

# Weekly Macro Economic Insights

2025年5月19日(月)～5月23日(金)：  
可処分所得増加ペースが鈍化し、消費は横ばい  
求められる可処分所得増加のための政策

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 藤田 直孝



## 2025年1-3月期のGDP：実質所得の伸びが鈍化、消費が半年間横ばい

内閣府より2025年1-3月期の実質GDPが公表され、前期比-0.2%(年率-0.7%、**図表1**)となった。4四半期ぶりに減少となり消費が半年間横ばいとなるなど、内容もよくない。前期(2024年10-12月期)は前期比+0.6%(年率+2.4%)であった。前年比では+1.7%(前期:+1.3%)と伸びを強めた。

消費は前期比+0.0%となり、前期比で横ばいにとどまった。内訳をみると、旅行などのサービスは同+0.4%となった。2024年7-9月期・10-12月期はそれぞれ同+0.2%の増加であり、そこから伸びが加速した。外食等が伸びたことが寄与した。自動車などの耐久財は前期比-1.5%と4四半期ぶりに減少した。また、食料を含む非耐久財は減少した。なお、傾向をみるために実質消費を前年比でみると+1.6%(前期:同+1.0%)と伸びを強めた。また、雇用者報酬をみると、名目で前期比+0.6%(前期:+1.6%)、前年比+4.3%(同:+5.6%)と伸びが鈍化した。物価上昇の影響を踏まえた実質値が注目されている。内閣府は今回から物価上昇を測る指標として、従来の家計最終消費支出(除く持ち家の帰属家賃及び金融サービス費を含むFISM)デフレーターに加えて、より包括的な家計最終消費支出デフレーターも加えた参考値の公表を開始した。それぞれの実質値をみると、実質雇用者報酬は、前年比+1.0%(前期:+3.2%)、+1.6%(同:+3.6%)と伸びが鈍化した。いずれも2024年度でみてもっとも低くなっている。消費が横ばいであることに違和感はない。

次に実質住宅投資は、前期比+1.2%(前期:-0.2%)と増加に転じた。しかし、これは**当社予測レポート**で述べた通り、建築関連の法改正に伴う駆け込み需要によるものであり、来期以降は剥落する見込みである。

実質設備投資は、前期比+1.4%(前期:+0.8%)となった。4四半期連続で増加した。前年比でみると2024年4-6月期に+2.4%、同年7-9月期に+2.7%、同年10-12月期に+1.2%となり4四半期連続で増加している。研究開発やソフトウェアが増加している。設備投資は企業収益の拡大、人手不足を受けて堅調さを増している。

在庫寄与度は、+0.3%ポイントとなり、前期の減少(-0.3%ポイント)から反動増となった。以上を踏まえた民間需要は+0.7%ポイントとなり、2四半期ぶりに増加した。

公的需要は、政府消費が前期比-0.0%、公的資本形成が同-0.4%となった。公的需要寄与度は横ばいとなった。

図表1:実質GDPの推移

		(実績値)						(予測値)	
		2023年		2024年					
		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	▲ 0.1	▲ 0.4	0.9	0.2	0.5	▲ 0.2	
2	同(前期比・年率)	▲ 4.0	▲ 0.2	▲ 1.6	3.8	1.0	2.1	▲ 0.7	
3	内需(寄与度)	▲ 1.0	0.3	▲ 0.4	1.2	0.4	▲ 0.1	0.6	
4	民需(寄与度)	▲ 1.0	0.4	▲ 0.4	0.7	0.5	▲ 0.2	0.7	
5	民間最終消費支出	▲ 0.5	▲ 0.0	▲ 0.6	0.8	0.7	0.1	0.0	
6	民間住宅	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 3.2	1.2	0.7	▲ 0.2	1.2	
7	民間企業設備	▲ 0.3	2.4	▲ 1.1	1.4	0.1	0.8	1.4	
8	民間在庫変動(寄与度)	▲ 0.6	0.0	0.2	0.1	0.1	▲ 0.3	0.3	
9	公需(寄与度)	0.0	▲ 0.1	0.0	0.5	▲ 0.1	0.1	0.0	
10	政府最終消費支出	0.4	▲ 0.1	0.3	0.9	0.1	0.3	▲ 0.0	
11	公的固定資本形成	▲ 2.0	▲ 1.6	▲ 2.2	5.7	▲ 1.1	▲ 0.7	▲ 0.4	
12	外需(寄与度)	0.0	▲ 0.3	0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	0.7	▲ 0.8	
13	輸出	0.8	2.4	▲ 3.6	1.5	1.2	1.7	▲ 0.6	
14	輸入	0.9	3.4	▲ 3.7	2.7	2.2	▲ 1.4	2.9	
15	名目GDP	▲ 0.1	0.2	0.0	2.4	0.5	1.2	0.5	
16	GDPデフレーター(前年同期比)	5.4	4.2	3.2	3.1	2.4	2.9	3.1	
17	実質GDP(前年同期比)	1.0	0.7	▲ 0.9	▲ 0.5	0.7	1.3	1.6	

(出所) 内閣府「四半期実質GDP」より筆者作成。

最後に外需についてである。輸出は前期比-0.6%と4四半期ぶりに減少に転じた。サービス輸出が大きく落ち込み、特に知的財産の受取や研究開発などのサービス輸出が悪化している。財輸出は微増となった。また、輸入は同+2.9%と増加した。航空機や広告サービス等の輸入が増加した。輸入増加がGDPを0.6%ポイント押し下げた。

今後はトランプ関税の影響で財輸出が減少に転じる可能性がある。それに伴い、生産や設備投資にも下押し圧力がかかる見込みである。また、2025年度の賃上げ率は鈍化し、トランプ関税の影響で輸出企業を中心に企業収益の悪化が予想される。日本国内では与党が消費税減税や給付金に慎重であり、4-6月期の成長率は横ばいにとどまるとしている。関税の影響が確認されるのは5月の経済指標が公表される6月以降となる。消費・実質可処分所得の低迷を踏まえれば、政府は6月を待たず、早期に補正予算の編成、経済対策の実施が求められる。

( PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤)

## 先週(5月12日(月)～5月16日(金))の振り返り:国際収支統計(3月)、国内企業物価指数(4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。国際収支統計(3月)では、3月の経常収支(季節調整値、以下同)は、2兆7,231億円(前月比-1,831億円)と減少した。原数值では+3兆6,781億円(前年同月比+2,303億円)となった。輸出(原数值)は9兆5,591億円(前年同月比+1,686億円)と増加した。商品別には自動車、半導体等製造装置、非鉄金属が増加した。地域別では対アジア・中東向けで増加した。輸入(原数值)は9兆427億円(同+1,156億円)と増加した。商品別では医薬品、通信機、衣類・同付属品が増加した。地域別ではアジア、西欧からの輸入が増加した。

4月の企業物価指数では、国内企業物価指数が前月比+0.2%（前年比+4.0%）、輸出物価指数は、円ベースで前月比-2.1%（前年比-4.2%）、契約通貨ベースで同一0.3%、輸入物価指数は、円ベースで前月比-2.9%（前年比-7.2%）、契約通貨ベースで同一-0.6%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、電力・都市ガス・水道（寄与度+0.18%ポイント）、農林水産物（同+0.16%ポイント）、といった品目の伸びが大きい。逆に化学製品（同一-0.11%ポイント）、鉄鋼（同一-0.09%ポイント）が下落している。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今年に入りやや減速している。輸出入物価指数は契約通貨ベースでみると輸出物価指数は前年比横ばいからやや上昇基調、輸入物価はやや下落基調に見える。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。

## 米国:小売売上高(4月)、ミシガン大学消費者信頼感指数(5月速報)、消費者物価指数(4月)、生産者物価指数(4月)、住宅着工件数(4月速報)、住宅着工件数(4月)、ニューヨーク連銀製造業景気指数(5月)、フィルデルフィア連銀景況指数(5月)

続いて米国についてみよう。4月の小売売上高は、前月比+0.1%となった。前月(3月)は、同+1.4%から+1.7%へと上方修正された一方、4月の結果は予想を下回った。3月の増加は、関税の影響を受けた値上げ前の駆け込み需要であったとみられる。4月は反動減が懸念されたものの、前月比微増で踏みとどまった。業種別には、スポーツ用品等、ガソリン、衣料品が特に低調だった。前月に増加した自動車には反動減がみられた。

5月のミシガン大学消費者信頼感指数は、50.8となった。3月の57.0、4月の52.2から一段と低下した。事前予想では改善が見込まれていたが、予想外の悪化となった。水準としても2022年6月の50.0に近づいている。同月は消費者物価総合でみたインフレ率がピークの9%をつけた月であった。足元ではインフレ率ははるかに低いものの、関税引き上げによる景気悪化の懸念が強まっている。

4月の消費者物価は、総合で前年比+2.3%(前月(3月):同+2.4%)と伸びが鈍化した。前月比では+0.2%(前月:同一0.1%)と増加に転じた。食料・エネルギーを除く総合(欧米型コア)も、前年比+2.8%(前月(3月):同+2.8%)と伸びが横ばいとなった。4月の食料・エネルギーを除く財は、前年比+0.1%(前月:同一-0.1%)と増加に転じた。電化製品、外食が伸びを強めた。エネルギーを除くサービスは、同+3.6%(前月:同+3.7%)と伸びが鈍化した。鈍化は6か月連続となった。サービス価格が鈍化する一方、財が伸びを強めている。今後は関税の引き上げの影響で財を中心に伸びを強める可能性がある。

4月の生産者物価指数は、総合で前年比+2.4%(前月(3月):同+3.4%)と1%ポイント伸びが鈍化した。食料・エネルギーを除く総合でも前年比+2.9%(前月:同+3.5%)と伸びが鈍化した。食料・エネルギーを除く財は、+2.5%(前月:+2.3%)とやや伸びが強めた一方、小売、小売・輸送・保管を除くサービスが+3.3%(前月:+4.3%)と大幅に鈍化した。

4月の住宅着工件数は、前月比+1.6%と増加して136万1,000戸となった。集合住宅が押し上げた一方、一戸建て住宅が減少した。一方、4月の建設許可件数は減少して2年ぶりの低水準となった。

ニューヨーク連銀製造業景気指数(5月)は-9.2となった。前月(4月)の-8.1から若干の悪化となった。新規受注、出荷は改善したものの、受取価格、供給の状況が悪化した。フィラデルフィア連銀製造業景気指数(5月)は-4.0となった。前月(4月)は-26.4であった。新規受注、在庫、支払い価格、受取価格が改善した。

## ユーロ圏:ユーロ圏ZEW(5月)、実質GDP(1-3月期)

最後にユーロ圏経済について確認しておこう。5月のユーロ圏ZEW景況指数は11.6となった。1月の18.0から3月には39.8まで拡大していたが、4月に-18.5まで急激に悪化していた。5月はそこからプラス圏に戻したもの、依然として年初の水準を下回っている。

ユーロ圏の鉱工業生産は、前月比+2.6%となった。2月は+1.1%であり、伸びが加速した。資本財、耐久消費財が大きく伸びた。国別ではドイツの伸びが前月比+3.1%、スペインが+1.0%と大きく伸びた。イタリアが+0.1%、フランスが+0.1%と微増となった。

ユーロ圏の1-3月期の実質GDPは、前期比+0.4%となった。前期(2024年10-12月期)の同+0.2%より加速した。ドイツは同+0.2%と前期の-0.2%、フランスは同+0.1%と前期の-0.1%からそれぞれ増加に転じた。スペイン、イタリアでは増加が継続している。

## 今週(5月19日(月)~5月23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4月の通関貿易統計、3月の機械受注統計、4月の消費者物価指数が公表される。トランプ関税の影響を受けて、輸出入動向が注目されるが、4月上中旬でみると輸出が前年比+2.3%、輸入が同-7.4%となっている。景気ウォッチャー調査をみると、関税への言及は3月の22件から4月には53件に倍増している。一部には大統領選挙時から予想していたとの内容もあるが、今後の悪影響を懸念する内容が多い。産業別には自動車産業が中心で、また中国の景気悪化により中国向け輸出減少への懸念も聞かれた。日本は米国向けの直接的な輸出に加えて、中国、その影響を受けるアジア向けへと影響が及ぶことが予想され、4月の内容をしっかりと確認したい。

設備投資については、先にみたように1-3月期の実質GDPベース(1次速報)では堅調な伸びを見せたが、2次速報で改定される可能性もある。3月の機械受注統計での受注動向が注目される。

4月の東京都区部の消費者物価指数(前年比)は、総合で+3.5%(前月(3月):+2.9%)、生鮮食品を除く総合で+3.4%(前月:2.4%)、生鮮食品及びエネルギーを除く総合で+3.1%(前月:+2.2%)、食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合は、+2.0%(前月:+1.1%)とそれぞれ伸びを強めた。総合は0.6%ポイント拡大したが、うち高校授業料が0.48%ポイント押し上げた。これは、昨年度の高校教育無償化による押し下げ効果が剥落した影響である。それ以外では住居が0.12%ポイント押し上げた。家賃上昇が背景にあるが、これまでは東京都の家賃上昇は全国で広がりをみせていない。しかし、足元の建築資材を含む物価高騰を受けて、全国でも家賃の上昇がみられるかが注目される。

米国では、4月の住宅関連の各指標が公表される。中古住宅販売件数は一進一退、住宅建築許可件数は減少傾向、新築住宅販売件数は増加傾向となっている。経済・金利動向によって影響が出るとみられ、内容をしっかりと確認したい。

中国では、4月の小売売上高、鉱工業生産指数が公表される。トランプ関税の影響で米国向け輸出は減少する公算が大きく、その影響は生産を押し下げるみられる。また、消費についても先行きの景気懸念から弱めの動きとなる公算が大きい。

ユーロ圏については5月のユーロ圏消費者信頼感指数、製造業・非製造業PMIが公表される。関税引き上げ前の駆け込みでの輸出増加などの動きは日米ほどは明確ではないが、米国・中国向けの影響がどの程度出ているか、確認しておきたい。

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
5/19 (月)	・第3次産業活動指数(3月)		・中国小売売上高(4月) ・中国鉱工業生産指数(4月) ・ユーロ圏消費者物価指数(HICP、4月確報)
5/20 (火)			
5/21 (水)	・通関貿易統計(4月)		
5/22 (木)	・機械受注統計(3月)	・新規失業保険申請件数(先週分) ・中古住宅販売件数(4月)	・ユーロ圏経常収支(3月) ・ユーロ圏消費者信頼感(5月、速報)
5/23 (金)	・消費者物価指数 (全国、4月)	・住宅建築許可件数(4月、確報) ・新築住宅販売件数(4月)	・ユーロ圏製造業PMI(5月、速報値) ・ユーロ圏サービス業PMI(5月、速報値)

片岡 剛士

チーフエコノミスト、上席執行役員  
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/ja/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.