

農林中金総合研究所 2025～26年度改訂経済見通し

視界不良で低空飛行が続く日本経済

～ 日本経済見通し：2025年度：0.4%（下方修正※）、26年度：0.6%（据え置き※）～

※25年3月時点での当総研見通し（25年度：0.9%、26年度：0.6%）との比較

お問い合わせ先

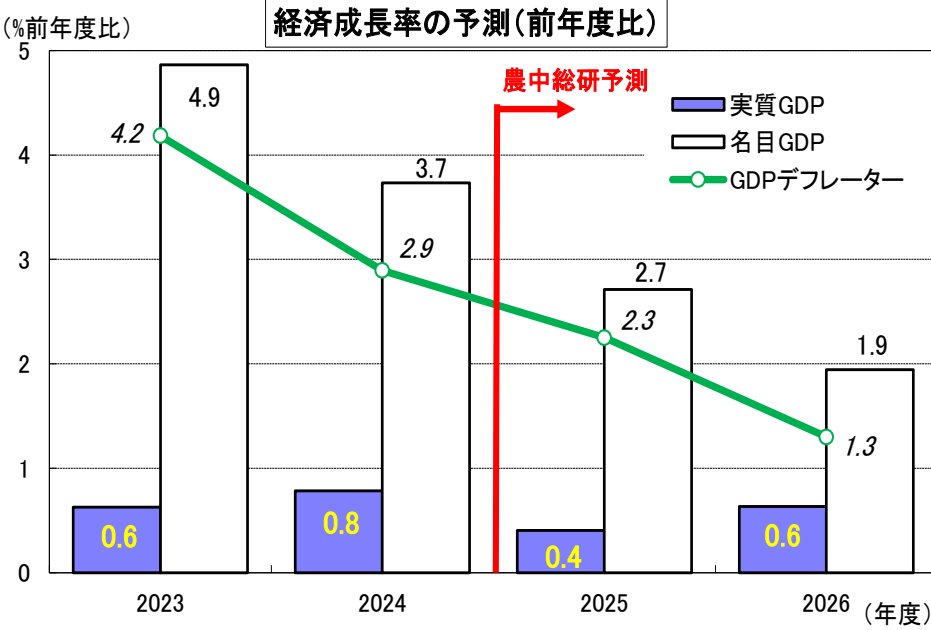
株式会社 農林中金総合研究所
リサーチ＆ソリューション第1部 マクロ経済G
070-3035-2643（総括、日本経済・金融）
070-3035-3519（米国経済・金融）
070-3035-3517（中国経済・金融）

無断転載を禁ず。本資料は信頼できるとされる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

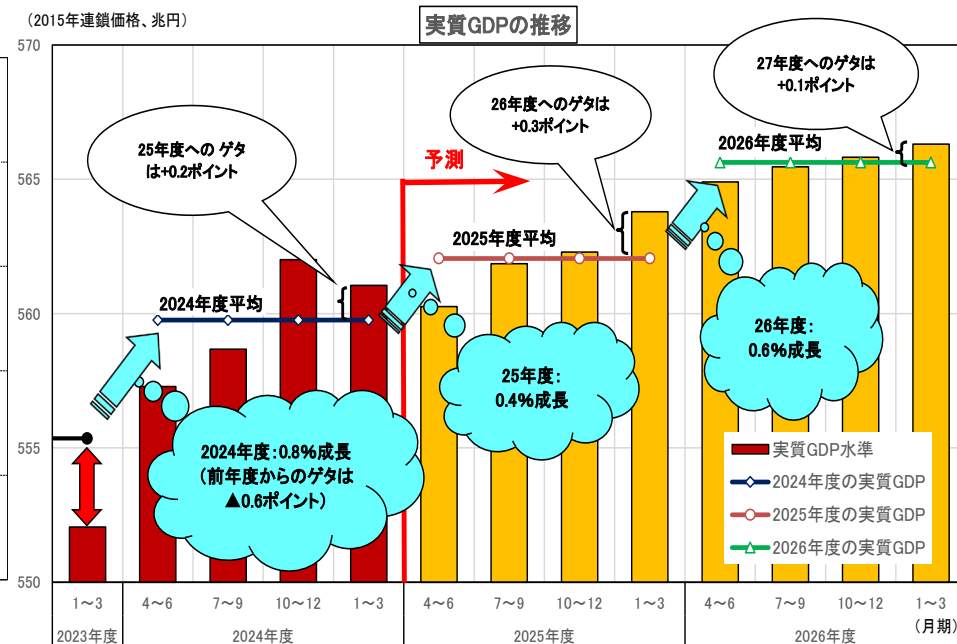
Norinchukin Research Institute

2025年5月21日

- 2025年1～3月期の経済成長率は、物価高による消費足踏みや外需寄与度のマイナス転換などから、年率▲0.7%と4期ぶりのマイナスとなった。物価高止まりによって消費が足踏み状態を抜け出せない様子が確認できた。足元4～6月期については消費停滞に加え、トランプ関税による自動車の輸出減などが想定され、成長率は低迷するだろう。
- 前年を上回る賃上げが実現するほか、夏場以降は物価上昇率が鈍化していくことから、民間消費はようやく持ち直しに転じる可能性がある。しかしながら、トランプ関税の影響もあり、世界経済は低成長状態から抜け出せず、輸出は低調に推移し、設備投資にも抑制効果が出るだろう。政策面での不確実性が高いなか、25年度の日本経済は景気後退入りは免れるものの、停滞感が漂う展開が予想される。26年度にかけてもトランプ関税による海外経済の低調さが続くほか、国内経済も踊り場状態が続くだろう。
- 日本銀行はトランプ関税の影響を見極めつつ、物価上昇率が2%超で推移する25年内は利上げの機会を探り続けるとみられる。しかし、円安一服、原油安、コメ高騰の一巡、高校授業料の実質無償化などで26年入り後には物価上昇率は2%を割り込むとみられることから、2%の物価安定目標を掲げる日銀としては利上げを中断することになるだろう。



(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」より作成 (注) 2025年1～3月期まで実績、それ以降は当総研予測

目 次

1	景気の現状	3
2	世界経済の動向	5
3	国内の経済政策	17
4	日本経済・物価の見通し	19
5	金融政策の見通し	27
6	金融市場の見通し	28

見通し担当者：

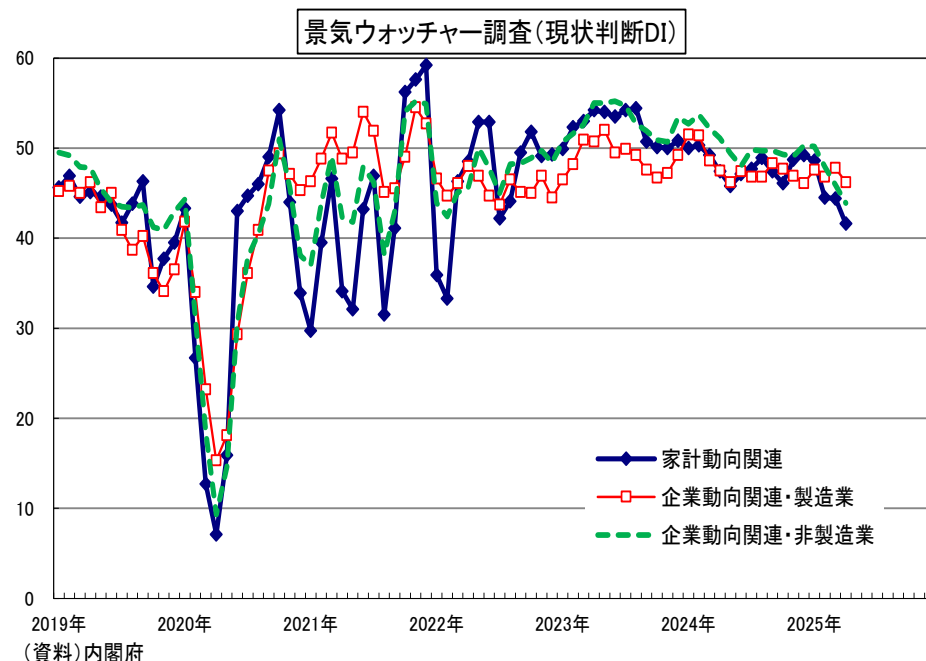
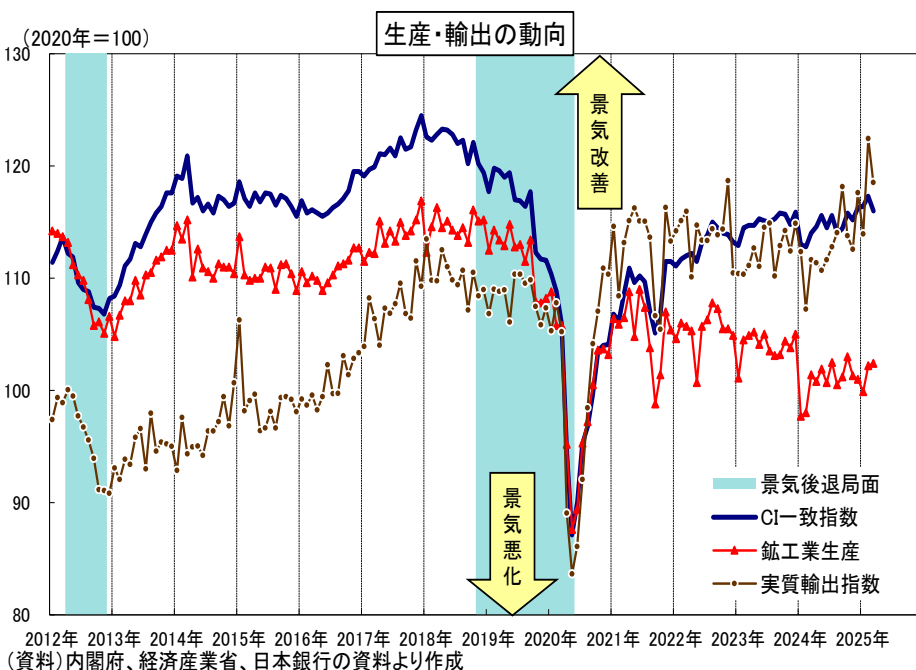
総括、日本経済・金融
米国経済・金融
中国経済・金融

南 武志
佐古 佳史
王 雷軒

1 景気の現状

□景気動向：回復しているが、ペースは緩慢なまま

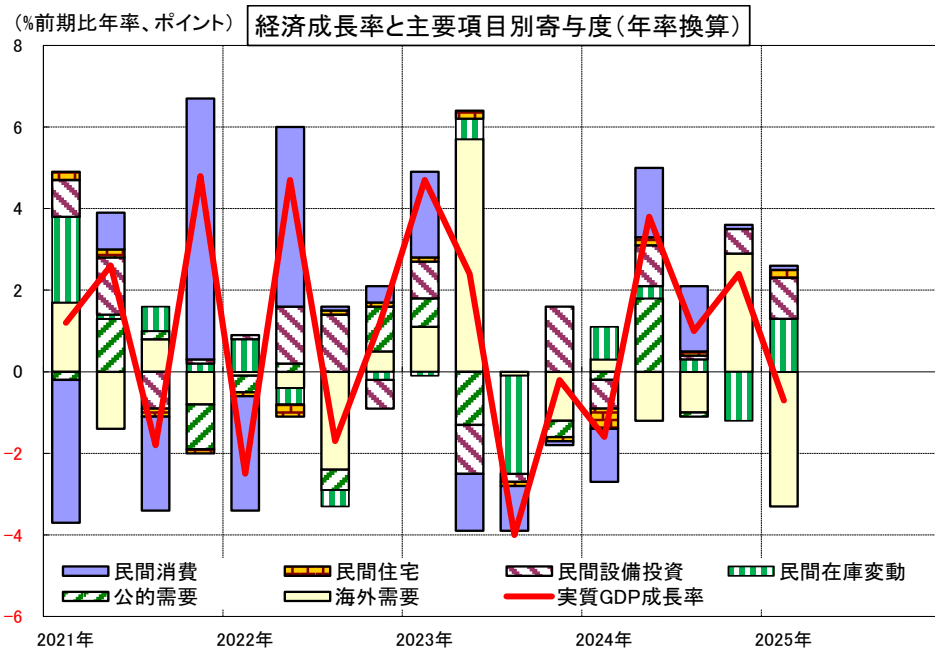
- 産業活動の基調判断は「一進一退」
 - 1～3月期の鉱工業生産は前期比▲0.3%と4期ぶりの低下
 - 1～3月期の第3次産業活動指数は前期比1.7%と2期ぶりの上昇
- 3月の景気動向指数・CI一致指数は4か月ぶりの低下
 - CI一致指数に基づく基調判断は「下げ止まり」（11か月連続で同じ表現）
- 4月の景気ウォッチャー調査の現状判断DI、先行き判断DIはともに悪化（それぞれ4か月連続、5か月連続）、判断基準である50を割り込んで推移
 - 現状判断DIは22年2月以来、先行き判断DIは21年4月以来の水準まで低下
 - 基調判断は「景気は、このところ回復に弱さがみられる」へ下方修正
- なお、日銀短観（3月調査）からは企業の景況感是非製造業を中心に良好であることが確認できる
 - auじぶん銀行PMIも、製造業は冴えないものの、サービス業は堅調



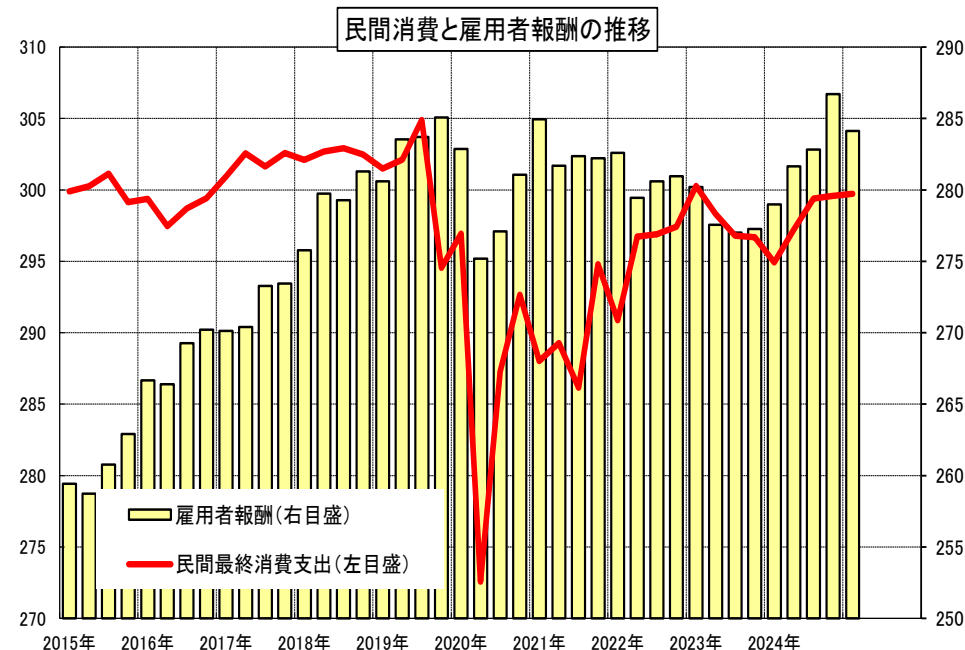
1 景気の現状

□25年1～3月期のGDP：4期ぶりのマイナス成長（前期比▲0.2%、同年率▲0.7%）

- － マイナス成長の主因は外需寄与度（前期比成長率に対する寄与度：▲0.8ポイント）の大幅マイナスだが…
 - 物価高が再び強まったことで雇用者報酬は減少に転じ、民間消費も回復足踏み
 - 一方、民間投資は拡大、民間最終需要は前期比0.5%と4期連続のプラス
- － 需要項目別には、民間消費（前期比0.04%）、民間住宅投資（同1.2%）、民間企業設備投資（同1.4%）、民間在庫変動（前期比成長率に対する寄与度：+0.3ポイント）は押し上げ要因だったが、政府消費（前期比▲0.03%）、公共投資（前期比▲0.4%）、輸出等（同▲0.6%）、輸入等（同2.9%）は押し下げ要因
- － GDPデフレーターは前年比3.3%、前期比0.9%（ともに10期連続の上昇、かつ2期連続で加速）で、価格転嫁の進展が続いていることが確認された
 - 輸入デフレーターが前年比0.5%へ鈍化した半面、民間需要デフレーターは同2.8%へ加速
- － 実感に近いとされる名目GDPは前期比0.8%（同年率3.1%）と6期連続のプラス、過去最高値を更新
- － この結果、2024年度の経済成長率は名目3.7%、実質0.8%と、ともに4年連続でプラス



(資料)内閣府経済社会総合研究所



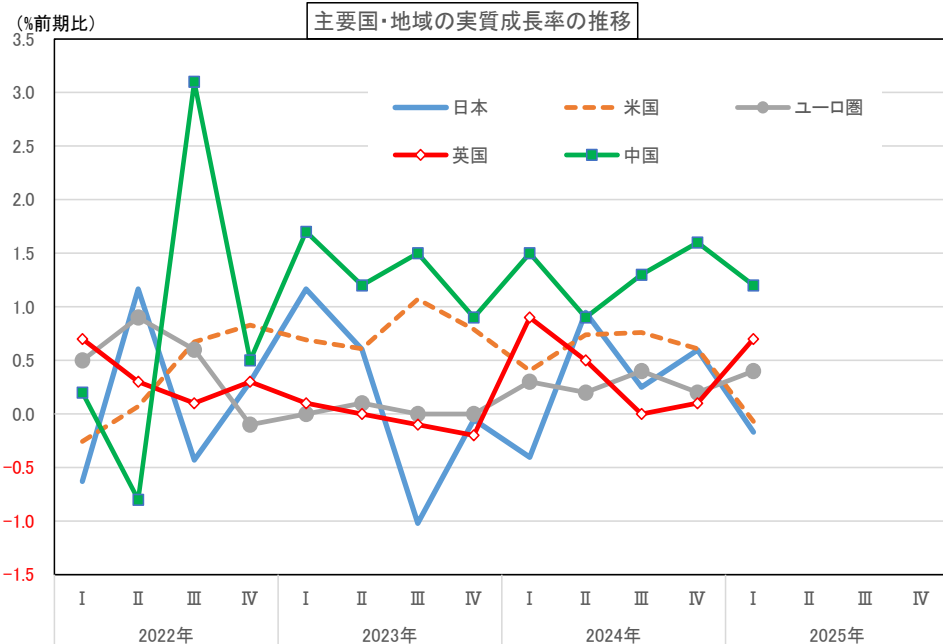
(資料)内閣府 (注)2015年連鎖価格表示、兆円。雇用者報酬は家計最終消費支出デフレーターで実質化。

□世界経済は総じて低成長状態

- － 世界経済は低成長ながらも底割れせずに推移
 - 1～3月期の米国経済は3年ぶりのマイナス成長だが、民間最終需要は2%台半ばで推移するなど底堅さを維持
 - 米国以外の国・地域ではトランプ相互関税を控えた駆け込み輸出の影響もあり、比較的高めの成長となったが、消費の低調さは否めず

□国際機関による世界経済見通し：低成長が続くと予測

- － 最新のIMF世界経済見通し（25年4月発表）では、かなり厳しめのトランプ関税（4月4日時点）の前提の下、25年の世界経済全体の見通しを2.8%成長、26年も3.0%成長と、1月時点の見通しからいずれも下方修正
 - 当面は2000～19年の平均3.7%を下回ったままとの見通し
 - 世界貿易数量の見通しも、成長率と同様に低調
- － 世界経済見通しに対するリスク判断は依然として下振れ方向に傾いているとの評価



2025～26年 IMF世界経済見通し

	2024年	2025年	2026年	1月時点との比較	
				2025年	2026年
世界全体(実質経済成長率)	3.3	2.8	3.0	▲ 0.5	▲ 0.3
先進国	1.8	1.4	1.5	▲ 0.5	▲ 0.3
米国	2.8	1.8	1.7	▲ 0.9	▲ 0.4
ユーロ圏	0.9	0.8	1.2	▲ 0.2	▲ 0.2
ドイツ	▲ 0.2	0.0	0.9	▲ 0.3	▲ 0.2
フランス	1.1	0.6	1.0	▲ 0.2	▲ 0.1
イタリア	0.7	0.4	0.8	▲ 0.3	▲ 0.1
スペイン	3.2	2.5	1.8	0.2	0.0
英国	1.1	1.1	1.4	▲ 0.5	▲ 0.1
日本	0.1	0.6	0.6	▲ 0.5	▲ 0.2
新興国・発展途上国	4.3	3.7	3.9	▲ 0.5	▲ 0.4
中国	5.0	4.0	4.0	▲ 0.6	▲ 0.5
インド	6.5	6.2	6.3	▲ 0.3	▲ 0.2
ブラジル	3.4	2.0	2.0	▲ 0.2	▲ 0.2
ロシア	4.1	1.5	0.9	0.1	▲ 0.3
南アフリカ	0.6	1.0	1.3	▲ 0.5	▲ 0.3
ASEAN5	4.6	4.0	3.9	▲ 0.6	▲ 0.6
世界貿易数量(財・サービス)	3.8	1.7	2.5	▲ 1.5	▲ 0.8
商品市況					
原油	▲ 1.8	▲ 15.5	▲ 6.8	▲ 3.8	▲ 4.2
原油以外	3.7	4.4	0.2	1.9	0.3
消費者物価	5.7	4.3	3.6	0.1	0.1
先進国	2.6	2.5	2.2	0.4	0.2
新興国・発展途上国	7.7	5.5	4.6	▲ 0.1	0.1

(資料) IMF『World Economic Outlook(2025年4月)』

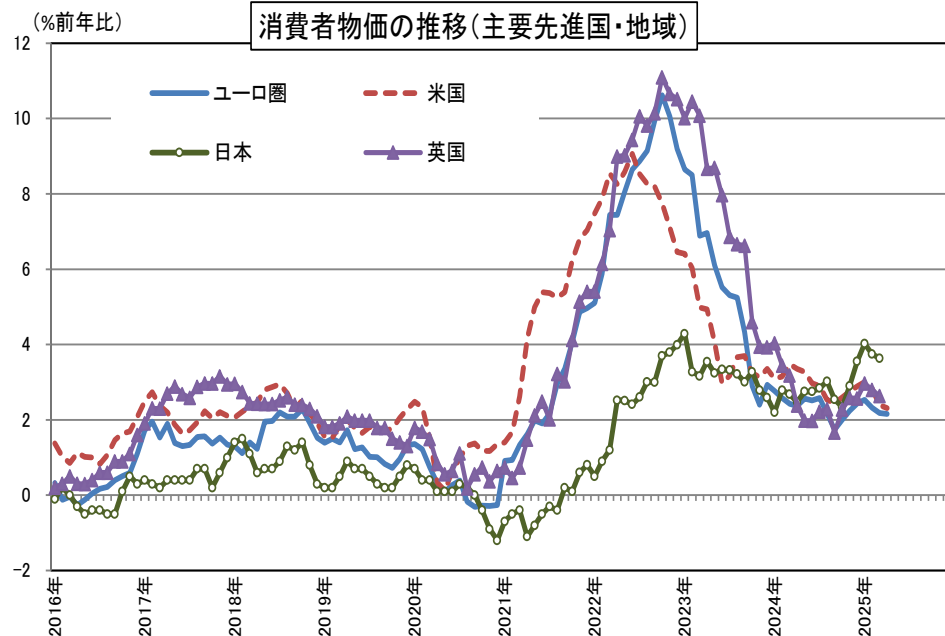
■世界インフレは沈静化の方向

- コロナ禍後のペントアップ需要の急回復、労働力不足・部品供給難など供給の混乱、一次産品価格の高騰、さらにはロシアによるウクライナ侵攻の影響などで、21～22年にかけて世界的にインフレが加速したが、22年下期にはピークアウト
- 24年後半にかけてインフレ再加速が散見されたが、直近は2%の物価目標に向けて着実に鈍化

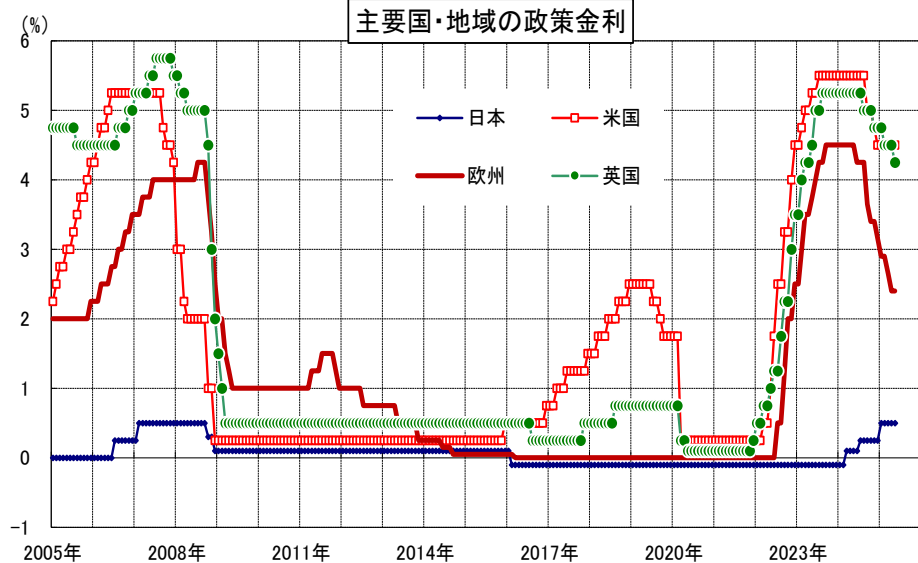
■ECB、BoEは利下げを継続しているが、Fedは利下げに慎重

- 22年以降、金融引き締め政策を本格化させた欧米の主要中央銀行は、23年半ばには利上げフェーズを終了
- その後もしばらくは各中銀は金融引き締めを継続したが、欧州中央銀行（ECB）は24年6月に、イングランド銀行（BoE）も8月に、米連邦準備制度（Fed）も9月に、それぞれ利下げに転じた
- その後も各中銀は複数回の追加利下げを実施したが、24年末以降、Fedは利下げに慎重な姿勢を継続

消費者物価の推移(主要先進国・地域)



主要国・地域の政策金利



□景気動向：トランプ関税を発端とする不確実性が高まった

- － 25年1～3月期のGDPは前期比年率▲0.3%（速報）となったものの、関税賦課前の駆け込み輸入と在庫投資の伸びが整合的でないことから、上方修正されると思われる
- － FRBは24年9月のFOMCから利下げを開始し、これまでに政策金利を100bp引き下げたが、足元ではインフレ率の下げ渋りや政策不確実性の高まりを受け、さらなる利下げには慎重な姿勢を強めている
- － 見通しのポイントとしては、①10%の基本関税は維持されるものの、相互関税の大部分は最終的に撤廃されると見込まれること、②25年末までにトランプ減税の延長と拡大が決定され、景気浮揚効果と財政悪化が予想されること、③インフレ率の高止まりや期待インフレ率の上昇を背景に、FRBは利下げに慎重な姿勢を強め、25年の利下げは見送りになると思われること、④景気の底割れは回避できるとみられること、などが挙げられる
- － 成長率見通し：25年は1.5%、26年は1.8%（前回から25年は1.1ポイント、26年は0.4ポイントの下方修正）

予測表（四半期）

（予測→）

	単位	2024年				2025年				2026年			
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP成長率	%	1.6	3.0	3.1	2.4	▲ 0.3	0.6	2.1	2.1	1.8	1.9	1.7	1.8
個人消費支出	%	1.9	2.8	3.7	4.0	1.8	0.1	1.0	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7
民間設備投資	%	4.5	3.9	4.0	▲ 3.0	9.8	▲ 3.9	3.4	2.2	3.4	3.9	3.9	3.8
民間住宅投資	%	13.7	▲ 2.8	▲ 4.3	5.5	1.3	▲ 0.3	0.5	0.0	0.5	0.8	0.2	0.5
輸出	%	1.9	1.0	9.6	▲ 0.2	1.8	▲ 5.0	1.8	1.7	1.8	1.5	2.1	2.1
輸入	%	6.1	7.6	10.7	▲ 1.9	41.3	▲ 31.5	4.4	3.8	3.3	3.6	4.0	3.2
政府支出	%	1.8	3.1	5.1	3.1	▲ 1.4	1.9	1.0	2.0	2.5	2.3	2.2	2.6
非農業部門雇用者数増減	万人	19.6	13.3	13.3	20.4	13.3	13.0	10.0	12.0	12.0	13.0	13.0	13.0
失業率	%	3.8	4.0	4.2	4.2	4.1	4.2	4.3	4.2	4.2	4.2	4.1	4.1
賃金上昇率	%	4.2	4.0	3.8	4.1	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7	3.6	3.6	3.5
コアPCEデフレーター	%	3.0	2.7	2.7	2.8	2.8	3.1	3.2	3.3	3.1	2.6	2.5	2.4
FFレート誘導水準	%	5.25～5.50	5.25～5.50	4.75～5.00	4.25～4.50	4.25～4.50	4.25～4.50	4.25～4.50	4.25～4.50	4.00～4.25	3.75～4.00	3.50～3.75	3.25～3.50
10年物国債利回り	%	4.2	4.4	3.8	4.6	4.2	4.3	4.4	4.4	4.2	4.1	4.0	3.9

（資料）米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。

（注意）GDPと各需要項目は四半期年率。FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。

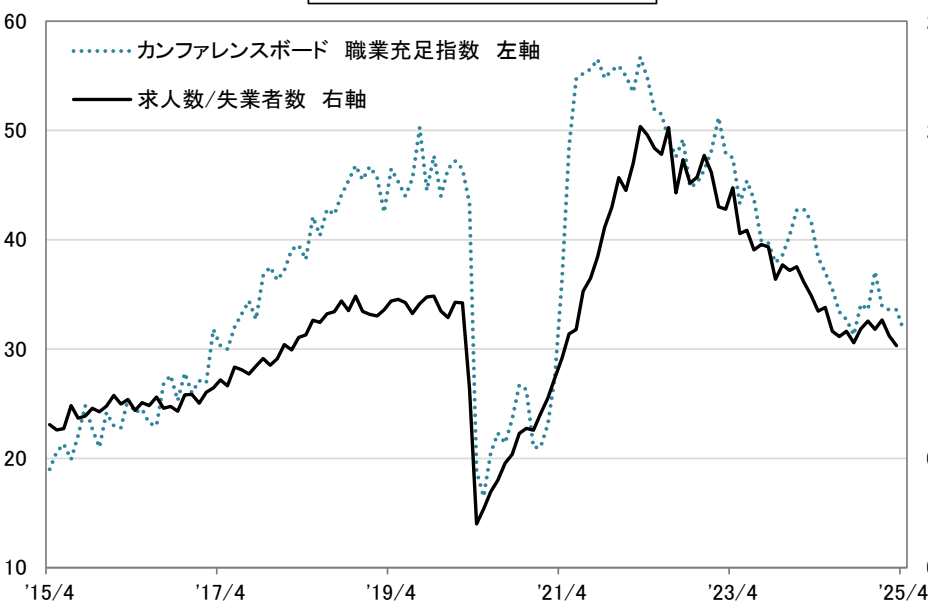
□雇用：需給調整がおおむね完了した労働市場

- － コロナ禍以前よりも求人・失業者比率が低下し、需給調整がおおむね完了したと考えられる
- － 労働生産性の上昇ペースが小幅に加速したとみられることから、賃金上昇率は2%物価目標と整合的な水準に近い

□消費：価格上昇によって一時的に鈍化すると見込まれる

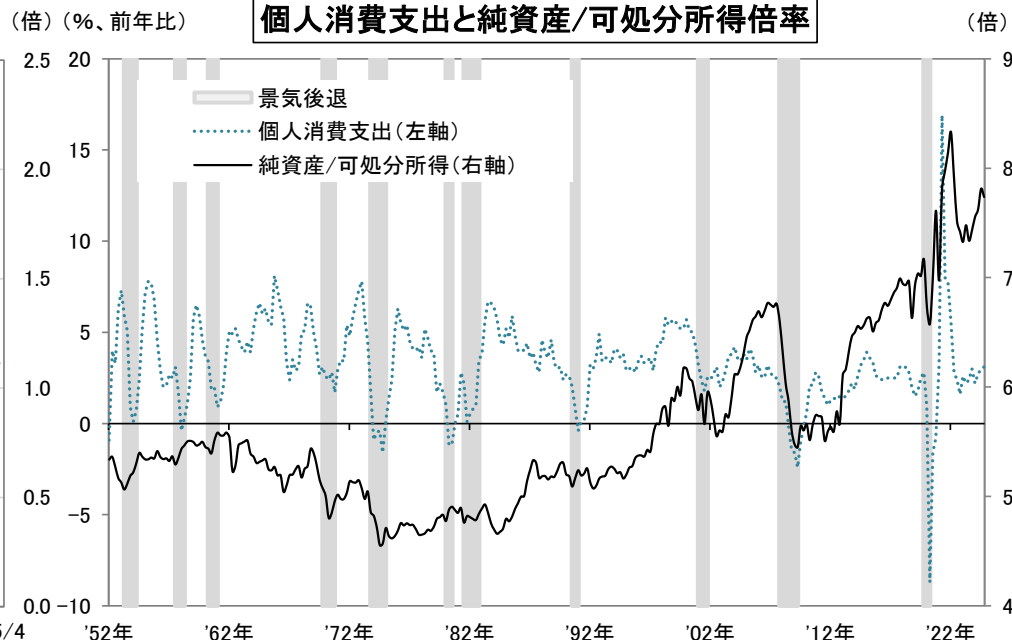
- － トランプ関税による価格上昇から、25年4～6月期以降の個人消費は伸びが鈍化する見込み
- － 一方で、底堅い労働市場や株式市場の反発による資産増が消費を下支えするとみられる

求人・失業者倍率の推移



(資料) 米労働省統計局、Bloomberg

個人消費支出と純資産/可処分所得倍率



(資料) 米商務省経済分析局、センサス局、Bloombergより農中総研作成

□貿易：貿易拡大ペースは鈍い

－トランプ関税に加えて、中国経済減速の長期化や米国を中心とした半導体の対中輸出規制強化、世界的なリスク低減（デ・リスクング）、関税政策をめぐる不確実性の高まりなどから貿易の拡大ペースは鈍い

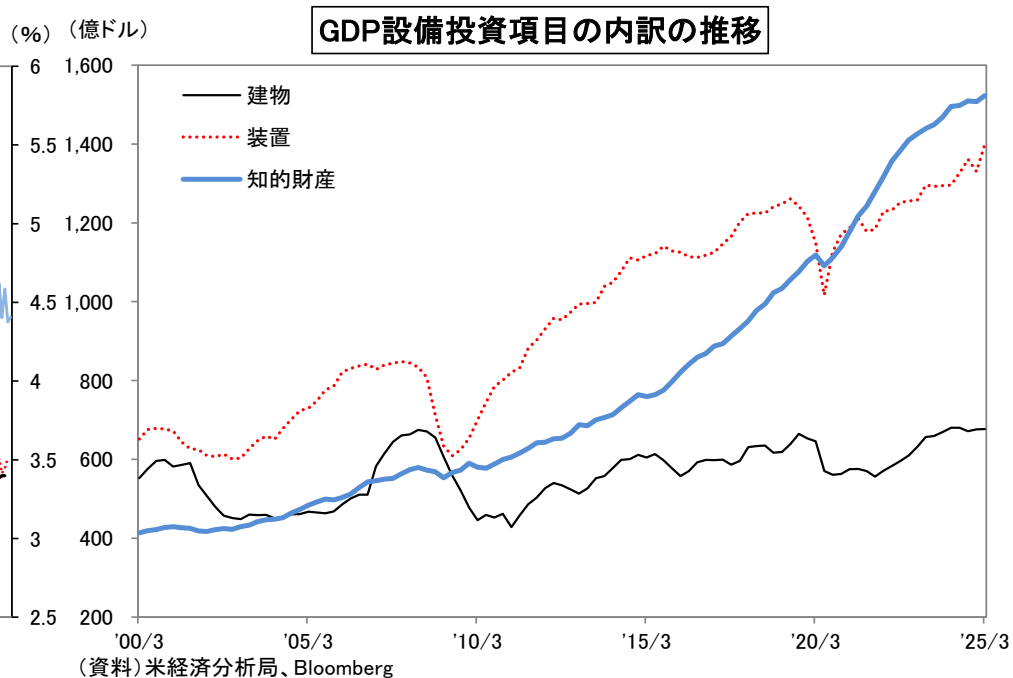
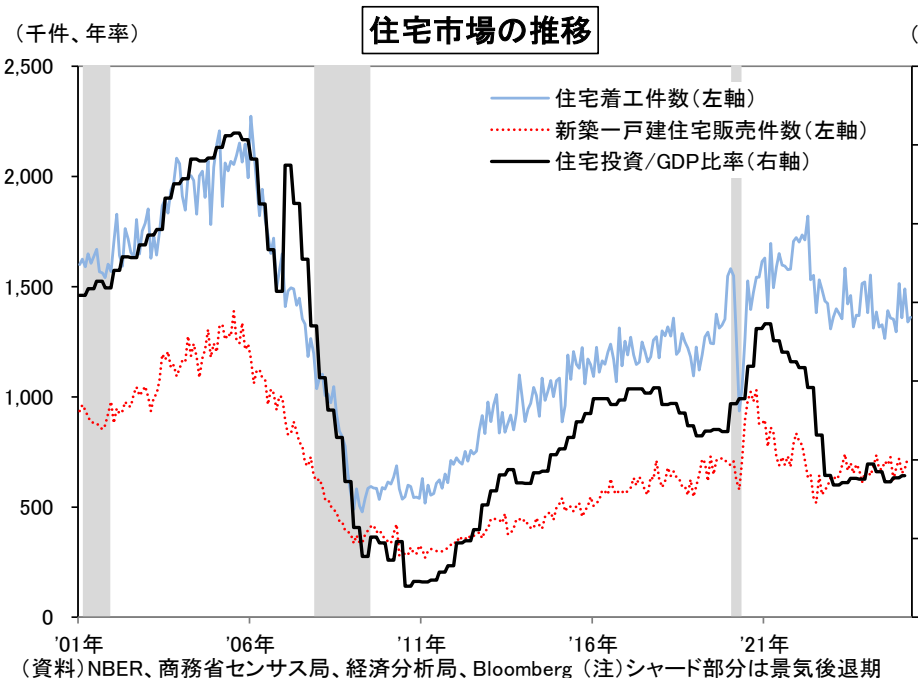
□設備投資：一時的に足踏みするも、堅調な推移を予想

－10年で1.2兆ドルのインフラ投資を目指すインフラ投資雇用法（21年11月）、10年で4,300億ドル規模の気候変動対策費を投じるインフレ削減法（22年8月）、半導体の国内生産へ520億ドルを支援するCHIPSプラス法（22年8月）などが設備投資を下支えしている

－トランプ関税による混乱から一時的に足踏みするも、AIの普及に伴う半導体とデータセンターの需要増やAIインフラ整備計画（スターゲート計画）に加えて、製造業の国内回帰などから設備投資は堅調な推移を予想する

□住宅投資：軟調に推移

－利上げサイクルの終了とともに一旦は回復したものの、足元では再び軟調に推移している



□インフレ率：関税の影響によりインフレ高止まり

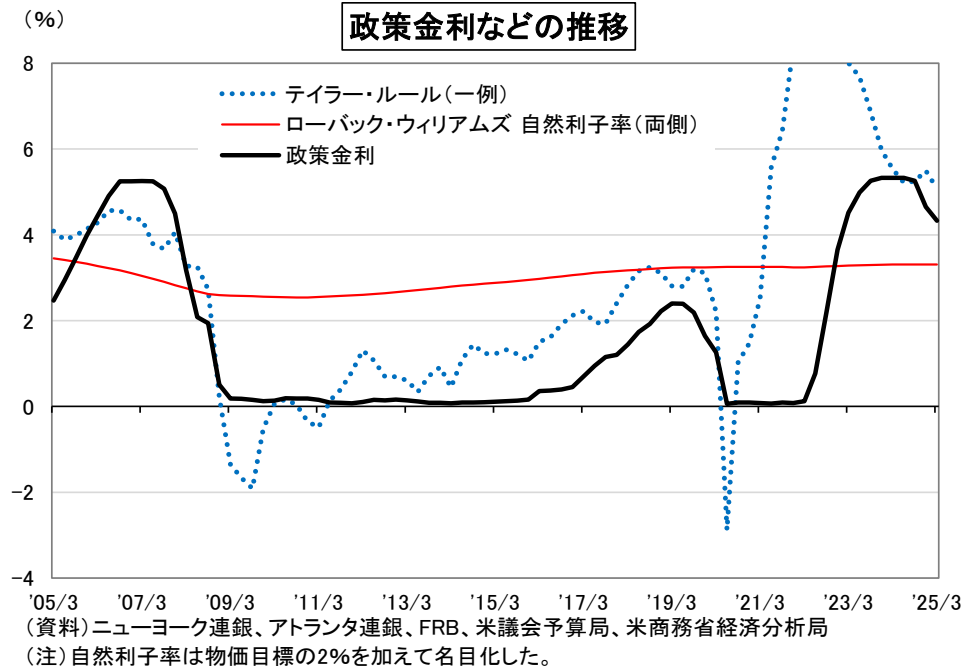
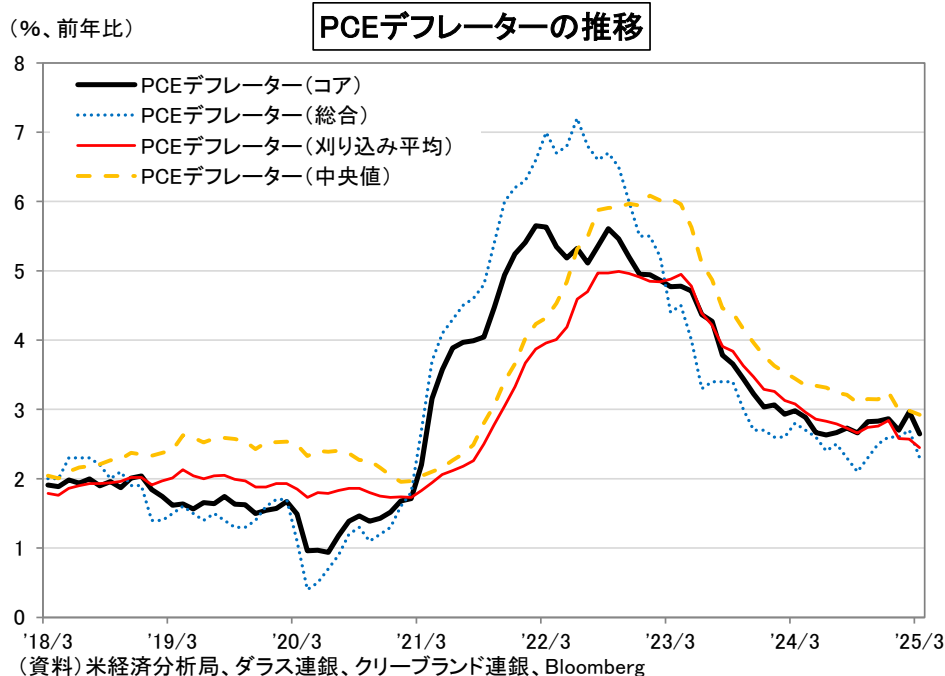
- － 関税率については不確実性が高いものの、25年のコアPCEデフレーターに0.3ポイント程度の上昇圧力が加わると見込まれる
- － 短期、長期ともに期待インフレ率の上振れも確認されつつある

□金融政策：様子見姿勢を維持

- － 期待インフレ率の上昇と政策不確実性の高まりから、25年内は様子見姿勢を維持すると予想する

□財政：財政赤字拡大の公算

- － 25年末に期限を迎える所得減税の恒久化に加えて、チップ、残業代への課税免除、国防支出の拡大、国境管理の厳格化などについての予算増額を盛り込んだ法案が審議されており、10年間で3～5兆ドルの財政赤字増加が予想される
- － こうしたなか、7月半ばには債務上限問題の実質的な期限を迎える見込み

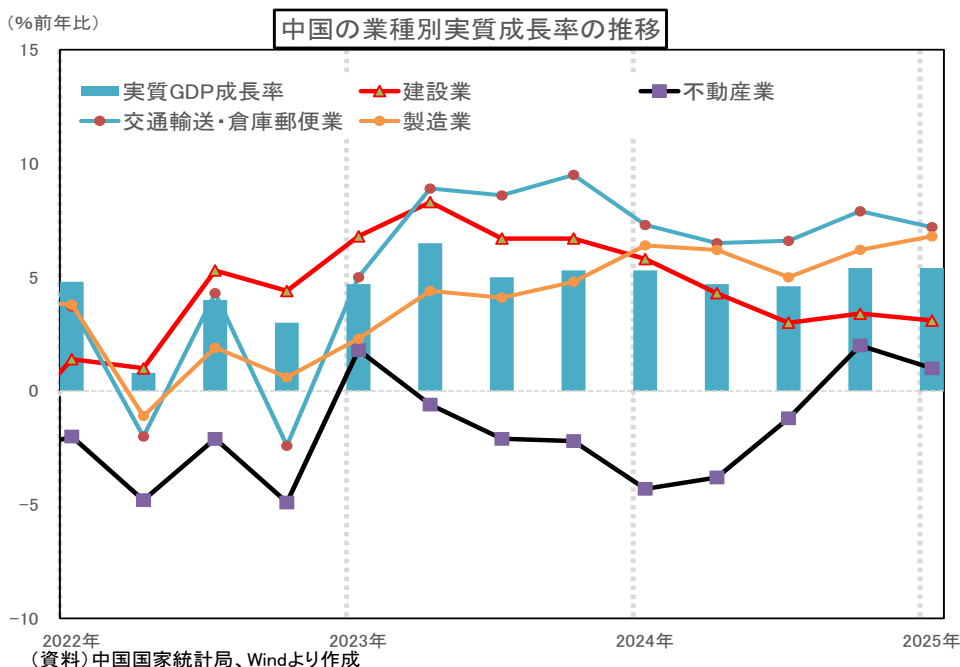
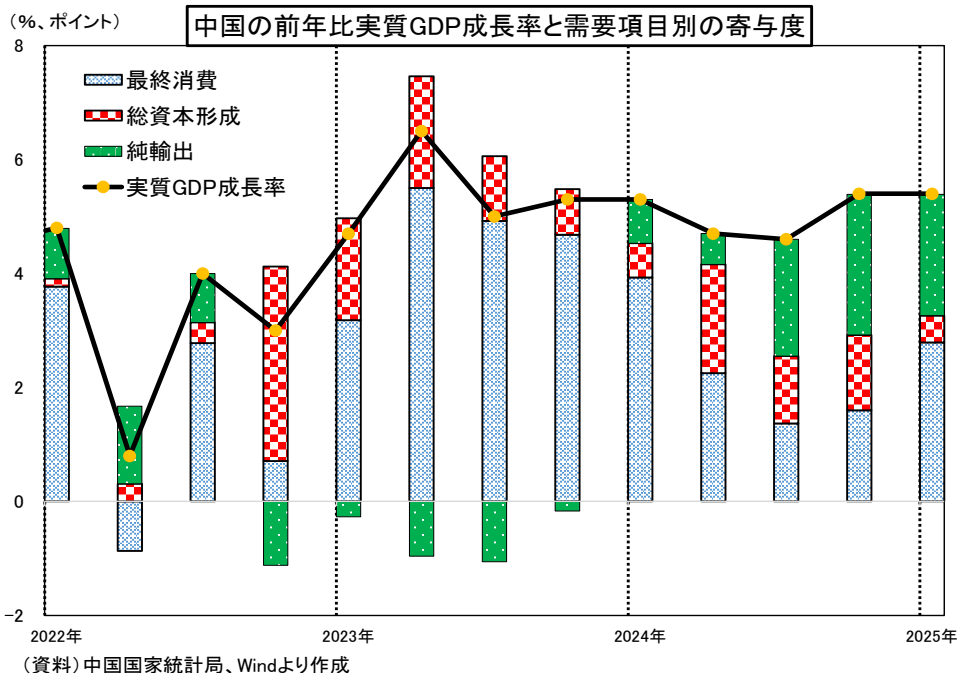


□25年1～3月期の実質GDP成長率：前年比5.4%と予想を上回った

- － 予想を上回った背景には、輸出が底堅く推移したことや、政策支援により個人消費が押し上げられたほか、財政政策の前倒し実施等を受けてインフラ整備向け投資の大幅な加速と不動産業のプラス成長の維持が挙げられる
 - 1～3月期の実質GDP成長率は前年比5.4%と10～12月期（同5.4%）から横ばいだったが、市場予想（同4.9%）を上回ったほか、政府が掲げている25年の成長目標である「5%前後」の範囲内に収まった
 - 実質GDP成長率（前年比5.4%、前掲）に対する需要項目別の寄与度では、純輸出は2.13ポイントと5期連続のプラスで大きく寄与した
 - 業種別にみると、製造業、交通運輸・倉庫郵便業はそれぞれ前年比で6.8%、7.2%と堅調に推移したほか、不動産業は同1.0%と低成長が続いたものの、2期連続のプラス成長を維持した

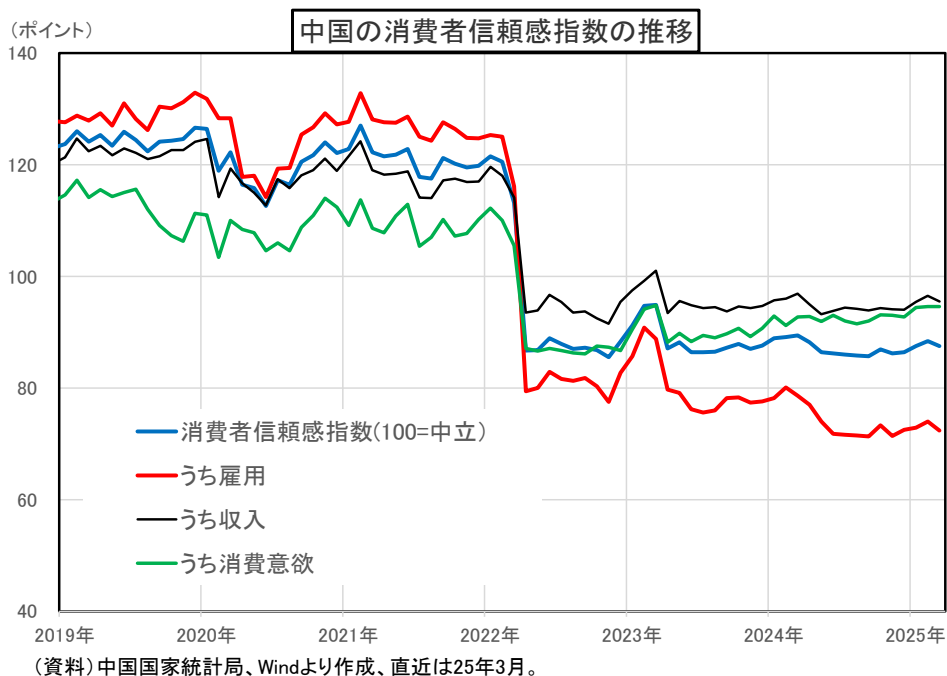
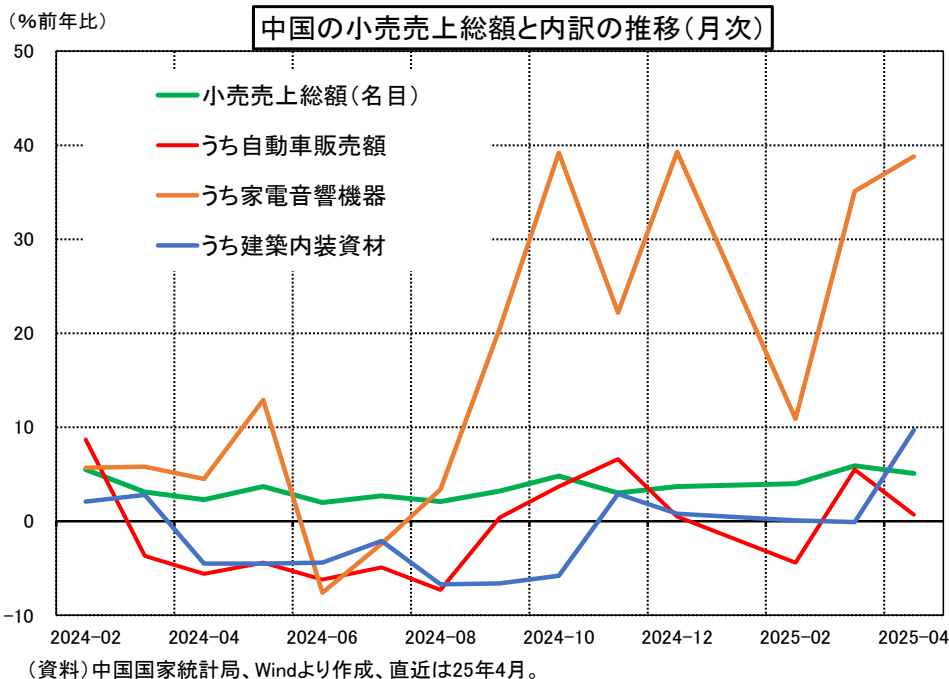
□とはいえ、内需が総じて弱く、景気回復の加速感は見られず

- － しかし、1～3月期の実質GDP成長率は前期比1.2%（年率換算4.9%）と10～12月期の同1.6%（同6.6%）から減速
- － 雇用・所得をめぐる環境の厳しさが続くなか、不動産不況に伴う内需が総じて弱く、景気回復の加速感は見られず



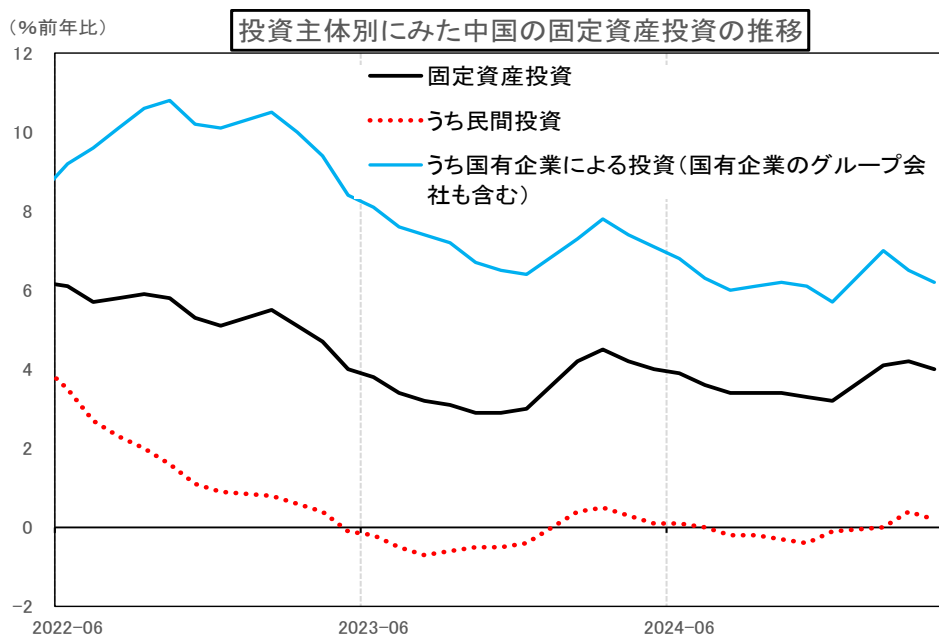
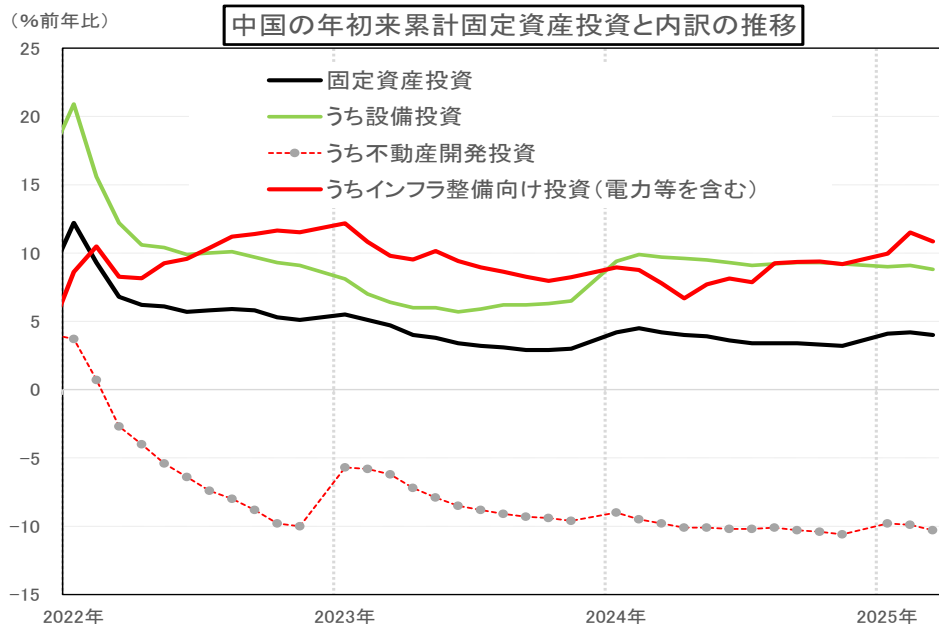
消費：総じて弱いが、政策支援の拡充によって一定程度の回復が見込まれる

- － 25年4月の小売売上総額（名目）は前年比5.1%と3月（同5.9%）から伸びを弱めた
 - 家電音響機器は前年比38.8%と大きく伸びるなど、政策支援による消費押し上げ効果が出ている
 - 一方、雇用と所得環境の改善が見られず、自動車販売と住宅販売に一服感が出ている
 - 消費者マインドを確認しても、消費者信頼感指数は23年3月に一時的に持ち直したものの、その後は低迷したことが消費低迷につながったとみられる
- － 先行きについては、所得・雇用をめぐる環境が依然として厳しく、消費者の節約志向が続くとみられるものの、財の消費だけではなく、成長余地の大きいサービス消費への政策支援による消費押し上げ効果の継続が期待されることから、一定程度の回復が見込まれる



■投資：不動産不況が重石となるも、財政拡張による一定程度の回復が見込まれる

- － 不動産開発投資の低迷で25年1～4月期の固定資産投資は前年比4.0%と伸び悩んだ
 - 投資分野別では、設備投資とインフラ整備向け投資（電力等を含む）はそれぞれ前年比8.8%、10.9%と固定資産投資全体の伸び（前掲4.0%）を大きく上回って堅調に推移した一方、不動産開発投資は同▲10.3%と大幅な減少が続いている
 - 投資主体別では、国有企業による投資は同6.2%と全体の伸びを上回った一方、民間投資は同0.2%と低迷
- － 先行きについては、不動産デベロッパーのバランスシート調整がなお続くとみられるものの、財政拡張などを背景に設備投資とインフラ整備向け投資が底堅く推移していくと見込まれることから、固定資産投資全体は一定程度の回復が見込まれる

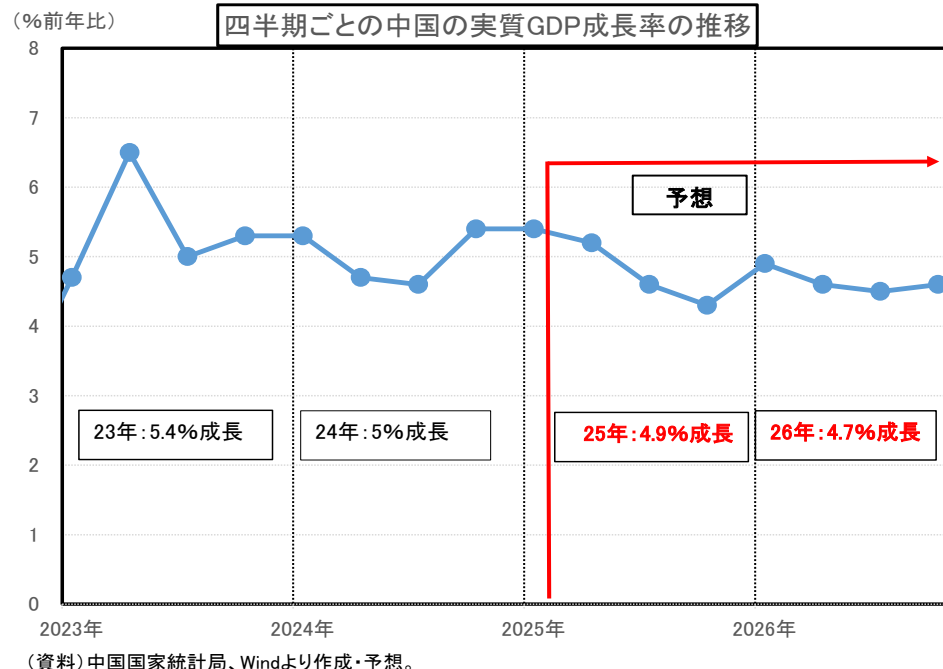
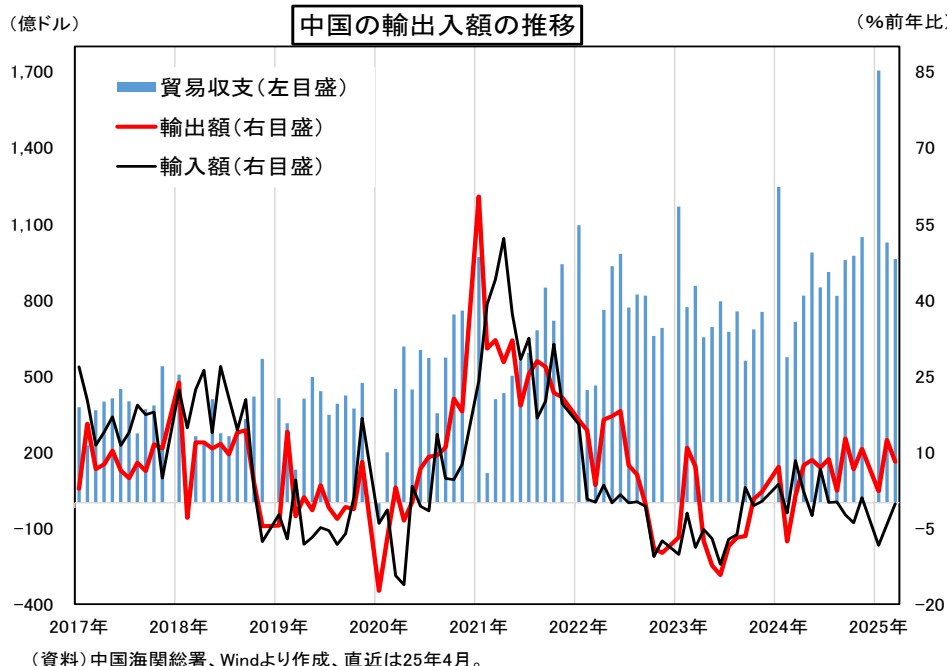


■輸出：当面堅調も年後半にかけて軟調に推移する可能性が高い

- 25年4月の輸出（ドル建て）は前年比8.1%と3月（同12.4%）から鈍化したが、比較的底堅く推移した
- 5月10～11日開催の米中通商協議によって、米国は中国製品への関税率を従来の145%から30%（フェンタニル関税20%+ベース関税10%）に引き下げたが、「30%」という関税率は依然として高いほか、24%の上乗せ分が90日間の後（今秋頃）に適用される可能性もある
- 今後の米中通商交渉をめぐる不確実性が極めて高いことから、当面は駆け込み輸出が見込まれるが、年後半にかけて軟調に推移する可能性が高い

■経済見通し：25年は4.9%成長（据え置き）、26年は4.7%成長（据え置き）

- 不動産市場の本格回復が見えないほか、ベース関税10%が維持されていく見込みで輸出の下振れ圧力が徐々に顕在化するとみられる一方、新しい景気刺激策の実施に伴う一定程度の消費と投資の回復が見込まれることから、25年は前年比4.9%（前回見通しから据え置き）と24年から小幅減速にとどまると予想
- 26年も米中対立が続き、不動産市場の軟調さが想定されるほか、進む人口減少と高齢化による影響もあり、前年比4.7%（同じく据え置き）とさらに減速する見込み

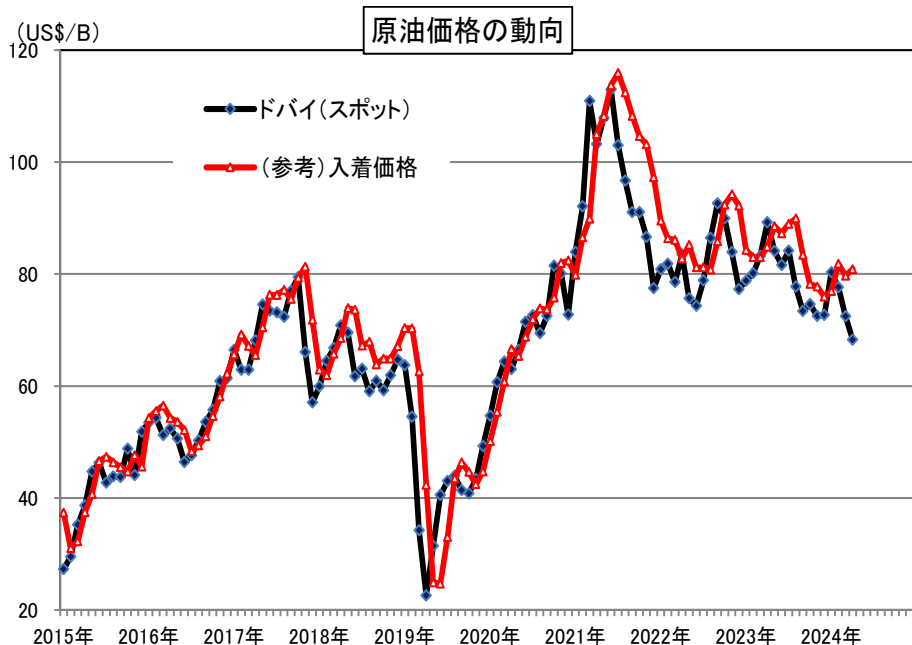


■原油価格：一時50ドル/バレル台半ばまで下落

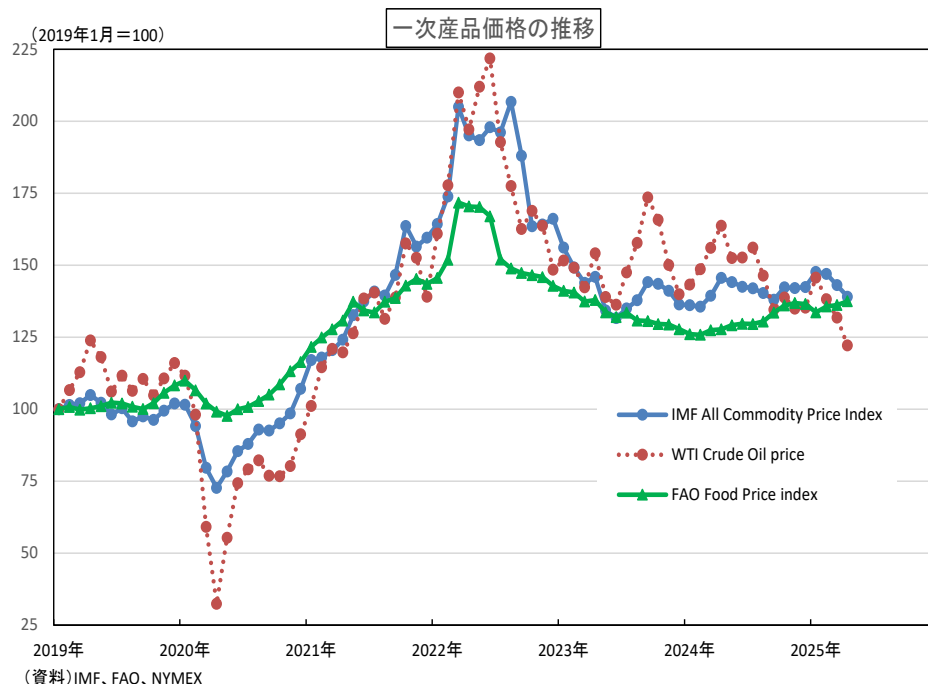
- － OPECプラスは原油価格安定のため、22年11月以降、生産量調整を続けている
 - OPECプラスでは協調減産分（日量366万バレル）は26年末まで続ける一方で、8有志国による自主減産枠（日量216万バレル）は、25年4月以降は段階的な縮小を開始、4～6月期は日量96万バレルの増産となる見込み
- － トランプ米大統領は米国内のシェールオイル・ガスの増産を目論んでいるほか、OPECプラスに対して原油価格を引き下げるために供給を増やすよう求めてきた
- － トランプ関税による世界経済の減速懸念もあり、25年初は70ドル/バレル台後半だった原油価格（WTI先物、期近物）は一時50ドル台半ばまで下落、直近は60ドル台前半で推移

■原油入着価格の見通し

- － 世界経済の減速懸念が強いなか、供給増が想定されることから、25～26年度にかけて国内への入着価格（CIF）は概ね60ドル/バレル台の推移を予想



(資料)東京工業品取引所、財務省



(資料)IMF、FAO、NYMEX

□朝令暮改のトランプ関税

- － 米国が導入した相互関税によって、4月5日に基本税率10%が、9日には57か国・地域に個別の上乗せ税率が導入されたが、10日には上乗せ税率の適用を90日間一時停止（除く中国）すると発表
- － 対米貿易赤字国である英国との関税協議が合意したほか、一時145%の追加関税を課した中国との協議によって追加関税を90日間30%に引き下げるなど、二国間交渉の成果を重視するなど柔軟化の姿勢もみられる

□日本への影響：輸出の主力である自動車・同部品への影響は無視できない

- － 鉄鋼・アルミニウム製品に加え、自動車・同部品に対して25%の追加関税が課されたほか、相互関税（基本税率10%＋日本への上乗せ14%）を導入（上乗せ分は90日間猶予）
- － 日本の対米輸出は輸出全体の19.9%、対米輸出のうち自動車・同部品、鉄鋼、半導体等電子部品、医薬品のシェアはそれぞれ34.1%、1.4%、1.2%、1.9%（24年実績）
- － 過去60年にわたり幾度となく日米間では貿易・経済交渉が繰り返されたが、米国の対日赤字に変化は見られず
 - 米国の経済成長のエンジンである「旺盛な消費」が変化しない限り、米国の貿易赤字は縮小しない可能性も

米国から見て貿易赤字額が大きい国・地域

	輸出	輸入	収支尻	相互関税率 (%)
全体	2,083	3,296	-1,213	
中国	145	440	-295	34
メキシコ	334	516	-182	
ベトナム	13	137	-123	46
ドイツ	76	161	-85	
カナダ	350	420	-71	
台湾	43	116	-74	32
日本	81	150	-69	24
韓国	67	133	-66	25
インド	42	87	-46	26
イタリア	32	77	-44	
スイス	25	64	-38	31
(参考) EU	372	609	-237	20

(資料) 米ホワイトハウス、米国商務省

(注) 輸出、輸入、収支尻は10億ドル（2024年）。

中国に対しては米中協議を受けて30%の追加関税を賦課（上乗せ分115%は当面見送り）。

カナダ、メキシコ（ともに25%の追加関税賦課、除くUSMCA対象の輸入品）は当面見送り。

ドイツ、イタリアはEUの相互関税率を適用。

自動車、鉄鋼、アルミニウムは除外。相互関税率は4月10日時点。

日本の主要地域別・品目別の輸出動向（2024年）

	全体	米国	EU	中国
食料品	1,178 (1.1)	213 (1.0)	70 (0.7)	115 (0.6)
原材料	1,762 (1.6)	95 (0.4)	113 (1.1)	557 (3.0)
鉱物性燃料	1,340 (1.3)	28 (0.1)	5 (0.0)	181 (1.0)
化学製品	11,845 (11.1)	1,517 (7.1)	1,181 (11.8)	3,365 (17.8)
医薬品	1,334 (1.2)	411 (1.9)	173 (1.7)	237 (1.3)
原料別製品	11,989 (11.2)	1,372 (6.4)	777 (7.8)	2,201 (11.7)
鉄鋼	4,395 (4.1)	303 (1.4)	201 (2.0)	497 (2.6)
一般機械	19,222 (17.9)	4,946 (23.2)	1,915 (19.2)	4,613 (24.5)
電気機器	17,923 (16.7)	2,879 (13.5)	1,629 (16.3)	3,901 (20.7)
半導体等電子部品	6,076 (5.7)	266 (1.2)	211 (2.1)	1,313 (7.0)
輸送用機器	24,493 (22.9)	7,670 (36.0)	2,633 (26.4)	1,404 (7.4)
自動車・同部品	21,889 (20.4)	7,257 (34.1)	2,083 (20.9)	1,345 (7.1)
その他	17,336 (16.2)	2,575 (12.1)	1,643 (16.5)	2,526 (13.4)
総額	107,088 (100.0)	21,295 (100.0)	9,966 (100.0)	18,862 (100.0)
		{19.9}	{9.3}	{17.6}
(参考) 貿易収支尻	-5,471	8,628	-1,902	-6,443

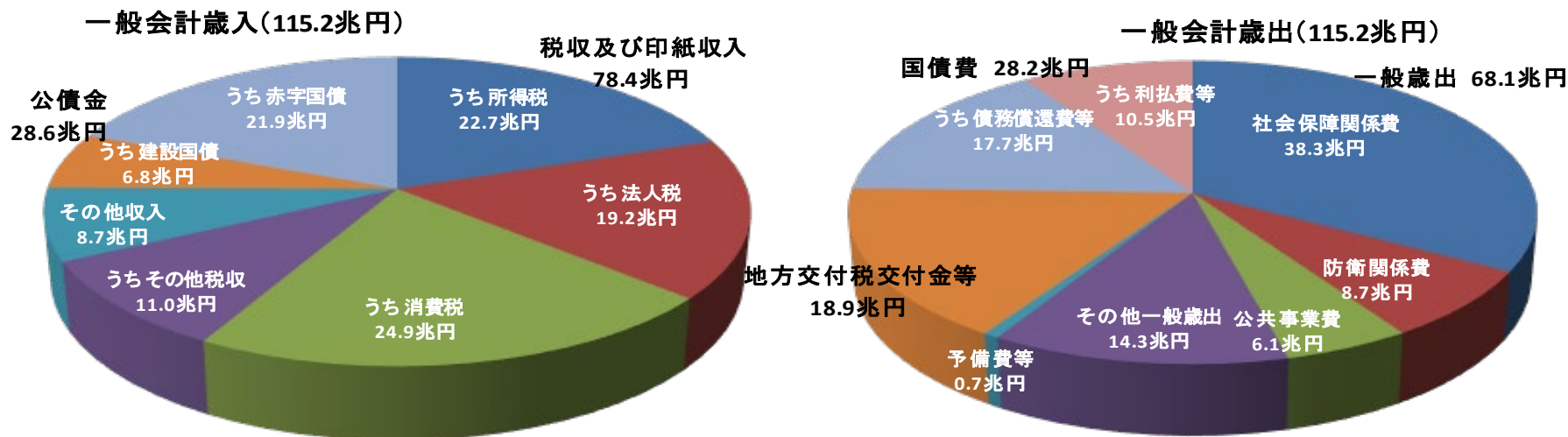
(資料) 財務省「貿易統計」より農林中金総合研究所作成

(注) 単位: 10億円、() は国・域内における品目別のシェア、{ } は世界全体に対する国・地域別のシェア

□25年度一般会計予算の総額は115.2兆円

- 少数与党という政治情勢の下、25年度予算は衆参両院での修正（「年収103万円の壁」見直し（所得税の基礎控除の特例新設）、高校授業料の実質無償化、高額療養費制度の負担上限額の引き上げ見送りなど）を経て成立（現行憲法下では初）
- 25年度当初予算の総額は115.2兆円と、24年度当初予算（112.6兆円）から2.6兆円増、2年ぶりに過去最大を更新
- 歳入：税収77.8兆円（24年度当初比8.2兆円増、同補正後比4.4兆円増）、公債金28.6兆円（24年度当初比6.8兆円減）
- 歳出：国債費28.2兆円（24年度当初比1.2兆円増）、一般歳出68.1兆円（同0.3兆円増）
 - 社会保障関係費（38.3兆円、同5,745億円増）は、概算要求の段階では自然増を6,500億円程度と想定
- 国債発行計画：復興債（0.1兆円）、GX経済移行債（0.7兆円）、子ども特例債（1.1兆円）、財投債（10.0兆円）、借換債（136.2兆円）を合わせ、全体で176.9兆円の発行（24年度当初計画から5.1兆円減）
 - カレンダーベースの市中発行額は172.3兆円（24年度補正後比で1.1兆円減）

2025年度一般会計予算



(資料)財務省

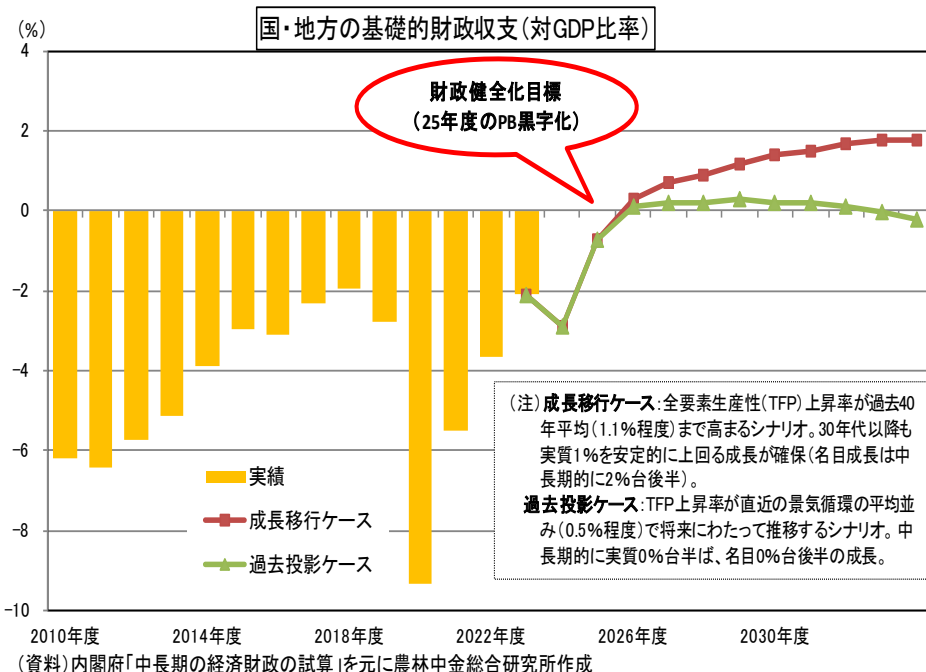
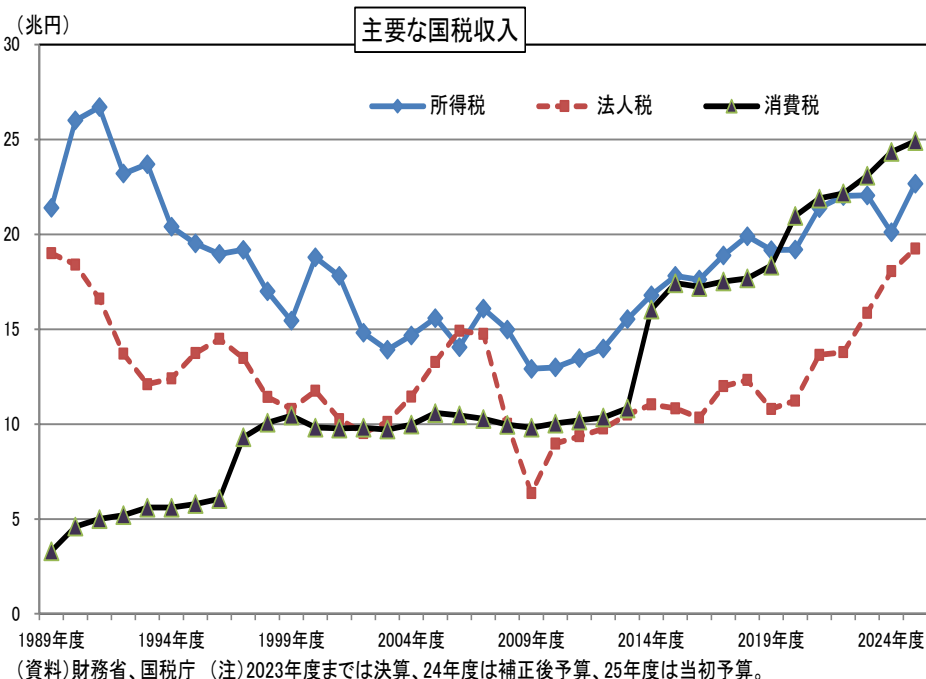
3 国内の経済政策

□都議選・参院選を控え、追加の経済対策が焦点に

- － 政府・自民党は今秋の補正予算編成を想定、物価高対策やトランプ関税への対策などを盛り込む方針
- － 一方、野党は迅速な対応が必要と主張しており、直ちに消費税の減税、ガソリン税のトリガー条項の即時撤廃などを求めている
 - 食料品（現行は8%の軽減税率）を非課税にすると年間5兆円程度の減収となるが、政府・自民党は消費税は社会保障財源であることから財源を明確にしないままでの消費税減税には否定的

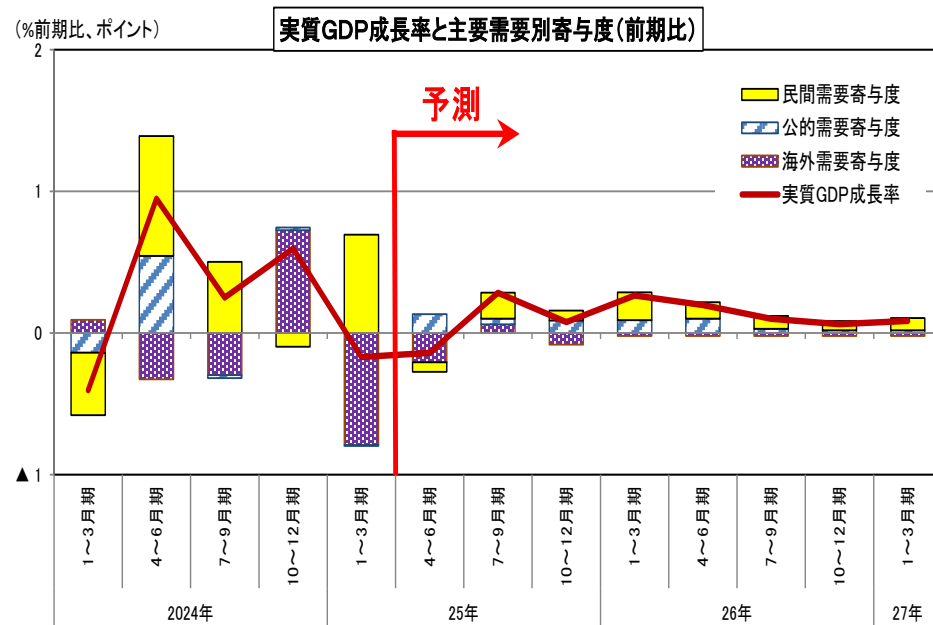
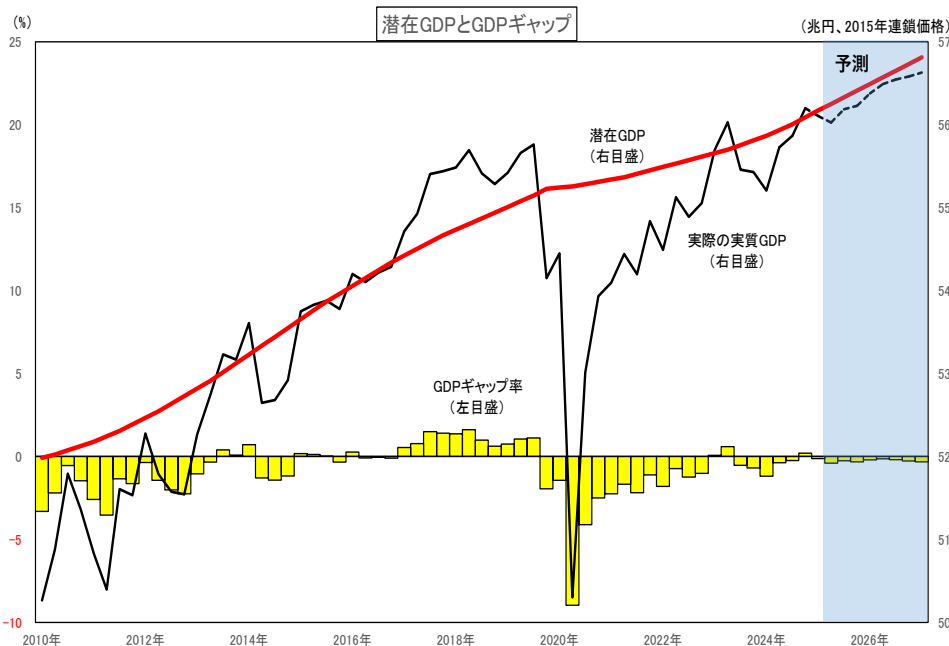
□財政健全化の行方

- － 長らく財政健全化目標として掲げられてきた「25年度までに基礎的財政収支（PB）を黒字化」の達成は不可能ながらも、内閣府「中長期の経済財政に関する試算（25年1月）」によれば26年度には達成可能と見通しが示されている
- － 少子化対策、防衛力強化など歳出増圧力が高いなか、6月に公表する「経済財政運営と改革の基本方針（骨太方針2025）」において新たな財政健全化目標が示されるのかが焦点の一つに



□総論：2025年度は0.4%成長、26年度は0.6%成長と予想

- 足元4～6月期については、労働力不足を背景とした賃上げの流れは維持されているとはいえ、食料を中心に物価高止まりが続く、家計の節約志向は強いままであることから消費は引き続き停滞するだろう。さらに、トランプ関税による自動車の輸出減などが想定され、成長率は低迷するだろう。経済成長率は前期比年率▲0.6%と2期連続のマイナスが見込まれる。
- 25年春闘は堅調さを維持しており、物価が沈静化すれば、民間消費の回復に寄与し始めるだろう。しかしながら、日本を含めて各国は対米交渉を実施しているが、相互関税の10%の基本税率、さらには自動車、鉄鋼、アルミニウムなどへの追加関税は残るとみられ、25年半ば以降も世界貿易の伸びは低調な状態が続く、輸出に牽引役を期待することはできない。こうした動きは設備投資を抑制するほか、企業業績の悪化は25年冬季賞与の減少にもつながりかねない。25年度を通じて日本経済は景気後退入りは免れるものの、停滞感が漂う展開となり、0.4%成長へ減速すると予測する。
- 26年度にかけてもトランプ関税による海外経済の低調さが続くこともあり、国内景気も踊り場が続くと予測する。26年度は0.6%成長と持ち直すものの、潜在成長率並みで景気過熱感は乏しいだろう。



(資料) 内閣府の資料より農林中金総合研究所作成 (注) 2025年1～3月期まで実績、それ以降は当総研の予測値。

(資料) 内閣府データを用いて、農林中金総合研究所が作成

予測表（年度、半期）

	単位	2023年度 (実績)	24年度 (実績)	25年度 (予測)	26年度 (予測)
名目GDP	%	4.9	3.7	2.7	1.9
実質GDP	%	0.6	0.8	0.4	0.6
民間需要	%	▲ 0.7	1.1	1.0	0.6
民間最終消費支出	%	▲ 0.4	0.8	0.7	0.9
民間住宅	%	0.8	▲ 1.0	0.6	▲ 1.6
民間企業設備	%	▲ 0.1	2.6	1.5	0.5
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲ 0.4	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
公的需要	%	▲ 0.7	1.4	1.1	1.0
政府最終消費支出	%	▲ 0.8	1.5	1.1	1.2
公的固定資本形成	%	▲ 0.3	1.4	0.3	0.1
輸出	%	3.1	1.7	▲ 0.5	0.8
輸入	%	▲ 2.7	3.4	1.8	1.3
国内需要寄与度	ポイント	▲ 0.7	1.2	1.0	0.8
民間需要寄与度	ポイント	▲ 0.5	0.9	0.8	0.5
公的需要寄与度	ポイント	▲ 0.2	0.4	0.3	0.3
海外需要寄与度	ポイント	1.4	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	4.2	2.9	2.3	1.3
国内企業物価 (前年比)	%	2.4	3.2	1.7	▲ 0.8
全国消費者物価 (")	%	2.8	2.7	2.2	1.7
完全失業率	%	2.6	2.5	2.6	2.5
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 2.0	▲ 1.4	▲ 1.3	0.6
経常収支	兆円	25.3	30.3	31.4	32.2
名目GDP比率	%	4.3	4.9	5.0	5.0
為替レート	円/ドル	144.6	152.5	141.3	136.3
無担保コールレート(0/N)	%	0.00	0.42	0.75	0.75
新発10年物国債利回り	%	0.62	1.06	1.50	1.46
通関輸入原油価格	ドル/バレル	85.5	82.8	66.3	62.5

(資料) 内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成
(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。
無担保コールレートは年度末の水準。
季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(前期比)

	単位	24年度 通期	25年度 通期	25年度 上期	25年度 下期	26年度 通期	26年度 上期	26年度 下期
実質GDP	%	0.8	0.4	▲ 0.1	0.5	0.6	0.4	0.2
民間需要	%	1.1	1.0	0.4	0.5	0.6	0.4	0.3
民間最終消費支出	%	0.8	0.7	0.2	0.7	0.9	0.4	0.4
民間住宅	%	▲ 1.0	0.6	1.1	▲ 3.3	▲ 1.6	▲ 0.4	▲ 0.7
民間企業設備	%	2.6	1.5	0.7	0.6	0.5	0.4	0.2
公的需要	%	1.4	1.1	0.6	0.7	1.0	0.6	0.2
政府最終消費支出	%	1.5	1.1	0.6	0.8	1.2	0.7	0.6
公的固定資本形成	%	1.4	0.3	0.5	0.3	0.1	0.3	▲ 1.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	2.4	▲ 0.2	0.0	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.8
輸出	%	1.7	▲ 0.5	▲ 1.5	0.3	0.8	0.4	0.9
輸入	%	3.4	1.8	1.0	0.5	1.3	0.6	1.2
内需寄与度(前期比)	%	1.2	1.0	0.5	0.4	0.8	0.5	0.2
民間需要(")	%	0.9	0.8	0.4	0.3	0.5	0.3	0.2
公的需要(")	%	0.4	0.3	0.1	0.2	0.3	0.2	0.0
外需寄与度(")	%	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
デフレーター(前年比)	%	2.9	2.3	2.5	2.1	1.3	1.4	1.2
完全失業率	%	2.5	2.6	2.5	2.6	2.5	2.6	2.5
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 1.4	▲ 1.3	▲ 1.4	▲ 0.3	0.6	0.4	0.7
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	81.5	71.3	67.5	75.0	75.0	75.0	75.0
経常収支	兆円	30.3	31.4	15.2	16.2	32.2	15.9	16.3
貿易収支	兆円	▲ 3.8	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 2.2	▲ 1.1	▲ 1.1
外国為替レート	¥/円	152.5	141.3	142.5	140.0	136.3	137.5	135.0
通関輸入原油価格	¥/バレル	82.8	66.3	68.8	63.8	62.5	62.5	62.5

(前年同期比)

	単位	24年度 通期	25年度 通期	25年度 上期	25年度 下期	26年度 通期	26年度 上期	26年度 下期
名目GDP	%	3.7	2.7	3.1	2.4	1.9	2.1	1.7
実質GDP	%	0.8	0.4	0.6	0.3	0.6	0.7	0.5
民間需要	%	1.1	1.0	1.1	0.8	0.6	0.7	0.6
民間最終消費支出	%	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0	0.7
民間住宅	%	▲ 1.0	0.6	1.9	▲ 0.8	▲ 1.6	▲ 2.2	▲ 1.0
民間企業設備	%	2.6	1.5	2.3	0.8	0.5	0.5	0.5
公的需要	%	1.4	1.1	0.6	1.2	1.0	1.2	0.8
政府最終消費支出	%	1.5	1.1	1.0	1.2	1.2	1.3	1.1
公的固定資本形成	%	1.4	0.3	▲ 1.0	1.1	0.1	0.9	▲ 0.7
財貨・サービスの純輸出	兆円	2.4	▲ 0.2	0.0	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.8
輸出	%	1.7	▲ 0.5	0.4	▲ 1.4	0.8	0.5	1.2
輸入	%	3.4	1.8	2.2	1.4	1.3	1.0	1.6

国内企業物価 (前年比)	%	3.2	1.0	0.0	3.2	1.7	3.2	0.2
全国消費者物価 (")	%	2.7	2.0	0.0	2.6	2.2	2.6	1.8
完全失業率	%	2.5	2.6	2.6	2.5	2.6	2.5	2.6
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 1.4	▲ 1.6	0.0	▲ 1.0	▲ 1.3	▲ 1.0	▲ 1.7

(注) 消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

予測表（四半期）

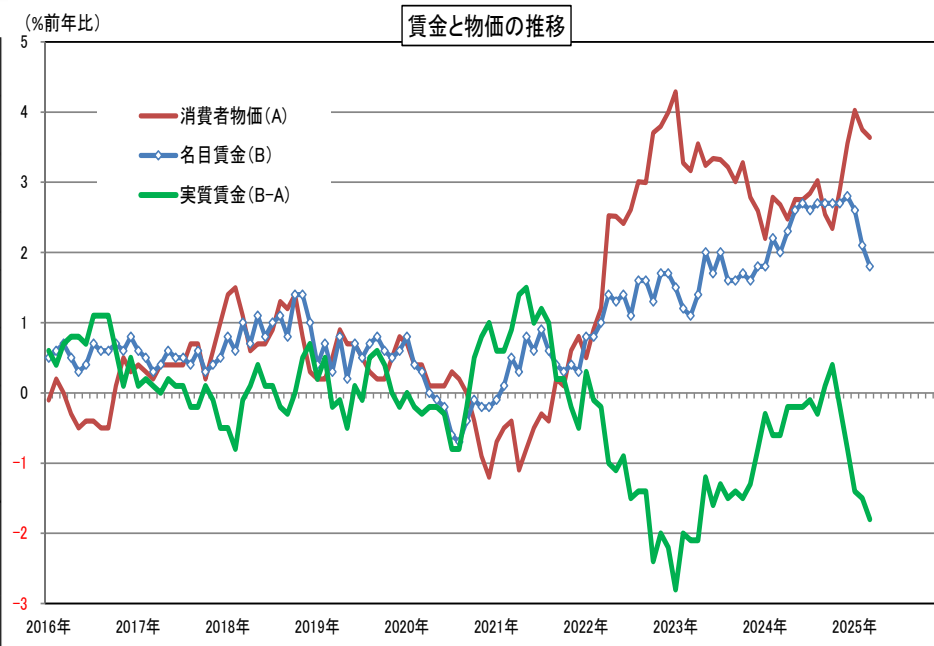
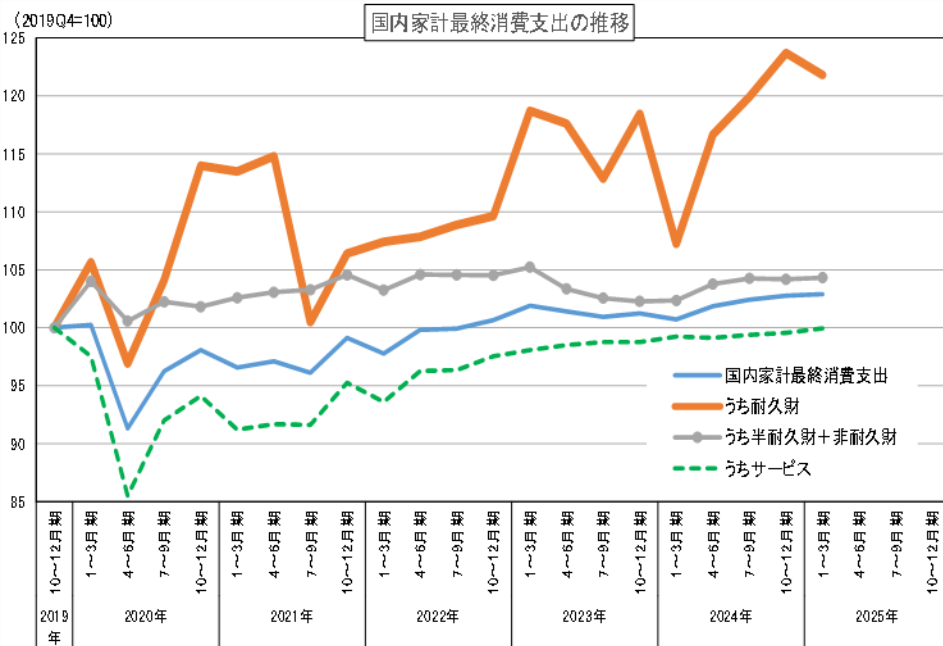
(→予測)														
	単位	2024年				25年				26年				27年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	0.0	2.4	0.5	1.2	0.8	0.4	0.8	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
（年率換算）	%	0.1	10.0	2.2	4.8	3.1	1.7	3.2	2.0	2.3	1.9	1.6	1.6	1.6
実質GDP	%	▲ 0.4	0.9	0.2	0.6	▲ 0.2	▲ 0.1	0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
（年率換算）	%	▲ 1.6	3.8	1.0	2.4	▲ 0.7	▲ 0.6	1.1	0.3	1.1	0.8	0.4	0.3	0.3
民間需要	%	▲ 0.6	1.0	0.7	▲ 0.1	0.8	▲ 0.1	0.2	0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
民間最終消費支出	%	▲ 0.6	0.8	0.7	0.1	0.0	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
民間住宅	%	▲ 3.2	1.2	0.7	▲ 0.2	1.2	2.0	▲ 3.0	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.1
民間企業設備	%	▲ 1.1	1.4	0.1	0.8	1.4	▲ 0.5	1.0	▲ 0.5	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
民間在庫変動（寄与度）	%pt	0.2	0.1	0.1	▲ 0.3	0.3	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.2	1.7	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0	0.5	0.2	0.3	0.3	0.4	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	0.3	0.9	0.1	0.3	▲ 0.0	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	▲ 2.2	5.7	▲ 1.1	▲ 0.7	▲ 0.4	1.0	▲ 0.5	0.5	0.5	0.3	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5
輸出	%	▲ 3.6	1.5	1.2	1.7	▲ 0.6	▲ 1.5	0.5	▲ 0.3	0.3	0.1	0.3	0.4	0.4
輸入	%	▲ 3.7	2.7	2.2	▲ 1.4	2.9	▲ 0.5	0.2	0.1	0.4	0.2	0.4	0.5	0.5
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.5	1.2	0.5	▲ 0.1	0.7	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.4	0.8	0.5	▲ 0.1	0.7	▲ 0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.5	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	0.7	▲ 0.8	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	3.1	3.1	2.4	2.9	3.3	2.4	2.6	2.3	1.8	1.5	1.3	1.2	1.2
国内企業物価（前年比）	%	0.7	1.9	2.9	3.8	4.2	3.8	2.7	1.0	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.5
全国消費者物価（〃）	%	2.5	2.5	2.6	2.6	3.1	2.9	2.4	2.0	1.7	1.7	1.6	1.6	1.7
完全失業率	%	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5
鉱工業生産（前期比）	%	▲ 5.2	2.1	▲ 0.3	0.4	▲ 0.3	▲ 1.0	▲ 0.5	0.2	0.5	▲ 0.5	0.5	▲ 0.8	1.0
経常収支(季節調整値)	兆円	6.5	7.2	7.2	8.2	7.7	7.5	7.7	7.0	9.1	8.0	7.9	7.2	9.0
名目GDP比率	%	4.4	4.7	4.7	5.3	4.9	4.8	4.9	4.4	5.7	5.0	4.9	4.5	5.6
為替レート	円/ドル	148.5	155.8	149.2	152.4	152.5	142.5	142.5	140.0	140.0	137.5	137.5	135.0	135.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.00	0.08	0.17	0.23	0.42	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
新発10年物国債利回り	%	0.70	0.93	0.93	1.01	1.36	1.35	1.50	1.60	1.55	1.50	1.48	1.45	1.43
通関輸入原油価格	ドル/バレル	83.4	86.9	87.5	77.3	79.5	72.5	65.0	65.0	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5

（資料）内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成（予測は農林中金総合研究所）

（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

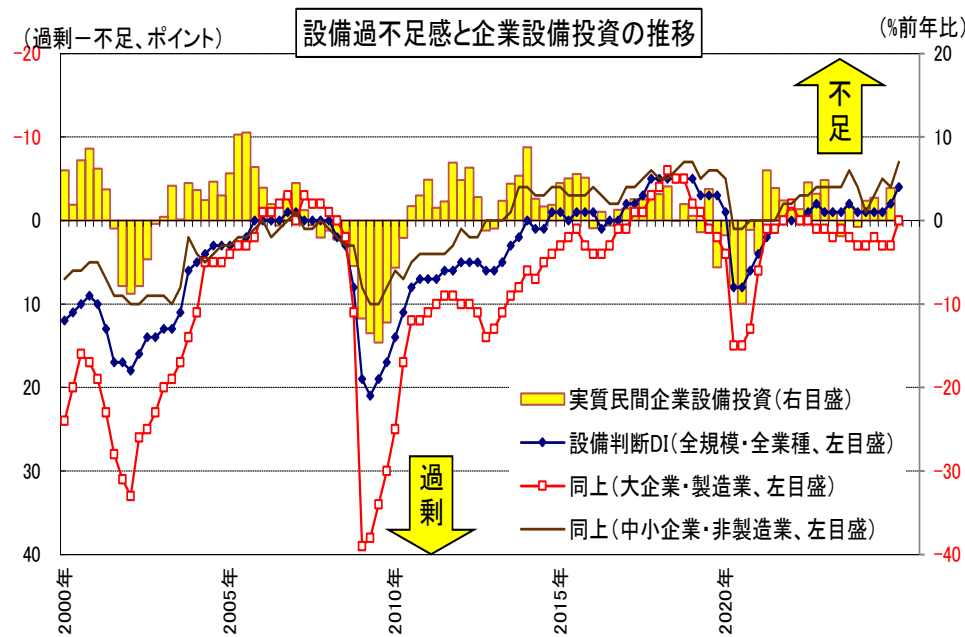
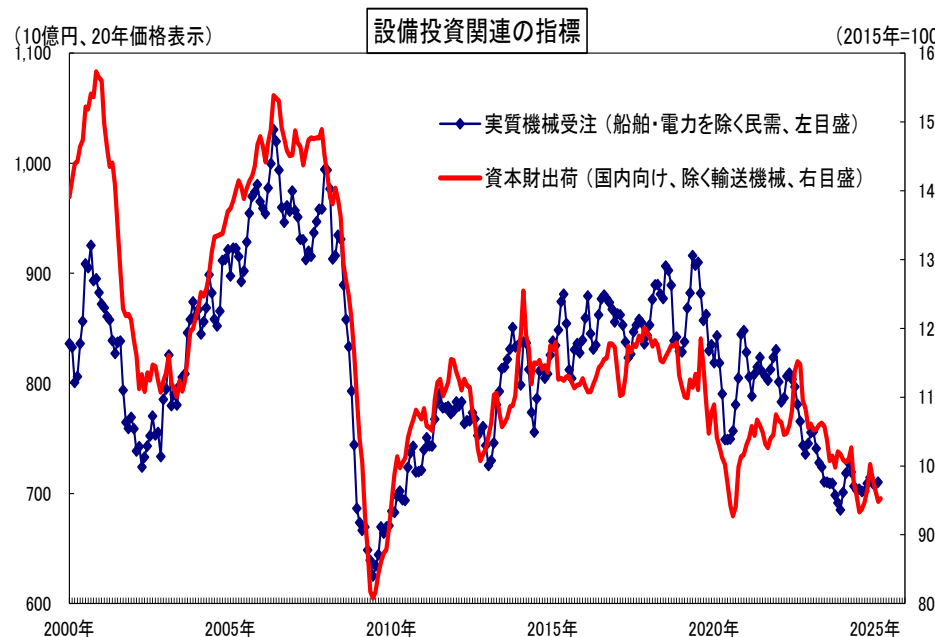
□民間消費

- 「5%以上（連合、定昇込み）」の賃上げ目標が掲げられた25年春闘では、4月末時点で5.32%（前年同時期：5.17%）と24年春闘（5.10%）を上回るなど、34年ぶりの高い賃上げ実現が濃厚に
 - 一方、毎月勤労統計「所定内給与（一般労働者）」は25年2月以降は同2%程度へ鈍化
- 24年秋以降、物価上昇率が再加速したことで、実質賃金はマイナス幅が拡大、消費者の節約志向が強まっている
 - 財・サービス別にみると、耐久財は底堅いものの、サービスの回復が遅れているほか、非耐久財は弱含んで推移
 - 家計調査によれば、勤労者世帯の平均消費性向は1～3月期には65.4%へ改善（10～12月期：64.1%）したが、可処分所得の落ち込みによる影響は否めない
 - 消費動向調査「消費者態度指数」は5か月連続で悪化、2年3か月ぶりの低水準に
- 先行きは、家計の所得環境の改善や25年夏場以降の物価沈静化によって実質賃金のマイナス状態が解消するとみられ、民間消費は緩やかながらも持ち直していくと予想する
 - 民間最終消費支出：25年度は前年度比0.7%と2年連続の増加、26年度は0.9%と徐々に持ち直し傾向が強まると予測



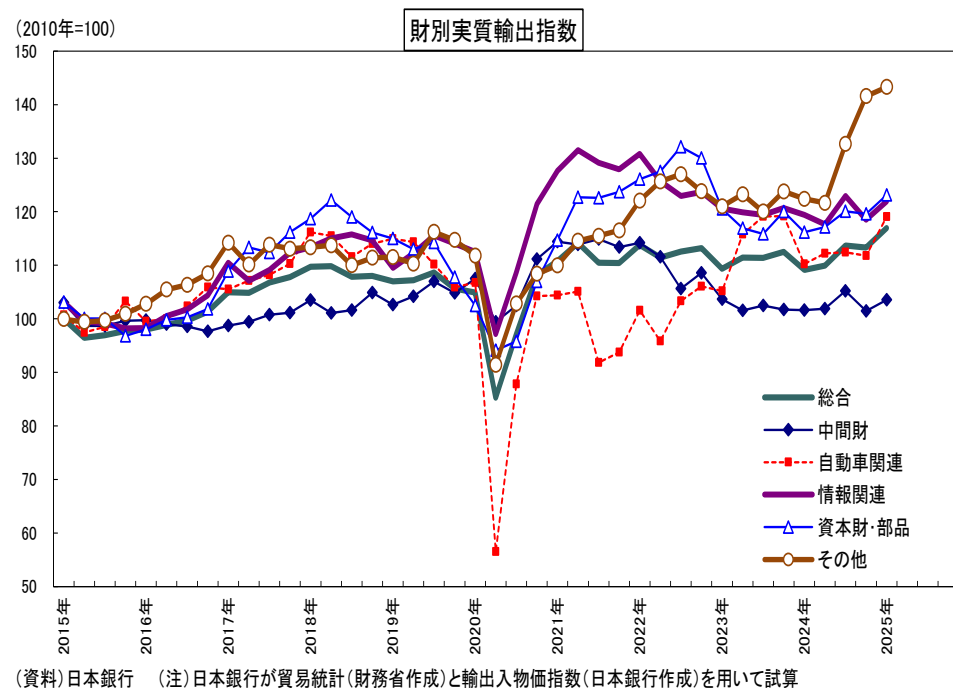
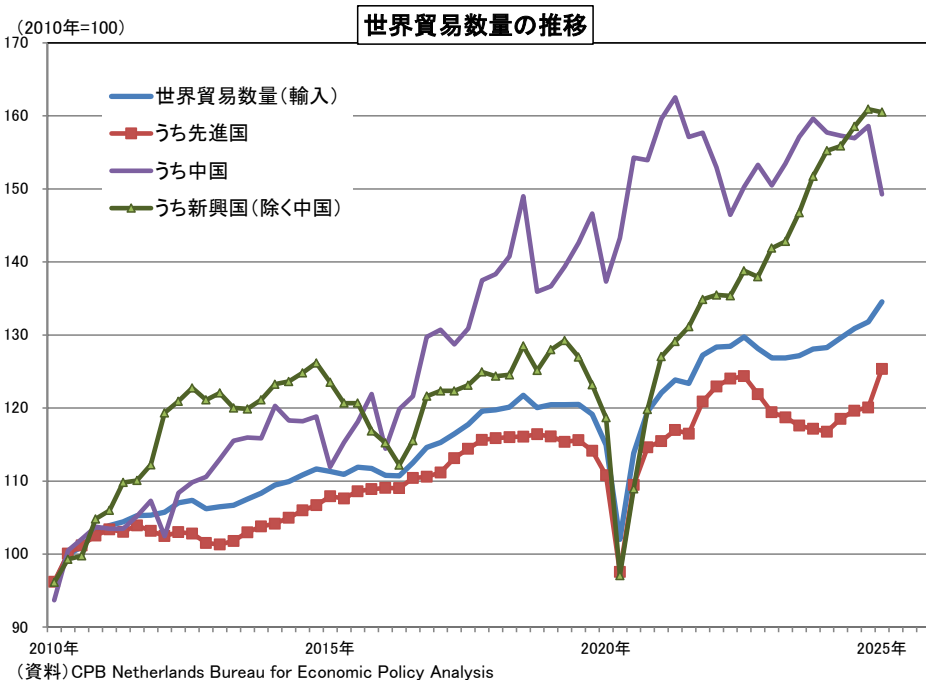
■企業設備投資

- － 主要なビジネスサーベイからは企業の設備投資マインドは堅調さを保っていることが読み取れる
 - 日銀短観（3月調査）の25年度計画は前年度比2.8%（全産業＋金融・持株等、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除くベース）と、新年度入り前の調査としては底堅さも
- － 一方、月次指標からは設備投資関連指標の鈍さも窺える
 - 1～3月期の鉱工業統計・資本財出荷（除く輸送機械、国内向け）は同▲5.4%と2期ぶりの低下
 - 1～2月平均の機械受注（船舶・電力を除く民需）は10～12月平均を1.1%下回っている
 - ✓ 4月の工作機械受注（内需）は1～3月平均を9.7%下振れるなど、設備投資の慎重姿勢が高まっている可能性も
- － 賃上げの機運が持続していることから、消費など国内需要の回復期待は根強いほか、中長期的に省力化・省人化ニーズは高いものの、目下はトランプ関税への警戒から、輸出製造業を中心に慎重姿勢が強まる可能性はある
- － 民間企業設備投資：25年度は前年度比1.5%と2年連続の増加、26年度は同0.5%へ減速すると予測



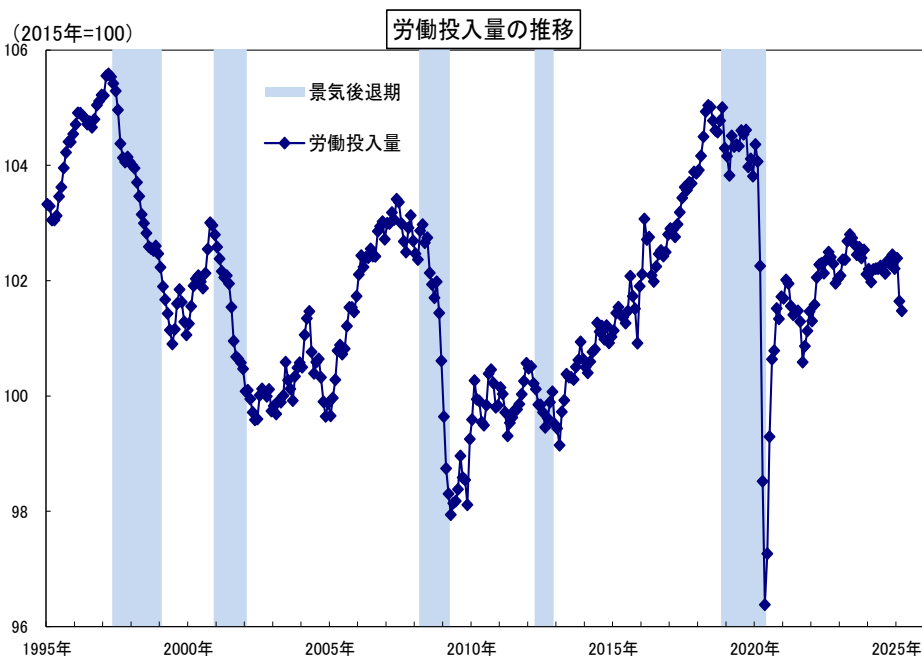
□輸出入動向

- この数年は低調に推移してきた世界貿易数量であるが、トランプ関税の本格導入を控えて米国向けに駆け込み的な輸出増が散見された
- 1～3月期の「財貨・サービスの輸出」は前期比▲0.6%と4期ぶりの減少ながら、「財」は同1.4%と4期連続の増加
 - トランプ関税による前倒し輸出の可能性も
- トランプ関税の影響によって世界経済は減速するといった大方の見通しを踏まえると、輸出を経済成長の牽引役と期待することは厳しく、自動車など輸出製造業の業況悪化を通じて経済を下押しする可能性も
 - 25年度の輸出は前年度比▲0.5%と5年ぶりの減少となるが、26年度は同0.8%へ持ち直すと予測
- 一方、輸入については25年度は同1.8%と2年連続の増加、26年度も同1.3%と増加が続くと予測
- 25年度の経常収支は31.4兆円（名目GDP比率5.0%）、26年度は32.2兆円（同5.0%）と、黒字幅の拡大が続くと予測

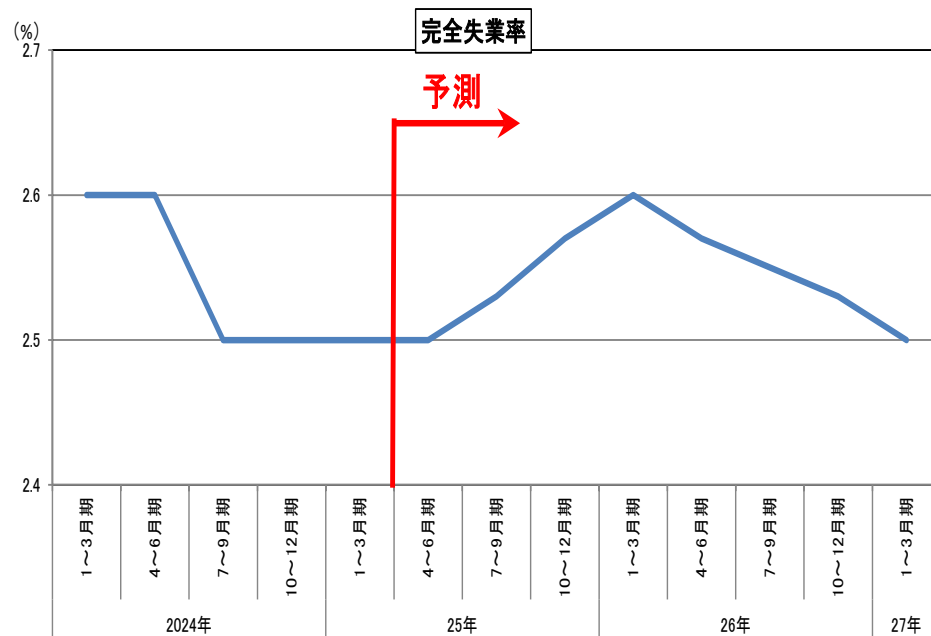


□雇用情勢

- － 日銀短観などからは、人手不足感が中小企業、特に非製造業で根強いことが確認できる
 - 人手不足が事業継続のボトルネックとなっているとの指摘も
 - 直近5年で労働力化率は全体で1.2ポイント（うち女性は2.3ポイント）、60～64歳で4.4ポイント（同6.7ポイント）、65～69歳で5.4ポイント（同6.2ポイント）、それぞれ上昇
- － ただし、1～3月期がマイナス成長だったこともあり、足元の労働投入（＝総労働時間×常用雇用者数）は減少気味
 - 失業率は24年度下期にかけて2.4～2.5%で推移
 - また、24年度を通じて有効求人倍率は1.25倍前後で推移
- － 失業率は25年度末にかけて上昇した後、26年度は改善に向かうと予想
 - 25年度：2.6%、26年度：2.5%と予測（27年1～3月期は2.5%）



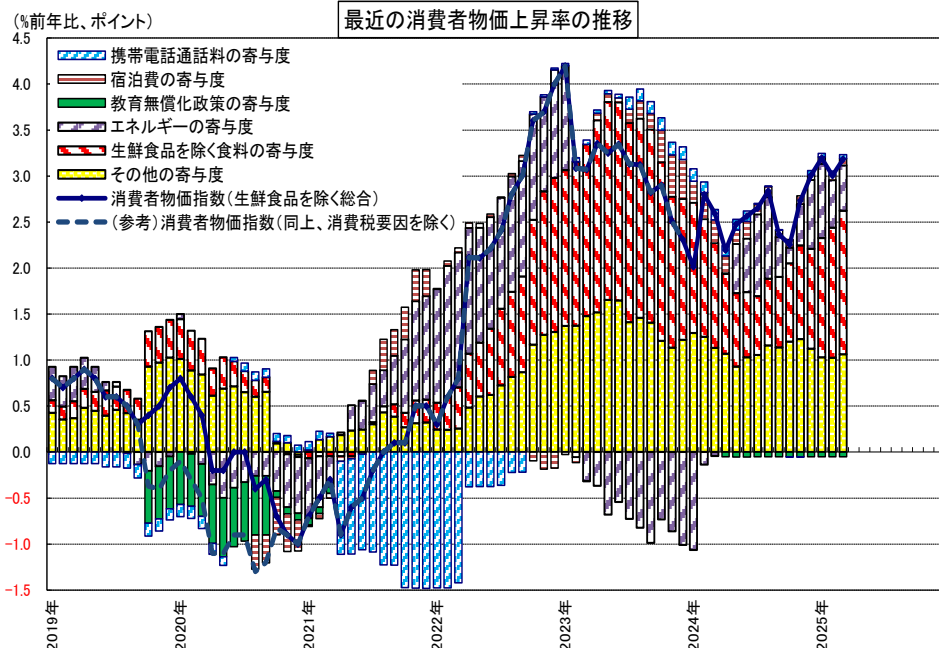
(資料)内閣府、厚生労働省 (注)労働投入量は常用雇用者数と総労働時間の積、3か月移動平均。



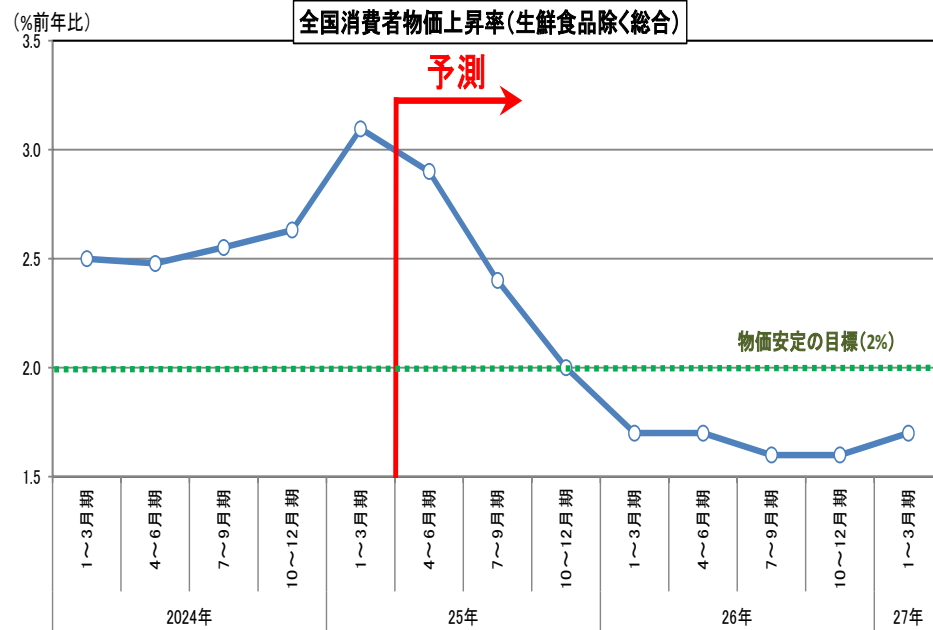
(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

□物価動向

- 政府の物価高対策などによって、24年秋には全国消費者物価（生鮮食品を除く総合（以下、コアCPI））は前年比2%台前半まで鈍化したが、世界的な天候不順や円安進行、さらにはコメ品薄の影響で食料の価格が大幅に上昇したこともあり、24年末以降は再び3%台で推移
 - 3月のコアCPIは前年比3.2%、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」は同2.5%と、上昇率が再び拡大しつつある
 - 4月の東京都区部CPI（コア）は、都の教育無償化政策の効果一巡、電気・都市ガス代の負担軽減策の規模半減、コメ価格の高騰などから、前年比は3.1%まで一気に加速（3月：同2.2%）
- 25年度入り後も食料などの値上げ圧力は根強く、しばらく物価は高止まりが続くものの、円安一服や原油安、さらには物価高対策（7～9月使用分）の再導入などもあり、夏場以降は鈍化に向かうとみられる
 - 25年度のコアCPIは前年度比2.2%、26年度：1.7%と予測
 - 26年入り後には2%を割り込み、その後も1%台後半で推移することが見込まれる



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

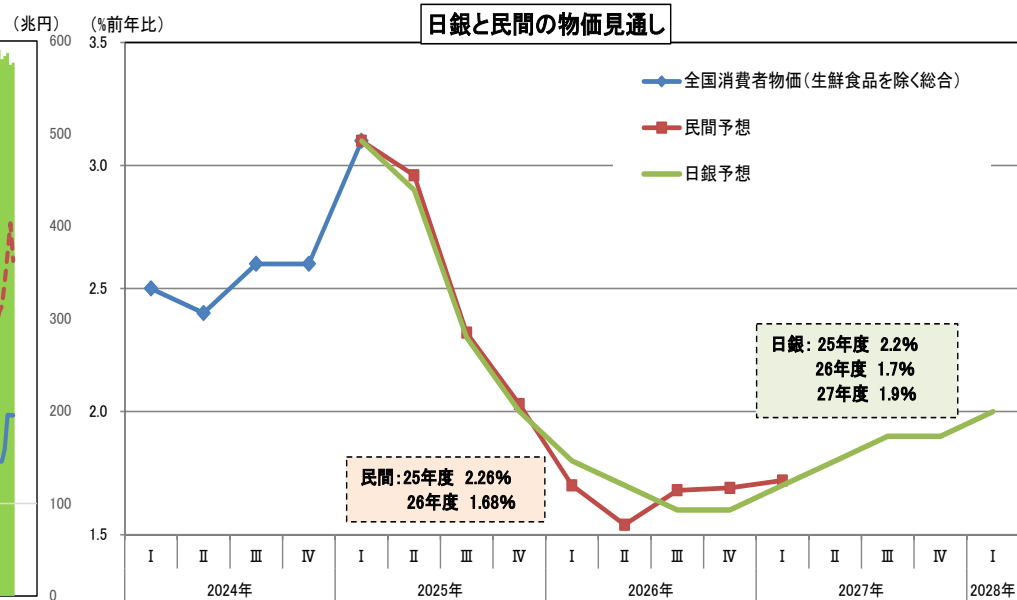
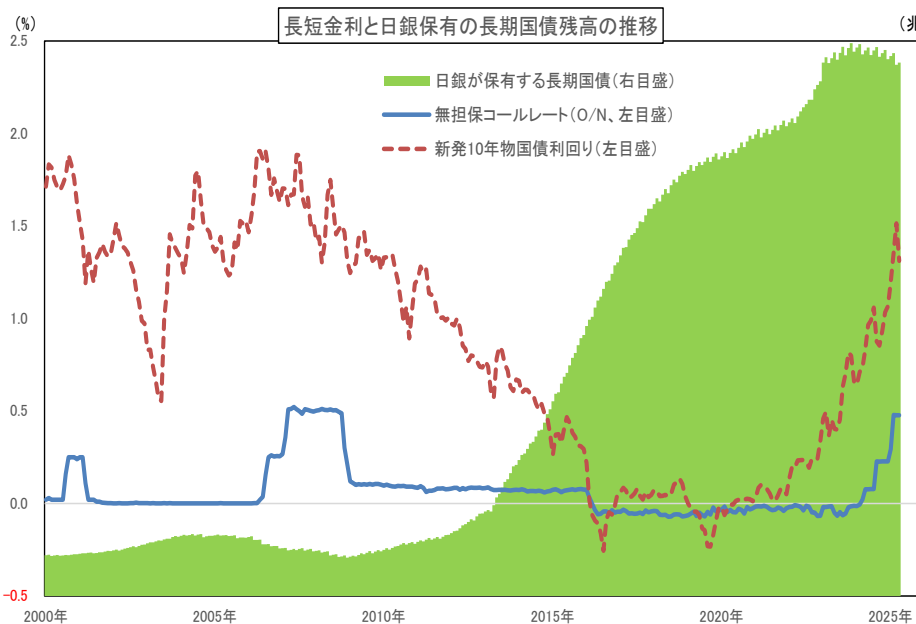


(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

5 金融政策の見通し

□日銀は利上げ継続姿勢を表明しているが、残された時間は少ない

- － マーケットでは利上げ前倒し観測が強まる場面もあったが、トランプ関税への警戒が高まった後は後退
 - 日銀は、展望レポートで示すように経済・物価が推移していくなら、それ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維持
 - 日銀は24年8月以降、長期国債買入れについて毎四半期4,000億円程度ずつ減額、26年1～3月には月3兆円程度とする方針（25年4～6月は月4.1兆円程度）、次回6月会合では中間評価を行う予定
- － 4月に公表した「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、経済・物価見通しとも下方修正
 - 2%の「物価安定の目標」と概ね整合的な水準となる時期を見通し期間（25～27年度）の後半と、前回1月から1年ほど後ズレさせた
- － 日銀は、①マーケットがある程度落ち着いており、②トランプ関税による景気下押しは限定的で、③物価上昇率が2%以上で推移しているのであれば、利上げ継続の姿勢は維持されるとみられ、25年10月ごろには25bpの利上げを検討する可能性があると思われる
- － しかし、26年入り後には2%の物価安定目標の達成が困難になると予想され、利上げは一時中断されるだろう

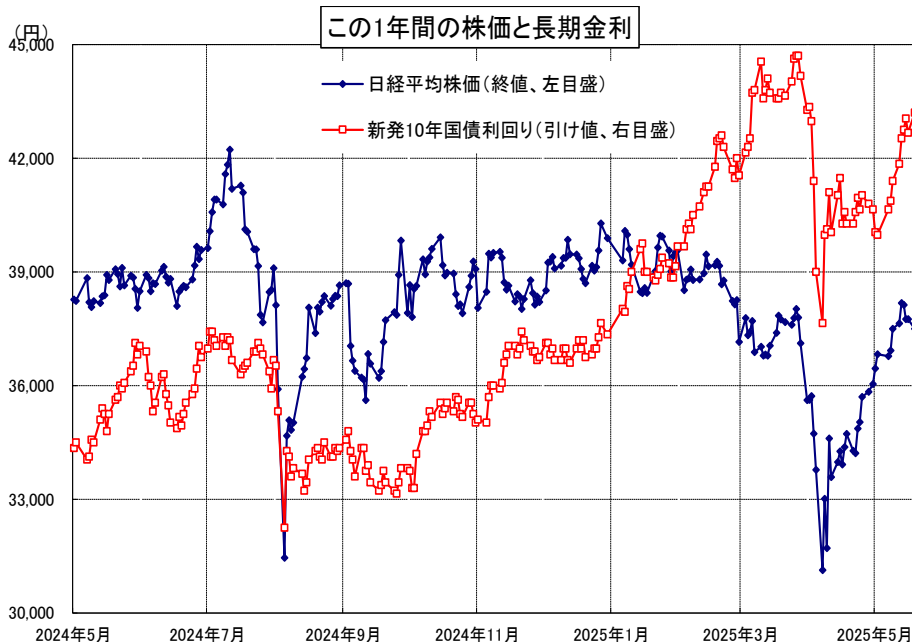


(資料)総務省統計局、日本銀行、日本経済研究センターを基に農林中金総合研究所作成

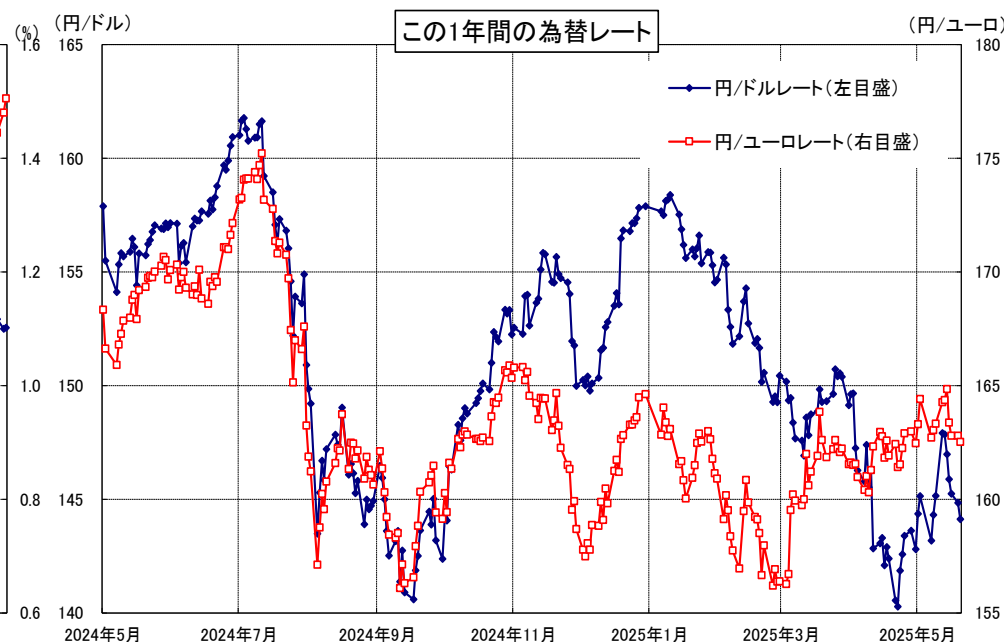
(注)民間予想はESPフォーキャスト調査(5月)を使用。日銀予想は展望レポート(4月)を基に農林中金総合研究所が作成。

■市場概況

- 米国が相互関税の詳細を公表した直後から、マーケットでは世界経済の悪化懸念が強まり、一時大荒れの展開となったが、その後米国が柔軟な姿勢もみせたことから、混乱は収束方向に向かった
- 日経平均株価は半年ぶりに31,000円を割る場面もあったが、米国の柔軟姿勢を受けて一時38,000円を回復
 - ただし、トランプ関税や為替レート水準を巡る不確実性は高く、その後は上値の重い展開に
- 1月の利上げ決定後に利上げ前倒し観測が浮上、長期金利は1.6%に迫る上昇を見せたが、トランプ相互関税によって内外景気悪化懸念が高まり、一時1.105%まで急低下した
 - その後は米国の柔軟姿勢を受けて長期金利は再び上昇、直近は1.5%台へ
 - マーケットが動揺するなかでも超長期ゾーンの低下は限定的で、足元では財政悪化懸念による金利上昇が目立つ
- 日銀の利上げ前倒し観測に伴ってドル円レートは円高が進行、トランプ相互関税の発表後には一段と円高が進み、7か月ぶりに一時139円台となった
 - その後は円安方向に戻し、直近は145円前後で推移



(資料) Nikkei Financial Quest



(資料) Nikkei Financial Quest (注) 東京市場の17時時点。

■当面の見通し

－ 長期金利

- 日銀は利上げ継続の方針を示していることもあり、物価上昇率が2%超で推移し、かつトランプ関税が内外景気に深刻なダメージを与えない限り、利上げ警戒感は続く
- ただし、追加利上げはあと1回（25年秋ごろ）で打ち止めとみられ、長期金利の上昇は1%台後半までであろう

－ 株価

- トランプ関税の影響で自動車など輸出製造業の業績悪化が懸念されるほか、国内経済も盛り上がりを欠いた展開が見込まれ、株価は上値の重い展開が予想される

－ 為替レート

- 当面、日銀は利上げ、Fedは利下げがそれぞれ意識されることもあり、為替レートは概ね円高気味に推移すると予想
- ただし、米国ではインフレ再燃への警戒などによってFedは利下げに慎重な姿勢を示していることもあり、円高が一方向的に進行する可能性は小さい

金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2025年				2026年
		5月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.478	0.45～0.80	0.70～0.80	0.70～0.80	0.70～0.80
国債利回り	20年債 (%)	2.510	2.00～2.50	2.05～2.55	2.10～2.60	2.15～2.65
	10年債 (%)	1.505	1.20～1.60	1.30～1.75	1.40～1.80	1.40～1.80
	5年債 (%)	0.995	0.75～1.15	0.80～1.30	0.85～1.40	0.85～1.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	144.2	135～155	132～152	130～150	127～147
	対ユーロ (円/ユーロ)	162.5	150～170	145～165	145～165	140～160
日経平均株価 (円)		37,529	38,000±3,000	38,000±3,000	38,000±3,000	37,500±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5月20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。