

経済金融 ウォッチ

2026年1月号

| | | |
|----|-------|----|
| 国内 | | 1 |
| 米国 | | 10 |
| 中国 | | 20 |



30年ぶりに政策金利を0.75%に上げた日本銀行

～長期金利は一時27年ぶりの水準まで上昇～

南 武志

要旨

7～9月期は6期ぶりのマイナス成長だったものの、あくまで一時的な現象であり、政府や日本銀行では足元の国内景気は緩やかに回復しているとの基調判断をしている。また、法人企業統計や日銀短観などからは、懸念されたトランプ関税の企業業績や景況感などへの影響が限定的なものにとどまっていることがみてとれる。とはいえ、米国への輸出に最低15%の関税が課されるなど、輸出環境は明らかに悪化しているほか、物価高止まりの影響で消費回復もなかなか進んでいないため、今しばらく低成長状態が続くとみられる。

こうしたなか、日銀は26年春闘に向けた賃上げの機運は保たれているとの認識から、11か月ぶりの利上げに踏み切った。国債増発への警戒感に加え、日銀の利上げ継続の方針表明を受けて長期金利には上昇圧力がかかっている。しかし、26年度にかけて物価は2%割れで推移する可能性もあり、追加利上げのハードルは高い。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

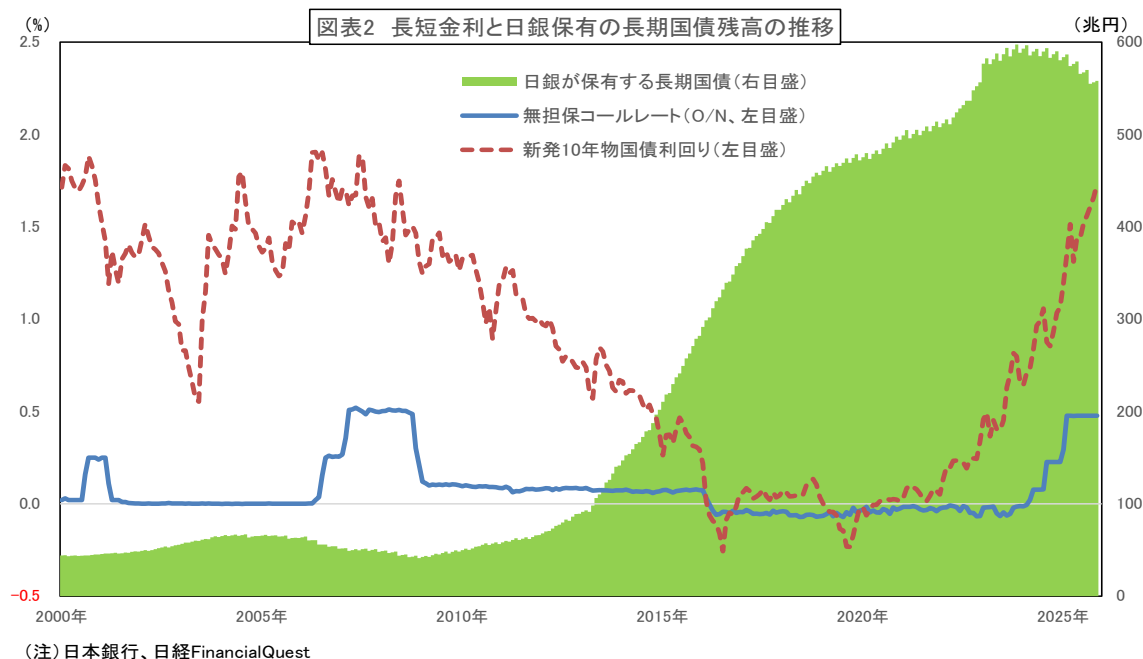
| 年／月 項 目 | | 2025年 | 2026年 | | | |
|------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | 12月 (実績) | 3月 (予想) | 6月 (予想) | 9月 (予想) | 12月 (予想) |
| 無担保コールレート翌日物 (%) | | 0.727 | 0.70～0.80 | 0.70～0.80 | 0.70～0.80 | 0.70～0.80 |
| 国債利回り | 20年債 (%) | 2.980 | 2.70～3.20 | 2.70～3.20 | 2.70～3.20 | 2.70～3.20 |
| | 10年債 (%) | 2.030 | 1.70～2.20 | 1.70～2.20 | 1.70～2.20 | 1.70～2.20 |
| | 5年債 (%) | 1.485 | 1.20～1.70 | 1.20～1.70 | 1.20～1.70 | 1.20～1.70 |
| 為替レート | 対ドル (円/ドル) | 156.1 | 140～160 | 135～155 | 135～155 | 135～155 |
| | 対ユーロ (円/ユーロ) | 183.9 | 165～185 | 160～180 | 155～175 | 155～175 |
| 日経平均株価 (円) | | 50,412 | 50,000±5,000 | 50,500±5,000 | 52,000±5,000 | 53,000±5,000 |

(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12月23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。

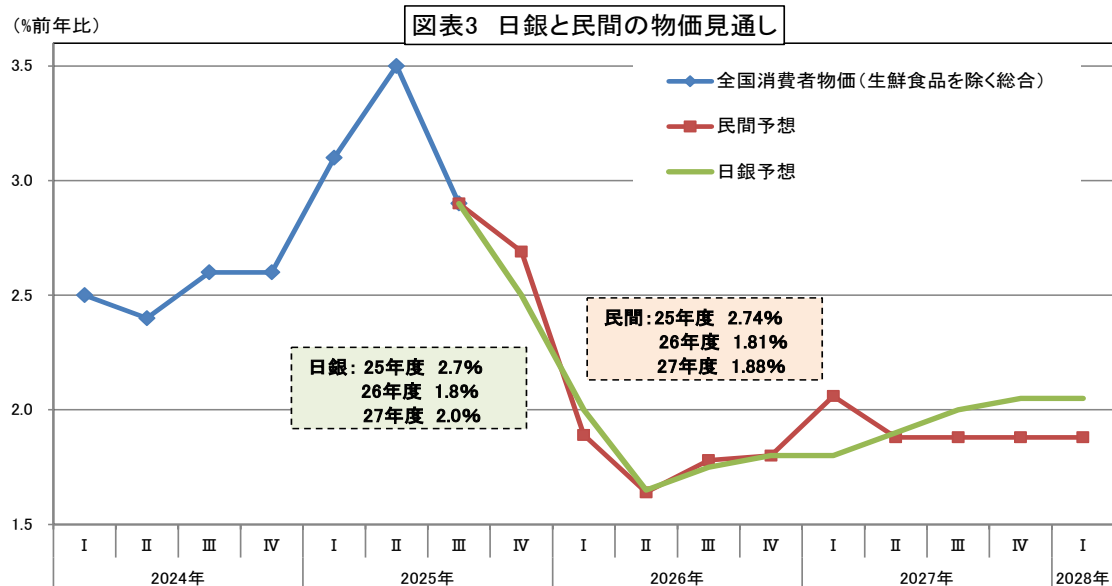
金融政策：政策金利を30年ぶりとなる0.75%へ引上げ

日本銀行は12月18～19日に開催した金融政策決定会合で政策金利（無担保コールレート（0/N））を0.75%へ引き上げる決定をした。これまで日銀は、現在の実質金利が極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経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それらに応じて政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく、との方針を示してきた。しかし、前回1月の利上げ以降、大幅に強化された米国の関税政策による内外経済への影響を見極める必要に迫られた。今回、企業業績や経営者マインドに対するトランプ関税の影響は限定的で、26年春闘の底堅さを示す調査結果も得たことで、利上げの機が熟したとの判断に至ったとみられる。



金融政策：次回利上げには時間を要する可能性

12月会合終了後の記者会見で、植田総裁は依然として中立金利を下回った状態と説明するなど、今後とも利上げを継続する姿勢を改めて示した。しかし、展望レポート（10月）では、26年度の物価見通しを前年度比1.8%と、目標とする2%を下回る見通しとなっている。仮に「物価の基調」が改善し続けたとしても、実際の物価上昇率が2%割れの状況では政策正常化を進めることには難があると思われる。そのため、次回利上げには時間を要する可能性があるだろう。



(資料) 総務省統計局、日本銀行、日本経済研究センターを基に農林中金総合研究所作成

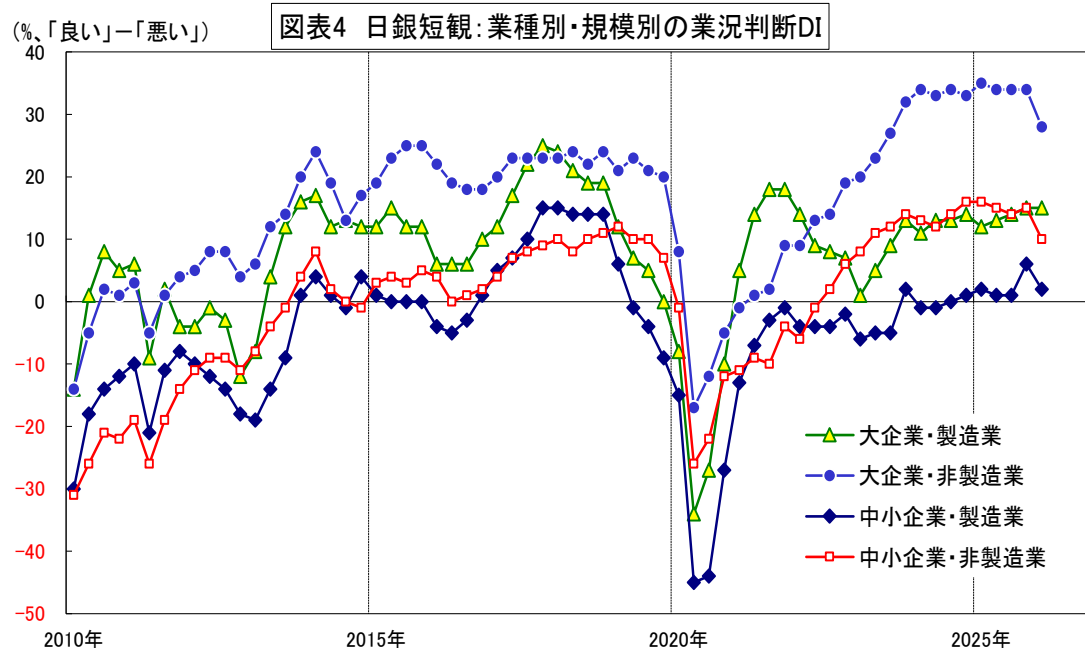
(注) 民間予想はESPフォーキャスト調査(12月)を使用。日銀予想は展望レポート(10月)を基に農林中金総合研究所が作成。

企業マインドに底堅さ

以下、足元の経済情勢を確認したい。日銀短観 12 月調査によれば、代表的な大企業製造業の業況判断 DI は 15 と、9 月調査（14）から +1 ポイントと 3 期連続で改善した。米国の関税政策が強化されたものの、その影響は限定的なものにとどまっているほか、円安や株高が進んだことも企業経営者マインドを下支えしたとみられる。一方の同・非製造業は 34 で、9 月調査と変わらずであった。日中関係の冷え込みによる影響はまだ出ていない模様だ。一方、先行きは、製造業が今回と変わらずであったが、非製造業は今回から▲6 ポイントの悪化見通しであった。

25 年度の企業業績は製造業・非製造業ともに増収ながらも減益との見通しが維持された。なお、上期については全業種・全規模ともに増益へ上方修正されたものの、下期については下方修正され、減益に転じる見込みである。一方、設備投資計画（ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除く、金融機関・持株会社等を含む全産業）は前年度比 10.4%と、前年度実績（同 6.8%）を上回る増加率を維持、設備投資マインドは健在だ。

ちなみに、11 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 7 か月ぶりに悪化した。なお、現状判断については判断基準である 50 を下回ったままだが、先行き判断については 2 か月連続の 50 超であり、先行きへの期待は保たれている。



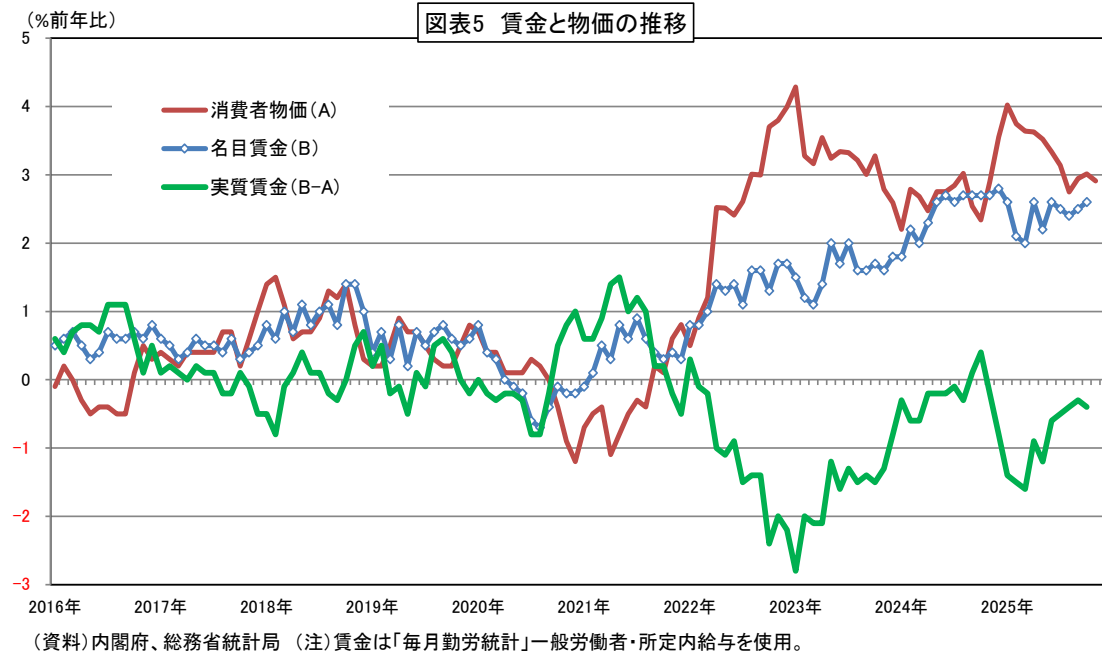
(資料) 日本銀行 (注) 各系列の最後の値は直近調査時点での先行き予想値。

11 月にかけて米国向け、特に自動車の輸出に持ち直しが見られた

10 月の景気動向指数・CI 一致指数は前月から+0.5 ポイントと 2 か月連続で改善したが、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた。一方、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」(10 月)も前月から+0.6 ポイントと 3 か月連続で上昇、08 年 5 月の統計開始以来の最高値を 2 か月連続で更新した。

また、11 月の実質輸出指数は前月比 6.6%、同じく輸出数量指数も同 3.5%と、ともに 2 か月ぶりで上昇した。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 月に続き、11 月は自動車も含めて持ち直しが見られた。また、10 月に悪化した EU 向け、アジア向けも増加に転じている。

また、10 月の鉱工業生産も前月比 1.5%と 2 か月連続で上昇、自動車工業が牽引する格好となった。さらに、10 月の機械受注(船舶・電力を除く民需)も前月比 7.0%と 2 か月連続で増加した。9 月に大幅増となった製造業で反動減が出たものの、非製造業がそれを補って余りあるほどの増加となった。



実質賃金の前年比マイナスは継続、消費の勢いはまだ鈍い

10 月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比 2.5%、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 2.6%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の前年比マイナス状態が続いている。現金給与総額ベースで同▲0.5%と 3 か月連続、一般労働者の所定内給与ベースも同▲0.4%と 12 か月連続で、いずれも下落した。

経済見通し：25年度内は低成長が続くが、26年度には成長率高まる

物価動向：11月の全国コアCPIは前年比3.0%と高止まり

そのため、消費関連指標の回復ペースは緩慢な状態を脱していない。10月の総消費動向指数は前月比▲0.3%と2か月連続のマイナスだったほか、同じく10月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は3か月連続の前月比プラスながらも0.02%の微増にとどまっている。サービス消費は底堅く推移しているものの、食料を含む非耐久財では減少傾向が続いている。

2020年基準への基準改訂と24年度年次改訂が同時に実施された7～9月期のGDP第2次速報（2次QE）では、民間企業設備投資が3期ぶりのマイナスへ下方修正されたこともあり、実質成長率は前期比年率▲2.3%と1次QE（同▲1.8%）からマイナス幅が拡大した。

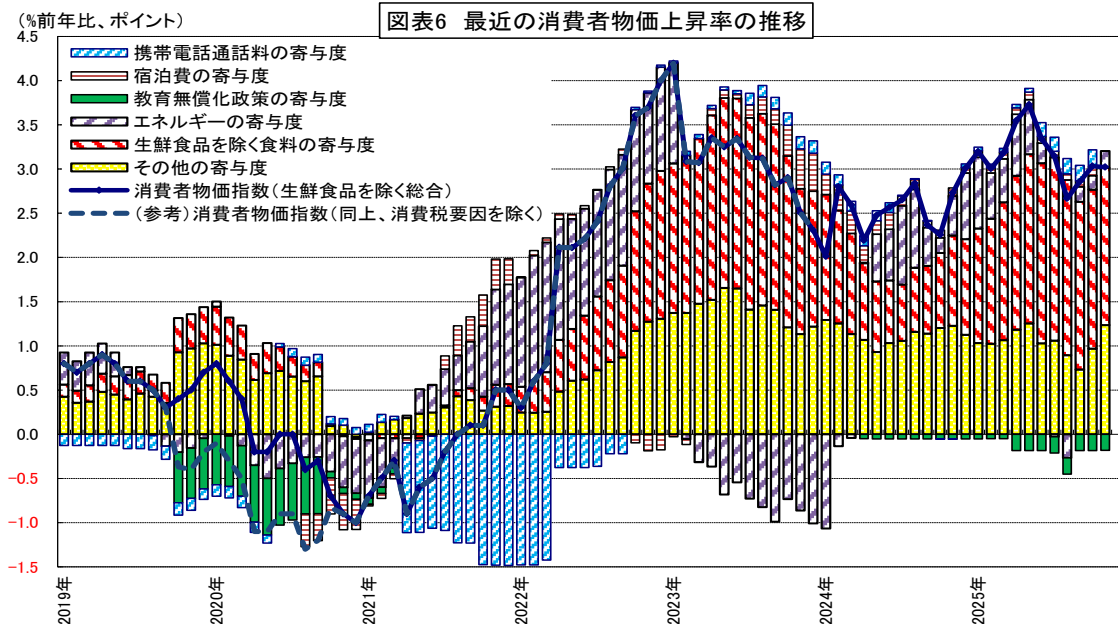
以下、国内景気の先行きを展望したい。足元10～12月期については、消費マインドは持ち直しつつあるとはいえ、コメなど食料価格の高止まりの影響で、実質賃金の前年比マイナスが続いていることから、消費の勢いが加速することは想定できない。また、トランプ関税によって輸出も持続的に増加することもないだろう。ただし、7～9月期のマイナス成長の一因となった住宅投資の底入れが見込まれることから、経済成長率は前期比年率0.6%と2期ぶりのプラスと予想する。26年の年明け後もそうした状況が続き、25年度を通じては0.8%成長（2年連続のプラス）が見込まれる。

なお、後述のとおり、先行き物価上昇率の鈍化が進めば、実質賃金が前年比プラスに転じ、民間消費の回復を後押しすると思われる。拡張的な財政運営も国内景気を下支えするだろう。また、トランプ関税の影響は26年度半ばには一巡し始め、輸出も徐々に回復すると予想される。26年度は潜在成長率を上回る成長を実現するとみられる。

11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、高止まり状態が続いた。コメ価格は同37.1%と10月（同40.2%）からはやや鈍化したものの、高騰が続いている。とはいえ、生鮮食品を除く食料は同7.0%へ鈍化、前年比上昇率を0.04ポイント押し下げた。一方、ガソリン税の暫定税率廃止を受けて補助金が段階的に拡充されたこともあり、ガソリン価格は前年比下落に転じたが、電気・ガス料金が値上がりしたこともあり、エネルギー全体では同2.5%（10月：同

2.1%) と上昇率が高まった。

一方、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコア CPI）」も同 3.0%と 10 月（同 3.1%）からやや鈍化した。一般サービスは同 2.1%、宿泊費を除くベースで同 1.9%と、サービス価格は引き続き上昇していることも確認できる。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価見通し：25 年度末には 2% 前半に鈍化と予想

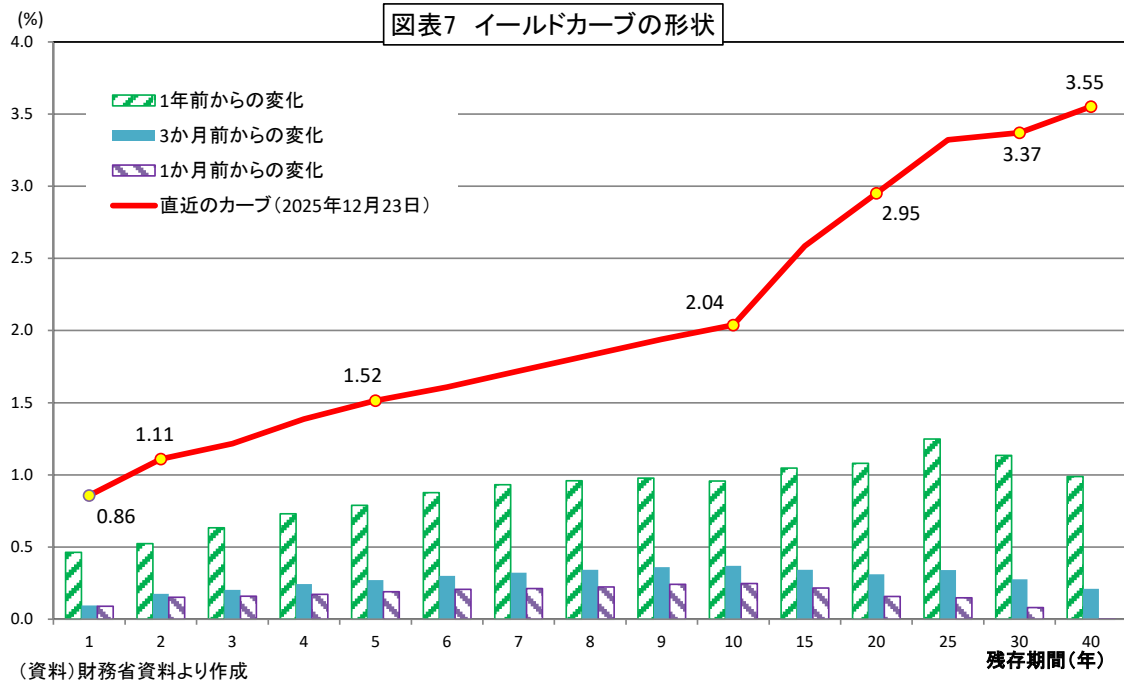
先行きについては、新米など食料高騰が続いているとはいえ、ベース効果一巡による物価上昇率の押下げは今後も継続するとみられる。また、ガソリン補給金は漸次拡大しており、販売価格は実際に下がっている（12 月中旬で前年比▲9.1%）。12 月 16 日に成立した補正予算には電気・ガス料金の負担軽減策が盛り込まれたが、政府の試算によれば 2～4 月の物価を▲0.4%ほど押下げるとしている。さらに、OPEC プラスの原油増産によって国際原油市況が軟調に推移しており、早晚エネルギーは物価を押し下げるだろう。円安がさらに進むようなことがなければ、26 年入り後には物価の鈍化傾向が強まり、年度末には 2%前半と想定される。

金融市場：現状・見通し・注目点

夏場以降の株価上昇テンポが速かったほか、AI ブームに対する懐疑的な見方もあり、国内株式市場ではスピード調整的な動きが続いた。また、債券市場では国債増発への警戒に加え、追加利上げが現実味を帯びたことから金利上昇圧力が高まった。一方、内外金利差は縮小したにもかかわらず、日銀の次回利上げが見通しづらいことから為替レートの円独歩安状態に変わ

りはなかった。

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。



**長期金利は利上げ
決定後に26年ぶり
の2%台まで上昇**

**長期金利は高止まり
状態に**

① 債券市場

高市内閣が掲げる「責任ある積極財政」が連想させる国債増発懸念が高まるなか、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。10月の金融政策決定会合後には政策委員から追加利上げに向けた地ならし的な発言が相次いだことから、マーケットではそれを織り込む動きが強まった。12月4日には長期金利は18年ぶりに1.9%台まで上昇した。19日には実際に追加利上げが決定されたが、会合後の記者会見で植田総裁が今後とも利上げを継続する方針を示したことから、長期金利は一段と上昇、22日には1999年2月以来の水準となる2.1%まで上昇した。

26日に閣議決定が予定されている26年度予算案は、社会保障関係費に加え、防衛費や国債費なども増額が見込まれており、25年度当初予算（115.2兆円）を上回る総額122兆円程度になると報じられるなど、国債増発へ警戒感は根強い。また、日銀は今後とも利上げ継続の姿勢を維持したままである。今しばらく長期金利には上昇圧力がかかるだろう。

とはいえ、アベノミクスがそうであったように、「責任ある

積極財政」は放漫財政にはならないとみられる。また、前述のとおり、26年度入り後には物価上昇率は2%割れとなる可能性があるなど、「次の利上げ」に向けたハードルは高いことから、金利上昇はいずれ落ち着くものと思われる。



日経平均株価は調整局面

② 株式市場

米国の利下げ再開や高市内閣の経済政策運営への期待感から日経平均株価は上昇傾向をたどり、10月下旬には初の50,000円台に到達した。11月4日には52,636円の史上最高値（ザラ場）を更新したが、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、その後は50,000円前後でのみ合いが続いている。

10月にかけての株価上昇ペースが速すぎたこともあり、しばらくはスピード調整的な動きを余儀なくされる。また、日銀短観などでは25年度下期には減益に転じるとの見通しが示されており、株価は上値の重い展開が見込まれる。一方で、総合経済対策による景気押し上げへの期待感もあり、下値は限定的であろう。

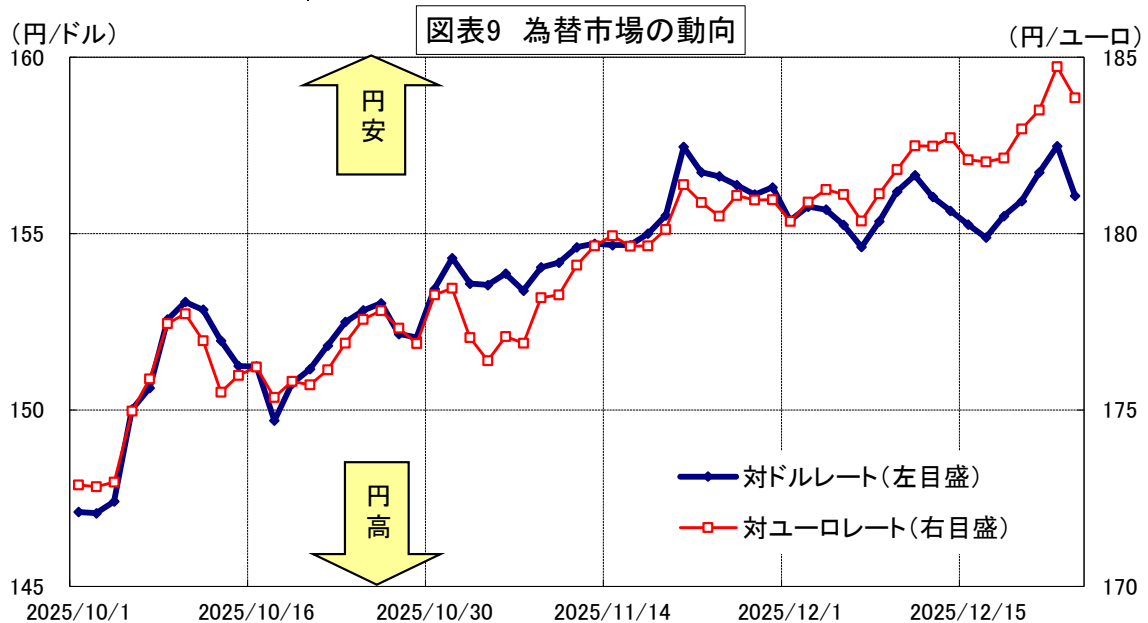
③ 外国為替市場

日米金利差が縮小したが、円安進行

10月初頭にかけて日米の金融政策運営などを材料にドル円レートは1ドル＝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、「責任ある積極財政」路線によって円売

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。その後は「日銀の利上げとFedの利下げ」への思惑で155円前後でのみ合いとなったが、日銀の追加利上げ決定後はむしろ円安が進むなど、日米金利差が実際に縮小したことへの反応は鈍い。むしろ、次回利上げ時期が見通しづらい状況であることを円安材料とみなす向きも少なくない。

先行きについては、26年にかけての米国の利下げ余地は小さいとの思惑が浮上しているほか、日本の財政拡大は円売りにつながるの見方も依然根強いことから、円安状態はしばらく続くだろう。先行きも円安が止まらず、160円近くになると政府の為替介入への警戒が高まるだろう。



(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 円台前半で推移

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、秋以降は史上最高値を断続的に更新する展開となっており、足元1ユーロ=180円台前半で推移している。欧州中央銀行(ECB)は、インフレ沈静化を受けて25年6月に利下げして以降は政策金利を据え置いており、日欧金利差は先行きなかなか縮小しないとの受け止めがされている。ドル円レートと同様、しばらくは円安状態が続くだろう。

(25.12.23 現在)

26 年も堅調な成長が見込まれる

～12 月 FOMC は 3 回連続での利下げを決定～

佐古 佳史

要旨

12 月 FOMC では、3 回連続での 25bp 利下げが決定され、政策金利の誘導目標は 3.50～3.75%となった。また、12 月 FOMC 声明文からは、FOMC は次の利下げについて、より慎重に判断する姿勢が表明された。

政府機関閉鎖の影響から、引き続き一部の経済指標の公表の遅れや欠損が見られる。こうしたなか、公表済みの統計からは、米国経済は労働市場の一部に弱さが見られるものの、底堅く推移していると評価できる。

景気の先行きについては、AI 関連投資が継続すると見込まれることから、設備投資、株高、富裕層を中心とした個人消費支出の拡大によって、米国景気の堅調な成長を見込む。

3 回連続での 25bp 利下げを決定した 12 月 FOMC

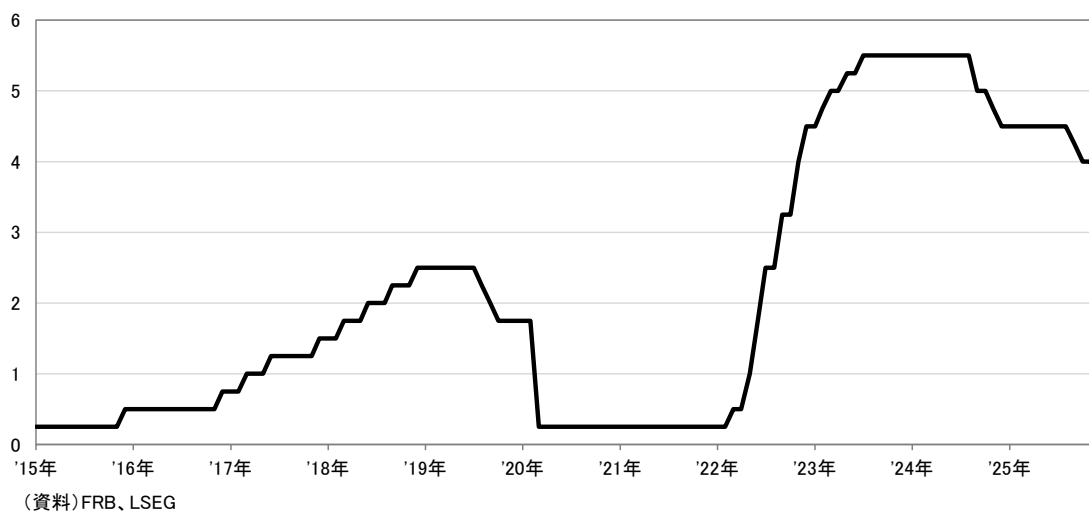
12 月 9、10 日にかけて開催された米連邦公開市場委員会 (FOMC) は、政策金利の誘導目標を 25bp 引き下げ、3.50～3.75% とすることを、賛成 9、反対 3 で決定した。反対票を投じたマイラン理事は 0.5 ポイント利下げを主張し、グールズビー・シカゴ連銀総裁とシュミッド・カンザスシティ連銀総裁は金利据え置きを主張した。声明文に記された米国経済の評価は前回の 10 月 FOMC 時点から大きな変化はなかった。

一方で、「政策金利の誘導目標幅に対する追加調整の程度と時期 (the extent and timing) を検討するにあたり、委員会は新たなデータ、変化する見通し、リスクバランスを慎重に評価する。」の一文において、前回から「程度と時期」が加筆されたことで、次の利下げをより慎重に判断する姿勢がうかがえる内容となった。

現在の政策金利は名目自然利子率の推計値の上限あたりにあると考えられており、金融政策は中立から小幅に引き締め方向と考えられる。

(%)

図表1 政策金利(上限)の推移



FOMC 後に公表された経済見通し(大勢見通し)を確認すると、財政政策、AI 投資、個人消費の底堅さから 26 年の経済成長率が前年比 0.4 ポイントと比較的大幅に上方修正された。

一方で、AI の普及が雇用増には結び付かないため、失業率見通しの下方修正は小幅にとどまった。また、関税の価格転嫁が緩やかなことから、インフレ率の見通しが小幅に下方修正された。

図表2 FRB大勢見通し(12月時点)

| | | 2025年 | 2026年 | 2027年 | 2028年 | 長期見通し |
|-------------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 実質GDP | (%前年比) | 1.6-1.8 | 2.1-2.5 | 1.9-2.3 | 1.8-2.1 | 1.8-2.0 |
| | 9月時点 (%前年比) | 1.4-1.7 | 1.7-2.1 | 1.8-2.0 | 1.7-2.0 | 1.7-2.0 |
| 失業率 | (%) | 4.5-4.6 | 4.3-4.4 | 4.2-4.3 | 4.0-4.3 | 4.0-4.3 |
| | 9月時点 (%) | 4.4-4.5 | 4.4-4.5 | 4.2-4.4 | 4.0-4.3 | 4.0-4.3 |
| PCEデフレーター | (%前年比) | 2.8-2.9 | 2.3-2.5 | 2.0-2.2 | 2.0 | 2.0 |
| | 9月時点 (%前年比) | 2.9-3.0 | 2.4-2.7 | 2.0-2.2 | 2.0 | 2.0 |
| コアPCEデフレーター | (%前年比) | 2.9-3.0 | 2.4-2.6 | 2.0-2.2 | 2.0 | |
| | 9月時点 (%前年比) | 3.0-3.2 | 2.5-2.7 | 2.0-2.2 | 2.0 | |

(資料)FRB

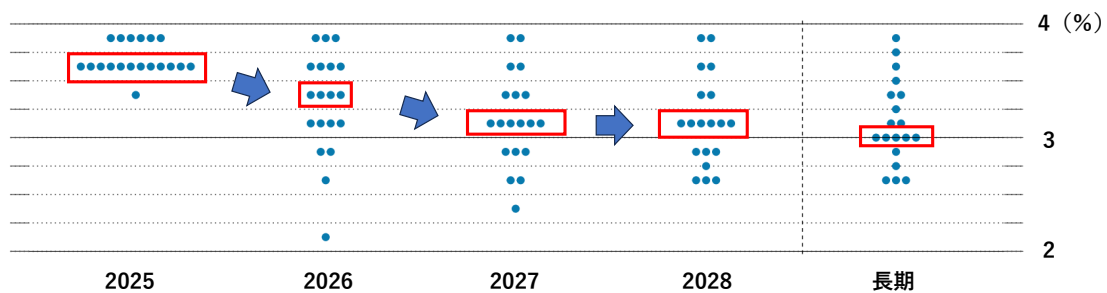
(注) 成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

ドットプロット(FOMC 参加者による各年末時点の政策金利の予測)を見ると、26、27 年は 25bp の一回利下げ見通しが中央値

となっている。しかしながら、政策金利見通しの幅が大きいことから、実際のところは、景気やインフレ動向を見つつ判断する要素が強いと思われる。政策金利見通しはあくまでも参考程度と考えた方が良好だろう。

FOMC 参加者が考える中立金利幅が正確に公表されているわけではないものの、12 月 FOMC 時点のドットプロットからは、多くの FOMC 参加者が 26 年以降の政策金利を中立的な水準に維持することが妥当であると考えていることがうかがえる。大きく捉えれば、利下げサイクルは概ね終了したと評価できる。

図表 3 ドットプロット(12 月時点)

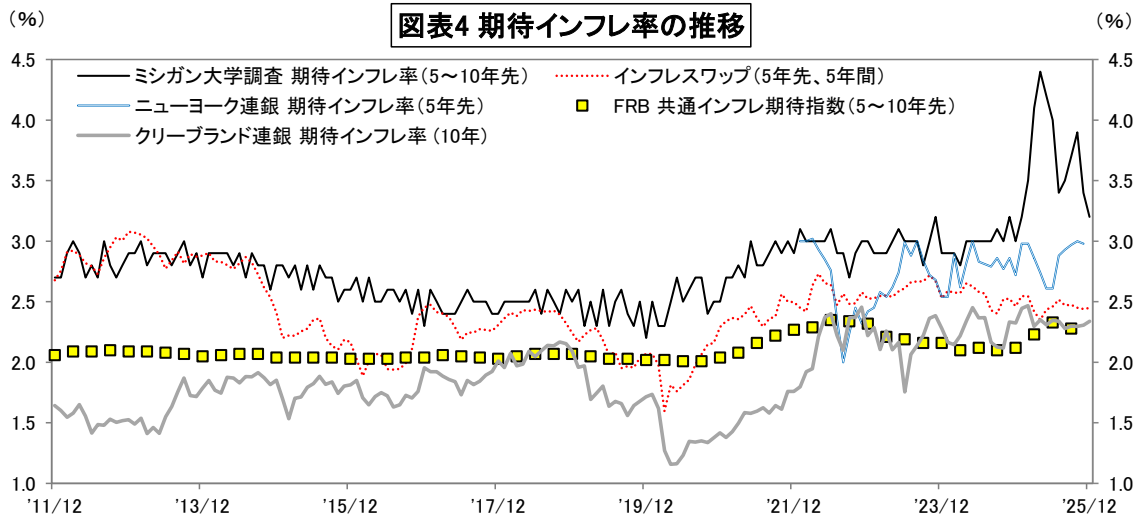


(資料) FRB 2025年12月FOMC (注) 枠は中央値。

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、11 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から変わらずの 3.2%、3、5 年先は変わらずの 3.0%となった。また、12 月のミシガン大学調査(速報値)では、1 年先は同▲0.3 ポイントの 4.2%、長期は同▲0.2 ポイントの 3.2%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。

図表4 期待インフレ率の推移



(資料) ミシガン大学、地区連銀調査、FRB、Bloomberg (注) 共通インフレ期待指数は四半期データ。

信ぴょう性に欠ける 11 月 CPI

11 月のインフレ関連統計を確認すると、消費者物価指数（CPI、18 日公表）は、総合が前年比 2.7%、食料とエネルギーを除くコアは同 2.6%となった。データがある 9 月分はいずれも同 3.0%だったため、数値から判断するとインフレ率は 10、11 月にかけて大幅に鈍化したということになる。CPI と PCE デフレーターの違いを考慮すると、ほぼ 2%物価目標が達成できたといえるかもしれない。

しかしながら、10 月 CPI はほとんどのデータが欠損値であることや、11 月分のデータ収集期間が短かったこと、11 月分の家賃や帰属家賃（OER）の上昇率がそれまでのトレンドと比較して低すぎるなどなどの様々な要因から、11 月 CPI の信ぴょう性は低いと思われる。

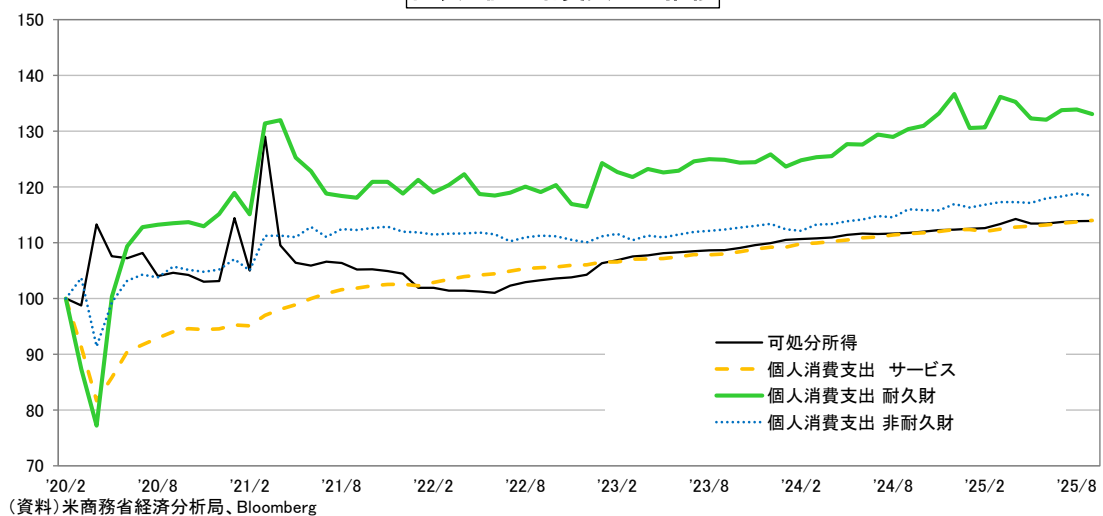
CPI に占める家賃のウェイトが大きいこともあり、実体としては低めにバイアスがかかっているのではないだろうか。前年比での影響は 1 年間続くため、インフレ率の動向を正確に把握するには、12 月分以降のデータを前月比で評価することとなる。

9～10 月は個人消費の伸びが頭打ち

9 月の個人消費支出（12 月 5 日公表）を確認すると、財消費は前月比▲0.4%（前年比 2.1%）、サービス消費は同 0.2%（同 2.2%）、全体としては先月から変わらずとなった（同 2.1%）。また、10 月の小売売上高は前月から横ばいとなったことから、9～10 月にかけて個人消費の伸びが頭打ちとなったといえる。

（20年2月=100）

図表5 個人消費支出の推移



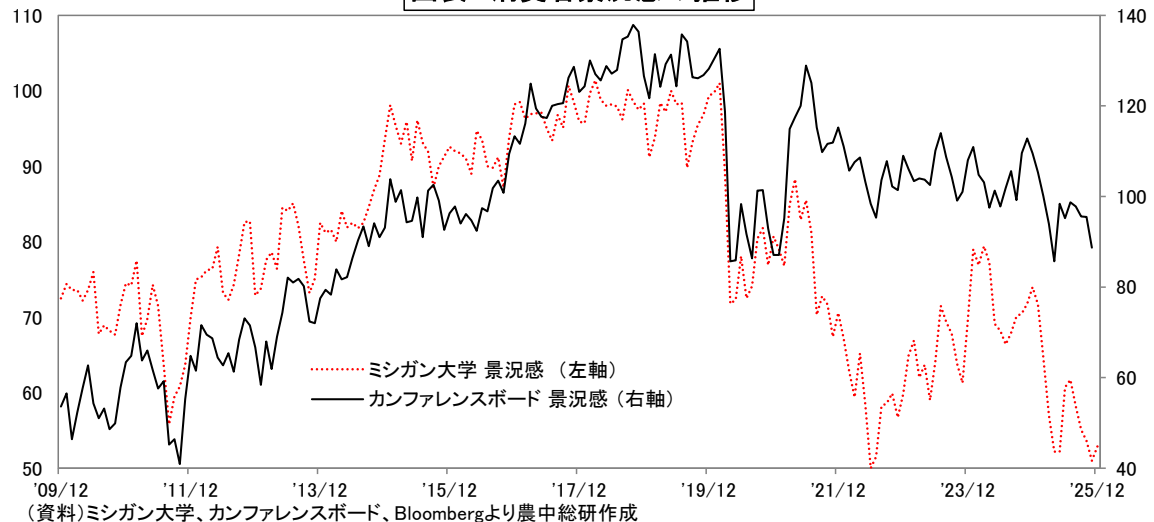
大きく低下した 25 年の消費者マインド

12 月のミシガン大学消費者マインド（速報）は、小幅上昇にとどまった。低所得層のマインドは改善が見られた一方で、高

所得層はほぼ横ばいとなった。

労働市場の見通しは12月にやや改善したものの、消費者の圧倒的多数（63%）が、今後1年間で失業率が上昇し続けると予想している。また、家計の問題(pocketbook issues)が消費者の経済観を依然として支配していることから、景況感は低水準にとどまっており、25年を通じて約30%低下となった。

図表6 消費者景況感の推移

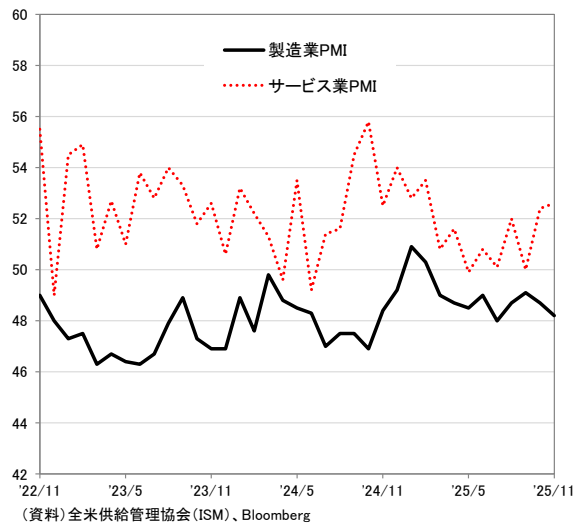


引き続き雇用の縮小 が警戒されるISM指数

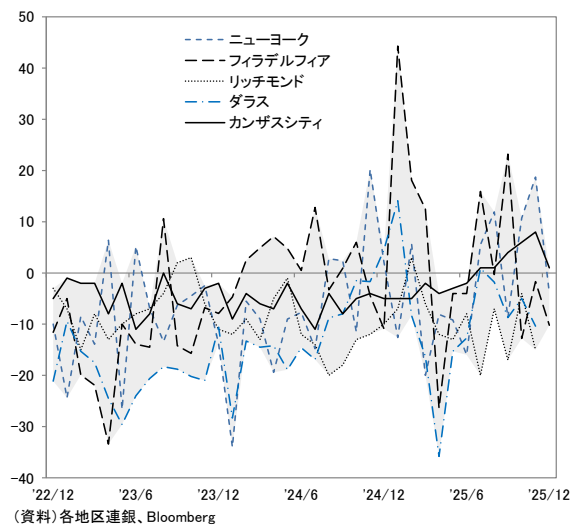
11月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から▲0.5ポイントの48.2%と、判断基準となる50%を9か月連続で下回り、製造業の縮小局面を示した。サービス業指数は同+0.2ポイントの52.6%と2か月連続で拡大局面を示した。

価格指数については、製造業が同0.5ポイントの58.5%、サービス業は同▲4.6ポイントの65.4%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▲2.0ポイントの44.0%と10か月連続で縮小傾向を示唆し、サービス業も同+0.7ポイントの48.9%と6か月連続で縮小傾向となった。全体としては、引き続きISM景況指数からは雇用の縮小が警戒される。

図表7 ISM景況感指数の推移



図表8 地区連銀製造業景況指数



底割れは回避できているが、弱含みも見られる労働市場

11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6.4万人（事業所調査）の増加となった。あわせて公表された10月の非農業部門雇用者数は同▲10.5万人となり、政府支出削減の影響が反映された。こうしたことから、3か月平均では同2.2万人の増加ペースとなった。労働市場の底割れは回避できている。

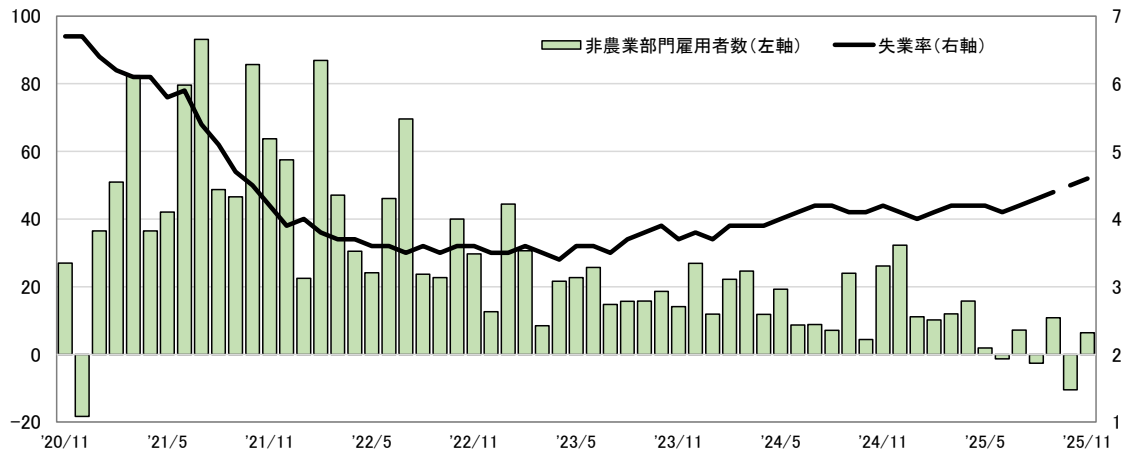
失業率はデータがある9月時点から0.2ポイント上昇し、4年超ぶりの水準である4.6%となった。また、政府機関閉鎖の影響から家計調査が十分に実施できておらず、10月の失業率は欠損値となった。

労働省統計局は、失業率の推計に用いる労働力人口の11月分の推計について、「通常より分散がやや大きい可能性がある」と事前に報告しており、11月の失業率については多少割り引いて考える必要があるかもしれない。

(万人、前月差)

図9 雇用統計

(%)



(資料)米労働省統計局、LSEG

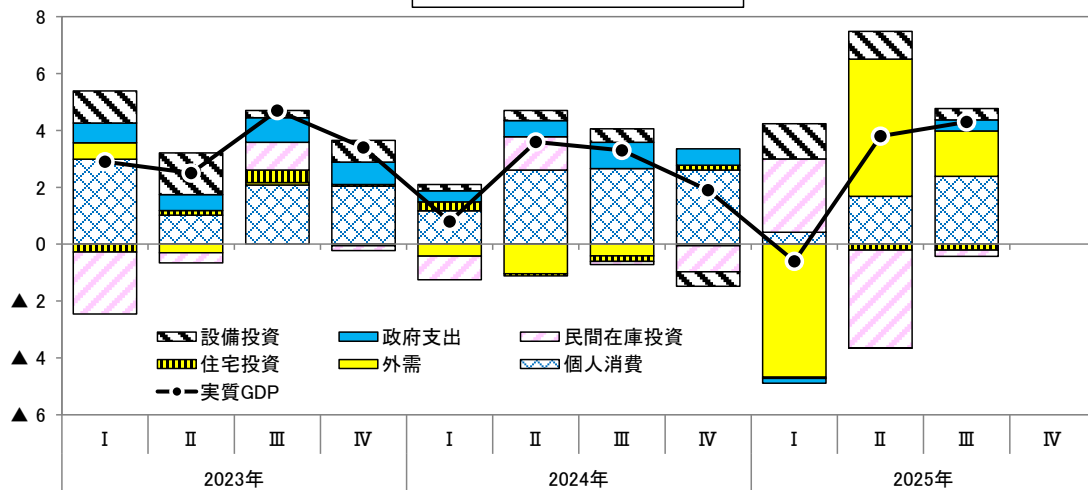
高い伸びを示した 7～9 月期 GDP

政府機関閉鎖を経て 12 月 23 日に公表された 25 年 7～9 月期 GDP 成長率は、4～6 月期から 0.5 ポイント加速し、前期比年率 4.3%と高い伸びを示した。寄与度をみると、個人消費支出が同 2.39 ポイント、輸出入の差分である外需が同 1.59 ポイント、設備投資が同 0.4 ポイントとなった。なお、前年比では 2.3% 成長と前期比年率ほどの高い伸びとなっていない。1～3 月期のマイナス成長が尾を引く形となった。

また、10～12 月期 GDP の公表について、米商務省は当初は 1 月 29 日公表予定としていたが、データの不足から公表日を未定に変更した。

(%前期比年率、ポイント)

図表10 GDP成長率の内訳



(資料)米商務省、Bloombergより農中総研作成 (注)各需要項目は寄与度。

**景気の先行き：AI
ブームが続くとの
想定の下で、堅調
な成長の見込み**

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。

IEEPA（国際緊急経済権限法）についての最高裁判決が迫っていると目される一方で、仮に違憲判決が出た場合でも、トランプ政権は関税を維持するための複数の手段があるため、関税撤廃は長続きしないのではないだろうか。

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。

AI関連企業の業績予測からは、半導体やデータセンターへの旺盛な需要が見込まれることからAIブームが続くと想定される。このため、マクロ経済見通しとしては、設備投資や株高、富裕層による個人消費に支えられることで、26年も米国景気の堅調な成長を見込む。

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。

**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12月入り後、労働市場の底堅さを示す統計が相次いだことを背景に、26年の利下げ織り込みが巻き戻されたことから、FOMC（9、10日）を控えて、米長期金利（10年債利回り）は4.1%台後半まで上昇した。しかし、FOMC後のパウエル議長の記者会見がハト派的に受け止められたことで、利回りは低下した。その後は小動きとなるなか、市場予想を下回った消費者物価指数（18日）が材料視され、利回りは低下した。12月を通じて狭いレンジでの取引と

なっている。

先行きについて考えてみると、26年の利下げ回数についての織り込みに応じて長期金利が動くと思われる。しかし現時点では、労働市場とインフレ率が12月FOMC時点でのFRBの見通しと概ね整合的であることから、当面のあいだは利下げ回数が増加することはないと見込まれる。このため、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：上昇継続を予想

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。

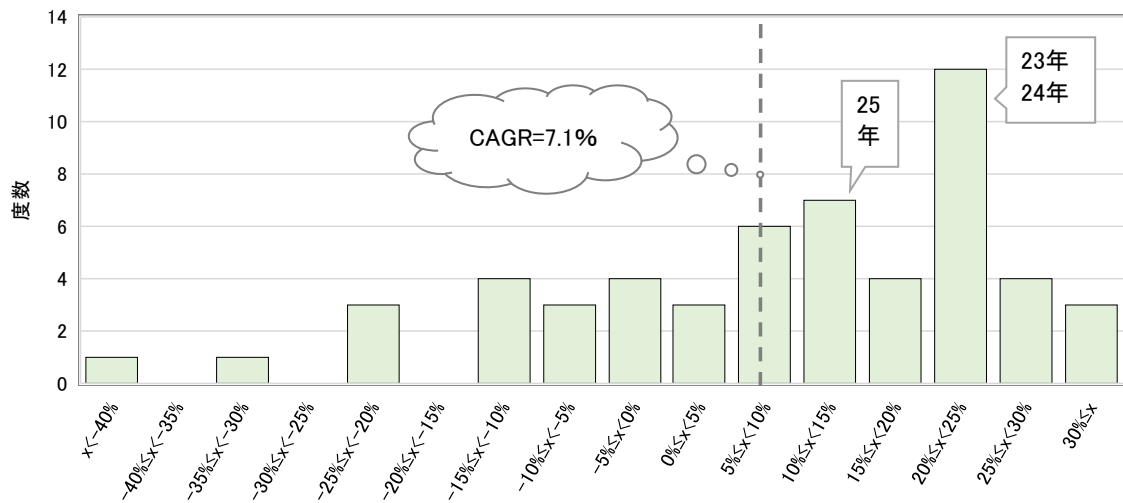
11月半ば以降は、AI関連企業の割高なバリュエーションや循環的に見える取引内容、巨額の設備投資、OpenAIの資金繰りと事業計画などについては、投資家の警戒感が高まり、株価は調整色が強くなり、AI関連企業以外へ投資資金を移す動きも垣間見られる。こうしたなか、利下げが好感されたこともあり、11日のダウ平均は終値で最高値（48,704.01ドル）を更新した。

先行きについては、バリュエーションの高さへの警戒感は根強いものの、AIブームの継続や26年内の利下げ期待を背景に、株価の上昇が続くと想定する。

なお、22年末以降のAIブームから、米主要株価指数が速い

ペースで上昇している。例えば S&P500 は 23、24、25 年（12 月 24 日時点）にかけて、それぞれ 20.7、23.7、13.7% の上昇となった（いずれもトータルリターン、インフレ調整後）。ヒストグラムで示せば図表 12 のようになり、相対的に高い上昇率を示した年が続いたことがうかがえる。なお、1971～2025 年の年平均成長率（CAGR）は 7.1% であった。

図表12 S&P500の年率・実質リターン(1971年～2025年)



(資料) 米労働統計局、LSEG

(注) S&P500 はトータルリターン指数、インフレ率は総合CPIの実現値を使用した。2025年12月24日時点。

(25. 12. 24 現在)

「中央経済工作会议」からみる 2026 年の中国経済

～25 年から小幅な減速にとどまる見通し～

王 雷 軒

要旨

輸出は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を背景に、2025 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.8%と減速した。10 月以降も輸出は底堅いものの、内需の下振れ圧力が強まり、景気は減速基調が続いているとみられる。

こうしたなか、25 年 12 月に「中央経済工作会议」が開催され、26 年の財政・金融政策や重要任務が決定された。最重要任務は「内需拡大」であり、その実現に向けて「一段と積極的な財政政策」と「適度な金融緩和政策」を継続する方針が示された。

詳細な政策パッケージは 26 年 3 月の全国人民代表大会で発表される予定である。26 年は次期 5 か年計画の初年度にあたり、25 年を上回る積極財政の発動が見込まれることから、中国経済は小幅な減速にとどまると予想している。

図表1 「中央経済工作会议」で示された26年の重要任務(重要課題)

| | |
|------------|--|
| ①内需拡大 | 内需主導を堅持し、強い国内市場を構築していく |
| ②新産業の育成・強化 | イノベーション駆動を堅持し、新たな成長エンジンの育成・強化を加速する |
| ③制度改革 | 改革を堅持し、質の高い成長を支えていく |
| ④対外開放 | 対外開放を拡大し、多くの領域における協力関係・ウィンウィン関係を推進していく |
| ⑤農村振興と地域連携 | 協調的発展を堅持し、都市と農村との融合的な発展と地域間連携・協同を推進していく |
| ⑥GX | カーボンピークアウトとカーボンニュートラルを堅持し、全面的にグリーン転換(GX)を推進していく |
| ⑦民生 | 国民の福利厚生を改善を堅持し、より良いサービスを提供することに努めていく |
| ⑧リスク防止・解消 | ボトムラインを守り抜くことを堅持し、重点領域に潜むリスクや問題点を防止・解消していく |

(資料)新華社をもとに作成

「中央経済工作会议」で示された 26 年の財政・金融政策

2025 年 12 月 10～11 日に開催された「中央経済工作会议」では、26 年の経済運営方針や、財政・金融政策、重要任務(重要課題)が決定された。

当局は、25 年の成長目標を含む主要な経済社会発展目標が達成可能と見込む一方、中国経済を取り巻く外部環境の変化によ

**26 年の成長目標は
「前年比 5%前後」
に設定される公算**

**26 年の最重要課題
は「内需拡大」**

る影響が今後深まると予想している。国内では「供給の強さ・需要の弱さ」という構造問題が顕在化し、重点分野に多くのリスクが潜んでいると分析した。

そのうえで、26 年は「安定の中で前進を求める（穏中求進）」を基本方針とし、既存政策の継続と新政策の組合せによって、短期的課題の解消と中長期的課題への対応を図る方針が示された。また、財政・金融政策については、25 年の「一段と積極的な財政政策」と「適度な金融緩和政策」を継続することが決定された。

金融政策では、潤沢な流動性供給を維持しつつ、預金準備率と政策金利の引下げが見込まれる。具体的には、利下げ 1 回（10～20bp）および預金準備率の引下げ（25～50bp）が予想されている。財政政策については、25 年を上回る規模で実施される見通しである（詳細は当社の経済・金融レポート「経済金融フォーカス 25－10」を参照）。

なお、「中央経済工作会議」で示された財政・金融政策の詳細は、26 年 3 月の全国人民代表大会（全人代）で発表される予定である。

26 年は次期 5 か年計画（2026～2030 年）が始動する年にあたり、35 年までに一人当たり GDP を中等先進国水準へ引き上げるという目標を達成するためには、一定の経済成長（前年比 4%台前半の試算が散見される）を維持する必要がある。このため、政府は 24 年、25 年と同様に、成長目標を「前年比 5%前後」に設定する可能性が高い。

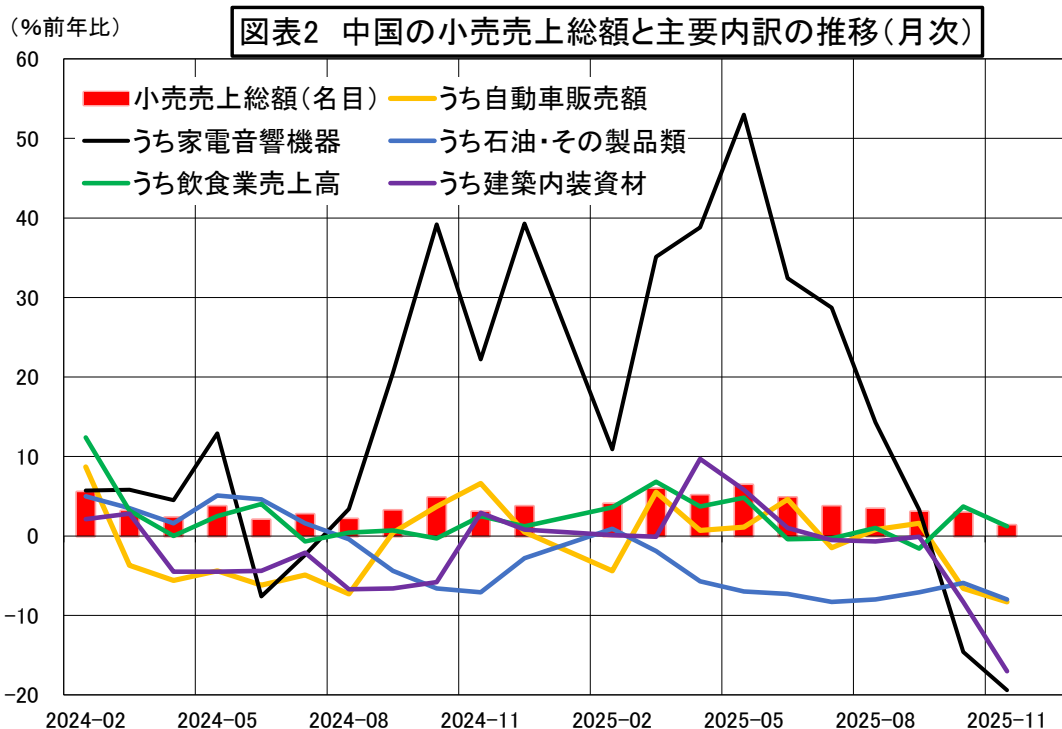
会議では、26 年の重要任務として 8 項目が示された（図表 1）。内容自体は 25 年とほぼ同様だが、今回も最初に掲げられたのは「内需拡大」である。持続可能な成長に向けて内需拡大を「長期戦略」と位置づけ、積極的に推進する姿勢がうかがえる。

26 年の内需拡大に向けて、消費面では① 消費促進策の継続、② 収入増加に向けた計画の策定・実施、③ サービス消費の拡大などが示された。

投資面では、投資減速に歯止めをかけるために、① 中央政府による予算投資額の増加、② 地方政府の特別債券の用途拡大、③ 政策金融ツールの継続活用、④ 民間投資の活性化、⑤ 都市整備の推進などが挙げられた。

足元の景気動向： 内需の下振れ圧力が 増大

25 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%）から減速した。10 月以降の景気は、輸出が底堅く推移した一方で、内需の弱さが鮮明になり、減速基調が続いているとみられる。以下では、月次データを用いて、足元の需要項目別の動きに加え、家計・企業向け貸出の動向や物価動向を確認したうえで、今後の見通しや当面の注目点について述べる。



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は25年11月。

個人消費は一段と 減速

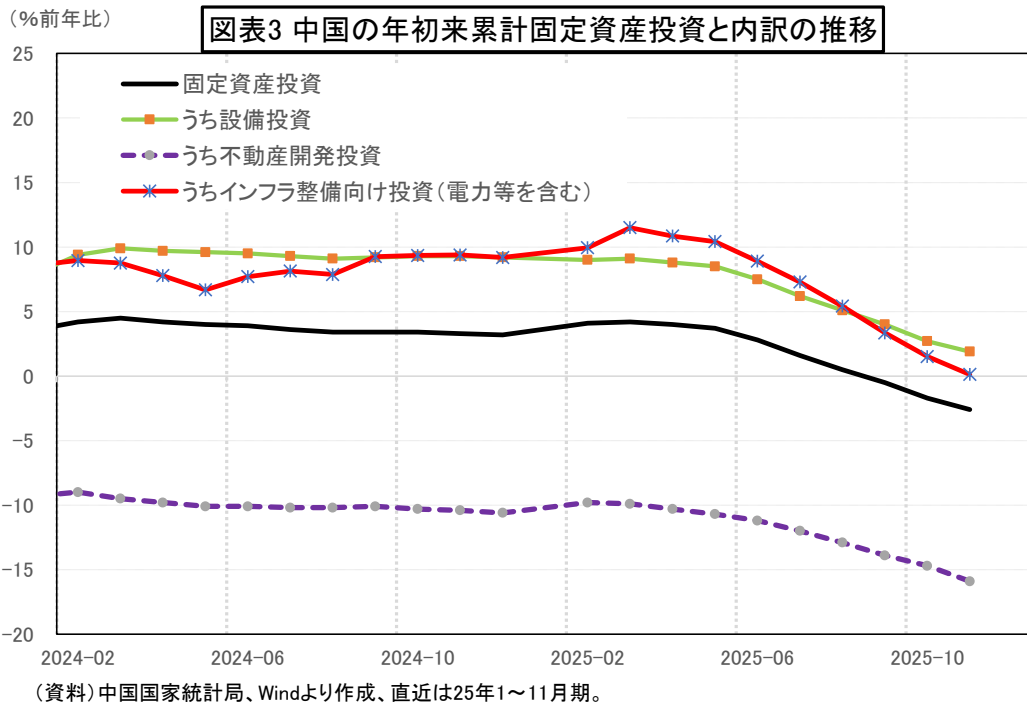
まず、不動産市場の悪化がさらに進み、政府の消費促進策の効果も一服したことから、個人消費の減速が一段と鮮明になっている。25 年 11 月の小売売上総額は前年比 1.3%と、10 月（同 2.9%）からさらに減速した（図表 2）。前月比では▲0.4%となった。こうした減速の背景には、消費促進策の反動減に加え、住宅価格下落による逆資産効果、雇用・所得の先行き不安、住宅ローン負担の重さなどがあり、消費者の節約志向が続いていることが要因と考えられる。

小売売上総額の内訳を見ると、消費促進策の効果が薄れ、先行き不安が強まるなか、自動車販売額は前年比▲8.3%と、10 月（同▲6.6%）から減少幅が拡大した。これが小売売上総額を押

し下げた主因である。自動車販売額を除いた小売売上総額は同2.5%となっている。

また、新エネルギー自動車の普及率上昇や国際原油価格の下落を受け、石油とその製品類も前年比▲8.0%と9か月連続のマイナスとなった。さらに、消費促進策の効果の薄れや不動産市場の一段の悪化を背景に、家電・音響機器、建築内装資材はそれぞれ同▲19.4%、同▲17.0%と大幅に減少し、消費全体を押し下げた。

先行きについては、消費促進策の強化による一定の押し上げ効果は期待されるものの、所得・雇用環境は依然として厳しく、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と考えられる。

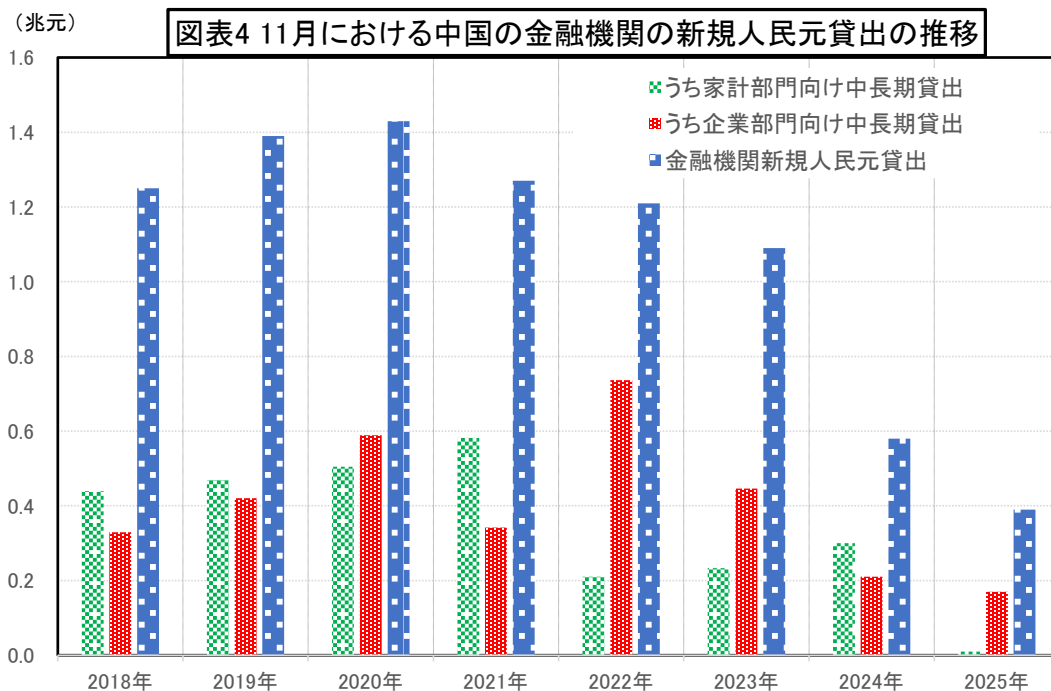


固定資産投資の減少幅は拡大

また、25年1～11月期の固定資産投資も前年比▲2.6%と減少幅が拡大し、当初の想定よりも弱い結果となった(図表3)。11月の固定資産投資は前月比▲1.0%と、10か月連続のマイナスである。政策金融ツールの実施(0.5兆元規模)と地方債の追加発行(0.5兆元規模)の追加刺激策を受け、製造業の設備投資やインフラ投資が多少持ち直すと予想されていた。しかし、一部業種で進められた「反内巻」(過度な値下げ競争の抑制)が投資を押し下げ、こうした刺激策の効果を相殺したとみられる。

固定資産投資の内訳を見ると、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続くなか、不動産開発投資は前年比▲15.9%とさらに悪化した。また、地方政府の財政事情が厳しい状況にあることから、インフラ投資（電力などを含む）は同 0.1%と辛うじてプラスを維持した。さらに、関税の影響や企業収益の低迷、先行き不透明感などを背景に、企業の設備投資も同 1.9%と低迷が続いている。

先行きについても、住宅価格の下落や雇用・所得の先行き不安を背景に住宅販売の不振が続き、不動産開発投資の回復は当面見込めない。また、企業収益の悪化や民間投資の低迷により、設備投資も低調な推移が予想される。このため、固定資産投資全体はしばらく軟調な動きが続く可能性が高い。



(資料) 中国人民銀行、Windより作成

家計・企業の資金 需要は相当弱い

中国人民銀行（中央銀行）が発表した 25 年 1～11 月期の金融統計（速報値）は、前述した内需下振れ圧力の増大を反映する内容となっているとみられる。25 年 11 月の新規社会融資総額（実体経済への資金供給総額）の内訳をみると、金融機関による新規人民元貸出は 0.39 兆元と、09 年以降で最低の水準となった（図表 4）。

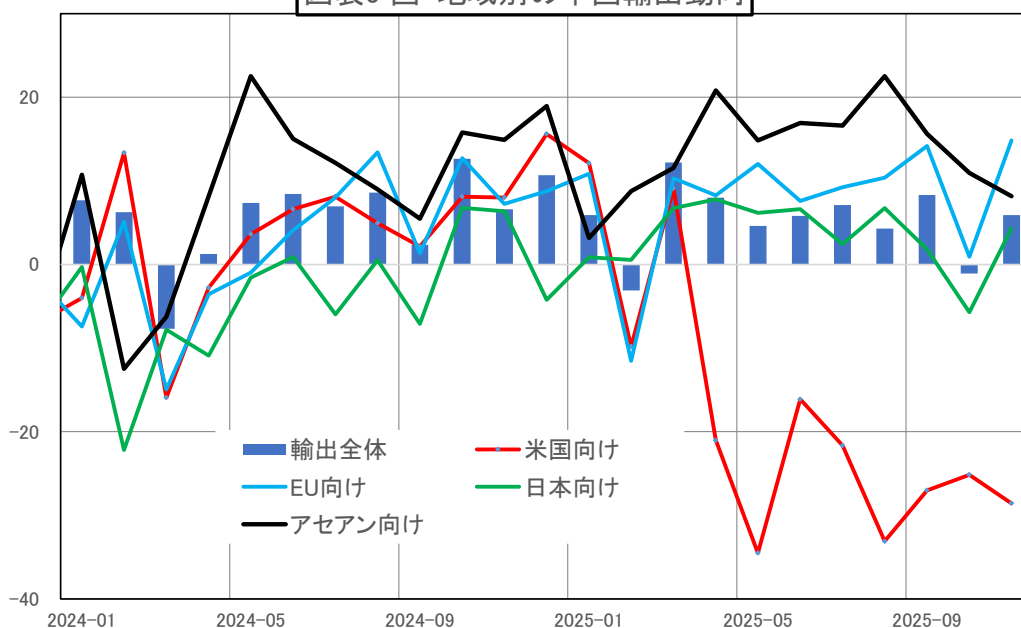
詳細をみると、家計部門の中長期貸出（住宅ローン等）は、9 月に強化された不動産テコ入れ策の効果が出現せず、不動産

購入意欲の低迷を背景に 100 億円増にとどまった。また、家計部門への短期貸出も 2,158 億円減少した。9 月以降、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いるものの、その効果も限定的であった。

企業部門でも、中長期貸出は 0.17 兆元と、15 年以降で最低の水準となった。内需の弱さや外需の不透明感に加え、「反内巻」政策が一部業種で投資意欲を抑制しており、資金需要は引き続き低調な状態が続いているだろう。

(%前年比)

図表5 国・地域別の中国輸出動向



(資料) 中国海関総署、Windより作成、直近は25年11月。

一方、輸出全体は堅調に推移

25 年 10 月の第 5 回米中通商協議の結果、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。中国もこれにに応じて、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。

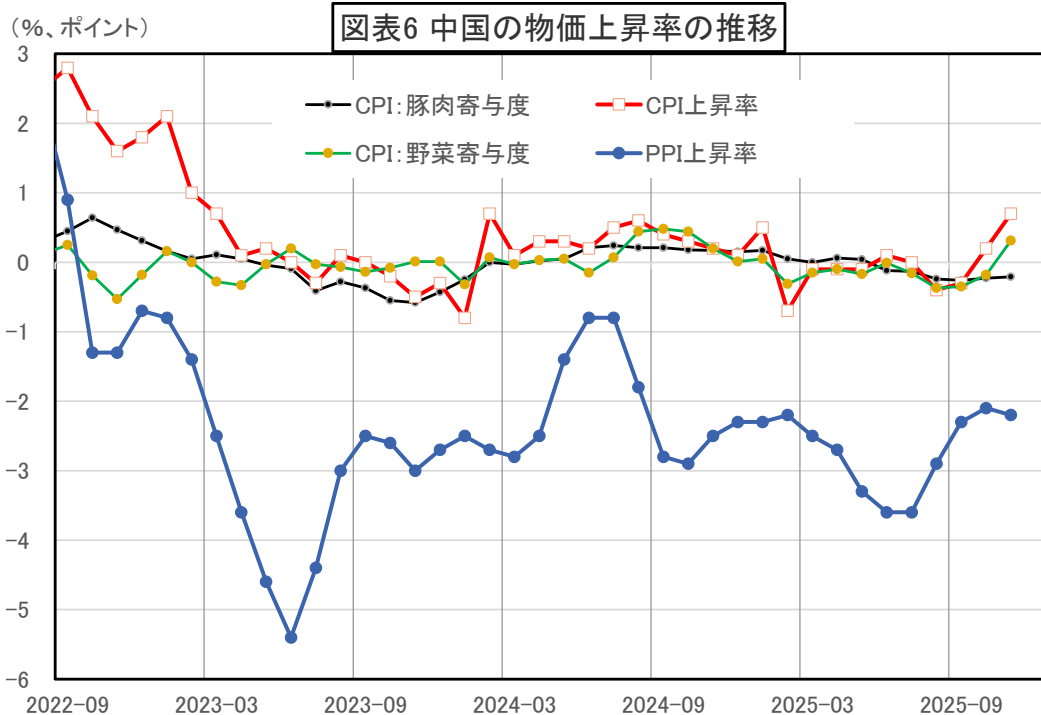
こうした状況下、中国の対米輸出は、米中通商摩擦の「休戦」にもかかわらず、高関税の影響などから回復には時間を要すると思われる。中国海関総署が 12 月 8 日に発表した輸出入統計によると、25 年 11 月の対米輸出 (ドル建て速報値) は前年比 ▲28.6%、8 か月連続の前年割れとなった (図表 5)。また、対米輸入も同 ▲19.1%と低迷が続いている。一方で、米国以外の輸出は底堅さを維持している。ベトナムやマレーシアなどアセ

アン向けの輸出額は同 8.2%と 10 月から鈍化したものの、底堅く推移した。さらに、EU 向け輸出は同 14.8%と大きく伸びたほか、日本向け輸出も同 4.3%とプラスに転じた。

その結果、11 月の輸出額は同 5.9%と、10 月の同▲1.1%からプラスに転じ、市場予想（同 3.8%）を上回った（図表 5）。世界的な AI 投資ブームや中国国内製造業の高度化を背景に、半導体、自動車、船舶の輸出が大幅に伸びたことは輸出全体を押し上げた。なお、11 月のレアアース（希土類）磁石の輸出量は 6,149 トンで、うち米国向け 581 トン（前月比▲11.4%）、日本向け 304 トン（同 34.7%）となっている。

今後の輸出については、米国以外の国・地域向けの伸びが一服する可能性はあるものの、米中対立の緩和を背景に、対米輸出には一定の回復が期待され、輸出全体としては当面底堅さを維持する可能性が高い。

なお、11 月の輸入は前年比 1.9%と、10 月（同 1.1%）から小幅に伸びた。不動産開発投資のさらなる悪化や雇用・所得環境の厳しさを背景に、内需の弱さが続いていることを反映している。輸出から輸入を差し引いた貿易黒字は 1,117 億ドルとなり、25 年 1～11 月期の累計では 1 兆ドルを超えた。



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は25年11月。

低インフレ状態は 継続

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とみられる。中国国家统计局が発表した25年11月の消費者物価指数（CPI）は前年比0.7%と10月（同0.2%）から上昇率が拡大し、2か月連続のプラスとなった（図表6）。

CPIの構成項目を見ると、食料品価格は同0.2%と10月（同▲2.9%）からプラスに転じた。これがCPI上昇率の拡大をもたらした主因である。食料品のなかでは、9か月連続で下落していた野菜価格が同14.5%と10月（同▲7.3%）からプラスに転じ、CPI全体の上昇率（前掲0.7%）への寄与度は0.31ポイントとなった。野菜価格の上昇は10月中旬以降の天候不順による供給量減少が背景にある。

一方、豚肉価格は同▲15.0%と下落し、寄与度は▲0.21ポイントとなった。ガソリン価格は、国際原油価格の下落を受け、同▲7.5%と10月（同▲5.5%）から下落幅が拡大した。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10月から変わらなかった。

他方、生産者物価指数（PPI）の下落幅は予想ほど改善しなかった。11月のPPIは前年比▲2.2%と下落幅が拡大し、38か月連続のマイナスとなった（図表6）。前月比では10月から変化はなかった。

今後の物価については、消費促進策の効果などにより、CPIの前年比上昇率は回復していく可能性が高い。ただし、「供給の強さ・需要の弱さ」は短期的には大きく改善されると思われないため、PPI前年比は下落の局面からの脱却には、なお時間を要するであろう。

図表7 2026年と2027年の中国経済見通し

| | メインシナリオ | | 楽観的シナリオ | | 悲観的シナリオ | |
|--------------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|
| | 26年予測 | 27年予測 | 26年予測 | 27年予測 | 26年予測 | 27年予測 |
| 実質GDP（前年比%） | 4.7 | 4.5 | 5.3 | 5.1 | 4.3 | 4.1 |
| GDPデフレーター（%） | ▲0.6 | 0.2 | 0.1 | 1.0 | ▲1.3 | ▲0.7 |
| 名目GDP（%） | 4.1 | 4.7 | 5.4 | 6.1 | 3.0 | 3.5 |

（資料）Windをもとに作成

**経済見通し：25 年は
前年比 5.0%、26 年
は同 4.7%と予想**

以上のとおり、足元では内需の下振れ圧力が強まっているとみられる。中国政府は内需拡大を「戦略」と位置づけ、26 年の重要任務の筆頭に「内需主導を堅持し、強い国内市場を構築すること」を掲げた。

しかし、当面は個人消費の低迷や不動産市場の停滞が続くとみられるため、25 年 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する。ただし、25 年 1～9 月期に 5.2%成長を達成したことから、25 年通年では前年比 5.0%と見込む。

26 年は次期 5 か年計画の始動年であり、25 年を上回る規模の積極財政の発動が見込まれる。このため、26 年の中国経済は前年比 4.7%と、25 年からは減速するものの、小幅な減速にとどまると予想される。これがメインシナリオである。

楽観シナリオでは、米中関税率の引下げや住宅在庫解消に向けた大胆な支援策の実施を背景に、26 年は前年比 5.3%と、25 年から成長が加速する可能性がある（図表 7）。一方、悲観シナリオでは、米中関係の再悪化による関税率引上げや不動産市場のさらなる悪化を背景に、26 年の成長率は 4.3%まで落ち込むと予想される。

当面は、既存政策の効果を引き続き見極める必要があるほか、26 年 3 月に開催予定の全国人民代表大会（全人代）に注目が集まっている。

（25. 12. 23 現在）