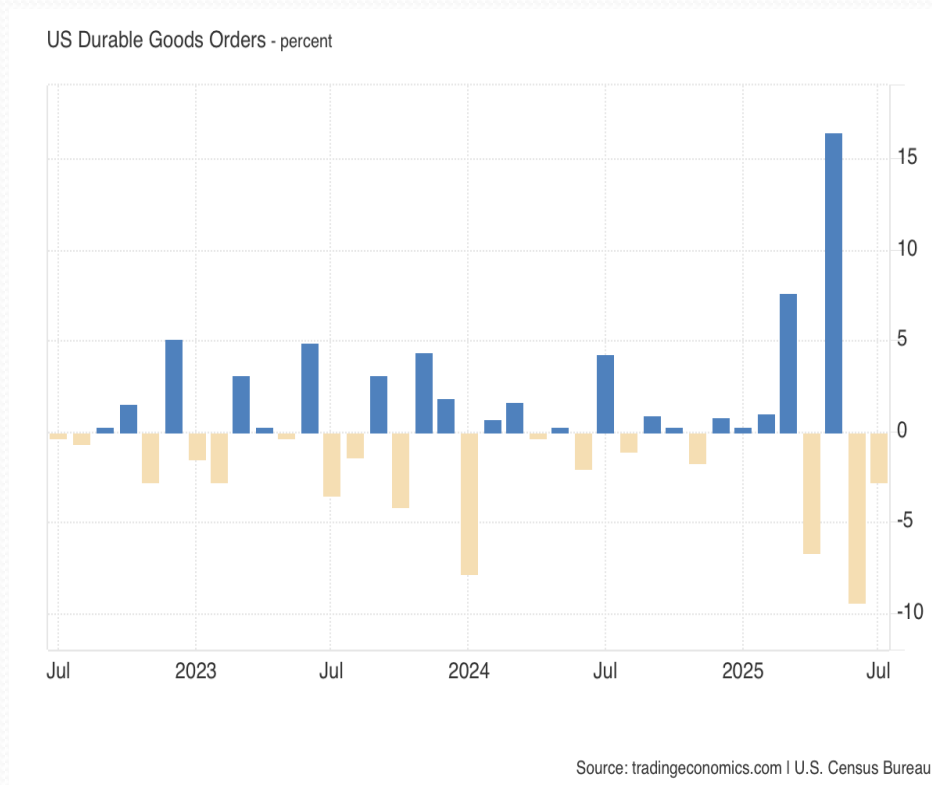


\*Shaded areas represent periods of recession.  
Sources: The Conference Board; NBER  
© 2025 The Conference Board. All rights reserved.

## 6. 米耐久財新規受注は2ヶ月連続の減少

①6月の耐久財新規受注(速報)は前月比(右図) ▲2.8%、前年比は+3.5%。輸送機器を除く耐久財新規受注は前月比+1.1%、前年比+3.7%、国防を除く耐久財新規受注は前月比▲2.5%、前年比+3.3%。

②民間設備投資の先行指標となる非国防資本財から航空機を除いたコア資本財受注は前月比+1.1%、前年比+4.5%。



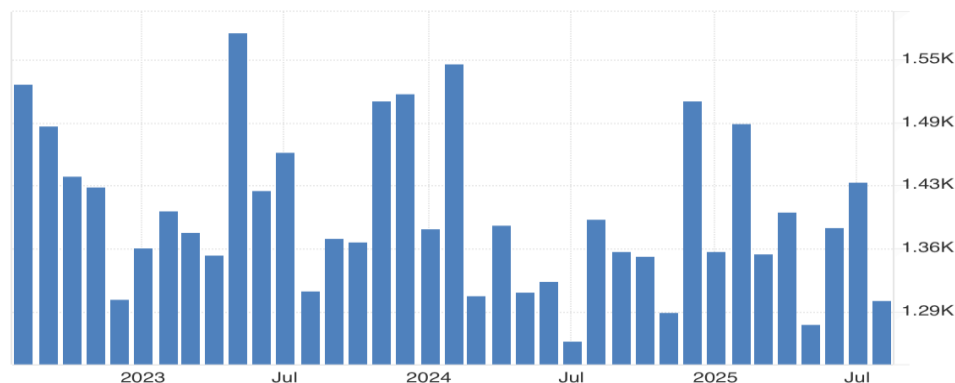
## 7. 米住宅市場は総じて弱含み推移

①8月の米住宅着工件数は年率130.7万戸(右上図)、前月比は▲8.5%、前年比は▲6.0%。一戸建は前月比▲7.0%、前年比は▲11.7%、集合住宅(5件以上)は前月比▲11.0%、前年比+15.8%。

②6月のケースシラー住宅価格指数(20都市)は前月比▲0.04%、前年比+2.14%。

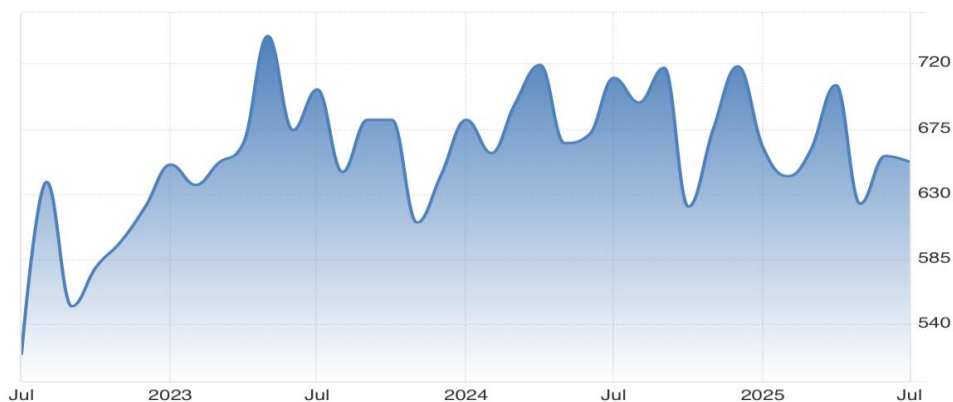
③7月の新築住宅販売戸数は年率65.2万戸(右下図)、前月比▲0.6%、前年比▲8.2%。

US Housing Starts - Thousand units



Source: tradingeconomics.com | U.S. Census Bureau

US New Home Sales - Thousand units

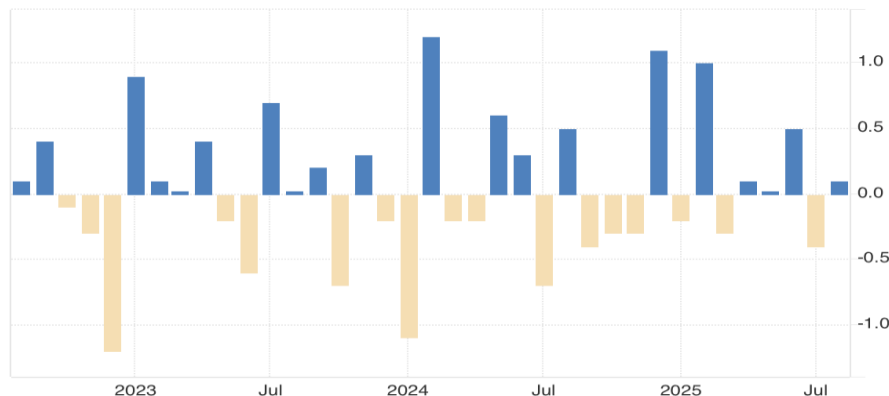


Source: tradingeconomics.com | U.S. Census Bureau

## 8. 米鉱工業生産は1%前後の低い伸び続く

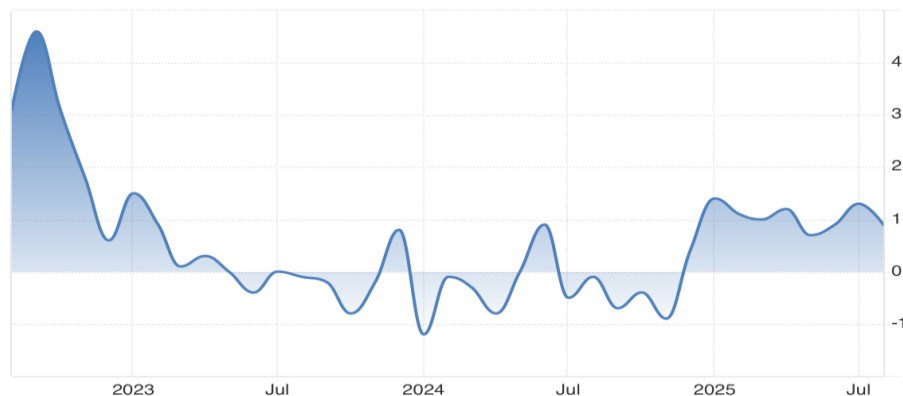
- ①8月の米鉱工業生産指数は前月比+0.1%（右上図）。前年比は+0.9%（右下図）。
- ②鉱業の前月比は+0.9%、前年比は+1.0%、公益事業の前月比は▲2.0%、前年比+0.1%。
- ③製造業の前月比は+0.2%、前年比は+0.9%。うち自動車及び部品はそれぞれ+2.6%、+1.1%、コンピュータ・電子機器は+0.5%、+6.7%、航空機▲0.6%、+6.0%、金属製品▲0.1%、+0.8%、食料・飲料・タバコ+0.2%、+0.2%、化学は+0.3%、+3.0%。
- ④設備稼働率指数（製造業）は76.8と前月より+0.1ポイント上昇、長期平均78.2を▲1.4ポイント下回る

US Industrial Production Mom - percent



Source: tradingeconomics.com | Federal Reserve

US Industrial Production - percent

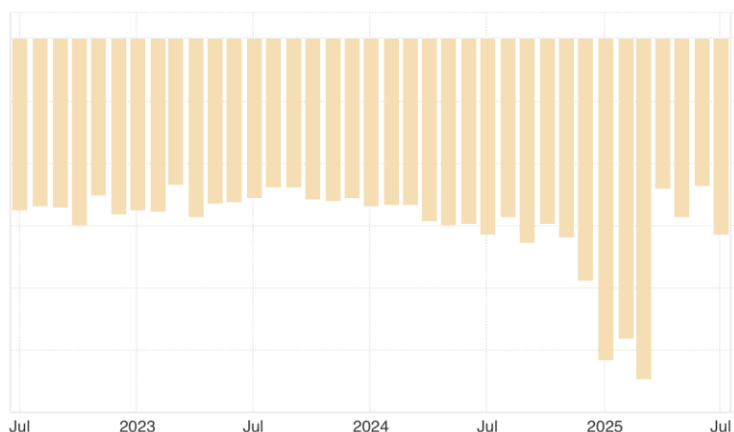


Source: tradingeconomics.com | Federal Reserve

# 9. 7月の米貿易赤字は輸入増加で拡大

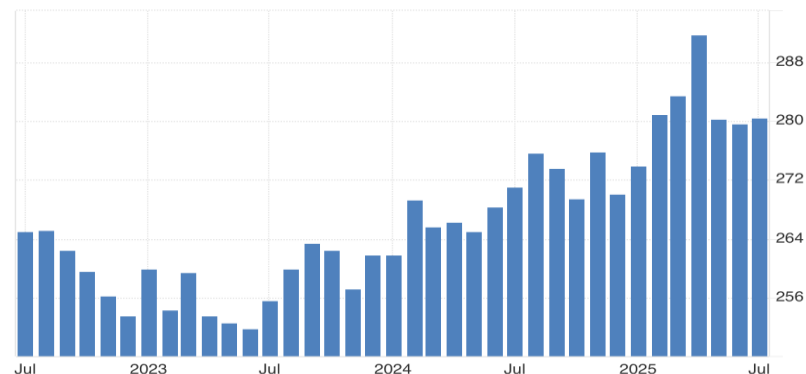
- ①7月の貿易・サービス収支(季調済、左下図)は前月比▲192億ドル悪化して▲783億ドルの赤字に拡大。
- ②財・サービス輸出(右上図)は前月比+8億ドルの2,805億ドル(前年比+3.4%)。前月比で工業用原材料▲2億ドル、資本財+6億ドル、自動車+3億ドル。
- ③財・サービス輸入(右下図)は前月比+200億ドルの3,588億ドル(前年比+2.6%)だが、トランプ関税前の駆け込み需要の反動もあって弱い。前月比で消費財+13億ドル、工業用原材料+125億ドル、自動車▲14億ドル。
- ④対中輸出は92.98億ドルで前年比▲13.7%、対中輸入は264.11億ドルで前年比▲35.3%。

US Balance of Trade - USD Billion



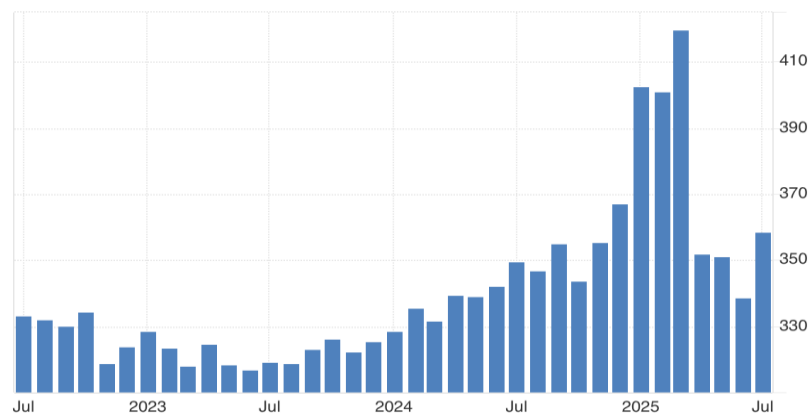
Source: tradingeconomics.com | Bureau of Economic Analysis (BEA)

US Exports - USD Billion



Source: tradingeconomics.com | U.S. Census Bureau

US Imports - USD Billion



Source: tradingeconomics.com | U.S. Census Bureau

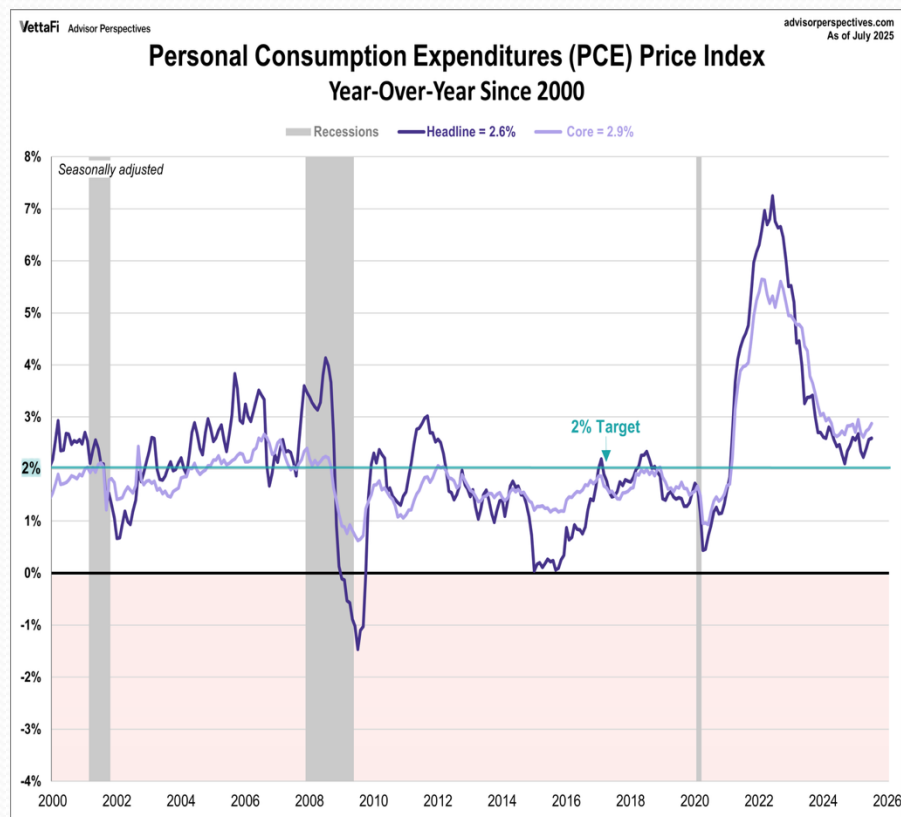
## 10. 米国のPCE物価の伸びは落ち着き続く

①7月のPCE(個人消費支出)総合物価指数(右図濃青線)の前年比は+2.6%と前月と変わらず。前月比は+0.2%。

②エネルギーと食料を除くコアPCE物価指数の前年比(右図薄青線)は+2.9%と前月より+0.1ポイント高まる。前月比は+0.3%。

③財価格の前年比は+0.5%、前月比は▲0.1%、サービス価格の前年比は+3.5%、前月比は+0.3%。エネルギー価格の前年比は▲2.7%、前月比▲1.1%。

④期待インフレ率指標(BEI)は9月22日時点で10年2.37%、5年は2.42%と前月とほぼ変わらず。



# 11. 米消費者物価の伸びは予想外に緩やか

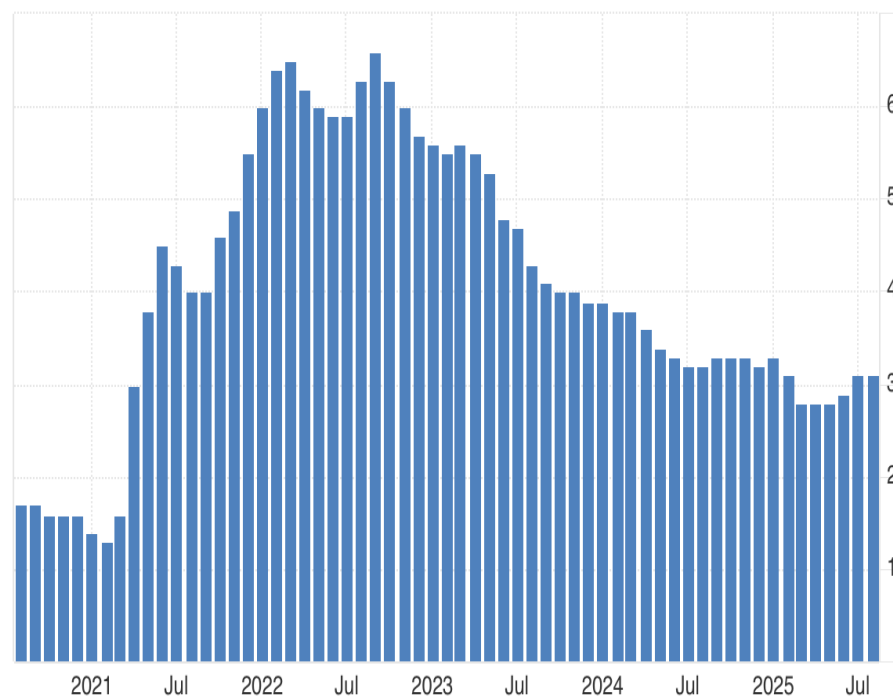
①8月のCPI（消費者物価指数）総合の前年比は+2.9%と前月より+0.2ポイント上回る。前月比+0.4%。トランプ関税の影響は予想外に小さい。

②エネルギーの前年比は+0.7%、前月比は+0.2%。

③エネルギーと食料を除くコアCPIの前年比（右図）は+3.1%と前月と変わらず。前月比は+0.3%。

④サービス（除くエネルギーサービス）の前年比は+3.6%、前月比は+0.3%

US Core Inflation Rate - percent

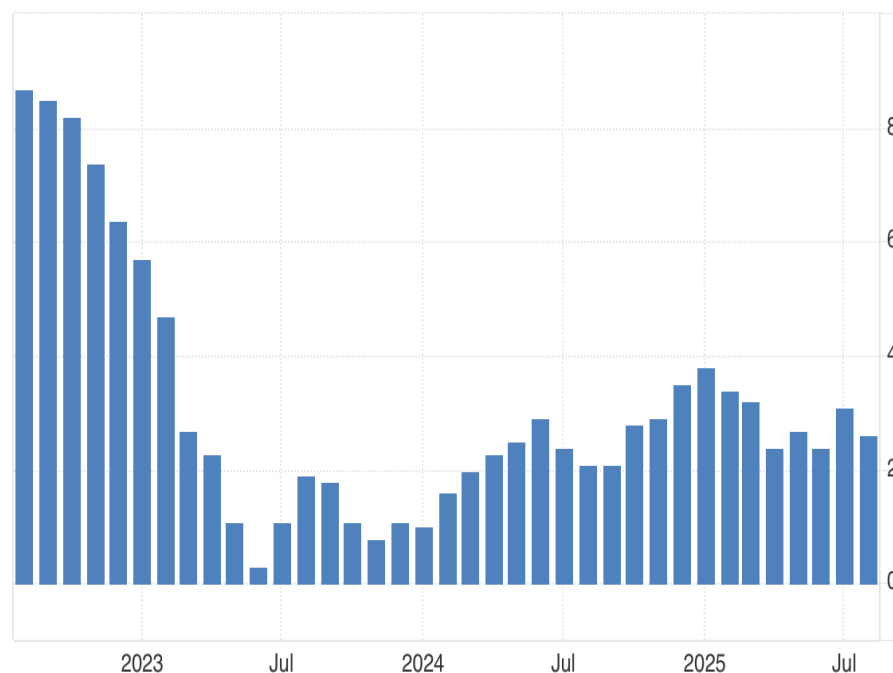


Source: tradingeconomics.com | U.S. Bureau of Labor Statistics

## 12. 米生産者物価はサービス業の利益率低下で減速

- ①8月のPPI（生産者物価指数）総合の前月比▲0.1%。前年比（右図）は2.6%と前月より▲0.5ポイントの低下。卸売、小売業の利益率低下が影響。
- ②エネルギーの前月比は▲0.4%。
- ③エネルギーと食料を除くコアPPIの前月比は+0.3%、前年比は+2.8%と前月より+0.1ポイント上昇した。
- ④モノの前月比は+0.1%、サービスの前月比は▲0.2%の低下。

US Producer Prices Change - percent



Source: tradingeconomics.com | U.S. Bureau of Labor Statistics

# 13. 米製造業PMI指数は50割れ続く

米サプライマネジメント協会 (ISM)  
の8月製造業PMI指数 (右図) は48.7と前  
月比+0.7ポイント上昇したが、50割れ  
が続く。

〈項目別前月比〉

新規受注+4.3ポイント

生産▲3.6

雇用+0.4

供給者納入+2.0

在庫+0.5

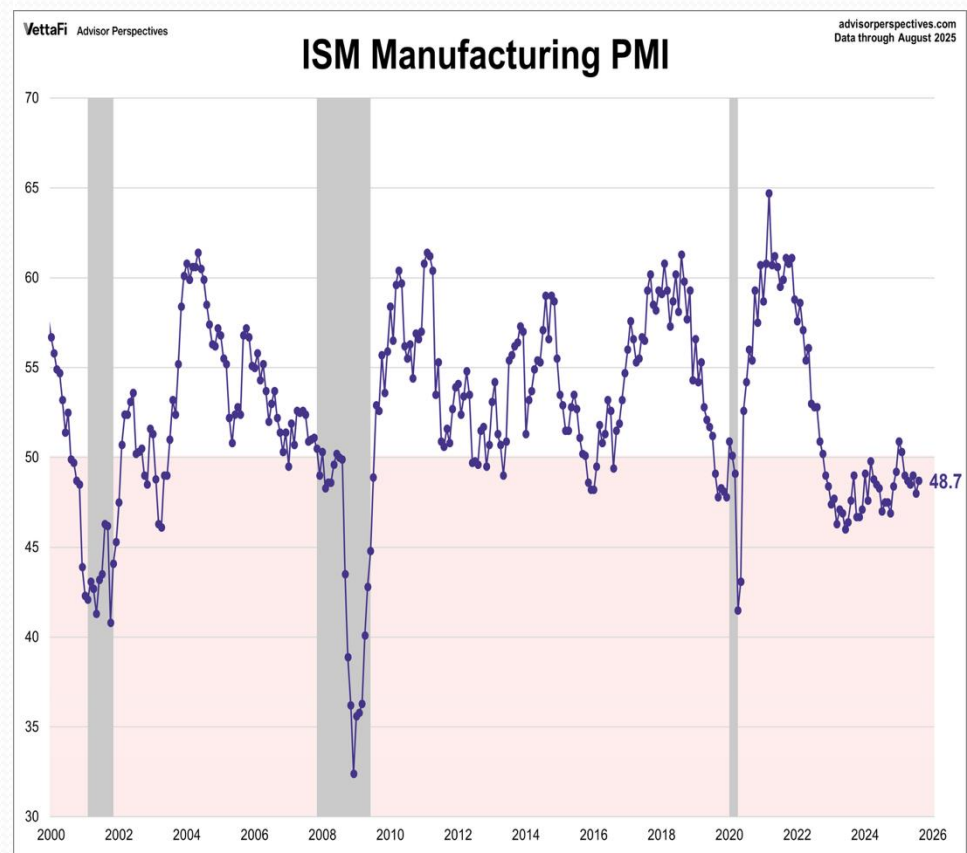
顧客在庫▲1.1

価格▲1.1

受注残▲2.1

新規輸出受注+1.5

輸入▲1.6





# II 欧州経済

# 1. ECB理事会は2回連続で金利変更せず

①ECBは9月11日の理事会で、7月24日の前回理事会に続けて政策金利を据え置くことを決めた。預金ファシリティ金利2.00%、主要レポ金利2.15%、限界貸出ファシリティ金利2.40%となっている。

②金利不変決定の背景は現状のインフレが中期目標である2%近辺で推移していること、今後のインフレ見通しについての理事会の評価に大きな変化がないため。

③ECBスタッフの予想は6月時点と似通ったものであり、総合インフレ率は25年2.1%、26年1.7%、27年1.9%、エネルギーと食料を除くコアインフレ率は25年2.4%、26年1.9%、27年2.8%。GDPの伸びは25年は1.2%に上方修正、26年はやや下方修正で1.0%、27年は1.3%と変わらず。

④理事会は中期2%物価目標を確実にする決意である。政策スタンスの決定はデータ次第であり、毎回の理事会で決める。特に金利についてはインフレ予想、リスク環境、政策の伝達度合いに照らして決定するのであり、事前に金利のパスをコミットすることはない。

⑤資産購入プログラム (APP) やPandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) の資産は再投資しないので予測可能なペースで徐々に減少を続ける。

⑥ラガルド総裁(写真)は記者会見でディスインフレのプロセスは終わった、また米国との貿易合意で下振れリスクが低下したと発言し、利下げも当面ないことを示唆した。



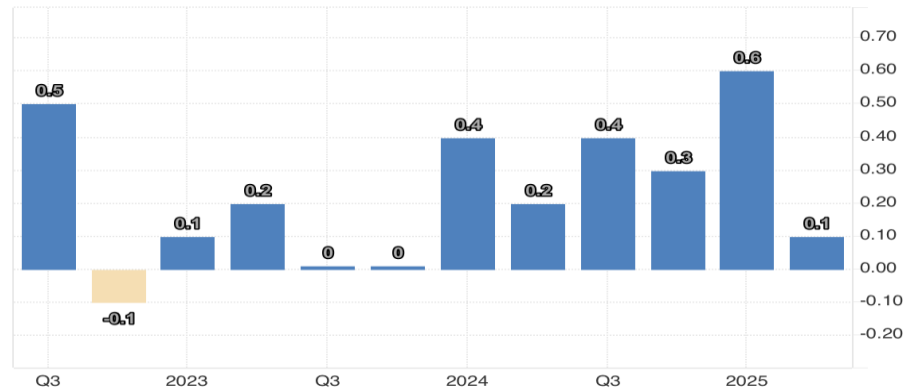
## 2. ユーロ圏GDPは成長減速を示す

①4～6月期のユーロ圏GDP(確報値)の前期比(右上図)は+0.1%。前年比(右下図)は+1.5%。

②前期比で独▲0.3%、仏+0.3%、伊▲0.1%、スペイン+0.7%、ポルトガル+0.6%、オーストリア+0.3%、ベルギー+0.2%。

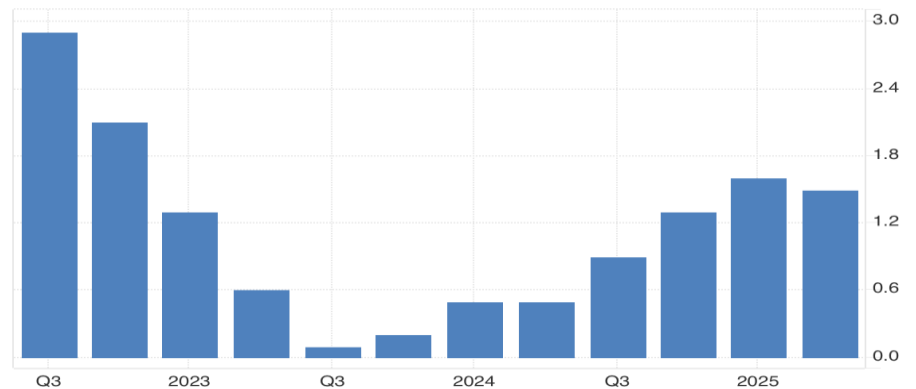
③前年比で独+0.2%、仏+0.8%、伊+0.4%、スペイン+2.8%、ポルトガル+1.9%、オーストリア+0.3%、ベルギー+1.0%。

EA GDP Growth Rate - percent



Source: tradingeconomics.com | EUROSTAT

EA GDP Annual Growth Rate - percent



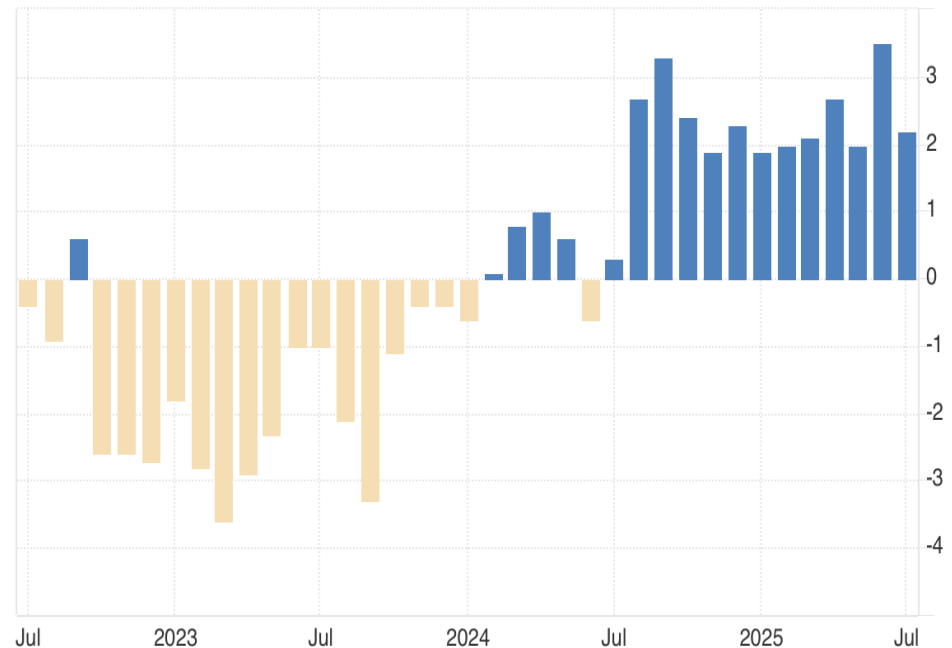
Source: tradingeconomics.com | EUROSTAT

### 3. ユーロ圏の小売売上高は2%台の底堅い動き

①6月のユーロ圏小売売上高  
(数量ベース)は前年比(右図)  
は+2.2%。前月比▲0.5%

②商品別前年比では食料・飲料・タバコ+0.7%、非食料製品+3.3%、自動車燃料+2.3%。  
前月比で食料・飲料・タバコ▲0.9%、非食料製品+0.2%、  
自動車燃料▲1.3%。

EA Retail Sales YoY - percent

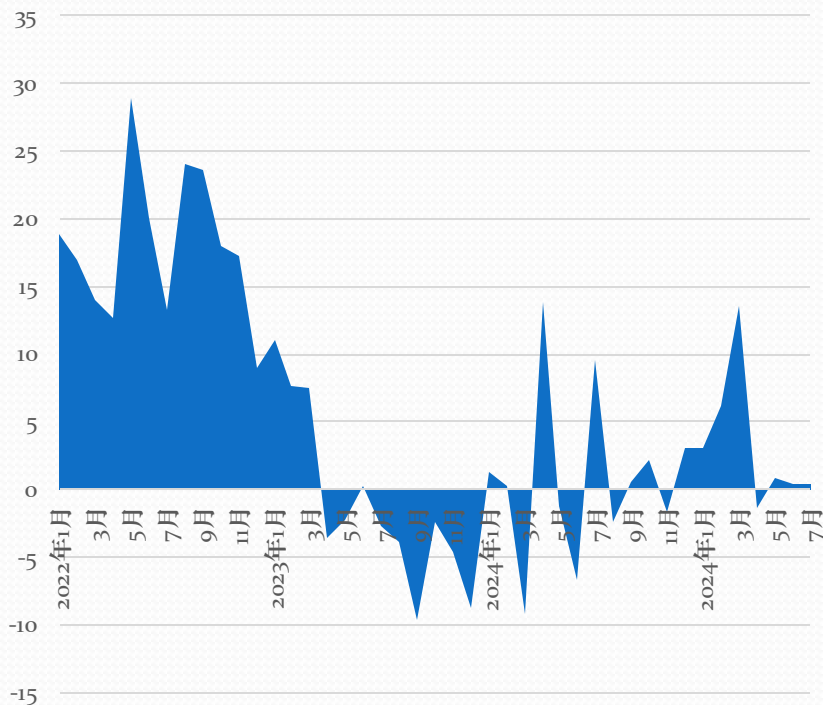


Source: tradingeconomics.com | EUROSTAT

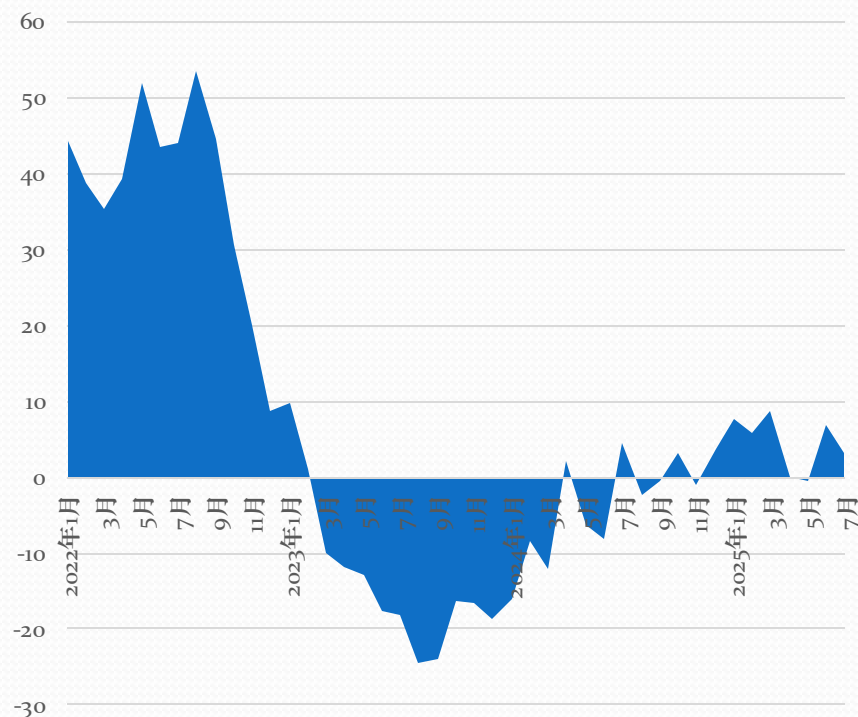
## 4. ユーロ圏の域外貿易の伸びは低調

- ①7月の域外向け輸出の伸びは+0.4%。EUの米国向け▲4.4%、中国向け▲6.6%、日本向け▲8.0%。
- ②7月の域外からの輸入の伸びは前年比+3.1%。対米+10.7%、対中+3.9%、対日+3.7%。

ユーロ圏の輸出の推移(前年比、%)



ユーロ圏の輸入の推移(前年比、%)



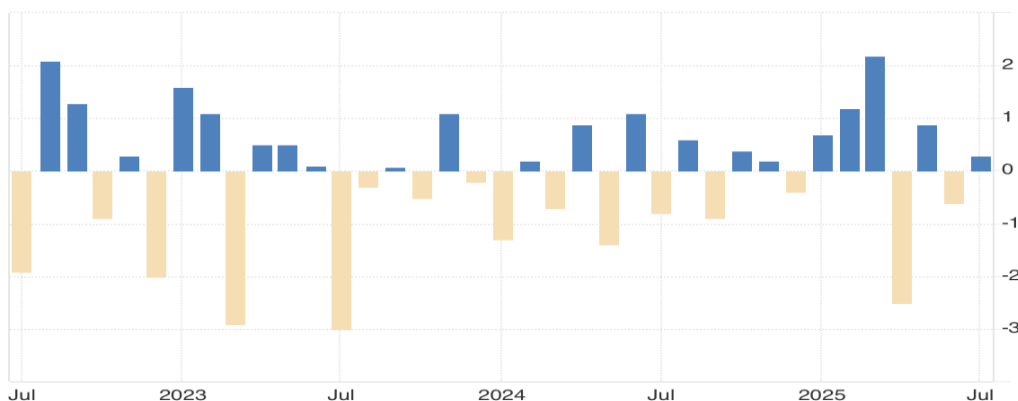
## 5. ユーロ圏鉱工業生産は一進一退の動き

①7月のユーロ圏鉱工業生産は前月比(右上図)は+0.3%の上昇。前年比(右下図)は+1.8%。

②項目別の前月比は中間財+0.5%、エネルギー▲2.9%、資本財+1.3%、耐久消費財+1.1%、非耐久消費財+1.5%。

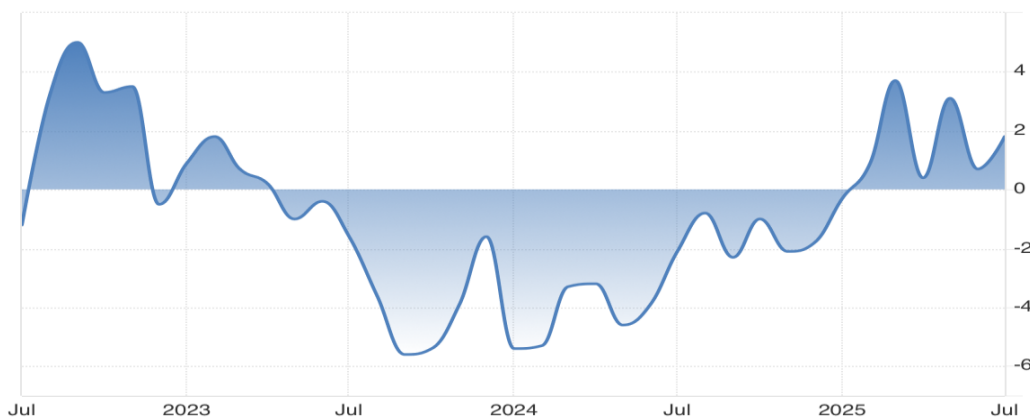
③前年比では中間財▲0.9%、エネルギー▲0.5%、資本財+2.1%、耐久消費財▲0.1%、非耐久消費財+6.6%。

EA Industrial Production Mom - percent



Source: tradingeconomics.com | EUROSTAT

EA Industrial Production - percent



Source: tradingeconomics.com | EUROSTAT

## 6. ユーロ圏の失業率は低水準で推移

①7月のユーロ圏失業率(右図)は6.2%と前月より▲0.1ポイント低下。前年同月より▲0.2ポイントの低下。

②最低はチェコの2.8%、最高はスペインの10.4%。

③前年7月との比較で上昇したのは独3.4%→3.7%、オーストリア5.1%→5.5%、ベルギー5.6%→5.8%、オランダ3.6%→3.8%、デンマーク5.9%→6.6%、フランス7.4%→7.6%。低下は伊6.4%→6.0%、スペイン11.5%→10.4%、ポルトガル6.5%→5.8%。

④英国の7月の失業率は4.7%と3ヶ月連続して変わらず。

EA Unemployment Rate - percent



Source: tradingeconomics.com | EUROSTAT

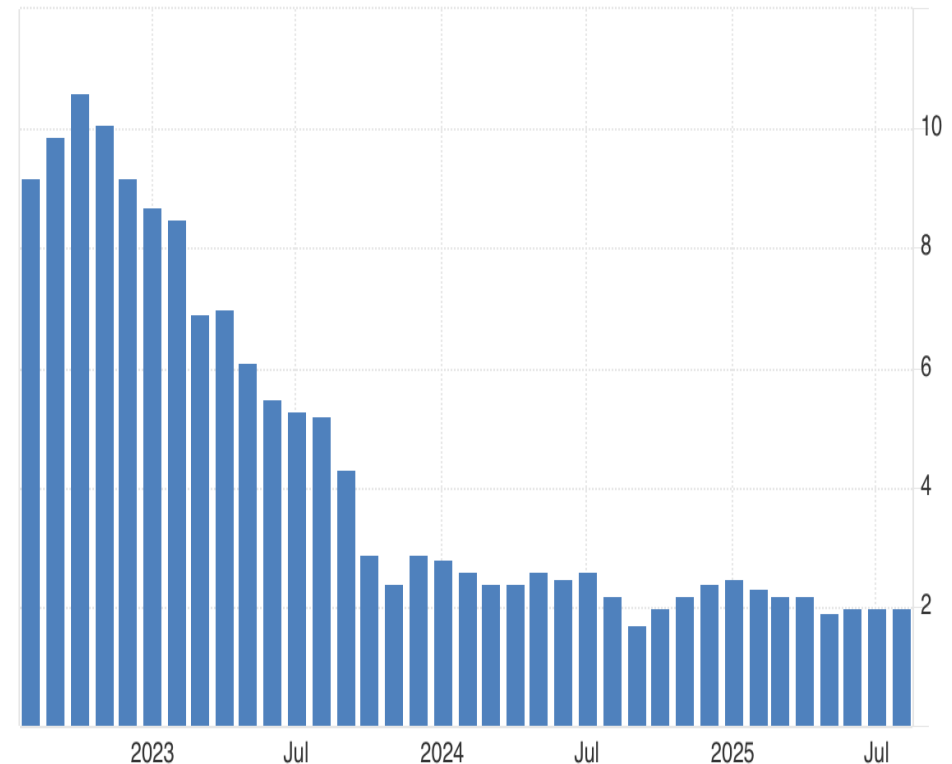
## 7. ユーロ圏のインフレ率は2%近辺の動き続く

①8月のユーロ圏消費者物価(CPI)の前年比(右図)は+2.0%と前月と変わらず。前月比は+0.1%。

②コアCPI(エネルギー・食料・アルコール・タバコを除く)の前年比は+2.3%で前月と変わらず。前月比は+0.3%。

③項目別の前年比で食料・アルコール・タバコは6月+3.1%→7月+3.3%→8月+3.2%、エネルギーは▲2.6%→▲2.4%→▲2.0%、非エネルギー工業製品は+0.5%→+0.8%→+0.8%。サービスは+3.3%→+3.2%→+3.1%。

EA Inflation Rate - percent



## 8. ユーロ圏製造業PMIは再び50割れ

①製造業PMIは8月50.7→9月49.5

EA Manufacturing PMI - points



Source: tradingeconomics.com | S&P Global

②サービス業PMIは8月50.5→9月51.4

EA Services PMI - points



Source: tradingeconomics.com | S&P Global

## 9. ユーロ圏業況指数は一進一退の動き

①8月のユーロ圏業況指数(出所:EU委員会)  
は前月比▲0.01ポイント低下して▲0.72。

②9月のユーロ圏ZEW景況感指数は前月比  
+1.0ポイントの上昇で+26.1。

EA Business Confidence - points



Source: tradingeconomics.com | European Commission

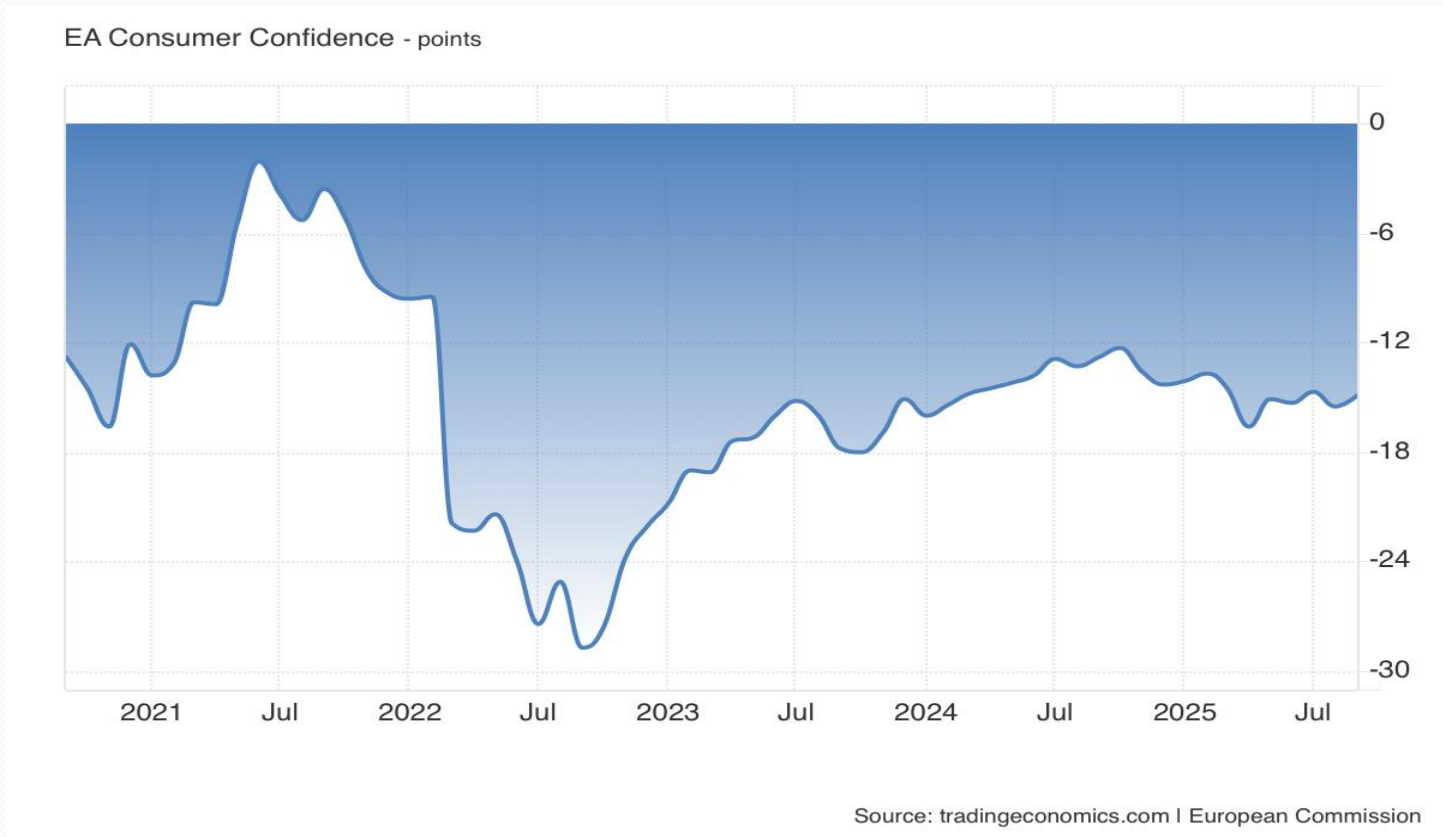
EA ZEW Economic Sentiment Index - points



Source: tradingeconomics.com | Centre for European Economic Research (ZEW)

## 10. ユーロ圏消費者信頼感指数は低位横ばい推移

9月のユーロ圏消費者信頼感指数(右図)は前月より+0.6ポイント改善して▲14.9。



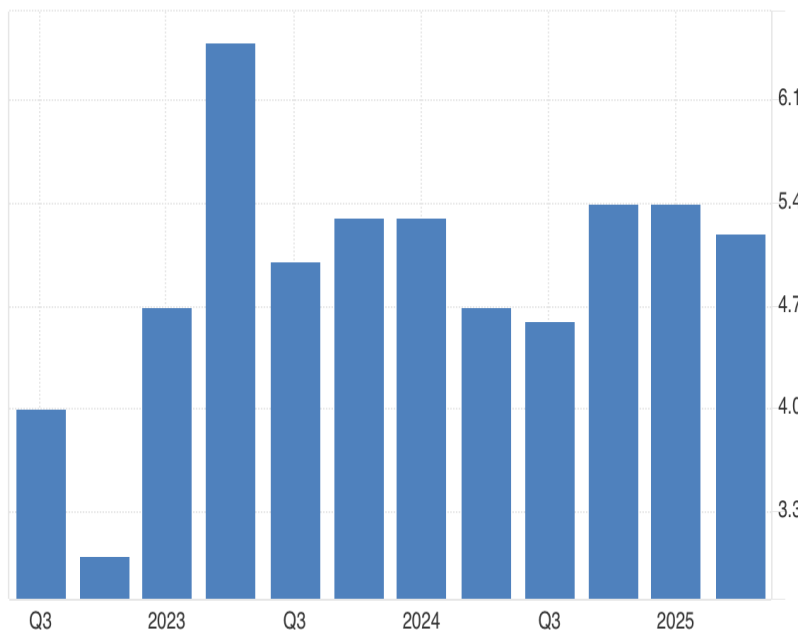


# Ⅲ 中国經濟

# 1. 中国の4～6月期GDP前年比は5%台を維持

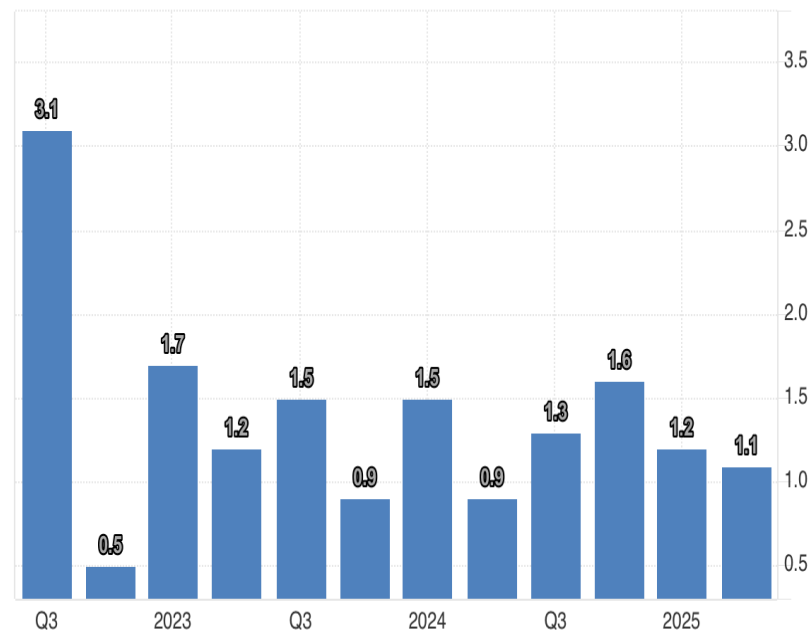
1～3月期の前年同期比（左下図）は+5.2%、前期比（右下図）は+1.1%。

CN GDP Annual Growth Rate - percent



Source: tradingeconomics.com | National Bureau of Statistics of China

CN GDP Growth Rate - percent



Source: tradingeconomics.com | National Bureau of Statistics of China

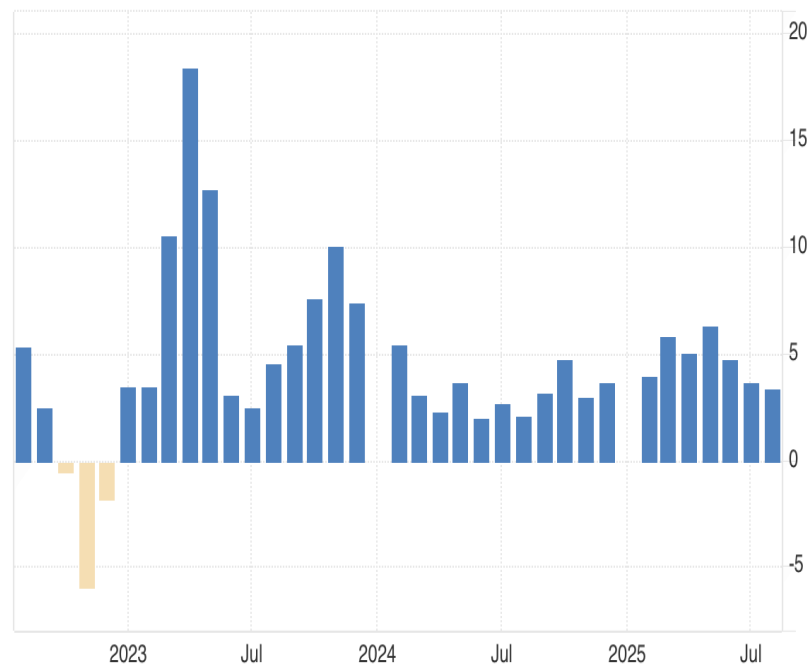
## 2. 中国の小売売上高は減速傾向続く

①8月の小売売上高の前年比(右下図)は+3.4%。前月より▲0.3ポイント低下

②商品別の前年比は以下の通り

|      | 6月     | 7月     | 8月     |
|------|--------|--------|--------|
| 通信機  | +13.9% | +14.9% | +7.3%  |
| 自動車  | +4.6%  | ▲1.5%  | +0.8%  |
| 建設資材 | +1.0%  | ▲0.5%  | ▲0.7%  |
| 家具   | +28.7% | +20.6% | +18.6% |
| 家庭電器 | +32.4% | +28.7% | +14.3% |
| 宝飾品  | +6.1%  | +8.2%  | +16.8% |
| 化粧品  | ▲2.3%  | +4.5%  | +5.1%  |
| 石油製品 | ▲7.3%  | ▲8.3%  | ▲8.0%  |
| 服飾類  | +1.9%  | +1.8%  | +3.1%  |
| 事務用品 | +24.4% | +13.8% | +14.2% |
| 医薬品  | ▲0.7%  | +0.1%  | +0.9%  |
| 日用品  | +7.8%  | +8.2%  | +7.7%  |
| 合計   | +4.8%  | +3.7%  | +3.4%  |

CN Retail Sales YoY - percent



Source: tradingeconomics.com | National Bureau of Statistics of China

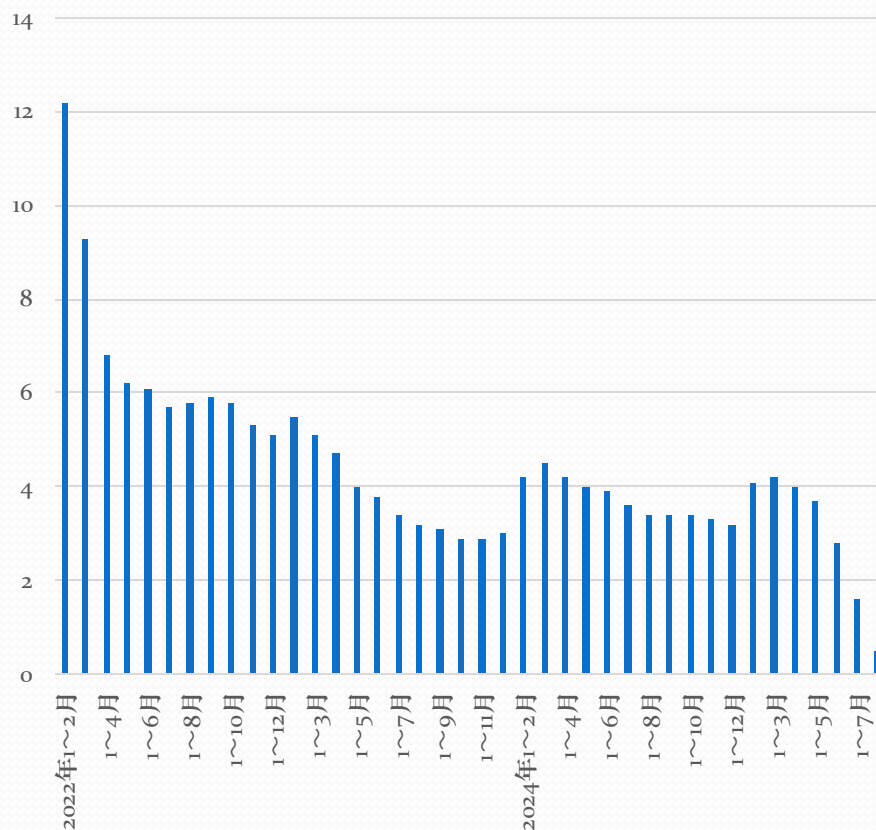
### 3. 中国の固定資産投資は一段と減速

①1～8月の固定資産投資は前年比  
+0.5% (右図)。

②民間投資は▲2.3%、公共投資の伸びは+2.3%。

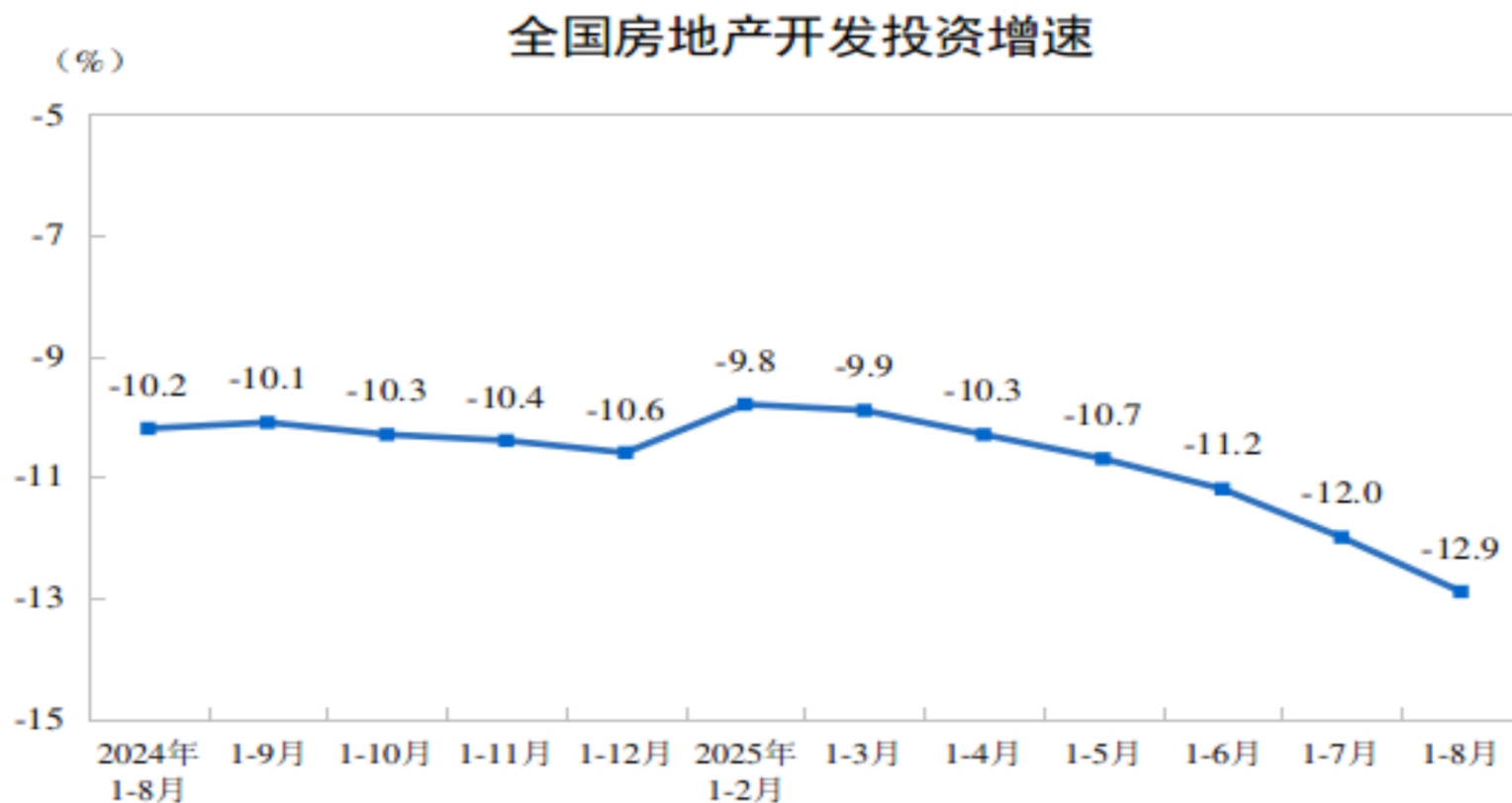
③ 鉱業は+3.0%。製造業+5.1%、うち食品製造+13.9%、紡績業+12.6%、化学▲5.2%、医薬▲8.5%、非鉄金属+2.2%、金属製品+8.4%、自動車製造+20.2%、鉄道・船舶・航空+26.2%、電気機械▲8.8%、コンピュータ・通信▲0.1%、電力・ガス・水道+18.8%、鉄道運輸は+4.5%、道路運輸は▲3.3%、水利環境公共施設▲0.2%。

中国の固定資産投資(前年比、%)



## 4. 中国の不動産投資は不振続く

1～8月の不動産投資は不動産不況を反映して前年比▲12.9%と更に悪化



## 5. 中国の新築住宅価格のマイナス続く

①8月の70都市新築住宅価格の前年比は▲2.5%（右図）、前月比は▲0.3%。

②前月比で上昇した都市は9都市、下落したのは57都市、横ばいは4都市。

③都市別の住宅価格前年比は

北京▲3.5%、天津▲1.8%

大連▲2.8%、長春▲3.5%

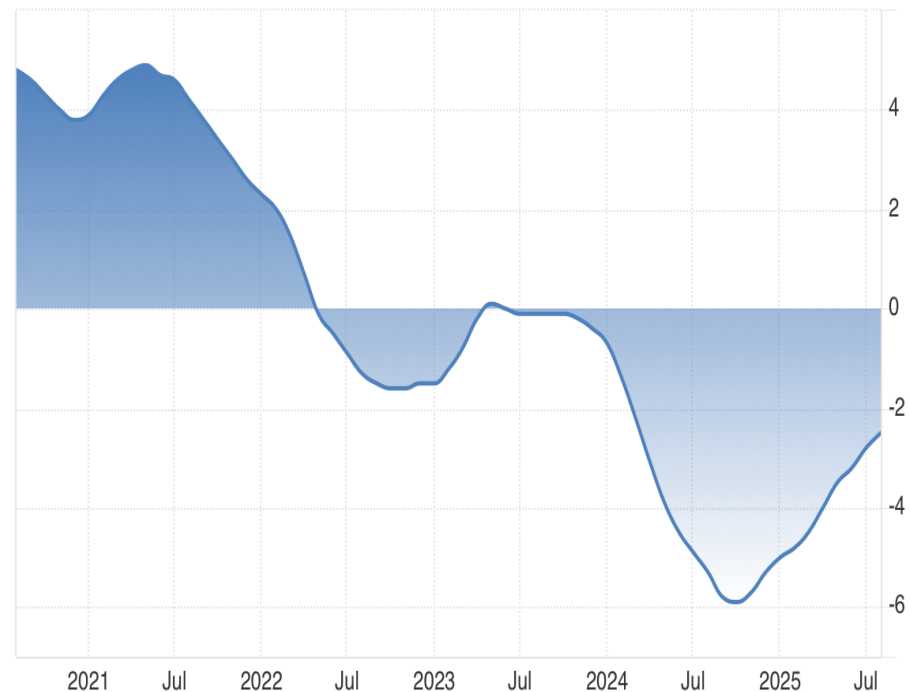
上海+5.9%、南京▲1.3%

武漢▲3.3%、広州▲4.3%

深圳▲1.7%、成都+1.0%

西安▲4.7%。

CN Housing Index - Percent



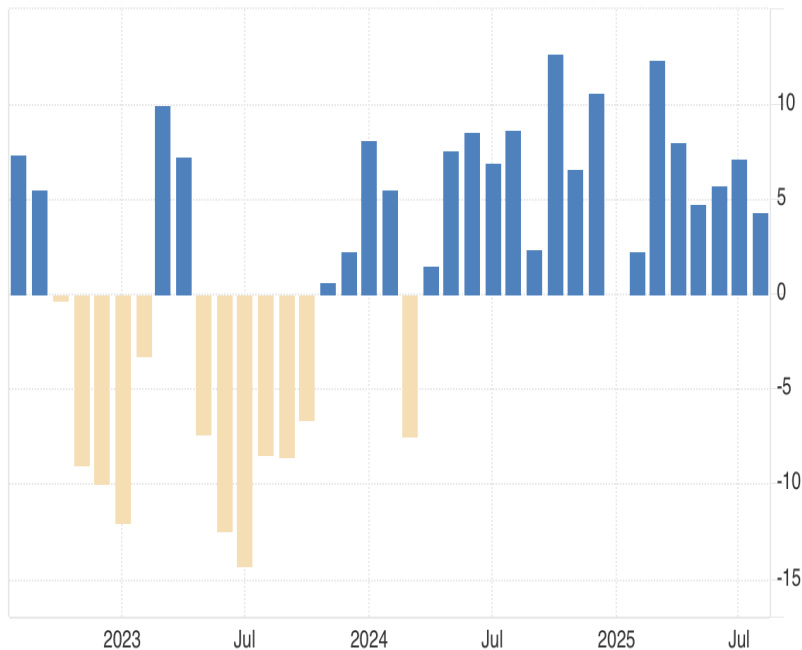
Source: tradingeconomics.com | National Bureau of Statistics of China

## 6. 米中貿易摩擦で中国の輸出、輸入共に減速

①8月の輸出は前年比+4.4%。対米輸出▲33.1%。

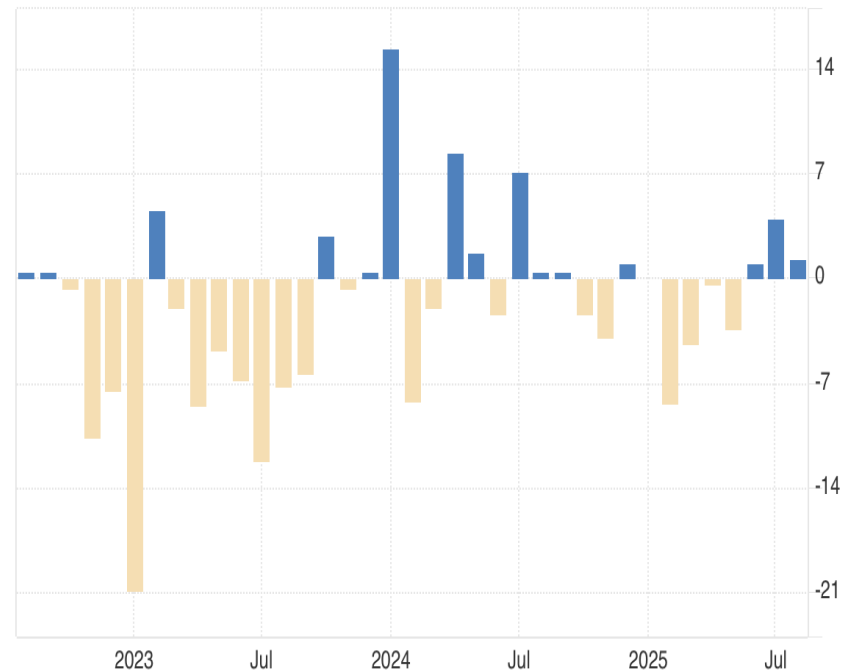
②8月の輸入は前年比+1.3%。

CN Exports YoY - percent



Source: tradingeconomics.com | General Administration of Customs

CN Imports YoY - percent



Source: tradingeconomics.com | General Administration of Customs

## 7. 中国の鉱工業生産の伸びは低下傾向を示す

①8月の中国の鉱工業生産の前年比(右図)は+5.2%の伸びと前月より▲0.5ポイント伸びが低下。

②製造業の前年比は+5.7%。電気・ガス・水道は+2.4%、鉱業は+5.1%。

③食品製造は前年比+2.0%、紡績+1.5%、化学+7.6%、医薬製造+3.3%、非金属鉱物製品+0.5%、鉄鋼+7.3%、非鉄金属+9.1%、金属製品+2.8%、自動車+8.4%、鉄道・船舶・航空機+12.0%、電気機械+9.8%、コンピュータ・通信+9.9%、電力+2.5%。

CN Industrial Production - percent

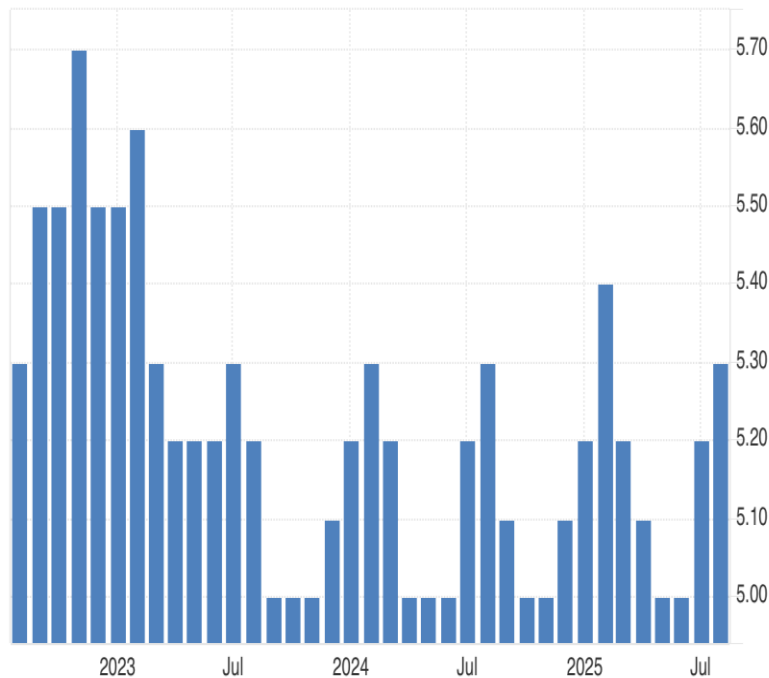


Source: tradingeconomics.com | National Bureau of Statistics of China

## 8. 中国の失業率は5.3%と政府目標を上回る

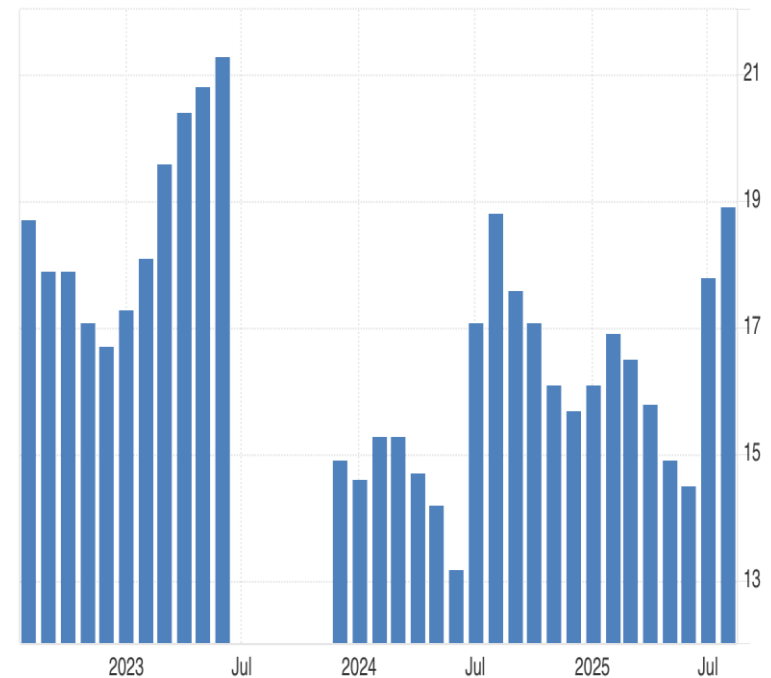
8月の全国都市失業率(左図、農民工は統計に含まれず)は5.3%と前月より+0.1ポイント上昇。8月の若年失業率(16~24歳)は18.9%に上昇。(右図)。

CN Unemployment Rate - percent



Source: tradingeconomics.com | National Bureau of Statistics of China

CN Youth Unemployment Rate - percent



Source: tradingeconomics.com | National Bureau of Statistics of China

## 9. 中国PMI指数は製造業、非製造業も50超え

①8月製造業PMIは50.5と前月より+1.0ポイント上昇して50超に返す。

②8月非製造業PMIは50.3と前月より+0.2ポイント上昇。

CN Manufacturing PMI - points



Source: tradingeconomics.com | S&P Global

CN Non Manufacturing PMI - points



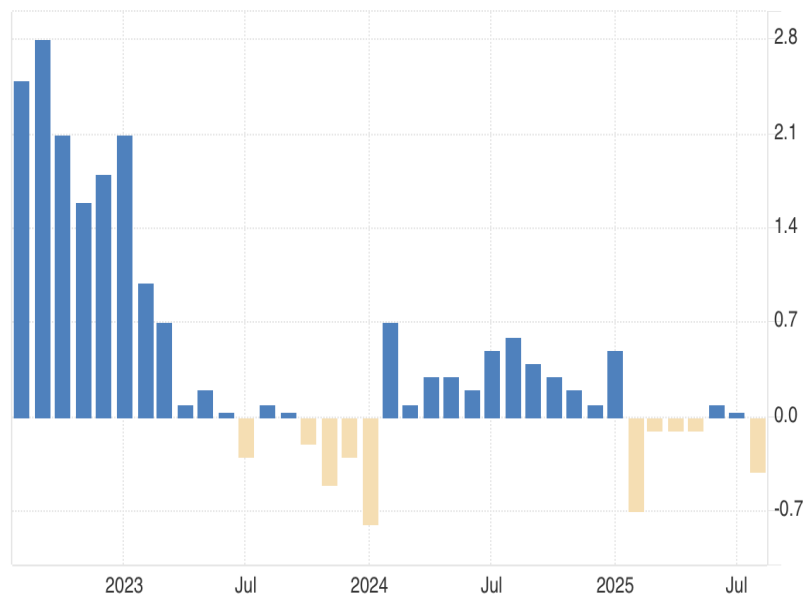
Source: tradingeconomics.com | National Bureau of Statistics of China

## 10. 中国の物価は内需不振と貿易摩擦で弱含み

①8月の消費者物価の前年比(左図)は食品(▲4.3%)の大幅下落が寄与して、▲0.4%と3ヶ月ぶりのマイナス。前月比は0.0%。

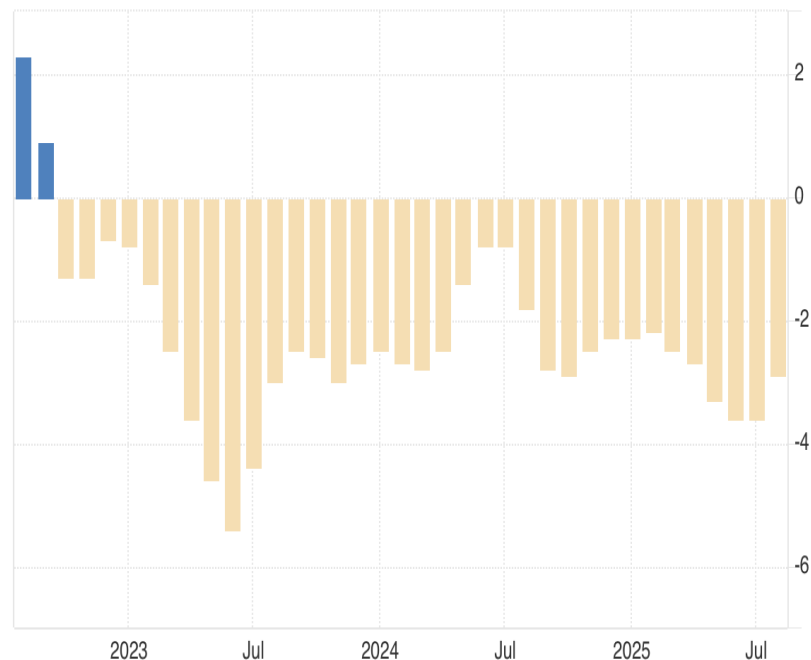
②8月の生産者物価の前年比(右図)は▲2.9%と前月より+0.7ポイント上昇。前月比は0.0%。

CN Inflation Rate - percent



Source: tradingeconomics.com | National Bureau of Statistics of China

CN Producer Prices Change - percent



Source: tradingeconomics.com | National Bureau of Statistics of China



# IV 日本經濟

# 1. 日銀は金利据え置き、ETF、J-REIT売却を決定

①日銀は9月18～19日に開いた政策決定会で金融市場調節方針について無担保コールレート(オーバーナイト物)を0.5%に据え置いたが、保有するETF(上場投資信託)については年間3,300億円程度のペースで、J-REIT(不動産投資信託)については年間50億円程度のペースで売却することを決めた。

②我が国の景気は一部に弱さも見られるが緩やかに回復、海外経済も通商政策(関税)等の影響で一部に弱めの動きも見られるが、総じて緩やかに成長している、との認識。

③輸出や鉱工業生産は横ばい推移。企業収益は高水準を維持。設備投資は緩やかな増加、個人消費は底堅い、住宅投資は弱い。消費者物価は賃金の転嫁、米など食料品価格の上昇で2%後半の伸び、予想物価上昇率も上昇している。

④先行き経済は通商政策による海外経済の減速、企業収益下押しの影響を受けるが、その後は回復していくと予想。

⑤物価の先行きは食料品価格の落ち着きと成長鈍化で伸びが減衰していくが、その後は成長の高まりから人手不足感が強まり、物価安定の目標と整合的な水準で推移すると予想。

⑥リスク要因は引き続き通商政策と海外経済物価を巡る不確実性。植田総裁は米関税の影響がこれから出てくる可能性から下振れリスクを意識する必要がある、もう少しデータを見たい、その一方で経済物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ金融緩和の度合いを調整していくと述べた。



## 2. 4～6月期のGDPは輸出が持ち直しプラス成長維持

①4～6月期の実質GDP(2次速報値)は前期比+0.5%、前期比年率+2.2%(右図)と5四半期連続のプラス成長。内需寄与度は+0.2%、外需+0.3%。実質GDPの前年同期比は+1.7%。

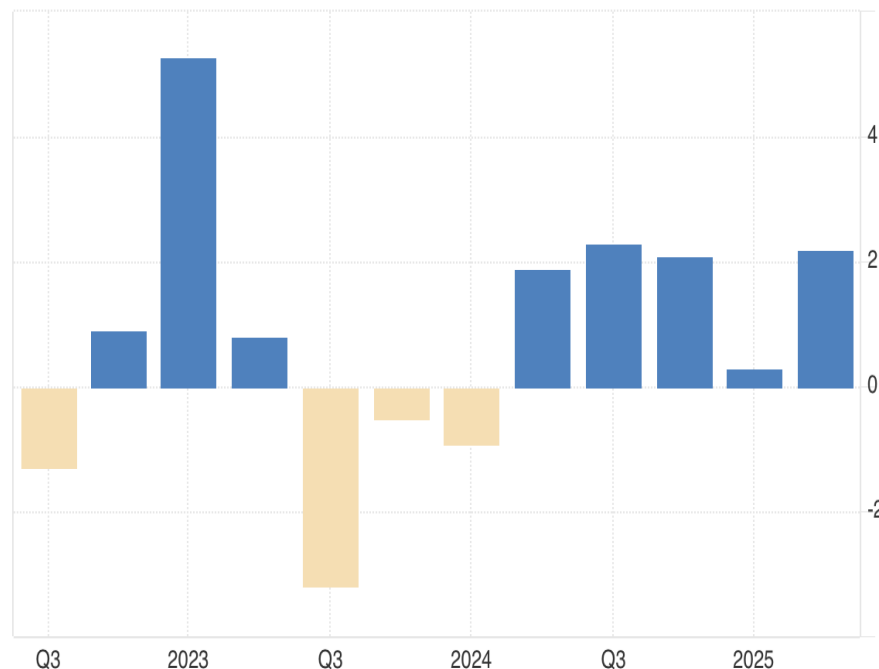
②名目GDPは前期比+1.6%、前期比年率+6.6%、前年比は+4.7%。GDPデフレーターは前期比+1.1%、前年比は+3.0%。

③需要項目別で実質民間最終消費支出は前期比+0.4%(年率+1.6%)、寄与度は+0.2%と減速。民間企業設備は前期比+0.6%(年率+2.6%)、寄与度は+0.1%。民間住宅は前期比+0.5%(年率+2.0%)、寄与度は+0.0%。民間在庫変動の寄与度▲0.0%。

④政府最終消費は前期比0.0%(年率+0.1%)、公的固定資本形成は前期比▲0.6%(年率▲2.2%)で、政府支出合計の寄与度は▲0.1%。

⑤輸出は前期比+2.0%(年率+8.0%)、寄与度は+0.5%、輸入は前期比+0.6%(年率+2.5%)、寄与度は▲0.2%。日本の自動車メーカーがトランプ関税コストを一部負担して輸出台数を維持したと報道されている。

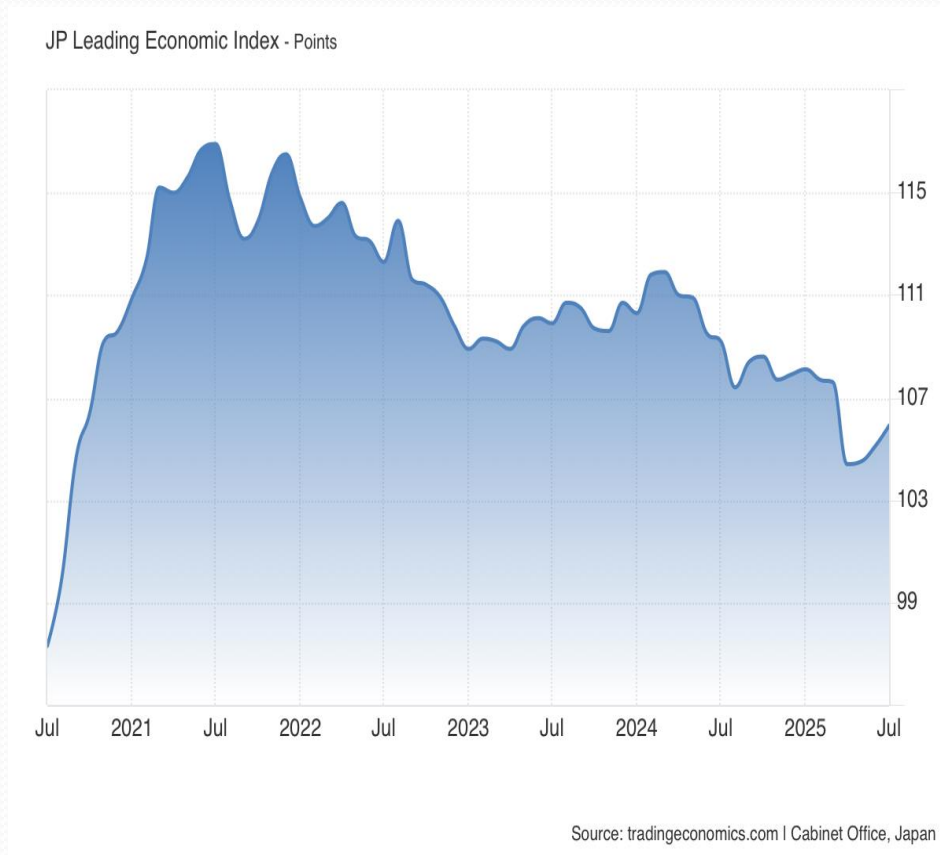
JP GDP Growth Annualized - percent



Source: tradingeconomics.com | Cabinet Office, Japan

### 3. 景気動向指数は下げ止まりを示す

- ①7月の先行指数(右図)は105.9で前月比+0.8ポイントと3ヶ月連続の上昇。
- ②一致指数は113.3で前月比▲2.6ポイントと3ヶ月ぶりの下降。
- ③遅行指数は114.2で前月比+0.8ポイントと2ヶ月ぶりの上昇。
- ④内閣府の基調判断(一致指数)は「下げ止まりを示している」に据え置いた。

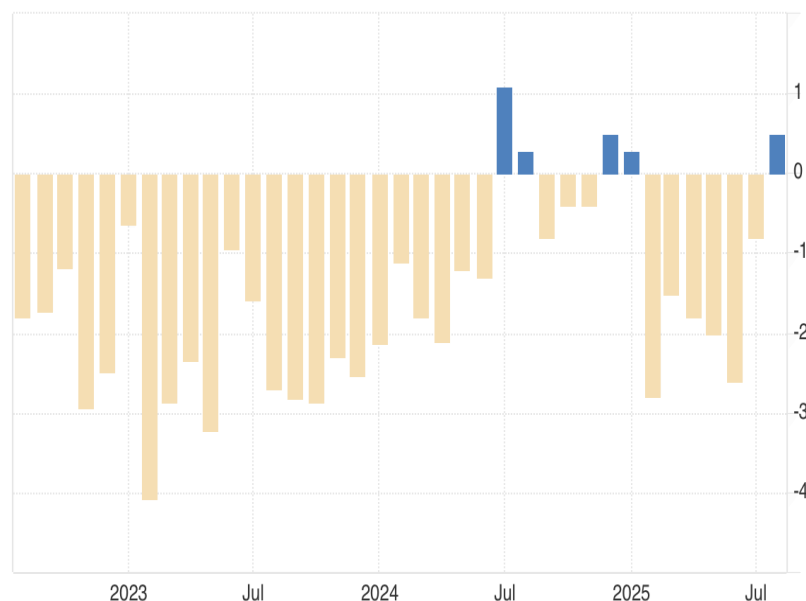


## 4. 実質賃金、実質家計消費ともに増加

(1) 7月の現金給与総額前年比+4.1%、所定内給与は+2.5%、所定外給与+3.3%、特別給与+7.9%。ボーナス増加で実質賃金の伸び(下図)は+0.5%と7カ月ぶりのプラス。

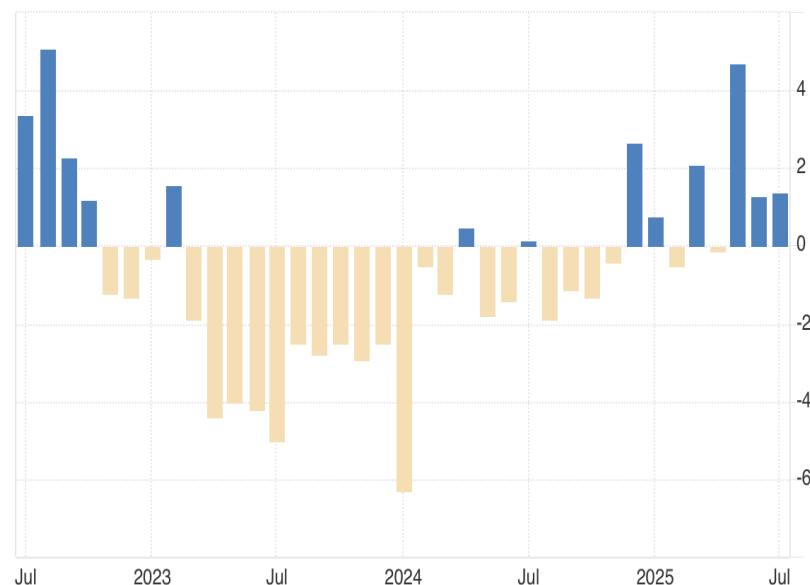
(2) 7月の家計消費は前年比で名目+5.1%、実質は+1.4%(下図)。費目別実質伸びでは交通通信+14.8%、保険医療+11.5%、光熱水道+4.8%、家具家事用品+0.8%、被覆履物▲0.4%、教養娯楽▲4.1%、住居費▲5.9%。

JP Real Earnings Including Bonuses - Percent



Source: tradingeconomics.com | Ministry of Health, Labour and Welfare, Japan

JP Household Spending - percent



Source: tradingeconomics.com | Ministry of Internal Affairs & Communications

## 5. 機械受注(船舶・電力を除く民需)は一進一退の動き

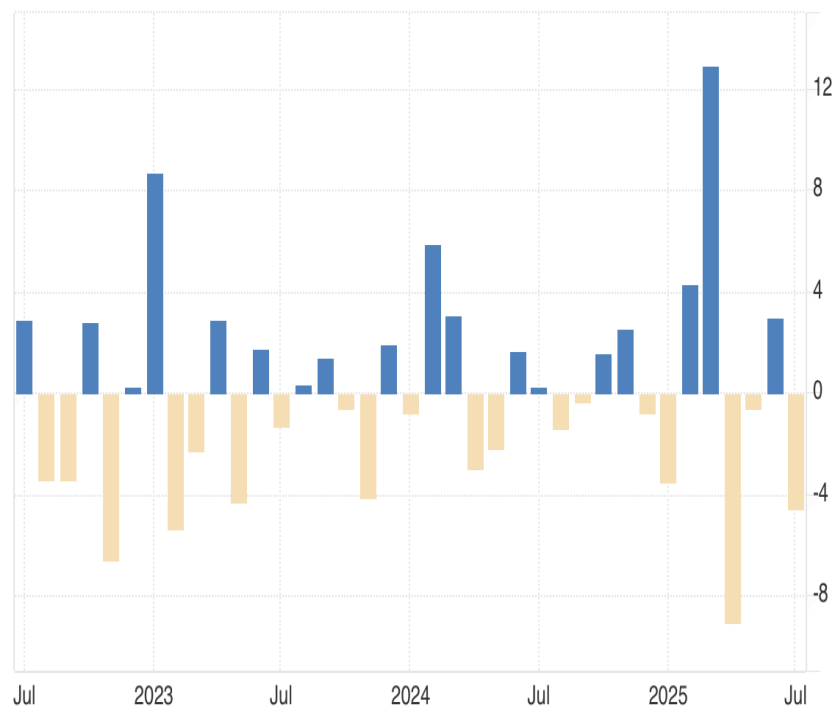
①民間設備投資の先行指標である7月の機械受注「船舶・電力を除く民需」の前月比(右図)は▲4.6%と、前年比は+4.9%の増加。7～9月の見通しは前期比▲4.0%。

②製造業受注は前月比+3.9%、前年比は+4.4%。前月比で17業種中、造船業、パルプ・紙・紙加工品、繊維工業など13業種が増加、金属製品、非鉄金属、など4業種が減少。

③非製造業受注(船舶・電力を除く)は前月比▲3.9%、前年比+6.7%。前月比で12業種中、増加したのはリース業、電力業、卸売業・小売業など8業種。不動産業、鉱業・採石業・砂利採取業、金融業・保険業など4業種が減少。

④内閣府の基調判断は「持ち直しの動きがみられる」に据え置き。

JP Machinery Orders - percent



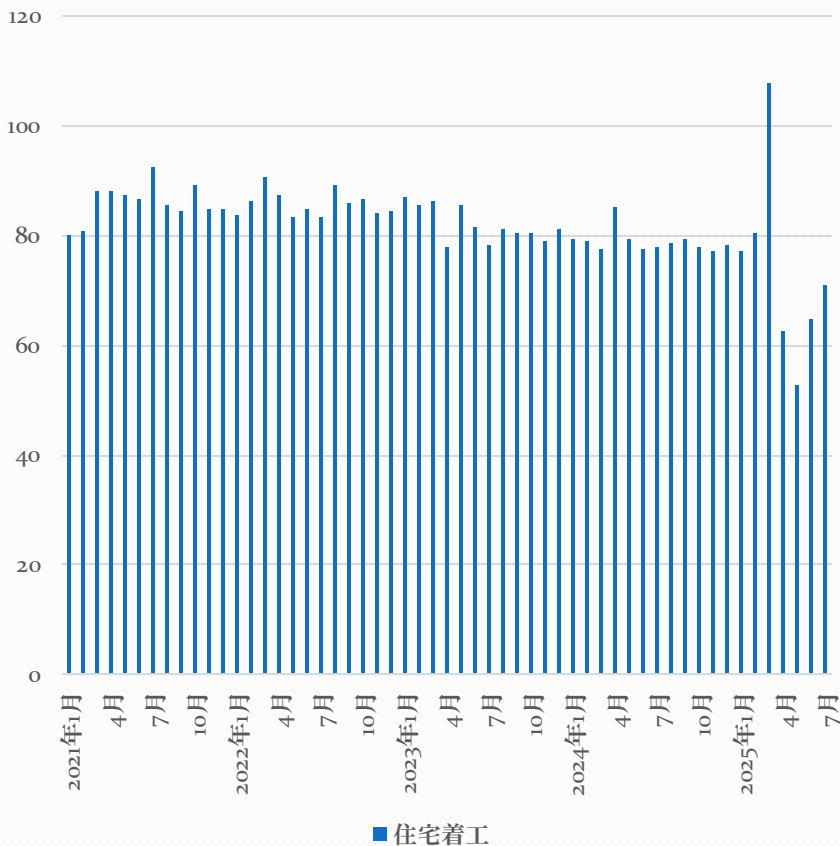
Source: tradingeconomics.com | Cabinet Office, Japan

## 6. 新設住宅着工は駆け込み需要の反動余波残る

①7月の住宅着工戸数は61,409戸で前年比は▲9.7%の減少。季調済年率では71.2万戸(右図)、前月比は+9.9%。4月から住宅省エネ法改正による厳格な建築基準が導入され、駆け込み需要の反動の余波が続く。

②持家は17,665戸、前年比は▲11.1%の減少。貸家は27,412戸、前年比は▲13.1%の減少。分譲住宅は15,886戸、前年比は▲1.7%の減少。分譲マンションは5,971戸、前年比は▲1.6%の減少。分譲一戸建て住宅は9,709戸、前年比は▲2.7%減少。

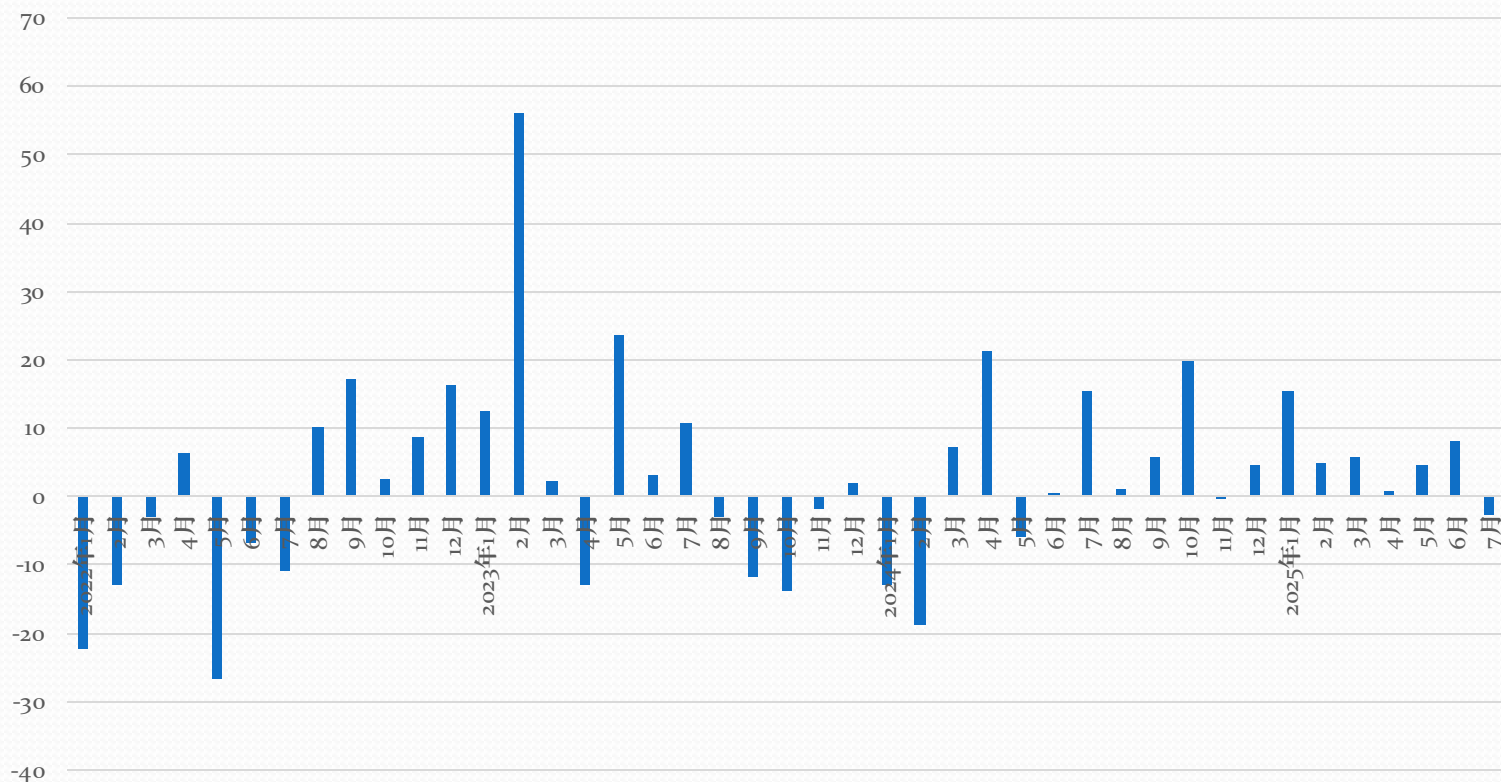
日本の新設住宅着工戸数(季調済、万戸)



## 7. 公共工事受注は8ヶ月ぶりの減少

①7月の公共工事受注は前年比▲2.8%。②工事分類別では土木工事は▲11.1%、建築工事・建築設備工事+17.8%、機械装置等工事▲15.4%。

公共機関からの受注工事(前年比、%)



## 8. 通関輸出、輸入共に前年を下回る不振続く

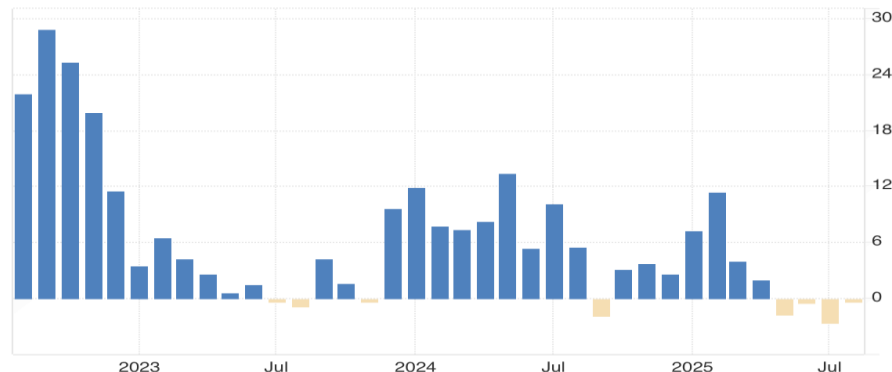
①8月の貿易収支は前年比+4,689億円改善して▲2,425億円の赤字に縮小。輸出は前年比▲0.1%(右上図)、金額は8兆4,252億円。数量前年比は▲3.9%、価格前年比は+3.9%。輸入は前年比▲5.2%(右下図)、金額は8兆6,677億円。数量の前年比▲0.1%、価格の前年比▲5.1%。

②地域別輸出でアジア向けは+1.7%、うち中国▲0.5%、香港+14.4%、台湾+15.5%、韓国▲9.1%、タイ▲2.8%、シンガポール▲1.9%、インド+0.5%。米国向け▲13.8%、西欧向け+7.7%、中東向け+5.2%。ロシア向け+11.8%。

③商品別輸出は自動車▲7.9%、自動車部品▲12.6%、鉄鋼▲14.9%、有機化合物▲17.4%、半導体等電子部品+5.7%、船舶+24.9%。

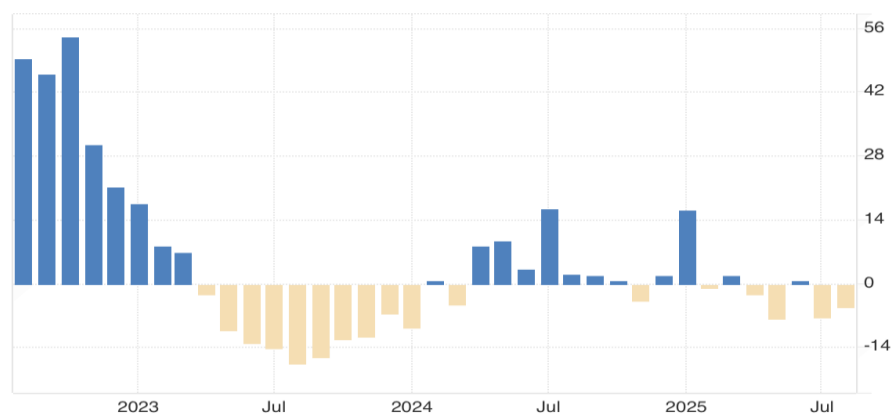
④商品別輸入は鉱物性燃料▲19.6%(うち原油及び粗油▲21.0%、石油製品▲28.8%、LNG▲16.4%、石炭▲18.0%)、医薬品▲33.2%、電算機類+34.5%。非鉄金属鉱+19.6%、

JP Exports YoY - percent



Source: tradingeconomics.com | Ministry of Finance, Japan

JP Imports YoY - percent

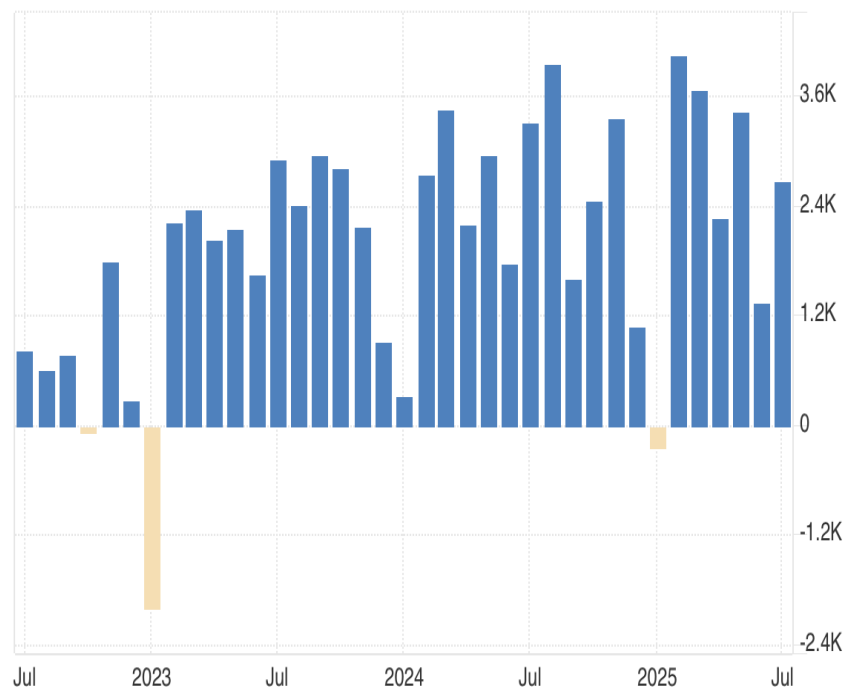


Source: tradingeconomics.com | Ministry of Finance, Japan

## 9. サービス、所得収支悪化で経常収支黒字が縮小

- ①7月の経常収支(右図)は前年比▲6,354億円黒字が縮小して、+2兆6,843億円の黒字。
- ②貿易収支は前年比+2,700億円赤字が縮小して▲1,894億円の赤字。輸出は前年比▲4.9%の9兆63億円、輸入は前年比▲7.4%の9兆1,956億円。
- ③サービス収支は▲1,142億円赤字が拡大して▲6,956億円の赤字。
- ④第一次所得収支は直接投資収益の黒字幅縮小により、▲5,347億円黒字が縮小して+4兆746億円の黒字。

JP Current Account - JPY Billion



Source: tradingeconomics.com | Ministry of Finance, Japan

## 10. 日本の雇用は底堅い動きが続く

①7月の就業者数は原系列で6,850万人、前年比+55万人。季調済(右図)は6,831万人で前月比▲1万人の減少。原系列で雇用者数は6,197万人で前年比+84万人の増加。正規は3,720万人で前年比+78万人、非正規は2,128万人で前年比+14万人。自営業主・家族従業者は619万人で前年比▲24万人。

②産業別就業者の前年比では情報通信業+30万人、医療福祉+22万人、教育・学習支援業+19万人、運輸業・郵便業+16万人などが増加。農業・林業▲15万人、製造業▲16万人、卸売業・小売業▲29万人などが減少。

③完全失業者数169万人で前年比▲19万人。完全失業率は2.3%で前月より▲0.2ポイント低下。

④有効求人倍率は1.22倍で前月と変わらず。

JP Employed Persons - Thousand



Source: tradingeconomics.com | Statistics Bureau of Japan

# 11. 日本の鉱工業生産は一進一退が続く

①7月の鉱工業生産指数(確報)は102.1で、前月比▲1.2%(右上図)、前年比も▲0.4%(右下図)と低下。

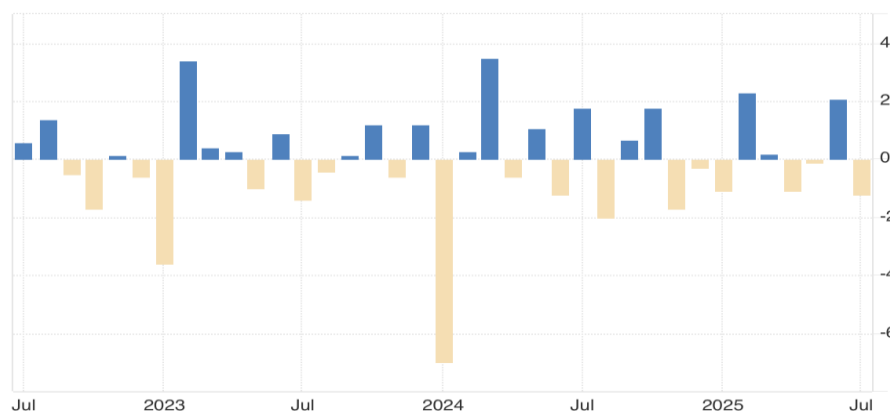
②業種別前月比は自動車工業▲6.7%、生産用機械工業▲6.3%、汎用・業務用機械工業▲4.5%などが低下。食料品・たばこ工業+1.9%、電気・情報通信機械工業+2.1%、化学工業+4.9%、などが上昇。

③業種別前年比は輸送機械工業(除く自動車工業)▲11.5%、無機・有機化学工業▲6.7%、自動車工業▲5.7%などが低下。石油・石炭製品工業+5.3%、汎用・業務用機械工業+2.8%、電子部品・デバイス工業+1.8%などが上昇。

④8月の製造工業生産予測指数は前月比+2.8%、9月は▲0.3%を予想。

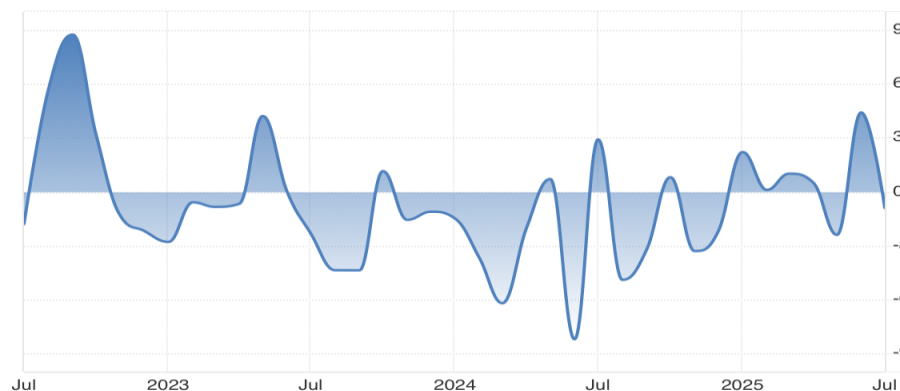
⑤基調判断は「生産は一進一退」に据え置き。

JP Industrial Production Mom - percent



Source: tradingeconomics.com | Ministry of Economy Trade & Industry (METI)

JP Industrial Production - percent



Source: tradingeconomics.com | Ministry of Economy Trade & Industry (METI)

## 12. 消費者物価は電気代補助金効果で2%台に低下

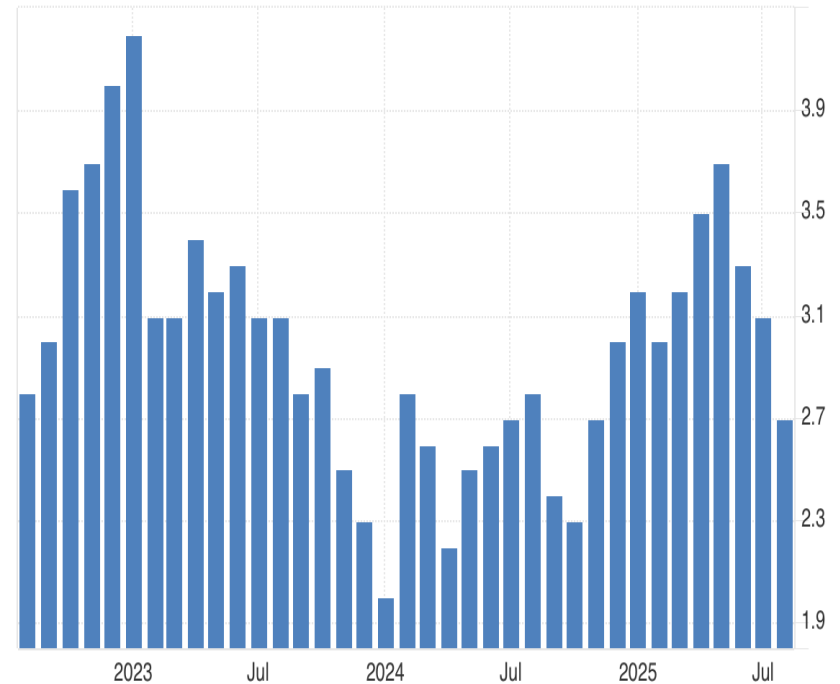
①8月の消費者物価総合の前年比は補助金による電気代の下落のため、+2.7%と前月より▲0.4ポイント低下。前月比(季調済)+0.1%。エネルギーの前年比は▲3.3%、寄与度は▲0.27%。食料の前年比は+7.2%、寄与度は+2.03%

②コア消費者物価(生鮮食品を除く総合、右図)の前年比は+2.7%と前月の伸びより▲0.4ポイント低下。前月比は0.0%。

③生鮮食品及びエネルギーを除く総合(コアコア)の前年比は+3.3%と前月より▲0.1ポイント低下。前月比は+0.3%。

④項目別前年比は電気代は▲7.0%、高等学校授業料(公立)▲94.1%。宿泊料+5.3%、火災・地震保険料+7.9%、通信料(携帯電話)+13.2%、チョコレート+49.4%、コーヒー豆+47.6%、うるち米+68.8%。

JP Core Inflation Rate - percent



Source: tradingeconomics.com | Statistics Bureau of Japan



# V マーケット動向

# 1. 日米金融政策を巡って円は神経質な動き

US Dollar Japanese Yen

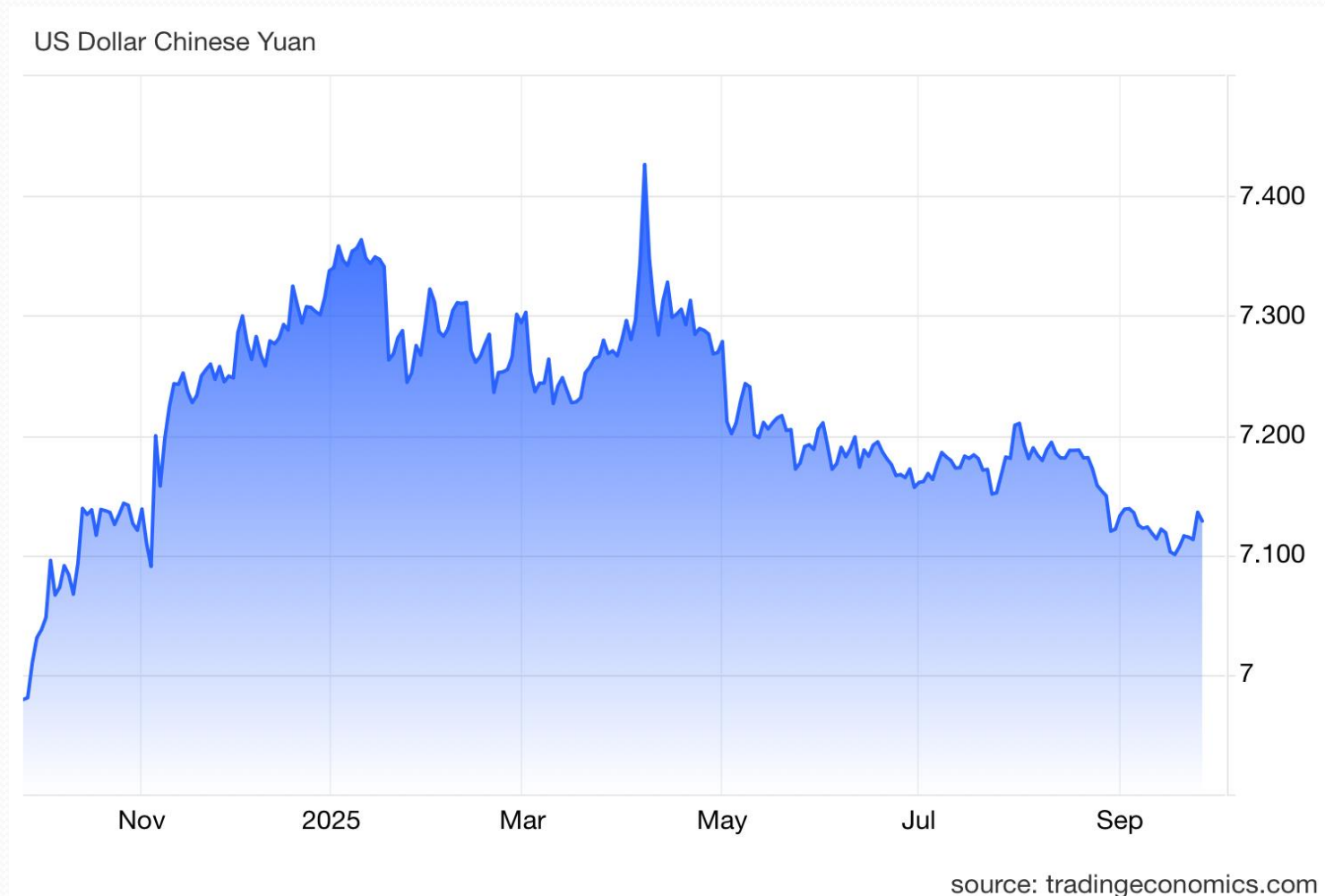


source: tradingeconomics.com

## 2. ECB利下げ停止でユーロは底堅い



### 3. 米中貿易対立の和らぎで人民元高



## 4. NYダウはFed利下げで最高値更新

United States Stock Market Index (US30)

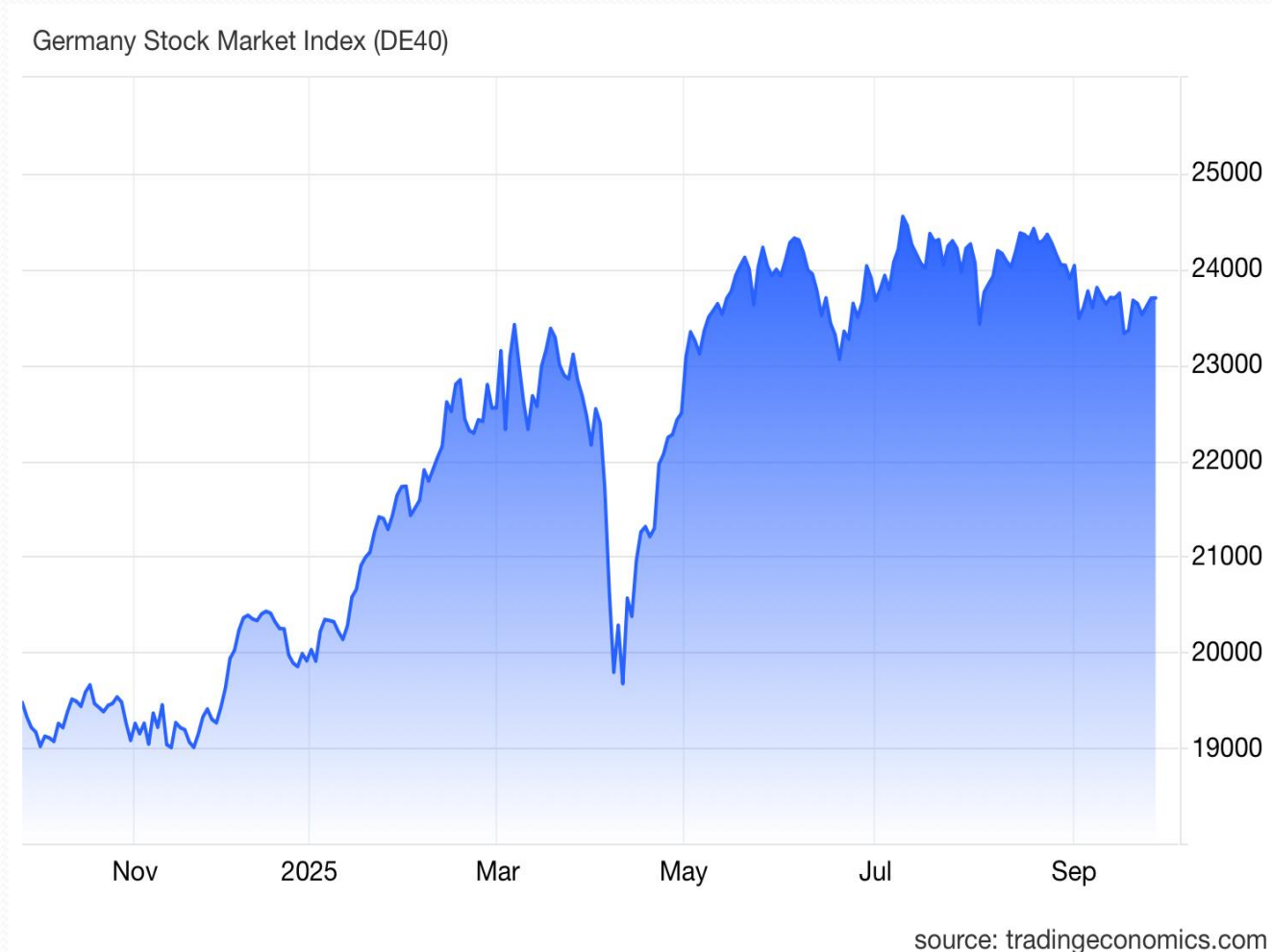


source: tradingeconomics.com

## 5. 日経平均は日銀利上げ見送りで最高値更新



## 6. 独株価 (DAX) は弱めの景況感でやや下降



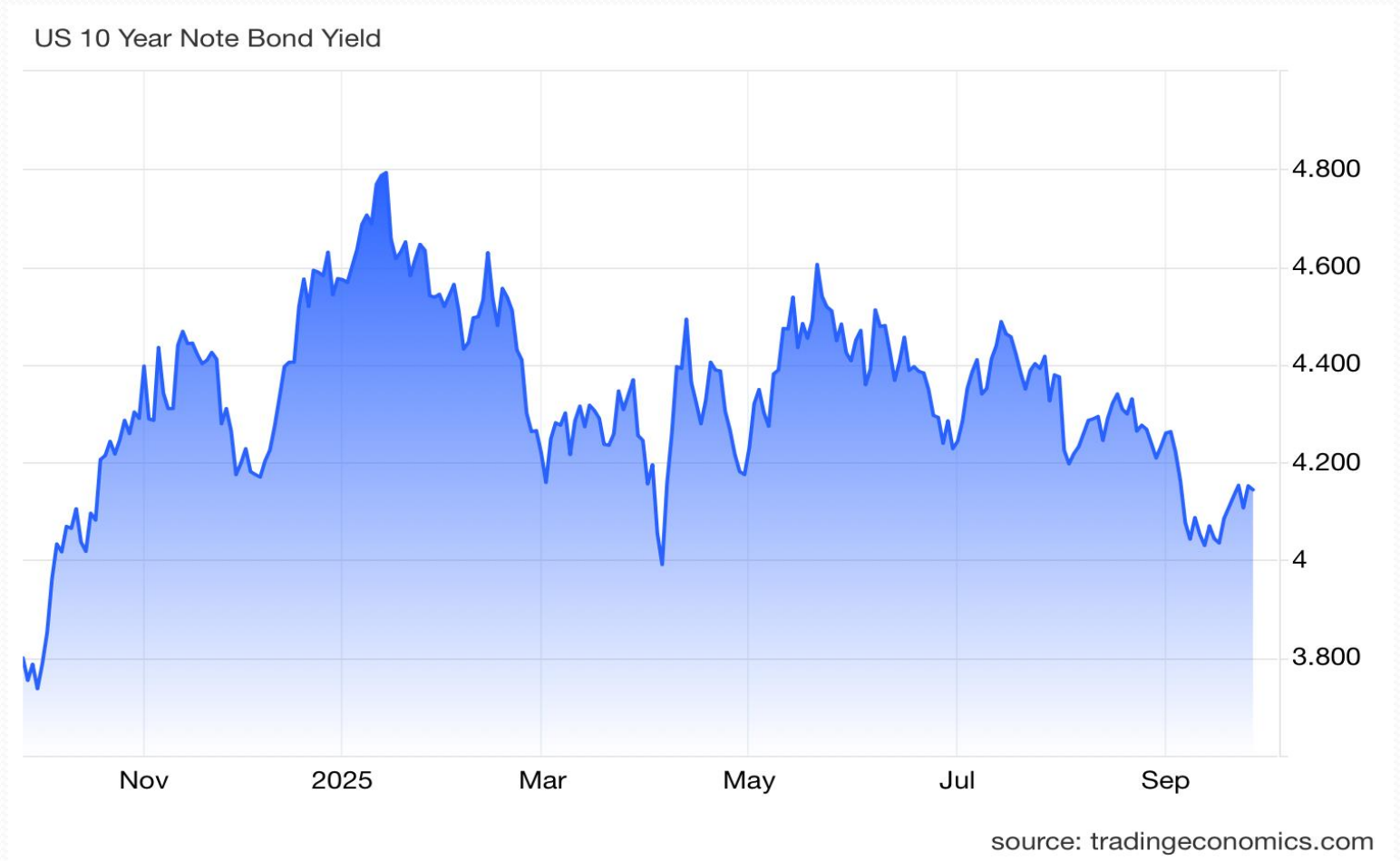
## 7. 上海株価は米中貿易の緊張緩和で高値圏

Shanghai Stock Exchange Composite Index



source: tradingeconomics.com

## 8. 米長期金利はFed利下げで緩やかに低下



## 9. 日本の長期金利は先行き利上げ予想から高い

Japan 10Y Bond Yield



source: tradingeconomics.com

## 10. 独長期金利は金融政策と景気を巡り一進一退

Germany 10Y Bond Yield



source: tradingeconomics.com

# 11. 中国の長期金利は景気対策予想で上昇

China 10Y Bond Yield



source: tradingeconomics.com

## 12. 原油価格 (WTI) は戦争、景気リスクで不透明



### 13. 金価格はウクライナ、Fed利下げで更に上昇



## 〈著者プロフィール〉

- 1972年 伊藤忠商事入社  
調査情報部経済調査チーム
- 1976年 日本経済研究センター出向  
(委託研修生)
- 1987年 為替証券部為替業務課
- 1994年 ドイツifo経済研究所出向  
(客員研究員、ミュンヘン駐在)
- 2006年 秘書部兼財務部チーフエコノミスト
- 2015年 丹羽連絡事務所チーフエコノミスト
- 2018年 福井県立大学客員教授

## (著書)

- 「新冷戦の勝者になるのは日本」(講談社+α新書)
- 「傍若無人なアメリカ経済」(角川新書)
- 「グローバルエコノミーの潮流」  
(シグマベイスキャピタル)
- 「アジア通貨危機の経済学」(東洋経済新報社、編著)



これは長年、世界経済の真実を  
追いかけてきた著者が到達した  
日本の未来を照らす希望の書だ!

——丹羽宇一郎<sup>氏</sup>

講談社+α新書

ディープな一次情報を知る男が  
ヒト・モノ・カネの動きから読み解く



完