

政権安定に向けて総選挙に打って出た高市首相

～主要政党はこぞって消費税減税を公約に掲げる～

南 武志

要旨

トランプ関税の影響は依然として一部業種を除いて限定的であり、国内景気は緩やかながらも回復基調をたどっている。しかし、対米輸出に対して最低 15%の関税が課されるほか、世界貿易数量も伸び悩むなど、輸出環境は悪化している。一方、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が、政府の物価高対策などによって先行きは物価鈍化が見込まれる状況となっている。これによって実質賃金が前年比プラスに転じれば、消費の回復傾向が強まると思われる。26 年度にかけて底堅い成長が見込まれる。

こうしたなか、高市首相は衆院を解散、政権安定のために総選挙を実施することとなつた。主要政党はいずれも消費税減税を公約に掲げる状況となっており、財政規律喪失への懸念から長期金利は大きく上昇している。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目	2026年				
	1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	0.70～1.05	0.70～1.05
国債利回り	20年債 (%)	3.160	2.90～3.40	2.90～3.40	2.95～3.45
	10年債 (%)	2.235	2.00～2.50	2.00～2.50	2.05～2.55
	5年債 (%)	1.665	1.40～1.90	1.40～1.90	1.45～1.95
為替レート	対ドル (円/ドル)	152.6	140～160	135～155	135～155
	対ユーロ (円/ユーロ)	183.1	170～190	165～185	160～180
日経平均株価 (円)	53,358	52,500±5,000	53,000±5,000	54,000±5,000	55,000±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2026年1月28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。

通常国会冒頭で衆院を解散、2月8日に投開票へ

1月 19 日に高市首相は 23 日に召集する通常国会の冒頭で衆議院を解散する方針を表明した。総選挙は 27 日に公示され、2 月 8 日に投開票の予定である。高市首相は解散の理由として、日本維新の会との連立政権が進めようとする政策に対する国民からの信認を得て、危機管理投資や成長投資といった政策を加速させ、「日本列島を、強く豊かに。」を実現するため、としている。こうしたなか、最大野党の立憲民主党と自公連立政権から離脱した公明党が新党「中道改革連合（中道）」を結成する、といった政界再編の動きも見られた。

さて、今回の総選挙では、主要政党がいずれも消費税減税を公約に掲げており、その内容の違いをアピールする構図となっている。例えば、自民・維新の連立与党は 2 年間限定で食品に

対する消費税（現行 8%）をゼロにするとし、高市首相は 26 年度中に実施する考えを示した。一方、中道では 26 年秋にも恒久的に食料品への消費税率をゼロにするとの公約を掲げている。食品に対する消費税率をゼロにした場合、5 兆円程度の減税となる。これに対して国民民主党は安定的に「名目賃金上昇率>物価上昇率+2%」となるまでの時限措置として消費税率を一律 5%に引き下げる、としているが、社会保険料の引き下げに重きを置いた政策を訴えている。ちなみに、消費税率を 5%に引き下げた場合、15 兆円程度の減税規模になる。なお、消費税減税は中低所得層に限らず、富裕層にも相応の恩恵が行き渡ることになるほか、実施までに一定の準備期間も必要である。こうした減税案に対してマーケットでは財政規律喪失への警戒が高まり、金利水準は急上昇した。

高市首相は勝敗ラインとして連立与党の過半数（233 議席）獲得を掲げており、過半数割れだった場合は即刻退陣すると表明している。高市内閣の支持率は依然高めで推移しているが、自民党の党勢回復にはつながっているのかが注目される。



12月は米国向け自動車輸出が再び悪化

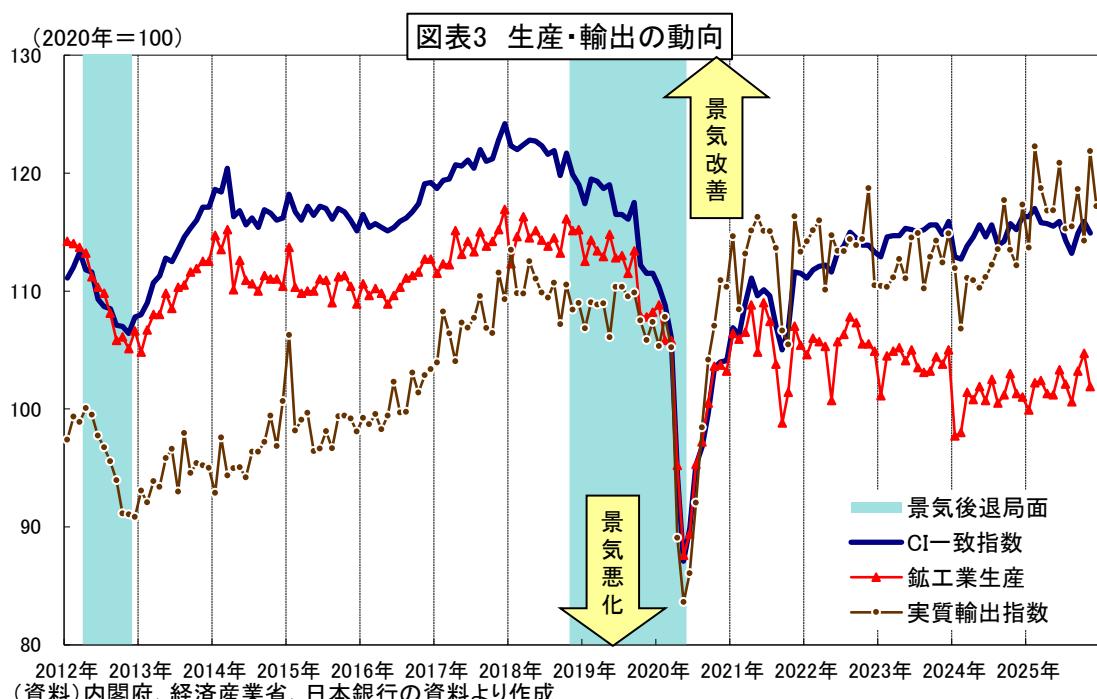
以下、足元の経済情勢を確認したい。11月の景気動向指数・CI一致指数は前月から▲1.0 ポイントと 3か月ぶりの悪化、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた（19か月連続）。内閣府が参考指標として公表する「景気を把握するための新しい指標」（11月）も前月から▲0.4 ポイントと 4か月ぶりに低下し

たが、過去最高水準の圏内にとどまった。

また、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2か月連続で悪化した。現状判断については判断基準である50を下回ったまま(22か月連続)だが、先行き判断については3か月連続の50超で、先行きへの期待は引き続き保たれている。

12月の実質輸出指数は前月比▲3.8%、同じく輸出数量指数も同▲0.2%と、ともに2か月ぶりに低下した。10、11月と米国向けの自動車輸出に持ち直しが見られたものの、12月は再び減少するなど、トランプ関税などの影響が浸み出している可能性がある。

また、11月の鉱工業生産も前月比▲2.7%と3か月ぶりに低下、10月に大幅増産だった自動車工業で反動減が出た。さらに、11月の機械受注(船舶・電力を除く民需)も前月比▲11.0%と3か月ぶりに減少した。9、10月にみられた一部業種での大幅増の反動が出た格好である。一方、11月の資本財出荷(国内向け、除く輸送機械)は3か月連続で上昇し、10~11月平均は7~9月水準を上回るなど、進捗ベースの設備投資は底堅い。

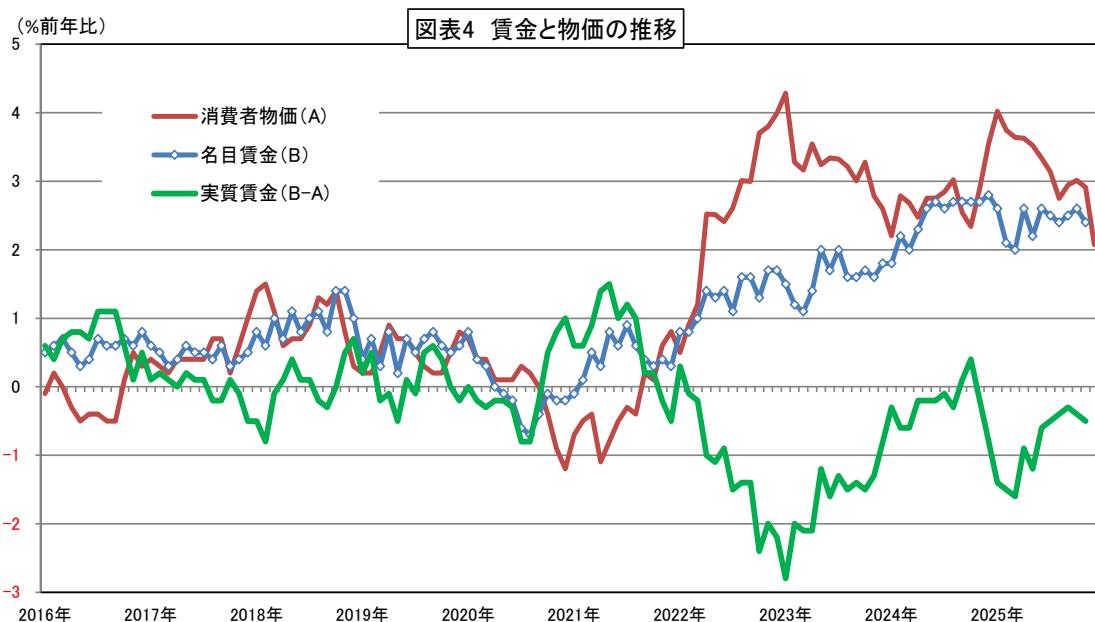


実質賃金の前年比マイナスは継続、消費の勢いはまだ鈍い

11月の毎月労働統計によれば、現金給与総額は前年比1.7%、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2.4%と、増加基調を維持した。しかし、物価高止まりの影響によっ

て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▲1.2%と4か月連続、一般労働者の所定内給与ベースでも同▲0.5%と13か月連続で、いずれも下落した。

こうした状況もあり、消費関連指標の回復ペースはなかなか高まってこない。11月の総消費動向指数（CTIマクロ、総務省統計局）は前月比0.1%と3か月ぶり、同じく11月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）も同0.4%と2か月ぶりで、ともに上昇したものの、総じて低調である。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状況に変わりはない。



(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。

経済見通し：26年度にかけて底堅く推移

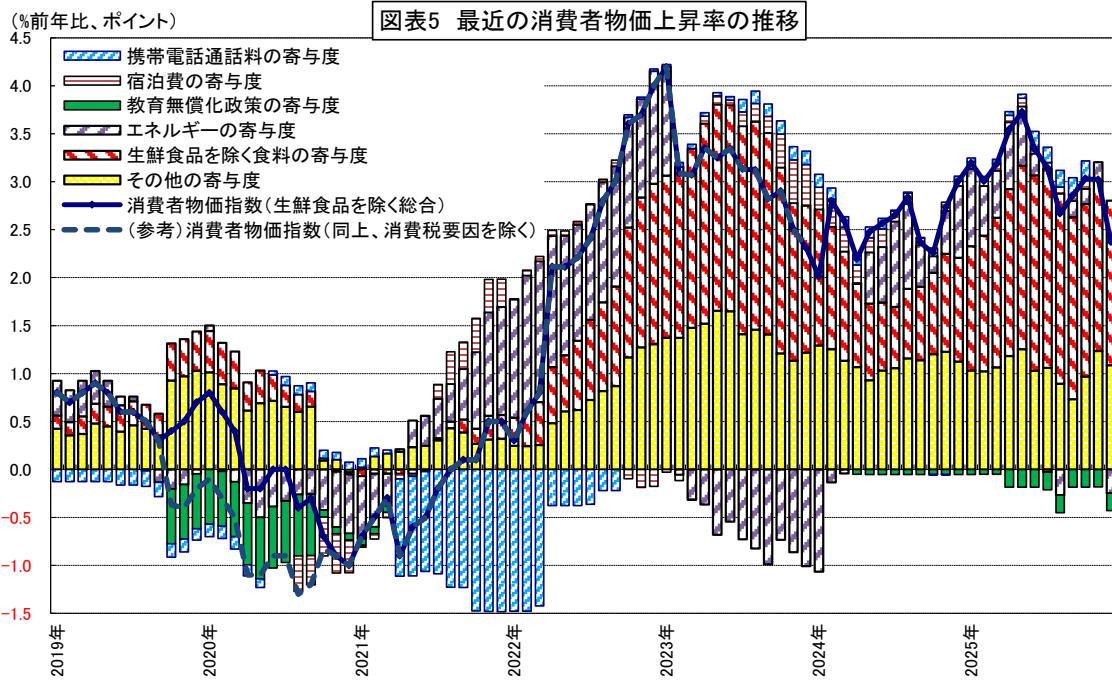
以下、国内景気の先行きを展望したい。足元10~12月期については、消費マインドは持ち直しつつあるとはいえ、実質賃金の前年比マイナスが続いていることから、消費の回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。また、トランプ関税によって輸出も弱い動きが続いている。ただし、7~9月期のマイナス成長の一因だった住宅投資は底入れしているほか、設備投資も底堅いことから、経済成長率は前期比年率2.1%と2期ぶりのプラスが見込まれる。

26年入り後には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みられるほか、拡張的な財政運営も国内景気を下支えするだろう。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。

物価動向：12月の全国コアCPIは前年比2.4%へ鈍化

12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2.4%と、11月（同3.0%）から上昇率が0.6ポイント縮小、3か月ぶりに2%台となった。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ほか、電気・ガス料金も値下がりしたこともあり、エネルギー全体では同▲3.1%と4か月ぶりに下落した。

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2.9%と11月（同3.0%）からの鈍化幅は限定的なものにとどまった。一般サービスは同2.0%、宿泊費を除くベースで同1.7%と、いずれも11月から鈍化したものの、人件費増がサービス価格を徐々に押し上げていることがみてとれる。



物価見通し：26年1~3月期には2%割れと予想

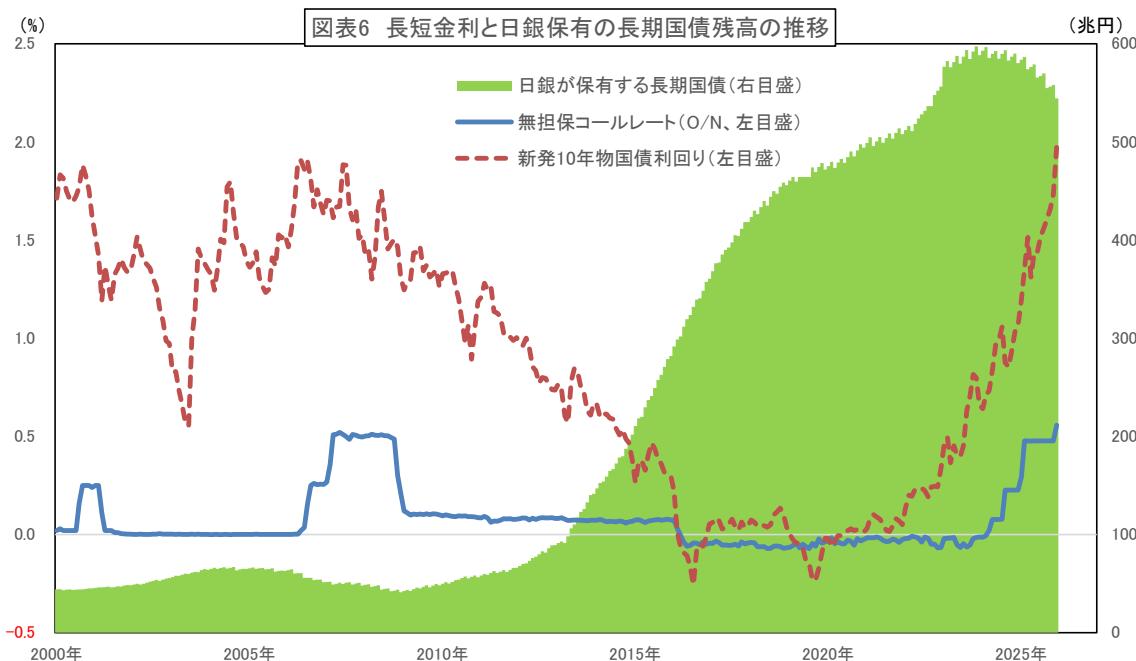
先行きについては、コメや輸入食材など一部食料品の高止まりは続いているものの、ベース効果一巡による物価上昇率の押し下げは今後も継続が見込まれる。また、ガソリン税の暫定税率が廃止されたことで1月下旬の販売価格は前年比▲16%程度の下落となっているほか、補正予算に盛り込まれた電気・ガス料金の負担軽減策によって2~4月の物価上昇率は▲0.4%程度（政府試算）押し下げられると見込まれる。直近はイラン情

勢の緊迫化など国際原油価格が若干上昇したものの、これまでのOPECプラスの増産によって原油価格が上昇傾向をたどる可能性は小さいとみられる。26年1~3月期には物価上昇率が2%割れとなると予想される。

金融政策：政策金利は据え置き

日本銀行は1月22~23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（O/N））を0.75%で据え置くことを賛成多数で決定をした。高田審議委員は「物価安定の目標」は概ね達成されており、海外経済が回復局面にあるもと、国内物価の上振れリスクが高いとの見解から25bpの利上げを提案したが、否決された。

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。決定会合後に公表された展望レポート（1月）は、政府の経済対策を考慮したことで前回10月と比べて経済見通しが若干上方修正されたが、概ね想定の範囲内の動きと見受けられる。物価見通しも前回10月から概ね不变であった。



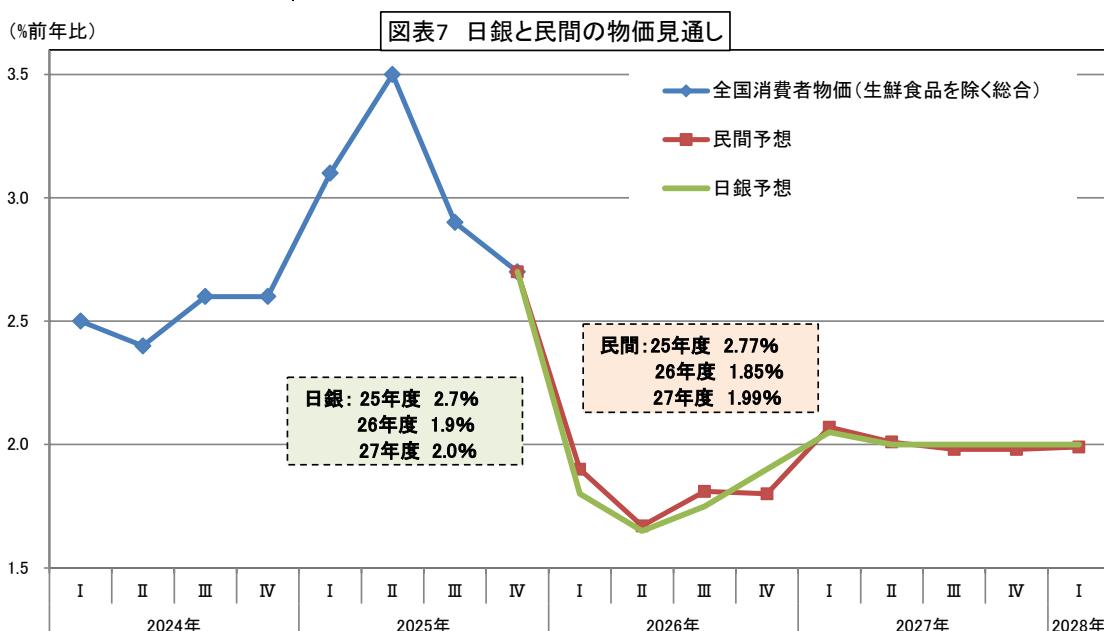
(注)日本銀行、日経FinancialQuest

金融政策：物価2%割れでの利上げ判断は困難と予想

1月会合終了後の記者会見で植田総裁は今後とも利上げを継続する姿勢を改めて示した。円安圧力が高いほか、積極財政によるインフレが警戒されていることもあり、マーケットでは

「半年に1回」のペースでの利上げを見込む意見が少くない。一方、展望レポート（1月）では、26年度の物価見通しを前年度比1.9%と、目標とする2%を下回る見通しであり、26年内は2%割れが続く可能性がある。1月会合後の記者会見では、植田総裁は、実際の消費者物価上昇率は先行き2%を下回っていくものの、基調的な物価上昇率はゆっくりと上がり続けていくとし、金融政策運営はこうした基調的な物価上昇率の動向により重きを置いて決定していく、と述べた。

とはいっても、実際に物価上昇率が2%割れの状況で利上げをするのは困難と思われる。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(1月)を使用。日銀予想は展望レポート(1月)を基に農林中金総合研究所が作成。

金融市場：現状・見通し・注目点

消費税減税による景気回復期待や円安進行を背景に国内の株式市場は再び上昇傾向を強めた。一方、債券市場では積極財政に伴う財政悪化への警戒感や追加利上げへの思惑から金利が急上昇した。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。

① 債券市場

財政悪化懸念から 長期金利は一時27年ぶりに2.38%ま

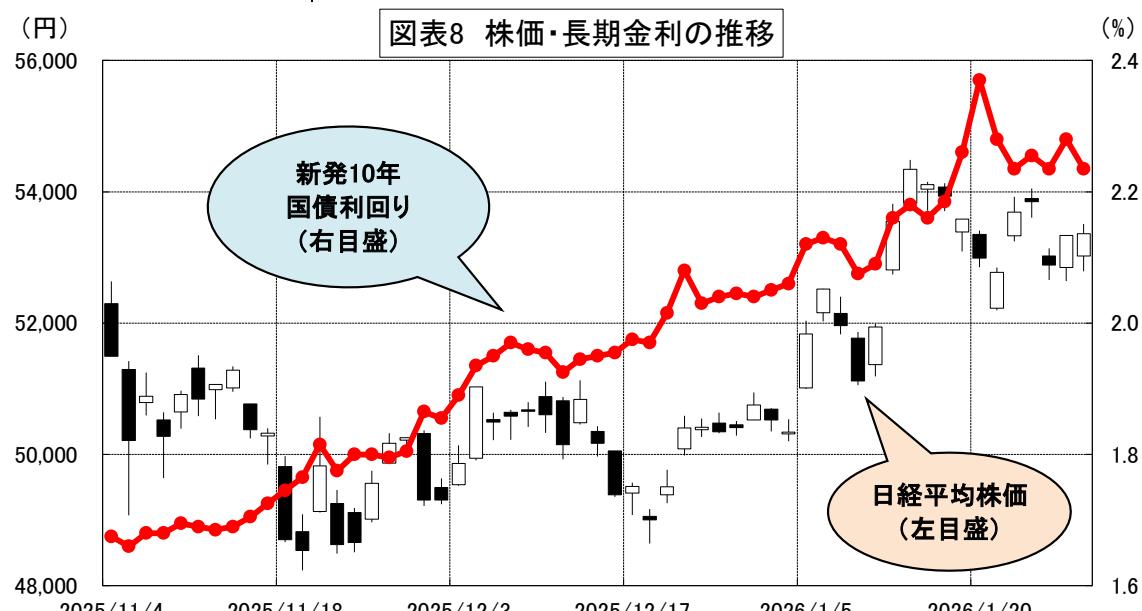
高市内閣の「責任ある積極財政」が財政悪化につながるとの見方に加え、12月利上げに向けた地ならしもあり、11月に入つてから長期金利に上昇圧力が強まった。12月会合では実際に追

で上昇

長期金利は高止まり状態に

加利上げが決定されたが、今後とも利上げを継続する方針が示されたことから、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年入り後には高市首相が衆院を解散すると報じられ、与野党ともに消費税減税を掲げるなど、バラマキ政策が一層強まるとの見方から金利上昇圧力はさらに高まり、1月20日には一時27年ぶりとなる2.38%まで上昇した。

主要政党はいずれも消費税減税を公約に掲げるなど、マーケットでは財政規律の喪失への懸念が広がっている。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り続けるだろう。とはいって、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日銀の想定よりも高いとみられることから、金利上昇はいずれ落ち着くものと思われる。



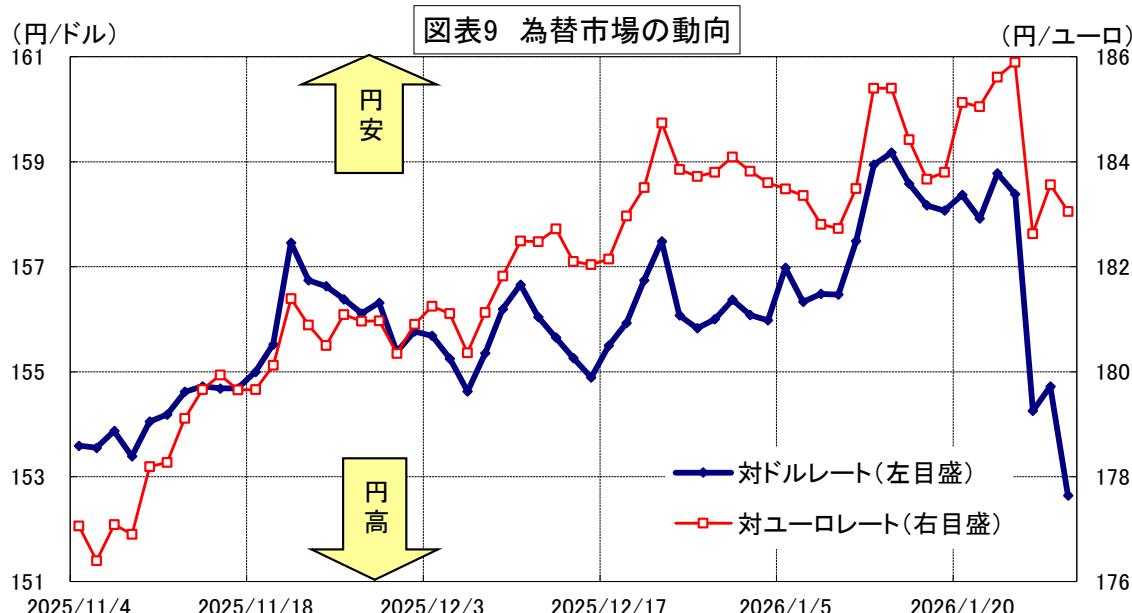
(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

日経平均株価は史上最高値を更新

25年10月以降、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大きく上昇、11月4日には52,636円の史上最高値（ザラ場）を更新した。しかし、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、年末にかけては50,000円前後でのもみ合いが続いた。一方、26年入り後は底堅い米国経済指標が好感されて米国株価が

上昇傾向をたどったほか、消費税減税が現実味を帯びたこと、そして円安が進んだことなどから、国内株価も連日で史上最高値を更新、1月14日には一時54,487円まで上昇した。

先行きについては、総選挙の結果に左右される面もあるものの、主要政党では家計所得増につながる政策運営を公約に掲げていることもあり、株価は底堅く推移するだろう。



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

1ドル＝160円に迫る円安が進行したが、直近は介入警戒感で円安修正

③ 外国為替市場

マーケットでは高市内閣の「責任ある積極財政」路線は円売りにつながるとの見方が根強いほか、日銀に対しても利上げを牽制するのではないかとの思惑もあり、昨年秋以降、ドル円レートは円安傾向をたどった。こうしたなか、高市首相が衆院解散・総選挙を決断したと報じられると、消費税減税が現実味を帯びたことから、円安進行が強まった。1月会合で日銀が現行政策維持を決定した直後には一時1年半ぶりとなる159円台まで円安が進行した。

しかし、日米通貨当局がレートチェックをしたとの噂が流れると為替介入が警戒されて相場は反転、トランプ米大統領のドル安容認発言もあり、直近は3か月ぶりに152円台まで円高方向に戻った。ちなみに、海外市場では年初からドル安が進んでおり、グリーンランド問題や米連邦準備制度への政治介入でドル資産が売られたことが背景にある。

先行きについては、26年の米国の利下げ余地は乏しいとの思

一時 1ユーロ＝186 円台まで円安進行

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との見方も依然根強く、円高が一気に進むことは想像しづらい。物価 2%割れで日銀の利上げ観測が沈静化すれば、再び円安方向に戻る可能性もあるだろう。

ユーロの対円レートは円安ユーロ高が進行、昨秋以降は史上最高値を断続的に更新する展開となっている。1月 22 日には 1 ユーロ＝一時 186 円台まで円安が進んだが、その後は為替介入への警戒から円高方向に戻った。日本の財政運営への懸念が根強いことから、しばらくは円安状態が続くだろう。

(26. 1. 28 現在)