

日本経済情報 2025 年 7 月号

Summary

【内 容】

日米関税交渉が合意

対米輸出は価格引き下げで数量維持

景況感も良好な水準を維持

物価上昇ペース弱まらず

トランプ関税が日本経済に与える影響

賃上げへの影響なし

来年度春闘も高い賃上げ率を予想

実質賃金の改善で消費は回復へ

景気は一時停滞後に回復を再開

<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 寄 浩

(03-3497-7354)

miyazaki-hiroshi

@itochu.co.jp

副主任研究員

高野 蒼太

(080-2867-7238)

takano-sota

@itochu.co.jp

トランプ関税で一時停滞も後退には至らず（改定見通し）

日米関税交渉は、相互関税を 15%にとどめ、自動車の追加関税を半減で一応の決着。3 月以降の関税引き上げに対して企業は、輸出価格の引き下げにより関税負担の一部を吸収、輸出量を維持してきた。そうしたこともあり、6 月調査の日銀短観や景気ウオッチャー調査では企業景況感の目立った悪化は確認されず。一方、物価上昇による影響を主因に個人消費関連分野の一部に景況感の悪化が確認された。

こうした現状を踏まえると、今後の日本経済を見通すうえでは、トランプ関税が与える影響に加え、物価の先行きを踏まえた個人消費の行方が重要なポイントとなる。

トランプ関税の影響は、関税率の上昇により対米輸出が減少するだけでなく、他国の景気を悪化させることで日本の輸出が減少する面もある。これらの合計で日本の GDP は 0.4%押し下げられる見込み。また、関税の影響を吸収するための輸出価格引き下げは企業業績の悪化を通じて設備投資を押し下げ、GDP を 0.2%減少させる。ただ、今のところ賃上げや消費者マインドへの目立った影響はなく、人手不足から雇用への影響も限定的とみられ、個人消費の回復は阻害されない見込み。

以上の関税の影響により、7～9 月期以降は輸出が減少、日本経済は 2025 年度後半には停滞、通年の成長率は前年比 +0.7%にとどまると予想。ただし、個人消費の底堅さから景気が後退局面入りすることはなく、2026 年度には関税の影響が一巡、輸出や設備投資が再拡大し、日本経済は正常化に向けた回復の動きを再開しよう。

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	0.7	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	4.3	0.1
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)	(0.1)
輸 出	5.0	3.1	1.7	▲0.5	4.0
輸 入	7.4	▲2.7	3.5	1.9	3.3

(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

日米関税交渉が合意

日米関税交渉は、参議院選挙後に急展開した。8月1日の交渉期限が迫る7月21日、担当の赤沢大臣は8回目の交渉のため訪米、22日に急遽設定されたトランプ大統領との交渉の末、25%への引き上げが予定されていた相互関税を15%までの引き上げにとどめ、自動車（含む部品）に対する25%の追加関税を半分の12.5%に引き下げることで合意した。

NHKの報道¹などによると、日本側の主な交渉カードは、5,500億ドル（約80兆円）にも上る日本企業の対米投資に対する融資・保証枠のほか、ボーイング社の航空機100機購入、コメの輸入拡大、農産物など80億ドル（約1.2兆円）購入、防衛装備品購入の30億ドル（約0.4兆円）拡大であり、旅客機1機が数百億円、100機で数兆円になることも踏まえると、日本側の統計で8.6兆（2024年）を計上した米国の対日貿易赤字をある程度は削減できそうである。貿易赤字にこだわるトランプ大統領を納得させるに足るメニューだったと言えよう。

今回の合意を踏まえ、対米輸出に対する米国の追加関税を改めて整理すると（右表）、2024年に対米輸出の34.1%を占めた自動車（含む部品）の追加関税は現状の25%から12.5%へ半減する。したがって、もともとの2.5%との合計で15%の関税がかかる

ことになる²。自動車と同様、分野別関税の対象とされている品目のうち、鉄鋼やアルミ製品は今回の合意には含まれず、引き続き50%の追加関税が課せられるほか、銅製品も8月1日から50%の追加関税が課せられる予定である。

既に4月5日から10%課せられている相互関税は、8月1日から15%へ引き上げられる。対象となる品目は対米輸出の58%に上るが、合意前はトランプ大統領から25%への引き上げが通知されていたため、それを基準とすれば10%ポイントの引き下げに成功したことになる。

対米輸出は価格引き下げで数量維持

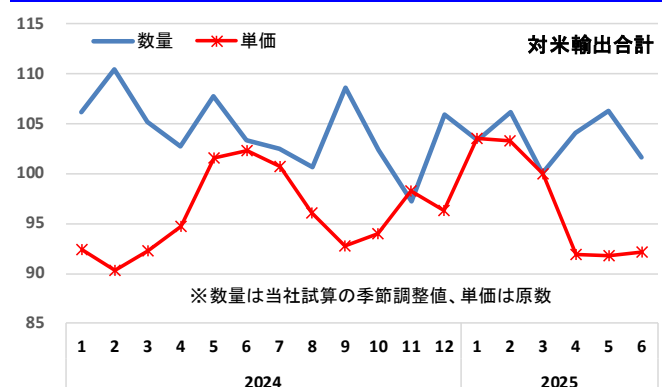
トランプ第2次政権による追加関税は、日本に関するものに限れば、3月12日の鉄鋼・アルミ製品に対する25%を皮切りに、4月3日には自動車に対して25%、同月5日には上記の通り相互関税10%が発動、5月3日には自動車部品に25%の追加関税が課せられた。さらに、6月4日には

対米輸出額の内訳（2024年）とトランプ関税

	品目	輸出額 (億円)	割合 (%)	トランプ関税	
				現状	8/1~
分野別関税	自動車	60,264	28.3	25%	12.5%
	自動車部品	12,310	5.8	25%	12.5%
	鉄鋼製品	3,027	1.4	50%	50%
	アルミ製品	315	0.1	50%	50%
	銅製品	390	0.2	—	50%
	半導体等(含む製造装置)	8,790	4.1	調査中	
	医薬品	4,115	1.9		
	木材	56	0.0		
相互関税	一般機械	49,461	23.2	10%	15%
	電気機器(除く半導体等)	27,518	12.9	10%	15%
	化学製品(除く医薬品)	11,057	5.2	10%	15%
	その他	35,645	16.7	10%	15%
合計		212,948	100.0		

（出所）財務省公表データ等より伊藤忠総研が作成

対米輸出の推移（2025年3月=100）



（出所）財務省

¹ 2025年7月23日 NHK NEWS WEB <https://www3.nhk.or.jp/news/html/20250723/k10014871861000.html> など。

² 実施時期は8月1日とみられるが、現時点では不明。

鉄鋼・アルミ製品の追加関税が 50%に引き上げられ、現在に至っている。

このような関税引き上げを受けた対米輸出全体の動きを通関貿易指数で見ると（前ページ右下図）、4 月に輸出単価は 3 月に比べ 8.1%下落、以降も同程度の水準で推移する中、数量は 5 月にかけて増加、6 月は落ち込んだものの 3 月を上回る水準を維持した。つまり、輸出全体で見れば、関税引き上げの影響を輸出価格の引き下げである程度吸収し、数量の落ち込みを回避した形となる。

25%の追加関税が課された自動車は、より大きな動きを見せた（右図）。輸出単価は、関税が引き上げられた 4 月に 5.7%引き下げられ、5 月には 3 月比▲15.1%、6 月には▲20.7%まで水準を切り下げた。一方で、数量は 5 月に 3 月比で 7.0%増加、6 月は 3 月の水準を 2.1%下回ったが、4～6 月を均せば 3 月に比べ 3%ほど高く、数量は関税引き上げ前の水準を維持している。

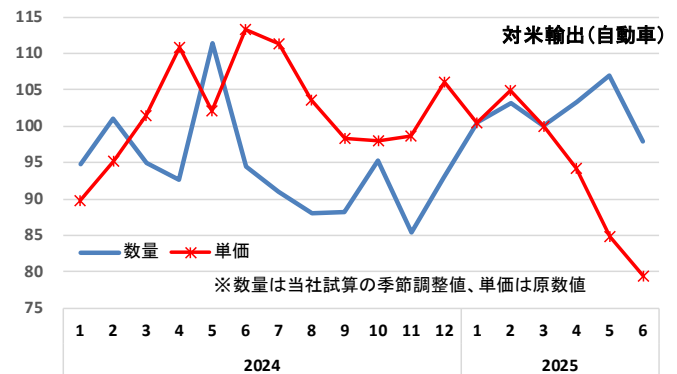
同じく 25%の関税を課せられた自動車部品は、6 月の単価が 3 月比▲10.8%で数量は+2.8%と、価格引き下げは控えめながら数量を維持した。多くは日系自動車メーカーの現地工場への輸出とみられ、自動車メーカーが米国での製造段階で部品にかかる関税の過半を負担しているものと思われる。また、3 月から追加関税が段階的に 50%まで引き上げられた鉄鋼は、3 月以降は単価を 2 月から 1 割強引き下げることで、数量の落ち込みを 4～6 月期で 2 月比▲7%にとどめている。

景況感も良好な水準を維持

このように、対米関税負担の一部を製造企業が抱え込んでいるわけであるが、その割には企業景況感は総じて良好である。7 月 1 日に発表された 6 月調査の日銀短観では、業況判断 DI（良い－悪い）が製造業（大企業）で+13 と前回 3 月調査（+12）から 1 ポイント上昇、非製造業（大企業）では+34 と 3 月の+35 から 1 ポイント低下したものの極めて高い水準を維持した（右図）。トランプ関税の影響を強く受けた自動車は 3 月調査の+13 から 6 月調査では+8 へ悪化したけどプラスを維持した。鉄鋼に至っては▲18 から▲3 へ大幅に改善しており、企業景況感に対する関税の影響は限定的だったようである。

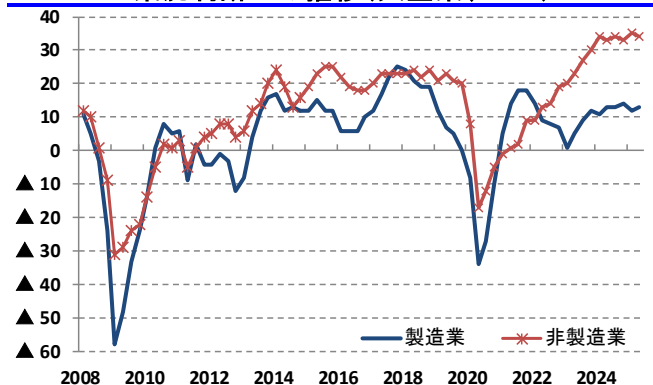
景気ウォッチャー調査でも、景気の現状判断 DI（水準、季節調整値）が「企業動向関連」で製造業（3 月 42.8→5 月 43.5→6 月 45.1）、非製造業（46.9→47.1→49.0）とも最近 3 か月は改善傾向にあり、5 月以降は改善が加速している。改善の理由としては、製造業で AI 向けや設備投資関連の好調などが、非製造業では天候やインバウンドなどが指摘されており、関税の影響が一部の分野に限られている様

対米自動車輸出の推移（2025年3月=100）



（出所）財務省

業況判断DIの推移（大企業、%Pt）



（出所）日本銀行

子が窺われる。ただ、関税引き上げに伴う駆け込み需要を指摘する向きもあり、関税の影響が今後強まる可能性には留意が必要であろう。

一方で、家計部門の需要と関係の深い「家計動向関連」は、5月の43.5から6月は43.2へ悪化した。

「小売関連」（5月42.0→6月43.0）や「飲食関連」（37.8→38.6）は上昇したが、「サービス関連」（47.6→44.8）や「住宅関連」（44.7→43.4）が落ち込み、全体を押し下げた。

小売業では改善の理由として良好な天候による客足増、猛暑によるエアコンや夏物衣料・用品の販売増、野菜やコメの価格下落などが挙げられたが、サービス業では悪化の理由として猛暑や値上がり、節約志向などが挙げられた。全体を概観すると、引き続き値上がりの影響が残り、個人消費の勢いは鈍いなかで、猛暑による需要の変化で業態によって明暗が分かれたという整理ができよう。

物価上昇ペース弱まらず

実際に、物価の高い伸びは続いている。消費者物価指数は（右図）、全体（総合）では1月の前年同月比+4.0%から6月には+3.4%へ、生鮮食品を除いたコアでも5月の+3.7%から6月は+3.3%へ、それぞれ伸びが鈍化したが、生鮮食品とエネルギーを除いたコアコアでは6月に+3.4%へ伸びを高めている。

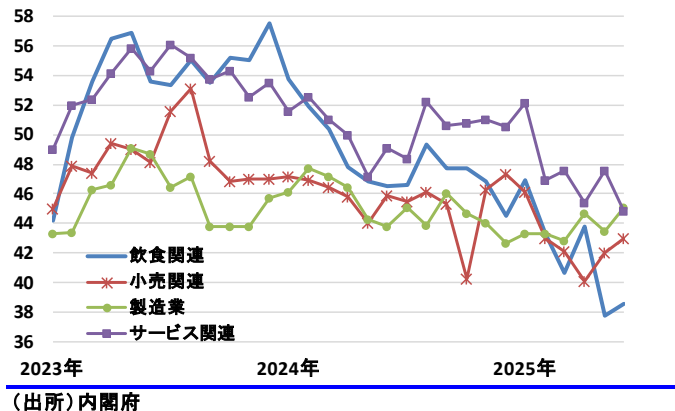
消費者物価（総合）の伸びが鈍化した主因は、生鮮食品物価が1月の前年比+21.9%から5月には▲0.1%のマイナスに転じ、6月も+1.6%と小幅プラスにとどまったことである。また、コアの上昇加速が一服したのは、ガソリン補助金の再開などによりエネルギー物価が5月の前年同月比+8.1%から6月は+2.9%へ鈍化した影響が大きい。そして、これらを除いたコアコアの上昇が加速し続けているのは、生鮮食品以外の食料品がコメ価格の高騰や原材料コストの価格転嫁によって1月の前年同月比+5.1%から5月は+7.7%へ、6月はさらに+8.2%へ伸びを高めているためである。

7月25日に発表された東京都区部の消費者物価7月中旬速報値は、総合・コアとも6月の前年同月比+3.1%から+2.9%へ鈍化、コアコアは6月の+3.1%から変わらずであった。エネルギー（6月前年比+3.6%→7月▲0.8%）の伸びが鈍化、コメ価格（+90.6%→+81.8%）にもピークアウトの動きが見られたが、食料品全体（+6.3%→+6.9%）では依然として伸びが高まっており、コアコアの動きが示す通り物価上昇にブレーキが掛かるには至っていない。

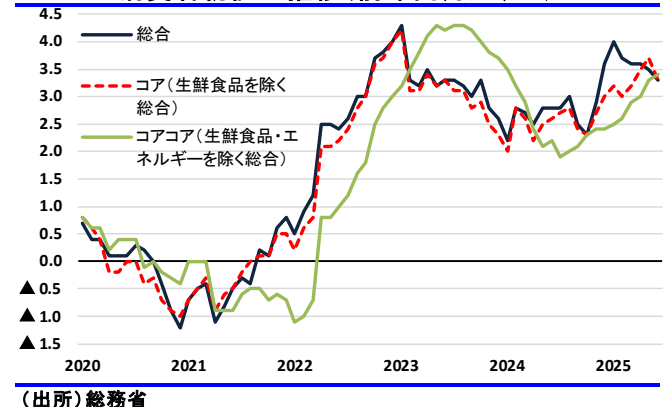
7月25日に発表された東京都区部の消費者物価7月中旬速報値は、総合・コアとも6月の前年同月比+3.1%から+2.9%へ鈍化、コアコアは6月の+3.1%から変わらずであった。エネルギー（6月前年比+3.6%→7月▲0.8%）の伸びが鈍化、コメ価格（+90.6%→+81.8%）にもピークアウトの動きが見られたが、食料品全体（+6.3%→+6.9%）では依然として伸びが高まっており、コアコアの動きが示す通り物価上昇にブレーキが掛かるには至っていない。

以上を踏まえると、今後の日本経済を見通す上では、今回の合意を受けたトランプ関税の影響に加え、

景気ウォッチャー調査（現状判断、水準、季節調整値）



消費者物価の推移（前年同月比、%）



物価の先行きを踏まえた個人消費の行方も重要なポイントとなろう。

トランプ関税が日本経済に与える影響

今回の日米関税合意により、日本の対米輸出品の平均関税率は、相互関税 15%による 7.7%と、自動車や鉄鋼などの分野別関税による 6.2%との合計 13.8%ポイント引き上げられ、2024 年度の 3.1%³から 17%程度へ上昇すると試算される。

ただ、実際の状況を確認した通り、関税引き上げ分の全てが米国の販売価格に転嫁されるわけではない。現状（6 月時点）では、右表の通り平均関税率の上昇分（15.2%⁴）に 3 月からの為替変動（3.1%）を加えた 18.3%が米国現地価格の値上げ圧力となるが、日本からの輸出価格を 3 月比で 7.8%引き下げているため、現地価格の上昇は 10.5%に抑えられているとみられる。

今回の合意により、上記の通り平均関税率の上昇幅は 13.8%に引き下げられた。為替変動率に
変化がないとすれば、現地での値上げ圧力も 16.9%へ低下するが、問題は日本からの輸出価格をどうするかである。現時点で輸出価格を大幅に引き下げている自動車業界では、利益確保のため関税率の引き下げに応じて値下げ幅を縮小すると考えるのが自然であろう。一方で、その他の業界は平均的に輸出価格を 2%しか引き下げておらず、相互関税の 10%から 15%への引き上げに見合った程度の値下げを行う余地はあろう。仮に、自動車業界の値下げ幅が半減し、その他の業界では値下げ幅を 5 割拡大すると想定すれば、現地の価格上昇率は 11.7%へ若干高まることになる。その場合、一般的な輸出の価格感応度⁵（0.76）を用いて試算すると、日本の対米輸出は数量（実質）ベースで 8.9%減少し、GDP の輸出を 1.4%程度押し下げることになる。

さらに、当社ではトランプ関税によって日本を除いた世界の GDP は 2 年間で 0.6%下押しされると見込んでいる（右表）。これに伴う海外需要の減退は、日本の輸出を 0.8%減少させる。これら直接・間接的な影響を合計すると、今後 1 年間で日本の輸出は 1.7%程度減少し、GDP を 0.4%程度押し下げることになる。

こうした輸出の減少は、先述の対米輸出価格の引き下げと相まって企業業績を悪化させる。仮に、上記の通り輸出企業が 5.3%の価格引き下げにより関税コストの一部を吸収し、輸出が 1.4%減少すれば、企業の売上高は全産業合計で 0.4%（5.6 兆円）、営業利益は 2.6%（2.3 兆円）減少すると見込まれ

平均関税率と輸出価格の変化から見た現地価格上昇率

	6月時点	合意後	前提
平均関税率の上昇幅（%ポイント）	15.2	13.8	
為替変動率	▲ 3.1	▲ 3.1	
現地値上げ圧力（%）	18.3	16.9	
輸出価格（3月比）（%）	▲ 7.8	▲ 5.3	
自動車	▲ 20.7	▲ 10.3	半減
自動車部品	▲ 10.8	▲ 5.4	半減
その他	▲ 2.0	▲ 3.1	5割増
現地価格上昇率（%）	10.5	11.7	

（出所）財務省統計などを基に伊藤忠総研にて試算

世界景気の悪化による輸出の減少

世界GDP（日本を除く）への影響（%）					輸出への影響 （%）
	米国	中国	EU	インド +ASEAN	
▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 0.8	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.8

（出所）伊藤忠総研による試算（注）日本の輸出への影響は内閣府短期マクロ計量モデル乗数表をもとに算出

³ 経済産業省「2025 年版不正貿易報告書」の単純平均実行関税率。

⁴ 相互関税 10%と自動車 25%などの分野別関税による。

⁵ 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.

る（右下表）。

さらに、企業業績の悪化は、期待成長率やキャッシュフローを通じて設備投資を下押しする。このケースでは、製造業の売上高が0.8%、キャッシュフローが2.8%、非製造業の売上高が0.2%、キャッシュフローが0.3%、それぞれ押し下げられる。これを当社が試算する投資関数⁶に当てはめると、設備投資は全産業で1.1%減少する。

以上の輸出と設備投資への影響を合計すると、今回合意したトランプ関税は日本のGDPを今後1年間で0.6%程度押し下げることになる。

トランプ関税が企業業績と設備投資に与える影響

【前提】財・サービス輸出▲1.4%、対米輸出価格▲5.3%

	全産業		試算の前提
	変動幅 (兆円)	変動率 (%)	
売上高	▲ 5.6	▲ 0.4	・ 輸出比率：製造業25.7%、非製造業2.2% ・ 輸出（製造業）の米国シェアは19.9% ・ 輸出減（売上数量減＋売上単価下落）の影響： 製造業▲0.8%、非製造業▲0.2%
変動費	▲ 3.3	▲ 0.3	・ 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% ・ 輸出減（中間投入量減）の影響： 製造業▲0.6%、非製造業▲0.2%
営業利益	▲ 2.3	▲ 2.6	・ 売上高の変動幅－変動費の変動幅
キャッシュフロー	▲ 1.2	▲ 1.2	・ 労働分配率：製造業50.2%、非製造業56.7%
設備投資	▲ 0.6	▲ 1.1	・ 対キャッシュフロー弾性値：製造業0.894、非製造業0.858 ・ 輸出減に伴う期待成長率（製造業）の変化：▲0.111% ・ 期待成長率の変化に対する 設備投資（製造業）の弾性値：0.194

（注）売上高、変動費、営業利益は法人企業統計（2024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。

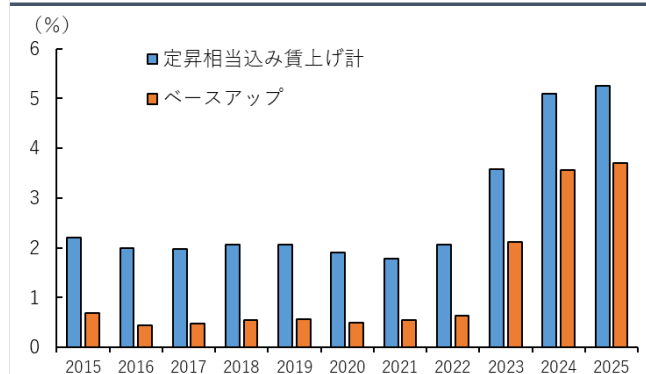
（出所）日本銀行、財務省、経済産業省、試算は伊藤忠総研による

賃上げへの影響なし

一方で、トランプ関税による個人消費への影響は、現時点では限定的だと判断される。日本労働組合総連合会（連合）が7月3日に公表した今年度の春闘賃上げ率の最終集計は前年比＋5.25%と、初回集計の＋5.46%から▲0.21pt低下したが、前年の＋5.1%を上回った（右図）。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、今年度の低下幅は概ね例年通りであった（右下図）。定期昇給を除くベースアップ率（ベア）も、今年度は＋3.70%と2024年度の＋3.56%を上回った。

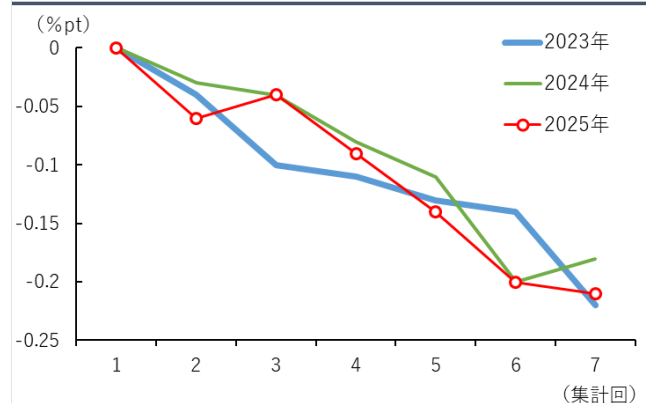
300人未満の中小組合における春闘の賃上げ率も、今年度は＋4.65%と前年（＋4.45%）を上回った。中小企業については、労働組合の組織率（雇用者数に占める労働組合員数の割合）が低い⁷ため、連合の集計では捕捉できない部分もある。ただ、日本商工会議所・東京商工会議所の「中小企業の賃金改定に関する調査」の結果を見ると、20人以下の小規模企業でも2025年度の賃上げ率は前年度比＋3.54%

春闘での賃上げ率



（出所）日本労働組合総連合会

春闘の初回回答からの賃上げ率修正幅



（出所）日本労働組合総連合会

⁶ 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）」P4参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2885/>

⁷ 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。

と昨年度（+3.34%）を上回っている。比較的小規模な企業においても、今年度の賃上げ率は高い伸びとなった模様である。

来年度春闘も高い賃上げ率を予想

ただ、トランプ関税による悪影響が今後、本格化し、来年度の賃上げ率が低迷するとの指摘もある。そこで、現時点で想定している環境に基づいて 2026 年度の春闘賃上げ率を以下の通り予測した。具体的な推計方法は（右表）、春闘賃上げ率を企業利益（前年の経常利益増加率）、労働需給（前年の失業率）、物価動向（過去 2 年間の平均消費者物価上昇率）の 3 変数による回帰分析である。

その結果、2026 年度の春闘賃上げ率は前年比+4.4%となり、2025 年度の推計値（+4.6%）からは小幅な若干にとどまった（下図）。なお、この試算は経常利益の伸びの鈍化、インフレ率の緩やかな低下、労働需給のひっ迫は継続、を前提としている。

今年度実績の 5.25%と比べると大きく鈍化する形であるが、直近 2 年間は実績値が推計値を大きく上回っており、こうした上振れ状態が続くのであれば、5%程度の賃上げも視野に入ることになる。ただ、上振れの一因として近年の「賃上げ機運」の高まりが指摘でき、こうしたマインド的な要素はトランプ関税による不透明感により消滅する可能性はあろう。一方で、先の参議院議員選挙でも「物価高対策」や「賃上げ促進策」が争点の一つとなるなど、少なくとも労働者側の賃上げ要求は依然強い。トランプ関税の影響を注視する必要はあるものの、現時点では来年度も 4%台半ば以上の高い賃上げ率の実現するとみて良いだろう。

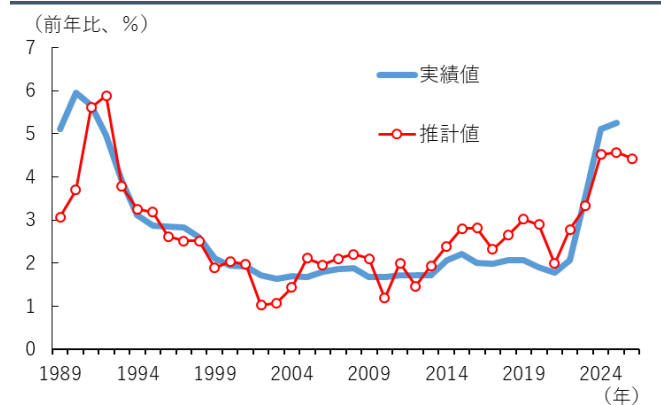
実質賃金の改善で消費は回復へ

個人消費には、復調を期待させる動きが出始めている。6 月の消費者態度指数（総世帯）は 34.3 と、物価動向との相関が強い「暮らし向き」を中心に 2 か月連続で前月から改善した（右図）。1 年先の物価が 5%以上上昇すると予想する消費者の割合が低下しており、インフレ懸念が緩和しつつある。5 月 22 日からのガソリン補助金再開によりエネルギー価格の伸びが鈍化、6 月初旬には小泉農水相の方針に従って「5 キロ 2000 円前後」の備蓄米が店頭に並び始めたことが背景にあると考えられる。

推計期間	1989 ~2025
定数項	3.15 ***
経常利益増加率 (前年、%)	0.01 **
失業率 (前年、%)	-0.29 *
消費者物価上昇率 (過去2年間の平均、%)	0.67 ***
自由度修正済み 決定係数	0.70

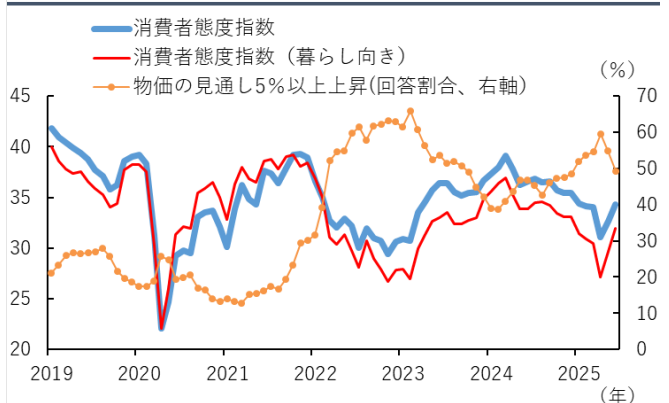
(注)***は1%、**は5%、*は10%有意

春闘賃上げ率推計



(出所) 総務省、財務省、日本労働組合総連合会より伊藤忠総研試算

消費者態度指数と物価の見通し



(出所) 内閣府

今後も、電気・ガス代への補助金復活や原油相場下落などを背景にエネルギー価格の伸びが抑えられる状況が続く見込みである。加えて、輸入物価は、円安のピークアウトや資源価格の下落を背景に、6月には円ベースで前年同月比▲12.3%までマイナス幅が拡大した（右図）。輸入コストの低下は、食料品で特に顕著な価格転嫁の必要性を徐々に減じていくこととなろう。

一方で、賃金の上昇は、サービス価格を中心に広く物価を押し上げる方向に働き続ける。それでも、消費者物価全体で見れば、上記の物価上昇を抑制する要因が勝り、現状の前年比3%を超える上昇から、来年度にかけて2%を下回る伸びに鈍化しよう（右図）。物価上昇の鈍化は、消費者マインドの改善に加え、実質所得の改善にもつながり、個人消費は回復に向かうと予想する。

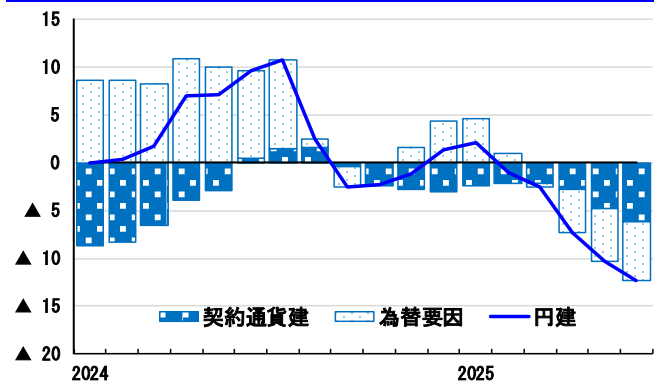
景気は一時停滞後に回復を再開

日本経済の先行きを展望するにあたり、まずは後段の＜今月の指標＞も踏まえ、足元の景気動向を整理すると、4～6月期の個人消費は、マインドに改善が見られるものの物価の上昇が引き続き逆風となり、横ばい程度にとどまったとみられる。一方で、設備投資は先行指標が拡大継続を示唆しており、堅調な拡大が続いた模様である。懸案の輸出も、米国向けの財が価格引き下げの効果もあり数量ベースで増加を維持したことから、全体でも前期比プラスとなった可能性が高い。8月15日に発表予定の4～6月期GDPは、1～3月期に前期比+0.5%Ptもの大幅増を記録した民間在庫投資の反動落ちが見込まれるものの、内外需の底堅さを背景に、2四半期ぶりの前期比プラス成長に転じると予想する。

ただ、7～9月期にはトランプ関税の影響が本格化し、輸出は前期比で減少に転じよう。設備投資も、循環的なピークが近づきつつある中で輸出の落ち込みを受けて一時的に足踏みする可能性が高い。個人消費は物価上昇の鈍化を背景に増勢を強めるとみられるが、輸出の減少を埋め合わせる程度にとどまり、2025年度後半の景気は停滞感を強めよう。

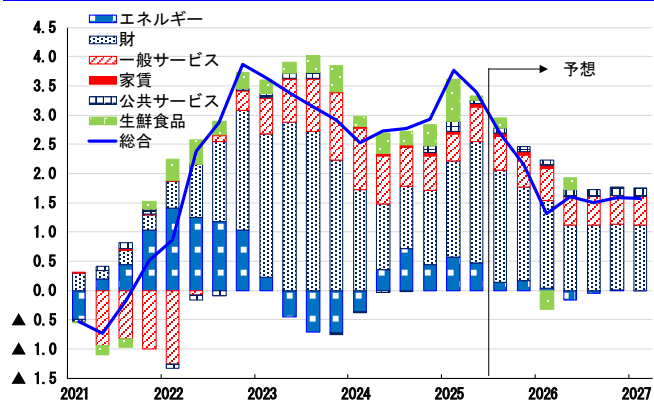
その結果、2025年度の実質GDP成長率は前年比+0.7%にとどまると予想する（次ページ表）。トランプ関税の影響で0.6%押し下げられる割には高い成長だという印象もあるが、2025年1～3月期の実質GDPは前年同期比+1.7%と発射台が高いことに加え、トランプ関税の影響が主に2025年度後半に現れるためである。四半期毎の成長率は、2025年10～12月期から2026年1～3月期にかけて、前期比年率で潜在成長率（日銀・内閣府推計で0.6～0.7%）を下回る可能性があり、2025年度後半の日本経済は停滞感が強まろう。ただし、個人消費の底堅さから大幅なマイナス成長には至らず、景気が後退局面入りしデフレに後戻りする懸念が強まることはないだろう。

輸入物価の推移（前年同月比、%）



（出所）日本銀行

消費者物価の見通し（前年同期比、%）



（出所）総務省、予想は伊藤忠総研作成

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しよう。設備投資も再拡大に向かうと予想される。前述の通り、春闘賃上げ率は、今年度の企業業績が円高傾向や資源安による輸入コスト減を背景に専ら非製造業で改善が続くことを反映し、来年度も高い伸びを維持、物価上昇の抑制と相まって個人消費の拡大が続こう。そのため、実質GDP成長率は1%程度まで回復すると予想する。

今年度後半に見込まれる景気の停滞はトランプ関税の発動に起因する一時的なものであり、その影響が一巡する来年度には、日本経済は正常化に向けた回復の動きを再開しよう。

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	0.7	1.1
国内需要	1.8	▲0.6	1.2	1.2	1.0
民間需要	2.6	▲0.6	1.2	1.6	1.2
個人消費	2.6	▲0.4	0.8	1.3	1.3
住宅投資	▲2.6	0.8	▲1.0	4.3	0.1
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)	(▲0.0)
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)	(0.1)
輸出	5.0	3.1	1.7	▲0.5	4.0
輸入	7.4	▲2.7	3.5	1.9	3.3
名目GDP	2.3	4.9	3.7	3.4	3.0
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	2.5	1.6

(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

＜今月の指標＞

帝国データバンク「TDB 景気動向調査」：企業景況感の悪化に歯止め

企業景況感を示す景気 DI は、6 月に前月比 0.1 ポイント上昇して 42.7 となった（右図）。昨年 12 月以来 6 ヶ月ぶりに上昇し、企業景況感の悪化に歯止めが掛かった。

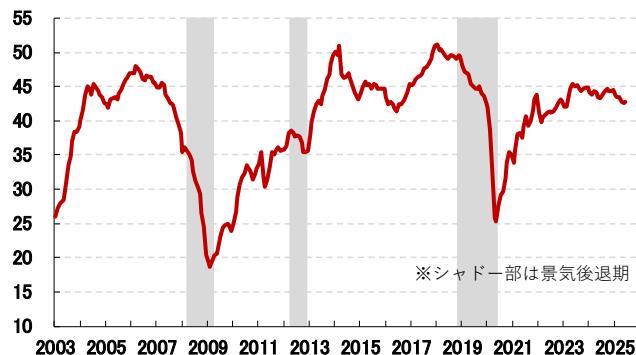
業界別にみると、10 業界中 4 業界で悪化した。5 業界で改善、1 業界で横ばいだった（右下図）。改善の理由として、「金融」（前月比+1.7 ポイント）では貸出金利回りの改善や投資信託への資金流入が、「農林水産」（+1.2 ポイント）は米価高騰や鶏肉市況の好転が、「小売」（+0.3 ポイント）はコメの売上増などが挙げられている。半面、「不動産業」（▲0.6 ポイント）は建材価格の高騰に伴う住宅建築件数の落ち込みや地方での不動産取引低迷を指摘しており、「運輸・倉庫」（▲0.5 ポイント）は輸出入の荷動きの悪さや人件費・燃料費の高騰が悪化に繋がった模様である。

小売販売：食料品は好調もインバウンドが減少

6 月のコンビニ売上高（既存店）は前年同月比+3.7%と、前月の+2.5%から伸びを高めた（右図）。4～6 月期で見ても前年同期比+2.7%と前期（+1.5%）から加速した。6 月は平均客単価の伸びが僅かに鈍化した（5 月前年同月比+3.3%→6 月+2.7%）一方、来店客数の伸びが+1.0%と前月（▲0.7%）のマイナスからプラスに転じたことが寄与した。商品構成別にみると、6 月は記録的な暑さになったことから、冷し麺などの日配食品（+1.8%→+4.9%）や、ソフトドリンク・アイスクリームなどの加工食品（+2.0%→+4.7%）が伸びを大きく高めた。その他の商品についても、たばこ・雑誌等の非食品が+1.1%、宅配便・各種チケットなどのサービスが+6.4%と、いずれも堅調な伸びとなった。

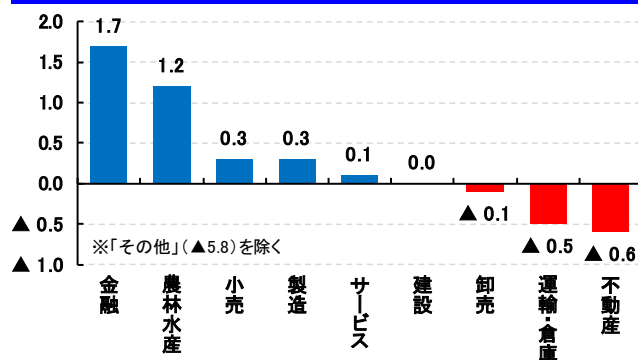
6 月のスーパー売上高（既存店）は前年同月比+4.2%と 5 月の+4.6%からは僅かに減速したが、高い伸びを維持した。4～6 月期合計では、前年同期比+4.1%と前期（+1.0%）から大きく伸びを高めた。6 月の伸びには、全体の 7 割を占める食料品（+5.7%）が、買上点数の減少を上回る店頭価格の上昇によって好調を維持したことが寄与した。一方、苦戦が続いている衣料品がマイナスに転じた（5

景気DIの推移（全国）



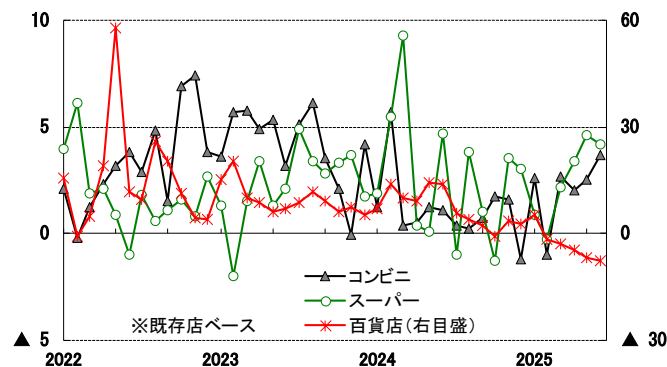
(出所) 帝国データバンク

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

月+0.4%→6月▲2.1%)ほか、日用雑貨品や家具・インテリアなどの住関連品は+0.5%と、前月(+1.7%)から減速した。

6月の百貨店売上高(既存店)は前年同月比▲7.8%と、前月(▲7.0%)からマイナス幅が拡大、5か月連続で前年同月比マイナスとなった。その結果、4~6月期では前年同期比▲6.5%と前期(+0.2%)から大幅マイナスに転じた。6月は、インバウンド(免税売上)が、円高傾向に加え高い伸びを見せた前年の反動もあり、前年比▲40.6%と前月(▲40.8%)に続き大幅なマイナスとなったことが全体を押し下げた。また、休日(土曜日)数が1日少なかったことによる入店客数の減少幅拡大(5月▲0.4%→6月▲2.0%)も影響した。品目別では、インバウンドの影響を受けやすい鞆などの身のまわり品(▲20.5%)や美術・宝飾・貴金属(▲12.9%)などの高額品の低調さが目立った。

6月の乗用車販売は前年同月比+5.5%となり、5月の+3.1%から伸びが加速した。2023年以降の自動車認証不正問題による落ち込みからの反動増は一服したが、堅調な増加傾向を維持している。

季節調整済み前月比(当社試算値)で見ると、6月は+0.6%と、前月の▲1.7%からプラスに転じた。クラス別では、普通車(5月▲3.0%→6月▲0.8)は2か月連続で減少、小型車(+1.6%→▲0.2)も小幅に減少したものの、軽自動車(▲2.1%→+3.0)がプラスに転じ全体をけん引した(右図)。

月々の振れはあるものの、乗用車販売は軽自動車を中心に底堅く推移している。

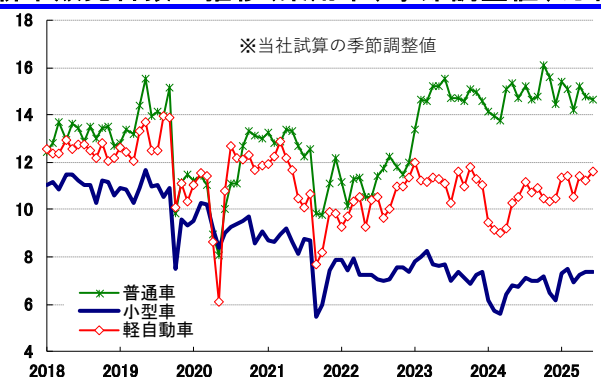
ただし、乗用車販売台数の水準は、依然としてコロナ禍前を1割程度下回っている。消費動向調査における「耐久消費財の買い時判断」指数には底打ちの兆しがみられるものの、引き続き低水準にある。賃金を上回る物価上昇が続く中、販売台数の大幅な増加は当面の間見込み難く、コロナ禍前水準の回復には相当の時間を要するだろう。

外食売上：客数・客単価ともに好調

6月の外食売上高は前年同月比+6.0%と堅調を維持したものの、前月(+10.8%)からは減速した(右図)。猛暑でシニア層の客足が減ったことや、土曜日が少ない曜日まわりなどが影響し、客数の伸びが+1.9%と前月(+4.9%)から大きく低下したことが主因。また、客単価の伸びも前月の+5.6%から+4.1%に減速した。4~6月期で見ても、前年同期比+6.1%と前期(+6.9%)からやや減速した。

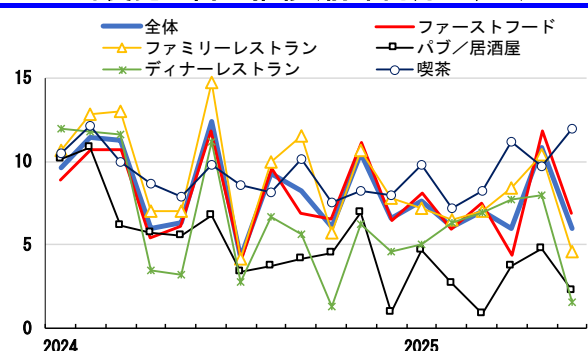
業態別売上を見ると、「ファーストフード」(5月前年同月比+11.8%→6月+6.9%)や「ファミリーレストラン」(+10.4%→+4.6%)、「パブ/居酒屋」(+4.8%→+2.3%)、「ディナーレストラン」(+8.0%→+1.6%)とも伸びが縮小した。

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

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

6月としては記録的な高温となったことで、冷たいメニューや飲料などは好調、「喫茶」の売上高は+12.0%と業態別で唯一前月（+9.7%）から加速、猛暑の恩恵を受けたとみられる。

毎月勤労統計：閏年要因剥落で伸びが加速

5月（確報）の所定内給与（基本給）は、前年同月比+2.0%と、4月（確報）の+2.1%から僅かに伸びが低下した（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、5月は+2.4%と4月の+2.5%から小幅に減速した。

現金給与総額はより大きく鈍化、4月の前年同月比+2.0%から+1.4%へ伸びが低下した（右下図）。ボーナスなどの特別給与の伸びがマイナスに転じた（4月+0.1%→5月▲6.6%）ことが主因。残業代などの所定外給与は伸びを高めた。

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▲2.6%と前月（▲2.0%）からマイナス幅を拡大し、1月以来の減少幅となった（右図）。消費者物価（持家の帰属家賃を除く総合）上昇率は前月から僅かに減速したもの（+4.1%→+4.0%）、現金給与総額の伸び鈍化がそれを上回った。なお、3月分から公表されている、帰属家賃を含んだ総合の消費者物価で計算された実質賃金は前年同月比▲2.0%と、上記の実質賃金よりも減少幅は0.6%pt小さい。消費者物価（総合）上昇率が+3.5%と、帰属家賃を除いたものよりも低いためである。

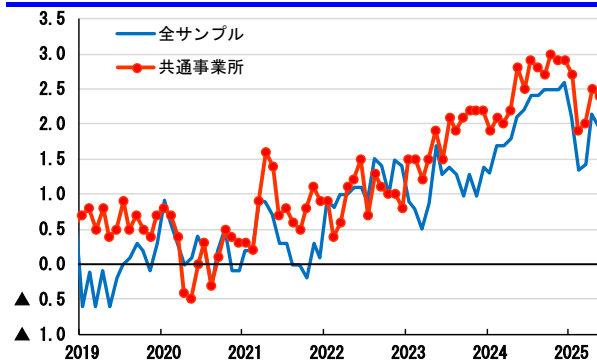
総じて5月の毎月勤労統計はやや弱めの結果となったものの、主因は振れの大きい特別給与の大幅マイナスによるものであり、今後は昨年を上回った春闘賃上げが徐々に反映され、所定内賃金の伸びは高まっていくとみられる。実質賃金についても、円安のピークアウトや原油価格の下落、コメ価格の落ち着きにより、高騰している物価が年後半にかけて沈静化し、前年同月比でプラスに転じると予想する。

消費者態度指数：前月から改善するも、悪化トレンドから脱せず

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（次ページ右上図）、6月に34.3と2カ月連続で前月から改善。米国の関税政策を巡る不透明感などを背景にマインドが大幅に悪化する以前の3月（34.0）を上回る水準まで上昇した。消費者マインドは2024年3月の直近ピーク以降下落トレンドが続いていたが、足元で底打ちの兆しがみられる。

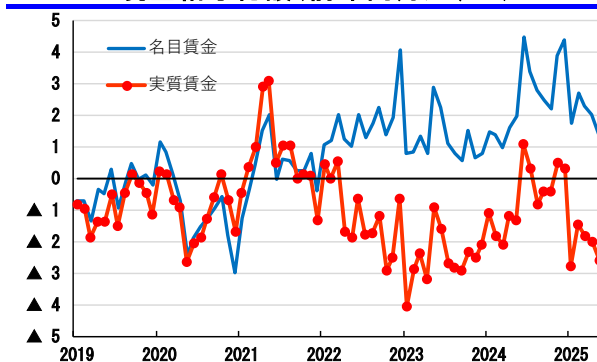
内訳を見ると、先月時点の想定通り、物価動向との相関が強い「暮らし向き」の改善（5月29.7→6月31.9）が全体を押し上げた。5月21日に小泉農林水産大臣が随意契約による備蓄米の放出方針を

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。

表明し⁸、6月初旬からは実際に「5キロ 2000 円前後」の備蓄米が店頭に並び始めたことや、日米関税交渉に目立った動きはなかった割に株式市場が堅調に推移したことなどを背景に、全ての項目で4月の落ち込みからの改善が続いた（「収入の増え方」(5月 38.3→6月 39.2)、「雇用環境」(37.1→38.3)、「耐久消費財の買い時判断」(25.4→27.9)）。

今後も、春闘の結果を反映して賃金の昨年度並みの高い伸びが見込まれるなか、所得環境の改善を背景に消費者マインドは改善傾向が続こう。なお、日米の関税交渉が7月23日に合意に至り、先行き不透明感の後退で株価が大幅に上昇したが、その影響は調査時期（毎月15日）の影響で7月の指数には反映されず、8月以降のマインドの押し上げ要因となるとみられる。

設備投資：機械投資、建設投資とも増加傾向

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5月に前月比▲0.6%と2ヵ月連続で減少。急増した3月（+13.0%）の反動減が続いている模様。四半期ベースでは昨年10～12月期（前期比+2.3%）、今年1～3月期（+3.9%）と増加が続いた後、4～5月平均は1～3月平均を若干下回るとどまり（▲0.5%）、増加傾向を維持している（右図）。

業種別には、製造業（1～3月期前期比▲0.9%→4～5月の1～3月平均比+4.6%）が大きく水準を高めたが、非製造業（+5.7%→▲2.3%）は伸び悩んだ（右図）。製造業で増加が目立つのは非鉄金属（+4.2%→+187.8%）や石油製品・石炭製品（▲44.9%→+134.9%）、化学工業（+13.7%→+38.7%）であり、非製造業では運輸・郵便業（▲13.4%→+27.1%）や不動産業（▲13.4%→+26.4%）が増加したが、リース業（+10.5%→▲35.5%）や卸売・小売業（+18.1%→▲5.6%）が低調だった。

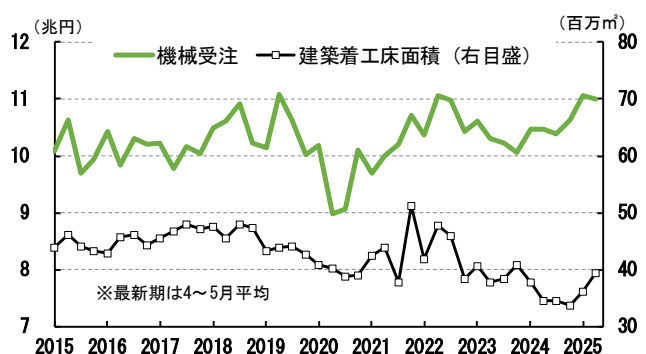
建設投資は、先行指標の建築着工床面積（民間・非居住用）が5月に前月比+8.8%と2ヵ月ぶりに増加、4～5月平均は1～3月平均を8.5%も上回った（当社試算の季節調整値、上中図）。1～3月期の前期比+7.8%に続く増加で、持ち直し傾向が続いている。

消費者態度指数（総世帯）



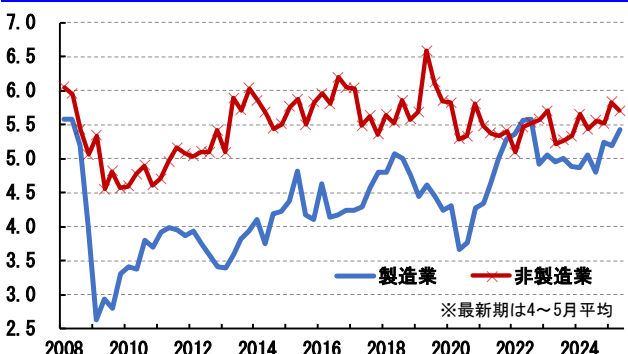
（出所）内閣府

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

⁸ 5月21日の農林水産大臣就任会見で発言。

昨年、建築着工床面積が落ち込んだ背景には、働き方改革関連法で時間外労働の上限規制が4月から建設業界に適用されたことによる労働時間の減少、すなわち労働力不足がある⁹。これを受けて建設業では雇用を積極化して労働力を確保、今年に入り建築着工が増加に転じた¹⁰。加えて、今年4月には日本初となる統合型リゾート（IR）施設¹¹が起工したことも、建築着工床面積を大きく押し上げた。

住宅投資：法改正前の駆け込みの反動減が続く

先行指標の新設住宅着工戸数は5月に前月比▲15.6%となり、4月の▲42.2%に続いて大幅に減少した。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3月にかけて水準が大きく上昇、その反動減が表れたとみられる。四半期ベースでは、1～3月期に前期比+14.1%と大幅に増加したが、4～5月平均は1～3月の水準を35.0%下回っている（右図）。

なお、駆け込み着工増とその反動減を均した2～5月平均の着工戸数は年率76.1万戸であり、1月（77.4万戸）や昨年10～12月期（77.8万戸）の水準を若干下回るにとどまる。

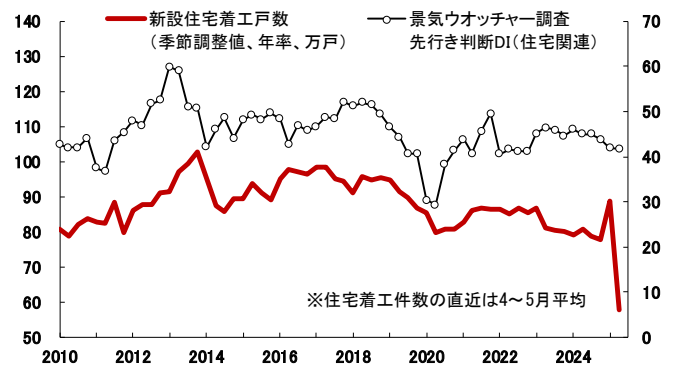
利用関係別には、「持ち家」（1～3月期前期比+7.9%→4～5月の1～3月平均比▲34.2%）、「貸家」（+23.4%→▲36.6%）、「分譲」（+8.2%→▲36.7%）とも大きく落ち込んだ（右図）。

住宅業界の景況見通しを反映する、景気ウオッチャー調査の先行き判断DI（住宅関連）は、引き続き低下傾向にある（右上図）。理由として、建築資材価格の高騰に伴う住宅価格の値上がりや、コメなど生活必需品の値上がりによる住宅購買意欲低下への懸念が指摘された。

インバウンド需要：訪日客数の増勢が鈍化

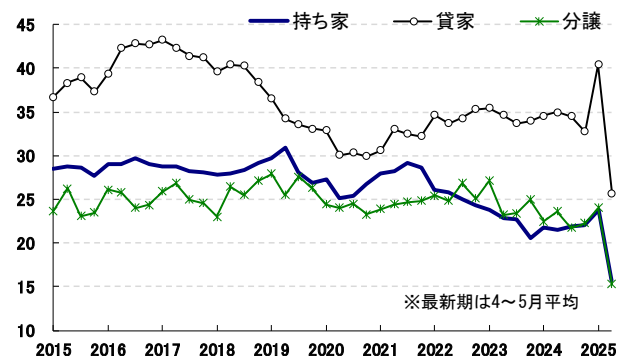
6月の訪日客数は337.8万人となり、2ヵ月連続で前月を下回った（右図）。前年同月比でも+7.6%と5月の+21.5%から大きく鈍化した。その結果、4～6月期は前年同期比+19.0%と1～3月期（+23.1%）から伸びが縮小した。

住宅着工戸数と先行き判断DI（住宅関連）の推移



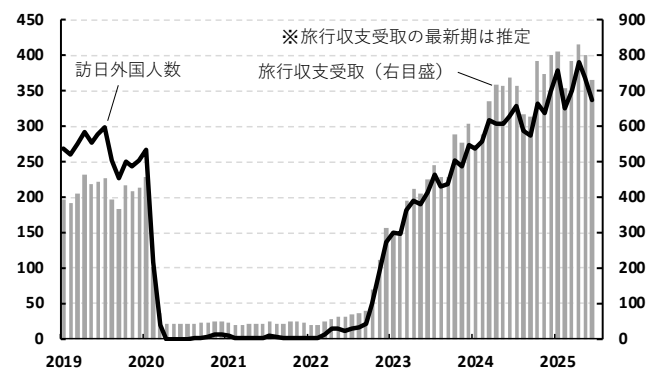
（出所）国土交通省、内閣府

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

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

⁹ 2024年の建設業の所定外労働時間（事業所規模5人以上）は前年比▲7.4%（2023年は▲1.1%）、総実労働時間は1.7%（+0.5%）。 ▲

¹⁰ 2025年1～5月の建設業の常用雇用指数（事業所規模5人以上）は前年同期比+2.6%（2024年暦年は前年比+0.3%）。

¹¹ 大阪・関西万博会場の隣接地に建設。初期投資額は約1兆2,700億円、総延床面積は約77万㎡。

内訳を見ると、4～6 月期は香港からの訪日客数が前年同月比▲4.4%と、1～3 月期の+3.9%からマイナスに転じた。「日本で 7 月に大地震が発生する」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強まった模様である。訪日客数の上位 3 カ国をみると、最多に返り咲いた中国（1～3 月期前年同期比+78.1%→4～6 月期前年同期比+34.9%）の伸びは鈍化したものの、2 位の韓国（+7.2%→+8.3%）と 3 位の台湾（+9.8%→+10.7%）は堅調さを維持した。ASEAN 主要 6 カ国からの訪日客数は 1～3 月期の+18.4%から 4～6 月期は+13.2%に伸びが鈍化した。

なお、4～6 月期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 2 兆 3,620 億円程度となり、1～3 月期の 2 兆 3,028 億円から 2.6%増加した模様。円高で 1 人当たり旅行支出が前期比 1.5%減少したものの、訪日客数は 4.2%増加しており、インバウンド需要が 4～6 月期の GDP 成長率を押し上げた可能性が高い。

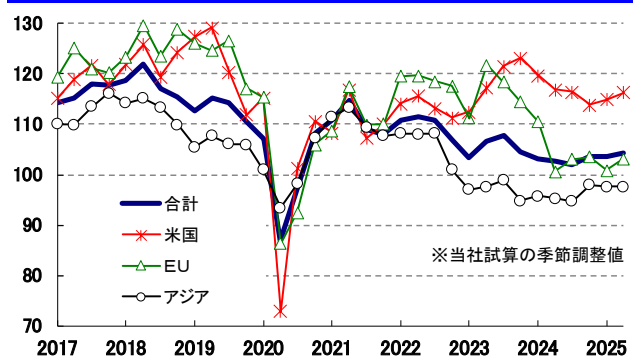
通関輸出：財の輸出は緩やかな持ち直し基調

6 月の輸出数量指数（当社季節調整値）は前月比▲1.9%と 3 カ月ぶりに低下したが、四半期ベースでみると、4～6 月期は前期比+0.6%と 2 四半期ぶりに上昇した（右図）。

仕向け地別にみると、アジア向け（1～3 月期前期比▲0.4%→4～6 月期前期比▲0.1%）がほぼ横ばいだったが、米国向け（+1.0%→+1.2%）と EU 向け（▲2.6%→+2.3%）はともに増加した。また、アジア向けのうち中国（+1.4%→▲3.8%）は大幅に落ち込んでおり、中国以外が増加した模様である。

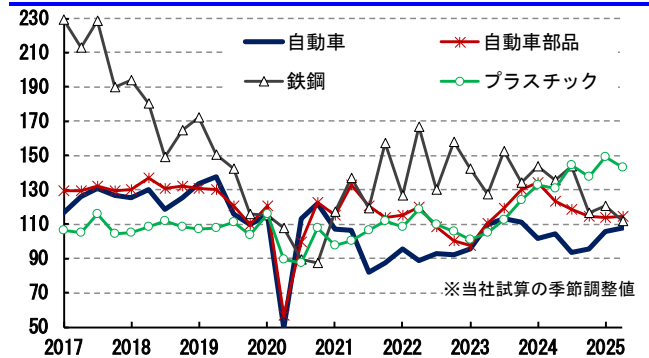
品目別では、鉄鋼（1～3 月期前期比▲1.4%→4～6 月期前期比▲5.5%）や半導体（▲0.7%→▲2.5%）、プラスチック（▲0.5%→▲0.2%）が減少した半面、自動車（+1.7%→+0.2%）と自動車部品（▲0.4%→+0.1%）は増加した。トランプ関税の影響が懸念された米国向けの自動車（+11.0%→+1.5%）、自動車部品（▲0.7%→+0.9%）とも増加したことで、全体が支えられた格好。

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。