

日本経済情報 2025 年 11 月号

Summary

【内 容】

7～9 月期は 6 四半期ぶりのマイナス成長

個人消費は物価高でも底堅く推移

街角景気の改善続く

対米輸出は持ち直し

利上げ再開による円高と政策効果でインフレ鈍化

株価上昇が個人消費を押し上げ

設備投資は拡大基調を維持

内需主導で 1%程度の成長が続く見通し

<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

対策効果もあり潜在成長率を上回る拡大が続く（改定見通し）

2025 年 7～9 月期の GDP1 次速報値は 6 四半期ぶりとなり、夏場に日本経済の拡大が一服する形となった。ただ、住宅投資の駆け込み着工の反動やトランプ関税の影響による部分が大きく、個人消費や設備投資は増加しており、実態は GDP 成長率が示すほどに悪くはない。

10 月も景気ウオッチャー調査を見る限り景気は良好であり、個人消費が急回復している可能性を示唆した。対米輸出は自動車を中心に急速に持ち直しており、トランプ関税の直接的な影響は一巡しつつある。

今後を展望すると、底堅い景気動向や関税による不確実性の低下を受けて日銀は 12 月にも利上げを再開、ドル円相場は円高傾向に転じ、政府の物価高対策と相まって、物価の上昇が抑えられよう。加えて、株価の大幅な上昇が資産効果を通じて個人消費を押し上げると期待される。

設備投資は先行指標が悪化しており一旦は停滞するが、良好な企業業績や期待収益の高まりを背景に、金利上昇下でも拡大基調を維持すると見込まれる。今回打ち出された『『強い経済』を実現する総合経済対策』も、設備投資の拡大を後押しするほか、公共投資の積み増しを通じて景気を下支えしよう。

その結果、実質 GDP 成長率は、足元 10～12 月期に前期比プラスを回復、2025 年度から 2027 年度にかけて、内需の二本柱である個人消費と設備投資の拡大に牽引され、前年比 1%程度の成長を続けると予想する。

日本経済の成長率見通し(年度)

	2023	2024	2025	2026	2027
前年比,%,%Pt	実績	実績	予想	予想	予想
実質GDP	0.4	0.6	1.0	1.1	1.0
個人消費	▲0.4	0.7	1.1	1.2	1.1
住宅投資	0.7	▲0.6	▲4.8	3.4	▲2.6
設備投資	▲0.9	1.9	2.7	1.7	1.2
公共投資	▲0.4	0.6	▲0.2	▲1.9	▲2.9
純輸出(寄与度)	(1.1)	(▲0.4)	(▲0.2)	(0.1)	(0.2)
輸 出	3.0	1.5	2.5	3.1	3.9
輸 入	▲2.8	3.5	3.3	2.5	2.9
失業率(%、平均)	2.6	2.5	2.6	2.5	2.5
消費者物価(除く生鮮)	2.8	2.7	3.0	1.9	2.0

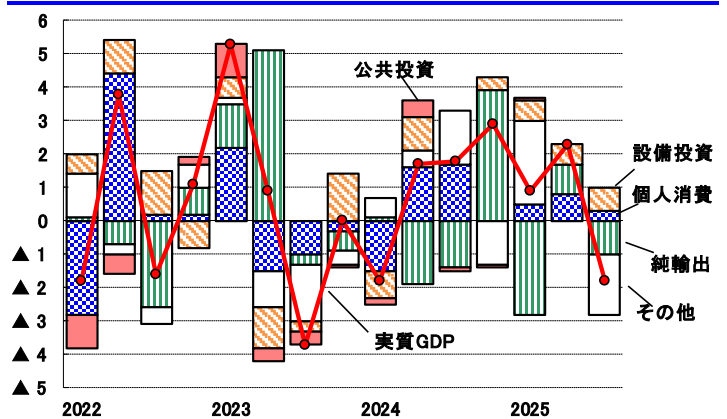
(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

7～9 月期は 6 四半期ぶりのマイナス成長

11 月 17 日に発表された 2025 年 7～9 月期 GDP1 次速報値は、前期比▲0.4%（年率▲1.8%）と比較的大きなマイナス成長であった（右図、当社予想は前期比▲0.2%、年率▲0.7%）。マイナス成長は 2024 年 1～3 月期（前期比▲0.5%、年率▲1.8%）以来、6 四半期ぶりとなり、夏場に日本経済の拡大が一服する形となった。

ただ、内訳を見ると、4 月の建築基準法などの改正を控えた駆け込み着工の反動による住宅投資の大幅減少（4～6 月期前期比+0.3%→7～9 月期▲9.4%）や、トランプ関税による直接的な影響が本格化したことによる輸出の対米を中心とする落ち込み（+2.3%→▲1.2%）といった一過性の要因のほか、民間在庫投資のマイナス寄与（0.0%Pt→▲0.2%Pt）による部分が多い。一方で、個人消費（+0.4%→+0.1%）や設備投資（+0.8%→+1.0%）は底堅く推移しており、経済の実態は GDP 成長率が示すほどに悪くはなかった。

実質 GDP の推移（季節調整値、前期比年率、%）



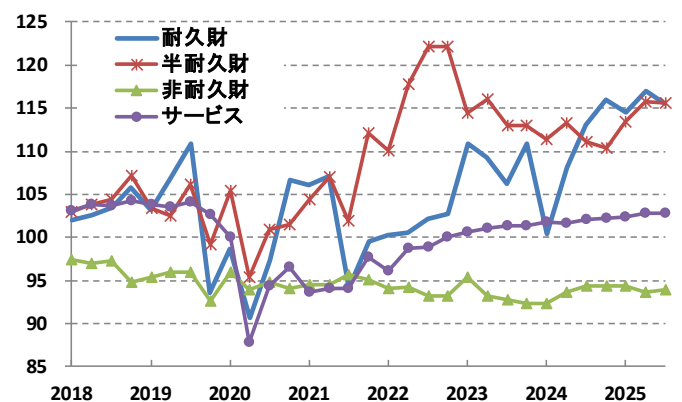
（出所）内閣府

個人消費は物価高でも底堅く推移

個人消費は、懸念された猛暑の影響がさほど下押し要因とはならず、消費者物価の上昇率が依然として高いなかでも底堅さを見せた。

個人消費のうち、国内家計消費の形態別内訳を見ると（右図）、全体の約 6 割を占めるサービス（4～6 月期前期比+0.3%→7～9 月期+0.1%）が増勢を維持、食料品などの非耐久財（▲0.8%→+0.2%）が増加に転じた。猛暑は屋外でのレジャーには逆風ながら屋内型レジャーにはプラスとなり、外食もアルコール飲料などの押し上げにより増加するなど大きな下押しとはならず、飲料やアイスの販売好調が食料品消費を支えた模様である。一方で、秋物衣料の不振から衣料品などの半耐久財（+2.2%→▲0.1%）は横ばいとなり、自動車販売の落ち込みにより耐久財（+2.2%→▲1.3%）は減少に転じた。

国内家計消費の形態別の推移（季節調整値、2013 年 Q1=100）



（出所）内閣府

街角景気の改善続く

10 月の景気は、夏場の停滞から脱する動きを見せた。景気ウォッチャー調査の現状判断 DI（水準、季節調整値）は、9 月の 45.6 から 10 月は 47.4 へ大幅改善、7～9 月平均の 45.2 と比べると、より大きく上昇しており、景気が回復に向かいつつあることを示した。同様に、家計部門の需要と関係の深い「家計動向関連」も、9 月の 44.7、7～9 月平均の 44.2 から 10 月は 46.5 へ大幅に上昇、個人消費が急回復している可能性を示唆した。

「家計動向関連」の内訳を見ると（右図）、9月に大きく落ち込んだ「飲食関連」は10月に急回復（9月 39.1→10月 43.7）、「小売関連」も9月の横ばいから10月は比較的大きく上昇（43.0→45.2）した。相対的に水準の高い「サービス関連」も改善（49.2→50.1）が続き50を超えるなど、幅広い改善が見られた。

その背景として、調査結果の「判断理由」では、気温の低下による客数の回復や秋冬物商品の販売好調が百貨店や衣料品店など小売業を中心に幅広く挙げられており、猛暑の反動が表れた印象が強い。そのほか、値上げの浸透を指摘する声も幅広い業態でみられ、新政権への期待や株高、インバウンド需要の復調、大阪・関西万博の効果なども挙げられた。

「企業動向関連」では、製造業（9月 43.7→10月 46.0）が2か月ぶりの上昇、非製造業（49.5→51.9）は50を超えて上昇した。好調の理由として、トランプ関税の影響低下のほか、製造業では半導体関連の需要増や気温低下の影響が指摘され、非製造業では株価上昇や新政権への期待が挙げられていた。

対米輸出は持ち直し

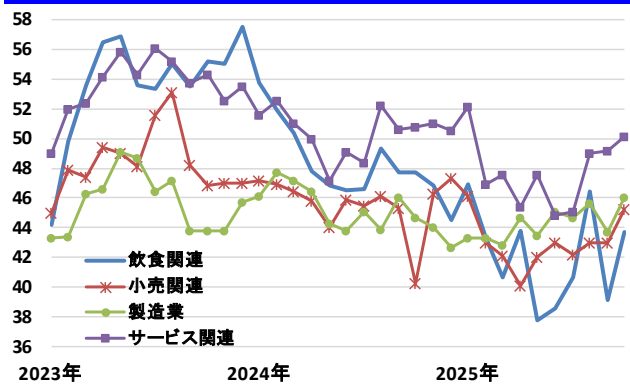
トランプ関税の実体経済への影響を確認すると、対米の輸出数量指数（当社試算の季節調整値）は、9月の前月比+7.1%に続き、10月も+5.9%と大幅に増加、相互関税導入前となる3月の水準を1.5%上回るところまで回復した（右図）。

輸出単価は9月の3月比▲7.1%から10月は▲8.9%へ下落したが、2024年1～3月期頃と概ね同水準であり、数量の回復と合わせてみれば、輸出産業全体への悪影響はかなり限定的なものになったと言えそうである。

数量回復の主因は自動車である。自動車の対米輸出数量は、6月から9月にかけて大幅な減少が続いたが、9月16日の対米関税引き下げを受けて10月は前月比+25.5%と急回復し、3月比▲5.3%まで水準を戻した（右図）。単価も3月比で▲7.9%、2024年1月と概ね同水準まで回復しており、トランプ関税の自動車メーカーの業績に与える悪影響は7～9月頃と比べ大幅に緩和されている。

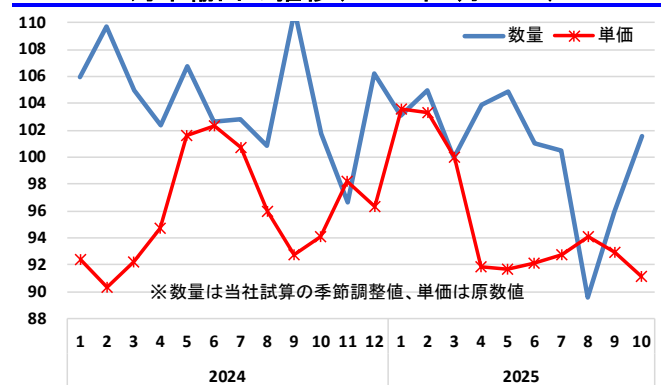
後段の＜今月の指標＞でも示した通り、輸出は10

景気ウオッチャー調査（現状判断、水準、季節調整値）



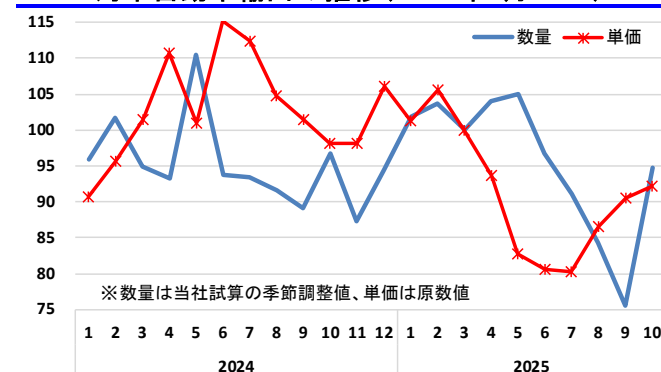
（出所）内閣府

対米輸出の推移（2025年3月=100）



（出所）財務省

対米自動車輸出の推移（2025年3月=100）



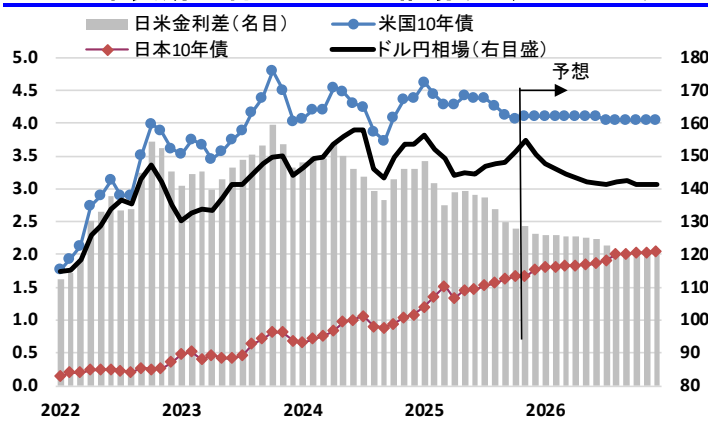
（出所）財務省

月に対米を中心に持ち直しており、トランプ関税による直接的な影響は一巡しつつあると言えよう。

利上げ再開による円高と政策効果でインフレ鈍化

以上の現状を踏まえて、以下、今後の日本経済を展望する。その前に外部環境を確認すると、ドル円相場は、現在、日銀の利上げ先送り観測や日本の財政悪化懸念による円売り圧力の高まりで1ドル＝150円台半ばの円安水準にあるが、今後は主に日本の金利上昇による日米金利差の縮小を背景に、円高傾向になると予想する。具体的には、早ければ今年12月にも見込まれる日銀の利上げ再開と、その後の継続的な利上げを織り込みながら、長期金利（国債10年物利回り）の上昇が続き、米国の長期金利は低下余地に限られるものの、日米金利差は徐々に縮小、ドル円相場は2026年初には150円を割り込み、年央にかけて140円台前半まで円高が進むと予想する（右図）。

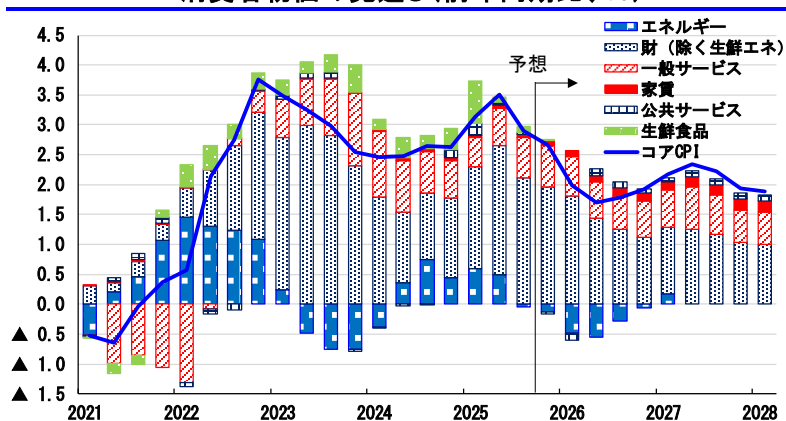
日米長期金利差とドル円相場（%、円／ドル）



（出所）日本銀行、財務省、FRB、予想は伊藤忠総研

こうしたドル円相場の動きは、今回の経済対策に盛り込まれた物価高対策の効果と相まって、消費者物価の上昇を抑える要因となる。10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＋3.0%へ伸びが高まったが、うち2%Pt程度が財（除く生鮮食品・エネルギー）であり、エネルギーも0.2%Ptほどの押し上げ寄与となっている。ただ、今後は財価格において輸入品やエネルギーのコスト増を価格転嫁する程度が円高の効果もあって弱まり伸びが鈍化すること、エネルギーに

消費者物価の見通し（前年同期比、%）



（出所）総務省、予想は伊藤忠総研作成

においても円高による輸入価格の低下に加えガソリン暫定税率廃止や電気・ガス代への補助金（1～3月）により価格が押し下げられることから、2026年入りの消費者物価上昇率は2%程度まで、年半ばには1%台半ばまで低下すると予想する（右上図）。その後も概ね日銀が目標とする2%前後で推移しよう。物価上昇の鈍化は、個人消費回復の強い追い風となる。

株価上昇が個人消費を押し上げ

前述の景気ウォッチャー調査からも窺えるように、株価の上昇もマインドの改善を通じて個人消費の拡大を後押しする。日経平均株価は10月31日に史

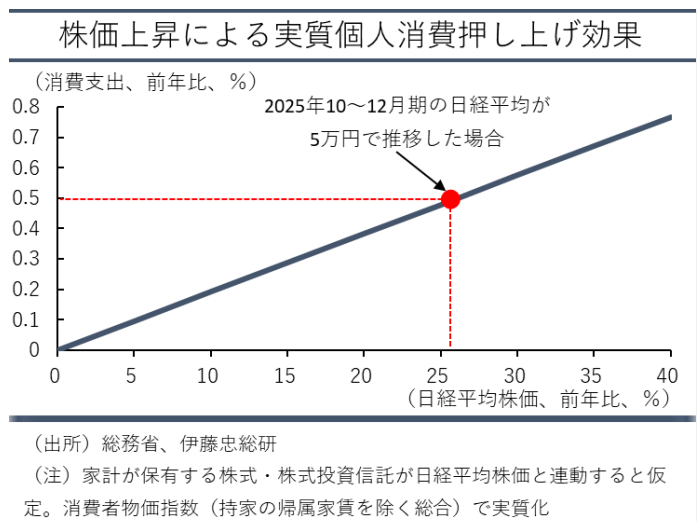
日経平均株価



（出所）CEIC

上初めて5万2000円台に乗せ、11月に入りやや下落したものの概ね5万円前後の高値水準を維持している。こうした株価の上昇もあり、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、2025年半ばにかけて低調な推移が続いていたが、ここにきて改善傾向に転じている（＜今月の指標＞参照）。物価の高騰が沈静化しつつあることが大きいのが、株価の上昇による家計の資産価値の上昇がマインドの改善に寄与している面もあろう。実際に、同じ消費動向調査の「その他の意識指標」にある「資産価値」は足元で大幅に改善している。

株価の上昇は、保有する金融資産の価値を増加させ、潜在的な所得の増加を通じて消費を拡大させる効果（資産効果）があるとされる。この資産効果を2020年以降の日本について推計したところ¹、保有する株式・株式投資信託の実質的な価値が10%増加すれば、実質消費支出は0.2%増加するという関係が確認できた。これに基づけば、2025年10～12月期の日経平均株価が平均5万円で推移した場合、同期間の実質消費支出は前年同期比0.5%程度押し上げられることになる（右図）。なお、実額（名目値）に換算すると、年率換算で個人消費が約1.8兆円増加する計算となる。

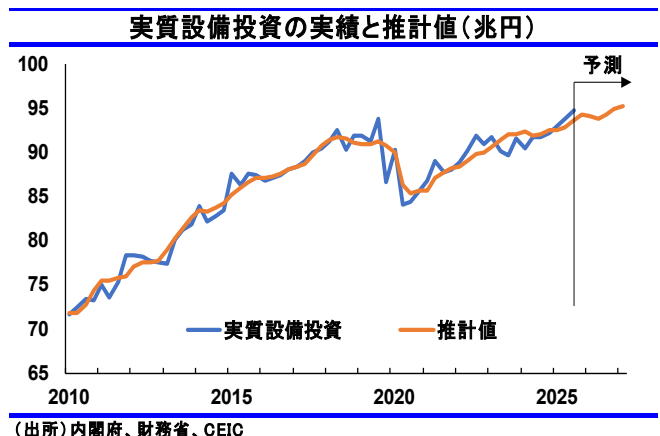


7～9月期の個人消費は前期比年率+0.3%と、4～6月期（+0.8%）からは減速したものの、6四半期連続でプラスとなった。物価高という重石がある中で、資産効果の恩恵も支えとなり、個人消費は底堅さを維持している。なお、7～9月期の日経平均株価は前年同期比+10.5%だったため、上記の試算を当てはめると株価の上昇が個人消費を実質で0.2%程度押し上げたことになる。

10～12月期以降については、仮に株価が緩やかな上昇傾向を辿るとすれば、前年比3割程度の上昇が続くことになる。これによる資産効果は、個人消費を実質で前年比+0.6%程度押し上げる計算となるため、10～12月の個人消費は、7～9月期に比べ、資産効果の差の0.4%程度、押し上げられることになる。以降も、前述の通り物価上昇率は政府の物価高対策の効果もあって2026年半ばにかけて鈍化していくと見込まれる。

設備投資は拡大基調を維持

設備投資は、7～9月期まで実質で4四半期連続の増加、底堅く推移している。しかしながら、先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）や建築着工床面積は7～9月期にそれぞれ前期比▲2.1%、▲14.5%と減少しており、設備投資は伸び



¹ 詳細は2025年11月21日付Economic Monitor「日本経済：10月以降の株高で個人消費は1.8兆円押し上げ」参照。
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/3044/>

が一旦鈍化する見込みである。

ただ、今後の設備投資を取り巻く環境は悪くはない。企業収益は、トランプ関税の影響が徐々に一巡することで製造業は増益に転じるとみられ、非製造業は円安一服によるコスト減や価格転嫁による売上増から増益基調が続く見通しである。将来の期待収益を反映する株価も、最近の上昇ペースが速かったことでスピード調整はあろうが、上昇トレンドは維持すると見込まれ、設備投資の押し上げ要因となろう。日銀の利上げ継続見通しを反映する長期金利の上昇は設備投資を抑制する要因となるが、これらの要因を変数として推計された設備投資モデル（上図）によると、2027年度にかけて年間1%を上回るペースでの設備投資の拡大が予想される。

11月21日に閣議決定された『強い経済』を実現する総合経済対策（下表）も設備投資を押し上げる要因となろう。報道によれば投資促進減税²が年間3,000～4,000億円盛り込まれたほか、「危機管理投資・成長投資による強い経済の実現」としてAIや造船、量子、バイオ、航空・宇宙といった戦略分野での官民連携投資が盛り込まれている。これにより、基金や補助金を通じた投資の押し上げが期待される³。

そのほか、今回の経済対策でも災害復旧・復興や国土強靱化といった公共投資が盛り込まれている。その規模は、去年の経済対策にともなう補正予算で積み増された公共事業関係費2.3兆円を大きく上回るとみられる。加えて、防衛費のGDP比2%を前倒しで実現するために1.2兆円程度の積み上げも見込まれる。これらは公的固定資産形成としてGDPを押し上げることになる。

「強い経済」を実現する総合経済対策

（単位：兆円）

	国費等	うち		
		一般会計	減税	特別会計
I. 生活の安全保障・物価高への対応	11.7	8.9	2.7	0.1
「重点支援地方交付金」の拡充	2.0	2.0		
電気・ガス料金負担軽減支援	0.7	0.7		
ガソリン税暫定税率廃止	1.0		1.0	
「物価高対応子育て応援手当」の支給	0.4	0.4		
所得税「年収の壁」見直し	1.2		1.2	
II. 危機管理投資・成長投資による強い経済の実現	7.2	6.4		0.8
官民連携投資、重要物資のサプライチェーン強化				
食糧安全保障の確立、エネルギー・資源安全保障の強化				
災害復旧・復興、令和の国土強靱化、副首都機能の整備				
未来に向けた投資の拡大				
III. 防衛力と外交力の強化	1.7	1.7		
防衛費GDP比2%前倒し（防衛力整備、自衛隊員処遇改善）	1.2	1.2		
防衛産業強化、ODA				
対米投資推進（JBIC、NEXI出資）、トランプ関税対策、EV補助金				
IV. 今後の備え	0.7	0.7		
予備費の増額	0.7	0.7		
合計	21.3	17.7	2.7	0.9

（出所）政府資料などから伊藤忠総研が作成

内需主導で1%程度の成長が続く見通し

以上を踏まえると、足元10～12月期の実質GDP成長率は、先行指標の落ち込みを反映し設備投資は

² 内閣府のマクロモデルを使った試算では、これによって設備投資は0.1%程度押し上げられる見込み。

³ 現時点で具体的な規模は明らかになっていないが、過去の対策における設備投資への配分などを踏まえると、設備投資を1%弱押し上げるとみられる。

増勢が一服するものの、輸出はトランプ関税の影響一巡により増加に転じ、個人消費は物価上昇のピークアウトや株高を背景に増勢を強めるため、前期比プラス成長を回復しよう。2026年入り後は、米国経済の減速を受けて輸出が再び一時停滞するものの、個人消費は物価上昇が一段と鈍化することから回復に向かい、設備投資も拡大を再開しよう。その結果、2025年度の実質GDP成長率は前年比+1.0%まで高まり、0.6~0.7%と試算される潜在成長率を上回ると見込まれる（下表）。

2026年度は、米国景気の復調を背景に輸出が持ち直し、個人消費は物価上昇が落ち着くこともあり若干伸びを高め、設備投資も拡大が続くことに加え、住宅投資の反動増も見込まれることから、実質GDP成長率は前年比+1.1%へ高まろう。2027年度も、物価安定の下で内需の二本柱である個人消費と設備投資の拡大が続くことから、1%程度の成長を維持すると予想する。

リスクは、海外においては引き続きトランプ関税の動向と影響であり、国内においては需給ひっ迫による物価上昇圧力の高まりであろう。トランプ関税の直接的な影響は前述の通り概ね一巡したが、今後は関税引き上げに伴う米国内の物価上昇が懸念され、すでに減速の兆しが見られる米国経済の先行き⁴如何では、日本経済にも輸出の大幅な減少という形で下押し圧力がかかろう。また、米中双方の関税は一旦引き下げられたものの、実態は交渉のため1年間の猶予期間を設けたに過ぎず、今後の展開次第では関税の再引き上げや貿易制限措置などがとられる可能性を残している。

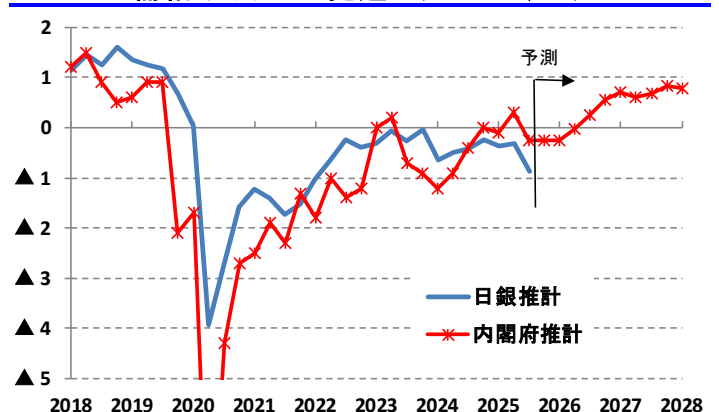
国内のインフレ懸念については、今後、需要が見通し通り潜在成長率を上回るペースの堅調な拡大を続ける一方、供給力（潜在成長率）が高まらなければ、内閣府試算をベースとした需給ギャップは、2026年度後半以降、明確なプラス圏で推移し続けることになる。積極的な設備投資などによって生産性の上昇を伴った供給力の拡大に至らなければ、物価高対策の効果が弱まる頃に物価上昇圧力が高まり、個人消費の減速か利上げによる成長鈍化を迫られることになる。

日本経済の推移と予測（年度）

前年比, %, %Pt	2023 実績	2024 実績	2025 予想	2026 予想	2027 予想
実質GDP	0.4	0.6	1.0	1.1	1.0
国内需要	▲0.8	1.0	1.2	1.0	0.7
民間需要	▲0.8	1.0	1.4	1.2	1.0
個人消費	▲0.4	0.7	1.1	1.2	1.1
住宅投資	0.7	▲0.6	▲4.8	3.4	▲2.6
設備投資	▲0.9	1.9	2.7	1.7	1.2
在庫投資(寄与度)	(▲0.3)	(0.1)	(0.2)	(▲0.2)	(0.0)
政府消費	▲0.8	1.2	0.6	0.7	0.8
公共投資	▲0.4	0.6	▲0.2	▲1.9	▲2.9
純輸出(寄与度)	(1.1)	(▲0.4)	(▲0.2)	(0.1)	(0.2)
輸出	3.0	1.5	2.5	3.1	3.9
輸入	▲2.8	3.5	3.3	2.5	2.9
名目GDP	4.7	3.7	3.5	2.9	2.5
失業率(%、平均)	2.6	2.5	2.6	2.5	2.5
経常収支(兆円)	26.2	29.5	28.7	28.7	30.9
消費者物価(除く生鮮)	2.8	2.7	3.0	1.9	2.0

(出所) 内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

需給ギャップの見通し（GDP比、%）



⁴ 米国経済の現状と先行きについては、2025年11月25日付 Economic Monitor「米国経済：資産効果弱まり、個人消費は増勢鈍化へ」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/3047/>

＜今月の指標＞

帝国データバンク「TDB 景気動向調査」：企業景況感は改善ペースが加速

企業景況感を示す景気DIは、10月に前月から0.5ポイント上昇して43.9となり、5カ月連続で改善した（右図）。5カ月連続の改善は5年ぶりで、高市政権に対する政策期待などで前月（前月比+0.1ポイント）から改善ペースが加速した。

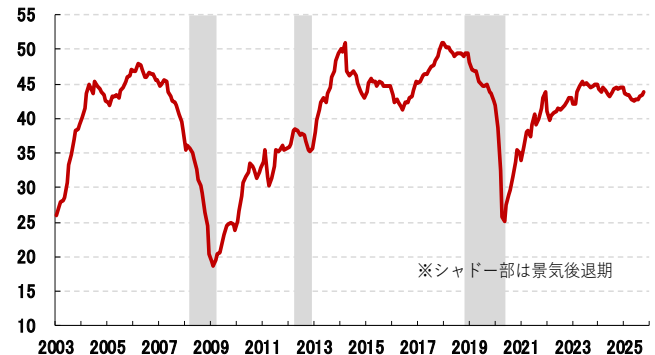
規模別では中小（同+0.6ポイント）及び小規模企業（同+0.7ポイント）が改善した一方、大企業（同▲0.2ポイント）が悪化した。業界別にみると、10業界中その他を除く9業界で改善改善した（右下図）。「農林水産」が鶏肉、卵価格の上昇や米価の高止まりから前月比+5.2ポイントと大幅に上昇したほか、「製造」（同+1.1ポイント）は輸送用機器や化学製造品などの回復から2カ月ぶりに上昇、「不動産」（同+0.6ポイント）は首都圏など大都市における取引活況を受けて3カ月連続で上昇した。「サービス」（同+0.1ポイント）は「旅館・ホテル」が上昇した一方、「飲食店」が仕入れ価格高騰で、「娯楽サービス」が天候不順のために下落し、全体としては小幅な上昇にとどまった。

小売販売：やや伸び悩み

10月のコンビニ売上高（既存店）は前年同月比+1.1%と、前月の+1.2%から僅かに減速した。平均客単価の伸びは2カ月連続で前月から加速した（前年同月比9月+2.5%→10月+3.3%）一方で、来店客数のマイナス幅が一段と拡大した（▲1.3%→▲2.2%）ことが全体を押し下げた。商品構成別にみると、宅配便・各種チケットなどのサービス（▲8.0%→+0.4%）はプラスに転じたものの、菓子類やカップ麺などの加工食品（+1.5%→+0.7%）、おにぎりやカウンター商材などの日配食品（+2.3%→+1.9%）、玩具などの非食品（+1.2%→+0.6%）とほとんどの品目で伸びが鈍化した。

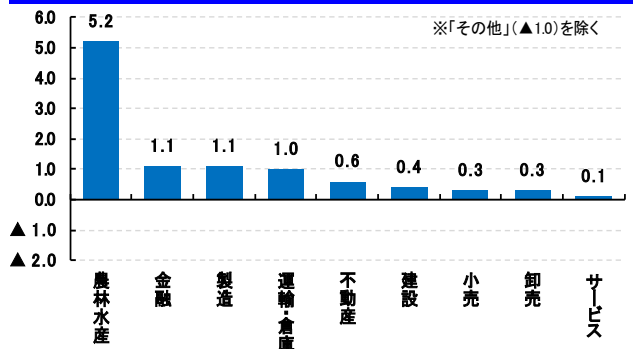
10月のスーパー売上高（既存店）は前年同月比+2.0%と、前月（+2.4%）から伸びが鈍化した。日用雑貨品や家具・インテリアなどの住関連品の伸びがマイナスに転じた（9月+1.6%→10月▲1.8%）ことが全体を押し下げた。一方、これまで苦戦が続いていた衣料品は、気温の低下によって秋冬物が

景気DIの推移(全国)



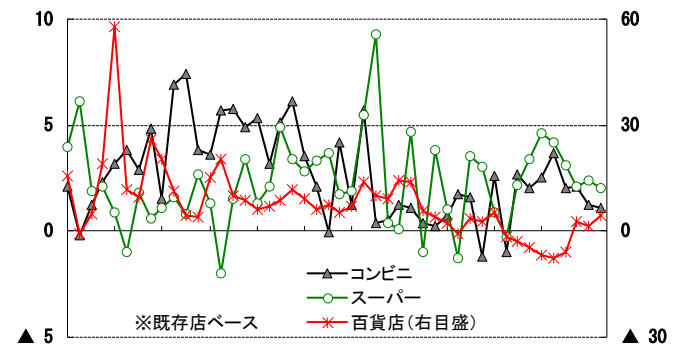
(出所) 帝国データバンク

業界別の景気DI(2025年10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

好調であったことなどから小幅なプラスに転じた(▲7.4%→+0.1%)。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ている(+1.6%→+1.5%)。

10月の百貨店売上高(既存店)は前年同月比+4.3%と前月(+1.4%)から加速し、3か月連続で前年から増加した。入店客数が+2.2%と2か月ぶりにプラス転換したことなどから、約9割のシェアを占める国内売り上げが+3.9%と前月(+1.6%)から伸びを高めたことが主因。また、これ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8か月ぶりにプラスとなった(▲0.3%→+7.5%)。品目別では、月下旬以降の気温低下に伴い秋冬物衣料品が好調に推移したほか、インバウンドの回復もあり、化粧品や時計・宝飾等の高額品を含む雑貨と身の回り品が9か月ぶりに前年同月比でプラスとなった。

10月の乗用車販売は前年同月比▲2.8%と、9月の▲2.2%からマイナス幅が拡大し、4か月連続で前年同月を下回った。乗用車販売は2025年前半に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、10月は+1.2%と、9月の+4.5%から伸びが鈍化した。クラス別にみると、小型車(9月+0.7%→10月+4.1%)は伸びを高めた一方、普通車(+7.2%→+0.2%)と軽自動車(+3.3%→+0.7%)の伸び鈍化が全体を押し下げた。

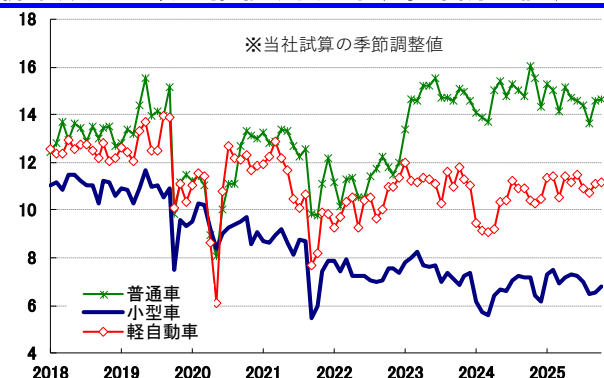
乗用車販売の水準は依然としてコロナ禍前を1割程度下回るにとどまるが、低調に推移している。10月の景気ウォッチャー調査では、販売不振の理由として、長引く物価高によって消費者の節約志向が強まっていることを指摘する声が目立った。乗用車販売の本格的な回復は、実質賃金のプラスが定着するとみられる2026年入り後となる見込み。

外食売上：猛暑による落ち込みから回復

10月の外食売上高は前年同月比+7.3%と、前月(+4.8%)から伸びが加速した(右図)。厳しい残暑が落ち着いたことで月後半にかけて客数の伸びが回復した(9月+1.3%→10月+3.2%)ことに加え、一時期鈍化していたインバウンド需要の回復などから客単価の伸びも高まった(+3.4%→+4.0%)。

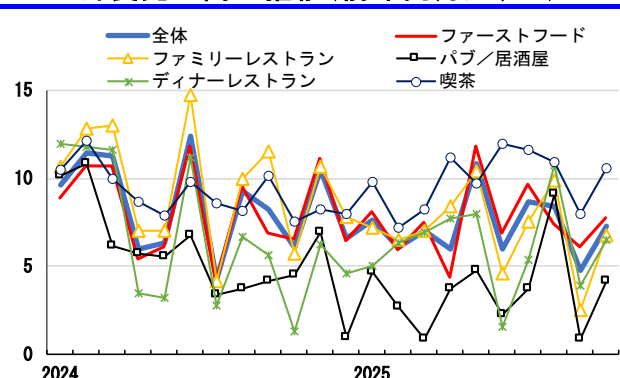
業態別売上を見ると、「ファーストフード」(+6.1%→7.7%)、「ファミリーレストラン」(+2.5%→+6.7%)、「パブレストラン/居酒屋」(+0.9%→+4.2%)、「ディナーレストラン」(+3.9%→+

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

6.5%)、「喫茶」(+7.9%→+10.6%)と全ての業態で伸びが回復した。

毎月勤労統計：改善するも依然弱い

9月(速報)の現金給与総額の伸びは前年同月比+2.1%と、8月(確報)の+1.3%から伸びを高めた。ボーナスなどの特別給与(8月：▲7.8%→9月：+3.8%)の伸びが前月の大幅マイナスからプラスに転じたことが主因。また、所定内給与(基本給)(+1.9%→+2.0%)や所定外給与(残業代など)(+0.4%→+1.0%)も小幅に伸びを高めた(右図)。ただ、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、9月の所定内給与は+2.2%と、前月(+2.4%)から伸びが小幅に鈍化した。

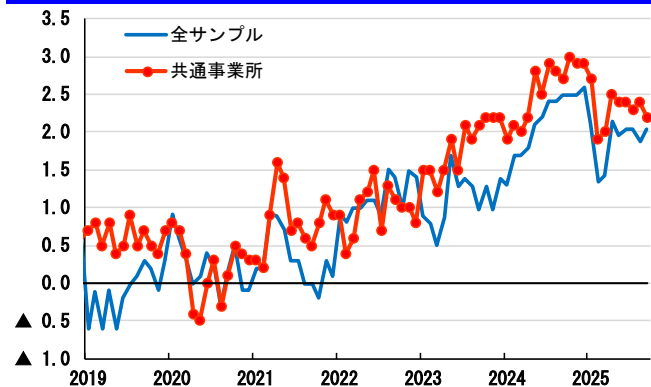
物価上昇分を除いた実質ベースの現金給与総額は10月も前年同月比▲1.3%と9か月連続のマイナスだった(右図)。もっとも、名目の賃金上昇率が高まったことで、9月(▲1.7%)からはマイナス幅が縮小した。消費者物価(持家の帰属家賃を除く総合)上昇率も加速した(+3.1%→+3.4%)が、賃金上昇率の伸び幅がそれを上回った。

なお、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⁵は前年同月比▲0.7%と、従来の実質賃金(上記)よりも伸びが0.6%pt高くなっているが、マイナスであることに違いはない。

総じて毎月勤労統計が示す9月の賃金動向は、前月からは改善したものの、今年度の春闘で妥結した賃上げ率が昨年度を上回った割には前年の(毎月勤労統計の)上昇率を下回る弱い結果であった。

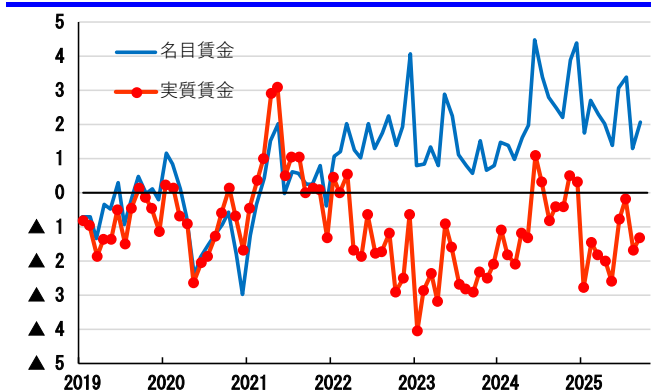
先行きについても、2025年度内の賃金上昇率は足元と同程度の2%台前半から半ば程度で推移すると見込まれる。今年度の賃金改定は9月までに概ね反映されているためである。実質賃金については、物価高騰が年末にかけて沈静化することで、遅くとも2026年初め頃には前年同月比でプラス圏となる。

所定内給与(前年同月比、%)



(出所)厚生労働省

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。

⁵ 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。ただ、消費者の生活実感により近いのは「帰属家賃を除く」ベースであり、実際の個人消費の動向に影響を与えるのは「帰属家賃を除く」ベースで実質化した賃金の方であろう。

消費者態度指数：インフレ鈍化や株価上昇で改善

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(右図)、10月は35.5と前月(35.0)から3か月連続で改善した。4月の31.1を底に、消費者マインドは回復基調にある。

内訳を見ると、物価動向との相関が強い「暮らし向き」が33.7と前月(32.9)から0.8ポイント上昇しており、物価上昇のピークアウトがマインド改善の主因となった。食料品価格は高騰が続いているものの、全体としてはインフレ率が鈍化しつつあることがマインド改善の主因になったとみられる。また、「雇用環境」(9月38.8→10月39.4)と「収入の増え方」(39.6→40.1)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。

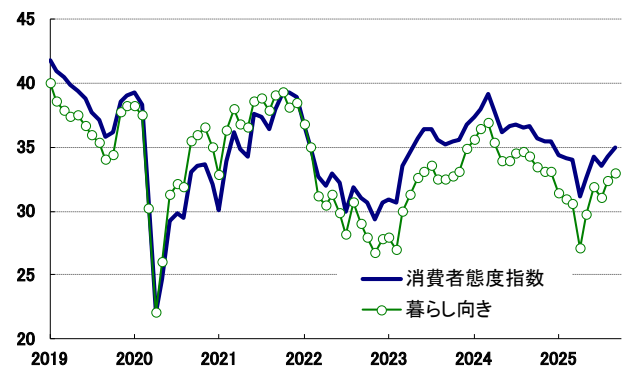
また、10月に入ってから株値の大幅な上昇も、消費者マインドを押し上げたとみられる。消費者態度指数の内訳には含まれていない調査項目である「資産価値」の改善幅は、他の項目の改善幅を上回った(44.3→45.5)。日経平均株値は月初の4万4千円台から調査票回収期間(10/7～20)に4万9千円台まで上昇するなど株式市場は堅調に推移した。その後、10月末の5万2千円から11月に入り5万円前後へ下落したものの引き続き高水準で推移、消費者マインドを支えているとみられる。

設備投資：先行指標は機械・建設とも減少

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9月に前月比+4.2%と3か月ぶりに増加に転じた(8月は▲0.9%)。ただし、四半期ベースでみると、7～9月期は前期比▲2.1%と2四半期ぶりに減少に転じた(右図)。

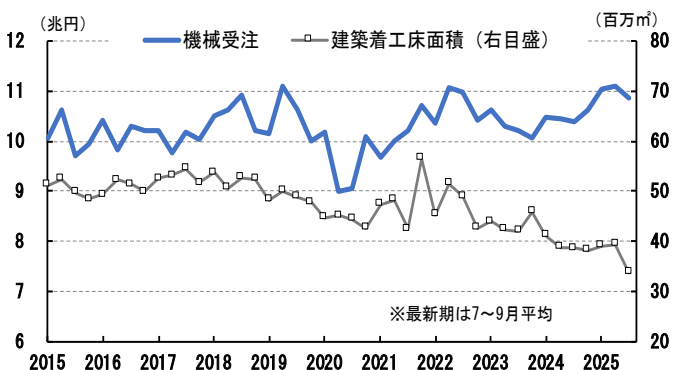
業種別にみると、製造業(4～6月期前期比+1.5%→7～9月期同+3.4%)が増加した一方、非製造業(+0.9%→▲5.0%)は減少に転じた(右下図)。製造業では造船(▲39.0%→+42.3%)や情報通信機械(+9.7%→+28.5%)、鉄鋼(+6.4%→+27.1%)が増加した一方、石油・石炭(+91.8%→▲37.3%)や食品(+2.1%→▲10.3%)、電機(▲6.2%→▲10.0%)が減少した。非製造業では農林水産(+9.8%→+13.6%)やリース(▲25.6%→+10.6%)、卸小売(▲10.2%→+8.3%)が増加した一方、不動産(+34.3%→▲34.2%)、通信(+17.4%→▲20.8%)、金融保険(+1.3%

消費者態度指数(総世帯)



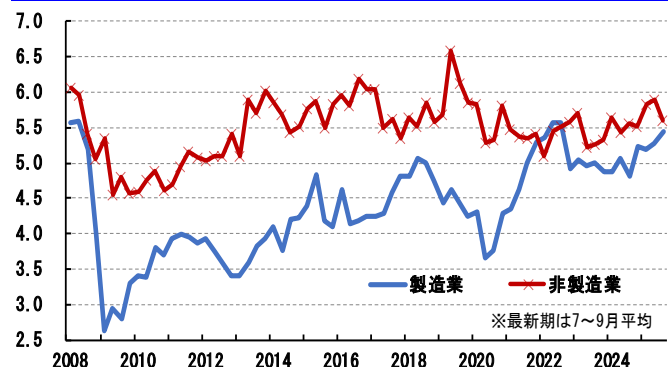
(出所)内閣府

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

→▲10.8%) が減少した。

建設投資は、先行指標の建築着工床面積（民間・非居住用）が9月に前月比+30.9%と2カ月連続で増加した（8月は+10.9%）。ただし、四半期ベースでは4～6月期の前期比+0.8%から7～9月期は▲14.5%と減少に転じた（前ページ右中図）。「鉱工業」（4～6月期前期比+13.3%→7～9月期同▲13.7%）、「商業」（▲19.2%→▲18.2%）、「サービス」（+28.2%→▲11.8%）のいずれも2桁のマイナスとなった。

住宅投資：法改正前の駆け込みの反動減が一巡

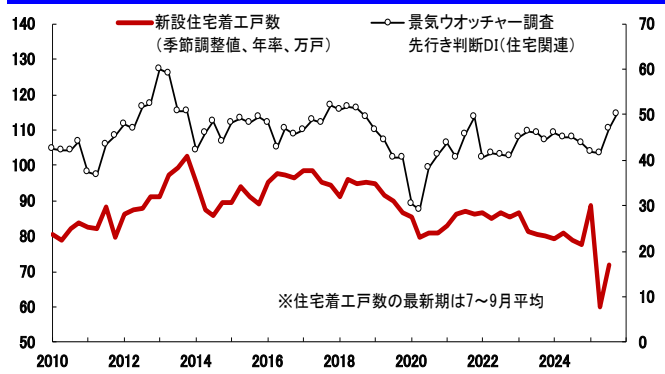
先行指標の新設住宅着工戸数は9月に前月比+2.4%と2カ月ぶりに増加した。7～9月期は前期比+19.4%と4～6月期の大幅減（同▲32.3%）からリバウンドし（右図）、4月の建築基準法と建築物省エネ法の改正を控えた駆け込み着工の反動落ちは一服した。利用関係別には、「持ち家」（4～6月期前期比▲31.3%→7～9月期同+21.1%）、「貸家」（▲34.8%→+17.4%）、「分譲」（▲32.2%→+25.4%）のいずれも増加した（右下図）。

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10月に前月比+2.0ポイントと2カ月連続で上昇。四半期でみると、10月の7～9月期平均対比は+3.0ポイントとなり、仮にこのまま50ポイントを上回れば、2018年以来7年ぶりとなる（右上図）。先行きの改善理由としては、新政権の政策による景気回復期待などが指摘されている。

インバウンド需要：訪日客数が回復

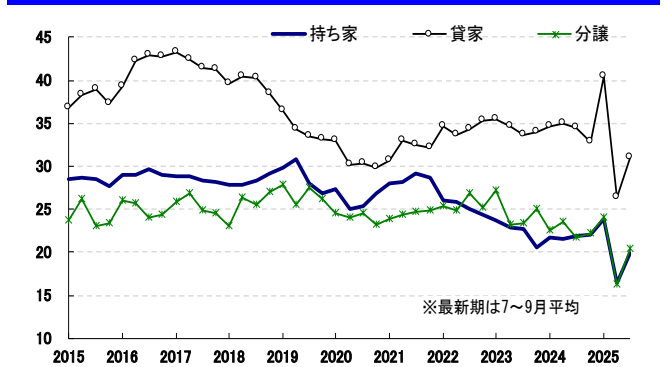
10月の訪日客数は389.6万人となり、2カ月ぶりに前月を上回った（下図）。前年同月比では17.6%と前月（同+13.7%）から伸びが加速した。10月として過去最高であった昨年（2023年）を58万人以上上回り、同月の過去最高を大幅に更新した。10月は紅葉シーズンの始まりで訪日需要が高まる時期であることに加え、航空便の増便やアジアの大型連休の影響なども客数の増加につながったようだ。1～10月累計の伸びは前年比+17.7%と大幅に増加しており、訪日客数は高水準で推移している。

住宅着工戸数と先行き判断DI（住宅関連）の推移



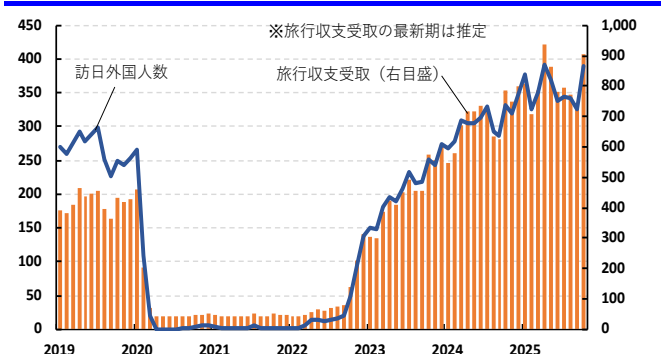
（出所）国土交通省、内閣府

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

訪日客数上位 3 カ国の動きをみると、中国を抜いて最多となった韓国（9 月前年同月比+2.1%→10 月同+18.4%）、2 位の中国（+18.9%→+22.8%）、3 位の台湾（+12.0%→+24.4%）はいずれも伸び率が拡大した。3 カ国とも増便等による航空座席数の増加に加え、韓国、中国は昨年 9 月中旬だった大型の連休（韓国：秋夕、中国：中秋節）が今年は 10 月上旬となったこと、台湾は 10 月に 3 連休が 3 回あったことなどが影響した模様。

なお、10 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 9,064 億円程度となり、9 月の 7,430 億円から増加したとみられる。訪日客数（9 月前月比+19.3%）の増加に加え、円安によって 1 人当たり旅行支出が増加（+2.3%）したことが押し上げた。

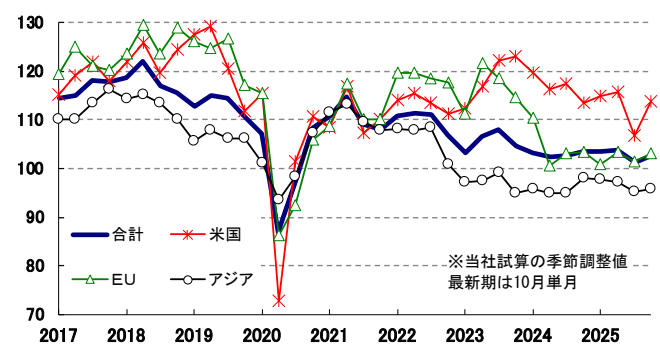
通関輸出：財輸出の主要地域がそろって増加に転じる

10 月の輸出数量指数（当社季節調整値）は前月比 1.2%と 2 カ月連続で増加した。7～9 月期平均比でも+1.4%となり、10～12 月期は 2 四半期ぶりの増加となる可能性が示唆された（右上図）。

仕向け地別にみると、トランプ関税の影響で大幅に減少した米国向けが増加に転じたほか（7～9 月期：前期比▲7.7%→10 月：7～9 月期平均比+6.5%）、EU 向け（▲1.9%→+1.8%）、アジア向け（▲2.1%→+0.5%）、中国向け（▲1.8%→+2.5%）も増加した。増加したのはアジアが 4 四半期ぶり、中国は 3 四半期ぶりである。

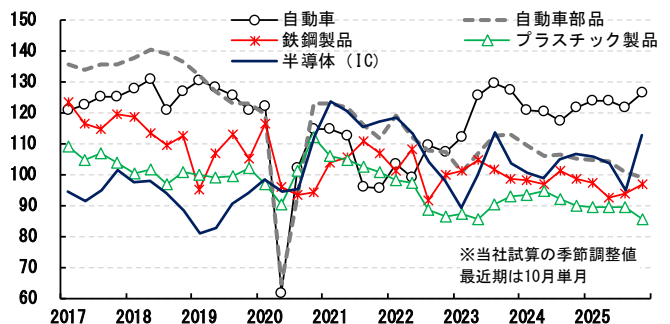
品目別では、半導体（IC、7～9 月期：前期比▲8.2%→10 月：7～9 月期平均比+18.9%）が大幅な増加に転じたほか、自動車（▲2.0%→+4.2%）や鉄鋼（+1.7%→+3.1%）も増加した。一方、自動車部品（▲3.3%→▲2.0%）、プラスチック（0.0%→▲4.0%）は減少した（右下図）。

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

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。