

公表時間

5月2日(金) 14時00分



経済・物価情勢の展望

2025年4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4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、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、成長ペースは鈍化すると考えられる。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、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、2025年度に2%台前半となったあと、2026年度は1%台後半、2027年度は2%程度となると予想される。これまで物価上昇率を押し上げてきた既往の輸入物価上昇やこのところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰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、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるも、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、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。
- 2026年度までの見通しを前回の見通しと比べると、成長率については、2024年度は幾分上振れているが、2025年度と2026年度は、各国の通商政策等の影響を受けて、下振れている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、2025年度と2026年度は、原油価格の下落や今後の成長ペース下振れの影響などから、下振れている。
- 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今後の展開やその影響を受けた海外の経済・物価動向を巡る不確実性はきわめて高く、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、2025年度と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も、2025年度と2026年度は下振れリスクの方が大きい。

¹ 本基本的見解は、4月30日、5月1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。企業収益は改善傾向にあり、業況感は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、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増加基調を維持している。住宅投資は弱めの動きとなっている。公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。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、既往の輸入物価上昇や米などの食料品価格上昇の影響もあって、足もとでは3%台前半となっている。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, 3}

(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、成長ペースは鈍化すると考えられる。

すなわち、輸出や生産は、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

² 各国の通商政策等の今後の展開やその内外経済・物価に及ぼす影響については、不確実性がきわめて高い状態にある。今回の展望レポートの中心적인見通しは、今後、各国間の交渉がある程度進展するほか、グローバルサプライチェーンが大きく毀損されるような状況は回避されることなどを前提に作成している。なお、今後の各国の政策の帰趨や、それを受けた各国の企業・家計の対応次第で、経済・物価の見通しが大きく変化する点には注意が必要である。

³ 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。

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、経済の成長テンポは鈍化する中であっても、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いくも、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、当面は本年の春季労使交渉の結果等を踏まえて高い伸び率が続くと思込まれるほか、その後も、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、増加を続ける可能性が高い。個人消費は、当面は物価上昇の影響を受けつつも、雇用者所得の増加が続くことなどから、緩やかな増加基調を維持するとみられる。政府によるガソリン代の負担緩和策や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。この間、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、わが国経済も成長率を高めていくと思込まれる。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、名目賃金は再度伸び率を高め、個人消費は緩やかに増加していくと考えられる。

2026年度までの見通しを前回の展望レポートにおける見通しと比較すると、2024年度は、個人消費を中心に幾分上振れているが、2025年度と2026年度は、各国の通商政策等の影響を受けて、下振れている。

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⁴。

⁴ 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。

(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、2025年度に2%台前半となったあと、2026年度は1%台後半、2027年度は2%程度となると予想される。これまで物価上昇率を押し上げてきた既往の輸入物価上昇やこのところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰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、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、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、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。

2026年度までの見通しを前回の展望レポートにおける見通しと比較すると、2025年度と2026年度は、原油価格の下落や今後の成長ペース下振れの影響などから、下振れている。

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、既往の輸入物価上昇やこのところの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、成長ペース鈍化などの影響から、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、成長ペースの鈍化などの影響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動きやその影響を受けた海外の経済・物価動向である。最近打ち出された各国の通商政策は、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。広範な関税の導入はグローバルな貿易活動に影響を及ぼすとみられるほか、関税を含む政策の不確実性の高まりが、各国の企業や家計のコンフィデンスや国際金融資本市場に大きな影響を及ぼすと考えられる。これらの政策が内外経済に及ぼす影響やその程度については、今後の政策の帰趨にも大きく依存するため、その動向を十分に注視していく必要がある。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、政策効果も含めて、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。

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、最近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、成長ペースが鈍化するもとでも、こうした傾向は維持されると想定している。もっとも、今後の各国の通商政策等を巡り不透明感が高い状況が続くことがあれば、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、それ自体は天候要因等を背景とするものだとしても、家計のコンフィデンスや予想物価上昇率の変化を介して、基調的な物価上昇率に二次的な影響を及ぼしうる点にも留意が必要である。

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展開をはじめ世界経済の先行きを巡る不確実性は高く、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⁵。

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、消費者物価の前年比は、2025年度に2%台前半となったあと、2026年度は1%台後半、2027年度は2%程度となると予想される。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、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、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今後の展開やその影響を受けた海外の経済・物価動向を巡る不確実性はきわめて高く、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、経済の見通しについては、2025年度と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も、2025年度と2026年度は下振れリスクの方が大きい。

金融面のリスクについてみると、不動産価格の上昇ペースには引き続き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

⁵ 「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。

体として相応の頑健性を有している。そのうえで、各国の通商政策等を巡る不確実性がきわめて高いことを踏まえると、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⁶。

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今後の展開やその影響を巡る不確実性がきわめて高い状況にあることを踏まえ、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。

⁶ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（2025年4月）を参照。

(参考)

2024～2027 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)
2024 年度	+0.7 ~ +0.7 <+0.7>	+2.7	+2.3
1月時点の見通し	+0.4 ~ +0.6 <+0.5>	+2.6 ~ +2.8 <+2.7>	+2.1 ~ +2.3 <+2.2>
2025 年度	+0.4 ~ +0.6 <+0.5>	+2.0 ~ +2.3 <+2.2>	+2.2 ~ +2.4 <+2.3>
1月時点の見通し	+0.9 ~ +1.1 <+1.1>	+2.2 ~ +2.6 <+2.4>	+2.0 ~ +2.3 <+2.1>
2026 年度	+0.6 ~ +0.8 <+0.7>	+1.6 ~ +1.8 <+1.7>	+1.7 ~ +2.0 <+1.8>
1月時点の見通し	+0.8 ~ +1.0 <+1.0>	+1.8 ~ +2.1 <+2.0>	+1.9 ~ +2.2 <+2.1>
2027 年度	+0.8 ~ +1.0 <+1.0>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>	+1.9 ~ +2.1 <+2.0>

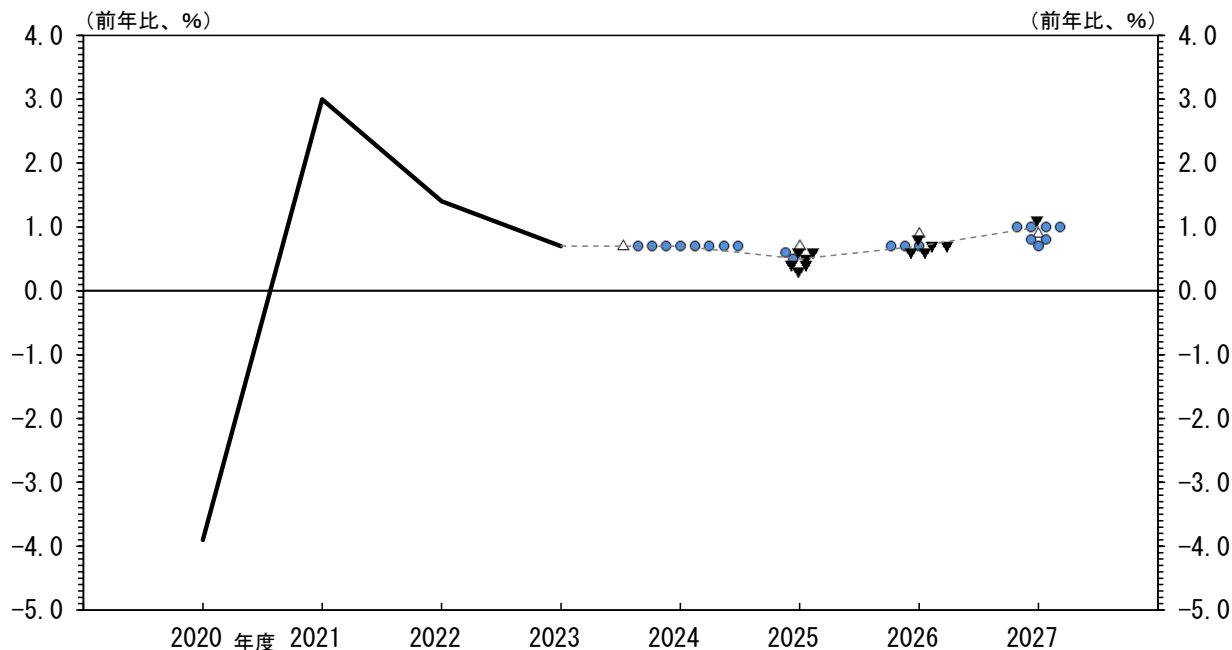
(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(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。

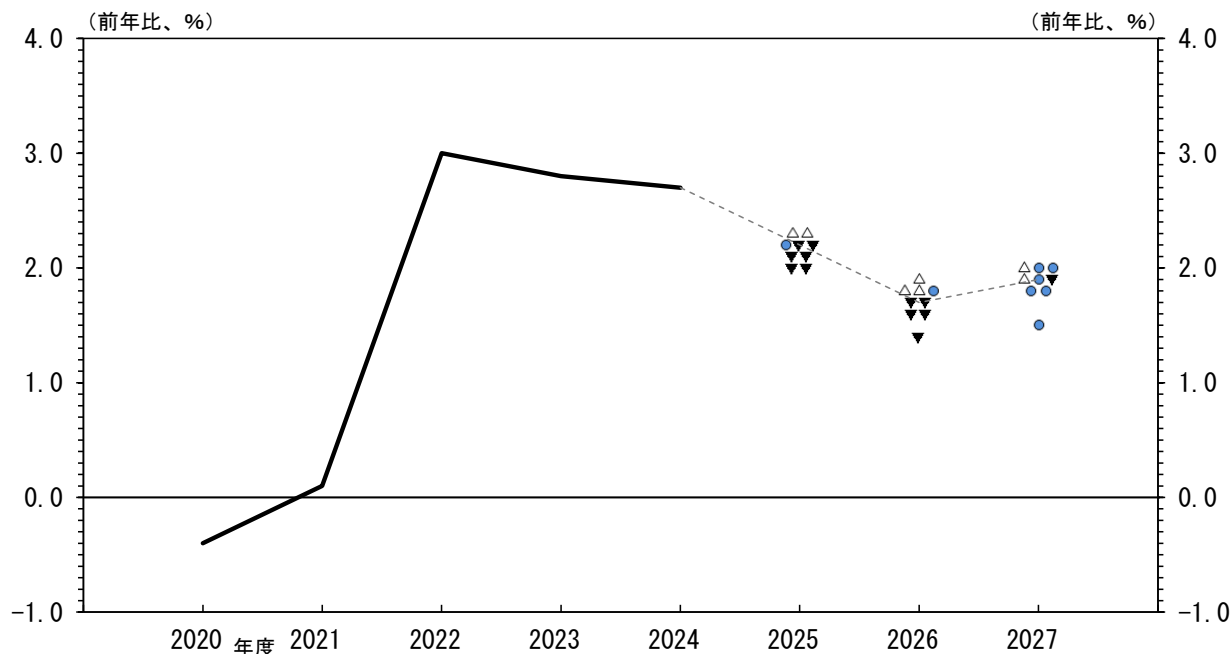
(注3) 2024 年度の消費者物価指数は、実績値。

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】⁷

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。

2024年10～12月の実質GDPは、前期比+0.6%（年率+2.2%）と3四半期連続の増加となった（図表1）。内訳をみると、個人消費は、実質可処分所得の改善を背景に緩やかな増加基調にあるが、10～12月は、前期の猛暑効果や自然災害に備えた備蓄需要の反動減から、横ばい圏内の動きとなった。設備投資は、半導体関連の案件を中心に増加した。純輸出は、輸出がサービスを中心に増加しただけでなく、輸入が大きめの減少となったことから、はっきりとしたプラス寄与となったことから、はっきりとしたプラス寄与となった。こうしたもとで、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、10～12月はマイナス幅が縮小し、ゼロ近傍となっている（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、食料品価格の上昇を背景に消費者マインドに弱さもみられるが、緩やかに回復していると判断される。企業部門では、輸出や生産は、一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込み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。企業収益は価格転嫁の進展もあって改善傾向にあり、業況感は良好な水準を続けている。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にあり、3月短観の設備投資計画や各種先行指

図表1：実質GDP

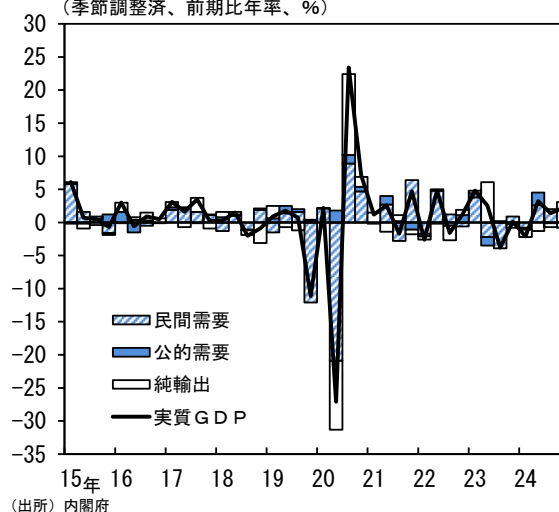
①水準

（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、%）



（出所）内閣府

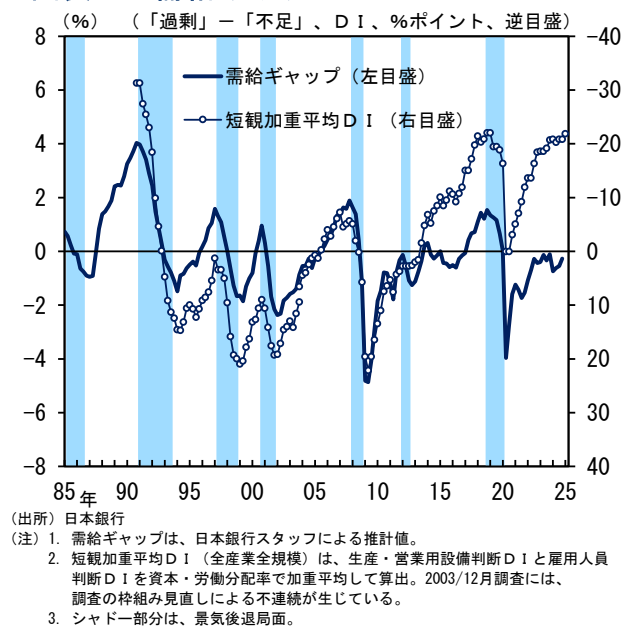
⁷ 4月30日、5月1日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定された「基本的見解」について、その背景を説明するためのものである。

標をみても、企業の積極的な設備投資スタンスは、これまでのところ維持されているとみられる。家計部門では、就業者数の増加が続き、賞与もすっかりと増加するなか、雇用者所得は増勢が明確となっている。個人消費は、食料品価格の上昇による節約志向の強まりの影響が非耐久財消費にみられるものの、全体としては実質雇用者所得の改善に支えられて緩やかな増加基調を維持している。こうしたもとで、3月短観の雇用人員判断D I（全産業全規模）をみると、前回から「不足」超幅が小幅に拡大しており、とくに非製造業では、1990年代初頭以来の水準まで人手不足感が強まっている。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）。

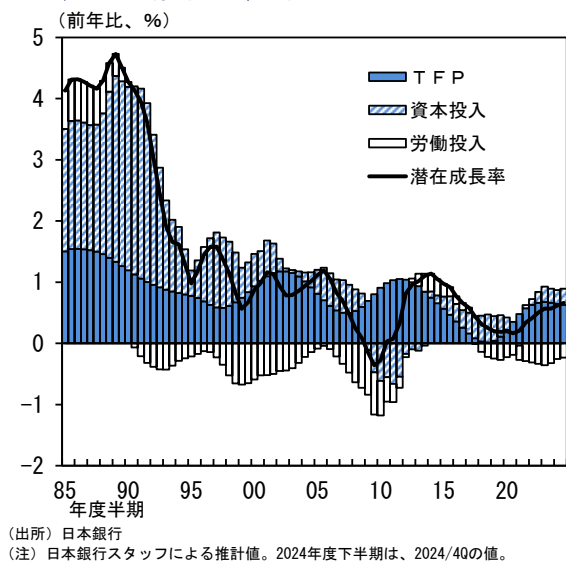
わが国経済の先行きを展望すると、各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩やかな金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは鈍化すると考えられる⁸。その後については、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、成長率を高めていくと見込まれる。前回の展望レポート時点と比較すると、2025年度と2026年度は、各国の通商政策等の影響を受けて、下振れている。

潜在成長率は、「働き方改革」に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や全要素生産性（TFP）の上昇が続くもとで、足もとでは0%台半ば程度になっていると推計される（図表3）⁹。先行きについては、就業者の増加余

図表2：需給ギャップ



図表3：潜在成長率



⁸ 各国の通商政策の動きとその影響はBOX 1を参照。

⁹ 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。

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の、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¹⁰。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年度は、各国の通商政策等の影響を受けた海外経済の減速や不確実性の高まりが内外需要の下押し要因となることから、成長ペースは、潜在成長率並みまで鈍化するとみられる。財輸出は、米国の関税引き上げに伴う駆け込みと反動による振れを伴いつつも、海外経済減速による下押し圧力が強まっていくと予想される。一方、サービス輸出であるインバウンド需要は、現状程度の為替相場が続けば、堅調に推移する可能性が高い。企業収益は、海外経済の減速や関税による輸出採算の悪化の影響が強まるにつれて、製造業を中心に減少基調に転じていくとみられる。こうしたもとの、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が一定の下支えとなるものの、収益環境の悪化や不確実性の高まりが下押し要因となり、増勢が鈍化していく可能性が高い。個人消費は、当面、食料品価格上昇に伴う消費者マインド悪化の影響が残るものの、春季労使交渉を反映した賃上げの動きが続くもとの、緩やかな増加基調を維持すると予想される。

2026年度は、成長ペースが緩やかに高まっていくとみられる。海外経済の持ち直しに伴い、財

¹⁰ わが国における生産性の動向はBOX 2を参照。

輸出は回復に向かうと見込まれる。企業収益が増益に転じるなかで、設備投資は、不確実性の後退も押し上げ方向に作用し、増勢が徐々に強まっていくと考えられる。名目賃金は、企業収益の悪化にややラグを伴って伸びが鈍化するとみられるものの、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。

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、海外経済が一段と回復するもとの増加傾向が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の設備投資は、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の個人消費は、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、横ばい圏内の動きとなっている(図表4)。一致指標である公共工事出来高は、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、名目ベースで見れば高水準で横ばい圏内の動きとなっている。

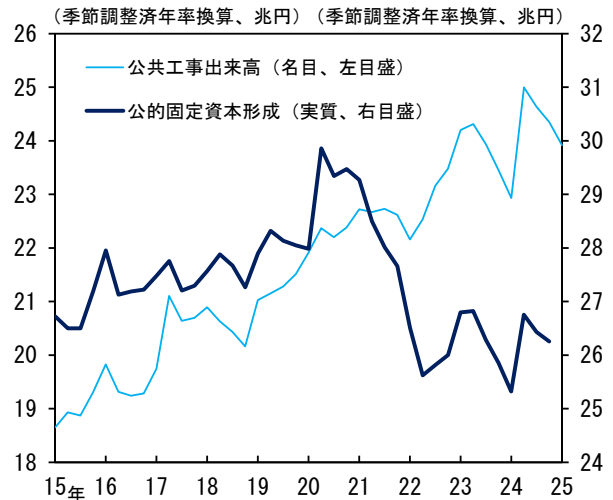
各種の先行指標の動きも踏まえると、先行きの公共投資は、横ばい圏内で推移すると予想される¹¹。政府消費は、医療・介護費の趨勢的な増加を反映して、緩やかな増加が続くと考えられる。

(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、緩やかに成長している。欧州経済は、製造業を中心に弱めの動きとなっている。中国経済は、政策面の下支えはあるものの、不動産市場や労働市場の調整による下押しが続くも、改善ペースは鈍化傾向にある。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、緩やかに改善している。

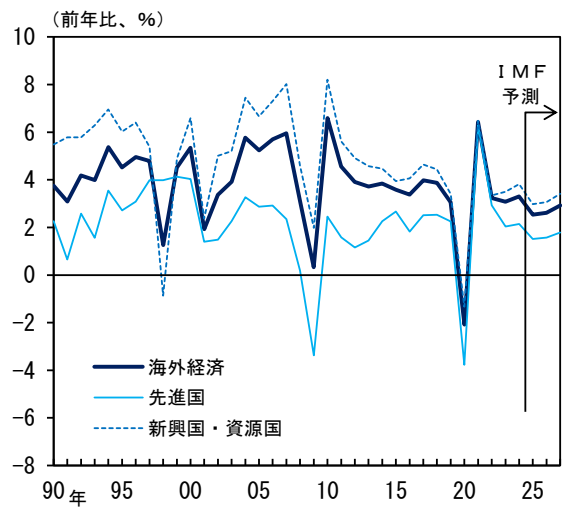
以上の世界経済の現状をグローバルPMIでみ

図表4：公共投資



(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2025/10は、1~2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(2025/4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。

¹¹ 2020年12月に閣議決定された国土強靱化5か年加速化対策(事業規模15兆円程度を目的)においては、防災・減災、国土強靱化のための公共投資事業が、2021~2025年度の5年間で集中的に実施される計画となっている。政府が2024年11月に閣議決定した経済対策においても、5か年加速化対策に基づく取り組みの推進が盛り込まれている。

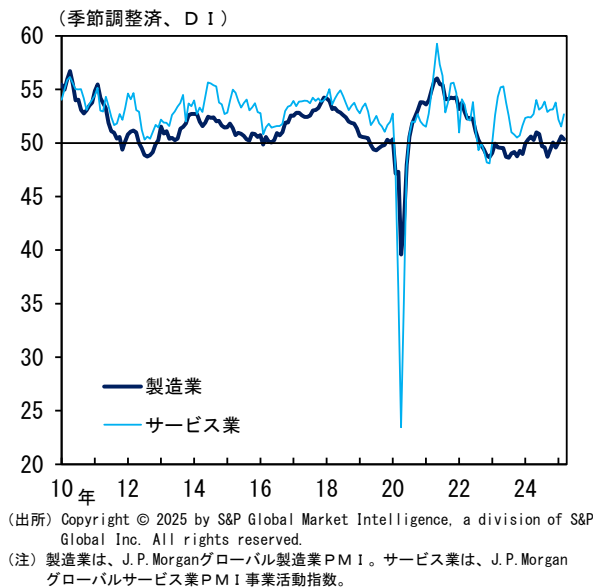
ると、サービス業では、改善・悪化の分岐点となる 50 をはつきりと上回っている一方、製造業では、50 程度となっている（図表 6）。

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、緩やかに成長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各国の企業・家計のコンフィデンスや国際金融資本市場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、通商政策による貿易活動の下押しのほか、物価上昇や不確実性の影響から暫くの間は減速するものの、その後は緩やかに成長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、その後は緩やかに成長していくとみられる。

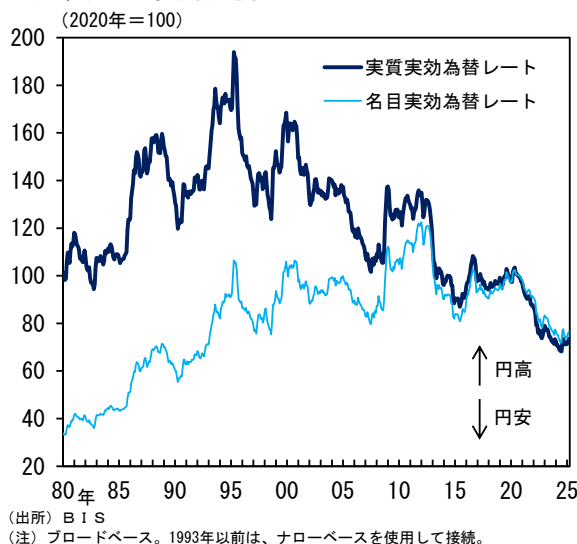
（輸出入）

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、米国の港湾ストライキの影響が解消するもとの、一部の自動車部品等で関税引き上げに伴う駆け込みとみられる輸出増加が発生したことから、はつきりと増加している。欧州向けは、同地域の設備投資が低迷するもとの、資本財を中心に弱めの動きが続いている。中国向けは、中国経済の減速や半導体製造装置の需要一服を背景に、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、一部スマートフォン向け部材に弱めの動きがみられるものの、グローバルな A I 関連需要が堅調に推移するもとの、米国の関税引き上げに伴う情報関連財の

図表 6：グローバル PMI



図表 7：実効為替レート



図表 8：実質輸出入

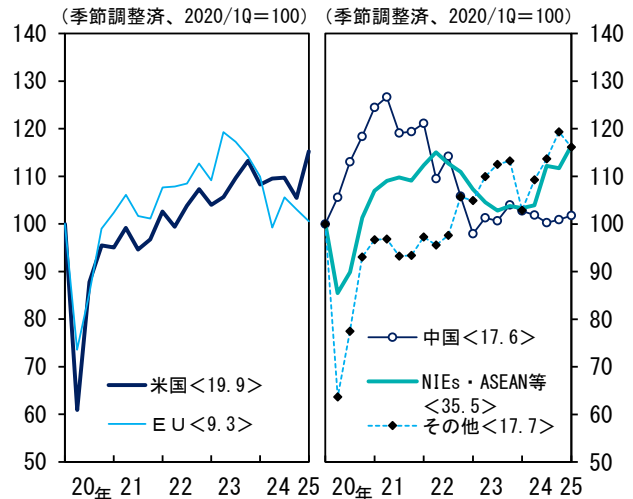


駆け込み輸出も発生していることから、増勢が強まっている。その他地域向けは、振れを伴いつつも自動車を中心に増加基調にあり、足もとではカナダやメキシコ等への自動車部品の駆け込み輸出もみられる。財別にみると（図表 10）、自動車関連は、米国の在庫復元に向けた動きや、一部の自動車部品等で関税引き上げに伴う駆け込み輸出がみられたことから、足もとでは増加している。資本財は、建設機械等の海外需要が下げ止まるもとで、半導体製造装置が増加傾向にあることから、持ち直している。情報関連は、一部スマートフォン向け部材が弱めの動きとなっているものの、データサーバーなどのAI関連需要の増加が下支えとなり、全体では横ばい圏内で推移している。足もとでは、NIEs・ASEAN等向けで、米国の関税引き上げに伴う駆け込み生産に誘発されたとみられる輸出の増加もみられる。この間、中間財は、アジアにおける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、当面、米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動が生じるとみられるが、基調としては、海外経済減速による下押し圧力が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とで、増加基調に復していくと考えられる。

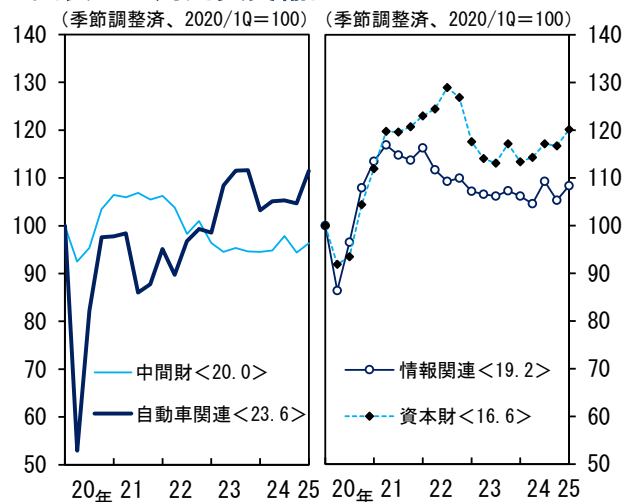
輸入は、横ばい圏内の動きとなっている（図表 8）。先行きの輸入は、国内需要の動きを反映して、緩やかな増加傾向をたどるとみられる。

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・地域のウェイト。
 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ェイト。

(対外収支)

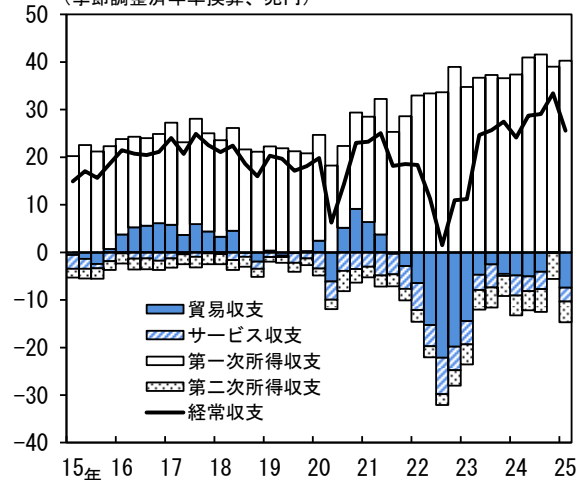
名目経常収支は、高水準の黒字が続いている(図表 11)。貿易収支は、振れを伴いつつも小幅の赤字基調が続いている。サービス収支は、インバウンド需要の増加を受けて旅行収支が黒字で推移している(図表 12)ものの、デジタル関連の支払が高水準となっていることから、全体では小幅の赤字基調が続いている。この間、第一次所得収支は、円換算した直接投資収益の受取等に支えられて高水準の黒字が続いている。

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、海外経済の回復を反映して、黒字幅が緩やかに拡大していくと見込まれる。

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、海外経済減速による企業収益の悪化を反映して、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、財政収支の改善ペースが民間部門の貯蓄超過幅の縮小ペースを幾分上回ることから、全体としては、貯蓄超過幅は緩やかに拡大していくと見込まれる。

図表11：経常収支

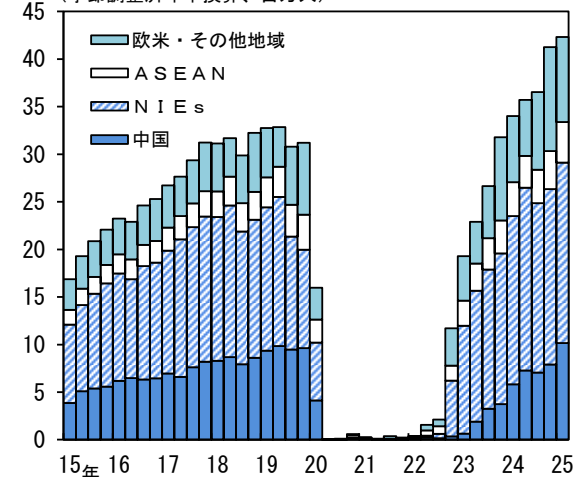
(季節調整済年率換算、兆円)



(出所) 財務省・日本銀行
(注) 2025/1Qは、1~2月の値。

図表12：入国者数

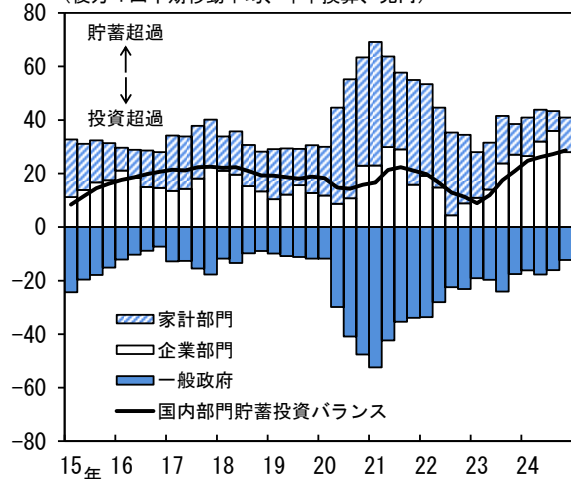
(季節調整済年率換算、百万人)



(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、受注残の積み上がりに対応した自動車の増産に加え、米国の関税引き上げに伴う一部自動車部品の駆け込みの動きもあって、足もとでは増加している。「電子部品・デバイス」は、一部スマートフォン向け部材の弱さと、データサーバーなどのAI関連需要の増加が概ね相殺し、横ばい圏内の動きとなっている。「はん用・生産用・業務用機械」は、長らく減少傾向を続けてきたが、建設機械等の海外需要が下げ止まるもとの、半導体製造装置の堅調さも下支えとなり、このところ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を主因に、緩やかな減少傾向を続けている。

先行きの鉱工業生産は、当面、米国の関税引き上げに伴う駆け込みとその反動が生じるとみられるが、基調としては、海外経済減速による下押し圧力が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との、増加基調に復していくとみられる。

（企業収益）

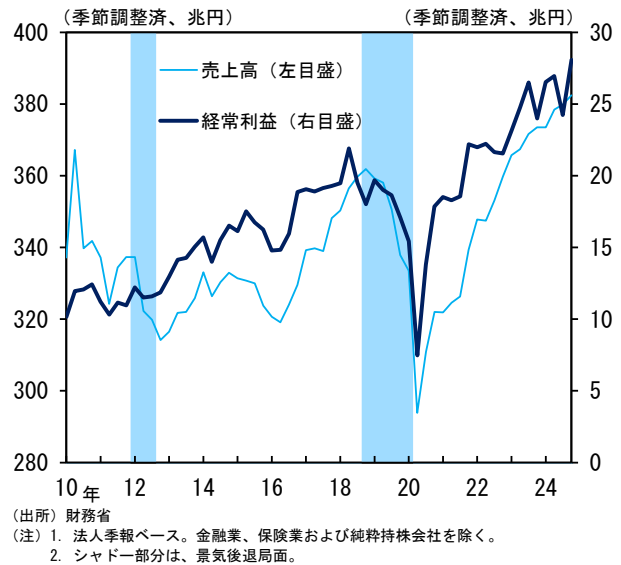
企業収益は、改善傾向にある。法人企業統計の経常利益（全産業全規模ベース）をみると、2024年10～12月は、円安進行に伴う営業外収益の増加を主因に、前期比大きめの増益となり、比較可能な1985年4～6月以降で最高益となった（図表 15）。営業利益（全産業全規模ベース）も、AI関連需要の堅調さ（電気・情報通信機械）や設備投資関連の受注増加（はん用・生産用・業務用機械）、価格転嫁の進展（建設）などから、増益となった。

図表 14： 鉱工業生産



図表 15： 企業収益関連指標

①売上高と経常利益



②交易条件の要因分解



業種別・規模別の経常利益をみると、製造業は、大企業・中堅中小企業ともに、為替円安を受けて、増益となった。非製造業をみると、大企業は概ね横ばいとなったが、中堅中小企業は、堅調なインバウンド需要や国内の旅行需要の増加などを背景に、サービス業を中心に増益となった。

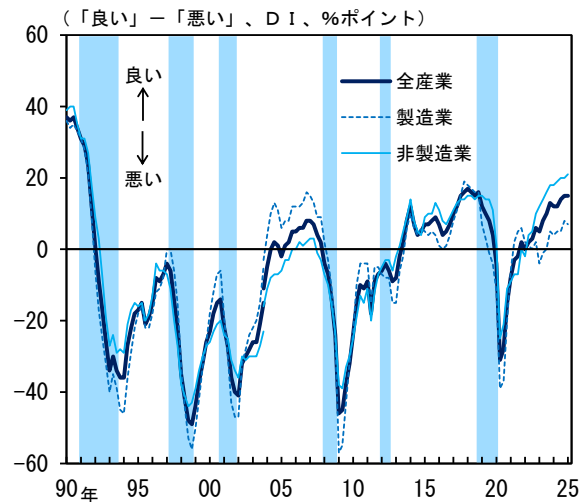
企業の業況感は、良好な水準を維持している。3月短観の業況判断D I（全産業全規模）をみると、前回から横ばいの+15と、「良い」超幅はしっかりとしたプラスとなっている（図表16）。業種別にみると、製造業の業況判断D Iは、素材業種が海外需要の弱さから化学・鉄鋼等の大企業を中心に悪化したものの、加工業種は自動車生産の回復を背景に小幅に改善したことから、全体では前回から横ばい圏内の動きとなっている。なお、米国の関税政策の影響については、3月中旬までに大半の調査表の回収が完了していたこともあり、今回調査には十分に織り込まれていないとみられる。非製造業の業況判断D Iは、インバウンド需要や国内のサービス需要が底堅く推移するもとの、価格転嫁の動きが幅広く進展したことから、引き続き高い水準で推移している。

企業収益の先行きを展望すると、海外経済の減速や関税による輸出採算の悪化の影響が強まるにつれて、製造業を中心に減少基調に転じていくとみられる。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、A I関連の投資需要が堅調に推移するもとの、半導体関連の大型案件による押し上げもあって、このところ増加している。建設投資の一致指標である建

図表16：業況判断



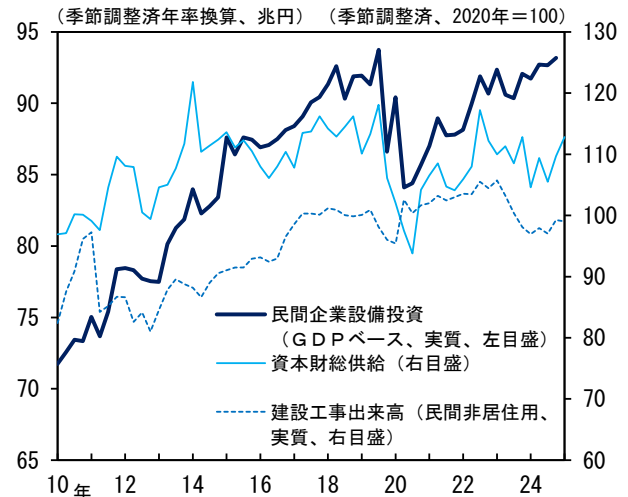
（出所）日本銀行
 （注）1. 短観の業況判断D I（全規模ベース）。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
 2. シャド一部分は、景気後退局面。

設工事出来高（民間非居住用）をみると、物流施設や工場、都市再開発に関連する建設需要は底堅く推移しているものの、建設資材高や人手不足による工事後ずれが下押し要因として作用し、このところ横ばい圏内の動きとなっている。

機械投資の先行指標である機械受注は、高めの水準で推移している(図表 18)。業種別にみると、製造業は、堅調なAI関連需要に加え、半導体部材や電気自動車など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。非製造業も、デジタル・省力化関連投資を中心に堅調に推移している。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・工場の建設工事や都市再開発関連工事が進捗するも、大型案件の振れを伴いつつも、高水準で推移している。3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、2024年度は前年比+8.2%と、しっかりとした増加で着地する見込みとなっている。2025年度は、同じベースで前年比+2.7%と増加計画となっているが、各国の通商政策の帰趨次第で、今後大きく修正される可能性がある。

先行きの設備投資は、高水準に積み上がった受注残高を解消する動きが一定の下支えとなるものの、収益環境の悪化や不確実性の高まりが下押し要因となり、増勢が鈍化していく可能性が高い。その後は、企業収益が増益に転じていくなかで、不確実性の後退も押し上げ方向に作用し、増勢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、増勢は徐々に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

図表17：設備投資一致指標



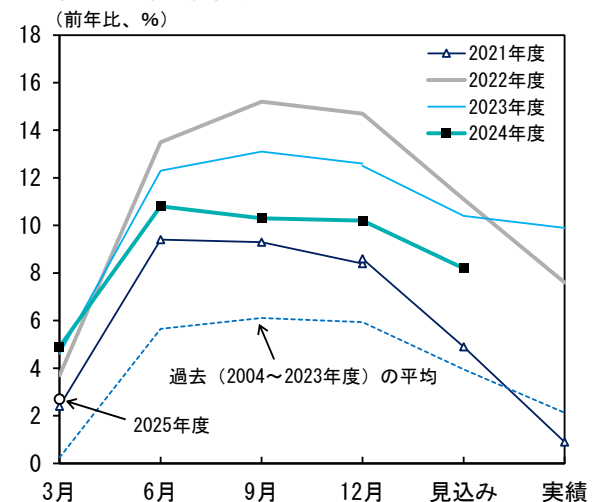
(出所) 内閣府、経済産業省、国土交通省
 (注) 1. 建設工事出来高の2025/1Qは、1~2月の値。
 2. 建設工事出来高の実質値は、建設工事費デフレーターを用いて日本銀行スタッフが算出。

図表18：設備投資先行指標



(出所) 内閣府、国土交通省
 (注) 機械受注の2025/1Qは、1~2月の値。

図表19：設備投資計画の修正パターン



(出所) 日本銀行
 (注) 1. 短観ベース。全産業+金融機関の値。
 2. 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。
 3. 2021/12月調査および2023/12月調査には、調査対象企業の見直しによる不連続が生じている。

不足に対応するための省力化・効率化投資や、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など環境対応の投資、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。デジタル化や半導体などの成長分野に関する投資は、技術動向を反映した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）

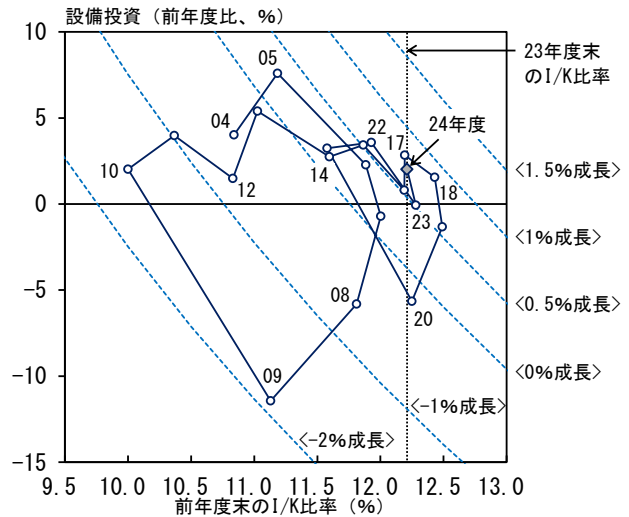
雇用・所得環境は、緩やかに改善している。

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、緩やかな増加傾向にある。非正規雇用は、対面型サービス業などでは増加傾向にあるものの、人手不足感の強いなか、非正規雇用から正規雇用への切り替えが進むもとで、コロナ禍前を下回る水準で横ばい圏内の動きが続いている。労働需給面をみると、失業率は、引き続き低水準で推移している（図表22）。労働経済動向調査の欠員率や民間求人媒体も含めた求人データ（正社員求人指数）をみると、正社員の需給は引き続き引き締まった状態にある（図表23）¹²。この間、労働力率は、女性を中心に緩やかな上昇基調を続けている（図表22）。他方、有効求人倍率は、これらの指標対比弱めの水準で低迷している¹³。

¹² 労働経済動向調査の欠員率は、未充足求人数／常用労働者数として計算。正社員求人指数は、民間求人サイトと、ハローワークインターネットサービスで募集している正社員求人の合計（重複している求人は調整）。

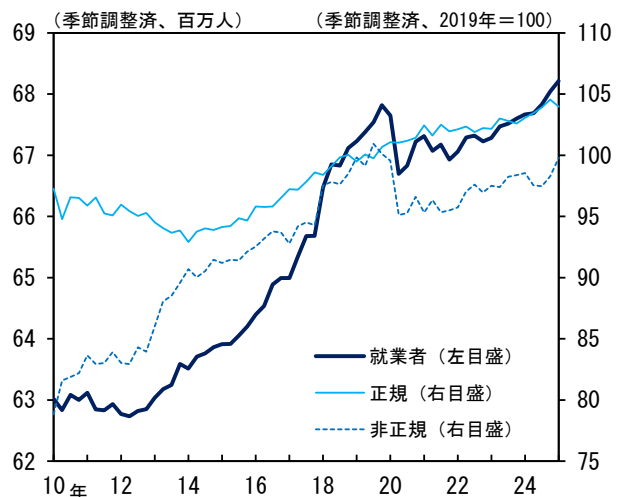
¹³ 職業安定業務統計の有効求人倍率の動きが、近年、他の

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。2024年度は、2024/2～4Q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。2025/10は、1～2月の値。

図表22：失業率と労働力率



（出所）総務省

先行きの雇用動向を展望すると、人手不足業種の正規雇用を中心に、緩やかな増加を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、人口動態を反映して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¹⁴。

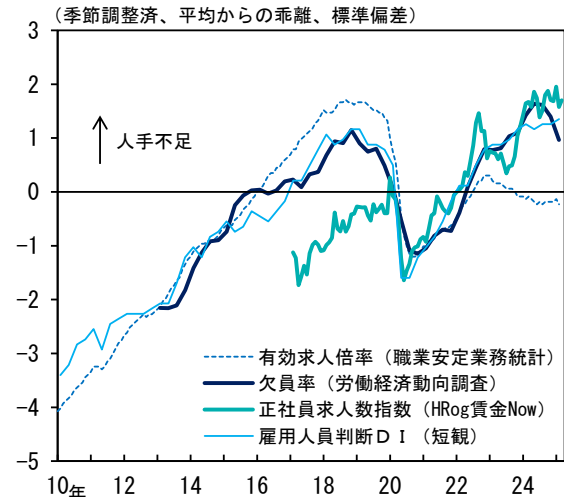
賃金面をみると、一人当たり名目賃金は、はっきりと増加している(図表24)¹⁵。内訳をみると、所定内給与は、高めの伸びを続けている(図表25)。一般労働者の所定内給与は、営業日数等の振れを均せば、基調としては前年比3%程度の上昇率で推移している。パートの時間当たり所定内給与の前年比は、労働需給の引き締まりが続くもとで、振れを伴いつつも上昇傾向を続けており、足もとでは5%程度の高い伸びとなっている。アルバイト・パートの募集時平均時給の前年比も、振れを伴いつつも上昇ペースが高まっており、足もとでは5%台半ばとなっている。所定外給与の前年比は、残業手当の時給上昇を主因に、プラスで推移している。特別給与は、企業収益の改善傾向が続くもとで、中小企業の賞与支給割合の高まりもあって、冬季賞与を中心にしっかりと増加している。

労働需給関連指標と異なる動きとなっている背景には、公的求人サービスの利用減少と民間求人サービスの利用増加により、有効求人数が弱めとなっている可能性がある。

¹⁴ 労働需給と労働者の企業間移動については、BOX3を参照。

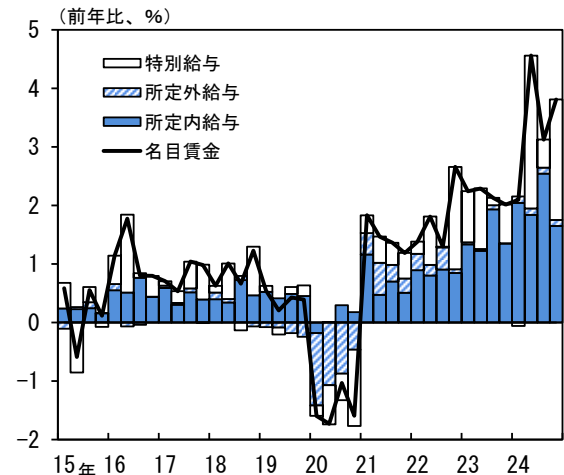
¹⁵ 毎月勤労統計の賃金については、調査対象のサンプル替えによる振れの影響を受けにくい共通事業所ベースを用いて評価している。

図表23：労働需給関連指標



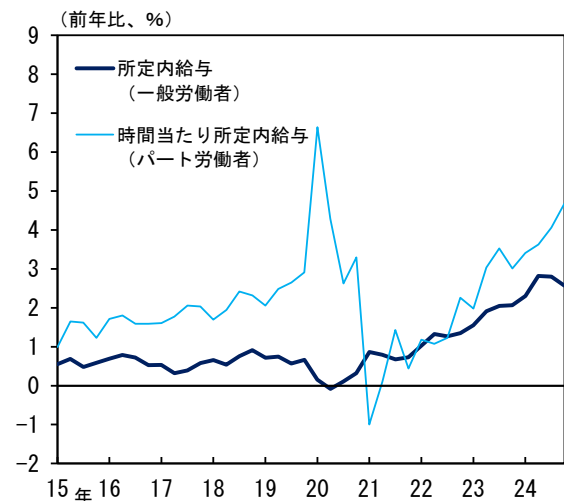
(出所) 厚生労働省、日本銀行、株式会社ナウキャスト
 (注) 2013年以降の平均と標準偏差で基準化(正社員求人指数は、2017年以降の平均と標準偏差で基準化)。欠員率は、後方2四半期移動平均(2013~2014年は日本銀行スタッフによる試算値)。雇用人員判断DIは、全産業全規模ベース。

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. 2016/10以降は、共通事業所ベース。

図表25：所定内給与

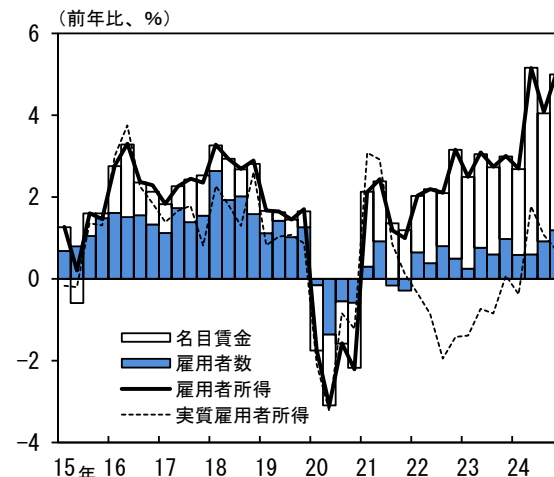


(出所) 厚生労働省
 (注) 1. 各四半期は、10：3~5月、20：6~8月、30：9~11月、40：12~2月。
 2. 2016/10以降は、共通事業所ベース。

先行きの賃金動向を展望すると、まず、本年の春季労使交渉では、高い伸びとなった昨年を幾分上回る賃金改定率（ベースアップ）で着地すると見込まれる¹⁶。これを反映するかたちで、先行きの所定内給与は、当面、高めの上昇率を続ける可能性が高い。一方、先行きの所定外給与と特別給与は、海外経済減速の影響が強まるのに伴い、製造業を中心に下押し圧力が強まると予想される。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、上昇率が鈍化していく可能性が高い。見通し期間中盤には、海外経済減速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けられるとみられるが、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、海外経済の減速に伴う製造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、はっきりと増加している（図表26）。実質ベースでも、このところ前年比プラスで推移している。先行きの名目雇用者所得は、本年の春季労使交渉を反映した名目賃金の上昇に支えられて、当面、はっきりとした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強まるのに伴い、増加ペースは鈍化していくと見込まれる。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

図表26：雇用者所得



(出所) 厚生労働省、総務省
(注) 1. 各四半期は、1Q：3～5月、2Q：6～8月、3Q：9～11月、4Q：12～2月。
2. 雇用者所得＝名目賃金（毎月勤労統計）×雇用者数（労働力調査）
3. 毎月勤労統計の2016/10以降は、共通事業所ベース。
4. 雇用者所得の実質値は、CPI（除く持家の帰属家賃）を用いて日本銀行スタッフが算出。

¹⁶ 最近の賃上げと価格転嫁を巡る動向は、BOX4を参照。

金の上昇率が再び高まるもとで、名目雇用者所得の増勢も強まってくと考えられる。

(家計支出)

個人消費は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増加基調を維持している。

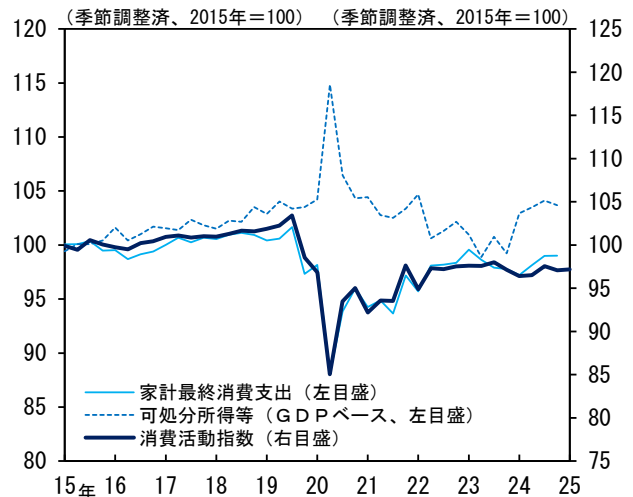
各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数(実質・旅行収支調整済)¹⁷をみると、2024年10～12月は、夏場の猛暑効果や備蓄需要の反動から非耐久財を中心に減少したあと、2025年1～2月は、サービス消費の増加に支えられて、若干の増加に転じている(図表27、28)。その後の個人消費の動向について、各種の高頻度データや業界統計、企業からのヒアリング情報などから窺うと(図表29)、食料品価格の上昇を受けた消費者の節約志向の強さを指摘する声は引き続き聞かれるものの、所得環境の改善が続くもとで、個人消費はサービスを中心に緩やかな増加基調を維持しているとみられる。

形態別にみると、耐久財消費は、緩やかな増加傾向にある(図表28)。家電販売額は暖房器具を中心に増加しているほか、自動車販売は、受注残の消化が進むもとで、足もとでは小幅に増加している。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で、減少傾向が続いている。

サービス消費は、緩やかに増加している(図表28、29)。外食は、人手不足による営業時間短縮などの影響を受けつつも、内食から外食へのシフトや高単価商品の販売増加を背景に、緩やかな増

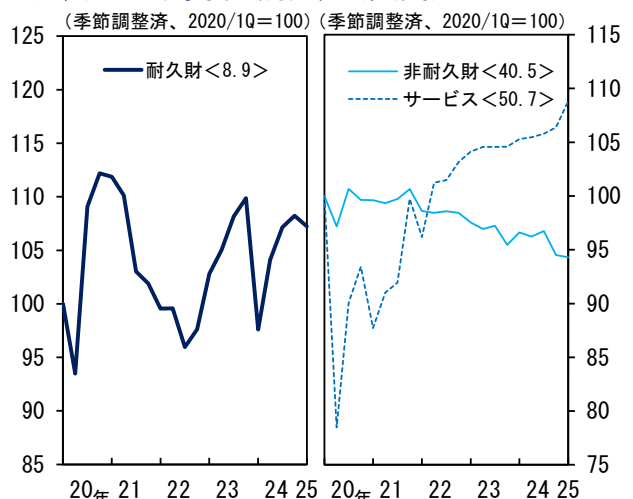
¹⁷ 消費活動指数については、日本銀行調査論文「近年の消費行動の変化を踏まえた消費活動指数の推計方法の見直しについて」(2021年7月)を参照。

図表27：実質個人消費



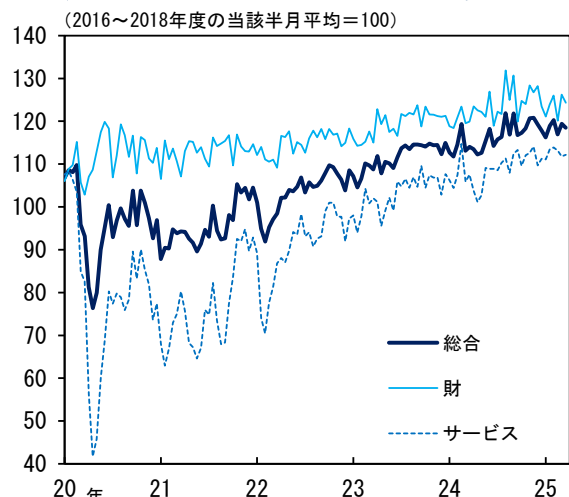
(出所) 日本銀行、内閣府等
 (注) 1. 消費活動指数は、旅行収支調整済(除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費、日本銀行スタッフ算出)。2025/1Qは、1～2月の値。
 2. 家計最終消費支出は、除く持ち家の帰属家賃。
 3. 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。家計最終消費支出デフレーターを用いて実質化。

図表28：消費活動指数(実質)



(出所) 日本銀行等
 (注) 1. 日本銀行スタッフ算出。< >内は、消費活動指数におけるウエイト。
 2025/1Qは、1～2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。

図表29：カード支出に基づく消費動向



(出所) JCB/ナウキャスト「JOB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。

加基調を続けている。国内旅行は、高めの水準で推移している。海外旅行は、割高感がみられるもとの、回復に一服感がみられている。

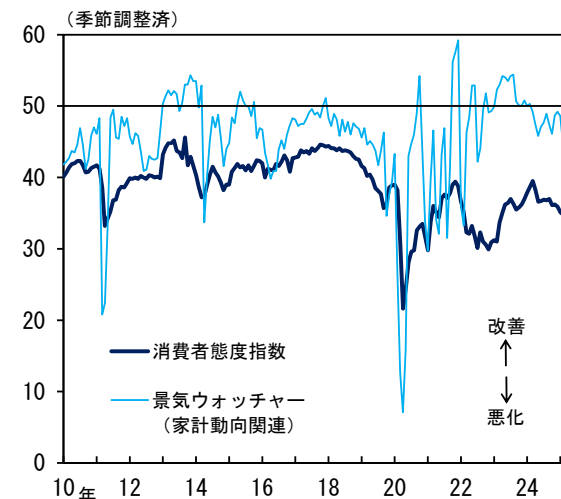
個人消費関連のマインド指標をみると（図表30）、今後半年間の消費者の意識を調査する消費動向調査の消費者態度指数と、企業に対し景気の「方向性」を調査する景気ウォッチャー調査の現状判断DI（家計動向関連）のいずれも、米や生鮮食品などの食料品価格の上昇を主因に悪化傾向が続いている。

先行きの個人消費は、当面、食料品価格上昇に伴う消費者マインド悪化の影響が残るものの、春季労使交渉を反映した賃上げの動きが続くもとの、緩やかな増加基調を維持すると予想される。その後は、賞与を中心に雇用者所得の増加ペースがいったん鈍化する局面も予想されるものの、基調としては底堅さを維持していくと考えられる。この間、消費性向は、税制改正などの影響による振れを伴いながらも、先行き横ばい圏内で推移すると想定している（図表31）。

住宅投資は、弱めの動きとなっている（図表32）。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、住宅価格の上昇を受けて減少傾向をたどっている¹⁸。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。

¹⁸ 3月の新設住宅着工戸数は急増しているが、これには建築基準法改正（本年4月1日施行）前の駆け込みが影響しているとみられる。

図表30：個人消費関連のマインド指標



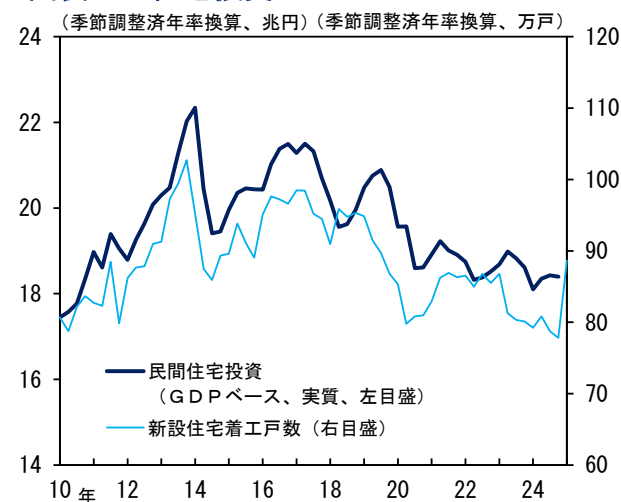
(出所) 内閣府
(注) 景気ウォッチャーは、景気の現状判断DI。

図表31：平均消費性向



(出所) 内閣府
(注) 平均消費性向＝家計最終消費支出÷可処分所得等
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。

図表32：住宅投資



(出所) 内閣府、国土交通省

2. 物価の現状と見通し

(物価の現状)

物価の現状をみると、国内企業物価（夏季電力料金調整後）は、このところ前期比+0%台後半から1%程度のプラスで推移している（図表33）。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おり、このところ3%台前半のプラスで推移している。

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、既往の輸入物価上昇や米などの食料品価格上昇の影響もあって、足もとでは3%台前半となっている（図表34）。除く生鮮食品・エネルギーの前年比は、プラス幅を拡大している（図表35）¹⁹。内訳をみると、財は、米などの食料品価格上昇の影響から、昨年夏場以降、プラス幅を拡大している。一般サービスは、外国パック旅行の押し上げ効果の剥落を主因に上昇ペースが鈍化してきたが、人件費等を販売価格に転嫁する動きが広がるも、足もとでは食料品価格の上昇が外食にも波及し、プラス幅が若干拡大している。公共料金は、火災保険料などの値上げにより、高めのプラスとなっている。

この間、食料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、1%台半ばで横ばい圏内の動きを続けている。

消費者物価の基調的な動きを捕捉するため、各

¹⁹ 「一時的な要因を除く」計数は、除く生鮮食品、除く生鮮食品・エネルギーのそれぞれから、①消費税率引き上げ・教育無償化政策、②旅行支援策、③携帯電話通信料の影響を除いたベース。

図表33：物価関連指標

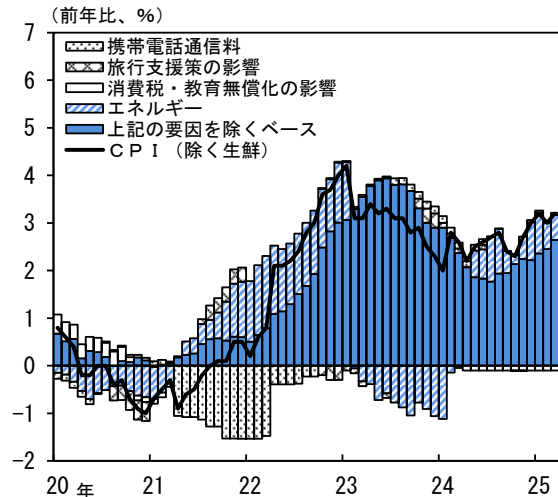
	(前年比、%)			
	24/2Q	24/3Q	24/4Q	25/1Q
消費者物価指数（CPI）				
除く生鮮	2.4	2.6	2.6	3.1
一時的な要因を除く	2.4	2.8	2.8	3.2
除く生鮮・エネルギー	2.2	2.0	2.3	2.7
一時的な要因を除く	2.1	2.1	2.5	2.8
国内企業物価指数（前期比）	1.3	0.7	1.1	0.9
企業向けサービス価格指数	2.8	3.0	3.2	3.2
GDPデフレーター	3.1	2.4	2.9	
内需デフレーター	2.6	2.2	2.4	

(出所) 総務省、日本銀行、内閣府

(注) 1. 国内企業物価指数は、夏季電力料金調整後。企業向けサービス価格指数は、除く国際運輸。

2. CPI（一時的な要因を除く）は、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。

図表34：CPI（除く生鮮）

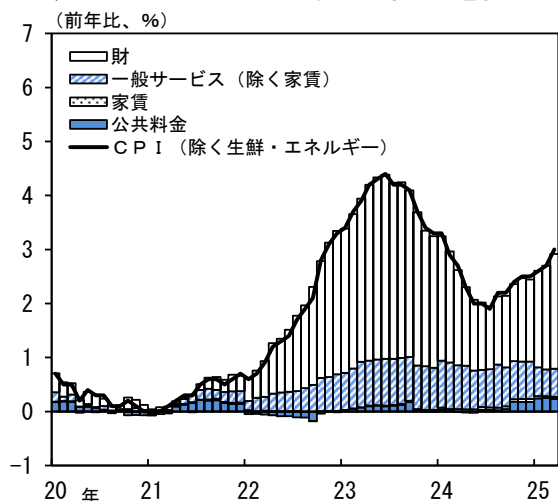


(出所) 総務省

(注) 1. エネルギーは、石油製品・電気代・都市ガス代。

2. 2020/4月以降の消費税・教育無償化の影響は、高等教育無償化等の影響も加味した日本銀行スタッフによる試算値。

図表35：CPI（一時的な要因を除く）



(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、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。

種の指標をみると（図表 36）^{20, 21}、刈込平均値は、昨年夏場以降、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、再び上昇率を高めており、足もとでは2%台前半のプラスとなっている。最頻値や加重中央値も、このところ上昇率をやや高めており、足もとではいずれも1%台半ばとなっている。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」超幅が幾分拡大している（図表 37）。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 38）²²。また、後述するように、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²³。

この間、GDPデフレーターの分配面からみた

²⁰ 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ェイトを累積して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。

²¹ ここで示す最頻値は、その時々で観察される品目別価格変動分布に対し、正規逆ガウス分布を用いて、統計的に当てはまりのよい分布をパラメトリックに推計したうえで、その推計された分布の最も密度の高い価格変化率として定義されている。もっとも、足もとでは、観察される品目別価格変動分布のばらつきが拡大するもとの、正規逆ガウス分布の当てはまりは悪化しているため、ここでの最頻値の推計値は、相応の幅をもってみる必要がある。

²² 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。

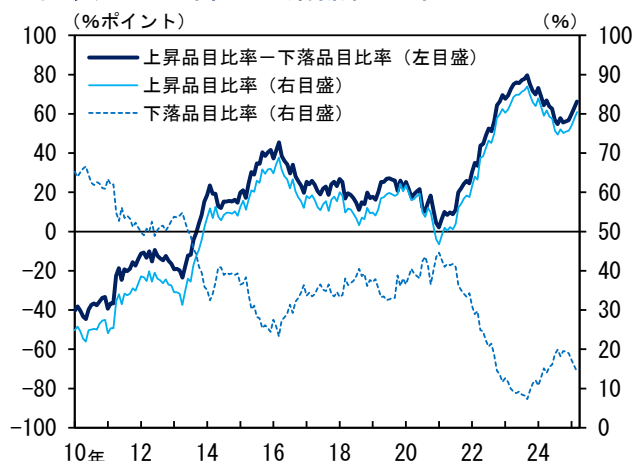
²³ 2022年以降、輸入物価の上昇を起点に、きわめて広範な品目で物価が大きく上昇し、刈込平均値などの指標は大幅に上昇した。そのため、今次局面において、原材料価格の一時的な変動などを取り除いた物価の基調を捉えるためには、従来よりも幅広い指標をみていくことが重要である。詳細については、2024年4月展望レポートBOX 4を参照。

図表36：CPIの刈込平均値等



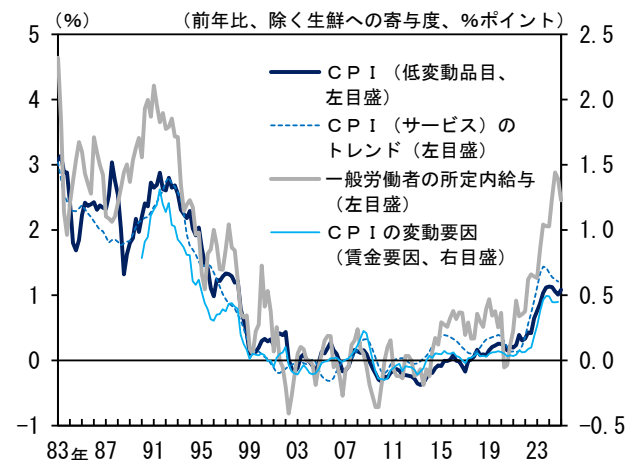
（出所）日本銀行、総務省
（注）CPI（消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除く）を用いて日本銀行スタッフが算出。2020/4月以降のCPIは、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値。

図表37：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38：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・合成したものの。
4. 一般労働者の所定内給与の2025/1Qは、1~2月の値。

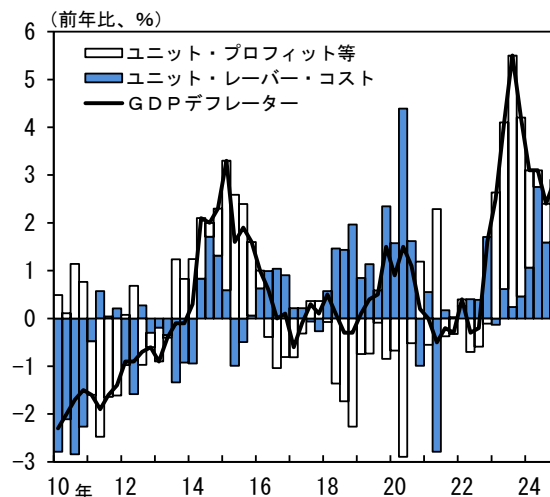
要因分解をみると、2023 年は、価格転嫁の進展を受けてユニット・プロフィット（UP）等を中心に上昇率が高まっていた（図表 39）。2024 年入り後は、GDPデフレーターは、上昇率を鈍化させているが、賃金の上昇を反映して、ユニット・レーパー・コスト（ULC）の押し上げ寄与が大きくなっている。

（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、40）。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けやすくなっているとみられる。

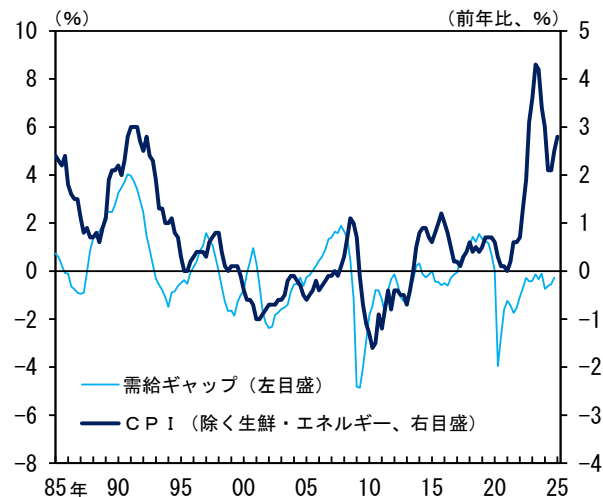
第2に、中長期的な予想物価上昇率は、緩やかに上昇している（図表 41）。先行きについては、従来より積極化している企業の賃金・価格設定行動は維持され、人件費や物流費を含むコスト上昇を販売価格に反映する動きは継続すると見込まれるものの、成長ペースの鈍化などの影響を受けて伸び悩むとみられる。その後については、成長率が高まり、労働需給の引き締まりがより明確となるもとで、積極的な企業の賃金・価格設定行動は更に広がっていき、再度、予想物価上昇率は緩やかに上昇していくと考えられる。

図表39：GDPデフレーター



(出所) 内閣府
(注) ユニット・レーパー・コスト=名目雇用者報酬÷実質GDP

図表40：CPIと需給ギャップ



(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、携帯電話通話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。

第3に、輸入物価は、契約通貨ベースでは既往の商品市況の動きを受けて横ばい圏内で推移している。一方、円ベースでは、為替相場の変動の影響から、昨年秋口に上昇したあと、足もとでは幾分下落している（図表43、44）。

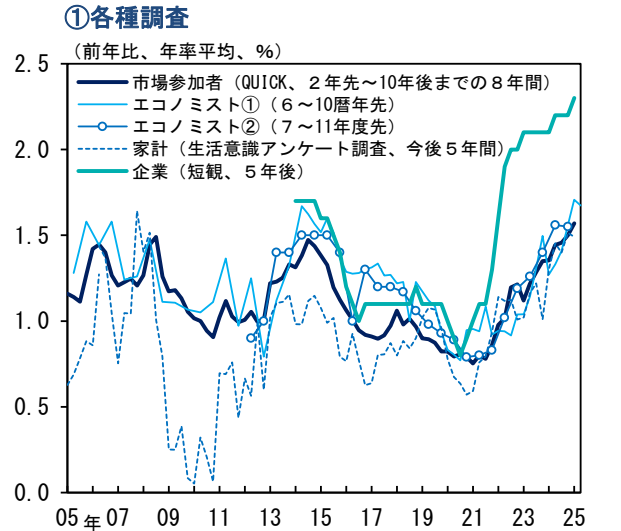
この間、エネルギー価格（ガソリン・電気代等）の前年比は、プラスで推移し、除く生鮮食品の前年比を0%台半ば程度押し上げている。現状程度の為替相場と原油価格、および政府によるガソリン代などの負担緩和策を前提とすると、エネルギーの前年比は振れを伴いつつも0%前後で推移すると想定される。

（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、既往の輸入物価上昇やこのところの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、成長ペース鈍化などの影響から、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45）。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、2025年度に2%台前半となったあと、2026年度は1%台後半、2027年度は2%程度となると予想される。これまで物価上昇率を押し上げてきた既往の輸入物価上昇やこのところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰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、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、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、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

図表41：予想物価上昇率

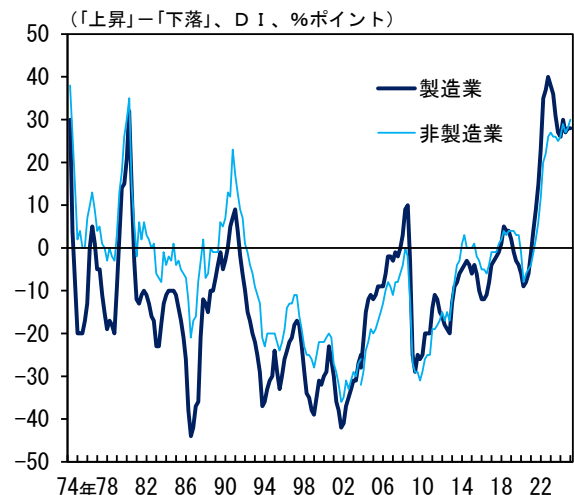


(出所) 日本銀行、QUICK「QUICK月次調査<債券>」、JCER「ESPフォーキャスト」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」
(注) 1. エコノミスト①はコンセンサス・フォーキャスト、②はESPフォーキャスト。
2. 家計は、5択選択肢情報を用いた修正カールソン・パーキン法による。
3. 企業は、全産業全規模ベースの物価全般の見直し（平均値）。



(出所) Bloomberg
(注) 固定利付国債利回りー物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債（2018/6月償還の銘柄）の利回りをを用いて算出。

図表42：販売価格判断



(出所) 日本銀行
(注) 短観の販売価格判断DI。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。

で推移すると考えられる。

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、成長ペースが鈍化するもとでも、こうした傾向は維持されると想定している。もっとも、今後の各国の通商政策等を巡り不透明感が高い状況が続くことがあれば、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。

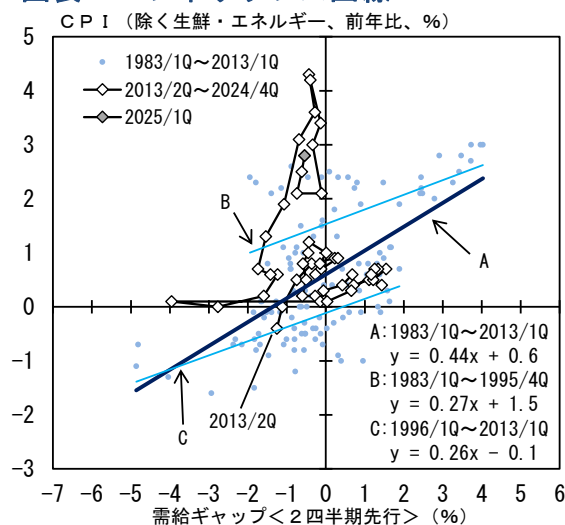
図表43：国際商品市況



図表44：輸入物価指数



図表45：フィリップス曲線



(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)

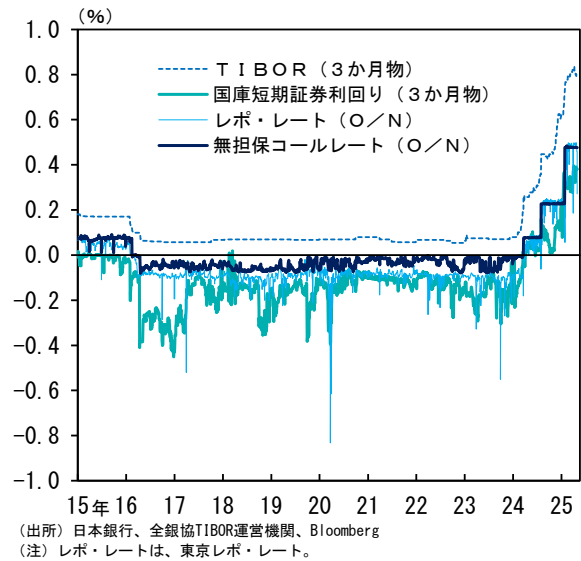
わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

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、1月の金融政策決定会合において政策金利が引き上げられたもとの、0.5%程度で推移している（図表46）。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）とともに上昇している。

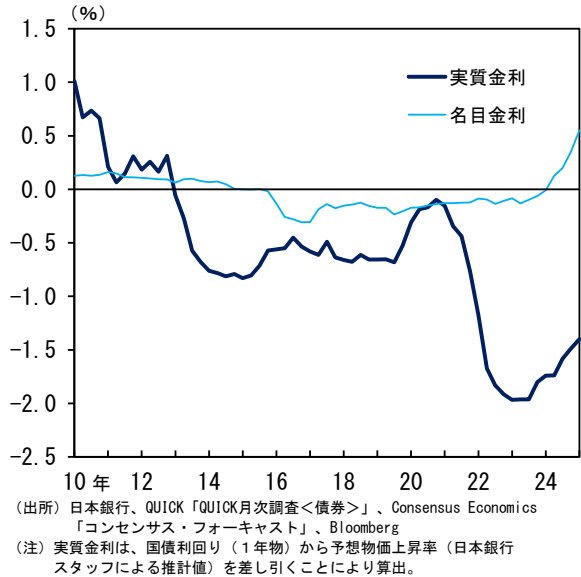
実質金利は、マイナスで推移している（図表47）²⁴。

企業の資金調達コストは、上昇している（図表48）。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、短期金利の上昇に連れて、上昇している。社債の発行金利は、ベースレートの上昇を反映して、上昇している。

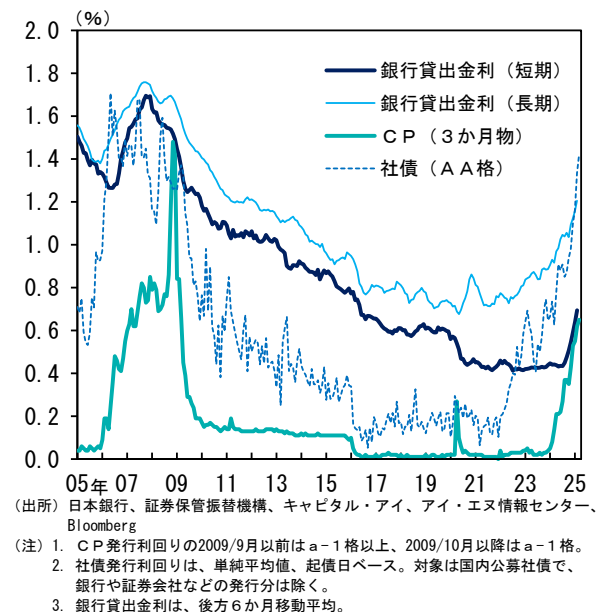
図表46：短期金利



図表47：実質金利（1年）



図表48：貸出金利とCP・社債発行利回り

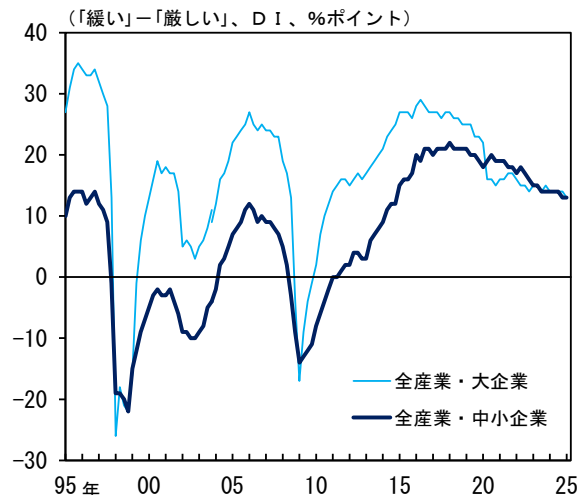


²⁴ 実質金利を用いた金融緩和度合いの評価については、2024年4月展望レポートBOX5を参照。

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 49）。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市場では、良好な発行環境となっている。社債市場では、4月入り後に、市場のボラティリティ上昇などを受けて、一部で発行スプレッドの拡大や起債延期などの動きがみられているものの、総じてみれば良好な発行環境を維持している。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 50）。

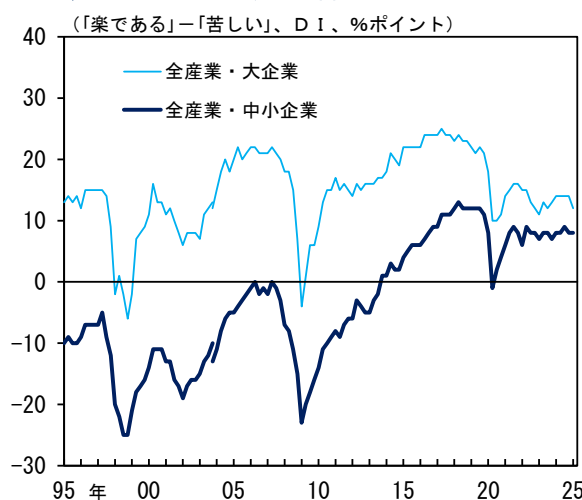
企業の資金需要は、経済活動の回復や企業買収の動きなどを背景に、緩やかに増加している。こうしたもとで、銀行貸出残高の前年比は、3%程度となっている（図表 51）。C P・社債の発行残高の前年比は、4%台後半となっている。

図表49：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50：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。

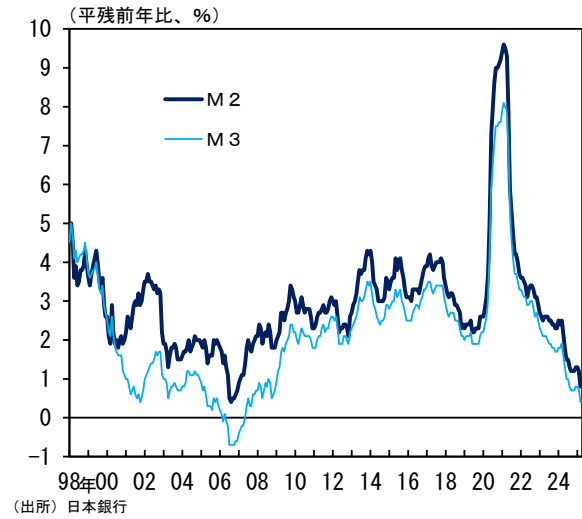
図表51：貸出残高とC P・社債発行残高



(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、貸出残高の増加や財政支出による押し上げが続くも、0%台後半となっている（図表52）。

図表52：マネーストック



(金融市場動向)

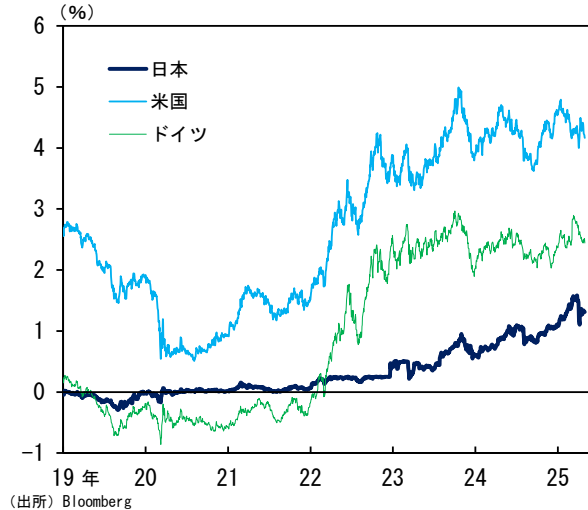
国際金融市場の動向をみると、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性が高まったことから、3月末から4月初にかけて、市場センチメントは大きく慎重化した。その後は、関税導入の一部延期等を受け、市場センチメントが改善する場面もみられたものの、世界経済の先行きを巡る不確実性が強く意識されるもとの、振れの大きな展開が続いている。

米国の長期金利(10年物国債利回り)をみると、各国の通商政策等を巡る不確実性が高まるなか、投資家のリスク回避姿勢の強まりやFRBの利下げ織り込みの進展などから、4月初にかけて大幅に低下した。その後は、振れの大きな展開となっている(図表53)。欧州の長期金利は、国債需給悪化に対する警戒感の高まりなどから上昇した後、4月以降は、各国の通商政策等を巡る不確実性が高まるなか、低下している。わが国の長期金利は、総じて堅調な経済指標やそれを受けた先行きの金融政策運営に対する見方の変化などを背景に上昇した後、米欧金利と同様に、大きく変動している。

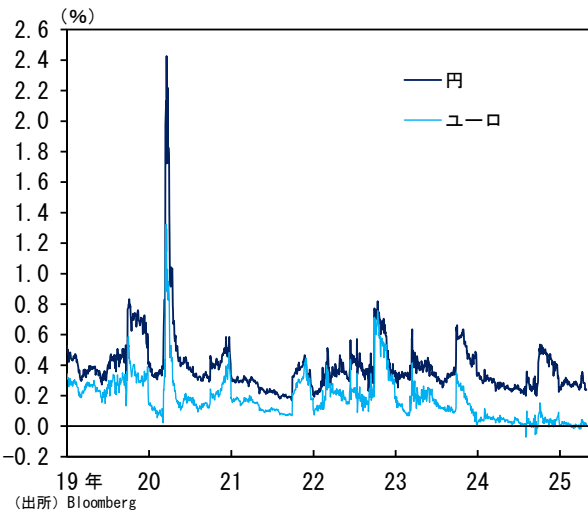
円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、市場センチメントが慎重化した場面では幾分拡大する動きがみられたものの、総じて低水準で推移している(図表54)。

株式市場をみると、米国の株価は、これまで上昇を牽引してきた大手ハイテク株が伸び悩むなか、各国の通商政策等を巡る不確実性が高まるもとの、4月初にかけて大幅に下落した。その後は、関税導入の一部延期等を受け反発する場面がみられたものの、世界経済の先行きを巡る不確実性が強く意識されるもとの、引き続き振れの大きな展開となっている(図表55)。欧州の株価は、米株対比

図表53：主要国の長期金利（10年物国債）

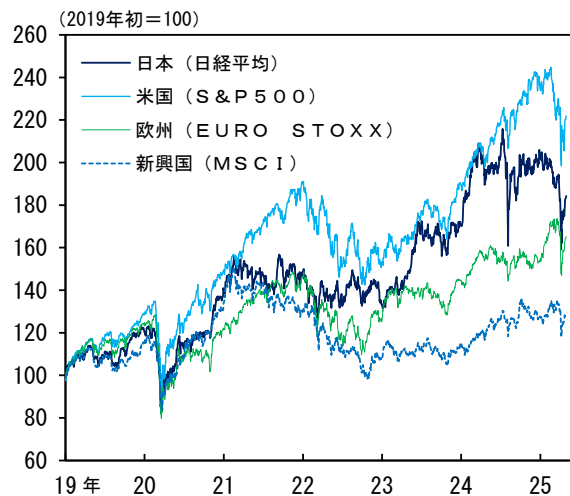


図表54：ドル資金調達プレミアム



(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OIS、ユーロ金利は19/10/3日以前はOIS（EONIAベース）、19/10/4日以降はOIS（€STRベース）、ドル金利は19/1/2日以前はOIS、19/1/3日以降はSOFRを使用。

図表55：主要株価指数



(注) 新興国は、MSCIエマージング（現地通貨建て）を利用。

での割安感が意識されるなか、企業業績の市場予想比上振れ等から上昇した後、4月以降は、米国株価に連れる形で大きく変動している。わが国の株価は、米国株価に概ね連れる形で、2月半ばにかけて横ばい圏内で推移し、その後は振れの大きな展開となっている。この間、新興国の株価も、先進国株と同様に、大きく変動している。

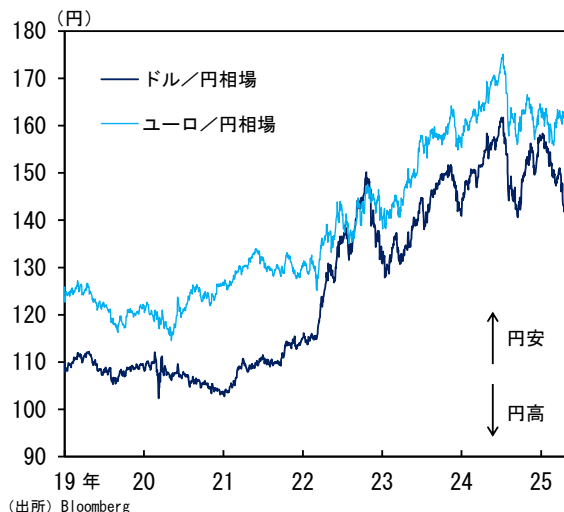
為替市場をみると、円の対ドル相場は、グローバルな投資家のリスク回避姿勢の強まりや日米金利差などが意識されるもとの、大きな振れを伴いつつも、ドル安・円高方向の動きとなっている(図表56)。円の対ユーロ相場は、振れを伴いつつ、均してみれば横ばい圏内の動きとなっている。

(地価)

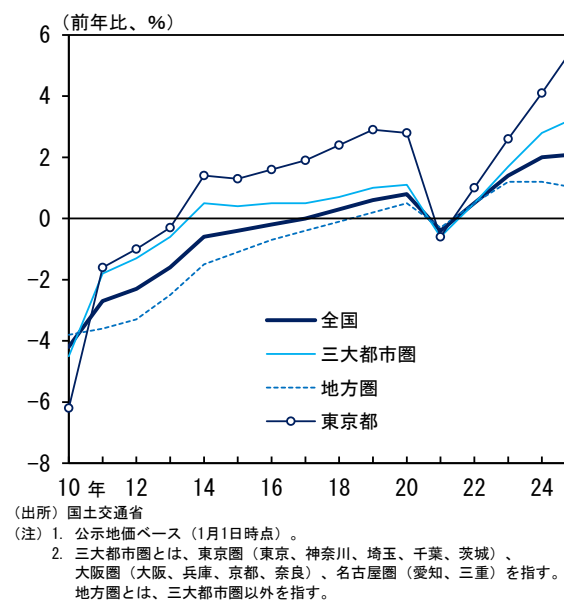
地価は、経済の回復を受けて、上昇している。2025年の地価公示(1月1日時点)で地価の前年比をみると、住宅地、商業地ともに、プラス幅を拡大している(図表57、58)。東京、大阪、名古屋の三大都市圏では、住宅地、商業地ともに、プラス幅を拡大した。地方圏では、住宅地のプラス幅が縮小した一方、商業地のプラス幅は拡大した。

以上

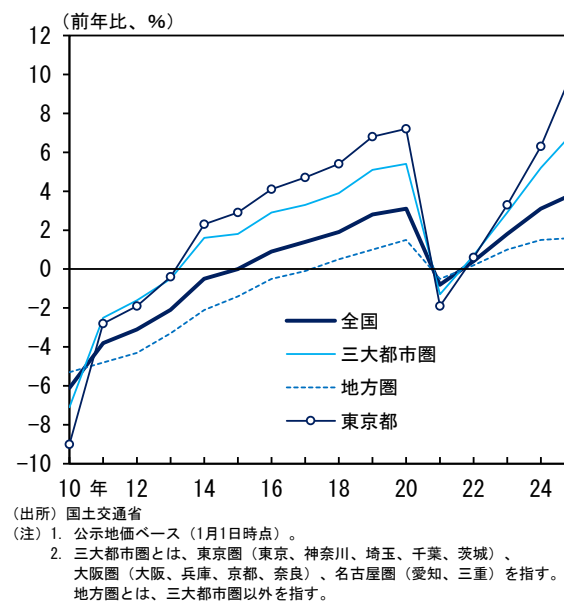
図表56：ドル円・ユーロ円相場



図表57：地価(住宅地)



図表58：地価(商業地)



(BOX 1) 各国の通商政策の動きとその影響

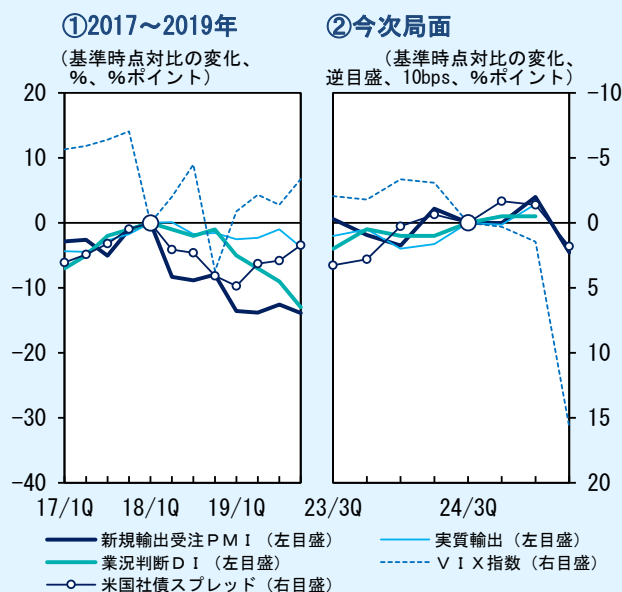
本BOXでは、各国の通商政策の動きと、それがわが国経済・物価に及ぼし得る影響について整理する。

各国の通商政策を振り返ると、2018年以降、米国政権は対中国の関税を2020年初までに20%程度まで引き上げ、中国も同様に米国からの輸入関税を引き上げた。今次局面において米国政権は、①相互関税として、各国一律の関税引き上げや国・地域別の追加関税、②分野別関税（鉄鋼・アルミニウム、自動車・部品、半導体、医薬品等）を発動・検討している。

2017～2019年の局面における米中間の貿易摩擦がわが国経済に与えた影響を振り返ると、わが国の新規輸出受注PMIや短観・業況判断DIは悪化したが、実際の輸出の低下幅は限定的であった（図表B1-1①）。この背景には、①中国から米国への輸出が減少したことに伴い、わが国からの中国向け輸出は減少したものの、②日本への代替需要（中国製品から日本製品へのシフト）、または第三国への代替を通じた誘発需要（中国製品から第三国製品へのシフトに伴う第三国からの日本製品への需要増）が、わが国輸出を下支えした可能性が指摘されている²⁵。

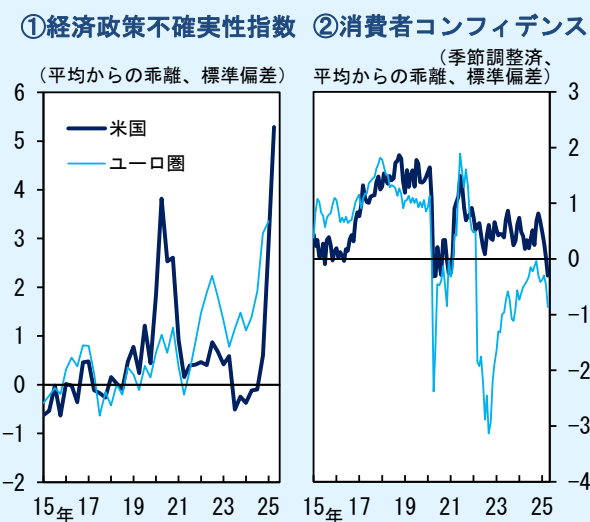
今次局面についてみると、米国の通商政策や、それに対する各国の対応を巡る不確実性に加え、世界経済の減速懸念も高まっていることで、足もとではVIXが急速に上昇するなど、金融市場で不安定な動きがみられている（図表B1-1②、B1-2①）。米国では、こうした、株式市場におけるボ

図表B1-1：企業関連指標の動向



(出所) Bloomberg, ICE Data Indices, LLC, Copyright © 2025 by S&P Global Market Intelligence, a division of S&P Global Inc. All rights reserved.、財務省、日本銀行
(注) 1. 業況判断DIは、短観ベース（全産業全規模）。新規輸出受注PMIは、auじぶん銀行日本製造業PMI（新規輸出受注）。米国社債スプレッドは、BBB格。2. 四半期平均値。基準時点は、①が2018/1Q、②が2024/3Q。3. 新規輸出受注PMIの2025/2Qは、4月の値。

図表B1-2：不確実性と消費者コンフィデンス



(出所) Haver, Economic Policy Uncertainty
(注) 1. 2001年以降の平均と標準偏差で基準化。2. ①の米国の2025/2Qは、4月の値（日次指数を用いて算出）。ユーロ圏は、ドイツ、フランス、イタリア、スペインの平均値。3. ②の米国は、コンファレンス・ボード公表値。ユーロ圏は、欧州委員会公表値。

²⁵ Fajgelbaum et al. (2024), "The US-China Trade War and Global Reallocations," *American Economic Review: Insights*, vol. 6, no. 2, pp. 295-312.

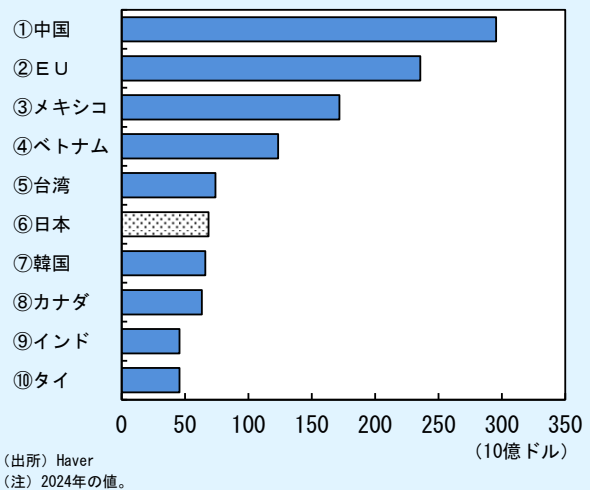
ラティリティの高まりや、輸入物価を起点としたインフレ懸念などから、消費者コンフィデンスがこのところ悪化している（図表 B1-2②）。

わが国と米国の貿易関係について基礎的事実を確認すると、米国の貿易赤字国・地域の上位3位は中国、EU、メキシコで、日本は6位である（2024年）（図表 B1-3）。日本から米国への輸出額（2024年）を、日本の貿易統計で見ると、合計21.3兆円と、名目GDP比で3.5%に及ぶ。このうち、25%の追加関税が発動している自動車関連は、付加価値の高い完成車が中心で、合計7.6兆円と、名目GDP比で1.3%を占めている（図表 B1-4）。また、米国における自動車輸入（自動車部品を含む）の規模を国・地域別にみると、メキシコ（約1,659億ドル）、カナダ（約531億ドル）、日本（約519億ドル）の順に金額が大きい（図表 B1-5）。メキシコ・カナダからの自動車輸入には、日系自動車メーカーが、これら2か国で現地生産をして、米国に輸出している分も含まれている点には留意する必要がある。

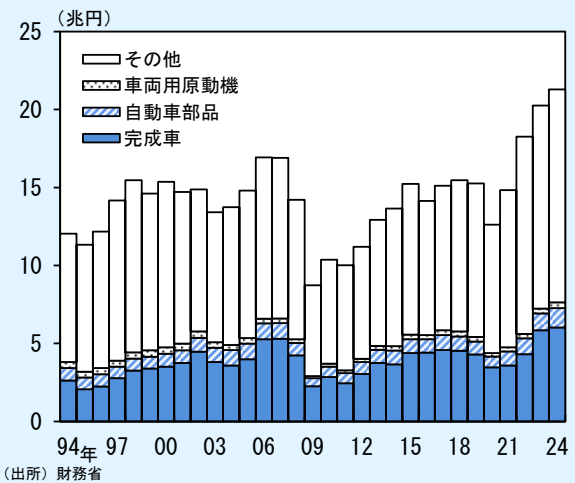
今次局面における各国の通商政策の急激な変化は、様々なチャネルを通じて、わが国経済に影響を及ぼす。第1に、不確実性の急激な高まりは、世界的な設備投資需要の停滞を通じて、わが国の資本財輸出にマイナスの影響を及ぼすとともに、国内需要に対しても、耐久財消費や設備投資の先送りによる下押し圧力を及ぼす。

第2に、米国の関税引き上げは、わが国輸出財の米国の国内生産財に対する価格競争力を悪化させる。関税引き上げに直面した企業が、現地販売価格を変えずに関税の影響を輸出採算の悪化で吸収する場合、わが国企業収益を直接的に下押しする要因となる。他方、わが国輸出企業が、現地価格に関税の影響を転嫁する場合、米国製品との代

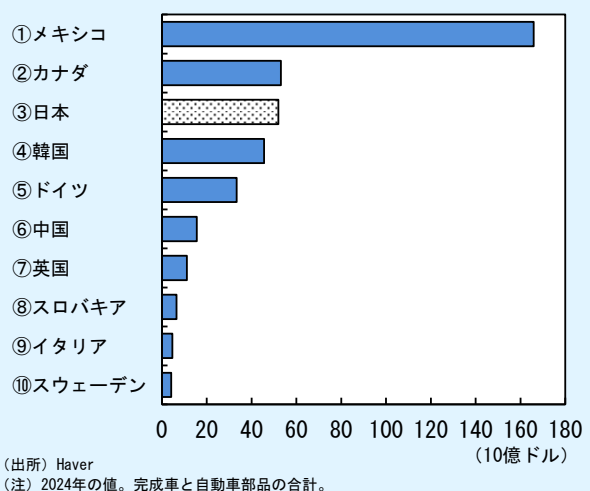
図表B1-3：米国の貿易赤字額
（上位10か国・地域）



図表B1-4：日本から米国への輸出額



図表B1-5：米国の自動車輸入額
（上位10か国）



替性が高かったり、価格上昇が限定的な他国の製品にシェアを奪われたりすれば、わが国の輸出数量は減少すると考えられる²⁶。こうした輸出数量の減少は、関連産業への波及も含め、わが国の生産活動にマイナスの影響を及ぼすと考えられる。

第3に、関税政策による世界経済の減速や世界の貿易活動の縮小は、わが国輸出数量の減少をもたらす。この点、一律の相互関税に加えて、半導体等の分野別関税や高関税率となっているアジア各国への相互関税の上乗せ分が今後発動されれば、わが国とサプライチェーンの結びつきが強い東アジア地域の貿易活動やITサイクルへの悪影響を通じて、わが国の輸出が下押しされるリスクにも注意する必要がある。

第4に、関税の引き上げやそれに伴う世界的な貿易活動の縮小により、わが国企業の海外現地法人の収益も下押しされる可能性が高い。この場合、直接投資収益の受取減少を通じて、経常利益にもマイナスの影響が及ぶとみられる。

物価面については、関税政策により為替相場が大きく変動すれば、輸入物価を通じた影響を受ける。また、輸出や設備投資などの需要減退は、物価を下押しする効果を持つと考えられる（図表B1-6）。一方で、貿易活動の停滞に伴い、グローバルな生産体制が変調をきたし、サプライチェーンに混乱が生じる場合には、輸入物価上昇などを通じて、わが国の物価を押し上げる可能性もある。

このように、各国の関税政策の影響については、様々な波及経路が想定されるため、海外を含めた

図表B1-6：わが国経済・物価への影響

チャンネル	GDP	物価
①グローバル需要の減少	↓	↓
②輸出の減少	↓	↓
③企業収益の減少	↓	↓
④為替変動	↑ ↓	↑ ↓
⑤サプライチェーンの再構築等	↓	↑

²⁶ 関税の引き上げは、当該国における貿易財の相対価格が変化するため、関税引き上げの影響で相対価格が上昇した国からの輸入は減少し、関税引き上げが小さく相対価格が低下した国からの輸入が増加するメカニズムが働く（expenditure switching）。

本支店・事務所のネットワークも活用しながら、
わが国経済・物価に与える影響を今後とも丹念に
点検していく。

(BOX 2) わが国における生産性の動向

本BOXでは、近年のわが国における生産性の動向とその変動要因を考察する。

わが国の時間当たり実質労働生産性は、コロナ禍で大きく落ち込んだが、その後は1%程度のペースで上昇している。実質労働生産性の変動要因を、資本装備率と全要素生産性(TFP)に分解すると、近年は、1980年代～1990年代と比べ資本装備率の押し上げ寄与は小さくなり、TFPの上昇が主たる押し上げ要因となっている(図表B2-1①)。さらに、TFP成長率を部門別に分解してみると、近年は、「IT製造部門」の寄与が縮小する一方、運輸や卸売・小売、化学といった「IT利用部門」や、「その他の部門(輸送用機械などが含まれる)」が、マクロのTFPの押し上げに寄与している(図表B2-1②)²⁷。こうした部門で生産性が伸びている背景としては、無形資産投資の増加を指摘できる。

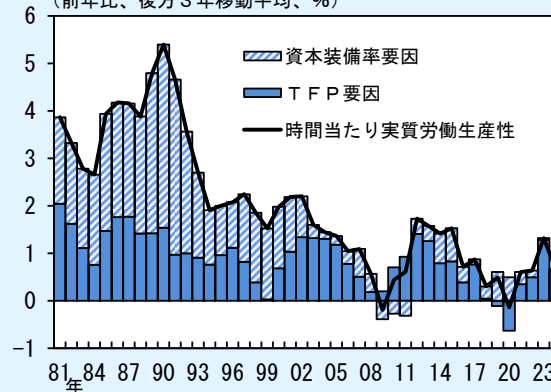
無形資産投資のうち、ソフトウェア投資をみると、長期的に増加トレンドにあり、コロナ禍からの回復局面では、とくに非製造業の増加が明確となっている(図表B2-2①)。非製造業では、人手不足の深刻化を背景に、ソフトウェアによる省人化を企図した投資が活発化していることの影響が大きいとみられる。他方、研究開発投資(R&D)も、長期的に増加傾向をたどっており、最近では製造業の増加が目立っている(図表B2-2②)。製造業では、自動車や化学などを中心に、環境対応(電気自動車)や新製品開発に向けた研究開発活動が積極的に行われているとみられる。

²⁷ 部門ごとのIT活用度を表す変数として、ソフトウェア投資の付加価値比率を用いて、同比率の高い業種を「IT利用部門」と定義した。詳細は、2017年4月展望レポートBOX2を参照。

図表B2-1：実質労働生産性とTFP

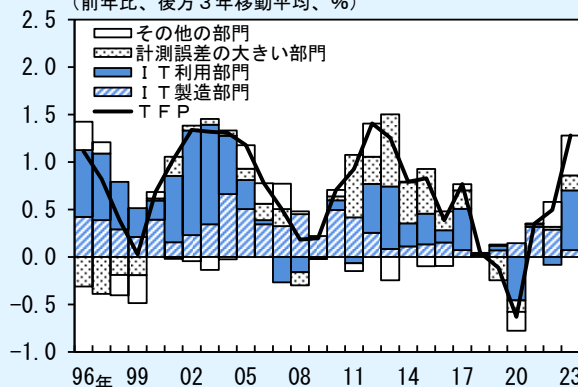
①時間当たり実質労働生産性

(前年比、後方3年移動平均、%)



②部門別TFP

(前年比、後方3年移動平均、%)



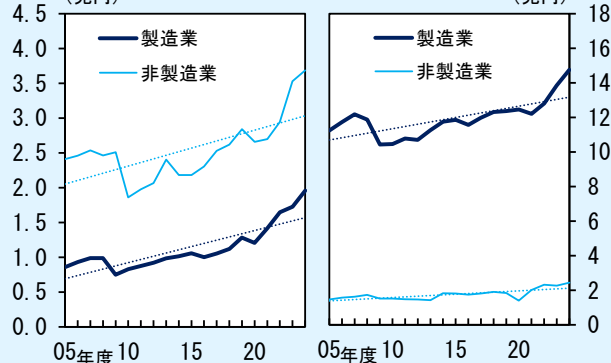
(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省、経済産業省、日本銀行

- (注) 1. ①のTFP要因は、資本稼働率を調整した日本銀行スタッフによる試算値。資本稼働率要因は、時間当たり実質労働生産性とTFP要因の残差として算出。
2. ②は、Fernald, J. (2015), "Productivity and Potential Output before, during, and after the Great Recession," *NBER Macroeconomics Annual 2014*, Vol. 29に倣い、ソフトウェア投資額の付加価値比率等を基に分類。
IT製造部門：電子部品・デバイス、電気機械、情報・通信機器
IT利用部門：卸売・小売、宿泊・飲食サービス、運輸・郵便、専門・科学技術・業務支援サービス、情報通信、化学等
計測誤差の大きい部門：金融・保険、不動産、建設、鉱業
その他の部門：輸送用機械、はん用・生産用・業務用機械、食料品、一次金属、金属製品等(教育、保健衛生・社会事業、公務等は除く)

図表B2-2：無形資産投資

①ソフトウェア投資 ②研究開発投資

(兆円)



(出所) 総務省、日本銀行

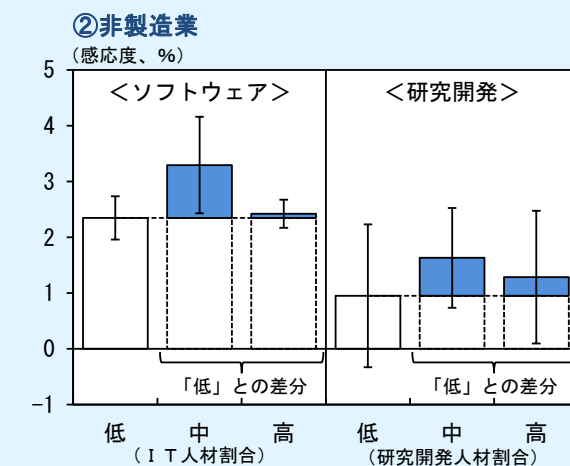
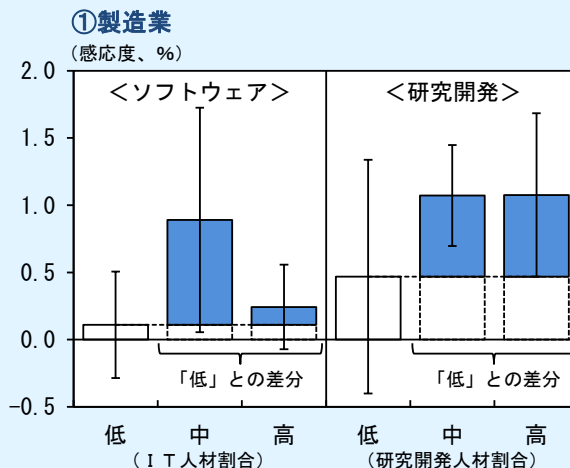
- (注) 1. ①は、短観ベース(全規模)。2024年度は、2025/3月調査の値。
2. ②は、科学技術研究調査の内部使用研究費(全規模)。2024年度は、短観の2025/3月調査の研究開発投資額の前年比を用いて算出。
3. 点線は、2005～2024年度の線形トレンド。

個別企業レベルでみて、無形資産投資の増加が、労働生産性の上昇につながっているかを確認するため、企業ごとに情報処理人材（IT人材）と研究開発人材の人数が捕捉できる「企業活動基本調査」の調査票情報を用いた実証分析を行った。推計結果をみると、①研究開発投資の増加は、製造業を中心に、専門人材の割合が高い企業ほど、労働生産性を追加的に押し上げる効果があること、②ソフトウェア投資の増加は、非製造業を中心に、企業の生産性を押し上げる効果を持つこと、が示唆された（図表 B2-3）。

無形資産投資の増加だけでなく、企業によるデジタルサービスの積極的な利活用も、労働生産性や収益性の向上につながっている可能性も指摘されている。国際収支統計をみると、クラウドサービス関連等に対する日本企業の支払は、近年はつきりと増加している（図表 B2-4①）。その用途をみると、電子メール等の社内事務だけでなく、生産販売活動や開発業務にも活発に利用されている姿が窺われ、クラウドサービスが企業活動全般の効率化等を通じて生産性を押し上げる要因になっている可能性がある。

この点を検証するため、クラウドサービスの利用が個別企業レベルの生産性に与える影響について、「企業活動基本調査」の調査票情報を用いて実証的に分析した。推計結果をみると、企業のクラウドサービス関連支払が含まれる「情報処理・通信費」の増加は、当該企業の労働生産性を有意に押し上げていることが確認できた（図表 B2-4②）。そうした生産性の押し上げ効果は、労働集約的な非製造業で大きくなっており、これは、クラウドサービスの活用が人手不足の影響を一定程度緩和している可能性を示唆している。

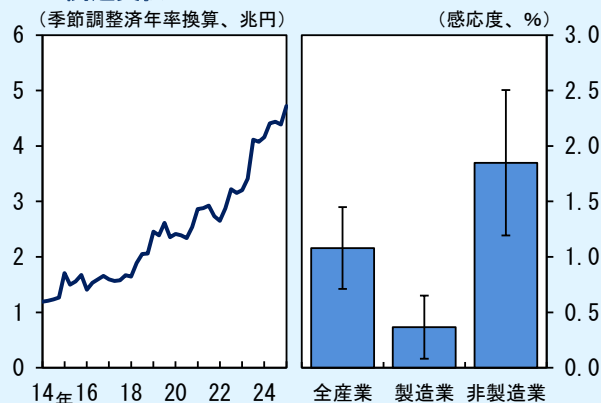
図表B2-3：労働生産性への影響



(出所) 経済産業省
(注) 企業活動基本調査の調査票情報を用いて、年度・業種・企業規模別に企業を各人材の全従業員数に占める割合で上位1/3（高）、中位1/3（中）、下位1/3（低）に分類し、無形資産ストック+1%増加時の一人当たり労働生産性の押し上げ効果をパネル推計。IT人材は情報処理部門等の従業者、研究開発人材は研究開発部門等の従業者。説明変数は、ソフトウェアは従業者一人当たりソフトウェアストック、研究開発は研究開発人材一人当たり研究開発ストック。資本装備率（各無形資産を除く）、情報処理・通信費、企業固定効果、時間固定効果をコントロール。推計期間は2013～2022年度、誤差範囲は±1.5標準誤差（「高」と「中」は、「低」との差分の推計値の誤差範囲を表示）。

図表B2-4：クラウドサービスの利用

①クラウドサービス ②労働生産性への影響
関連支払



(出所) 財務省・日本銀行、経済産業省
(注) 1. ①は、国際収支統計の「通信・コンピュータ・情報サービス」の支払額。日本銀行スタッフによる季節調整値。2025/1Qは、1～2月の値。
2. ②は、企業活動基本調査の調査票情報を用いて、従業者一人当たり情報処理・通信費+1%増加時の一人当たり労働生産性の押し上げ効果をパネル推計。資本装備率+1%増加時の一人当たり労働生産性をコントロール。情報通信業と電気・ガス・熱供給・水道業を除く。推計期間は2013～2022年度、誤差範囲は95%信頼区間。

(BOX 3) 労働需給と労働者の企業間移動

本BOXでは、労働需給が引き締まり傾向を強めるもとでの労働者の企業間移動の動向を点検する。

まず、短観の雇用人員判断DIの「ヒートマップ」をみると²⁸、人手不足感の強い状態が、大企業、中小企業ともに、幅広い業種で継続していることが確認できる(図表B3-1)。正社員とパートに分けて人手不足感をみると(図表B3-2、B3-3)、最近では、パートに比べ、長期雇用を前提とする正社員の労働需給の方が、引き締まり度合いが強くなっており、人手不足の長期化を予想した企業による労働需要の強さが窺われる²⁹。

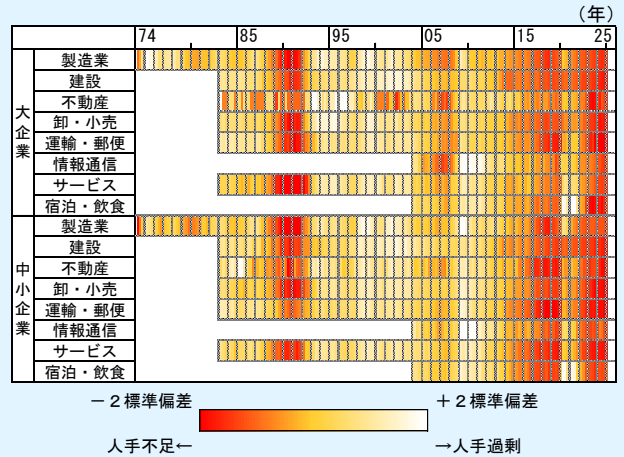
前回の展望レポートでは、労働経済動向調査の欠員率(=未充足求人数/常用労働者数)を用いたUV分析を行い、失業率の動きを、構造的な変動と循環的な変動に識別することを試みた(図表B3-4①)³⁰。これと同じ手法で推計した失業率ギャップ(実際の失業率と構造失業率の乖離)をみると、労働需給の引き締まりは、足もとで一段と強まっており、その程度は1980年代後半のバブル期をも上回っている(図表B3-4②)。これには、①労働需要の増加を受けた実際の失業率の低下傾向に加えて、②近年の転職市場の拡大に伴う自発

²⁸ 労働需給の引き締まり度合いを表すヒートマップの作成方法については、2024年10月展望レポートBOX2を参照。

²⁹ 雇用形態別の労働需給ヒートマップは、正社員・パート別に労働者過不足判断DIが取得可能な厚生労働省の「労働経済動向調査」を用いている。

³⁰ UV分析では、「失業率と欠員率が等しいとき、労働需給は全体として均衡している」と考え、そのときの失業率を構造失業率とみなす。以下の分析では、UV曲線の傾きは長期的には一定であると仮定したうえで、切片は時間に応じて変化し得る統計的手法を用いて、構造失業率を推計した。

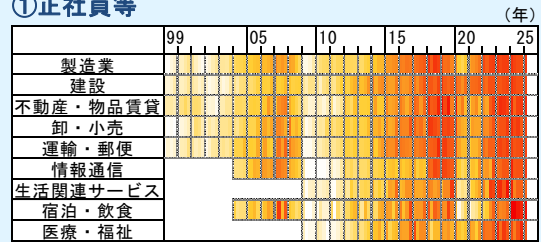
図表B3-1：労働需給ヒートマップ・短観



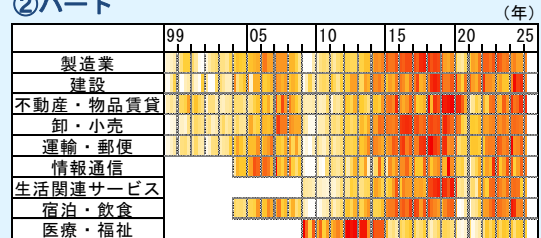
(出所) 日本銀行
 (注) 1. 短観の雇用人員判断DIを、業種別・規模別に全期間の平均と標準偏差で基準化して作成。大企業は資本金10億円以上、中小企業は同2,000万円以上1億円未満。
 2. サービスの2010/3月調査以降は、対事業所サービスと対個人サービスを有効回答社数で加重平均した値を基に作成。

図表B3-2：労働需給ヒートマップ・業種別

①正社員等



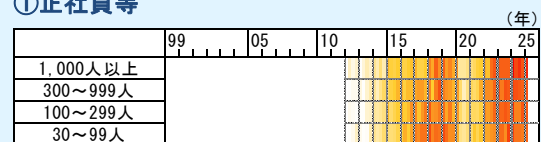
②パート



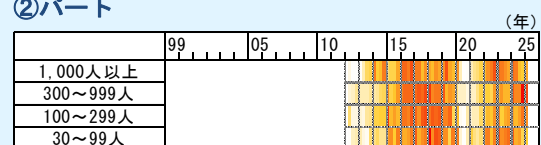
(出所) 厚生労働省
 (注) 1. 労働経済動向調査の労働者過不足判断DIを、雇用形態別・業種別に全期間の平均と標準偏差で基準化して作成。①の2007年以前は、常用労働者の値を基に作成。
 2. 色の表示は、図表B3-1と同じ。

図表B3-3：労働需給ヒートマップ・規模別

①正社員等



②パート



(出所) 厚生労働省
 (注) 1. 労働経済動向調査の労働者過不足判断DIを、雇用形態別・規模別に全期間の平均と標準偏差で基準化して作成。規模の分類は、各企業の常用労働者数による。
 2. 色の表示は、図表B3-1と同じ。

的離職の増加が、構造失業率を押し上げる方向に作用していることも影響している。

実際、転職市場をみると、中途採用の比率が上昇傾向にあるなど、労働者の企業間移動は近年、活発化してきているとみられる。さらに、転職によって賃金が上昇した人の割合も、足もとでは既往最高水準まで上昇しており、企業が人材確保のため、中途採用者に対する賃上げを積極化している姿が窺われる。こうしたもとで、賃金上昇を伴う転職割合は、2010年代初頭には25%であったが、2024年には35%まで高まっている³¹。

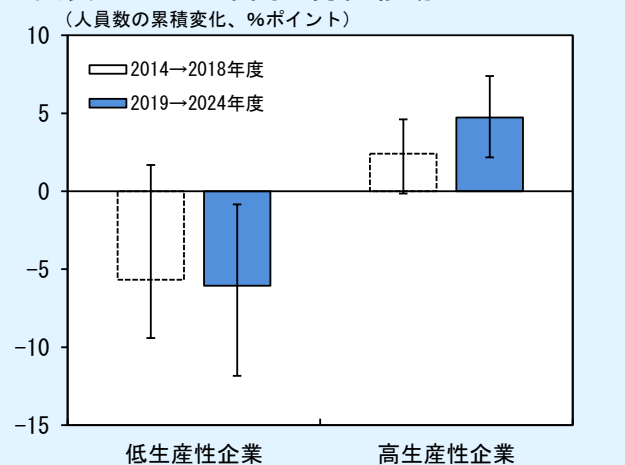
こうした転職市場を通じた労働者の企業間移動について、企業側からみると、近年は、生産性の高い企業が雇用者数を増加させている一方、生産性の低い企業は雇用者数を減少させている（図表B3-5）。このことは、企業間の生産性水準の違いが、賃金水準の差につながり、ひいては新規に雇用できる労働者数の差をもたらしている可能性を示唆している。こうした動きを、労働者側からみると、現在勤めている企業の年収や実質賃金期待が低い場合、当該労働者は転職を選択する可能性が高くなることも分析を通じて確認されている³²。

このように、マクロ的に労働需給が一段と引き締まるもとで、賃金水準のばらつきの拡大は、転職市場を通じた労働者の企業間移動を促しているように窺われる。

図表B3-4：失業率ギャップ



図表B3-5：企業間の労働移動



³¹ 「転職時の賃金変動状況」リクルート社調べ。

³² リクルートワークス研究所が集計している「全国就業実態パネル調査」の個票データを用いて、転職意向の決定要因を推計したところ、現在の年収が業種平均対比で低いと転職意向が高くなるほか、インフレ期待が高いと実質賃金期待が低いこともあり、転職意向の確率を有意に押し上げることが確認された。

(BOX 4) 最近の賃上げと価格転嫁を巡る動向

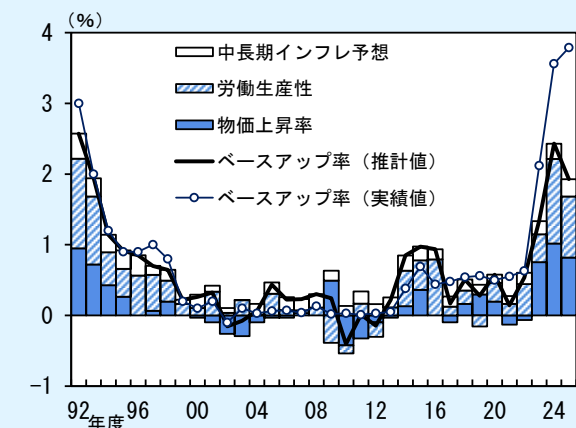
本BOXでは、最近の正社員の賃金上昇について様々な指標で確認したあと、賃金設定と価格設定の関係性を企業レベルのデータから考察する。

2025年度のベースアップ率について、連合の集計値をみると、4月17日公表の第4回集計時点で+3.79%と、前年の同時期(+3.57%)を幾分上回っている(2024年度の最終集計:+3.56%)。マクロでみたベースアップ率を被説明変数、物価上昇率・労働生産性・中長期インフレ予想を説明変数とする簡単な関数を1992年度から2022年度までのデータを用いて推計し、2023年度以降のベースアップ率の同関数の予測値を求めると、ここ3年間のベースアップ率の実績値は、関数予測値をはっきりと上回っている(図表B4-1①)。このことは、近年のベースアップ率の決定メカニズムが、デフレ期から構造的に変化している可能性を示唆している。構造変化を示すひとつの可能性としては、BOX3で指摘したとおり、正社員を中心に人手不足感が強まり、転職市場も拡大するもとの、これまで労働需給の影響を比較的受けにくかった正社員の所定内給与にも、上昇圧力がかかるようになってきたことを指摘できる(図表B4-1②)。

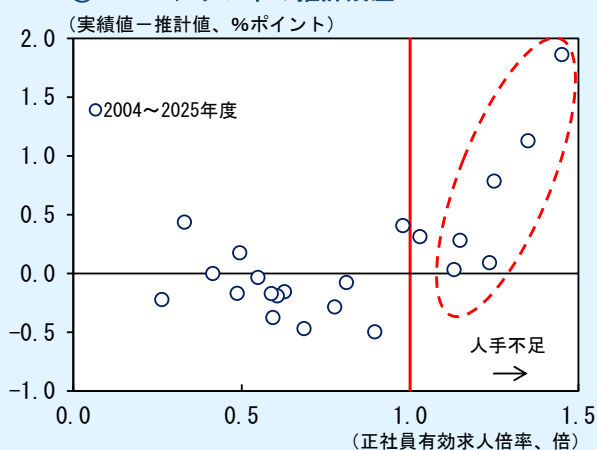
正社員で強まっている賃金上昇圧力は、新卒市場においてもっとも顕著に表れている。実際、各種企業情報に基づくと、2025年度の初任給は、昨年度に続いて水準を大きく切り上げているとみられる。初任給の企業別分布をみると、2021年度頃は21万円あたりの最頻値に集中する比較的裾野の狭い分布となっていたが、ここ数年は、上昇方向に裾野の拡大を伴いつつ、分布がはっきりと右方シフトしている(図表B4-2)。初任給の引

図表B4-1: ベースアップと人手不足感

①ベースアップ率関数



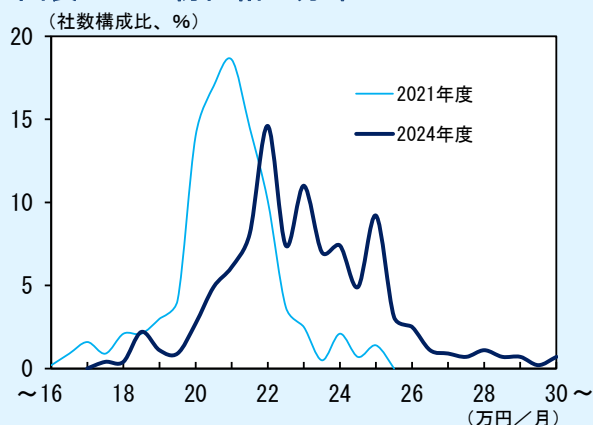
②ベースアップ率の推計残差



(出所) 中央労働委員会、日本労働組合総連合会、総務省、内閣府、厚生労働省、株式会社ナウキャスト等

- (注) 1. 物価上昇率は、CPI (除く生鮮食品、消費税率引き上げ等の影響を除く)。ベースアップ率(実績値)は、2013年度までは中央労働委員会、2014年度以降は連合の公表値(2025年度は第4回集計)。
2. 推計式は以下の通り。推計期間は1992~2022年度。
***は1%有意、**は5%有意。
ベースアップ率 = $0.33*** \times$ 前暦年の物価上昇率
+ $0.24*** \times$ 前年度の名目労働生産性変化率
+ $0.13** \times$ 前年度末の中長期インフレ予想
3. ②の2020年度以降の正社員有効求人倍率は、Hrog賃金Nowの正社員求人指数を用いた試算値。2025年度の値は、近年のトレンドによる試算値。

図表B4-2: 初任給の分布



(出所) 労務行政研究所

(注) 上場企業と非上場企業(資本金5億円以上または従業員500人以上)を対象とした決定初任給の最終結果における大学卒初任給の分布。

き上げは、年功賃金カーブ上で新卒に近い若年層の賃上げにも波及すると考えられる。こうした動きを起点に、年功賃金カーブが一段と上方改定されていけば、平均的な賃金水準も切り上がっていく可能性がある。

正社員の賃上げの動きは、労働組合のある大企業から、ややラグを伴うかたちで、中小企業にも波及している。2024年度の賃上げ実績を振り返ると、①労働組合がある企業の賃上げ率は、組合のない企業よりも高かったほか、②労働組合のある企業の中で比較しても、規模が大きいほど賃上げ率が高くなる傾向がみられる（図表 B4-3）。2025年度のベースアップ率（連合第4回集計）をみると、中小企業（300人未満）におけるベースアップ率の上昇率は、大企業より大きくなっており、正社員の賃上げの動きは中小企業にも着実に広がっている姿が窺われる。

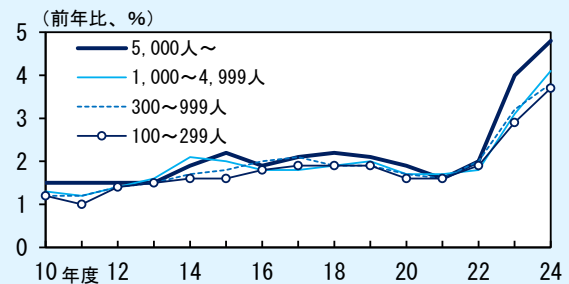
以下では、こうした企業の賃上げ姿勢の積極化と、最近の価格設定行動がどのような関係にあるかを、企業レベルのデータを用いた実証分析によって確認しておく。具体的には、POSデータから、個別企業が販売する商品の平均価格を作成したうえで、これを法人季報の企業別の個票データとマッチングしたデータセットを構築した³³。これを用いて販売価格引き上げ時の企業行動をみると、近年は値上げした際の販売数量の落ち込み幅が、コロナ禍前よりも小さくなっている（図表 B4-4①）³⁴。これは、ここ数年、自社が値上げした場合の顧客の価格弾性値（自社製品の相対価格が

³³ 個別企業の平均販売価格の計算には、当該企業が提供する様々な商品価格から抽出した主成分を用いた。

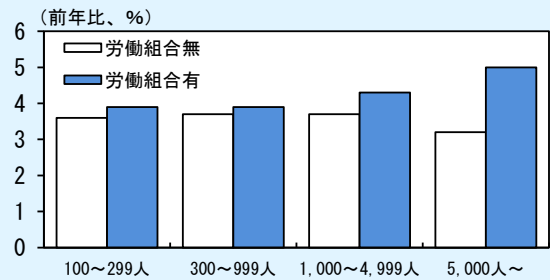
³⁴ 通常の個別需要曲線を念頭に、マクロのインフレ環境等を時間固定効果でコントロールしながら、自社製品の相対価格の変化がどれほど販売数量を変動させたかを推計した。

図表B4-3：賃上げ率の動向

①企業規模別



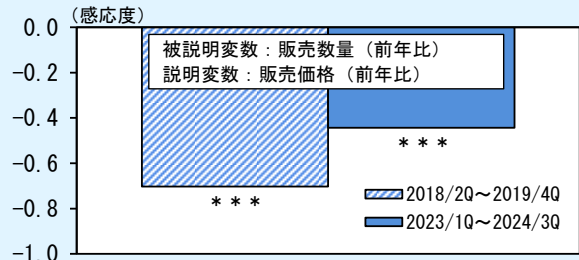
②労働組合有無別（2024年度）



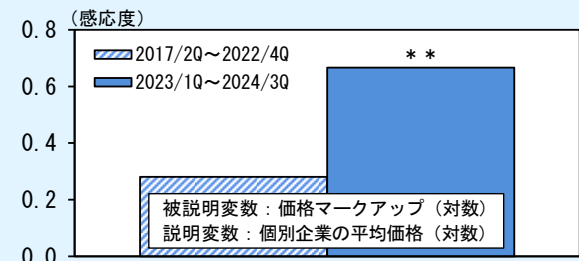
(出所) 厚生労働省
 (注) 1. 賃上げ率は、常用労働者一人当たりの所定内賃金の改定率。
 2. 企業規模の分類は、各企業の常用労働者数に基づく。

図表B4-4：販売価格引き上げの影響

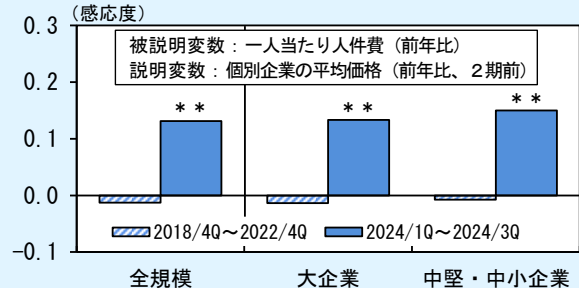
①販売数量



②価格マークアップ



③一人当たり人件費



(出所) 株式会社マーチャライジング・オン「RDS-POS市場データ」、財務省
 (注) ①は、POSデータを用いて、商品固定効果、時間固定効果をコントロールして推計。②、③は、POSデータ（個別企業の平均価格）と法人企業統計季報の個票（価格マークアップ、一人当たり人件費）をマッチングして作成したパネルデータを用いて、企業固定効果、時間固定効果をコントロールして推計。***は1%有意、**は5%有意。

1%上昇した際、販売数量が何%減少するかを表す値)が低下している可能性を示唆している。また、今次の物価上昇局面では、販売価格を引き上げた企業の価格マークアップは拡大する傾向にあり³⁵、こうした企業では販売数量1単位当たりの利潤(ユニット・プロフィット)も増加している可能性が示唆される(図表 B4-4②)。また、販売価格を引き上げた企業の一人当たり人件費をみると、足もとでは、販売価格を引き上げた企業ほど、賃上げ率も高い様子が窺われる(図表 B4-4③)。今次局面では、価格マークアップの引き上げに成功した企業は、ややラグを伴って賃金支払も増加させる傾向が、中小企業も含めて広がっている可能性が示唆される。

³⁵ 価格マークアップは、先行研究を参考に「売上高/売上原価」として算出した。

