

# 日本経済情報 2026年5月号

## Summary

【内容】

3月までは景気堅調

「街角景気」は一段と悪化

物価抑制と株価上昇が消費を下支え

個人消費は腰折れに至らない見通し

設備投資は増加基調維持

中東情勢悪化の影響が輸入でも本格化

トランプ関税は継続か

AIブームの恩恵は限定的

潜在成長率超えが続く

経済政策との協調を求められる日銀

＜今月の指標＞

- ・小売販売
- ・外食売上
- ・消費者態度指数
- ・毎月勤労統計
- ・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  
(080-8217-8214)  
takeda-ats@itochu.co.jp

マクロ経済センター長 武内浩二  
(03-3497-6701)  
takeuchi-koji@itochu.co.jp

副主任研究員 高野蒼太  
(080-2867-7238)  
takano-sota@itochu.co.jp

副主任研究員 北辻宗幹  
(080-2824-8904)  
kazuki-kitatsuji@itochu.co.jp

### イラン情勢で一時停滞も年後半には回復へ～改定見通し

予想以上の1～3月期GDP成長率が示す通り、日本経済は3月までは堅調。4月以降も「街角景気」などソフトデータが一段の悪化を示すほどには小売関連などのハードデータは悪化せず。政府による物価上昇の抑制や株高が下支えしている模様。

今後も個人消費はイラン情勢や物価上昇が逆風となるが、高い賃上げにより腰折れすることなく拡大基調を維持しよう。設備投資も、イラン情勢の影響で当面は抑制される可能性があるものの、深刻な人手不足やデジタル化の進行などを背景に増加基調を維持する見込み。

輸出入に関しては、イラン情勢の影響が中東向けを中心に本格化するほか、違法とされたトランプ関税は新たな手法で継続される可能性が高い。また、日本の半導体産業は先端分野で韓国や台湾に劣後しており、製造装置が中心でもあるため、今のAIブームの恩恵は限定的。

以上に加え、イラン情勢が6月には解決への合意に達し原油価格が戦争前の水準まで低下する場合、2026年度の成長率は前年比+0.7%へ減速するが潜在成長率は上回る。2027年度は輸出回復が加わって1%へ成長が高まり、リスクはデフレ回帰ではなくインフレ加速へ。

日銀は4月会合で3名の審議委員が利上げを主張したがイラン情勢の不確実性を理由に据え置き。次回6月15～16日は同様の状況下で迎える可能性が高く、条件付きながら利上げ志向の審議委員は4名に増える一方、高市政権からは経済政策との整合性を求められ、日銀の判断が注目される。

日本経済の成長率見通し(年度)

前年比,%,%Pt	2023	2024	2025	2026	2027
	実績	実績	実績	予想	予想
実質GDP	▲0.0	0.5	0.8	0.7	1.0
個人消費	▲1.0	0.1	1.2	0.7	1.0
住宅投資	1.8	▲0.7	▲3.5	2.0	▲1.6
設備投資	▲0.1	0.8	2.4	1.7	1.6
公共投資	▲0.1	0.1	▲0.6	▲1.0	▲1.8
純輸出(寄与度)	(0.9)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.1)
輸出	3.1	2.7	1.9	0.7	2.1
輸入	▲2.2	4.0	2.6	0.7	3.0
失業率(%、平均)	2.6	2.5	2.6	2.4	2.4
消費者物価(除く生鮮)	2.8	2.7	2.7	1.9	2.1

(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

## 3月までは景気堅調

5月19日に発表された2026年1～3月期の実質GDP成長率（一次速報値）は、前期比+0.5%（年率+2.1%）と大方の予想を上回る高成長となった<sup>1</sup>。内訳を見ると（右図）、輸出が前期比+1.7%と輸入の伸び（+0.5%）を大きく上回ったことから純輸出（輸出－輸入）が実質GDP成長率を0.3%Pt押し上げたほか、個人消費（前期比+0.3%）や設備投資（+0.3%）、公共投資（+1.4%）といった内需も底堅く推移しており、景気が堅調に拡大している様子を示した。

輸出は、インバウンドなどのサービスが前期比+0.4%と小幅増にとどまったが、財（+2.2%）が大きく伸びて全体を押し上げた。貿易統計で確認できる財別の動向からは、半導体（IC）の大幅な増加が続き（当社試算の季節調整値で10～12月期前期比+10.1%→1～3月期+17.0%）、輸出全体を押し上げた様子が確認できる（右図）。そのほか、トランプ関税の影響などから落ち込んでいた自動車（▲1.2%→+3.8%）も下げ止まりから持ち直しの動きを見せた。

個人消費は、2月28日の米国とイスラエルによるイランへの大規模攻撃以降、消費者マインドが大幅に悪化<sup>2</sup>したにもかかわらず、1～3月期は堅調な拡大を見せた。国内家計消費の形態別内訳を見ると（右図）、耐久財（10～12月期前期比+1.4%→1～3月期▲+1.4%）は減少に転じたものの、全体の約6割を占めるサービス（+0.5%→+0.2%）のほか、衣料品などの半耐久財（+0.4%→+0.9%）が増勢を維持した。これらの消費は比較的マインドに左右されやすく、3月には多少落ち込んだ可能性はあるが、2月までの好調さでカバーされたと考えられる。

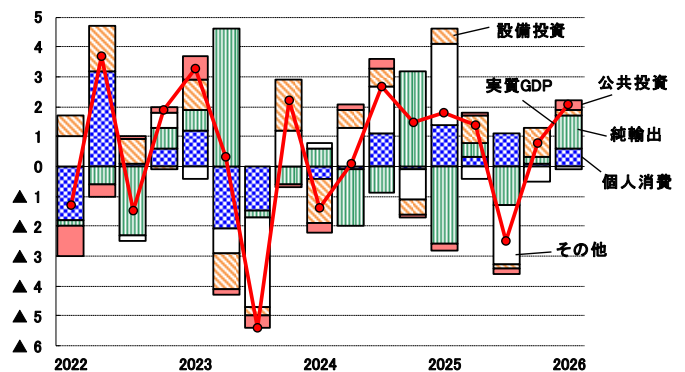
## 「街角景気」は一段と悪化

いずれにしても、4月以降はソフトデータでは景気の悪化がより明確になっている。4月の景気ウォッチャー調査は、景気の現状判断DI（水準、季節調整値）が3月の43.7から42.4へ一段と低下した。

<sup>1</sup> 予想コンセンサスは前期比年率1%台半ば、当社予想は前期比年率+1.6%。

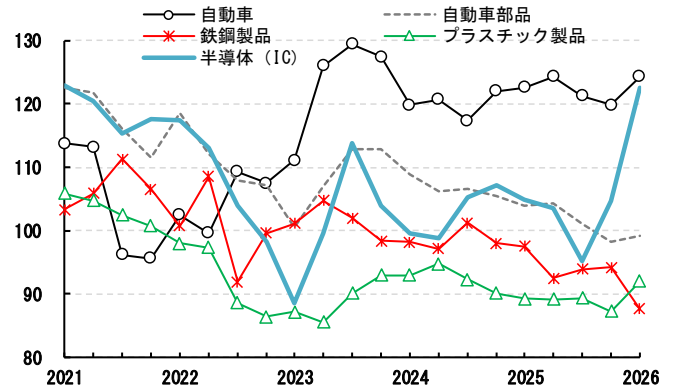
<sup>2</sup> 消費者態度指数は3月以降、大幅に低下している。詳細は後段の＜今月の指標＞参照。

実質GDPの推移(季節調整値、前期比年率、%)



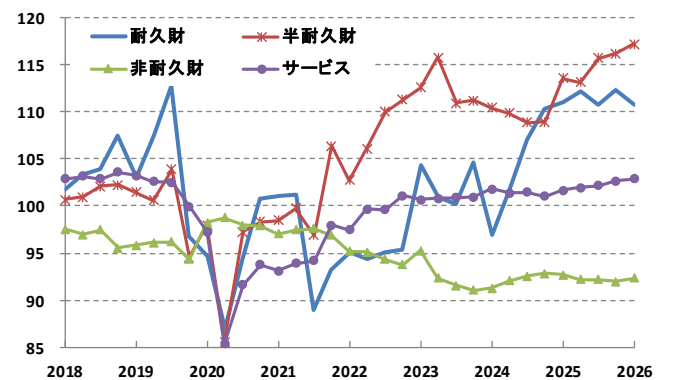
(出所)内閣府

財別輸出数量の推移(季節調整済値、2020年=100)



(出所)財務省(季節調整は伊藤忠総研)

国内家計消費の形態別の推移(季節調整済値、2013年Q1=100)



(出所)内閣府

ロシアがウクライナに侵攻した 2022 年の 7 月に記録した 41.3 以来の低水準となる。

うち、家計部門の需要と関係の深い「家計動向関連」は、2月の46.8から3月42.7、4月41.7と落ち込みが続いた。内訳を見ると（右図）、「飲食関連」（2月45.4→3月40.6→4月36.5）の落ち込みが最も大きく、次いで「住宅関連」（44.9→40.7→36.6）、「サービス関連」（50.9→45.7→44.9）、「小売関連」（45.0→41.7→41.1）と続く。

それぞれの悪化の理由を見ると、飲食店では物価高懸念を背景とする節約志向の高まりで外食控えから客足が減少、コスト増の価格転嫁も困難との指摘が目立った。そのほか、サービスでは燃料コスト上昇（旅行、タクシー）、小売では包装材などの資材不足も指摘されていた。

ただ、小売業の販売動向を見る限りでは、後段の＜今月の指標＞で整理した通り、4月時点ではコンビニ売上やスーパーの買い上げ点数が伸び悩む形で日常消費に抑制の動きが見られてはいるが、選択的消費と言える百貨店売上は堅調、自動車販売は特殊要因もあって好調である。

## 物価抑制と株価上昇が消費を下支え

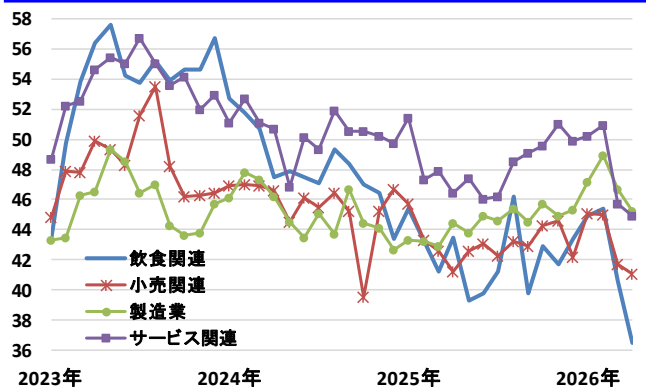
個人消費が大崩れしていない主因は、政府の物価高対策により物価上昇が抑制されていることと、株高による資産効果であろう。4月の消費者物価は、総合で3月の前年同月比+1.5%から+1.4%へ小幅鈍化、コア（生鮮食品を除く総合）では+1.8%から+1.4%へ、コアコア（生鮮食品・エネルギーを除く総合）は+2.4%から+1.9%へ、それぞれ大きく鈍化した（右図）。

コアコアの鈍化は、学校給食費の負担軽減策などによりサービス物価が3月の前年同月比+1.4%から4月に+0.9%へ大きく鈍化（寄与度▲0.22%Pt）したことに加え、米類（3月前年同月比+6.8%→4月+0.6%、寄与度▲0.07%Pt）、食料工業品（+5.3%→+4.9%、▲0.07%Pt）の上昇鈍化が主因である。

コアについては、コアコアとの差であるエネルギー物価が、電気代やガス代の上昇により3月の前年同月比▲5.7%から4月は▲3.9%へマイナス幅が縮小（寄与度+0.14%Pt）したことから、鈍化の幅が抑えられた。さらに総合は、コアとの差である生鮮食品が、3月の前年同月比▲4.8%から4月は+0.3%とプラスに転じた（寄与度0.24%Pt）ことも鈍化幅を抑えている。

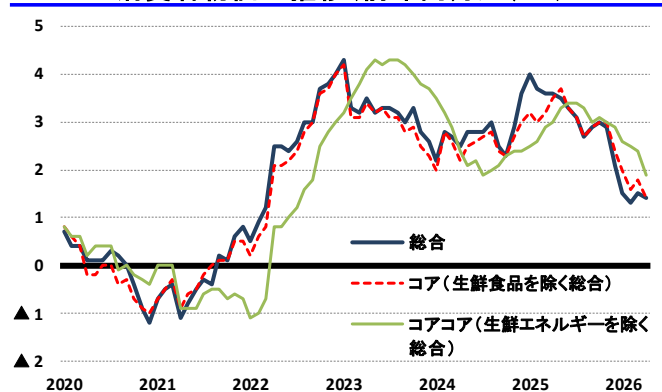
こうした物価上昇の抑制は、今年に入りガソリン価格や電気・ガス代が政策によって引き下げられたこともあり、顕著である。その結果、実質賃金は2025年10～12月期の前年同期比▲0.7%から2026

景気ウォッチャー調査(現状判断、水準、季節調整値)



(出所)内閣府

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所)総務省

年 1～3 月期は+1.4%へ大きく改善、先に見たような個人消費の堅調拡大に貢献したとみられる。4 月は物価上昇率が一段と低下しているため、引き続き個人消費を下支えしていると考えられる。

また、日経平均株価は 3 月に月平均で 2 月から 4.5%下落（56,481 円→53,965 円）したが、4 月平均は 57,246 円へ 6.1%上昇した。この株価回復により、個人消費は資産効果で 0.1%強押し上げられると試算される<sup>3</sup>。

## 個人消費は腰折れに至らない見通し

今後の個人消費は、今年後半から来年にかけて見込まれる物価上昇の加速が下押し圧力となるものの、引き続き高い賃金上昇率や資産効果に支えられ、底堅く推移する見通しである。

消費者物価上昇率は（右図）、今年の秋口頃までは、政府の物価高対策、具体的にはガソリン補助金の延長、および今年 7～9 月の実施が検討されている電気・ガス代補助金によりエネルギー物価の上昇が抑えられること、財物価への輸入コスト増などの価格転嫁の動きが一旦ピークアウトしていることから、前年比で+2%を下回る伸びが続こう。

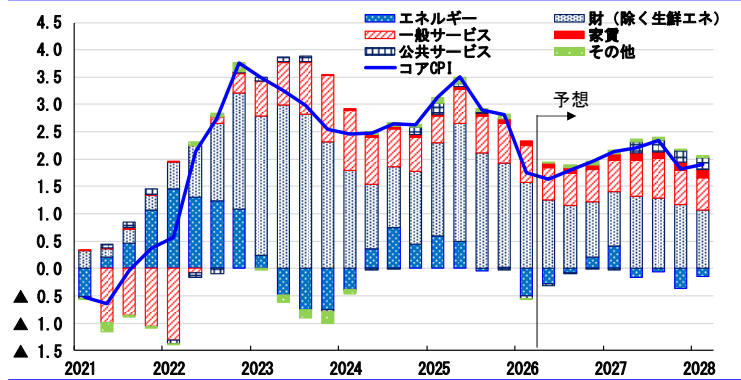
しかしながら、その後はエネルギー物価が上昇に転じること、最近の原油高や円安を主因とするコスト増が財物価に転嫁されること、人件費の上昇がサービス価格に転嫁されることから、来年にかけて再び 2%を超える物価上昇が見込まれる。

一方で、2026 年春闘では、昨年に続き 5%前後の高い賃上げ率で最終的に着地すると予想される。日本労働組合総連合会（連合）が 5 月 12 日に公表した、第 5 回回答集計における今年度の春闘賃上げ率は前年比+5.05%（昨年は+5.32%）、フルタイム組合員の夏季賞与の平均支給月数は 2.53 か月（2.56 か月）と、前年からはやや低下したものの高水準を維持している。

さらに、今年の夏季賞与（ボーナス）も個人消費を下支えしよう。人口減少による慢性的な人手不足や、全体ではトランプ関税のマイナスを補って堅調な企業業績を背景に、今年の夏季賞与支給額も増加が続くとみられる。当社は、2026 年の一人当たり支給額を前年比+2.5%と、昨年（+2.9%）ほどではないが比較的高い伸びを維持すると予測する<sup>4</sup>（右図）。

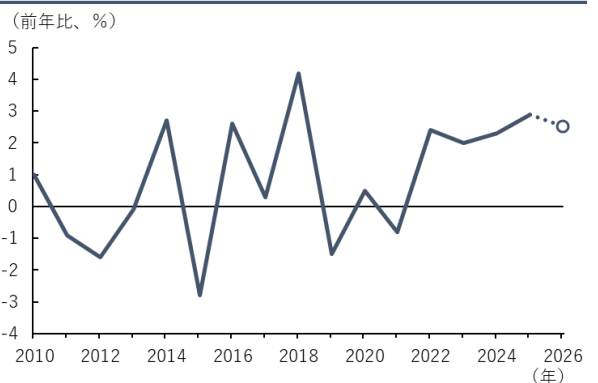
その結果、家計の実質所得は、今年後半から来年にかけて伸び悩む時期もあるだろうが、米国とイランの協議が

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

一人当たり夏のボーナス



(注) 2026年は当社予測値。

(出所)厚生労働省、総務省、財務省、日本労働組合総連合会

<sup>3</sup> 2026 年 4 月 9 日付 Economic Monitor 「日本経済：ガソリン価格高騰が消費をマイルドに悪化、休働による個人所得への影響（資産効果）は以前よりも拡大」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2026/3198/>

<sup>4</sup> 前年の失業率、前年の経常利益、当年の春闘賃上げ率を用いて推計。ここでは、算出された 2025 年の推計値と 2026 年の推計値の差を、2025 年の実績値に加えた値を予測値としている。

合意に達し、少なくともホルムズ海峡が正常化に向かえば、エネルギー価格が下落、著しく悪化している消費者マインドは回復に向かおう。そのため、個人消費は多少減速することはあっても拡大基調は維持すると予想する。

## 設備投資は増加基調維持

設備投資は、2025年度通年では前年比+2.4%と2024年度(同+0.8%)から伸びが加速、総じて底堅く推移している。2026年度についても、日銀短観の設備投資計画などを踏まえると、企業の設備投資意欲は強い。さらに、企業業績も増益基調を維持すると見込まれることから、設備投資も拡大傾向を維持すると見込まれる。

帝国データバンクが4月の後半に実施した「2026年度の設備投資に関する企業の意識調査」によると(右表)、企業が予定している設備投資の内容は、設備の代替(入替え、更新)が圧倒的であるが、省力化・合理化やDX、情報化関連といったデジタル投資が上位を占めている。空前の人手不足や経済社会のデジタル化進行を背景に、こうした投資需要は引き続き根強く、設備投資の拡大をけん引役しよう。

## イラン情勢が当面の設備投資を抑制

ただし、今年前半に限れば、イラン情勢の緊張に伴う先行き不透明感や、石油関連製品の供給不足が設備投資の抑制要因となり得る。4月の景気ウォッチャー調査における設備投資に関するコメントには、中東情勢による「不透明感」のほか、ナフサや設備部材などの「資材不足」、原材料・エネルギー・人件費の高騰など「コスト高」の指摘が目立った。ガソリン価格は政府の補助金によって抑制されているが、ホルムズ海峡の事実上の封鎖によりナフサの価格が急騰しており(右図)、その派生製品であるプラスチックや合成繊維、塗料など設備投資に関する様々な資材価格の押し上げにつながっている。

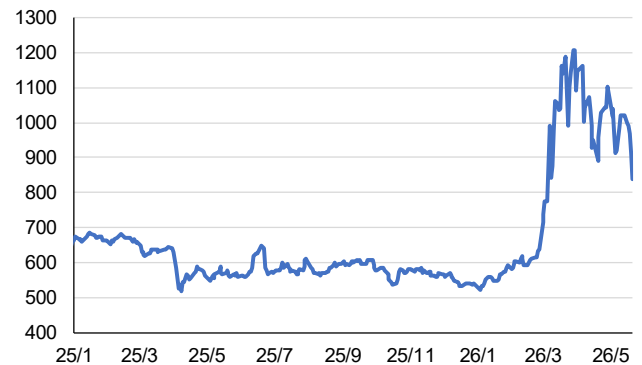
加えて、より懸念されるのがナフサの輸入減による石油化学製品の供給不足である。石油化学工業協会の発表によると、4月の主要な石油化学製品の生産は、3月からは持ち直したものの、それでも前年同期比で大幅な減産となっている(右図)。ただ、在庫も大きく減少、出荷を小幅な減少にとどめている。

予定している設備投資の内容(複数回答)

	大企業	中小企業	全体
1 設備の代替(入替え、更新)	59.0%	58.6%	59.1%
2 既存設備の維持・補修	29.7%	33.9%	28.8%
3 省力化・合理化	26.5%	31.9%	25.2%
4 DX	22.7%	34.1%	20.1%
5 情報化関連(AIなど)	22.2%	35.8%	19.1%
6 増産・販売力増強(国内向け)	16.5%	18.7%	16.0%
7 事務所等の増設・拡大	13.8%	22.0%	11.9%
8 新製品・新事業・新サービス	12.6%	13.1%	12.5%
9 省エネルギー対策	8.5%	8.6%	8.4%
10 研究開発(R&D)	5.9%	9.6%	5.0%

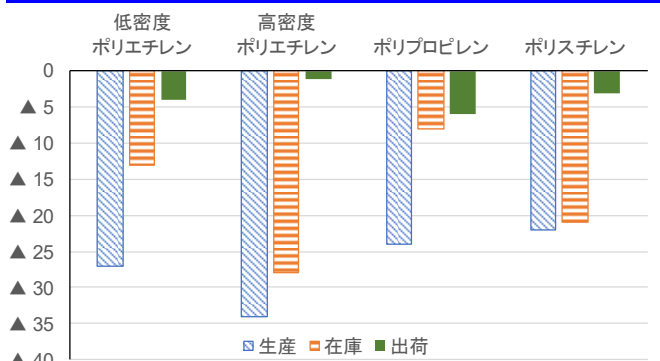
(出所)帝国データバンク『2026年度の設備投資に関する企業の意識調査』

ナフサ価格(ドル/トン)



(出所)Bloomberg  
(注)日本のナフサCFR価格。

石油化学製品の生産・在庫・出荷(前年同月比、%)



(出所)石油化学工業協会  
(注)2026年4月実績。

また、在庫の状況について同協会は、「ポリエチレンやポリプロピレンといった主要石油化学製品では国内需要の3か月以上の水準を維持」できていると説明、政府の「国全体としての量は足りている」との認識と整合的である。ただ、政府も認める「流通の目詰まり」により、ナフサ由来の部材が現場に届かないことによる建設工事の遅れやトラックなどの車両の納車の遅れが発生していることも事実である。今後、イラン情勢が改善し、ホルムズ海峡が正常化に向っても、目詰まりの解消に時間を要し、調達力の弱い中小企業を中心に、設備投資が抑制される可能性がある点には留意したい。

## 中東情勢悪化の影響が輸入でも本格化

中東情勢悪化による財貿易への影響も顕在化している。3月時点では中東向け輸出の落ち込みが中心であったが<sup>5</sup>、4月には輸入への影響も本格化し始めた。中東向け輸出額は4月も前年同月比▲55.5%と大幅減が続いたが、輸入額は▲56.8%と前月の▲10.7%から減少幅が大きく拡大した(右図)。国別にみると、主要な海上輸送ルートを経るカタール、クウェートとの貿易額がほぼ消失したほか、UAEやサウジアラビアとの貿易額も前年比で4~6割程度減少した。

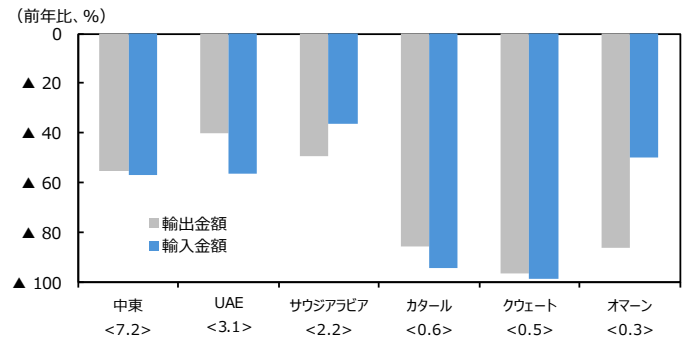
この結果、輸出は全体では底堅い推移が続いたものの、中東向けシェアの高い自動車は減少、輸入は中東依存度の高い原油が大幅に減少した(右図)。代替調達により米国からの原油輸入(4月、数量ベース:前年同月比+38.8%)が増加したものの、中東(▲67.2%)からの減少を補うには至らず、4月の原油輸入量は前年同月比▲63.7%と大幅に減少した。

## トランプ関税は継続か

輸出に関しては、米国の関税政策の行方に引き続き留意が必要である。米国際貿易裁判所は5月7日、相互関税の代替措置として導入された通商法122条に基づく全世界一律10%の追加関税(以下、122条関税)について違法との判断を示した。裁判所は、原告である民間企業2社およびワシントン州に対する関税賦課の差し止めと、既払い関税の返還を命じている。ただし、トランプ政権は直ちに上訴しており、判決の最終的な帰趨が確定するまでには相応の時間を要する見込みである。

もっとも、122条関税は150日間(7月24日まで)の時限措置であり、最終的な司法判断が示される前に制度上の期限を迎える公算が大きい。その間は、現行の122条関税が事実上維持される可能性が高いとみられる。今回の違法判決を受けて、122条関税が延長される可能性は低下したと考えられるが、期限後も通商法301条に基づく関税措置などに移行することで、日本製品に対しては従来の相互

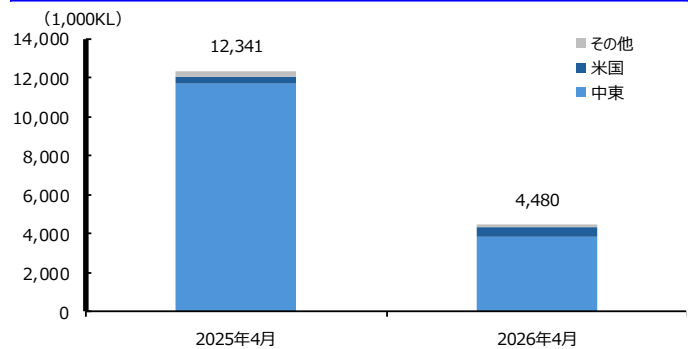
2026年4月の中東地域との輸出入額



(出所)財務省

(注)凡例<>内は2025年貿易金額(輸出+輸入)に占める各国のシェア(%)。

原油輸入量



(出所)財務省

<sup>5</sup> 後段の<今月の指標>参照。

関税（原則 15%）と同程度の措置が課されるという可能性が未だ高いとみておくべきであろう。

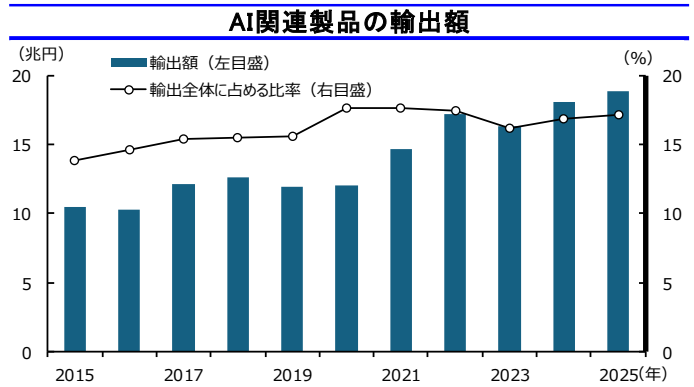
## AI ブームの恩恵は限定的

より重要な点は、世界的に急速に拡大している半導体など AI 関連需要が日本の輸出に与える影響である。まず、AI 関連製品<sup>6</sup>の近年の状況を確認すると、日本からの輸出は年々拡大しており、2025 年には 18.9 兆円と、輸出全体の 17.1% を占めている（右図）。なお、これらの製品群には、半導体だけでなく、シリコンやフッ素化水素などの素材や、ケーブルやコネクタなどの半導体以外の中間財、半導体製造装置などの資本財、サーバーや PC などの最終製品など、AI に関連する幅広い製品が含まれている。

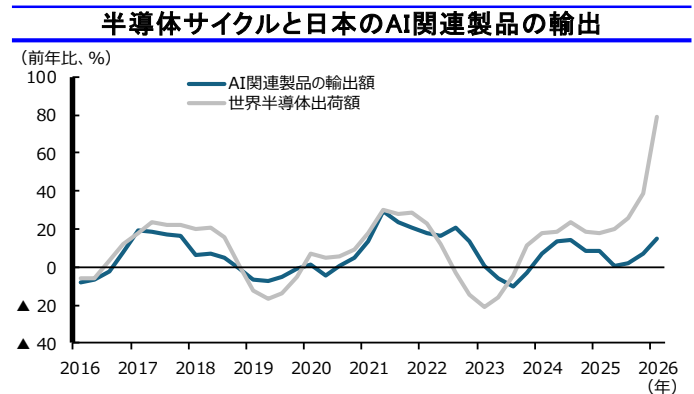
しかしながら、現時点では、世界的な AI 関連需要の伸びが日本の輸出増加に十分には結び付いていないようである。かつては、WSTS の世界半導体出荷額が拡大すれば、それに連動する形で日本の AI 関連製品輸出も同程度拡大していたが（右図）、2024 年以降は連動性が弱まっている。

この背景として、第 1 に半導体分野における競争力の低下が挙げられる。最近の半導体需要は、データセンター向けに用いられる高性能メモリなどの先端分野が中心であり、こうした分野に強みを持つ韓国や台湾が需要の大部分を取り込んでいる。2025 年の韓国の半導体輸出額は前年比+18.1%、台湾は+26.1%と大幅に増加した一方、日本は+5.2%に留まっている（右図）。

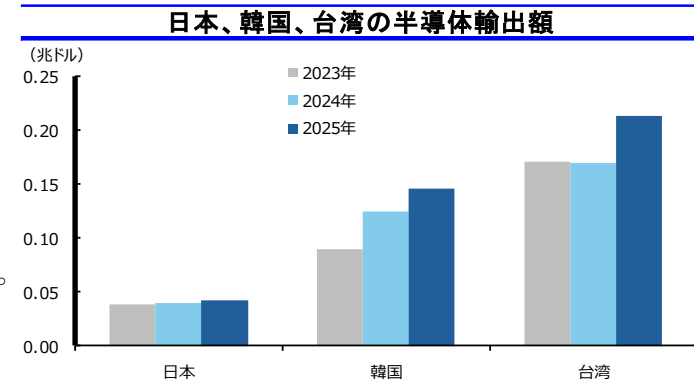
2026 年に入り、日本の半導体等電子部品の輸出額（円ベース）は、1~4 月で前年同期比+33.7%と大幅に増加しているが、地域別にみると中国向け（+55.4%）の増加が顕著である（右図）。ただ、中国では半導体の内製化が進められていることを踏まえると、こうした動きは特定用途向けの需要や規制強化を見越した前倒し調達など、一時的なものが多くを占める可能性が高いと考えるのが妥



(出所) 財務省、WTO

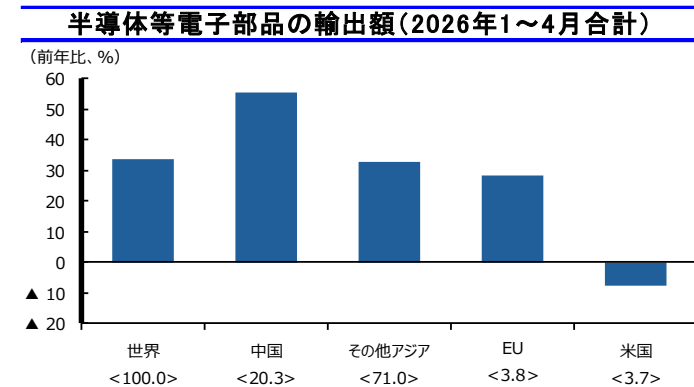


(出所) 財務省、WTO、WSTS



(出所) 国際連合、各国統計

(注) 対象はHSコードが8541、8542の製品。



(出所) 財務省

(注) 凡例<>内は2025年半導体等電子部品の輸出額に占める各国のシェア(%)。

<sup>6</sup> ここでは WTO が規定する AI-Enabling-Products を採用。

当であろう。

第2に、日本のAI関連製品の輸出構成の変化である。2015年から2025年にかけて、半導体製造装置などの資本財のシェアが9.2%ポイント上昇した一方、中間財（半導体を除く）は7.2%ポイント低下している（右図）。つまり、日本のAI関連輸出は、半導体サイクルとの相関が比較的低いとみられる資本財の比率が高まったため、半導体市況の短期的変動に左右されにくくなっている可能性が指摘できる。

こうした構造的な要因は変化に時間がかかるため、少なくとも当面は、世界的なAIブームによる輸出押し上げ効果は限られるとみておくべきであろう。

### 潜在成長率超えが続く

以上の状況に加え、イラン情勢が今年前半のうちに解決に向けた合意に達し、年後半にはホルムズ海峡の正常化が進み、原油価格がイラン戦争前のWTIで60ドル/バレル台まで低下するとを前提を置いて今後の日本経済を展望すると、個人消費は、当面はマインド悪化による下押しにより、今年後半から来年にかけては物価上昇の加速が逆風になるものの、政府の物価高対策の効果もあり実質所得は増勢を維持、株高による資産効果という追い風もあり、拡大基調を維持しよう（右図）。

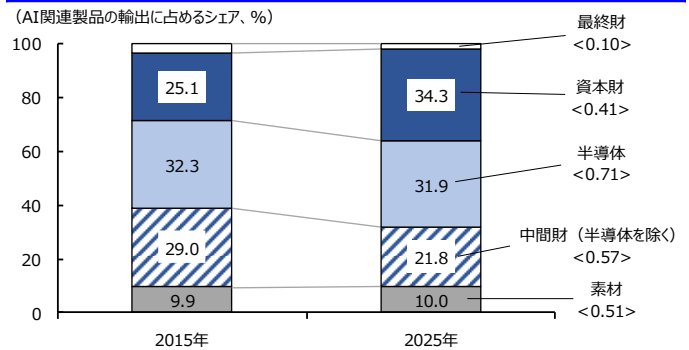
設備投資は、企業の積極的な姿勢を反映し、すでに先行指標は当面の底堅さを示唆している（後段＜今月の指標＞参照）。イラン情勢の緊張が資材の供給不足や投資判断の一時先送りにつながる部分はあるが、深刻な人手不足やデジタル化の進行に対応すべく、良好な企業業績を背景に、非製造業を中心に増加基調を維持しよう。

輸出は、中東向けのみならず、欧州や新興国などで原油価格の高騰を受けて需要の伸び悩みが見込まれるため、当面は停滞ないしは落ち込みが避けられない。ただし、原油価格の低下が見込まれる今年後半以降は、世界経済の持ち直しに伴い、再び増加に向かおう。

その結果、2026年度の実質GDP成長率は、イラン情勢を受けた年度前半の減速により前年比+0.7%への若干の鈍化が見込まれる（次ページ表）。それでも、日銀が0.65%（4月3日時点）、内閣府は0.5%（3月17日時点）と試算する潜在成長率を上回る成長を維持することとなり、需給ギャップは供給力不足（需要超過）の状態を維持、インフレ圧力は温存される。

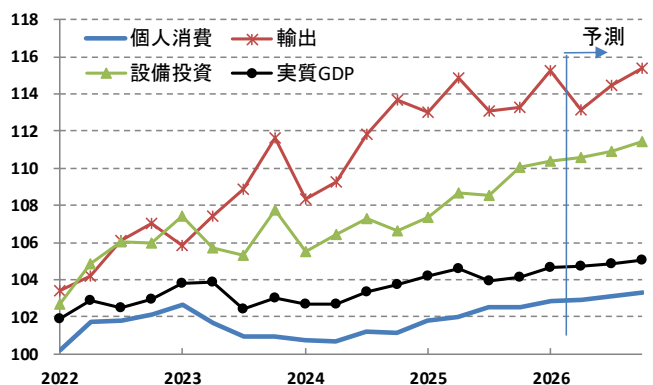
2027年度は、輸出が回復に向かう中、物価の上昇が徐々に落ち着き個人消費は増勢を維持、不透明感の解消や需要の増加を背景に設備投資の拡大も続き、実質GDP成長率は前年比+1.0%まで高まると

**AI関連製品輸出の構成**



(出所) 財務省  
 (注) 凡例<>内は輸出(前年比)と世界半導体出荷額(前年比)の相関係数。値が高いほど、連動性が高いことを示す。

**実質GDPと主な需要の推移(季節調整値、2019Q4=100)**



(出所) 内閣府、予測は伊藤忠総研

予想する。設備投資の拡大が続くことで潜在成長率は多少高まるとみられるが、需給ギャップは供給力不足の状態を解消できず、金融緩和状態の下ではインフレ圧力は高まり続けよう。

## 経済政策との協調を求められる日銀

仮にこうした見通しが現実となれば、デフレに後戻りするよりもインフレが加速する可能性の方が圧倒的に高くなる。もちろん、その確度はイラン情勢の行方に大きく左右され、それが米国トランプ政権とイランの革命防衛隊との駆け引きに依るところが大きいため、現時点では確度の高い見通しを立てることは極めて困難なことも事実である。

そうした状況の中で6月15～16日に開催予定の金融政策決定会合では、日銀が現行0.75%の政策金利（無担保コール翌日物の誘導目標水準）を引き上げるかどうか注目される。中立金利の水準は、期待インフレ率を2%程度とし、自然利子率を日銀のみる▲0.9～+0.5%とすれば、これらの和である+1.1～+2.5%程度となる。つまり、中立金利は1%台後半と考えても大きくは外れておらず、現行の政策金利は1%程度の利上げ余地があるほどに緩和的だということになる。

そのため、この状態を長期間放置すれば、インフレが加速するだけでなく、金融政策が物価の上昇を後追いする形となりインフレに歯止めが掛からないビハインド・ザ・カーブに陥るリスクが高まっていく。すでに前回4月27～28日の金融政策決定会合においても、こうしたリスクが強く意識され、総裁・副総裁と審議委員の計9名のうち、中川委員、高田委員、田村委員の3名が利上げを主張した。最終的にはイラン情勢の不確実性を理由に政策金利が据え置かれたが、日銀は今回も同様の判断を迫られることになる。

利上げを主張した委員のうち中川委員は任期満了でリフレ派とされる佐藤委員と交代したが、5月14日に増委員が鹿児島での講演で「景気下振れの兆候がないなら」という条件付きで早期の利上げが望ましいとした。さらに、5月21日には小枝委員が講演で政策金利を「適切なペースで引き上げて、物価高への対応を進めていくことが適切」と利上げに前向きな姿勢を示した。仮に高田委員、田村委員が考えを変えていなければ、審議委員のうち4名が利上げを求める可能性もある。

一方で、高市首相は、5月22日の会談で植田総裁へ「政権が進める物価高対策や危機管理投資、成長投資を理解の上、日銀としても適切な政策を実行してほしい」と要望した。この受け止め方について議論は分かれているようだが、これまでの高市政権の姿勢に照らすと、物価高対策に利上げが含まれるとは考え難い。政府が景気に配慮している方向性と政策のベクトルを合わせるように、つまり利上げを控えるように求めたと取るのが素直なように思う。さらに言えば、政権が進める投資は政府主導で国債発行の増額を伴うため、国債買い入れ額の修正に対しても牽制したと考えるべきであろう。

日本経済の推移と予測（年度）

前年比,%,%Pt	2023 実績	2024 実績	2025 実績	2026 予想	2027 予想
実質GDP	▲0.0	0.5	0.8	0.7	1.0
国内需要	▲1.0	0.8	1.0	0.7	1.1
民間需要	▲1.1	0.4	1.1	0.8	1.4
個人消費	▲1.0	0.1	1.2	0.7	1.0
住宅投資	1.8	▲0.7	▲3.5	2.0	▲1.6
設備投資	▲0.1	0.8	2.4	1.7	1.6
在庫投資(寄与度)	(▲0.4)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.3)
政府消費	▲0.8	2.3	0.8	0.5	0.7
公共投資	▲0.1	0.1	▲0.6	▲1.0	▲1.8
純輸出(寄与度)	(0.9)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.1)
輸出	3.1	2.7	1.9	0.7	2.1
輸入	▲2.2	4.0	2.6	0.7	3.0
名目GDP	4.7	3.7	4.2	3.0	3.1
失業率(%、平均)	2.6	2.5	2.6	2.4	2.4
経常収支(兆円)	26.4	30.0	29.0	26.9	31.2
消費者物価(除く生鮮)	2.8	2.7	2.7	1.9	2.1

(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>

### 小売販売：日常消費は抑制気味

4月のコンビニ売上高（既存店）は前年同月比+0.0%とほぼ横ばいとなり、前月（+2.2%）から伸びが鈍化した。平均客単価（3月前年同月比+3.0%→4月+1.6%）の伸びが低下したことに加え、来店客数（▲0.8%→▲1.5%）のマイナス幅も前月から拡大した。商品構成別にみると、雑誌・衣料品などの非食品（+7.3%→▲1.6%）の伸びがマイナスに転じたことや、おにぎりなどの日配食品（+1.5%→+0.2%）の伸びが鈍化したことが全体を押し下げた。一方、菓子類などの加工食品（+0.1%→+1.8%）は伸びを高め、宅配便・各種チケットなどのサービス（▲12.8%→▲1.5%）のマイナスは縮小した。

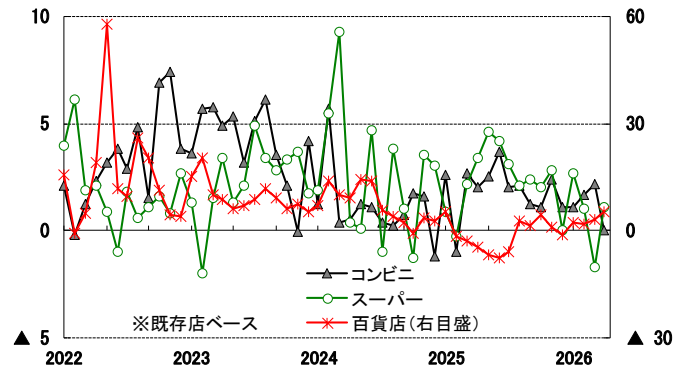
4月のスーパー売上高（既存店）は前年同月比+1.1%と、前月（▲1.7%）から2か月ぶりのプラスに転じた。店頭価格の上昇が販売額を押し上げたが、節約志向の高まりから買い上げ点数の減少が続いている。部門別では、全体の7割を占める食料品（3月前年同月比+1.0%→4月+3.0%）の伸びが高まったほか、落ち込みが続く衣料品（▲9.3%→▲6.7%）のマイナス幅が縮小し、全体の改善に寄与した<sup>7</sup>。一方、家具・インテリアなどの住関連品（+1.7%→+0.3%）の伸びは鈍化した。

4月の百貨店売上高（既存店）の伸びは前年同月比+5.2%と前月（+3.2%）から高まり、4か月連続で前年同月を上回った。約9割のシェアを占める国内売上は+3.7%と前月（+3.0%）から伸びが加速し、好調を維持した。インバウンド（免税売上）は、円安基調を背景とした購買単価の上昇が押し上げ要因となり、+18.3%と前月（+5.2%）から伸びを大きく高めた。前年同月を上回るのは2か月連続で、台湾や韓国、東南アジアからのインバウンド消費が好調を維持した。中国も、客数では約3割減が続いているものの、売上高は約2%減まで回復した。

4月の乗用車販売は前年同月比+9.7%と10か月ぶりに前年同月を上回った（3月は▲3.2%）。水準で見ても、年率換算で415万台（季節調整値、当社試算）と14か月ぶりに400万台を回復した。

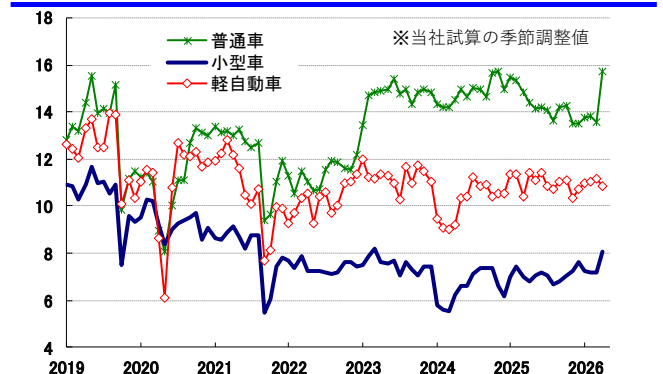
前月比（季節調整値、当社試算）でも4月は+8.5%とプラスに転じた（3月は▲0.2%）。クラス別にみると（右図）、2025年初から減少傾向にあった普通車（3月：▲1.6%→4月：+15.7%）が大幅なプラスに転じたほか、小型車（+0.4%→+12.2%）

### 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

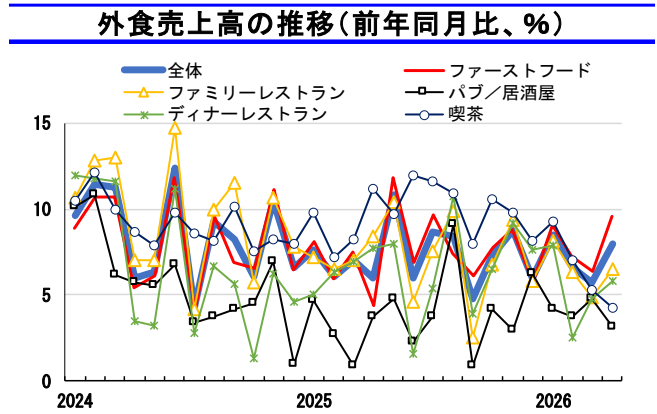
<sup>7</sup> 3月の前年比マイナスの主因となっていた、商品供給高（商品卸売高）などの「その他」（3月前年同月比▲35.7%→4月▲21.1%）のマイナス幅縮小も全体の数字の改善に貢献。

も伸びを高めたことが販売全体を押し上げた。一方、軽自動車（+1.2%→▲2.7%）は5か月ぶりに減少に転じた。

4月の好調の背景として、自動車税の環境性能割が3月末で廃止されたことが挙げられる。これまでは車両の環境性能に応じて車両価格の0~3%が課税されていた。これが3月末で廃止されたため、税負担の大きい高額車を中心に納車を4月以降に先送りする動きが出たためとみられる。

## 外食売上：堅調な伸びを維持

4月の外食売上高は前年同月比+8.0%と前月（+5.7%）から伸びを高めた（右図）。全国的に天候が安定するなか、利用客数（3月前年同月比+2.8%→4月+5.3%）の伸びが大きく高まったことが全体を押し上げた。また、物価高による節約志向の強まりが逆風となりつつも、春休みや大型連休に合わせた各種キャンペーンが奏功し、客単価（+2.9%→+2.5%）の伸びは小幅な鈍化にとどまった。

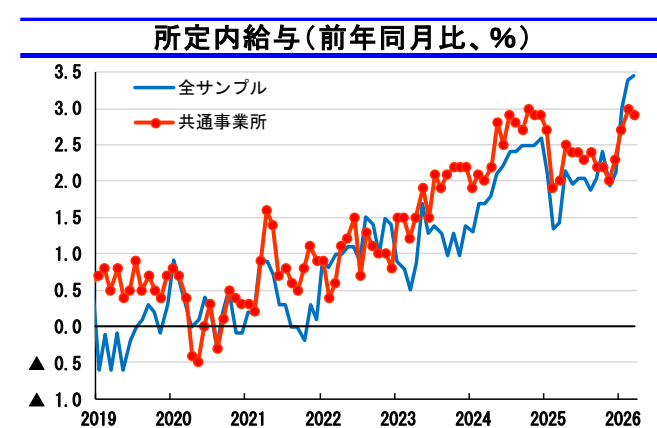


(出所)日本フードサービス協会

業態別売上を見ると、家計の節約志向が強まるなか、「ファーストフード」（+6.4%→+9.6%）や「ファミリーレストラン」（+4.9%→+6.5%）といった低価格業態は大きく伸びを高めたが、高価格の「ディナーレストラン」（+4.8%→+5.8%）は小幅に伸びを高めるにとどまり、選択的な性格が強い「パブレストラン/居酒屋」（+4.8%→+3.1%）や「喫茶」（+5.3%→+4.2%）は伸びが鈍化した。

## 毎月勤労統計：実質賃金はプラス圏での推移が続く

3月（確報）の現金給与総額の伸びは前年同月比+3.1%と高めの伸びを維持したものの、2月（確報）の+3.4%からは小幅に鈍化した。ボーナスなどを含む特別給与（2月：+7.5%→3月：▲0.7%）がマイナスに転じたことが主因。ただし、所定内給与（基本給）（+3.4%→+3.4%、右図）や、残業代などの所定外給与（+3.0%→+3.1%）が堅調に推移したことで、きまって支給する給与（+3.3%→+3.3%）は高い伸びを維持した。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、3月の所定内給与は+2.9%と、前月（+3.0%）からは小幅に鈍化したものの高い伸びが持続した。



(出所)厚生労働省

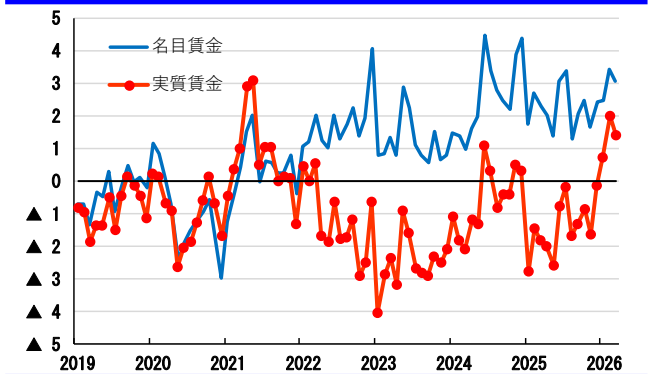
物価上昇分を除いた実質ベースの現金給与総額は、前年同月比+1.4%と3か月連続でプラスとなったものの、前月の+2.0%からは鈍化した（次ページ右上図）。名目賃金の伸びが鈍化したことに加え、消費者物価（持家の帰属家賃を除く総合）上昇率が小幅に上昇した（+1.4%→+1.6%）ことが押し下げに寄与した。

なお、2025 年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<sup>8</sup>は前年同月比+1.6%と 4 か月連続のプラス。帰属家賃を除いたベースよりも物価上昇率が低いため、従来の実質賃金よりも伸びが 0.2%pt 高くなっている。

毎月勤労統計は、2026 年 1 月以降、所定内給与の伸びが高まったが、年度ごとに賃金が決定される企業の多い日本において 1 月に大きく変動することは考え難いため、毎年 1 月に行われるサンプル替え（調査対象の 3 分の 1 を入れ替え）の影響が大きいと考えられる。1 月以降も、あくまで 2025 年春闘の結果を受けた着実な賃金増加が続いていると判断するのが妥当であろう。

4 月以降は 2026 年春闘の結果が反映されるが、5%前後の高い賃上げ率で妥結することが見込まれるため、今年度並みの賃金上昇率が続く見通しである。一方のインフレ率は、イラン情勢悪化の影響が懸念されるものの、政府の補助金で当面の上昇が抑えられることに加え、原油価格の高騰が長期化しなければ年間を通した上振れ幅は限られる。そのため、実質賃金は今後もプラス圏での推移が定着すると予想する。

**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。

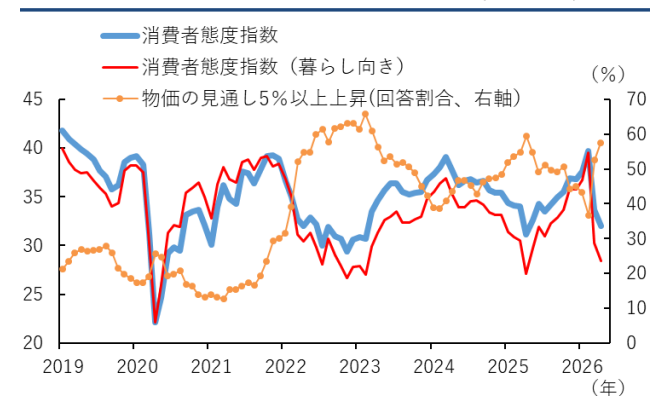
## 消費者態度指数：中東情勢の緊迫化を受けてマインドが一段と悪化

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 4 月に 32.0 へ低下(右図)、6.0 ポイントもの大幅な低下となった前月(33.7)から一段と悪化した。同指数は 2 月まで回復基調を保っていたが、イラン情勢の悪化を受け、消費者マインドが急速に冷え込んでいる。

内訳を見ると、物価動向との相関が強い「暮らし向き」が 28.4 と前月(30.3)に続き 1.9 ポイント低下したほか、消費意欲を示す「耐久消費財の買い時判断」も 23.1 と前月(26.6)から 3.5 ポイント低下し

ており、マインド悪化の主因となった。原油価格は高騰しているが、ガソリン価格は補助金で上昇が抑えられ、他の財へもさほど波及していない 4 月の調査時点<sup>9</sup>では、実際の物価への影響は大きくない。しかし、価格上昇を実感しやすいガソリンを含め、先行きの幅広い品目へのインフレ波及に対する懸念などから、マインドへの影響が大きくなったと考えられる。実際、1 年後に物価が 5%以上上昇すると予想する家計の割合が増加(2 月: 36.7→3 月: 52.7→4 月 57.4) するなど、家計の期待インフレ

**消費者態度指数と物価の見通し(総世帯)**



(出所) 内閣府

<sup>8</sup> 国際比較をするうえでは、この「総合」ベースの実質賃金は比較が容易で有用。ただ、消費者の生活実感により近いのは「帰属家賃を除く」ベースであり、実際の個人消費の動向に影響を与えるのは「帰属家賃を除く」ベースで実質化した賃金の方であろう。

<sup>9</sup> 消費動向調査の調査時点は毎月 15 日。

率は上昇している。その他、「雇用環境」（3月：37.7→4月：36.7）と「収入の増え方」（40.2→39.6）も前月から悪化した。

マインドが悪化することで、物価の上昇を受けた実質所得の落ち込みによる直接的な影響以上に、家計が消費に消極的になる。中東情勢が改善に向かうにつれてマインドも回復していくとみられるものの、今春から夏にかけての個人消費は弱含む可能性があるだろう。

## 設備投資：先行指標は機械・建設とも増加

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▲9.4%と2か月ぶりに減少に転じた。前月の大型案件による大幅増の反動減による影響が大きかった模様。それでも、1～3月期では前期比+6.4%となり、内閣府の減少予想（前期比▲4.2%）に反して2四半期連続で大幅に増加した（右図）。

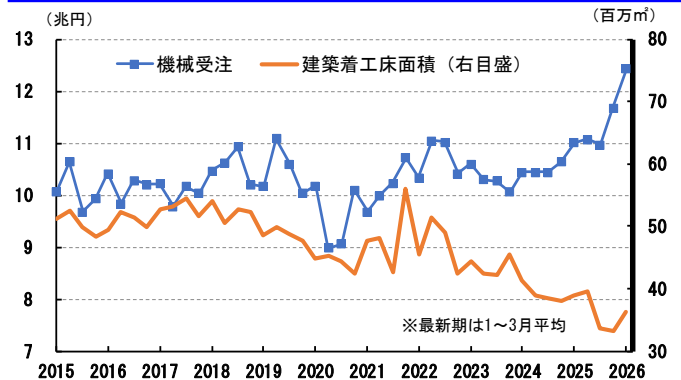
産業別にみると、製造業（10～12月期前期比▲0.8%→1～3月期同+10.0%）が増加に転じ、非製造業（+11.3%→+6.2%）は増加基調が続いている（右下図）。製造業では造船（▲25.7%→+65.7%）、化学（▲37.5%→+42.7%）やその他輸送用機械（+5.9%→+36.4%）が増加した。一方で石油製品・石炭製品（+66.7%→▲53.4%）やパルプ・紙・紙加工品（+9.4%→▲7.9%）、電気機械（+10.3%→▲3.0%）は減少した。非製造業では情報サービス（+7.7%→+25.1%）や不動産（+4.7%→+14.1%）、リース（▲12.8%→+10.1%）が増加、運輸（+0.1%→▲15.8%）、通信（+18.8%→▲0.8%）が減少した。

建設投資は、先行指標の建築着工床面積（民間・非居住用）が3月に前月比▲0.3%と2か月ぶりに減少した（2月は+9.4%）。ただし、四半期ベースでは1～3月期は前期比+9.6%と7～9月期同▲14.9%、10～12月期同▲1.6%から3四半期ぶりに増加に転じており（右上図）、基調としては復調の兆しが見られる。「サービス業」（10～12月期前期比▲12.6%→1～3月期+3.3%）が3四半期ぶりに増加に転じたことが主因であり、用途別には倉庫や事務所、データセンターを含む情報通信業用などが増加した。一方で、「商業」（+39.3%→▲19.5%）や「鉱工業」（+14.7%→▲2.9%）が減少に転じた。

## 住宅投資：持ち直しが一巡

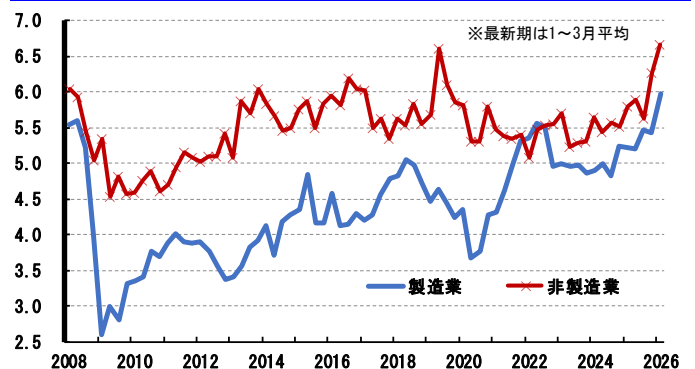
先行指標の新設住宅着工戸数は3月に前月比▲1.9%と3か月連続で減少した（2月▲0.6%）。その結果、1～3月期では前期比▲1.1%と3四半期ぶりに減少した（次ページ右上図）。2025年度から適用された建築基準法と建築物省エネ法の改正を前にした駆け込み着工の反動で大きく落ち込んだ昨年

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

4～6月期からの持ち直しの動きが一巡したとみられる。

利用関係別にみると、「分譲」（10～12月期前期比+10.7%→1～3月期▲8.5%）が3四半期ぶりに減少に転じたことが全体を押し下げた。一方で、「持ち家」（+4.5%→+2.0%）や「貸家」（+1.4%→+2.1%）は3四半期連続で増加した（右下図）。

住宅業界の景況見通しを示す景気ウオッチャー調査の先行き判断DI（住宅関連）は4月に前月比▲5.6ポイントと2か月連続で悪化した。四半期でみると、1～3月期は前期比▲6.4ポイント、4月の1～3月平均対比は▲8.5ポイントと2四半期連続の悪化となった（右図）。コメントをみると、全国的に建築資材高騰、中東情勢を受けたナフサ不足による資材供給不安、人件費上昇、住宅ローン金利の上昇、物価高による消費者の買い控えなどネガティブなものが多く、先行きのコスト増や資材不足、需要減退に関する懸念が強まっている様子が見え始める。

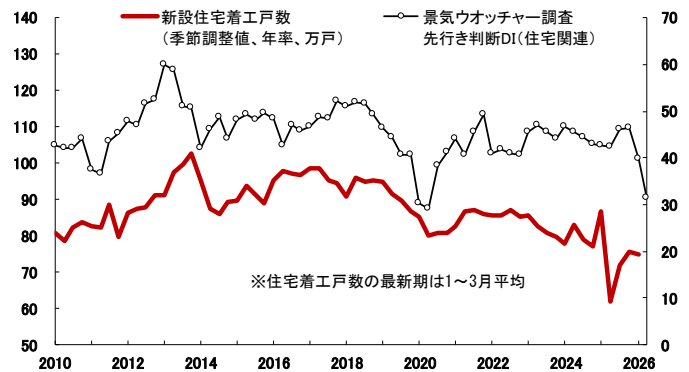
## インバウンド需要：訪日客は減少も消費額は底堅く推移

4月の訪日外国人数は369.2万人となり、前月から7.3万人増加したが、前年差では▲21.7万人と3か月ぶりのマイナスに転じ（右図）、頭打ち感が出始めている。

国・地域別には、増便や新規就航などを受け、韓国（前年差+15.7万人）、台湾（+10.6万人）、ASEAN6（+2.9万人）を中心に、幅広い国・地域が増加した（右下図）。一方、中国政府が日本への渡航自粛を呼びかけている影響で中国（▲43.4万人）の大幅な減少が続いたほか、中東（▲0.6万人）も情勢悪化に伴う航空便の欠航などを受け、2か月連続で減少した。

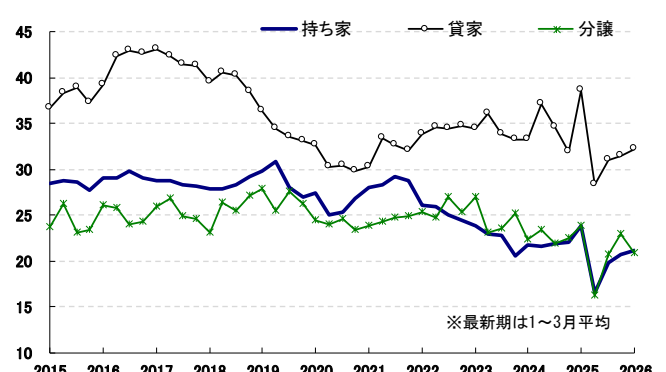
なお、4月の訪日外国人による支出（旅行収支受取＝インバウンド需要）は8,280億円程度と3月の8,082億円から増加したとみられる。訪日外国人数（3月：前月比+2.0%）が増加したほか、円安の進

### 住宅着工戸数と先行き判断DI（住宅関連）の推移



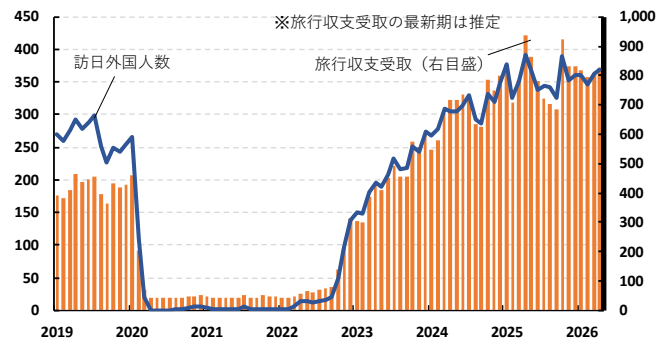
（出所）国土交通省、内閣府

### 住宅着工戸数の推移（季節調整値、年率、万戸）



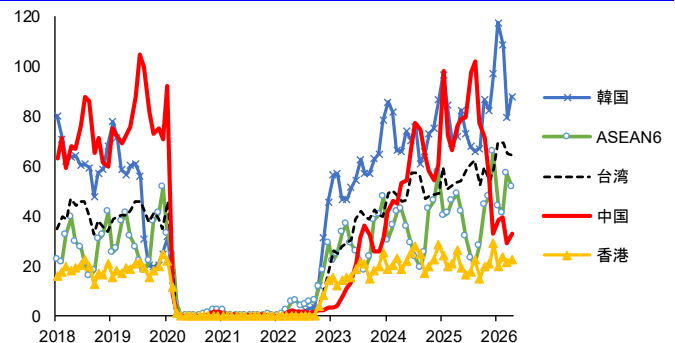
（出所）国土交通省

### 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

### 国別訪日外国人数の推移（万人）



（出所）日本政府観光局

行に伴い 1 人当たり旅行支出も増加 (+0.4%) した模様である。

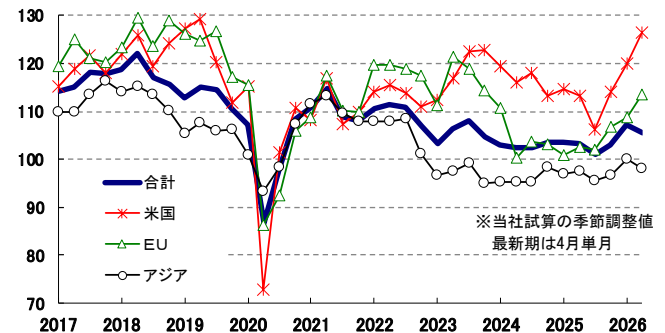
## 通関輸出：自動車を中心に力強さを欠く

4 月の輸出数量指数（当社季節調整値）は前月比 ▲0.3%と、小幅ながら 2 か月ぶりの減少に転じた。1~3 月平均と比べても、▲1.4%と、3 四半期ぶりの減少となった（右図）。

仕向け地別にみると、米国向け（1~3 月期：前期比+5.0%→4 月：1~3 月平均比+5.5%）や EU 向け（+1.8%→+4.4%）は堅調な推移が続いたものの、アジア向け（+3.4%→▲1.8%）が力強さを欠いた。アジア向けのなかでは、中国向け（+5.3%→▲2.2%）が 2 四半期ぶりの減少に転じた。また、中東向けが大幅に減少したことも重しになったとみられる。

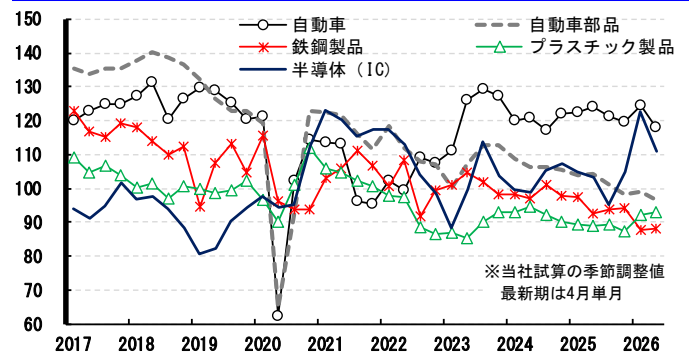
品目別にみると、中東向けが 13.4%（2025 年）を占める自動車（1~3 月期：前期比+3.8%→4 月：1~3 月平均比▲5.0%）のほか、自動車部品（+1.0%→▲2.6%）、半導体（IC、+17.0%→▲9.5%）が減少に転じた（右図）。一方、鉄鋼製品（▲7.0%→+0.4%）は下げ止まりの動きを見せたほか、プラスチック製品（+5.5%→+1.2%）は増勢を維持した。

仕向け地別輸出数量指数(季節調整値、2020年=100)



(出所)財務省

輸出数量の商品別内訳(季節調整値、2020年=100)



(出所)財務省