

# 日本経済情報 2025 年 4 月号

## Summary

### 【内 容】

3 月にかけて景況感は悪化

日銀短観の景況感は全体で横ばい

1～3 月期 GDP は前期比小幅プラス

トランプ関税の概要

トランプ関税の日本経済への影響

円高・原油安は企業業績にプラスの面も

2025 年度の成長率見通しを下方修正

日銀の利上げペースは不変

### < 今月の指標 >

- ・小売販売
- ・外食売上
- ・設備投資
- ・住宅投資
- ・インバウンド需要
- ・通関輸出
- ・消費者物価

チーフエコノミスト

武田 淳

(03-3497-3676)

takeda-ats

@itochu.co.jp

マクロ経済センター長

宮 崎 浩

(03-3497-7354)

miyazaki-hiroshi

@itochu.co.jp

上席主任研究員

藤 本 啓

(03-3497-2894)

fujimoto-kei

@itochu.co.jp

## トランプ関税の悪影響を円高・原油安が緩和（改定見通し）

トランプ関税懸念が広がる以前の 3 月までにおいても、景気ウォッチャー調査の景況感は悪化。インバウンド需要の息切れや物価上昇によるマインド悪化を背景に、個人消費関連で特に悪化が目立つ。日銀短観の企業景況感は業種や規模でまちまちだが全体で見れば横ばい。1～3 月の GDP 成長率は前期比で小幅なプラスにとどまった模様。

4 月 2 日に全容が示されたトランプ関税は、「不法移民・合成麻薬対策」「相互関税」「商品別関税」の 3 つに大別され、日本の相互関税は 10% の共通部分を含めた 24% となったが、90 日間の猶予期間中は 10% のみが課税される。ただ、鉄鋼・アルミ製品や自動車（含む部品）に対する商品別関税の対象は、相互関税ではなく 25% の関税が課せられる。これらにより日本の輸出は米国向けが約 10%（全体では 2% 程度）減少し、GDP を 0.4% 押し下げる。さらに、トランプ関税による世界経済の悪化に伴う輸出減や、これらの内需への波及も景気の下押し要因となる。

一方で、円安の修正や原油価格の下落は、輸入コストの減少や物価上昇の抑制を通じて企業業績を押し上げ、個人消費を後押しする。加えて、対米・対中輸出を代替する「漁夫の利」もある程度は見込まれる。以上を合計するとトランプ関税による下押しは GDP 比 0.3% 程度となろう。

以上を踏まえ、2025 年度の成長率予想を先月の前年比 +1.1% から +0.8% へ下方修正する。それでも、政府や日銀が試算する潜在成長率を上回っており、景気の後退局面入りは避けられよう。そのため、半年に 1 回程度の緩やかなペースでの利上げは継続可能であろう。

日本経済の成長率見通し（年度）

| 前年比, %, %Pt | 2024<br>見込 | 2025<br>予想 | 2026<br>予想 | 2025<br>前回比 | 2026<br>前回比 |
|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| 実質GDP       | 0.7        | 0.8        | 1.1        | ▲0.3        | ▲0.0        |
| 個人消費        | 0.8        | 1.3        | 1.4        | 0.1         | 0.1         |
| 住宅投資        | ▲1.3       | ▲2.3       | ▲1.2       | ▲0.2        | 0.1         |
| 設備投資        | 2.0        | 1.0        | 2.0        | ▲0.0        | ▲0.0        |
| 公共投資        | 1.3        | ▲1.6       | ▲2.5       | 0.9         | 0.0         |
| 純輸出(寄与度)    | (▲0.3)     | (▲0.1)     | (0.2)      | (▲0.3)      | (0.0)       |
| 輸 出         | 2.0        | 1.5        | 3.9        | ▲1.7        | ▲0.4        |
| 輸 入         | 3.5        | 2.2        | 2.8        | 0.0         | ▲0.5        |

（出所）内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

### 3 月にかけて景況感は悪化

4 月に入りトランプ関税の影響で日本経済の先行きについても不透明感が強まっているが、それ以前の 3 月にかけての景気にも陰りが見られていた。景気ウォッチャー調査の現状判断 DI（水準、季節調整値）は、2 月に低下に転じ、3 月はさらに悪化した（1 月 48.1→2 月 45.4→3 月 44.4）。その結果、1～3 月平均は 46.0 となり、10～12 月平均（46.9）から 0.9 ポイントも悪化している。

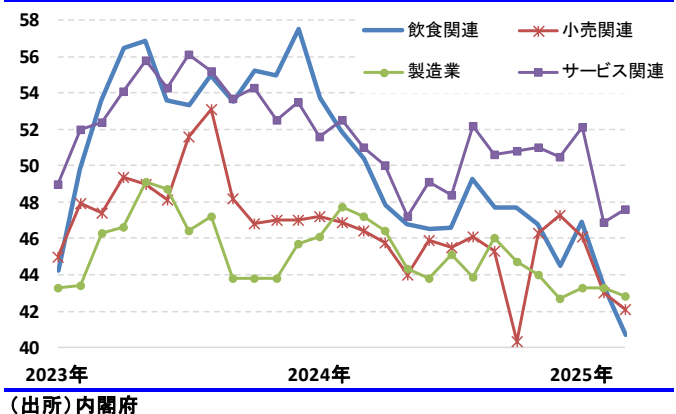
主な内訳を見ると、個人消費と住宅投資を合わせた家計部門の需要と関係の深い「家計動向関連」は、10～12 月平均の 46.4 から 1～3 月は 45.3 へ低下した。うち住宅関連は改善（10～12 月 42.4→1～3 月 45.0）しており、個人消費関連指標の悪化が目立つ。具体的には「飲食関連」（46.3→43.6）が大きく落ち込んだほか、好調だった「サービス関連」（50.8→48.9）も 50 を割り込み、「小売関連」（44.6→43.7）も悪化した（右図）。後段の＜今月の指標＞で示した主な業態の売上動向との比較も踏まえると、小売はインバウンド需要の息切れや物価上昇がマインドの下押し要因となり、外食は単価の上昇で客数が伸びずマインドが悪化したようである。

「企業動向関連」（10～12 月 47.6→1～3 月 46.5）も悪化した。内訳をみると、製造業（43.8→43.1）は悪化したが下げ止まりの兆しも見られる一方で、非製造業（50.6→49.1）は上記のような消費関連分野での悪化と足並みを揃える形で 50 割れとなった。

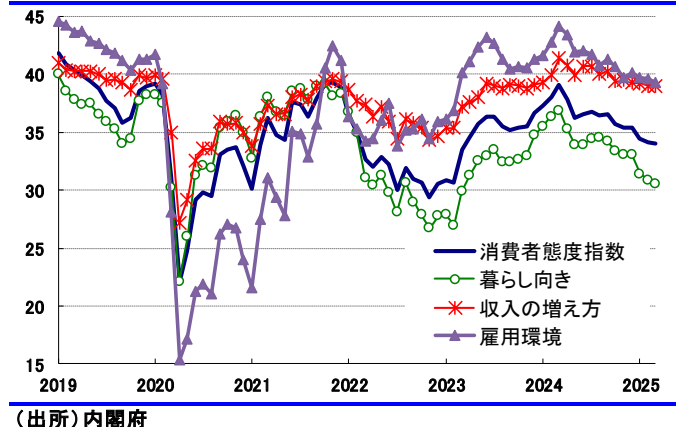
消費関連分野における景況感の悪化は、消費者マインドの動きとも整合的である。消費者マインドの代表的な指標である消費者態度指数は（右図）、2024 年 3 月の直近のピークから直近 2025 年 3 月まで低下傾向が続いている。内訳をみると、物価動向との相関が強い「暮らし向き」が 2025 年に入り低下ペースを加速させており、物価の高騰が消費者マインドを大きく悪化させている模様である。

さらに、空前の人手不足ながら「雇用環境」についても悪化が続いている。倒産の増加<sup>1</sup>や金利上昇、海外情勢の悪化などが雇用不安につながっているとみられる。また、賃金の上昇が続いているにもかかわらず「収入の増え方」も下げ止まった程度である（2 月、3 月とも 39.0）。賃金の上昇が物価上昇に追いついていないことが背景にあると考えられる。

景気ウォッチャー調査（現状判断、水準、季節調整値）



消費者態度指数の推移（総世帯、原数値）

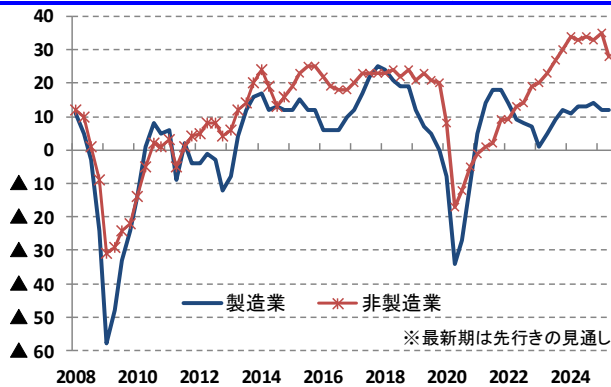


<sup>1</sup> 帝国データバンクによると、倒産件数は 2025 年 3 月まで 35 か月連続で前年を上回っている。

### 日銀短観の景況感は全体で横ばい

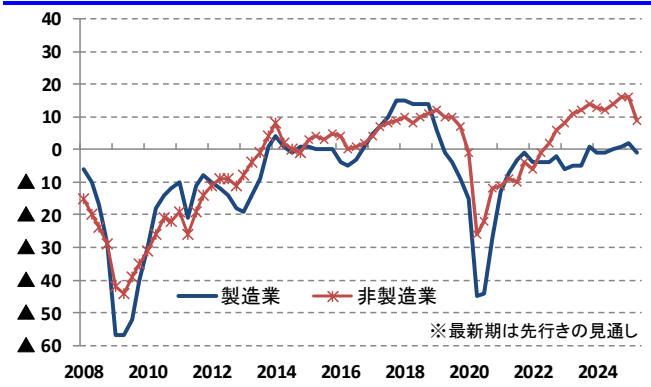
3月調査の日銀短観でも景況感が若干悪化した。企業景況感を示す代表的な指標である業況判断DI（良い－悪い）は、製造業（大企業）で+12と前回（12月）の+14から低下した（下左図）。造船・重機や自動車などの加工業種で景況感が改善（12月+13→3月+15）したが、繊維や石油・石炭製品、鉄鋼などの素材業種で大幅に悪化（+16→+8）した。ただ、先行きは横ばい（+14）であった。

業況判断DIの推移（大企業、%Pt）



（出所）日本銀行

業況判断DIの推移（中小企業、%Pt）



（出所）日本銀行

一方、非製造業（大企業）の業況判断DIは前回の+33から+35へ上昇、1991年9月（+41）以来、33年半ぶりの高水準を記録したが、先行きは+28への大幅低下が見込まれている（上左図）。特に悪化が目立つのは不動産や建設、卸売、宿泊・飲食サービスである。

中小企業は、製造業で上昇（12月+1→3月+2）、非製造業では横ばい（+16→+16）だったが、先行きの見通しは製造業（▲1）、非製造業（+9）とも悪化した（上右図）。以上を合わせた全産業（規模合計）の業況判断DIは+15と12月から横ばいであり、企業景況感は全体でみれば悪化していない。なお、見通しは+10への比較的大幅な低下となっており、先行き懸念の強さが示された。

### 1～3月期 GDP は前期比小幅プラス

現時点で公表されている経済指標から判断すると、1～3月期の実質GDPは前期比で若干のプラスにとどまった可能性が高い。個人消費は物価上昇による節約志向で外食などサービス分野が伸び悩んだため前期比で概ね横ばいにとどまり、設備投資は機械投資の増勢が弱まる中で建設投資の減少が続き小幅増、住宅投資は横ばい程度、輸出は財が伸び悩みインバウンドも増勢が弱まっているため小幅増加にとどまった模様である<sup>2</sup>。

### トランプ関税の概要

そうした中で今年1月に発足した米国トランプ第2次政権が打ち出した追加関税策は、「不法移民・合成麻薬対策」「相互関税」「商品別関税」の3つに大別される（次ページ表）。これらのうち「不法移民・合成麻薬（フェンタニル）関連」の対象は中国、カナダ、メキシコであり、追加関税の税率は中国が20%、カナダ・メキシコは25%であり、3月4日に発動された。なお、中国については後述する「相互関税」が上乘せされるが、カナダ・メキシコは「相互関税」が免除されるうえ、USMCA（米国・メキシコ・カナダ協定：北米3か国による自由貿易協定で前身はNAFTA）に適合していれば追加関税がほぼ免除される点が

<sup>2</sup> より精緻な予想は4月30日にリリースの予定。

異なる。

トランプ政権の関税政策（4/21時点）

|             | 対象                  | 内容                                                                                           | 法的根拠                 |
|-------------|---------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| 不法移民・合成麻薬関連 | 中国<br>カナダ・メキシコ      | 中国：+20%<br>・相互関税+125%は免除されず上乗せ<br>カナダ・メキシコ：+25%<br>・USMCA適合品は対象外、カナダ産エネルギー等は+10%<br>・相互関税は免除 | IEEPA<br>(国際緊急経済権限法) |
| 相互関税        | 全世界<br>(国・地域別)      | 税率：「世界共通関税」と各国・地域別の「相互関税」の計<br>・世界共通関税：+10%<br>・相互関税：貿易赤字額に応じて設定（90日間発動延期）<br>・カナダとメキシコは対象外  | IEEPA<br>(国際緊急経済権限法) |
| 商品別関税       | 鉄鋼・アルミ製品<br>自動車・同部品 | 税率：+25%<br>・相互関税は免除<br>・半導体や医薬品、銅、木材への拡大に向けて調査中                                              | 通商拡大法232条            |

（出所）各種報道等から伊藤忠総研が作成

その「相互関税」は、世界中の国や地域に対して、相手の関税率や非関税障壁（規制や商習慣など）を踏まえて設定された追加関税であり、4月9日から発動されている。関税率を主な地域について見ると（右表）、日本は24%とEU（20%）よりも若干高いが、台湾（32%）や韓国（25%）よりは低い。中国は、当初の34%から報復合戦（詳細）後述で125%まで引き上げられた。ASEAN 主要国ではベトナム（46%）の高さが際立っており、タイ（36%）も高いが、フィリピン（17%）は比較的低い。そのほか、英国やシンガポール、ブラジル、トルコなどは最低水準の10%にとどまっている。

ただし、「世界共通関税」の10%に上乗せされる「相互関税率」の発動は90日間猶予されたため、当面は対象外となるカナダやメキシコを除く各国・地域に対して「世界共通」10%の関税引き上げのみが実施されている。

「商品別関税」は、3月12日に発動された鉄鋼・アルミ製品や4月2日に発動された自動車・同部品に対する25%の追加関税である。カナダやメキシコを含む全世界の国・地域を対象とするが、これらの品目については上記の相互関税は免除される。トランプ政権は、銅・木材や医薬品、半導体についても同様の「商品別関税」発動に向けて調査しており、半導体については製造装置やスマートフォンなどの製品も対象とする方針が示されるなど、今後の動向に注意が必要である。

トランプ関税の日本経済への影響

今後のトランプ関税の動向は、極めて見通し難い。相互関税は、猶予期間の90日が終了する7月上旬までに各国が米国との交渉の結果、引き下げや廃止を勝ち取れるのか、世界共通関税の10%は恒久的な措置となるのかなど、先行きは全く見当がつかない状況である。商品別関税に至っては、医薬品と半導体への追加関税についての調査が開始<sup>3</sup>される一方で、トランプ大統領がメキシコやカナダに対する自動車関税を見

主な国・地域に対する相互関税の税率（%）

| 先進国    |     |
|--------|-----|
| EU     | 20  |
| 英国     | 10  |
| 日本     | 24  |
| 韓国     | 25  |
| 台湾     | 32  |
| シンガポール | 10  |
| 新興国    |     |
| 中国     | 125 |
| インドネシア | 32  |
| タイ     | 36  |
| マレーシア  | 24  |
| フィリピン  | 17  |
| ベトナム   | 46  |
| インド    | 26  |
| ブラジル   | 10  |
| トルコ    | 10  |

（注）世界共通関税率を含む

<sup>3</sup> 2025年4月15日ロイター「米政権が半導体と医薬品の輸入状況調査開始、関税適用に向けた手続き」。

直す可能性に言及<sup>4</sup>するなど、未だ流動的な部分が少なくない。

そのため、トランプ関税の先行きについて、相互関税のうち「相互関税率」は対中国で 90 日以内に 24%（共通税率との合計で 34%）へ引き下げ（中国の報復関税も同水準へ）、その他の国に対しては 90 日後も発動せず、10%の世界共通関税は 2026 年 3 月に廃止されるとした場合、日本経済にどの程度の影響があるかを、以下の通り試算した。なお、商品別関税は現状のまま継続<sup>5</sup>されるとした。

日本において、トランプ関税の影響が最も大きいのは、言うまでもなく追加関税による対米輸出の減少である。関税の引き上げ幅（平均関税率 3.9%→2025 年度 15.3%→2026 年度 8.9%）と輸出の価格感応度<sup>6</sup>から直接的な影響を試算すると、日本の対米輸出は 2 年間で約 10%減少、輸出全体では 2%程度減少し、GDP を 0.4%程度押し下げると試算される。

2024 年の日本の対米輸出は 21.3 兆円だったが（右表）、内訳を見ると、自動車（完成車）がシェア最大で全体の約 3 割を占め、自動車部品も合わせた自動車業界が全体の約 3 分の 1 に上る。自動車については既に関税が 25%引き上げられおり、部品も 5 月 3 日までに引き上げられる予定となっているため、普通に考えると大きな影響を受けることになる。ただ、対米自動車輸出の大部分はトヨタ自動車によるものであり、同社は当面、国内生産 300 万台を維持、すなわち日本から米国への輸出を減らさず、関税負担の増加はコスト削減や米国での販売価格引き上げで吸収する方針を示している。そのため、輸出の減少幅は上記の試算ほど大きくない可能性もある。

対米輸出額の内訳（2024年）とトランプ関税

| トランプ関税                 |          | 品目           | 輸出額<br>(億円) | 割合<br>(%) |
|------------------------|----------|--------------|-------------|-----------|
| 商品別関税<br>(25%)         | 発動済      | 自動車          | 60,264      | 28.3      |
|                        | 5/3までに実施 | 自動車部品        | 12,310      | 5.8       |
|                        |          | 鉄鋼製品         | 3,027       | 1.4       |
|                        | 発動済      | アルミ製品        | 315         | 0.1       |
|                        | 調査中      | 半導体等（含む製造装置） | 8,790       | 4.1       |
|                        |          | 銅製品          | 390         | 0.2       |
|                        |          | 医薬品          | 4,115       | 1.9       |
|                        |          | 木材           | 56          | 0.0       |
| 相互関税<br>(24%)          | 90日猶予※   | 一般機械         | 49,461      | 23.2      |
|                        |          | 電気機器（除く半導体等） | 27,518      | 12.9      |
|                        |          | 化学製品（除く医薬品）  | 11,057      | 5.2       |
|                        |          | その他          | 35,645      | 16.7      |
| ※うち世界共通10%は<br>4/5に発動済 |          |              |             |           |
|                        |          | 合計           | 212,948     | 100.0     |

（出所）財務省公表データより伊藤忠総研が作成

現在、調査中とされる商品別関税の中では、医薬品が対米輸出全体の 1.9%に相当する 4,000 億円強と大きいほか、「半導体等<sup>7</sup>」に含まれる半導体製造装置が 5,300 億円に上っており、25%の追加関税の対象となれば業界への影響は大きい。仮に対象とならなくても相互関税がかかり、当面は 10%、90 日の猶予期間の後には 24%の追加関税が課せられるとみられるため、影響は相応にある。

そのほか、建設機械や生産機械などを含む「一般機械」が全体の 23%、約 5 兆円に上り、半導体等を除く「電気機器」が 13%の約 2.8 兆円、医薬品を除く「化学製品」が 5%の約 1.1 兆円などがシェア上位を占める。これらは相互関税の対象であり、現時点では 10%の追加関税が課せられ、90 日間の猶予期間で関税引き下げ交渉が不調となれば、7 月上旬から追加関税は 24%に引き上げられる。

<sup>4</sup> 2025 年 4 月 15 日ロイター「トランプ氏、自動車関税の一部見直し検討 国内移転へ救済措置」。

<sup>5</sup> したがって、半導体や医薬品などに対する関税は想定していない。

<sup>6</sup> 輸出品の価格が 1%上昇すれば、輸出額は 0.76%減少するとの次の研究結果を用いた。Boehm et al.(2023)“The long and short (run) of trade elasticities” American Economic Review, 113(4), 861-905.

<sup>7</sup> 集積回路（IC）や半導体製造装置のほか、パソコン、スマートフォンなどが含まれるが、日本の対米輸出においては半導体製造装置が最多の 5,298 億円で過半を占め、次いで集積回路の 1,387 億円となっている。

本試算の前提は、1年後のトランプ関税廃止であるが、それでも輸出は GDP 比▲0.4%程度、さらに世界景気の悪化による輸出の減少が GDP 比▲0.1%程度見込まれる。こうした輸出の減少は、製造業を中心に企業業績を悪化させ、設備投資の抑制につながるほか、賃金・雇用の抑制を通じて個人消費を下押しする要因となる。

円高・原油安は企業業績にプラスの面も

ただ、トランプ関税は日本企業にとって悪影響ばかりではない。4月2日にトランプ大統領が相互関税を発表して以降、ドル円相場は1ドル＝149円台から一時141円台まで円高が進んだ。円高は輸出企業の業績にマイナスではあるが、内需向けビジネスにおいては輸入コストの低下を通じた増益要因となり得る。

仮にトランプ関税によって上記の直接的な影響で示した通り輸出が2%減少、ドル円相場は8%円高に進む（2024年度152.54円→2025年度140.65円）との前提を置いて試算すると（下表）、輸出の多い製造業の売上高は8.3兆円も減少するが、輸入コストの低下により変動費も6.3兆円減少するため、営業利益は2.0兆円の減少（9.0%減益）にとどまる。一方の非製造業は、輸出が比較的少ないため売上高の減少は3.3兆円にとどまり、変動費が5.8兆円減少するため、営業利益は2.5兆円増加（4.5%増益）し、製造業の減益分をカバーできるという結果となる。

トランプ関税が輸出減と円高を通じて企業収益に与える影響

【前提】財・サービス輸出▲2%、円高・ドル安8%

|      | 製造業         |            | 非製造業        |            | 試算の前提                                                                                                                                                                                                                                             |
|------|-------------|------------|-------------|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|      | 変動幅<br>(兆円) | 変動率<br>(%) | 変動幅<br>(兆円) | 変動率<br>(%) |                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 売上高  | ▲ 8.3       | ▲ 1.9      | ▲ 3.3       | ▲ 0.3      | 輸出比率：製造業25.7%、非製造業2.2%<br>輸出のドル建て取引比率は51.0%<br>輸出減（売上数量減）の影響：製造業▲0.8%、非製造業▲0.2%<br>円高（売上単価下落）の影響：製造業▲1.0%、非製造業▲0.1%<br>中間投入に占める輸入品の比率：製造業18.9%、非製造業8.8%<br>輸入のドル建て取引比率は69.3%<br>輸出減（中間投入量減）の影響：売上高と同じ変動率を想定<br>円高（中間投入単価下落）の影響：製造業▲1.0%、非製造業▲0.5% |
| 変動費  | ▲ 6.3       | ▲ 1.9      | ▲ 5.8       | ▲ 0.7      |                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 営業利益 | ▲ 2.0       | ▲ 9.0      | 2.5         | 4.5        |                                                                                                                                                                                                                                                   |
|      |             |            |             |            | 売上高の変動幅－変動費の変動幅                                                                                                                                                                                                                                   |

（注）売上高、変動費、営業利益は法人企業統計（2023年度実績ベース）の試算。輸出比率は日銀短観、

中間投入に占める輸入品の比率は産業連関表（取引表、輸入表）をもとに、それぞれ算出。

（出所）日本銀行、財務省、経済産業省、試算は伊藤忠総研による

さらに、世界経済の減速懸念を受けて、原油相場は WTI 先物で1バレル70ドル強から一時60ドル割れへ約2割下落した。2024年の原油輸入総額は10.7兆円であり、単純計算では2兆円余りのコスト減となる。さらに、天然ガス（輸入総額6.2兆円）のうちスポット分は原油相場との連動性が強い。これらがエネルギー価格などの押し下げを通じて、さらなる増益要因となることを考えると、トランプ関税による輸出減などの悪影響は、マクロ的に見れば円高・原油安で十分に吸収可能と考えて良いだろう。

トランプ関税のマイナス・インパクトだけに注目すれば、企業の賃上げへの影響も懸念されるが、連合が発表した2025年春闘第4回集計結果によると、賃上げ率は5.37%と前年の同時期を0.17%上回

った。中小組合に限っても 4.97%（前年同期比 0.22%ポイント）と高く、今のところ大きな影響はない模様である。一方で、トランプ関税の「漁夫の利」として GDP 比 0.2%程度の対中・対米代替輸出の増加が見込まれる。さらに、円高や原油安による物価上昇の抑制は、個人消費を押し上げる効果も期待できる。これらを考慮すると、トランプ関税による日本経済への影響は GDP 比▲0.3%程度まで縮まると見込まれる。

## 2025 年度の成長率見通しを下方修正

以上のトランプ関税の影響を踏まえ、2025 年度の成長率見通しを先月<sup>8</sup>の前年比+1.1%から+0.8%へ下方修正する。それでも、政府（内閣府）が 0.6%、日銀が 0.66%と推計する潜在成長率を上回っており、景気は 2025 年後半に一時的に停滞することはあっても、後退局面入りすることは避けられよう。

2026 年度については、前述の前提下ではトランプ関税の悪影響が一巡するため、前回の見通しと同じく前年比+1.1%の成長を予想する。トランプ大統領が公約とする減税が実施され、米国景気が上振れた場合は、世界経済の回復も早まり、日本経済の成長率もさらに高まる可能性もあろう。

日本経済の推移と予測（年度）

|           | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 前年比,%,%Pt | 実績     | 実績     | 見込     | 予想     | 予想     |
| 実質GDP     | 1.4    | 0.7    | 0.7    | 0.8    | 1.1    |
| 国内需要      | 1.8    | ▲0.6   | 1.1    | 1.0    | 0.9    |
| 民間需要      | 2.6    | ▲0.6   | 0.9    | 1.2    | 1.1    |
| 個人消費      | 2.6    | ▲0.4   | 0.8    | 1.3    | 1.4    |
| 住宅投資      | ▲2.6   | 0.8    | ▲1.3   | ▲2.3   | ▲1.2   |
| 設備投資      | 3.6    | ▲0.1   | 2.0    | 1.0    | 2.0    |
| 在庫投資(寄与度) | (0.0)  | (▲0.3) | (▲0.0) | (0.1)  | (▲0.2) |
| 政府消費      | 1.1    | ▲0.8   | 1.6    | 0.9    | 0.8    |
| 公共投資      | ▲5.5   | ▲0.3   | 1.3    | ▲1.6   | ▲2.5   |
| 純輸出(寄与度)  | (▲0.5) | (1.2)  | (▲0.3) | (▲0.1) | (0.2)  |
| 輸出        | 4.9    | 2.9    | 2.0    | 1.5    | 3.9    |
| 輸入        | 7.3    | ▲3.3   | 3.5    | 2.2    | 2.8    |
| 名目GDP     | 2.3    | 4.9    | 3.6    | 2.9    | 2.8    |

## 日銀の利上げペースは不変

ただ、これはあくまでも、相互関税が 10%で抑えられた場合であり、現時点でその可能性がどの程度であるか、全く見通せない。そのため、日銀は 4 月 30～5 月 1 日の金融政策決定会合で、政策金利である無担保コール翌日物金利の誘導目標水準を現状の 0.5%で据え置くと予想する。

今後については、円安修正が進むことを前提とすれば、消費者物価の動向、特にサービス物価の動向が注目点となろう。3 月までのサービス物価上昇率は緩やかな拡大にとどまっているが（一般サービス：3 月前年同月比+1.4%）、今年の春闘賃上げ率は昨年を上回る可能性が高く、引き続き人件費の上昇がサービス価格に転嫁され、基調的な物価上昇率は高まっていくことが見込まれる。

そのため、日銀は引き続き、金利上昇の景気への影響を見極めながら、中立的な水準まで政策金利を引き上げることになろう。肝心の中立金利の水準は未だ明示されていないが、期待インフレ率 2%の世界を目指していること、自然利子率が潜在成長率から大きく乖離するとは考えにくいことを踏まえると、少なくとも 1%以上はあろう。利上げペースはこれまでと同様、半年に 1 回、25bp 程度、タイミングは展望レポートによる経済物価情勢の精緻な点検に合わせて、と考えるのが自然であり、そうであれば次回の利上げは 7 月の決定会合が基本路線となる。ただし、トランプ関税の動向とその影響次第で、如何様にも変わり得ることは言うまでもない。

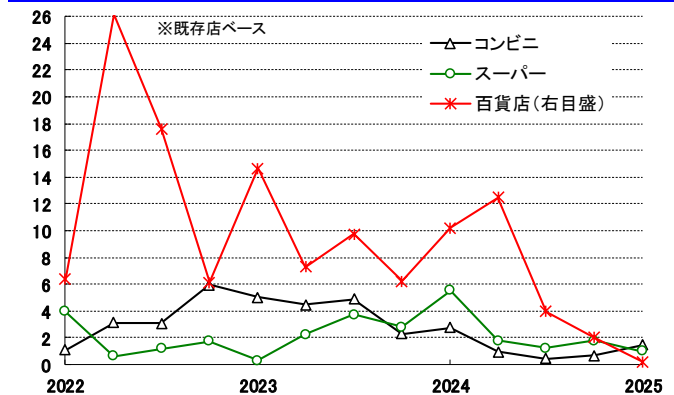
<sup>8</sup> 詳細は 2025 年 3 月 27 日付「日本経済情報 2025 年 3 月号 トランプ関税の下押しを賃上げが支え回復続く（改定見通し）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2832/>

## ＜今月の指標＞

## 小売販売：3月の消費はまだら模様

3月のコンビニ売上高（既存店）は前年同月比+2.7%となり、閏年の反動で落ち込んだ2月（▲1.0%）はもちろんのこと、1月の+2.6%をも上回った。その結果、1～3月期では前年同比+1.5%となり、10～12月期の+0.7%から伸びを高めた（右図）。3月については、気温上昇や販売促進でアイスや菓子、飲料といった加工食品が伸びを高めた（1月+3.2%→3月+4.1%）ほか、サラダなど日配食品（+1.0%→+1.8%）も好調だった。

業態別小売販売額の推移（前年同期比、%）



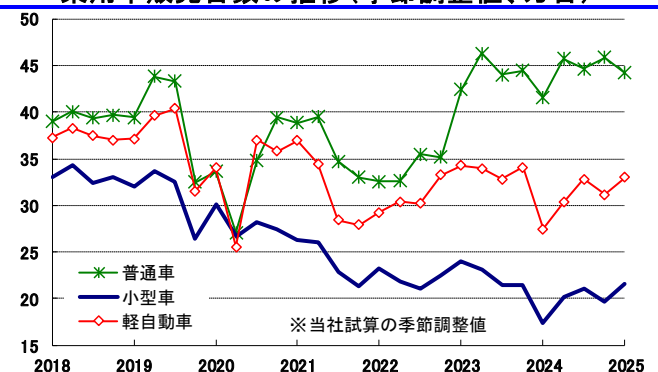
(出所) 各業界団体

3月の百貨店売上高（既存店）は前年同月比▲2.8%となり、閏年の反動で落ち込んだ2月（▲1.5%）からマイナス幅が拡大した。インバウンド（免税売上）が2022年3月以来のマイナス（▲10.7%）に転じたことが主因。客数は増加（+13.4%）したが円高やトランプ関税への懸念が高級品の買い控えにつながった模様<sup>9</sup>。その結果、1～3月期は前年同期比+0.2%にとどまり、10～12月期の+2.0%から伸びが鈍化した。

3月のスーパー売上高（既存店）は前年同月比+2.2%となり、閏年の反動で落ち込んだ2月の▲0.3%だけでなく、1月の+0.9%をも上回った。主力の食料品が+4.1%と1月（+4.3%）並みの高い伸びとなったことに加え、衣料品が+3.7%と4ヵ月ぶりのプラス（1月は▲2.5%）に転じたことが全体を押し上げた。食料品は価格上昇による部分が大きい、衣料品の好調は消費活動の活発化を示すものと言える。ただ、1～3月期では前年同期比+1.0%にとどまり、10～12月期の+1.8%から伸びが縮小した。日用雑貨や家電製品などの住関連品が伸び悩んだ。

3月の乗用車販売は前年同月比+9.6%となり、2月の+18.8%から伸びが鈍化した。季節調整済み前月比（当社試算値）でも▲7.1%と大きく落ち込んでいる。車両価格やガソリン代の上昇が逆風になったとみられる。それでも、1～3月期では前期比+2.1%と増勢を維持した。1～3月期については、普通車が▲3.6%と落ち込んだものの、小型車が前月比+9.3%もの大幅増、軽自動車も+5.9%と堅調拡大し、全体を押し上げた（右図）。

乗用車販売台数の推移（季節調整値、万台）



(出所) 日本自動車工業会、全国軽自動車協会連合会

## 外食売上：単価上昇で客数鈍化

3月の外食売上高は前年同月比+7.0%となり、前月の+6.0%を上回ったが、1月（+7.7%）には届かず、伸び悩んだ。客単価の伸びは1月の前年同月比+4.1%から3月は+4.4%へ若干高まったが、客数の伸びが鈍化した（1月+3.4%→3月+2.5%）。

<sup>9</sup> インバウンドを除いた「国内市場」の売上は3月に前年同月比▲2.0%と2月の▲3.5%からは改善したが、1月の+0.4%ほどではなく、日本人に限っても3月の販売は弱かった。

業態別の売上高を見ると（右図）、総じて1月並みの伸びに回復している中で、「パブ レストラン／居酒屋」が1月の+4.7%から3月は+0.8%へ伸びが鈍化しており、苦戦ぶりが目立っている。

なお、1～3月期の外食売上高は前年同期比+6.9%となり、10～12月期の+7.7%から伸びがやや鈍化した。客単価の伸び（10～12月期前年同期比+3.8%→1～3月期+4.5%）が高まった反面、客数の伸び（+3.8%→+2.3%）が鈍化しており、物価上昇が外食利用を抑制している可能性が指摘できよう。

### 設備投資：機械投資の増勢が鈍り、建設投資は低調

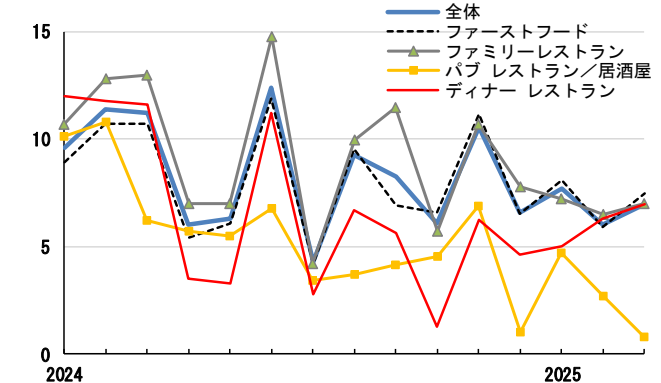
機械投資の先行指標である機械受注（船舶、電力を除く民需）は、2月に前月比+4.3%と3ヵ月ぶりに増加したが、1～2月平均の水準は10～12月を1.1%下回った。それでも、落ち込みは10～12月期の前期比+2.3%の範囲内であり増加傾向は維持しているが、勢いは鈍っている。

業種別にみると（右図）、製造業からの受注が1～2月平均は10～12月を4.0%下回り、全体を押し下げている。ただ、10～12月期が前期比+9.0%と大幅に増加した反動もあるとみられ、緩やかな増加基調を維持しているとみて良いだろう。

非製造業からの受注は、1～2月平均が10～12月期を0.5%上回った。10～12月期が前期比▲0.7%であり、概ね横ばいでの推移が続いている。

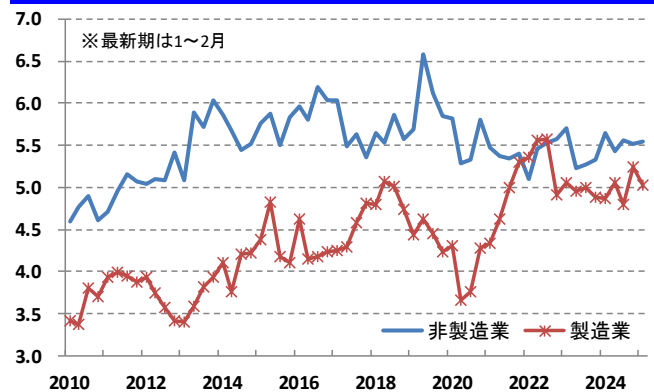
建設投資の先行指標の建築着工床面積（民間・非居住用）は、2月に前年同月比+5.4%と8ヵ月ぶりのプラスに転じたが、1月の大幅な落ち込み（▲26.1%）を挽回できておらず、1～2月平均では前年同期比▲11.0%もの大幅マイナスとなった。10～12月期の▲18.2%からは改善しているが、進捗ベースをイメージするため用途別に着工から竣工まで一定の期間を想定した移動平均を見ると（右図）、昨年终盤に下げ止まりの動きが見られた「倉庫」を含む、いずれの用途も減少傾向が続いている。建設投資も足元で軟調に推移しているとみるべきであろう。

外食売上の推移（前年同月比、%）



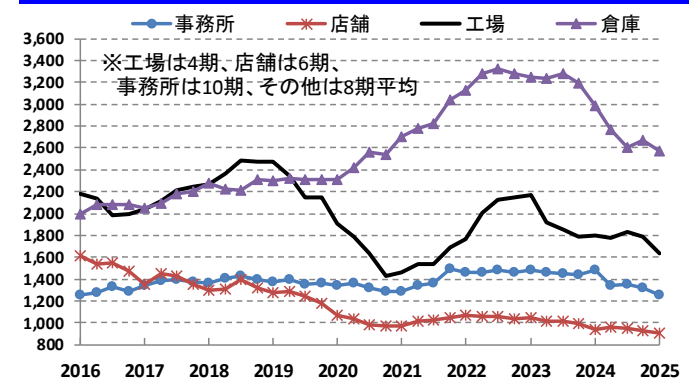
（出所）日本フードサービス協会

機械受注の推移（季節調整値、年率、兆円）



（出所）内閣府

建設着工床面積の推移（千㎡）

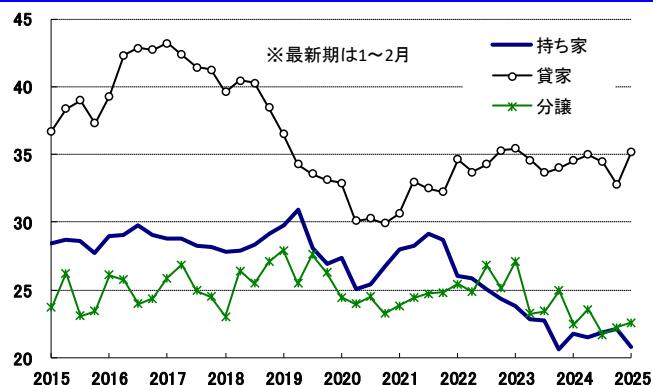


（出所）国土交通省

## 住宅投資：着工戸数は下げ止まり

先行指標の新設住宅着工戸数は 1 月の前月比 ▲1.2% から 2 月は +4.1% と持ち直し、1～2 月平均では 10～12 月を 1.5% 上回った。このままいけば、1～3 月期の住宅着工戸数は 3 四半期ぶりの前期比プラスとなり、下げ止まることになる。利用関係別に見ると、「分譲」の増加が続き（10～12 月期前期比 +2.5% → 1～2 月の 10～12 月比 +1.5%）、「貸家」が反発（▲4.9% → +7.5%）した一方で、「持ち家」が落ち込んだ（+1.1% → ▲6.0%）。ただ、1～3 月期の住宅投資は、10～12 月期までの着工の減少を反映し、前期比マイナスになる可能性もある。

住宅着工戸数の推移（季節調整値、年率・万戸）



(出所) 国土交通省

## インバウンド需要：過去最高を更新も増勢鈍化

3 月の訪日客数は 349.8 万人と前月（325.8 万人）から 2 ヶ月ぶりに増加し（右図）、1～3 月期は 1,053.7 万人と過去最高を更新した。ただ、前年同期比の伸び率は縮小しており（10～12 月期 +29.9% → 1～3 月期 +23.1%）、訪日客数は高水準ながら増勢が鈍化しつつある。

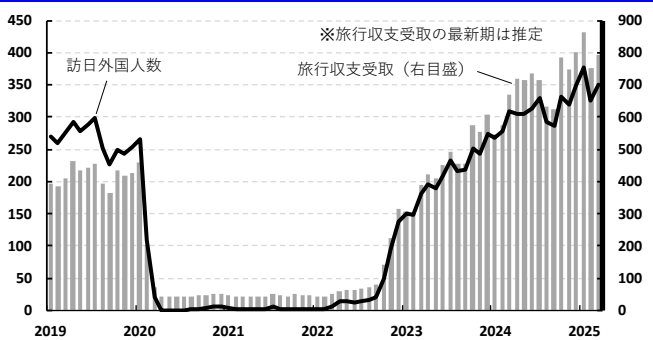
3 月は韓国からの訪日客数（69.2 万人）が全体の 19.8% を占め 2 ヶ月連続で最多。以下、中国本土（66.2 万人）の 18.9%、台湾（52.3 万人）の 15.0% と続く。東アジア全体のシェアは 59.6% と前月（69.8%）から低下した半面、ASEAN 主要 6 개국<sup>10</sup> 合計のシェアは前月の 12.1% から 13.3% に上昇、米国のシェアも 5.9% から 9.8% に上昇した。なお、3 月の訪日外国人による支出（旅行収支受取＝インバウンド需要）は、訪日客数が前月から増加した影響で、前月の 7,536 億円から 7,940 億円程度に増加した模様（上右図）。

一方、1～3 月期のインバウンド消費動向調査（1 次速報）によると、旅行消費額（訪日客数 × 1 人当たり旅行支出）は 2 兆 2,720 億円と 10～12 月期（2 兆 2,969 億円）から減少し、前年同期比の伸び率も縮小した（10～12 月期 +36.5% → 1～3 月期 +28.4%）。訪日客数の増勢鈍化に加えて、1 人当たり旅行支出の減少が響いた（23.6 万円 → 22.2 万円）。

## 通関輸出：財輸出は横ばい圏

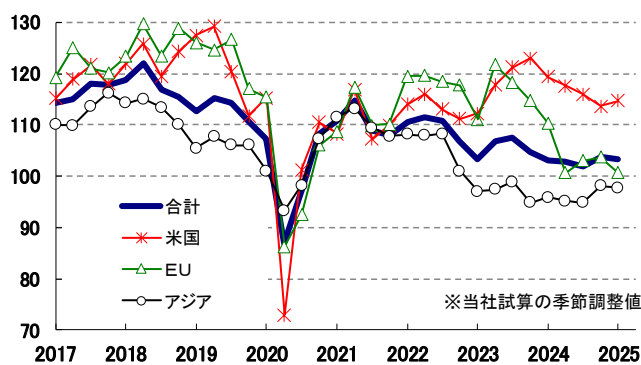
3 月の輸出数量指数は前月比 ▲3.7% と大幅に低下し、昨年 6 月以来の低水準に。前月比低下は 4 ヶ

訪日外国人数と旅行収支受取額（万人、10 億円）



(出所) 財務省、日本政府観光局、推定値は伊藤忠総研による

仕向け地別輸出数量指数（季節調整値、2020年=100）

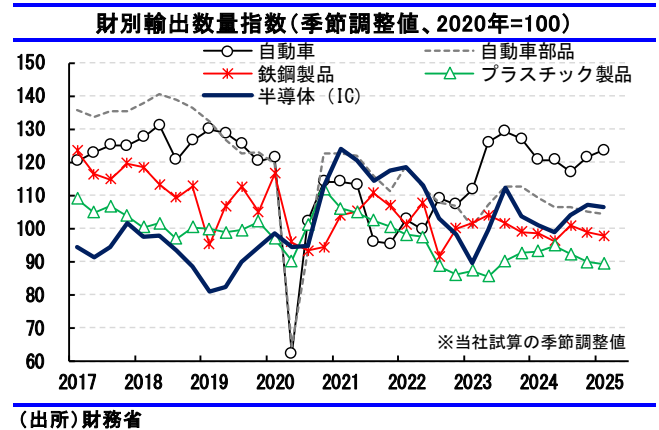


(出所) 財務省

月ぶり。四半期ベースでみると、昨年 10～12 月期は 5 四半期ぶりに増加したが（前期比+1.7%）、1～3 月期は▲0.3%とほぼ横ばい。

米国向けが関税引き上げ前の駆け込み的な動きもあって好調（10～12 月期前期比▲2.0%→1～3 月期前期比+0.9%）。ただし 3 月単月では前月比▲6.2%と大きく落ち込んでおり、関税引き上げの影響が表れた可能性がある。一方、EU 向けは落ち込み（+0.7%→▲2.9%）、アジア向けは小幅低下（+3.5%→▲0.4%）。アジア向けのうち中国向けは増加が続いており（+3.0%→+1.9%）、中国以外が低迷した模様。

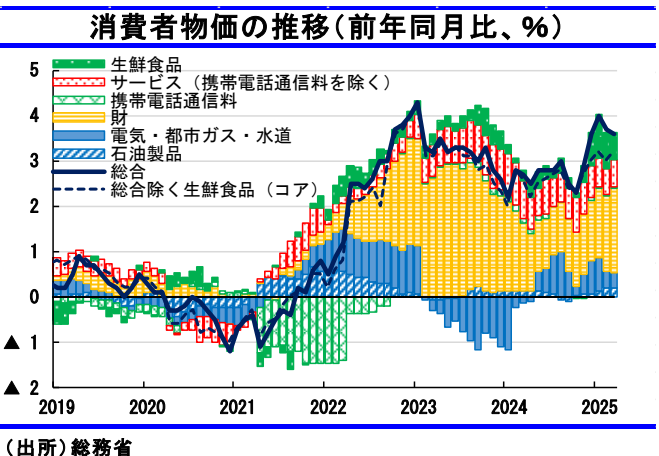
主な財の動向を見ると、品目別では、自動車（+3.8%→+1.7%）が好調を持続した半面、鉄鋼（▲2.1%→▲1.0%）や半導体（IC、+3.0%→▲0.6%）などが低迷した。（右図）。



### 消費者物価：補助金と生鮮食品値下がりで下落傾向

3 月の消費者物価は、「総合」が前年同月比+3.6%、2 月の+3.7%から小幅に伸びが鈍化。電気・ガス代への補助金再開や生鮮食品の価格下落が押し下げに寄与。鈍化は 2 か月連続。

一方、「コア」（生鮮食品を除く総合）は 2 月の+3.0%から+3.2%へ、生鮮食品とエネルギーを除く「コアコア」は+2.6%から+2.9%へ、それぞれ伸びが拡大。食料品の価格上昇が財、サービスとも広く波及した。



コアコアのうち、財は米類（2 月：+80.9%→3

月：+92.1%）、食料工業品（+3.6%→+4.0%）、耐久消費財（1.6%→2.2%）の伸び拡大が大きく寄与した。一般サービスも外食（+3.7%から+4.0%）、宿泊料（+5.2%→+6.6%）が伸びを高めたことを主因に 2 月の+1.3%から+1.4%へ伸びを高めた。コアは、エネルギーの伸びが電気・ガス代補助金の再開により+6.9%から+6.6%に鈍化したことから、コアコアの伸びを一部相殺。

4 月以降の消費者物価は、電気代・ガス代補助金の縮小によりエネルギー価格は上昇するが、高校授業料の段階的な無償化により伸びが抑制される見通し（総合に対する今年度分の寄与度は 0.15%ポイント程度）。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。