

# Monthly Economist Report

国内金融環境が悪化する中、関税引き上げによる景気下押し懸念が強まる

2025年3月

PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤  
チーフエコノミスト、上席執行役員 片岡 剛士  
シニアエコノミスト 菊田 直孝



## 目次(3月総集編)

I. 2025年3月のまとめ：国内金融環境が悪化する中、関税引き上げによる景気下押し懸念が強まる	2
II. Daily Macro Economic Insights	3
1. 家計調査(2025年1月)－実質消費は4か月ぶりの減少、拡大を打ち消し－	3
2. 景気動向指数(2025年1月分速報)－下げ止まりからの拡大の絵姿は描けず－	5
3. 国際収支統計(2025年1月)：経常収支が2年ぶりマイナスも、春節の影響見極めが必要	7
4. 企業物価指数(2025年2月速報)－国内企業物価指数はやや伸びが鈍化－	9
5. 機械受注統計(2025年1月)－コア民需が減少、外需は増加：見通しに沿った推移－	11
6. 貿易収支(通関統計)(2025年2月)－輸出数量が増加に転じるが、先行きは見極めが必要－	13
7. 消費者物価指数(全国、2025年2月)－食料・エネルギー価格の鈍化で総合は再び前年比3%台へ	15
8. 商業動態統計(2025年2月速報)－基調判断は「緩やかな上昇傾向」へ一步前進－	17
9. 鉱工業生産(2025年2月速報)－1-3月生産の前期比マイナスの可能性が高まる－	19
10. 一般職業紹介・労働力調査(2025年2月)：有効求人倍率が低下、新規求人の減少幅が拡大	21
11. 日銀短観(2025年3月)－業況は概ね横ばい、インフレ圧力がより意識される－	23
III. Weekly Macro Economic Insights	25
1. 2025年3月3日(月)～3月7日(金)：日本企業に選ばれる日本となるには？	25
2. 2025年3月10日(月)～3月14日(金)：2025年春闘と2025年度予算は日本経済の好循環につながるのか？	29
3. 2025年3月17日(月)～3月21日(金)：2024年10-12月期のGDP(2次速報)：消費下方修正など民間需要の弱さを示す	33
4. 2025年3月24日(月)～3月28日(金)：日米金融政策の結果についてのコメント	37
5. 2025年3月31日(月)～4月4日(金)：2025年度の日本経済を考える際のチェックポイント	41

## I. 2025年3月のまとめ：国内金融環境が悪化する中、関税引き上げによる景気下押し懸念が強まる

(以下、リンク先をクリックして頂くと、関連するレポート該当部分へジャンプします)

日本経済の足元の動向につき確認しておこう。まず国内消費をみると、1月の家計調査において、実質消費支出が前年比+0.8%、前月比-4.5%となった。4か月ぶりの減少となり、昨年10月以降の拡大を打ち消した。実質可処分所得(勤労者世帯)は前年比-1.7%と、こちらも4か月ぶりに減少した。実質可処分所得の伸びは強まっているものの、伸びは2024年5月～7月よりは弱く、毎月勤労統計等の比較からは2025年以降は再びマイナスとなる可能性も十分あり得る。引き続き政府は早期に手取り所得を増やす方策を行なう必要性が増していると言えよう。一方、2月の商業動態統計では、名目的小売業販売額は前年比+1.4%、前月比+0.5%となった。業態別にみると、百貨店とスーパーは前年比減少、コンビニ・家電大型専門店・ドラッグストア・ホームセンターでは前年比増加となった。また、実質化した小売業販売額はここ数か月若干持ち直しており、この傾向が継続するかに注目であろう。次に設備投資動向をみておこう。1月の機械受注統計は、「船舶・電力を除く民需」(コア受注)は前月比-3.5%と2か月連続で減少した。1月の外需は同+1.9%となり、2か月連続で増加した。2月の鉱工業生産は、前月比+2.5%と4か月ぶりに増加した。もっとも昨年11月から今年1月までの減少の影響が大きく、1-2月生産平均値の対10-12月平均比伸び率では-0.6%と減少が続いている。生産予測調査に基づくと、1-3月期は前期比+0.0%となる見込みとなる。しかし、この数値の下振れ傾向を考えると、1-3月期の伸びはゼロか減産となる公算が大きい。2月の貿易統計では、名目輸出額は前年比+11.4%となり、5か月連続で増加した。輸出数量は、前年比+2.9%と4か月ぶりに増加した。以上を踏まえ、景気動向を確認しておこう。4月の日銀短観では業況判断DI(「良い」-「悪い」)は大企業製造業で12と12月から2ポイント悪化した。大企業非製造業は35と2ポイント改善した。また、貸出金利水準判断DI(全産業)は製造業で63、同非製造業で61と1991年以降で最も高い数値となった。借入金利水準判断(全産業)は2024年9月以降大きく上昇しており、3月調査において上昇の動きが加速している。1月の景気動向指数における一致指数は116.2となった。12月から0.1ポイント上昇して2か月連続で上昇した。物価面をみると、2月の企業物価指数では、国内企業物価指数が前月から横ばい(前年比+4.0%)、輸出物価指数は円ベースで前月比-1.3%(前年比+1.7%)、契約通貨ベースで同+0.5%、輸入物価指数は円ベースで前月比-1.7%(前年比-0.7%)、契約通貨ベースで同+0.5%となった。2月の全国消費者物価は、総合で前年比+3.7%、生鮮除く総合で同+3.0%となった。1月よりも生鮮・エネルギー価格の鈍化を受けて伸びが弱まった。食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合(欧米型コア指数)は同+1.5%と、2%を下回って推移している。

日本ではやや実質消費が上向く兆しがみられる中、企業の金融環境が悪化している。さらに4月3日にはトランプ大統領が日本向け24%、中国向け34%などの相互関税の引き上げを発表した。関税引き上げによる貿易赤字解消や自国産業育成の実現は困難とみられ、むしろ米国経済の悪化、それを通じた日本を含む各国経済への下押し圧力となることが懸念される。経済の押し上げ効果が期待されるトランプ政権の減税政策、これらの動きを受けた各国経済、金融政策、関税政策の影響をしっかりと見定める必要がある。

図表1:各国・地域の経済・物価・政策・先行きについて

	日本	米国	欧州・中国等
経済	実質所得の動きは鈍く、政府から可処分所得を増やす政策が期待される状態。長期金利上昇が進み、企業の借り入れ環境が悪化している。	関税引き上げに伴う不透明感の拡大を受けて、1-3月期の実質GDPがマイナスとなるリスクが生じている。労働市場の軟調さにつながるかが注目される。	欧州では物価高を受けた消費の低迷、中国では不動産不況に伴う需要の低迷といった構図に加えて、米国からの関税引き上げが重石なりつつある。
物価	食料・エネルギー主導の物価上昇が継続、需要の弱さを反映した欧米型コアは前年比2%以下で推移している。	移民対策による労働供給減少に加えて、トランプ大統領の関税引き上げにより、物価上昇圧力が加わりやすい。	ユーロ圏の食料・エネルギーを除く総合(欧米型コア)は2.6%へと鈍化したが、依然高い水準。中国CPIは0%台前半での推移。
政策	所得税・消費税、エネルギー関連での減税が期待されるものの、現状での実現は困難。夏場の選挙動向の見極め。	トランプ大統領の関税の大幅な引き上げ、それに対する報復関税の実施による経済下押し・物価上昇のリスクが高まる。	ユーロ圏は4月に6回目の利下げを実施見込み。中国は全人代での追加対策による経済の押し上げ期待が高まる。
先行き	利上げ・国民負担増の引き締め政策による経済押し下げのリスクに加えて、米国の関税引き上げによる外需減少リスクが高まっている。	関税引き上げによる物価上昇と、物価上昇を受けた需要減少により、stagflation的な状況となり政策対応が困難となるリスクがある。	ユーロ圏の利下げ、中国の追加の経済対策でも内需回復は困難で、さらに米国の関税引き上げに伴う世界経済の下押しリスクが重石となる。

(出所) 筆者作成。

## II. Daily Macro Economic Insights

### 1. 家計調査(2025年1月)－実質消費は4か月ぶりの減少、拡大を打ち消し－

#### 実質消費は前月比-4.5%と4か月ぶりの減少、昨年10月以降の拡大を打ち消し

総務省から2025年1月の家計調査が公表された。実質消費支出が前年比+0.8%、前月比では-4.5%、名目消費支出が前年比+5.5%、前月比で-3.8%となり、12月から鈍化した。特に前月比では12月の拡大から一転して1月は減少となり、前月比でみた実質消費の減少幅が大きくなっている。実質消費の変化に寄与した品目の内訳をみると、設備修繕・維持といった住居費や授業料等の教育費が大きく増加している。実質可処分所得(勤労者世帯)の動きをみると、1月は前年比-1.7%と4か月ぶりに減少した。勤労者世帯の可処分所得は名目で前年比+2.9%、実質で同一-1.7%となり、物価上昇による実質ベースの所得押し下げ効果は-4.6%である。名目実収入は前年比+3.5%と2024年2月以降12か月連続で増加した。伸びはやや低下して、実質実収入は4か月ぶりに前年比マイナス(-1.1%)となった。

総務省による、SNAベースの家計最終支出に相当する1月の実質消費支出総額(CTIマクロ)は104.4(2020年=100)となり、12月から0.1ポイント減少した。実質消費支出総額の動きを概観すると、2024年4月から9月までは緩やかな拡大基調にあったが、10月以降は緩やかな拡大の動きが止まり概ね横ばいで推移している。水準でみると、2023年のピーク(3月)にも届かず、消費税増税を行う以前の2019年8月(105.8)の水準を上回るにはまだ時間がかかる模様である。実質可処分所得の伸びはプラスが続くものの、伸びは2024年5月～7月よりは弱く、毎月勤労統計等の比較からは2025年2月以降は再びマイナスが定着する可能性も十分あり得る。引き続き政府は早期に手取り所得を増やす方策を行う必要性が増していると言えよう。

図表1:家計調査の概要

(単位:%)

		名目消費支出		実質消費支出		実質可処分所得 (勤労者世帯)	平均消費性向 (勤労者世帯)
		前年比	前月比	前年比	前月比		
2023年	2	5.6	-2.7	1.6	-2.0	-1.0	64.4
	3	1.8	-0.8	-1.9	-1.2	-5.0	83.5
	4	-0.5	-0.2	-4.4	-1.3	-0.6	73.9
	5	-0.4	-0.2	-4.0	-0.2	-7.4	90.2
	6	-0.5	0.5	-4.2	0.4	-5.1	41.1
	7	-1.3	-1.8	-5.0	-2.2	-6.4	59.7
	8	1.1	3.1	-2.5	3.1	-5.4	69.3
	9	0.7	0.2	-2.8	0.2	-4.7	78.2
	10	1.3	0.0	-2.5	-0.6	-5.1	71.3
	11	0.3	-0.5	-2.9	-0.4	-4.2	74.7
	12	0.4	-0.6	-2.5	-1.2	-7.4	38.4
2024年	1	-4.0	-0.7	-6.3	-0.9	-1.7	76.7
	2	2.8	1.0	-0.5	1.1	-2.8	66.1
	3	1.9	1.1	-1.2	1.1	-0.1	84.3
	4	3.4	-0.1	0.5	-1.1	-2.6	76.2
	5	1.4	0.1	-1.8	-0.2	5.3	84.7
	6	1.9	0.1	-1.4	-0.1	8.5	36.9
	7	3.3	-0.6	0.1	-0.7	7.3	55.0
	8	1.5	1.7	-1.9	1.1	3.7	66.1
	9	1.8	-1.9	-1.1	-1.3	-1.8	76.6
	10	1.3	2.8	-1.3	2.5	1.9	67.6
	11	3.0	0.7	-0.4	0.4	1.2	74.9
	12	7.0	3.3	2.7	1.6	3.0	38.9
2025年	1	5.5	-3.8	0.8	-4.5	-1.7	61.1

(出所) 総務省より筆者作成。

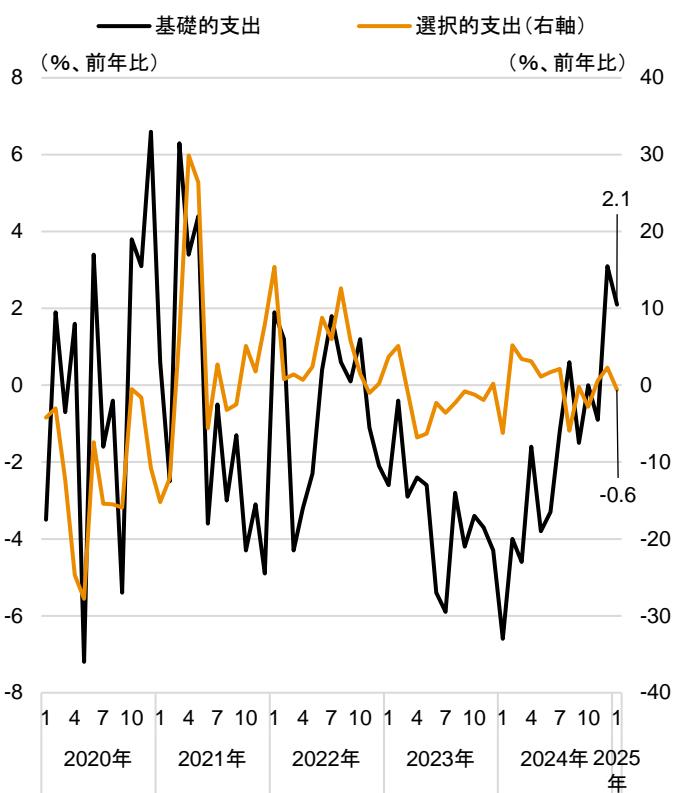
## 価格上昇率が高まる中、実質支出の伸びは緩やかに

総務省では、消費支出の内訳の品目を支出弾力性という指標で基礎的支出(必需品的なもの)と選択的支出(ぜいたく品的なもの)に分類し、各品目の支出金額を合算した金額と名目、実質の変化率を毎月公表している。支出弾力性とは、消費支出総額の変化率に対する各費目の変化率の比を指しており、この比が1未満、つまり消費支出総額の変化ほど毎月の支出額に変化がない品目を基礎的支出としている。基礎的支出には、食品、家賃、光熱費、保健医療サービスなどの支出が該当する。一方、選択的支出とは、支出弾力性が1以上の費目を指し、教育費、パソコンなどの支出や月謝などが含まれる。

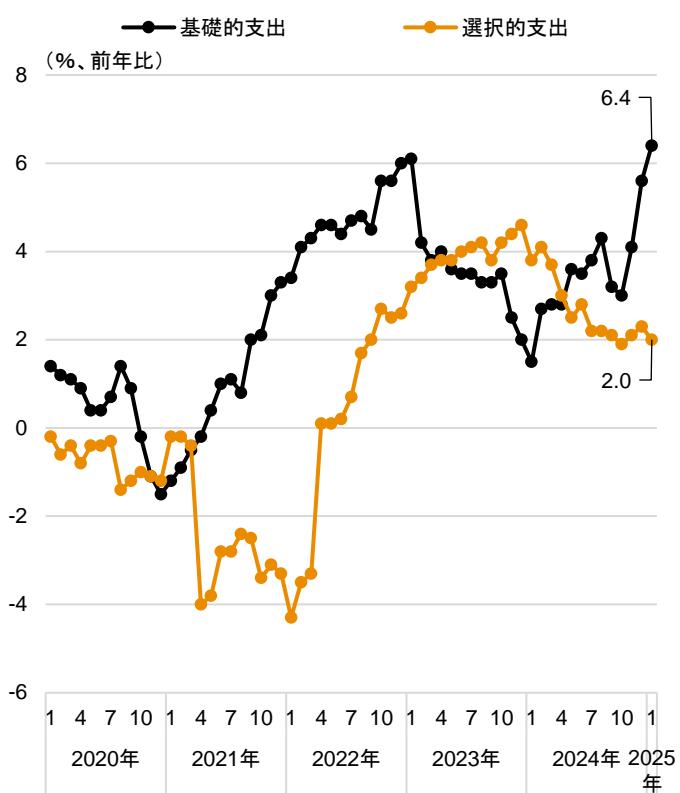
図表2は基礎的支出・選択的支出の実質前年比の推移をみている。基礎的支出に関しては、2024年8月に2022年9月以来の前年比プラスとなったが、2024年9月以降はほぼマイナスで推移し、12月に前年比+3.1%と大幅に増加、1月は同+2.1と昨年の前年比大幅減を反映し前年比増を維持した。選択的支出は2024年1月に-6.2%と減少が進んだ後、2月から7月まで前年比でプラスを維持したが、8月から10月までは下落が続いている。12月は増加したもの、1月は前年比-0.6%と再び減少している。図表3は基礎的支出と選択的支出それぞれの名目変化率、実質変化率を用いて価格変化率を計算した結果である。基礎的支出の価格変化率は2021年5月以降プラスとなり、以降伸びを強めて2023年1月には前年比+6.1%まで高まったが、2024年1月は同+1.5%と伸びを弱めた。2025年1月は伸びを強めて2023年1月の伸びを上回っている。また選択的支出の価格上昇率をみると、2022年4月以降プラスとなり、2023年中は着実に伸びを強めていたものの、2024年に入り伸びは弱まった。2024年9月以降は緩やかに伸びが強まり、1月は前年比+2.0%と2024年10月の同+1.9%に近づきつつある。

1月の結果は12月の結果(基礎的支出・選択的支出の価格変化率が上昇し、実質支出の前年比も増加する)が一過性であったことを示唆する。基礎的支出の価格上昇率がさらに高まれば、基礎的支出の実質支出の低下、選択的支出の価格上昇率の停滞と実質支出の低下の流れがさらに進むことになるだろう。

図表2:基礎的支出・選択的支出の実質前年比推移



図表3:基礎的支出、選択的支出の価格変化率



(出所) 総務省より筆者作成。

## 2. 景気動向指数(2025年1月分速報)－下げ止まりからの拡大の絵姿は描けず－

### CI一致指数は2か月連続の上昇、2月以降の投資財出荷や輸出の動きに注目

内閣府から2025年1月の景気動向指数が公表された。1月のCI速報値(2020年=100)は先行指数108.0、一致指数116.2、遅行指数109.6となった。先行指数は12月から0.1ポイント上昇して2か月連続の上昇、一致指数は12月から0.1ポイント上昇して2か月連続の上昇、遅行指数は12月から2.0ポイント上昇して2か月ぶりの上昇となった。一時的要因による振れの影響を除くため、3か月後方移動平均や7か月後方移動平均の前月差をみると、CI一致指数の3か月後方移動平均は横ばい、7か月後方移動平均は0.40ポイント上昇し、2か月ぶりの上昇となった。今回の結果を受けて、CI一致指数から機械的に導かれる基調判断は引き続き「下げ止まりを示している」で据え置かれた。

図表1は一致指数の前月差と一致指数を構成する各指標の寄与度をみている。1月の前月差は12月に続きプラスとなった。プラスとなったのは、一致指数を構成する10指標のうち6指標がプラスであり、特に商業販売額や有効求人倍率、耐久消費財出荷指数が拡大したことが影響している。なおマイナスとなった指標をみると、生産指数は3か月連続で減少、投資財出荷指数、輸出数量指数が大きめの低下となった。これらの低下は、トランプ米大統領による関税率引き上げの世界経済に対する負の影響を懸念したことだろう。世界経済に負の影響が広がっていけば、マイナスの影響がより広範な指標へと広がり、かつ深刻なものとなる懸念もある。2月以降の投資財出荷指数や輸出数量指数の動向には引き続き要注意といえよう。

図表1:一致指数の推移とその内訳

	一致指数		生産指数 (鉱工業)	鉱工業用 生産財 出荷指数	耐久 消費財 出荷指数	労働投入量 指標 (調査産業計)	投資財 出荷指標 (除輸送機械)	商業 販売額 (小売業)	商業 販売額 (卸売業)	営業利益 (全産業)	有効求人 倍率 (除学卒)	輸出数量 指標	
	指数	前月差											
			前月差の 寄与度										
2022年	9	114.4	-0.6	-0.06	-0.15	0.03	0.00	-0.46	0.07	-0.10	-0.01	0.29	-0.06
	10	114.0	-0.4	-0.24	0.02	-0.09	-0.16	-0.11	-0.04	-0.22	0.11	0.02	0.10
	11	113.9	-0.1	0.00	-0.09	0.25	0.05	-0.28	-0.20	-0.10	0.11	0.29	-0.18
	12	113.4	-0.5	-0.08	-0.23	-0.08	0.02	0.15	0.14	-0.06	0.11	0.02	-0.41
2023年	1	112.5	-0.9	-0.37	-0.12	0.14	-0.08	-0.55	0.12	-0.19	0.16	0.03	-0.09
	2	114.6	2.1	0.47	0.35	0.15	0.13	0.43	0.24	0.09	0.16	-0.24	0.14
	3	114.4	-0.2	0.06	-0.07	0.29	0.00	-0.05	-0.04	-0.13	0.16	-0.10	-0.10
	4	114.4	0.0	0.04	-0.08	0.10	-0.02	-0.10	-0.19	-0.12	0.09	0.03	0.24
	5	115.1	0.7	-0.15	-0.09	0.21	0.34	0.04	0.07	0.13	0.09	0.03	-0.06
	6	115.0	-0.1	0.12	0.17	-0.05	-0.12	-0.05	-0.02	-0.24	0.09	-0.10	0.10
	7	114.8	-0.2	-0.20	-0.12	-0.23	-0.25	-0.24	0.15	0.09	0.37	-0.09	0.35
	8	115.1	0.3	-0.05	0.19	0.04	0.21	-0.01	0.00	0.05	0.36	0.04	-0.45
	9	115.6	0.5	0.02	0.02	0.06	-0.08	-0.08	-0.08	-0.05	0.35	0.05	0.45
	10	115.6	0.0	0.17	-0.08	-0.06	0.03	0.09	-0.22	0.09	-0.06	-0.09	-0.07
	11	114.7	-0.9	-0.08	0.07	0.05	-0.02	-0.13	0.14	-0.10	-0.06	-0.22	-0.53
	12	115.8	1.1	0.17	0.02	0.13	-0.08	0.46	-0.31	0.06	-0.06	0.05	0.57
2024年	1	112.9	-2.9	-0.58	-0.60	-0.75	-0.14	-0.58	-0.03	0.05	0.15	0.05	-0.42
	2	112.3	-0.6	-0.08	-0.13	-0.41	0.30	-0.29	0.27	0.18	0.14	-0.08	-0.44
	3	114.3	2.0	0.57	0.27	0.32	-0.18	0.50	-0.29	-0.24	0.14	0.18	0.32
	4	115.3	1.0	-0.12	-0.07	0.16	0.23	0.13	0.09	0.55	0.17	-0.08	0.08
	5	117.2	1.9	0.44	0.46	0.59	0.57	0.02	0.09	0.14	0.17	-0.08	-0.39
	6	113.8	-3.4	-0.61	-0.52	-0.44	-0.78	-0.92	0.11	-0.41	0.17	-0.08	0.08
	7	116.4	2.6	0.43	0.55	0.01	0.32	0.66	-0.11	0.61	-0.12	0.18	0.12
	8	113.3	-3.1	-0.47	-0.65	-0.41	0.03	-0.51	0.04	-0.57	-0.12	-0.09	-0.28
	9	114.0	0.7	0.23	0.43	0.29	-0.34	-0.06	-0.25	-0.08	-0.12	0.18	0.50
	10	116.8	2.8	0.39	-0.10	0.32	0.53	0.72	0.06	0.35	0.22	0.05	-0.17
	11	115.4	-1.4	-0.32	-0.17	-0.28	-0.03	-0.29	0.16	-0.10	0.22	0.04	-0.29
	12	116.1	0.7	-0.03	0.07	0.00	-0.20	0.28	0.07	-0.00	0.21	0.04	0.57
2025年	1	116.2	0.1	-0.19	0.15	0.49	-0.00	-0.51	0.05	0.33	0.10	0.21	-0.53

(出所) 内閣府より筆者作成。

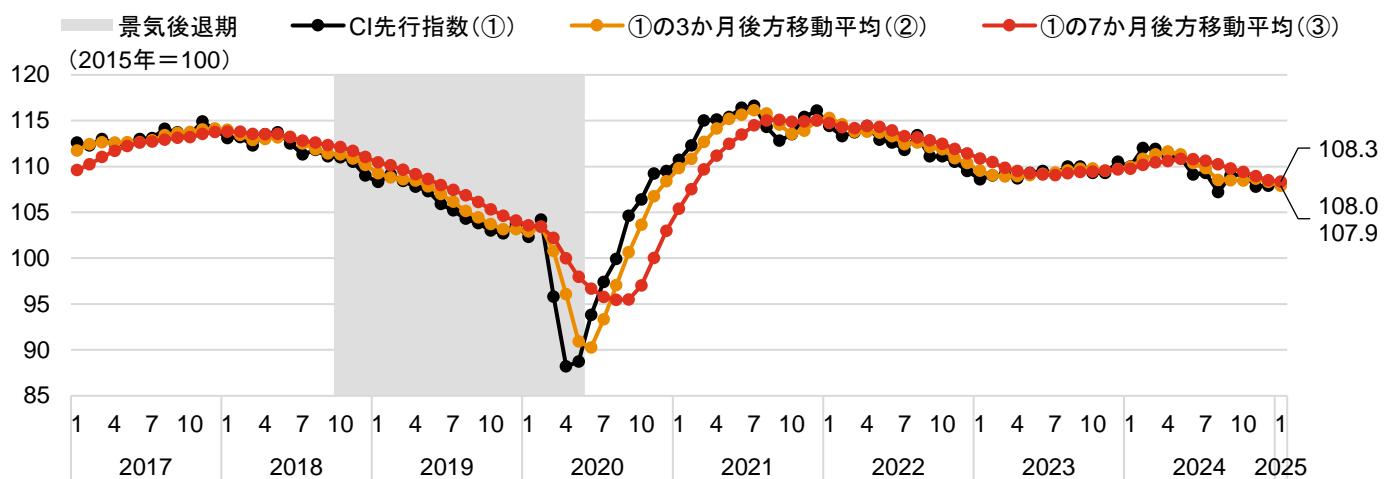
## プラスの局面変化への兆しは未だ見えず

1月の先行指数は108.0と12月の107.9から0.1ポイント上昇した。2024年2月の112.0をピークに緩やかに減少しつつ、足元ではほぼ横ばいの動きとなっている。以上から、**図表2**のとおり、先行指数の3か月後方移動平均、7か月後方移動平均は横ばいおよび下落トレンドとなっている。

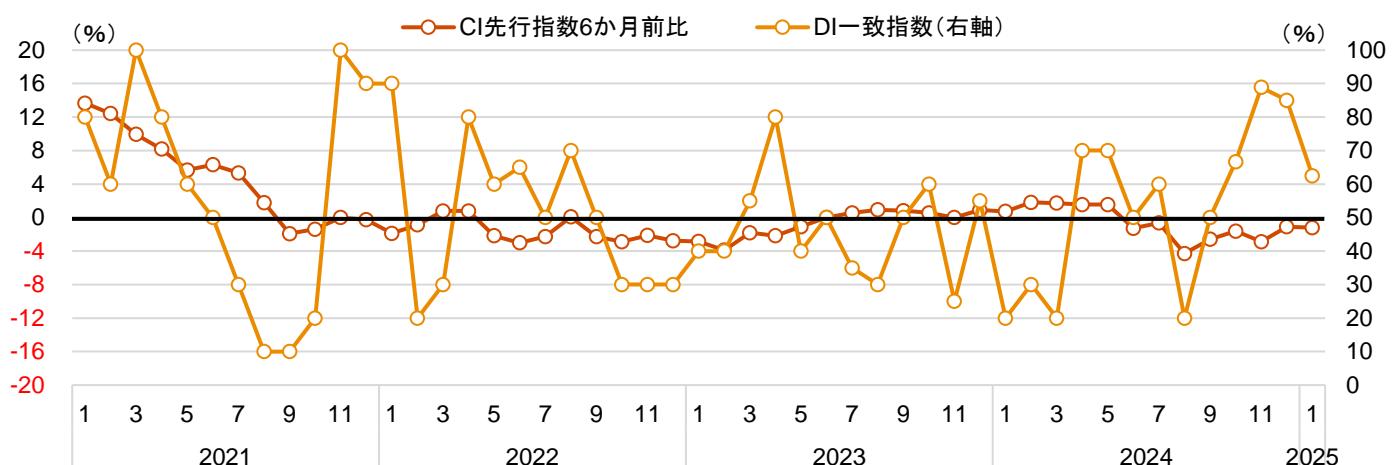
図表3は図表2のCI先行指数の6か月前との変化率と、DI一致指数の推移を示している。CI先行指数6か月前比は景気が今後改善基調に向かうかどうかを意味しており、この値のプラスが続けば、景気の勢いが強いことを意味する。DI一致指数は50%を上回れば、現在の景気は改善しており、50%を下回れば、現在の景気は悪化していることを意味する。以上から、CI先行指数6か月前比がマイナスとなり、DI一致指数が50%を下回る状態が続けば、景気は悪化している可能性が高いということになる。

図表3をみていくと、2021年9月から2023年5月にかけて、CI先行指数6か月前比は概ねマイナスで推移し、2023年6月以降はプラスとなる期間が増えているものの、最大でも2%強のプラスと弱めの動きが続いた。さらに2024年6月から12月はマイナスが続いて、2025年1月は-1.2%と12月とほぼ同じ伸びとなった。DI一致指数は2021年9月以降、50%を下回る期間が多かったが、1月は62.5%と引き続きプラスを維持している。これまでと同様、先行きの景気の弱さが足元の景気に波及する懸念は大いにあることに留意すべきだろう。

図表 2: 先行指数の推移



図表 3: CI 先行指標 6か月前比と DI 一致指標の推移



(出所) 内閣府より筆者作成。

### 3. 国際収支統計(2025年1月): 経常収支が2年ぶりマイナスも、春節の影響見極めが必要

#### 経常収支が2年ぶりマイナスも、春節の影響見極めが必要

財務省から、2025年1月の国際収支統計が公表された(図表1)。1月の経常収支(原数値、以下同)は-2,576億円となった。前年同月から5,919億円の減少となった。2023年1月以来、2年ぶりにマイナスとなった。内訳をみると、貿易・サービス収支が-3兆4,145億円(前年同月比-1兆2,069億円)、貿易収支が-2兆9,379億円(同一1兆4,147億円)となった。

例年1月・2月の貿易収支動向に影響を与える中国の春節日程は、昨年の2月10日～17日から本年は1月28日～2月4日に前倒しとなった。春節の時期には中国の労働者が帰省して工場が停止することから日本からの中国向け輸出が減少し、日本国内では春節前に在庫確保の動きが出ることから中国からの輸入が増加する傾向があるとされる。春節の時期が毎年変動するため、季節調整によってこの影響を除いた傾向をみることが困難となる。そこで原数値の動きを確認すると輸出(原数値)は7兆5,022億円(前年同月比+1,522億円)となった。商品別には自動車、船舶、医薬品が増加した。地域別では対アジア・対中南米向けで増加した。輸入(原数値)は10兆4,401億円(同+1兆5,668億円)と大幅に増加した。商品別では通信機、電算機類(含周辺機器)、医薬品が増加した。地域別ではアジア、西欧からの輸入が増加した。原油価格(財務省算出値)は、ドルベースでは76.57米ドル/バレル(前年同月比-10.7%)、円ベースでは7万5,728円/キロリットル(同一2.6%)と下落した。貿易収支は輸入増加を主因としてマイナス幅が拡大した。上記の通り春節の影響が出たとみられる。この影響をならしてみるため、1月と2月の動向を合わせて確認することが必要であろう。

また、原数値でみたサービス収支は-4,766億円(前年同月比+2,078億円)となった。旅行収支のプラス幅拡大が寄与した。1月の訪日外国人旅行者数は378万1,200人(前年比+40.6%)となった。出国日本人数は91万2,300人(前年比+8.8%)となった。

図表1: 経常収支(季節調整済み値)の内訳

(単位:億円)

	経常収支	貿易・サービス収支						第一次 所得収支	第二次 所得収支		
		貿易収支		輸出	輸入	サービス収支					
		貿易収支	輸出			サービス収支	サービス収支				
2020年	159,917	▲ 8,773	27,779	672,629	644,851	▲ 36,552	194,387	▲ 25,697			
2021年	214,667	▲ 24,834	17,623	823,526	805,903	▲ 42,457	263,092	▲ 23,591			
2022年	114,311	▲ 210,665	▲ 155,107	988,582	1,143,688	▲ 55,558	350,303	▲ 25,326			
2023年	225,926	▲ 94,167	▲ 65,009	1,003,546	1,068,555	▲ 29,158	361,356	▲ 41,263			
2024年	292,615	▲ 65,152	▲ 38,990	1,048,698	1,087,688	▲ 26,162	402,072	▲ 44,305			
	前年差	66,689	29,015	26,019	45,152	19,133	2,996	40,716	▲ 3,042		
2023年	11月	21,702	▲ 6,025	▲ 6,833	86,655	93,488	807	30,418	▲ 2,690		
	12月	9,145	▲ 1,426	1,237	95,611	94,373	▲ 2,663	13,086	▲ 2,515		
2024年	1月	3,343	▲ 22,076	▲ 15,232	73,501	88,733	▲ 6,844	29,880	▲ 4,461		
	2月	28,051	▲ 3,535	▲ 3,108	81,467	84,576	▲ 427	34,887	▲ 3,301		
	3月	34,966	5,073	4,364	93,805	89,441	710	35,908	▲ 6,016		
	4月	21,630	▲ 13,933	▲ 6,715	84,135	90,850	▲ 7,218	39,533	▲ 3,971		
	5月	29,527	▲ 11,505	▲ 11,159	81,400	92,559	▲ 345	43,601	▲ 2,569		
	6月	17,366	2,240	5,485	91,643	86,159	▲ 3,245	16,346	▲ 1,220		
	7月	33,173	▲ 10,496	▲ 4,807	94,529	99,336	▲ 5,690	46,000	▲ 2,331		
	8月	39,657	▲ 4,700	▲ 4,037	83,827	87,864	▲ 663	48,488	▲ 4,131		
	9月	16,037	▲ 6,857	▲ 3,826	86,896	90,722	▲ 3,031	27,760	▲ 4,866		
	10月	24,569	▲ 3,147	▲ 1,557	93,655	95,212	▲ 1,590	32,541	▲ 4,825		
	11月	33,525	3,366	979	89,104	88,124	2,386	34,373	▲ 4,214		
	12月	10,773	419	623	94,737	94,113	▲ 205	12,755	▲ 2,401		
2025年	1月	▲ 2,576	▲ 34,145	▲ 29,379	75,022	104,401	▲ 4,766	36,015	▲ 4,447		
	前月差	▲ 5,919	▲ 12,069	▲ 14,147	1,522	15,668	2,078	6,136	15		

(出所) 財務省より筆者作成。

第一次所得収支は、+3兆6,015億円(前月比+6,136億円)となった。前年からプラス幅が拡大したものの、貿易収支のマイナス幅拡大を補うほどではなかった。

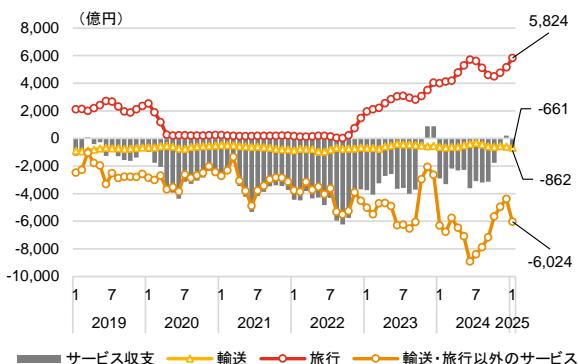
## サービス収支：2か月ぶりにマイナスに転じる

貿易収支がマイナスであることが長期化する中、インバウンド需要、知的財産・デジタル関連の動向が注目されるサービス収支を確認しておこう。趨勢的な動きをみるため、原数値を3か月移動平均でみたのが図表2である。1月のサービス収支は-862億円(前月比-1,059億円)となった。前月(12月)は2023年12月以来、1年ぶりのプラスとなったが、1月は再びマイナスとなった。内訳をみると、旅行収支は+5,824億円(同+665億円)と3か月連続でプラス幅が拡大した。知的財産・デジタル関連などを含む「輸送・旅行以外のサービス」収支は-6,024億円(同-1,642億円)と7か月ぶりに減少した。この「輸送・旅行以外のサービス」収支の内訳をみたのが図表3である。

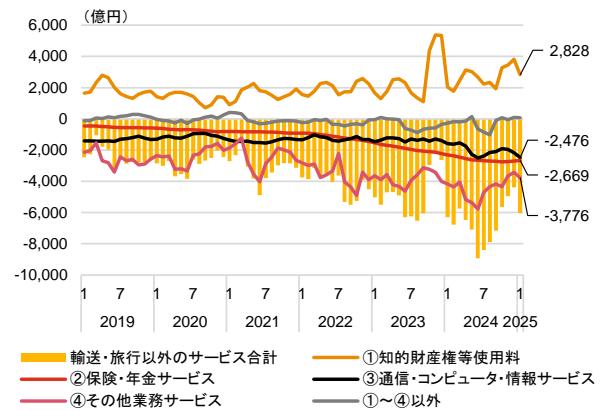
- ① 知的財産権等使用料の2019年から2022年の傾向をみると概ね+700億～+3,500億円程度で推移していた。1月は+2,828億円(同-990億円)となった。
- ② 1月の保険・年金サービスは、-2,669億円(前月比+36億円)となった。2019年1月の-453億円から、2024年10月の-2,748億円までほぼ一貫してマイナス幅が拡大していたが、足元は3か月連続でマイナス幅が縮小した。
- ③ デジタル関連とされる通信・コンピュータ・情報サービスは、-900億～-2,500億円程度の間で推移していた。1月は-2,476億円(同-304億円)となった。変動は小さいものの、過去の傾向対比で大きめのマイナスが継続している。
- ④ その他業務サービスは、-1,200億～-5,500億円程度で推移していた。1月は-3,776億円(同-356億円)とマイナス幅が拡大した。この「その他業務サービス」の内訳を図表4でみると、1月の技術・貿易関連・その他業務は-1,026億円(前月比-62億円)と弱含みとなっている。研究開発は-1,326億円(同-5億円)となり、横ばい圏での推移となっている。専門・経営コンサルティングは-2,150億円(同-88億円)となった。2021年以降のマイナス幅拡大傾向が継続している。

知的財産権等使用料、その他業務サービスが、旅行・輸送以外のサービス収支押し下げるに寄与した。

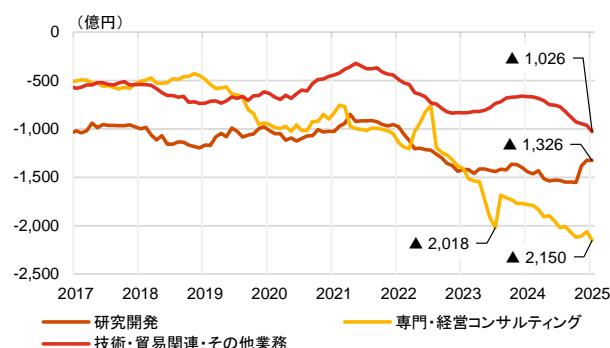
図表2:サービス収支の推移(3か月移動平均)



図表3:輸送・サービス以外のサービス収支推移(3か月移動平均)



図表4:その他業務サービスの内訳(12か月移動平均)



(出所) 財務省、日本銀行より筆者作成。

#### 4. 企業物価指数(2025年2月速報)－国内企業物価指数はやや伸びが鈍化－

##### 国内企業物価指数は前月比+0.3%、前年比は+4.2%と伸びが加速

日本銀行から2月の企業物価指数が公表された。結果をみると、国内企業物価指数が前月から横ばい(前年比+4.0%)、輸出物価指数は、円ベースで前月比-1.3%(前年比+1.7%)、契約通貨ベースで同+0.5%、輸入物価指数は、円ベースで前月比-1.7%(前年比-0.7%)、契約通貨ベースで同+0.5%となった。

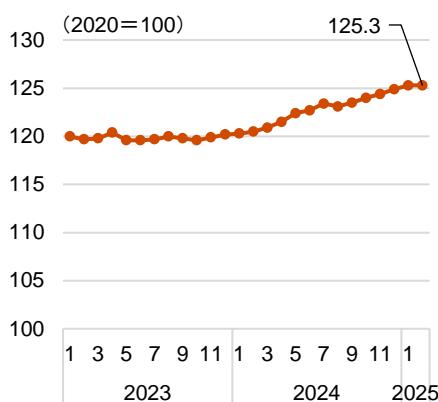
国内企業物価指数につき前月比で大きく上昇した品目をみると、農林水産物(寄与度+0.10%ポイント)、石油・石炭製品(同+0.05%ポイント)といった品目の伸びが大きい。逆に電力・都市ガス・水道(同一-0.24%ポイント)、化学製品(同一-0.01%ポイント)が下落している。図表2は企業物価指数の推移をみているが、2024年7月以降は一本調子で増加を続けていたが2月は横ばいとなった。輸出入物価指数(図表3、4)は契約通貨ベースでみると前年比横ばいからやや低下基調にあったが、足元ではわずかに伸びが高まっている。円ベースでは伸びは弱まっており、これは円安の勢いが弱まっていることが影響している。

図表1:企業物価指数の概要

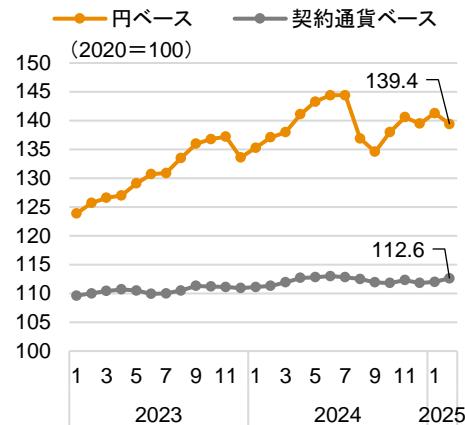
(単位: %)

		国内企業物価指数		輸出物価指数				輸入物価指数			
		前月比	前年比	円ベース		契約通貨ベース		円ベース		契約通貨ベース	
				前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比
2023年	7	0.1	3.7	0.2	-0.3	0.1	-2.2	-0.6	-14.7	-0.8	-16.3
	8	0.3	3.5	2.0	4.1	0.5	-0.5	1.4	-11.6	-0.5	-15.8
	9	-0.2	2.4	1.9	3.0	0.7	0.7	2.1	-14.3	0.6	-15.8
	10	-0.2	1.2	0.6	2.5	-0.1	1.1	2.6	-11.8	1.6	-12.6
	11	0.3	0.6	0.3	4.9	-0.1	1.2	0.5	-6.4	0.2	-10.0
	12	0.3	0.3	-2.6	5.6	-0.2	1.2	-3.2	-5.0	-0.2	-9.6
2024年	1	0.1	0.2	1.3	9.2	0.2	1.4	0.6	-0.1	-0.8	-8.7
	2	0.2	0.7	1.3	9.1	0.2	1.2	1.3	0.4	-0.1	-8.2
	3	0.3	0.9	0.7	9.0	0.5	1.4	-0.2	1.7	-0.3	-6.5
	4	0.5	0.9	2.2	11.1	0.7	1.8	2.1	7.0	0.1	-3.9
	5	0.7	2.3	1.6	11.0	0.1	2.1	2.3	7.1	0.9	-2.9
	6	0.2	2.6	0.8	10.5	0.2	2.8	0.6	9.6	-0.2	0.5
	7	0.6	3.1	0.0	10.3	-0.2	2.5	0.4	10.7	0.2	1.5
	8	-0.2	2.6	-5.2	2.5	-0.3	1.8	-6.2	2.5	-0.4	1.6
	9	0.3	3.1	-1.7	-1.0	-0.5	0.5	-2.9	-2.6	-1.4	-0.5
	10	0.4	3.7	2.5	0.9	-0.1	0.5	2.9	-2.3	-0.2	-2.2
	11	0.3	3.8	1.9	2.5	0.4	1.1	1.7	-1.2	-0.4	-2.8
	12	0.4	3.9	-0.8	4.4	-0.4	0.8	-0.6	1.4	-0.5	-3.0
2025年	1	0.3	4.2	1.3	4.4	0.2	0.8	1.4	2.3	0.1	-2.2
	2	0.0	4.0	-1.3	1.7	0.5	1.2	-1.7	-0.7	0.5	-1.6

図表2:国内企業物価指数の推移



図表3:輸出物価指数の推移



図表4:輸入物価指数の推移

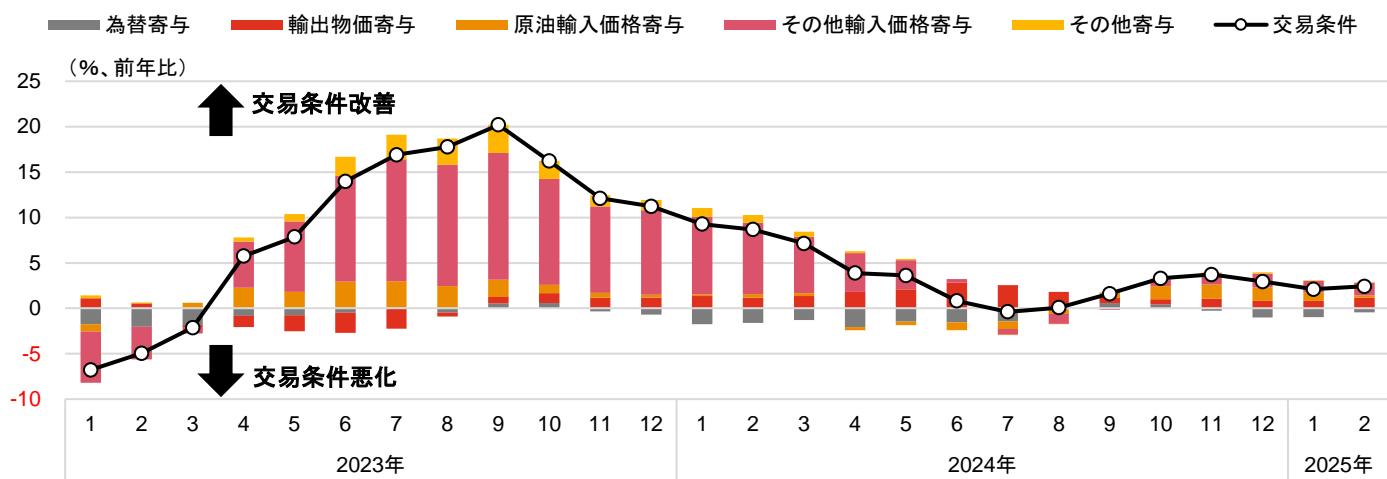


(出所) 日本銀行「企業物価指数」より筆者作成。

## 輸入価格減少の影響により、交易条件は引き続き改善

図表5は交易条件(輸出物価指数÷輸入物価指数)の前年比を折れ線で、交易条件に影響する輸出物価指数、輸入物価指数(いずれも契約通貨建て)、さらに為替レートの影響を寄与度の形で示している。交易条件は2023年4月に前年比プラスとなり、2024年7月に一旦前年比マイナスとなった。2025年2月は前年比+2.4%と1月からわずかに伸びが拡大した。2月の交易条件変化の内訳をみると、その他輸入価格の寄与が+1.4%ポイント、原油輸入価格の寄与が+0.3%ポイント(プラスは輸入価格の低下を示す。いずれも逆符号)と、輸入価格の下落が交易条件の改善に寄与している。また、為替の寄与は-0.4%ポイントと1月に続き交易条件の悪化に寄与しているが、その影響は小さくなっている。なお、輸入物価指数前年比は契約通貨建てでみると前年比-1.6%と減少が続く。円建てでは同一-0.7%と減少した。契約通貨建てと円建ての輸入価格前年比の差分0.9%ポイントが円安による輸入物価の押し上げ分だが、契約通貨建ての輸入価格の下落が続いていることもあって円建て輸入価格の上昇はマイルドなものとなっている。

図表5:交易条件変化(前年比)と寄与度の推移



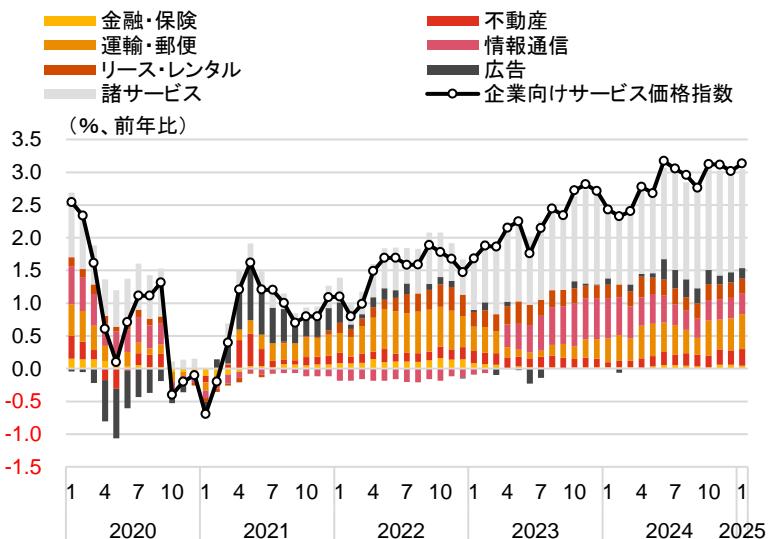
(出所) 日本銀行「企業物価指数」より筆者作成。為替寄与は交易条件指数(円ベース)前年比と交易条件指数(契約通貨ベース)前年比の差として計算している。原油輸入価格寄与は原油輸入価格(契約通貨ベース)前年比に原油の輸入品目全体に対するウェイトを乗じて計算した値。その他寄与は為替要因と輸出入物価要因の積として定義される寄与。

## 1月企業向けサービス価格は前年比+3.1%と3%台に復帰

企業向けサービス価格指数は、企業間で取引されるサービスについての物価指数である。これは需給ギャップとの相関が高く、景気変動に対し敏感に動く傾向が強いことが知られている。図表6は企業向けサービス価格指数の前年比を折れ線グラフで、企業向けサービス価格指数を構成する各サービスの寄与度を棒グラフで示したものである。1月の総平均は前年比+3.1%となり、12月の同+3.0%からわずかに伸びを強めた。

内訳をみていくと、前月と比較して全体の傾向には大きな変化はない。サービス価格の拡大幅が広がり、そのトレンドが続くことが日銀が掲げる物価安定目標達成のためにも必要である。引き続き企業向けサービス価格の上昇がさらに強まることが必要と言えよう。

図表6:企業向けサービス価格前年比と各サービスの寄与度の推移



(出所) 日本銀行「企業向けサービス価格指数」より筆者作成。

## 5. 機械受注統計(2025年1月)－コア民需が減少、外需は増加:見通しに沿った推移－

### コア民需が3か月ぶりに減少、外需は2か月連続の増加

内閣府から、2025年1月の機械受注統計が公表された(図表1)。受注額合計(季節調整済み、以下同)は前月比+9.8%となり、3兆2,657億円となった。各需要者別に確認しておこう。

- ① 民間設備投資の先行指標とされる「船舶・電力を除く民需」(コア受注)は1月に前月比-3.5%(前月(12月):-0.8%)と2か月連続で減少し8,579億円となった。内閣府は基調判断を、11月に「持ち直しの動きがみられる」へと上方修正し、12月・1月は据え置きとなった。1月の製造業からの受注は-1.3%(前月:同一8.4%)となり、2か月連続で減少した。製造業の17業種中、電気機械、造船業、金属製品などの7業種で増加し、その他製造業、石油製品・石炭製品、はん用・生産用機械などの10業種で減少した。船舶・電力を含む非製造業は、1月は同+7.7%(前月:-2.2%)となった。1月は非製造業12業種のうち、電力業、卸売業・小売業、建設業等の7業種で増加し、運輸業・郵便業、情報サービス業、金融業・保険業等の5業種で減少した。
- ② 「官公需」は、1月に同+59.7%(前月:同一10.2%)と、3か月ぶりに増加した。運輸業で減少したものの、防衛省、地方公務等で増加した。
- ③ 「外需」は、1月に同+1.9%(前月:同+6.5%)となり、2か月連続で増加した。船舶、航空機等で減少したものの、電子・通信機械、産業機械等で増加した。
- ④ 「代理店」は、1月に同+6.6%(前月:-6.8%)となり、2か月ぶりに増加した。産業機械、電子・通信機械等で減少したものの、道路車両、重電機等で増加した。

図表1:機械受注(季節調整済み値)の推移

		受注額合計	民需			(前期(月)比、%)	②官公需	③外需	④代理店
				①(船舶・電力を除く)	製造業				
2023年	4-6月期	3.3	▲2.8	▲2.9	0.3	▲8.0	9.8	6.2	▲0.8
	7-9月期	2.0	7.6	▲1.4	▲2.6	▲0.2	2.6	2.0	▲3.0
	10-12月期	0.7	▲6.2	▲1.3	▲0.0	1.1	▲0.1	4.6	4.9
2024年	1-3月期	6.3	▲1.3	4.4	0.9	6.8	55.1	▲4.7	3.2
	4-6月期	7.4	16.4	▲0.1	2.8	▲3.7	▲33.6	21.7	▲7.3
	7-9月期	▲4.7	▲15.8	▲1.3	▲7.2	1.4	30.7	▲2.1	8.0
	10-12月期	5.3	10.5	2.9	11.9	▲0.5	35.3	▲6.4	▲3.1
2025年	1-3月期(見通し)	1.3	▲4.2	▲2.3	▲2.8	▲2.2	▲11.7	2.0	5.2
2023年	10月	▲8.1	▲2.6	▲0.6	▲1.6	▲0.7	▲34.0	▲6.8	18.3
	11月	2.7	▲5.9	▲4.1	▲4.5	▲0.1	37.5	2.7	▲3.8
	12月	7.5	18.1	2.0	8.3	▲2.8	10.4	1.3	7.1
2024年	1月	▲6.4	▲15.7	▲0.8	▲14.5	5.8	9.9	▲2.4	▲1.8
	2月	3.8	7.3	5.9	11.1	8.8	6.3	1.0	▲0.6
	3月	10.5	5.5	3.1	13.5	▲10.2	15.1	▲7.6	3.2
	4月	▲5.3	▲0.0	▲3.0	▲8.5	1.9	▲32.9	15.3	▲5.7
	5月	6.5	20.6	▲2.2	4.0	▲3.3	▲1.3	6.5	▲1.8
	6月	▲2.3	▲18.7	1.7	▲4.0	2.3	12.2	2.4	▲1.1
	7月	▲2.5	▲4.7	▲0.0	▲1.5	5.5	▲3.3	8.2	11.4
	8月	▲0.2	▲2.0	▲1.4	▲4.1	▲5.7	25.9	▲13.3	▲5.7
	9月	▲1.3	1.2	▲0.3	1.6	1.3	6.9	▲6.3	1.8
	10月	15.6	20.0	1.6	8.8	▲1.5	45.0	4.6	▲2.5
	11月	▲10.7	▲10.5	2.6	5.3	1.3	▲24.9	▲3.8	4.8
	12月	▲2.6	▲5.0	▲0.8	▲8.4	3.3	▲10.2	6.5	▲6.8
2025年	1月	9.8	3.5	▲3.5	▲1.3	▲7.4	59.7	1.9	6.6
10-12月期から1月の伸び		3.7	▲3.9	▲3.2	▲5.4	▲4.9	33.2	4.8	3.3

(出所) 内閣府より筆者作成。

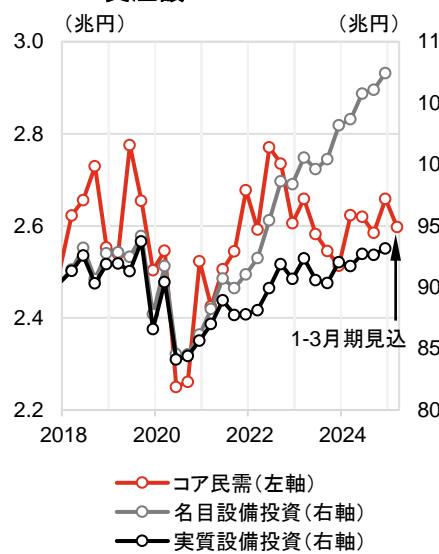
## コア民需が減少、外需は増加:見通しに沿った推移に

1月のコア民需は2か月連続で減少した。外需は2か月連続で増加となった。改めて2025年1-3月期の見通しとの対比で1月の動きを確認しておきたい。

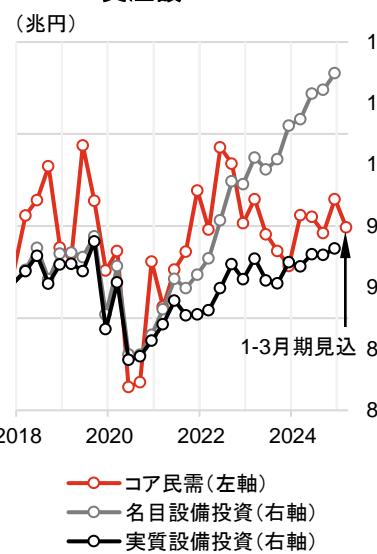
- ① 機械受注統計のコア受注は、2024年10-12月期に前期比+2.9%の増加となった。コア受注は、GDPベースの名目設備投資の先行指標とされる。名目設備投資は1次速報値の前期比+1.1%から2次速報値では同+1.3%へと、実質設備投資も前期比+0.5%から同+0.6%へと上方修正された。実質では増減を繰り返している。実質設備投資(原系列)では前年から+1.2%と増加した。増加は3四半期連続となった。内閣府の見通しによると、2025年1-3月期には同一2.3%と減少が見込まれている。10-12月平均から1月は-3.2%と減少となった。
- ② 製造業は7-9月期に前期比-7.2%、10-12月期に同+11.9%と回復した。1-3月期は同一-2.8%と再び減少に転じる見込みであったが、10-12月平均から1月は-5.4%と見通しに沿った動きとなった。
- ③ 非製造業は7-9月期に前期比+1.4%の後、10-12月期に同一-0.5%となった。1-3月期は同一-2.2%と再び減少に転じる見込みであったが、10-12月平均から1月は-4.9%と見通しに沿った動きとなった。製造業と似た推移となっている。
- ④ 「外需」は7-9月期に前期比-2.1%の後、10-12月期は同一-6.4%と2四半期連続の減少となった。もっともGDPベースの名目輸出は、2024年10-12月期に前期比+2.1%の増加、名目輸出金額は142.3兆円となり現行統計で最高となった。一方、同期の実質輸出は前期比+1.0%となり過去最高水準で推移している。機械受注統計の「外需」は1-3月期は同+2.0%と増加に転じる見込みである。10-12月平均から1月は+4.8%と見通しに沿った動きとなった。

1月のコア民需は3か月ぶりに減少し、製造業・非製造業ともに減少した。企業収益の改善、円安傾向が継続しているものの、国内向けの設備投資需要には慎重さがみられる。名目賃金の上昇は明るい材料であるものの、物価高と税・社会保険料の引き上げによる実質可処分所得の伸びが鈍く消費が盛り上がりがないことが背景にあろう。今後の企業の賃上げ、物価動向、政府の財政政策をしっかりと確認する必要がある。一方、外需は2か月連続の増加となった。もっとも米トランプ大統領による関税の引き上げ、それを受けた中国をはじめとする各国の関税引き上げの影響が本格化するのはこれからであり、今後しっかりと影響を見極める必要があろう。

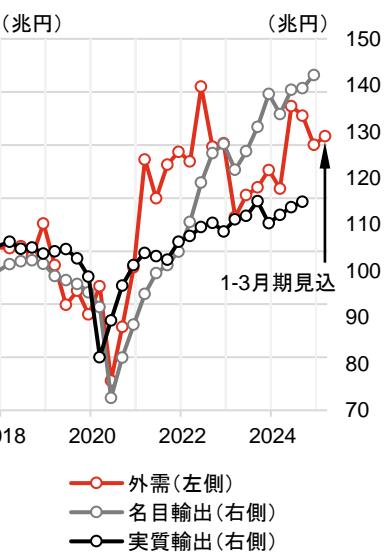
図表2:①コア民需(船舶・電力除く)の受注額



図表3:②製造業・③非製造業の受注額



図表4:④外需の受注額



(注)見通しは内閣府による。(出所)内閣府より筆者作成。

## 6. 貿易収支(通関統計)(2025年2月)－輸出数量が増加に転じるが、先行きは見極めが必要－

### 名目輸出金額が5か月連続の増加、貿易収支がプラスに転換

財務省から、2025年2月の貿易統計が公表された(図表1)。輸出金額(名目、原数値)は9兆1,911億円、前年比+11.4%となり、5か月連続で増加した。品目別では、自動車、半導体等製造装置、半導体等電子部品が増加した。商品別にみると、輸送用機器が前年比+11.7%(寄与度+2.7%ポイント)となり、2か月連続で増加した。一般機械は同+11.6%(寄与度+2.1%ポイント)となり、5か月連続で増加した。半導体等製造装置、原動機が増加し、建設用・鉱山用機械が減少した。電気機器は前年比+9.7%(寄与度+1.6%ポイント)となり、うち半導体等電子部品が押し上げ、音響・映像機器が減少した。

輸入金額(同)は8兆6,066億円となり、前年比-0.7%と3か月ぶりに減少した。エネルギー関連の鉱物性燃料は同一11.0%(寄与度-2.8%ポイント)と2か月ぶりに減少した。電気機器は前年比+6.5%(寄与度+1.0%ポイント)と押し上げた。一般機械が前年比+6.5%(寄与度+1.0%ポイント)となった。資本財・中間財の伸びが輸入を押し上げている。

貿易収支(原数値)は5,845億円となり、2か月ぶりにプラスとなった。なお、季節調整済み値では輸出が9兆6,877億円(前月比+4.0%)、輸入が9兆5,054億円(同-4.1%)となり、貿易収支は+1,823億円となった。

### 地域別輸出:米国・中国・アジア向けが増加

次に地域別の名目輸出動向を確認しておこう。2月の米国向けは前年比+10.5%となり、2か月連続の増加となった。商品別には、自動車を含む輸送用機器、その他、電気機器が増加した。2月のEU向けは、前年比-7.7%となり、2か月ぶりの減少となった。商品別では輸送用機器、一般機械が減少した。中国向けは、2月に前年比+14.1%となり3か月連続ぶりに減少した。春節の影響を除くため、2025年1-2月期を前年と比較すると、+4.0%と増加した。中国以外のアジア向けは、前年比+16.5%となり14か月連続で増加となった。EU向け以外は増加している。

図表1:貿易収支の推移

		名目(兆円)			名目・前年比(%)									輸入総額		
		輸出	輸入	収支	輸出総額						商品別			商品別		
					地域別			商品別			輸送用機器	一般機械	電気機器	鉱物性燃料	電気機器	化学製品
2023年	2月	7.7	8.6	▲0.9	6.5	14.9	18.6	▲10.9	4.0	16.1	1.4	▲1.7	8.3	18.6	15.8	▲2.6
	3月	8.8	9.6	▲0.8	4.3	9.3	5.1	▲7.7	2.5	23.0	1.7	▲4.5	7.0	11.6	8.9	▲14.9
	4月	8.3	8.8	▲0.5	2.7	10.5	11.8	▲2.8	▲8.0	19.8	▲0.1	▲4.3	▲2.7	▲18.1	12.9	▲4.0
	5月	7.3	8.7	▲1.4	0.6	9.4	16.6	▲3.4	▲10.4	38.9	▲3.6	▲8.0	▲10.2	▲27.7	▲1.9	▲13.5
	6月	8.7	8.7	0.0	1.5	11.5	15.0	▲10.9	▲7.0	38.1	▲1.5	▲6.3	▲13.1	▲33.2	▲7.8	▲13.9
	7月	8.7	8.8	▲0.1	▲0.3	13.5	12.4	▲13.4	▲13.2	22.7	▲4.5	▲7.3	▲14.1	▲36.7	▲1.8	▲12.7
	8月	8.0	8.9	▲1.0	▲0.8	5.1	12.7	▲11.0	▲7.6	25.6	▲9.6	0.2	▲17.7	▲35.9	▲6.1	▲15.5
	9月	9.2	9.2	0.0	4.3	13.0	12.9	▲6.2	▲3.3	21.2	▲1.4	▲4.0	▲16.2	▲38.0	▲7.6	▲21.8
	10月	9.1	9.8	▲0.7	1.6	8.5	8.9	▲4.0	▲6.1	27.5	▲6.4	▲3.9	▲12.1	▲27.8	5.7	▲16.8
	11月	8.8	9.6	▲0.8	▲0.2	5.4	▲0.0	▲2.2	▲5.1	11.3	▲10.2	▲0.4	▲11.6	▲25.3	4.7	▲18.5
	12月	9.6	9.6	0.0	9.7	20.2	10.3	9.5	▲0.4	36.6	2.0	1.2	▲6.6	▲17.7	8.9	▲18.0
2024年	1月	7.3	9.1	▲1.8	11.9	15.6	13.8	29.2	7.3	24.1	5.2	7.6	▲9.8	▲22.5	▲8.7	▲12.3
	2月	8.2	8.6	▲0.4	7.8	18.4	14.6	2.5	2.2	20.1	3.7	7.7	0.4	▲14.2	0.3	▲8.0
	3月	9.5	9.1	0.4	7.3	8.5	3.0	12.6	3.6	10.3	3.9	9.9	▲5.1	▲11.5	▲3.3	▲9.1
	4月	9.0	9.5	▲0.5	8.3	8.8	▲2.0	9.6	9.8	15.9	5.7	8.5	8.0	5.7	1.5	▲2.0
	5月	8.3	9.5	▲1.2	13.5	23.9	▲10.1	17.8	11.4	16.9	9.8	16.9	9.4	6.4	0.9	4.9
	6月	9.2	9.0	0.2	5.4	11.0	▲13.4	7.2	7.9	0.8	3.5	7.4	3.3	▲2.1	1.7	1.3
	7月	9.6	10.2	▲0.6	10.2	7.3	▲5.3	7.3	19.4	5.7	5.0	14.2	16.5	12.1	13.5	22.4
	8月	8.4	9.1	▲0.7	5.5	▲0.7	▲9.1	5.2	14.7	▲5.1	7.9	8.7	2.2	0.6	▲4.4	12.4
	9月	9.0	9.3	▲0.3	▲1.7	▲2.4	▲9.0	▲7.3	4.2	▲7.5	▲3.3	0.8	1.9	▲3.7	2.4	2.7
	10月	9.4	9.9	▲0.5	3.1	▲6.2	▲11.3	1.4	11.0	▲4.4	2.2	0.4	0.5	▲11.4	0.1	5.6
	11月	9.2	9.3	▲0.1	3.8	▲8.0	▲12.5	4.1	11.5	▲6.0	5.1	1.0	▲3.8	▲18.2	▲2.9	▲1.6
	12月	9.9	9.8	0.1	2.8	▲2.1	0.5	▲3.1	10.8	▲7.6	3.7	4.7	1.8	▲8.4	▲7.2	2.0
2025年	1月	7.9	10.6	▲2.8	7.3	8.1	▲15.0	▲6.1	12.1	12.0	0.8	▲0.6	16.4	3.9	18.2	26.1
	2月	9.2	8.6	0.6	11.4	10.5	▲7.7	14.1	16.5	11.7	11.6	9.7	▲0.7	▲11.0	6.5	6.0

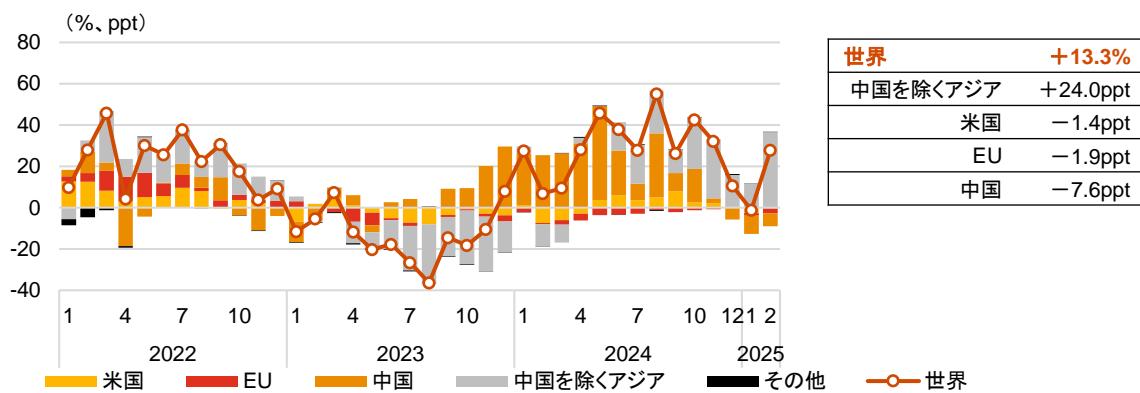
2025年1-2月平均 7.8 9.6 ▲1.1 9.5 9.4 ▲11.4 4.0 14.3 11.8 6.7 4.8 8.1 ▲3.6 12.3 16.1

(出所) 財務省より筆者作成。

## 半導体製造装置輸出: 2桁の増加が継続

2025年2月の半導体等製造装置輸出は、前年比+27.8%（前月（1月）：同-1.1%）となり前月の落ち込みを取り戻した（図表2）。同輸出は中国、アジア向けが多く春節による休暇の影響を受ける。この影響を緩和してみるため、2025年1-2月期を前年と比較すると+13.3%となった。2024年12月の前年比+10.6%から2桁の増加が継続している。地域別にみると、1-2月の中国向け輸出は寄与度-7.6%ポイントと押し下げた。米国向けは寄与度-1.4%ポイントとなった。EU向けも寄与度-1.9%ポイントと減少した。一方、中国を除くアジア向けは寄与度+24.0%ポイントと主要地域で唯一の増加となった。

図表2: 地域別の半導体等製造装置の推移



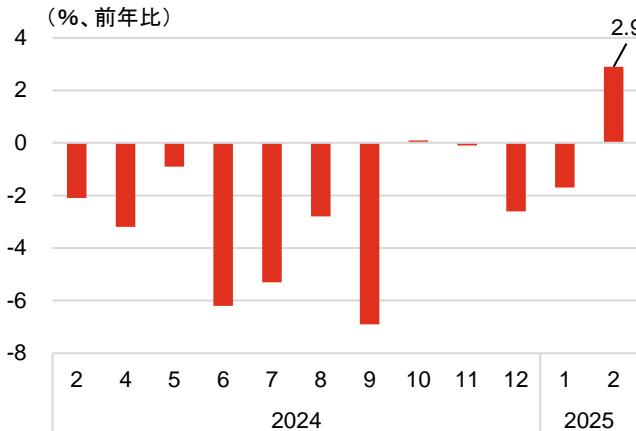
（出所）財務省より筆者作成。

## 輸出数量: アジア向け輸出が増加に転じる

以上は名目値での議論であるが、足元の輸出入は価格変化の影響を大きく受けているため、その影響を除いた輸出数量指標（財務省公表値）を確認しておこう。2月の輸出数量（図表3）は、前年比+2.9%（前月：同-1.7%）となった。4か月ぶりに増加した。図表4で地域別にみると、2月は米国向けが前年比-3.3%（前月：同-3.5%）となり、9か月連続でのマイナスとなった。EU向けは同-9.9%（前月：同-18.2%）となり、前月の落ち込み幅が縮小したが、弱めの動きが継続している。中国向けは同+5.0%（前月：同-15.2%）と11か月ぶりに増加に転じた。1-2月期をならすと前年比-5.1%と減少している。アジア向けは同+6.5%（前月：同-1.7%）となり、2か月ぶりに増加に転じた。アジア向けは1-2月期をならしても増加しており、輸出数量の伸びをけん引している。

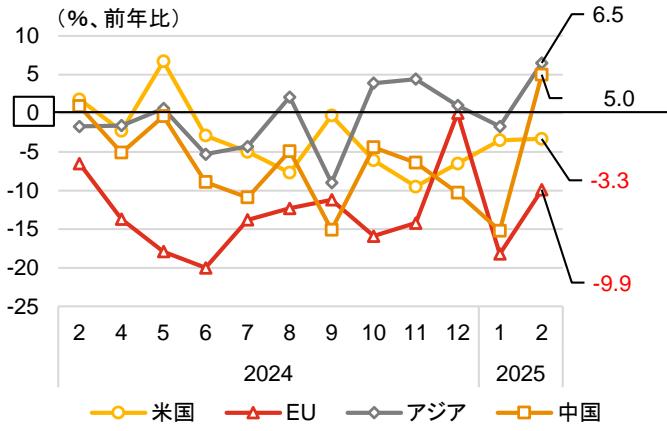
名目輸出金額は5か月連続で増加し、輸出数量は増加に転じた。もっとも、3月以降は米トランプ大統領による関税引き上げをきっかけとした各国の関税引き上げにより、輸出入の姿が変化する可能性がある。今後、輸出数量の増加が継続するか慎重にみていく必要があろう。

図表3: 輸出数量の推移



（出所）財務省より筆者作成。

図表4: 地域別の輸出数量の推移



（出所）財務省より筆者作成。

## 7. 消費者物価指数(全国、2025年2月)－食料・エネルギー価格の鈍化で総合は再び前年比3%台へ 食料・エネルギー価格の動向次第で物価上昇率が変化するという構図は変わらず

総務省から公表された消費者物価指数(全国、2025年2月)は総合で前年比+3.7%、生鮮除く総合で同+3.0%、生鮮・エネルギー除く総合で同+2.6%となり、1月から生鮮・エネルギー価格の伸びが弱まったこともあって物価上昇率はやや弱まった。ただし依然として食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合(欧米型コア指数)は同+1.5%と、1%台半ばの伸びであり、2%を下回って推移する状況が続いている。図表1にみるとおり、エネルギー価格の前年比は+6.9%と1月からやや伸びが弱まった。内訳をみると、電気代・都市ガス代の前年比が+9.0%、+3.5%と電気・ガス料金負担軽減支援事業の再導入の影響もあり伸びを弱めたこと、一方で灯油とガソリン価格の前年比が+9.3%、+5.8%と1月の結果(+6.3%、+3.9%)と比較して加速していることが影響している。総務省公表資料によると、電気・ガス料金負担軽減支援事業による電気代・都市ガス代の押し下げ効果は-0.33%(寄与度)のことだが、本事業は2025年1月から3月までの使用分(4月中の検針分含む)が対象となり、かつ3月の軽減分は1月・2月使用分よりも減額される予定である。よって2月及び3月の消費者物価指数の押し下げ効果は-0.33%(寄与度)、4月の消費者物価指数の押し下げ効果は-0.33%(寄与度)よりもマイルドなものとなるだろう。なお、食料については、生鮮野菜、肉類を中心にやや伸びが弱まったものの、魚介類や米を中心とした穀類の価格上昇は強まっており、全体としては前年比+7.6%と7%台を維持している。こうした価格上昇は引き続き家計消費の重石となるだろう。

先述のとおり、欧米型コア指数の前年比は+1.5%となり、引き続き2024年5月以降2%を下回る状態が続き、かつその伸びは緩やかな状況が続いている。物価上昇率は先月と比べて弱まったが、概ね食料及びエネルギー価格の動きで説明できる内容であり、物価上昇率を取り巻く環境には変化がないと言えるだろう。

図表1:消費者物価指数(全国)の概要

		総合		生鮮除く総合		生鮮工エネ除く総合		食料工エネ除く 総合	エネルギー	(%、変化率)
		前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前年比	
2023年	3	3.2	0.4	3.1	0.4	3.8	0.5	2.3	-3.8	
	4	3.5	0.4	3.4	0.5	4.1	0.5	2.5	-4.4	
	5	3.2	0.1	3.2	0.0	4.3	0.3	2.6	-8.2	
	6	3.3	0.2	3.3	0.3	4.2	0.2	2.6	-6.6	
	7	3.3	0.3	3.1	0.3	4.3	0.4	2.7	-8.7	
	8	3.2	0.2	3.1	0.3	4.3	0.3	2.7	-9.8	
	9	3.0	0.4	2.8	0.1	4.2	0.2	2.6	-11.7	
	10	3.3	0.6	2.9	0.5	4.0	0.1	2.7	-8.7	
	11	2.8	-0.2	2.5	0.0	3.8	0.1	2.7	-10.1	
	12	2.6	0.0	2.3	0.1	3.7	0.2	2.8	-11.6	
2024年	1	2.2	0.1	2.0	0.2	3.5	0.2	2.6	-12.1	
	2	2.8	0.2	2.8	0.1	3.2	0.1	2.5	-1.7	
	3	2.7	0.3	2.6	0.1	2.9	0.1	2.2	-0.6	
	4	2.5	0.2	2.2	0.2	2.4	0.0	2.0	0.1	
	5	2.8	0.4	2.5	0.4	2.1	0.1	1.7	7.2	
	6	2.8	0.3	2.6	0.4	2.2	0.2	1.9	7.7	
	7	2.8	0.2	2.7	0.3	1.9	0.1	1.6	12.0	
	8	3.0	0.4	2.8	0.4	2.0	0.4	1.7	12.0	
	9	2.5	-0.1	2.4	-0.3	2.1	0.2	1.7	6.0	
	10	2.3	0.4	2.3	0.4	2.3	0.3	1.6	2.3	
	11	2.9	0.4	2.7	0.4	2.4	0.3	1.7	6.0	
	12	3.6	0.6	3.0	0.5	2.4	0.2	1.6	10.1	
2025年	1	4.0	0.5	3.2	0.4	2.5	0.3	1.5	10.8	
	2	3.7	-0.1	3.0	-0.1	2.6	0.2	1.5	6.9	

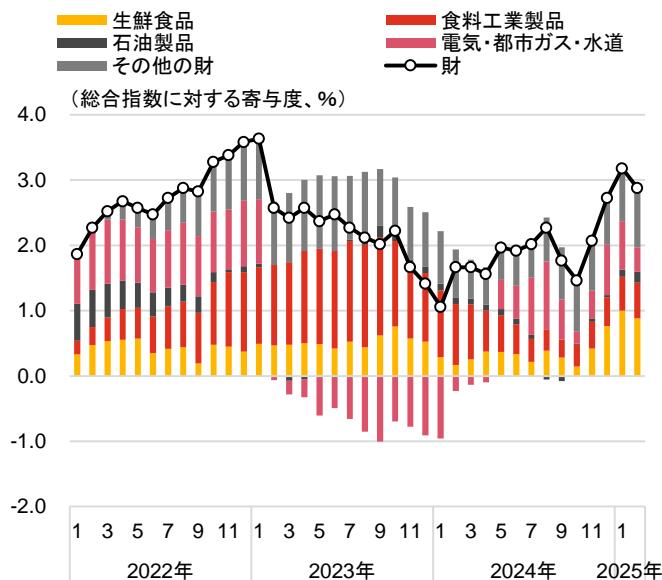
(出所) 総務省より筆者作成。前月比は季節調整値から計算した値。

## 基調的なインフレ率は2024年12月を境に下げ止まりも、このトレンドが続くのかが鍵

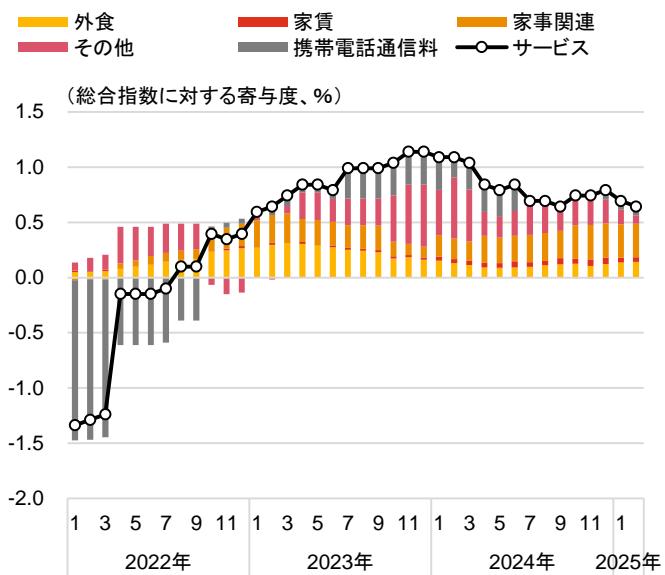
財・サービス別に総合指数に対する寄与度の推移(図表2・図表3)をみると、財の寄与度は1月からやや縮小して+2.9%ポイントとなった。これには「生鮮食品」「電気・都市ガス・水道」の寄与の縮小が影響している。サービスの寄与度は+0.64%ポイントと引き続き縮小した。1月と比べると、「外食」はわずかに上昇したものの、宿泊料含む「その他」の寄与度が低下した。

図表4は日銀が公表している基調的なインフレ率を捕捉するための指標を示している。図表からは、2023年10月あたりを境に刈込平均値、加重中央値、最頻値といった基調的なインフレ率を捕捉するための指標の伸びは低下を続けていたものの、2024年12月以降は刈込平均値、加重中央値、最頻値とともにやや下げ止まりの動きがみられる。図表5は消費者物価指数を構成する全品目の中で、食料(酒類除く)とエネルギーを除いた品目を抽出し、それらの品目の前年比変化のヒストグラム(度数分布図)を描いた結果である。図表からもわかるとおり、基調的なインフレ率を捕捉するための指標がピークアウトした2023年10月と2025年2月のヒストグラムを比較すると、10%以上の価格上昇率を示した品目の割合が大きく低下し、全体的に2%未満の価格上昇率を示す品目割合が拡大していることが見て取れる。先月の動きと比較すると、1%から2%未満の価格上昇率を示す品目割合がさらに拡大して、1%から2%未満の価格上昇率を示す品目割合が最も高くなった。分布が左側に寄る傾向は進み、物価上昇率の伸びと近いヒストグラムが形成されている。政府の政策の影響もあって食料・エネルギー価格の動きが上下する展開は続く。基調的なインフレ率が2%近傍まで上昇し、それが維持される展開になるのかが要注目点といえるだろう。

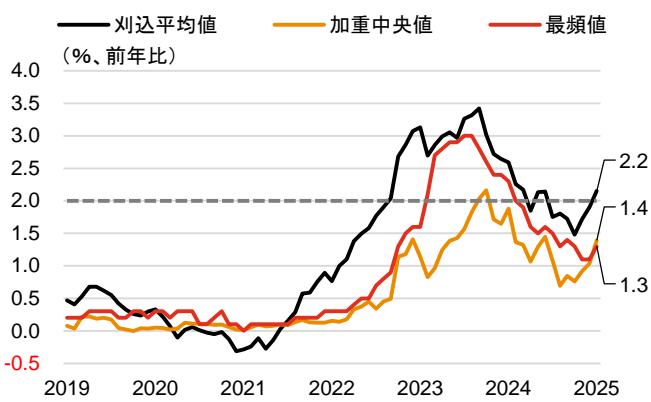
図表2:消費者物価指数(財)の寄与度推移



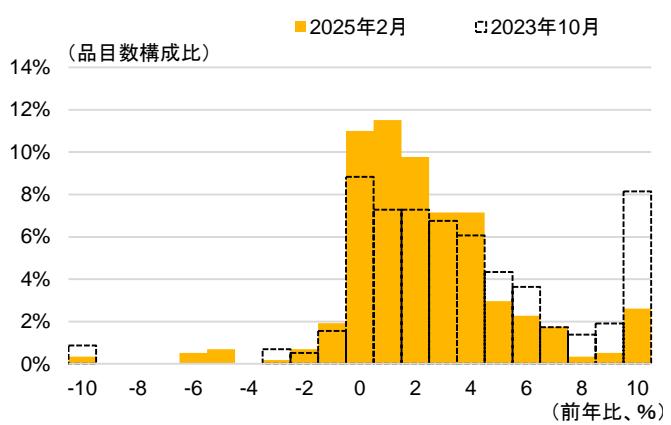
図表3:消費者物価指数(サービス)の寄与度推移



図表4:基調的なインフレ率を捕捉するための指標  
(24年9月まで)



図表5:食料・エネ除く総合指数の品目別変動分布比較



(出所) 総務省、日銀より筆者作成。

## 8. 商業動態統計(2025年2月速報) 一基調判断は「緩やかな上昇傾向」へ一步前進

### 小売業販売額は前年比+1.4%、前月比+0.5%と引き続き増加

経済産業省から商業動態統計(2025年2月速報値)が公表された。結果をみると、卸売業と小売業を合わせた商業販売額は49兆6,770億円、前年比+1.5%となった。卸売業は37兆4,850億円、同+1.5%、小売業は12兆1,930億円、同+1.4%であった。季節調整済前月比は、卸売業が+0.2%、小売業が+0.5%である。卸売業は食料・飲料、医薬品・化粧品、農畜産物・水産物といった業種で大きく増加した。他方で建築材、各種商品といった業種では減少している。また小売業について業種別にみると、機械器具は大きく減少したが、自動車やその他の売上が増加している。経済産業省は、小売業販売額の基調判断を「一進一退」から「緩やかな上昇傾向にある」とした。

図表1は卸売業、小売業の季節調整済前月比に加えて、業態別の販売動向について記載している。百貨店販売額は前年比-2.0%、スーパーは同一-1.4%、コンビニは同+0.3%、家電大型専門店は同+5.6%、ドラッグストアは同+3.5%、ホームセンターは同+0.3%となり、百貨店とスーパーでは前年比減少、その他の業態では前年比増加となった。業態のばらつきはあるものの、販売額は概ね増加基調にあるとみてよいだろう。

図表1:商業動態統計の概要

(単位: %)

	卸売業		小売業		百貨店		スーパー		コンビニエンスストア		家電大型専門店	ドラッグストア	ホームセンター		
	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前年比	前年比	前年比		
2023	3	0.2	0.8	1.0	7.2	-0.6	8.6	0.0	3.6	0.5	6.0	-4.6	7.9	0.3	
	4	-0.3	-0.7	0.0	5.1	0.5	7.6	0.7	5.2	-0.3	5.3	-3.9	8.9	0.4	
	5	0.0	1.1	0.9	5.7	1.4	5.3	0.5	3.7	0.8	5.5	-4.7	9.0	-2.0	
	6	-0.4	-1.9	-0.5	5.6	0.6	5.7	-0.2	4.3	-1.1	3.6	-6.3	9.4	-1.8	
	7	0.9	-0.7	1.3	7.0	1.3	7.6	1.5	5.9	0.8	5.2	5.0	10.2	5.2	
	8	0.7	0.0	0.8	7.0	0.7	10.9	0.0	1.9	0.5	6.3	3.9	7.7	0.9	
	9	0.3	-0.6	0.2	6.2	0.2	8.1	-0.9	-1.2	-1.4	4.0	-0.4	10.2	-0.8	
	10	-0.7	0.6	-1.0	4.1	-1.7	5.3	1.6	0.1	1.8	2.2	-3.4	10.3	-1.5	
	11	-0.4	-0.7	0.4	5.4	0.6	6.4	-0.6	1.3	-0.5	0.1	3.3	8.9	3.1	
	12	1.8	0.1	-1.5	2.4	-0.4	4.4	-1.3	-1.0	2.3	4.2	-3.4	5.8	-2.2	
	2024	1	-3.7	0.7	0.2	2.1	1.9	5.9	2.0	0.3	-2.3	1.6	-6.0	7.3	-1.0
	2	2.9	3.0	1.7	4.7	8.6	13.5	0.0	-0.1	1.6	5.4	-1.4	11.4	1.3	
	3	0.2	-1.7	-1.2	1.1	-3.7	9.6	0.6	-1.4	-2.2	0.4	6.3	8.9	2.5	
	4	2.1	5.4	0.8	2.0	-0.7	8.3	-0.3	-0.5	0.4	0.3	3.5	6.1	0.9	
	5	2.6	7.1	1.6	2.8	6.0	13.7	-1.1	2.3	1.5	1.3	0.6	6.8	1.0	
	6	-1.9	1.7	0.6	3.8	0.5	13.5	1.1	0.8	-1.2	1.6	10.3	7.5	4.6	
	7	2.8	9.5	0.2	2.7	-6.5	5.1	0.4	-1.0	0.7	0.7	1.6	4.5	-1.5	
	8	-2.3	2.1	1.0	3.1	-0.6	3.4	2.4	0.4	-0.2	0.7	3.6	7.4	7.9	
	9	-1.2	1.0	-2.2	0.7	-1.6	1.7	-2.9	0.4	-1.3	0.6	0.2	3.8	2.2	
	10	1.4	5.4	-0.2	1.3	-4.3	-1.3	0.3	-0.3	3.5	2.0	-2.4	4.3	-3.3	
	11	-0.1	4.0	1.9	2.8	4.8	2.8	1.5	-1.9	-0.8	1.9	3.3	6.2	2.8	
	12	-0.2	3.9	-0.8	3.5	-0.8	2.2	0.1	-2.1	-0.4	-0.9	4.8	9.3	3.2	
	2025	1	2.2	6.9	1.2	4.4	3.4	4.4	3.3	0.5	2.4	4.1	5.0	6.3	0.6
	2	0.2	1.5	0.5	1.4	-1.2	-2.0	0.2	-1.4	0.5	0.3	5.6	3.5	0.3	

(注) 前月比は季節調整済指数の前月比である。(出所) 経済産業省「商業動態統計」より筆者作成。

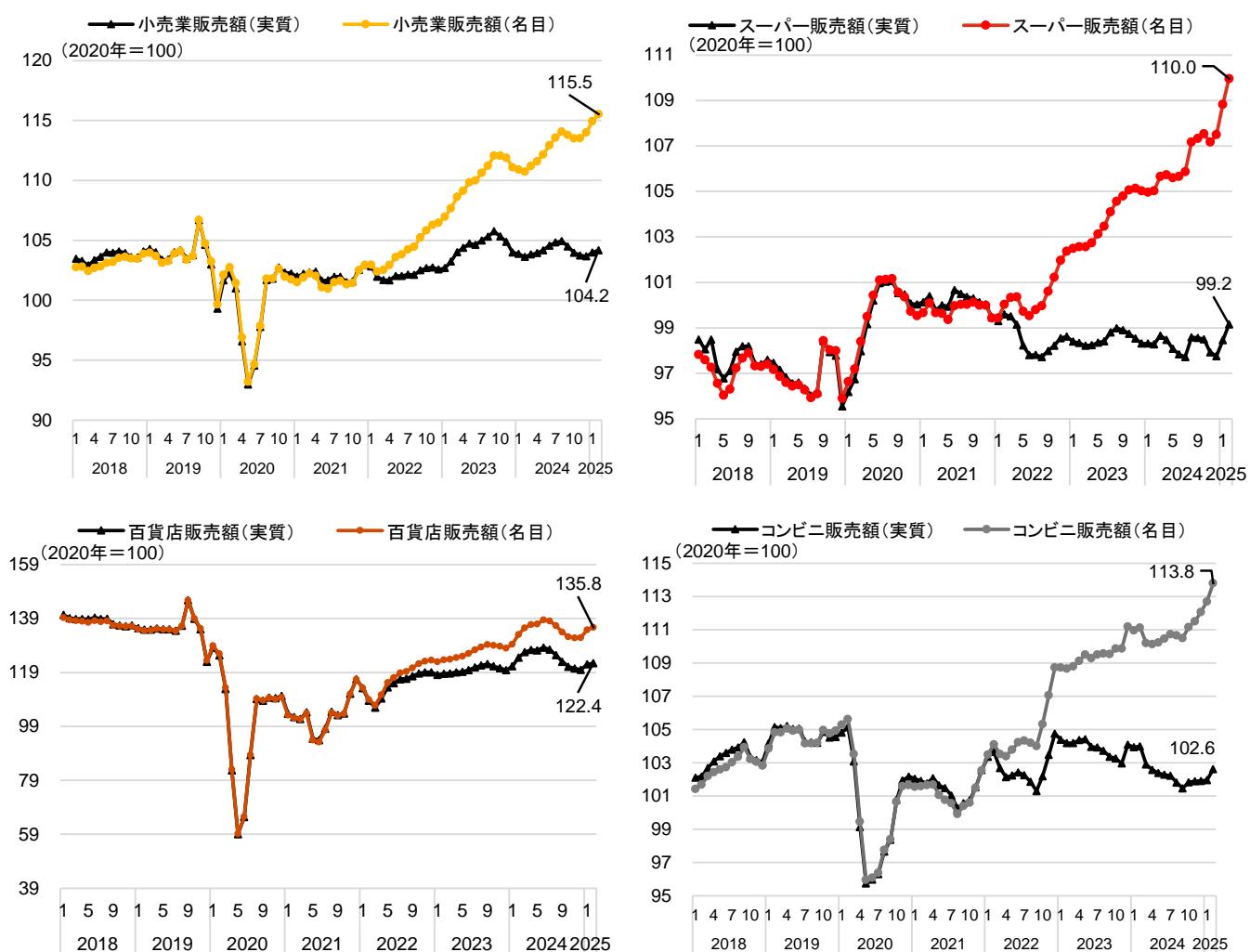
### 小売業販売額の拡大の多くは物価上昇によるが、2025年に入り実質でも増加が続いている模様

昨今の販売額の動きには価格上昇による影響が一定程度作用している。図表2では、試みに総務省「消費者物価指数」の総合指数(季節調整値、2020年基準)で名目販売額指数(2020年基準)をデフレートし、後方3か月間移動平均をとった実質販売額指数と名目販売額指数の推移をみている。

名目的小売業販売額指数(左上)は2024年9月から11月にかけて低下が続いたが以降は持ち直している。だが実質指数は物価高を反映して名目ほど上昇していないと考えられる。百貨店販売額指数(左下)は実質でみると2024年初から夏場にかけて増加したが、その後下落に転じ、2月は持ち直しの動きが続いている状況だ。スーパー販売額指数(右上)の動きをみると、名目販売額指数は水準としては2020年8月を大きく上回るが、物価上昇を考慮に入れるに、2020年8月をピークとして全体として低下トレンドの中で、2025年に入り拡大が続くことで横ばいトレンドから脱却できるかどうかの状況にある。コンビニ販売額指数(右下)は2024年9月以降増加を続けているが、物価水準を加味すると、2025年以降は停滞トレンドからの脱却が進みつつあるようにも見える。

以上のとおり、名目でみた小売業販売額は2024年に入り8月までは拡大を続けていたが、9月から11月にかけて低下し、12月以降は再び増加している。実質でみてもわずかずつではあるが増加基調にあることが確認できるが、昨年のピーク(2024年7月)を超えるには至っていない模様だ。今後も堅調な増加を続けるかどうか注視する必要があるだろう。

図表2:小売業、百貨店、スーパー、コンビニ販売額(名目、実質)の推移



(注) 実質値は総務省「消費者物価指数」から季節調整済の総合指数を用いて名目値をデフレートした値。

名目・実質値ともに後方3か月移動平均値。

(出所) 経済産業省「商業動態統計」より筆者作成。

## 9. 鉱工業生産(25年2月速報) -1-3月生産の前期比マイナスの可能性が高まる-

### 2月生産は前月比+2.5%と4か月ぶりに増加、基調判断は「一進一退」で維持だが…

鉱工業生産(25年2月速報)は前月比+2.5%と4か月ぶりに増加、前年比は+0.5%と1月に続き2か月連続の増加となった。経済産業省は「生産は一進一退」と引き続き基調判断を維持している。業種別生産は全15業種のうち9業種が増加、6業種が低下という結果となり、特に半導体製造装置が前月比+20.2%、寄与度+0.57%ポイントと増加に寄与した。一方で低下業種は輸送機械工業、無機・有機化学工業、鉄鋼・非鉄金属工業といったところであり、特に輸送機械工業に含まれる航空機用発動機部品は前月比-3.8%であった。出荷は前月比+3.0%、前年比+1.6%、在庫は前月比-1.7%、前年比-1.4%となった。稼働率(1月)は引き続き前月比・前年比ともに上昇した。生産能力実績は3月以降、前年比で減少が続いている点は不变である。

先述の通り、2月生産は前月比で増加したが、昨年11月から今年1月までの減少の影響が尾を引いており、1-2月生産平均値の対10-12月平均比伸び率は-0.6%と減少が続いている。生産予測調査によれば、3月の生産見通しは前月比+0.6%(補正值も同様)、また4月の生産見通しは同+0.1%とのことである。3月の生産見通しの結果を当てはめて1-3月生産平均の対10-12月平均比伸び率を計算すると同+0.0%となる。2月生産は1月時点の2月生産見通しの伸び率(補正值修正済:+2.3%)を若干上回ったが、生産の実績値は見通しよりも低くなる場合の方が圧倒的に多い。

以上から考えると、1-3月期生産の対10-12月比はゼロないしはマイナスの伸びである可能性が高いだろう。4月以降は米トランプ大統領による関税率引き上げの悪影響も想定され、生産が安定的に拡大する絵姿を見込みづらい情勢にあるといえよう。

図表1:鉱工業指標(生産・出荷・在庫・在庫率、生産能力実績、稼働率)の概要

		生産		出荷		在庫		在庫率		生産能力実績 (製造工業)		稼働率(製造工業)		(%、変化率)
		前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比
2023年	3	0.4	-0.8	0.5	0.1	0.2	2.2	0.9	8.6	-0.4	0.4	0.8		
	4	0.3	-0.8	-0.5	-1.4	1.3	6.0	1.4	12.7	-0.2	0.9	2.3		
	5	-1.0	4.1	-0.3	3.8	0.6	7.2	1.0	8.8	0.0	-2.6	8.0		
	6	0.9	-0.1	0.8	0.7	0.0	5.7	-0.6	9.8	0.1	1.5	0.7		
	7	-1.4	-2.6	-1.3	-2.0	0.2	5.5	0.8	9.8	0.3	-1.7	-2.1		
	8	-0.4	-4.7	-0.2	-3.1	-1.1	3.0	-0.5	9.2	0.1	0.1	-3.7		
	9	0.1	-4.5	0.6	-2.4	-0.9	0.0	-1.2	4.3	0.0	0.1	-4.3		
	10	1.2	0.9	0.3	0.8	0.0	0.8	-0.2	4.1	0.2	-0.4	-1.4		
	11	-0.6	-1.6	-0.8	-1.7	0.0	0.9	1.5	6.3	0.2	0.7	-3.0		
	12	1.2	-1.1	1.6	0.2	-0.9	-0.5	-2.3	2.3	0.3	0.2	-3.3		
2024年	1	-7.0	-1.5	-7.5	-1.7	-1.7	-1.8	2.6	0.8	0.1	-7.9	-4.6		
	2	0.3	-3.9	-0.7	-4.7	0.6	-1.7	-5.6	1.9	0.1	-0.5	-6.2		
	3	3.5	-6.2	4.7	-6.8	1.0	-1.0	7.6	6.8	-0.2	1.3	-11.2		
	4	-0.6	-1.8	-0.4	-1.4	-0.2	-2.4	-0.7	0.5	-0.2	0.3	-6.8		
	5	1.1	1.1	3.9	1.3	0.9	-2.1	-1.2	-1.5	-0.3	4.1	-1.8		
	6	-1.2	-7.9	-4.7	-8.1	-0.7	-2.7	1.7	4.8	-0.6	-3.1	-10.0		
	7	1.8	2.9	2.7	2.0	0.4	-2.5	-2.4	-3.9	-0.8	2.5	-0.1		
	8	-2.0	-4.9	-4.1	-6.5	-0.8	-2.2	5.3	5.9	-1.0	-5.3	-9.9		
	9	0.7	-2.6	2.4	-4.2	0.1	-1.3	-3.8	3.0	-1.1	4.4	-5.1		
	10	1.8	1.4	2.6	0.4	0.0	-1.3	-0.9	-0.4	-1.1	2.6	-0.1		
	11	-1.7	-2.7	-2.5	-3.6	-1.0	-2.2	3.2	2.7	-1.6	-1.9	-5.0		
	12	-0.3	-1.6	0.2	-2.7	-0.7	-2.0	-1.4	2.1	-1.6	-1.8	-2.8		
2025年	1	-1.1	2.2	-1.5	2.0	2.0	0.7	0.1	1.2	-1.9	4.5	4.2		
	2	2.5	0.5	3.0	1.6	-1.7	-1.4	-3.5	0.4	-	-	-		

(出所) 経済産業省より筆者作成。生産能力実績、稼働率は1月確報値の結果である。

## 生産用機械工業、電子部品・デバイスは持ち直しも、全体として弱めの動きが続く状況は変わらず

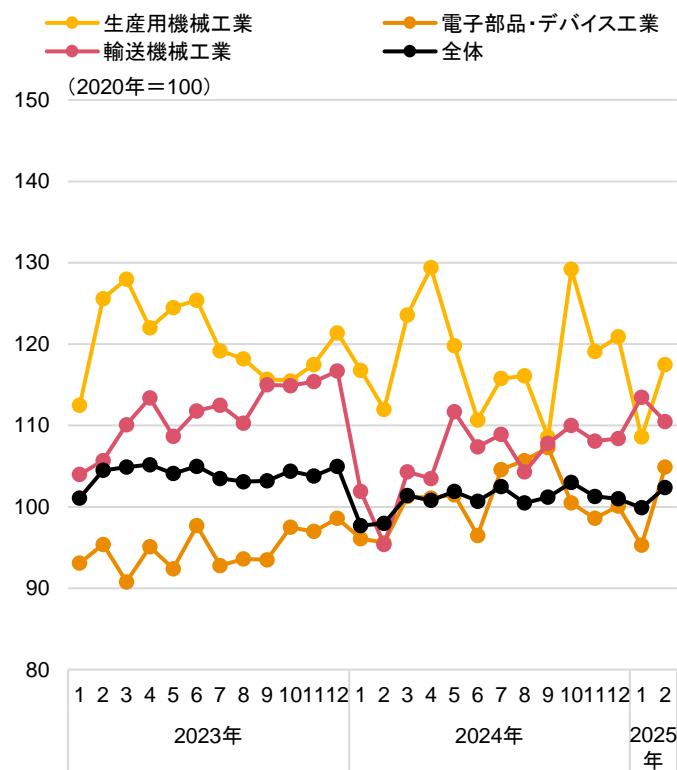
業種別生産の動き(図表2)をみると、2月の生産は前月比+2.5%と持ち直したものの、引き続き2023年と比べやや低い水準で推移する状況は変わっていない。輸送機械工業は1月に大きく増加した反動もあってか2月は減少したが、2024年後半以降の増加トレンドは維持している。電子部品・デバイス工業は昨年10月以降の減少トレンドから一転、2月は持ち直した。生産用機械工業は1月は大きく減少したが、2月は半導体製造装置の生産が増えたこともあり、再び増加している。全体として、鉱工業生産の動きは横ばいからやや弱めの動きとなっている。

図表3は業種別在庫率の動きをまとめている。鉱工業全体の在庫率はわずかに減少した。電子部品・デバイス工業の在庫率は依然として高水準で推移しているものの、輸送機械の在庫率の低下トレンドは健在であり、鉱工業全体の在庫率低下に寄与している。

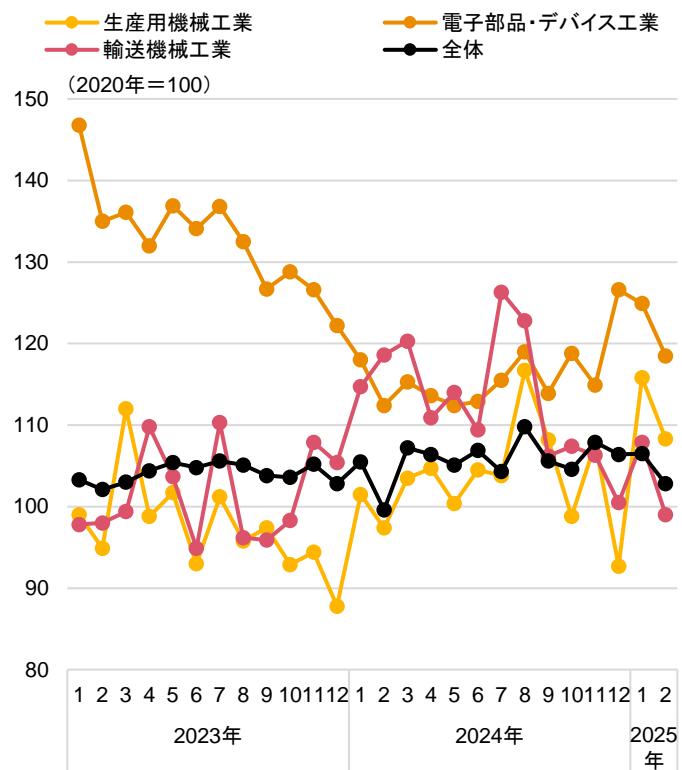
製造工業生産予測指数について産業別にみると、2025年3月及び4月については、石油製品工業、生産用機械工業が主に全体の増加見通しをけん引する形である。半導体・フラットパネルディスプレイ製造装置の増産が見込まれていることが全体に大きく影響している模様だ。

企業のアニマルスピリッツ指標の動きをみると、2月のDI(原系列)は0.3%と2か月連続で強気が弱気をわずかに上回る状況が続いている。変動を均したトレンドでも、DIは+0.3%とプラスに転換した。トレンドの動きを見る限り、アニマルスピリッツ指標は昨年10月を底にわずかながら拡大を続けていた状況である。こうした動きが脆弱なものか否かは米国の関税率上昇といった逆風の状況が顕在化する3月以降の結果により明らかとなるだろう。

図表2:業種別生産(季節調整値)



図表3:業種別在庫率(季節調整値)



(出所) 経済産業省より筆者作成。

## 10. 一般職業紹介・労働力調査(2025年2月):有効求人倍率が低下、新規求人の減少幅が拡大

### 有効求人倍率が低下、失業率は低下

2月の有効求人倍率(季節調整値、以下同)は1.24倍(図表1①)となり、前月から0.02ポイント悪化し、6か月ぶりの水準に低下した。前年と比べて0.02ポイント悪化した。内容をみると、有効求人数(同②)は235.9万人となり、前年比-3.7%となった。有効求職者数(同③)は190.3万人となり、前年比では-2.4%となった。新規求人(原数値)は前年比-5.9%と4か月連続で減少した。落ち込み幅は拡大した。産業別にみてもすべての業種で減少し、特に宿泊業・飲食サービス業、生活関連サービス業・娯楽業は二桁の大幅な減少となった。インバウンド需要は堅調だが、求人増には結び付いていない。

2月の労働力人口は6,986万人(季節調整済値(以下同)、前月差-15.0万人)、就業者数は6,816万人(同-11.0万人)、完全失業者数は168万人(同-6.0万人)となった(同④~⑥)。先月は労働力人口が初めて7,000万人を突破したが、今月はやや減少した。原数値でみると、労働力人口は6,933万人(前年同月差:+28万人)、就業者数は6,768万人(同:+40万人)、完全失業者数は165万人(同:-12万人)となった。このうち、産業別の就業者数(原数値)をみると、医療・福祉、宿泊業・飲食業サービスで増加し、運輸業・郵便業、卸売業・小売業で減少した。2月の完全失業率(季節調整値)は2.4%となり、5か月ぶりに低下した(同⑦)。求人数(②)を労働力人口(④)で割った求人率(同⑧)は3.4%となり、7か月連続で同水準となった。失業率・求人率から計算され、労働市場の需給がバランスするとみられる均衡失業率(同⑨)は、2月に2.85%となった。2月の失業率は2.4%と、均衡失業率を0.45%ポイント下回った(同⑩の失業率ギャップ)。さらに、求人数を失業者数で割った比率(同⑪)をみると、2月は1.40倍となり前月から0.02ポイント上昇(改善)した。求人数の減少以上に、失業者数が減少した。

図表1:一般職業紹介状況・労働力調査(有効求人倍率・完全失業率等)の概要

季節調整値	有効求人倍率 ①=②/③ 倍	有効求人		労働力人口			失業率 ⑦=⑥/④ %	求人率 ⑧=②/④ %	均衡失業率 ⑨= $\sqrt{⑦+⑧}$ %	失業率ギャップ ⑩=⑦-⑨ %ポイント	求人数・失業者数比率 ⑪=②/⑥ 倍
		有効求人数 ② 万人	有効求職者数 ③ 万人	就業者数 ④ 万人	失業者数 ⑥ 万人						
		④	⑤	⑥							
2023年 2月	1.33	252.5	189.9	6,892	6,713	178	2.6	3.7	3.09	-0.49	1.42
3月	1.32	250.9	190.2	6,925	6,734	189	2.7	3.6	3.13	-0.43	1.33
4月	1.32	250.8	189.7	6,927	6,749	179	2.6	3.6	3.07	-0.47	1.40
5月	1.32	250.4	189.6	6,918	6,744	176	2.5	3.6	3.01	-0.51	1.42
6月	1.31	249.7	190.4	6,923	6,749	174	2.5	3.6	3.00	-0.50	1.43
7月	1.30	249.5	191.6	6,928	6,749	179	2.6	3.6	3.06	-0.46	1.39
8月	1.30	249.9	191.8	6,932	6,748	183	2.6	3.6	3.06	-0.46	1.37
9月	1.30	249.0	192.0	6,936	6,758	178	2.6	3.6	3.06	-0.46	1.40
10月	1.29	247.7	192.1	6,930	6,752	177	2.6	3.6	3.05	-0.45	1.40
11月	1.27	244.3	192.0	6,949	6,770	179	2.6	3.5	3.02	-0.42	1.36
12月	1.27	244.2	192.9	6,932	6,758	174	2.5	3.5	2.97	-0.47	1.40
2024年 1月	1.27	244.4	193.2	6,935	6,762	173	2.5	3.5	2.97	-0.47	1.41
2月	1.26	244.9	194.9	6,957	6,775	181	2.6	3.5	3.03	-0.43	1.35
3月	1.27	243.5	192.2	6,944	6,763	180	2.6	3.5	3.02	-0.42	1.35
4月	1.26	241.6	191.7	6,939	6,758	181	2.6	3.5	3.01	-0.41	1.33
5月	1.25	241.5	193.8	6,946	6,765	181	2.6	3.5	3.01	-0.41	1.33
6月	1.24	241.5	195.1	6,959	6,783	176	2.5	3.5	2.95	-0.45	1.37
7月	1.25	241.0	193.4	6,956	6,774	183	2.6	3.5	3.00	-0.40	1.32
8月	1.24	240.0	193.0	6,962	6,790	172	2.5	3.4	2.94	-0.44	1.40
9月	1.25	239.8	192.6	6,954	6,785	170	2.4	3.4	2.88	-0.48	1.41
10月	1.25	239.9	191.8	6,967	6,794	172	2.5	3.4	2.93	-0.43	1.39
11月	1.25	239.8	192.4	6,978	6,805	173	2.5	3.4	2.93	-0.43	1.39
12月	1.25	239.5	191.8	6,988	6,814	172	2.5	3.4	2.93	-0.43	1.39
2025年 1月	1.26	240.0	191.2	7,001	6,827	174	2.5	3.4	2.93	-0.43	1.38
2月	1.24	235.9	190.3	6,986	6,816	168	2.4	3.4	2.85	-0.45	1.40
前年差	-0.02	-9.0	-4.7	29.0	41.0	-13.0	-0.2	-0.1	-0.18	-0.02	0.05
前月差	-0.02	-4.1	-0.9	-15.0	-11.0	-6.0	-0.1	-0.1	-0.08	-0.02	0.02
前月比	-	-1.7	-0.5	-0.2	-0.2	-3.4	-	-	-	-	-
前年比	-	-3.7	-2.4	0.4	0.6	-7.2	-	-	-	-	-

(出所) 総務省、厚生労働省、Barnichon (2010)より筆者作成。

参考文献:Regis Barnichon (2010), "Building a composite Help-Wanted Index," Economic Letters 109, pp.175-178

## 有効求人倍率の振り返り: 求職者数の減少傾向が継続

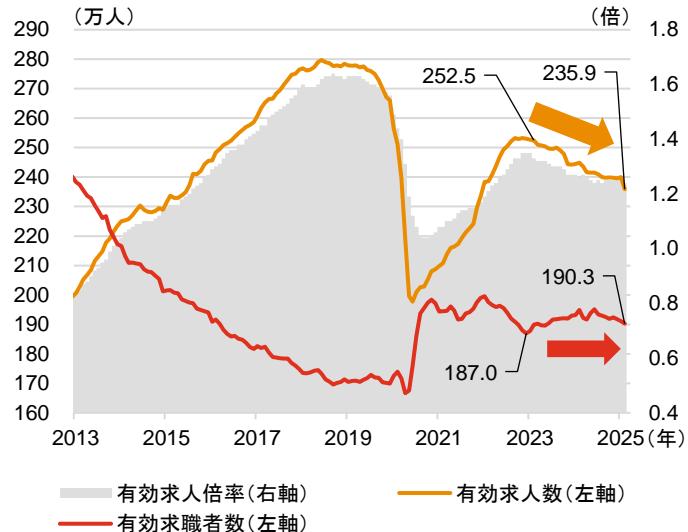
前ページでみた通り、景気の先行指標とされる有効求人倍率は昨年(2024年)4月以降、1.24倍～1.26倍で横ばい圏での推移となっている。さて、有効求人倍率とは、企業が働き手を探している有効求人人数を、職を得たい有効求職者数で割ったものである。改めて図表2で両者の推移を確認しておこう。有効求人数は、COVID-19前には280万人弱で推移し、COVID-19の影響を受けて2020年には一時200万人割れまで落ち込んだ。その後、COVID-19後の経済活動の再開などの動きを受けて2023年初には250万人強まで増加した。その後は企業側で労働需要が満たされつつある影響から減少に転じ、2月は235.9万人まで減少した。人手不足といわれているものの、ここでの企業の求人数は減少している。一方、求職者数の方は2021年以降187万人～200万人で推移している。最近はやや減少傾向にあり、2月は190.3万人となった。

## 新規求人数の動向: 2か月連続で減少幅が拡大

有効求人数は、前月までに繰り越された求人数に、その月の求人数を加えたものである。このうち、その月に加えられた新規求人数の前年比推移をみたのが、図表3である。2月単月の新規求人数は、前述の通り前年比-5.9%と減少した。図表3にある過去3か月平均では-3.3%となり、2か月連続で減少幅が拡大した。業種別にみると、製造業は2月単月で前年比-6.5%となった。3か月平均では-5.4%となり、2か月連続で減少幅が拡大した。2024年から減少幅は縮小しているものの、なかなか増加に転じるまでには至っていない。次に宿泊業・飲食サービス業は2月単月では前年比-17.6%となった。3か月平均では-4.3%となった。2024年12月に1年2か月ぶりに減少から増加に転じていたものの再び減少に転じ、2月は大幅な落ち込みとなった。こちらもなかなか増加に転じていない。

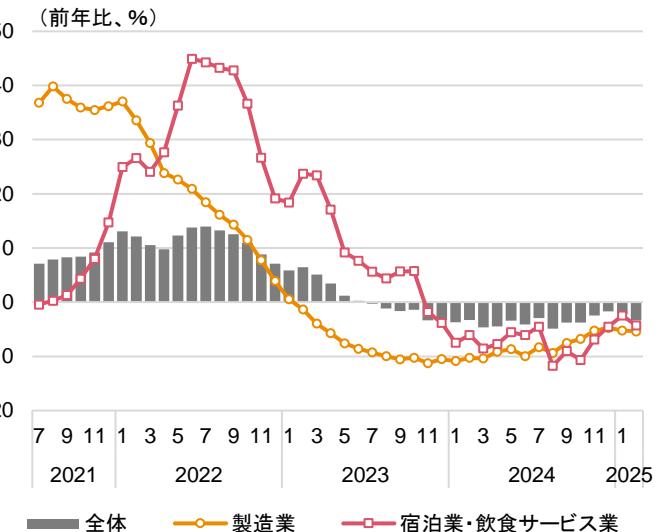
労働市場を巡っては人手不足がさかんに喧伝され、失業率は低下している。もっとも景気の先行指標とされる有効求人倍率は、足元では横ばい圏内での動きとなっている。さらに新規求人数の減少が継続している。今後減少が継続するか、あるいは所得から消費拡大への動きがみられていないことから再び悪化に向かうことがないか、見定める必要があろう。

図表2: 有効求人倍率の分解



(出所) 厚生労働省「一般職業紹介状況」より筆者作成。

図表3: 新規求人数の推移



(注) 前年比、3か月移動平均。

(出所) 厚生労働省「労働力調査」より筆者作成。

## 11. 日銀短観(2025年3月)－業況は概ね横ばい、インフレ圧力がより意識される－

### 業況判断は大企業全産業で変わらず、業種別にみると、製造業は悪化、非製造業は改善

日本銀行から短観(2025年3月)が公表された。回答期間は2月26日～3月31日、企業が想定する2025年度の為替レートは1ドル=147.06円(上期147.17、下期146.95)と2024年度の想定為替レート147.94円と比べるとやや円高の見立てである。1ドル=150円をわずかに下回る足元の為替レートの動向と比べても、やや円高気味で企業が想定していることがわかる。

図表1は今回の結果の概要についてまとめている。まず業況判断DI(「良い」－「悪い」)は大企業製造業で12と12月から2ポイント悪化した。業種別にみると、繊維、石油・石炭製品、鉄鋼、化学といった素材業種を中心に悪化した。一方で造船・重機等、自動車などは改善した。大企業非製造業は35と2ポイント改善した。物品賃貸、対個人サービス、宿泊・飲食サービスを中心に改善している。悪化したのは情報サービス、電気・ガス、運輸・郵便であった。以上の製造業の業況悪化、非製造業の業況改善を受けて、大企業全産業は23と9月、12月に続き同じ水準となった。

販売価格判断・仕入価格判断(「上昇」－「下落」)をみると、大企業の販売価格判断、仕入価格判断はともに上昇した。先行も大企業を中心に上昇している。中小企業では最近の判断は低下、先行きは上昇といった結果になった。

図表1:日銀短観の概要

(単位:%)

	業況判断						販売価格判断						仕入価格判断					
	大企業			中小企業			大企業			中小企業			大企業			中小企業		
	全産業	製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業
2021年	3	2	5	-1	-12	-13	-11	-2	0	-5	15	11	29	18				
	6	8	14	1	-8	-7	-9	4	3	5	-1	29	13	43	25			
	9	10	18	2	-8	-3	-10	10	6	9	1	37	17	50	29			
	12	14	18	9	-3	-1	-4	16	10	16	6	49	25	60	39			
2022年	3	11	14	9	-6	-4	-6	24	13	23	12	58	35	70	48			
	6	11	9	13	-2	-4	-1	34	19	35	21	65	43	79	58			
	9	11	8	14	0	-4	2	36	23	37	23	65	49	77	59			
	12	13	7	19	4	-2	6	41	28	38	26	66	53	76	60			
2023年	3	10	1	20	3	-6	8	37	29	37	27	60	48	72	60			
	6	13	5	23	5	-5	11	34	28	36	27	52	44	66	57			
	9	17	9	27	5	-5	12	32	27	30	27	48	43	61	58			
	12	22	13	32	9	2	14	27	25	27	24	41	40	57	54			
2024年	3	22	11	34	7	-1	13	25	27	26	26	42	43	56	53			
	6	22	13	33	7	-1	12	29	29	30	28	47	47	61	55			
	9	23	13	34	8	0	14	26	29	29	26	41	46	57	53			
	12	23	14	33	10	1	16	25	29	29	27	39	44	58	53			
2025年	3	23	12	35	10	2	16	28	32	27	30	41	48	57	57			
	先行き	20	12	28	5	-1	9	30	34	37	37	43	49	62	61			

	国内での製商品・サービス需給判断				雇用人員判断				生産・営業用設備判断		資金繰り判断		金融機関の貸出態度判断					
	大企業		中小企業		大企業		中小企業		全規模		全規模		全規模					
	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業	製造業	非製造業				
2021年	3	-13	-18	-26	-25	0	-13	-3	-22	7	1	11	8	18	18			
	6	-5	-15	-21	-22	-2	-10	-7	-22	3	1	13	10	20	18			
	9	-2	-15	-17	-20	-5	-11	-13	-24	2	0	13	10	18	18			
	12	2	-11	-12	-13	-9	-15	-17	-31	1	-1	13	11	18	18			
2022年	3	1	-9	-12	-14	-10	-18	-21	-32	0	-1	11	9	18	17			
	6	2	-7	-10	-11	-10	-22	-19	-33	1	-1	10	12	17	18			
	9	0	-8	-10	-10	-11	-26	-22	-38	0	-3	9	12	16	17			
	12	0	-7	-12	-9	-14	-28	-24	-41	1	-4	7	12	16	17			
2023年	3	-4	-5	-14	-9	-14	-33	-24	-43	1	-4	5	11	14	17			
	6	-9	-5	-18	-9	-13	-34	-21	-43	1	-4	7	14	15	17			
	9	-9	-4	-21	-10	-15	-36	-21	-44	2	-4	7	13	14	17			
	12	-9	-2	-20	-10	-16	-37	-23	-47	2	-4	7	14	14	16			
2024年	3	-11	-1	-20	-9	-17	-37	-24	-47	2	-4	7	13	14	17			
	6	-10	-1	-20	-9	-18	-39	-23	-45	2	-4	8	15	13	16			
	9	-8	1	-20	-8	-19	-39	-23	-47	3	-4	9	14	14	15			
	12	-10	1	-20	-8	-18	-39	-24	-48	2	-4	9	14	14	15			
2025年	3	-9	0	-19	-8	-17	-39	-24	-48	1	-4	7	12	13	14			
	先行き	-8	-1	-19	-9	-21	-40	-30	-52	0	-5	—	—	—	—			

(出所) 日本銀行「短観」より筆者作成。

国内での製商品・サービス需給判断（「需要超過」－「供給超過」）は大企業製造業で－9と12月調査から供給超過の度合がわずかに縮小し、大企業非製造業は0とわずかに拡大した。中小企業製造業は－19とわずかに縮小、中小企業非製造業は－8と変化はなかった。製造業・非製造業ともに需給バランスはやや需要超過の度合いが進んでいる模様だ。

雇用人員判断、生産・営業用設備判断（「過剰」－「不足」）をみると、雇用人員判断は大企業製造業で－17、大企業非製造業で－39と雇用不足の状況が続く。投資の需給動向を示す生産・営業用設備判断は製造業は1とわずかに不足度合いが進み、非製造業は－4と変わらずとなった。雇用・設備は2019年半ば頃の状況に引き続きあると判断できよう。

企業金融の動向として、資金繰り判断（「楽である」－「苦しい」）、金融機関の貸出態度判断（「緩い」－「厳しい」）をみると、資金繰り判断は製造業で7、非製造業は12であった。金融機関の貸出態度判断は製造業は13、非製造業は14となり、資金繰り判断・貸出判断態度ともに、わずかづつ苦しさ、厳しさの度合いが進んでいる。

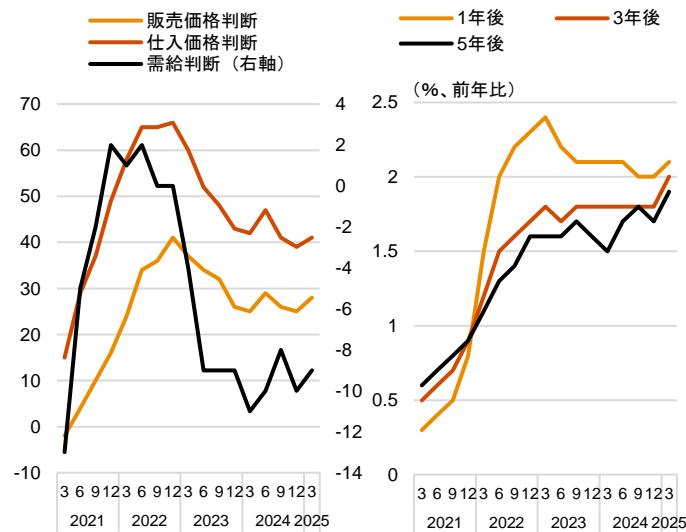
借入金利水準判断（全産業）は製造業が63、非製造業が61と1991年以降で最も高い数値となった。借入金利水準判断（全産業）は2024年9月以降大きく上昇しており、3月調査において上昇の動きが加速している。利上げが進む中、企業金融の資金繰り悪化、借入金利水準の上昇、金融機関の貸出態度厳格化、こうした認識が企業で広がっていると考えられる。この点にはさらに注意が必要と言えよう。

### 需給判断は停滞する中、価格判断や物価見通しある上昇

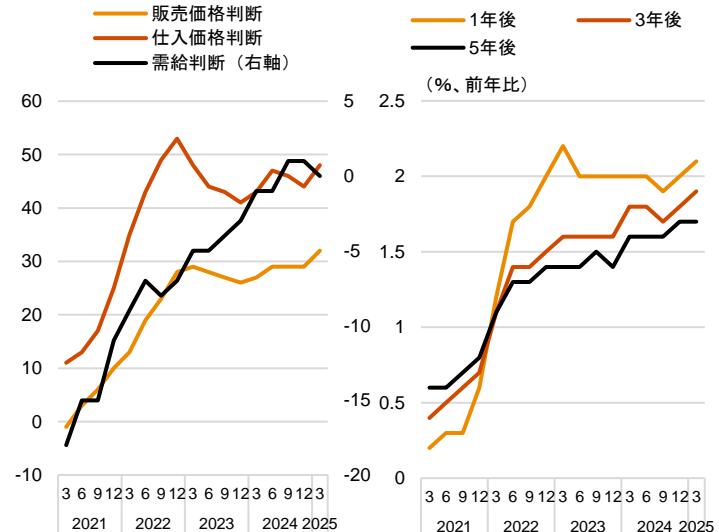
企業の物価見通しは全規模・全産業で1年後が2.5%、3年後が2.4%、5年後が2.3%となった。いずれの年次も前回調査から0.1%ポイントずつ上昇している。図表2は大企業製造業が直面している価格判断と需給判断、企業の物価見通しについてまとめている。2023年以降、需給判断DIが再びマイナス（供給超過）に突入する中で、販売価格判断・仕入価格判断は低下し、企業の物価見通しも落ち着いていた。3月は需給判断はやや改善したものの、引き続きマイナスが続く状態。その中で価格判断や企業の物価見通しが上昇を続けていることがわかる。

図表3は大企業非製造業について、価格判断と需給判断の動きと物価見通しを比較したものである。図表2と同様、価格判断は3月に入り再び加速している。また、需給判断を見ると、緩やかに拡大を続けつつ2024年9月にプラス1と需要超過に転じて12月もその勢いを維持していたが、3月は0とわずかに減少している。このまま非製造業の需給判断がピークアウトするかどうかは要注目といえるだろう。

図表2: 価格判断と需給判断、企業の物価見通し  
(大企業製造業)



図表3: 価格判断と需給判断、企業の物価見通し  
(大企業非製造業)



(出所)日本銀行「短観」より筆者作成。

### III. Weekly Macro Economic Insights

#### 1. 2025 年 3 月 3 日(月)~3 月 7 日(金): 日本企業に選ばれる日本となるには?

##### 日本企業に選ばれる日本となるには?

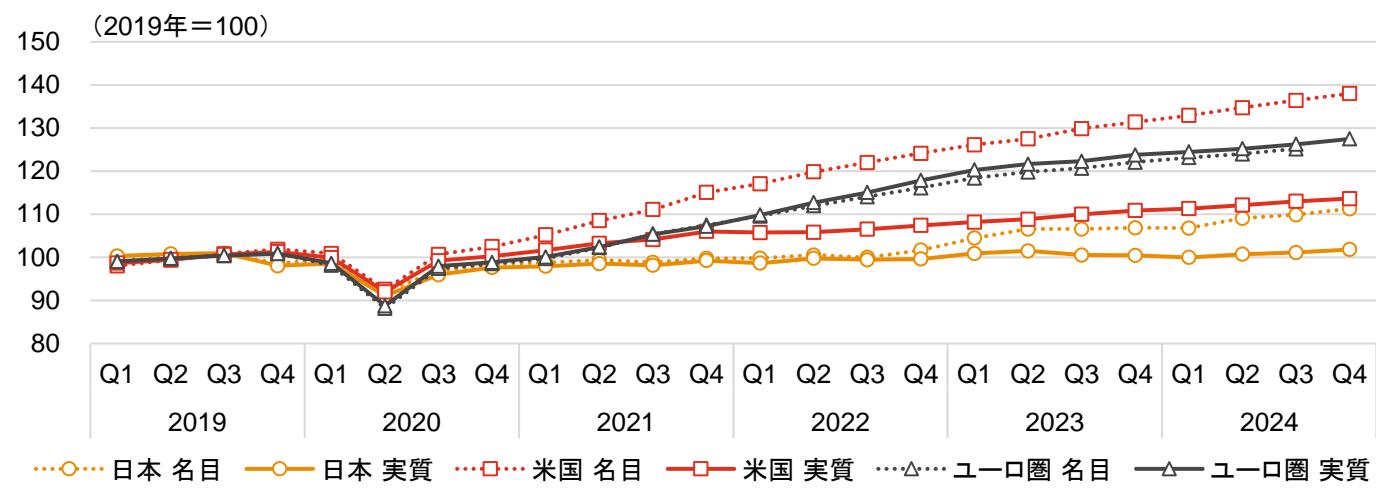
トランプ政権の発足以来、中国・カナダ・メキシコに対する関税の引き上げ、ロシアによるウクライナ侵攻に関する米国とロシアの接近、米国とウクライナ間の摩擦、欧州が仲介に乗り出すなど、国際経済・政治動向が大きく動搖している。現状では先行きが見通せないが、米国がウクライナにおける資源の権益獲得と引き換えに、2014 年以降のロシアの武力による国境変更を追認すれば、国際秩序は大きく変化する。中国による武力を背景とした台湾情勢の地政学リスクの高まりも懸念される。

政治・経済の面で分断が広がる時代にあって企業が企業価値を向上させ存続していくためには、経営資源を投入する市場を見極める必要がある。日本で事業を開始した企業であっても、今後日本で事業を継続することが企業価値向上に最適な選択肢となるとは限らない。企業価値向上の観点からは、自社の持つ優位性を活かしてもっとも収益を上げられる国・市場を選択することは、重大な経営戦略上の課題となる。その観点から、企業が事業を行う国・地域を選択するのに最も基本的な要素は、企業の売上高に連動する名目 GDP と、インフレによる影響を除いた数量增加分を示す実質 GDP となろう。

図表 1 は、COVID-19 前の 2019 年を基準年として日米欧の名目 GDP・実質 GDP の推移をしたものである。名目 GDP は点線、実質 GDP は実線で示している。まず欧州は 2019 年対比では名目・実質ともに似た推移をしており、2024 年末では 3 割弱程度拡大している。次に物価上昇率の高かった米国では 2024 年末に名目 GDP は 2019 年対比で 4 割増となつた一方、実質 GDP では 1 割程度の上昇となった。最後に日本をみると、実質 GDP は 2019 年対比ではほぼ横ばいとなっているものの、名目 GDP は 1 割上昇となっている。日本は、COVID-19 後の食料・エネルギー価格上昇をきっかけとして、名目 GDP がようやく伸びを見せ始めたものの、インフレの影響を除いた実質 GDP は依然低迷していることが改めて鮮明となっている。

日本が長らくデフレであった期間には、名目 GDP、企業からみると名目の売上高が伸びなかつたため、追加的な売上・利益が見込めなかつた日本企業は設備投資に慎重にならざるを得なかつた側面があろう。足元では企業の利益(法人企業統計の経常利益、全産業・全規模)は、2019 年平均の 20.4 兆円から 2024 年 7-9 月期には 30.1 兆円へと 5 割弱の伸びとなつてている。現状では売上自体は拡大しているため、企業が国内での設備投資に積極的になっていてもおかしくない。名目の設備投資は 2019 年平均の 91.8 兆円から 2024 年 10-12 月期の 107.3 兆円まで +16.8% となつてはいる一方、実質の設備投資は 2019 年平均の 90.9 兆円から 93.1 兆円へと 2.4% の伸びにとどまっている。インフレによる押し下げに加えて、実質消費の弱さに起因している公算が大きく、企業はデフレではない状況となつても依然として設備投資の増加に慎重であることがうかがわれる。

図表 1: 日米欧の名目 GDP(点線)と実質 GDP(実線)の推移



(出所) 内閣府、NIPA、ユーロ統計局

消費低迷の背景には、賃上げにもかかわらず、物価高や国民負担の増加による実質可処分所得が低迷しているという要因があろう。こうした中、衆議院で少数である与党は来年度予算につき一部の野党と修正案で合意した。昨年の衆議院選挙では国民民主党が、所得税の税額控除の 103 万円から 178 万円への引き上げ、7~8 兆円規模の大規模な減税案を提案していた。しかし、与党と一部野党が合意した来年度予算では議論の末、減税は所得制限を設けた上で小規模なものにとどまった。政府は実質可処分所得を押し上げる財政政策に加えて、日本銀行による拙速な利上げを回避し、実質 GDP を高めて需要増加を起点とした持続的な賃金・物価の好循環を実現することが求められている。これらのマクロ経済政策により実質 GDP 成長率を持続的に伸ばすことが、日本企業が日本を魅力的な市場として選択する重要な一歩となろう。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

### 先週(2月 24 日(月)~2月 28 日(金))の振り返り : 消費者物価指数(東京都区部、2 月中旬値)、鉱工業生産(1 月)、商業動態統計(全国、1 月)

先週の動向を振り返っておこう。まず日本についてである。東京都の消費者物価指数(2 月中旬速報値、以下 2 月)は、総合で前年比 +2.9%(前月(1 月) : +3.4%)、生鮮食品を除く総合で同 +2.2%(前月 : +2.5%)といずれも伸びが低下した。食料が前年比 +7.1%(前月(1 月) : +7.6%)、エネルギーが同 +6.9%(同 : +13.3%)と、これまで物価を押し上げてきた食料・エネルギーがともに伸びを弱めた。もっとも、政府の備蓄米放出で価格低下が期待されていた米類は、前年比 +77.5%(前月 +70.7%)と伸びが加速している。また、生鮮食品及びエネルギーを除く総合で同 +1.9%(前月 : +1.9%)と横ばいとなった。食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合(欧米型コア)は、同 +0.9%となり、前月の同 +1.0%から減速した。外国パック旅行が減少に転じたことが影響した。欧米型コアが 1%を割り込むのは 2022 年 9 月以来となる。食料・エネルギー価格による物価押し上げと、需要の弱さからの物価の弱さが混在する状況が継続している。

鉱工業生産(25 年 1 月速報)は前月比 -1.1% と 3 か月連続の減少(12 月生産は確報段階で下落へと修正)、前年比は +2.6% と 3 か月ぶりの増加となった。経済産業省は「生産は一進一退」と基調判断を維持している。業種別生産は全 15 業種のうち 6 業種が増加、9 業種が低下という結果となり、特に自動車工業が前月比 +6.9%、寄与度 +0.88% ポイントと増加に寄与した。一方で低下業種は生産用機械工業、電子部品・デバイス工業、電気・情報通信機械工業といったところであり、特に生産用機械工業に含まれる半導体製造装置は前月比 -19.4% であった。出荷は前月比 -1.5%、前年比 +2.0%、在庫は前月比 +0.9%、前年比 +0.5% となった。稼働率(12 月)は引き続き前月比・前年比ともに低下した。生産能力実績は 3 月以降、前年比で減少が続いている点は同様である。製造工業生産予測調査を確認すると、2025 年 2 月は前月比 +5.0%、3 月は同一 -2.0% と上下しつつ推移すると見込まれている。2 月及び 3 月の結果次第ではあるものの、2 月生産が前月比 4% を上回る拡大をみせない限り、1-3 月期の生産は前期比マイナスになる可能性が高まっている点に留意すべきだろう。

1 月の商業動態統計(速報値)の結果をみると、卸売業と小売業を合わせた商業販売額は 48 兆 6,710 億円、前年比 +6.3% となった。卸売業は 35 兆 480 億円、同 +7.2%、小売業は 13 兆 6,230 億円、同 +3.9% であった。季節調整済前月比は、卸売業が +1.1%、小売業が +0.5% である。卸売業は各種商品、農畜産物・水産物、鉱物・金属材料といった業種で大きく増加した。他方でその他の機械器具、建築材料といった業種では減少している。また小売業について業種別にみると、織物・衣服・身の回り品、機械器具が大きく減少したが、自動車や燃料の売上が増加している。経済産業省は先月に続き、小売業販売額の基調判断を「一進一退」としている。名目でみた小売業販売額は 2024 年に入り 8 月までは拡大を続けていたが、9 月から 11 月にかけて低下し、12 月以降は再び増加している。だが、こうした拡大の大部分が物価上昇によるものである可能性が高い。実質でみた小売業販売額は低下基調が続いていると考えた方が良いだろう。

### 米国: コンファレンスボード消費者信頼感指数(2 月)、リッチモンド連銀製造業指数(2 月)、新築住宅販売件数(1 月)、耐久財受注(1 月)、PCE デフレーター(1 月)、個人支出・個人所得(1 月)、シカゴ購買部協会景気指数(1 月)

続いて米国についてみよう。2 月のコンファレンスボードの消費者信頼感指数は 98.3(前月差: -7.0 ポイント)、現状判断指数は 136.5(同: -3.4 ポイント)、期待指数は 72.9(同: -9.3 ポイント)と軒並み前月よりも悪化した。消費者信頼感指数は 2021 年 8 月以来の大幅な低下幅となった。期待指数は先行きの所得・ビジネス・労働市場状況の短期的な見通しを示しており、景気後退入りの目安となる 80 を下回った。80 を下回るのは 2024 年 6 月以来となる。また、12か月の予想インフレ率は 2 月に +6.0% となり、前月の +5.2% から伸びを強めた。生活に身近な卵などの食料価格上昇、関税引き上げが影響しているとみられる。調査は 2 月 19 日までに実施された。

2 月のリッチモンド連銀製造業指数は +6 となった。前月の -4 から 10 ポイントの大幅な改善となった。特に出荷が前月の -9 から +12 に大幅に改善したことが寄与した。原材料在庫、雇用、新規受注も改善した一方、供給のリードタイムは悪化した。

1 月の新築住宅販売件数は、65 万 7,000 戸で前月比 -10.5% の減少となり、市場予想を下回った。記録的な大雪や輸入関税率の引き上げによる住宅コストの増加、金利上昇に伴う住宅ローンコストの増加が影響した。

1 月の耐久財受注が公表され、航空機を除く非国防資本財の新規受注は、前月比 +0.8% となった。前月の +0.2% よりも加速した。前月(12 月)は +0.2% と前月の +0.4% から下方修正された。GDP の設備投資の算出に用いられる非国防資本財の新規受注は、前月比 +12.9% となった。設備投資はやや回復基調にある。

1 月の個人消費支出(PCE)価格指数は、前年比 +2.5% となり前月の同 +2.6% から減速した。前月比では +0.3% となり、前月と同じ伸びとなった。また、食料とエネルギーを除く総合(欧米型コア)では 1 月に前年比 +2.6% と、12 月の同 +2.9% から鈍化した。もっとも前月比では +0.3% と、12 月の +0.2% からやや伸びを強めた。1 月の個人消費支出は前月比 -0.2% となった。12 月は同 +0.7% から同 +0.8% へ上方修正された。一方、1 月の可処分所得は同 +0.9% となり、前月の同 +0.4% よりも伸びを強めた。個人所得は増加したものの、消費は減少に転じ、物価の伸びも緩やかとなった。

2 月のシカゴ PMI は、45.5(前月差 +6.0) となった。2 か月連続で改善した。2024 年 7 月以来の高さとなったものの、15 か月連続で縮小を示す 50 以下の水準にとどまった。

### ユーロ圏: 消費者信頼感指数(2 月確定値)

次にユーロ圏につき確認しておこう。2 月の消費者信頼感指数(確定値)は -13.6 となった。1 月の -14.2 から 0.6 ポイントの改善となった。もっとも水準としてはインフレによる生活コスト上昇により消費者マインドは落ち込んだままとなっている。

### 中国: 製造業 PMI(2 月)、非製造業 PMI(2 月)

最後に中国経済についてみよう。中国国家統計局が発表した 2 月の製造業 PMI は 50.2 となった。前月の 49.1 から改善し、好不調の境目となる 50 を再び上回った。春節休暇(1/28-2/4)明けに企業の生産活動が回復したことが主たる要因とみられる。生産および新規受注は前月から改善し、50 を上回って着地した。外需の先行きを占う輸出受注も前月から改善し、50 を上回った一方、輸入は前月から改善しつつ、11 か月連続で 50 を割り込んで推移した。在庫や雇用も 50 を下回り、低水準で推移を続けている。また、2 月の非製造業 PMI は 50.4 となり、前月の 50.2 から改善した。このうち建設業(52.7)は前月の 49.3 から大幅に改善した。一方で、中国経済の下支えが期待されるサービス業(50.0)は 5 か月連続で 50 を上回りつつも、前月の 50.3 から低下して着地した。春節休暇が明けて旅行ほかサービス関連の勢いが落ち着いたものとみられる。製造業と非製造業を合わせた 2 月の総合 PMI は 51.1 と、前月の 50.1 から改善した。中国経済は長引く不動産不況に伴う需要不足に直面しているうえ、足元では米国による輸入関税引き上げなど対中強硬策が打ち出されており、貿易動向への影響も懸念され、楽観しがたい状況が続くとみられる。引き続き政府当局による景気刺激策の効果を確認しつつ、製造業および非製造業ともに回復に向けた兆しを丁寧に見極めていく必要があろう。

## 今週(3月3日(月)~3月7日(金))のポイント

図表3に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では3月4日に2024年10-12月期の法人企業統計、1月の完全失業率・有効求人倍率が公表される。法人企業統計では企業の売上・企業収益・設備投資の動向が注目される。企業では人手不足への対応や、食料・エネルギー価格の上昇を主因とする物価上昇に対応するための賃上げの動きが活発である。その一方、持続的な賃上げと事業拡大のためには利益の拡大が不可欠であり、足元の賃上げの動きが収益拡大に裏打ちされているかを冷静に見極める必要があろう。完全失業率・有効求人倍率は、労働市場逼迫が継続しているかを確認したい。

米国では、月初の労働関係の指標、景況感指数が公表される。足元では関税率の引き上げによる物価高要因により、経済・物価見通しに不透明感が増している。2月は1月に引き続き、大雪や寒波といった天候不順が経済活動の下押し要因となつたことが懸念されるものの、労働市場や景気動向にどのような変化があるか注意深くみることが重要となろう。

ユーロ圏では、1月の失業率・生産者物価・小売売上高といった重要指標が公表される。失業率は低水準でありながらも、物価がなかなか低下せず、消費が伸び悩んでいる状況にあり、現状を確認したい。6日にはECBの政策理事会が開催される。経済物価見通しでは、米国の対欧州向け関税引き上げによる経済成長の下方修正、エネルギー価格上昇やユーロ安により物価が上昇修正される可能性がある。景気による物価の下押し圧力が大きく、ECBの政策理事会では5会合連続での利下げを決定することが見込まれる。中国では5日から全国人民代表大会(全人代)が開催される。米国による関税の大幅な引き上げ、生成AIを巡る競争などを踏まえて、財政赤字目標の大幅な引き上げなどの経済対策が決定されるかが注目される。

図表3:今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
3/3 (月)			<ul style="list-style-type: none"> <li>中国財新製造業PMI(2月)</li> <li>ユーロ圏消費者物価指数(HICP、2月)</li> </ul>
3/4 (火)	<ul style="list-style-type: none"> <li>法人企業統計(2024年10-12月期)</li> <li>完全失業率・有効求人倍率(1月)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ISM製造業景気指数(2月)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ユーロ圏失業率(1月)</li> </ul>
3/5 (水)		<ul style="list-style-type: none"> <li>ADP雇用統計(2月)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国・全国人民代表大会(全人代)</li> <li>ユーロ圏生産者物価指数(1月)</li> </ul>
3/6 (木)		<ul style="list-style-type: none"> <li>ISM非製造業景気指数(2月)</li> <li>貿易収支(1月)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ユーロ圏小売売上高(1月)</li> <li>ユーロ圏ECB政策理事会</li> </ul>
3/7 (金)		<ul style="list-style-type: none"> <li>雇用統計(2月)</li> <li>失業率・平均時給(2月)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ユーロ圏実質GDP(2024年10-12月期、確報値)</li> <li>中国消費者物価指数(2月、3/9公表)</li> <li>中国生産者物価指数(2月、3/9公表)</li> </ul>

## 2. 2025年3月10日(月)～3月14日(金):2025年春闘と2025年度予算は日本経済の好循環につながるのか?

### 2025年春闘と2025年度予算は日本経済の好循環につながるのか?

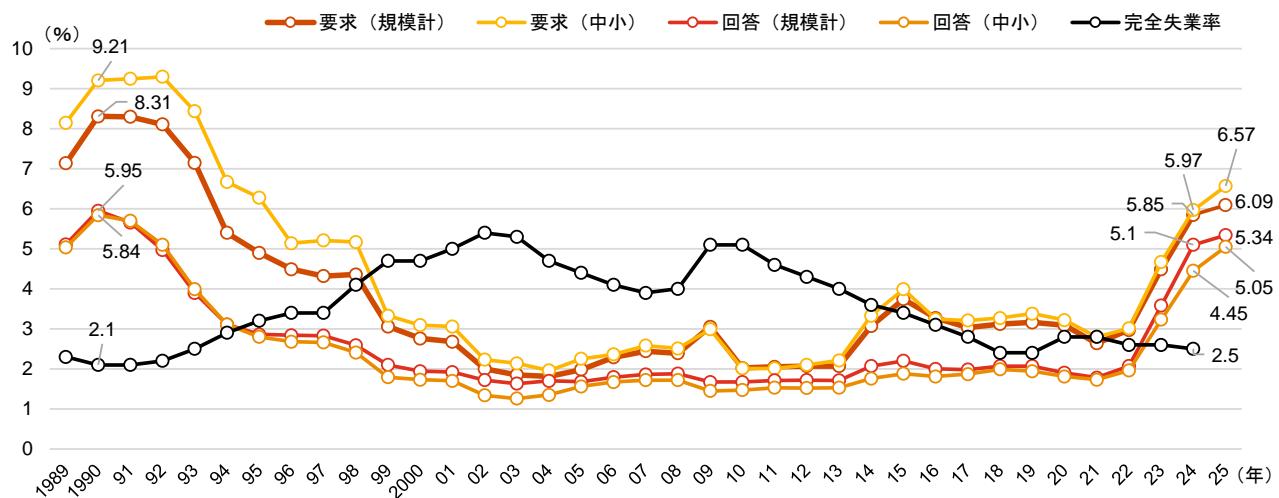
先日のコラムでも述べた通り、足元の日本経済の課題は、物価上昇が続く中、賃金上昇といった良い動きも生じつつあるものの、消費を中心とした内需の拡大が物価上昇に結び付いていない点にある。内需の拡大が物価上昇につながり、それが企業の売上や利益増に結びついて、さらに賃金上昇へと波及する、こういった流れが2025年に形成されるには、2025年春闘で2024年を上回る賃上げが、大企業から中小企業へ、都市から地方へという形で広がりを見せるかどうかが鍵となるだろう。また、政府も2025年度予算で好循環を後押しすべく、可処分所得の拡大や食料・エネルギー価格といった生活コストを抑制する政策を講じることで内需の拡大を下支えすることが必要となる。2025年春闘については、連合が組合側からの要求額の集計を取りまとめて公表している。以下検討してみよう。

まず2025年春闘についてだが、連合が6日に組合の要求額を取りまとめて公表している。図表1は組合規模計の賃上げ要求(1998年以前は最終集計(5月末～6月初旬)結果、1999年以降は要求集計の結果)、組合員300人未満の中小の賃上げ要求、そして最終集計結果の推移をみている。2025年の要求結果は全体で6.09%、中小で6.57%となり、いずれも2024年の値(全体で5.85%、中小で5.97%)を上回った。中小組合の要求が6%を超えるのは30年ぶりであり、中小組合の要求する賃上げ率が全規模計の動きを明確に上回りつつあるのは良い傾向だ。2024年の要求と回答の差を単純に2025年に当てはめて2025年の最終集計結果を概算してみると2025年の回答(最終集計結果)は全体で5.34%、中小で5.05%となる。図表1の1998年以前の要求の値は注に記載した通り、5月末～6月初旬時点の最終集計結果であることを念頭に置けば、2月末～3月の時点で組合が実際に要求していた賃上げ率は図表中の数字より高かったことが想像できる。こう考えると中小組合が2025年に5%を超えて妥結するとみるのはやや期待しすぎかもしれない。昨年をやや上回る賃上げ率が実現する蓋然性は高まっているものの、中小が全体をけん引する形で賃上げが進むかと問われると未だそうした状況に到達するのは難しいというのが筆者の感想だ。

さて2025年の賃上げを取り巻く状況が以上の通りとした場合、現在議論されている2025年度予算は家計の可処分所得を底上げすることにつながるのだろうか。「年収103万円の壁」の見直し政府案は所得制限が適用され、年収850万円未満の層が中心であり、かつ税負担の軽減措置は2年間の限定措置となっており、インフレが進む状況に対応して家計の実質税負担の高まりを抑制するという観点からは十分とは言えない。ガソリン税の暫定税率の廃止も事実上棚上げされており、物価高に対して家計のマインドが高まる余地は乏しいのではないか。あと一押しが必要な情勢には変化がないといえよう。

(PwC Intelligence チーフエコノミスト、上席執行役員 片岡 剛士)

図表1:平均賃金方式での賃上げ要求と賃上げの比較



(注)中小は組合員300人未満の場合。要求は、1998年以前は最終集計(5月末～6月初旬)結果、1999年以降は要求集計(2月末～3月初旬)の結果。回答はすべて最終集計結果である。

(出所)連合、総務省より筆者作成。

## 先週(3月3日(月)～3月7日(金))の振り返り：完全失業率・有効求人倍率(1月)、法人企業統計(2024年10-12月期)、

先週の動向を振り返っておこう。まず日本についてである。完全失業率・有効求人倍率(1月)は [Daily Macro Economic Insights](#) で取り上げている。1月の有効求人倍率(季節調整値、以下同)は1.26倍となり、9か月ぶりの水準に改善した。内容をみると、有効求人倍率は240.0万人、前年比-1.8%、有効求職者数は191.2万人となり、前年比-1.1%となった。新規求人(原数値)は前年比-0.4%と3か月連続で減少した。業種別にみるとサービス業(他に分類されないもの)、学術研究、専門・技術サービス業で増加した一方、生活関連サービス業・娯楽業、教育、学習支援業などで減少している。1月の労働力人口は7,001万人(季節調整済値(以下同)、前年差+66.0万人)、就業者数は6,827万人(同+65.0万人)、完全失業者数は174万人(同+1.0万人)となった。労働力人口が7,000万人を突破したのは初めてである。労働市場の改善継続により、高齢者や女性の労働市場参加が進んでいる。産業別の就業者数(原数値)をみると、医療・福祉・宿泊業・飲食サービス業、サービス業(他に分類されないもの)で増加し、建設業、製造業、農林業・林業で減少した。1月の完全失業率(季節調整値)は2.5%となり、4か月連続で同じ水準である。求人倍率を労働力人口で割った求人率は3.4%となり、6か月連続で同じ水準となった。失業率・求人率から計算され、労働市場の需給がバランスするとみられる均衡失業率は、1月に2.93%となっており、失業率が均衡失業率を下回る状態が続いていることから、労働市場は需要超過の状態が継続しているとみられる。

法人企業統計(2024年10-12月期、金融業・保険業を除くベースの数値)は、売上高が前年比+2.5%、経常利益が同+13.5%、設備投資が同-0.2%となった。製造業・非製造業ともに売上高は2024年1-3月期以降の前年比+2%台の伸びを維持する一方で、経常利益は7-9月期の前年比-3.3%の低下を打ち消す形で製造業(特に電気機械、情報通信機械)が同+26.7%と持ち直したこと再び増加した。設備投資については、非製造業、特に卸売・小売業、物品賃貸業、情報通信業で7-9月期に続き10-12月期も前年比減少が続いたことが全産業ベースでの前年比減少に影響したと考えられる。設備投資について規模別にみると、資本金10億円以上の大企業が前年比-4.4%と減少している点が気がかりである。

## 米国：ISM景気指数(2月)、雇用統計(2月)、貿易統計(1月)

続いて米国についてみよう。ISM景気指数(2月)は製造業が50.3と1月の50.9から減少したが、拡大・縮小の分水嶺となる50を2か月連続で上回った。項目別にみると、新規受注と雇用がそれぞれ50を下回り縮小に転じたことが影響している。販売価格は1月の54.9から2月には62.4と大きく上昇したが、これは輸入関税率引き上げの影響によるものだろう。非製造業は53.5と1月の52.8から改善した。製造業とは対照的に、新規受注や雇用、受注残、といった項目が改善している。ISM景気指数は全体として改善基調にあるが、輸入関税率引き上げに伴う物価上昇懸念は製造業・非製造業ともに強まっている模様である。

雇用統計(2月)は、非農業部門の就業者数は1月から15.1万人増との結果になった。事前予想(16万人～17万人増)と比べるとやや少ないものの、増加基調は維持している。失業率は4.1%となり、1月の4.0%からわずかに上昇した。2024年後半以降、失業率の上昇は一服しており、依然として労働市場は堅調な状態を保っていると言えるだろう。

貿易統計(1月)から、財・サービスの貿易収支は-1,340億ドルと2024年12月と比べてマイナス幅が34%拡大した。内訳をみると、輸出は2,698億ドル、前月比+1.2%であったが、輸入が前月比+10%の4,012億ドルと大きく拡大したことが影響している。貿易収支のマイナス幅拡大は2024年12月以降に加速しており、トランプ大統領の輸入関税率引き上げに備えた駆け込み的な輸入の増加が作用している。トランプ大統領の関税率引き上げは国・地域や財の対象が徐々に拡大している。当面は関税率引き上げに備えた輸入の増加といった動きが続くと見込まれる。

## ユーロ圏：消費者物価指数(2月)、生産者物価指数(1月)、失業率(1月)、ECB政策理事会

次にユーロ圏につき確認しておこう。ユーロ圏の消費者物価指数(2月速報値)は総合で前年比+2.4%、前月比+0.5%となった。1月と比べ前年比ではわずかに伸びが低下したが、前月比でみると1月の-0.3%から伸びは拡大している。飲食料及びエネルギーを除いた指数でみると、前年比+2.6%、前月比+0.6%となった。総合指数と同様に1月の伸び(前年比+2.7%、前月比-0.9%)からは前年比でわずかに低下、前月比では拡大という結果である。財別にみると、エネルギー価格の伸びは低下する一方、飲食料の価格上昇は強まっており、両者の動きが相殺しつつ総合の伸びに影響している。サービス価格はこのところやや減速している。生産者物価指数(1月)は前年比+1.8%となりやや加速した。

失業率(1月)は6.2%となり、2024年12月と同様だった。失業率は2024年10月以降、6.2%で横ばいで推移している。失業者数は1065.5万人となり、2024年12月から4.2万人減少した。各国の動きをみると、フランス(1.9万人増)、ドイツ

(0.9 万人増)では失業者数は増加したが、スペイン(3.7 万人減)、イタリア(0.9 万人減)では減少した。若年失業率は 14.1% となり、2024 年 12 月から 0.1% ポイント低下した。

6 日に欧洲中央銀行(ECB)は政策理事会を開催し、政策金利(預金ファシリティ金利)を 0.25% 引き下げる決定した。政策金利の引き下げは 2024 年 9 月以降、5 会合連続である。今回の会合では ECB スタッフによる経済見通しも併せて公表されている。それによると、実質成長率は 2025 年は 0.9%(前回 12 月時点は 1.1%)、2026 年 1.2%(12 月時点 1.4%)、2027 年 1.3%(12 月時点 1.3%)と 2025 年、2026 年の成長率が下方修正され、インフレ見通しは 2025 年 2.3%(12 月時点 2.1%)、2026 年 1.9%(12 月時点 1.9%)、2027 年 2.0%(12 月時点 2.1%)と、2025 年の値がわずかに引き上げられている。経済見通しに影響を及ぼす防衛・インフラ支出や関税引き上げの影響は十分に織り込まれておらず、ラガルド総裁が強調する通り、毎回の会合毎に状況判断の上で政策を行う傾向がより強まる事になるだろう。

### 中国:財新製造業 PMI(2 月)、貿易収支(1-2 月)

最後に中国経済についてみよう。財新が発表した 2 月の製造業 PMI は 50.8 となり、前月の 50.1 から 0.7 ポイント改善し、3か月ぶりの高水準となった。財新の PMI における調査対象は、輸出志向が高い沿岸部の中小企業の割合が多く、春節休暇(1/28-2/4)明けに企業の生産活動や新規受注が回復したことを反映したものとみられる。また、貿易収支(1-2 月)は、輸出が前年同月比 +2.3% の 5,399.4 億ドルとなり、昨年 12 月の同 +10.7% から大幅に減速した。トランプ米大統領による対中関税引き上げの方針を受けて昨年後半から活発化していた駆け込み輸出の動きが一服したほか、2 月からは中国から米国への輸入品に 10% の追加関税が課され、米国向けの伸びが鈍化したことなどが主たる要因とみられる。輸入は同一 -8.4% の 3,694.3 億ドルとなり、昨年 11 月以来再びマイナスに転じた。中国国内では長引く不動産不況に伴う需要不足の状況が続いているほか、加工貿易向けの部材輸入が伸び悩んでおり、輸入は弱い展開が続いている。足元の中国経済では消費や投資など一部で底打ちの兆しもうかがえるが、本格的な回復基調には至っておらず、外需依存を強めている状況下、今後は米国による輸入関税引き上げなどの影響を受けて米欧ほか貿易相手国・地域との貿易摩擦が激化し、輸出が伸び悩む可能性もある。政府当局による景気刺激策の効果や米国はじめ貿易相手国・地域の政策動向を確認しつつ、景気回復に向けた動きを丁寧に見極めていく必要がある。

## 今週(3月10日(月)~3月14日(金))のポイント

図表3に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では10日に毎月勤労統計、国際収支、景気動向指数の最新値が公表される。これらはいずれもWeekly Macro Economic Insights、Daily Macro Economic Insightsでフォローする予定だ。特に毎月勤労統計については、食料・エネルギー価格の上昇もあり消費者物価上昇率が高まる中で、実質賃金の伸びがプラスを維持できるのかが注目点だろう。11日には2024年10-12月期の実質GDPの2次速報値が公表される。1次速報値と比較して、より内需の弱さが際立つ結果になるものと予想している。12日公表の国内企業物価指数については、昨年後半以降の国内企業物価指数の伸びの拡大基調が継続するかがポイントだ。

米国については12日・13日に2月の消費者物価指数、卸売物価指数が公表される。昨年後半以降、米国の物価もじりじりと伸びを強めている。足元の景気指標にはやや弱さもみられるが、14日公表のミシガン大学消費者態度指数の最新値も含め、物価の伸びが強まる中、消費者マインドに大きな変化がないかどうか、しっかり確認したい所である。また、欧州については13日にユーロ圏の鉱工業生産が公表される予定である。

図表3:今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
3/10 (月)	<ul style="list-style-type: none"> <li>毎月勤労統計(1月速報)</li> <li>国際収支(1月)</li> <li>景気動向指数(1月速報)</li> </ul>		
3/11 (火)	<ul style="list-style-type: none"> <li>実質GDP(2024年10-12月期、2次速報値)</li> </ul>		
3/12 (水)	<ul style="list-style-type: none"> <li>国内企業物価指数(2月)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>消費者物価指数(2月)</li> </ul>	
3/13 (木)		<ul style="list-style-type: none"> <li>卸売物価指数(2月)</li> <li>新規失業保険申請件数(前週分)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ユーロ圏鉱工業生産(1月)</li> </ul>
3/14 (金)		<ul style="list-style-type: none"> <li>ミシガン大学消費者態度指数(3月速報)</li> </ul>	

### 3. 2025年3月17日(月)～3月21日(金)：2024年10-12月期のGDP(2次速報)：消費下方修正など民間需要の弱さを示す

#### 2024年10-12月期のGDP(2次速報)：消費下方修正など民間需要の弱さを示す

内閣府より2024年10-12月期の実質GDP(2次速報)が公表され、前期比+0.6%(年率+2.2%、図表1)と、1次速報段階の+0.7%(年率+2.8%、図表1)を下回った。3四半期連続のプラスとなったものの、民間需要寄与度が前期比-0.1%ポイントから-0.2%に下方修正となった。GDP増加はほぼ国内需要低迷による輸入減少によるものであり、内容はよくなかった。

消費は前期比+0.0%となり、1次速報の同+0.1%より下方修正となった。内訳をみると、サービスが1次速報の同+0.1%から2次速報では-0.1%とわずかながら減少に転じたことが寄与した。サービス消費は2023年7-9月期以降、6四半期連続で増減を繰り返している。実質可処分所得の増加により、旅行等のサービス消費の増加が期待されていたが、そのような期待は実現していないことが確認される内容となった。半耐久財・非耐久財も減少した一方、耐久財の消費は3四半期連続で増加した。消費は耐久財が反動増以上に増加したが、家計はサービスやその他の消費には依然として慎重であるといえよう。なお、傾向をみるために実質消費を前年比でみると+1.1%(前期：同+1.0%)と若干ながら伸びを強めた。

次に設備投資関連の動きを確認すると、実質住宅投資は、1次速報の前期比+0.1%から、2次速報では同一-0.2%と下方修正された。公的資本形成(公共投資)も1次速報の前期比-0.3%から、2次速報では同一-0.7%と下方修正された。一方、民間企業設備は、1次速報の前期比+0.5%から、2次速報では同+0.6%へと若干の上方修正となった。もっとも2023年7-9月期以降、増減を繰り返している。前年比でみると2024年4-6月期に+2.4%、同年7-9月期に同+2.5%、同年10-12月期に同+1.2%となり3四半期連続で増加しており、緩やかな増加を遂げている。

在庫寄与度は、1次速報の前期比-0.2%ポイント%から、2次速報では同一-0.3%ポイントへと下方修正された。

輸入の伸びが前期比-2.1%と輸入減少がGDPを押し上げた。10-12月期の2次速報でも実質GDPは下方修正された。内容は内需低迷による輸入減少が主因であり、民需が弱いとの現状の見通しに沿った内容となった。名目・実質雇用者報酬は伸びを強めているものの、消費の伸びはそれに伴っておらず、需要拡大を伴う賃金と物価の好循環が生じていないことが確認された内容となった。政府は2025年度予算等でインフレによる家計の実質可処分所得を支えることが必要であろう。

(PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

図表1: 実質GDPの推移(%)

	2023年		2024年			2024年	2024年 10-12月期 (1次速報)	
	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期		
1	実質・国内総生産(前期比)	▲ 1.0	0.0	▲ 0.5	0.8	0.4	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>
2	同(前期比・年率)	▲ 3.8	0.1	▲ 2.1	3.2	1.4	<b>2.2</b>	<b>2.8</b>
3	内需(寄与度)	▲ 1.0	0.0	▲ 0.2	1.1	0.5	<b>▲ 0.2</b>	<b>▲ 0.1</b>
4	民需(寄与度)	▲ 0.9	0.1	▲ 0.2	0.6	0.6	<b>▲ 0.2</b>	<b>▲ 0.1</b>
5	民間最終消費支出	▲ 0.6	▲ 0.1	▲ 0.5	0.8	0.7	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>
6	民間住宅	▲ 0.8	▲ 1.1	▲ 2.7	1.4	0.5	<b>▲ 0.2</b>	<b>0.1</b>
7	民間企業設備	▲ 0.3	1.9	▲ 0.4	1.1	▲ 0.1	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>
8	民間在庫変動(寄与度)	▲ 0.6	▲ 0.1	0.3	0.0	0.2	<b>▲ 0.3</b>	<b>▲ 0.2</b>
9	公需(寄与度)	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.5	0.0	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
10	政府最終消費支出	0.5	0.0	0.2	1.0	0.1	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>
11	公的固定資本形成	▲ 2.0	▲ 1.6	▲ 2.1	5.7	▲ 1.2	<b>▲ 0.7</b>	<b>▲ 0.3</b>
12	外需(寄与度)	0.0	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>
13	輸出	0.7	2.9	▲ 4.1	1.7	1.5	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>
14	輸入	0.4	3.1	▲ 2.8	3.0	2.0	<b>▲ 2.1</b>	<b>▲ 2.1</b>
15	名目GDP	0.0	0.3	0.0	2.2	0.7	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>
16	GDPデフレーター(前年同期比)	5.5	4.2	3.1	3.1	2.4	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>
17	実質GDP(前年同期比)	1.1	0.8	▲ 0.7	▲ 0.7	0.7	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>

(出所) 内閣府「四半期実質GDP」より筆者作成。

## 先週(3月17日(月)~3月21日(金))の振り返り:国際収支(1月)、景気動向指数(1月速報)、国内企業物価指数(2月)、毎月勤労統計(1月速報)

先週の動向を振り返っておこう。まず日本についてである。国際収支(1月)、景気動向指数(1月速報)、国内企業物価指数(2月)は [Daily Macro Economic Insights](#) で取り上げている。

1月の国際収支は経常収支(原数値、以下同)が-2,576 億円となった。前年同月から 5,919 億円の減少となった。2023 年 1 月以来、2 年ぶりにマイナスとなった。春節の時期には中国の労働者が帰省して工場が停止することから日本からの中国向け輸出が減少し、日本国内では春節前に在庫確保の動きが出ることから中国からの輸入が増加する傾向があるとされる。輸出(原数値)は 7 兆 5,022 億円(前年同月比+1,522 億円)となった。輸入(原数値)は 10 兆 4,401 億円(同+1 兆 5,668 億円)と大幅に増加した。貿易収支は輸入増加を主因としてマイナス幅が拡大した。上記の通り春節の影響が出たとみられる。また、サービス収支は-4,766 億円(前年同月比+2,078 億円)となった。旅行収支のプラス幅拡大が寄与した。第一次所得収支は、+3 兆 6,015 億円(前月比+6,136 億円)となった。前年からプラス幅が拡大したものの、貿易収支のマイナス幅拡大を補うほどではなかった。

内閣府から 2025 年 1 月の景気動向指数が公表された。1 月の CI 速報値(2020 年=100)は先行指数 108.0、一致指数 116.2、遅行指数 109.6 となった。先行指数は 12 月から 0.1 ポイント上昇して 2 か月連続の上昇、一致指数は 12 月から 0.1 ポイント上昇して 2 か月連続の上昇、遅行指数は 12 月から 2.0 ポイント上昇して 2 か月ぶりの上昇となった。一時的要因による振れの影響を除くため、3 か月後方移動平均や 7 か月後方移動平均の前月差をみると、CI 一致指数の 3 か月後方移動平均は横ばい、7 か月後方移動平均は 0.40 ポイント上昇し、2 か月ぶりの上昇となった。今回の結果を受けて、CI 一致指数から機械的に導かれる基調判断は引き続き「下げ止まりを示している」で据え置かれた。

企業物価指数(2月)は国内企業物価指数が前月から横ばい(前年比+4.0%)、輸出物価指数は、円ベースで前月比-1.3%(前年比+1.7%)、契約通貨ベースで同+0.5%、輸入物価指数は、円ベースで前月比-1.7%(前年比-0.7%)、契約通貨ベースで同+0.5%となった。企業物価指数の推移をみると、2024 年 7 月以降は一本調子で増加を続けていたが 2 月は横ばいとなった。輸出入物価指数は契約通貨ベースでみると前年比横ばいからやや低下基調にあつたが、足元ではわずかに伸びが高まっている。円ベースでは伸びは弱まっており、これは円安の勢いが弱まっていることが影響している。

1 月の毎月勤労統計(速報値)が公表され、統計に連続性のある共通事業所ベースの現金給与総額は前年比+2.0%(前月:+5.3%)、うち所定内給与は+2.7%(前月+2.9%)、うち特別給与は-10.2%(前月:+7.5%)となった。特別給与が前年同月(2024 年 1 月)には前年比+14.0%と大幅に伸びていた反動が出た。この特別給与の落ち込みにより、現金給与総額が落ち込んだ。現金給与総額の同+2.0%から消費者物価指数(持家の帰属家賃を除く総合)の前年比+4.7%を除いた実質賃金は-2.7%となった。共通事業所ベースでは、8 か月ぶりに減少に転じた。

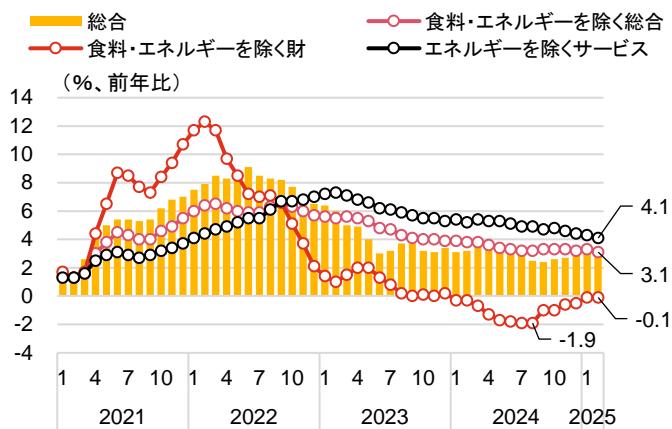
## 米国:消費者物価指数(2月)、生産者物価指数(2月)、ミシガン大学消費者信頼感指数(3月速報)

続いて米国についてみよう。2月の消費者物価は、総合で前年比+2.8%（前月（1月）:同+3.0%）、前月比+0.2%（前月:同+0.5%）と伸びが鈍化した（図表2）。サービスの伸びが鈍化した。食料・エネルギーを除く総合（欧米型コア）も、前年比+3.1%（前月:同+3.3%）と伸びが鈍化した。2月の食料・エネルギーを除く財は、前年比-0.1%（前月:同-0.1%）と前月と同じ減少幅となった。中古車・トラックが減少した。エネルギーを除くサービスは、同+4.1%（前月:同+4.3%）と伸びが鈍化した。航空費用を含む輸送費用が下落に転じた。ホテルの宿泊代を含む住居費の伸びも鈍化した。

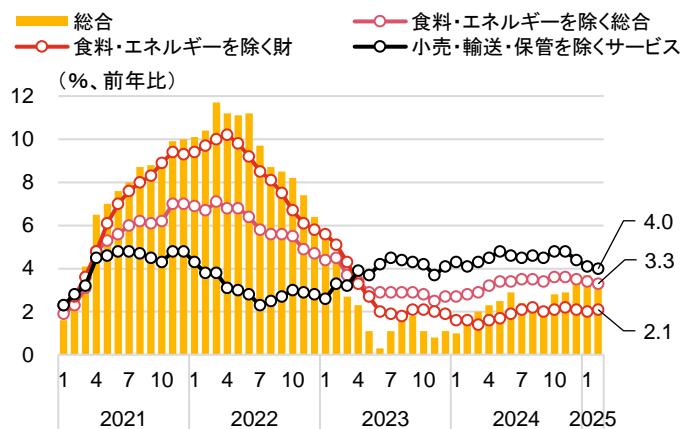
2月の生産者物価指数は、総合で前年比+3.2%（前月（1月）:同+3.7%、図表3）と伸びが鈍化した。食料・エネルギーを除く総合では前年比+3.3%（前月:同+3.4%）と伸びが鈍化した。内訳をみるとサービス、小売、小売・輸送・保管を除くサービスが鈍化した。

3月のミシガン大学消費者信頼感指数は、57.9となった。前月の64.7から6.8ポイントの大幅な下落となり、2年半ぶりの低水準となった。予想インフレ率は1年先で4.9%（前月:4.3%）、5年先は3.9%（前月:3.5%）と前月よりも大幅に上昇した。

図表2:米・消費者物価の推移



図表3:米・生産者物価の推移



（出所）BLSより筆者作成。

2月の消費者物価・生産者物価の伸びは鈍化したものの、これらはトランプ大統領による関税引き上げの影響が出る前の統計である。関税の引き上げは直接的には、財を中心に価格を押し上げる一方、間接的には値上げによる需要減少を通じて価格を押し下げる効果もある。ミシガン大学の消費者信頼感指数の低下は、こうした需要減少に対する懸念を示している公算が大きく、今後の経済指標で経済物価動向をしっかりと確認する必要がある。

## ユーロ圏:鉱工業生産(1月)

次にユーロ圏につき確認しておこう。ユーロ圏の1月の鉱工業生産は、前月比+0.8%となった。機械を含む資本財、中間財の増加が鉱工業生産を押し上げた。エネルギー、消費財が減少した。国別にはこれまで不調だったドイツで大幅に伸び、イタリア、スペインで減少した。

## 今週(3月17日(月)~3月21日(金))のポイント

図表4に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では21日に2月の消費者物価指数が公表される。1月の消費者物価指数は、食料・エネルギー価格上昇により総合が前年比+4.0%まで上昇した。2月の東京都の消費者物価指数(2月中旬速報値、以下2月)は、総合で前年比+2.9%(前月(1月):+3.4%)、生鮮食品を除く総合で同+2.2%(前月:+2.5%)といずれも伸びが低下した。これまで物価を押し上げてきた食料・エネルギーがともに伸びを弱めた。また、生鮮食品及びエネルギーを除く総合で同+1.9%(前月:+1.9%)と横ばいとなった。全国での動向をしっかりと確認したい。

18~19日の日本銀行の金融政策決定会合が開催される。昨年3月には春闘賃上げ率の高さを受けて、利上げを決定した。実体経済の面では、2024年10-12月期のGDP(2次速報)で確認した通り、昨年までの日本経済は内需に弱さがみられる。春闘賃上げ率の要求段階では6%を超える見込みであるものの、足元の実質賃金は減少に転じている。外部環境では、トランプ大統領の関税引き上げの影響が、米国自身、引き上げ幅の大きい中国や各国経済に与える影響が不透明な状況にある。このため、今回の決定会合では追加利上げは見送られる方向である。内需の弱さを無視し、物価と賃金の好循環に着目した利上げ見通しを維持するのかが注目される。

次に米国では、日本銀行と同日程で米連邦準備制度理事会(FRB)が開催される。米国経済は、関税引き上げによる物価上昇と景気減速が併存するstagflation的な状況となることが懸念されている。FRBの見方が注目される。

ユーロ圏では、ZEW景況感調査、消費者物価指数という重要経済指標が公表される。鉱工業生産では、ドイツの持ち直しの動きがみられたが、こうした動きに広がりがみられるかが注目される。また、2月の中国の小売売上高、鉱工業生産が公表される。中国経済は刺激策が打ちされているが、こうした効果が発現する前の状況をしっかりと確認しておきたい。

図表4:今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
3/17 (月)		<ul style="list-style-type: none"> <li>小売売上高(2月)</li> <li>ニューヨーク連銀製造業景気指数(3月)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国 小売売上高(2月)</li> <li>中国 鉱工業生産(2月)</li> </ul>
3/18 (火)		<ul style="list-style-type: none"> <li>住宅着工件数(2月)</li> <li>鉱工業生産(2月)</li> </ul>	ユーロ圏 ZEW景況感調査(3月)
3/19 (水)	・日銀金融政策決定会合(18~19日)	・米連邦公開市場委員会(FOMC、18~19日)	
3/20 (木)		<ul style="list-style-type: none"> <li>フィラデルフィア連銀製造業景気指数(3月)</li> <li>新規失業保険申請件数(前週分)</li> </ul>	・ユーロ圏 消費者物価指数(2月)
3/21 (金)	・消費者物価指数(全国、2月)		

## 4. 2025年3月24日(月)～3月28日(金)：日米金融政策の結果についてのコメント

### 日米金融政策の結果についてのコメント

3月18日・19日の両日に日銀政策決定会合、米連邦公開市場委員会(FOMC)が開催され、ともに金融政策は現状維持のまま据え置かれた。以下、これらの結果について概要を紹介しつつコメントしたい。

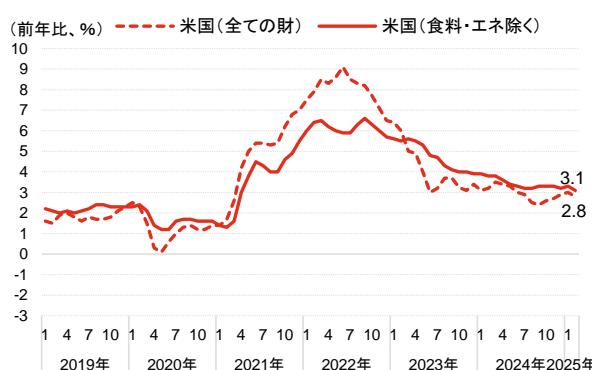
まずFRBについて述べると、今回、FRBは政策金利の誘導目標を市場予想通り据え置くことを決定するとともに、FRBが保有する資産減額のキャップを月額250億ドルから月額50億ドルへと縮小した。政策金利は変化させなかったものの、資産減額のキャップを縮小したということは、資産減額のペースを落とすことを意味し、これ自体は前回会合と比べるとやや緩和的ともとれる。図表1は米国の消費者物価指数でみたインフレ率の推移を示しているが、全ての品目を含むベースでみると、2025年2月の米国のインフレ率は前年比+2.8%である。FRBが利下げを開始した2024年9月以降わずかながら物価上昇率は強まっていたが、2月の物価上昇率は再び2%台となった。需給バランスの動きをより直接的に反映する食料・エネ除く総合指数の前年比は+3.1%であり、2024年6月以降、3%台前半の物価上昇率を維持している。FRBにとっての難題は、トランプ大統領の関税政策と減税政策が米国の経済・物価にどのような影響を及ぼすのか、そしてその影響度に応じ、FRBが調整弁の役割を果たすことで経済と物価の安定を果たさなければならないということだ。もちろん、トランプ大統領の関税政策と減税政策は米国の物価を押し上げることにつながるだろうし、関税政策により現在の成長のドライバーとなっている家計消費は当面は減速を余儀なくされる可能性が高い。関税政策や減税策は海外財から国内財への代替を伴いつつ国内産業を刺激することも考えられるが、米国経済にとってのこうしたプラス効果は当面発現しないであろう。FOMC参加者の経済見通しからは、物価の上昇度合いが実体経済の悪化度合いを上回れば利上げを含むタカ派スタンスを、物価の上昇度合いより実体経済の悪化度合いが上回れば利下げを含むハト派スタンスを取る可能性が透けてみえる。物価上昇率や実体経済に明確な変化が現段階で生じていない以上、現状維持という選択は致し方ないものと思える。

日銀についてはどうか。日銀も政策金利を維持したが、経済が緩やかに改善し、物価が見通し期間の後半において物価目標と整合的な水準を達成すると政策委員が判断する限りにおいては、利上げを徐々に進めていくというスタンスは変わらないであろう。今回政策金利を維持したのは、トランプ政権の関税政策の影響や円安懸念発言といった対外リスクに配慮したことが理由であると考えられる。図表2は日本の消費者物価指数の推移を見ているが、全ての品目を含むベースでみると、2月のインフレ率は前年比+3.7%と2022年以降のピークの伸びに近づいている。だが、こうしたインフレ率の高まりには食料やエネルギー価格の伸びが加速していることが影響しており、食料・エネ除く総合指数の動きをみると、2025年2月の伸びは同+1.5%となり、2023年末の同+2.8%をピークに緩やかに低下しつつある。トランプ政権の経済政策は日本を含む各国にとてもインフレ圧力として作用する一方、実体経済には負の影響をもたらすと考えられる。先日のコラムで述べた通り、石破政権の経済政策が可処分所得を高め、家計消費を中心とした内需を引き上げる可能性は低い。物価が見通し期間の後半において物価目標と整合的な水準を達成する可能性が筆者には全く見えないのである。日本の国内需要の状況は本当に利上げを許容できるのだろうか？

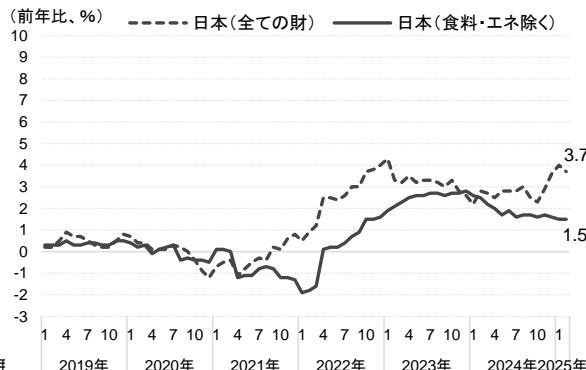
目標を上回る物価上昇率が続く中で現状維持としたFRBと、目標を下回る物価上昇率が続く中で現状維持とした日銀の政策判断のロジックは似ているようで大きく異なる。日米の金融政策の結果を見て、そのようなことを感じた次第である。

(PwC Intelligence チーフエコノミスト、上席執行役員 片岡 剛士)

図表1:米国消費者物価指数前年比の推移



図表2:日本消費者物価指数前年比の推移



(出所)米国商務省、日本総務省データより筆者作成。

## 先週(3月17日(月)~3月21日(金))の振り返り:消費者物価指数(全国、2月)

先週の動向を振り返っておこう。まず日本についてである。消費者物価指数(全国、2025年2月)は総合で前年比+3.7%、生鮮除く総合で同+3.0%、生鮮・エネルギー除く総合で同+2.6%となり、1月から生鮮・エネルギー価格の伸びが弱まったこともあって物価上昇率はやや弱まった。ただし依然として食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合(欧米型コア指数)は同+1.5%と、1%台半ばの伸びであり、2%を下回って推移する状況が続いている。エネルギー価格の前年比は+6.9%と1月からやや伸びが弱まった。これは電気代・都市ガス代の前年比が+9.0%、+3.5%と電気・ガス料金負担軽減支援事業の再導入の影響もあり伸びを弱めたこと、一方で灯油とガソリン価格の前年比が+9.3%、+5.8%と1月の結果(+6.3%、+3.9%)と比較して加速していることが影響している。総務省公表資料によると、電気・ガス料金負担軽減支援事業による電気代・都市ガス代の押し下げ効果は-0.33%(寄与度)とのことだが、本事業は2025年1月から3月までの使用分(4月中の検針分含む)が対象となり、かつ3月の軽減分は1月・2月使用分よりも減額される予定である。よって2月及び3月の消費者物価指数の押し下げ効果は-0.33%(寄与度)、4月の消費者物価指数の押し下げ効果は-0.33%(寄与度)よりもマイルドなものとなるだろう。なお、食料については、生鮮野菜、肉類を中心にやや伸びが弱まったものの、魚介類や米を中心とした穀類の価格上昇は強まっており、全体としては前年比+7.6%と7%台を維持している。こうした価格上昇は引き続き家計消費の重石となるだろう。

## 米国:小売売上高(2月)、鉱工業生産(2月)、住宅着工件数(2月)、ニューヨーク連銀製造業景気指数(3月)、フィラデルフィア連銀製造業景気指数(3月)

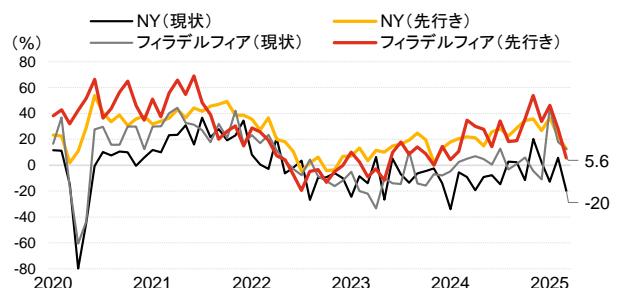
続いて米国についてみよう。小売売上高(2月)は前月比+0.2%となり、市場予想よりも低めの伸びに留まった。2月データの公表に合わせ1月データも下方修正されており、今年に入っての小売売上高の伸びは1月が前月比-1.2%、2月が同+0.2%と、低調な動きとなっている。3月に大幅増とならない場合には、対前期比伸び率でマイナスとなる可能性もありうる状況だ。業種別には、オンライン通販などの無店舗型の小売やヘルスケアが堅調であったが、外食やガソリンは低調であった。

鉱工業生産(2月)は前月比+0.7%と3か月連続で上昇、かつ1月と比較して伸びは加速した。全体として鉱工業生産は緩やかな持ち直しの基調にあると言えるが、先行きに関しては追加関税のネガティブな影響が懸念されるため楽観視はできない情勢だ。内訳をみると、自動車・同部品(前月比+8.5%)、航空機・その他輸送機器(同+2.1%)が好調である。

住宅着工件数(2月)は年率150.1万戸、前月比+11.2%となり2か月ぶりに増加した。内訳をみると、戸建住宅及び集合住宅が大きく増加したことが影響し、地域別には1月に悪天候によって減少した北東部や南部が増加したことが影響している。先行きは需給両面で厳しい。住宅需要面では住宅ローンの高止まりが悪材料であるし、供給面ではインフレ圧力や関税率引き上げの影響が資材価格を含む建築コストの拡大にもつながる可能性が大である。引き続き厳しい状況が見込まれる。

3月の景況はどうか。ニューヨーク連銀製造業景気指数(3月)、フィラデルフィア連銀製造業景気指数(3月)の動きは芳しくない。

図表3:ニューヨーク連銀・フィラデルフィア連銀製造業景気指数(現状、先行き)の推移



(出所) ニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀 HPより作成

## 中国:小売売上高(1-2月)、固定資産投資(1-2月)、鉱工業生産(1-2月)

続いて中国経済についてみよう。2025年1-2月の小売売上高は前年同期比+4.0%となり、2024年12月の前年同月比+3.7%から拡大して着地した。「外食」は前年同期比+4.3%と2024年12月の前年同月比+2.7%から拡大し、足元の消費の伸びを牽引している。「商品」は前年同期比+3.9%となり、2024年12月から横ばいで推移した。飲料や自動車類などが伸

び悩んだ一方、買替需要を喚起する「以旧換新」策の効果により家電や通信機材が大幅プラスを維持したことによる。2025年1-2月の固定資産投資は前年同期比+4.1%と、2024年通年の前年比+3.2%から加速した(ただし、2024年1-2月(前年同期比+4.1%)よりは低い伸びに留まった)。最大のネックである不動産(前年同期比-9.8%)のマイナス幅は縮小したが、引き続き深く水面下で推移している。一方で、製造業(同+9.0%)は政府当局による産業高度化に向けたテコ入れ効果もあり、高水準を続けていたほか、インフラ(同+5.6%)は政府当局による公共投資の後押しに支えられつつやや加速した。2025年1-2月の鉱工業生産は前年同期比+5.9%となり、2024年12月の前年同月比+6.2%から減速した。分野別にみると、製造業(前年同期比+6.9%)が2024年12月から減速しつつも、鉱工業生産全体の伸びを牽引するほか、鉱業(同+4.3%)は加速して着地した。一方で、エネルギー関連(同+1.1%)の伸びは横ばいで推移した。3月に開催された全人代では、より積極的な財政政策と適度に緩和的な金融政策の下で内需の拡大に向けた景気刺激策が打ち出されているが、今後も政策効果を見極めつつ、中央政府主導による消費拡大に向けた追加施策の動向が注目される。

### ユーロ圏:ZEW景況感調査(3月)、消費者物価指数(2月)

最後にユーロ圏経済につき確認しておこう。ユーロ圏ZEW景況感調査(3月)は、ZEW景況感指数がドイツで51.6、ユーロ圏で39.8となり、2月の値からそれぞれ+25.6%ポイント、+15.6%ポイントの大幅改善となった。もっとも、現在の経済状況はドイツで-87.6、ユーロ圏で-45.2とマイナスであり、大きくゼロを下回る状況が続いている。物価についてはドイツが7.9、ユーロ圏が6.0となり、2月の結果と比較して上昇するとの回答割合が増えている。

消費者物価指数(2月確報値)は総合が前年比+2.3%、食料・エネルギー除くコアが同+2.6%となった。速報時点と大きな変化はない。

## 今週(3月24日(月)~3月28日(金))のポイント

図表2に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では26日(水)に景気動向指数の改訂値が、そして28日(金)に鉱工業生産、商業動態統計、消費者物価指数(東京都区部)の最新値が公表される。全国の消費者物価指数は食料・エネルギー価格の上昇を起点に伸びを強めているが、最新の結果からそうした動きに変化があるのかどうか確認したいところである。鉱工業生産については予測調査で増加が見通されている所、実際の結果はどうなるかが注目点だろう。商業動態統計については必需財を中心に物価上昇圧力が強まる中、小売販売額が先月に続き前月比減少となるかどうかがポイントだろう。

米国については、28日(金)公表のPCEデフレーターの動きに注目である。FRBによる利下げ以降、PCEデフレーターは再びじわじわと伸びを強めている。1月もこうした動きが続くのかどうか、同時期に公表される個人支出・個人所得の最新値と含めて確認する必要があるだろう。

ユーロ圏消費者物価指数(1月確定値)は、総合は前年比+2.5%、食品およびエネルギー除くコア指数は同+2.7%と、それぞれ速報値と同様であった。12月と比べて伸びは強まっており、インフレ圧力が根深い状況である。今週は消費者信頼感指数(2月)の結果が公表される。生活コストの上昇に伴う消費マインドの低下が続いているかどうかがポイントとなるだろう。中国については3月1日に2月の製造業PMIが公表される。関税率引き上げに伴う製造業輸出への悪影響がどのように評価されるかが注目点といえよう。

図表2:今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
2/24 (月)			• ユーロ圏消費者物価指数 (1月確定値)
2/25 (火)			
2/26 (水)	• 景気動向指数(12月改定値)	• コンファレンスボード消費者信頼感 指数(2月) • リッチモンド連銀製造業指数(2月)	
2/27 (木)		• 新築住宅販売件数(1月) • GDP(2024年10-12月期改訂値) • 耐久財受注(1月)	• ユーロ圏マネーサプライ(1月) • ユーロ圏消費者信頼感指数(2月)
2/28 (金)	• 消費者物価指数(東京都区部、2月) • 鉱工業生産(1月) • 商業動態統計(1月)	• PCEデフレーター(1月) • 個人支出・個人所得(1月) • シカゴ購買部協会景気指数(1月)	• 中国製造業PMI(2月、3/1公表)

## 5. 2025 年 3 月 31 日(月)～4 月 4 日(金)：2025 年度の日本経済を考える際のチェックポイント

### 2025 年度の日本経済を考える際のチェックポイント

都内は先週末頃から桜が見頃となり、今週からは 4 月である。2025 年度の日本経済を考える上でどのような点を考慮すべきか、海外経済と国内経済の動きに分けてみていくことにしたい。

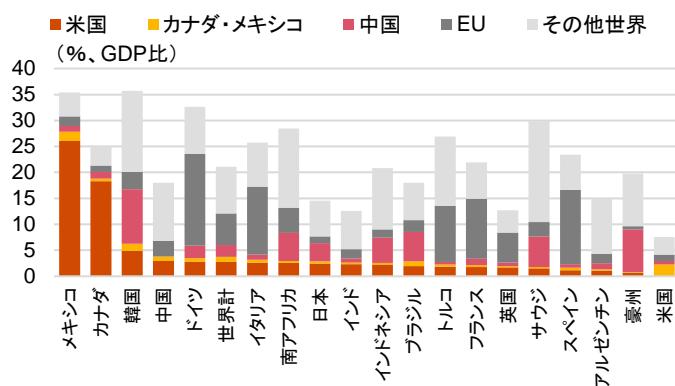
まず海外経済についてはトランプ大統領の経済政策、特に関税引き上げの影響がどうなるか、さらに減税策等の景気刺激策の規模・タイミングがポイントとなろう。

トランプ大統領は 1 月の就任後、矢継ぎ早に関税率引き上げ策を公表した。その対象は国別では中国、メキシコ、カナダ、財別では鉄鋼・アルミニウム、自動車・自動車部品に及ぶ。近々、米国の関税率を貿易相手国と同じ水準まで引き上げる相互関税や木材・半導体・医薬品といった財への追加関税といった決定もなされる予定だ。図表 1 は各国別・主要相手国別の輸出額を GDP 比の形で示している。メキシコの場合、米国向け輸出の GDP 比は 26%、カナダは 18%、中国は 2.9%、日本は 2.4% である。米国が関税率を引き上げることによる貿易を通じた単年あたりの悪影響はメキシコ・カナダでは大きなものとなるが、中国や日本への影響は GDP 比で見て 1% を下回るものとなるだろう。だが図表 2 の通り、米国の関税率引き上げが日本および世界の輸出量に与える影響は無視できない。特に輸送機械および部品、一般機械、電気機械といった日本の製造業を支える重要産業・日本からの輸出の主力である資本財輸出に対する悪影響は甚大となる可能性が高く、かつ米国の関税率上昇が恒久化することを念頭におけば、世界全体の潜在成長率を悪化させることも考慮に入れる必要がある。もっとも、トランプ政権の経済政策は関税率引き上げのみではない。トランプ減税の延長を含む減税策や政府支出の拡大は米国の総需要を下支えすることで関税率上昇の悪影響を一部埋めることになるだろうが、現状のところ、トランプ減税の延長・恒久化以上の財政支出は十分に打ち出されていない点は気がかりである。

国内経済についてのポイントは賃金増→内需増→物価上昇のサイクルがみえない中、海外要因で当初始まったコストプッシュ型のインフレと弱い内需のどちらが優勢になるかということであろう。

日本の GDP 成長率は 2024 年 10-12 月期で前期比 +0.6% (年率 +2.2%) と 3 四半期連続で前期比プラス成長を維持したが、内需寄与度は -0.2% とマイナスで、輸入の減少により外需寄与度が +0.7% とプラスであったことが理由であり、各項目の動きからは良いとは言えない。物価上昇率(消費者物価指数)は総合で 3% を上回る状況を維持するものの、これは食料品やエネルギー価格といったコストプッシュ要因によるところが大であり、食料・エネルギーを除いた総合の前年比は +1.5% と 2023 年 10 月以降伸びは停滞し、2% を下回って推移している。物価上昇と賃金上昇のリンクは企業業績が堅調であることもあって維持されているものの、消費は食料品やエネルギーといった必需財の支出を維持する中で、価格上昇もあって選択的支出の買い控えが懸念される状況である。設備投資の先行指標である機械受注は今年に入り減少見込みである中、米国の関税率引き上げに伴う日本からの輸出減少が顕在化する展開となれば、かろうじて横ばいを保つ実質 GDP 成長率がさらに減速する可能性が高まるだろう。

図表 1: 各国別・主要相手国別輸出(2024 年)



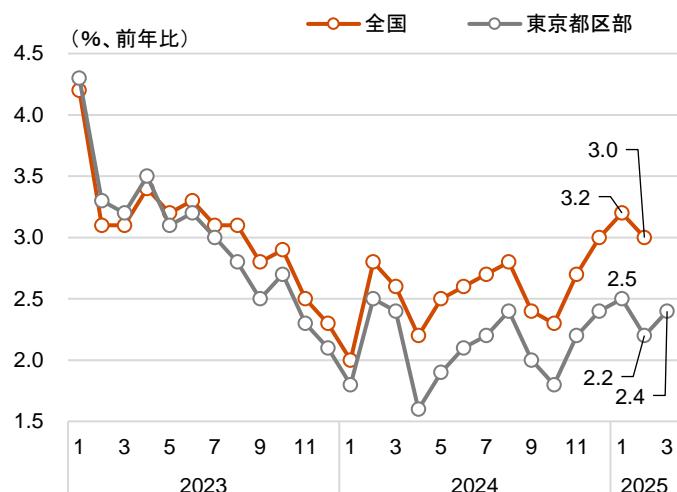
こうした中、政府は可処分所得拡大策には前向きとは言えず、日銀はコストプッシュインフレの中、総需要の低下につながる利上げを着々と進めている。こうした動きに変化があるのか、今夏に予定される参院選の結果と合わせ注目材料である。

(PwC Intelligence チーフエコノミスト、上席執行役員 片岡 剛士)

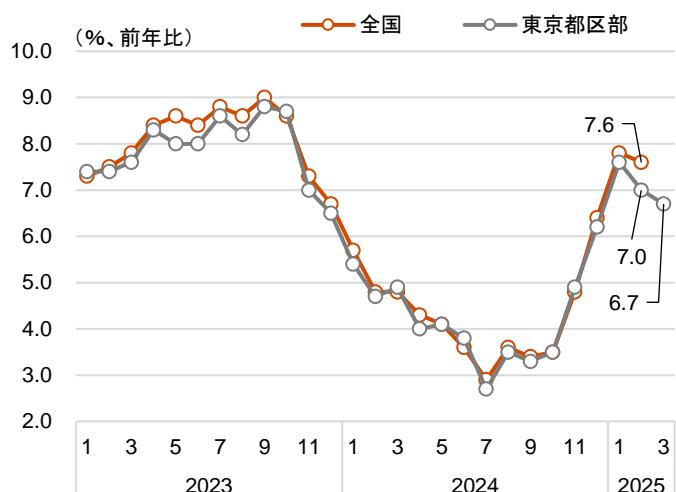
先週(3月24日(月)~3月28日(金))の振り返り:消費者物価指数(東京都区部、3月)、企業向けサービス価格指数(2月)

先週の動向を振り返っておこう。まず日本についてである。消費者物価指数(東京都区部、3月中旬速報値)は、総合が前年比+2.9%、生鮮除く総合は同+2.4%、生鮮およびエネルギー除く総合は同+2.2%となった。図表3は生鮮除く総合について全国と東京都区部の結果を比較したものだが、図表からは全国の3月の値は前年比+3%を再び超える公算が高いことがわかる。図表4は食料品の価格上昇率の推移をみたものだが、図表の通り今年に入って食料品価格の伸びは8%に近づいていた。東京都区部の動きからは3月の全国の価格上昇率はややマイルドになると推測される。企業向けサービス価格指数(2月)は前年比+3.0%となり、1月の同+3.2%から伸びが減速した。広告やその他サービスの価格上昇率の減速が影響した。

図表 3: 消費者物価指数(生鮮除く総合)の比較



図表 4: 消費者物価指数(食料)の比較



米国:新築住宅販売件数(2月)、コンファレンスボード消費者信頼感指数(3月)、耐久財受注(2月)、実質GDP(2024年10-12月改定値)、個人消費(2月)、個人消費支出デフレーター(2月)、ミシガン大学消費者信頼感指数(3月)

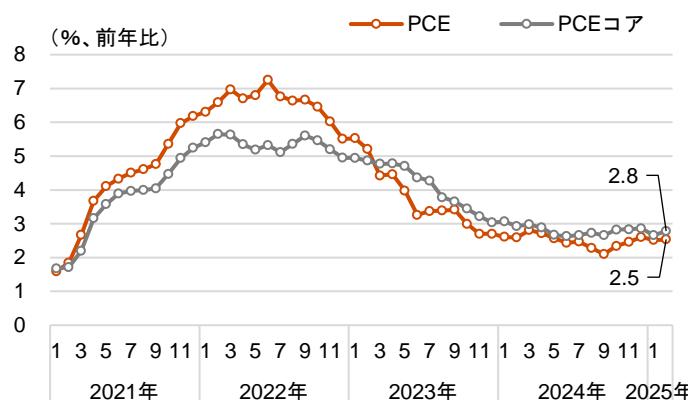
続いて米国についてみよう。まず住宅市場の動向についてである。新築住宅販売件数(2月)は67.6万戸(季節調整済み年率値)となり、前月比+2%となった。1月と比較して天候が回復したことが住宅販売の改善に影響した模様だ。

消費者マインドに関するコンファレンスボード消費者信頼感指数(3月)の動きをみると、92.9となり、2月から7.2ポイント低下して4年ぶりの低水準となった。低下は4か月連続となり、関税率引き上げに対する懸念が増している。ミシガン大学消費者信頼感指数(3月)は57.0となりこちらも2月の64.7から大きく低下した。1年先の期待インフレ率は5.0%と2022年11月以来の伸びとなり、かつ5年先の期待インフレ率も4.1%と1993年2月以来の伸びである。期待インフレ率の上昇が短期から中長期へと波及しているのは懸念材料である。

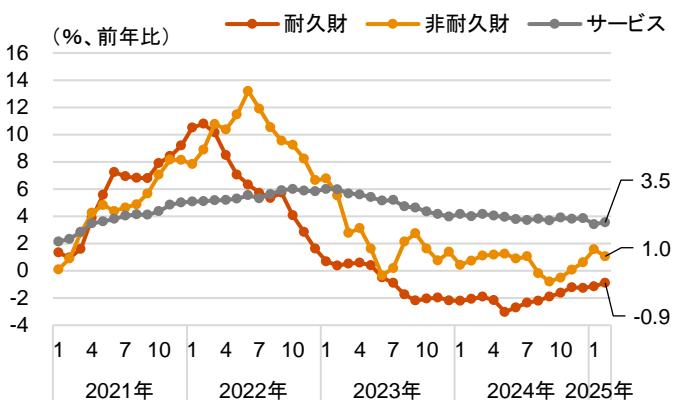
設備投資の動向について耐久財受注(2月)をみると、前月比+0.9%となり、1月の同+3.3%に続き増加となった。航空機を除く非国防資本財(コア資本財)受注は同-0.3%である。1月は同+0.9%と上方修正されたが、1-2月を通してみると上昇基調を維持している模様だ。設備投資の先行指標であるコア資本財受注の動きからは、今年以降の設備投資は増勢を保っていることが期待される。

実質 GDP(2024年10-12月改定値)は前期比年率+2.4%となった。個人消費と政府支出が成長を牽引するも、設備投資は前期比マイナスとなり、輸入も減少している。2月のPCE デフレーター(図表5)は総合で前年比+2.5%、食料・エネルギー除くコアで同+2.8%となった。総合は2%台半ば、コアは3%弱の状況が続いている。サービス価格の前年比も+3.5%と底堅く推移している(図表6)。

図表5: PCE デフレーター前年比の推移



図表6: 財・サービス別価格上昇率の推移



(出所)米国 BEA より作成

### ユーロ圏: PMI(3月)、消費者信頼感(3月確定値)

最後にユーロ圏経済について確認しておこう。ユーロ圏 PMI(3月)は50.4となり、2月の50.2からわずかに上昇した。産業別にみると、製造業は48.7と2月の47.6からは改善したものの、分水嶺の50を下回っている一方、サービス業は50.4と50を上回るもの、2月の50.6からわずかに低下した。国別にみると、ドイツおよびフランスの改善が全体に影響している。特にドイツは大規模な財政政策として、インフラ・防衛支出の拡大を打ち出したばかりだが、こうした点が好感されている模様である。インフラや防衛への支出は短期的な需要創出に加え、中長期的な生産性拡大にも寄与する。こうした政策はユーロ圏の成長の足腰を強めることにもつながるだろう。

消費者信頼感(3月確定値)は-14.5となり、速報値と変わらず。2025年に入ってわずかに悪化したのち、ほぼ横ばいで推移している。昨年の同時期とほぼ同じ水準であり、昨年の場合は年末にかけてじりじりと改善に転じた。今年も改善方向に向かうのかどうか心配なところだ。

## 今週(3月31日(月)~4月4日(金))のポイント

図表2に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では26日(水)に景気動向指数の改訂値が、そして28日(金)に鉱工業生産、商業動態統計、消費者物価指数(東京都区部)の最新値が公表される。全国の消費者物価指数は食料・エネルギー価格の上昇を起点に伸びを強めているが、最新の結果からそうした動きに変化があるのかどうか確認したいところである。鉱工業生産については予測調査で増加が見通されている所、実際の結果はどうなるかが注目点だろう。商業動態統計については必需財を中心に物価上昇圧力が強まる中、小売販売額が先月に続き前月比減少となるかどうかがポイントだろう。

米国では様々な経済指標の公表が予定されている。景況の最新動向を把握するという意味でISM景況指数(3月)と雇用統計(3月)に注目している。今年に入って米国の家計消費が弱含みの動きであるところから、特に雇用統計(3月)の結果は重要となろう。欧州に関しては1日公表のユーロ圏CPI(消費者物価指数)が注目だ。2月のCPIは総合が前年比+2.3%、食料・エネルギー除くコアが同+2.6%であったが、物価上昇率の動きがよりマイルドとなれば、ECBによる利下げのスタンスがよりマイルドなものとなるだろう。今週末には米FRBのパウエル議長、ECBのラガルド総裁の講演・発言が予定されている。FRB、ECBの金融政策の先行きや欧米諸国の経済動向についてどのような発言がなされるかが注目だ。

中国については3月のPMIの公表が予定されている。2月PMIは春節休暇明けに企業の生産活動が回復したことでもあって、1月から改善し、製造業・非製造業ともに50を上回った。不動産不況に伴う内需の停滞、政府・人民銀行による財政・金融政策、米国による対中強硬策といった内外のファクターに対して、中国経済が回復に向かう兆しがみえるかどうかが引き続きの注目点となるだろう。

図表2:今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
3/31 (月)	・鉱工業生産(2月) ・商業動態統計(2月)		・中国製造業PMI(3月)
4/1 (火)	・完全失業率(2月) ・有効求人倍率(2月) ・日銀短観(3月)	・ISM製造業景況指数(3月) ・雇用動態調査(JOLTS)求人件数(2月)	・ユーロ圏CPI(3月速報値) ・ユーロ圏失業率(2月) ・中国財新製造業PMI(3月)
4/2 (水)		・ADP雇用統計(3月) ・製造業新規受注(2月)	
4/3 (木)		・貿易収支(2月) ・ISM非製造業景況指数(3月)	・ユーロ圏PPI(2月) ・中国財新非製造業PMI(3月)
4/4 (金)		・雇用統計(3月)	

### 片岡 剛士

チーフエコノミスト  
PwC Intelligence  
PwC コンサルティング合同会社

### 伊藤 篤

シニアエコノミスト  
PwC Intelligence  
PwC コンサルティング合同会社

### 薗田 直孝

シニアエコノミスト  
PwC Intelligence  
PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク

<https://www.pwc.com/jp/ia/services/consulting/intelligence.html>

### PwC コンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel: 03-6257-0700

©2025 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.