国内経済金融

# 7～9 月期は 4 期ぶりのマイナス成長

## ～2 か月連続で物価は 2%超え、12 月利上げが濃厚に～

南　武志

要旨

7～9 月期は 4 期ぶりのマイナス成長だった。世界的な AI ブームもあり、企業設備投資や財の輸出は底堅かったが、民間消費は 2 期連続で減少した。26 年度下期は物価高騰の影響から消費は停滞から抜け出せず、国内景気は足踏み状態が続くだろう。こうした状況は 27 年 4 月に予定される消費税減税までは継続する可能性がある。

日本銀行は基調的な物価上昇率は 2%前後まで高まったとの認識を示し、今後はそれが 2%程度で安定的に推移するように金利調節をするとしている。今後の物価上振れリスクへの警戒から、12 月にも追加利上げを決定するとみられる。一方、株価が大きく下落したこともあり、長期金利は足元 2.6%台まで低下する場面もあった。

**図表1　金利・為替・株価の予想水準**

| 項目＼年／月 | | | 2026年 | | 27年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 11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 | | (%) | 1.227 | 1.45～1.55 | 1.45～1.80 | 1.70～1.80 | 1.70～1.80 |
| 国債利回り | 20年債 | (%) | 3.580 | 3.50～4.00 | 3.60～4.20 | 3.70～4.20 | 3.70～4.20 |
| | 10年債 | (%) | 2.620 | 2.70～3.20 | 2.80～3.30 | 2.90～3.40 | 2.90～3.40 |
| | 5年債 | (%) | 2.030 | 2.00～2.50 | 2.15～2.65 | 2.25～2.75 | 2.25～2.75 |
| 為替レート | 対ドル | (円/ﾄﾞﾙ) | 159.2 | 150～165 | 147～162 | 145～160 | 145～160 |
| | 対ユーロ | (円/ﾕｰﾛ) | 174.1 | 165～185 | 165～185 | 165～185 | 165～185 |
| 日経平均株価 | | (円) | 57,011 | 60,000±5,000 | 62,500±5,000 | 65,000±5,000 | 70,000±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11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。

### 7～9 月期は 4 期ぶりのマイナス成長

7～9 月期の実質 GDP は前期比▲0.02%、同年率▲0.1%と 4 期ぶりのマイナス成長となった。中身を見ると、民間企業設備投資（前期比 1.6%）が 3 期ぶり、財輸出（同 2.4%）も 2 期ぶりに、ともに増加したが、世界的に堅調な AI 関連需要の波に乗ったものとみられる（サービスも含めると輸出は同▲0.2%）。政府消費、公共投資は減少したが、4～6 月期に石油備蓄を放出した影響で大幅なマイナスだった公的在庫変動がその反動でプラス寄与となったことから、公的需要は増加した。

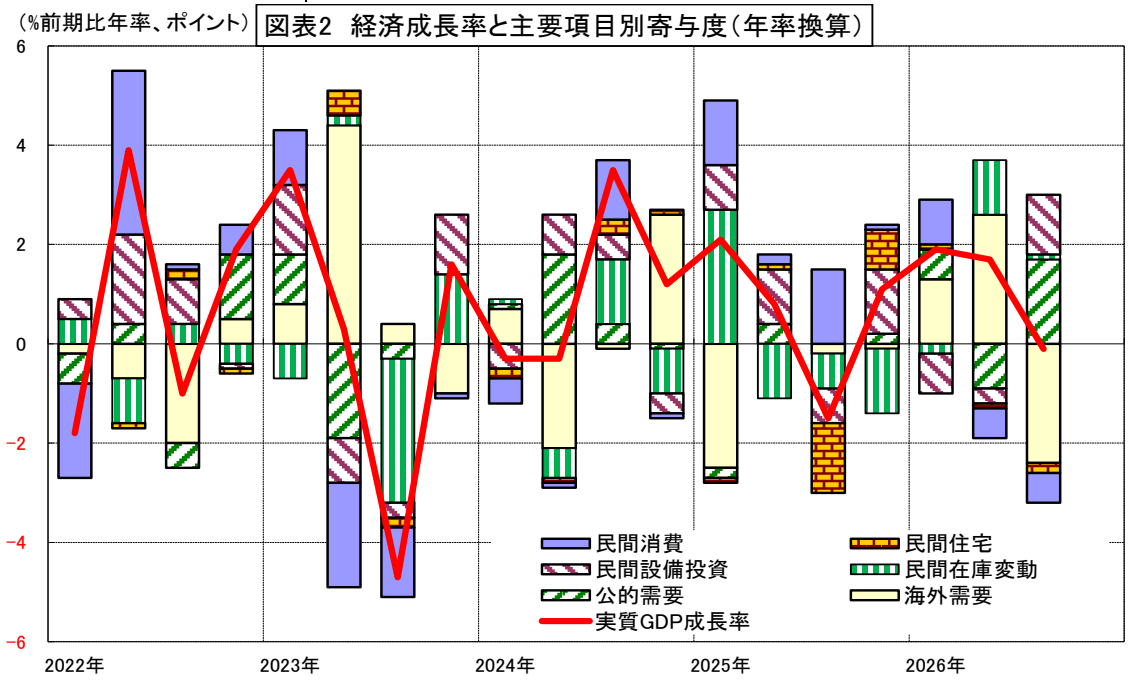
一方、4～6 月期に好調だったエアコン販売に反動減がでたこと、全国で相次いだ自然災害の発生、さらには家計が物価高への警戒を強めていることもあり、民間消費（同▲0.3%）は 2 期連続で減少した。さらに、4～6 月期に落ち込んだ原油輸入量が回復したことで財輸入（同 3.9%）が増加したことも成長率の


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

押し下げにつながった。

なお、 GDP デフレーターは前年比 2.4%と、5 期連続で鈍化したものの、16 期連続で上昇した。輸入デフレーターが同 17.1%へ加速したものの、民間需要デフレーターも同 3.4%へと上昇率を拡大させるなど、価格転嫁の動きが定着している様子が改めて確認できた。

図表2 経済成長率と主要項目別寄与度(年率換算)




(資料)内閣府経済社会総合研究所

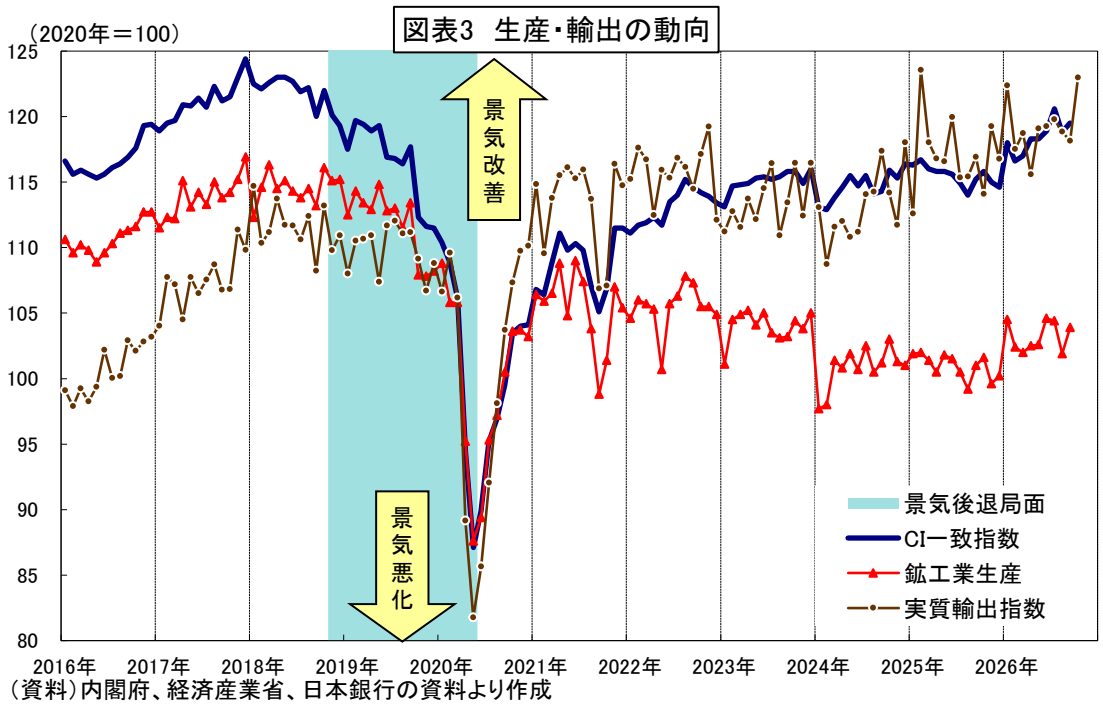
**景気回復は継続しているが、勢いに強さはない**

次に、月次指標を確認すると、9 月の景気動向指数・CI 一致指数は前月から+0.7 ポイントと 2 か月ぶりに上昇、これに基づく基調判断は 6 か月連続での「改善」であった。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(一致指数)」(9 月)は前月から+0.1 ポイントと 2 か月ぶりに上昇したが、8 月の下落分(▲0.7 ポイント)を取り戻すには至らなかった。

11 月の日本製造業 PMI、サービス業 PMI (いずれも S&P グローバル)はいずれも判断基準となる 50 を上回ったが、サービス業の事業活動の伸びは鈍化した。

一方、10 月の景気ウォッチャー調査によれば、「景気の現状判断」DI は前月から▲0.9 ポイントと 6 か月ぶり、「先行き判断」DI も▲0.9 ポイントと 2 か月連続で、いずれも低下した。食品の値上げが止まらず、客の購買意欲が落ちている、投入コスト増で利益率がかなり悪化している、等の指摘があった。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp



（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

**AI ブームの追い風で輸出・生産・設備投資に底堅さ**

こうしたなか、10 月の実質輸出指数は前月比 4.1%と 3 か月ぶりに上昇、7～9 月平均を 3.4%上回った。地域別は米国向け、EU 向けや NIEs・ASEAN 向けが堅調だったほか、財別には資本財や自動車関連が引き続き好調だった。

また、9 月の鉱工業生産は前月比 2.0%と 3 か月ぶりに上昇した。10 月の製造工業生産予測指数（予測誤差補正後）は同 3.9%と引き続き上昇する見通しであるが、足元で在庫が大きく積み上がっている点には注意が必要だ。

9 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は同▲0.3%と 2 か月ぶりの減少だった。ただし、微減であり、かつ 7～9 月期としては 4 期連続の増加だったことから底堅いと評価できるだろう。内閣府が集計した 10～12 月期見通しは前期比 4.3%と 5 期連続の増加となるなど、世界的な AI ブームの追い風もあることから、企業設備投資は当面は底堅く推移するとみられる。

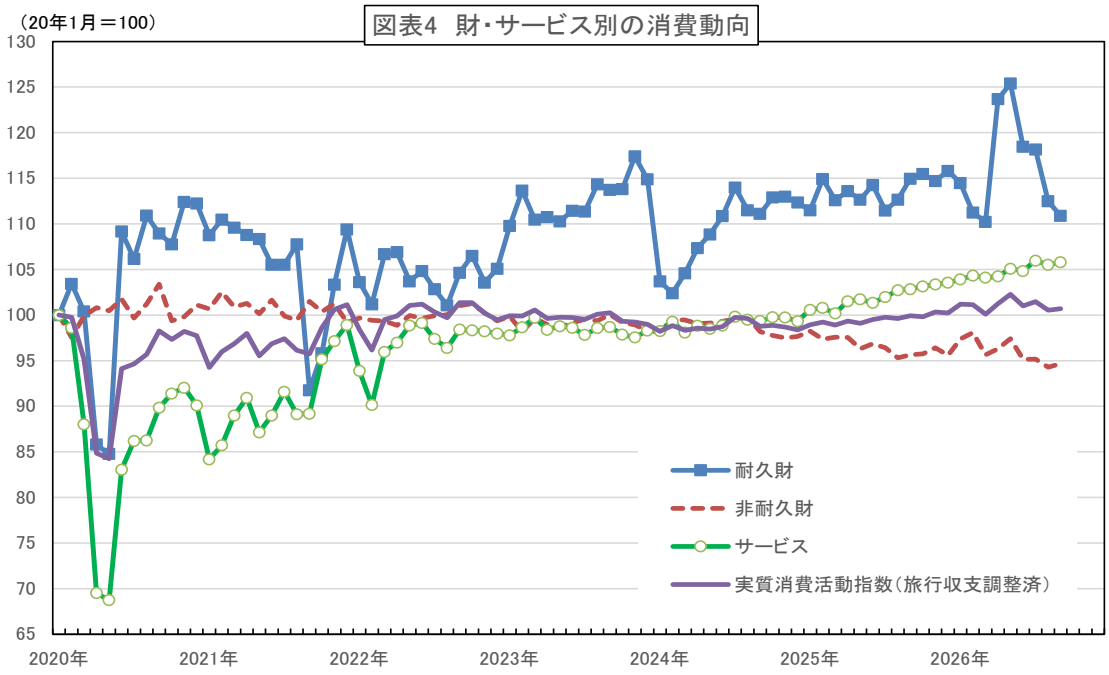
**実質賃金は前年比プラス状態だが、消費は低調**

9 月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比 4.4%、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 4.0%と、いずれも上昇傾向を維持した。9 月の全国消費者物価指数の前年比上昇率が 2.1%だったことから、実質賃金は前年比プラスの状態が続いている（現金給与総額ベースで同 2.3%、一般労働者の所定内給与ベースで同 1.7%と、ともに 10 か月連続のプラス）。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp

しかしながら、冒頭で触れた GDP 統計でみたように、消費は低調に推移している。10 月の消費動向調査「消費者態度指数」は前月から 2 か月連続で低下したが、基調判断は「持ち直しの動きがみられる」で据え置かれた。9 月の家計調査によると、勤労者世帯の平均消費性向は 59.0%と、1 年前と比べて 7 ポイント超も低下している。9 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 0.2%と 2 か月ぶりに上昇したが、7～9 月期としては前期比▲0.6%と 7 期ぶりのマイナスであった。ちなみに、10 月の全国スーパー売上高は前年比 1.4%（店舗調整後）と 3 か月連続で増加したものの、物価上昇（全国 CPI 財は前年比 2%台の上昇）を考慮すれば、弱含みの展開が続いていると評価せざるを得ない。

図表4　財・サービス別の消費動向




（資料）日本銀行「消費活動指数」

**経済見通し：消費の低調さが続く**

以下、景気の先行きを展望したい。米中間選挙での共和党敗北を受けて、トランプ大統領はイランへの攻撃再開を遅らせており、原油価格は下落傾向にある。しかし、国内への入着価格は高止まりが続いており、後述の通り、今後はエネルギーを中心に幅広い分野で値上げ圧力が高まると思われる。足元 10～12 月期については、自然災害などで落ち込んだ分の消費持ち直しも期待されるが、物価高騰によって家計のマインドは低迷し、消費は弱含むだろう。AI ブームの後押しもあって企業設備投資や財の輸出は底堅く推移するものの、26 年度下期にかけて国内


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp

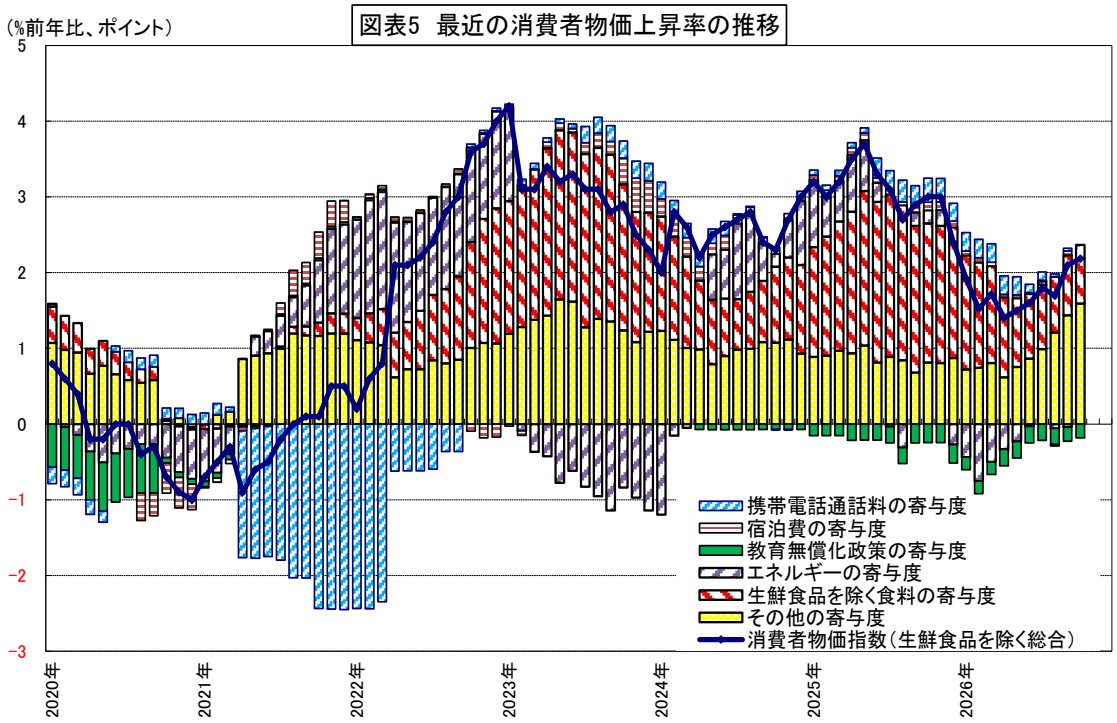
景気は足踏み状態が予想される（詳細は 11 月 20 日に策定した「2026～27 年度改訂経済見通し」を参照のこと）。

**物価動向：10 月の全国コア CPI は 2 か月連続の 2%超**

10 月の全国消費者物価指数によれば、代表的な指標である「生鮮食品を除く総合（コア CPI）」は前年比 2.2%と、9 月（同 2.1%）から上昇率を小幅ながらも拡大させ、2 か月連続で「2%超」となった。コメ類の大幅値下がり（前年比▲29.7%、CPI 前年比に対する寄与度：▲0.32 ポイント）もあって「生鮮食品を除く食料」は同 2.2%へ鈍化（9 月：同 2.9%）し、物価上昇率の押し下げ要因となった。しかしながら、ガソリンの暫定税率廃止や石油製品の価格抑制策、電気・都市ガス代の負担軽減策などがあったとはいえ、中東情勢の不安定化によって原油の入着価格が高止まりを続けたこともあり、エネルギーは前年比 2.2%と上昇に転じ、物価上昇率の押上げに寄与した。また、携帯電話機が同 17.2%へ上昇率を加速するなど、幅広い分野で値上げの動きが強まっている。

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 2.2%と、9 月（同 2.4%）から鈍化したが、2 か月連続の 2%超となっている。

図表5 最近の消費者物価上昇率の推移




（資料）総務省統計局の公表統計より作成

**物価見通し：27 年初頭には 3%台ま**

足元のドル円レートが再び円安方向に振れるなど、日米通貨当局の意向とは裏腹に、円安圧力は根強い。米中間選挙で共和

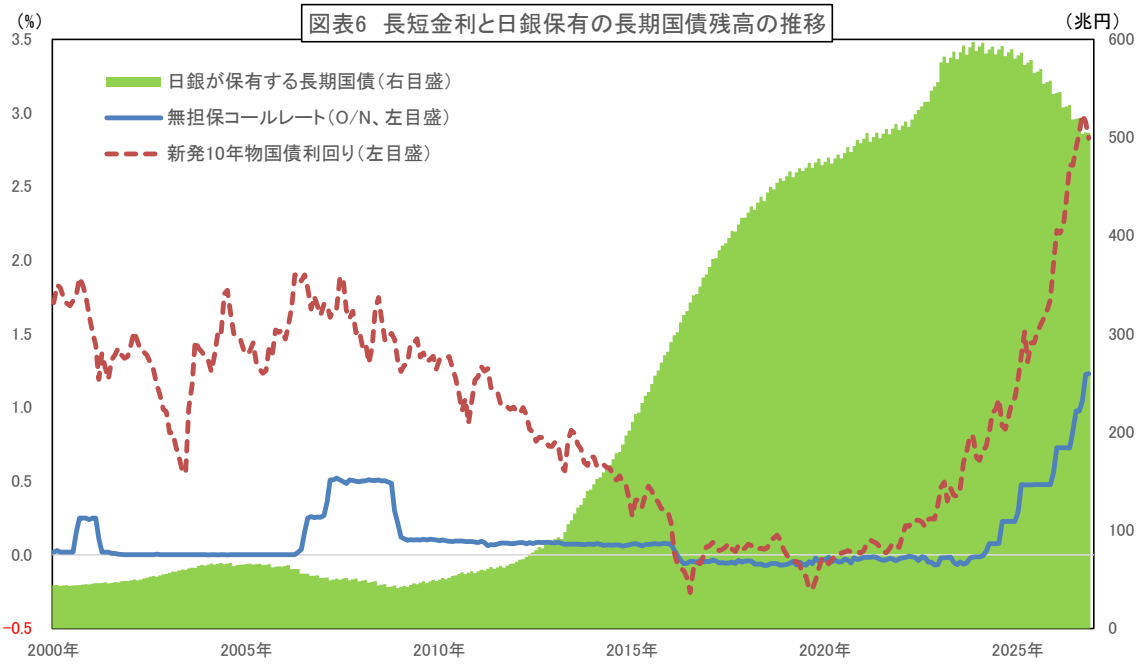

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

**で物価上昇率が高まると予想**

党が敗北したことで、米国のイラン攻撃は再開されていないが、サウジアラビアなど中東情勢は不安定化しており、原油の入着価格は高止まり状態となっている。また、AI ブームの流れもあり、非鉄金属や半導体など電子部品も値上がりが続いている。26 年度内はコメのベース効果の剥落は継続するが、今後はエネルギーの物価押し上げが強まりそうだ。

政府は今冬も電気・都市ガス代の負担軽減策を導入する方針だが、同時にガソリン補助金も段階的に縮小していくとしており、今年 1～2 月のガソリン税暫定税率廃止の影響からの反動を踏まえると、27 年初頭の物価上昇率は大幅に上昇する可能性が高く、3%台まで高まるだろう。

図表6　長短金利と日銀保有の長期国債残高の推移




(注)日本銀行、日経FinancialQuest

**金融政策：10 月会合で利上げを見送ったが、次回利上げは早期に実施すべきとの意見が多い**

日本銀行は 10 月 29～30 日に開催した金融政策決定会合において政策金利の据え置きを決定した。高田審議委員は基調物価が「物価安定の目標」に達したなか、機動的な対応が可能となる中立金利に近づけるペースを速める新たな局面に入ったとして、「利上げ案」を提出した。この議案は否決されたものの、「主な意見」からは追加利上げは早期に実施すべきとの意見が複数確認できた。

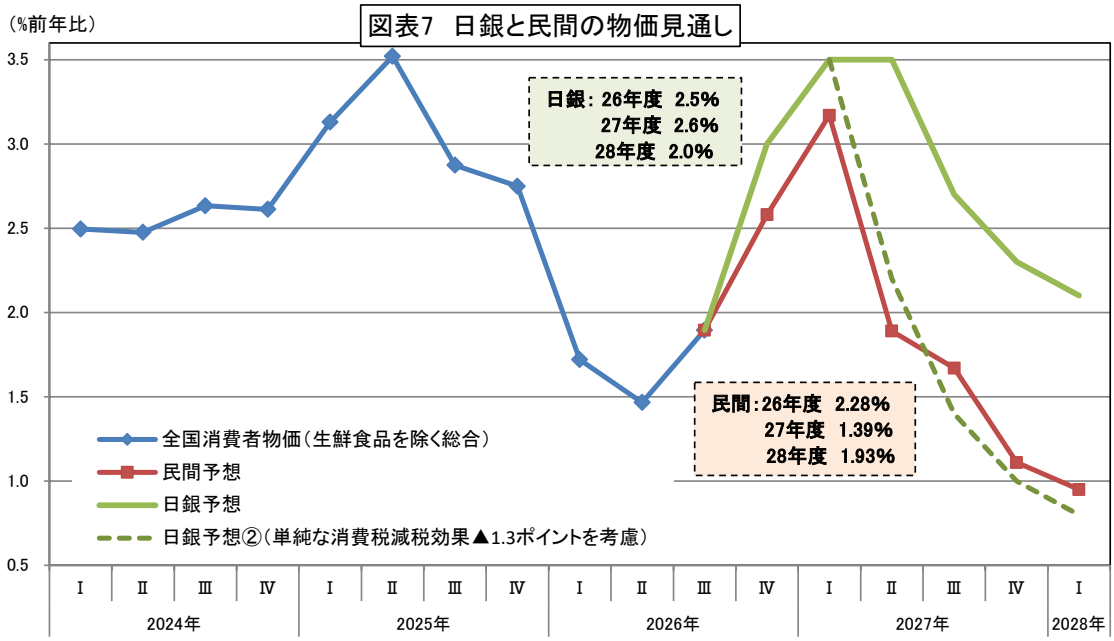
同時に、1 月から開始した ETF の売却について、そのペースを加速させることも決定した。現在は簿価で年間 3,300 億円（市場全体の売買代金に対して 0.05%程度）で実施しているが、27


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

年１月からは簿価で8,600億円（同0.1%程度）に拡大することとなった。売却完了までに要する年数は約43年（現在のペースだと約112年）に短縮される見込みである。

今後の金融政策運営については「基調的な物価上昇率が2%の「物価安定の目標」と概ね整合的な水準となるなか、現在の金融環境が緩和的であることを踏まえると、経済・物価・金融情勢に応じて、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ことになる」と、引き続き利上げを継続する方針を示した。加えて、「基調的な物価上昇率が2%の「物価安定の目標」を超えて上振れていくリスクが顕在化し、それがその後の経済に悪影響を及ぼすことがないよう、基調的な物価上昇率を2%程度の水準で安定させていくという観点が重要になる」とした。

図表7　日銀と民間の物価見通し




（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（11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。

**金融政策：12月には追加利上げの可能性**

同時に公表された展望レポートによれば、日本経済は26年度下期にかけて減速しつつも緩やかな成長を継続し、27年度には緩やかに加速していくとしたほか、物価に関しては27年度半ば（展望レポートにおける見通し期間前半）にかけて賃金上昇を販売価格に転嫁する動きが続く下で、原油価格上昇がエネルギーや財を中心に価格を押し上げるほか、グローバルなAI関連需要の増加に伴う半導体価格等の上昇や、これまでの為替円安が耐久財等の価格上昇につながることから、2%をはっきり


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp

と上回る水準まで伸び率を高めていく、との見通しを示した。コアCPIの見通しについては、26年度（前年度比2.5%）は据え置いたが、27年度（同2.6%、消費税減税は織り込まず）は上方修正されており、27年度前半の物価上昇率が当初の想定よりも上振れすると日銀が予想したことが窺える。

こうした見通しや日銀政策委員らの発言を踏まえると、次回12月会合では追加利上げ（政策金利1.5%へ）が決定されることが濃厚と思われる。その後も、27年前半にかけて利上げを継続、政策金利は1.75%まで引き上げられるだろう。

**金融市場：現状・見通し・注目点**

AIブームへの懸念に加え、米中間選挙で民主党が躍進したことでAI規制が強まるとの思惑が強まったこともあり、株価は軟調に推移した。長期金利はリスクオフの流れで低下した。ドル円レートは米国の追加利上げが意識され、再び円安が進行した。

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**

**リスクオフで長期金利は低下**

高市内閣の財政政策運営や日銀の利上げ継続方針などもあり、長期金利は上昇傾向をたどってきた。9月1日には約30年ぶりに3%台に乗せた後、9月会合での利上げ決定後の25日には一時3.115%まで上昇した。10月上旬にかけて3.1%程度でもみ合う展開が続いたが、中旬以降は日銀の早期利上げ観測の後退や内外株価の調整に伴うリスクオフの流れから低下基調となった。米中間選挙後に株価が大きく下落場面では長期金利は一時2.61%まで低下した。その後は一旦2.9%まで戻したものの、足元は再び2.6%台となっている。

**長期金利の低下余地は限定的**

日銀は今後とも経済・物価・金融情勢に応じて、引き続き政策金利を引き上げる方針を示している。また、消費税減税の財源問題も先送りされるなど、財政悪化への警戒も根強い。長期金利の低下余地は乏しく、いずれ再び上昇圧力がかかるものと思われる。

**② 株式市場**

**調整色の強い展開**

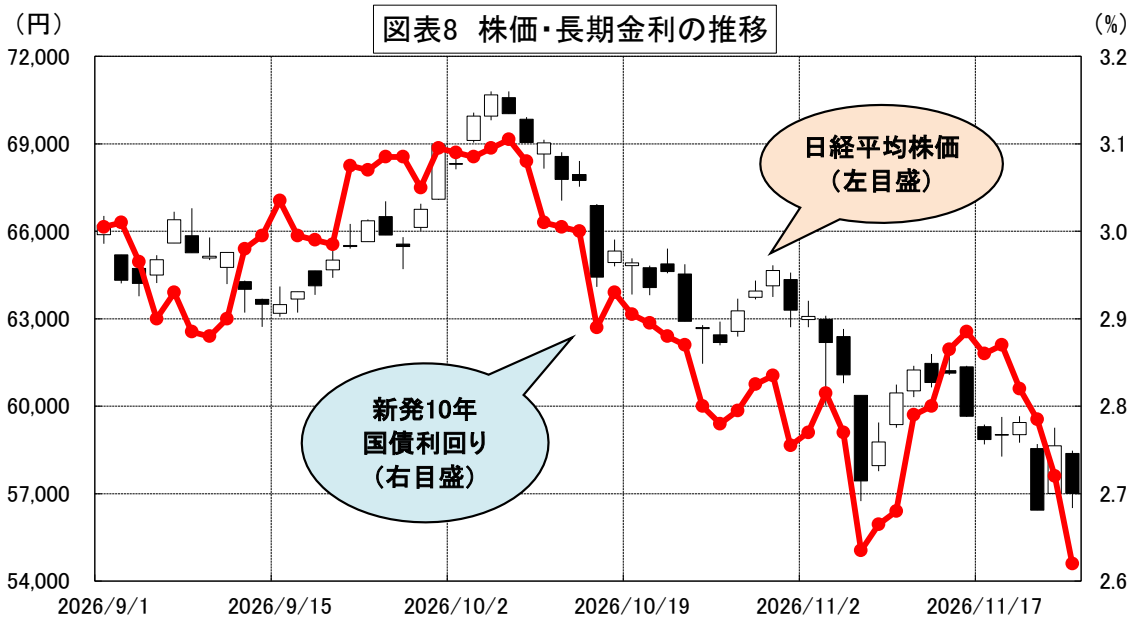
イラン・サウジアラビアなど中東情勢の長期化やAI投資の収益性・生産性への懸念が内外株価を抑制する展開が続いた。日経平均株価は10月初旬にAI・半導体関連株を中心に見直し買いが入り、70,000円台を回復する場面もあった。しかし、ト


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp

ランプ米大統領が米中間選挙後にイラン攻撃を再開することを示唆したほか、AI ブームへの警戒が根強く、その後は軟調な展開となった。さらに、11 月入り後は米中間選挙で共和党が大敗したことで AI 規制が強まるとの懸念、さらには NVIDIA を巡る様々な疑惑などもあり、株価は 60,000 円を割り込んで推移した。20 日には日経平均株価は 56,436 円まで下落したほか、NY 市場では 19 日に上場されたアンソロピックが公開価格近くまで急落するなど、調整色を強めた。その後、NVIDIA の CEO を辞任したフアン氏が CEO に復帰することが好感され、株価は急速に戻す場面もあったが、不安定な状態は続いている。

AI 関連需要が世界経済を牽引する状況は今後とも継続するとみられるほか、高市内閣の成長戦略や積極財政への期待感もあるものの、警戒されている AI 投資の収益性などが見直されたわけではない。しばらくは上値の重い展開が続くだろう。

図表8 株価・長期金利の推移




（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

**再び 1 ドル＝160 円台まで円安進行**

### ③ 外国為替市場

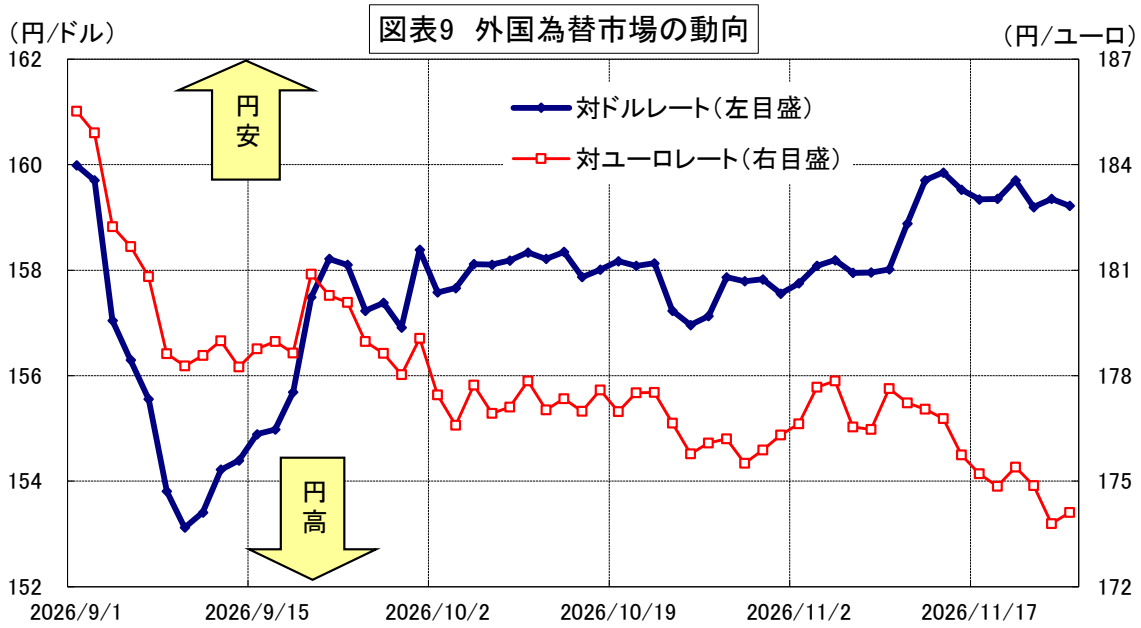
日銀の利上げ継続姿勢や高市内閣の財政政策運営への警戒が根強いこともあり、ドル円レートは円安圧力が高い状態が続いている。政府は大型連休中の 11.7 兆円規模での円買い介入に続き、7 月 30 日から 8 月 3 日にかけて米国通貨当局とともに断続的に 15.4 兆円規模の円買い介入を実施するなど、日米政府は円安阻止の姿勢をとっている。9 月下旬から 10 月下旬にかけては、米国の利上げ観測が後退したこともあり、158 円前後


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

でもみ合う展開となった。しかし、11 月に入ると、米国の経済指標の堅調さやインフレ懸念から、利上げペースの加速観測が強まった。11 月中旬には再び 160 円台となるなど、円安圧力は根強い。

先行きについても、引き続き高市内閣の財政運営は円安要因になりやすいほか、日米金利差はなかなか縮小しないとみられる。これ以上の円安進行は介入への警戒もあるため、難しいだろうが、円安状態が大きく修正される可能性も小さいだろう。

図表9　外国為替市場の動向




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

**円高ユーロ安が継続**

一方、ユーロの対円レートについては、9 月中旬以降は円安状態が修正された。フランスの政治不安や財政悪化への警戒から、仏国債の利回りは一時 5%台へ上昇したことで、ユーロが売られる展開となっている。8 月下旬には 1 ユーロ＝180 円台後半だった対円レートは、足元 170 円台前半まで円高ユーロ安が進んでいる。

ユーロ圏では物価上昇率が前年比 4%まで高まっており、欧州中央銀行は利上げ継続の方針を示しているが、10 月の政策理事会では長期金利上昇による景気下押し効果を踏まえ、利上げを見送った。しかし、マーケットでは 12 月には利上げを実施するとの見方が強い。

（26. 11. 26 現在）


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます　https://www.nochuri.co.jp