

農林中金総合研究所 2025～26年度改訂経済見通し

物価高・トランプ関税の影響で低成長が続く

～ 日本経済見通し：2025年度：0.9%（据え置き※）、26年度：0.7%（上方修正※）～

※25年9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）

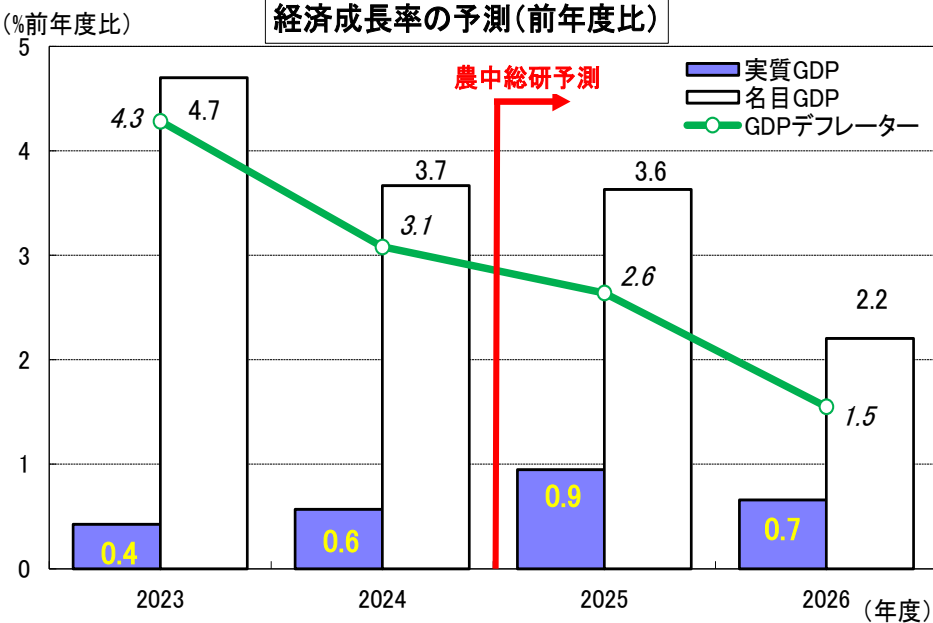
無断転載を禁ず。本資料は信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

Norinchukin Research Institute

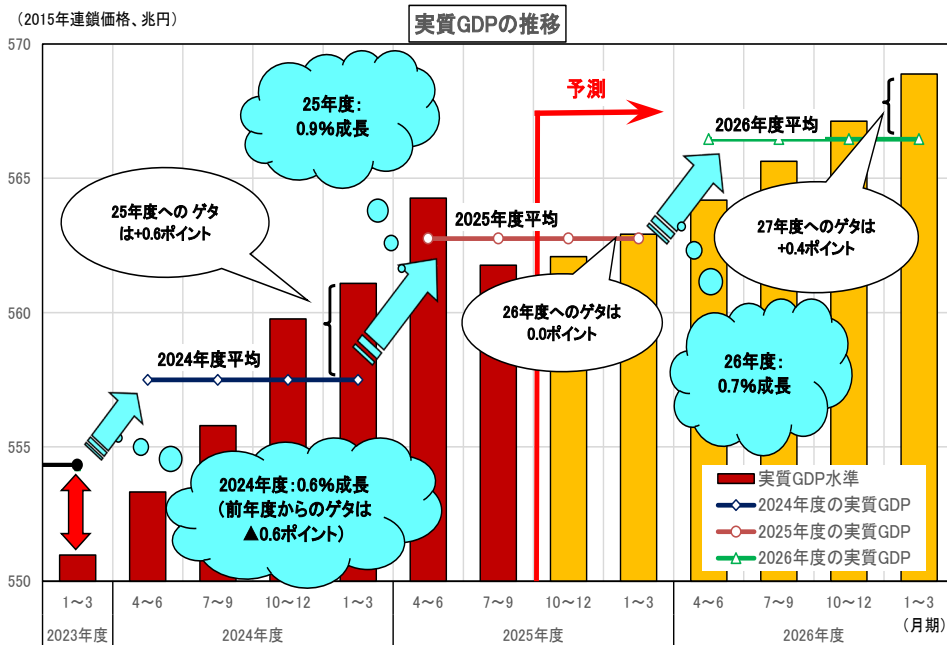
2025年11月21日

- 2025年7～9月期の経済成長率は、建築基準法改正などの影響から住宅投資が大きく減少したほか、トランプ関税の影響により輸出も減少したことから、前期比年率▲1.8%と6期ぶりのマイナスとなった。一方、民間企業設備投資は堅調に推移した。足元10～12月期は特殊要因の剥落もあり、弱いながらもプラス成長が見込まれる。
- 26年入り後には物価上昇率の鈍化が明確になるとみられ、前年比マイナスが続く実質賃金もプラスに転じ、民間消費を下支えしていくと思われる。労働力不足が深刻になるなか、26年春闘も堅調な内容が想定される。また、拡張的な財政運営も国内景気をサポートするだろう。一方、トランプ関税の影響は今後強まるとみられ、26年度上期にかけて輸出は減少が続くが、年度下期にはそうした下押しが弱まってくると想定される。26年度を通じて景気回復が続くだろう。
- 高市首相は「強い経済」の実現に向けて、「責任ある積極財政」に加え、緩和的な金融環境の継続を求めているとみられる。しかし、日銀は経済・物価情勢の改善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との方針を堅持している。物価の基調は徐々に高まっているほか、過度の円安を阻止するため、早ければ年内にも追加利上げが検討されると予想する。

経済成長率の予測(前年度比)



実質GDPの推移



(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7～9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：

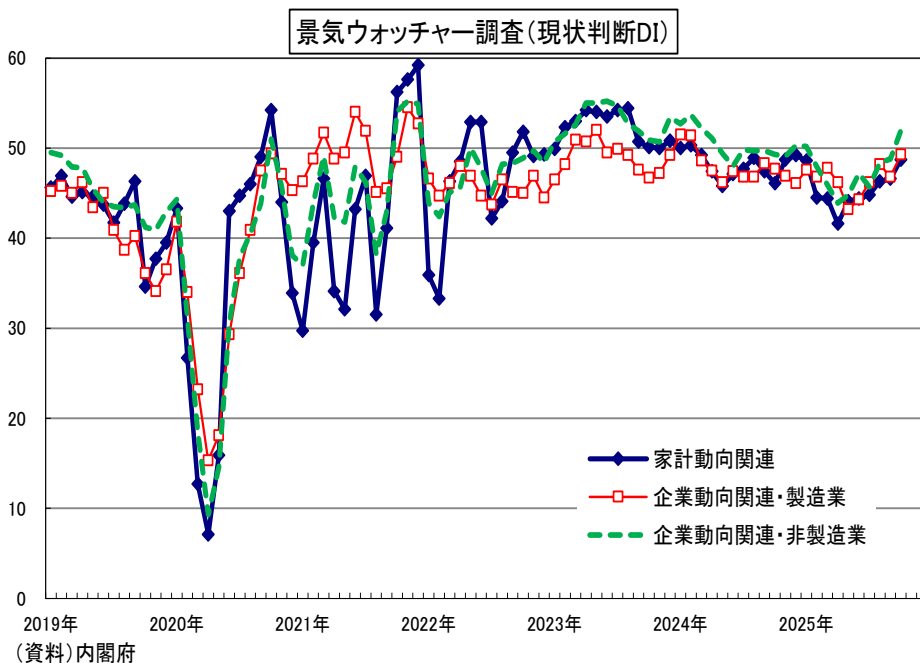
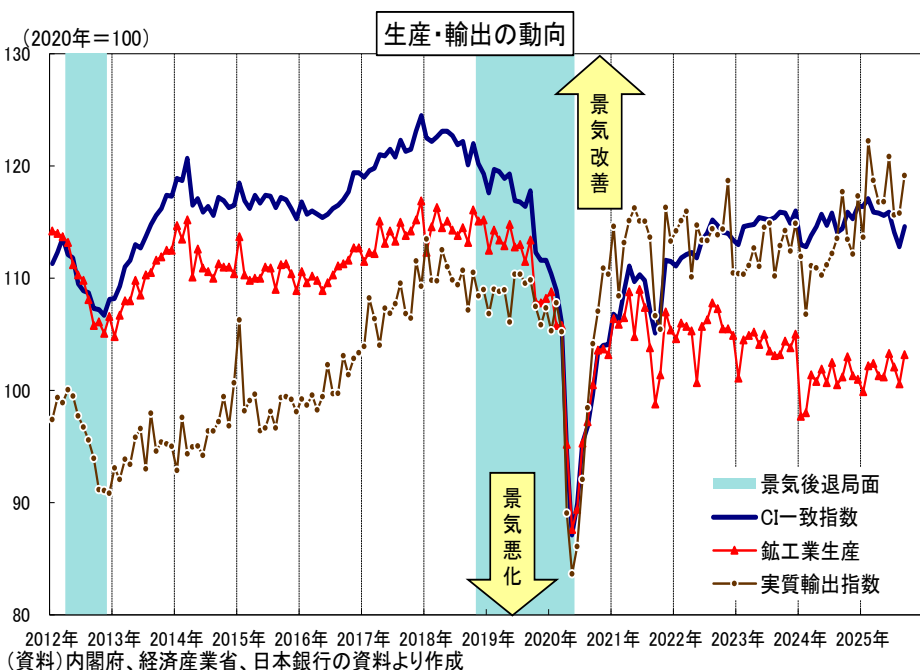
総括、日本経済・金融
米国経済・金融
中国経済・金融

南 武志
佐古 佳史
王 雷軒

1 景気の現状

□景気動向：回復ペースは緩慢なまま

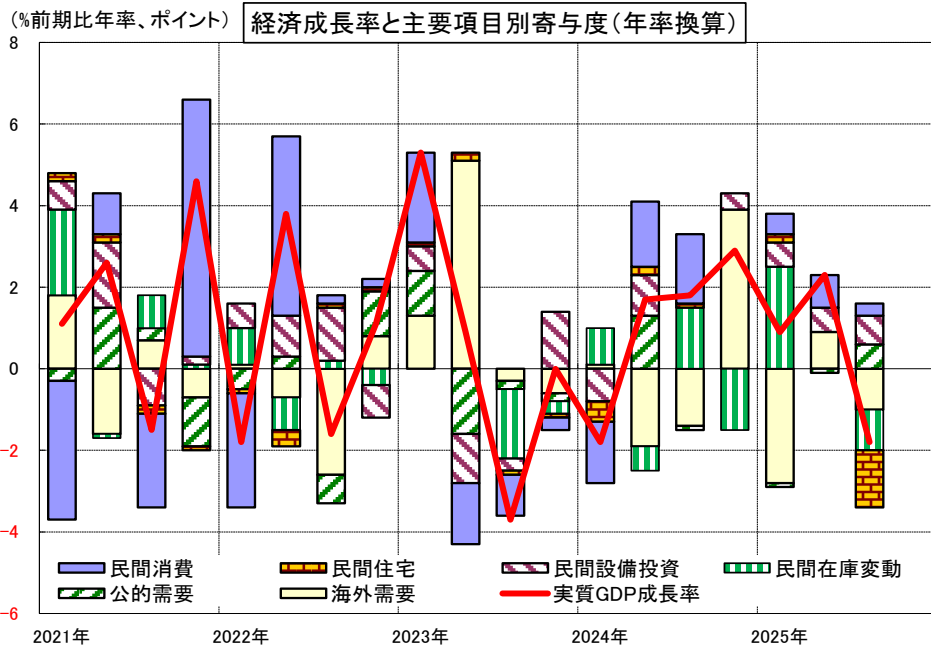
- 7～9月期の鉱工業生産は前期比0.1%と2期連続で上昇したが、基調判断は「一進一退」（15か月連続）のまま
- 7～9月期の第3次産業活動指数は前期比0.4%と3期連続の上昇、基調判断は「一部に足踏みがみられるものの、持ち直しの動き」（4か月連続）
- 9月の景気動向指数・CI一致指数は3か月ぶりに上昇したが、25年2月の水準を下回ったまま
 - ▶ CI一致指数に基づく基調判断は「下げ止まり」（14か月連続）
- 10月の景気ウォッチャー調査の現状判断DI、先行き判断DIはともに改善（いずれも6か月連続）、このうち先行き判断DIは14か月ぶりに判断基準である50を上回った
 - ▶ 20か月連続で50割れの現状判断DIも水準を切り上げつつある
 - ▶ 基調判断は「景気は持ち直している」へ上方修正
- 日銀短観（10月調査）によれば、企業の景況感是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



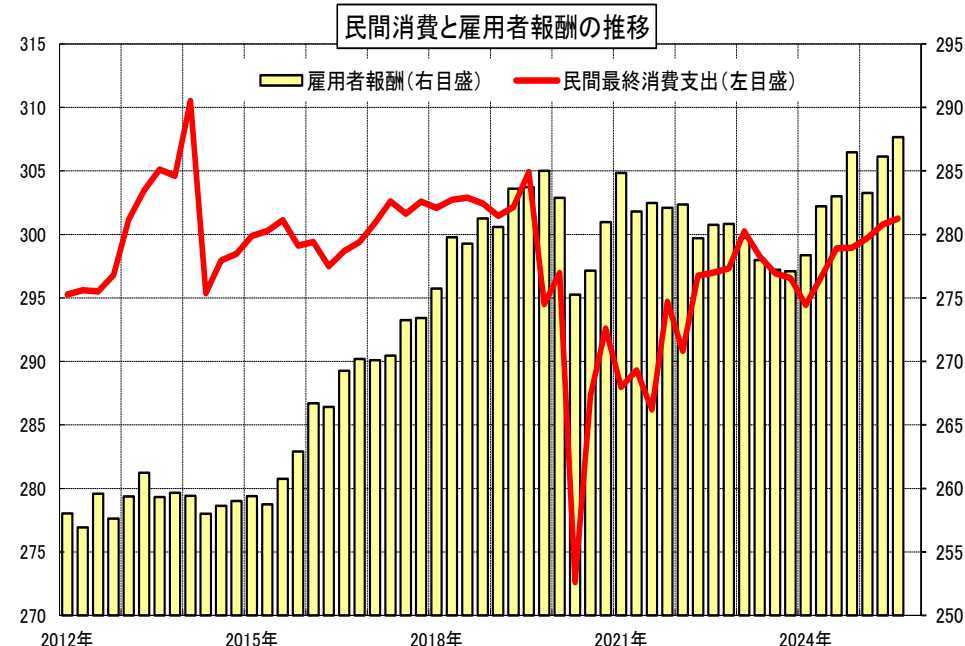
1 景気の現状

□25年7～9月期のGDP：6期ぶりのマイナス成長

- 実質GDPは前期比▲0.4%、同年率▲1.8%と6期ぶりのマイナス成長
- 建築基準法・建築物省エネ法の改正（4月1日施行）によって住宅着工統計に駆け込み需要とその反動減が出たが、その影響で民間住宅投資が激減したほか、トランプ関税の影響から輸出等も2期ぶりに減少
- 需要項目別には、民間消費（前期比0.1%）、民間企業設備投資（同1.0%）、政府消費（同0.5%）、公共投資（同0.1%）、輸入等（同▲0.1%）は押し上げ要因、民間住宅投資（同▲9.4%）、民間在庫変動（前期比成長率に対する寄与度：▲0.2ポイント）、輸出等（前期比▲1.2%）は押し下げ要因
 - 実質雇用者報酬は前期比0.5%と2期連続の増加、民間消費を下支え
- GDPデフレーターは前年比2.8%、前期比0.6%と、いずれも12期連続での上昇、価格転嫁の定着を再確認
 - 輸入デフレーターが前年比▲2.9%と下落したが、民間需要デフレーターは同2.3%と上昇継続
- 実感に近いとされる名目GDPは前期比0.1%（同年率0.5%）と失速したが、6期連続のプラス



(資料)内閣府経済社会総合研究所



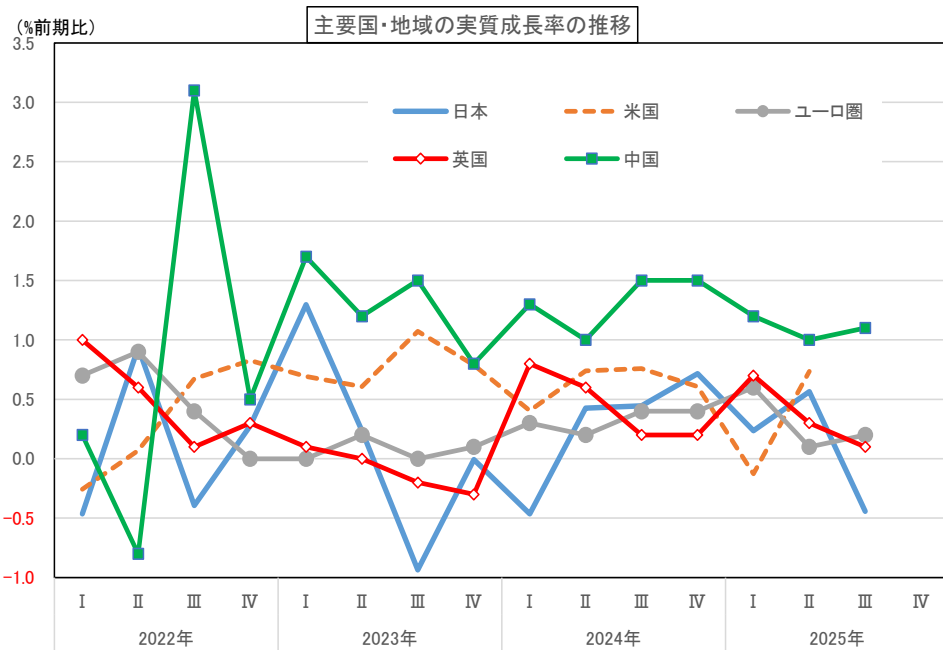
(資料)内閣府 (注)2015年連鎖価格表示、兆円。雇用者報酬は家計最終消費支出デフレーターで実質化。

□世界経済は低成長状態が続く

- 世界経済は低成長ながらも底割れは回避
 - これまでのところ、トランプ関税の影響は限定的

□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10月発表）では、25年の世界経済全体の見通しを3.2%成長と7月時点の見通し（3.0%）から上方修正、26年は3.1%成長で据え置き
 - 米国と世界各国との関税交渉は概ね合意に至ったとはいえ、保護主義による世界貿易に対する下押し圧力が強まっていることは確かであり、当面は回復傾向が強まる状況にはない
 - 26年にかけて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



2025～26年 IMF世界経済見通し

| | 2024年 | 2025年 | 2026年 | 7月時点との比較 | |
|-----------------------|-------|------------|------------|----------|-------|
| | | | | 2025年 | 2026年 |
| 世界全体(実質経済成長率) | 3.3 | 3.2 | 3.1 | 0.2 | 0.0 |
| 先進国 | 1.8 | 1.6 | 1.6 | 0.0 | 0.1 |
| 米国 | 2.8 | 2.0 | 2.1 | 0.1 | 0.1 |
| ユーロ圏 | 0.9 | 1.2 | 1.1 | 0.2 | ▲ 0.1 |
| ドイツ | ▲ 0.5 | 0.2 | 0.9 | 0.1 | 0.0 |
| フランス | 1.1 | 0.7 | 0.9 | 0.1 | ▲ 0.1 |
| イタリア | 0.7 | 0.5 | 0.8 | 0.0 | 0.0 |
| スペイン | 3.5 | 2.9 | 2.0 | 0.4 | 0.2 |
| 英国 | 1.1 | 1.3 | 1.3 | 0.1 | ▲ 0.1 |
| 日本 | 0.1 | 1.1 | 0.6 | 0.4 | 0.1 |
| 新興国・発展途上国 | 4.3 | 4.2 | 4.0 | 0.1 | 0.0 |
| 中国 | 5.0 | 4.8 | 4.2 | 0.0 | 0.0 |
| インド | 6.5 | 6.6 | 6.2 | 0.2 | ▲ 0.2 |
| ブラジル | 3.4 | 2.4 | 1.9 | 0.1 | ▲ 0.2 |
| ロシア | 4.3 | 0.6 | 1.0 | ▲ 0.3 | 0.0 |
| 南アフリカ | 0.5 | 1.1 | 1.2 | 0.1 | ▲ 0.1 |
| ASEAN5 | 4.6 | 4.2 | 4.1 | 0.1 | 0.0 |
| 世界貿易数量(財・サービス) | 3.5 | 3.6 | 2.3 | 1.0 | 0.4 |
| 商品市況 | | | | | |
| 原油 | ▲ 1.8 | ▲ 12.9 | ▲ 4.5 | 1.0 | 1.2 |
| 原油以外 | 3.7 | 7.4 | 4.1 | ▲ 0.5 | 2.1 |
| 消費者物価 | | | | | |
| 先進国 | 5.8 | 4.2 | 3.7 | 0.0 | 0.1 |
| 先進国 | 2.6 | 2.5 | 2.2 | 0.0 | 0.1 |
| 新興国・発展途上国 | 7.7 | 5.3 | 4.7 | ▲ 0.1 | 0.2 |

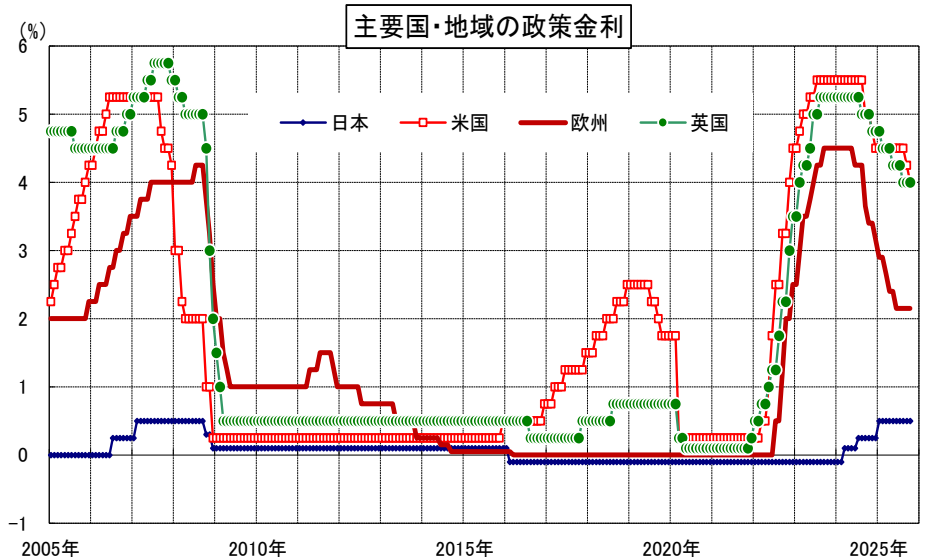
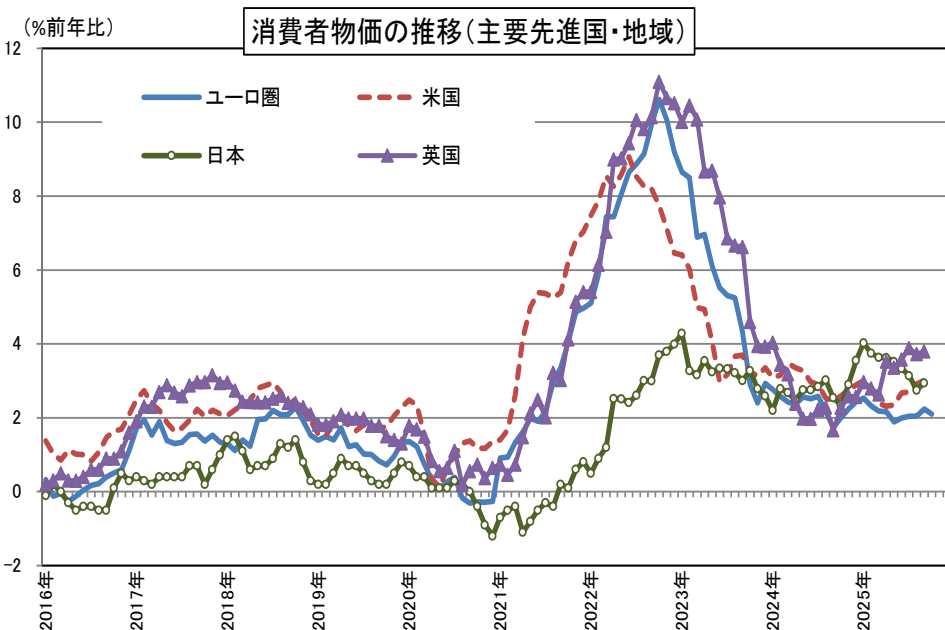
(資料)IMF[World Economic Outlook(2025年10月)]

□世界インフレは沈静化しつつあるが、なお高め

- 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年には概ね3%台まで鈍化、25年にかけて多くの中央銀行が物価安定とする2%に向けて鈍化する動きが散見された
- ユーロ圏のインフレは沈静化したものの、英国や米国では下げ渋る動きも

□ECB、BoEは利下げ終了、Fedは利下げ再開

- 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25年入り後は利下げを一時中断してきたが、9、10月と2会合連続で利下げを実施
 - 一方、ECB、BoEともに利下げ局面は一旦終了したとの見方が多い



□景気動向：労働市場の減速懸念とAIブーム

- 10月1日から11月12日まで続いた連邦政府機関閉鎖の影響から、見通し作成時点では25年7～9月期のGDPは未発表
- 米議会予算局は、6週間の連邦政府機関閉鎖が10～12月期GDPに対して前期比年率1.5%ポイントの下押し効果を、26年1～3月期GDPに対して同2.2ポイントの上押し効果を持つと推計
- 7～9月期の労働市場は大幅な悪化を回避できたとみられる
- FRBはインフレ率の下げ渋りと労働市場の減速との間で、バランスをとる必要に迫られている
- 見通しのポイントとしては、①関税の価格転嫁は長期間にかけて少しずつ行われるとみられ、当面のインフレ率の上振れは前年比0.3ポイント程度と見込まれること、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、④AIブームを背景とする株高から、資産効果によって富裕層を中心に個人消費が堅調に推移すること、⑤FRBは小幅な利下げを行うと予想さ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2.4%（前回から25年は据え置き、26年は0.5ポイントの上方修正）

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 | % | 0.8 | 3.6 | 3.3 | 1.9 | ▲ 0.6 | 3.8 | 2.6 | 0.8 | 4.1 | 2.0 | 1.9 | 1.9 |
| 個人消費支出 | % | 1.7 | 3.9 | 4.0 | 3.9 | 0.6 | 2.5 | 3.5 | 0.3 | 4.4 | 1.9 | 1.9 | 1.9 |
| 民間設備投資 | % | 1.5 | 2.5 | 3.5 | ▲ 3.7 | 9.5 | 7.3 | 7.4 | 6.6 | 5.9 | 5.3 | 4.7 | 4.7 |
| 民間住宅投資 | % | 8.2 | ▲ 2.0 | ▲ 4.8 | 4.3 | ▲ 1.0 | ▲ 5.1 | ▲ 4.3 | ▲ 5.1 | 3.7 | ▲ 0.5 | ▲ 1.0 | 0.0 |
| 輸出 | % | 4.6 | 0.7 | 8.9 | ▲ 0.9 | 0.2 | ▲ 1.8 | ▲ 2.6 | 3.1 | 2.9 | 3.2 | 2.9 | 2.8 |
| 輸入 | % | 6.9 | 8.4 | 10.1 | ▲ 0.2 | 38.0 | ▲ 29.3 | 16.6 | 6.4 | 4.2 | 3.1 | 3.0 | 3.0 |
| 政府支出 | % | 2.3 | 3.3 | 5.4 | 3.3 | ▲ 1.0 | ▲ 0.1 | 0.0 | ▲ 0.3 | 0.3 | 0.0 | 0.1 | 0.1 |
| 非農業部門雇用者数増減 | 万人 | 19.6 | 13.3 | 13.3 | 20.9 | 11.1 | 5.5 | 6.2 | 5.0 | 5.0 | 6.0 | 7.0 | 7.0 |
| 失業率 | % | 3.8 | 4.0 | 4.2 | 4.2 | 4.1 | 4.2 | 4.3 | 4.4 | 4.4 | 4.4 | 4.3 | 4.3 |
| 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 | % | 3.1 | 2.8 | 2.8 | 3.0 | 2.8 | 2.7 | 2.9 | 2.9 | 2.8 | 2.5 | 2.4 | 2.3 |
| 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 | 3.75～4.00 | 3.50～3.75 | 3.50～3.75 | 3.25～3.50 | 3.25～3.50 |
| 10年物国債利回り | % | 4.2 | 4.4 | 3.8 | 4.6 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.1 | 3.9 | 3.8 | 3.7 |

(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。

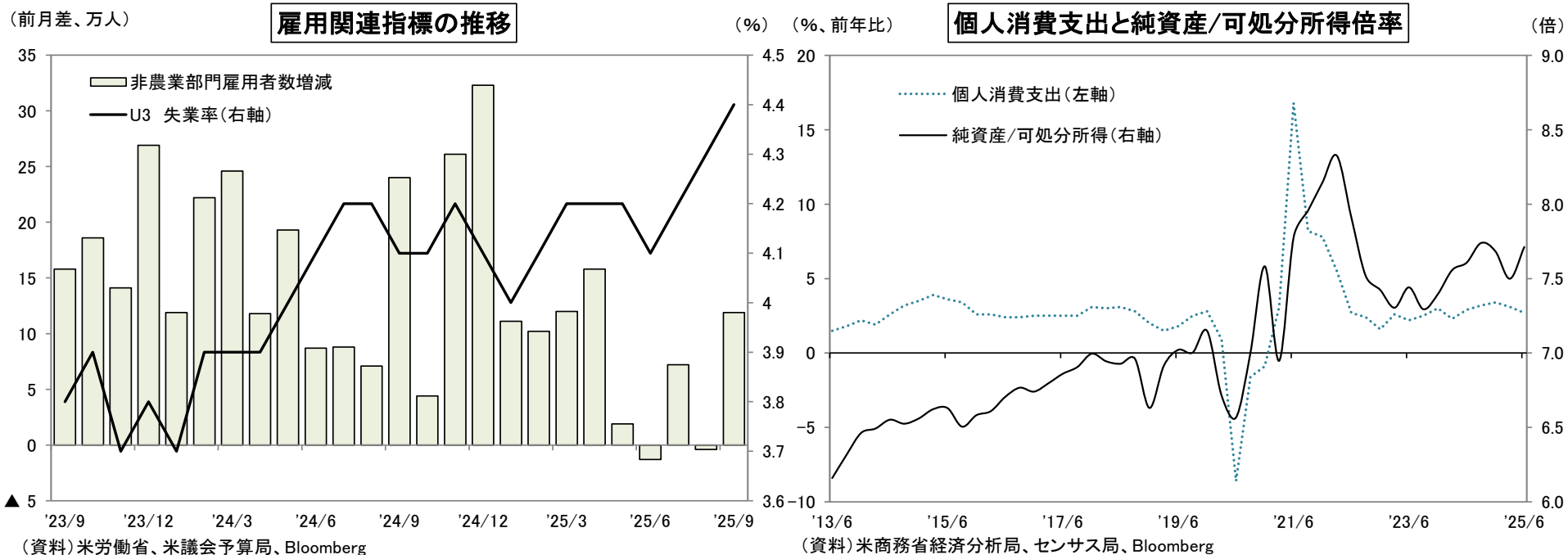
(注意)GDPと各需要項目は四半期年率。FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。グレー部分は指標が未発表のため予測値で代用。

□雇用：減速懸念

- 9月の失業率は4年ぶりとなる4.4%へ上昇した一方で、雇用増加ペースの底割れは回避できた
- 10月のチャレンジャー雇用削減発表からは、景気動向と足元の雇用削減の関連が弱い可能性もうかがえる
- 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といえる

□消費：底堅く推移する見込み

- AIブームによる株高と資産効果から富裕層の消費がけん引役となり、「集計量としての」個人消費支出は底堅い
- 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も個人消費を下支えしている
- 一方で、「Affordability（価格の手ごろさ、経済的余裕の度合い）」が意識されていることもあり、多くの家計では経済状況が改善していないとみられる



□貿易：貿易拡大ペースは鈍い

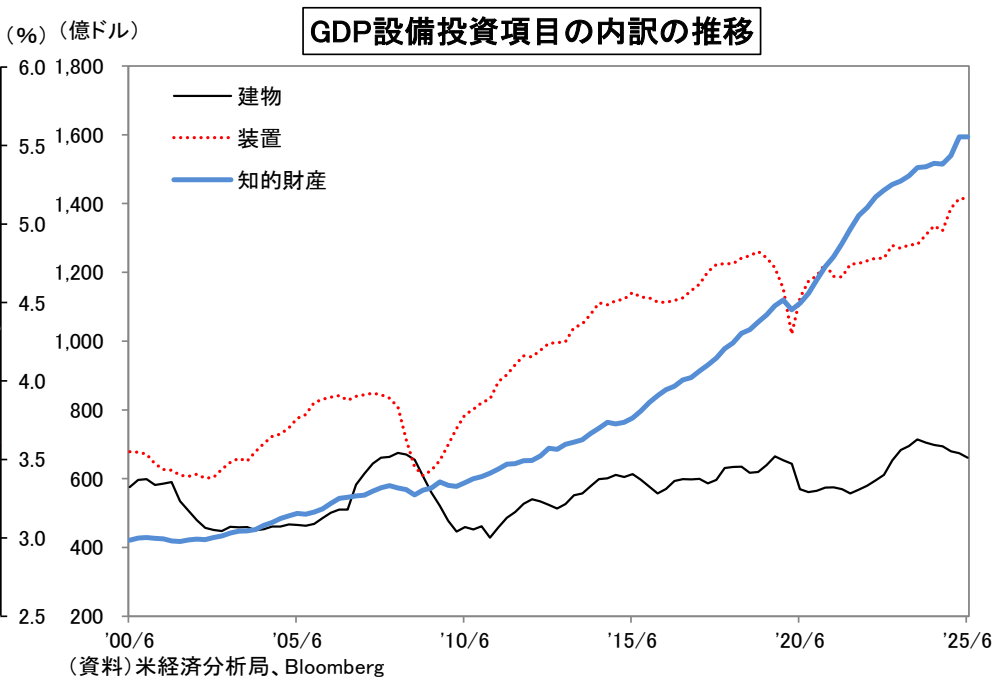
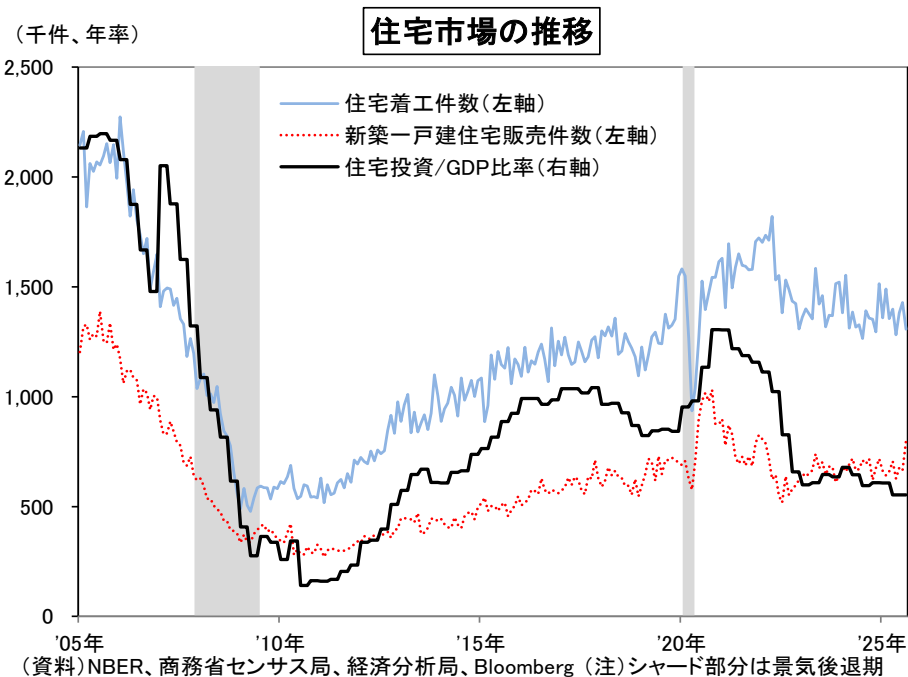
- 一連の米中通商交渉の結果、トランプ政権は26年11月まで対中関税率を20%（第1次トランプ政権時の25%と合わせると累計45%）に引き下げることを選定した。米中対立は1年間の「休戦」状態入りしたと考えられる
- トランプ政権による相互関税発動や製造業の米国回帰志向により、貿易拡大ペースは鈍いと想定する

□設備投資：AIブームによる旺盛な設備投資

- 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
- AI普及に伴う半導体とデータセンターの需要に加えて、製造業の米国内回帰もあり設備投資の堅調な推移を予想する

□住宅投資：減少傾向

- 3年にわたり約8か月分と過剰な新築住宅在庫水準が続いており、住宅着工は減少傾向となっている



□インフレ率：高止まり

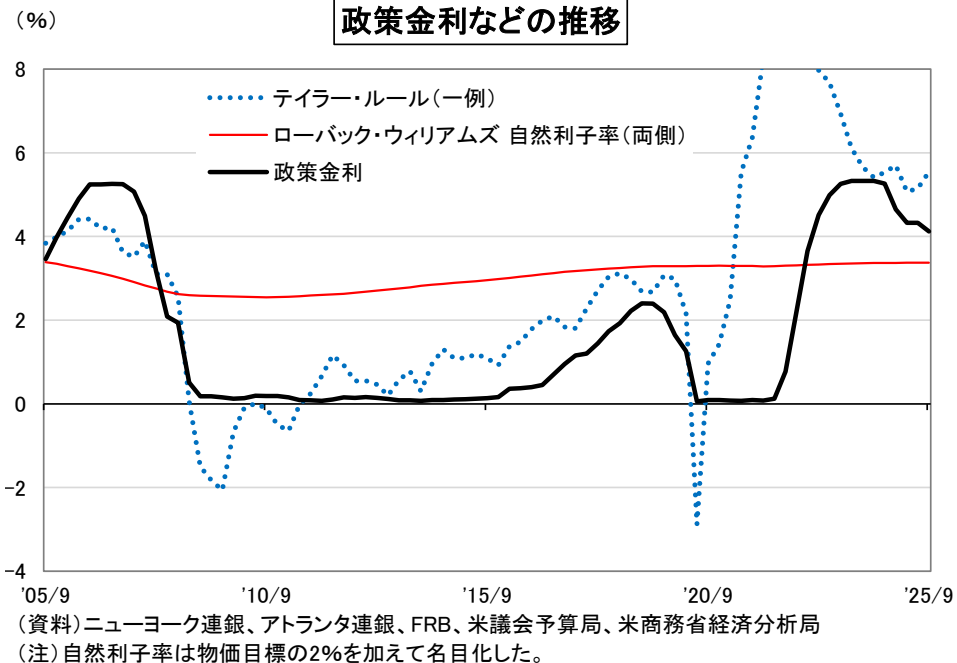
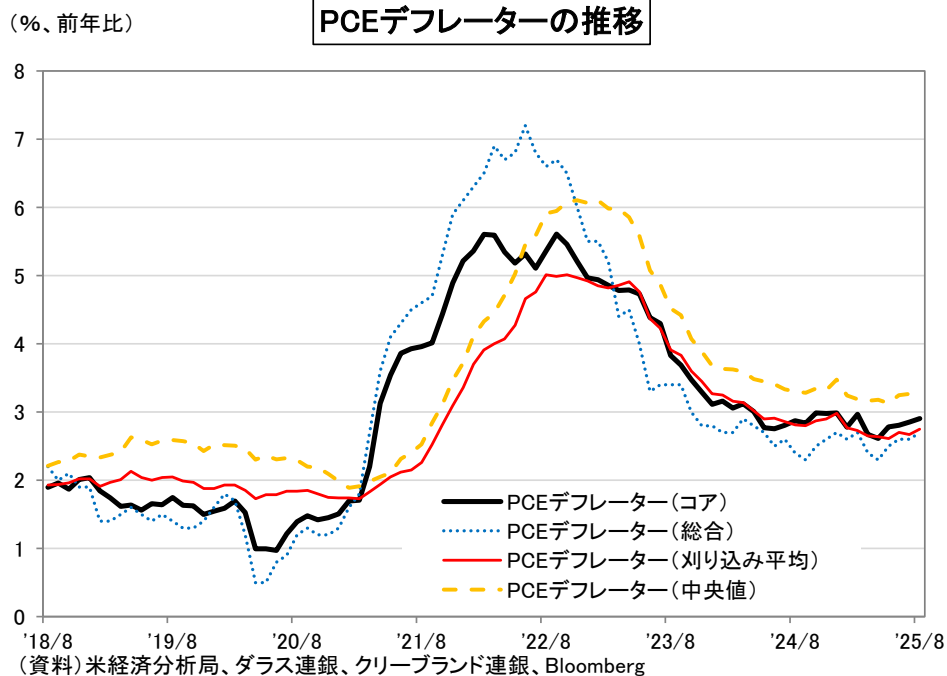
- 関税の価格転嫁は長期間にかけて少しずつ行われるとみられる
- 当面のコアPCEデフレーターに前年比0.3ポイント程度の上昇圧力が加わると見込まれる
- 相互関税から一部食料品を除外するなど、トランプ政権であっても物価高騰を無視できない状況となっている

□金融政策：物価と雇用の両にらみで、慎重な利下げ

- インフレ率の下げ渋りから、大幅な利下げは難しい
- 労働市場の減速懸念から、名目自然利子率（3.5%程度）への小幅な利下げが適切である可能性が高い

□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
- ベッセント財務長官は11月12日、少なくとも向こう数四半期にわたって中長期債の発行規模を維持する方針を表明



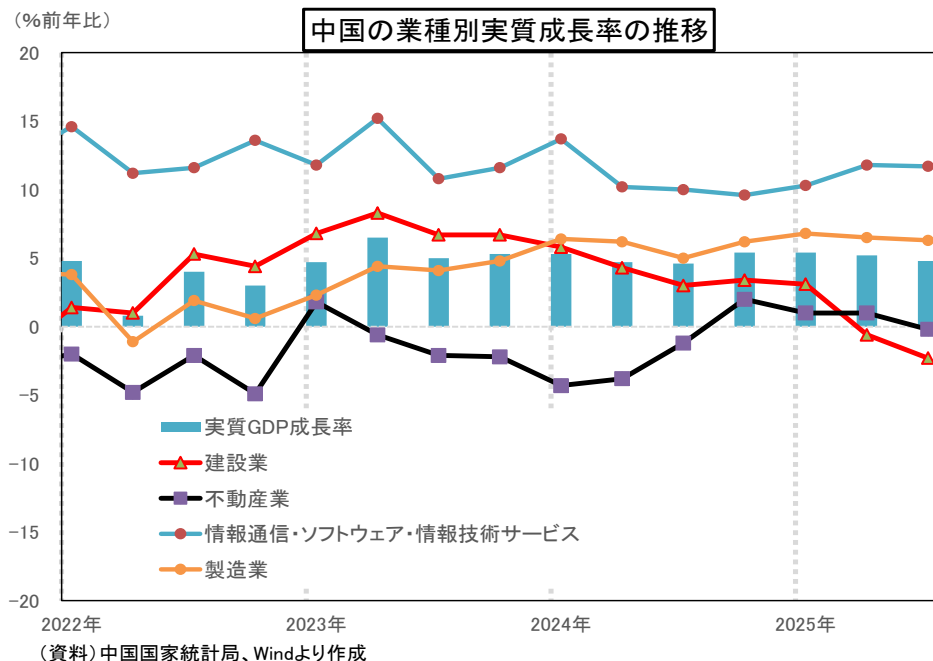
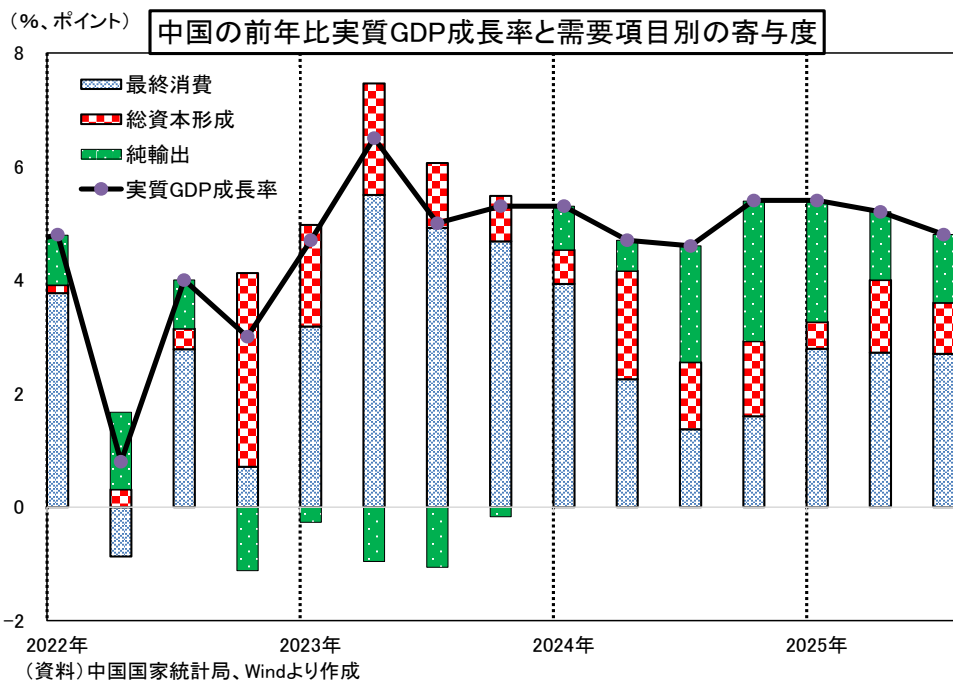
□25年7～9月期の実質GDP成長率：不動産不況等により減速

－ 7～9月期の実質GDP成長率は前年比4.8%と、4～6月期（同5.2%）から減速し、政府が掲げている25年の成長目標である「5%前後」を下回った

- 実質GDP成長率（前年比4.8%、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7期連続でプラスを維持し、総資本形成を上回る寄与となった
- 業種別にみると、製造業、情報通信・ソフトウェア・情報技術サービスは堅調な成長になったものの、不動産業は前年比▲0.2%とマイナス成長に転じたほか、建設業も同▲2.3%と2期連続のマイナス成長に陥った

□10月以降も景気は内需の減退等で減速基調が継続

－ 足元の経済指標からは、不動産市場の悪化がさらに進行したほか、政府の消費促進策の効果が一服したこともあり、その後の景気は減速基調が継続しているとみられる

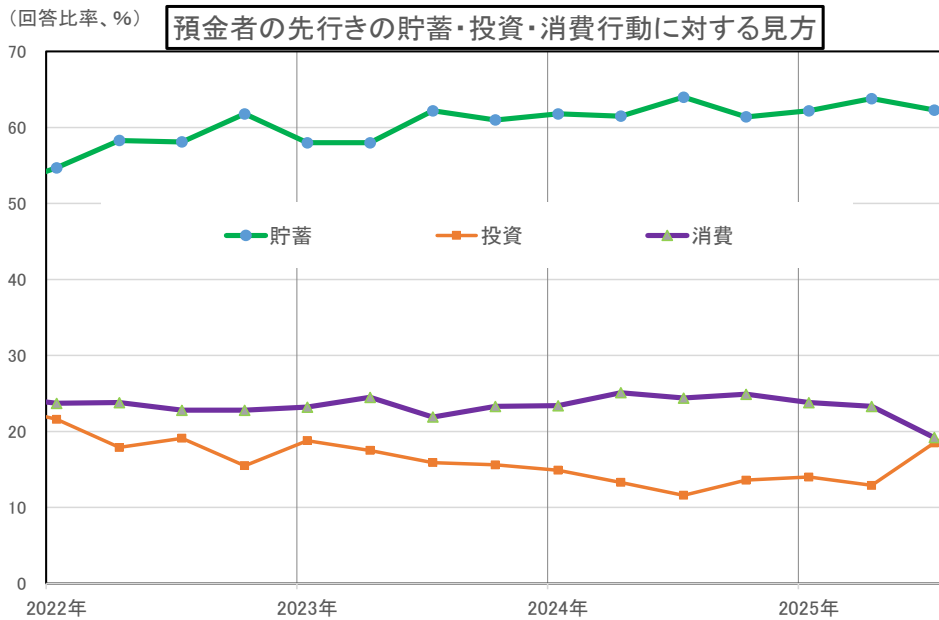


□消費：足元では減速基調、先行きは軟調な推移が見込まれる

- 25年10月の小売売上総額（名目）は前年比2.9%と、9月（同3.3%）から減速した
 - 内訳をみると、需要の先食いによる反動減や消費促進策の効果の薄れ、不動産市況のさらなる悪化などを背景に、自動車販売額、家電音響機器、建築内装資材はそれぞれ同▲6.6%、同▲14.6%、同▲8.3%といずれも大きく減少した
 - 一方、国慶節・中秋節の大型連休が昨年より長かったこともあり、飲食業売上高は同3.8%と伸びが加速したほか、通信機器、金銀宝飾品もそれぞれ同23.2%、同37.6%と大幅に伸びた
- 先行きについては、消費促進策の強化に伴いその消費押し上げ効果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



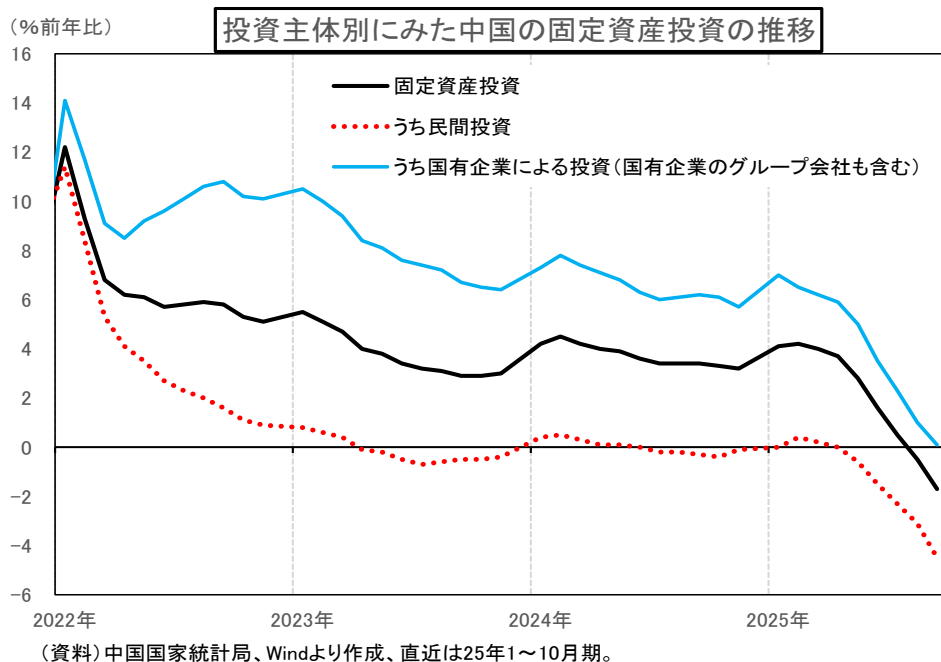
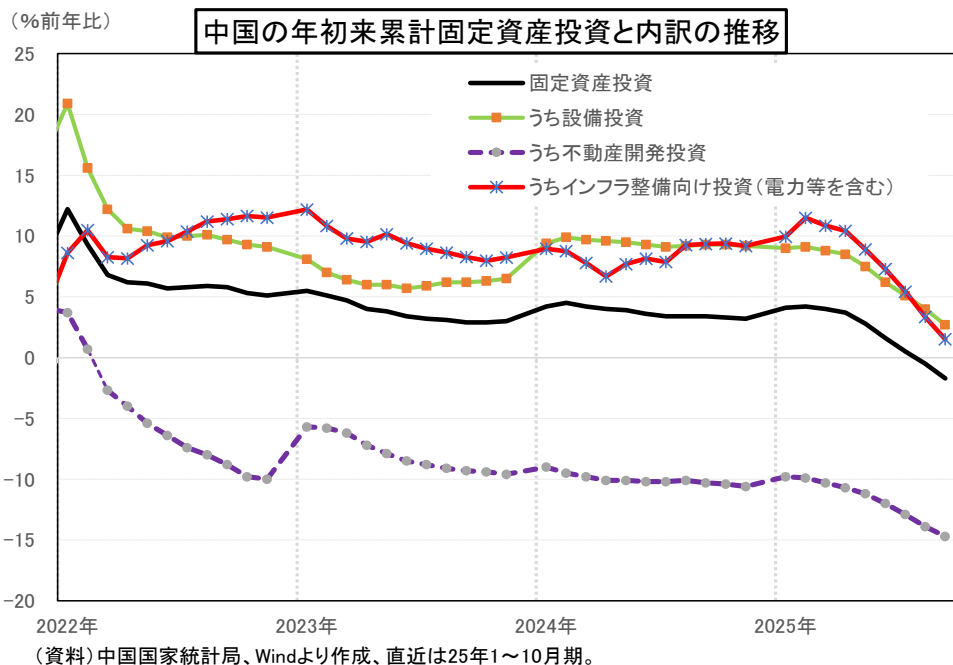
(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は25年10月。



(資料) 中国人民銀行、Windより作成、直近は25年7~9月期、「より多く消費(貯蓄、投資)するのが良い」との回答比率。

□投資：足元では急減、先行きは軟調に推移と予想

- 不動産開発投資のさらなる悪化等で25年1~10月期の固定資産投資は前年比▲1.7%と急減している
 - ▶ 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）は前年比でそれぞれ2.7%、1.5%と固定資産投資全体の伸び（同▲1.7%、前掲）を上回ったものの、低調だったほか、不動産開発投資は同▲14.7%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0.1%と辛うじてプラスを維持したが、民間投資は同▲4.5%とさらに悪化した
- 先行きについては、1兆元の追加経済対策でインフラ整備向け投資は、一定程度の持ち直しが期待されるものの、住宅価格の下落や雇用や所得の先行き不安を背景に住宅販売の不振がなお続き、不動産開発投資の回復は当面見込めない。また、企業収益の低下や民間投資の低迷により、設備投資も低調な推移になると見込まれることから、固定資産投資全体は軟調に推移する可能性が高い

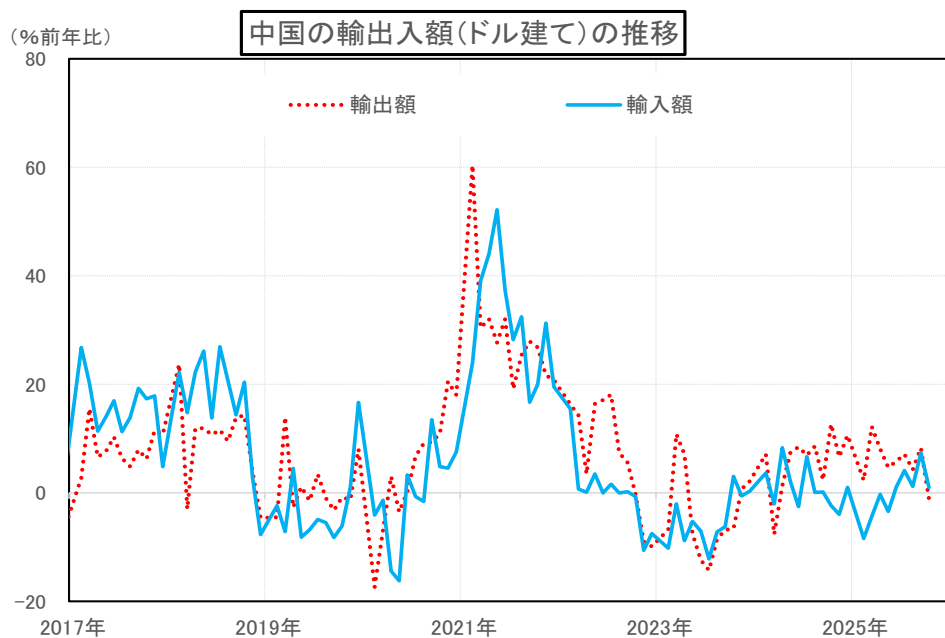


□輸出：先行き下振れリスクがくすぶる

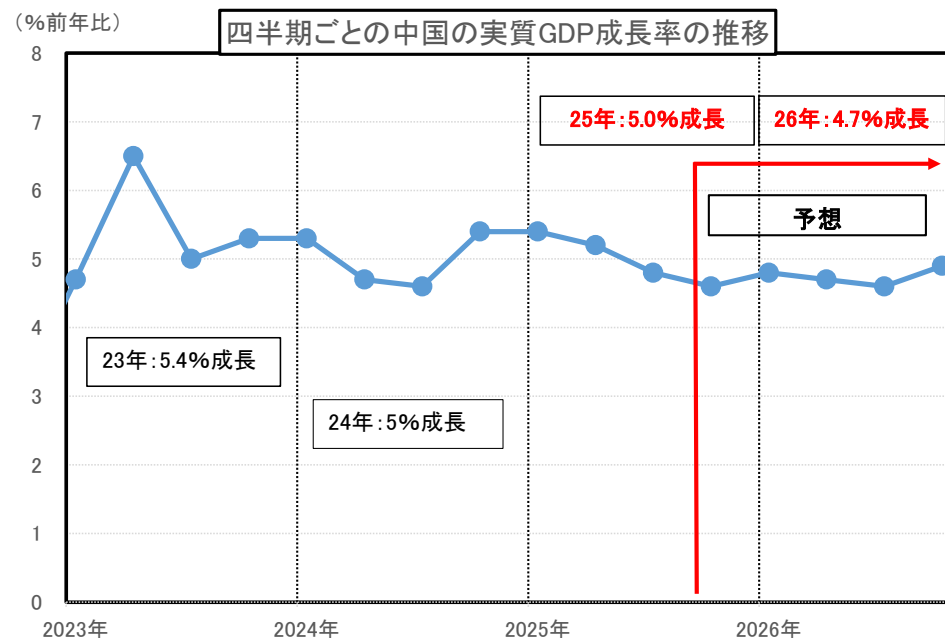
- 対米輸出の大幅な減少や反動減等を受けて、25年10月の輸出額（ドル建て）は前年比▲1.1%とマイナスに転じた
- 10月下旬の第5回米中通商協議の開催や首脳会談の実現を受けて、米中対立が一時的に緩和されたことで対米輸出の持ち直しが予想されるが、日中関係の冷え込みによる日本向け輸出への影響が予想されるほか、他の地域への輸出拡大が一服する可能性もあり、軟調に推移すると見込まれる

□経済見通し：25年は5.0%成長（上方修正）、26年は4.7%成長（据え置き）

- 中国政府が年末にかけて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、輸出の下振れリスクもあり、10~12月期の成長は前年比4.6%とさらに減速すると予想
- とはいえ、25年1~9月期は5.2%成長を達成したことで、25年通年は24年と同様、前年比5.0%（前回見通しから0.1ポイント上方修正）と予想。しかしながら、26年は不動産市場の軟調さが続く想定するほか、人口減少と高齢化の進行による影響もあり、前年比4.7%（据え置き）と減速する見込み



(資料) 中国海関総署、Windより作成、直近は25年10月。



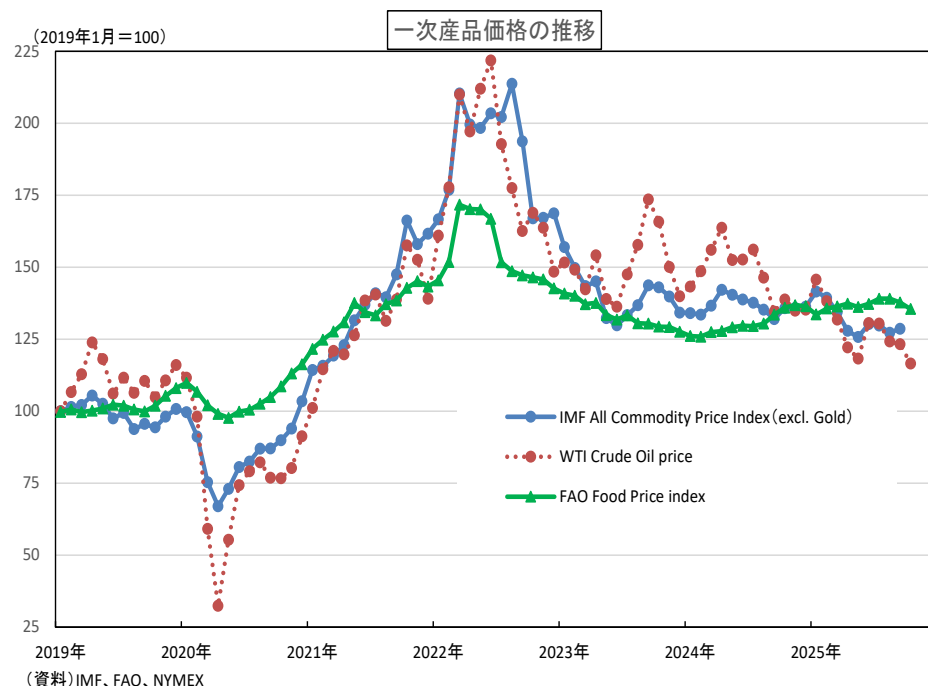
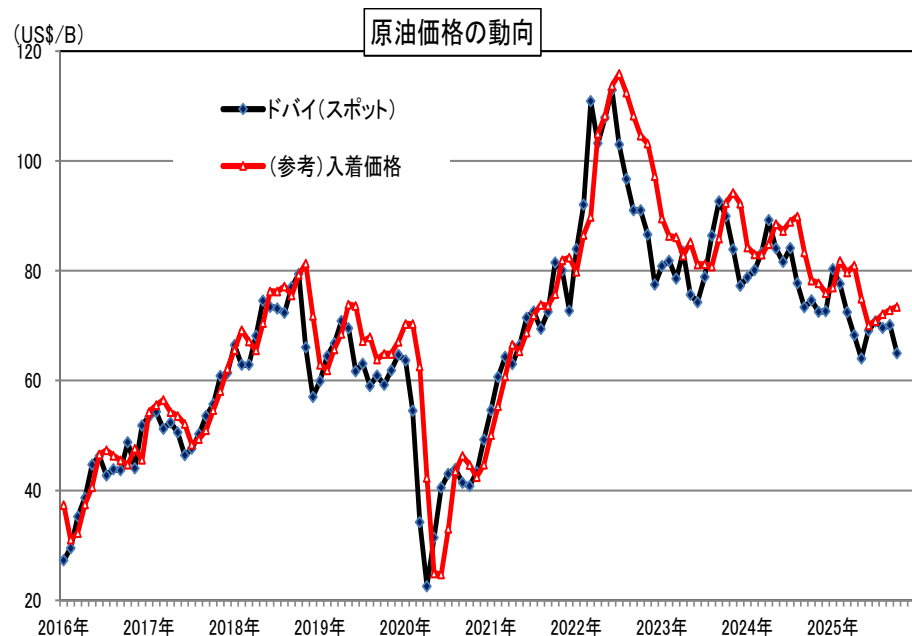
(資料) 中国国家統計局、Windより作成・予想。

□原油価格：60ドル/バレル前後で推移

- 22年11月以降、OPECプラスは生産量調整を行っていたが、有志8か国による自主減産（日量220万バレル、23年11月～）について25年9月に終了
 - 有志8か国は23年4月に発表した自主減産分（日量165万バレル）についても縮小を開始、10～12月は日量13.7万バレルずつ増産することを決定
 - 26年1～3月は増産を停止する方針
- OPECプラスの増産方針を受けて、原油価格（WTI先物、期近物）は10月にかけて50ドル/バレル台後半まで下落したが、直近は60ドル前後で推移

□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、26年度にかけて国内への入着価格（CIF）は60ドル/バレル台前半で推移すると予想



□日米関税交渉で相互関税と自動車関税はいずれも15%と決定

- 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

□日本経済への影響：主力である自動車・同部品への影響は無視できない

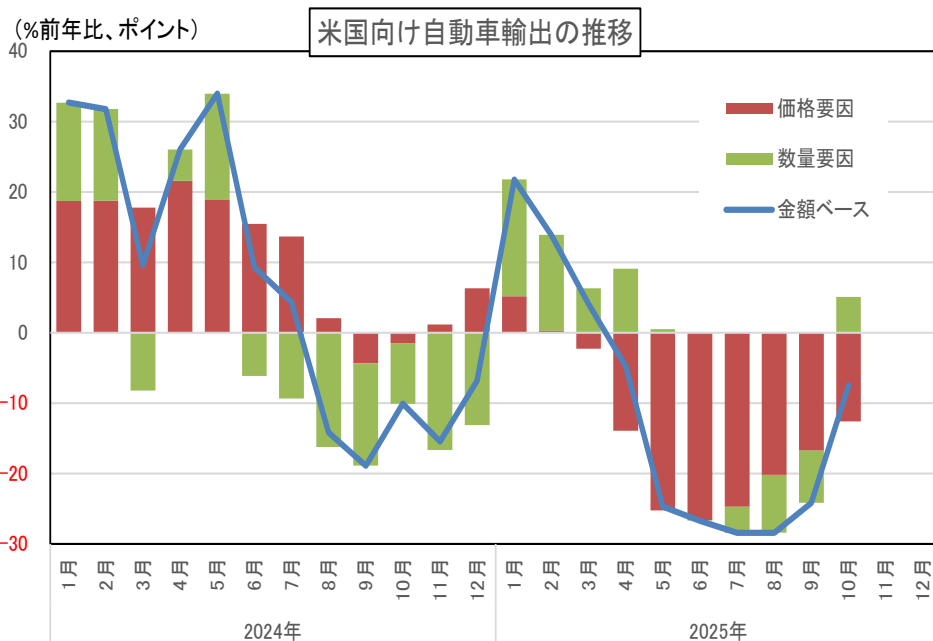
- 日本の対米輸出は輸出全体の18.1%、そのうち自動車・同部品のシェアは30.1%（25年度上期実績）で、いずれも24年度から縮小
- これまで日米間では貿易不均衡の税制に向けた対策が講じられてきたが、目立った効果は見られなかった
 - 関税政策だけで米国に製造業を回帰させることは難しい
 - 米国経済の主たる牽引役である「旺盛な消費」が変化しない限り、米国の貿易赤字は縮小しない可能性が高いが、それはMAGAの精神とは整合的ではない

日本の主要地域別・品目別の輸出動向（2025年度上期）

| | 全体 | 米国 | EU | 中国 |
|-----------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 食料品 | 675 (1.3) | 119 (1.2) | 42 (0.8) | 64 (0.7) |
| 原材料 | 909 (1.7) | 39 (0.4) | 58 (1.2) | 340 (3.8) |
| 鉱物性燃料 | 540 (1.0) | 9 (0.1) | 4 (0.1) | 83 (0.9) |
| 化学製品 | 5,778 (10.8) | 698 (7.2) | 535 (10.8) | 1,701 (19.0) |
| 医薬品 | 652 (1.2) | 148 (1.5) | 98 (2.0) | 136 (1.5) |
| 原料別製品 | 5,782 (10.8) | 678 (7.0) | 372 (7.5) | 997 (11.1) |
| 鉄鋼 | 1,918 (3.6) | 126 (1.3) | 73 (1.5) | 212 (2.4) |
| 一般機械 | 9,631 (18.0) | 2,274 (23.4) | 950 (19.2) | 2,253 (25.2) |
| 電気機器 | 9,140 (17.0) | 1,418 (14.6) | 846 (17.1) | 1,871 (20.9) |
| 半導体等電子部品 | 3,248 (6.1) | 116 (1.2) | 128 (2.6) | 655 (7.3) |
| 輸送用機器 | 11,575 (21.6) | 3,160 (32.5) | 1,237 (25.0) | 657 (7.3) |
| 自動車・同部品 | 10,295 (19.2) | 2,927 (30.1) | 1,049 (21.2) | 633 (7.1) |
| その他 | 9,622 (17.9) | 1,317 (13.6) | 906 (18.3) | 1,297 (14.5) |
| 総額 | 53,653 (100.0) | 9,712 (100.0) | 4,950 (100.0) | 8,947 (100.0) |
| | | {18.1} | {9.2} | {16.7} |
| (参考)貿易収支戻 | -1,234 | 3,321 | -1,412 | -3,631 |

(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



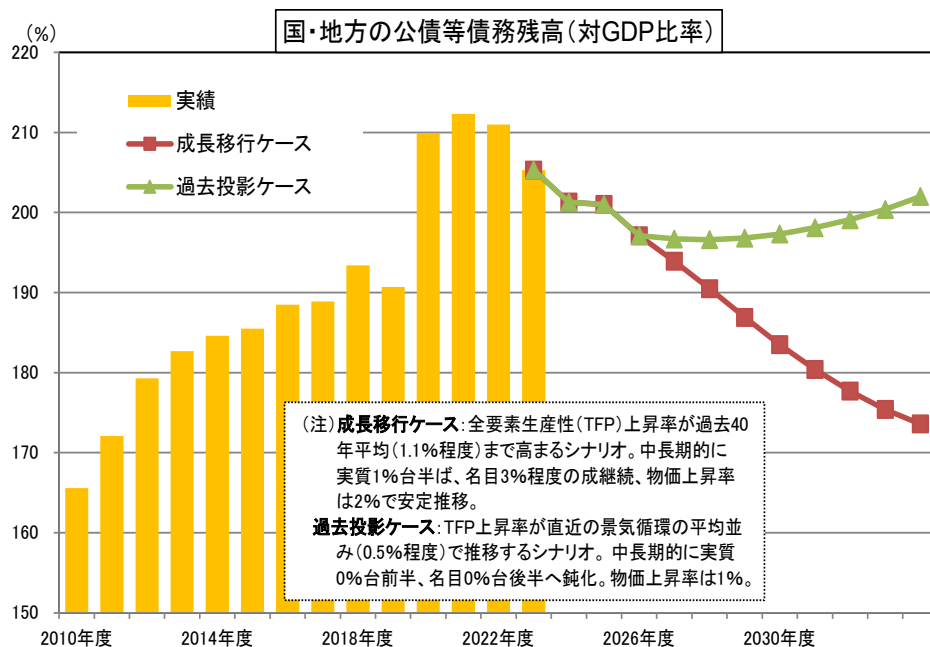
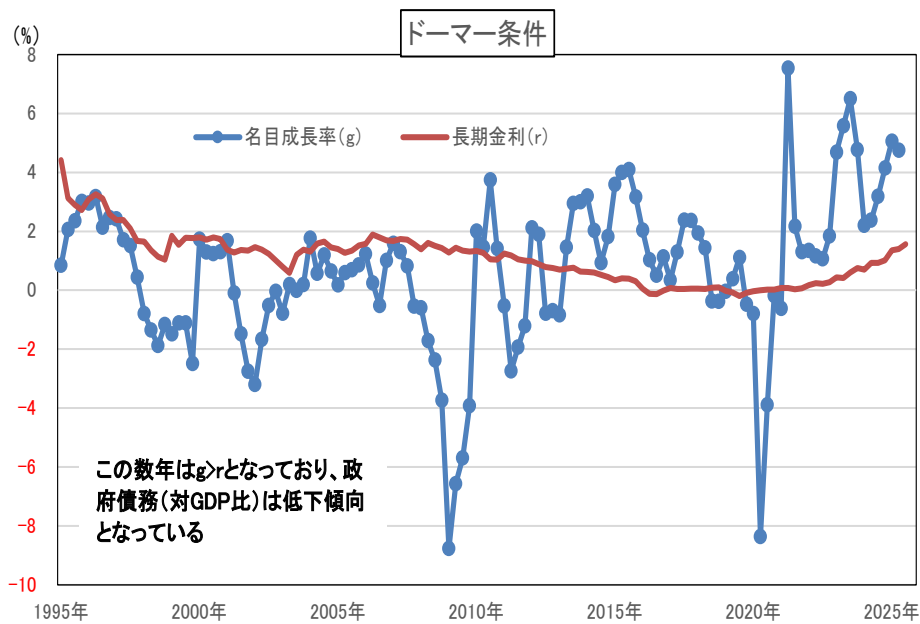
(資料)財務省、日本銀行 (注)価格は「北米向け乗用車」の輸出物価、数量は両者の残差を使用。

□ 「責任ある積極財政」を掲げる高市内閣

- 「強い経済」の実現に向けて「責任ある積極財政」を掲げた高市早苗氏が勝利、首相に就任
 - 公明党との連立を解消、新たに国会議員の定数削減や社会保障改革、副首都構想などを掲げる日本維新の会との連立政権を樹立
- 喫緊の課題として、物価高対策に迅速に取り組む方針
 - 11月21日に策定する経済対策には、ガソリン税・軽油取引税の暫定税率の廃止、電気・ガス料金の負担軽減策、重点支援地方交付金の拡充、子育て支援などが盛り込まれる見通し

□ 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
- 一方、高市首相は単年度でのPB黒字化目標を取り下げ、代わりに公的債務の対名目GDP比の引き下げを重視する意向



(資料)内閣府、NikkeiFQ (注)名目成長率は前年比、長期金利は新発10年物国債利回り。

(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

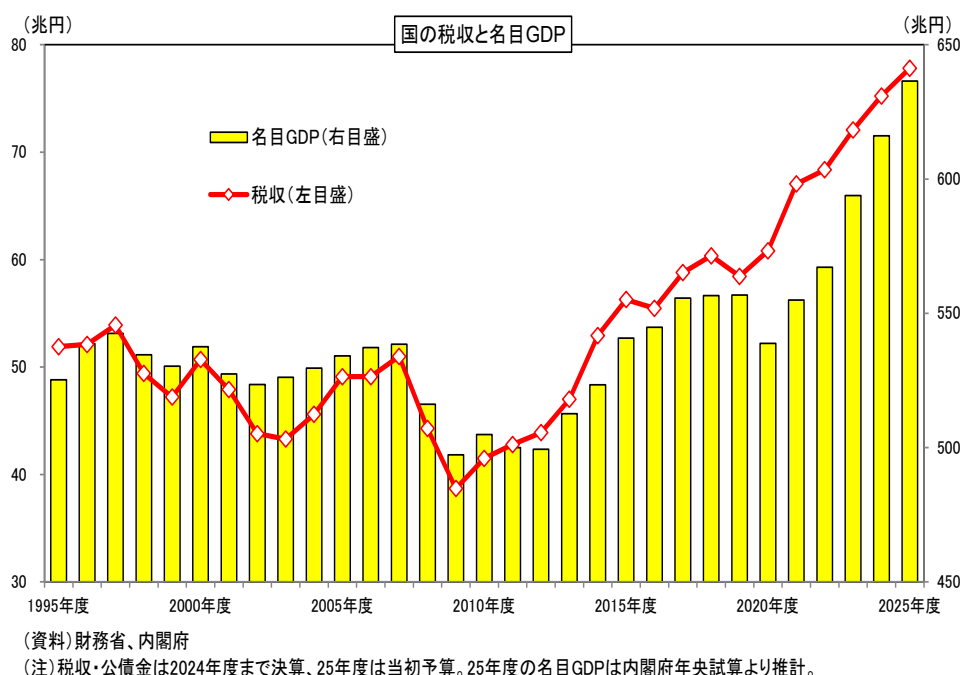
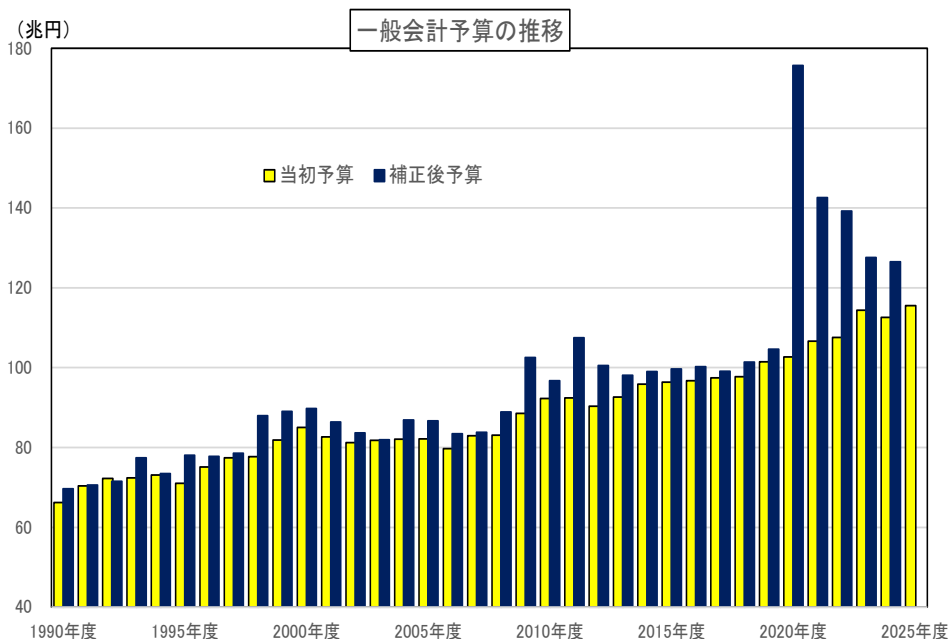
3 国内の経済政策

□25年度補正予算は前年規模を上回る見通し

- 25年度補正予算案の一般会計ベースでの歳出規模は17.7兆円程度と、24年度補正（13.9兆円）を上回る模様
 - 片山財務相は財源について、税収上振れ分や歳出の不用などに加え、国債増発も検討する考えを示した

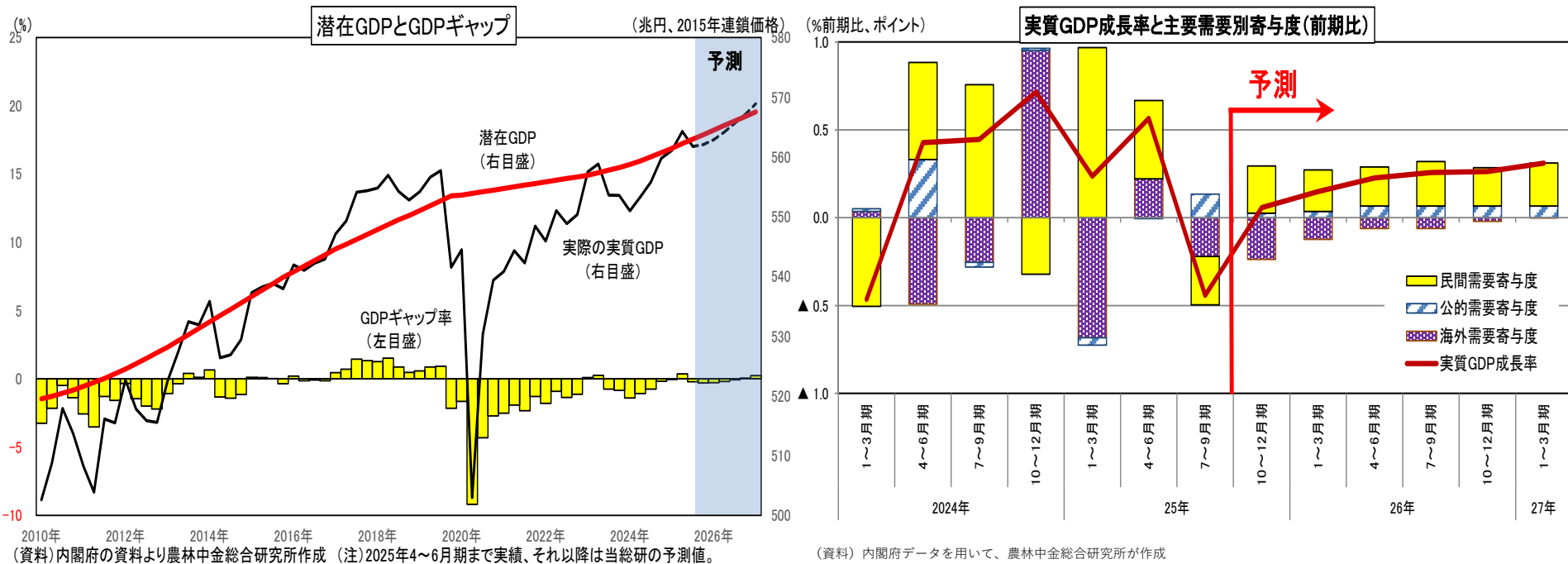
□26年度予算の編成方針

- 石破内閣の下では「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する方針が示された
 - 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
 - 概算要求額・要望額の合計は122.4兆円（概算要求額は119.7兆円）
- 高市内閣は、小学校給食、高校授業料の無償化、所得税の基礎控除の物価連動などを検討する方針



□総論：2025年度は0.9%成長、26年度は0.7%成長と予想

- 足元10～12月期については、コメなど食料価格の高止まりが続いており、家計の節約志向は強いままであることから消費の増勢はなかなか強まらない。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。ただし、7～9月期のマイナス成長の一因である住宅投資は底入れすることが見込まれる。経済成長率は前期比年率0.2%と弱いながらも2期ぶりのプラスと予想する。GDPギャップはマイナス状態が続くだろう。
- 過去10年でみられた高齢者や女性の労働力化率の上昇は、若年層の人口減少からくる労働力不足をある程度補ってきたが、そろそろ限界に近づいている。そのため、人手不足に伴う賃上げはもはや「定着」しており、26年春闘も堅調な内容が見込まれる。こうしたなか、26年入り後には物価上昇率の鈍化が明確になり、前年比マイナスが続いた実質賃金もプラスに転じ、民間消費を下支えしていくと思われる。拡張的な財政運営も国内景気をサポートするだろう。一方、トランプ関税の悪影響はしばらく残り、26年度上期にかけて輸出は減少が続くだろう。しかし、26年度下期にはそうした悪影響が弱まり、輸出も回復すると予想される。26年度は0.7%成長と、数字の上では25年度からは減速するが、年度を通じて潜在成長率を上回る成長を実現、年度下期にはGDPギャップはプラスに転じるものとみられる。



(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 | 3.6 | 2.2 |
| 実質GDP | % | 0.4 | 0.6 | 0.9 | 0.7 |
| 民間需要 | % | ▲ 0.9 | 1.0 | 1.5 | 1.1 |
| 民間最終消費支出 | % | ▲ 0.4 | 0.7 | 1.0 | 0.8 |
| 民間住宅 | % | 0.7 | ▲ 0.6 | ▲ 4.6 | 0.1 |
| 民間企業設備 | % | ▲ 0.9 | 1.9 | 3.1 | 2.6 |
| 民間在庫変動(寄与度) | ポイント | ▲ 0.4 | 0.1 | 0.2 | ▲ 0.0 |
| 公的需要 | % | ▲ 0.7 | 1.1 | 0.5 | 0.9 |
| 政府最終消費支出 | % | ▲ 0.8 | 1.2 | 0.4 | 0.8 |
| 公的固定資本形成 | % | ▲ 0.4 | 0.6 | 0.2 | 1.6 |
| 輸出 | % | 3.0 | 1.5 | 2.3 | ▲ 0.5 |
| 輸入 | % | ▲ 2.8 | 3.5 | 3.1 | 1.4 |
| 国内需要寄与度 | ポイント | ▲ 0.9 | 1.1 | 1.3 | 1.1 |
| 民間需要寄与度 | ポイント | ▲ 0.7 | 0.8 | 1.2 | 0.9 |
| 公的需要寄与度 | ポイント | ▲ 0.2 | 0.3 | 0.1 | 0.2 |
| 海外需要寄与度 | ポイント | 1.3 | ▲ 0.5 | ▲ 0.2 | ▲ 0.4 |
| GDPデフレーター(前年比) | % | 4.3 | 3.1 | 2.6 | 1.5 |
| 国内企業物価 (前年比) | % | 2.5 | 3.4 | 2.5 | 0.5 |
| 全国消費者物価 (") | % | 2.8 | 2.7 | 2.8 | 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 | 0.5 | 0.7 |
| 経常収支 | 兆円 | 26.2 | 30.4 | 30.0 | 28.3 |
| 名目GDP比率 | % | 4.4 | 4.9 | 4.7 | 4.3 |
| 為替レート | 円/ドル | 144.6 | 152.5 | 148.6 | 145.6 |
| 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 | 1.61 | 1.84 |
| 通関輸入原油価格 | ドル/バレル | 85.5 | 82.8 | 70.6 | 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 | 2024年度 通期 | 25年度 | | 26年度 | | | |
|--------------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 通期 | 上期 | 下期 | 通期 | 上期 | 下期 |
| 実質GDP | % | 0.6 | 0.9 | 0.5 | ▲ 0.3 | 0.7 | 0.4 | 0.7 |
| 民間需要 | % | 1.0 | 1.5 | 0.9 | 0.1 | 1.1 | 0.6 | 0.8 |
| 民間最終消費支出 | % | 0.7 | 1.0 | 0.6 | 0.4 | 0.8 | 0.3 | 0.7 |
| 民間住宅 | % | ▲ 0.6 | ▲ 4.6 | ▲ 3.7 | ▲ 7.3 | 0.1 | 1.0 | 1.3 |
| 民間企業設備 | % | 1.9 | 3.1 | 1.8 | 2.2 | 2.6 | 1.2 | 1.3 |
| 公的需要 | % | 1.1 | 0.5 | 0.2 | 0.7 | 0.9 | 0.4 | 0.6 |
| 政府最終消費支出 | % | 1.2 | 0.4 | 0.2 | 0.7 | 0.8 | 0.4 | 0.5 |
| 公的固定資本形成 | % | 0.6 | 0.2 | 0.2 | 0.4 | 1.6 | 0.9 | 1.3 |
| 財貨・サービスの純輸出 | 兆円 | 2.0 | 1.1 | 2.3 | ▲ 0.1 | ▲ 1.1 | ▲ 0.9 | ▲ 1.2 |
| 輸出 | % | 1.5 | 2.3 | 1.5 | ▲ 1.9 | ▲ 0.5 | ▲ 0.2 | 0.9 |
| 輸入 | % | 3.5 | 3.1 | 2.5 | 0.5 | 1.4 | 0.6 | 1.3 |
| 内需寄与度(前期比) | % | 1.1 | 1.3 | 0.8 | 0.4 | 1.1 | 0.6 | 0.6 |
| 民間需要(") | % | 0.8 | 1.2 | 0.7 | 0.2 | 0.9 | 0.5 | 0.5 |
| 公的需要(") | % | 0.3 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.1 |
| 外需寄与度(") | % | ▲ 0.5 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 | ▲ 0.4 | ▲ 0.4 | ▲ 0.2 | ▲ 0.1 |
| デフレーター(前年比) | % | 3.1 | 2.6 | 2.8 | 2.5 | 1.5 | 1.7 | 1.5 |
| 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 | 0.5 | 0.3 | ▲ 0.0 | 0.7 | 0.4 | 0.7 |
| 住宅着工戸数(年率換算) | 万戸 | 81.5 | 69.9 | 65.9 | 74.0 | 75.0 | 75.0 | 75.0 |
| 経常収支 | 兆円 | 30.4 | 30.0 | 15.7 | 14.2 | 28.3 | 15.0 | 13.3 |
| 貿易収支 | 兆円 | ▲ 4.0 | ▲ 1.4 | ▲ 0.1 | ▲ 1.3 | ▲ 5.3 | ▲ 1.7 | ▲ 3.6 |
| 外国為替レート | 円/円 | 152.5 | 148.6 | 146.0 | 151.3 | 145.6 | 146.3 | 145.0 |
| 通関輸入原油価格 | 円/バレル | 82.8 | 70.6 | 73.7 | 67.5 | 62.5 | 62.5 | 62.5 |

(前年同期比)

| | 単位 | 2024年度 通期 | 25年度 | | 26年度 | | | |
|-------------|----|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 通期 | 上期 | 下期 | 通期 | 上期 | 下期 |
| 名目GDP | % | 3.7 | 3.6 | 4.4 | 2.9 | 2.2 | 2.0 | 2.4 |
| 実質GDP | % | 0.6 | 0.9 | 1.5 | 0.4 | 0.7 | 0.3 | 1.0 |
| 民間需要 | % | 1.0 | 1.5 | 1.7 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 1.3 |
| 民間最終消費支出 | % | 0.7 | 1.0 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.6 | 0.9 |
| 民間住宅 | % | ▲ 0.6 | ▲ 4.6 | ▲ 2.8 | ▲ 6.4 | 0.1 | ▲ 1.8 | 2.0 |
| 民間企業設備 | % | 1.9 | 3.1 | 2.8 | 3.5 | 2.6 | 2.9 | 2.2 |
| 公的需要 | % | 1.1 | 0.5 | 0.1 | 0.6 | 0.9 | 0.9 | 1.0 |
| 政府最終消費支出 | % | 1.2 | 0.4 | 0.2 | 0.6 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 公的固定資本形成 | % | 0.6 | 0.2 | ▲ 0.4 | 0.5 | 1.6 | 1.2 | 1.9 |
| 財貨・サービスの純輸出 | 兆円 | 2.0 | 1.1 | 2.3 | ▲ 0.1 | ▲ 1.1 | ▲ 0.9 | ▲ 1.2 |
| 輸出 | % | 1.5 | 2.3 | 4.4 | 0.1 | ▲ 0.5 | ▲ 1.5 | 0.6 |
| 輸入 | % | 3.5 | 3.1 | 3.2 | 3.1 | 1.4 | 1.2 | 1.6 |

| | | | | | | | | |
|---------------|---|-------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 国内企業物価 (前年比) | % | 3.4 | 2.5 | 2.9 | 2.0 | 0.5 | 0.7 | 0.2 |
| 全国消費者物価 (") | % | 2.7 | 2.8 | 3.1 | 2.4 | 1.7 | 1.7 | 1.7 |
| 完全失業率 | % | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.4 |
| 鉱工業生産(前年比) | % | ▲ 1.4 | 0.4 | 0.7 | 0.3 | 0.7 | 0.4 | 1.1 |

(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)

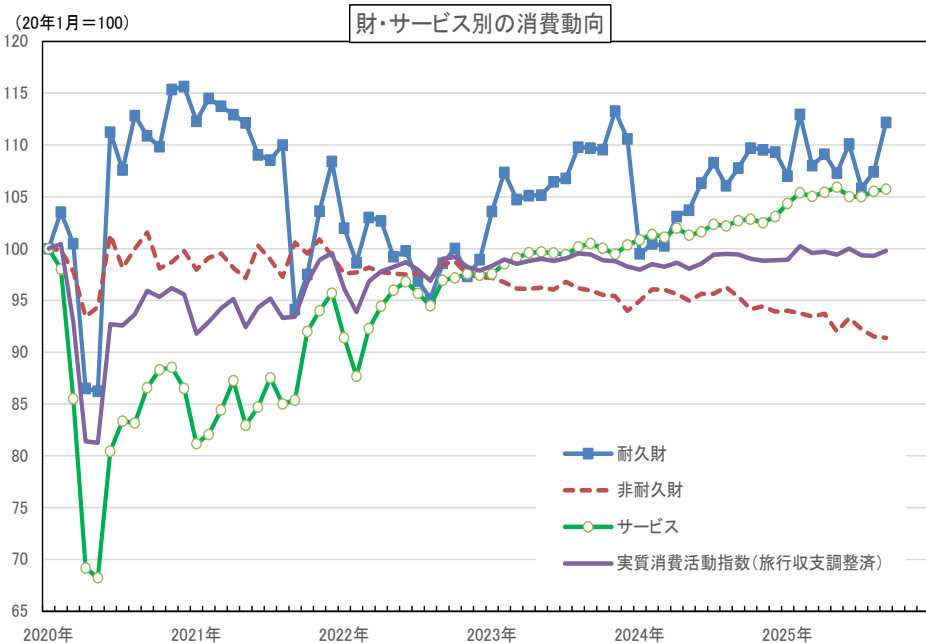
| | 単位 | 2024年 | | | | 25年 | | | | 26年 | | | | 27年 |
|----------------|--------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|
| | | 1~3月期 | 4~6月期 | 7~9月期 | 10~12月期 | 1~3月期 | 4~6月期 | 7~9月期 | 10~12月期 | 1~3月期 | 4~6月期 | 7~9月期 | 10~12月期 | 1~3月期 |
| 名目GDP | % | ▲ 0.1 | 1.9 | 1.0 | 1.2 | 0.9 | 1.6 | 0.1 | 0.4 | 0.6 | 0.5 | 0.7 | 0.6 | 0.7 |
| (年率換算) | % | ▲ 0.4 | 7.9 | 4.1 | 5.1 | 3.8 | 6.5 | 0.5 | 1.6 | 2.4 | 2.2 | 2.7 | 2.3 | 2.7 |
| 実質GDP | % | ▲ 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.7 | 0.2 | 0.6 | ▲ 0.4 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| (年率換算) | % | ▲ 1.8 | 1.7 | 1.8 | 2.9 | 0.9 | 2.3 | ▲ 1.8 | 0.2 | 0.6 | 0.9 | 1.0 | 1.1 | 1.2 |
| 民間需要 | % | ▲ 0.7 | 0.8 | 1.0 | ▲ 0.3 | 1.2 | 0.5 | ▲ 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 民間最終消費支出 | % | ▲ 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.0 | 0.3 | 0.4 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.4 |
| 民間住宅 | % | ▲ 3.2 | 1.5 | 0.8 | ▲ 0.1 | 1.3 | 0.3 | ▲ 9.4 | 2.0 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 民間企業設備 | % | ▲ 1.2 | 1.4 | ▲ 0.0 | 0.6 | 0.9 | 0.8 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 民間在庫変動(寄与度) | %pt | 0.2 | ▲ 0.1 | 0.4 | ▲ 0.4 | 0.6 | 0.0 | ▲ 0.2 | ▲ 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 |
| 公的需要 | % | 0.1 | 1.3 | ▲ 0.1 | 0.0 | ▲ 0.2 | ▲ 0.0 | 0.5 | 0.1 | 0.1 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 政府最終消費支出 | % | 0.4 | 1.0 | ▲ 0.1 | 0.3 | ▲ 0.4 | 0.1 | 0.5 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 公的固定資本形成 | % | ▲ 1.2 | 2.6 | ▲ 0.4 | ▲ 0.7 | 0.5 | ▲ 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 輸出 | % | ▲ 4.1 | 0.7 | 2.0 | 2.0 | ▲ 0.4 | 2.3 | ▲ 1.2 | ▲ 0.7 | ▲ 0.3 | ▲ 0.1 | 0.2 | 0.4 | 0.5 |
| 輸入 | % | ▲ 3.9 | 2.7 | 3.3 | ▲ 2.2 | 2.5 | 1.3 | ▲ 0.1 | 0.5 | 0.3 | 0.2 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 国内需要寄与度 | %pt | ▲ 0.5 | 0.9 | 0.8 | ▲ 0.3 | 0.9 | 0.3 | ▲ 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 民間需要寄与度 | %pt | ▲ 0.5 | 0.6 | 0.8 | ▲ 0.3 | 1.0 | 0.4 | ▲ 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.2 | 0.2 |
| 公的需要寄与度 | %pt | 0.0 | 0.3 | ▲ 0.0 | 0.0 | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 海外需要寄与度 | %pt | 0.0 | ▲ 0.5 | ▲ 0.3 | 1.0 | ▲ 0.7 | 0.2 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 |
| GDPデフレーター(前年比) | % | 3.2 | 3.3 | 2.6 | 3.1 | 3.3 | 2.9 | 2.8 | 2.5 | 2.4 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| 国内企業物価 (前年比) | % | 0.8 | 2.2 | 3.1 | 3.9 | 4.2 | 3.3 | 2.6 | 2.5 | 1.5 | 1.0 | 0.5 | 0.2 | 0.2 |
| 全国消費者物価 (") | % | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.6 | 3.1 | 3.4 | 2.9 | 2.8 | 2.1 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 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 | 0.1 | 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 | 7.0 | 7.0 | 8.0 | 7.5 | 7.2 | 8.5 | 6.7 | 7.5 | 7.0 | 8.0 | 6.2 | 7.1 |
| 名目GDP比率 | % | 4.4 | 4.6 | 4.6 | 5.2 | 4.8 | 4.5 | 5.4 | 4.2 | 4.7 | 4.4 | 4.9 | 3.8 | 4.3 |
| 為替レート | 円/ドル | 148.5 | 155.8 | 149.2 | 152.4 | 152.5 | 144.6 | 147.4 | 152.5 | 150.0 | 147.5 | 145.0 | 145.0 | 145.0 |
| 無担保コールレート(O/N) | % | 0.00 | 0.08 | 0.17 | 0.23 | 0.42 | 0.48 | 0.48 | 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 | 1.56 | 1.70 | 1.80 | 1.75 | 1.80 | 1.85 | 1.95 |
| 通関輸入原油価格 | ドル/バレル | 83.4 | 86.9 | 87.5 | 77.3 | 79.5 | 75.3 | 72.0 | 70.0 | 65.0 | 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)

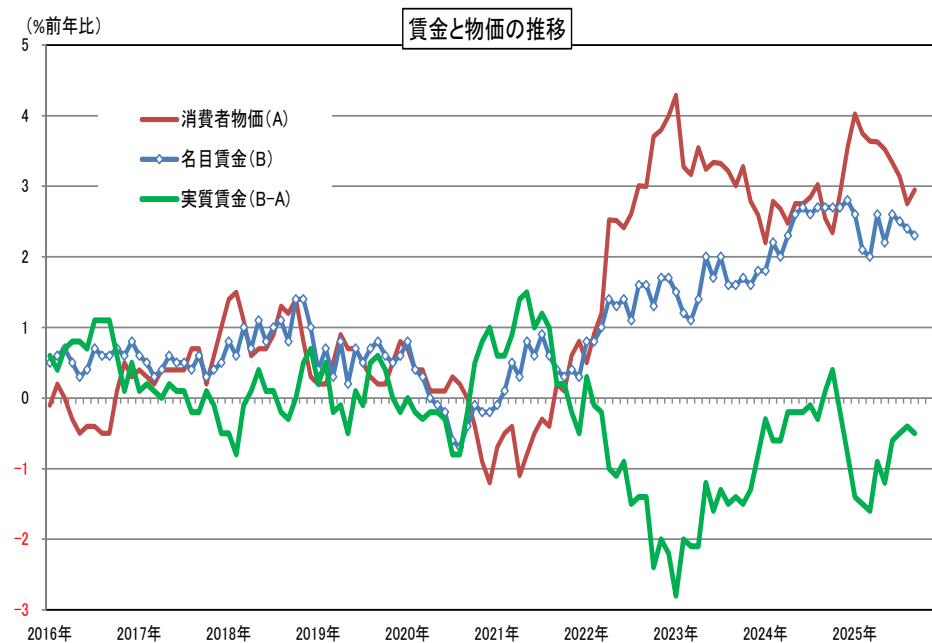
(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

□民間消費

- 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
 - 25年夏季賞与は支給事業所ベースで前年比2.9%と、24年夏（同2.3%）を上回った
 - 9月の毎月勤労統計によると、所定内給与（一般労働者、共通事業所ベース）は前年比2.2%と上昇基調をたどる
- 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、サービスが底堅いものの、非耐久財は減少傾向
 - 家計調査によれば、7~9月期の勤労者世帯の平均消費性向は65.7%へ上昇（4~6月期：64.6%）
 - 10月の消費動向調査「消費者態度指数」は3か月連続で改善、基調判断は「持ち直している」へ上方修正
- しばらくは食料価格の高騰の影響などから勢いは乏しいものの、家計の所得環境の改善や物価沈静化によって26年入り後には実質賃金が前年比プラスに転じるとみられ、民間消費の持ち直し傾向は徐々に強まると予想
 - 民間最終消費支出：25年度は前年度比1.0%と2年連続の増加、26年度は同0.8%と予測



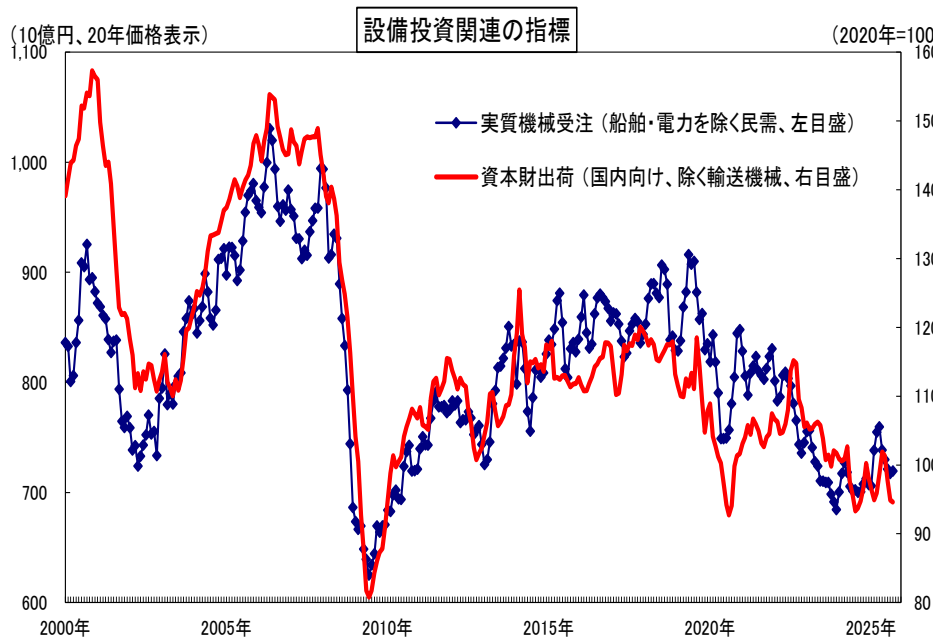
(資料)日本銀行「消費活動指数」



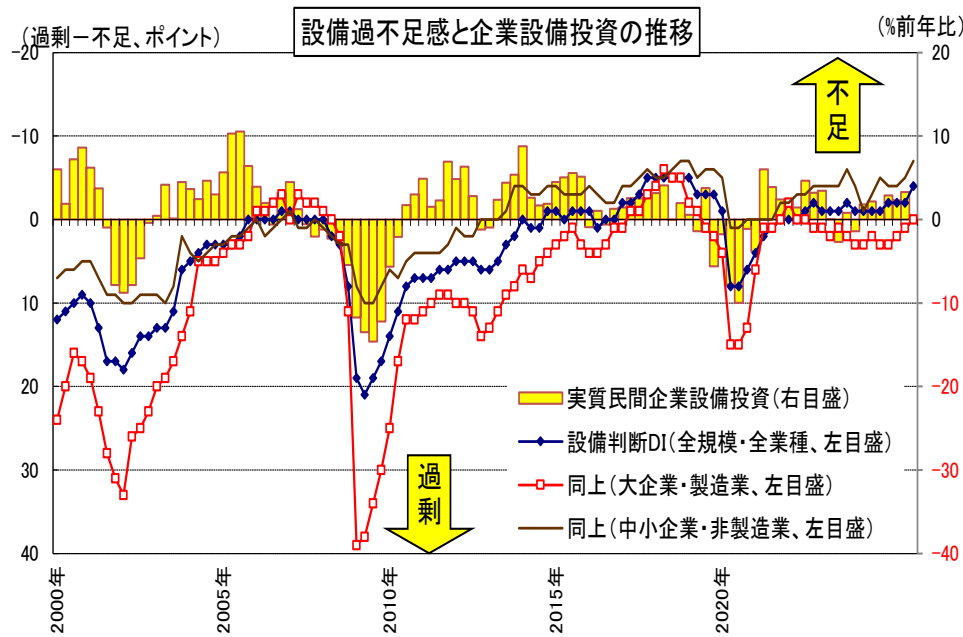
(資料)厚生労働省、総務省統計局、内閣府 (注)賃金として一般労働者の所定内給与を使用。

□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（9月調査）の25年度計画は前年度比10.4%（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）へ上方修正、24年実績（同6.8%）の伸びを上回っている
- 一方、設備投資関連指標の月次指標は足元弱めで推移
 - 7~9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▲6.9%と2期ぶりの低下
 - 7~9月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）は同▲2.1%と4期ぶりの減少となったが、10~12月期見通し（内閣府集計）では同0.2%の増加を見込む
 - ✓ 10月の工作機械受注（内需）は7~9月平均を7.2%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3.1%と2年連続の増加、26年度も同2.6%と底堅く推移すると予測



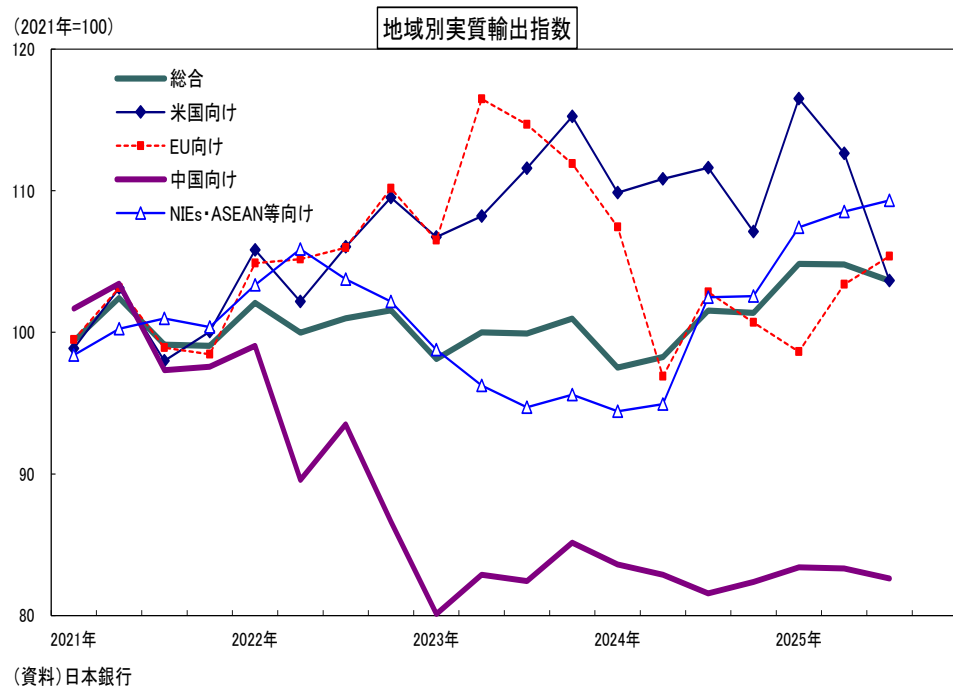
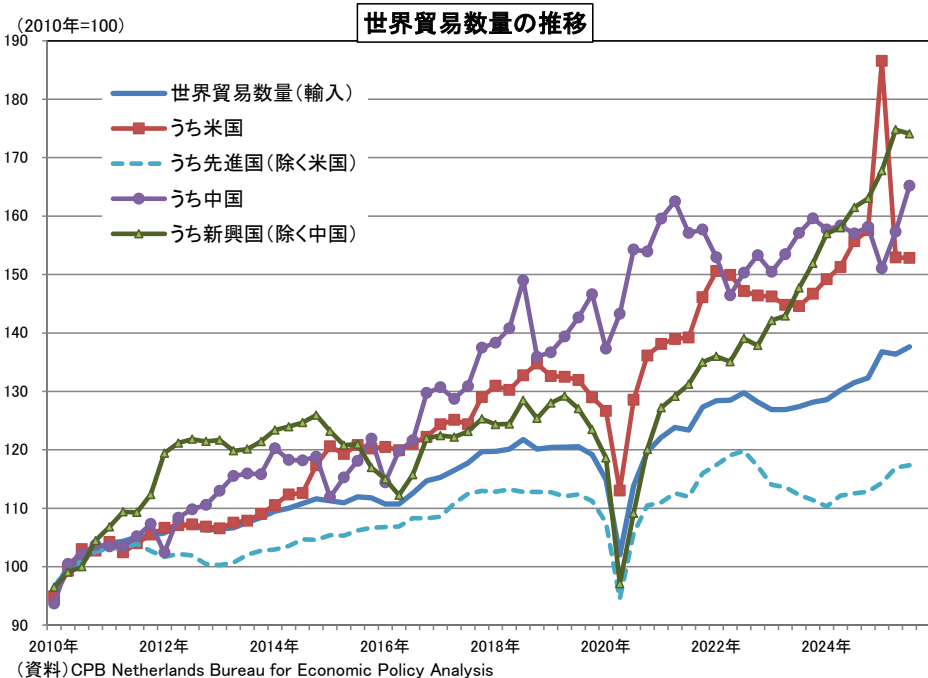
(資料)経済産業省、内閣府、日本銀行 (注)3ヶ月移動平均。機械受注は国内企業物価・投資財指数で実質化。



(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

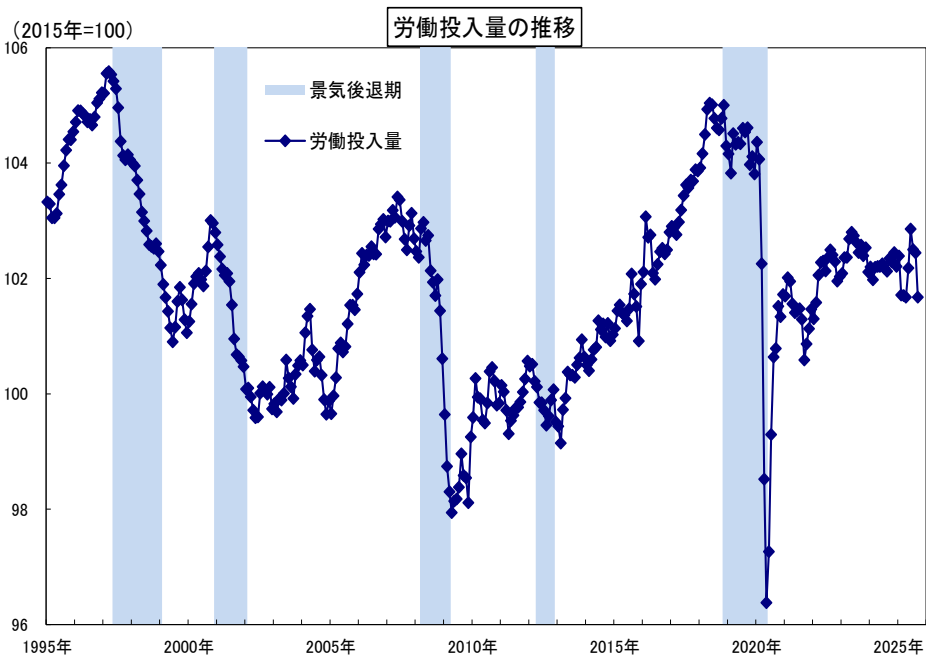
□輸出入動向

- トランプ相互関税の導入後、米国向け輸出は減少しているが、EU向けやNIEs・ASEAN向けの輸出は底堅く、全体では概ね横ばい推移
- 7~9月期の「財貨・サービスの輸出」は前期比▲1.2%と2期ぶりの減少、うち「財の輸出」も同▲0.8%と5期ぶりの減少
 - ▶ 10月の輸出数量指数は3か月連続の前年比マイナス
- IMF世界経済見通しによれば、世界貿易の伸びは26年にかけてさらに鈍化することとあり、しばらくは輸出は低調に推移するとみられる
 - ▶ 25年度の輸出は前年度比2.3%と5年連続の増加ながらも、7~9月期以降は減少基調、一方、26年度は同▲0.5%と6年ぶりの減少ながらも、年後半からは持ち直すと予測
- 一方、輸入については25年度は同3.1%と2年連続の増加、26年度も同1.4%と国内需要の底堅さから増加継続と予測
- 25年度の経常収支は30.0兆円（名目GDP比率4.7%）へ黒字幅拡大、26年度は28.3兆円（同4.3%）へ縮小が見込まれる

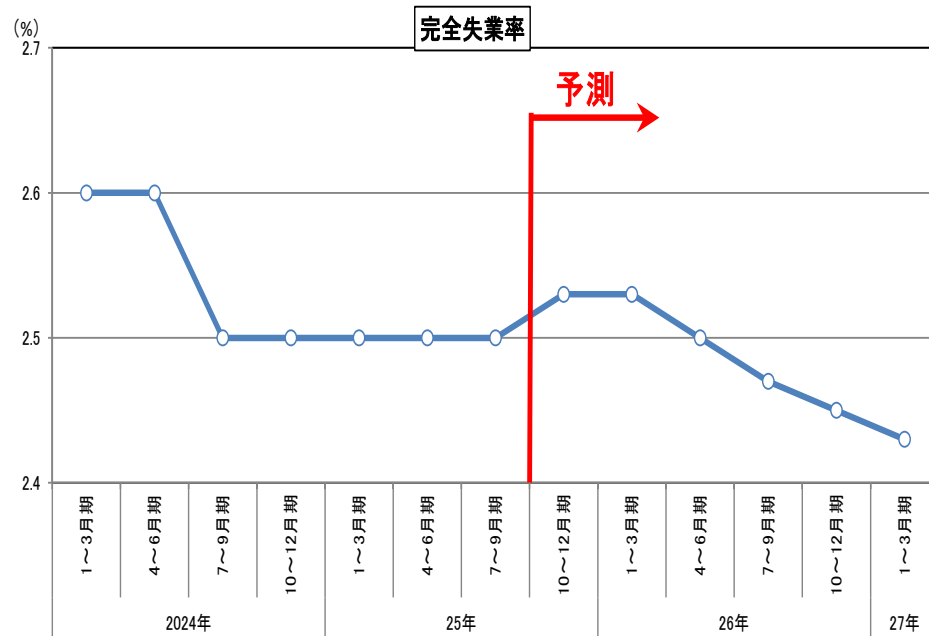


□雇用情勢

- 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、コロナ禍以降、労働投入（＝総労働時間×常用雇用者数）は頭打ち気味で推移しており、労働需要はさほど強まっていないようにみえる
 - 24年下期以降、失業率は2.5%前後で推移するなど下げ渋り状態
 - 9月の有効求人倍率は1.20倍、22年1月以来の低水準
- 失業率は25年度後半にかけて若干高めに推移するが、26年を通じて緩やかに低下すると予想
 - 25年度：2.5%、26年度：2.5%と予測（27年1～3月期は2.4%）



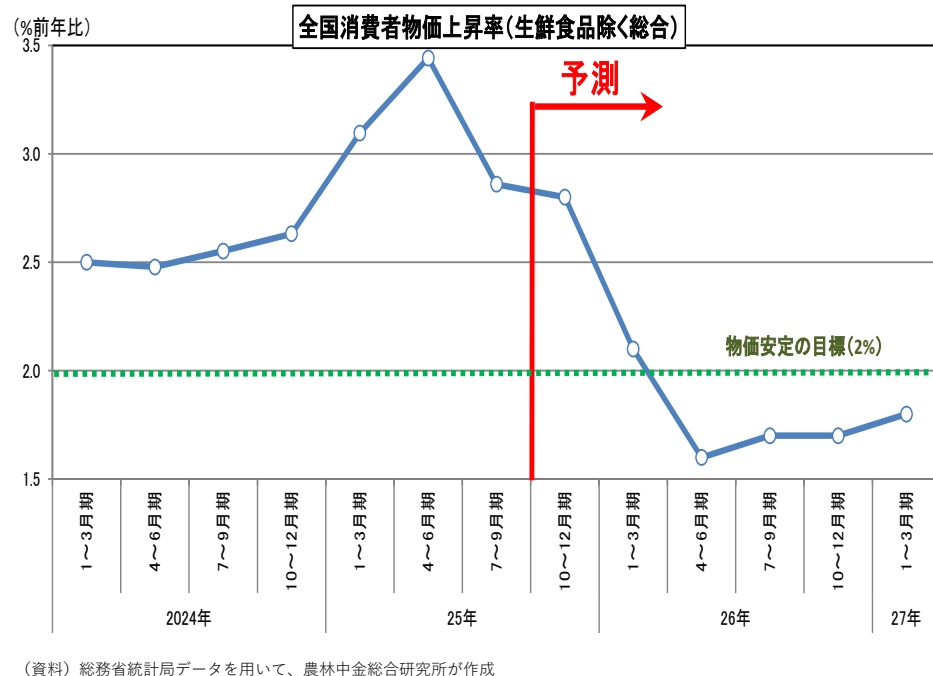
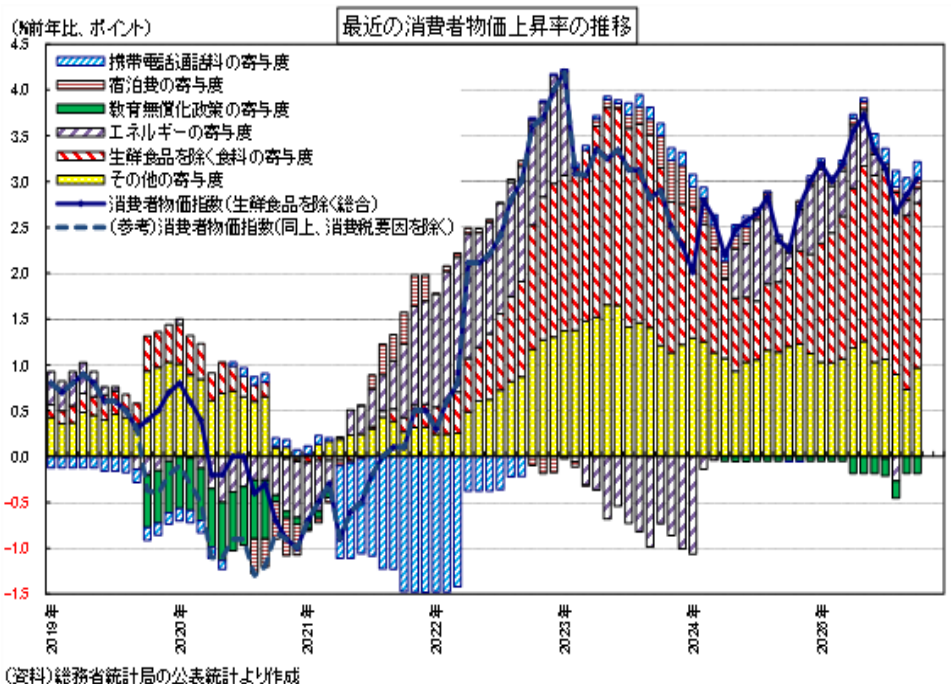
(資料)内閣府、厚生労働省 (注)労働投入量は常用雇用者数と総労働時間の積、3か月移動平均。



(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

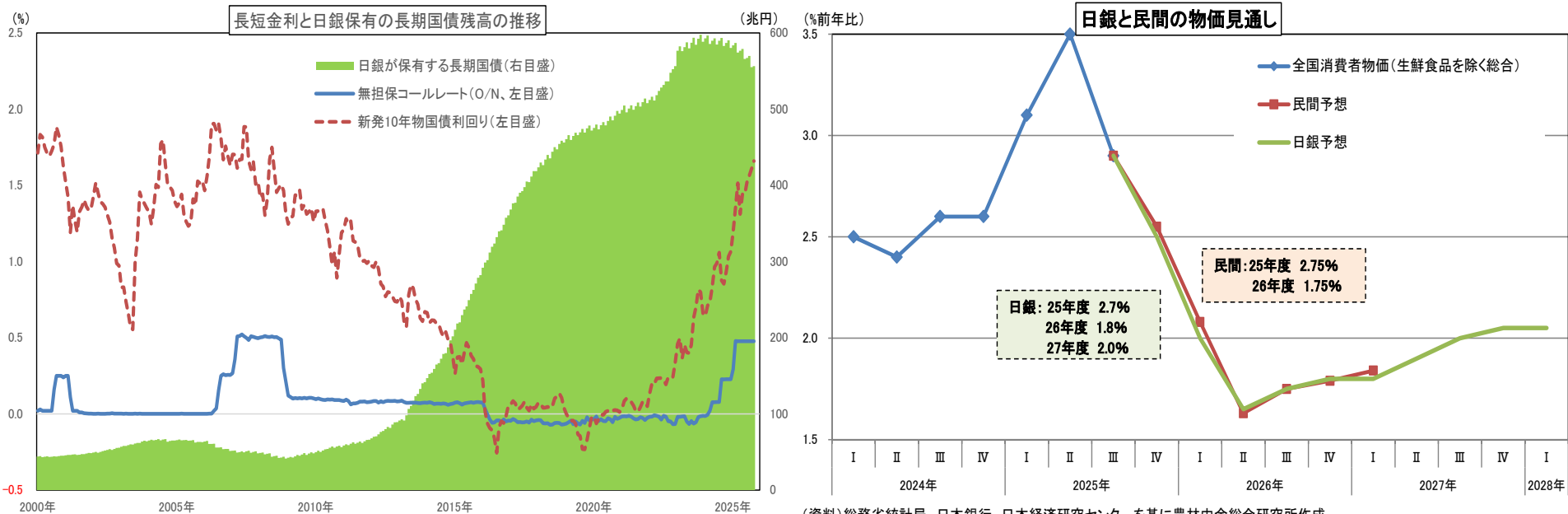
- コメや輸入食材など食料の高騰は続いているが、ベース効果が剥落しつつあるほか、政府の物価高対策などの影響もあり、25年夏には全国消費者物価（生鮮食品を除く総合（以下、コアCPI））は前年比3%割れ
 - 10月のコアCPIは前年比3.0%、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」は同3.1%と、9月から上昇率を拡大
 - 一般サービス（除く宿泊費）も同1.9%と、上昇率が高まりつつある
- ガソリン税・軽油引取り税の暫定税率廃止（時期は12月末、4月初）が与野党で合意されたほか、今冬も電気・ガス代の負担軽減策を実施する方針であり、26年にかけてエネルギーは物価押し下げに寄与
- 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2.8%、26年度は同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1%台後半で推移することが見込まれる



5 金融政策の見通し

□日銀は12月にも追加利上げ、その後はしばらく据え置き

- 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
 - 長期国債の買入れ額の減額（24年8月～）に加え、25年9月にはETF・J-REITの売却も準備が整い次第開始することも決定するなど、政策正常化を進めている
- 10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・物価見通しを概ね据え置いた
 - 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7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
- 円安圧力が高いなか、25年12月にも追加利上げ（25bp）
 - 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、利上げは一旦打ち止めと予想する（利上げ再開は27年度以降）

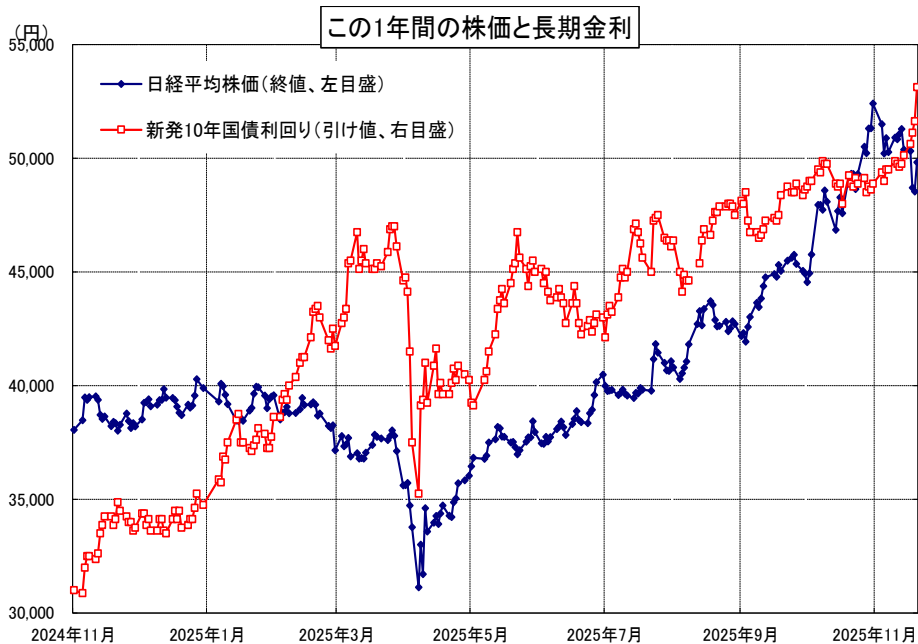


(資料)総務省統計局、日本銀行、日本経済研究センターを基に農林中金総合研究所作成

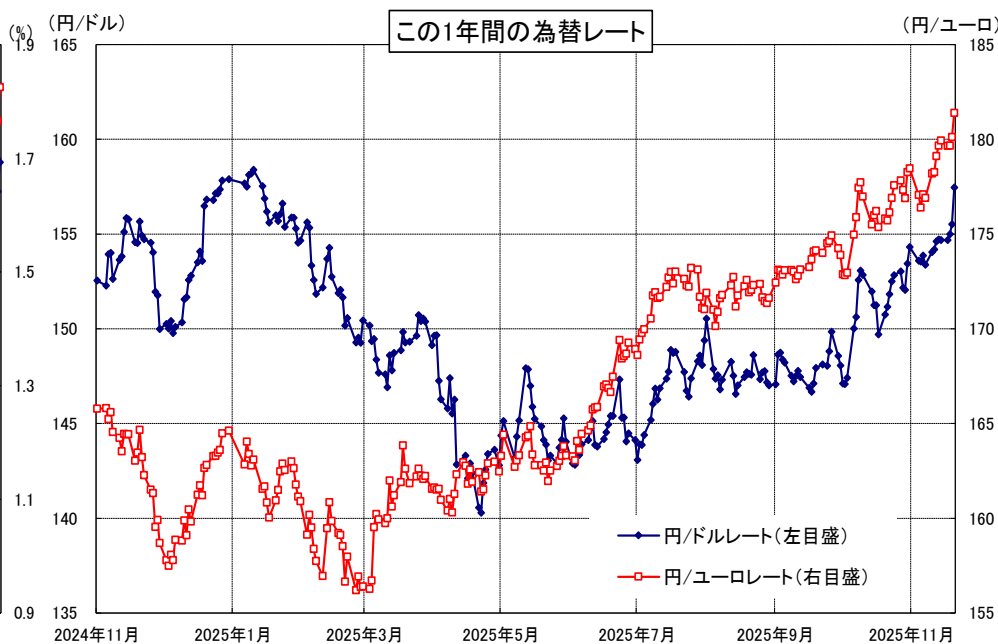
(注)民間予想はESPフォーキャスト調査(11月)を使用。日銀予想は展望レポート(10月)を基に農林中金総合研究所が作成。

市場概況

- 「責任ある積極財政」を掲げる高市内閣への期待、米中摩擦の緩和などを受け、日経平均株価は50,000円の大台に乗るなど、史上最高値を更新
 - ▶ 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
- 米国内のインフレ懸念が根強いこともあり、12月FOMCでの利下げ観測が後退したほか、25年度補正予算の規模が24年度を上回り、かつその財源として国債増発が想定されていることへの警戒も根強く、長期金利は08年6月以来となる1.8%台へ上昇
 - 超長期ゾーンの上昇が目立っており、イールドカーブはベアスティープ化
- 内外金利差が大きく縮小したものの、高市内閣の下で日銀の金融政策正常化が遅れるとの思惑が浮上、円安圧力が再び強まっている
 - ▶ 対ドルレートは、Fedの追加利下げ観測が後退したこともあり、直近は1ドル=150円後半で推移
 - ▶ ユーロ円レートは史上初となる1ユーロ=180円台まで円安が進行



(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

- 高市内閣が「責任ある積極財政」を掲げていることもあり、国債増発懸念は根強く、今後とも長期金利には上昇圧力がかかりやすい
- その半面、26年にかけては金融政策面からの金利上昇圧力は強まらないだろう

－ 株価

- 目先はスピード調整的な動きも想定されるが、世界的なカネ余り環境が続くなか、高市内閣による拡張的な政策運営への期待が大きいことから、株価は底堅く推移するとみられる
- とはいえ、トランプ関税の影響がまだ出尽くしておらず、不透明性・不確実性が高まった際には株価は大きく調整する場面も想定される

－ 為替レート

- 先行き、内外金利差は縮小方向にあるものの、26年度にかけて日銀が追加利上げに慎重な姿勢を続けると予想されることから、為替レートはなかなか円高方向に向かわないと予想

金利・為替・株価の予想水準

| 年／月 項 目 | | 2025年 | | 2026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 (%) | | 0.477 | 0.45～0.80 | 0.45～0.80 | 0.45～0.80 | 0.45～0.80 |
| 国債利回り | 20年債 (%) | 2.855 | 2.60～3.00 | 2.60～3.00 | 2.60～3.00 | 2.60～3.00 |
| | 10年債 (%) | 1.815 | 1.60～2.00 | 1.60～2.00 | 1.60～2.00 | 1.60～2.00 |
| | 5年債 (%) | 1.315 | 0.95～1.45 | 0.95～1.45 | 0.95～1.45 | 0.95～1.45 |
| 為替レート | 対ドル (円/ドル) | 157.5 | 145～165 | 140～160 | 135～155 | 135～155 |
| | 対ユーロ (円/ユーロ) | 181.4 | 170～190 | 165～185 | 160～180 | 155～175 |
| 日経平均株価 (円) | | 49,823 | 50,000±3,000 | 50,000±3,000 | 50,500±3,000 | 51,000±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11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。