

## 与党大敗で拡張的な財政政策運営の思惑が高まる

### ～黄信号が灯った国内景気～

南 武志

#### 要旨

トランプ関税の影響を相殺すべく、自動車製造業など輸出企業は米国向けの輸出価格を大幅に引き下げており、収益環境が悪化している。また、食料などの価格高騰で実質賃金の減少が続き、消費の低調さが続いている。日米関税交渉は合意に至ったとはいえ、対米輸出には15%の相互関税が課せられることとなり、それらによる悪影響は先行き強まることが見込まれる。先行き物価の鈍化傾向が強まれば、消費は持ち直しに転じる可能性があるものの、日本経済はしばらく足踏み状態が続くだろう。

こうしたなか、参院選での与党敗北を受け、野党が公約に掲げた消費税減税は現実味を増したように思われるが、実現までには課題も多い。マーケットは選挙結果について概ね予想通りとの反応であったが、財政悪化への懸念から金利上昇圧力がかかっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目		2025年			2026年	
		7月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		0.478	0.45～0.55	0.45～0.80	0.45～0.80	0.45～0.80
国債利回り	20年債 (%)	2.600	2.40～2.80	2.45～2.85	2.45～2.85	2.45～2.85
	10年債 (%)	1.590	1.40～1.80	1.40～1.80	1.40～1.80	1.40～1.80
	5年債 (%)	1.120	0.90～1.40	0.90～1.40	0.90～1.40	0.90～1.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	146.7	135～155	130～150	127～147	127～147
	対ユーロ (円/ユーロ)	172.3	155～175	150～170	150～170	150～170
日経平均株価 (円)		41,171	40,000±3,000	39,500±3,000	39,000±3,000	39,000±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7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。

#### 与党惨敗で消費税減税の現実味が増す

7月20日に投開票が行われた参議院議員選挙は、昨年10月の衆院選に続き、連立与党が惨敗した。改選後の議席数は122で過半数(125議席)を割ったことから、衆参両院で少数与党となった。与党の過半数維持を必達の目標としてきた石破首相(自民党総裁)は、比較第1党としての責任や国政に停滞を招いてはならないとの思いを理由に、続投の考えを表明した。ただし、自民党内からは責任を問う声が上がっており、今後「石破おろし」の動きが強まる可能性もある。

一方、今回の参院選では、野党第1党である立憲民主党の議席数が伸び悩むなか、「手取りを増やす」政策を訴えた国民民主党や「日本人ファースト」というスローガンを掲げた参政党の躍進が目立った。野党はいずれも石破内閣との連立に応じる

考えはないとしており、政権運営に暗雲が垂れ込めている。

さて、今回の参院選の大きな争点として、物価高対策として現金給付をするか、それとも消費税を減税するか、といったものがあつた。社会保障財源としての役割もあり、政府・与党は消費税減税に否定的な考えを繰り返してきたが、今回の選挙結果からは消費税減税を容認する民意が示された。ガソリン税の暫定税率廃止に加え、消費税減税の現実味は高まったとみられる。とはいえ、財源をどこに求めるかが最大の問題で、仮に赤字国債発行で賄うことになれば、長期金利にはさらなる上昇圧力が加わる可能性がある。そのほか、小売店のシステム対応などに時間がかかるとの指摘や、減税前の買い控えや再増税の際の消費抑制効果への対処など、解決すべき課題は少なくない。

図表2 第27回参議院議員選挙の結果

		自民	公明	立民	維新	国民	れいわ	共産	参政	保守	社民	N党	みらい	無所属
今回	選挙区	27	4	15	3	10	0	1	7	0	0	0	0	8
	比例	12	4	7	4	7	3	2	7	2	1	0	1	
	合計	39	8											
		47		22	7	17	3	3	14	2	1	0	1	8
非改選		62	13											
		75		16	12	5	3	4	1	0	1	1	0	5
新しい議席数		101	21											
		122		38	19	22	6	7	15	2	2	1	1	13
選挙前との比較		▲13	▲6											
		▲19		0	1	13	1	▲4	13	2	0	▲1	1	1

(資料)マスコミ各社の報道より作成 (注)シャドー部は与党勢力。政党名は一般的な略称を使用。

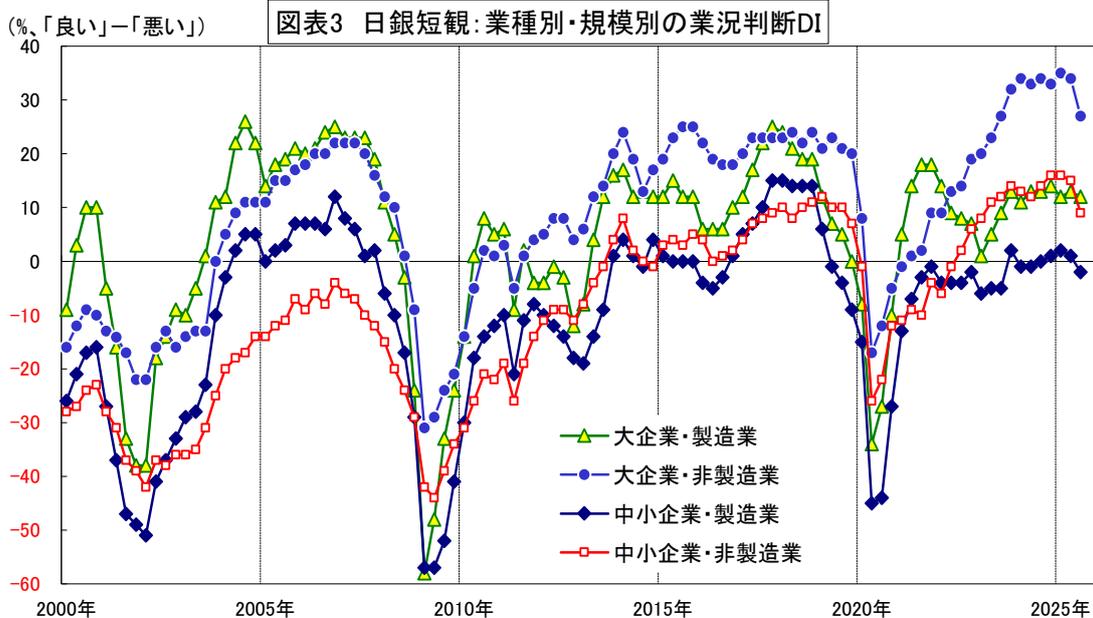
## 6月短観では景況感の底堅さが確認されたが...

以下、足元の国内景気動向について確認したい。まず、日銀短観(6月調査)によれば、大方の予想に反し、景況感の底堅さが確認できた。代表的な大企業・製造業の業況判断DIは13と、前回3月調査時(12)から+1ポイントと2期ぶりに改善した。一方の同・非製造業は34と、前回調査時(35)から▲1ポイントと2期ぶりの悪化であった。先行きについては、製造業、非製造業とも悪化の見通しであるが、製造業は今回から▲1ポイント、非製造業も同じく▲7ポイントと、非製造業の方が先行きについて厳しく感じているようだ。

そのほか、25年度の売上高見通しは前年度比1.4%へ上方修正されたが、経常利益見通しは同▲5.7%の減益見通しへ下方修正された。25年度の設備投資計画(含む土地投資額、除くソフトウェア・研究開発)は、全規模・全産業ベースで前年度比

6.7%へ上方修正されたが、21年度以降の6月調査時点としては最も低い数字であった。いわゆる「短観加重平均DI（生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均して算出）」からは、足元の不足感がやや緩和したものの、先行きは再び不足感が高まるとの見通しであった。なお、全般的にはトランプ関税の影響は限定的といった内容だった。

また、月次のソフトデータを確認すると、低調ながらも景況感の改善が散見された。6月の景気ウォッチャー調査の「景気の現状判断」DIは2か月連続で改善したが、判断基準である50は16か月連続で下回った。「先行き判断」DIも同じく2か月連続の改善ながらも10か月連続の50割れであった。S&Pグローバル日本PMI（6月）は、製造業は1年ぶりに判断基準となる50を上回ったほか、サービス業も3か月連続の50超であった。



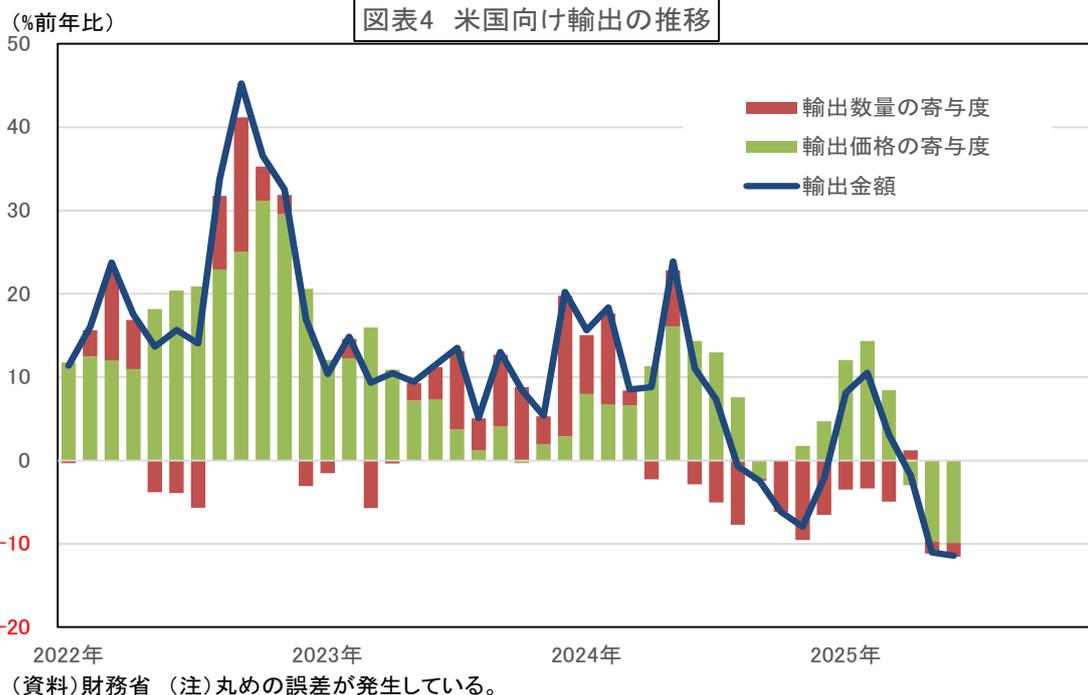
### 景気動向指数の基調判断は「悪化」へ下方修正

一方、5月の景気動向指数・CI一致指数は前月から▲0.1ポイントと2か月ぶりに低下、3か月後方移動平均が3か月連続で下降したことから基調判断は景気後退の可能性が高いことを示す「悪化」へ下方修正された。しかし、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」（5月）は前月から+0.1ポイントと2か月連続で上昇しており、実際に国内景気がピークアウトした可能性は低いと思われる。

トランプ関税の影響を見る上で注目される貿易統計によれば、6月の輸出金額は前年比▲0.5%と2か月連続のマイナスだ

った。ただし、輸出数量は同 2.5%と 3 か月連続のプラスであり、トランプ関税による影響は依然として限定的である。しかし、輸出価格は同▲3.0%と 2 か月連続の下落、日銀の輸出物価指数（円ベース）でも同▲6.9%、うち北米向け自動車は同▲26.3%となっており、輸出製造業がトランプ関税分だけ割り引いて米国に輸出している姿が見て取れる。こうした状況は輸出製造業の収益減少につながり、「賃金と物価の好循環」を弱めかねない。ちなみに、6月の実質輸出指数も前月比 3.2%と 2 か月連続の上昇だった。

一方で、5月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は同▲0.6%と 2 か月連続の減少だった。6月の工作機械受注（内需）は同 3.3%（当総研による季節調整後）と 2 か月連続のプラスながらも、4月の落ち込み（同▲17.7%）のリバウンドとしては物足りない。前述の通り、日銀短観等の設備投資計画は底堅い数字であるが、企業は設備投資に対して慎重姿勢を強めている可能性がある。



**実質賃金は減少継続、消費マインドも低迷**

5月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比 1.4%、このうち一般労働者の所定内給与は同 2.2%と、5%超となった春闘賃上げ率（定昇込み）と比べれば低いものの、増加傾向をたどっている。一方、物価高止まりの影響で実質賃金は、現金給与総額で同▲2.0%と 5 か月連続、一般労働者の所定内給与

**経済見通し：しばらく停滞感の漂う展開に**

は同▲1.3%と7か月連続で下落するなど、マイナス状態から抜け出せていない。

一方、6月の消費者態度指数は2か月連続で上昇、低水準ながらも、内閣府の基調判断は「弱含んでいる」から「持ち直しの動きがみられる」へ上方修正された。しかし、実際の消費統計は弱含みでの推移であり、5月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は前月比▲0.3%と3か月連続で低下した（このうち、サービス消費は3か月ぶりの上昇）。

以下、国内景気の先行きを展望したい。足元4～6月期については、25年春闘において2年連続で5%超の賃上げが実現したこともあり、家計所得は増加傾向にあるとはいえ、物価高止まりによって実質賃金の減少には歯止めがかかっていない。家計の節約志向は根強く、消費は引き続き低調に推移している。また、世界経済の低成長状態に加え、トランプ関税によって輸出が伸び悩んでいる。2期連続でマイナス成長となる可能性は否定できない。夏場以降は、後述の通り、物価が沈静化に向かえば実質賃金のプラス定着を通じて民間消費は持ち直しが期待される。一方、トランプ関税の影響は徐々に強まるものとみられ、輸出や設備投資を抑制することに加え、業績悪化が見込まれる輸出製造業では冬季賞与や26年春闘への悪影響も懸念される。日本経済はしばらく停滞色の強い展開が見込まれる。

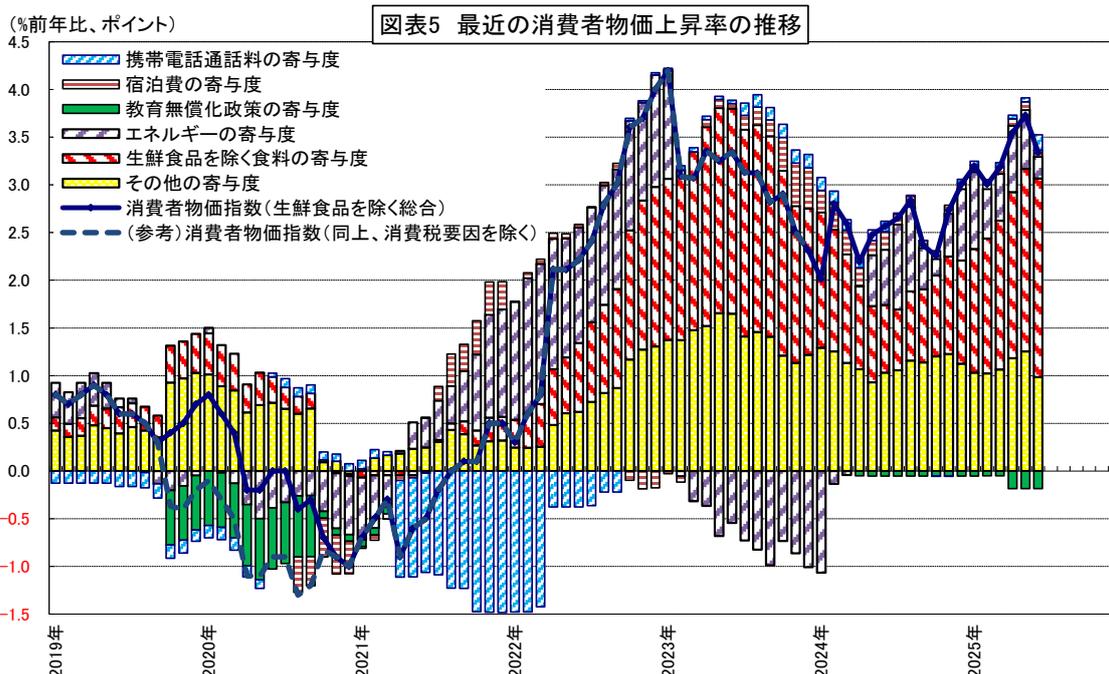
なお、米国が7月7日、日本からの輸入品への相互関税率を8月1日から25%（4月初の段階では24%）に引き上げると発表したことで、早期の決着が求められていた日米関税交渉であったが、8回目の対米関税交渉で合意にこぎつけた。最大5,500億ドルの対米直接投資支援枠の設定やコメ、自動車などの市場開放案が米側に評価された模様で、相互関税は15%へ、日本が撤廃を求めてきた自動車関税は15%（従来の関税率2.5%+4月以降の自動車関税25%の半分（12.5%））へ引き下げられることになった。

**物価動向：コアCPIは前年比3.3%へ鈍化**

6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3.3%と、4か月ぶりに鈍化した。内容的には、コメは僅かに鈍化したとはいえ、前年比100.2%と高騰が続いており、おにぎり、すし（外食）などの価格を押し上げている。また、コーヒー豆やチョコレートも大きく上昇、生鮮食品を除く食料は前年比8.2%へ一段と加速した。その半面、これまでの原油

安や円高、新しいガソリン補助金制度の導入などによってエネルギーは前年比 2.9%まで鈍化したほか、東京都の水道基本料金無償化も物価押し下げに寄与している。

なお、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコア CPI）」は同 3.4%と 6 か月連続で加速した。また、一般サービスは同 2.0%、宿泊費を除くベースでも同 1.8%と、ともに上昇率を高めた。人件費増がサービス価格を押し上げつつあり、今後の政策判断にどう影響するか注目される。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

### 物価見通し：25年後半にかけて物価沈静化が進む

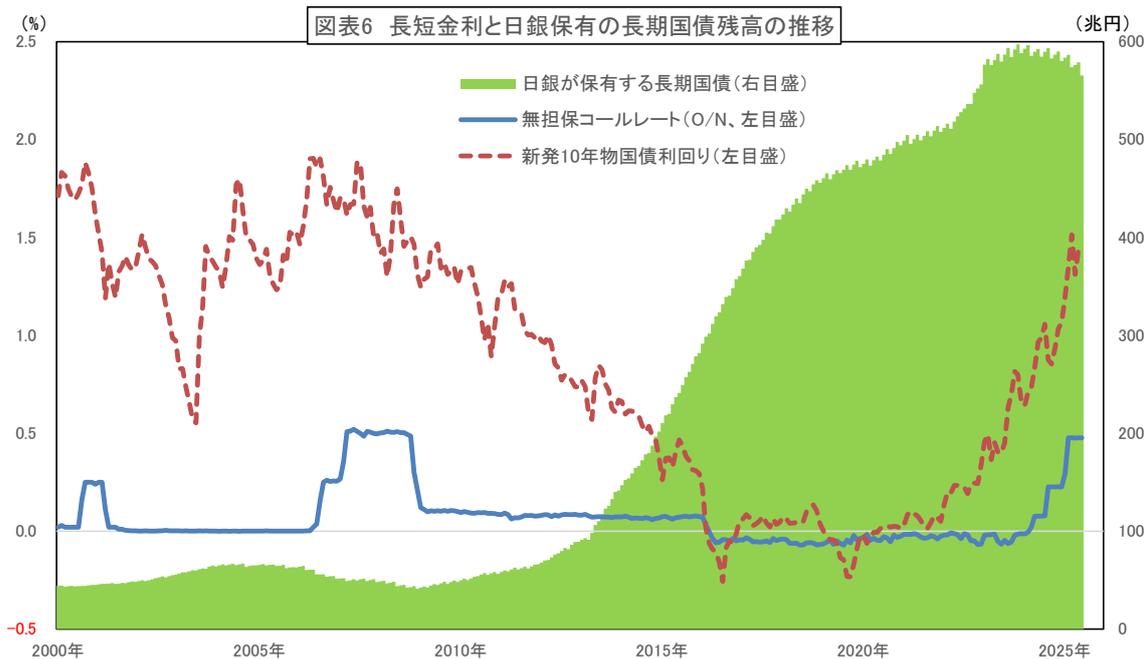
先行きについては 7～9 月に電気・都市ガス代の負担軽減策が導入されるほか、仮にガソリン税の暫定税率 (25.1 円/ℓ) が廃止されれば、エネルギー価格は大きく押し下げられる。一方、世界的な天候不順の影響に加え、政府備蓄米の放出効果も限定的であり、食料の高止まり状態はしばらく続くとみられる。ただし、コメについては今秋以降、一定の価格帯に収斂すれば押し上げ効果は徐々に剥落することになる。25 年後半にかけて物価の沈静化が進むことが見込まれる。

### 金融政策：日銀は利上げ継続方針を維持

日本銀行は 24 年 3 月に異次元緩和を終了、その後も 2 回の利上げを行ってきた。24 年 8 月からは長期国債買入れの減額を開始、26 年 1～3 月までは毎四半期 4,000 億円程度ずつ、4～6 月以降は同 2,000 億円程度ずつ、それぞれ減額することを決定した。これにより、毎月の国債買入れ額は 26 年 1～3 月には 3

兆円程度、27年1～3月には2兆円程度となる予定である。このように、日銀は緩やかなペースではあるが、金利・量ともに政策正常化を進めてきた。

日銀は今後の金融政策運営について、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表明している。



(注) 日本銀行、日経FinancialQuest

### 金融政策：不確実性が高いが、今秋にも利上げを検討と予想

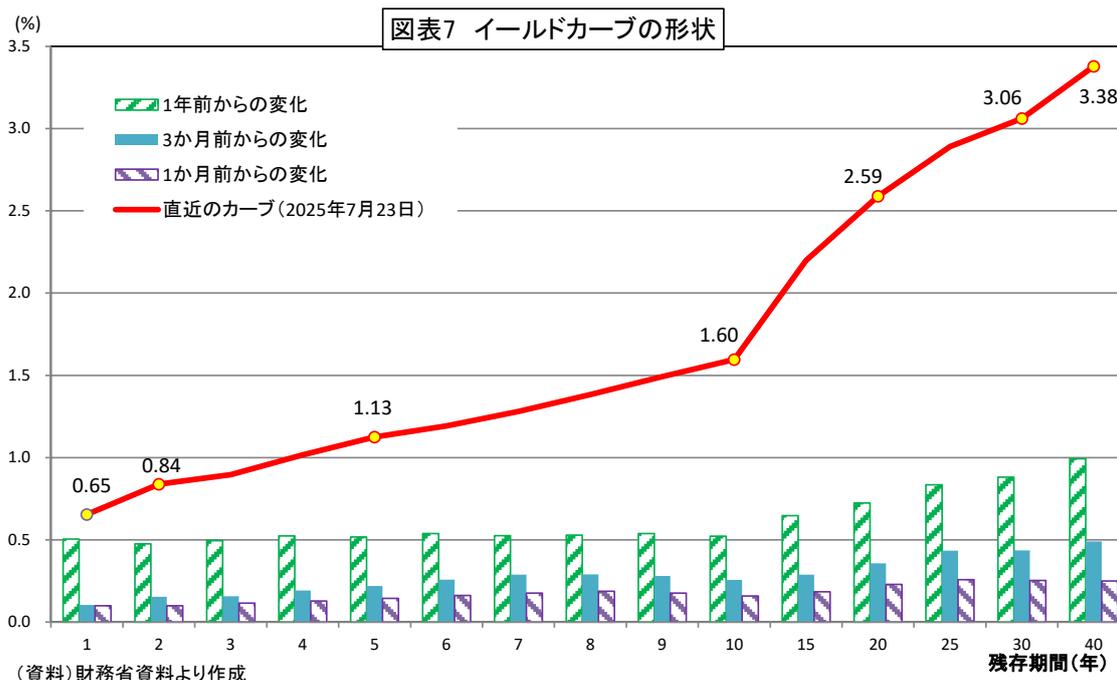
一方、利上げに向けて、今後の経済・物価情勢に関する不確実性が極めて高く、新たな情報やデータの動きを見極めなければならないこともあり、判断に時間を要するような状況となつつある。植田総裁は、実際の物価上昇率は2%を上回っているが、基調的な物価上昇率は2%を下回ったままであると述べるなど、利上げを急ぐ必要はないことを示唆している。実際、トランプ関税政策の動向に加え、国内の経済財政政策との整合性なども考慮せざるを得ないものと思われる。

とはいえ、25年内は2%超の物価上昇率が継続するとみられるほか、前述の通り、人件費がサービス価格に波及しつつあるなど、物価の基調が着実に高まっていること、さらに拡張的な財政政策運営がインフレを喚起させる可能性もあることを踏まえると、今秋にも追加利上げを検討するものと予想する。

## 金融市場：現状・見通し・注目点

参院選での与党敗北予想やその後の政策運営を巡る思惑から、金利に対しては上昇圧力が働いたほか、為替レートは円安気味の展開となった。一方、米国株の堅調さに加え、積極財政への期待感から、国内株式市場は底堅く推移した。

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。



### 長期金利は一時17年ぶり水準まで上昇

### 今後も長期金利には上昇圧力がかか

#### ① 債券市場

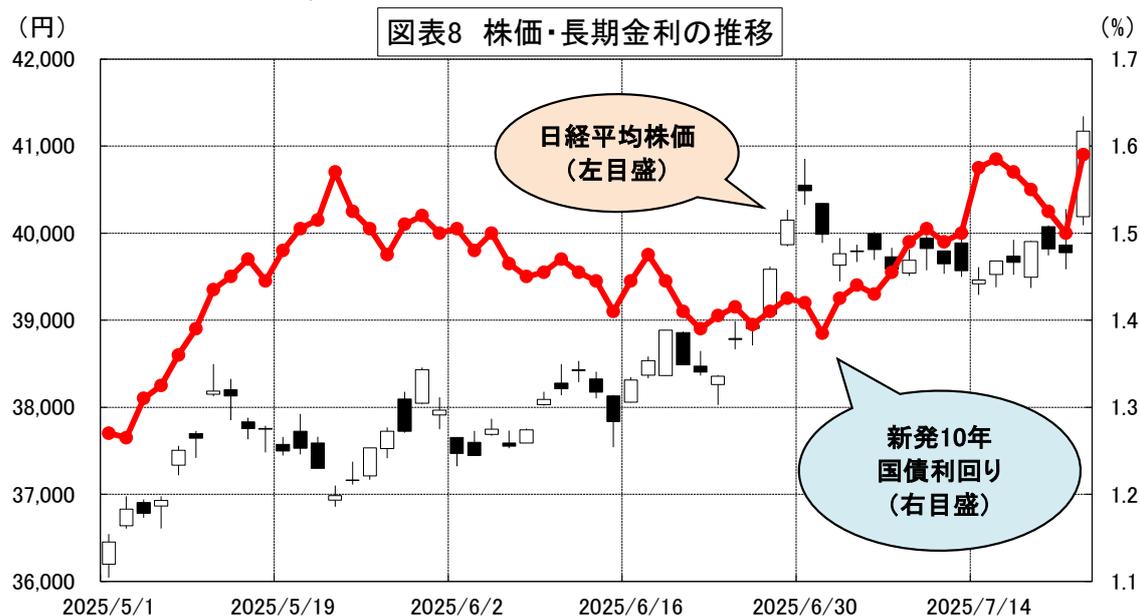
4月初旬のトランプ相互関税の発表直後には世界経済の悪化懸念が高まり、長期金利（新発10年物国債利回り）は一時1.105%まで急低下した。その後、マーケットの混乱が収束方向に向かったことで、5月上旬にかけて1.3%前後でもみ合ったが、5月中旬以降は米国債の格下げや米連邦準備制度（Fed）の利下げ観測の後退などで米国長期金利が上昇したことにつられて、国内金利も上昇傾向を強めた。5月20日の20年国債入札が不調だったこともあり、22日には1.57%まで上昇する場面もあった。その後は国債管理政策などへの期待感から低下に転じた。7月上旬にかけては1.4%前後で推移していたが、参院選を控えて先行き財政拡張的な政策が採用されるとの思惑から長期金利は再び上昇、一時17年ぶりに1.6%まで上昇した。

25年入り後、日本を含む主要国では財政悪化懸念などから長期金利が上昇する場面が散見されている。これに対して財務省

## りやすい

は国債発行について年限の長いものから短いものへの振替を実施したほか、日銀も国債買入れ額を 26 年度から減額することを決定するなど、超長期ゾーンの金利上昇に配慮するような対応を見せた。

しかし、参院選で与党が敗北したことで、石破内閣が否定的な見解を示す消費税減税などが現実味を帯びつつあり、赤字国債の増発への警戒が高まっている。それゆえ、今後とも長期金利には上昇圧力がかかりやすいものと思われる。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

## 株価は上値が重い 展開

### ② 株式市場

トランプ関税への懸念から4月初旬の株式市場はリスクオフが強まり、7日には株価は約1年半ぶりとなる31,000円割れとなった。その後、相互関税は当面基本税率10%で運用するとの発表や二国間交渉の開始、さらには中国に対する追加関税を大幅に引き下げるとを発表したことで、世界経済の悪化懸念が後退した。株価は戻り基調となり、5月下旬には一時40,000円台を回復した。その後は39,000円台を中心としたレンジ内でのみみ合いが続いたが、財政拡大への期待感もあり、7月下旬にかけて株価は上昇、23日には日米関税交渉の合意が好感され、1年ぶりに41,000円台を回復した。

先行きを展望すると、対米関税交渉が合意に至ったにせよ、15%の自動車関税、15%の相互関税が課された状態であることから、輸出製造業の収益を圧迫する可能性が高い。また、物価

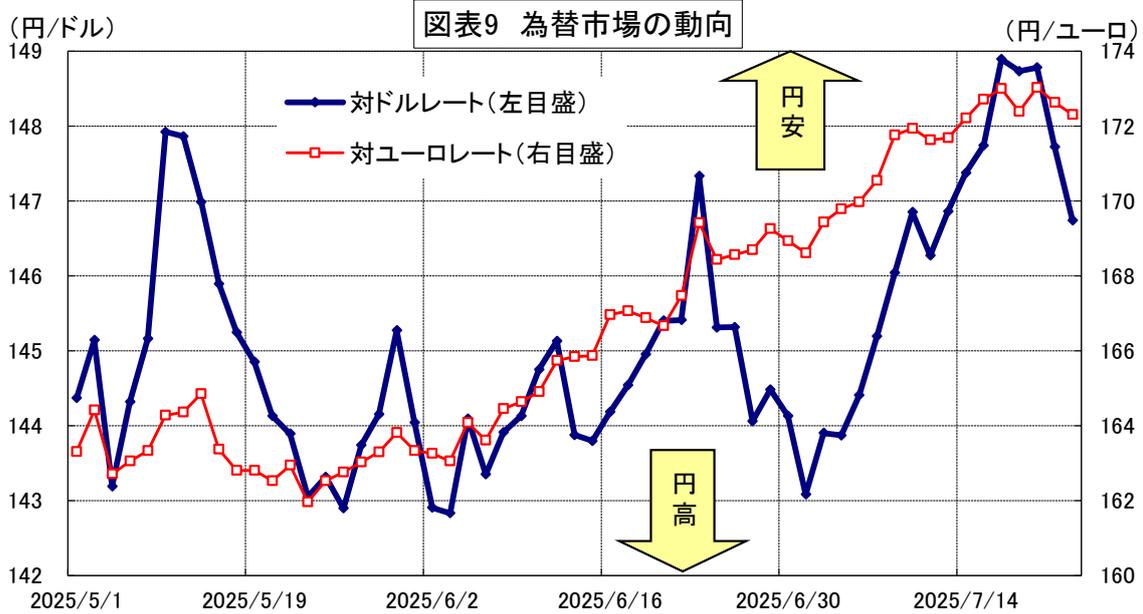
## 円安が再び進行

高が続く国内でも消費回復が遅れている。積極財政への期待は根強いものの、25年度の業績見通しは減益予想であり、株価は上値の重い展開が想定される。

### ③ 外国為替市場

4月初旬にトランプ相互関税の詳細が発表されたことでドル売り圧力が強まり、ドル円レートは22日には一時7か月ぶりとなる139円台まで円高が進んだ。4月下旬以降は米国の関税政策に柔軟化の動きがみられたが、特に5月中旬には米中間で高率関税の大幅引き下げが合意したことで米ドルが全面高となり、148円台まで円安が進んだ。6月中旬にかけては米インフレ指標の沈静化や米国債の格下げなどもあり、概ね140円台前半で推移した。6月下旬には中東情勢の緊迫化で一時的に円安が進んだ場面もあった。7月下旬にかけては政局流動化リスクなどが意識され、148円台まで円安が進んだ。

先行きについては、日米金利差は先行き縮小方向にあるとみられるほか、トランプ大統領はドル安志向であり、折に触れて日米間で為替協議が行われるとの観測が浮上するとみられることから、基本的には円高ドル安方向に戻ると予想する。



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

## ユーロ高が進行

欧州中央銀行 (ECB) が連続利下げをしたことで日欧金利差はだいぶ縮小してきたが、ユーロ高が強まっている。直近は1年ぶりとなる1ユーロ=170円台前半で推移している。

ユーロ圏では賃金・物価の上昇圧力が緩和に向かっているこ

ともあり、ECB は 8 会合ぶりに利下げを見送る方針である。一定の日欧金利差が残ることもあり、ユーロ高状態は続くだろう。とはいえ、トランプ関税の影響を注視する姿勢に変わりはなく、マーケットには年内の追加利下げを見込む予想が根強い。

(25. 7. 23 現在)