

## 4～6 月期はプラス成長だが、民間最終需要は減少

### ～日銀の利上げ前倒し観測高まる～

南 武志

#### 要旨

4～6 月期は 3 期連続のプラス成長だったが、消費、企業設備投資が減少するなど、実態は弱い内容であった。3 年連続で 5%超の賃上げが実現するなど、家計の所得環境は底堅いが、消費マインドは物価高に脆弱であり、26 年度下期に想定される物価高騰を踏まえると、消費回復はなかなか進みそうもない。世界的な AI 関連需要の拡大もあり、国内景気の底割れは回避されるだろうが、しばらく足踏みに近い状況が続くだろう。

一方、大幅な円安進行を受けて、7 月末から 8 月初にかけて日米協調での円買い介入が 15 年ぶりに実施されたが、円安への流れを断ち切るには至っていない。こうしたなか、日銀の利上げ前倒し観測が高まっており、財政悪化懸念とともに、金利上昇を促している。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

| 年／月<br>項 目       |              | 2026年      |              |              | 27年          |              |
|------------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  |              | 8月<br>(実績) | 9月<br>(予想)   | 12月<br>(予想)  | 3月<br>(予想)   | 6月<br>(予想)   |
| 無担保コールレート翌日物 (%) |              | 0.977      | 0.95～1.00    | 0.95～1.25    | 1.20～1.50    | 1.20～1.75    |
| 国債利回り            | 20年債 (%)     | 3.765      | 3.60～4.10    | 3.65～4.15    | 3.70～4.20    | 3.70～4.20    |
|                  | 10年債 (%)     | 2.890      | 2.70～3.20    | 2.75～3.25    | 2.80～3.30    | 2.80～3.30    |
|                  | 5年債 (%)      | 2.140      | 1.95～2.45    | 2.00～2.50    | 2.05～2.55    | 2.05～2.55    |
| 為替レート            | 対ドル (円/ドル)   | 159.5      | 150～165      | 150～165      | 147～162      | 145～160      |
|                  | 対ユーロ (円/ユーロ) | 185.9      | 175～190      | 175～190      | 175～190      | 175～190      |
| 日経平均株価 (円)       |              | 65,856     | 67,500±5,000 | 68,500±5,000 | 69,000±5,000 | 71,000±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8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。

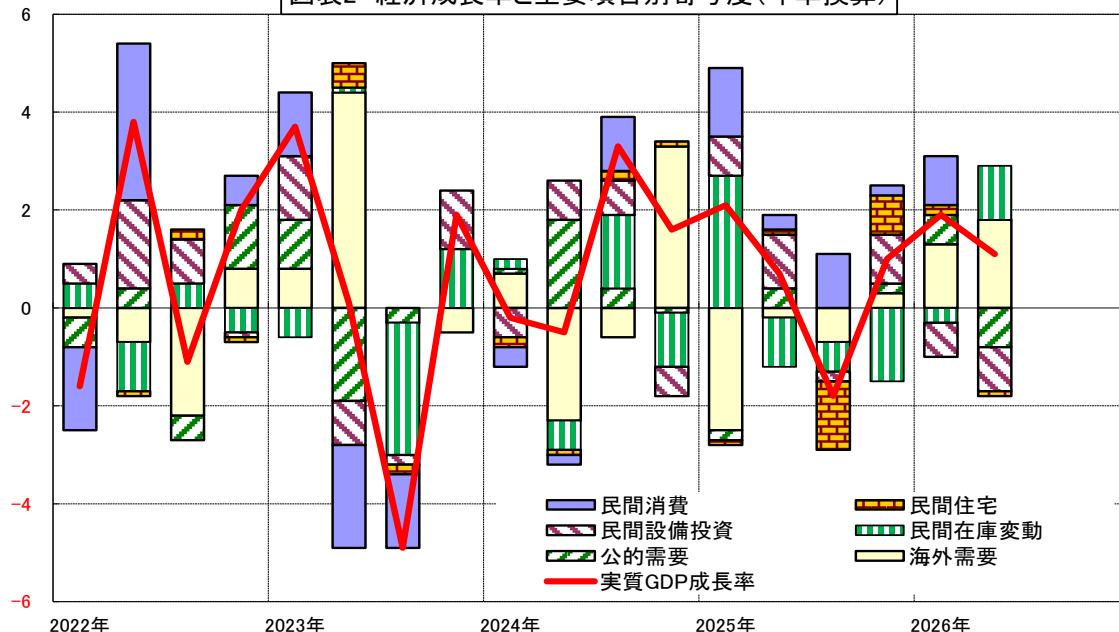
#### 4～6 月期は 3 期連続のプラス成長だが、民間最終需要は 3 期ぶりに減少

4～6 月期の実質 GDP は前期比 0.3%、同年率 1.1%と 3 期連続のプラス成長で、潜在成長率（年率 0%台半ば）を上回るなど、表面上は堅調であった。しかし、中身を見ると、民間在庫変動の増加や輸入減少（特に原油）が主要な GDP 押し上げ要因であり、民間消費（同▲0.02%）が失速したほか、民間企業設備投資（同▲1.2%）が 2 期連続で減少するなど、内容を伴っていないことがみてとれる。実際、民間最終需要は 3 期ぶりのマイナスであった。

一方、GDP デフレーターは前年比 2.6%と、1～3 月期（同 3.2%）から鈍化したものの、15 期連続でのプラスであった。輸入デフレーターが同 15.0%へと大きく加速したものの、国内需要デフレーターもまた同 3.2%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。

(%前期比年率、ポイント)

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

## 景気の回復基調は継続

以下、足元の国内景気動向について確認したい。月次指標を確認すると、6月の景気動向指数・CI一致指数は前月から+0.6ポイントと2か月ぶりに上昇、基調判断は3か月連続で「改善」だった。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」(6月)は、4、5月と変わらずであったが、過去最高値のまま推移している。

また、7月の景気ウォッチャー調査の「景気の現状判断」DIは前月から+1.7ポイントと3か月連続、「先行き判断」DIも同+0.1ポイントと4か月連続で、いずれも上昇した。米国とイランとの戦闘が再開し、原油価格が再び上昇したほか、株安・円安が進行した時期であるが、マインドは持ち直す方向にある。しかし、2月以前の水準には及ばず、判断基準である50を大きく割り込んだままである。

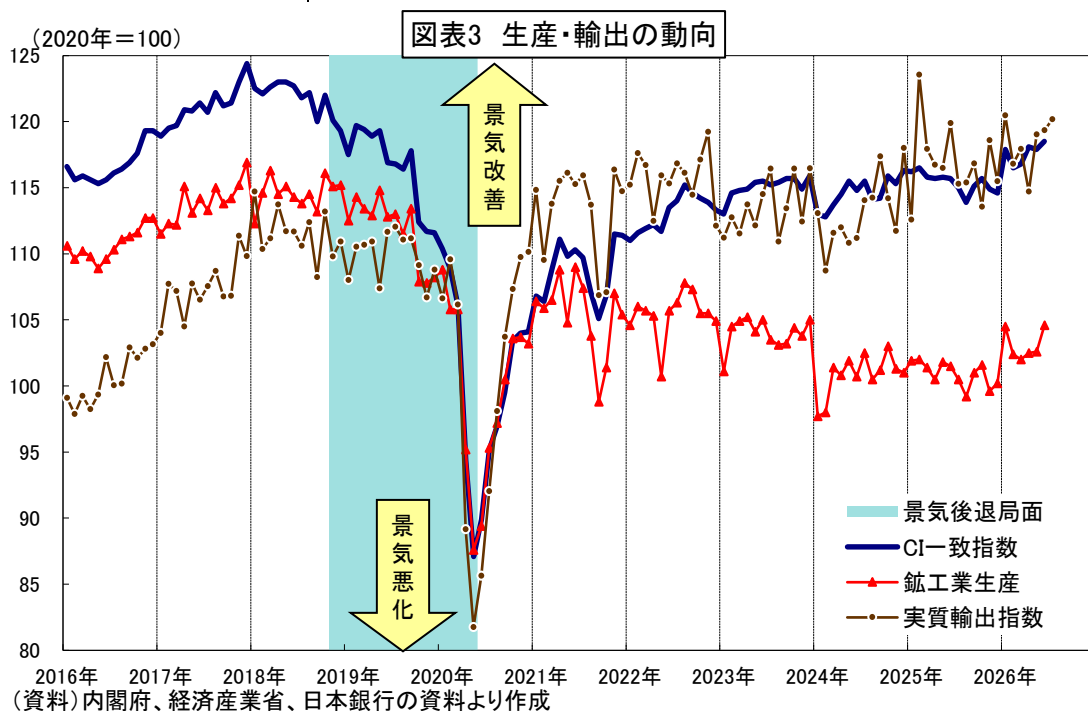
## 輸出・生産が底堅く推移

一方、7月の実質輸出指数は前月比0.7%と3か月連続で上昇、4～6月平均を2.1%上回った。地域別にみると、EU向けやNIEs・ASEAN等向けは弱かったが、米国向けや中国向けが堅調だった。財別には、自動車関連や情報関連は軟調だったが、中間財や資本財が大きく上昇した。

こうしたなか、6月の鉱工業生産は前月比1.9%と3か月連続の上昇だった。半導体等製造装置など生産用機械工業、電気・情報通信機械工業、食料品・たばこ工業、汎用・業務用機械工

業などが牽引した。なお、7月の製造工業生産予測指数（予測誤差補正後）は同▲0.7%と、低下予想である。

また、6月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は同9.7%と2か月ぶりに増加した。非鉄金属の大幅増に牽引された面は否めないが、幅広い業種で増加した。同時に公表された7～9月期見通し（内閣府集計）は前期比4.9%と4期連続のプラスが見込まれている。さらに、7月の工作機械受注も増加基調をたどっている。7～9月期のGDP統計で企業設備投資は持ち直しに転じる可能性がある。



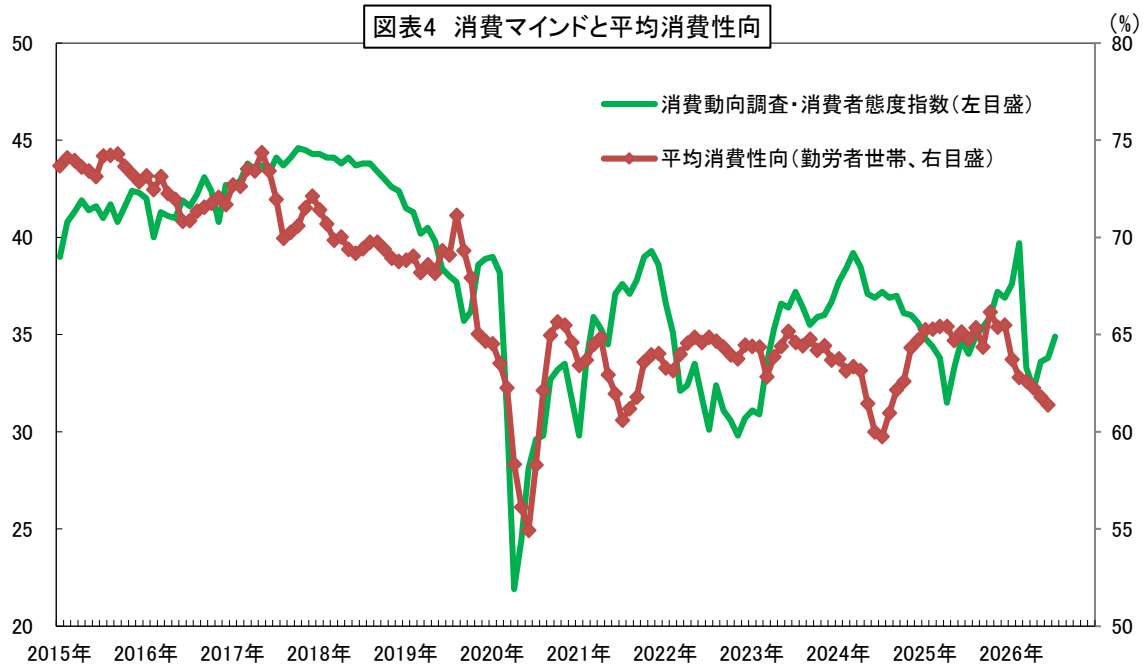
**実質賃金は前年比プラス状態、消費マインドも持ち直しつつあるが、足元の消費に弱い動き**

6月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比4.0%、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3.7%と、いずれも上昇を継続した。後述の通り、足元の消費者物価上昇率が同2%割れで推移していることもあり、実質賃金は前年比プラスの状態となっている（現金給与総額ベースで同2.4%、一般労働者の所定内給与ベースで同2.1%と、ともに7か月連続のプラス）。

このように家計の所得環境は堅調であるが、消費の回復ペースはなかなか高まらない。イラン情勢を受けて大幅に悪化した消費マインドは改善する方向にある。8月の消費動向調査「消費者態度指数」は前月から+1.1ポイントと3か月連続で上昇、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。ただし、イラン情勢が悪化する前の水準よりも5ポイント弱も低い。さらに、6月の家計調査によれば、2人以上世帯（勤労者世帯）の平均消費性向は59.9%と、2月と比べて4ポイントも低下している。

こうした影響もあって、6月の消費統計は鈍いものが多かった。6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▲1.7%と3か月ぶり、総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）も同▲0.1%と6か月ぶりで、いずれも低下した。



(資料)内閣府経済社会総合研究所、総務省統計局 (注)平均消費性向は3ヶ月移動平均

### 経済見通し：今後の物価上昇への警戒から景気は先行き足踏み状態に

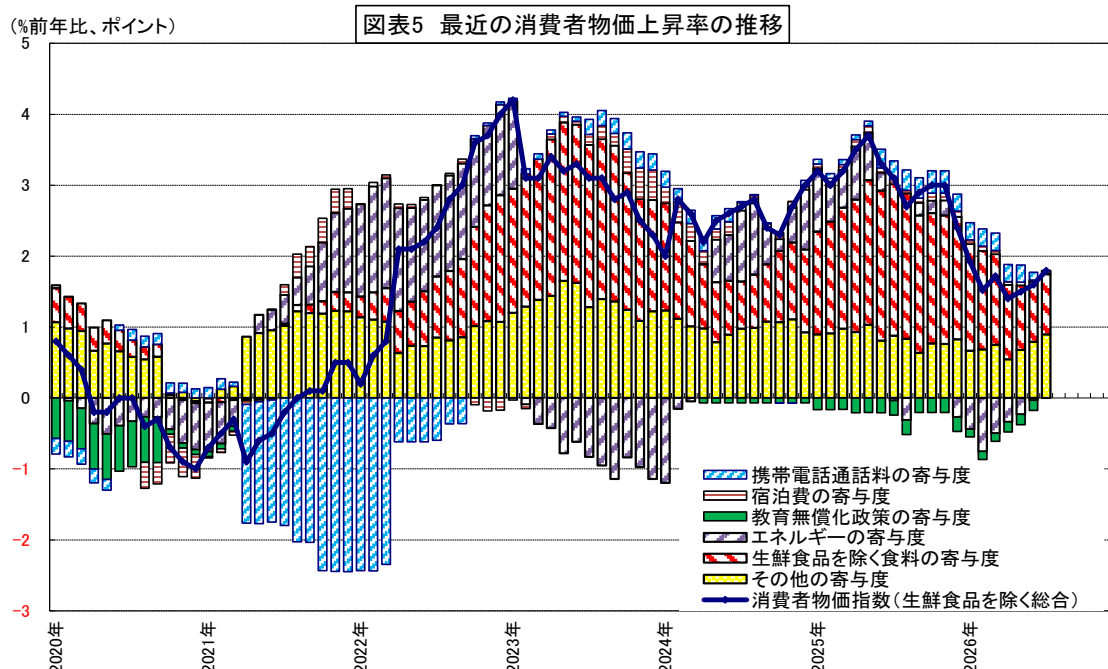
以下、景気の先行きを展望したい。厚生労働省によれば、26年春季賃上げ率は5.18%と、25年(5.52%)を下回ったものの、3年連続の5%超を達成するなど、家計の所得環境は良好な状態にある。しかし、後述の通り、今後想定される物価上昇への警戒が強く、消費は本格回復には至らないだろう。足元好調なエアコン販売も一巡すれば、その反動減も想定される。

また、イラン情勢が長期化する様相となっており、輸出の勢いは乏しいものと思われる。AIブームの後押しなどもあり、企業設備投資はいずれ増加に転じるものとみられるが、イラン情勢の長期化が見込まれるなか、盛り上がりを欠いた展開が予想される。26年度下期にかけて経済活動は足踏みに近い状態が続くとみられる（詳細は8月21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：7月の全国コアCPIは前年比1.8%へ上昇率が拡大したが、7か月連続で2%割れ**

消費者物価指数統計は2025年基準へ基準改訂されたが、7月の「生鮮食品を除く総合（コアCPI）」は前年比1.8%と、3か月連続で上昇率を高まったものの、26年入り後は2%割れでの推移となっている。政府による石油製品の価格抑制策や教育無償化政策などに加え、過去2年にわたって高値が続いたコメ類などの値下がりもあり、イラン情勢による原油等の高騰を受けても、消費者物価上昇率が大きく高まるといった事態とはなっていない。

また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」は同1.9%と9か月ぶりに上昇率を高めたが、こちらも4か月連続で2%割れであった。

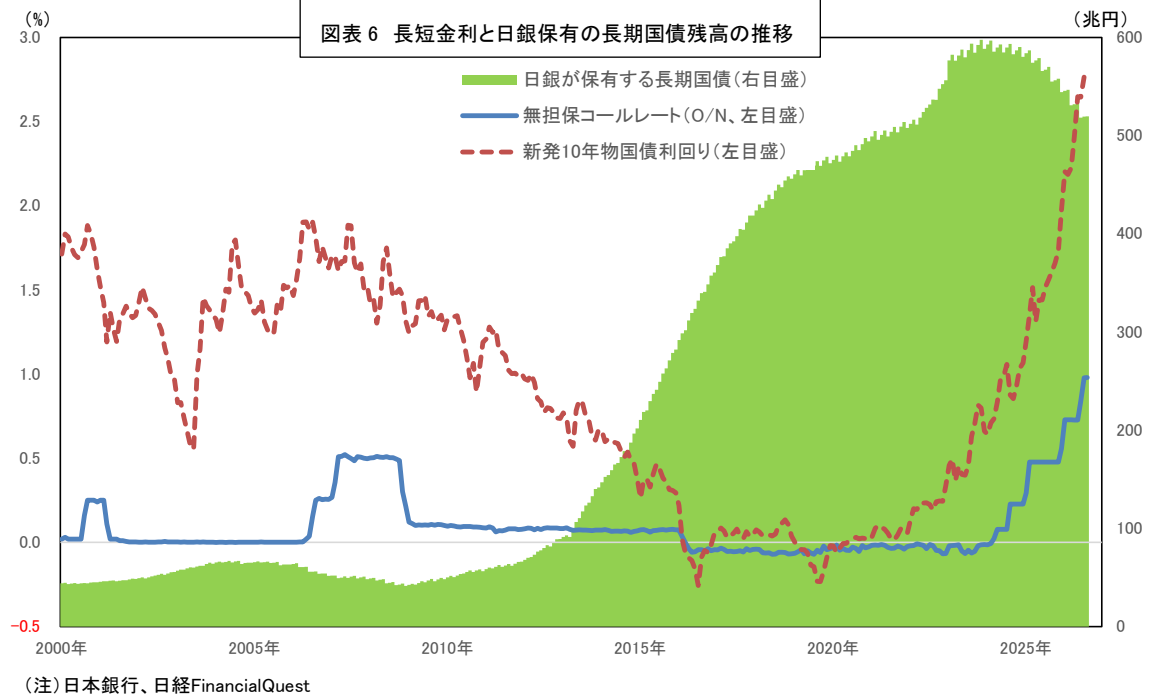


**物価見通し：年度下期にかけて3%近くまで上昇率が拡大すると予想**

政府はガソリンなど石油製品への補助金支給をしばらく継続するほか、7～9月使用分の電気・ガス代負担軽減策を再導入している。昨年よりも値下げ効果が大きいこともあり、目先の消費者物価が加速度的に上昇する可能性は薄いだろう。

しかしながら、年度下期入り後は物価上昇率が高まっていくと思われる。7月の貿易統計からは原油の入着価格が高止まり状態にあることが確認されるなど、原油調達コストが大幅に上昇している。これらを受けて、9月使用分の電気・ガス料金は8月使用分から値上がりする見通しである。さらに、石油由来の製品、食料、運送コストなど幅広い分野で上昇圧力が高まると

みられる。足元 7～9 月期のコア CPI 上昇率は再び 2%台となり、年度末にかけて 3%前後まで高まるだろう。



### 金融政策：利上げ 前倒し観測が浮 上、10月会合ま では追加利上げか

日本銀行は 7 月 30～31 日に開催した金融政策決定会合で政策金利の据え置きを決定したが、高田審議委員は海外発のデマンド・ショックによる物価の上振れリスクや海外の金融環境の転換に即応した機動的な対応が必要な新たな局面に入ったとして「利上げ案」を提出した（賛成多数で否決）。しかし、「主な意見」からは利上げペースを加速させることに前向きな意見が複数確認できた。

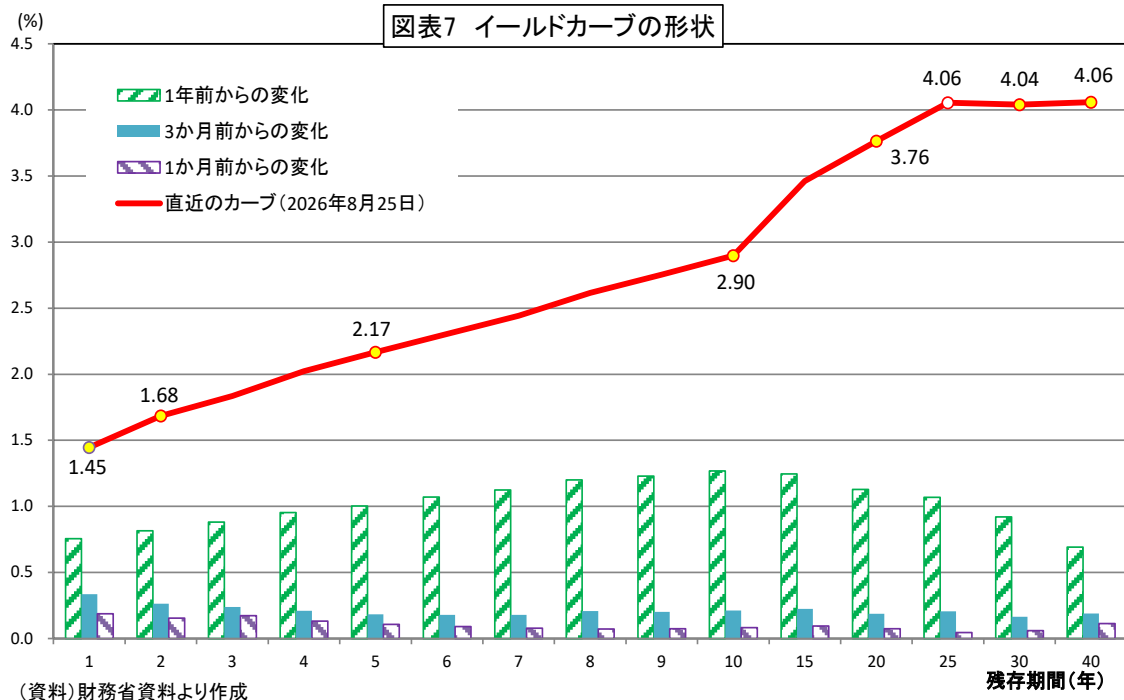
今後の金融政策運営については、「基調的な物価上昇率が 2% に近づいているなか、現在の金融環境が緩和的であることを踏まえると、経済・物価・金融情勢に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになる」と、これまでと同様、利上げ継続の方針を示している。さらに、「基調的な物価上昇率が 2% の物価安定の目標を超えて上振れていくリスクが顕在化し、それがその後の経済に悪影響を及ぼすことがないように、基調的な物価上昇率を 2% 程度の水準で安定させていくという観点が重要になる」としている。

### 金融政策：10月ま でに追加利上げの 可能性

原油高騰の影響は消費者物価段階ではまだ限定的なものにとどまっているが、前述の通り、26 年度下期にかけて物価上昇率を押し上げていくと思われる。今後、日銀は景気下振れ圧力

が強まらない限り、利上げペースを「四半期に 0.25%」に加速させられると思われる。10 月までには追加利上げ(政策金利 1.25%)が実施されるだろう。その後、27 年半ばまでに 2 回の利上げで政策金利を 1.75%まで引き上げる、と予想している。

一方、27 年 7 月には早期利上げに前向きな政策委員 2 名が退任する予定であるが、政府は後任にリフレ派的もしくはハト派的な考えの人物を指名するのか、仮にそうなった場合に日銀の政策運営にどのような影響を及ぼすのかどうか注目される。



## 金融市場：現状・見通し・注目点

### 長期金利は一時2.945%へ上昇

8 月に入り、株価は持ち直しが見られたが、長期金利は上昇圧力が高い展開が続いた。一方、7 月 30 日から 8 月 3 日にかけて日米協調での円買い介入が断続的に実施され、円安が一服した場面も見られたが、流れを反転させるには至っていない。

以下、長期金利、株価、為替レートの見通しについて考えてみたい。

#### ① 債券市場

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いる。6 月中は概ね 2.6%台でもみ合う展開となったが、同月末に示された「骨太の方針」原案の文言で日銀の独立性に対する懸念が高まったほか、イラン情勢が再び緊迫化したことでインフレ懸念が台頭、7 月 9 日に長期金利は 2.9%まで上昇した(いわゆる「骨太ショック」)。

その後、一旦は 2.7%前後まで低下したが、日銀の利上げ前倒し観測が台頭したことで 8 月 18 日には一時 30 年ぶりの水準となる 2.945%まで上昇した。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

## 長期金利の上昇圧力は熾り続ける

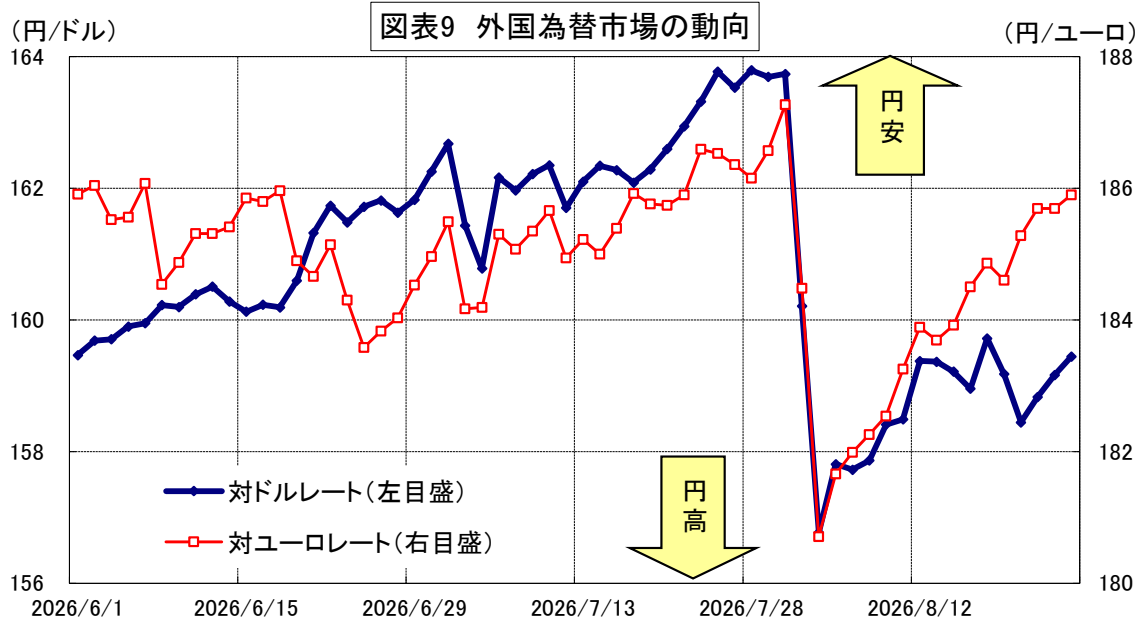
日銀は今後とも経済・物価・金融情勢に応じて、引き続き政策金利を引き上げる方針を示している。また、27 年度予算の概算要求では高市内閣の目玉である「強く豊かな日本」投資枠が事実上青天井となっているほか、27 年度からの実施を目論む消費税減税に関する財源も不透明であるなど、財政政策運営への警戒も根強い。長期金利には上昇圧力がかかり続けるだろう。

## ② 株式市場

## AI ブームへの警戒もあり、上値の重い展開

イラン情勢の悪化によって世界経済の悪化懸念が高まったことから、日経平均株価は 3 月 30 日に一時 50,558 円まで下落した。しかし、26 年度入り後は好調な企業決算や戦争終結への期待が高まったことに加え、AI ブームへの期待感も強まり、世界的に株価は上昇した。6 月 22 日にはザラ場で 72,831 円の史上最高値を更新した。その後はスピード調整的な動きが強まったほか、7 月にはイラン情勢の再緊迫化による原油高騰やハイテク企業の巨額な設備投資に対する警戒が強まり、株価は軟調に推移、7 月 29 日には一時 60,448 円まで下落した。8 月に入ると調整が一巡し、見直し買いも散見されたことで、70,000 円目前まで上昇する場面もあったが、下旬にかけては上値の重い展開となった。

AI ブームへの過度な楽観論は影を潜めたものの、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り、いずれ株価は再び高値を更新するものと思われる。ただし、イラン情勢の展開次第では調整が長引く可能性もあるだろう。



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

**15年ぶりに日米協調介入を実施したが、円安の流れを断ち切るには至らず**

### ③ 外国為替市場

日銀の利上げ継続姿勢に加え、高市内閣の財政政策運営への警戒もあり、25年秋以降、ドル円レートは円安傾向をたどってきた。大型連休を前に1ドル＝160円台まで円安が進行したことから、政府は総額11.7兆円の円買い介入を実施し、一旦150円台半ばまで円高方向に戻した。しかし、時間経過とともに介入の効果は薄れ、6月入り後には再び160円台まで円安が進行した。7月下旬には1986年12月以来となる163円台の円安水準となり、片山財務相や三村財務官らは投機的な動きには断固たる措置をとると再三警告した。

これに対して、マーケットでは米国債の売却につながる円買い介入は米国が容認しないとの見方から、口先介入の域を出ないと評価していたが、30日のニューヨーク市場で円が一時157円台まで急騰、政府は円買い介入を実施したほか、米財務省もレートチェックを要請した。その後、米財務省は「ユーロ売り、円買い」の市場介入を実施、15年ぶりの日米協調介入となった。円買い介入は3営業日連続で断続的に行われ、総額は10兆円

**ECB の利上げ観測  
からユーロ高が急  
速に進行**

超と推計されている。なお、財務省は「日本は将来的に、米国連邦準備制度の「外国・国際通貨当局向けレポ・ファシリティ（FIMA レポ・ファシリティ）の活用を予定している」と表明、保有する米国債を売却せずとも介入資金は潤沢にあることを示唆した。

先行きについては、日銀の利上げペースが加速するとの思惑が広がる半面、Fed は政策据え置きが意識されるなど、日米金利差は縮小する可能性がある。また、再び円安が進むことになれば、円買い介入が意識されるだろう。とはいえ、高市内閣の財政政策運営に対する警戒も根強い。160 円を越えて円安が進む可能性は小さいものの、円高が進むことも考えづらい。

ユーロの対円レートは、大型連休中の円買いドル売り介入直後には 1 ドル＝183 円台までユーロ安方向に戻ったが、その後は 7 月下旬にかけて 180 円台半ばでのみ合いが続いた。7 月末から 8 月初にかけての日米協調介入では、米財務省が「ユーロ売り円買い」介入を実施したこともあり、8 月 3 日には一時 179 円台前半のユーロ安となった。しかし、域内のインフレ懸念や足元の景気の底堅さもあり、欧州中央銀行（ECB）は 6 月に続き、9 月にも追加利上げを実施するとの見方が強まっていることもあり、8 月下旬にかけてユーロ高が急速に進んでいる。

（26. 8. 25 現在）