

「責任ある積極財政」を掲げる高市新内閣

～マーケットでは株高・円安が進行～

南 武志

要旨

トランプ関税によって自動車を中心に米国向け輸出が減少しているが、円安効果によって米国向け以外の輸出は底堅く推移している。一方、労働力不足を背景に、賃上げが継続しているが、コメなど食料品を中心に物価は高止まり状態であり、実質賃金は減少し、消費も鈍さが残る。先行き物価の鈍化傾向が強まれば、消費は持ち直しが強まる可能性があるが、米国の関税政策強化の影響が輸出や設備投資等に出てくる可能性もある。日本経済はしばらく低成長状態が続くだろう。

こうしたなか、「強い経済」の構築に向けて「責任ある積極財政」を行うとする高市早苗氏が新首相に就任、株高・円安が進んだ。一方、新内閣の発足直後ということもあり、追加利上げは遠のいたとの見方も浮上している。しかしながら、国債増発懸念が強まるなか、長期金利には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		
		10月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.477	0.45～0.80	0.45～0.80	0.45～0.80	0.45～0.80
国債利回り	20年債 (%)	2.610	2.45～2.85	2.45～2.85	2.45～2.85	2.45～2.85
	10年債 (%)	1.665	1.45～1.85	1.45～1.85	1.45～1.85	1.45～1.85
	5年債 (%)	1.230	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)	153.0	135～155	130～150	127～147	127～147
	対ユーロ (円/ユーロ)	177.8	160～180	155～175	150～170	150～170
日経平均株価 (円)		50,512	49,000±3,000	49,000±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)

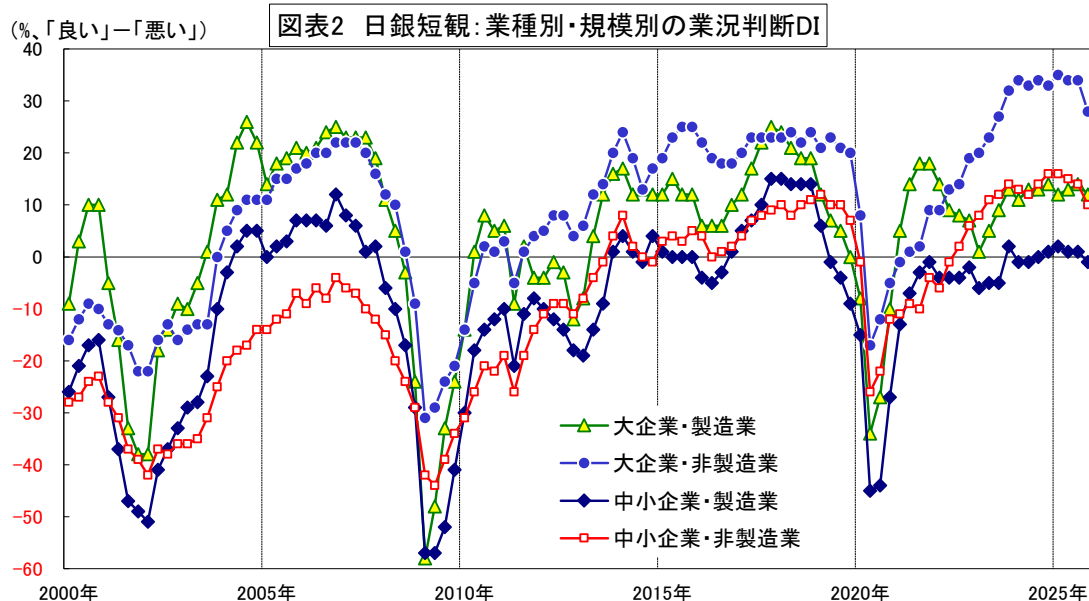
(注) 実績は2025年10月27日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

第104代首相に高市早苗氏が選出

2024年10月の首相就任以来、2度の国政選挙に敗北し、衆参両院で少数与党を余儀なくされたことの責任を取って、石破首相は9月7日に退陣を表明した。これを受けて、10月4日に自由民主党総裁選挙が行われたが、3度目の挑戦だった高市早苗氏が勝利した。その直後、公明党が「政治とカネ」の問題を巡って連立政権を離脱、新たな連立構想を巡る多数派工作が行われた結果、国会議員の定数削減や社会保障改革、副首都構想などを掲げる日本維新の会が自民党と新たに連立を組むことに合意した。一方、食料品への消費税を2年間ゼロにすること、さらに企業・団体献金の禁止などについては事実上先送りされ、閣外協力という格好となった。これによって21日に召集さ

れた臨時国会で高市氏が第 104 代内閣総理大臣に指名された。

24 日には所信表明演説が行われ、「強い経済」を構築するため、「責任ある積極財政」の考え方の下、戦略的に財政出動を行い、これにより、所得を増やし、消費マインドを改善し、事業収益が上がり、税率を上げずとも税収を増加させることを目指すとの考えを示した。こうした道筋を通じ、成長率の範囲内に債務残高の伸び率を抑え、政府債務残高の対 GDP 比を引き下げていくことで、財政の持続可能性を実現し、マーケットからの信認を確保していく方針である。なお、喫緊の課題として物価高対策に迅速に取り組むとしており、ガソリン税・軽油取引税の暫定税率の廃止や今冬も電気・ガス料金の支援などを行う考えを示した。12 月上旬をめどに補正予算案を提出し、野党の協力を得て 17 日の会期末までに成立させる方針だが、難航する可能性も否定できない。



(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。

企業の景況感は底堅い

以下、足元の国内景気動向について確認したい。日銀短観 9 月調査によれば、代表的な大企業製造業の業況判断DIは 14 と、6 月調査 (13) から+1 ポイントと 2 期連続で改善した。一方の同・非製造業は 34 で、6 月調査と変わらずだった。先行きについては、製造業が今回から▲2 ポイント、非製造業も同▲6 ポイントと、いずれも悪化見通しである。しかしながら、トランプ関税の影響は想定したほど強くなく、限定的といえる。

また、25 年度の企業業績は製造業・非製造業ともに増収なが

夏場にかけて景気は足踏み

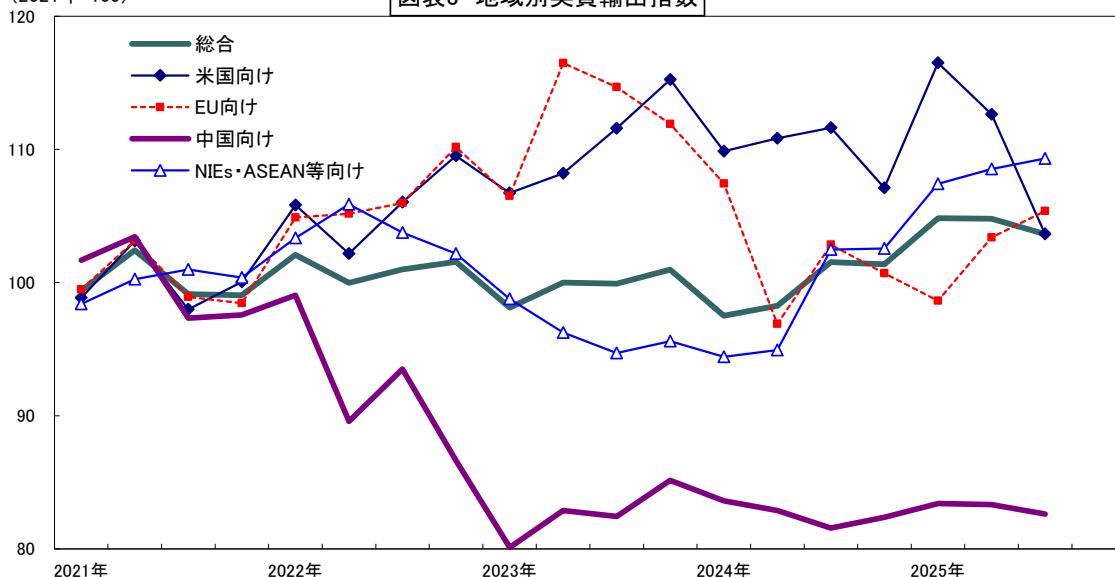
らも減益との見通しが維持された。製造業では25年度は上期・下期ともに減益、非製造業では下期に減益に転じる予想である。一方で、設備投資計画（ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除く、金融機関・持株会社等を含む全産業）は前年度比10.4%へさらに上方修正されるなど、設備投資マインドは健在なままであった。

その他、月次のソフトデータからも景況感の回復がみられた。9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5か月連続で改善した。ただし、判断基準である50は下回ったままである（それぞれ19か月、13か月）。一方、S&Pグローバル日本PMI（10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。

一方、リアル統計は弱い。8月の景気動向指数・CI一致指数は前月から▲1.3ポイントと2か月連続で悪化、24年2月以来の低水準となった。基調判断は「下げ止まり」で据え置かれたが、25年2月を直近ピークの25年2月から4.3ポイントも水準が低い。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」（8月）も前月から▲0.3ポイントと2か月連続の低下と、直近は弱含みとなっている。

(2021年=100)

図表3 地域別実質輸出指数



(資料)日本銀行

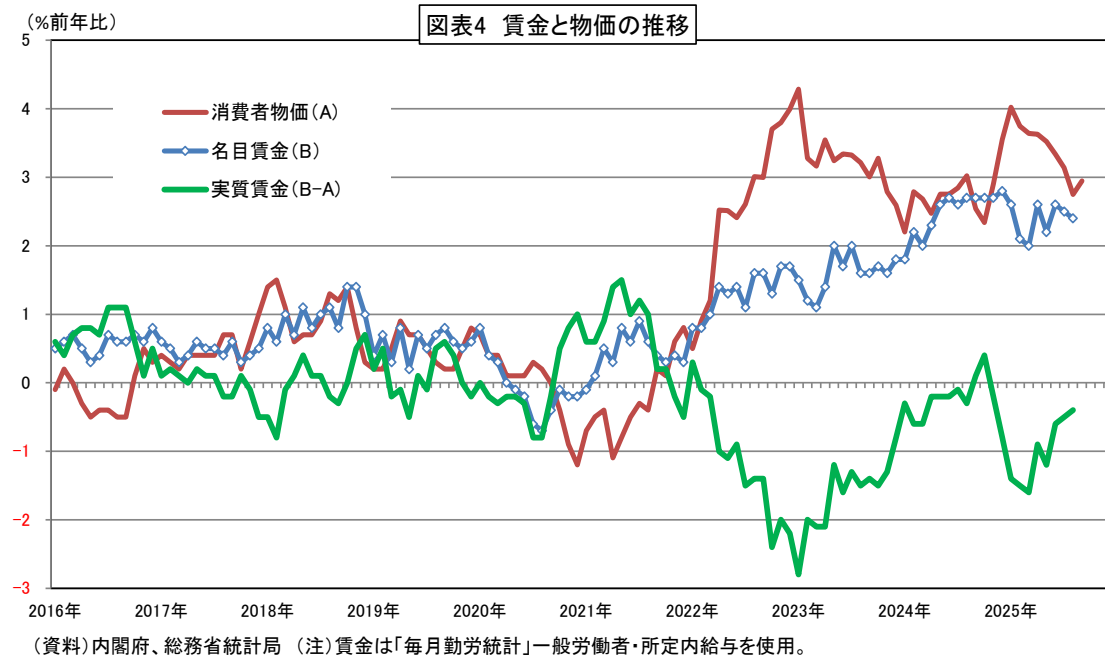
米国向け輸出は減少したが、米国以外は円

25年度入り後はトランプ関税が製造業生産や輸出に悪影響が及ぶとの懸念が続いている。9月の貿易統計によれば、米国

安効果もあり底堅い

向け輸出は前年比▲13.3%と6か月連続の減少（かつ5か月連続の二桁減）であり、主力の自動車（同▲24.2%）を中心に下押し圧力がかかっている様子が見て取れる。一方で、足元の円安進行によってEU向けやアジア向けで輸出価格が上昇したことで、輸出金額が膨んだ結果、全体では同4.2%と5か月ぶりの増加となった。

また、8月の鉱工業生産も前月比▲1.5%と2か月連続で低下、自動車工業などに低調さが確認できる。足元の設備投資関連指標も足踏みがみられる。8月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲0.9%と2か月連続で減少、基調判断は「持ち直しの動きに足踏みがみられる」へ下方修正された。



実質賃金の減少継続、 非耐久財中心に消費 も鈍い

8月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比1.3%、このうち一般労働者の所定内給与は同2.4%と、大企業・中堅企業の夏季賞与支給月にあたる6、7月からは鈍化したとはいえ、ともに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傾向が続いている。現金給与総額ベースで同▲1.4%と2か月ぶり、一般労働者の所定内給与ベースも同▲0.4%と10か月連続で、ともに下落するなど、なかなかプラス転換が見えてこない。

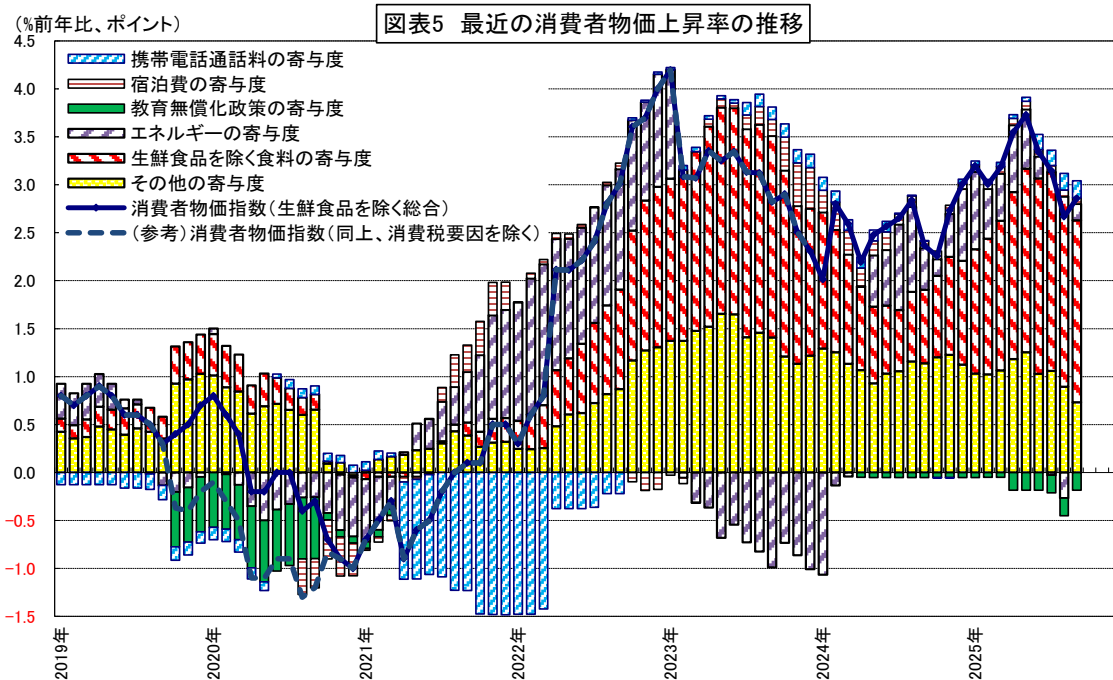
こうした状況もあり、夏場にかけて消費関連指標は冴えない動きが続いた。8月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は前月比▲0.4%と2か月連続で低下した。サービス消

経済見通し：しばらくは低成長状態

費は小幅ながらも2か月連続で上昇したが、非耐久財を中心に財消費は弱含んだ。なお、8月の総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）については同0.2%と持ち直し基調ながらも、消費税率10%への引き上げ前の水準まで戻っていない。

以下、国内景気の先行きを展望したい。足元7～9月期については、サービス以外の消費活動が停滞したほか、設備投資も弱含んだ。さらに、トランプ関税の影響によって輸出数量も伸び悩んだことから、経済成長率は6期ぶりのマイナスと予想する。

一方で、労働力不足を背景に、賃金上昇率は徐々に高まりつつあることから、後述の通り、25年度下期にかけて物価沈静化が進めば、実質賃金の前年比プラスが定着するとみられる。そうなれば、民間消費の回復基調が明確になる可能性がある。一方、トランプ関税によって米国向け輸出は減少傾向が続くだろう。こうした動きは輸出製造業を中心に業績悪化を招き、企業設備投資が抑制されるとみられる。日本経済はしばらく低成長状態が続くと予想される。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：全国コアCPIは前年比2.9%へ再加速

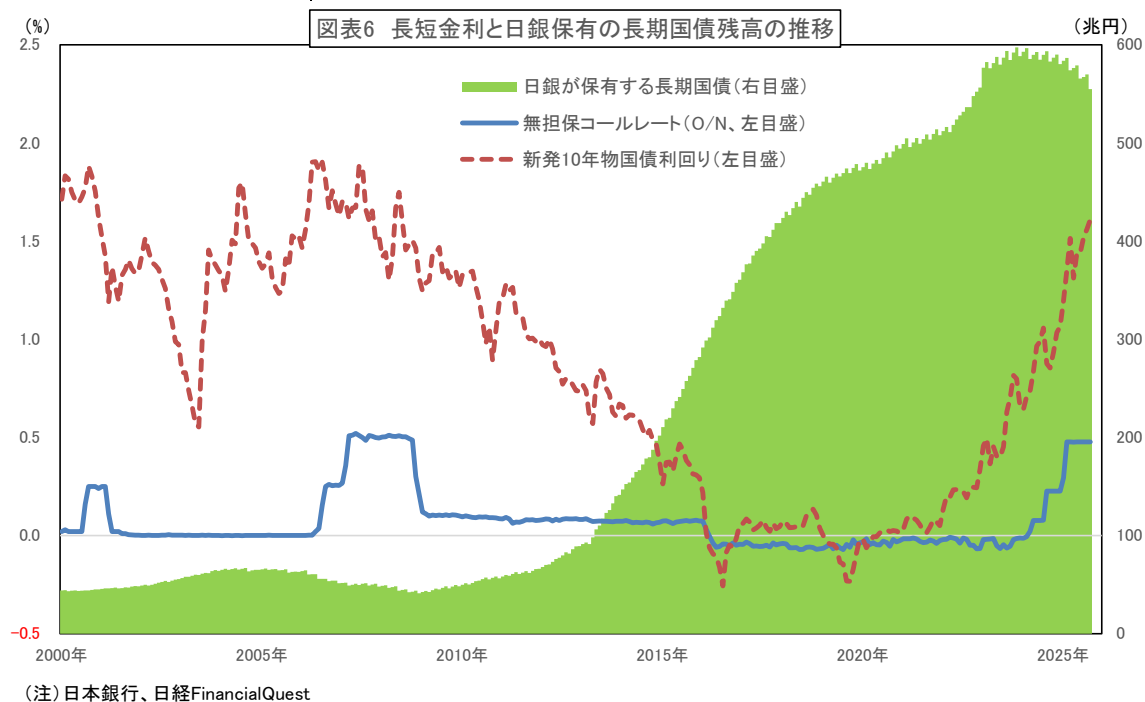
9月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比2.9%と4か月ぶりに上昇率が拡大した。注目のコメ価格は同49.1%と相変わらず高い上昇率ではあるが、ベース効果が一巡しつつあり、上昇率の押し下げに寄与している。一方で、電気・ガス料金（電気・ガス料金負担軽減支援事業）の負

物価見通し：25年度末には2%近くまで鈍化と予想

担軽減措置の規模が前年同月（酷暑乗り切り緊急支援）よりも小さいため、エネルギーは再び上昇に転じ、コアCPIの再加速につながった。

一方、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」は同3.0%と8月（同3.3%）から鈍化したほか、一般サービスは同1.9%、宿泊費を除くベースで同1.7%と、ベース部分の物価上昇が続いている様子が確認できる。

先行きについては、前年の物価高対策（電気・ガス料金の負担軽減措置）の反動が出ることもあり、少なくとも11月分までエネルギーは物価押し上げ要因になりそうだ。とはいえ、足元の原油価格は前年よりも低いほか、最近のOPECプラスの増産方針などを踏まえると、エネルギー価格そのものは今後とも弱含みで推移するだろう。さらに、代替財源の問題が残るものの、ガソリン税・軽油取引税の暫定税率が廃止されれば、物価押し下げ効果が期待できる。また、コメについても引き続きベース効果が剥落していくことになる。為替レートも米国の利下げが現実味を増せば円安が抑制され、物価鈍化に寄与する可能性がある。25年度下期にかけて物価上昇率は縮小、年度末には2%近くとなるだろう。



金融政策：日銀は利上げ継続方針を

日本銀行は24年3月に異次元緩和を解除して以降、同年7月、25年1月と、2回の利上げを実施した。また、長期国債の

維持

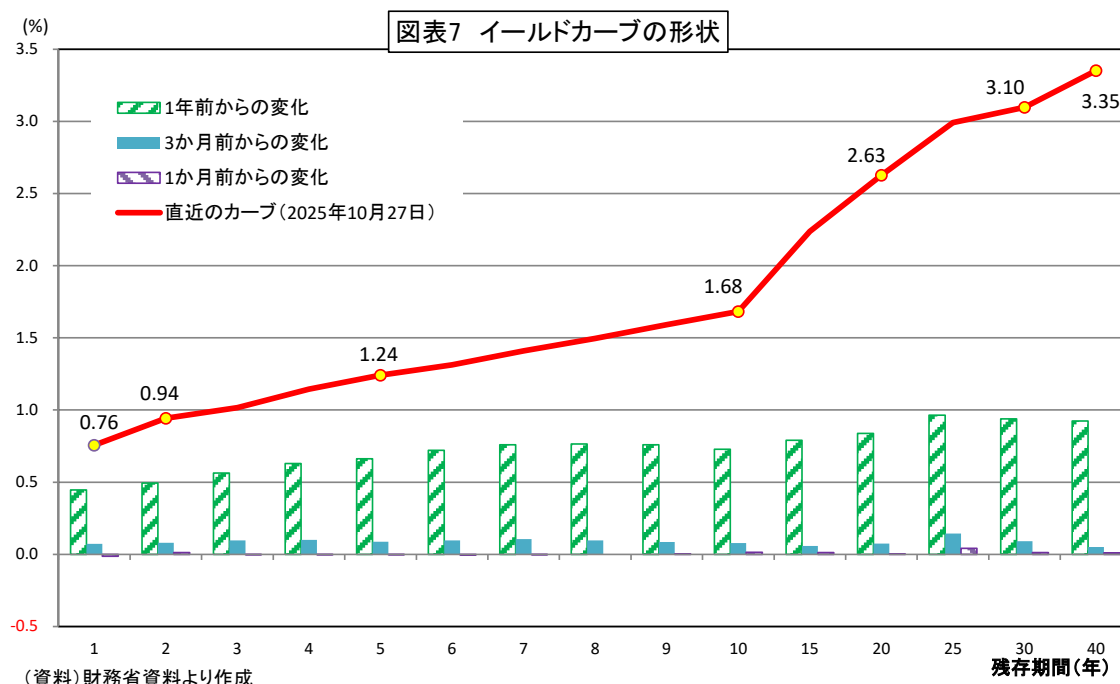
高市内閣は緩和的な金融環境を求めているが、年内利上げの可能性も

買入れ額の減額に加え、25年9月にはETF・J-REITの売却も準備が整い次第開始することも決定、政策正常化を進めてきた。

さて、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方針を繰り返している。

トランプ関税の影響や米国経済の情勢などを確認する必要があるとはいえ、上述の通り、経済・物価情勢は概ね日銀の想定通りに推移しているとみられるほか、前回利上げから9か月が経過したこともあり、利上げの機は熟したとの意見も少なくない。

とはいえ、発足間もない高市政権が「強い経済」構築を目指す上で、緩和的な金融環境を求めていることは想像に難くない。それゆえ、10月会合で利上げを決定する可能性は小さいと思われる。とはいえ、日銀が政策正常化を進めることができないと、円安圧力が燦り、物価上昇圧力がかかり続ける。それは物価高への対応を続ける政府にとって不都合な状況ともいえる。当総研では基調的な物価上昇率や予想物価上昇率が徐々に高まりつつあることから、近い将来、早ければ年内にも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・見通し・注目点

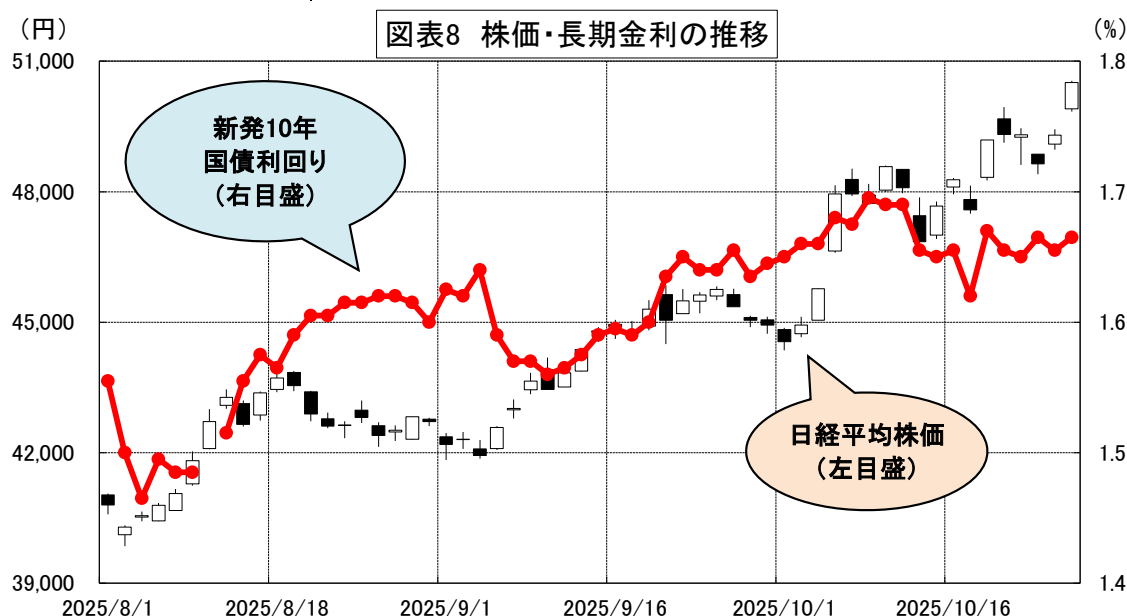
早期利上げ観測は後退したが、長期金利は1.6%台で推移

米国の政府機関閉鎖の影響により、経済・物価情勢を探ることが困難となるなか、米国では利下げ観測が強まっている。また、国内でも高市内閣の経済政策運営への期待が高まり、日米の株式市場は史上最高値を更新した。一方、日銀の利上げは後ずれするとの見方から円安圧力が高まった。

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。

① 債券市場

5月下旬にかけて、米長期金利の上昇や参院選を控えた財政支出拡大への警戒感から、長期金利（新発10年物国債利回り）は一時1.57%まで上昇した。これに対して、財務省や日銀が金利上昇に配慮した施策を打ち出したことでマーケットには一旦安心感が広がり、7月初めには1.4%割れの水準まで低下した。その後は、参院選での連立与党惨敗によって財政拡張的な政策が採用されることが現実味を帯びたほか、日銀の追加利上げ観測が浮上したことで、長期金利には断続的に上昇圧力がかかった。一方、10月上旬に高市氏が自民党総裁に選出された後は、日銀の早期利上げ観測が後退し、長期金利は1.6%台半ばで推移している。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

長期金利には上昇圧力がかかりやすい

高市首相はアベノミクスの再現を目論んでいるとの見方から、日銀に対しては引き続き、緩和的な金融環境を継続するように求めるとの見方が根強い。とはいえ、10年前とは異なり、

日経平均株価は 50,000 円到達

円安圧力はなかなか 解消せず

足元はデフレではない状況となっており、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だろう。また、片山財務相は補正予算編成の財源について赤字国債発行を否定しない方針を示すなど、国債増発が意識されている。当面は長期金利には上昇圧力がかかり続けるだろう。

② 株式市場

7 月 20 日投開票の参院選で連立与党が惨敗したことで、野党が求める消費税減税など拡張的な財政政策への期待感が高まったほか、日米関税交渉の合意（同 23 日）が好感され、7 月下旬には 42,065 円の史上最高値（当時）を更新した。8 月上旬には米雇用統計の悪化で 40,000 円を割る場面もあったが、国内景気の底堅さが好感され、8 月中旬には 43,876 円と史上最高値（同）を再び更新した。9 月中旬には米国の利下げ再開を受けてリスクオンが強まり、株価は 45,000 円台にのせた。さらに、高市内閣の経済政策運営への期待感にくわえ、米中貿易摩擦への懸念が後退したことで、10 月 27 日は株価は初の 50,000 円台に到達した。

先行きを展望すると、高市内閣の物価高対策への期待感強いものの、実際にその効果が出るのは早くとも年明け以降となるとみられる。積極財政への期待は強いものの、25 年度は製造業・非製造業ともに減益予想であり、かつこれまでの上昇ペースが速すぎることから、株価は一旦は調整する場面が予想される。

③ 外国為替市場

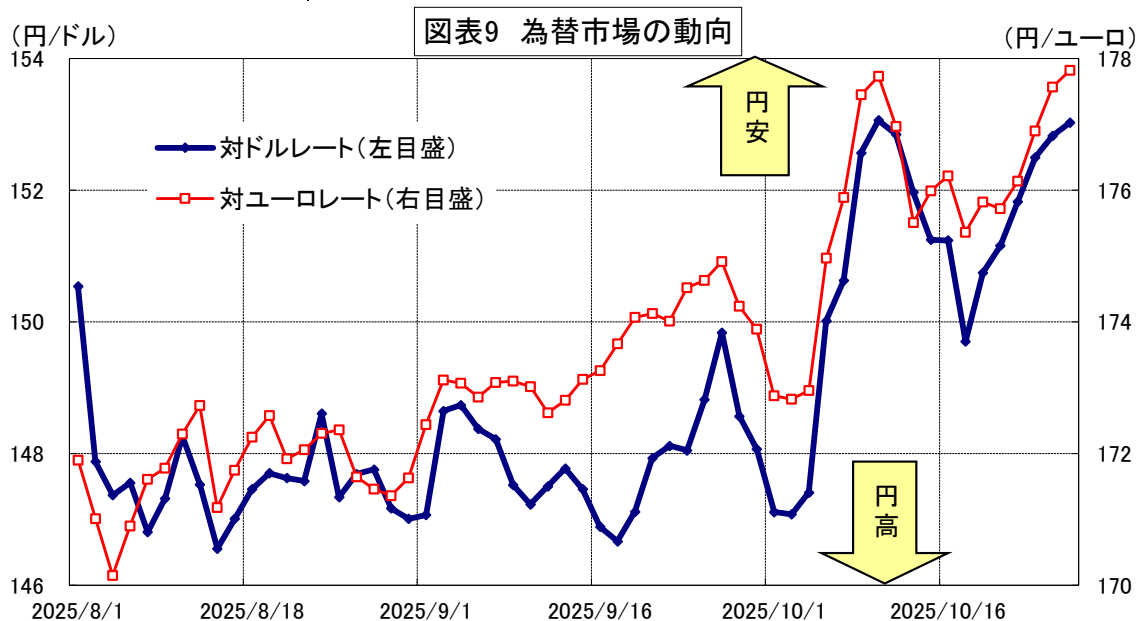
7 月中は 140 円台半ばから後半で推移したドル円レートであったが、8 月初めには政局流動化リスクなどから円安圧力が高まり、一時 4 か月ぶりの 150 円台となった。その後、10 月初頭にかけては、日米の金融政策運営などを材料に 147 円前後で推移した。しかし、高市氏が自民党総裁に選出されたことで日銀の利上げは後ずれするとの見方が広がり、円安が進行、足元は再び 150 円台前半で推移している。

先行きについては、米国の利下げ継続見通しもあり、日米金利差は縮小するとの観測が根強いものの、日銀の利上げが後ずれするとの見方が根強く、しばらく円安状態は続くだろう。

ユーロ高が進行

欧州中央銀行（ECB）は、25 年 6 月に利下げを決定してから
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、マ
ーケットでもこれ以上利下げをする必要はないとの見方が大
勢である。

こうしたなか、ユーロの対円レートはユーロ高気味に推移し
ており、足元は 1 ユーロ＝177 円と過去最高値圏での推移とな
っている。日銀の追加利上げが現実味を増すまでは、円安状態
が続く可能性があるだろう。



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

(25. 10. 27 現在)