

公表時間
10月31日（金）14時00分



経済・物価情勢の展望

2025年10月



本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合（引用は含まれません）は、予め日本銀行政策委員会室までご相談ください。

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

経済・物価情勢の展望（2025 年 10 月）

【基本的見解】¹

<概要>

- 先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは伸び悩むと考えられる。その後については、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、成長率を高めていくと見込まれる。
 - 物価の先行きを展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、来年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペースの影響などを受けて伸び悩むことが見込まれる。その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。
 - 前回の見通しと比べると、成長率、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比ともに、概ね不変である。
 - リスク要因としては様々なものがあるが、とくに、各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向を巡る不確実性はなお高い状況が続いており、その金融・為替市場やわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。
 - リスクバランスをみると、経済の見通しについては、2026 年度は下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、概ね上下にバランスしている。
-

¹ 本基本的見解は、10 月 29、30 日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

1. わが国の経済・物価の現状

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している。輸出や鉱工業生産は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けている。企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持しており、業況感も良好な水準を維持している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。一方、住宅投資は減少している。この間、公共投資は横ばい圏内の動きを続けている。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは3%程度となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

2. わが国の経済・物価の中心적인見通し²

（1）経済の中心적인見通し

先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは伸び悩むと考えられる。

すなわち、輸出や生産は、グローバルなAI関連需要が上押しに作用するものの、海外経済の減速を背景に弱めの動きになると見込まれる。こうした動きを受けて、企業収益も、高水準ながらも減少するとみられる。こうしたもと、設備投資は、緩和的な金融環境が下支え要因として作用するなか、人手不足対応やデジタル関連の投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資、サプライチェーンの強靱化に向けた投資は継続されると見込まれるが、海外経済減速の影響を受けて伸び率は鈍化すると見込まれる。雇用・所得環境をみると、経済

² 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また、先行きの政策運営については、市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。

の成長ペースが伸び悩むなかにあっても、女性や高齢者などの追加的な労働供給が見込みにくくなってくるもとで、労働需給は引き締まった状態が続くと考えられる。こうしたもと、名目賃金は、企業収益減少の影響を受けて伸び率を幾分鈍化させつつも、最低賃金の引き上げもあって、増加を続ける可能性が高い。個人消費は、物価上昇の影響が残るもとで、当面は横ばい圏内の動きとなるものの、雇用者所得の増加が続くもとで、次第に緩やかな増加基調に復していくとみられる。この間、政府によるエネルギー代の負担緩和策や 2025 年度から実施される税制改正なども、個人消費を下支えすると考えられる。住宅投資は、当面、減少基調をたどったあと、その後の回復ペースも緩やかなものにとどまるとみられる。公共投資は横ばい圏内で推移し、政府消費は、医療・介護費の趨勢的な増加を反映し、緩やかに増加していくと想定している。

その後については、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、わが国経済も成長率を高めていくと見込まれる。輸出や生産は、増加基調に復していくと考えられる。企業収益は内外需要の増加から改善していくとみられ、設備投資は、需要増に対応した増投資もあって、増加傾向を続けると考えられる。雇用・所得環境をみると、人手不足感が強まるもとで名目賃金は伸び率を高め、個人消費は緩やかに増加していくと考えられる。

こうした見通しは、前回の展望レポートにおける見通しから概ね不変である。

この間、潜在成長率は、政府による各種の施策の後押しなどもあって、デジタル化や人的資本投資の進展による生産性の上昇、設備投資の増加による資本ストックの伸びの高まりなどを背景に、緩やかに上昇していくとみられる³。

（２）物価の中心的な見通し

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、来年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペースの影響などをを受けて伸び悩むことが見込まれる。もっとも、賃金と物価が

³ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もとでは「0%台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータに左右されるうえ、デジタル化の進展などに伴い生産性や労働供給のトレンドがどのように変化するかといった点を巡る不確実性も高いため、相当の幅をもってみる必要がある。

相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

こうした見通しは、前回の展望レポートにおける見通しから概ね不変である。

消費者物価（除く生鮮食品）の見通しは、原油価格や政府による施策に関する前提にも依存する。原油価格については、先物市場の動向などを参考に、見通し期間終盤にかけて、概ね横ばいで推移していく前提としている。エネルギー価格の変動の直接的な影響を受けない消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が徐々に減衰していくことに加え、成長ペースの影響などから、いったん2%を下回ると見込まれる。その後は、成長率が高まるもとで、2%程度で推移すると考えている。

物価の基調を規定する主たる要因について点検すると、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、振れを伴いつつも、改善傾向をたどっている。先行きの需給ギャップは、上記の経済の見通しのもとで、現状程度で推移したあと、見通し期間終盤にかけて、再び改善していくと予想される。この間、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化もあって、労働需給はマクロ的な需給ギャップ以上に引き締まっている。こうしたもと、多くの業種で企業が労働の供給制約に直面しつつある状況を踏まえると、マクロ的な需給ギャップが示唆する以上に、賃金や物価には上昇圧力がかかるとみられる。

次に、中長期的な予想物価上昇率をみると、緩やかに上昇している。先行きについては、従来より積極化している企業の賃金・価格設定行動は維持され、人件費や物流費を含むコスト上昇を販売価格に反映する動きは継続すると見込まれるものの、成長ペースの影響などを受けて伸び悩むとみられる。その後については、成長率が高まり、労働需給の引き締まりがより明確となるもとで、積極的な企業の賃金・価格設定行動は更に広がっていき、再度、予想物価上昇率は緩やかに上昇していくと考えられる。

3. 経済・物価のリスク要因

(1) 経済のリスク要因

上記の中心的な経済の見通しに対する上振れないし下振れの可能性(リスク要因)としては、主に以下の点に注意が必要である。

第1に、各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向である。通商政策等に関しては、夏場以降、日本を含む多くの国・地域で米国との交渉が合意に至っている。もっとも、通商政策等が内外経済・物価に及ぼす影響を巡る不確実性は、なお高い状況が続いている。これまで打ち出された各国の通商政策は、グローバルな貿易活動への影響、各国の企業や家計のコンフィデンスおよび国際金融資本市場への影響など、様々な経路を介して内外経済を下押しする方向に作用すると考えられる。この点、米国経済については、関税による下押しの影響が顕在化する経路やタイミングを巡る不確実性は高く、企業収益の悪化を通じた雇用・所得形成への影響や、関税コストの消費者物価への転嫁を通じた個人消費への影響等に注意が必要である。この間、ウクライナや中東情勢等の帰趨次第では、海外経済への下押し圧力が高まる可能性がある。中国経済についても、不動産市場や労働市場における調整圧力が続くなか、先行きの成長ペースを巡る不確実性は引き続き高いほか、通商政策の影響も相俟って、一部の財における供給能力の過剰が世界経済・物価に及ぼす影響についても注意を払う必要がある。このほか、最近の米国や欧州等における財政拡張的な動きなどが、世界経済を押し上げる可能性にも留意する必要がある。A I 関連については、グローバルな需要動向次第で、資産価格の変動なども伴って、世界経済の押し上げ・押し下げ双方の要因となりうる。

第2に、輸入物価の動向である。上記の各国の通商政策等の影響を受けて、グローバルに物流の混乱が生じたり、サプライチェーンの再構築などが進み、そのコストが高んだりするようなことがあれば、輸入物価が上昇し、国内需要を下押しする可能性がある。また、資源・穀物価格については、先行き、ウクライナや中東等を巡る地政学的な要因により、大幅に変動するリスクに引き続き注意が必要である。中長期的には、気候変動問題への各国の対応等を巡る不確実性もきわめて高い。また、輸入物価が大幅に上昇することがあれば、家計の生活防衛的な動きが一段と強まり、経済を下押しすることも考えられる。一

方、輸入物価が下落すれば、経済が上振れる可能性もある。

第3に、やや長い目で見たリスク要因として、わが国を巡る様々な環境変化が企業や家計の中長期的な成長期待や潜在成長率に与える影響がある。感染症の経験や人手不足の強まり、脱炭素化に向けた取り組みや労働市場改革の進展などは、わが国の経済構造や人々の働き方を変化させるとみられる。人口動態の変化等に伴う人手不足感の強まりは、デジタル化などによる省力化投資の動きを加速させる可能性がある。一方、そうした資本と労働の代替が十分に進展しない場合には、一部の業種における供給制約によって成長率が下押しされるリスクがある。さらに、これまで打ち出された各国の通商政策はグローバル化の潮流に変化を及ぼしていく可能性があり、今後の各国の政策の展開次第では、そうした変化が急速に進むことも考えられる。

(2) 物価のリスク要因

以上の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶと考えられる。このほか、物価固有のリスク要因としては、以下の2つに注意が必要である。

第1に、企業の賃金・価格設定行動やそれらが予想物価上昇率に与える影響である。企業の賃金・価格設定行動は、従来よりも積極化しており、中心的な見通しでは、成長ペースの伸び悩みが物価動向に影響を与えつつも、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持されると想定している。もっとも、各国の通商政策等の影響で企業収益が大きく下振れる場合には、コスト削減に注力する傾向が強まる可能性がある。こうしたもと、物価上昇を賃金に反映する動きが弱まることも考えられる。一方、販売価格に賃金を反映する動きが想定以上に強まったり、先行き労働需給が引き締まった状況が続くとの見方が強まるもとで、賃金の上昇圧力が強まっていく可能性もある。こうしたもとで、中長期の予想物価上昇率の高まりを伴いつつ、賃金・物価ともに上振れていくことも考えられる。この間、このところの米などの食料品価格上昇については、供給サイドの一時的な要因の影響が大きく、消費者物価の押し上げ寄与は次第に縮小していくと想定している。もっとも、今後、一時的な要因が新たに生じた場合や、人件費や物流費の上昇を販売価格に転嫁する動きが強まった場合には、食料品価格の上昇が想定以上に長引く可能性が

ある点には留意が必要である。食料品は消費者の購入頻度が高いものであるだけに、価格上昇が長期化すると、予想物価上昇率の変化を通じて、消費者物価を押し上げる方向に作用する可能性がある。一方、家計のコンフィデンスの悪化を通じて個人消費が減少し、消費者物価を押し下げる方向に作用する可能性もある。

第2に、今後の為替相場の変動や国際商品市況を含む輸入物価の動向、およびその国内価格への波及は、上振れ・下振れ双方の要因となる。各国の通商政策等の影響をはじめ世界経済の先行きを巡る不確実性はなお高く、これが供給サイドから輸入物価を上昇させたり、為替相場や国際商品市況を大きく変動させる可能性がある。この点、企業の賃金・価格設定行動が積極化するもとで、過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面がある。

4. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理する⁴。

まず、第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、来年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペースの影響などを受けて伸び悩むことが見込まれる。その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。わが国経済・物価を巡るリスクとしては様々なものがあるが、とくに各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向を巡る不確実性はなお高い状況が続いており、その金融・為替市場やわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。リスクバランスは、経済の見通しにつ

⁴ 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（2013年1月22日）参照。

いては、2026 年度は下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、概ね上下にバランスしている。

金融面のリスクについてみると、不動産価格や株価といった資産価格の動向には留意が必要であるものの、全体としてみれば、資産市場や金融機関の与信活動には過熱感はみられていない。わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。また、内外の実体経済や国際金融市場が調整する状況を想定しても、わが国の金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどを踏まえると、全体として相応の頑健性を有している。そのうえで、各国の通商政策等の影響を巡る不確実性がなお高い状況が続いていることを踏まえると、それが様々な経路を通じて金融システムに及ぼす影響については丁寧にみていく必要がある⁵。

金融政策運営については、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。そのうえで、こうした見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の影響を巡る不確実性がなお高い状況が続いていることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要と考えている。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営していく。

⁵ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（2025 年 10 月）を参照。

(参考)

2025～2027 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、＜ ＞内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2025 年度	+0.6 ～ +0.8 ＜+0.7＞	+2.7 ～ +2.9 ＜+2.7＞	+2.8 ～ +3.0 ＜+2.8＞
7月時点の見通し	+0.5 ～ +0.7 ＜+0.6＞	+2.7 ～ +2.8 ＜+2.7＞	+2.8 ～ +3.0 ＜+2.8＞
2026 年度	+0.6 ～ +0.8 ＜+0.7＞	+1.6 ～ +2.0 ＜+1.8＞	+1.8 ～ +2.2 ＜+2.0＞
7月時点の見通し	+0.7 ～ +0.9 ＜+0.7＞	+1.6 ～ +2.0 ＜+1.8＞	+1.7 ～ +2.1 ＜+1.9＞
2027 年度	+0.7 ～ +1.1 ＜+1.0＞	+1.8 ～ +2.0 ＜+2.0＞	+2.0 ～ +2.2 ＜+2.0＞
7月時点の見通し	+0.9 ～ +1.0 ＜+1.0＞	+1.8 ～ +2.0 ＜+2.0＞	+2.0 ～ +2.1 ＜+2.0＞

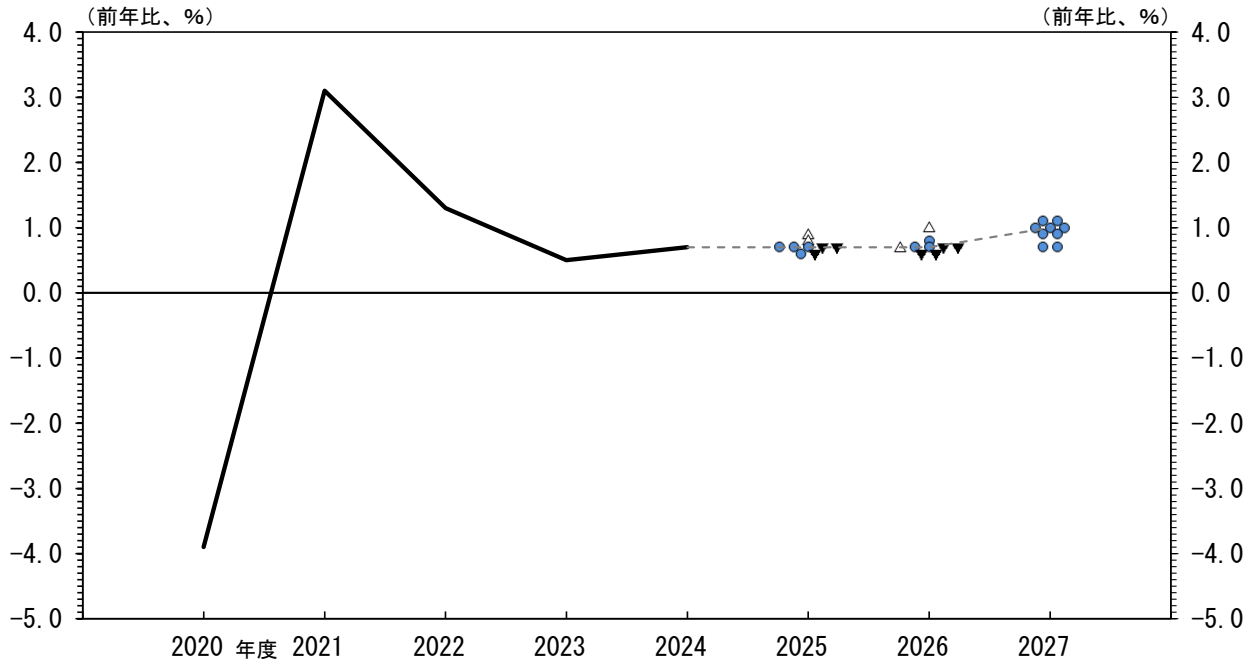
(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

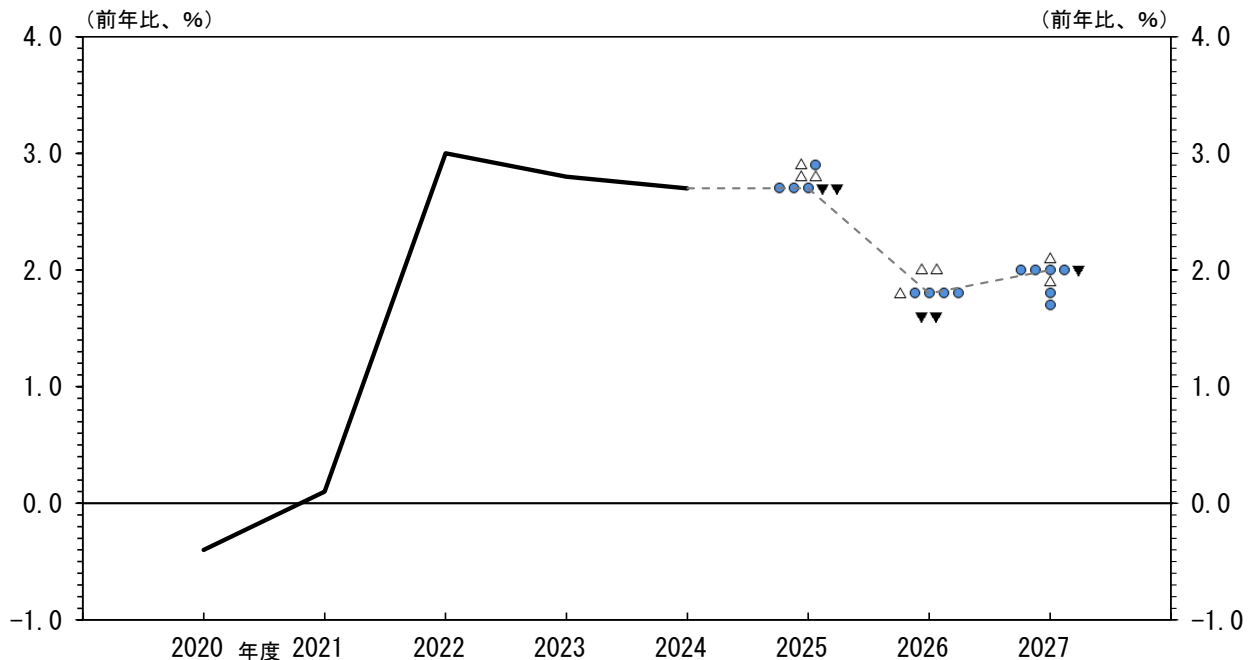
(注3) 現在、検討されているガソリン税の「旧暫定税率」の廃止については、今回の物価見通しには織り込んでいない。同税率が廃止された場合の影響を試算すると、1年間、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比を-0.2%ポイント程度押し下げるとみられる。なお、年度ごとの影響は、同税率廃止のタイミングによって変わりうる。

政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数（除く生鮮食品）



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

(注2) ●、△、▼は、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値を示すとともに、その形状で各政策委員が考えるリスクバランスを示している。●は「リスクは概ね上下にバランスしている」、△は「上振れリスクが大きい」、▼は「下振れリスクが大きい」と各政策委員が考えていることを示している。

【背景説明】⁶

1. 経済活動の現状と見通し

1. 1 景気動向

わが国の景気は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している。

2025 年 4～6 月の実質 GDP は、前期比 +0.5%（年率 +2.2%）と、5 四半期連続のプラス成長となった（図表 1）。内訳をみると、個人消費は、物価上昇による消費者マインド悪化の影響を受けつつも、高温に伴う夏物商材の需要前倒しもあって増加したほか、設備投資も緩やかな増加を続けた。輸出は、AI 関連需要が下支えに作用するも、関税引き上げに伴う前倒しの動きもあって増加した。こうしたも、労働と設備の稼働状況を捉えるマクロ的な需給ギャップをみると、4～6 月は労働需給の引き締め度合いの強まりを反映して、マイナス幅が僅かに縮小した（図表 2）。

その後の月次指標や高頻度データをみると、わが国経済は緩やかな回復基調を維持しているが、外需面で関税引き上げの影響が一部顕在化しているほか、内需面では、物価上昇の影響に加え、4～6 月の増加の反動も下押しに作用することから、成長ペースは鈍化していると判断される。輸出や鉱工業生産は、基調としては横ばい圏内の動きを続けているが、関税引き上げに伴う前倒し需要の反動や一部メーカーの生産ライン停止の影響が下押し要因となり、足もとでは幾分減少している。企業収益は、製造業において関税による輸出採算

図表 1：実質 GDP

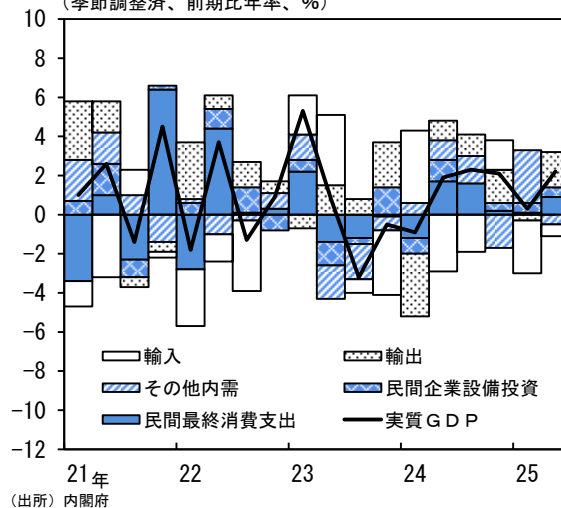
①水準

（季節調整済年率換算、兆円）



②前期比年率

（季節調整済、前期比年率、%）



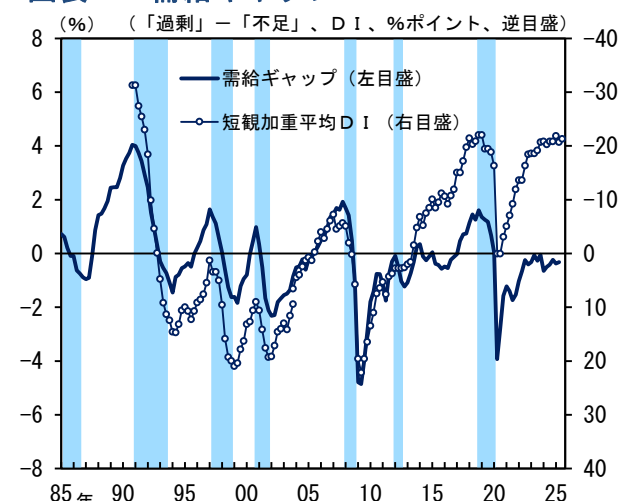
⁶ 10 月 29、30 日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定された「基本的見解」について、その背景を説明するためのものである。

の悪化がマイナスに作用しているが、全体としては高水準を維持している。業況感は、日米関税交渉の合意による不透明感の後退もあって、良好な水準を維持している。こうしたもとで、設備投資は、デジタル関連や都市再開発関連を中心に緩やかな増加傾向にある。雇用・所得環境をみると、就業者数の増加が続き、所定内給与も賃金改定率（ベースアップ率）の改定を反映して上昇するもとで、雇用者所得は着実な増加を続けている。こうしたもとで、個人消費は、底堅く推移しているものの、米などの食料品価格の上昇の影響と前期の季節商材増加の反動による下押し圧力がみられる。住宅投資は、本年4月の建築基準法等の改正に伴う駆け込み着工の反動減からの回復が遅れており、足もとで減少している。この間、9月短観の雇用人員判断D I（全産業全規模）をみると、依然として非製造業を中心に1990年代初頭と同程度の人手不足感が極めて強い状態にある。この結果、生産・営業用設備判断と雇用人員判断の加重平均D Iは、大幅な「不足」超が続いている（図表2）。以上のように、米国の関税引き上げは、収益面に下押しの影響を及ぼしているものの、設備投資や雇用・賃金動向に波及しているようにはこれまでのところ窺われない。

わが国経済の先行きを展望すると、各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは伸び悩むと考えられる。その後については、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、わが国経済も成長率を高めていくと見込まれる。前回の展望レポート時点と比較すると、成長率の見通しは概ね不変である。

潜在成長率の推計値をみると、「働き方改革」に

図表2：需給ギャップ



（出所）日本銀行

（注）1. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

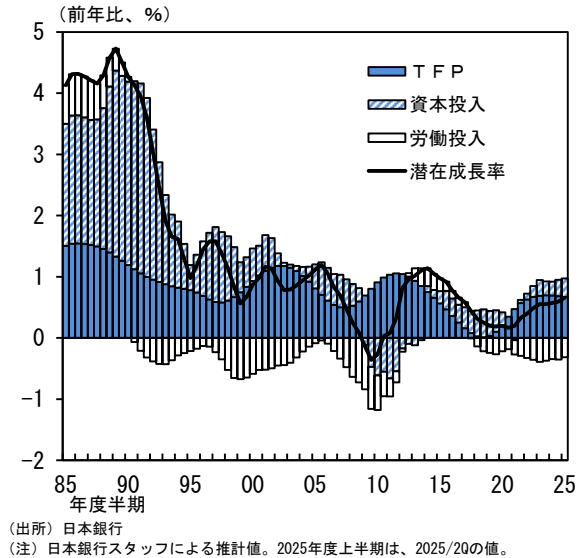
2. 短観加重平均D I（全産業全規模）は、生産・営業用設備判断D Iと雇用人員判断D Iを資本・労働分配率で加重平均して算出。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

3. シャド一部分は、景気後退局面。

伴う労働時間トレンドの低下は引き続き下押し要因として作用しているものの、資本ストックの緩やかな増加と全要素生産性（TFP）の上昇が続くもとで、足もとでは0%台半ば程度で推移している（図表3）⁷。先行きについては、就業者の増加余地は縮小していくものの、①デジタル化の進展やそれに伴う資源配分の効率化、人的資本投資の拡大などを背景に、TFPの伸びが高まるもとで、②働き方改革の影響一巡を受けて労働時間が減少から下げ止まりに向かい、③資本ストックも増加を続けることから、潜在成長率は緩やかに上昇していくと想定している。政府による各種の施策や緩和的な金融環境は、こうした動きを後押しすると考えられる。

見通し期間の各年度の特徴をやや詳しくみると、2025年度下期は、各国の通商政策等の影響を受けた海外経済の減速を主因に財輸出が減速することに加え⁸、既往の不確実性の高まりや製造業における企業収益の減少を受けて、設備投資や個人消費などの国内需要も増勢が幾分鈍化することから、成長ペースは伸び悩むとみられる。財輸出は、グローバルなAI関連需要が上押しに作用するものの、米国の関税引き上げに伴う駆け込みの反動減がマイナスに作用するほか、海外経済減速の影響も受けて、弱めの動きになると見込まれる。一方、サービス輸出であるインバウンド需要は、前年対比でみた為替円高などから、いったん減速する可能性が高い。企業収益は、関税による輸出採算の悪化や海外経済の減速に伴う輸出減少も下押しに作用し、製造業を中心に減少するとみられる。こ

図表3：潜在成長率



⁷ ただし、生産要素のトレンドに関する一定の仮定のもとで計測される需給ギャップや潜在成長率は、かなりの幅をもってしておく必要がある。

⁸ 足もとまでの関税政策の影響についてのアップデートと、財別にみた先行きの輸出に関する考え方については、BOX 1を参照。

うしたもとで、設備投資は、高水準に積み上がった受注残高を解消する動きや非製造業を中心とする人手不足対応の省力化投資に支えられて増加傾向を維持するものの、通商政策を巡る不確実性や企業収益の減少を背景に増加ペースは鈍化するとみられる⁹。雇用者所得は、最低賃金の上昇にも支えられて着実な増加を続けるものの、冬季賞与は企業収益を反映して前年から伸びが鈍化する可能性が高い。こうしたもとで、個人消費は、食料品価格上昇による下押しの影響が当面残ることから、横ばい圏内で推移すると予想される¹⁰。住宅投資については、本年4月の建築基準法等の改正を受けた駆け込み着工の反動減からの回復は、緩やかなペースにとどまるとみられる。

2026年度は、関税率の上昇が輸出と設備投資にタイムラグを伴ってマイナスに作用することから、成長率は前年度並みにとどまるとみられる。海外経済の減速の影響から、財輸出は伸び悩みを続けると予想される。設備投資は、企業収益の好転がプラスに作用するものの、不確実性の高まりの影響が残るもとで増勢の鈍化した状態が続くと考えられる。名目賃金は、前年度の企業収益の悪化を受けてややラグを伴って伸びが鈍化するとみられるものの、最低賃金の引き上げもあって雇用者所得の増加傾向は維持され、そのもとで個人消費は底堅く推移する可能性が高い。この間、住宅投資は、前年度の減少から回復に向かうとみられる。

2027年度の成長率は、潜在成長率を上回るペースまで高まっていくと考えられる。財輸出は、海外経済の成長率の高まりに伴って、増加傾向が

⁹ 設備投資の堅調さの背景については、BOX 2を参照。

¹⁰ 食料品価格の上昇と個人消費への影響については、BOX 3を参照。

明確になっていくと見込まれる。企業収益の改善が続くもとで、設備投資は、人手不足対応の省力化投資や能力増強投資に加え、貿易構造やサプライチェーンの変容に適合するための投資案件などが押し上げとなり、しっかりと増加すると考えられる。企業収益の増加に伴い、名目賃金の上昇率が再び高まっていくもとで、個人消費は、緩やかな増加基調に復していくとみられる。

1. 2 主要支出項目の動向とその背景

(政府支出)

公共投資は、横ばい圏内の動きを続けている(図表4)。GDPの公的固定資本形成(実質)は、政府の経済対策に基づく国土強靱化関連工事等が進捗するもとの、振れを均せば横ばい圏内の動きとなっている。一致指標である公共工事出来高(名目)は、建設工事費の上昇を反映して緩やかな増加基調にある。

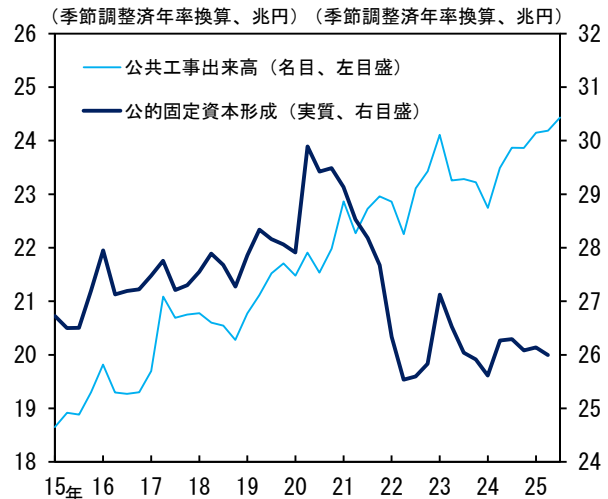
各種の先行指標の動きも踏まえると、先行きの公共投資は、横ばい圏内で推移すると予想される。政府消費は、医療・介護費の趨勢的な増加を反映して、緩やかな増加が続くと考えられる。

(海外経済)

海外経済は、各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している(図表5)。地域別にみると、米国経済は、一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば堅調な成長を維持している。欧州経済は、駆け込み輸出の反動もみられるなか、総じてみれば弱めの動きが続いている。中国経済は、不動産市場などで調整圧力が続くなか、関税引き上げの影響や政策効果の逡巡などを受けて、減速している。中国以外の新興国・資源国経済は、総じてみれば緩やかに改善している。このうち、わが国経済とつながりの深いアジア地域をみると、NIEs・ASEAN経済は、グローバルなIT需要がAI関連を中心に回復するもとの、緩やかに改善している。

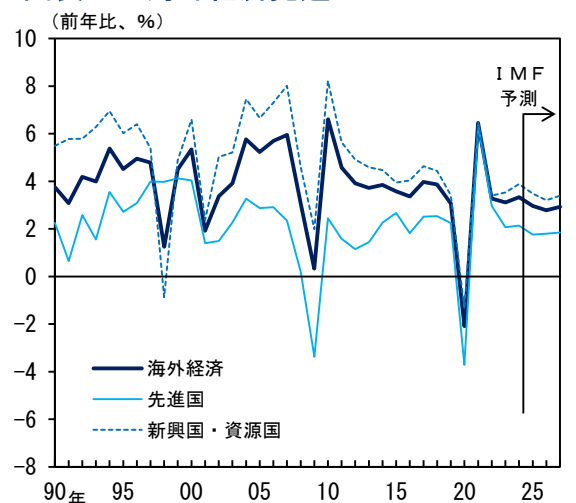
以上の世界経済の現状をグローバルPMIで見ると、サービス業では、改善・悪化の分岐点となる50をはっきりと上回っているほか、製造業も、

図表4：公共投資



(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2025/3Qは、7～8月の値。

図表5：海外経済見通し



(出所) IMF、財務省
(注) IMFによる各国・地域の実質GDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで加重平均したもの。2025年以降はIMF予測(2025/10月時点)。先進国は、米国、ユーロ圏、英国。新興国・資源国はそれ以外。

ひと頃より幾分上昇し、50 を小幅に上回っている（図表 6）。

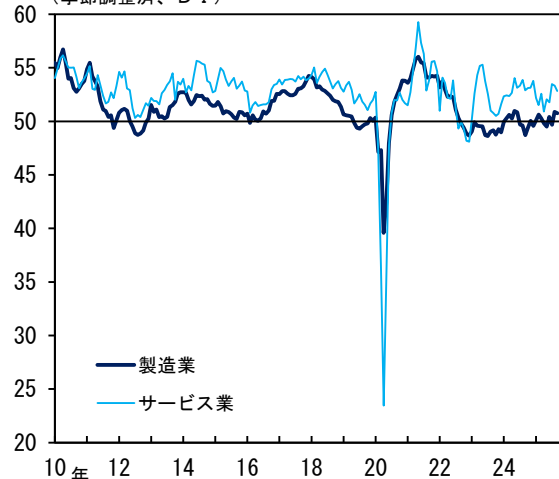
先行きの海外経済は、暫くの間、各国の通商政策等の影響を受けて減速するものの、その後は徐々に成長率を高め、緩やかな成長経路に復していくと考えられる。各国の通商政策は、①グローバルな貿易活動に影響を及ぼすほか、②不確実性が各国の企業・家計のコンフィデンスに影響を及ぼす経路を通じて、暫くの間、海外経済を下押しすると考えられる。こうした動きを地域別にみると、米国経済は、不確実性や物価上昇の影響を受けて暫くの間は減速するものの、その後は緩やかな成長経路に復していくと考えられる。その他の地域も、通商政策等による貿易活動の下押しや不確実性の影響を受けて暫くの間は減速するものの、その後は緩やかな成長経路に復していくとみられる。

（輸出入）

輸出は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動の動きがみられるが、基調としては横ばい圏内の動きを続けている（図表 8）。地域別にみると（図表 9）、米国向けは、4～6月に自動車部品等の関税引き上げ前の駆け込み輸出の反動減もあり減少したあと、7～9月も一部自動車メーカーの生産ライン停止の影響なども加わって減少を続けている。欧州向けは、これまで弱めの動きが続いてきたが、現地の設備投資需要の回復を反映して、資本財を中心に持ち直している。中国向けは、現地メーカーの競争力の高まりを背景に自動車等の内製化が進むもとで、半導体製造装置の需要一巡もあり、低水準で横ばい圏内の動きが続いている。N I E s・A S E A N等向けは、グローバルな A I 関連需要が堅調に増加するもとで、米国の半導体分野別関税の導入可能性に備え

図表 6：グローバル PMI

（季節調整済、D I）



（出所） Copyright © 2025 by S&P Global Market Intelligence, a division of S&P Global Inc. All rights reserved.

（注） 製造業は、J.P. Morganグローバル製造業 PMI。サービス業は、J.P. Morganグローバルサービス業 PMI 事業活動指数。

図表 7：実効為替レート

（2020年=100）



（出所） B I S

（注） ブロードベース。1993年以前は、ナローベースを使用して接続。

図表 8：実質輸出入

（季節調整済、2020年=100）



（出所） 日本銀行、財務省

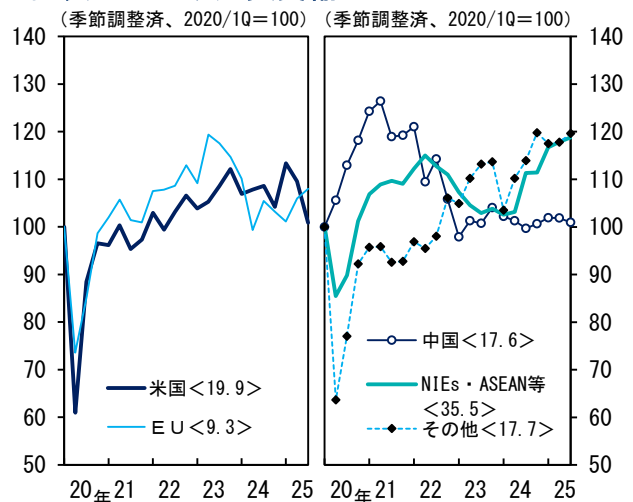
（注） 日本銀行スタッフ算出。

た駆け込み輸出や新型スマートフォン向けの部材需要の堅調さにも支えられて、増加傾向を続けている。その他地域向けは、自動車を中心に緩やかな増加傾向にある。財別にみると（図表 10）、自動車関連は、4～6月に、一部の自動車部品等における関税引き上げ前の駆け込み輸出の反動から減少したあと、7～9月は、一部自動車メーカーの生産ライン停止の影響なども加わり、減少が続いている。資本財は、中国向け半導体製造装置の需要一巡などを背景に、足もとでは幾分減少している。情報関連は、データサーバー向けなどのAI 関連需要の堅調な増加が押し上げ要因となるもとで、米国の半導体分野別関税の導入可能性に備えた前倒し輸出と新型スマートフォン向けの部材需要の堅調さもプラスに作用し、しっかりと増加している。この間、中間財は、中国の過剰生産能力を背景にアジアを中心に供給過剰状態が続くもとで、低水準で推移している。

先行きの輸出は、米国の関税引き上げに伴う駆け込みの反動が顕在化してくるもとで、関税の価格転嫁の進捗に伴う海外経済減速の影響も加わり、自動車や資本財を中心に弱めの動きになると見込まれる。その後は、海外経済の成長率が高まっていくもとで、回復に向かうと考えられる。

輸入は、増加傾向にある（図表 8）。先行きの輸入は、国内需要の動きを反映して、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。

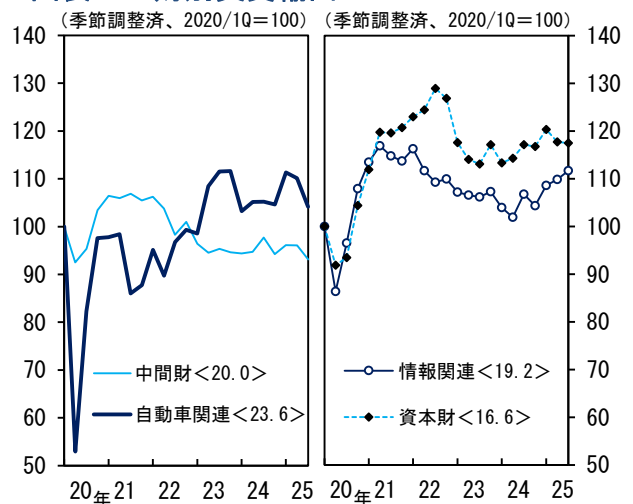
図表 9：地域別実質輸出



（出所）日本銀行、財務省

（注）1. 日本銀行スタッフ算出。＜＞内は、2024年通関輸出額に占める各国・地域のウエイト。
2. EUは、全期間において、英国を含まない。

図表10：財別実質輸出



（出所）日本銀行、財務省

（注）日本銀行スタッフ算出。＜＞内は、2024年通関輸出額に占める各財のウエイト。

(対外収支)

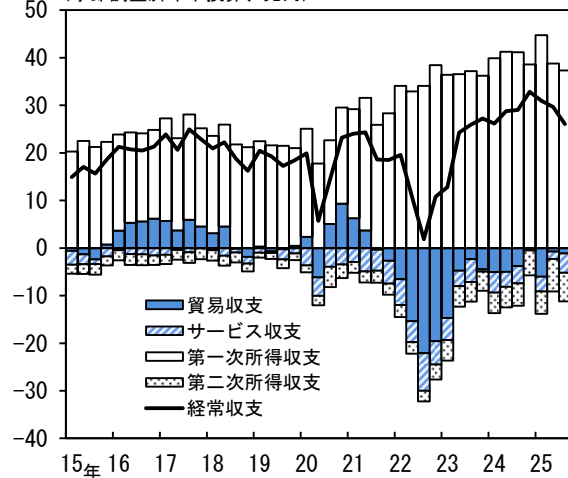
名目経常収支の黒字幅は、足もとで幾分減少しつつも、高水準を維持している（図表 11）。貿易収支は、振れを伴いつつも小幅の赤字基調が続いている。サービス収支は、インバウンド需要に支えられて旅行収支が黒字で推移しているものの（図表 12）、デジタル関連の支払が高水準となっていることから、全体では小幅の赤字基調が続いている。この間、第一次所得収支は、直接投資収益の受取等に押し上げられて高水準の黒字が続いているが、足もとでは為替相場の動きを反映して幾分黒字幅が切り下がっている。

先行きの名目経常収支は、①海外経済の減速に伴う財輸出の減少等を背景に、貿易収支の赤字基調が続くもとで、②海外現地法人の収益悪化を受けて、第一次所得収支にも下押し圧力がかかることから、当面は減少傾向をたどる可能性が高い。その後は、黒字幅は暫くの間横ばい圏内の動きを続けるが、海外経済の回復に伴い、緩やかな増加基調に転じると見込まれる。

この間、わが国の貯蓄投資バランスをみると、企業収益の増加を主因に、貯蓄超過幅は緩やかな拡大傾向を続けてきたが、先行きは、当面、輸出採算悪化や海外経済減速による企業収益の減少を反映して、貯蓄超過幅は縮小に転じると考えられる（図表 13）。その後は、貯蓄超過幅は暫くの間横ばい圏内で推移するが、企業収益の回復に伴い、再び幾分増加すると見込まれる。

図表11：経常収支

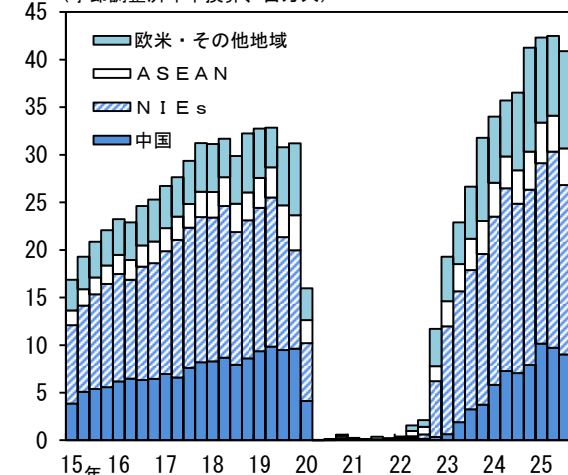
(季節調整済年率換算、兆円)



(出所) 財務省・日本銀行
(注) 2025/3Qは、7～8月の値。

図表12：入国者数

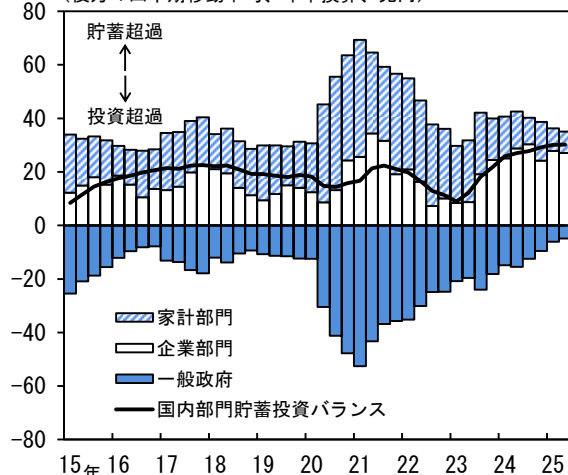
(季節調整済年率換算、百万人)



(出所) 日本政府観光局（JNTO）
(注) 欧米・その他地域は、季節調整誤差を含む。

図表13：貯蓄投資バランス

(後方4四半期移動平均、年率換算、兆円)



(出所) 日本銀行

(鉱工業生産)

鉱工業生産は、横ばい圏内の動きを続けている(図表14)。主な業種についてみると、「輸送機械」は、自動車部品を中心とした関税引き上げ前の駆け込み生産が一巡するも、一部完成車メーカーにおける生産ライン停止の動きがみられたことから、減少している。一方、「電子部品・デバイス」は、データサーバー向けなどのAI関連需要が堅調に増加するも、米国の半導体分野別関税の導入可能性に備えた生産増加や新型スマートフォン向けの部材作り込みも押し上げ要因となり、増加を続けている。「電気・情報通信機械」は、一部OSのサポート切れに伴うパソコンの更新需要から底堅く推移している。「はん用・生産用・業務用機械」は、中国向けの半導体製造装置の出荷減は下押し要因となっているものの、建設機械の在庫調整一巡が下支えとなり、横ばい圏内の動きとなっている。この間、「化学(除く医薬品)」は、アジアを中心とした供給過剰による下押し圧力は根強いものの、在庫調整の進捗もあって、このところ横ばい圏内の動きとなっている。

先行きの鉱工業生産は、底堅い国内需要は下支え要因となるものの、米国の関税引き上げに伴う駆け込みの反動に加え、海外経済減速の影響も顕在化することから、下押し圧力が徐々に強まっていくと見込まれる。その後は、海外経済の成長率が高まっていくも、回復に向かうとみられる。

(企業収益)

企業収益は、製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持している。法人企業統計の営業利益(全産業全規模ベース)をみると、2025年4~6月は、米国の関税引き上げによる製造業の輸出採算悪化を主因

図表14：鉱工業生産



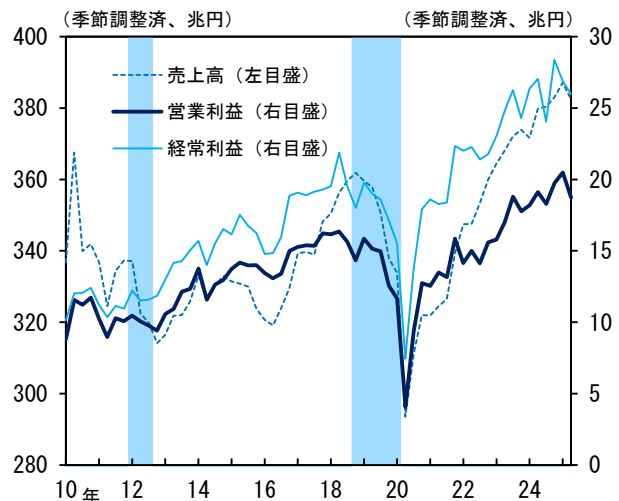
(出所) 経済産業省

(注) 1. シェード部分は、景気後退局面。

2. 生産の2025/3Qは、7~8月の値。在庫の2025/3Qは、8月の値。

図表15：企業収益関連指標

①売上高と利益



②業種別の営業利益



(出所) 財務省

(注) 1. 法人季報ベース。金融業、保険業および純粋持株会社を除く。

2. シェード部分は、景気後退局面。

に、水準を幾分切り下げているものの、なお既往ピーク並みの高水準を維持している（図表 15）。業種別の営業利益をみると、製造業は、米国の関税引き上げによる輸出採算悪化や既往の為替円高が下押し要因となり、輸送用機械の大企業を中心に減少している。非製造業をみると、市況下落（卸売業の大企業）や建設コストの上昇（建設業の中堅中小企業）を背景に足もとで減少しているものの、引き続き高水準で推移している。

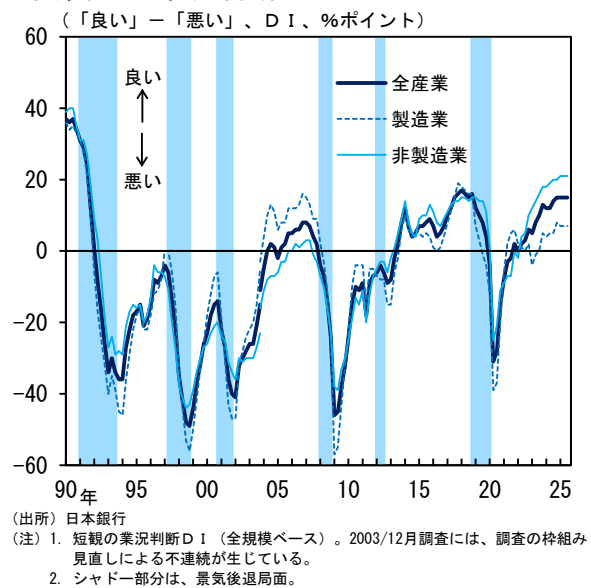
企業の業況感は、日米関税交渉の合意により先行き不透明感が後退するもとで、全体として良好な水準を維持している。9月短観の業況判断DI（全産業全規模）をみると、「良い」超幅は4期連続で+15 としっかりとしたプラスが続いている（図表 16）。業種別にみると、製造業の業況判断DIは、一部業種では関税引き上げが下押し要因となっているものの、日米関税交渉合意による不透明感の低下や堅調なIT関連需要が押し上げ要因となり、全体では前回から横ばいとなっている。非製造業の業況判断DIは、価格転嫁の進展がプラスに作用する一方で、インバウンド需要の減速や消費者の節約志向の強まりがマイナスに作用し、全体では前回から横ばいとなっている。

企業収益の先行きを展望すると、関税による輸出採算の悪化や海外経済の減速を受けて、当面は、製造業を中心に減少基調が続くとみられる。その後は、内外需要の増加から、改善基調に復していくとみられる。

（設備投資）

設備投資は、緩やかな増加傾向にある（図表 17）。機械投資の一致指標である資本財総供給は、振れを伴いつつも、AI関連や省力化関連の投資需要に支えられて、底堅く推移している。建設投資の

図表16：業況判断

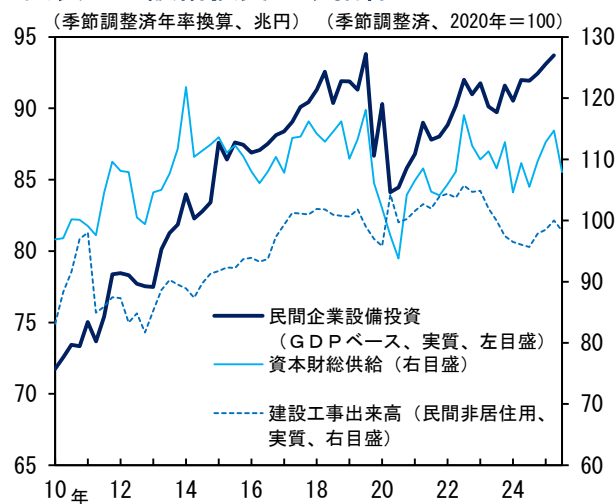


一致指標である建設工事出来高（民間非居住用、実質）をみると、建設資材高や人手不足を背景とした工事後ずれの影響がみられるものの、物流施設や都市再開発に関連する旺盛な建設需要に支えられて、緩やかに増加している。

機械投資の先行指標である機械受注は、足もとで増勢がやや鈍化している（図表 18）。業種別にみると、製造業は、堅調な A I 関連需要に加え、半導体部材等の成長分野向けの投資需要の底堅さにも支えられて、高めの水準を維持しているが、自動車関連はこのところ弱めの動きとなっている。非製造業は、旺盛なデジタル・省力化関連の投資需要に支えられて増加している。建設投資の先行指標である建築着工・工事費予定額（民間非居住用）は、物流施設や都市再開発関連の大型案件等から増加してきたが、足もとでは大型案件の一服からやや減少している。9月短観における設備投資計画（名目ベース）をみると（図表 19）、GDP の概念に近い「全産業全規模＋金融機関」の、土地投資を除きソフトウェア・研究開発を含むベースでは、2025 年度は、6月短観から上方修正され、前年比＋10.3%と、前年同時期並みのしっかりとした増加計画となっている。

先行きの設備投資は、積み上がった受注残高解消の動きや旺盛な省力化投資需要に支えられて、増加傾向を維持するものの、企業収益の減少や通商政策を巡る不確実性を背景に増勢は徐々に鈍化する可能性が高い。その後は、企業収益が増益に転じ、不確実性のマイナスの影響も減衰していくなかで、能増投資やサプライチェーンの再構築に向けた投資も活発化していくため、増勢は強まっていくと考えられる。見通し期間を通じて設備投資を下支えする中長期的な案件としては、①構造的な人手不足に対応するための省力化・効率化投

図表17：設備投資一致指標

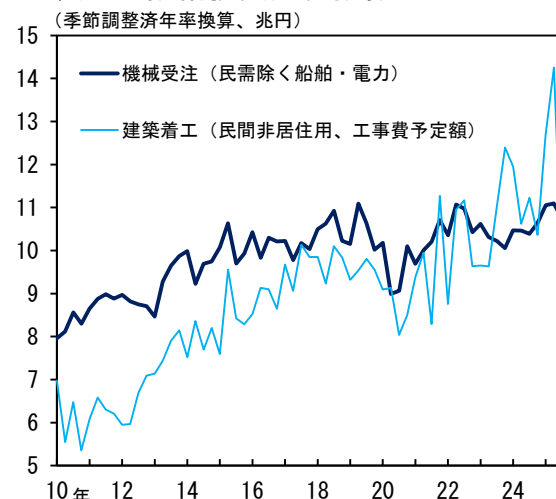


（出所）内閣府、経済産業省、国土交通省

（注）1. 2025/3Qは、7～8月の値。

2. 建設工事出来高の実質値は、建設工事費デフレーターを用いて日本銀行スタッフが算出。

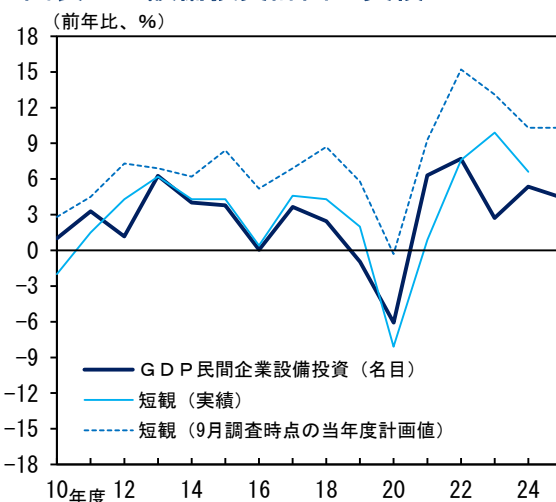
図表18：設備投資先行指標



（出所）内閣府、国土交通省

（注）2025/3Qは、7～8月の値。

図表19：設備投資計画と実績



（出所）日本銀行、内閣府

（注）1. 短観は、ソフトウェア投資額・研究開発投資額を含み、土地投資額は含まない（2016/12月調査以前は、研究開発投資額を含まない）。全産業＋金融機関の値。

2. GDP民間企業設備投資の2025年度は、2025/2Qの値。

資や、事業活動のデジタル化に向けた情報関連投資、②Eコマース拡大に伴う物流施設の建設投資、都市再開発に関連するオフィスや商業施設の建設投資、③成長分野や脱炭素化関連の研究開発投資、④政府支援も背景とした、サプライチェーン強靱化等を企図した半導体関連の投資等が挙げられる。デジタル化に向けたソフトウェア投資や成長分野に関する研究開発投資は、経済的な減耗率の高さから、資本ストックは積み上がりに時間を要し、調整圧力も発生しにくいという特徴がある（図表20）。

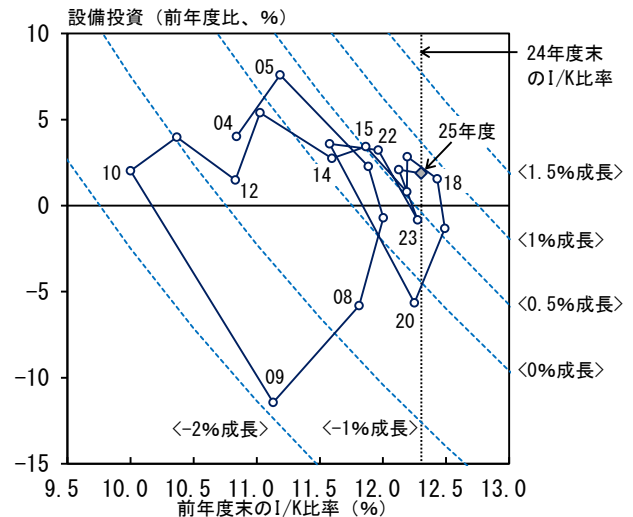
（雇用・所得環境）

雇用・所得環境は、緩やかに改善している。

就業者数は、着実な増加を続けている（図表21）。正規雇用は、人手不足感の強い情報通信や医療・福祉等を中心にしっかりと増加している。非正規雇用は、正規雇用への切り替えが進むもとの、このところ水準をやや切り下げている。労働需給面をみると、失業率は、引き続き2%台半ばの低水準で推移している（図表22）。短観の雇用人員判断DIや労働経済動向調査における正社員等の過不足感をみても、人手不足感の強い水準で横ばいとなっている（図表23）。労働力率は、振れを伴いつつも、女性を中心に緩やかな上昇基調を続けている（図表22）。

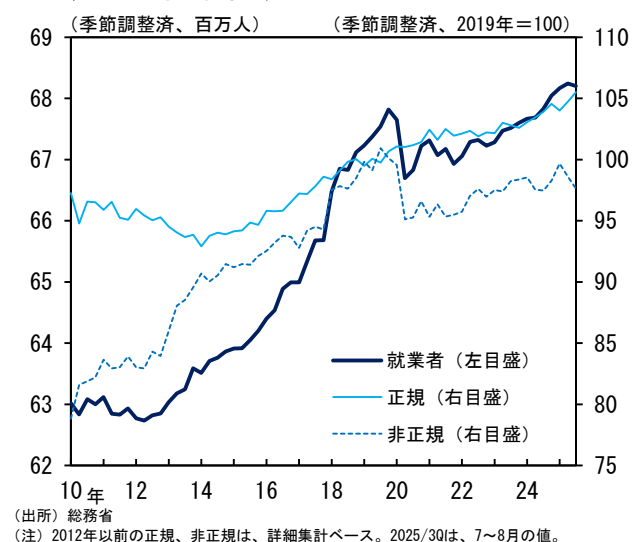
先行きの雇用動向を展望すると、人手不足感の強い業種の正規雇用を中心に、緩やかな増加が続けると予想される。ただし、これまで女性や高齢者の労働参加が相応に進んできたなかで、人口動態面から労働供給が増えにくくなっていることから、雇用者数の増加ペースは鈍化していく可能性が高い。こうしたもとで、先行きの失業率は、緩やかな低下傾向をたどり、見通し期間の終盤にか

図表20：資本ストック循環図



（出所）内閣府
（注）破線は、現時点で見込まれる期待成長率に対応する双曲線。
Iは設備投資、Kは資本ストック。2025年度は、2025/20の値。

図表21：就業者数



（出所）総務省
（注）2012年以前の正規、非正規は、詳細集計ベース。2025/30は、7～8月の値。

図表22：失業率と労働力率



（出所）総務省

けては、経済成長に伴う労働需要の増加と追加的な労働参加のペースが概ね見合うことで、低位で横ばいになる姿を想定している。

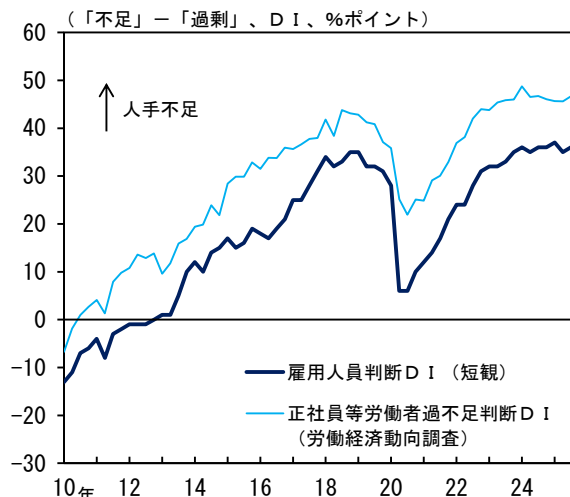
賃金面をみると、一人当たり名目賃金は、着実な上昇を続けている(図表 24)¹¹。内訳をみると、所定内給与は、このところ上昇ペースは鈍化しているが、なお高めの伸びを維持している(図表 25)。一般労働者の所定内給与は、春季労使交渉の妥結結果の反映は進んでいるが、足もとでは勤務日数の前年比減少や、サンプル要因とみられる卸売・小売業の弱さから伸びが鈍化している。パートの時間当たり所定内給与の前年比は、労働需給の引き締まりを反映して上昇傾向を続けてきたが、足もとでは上昇率が鈍化している。アルバイト・パートの募集時平均時給の前年比も、昨年秋の最低賃金引き上げ以降、上昇ペースを高めてきたが、足もとではそうした動きが一服している。所定外給与の前年比は、残業手当の時給上昇を主因に、プラスで推移している。特別給与は、前年度から伸びが鈍化したとはいえ、昨年度後半の企業収益の改善とベースアップ率の上昇を反映して、前年比4%程度としっかりと増加している。

先行きの賃金動向を展望すると、所定内給与は、ベースアップ率の上昇や本年秋以降の最低賃金の引き上げを反映するかたちで、当面、高めの上昇率を続ける可能性が高い¹²。一方、先行きの所定外給与と特別給与は、米国の関税引き上げの影響

¹¹ 毎月勤労統計の賃金については、調査対象のサンプル替えによる振れの影響を受けにくい共通事業所ベースを用いて評価している。

¹² 2025 年度の最低賃金は、全国加重平均で前年比+6.3%と、例年以上に高い上昇率となっている。ただし、本年の最低賃金は、上昇幅が例年よりも大きいことを受けて、企業側の円滑な対応を確保する観点から、発効タイミングが例年対比後ろ倒しされる都道府県が多数みられる。このため、その影響も、例年対比遅れて顕在化する可能性が高い。

図表23：労働需給関連指標

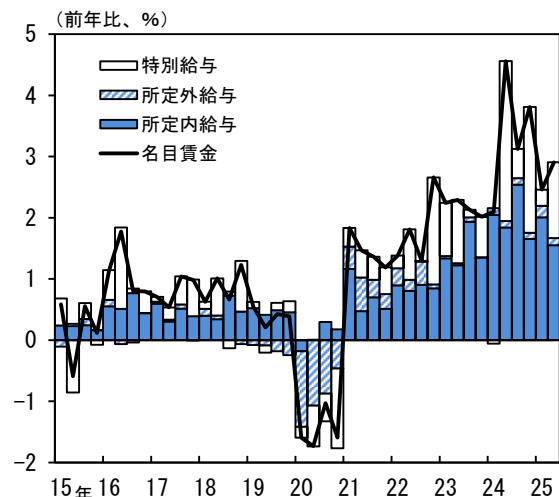


(出所) 日本銀行、厚生労働省

(注) 1. 雇用人員判断D Iは、全産業全規模ベース。

2. 正社員等労働者過不足判断D Iは、季節調整済の値。

図表24：名目賃金

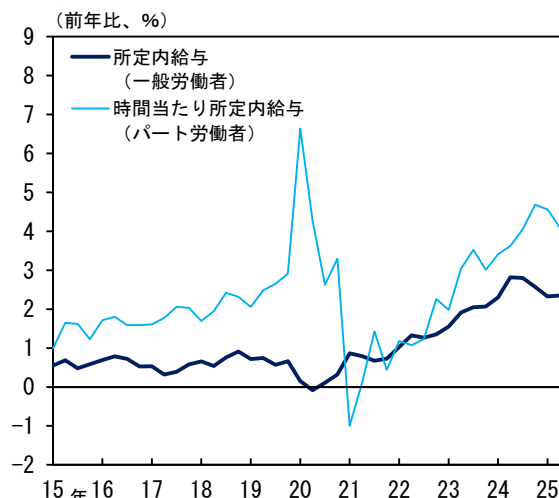


(出所) 厚生労働省

(注) 1. 各四半期は、10：3～5月、20：6～8月、30：9～11月、40：12～2月。

2. 2016/1Q以降は、共通事業所ベース。

図表25：所定内給与



(出所) 厚生労働省

(注) 1. 各四半期は、10：3～5月、20：6～8月、30：9～11月、40：12～2月。

2. 2016/1Q以降は、共通事業所ベース。

が強まるのに伴い、製造業を中心に下押し圧力が顕在化すると予想される。以上を反映して、一人当たり名目賃金は、当面、現状程度の伸びを続けたあと、上昇率が鈍化する可能性が高い。見通し期間中盤には、関税引き上げによる企業収益の悪化がややラグを伴って影響するかたちで、ベースアップや所定内給与にも下押し圧力がかかるとみられるが、見通し期間終盤にかけては、内外需要の回復を背景とした企業収益の改善に伴い、一人当たり名目賃金は再び上昇率を高めていくと考えられる。この点、わが国の労働市場では、製造業大企業が春季労使交渉における世間相場に与える影響力は大きいことが知られているだけに、輸出採算悪化や海外経済の減速に伴う製造業大企業の収益減少が、人手不足感の強さによって高まってきた賃金上昇モメンタムにどの程度の悪影響を及ぼすか、不確実性は高い。

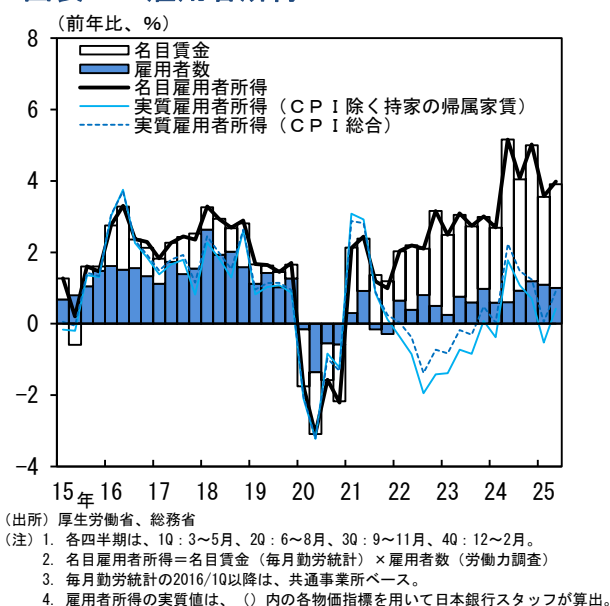
雇用者所得は、上記のような雇用・賃金情勢を反映して、名目ベースでは、着実な増加を続けている（図表 26）。消費者物価（総合除く持家の帰属家賃）で実質化したベースの前年比は、足もとで小幅のプラスとなっている。先行きの名目雇用者所得は、当面、着実な増加を続けるとみられるが、企業収益の悪化による特別給与への下押し圧力が顕在化するのに伴い、増加ペースは鈍化すると見込まれる。見通し期間の終盤にかけては、企業収益の回復に伴い、名目賃金の上昇率が再び高まるもとの、名目雇用者所得の増勢も幾分強まっていくと考えられる。

（家計支出）

個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。

各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数

図表26：雇用者所得



(実質・旅行収支調整済)¹³をみると、4～6月に小幅に増加したあと、7～8月の4～6月対比は非耐久財を中心に減少しており、全体としてはこのところ横ばい圏内の動きとなっている(図表 27、28)。個人消費の動向について、各種の高頻度データや業界統計、企業からのヒアリング情報などから足もとの状況を窺うと(図表 29)、食料品価格の高止まりもあって、日用品等に対する消費者の節約志向は根強い一方で、雇用・所得環境の改善や株価上昇を背景に、消費者は付加価値が高いと感じる分野にはしっかりと支出しており、全体としてメリハリの効いた消費行動が継続しているように窺われる。

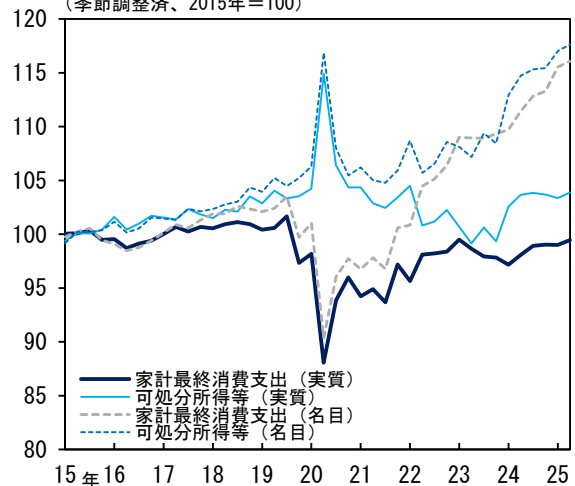
形態別にみると、耐久財消費は、このところ小幅ながら減少している(図表 28)。自動車販売は、受注残の消化が進むもとの、高めの水準を維持してきたが、足もとでは一部自動車メーカーの生産ライン停止の影響などもあって減少している。家電販売額は、一部自治体の購入補助金を背景としたエアコン販売の堅調さや、一部OSのサポート切れを受けたパソコンの販売増加を主因に、緩やかな増加基調にある。非耐久財消費(飲食料品・衣料品等)は、食料品価格の上昇により消費者の節約志向が強まるもとの、減少傾向が続いている。

サービス消費は、これまでの緩やかな増加基調から、横ばい圏内の動きに転じている(図表 28、29)。外食は、内食から外食へのシフトは続いているものの、消費者の節約志向の強まりから客単価が伸び悩んでおり、このところ増勢が一服している。国内旅行は、賃金上昇の恩恵を受ける就労世帯の旅行意欲の強さに支えられて、高めの水準で推移している。海外旅行は、為替要因等による割

¹³ 消費活動指数については、日本銀行調査論文「近年の消費行動の変化を踏まえた消費活動指数の推計方法の見直しについて」(2021年7月)を参照。

図表27：個人消費と可処分所得

(季節調整済、2015年=100)



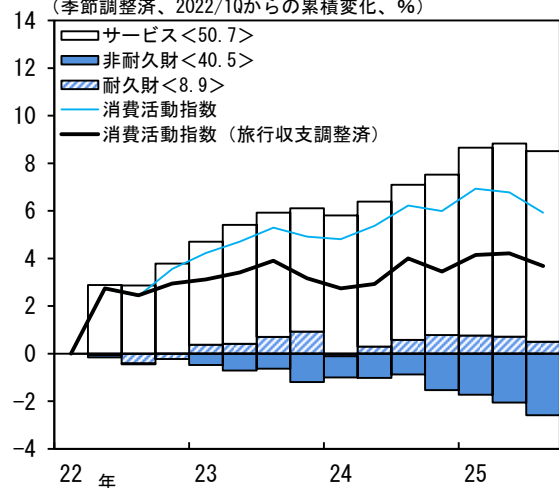
(出所) 内閣府

(注) 1. 家計最終消費支出は、除く持ち家の帰属家賃。

2. 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。実質値は、家計最終消費支出デフレーターを用いて日本銀行スタッフが算出。

図表28：消費活動指数(実質)

(季節調整済、2022/1Qからの累積変化、%)



(出所) 日本銀行等

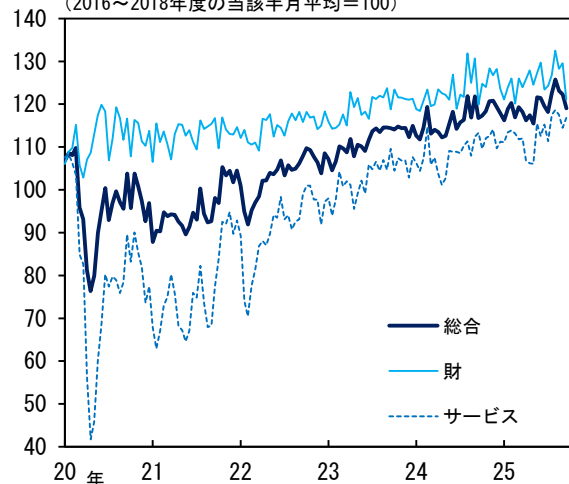
(注) 1. 消費活動指数(旅行収支調整済)は、除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費(日本銀行スタッフ算出)。2025/3Qは、7～8月の値。

2. 非耐久財は、GDP統計において半耐久財に分類される品目を含む。

3. < >内は、消費活動指数におけるウェイト。

図表29：カード支出に基づく消費動向

(2016～2018年度の当該半月平均=100)



(出所) JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」

(注) 1. 支出者数の変化を考慮に入れた参考系列。

2. 通信とエネルギー(燃料小売業および電気・ガス・熱供給・水道業)を除く。日本銀行スタッフ算出。

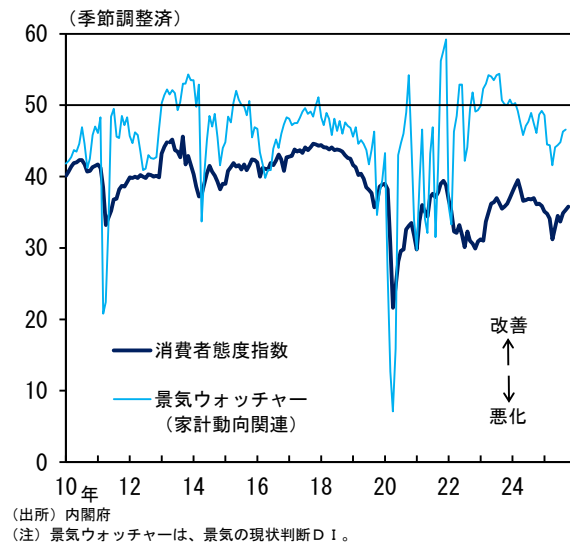
高感から弱めの動きとなっている。

個人消費関連のマインド指標をみると（図表30）、今後半年間の消費者の意識を調査する消費動向調査の消費者態度指数は、足もとでは夏季賞与の増加や株価の上昇を背景に持ち直しているが、依然として水準は低めとなっている。企業に対し景気の「方向性」を調査する景気ウォッチャー調査の現状判断D I（家計動向関連）は、悪化傾向が続いていたが、足もとでは販売が好調な百貨店等を中心に持ち直している。

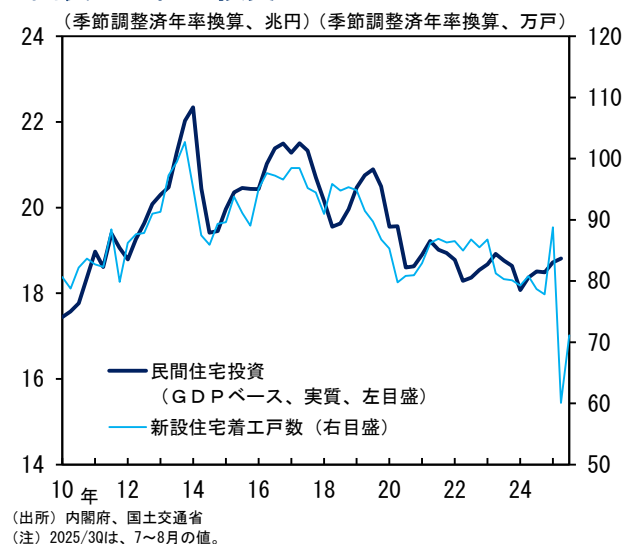
先行きの個人消費を展望すると、ベースアップや最低賃金の引き上げを受けた賃金上昇が一定の下支えとなるものの、食料品価格の高止まりに加え、企業収益の減少に伴う賞与の伸び鈍化も下押し要因となるため、暫くは横ばい圏内の動きにとどまる可能性が高い。その後は、物価上昇の落ち着きに伴い、実質雇用者所得の改善が明確になっていくことから、緩やかな増加基調に復していくと考えられる。

住宅投資は、減少している（図表31）。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、本年4月の建築基準法等の改正に伴う駆け込み着工の反動減から大きく落ち込んだあと、足もとにかけて持ち直しているが、水準は駆け込み前を大きく下回るなど、住宅価格の上昇等を受けた基調的な弱さが続いている。先行きの住宅投資は、緩和的な金融環境が下支えとなるものの、住宅価格の上昇や人口動態による住宅需要の減退から、緩やかな減少トレンドをたどると考えられる。

図表30：個人消費関連のマインド指標



図表31：住宅投資



2. 物価の現状と見通し

(物価の現状)

国内企業物価の前年比は、既往の原油価格下落や為替円高等の影響から上昇率が低下傾向にあり、足もとでは2%台後半となっている(図表 32、43)。企業向けサービス価格(除く国際運輸)の前年比は、人件費上昇等を背景に高めの伸びを続けているが、前年にみられた値上げの一巡などから上昇率が低下しており、足もとでは2%台後半となっている(図表 32)。

消費者物価の前年比をみると、除く生鮮食品は、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは3%程度となっている(図表 32、33)。除く生鮮食品・エネルギーの前年比は、このところ3%台前半で推移してきたが、9月は3%まで低下している(図表 32、34)。内訳をみると、財は、米以外の食料品価格の上昇率は高止まりを続けているが、米価格と耐久財(家電)の前年比低下を主因に全体ではプラス幅が縮小している。一般サービスは、人件費等を販売価格に転嫁する動きなどから外食や携帯電話通信料を中心に、年始以降プラス幅が拡大してきたが、足もとでは前年の値上げの一巡もあって、プラス幅は横ばいとなっている。公共料金は、一部自治体における保育料無償化の影響から、足もとではプラス幅を縮小している。

この間、食料品やエネルギーの価格変動の影響を受けない除く食料・エネルギーの前年比は、それまでの1%台半ばから、9月は1.3%までプラス幅が縮小している(図表 32、33)。

消費者物価の基調的な動きを捕捉するため、各

図表32：物価関連指標

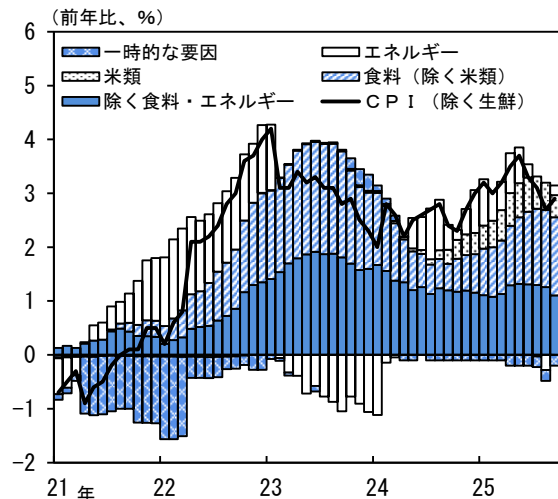
	(前年比、%)			
	24/4Q	25/1Q	25/2Q	25/3Q
消費者物価指数(CPI)				
除く生鮮	2.6	3.1	3.5	2.9
除く生鮮・エネルギー	2.3	2.7	3.2	3.2
除く食料・エネルギー	1.6	1.5	1.6	1.5
国内企業物価指数	3.9	4.2	3.3	2.6
企業向けサービス価格指数	3.5	3.5	3.2	2.8
GDPデフレーター	2.9	3.3	3.0	
内需デフレーター	2.4	2.7	2.3	

(出所) 総務省、日本銀行、内閣府

(注) 1. 企業向けサービス価格指数は、除く国際運輸。

2. CPIの食料は、酒類を除く。

図表33：CPI(除く生鮮)

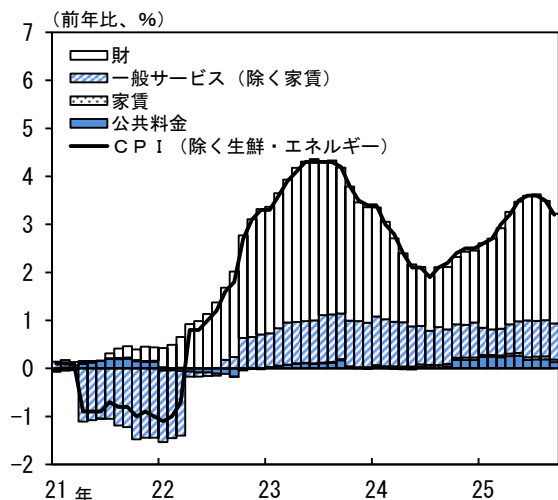


(出所) 総務省

(注) 1. エネルギーは、石油製品・電気代・都市ガス代。食料(除く米類)は、生鮮食品・酒類を除く。

2. 一時的な要因は、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響に加えて、2021~2022年度の携帯電話通信料の寄与を含む、日本銀行スタッフによる試算値。

図表34：CPI(除く生鮮・エネルギー)



(出所) 総務省

(注) 1. 公共料金(除くエネルギー) = 「公共サービス」 + 「水道料」

2. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

種のコア指標をみると（図表 35）¹⁴、刈込平均値は、米などの食料品価格上昇の影響が幅広い品目に波及するなかで、プラス幅が拡大傾向にあったが、このところウエイトの大きいエネルギー価格の上昇率低下を主因に伸びが鈍化している。加重中央値も、プラス幅が拡大してきたが、このところプラス幅がやや縮小している。一方、最頻値は、前年比変化率がゼロ近傍の品目数が減少するもとで、このところプラス幅が拡大傾向にある。また、除く生鮮食品を構成する各品目の前年比について、上昇品目の割合から下落品目の割合を差し引いた指標をみると、食料品などの値上げ品目の増加を反映して、「上昇」超幅が拡大傾向にあったが、足もとでは縮小に転じている（図表 36）。輸入物価の変動の影響を取り除き、賃金上昇に起因する物価上昇圧力を捉える観点から作成した諸指標をみると、緩やかな上昇傾向を続けている（図表 37）¹⁵。また、物価の基調と密接に関連する人々の物価観を示す予想物価上昇率に関する諸指標も、緩やかに上昇している（図表 38）¹⁶。

この間、GDPデフレーターを分配面からみると、2023 年は、価格転嫁の進展を受けてユニット・プロフィット（UP）主導で上昇率が高まっていたが、2024 年以降は、賃金の上昇を反映し

¹⁴ 刈込平均値とは、大きな相対価格変動を除去するために、品目別価格変動分布の両端の一定割合（上下各 10%）を機械的に控除した値。最頻値とは、品目別価格変動分布において最も頻度の高い価格変化率。加重中央値とは、価格上昇率の高い順にウエイトを累積して 50%近傍にある値。各指標とも、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除いた個別品目の指数をもとに算出している。

¹⁵ 各指標の詳細は、日銀レビュー「賃金・物価の相互連関を巡る最近の状況について」（2024-J-2）を参照。「低変動品目」は、過去の変動率が低かった品目を集計しており、物価上昇が幅広い品目に及んでいることを確認する指標のひとつと位置付けられる。

¹⁶ 物価の基調を捉えるための指標の詳細については、2024 年 4 月展望レポート BOX 4 を参照。

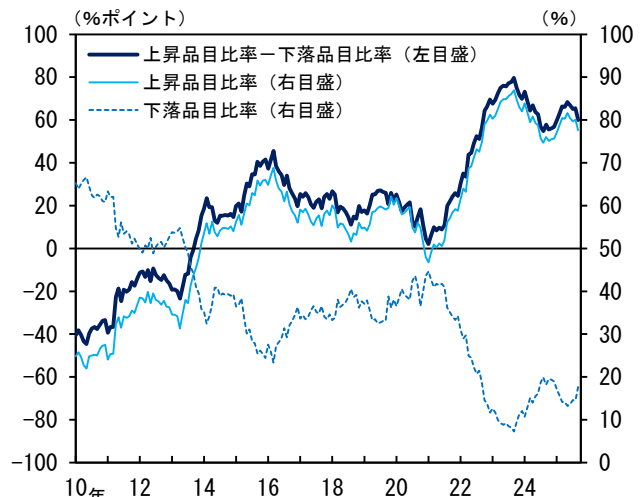
図表35：CPIの刈込平均値等



（出所）日本銀行、総務省

（注）CPI（消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除く）を用いて日本銀行スタッフが算出。2020/4月以降のCPIは、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値。

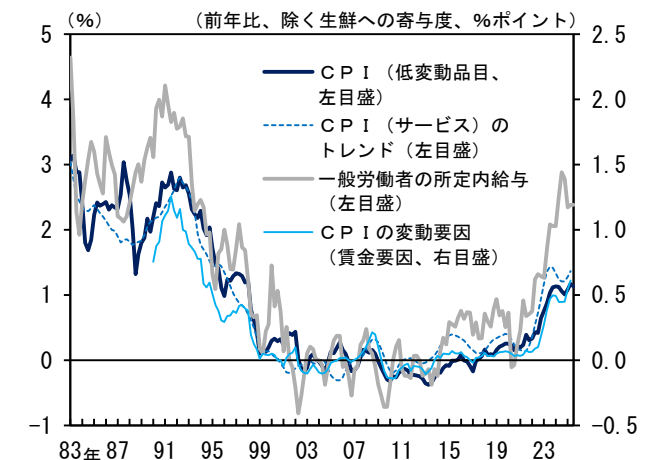
図表36：上昇・下落品目比率



（出所）日本銀行、総務省

（注）上昇・下落品目比率は、前年比上昇・下落した品目の割合（CPI 除く生鮮、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除く）。日本銀行スタッフが算出。2020/4月以降のCPIは、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値。

図表37：賃金要因によるCPIの変動



（出所）総務省、厚生労働省、日本銀行

（注）1. CPI（低変動品目）、一般労働者の所定内給与は前年比。CPI（サービス）のトレンドは前期比年率の後方6四半期移動平均。一般労働者の所定内給与の1993年以前は、常用労働者の値。2016年以降は、共通事業所ベース。

2. CPIの変動要因（賃金要因）は、輸入物価（円ベース）、需給ギャップ、賃金（一般労働者の所定内給与）、CPI（低・中・高変動）からなる4変数VARを、CPIの変動率別に、それぞれ20年ローリングサンプルで推計し、CPIと賃金の関係性を用いて、算出。

3. CPI（サービス）のトレンドは、項目別のサービス価格と業種別の所定内給与を用いて、サービス価格固有のトレンドとサービス価格と賃金に共通するトレンドを算出・合成したもの。

4. 一般労働者の所定内給与の2025/3Qは、7～8月の値。

てユニット・レーバー・コスト（U L C）の寄与が高まっており、U PとU L Cがバランスよく上昇している（図表 39）¹⁷。

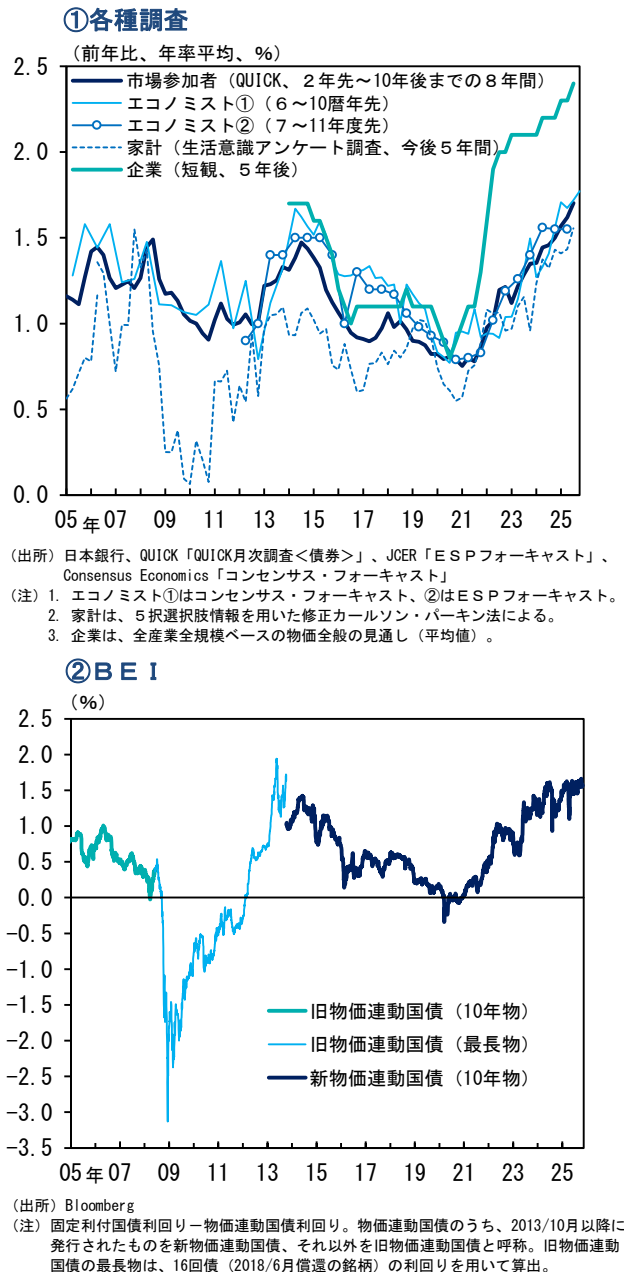
（物価を取り巻く環境）

先行きの物価情勢を展望するにあたり、物価上昇率を規定する主な要因について点検する。第1に、マクロ的な需給ギャップについては、2025年度に、製造業の稼働率低下を反映していったんマイナス幅を拡大したあと、見通し期間の終盤にかけて、徐々に改善していくと考えられる（図表 2）。この間、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化や労働時間規制の強化から、労働需給はマクロ的な需給ギャップ以上に引き締まっているとみられる。こうしたもとで、非製造業を中心とした企業の経済活動において、人手不足が供給面からの制約となりつつある現状を踏まえると、マクロ的な需給ギャップが示唆する以上に、賃金や物価には上昇圧力がかかりやすくなっているとみられる。

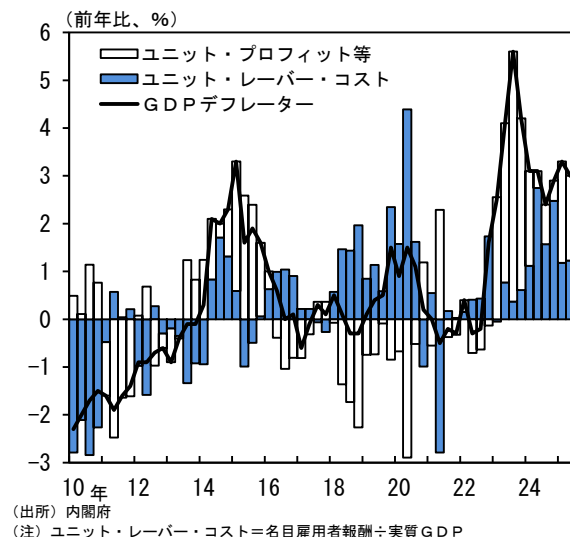
第2に、中長期的な予想物価上昇率は、緩やかに上昇している（図表 38）。先行きについては、従来より積極化している企業の賃金・価格設定行動は維持され、人件費や物流費を含むコスト上昇を販売価格に反映する動きは継続すると見込まれるものの、成長ペースの影響などを受けて伸び悩むとみられる。その後については、成長率が高まり、労働需給の引き締まりがより明確となるもとで、積極的な企業の賃金・価格設定行動は更に広がっていき、再度、予想物価上昇率は緩やかに上昇していくと考えられる。

第3に、輸入物価（円ベース）の前年比は、原

図表38：予想物価上昇率



図表39：GDPデフレーター



¹⁷ 賃金上昇が物価に及ぼす影響については、BOX 4を参照。

油価格等の国際商品市況の動きを反映した契約通貨ベースの下落は続いているが、足もとでは為替要因が押し上げ方向に作用し、マイナス幅が縮小している（図表 41、42）。

この間、エネルギー価格（ガソリン・電気代等）の前年比は、振れを伴いつつも低下基調にあり、9月は除く生鮮食品の前年比への寄与度で0%台前半となっている。現状程度の為替相場と原油価格、および政府によるガソリン代や電気・ガス代などの負担緩和策を前提とすると、先行きのエネルギーの前年比は振れを伴いつつも一段と低下し、0%前後で推移すると想定される。

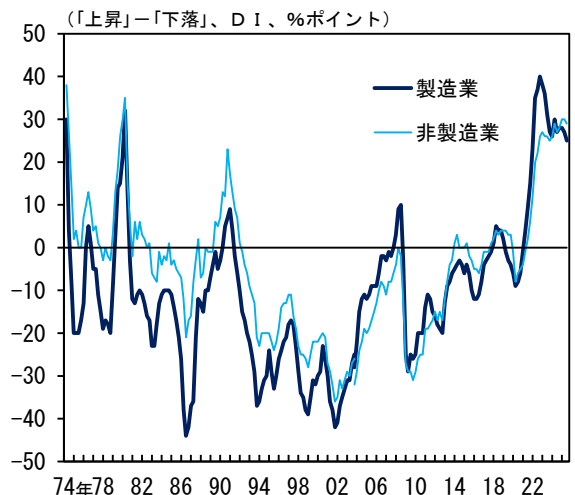
（物価の先行き）

以上の基本的な考え方を踏まえると、先行きの消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が徐々に減衰していくことに加え、成長ペースの影響などから、いったん2%を下回ると見込まれる。その後は、成長率が高まるもとの、2%程度で推移すると考えている（図表 44）。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとの、来年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。

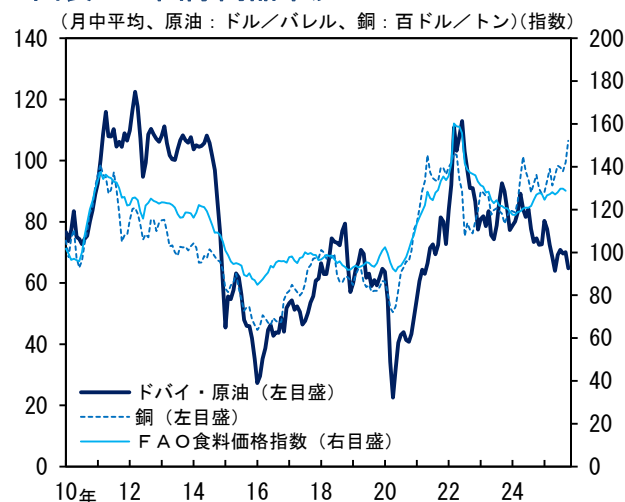
この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペースの影響などを受けて伸び悩むことが見込まれる。その後は、成長率が高まるもとの人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

図表40：販売価格判断



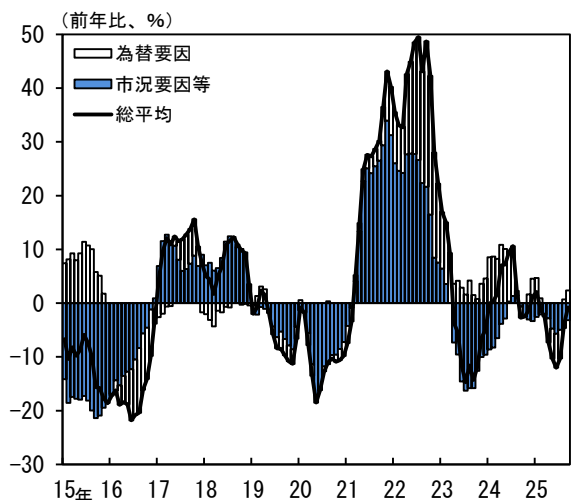
（出所）日本銀行
（注）短観の販売価格判断D I。全規模ベース。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

図表41：国際商品市況



（出所）日本経済新聞社、Bloomberg、FAO
（注）FAO食料価格指数は、肉類、乳製品、穀物、植物油、砂糖から構成される価格指数（2014～2016年平均=100）。

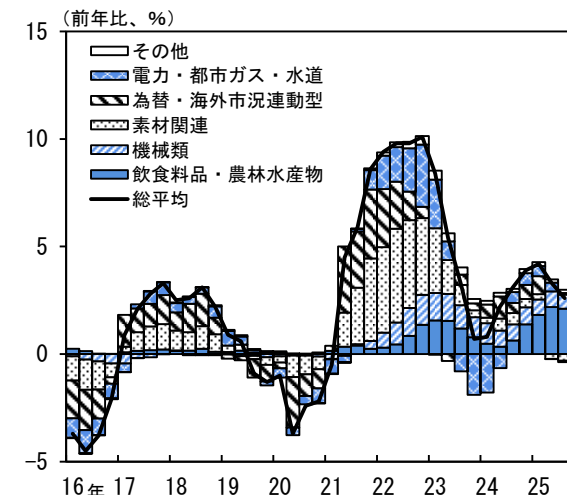
図表42：輸入物価（円ベース）



（出所）日本銀行
（注）市況要因等は、輸入物価の契約通貨ベース指数の変動により説明される部分。為替要因は、輸入物価の円ベース指数と契約通貨ベース指数の乖離から算出。

企業の賃金・価格設定行動は、従来よりも積極化しており、中心的な見通しでは、成長ペースの伸び悩みが、物価動向に影響を与えつつも、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持されると想定している。もっとも、各国の通商政策等の影響で企業収益への下押し圧力が強まることがあれば、企業は人件費も含めコスト削減姿勢を強める可能性がある。こうしたもつで、物価上昇を賃金に反映する動きが弱まる可能性がある。一方、先行き労働需給が引き締まった状況が続き、最低賃金も上昇するもつで、賃金の上昇圧力が想定以上に強まったり、販売価格に賃金上昇を反映する動きが強まったりする可能性も考えられる。

図表43：国内企業物価

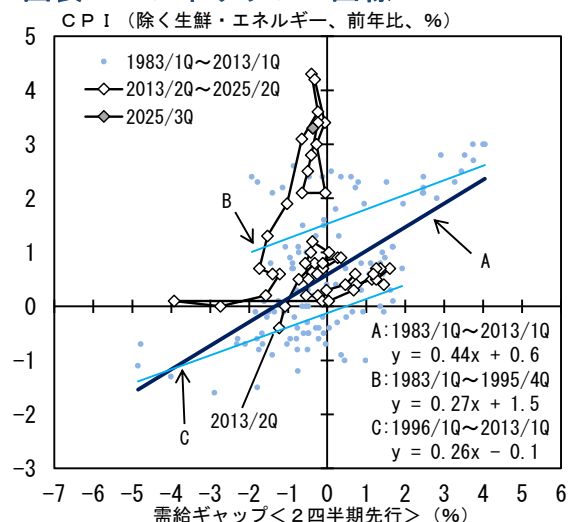


(出所) 日本銀行

(注) 1. 消費税率引き上げの影響を除く。

2. 為替・海外市況連動型は、石油・石炭製品、非鉄金属。

図表44：フィリップス曲線



(出所) 総務省、日本銀行

(注) 1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

3. わが国の金融情勢

(金融環境)

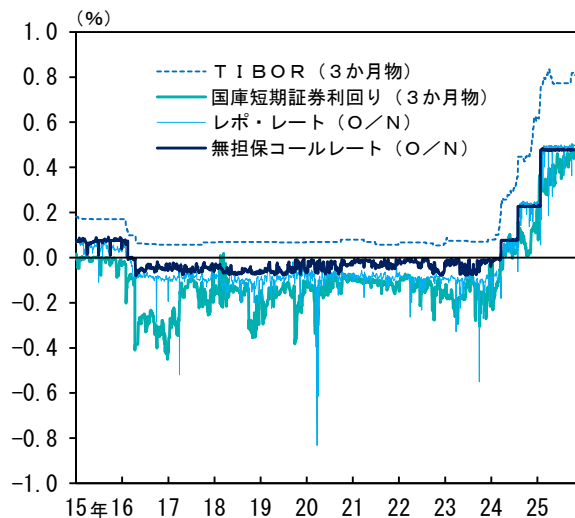
わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

短期金利をみると、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.5%程度で推移している（図表 45）。ターム物金利については、TIBOR（3 か月物）、国庫短期証券利回り（3 か月物）ともに小幅に上昇している。

実質金利は、マイナスで推移している（図表 46）¹⁸。

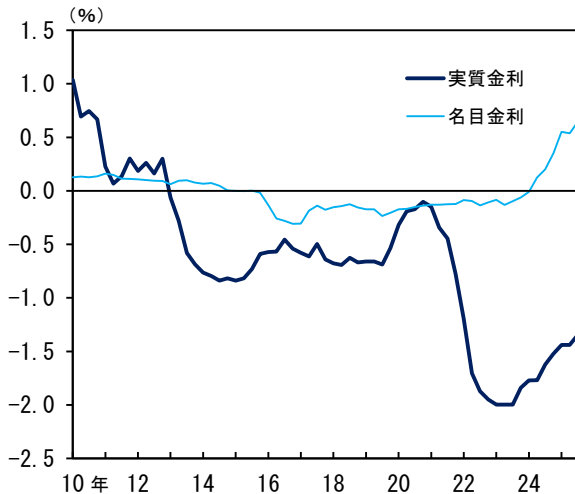
企業の資金調達コストは、上昇している（図表 47）。貸出金利（新規約定平均金利）は、基準金利として参照される市場金利や短期プライムレートの上昇を受けて、短期、長期ともに上昇している。CPの発行金利は、横ばい圏内で推移している。社債の発行金利は、上昇が一服している。

図表45：短期金利



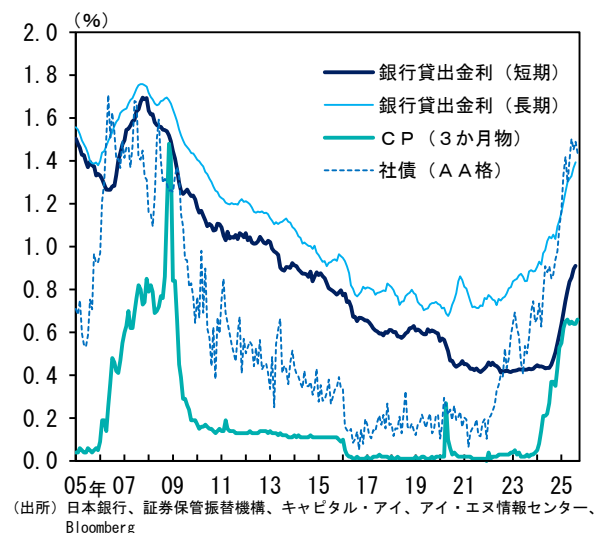
（出所）日本銀行、全銀協TIBOR運営機関、Bloomberg
（注）レボ・レートは、東京レボ・レート。

図表46：実質金利（1年）



（出所）日本銀行、QUICK「QUICK月次調査＜債券＞」、Consensus Economics
「コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg
（注）実質金利は、国債利回り（1年物）から予想物価上昇率（日本銀行
スタッフによる推計値）を差し引くことにより算出。

図表47：貸出金利とCP・社債発行利回り



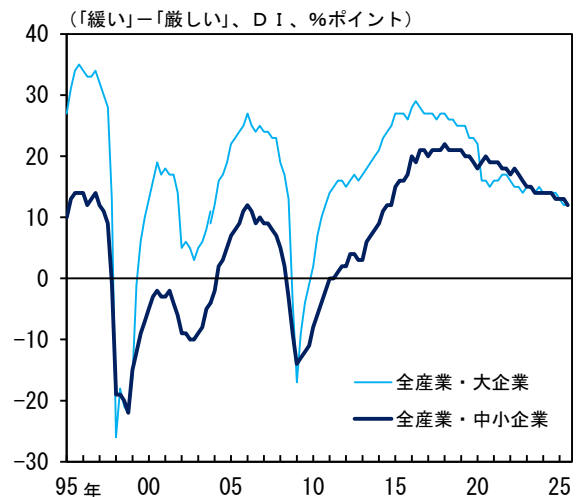
（出所）日本銀行、証券保管振替機構、キャピタル・アイ、アイ・エス情報センター、Bloomberg
（注）1. CP発行利回りの2009/9月以前はa-1格以上、2009/10月以降はa-1格。
2. 社債発行利回りは、単純平均値、起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの発行分は除く。
3. 銀行貸出金利は、後方6か月移動平均。

¹⁸ 実質金利を用いた金融緩和度合いの評価については、2024年4月展望レポートBOX 5を参照。

企業からみた金融機関の貸出態度を短観のD Iでみると、全体として緩和的な水準を維持している（図表 48）。短観のC P発行環境判断D Iは、引き続き「楽である」超となっている。こうしたもとで、C P・社債市場では、良好な発行環境となっている。この間、企業の資金繰りを短観のD Iでみると、経済活動の回復や価格転嫁の進展を背景に、良好な水準となっている（図表 49）。

企業の資金需要は、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、緩やかに増加している。こうしたもとで、銀行貸出残高の前年比は、4 %台前半となっている（図表 50）。C P・社債の発行残高の前年比は、大口の発行案件がみられたこともあり、7 %程度となっている。

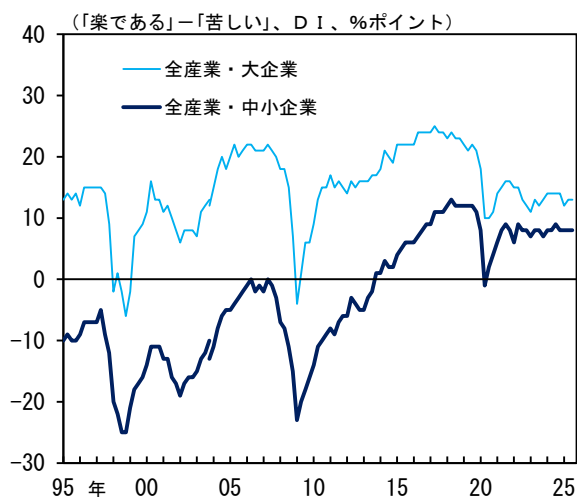
図表48：企業からみた金融機関の貸出態度



（出所）日本銀行

（注）短観の金融機関の貸出態度判断D I。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

図表49：企業の資金繰り

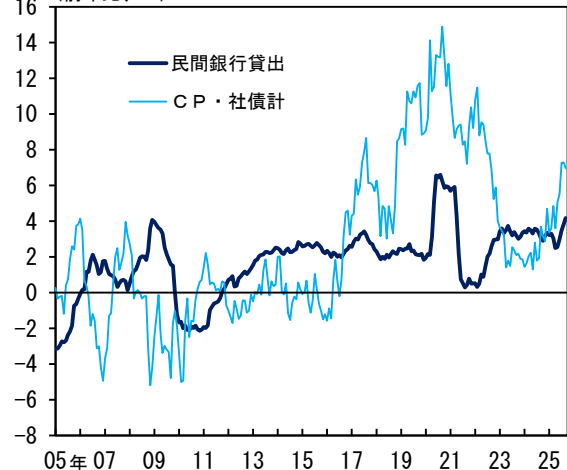


（出所）日本銀行

（注）短観の資金繰り判断D I。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

図表50：貸出残高とC P・社債発行残高

（前年比、%）

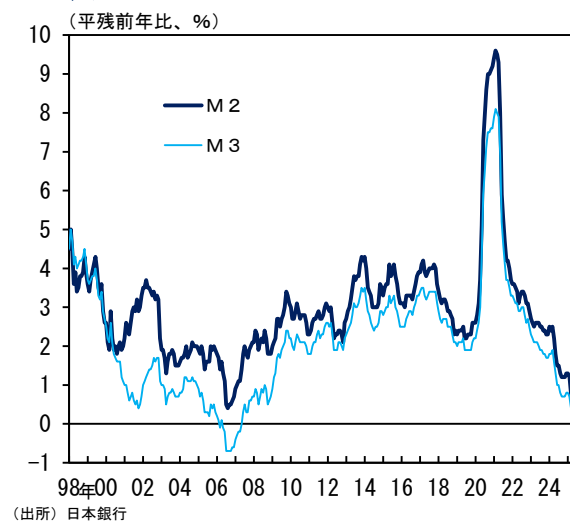


（出所）日本銀行、証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター

（注）民間銀行貸出は平残前年比、C P・社債計は末残前年比。

マネーストック（M2）の前年比は、貸出残高の増加による押し上げが続くもとで、1%台半ばとなっている（図表51）。

図表51：マネーストック



（金融市場動向）

国際金融市場の動向をみると、世界経済の先行きを巡る不確実性が引き続き意識されているものの、通商政策の交渉の進展などから、市場センチメントは改善している。

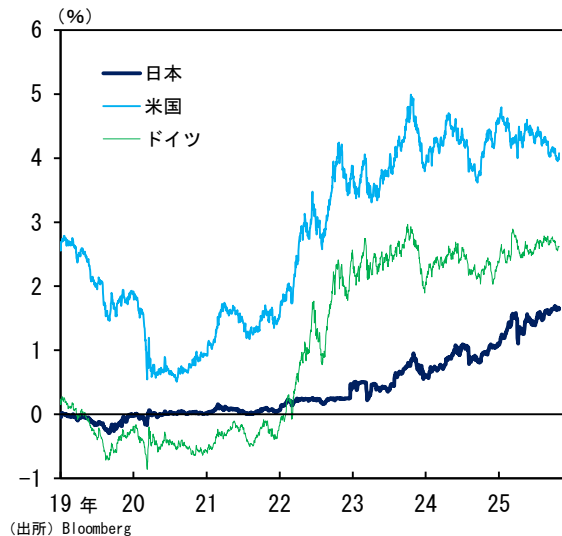
米国の長期金利（10年物国債利回り）をみると、雇用関連の経済指標の下振れやF R Bの利下げ織り込みの進展などを背景に、低下している（図表52）。欧州の長期金利は、米国金利に連れて低下する場面がみられた一方、国債需給の緩和に対する警戒感から上昇する場面もみられ、均してみれば横ばい圏内で推移している。わが国の長期金利は、堅調な経済指標やそれを受けた金融政策の先行きに対する市場の見方などを反映し、9月下旬にかけて上昇した。その後は、振れを伴いつつ、横ばい圏内で推移している。

円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、9月末以降、年末越えを意識した動きなどから幾分拡大しているが、総じて低水準で推移している（図表53）。

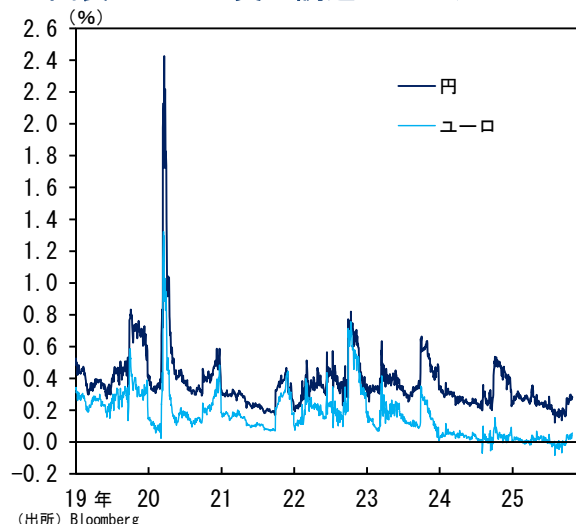
株式市場をみると、米国の株価は、市場センチメントが改善するもとで、大手ハイテク企業の堅調な業績やF R Bの利下げを材料に大きく上昇している（図表54）。欧州の株価は、米国株価に連れる形で上昇している。わが国の株価は、米国株価の上昇に連れたほか、日米関税交渉の結果、自動車等の関税率が決定したことなどを好感して、大きく上昇している。この間、新興国の株価も、先進国株と同様に上昇している。

為替市場をみると、円の対ドル相場は、横ばい圏内で推移したあと、足もとはドル高・円安方向の動きとなっている（図表55）。円の対ユーロ相場は、E C Bによる利下げ観測が後退するなか、

図表52：主要国の長期金利（10年物国債）

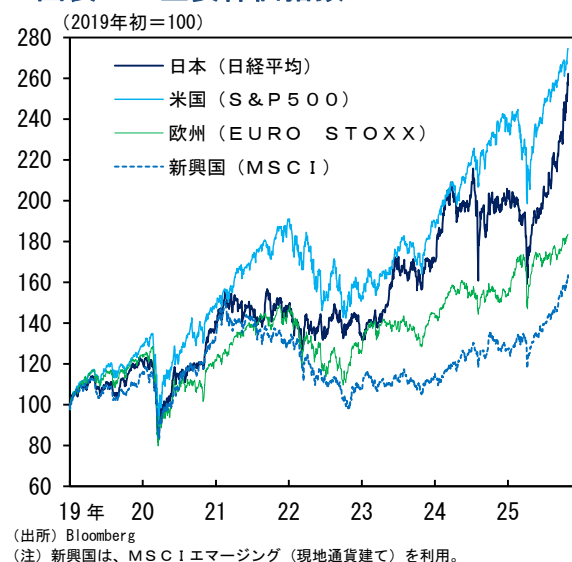


図表53：ドル資金調達プレミアム



(注) 1. 円またはユーロによる為替スワップ市場を通じたドルの調達金利と短期金融市場でのドルの調達金利の差（いずれも3か月物）。
2. 円金利はO I S、ユーロ金利は19/10/3日以前はO I S（E O N I Aベース）、19/10/4日以降はO I S（€ S T Rベース）、ドル金利は19/1/2日以前はO I S、19/1/3日以降はS O F Rを使用。

図表54：主要株価指数



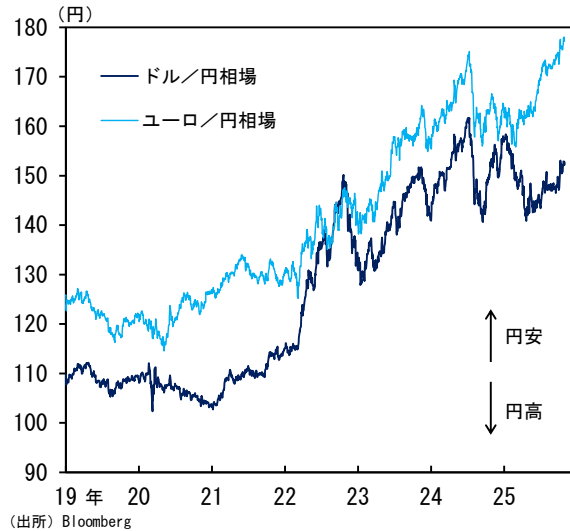
ユーロ高・円安方向の動きとなっている。

(地価)

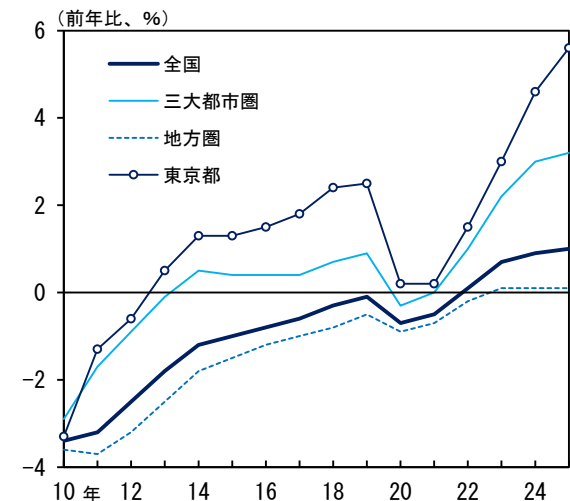
地価は、経済の回復を受けて、上昇している。
2025 年の都道府県地価調査（7月1日時点）で
地価の前年比をみると、住宅地、商業地ともに、
プラス幅を拡大している（図表 56、57）。東京、
大阪、名古屋の三大都市圏では、住宅地、商業地
ともに、プラス幅を拡大した。地方圏では、住宅
地のプラス幅が横ばいとなった一方、商業地のプ
ラス幅は拡大した。

以 上

図表55：ドル円・ユーロ円相場

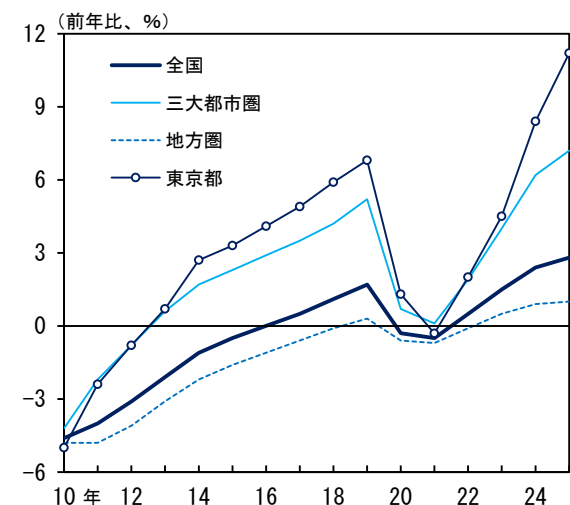


図表56：地価（住宅地）



(注) 1. 都道府県地価調査ベース（7月1日時点）。
2. 三大都市圏とは、東京圏（東京、神奈川、埼玉、千葉、茨城）、
大阪圏（大阪、兵庫、京都、奈良）、名古屋圏（愛知、三重）を指す。
地方圏とは、三大都市圏以外を指す。

図表57：地価（商業地）



(注) 1. 都道府県地価調査ベース（7月1日時点）。
2. 三大都市圏とは、東京圏（東京、神奈川、埼玉、千葉、茨城）、
大阪圏（大阪、兵庫、京都、奈良）、名古屋圏（愛知、三重）を指す。
地方圏とは、三大都市圏以外を指す。

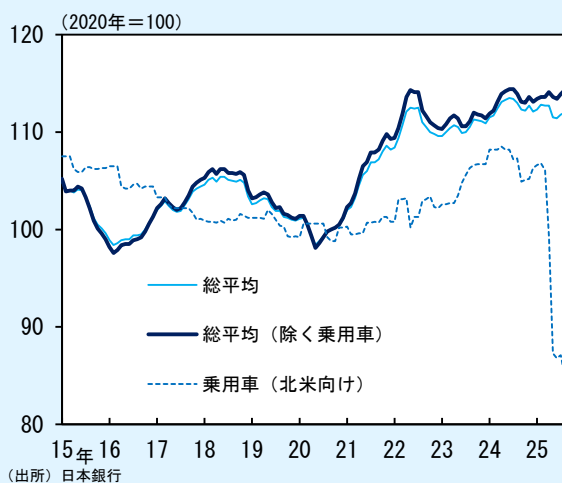
（BOX 1）米国関税政策の影響と先行きの輸出に関する考え方

本BOXでは、関税引き上げがわが国経済に及ぼしている影響について、足もとまでの状況を点検する。そのうえで、先行きのわが国輸出の考え方を財別に整理する。

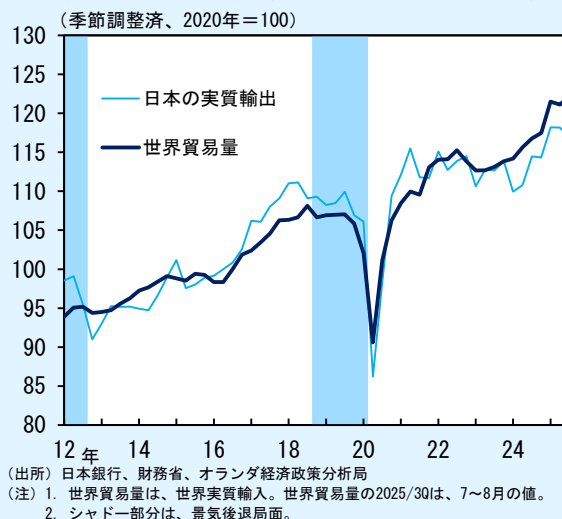
7月23日（日本時間）に日米関税交渉は合意に達し、日本に対する関税は「相互関税」・自動車関税とともに既存税率を含めて15%となった。その後、9月初の米国大統領令では、「相互関税」について8月7日に遡って新税率を適用し、超過徴収分は還付されることになったほか、自動車関税は9月16日から引き下げられた。この間、米政権は、半導体や医薬品の分野別関税についても発動を示唆しているものの、これまでのところ具体的な大統領令発出には至っていない。

本年4月および7月の展望レポートでは、米国の関税引き上げは、主として、①関税コスト負担の直接効果、②世界の貿易活動の縮小を通じた間接効果、③不確実性の高まり、という3つの経路を通じて、わが国経済に影響を及ぼすと整理してきた。このうち、①直接効果について、わが国の契約通貨建て輸出物価をみると、米国向け自動車の輸出物価は4月以降、20%程度切り下がった状態が続く一方、それ以外の品目の輸出物価は横ばい圏内の動きが続いている（図表B1-1）。このことは、自動車については、日本の輸出企業が関税コストの大部分を負担している一方、他の品目については、米国の消費者や企業（わが国企業の海外現地法人を含む）が関税コストを負担している可能性が高いことを示唆している。②間接効果についてみると、世界貿易量は、2025年1～3月に関税引き上げ前の駆け込み需要から増加したあとも、足もとまで高水準を維持している（図表B1-

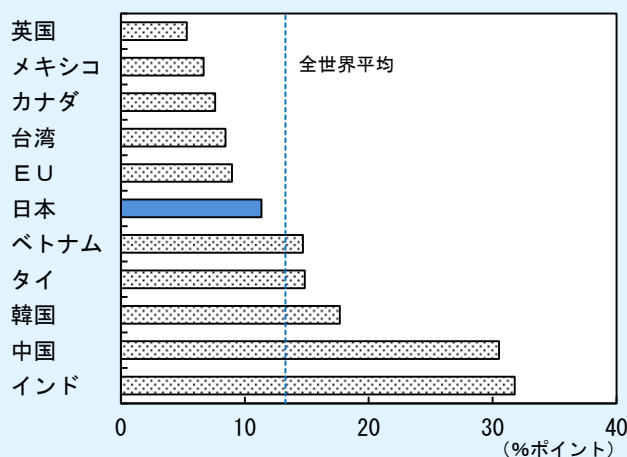
図表B1-1：輸出物価（契約通貨ベース）



図表B1-2：世界貿易量と日本の実質輸出



図表B1-3：米国の追加実効関税率



2)。これには、半導体分野別関税の導入可能性に備えた駆け込み生産と、堅調なA I 関連需要に支えられた情報関連財の貿易量増加が寄与していると考えられる。③不確実性については、米中間の関税交渉や半導体分野別関税等の今後の展開を巡る不確実性は残るものの、上述の日米間の関税交渉合意は、わが国企業の直面する不確実性を和らげる方向に作用したとみられる。とくに、追加的な実効関税率が他地域対比で特段不利な状況に陥らないかたちで決着したことは、わが国製造業の輸出競争力を巡る懸念を和らげ、輸出企業に一定の安心感をもたらしたと考えられる(図表 B1-3)。

以上の関税引き上げの影響を踏まえたうえで、わが国の輸出の先行きを展望すると、米国の関税引き上げに伴う駆け込みの反動減がマイナスに作用するほか、海外経済減速による下押し圧力も徐々に強まっていくと予想される(図表 B1-4)。以下、財別に考え方を整理する。まず、米国向け輸出の3分の1程度を占める自動車関連輸出をみると、一部自動車メーカーの生産ライン停止の影響もあり、足もとで減少しているものの、米国新車販売がアナリスト等の予想を上回って堅調さを維持するもとで、なお高めの水準となっている(図表 B1-5)。こうした堅調さの背景には、①E V 等補助金の終了前の駆け込み需要に加えて、②関税引き上げ分の価格転嫁が、他の財と比べて緩慢なペースにとどまっていることから、駆け込み需要の反動減が本格化していないことも影響しているとみられる(図表 B1-6①)。実際、わが国のみならず、他国の自動車メーカーも対米輸出価格を引き下げること、関税分の販売価格への転嫁を抑制しており、米国の自動車需要が価格面から下支えされている様子が窺われる(図表 B1-6②)。先行きは、米国自動車市場において関税コストの販売価格への転嫁がゆっくりと進むもとで、米国を

図表B1-4：PMI

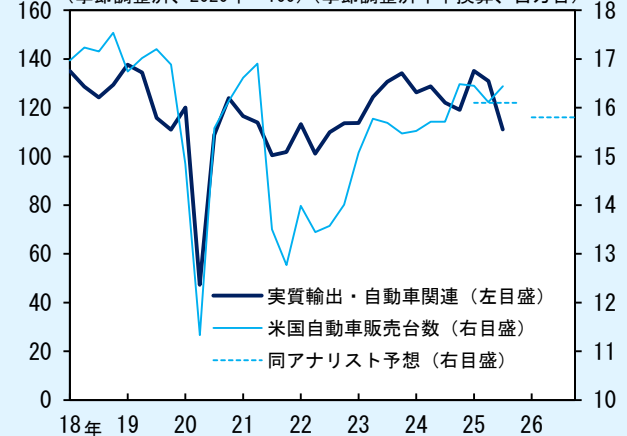
(季節調整済、DI)



(出所) Copyright © 2025 by S&P Global Market Intelligence, a division of S&P Global Inc. All rights reserved.

図表B1-5：対米自動車輸出と米国新車販売

(季節調整済、2020年=100) (季節調整済年率換算、百万台)

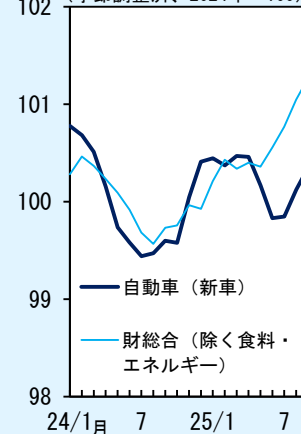


(出所) 日本銀行、財務省、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、B E A
(注) 1. 米国自動車販売台数は、大型トラックを除く。2025/3Qは、7～8月の値。
2. アナリスト予想（平均値）は、「コンセンサス・フォーキャスト」10月号時点。

図表B1-6：米国のCPIと自動車輸入単価

①CPI

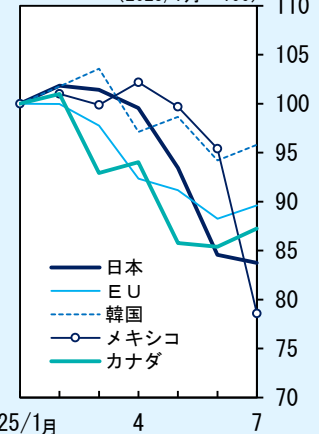
(季節調整済、2024年=100)



(出所) Haver, Census Bureau

②自動車の地域別輸入単価

(2025/1月=100)



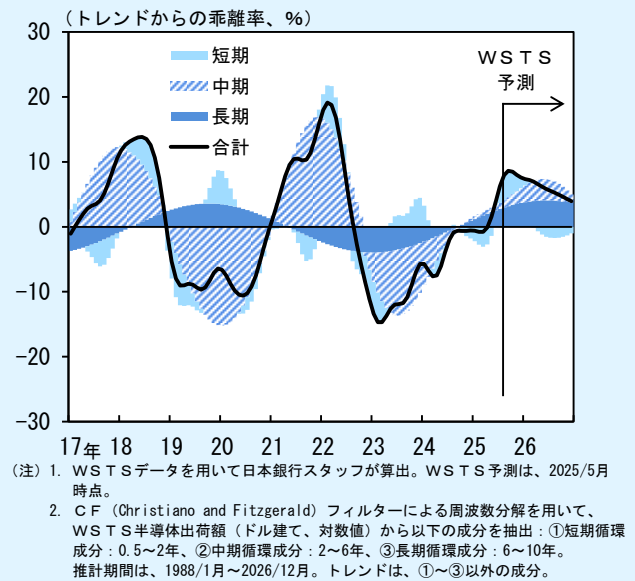
(注) ②は、米国のHSコード（10桁）を用いて、日本銀行スタッフが算出。ドル建て。

中心に前倒し需要の反動も含めて最終需要への下押し圧力が強まってくることから、自動車関連輸出は伸び悩む可能性が高いと考えられる。

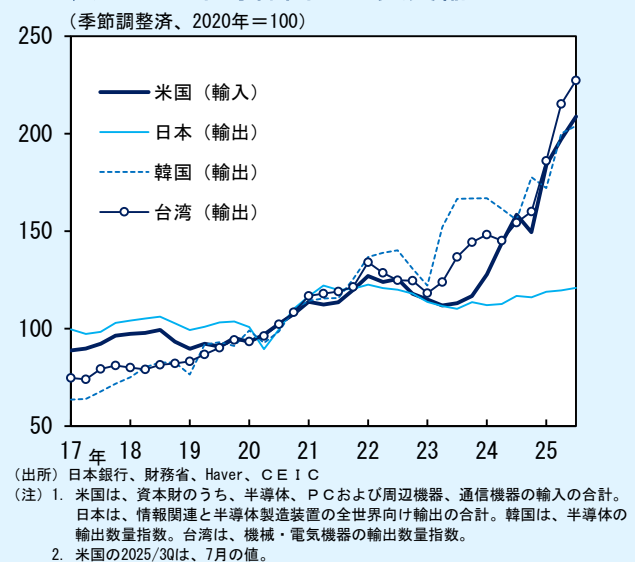
次に、情報関連輸出は、半導体分野別関税の導入可能性に備えた前倒し需要だけでなく、A I 関連需要の基調的な強さにも支えられて、増加傾向を続けている。世界半導体出荷額について、最新の業界予測も含めて周波数分解を行うと、①中期的にP C・スマートフォンの買い替えサイクル(コロナ禍での巣ごもり需要から購入された分の買い替え期)が到来するもとで、②長期的にもA I 関連需要がトレンド的に増加していることから、I T サイクルは、足もとで拡張局面に入っている可能性が窺われる(図表B1-7)。このうち、A I 関連需要は、米国における生成A I やデータセンター等への投資需要がけん引している。この点、わが国I T 関連企業の出荷は、P C・スマホ関連や車載向けが中心で、昨年以降急増しているA I 関連需要を十分に取り込めているとは言い難く、わが国情報関連輸出の増加幅は、G P U やデータセンター向け製品の多い台湾・韓国メーカーと比べると限定的となっている(図表B1-8)。先行きも、情報関連輸出は、A I 関連需要の恩恵を一部で受けるものの、P C 等の買い替え需要が一巡すると、いったん下押し圧力がかかる可能性が高い。

最後に、資本財輸出をみると、中国向け半導体製造装置の需要一巡から、持ち直しが一服している(図表B1-9)。通商政策を巡る不確実性が残るもとで、世界的に設備投資の先送りが一部で顕在化しているとみられ、機械受注の外需も増加から横ばい圏内に転じている¹⁹。このため、先行きのわが国資本財輸出も、減速していく可能性が高い。

図表B1-7：I T サイクル



図表B1-8：半導体関連の実質輸出入



図表B1-9：資本財輸出と機械受注・外需



¹⁹ 足もとでは、電子・通信機械(通信機)が大型案件により急増したことから一時的に増加している。

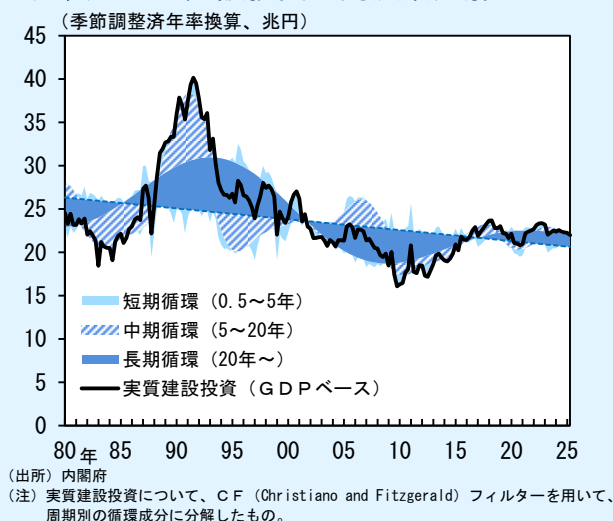
（BOX 2）設備投資の堅調さの背景

9月短観で確認されたとおり、企業は、これまでのところ、積極的な設備投資スタンスを維持しているが（前掲図表 19）、①今年度は、製造業を中心に相応の減益計画であること（前掲図表 15）、②通商政策を巡る不確実性も、日米間の関税合意により和らいだとはいえ、なお残っていることを勘案すると、設備投資計画は年度後半にかけて下方修正される可能性がある²⁰。そうした中であっても、以下で述べるとおり、①非製造業を中心とした建設投資の堅調さと②収益変動に左右されにくい無形資産投資（研究開発投資やソフトウェア投資）のウエイトの高まりは、先行きの設備投資を一定程度下支えしていくとみられる。

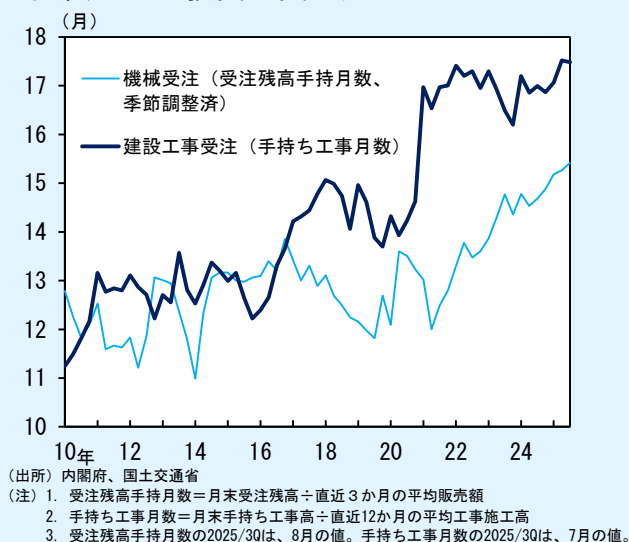
まず、建設投資についてみると、大都市圏を中心とした都市再開発の活発化から、近年、増加基調にある。これらの都市再開発投資の増加には、老朽化した都市インフラ・ストックが、緩和的な金融環境にも支えられて、中長期的な建て替えサイクルに入っていることが相応に影響している可能性がある。実際、GDP建設投資を対象に簡単な周波数分解を行うと、近年は、①2000年代後半をボトムとした長期サイクル（20年～）が拡張局面に入っていることに加え、②2010年代後半以降は、中期サイクル（5～20年）も、押し上げ要因として作用していることがわかる（図表 B2-1）。前者の長期サイクルは、バブル期を中心に建設された建築物の建て替え期入りを、また後者の中期サイクルは金融循環（financial cycle）の拡張局面を、それぞれ表しているとの解釈が可能である。先行きも、建て替え需要を背景とした長期サイクルによる押し上げ効果は暫く続くと思われる。

²⁰ 今次局面において、不確実性が設備投資に与える影響については、2025年7月展望レポートBOX 2を参照。

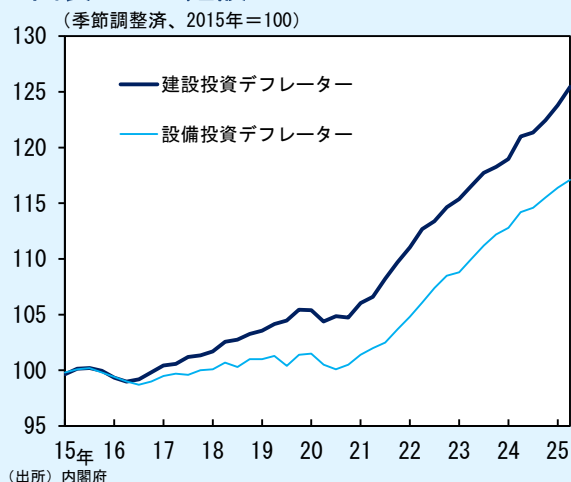
図表B2-1：建設投資の周波数分解



図表B2-2：投資の受注残



図表B2-3：建設コスト

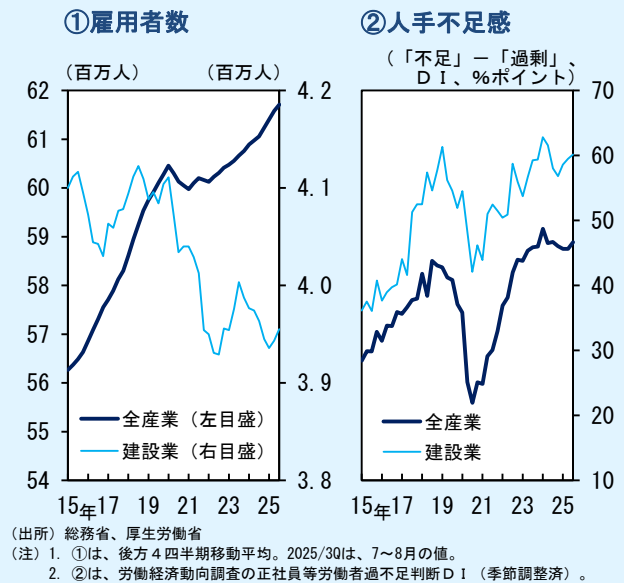


ることから、建設投資の堅調さは維持される可能性が高い。加えて、近年は、工事の大型化と建設業の人手不足を背景に、工期が長期化するとともに、受注残の積み上がりが顕著となっている（図表 B2-2）。これは、受注残を解消する動きが続くことで、建設投資を息長く下支えていく可能性を示唆している。

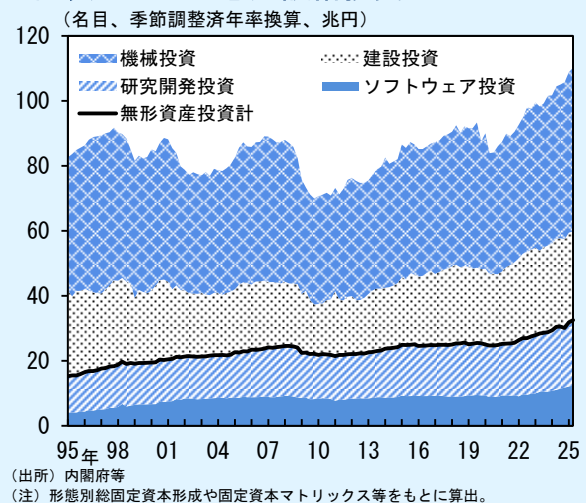
もっとも、こうした旺盛な建設投資需要は、この間の資材コストの大幅な上昇と建設業の深刻な人手不足と相まって、建設コストの大幅な上昇を引き起こしている（図表 B2-3、B2-4）。こうした建設コストの上昇は、一部で、投資採算の悪化による投資規模の縮小や投資案件の先送り、キャンセルにもつながっているとみられ、供給制約に起因する下振れリスクも相応に抱えている点には注意していく必要がある。

次に、無形資産投資（研究開発投資やソフトウェア投資）の推移をみると、設備投資全体に占めるウェイトが高まっており、設備投資の安定的な増加に寄与していると考えられる（図表 B2-5）。近年の無形資産投資の増加は、中長期的な成長分野（A I、電動化、半導体部材等）への研究開発投資や、省力化目的のソフトウェア投資がけん引している。投資形態別に営業利益との相関をみると、無形資産投資は、機械投資や建設投資と比較して相関が低いことが確認できる（図表 B2-6）。先行きも、これらの投資は、関税政策による短期的な収益減少の影響をさほど受けることなく、中長期的視点から実行されていく可能性が高いと考えられる。

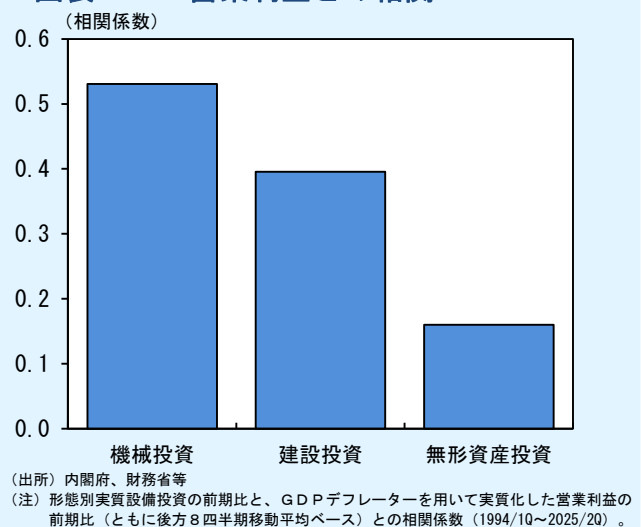
図表B2-4：建設業の雇用者数と人手不足感



図表B2-5：形態別設備投資



図表B2-6：営業利益との相関



(BOX 3) 食料品価格の上昇と個人消費への影響

前回展望レポートで整理したとおり、昨年夏以降の食料品価格上昇には、①米価格の上昇とその関連品目への波及に加えて、②輸入食料品価格の上昇も影響している。本BOXでは、後者の輸入食料品価格上昇の背景を考察したうえで、食料品価格の上昇が、最近の個人消費に及ぼしている影響について、高頻度データ等も活用しつつ分析する。

やや長い目で輸入食料品価格の動きを振り返ると、2010年代後半は横ばい圏内の動きを続けてきたが、2022年頃には、グローバルなコロナ禍からの経済再開とロシアによるウクライナ侵攻の影響が重なり、他の輸入品価格と同様、大幅かつ急激に上昇した(図表B3-1)。その後、足もとにかけて、輸入物価全体が振れを伴いながらも下落基調にあるのとは異なり、輸入食料品価格は上昇傾向を続けている。

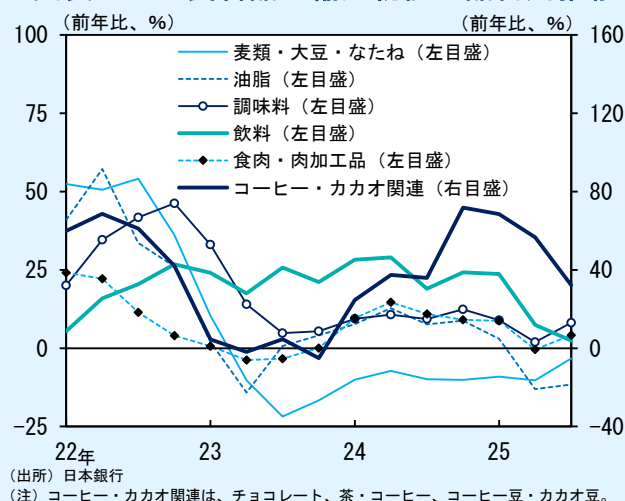
わが国の輸入食料品価格の内訳をみると、この間、多くの品目が一様かつ同時に上昇しているというよりは、様々な品目がその時々の国際商品市況を反映して入れ代わり立ち代わり上昇するかたちで、全体の上昇トレンドが形成されてきたことがわかる(図表B3-2)。こうしたもとで、わが国食料品製造業の産出デフレーターも、輸入コスト上昇を転嫁するかたちで着実な上昇を続けてきており、CPI食料品価格の押し上げにも作用しているとみられる(図表B3-3)。

輸入食料品価格の上昇には、①グローバルな人口・食料需要の増大という構造要因から上昇トレンドが強まってきているなかで、②ここ数年は、世界的に異常気象などによる供給ショックが断続的に発生してきたことも影響しているとみられる。

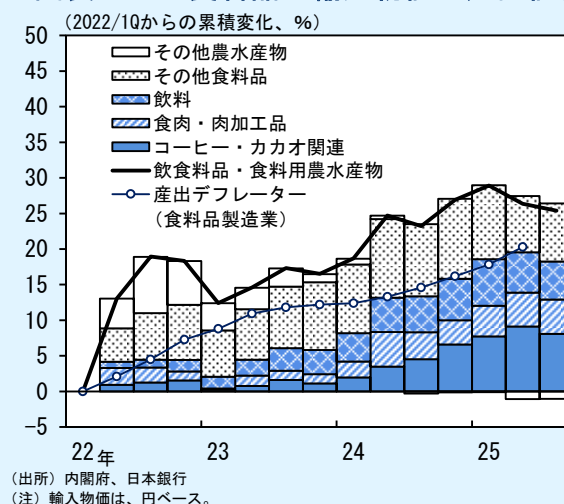
図表B3-1：輸入物価（円ベース）



図表B3-2：食料品の輸入物価の品目別推移



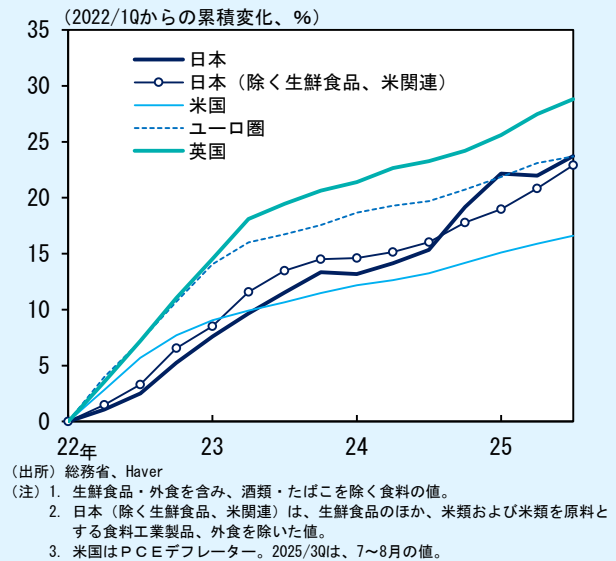
図表B3-3：食料品の輸入物価と産出価格



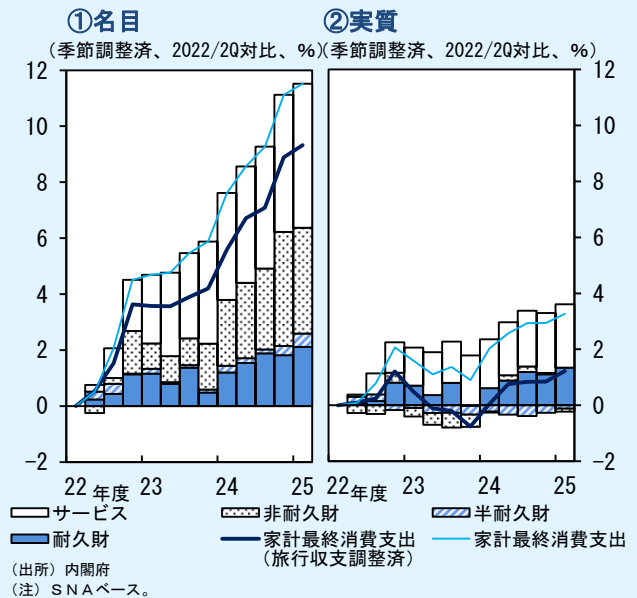
こうしたもとで、食料品価格の上昇は、わが国固有の事象というよりも、グローバルな現象という面が強くなっているように窺われる²¹。実際、先進国の消費者物価の食料価格をみると、消費バスケットの違いを反映した多少の差異はみられるものの、ここ数年、いずれの国・地域においても明確な上昇トレンドにある点は共通している（図表 B3-4）。わが国において、2024 年央以降上昇ペースがやや加速しているのは、米価格上昇の寄与が大きい。米価格の上昇についても、少なくともその一部は、それまでに生じた食料品全般の価格上昇へやや遅れてキャッチアップするかたちで上昇していると捉えることもできる。

このように、生活必需品である食料品価格がけん引するかたちで物価上昇が進んできたことは、家計の消費行動にも無視できない影響を与えてきている。この点、個人消費を名目ベースでみると、物価上昇が始まった 2022 年以降、はっきりとした増加基調にあるが、実質ベースでみると、このところ横ばい圏内の動きが続いている（図表 B3-5）。形態別にみると、食料品が含まれる非耐久財消費の伸び悩みが明確となっている。また、サービス消費についても、子細にみると、医療・介護や金融サービス等を除けば、足もとにかけて増勢がやや鈍化している。この間、資金循環統計で家計の資金過不足をみると、足もとにかけて家計の貯蓄超過幅は、現金・預金を中心に減少基調にある（図表 B3-6）。これら一連の動きは、物価上昇を受けて家計は節約志向を強めているが、物価上昇の主因が価格弾力性の低い生活必需品の食料品中心であるため、名目支出額の抑制が難しくなっている可能性を示唆している。

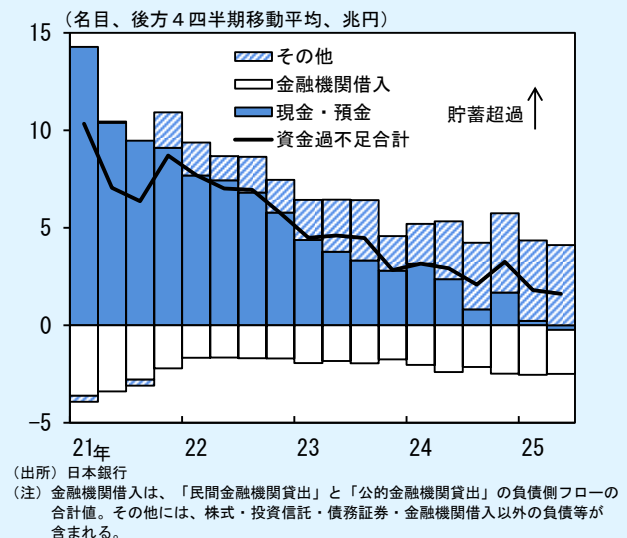
図表B3-4：食料価格の国際比較



図表B3-5：形態別個人消費



図表B3-6：家計の資金過不足（資金循環統計）



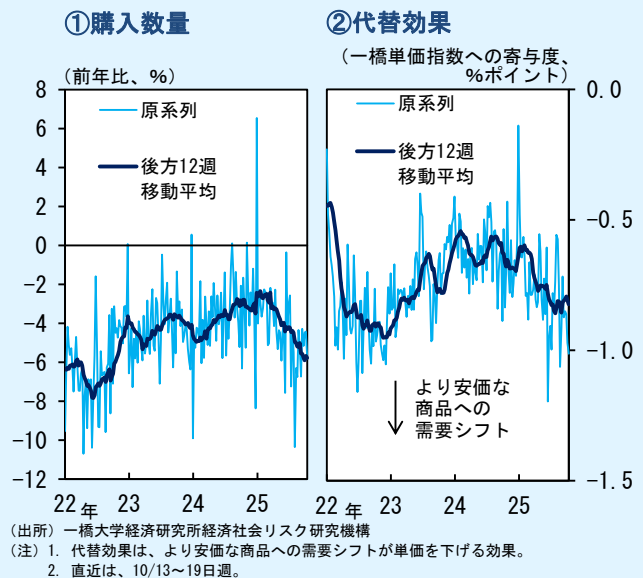
²¹ 例えば、英国・イングランド銀行の下記レポート参照：Bank of England, “Box E: The Outlook for Food Price Inflation,” Monetary Policy Report, August 2025.

小売店の消費動向について、高頻度データを用いてより詳しくみると、家計の節約志向の強まりは、食料品価格上昇が強まった2025年以降、明確となっていることが確認できる。すなわち、「一橋数量指数」でみると、コロナ禍で蓄積された貯蓄がバッファの役割を果たした2022～2023年の物価上昇局面と異なり、最近の物価上昇局面では、小売店における家計の購入数量は減少傾向が明確化している（図表B3-7①）。こうしたもとで、「日経CPI Now」や「一橋単価指数」の上昇率は、より安価な商品への需要シフトや短期間のセールの増加を反映して、これらの影響を受けない総務省CPIから下方に大きく乖離している（図表B3-8）。実際、一橋単価指数の「代替効果」をみると、このところ押し下げ寄与が拡大してきており、家計がより安価な商品に購入品目をシフトさせていることがわかる（図表B3-7②）。

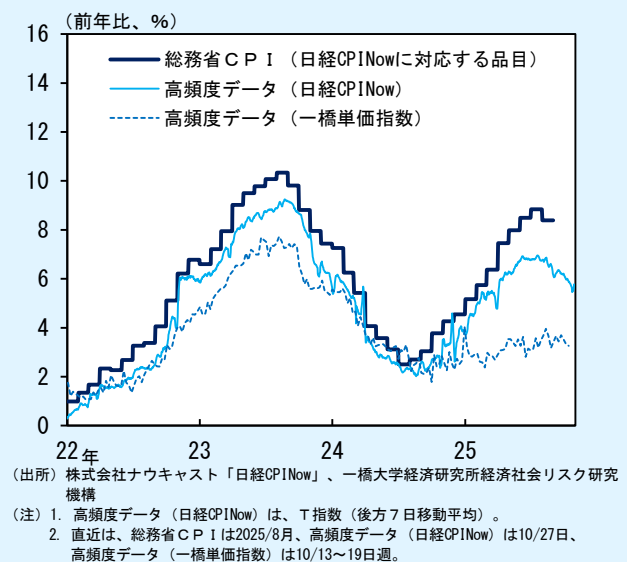
消費動向については、年齢階層別にも違いが生じている。外食や旅行、耐久財などの高額消費を中心に捕捉しているとみられるクレジットカード消費額をみると、堅調に推移する若年層とは対照的に、60歳以上の支出減少が目立つ（図表B3-9）。60歳以上の世代は、相対的に賃金上昇の恩恵を受けにくく、かつ消費バスケットにおける食料品ウェイト（エンゲル係数）の高さから直面する物価上昇率も高めとなっていることが、同世代の消費の弱さにつながっている可能性がある。

先行きについて、中心的な見通しでは、食料品価格の上昇率が低下していくもとで、個人消費は再び緩やかな増加基調に復していくと考えているが、食料価格は、天候要因や国際商品市況、為替相場の動向次第で大きく変動し得るため、食料品価格と個人消費の今後の展開を注意深くみていく必要がある。

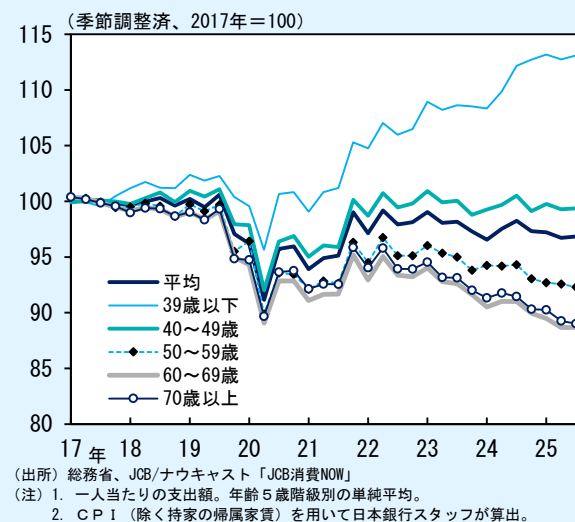
図表B3-7：購入数量と代替効果



図表B3-8：高頻度データとCPI



図表B3-9：年齢階級別実質消費



（BOX 4）賃金上昇が物価に及ぼす影響

本BOXでは、一般労働者とパート労働者に分けて最近の賃金動向を点検したあと、賃金と物価の関係を考察する。

まず、一般労働者の一人当たり所定内給与をみると、春季労使交渉で妥結されたベースアップ率の反映が進むもとで、着実に上昇しているが、このところ上昇ペースが鈍化している（前掲図表25）。これには、①毎月勤労統計のサンプル要因とみられる一部産業の弱さに加えて²²、②労働時間の減少が進むもとで、時間当たり給与に比べて一人当たり給与の伸びが低くなりやすくなっていることも影響している。実際、一般労働者の所定内給与について、一人当たりと時間当たりの変化率を比較すると、コロナ禍を除いてみても、2010年代半ば以降、時間当たり給与の上昇率が一人当たり給与を上回る局面が多くなっている（図表B4-1）²³。同時期から、「働き方改革」が進み、有給休暇取得数が増加していることなどを反映して、一般労働者一人当たりの労働時間は減少傾向が強まっている。こうした中、企業は、財・サービスの需要拡大に対し、それに見合うマンアワー投入量（＝雇用者数×一人当たり労働時間）を確保するためには、時間当たり労働生産性を一定とすれば、従来以上に雇用者数を増やす必要に迫られている。

こうした点を念頭に置いて、労働需給と一般労

図表B4-1：一般労働者の所定内給与



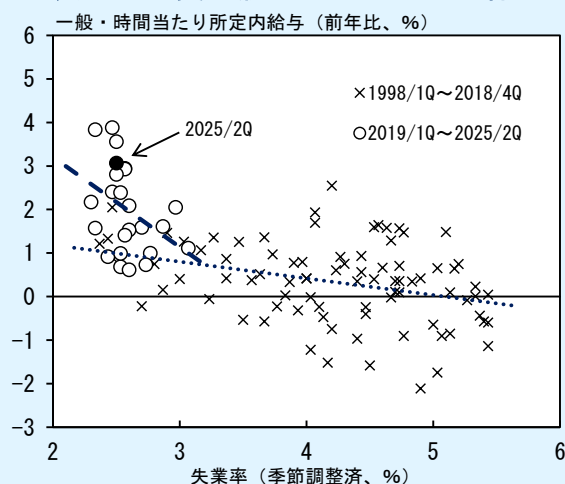
（出所）厚生労働省

（注）1. 時間当たり所定内給与＝一人当たり所定内給与÷一人当たり所定内労働時間。共通事業所ベースの値。2025/30は、7～8月の値。

2. 時間当たり所定内給与は、季節調整済みの値。

3. シャドローは、感染症下で緊急事態宣言が発令されていた期間。

図表B4-2：賃金版フィリップス曲線



<推計結果>

一般・時間当たり所定内給与（前年比、%）			
失業率（2期ラグ、%）	-0.8 ***	-0.5 ***	-3.3 **
定数項	4.0 ***	2.4 ***	10.7 ***
推計期間	1998/1Q～ 2025/2Q	1998/1Q～ 2018/4Q	2019/1Q～ 2025/2Q

（出所）厚生労働省、総務省

（注）1. 時間当たり所定内給与＝一人当たり所定内給与÷一人当たり所定内労働時間。2016年以降は、共通事業所ベース。

2. 細点線は1998～2018年、太点線は2019年以降の近似線をそれぞれ表す。外出自粛により労働時間が大きく増減した期間（2020/2Q、2021/2Q）は除く。

3. 表は、2階の自己回帰モデルの推計結果を示す。***は1%有意、**は5%有意。感染症期間の影響をダミー変数によりコントロール。

²² 卸売・小売業の賃金は、本年入り後、他の業種に比べると弱めの動きとなっている。これには、同産業で、昨年から毎月勤労統計の調査サンプルに加わり、本年もサンプルに残存している「共通事業所」において、賃上げ率が低めとなっていることが影響しているとみられる。

²³ 小売業やサービス業を中心に、時給・日給制で働く一般労働者も一定数存在する。こうした労働者の労働時間が減少すると、時給が不変でも一人当たり給与が減少する。

働者の時間当たり所定内給与と変化率の関係を示す「賃金版フィリップス曲線」をみると、時間当たり給与の前年比は、ここ数年、失業率の低下に伴い、3～4%程度まで、しっかりと伸びを高めてきている（図表 B4-2）。これには、賃金版フィリップス曲線の傾きが、先行研究でも確認されているとおり、2010 年代末以降、それ以前の低インフレ期よりも、スティーブになっていることが影響している²⁴。ただし、このフィリップス曲線のスティーブ化は、①労働需給のひっ迫が、転職市場の活性化等を通じて、名目賃金の上昇につながりやすくなっていることだけでなく²⁵、②働き方改革による労働時間減少が、時間当たり給与の上昇と雇用者数の需要増加（失業率低下）につながりやすくなっていることも反映している可能性がある。

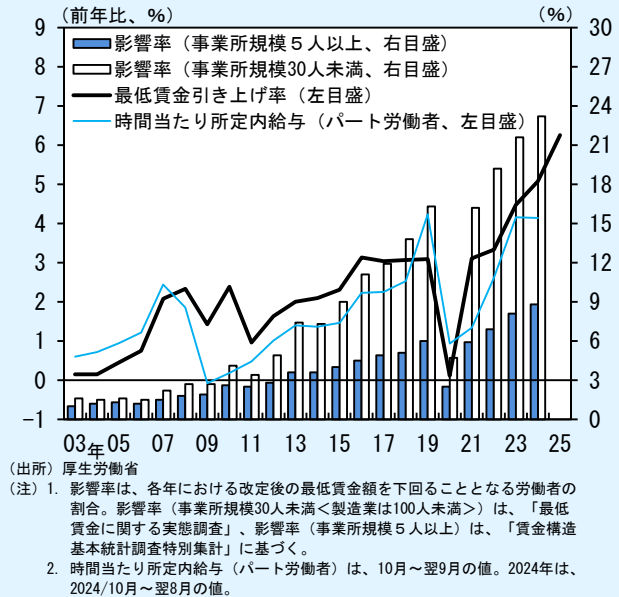
次に、パート労働者の賃金をみると、労働需給の引き締めりと最低賃金の上昇を背景に、高めの伸びで上昇を続けている。近年の最低賃金の上昇を受けて、最低賃金改定後に時給が最低賃金額を下回ることになる労働者の割合（「影響率」）は着実に高まってきており、最低賃金が労働者の賃金水準に直接的に及ぼす影響度合いは従来よりも強まっていると考えられる（図表 B4-3）。

最低賃金の引き上げは、最低賃金水準に近い労働者の賃金だけでなく、それ以上の水準で働くパート労働者の時給にも相応の押し上げ圧力を及ぼすとみられる。この点、都道府県別のパート時給の分布データを用いて、最低賃金が賃金分布に及ぼす影響を推計すると、最低賃金の引き上げは、分布の下位部分だけでなく、中央値程度までの時

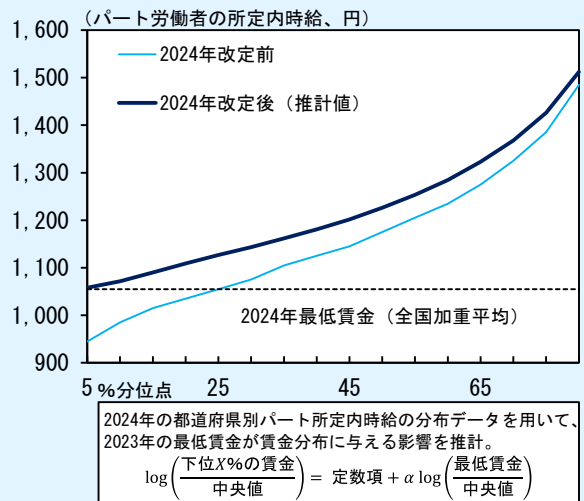
²⁴ Hoshi, T. and A. Kashyap (2025), "The Normalization of Wage Dynamics," *Asian Economic Policy Review*, vol. 20, no. 2, pp. 237-246.

²⁵ 2025 年 4 月展望レポートの B O X 3 を参照。

図表B4-3：最低賃金引き上げ率と影響率

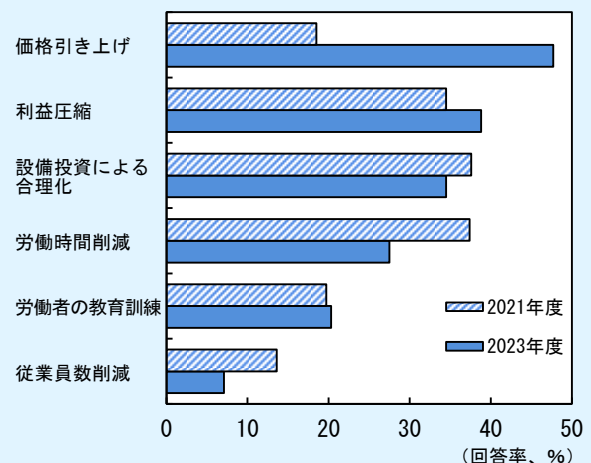


図表B4-4：最低賃金引き上げの影響



(出所) 厚生労働省
(注) 2024年改定後の賃金分布は、図中の推計式の推計結果に基づき試算。中央値（2024年改定後）については、2023年の都道府県別最低賃金と2024/6月時点の都道府県別パート時給の中央値の関係をj用いて推計。

図表B4-5：最低賃金上昇への企業の対応



給に対し、間接的な押し上げ効果を持つことが実証的に確認できる（図表 B4-4）。

パート時給の上昇は、パート比率が高いセクターや、一般労働者の時給水準が最低賃金に相対的に近いセクターを中心に、人件費の増加を通じて、販売価格の押し上げにつながる可能性が高い。実際、わが国企業を対象とした最近の研究によれば、企業は、最低賃金上昇に対して、様々なマージンの改善（賃金以外の労働コスト削減、利益圧縮、販売価格への転嫁、生産性向上）で対応しているが、近年は、とくに製品・サービス価格の引き上げを通じて、労働コスト上昇を消費者に転嫁する企業が増えている（図表 B4-5）²⁶。

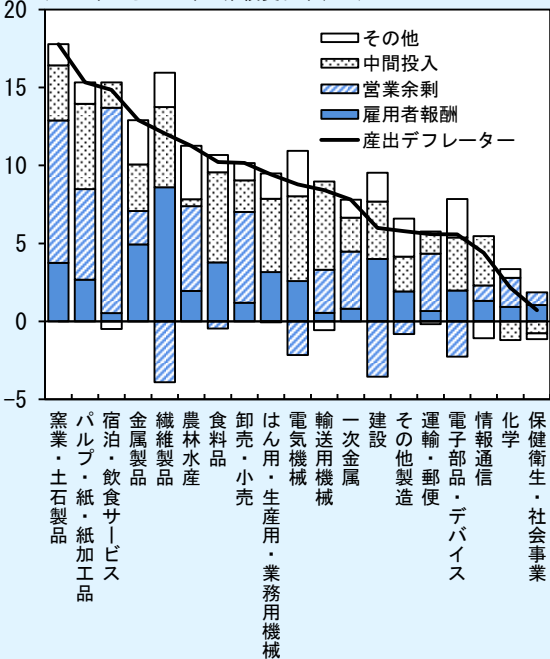
人件費増加の価格転嫁動向について、2022 年以降の産業別産出デフレーターを分配面から要因分解すると、人件費の上昇は、幅広い産業で産出価格の押し上げ要因となっていることが確認できる（図表 B4-6）。また、2010 年代後半と比べても、近年は、付加価値当たりの人件費を表す ULC 上昇の産出価格へのパススルー率が有意に上昇していることが実証的に確認され、賃金上昇が販売価格に転嫁されやすくなっていることが窺われる（図表 B4-7）。ただし、業種別に産出デフレーターの上昇要因を子細にみると、製造業（食料品や機械業種）では、人件費上昇の押し上げ寄与が総じて大きめとなる一方で、非製造業では、人件費上昇の押し上げ寄与はさほど大きくない。この背景としては、人手不足が深刻な非製造業による活発な省力化投資が、労働生産性の向上、ひいては ULC の下押し圧力につながっている可能性を指摘できる²⁷。

²⁶ 森川（2024）「最低賃金上昇の企業への影響」日本労働研究雑誌、No. 771。

²⁷ 近年の産業別にみた生産性の動向については、2025 年 4 月展望レポートの B O X 2 参照。

図表B4-6：産業別産出価格

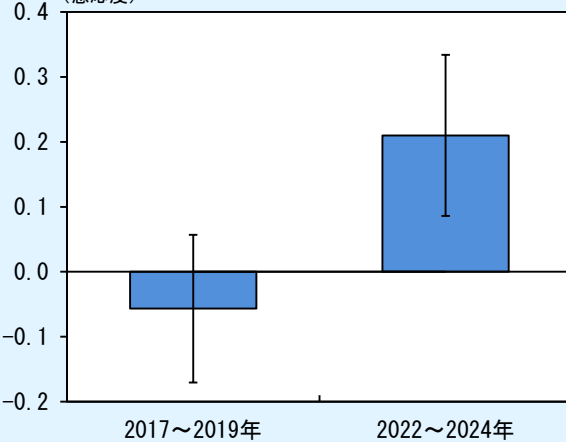
（2022年から2024年の累積変化率、%）



（出所）財務省、内閣府
（注）産出デフレーターは、2023年まではSNA年次推計。2024年は、生産QNAと法人季報を用いて延長推計。

図表B4-7：ULC上昇のパススルー

（感応度）



	産出デフレーター（前年比）	
	2017～2019年	2022～2024年
定数項	0.001	0.006
産出デフレーター（前年比、1期ラグ）	-0.004	0.002
ユニット・レーバ・コスト（ULC、前年比）	-0.057	0.210***
中間投入（前年比）	0.602***	0.384***
その他（前年比）	-0.030	0.096
サンプル数	87	79
自由度修正済み決定係数	0.85	0.73

（出所）財務省、内閣府
（注）ユニット・レーバ・コスト＝名目雇用者報酬÷実質GDP
中間投入＝名目中間投入額÷実質産出額
その他＝（固定資本減耗＋（税－補助金））÷実質GDP
誤差範囲は、90%信頼区間。***は、1%有意を示す。業種固定効果、時間固定効果をコントロール。

