

日本経済情報 2025 年 6 月号

Summary

【内 容】

1～3 月期成長率は概ね横ばいに

個人消費の上方修正は好材料

4 月以降も景況感は低調

4～6 月期は前期比プラス成長を予想

日米関税交渉は期限延長か

円高・原油安は企業業績を押し上げ

堅調な企業業績が内需拡大に貢献

景気後退は回避

10 月にも利上げ再開

< 今月の指標 >

- ・TDB 景気動向調査
- ・小売販売
- ・外食売上
- ・毎月勤労統計
- ・消費者態度指数
- ・設備投資
- ・住宅投資
- ・インバウンド需要
- ・通関輸出

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

副主任研究員

高野蒼太

(080-2867-7238)

futakano-sota

@itochu.co.jp

トランプ関税・中東リスクの影響は限定的（改定見通し）

1～3 月の GDP2 次速報は前期比横ばいへ上方修正。その一因は 3 月指標を受けた個人消費の上方修正であり、好材料。景況感は 4 月以降も悪化が続いているが、外食など販売統計は底堅く、マインドと実体経済に乖離も。4～6 月期 GDP は、個人消費が小幅増ながら、機械受注が高水準維持につき設備投資は拡大、財輸出も底堅いため、民間在庫の比較的大きな反動減を見込んでも前期比プラス成長の可能性。

日米関税交渉は首脳会談実施も目立った進展なし。特に自動車関税が折り合わない模様。中東情勢対応に時間を要したこともあり、7 月 9 日の交渉期限までの決着はハードル高く、当社は期限延長を予想。先に 8 月期限の対中交渉が上乘せ見送りで一応の決着、その後、日本を含む各国も上乘せ見送りで合意すると想定。

それでも、相互関税 10%や商品別関税はある程度残り、輸出は下押しされる見込み。一方で、円高や原油安は非製造業を中心に企業収益を押し上げるため、関税による影響を緩和。さらに物価上昇を抑制、来年度の賃上げの障害にもなりにくいため、設備投資や個人消費の拡大が今後の景気回復を主導すると予想。

2025 年度の実質 GDP 成長率は潜在成長率を上回る前年比+0.8%となり、景気後退は回避、デフレへ後戻りすることもなし。2026 年度は輸出回復により+1.1%へ伸びを高める見通し。日銀はトランプ関税による不確実性の低下を待って 10 月にも利上げを再開しよう。

日本経済の成長率見通し(年度)

	2022	2023	2024	2025	2026
前年比,%,%Pt	実績	実績	実績	予想	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	1.3	1.3
住宅投資	▲2.6	0.8	▲1.0	6.9	▲0.4
設備投資	3.6	▲0.1	2.4	2.2	1.2
公共投資	▲5.5	▲0.3	1.3	▲1.5	▲2.7
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(1.2)	(▲0.3)	(▲0.5)	(0.2)
輸 出	5.0	3.1	1.7	▲0.4	4.1
輸 入	7.4	▲2.7	3.5	1.9	3.0

(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

1～3 月期成長率は概ね横ばいに

6月9日に発表された2025年1～3月期GDP2次速報値は、1次速報値の前期比▲0.2%（年率▲0.7%）から前期比▲0.0%（年率▲0.2%）へ上方修正された（右図）。4四半期ぶりのマイナス成長であることは変わらないが、ほぼ横ばいであり、国内民間最終需要に限れば前期比+0.5%へ加速した（前期は+0.2%）。そのため、1～3月期の経済情勢はGDP成長率が示すほどには悪くはなく、停滞感はあるものの底堅い状況にあったと評価すべきであろう。

内訳を見ると、設備投資（1次速報：前期比+1.4%→2次速報：+1.1%）は予想外の下方向修正ながら増勢を維持、個人消費（+0.0%→+0.1%）や民間住宅投資（+1.2%→+1.4%）が上方修正され、国内民間最終需要はいずれも拡大した。さらに、民間在庫投資の寄与度が大幅に上方修正されGDP成長率を押し上げた（+0.3Pt→+0.6Pt）。一方で、公的需要は政府消費（▲0.0%→▲0.5%）、公共投資（▲0.4%→▲0.6%）ともマイナス幅が拡大、成長率を押し下げた。純輸出（輸出－輸入）は、輸出（▲0.6%→▲0.5%）、輸入（+2.9%→+3.0%）とも微修正にとどまり、寄与度に変化がなかった。

個人消費の上方修正は好材料

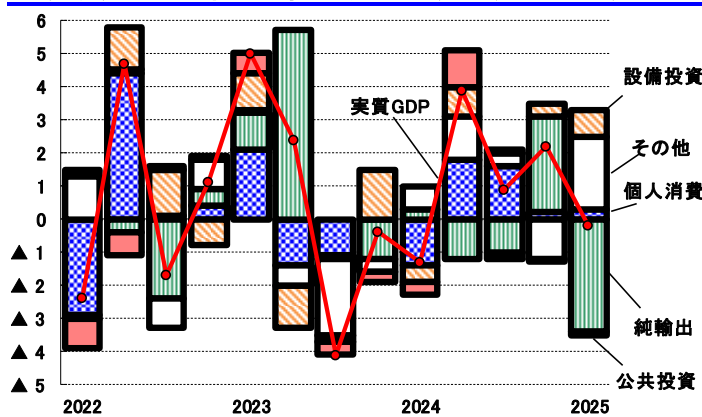
上方修正された個人消費（家計消費）の様子を形態別に見ると（右図）、非耐久財（1次速報：前期比▲0.5%→2次速報：▲0.6%）は下方修正されたが、耐久財（▲1.5%→▲1.3%）、半耐久財（3.0%→+3.4%）、サービス（+0.4%→+0.5%）は3月の統計を受けて上方修正された。なかでも、サービスや半耐久財といった外出と関係の深い分野での上方修正は、3月の消費活動が思いのほか活発だったことを示している。

4月以降も景況感は低調

ただ、4月以降もマインド指標を見る限り景気は停滞気味である。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4月に大きく低下、5月は上昇したが3月の水準すら取り戻していない（3月44.4→4月43.2→5月44.3）。

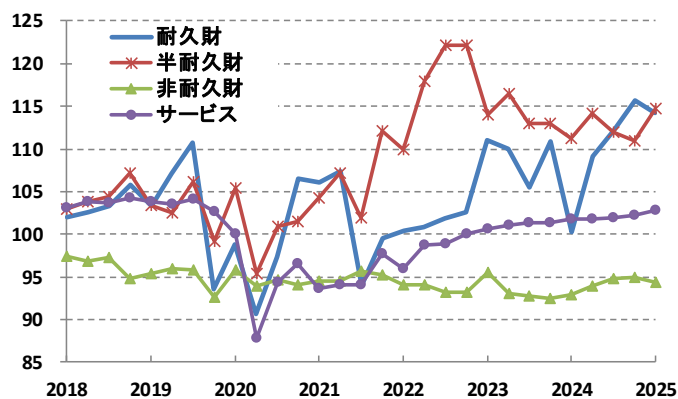
主な内訳を見ると、家計部門の需要と関係の深い「家計動向関連」が同様に4月の42.0から5月

実質GDPの推移（季節調整値、前期比年率、%）



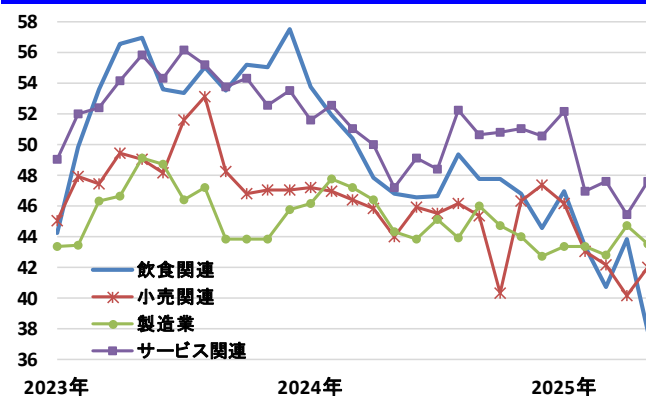
(出所)内閣府

国内家計消費の形態別の推移（季節調整値、2013年Q1=100）



(出所)内閣府

景気ウォッチャー調査（景気の現状判断、水準）



(出所)内閣府

は 43.5 へ上昇したが 3 月の 43.7 には及ばなかった。うち、「住宅関連」（3 月 43.5→4 月 41.1→5 月 44.7）は大きく上昇、「サービス関連」（47.6→45.4→47.6）は 3 月の水準を取り戻したが、「小売関連」（42.1→40.1→42.0）は 3 月にわずかに届かず、「飲食関連」（40.7→43.8→37.8）は大きく悪化した。悪化の理由として、コメを含めた物価高やトランプ関税への懸念が分野を問わず幅広く指摘されたほか、小売ではインバウンド需要の落ち込みや天候不順、節約志向を挙げるコメントが多く、飲食ではゴールデンウィーク明けの来客数減少が目立った。

こうした状況は、後段の＜今月の指標＞で示した小売分野においては、インバウンド需要の落ち込みや天候不順が主な業態の売上を抑制したという点で整合的であった。ただ、外食分野においては、業界統計ではインバウンド需要が底堅く客数も増加し総じて好調であり、懸念先行のマインド指標と実態を映すハードデータとの間に乖離が見られた。

「企業動向関連」は、非製造業（4 月 45.8→5 月 47.1）が上記の消費関連分野と同様に持ち直したものの、製造業（44.7→43.5）が悪化し、全体では概ね横ばいとなった（45.4→45.5）。製造業の悪化理由としては、受注・販売の落ち込みやコスト増による収益環境悪化が多く、トランプ関税の影響を挙げる向きも散見された。

4～6 月期は前期比プラス成長を予想

こうした家計部門の動向を踏まえると、4～6 月期の個人消費は、総じて低調ながらサービス分野の下支えにより前期比で小幅な増加を維持したとみられる。また、設備投資については、＜今月の指標＞にある通り、機械投資の先行指標である機械受注が 4 月も高水準を維持、建設投資の先行指標である建築着工床面積は今年に入り増加基調にあることから、4～6 月期も前期比でプラスとなった可能性が高い。住宅投資も法改正前の駆け込み着工により比較的大きな増加が見込まれる。輸出も、5 月まで財（モノ）の底堅い動きが確認されており、前期比でプラスに転じる可能性がある。

ただし、1～3 月期の 2 次速報で前期比寄与度 +0.6%Pt へ大きく上方修正された民間在庫投資は、ある程度の反動減が見込まれる¹。以上を踏まえ、4～6 月期の実質 GDP は前期比年率で 1%を超えるプラス成長になると予想する。

日米関税交渉は期限延長か

マインド指標の悪化をもたらしているトランプ関税であるが、日米の交渉には未だ進展は見られない。6 月 16 日、カナダでの G7 首脳会議に出席した石破首相は、トランプ大統領と会談、米国の関税措置について話し合ったが、期待された合意には至らず、閣僚協議を続けることで一致するにとどまった。

報道²によると、相互関税の見直しではほぼ一致したものの、自動車への追加関税で折り合わなかった模様である。日本側は、部分的な合意を望まず、相互関税も商品別関税も含めた「パッケージ全体」としての合意を目指しているため、協議継続という結論に至ったとみられる。

加えて、G7 首脳会議の日程途中でトランプ大統領が帰国したことが示す通り、米国にとってはイス

¹ 2025 年 6 月 11 日付 Economic Monitor「日本：2 期連続マイナス成長は回避の見込み（2025 年 Q1GDP2 次速報）」参照。
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2897/>

² 2025 年 6 月 18 日付読売新聞オンライン <https://www.yomiuri.co.jp/economy/20250618-OYT1T50002/>

ラエル・イラン戦争への対応が関税交渉よりも優先すべき課題となったことも、関税交渉に進展がなかった一因となったと考えられる。そのイスラエル・イラン戦争は、米国が6月22日、イランの核関連施設を空爆する形で参戦、23日にはイランがカタールにある米軍基地を報復攻撃したが、その後、米国の仲介でイスラエルとイランは停戦合意に至り、事態はひとまず落ち着きを見せている。ただ、イランの核武装放棄が確認されない場合など、イスラエルの判断次第で戦闘が再開する可能性は十分にあり、未だ予断を許さない。相互関税の猶予期限となる7月9日まで残された時間は短く、中東情勢への対応に時間が割かれることを考慮すると、米ベッセント財務長官が可能性を示唆したとされる関税交渉の期限延長は、十分にあり得よう。

これまで日本が関税引き下げ・撤廃の交換条件として提示した主なメニューは、①農産品やLNG、防衛装備品などの輸入拡大、②対米投資の拡大、③主に自動車に関する非関税措置の緩和、④経済安全保障の観点からの造船・レアアース・AI・半導体分野での協力、だとみられる。上記の通り、相互関税について概ね合意したということであれば、米国の貿易赤字の十分な削減につながる輸入拡大を約束、日鉄によるUSスチール買収を含めた日本企業の対米投資拡大について一定の評価を受けたとみるのが自然であろう。

それでも自動車関税がネックとなって交渉が難航しているのは、米国が非関税措置の緩和では納得せず、かといって自動車分野の日米貿易における圧倒的な不均衡状態を改善する妙案はなく、経済安全保障の観点からの協力など、他の分野での提案がそれを埋め合わせるほどに米国にとって魅力的ではないためだと考えられる。

なお、造船分野の協力に関しては、船舶の建造やメンテナンスにおいて中国に大きく劣後する米国からの期待が大きい、日本の造船業界は総じて、生産力拡大のための大規模投資に慎重な姿勢を示している。そのため日本政府は、造船所の新設や造船設備の更新などを国が担うことで生産力を拡大する案を検討していると報じられている³。ただ、この形だと結局は日本から米国への輸出を増やし、米国にとっては貿易赤字が拡大するだけであり、米国の産業競争力を高めたいトランプ大統領にとって最善の策とはならない。

こうした状況を踏まえると、トランプ関税交渉は、相互関税の上乗せ分に関する期限が延期され、8月12日に猶予停止期限を迎える中国との関税交渉が先に山場を迎えることとなろう。当社は米中の関税交渉の行方について、6月9日の米中通商協議で一定の合意に至ったことを踏まえ、前月⁴から見方を修正し、相互関税のうち上乗せ分は発動を見送る形でひとまず決着すると予想する。また、その他の国については、前月と同様、交渉の決着ないしは継続により上乗せ関税は新たな期限後も発動せず、商品別関税は現状のまま継続⁵、10%の世界共通関税は2026年3月に廃止と想定する。

米中の関税は従来の想定よりも下がることになり、その分、トランプ関税による米中経済への下押し圧力は弱まるが、不確実な部分を多く残しているため、日本におけるトランプ関税の影響は、引き続き日本の対米輸出が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

³ 2025年6月20日付日経新聞電子版 <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUA198EO0Z10C25A6000000/>。

⁴ 2025年5月27日付「日本経済情報 2025年5月号 トランプ関税は内需主導の回復を妨げず（改定見通し）」参照。
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2885/>

⁵ 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。

との見方を維持する。

円高・原油安は企業業績を押し上げ

また、トランプ関税の影響による円高・原油安が日本企業にメリットをもたらすとの見方も維持する。ドル円相場は、トランプ大統領による相互関税発表（4/2）前の1ドル＝150円前後から、5月以降は概ね140円台半ばで推移しており、物価高の一因だった円安はピークアウトしている。今後のドル円相場については、当面、中東における地政学リスクの高まりなどで一時的にドル高円安に振れる局面はあろうが、中東情勢が落ち着きトランプ関税による不確実性が低下するとみられる秋以降は、米国の利下げ再開（当社予想は9月⁶）と日本の利上げ再開（詳細後述）を背景に円高ドル安基調が強まり、年末までには1ドル＝130円台が視野に入ると予想する。

原油価格は、WTI先物で1バレル＝70ドル強から相互関税発表後は概ね60ドル台前半で推移、イスラエル・イラン戦争が勃発した6月後半は一時75ドルを超えて上昇したが、停戦を受けて60ドル台半ばまで下落している。今後は、中東情勢が落ち着く中、トランプ減税の影響による世界経済の減速やOPECプラスなどの生産増により供給過剰気味が見込まれる原油需給を反映し、年末にかけて60ドル程度まで下落すると予想する。

原油価格の下落は、燃料調達コストの減少を通じて企業収益を押し上げる。当社は、WTI先物価格が2024年度平均の1バレル＝74.3ドルから2025年度平均で62.2ドルへ16%下落すると予想している。産業連関表に基づいて試算すると、原油価格が16%下落すれば、製造業で3.3兆円（変動費の1.0%）、非製造業では6.4兆円（0.8%）の変動費コストが削減される。

ただ、コスト減が全て企業の増益につながるわけではなく、一般的には一部を販売価格の引き下げに回す。当社の推計では、コストの主な要因である中間投入（生産に必要な財・サービス）価格と賃金がそれぞれ1%変化した場合の販売価格の変化（弾力性）は、製造業の場合0.215%と1.506%、非製造業では0.051%と0.986%であった（右表）。この値に基づけば、原油価格が16%下落した場合、製造業では売上単価が0.4%下落し、売上高は1.7兆円減少する。すなわち、上記のコスト削減（3.3兆円）のうち約半分が販売価格に転嫁され、原油価格下落による利益押上げは1.6兆円にとどまる計算となる。同様に計算すると、非製造業では売上単価の下落は0.1%にとどまり、売上高はわずかに1.0兆円、コスト削減（6.4兆円）の2割弱に過ぎないため、差し引き5.3兆円の増益となる。

この結果に、4月号で示したトランプ関税による輸出減と円高進行が企業収益に与える影響⁷を重ねる

中間投入価格と賃金の売上単価に対する弾力性

推計期間	中間投入価格	名目賃金	定数項	補正R2
製造業	0.215 (12.645)	1.506 (3.904)	-0.102 (0.223)	0.846
非製造業	0.051 (8.943)	0.986 (7.610)	0.241 (1.578)	0.846

（注）1. 推計期間は2016Q1～2024Q4。下記の推計式における各変数の係数。（ ）内はt値。
 売上単価（前年比）＝ $\alpha \cdot$ 中間投入価格（前年比）＋ $\beta \cdot$ 名目賃金（前年比）＋定数項
 2. 売上単価＝売上高÷実質産出額（生産QNA）。中間投入価格はID指数（ステージ1）。
 名目賃金は所定内給与（一般労働者、規模5人以上）。
 3. 非製造業の中間投入価格は2四半期先行。
 （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」「生産QNA」、厚生労働省「毎月勤労統計」

⁶ 2025年6月24日付 Economic Monitor 「米国経済：物価は無風状態続くも、トランプ関税の企業負担が増加」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2908/>

⁷ 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）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2853/>

と、下表の通り製造業においては輸出減や円高による利益押し下げは原油安により概ねオフセットされ、非製造業においては輸出減の影響が軽微なため、円高と原油安によるコスト減が大きく利益を押し上げると見込まれる。

トランプ関税による輸出減と円高、原油安が企業収益に与える影響

財・サービス輸出▲2%、8%円高、原油価格▲16%のケース

	製造業		非製造業		試算の前提
	変動幅 (兆円)	変動率 (%)	変動幅 (兆円)	変動率 (%)	
売上高	▲ 10.1	▲ 2.3	▲ 4.4	▲ 0.4	輸出比率：製造業25.7%、非製造業2.2%（ドル建て比率51.0%） 輸出減（売上数量減）の影響：製造業▲0.8%、非製造業▲0.2% 円高（売上単価下落）の影響：製造業▲1.0%、非製造業▲0.1% 原油安（売上単価下落）の影響：製造業▲0.4%、非製造業▲0.1% 中間投入の輸入品比率：製造業18.9%、非製造業8.8%（ドル建て比率69.3%） 輸出減（中間投入量減）の影響：売上高と同じ変動率を想定 円高（中間投入単価下落）の影響：製造業▲1.0%、非製造業▲0.5% 原油安（中間投入単価下落）の影響：製造業▲1.0%、非製造業▲0.8% （「石炭・原油・天然ガス」の投入価格▲7.7%）
変動費	▲ 9.8	▲ 2.8	▲ 12.3	▲ 1.5	
営業利益	▲ 0.3	▲ 1.1	8.0	12.8	
					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（2024年度）、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から、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

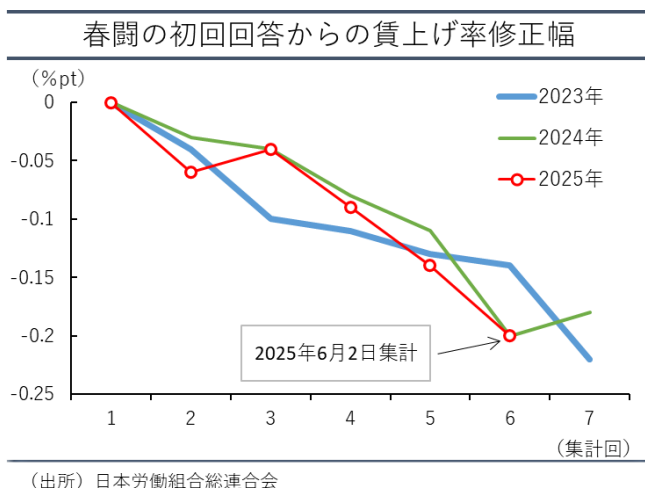
堅調な企業業績が内需拡大に貢献

こうした企業業績の変化は、前月示した通り設備投資を下支えしよう。製造業においては、輸出の減少が成長期待の低下を通じて設備投資を下押しするが、利益（キャッシュフロー）からの下押し圧力が緩和されるため、落ち込みを最小限にとどめる。非製造業においては、利益の上振れが設備投資拡大の追い風となろう。今後の設備投資は、金利の上昇もあり一時的にもたつく局面はあろうが、労働力の減少で解消が期待できない人手不足も背景に、基調としては拡大を維持すると予想される。

一部で懸念された賃上げへの影響も現時点では限定的である。4月（確報）の所定内給与（基本給）は、前年同月比+2.1%と、3月（確報）の+1.4%から大きく伸びを高めた。2月・3月と賃金の伸びが大きく鈍化したことで、今年度の賃上げが想定以上に弱含むとの懸念が生じていたが、前月までの減速は閏年の影響といった一時的な要因であった可能性が高い⁸。

また、日本労働組合総連合会（連合）が集計する今年度春闘の賃上げ率は、初回集計の前年比5.46%から直近の第6回集計（6/2）は5.26%へ僅かに低下したが、そもそも春闘の賃上げ率は集計を重ねるごとに低下する傾向があり（右図）、前年の同時期の結果（5.08%）を上回っている。

300人未満の中小組合に限っても、第6回集計で4.70%、前年（4.45%）を上回った。最終集計は7月3日に公表が予定されているが、今年度の春

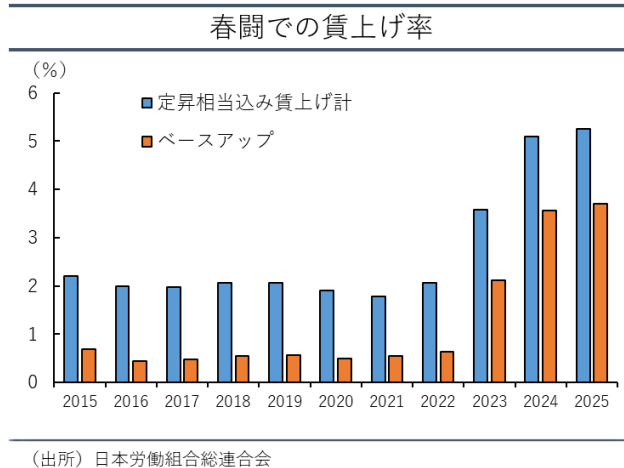


⁸ 詳細は2025年6月5日付 Economic Monitor「日本経済：毎月勤労統計（4月速報）閏年要因剥落で伸び加速」参照。

<https://www.itochu-research.com/ia/report/2025/2894/>

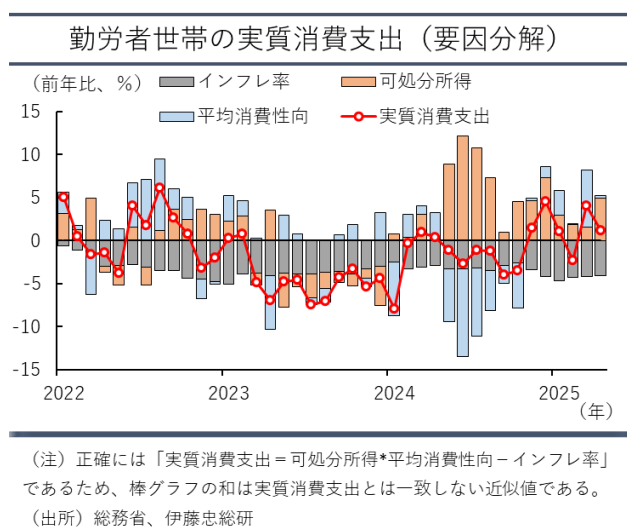
闘では昨年を上回る賃上げが実現する可能性が高い。

もっとも、中小企業については、労働組合の組織率（雇用者数に占める労働組合員数の割合）が低い⁹ため、連合の集計では捕捉できない部分もある。そのため、日本商工会議所・東京商工会議所の「中小企業の賃金改定に関する調査」の結果を見ると、20人以下の小規模企業でも2025年度の賃上げ率は前年度比+3.54%と昨年度（+3.34%）を上回っている。ただ、「賃上げを実施」した企業の割合は57.7%と前年を5.6%ポイント下回り、「未定」とした割合が31.9%（前年比+2.9%ポイント）にも上る。本調査の調査期間はトランプ大統領が品目別関税や相互関税を発表した後の4月14日～5月16日であり、トランプ関税への警戒感から、規模の小さい企業では賃上げに慎重な動きもあることには留意が必要であろう。



消費者マインドの低迷も懸念材料である。賃金上昇率は持ち直しているが、それを上回る物価上昇率が続いていることに加え、トランプ関税による不透明感にも下押しされている模様である。相互関税の内容が公表された4月は、消費者マインドの代表的な指標である消費者態度指数が大幅に悪化、5月は若干持ち直したものの、2024年以降の下落トレンドをさらに下回る水準にとどまっている（＜今月の指標＞参照）。

一方、実際の消費活動は、マインド指標の悪化が示すほど消極的ではない。4月の家計調査によると、「二人以上の世帯」の実質消費支出は前年同月比▲0.1%とマイナスとなったものの、「勤労者世帯」に限ってみれば+1.2%と2か月連続で増加した（右図）。実質消費支出の変化を要因分解すると、賃金上昇による可処分所得の増加が消費を押し上げる方向に働いている。また、消費意欲を反映するとされる平均消費性向¹⁰は低下していない。



各業態の販売状況から5月の消費動向を見ても、小売販売はインバウンド需要を除けば食料品を中心に総じて底堅く、乗用車販売も堅調、外食に至っては客数・客単価ともに伸びを高めている。

今後の個人消費も、賃金の上昇を背景に持ち直し傾向が続く可能性が高い。懸案の物価高騰は、円安のピークアウトや原油価格の下落に加え、コメ価格の落ち着きも見込まれるため、年後半にかけて沈

⁹ 厚生労働省「令和6年労働組合基礎調査」によれば、労働組合の推定組織率は1000人以上規模の企業で40.0%ある一方、100～999人規模では9.9%、99人以下規模では0.7%と低水準にとどまっている。

¹⁰ 平均消費性向 = 消費支出 / 可処分所得

静化しよう。加えて、トランプ関税が想定通り秋頃までに一定の合意に至れば、先行きの不透明感によるマインドの委縮も緩和されよう。こうしたマインドの改善に加え、勤労者世帯では実質所得の改善が、無職世帯では物価の沈静化が追い風となり、年後半には個人消費が回復に向かうと予想する。

景気後退は回避

以上で見た通り、景気は停滞気味であるが、今後見込まれるトランプ関税による輸出の下押しは、円安修正や原油安による企業収益の押し上げや販売価格の押し下げを通じた家計の実質所得の増加、言い換えれば所得の海外流出の抑制により打ち消されることから、日本経済は 7～9 月期以降もマイナス成長が続くような事態に至らず、後退局面入りを回避しよう。

その結果、2025 年度の実質 GDP 成長率は日銀や内閣府が 0.6～0.7%と推計する潜在成長率を上回る前年比+0.8%となり（右表）、景気が後退局面入りしデフレに後戻りすることはないだろう。

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	1.3	0.9
民間需要	2.6	▲0.6	1.2	1.7	1.0
個人消費	2.6	▲0.4	0.8	1.3	1.3
住宅投資	▲2.6	0.8	▲1.0	6.9	▲0.4
設備投資	3.6	▲0.1	2.4	2.2	1.2
在庫投資(寄与度)	(0.0)	(▲0.3)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)
政府消費	1.1	▲0.8	1.3	0.6	1.2
公共投資	▲5.5	▲0.3	1.3	▲1.5	▲2.7
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(1.2)	(▲0.3)	(▲0.5)	(0.2)
輸出	5.0	3.1	1.7	▲0.4	4.1
輸入	7.4	▲2.7	3.5	1.9	3.0
名目GDP	2.3	4.9	3.7	4.1	3.4
失業率(%、平均)	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5
経常収支(兆円)	9.1	26.2	30.4	28.4	22.5
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。

2026 年度には、トランプ関税による悪影響が

一巡、世界経済の回復とともに輸出は復調、非製造業を中心に好調な企業業績に支えられ来春闘も高い賃上げ率を維持、物価上昇の抑制と相まって個人消費の拡大も続くことから、後述の通り利上げの継続により長期金利が上昇、設備投資の拡大が抑えられるとしても、1%を超える成長が期待できる。

10 月にも利上げ再開

日銀は 6 月 16～17 日の金融政策決定会合でも政策金利を据え置いた。景気は緩やかに回復しているが、先行きは「各国の通商政策等」すなわちトランプ関税とそれに対する報復措置の影響で成長ペースが鈍化し、基調的な物価上昇率も一時的に伸び悩むが、その後は海外経済が回復に向かい、日本経済も成長を取り戻し、基調的な物価上昇率も再び高まっていくと想定し、現在の金融緩和の程度を維持することが適当と判断したと説明した。

会合後の質疑応答で植田総裁は、トランプ関税のリスクについて、米中間については一旦下がったが今後については不確実性がまだ高いうえ、他の国との間の関税や、関税引き上げによる経済への影響については依然として不確実だとの見解を示した。さらに、関税交渉が後ずれすればするほど、不確実という判断も続くともしているため、米国との関税交渉が合意に至ったとしても、経済情勢を見極めるための時間を必要とする可能性が高い。

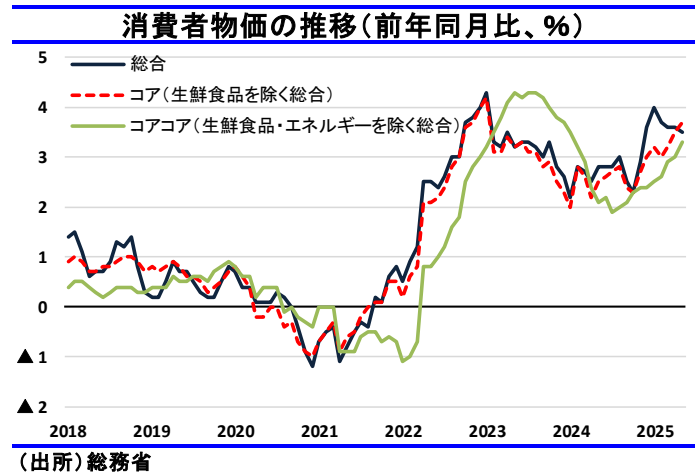
そのため、次回の利上げは、前回 1 月から半年後の 7 月となる可能性は、金融緩和の縮小を迫るよほどの事態に至らない限り、かなり低いと考えるべきであろう。足元の物価動向は、コア消費者物価が 5 月に前年同月比+3.7%、コアコアでも+3.3%となり、ともに+2.3%だった昨年 10 月から急速に

伸びを高めている（右下図）。ただ、主因は、米類（昨年 10 月前年同月比+58.9%→5 月+101.7）や食料工業製品（+2.2%→+5.2%）、石油製品（+0.7%→+5.2%）、電気ガス水道（+3.4%→+8.8%）であり、コメを除けば原油などエネルギー資源価格の上昇や円安、補助金の縮小によるところが大きい。金融政策の判断を行う上で重要となる一般サービス（+1.7%→+1.7%）の伸びが高まっておらず、利上げを急ぐ必要がある状況ではない。実際に植田総裁も日銀が重視する「基調的物価上昇率」は未だ 2%をやや下回っているとしている。

では、よほどの事態とは何なのか。植田総裁は、金融政策の方向性を左右する物価動向について「上下双方向のリスクがある」とし、足元の食品関連の物価上昇や中東発の原油価格上昇が期待インフレを通じて基調的な物価上昇率を高めることをアップサイドの、トランプ関税の不確実性による経済・物価の下振れをダウンサイドのリスクに挙げた。つまり、アップサイドリスクが現実のものとなり、物価上昇を抑制する望ましい手段が利上げだと判断されれば、次回 7 月会合時にも利上げに踏み切る可能性があるということになる。

しかしながら、米国によるイラン空爆を受けて急騰した原油相場は、その後のイスラエルとイランの停戦合意を受けて元の水準に戻している。今後、再びイラン情勢が緊迫するような事態になれば、前述の通り原油需給の軟化を背景に原油相場は下落する可能性が高い。円安のピークアウトもあり、7 月会合時点で物価のアップサイドリスクが顕在化する可能性は低いと考えられる。

以上を踏まえると、7 月（30～31 日）利上げの可能性は低く、日米の関税交渉が 7 月 8 日までとされた猶予期間を 1～2 か月超えて決着、相互関税の上乗せ分の発動が見送られ、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てからとなろう。10 月の展望レポートで利上げを再開するとの予想を維持したい。



＜今月の指標＞

帝国データバンク「TDB 景気動向調査」：企業景況感はやや悪化

企業景況感を示す景気 DI は、5 月に前月比 0.1 ポイント低下して 42.6 となった（右図）。年明け以降、景気 DI は悪化ないし横ばいで推移しており、企業景況感はやや悪化している。

業界別に見ると、5 月は 10 業界中 4 業界で改善したものの、5 業界で悪化、1 業界で横ばいだった（右下図）。悪化の理由として、「製造業」（前月比▲0.4pt）は自動車関連企業を中心にトランプ関税の悪影響を、「小売業」（▲0.3pt）は仕入れ高による収益圧迫や製品価格高騰による需要の冷え込みを、「サービス」（▲0.2pt）は旅館の予約数減少や米価高騰に伴う仕入れコスト増（飲食店）などを挙げている。半面、「不動産業」（+2.1pt）は工場・倉庫・工業団地の造成やマンションの売れ行き好調を指摘しており、「運輸・倉庫」（+0.9pt）は個人旅行の増加などが景況感の改善につながった模様である。

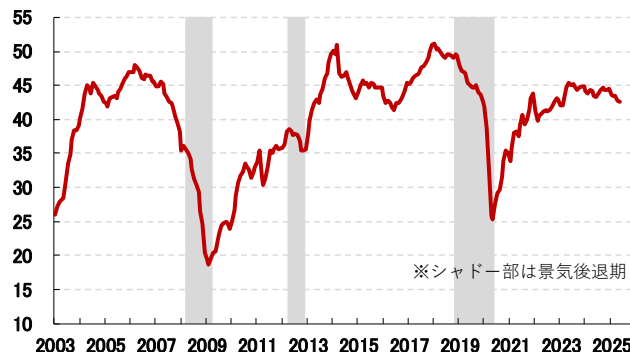
小売販売：食料品は好調もインバウンドが減少

5 月のコンビニ売上高（既存店）は前年同月比+2.5%と、前月の+2.0%から伸びを高めた。週末を中心に天候不順だったことから来店客数（4 月前年同月比+0.5%→5 月▲0.7%）はマイナスに転じたが、販促施策の効果等により平均客単価が+3.3%と前月（+1.5%）から伸びを高めた。商品別にみると、単価が高いサービスの売上が+15.3%と、前月（▲5.8%）のマイナスから大きく反発。その他の商品についても、おにぎり・カウンター商材等の日配食品が+1.8%、菓子類・飲料等の加工食品が+2.0%、たばこ・雑誌等の非食品が+1.6%と、いずれも堅調な伸びとなった。

5 月のスーパー売上高（既存店）は、前年同月比+4.6%となり、4 月の+3.4%からプラス幅を拡大した。全体の 7 割を占める食料品が、買上点数の減少を上回る店頭価格の上昇を背景に伸びを高めたことが主因（4 月前年同月比+6.4%→5 月 6.9%）。加えて、このところ苦戦が続いていた衣料品が+0.4%と前月（▲1.1%）からプラスに転じたことも寄与した。一方、日用雑貨品や家具・インテリアなどの住関連品は+1.7%と、前月（+3.3%）から減速した。

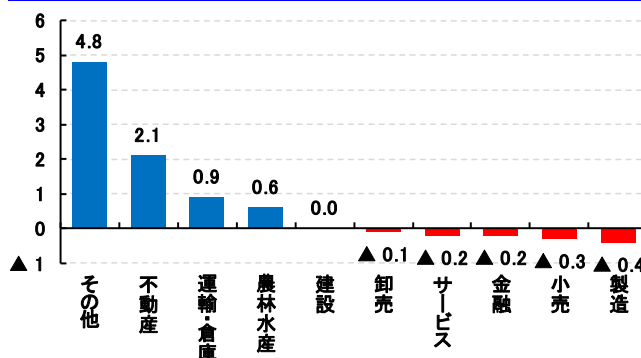
5 月の百貨店売上高（既存店）は前年同月比▲7.0%となり、前月（▲4.5%）からマイナス幅が拡大、

景気DIの推移(全国)



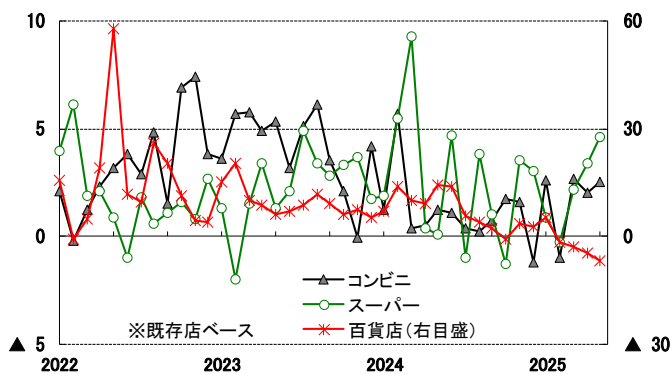
(出所) 帝国データバンク

業界別の景気DI(2025年5月、前月差)



(出所) 帝国データバンク

業態別の売上高の推移(既存店、前年同月比、%)



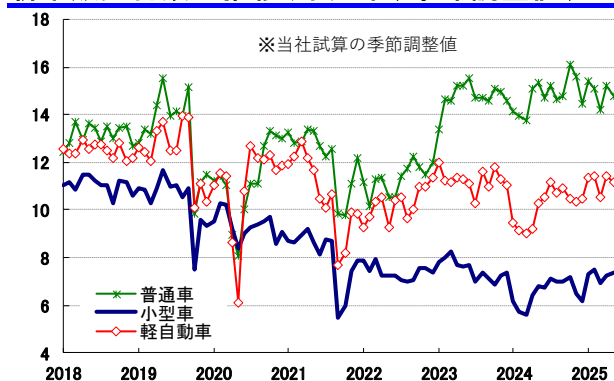
(出所) 日本百貨店協会、日本フランチャイズチェーン協会、日本チェーンストア協会

4 か月連続で前年比マイナスとなった。単月の過去最高を記録した前年の反動や、円高傾向の継続を背景に、インバウンド（免税売上）が前年比▲40.8%と、前月の▲26.7%からマイナス幅を拡大したことが主因。入店客数も▲0.4%と、前月（+3.1%）からマイナスに転じた。品目別では、鞆などの身のまわり品（▲21.2%）や美術・宝飾・貴金属（▲5.2%）などの高額品が低調となった一方、物産展等の催事が奏功し、食料品は+1.0%とプラスを維持した。

5 月の乗用車販売は前年同月比+3.1%となり、4 月の+11.0%から伸びが縮小した。主因は 2023 年以降の自動車認証不正問題による販売の落ち込みからの反動が概ね解消したことである。

季節調整済み前月比（当社試算値）で見ると、5 月は▲0.6%と、前月の+3.3%からマイナスに転じた。クラス別では（右図）、普通車（4 月+7.2%→5 月▲3.0%）と軽自動車（+8.6%→▲2.0%）はマイナスに転じ、小型車（+3.8%→+1.6%）は伸びが縮小した。もっとも、前月比での減少は高い伸びとなった前月の反動という側面もある。乗用車全体の 4～5 月平均は 1～3 月平均を 1.0%上回っており、基調としては底堅い推移が続いている。

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

なお、販売台数の水準は、乗用車全体で依然としてコロナ禍前を 1 割程度下回っている。消費動向調査の「耐久消費財の買い時判断」指数は、賃金を上回る物価上昇などを背景に悪化傾向にあり、販売台数の大幅な増加は見込み難しく、コロナ禍前の水準を回復するには相当の時間を要するとみられる。

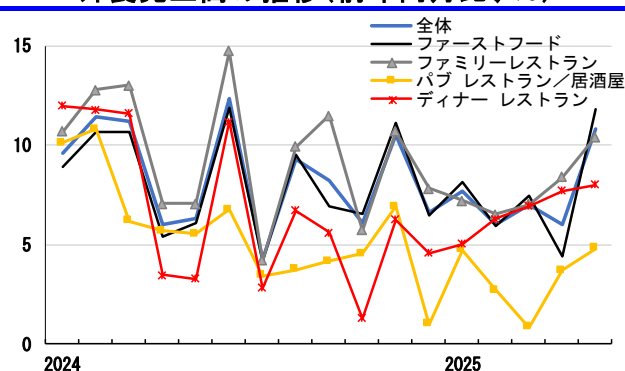
外食売上：客数・客単価ともに好調

5 月の外食売上高は前年同月比+10.8%と前月（+6.0%）から伸びを高め、11 か月ぶりの伸びとなった（右図）。客数が+4.9 と前月（+0.9%）から伸びを大きく高めたことが主因。とりわけ、大阪・関西万博がプラスに働き、大阪周辺の繁華街やターミナル駅立地で集客が好調だった。また、客単価の伸びも前月の+5.1%から+5.6%に加速した。

業態別売上を見ると、異物混入報道などで前月に伸び悩んでいた「ファーストフード」の伸びが大幅に拡大した（4 月+4.4%→5 月+11.8%）。また、

「ファミリーレストラン」（+8.4%→+10.4%）や「パブレストラン／居酒屋」（+3.7%→+4.8%）、「ディナーレストラン」（+7.7%→+8.0%）も伸びが拡大、「喫茶」（+11.2%→+9.7%）は前月から鈍化したが高い伸びを維持しており、全業態で好調だった。外食においては引き続きインバウンド需要が堅調さを維持していることに加え、ゴールデンウィークが飛び石となり近場での人出が増えたことも追い風となった模様。

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

毎月勤労統計：閏年要因剥落で伸びが加速

4月（確報）の所定内給与（基本給）は、前年同月比+2.1%と、3月の+1.4%から大きく伸びを高めた（右図）。当月と前年同月に共通する集計対象のみで比較した共通事業所ベースでも、4月は+2.5%と3月の+2.0%から上昇が加速した。

この背景として、前月までの閏年要因が剥落したことが挙げられる。2月、3月は、閏年¹¹だった前年と比べ、所定内労働時間が減少したことが賃金の伸びを押し下げていた。4月は出勤日数（前年同月差▲0.5日→▲0.2日）の減少幅が縮小、所定内労働時間（前年同月比▲2.7%→▲1.3%）もマイナス幅が縮小した。

現金給与総額は前年同月比+2.0%と、前月（+2.3%）から伸びが低下した（次ページ右上図）。所定内給与の伸びを受けて「きまって支給する給与」は伸びを高めた（+1.4%→+2.1%）ものの、特別給与の伸びが大きく鈍化した（+14.5%→+0.1%）。前月（3月）の特別給与は好調な企業業績を反映した年度末賞与で押し上げられていたが、それが剥落した。

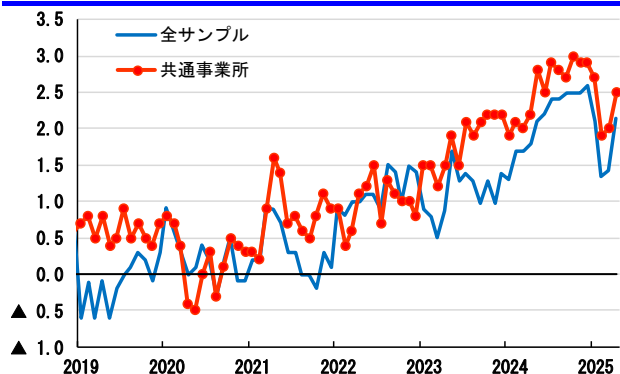
物価上昇分を除いた実質ベースの現金給与総額は、前年同月比▲2.0%と前月から横ばいだった。消費者物価（持家の帰属家賃を除く総合）上昇率は、前月から小幅低下にとどまっている（+4.2%→+4.1%）。

なお、3月分から公表されている持家の帰属家賃を含む「消費者物価（総合）」で計算した実質賃金は前年同月比▲1.5%と、既存の実質賃金よりも伸びが0.5%pt高い。消費者物価（総合）の上昇率（+3.6%）の方が低いためである。

消費者態度指数：悪化トレンドは継続

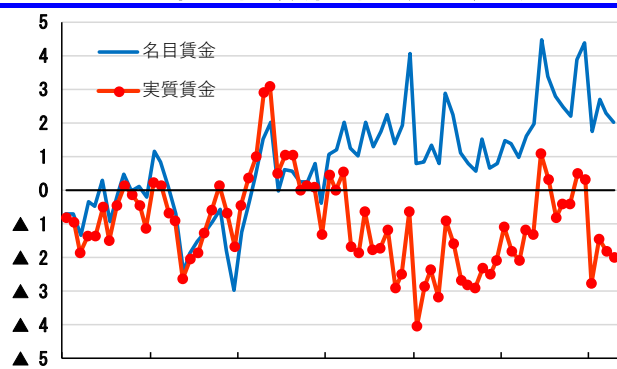
消費者マインドの代表的な指標である消費者態度指数（総世帯）は（右図）、大幅に悪化した4月の31.1から5月は32.6へ改善した。もっとも、3月の34.0には届いておらず、2024年3月の直近ピーク以降の下落トレンドは継続。消費者マインドは引き続き弱含み。

所定内給与（前年同月比、%）



(出所) 厚生労働省

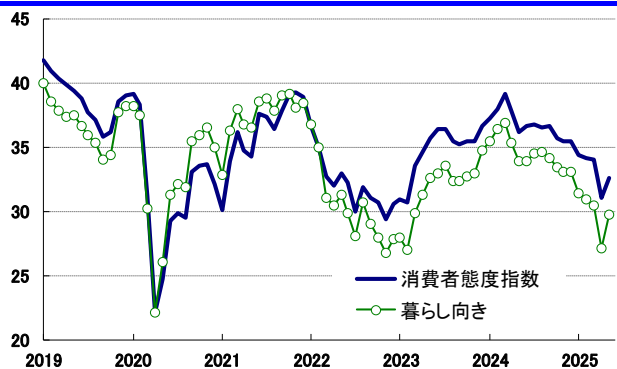
現金給与総額（前年同月比、%）



(出所) 厚生労働省

(注)「名目賃金」は現金給与総額、「実質賃金」は厚生労働省公表の実質賃金指数の前年同月比。実質賃金は実質賃金指数を消費者物価指数（持家の帰属家賃を除く総合）で除して算出されたもの。

消費者態度指数（総世帯）



(出所) 内閣府

¹¹ 調査先事業所によっては、例えば2月中旬から3月中旬など、2月末を跨いで集計された結果が3月調査で報告される場合があることから、閏年要因は2月の数字だけでなく、3月にも影響する。

内訳を見ると、「暮らし向き」（4月 27.1→5月 29.7）、「収入の増え方」（37.4→38.3）、「雇用環境」（35.7→37.1）、「耐久消費財の買い時判断」（24.0→25.4）、いずれの構成項目も前月から改善した。4月は米国の関税政策を背景とする景気後退懸念やそれに伴う株式市場の混乱（株価の下落）などが幅広くマインドを下押ししていたが、5月入り後は米中の関税引き下げ合意などで先行き不透明感が一時的に和らいだことが押し上げに寄与した模様。もっとも、賃金を上回る物価上昇が続いていることから、これまでの悪化トレンドから脱する動きは見られず。

なお、小泉農林水産大臣が随意契約による備蓄米の放出方針を表明した就任会見（5/21）は、5月の消費動向調査の調査時点（5/15）の後であり、その影響は反映されていない。6月初旬からは「5キロ 2000円前後」の備蓄米が実際に店頭に並び始めていることもあり、6月は物価動向との相関が強い「暮らし向き」を中心に消費者マインドが改善する可能性がある。

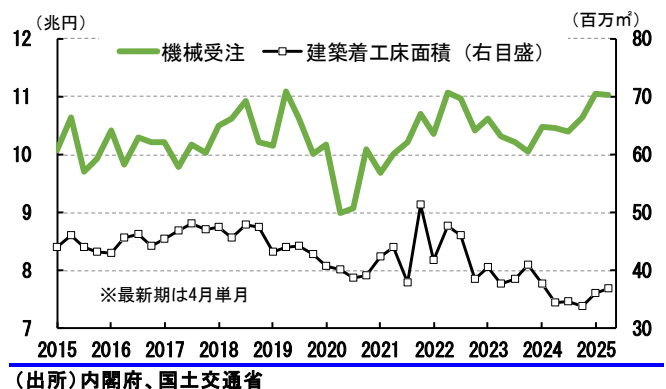
設備投資：機械投資・建設投資ともに上向き

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4月に前月比▲9.1%と3ヵ月ぶりに減少したが、急増した3月（+13.0%）の反動減という面が大きい。4月の水準は1～3月平均からほぼ横ばい（▲0.2%）で、昨年10～12月期（前期比+2.3%）、今年1～3月期（+3.9%）と2四半期連続の増加で高まった水準を維持している（右図）。

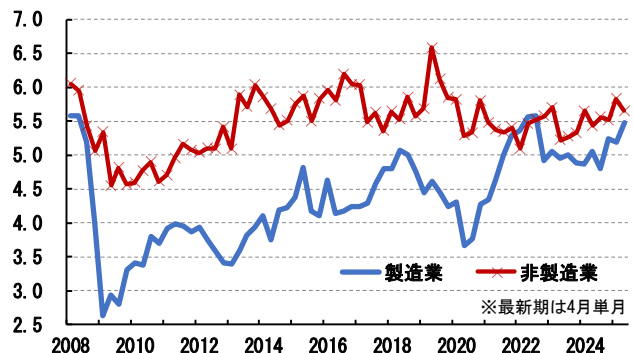
業種別では、製造業（1～3月期前期比▲0.9%→4月の1～3月平均比+5.6%）が大きく水準を高め、非製造業（+5.7%→▲3.2%）は水準を落としたが反動減の範囲にとどまった（右図）。製造業では化学工業（+13.7%→+72.0%）やパルプ・紙・紙加工品（▲65.3%→+37.7%）、石油製品・石炭製品（▲44.9%→+33.3%）の増加が目立つ。一方、非製造業では運輸業・郵便業（▲13.4%→+28.1%）や通信業（+13.9%→20.4%）が堅調、リース業（+10.5%→▲37.9%）や鉱業・採石業・砂利採取業（+11.0%→▲20.6%）、卸売業・小売業（+18.1%→▲12.8%）が落ち込んだ。

建設投資は持ち直しの動きを確認。先行指標の建築着工床面積（民間・非居住用）は4月に前月比+7.8%と3ヵ月ぶりに減少したが（当社試算の季節調整値）、4月の水準は1～3月平均を2.4%上回っており、1～3月期の前期比+6.8%に続く増加となった（上中図）。「店舗」（1～3月期前期比+22.3%→4月の1～3月平均比+10.9%）が増勢を維持し、「倉庫」（+7.8%→▲49.0%）や「事務所」（+6.5%→▲10.0%）、「工場」（▲11.0%→▲4.3%）の落ち込みを補った。

機械受注と建築着工床面積（季節調整値、年率）



機械受注の推移（季節調整値、年率、兆円）



住宅投資：法改正前の駆け込み着工増の反動で減少

先行指標の新設住宅着工戸数は、3月の前月比+34.1%から4月は▲42.1%と急減した。4月の建築基準法と建築物省エネ法の改正を前にした駆け込み着工で2月から3月にかけて水準が大きく上昇、4月はその反動減が出たとみられる。

さらに、5月も落ち込みが続く可能性がある。2月から4月までの3か月間の平均着工戸数(年率83.7万戸)は、その直前3ヵ月の平均(11月~1月、年率77.7万戸)を大幅に上回っているためである。

利用関係別に見ると、4月は「持ち家」(1~3月期前期比+7.7%→4月の1~3月平均比▲30.2%)、「貸家」(+23.2%→▲32.1%)、「分譲」(+8.0%→▲29.8%)のいずれも大きく落ち込んでいる(右図)。

住宅業界の景況見通しを反映する、景気ウォッチャー調査の先行き判断DI(住宅関連)は、引き続き低下基調で推移している(右図)。理由として、前月に続き建築資材価格の高騰に伴う住宅価格の値上がりや、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指摘される。こうした住宅業界を取り巻く環境に改善の兆しが見られない中、今後の住宅投資は低調な推移が見込まれる。

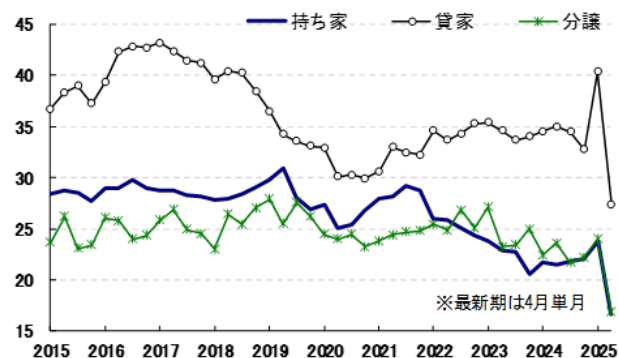
インバウンド需要：前年比20%超の増加ペースを維持

5月の訪日客数は369.3万人となり、3ヵ月ぶりに前月を下回った(右図)。前年同月比でも+21.5%と、4月の+28.5%から伸びが鈍化している。ただ、4~5月平均の前年同期比は+25.0%と1~3月期(+23.1%)から伸びをやや高めており、前年比20%超の増加ペースを維持している。

内訳を見ると、5月は韓国からの訪日客数(82.6万人)が全体の22.4%を占め2ヵ月ぶりの最多。以下、中国本土の79.0万人、台湾の53.8万人と続いた。香港は「日本で大地震が発生する」という情報がSNS等で拡散され、日本への旅行を控える動きが現れた結果、前月の26.3万人から19.3万人に大幅に減少したが、東アジア全体のシェアは63.6%と前月(58.5%)から上昇している。

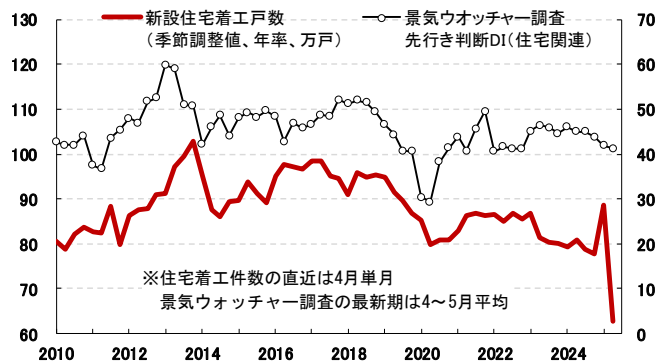
訪日外国人による支出(旅行収支受取=インバウンド需要)は、前月の8,317億円から7,890億円程度に減少した模様。円安で1人当たり旅行支出はやや増加したが、訪日客数の減少が下押しした。

住宅着工戸数の推移(季節調整値、年率、万戸)



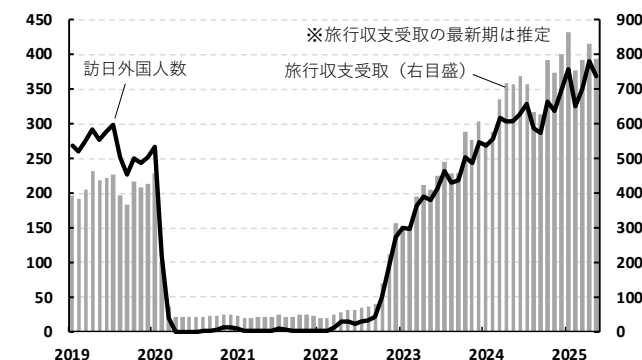
(出所)国土交通省

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

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：財の輸出は緩やかな持ち直し基調

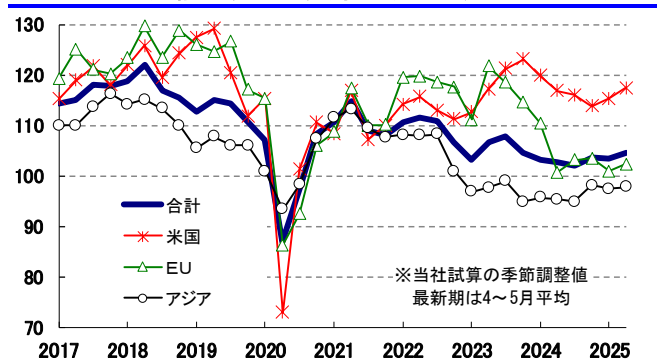
5月の輸出数量指数（当社季節調整値）は前月比+2.3%と、2ヵ月連続で上昇。4～5月平均では1～3月平均を0.9%上回った。1～3月期は前期比▲0.1%と概ね横ばいだったが、四半期ベースで見ると昨年10～12月期以降の緩やかな持ち直し基調が続いている（右図）。

仕向け地別にみると、米国向け（1～3月期前期比+1.3%→4～5月平均の1～3月平均比+1.9%）、EU向け（▲2.5%→+1.4%）、アジア向け（▲0.7%→+0.4%）のいずれも増加した。なお、アジア向けのうち、中国向け（+0.6%→▲0.9%）は減少しており、ASEANなど中国以外への輸出が増加した模様。

トランプ関税の影響が懸念される米国向けの輸出数量を品目別にみると（右図）、個別関税の対象である鉄鋼（+3.7%→▲6.9%）と自動車部品（▲0.6%→▲0.2%）が減少した半面、プラスチック（+9.1%→+2.5%）の増加が続き、関税が引き上げられた自動車（+11.6%→4.3%）も増加が続いた。

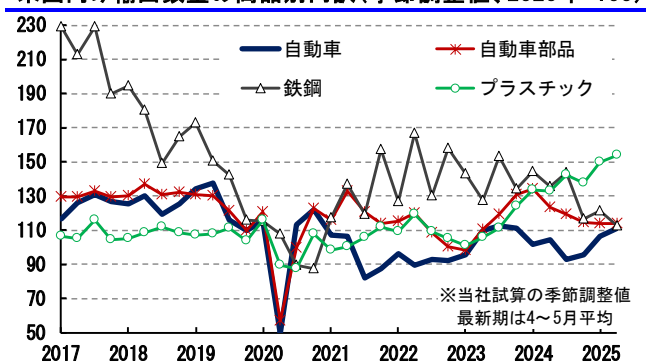
なお、5月の米国向け乗用車輸出価格は今年2月に前月比で下落に転じ、乗用車の関税が引き上げられた4月は前月比▲5.4%、5月は▲13.5%と大幅に下落、2ヵ月間の下落幅は18.2%に及ぶ。そのうち、この間に2.9%円高が進んだ分を除けば、25%引き上げられた関税のうち約15%分をメーカーが負担、米国の販社（ディーラー）の関税負担は実質的に10%程度ということになる。

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

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。