

公表時間

8 月 1 日 (金) 14 時 00 分



経済・物価情勢の展望

2025 年 7 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 7 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、2025 年度に 2 % 台後半となったあと、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。
 - 前回の見通しと比べると、成長率については概ね不変である。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、2025 年度は、食料品価格上昇の影響を主因に上振れているが、2026 年度と 2027 年度は概ね不変である。
 - 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、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は、概ね上下にバランスしている。
-

¹ 本基本的見解は、7 月 30、31 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底堅く推移している。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、米などの食料品価格上昇の影響等から、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 通商政策等に関しては、日米間の交渉が合意に至るなど、前向きな動きがみられている。もっとも、各国間の交渉や通商政策等の内外経済・物価に及ぼす影響を巡る不確実性は、高い状況が続いている。今回の展望レポートの中心적인見通しは、これまでの各国間の交渉状況を踏まえているほか、今後、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、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、物価上昇の影響で、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思込まれる。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思込まれる。輸出や生産は、増加基調に復していくと思込まれる。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思込まれる。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再度伸び率を高め、個人消費は緩やかに増加していくと思込まれる。

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⁴。

（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 % 台後半となった

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。

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ことが見込まれる。もっとも、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、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は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 年度は、食料品価格上昇の影響を主因に上振れているが、2026 年度と 2027 年度は概ね不変である。

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、緩やかに低下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、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。通商政策等に関しては、日米間の交渉が合意に至るなど、前向きな動きがみられている。もっとも、各国間の交渉や通商政策等の内外経済・物価に及ぼす影響を巡る不確実性は、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、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、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。

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、そのコストが嵩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ある。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、成長ペースが鈍化し、物価に対する下押し圧力として作用するもとでも、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、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、天候要因等の影響が大きく、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、

最近の価格上昇には、人件費や物流費を販売価格に転嫁する動きも相応に影響しており、企業の賃金・価格設定行動次第では、価格上昇が想定以上に長引く可能性もある。食料品は消費者の購入頻度が高いものであるだけに、価格上昇が長期化した場合には、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%台後半となったあと、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、経済の見通しについては、2025年度と2026年度は下振れリスクの方が大きい。

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。

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。

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。

(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。

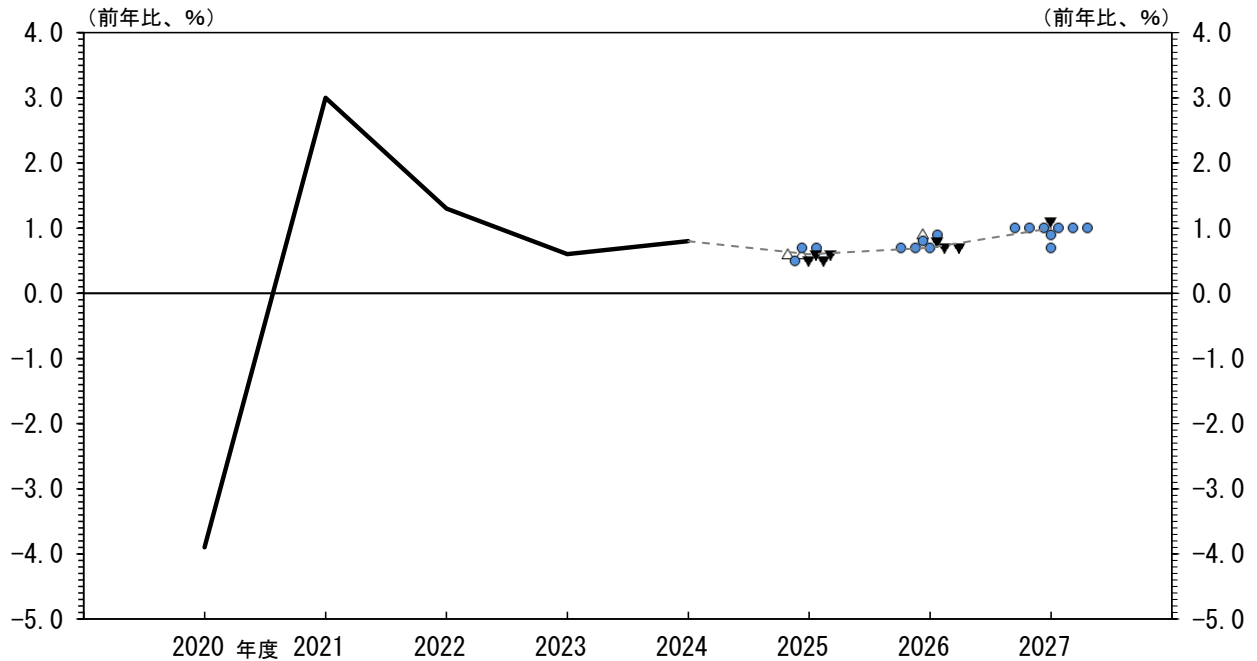
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2025 年度	+0.5 ～ +0.7 ＜+0.6＞	+2.7 ～ +2.8 ＜+2.7＞	+2.8 ～ +3.0 ＜+2.8＞
4月時点の見通し	+0.4 ～ +0.6 ＜+0.5＞	+2.0 ～ +2.3 ＜+2.2＞	+2.2 ～ +2.4 ＜+2.3＞
2026 年度	+0.7 ～ +0.9 ＜+0.7＞	+1.6 ～ +2.0 ＜+1.8＞	+1.7 ～ +2.1 ＜+1.9＞
4月時点の見通し	+0.6 ～ +0.8 ＜+0.7＞	+1.6 ～ +1.8 ＜+1.7＞	+1.7 ～ +2.0 ＜+1.8＞
2027 年度	+0.9 ～ +1.0 ＜+1.0＞	+1.8 ～ +2.0 ＜+2.0＞	+2.0 ～ +2.1 ＜+2.0＞
4月時点の見通し	+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。

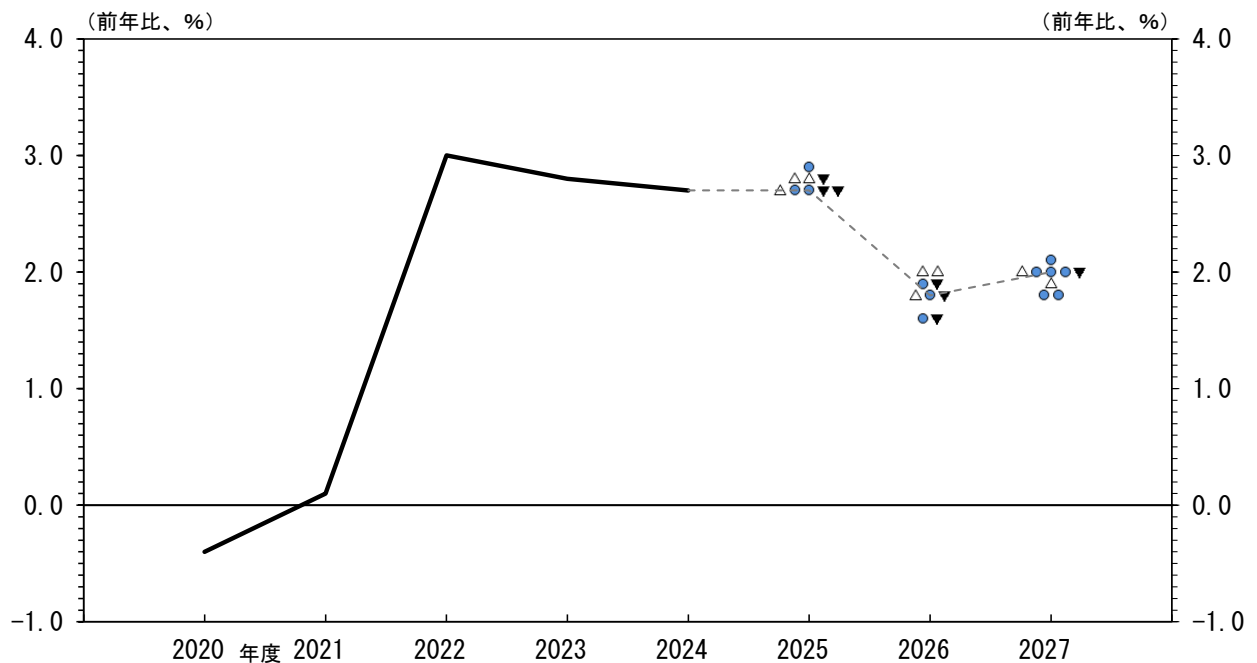
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

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同時に、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 1～3 月の実質 GDP は、前期比－0.0%（年率－0.2%）と、若干ながらも 4 四半期ぶりのマイナス成長となった（図表 1）。内訳をみると、設備投資は、4 四半期連続の増加となったものの、個人消費は、食料品価格の上昇が下押しとなり微増にとどまったほか、純輸出は、2024 年 10～12 月の増加の反動もあってマイナス寄与となった。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、1～3 月は資本投入ギャップの悪化によりマイナス幅が小幅に拡大したものの、引き続き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、一部に弱めの動きもみられるが、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。企業収益は非製造業を中心になお高水準を維持しているが、足もとでは製造業の一部には米国の関税引き上げによる輸出採算悪化の影響が生じているとみられる。業況感、通商政策等を巡る不確実性の高まりにもかかわらず、良好な状態を維持しており、設備投資も、デジタル関連や都市再開発関連を中

図表 1：実質 GDP

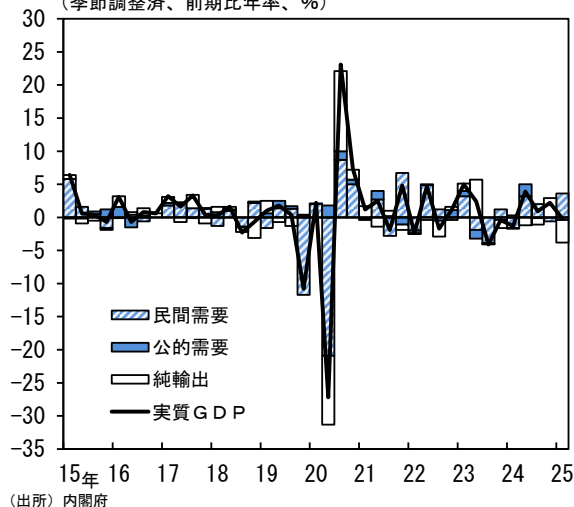
①水準

（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

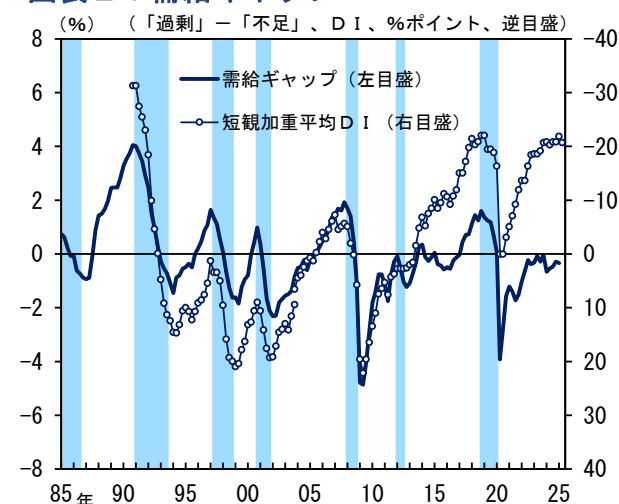
⁶ 7月30、31日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定された「基本的見解」について、その背景を説明するためのものである。

心に緩やかな増加傾向にある。家計部門では、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）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、米などの食料品価格の上昇による節約志向の強まりを映じた非耐久財消費の弱さなどから消費者マインドに弱さがみられるものの、底堅く推移している。6月短観の雇用人員判断D I（全産業全規模）をみると、季節的な要因から「不足」超幅が若干縮小したものの、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の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）。

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⁷。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、海外経済見通しの改善による輸出へのプラス効果と物価上昇による個人消費へのマイナス効果が概ね相殺し、成長率の見通しは概ね不変である。

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%台半ば程度であると推計される（図表

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。

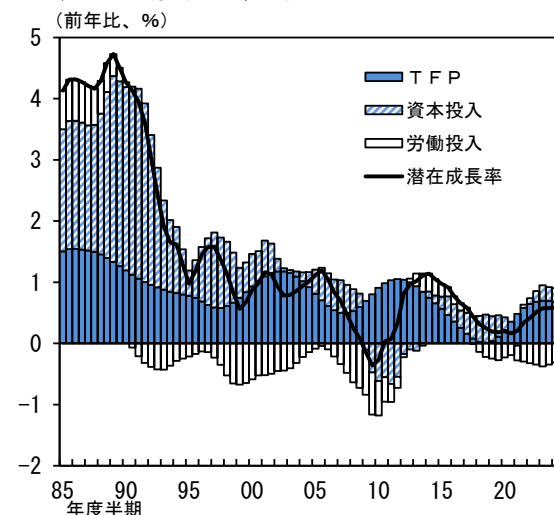
3. シャド部分は、景気後退局面。

⁷ 各国の通商政策の動きとその影響に関するアップデートはBOX 1を参照。

3)⁸。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思われる。

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。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、関税による輸出採算の悪化や海外経済の減速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、徐々に増勢が鈍化していく可能性が高い⁹。個人消費は、春季労使交渉を反映した賃上げや雇用者数の増加が続くものの、当面は、食料品価格上昇が下押しに作用することから、横

図表3：潜在成長率



(出所) 日本銀行
(注) 日本銀行スタッフによる推計値。

⁸ 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。

⁹ 不確実性の高まりが設備投資に与える影響については、BOX 2を参照。

ばい圏内で推移すると予想される。

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、財輸出は回復に向かうと見込まれる。設備投資は、不確実性の高まりによる下押しの影響が徐々に減衰していくなかで、企業収益の好転にも支えられて増勢が徐々に強まっていくと考えられる。名目賃金は、前年度の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で、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)

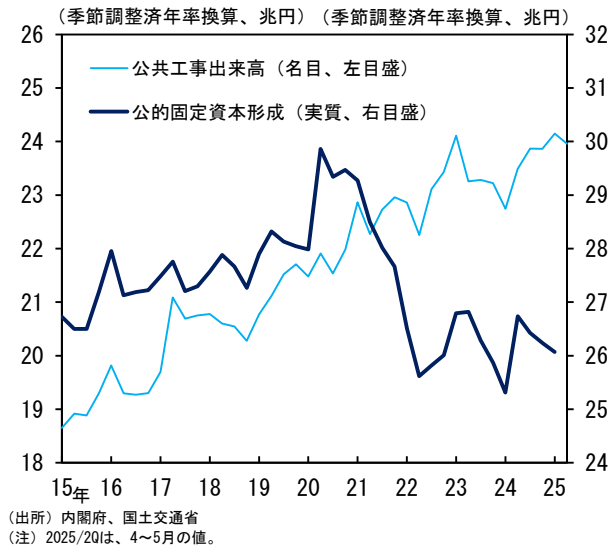
公共投資は、横ばい圏内の動きとなっている(図表4)。GDPの公的固定資本形成(実質)は、政府の経済対策に基づく国土強靱化関連工事等が進捗するもとで、振れを均せば横ばい圏内の動きとなっている。一致指標である公共工事出来高(名目)は、建設工事費の上昇を反映して緩やかな増加基調にある。

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¹⁰。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。

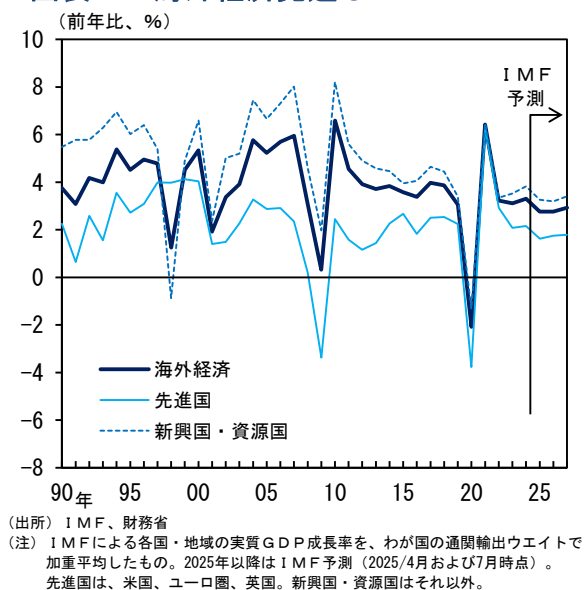
(海外経済)

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、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、政策面の下支えはあるものの、関税引き上げや不動産市場の調整などによる下押しがみられるもとで、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、

図表4：公共投資



図表5：海外経済見通し



¹⁰ 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15兆円程度を目標)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。2025年6月には、防災・減災、国土強靱化の切れ目ない推進を企図して、第1次国土強靱化実施中期計画が閣議決定され、2026年度から2030年度の5年間も取り組みを継続する計画となっている。

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）。

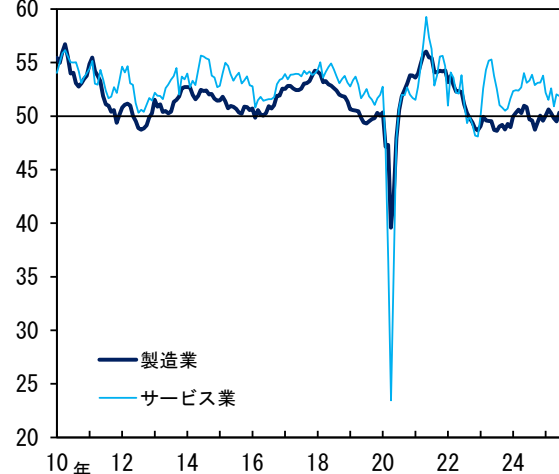
先行きの海外経済は、暫くの間、各国の通商政策等の影響を受けて減速するものの、その後は徐々に成長率を高め、緩やかな成長経路に復していくと考えられる。各国の通商政策は、①グローバルな貿易活動に影響を及ぼすほか、②不確実性の高まりが各国の企業・家計のコンフィデンスに影響を及ぼす経路を通じて、暫くの間、海外経済を下押しすると考えられる。こうした動きを地域別にみると、米国経済は、不確実性の高まりや物価上昇の影響を受けて暫くの間は減速するものの、その後は緩やかな成長経路に復していくと考えられる。その他の地域も、通商政策等による貿易活動の下押しや不確実性の影響を受けて暫くの間は減速するものの、その後は緩やか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、自動車部品等の関税引き上げ前の駆け込みとみられる動きから1～3月は増加したが、4～6月はその反動もあって減少している。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、現地メーカーの競争

図表6：グローバル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.

（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）BIS

（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

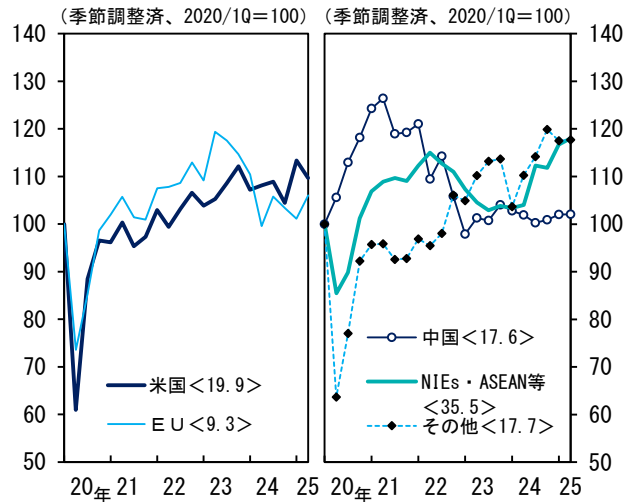
（注）日本銀行スタッフ算出。

力の高まり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。NIEs・ASEAN等向けは、グローバルなAI関連需要が堅調に推移するもとで、足もとでは米国の半導体分野別関税の導入可能性に備えた情報関連財の駆け込み輸出が発生していることから、はっきりと増加している。その他地域向けは、振れを伴いつつも、自動車を中心に緩やかな増加基調にある。財別にみると（図表10）、自動車関連は、米国の自動車需要が堅調に推移するもとで、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1～3月は増加したが、4～6月はその反動もあってそうした動きが一服している。資本財は、半導体製造装置需要の底堅さに支えられて、基調としては持ち直している。情報関連は、データサーバーなどのAI関連需要が堅調に推移するもとで、足もとでは、NIEs・ASEAN等向けで米国の半導体分野別関税の導入可能性に備えた作り込みに誘発された需要も発生していることから、増加している。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、低水準で横ばいとなっている。

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、増加している（図表8）。先行きの輸入は、堅調なデジタル関連輸入を主因に緩やかな増加傾向をたどるとみられる。

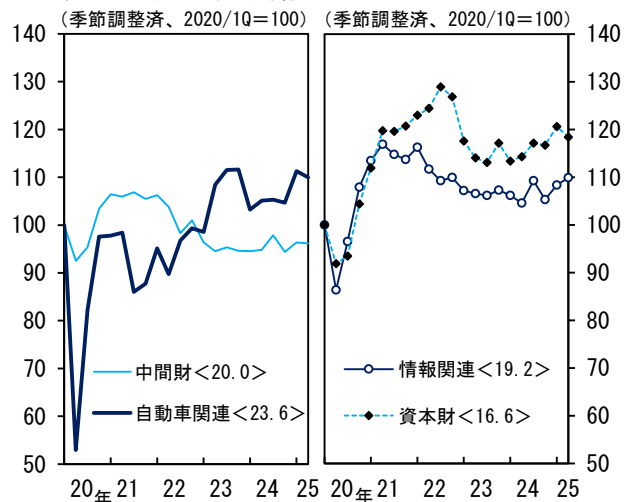
図表9：地域別実質輸出



（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)

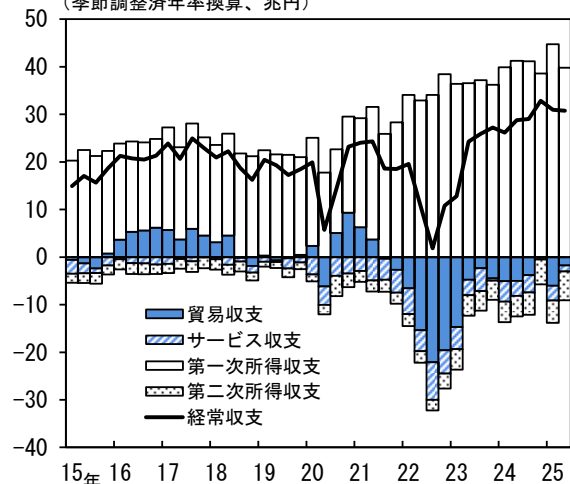
名目経常収支は、高水準の黒字が続いている(図表 11)。貿易収支は、振れを伴いつつも小幅の赤字基調が続いている。サービス収支は、インバウンド需要に支えられて旅行収支が黒字で推移しているものの(図表 12)、デジタル関連の支払が高水準となっていることから、全体では小幅の赤字基調が続いている。この間、第一次所得収支は、円換算した直接投資収益の受取等に押し上げられて高水準の黒字が続いている。

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、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、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、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

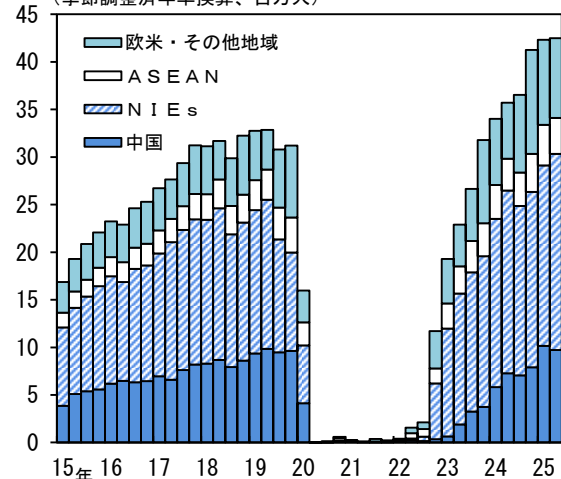
(季節調整済年率換算、兆円)



(出所) 財務省・日本銀行
(注) 2025/2Qは、4～5月の値。

図表12：入国者数

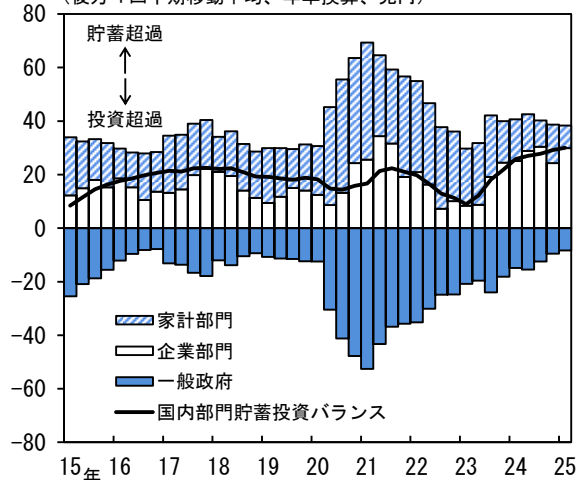
(季節調整済年率換算、百万人)



(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、堅調な内外需要に支えられて自動車の稼働率は総じて高い状況が続いているが、足もとでは、一部自動車メーカーにおける受注残の積み上がりに対応した増産の反動から、減少している。「電子部品・デバイス」は、データサーバーなどのAI関連需要が堅調に推移するも、足もとでは、米国の半導体分野別関税の導入可能性に備えたNIEs・ASEAN等における駆け込み生産の誘発需要も押し上げ要因となり、増加している。「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、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きたが、足もとでは在庫調整の進捗を背景に下げ止まっている。

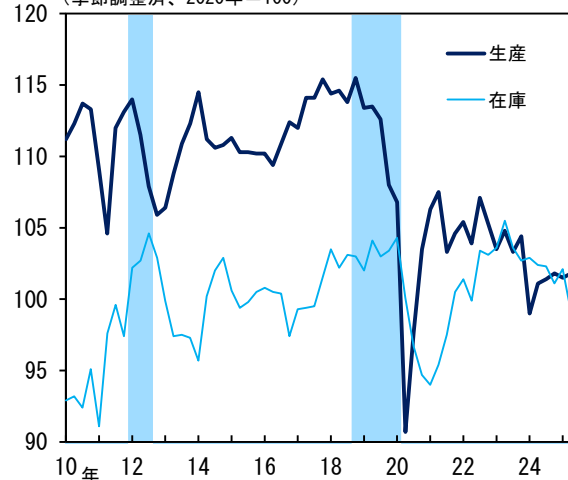
先行きの鉱工業生産は、当面、米国の関税引き上げに伴う駆け込みの反動減や一部自動車メーカーの設備更新に伴う生産ライン停止がマイナスに作用するほか、海外経済減速による下押し圧力も徐々に強まっていくと見込まれる。その後は、海外経済の成長率が高まっていくも、回復に向かうとみられる。

（企業収益）

企業収益は、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、2025年1～3月は、為替変動に伴う営業外収益の変動を伴いつつも、営業利益の着実な増加が続くも、既往ピーク並みの高水準を維持した（図表 15）。

図表14：鉱工業生産

（季節調整済、2020年=100）



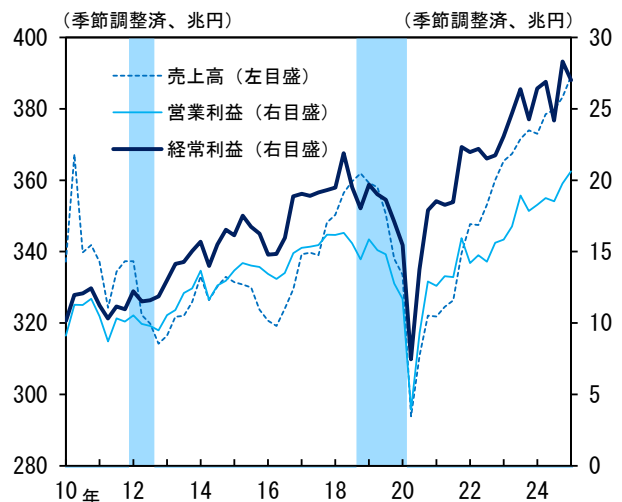
（出所）経済産業省

（注）シャドー部分は、景気後退局面。

図表15：企業収益関連指標

①売上高と利益

（季節調整済、兆円）



②業種別の経常利益

（季節調整済、兆円）



（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. シャドー部分は、景気後退局面。

業種別・規模別の経常利益をみると、製造業は、A Iを中心としたI T関連需要の回復や設備投資関連の受注増加を背景に高水準を維持しているが、足もとでは大企業を中心に米国の関税引き上げによる輸出採算悪化の影響が生じているとみられる。非製造業をみると、大企業は堅調なデジタル関連投資需要に支えられて情報関連を中心に高水準で横ばいとなる一方、中堅中小企業はインバウンドを含むサービス需要の堅調さや価格転嫁の進展を背景にしっかりと増加を続けている。

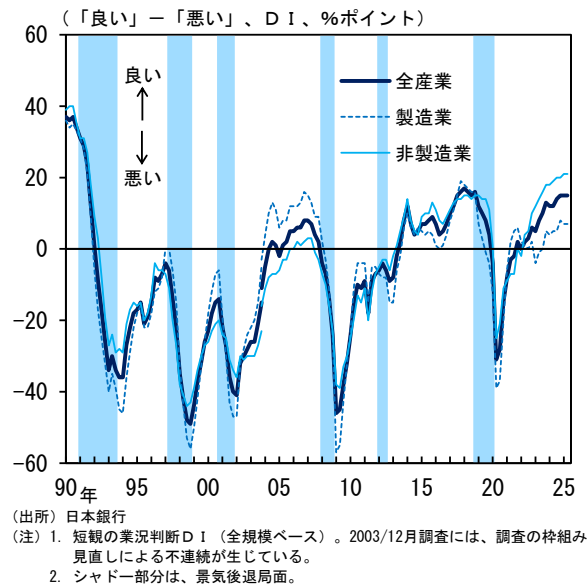
企業の業況感は、一部業種に関税引き上げの影響がみられるものの、マクロ経済全体には広がっておらず、全体としてみれば良好な水準を維持している。6月短観の業況判断D I（全産業全規模）をみると、3期連続で+15と、「良い」超幅はしっかりとプラスが続いている（図表16）。業種別にみると、製造業の業況判断D Iは、自動車やはん用・生産用機械等の大企業では米国の通商政策の影響がみられたものの、素材業種の大企業は原材料価格の下落に伴う交易条件の改善を背景に改善したことから、全体では前回から横ばいとなっている。非製造業の業況判断D Iは、個人消費やインバウンド需要の底堅さが続くもとで、堅調な建設投資需要や価格転嫁の進展にも支えられて、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、関税による輸出採算の悪化や海外経済の減速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

図表16：業況判断

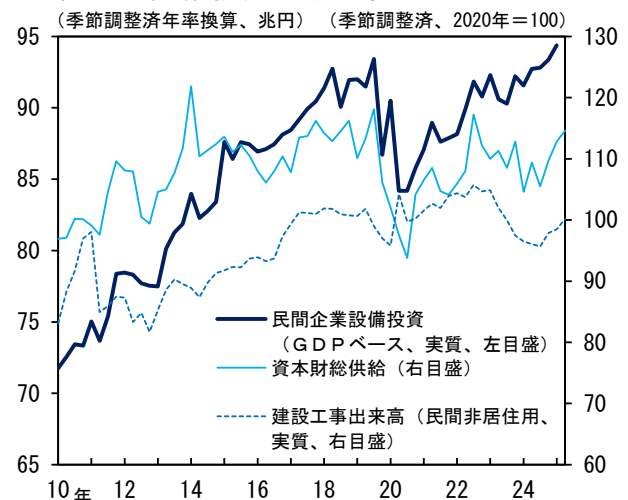


関連や省力化関連の投資需要に支えられて、底堅く推移している。建設投資の一致指標である建設工事出来高（民間非居住用）をみると、建設資材高や人手不足を背景とした工事後ずれの影響がみられるものの、物流施設や都市再開発に関連する旺盛な建設需要に支えられて、緩やかに増加している。

機械投資の先行指標である機械受注は、増加している（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。非製造業は、デジタル・省力化関連投資を中心に、足もとで増勢が強まっている。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、足もとではっきりと増加している。6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）、G D P 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＋6.6%と、前年度から減速しつつも、しっかりとした増加で着地した。2025 年度は、例年並みの計画修正パターンに沿って3月短観から上方修正され、前年比＋9.4%と増加計画となっている。もっとも、企業は、各国の通商政策等の今後の展開を見極める観点から、設備投資計画の修正という意思決定を先送りしている可能性もある点には留意が必要である。

先行きの設備投資は、受注残高解消の動きや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。その後は、企業収益が増益に転じ、不確実性のマ

図表17：設備投資一致指標

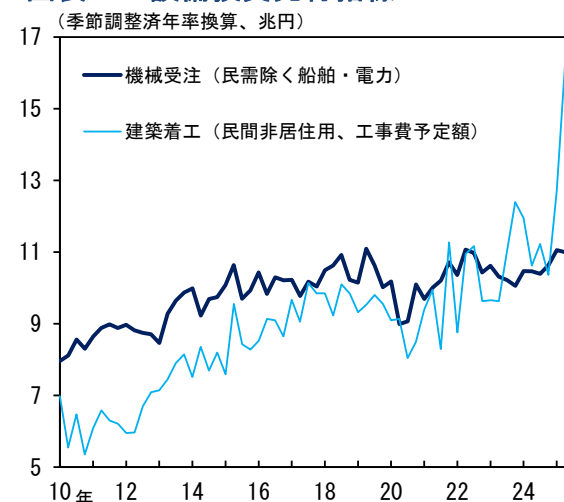


（出所）内閣府、経済産業省、国土交通省

（注）1. 建設工事出来高の2025/2Qは、4～5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。

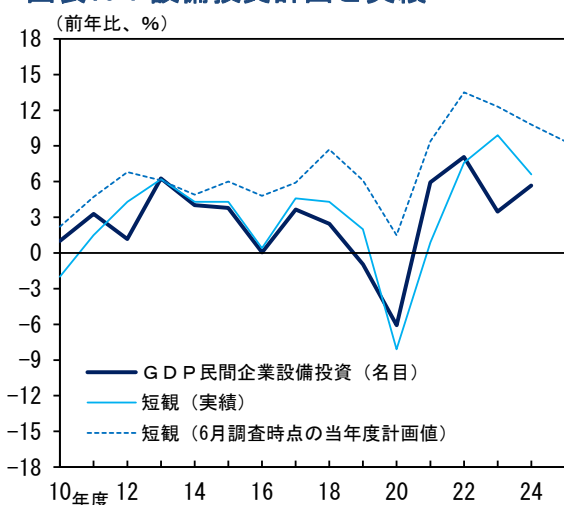
図表18：設備投資先行指標



（出所）内閣府、国土交通省

（注）2025/2Qは、4～5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）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。

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）。

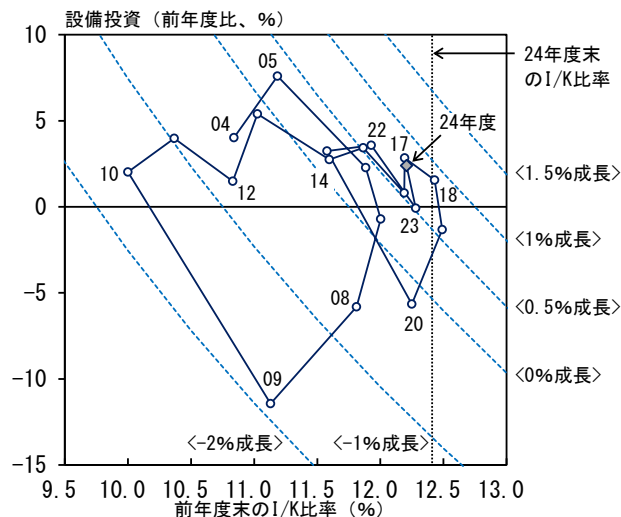
（雇用・所得環境）

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、対面型サービス業が増加しているが、人手不足に直面した企業による非正規雇用から正規雇用への切り替えが進むもとの、基調としては、コロナ禍直前を下回る水準で推移している。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）。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（正社員求人数指数）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）¹¹。

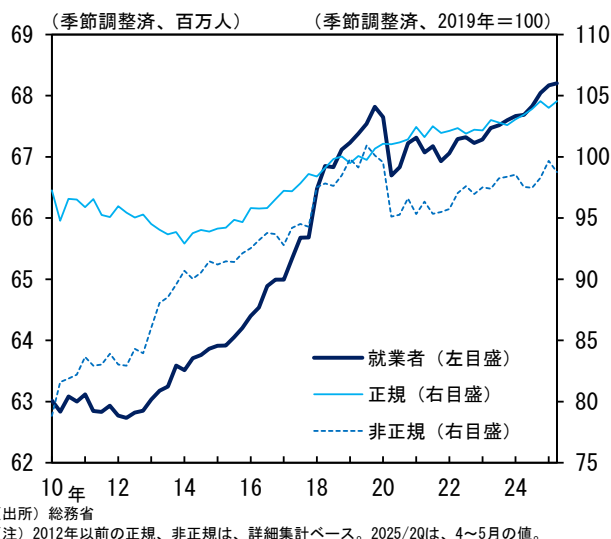
¹¹ 労働経済動向調査の欠員率は、未充足求人数／常用労働者数として計算。正社員求人数指数は、民間求人サイトと、ハローワークインターネットサービスで募集している正社員求人の合計（重複している求人は調整）。

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。

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。2025/20は、4～5月の値。

図表22：失業率と労働力率



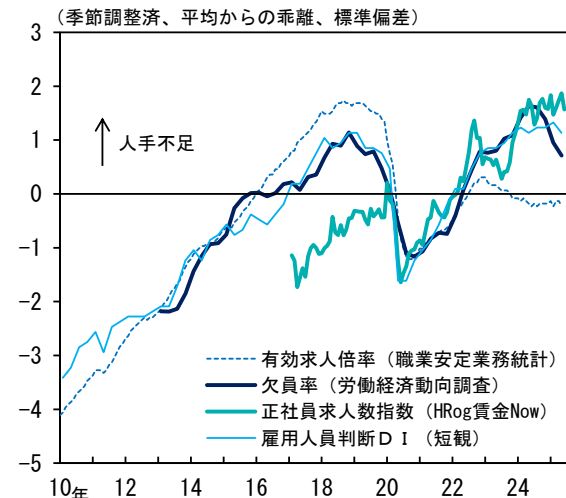
（出所）総務省

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¹²。

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。

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）¹³。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、前年比 3 % 弱の上昇率で推移してきたが、足もとでは勤務日数の前年比減少や卸売・小売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おり、足もとでは 4 % 半ばから後半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、昨年秋の最低賃金引き上げ以降、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 4 % 強となっている。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、賞与増加を背景に上

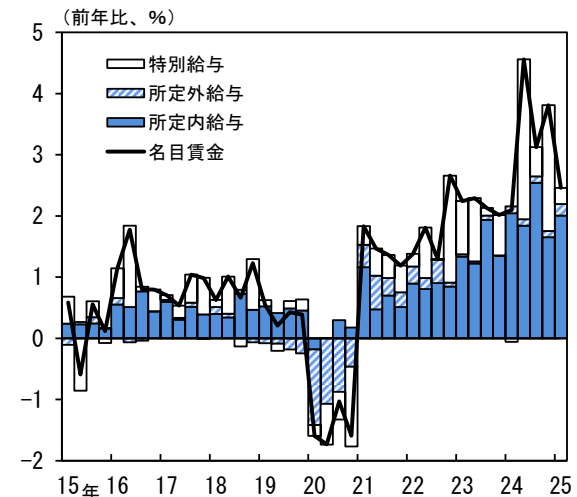
図表23：労働需給関連指標



(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（正社員求人数指数は、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D Iは、全産業全規模ベース。

図表24：名目賃金

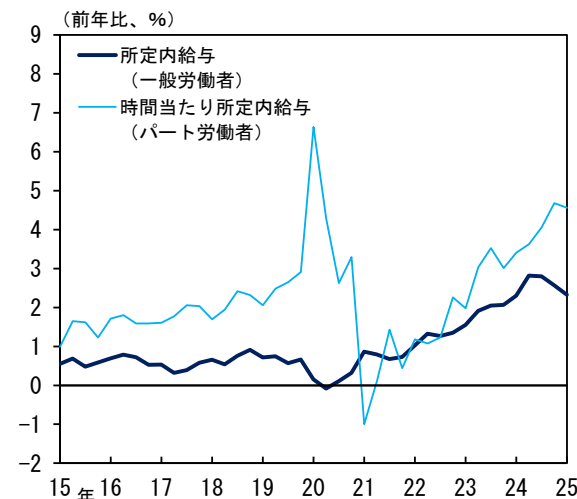


(出所) 厚生労働省

(注) 1. 各四半期は、1Q：3～5月、2Q：6～8月、3Q：9～11月、4Q：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、1Q：3～5月、2Q：6～8月、3Q：9～11月、4Q：12～2月。

2. 2016/1Q以降は、共通事業所ベース。

¹² 職業安定業務統計の有効求人倍率が、近年、他の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。

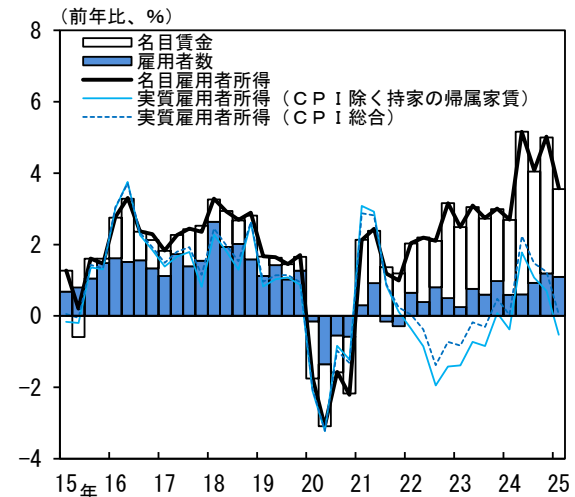
¹³ 毎月勤労統計の賃金については、調査対象のサンプル替えによる振れの影響を受けにくい共通事業所ベースを用いて評価している。

かりと増加していたが、足もとでは伸びが鈍化している。

先行きの賃金動向を展望すると、所定内給与は、本年の春季労使交渉が高い伸びとなった昨年を幾分上回るベースアップ率で着地したこと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。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が強まるのに伴い、製造業を中心に下押し圧力が強まっていくと予想される。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）。もっとも、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では、足もとの物価上昇率の高まりから、前年比で小幅のマイナスとなっている。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、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

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. 名目雇用者所得＝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2016/1Q以降は、共通事業所ベース。

4. 雇用者所得の実質値は、() 内の各物価指標を用いて日本銀行スタッフが算出。

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いくと考えられる。

(家計支出)

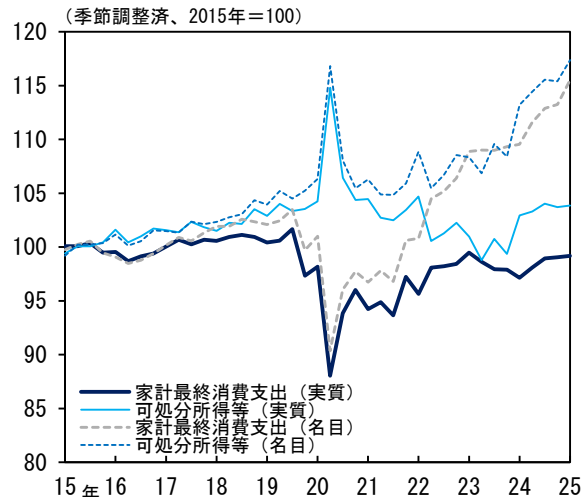
個人消費は、物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している。

GDPの家計最終消費支出や各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数（実質・旅行収支調整済）¹⁴をみると、サービス消費を中心に緩やかな増加傾向にあったが、このところ、食料品価格上昇が下押し要因となり、横ばい圏内の動きにとどまっている（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）、米などの食料品価格の上昇もあって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底堅さ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、横ばい圏内の動きとなっている（図表 28）。家電販売額は、エアコンを中心に緩やかな増加傾向にある。自動車販売は、受注残の消化が進むもとで、高めの水準を維持しているが、足もとでは若干減少している。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。

¹⁴ 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

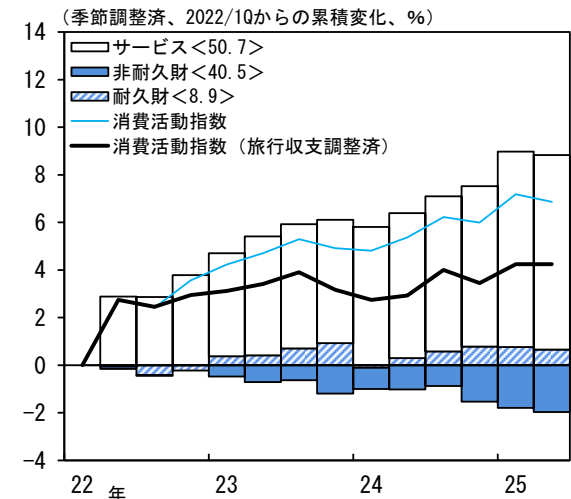


(出所) 内閣府

(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）



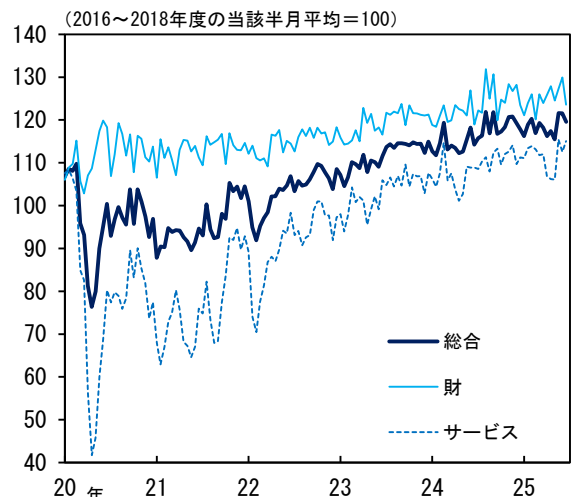
(出所) 日本銀行等

(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）。2025/2Qは、4～5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エイト。

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「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。

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、緩やかな増加基調を続けている。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、割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、足もとでは米価格の上昇一服もありやや持ち直しているが、依然として低水準で推移している。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、足もとでは下げ止まっている。

先行きの個人消費を展望すると、春季労使交渉を反映した所定内給与の上昇が一定の下支えとなるものの、最近の食料品価格上昇に加え、本年度後半にかけては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、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。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、本年 4 月の建築基準法等の改正に伴う駆け込みとその反動減から、持家や貸家を中心に振れが大きくなっているが、そうした要因を除いてみれば、住宅価格の上昇を受けて減少傾向をたどっている。先行きの住宅投資は、緩和的な金融環境

図表30：個人消費関連のマインド指標



図表31：平均消費性向



図表32：住宅投資



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。

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、春頃まで4%台前半で推移してきたが、足もとでは、輸入物価の下落や素材関連の供給過剰感の強まりから、3%程度まで低下している(図表33、44)。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プラス幅の拡大傾向を続けており、このところ3%台半ばのプラスとなっている(図表33)。

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%台前半となっている(図表33、34)¹⁵。除く生鮮食品・エネルギーの前年比は、プラス幅の拡大を続けており、足もとでは3%台半ばとなっている(図表33、35)。内訳をみると、財は、米価格の上昇に加え、その波及による米以外の食料品価格上昇の影響から、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とで、足もとでは食料品価格の上昇が外食にも波及し、プラス幅が拡大している。

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、1%台半ばで横ばい圏内の動きを続けている(図表33)。

消費者物価の基調的な動きを捕捉するため、各

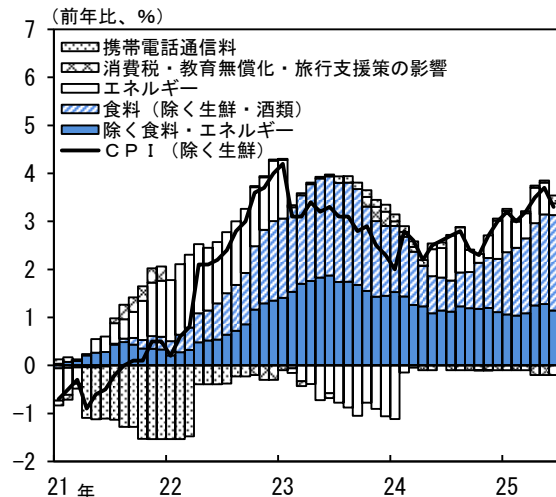
図表33：物価関連指標

	(前年比、%)			
	24/3Q	24/4Q	25/1Q	25/2Q
消費者物価指数(CPI)				
除く生鮮	2.6	2.6	3.1	3.5
除く生鮮・エネルギー	2.0	2.3	2.7	3.2
除く食料・エネルギー	1.7	1.6	1.5	1.6
国内企業物価指数(前期比)	0.7	1.1	1.0	0.6
企業向けサービス価格指数	3.0	3.2	3.5	3.5
GDPデフレーター	2.4	2.9	3.3	
内需デフレーター	2.2	2.4	2.7	

(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の食料は、酒類を除く。

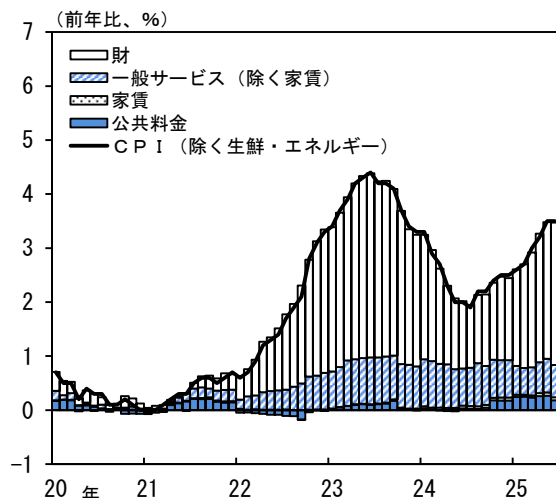
図表34：CPI(除く生鮮)



(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. 消費税・教育無償化・旅行支援策の影響は、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。

¹⁵ 昨年夏以降の米などの食料品価格上昇の影響については、BOX3を参照。

種のコア指標をみると(図表 36)^{16, 17}、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、再び上昇率を高めており、足もとでは2%台半ば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」超幅が拡大し、足もとでは約70%ポイントとなっている(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、緩やかな上昇傾向が続いている(図表 38)¹⁸。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¹⁹。

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

¹⁶ 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。

¹⁷ 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。

¹⁸ 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。

¹⁹ 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BOX4を参照。

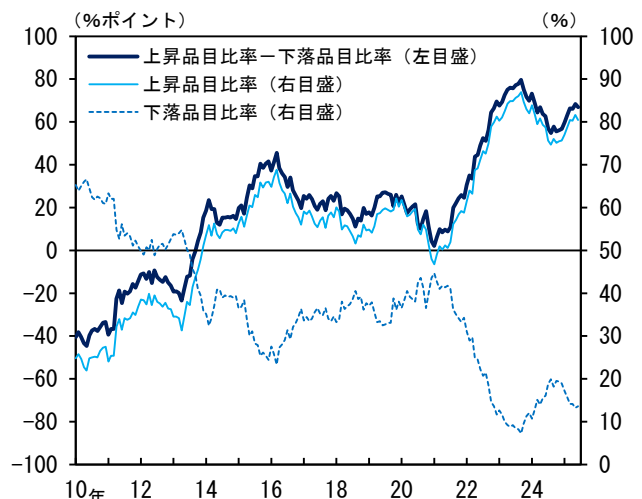
図表36：CPIの刈込平均値等



(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。

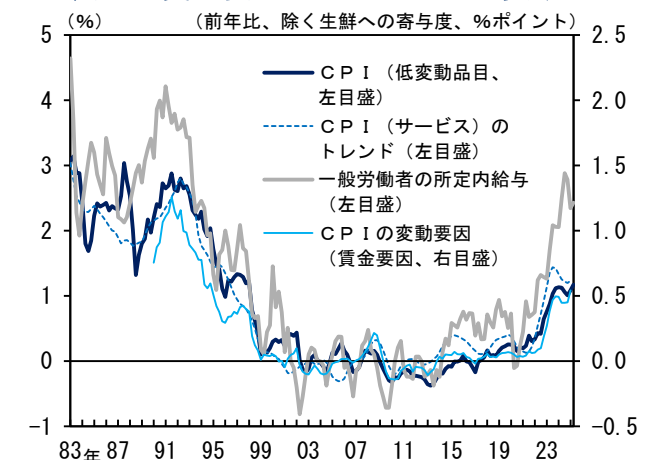
図表37：上昇・下落品目比率



(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。

4. 一般労働者の所定内給与の2025/2Qは、4~5月の値。

ていたが、2024 年以降は、賃金の上昇を反映してユニット・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）。

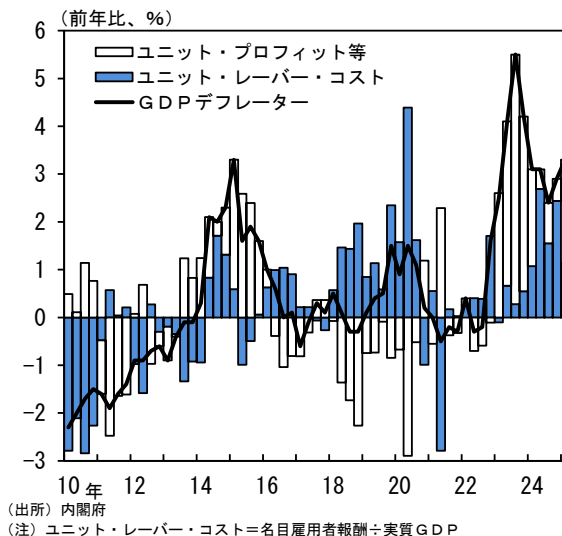
（物価を取り巻く環境）

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 40）。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。

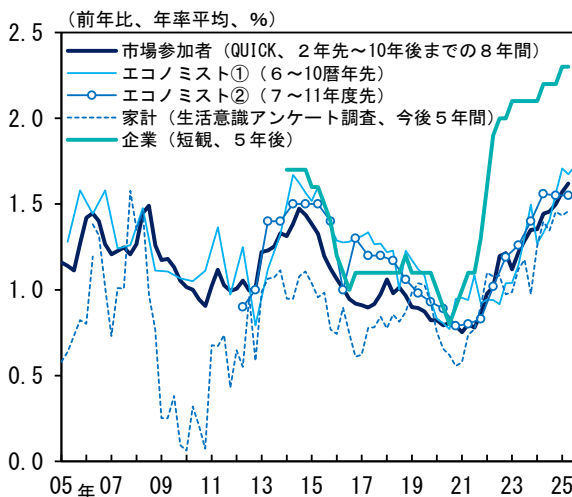
第 3 に、輸入物価は、既往の原油価格等の国際商品市況の動きを反映した契約通貨ベースの下落

図表39：GDPデフレーター



図表40：予想物価上昇率

①各種調査



②BEI



に加え、足もとでは為替要因も下押しに作用しており、前年比で 10%程度の下落となっている（図表 42、43）。

この間、エネルギー価格（ガソリン・電気代等）の前年比は、プラス幅が縮小し、足もとでは除く生鮮食品の前年比への寄与度は 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 0 %前後で推移すると想定される。

（物価の先行き）

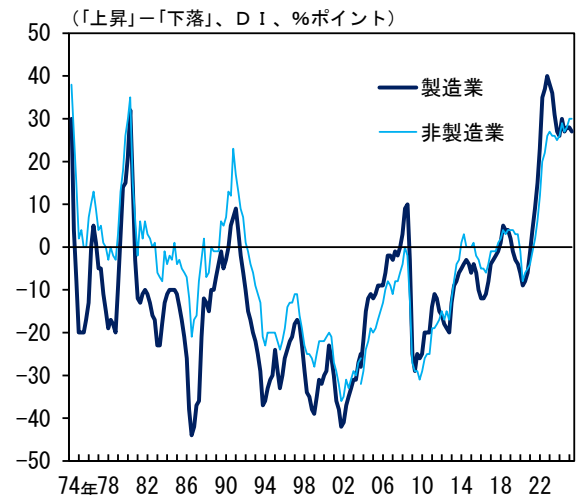
以上の基本的な考え方を踏まえると、先行きの消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、このところの米などの食料品価格上昇の影響が徐々に減衰していくことに加え、成長ペース鈍化などの影響から、いったん 2 %を下回ると見込まれる。その後は、成長率が高まるもとの、2 %程度で推移すると考えている（図表 45）。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、2025 年度に 2 %台後半となったあと、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

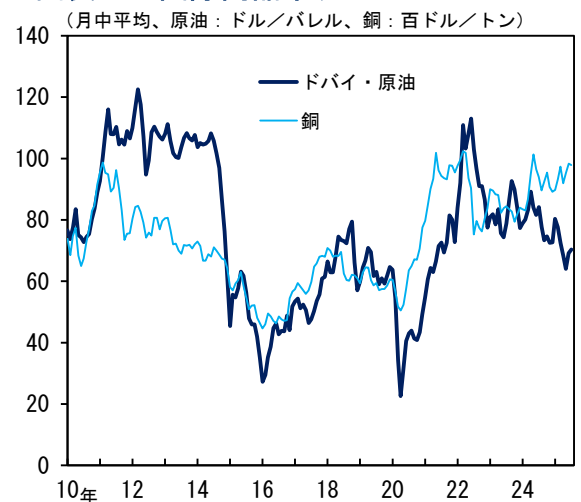
図表41：販売価格判断



（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42：国際商品市況



（出所）日本経済新聞社、Bloomberg

図表43：輸入物価（円ベース）

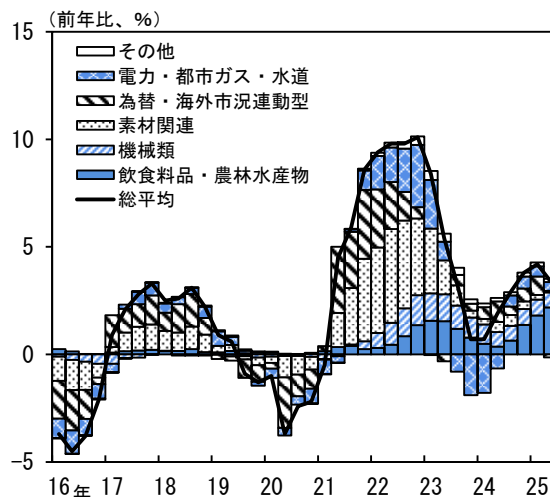


（出所）日本銀行

（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。

化しており、中心的な見通しでは、成長ペースが鈍化し、物価に対する下押し圧力として作用するもとでも、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、今後の各国の通商政策等を巡り不確実性が高い状況が続き、企業収益への下押し圧力が強まることがあれば、企業はコスト削減に注力する傾向を強める可能性がある。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ていく可能性や、先行き労働需給が引き締まった状況が続くもとで、賃金の上昇圧力が強まっていく可能性もある。

図表44：国内企業物価

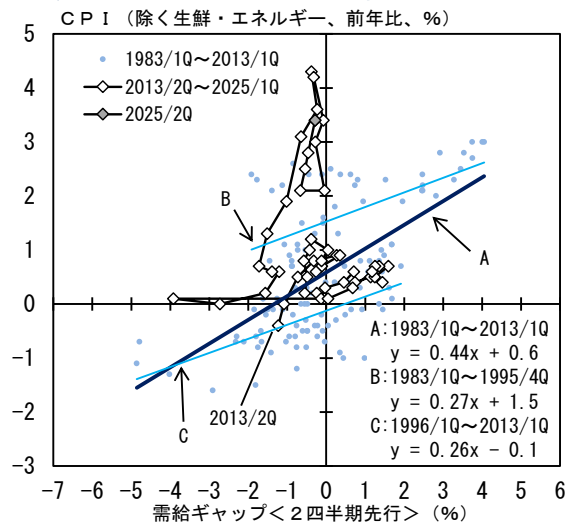


(出所) 日本銀行

(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45：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)

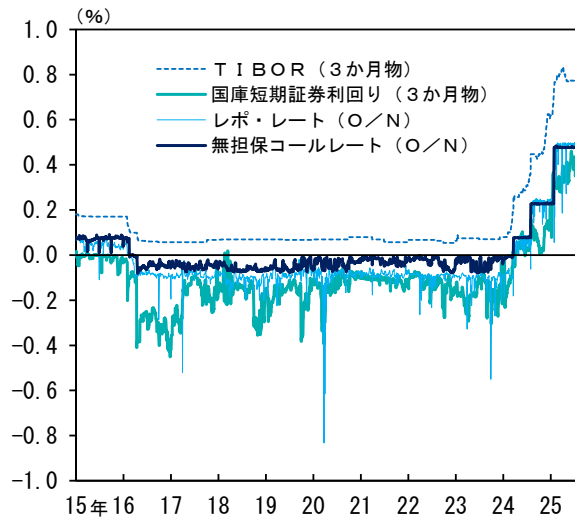
わが国の金融環境は、緩和した状態にある。

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）ともに横ばい圏内で推移している。

実質金利は、マイナスで推移している（図表47）²⁰。

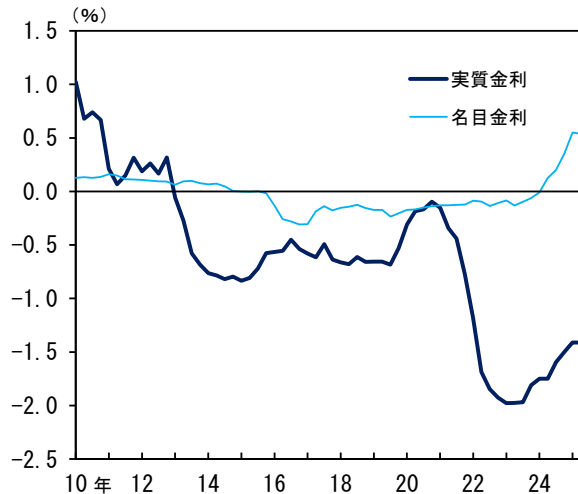
企業の資金調達コストは、上昇している（図表48）。貸出金利（新規約定平均金利）は、基準金利として参照される市場金利や短期プライムレートの上昇を受けて、短期、長期ともに上昇している。CPの発行金利は、上昇が一服している。社債の発行金利は、ベースレートの上昇を反映して、上昇している。

図表46：短期金利



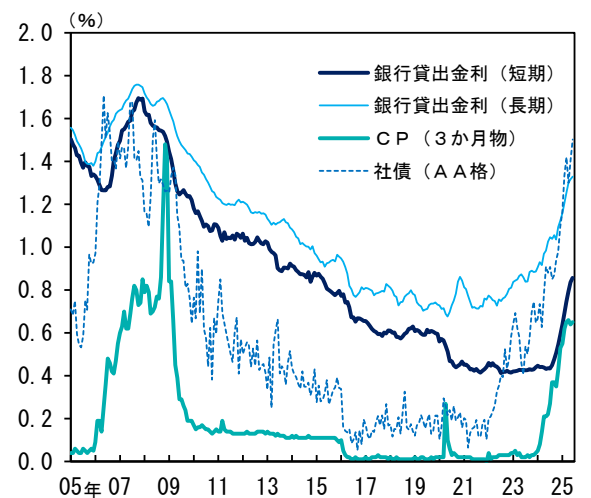
（出所）日本銀行、全銀協TIBOR運営機関、Bloomberg
（注）レボ・レートは、東京レボ・レート。

図表47：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48：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・エヌ情報センター、Bloomberg

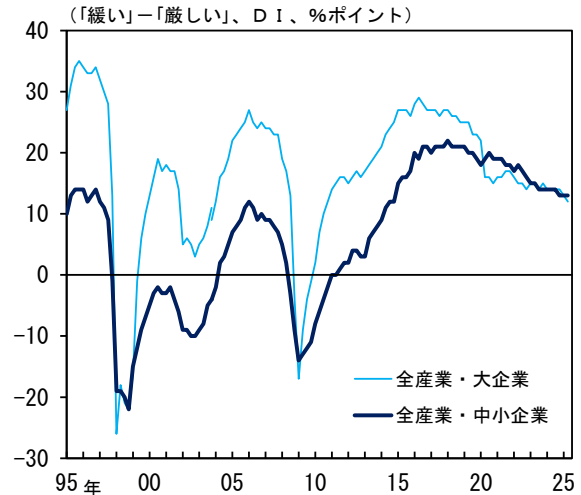
（注）1. CP発行利回りの2009/9月以前はa-1格以上、2009/10月以降はa-1格。
2. 社債発行利回りは、単純平均値、起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの発行分は除く。
3. 銀行貸出金利は、後方6か月移動平均。

²⁰ 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、市場のボラティリティが低下するもとで、4 月にいったん見送られていた起債を再開する動きがみられるなど、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 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、5 %台前半となっている。

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

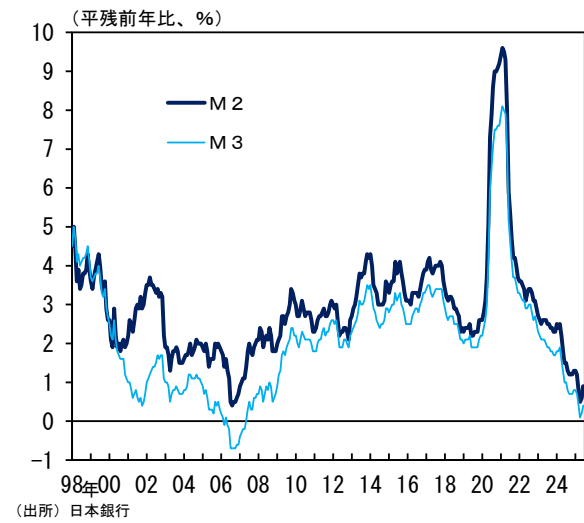


（出所）日本銀行、証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター

（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tock（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%程度となっている（図表52）。

図表52：マネースtock



(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、通商政策に関する各国間の交渉の進展や米国の堅調な経済指標等を背景に、市場センチメントは改善している。

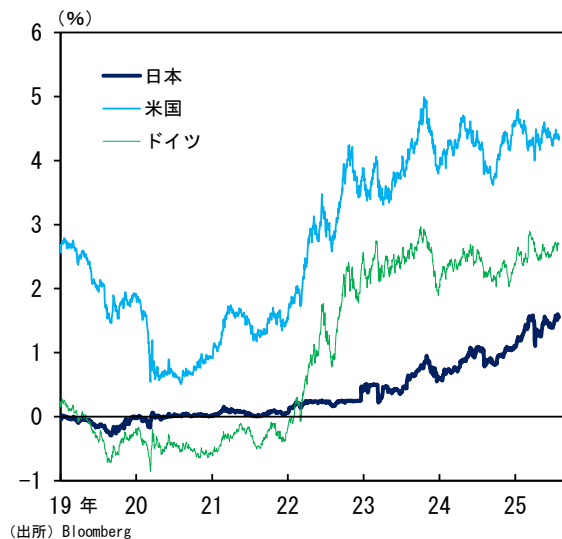
米国の長期金利(10年物国債利回り)をみると、市場センチメントの改善に伴ってF R Bの利下げ織り込みが後退するなか、先行きの国債需給悪化に対する警戒感が高まったこともあって、5月半ばにかけて大きく上昇した。その後は、F R Bの利下げを巡る思惑等から振れを伴いつつ、横ばい圏内で推移している(図表53)。欧州の長期金利は、米国金利に概ね連れる形で5月半ばにかけて上昇し、その後は、均してみれば横ばい圏内で推移している。わが国の長期金利は、米国金利に概ね連れる形で5月半ばにかけて上昇した。その後は幾分低下したが、足もとでは、米国との関税交渉の合意などを受けて再び上昇している。

円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、総じて低水準で推移している(図表54)。

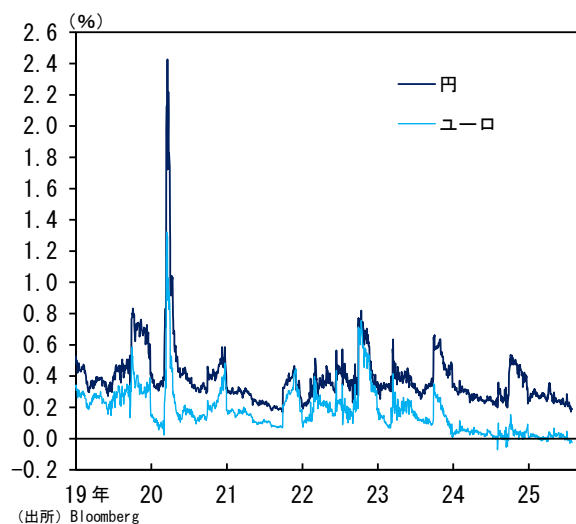
株式市場をみると、米国の株価は、市場センチメントが改善するもとで、大手ハイテク企業等の堅調な業績も好感されて大きく上昇し、足もとは史上最高値圏で推移している(図表55)。欧州の株価は、米国株価に連れる形で上昇した後、6月以降はユーロ高の進行が重石となる場面もみられ、横ばい圏内で推移している。わが国の株価は、米国株価に連れる形で上昇した後、足もとでは、米国との関税交渉の合意を受けて一段と上昇している。この間、新興国の株価も、先進国株と同様に上昇している。

為替市場をみると、円の対ドル相場は、市場セ

図表53：主要国の長期金利（10年物国債）

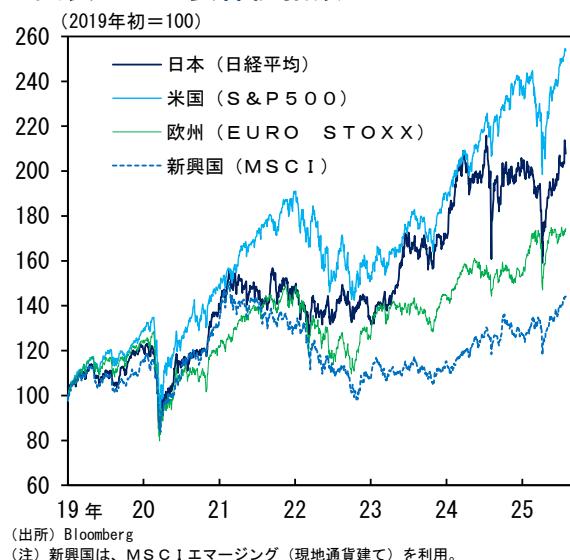


図表54：ドル資金調達プレミアム



(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。

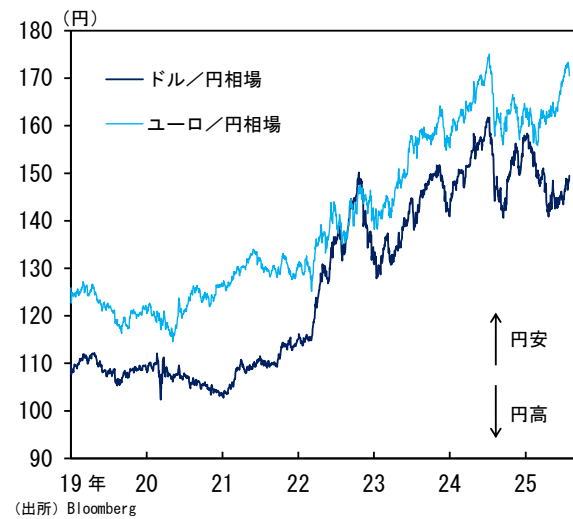
図表55：主要株価指数



ンチメントの改善を受けて、幾分ドル高・円安方向の動きとなっている（図表 56）。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、ユーロ高・円安方向の動きとなっている。

以 上

図表56：ドル円・ユーロ円相場



（BOX 1）各国の通商政策の動きとその影響：アップデート

本BOXでは、各国の通商政策を巡る動きがわが国経済に及ぼす影響について、2025年4月展望レポートの公表以降に利用可能となったデータやヒアリング情報などを用いて、アップデートする。

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、銅、医薬品等）を発動・検討している。このうち、①の「相互関税」については、各国一律の10%が既に発動されているほか、上乘せ分について、2025年8月1日を期限として各国と米国との交渉が続けられている。日本については、「相互関税」を15%とすることで日米間の合意がなされた。この間、米中間では交渉が継続している。一方、②の分野別関税のうち、鉄鋼・アルミニウムおよび自動車・部品については、既に発動されており、鉄鋼・アルミニウムについては税率が追加的に引き上げられている。なお、日本からの自動車輸出については、日米交渉の結果、追加関税分を25%から12.5%に引き下げることで合意された。

関税引き上げ後も、米国における価格転嫁は限定的にとどまり、同国の最終需要も底堅さを維持するも、わが国の実質輸出は、これまでのところ、情報関連において半導体分野別関税の導入可能性に備えた駆け込み需要が発生していることもあって、既往最高水準の近傍にある（前掲図表8、10）。また、資本財輸出の先行指標である機械受注の外需はなお高めの水準を維持しているほか、新規輸出受注PMIをみても、4月以降、低水準ながらも大きな落ち込みには至っていない（図表

図表B1-1：輸出を取り巻く環境

①機械受注・外需



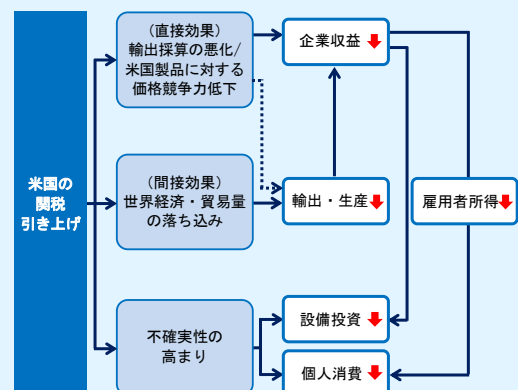
②PMI



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

（注）①の機械受注・外需の2025/20は、4～5月の値。

図表B1-2：関税政策の影響の3つの経路



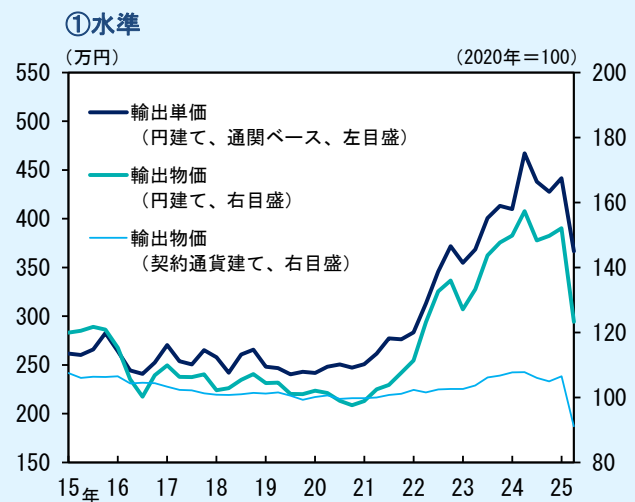
B1-1)。

米国の関税引き上げは、様々なチャネルを通じて、わが国経済に影響を及ぼす。前回4月の展望レポートで整理したとおり、具体的な波及経路としては、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つの経路が考えられる（図表B1-2）。以下では、これらのうち、①直接効果と②間接効果について、足もとまでに利用可能となっているデータから、生じている変化を整理する²¹。

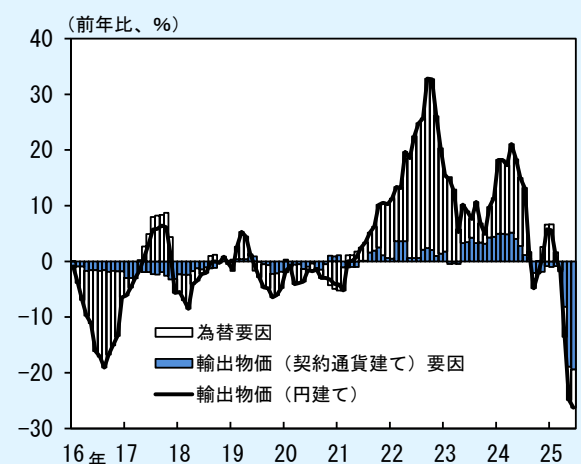
まず、直接効果については、輸出企業が関税によるコスト増加をどの程度、米国での販売価格に転嫁するかによって、負担の主体や割合は変わってくる。すなわち、関税コストの増加分が、販売価格に完全に転嫁されれば、米国国内の消費者や企業が関税分を全て負担することになる（ただし、この場合、米国で競合する財がある場合、輸出企業の価格競争力は低下する）。一方、わが国を含む海外の輸出企業が、現地販売価格を変えず関税負担を輸出価格の引き下げで全て吸収すれば、輸出国に負担が発生することになる。当然のことながら、これら両者の中間的なケースもありうる。

この点、既に25%の関税引き上げに直面している日本から米国向けの自動車輸出の価格動向をみると、（関税分を含まない）輸出単価や契約通貨建ての輸出物価は、4月以降、2割程度も下落した（図表B1-3）。こうした動きは、日本の自動車メーカーは、現地の販売価格上昇による数量減を回避する一方で、輸出採算の悪化というかたちで収益を悪化させていることを示唆している。

図表B1-3：米国向け自動車輸出物価



②前年比および変動要因



(出所) 日本銀行、財務省

(注) 1. 輸出単価は、米国向け乗用車の値。輸出物価は、北米向け乗用車の値。
2. 輸出物価 (契約通貨建て) 要因は、輸出物価の契約通貨建て指数の変動により説明される部分。為替要因は、輸出物価の円建て指数と契約通貨建て指数の乖離から算出。

図表B1-4：世界貿易量と実質輸出



(出所) 日本銀行、財務省、オランダ経済政策分析局、United Nations Trade and Development Data Hub

(注) 1. 世界貿易量は、世界実質輸入。2025/20Iは、United Nations Trade and Development Data Hubによるナウキャスト値をもとにした試算値。
2. シャド一部分は、景気後退局面。

²¹ 不確実性を通じた経路と設備投資の関係については、BOX2で議論している。

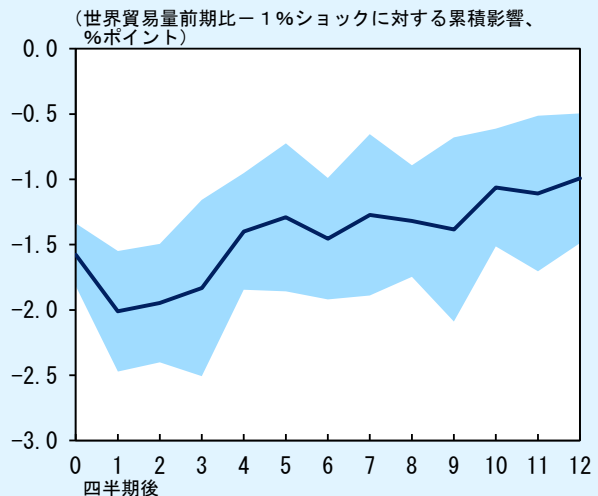
次に、間接効果は、関税引き上げによる世界貿易量の減少や企業の生産活動の停滞を通じて、わが国の輸出にも下押し圧力が及ぶ効果である（前掲図表5、図表B1-4）。わが国の輸出は、資本財や自動車関連、情報関連など世界貿易量への感応度の比較的高い財が多いため、世界貿易活動のアップダウンは、わが国実質輸出の変動につながりやすいとみられる（図表B1-5）。このため、先行き、世界貿易量が、駆け込みの反動減の影響を受けながら減少していくとすれば、日本の輸出への下押し圧力も明確になっていくと予想される。さらに、各国一律の「相互関税」に加えて、今後、半導体等の分野別関税や高関税率となっているアジア各国への「相互関税」の上乗せ分の多くが発動されれば、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、情報関連を中心にわが国の輸出が一段と下押しされるリスクにも注意する必要がある。

以上のような米国の関税引き上げによる直接・間接の影響により、今年度のわが国企業収益は減益となる可能性が高まっている²²。実際、2025年6月短観で今年度の経常利益計画をみると、非製造業は底堅く推移する一方、製造業は、加工業種を中心に減益計画となっている（図表B1-6）。このような見通しが実現する場合には、先行きの賞与やベースアップなど企業による賃金設定行動にも影響を与えうるだけに、今後の動向を注意してみていく必要がある。

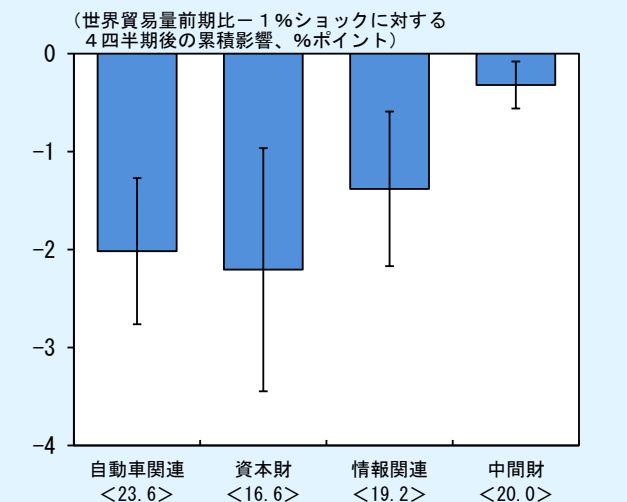
²² また、グローバルな経済活動の縮小は、わが国企業の直接投資収益へのマイナスの影響を通じて、経常利益にマイナスの影響を及ぼすとみられる。

図表B1-5：世界貿易量減少の影響

①実質財輸出への影響



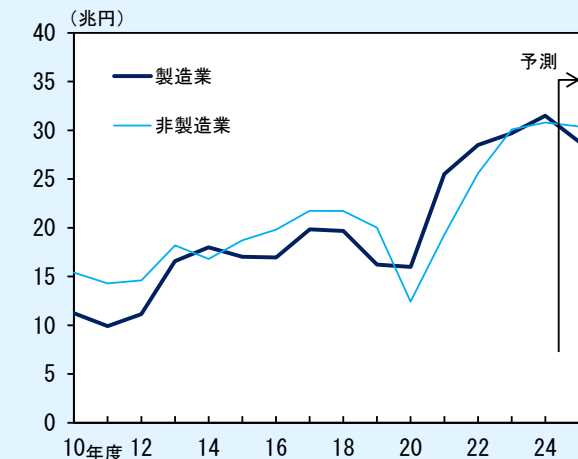
②財別実質輸出への影響



（出所）日本銀行、財務省、BIS、オランダ経済政策分析局

（注）1. 実質財輸出に対する世界貿易量の影響をローカル・プロジェクションで推計。実質実効為替レート等の影響をコントロール。推計期間は、2000/10～2024/40。
2. ①のシャドーは、90%信頼区間。
3. ②の< >内は、2024年通関輸出額に占める各財のウェイト。バンドは、90%信頼区間。

図表B1-6：業種別の経常利益（短観）



（出所）日本銀行

（注）短観ベース（大企業）。2025年度は、2025/6月調査時点の計画値。

(BOX 2) 不確実性と設備投資

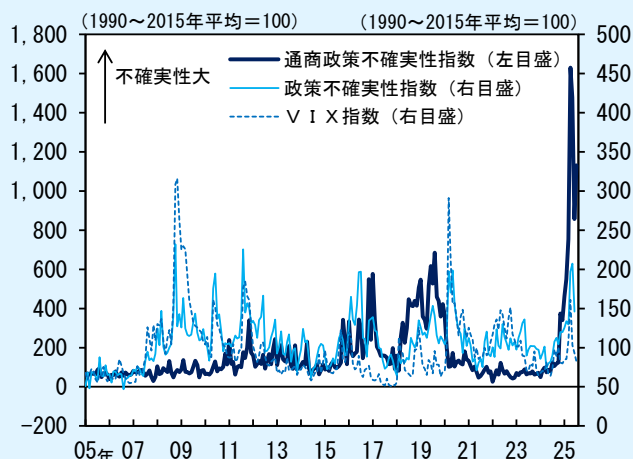
本BOXでは、各国の通商政策に伴う不確実性の高まりが、設備投資に与える影響を点検する。

まず、不確実性の高さを示す各種指標をみると、米国の関税引き上げの発表直後は、VIX指数（Volatility Index）が急激に上昇するなど、金融市場で不安定な動きがみられたが、足もとでは落ち着きを取り戻しつつある（図表 B2-1）。一方、わが国の新聞の関連報道等から作成した通商政策不確実性指数をみると、4月のピークから低下しているとはいえ、歴史的には依然として高い水準となっており、企業が支出行動を意思決定するに当たり、不透明感の強い状態が続いてきたことが示唆される。7月23日（日本時間）の日米合意を受け、不確実性は一定程度低下するとみられるが、米国との通商交渉がなお妥結していない国も存在しているほか、米国における関税の価格転嫁の動向も含めた関税の経済的影響についても、不確実性は残っている。

次に、こうした通商政策を始めとする政策面の不確実性の高まりが企業の設備投資に与える影響をみるため、簡単なVARモデルを推計すると、政策不確実性指数の高まりは、金融変数の影響をコントロールした場合、多少の時間をかけて設備投資の下押し圧力となっていくことが実証的に確認できる（図表 B2-2）。

この点、短観で今年度の設備投資計画をみると、3月調査から6月調査にかけて概ね例年のパターンに沿って上方修正されており、これまでのところ変調の兆しは窺われていない（前掲図表 19）。この結果は、製造業大企業を中心にはっきりとした減益が予想されるなかでも、中期経営計画等で決定した案件を中心に、人手不足対応のDX投資

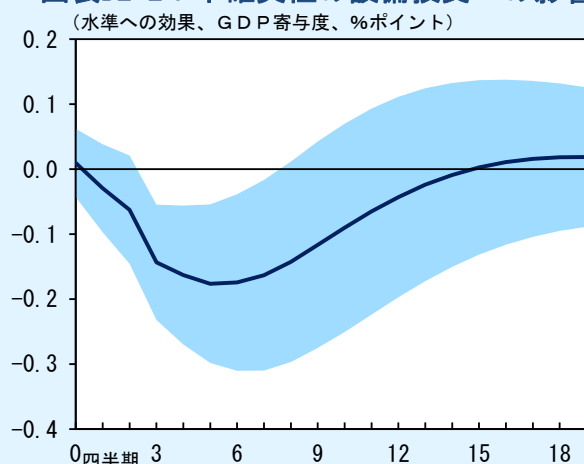
図表B2-1：不確実性指標



（出所）Bloomberg, "Policy Uncertainty in Japan" by Elif C. Arbatli Saxegaard, Steven J. Davis, Arata Ito, and Naoko Miae.

（注）通商政策不確実性指数、政策不確実性指数は、日本を対象とする指数。VIX指数は、S&P500ベース。直近は、政策不確実性指数は2025/6月、通商政策不確実性指数は7/21日時点の値、VIX指数は7月の値（月中平均、29日まで）。

図表B2-2：不確実性の設備投資への影響



（出所）内閣府、厚生労働省、日本銀行、Bloomberg, "Policy Uncertainty in Japan" by Elif C. Arbatli Saxegaard, Steven J. Davis, Arata Ito, and Naoko Miae.

（注）政策不確実性指数、VIX指数、実質GDP、実質個人消費、実質設備投資、総実労働時間、GDPデフレーター、無担保コール〇/N金利（無担保コール〇/N金利以外は対数値）からなるVARモデルを推計し、政策不確実性指数+1のショックに対する実質設備投資のインパルス応答を算出。推計期間は、1994/1Q～2024/4Q。シャドローは、95%信頼区間。

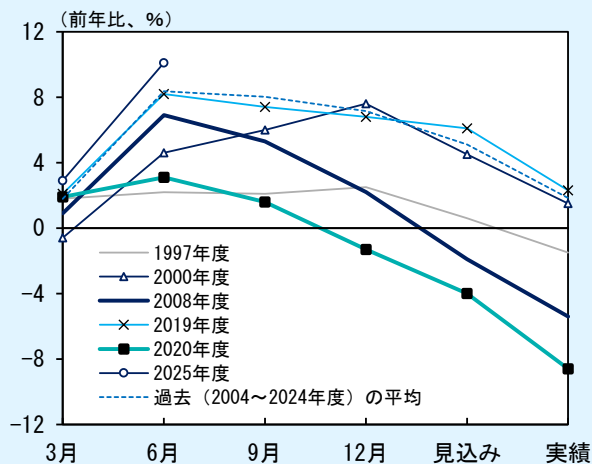
や成長分野への研究開発投資などを積極的に実施するスタンスを変更していないことを示唆しているとの見方も可能である。

もっとも、大企業の設備投資計画について、負のショックで減益等となった年度の修正の足取りを確認すると（図表 B2-3）、その時々々のショック発生のタイミングにもよるが、総じてみれば、設備投資計画が6月調査時点で腰折れすることはまれで、年度後半にかけて下方修正されていくケースの方が多くことが分かる。こうした過去のパターンを踏まえると、企業が、各国の通商政策や貿易交渉の今後の展開を睨みながら、現時点では設備投資に関する意思決定を先送りしている可能性も否定できない。

こうした可能性も念頭に置いて、企業の投資スタンスの短期的な変化が表れやすい各種の先行指標をみると、①工作機械受注・内需は、自動車関連メーカーからの発注減を主因に足もとで弱めの動きとなっているほか、②設備投資意欲DIも、このところ輸送用機械を中心に幾分低下している点には留意する必要がある（図表 B2-4）。また、本年7月の「地域経済報告（さくらレポート）」でも紹介されているとおり、企業ヒアリングでは、積極的な投資スタンスを維持するとの声が聞かれている一方、通商政策を巡る不確実性の高さから、設備投資計画の見直しを検討しているとの声や、実際に一部の増投資を先送りしたとの声も聞かれている。

通商政策を巡る不確実性の高まりが設備投資に与える影響については、時間をかけて顕在化してくる可能性もあるため、今後のデータやヒアリング情報を丹念に点検していく必要がある。

図表B2-3：負のショック時の設備投資計画

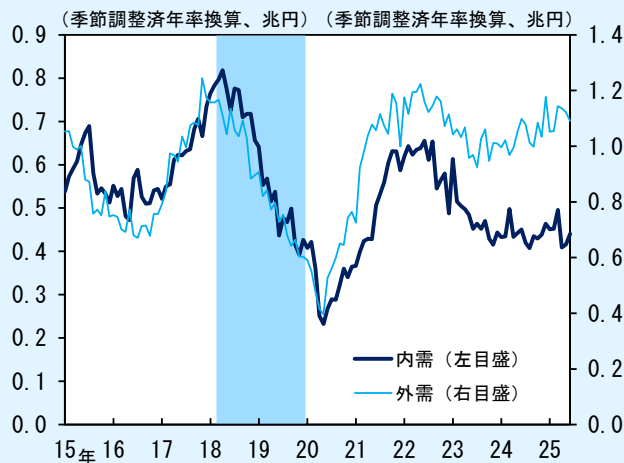


（出所）日本銀行

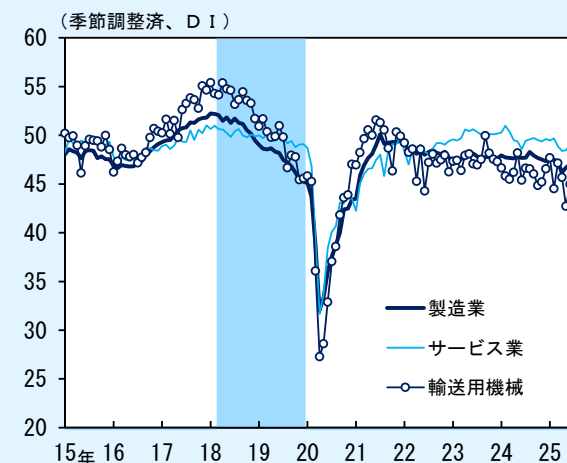
- （注）1. 短観ベース（全産業大企業）。2003/12月調査以前は、金融機関を含まない。
2. ソフトウェア投資額・研究開発投資額を含み、土地投資額は含まない（2016/12月調査以前は、研究開発投資額を含まない。また、2003/12月調査以前は、ソフトウェア投資額を含まず、土地投資額を含む）。
3. 過去の年度は、1997年度：アジア通貨危機、2000年度：ITバブルの崩壊、2008年度：リーマン・ショック、2019年度：米中貿易摩擦、2020年度：コロナ禍。

図表B2-4：設備投資スタンス先行指標

①工作機械受注



②設備投資意欲DI



（出所）日本工作機械工業会、帝国データバンク

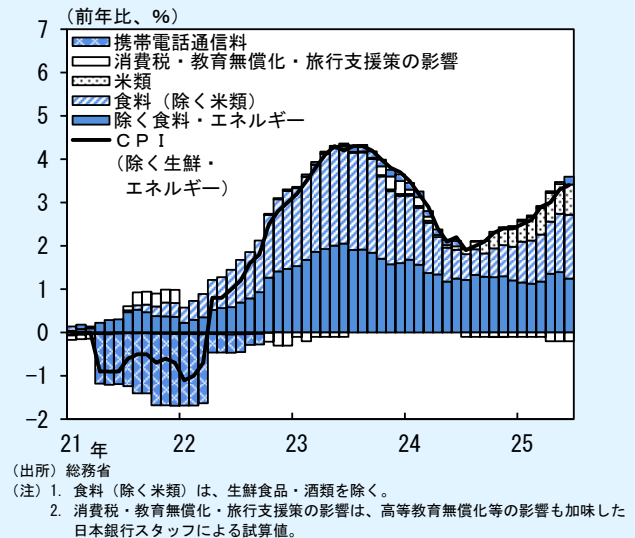
- （注）シャドーは、第一次トランプ政権時における鉄鋼・アルミ関税の発動（2018/3月）から米中間の第一段階貿易合意（2019/12月）までの期間。

（BOX 3）最近の食料品価格上昇の背景とその影響

過去1年間の物価動向を振り返ると、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、昨年7月の+1.9%をボトムに本年6月の+3.4%へと、+1.5%ポイント、プラス幅を拡大してきた（図表B3-1）。この間、米などの食料品価格の前年比は+2.7%（除く生鮮食品・エネルギーに対する寄与度+0.7%ポイント）から、+8.4%（同+2.2%ポイント）と大幅に上昇しており、ここ1年間の物価上昇率加速の大半は、食料品価格の上昇によって説明できることがわかる²³。他方、消費者物価（除く食料・エネルギー）の前年比は、+1%台半ばで安定的に推移している。本BOXでは、最近の物価上昇をけん引している食料品価格上昇の背景とその影響について、考察する。

品目別にみて、この1年間の食料品価格上昇に最も大きく寄与しているのは、米価格である。米価格は、消費者物価総合に対するウエイトでみて0.6%（1万分の62）に過ぎないが、足もとでは前年比+100%近い上昇率となっており、本年6月の除く生鮮食品・エネルギーの前年比に対する寄与度は+0.7%ポイントと、大きな押し上げ要因となっている。こうした米価格の上昇には、天候要因による供給量の減少と昨年夏の南海トラフ地震臨時情報に伴う需要拡大が重なって発生した超過需要が、直接的な起点となったことが指摘されている²⁴。やや長い目でみると、2022年以降、輸入物価が大幅に上昇するなかでも、①肥料代や燃料費などの農業生産コストの転嫁があまり進んでいなかったことに加えて、②パンや麺類など他

図表B3-1：食料品価格と消費者物価



²³ ここでの食料品価格は、消費者物価（食料除く生鮮食品・酒類）を指す。

²⁴ 2024年夏以降の米価格上昇の背景については、農林水産省「令和6年度 食料・農業・農村白書」が詳しい。

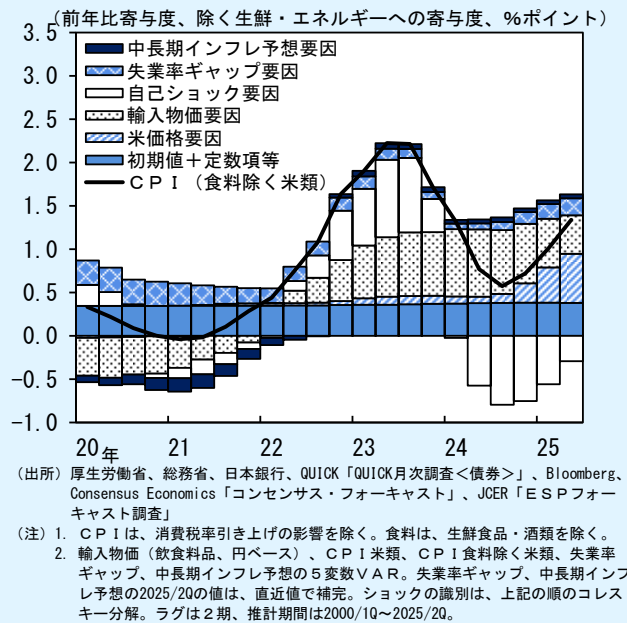
の食料品価格と比較した相対価格が大幅に低下していたことも、最近の米価格上昇の背景にあるとみられる。

米以外の食料品でも、菓子類や調理食品など幅広い品目の価格が上昇している。その背景を定量的に把握するため、輸入物価（飲食料品）、消費者物価（米類）、消費者物価（食料除く米類）、失業率ギャップ、中長期インフレ予想からなる5変数VARモデルを推計した。ヒストリカル分解の結果をみると、米以外の食料品の価格上昇には、①米価格上昇の波及効果（具体的には、おにぎりや無菌包装米飯、すし弁当等の価格上昇）に加え、②輸入食料品の価格上昇も、チョコレートやコーヒーの価格上昇というかたちで大きく寄与してきたことが確認できる（図表B3-2）²⁵。

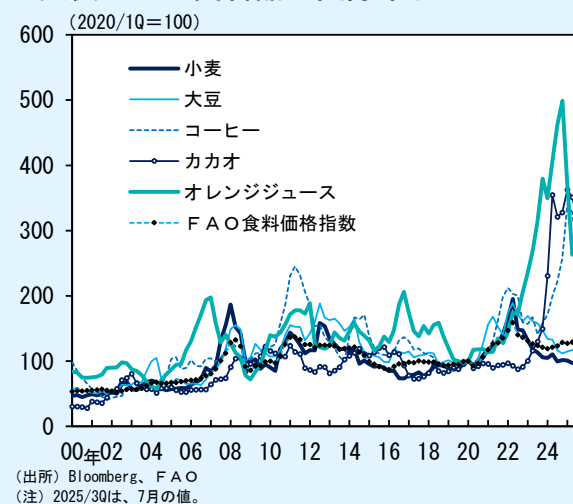
後者の輸入食料品価格上昇の背景を詳しくみるため、主要な食料品の国際商品市況の動向を振り返ると、小麦や大豆の価格は、ロシアのウクライナ侵攻後に大幅に上昇したあと、足もとでは落ち着きを取り戻している。一方、コーヒーやカカオ等の価格は、気候変動による天候不順の影響もあってか、2023年以降、急激かつ大幅に上昇している。これらの国際商品市況の上昇を受けて、円建ての輸入食料品価格の前年比は、為替要因が下押しに作用するもとでも上昇傾向にあり、輸入物価全体とはやや異なる動きを示している（図表B3-3、前掲図表43）。

米価格や輸入食料品価格の上昇の価格転嫁が進んでいる背景には、食料品メーカーが価格設定スタンスを積極化させている点も影響しているとみ

図表B3-2：米類を除く食料品価格の動向



図表B3-3：食料品の国際市況



²⁵ 米類の消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）前年比への寄与（足もとで0.7%ポイント程度）も加味すると、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）は、米および輸入飲食料品の価格上昇とその波及によって、+1.7%ポイント程度押し上げられている計算になる。

られる。実際、短観の物価全般の見通しをみても、食料品製造業のインフレ予想は、2014年の調査開始以降、全産業と概ね同様の動きを続けてきたが、2022年以降は、企業が直面するコスト上昇を背景に、全産業をはっきりと上回るペースで上昇している（図表B3-4）。

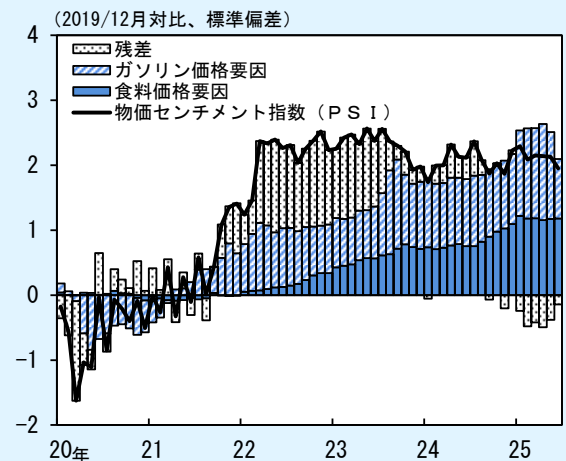
また、食料品は、ガソリン等と並んで、消費者の購入頻度が高く、人々の注目度も高いため、食料品価格の上昇は、この間の短期的なインフレ予想の高まりにも寄与してきた可能性がある。実際、景気ウォッチャー調査のコメントから機械学習の手法を用いて作成される「物価センチメント指数（PSI）」²⁶には、ガソリン価格と並んで、食料品価格も有意な影響を及ぼしていることが統計的に確認できる（図表B3-5）。PSIは、1四半期程度先の消費者物価に対して予測力を有することから²⁷、この間の食料品価格の上昇・高止まりは、短期インフレ予想の上昇を通じて、小売店舗の価格形成にも何らかのインパクトを及ぼしてきた可能性が高いとみられる。

こうした食料品価格の上昇が相応の持続性を持って進行してきた重要な要因としては、この間の個人消費の底堅さも指摘できる。一般に、食料品価格の上昇による実質所得の減少は、個人消費にマイナスの影響を及ぼす。もっとも、2024年以降の実質可処分所得の動きをみると、春季労使交渉を反映した賃上げと雇用者数の増加により雇用者所得がはっきりと改善してきたことが、食料品価格上昇による下押し効果を相殺している（図表

図表B3-4：物価見通し（短観・5年後）



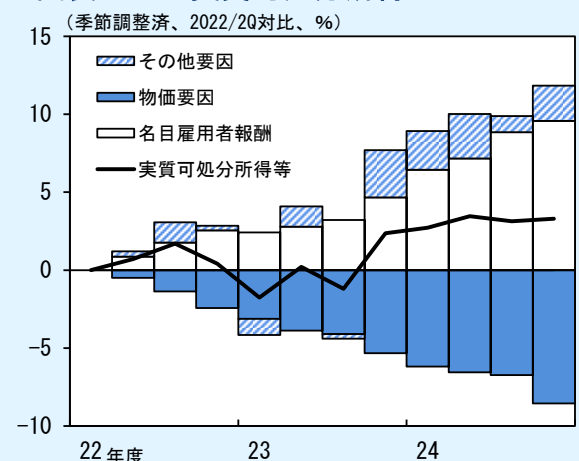
図表B3-5：物価センチメント指数の分解



物価センチメント指数（PSI）	
CPI 食料（感染症拡大前トレンドからの乖離）	0.06 ***
CPI ガソリン（水準）	0.05 ***
定数項	-4.94 ***
自由度修正済み決定係数	0.66
推計期間	2004/4月～2025/6月

(出所) 総務省、内閣府、日本銀行
(注) 1. 物価センチメント指数（PSI）は、2000～2019年の平均と標準偏差で基準化。
2. CPI 食料は、酒類を除く。***は、1%有意。

図表B3-6：実質可処分所得



(出所) 内閣府
(注) 1. 物価要因は、家計最終消費支出デフレーターへの寄与を示す。その他要因は、残差として算出。
2. 実質可処分所得等は、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日本銀行スタッフが算出。

²⁶ PSIの詳細は、日本銀行ワーキングペーパー「機械学習による景気分析—『景気ウォッチャー調査』のテキストマイニング—」（No.18-J-8）を参照。

²⁷ 詳細は、日本銀行ワーキングペーパー「景気ウォッチャー調査のテキスト分析からみた企業の短期インフレ予想」（No.21-J-12）を参照。

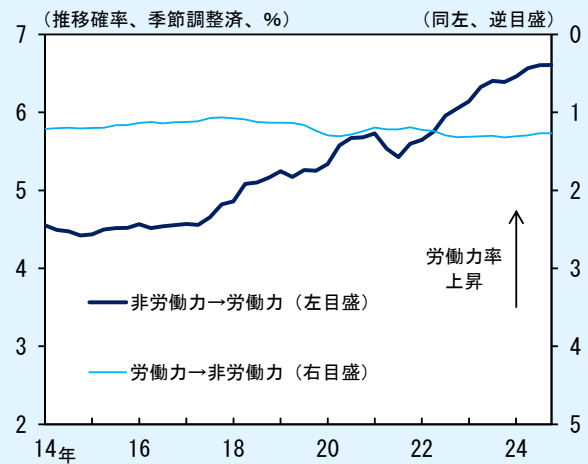
B3-6)。

雇用者数の増加は、女性を中心とした労働力率の上昇によってもたらされている(前掲図表 22)。この点を詳しくみるため、労働力フローの分析を行ってみると、2020 年代以降は、非労働力だった人々が新規に労働市場に参入したことが労働力率の上昇につながっていることが窺われる(図表 B3-7①)。一方、2010 年代の労働力率の上昇は、定年延長や再雇用制度によって、既存の労働力が非労働力化する動きが抑制されてきたことも影響している(図表 B3-7②)。

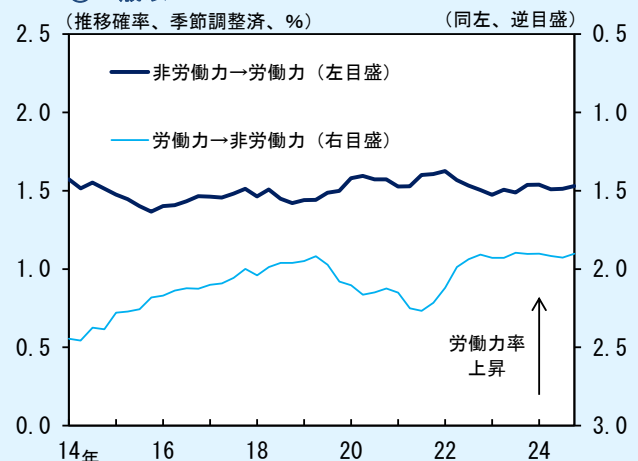
今回の展望レポートの中心的な見通しでは、食料品価格の上昇は本年度後半にかけて一巡していくと想定しているが、食料品は消費者の購入頻度が高いものであるだけに、それが家計のコンフィデンスやインフレ予想、および個人消費に与える影響には、引き続き注意していく必要がある。

図表B3-7：労働力フロー

①15～54歳



②55歳以上



(出所) 総務省

(注) フローデータをストックデータと整合的にするように調整した日本銀行スタッフによる試算値。中心12か月移動平均の値。

