

日本経済情報 2026年3月号

Summary

【内容】

昨年10～12月期成長率は
堅調拡大へ上方修正

年明け後も消費は拡大

2月までは物価上昇鈍化

原油高でCPIは+0.5%

春闘賃上げは5%程度に

実質賃金はプラスを維持

原油高は収益小幅下押し

トランプ関税も依然不透明

不確実性が投資も下押し

日銀はスタグフレーション・
リスクを静観

<今月の指標>

- ・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
(080-8217-8214)
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

副主任研究員 北辻 宗幹
(080-2824-8904)
kazuki-kitatsuji
@itochu.co.jp

不確実性高まる中でスタグフレーション・リスクも浮上

昨年10～12月の実質GDP成長率は前期比+0.3%（年率+1.3%）へ上方修正され、潜在成長率を上回る堅調な拡大だったことを確認。個人消費や設備投資といった内需が底堅く推移した。年明け以降も、2月までは景気ウォッチャー調査などが個人消費の拡大持続を示唆。政府の物価高対策による消費者物価の上昇鈍化が追い風となった模様。

しかしながら、3月以降は中東情勢の悪化を受けて原油価格が高騰。このまま高止まりすれば、消費者物価は0.5%以上押し上げられる。一方で、来年度の春闘賃上げ率は、連合の第1回集計（5.26%）より低下するとしても、3年連続で5%以上となる可能性が高い。中東での戦闘が早期終息し、夏頃までに原油供給が正常化すれば、政府の補助金の効果もあって影響は限定的となろう。一方で、戦闘が長期化し、政府の補助金も打ち切られれば、景気の停滞・後退が視野に入る。

不確実性は中東情勢だけでなく、相互関税などが違憲となったトランプ関税も依然として先行き不透明。トランプ政権は新たに一律10%の関税を導入したが、期限は150日であり、期限後に向けて別の新たな関税を検討中。最終的な関税が、廃止された相互関税に比べ著しく高くなることはないとしても、確定するまで不確実性を高めることは間違いない。

これらの不確実性は設備投資を下押しする可能性も。ストック循環図から判断すると、足元の設備投資の堅調拡大は1.3%程度の経済成長に見合ったものであり、昨年1月時点の期待成長率とは概ね整合的であった。しかしながら、今年1月時点では期待成長率が1%程度へ低下しており、不確実性と相まってストック調整圧力が高まる恐れ。3月調査の日銀短観で設備判断DIに注目。

3月22～23日の金融政策決定会合では、原油価格の上昇による下振れリスクを考慮して政策金利が据え置かれたが、次回4月利上げの可能性は否定されず。ただ、スタグフレーション・リスクについては判断を留保。日銀短観では景況感だけでなく、利上げを迫る要因となり得るインフレ期待の動向にも注目したい。

昨年10~12月期成長率は堅調拡大へ上方修正

3月10日に発表された2025年10~12月期GDP2次速報値は、前期比+0.3%（年率+1.3%）となり、横ばい程度だった1次速報値の+0.1%（年率+0.2%）から上方修正され、2四半期ぶりのプラス成長、しかも潜在成長率¹を上回る堅調な拡大だったことが確認された（右図）。

内訳を見ると、個人消費（民間最終消費支出）が1次速報の前期比+0.1%から2次速報では+0.3%へ、民間企業設備投資が+0.2%から+1.3へそれぞれ上方修正され、内需の底堅さが確認された。特に個人消費については、消費者物価上昇率が11月まで総合、コア（除く生鮮食品）、コアコア（除く生鮮食品・エネルギー）のいずれも前年比3%程度で高止まりし、実質賃金の前年比マイナスが続いていたが、そうした逆風下で拡大しており、底堅さを感じさせる。

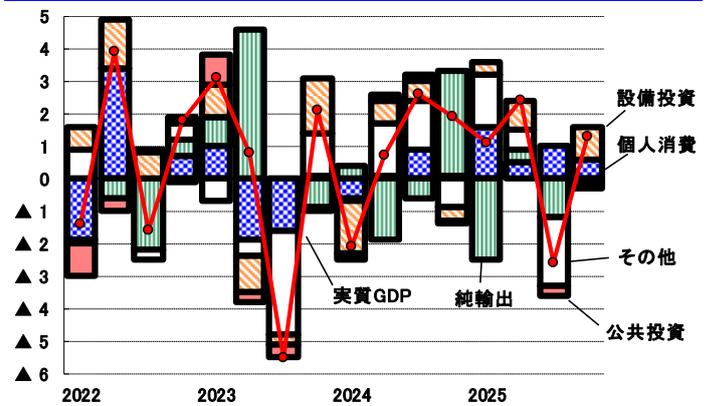
個人消費のうち国内家計消費の形態別内訳を見ると（右図）、10~12月期は価格上昇が続いた食料品など非耐久財（7~9月期前期比+0.1%→10~12月期▲0.4%）が落ち込んだものの、サービス（+0.1%→+0.3%）や耐久財（▲1.0%→+2.1%）の増加が全体を押し上げた。ボーナスの増加や株高がマインド改善につながり、選択的支出を多く含むサービス消費や自動車販売などの耐久財消費の追い風になったとみられる。

年明け後も消費は拡大

1月以降も、個人消費は拡大傾向を維持していたようである。景気ウォッチャー調査の現状判断DI（水準、季節調整値）うち、家計部門の需要と関係の深い「家計動向関連」を見ると、12月の44.8から1月は46.4へ、2月は46.8と小幅であるが着実に改善、1~2月平均では46.6と10~12月平均の45.6を上回っており、消費が拡大傾向を維持している可能性を示唆した。

内訳を見ると（右図）、「飲食関連」が10~12月平均の42.7から1~2月は45.1へ大きく上昇、「小売関連」も10~12月平均の43.7から1~2月は

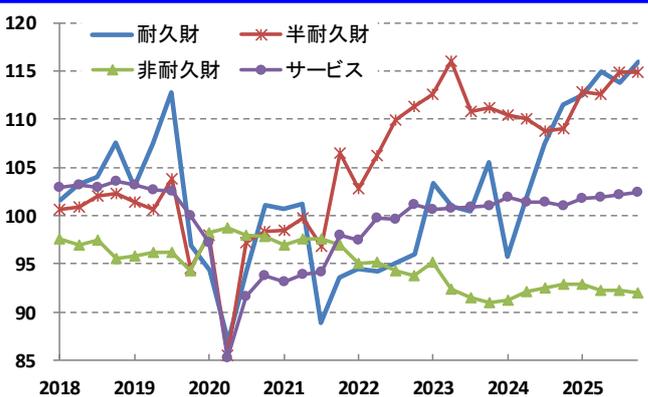
実質GDP成長率の推移（季節調整値、前期比年率、%）



（出所）内閣府

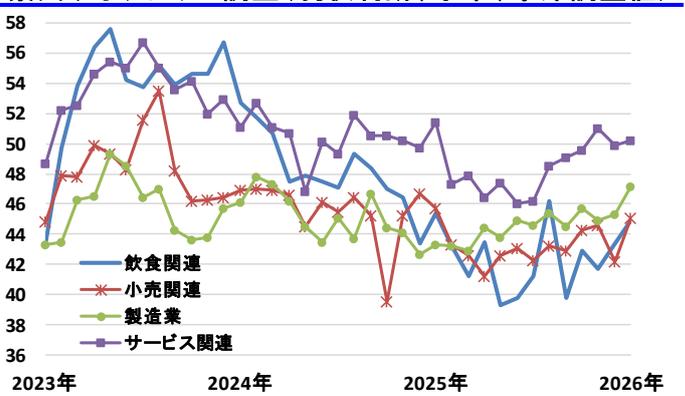
11月まで総合、コア（除く生鮮食品）、コアコア（除く生鮮食品・エネルギー）のいずれも前年比3%程度で高止まりし、実質賃金の前年比マイナスが続いていたが、そうした逆風下で拡大しており、底堅さを感じさせる。

家計消費の財別動向（季節調整値、2013年Q1=100）



（出所）内閣府

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 内閣府の推計（2026年3月17日更新）によると、2025年10~12月期時点で前期比年率+0.5%。日銀推計（2026年3月26日更新）では、2025年4~9月期時点で前年同期比+0.65%。

45.1へ上昇、「サービス関連」も50.2から50.6へ、好不調の境目である50を上回る水準でさらに上昇するなど、いずれも改善傾向にある。後段の〈今月の指標〉では、スーパーや百貨店、乗用車販売、外食の売上が2月に伸び悩んだものの、消費者マインドは改善が続いていることが確認でき、年明け後の個人消費は総じて底堅く推移したとみられる。

2月までは物価上昇鈍化

こうした個人消費の底堅さの背景にあるのは、引き続き物価上昇の鈍化である。消費者物価指数は、総合で1月に前年同月比+1.5%と約4年ぶりに2%を下回ったが、2月はさらに+1.3%まで上昇が抑えられた(右図)。電気・ガス代への補助金が復活したことで、電気代(1月前年同月比▲1.7%→2月▲9.1%)、都市ガス代(▲3.7%→▲8.0%)が大きく下落、両者だけで消費者物価上昇率を0.25%Pt押し下げた。

同様の要因により、コア(生鮮食品を除く総合)

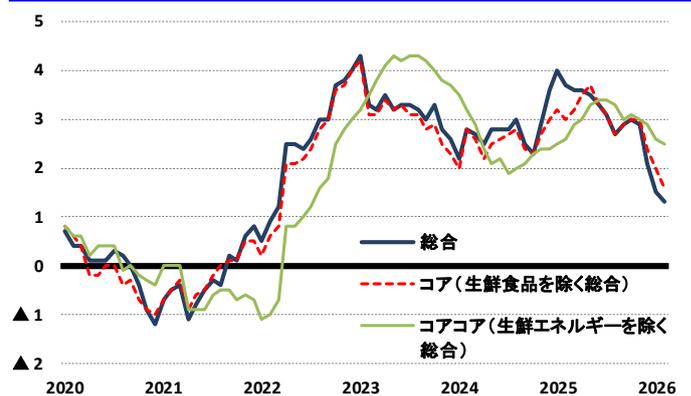
も1月の+2.0%から2月は+1.6%へ鈍化、総合に続いて約4年ぶりに2%を下回った。ただし、物価の基調を示す指標の一つとされるコアコア(生鮮食品・エネルギーを除く総合)は2月も+2.5%と高止まりしており、物価上昇圧力は根強いという見方もできる。

原油高でCPIは+0.5%

そうした中で、2月28日、イスラエルと米国がイランへの攻撃を開始、イランの革命防衛隊は中東原油の主要な出入り口であるホルムズ海峡を事実上封鎖、さらに周辺国の石油関連設備を攻撃したことを受けて、それまでWTI先物で1バレル60ドル台の推移だった原油価格は3月9日に一時120ドル近くまで上昇、その後も概ね90~100ドルで高止まりしている。

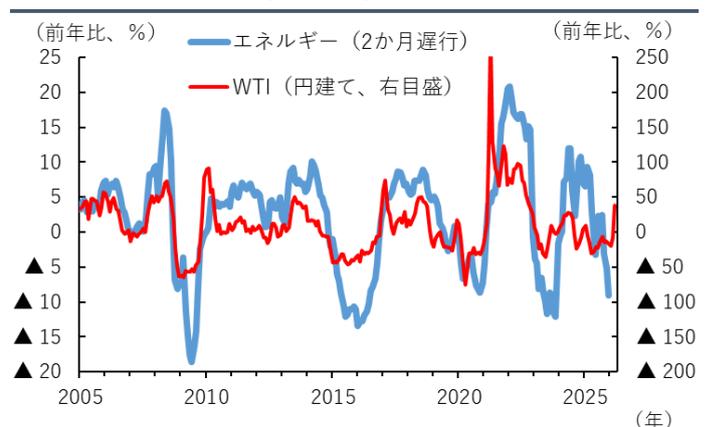
原油価格の国際価格の高騰は、ガソリン中心に日本国内のエネルギー価格を押し上げる。過去20年において、WTI原油価格(円建て)が10%上昇した場合、消費者物価指数(CPI)のエネルギー価格指数は2か月前後のラグを伴って+1.1%程度押し上げられる関係が確認できる²(右図)。この関係を用いると、仮に今後、WTI原油価格が1バレル当たり100ドルで推移すれば、今年後半には前年比で6割程度上昇することになり、エネルギー価格指数は+6.9%上昇する計算となる(ドル円相場は現状から横ばいと仮定)。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所)総務省

WTI原油価格(円建て)とエネルギー指数



(出所)総務省、U.S. Energy Information Administration

² 消費増税やいわゆる「ガソリン国会」(暫定税率の一時的停止)などの影響を除いたうえで、ロシアのウクライナ侵攻前の2002年から2021年について、エネルギー価格指数を円建てのWTI原油価格で回帰して算出。

エネルギー価格指数はCPIの7.12%³を占める。そのため、消費者物価全体への直接的な押し上げ効果は、原油価格が10%上昇すると+0.1%弱、WTI原油価格100ドルが続く場合は+0.5%程度となる。こうした直接的な影響に加え、実際には原油関連の原材料費や輸送費などが上昇、企業がこれらのコスト増加分を販売価格に転嫁することによる間接的な押し上げ圧力が加わるため、原油価格の高止まりが長期化するほど、影響も大きくなる⁴。

春闘賃上げは5%程度に

賃金も着実な上昇が見込まれる。日本労働組合総連合会（連合）が3月23日に公表した、第1回回答集計における今年度の春闘賃上げ率は前年比+5.26%と、2025年春闘の初回集計時点の+5.46%からは伸びが鈍化したものの、3年連続で5%を上回った（右図）。米国の関税措置による企業収益の下押しの影響が懸念されていたが、深刻化する人手不足や長期化する物価高への対応から、今回も高水準の賃上げ率が実現した。しかも、定期昇給を除くベースアップ率（ベア）は+3.85%と前年（+3.84%、初回集計）の同時点を上回る高い伸びとなった。

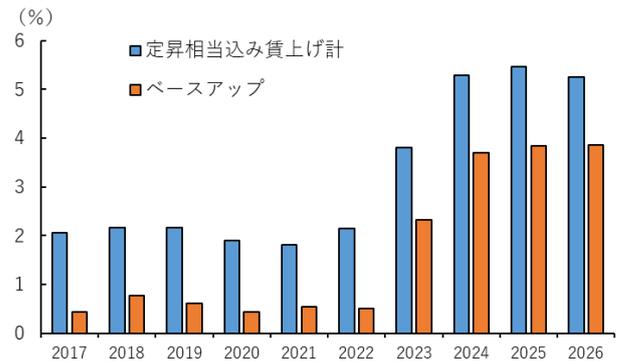
なお、春闘の賃上げ率は集計を重ねるごとに低下する傾向がある。2025年春闘では、7月の最終集計での賃上げ率は前年比+5.25%と、初回集計の+5.46%から▲0.21%pt低下した（右図）。近年は初回集計から最終集計までに▲0.2%pt程度低下する傾向にあるため、例年通りであれば2026年春闘での賃上げ率は最終的に+5.0%程度に落ち着くとみられる。ただし、今般の中東情勢の悪化を受けて、例年よりも集計を重ねるごとに下方修正幅が大きくなる可能性がある点には留意が必要であろう⁵。

実質賃金はプラスを維持

春闘が想定通りの堅調な結果となりそうなことで、2026年度の名目賃金は概ね昨年並みの伸びが期待できる。物価上昇分を除いた実質賃金は、先述の通り消費者物価上昇率が鈍化しているため、1月（速報）に約1年ぶりのプラスとなったが（<今月の指標>参照）、今後については物価動向次第であり、より詳細に言えば中東情勢や政府の対策次第となる。

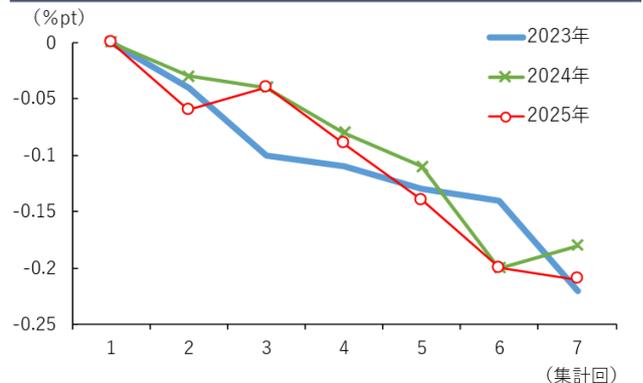
仮に中東での戦闘が長期化せず、夏頃には中東からの原油輸送が正常化するのであれば、政府のガソ

春闘での賃上げ率（第1回回答集計）



（出所）日本労働組合総連合会

春闘の初回回答からの賃上げ率修正幅



（出所）日本労働組合総連合会

³ 2020年基準では、エネルギー価格指数の占めるウェイトは1万分の712。

⁴ 詳細は2026年3月16日付 Economic Monitor「日本経済：原油価格高騰は実質賃金のプラス定着を妨げるのか」参照。
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2026/3165/>

⁵ 詳細は2026年3月23日付 Economic Monitor「日本経済：26年春闘は昨年に続き5%以上の賃上げ率に」参照。
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2026/3171/>

リンや軽油、灯油、重油、航空機燃料に対する補助金による価格押し下げ効果によりエネルギー価格の上昇は抑えられ、2026年度中の消費者物価上昇率は前年比2%を下回って推移するとみられる。そのため、実質賃金は前年比+0.5~1%程度で推移し、個人消費は拡大基調を維持しよう（当社のメインシナリオ）。

しかしながら、戦闘が長期化し、WTI原油価格が1バレル当たり100ドル程度で高止まれば、石油関連製品の値上がりの動きが一段と広がり、さらに政府の補助金も打ち切られることになれば、消費者物価は直接的に0.5%程度押し上げられるうえ、間接的な影響を含めると名目賃金の上昇を上回るインパクトになる可能性が否定できない。その場合は、個人消費が冷え込み、景気の停滞・後退が視野に入る（リスクシナリオ）。

政府の補助の持続性は、原油価格がどの程度まで上昇し、それがどれくらい続くのかによる。現状の補助金は、1リットル当たりガソリンで30.2円、軽油47.3円、灯油・重油も30.2円、航空燃料12.0円であり、それぞれの2024年度の国内需要⁶に基づいて計算すると、年間ベースで3.58兆円（月平均2,986億円）となる。これに対して、確保されている予算は、燃料補助金の基金の残高2,800億円に、新たに今年度予算の予備費から繰り入れられる8,000億円の合計1兆800億円であり、ガソリンなどへの補助金の額が不変だとすると3.6か月分（110日分）に相当する。これに基づけば、補助金の支給再開は3月19日だったため、7月上旬には財源が枯渇する恐れがある。

中東からの輸送にかかる時間も考慮すると、6月前半までにホルムズ海峡が正常化しなければ、補助金の財源を追加するか、高騰する原油相場の影響をストレートに受け止めるのかの選択を迫られる。前者は財政悪化による円安を通じた物価上昇圧力となり、後者は直接的に物価を押し上げる形で、いずれも上記のリスクシナリオに至る可能性を高める。

原油高は収益小幅下押し

原油価格高騰の企業収益への影響も懸念されることである。原油価格と日本の企業物価は相関が高く（右図）、コスト増を通じて企業収益を下押しする。そのインパクトは業種によって大きく異なるが、マクロ的には2025年の原油輸入量が8.9兆円につき、全てを企業が一旦受け止めるとすれば、原油価格の10%の上昇で0.9兆円のコスト増となり、全産業の経常利益122兆円（法人企業統計ベース）の0.8%程度に相当する。

その後、企業は販売価格に転嫁するため、最終的にはその分だけ利益の落ち込みが抑えられる。どの程度、価格転嫁をするのかについても、業種や企業規模によって差があり、一般的には大企業で転嫁率は高く、中小企業では低い。また、帝国データ

原油価格と企業物価の推移



(出所) 日本銀行、Bloomberg

⁶ 経済産業省「2025~2029年度石油製品需要見通し」によると、2024年度の需要見込みは、ガソリン43,552キロリットル、軽油30,711キロリットル、灯油10,865キロリットル、重油14,426キロリットル、航空機燃料4,283キロリットル。

バンクの調査⁷では、製造業や卸売業で高く、サービス業や農林水産業、運輸・倉庫や小売では低いようである。さらに、同調査によると、エネルギーコストの価格転嫁率は全産業平均で30%となっている。

中東における戦闘が想定通り早期に終結した場合は、政府による補助金の効果もあり、企業への影響も限定的となろうが、仮に戦闘長期化で2026年中100ドルが続いた場合、原油価格の上昇率は年平均4割程度となる。そのため、転嫁率が30%にとどまれば、企業収益への影響は▲2.2%程度となる。ただ、政府の補助金によって影響が緩和されることや、もともと2026年度はある程度の増益が見込まれていた（当社は8%程度）ことを踏まえると、設備投資や2027年度の賃上げに与える影響は限定的となろう。

トランプ関税も依然不透明

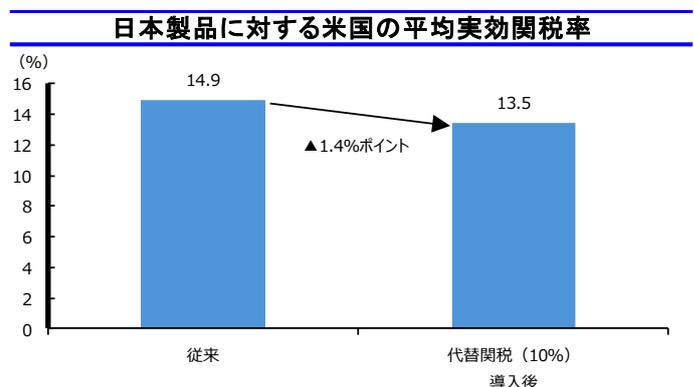
不確実性は中東情勢だけではない。2月20日に米国の連邦最高裁が国際緊急経済権限法（IEEPA）を根拠とする相互関税などを違憲とする判決を下した。これを受けて、同日、米政府は、IEEPAに基づく関税措置を撤廃し、代替措置として、通商法122条に基づき世界各国・地域に対して原則10%の上乗せ関税（以下、代替関税）を課す大統領令を発令した。

日本からみると、幅広い品目に適用されていた従来の相互関税の15%から10%に引き下げられた格好となる。なお、トランプ米大統領やベッセント米財務長官は、代替関税を早期に15%に引き上げる意向を示していたが、現時点では実施されていない。

この点を含め、今後の関税政策は不透明である⁸。122条に基づく代替関税は150日の時限措置であり、7月24日に期限が到来する。しかしながら、期限後も通商法301条に基づく関税措置などに移行することで、日本製品に対する一定の関税は維持される可能性が高いとみておくべきであろう。実際に、米政府は、日本を含む16か国を対象に、301条の関税導入に必要となる事前調査の開始を発表した。そのため当社は、現状の代替関税（10%）が150日間維持され、期限後に従来の相互関税（原則15%）と同程度の措置が課されることをメインシナリオとして想定している。

こうした一時的な関税の変化が日本の輸出に与える影響は、全体としてみれば限定的である。今回の関税の変更は、自動車・同部品や半導体、鉄鋼・アルミニウムなどが対象外となっているため、日本製品に対する米国の平均実効関税率への影響は大きくはない。Global Trade Alertによると、その低下幅は▲1.4%ポイント（14.9%→13.5%）と試算されている（右図）。

仮に、この関税のコスト減少がすべて米国の販売



（出所）Global Trade Alert

⁷ 帝国データバンク「価格転嫁に関する実態調査（2025年7月）」。

⁸ 米国の関税政策の見通しについては、2026年3月6日付 Economic Monitor「米国経済：違憲後のトランプ関税、不確実性残しながらマイルド路線」を参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2026/3151/>

価格に反映され、現地の販売価格が 1.4%下落した場合、一般的な輸出感応度 (▲0.76)⁹を用いると、150 日間の関税の引き下げによって、日本の対米輸出 (数量ベース) は年率換算で+0.4%¹⁰押し上げられ、輸出全体を年率+0.1%程度押し上げると試算される。

もっとも、実際には関税のコスト減がすべて現地販売価格に反映されるとは限らず、一部は日本の輸出企業の採算改善に充てられる可能性がある。その場合、実際の輸出押し上げ効果は上記試算よりも小さくなる。さらに、関税政策を巡る不確実性が高まったことは経済活動にマイナスの影響を与えるため、こうした押し上げ効果は概ね打ち消されよう。また、関税引き上げを見越した前倒し輸出とその後の反動減により、対米輸出の短期的な変動が大きくなる可能性には注意が必要である。

不確実性が投資も下押し

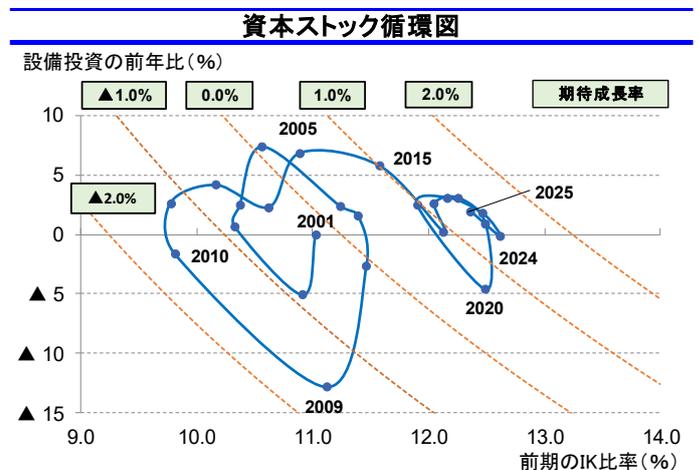
こうした不確実性の高まりは、企業の設備投資を慎重化させる可能性があることにも留意したい。

10～12 月期の実質設備投資は 2 次速報で前期比+1.3% (年率 5.4%) と 1 次時速報の+0.2%から上方修正され、2025 年を通じて設備投資が底堅く推移していたことが確認された。その結果、2025 年通年の設備投資は前年比+1.9%となり、2年ぶりの増加に転じた (2024 年は▲0.2%)。資本ストック循環図で設備投資の現在地を確認すると (右図)、2025 年は 1.3%程度の期待成長率に見合った位置にある。これは、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」における 2025 年 1 月時点の成長率の「次年度の見通し」や「今後 3 年間の見通し」「今後 5 年間の見通し」のいずれもが 1.2%だったことと概ね整合的である。

しかしながら、最新 2026 年 1 月調査の結果は、「次年度の見通し」が 0.9%、「今後 3 年間」「今後 5 年間」も 1.0%へ低下しており、設備ストックの調整圧力が高まりつつある可能性を示している。この仮説が正しければ、先行きの不確実性の高まりは、設備投資の調整圧力となり得る。4 月 1 日に発表される 3 月調査の日銀短観では、設備判断 DI の水準を注視する必要があるだろう。

日銀はスタグフレーション・リスクを静観

以上の通り、2 月までに限れば、個人消費は堅調な拡大を維持、後段の<今月の指標>からは先行指標が示す設備投資の底堅さや輸出増加の可能性も窺え、1～3 月期もプラス成長の可能性が高いと見込まれた。しかしながら、3 月は原油価格の急騰や株価の大幅下落が、実体経済への程度悪影響をもたらしたのか見極めが難しい状況にあり、プラス成長が維持できたのかも現時点では判断がつかない。

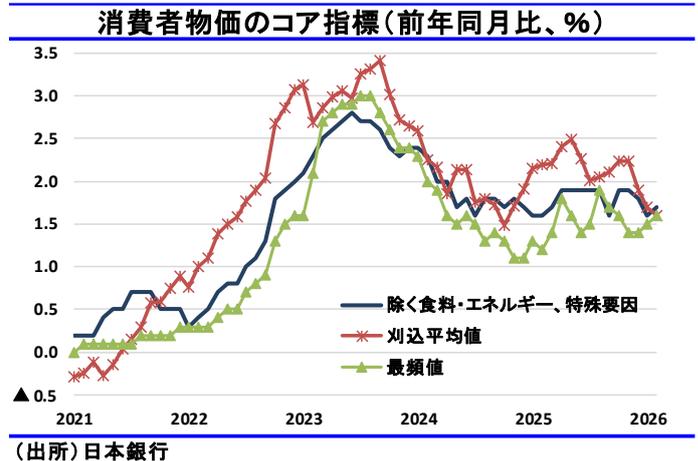


⁹ 輸出品の価格が 1%上昇すれば、輸出額は 0.76%減少するとの次の研究結果を用いた。Boehm et al. [2023], “The long and short (run) of trade elasticities,” American Economic Review, Vol.113(4),

¹⁰ 押し上げ幅は以下の試算による。価格低下率 (▲1.4%) × 輸出感応度 (▲0.76) × 対象期間 (150 日間/365 日)。

そうした中、3月22～23日に開催された金融政策決定会合で日銀は、政策金利の据え置きを決めた。会合後の記者会見で植田総裁は、その理由として原油価格上昇に伴う見通しの下振れリスクを挙げた。一方で、2026年度後半から2027年度にかけての間に物価安定目標を達成する、という見通しが実現する確度が上がっていけば政策金利を引き上げていく、というこれまでの方針を改めて示し、4月27～28日の次回会合での利上げの可能性は否定されなかった。

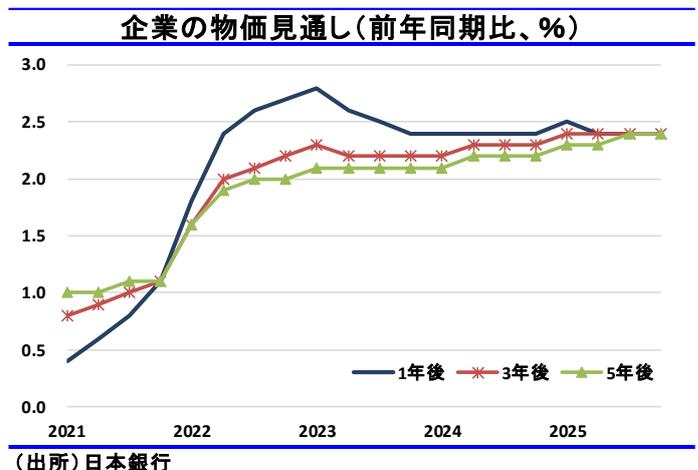
実際に、日銀が物価目標の対象とする「基調的物価上昇率」は、すでに2%目標に迫る前年比+1%台後半で推移しているとみられる。その参考指標として日銀が公表した「消費者物価のコア指標」（右図）のうち、「食料・エネルギーと特殊要因を除く総合」は、この2年間ほど1%台後半で推移、「最頻値」も1.5%前後の推移が続いており、「刈込平均値」に至っては2%を上回る推移から足元で1%台後半に鈍化したところである¹¹。また、日銀が推計する需給ギャップの最新値（3/26更新）



は2025年7～9月時点でGDP比+0.4%へ上方修正されており、冒頭で見た10～12月期の成長率を踏まえると、足元でもプラス（需要超過）が続き、物価上昇圧力は根強い。これらの状況を見る限り、政策金利の中立水準が1%を超えるどの辺りかと考えるのかにもよるが、少なくとも0.75%という現行の政策金利は緩和的過ぎると言えそうである。

また、植田総裁は「最近は為替レート変動の国内価格への転嫁」や「基調物価への影響」が強くなっていると再三強調、事実上、円安の進行を注視する姿勢も示した。これを受けて、それまで1ドル＝159円台半ばで推移していたドル円相場は、会見直後から158円台前半まで円高方向に振れており、市場における過度な緩和継続と、それによる円安進行の懸念はある程度後退したようである。

原油価格の高騰によってスタグフレーションに陥るリスクについては、その可能性を否定はしなかったものの、現時点では不確実性が高いとして判断を留保した。過去の欧米におけるスタグフレーションでは、景気の悪化を許容しつつ利上げにより物価上昇を抑え込んだ。仮に景気の悪化とインフレ期待の高まりというスタグフレーション的な様相が強まった場合、政府から景気優先のプレッシャーを受ける日銀がどう判断するか定かではないが、その意味でも4月1日に発表される3月調査の日銀短観では、景況感に加え、このところ2%を超える水準が続く企業の物価見通し（右図）、すなわちインフレ期待の動向にも注目したい。



¹¹ そのほか、「除く生鮮食品、特殊要因」は3%近いところから鈍化しているが2月も2.2%と2%を上回り、「除く生鮮食品・エネルギー、特殊要因」に至っては昨年12月まで3%超で今年2月も2.7%と高い伸びが続いている。

<今月の指標>

小売販売：物価高で食品を中心に伸び悩み

2月のコンビニ売上高（既存店）は前年同月比+1.6%と、前月（+1.1%）から伸びが加速した（右図）。来店客数（1月前年同月比▲0.8%→2月▲1.0%）のマイナス幅が前月から小幅に拡大したものの、平均客単価（+1.9%→+2.7%）の伸びが高まったことが全体を押し上げた。商品構成別にみると、おにぎりなどの日配食品（+3.1%→+2.5%）や菓子類などの加工食品（+2.2%→+1.8%）の伸びが縮小した一方、雑誌等の非食品（+1.2%→+1.8%）の伸びが加速、宅配便・各種チケットなどのサービス（▲18.9%→▲6.1%）のマイナスが縮小したことが、全体の伸びを押し上げた。

2月のスーパー売上高（既存店）は前年同月比+1.0%と、前月（+2.7%）から伸びが減速した。店頭価格の上昇が販売額の押し上げた一方、節約志向の高まりから食料品などで買い上げ点数の減少が続いたため、全体の7割を占める食料品（1月+1.6%→2月+0.2%）の伸びが鈍化したことが主因。そのほか、平年よりも平均気温が高かったことなどから衣料品（▲1.4%→▲9.3%）のマイナス幅が大きく拡大、家具・インテリアなどの住関連品（+2.0%→+0.2%）の伸びが縮小するなど、全般的に伸び悩んだ。

2月の百貨店売上高（既存店）の伸びは前年同月比+1.6%と前月（+2.3%）からやや鈍化した。中国からのインバウンド消費が約4割減少したため免税売上が▲15.5%と前月（▲19.1%）に続いて大きく落ち込んだがマイナス幅は縮小、一方で全体の約9割を占める国内売上の伸びが+4.0%と前月（+5.5%）から鈍化した。主力の衣料品は底堅く、宝飾品は高い伸びを維持したが、家具や家電製品などの家庭用品や化粧品が大きく落ち込み、食品や身の回り品が伸び悩んだ。

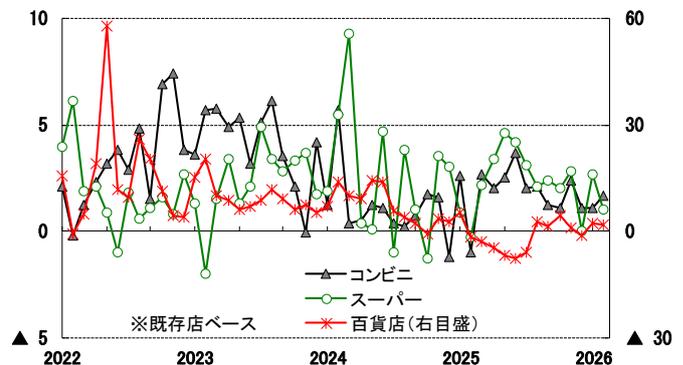
2月の乗用車販売は前年同月比▲7.3%と、前月（▲6.2%）からマイナス幅を拡大した。2025年7月以降8か月連続で前年同月を下回っており、自動車販売は低迷が続いている。

季節調整済み前月比（当社試算値）で見ると、1月は▲0.5%と、前月（+0.9%）から減少に転じた。クラス別にみると、小型車（1月：▲5.5%→2月：▲1.1%）のマイナス幅が縮小したが、普通車（+3.3%→▲1.2%）はマイナスに転じ、軽自動車（+2.4%→+0.7%）は伸びが縮小した。

外食売上：総じて堅調いが低価格指向の動きも

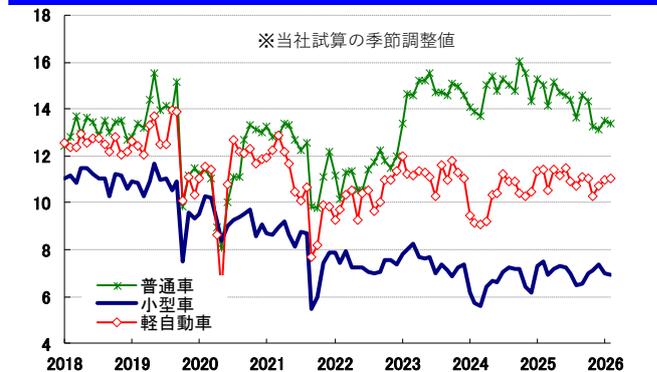
2月の外食売上高は前年同月比+6.6%となり、前月（+8.5%）からは減速したものの、比較的高い

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

伸びを維持した（右図）。年始需要が一巡したことで月前半を中心に客足が鈍化した。また、中国人団体客の減少は概ね他のインバウンドでカバーされたが、春節の中国人団体客が大きな割合を占めていた一部店舗では売上に影響した模様である。

業態別売上を見ると、「ファーストフード」（1月前年同月比+9.1%→2月+7.3%）や「ファミリーレストラン」（+8.1%→+6.3%）、「喫茶」（+9.3%→+7.0%）といった客単価が比較的低い業態は高い伸びを維持したが、単価の高い「パブレストラン／居酒屋」（+4.1%→+3.7%）は伸び悩み、「ディナーレストラン」（+7.9%→+2.5%）は伸びが大きく鈍化した。

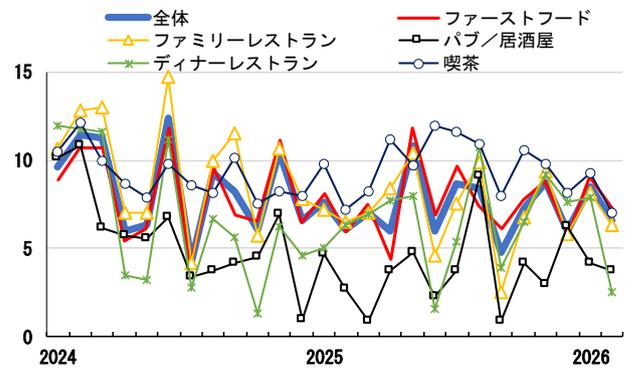
毎月勤労統計：実質賃金が約1年ぶりに前年比増

1月（速報）の現金給与総額の伸びは前年同月比+3.0%と、2025年12月（確報）の+2.4%から伸びが加速した。所定内給与（基本給）（12月：+2.1%→1月：+3.0%、右図）や、残業代などの所定外給与（+1.5%→+3.3%）の伸びが高まったことで、きまって支給する給与の伸びが加速した（+2.0%→+3.0%）ことが主因。また、ボーナスなどを含む特別給与（+2.7%→+3.8%）の伸びも高まった。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、1月の所定内給与は+2.2%と、前月（+2.3%）からほぼ横ばいであり、先述した伸びの高まりはサンプル入れ替えによる影響が大きかった模様。

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+1.4%と、前月の▲0.1%から反転し、2024年12月以来13カ月ぶりのプラスとなった¹²（右図）。名目賃金の伸びが加速したことに加え、消費者物価（持家の帰属家賃を除く総合）上昇率の減速傾向が続いた（+2.4%→+1.7%）ことが寄与した。

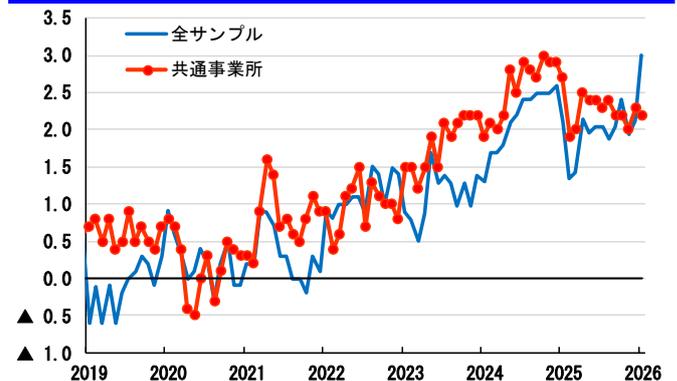
なお、2025年から公表されている帰属家賃を含んだ総合の消費者物価で計算された実質賃金¹³は前年同月比+1.6%と、2か月連続でプラスとなった。

外食売上高の推移（前年同月比、%）



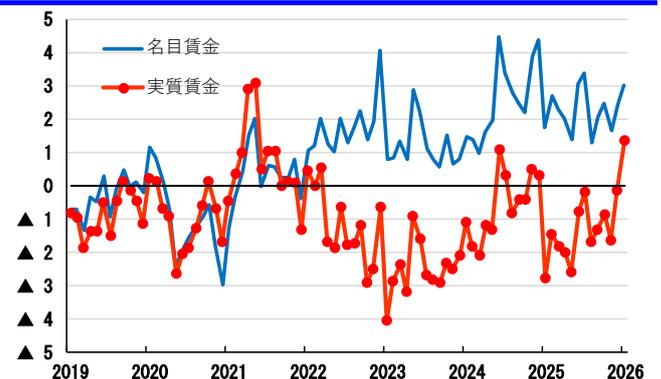
（出所）日本フードサービス協会

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。

¹² 共通事業所ベースでも、名目の現金給与総額の前年同月比+1.9%に対し、消費者物価（持家の帰属家賃を除く総合）上昇率は+1.7%であり、実質でプラスに転じている。

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

帰属家賃を除いたベースよりも物価上昇率が低いことで、従来の実質賃金よりも伸びが 0.2%pt 高くなっている。

総じて1月の毎月勤労統計は堅調な結果となった。ただし、毎年1月は調査対象の3分の1が入れ替わるため、前年同月比が非連続になることがある。共通事業所ベースでの賃金の伸びは12月と同程度だったことを踏まえると、1月に賃金の伸びが大きく高まったわけではなく、2025年春闘の結果を受けた12月までの賃金上昇ペースが維持されているとみるべきだろう。

2026年度入り後も、今年度並みの賃金上昇率が続くと思われる。2026年春闘の第1回回答集計では、賃上げ率は前年比+5.26%と前年の同時点(+5.46%)を小幅に下回ったものの、3年連続で5%を上回った。一方のインフレ率は、イラン情勢悪化の影響が懸念されるものの、政府によるガソリン価格上昇を抑える措置の効果もあり、原油価格の高騰が長期化しなければ概ね+1%台での推移が続くとみられるため、実質賃金は前年比プラス圏での推移を続けると予想する¹⁴。

消費者態度指数：インフレ鈍化などを背景に2月までは改善

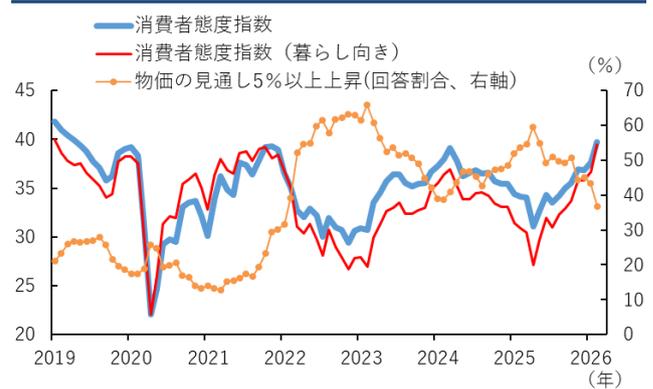
消費者マインドの代表的な指標である消費者態度指数（総世帯）は、2月に39.7と前月（37.6）から大幅に改善し、コロナ禍でマインドが悪化した2020年以降で最も高い水準まで上昇した（右図）。2025年4月の31.1を底に、消費者マインドは2月まで回復基調が続いていた。

内訳を見ると、物価動向との相関が強い「暮らし向き」が39.5と前月（36.7）から2.8ポイント上昇しており、マインド改善の主因となった。インフレ率が鈍化していることが背景にあり、1年後に物価

が5%以上上昇すると予想する家計の割合も1月の43.7%から2月は36.5%へ大きく低下した。また、「雇用環境」（1月：41.4→2月：43.1）と「収入の増え方」（41.6→42.2）も前月から改善しており、底堅い雇用・所得環境も消費者マインドの支えとなっている。また、2025年後半以降の株価の大幅な上昇も、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。

ただし、3月はイスラエル・米国のイラン攻撃を受けた原油価格の高騰によりガソリン価格などが上昇しているため、消費者マインドが一時的に落ち込む可能性が高い。消費者物価指数（CPI）全体への影響はそれほど大きくないものの、価格を実感しやすい品目の値上げはマインドへの影響度が大きいと考えられる。また、3月入り後は主要な株価指数が大きく低下していることも、消費者マインドの下押し要因となるだろう。

消費者態度指数と物価の見通し（総世帯）



（出所）内閣府

「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。

¹⁴ 詳細は2026年3月16日付 Economic Monitor「日本経済：原油価格高騰は実質賃金のプラス定着を妨げるのか」参照。
<https://www.itochu-research.com/ia/report/2026/3165/>

設備投資：機械は拡大傾向を維持、建設は下げ止まり

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1月に前月比▲5.5%と2か月ぶりに減少に転じた。ただし、12月が大型案件の影響で+16.1%と大幅増となった反動という面が強い。1月の10～12月平均比は+0.9%であり、内閣府の予測（1～3月期前期比▲4.2%）を上回るペースで2四半期連続の増加をうかがう状況（右上図）。

業種別にみると、製造業（10～12月期前期比▲0.8%→1月の10～12月平均比▲3.7%）が減少した一方、非製造業（+11.3%→+7.8%）は増加基調が続いている（右下図）。製造業では情報通信機器（▲8.6%→+19.1%）や金属製品（▲5.7%→+15.9%）、造船（▲25.7%→+13.3%）が増加した一方、石油製品・石炭製品（+66.7%→▲53.4%）や非鉄金属（▲0.2%→▲44.5%）、パルプ・紙・紙加工品（+9.4%→▲30.0%）が減少した。非製造業では不動産（+4.7%→+72.3%）や電力（▲1.5%→+49.2%）、卸小売（▲2.4%→+35.4%）が増加した一方、その他非製造業（+41.5%→▲17.3%）が減少した。

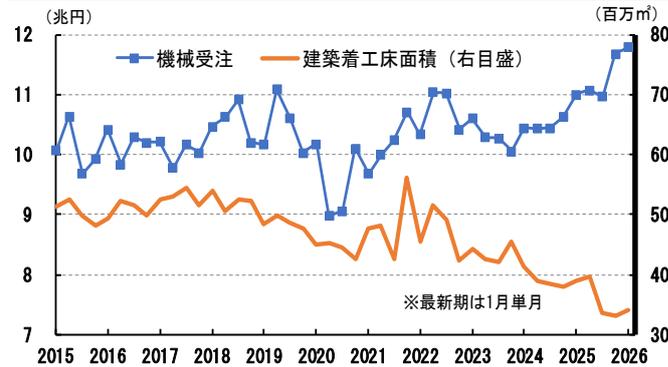
建設投資は、先行指標の建築着工床面積（民間・非居住用）が1月に前月比▲0.5%と2月ぶりに減少に転じた（12月は+15.1%）。ただ、10～12月平均に比べると1月は3.2%増加しており、1～3月期は3四半期ぶりに増加に転じる勢いである（7～9月期は前期比▲14.9%、10～12月期は▲1.6%、右上図）。「鉱工業」（10～12月期前期比+14.7%→1月の10～12月平均比▲5.0%）や「商業」（+39.3%→▲34.1%）は減少したが、「サービス」（▲12.6%→+19.6%）が増加した。

住宅投資：反動減からの持ち直しに一服感

先行指標の新設住宅着工戸数は1月に前月比▲0.1%と2か月ぶりに小幅な減少となった（12月+4.7%）。10～12月平均との比較でも1月は▲0.1%と増勢が一服した（右上図）。住宅着工は、2025年4月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で3月にかけて増加、その反動で4～6月期は大きく落ち込み、7～9月期以降は持ち直しつつあったが、その動きが一巡した可能性がある。

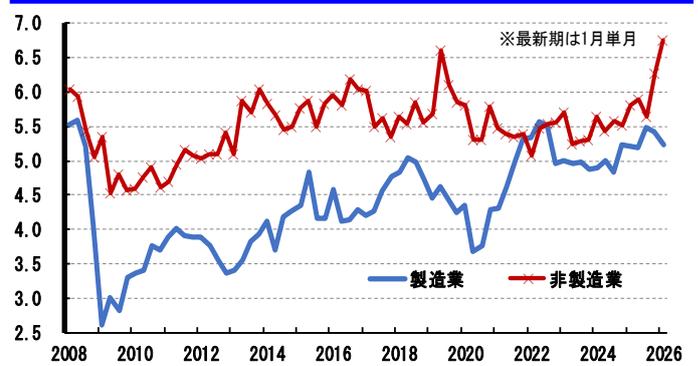
利用関係別には、「持ち家」（10～12月期前期比+4.5%→1月の10～12月期平均比+4.2%）や

機械受注と建築着工床面積（季節調整値、年率）



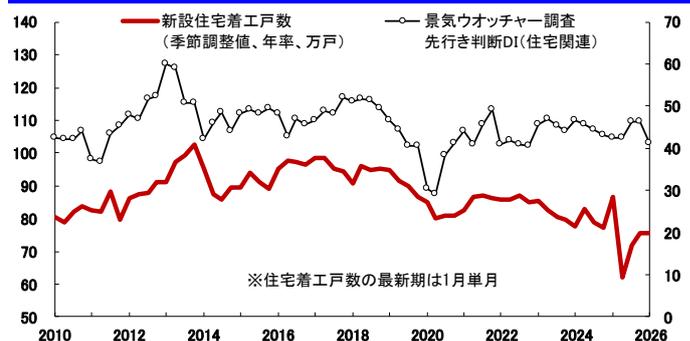
（出所）内閣府、国土交通省

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

「貸家」(+1.4%→+3.0%)は増勢を維持したが、「分譲」(+10.7%→▲7.8%)は落ち込んだ(右下図)。

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、2月に前月比+0.7ポイントと2か月ぶりに上昇したが、それでも1~2月平均は10~12月平均から5.0ポイント悪化している(前ページ右下図)。コメントをみると、全国的に建築単価の高止まりや住宅ローン金利の上昇、価格高騰による消費者の買い控えなどが悪化の要因として目立った。

インバウンド需要：中国の減少を他地域が補い底堅い推移

2月の訪日外国人数は、346.7万人となり、前年差+20.8万人と増加に転じ、2月としては過去最高を更新した(右図)。

国・地域別にみると、中国以外のアジア地域を中心に増加した。中国政府が日本への渡航自粛を呼びかけている影響で、中国(▲32.7万人)の大幅な減少が続いたが、韓国(前年差+23.9万人)、台湾(+18.6万人)、香港(+3.8万人)は、旧正月が昨年1月から今年は2月となったこともあり、いずれも2月としては過去最高を記録した。

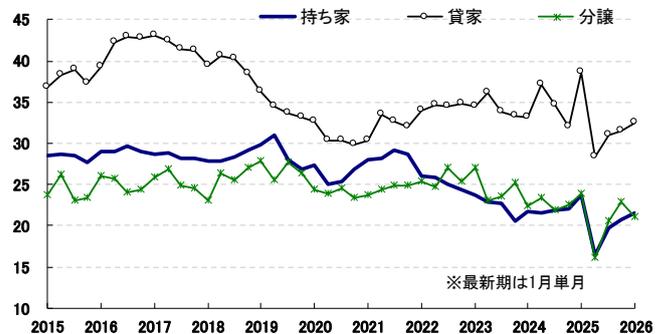
旧正月の影響を均すため1、2月の合計値を比較しても、訪日外国人数は全体で前年差+2.4万人と底堅く、中国の減少分を韓国、台湾、米国を中心とする地域が補う構図となっている。

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7,800億円程度、1月の8,195億円から減少した模様である。2月は欧米地域を中心に訪日外国人数(2月前月比▲0.6%)が減少したほか、為替相場が円高に振れたため1人当たり旅行支出も減少した(▲1.0%)したとみられる。

通関輸出：春節の影響を除けば持ち直し

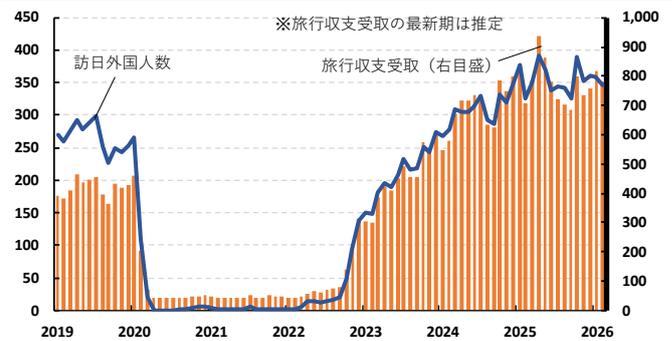
2月の輸出数量指数(当社季節調整値)は、中華圏の春節の時期ずれの影響で前月比▲5.6%と2か月ぶりに減少に転じた。ただし、1~2月平均では10~12月平均に比べ+4.7%と増勢を維持した。

住宅着工戸数の推移(季節調整値、年率、万戸)



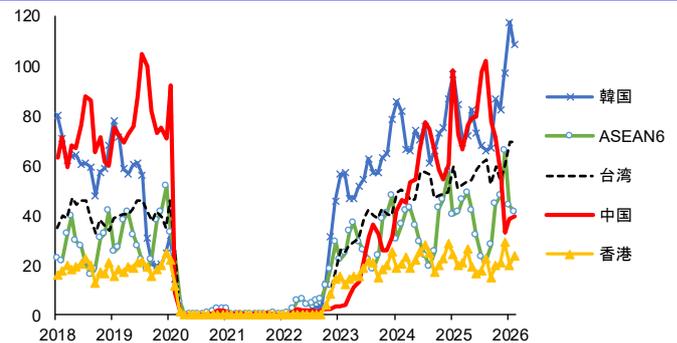
(出所)国土交通省

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

国別訪日外国人数の推移(万人)

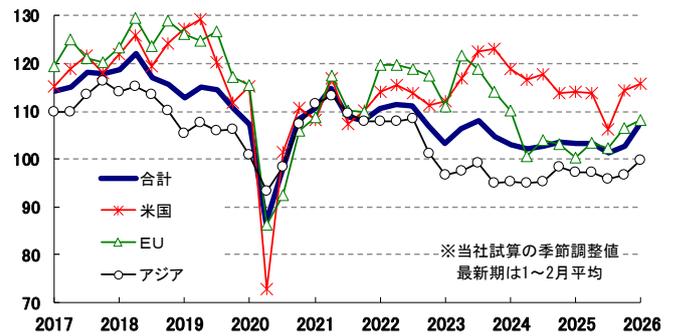


(出所)日本政府観光局

仕向け地別にみると（右図）、米国向け（10～12月期：前期比+7.9%→1～2月：10～12月平均比+1.1%）、EU向け（+4.4%→+1.3%）、アジア向け（+1.1%→+3.2%）とも増加傾向を維持した。アジア向けのなかでは、減少が続いていた中国向け（▲2.6%→+5.8%）が持ち直した。

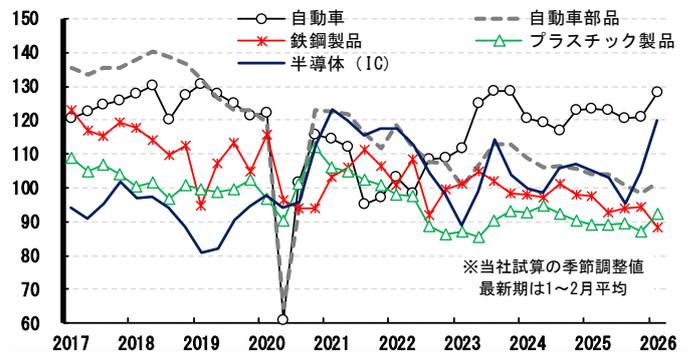
品目別にみると（右下図）、半導体（IC、10～12月期：前期比+9.7%→1～2月：10～12月平均比+14.6%）や自動車（+0.3%→+6.0%）が増勢を維持したほか、自動車部品（▲2.5%→+3.1%）、プラスチック製品（▲2.4%→+6.0%）が増加に転じた。一方、鉄鋼製品（+0.4%→▲6.4%）は減少に転じた。

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。