

物価鈍化で実質賃金は前年比プラスへ

～政府は消費税減税などに向けて国民会議設置を急ぐ方針～

南 武志

要旨

25年10～12月期は前期比年率0.2%と低成長にとどまったが、国内景気は緩やかながらも回復を続けているとみられる。これまで物価高騰によって実質賃金は前年比マイナスの状態が続いていたが、物価鈍化が明確になったことで12月にようやく前年比プラスに転じた。24、25年に続き、26年春闘も堅調とみられることもあり、先行きは消費の回復傾向が徐々に強まるだろう。26年度にかけて底堅い成長が見込まれる。

一方、総選挙で自民党が圧勝したことで、「強い経済」の実現に向けた政策運営が本格化するとの期待感から株価は史上最高値を更新した半面、財政悪化への警戒が根強いことから長期金利には上昇圧力がかった。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目		2026年				
		2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 (%)		0.729	0.70～0.80	0.70～0.80	0.70～1.05	0.70～1.05
国債利回り	20年債 (%)	2.955	2.80～3.30	2.80～3.30	2.90～3.40	2.95～3.45
	10年債 (%)	2.140	2.00～2.50	2.00～2.50	2.05～2.55	2.05～2.55
	5年債 (%)	1.580	1.40～1.90	1.40～1.90	1.45～1.95	1.45～1.95
為替レート	対ドル (円/ドル)	155.9	140～160	135～155	135～155	135～155
	対ユーロ (円/ユーロ)	184.0	170～190	165～185	160～180	160～180
日経平均株価 (円)		58,583	57,500±5,000	57,500±5,000	58,000±5,000	58,500±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2月25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。

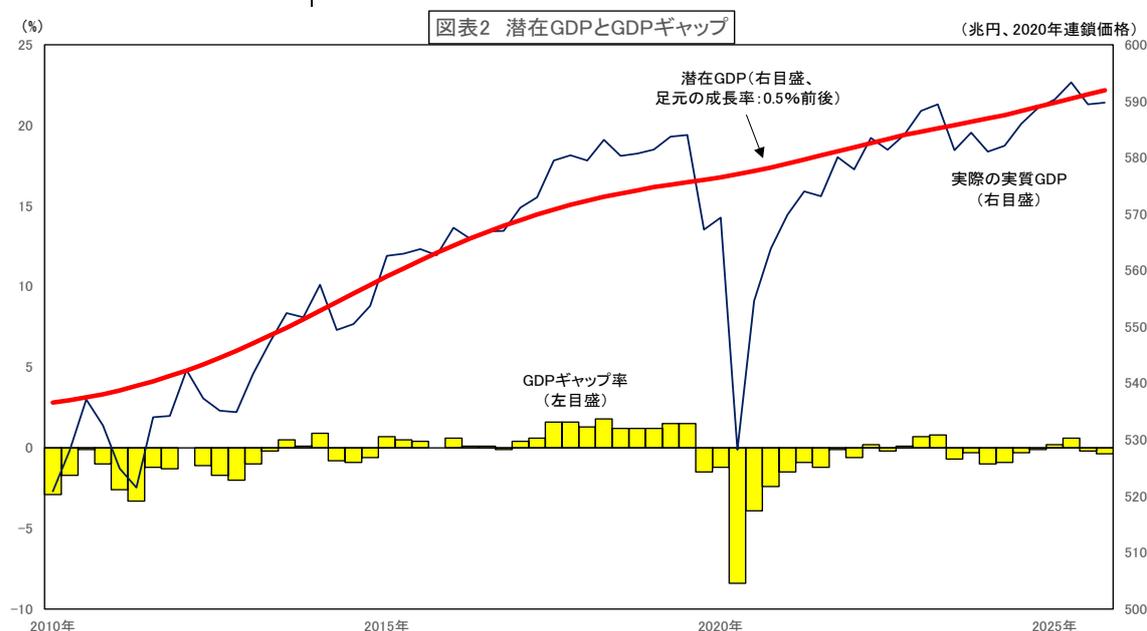
総選挙で圧勝した高市自民党、「強い経済」実現のために「責任ある財政政策」を推進する構え

2月8日に行われた総選挙は、高市首相への高い支持率を背景に、自由民主党が全体(465)の3分の2を超える316議席を獲得、歴史的な圧勝となった。連立を組む日本維新の会(36議席)を合わせ、全体の4分の3を超える巨大与党が誕生した。一方、立憲民主党と公明党が合流した中道改革連合は49議席と、公示前(167議席)の3分の1以下にとどまり、惨敗した。参院は相変わらず連立与党は過半数割れだが、参院で否決された法案を衆院で再可決し、成立させることが可能となった。

18日に召集された特別国会で首班指名された高市首相は全閣僚を再任して第2次高市内閣を発足させ、20日に就任後初の施政方針演説に臨んだ。経済政策については、潜在成長率の向上に向けて官民連携での国内投資を促進するとし、そのために「責任ある積極財政」を推進すると述べた。また、予算編成に

おける単年度主義を改め、複数年度予算に切り替えるほか、租税特別措置や補助金を見直し、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 比を安定的に引き下げるなど、財政規律に十分配慮した財政運営を行う考えを示した。

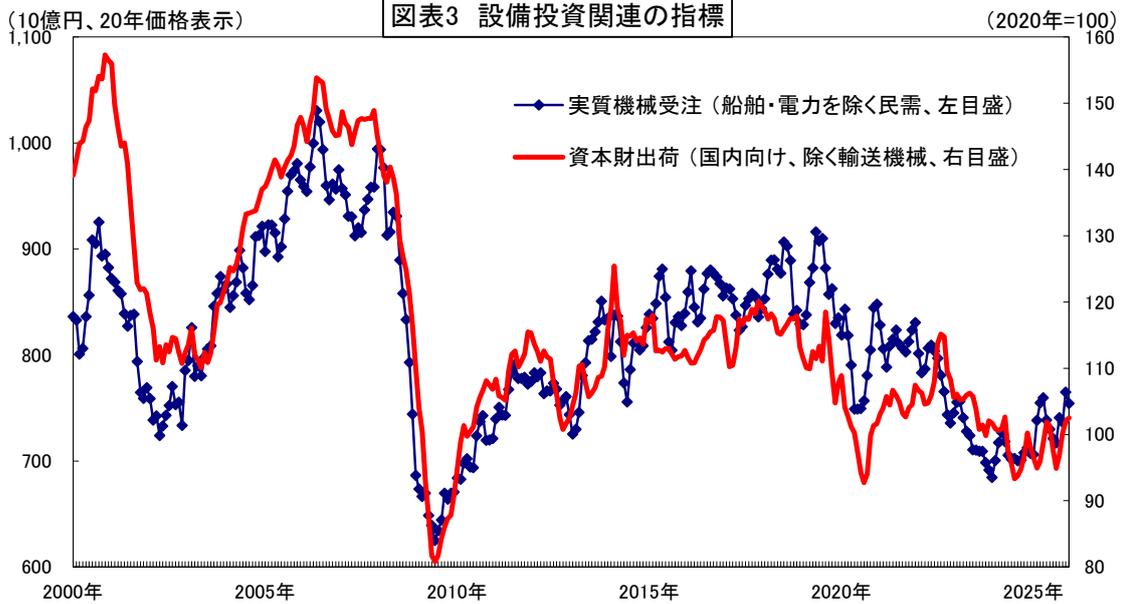
今回の総選挙で注目された消費税減税については、新たな再分配システムとして「給付付き税額控除」を導入するまでの2年間限定で飲食料品についてゼロ税率とする方向で、超党派で構成される予定の「国民会議」にて検討を進め、結論を得るとした。財源（2年間で10兆円超）については赤字国債に依存しないとしており、夏前には中間とりまとめを行い、税制改正関連法案の早期提出を目指す考えだ。



(資料)内閣府の資料より農林中金総合研究所作成

前期比年率 0.2% の低成長にとどま った10~12月期

以下、足元の国内景気動向について確認したい。10~12月期の実質 GDP は前期比 0.1% (同年率 0.2%) と 2 期ぶりのプラス成長だったものの、潜在成長率 (年率 0% 台半ば) を下回るなど、弱い内容であった。水準としても 4~6 月期を上回ることはできなかった。内訳を見ると、7~9 月期に大幅減となった民間住宅投資が前期比 4.8% と持ち直しが見られたものの、民間消費が同 0.1%、民間企業設備投資も同 0.2% と、ともに低調だったほか、輸出等が同 ▲0.3% と 2 期連続の減少だった。一方、GDP デフレーターは前年比で 3.3%、前期比で 0.5% と、7~9 月期 (それぞれ 3.4%、0.6%) から上昇率は僅かに鈍化したものの、価格転嫁の動きは定着しているといえる。



(資料)経済産業省、内閣府、日本銀行 (注)3か月移動平均。機械受注は国内企業物価・投資財指数で実質化。

設備投資に持ち直しの動き

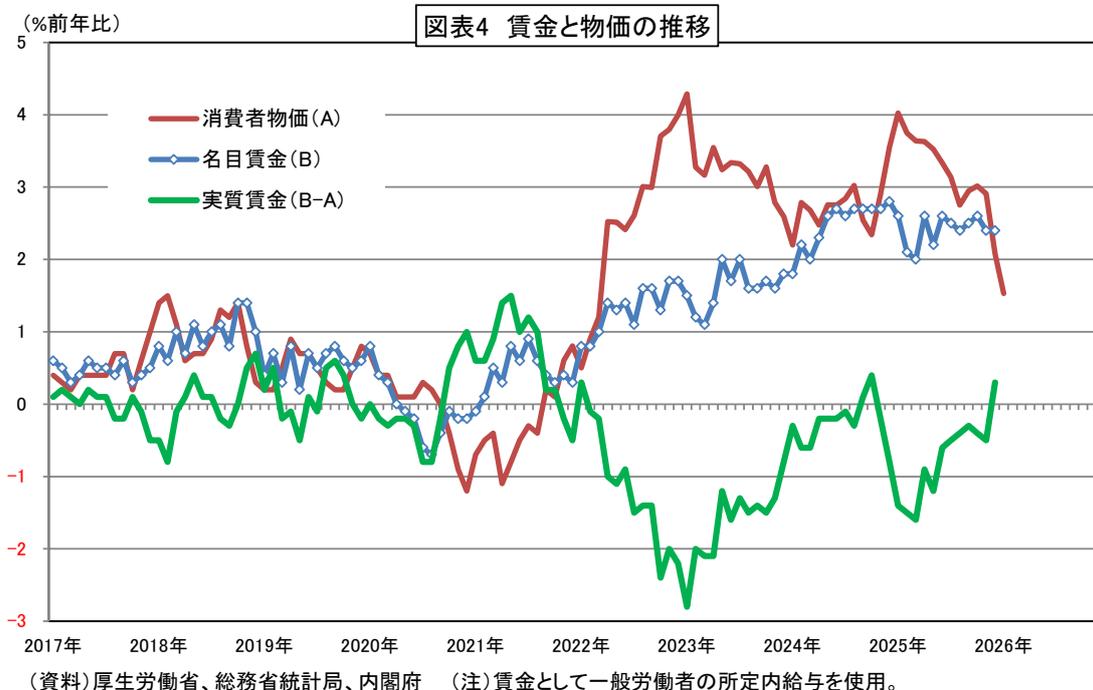
月次指標を確認すると、12月の景気動向指数・CI一致指数は前月から▲0.4ポイントと2か月連続で悪化、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた(20か月連続)。一方、内閣府が参考指標として公表する「景気を把握するための新しい指数」(12月)は前月と変わらずであったが、過去最高圏内にとどまった。

また、1月の景気ウォッチャー調査の「景気の現状判断」DIは3か月連続で低下した半面、「先行き判断」DIは2か月連続で改善、22か月連続で判断基準である50を下回ったままの現状判断とは異なり、先行き判断は3か月ぶりの50超となるなど、先行きへの期待は保たれている。

一方、1月の実質輸出指数は前月比8.7%、同じく輸出数量指数も同3.2%と、ともに2か月ぶりかつ大幅な上昇となった。中国などの「旧正月要因」が含まれていることから、2月には反動減が出るとみられ、1~2月分は均して評価する必要がある。また、トランプ相互関税の影響は数量ベースには限定的なものにとどまっていることもみてとれる。

12月の鉱工業生産は前月比▲0.1%と2か月連続で低下したが、前述の「旧正月要因」もあり、1月の製造工業生産予測指数(予測誤差補正後)は前月比7.2%の大幅増が見込まれている。12月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比19.1%と2か月ぶりに増加した。一部業種での特殊要因が牽引した格好だが、この数か月だけでも大型案件が相次いでいる。一方、

12月の資本財出荷（国内向け、除く輸送機械）は4か月ぶりに低下したが、10～12月期としては前期比7.5%と2期ぶりのプラスで、設備投資は底堅さが見て取れる。



物価鈍化で実質賃金は前年比プラスへ

12月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比2.4%、このうち基本給に相当する一般労働者の所定内給与も同2.4%と、ともに増加基調を維持した。一方、これまでは賃上げを上回る物価上昇によって実質賃金は前年比マイナスの状態が続いてきたが、12月の消費者物価上昇率（全国総合）が前年比2.1%へと大幅に鈍化したことから、現金給与総額ベースで同0.3%と5か月ぶり、一般労働者の所定内給与ベースも同0.3%と14か月ぶりで、いずれも上昇に転じた。

とはいえ、依然として食料高騰が続いていることもあり、消費関連指標の回復はなかなか進まない。12月の総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）は前月比▲0.2%、同じく実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）も同▲0.4%と、ともに2か月ぶりに低下するなど、引き続き低調なままである。特に食料が含まれる非耐久財では減少に歯止めがかからない状況にある。

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。まず、トランプ関税を巡る動きであるが、米連邦最高裁判所は国際緊急経済権限法（IEEPA）を根拠とするトランプ政権の相互関税などを無効と

の判決を下した。これによって 23 日をもって相互関税の徴収は終了したが、代わって 1974 年通商法 122 条に基づく「代替関税」を 24 日から 150 日間、全世界に対して賦課する布告を発出した。当初、トランプ大統領は税率を 10%としたことから、15%の相互関税を賦課されてきた主要国では歓迎する向きもあったが、翌日には 15%へ引き上げる方針が示された。米国との関税交渉での合意がどうなるのかも含め、政策不確実性が再び高まっている。なお、赤沢経産相は日米関税合意には盛り込まれた軽減税率の取り扱いについて日本が不利益を被らないか米国に確認したことを明らかにした。

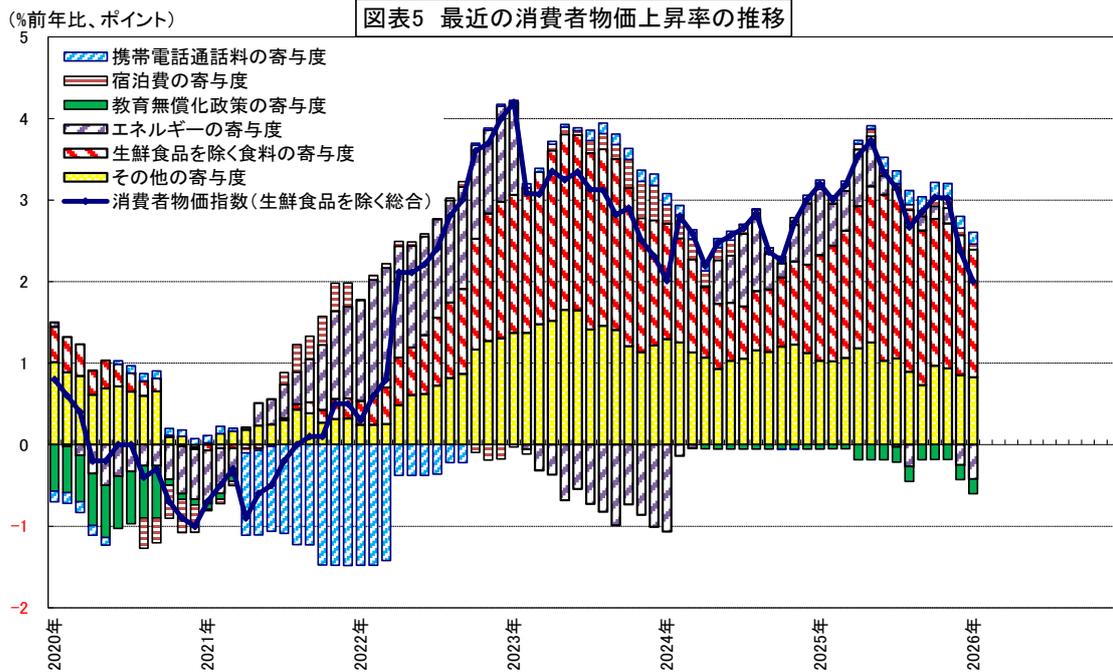
さらに、悪化が続く対中関係においても、中国政府が訪日自粛を要請したことに加え、24 日には中国商務省が輸出管理法などに基づき、日本の 20 法人に対して軍民両用品の輸出を禁止する措置を講じた。日本政府は撤回を求めているが、影響は長引く可能性がある。

さて、足元 1~3 月期については、物価鈍化で実質賃金は前年比プラスに転じたものの、食料高騰が続いていることもあり、消費者の節約志向はさほど緩まず、消費の回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。一方、設備投資は底堅く推移するとみられ、経済成長率は 2 期連続のプラスが見込まれる。26 年度入り後も、堅調な賃上げの下、実質賃金の前年比プラス定着もあり、民間消費は回復傾向を強めるとみられるほか、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 1.0%成長と、25 年度 (0.8%成長と予測) に続き、潜在成長率を上回る成長を実現するとみられる (詳細は 2 月 20 日公表の『2025~27 年度経済見通し』を参照のこと)。

物価動向：1 月の全国コア CPI は前年比 2.0%へ鈍化

1 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 2.0%と 2 か月連続で鈍化、この 2 か月で上昇率は▲1 ポイントも縮小した。食料の高止まりは続いており、生鮮食品を除く食料は前年比 6.2%と高騰が続いたものの、コメ価格は 2 か月連続で値下がりし、前年比も 28.0%と 12 月 (34.4%) からは鈍化するなど、ベース効果が一巡しつつある。また、ガソリン税の暫定税率が廃止されたこともあってガソリン価格は前年比▲14.6%へ下落率が拡大、物価全体を▲0.17 ポイント押し下げた。エネルギー全体で同▲5.2%と 2 か月ぶりの下落となった。

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 2.6%と 2 か月連続で鈍化したが、コア CPI に比べて下落幅は限定的であった。一般サービスは同 1.9%と 3 か月連続で鈍化したが、宿泊費を除くベースでは同 1.8%と、12 月（同 1.7%）から高まるなど、人件費増がサービス価格を徐々に押し上げる姿が確認できる。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

**物価見通し：今後
しばらくは 2%割
れが継続**

先行きについては、依然としてコメや輸入食材など一部食料品が高止まり状態にあるが、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、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▲0.2 ポイント程度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。2 月以降、物価上昇率はしばらく 2%割れが続くと予想される。

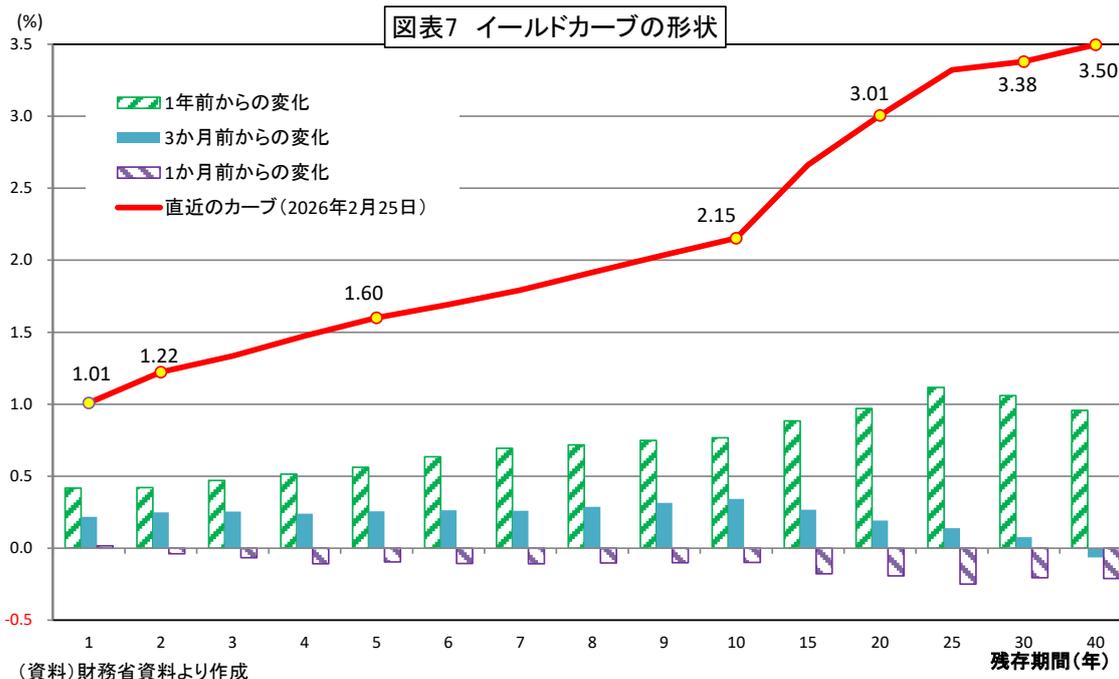
**金融政策：日銀は
利上げ継続の方針**

日銀は 12 月に政策金利を 0.75%に引き上げたが、同時に利上げを継続する姿勢を示した。1 月は金利据え置きだったが、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、との方針を示している。

金融政策：物価 2% 割れでの利上げは 困難と予想

昨年秋以降、円安圧力が高い状態が続いているほか、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 4 月にも追加利上げが決定されるとの思惑も浮上していたが、10～12 月期 GDP の弱い内容などを受けて早期利上げ観測は後退している。

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%割れが続くとみられる。一方、1 月会合後の記者会見にて植田総裁は、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。しかしながら、実際に物価上昇率が 2%を下回った状況で利上げを決断するのは困難と思われる。次回利上げには時間を要すると思われる。



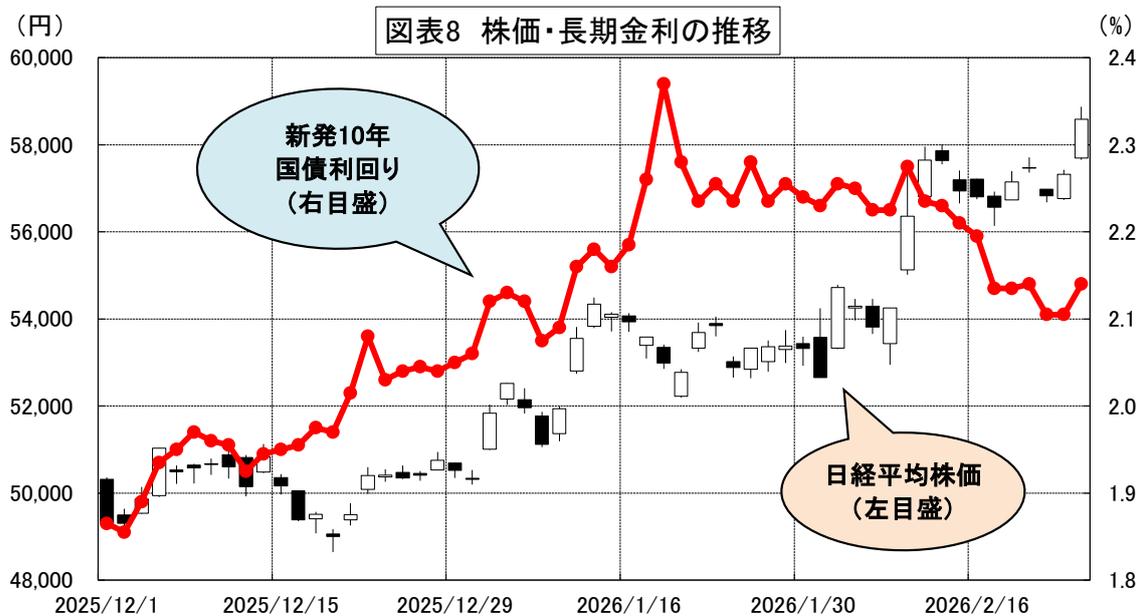
金融市場：現状・見通し・注目点

総選挙での自民党圧勝によって成長最優先を掲げる高市内閣の経済政策が加速するとの期待感から株式市場は上昇傾向を強めた。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早期利上げへの思惑から金利が一時大きく上昇した。為替レートは日本の財政悪化懸念や米国の景気動向などへの思惑から、乱高下する場面も散見された。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。

長期金利は緩やかに低下

① 債券市場

追加利上げが意識されたことに加え、「責任ある積極財政」を掲げる高市内閣の財政運営方針への警戒から、25年11月以降、長期金利に上昇圧力が強まった。大方の予想通り、日銀は12月に追加利上げを決定したが、先行きも利上げを継続する方針を示したことで、長期金利は一段と上昇した。26年に入っても、高市首相が衆院を解散したことに伴う総選挙において主要政党がいずれも消費税減税を掲げたことで拡張的な財政運営が一段と強まるとの思惑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。2月上旬にかけては2.2%台でもみ合ったが、中旬以降は低下気味に推移、直近は米関税政策を巡る不透明感の高まりから、一時2.05%まで低下した。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

長期金利の上昇圧力は煽り続ける

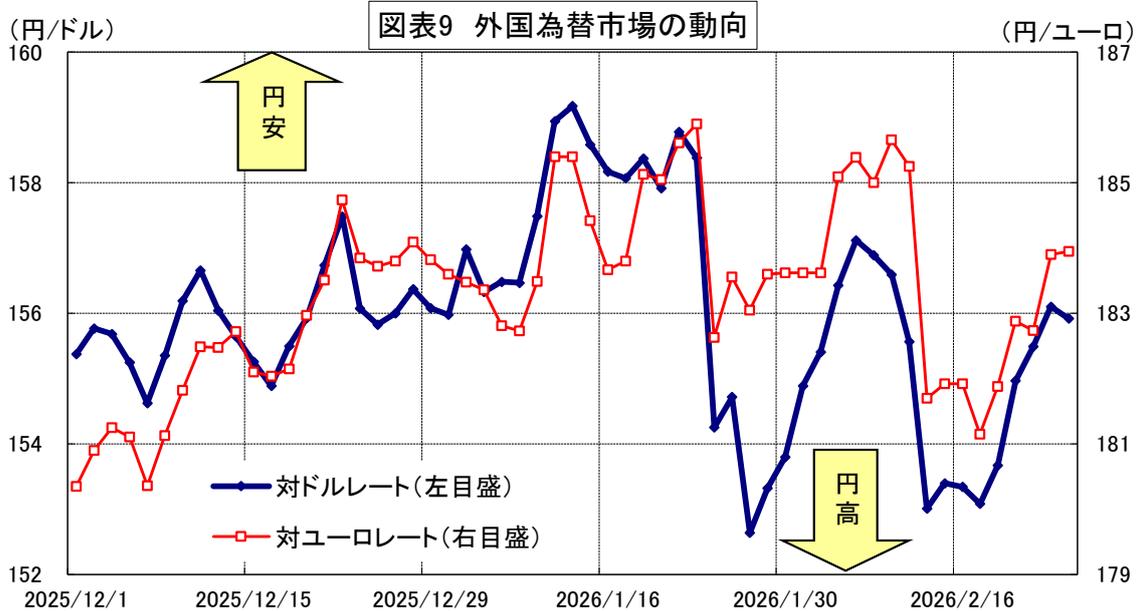
高市内閣は、消費税減税を赤字国債発行に頼らずに実施する方針を示すなど、財政規律は守られているとアピールしているが、マーケットでは規律喪失への警戒は根強い。また、日銀は利上げ継続の姿勢を維持したままである。今しばらく長期金利の上昇圧力は煽り続けるだろう。一方、高市首相が植田総裁に対して追加利上げに難色を示したと報じられたほか、前述のとおり、今後しばらく物価上昇率は2%割れが続く可能性があるなど、「次の利上げ」に向けたハードルは高いとみられる。そのため、一方的に金利が上昇する可能性は薄いだろう。

日経平均株価は史上最高値を更新

② 株式市場

25年秋以降、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、国内株価も史上最高値を連日更新するなど、堅調に推移した。さらに、総選挙後は自民党圧勝が好感され、株価は再び急騰、2月12日には58,000円台まで上昇した。その後も高値圏でもみ合う展開が続き、26日には米国株価の堅調さや日銀の早期利上げ観測の後退などを材料に一時58,875円へ上昇、史上最高値を更新した。

これまでの株価上昇テンポが速すぎることもあり、目先はスピード調整が避けられないが、高市内閣の経済政策運営への期待感が強いこともあり、しばらく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=150円台半ばで値動きの荒い展開

③ 外国為替市場

25年秋以降、ドル円レートは円安傾向をたどった。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

1ユーロ = 180円台 前半で推移

ではないかとの思惑もあった。26年入り直後に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、円安進行が一段と強まった。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。その直後に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、一時152円台まで円高方向に戻った。直近1か月は、日本の財政政策や米国経済動向への思惑から150円台半ばを中心に値動きの荒い展開となっている。

先行きについては、日米金利差はなかなか縮小しないとの思惑が根強いほか、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、円高が進む可能性は薄い。物価2%割れが続き、日銀の利上げ観測が沈静化すれば、再び円安圧力が高まる可能性もあるだろう。

昨秋以降、ユーロの対円レートは史上最高値を断続的に更新するなど、円安ユーロ高が進行した。1月22日には1ユーロ = 一時186円台まで円安が進んだが、その後はドルにつられてやや値動きの荒い展開となっている。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。

(26.2.26現在)