

日本経済情報 2026年1月号

Summary

【内 容】

昨年終盤の景気は改善傾向

10~12 月期はプラス成長に転じた模様

消費者物価の上昇圧力は根強い

利上げ前倒しを予想

個人消費主導の景気拡大が続く見通し

最も現実的な与党の経済政策

<今月の指標>

- ・小売販売
- ・外食売上
- ・毎月労働統計
- ・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

物価抑制が内需主導の回復を促すも今後の財政懸念はリスク

景気ウォッチャー調査では、昨年終盤にもたつきながらも景気の改善傾向が続いたことを確認。小売の一部が不調だったが、サービス分野を中心に個人消費は拡大傾向を維持した模様。

10~12 月の実質 GDP 成長率は、個人消費の増加に加え、7~9 月期に落ち込んだ輸出や住宅投資もトランプ関税や規制変更という一過性の要因が剥落し持ち直したことから、2 四半期ぶりの前期比プラス成長になったとみられる（詳細な予想は月末リリースの予定）。

景気の底堅さもあり、消費者物価の上昇圧力は根強く、基調的な物価指標の一つであるコアコアは 12 月も前年比 3% 近い伸びを維持。日銀展望レポートでは、政府の経済対策の効果を織り込み、実質 GDP 成長率と消費者物価上昇率を上方修正。インフレ圧力の高まりに加え、経済正常化に伴い中立金利の水準も高まるとみられ、日銀はビハイド・ザ・サーブを避けるため 4 月にも追加利上げを迫られよう。

それでも日本経済は、政府の物価高対策の効果もあって実質賃金が増加に転じ個人消費の拡大が続くこと、輸出の復調も相まって企業の設備投資も拡大基調を維持することから、1%程度の成長が続く見通し。

解散に伴う衆院選では各党が拡張的な財政政策を競う状況。比較すれば与党の政策が最も現実的に見えるが、あくまでも相対的なものであり、絶対的には金融市場の、ひいては日本経済のリスク要因。選挙後の財政健全化に対する政府の姿勢が注目される。

日本経済の成長率見通し(年度)

前年比,%,%Pt	2023 実績	2024 実績	2025 予想	2026 予想	2027 予想
実質GDP	▲0.0	0.5	1.0	1.0	1.0
個人消費	▲1.0	0.2	1.3	1.2	1.0
住宅投資	1.8	▲0.7	▲3.4	1.1	▲1.6
設備投資	▲0.1	0.9	1.7	1.7	1.3
公共投資	▲0.1	0.1	0.7	0.3	▲2.9
純輸出(寄与度)	(0.9)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.1)	(0.2)
輸 出	2.8	1.7	2.1	3.1	3.9
輸 入	▲2.4	3.3	3.1	2.4	2.9
失業率(%、平均)	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4
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。

昨年終盤の景気は改善傾向

景気ウォッチャー調査によると、12月の現状判断DI（水準、季節調整値）は11月の47.5から46.5へ比較的大きく低下し、昨年暮れは景況感の改善にもたつきが見られた。ただし、悪化は専ら小売分野に集中していること、それでも現状判断DIの10～12月平均は47.1と7～9月の45.2から大きく改善していることを踏まえると、景気全体として改善傾向を維持していると判断される。

内訳を見ると、家計部門の需要と関係の深い「家計動向関連」が11月の47.3から12月は45.5へ落ち込んだが、10～12月平均は46.4と7～9月の44.2から大幅に上昇、2024年10～12月以来、1年ぶりの水準を回復しており、個人消費の拡大基調が維持されている可能性が示された。

さらに「家計動向関連」の内訳を見ると（右図）、11月に52.0まで上昇した「サービス関連」は12月に50.9へ低下したが50を上回る高水準を維持、7～9月平均の47.8から10～12月は51.0へ大幅に上昇している。11月に低下した「飲食関連」は12月に44.6へ大幅上昇、10～12月平均は43.5と7～9月の42.1から改善、持ち直し傾向にあるなど、サービス分野の消費が堅調に拡大している可能性が示された。

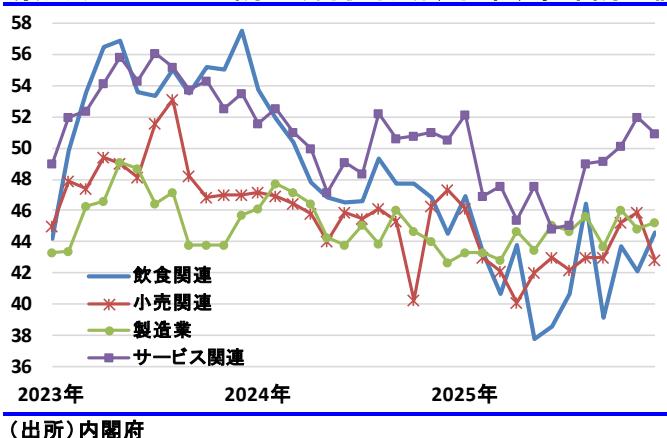
一方で、「小売関連」は11月までの改善傾向から12月は42.8へ大きく落ち込んだ。ただ、それでも10～12月平均は44.6と7～9月の42.7から上昇しており、財の消費についても持ち直し傾向にある可能性が示されている。なお、調査結果の「判断理由」を見ると、小売分野における景況感の主な悪化理由は、取扱商品の値上がりや物価全体の上昇による購買力の低下、節約志向などの「物価高騰」に起因するものが依然として圧倒的に多い。次いで、百貨店を中心に「中国からのインバウンド需要の落ち込み」、衣料品や家電での「暖冬」、コンビニでの「競争激化」、ブラック・フライデーや関西万博などイベントの「反動」が目立った。

「企業動向関連」は、製造業（11月44.8→12月45.2）、非製造業（50.1→50.3）とも12月に上昇した。7～9月から10～12月の変化を見ても、製造業（44.7→45.3）、非製造業（48.8→50.8）とも上昇しており、製造業ではやや緩やかではあるが、総じて企業景況感の改善傾向が続いている。

10～12月期はプラス成長に転じた模様

こうした状況を踏まえると、10～12月期の個人消費（GDPベース）は、7～9月期（前期比+0.2%）に続いて前期比でプラスを維持したとみられる。景気ウォッチャー調査の「サービス関連」および「飲食関連」の改善は、全体の約6割を占めるサービス消費の拡大を、「小売関連」の改善は主にマインドにも左右されやすい半耐久財消費の拡大を示唆していると考えられるためである¹。

景気ウォッチャー調査（現状判断、水準、季節調整値）



(出所) 内閣府

¹ GDPベースのサービス消費（実質）と景気ウォッチャー調査の現状判断（水準）DIの「飲食関連」「サービス関連」との相関係数はそれぞれ0.874、0.917、半耐久財消費と「小売関連」との相関係数は0.978、消費者態度指数の「雇用環境」との相関係数は0.834と、いずれも高く、これらの運動性が強いことを示唆（2020年以降の四半期ベース、季調値）。

実際に、後段の＜今月の指標＞で示した通り、外食売上は10～12月期も堅調に推移している。また、百貨店やスーパーにおいて全体の売上は7～9月期から10～12月期にかけて伸び悩んでいるが、それぞれの内訳を見ると半耐久財の多くを占める衣料品は持ち直している。

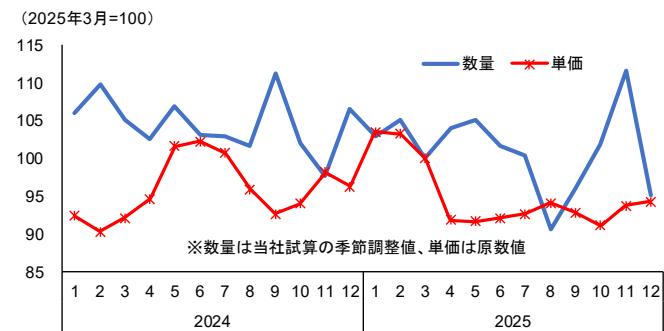
実質GDPは7～9月期に前期マイナス成長となつたが、その主因はトランプ関税の影響を受けた輸出の落ち込みと、住宅投資が環境規制強化前の駆け込み需要から反動落ちしたことであった。うち輸出は、通関輸出数量指数（当社試算の季節調整値）が10～12月期に米国向けの急回復もあって前期比+1.4%と復調しているため、増加に転じたとみられる。米国向けの輸出数量指数は、12月に前月比▲14.8%と大幅減となったが（右図）、前月の反動による部分が大きく、10～12月期では前期比+7.5%と大きく増加した。さらに、インバウンド需要も底堅く推移²している模様である。

住宅投資についても、先行指標である住宅着工戸数（季節調整値）が4～6月期の年率60.1万戸を底に7～9月期は71.7万戸、10～11月平均では76.0万戸と順調に回復しているため（右図）、進捗ベースとなる投資額も10～12月は前期比で増加に転じたとみられる。

7～9月期に前期比で小幅減少した設備投資は、先行指標から見る限り、建設投資の減少が続く一方で機械投資は底堅く推移しているとみられ、全体としては持ち直しつつある模様である。建設投資の先行指標である建築着工床面積（民間・非居住用）は11月まで減少傾向が続いているが、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、製造業で食品や電機、非製造業では通信や情報サービスなどを中心に10～11月の水準は7～9月期を上回った。これらを用いて推計すると、GDPベースの実質設備投資は10～12月期に前期比横ばい程度へ持ち直したと見込まれる（右図）。

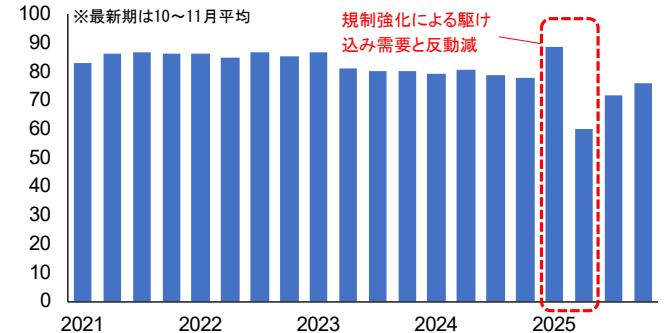
そのため、仮に輸入の拡大や民間在庫投資の減少が多少の下押し要因になったとしても、実質GDPは前期比年率1%程度のプラスになった可能性が高い（詳細な予測値は12月分の鉱工業指数などを踏

対米輸出(数量・単価)の推移



(出所)財務省

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

GDP実質設備投資の推計(前年同期比、%)



(出所)内閣府、厚生労働省、日本銀行

(注)GDP実質設備投資(前年同期比)を実質機械受注(前年同期比)と建築着工床面積(前年同期比)で回帰して推計。実質機械受注は後方3四半期移動平均値、建築着工床面積は後方7四半期移動平均値。各係数はいずれも1%有意。推計期間は2007Q3～2024Q4。補正R²は0.73

² 訪日外国人数は7～9月期の1,013万人から10～12月期は1,103万人へ増加。中国は減少したが韓国などでカバー。

まえ 1 月 30 日に発表する予定)。

消費者物価の上昇圧力は根強い

景気が底堅く推移していることもあり、物価上昇圧力の根強い状況が続いている。12 月の消費者物価指数は、総合で 11 月の前年同月比 +2.9% から +2.1% へ、コア（生鮮食品を除く総合）でも +3.0% から +2.4% へ大きく伸びが鈍化したが、主因はエネルギー価格が前年同月に電気・ガス代への補助金が一旦終了し上昇したことの反動である。そのため、エネルギーも除いたコアコアでは、11 月の前年同月比 +3.0% から 12 月は +2.9% への小幅鈍化にとどまり、消費者には物価の高騰が続いているとの印象を与えていたとみられる。

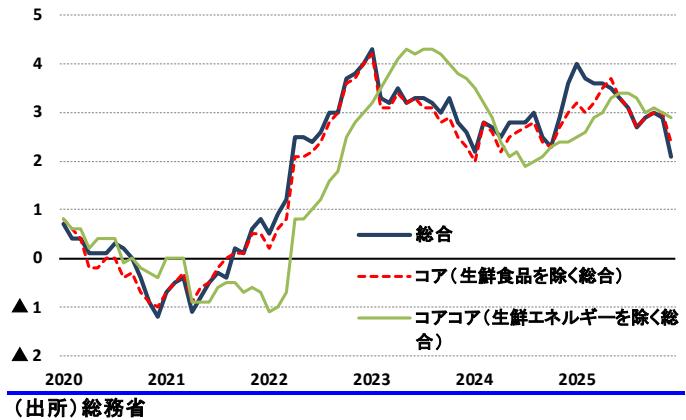
利上げ前倒しを予想

こうした経済物価情勢の下、日銀は 1 月 22~23 日の金融政策決定会合において、前回の会合（12/18~19）で引き上げた政策金利を予想通り 0.75% 程度で据え置いた。また、同日発表された「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、政策委員の大勢見通しにおいて、実質 GDP 成長率、消費者物価上昇率とも 2025 年度から 2026 年度にかけて前回の 10 月から上方修正された（右上表）。

特に注目されるのは 2026 年度の上方修正であり、政府の経済対策などを理由として、実質 GDP 成長率の中央値が前回 10 月の前年比 +0.7% から +1.0% へ引き上げられている。消費者物価上昇率についても、コア（除く生鮮食品）が前年比 +1.8% から +1.9% へ、基調的な物価動向を示す指標の一つであるコアコア（生鮮食品・エネルギーを除く総合）に至っては +2.0% から +2.2% へ上方修正されている。コアコアは 2027 年度も +2.1% へ上方修正され、2% を上回る状況が続く姿となっている。

実際に、展望レポートでは、基調的な物価上昇率について「見通し期間後半には」、言い換えると「2026 年度後半にも」物価安定の目標である 2% に到達する見通しが示されている。このことは、

消費者物価の推移（前年同月比、%）



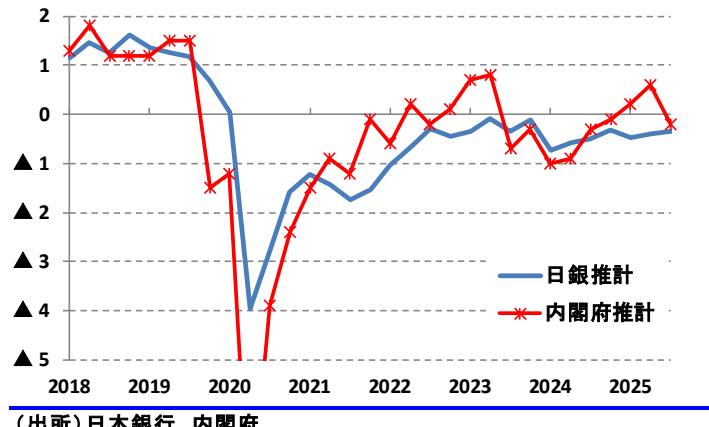
日銀政策委員の大勢見通し（2026年1月）

（前年比・%）

年度	実質GDP		消費者物価			
			除く生鮮食品（コア）		除く生鮮食品・エネルギー（コアコア）	
	今回（1月）	前回（10月）	今回（1月）	前回（10月）	今回（1月）	前回（10月）
2025	+0.8~0.9	+0.6~0.8	+2.7~2.8	+2.7~2.9	+2.9~3.1	+2.8~3.0
	<+0.9>	<+0.7>	<+2.7>	<+2.7>	<+3.0>	<+2.8>
2026	+0.8~1.0	+0.6~0.8	+1.9~2.0	+1.6~2.0	+2.0~2.3	+1.8~2.2
	<+1.0>	<+0.7>	<+1.9>	<+1.8>	<+2.2>	<+2.0>
2027	+0.8~1.0	+0.7~1.1	+1.9~2.2	+1.8~2.0	+2.0~2.3	+2.0~2.2
	<+0.8>	<+1.0>	<+2.0>	<+2.0>	<+2.1>	<+2.0>

（注）< >内は政策委員見通しの中央値。（出所）日本銀行

需給ギャップの推移（GDP比、%）



日銀が推計する潜在成長率が年 0.66%³、需給ギャップは 2025 年 7~9 月期時点で GDP 比▲0.35%（前ページ右下図）を前提に、展望レポートが示す通り実質 GDP 成長率が 2025 年度+0.9%、2026 年度+1.0%と潜在成長率を 0.24~0.34% ポイント上回る状況が続ければ、2026 年度中に需給ギャップが解消する⁴ことと整合的である。これが実現する場合、フォワード・ルッキングな金融政策運営が理想であるとの前提に立てば、その頃までに政策金利を中立水準まで引き上げないと、ビハインド・ザ・カーブに陥る恐れがあるということになる。

植田総裁は会合後の記者会見で、円安のインフレ期待を通じた影響も含め、基調的な物価上昇率が高まるに伴って政策金利を引き上げる方針を改めて示した。さらに、物価高対策によって表面的な物価上昇率が鈍化しても、基調的な物価上昇率が高まっている限り、利上げの障害にはならず、むしろ実質可処分所得を下支えし成長率を押し上げることで基調的な物価上昇率にプラスの影響がある、と明言した。加えてビハインド・ザ・カーブに陥ることのないよう政策運営を進める姿勢も改めて示した。

日経 QUICK 社の最新調査⁵において、ターミナルレート（今回の利上げの上限）を 1.25%とする回答が最多となった。これを市場が織り込む中立金利だとすれば、日銀は 2026 年度中に政策金利を 1.25%まで引き上げる可能性を意識しておくべきである。さらに言えば、これまでがそうであったように、経済正常化に伴い、ないしは投資拡大による潜在成長率の上昇を受けて、中立金利（自然利子率）がさらに高まることも考慮しておくべきであろう。当社は、物価上昇リスクを抑えるための円安阻止の必要性も意識して、日銀は次回の利上げを 4 月に行い、以降、中立金利の目標線を徐々に 1.5~2% 程度へ引き上げつつ、半年に 1 度 25bp ずつ利上げを継続する、との予想に変更する⁶。

個人消費主導の景気拡大が続く見通し

今後の日本経済を展望するうえでも、まずは個人消費の動向が注目される。そのカギを握る実質賃金は、最新データの 2025 年 11 月時点でも前年同月比▲1.6%と 11 か月連続マイナスだったが（<今月の指標>参照）、早ければ 12 月にもプラスに転じる可能性がある。先述の通り、消費者物価上昇率が鈍化した一方で、冬のボーナスが堅調な伸びが見込まれるためである。

賞与の水準の決め方として、大企業では春闘時点で冬までの支給額を決定する夏冬型を採用するケースが多いため、夏に統一して賞与は堅調な伸びとなる公算が大きい⁷。中小企業では、直近の業績などが賞与に反映されるケースが多いとみられるが、企業の業績は非製造業を中心に総じて底堅く推移していることに加え、引き続き深刻な人手不足状態が続いていることも、賞与の伸びを押し上げよう。

2026 年入り後は、政府の物価高対策を受けたエネルギー価格の下落や、コスト上昇の価格転嫁一巡による食料品価格の伸び鈍化などから、消費者物価上昇率の一段の鈍化が見込まれる。加えて、2026 年度の春闘でも昨年並みの高い賃上げ率が期待できそうである。日本労働組合総連合会（連合）は、

³ ただし、潜在成長率については、新基準の GDP 統計と整合的なストックデータが未公表のため（1/30 公表予定）、従来の試算値。

⁴ なお、内閣府の試算によると、潜在成長率は 0.5%と日銀より低く、需給ギャップは 2025 年 7~9 月期時点で GDP 比▲0.2%と日銀よりも小さいため、需給ギャップが解消するハドルはより低いことになる。

⁵ 詳細は 2026 年 1 月 22 日日経電子版「日銀利上げ到達点『1.25%』予想が最多に 前回より上昇傾向」参照。

<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOFL196Q7TZ10C26A1000000/>

⁶ 従来は次回利上げを 7 月、以降、半年に 1 回 25bp ずつ利上げと予想。

⁷ 2025 年 6 月の毎月勤労統計では、ボーナスなどにあたる「特別に支払われた給与」の伸びは前年同月比+4.4%であった。

2026 年の春闘賃上げ率の目標を昨年と同じ「5%以上」とし、使用者側である経団連も 2026 年度の春闘の基本スタンスとして「賃金引き上げの力強いモメンタムの『さらなる定着』」を掲げるなど、労使ともに「賃上げ機運」は今年も高い。そのため、実質賃金はプラス圏での推移が徐々に定着すると見込まれ、個人消費の回復を後押ししよう。

個人消費の持続的な拡大は、内需の影響を強く受ける非製造業を中心に、円安一服によるコスト減や価格転嫁による売上増と相まって、設備投資の追い風となろう。製造業においては、トランプ関税の影響が徐々に一巡することが業績を押し上げる。加えて、省力化や DX 対応といった投資ニーズも引き続き大きい。以上を踏まえると、設備投資は今後も増加傾向を維持する可能性が高いとみられる。

以上の見通しは、先月号で示したシナリオ⁸から大きく変わらない。年初からトランプ政権の自国優先主義をより明確に示した振る舞いが世界的に地政学的リスクを高め、経済においても不確実性の高まりに伴うダウンサイド・リスクを高めたが、一方でトランプ政権のドル安志向がドル円相場の行き過ぎた円安修正を促す一因となっており、こちらはインフレ加速と長期金利の過度な上昇という悪材料を抑える要因と受け止めたい。日本経済を取り巻く外部環境は激しく変化したが、今のところプラス・マイナスは概ね相殺されていると考える。

そのため、実質 GDP 成長率は、2025 年度に前年比 +1.0%へ伸びを高めたあと、2026 年度、2027 年度とも個人消費や設備投資といった内需の拡大が主導する形で +1%程度の成長を続けると予想する（右表）。

こうした姿を実現するためには、設備投資の拡大に伴う資本ストックの積み上がりが潜在成長率を徐々に高め、需給ギャップが大幅な需要超過に至らないことが不可欠である。その結果、消費者物価上昇率は 2%程度で安定するとともに、自然利子率の上昇が名目中立金利の水準を高め、日銀が利上げを継続し、円安圧力は弱まり、長期金利（10 年物国債利回り）が 2%台後半へ上昇しても成長を続けられよう。

最も現実的な与党の経済政策

その成否を大きく左右するのが、今後の経済政策であることは言うまでもない。1 月 23 日に衆議院が解散、総選挙は 27 日公示、2 月 8 日投開票となった。経済に影響のある注目の争点は、第一に消費減税であろう。主な政党の公約を見ると（次ページ表）、与党の自民党と日本維新の会は、対象を飲食料品、期間は 2 年間と限定し、自民党は「実施」ではなく、社会保障と税の一体改革を議論する国民会議で「検討を加速」する、としている。時期も 2027 年度からとなる可能性が高い。一方で、立憲民

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	▲0.0	0.5	1.0	1.0	1.0
国内需要	▲1.0	0.8	1.1	0.9	0.8
民間需要	▲1.1	0.5	1.3	1.0	1.0
個人消費	▲1.0	0.2	1.3	1.2	1.0
住宅投資	1.8	▲0.7	▲3.4	1.1	▲1.6
設備投資	▲0.1	0.9	1.7	1.7	1.3
在庫投資(寄与度)	(▲0.4)	(0.1)	(0.1)	(▲0.2)	(0.1)
政府消費	▲0.8	2.3	0.5	0.6	0.8
公共投資	▲0.1	0.1	0.7	0.3	▲2.9
純輸出(寄与度)	(0.9)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.1)	(0.2)
輸 出	2.8	1.7	2.1	3.1	3.9
輸 入	▲2.4	3.3	3.1	2.4	2.9
名目GDP	4.7	3.7	4.3	3.6	2.3
失業率(%、平均)	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4
経常収支(兆円)	26.2	29.5	28.4	31.1	32.5
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。

⁸ 2025 年 12 月 24 日付「日本経済情報 2025 年 12 月号 日本経済 2025 年の回顧と 2026 年の展望」参照。

<https://www.itochu-research.com/ia/report/2025/3074/>

主党と公明党が合流する形で立ち上げられた「中道改革連合」の消費減税も、対象は同じ食料品に限定したが、期限を定めず恒久的とし、実施を今年の秋としているため、連立与党に比べ規模が大きく実現に積極的である。

主要政党の衆議院選挙公約

	自民党 日本列島を、強く豊かに。	日本維新の会 動かすぞ、維新が。	中道改革連合 生活者ファースト
消費税	飲食料品を2年間対象外とすべく国民会議で検討加速	飲食料品に限定して2年間ゼロ	今年秋から恒久的に食料品の税率ゼロ
経済	AIや半導体など17分野に集中的投資 レアースなどの重要鉱物を確保	首都機能の一部を地方に移す「副首都構想」 防衛装備品の輸出要件「5類型」の撤廃	教育・子育て支援など「人への投資」を拡充 奨学金返済減税・NISA減税
財政	税率を上げなくても税収が増加する「責任ある積極財政」 政府債務残高の対GDP比を着実に低下させる	租税特別措置や高額補助金、基金を総点検 プライマリーバランス黒字化	プライマリーバランス黒字化は堅持すべき 消費減税の財源は基金の過剰分やファンド運用益
社会保障	「給付付き税額控除」の制度設計を進める	「給付付き税額控除」の制度設計を進める	「給付付き税額控除」を導入
・ 教育	標準的な出産費用の自己負担無償化 高校教育改革を強力に進める	国民医療費を年間4兆円以上削減 現役世代の社会保険料を年間6万円引き下げ	「130万円のガケ」解消 若者・学生に家賃補助や住宅提供
外国人	外国人の住宅・土地取得や所有者の把握を制度化 外国人が社会の一員として活動できる環境の整備	秩序ある共生社会を推進 外国人比率の上限設定の検討	多文化共生社会を目指す 自治体や企業、地域住民の取り組みを後押し

	国民民主党 もっと手取りを増やす	参政党 ひとりひとりが日本
消費税	実質賃金上昇率が安定的に2%を上回るまで一律5%	段階的に廃止
経済	電気代の再エネ賦課金廃止 中所得者向けの家賃控除制度	上下水道や道路などの社会インフラ再整備 中小企業を支える投資を推進
財政	賃金上昇率が物価上昇率+2%に達するまで積極財政 外為特会・年金基金・日銀ETFの運用益・売却益を活用	長期的な国内需要創出のため大規模な積極財政を行う 国民負担率を35%に抑える
社会保障	社会保険料の還付制度を創設	過剰医療や割高な薬価などを見直し
・ 教育	賃上げに取り組む中小企業の社会保険料半減 高校までの教育費を完全無償化	15歳までの子供に月額10万円給付 税制面で多子世帯を優遇
外国人	日本語教育支援等を国が主体で実施 社会保険の加入実態を調査し運用を適正化	外国人総合政策庁を新設し一元的に管理 オーバーツーリズム対策を進める

(出所)各種報道などから伊藤忠総研が作成

国民民主党は、対象を限定せず「一律」とする一方で、税率は 5% としている。この場合、減税規模は年間 15 兆円程度とみられ、食料品限定の 5 兆円規模を大きく上回る。また、期間を「実質賃金上昇率が 2% を安定的に上回るまで」としているが、条件を満たすには、仮に消費者物価上昇率が目標とする 2% に落ち着くとしても、4% の賃金上昇率が必要となる。しかしながら、目安とされるであろう所定内賃金（基本給）の上昇率は、直近ピークで 2024 年の 2% 台半ばに過ぎず、4% 超は平成バブル崩壊直後の 1992 年まで遡る必要がある。デフレを脱却したこれからは不可能とは言えないが、かなりハードルが高く、実現には相当の時間を要しよう。参政党は消費税の完全廃止を目指すとしているが、この場合、地方消費税を合わせて 30 兆円超⁹ の財源を失うことになる。

そのほか、財源が必要な経済政策や社会保障・教育政策として、自民党は 17 分野への官民連携での投資拡大、日本維新の会は現役世代の社会保険料引き下げ、中道改革連合は奨学金・NISA 減税や社会保障の「130 万円のガケ」解消、国民民主党は電気代の再エネ賦課金廃止や高校までの教育費完全無償化、参政党は社会インフラ再整備や子育て世帯への月額 10 万円給付などを挙げている。

⁹ 2024 年度の消費税収（決算ベース）は、一般会計消費税 25.0 兆円、地方消費税 6.9 兆円の計 31.9 兆円。

ところが、これらに対する財源を含めた財政政策について、自民党はプライマリーバランス黒字化を掲げず、政府債務残高の対 GDP 比低下という目標の下、税率は上げず、消費減税の財源は租税特別措置や補助金、基金の見直しなどで捻出するとした。日本維新の会は、プライマリーバランス黒字化を明示したうえで、消費減税の財源は自民党と足並みを揃え、さらに国民医療費の年間 4 兆円以上の削減など社会保障改革によって財政健全化を進める方針であり、自民党より保守的だと言える。

中道改革連合もプライマリーバランスの黒字化を堅持すべきとし、消費減税の財源には特別会計剩余金やファンドの運用益を充てるとしている。ただ、そのファンドが公明党の提案する年金基金や外為特会、日銀保有の ETF を一体化して運用効率を高める「ジャパン・ファンド」構想だとすれば、実効性には疑問符が付く。年金基金は既に十分な規模で一定の合理的な方針に従って運用されており、外為特会は相場の安定という目的のため資金を機動的に動かせる必要があり、一定の流動性と安全性が求められるため運用対象は限られ、日銀保有の ETF に至っては株式市場への影響を極小化するため、安易に大量の売却や他の資産へ振り替えはできない。

国民民主党は、賃金上昇率が物価上昇率 +2% に達するまで積極財政を続けるとし、それにより為替と物価を安定させるとしているが、前述の通り終了条件に至るには相当の時間を要し、その間の拡張財政が最近のような国債売り・円売りの加速につながる恐れがあろう。消費減税の財源には、中道改革連合と同じく外為特会や日銀保有 ETF などの運用益を活用するほか、売却益まで視野に入れているが、減税期間が長期化すれば財源が不足する可能性¹⁰もある。参政党に至っては、積極財政と国民負担率 35%への引き下げという逆方向の目標により著しく悪化するであろう財政をどのように維持するのか示されていない。

こうして比較すれば、自民党と、より財政に保守的な日本維新の会の連立与党の政策方針が、他党に比べれば現実的なように見える。ただ、自民党が目標とする政府債務の GDP 比率引き下げには、一般的にプライマリーバランスの黒字が必要とされる¹¹。より正確には、今月改定された内閣府の「中長期の経済財政に関する試算¹²」が示すように、名目成長率が長期金利を下回る状況が続ければ（過去投影ケース）、プライマリーバランスが黒字でも政府債務の GDP 比率は上昇する。仮に潜在成長率が 1% 台半ばまで高まり、長期金利と概ね同水準の名目成長率を実現し、プライマリーバランスを GDP 比 1% 超の黒字にできたとしても（成長移行ケース）、2035 年時点で政府債務の GDP 比は 163% までしか低下しない。この水準は、財政悪化が問題視され始めた米国やフランスだけでなく、イタリアやギリシャよりも高い。つまり、プライマリーバランスの黒字化は最低限必要な条件であろう。

プライマリーバランスの赤字を許容し拡張財政で成長を高めたとしても、高い潜在成長率の実現などでインフレ懸念や財政悪化懸念による長期金利上昇や円安を抑えられなければ、上記の通り政府債務の GDP 比は低下せず、財政の持続可能性に疑惑が生じる。選挙後の財政健全化に対する政府の姿勢が注目される。

¹⁰ 国民民主党は、外為特会約 180 兆円、年金基金約 280 兆円、日銀保有 ETF 等約 90 兆円の計約 550 兆円を対象資産とし、その 1% 相当の運用益を消費減税の財源に活用するとしており、残る 10 兆円を資産売却で充てることになるが、売却可能なものは ETF だけであり、単純計算すれば 9 年程度で財源が不足することになる。

¹¹ 政府債務の GDP 比率と名目成長率、長期金利の関係を示したドーマー条件による。国債の需要面の要素、つまり低利回りでも需要があれば問題ない、との指摘もあるが、最近の日本の長期金利上昇は、それを否定し得る動きであろう。

¹² <https://www5.cao.go.jp/keizai2/keizai-svakai/shisan.html>

<今月の指標>

小売販売：財消費は伸び悩み

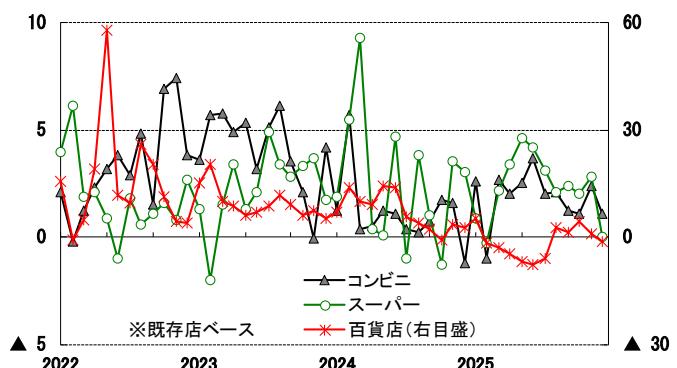
2025年12月のコンビニ売上高（既存店）は前年同月比+1.1%と、前月の+2.4%から減速した（右図）。平均客単価の伸びが前月から減速した（前年同月比11月+3.7%→12月+2.5%）ことが主因。また、来店客数のマイナス幅も小幅に拡大した（▲1.3%→▲1.4%）。商品構成別にみると、菓子類やカップ麺などの加工食品が伸びを高めた（+1.9%→+2.5%）一方、宅配便・各種チケットなどのサービス（+4.0%→▲12.2%）が大幅なマイナスに転じたことや、おにぎりやカウンター商材などの日配食品（+3.1%→+2.3%）、玩具などの非食品（+1.7→+0.8%）の伸びが鈍化したことが全体を押し下げた。その結果、10~12月期も前年同期比+1.5%と前期（+1.8%）から伸びが鈍化した。一方で、2025年通年では、年前半の好調を背景に前年比+1.9%と前年（+1.1%）より伸びを高めた。

スーパー売上高（既存店）も、12月は前年同月比+0.0%となり、前月（+2.8%）の高い伸びから横ばいとなった。全体の7割を占める食料品（+2.7%→+1.2%）の伸びが鈍化したほか、日用雑貨品や家具・インテリアなどの住関連品（11月+1.1%→12月▲1.8%）や衣料品（+1.5%→▲6.9%）がマイナスに転じた。10~12月期でも前年同期比+1.6%と前期（+2.5%）から伸びが鈍化、2025年通年でも前年比+2.3%と前年（+2.6%）から伸びが小幅に鈍化した。

百貨店売上高（既存店）は、12月に前年同月比▲1.1%と前月（+0.9%）から5か月ぶりのマイナスに転じた。中国政府の訪日渡航自粛要請を受け、中国人のインバウンド消費が売上・客数ともに約4割減少、百貨店のインバウンド（免税売上）の伸びも▲17.1%と前月（▲2.5%）からマイナス幅が大きく拡大したことが主因。全体の約9割を占める国内売上の伸びも、前年より日曜日が1日少なかつたことなどから+0.6%と前月（+1.3%）より鈍化したことも伸びを下押しした。ただし、10~12月期では前年同期比+1.4%と3四半期ぶりのプラスとなった。一方で、2025年通年では前年比▲1.5%と5年ぶりにマイナスに転じた。

乗用車販売は、12月に前年同月比▲0.8%と6か月連続で前年同月を下回ったが、11月の▲7.0%からマイナス幅は縮小し、季節調整済み前月比（当社試算値）では+1.6%とプラスに転じた。ただ、11月に大きく落ち込んだ（▲5.3%）反動という面が大きい。クラス別に見ると（右図）、軽自動車（11月▲6.9%→12月+3.1%）がプラスに転じたほか、小型車（+1.8%→+4.7%）が伸びを拡大、普通車（▲7.5%→▲1.3%）は減少が続いたがマイナス幅は縮小した。

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

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

その結果、10～12月期では前年同期比▲3.7%と7～9月期の▲4.4%からマイナス幅が若干縮小、前期比でも7～9月期の▲4.9%から10～12月期は▲0.8%と小幅マイナスにとどまった。なお、2025年通年では、年前半の堅調な伸びにより前年比+3.0%と前年の▲6.7%から持ち直した。

外食売上：忘年会需要が好調

2025年12月の外食売上高は前年同月比+6.0%と、前月(+8.7%)からは鈍化したものの、堅調な伸びを維持した(右図)。多くの業態で伸びが鈍化したが、「パブレストラン／居酒屋」(11月+3.0%→12月+6.3%)のみ伸びを高めた。中国からの団体客が減少する一方で、忘年会のほか、年末の休みが長かったことから家族客など小グループの需要が好調だったことが下支えした。

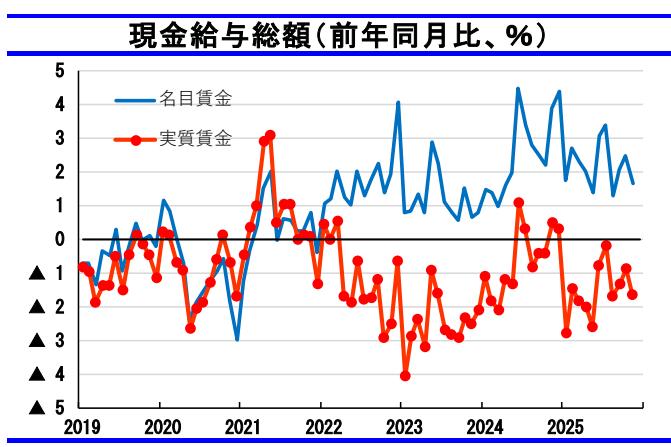
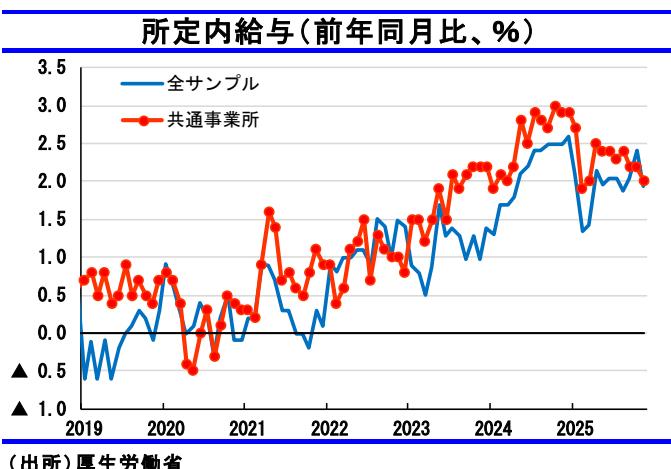
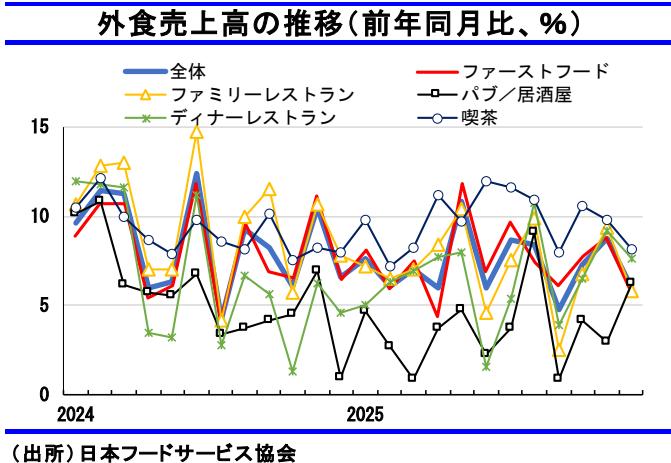
10~12ヶ月期では前年同期比+7.3%となり、7~9ヶ月期と同じ伸びを維持した。業態別に見ると、「ファーストフード」(7~9ヶ月期+7.7%→10~12ヶ月期+7.5%)、「パブレストラン／居酒屋」(+4.7%→+4.4%)、「喫茶」(+10.1%→+9.5%)の伸びは鈍化したが、「ファミリーレストラン」(+6.6%→+7.3%)、「ディナーレストラン」(+6.7%→+7.8%)は伸びを高めた。

毎月勤労統計：実質賃金は11か月連続マイナス

現金給与総額の伸びは、2025年11月（確報）に前年同月比+1.7%と、10月の+2.5%から伸びが鈍化した。所定内給与（基本給）が大きく減速（10月+2.4%→11月+1.9%）したことが主因（右上減速（+2.1%→+1.2%）、ボーナスなどを含む特別給与の伸びがマイナスに転じた（+6.4%→▲1.5%）ことも寄与した。

なお、前年同月と同じ集計対象のみで比較した共通事業所ベースの所定内給与は、10月の+2.2%から11月は+2.0%となり、伸びは鈍化したが小幅にとどまった。

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▲1.6%と、11か月連続でマイナスとなった（右図）。消費者物価（持家の帰属家賃を除く総合）上昇率は僅かに低下した（+3.4%→+



(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(持家の慢雇家賃を除く総合)で除して算出されたもの

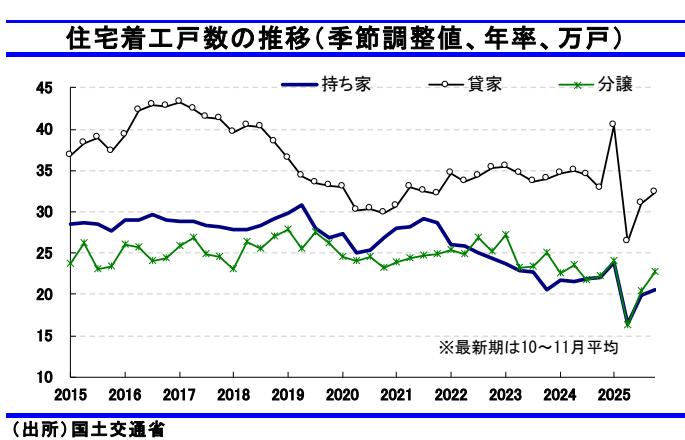
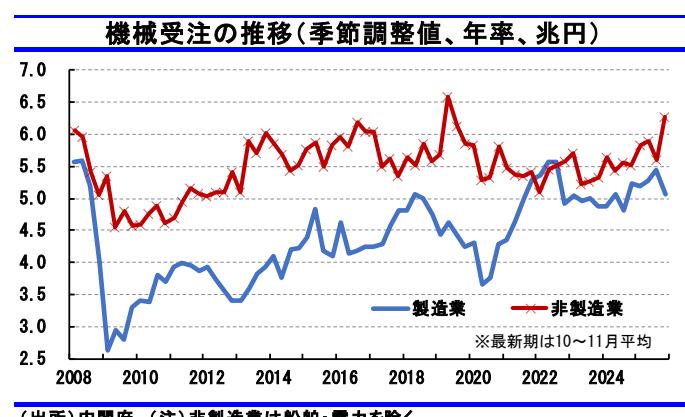
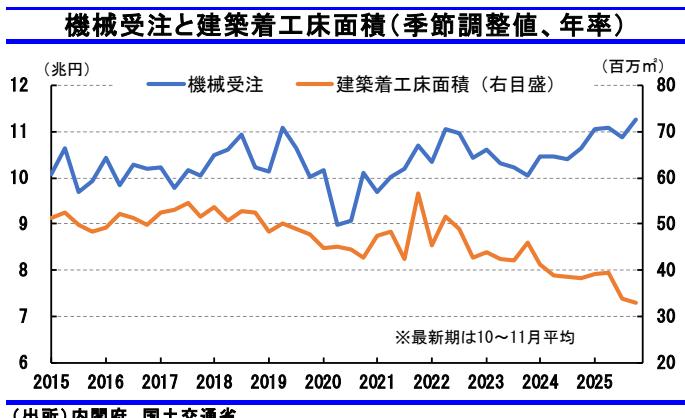
3.3%) ものの、名目の賃金上昇率の低下幅がそれを上回ったことで、実質賃金のマイナス幅は前月の ▲0.8%から拡大した。なお、2025 年から公表されている帰属家賃を含んだ総合の消費者物価で計算された実質賃金¹³は前年同月比▲1.2%と、従来の実質賃金（上記）よりも伸びが 0.4%pt 高くなっているが、マイナスであることに違いはない。

設備投資：機械投資は増勢維持、建設投資は減少続く

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 11 月に前月比▲11.0%と 3か月ぶりに減少に転じた（10 月は+7.0%）。ただし、10～11 月の平均では 7～9 月期を 3.7% 上回っており、内閣府の予測（10～12 月期前期比+0.2%）を超える増勢である（右図）。

業種別にみると、製造業（7～9 月期前期比+3.4%→10～11 月平均の 7～9 月期比▲7.0%）が減少した一方、非製造業（▲5.0%→+12.0%）は増加に転じた（右図）。製造業ではその他輸送用機械（▲7.8%→+23.4%）や食品（▲10.3%→+14.4%）、電機（▲10.0%→+13.4%）が増加した一方、化学（+3.2%→▲45.1%）や造船（+42.3%→▲22.2%）、非鉄金属（+1.4%→▲18.8%）が減少した。非製造業では農林水産（+13.6%→+17.4%）や通信（▲20.8%→+14.0%）、情報サービス（▲5.5%→+10.4%）が増加した一方、電力（▲5.1%→▲29.0%）、リース（+10.6%→▲18.5%）、卸小売（+8.3%→▲7.5%）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 11 月に前月比▲16.8%と 2か月連続で減少した（10 月は▲12.9%）。8 月から 9 月にかけて大幅に増加したため、10～11 月平均は 7～9 月期から 2.5% の減少にとどまったが、7～9 月期に前期比▲14.5%と大きく落ち込んだあとも減少に歯止めが掛からない状況にある（右上図）。「鉱工業」（7～9 月期前期比▲13.7%→10～11 月平均の 7～9 月期比+11.2%）、「商業」（▲18.2%→+51.6%）は大幅に増加したが、「サービス」（▲11.8%→▲12.5%）は大きく落ち込んでいる。



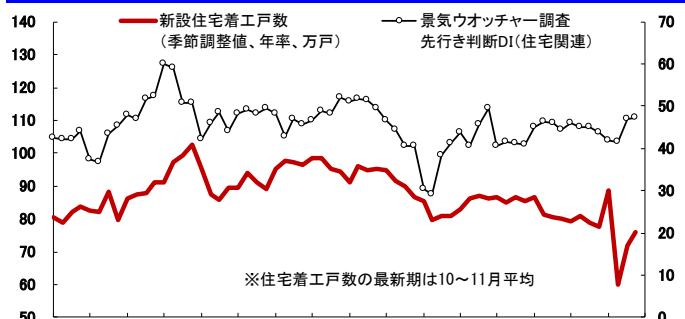
¹³ 国際比較をするうえでは、この「総合」ベースの実質賃金は比較が容易で有用。ただ、消費者の生活実感により近いのは「帰属家賃を除く」ベースであり、実際の個人消費の動向を与えるのは「帰属家賃を除く」ベースで実質化した賃金の方であろう。

住宅投資：駆け込みの反動落ちから持ち直し

先行指標の新設住宅着工戸数は11月に前月比▲10.6%と2カ月ぶりに減少した。ただし、10~11月平均では7~9月期から6.1%増加しており（前ページ右下図）、4月からの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大きく落ち込んだ4~6月期を底に順調に持ち直している。利用関係別には、「持ち家」（7~9月期前期比+21.1%→10~11月平均の7~9月期対比+3.6%）、「貸家」（+17.4%→+4.4%）、「分譲」（+25.4%→+11.0%）のいずれも2四半期連続で増加となっている（右図）。

住宅業界の景況見通しを示す景気ウォッチャー調査の先行き判断DI（住宅関連）は12月に前月比+1.2ポイントと2か月ぶりに上昇した。四半期でみると、10~12月平均は7~9月平均から0.2ポイント上昇しており、小幅ながら改善基調が続いている（右図）。

住宅着工戸数と先行き判断DI（住宅関連）の推移



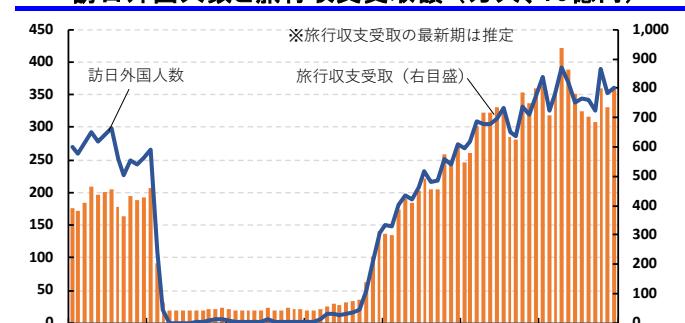
（出所）国土交通省、内閣府

インバウンド需要：中国からの訪日客は減少も2025年は過去最高更新

12月の訪日客数は361.8万人となり、前年同月比+3.7%と前月（同+13.7%）から伸びが鈍化したもの、12月としては過去最高を更新した（右上図）。クリスマス・年末休暇に合わせた旅行需要が全体を押し上げた。2025年通年も4,268万人（同+15.6%）と過去最高を記録した。

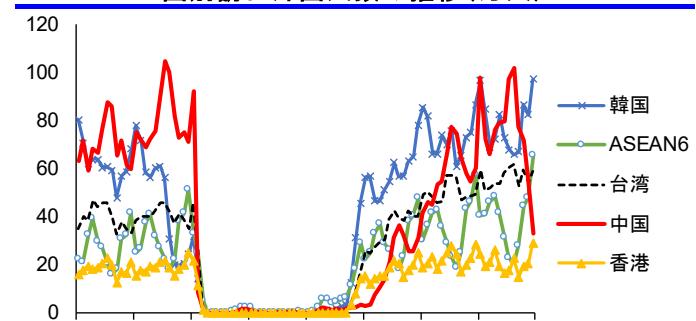
国別では、中国政府が日本への渡航自粛の注意喚起を行った影響で、中国（11月前年同月比+3.0%→12月▲45.3%）からの訪日客数が大幅に減少した（右下図）。ただし、韓国や台湾、ASEAN、米国などその他地域からの訪日客は増加し、全体の伸び縮小を抑制した。1位の韓国（11月+10.0%→12月+12.3%）と2位の台湾（+11.1%→+19.8%）は、航空座席数増加の影響も加わって、ともに単月で過去最高となった。中国からの訪日客は回復の見通しが立たないものの、中国の減少分を他地域の増加が補う形でインバウンド需要の大幅な減少は回避できるであろう。

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

国別訪日外国人数の推移（万人）



（出所）日本政府観光局

なお、12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8,011億円程度となり、11月の7,373億円から増加したとみられる。円安によって1人当たり旅行支出は増加（+0.5%）したことに加え、訪日客数（12月前月比+2.8%）の増加がインバウンド需要を押し上げた模様である。

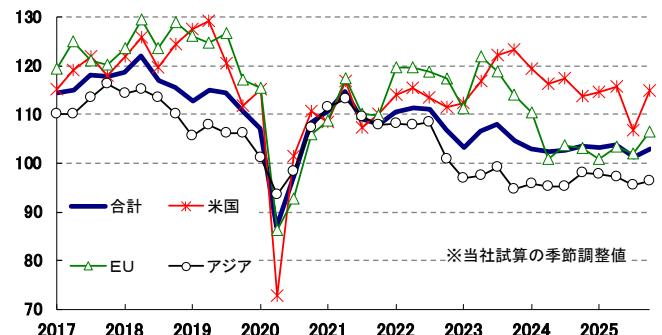
通関輸出：中国向けは減少も米国など他地域は増加

12月の輸出数量指数（当社季節調整値）は前月比▲0.8%と4か月ぶりに減少した。四半期ベースでは、10~12月期は前期比+1.4%と2四半期ぶりの増加となった（右上図）。

仕向け地別にみると、トランプ関税の影響で夏場に大きく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%→10~12月期：同+7.5%）、EU向け（▲1.5%→+4.5%）、アジア向け（▲1.9%→+1.1%）向けも増加した。一方、中国向け（▲1.8%→▲2.4%）は3四半期連続のマイナスとなった。

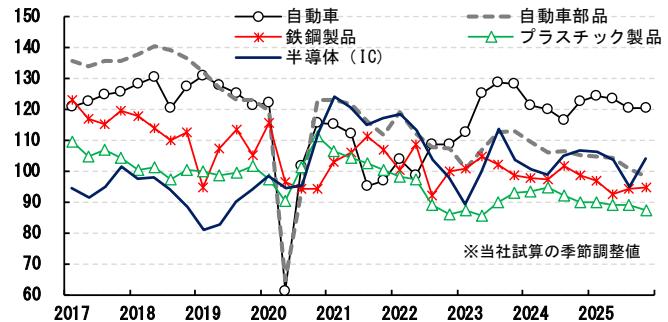
品目別にみると、半導体（IC、7~9月期前期比▲8.4%→10~12月期同+9.9%）が4四半期ぶりに増加に転じたほか、鉄鋼製品（+1.8%→+0.7%）も増加した。一方、自動車（▲2.0%→▲0.2%）や自動車部品（▲3.3%→▲2.8%）、プラスチック製品（▲0.3%→▲1.9%）は減少した（右下図）。

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