

経済金融 ウォッチ

2025年12月号

国内		1
米国		11
中国		19



前年を上回る 21.3 兆円規模の総合経済対策を策定

～根強い円安・金利上昇圧力～

南 武志

要旨

2025 年 7～9 月期は住宅投資や輸出が減少したことで 6 期ぶりのマイナス成長となった。10～12 月期には小幅ながらもプラス成長に戻る可能性があるが、25 年度下期を通じて物価高止まりやトランプ関税の影響が残ることから低成長状態が続くものと思われる。一方、26 年春闘でもしっかりと賃上げが実現すると予想され、物価の沈静化も本格化すれば消費の回復傾向は強まるだろう。

こうしたなか、政府は物価高対策を柱とする 21.3 兆円規模の総合経済対策を閣議決定したが、国債増発への警戒感から長期金利は一時 1.8%台まで上昇した。政府は「強い経済」実現に向けて、緩和的な金融環境の継続を求めているが、日銀からは追加利上げの環境は整ったとの認識が示されており、12 月会合では利上げが議題に上る可能性が高い。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2025年		2026年		
		11月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		0.478	0.45～0.80	0.45～0.80	0.45～0.80	0.45～0.80
国債利回り	20年債 (%)	2.810	2.60～3.00	2.60～3.00	2.60～3.00	2.60～3.00
	10年債 (%)	1.800	1.60～2.00	1.60～2.00	1.60～2.00	1.60～2.00
	5年債 (%)	1.325	0.95～1.45	0.95～1.45	0.95～1.45	0.95～1.45
為替レート	対ドル (円/ドル)	156.4	145～165	140～160	135～155	135～155
	対ユーロ (円/ユーロ)	181.1	170～190	165～185	160～180	155～175
日経平均株価 (円)		49,559	50,000±3,000	50,000±3,000	50,500±3,000	51,000±3,000

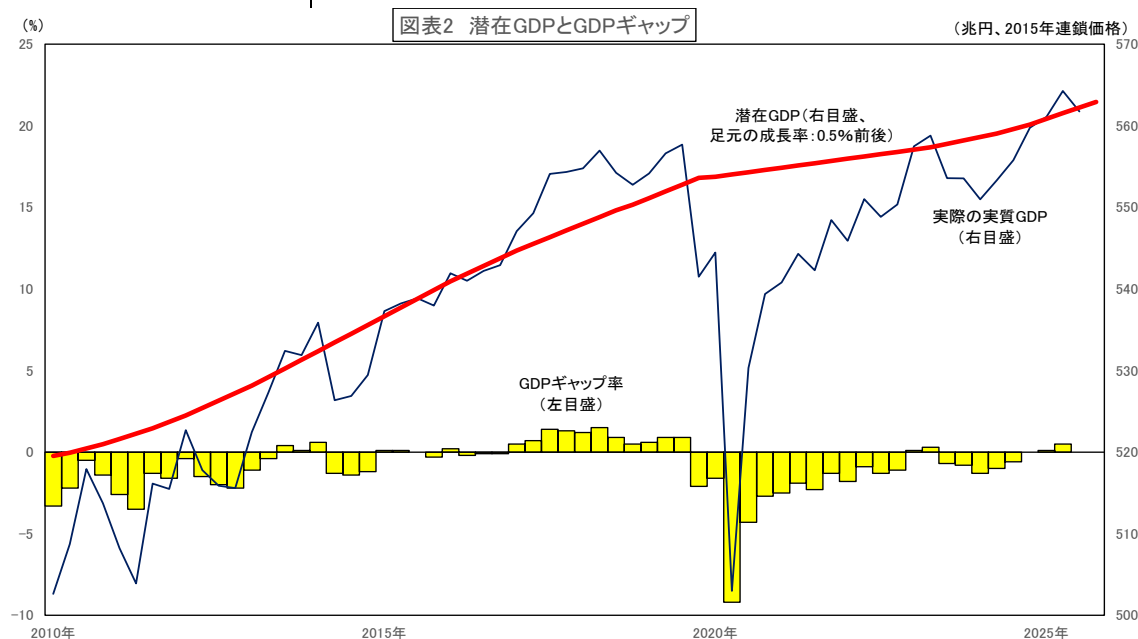
(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)
(注)実績は2025年11月26日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

21.3 兆円規模の総合
経済対策を閣議決定

喫緊の課題として物価高対策に迅速に取り組むとしてきた高市内閣は、11 月 21 日に事業規模で 42.8 兆円程度、国費規模 21.3 兆円程度にのぼる「強い経済」を実現する総合経済対策～日本と日本人の底力で不安を希望に変える～」を閣議決定した。この経済対策は、①生活の安全保障・物価高への対応、②危機管理投資・成長投資による強い経済の実現、③防衛力と外交力の強化、といった「3 本の柱」で構成されている。目玉である物価高対策の具体的な内容として、重点支援地方交付金の拡充、ガソリン税・軽油引取税の暫定税率廃止とそれまでの定額引下げ措置、電気・ガス料金負担軽減支援事業、物価高対応子育て応援手当（仮称、0.4 兆円）の支給などが盛り込まれた。これらの政策の裏付けとして一般会計歳出で 17.7 兆円規模

の25年度補正予算案を編成し、12月17日に会期末を迎える臨時国会で速やかな成立を目指す方針である。ちなみに、財源については前年度剰余金や税収上振れ分に加え、11.6兆円程度の国債増発で賄うと報じられている。政府は財政健全化の確保という面で、25年度補正後の国債発行額は前年度補正後（42.1兆円）を下回る見込みと説明している。とはいえ、25年度当初予算で28.6兆円の新規国債発行が計上されていることを踏まえると、実際の24年度分の発行額（決算では37.1兆円）を超える可能性があり、健全化には緩みが生じている。

また、これらの経済対策の効果として、実質GDPを24兆円程度押し上げる効果があり、年率換算すると成長率を1.4%程度押し上げるほか、消費者物価上昇率を年間で0.3ポイント、電気・ガス料金負担軽減支援事業の適用期間である26年2～4月はさらに0.4ポイント、それぞれ押し下げるとしている。



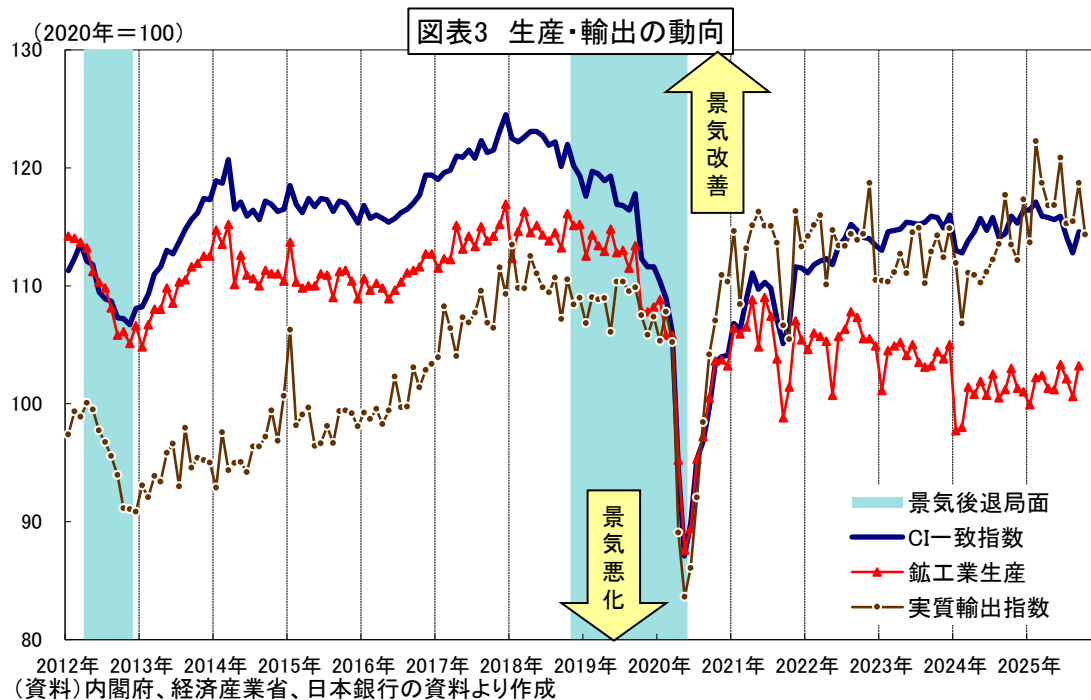
(資料)内閣府の資料より農林中金総合研究所作成

7～9 月期 GDP は 6 期 ぶりのマイナス成長

以下、足元の国内景気動向について確認したい。7～9 月期の実質 GDP は前期比▲0.4%（同年率▲1.8%）と 6 期ぶりのマイナス成長だった。GDP ギャップも僅かではあるが、3 期ぶりのマイナスとなった。内訳を見ると、民間企業設備投資が前期比 1.0%と底堅い推移となったものの、4 月に建築基準法が改正された影響（駆け込み需要の発生と反動減）によって民間住宅投資が同▲9.4%と激減したほか、トランプ関税の影響で輸出等が同▲1.2%となったことで、水準が押し下げられた。実質雇用

者報酬は前期比 0.5%と 2 期連続のプラスであったが、民間消費は同 0.1%の微増にとどまった。一方、GDP デフレーターは前年比 2.8%（前期比 0.6%）と上昇率は鈍化したものの、国内での価格転嫁の動きは定着している。

なお、12 月 8 日には第 2 次速報が公表されるが、現在の 2015 年基準から 2020 年基準に切り替わることになる。



9 月にかけて経済指標 は改善が見られた

月次指標を確認すると、9 月の景気動向指数・CI 一致指数は前月から+1.8 ポイントと 3 か月ぶりに改善したが、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた。また、内閣府が参考指標として公表する「景気を把握するための新しい指数」（9 月）も前月から+0.8 ポイントと 3 か月ぶりに上昇した。

ソフトデータからは景況感は引き続き回復した。10 月の景気ウォッチャー調査の「景気の現状判断」DI、「先行き判断」DI はいずれも 6 か月連続で改善した。現状判断については判断基準である 50 は下回ったままだが、先行き判断については 14 か月ぶりに 50 超となった。一方、S&P グローバル日本 PMI (11 月) では、製造業は 4 か月連続で判断基準となる 50 を下回ったものの、サービス業は 7 か月連続の 50 超と、業種によって乖離が目立つ。

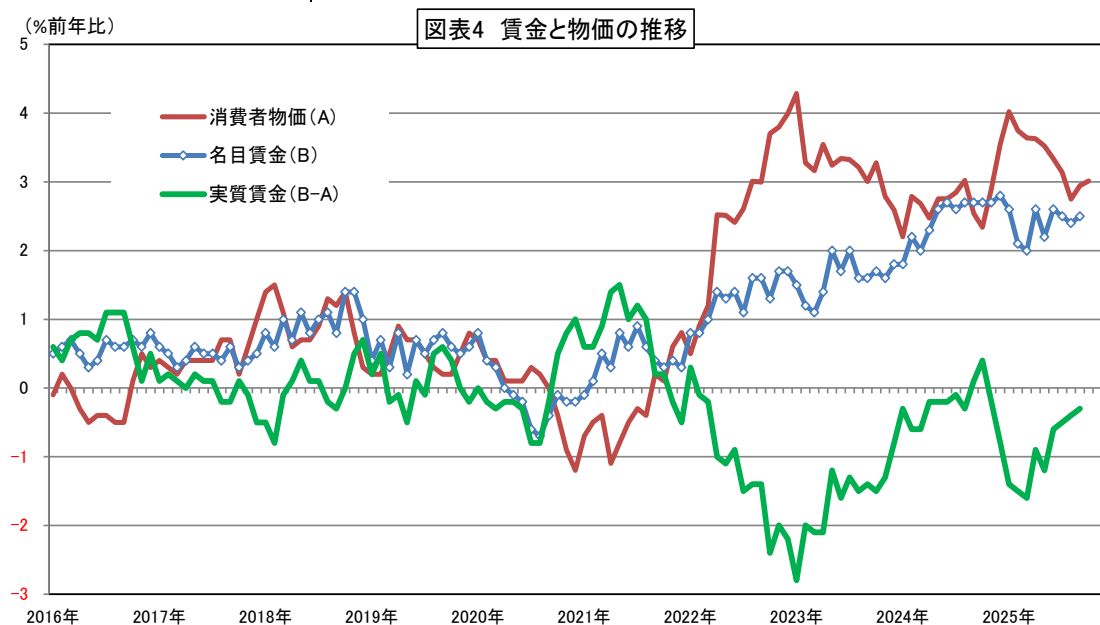
10 月は米国向け輸出 に改善が見られたが、

一方、10 月の実質輸出指数は前月比▲3.7%と 3 か月ぶり、同じく輸出数量指数も同▲0.4%と 2 か月ぶり、ともに減少

25 年入り後の実質輸出は減少傾向

した。トランプ関税の導入後、米国向け輸出は軟調に推移してきたが、10 月に関しては米国向けに持ち直しが見られた半面、EU 向け、アジア向けはやや不調であった。しかしながら、米国向け輸出が持ち直しに転じたことを裏付ける要因は乏しく、一時的な要因であると思われる。なお、輸出物価統計によると、北米向け乗用車は契約通貨ベースで前年比▲13.6%と、同▲20%前後で推移した 5～9 月と比べて下落率が縮小しており、関税率が引き下げられた（27.5%→15%）影響が出ているようにみえる。

一方、9 月にかけては生産関連の統計に持ち直しが見られたが、総じて足踏みしている状況に変わりはない。9 月の鉱工業生産は前月比 2.6%と 3 か月ぶりに上昇、7～9 月期としても微増ながらも 2 期連続のプラスとなった。また、9 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比 4.2%と 3 か月ぶりに増加した。



(資料)内閣府、総務省統計局 (注)賃金は「毎月勤労統計」一般労働者・所定内給与を使用。

実質賃金の前年比マイナス幅が縮小、非耐久財中心に消費は鈍い

9 月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比 2.1%、このうち基本給に相当する一般労働者の所定内給与は同 2.5%と、増加基調を維持している。しかし、物価高止まりの影響で実質賃金は減少が続いている。現金給与総額ベースで同▲0.7%と 2 か月連続、一般労働者の所定内給与ベースも同▲0.3%と 11 か月連続で、いずれも下落した。なお、マイナス幅は徐々に縮小しているのも確かである。

経済見通し：しばらくは低成長状態

一方、消費関連指標の改善ペースはなかなか上がってこない。9月の総消費動向指数は前月比0.1%と11か月連続のプラスながらも、直近ボトム（24年1月）からは年率1.3%のペースでの推移であり、加速感は見られない。また、9月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）も同0.5%と3か月ぶりに上昇した。サービス消費は2か月連続で上昇したが、非耐久財は弱含みが続いている。

以下、国内景気の先行きを展望したい。足元10～12月期については、住宅投資のマイナス寄与が解消されるとみられるほか、民間企業設備投資などの底堅さもあり、小幅ながらもプラス成長に戻るものとみられる。リセッション入りと見做される2期連続のマイナスは回避されるだろう。ただし、25年度末にかけては低成長状態から抜け出せないだろう。

一方、高齢者や女性の労働力化率の上昇余地は小さくなっており、人手不足の強まりによって26年春闘も堅調な内容が見込まれる。こうしたなか、26年入り後には物価上昇率の鈍化が明確になり、前年比マイナスが続いた実質賃金もプラスに転じ、徐々に民間消費を活性化していくと思われる。拡張的な財政運営も国内景気をサポートするだろう。一方、トランプ関税の悪影響はしばらく残り、26年度上期にかけて輸出は減少が続くものの、26年度下期にはそうした悪影響が弱まるものと予想される（詳細は11月21日公表の『2025～26年度改訂経済見通し』を参照のこと）。

物価動向：全国コアCPIは前年比3.0%へ再加速

10月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比3.0%と2か月連続で上昇率が拡大した。コメ価格は同40.2%と高騰が続いているが、9月（同49.1%）からは鈍化するなど、ベース効果が一巡しつつあり、上昇率の押し下げに寄与している。生鮮食品を除く食料でも前年比は7.2%へ鈍化、前年比上昇率を0.09ポイント押し下げた。電気・ガス料金（電気・ガス料金負担軽減支援事業）は負担軽減措置がされているにもかかわらず、前年比はプラスのままであり、エネルギー全体で同2.1%と上昇が続いた。

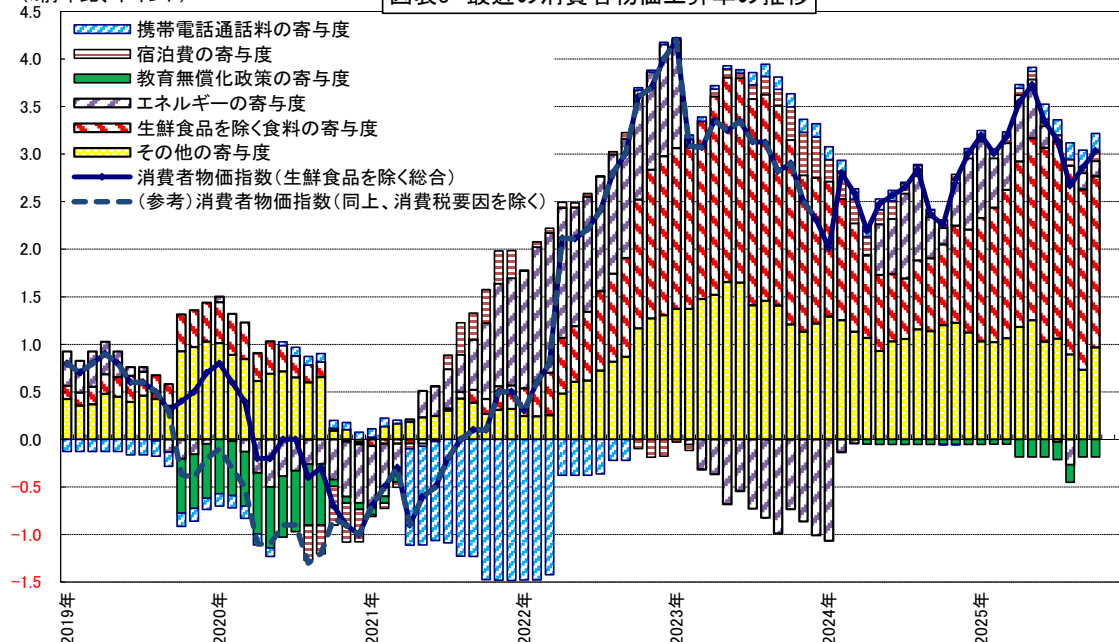
また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」も同3.1%と9月（同3.0%）から再加速した。一般サービスは同2.2%、宿泊費を除くベースでも同1.9%と、サービス価格が上昇傾向にあることも確認できる。

物価見通し：25年度末には2%台前半に鈍化と予想

先行きについては、前年の電気・ガス料金の負担軽減措置の反動が出ることから、11月分でエネルギーは物価押し上げ要因になりそう。また、夏場以降は円安が進行するなど、輸入物価が再び高まりつつある。一方で足元の原油価格（WTI 先物、期近）はOPECプラスによる増産もあり、50ドル/バレル台後半で推移している。与野党でガソリン税・軽油引取税の暫定税率が合意、既に価格補助が拡大し、物価を押し下げつつある。高止まりが続くコメも先行きベース効果が剥落していくとみられる。12月以降、物価上昇率は鈍化傾向が強まり、年度末には2%台前半となるだろう。

(%前年比、ポイント)

図表5 最近の消費者物価上昇率の推移



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

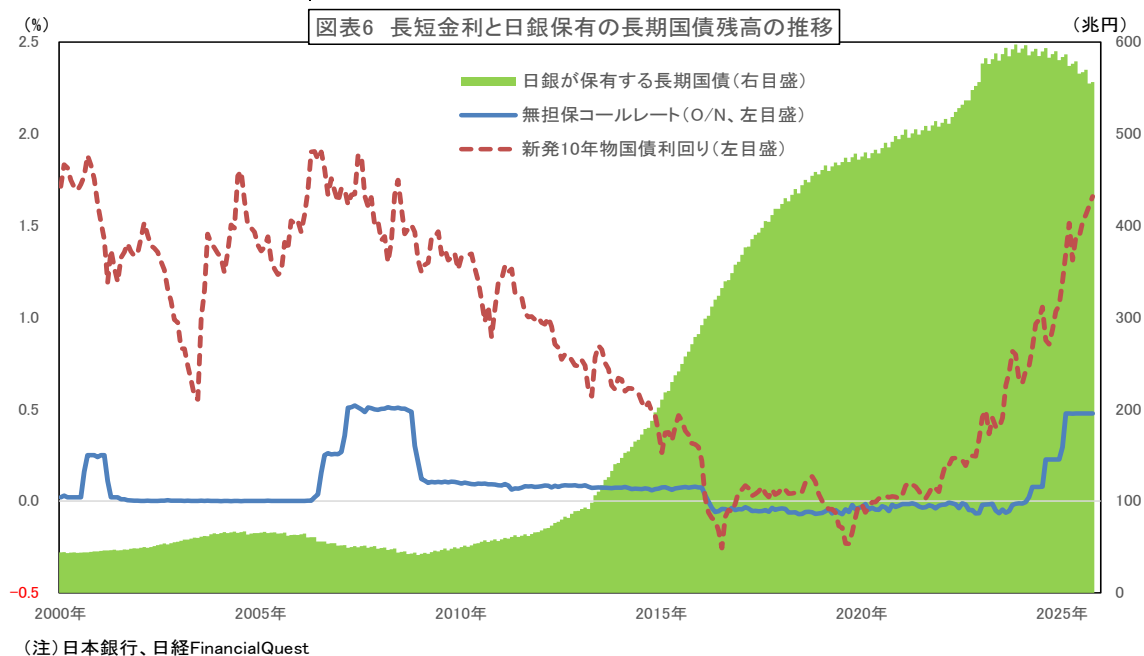
金融政策：10月会合でも政策金利据え置きを決定

日本銀行は10月29～30日に開催した金融政策決定会合において政策金利の据え置きを賛成多数で決定した。前回9月会合に続き、物価が上がらないノルムが転換し、「物価安定の目標」の実現が概ね達成された（高田審議委員）、もしくは物価上振れリスクが膨らんでいる中、中立金利にもう少し近づけるため（田村審議委員）、といった理由で、無担保コールレート（0/N）の誘導水準を0.75%程度に引き上げるといった議案が2つ提出されている。

今後の金融政策運営については、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、「展望レポート」で示すような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価

情勢の改善に応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくとの考えを示している。

その後、11月に入り、利上げに賛意を示した2名の審議委員以外からも、利上げを容認する意見が出ている。小枝審議委員は、日本の実質金利はマイナスであり、他国と比べても明らかに低く、仮にそのマイナス幅が少し縮んだとしても、緩和的な環境のもとで消費や投資は刺激され続ける可能性は高いと述べている。また、基調的な物価上昇率は2%程度になっているとの認識も示した。増審議委員も、追加利上げの環境はもう整っており、26年春闘の結果を待つ必要はないとしている。日銀は利上げに向けた地均しをしているようにみられる。



12月会合での利上げの可能性高まる

他方、高市内閣は「強い経済」構築を目指す上で、緩和的な金融環境の維持を求めているとみられる。政治的な配慮で日銀が政策正常化を進めることができないと、マーケットでは円安圧力が燐り、物価上昇圧力がかかり続ける可能性がある。そうした状況は物価高対策を最優先課題としている政府にとって不都合といえるだろう。こうしたなか、植田日銀総裁は高市首相や片山財務相、城内経済財政相といった経済閣僚と会談したが、政府側からは利上げに対する反対は出なかった模様だ。

以上を踏まえると、早ければ12月会合において日銀は追加利上げに踏み切る可能性があると予想する。

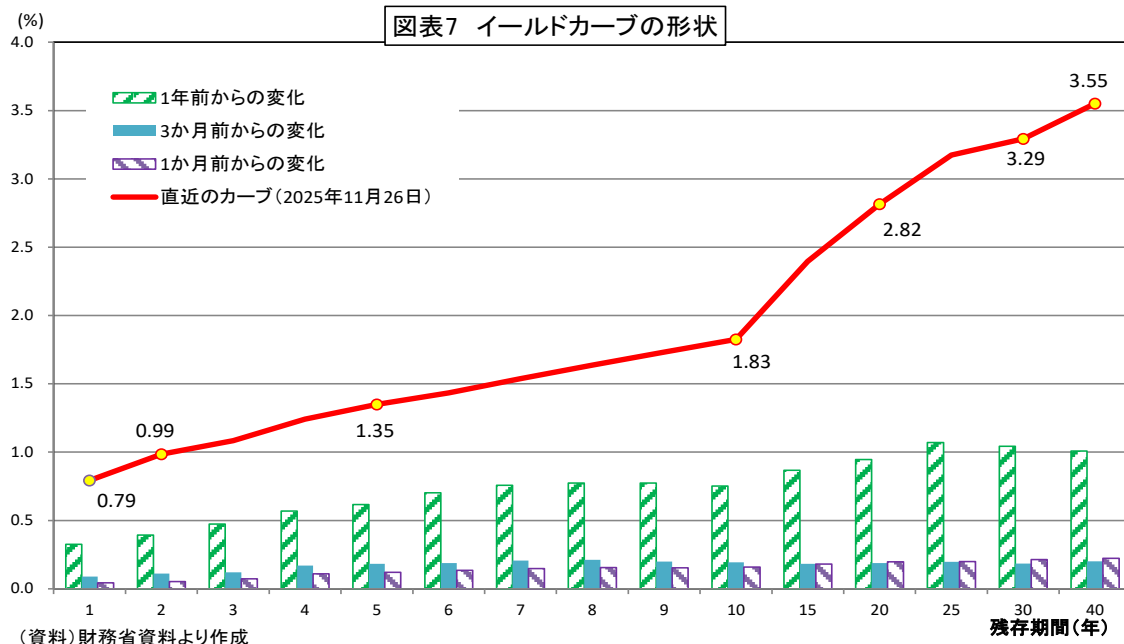
金融市場：現状・見

高市内閣の経済政策、米国の利下げ継続などへの期待感、さ

通し・注目点

らには折からの AI ブームもあり、日米の株式市場は史上最高値を断続的に更新したが、その後はスピード調整的な動きとなっている。一方で、債券市場では国債増発への警戒から金利上昇が続いたほか、為替レートも円独歩安状態となった。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。



財政悪化懸念から 長期金利は一時 1.8%台に上昇

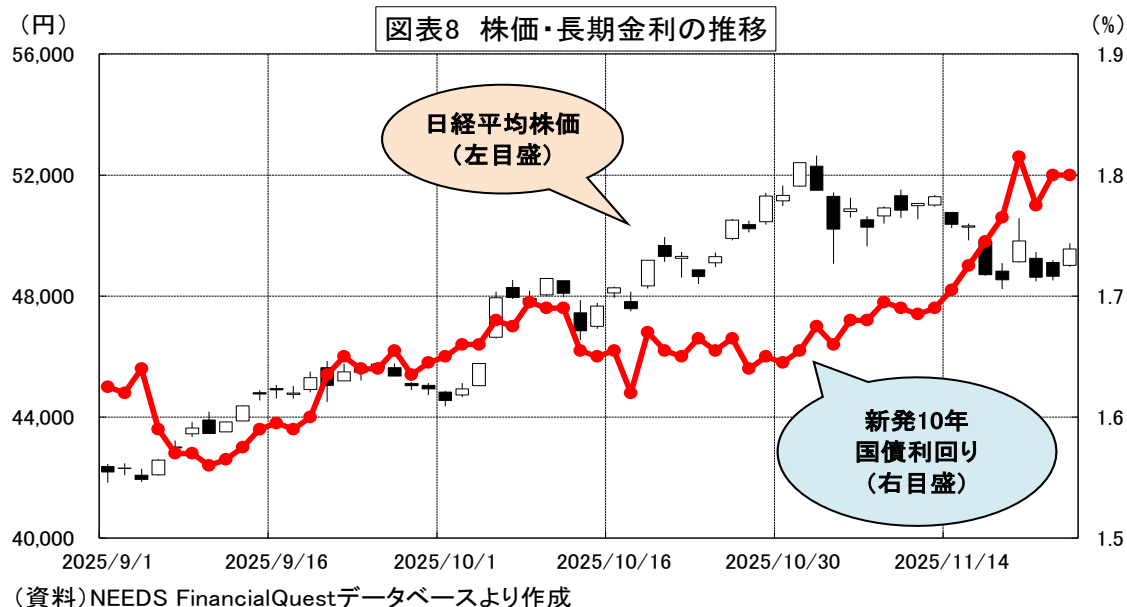
長期金利には上昇 圧力がかかる

① 債券市場

トランプ関税によって米国のインフレ懸念が再燃したほか、大規模な物価高対策によって財政赤字が膨らむとの警戒感が高く、25年度入り後の長期金利（新発10年物国債利回り）は上昇傾向をたどっている。6月には財務省や日銀が金利上昇に配慮した施策を打ち出し、マーケットに安心感を与えたことで、7月初めには1.4%割れの水準まで低下した。しかし、金利低下は一時的で、参院選での連立与党惨敗で拡張的な財政政策運営が現実味を帯びたほか、日銀の追加利上げが意識され、長期金利には上昇圧力がかかった。10月上旬には高市氏が自民党総裁に選出されたことで、日銀の早期利上げ観測が後退した半面、国債増発懸念が高まったことで長期金利は大きく上昇、一時08年6月以来となる1.835%となった。

「強い経済」の実現に向けて、高市首相は「責任ある積極財政」に加え、日銀に対して緩和的な金融環境を継続することを求めていると見られている。しかし、行き過ぎた金融緩和は円

安圧力につながり、輸入インフレをもたらすリスクもある。日銀は利上げ継続の姿勢を維持しており、近い将来、利上げに踏み切る可能性がある。加えて、25年度補正予算編成に当たっては、冒頭でも触れたように、10兆円超の国債増発も想定されている。当面は長期金利には上昇圧力がかかるだろう。



一時 50,000 円の大台乗せとなった日経平均株価は調整局面

② 株式市場

トランプ関税による輸出製造業の業績悪化への警戒が続くなか、拡張的な財政政策運営が国内景気を刺激するとの見方が強まったこともあり、7月下旬以降の日経平均株価は史上最高値を断続的に更新する状況となった。8月上旬には米雇用統計の悪化で一時 40,000 円を割る場面もあったが、4～6 月期 GDP などの堅調さが評価され、8月中旬には 43,876 円と史上最高値（当時）を更新した。その後も、米国の利下げ再開や高市内閣の経済政策運営への期待が高まり、10月下旬には初の 50,000 円台に到達した。なお、株価は 11 月 4 日に 52,636 円の史上最高値（ザラ場）を更新したが、その後 AI ブームへの懐疑的な見方が浮上したほか、日中関係の悪化などもあり、直近は 50,000 円を割り込んで推移している。

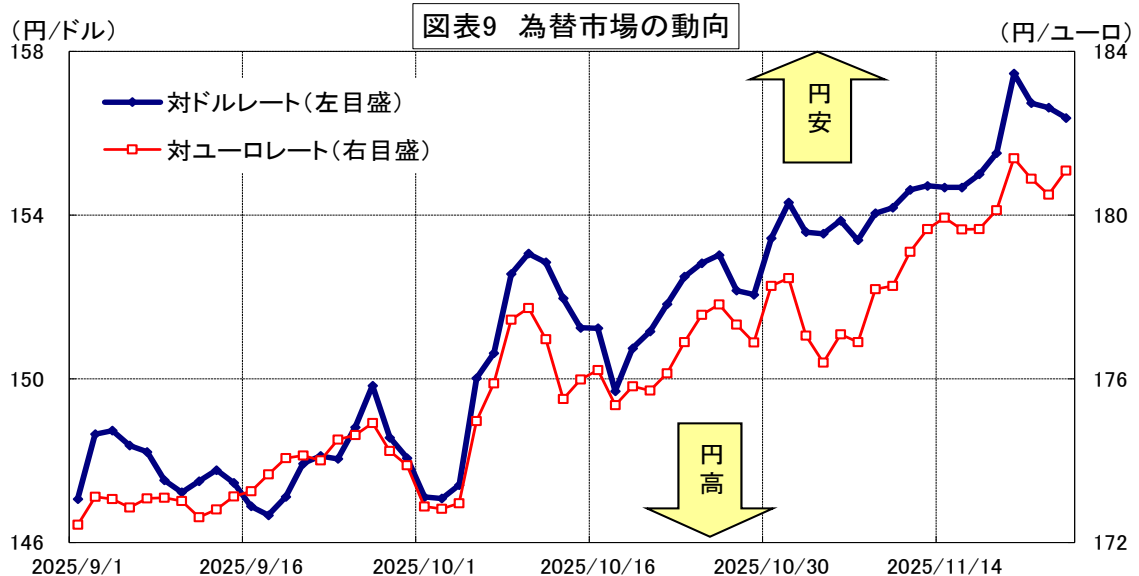
10 月にかけての株価上昇ペースが速すぎたことで、目先はスピード調整的な動きが続くほか、米国・中国依存度が高い業種の業績を見極める動きも株価抑制に働く可能性がある。一方、総合経済対策による景気押し上げへの期待感は根強いことから、26 年にかけても底堅く推移するだろう。

根強い円安圧力

③ 外国為替市場

参院選での連立与党惨敗を受けて8月初めに政局流動化リスクが意識されたことで円安圧力が高まり、ドル円レートは一時4か月ぶりに1ドル150円台となった。その後、10月初頭にかけては、日米の金融政策運営などを材料に147円前後で推移した。しかし、高市氏が自民党総裁に選出されたことで日銀の利上げは後ずれするとの観測が浮上したほか、拡張的な財政政策運営によって円売りが強まるとの見方から円安が進行、10月中旬には一時157円台となった。直近は12月FOMC（米連邦公開委員会）での利下げへの思惑からやや円高方向に戻したものの、円安圧力は根強い。

先行きについては、26年にかけて米国が利下げを続ければ日米金利差はさらに縮小するが、日本の財政拡大は円売りにつながるとの見方は根強く、しばらく円安が続くだろう。



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注) 東京市場の17時時点。

ユーロは180円台

ユーロの対円レートは、25年入り後はほぼ一貫して円安ユーロ高が進行、足元1ユーロ=180円台と過去最高値圏での推移となっている。欧州中央銀行（ECB）は25年6月に利下げして以降は政策金利を据え置いている。インフレは沈静化しており、利下げの打ち止め感が出ている。

高市内閣による拡張的な財政政策運営が円安につながっているとの見方もあり、しばらくは円安が続くだろう。

(25.11.26 現在)

9 月時点では持ちこたえている労働市場

～連邦政府機関閉鎖は 43 日で終了～

佐古 佳史

要旨

連邦政府機関閉鎖が解除されたことで、延期されていた経済指標が徐々に公表されているが、依然として重要な指標を入手できない状況が続いている。

これまで公表されていた関連統計から、労働市場悪化の程度が主要な焦点となっていたが、9 月の雇用統計によると、大幅な悪化は回避できていると判断できそうだ。また、消費者マインド調査からは、物価高に対する不満がみられると同時に景況感が悪化している。

こうしたなか、最新の雇用統計や消費者物価指数が入手できないこともあり、12 月 FOMC での利下げは見送られるのではないかと、現時点では予想する。

43 日間続いた連邦政府機関閉鎖

過去最長の 43 日間続いた連邦政府機関閉鎖は、26 年 1 月 30 日までのつなぎ予算が合意されたことで、11 月 12 日に終了した。この過程で、民主党上院議員数名が独自に共和党と協議し、最終的に造反したことで、民主党は医療保険補助金延長などをめぐって共和党から譲歩を引き出すことができなかった。

10 月 1 日から 11 月 12 日まで続いた連邦政府機関閉鎖の影響によって、本稿執筆時点では依然として 10 月雇用統計（事業所調査のみ 12 月 16 日公表予定）、10 月消費者物価指数（CPI、一部のみ 12 月 18 日公表予定）、7～9 月期 GDP（12 月 23 日公表予定）などの主要な経済指標が公表されていない。

労働市場：大幅な悪化は回避

まず、20 日に公表された 9 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月から 11.9 万人（事業所調査）、3 か月平均では同 6.2 万人の増加となった。失業率は同 0.1 ポイント上昇し、4 年ぶりの水準である 4.4%となった。これまで労働市場の減速が警戒されていたが、9 月の雇用統計からは、労働市場の大幅な悪化は回避できていると判断できる。また、シカゴ連銀による失業率予測では、10 月は 4.46%、11 月は 4.44%となっている。

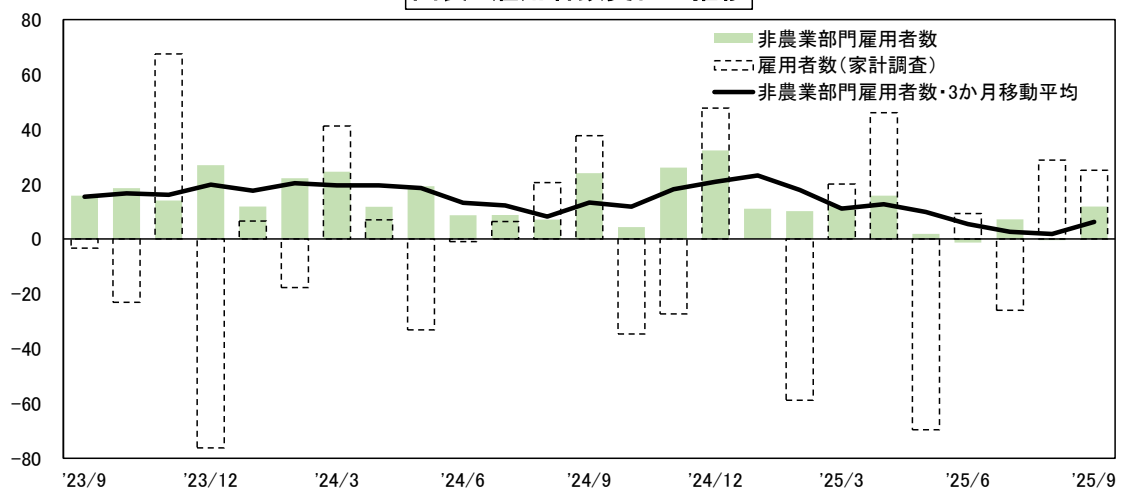
10 月分については家計調査の実施ができなかったことから、労働統計局は、事業所調査に基づく非農業部門雇用者数のみを、11 月の雇用統計と合わせて公表する予定となっている。このため、10 月の失業率は欠損値となりそうだ。

経済指標の公表が通常通りであればあまり重要視されないものの、10月のチャレンジャー人員削減計画では、企業の人員削減が約20年間で最多となり、労働市場の悪化が警戒された。一方で、内訳をみると1～10月までの理由別雇用削減発表数が、全体1,099,500人の内、DOGE（政府効率化省）とDOGE関連が314,729人と最多であり、市況・景況を理由とする削減発表数は229,331人、AIは48,414人となった。このため、足元の労働市場の悪化は景気やAIの影響というよりも、政府部門の人員削減の影響が大きいと思われる。

10月のニューヨーク連銀調査における、「仮に今失業した場合、3か月以内に就職できる確率」は同▲0.6ポイントの46.8%となった。同指数は8月に統計開始以来の最低値である44.9%を記録した。また、「1年以内に失業する確率」は▲0.9ポイントの14.0%、「1年後の失業率が今より高くなる確率」は同1.4ポイントの42.5%となり、労働市場の評価はまちまちな印象となった。

(万人、前月差)

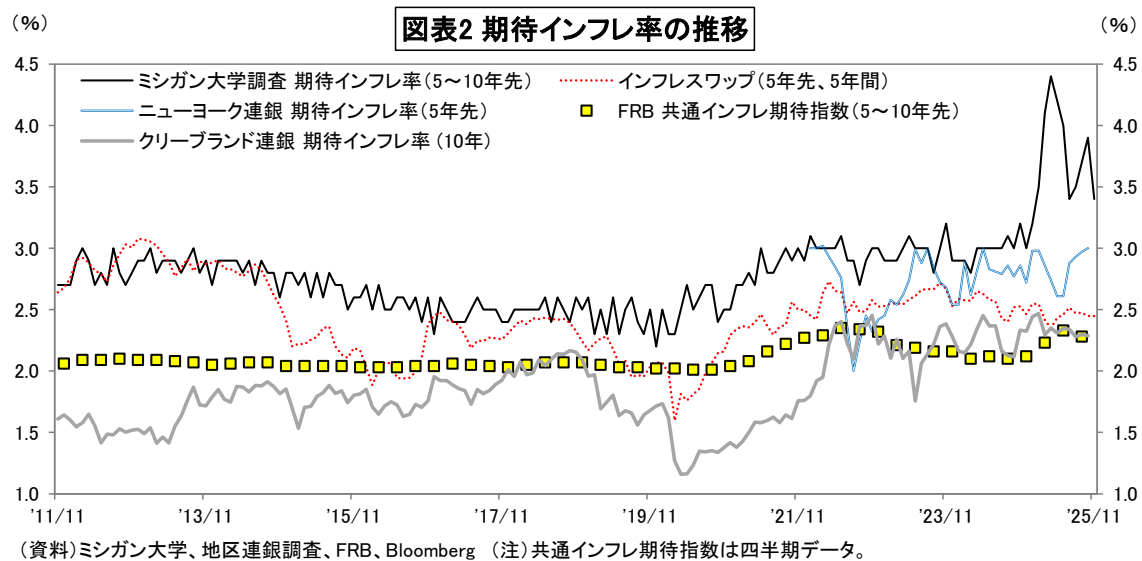
図表1 雇用者数変化の推移



(資料)米労働省統計局、LSEG (注)25年1月の家計調査は年次改定の影響が大きいため省略。

落ち着いている期待インフレ率

続いて、期待インフレ率の動きを確認すると、10月のニューヨーク連銀調査では、1年先期待インフレ率が前月比▲0.2ポイントの3.2%、3、5年先は変わらずの3.0%となった。また、10月のミシガン大学調査（速報値）では、1年先は同▲0.1ポイントの4.5%、長期は同▲0.5ポイントの3.4%となった。全体としては、期待インフレ率は落ち着いている。



関税の影響がみられる生産者物価指数

CPI は先月同様 9 月分が最新値となる。総合が前年比 3.0%（前月比 0.3%）、食料とエネルギーを除くコアは同 3.0%（同 0.2%）となった。関税の影響もあり財のインフレ率は加速気味ではあるが、全体的には前年比 3%前後での推移となっている。インフレ率は高止まりしているものの急加速は回避できている。

9 月の生産者物価指数（PPI、最終需要区分、11 月 25 日公表）を確認すると、総合はエネルギー価格の上昇に伴い前年比 2.7%（前月比 0.3%）と前月比で見れば加速した。一方で、食料・エネルギー・輸送を除くコアは同 2.9%（同 0.1%）となり、前月比では 4 か月ぶりの低い伸びとなった。また前年比はいずれも変わらずとなった。関税の価格転嫁はゆっくりと進んでいるとみられる。

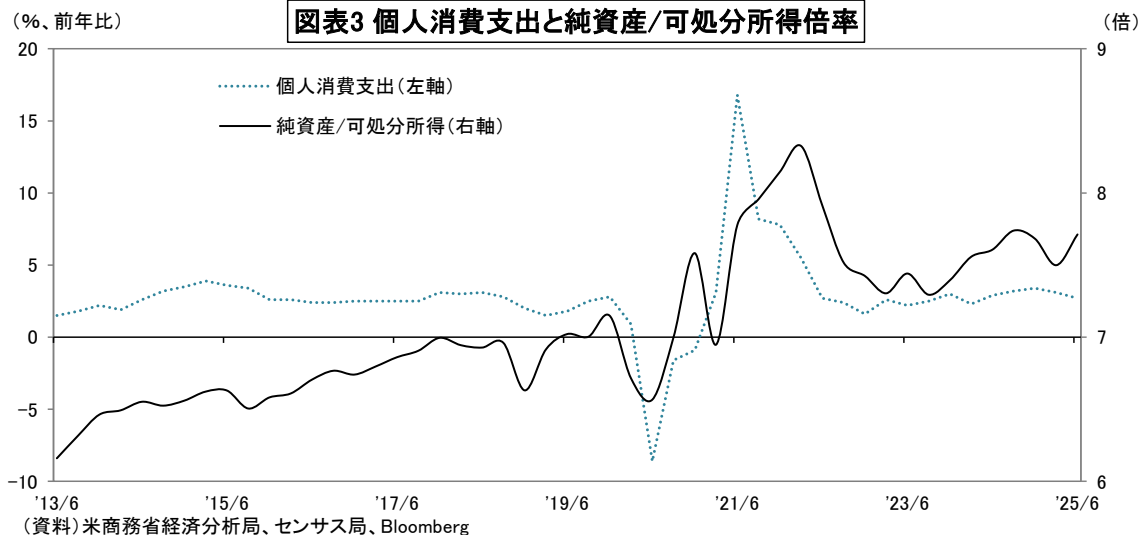
7～9 月期の個人消費は底堅い

9 月の個人所得・支出統計は 12 月 5 日に公表予定のため、現時点では、8 月の実質個人消費支出が最新となる。個人消費の内、財消費は前月比 0.7%（前年比 4.2%）、サービス消費は同 0.2%（同 2.1%）、全体としては同 0.4%（同 2.7%）となり、前月比で見れば 3 か月連続で増加し底堅い内容となった。

また、9 月の小売売上高（11 月 25 日公表）は前月比 0.2%となり、7、8 月の同 0.6%から鈍化したが、7～9 月期としては前期比 1.5%と堅調に推移したといえるだろう。

こうした個人消費支出の底堅さの理由としては、富裕層や高所得層による、資産効果の影響を受けた旺盛な消費が考えられ

る。一方で、コロナ禍以降みられた、低所得層の名目賃金上昇ペースは大幅に鈍化しており、消費拡大効果は限定的だろう。足元の、労働市場の急速な悪化や自動車ローン市場の悪化などが、消費の減速とあまり連動していない一因と考えられる。



消費者マインド調査からは、物価高や経済状況についての言及がみられる

11月のミシガン大学消費者マインド(確報)は、10月から小幅な低下にとどまった。ミシガン大学からは、消費者は物価の高止まりと所得の伸び悩みに依然として不満を抱いていることや、直近の株式市場の下落が富裕層グループの景況感の悪化につながった可能性が高いことなどが報告された。

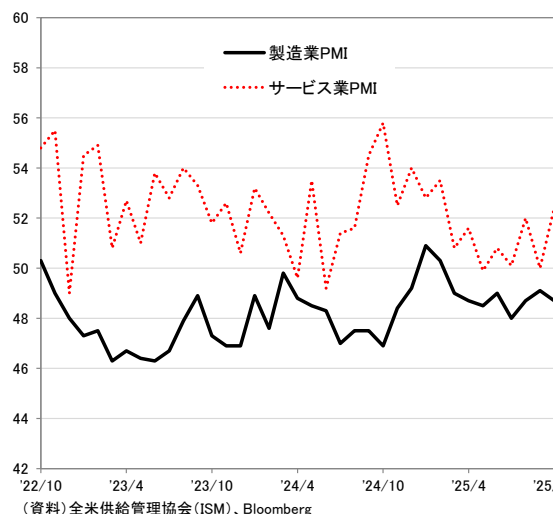
一方で、11月のカンファレンスボード消費者マインドは、10月から7%低下した。消費者は、雇用、所得、経済状況について、現在と将来の両方で信頼感が低下しており、これは政府機関閉鎖が原因である可能性があることがあわせて報告された。

引き続き雇用の減速が警戒されるISM指数

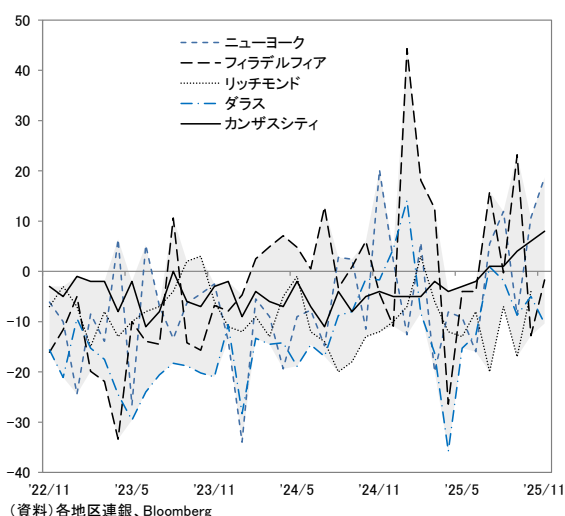
10月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から▲0.4ポイントの48.7%と、判断基準となる50%を8か月連続で下回り、製造業の縮小局面を示した。サービス業指数は同+2.4ポイントの52.4%と2か月ぶりに拡大局面を示した。

価格指数については、製造業が同▲3.9ポイントの68.0%、サービス業は同+0.6ポイントの70.0%となり、いずれも上昇傾向が継続している。雇用指数については、製造業が同+0.7ポイントの46.0%と9か月連続で縮小傾向を示唆し、サービス業も同+1.0ポイントの48.2%と5か月連続で縮小傾向となった。全体としては、ISM景況指数からは雇用の減速が警戒される。

図表4 ISM景況感指数の推移



図表5 地区連銀製造業景況指数



景気の先行き：底堅さが維持できる見込み

さて、以下では景気の先行きを考えたい。まず関税については平均関税率が 20%程度まで上昇するが、大規模な対抗関税は回避できる見込みである。経済効果についての様々な試算値から判断すると、関税による GDP 成長率の下押しは 0.5 ポイント程度と見積もられる。

他方、TaxFoundation は減税・歳出法が 25 年から 28 年にかけて GDP をそれぞれ 0.2、1.2、1.4、1.5 ポイント押し上げると試算している。関税の影響は見通しづらい一方で、徐々に減税・歳出法の景気拡張的な効果が強まると見込まれるため、景気の底堅さを維持できそうだ。なお、米議会予算局は 6 週間の連邦政府機関閉鎖が 10～12 月期 GDP に対して前期比年率 1.5%ポイントの下押し効果を、26 年 1～3 月期 GDP に対して同 2.2 ポイントの押し上げ効果を持つと推計している。

インフレ率については、関税と減税政策、AI 関連インフラ投資と電力需給のひっ迫などが上昇圧力となる。関税の価格転嫁は緩やかに進展すると見込まれており、現時点では 25 年のコア PCE デフレーターに対して、前年比でみて 0.2～0.3 ポイント程度の上昇圧力となっている。物価への影響は小幅だが長期化しそうだ。

また、相互関税から一部食料品を除外するなど、トランプ政権であっても物価高騰を無視できない状況となっている。

追加利下げを決定した 10 月 FOMC

10 月 28、29 日にかけて開催された米連邦公開市場委員会 (FOMC) は、政策金利の誘導目標を 25bp 引き下げ、3.75～4.00% とすることを、賛成 10、反対 2 で決定した。全体としては、金

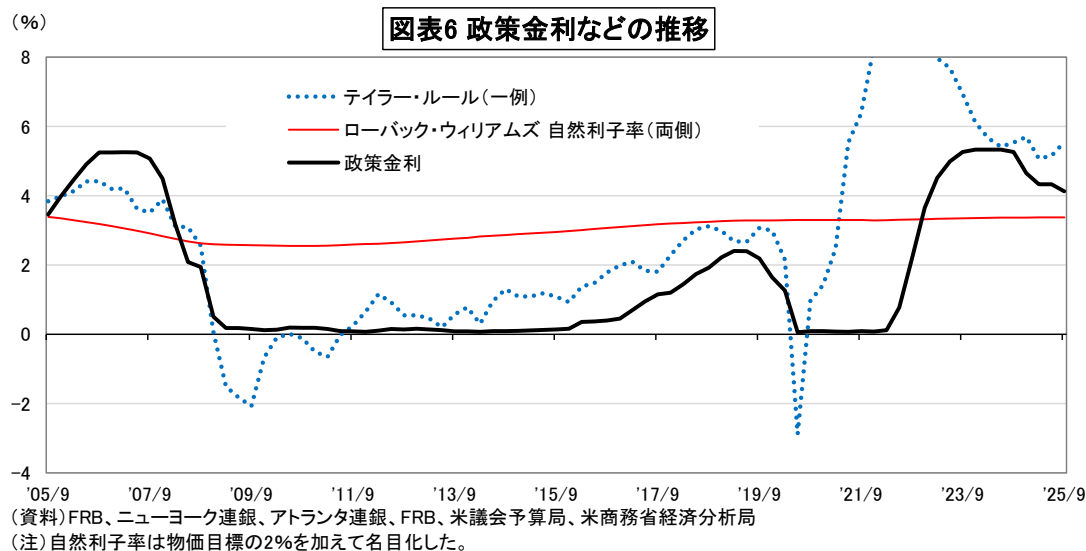
データ不足の中で 迎える 12 月 FOMC

融政策は依然として引き締め方向ではあるものの、その程度は小幅なものと評価できる。

FOMC 後の記者会見にてパウエル FRB 議長は、①米国経済は堅調に推移している可能性が考えられること、②労働需要が弱まっていること、③関税によるインフレ率の加速は短期的なものであると想定していること、④12 月の政策決定（利下げ）については意見が分かれており、既定路線ではないこと、⑤銀行と金融システムに過剰なレバレッジはみられないことなどについて言及した。市場は 12 月利下げをほぼ織り込んでいたため、④はややサプライズとなった。

12 月 FOMC (9～10 日) は、最新の雇用統計や CPI、GDP などの公表前に行われることに加えて、労働市場が大幅に悪化しているわけではないことやインフレ率の高止まりが依然として問題と認識されていることなどから、政策金利の据え置きを予想する。経済指標が公表されるにつれて利下げが妥当と判断される場合は、26 年 1 月 FOMC で利下げを決めれば良いと思われる。なお、FF 金利先物市場では 27 日現在、12 月 FOMC での 25bp 利下げが 80%程度織り込まれている。

こうしたなか、地区連銀報告書（26 日公表）では、足元の数週間にかけて、①雇用のわずかな減少と②物価の緩やかな上昇、③経済活動がほとんど変化しなかったこと、④企業はレイオフの増加ではなく採用凍結と自然減で雇用を調整していること、⑤製造業と小売では関税によるコスト上昇がみられること、⑥高所得層以外の消費が弱まったことなどが報告された。



長期金利：方向感を欠く展開を予想

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では10月29日、パウエルFRB議長が12月FOMCでの利下げは確実ではないと述べたことで長期金利（10年債利回り）は前日から10bp上昇の4.08%となった。11月5日は堅調な内容となったADP雇用統計を受け4.16%へ上昇したものの、以降は、労働市場の悪化が再び警戒されたことや、12月FOMCでの利下げをめぐってFOMC参加者の発言を消化するなかで、長期金利は方向感を欠く展開となった。足元では、経済指標の弱含みや次期FRB議長の有力候補にハセツ・国家経済会議委員長が浮上したとの見方から長期金利の低下が続き、11月末は4%を下回った。

先行きについて考えてみると、12月FOMCで利下げが見送られるとの想定に基づき、長期金利は方向感を欠く展開が続くと予想する。



株式市場：上値の重い展開が続くと予想

株式市場は、トランプ政権による4月2日の相互関税発表で急落した後、関税の延期や免除、各国との交渉の継続姿勢などが好感され株価は徐々に回復してきた。ダウ平均は6月末に44,000ドルを回復した後、7月は概ね横ばいとなった。8月以降は、FRBの利下げ観測や通商政策に対する楽観的な見方、好決算などを背景に再び上昇基調となり、最高値更新が続いた。

10月10日は、トランプ大統領が対中関税を大幅に引き上げること検討していると発表したことでダウ平均は1.9%の下落となったが、その後米中通商対立が緩和したことで、再び上昇基調となった。ダウ平均は11月12日に史上最高値を更新し、終値で48,254.82ドルをつけた。

しかし、11 月半ば以降 AI 関連企業の割高なバリュエーションへの警戒感が高まったことや、12 月 FOMC 利下げ織り込みの剥落などが意識され始めたことをきっかけに、調整局面が続いている。AI ブームの中心的企業と目されるエヌビディアの決算（19 日）は好調な内容だったものの、かねてから AI 関連企業間での循環取引が懸念されていたこともあり、エヌビディアの売掛金増加が一部で嫌気された。

先行きについては、引き続き AI 関連企業のバリュエーションや取引内容、巨額の設備投資、AI 開発を行う OpenAI の資金繰りと事業計画などが相場の焦点となりそう。12 月 FOMC での利下げ見送りや方向感を欠く長期金利を前提とすれば、株価は上値の重い展開が続くと思われる。

(25. 11. 27 現在)

減速基調が続く中国経済

～当面は中央経済工作会議等に注目～

王 雷軒

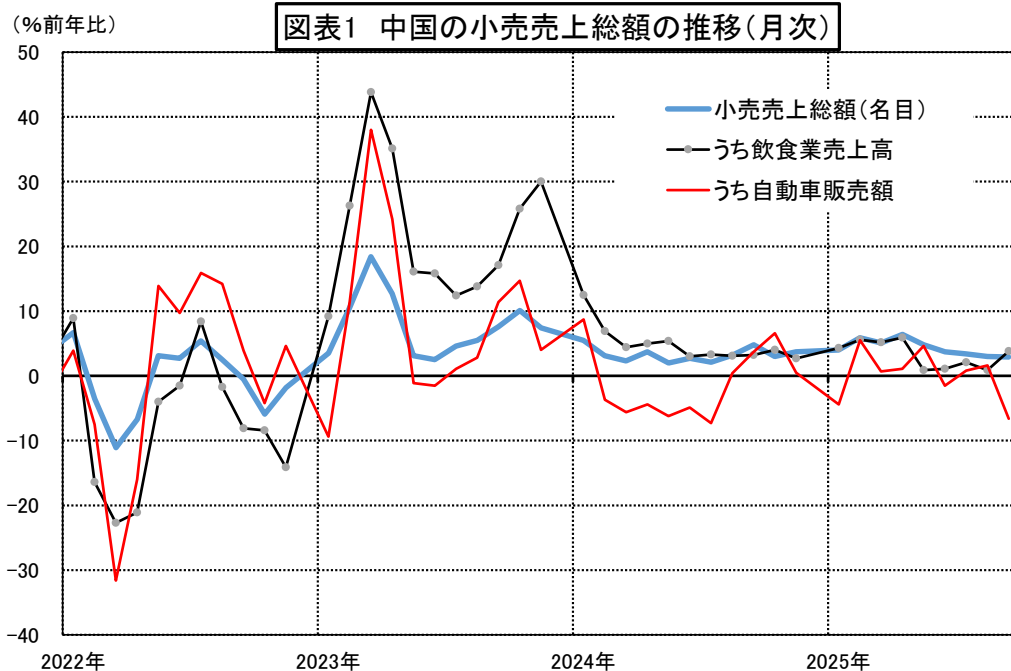
要旨

輸出が比較的堅調に推移したものの、個人消費の弱さと投資の低迷などを背景に、25年7～9月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.8%と減速した。10月以降の景気は、輸出が比較的堅調に推移したものの、内需の減退感の強まりを受けて減速基調が続いているとみられる。

追加経済対策の効果でインフラ整備向け投資の回復が一定程度期待されるものの、個人消費が軟調に推移すると予想されることや、不動産業および建設業の好転が見込めないほか、輸出の下振れリスクもあることから、足元 10～12 月期の成長率はさらに鈍化する可能性がある。

足元の景気は減速基調にある

2025年7～9月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.8%と4～6月期（同 5.2%）から 0.4 ポイント減速した。10月以降の景気は、輸出が比較的底堅く推移したものの、内需の減退感の強まりを受けて減速基調が続いているとみられる。以下では、月次データ等から足元の需要項目別の動きや物価動向等を確認したうえでその先行きや当面の注目点を述べる。



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は25年10月。

個人消費は一段と減速

まず、不動産市場の悪化がさらに進んだほか、政府の消費促進策の効果が一服したこともあり、25年10月の小売上総額は前年比2.9%と9月（同3.3%）から一段と減速した（図表1）。減速が鮮明になった背景には、住宅価格の下落幅拡大による逆資産効果や、雇用と所得の先行き不安や住宅ローン負担の重さなどを受けて消費者の節約志向が続いていることが挙げられる。

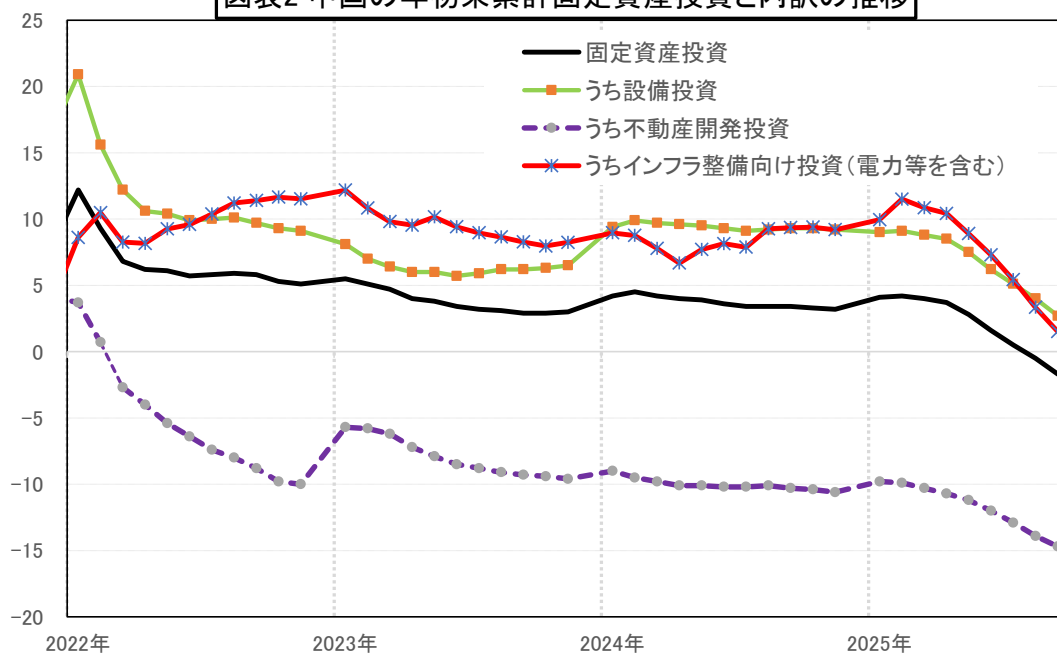
小売上総額の内訳を見ると、自動車販売額は同▲6.6%とマイナスに転じた。また、新エネルギー自動車の普及率の上昇などを受けて石油およびその製品類も同▲5.9%となった。さらに、家電音響機器、建築内装資材はそれぞれ同▲14.6%、同▲8.3%といずれも大きく減少し、消費全体を押し下げた。

一方、国慶節（建国記念日）・中秋節の大型連休が昨年より長かったこともあり、飲食業売上高は同3.8%と加速した。また、通信機器、金などの貴金属販売もそれぞれ同23.2%、同37.6%と大きく伸び、消費全体を下支えした。

先行きについては、消費促進策の強化に伴いその消費押し上げ効果が一定程度期待されるものの、所得・雇用をめぐる環境が依然として厳しく、消費者の節約志向が続くとみられることから、消費の軟調な推移は当面続くだろう。

(%前年比)

図表2 中国の年初来累計固定資産投資と内訳の推移



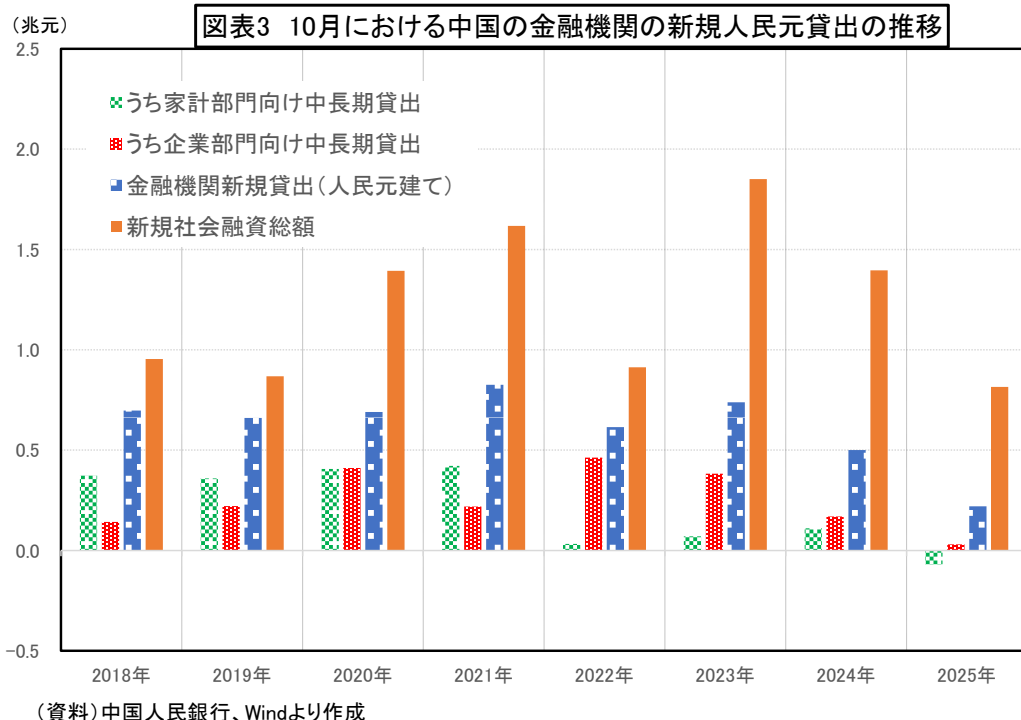
(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は25年1～10月期。

固定資産投資の減少幅は拡大

25 年 1～10 月期の固定資産投資も前年比▲1.7%と減少幅が拡大している（図表 2）。また、10 月の固定資産投資の前月比は▲ 1.6%と 9 か月連続のマイナスとなった。

固定資産投資の内訳を見ると、高関税の影響や企業収益の低迷、先行きの不透明感などを受けて製造業における設備投資は前年比 2.7%と鈍化した。また、地方政府の財政難を背景に、インフラ整備向け投資（電力等を含む）も同 1.5%と軟調に推移した。さらに、住宅販売の不振や不動産開発企業のバランスシート調整がなお続くことで、不動産開発投資も同▲14.7%と一段と悪化した。

先行きについては、1 兆元規模の追加経済対策でインフラ整備向け投資は、一定程度の持ち直しが期待されるものの、住宅価格の下落や雇用や所得の先行き不安を背景に住宅販売の不振がなお続き、不動産開発投資の回復は当面見込めない。また、企業収益の低下や民間投資の低迷により、設備投資も低調な推移になると見込まれることから、固定資産投資全体は軟調に推移する可能性が高い。



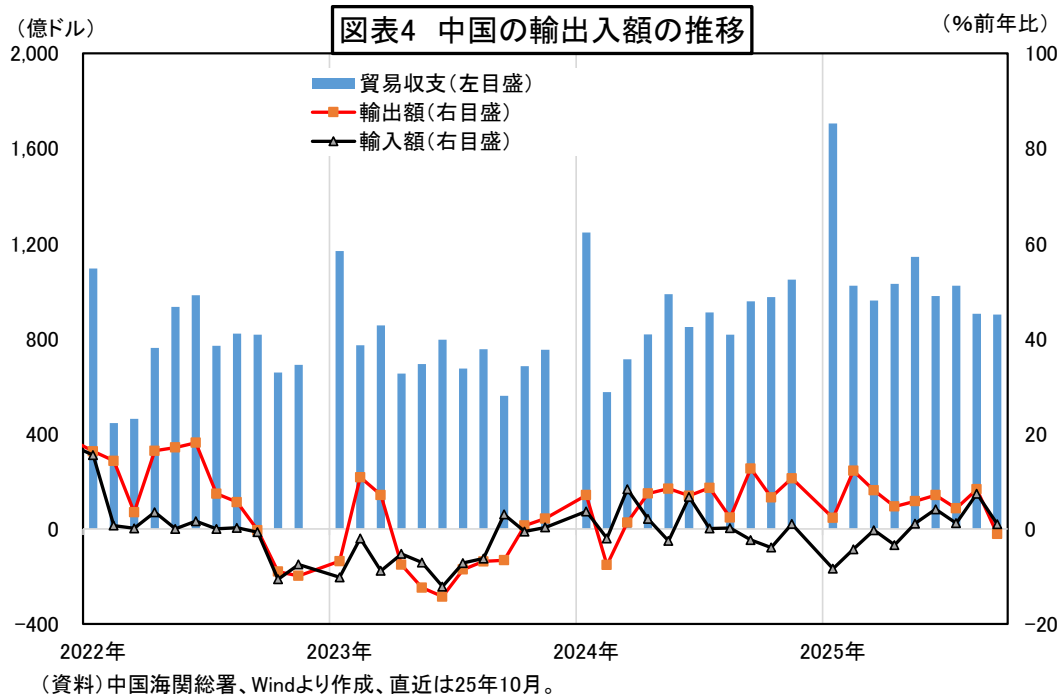
家計・企業の資金需要は総じて弱い

中国人民銀行（中央銀行）が発表した 25 年 1～10 月期の金融統計（速報値）は、前述した内需の減退を反映する内容となっているとみられる（図表 3）。25 年 10 月の新規社会融資総額

(実体経済への資金供給総額)は0.82兆円で過去3年平均(1.35兆円)を大きく下回り、3か月連続の前年割れとなっている。新規社会融資総額の内訳をみると、金融機関新規人民元貸出は0.22兆元であった。

詳細をみると、家計部門では中長期貸出(住宅ローン等)は期限前の返済が多く、700億元の減少となった。9月に強化された不動産テコ入れ策も奏功せず、住宅購入意欲は依然として低い。短期貸出も2,866億元の減少となった。9月から個人消費ローンやサービス業向けの利子補給政策が実施されてはいるが、その効果は限定的だった。

企業部門でも、中長期貸出はわずかの300億元であった。内需の弱さや外需の不透明感に加え、反内巻政策が一部の業種で投資意欲を抑制しており、資金需要は低調なままであるとみられる。



輸出は比較的堅調

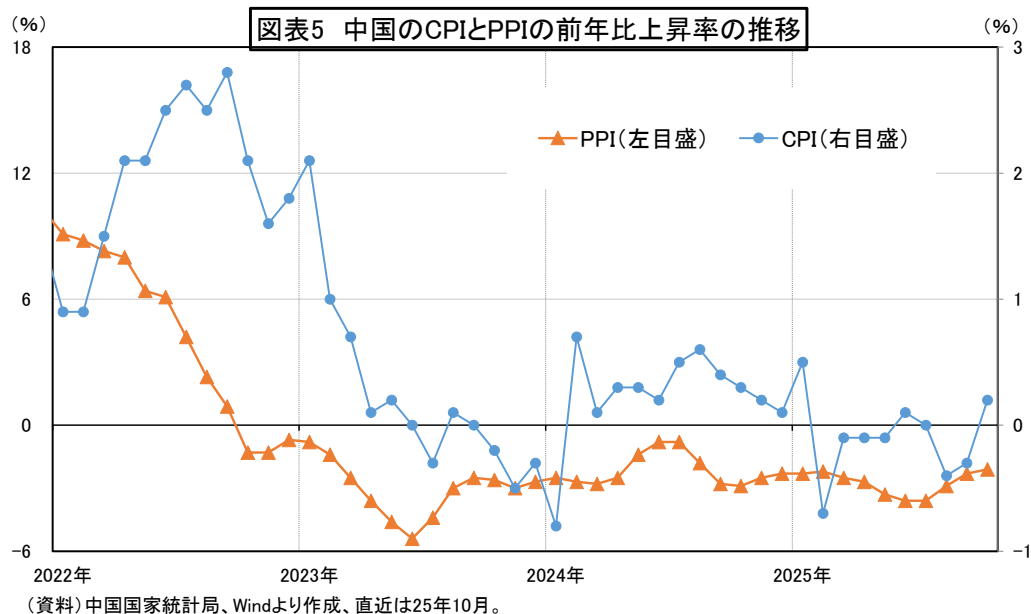
25年10月下旬にはマレーシア・クアラルンプールで第5回米中通商協議が開催された。第5回協議の結果、米国は、11月10日に合成麻薬フェンタニル関連の関税を10%に引き下げるとともに、中国製品に対して課していた相互関税(34%)のうち24%分の賦課を引き続き1年間停止する措置を講じた。これにより、米国の対中追加関税は30%から20%に低下した。中国もこれに応じて、大豆などの米農産物に対する最大15%の追加

関税を停止した。中国の対米追加関税は10%のまま維持されている。

こうした状況下、10月の対米輸出額（ドル建て速報値）は前年比▲25.2%の349億ドルとなり、マイナス幅はやや縮小したものの、7か月連続での減少となった。アセアン向けの輸出額も同11.0%と底堅く推移したものの、9月（同15.6%）から鈍化した。欧州向け輸出も同0.9%と9月（同14.2%）から大きく減速した。さらに、日本向け輸出は同▲5.7%と10か月ぶりにマイナスに転じた。

その結果、10月の輸出額は同▲1.1%の3,053億ドルと18か月ぶりにマイナスに転じた（図表4）。輸出が予想を下回った背景には、前述した対米輸出の大幅な減少が継続したことに加え、①24年9月には台風の影響で深圳市や上海市などの主要港が一時停止したことや、米大統領選を見越した駆け込み輸出があったため、24年10月の輸出が急増していたこと、②25年10月の営業日が国慶節の大型連休の影響で昨年より少なくなったこと、などが挙げられる。実際、反動要因を除けば、10月の輸出額が前年比5.5%となり、依然として堅調であったとみられる。

今後の輸出については、米中対立が一時的に緩和されたことで対米輸出の回復が予想されるが、日中関係の悪化による日本向け輸出への影響が予想されるほか、ほかの国・地域への輸出拡大が一服する可能性もあり、軟調に推移すると見込まれる。



物価の下落圧力は やや緩和

内需の弱さや一部業種における過度な値下げ競争を背景に、低インフレ状態が続いているが、足元では物価の下落圧力が一定程度緩和されているとみられる。

25 年 10 月の消費者物価指数（CPI）は前年比 0.2%と、小幅ながら 4 か月ぶりのプラスに転じた（図表 5）。価格変動の大きい食料品・エネルギーを除いたコア CPI は同 1.2%と 6 か月連続の上昇となった。大型連休が昨年より長かったことで観光などのサービス価格が上昇したことや、家電製品などの消費財価格が引き続き上昇したほか、「反内巻」で自動車販売価格の下落幅も縮小した。

CPI の持ち直しに加え、生産者物価指数（PPI）の下落幅も縮小傾向にある。10 月の PPI は同▲2.1%と下落幅が縮小している（図表 5）。詳細を確認すると、生産財のうち、特に石炭採掘・洗浄、太陽光発電設備、電池、自動車製造では前年比下落幅は大きく縮小した。

政府や業界による「反内巻」への取組みが積極的に進められた結果、PPI の前月比は小幅ながら 0.1%と 25 年内初の上昇となった。とはいえ、PPI 前年比は 3 年 1 か月連続のマイナスとなっており、「供給強・需要弱」という構造が大きく改善されておらず、物価下落局面からの完全な脱却にはなお時間を要する見通しである。

経済見通しと当面の 注目点

以上のように、足元では内需の減退が目立つようになったが、中国政府は既存政策の着実な実行に加え、年末にかけて消費拡大策の最適化や利下げ・預金準備率引下げを含む追加金融緩和など、成長安定化策を打ち出す可能性もある。

しかし、個人消費の低調な推移、不動産市場の停滞に加えて、輸出の下振れリスクも予想されることから、10～12 月期の成長率は前年比 4.6%と 7～9 月期（同 4.8%）から減速すると予想している。とはいえ、25 年 1～9 月期は 5.2%成長を達成したことで、25 年通年は前年比 5.0%（前回見通しから 0.1%上方修正）と予想している。

当面は、経済対策の効果と追加景気刺激策の有無を注視しておく必要があるほか、26 年の経済運営の基本針を決定する 25 年末の中央経済工作会议などへの注目が集まっている。

（25. 11. 26 現在）