

日本経済情報 2025 年 10 月号

Summary

【内 容】

企業景況感は良好さを維持

街角景気も改善傾向を維持

対米輸出はリバウンド

7～9 月期は前期比マイナス成長も

デフレ懸念は高まらず

インフレ率はピークアウトも依然高い

利上げ見送りは政策協調にならず

景気は内需主導の拡大続く

< 今月の指標 >

- ・TDB 景気動向調査
- ・小売販売
- ・外食売上
- ・毎月勤労統計
- ・消費者態度指数
- ・設備投資
- ・住宅投資
- ・インバウンド需要
- ・通関輸出

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

武内 浩二

(03-3497-6701)

takeuchi-koji

@itochu.co.jp

副主任研究員

高野 蒼太

(080-2867-7238)

takano-sota

@itochu.co.jp

トランプ関税の影響は限定的ながら利上げ見送りか

9 月調査の日銀短観は、業況判断 DI が大企業の製造業で改善、非製造業は高水準で横ばいなど、総じて景気の良いさを示した。懸念されたトランプ関税の影響は鉄鋼など一部に限られ、設備投資計画も特に製造業で強気だった。

景気ウォッチャー調査は 9 月に小幅悪化したが改善傾向を維持。「家計動向関連」の内訳を見ると、「小売関連」は緩やかな改善傾向、「飲食関連」は 8 月までの急回復が反転、「サービス関連」は 8 月に大きく高めた水準を維持するなど業態によってまちまち。物価上昇や天候に対する消費者の反応が異なるためであり、景気動向が読み取り難い一因。

トランプ関税の影響を直接受ける対米輸出は、数量ベースで 8 月までの大幅減から 9 月はリバウンド。単価は下落しており、関税を値下げで吸収する動きを確認。9 月 16 日から関税が引き下げられた自動車は 9 月も数量が落ち込んだが、10 月以降は復調が見込まれるため、対米輸出全体でも今後は持ち直す見通し。

ただ、7～9 月期の輸出は全体で前期比マイナスとなった可能性が高い。個人消費も自動車など耐久財の不振をサービスの底堅さでカバーできず、7～9 月期は前期比で小幅マイナスだった模様。設備投資も一致指標の落ち込みや先行指標が示す減速の可能性を踏まえると、プラスとなっても小幅にとどまる見込み。輸入や民間在庫投資次第であるが、7～9 月期の実質 GDP 成長率は前期比マイナスとなっても不思議ではない。

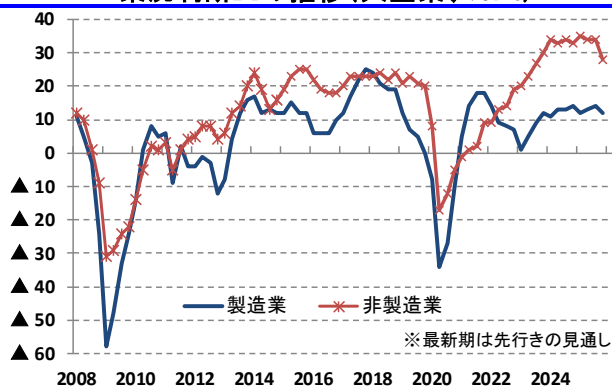
それでも、内閣府の推計で 4～6 月期にプラスに転じた需給ギャップは、大幅なマイナスとはならず、利上げを阻むほどデフレ懸念が強まることはないだろう。むしろ、基調的な物価上昇率は高まりつつある。

今月は利上げ見送りの可能性が高いという市場の予想コンセンサスは、不透明な部分を残すトランプ関税と、その影響もあり先行きが懸念される米国経済に加え、高市政権の誕生が背景であるが、前 2 者の影響が限定的だとすれば、最大の理由は新政権の経済政策への協調となる。それは日銀の独立性の放棄と受け止められる恐れがあるだけでなく、円安が加速し、新政権が打ち出す物価高対策の効果を削ぎ落とすことにもなりかねない。そうしたリスクにも十分な目配りが必要であろう。

企業景況感は良好さを維持

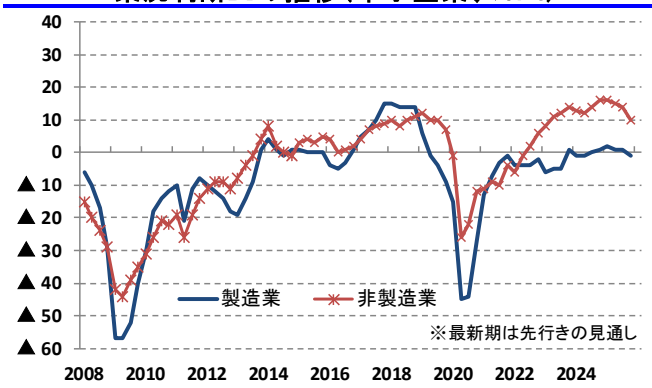
10月1日に発表された9月調査の日銀短観では、企業景況感を示す代表的な指標である業況判断DI（良い－悪い）が製造業（大企業）で+14と前回6月調査の+13から1ポイント上昇、非製造業（大企業）は6月と同水準の+34という極めて高い水準を維持し、いずれも良好な状況を示した（下左図）。中小企業でも、非製造業（6月調査+15→9月調査+14）は低下したが歴史的な高水準を維持、製造業（+1→+1）は小幅プラスで横ばいと、総じて良好であったが、相対的には製造業、特に中小企業では状況が芳しくない分野もあるとは言える。なお、12月の見通しについて非製造業で悪化が目立つが、業況判断DIは水準が高いほど先行きを悲観的にみる傾向にあり、それを反映したに過ぎない。

業況判断DIの推移（大企業、%Pt）



(出所) 日本銀行

業況判断DIの推移（中小企業、%Pt）



(出所) 日本銀行

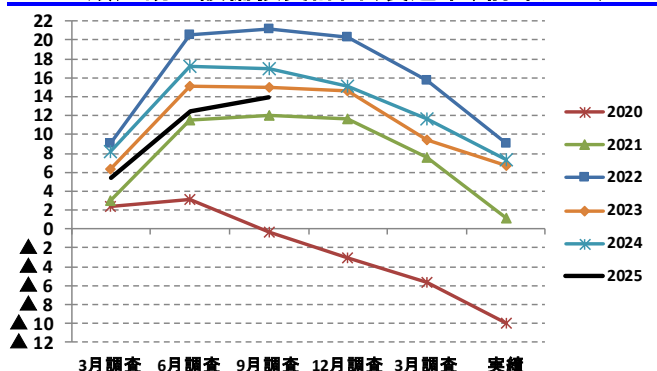
懸念されたトランプ関税の影響は、鉄鋼が大企業で業況判断DIが大幅に悪化（6月調査▲3→9月調査▲14）、中小企業でも大幅マイナスが続いた（▲23→▲17）ほか、自動車は中小企業でマイナスに転じた（0→▲5）が、大企業では改善（+8→+10）、鉄鋼・アルミ派生製品として一部に高関税が掛かることになった機械分野についても、はん用機械（+23→+27）、生産用機械（+15→+17）、業務用機械（+22→+22）とも高水準で横ばいあるいは改善しており、全体としてみれば限定的であった。

日銀短観の設備投資計画にもトランプ関税の影響は見られなかった。2025年度の設備投資計画は、全産業規模合計で6月調査の前年比+6.7%から+8.4%へ上方修正されたが、9月調査としては比較的大きな修正幅であった。特に対米輸出を通じた影響が懸念された製造業に限っても、6月調査の前年比+12.4%から+13.9%へ、9月調査としては3年ぶりの上方修正であり（右図）、むしろ積極的な姿勢が見られた。

トランプ関税は7月の日米合意で不確実性が大きく

後退したとはいえ、後述の通り引き続きリスク要因だと考えるべきであるが、企業の景況感改善や強気な設備投資計画は、それを埋め合わせて余りある経済正常化を背景とする国内需要拡大への期待、ないしは供給力拡大の必要性が高まっていることを示しているのであろう。

日銀短観の設備投資計画（製造業、前年比%）



(出所) 日本銀行

街角景気も改善傾向を維持

一方で、景気ウオッチャー調査の現状判断 DI（水準、季節調整値）は、8月の45.8から9月は45.6へ小幅低下した。ただ、7～9月を均せば45.2と4～6月平均の44.0から上昇しており、改善傾向を維持していると評価できる。同様に、家計部門の需要と関係の深い「家計動向関連」も、8月の45.0から9月は44.7へ低下したが、7～9月平均は44.2となり4～6月平均の42.9から改善した。

「家計動向関連」の内訳を見ると（右図）、「小売関連」は緩やかな改善傾向の中で9月は前月から横ばい、8月にかけて急回復してした「飲食関連」は9月に大きく落ち込んだ（8月46.4→9月39.1）一方で、8月に大きく水準を高めた「サービス関連」は小幅ながら改善が続く（49.0→49.2）など、業態によって動きはまちまちであった。

その背景としては、調査結果の「判断理由」からみる限り、物価上昇や天候に対する消費者の反応が業態によって異なることが大きいようである。例えば小売関連では猛暑や天候不順、物価高が悪材料とされる一方で、コンビニなどでは猛暑が売上増につながったという指摘があり、単価上昇を好材料とする声も散見された。また、月後半は気温が下がり追い風となったとの回答も多かった。サービス分野でも、気温は高くても好天だったためレジャー関連を中心に集客増に貢献した面が大きかったようである。一方で、外食は物価高が収益環境を悪化させただけでなく、節約志向が強まり利用減につながるケースが多かった模様である。

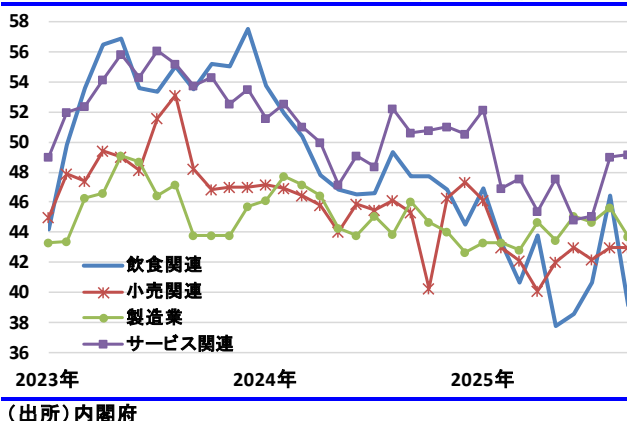
「企業動向関連」では、製造業が9月に前月より低下（8月45.6→9月43.7）、7～9月平均（44.7）で4～6月平均（44.4）から小幅上昇にとどまった。一方で、非製造業は9月も上昇（49.4→49.5）、7～9月平均（48.8）は4～6月平均（47.3）から大きく改善した。理由として、製造業ではトランプ関税に加え天候不順や国内政治による不確実性が懸念材料とされた。非製造業で好調な背景は、IT投資拡大（通信）やインバウンド好調（不動産）、人件費の価格転嫁（広告）など様々であった。

対米輸出はリバウンド

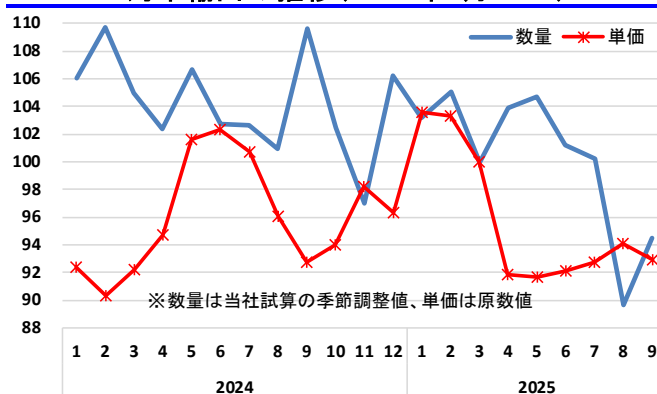
トランプ関税の実体経済への影響を確認すると、対米の輸出数量指数（当社試算の季節調整値）は、相互関税が導入された今年4月以降、一旦増加したあと、5月をピークに落ち込み、8月には3月比で1割以上水準を落としたが、9月は▲5.5%まで水準を戻している（右図）。

この間、輸出単価は7月まで3月比▲8%前後で推移したあと、自動車分野で追加関税が25%から半減されることが決まったことを受けて8月には

景気ウオッチャー調査（現状判断、水準、季節調整値）



対米輸出の推移（2025年3月=100）



（出所）財務省

▲5.9%へ水準を戻し、9月は再びマイナス幅を▲7.1%まで拡大させている。8月7日から相互関税が15%に引き上げられたことを受けて、価格引き下げの動きが広がった可能性が指摘できる。

なお、自動車に関しては対米輸出数量の減少が続く、9月には3月比▲21.7%まで水準を落としている（右図）。ただ、9月16日から追加関税が引き下げられていることから、10月以降は持ち直しが期待される。また、輸出単価は8月以降、上昇に転じており、9月は3月比▲12.0%と概ね引き下げ後の追加関税率（12.5%）と同程度に調整されている。この程度であれば、昨年1月と概ね同水準であり、自動車業界の業績に与える影響も限られよう。

自動車部品についても、9月の輸出単価は8月の3月比▲9.6%から▲12.4%へ低下したが、追加関税率と概ね同程度かつ昨年を若干下回る程度であり、数量は3月比+6.6%と増加していることから、業績への影響は限定的だと考えて良いだろう。

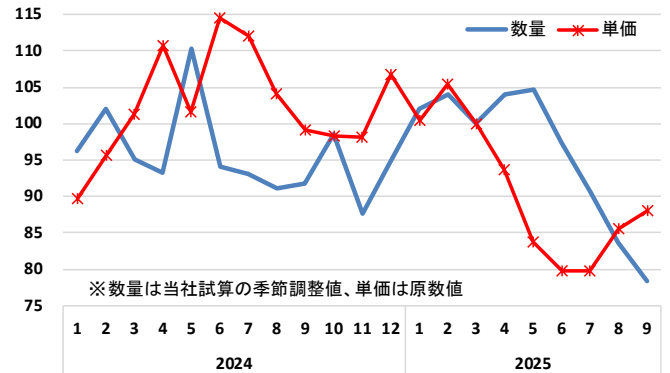
以上を踏まえると、9月に数量ベースでリバウンドした対米輸出は、10月以降、トランプ関税の影響だけに着目すれば、自動車の持ち直しを背景に復調していく可能性が高い。一方で、米国経済は今年の10～12月期から来年1～3月期にかけて減速が見込まれる¹が、景気後退に陥るほどではなく、リバウンドの途上にある日本の対米輸出を抑え込むことはないだろう。7～9月期に大幅に落ち込んだ対米輸出であるが、10～12月期には増加に転じ復調に向かおう。

7～9月期は前期比マイナス成長も

改めて7～9月期の経済情勢を整理すると、輸出は後段の＜今月の指標＞でも確認した通り、米国向けを中心に前期比で減少に転じたとみられる。

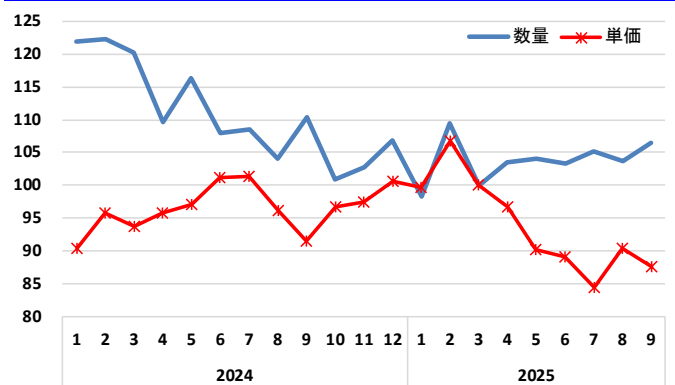
個人消費は、財（モノ）の減速が顕著である。商業動態統計によると、8月の小売業販売額（確報）は前年同月比▲0.9%と、2022年2月以来3年半ぶりのマイナスとなった（右図）。内訳をみると、幅広い品目で低調な動きとなっており、とりわけ

対米自動車輸出の推移（2025年3月=100）



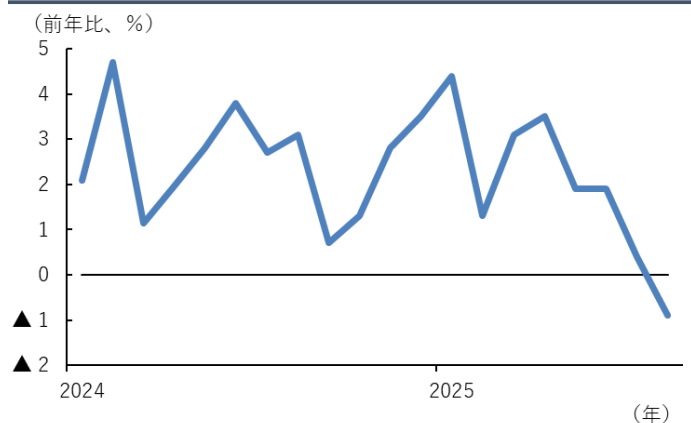
（出所）財務省

対米自動車部品輸出の推移（2025年3月=100）



（出所）財務省

小売業販売額



（出所）経済産業省

¹ 2025年10月27日付 Economic Monitor 「米国経済：労働市場の減速が続く中、短期的なリスク増加」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/3028/>

自動車小売業（▲7.1%）の不振が目立つ。速報性のある乗用車販売台数をみると、9月は前年同月比▲2.4%と、8月の▲8.2%からはマイナス幅が縮小したものの、3か月連続で前年同月を下回っている。そのため、自動車小売販売額も、4～6月期の前年同期比+3.2%から7～9月期はマイナスに転じたとみられ、小売業全体でも4～6月期の+2.4%から7～9月期はゼロ前後へ鈍化した公算が大きい。

一方、サービス消費は底堅さを維持している。外食売上高の伸びは9月に減速したものの、7～9月期では前年同期比+7.3%と、4～6月期（+7.6%）と同程度の高い伸びとなった。これらを合わせると、7～9月期の個人消費は、自動車などの耐久財を中心に財（モノ）が不振であったが、底堅いサービス消費が下支えし、全体では前期比で横ばいから小幅マイナスにとどまったと見込まれる。

設備投資は、一致指標である資本財総供給（除く輸送）が7～8月平均で4～6月期に比べ4.7%落ち込んでいる（右図）。先行指標である機械受注と建築着工床面積も設備投資の鈍化を示しており、7～9月期は横ばいしないしは小幅な増加にとどまろう。トランプ関税の影響など先行きの不透明感が設備投資の抑制に働いている面があるとみられる。

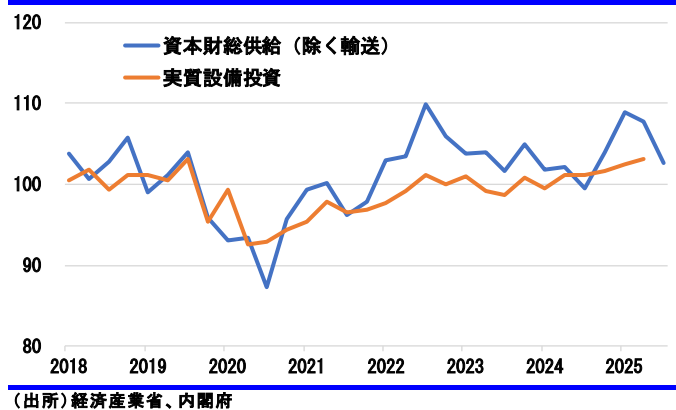
そのほか、住宅投資は先行指標の住宅着工が4月以降、大幅に落ち込んだことを踏まえると、前期比プラスは予想し難い。輸入や民間在庫投資次第ではあるが、良好な景況感に反して、7～9月期の実質GDP成長率は前期比でマイナスとなっても不思議ではない²。

デフレ懸念は高まらず

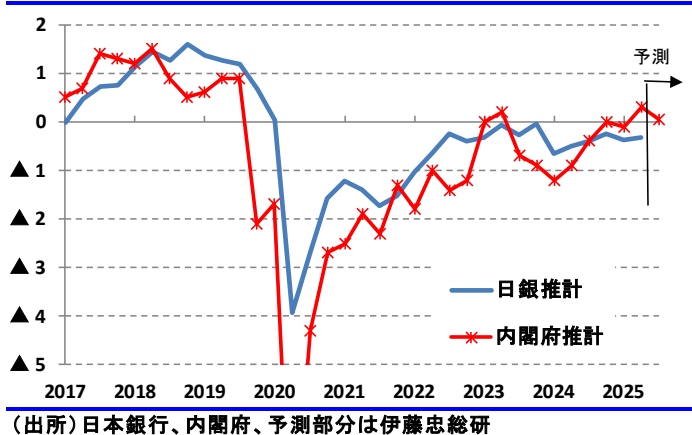
それでも、内閣府の試算によると需給ギャップ（需要－供給）は4～6月期時点でGDP比+0.3%と水面上に出ているため（右図）、仮に潜在成長率が内閣府の試算する年率0.6%程度であったとしても、7～9月期の実質GDP成長率が前期比▲0.1%（年率▲0.4%）程度の小幅マイナスにとどまれば、需給ギャップはゼロ前後となる。少なくとも、需給ギャップが大幅にマイナスとなり、デフレ圧力が強まるような状況には至らないだろう。

一方で、日銀の推計によると、需給ギャップを4～6月時点でもGDP比▲0.3%、すなわちマイナスであり、7～9月期が前期比マイナス成長であれば需給ギャップもマイナスのままとなろう。そうなれば、利上げは難しいという見方もできようが、振り返ってみれば日銀は、これまで需給ギャップがマイナスの中でも利上げを続けてきた。そのことは、これまでの利上げがあくまでも「金融緩和の縮小」であり「引き締め」ではないと理解するのが素直である。中立金利が1%以上である限り、次の政策金利0.75%への利上げも「金融緩和の縮小」で

資本財総供給（除く輸送）と実質設備投資の推移（2019年=100）



需給ギャップの推移（GDP比、%）



² 7～9月期の実質GDP1次速報予想は鉱工業生産などの重要指標の発表を待つて10月31日にリリースする予定。

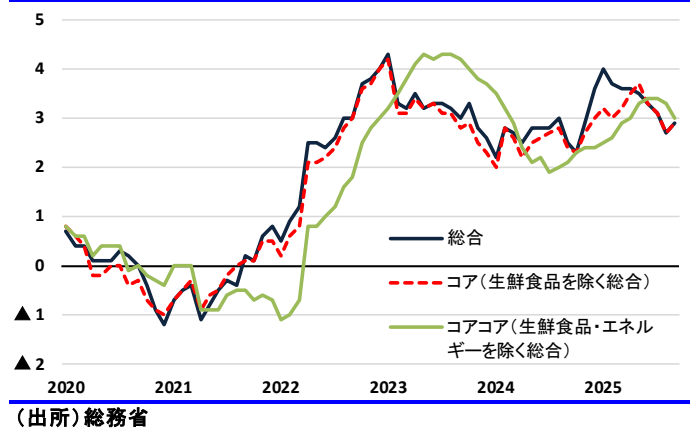
ある。需給ギャップの多少のマイナス幅拡大は、利上げの障害にはならないと考えて良いだろう。

インフレ率はピークアウトも依然高い

そもそも、現状の物価動向は、利上げを促しこそすれ、妨げる状況ではない。9月の消費者物価指数は、全体（総合）、生鮮食品を除いたコアとも前年同月比+2.9%へ伸びが高まった（右図）。

もちろん、その要因は専ら電気・ガス代の補助金が前年比で縮小したことであり、より物価の基調を示すとされる、生鮮食品とエネルギーを除いたコアコアは8月の+3.3%から9月は+3.0%へ一段と鈍化している。つまり、物価上昇はピークアウトしつつあるとは言える。

消費者物価の推移（前年同月比、%）



しかしながら、前年同月比+3%という伸びは、金融緩和を続ける必要性がないどころか、個人消費の回復を遅らせる最大の要因であり、物価上昇こそが求められていることは間違いない。高いインフレ率の中には、海外における資源価格上昇や円安の影響といった外的な要因が多分に含まれているとはいえ、日銀が公表する「基調的なインフレ率を補足するための指標³⁾」のうち、刈込平均値は8月の前年同月比+2.0%から9月は+2.1%へ、加重中央値は+1.1%から+1.4%へ伸びを高めている。最頻値だけは+1.9%から+1.7%へ鈍化したものの、いずれも1%台半ばを上回り、目標とする2%に近付いている。これらの動きは、金融緩和の程度をさらに縮小する必要性を示していると考えるのが自然であろう。

利上げ見送りは政策協調にならず

しかしながら、依然として不透明な部分を残すトランプ関税と、その影響もあり先行きが懸念される米国経済、さらには高市政権の誕生が、10月29～30日の金融政策決定会合で利上げを見送る可能性が高いという市場の予想コンセンサスにつながっているようである。

これまで示した通り、弊社はランプ関税の影響を含めた米国経済の先行きが、日本経済をデフレに後戻りさせるほどの悪影響を与える可能性は低いと考えている。トランプ関税に不確実性は残っているものの、半導体や医薬品などに対する今後の追加関税が7月の合意通りであるならば、その影響は限定的であろう。そうであれば、利上げ見送りの最大の理由は新政権の経済政策への協調であり、それは日銀の独立性の放棄と受け止められる恐れがあるだけでなく、円安が加速し、新政権が打ち出す物価高対策の効果を削ぎ落とすことにもなりかねない。それは、想定し得る最悪のシナリオではあろうが、政府への協調が結果的に政策効果を弱めるのであれば、皮肉な結果と言わざるを得ない。

なお、新政権の打ち出す経済政策は、短期的には物価高対策が中心となり、そのメニューは連立を組む自民党と日本維新の会の政策の最大公約数となる。具体的には、ガソリン暫定税率の廃止、その実現までのガソリン補助金の拡大・継続、冬季に限定した電気・ガス料金補助であり、これらにより消

³⁾ 詳細は日本銀行ホームページ「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」参照。

https://www.boj.or.jp/research/research_data/cpi/index.htm

費者物価は 2026 年度にかけて前年比で 0.2～0.3%押し下げられるとみられる。さらに、日銀が利上げを継続し、米国の利下げと相まってドル円相場が円高傾向となれば、物価上昇率はより抑制される。加えて、所得税の基礎控除、いわゆる「年収の壁」の見直しにより家計の可処分所得は押し上げられる。そのほか、デジタル分野の投資拡大やスタートアップ支援策が打ち出され、中長期的な成長力強化につながる事が期待される。

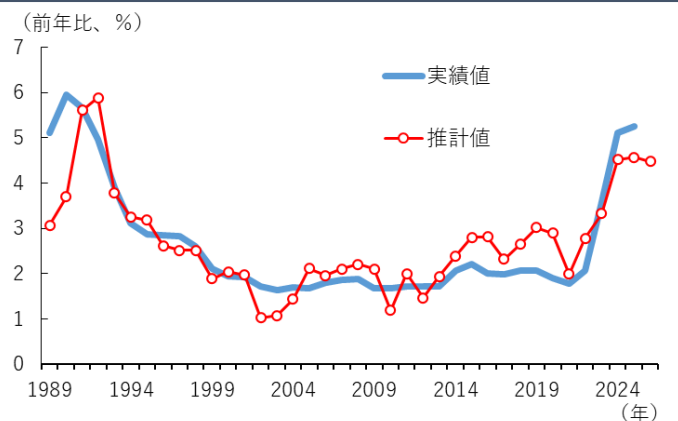
高市首相及び日本維新の会が掲げる政策比較

高市首相（2025年自民党総裁選）	日本維新の会（2025年参院選マニフェスト）
経済・財政	
責任ある積極財政（危機管理・成長投資） ガソリン暫定税率廃止、年収の壁見直し、交付金拡充 給付付き税額控除の検討	デジタル歳入給付庁設置など行政DX、財政規律の確保 食料消費税ゼロ・ガソリン暫定税率廃止 給付付き税額控除導入
地方政策・分権	
地方産業クラスター形成、地方DX推進 外国人問題・治安強化	道州制・副首都構想 地方分権推進（中央省庁権限移譲）
成長戦略・産業	
AI・半導体等成長分野への戦略的投資 スタートアップ減税恒久化 中小企業支援・設備投資促進	DX・IT化全産業推進 スタートアップ支援（エンジェル税制等） 規制改革（ライドシェア解禁等）
エネルギー・資源	
次世代革新炉・核融合技術実装 次世代型太陽電池普及、省エネ型データセンター展開 国産資源開発・国際資源共同開発への積極投資	原発再稼働・核融合推進 再生可能エネルギー導入拡大 GX投資拡大

景気は内需主導の拡大続く

こうした政策効果に加え、今後も名目賃金の高い伸びが続くとみられるため、実質賃金は遅くとも 2026 年初には前年比でプラス圏へ上昇していくと予想される。さらに、2026 年度の春闘賃上げ率は、今年度の+5.25%には届かずとも、4%台半ば以上の高い賃上げ率の実現すると予想される（右図）⁴。労働需給の引き締まった状況が続くなか、企業は賃金水準を決めるにあたり物価高への配慮は不可欠であり、総じて好調な企業業績はそれを可能とする原資をもたらすためである。

春闘賃上げ率推計



（出所）総務省、財務省、日本労働組合総連合会より伊藤忠総研試算

そうした流れを先取りする形で、日本労働組合総連合会（連合）は 10 月 23 日、2026 年の春闘の目標賃上げ率を 25 年と同じ「5%以上」にすると発表した。上記の推計結果を基準にすれば、意欲的な目標であるが、直近 2 年間の賃上げ実績は、労働需給や物価上昇率、企業業績から試算される推計値を大きく上回っている。連合が目指す 5%以上の賃上げが実現する可能性は十分にある。

来年度の消費者物価上昇率は、政策効果もあって 2%を下回るとみられるため、実質賃金は前年比プラスが定着しよう。そのため、7～9 月期は減速が見込まれる個人消費であるが、実質所得環境の改善によって、以降は回復基調となり、2026 年に入ると実質賃金のプラス圏での推移が定着することで、マインドの改善も相まって回復ペースは加速すると予想する。

設備投資も、来年度にかけて拡大基調を維持しよう。トランプ関税は、残る懸念材料の半導体や医薬

⁴ 詳細は 2025 年 8 月 18 日付 Economic Monitor「日本経済：26 年度春闘も 4%台半ば以上の高い賃上げ率を予想」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2967/>

品に対する分野別関税についても、来日したラトニック商務長官が合意通り「税率 15%で維持する」とした。前述の通り、日銀短観（9 月調査）では幅広い業種で設備投資見通しが上方修正されており、企業の設備投資意欲の強さが示された。人手不足による省力化投資や GX・DX 投資に対する強いニーズが表れている模様である。その実行を担保する企業業績についても、製造業ではトランプ関税の影響などにより 2025 年度は減益となるが、非製造業は原油安や円高によるコスト減や価格転嫁の進捗により好調が見込まれ、全体で見れば増益基調が維持されよう。加えて、高市政権による成長戦略も日本企業の設備投資増加を後押しすると期待される。今後、トランプ関税による経済への影響がより正確に見えてくれば、様子見をしていた企業も設備投資を再開させよう。

こうした内需の堅調さは、実質金利が大幅なマイナスの中での、わずか 0.25%ポイントの利上げによって失われるとは考えにくい。むしろ、需給ギャップが概ね解消し供給力不足が懸念される現状において、政府が積極財政を進め需要を刺激しようとしている中で利上げを見送れば、円安が進行、資産価格上昇が景気過熱をもたらし、物価上昇を加速させることも懸念される。他国の財務大臣に指摘されるまでもなく、そうしたリスクにも十分な目配りが必要ではないだろうか。

＜今月の指標＞

帝国データバンク「TDB 景気動向調査」：企業景況感は緩やかに改善

企業景況感を示す景気 DI は、9 月に前月から 0.1 ポイント上昇して 43.4 となり、4 ヶ月連続で改善した（右図）。今年の半ば以降、企業景況感は緩やかに改善している。

業界別にみると、10 業界中 4 業界で悪化したものの 5 業界で改善し、1 業界で横ばいだった（右下図）。前月比+1.5 ポイントの「金融」では貸出金利回りの改善が、+1.2 ポイントの「不動産」では売買の活況や賃料・物件価格の高騰が改善の理由に挙げられた。一方、「農林水産」（▲1.3 ポイント）は気温上昇による燃料・資材・飼料の価格高騰を指摘しており、「運輸・倉庫」（▲0.7 ポイント）はドライバー不足や輸出入の荷動き低迷が悪化に繋がった模様である。

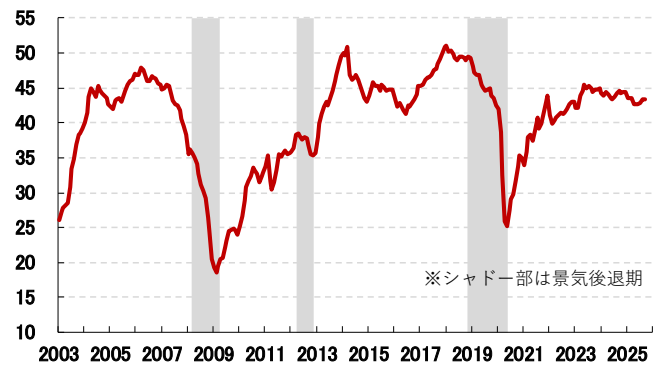
小売販売：やや伸び悩み

9 月のコンビニ売上高（既存店）は前年同月比+1.2%と、前月の+2.1%から減速した。7～9 月期でも、前年同期比+1.8%と 4～6 月期（+2.7%）から減速した。9 月の平均客単価の伸びは前月から加速した（前年同月比 8 月+2.2%→9 月+2.5%）が、来店客数のマイナス幅が拡大した（▲0.1%→▲1.3%）ことが全体を押し下げた。商品構成別にみると、菓子類やカップ麺などの加工食品（+1.0%→+1.5%）は伸びを高めたものの、おにぎりやカウンター商材などの日配食品（+3.4%→+2.3%）や玩具などの非食品（+1.9%→+1.2%）の伸びは減速した。また、宅配便・各種チケットなどのサービス（+0.3%→▲8.0%）は大きくマイナスとなった。

9 月のスーパー売上高（既存店）は前年同月比+

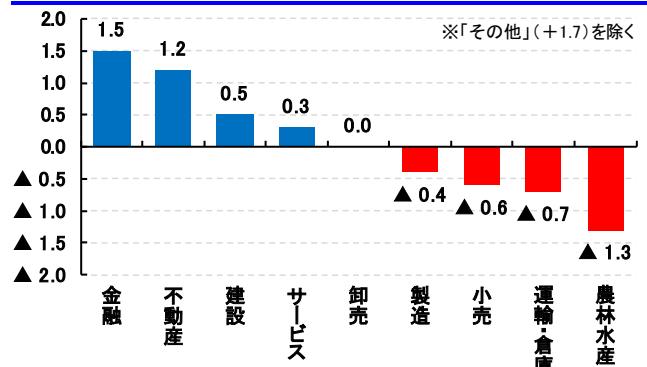
2.4%と、前月（+2.1%）から伸びが小幅に加速した。日用雑貨品や家具・インテリアなどの住関連品の伸びがプラスに転じた（8 月▲0.7%→9 月+1.6%）ことが全体を押し上げた。一方、苦戦が続いている衣料品はマイナス幅が拡大した（▲1.7%→▲7.4%）。全体の 7 割を占める食料品は、値上げによって店頭価格は上昇しているものの、節約志向による買い上げ点数の減少によって伸び悩む状況が続いた（+1.5%→+1.6%）。7～9 月期でも総売上高は前年同期比+2.5%と 4～6 月期（+4.1%）

景気DIの推移(全国)



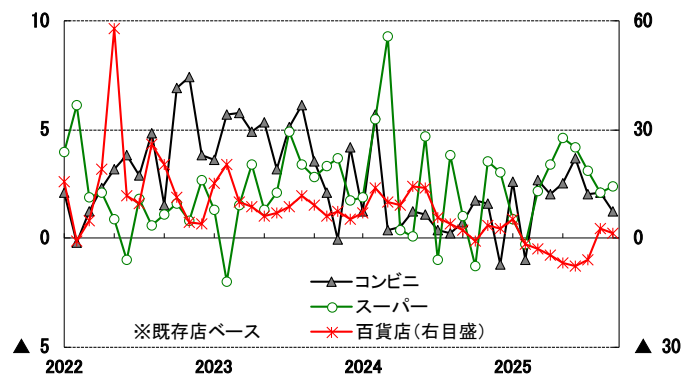
(出所) 帝国データバンク

業界別の景気DI(2025年9月、前月差)



(出所) 帝国データバンク

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

から減速したが、食料品の伸び悩みが主因となった。

9月の百貨店売上高（既存店）は前年同月比+1.4%と2か月連続で前年から増加したものの、前月の+2.6%から伸びは鈍化した。休日が1日少ないというカレンダー要因などから、約9割のシェアを占める国内売り上げが+1.6%と前月（+3.5%）から減速したことが押し下げに寄与した。一方、7月まで全体の押し下げ要因となっていたインバウンド（免税売上）は前月に続きマイナス幅が縮小した（▲4.7%→▲0.3%）。品目別では、インバウンドの回復もあり、美術・宝飾・貴金属などが好調であった。こうした傾向を反映し、7～9月期の総売上高は前年同期比▲0.7%と、4～6月期（▲6.4%）からマイナス幅が大きく縮小した。

9月の乗用車販売は前年同月比▲2.4%と、8月の▲8.2%からマイナス幅は縮小したものの、3か月連続で前年同月を下回った。2025年前半の乗用車販売は堅調な伸びを維持していたが、年後半に入り前年割れが続いている。

季節調整済み前月比（当社試算値）で見ると、9月は+4.5%と、8月の▲4.6%からプラスに転じた。クラス別にみると、普通車（8月▲5.5%→9月+7.2%）、小型車（▲7.6%→+0.7%）、軽自動車（▲1.4%→+3.3%）といずれも前月から増加した。もっとも、7～9月期合計では8月までの不振が響き前期比▲4.9%と4～6月期（+0.6%）の小幅増から大幅なマイナスに転じた。

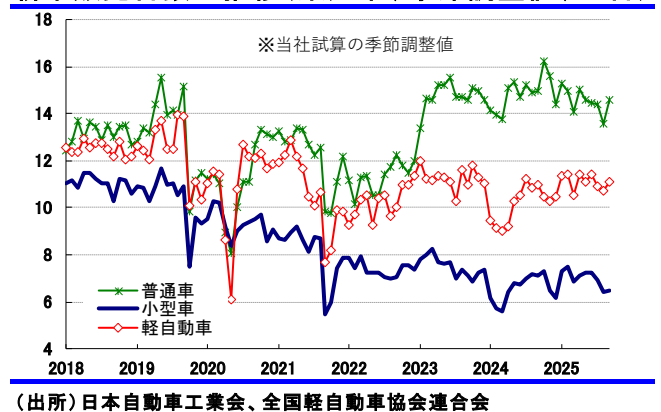
乗用車販売の水準は依然としてコロナ禍前を1割程度下回っているにもかかわらず、乗用車販売は低調に推移している。9月の景気ウォッチャー調査では、販売不振の理由として、長引く物価高によって消費者の節約志向が強まっていることを指摘する声が目立った。一方で、9月の中古車登録台数（乗用車）は前年同月比+6.0%と高い伸びを記録、割安な中古車へ需要の一部が流れている様子が窺える。

外食売上：残暑の影響もあり客足の伸びが急減速

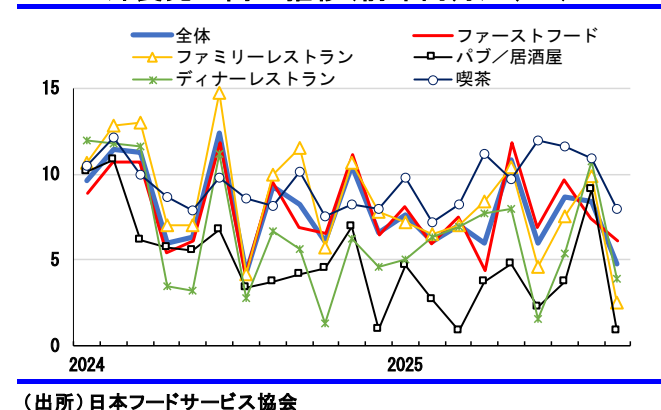
9月の外食売上高は前年同月比+4.8%と、前月（+8.4%）から伸びが減速した（右図）。厳しい残暑と物価高騰が続いたことで、外食控えによって月前半を中心に客足が鈍ったことが主因（客数8月+3.9%→9月+1.3%）であるが、客単価の伸びも前月から減速した（+4.4%→+3.4%）。7～9月期合計の総売上高は前期比+7.3%と、4～6月期（+7.6%）から小幅に伸びが減速した。

業態別売上を見ると、より選択的で外食控えや節約志向の強まりの影響を受けやすいとみられる「ファミリーレストラン」（+9.8%→+2.5%）や「パブレストラン／居酒屋」（+9.1%→+0.9%）、「ディ

新車販売台数の推移（乗用車、季節調整値、万台）



外食売上高の推移（前年同月比、%）



ナーレストラン」(+10.8%→+3.9%)で伸びが大幅に低下した。「ファーストフード」(+7.4%→+6.1%)や「喫茶」(+10.9%→+7.9%)も鈍化したが、比較的高い伸びを維持した。

毎月勤労統計：特別給与の大幅マイナスで賃金の伸びは再び減速

8月(確報)の現金給与総額の伸びは前年同月比+1.3%と、7月(確報)の+3.4%から減速した。ボーナスなどを含む特別給与(+6.3%→▲7.8%)の伸びが大幅なマイナスに転じたことが主因。加えて、所定外給与(残業代など)(+3.0%→+0.4%)や所定内給与(基本給)(+2.0%→+1.9%)の伸びが減速したことも押し下げに寄与した。当月と前年同月に共通する集計対象のみで比較した共通事業所ベースでは、8月の所定内給与は+2.4%と、前月(+2.3%)から伸びが小幅に加速した。

物価上昇分を除いた実質ベースの現金給与総額は前年同月比▲1.7%と、前月の▲0.2%からマイナス幅が拡大した。消費者物価(持家の帰属家賃を除く総合)上昇率(7月:+3.6%→8月:+3.1%)の鈍化傾向は続いているものの、名目の賃金上昇率の低下幅がインフレ率の低下幅を上回った。

また、3月分から公表されている帰属家賃を含んだ総合の消費者物価で計算された実質賃金は前年同月比▲1.4%と、従来の実質賃金よりもマイナス幅が0.3%pt小さくなっている。国際比較をするうえでは、この「総合」ベースの実質賃金は比較が容易で有用だが、消費者の生活実感により近いのは「帰属家賃を除く」ベースである。したがって、個人消費の動向を見通すうえでは、「帰属家賃を除く」ベースで実質化した賃金で評価するのが適当であろう。

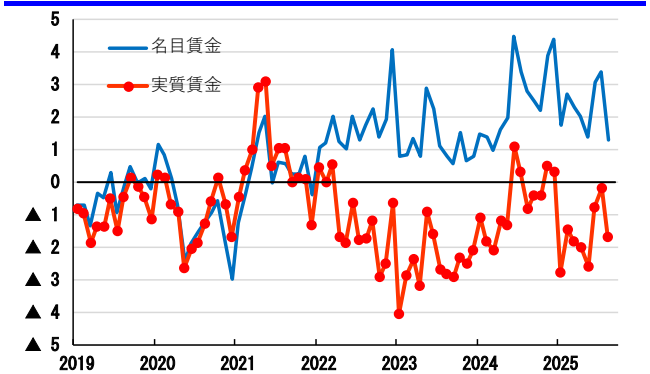
総じて、8月の毎月勤労統計は今年度の春闘で妥結した賃上げ率対比ではやや見劣りする結果となった。2025年春闘の結果は8月までに概ね反映されていると考えられることから、2025年度内の賃金上昇率は概ね2%台前半から半ば程度で推移すると見込まれる。実質賃金については、年末にかけて物価上昇率が鈍化するとみられるため、遅くとも2026年入り後には前年同月比でプラスに転じよう。

消費者態度指数：インフレ鈍化などを背景に改善傾向

消費者マインドの代表的な指標である消費者態度指数(総世帯)は、9月は35.0と前月(34.2)から2か月連続で改善した(次ページ右上図)。4月の31.1を底に、消費者マインドは底打ちしつつあることを確認する結果となった。

内訳を見ると、物価動向との相関が強い「暮らし向き」は32.9と、前月(32.3)から上昇した。食料品価格は依然として高水準にあるが、上昇ペースが鈍化しつつあることがマインド改善の下支えにな

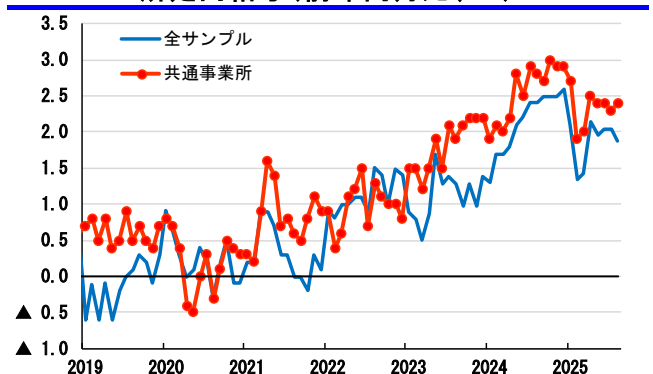
現金給与総額(前年同月比、%)



(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。

所定内給与(前年同月比、%)



(出所) 厚生労働省

ったとみられる。また、「雇用環境」（8月 37.7→9月 38.8）と「収入の増え方」（39.2→39.6）も前月から改善しており、底堅い雇用・所得環境もマインドの支えとなっている。実際、「耐久消費財の買い時判断」（27.5→28.8）は改善しつつあり、家計が消費に前向きになりつつあることが窺える。

また、7月23日の日米間の関税交渉合意以降続く株価の上昇も、消費者マインドの押し上げ要因になっているとみられる。消費者態度指数の内訳には含まれていない項目ではあるが、「資産価値」は他の項目よりも大幅に改善している（42.7→44.3）。10月に入っても株式市場は堅調な上昇を続けており、引き続き消費者マインドの押し上げに寄与することが期待される。

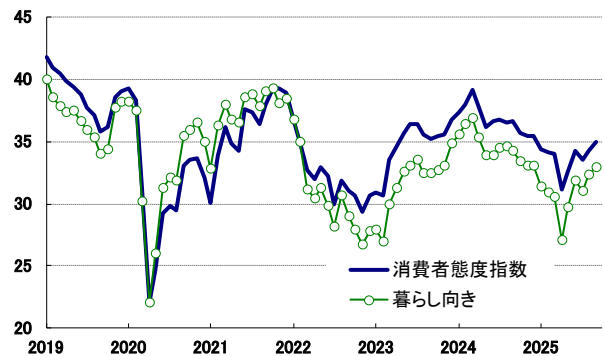
設備投資：先行指標は機械・建設とも低調

機械投資の先行指標である機械受注（船舶、電力を除く民需）は8月に前月比▲0.9%と2ヵ月連続の減少（7月は▲4.6%）。四半期ベースでみると、4～6月期は前期比+0.4%と小幅ながら3四半期連続で増加したが、7～8月平均は4～6月平均を3.3%下回っている（右図）。

業種別にみると、製造業（4～6月期前期比+1.5%→7～8月平均の4～6月平均比▲3.6%）、非製造業（+0.9%→▲1.1%）ともに減少した（右図）。製造業では化学工業（+22.0%→▲41.7%）や石油製品・石炭製品（+91.8%→▲35.3%）、非鉄金属（+170.0%→▲10.9%）の減少が目立ち、非製造業では不動産業（+34.3%→▲37.5%）や鉱業・採石業・砂利採取業（+11.3%→▲27.5%）が減少した。一方で、製造業では鉄鋼（+6.4%→+30.8%）や情報通信機械（+9.7%→+21.4%）が、非製造業ではリース業（▲25.6%→+41.4%）や運輸業・郵便業（+24.6%→+17.0%）、卸小売業・小売業（▲10.2%→+13.6%）が増加した。

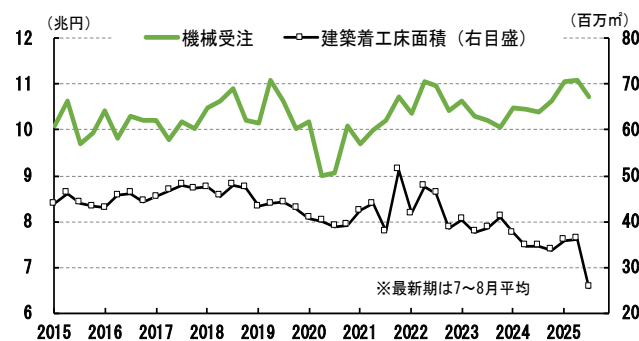
建設投資は、先行指標の建築着工床面積（民間・非居住用）が6月に前月比▲22.8%、7月も▲17.8%と大幅減少が続いたが、8月は+14.4%と3ヵ月ぶりの増加に転じた。ただし、四半期ベースでは4～6月期の前期比+0.4%から7～8月平均は4～6月平均を23.3%も下回っている（当社試算の季節調整値、右図）。「倉庫」（4～6月期前期比▲16.7%→7～8月平均の4～6月平均比▲30.7%）や「店舗」（+6.3%→▲22.0%）、「事務所」（▲14.9%→▲14.0%）、「工場」（+10.9%→▲10.0%）のいずれも水準を大きく落としている。

消費者態度指数（総世帯）



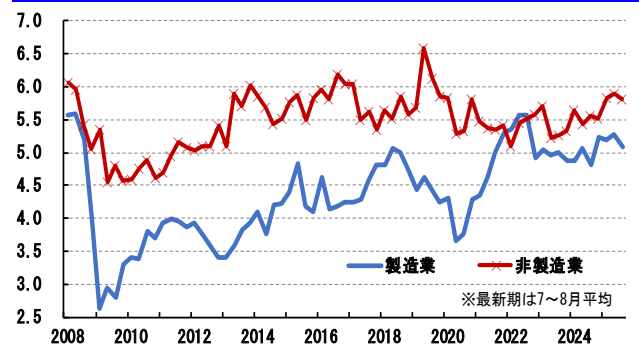
（出所）内閣府

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

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

住宅投資：駆け込みの反動減は一巡

先行指標の新設住宅着工戸数は8月に前月比▲0.1%と、ほぼ横ばいだった。7～8月平均の水準は4～6月平均を18.4%上回っており、4～6月期の前期比▲32.3%もの大幅な落ち込みからリバウンドした（右図）。なお、この大幅な落ち込みは、2025年度から適用された建築基準法と建築物省エネ法の改正を前にした駆け込み着工の反動である。

利用関係別には、「持ち家」（4～6月期前期比▲31.3%→7月の4～6月平均比+19.5%）、「貸家」（▲34.8%→+16.0%）、「分譲」（▲32.2%→+25.7%）のいずれも増加した（右下図）。

住宅業界の景況見通しを示す景気ウオッチャー調査の先行き判断DI（住宅関連）は9月に前月比+2.7ポイントと2ヵ月ぶりに上昇。四半期でみると、7～9月期は前期比+5.2ポイントとなり、約4年ぶりの高水準を記録した（右上図）。理由として、株価の上昇を背景とした景況感の改善や、新政権による経済対策への期待が指摘されている。

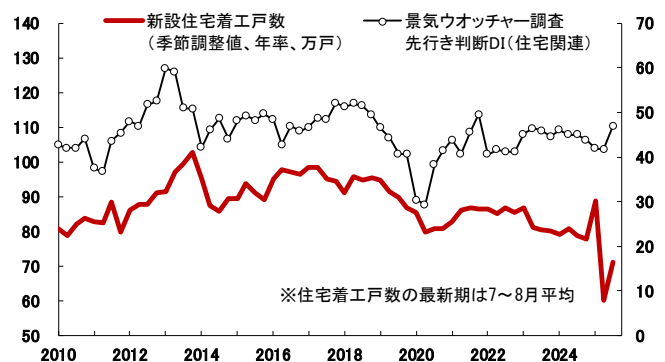
インバウンド需要：訪日客数は高水準を維持

9月の訪日客数は326.7万人となり、2ヵ月連続で前月を下回ったが（右図）、前年同月比では+13.7%と前月（同+16.9%）に続いて2桁増を維持した。9月は例年、夏場のスクールホリデーの直後で訪日客数が伸びにくい時期であることに加え、今年は台風による航空便への影響もあったものの、9月としては過去最高を更新しており、訪日需要は高水準を維持している。

訪日客数上位3カ国の動きをみると、最多の中国（8月前年同月比+36.5%→9月同+18.9%）と2位の韓国（+8.0%→+2.1%）は、大型連休（中国：中秋節、韓国：秋夕）がともに昨年の9月中旬から今年は10月上旬となったこともあり、伸びが鈍化した。一方で、3位の台湾（+10.0%→+12.0%）は伸びを高めている。

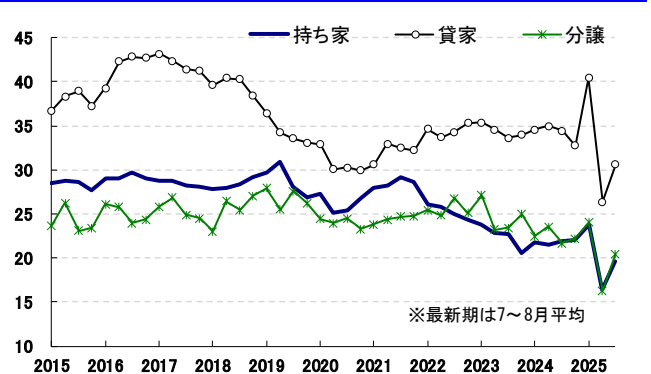
なお、9月の訪日外国人による支出（旅行収支受取＝インバウンド需要）は7,370億円程度となり、7月の7,720億円から減少したとみられる。円安によって1人当たり旅行支出は増加（+0.2%）したが、訪日客数（8月前月比▲4.7%）の減少がインバウンド需要を押し下げたとみられる。

住宅着工戸数と先行き判断DI（住宅関連）の推移



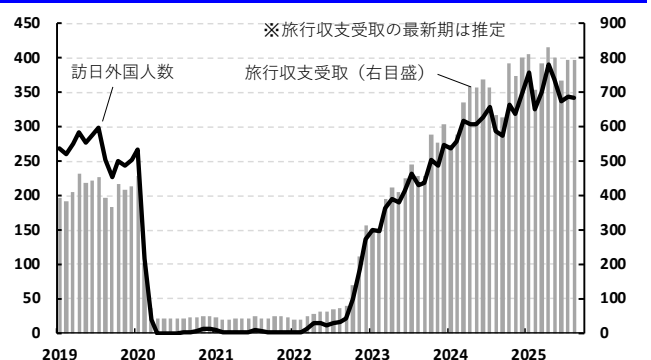
(出所)国土交通省、内閣府

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

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

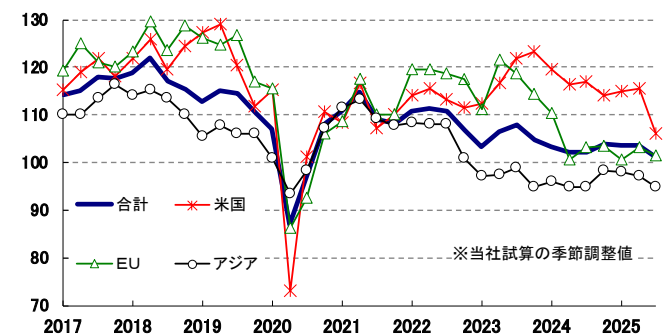
通関輸出：財輸出は減少が鮮明に

9月の輸出数量指数（当社季節調整値）は前月比1.3%と4ヵ月ぶりに増加したが、四半期ベースでは7～9月期に前期比▲2.6%となり、1～3月期▲0.3%、4～6月期+0.1%と概ね横ばい推移から、減少が鮮明となった（右図）。

仕向け地別にみると、米国向けがトランプ関税の影響で大幅に減少したほか（4～6月期：前期比+0.5%→7～9月期：同▲8.2%）、アジア向け（▲0.8%→▲2.2%）とEU向け（+2.5%→▲1.6%）も減少した。ただ、アジア向けのうち、中国向け（▲1.9%→▲1.8%）は2期連続で減少したものの、減少ペースは鈍化した。

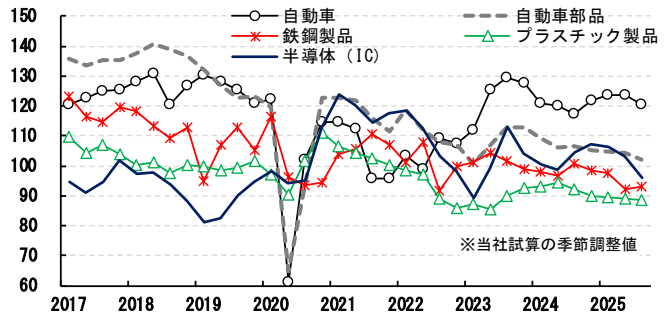
品目別では、鉄鋼（4～6月期：前期比▲5.4%→7～9月期：+1.6%）やプラスチック（▲0.7%→0.0%）は下げ止まった一方で、半導体（IC、▲2.8%→▲8.7%）や自動車部品（▲0.3%→▲3.3%）の落ち込みが加速、自動車（0.0%→▲2.2%）は減少に転じた（右図）。

仕向け地別輸出数量指数（季節調整値、2020年=100）



（出所）財務省

輸出数量の商品別内訳（季節調整値、2020年=100）



（出所）財務省