

# 日本経済情報 2025年5月号

## Summary

### 【内容】

1～3 月期はマイナス成長へ

4 月の景況感は一段と悪化

日米関税交渉は進展せず

円高・原油安は非製造業にプラス

トランプ関税の内需への影響は限定的

2025 年度の成長率見通しは据え置き

日銀は年内に利上げ再開

### <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

首席主任研究員

藤本 啓  
(03-3497-2894)  
fujimoto-kei  
@itochu.co.jp

## トランプ関税は内需主導の回復を妨げず（改定見通し）

1～3 月の GDP 成長率は前期比マイナス成長となったが、輸入の大幅増によるところが大きく、最終需要は減速するも増加を維持したことが示す通り、景気は停滞感あるも緩やかな拡大、との評価が適当。ただ、4 月も景況感の悪化が続いており、トランプ関税の影響には要注意。

景気の先行きを左右する日米関税交渉は今のところ目立った進展を確認できず。赤沢大臣は今月 30 日に 4 回目の協議のため訪米、農産品や LNG などの輸入拡大、自動車規制緩和、造船分野での協力などがテーマとなる見込みであるが、落としどころは見えず。

関税交渉については、米中が追加関税引き下げで合意したが、交渉進展の結果ではなく高関税に耐えられずリセットしたに過ぎない。EU に対する 50%の追加関税はトランプ政権が交渉を有利に進めるための圧力。英国との自動車関税引き上げを含む合意は米国にとって貿易黒字国であり日本にとっては前例とならず。見通し改定にあたりトランプ関税の前提を大きく変更するほどの材料は現時点で見当たらず。

一方で、円高・原油安が輸入コストの低下を通じて日本経済にメリットをもたらすという見方も変わらず。そのため、輸出は減少が避けられないが、設備投資は非製造業を中心に増勢を維持、個人消費は高い賃上げの継続と物価上昇抑制で回復に向かうとみられ、成長率予想は 2025 年度、2026 年度とも据え置き。日本経済は政府や日銀が試算する潜在成長率を上回るペースでの内需主導の回復傾向を維持、日銀はトランプ関税による不確実性の低下を待って、年内に利上げを再開しよう。

日本経済の成長率見通し(年度)

前年比,%,%Pt	2022 実績	2023 実績	2024 実績	2025 予想	2026 予想
実質GDP	1.3	0.6	0.8	0.8	1.1
個人消費	2.6	▲0.4	0.8	1.2	1.4
住宅投資	▲2.6	0.8	▲1.0	6.9	▲0.4
設備投資	3.6	▲0.1	2.6	2.0	1.3
公共投資	▲5.5	▲0.3	1.4	▲1.5	▲2.5
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(1.2)	(▲0.3)	(▲0.7)	(0.2)
輸出	5.0	3.1	1.7	▲0.4	4.1
輸入	7.4	▲2.7	3.4	2.9	3.0

(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

## 1～3 月期はマイナス成長へ

5月16日に発表された2025年1～3月期GDP1次速報値は、前期比▲0.2%（年率▲0.7%）となり、4四半期ぶりのマイナス成長を記録した（右図）。内訳を見ると、設備投資（10～12月期前期比+0.8%→1～3月期+1.4%）は増勢を強めたものの、個人消費（+0.1%→+0.0%）の停滞が続く中で、輸出（+1.7%→▲0.6%）がサービスの反動減（+6.0%→▲3.4%）を主因に減少に転じたため、需要全体では伸び悩んだ。さらに、輸入（▲1.4%→+2.9%）が前期の反動もあって大幅に増加したこともあり、純輸出（輸出－輸入）はマイナス寄与に転じ（+0.7%Pt→▲0.8%Pt）、国内総生産（GDP）もマイナス成長となった。

ただ、GDPのマイナス成長は、上記の通り輸入の大幅増によるところが大きい。1～3月期の経済の実態は、最終需要（国内最終需要＋輸出）が10～12月期の前期比+0.4%から+0.2%へ減速するも増加を維持したことが示す通り、停滞感はあるも緩やかな拡大、ということだろう。

## 4月の景況感は一段と悪化

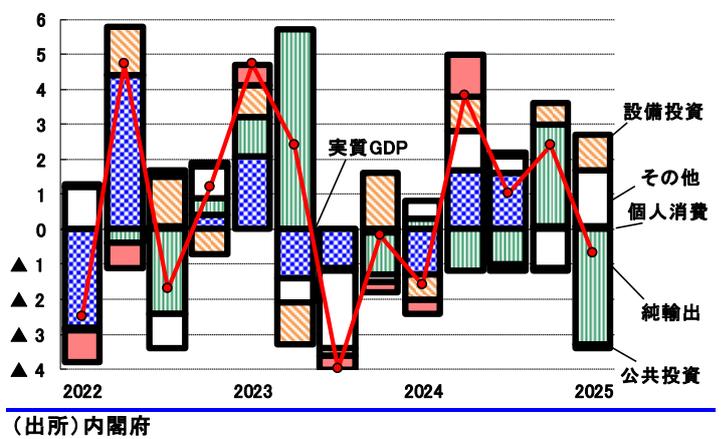
4月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI（水準、季節調整値）が一段と低下した（2月45.4→3月44.4→4月43.2）。コロナ期間中だった2022年8月（42.7）以来の低水準であり、景気がかなり冷え込んでいることを示した。

主な内訳を見ると、家計部門の需要と関係の深い「家計動向関連」は、3月の43.7から4月は42.0へ低下した。うち、悪化が目立つのは「小売関連」（3月42.1→4月40.1）であり、悪化の理由としてはインバウンド需要一巡のほか、物価高や節約志向、トランプ関税や株価下落が多く挙げられた。「サービス関連」（47.6→45.4）や「住宅関連」（43.5→41.1）も悪化、理由は概ね同様であった。一方で、「飲食関連」（40.7→43.8）は改善しており、来客数の増加や価格転嫁の進捗が理由に挙げられた。

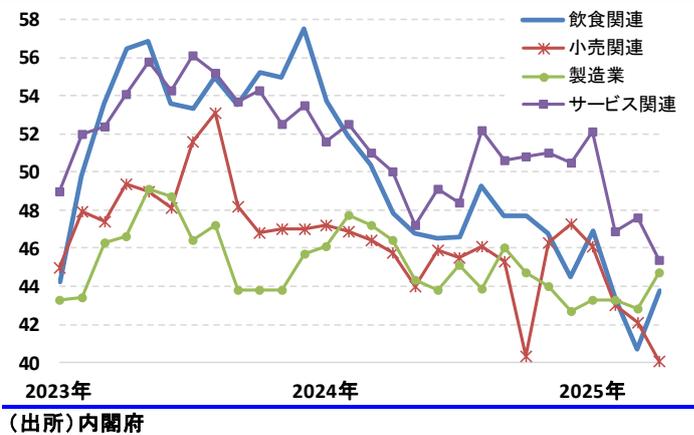
こうした状況は、後段の＜今月の指標＞で示した主な業態の売上動向と概ね整合的である。すなわち、小売業界ではインバウンド需要の頭打ちや物価上昇に加え、トランプ関税による悪影響が出始めているが、外食業界では逆にインバウンド需要が底堅く、天候に恵まれたこともあり、単価が上昇しても客数は落ち込まず景況感が持ち直すという対照的な動きとなっている。

「企業動向関連」（3月45.2→4月45.4）は小幅ながら改善した。内訳を見ると、非製造業（46.9→45.8）は上記の消費関連分野と同様に悪化したが、製造業（42.8→44.7）は改善した。製造業では食

実質GDPの推移（季節調整値、前期比年率、%）



景気ウォッチャー調査（現状判断、水準、季節調整値）



品を中心に価格転嫁の進捗が改善の理由とされたほか、電気機器で AI 関連や半導体製造装置向けの受注増、化学品で関税引き上げ前の駆け込み需要が挙げられていた。

### 日米関税交渉は進展せず

景況感の悪化をもたらしたトランプ関税であるが、今のところ日米の交渉に目立った進展は確認されていない。4月16日、赤沢経済再生担当大臣が訪米、トランプ大統領も交えて会談し、できるだけ早期の合意に向けて5月中旬以降に集中的に協議するとの認識で一致。赤沢大臣は4月30日にも訪米、翌日、ベッセント財務長官と2回目の関税交渉を実施し、①日米間の貿易拡大、②非関税措置、③経済安全保障面での協力、などについて議論が行われたが、一致点を見出せる状況には至らなかったようである。また、為替レートの水準や目標には触れられなかったが、これは直前に行われた加藤財務大臣とベッセント長官との協議（4/25）で「市場において決定されること」とされた通りであった。

赤沢大臣は5月23日にも訪米し、ラトニック商務長官およびグリア米通商代表部（USTR）代表と協議を行った。その内容について赤沢大臣は、自動車や鉄鋼などに対する関税措置の撤廃を強く求めたうえで、月初の訪米で協議した貿易拡大、非関税措置、経済安全保障面の3つのテーマについて「前回以上に率直かつ突っ込んだやり取りができた」とした。しかしながら、米国側で関税交渉を主導するベッセント財務長官が不在だったことから具体的な成果はなかったとみられ、ただ6月15～17日にカナダで予定されるG7サミットの際に日米首脳会談を開催し、何らかの合意を目指す方針のみが示された。

その実現に向けて、赤沢大臣は5月30日にも再訪米し、ベッセント長官と協議を行う予定である。現時点で交渉の落としどころは全く見えないが、①貿易拡大に関しては、農産品やエネルギー（LNG）、防衛装備品などが対象になるとみられ、実際に日本が何をどの程度米国から輸入し米国の対日赤字がどれだけ縮小するのかが協議の焦点となろう。日本側としては、米国の輸入削減や輸出拡大につながる対米投資を貿易拡大に資するものとして認めさせられるかが重要となる。②非関税措置については、米国製自動車の日本での販売において障害となり得る規制の緩和・撤廃が最大の論点になりそうである。③経済安全保障に関しては、AIや半導体など重要技術の開発協力のほか、中国に大きく劣後する米国造船産業の競争力を高めるため、日本として何ができるかも重要なテーマとなろう。

関税協議については、米国と中国が5月14日、相互関税を115%引き下げることに関意した。ただし、交渉が進展したことを示す決定事項などは聞かれず、115%のうち24%は90日間の停止にとどめている。つまり、交渉が進展したわけではなく、経済へ致命的な影響を与えかねない水準まで引き上げてしまった追加関税を一旦リセットしただけであろう。そのため、今後も交渉が十分に進展せず、90日の猶予期間後に相互関税が24%ないしはそれ以上引き上げられる可能性は十分にある。

EUとの間でも相互関税を巡る動きがあった<sup>1</sup>。トランプ大統領は5月23日、EUに対して6月1日から50%の追加関税を課す方針を示した。その後、発動を7月9日まで延期するとしたが、トランプ大統領の狙いは米国に有利な形での交渉進捗を促すことであろう。日本の交渉における参考という意味でも、今後の報復措置を含めたEUの対応が注目される。

<sup>1</sup> 詳細は、2025年5月27日付 Economic Monitor 「欧州経済：対米関係に左右される状況が続く」 参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2884/>

一方で、トランプ政権は英国とは5月8日、自動車関税引き下げを含む貿易協定の合意に至った。これを受けて対日自動車関税の引き下げに期待する向きも一部にはあるが、そのハードルは高いだろう。第一に、米国にとって英国は貿易黒字国であり、大幅な赤字を抱える日本とは立ち位置が全く異なる。第二に、英国が米国に輸出する自動車は年間10万台程度であり、年間135万台余り（2024年実績<sup>2</sup>）も輸出している日本とは規模が違ふ。英国の前例をもって日本の交渉の行方を楽観的にみることは避けた方が良さそうである。

以上の通り、現時点では本レポート4月号<sup>3</sup>で想定したトランプ関税の前提を大きく変更するほどの材料はない。すなわち、当社は今回の見直し改定において、相互関税のうち「相互関税率」は対中国で8月中旬に再び24%（共通税率との合計で34%）へ引き上げ（中国の報復関税も同水準へ）、その他の国に対しては交渉の決着ないしは継続により90日後（7月上旬）も発動せず、商品別関税は現状のまま継続<sup>4</sup>、10%の世界共通関税は2026年3月に廃止と想定した。

したがって、日本におけるトランプ関税の影響についても、日本の対米輸出が2年間で約10%減少、輸出全体では2%程度減少し、GDPを0.4%程度押し下げるとの見方を変えていない。

### 円高・原油安は非製造業にプラス

また、トランプ関税が円高・原油安を通じて日本企業にメリットをもたらすと見方も維持する。ドル円相場は、トランプ大統領が相互関税を発表した4月2日以降、1ドル=149円台から4月下旬には141円前後まで円高が進み、5月中旬に一時148円台まで円安方向に戻す局面はあったが、足元では142円台で推移、物価高の一因だった円安は修正されつつある。原油価格も、WTI先物で1バレル=70ドル強から5月に入り60ドル前後で推移している。円安修正は輸出企業の業績にマイナスながら、内需向けビジネスでは輸入コストの低下を通じて利益を押し上げ、原油安は幅広い分野で増益要因となることは先月号で示した通りである。

さらに、トランプ関税による輸出の減少や企業業績の変化は、期待成長率やキャッシュフローを通じて設備投資に影響を与える。製造業においては、前述の通り輸出が10%程度減少する結果、売上高が1.9%減少するが、これが期待成長率をそのまま押し下げるとすると、当社試算の投資関数（右表）に基づけば製造業の設備投資は0.3%程度減少する。加えて、前月号の試算の通り円安修正で製造業の営業利益は2.0兆円減少（前年比▲9.0%）するため、同様にキャッシュフローの減少を通じて設備投資は2.7%程度、金額にすると0.5兆円強減少すると試算される。これらを合わせると、トランプ関税によ

設備投資（製造業、非製造業）の推計式

推計期間	キャッシュフロー	期待成長率 (今後5年間)	定数項	補正R2
製造業	0.894 (7.260)	0.194 (3.633)	0.375 (0.301)	0.753
非製造業	0.858 (6.287)	0.131 (2.789)	0.965 (0.658)	0.664

(注) 1. 推計期間は2002～2023年度。下記の推計式における各変数の係数。( )内はt値。

$\log(\text{設備投資}) = \alpha \cdot \log(\text{キャッシュフロー (2年度平均)}) + \beta \cdot \log(\text{期待成長率 (1年度前)}) + \text{定数項}$

2. キャッシュフロー=経常利益÷2+減価償却費。期待成長率は「我が国の実質経済成長率・今後5年間の見直し」。

(出所) 財務省「法人企業統計」、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

<sup>2</sup> 日本の対米自動車輸出台数は、2024年の実績で137.6万台（うち乗用車135.4万台）。

<sup>3</sup> 2025年4月28日付「日本経済情報2025年4月号 トランプ関税の悪影響を円高・原油安が緩和（改定見直し）」。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2853/>

<sup>4</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。

り製造業の設備投資は今後 2 年間で 0.6 兆円（2.9%）程度下押しされることになる。

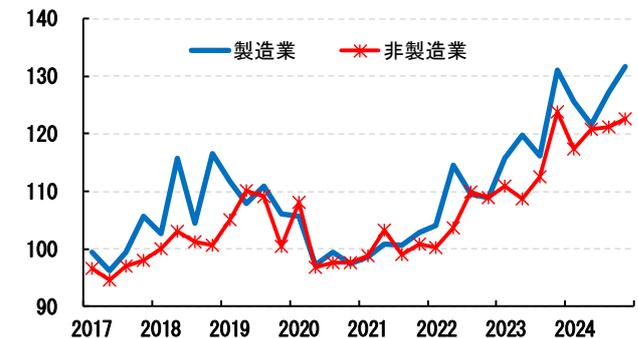
一方で、非製造業については、トランプ関税の影響を受けるのが財輸出に限られるため輸出減少を通じた影響は限定的となる。そのため、影響は、円安修正により営業利益が 2.5 兆円（+4.5%）増加し設備投資が 2.1%（0.7 兆円）程度押し上げられるというプラス面だけとなる。

したがって、トランプ関税による日本の設備投資への影響は、製造業におけるマイナスを非製造業におけるプラスがやや上回り、全体で見れば若干のプラスになると考えられる。

## トランプ関税の内需への影響は限定的

こうしたトランプ関税の影響を踏まえると、設備投資の先行きはどうか。まず、製造業と非製造業の設備投資の最近の動きを法人企業統計季報で確認すると、昨年夏場以降は製造業の回復が顕著である（右図）。製造業の設備投資は、2024 年 1～3 月期（前期比▲2.3%）、4～6 月期（▲3.1%）と 2 四半期連続で減少したが、7～9 月期は+5.0%と急反転、10～12 月期も+0.7%と増勢を維持した。先行指標である機械受注の動きを見る限り、2025 年 1～3 月期も高水準を維持した模様である<sup>5</sup>（巻末＜今月の指標＞参照）。

名目設備投資の推移（季節調整値、2020年=100）



（出所）財務省

今後はトランプ関税の影響で製造業での減少が見込まれるが、非製造業では 1～3 月の機械受注が前期比+5.7%と大きく伸びたことや、建設投資に下げ止まりの動きがみられることから増勢を維持し、設備投資全体を下支えしよう。GDP 統計ベースの設備投資は、実質で 2024 年度に前年比+2.6%と 2 年ぶりの増加に転じたが、2025 年度以降も人手不足が極まる非製造業を中心に増加が続くと予想する。

また、トランプ関税が企業の賃上げへ与える影響も懸念されていたが、現時点でも引き続き限定的である。連合が発表した 2025 年春闘第 5 回集計結果（5/2 時点）によると、賃上げ率は 5.32 %と第 4 回集計（4/15 時点）の 5.37%から小幅縮小したが、回を重ねる毎に低下していく例年の傾向の範囲内であり、未だ前年の同時期を 0.15%ポイント上回っていることから、トランプ関税の影響は限られ良好な結果が続いている。より大きな影響が懸念されていた中小組合（中小企業）に限っても、賃上げ率は 4.93%（前年同期比 0.27%ポイント）と第 4 回の 4.97%から小幅低下にとどまり、同様に良好な結果を維持している。高い賃上げの継続は、円安修正による物価上昇の鎮静化と相まって、個人消費の回復を促すことが期待される。

## 2025 年度の成長率見通しは据え置き

以上で見た通り、景気は停滞気味であるが、トランプ関税の影響について従来の見方を変える必要がないことから、2025 年度の成長率見通しも先月の前年比+0.8%のまま維持する（次ページ表）。

主な需要動向について見ると、輸出は米中向けを中心に落ち込むものの、個人消費は賃金上昇が続くなかで物価上昇が抑制されることから増勢を強め、設備投資は非製造業を中心に拡大基調を維持する

<sup>5</sup> 2025 年 1～3 月期の法人企業統計は 6 月 2 日に公表予定。

ため、年間の成長率は政府（内閣府）が 0.6%、日銀が 0.66%と推計する潜在成長率を上回る。すなわち、今後の日本経済は、一時的に停滞することはあっても後退局面入りは避けられ、デフレへ後戻りすることなく経済正常化に向けた動きを維持すると予想する。

2026 年度についても、トランプ関税の悪影響が一巡し、輸出の復調により前年比+1.1%へ成長率が高まるという前回の見通しを維持する。設備投資は金利の上昇が逆風となるが、トランプ関税による不確実性の低下が押し上げ要因となり、増勢を維持する。円高傾向が続くことは輸出の逆風とはなるが、一方で物価上昇を抑え個人消費の拡大を後押ししよう。そのため、景気は内需主導で回復に向かうと予想する。

### 日銀は年内に利上げ再開

日銀は4月30日～5月1日の金融政策決定会合で、大方の予想通り政策金利の据え置きを決めた。トランプ関税の影響で市場が混乱しているため判断を留保した、というわけではなく、前回1月の利上げから3か月しか経っていないうえ、行き過ぎた円安が修正されつつありインフレが加速する恐れがないため、ただ利上げを急ぐ理由がないというだけに過ぎない。

より重要なのは、日銀が「展望レポート」に織り込んだトランプ関税の影響である。結果（下表）は、2025年度の成長率見通しを前回1月の前年比+1.1%（中央値）から+0.5%～0.6%ポイントも引き下げ、2026年度も+1.0%から+0.7%～0.3%ポイント引き下げた。つまり、トランプ関税によって日本のGDPは2年間で0.9%減少すると見込んだことになる。

特に注目したいのは2025年度の成長率が+0.5%まで下げられたことである。日銀が試算する潜在成長率は0.66%であり、それを下回る成長率はデフレ圧力がかかり、デフレに後戻りするリスクが高まる可能性を示していることになる。

実際に、消費者物価の見通し（中央値）は「コア」で2025年度（前回前年比+2.4%→今回+2.2%）、2026年度（+2.0%→+1.7%）とも引き下げられ、今回から見通しの対象となった2027年度は+1.9%と2%を下回っている。説明文によると「見通し期間後半に」に「『物価安定の目標』と概ね整合的な水準で推移する」とされ、文章自体は前回と同じであるが、今回から見通し期間が1年延びていることを踏まえると、物価目標の達成時期もその分先送りさ

日本経済の推移と予測（年度）

前年比,%,%Pt	2022 実績	2023 実績	2024 実績	2025 予想	2026 予想
実質GDP	1.3	0.6	0.8	0.8	1.1
国内需要	1.8	▲0.6	1.2	1.4	0.9
民間需要	2.6	▲0.6	1.1	1.8	1.2
個人消費	2.6	▲0.4	0.8	1.2	1.4
住宅投資	▲2.6	0.8	▲1.0	6.9	▲0.4
設備投資	3.6	▲0.1	2.6	2.0	1.3
在庫投資(寄与度)	(0.0)	(▲0.3)	(0.0)	(0.1)	(▲0.1)
政府消費	1.1	▲0.8	1.5	0.8	0.8
公共投資	▲5.5	▲0.3	1.4	▲1.5	▲2.5
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(1.2)	(▲0.3)	(▲0.7)	(0.2)
輸出	5.0	3.1	1.7	▲0.4	4.1
輸入	7.4	▲2.7	3.4	2.9	3.0
名目GDP	2.3	4.9	3.7	4.0	3.4
失業率(%、平均)	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6
経常収支(兆円)	9.1	26.2	30.4	27.9	28.8
消費者物価(除く生鮮)	3.0	2.8	2.7	2.2	1.6

（出所）内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

日銀政策委員の大勢見通し（2025年4月）

年度	実質GDP		消費者物価			
			除く生鮮食品 (コア)		除く生鮮食品・エネルギー (コアコア)	
	今回(4月)	前回(1月)	今回(4月)	前回(1月)	今回(4月)	前回(1月)
2024	+0.7~0.7 <+0.7>	+0.4~0.6 <+0.5>	+2.7 <+2.7>	+2.6~2.8 <+2.7>	+2.3 <+2.3>	+2.1~2.3 <+2.2>
2025	+0.4~0.6 <+0.5>	+0.9~1.1 <+1.1>	+2.0~2.3 <+2.2>	+2.2~2.6 <+2.4>	+2.2~2.4 <+2.3>	+2.0~2.3 <+2.1>
2026	+0.6~0.8 <+0.7>	+0.8~1.0 <+1.0>	+1.6~1.8 <+1.7>	+1.8~2.1 <+2.0>	+1.7~2.0 <+1.8>	+1.9~2.2 <+2.1>
2027	+0.8~1.0 <+1.0>	/	+1.6~2.0 <+1.9>	/	+1.9~2.1 <+2.0>	/

（注）< >内は政策委員見通しの中央値。（出所）日本銀行

れたことになる。

さらに言えば、景気の減速が見込まれる中で利上げを続けられるのかも気になる点であるが、会合後の記者会見で日銀植田総裁は利上げ姿勢の維持を表明し、その理由として「見通し期間内に基調的物価が2%に大体到達するという見通しが維持されている」ことを挙げた。景気の減速はあくまでも一時的だということであろう。

以上を踏まえると、これまで予想していた7月(30~31日)利上げの可能性は低下したと考えざるを得ない。もちろん、相互関税上乗せ分の適用が猶予される7月8日までに日米間の交渉がまとまる可能性はある。植田総裁は「トランプ大統領が関税をゼロにするとか、あるいはきわめて低い水準で満足するというオプションが取られたときに」は利上げを急ぐ必要があり得るとした。そのため、7月利上げの可能性も残る。

ただ、仮に日米の関税交渉が90日の猶予期間内に決着、相互関税の上乗せ分は発動が見送られるとしても、トランプ政策を巡る不確実性は残るため、現時点では10月の展望レポートで経済後退の回避と賃上げの継続などによる「基調的な物価」の上昇傾向を確認し、利上げを再開すると予想したい。

## <今月の指標>

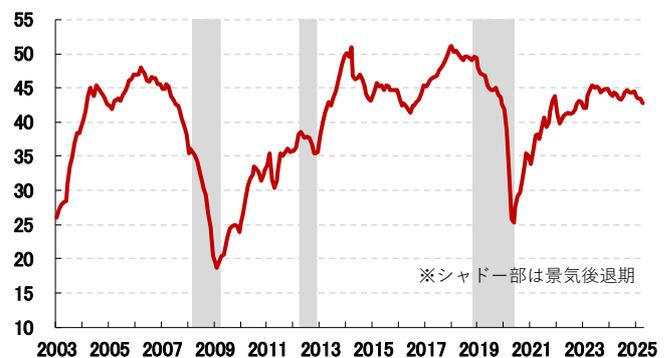
### 帝国データバンク「TDB 景気動向調査」：企業景況感は緩やかに悪化

企業景況感を示す景気DIは、4月に前月比0.8ポイント低下して42.7となり、2023年2月(42.1)以来2年2ヵ月ぶりの低水準を記録した(右図)。

2023年半ば以降、景況DIは低下傾向にあるが、過去の景気後退局面ほど急速ではなく、景気は停滞状態にあるという評価が適当であろう。

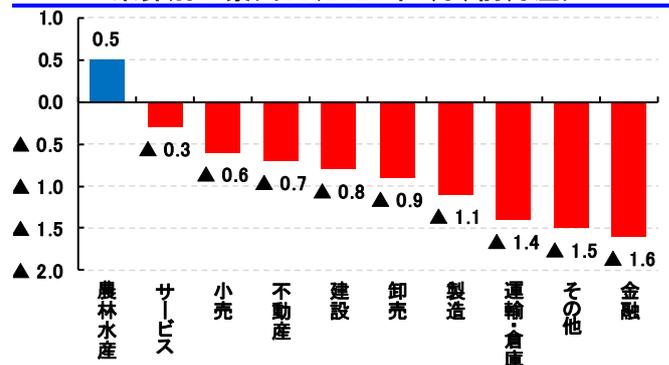
業界別に見ると、4月は10業界中9業界で悪化した(右下図)。悪化の理由として、「金融」(前月比▲1.6pt)ではトランプ関税への警戒感による市場変動の高まりや円高進行を、「運輸・倉庫」(▲1.4pt)では人件費や燃料のほか仕入れ高による収益圧迫やトランプ関税への警戒を挙げており、「製造業」(▲1.1pt)でもトランプ関税が輸出や生産、設備投資に悪影響を及ぼすと指摘するなど、多くの業界でトランプ関税による影響が確認された。半面、「農林水産」(+0.5pt)は、農産品の高値推移が景況感の改善につながった模様である。

景気DIの推移(全国)



(出所)帝国データバンク

業界別の景気DI(2025年4月、前月差)



(出所)帝国データバンク

## 小売販売：行楽需要は好調もインバウンドが減少

4月のコンビニ売上高（既存店）は3月の前年同月比+2.7%から+2.0%へ伸びが鈍化した。来店客数（3月+0.6%→4月+0.5%）、客単価（+2.1%→+1.5%）とも鈍化した。行楽需要の高まりを背景に、おにぎりやカウンター商材など日配食品（+1.8%→+3.0%）が伸びを高めたものの、加工食品（+4.1%→+3.1%）や非食品（+2.0%→+1.3%）は伸びが鈍化、サービス（+4.9%→▲5.8%）はマイナスに転じた。

4月のスーパー売上高（既存店）は、3月の前年同月比+2.2%から+3.4%へ伸びを拡大した。全体の7割を占める食料品（3月前年同月比+2.2%→4月3.4%）が価格上昇により伸びを高めたことが主因。日用雑貨（+2.7%→+4.8%）も行楽需要の高まりから弁当用品などが好調で伸びを高めた。

4月の百貨店売上高（既存店）は前月の前年同月比▲2.8%から▲4.5%へマイナス幅が拡大。マイナスは3か月連続。インバウンド（免税売上）の落ち込み（3月▲10.7%→▲26.7%）が主因。インバウンドの来店客数（3月+13.4%→+3.1%）が伸び悩んだことに加え、円安修正による高額商品の不振で購入単価が低下した。

4月の乗用車販売は前年同月比+11.0%となり、3月の+9.6%から伸びを高めた。季節調整済みの年率で406.5万台（当社試算値）となり、1～3月期の平均399.0万台を1.9%上回った。

クラス別に見ると、小型車（4月の1～3月平均比▲0.8%）は概ね横ばいにとどまったが、普通車（+2.4%）は復調、軽自動車（+2.9%）は増加基調を維持し、全体を押し上げた（右図）。

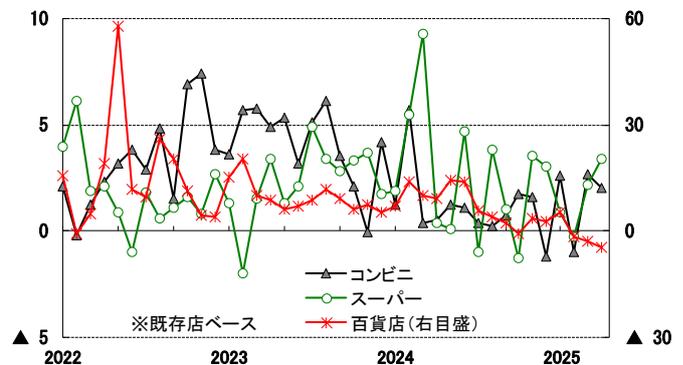
ただ、4月の景気ウォッチャー調査では、車両価格上昇やトランプ関税の影響などを背景に自動車購入に対する消極的な姿勢も見られており、引き続き消費者マインドの動向に留意が必要であろう。

## 外食売上：特殊要因を除けば好調

4月の外食売上高は前年同月比+6.0%となり、前月の+7.0%から伸びは縮小した（右図）。客単価（3月前年同月比+4.4%→4月+5.1%）は伸びを高めたが、客数（+2.5%→+0.9%）の伸びが鈍化した。

売上高を業態別に見ると、「ファミリーレストラン」（3月+7.0%→4月+8.4%）、「パブレストラン／居酒屋」（+0.8%→+3.7%）、「ディナーレストラン」（+7.0%→+7.7%）はいずれも伸びを高めたが、「ファーストフード」（3月+7.5%→4月+4.4%）のみ伸びが鈍化し、全体を押し下げた。

**業態別の売上高の推移（既存店、前年同月比、%）**



（出所）日本百貨店協会、日本フランチャイズチェーン協会、日本チェーンストア協会

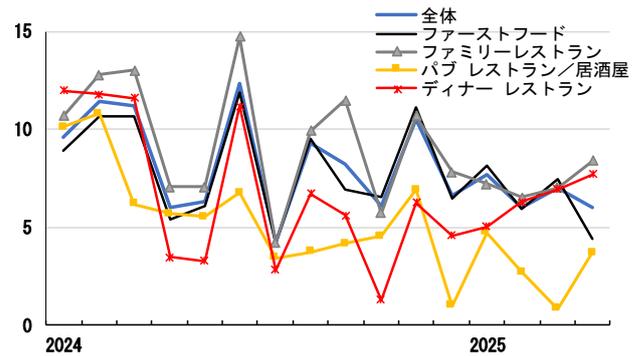
**新車販売台数の推移（乗用車、季節調整値、万台）**



（出所）日本自動車工業会、全国軽自動車協会連合会

「ファーストフード」の落ち込みは、客数が3月の前年同月比+2.6%から4月は▲0.7%とマイナスに転じたことによる（客単価は+4.7%→+5.1%）。異物混入のあった牛丼チェーンで約3日間の全店休業や客離れがあったことが影響した模様。こうした特殊要因を除けば、気候が安定し花見や大型連休で人出が増えたことに加え、インバウンド需要が好調さを維持し、外食売上は総じて好調だった。

### 外食売上高の推移(前年同月比、%)



(出所)日本フードサービス協会

## 設備投資：機械投資は増勢加速、建設投資は下げ止まり

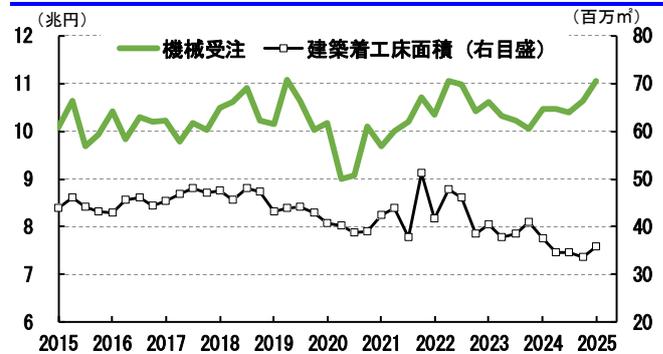
機械投資の先行指標である機械受注（船舶、電力を除く民需）は、3月に前月比+13.0%と大幅に増加。四半期ベースでも1~3月期は前期比+3.9%と内閣府見通し（▲2.2%）の減少予想に反して増加、かつ昨年10~12月期の+2.3%から伸びを高めた（右図）。

1~3月期の動向を業種別にみると（右下図）、製造業（10~12月期前期比+9.0%→1~3月期前期比▲0.9%）は概ね横ばいとなり、大きく増加した昨年10~12月期の水準を維持した。繊維工業（▲12.8%→+16.8%）や金属製品（+0.1%→+15.9%）、電気機械（+2.6%→+15.5%）が増加した。一方で、パルプ・紙・紙加工品（+169.3%→▲65.3%）や石油製品・石炭製品（+59.4%→▲44.9%）が前期の反動で減少に転じ、情報通信機械（▲11.1%→▲21.0%）の減少が続いた。

非製造業（▲0.7%→+5.7%）は2四半期ぶりの増加に転じた。卸売業・小売業（▲6.3%→+18.1%）や通信業（▲12.5%→+13.9%）、リース業（+62.3%→+10.5%）が増加し全体を牽引した。一方で、情報サービス業（+16.3%→▲15.0%）や運輸業・郵便業（+11.7%→▲13.4%）は減少した。

4~6月期の内閣府見通しは全体で前期比▲2.1%であるが、製造業は+1.7%と底堅い推移が見込まれている。ただ、製造業は売上高に占める輸出の割合が高く、トランプ関税や円高による悪影響を受けやすいため、機械投資が見通し通り増加するか予断を許さない。一方の非製造業は前期比▲4.5%が見込まれているが、1~3月期の増加（+5.7%）の範囲内であり、円高が仕入れコストの減少を通じて利益を押し上げる面もあるため<sup>6</sup>、機械投資の底堅い推移が期待できそうである。

### 機械受注と建築着工床面積(季節調整値、年率)



(出所)内閣府、国土交通省

### 機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



(出所)内閣府 (注)非製造業は船舶・電力を除く

<sup>6</sup> 詳細は2025年4月28日付「日本経済情報2025年4月号 トランプ関税の悪影響を円高・原油安が緩和(改定見通し)」

建設投資の先行指標である建築着工床面積（民間・非居住用）は、3月に前月比+7.3%と2か月連続で増加（当社試算の季節調整値）した。その結果、1～3月期は前期比+6.6%と2四半期ぶりに増加（前ページ右上図）、建設投資に下げ止まりの動きが見られた。用途別には、「工場」（10～12月期前期比▲23.2%→1～3月期▲11.6%）の減少が続いた半面、「倉庫」（+25.6%→+8.7%）と「事務所」（+1.7%→+5.9%）の増加が続き、「店舗」（▲15.5%→+20.4%）は持ち直している。

## 住宅投資：法改正前の駆け込みで着工数が急増

先行指標の新設住宅着工戸数は3月に前月比+34.1%と急増した。四半期ベースでは、昨年7～9月期（前期比▲2.6%）、10～12月期（▲1.1%）と2四半期連続で減少した後、1～3月期は+13.9%もの急増となった（右図）。4月の建築基準法と建築物省エネ法の改正により建築事業者の事務負担が増加するため、駆け込み的な着工増が発生した模様。

利用関係別に見ると、「貸家」が3四半期ぶりに増加（1～3月期前期比+23.2%）、「分譲」（+8.0%）は2四半期連続で増加、「持ち家」（+7.7%）は3四半期連続で増加した（右図）。

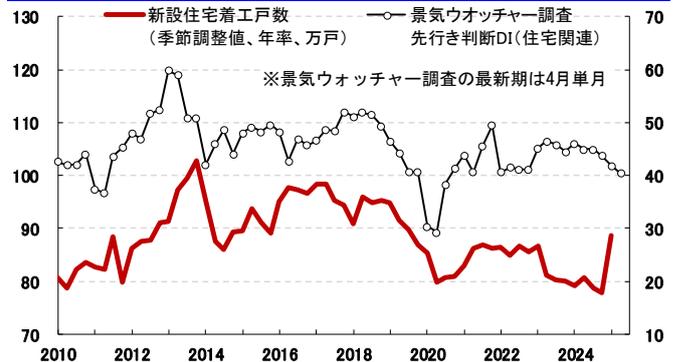
今後については、駆け込み需要の反動減が見込まれるうえ、住宅価格の高騰が続き、住宅ローン金利の上昇が見込まれるため、住宅投資は軟調な推移が予想される。景気ウォッチャー調査では、4月の住宅関連の先行き判断DIが1～3月平均の水準を1.5ポイント下回るなど、住宅業界の見方も悲観的である（右上図）。理由として、建築資材価格の高騰による住宅価格の値上がりが販売の低迷に繋がるとの指摘のほか、住宅ローン金利の引き上げで住宅の買い控えが起きるとの懸念が挙げられている。トランプ関税による景気の先行き不透明感の強まりが、住宅販売に悪影響を及ぼすとの指摘もあった。

## インバウンド需要：中国本土の増加で訪日客が最多更新

4月の訪日客数は2か月連続で増加、390.9万人となり過去最高を更新（次ページ右上図）。前年同月比では+28.5%と、1～3月期の前年同期比+23.1%を上回り、増勢を強めている。

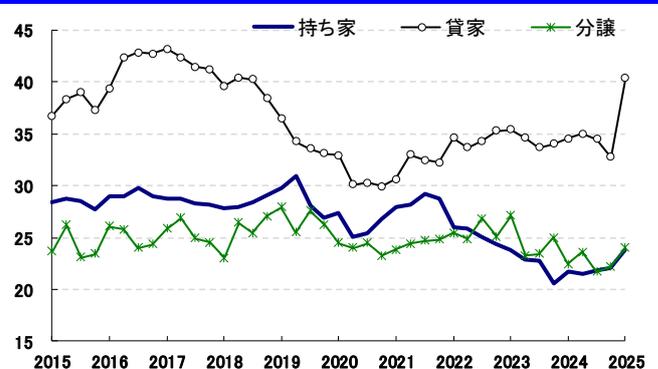
内訳を見ると、中国本土からの訪日客数（76.5万人）が全体の19.6%を占め3か月ぶりに最多に。清明節休暇（4/4～4/6）という季節要因に加えて、地方空港を含めた航空路線の増便が影響したとみられる<sup>7</sup>。以下、韓国の72.2万人（シェア18.5%）、台湾の53.8万人（13.8%）と続く。

住宅着工戸数と先行き判断DI(住宅関連)の推移



(出所)国土交通省、内閣府

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

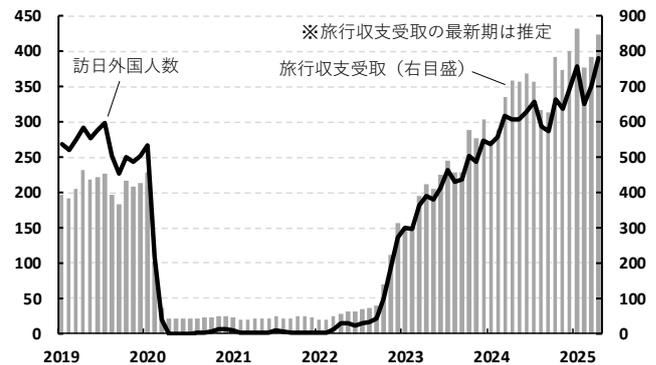
参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2853/>

<sup>7</sup> 萩川直也観光庁長官は5/21の記者会見で、中国からの訪日客の大幅増加について「中国国内での堅調な訪日需要や、航空便の増便などが好調な理由ではないか」と発言。（2025年5月21日時事通信）

しかしながら、東アジア全体のシェアは58.5%と前月(59.6%)から低下、ASEAN主要6カ国<sup>8</sup>のシェアも低下(3月13.3%→4月12.4%)した。一方で、欧州(6.3%→7.7%)や豪州(2.4%→2.9%)がシェアを高めた。

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、前月の7,852億円から8,490億円程度に増加した模様(当社推計)。ただ、今年1月に記録した過去最高(8,629億円)には及ばず、円安修正の影響で1人当たり旅行支出が減少したとみられる。

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

## 通関輸出：トランプ関税の直接的な影響は確認できず

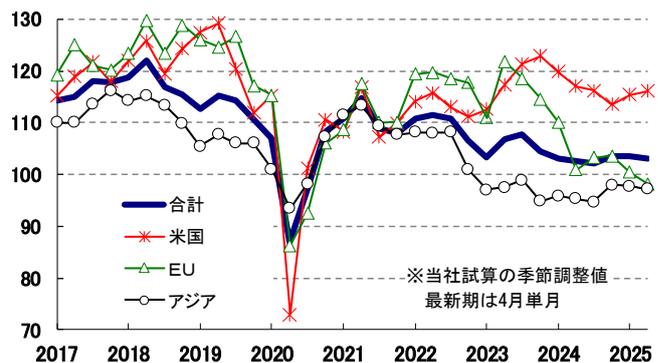
4月の輸出数量指数(当社季節調整値)は前月比+1.2%と2か月ぶりに増加した。ただし、1~3月平均には0.4%届かず、財(モノ)の輸出は昨年来の概ね横ばい推移から変化が見られない(右図)。

仕向け地別にみると、米国向けが堅調に推移しており(1~3月期前期比+1.6%→4月の1~3月平均比+0.7%)、米トランプ政権による関税引き上げを控えた3月までの駆け込み輸出の反動も、4月からの相互関税や鉄鋼・自動車の関税引き上げの影響は全体では確認できない。

個別商品を見ると、4月からトランプ関税が適用された品目のうち鉄鋼(1~3月期前期比+3.1%→4月の1~3月平均比▲17.2%)は大きく落ち込んだが、自動車(+11.2%→+2.1%)やプラスチック(+8.6%→+0.7%)は水準を維持した(右図)。また、5月から関税が引き上げられる自動車部品(▲0.4%→▲0.9%)では駆け込み輸出の動きは確認されなかった。

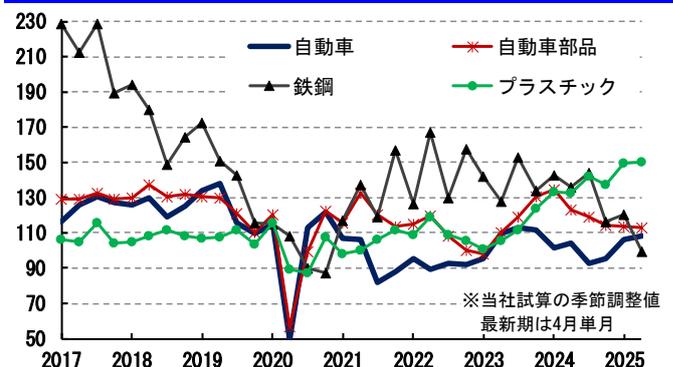
なお、EU向け(▲3.0%→▲2.2%)とアジア向け(▲0.3%→▲0.6%)はともに減少傾向が続いている(右上図)。アジア向けのうち、中国向け(+1.8%→▲2.3%)の落ち込みが確認できており、トランプ関税の間接的な影響が出始めている可能性はある。

仕向け地別輸出数量指数(季節調整値、2020年=100)



(出所)財務省

米国向け輸出数量の商品別内訳(季節調整値、2020年=100)



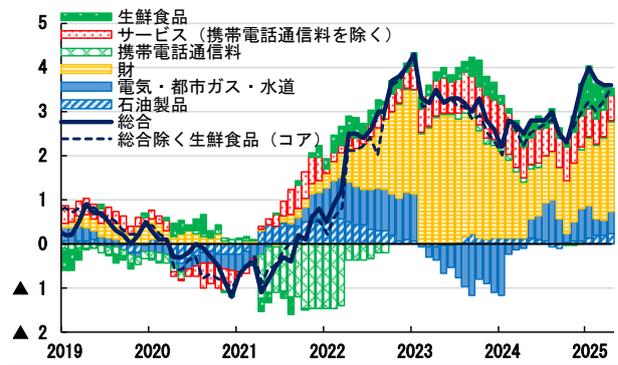
(出所)財務省

<sup>8</sup> シンガポール、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナムの合計。

## 消費者物価：価格転嫁の進捗やエネルギー補助金縮小で上昇加速

4月の消費者物価は、生鮮食品とエネルギーを除く総合（コアコア）で3月の前年同月比+2.9%から+3.0%へ伸びを高めた。内訳を見ると、財は価格転嫁が進む食料工業品（3月前年同月比+4.0%→4月+4.7%）が伸びを拡大させたほか、米類（+92.1%→+98.4%）も一段と伸びを高めた。サービスは、外食（+4.0%→+4.5%）や持家の帰属家賃（+0.2%→+0.3%）が伸びを拡大したほか、教育関連サービス（▲0.9%→▲0.2%）が東京都の高校授業料（私立）無償化の影響一巡でマイナス幅が縮小し、上昇率を押し上げた。一方、東京以外の高校授業料（公立）の無償化が上昇率を押し下げる方向に働いた。

消費者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）総務省

生鮮食品を除く総合（コア）は、3月の前年同月比+3.2%から+3.5%へ伸びを高めた。上記の通りコアコアの伸びが拡大したことに加え、電気・ガス代補助金の縮小が押し上げに寄与した。ただ、総合では、生鮮食品の値下がりにより、3月と同じ前年同月比+3.6%となった。

5月以降の消費者物価は、電気・ガス代補助金の終了が一段の押し上げ要因となるも、原油価格の下落や円安修正によりエネルギーを中心に輸入品の価格上昇が抑えられるため、上昇率は鈍化傾向になると予想する。

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。見直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。