

# 日本経済情報 2025年3月号

## Summary

### 【内容】

10～12月期はプラス成長維持も内需が失速気味

個人消費はマインド悪化で停滞

2月の消費関連指標も冴えず

賃金上昇加速で個人消費は再拡大へ

日銀は利上げ継続姿勢を維持

需給ギャップの改善は緩やか

1%程度の成長見通しを維持

### <今月の指標>

- ・帝国データバンク「TDB景気動向調査」
- ・小売販売
- ・外食売上
- ・設備投資
- ・住宅投資
- ・インバウンド需要
- ・通関輸出
- ・毎月勤労統計
- ・輸入物価
- ・消費者物価

チーフエコノミスト

武田淳

(03-3497-3676)

takeda-ats

@itochu.co.jp

マクロ経済センター長

宮崎浩

(03-3497-7354)

miyazaki-hiroshi

@itochu.co.jp

上席主任研究員

藤本 啓

(03-3497-2894)

fujimoto-kei

@itochu.co.jp

## トランプ関税の下押しを賃上げが支え回復続く（改定見通し）

2024年10～12月期の実質GDP2次速報は3四半期連続の前期比プラス成長となり順調な景気回復を示すも、個人消費が横ばいにとどまるなど内需は失速気味。個人消費の停滞は物価上昇を主因とするマインドの悪化。所得の伸びは高まるがボーナス増という一時的なものが中心で、購買力低下や企業の経営環境悪化という物価上昇の悪影響が勝る状況。2月の個人消費関連指標も自動車や外食は堅調だが全体として冴えず。

ただ、今年の春闘は予想以上の高い賃上げ率で着地する見込み。懸念された中小企業でも高い伸びが期待される状況。大企業と同様、労働需給が逼迫する中で物価上昇を賃金に反映せざるを得ず、業績改善がそれを可能にする。さらに最近は労働生産性の上昇が賃上げの原資となっており労働分配率はむしろ低下、賃上げ余地あり。賃金上昇の加速が物価上昇の鈍化と相まって個人消費の再拡大につながろう。

日銀は3月の決定会合で現状維持としたが、海外発の下振れリスクと同程度に国内物価の上振れリスクを意識、利上げ継続の姿勢を維持。ただ、需給ギャップの改善ペースは緩やかであり、利上げを巡る市場の混乱を避けるためにも日銀による中立金利の明示が待たれるところ。

トランプ関税の影響は、現時点で自動車に対する25%引き上げが日本経済にとって大きく、輸出を下押ししよう。一方で、高い賃上げ率により個人消費はより堅調な拡大が期待されるため、今後の日本経済は前月予想した1%程度の成長維持という見方を修正する必要はないと考える。

日本経済の成長率見通し(年度)

前年比,%,%Pt	2022 実績	2023 実績	2024 予想	2025 予想	2026 予想
実質GDP	1.4	0.7	0.8	1.1	1.1
個人消費	2.6	▲0.4	0.8	1.2	1.3
住宅投資	▲2.6	0.8	▲1.2	▲2.1	▲1.3
設備投資	3.6	▲0.1	2.0	1.0	2.0
公共投資	▲5.5	▲0.3	0.9	▲2.5	▲2.5
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(1.2)	(▲0.2)	(0.2)	(0.2)
輸出	4.9	2.9	2.0	3.2	4.3
輸入	7.3	▲3.3	3.1	2.2	3.3
失業率(%、平均)	2.8	2.6	2.6	2.5	2.3
消費者物価(除く生鮮)	3.0	2.8	2.6	2.1	1.6

(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

## 10～12 月期はプラス成長維持も内需が失速気味

3月11日に発表された2024年10～12月期GDP2次速報値は、前期比+0.6%（年率+2.2%）へ下方修正された（1次速報値は前期比+0.7%、年率+2.8%）。それでも、3四半期連続の前期比プラス成長を維持（右図）、前期（7～9月期）から若干ながら成長ペースを速めており、日本経済が順調に回復している姿が改めて確認された。

主な需要の動きを見ると、個人消費（1次速報：前期比+0.1%→2次速報：10～12月期+0.0%）が横ばいへ、民間住宅投資（+0.1%→▲0.2%）

が減少へ修正され、輸出（+1.1%→+1.0%）も伸びが若干縮小したことがGDP成長率下方修正の主因となった。設備投資（+0.5%→+0.6%）は上方修正されたが、総じて国内需要は失速気味であり、その背景には以下で詳述する通り物価や金利の上昇があろう。

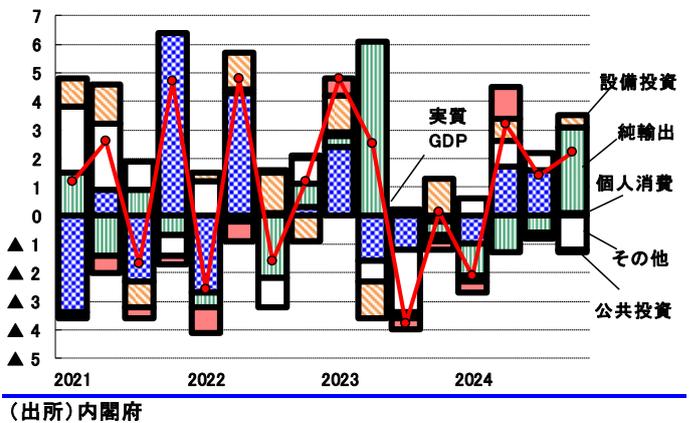
## 個人消費はマインド悪化で停滞

10～12月期は横ばいにとどまった個人消費の形態別の動きを見ると（右図）、秋冬物の不振により半耐久財（7～9月期前期比▲2.4%→10～12月期▲1.5%）の減少が続き、米や生鮮野菜などの価格高騰で非耐久財（+1.0%→▲0.3%）も減少に転じたことに加え、1次速報ではプラスだったサービス（+0.3%→▲0.1%）も減少に下方修正された。家電が好調だった耐久財（+3.1%→+3.5%）を除き、全体的に停滞感の強い状況である。

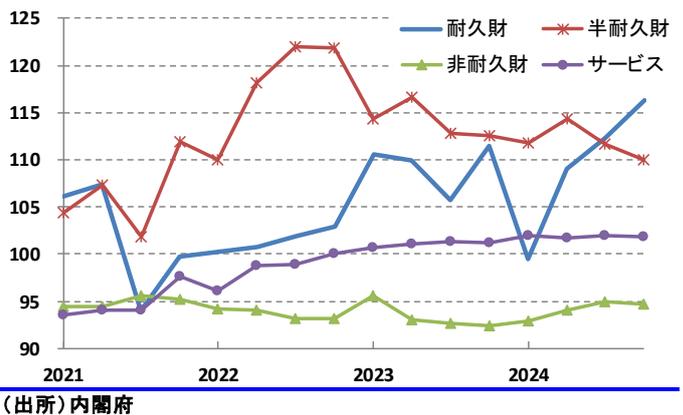
ただ、所得環境は着実に改善している。10～12月期の雇用者報酬は（右図）、名目で7～9月期の前年同期比+4.0%から+5.6%<sup>1</sup>まで伸びを高め、物価上昇を除いた実質でも7～9月期の+1.4%から+3.2%へ大きく伸びを高めた。

これに対して、個人消費は実質で7～9月期の前年同期比+0.9%から10～12月期は+1.0%へ小幅な伸びの拡大にとどまっている。つまり、購買力の低下という物価上昇の直接的な要因を除いても、個人消費は所得の増加に比べ弱いということになる。

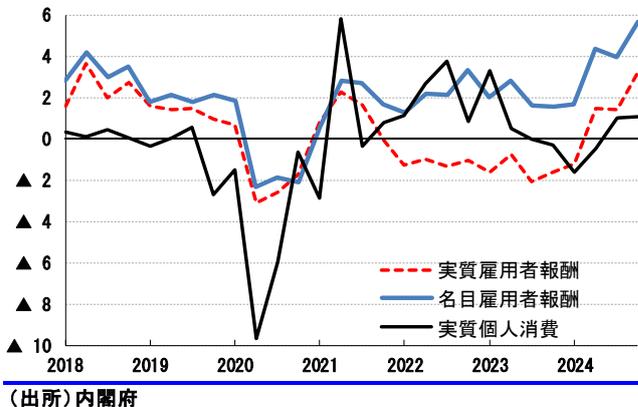
実質GDP成長率の推移（季節調整値、前期比年率、%）



家計消費の財別動向（季節調整値、2013年Q1=100）



雇用者報酬と個人消費の推移（前年同期比、%）



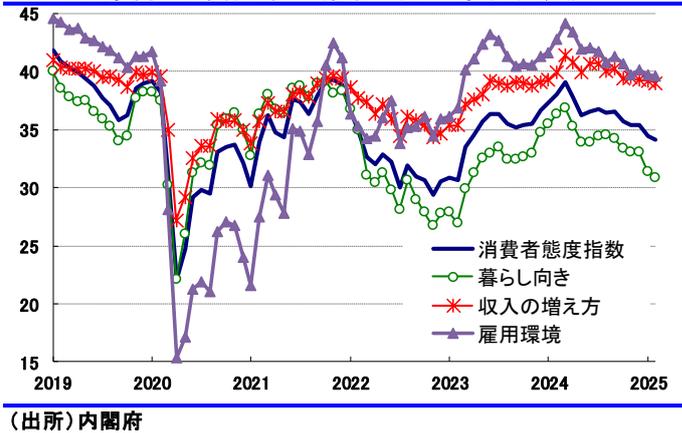
<sup>1</sup> 1次速報値の前年同期比+5.8%から若干下方修正されたものの、名目個人消費の+3.1%を大きく上回る高い伸びであることには変わりはない。

その一因として挙げられるのは、10～12月期に所得が大きく伸びた主因がボーナスの増加という一時的なものだった点である。理論的には、消費水準は基本給など長期的に安定した所得（恒常所得）によって決まり、ボーナスなどの一時的な所得（変動所得）には左右されないとされる（恒常所得仮説）。現実には、ボーナスの大部分が定期的な所得、つまり恒常所得化しているとみられるが、それでも前年より増えた部分については一時的な所得増と受け止められていると考えられる。

より大きな要因は、消費者マインドの悪化であろう。消費者マインドの代表的な指標である消費者態度指数は（右図）、2024年3月の直近のピークから直近2025年2月まで低下傾向が続いている。内訳をみると、物価動向との相関が強い「暮らし向き」が2025年に入り一段と低下しており、米や生鮮食品にまで広がった物価高騰の影響がマインドを強く押し下げている様子が窺える。

加えて、賃金の上昇が続く中で「収入の増え方」が、空前の人手不足ながら「雇用環境」が、それぞれ低下傾向から脱していない。収入については、物価上昇による目減り<sup>2</sup>で所得の増加を実感できないことが大きいだろう。雇用については、物価や賃金、金利の上昇、人手不足などにより一部の中小企業で経営が不安定化していることが理由として指摘されている。

**消費者態度指数の推移（総世帯、原数値）**

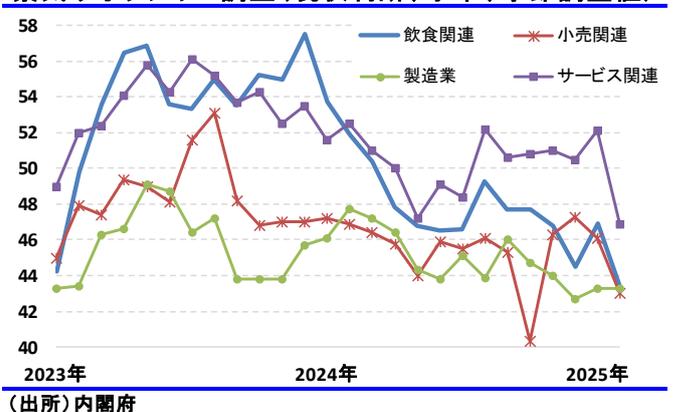


## 2月の消費関連指標も冴えず

1月以降の指標も、特に2月は個人消費を中心に景気が冴えない状況を示すものが目立つ。景気ウォッチャー調査の現状判断DI（水準、季節調整値）は、1月まで3か月連続で改善していたが、2月は45.4へ比較的大きな落ち込みを見せた（1月は48.1）。その結果、1～2月を均せば46.8と10～12月平均（46.9）からほぼ横ばいとなり、景気が足踏みしている可能性を示した。

主な内訳を見ると、個人消費と住宅投資を合わせた家計部門の需要と関係の深い「家計動向関連」は、10～12月平均の46.4から1～2月は46.1へ低下しており、1月までの回復を2月の落ち込みが帳消しにした格好となった。さらに内訳を見ると、「サービス関連」（10～12月50.8→1～2月49.5）が50割れ、「飲食関連」（46.3→45.1）は一段と冷え込み、「小売関連」（44.6→44.6）は横ばいにとどまった（右図）。後段の＜今月の指標＞で示した主な業態の売上動向との比較も踏まえると、小売は前年の閏年の反動による売上減がマインドの下押し要因となり、外食は売上が堅調だったもののコスト上昇による収益圧迫がマインドを冷やしたよう

**景気ウォッチャー調査（現状判断、水準、季節調整値）**



<sup>2</sup> 毎月勤労統計によると、一人当たりの実質賃金はボーナスの増加を背景に2024年10月の前年同月比▲0.4%から11月+0.5%、12月+0.3%とプラスに転じたが、2025年1月には▲1.8%と再びマイナスに転じている。

である。

「企業動向関連」(10~12月 47.6→1~2月 46.7)も悪化した。内訳をみると、製造業(43.8→43.3)、非製造業(50.6→50.2)とも悪化している。ただ、製造業は輸出の持ち直しもあり12月を底として緩やかな改善傾向にあるが、非製造業は個人消費関連の悪化に伴って逆に12月をピークに低下が続いており、足元の方向感是对照的である。

## 賃金上昇加速で個人消費は再拡大へ

今後も景気が回復基調を維持できるかどうかは、引き続き個人消費の動向次第であり、ひいては物価の上昇が適度なペースに落ち着くのか、それを上回る賃金上昇、特にマインドに直結する恒常所得(所定内給与)の上昇が実現するのか、ということになる。

これらのうち、消費者物価の先行きについては、後段でも触れている通り、米価格は政府備蓄米の放出で低下が見込まれること、円安修正や原油価格の低下を受けて輸入物価が下落に転じていること、高騰していた一部の生鮮野菜の価格に落ち着きがみられることから、今年の夏場にはコアで前年比2%程度まで上昇率が鈍化すると予想される。

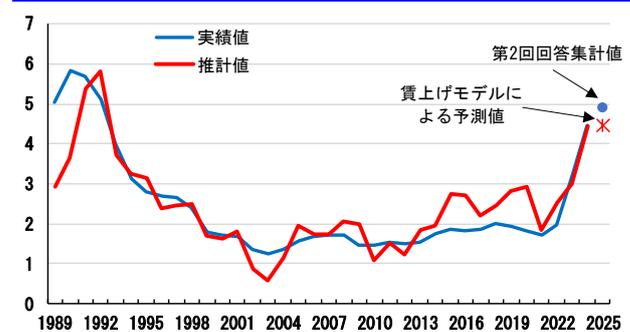
一方の賃金(所定内給与)は、今春闘の状況を見る限り、直近12月の2%台後半から一段と伸びが高まりそうである。連合が3月21日に公表した2025年春闘賃上げ率の第2回回答集計の結果は、全体で5.40%と、2024年の第2回回答集計の5.25%を+0.15%ポイント上回った。例年、第2回回答から最終回答に至るまでに0.1%ポイント程度低下する傾向<sup>3</sup>があるため、最終的には5.3%程度(うちベア3.63%)と昨年の実績5.1%(うちベア3.49%)を上回る賃上げが見込まれる。

一部で懸念の声がある中小組合においても、第1回回答集計で5.09%と33年ぶりに5%超となった後、第2回集計でも4.92%(前年:4.50%)と、5%近い水準を維持した。中小組合では最終的に0.15%ポイント程度下がる傾向があるが、それでも前年の4.45%を大きく上回る4.8%程度で着地する可能性が高い。

当社は従来より全体の春闘賃上げ率を物価動向、企業業績、労働需給の3要素で予想しているが<sup>4</sup>、中小企業についても同様の予想が可能であり(右図)、最近では物価の上昇や労働需給の逼迫、利益の増加が中小企業にも高い賃上げを促していることが確認できる<sup>5</sup>。

賃上げの余力を見るうえで重要な労働分配率も、中小企業に限ってみても低下傾向にあり(次ページ右図)、

「賃上げモデル」による中小企業の賃上げ予測(%)



(出所)連合、総務省、財務省より伊藤忠総研試算

推計期間	1989~2025
定数項	3.17 ***
消費者物価上昇率	0.67 ***
完全失業率	-0.33 **
経常利益増加率	0.01 **
自由度修正済み決定係数	0.73

(注)\*\*\*は1%、\*\*は5%有意

<sup>3</sup> 2013年から2024年までの第1回回答集計結果から最終回答集計結果への修正幅の平均値。中小組合についても同様。

<sup>4</sup> 詳しくは2024年11月26日付「日本経済情報2024年11月号 対策効果で回復持続の確度高まる(改定見直し)」P6参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2729/>

<sup>5</sup> 詳細は2025年3月21日付Economic Monitor「日本経済:2025年春闘賃上げー収益の裏付けで中小企業も高水準」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2821/>

マクロ的には人件費の拡大余地はある。さらに言えば、このところの賃金（一人当たり人件費）の上昇は、基本的に労働生産性（一人当たり付加価値生産額）に見合った形で行われている。中小企業の人件費拡大余地に悲観的な見方があり、現実にも全ての中小企業が対応できるわけではないが、こうしたマクロ指標からは、多くの中小企業が生産性を高めることで賃上げを進めていく可能性が見て取れる。

## 日銀は利上げ継続姿勢を維持

こうした状況の中、日銀は3月18～19日の金融政策決定会合で、政策金利である無担保コール翌日物金利の誘導目標水準を大多数の予想通り0.5%で据え置いた。

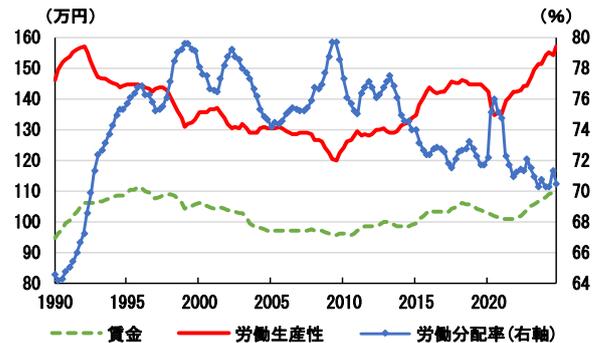
その根拠となる景気の基調判断は、現状について緩やかな回復、先行きも潜在成長率を上回る成長を続けるとの見方を維持した。物価についても、今後は輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する一方で、需給ギャップの改善や賃金と物価の好循環により中長期的な予想インフレ率が上昇することで、展望レポートの見通し期間後半、つまり2025年度下期から2026年度にかけて、基調的な上昇率が物価安定目標と概ね整合的な水準、すなわち2%まで高まるとの見方に変化はなかった。

そして、こうした見通しが実現していけば、現状の実質金利が極めて低い状態から政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整（縮小）していく方針であることも改めて示された。要するに、金融緩和の状態を維持しつつ利上げを続けていく、ということである。

会合後の植田総裁の会見での注目は、トランプ関税による海外発の不確実性による下振れリスクと同程度に、国内物価の上振れリスクを意識していた点であろう。植田総裁は、国内の賃金・物価の循環が順調に進んでいるとの認識を示したうえで、米の価格上昇が期待インフレを通じて基調的物価に影響を与える可能性を否定しなかった。このことが、物価上昇に日銀が無関心だと世間の目に映ることに配慮した故なのか、利上げ先送りや円安加速となることを懸念したためなのか、その真意は見極め難いが、その後の世間や市場の冷静な反応を見る限り、バランスの取れたメッセージだったと評価すべきであろう。

植田総裁の説明によると、これらの外的要因よりも重要な、基調的物価の上昇ペースは未だ目標の2%に届かず、1%台だとのことである。実際に、それに近いと考えられるサービス価格（消費者物価指数の一般サービス）の伸びは1月に前年同月比+1.4%、2月は+1.3%へ鈍化しており、政策金利を引き締め水準まで引き上げることを急ぐ状況にはない。当面は年度替わりとなる4月の価格改定が注目であり、さらに春闘を受けた賃金上昇の波及がどこまで進むかをみていくことが、次の利上げのタイミングを計るうえで重要となろう。

中小企業の賃金、労働分配率、労働生産性



(出所)財務省

(注1)賃金＝人件費÷従業員数、労働分配率＝人件費÷付加価値額、労働生産性＝付加価値額÷従業員数

付加価値額＝人件費＋経常利益＋減価償却費＋支払利息等

(注2)中小企業は法人企業統計季報における資本金1千万円以上1億円未満の企業

## 需給ギャップの改善は緩やか

マクロ的な物価上昇圧力という観点で、需給ギャップの動向も注目される。内閣府の試算によると、需給ギャップは2024年10～12月期にGDP比+0.2%と小幅ながらもプラスに転じた（下図、日銀推計は未公表）。

ただ、続く2025年1～3月期の実質GDP成長率は、先述のように個人消費の足取りは緩慢であり、後段の<今月の指標>で示す通り、輸出は財で拡大が見込まれるものの、設備投資は盛り上がりには欠いているため、潜在成長率を多少上回る程度の成長にとどまる可能性が高い。

その後は、物価上昇の鈍化とともに個人消費が増勢を取り戻すとみられるが、トランプ関税の影響などから輸出は伸び悩み、そうした不透明感や金利上昇により設備投資の増勢も限定的とみられ、成長ペースの加速を見込みがたい。そのため当社は、景気が緩やかな拡大にとどまる中で、今後も半年に1度の利上げペースが維持されると予想する。すなわち、次回の利上げは7月30～31日の金融政策決定会合となる可能性が高い。一部で指摘される参院選との関係で言えば、景気が万全な状況ではなく、トランプ関税による混乱が続いている可能性が十分にあり、利上げに踏み切り難いのではないだろうか。

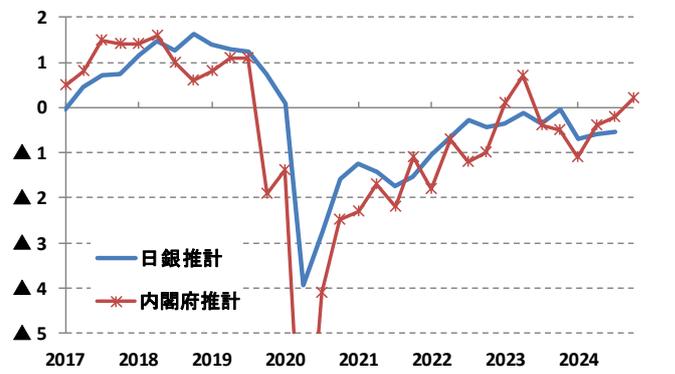
その先は、金利上昇の景気への影響を見極めながら、中立的な水準まで政策金利を引き上げることになろうが、この程度の緩やかな利上げペースであれば、景気への影響は小さいと当社ではみている<sup>6</sup>。ただ、肝心の中立金利の水準は、今回の植田総裁の会見でも相変わらず研究中とされた。このテーマは、少なくとも昨年3月のマイナス金利解除の頃から課題とされていたはずであり、それからもう1年も経過している。多少生煮えの分析であっても、建設的な議論のためのベースとして研究成果を公開すべきであろう。

その先は、金利上昇の景気への影響を見極めながら、中立的な水準まで政策金利を引き上げることになろうが、この程度の緩やかな利上げペースであれば、景気への影響は小さいと当社ではみている<sup>6</sup>。ただ、肝心の中立金利の水準は、今回の植田総裁の会見でも相変わらず研究中とされた。このテーマは、少なくとも昨年3月のマイナス金利解除の頃から課題とされていたはずであり、それからもう1年も経過している。多少生煮えの分析であっても、建設的な議論のためのベースとして研究成果を公開すべきであろう。

## 1%程度の成長見通しを維持

トランプ関税の影響は、現時点で実施が確実視されるもののうち、日本経済に最も影響が大きいのは自動車に対する25%の追加関税である。

需給ギャップの推移(GDP比、%)



(出所)日本銀行、内閣府

日本経済の推移と予測(年度)

前年比,%,%Pt	2022 実績	2023 実績	2024 予想	2025 予想	2026 予想
実質GDP	1.4	0.7	0.8	1.1	1.1
国内需要	1.8	▲0.6	1.1	0.9	0.8
民間需要	2.6	▲0.6	0.9	1.1	1.0
個人消費	2.6	▲0.4	0.8	1.2	1.3
住宅投資	▲2.6	0.8	▲1.2	▲2.1	▲1.3
設備投資	3.6	▲0.1	2.0	1.0	2.0
在庫投資(寄与度)	(0.0)	(▲0.3)	(▲0.0)	(0.1)	(▲0.2)
政府消費	1.1	▲0.8	1.6	0.9	0.8
公共投資	▲5.5	▲0.3	0.9	▲2.5	▲2.5
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(1.2)	(▲0.2)	(0.2)	(0.2)
輸出	4.9	2.9	2.0	3.2	4.3
輸入	7.3	▲3.3	3.1	2.2	3.3
名目GDP	2.3	4.9	3.5	3.0	2.9
失業率(%、平均)	2.8	2.6	2.6	2.5	2.3
経常収支(兆円)	9.1	24.8	19.1	26.2	29.9
消費者物価(除く生鮮)	3.0	2.8	2.6	2.1	1.6

(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

<sup>6</sup> 詳細は2025年2月26日付「日本経済情報 2025年2月号 金利上昇・円安修正の下で消費主導の回復続く(改定見通し)」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2810/>

日系自動車メーカーは、追加関税をコスト削減や利益の縮小によりある程度吸収するとみられるが、残る部分を米国内で生産する車を含めた販売価格へ転嫁することになる。その結果、対米自動車輸出は減少、自動車が約3割を占める財の対米輸出は2~5%程度押し下げられるとみられる。これにより、GDPベースの財サービス輸出は0.3~0.8%程度押し下げられることになる。

一方で、今年の春闘賃上げ率が予想を上回る可能性が高まったことは、個人消費の見通しを若干ながらも上振れさせる要因となろう。そのため、トランプ関税の直接的な影響が自動車輸出の限定的な減少にとどまり、国内の大幅な生産調整やそれに伴う雇用調整、賃上げの修正にまで波及しないのであれば、日本経済の回復基調が失われる可能性は低い。

こうした情勢を前提とすれば、2025年度の実質GDP成長率は、先月の見通しから輸出の若干の下方修正にとどまり、前年比+1.1%から変わらない見通しとなる。2026年度には関税引き上げの影響が広がり輸出の下押しが強まる一方で、個人消費は賃上げの加速により堅調な拡大が見込まれるため、実質GDP成長率は先月の見通しと同じ前年比+1.1%を予想する。

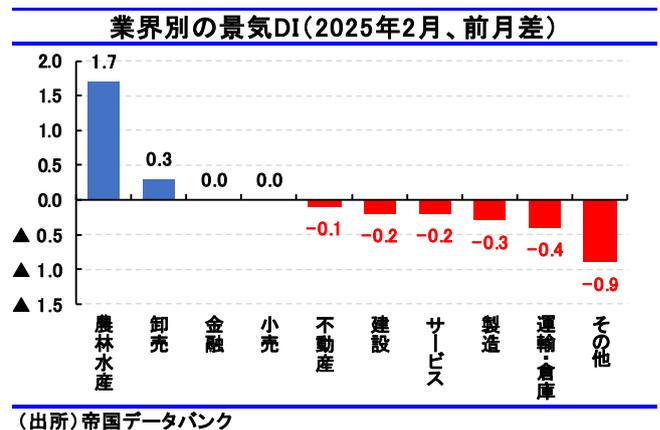
リスクは具体化が進むトランプ関税の影響であることは言うまでもない。トランプ政権は、これまで中国の全品目に対して10%を2回、計20%の関税引き上げを決めたほか、メキシコやカナダの全品目に対して25%、全世界に対して鉄鋼・アルミ製品に25%、さらに今回、自動車を追加、4月2日には相互関税をかける方針を示している。一方で、トランプ大統領は3月26日、TikTokの米国事業を売却すれば対中追加関税を引き下げるとするなど、条件次第で追加関税を取りやめる可能性も示唆している。

そもそも、引き上げられた関税の多くは米国民の負担増につながるとみられ、米国ファーストを掲げるトランプ大統領が、最終的にどこまで追加関税を実施するのか見通し難い。関税の影響は内容が具体的に決まるまで不透明であるが、それまでの間の不透明感が企業や家計の行動を委縮させることもリスクであり、注視が必要である。

## <今月の指標>

### 帝国データバンク「TDB景気動向調査」：企業景況感は足踏み状態

2月の景気DIは前月比0.1ポイント低下して43.5となり、小幅ながら2ヵ月連続で悪化。2023年半ば以降、企業景況感は横ばい圏の推移にとどまっており、回復の勢いに欠ける（下左図）。

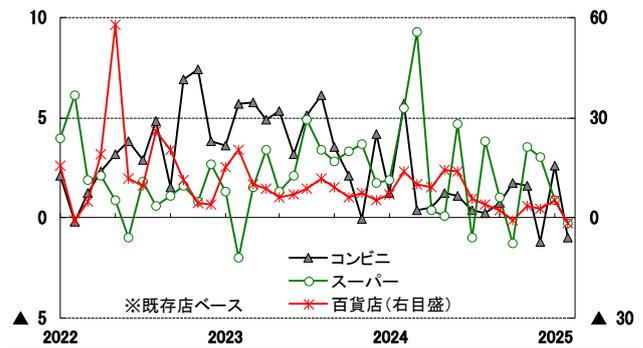


業界別には、10 業界中 6 業界で悪化。「運輸・倉庫」(前月比▲0.4pt)は、ガソリン補助縮小や時間外労働時間の上限規制(2024 年問題)が響いたほか、「製造業」(▲0.3pt)は輸送用機械など機械関連を中心に景況感が冷え込んだ。「サービス」(▲0.2pt)も、物価高による国内旅行の需要減や飲食店の来店客数の減少などを背景に、景況感が悪化した。半面、「農林水産」(+1.7pt)は農産品の高値推移が景況感改善につながったほか、「卸売」(+0.3pt)は人流回復や船便不足の解消などが好感された模様(前ページ下右図)。

## 小売販売：2月は閏年で落ち込み

2月のコンビニ売上高(既存店)は前年同月比▲1.0%となり、1月の+2.6%からマイナスに転じた(右図)。ただ、前年が閏年であったため、営業日数の減少により来店客数が前年同月比▲2.2%へマイナスに転じた影響が大きい(1月は+1.1%)。1日平均の来店客数は2月も前年同月比+1.2%と1月並みの伸びであった。平均客単価も2月は前年同月比+1.3%と1月の+1.5%と概ね同程度だったことから、1日平均の売上高は2月も1月と同じ前年同月比+2.6%であった。1日平均売上の内訳を見ると、気温低下で麺類、ホット飲料、カウンターコーヒーが伸びたほか、おにぎりや菓子等も好調であったことから、加工食品(+3.2%→+4.9%)、日配食品(+1.0%→+1.7%)が伸びを高めた。一方、非食品(+2.5%→+1.3%)やサービス(+11.1%→+4.6%)は伸びが鈍化した。

業態別の売上高の推移(既存店、前年同月比、%)



(出所) 日本百貨店協会、日本フランチャイズチェーン協会、日本チェーンストア協会

2月の百貨店売上高(既存店)は前年同月比▲1.5%と、前月の+5.2%からマイナスに転じた(上図)。前年が閏年であった影響に加え、降雪や気温低下もあり、国内需要(+0.4%→▲3.5%)がマイナスに転じた。また、インバウンド(+54.9%→+14.5%)は春節が1月に跨った影響から伸びが大きく鈍化した。商品別の内訳を見ると、主力の衣料品(+7.3%→▲2.3%、1日平均+1.2%)や身の回り品(+7.0%→▲4.3%、1日平均▲0.9%)が天候要因による季節商材の不調でマイナスに転じた。

2月のスーパー売上高(既存店)は前年同月比▲0.3%となり、1月の+0.9%からマイナスに転じた。ただ、前年が閏年だった影響が大きく、1日平均では前年同月比+3.3%と1月の伸びを大きく上回った。商品別に1日平均の売上高を見ると、全体の7割を占める食料品(1月前年同月比+4.3%→2月+6.7%)が価格上昇を主因に、2割弱を占める住関連(+1.0%→+5.1%)は日用雑貨や医薬・化粧品的好調により、それぞれ伸びを高めた。必需品である食料品の価格上昇を中心とする売上の増加は、必ずしも消費の好調さを示すわけではない。

2月の乗用車販売は前年同月比+18.8%となり、1月の+15.0%から伸びを高めた。ただ、季節調整済み前月比(当社試算値)でみると▲0.2%と前月から概ね横ばいにとどまった。小型車が前月比+2.9%と増加したものの、軽自動車は前月比+0.1%と横ばい、普通車が前月比▲2.0%とマイナスに転じた(次ページ右上図)。それでも1~2月平均の水準は10~12月平均から4.6%増加の年率408.6万台であり、基調は堅調と言える。ただ、景気ウォッチャー調査では、車両価格やガソリン価格の上昇を背景とする消費者の慎重な姿勢が懸念されている。2月の停滞が失速なのか前月の急増の一時的な反動

なのか、3月以降の動きが注目される。

## 外食売上：閏年要因を除けば好調

2月の外食売上高は前年同月比+6.0%となり、前月の+7.7%から伸びが鈍化した（右図）。ただ、利用客数の伸びの鈍化（1月前年同月比+3.4%→2月+1.1%）が示す通り、前年が閏年であった影響が大きい。1日平均の利用客数は前年同月比+4.7%であり、売上高も1日平均で見れば2月は+9.8%と1月より伸びが高まっている。好天に恵まれたことやインバウンド需要の拡大が押し上げ要因となった。客単価（+4.1%→4.9%）も価格改定により前月から伸びが拡大した。

業態別にみると（右図）、月間の売上高の伸びが1月を上回ったのはディナーレストランだけであるが、1日平均ではディナーレストラン（+5.0%→+10.1%）が大幅に伸びを高めたほか、ファーストフード（+8.1%→+9.7%）、ファミリーレストラン（+7.2%→+10.3%）、パブレストラン・居酒屋（+4.7%→+6.4%）のいずれも伸びを高めている。利用客数も増加しており、外食は総じて好調であったと評価できる。

## 設備投資：機械投資の回復ペースは緩慢、建設投資は低調

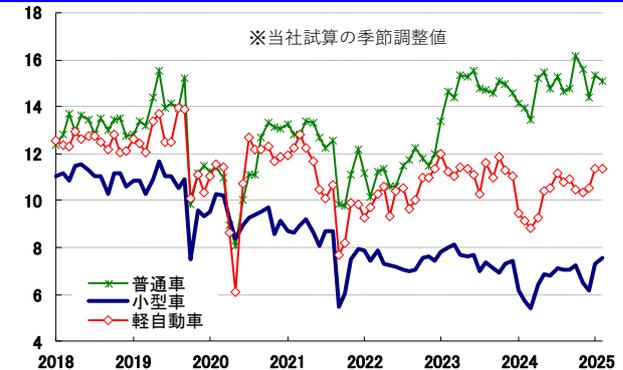
機械投資の先行指標である機械受注<sup>7</sup>（船舶、電力を除く民需）は、10～12月期に前期比+2.3%と3四半期ぶりに増加した。ただ、1月は前月比▲3.5%と2か月連続で減少、10～12月平均比▲3.2%と落ち込み、1月時点では1～3月期の内閣府見通し（前期比▲2.2%）を下回る勢いである<sup>8</sup>（下左図）。

### 機械受注と建築着工床面積（季節調整値、年率）



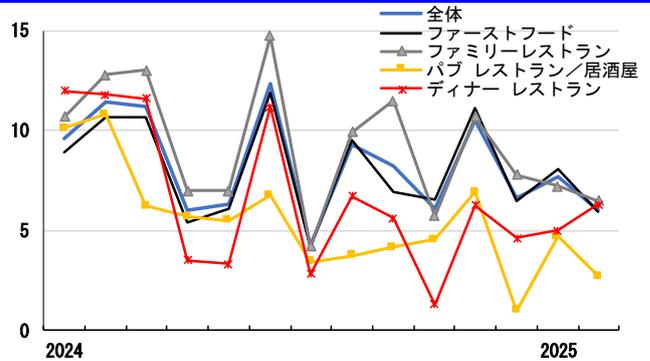
（出所）内閣府、国土交通省

### 新車販売台数の推移（乗用車、季節調整値、万台）



（出所）日本自動車工業会、全国軽自動車協会連合会

### 外食売上高の推移（前年同月比、%）



（出所）日本フードサービス協会

### 機械受注の推移（季節調整値、年率、兆円）



（出所）内閣府（注）非製造業は船舶・電力を除く

<sup>7</sup> 1月調査で過去に遡って季節調整替えが行われた結果、過去の数値が前回調査時点から修正されている点に留意。

<sup>8</sup> 例年1月の機械受注は営業日が少ないため1年のうちで最も金額が少ない。一方で、3月は年度末につき最大であるため、1月の数字は1～3月期を占ううえで、さほど重要ではない。

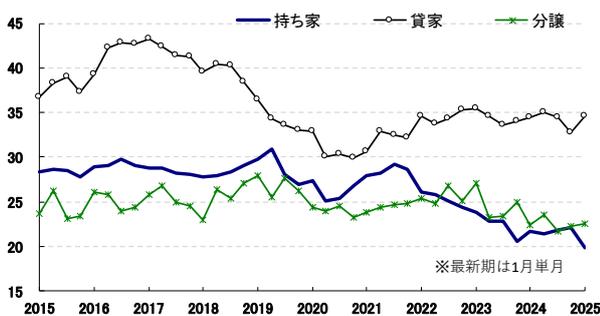
1月の水準を業種別にみると（上右図）、製造業からの受注は10～12月平均比▲5.4%、非製造業からの受注は▲4.9%と、いずれも低調だった。製造業では、金属製品や電気機械が増加したものの、パルプ・紙・紙加工品や石油製品・石炭製品、鉄鋼業が大幅に落ち込んだ。非製造業では、卸売業・小売業や鉱業・採石業・砂利採取業が増加したものの、運輸業・郵便業や情報サービス業、金融業・保険業が減少した。

建設投資も低調に推移している。先行指標の建築着工床面積（民間・非居住用）は、1月に前月比で概ね横ばい（+0.2%）だったが、10～12月平均と比べると8.4%も下回っており、減少傾向に歯止めは掛かっていない（当社試算の季節調整値、上左図）。内訳を見ると、「店舗」が持ち直しの動きを見せたものの（10～12月前期比▲15.9%→1月の10～12月平均比+27.0%）、「倉庫」（+26.9%→▲11.0%）は減少に転じ、「工場」（▲21.5%→▲10.9%）は大幅減少が続き、「事務所」（▲1.1%→▲28.8%）は落ち込みが加速した。

## 住宅投資：着工戸数は減少基調

先行指標の新設住宅着工戸数は1月に前月比▲1.2%と2か月ぶりに減少した。四半期ベースでみると、昨年7～9月期（前期比▲2.6%）、10～12月期（▲1.1%）と2四半期連続で減少した後、1月も10～12月平均を0.5%下回っており、減少基調が続いている（下右図）。利用関係別に見ると、「分譲」が緩やかに持ち直し（10～12月期+2.5%→1月の10～12月平均比+1.4%）、「貸家」が反発したものの（▲4.9%→+5.6%）、「持ち家」が大幅に落ち込み（+1.1%→▲10.1%）、全体を押し下げた（下左図）。なお、「持ち家」は戸建てが大層を占めているが、「分譲」の約半数を占める「戸建て分譲」も「マンション」とは対照的に低迷しており<sup>9</sup>、戸建ての着工が総じて不振である。

住宅着工戸数の推移（季節調整値、年率、万戸）



（出所）国土交通省

住宅着工戸数と先行き判断DI（住宅関連）の推移



（出所）国土交通省、内閣府

2月の景気ウォッチャー調査では、住宅関連の先行き判断DIが3か月ぶりに上昇（前月比+1.2ポイント）したが、それでも1～2月平均の水準は10～12月を2.8%下回っており、業界の見方は悲観的である（上右図）。理由として、建築資材価格の高騰に伴う住宅価格の値上がり販売の低迷に繋がる、住宅ローン金利の引き上げで住宅の買い控えが起きる、などが指摘されている。また、人件費高騰や人手不足などにより、受注しても施工が追い付かないとの指摘もあった。

<sup>9</sup> 1月の分譲住宅着工戸数のうち「マンション」が前年同月比+0.3%、「戸建て分譲」は▲11.7%。国土交通省住宅局は、「戸建て分譲」の減少について「建設費等の上昇に伴う価格高騰による販売の弱含みに加え、仕入れる土地を厳選したことによる供給減」と説明している（住宅新報、2025年3月4日付けより）。

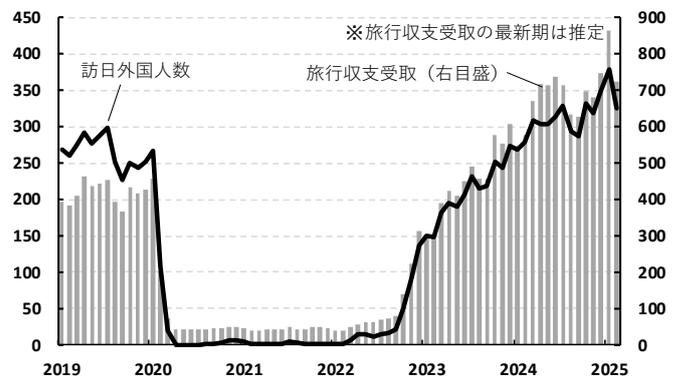
## インバウンド需要：春節の反動で減少も、増加基調は継続

2月の訪日外国人数は325.8万人となり、3か月ぶりに前月から減少したが、春節（旧正月）の影響で中国など東アジアからの訪日観光客が大幅に増加した1月（378.1万人）の反動減という面が大きい（右図）。四半期ベースでみると、1～2月平均の水準は昨年10～12月平均を5.7%上回っており、2四半期ぶりの増加となった10～12月期（前期比9.8%増）以降の増加基調が継続している。

2月は韓国からの訪日客数（84.7万人）が全体の26.0%を占め最多、以下、中国本土（72.3万人）の22.2%、台湾（50.7万人）の15.6%、香港（19.6万人）と続き、これら東アジア全体で69.8%を占めた。次いで米国（19.2万人）、タイ（11.7万人）と続いており、ASEAN主要6か国<sup>10</sup>の合計は41.1万人（シェア12.1%）となっている。

なお、2月の訪日外国人による支出（旅行収支受取＝インバウンド需要）は、訪日客数が減少した影響で、前月の8,629億円から7,200億円程度に減少したとみられる（上右図）。

訪日外国人数と旅行収支受取額（万人、10億円）

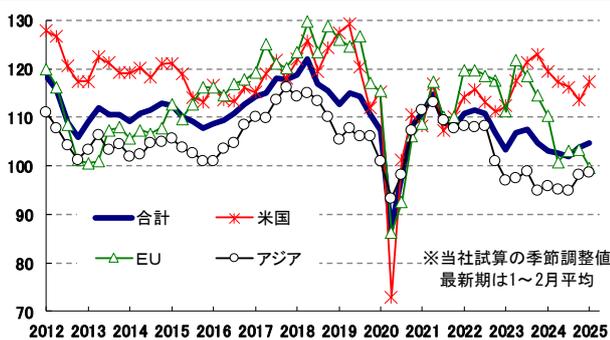


（出所）財務省、日本政府観光局、推定値は伊藤忠総研による

## 通関輸出：財輸出の持ち直し傾向続く

2月の輸出数量指数は前月比+1.7%と3か月連続で上昇した（当社試算の季節調整値）。その結果、1～2月平均は10～12月を1.1%上回り、昨年10～12月期の5四半期ぶりとなる増加（前期比+1.7%）に続き、1～3月期も増加が続く可能性が高まった。財（モノ）の輸出は持ち直し傾向にある。

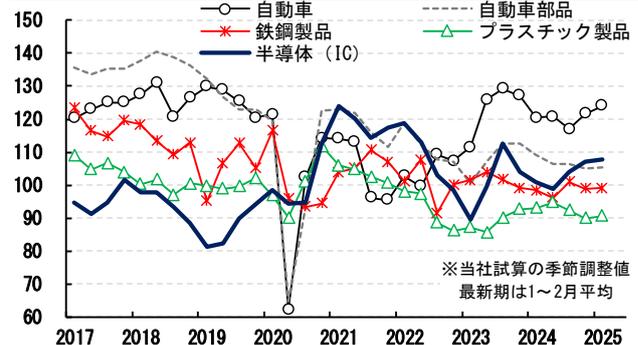
仕向け地別輸出数量指数（季節調整値、2020年=100）



（出所）財務省

主な仕向け地別に見ると（上左図）、米国向け（10～12月期前期比▲1.7%→1～2月の10～12月平均比+3.6%）が増加に転じ、アジア向け（+3.2%→+0.7%）は増勢を維持した。米国向けは主力の自動車輸出が好調だが、米国内の自動車販売は年明け以降に低迷しており、関税引き上げを警戒した駆け込み的動きの可能性はある。アジア向けについては、中国向けが増勢を強めており（+2.5%→+7.1%）、旧正月の影響を均しても基調は強い。半面、EU向け（+0.5%→▲3.4%）は大幅に落ち込んだ。主な財の動向を見ると（前ページ下右図）、自動車（10～12月期前期比+3.7%→1～2月の10

財別輸出数量指数（季節調整値、2020年=100）



（出所）財務省

～12月平均比+2.7%)や半導体(IC、+2.8%→+1.2%)、プラスチック(▲2.6%→+0.8%)など、主要品目は総じて好調だった。

## 毎月勤労統計：ボーナス支給一巡で伸び鈍化

1月(速報)の所定内給与(基本給)は前年同月比+3.1%となり、12月の+2.6%から伸びを高めた(右図)。ただし、サンプル入れ替え<sup>11</sup>の影響を除いた「共通事業所」ベースでは+2.7%となり、12月の+2.9%から伸びが鈍化した。

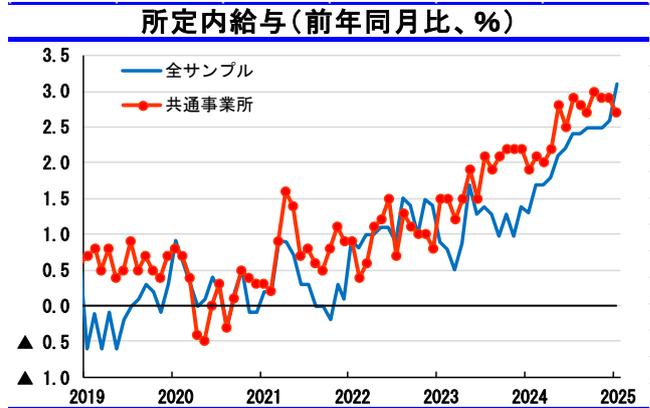
また、賃金総額(現金給与総額)は、特別給与(ボーナス)が前年同月比+6.2%から▲3.7%へマイナスに転じたことを主因に、前年比+2.8%と12月の+4.4%から伸びが鈍化した<sup>12</sup>(右下図)。

なお、特別給与を冬のボーナス支給月である11月から1月の合計で見ると、前年同期比+6.8%となった。夏のボーナス支給月である6～8月合計の+7.5%からは鈍化したものの、高い伸びが維持されている。

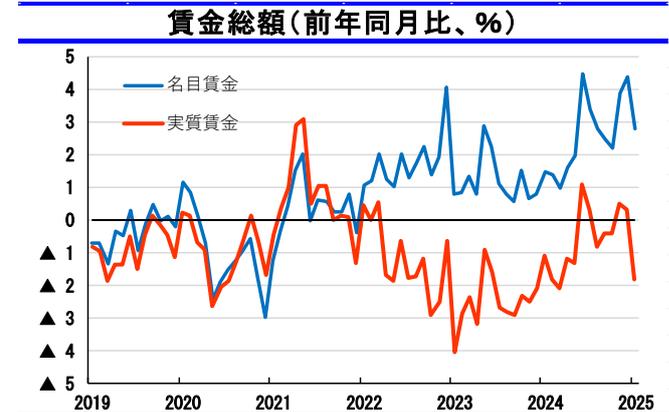
物価上昇分を除いた実質の賃金総額は、1月に前年同月比▲+1.8%となり、12月の+0.3%からマイナスに転じた(右図)。上記の通り特別給与の押し上げ剥落で名目の伸びが鈍化したことに加え、1月の消費者物価<sup>13</sup>が前年比+4.7%へ伸びを高めたためである。ガソリン補助金の縮小や生鮮食品、コメ類の価格上昇が背景である。

## 輸入物価：円安修正でマイナスへ

2月の輸入物価指数(円ベース)は前年同月比▲0.7%と、1月の+2.3%からマイナスに転じた(右図)。契約通貨ベースでは、米国の寒波やロシアに対する制裁強化を背景とした原油価格の上昇でマイナス幅が縮小(1月前年同月比▲2.2%→2月▲1.6%)したが、為替相場が円高方向に振れたこと

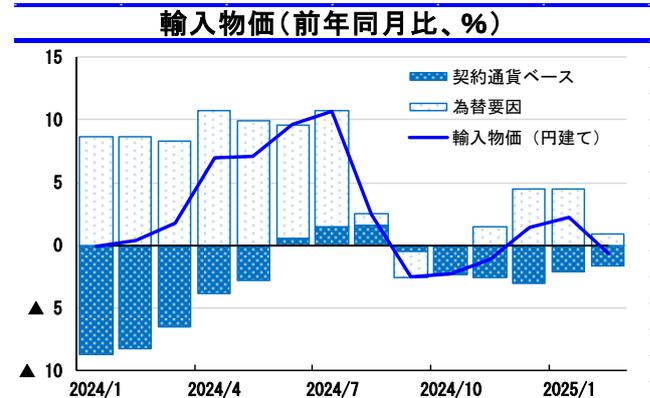


(出所)厚生労働省



(出所)厚生労働省

(注)「名目賃金」は現金給与総額、「実質賃金」は厚生労働省公表の実質賃金指数の前年同月比。実質賃金は実質賃金指数を消費者物価指数(持家の帰属家賃を除く総合)で除して算出されたもの。



(出所)日本銀行

(注)為替要因は、円ベースと契約通貨ベースの乖離幅

<sup>11</sup> 毎月勤労統計調査は毎年1月に全体の1/3の調査対象が入れ替えられることから、その影響で数字に歪みが生じる。なお、1月速報時点では5～29人の事業所のみ新しいサンプルで集計され、30人以上については確報から新サンプルで集計される。

<sup>12</sup> 共通事業所ベースでも、特別給与は12月の前年同月比+7.5%から1月は▲10.2%とマイナスに転じ、現金給与総額は+5.3%から+2.0%へ伸びが縮小した。

<sup>13</sup> 厚生労働省が実質賃金の計算に用いる「持ち家の帰属家賃を除く総合」。

により、円ベースの輸入物価は低下した。

今後も、原油価格の1月中旬以降の下落傾向や為替の円安修正により輸入物価の下落が続き、春以降は原油価格が冬場の需要期明けに伴い一段と下落、輸入物価の下落が加速すると予想する。

## 消費者物価：電気・ガス代補助金再開で伸びは鈍化

2月の消費者物価は、「総合」が前年同月比+3.7%（1月+4.0%）、「コア」（生鮮食品を除く総合）が+3.2%（+3.0%）と、いずれも前月から伸びを縮小した（右図）。一方、生鮮食品とエネルギーを除く「コアコア」は+2.6%（+2.5%）と、前月から小幅に伸びが拡大した。

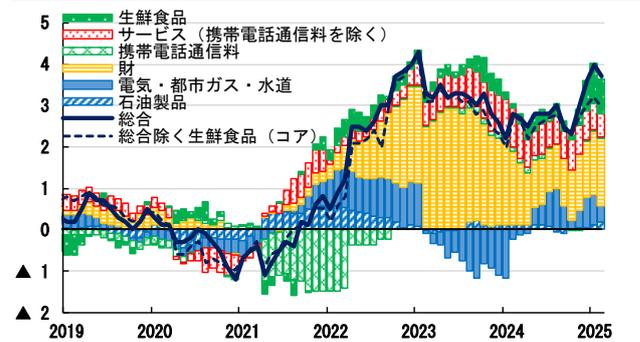
総合とコアの伸び率の縮小は、電気・ガス代補助金の再開が主因。電気代は、前月の+18.0%から+9.0%、都市ガス代は+9.6%から+3.5%へ伸びを縮

小した。総務省の試算によると、電気・ガス代補助金によって、総合の前年同月比は0.33ポイント押し下げられた。総合については、生鮮食品（+21.9%→+18.8%）の伸びの鈍化も加わった。

基調的な物価を示すとされるコアコアは、財のうち食料工業品が1月の+3.4%から2月は+3.6%へ、米類が+70.9%から+80.9%へ伸びを高めた一方で、一般サービスは+1.4%から+1.3%に鈍化したため、小幅な伸びの拡大にとどまった。なお、一般サービスの伸びの鈍化は、宿泊料（+6.8%→+5.2%）の鈍化や外国パック旅行（+1.9%→▲2.8%）がマイナスに転じたことが主因。

今後は、政府備蓄米の流通により米価格が下落しコアコアの伸びを抑制、コアも電気・ガス代補助金の影響が4月まで続き、原油価格下落と円安修正でエネルギー価格の下落も見込まれるため、消費者物価の伸びの鈍化が続くと予想する。

消費者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）総務省

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。