農林中金総合研究所
2025～26年度改訂経済見通し

しばらくは低成長が続く日本経済

～ 日本経済見通し：2025年度：0.7％（上方修正※）、26年度：0.6％（修正なし※）～

※25年6月時点での当総研見通し（25年度：0.4％、26年度：0.6％）との比較

｜お問い合わせ先

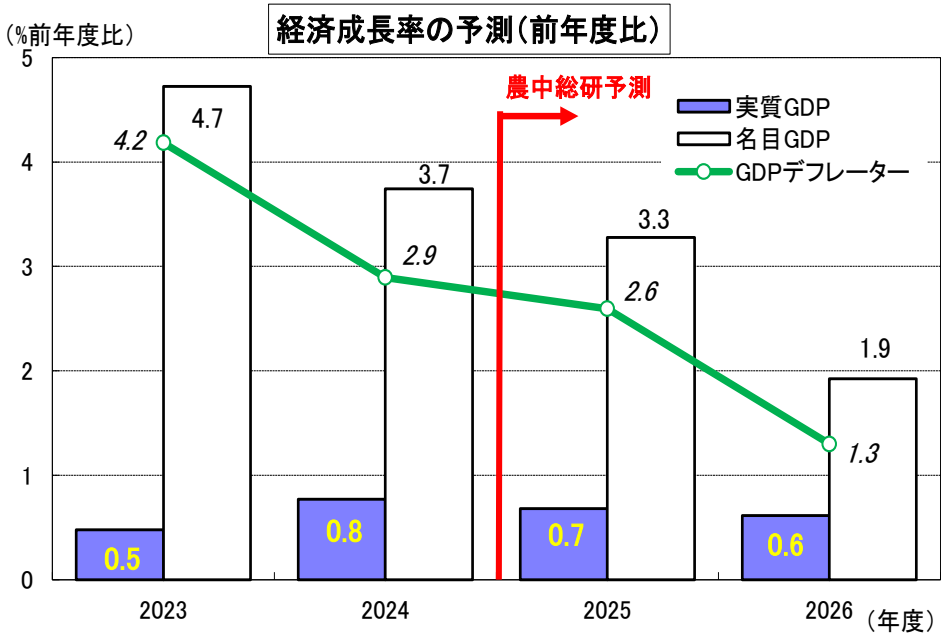
株式会社 農林中金総合研究所
リサーチ＆ソリューション第1部　マクロ経済G
070-3035-2643（総括、日本経済・金融）
070-3035-3519（米国経済・金融）
070-3035-3517（中国経済・金融）

無断転載を禁ず。本資料は信頼できると思わ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。

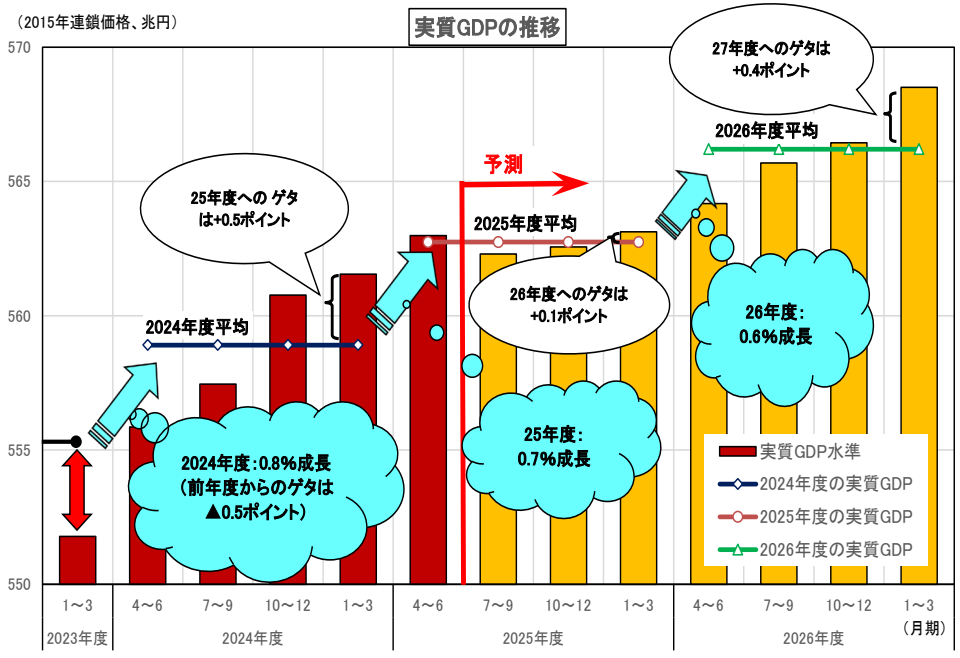
2025年8月21日

サマリー

- 2025年4～6月期の経済成長率は、輸出や民間企業設備投資の堅調さもあり、前期比年率1.0％と5期連続のプラスとなった。一方で、物価高止まりによって消費回復ペースの鈍さも確認できた。足元7～9月期についてはトランプ関税による輸出環境の悪化などが想定され、マイナス成長が見込まれる。
- 前年を上回る賃上げが実現したことから、先行き物価上昇率が鈍化すれば、民間消費の持ち直し傾向が強まる可能性がある。拡張的な財政運営も短期的には景気をサポートするだろう。一方で、トランプ関税の影響で輸出環境は悪化した状態が続くほか、民間企業設備投資も輸出製造業を中心に盛り上がりを欠いた動きが見込まれる。25年度下期の日本経済は低成長を余儀なくされるだろう。一方、26年度にかけて、トランプ関税による悪影響が一巡し始めることもあり、国内経済は徐々に回復傾向を強めるだろう。
- 政策正常化を進める日銀は利上げ継続姿勢を繰り返し表明してきた。人件費のサービス価格への転嫁なども進んでいるほか、中長期的な予想物価上昇率も高まってきたことから、年内にも追加利上げが検討されると予想する。



（資料）内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」に基づき、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4～6月期まで実績、それ以降は当総研予測

目　次

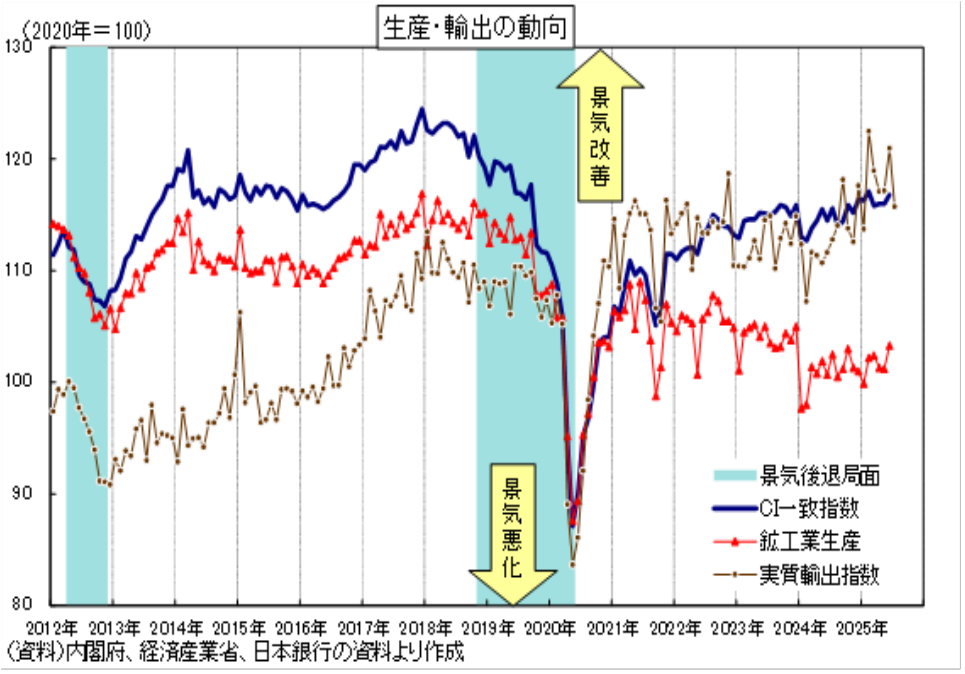
1	景気の現状	3
2	世界経済の動向	5
3	国内の経済政策	17
4	日本経済・物価の見通し	19
5	金融政策の見通し	27
6	金融市場の見通し	28

見通し担当者：

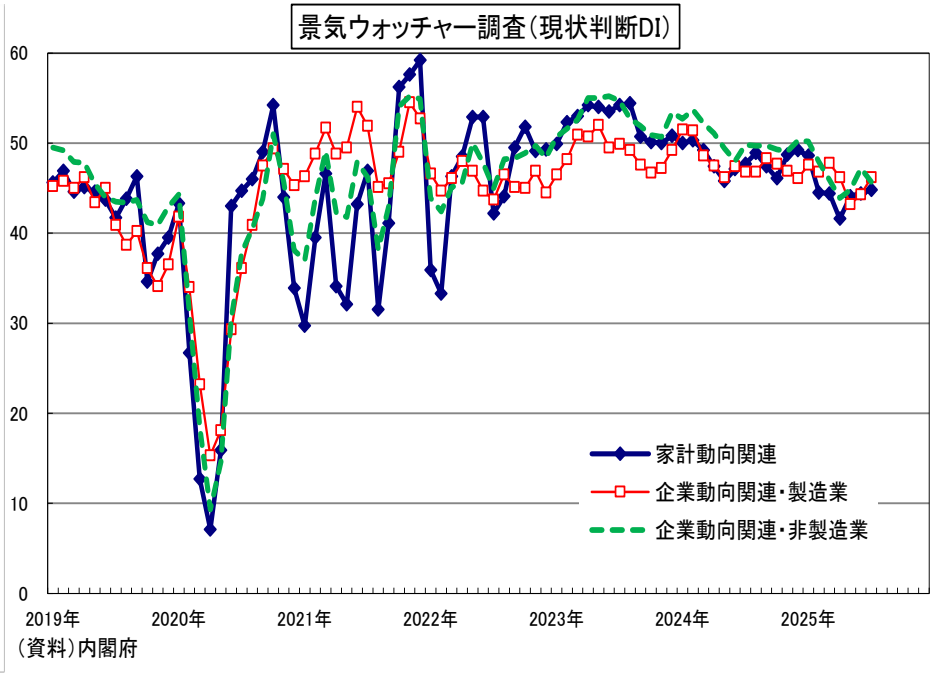
総括、日本経済・金融	南　武志
米国経済・金融	佐古 佳史
中国経済・金融	王　雷軒

◘景気動向：回復基調だが、ペースは緩慢

- 4～6月期の鉱工業生産は前期比0.4％と2期ぶりの上昇、基調判断は「一進一退」（12か月連続）
- 4～6月期の第3次産業活動指数は前期比0.5％と2期連続の上昇、基調判断は「一部に足踏みがみられるものの、持ち直しの動き」へ上方修正
- 6月の景気動向指数・CI一致指数は2か月ぶりの上昇
  - ➢ CI一致指数に基づく基調判断は「下げ止まり」（14か月連続）
- 7月の景気ウォッチャー調査の現状判断DI、先行き判断DIはともに改善（ともに3か月連続)したが、低下基調であり、かつ判断基準である50を割り込んだまま
  - ➢ 基調判断は「景気は持ち直しの動きがみられる」へ上方修正
- 日銀短観（6月調査）からは企業の景況感は非製造業を中心に良好さを保っていることが確認できる
  - ➢ S&Pグローバル日本PMIは、製造業は冴えないものの、サービス業は堅調



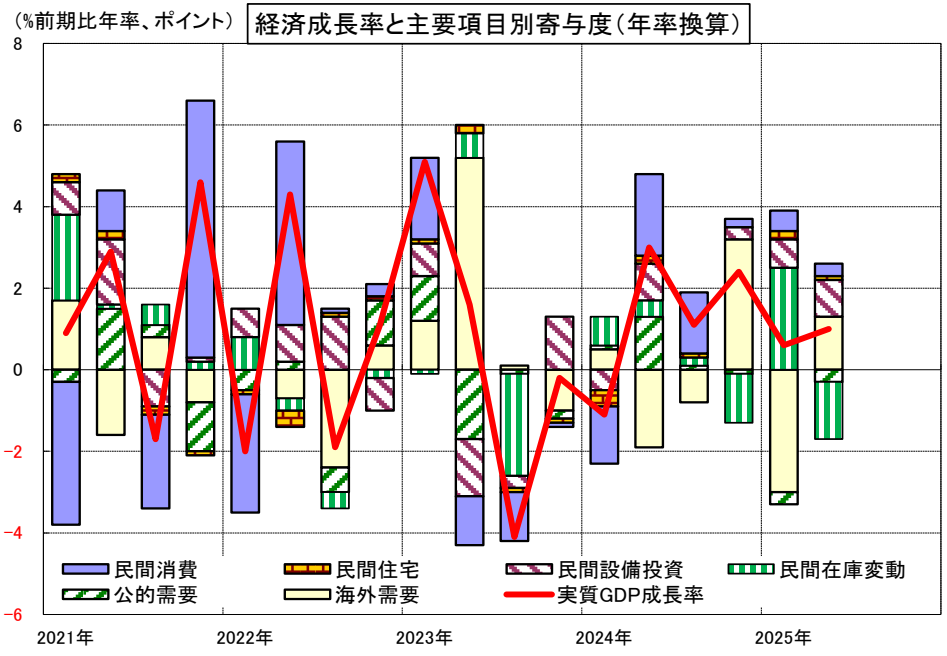
(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成



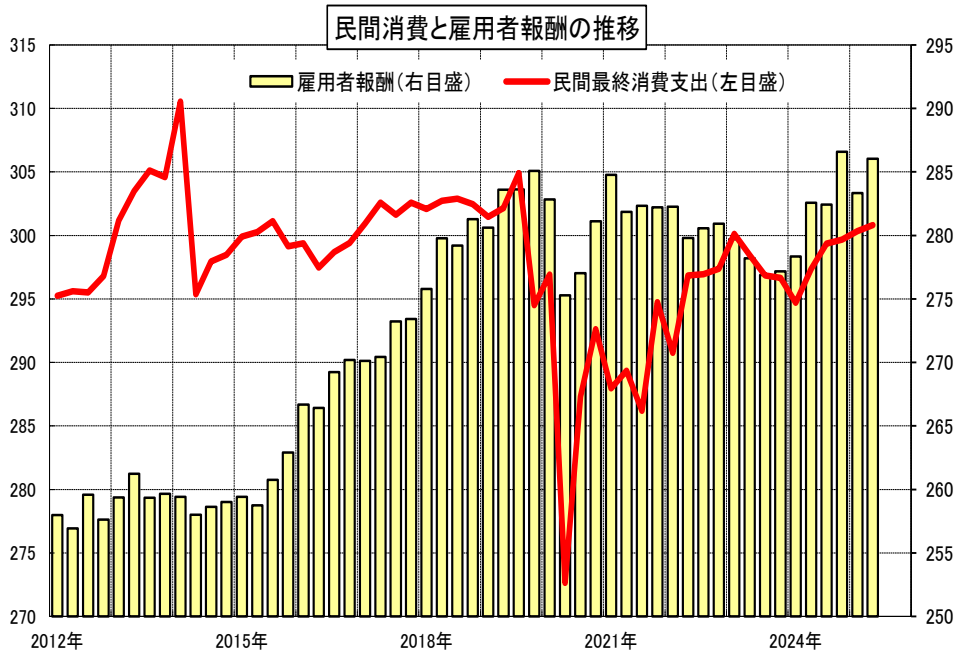
(資料)内閣府

◘25年4～6月期のGDP：5期連続のプラス成長

- 実質GDPは前期比0.3%、同年率1.0%と5期連続のプラス成長（マイナス成長だった1～3月期もプラスへ上方修正）
- 民間需要は前期比0.01%と低調だったが、在庫変動を除いた民間最終需要は同0.4%と底堅く推移（5期連続の増加）
  - ➢ 実質雇用者報酬は前期比1.0%と2期ぶりの増加、民間消費の回復を後押し
- 需要項目別には、民間消費（前期比0.2%）、民間住宅投資（同0.8%）、民間企業設備投資（同1.3%）、政府消費（同0.001%）、輸出等（同2.0%）は押し上げ要因、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）、公共投資（前期比▲0.5%）、輸入等（同0.6%）は押し下げ要因
- GDPデフレーターは前年比3.0%、前期比1.0%と、いずれも11期連続での上昇、価格転嫁が進展していることが確認できた
  - ➢ 輸入デフレーターが前年比▲6.5%と下落に転じた半面、民間需要デフレーターは同2.2%と上昇基調を維持
- 実感に近いとされる名目GDPも前期比1.3%（同年率5.1%）と5期連続のプラス



（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。

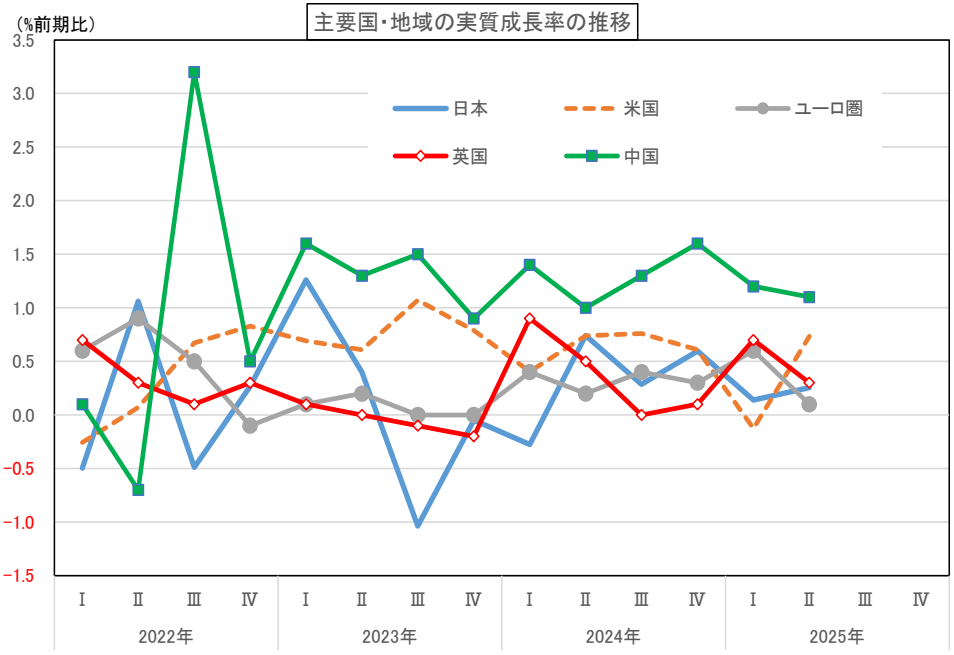
◘世界経済は低成長状態

- 世界経済は低成長ながらも底割れは回避
  - ➢ 4～6月期の米国経済は2期ぶりのプラス成長となったが、民間最終需要は鈍化傾向にある
  - ➢ 米国以外の国・地域では、1～3月期にみられたトランプ相互関税を控えた駆け込み輸出の反動もあり、概ね減速

◘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7月発表）では、米国の関税政策が当初ほど厳しい運用とはなっていないこと、米ドル安などを背景に金融情勢が改善したこと、主要国の一部での財政拡大などを受けて、25年の世界経済全体の見通しを3.0%成長、26年も3.1%成長と、4月時点の見通し（それぞれ2.8%、3.0%）からともに上方修正
  - ➢ ただし、当面は2000～19年の平均3.7%を下回ったままで、回復傾向が強まる状況にはない
  - ➢ 世界貿易数量の伸びは鈍化するとの見通し
- 世界経済見通しに対するリスク判断は依然として下方に傾いているとの評価

主要国・地域の実質成長率の推移



（資料）各国統計より農林中金総合研究所作成

2025～26年　IMF世界経済見通し

	2024年	2025年	2026年	4月時点との比較 2025年	4月時点との比較 2026年
世界全体（実質経済成長率）	3.3	3.0	3.1	0.2	0.1
先進国	1.8	1.5	1.6	0.1	0.1
米国	2.8	1.9	2.0	0.1	0.3
ユーロ圏	0.9	1.0	1.2	0.2	0.0
ドイツ	▲ 0.2	0.1	0.9	0.1	0.0
フランス	1.1	0.6	1.0	0.0	0.0
イタリア	0.7	0.5	0.8	0.1	◢ 0.1
スペイン	3.2	2.5	1.8	0.0	0.0
英国	1.1	1.2	1.4	0.1	0.0
日本	0.2	0.7	0.5	0.1	0.0
新興国・発展途上国	4.3	4.1	4.0	0.4	0.1
中国	5.0	4.8	4.2	0.8	0.2
インド	6.5	6.4	6.4	0.2	0.1
ブラジル	3.4	2.3	2.1	0.3	0.1
ロシア	4.3	0.9	1.0	◢ 0.6	0.1
南アフリカ	0.5	1.0	1.3	0.0	0.0
ASEAN5	4.6	4.1	4.1	0.1	0.2
世界貿易数量（財・サービス）	3.5	2.6	1.9	0.9	◢ 0.6
商品市況					
原油	▲ 1.8	▲ 13.9	▲ 5.7	1.6	1.1
原油以外	3.7	7.9	2.0	3.5	1.8
消費者物価	5.6	4.2	3.6	◢ 0.1	0.0
先進国	2.6	2.5	2.1	0.0	◢ 0.1
新興国・発展途上国	7.7	5.4	4.5	◢ 0.1	◢ 0.1

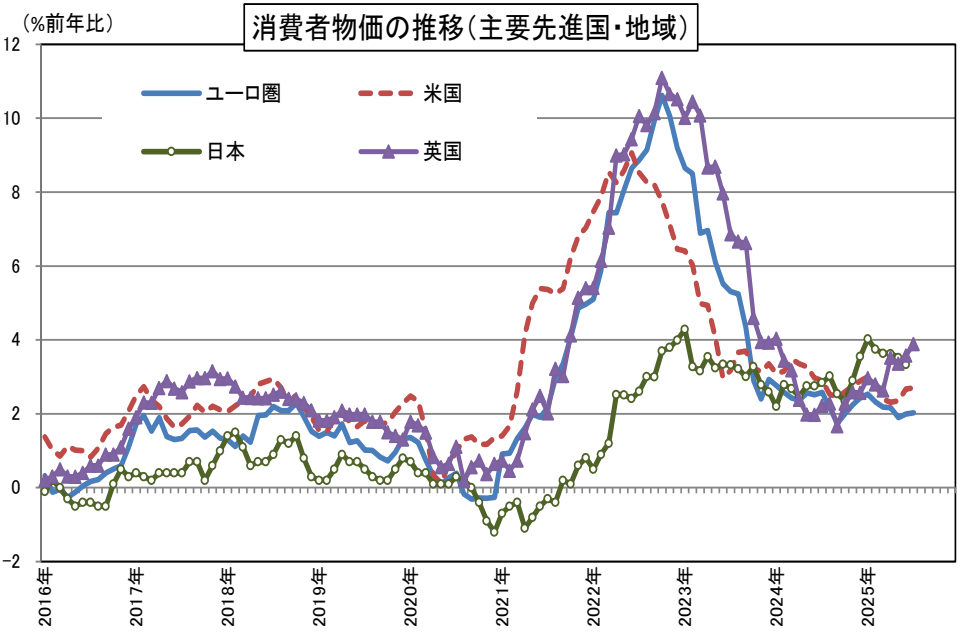
（資料）IMF『World Economic Outlook Update（2025年7月）』

◘世界インフレは概ね沈静化しつつある

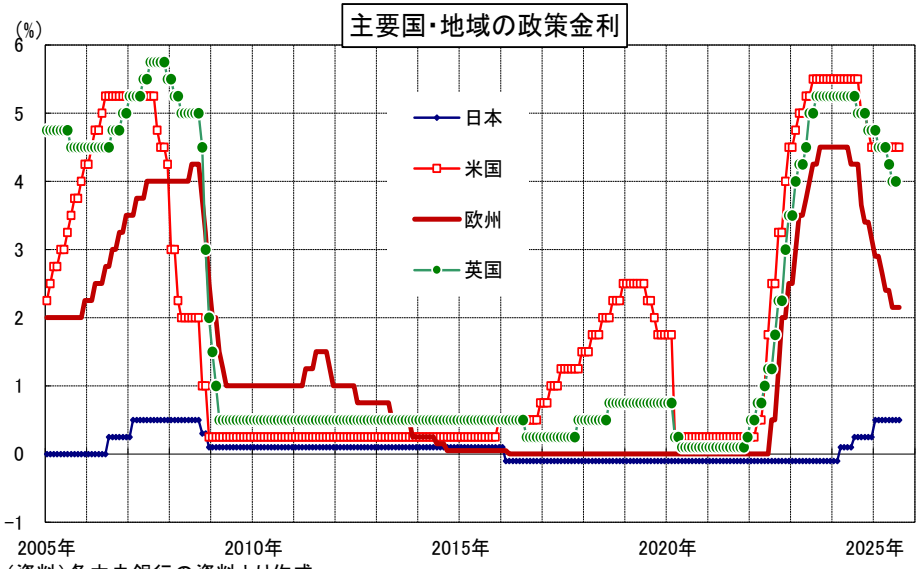
- コロナ禍後のペントアップ需要の急回復、労働力不足・部品供給難など供給の混乱、一次産品価格の高騰、さらにはロシアによるウクライナ侵攻の影響などで、21～22年にかけて世界的にインフレが加速したが、22年下期にはピークアウト
- 一部の国でインフレ再加速が散見されるが、概ね沈静化しつつある

◘ECB、BoEは利下げの最終局面とみられるが、Fedは利下げ再開の観測高まる

- 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
- その後もしばらく各中銀は金融引き締めを継続してきたが、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
  - ➢ Fedは24年末にかけて50bp引き下げたが、その後は利下げに慎重な姿勢を続けてきた
  - ➢ 一方、ECBは累計235bp、BoEは同125bpと、いずれも利下げを実施してきたが、最終局面を迎えつつある



（資料）総務省統計局、米労働省、Eurostat、英国家統計局　（注）日本は消費税要因を除く



（資料）各中央銀行の資料より作成
（注）米国の政策金利は誘導レンジの上限。欧州は主要リファイナンス・オペ金利。日本は16年2月～24年2月については日銀当座預金の政策金利残高への適用利率、それ以外の期間は無担保コールレート翌日物を政策金利とした（24年3～7月は誘導レンジの上限）。

◘景気動向：関税の価格転嫁と労働市場の減速

- 25年4～6月期のGDPは前期比年率3.0%（速報）となったものの、国内最終需要は同1.1%と弱かった
- 7月の雇用統計にて、5、6月の雇用者数が大幅に下方修正され、労働市場の底堅さに懸念が生じた
- FRBは関税の価格転嫁を見極めるため、これまで利下げに慎重な姿勢を示してきた
- 8月22日に開かれるジャクソンホール会議におけるパウエルFRB議長の講演が注目される
- 見通しのポイントとしては、① 24年の輸入で加重平均を計算すると、相互関税率は24%となり、一時的な物価上昇につながると思われること、②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労働市場の減速が警戒されること、④FRBはインフレ高進を警戒しながらも、政策金利の小幅な調整を行うと予想されること、⑤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1.8%、26年は1.9% （前回から25年は+0.3ポイント、26年は+0.1ポイント、それぞれ上方修正）

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	▲ 0.5	3.0	1.6	2.4	1.8	1.7	1.8	1.8
個人消費支出	%	1.9	2.8	3.7	4.0	0.5	1.4	1.5	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8
民間設備投資	%	4.5	3.9	4.0	▲ 3.0	10.3	1.9	2.5	2.2	2.8	3.3	4.4	4.3
民間住宅投資	%	13.7	▲ 2.8	▲ 4.3	5.5	▲ 1.3	▲ 4.6	1.0	0.4	0.7	0.9	0.4	1.2
輸出	%	1.9	1.0	9.6	▲ 0.2	0.4	▲ 1.8	0.3	1.1	1.2	1.1	1.4	1.4
輸入	%	6.1	7.6	10.7	▲ 1.9	37.9	▲ 30.3	0.8	2.0	2.2	2.4	3.0	3.2
政府支出	%	1.8	3.1	5.1	3.1	▲ 0.6	0.4	1.0	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
非農業部門雇用者数増減	万人	19.6	13.3	13.3	20.9	11.1	6.4	8.0	9.0	9.0	10.0	11.0	11.0
失業率	%	3.8	4.0	4.2	4.2	4.1	4.2	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2
賃金上昇率	%	4.2	4.0	3.8	4.1	3.9	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	3.6	3.6
コアPCEデフレーター	%	3.0	2.7	2.7	2.8	2.8	2.7	2.9	3.0	3.0	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	4.00～4.25	4.00～4.25	3.75～4.00	3.50～3.75	3.25～3.50	3.00～3.25
10年物国債利回り	%	4.2	4.4	3.8	4.6	4.2	4.2	4.3	4.2	4.1	3.9	3.9	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。

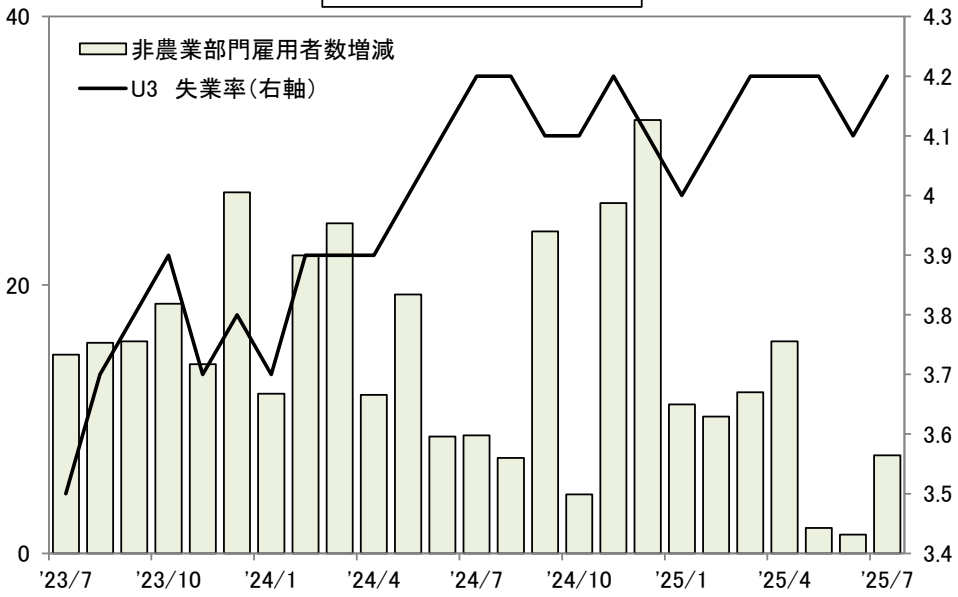
◘雇用：これまでの堅調さに懸念が生じた

- 失業率は依然として低いものの、7月の雇用統計にて5、6月の雇用者数が大幅に下方修正された
- 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：底堅く推移する見込み

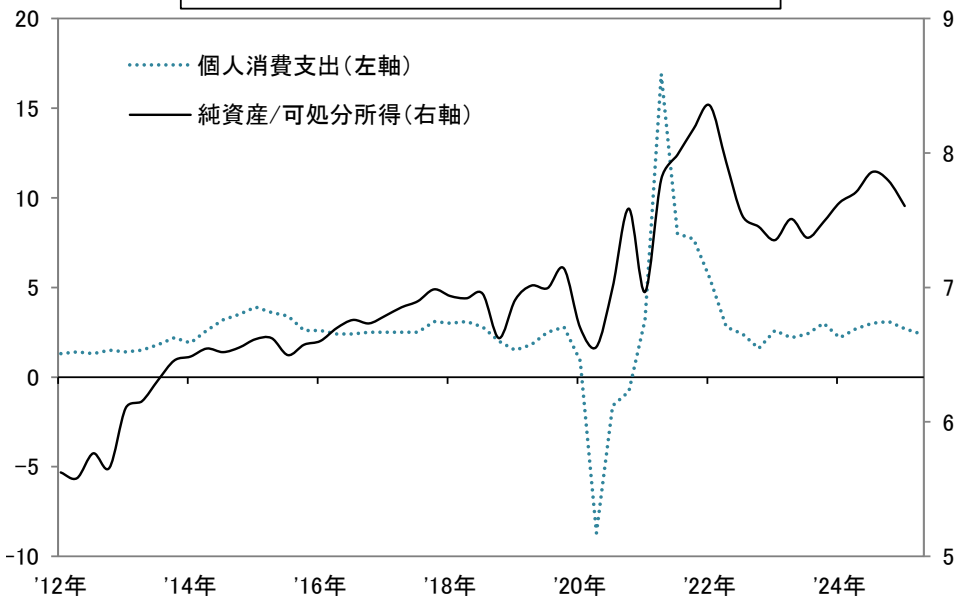
- 株式市場では主要指数が最高値を更新する動きとなり、資産効果の強まりから消費を下支えするとみられる
- 7月4日に成立した「一つの大きく美しい法案」による、所得減税やチップ非課税などが個人消費を支えるとみられる
- トランプ関税による価格上昇はみられつつあるが、個人消費は底堅く推移する見込み

雇用関連指標の推移



（資料）米労働省、米議会予算局、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

◘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、世界的なリスク低減（デ・リスキング）の動きなどから貿易の拡大ペースは鈍い

◘設備投資：一時的に鈍化したものの、堅調な推移を予想

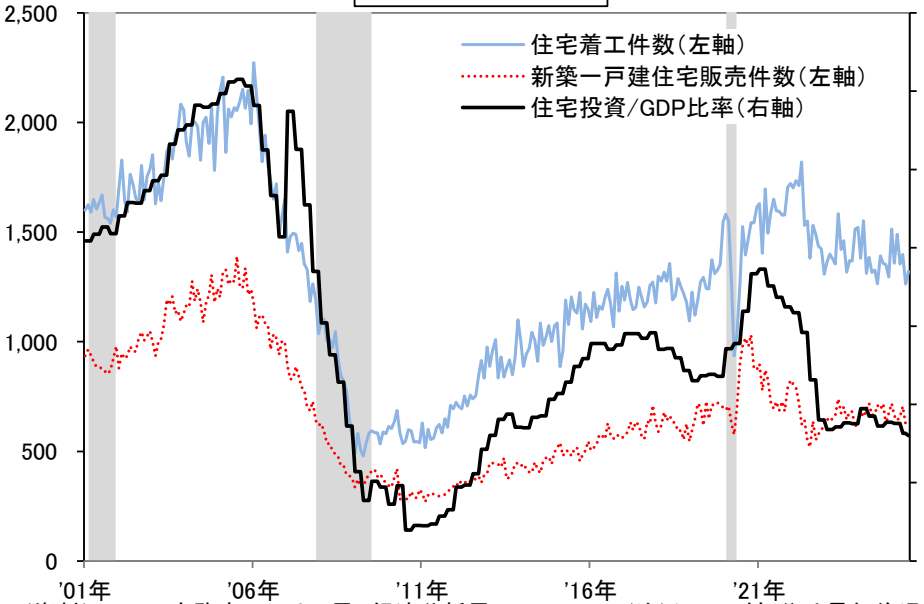
－10年で1.2兆ドルのインフラ投資を目指すインフラ投資雇用法（21年11月）、10年で4,300億ドル規模の気候変動対策費を投じるインフレ削減法（22年8月）、半導体の国内生産へ520億ドルを支援するCHIPSプラス法（22年8月）、「一つの大きく美しい法案」による法人減税（25年7月）などが設備投資を下支えするとみられる

－トランプ関税による混乱から4～6月期は一時的に鈍化したものの、AIの普及に伴う半導体とデータセンターの需要増に加えて、製造業の米国内回帰などから設備投資の堅調な推移を予想する

◘住宅投資：軟調に推移

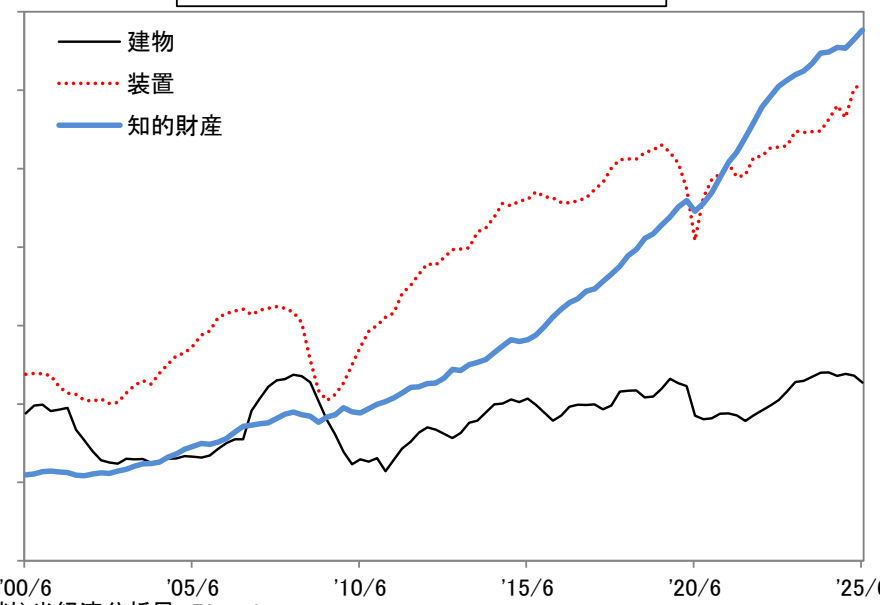
－利上げサイクルの終了とともに一旦は回復したものの、足元では再び軟調に推移している

住宅市場の推移



（資料）NBER、商務省センサス局、経済分析局、Bloomberg （注）シャード部分は景気後退

GDP設備投資項目の内訳の推移



（資料）米経済分析局、Bloomberg

◘インフレ率：関税の価格転嫁がみられつつある

- 関税の価格転嫁をめぐっては、その程度と時期に関して不確実性が高いが、7月の生産者物価は大幅に加速
- 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

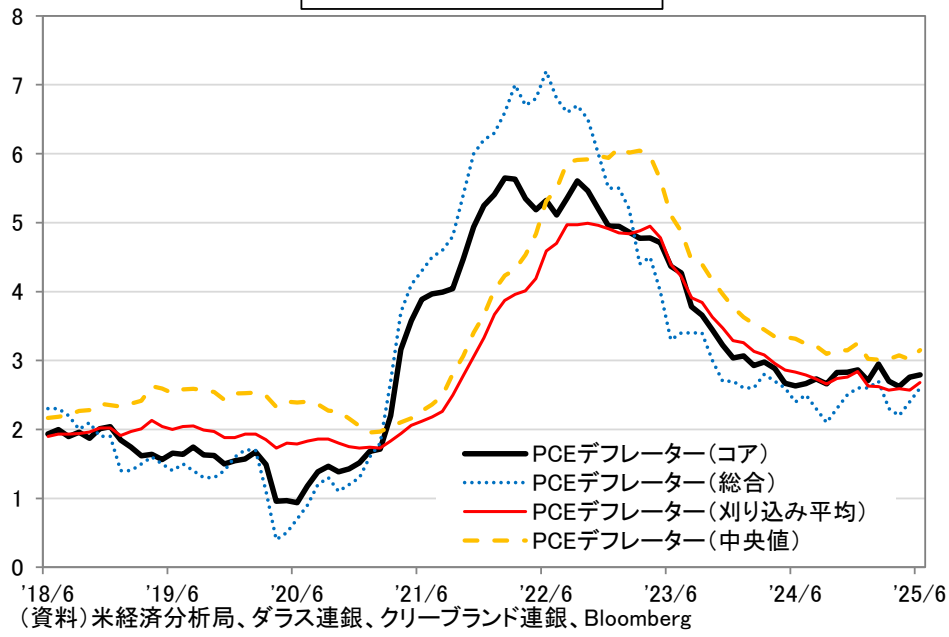
◘金融政策：物価と雇用の両にらみで、小幅な政策金利調整へ（25年9月に25bpの利下げ）

- 関税の価格転嫁や期待インフレ率の安定性を見極める局面が続いており、大幅な利下げは難しいと思われる
- 一方で、労働市場の底固さに懸念が生じ、金融引き締めを小幅に緩めることが適切である可能性が生じた
- パウエル議長の任期（26年5月）終了後は、トランプ政権の圧力から金融緩和色が強まる可能性も

◘財政：財政赤字拡大の見通し

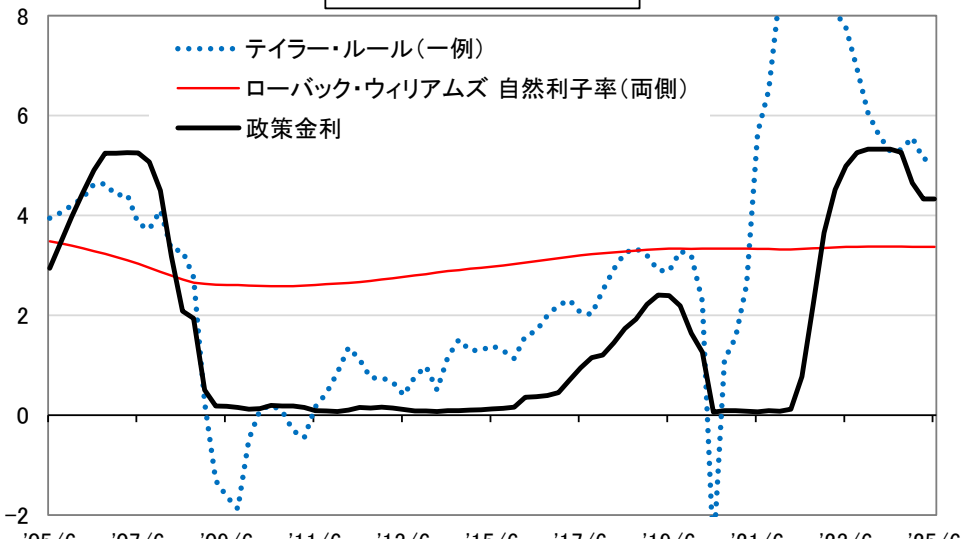
- 7月4日に成立した「一つの大きく美しい法案」 の結果、10年間で3.4兆ドルの財政赤字増加が予想される

PCEデフレーターの推移



（資料）米経済分析局、ダラス連銀、クリーブランド連銀、Bloomberg

政策金利などの推移



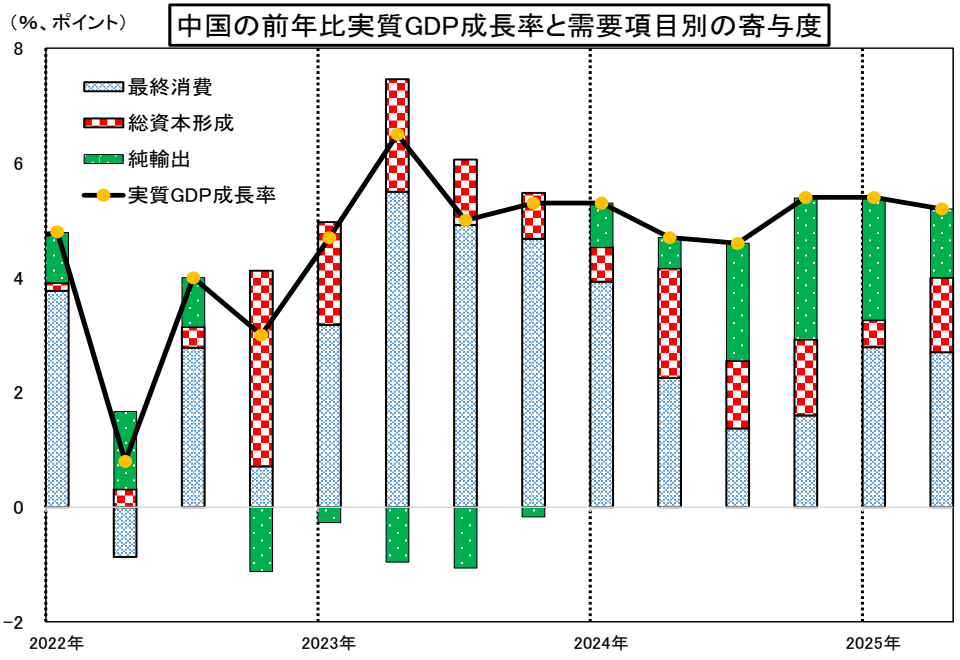
（資料）ニューヨーク連銀、アトランタ連銀、FRB、米議会予算局、米商務省経済分析局
（注）自然利子率は物価目標の2%を加えて名目化した。

◘25年4～6月期の実質GDP成長率：市場予想を上回った

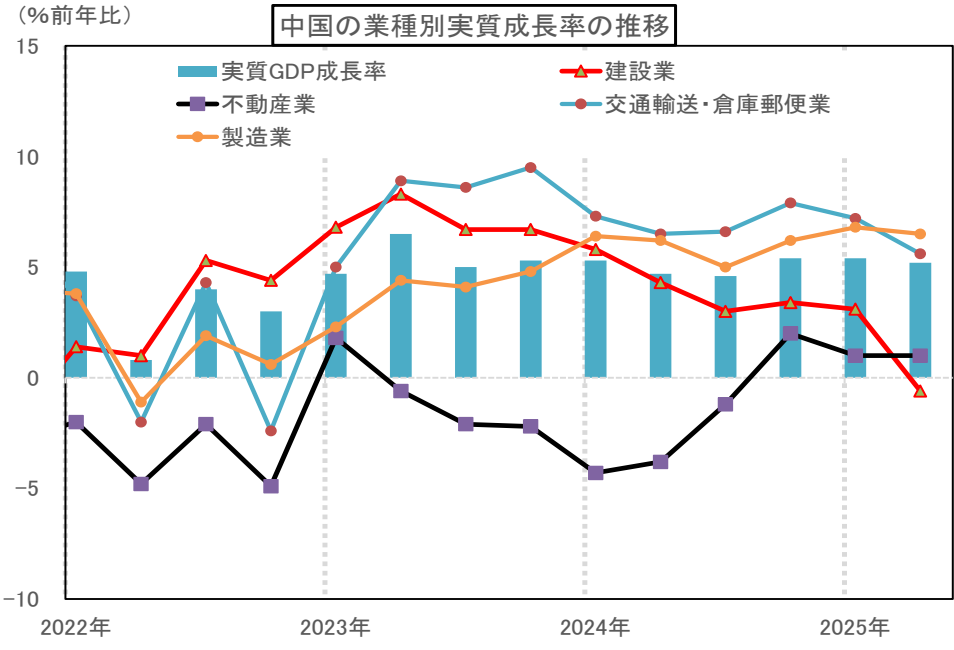
- 4～6月期の実質GDP成長率は前年比5.2％と、1～3月期（同5.4％）から減速したものの、市場予想（同5.0％）を上回ったほか、政府が掲げている25年の成長目標である「5%前後」の範囲内に収まった
  - ➢ 実質GDP成長率（前年比5.2％、前掲）に対する需要項目別の寄与度では、純輸出は1.2ポイントと6期連続のプラス寄与となった
  - ➢ 業種別にみると、建設業は前年比▲0.6％とマイナス成長に陥ったものの、製造業、交通輸送・倉庫郵便業はそれぞれ同6.5％、同5.6％と比較的堅調に推移したほか、不動産業も同1.0％と3期連続のプラス成長を維持した

◘とはいえ、内需が総じて弱く、景気は減速しつつあるとみられる

- しかし、4～6月期の実質GDP成長率は前期比1.1％（年率換算4.5％）と 、1～3月期の同1.2％（同4.9％）から減速
- 雇用・所得をめぐる環境の厳しさが続くなか、不動産市況の悪化に伴う内需が総じて弱く、足元の景気は減速しつつあるとみられる



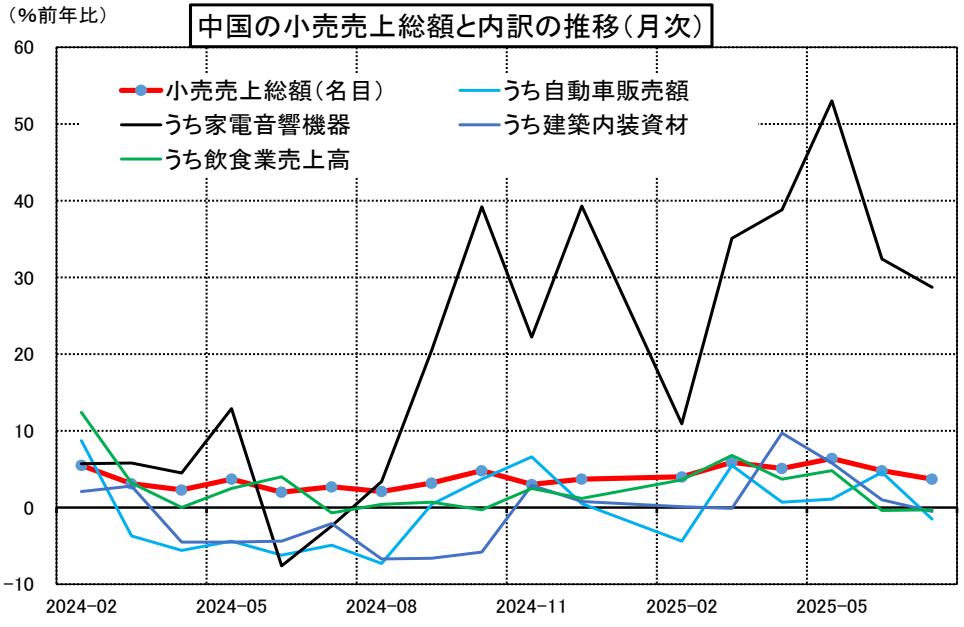
（資料）中国国家統計局、Windより作成



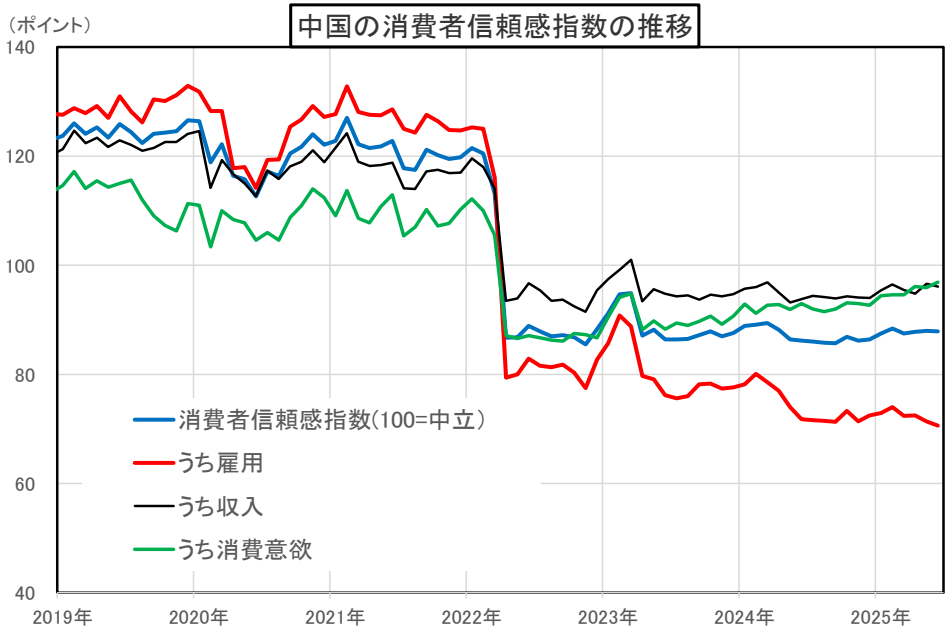
（資料）中国国家統計局、Windより作成

◘消費：足元では鈍化傾向が鮮明に、先行きは軟調な推移が見込まれる

- 25年7月の小売売上総額（名目）は前年比3.7％と、6月（同4.8％）から伸びを一段と弱めた
  - 詳細をみると、消費促進策の効果で家電音響機器は前年比28.7％と伸びたものの、勢いが弱まりつつある
  - また、自動車販売額は同▲1.5％と再びマイナスに陥ったほか、飲食業売上高も同▲0.3％とマイナスのままで推移、さらに不動産市況の悪化で建築内装資材も同▲0.5％とマイナスに転じた
  - 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、消費促進策による消費押し上げ効果の継続が一定程度期待されるものの、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ことから、消費の軟調な推移が当面続くだろう



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は25年7月。

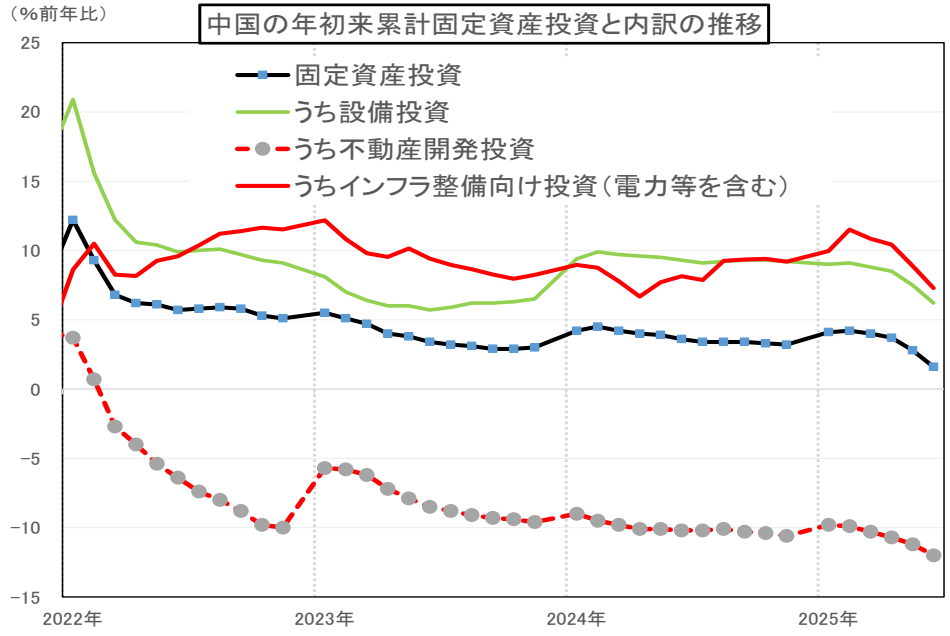


（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は25年6月。

◘投資：足元では大きく鈍化、先行きは軟調に推移と予想

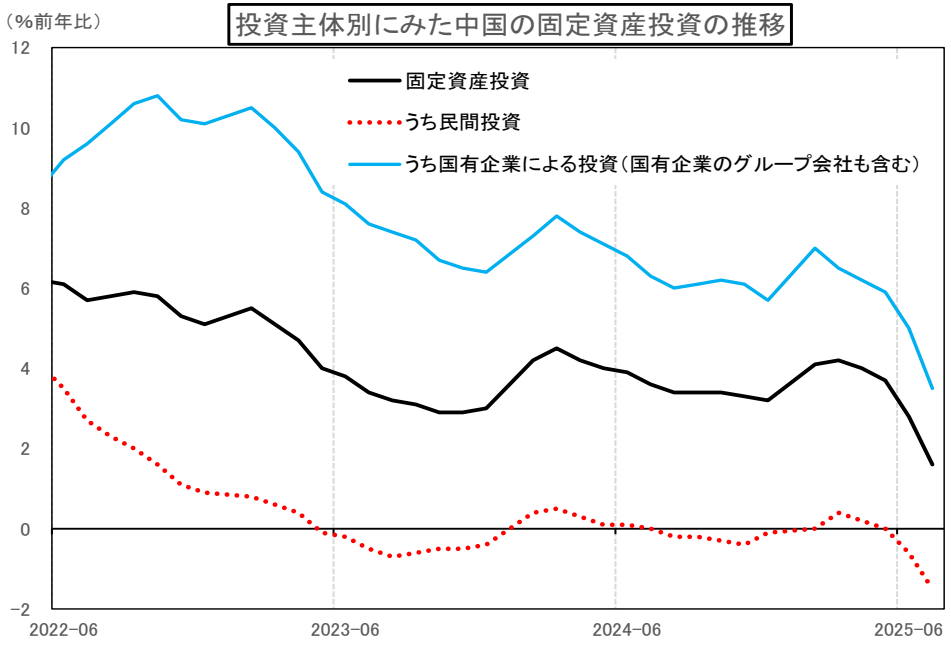
- 不動産開発投資がさらに悪化したことで25年1～7月期の固定資産投資は前年比1.6％と大幅に鈍化した
  - ➢ 投資分野別では、設備投資とインフラ整備向け投資（電力等を含む）はそれぞれ前年比6.2％、7.3％と固定資産投資全体の伸び（前掲1.6％）を大きく上回って比較的堅調に推移した一方、不動産開発投資は同▲12.0％とさらに悪化した
  - ➢ 投資主体別では、国有企業による投資は同3.5％と鈍化傾向が鮮明になりつつあるほか、民間投資も同▲1.5％とさらに悪化した
- 先行きについては、追加景気刺激策が打ち出されない場合、不動産デベロッパーのバランスシート調整がなお続くほか、地方政府の債務問題も依然として厳しいことから、固定資産投資全体は軟調に推移する可能性が高い

中国の年初来累計固定資産投資と内訳の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は25年1～7月期。

投資主体別にみた中国の固定資産投資の推移



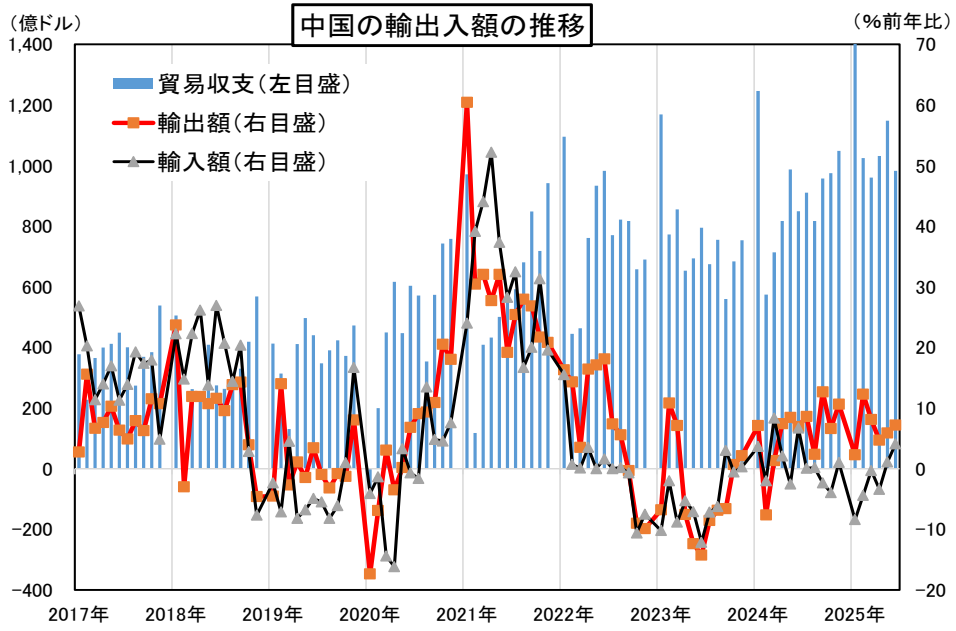
（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は25年1～7月期。（注）年初来累積。

◘輸出：足元堅調ながらも先行き下振れリスクが高い

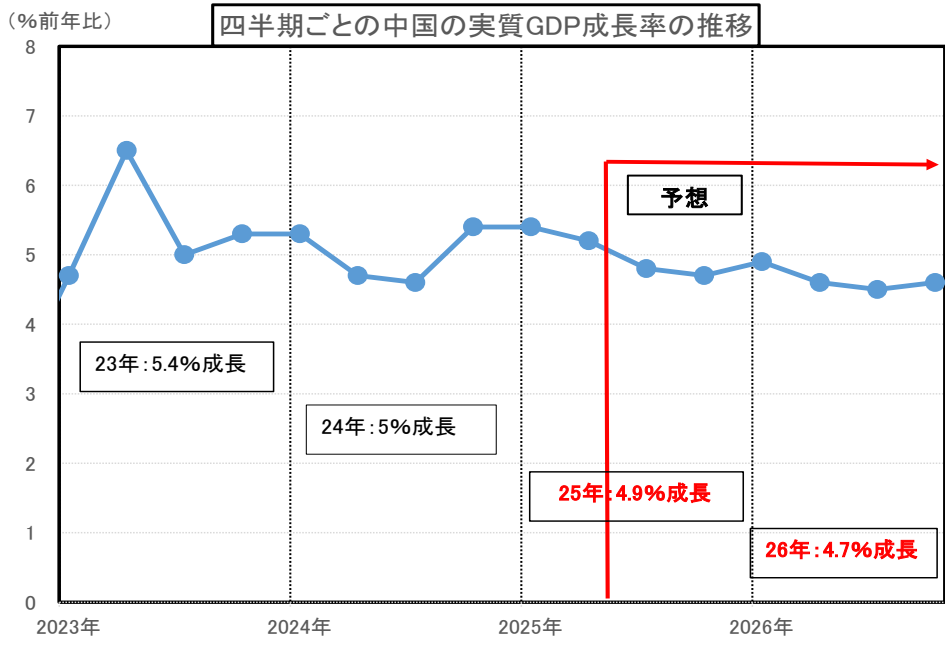
- 対米輸出の大幅な減少をほかの地域で補ったため、25年7月の輸出（ドル建て）は前年比7.2%と底堅く推移した
- 8月12日に米中関税措置の適用停止期限が90日間（新たな期限は11月10日となる）延長されたが、今後の米中通商交渉をめぐる不透明性が高いほか、ほかの地域への輸出拡大が一服する可能性もあり、軟調に推移すると見込まれる

◘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）

- 中国政府が新たな景気刺激策を打ち出す可能性があるが、不動産市場の本格回復が見込めないほか、輸出の下振れ圧力もあり、7～9月期の成長は年比4.8%とさらに減速すると予想
- とはいえ、25年前半は5.3%成長を達成したことで、25年通年は同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だろう
- 26年も不動産市場の軟調さが続くと想定するほか、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



（資料）中国海関総署、Windより作成、直近は25年7月。



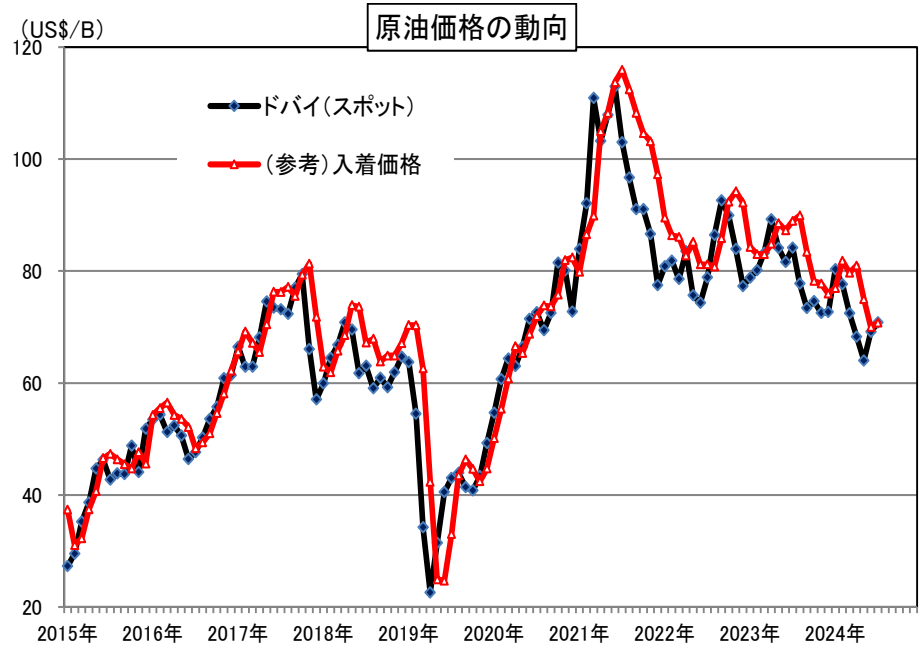
（資料）中国国家統計局、Windより作成・予想。

◘原油価格：60ドル/バレル台前半で推移

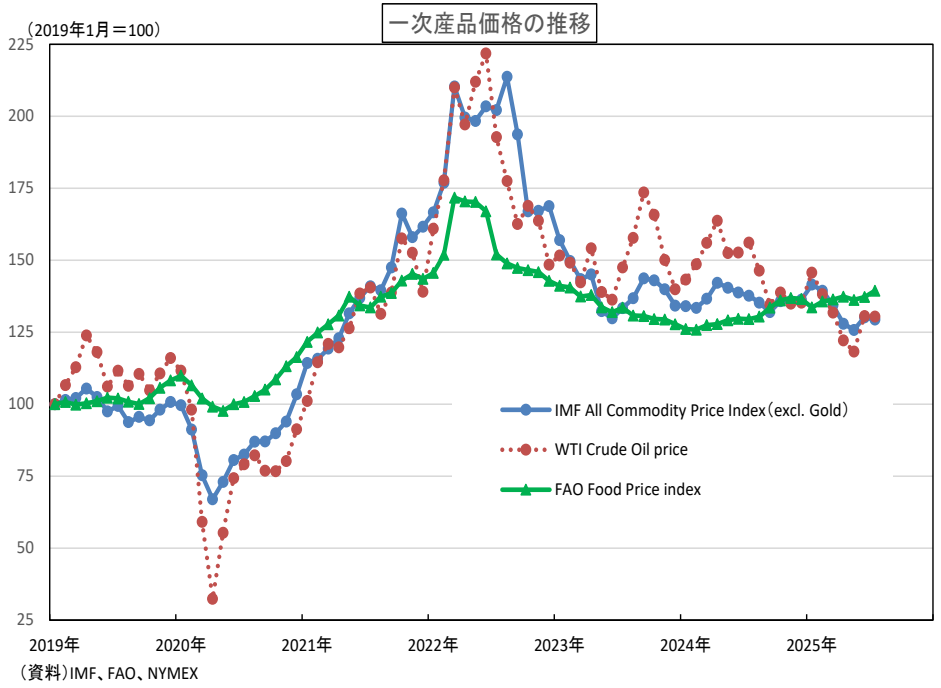
- OPECプラスは原油価格安定のため、22年11月以降、生産量調整を続けてきたが、最近はシェア低下への懸念も
  - ➢ OPECプラスは協調減産分（日量200万バレル）と有志国による自主減産（166万バレル）を26年末まで続ける一方、有志8か国による自主減産（日量220万バレル）について25年4月以降、段階的な縮小を開始、9月の大幅増産（日量54.7万バレル）で完了する方針
  - ➢ 今後は協調減産分の取り扱いが焦点に
- 中東情勢の緊迫化を受けて、6月中旬に原油価格（WTI先物、期近物）は一時70ドル台後半まで上昇したが、その後は緊張緩和を受けて沈静化、直近は60ドル台前半で推移

◘原油入着価格の見通し

- 世界経済が低成長状態から抜け出せないなか、供給増が想定されることから、25年度下期から26年度にかけて国内への入着価格（CIF）は60ドル/バレル台半ばで推移すると予想



(資料)東京工業品取引所、財務省



(資料)IMF、FAO、NYMEX

◘合意に至った日米関税交渉、相互関税と自動車関税はいずれも15%

- 7月23日の8回目の対米関税交渉で、自動車・同部品に対して15%（従来の税率2.5%＋12.5%）、相互関税を15%などとすることで合意、鉄鋼・アルミニウム製品に対しては50%のまま
- 同時に、最大 5,500億ドルの対米直接投資支援枠の設定やコメ・自動車などの市場開放を約束

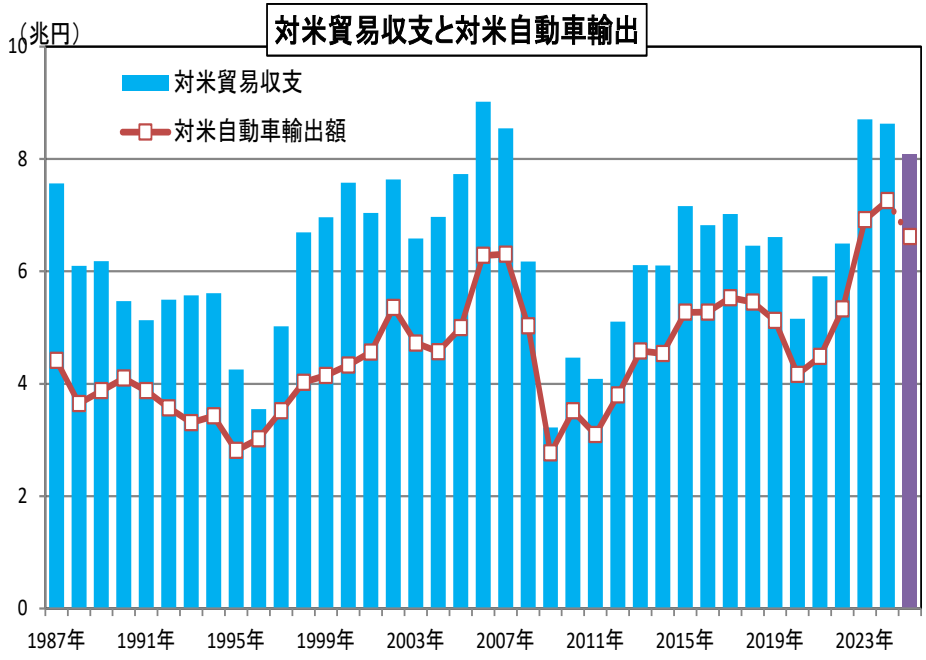
◘日本への影響：主力である自動車・同部品への影響は無視できない

- 日本の対米輸出は輸出全体の19.3%、対米輸出のうち自動車・同部品のシェアは32.4%（25年上期実績）
- 過去60年にわたり幾度となく日米間で貿易・経済交渉が繰り返されてきたが、米国の対日貿易赤字に目立った変化は見られない
  - ➢ 対米貿易赤字は対米自動車輸出（含む同部品）の推移とほぼ同じ動きをたどっている
  - ➢ 米国経済の主たる牽引役である「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が高い

日本の主要地域別・品目別の輸出動向（2025年上期）

	全体		米国		EU		中国	
食料品	642	(1.2)	**125**	**(1.2)**	38	(0.8)	62	(0.7)
原材料	896	(1.7)	**41**	**(0.4)**	58	(1.2)	310	(3.5)
鉱物性燃料	573	(1.1)	**8**	**(0.1)**	4	(0.1)	107	(1.2)
化学製品	5,942	(11.1)	**789**	**(7.7)**	560	(11.8)	1,685	(18.8)
医薬品	*721*	*(1.4)*	***223***	***(2.2)***	*105*	*(2.2)*	*130*	*(1.5)*
原料別製品	5,787	(10.8)	**682**	**(6.6)**	358	(7.5)	1,000	(11.2)
鉄鋼	*1,993*	*(3.7)*	***132***	***(1.3)***	*67*	*(1.4)*	*219*	*(2.4)*
一般機械	9,696	(18.2)	**2,346**	**(22.7)**	898	(18.9)	2,158	(24.1)
電気機器	8,622	(16.2)	**1,437**	**(13.9)**	795	(16.7)	1,749	(19.6)
半導体等電子部品	*2,923*	*(5.5)*	***129***	***(1.3)***	*117*	*(2.5)*	*571*	*(6.4)*
輸送用機器	11,963	(22.4)	**3,552**	**(34.4)**	1,208	(25.4)	617	(6.9)
自動車・同部品	*10,493*	*(19.7)*	***3,343***	***(32.4)***	*989*	*(20.8)*	*586*	*(6.5)*
その他	9,241	(17.3)	**1,331**	**(12.9)**	841	(17.7)	1,258	(14.1)
総額	53,362	(100.0)	**10,312** {19.3}	**(100.0)**	4,762 {8.9}	(100.0)	8,947 {16.8}	(100.0)
（参考）貿易収支尻	−2,221		4,131		−1,517		−3,904	

（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



（資料）財務省　（注）自動車部品を含む。2025年は既発表分の単純年率換算。

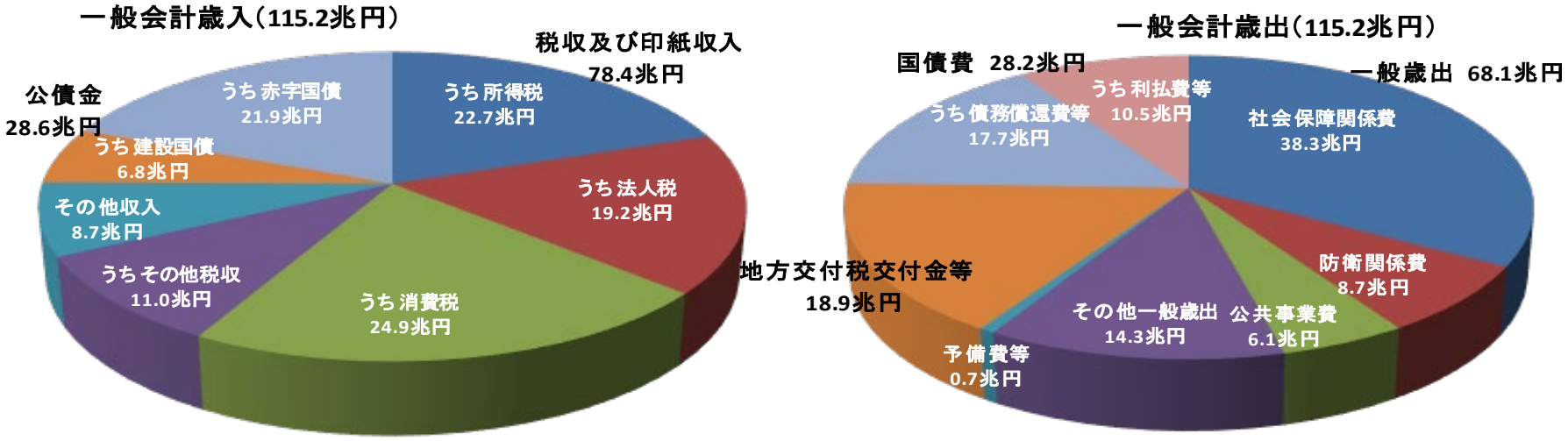
◘25年度一般会計予算の総額は115.2兆円

- 25年度予算は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
  - 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）

◘26年度予算の編成方針

- 「骨太方針2025」等に基づき、歳出全般にわたり、施策の優先順位を洗い直し、予算の中身を大胆に重点化
- 要求・要望は賃金や調達価格の上昇を踏まえて行い、予算編成過程において、物価上昇に合わせた公的制度の点検・見直しを踏まえ、経済・物価動向等を適切に反映
  - 年金・医療等にかかる経費は25年度予算額に高齢化等に伴う自然増（0.4兆円）を加算
  - 裁量的経費は物価高対策を含む重要政策推進のため20%増での要望可、人件費は人事院勧告を踏まえた対応とするなど義務的経費の増額要求も可能

2025年度一般会計予算



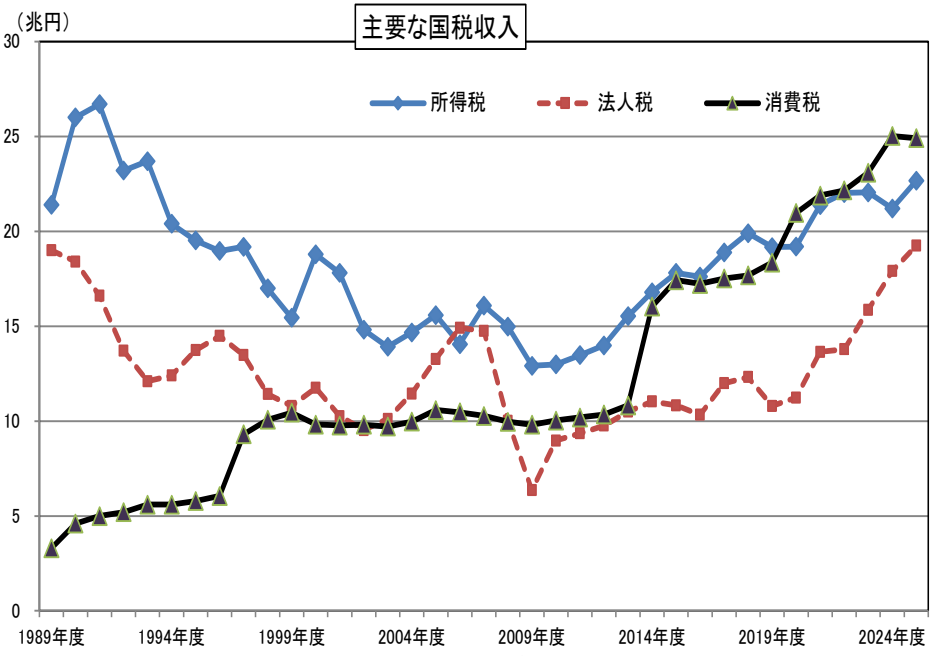
（資料）財務省

◘参院選での与党惨敗によって拡張的な財政政策の機運高まる

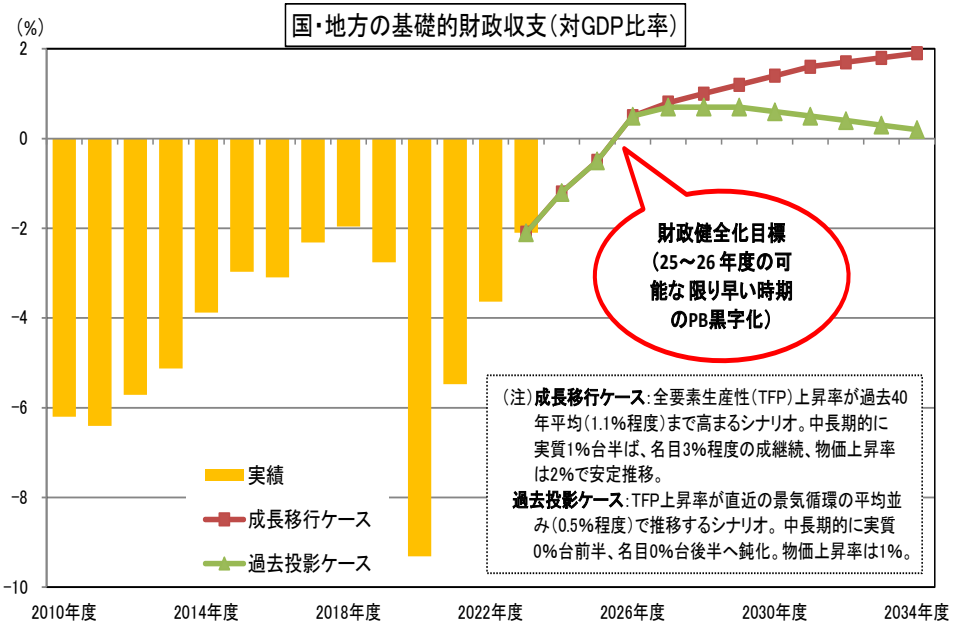
- 参院選での与党惨敗で衆参ともに石破内閣は少数与党となり、一段と野党側の政策を取り入れる方向に
- 参院選では物価高対策として、連立与党は現金給付を、野党は消費税減税、ガソリン税の暫定税率廃止などを公約に掲げてきた
  - ➢ このうち、ガソリン税の暫定税率撤廃については野党は11月1日廃止を目指しているが、代替財源（約1兆円）の具体案はまだ示されていない
  - ➢ 今後は、軽油の暫定税率（17.1円/ℓ）廃止やその代替財源（約0.5兆円）、消費税減税の行方が注目される

◘財政健全化の行方

- ６月に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針（骨太方針2025）」では、財政健全化目標として、25～26年度の可能な限り早い時期の「基礎的財政収支（PB）を黒字化」の達成が掲げられた
- 内閣府「中長期の経済財政に関する試算（25年8月）」によれば、26年度にはPB黒字化は達成可能との見通し
- とはいえ、今秋にも策定される経済対策の規模によっては目標達成時期が先送りされる可能性も



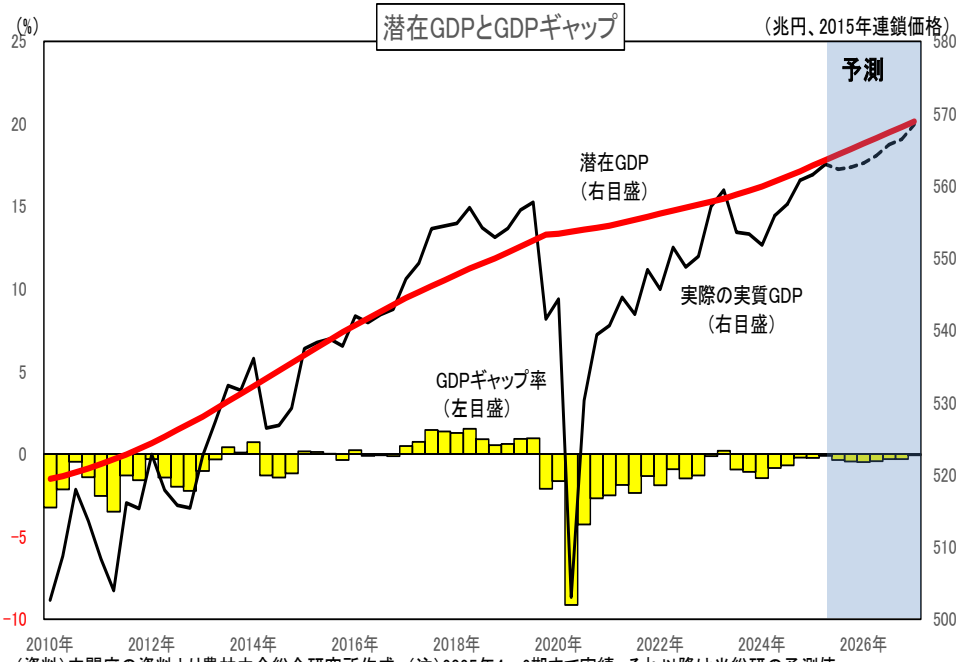
（資料）財務省、国税庁　（注）2024年度までは決算、25年度は当初予算。



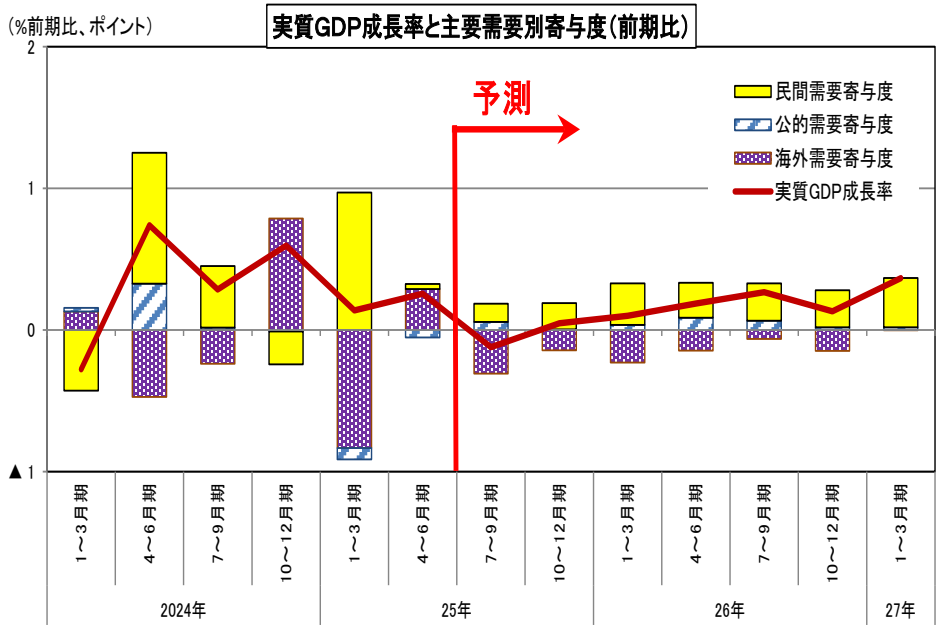
（資料）内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

◘総論：2025年度は0.7％成長、26年度は0.6％成長と予想

- 足元7～9月期については、食料を中心に物価高止まりが続き、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低調な伸びにとどまるだろう。さらに、トランプ関税による悪影響で輸出減も想定される。経済成長率は前期比年率▲0.6％と6期ぶりのマイナスが見込まれる。
- 一方、労働力不足を背景に、賃上げは定着しており、物価が沈静化に向かえば、実質賃金のプラス転換を通じて民間消費の持ち直しが強まることが見込まれる。とはいえ、米国の関税政策の強化によって世界貿易は低調な状態が続き、輸出は伸び悩むだろう。こうした動きは設備投資を抑制するほか、輸出製造業の業績悪化を招きかねない。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、足踏み状態が続き、0.7％成長へ若干ながらも減速すると予測する。GDPギャップはマイナス状態で推移するものと思われる。
- 26年度にかけては、トランプ関税の影響を受けつつも、世界経済への悪影響が一巡するものとみられる。また、着実な賃上げの下、消費の持ち直しが徐々に進み、国内景気も回復基調が再び強まるだろう。26年度は0.6％成長と年度の数字としては減速傾向ながらも、年度末にかけてGDPギャップのマイナスを解消していくだろう。



(資料)内閣府の資料より農林中金総合研究所作成 (注)2025年4～6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	%	4.7	3.7	3.3	1.9
実質GDP	%	0.5	0.8	0.7	0.6
民間需要	%	▲ 0.7	1.2	1.2	1.4
民間最終消費支出	%	▲ 0.4	0.8	0.8	1.1
民間住宅	%	0.7	▲ 0.4	1.0	1.0
民間企業設備	%	▲ 0.8	2.0	3.5	2.2
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲ 0.4	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0
公的需要	%	▲ 0.7	1.3	▲ 0.1	0.8
政府最終消費支出	%	▲ 0.8	1.3	0.2	0.9
公的固定資本形成	%	▲ 0.4	0.8	▲ 1.0	0.4
輸出	%	3.1	1.7	2.7	▲ 0.3
輸入	%	▲ 2.7	3.4	4.0	2.5
国内需要寄与度	ポイント	▲ 0.8	1.2	0.9	1.3
民間需要寄与度	ポイント	▲ 0.7	0.9	0.9	1.1
公的需要寄与度	ポイント	▲ 0.2	0.3	▲ 0.0	0.2
海外需要寄与度	ポイント	1.3	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.6
GDPデフレーター(前年比)	%	4.2	2.9	2.6	1.3
国内企業物価　（前年比）	%	2.4	3.2	1.6	▲ 0.8
全国消費者物価　（　〃　）	%	2.8	2.7	2.7	1.7
完全失業率	%	2.6	2.5	2.5	2.5
鉱工業生産　（前年比）	%	▲ 2.0	▲ 1.4	0.0	0.6
経常収支	兆円	26.2	30.4	32.0	29.5
名目GDP比率	%	4.4	4.9	5.0	4.5
為替レート	円/ドル	144.6	152.5	143.0	136.3
無担保コールレート(O/N)	%	0.00	0.42	0.75	0.75
新発10年物国債利回り	%	0.62	1.06	1.59	1.61
通関輸入原油価格	ドル/バレル	85.5	82.8	68.1	65.0

（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	2024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	0.7	0.3	▲ 0.0	0.6	0.4	0.6
民間需要	%	1.2	1.2	0.7	0.6	1.4	0.7	0.9
民間最終消費支出	%	0.8	0.8	0.3	0.6	1.1	0.6	0.7
民間住宅	%	▲ 0.4	1.0	1.3	▲ 1.8	1.0	1.8	0.3
民間企業設備	%	2.0	3.5	2.2	1.9	2.2	0.8	1.5
公的需要	%	1.3	▲ 0.1	▲ 0.2	0.3	0.8	0.5	0.4
政府最終消費支出	%	1.3	0.2	▲ 0.0	0.7	0.9	0.5	0.5
公的固定資本形成	%	0.8	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.5	0.4	0.9	▲ 0.3
財貨・サービスの純輸出	兆円	2.5	1.1	2.3	▲ 0.0	▲ 2.2	▲ 1.7	▲ 2.7
輸出	%	1.7	2.7	1.6	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.7	1.0
輸入	%	3.4	4.0	2.6	2.3	2.5	0.8	2.0
内需寄与度（前期比）	%	1.2	0.9	0.5	0.4	1.3	0.7	0.6
民間需要（　〃　）	%	0.9	0.9	0.6	0.4	1.1	0.6	0.6
公的需要（　〃　）	%	0.3	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
外需寄与度（　〃　）	%	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.2
デフレーター（前年比）	%	2.9	2.6	2.9	2.3	1.3	1.3	1.3
完全失業率	%	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 1.4	0.0	▲ 0.0	▲ 0.3	0.6	0.4	0.7
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	81.5	68.3	64.0	72.5	75.0	75.0	75.0
経常収支	兆円	30.4	32.0	16.5	15.5	29.5	15.4	14.1
貿易収支	兆円	▲ 4.0	▲ 0.6	0.4	▲ 1.1	▲ 3.7	▲ 0.9	▲ 2.8
外国為替レート	ドル/円	152.5	143.0	144.8	141.3	136.3	137.5	135.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	82.8	68.1	71.2	65.0	65.0	65.0	65.0

（前年同期比）

	単位	2024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	3.3	4.0	2.6	1.9	1.7	2.1
実質GDP	%	0.8	0.7	1.1	0.3	0.6	0.4	0.8
民間需要	%	1.2	1.2	1.4	1.3	1.4	1.2	1.5
民間最終消費支出	%	0.8	0.8	0.9	0.8	1.1	1.1	1.1
民間住宅	%	▲ 0.4	1.0	2.3	▲ 0.3	1.0	0.1	1.9
民間企業設備	%	2.0	3.5	3.2	3.8	2.2	2.4	2.0
公的需要	%	1.3	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.0	0.8	0.7	0.8
政府最終消費支出	%	1.3	0.2	▲ 0.0	0.4	0.9	0.9	0.9
公的固定資本形成	%	0.8	▲ 1.0	▲ 1.3	▲ 1.0	0.4	0.5	0.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	2.5	1.1	2.3	▲ 0.0	▲ 2.2	▲ 1.7	▲ 2.7
輸出	%	1.7	2.7	4.0	1.4	▲ 0.3	▲ 0.9	0.2
輸入	%	3.4	4.0	3.5	4.4	2.5	2.6	2.5

	単位	2024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
国内企業物価　（前年比）	%	3.2	1.0	0.0	2.9	1.6	2.9	0.2
全国消費者物価　（　〃　）	%	2.7	2.5	0.0	3.2	2.7	3.2	2.3
完全失業率	%	2.5	2.5	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 1.4	▲ 0.2	0.0	0.4	0.0	0.4	▲ 0.3

（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）

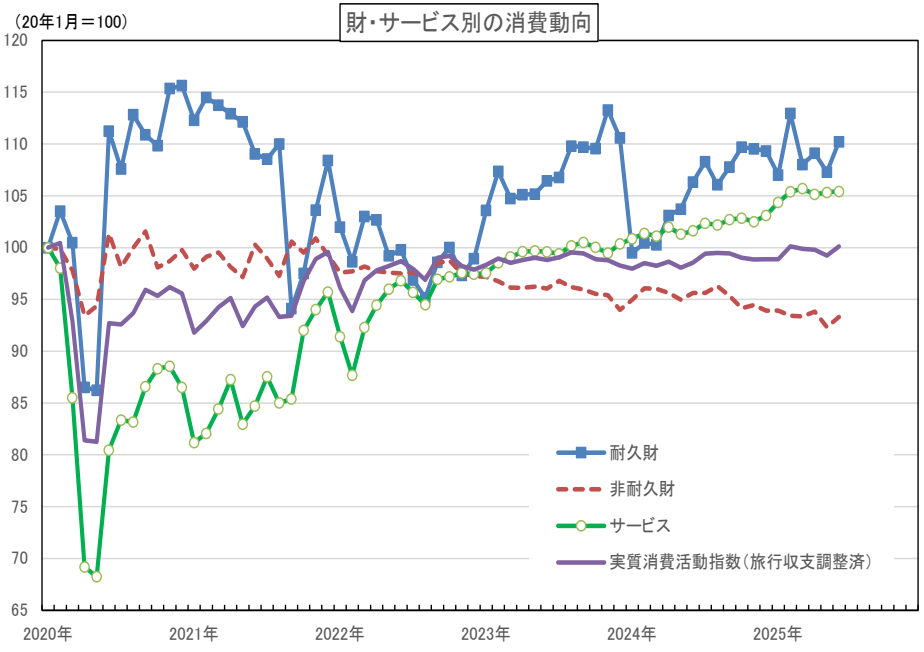
	単位	2024年				25年				26年				27年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	▲ 0.0	2.2	0.7	1.3	1.0	1.3	0.2	0.4	0.4	0.5	0.6	0.5	0.7
（年率換算）	%	▲ 0.2	9.1	2.6	5.3	3.9	5.1	1.0	1.6	1.6	1.9	2.5	1.9	2.7
実質GDP	%	▲ 0.3	0.7	0.3	0.6	0.1	0.3	▲ 0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.1	0.4
（年率換算）	%	▲ 1.1	3.0	1.1	2.4	0.6	1.0	▲ 0.5	0.2	0.4	0.8	1.1	0.5	1.5
民間需要	%	▲ 0.6	1.1	0.6	▲ 0.2	1.2	0.0	0.2	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
民間最終消費支出	%	▲ 0.7	0.9	0.7	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
民間住宅	%	▲ 3.0	1.5	0.8	▲ 0.1	1.4	0.8	▲ 0.3	▲ 2.0	1.0	1.0	0.5	▲ 0.1	▲ 0.1
民間企業設備	%	▲ 0.8	1.2	0.1	0.5	1.0	1.3	0.7	1.0	0.5	0.3	0.5	0.5	1.0
民間在庫変動（寄与度）	%pt	0.2	0.1	0.0	▲ 0.3	0.6	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	0.1	1.3	0.1	▲ 0.0	▲ 0.3	▲ 0.2	0.2	0.0	0.1	0.3	0.3	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	0.4	1.0	0.0	0.2	▲ 0.5	0.0	0.5	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	▲ 1.1	2.5	0.1	▲ 0.8	0.1	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.4	0.3	0.5	0.5	▲ 0.5	▲ 0.5
輸出	%	▲ 3.5	1.1	1.3	1.9	▲ 0.3	2.0	▲ 0.5	0.3	▲ 0.5	▲ 0.5	0.2	0.5	0.5
輸入	%	▲ 3.8	3.1	2.0	▲ 1.5	2.9	0.6	1.0	1.0	0.6	0.2	0.5	1.2	0.5
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.4	1.2	0.5	▲ 0.2	0.9	▲ 0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.4	0.9	0.4	▲ 0.2	1.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
公的需要寄与度	%pt	0.0	0.3	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.5	▲ 0.2	0.8	▲ 0.8	0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0
GDPデフレーター（前年比）	%	3.1	3.1	2.4	2.9	3.3	3.0	2.9	2.4	2.1	1.3	1.3	1.3	1.3
国内企業物価　（前年比）	%	0.7	1.9	2.9	3.8	4.2	3.4	2.4	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	3.4	2.9	2.5	2.1	1.6	1.7	1.8	1.8
完全失業率	%	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4
鉱工業生産　（前期比）	%	▲ 5.2	2.1	▲ 0.3	0.4	▲ 0.3	0.4	▲ 0.5	0.2	▲ 0.5	0.8	▲ 0.3	1.0	▲ 0.3
経常収支（季節調整値）	兆円	6.5	7.2	7.2	8.2	7.7	7.5	9.0	7.7	7.8	7.3	8.1	6.8	7.3
名目GDP比率	%	4.4	4.7	4.7	5.3	4.9	4.8	5.6	4.9	4.9	4.5	5.0	4.2	4.4
為替レート	円/ドル	148.5	155.8	149.2	152.4	152.5	144.6	145.0	142.5	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	0.48	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	1.40	1.60	1.70	1.65	1.60	1.60	1.60	1.65
通関輸入原油価格	ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ	83.4	86.9	87.5	77.3	79.5	75.3	67.0	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0

（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）

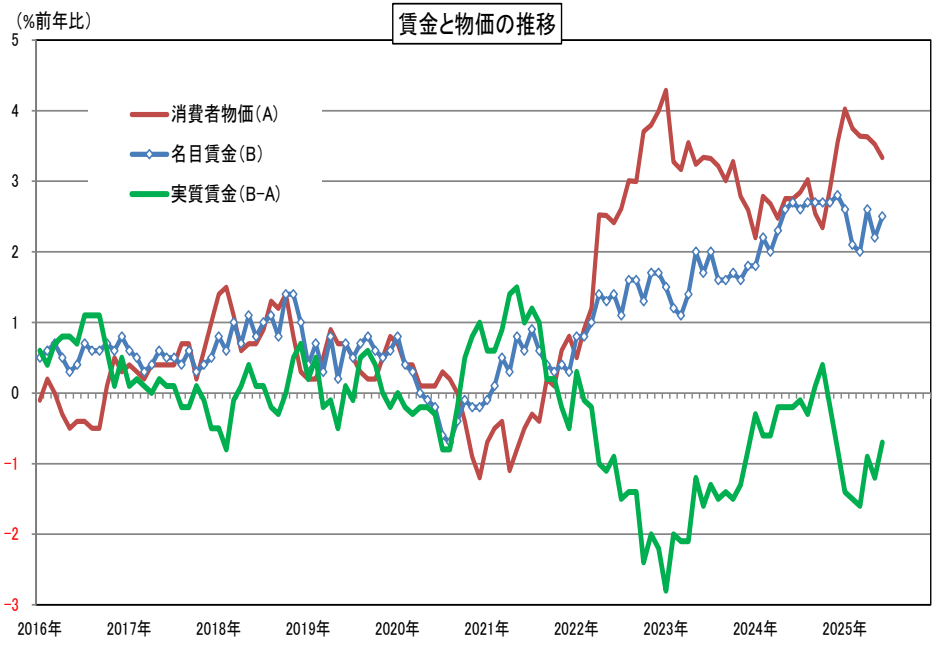
（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

◘民間消費

- 25年春闘の賃上げ率は5.52%（厚生労働省）と、24年春闘（5.33%）を上回り、34年ぶりの高い賃上げが実現
  - ➢ 6月の毎月勤労統計によると、基本給に相当する所定内給与（一般労働者、共通事業所ベース）は前年比2.3%
- 一方、物価高止まりによって実質賃金の前年割れ状態が続いており、消費は盛り上がりを欠いた展開に
  - ➢ 財・サービス別にみると、サービスの回復ペースが鈍いほか、非耐久財は減少気味
  - ➢ 家計調査によれば、勤労者世帯の平均消費性向は4～6月期に64.6%へ低下（1～3月期：65.4%）
  - ➢ 7月の消費動向調査「消費者態度指数」は3か月ぶりに悪化、基調判断は「持ち直しの動きがみられる」で据え置かれたが、低水準のまま
- しばらくは食料価格の高止まりの影響で低調ながらも、家計の所得環境の改善や物価沈静化によって実質賃金の目減りが解消していけば、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0.8%と2年連続の増加、26年度は同1.1%と持ち直し傾向が強まると予測



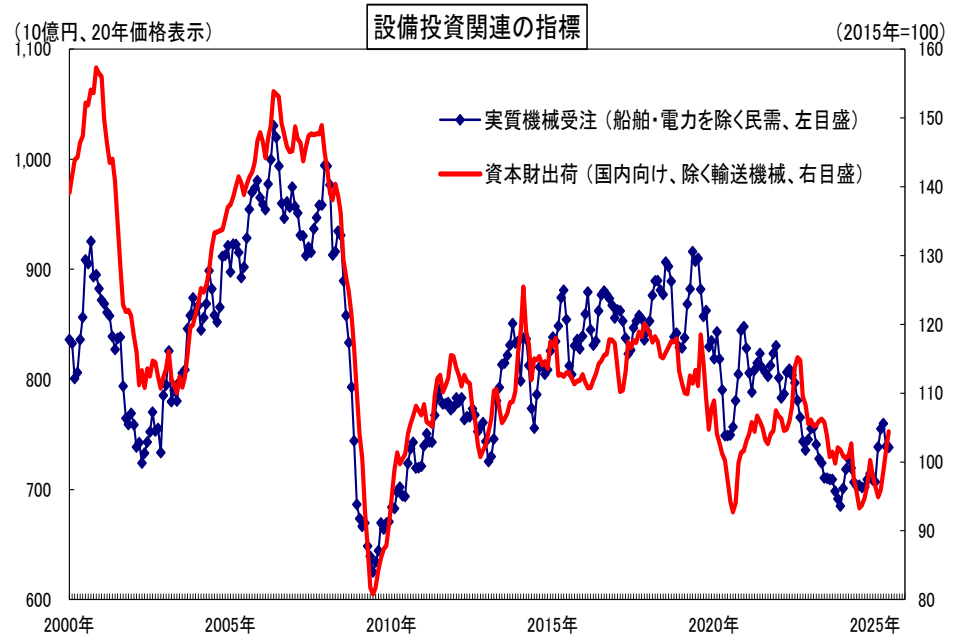
（資料）日本銀行「消費活動指数」



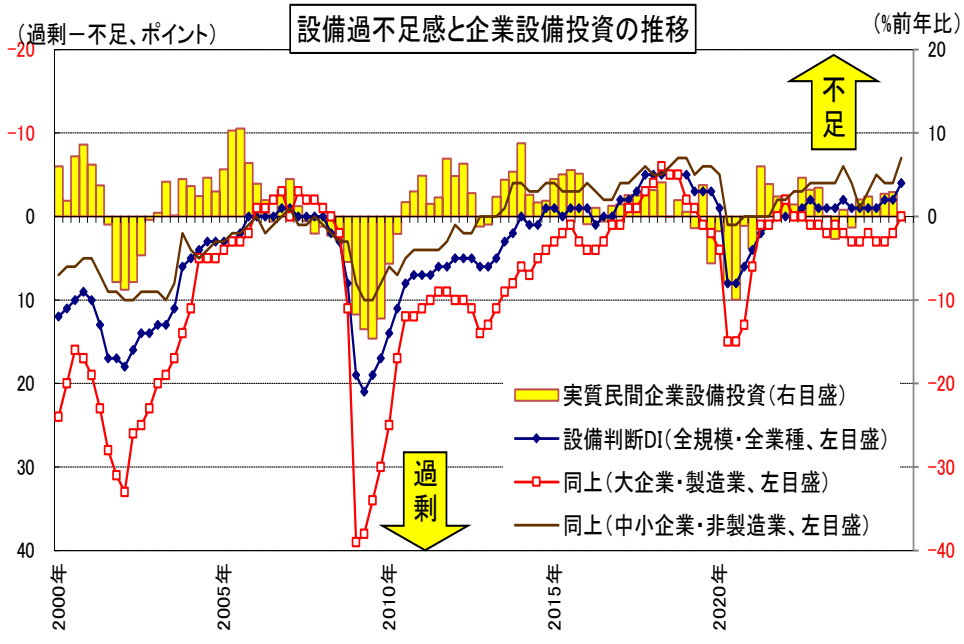
（資料）厚生労働省、総務省統計局、内閣府　（注）賃金として一般労働者の所定内給与を使用。

◘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（6月調査）の25年度計画は前年度比9.5％（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、24年実績（同6.8％）の伸びを上回っている
- 月次指標からは設備投資関連指標の底堅さが窺える
  - ➢ 4～6月期の鉱工業統計・資本財出荷（除く輸送機械、国内向け）は前期比7.3％と2期ぶりの上昇
  - ➢ 4～6月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）は同0.4％と3期連続の増加
    - ✓ 7月の工作機械受注（内需）は4～6月平均を0.1％上回っている
- 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3.5％と2年連続の増加、26年度は同2.2％へやや減速すると予測



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

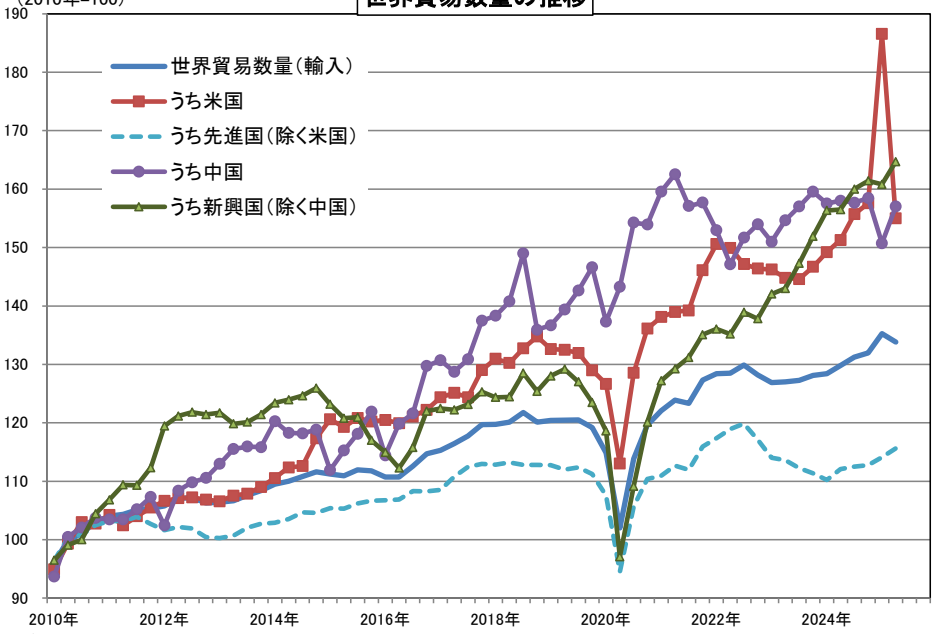


（資料）内閣府、日本銀行　（注）設備判断DIの最後の期はその直前の期における見通し

◘輸出入動向

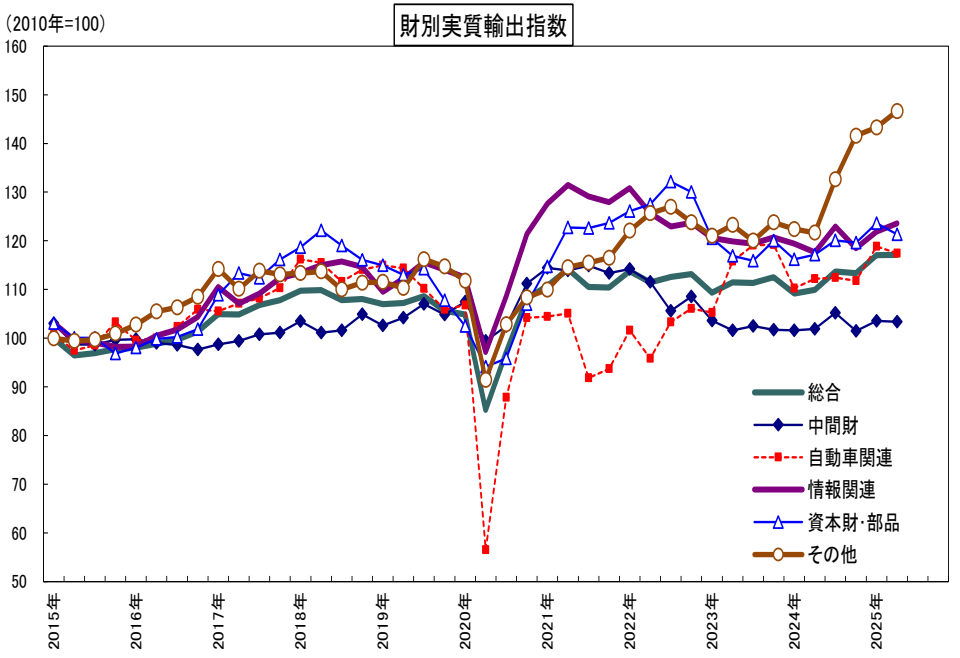
- トランプ関税の本格導入を控えて、1～3月期に駆け込み的な対米輸出が散見されたが、その後は反動減がみられる
- 4～6月期の「財貨・サービスの輸出」は前期比2.0％と2期ぶりの増加、このうち「財の輸出」も同2.0％と5期連続の増加
  - ➢ 一方、7月の実質輸出指数、輸出数量指数は、4～6月平均をそれぞれ2.3％、1.3％下回っている
- IMF世界経済見通しによれば、トランプ関税の影響によって世界貿易の伸びは低調との見通しであることから、輸出を経済成長の牽引役と期待することは難しく、自動車など輸出製造業の業況悪化を通じて経済を下押しする可能性も
  - ➢ 25年度の輸出は前年度比2.7％と5年連続の増加ながらも、7～9月期以降は弱含みの推移、一方、26年度は同▲0.3％と6年ぶりの減少ながらも、4半期ベースでは持ち直しがみられるものと予測
- 一方、輸入については25年度は同4.0％と2年連続の増加、26年度も同2.5％と増加が続くと予測
- 25年度の経常収支は32.0兆円（名目GDP比率5.0％）へ黒字幅拡大、26年度は29.5兆円（同4.5％）へ黒字が縮小するものの、高水準の黒字は続くと予測

世界貿易数量の推移



(資料)CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

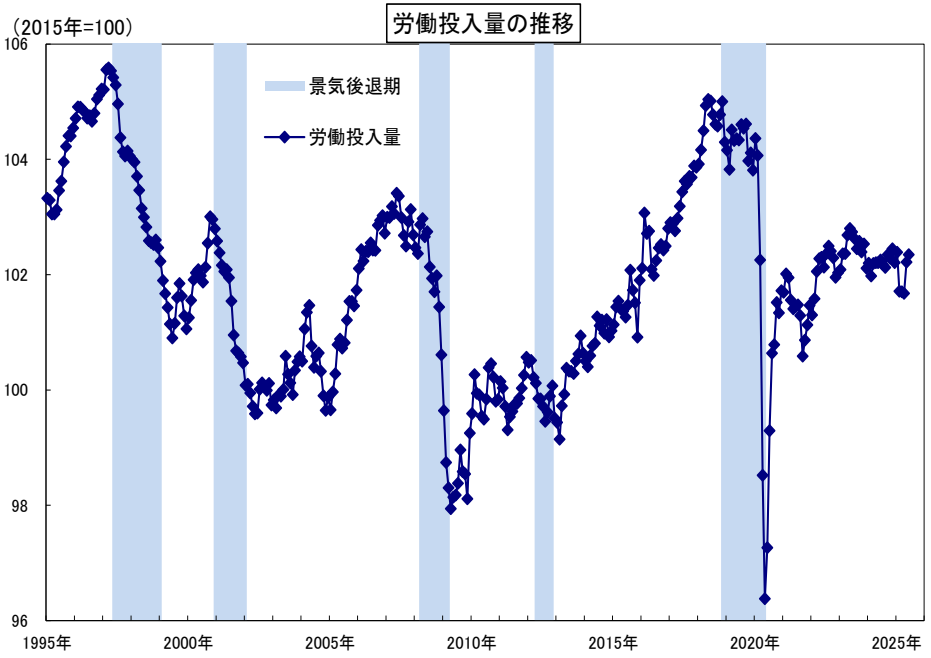
財別実質輸出指数



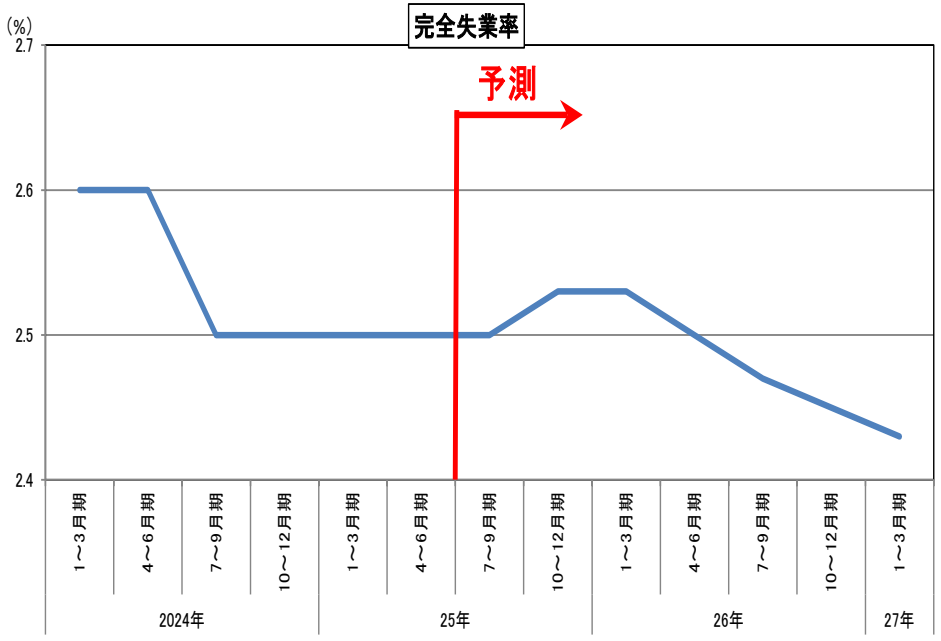
(資料)日本銀行　(注)日本銀行が貿易統計(財務省作成)と輸出入物価指数(日本銀行作成)を用いて試算

◘雇用情勢

- 生産年齢人口が減少するなか、人手不足感は根強い
  - 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、足元の労働投入（＝総労働時間×常用雇用者数）は頭打ち気味の推移であり、10年代後半よりも少ない
  - 3～6月にかけて失業率は2.5％で推移
  - 6月の有効求人倍率は1.22倍と2か月連続で低下、22年2月以来の水準へ
- 失業率は25年度後半は若干高めに推移するが、26年を通じて緩やかな低下が進むと予想
  - 25年度：2.5％、26年度：2.5％と予測（27年1～3月期は2.4％）



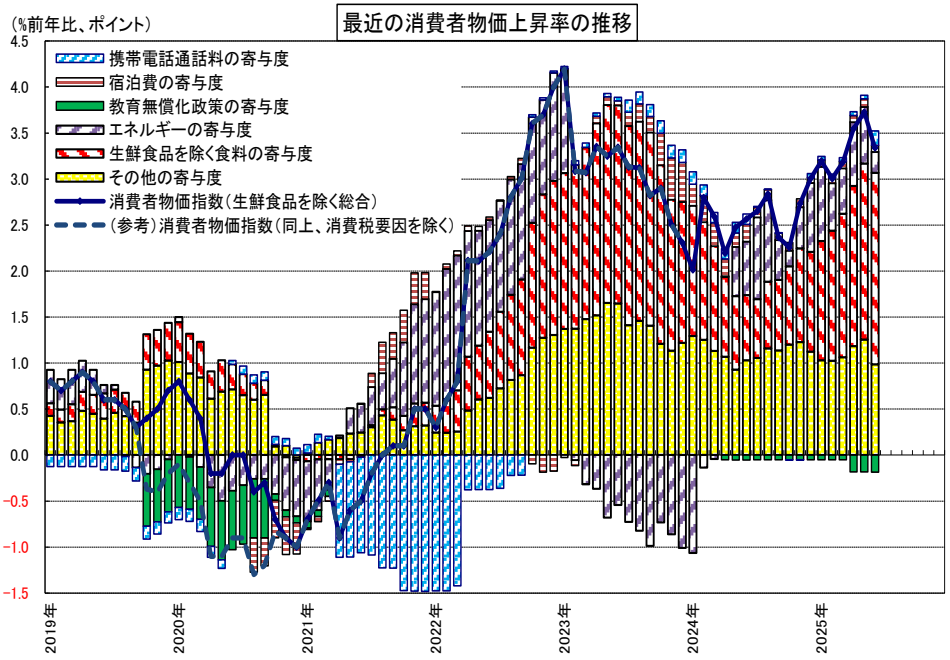
（資料）内閣府、厚生労働省　（注）労働投入量は常用雇用者数と総労働時間の積、3か月移動平均。



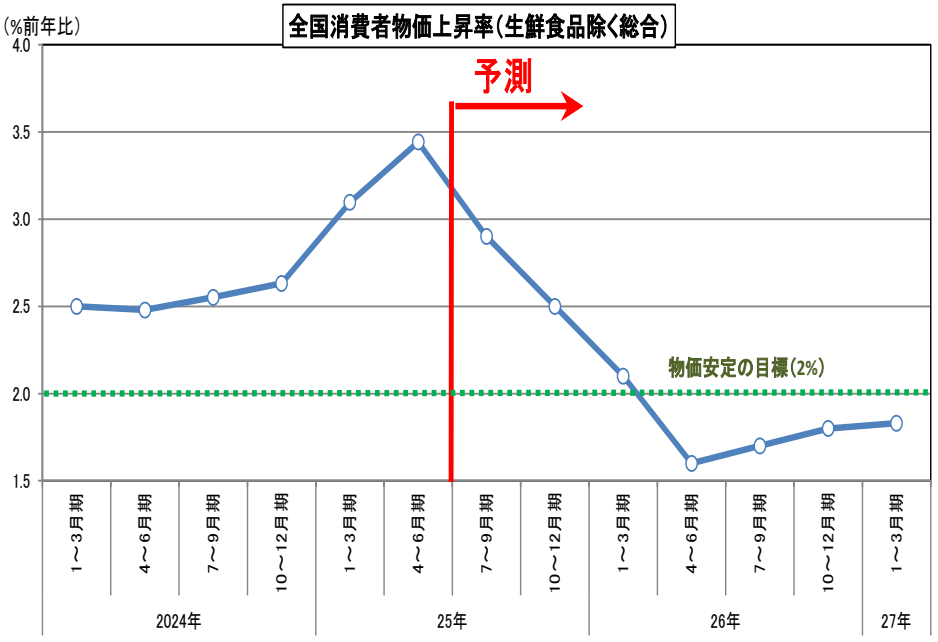
（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

◘物価動向

- 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価格が大幅に上昇、24年後半以降、全国消費者物価（生鮮食品を除く総合（以下、コアCPI））は再び前年比3%台で推移
  - ➢ 6月のコアCPIは前年比3.3%、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」は同3.4%と、上昇率が4か月ぶりに鈍化
  - ➢ 7月の東京都区部CPI（コア）は、コメなど食料の高騰が続いたものの、電気・都市ガス代の値下げによってエネルギーが前年比下落に転じたことから、コアCPIの前年比2.9%と4か月ぶりの3%割れ
- 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2.7%、26年度：1.7%と予測
    - ✓ 26年度入り後には2%を割り込み、年度を通じても1%台後半で推移することが見込まれる



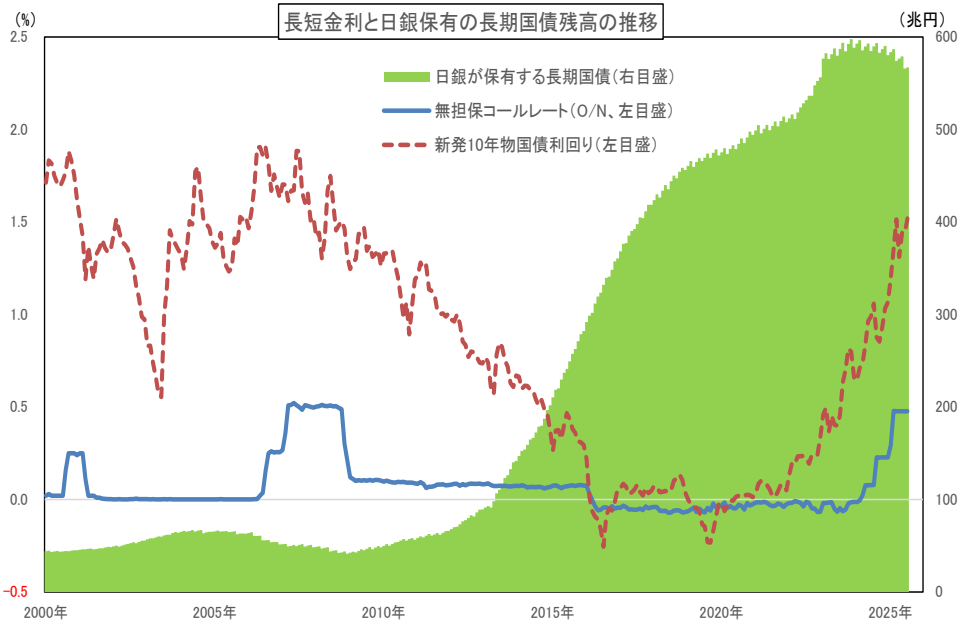
(資料)総務省統計局の公表統計より作成



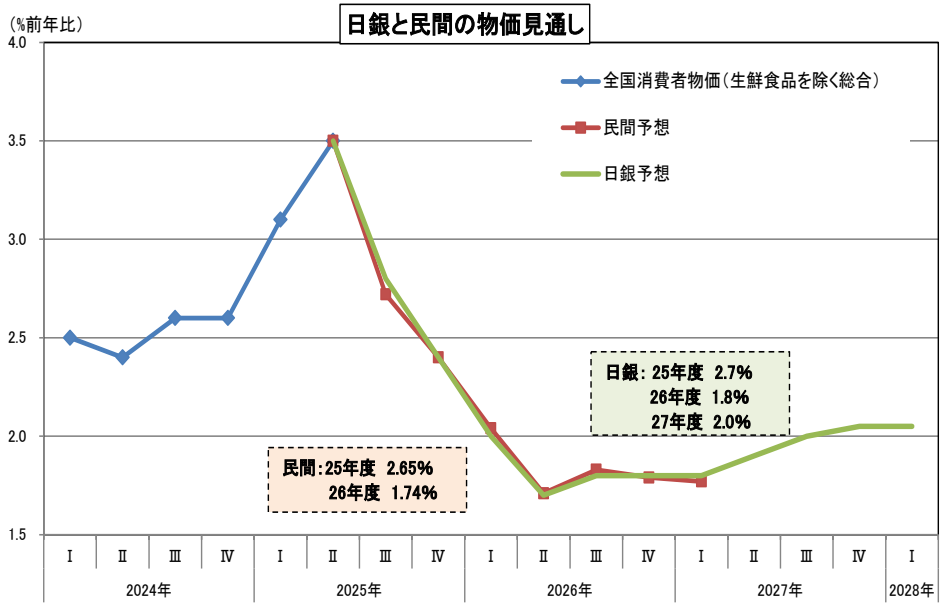
（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

◘日銀は利上げ継続姿勢を維持、米国経済の行方次第で年内にも追加利上げ

- 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繰り返し表明
  - ➢ 日銀は24年8月に開始した長期国債買入れ額について、26年3月までは従来通り毎四半期4,000 億円程度ずつ減額、4月以降は同2,000億円程度減額し、27年1～3月には月3兆円程度とする方針（25年7～9月は月3.7兆円程度）、
- 7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・物価見通しとも上方修正
  - ➢ 2%の「物価安定の目標」と概ね整合的な水準となる時期は「見通し期間（25～27年度）の後半」と、前回4月の見方を踏襲
  - ➢ 基調的な物価上昇率は依然2%を下回っているものの、徐々に2%に近づきつつあるほか、中長期的な予想物価上昇率も上昇していると認識
- 米国経済が下振れが回避されるのであれば、25年10～12月にも追加利上げ（25bp）を実施すると予想
  - ➢ しかし、26年度入り後には物価上昇率は物価安定目標である2%を割り込むと予想され、ひとまず利上げは打ち止めになると予想する



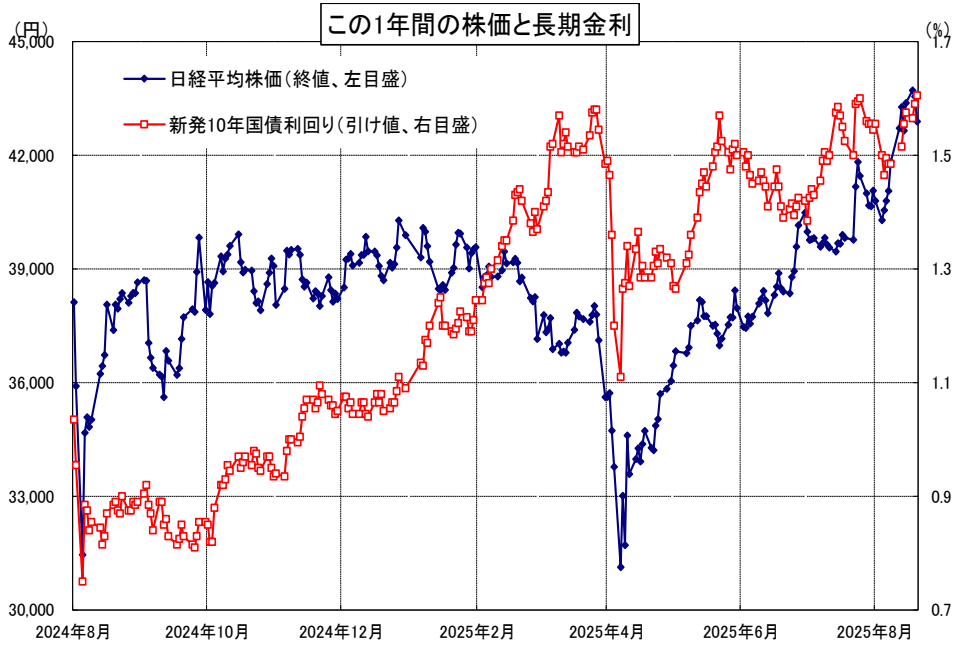
(注)日本銀行、日経FinancialQuest



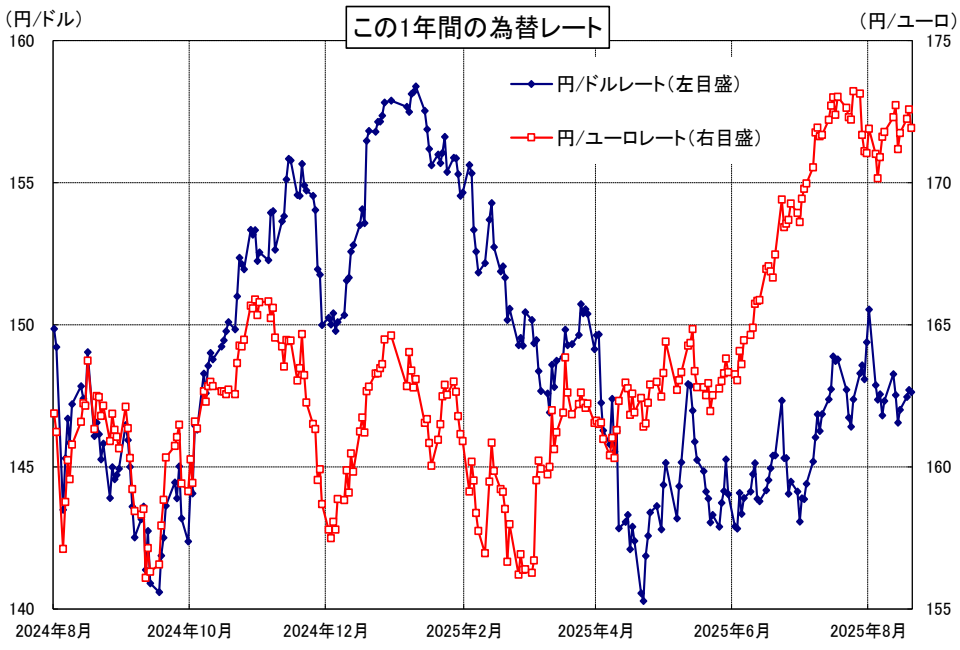
(資料)総務省統計局、日本銀行、日本経済研究センターを基に農林中金総合研究所作成
(注)民間予想はESPフォーキャスト調査(8月)を使用。日銀予想は展望レポート(7月)を基に農林中金総合研究所が作成。

◘市場概況

- 主要国・地域で対米関税政策が合意に至り、世界経済への悪影響が限定的との見方が広がったほか、消費など米国経済の堅調さが好感され、内外の株価は上昇
- 8月中旬にかけて日経平均株価は過去最高値を更新
  - ➢ ただし、トランプ関税によって自動車など輸出製造業の減益見通しは根強い
- 主要国で拡張的な財政政策運営が志向されるなか、国内の長期金利にも上昇圧力がかかっている
  - ➢ 参院選での与党惨敗を受けてバラマキ政策への懸念が高まっているほか、日銀の追加利上げ観測も燻っており、直近は7月下旬に続き、1.6%台まで上昇する場面も
- トランプ相互関税に伴う不安感が緩和、米国経済の堅調さが改めて意識されたほか、日本の政局流動化への懸念もあり、一時150円台まで円安ドル高が進行
  - ➢ 直近は日銀の利上げ観測、Fedの利下げ観測が浮上するなか、147円台で推移



(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米国経済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10月もしくは12月）でひとまず打ち止めと予想（利上げ再開は27年度以降）、当面の長期金利の上昇余地はさほど大きくない

－ 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るため、株価は一旦調整する可能性がある

－ 為替レート

- 先行き、日米金利差は縮小すると思われることから、為替レートは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も根強く、Fedは大幅な利下げには慎重な姿勢をみせていることもあり、円高ペースは緩やかなものにとどまる

金利・為替・株価の予想水準

年／月 ＼ 項　目			2025年 8月（実績）	2025年 9月（予想）	2025年 12月（予想）	2026年 3月（予想）	2026年 6月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	0.476	0.45～0.55	0.45～0.80	0.45～0.80	0.45～0.80
国債利回り	20年債	(%)	2.635	2.40～2.80	2.45～2.85	2.45～2.85	2.45～2.85
	10年債	(%)	1.605	1.40～1.80	1.45～1.85	1.45～1.85	1.45～1.85
	5年債	(%)	1.145	0.90～1.40	0.95～1.45	0.95～1.45	0.95～1.45
為替レート	対ドル	(円/ﾄﾞﾙ)	147.6	135～155	130～150	127～147	127～147
	対ユーロ	(円/ユーロ)	171.9	158～178	155～175	150～170	150～170
日経平均株価		(円)	42,888	43,000±3,000	42,000±3,000	41,000±3,000	41,500±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8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。