

農林中金総合研究所 2026～27年度改訂経済見通し

イラン情勢の影響で夏場に一旦足踏み

～ 日本経済見通し：2026年度：0.6%（下方修正※）、27年度：1.0%（据え置き※）～

※26年3月時点での当総研見通し（26年度：0.7%、27年度：1.0%）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）

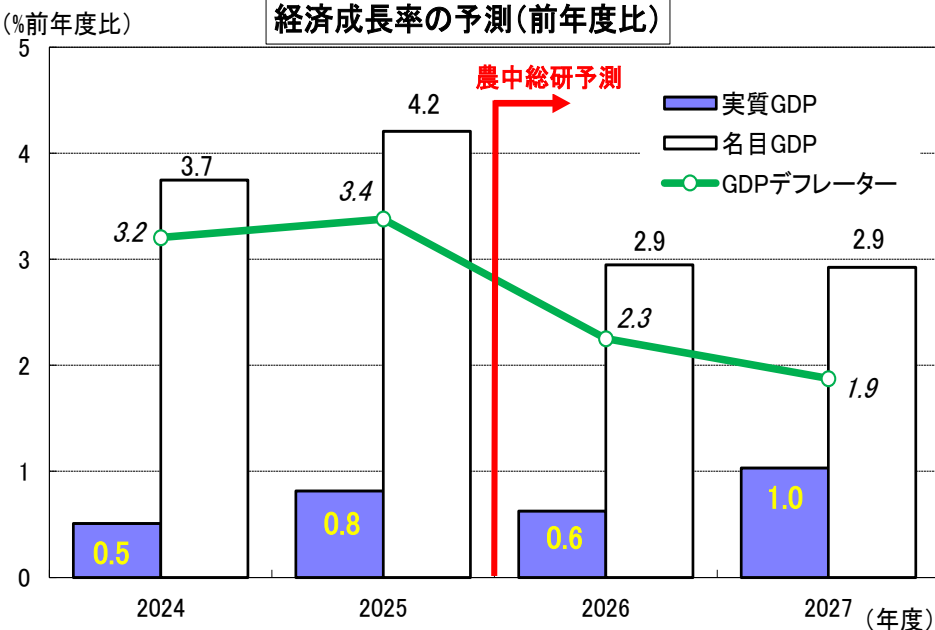
無断転載を禁ず。本資料は信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

Norinchukin Research Institute

2026年5月25日

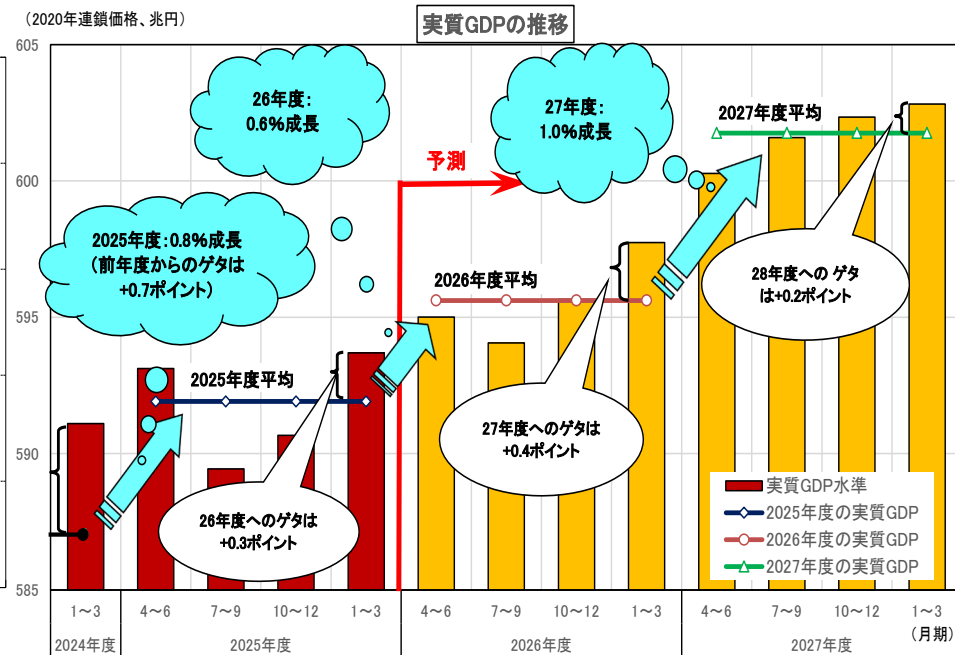
- 1～3月期は輸出が牽引する格好で2期連続のプラス成長であった。少なくともイラン情勢が悪化する前までは、トランプ関税の悪影響が一巡しつつあるなか、日本を含めた世界経済の回復傾向は強まっていたとみられる。
- 足元4～6月期については、すでに実質賃金が前年比プラスに転換しているほか、26年春闘も堅調な内容が見込まれるが、インフレ再燃など先行き不安が広がっており、消費の勢いは再び弱まるだろう。イラン情勢を受けて輸出も軟調に推移するとみられる。ただし、企業設備投資は好業績やAIブームの後押しなどもあり、底堅く推移するとみられ、経済成長率は3期連続のプラスが見込まれる。しかし、7～9月期にかけて、仮にイラン情勢が収束に向かったとしても、原油高や原油供給などを巡る混乱などから、経済活動は一時的に足踏みするだろう。
- 26年度下期以降は、イラン情勢の収束によって、全般的に経済活動が元に戻る動きが出てくるとされる。物価高止まりで消費回復ペースに緩慢さが残るが、企業設備投資は底堅く推移するだろう。26年度は0.6%成長（3年連続のプラス）が見込まれるが、25年度からは鈍化するだろう。27年度も上期にかけて消費や設備投資など内需主導の経済成長が続くが、年度下期にかけては潜在成長率並みの成長に落ち着くだろう。
- 日本銀行は物価上振れリスクへの警戒を強めており、6月利上げに向けた地ならしをしている。

経済成長率の予測(前年度比)



(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

実質GDPの推移



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より作成 (注)2026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：

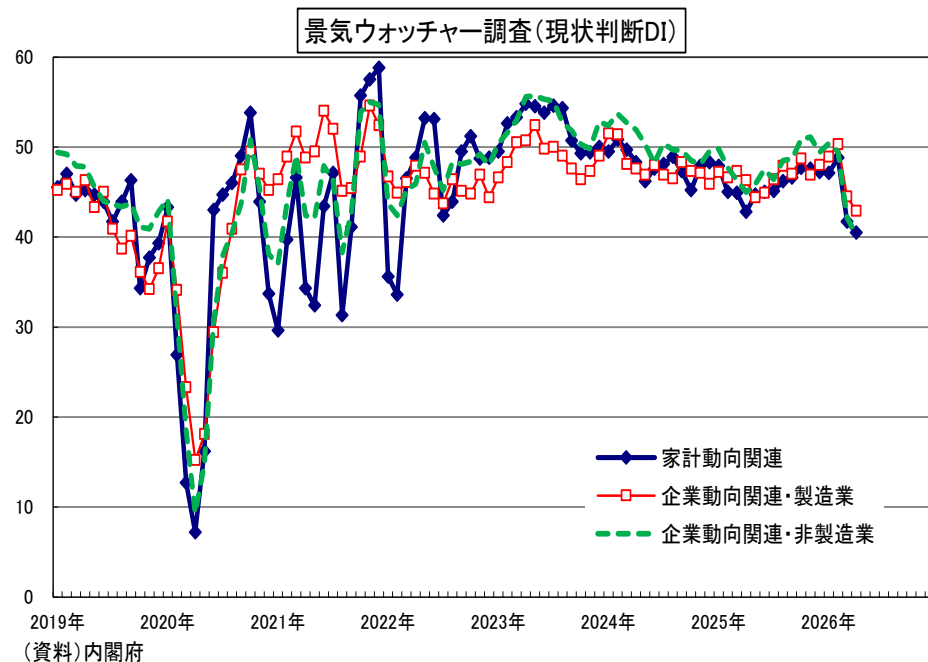
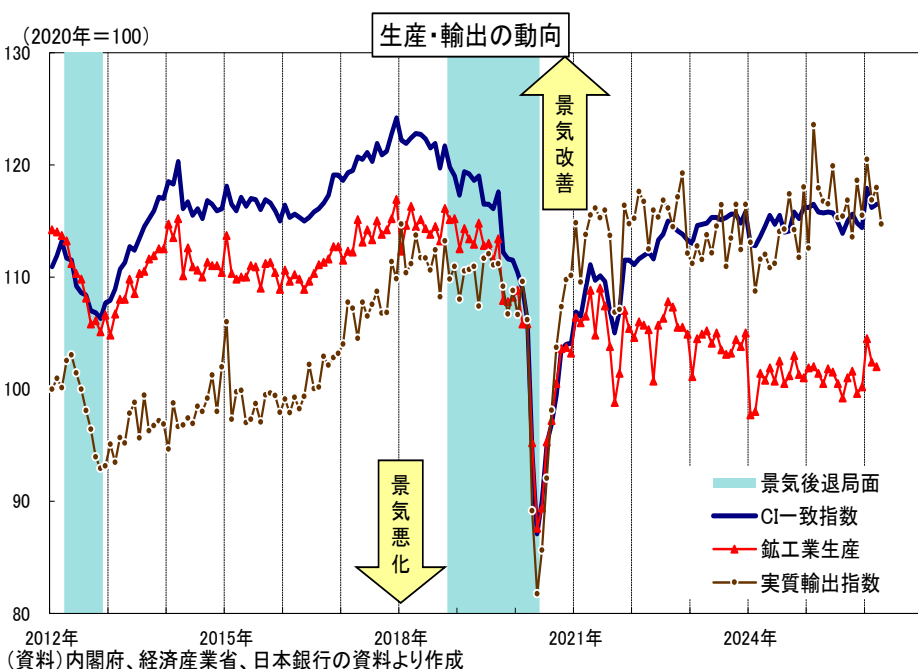
総括、日本経済・金融
米国経済・金融
中国経済・金融

南 武志
佐古 佳史
王 雷軒

1 景気の現状

□景気動向：イラン情勢悪化の影響はこれまでのところ限定的

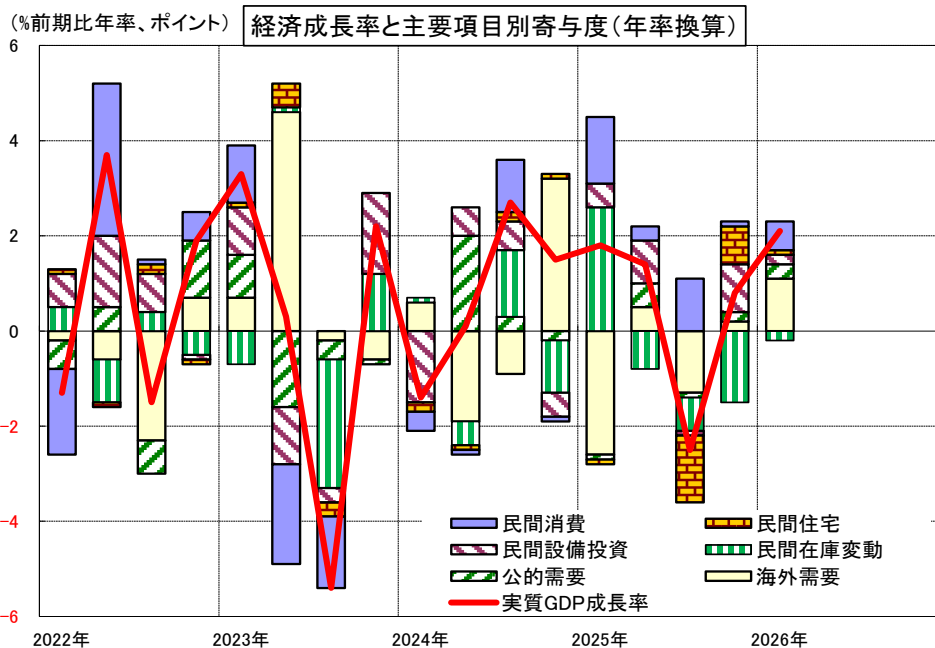
- 1～3月期の鉱工業生産は前期比2.5%と2期連続の上昇だったが、2か月連続で低下した3月分の基調判断は「一進一退」で据え置き（21か月連続で同じ表現）
 - 4月の実質輸出指数は前月比▲2.8%、輸出数量指数も同▲2.3%と2か月ぶりに低下
- 1～3月期の第3次産業活動指数は前期比0.9%と5期連続の上昇だったが、2か月連続で低下した3月分の基調判断は「一部に足踏みがみられるものの、持ち直しの動き」で据え置き（10か月連続で同じ表現）
- 3月の景気動向指数・CI一致指数は2か月ぶりに上昇
 - CI一致指数に基づく基調判断は「下げ止まり」から「上方への局面変化」へ上方修正
- 4月の景気ウォッチャー調査の現状判断DIは2か月連続で低下したが、先行き判断DIは3か月ぶりに改善
 - イラン情勢の悪化によって、現状・先行きともに判断基準である50を大幅に下回った状態
- 一方、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さを保っていることが確認できる
 - 5月のS&Pグローバル日本PMIは、製造業は判断基準である50を上回って推移しているが、サービス業は50ちょうどに低下



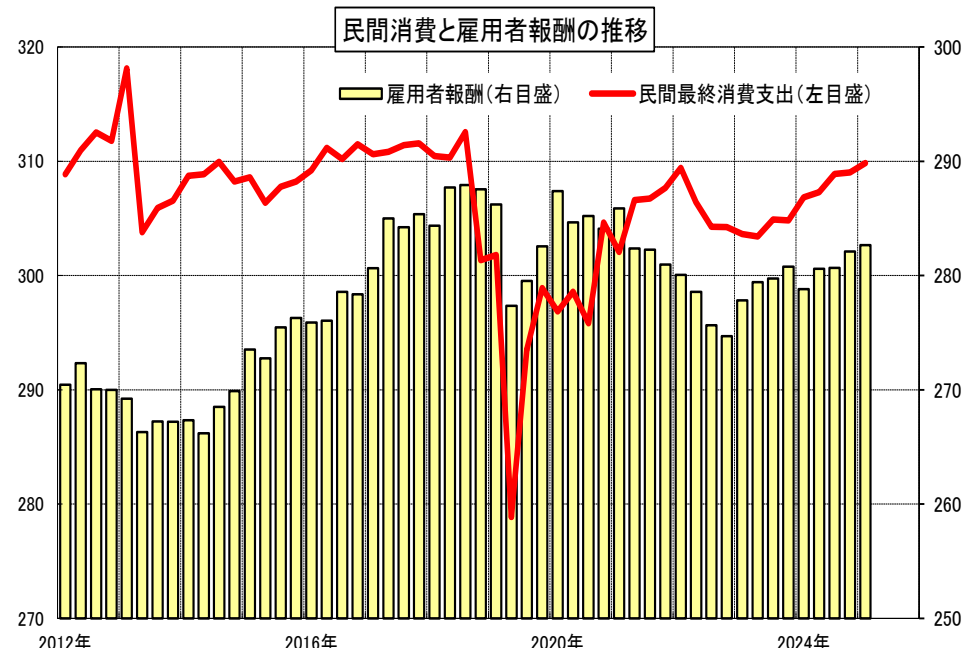
1 景気の現状

□26年1～3月期のGDP：2期連続のプラス成長、輸出が牽引

- 実質GDPは前期比0.5%、同年率2.1%と2期連続のプラス成長で、3期ぶりに過去最高値を更新
 - 民間消費もコロナ禍からの回復局面としては3年ぶりの最大値を更新（コロナ前の水準には依然及ばず）
- 需要項目別には、民間消費（前期比0.3%）、民間住宅投資（同0.5%）、民間企業設備投資（同0.3%）、政府消費（同0.1%）、公共投資（同1.4%）、輸出等（同1.7%）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：▲0.1ポイント）、輸入等（前期比0.5%）は押し下げ要因
 - 実質雇用者報酬は前期比0.2%と4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3.4%と14期連続、前期比0.5%と8期連続で、いずれも上昇、価格転嫁は定着している
 - 輸入デフレーターが前年比3.4%とプラスに転じるなか、民間需要デフレーターは同2.6%と一定の上昇率を維持
- 実感に近いとされる名目GDPは前期比0.8%（同年率3.4%）と8期連続のプラス
- この結果、25年度は名目成長率が4.2%と5年連続、実質成長率も0.8%と2年連続で、ともにプラスだった



(資料)内閣府経済社会総合研究所



(資料)内閣府 (注)2020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。

□26年に入り、世界経済・貿易はトランプ関税の影響が一巡しつつあった

－世界経済はコロナ禍前と比べて低成長状態にあるが、トランプ関税の影響が一巡し、世界経済・貿易は持ち直しつつあった

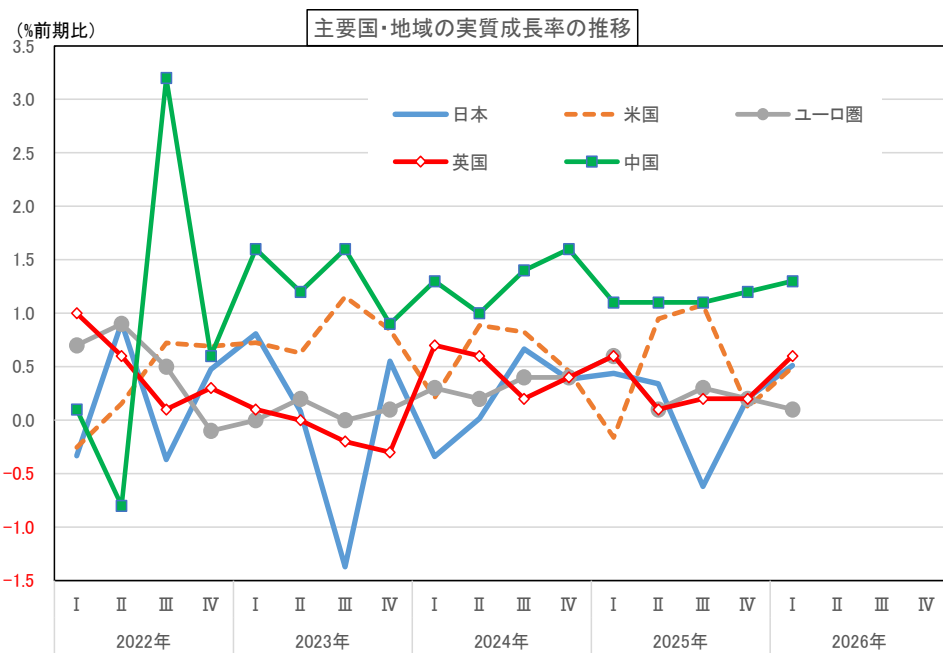
□国際機関による世界経済見通し：イラン情勢の悪化を受けて見通しを下方修正

－最新のIMF世界経済見通し（26年4月発表）では、イラン情勢が比較的短期で収束に向かうとの想定の下、世界経済全体の成長率は25年の3.4%から26年は3.1%（27年は3.2%）へ減速するとした

➢ 1月時点の26年見通し（3.3%）から下方修正されたが、仮にイラン情勢の悪化がなければ見通しは上方修正していた、としている

➢ さらに、27年にかけて原油価格が125ドル/バレルで推移すると想定すると、世界経済は2%程度まで鈍化、世界全体が景気後退すれすれの状況になるとした

－世界経済見通しに対する下振れリスクは極めて大きいとの評価



(資料) 各国統計より農林中金総合研究所作成

2026～27年 IMF世界経済見通し

| | 2025年 | 2026年 | 2027年 | 1月時点との比較 | |
|-----------------------|--------|-------|-------|----------|-------|
| | | | | 2026年 | 2027年 |
| 世界全体(実質経済成長率) | 3.4 | 3.1 | 3.2 | ▲ 0.2 | 0.0 |
| 先進国 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 0.0 | 0.0 |
| 米国 | 2.1 | 2.3 | 2.1 | ▲ 0.1 | 0.1 |
| ユーロ圏 | 1.4 | 1.1 | 1.2 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 |
| ドイツ | 0.2 | 0.8 | 1.2 | ▲ 0.3 | ▲ 0.3 |
| フランス | 0.9 | 0.9 | 0.9 | ▲ 0.1 | ▲ 0.3 |
| イタリア | 0.5 | 0.5 | 0.5 | ▲ 0.2 | ▲ 0.1 |
| スペイン | 2.8 | 2.1 | 1.8 | ▲ 0.2 | ▲ 0.1 |
| 英国 | 1.3 | 0.8 | 1.3 | ▲ 0.5 | ▲ 0.2 |
| 日本 | 1.2 | 0.7 | 0.6 | 0.0 | 0.0 |
| 新興国・発展途上国 | 4.4 | 3.9 | 4.2 | ▲ 0.3 | 0.1 |
| 中国 | 5.0 | 4.4 | 4.0 | ▲ 0.1 | 0.0 |
| インド | 7.6 | 6.5 | 6.5 | 0.1 | 0.1 |
| ブラジル | 2.3 | 1.9 | 2.0 | 0.3 | ▲ 0.3 |
| ロシア | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 0.3 | 0.1 |
| 南アフリカ | 1.1 | 1.0 | 1.3 | ▲ 0.4 | ▲ 0.2 |
| ASEAN5 | 4.5 | 4.1 | 4.4 | ▲ 0.1 | 0.0 |
| 世界貿易数量(財・サービス) | 5.1 | 2.8 | 3.8 | 0.2 | 0.7 |
| 商品市況 | | | | | |
| 原油 | ▲ 14.4 | 21.4 | ▲ 7.6 | 29.9 | ▲ 7.7 |
| 原油以外 | 9.6 | 21.7 | 1.9 | 14.2 | 1.0 |
| 消費者物価 | | | | | |
| 先進国 | 4.1 | 4.4 | 3.7 | 0.6 | 0.3 |
| 先進国 | 2.5 | 2.8 | 2.2 | 0.6 | 0.1 |
| 新興国・発展途上国 | 5.2 | 5.5 | 4.6 | 0.7 | 0.3 |

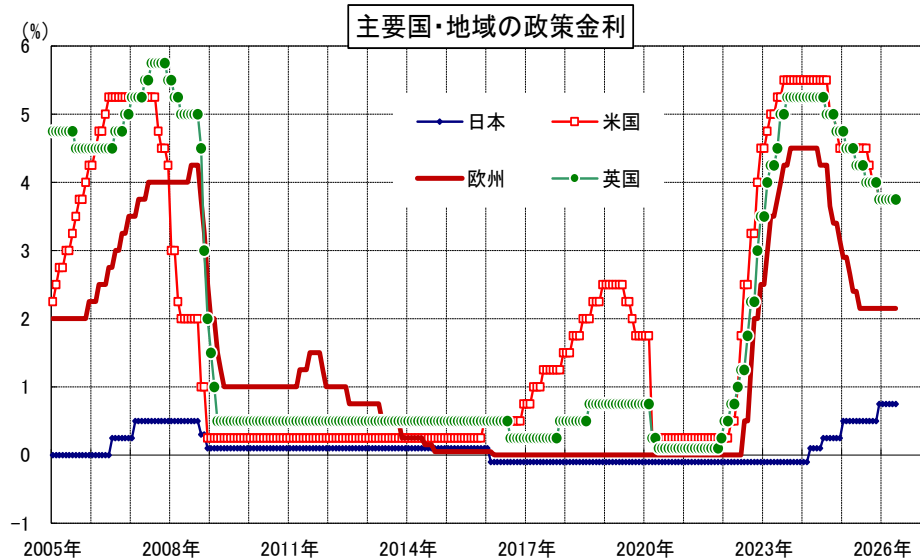
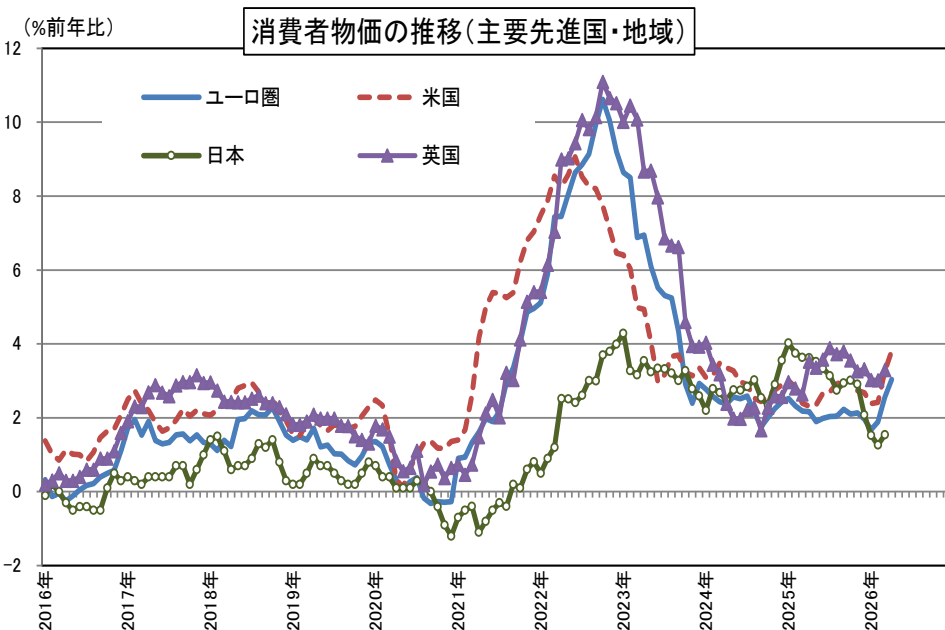
(資料) IMF『World Economic Outlook(2026年4月)』

□イラン情勢の悪化を受けて、世界的にインフレ懸念が再び台頭

- 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し、25年には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
- イラン情勢が悪化して以降、欧米主要国ではエネルギー主導でインフレ率が再加速している

□主要中銀は利上げ転換も視野に

- 物価上昇率が鈍化したことで、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は雇用情勢が弱含んだことから25年9月に利下げを再開したが、26年入り後は政策金利を据え置いており、マーケットでは利上げ観測も浮上
 - また、ユーロ圏でもインフレ率が急速に高まっており、25年6月に利下げフェーズを終了したECBは6月にも利上げに転換するとみられている



(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：インフレ率の高止まりとAIブーム

- 26年1～3月期GDPは前期比年率2.0%と堅調に推移した。AIブームを背景に設備投資の寄与度が+1.39ポイントとなった一方で、輸入が大幅に増加したことから純輸出の寄与度は▲1.30ポイントとなった
- 不法移民が流出している影響により、労働市場は見かけよりも底堅い可能性が指摘されている
- ウォーシュ氏が5月22日にFRB新議長に就任した
- 原油価格の上昇から、インフレ率は高止まりしている
- 見通しのポイントとしては、①関税の価格への影響が一巡するものの、原油価格の高止まりからインフレ率の高止まりが続くこと、②減税政策が景気を下支えすること、③AI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、④このため利下げはしばらく見送られることなどが挙げられる
- 成長率見通し：26年は2.3%、27年は1.9%（前回から26年は0.1ポイント下方修正、27年は据え置き）

予測表(四半期)

(予測→)

| | 単位 | 2025年 | | | | 2026年 | | | | 2027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 | % | ▲ 0.6 | 3.8 | 4.4 | 0.5 | 2.0 | 2.8 | 2.3 | 1.9 | 1.7 | 1.9 | 1.7 | 1.7 |
| 個人消費支出 | % | 0.6 | 2.5 | 3.5 | 1.9 | 1.6 | 2.5 | 2.4 | 2.3 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| 民間設備投資 | % | 9.5 | 7.3 | 3.2 | 2.4 | 10.4 | 5.1 | 4.0 | 3.6 | 3.6 | 3.8 | 3.6 | 3.5 |
| 民間住宅投資 | % | ▲ 1.0 | ▲ 5.1 | ▲ 7.1 | ▲ 1.7 | ▲ 8.0 | ▲ 2.8 | ▲ 1.6 | ▲ 1.1 | 0.0 | 1.1 | 2.7 | 2.2 |
| 輸出 | % | 0.2 | ▲ 1.8 | 9.6 | ▲ 3.2 | 12.9 | 3.3 | 4.1 | 2.9 | 1.8 | 1.3 | 2.0 | 1.4 |
| 輸入 | % | 38.0 | ▲ 29.3 | ▲ 4.4 | ▲ 1.0 | 21.4 | 5.7 | 4.0 | 3.3 | 2.0 | 1.1 | 2.9 | 2.5 |
| 政府支出 | % | ▲ 1.0 | ▲ 0.1 | 2.2 | ▲ 5.6 | 4.4 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.5 | 0.4 |
| 非農業部門雇用者数増減 | 万人 | 2.0 | 3.4 | 2.3 | ▲ 1.7 | 6.3 | 3.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1.0 | 1.5 | 2.0 |
| 失業率 | % | 4.1 | 4.2 | 4.3 | 4.5 | 4.3 | 4.3 | 4.3 | 4.3 | 4.3 | 4.3 | 4.3 | 4.3 |
| 賃金上昇率 | % | 4.1 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 3.6 | 3.6 | 3.6 | 3.6 | 3.6 | 3.6 | 3.5 | 3.5 |
| コアPCEデフレーター | % | 2.8 | 2.7 | 2.9 | 2.9 | 3.1 | 2.9 | 2.9 | 2.8 | 2.7 | 2.6 | 2.5 | 2.5 |
| FFレート誘導水準 | % | 4.25～4.50 | 4.25～4.50 | 4.00～4.25 | 3.50～3.75 | 3.50～3.75 | 3.50～3.75 | 3.50～3.75 | 3.50～3.75 | 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 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.1 | 4.5 | 4.5 | 4.4 | 4.0 | 3.9 | 3.8 | 3.8 |

(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。

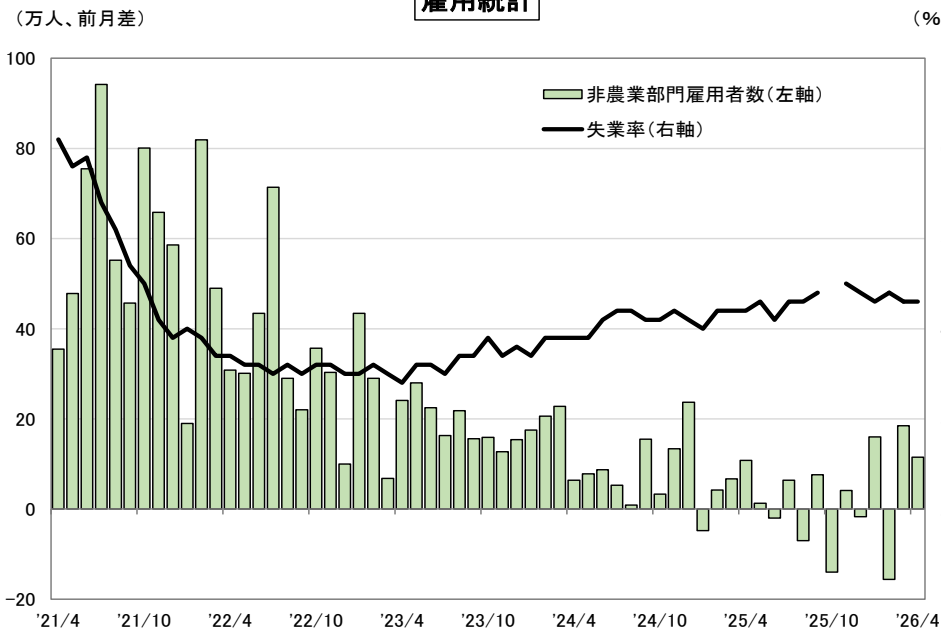
□雇用：増加しなくても、労働市場は底堅い可能性

- 不法移民の流出が継続していることから、毎月3,000人程度の雇用減少であれば、失業率が一定に保たれると見積もられている（ダラス連邦準備銀行 3月31日「Break-even employment declines as unauthorized immigration outflows continue」）
- ニューヨーク連銀調査からは、新規就業の困難さが意識されていることがうかがえる

□消費：底堅く推移する見込み

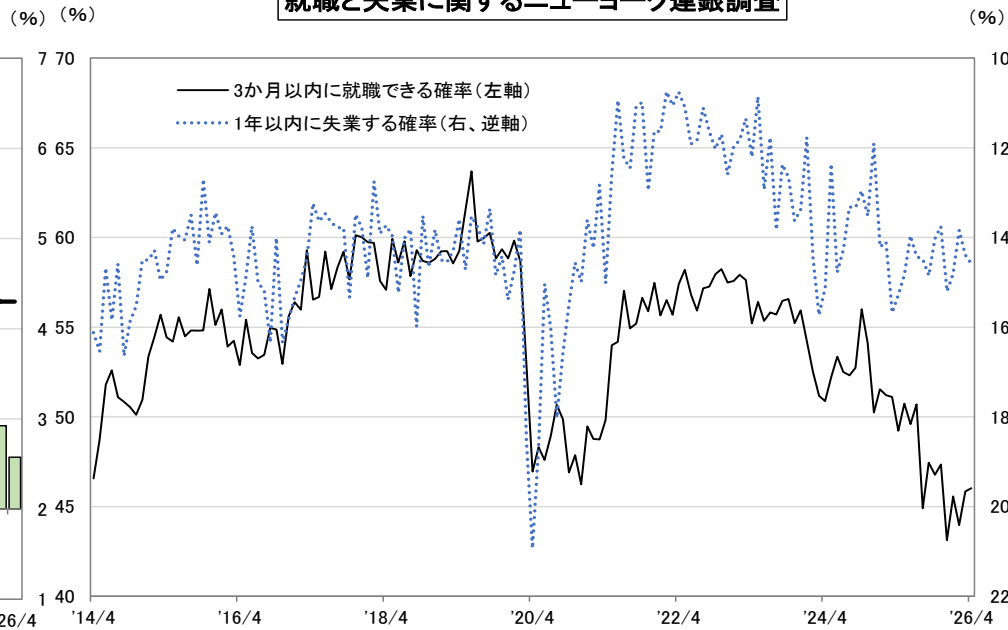
- AIブームによる株高と資産効果から富裕層の消費がけん引役となり、「集計量としての」個人消費支出は底堅い
- 一方で、「Affordability（価格の手ごろさ、経済的余裕の度合い）」が意識されていることもあり、多くの家計では経済状況が改善していないとみられる
- 消費者マインド指数も悪化している

雇用統計



(資料)米労働省統計局、LSEG

就職と失業に関するニューヨーク連銀調査



(資料)ニューヨーク連銀、LSEG

□貿易：貿易拡大ペースは小幅に回復する見込み

- － 25年4月に導入した相互関税が連邦最高裁にて違法と判断されたことを受け、トランプ政権は代替措置として26年2月に一律10%の追加関税を発動した
- － しかし、26年5月7日に追加関税も違法であると判断されたことで、政権はさらなる代替措置を模索している
- － 関税や製造業の米国回帰志向はあるものの、AIブームから貿易拡大ペースは小幅に回復すると見込まれる

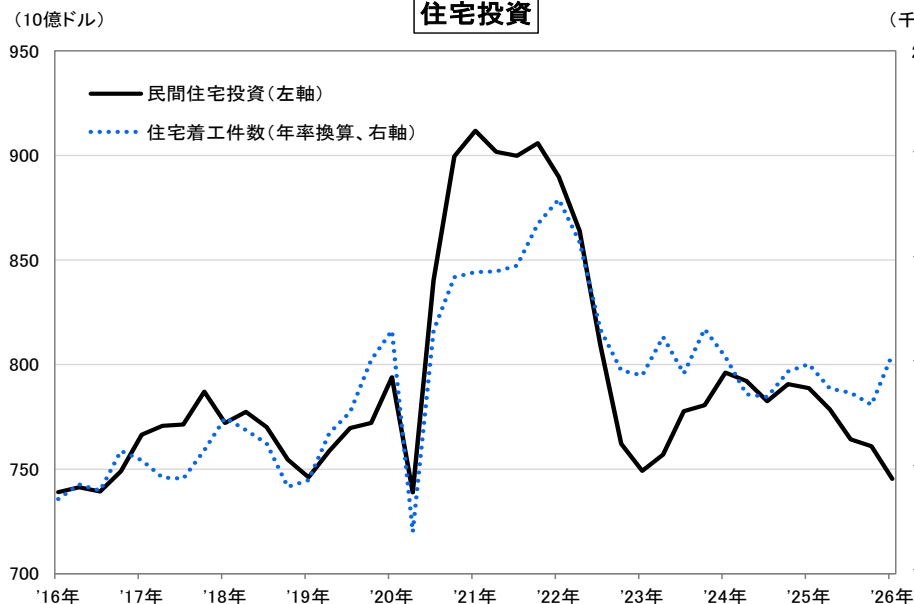
□住宅投資：在庫が多く、住宅着工は減少傾向

- － コロナ禍後は、新築住宅在庫が8か月分と過剰気味であり、住宅着工は減少傾向となっている

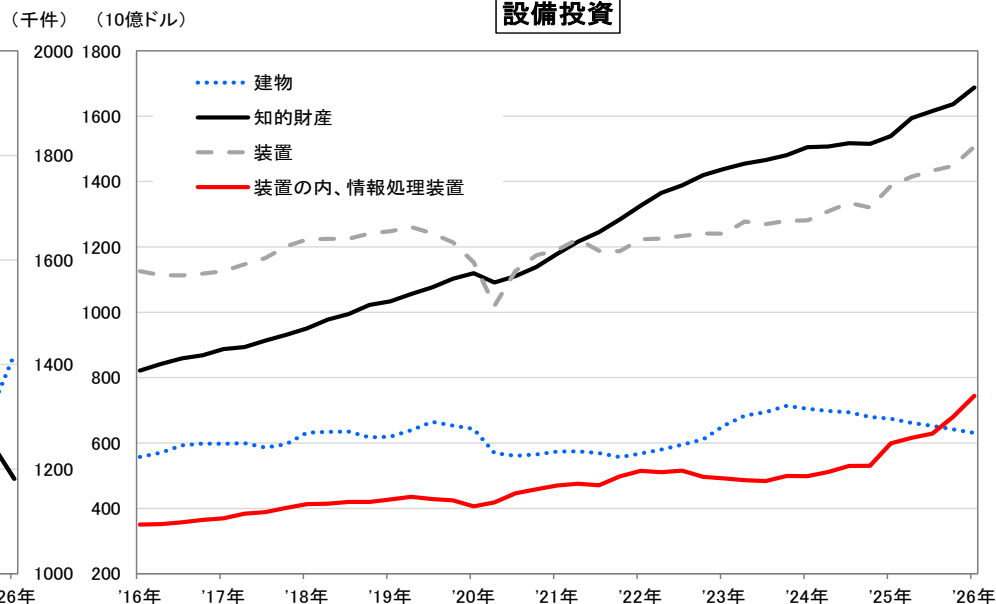
□設備投資：AIブームによる旺盛な設備投資

- － 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）、同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）、OBBBA（25年7月）による法人減税と設備投資費用の償却ルール変更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ペースは速い

住宅投資



設備投資



(資料)米経済分析局、米センサス局、LSEG

(資料)米経済分析局、LSEG

□インフレ率：高止まり

- 2月28日の米国によるイラン攻撃と、その後の中東情勢の緊迫化から、原油価格（WTI、SPOT）は1バレル=100ドル前後へ上昇し、米国のインフレ率が加速した
- 関税効果の剥落で、26年半ば以降のインフレ率は小幅に鈍化するとみられるが、原油価格の高止まりが長期化すると見込まれることから、全体としてみればインフレ率の高止まりが予想される

□金融政策：インフレ率の高止まりから利下げは一時中断

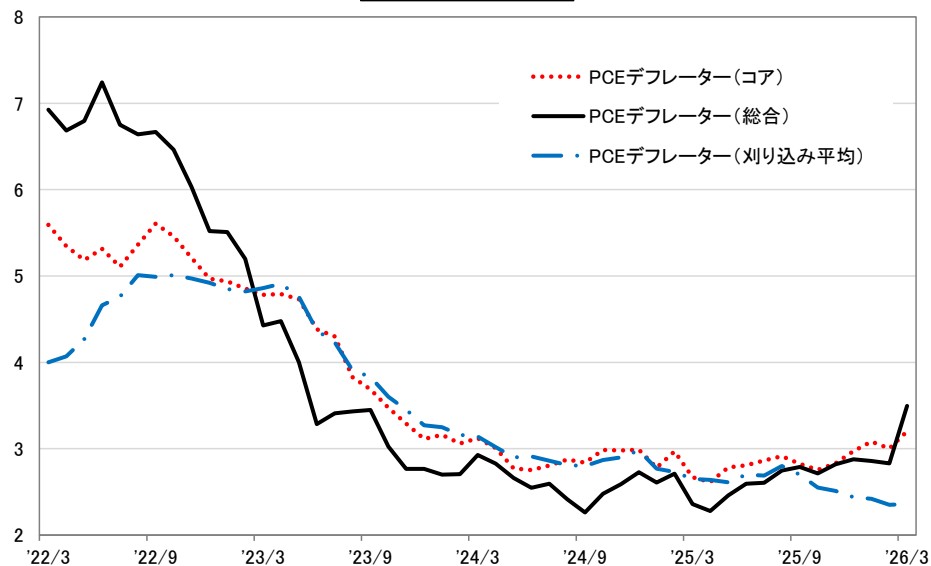
- ウォーシュ新FRB議長の金融政策についての見解や、トランプ政権からの独立性について、注目が集まる

□財政：財政赤字拡大の見通し

- 25年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25年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したものの、足元ではインフレ懸念から米長期金利が上昇している

(前年比%)

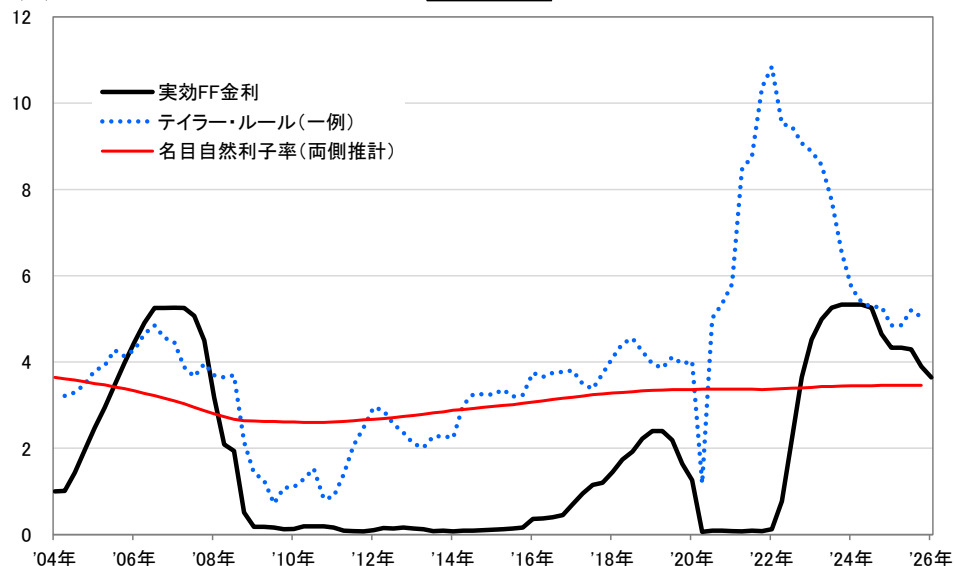
PCEデフレーター



(資料)米経済分析局、ダラス連銀、LSEG

(%)

政策金利



(資料)ニューヨーク連銀、FRB、米経済分析局、LSEG

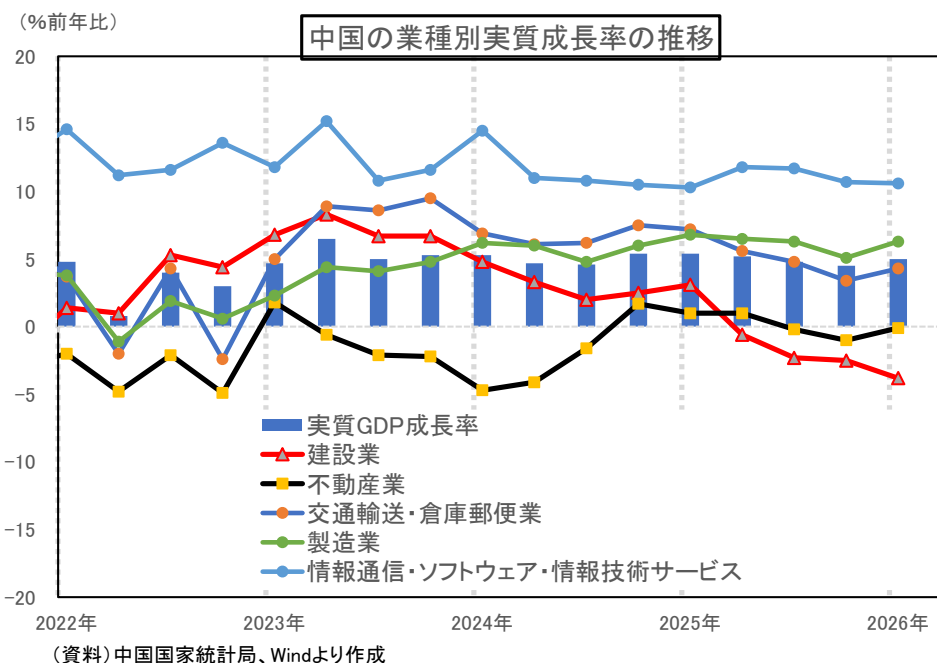
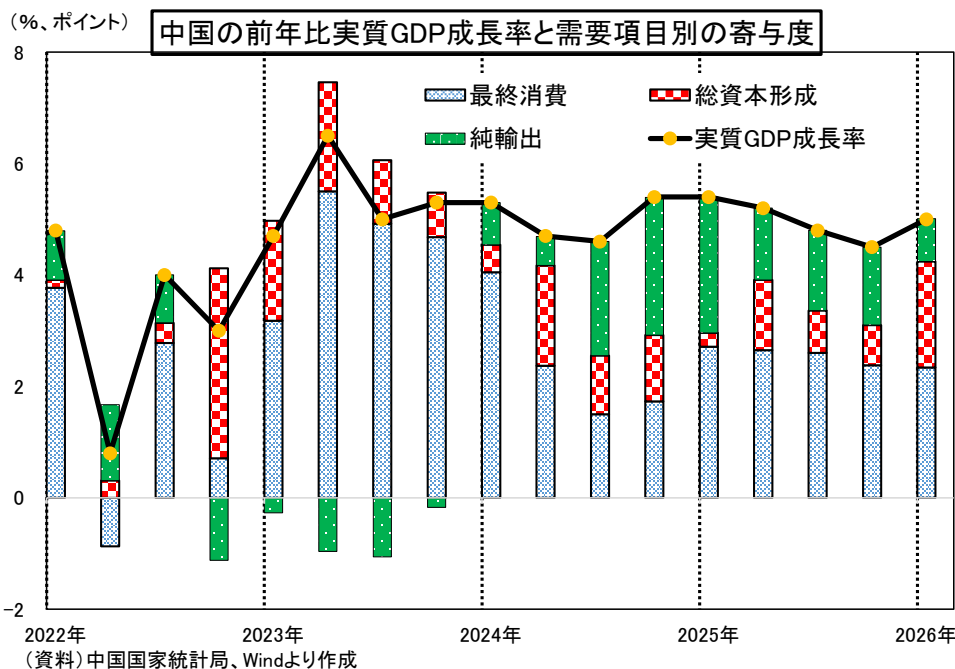
□26年1～3月期の実質GDP成長率：輸出の堅調さや投資の持ち直しにより加速

－ 1～3月期の実質GDP成長率は前年比5.0%となり、10～12月期（同4.5%）から加速した

- 実質GDP成長率（前年比5.0%、前掲）に対する需要項目別の寄与度では、最終消費は+2.3ポイント、総資本形成は+1.9ポイント、純輸出は+0.8ポイントであった。総資本形成は10～12月期（+0.7ポイント）から大幅に上昇し、純輸出も9期連続でプラスを維持している
- 業種別では、不動産業（前年比▲0.1%）、建設業（同▲3.8%）が引き続きマイナス成長となった一方、製造業（同6.3%）、情報通信・ソフトウェア・情報技術サービス（同10.6%）は堅調に推移した
- 加速の背景には、民間消費の弱さや不動産不況が続く中でも、輸出の底堅さに加え、景気刺激策によりインフラ整備向け投資や製造業の設備投資が持ち直したことがある

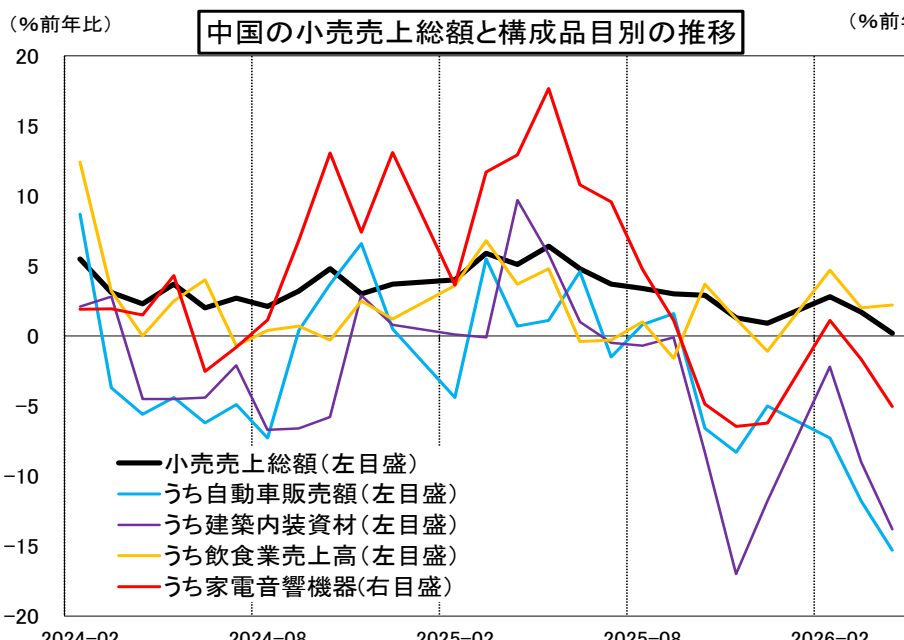
□しかし、4月以降の景気は内需の弱さから減速基調にある

－ 足元の経済指標からは、輸出は底堅さが続いているものの、消費と投資の低迷により景気は減速基調にあるとみられる

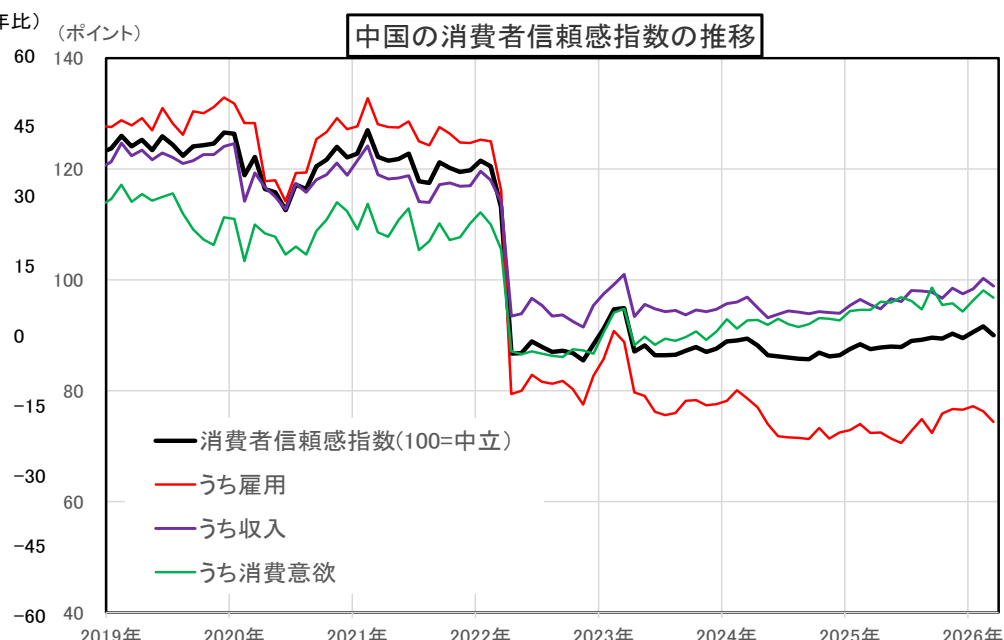


□消費：弱含み、当面は力強さを欠く見通し

- 26年4月の小売売上総額（名目）は前年比0.2%と、3月（同1.7%）からさらに減速
 - 内訳をみると、需要の先食いによる反動減、消費促進策の効果の一巡や、不動産市況の悪化を背景に、自動車販売額、家電音響機器、建築内装資材はそれぞれ同▲15.3%、同▲15.1%、同▲13.8%といずれも大きく減少
 - 一方、国家統計局によると、26年1~4月期のサービス消費は前年比5.6%と比較的堅調であった
 - 26年3月の消費者信頼感指数は90となり、雇用環境の厳しさなどによる消費者マインドの低下が続いている
- 先行きについては、消費促進策の強化による一定の下支えが見込まれるが、中東情勢の影響でガソリン価格の高止まりや不動産不況に伴う所得・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、当面は軟調に推移する見込み



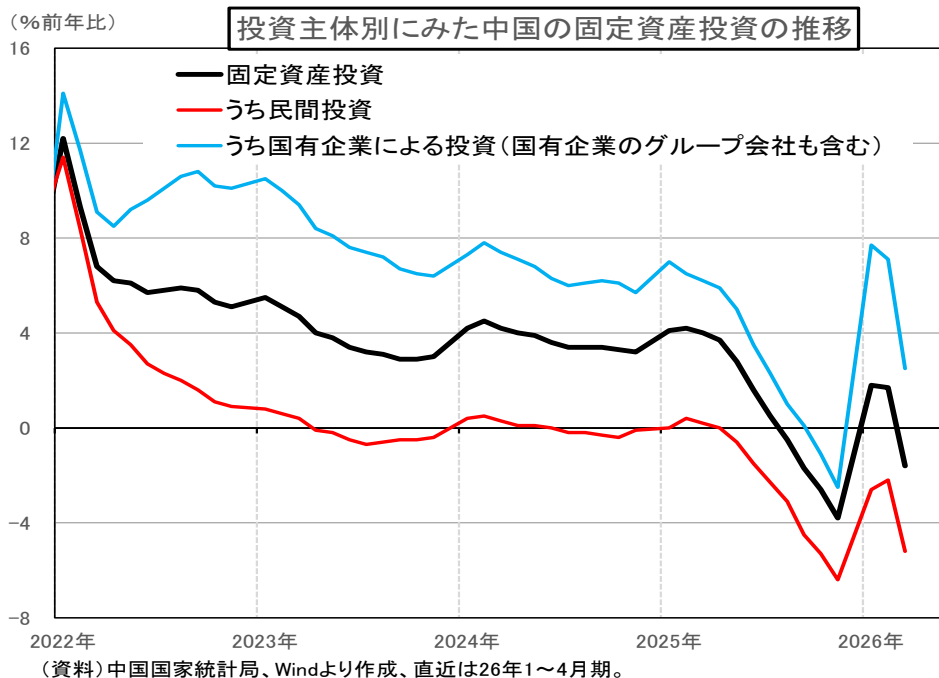
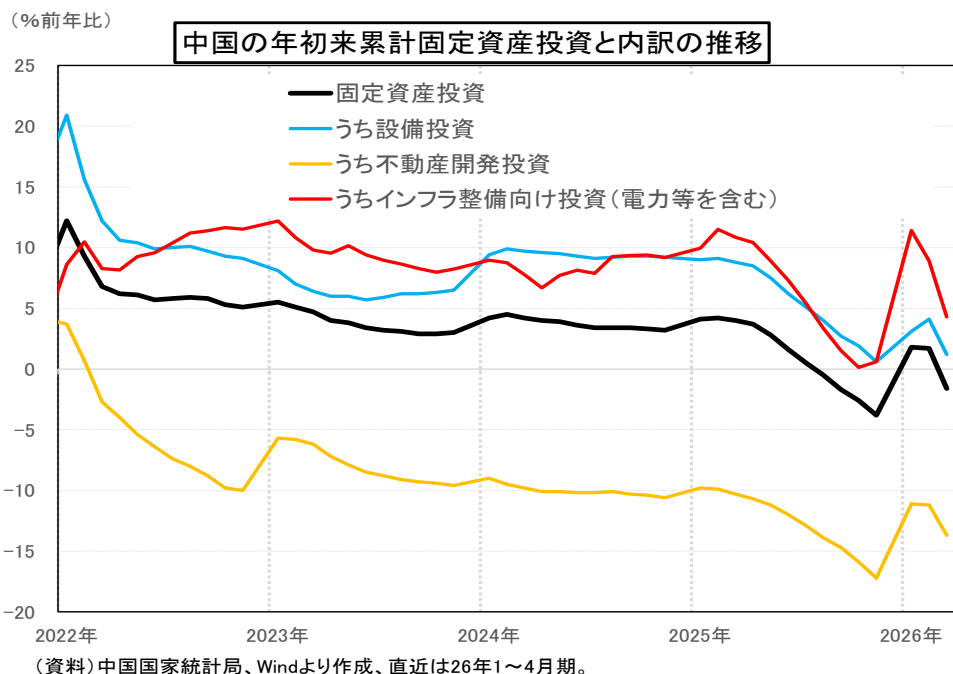
(資料) 中国国家統計局、Windより作成、直近は26年4月。



(資料) 中国国家統計局、Windより作成、直近は26年3月。

□投資：再び減少、当面は低調な推移

- 不動産開発投資の悪化や中東情勢の影響などから、26年1~4月期の固定資産投資は前年比▲1.6%と減少
 - ▶ 投資分野別では、不動産開発投資は同▲13.7%と再び減少幅が拡大した。また、設備投資とインフラ整備向け投資（電力等を含む）は同1.2%、同4.3%と固定資産投資全体の伸び（同▲1.6%、前掲）を上回ったものの、低調に推移
 - ▶ 投資主体別では、国有企業による投資は同2.5%とプラスを維持した一方、民間投資は同▲5.2%と大幅減少
- 先行きについては、地方債や特別国債の発行・利用の加速によりインフラ整備向け投資の持ち直しが期待されるものの、民間投資の慎重姿勢や不動産開発投資の停滞が続き、固定資産投資全体としては軟調に推移するだろう

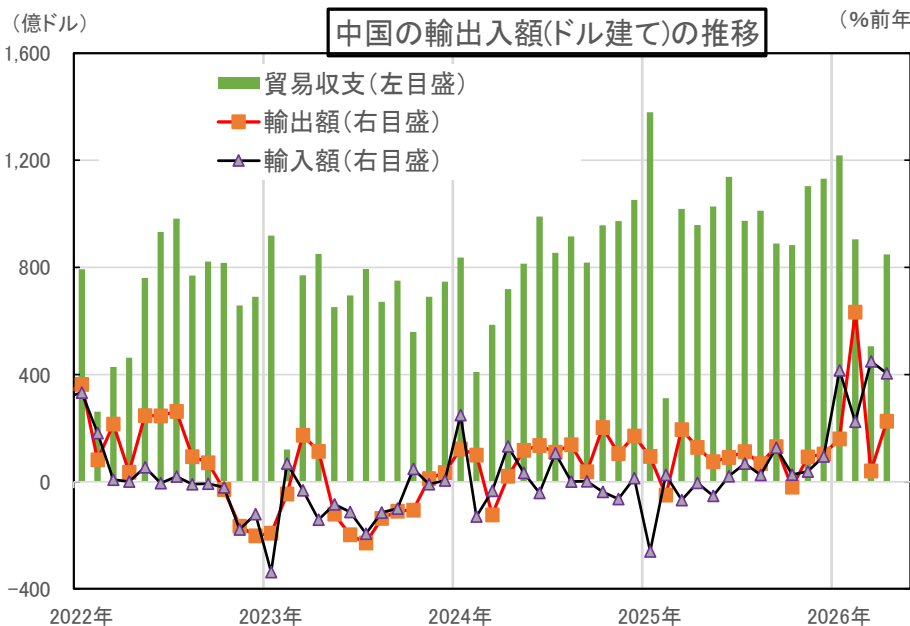


□輸出：底堅さを維持

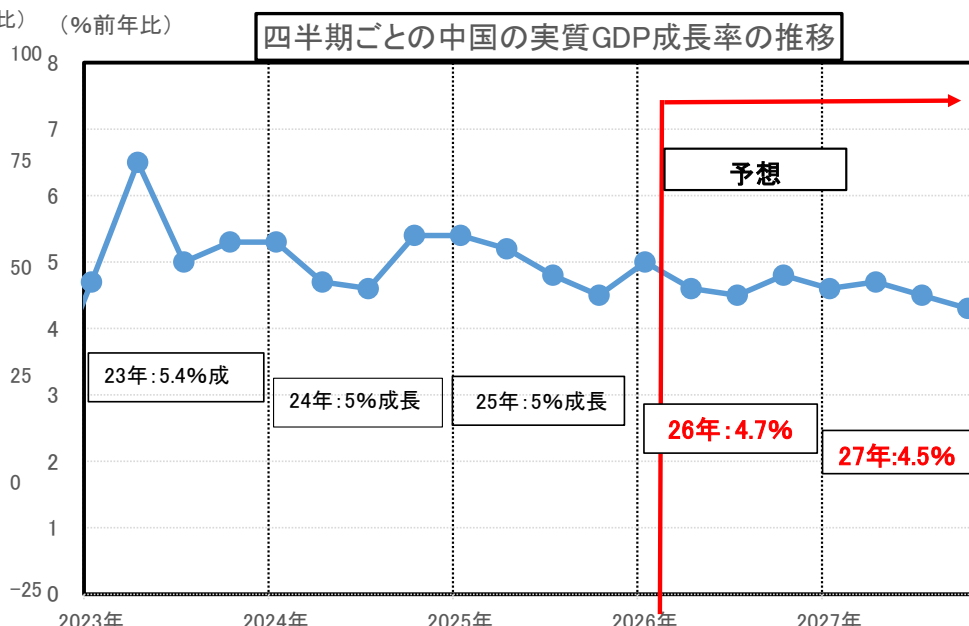
- 26年4月の輸出額（ドル建て）は前年比14.1%と、3月（同2.5%）から大幅に加速
- 米中関係の改善による対米輸出の回復や、AIブーム、中東情勢の不確実性を背景に、再エネ導入が進むなか、半導体、リチウムイオン電池、太陽光や風力による発電設備、電気自動車（EV）などの関連製品の輸出が引き続き底堅く推移すると見込まれる。このため、輸出は今後も底堅く推移する可能性が高い

□経済見通し：26年は4.7%成長（据え置き）、27年は4.5%成長（据え置き）

- 消費・投資の弱さへの対応策が強化される可能性があるが、個人消費が依然として力強さを欠くほか、投資も軟調に推移すると見込まれることから、4~6月期の成長率は前年比4.7%と再び減速に転じると予想される
- その後は、中東情勢の影響に伴う経済への下押し圧力を緩和するためにも、追加経済対策により内需の持ち直しが期待されるほか、輸出の底堅さが続くと予想され、26年通年は前年比4.7%の成長を見込む
- 27年は、AI需要が経済成長の下支えとなる一方、人口減少や不動産調整の影響により、前年比4.5%へ緩やかに減速する見通し



(資料) 中国海関総署、Windより作成、直近は26年4月。



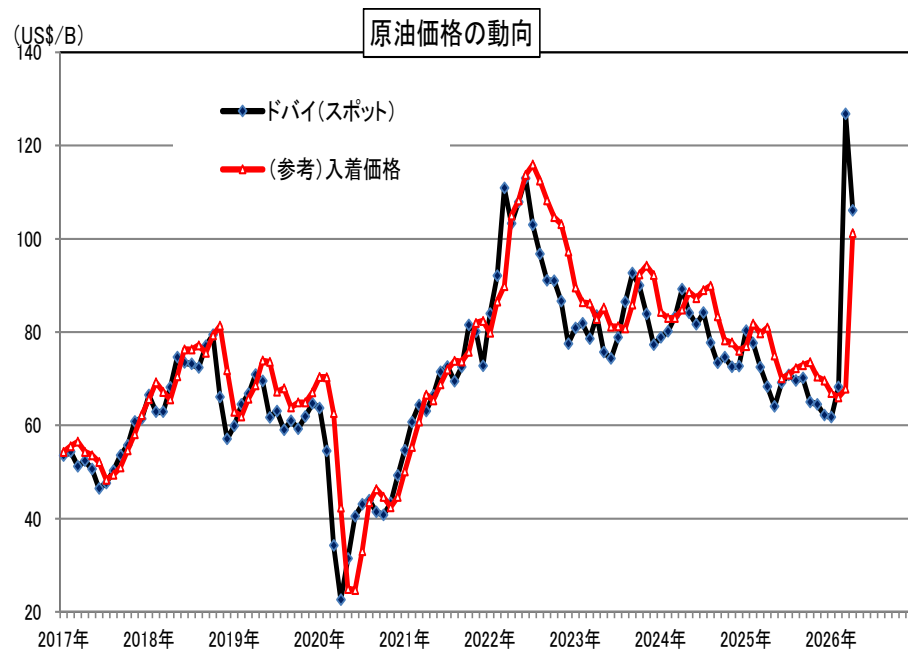
(資料) 中国国家统计局、Windより作成・予想。

□原油価格：イラン情勢の悪化を受けて100ドル/バレル前後で推移

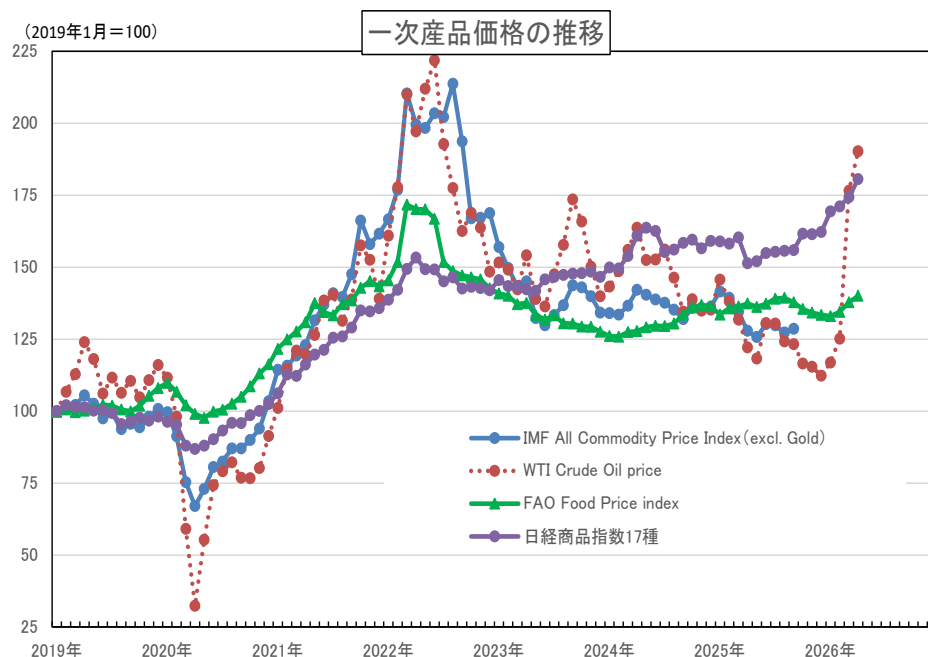
- OPECプラスによる生産量調整は25年9月に終了、その後は減産分の縮小を開始
 - 26年1～3月は増産を停止したが、4月以降は増産再開と報じられている
 - OPECプラスの有志7か国（UAEは5月にOPECを脱退）は7月にも小幅増産する方針
- 26年入り後は原油価格（WTI先物、期近物）は上昇に転じており、イラン情勢の悪化後は一時120ドル手前まで急騰

□原油入着価格の見通し

- 国際エネルギー機関（IEA）によれば、イラン戦争によって26年の石油供給量は日量約390万バレル減少しており、需要量を日量178万バレル下回ると予測している
 - OPECプラスの原油生産量は、2月の日量4,277万バレルから4月に日量3,319万バレルに減少
- ホルムズ海峡が開放されたとしても、原油生産設備などが被災するなど、供給懸念は残ることから、26年度の国内への入着価格（CIF）は100ドル/バレル前後と高止まり、27年度も80ドル/バレル台で推移と予想



(資料)東京商品取引所、財務省



(資料)IMF、FAO、NYMEX

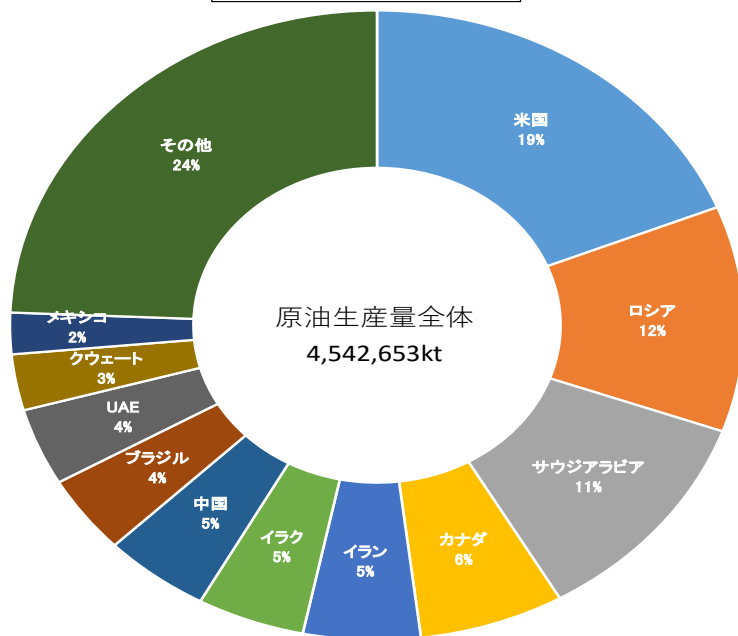
□日本は原油の中東依存度が極めて高い

- シェール革命によって米国は世界最大の原油生産国となった一方、それまで世界の原油価格を支配していた中東やロシアの影響力は低下
- 日本は原油輸入の94%を中東（そのうち、UAEとサウジアラビアの2国で82%）に依存している

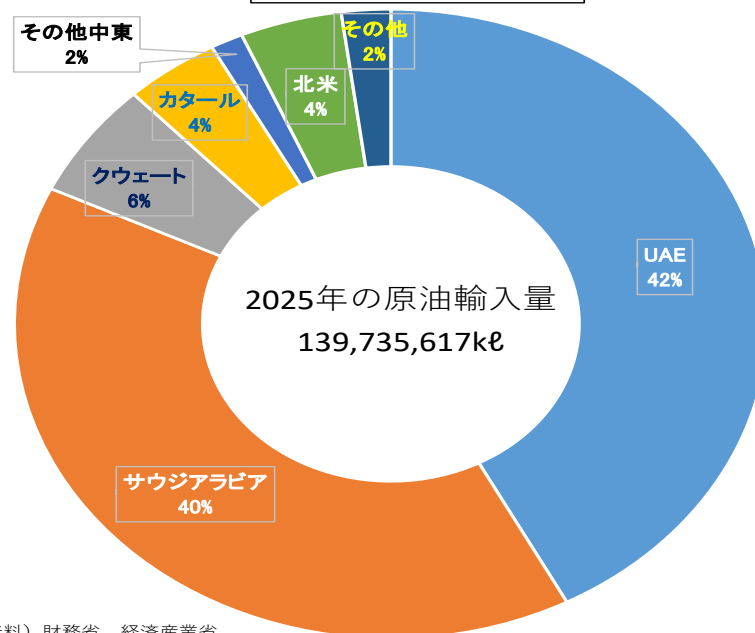
□経済への影響：イラン情勢が長期化すれば世界経済全体に大打撃

- 2024年の一次エネルギー国内供給のうち、石油の割合は34.5%
- イラン情勢の悪化以降、石油由来のナフサの供給懸念が高まっているが、政府は必要な量は確保できていると説明
 - ▶ ただし、供給懸念によって仮需が発生するなど、流通段階で目詰まりが発生しているのは否めず、塗料・溶剤などの原料であるトルエン・キシレンなどは一部で品薄状態に
 - ▶ そのほか、中東からの輸入が多いメタノール、アンモニア、尿素などでも供給懸念が広がっている
- イラン情勢が長期化すれば、国内外で幅広い財・サービスの価格が高騰し、経済の収縮が避けられない

世界の原油生産量(2024年)



国・地域別の原油輸入量



(資料) Global Note

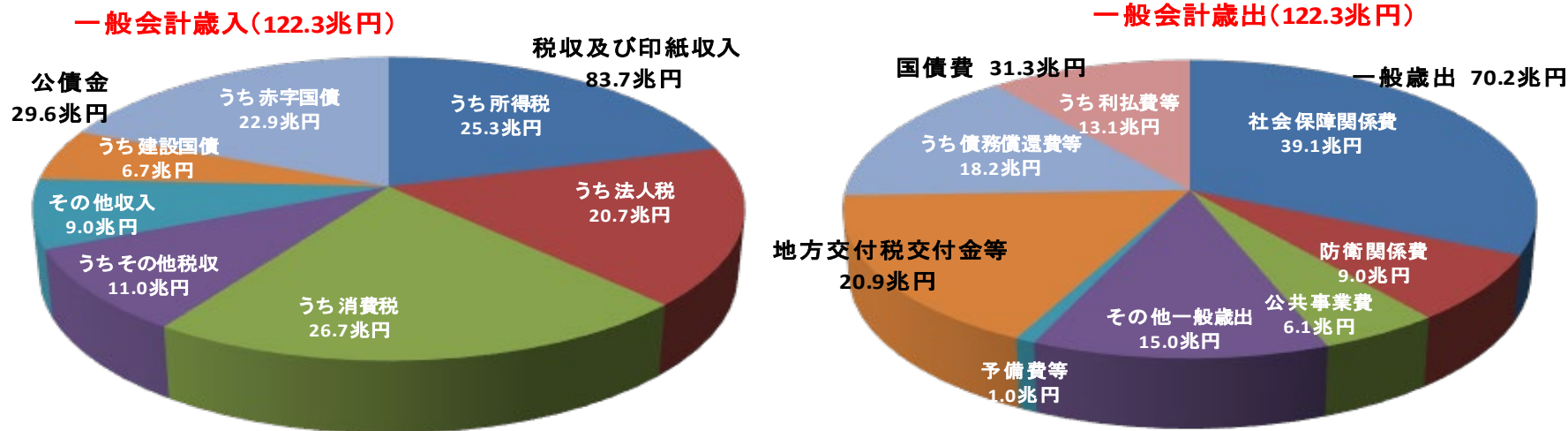
(資料) 財務省、経済産業省

3 国内の経済政策

□26年度一般会計予算は総額122.3兆円

- 26年度当初予算の総額は122.3兆円と、25年度当初予算（115.2兆円）から約7兆円の増額、2年連続で過去最大を更新
- 歳入：税収83.7兆円（25年度当初比5.9兆円増、同補正後比3.0兆円増）、公債金29.5兆円（25年度当初比0.9兆円増）
 - 政府経済見通しでは、税収見積りへの根拠となる26年度の経済成長率を名目3.4%（実質1.3%）と見込む
- 歳出：国債費31.3兆円（25年度当初比3.1兆円増）、一般歳出70.2兆円（同2.0兆円増）
 - 社会保障関係費（39.1兆円、同0.8兆円増）については、6,300億円程度の自然増の下、制度改革・効率化等によって1,500億円程度抑制する一方で、経済・物価動向等を踏まえて2,900億円増額
 - 予備費等として1.0兆円を計上
- 国債発行計画：復興債（66億円）、GX経済移行債（1.0兆円）、子ども特例債（0.5兆円）、半導体・AI債（0.8兆円）、財投債（13.0兆円）、借換債（135.8兆円）を合わせ、全体で180.7兆円の発行（25年度当初計画から3.8兆円増）
- カレンダーベースの市中発行額は168.5兆円（25年度補正後比で10.2兆円減）

2026年度一般会計予算



(資料)財務省

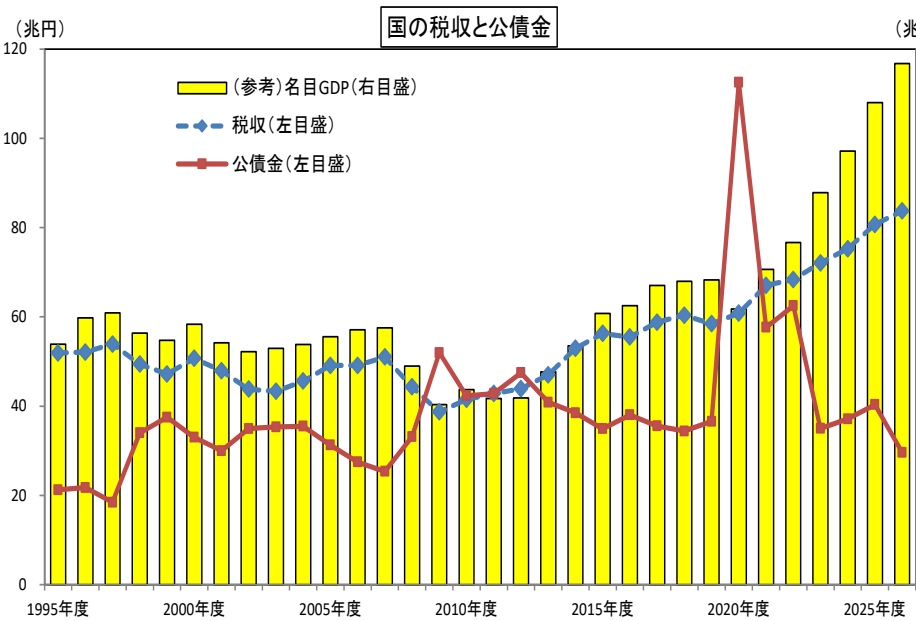
3 国内の経済政策

□ イラン情勢への対応で補正編成へ

- イラン情勢の悪化によってガソリン価格が大幅に上昇（3月中旬に一時190.8円/ℓ）したことを受けて、政府は3月19日から「中東情勢を踏まえた緊急的激変緩和措置」を開始
 - ガソリンの全国平均小売価格が170円程度を超えないよう、超える部分を全額補助
 - 25年度予算の予備費7,948億円を基金に投入、21年度からの累計は8兆9,668億円に
- 高市首相はガソリン補助金の継続や夏場の電気・ガス料金の負担軽減策に対応する意向
 - 当面は26年度予算の予備費で対応するが、今後の対応に向けて予備費を積み増す意向であり、3兆円規模の補正予算案を編成する方針、財源は赤字国債とみられる

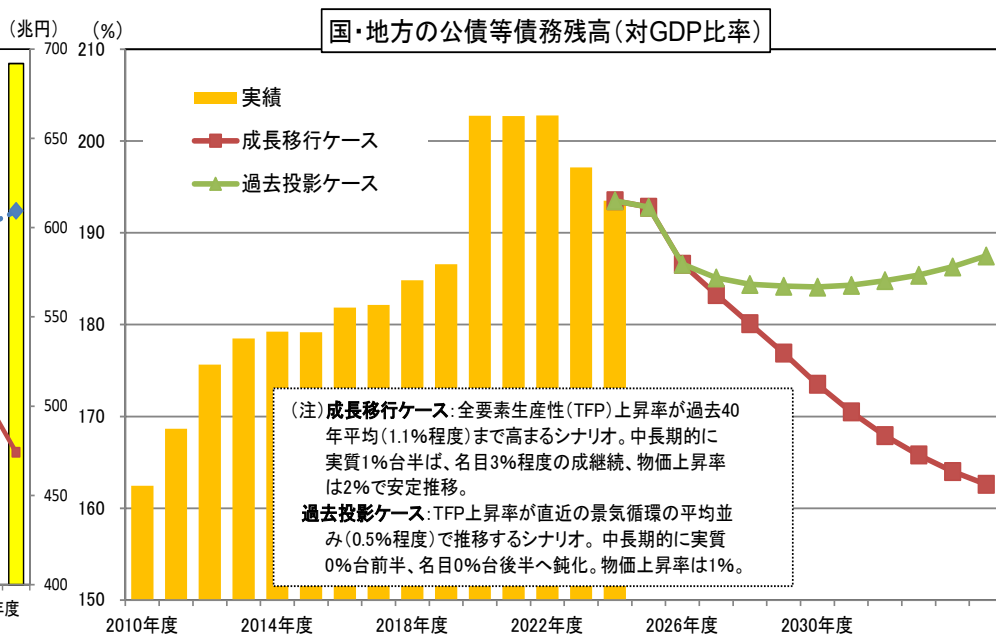
□ 「責任ある積極財政」の行方

- 「骨太の方針2026」に向けて、経済財政諮問会議は財政運営の中核目標として債務残高対GDP比の安定的な低下を目指すことが提案された
 - 内閣府「中長期の経済財政に関する試算（26年1月）」によれば、27年度にPB黒字化が達成されるとの見通し



（資料）財務省、内閣府

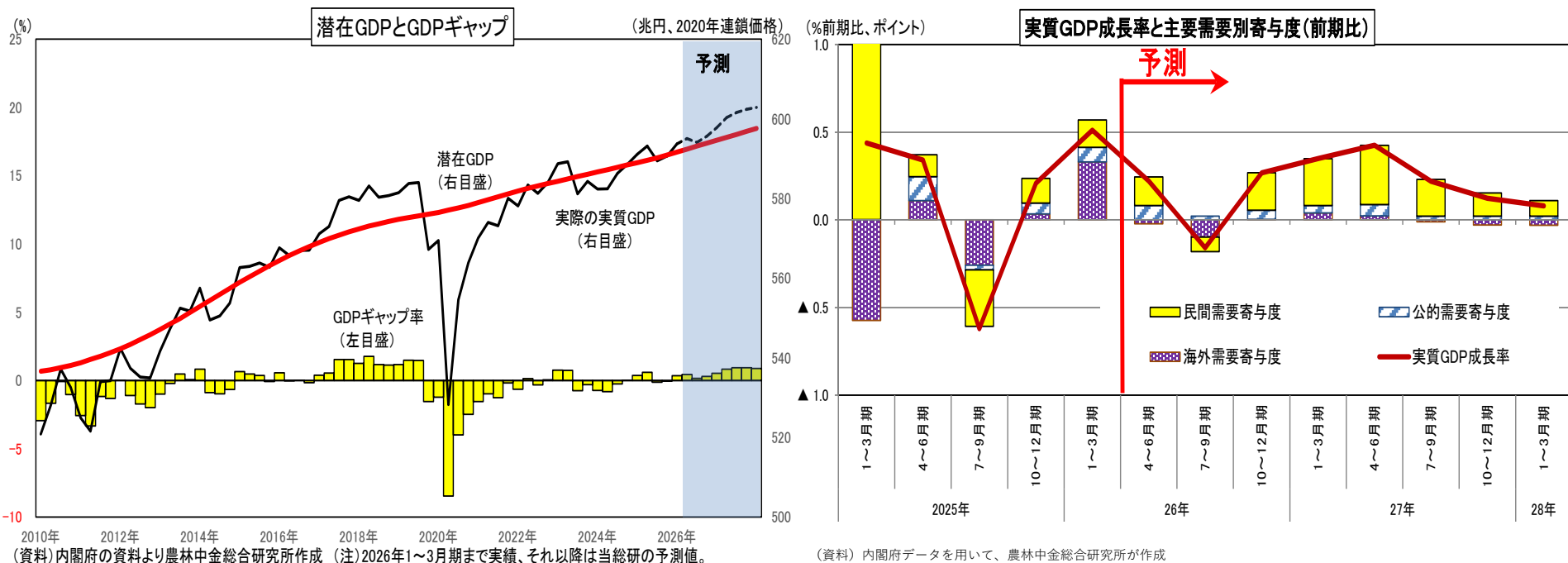
（注）税収・公債金は2024年度まで決算、25年度は補正後予算、26年度は当初予算。26年度の名目GDPは政府経済見通し。



（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：2026年度は0.6%成長、27年度は1.0%成長と予想

- 今夏には米国とイランが戦争終結に合意、ホルムズ海峡は開放される、との前提の下で見通しを策定した。また、消費税減税については実施期間などの結論が出ていないことから考慮していない。
- 足元4～6月期については、すでに実質賃金が前年比プラスに転換したほか、26年春闘も堅調な内容が見込まれるが、インフレ再燃など先行き不安が広がっており、消費の勢いは再び弱まるだろう。イラン情勢を受けて輸出も軟調に推移するとみられる。ただし、企業設備投資は好業績の余韻やAIブームの後押しもあり、底堅く推移するとみられ、経済成長率は前期比年率0.9%と3期連続のプラスとなるだろう。しかし、7～9月期にかけては、仮にイラン情勢が収束に向かったとしても、原油高や原油供給などを巡る混乱などから、経済活動は一時的に足踏みするものと思われる（年率▲0.6%とマイナス成長を想定）。
- 26年度下期以降は、イラン情勢が収束に向かい、経済活動が元に戻る動きが出てくると思われる。物価高止まりで消費回復ペースに緩慢さが残るが、企業設備投資は底堅く推移するだろう。26年度は0.6%成長（3年連続のプラス）が見込まれるが、25年度（0.8%成長）からは鈍化するだろう。
- 27年度も上期にかけて消費や設備投資など内需主導の経済成長が続くが、年度下期にかけては潜在成長率並みの成長に落ち着くだろう（1.0%成長と予測）。



(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 | 2024年度 (実績) | 25年度 (実績) | 26年度 (予測) | 27年度 (予測) |
|----------------|--------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 名目GDP | % | 3.7 | 4.2 | 2.9 | 2.9 |
| 実質GDP | % | 0.5 | 0.8 | 0.6 | 1.0 |
| 民間需要 | % | 0.5 | 1.1 | 0.6 | 1.2 |
| 民間最終消費支出 | % | 0.1 | 1.2 | 0.4 | 0.7 |
| 民間住宅 | % | ▲ 0.7 | ▲ 3.5 | ▲ 0.3 | ▲ 1.3 |
| 民間企業設備 | % | 0.8 | 2.4 | 1.8 | 1.8 |
| 民間在庫変動(寄与度) | ポイント | 0.2 | ▲ 0.1 | ▲ 0.2 | 0.2 |
| 公的需要 | % | 2.0 | 0.5 | 0.9 | 0.6 |
| 政府最終消費支出 | % | 2.3 | 0.8 | 0.9 | 0.7 |
| 公的固定資本形成 | % | 0.1 | ▲ 0.6 | 0.6 | 0.3 |
| 輸出 | % | 2.7 | 1.9 | 0.4 | 2.0 |
| 輸入 | % | 4.0 | 2.6 | 0.2 | 2.1 |
| 国内需要寄与度 | ポイント | 0.8 | 1.0 | 0.7 | 1.1 |
| 民間需要寄与度 | ポイント | 0.4 | 0.8 | 0.5 | 0.9 |
| 公的需要寄与度 | ポイント | 0.5 | 0.1 | 0.2 | 0.2 |
| 海外需要寄与度 | ポイント | ▲ 0.3 | ▲ 0.2 | 0.0 | ▲ 0.0 |
| GDPデフレーター(前年比) | % | 3.2 | 3.4 | 2.3 | 1.9 |
| 国内企業物価(前年比) | % | 3.4 | 2.7 | 7.6 | 2.3 |
| 全国消費者物価(〃) | % | 2.7 | 2.7 | 2.5 | 2.3 |
| 完全失業率 | % | 2.5 | 2.6 | 2.6 | 2.5 |
| 鉱工業生産(前年比) | % | ▲ 1.3 | ▲ 0.3 | ▲ 0.7 | 0.2 |
| 経常収支 | 兆円 | 30.0 | 34.5 | 27.2 | 35.0 |
| 名目GDP比率 | % | 4.7 | 5.2 | 4.0 | 4.9 |
| 為替レート | 円/ドル | 152.5 | 150.7 | 154.4 | 147.5 |
| 無担保コールレート(0/N) | % | 0.42 | 0.73 | 1.25 | 1.50 |
| 新発10年物国債利回り | % | 1.06 | 1.74 | 2.88 | 3.08 |
| 通関輸入原油価格 | ドル/バレル | 82.8 | 71.4 | 97.5 | 81.9 |

(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 | 2025年度 通期 | 26年度 | | 27年度 | | | |
|--------------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 通期 | 上期 | 下期 | 通期 | 上期 | 下期 |
| 実質GDP | % | 0.8 | 0.6 | 0.4 | 0.3 | 1.0 | 0.7 | 0.4 |
| 民間需要 | % | 1.1 | 0.6 | 0.3 | 0.4 | 1.2 | 0.8 | 0.5 |
| 民間最終消費支出 | % | 1.2 | 0.4 | 0.1 | 0.1 | 0.7 | 0.5 | 0.3 |
| 民間住宅 | % | ▲ 3.5 | ▲ 0.3 | ▲ 0.3 | ▲ 0.9 | ▲ 1.3 | ▲ 0.6 | ▲ 0.7 |
| 民間企業設備 | % | 2.4 | 1.8 | 0.9 | 0.2 | 1.8 | 1.1 | 1.2 |
| 公的需要 | % | 0.5 | 0.9 | 0.5 | 0.4 | 0.6 | 0.4 | 0.2 |
| 政府最終消費支出 | % | 0.8 | 0.9 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.4 | 0.3 |
| 公的固定資本形成 | % | ▲ 0.6 | 0.6 | 0.8 | ▲ 0.4 | 0.3 | 0.5 | 0.0 |
| 財貨・サービスの純輸出 | 兆円 | 5.2 | 5.5 | 5.5 | 5.4 | 5.4 | 5.6 | 5.3 |
| 輸出 | % | 1.9 | 0.4 | 0.1 | 0.1 | 2.0 | 1.3 | 1.5 |
| 輸入 | % | 2.6 | 0.2 | ▲ 0.1 | 0.6 | 2.1 | 1.1 | 1.9 |
| 内需寄与度(前期比) | % | 1.0 | 0.7 | 0.4 | 0.4 | 1.1 | 0.8 | 0.3 |
| 民間需要(〃) | % | 0.8 | 0.5 | 0.2 | 0.3 | 0.9 | 0.7 | 0.3 |
| 公的需要(〃) | % | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.0 |
| 外需寄与度(〃) | % | ▲ 0.2 | 0.0 | 0.0 | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 | 0.0 | ▲ 0.1 |
| デフレーター(前年比) | % | 3.4 | 2.3 | 2.4 | 2.2 | 1.9 | 2.0 | 1.8 |
| 完全失業率 | % | 2.6 | 2.6 | 2.7 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| 鉱工業生産(前期比) | % | ▲ 0.3 | ▲ 0.7 | ▲ 0.8 | ▲ 0.8 | 0.2 | 0.2 | 0.7 |
| 住宅着工戸数(年率換算) | 万戸 | 71.1 | 74.5 | 75.0 | 74.0 | 72.5 | 73.0 | 72.0 |
| 経常収支 | 兆円 | 34.5 | 27.2 | 14.8 | 12.4 | 35.0 | 18.6 | 16.4 |
| 貿易収支 | 兆円 | 1.4 | ▲ 3.8 | ▲ 0.4 | ▲ 3.4 | 3.3 | 3.1 | 0.2 |
| 外国為替レート | 円/ドル | 150.7 | 154.4 | 156.3 | 152.5 | 147.5 | 150.0 | 145.0 |
| 通関輸入原油価格 | 円/バレル | 71.4 | 97.5 | 102.5 | 92.5 | 81.9 | 83.8 | 80.0 |

(前年同期比)

| | 単位 | 2025年度 通期 | 26年度 | | 27年度 | | | |
|-------------|----|--------------|-------|-----|-------|-------|-------|-------|
| | | | 通期 | 上期 | 下期 | 通期 | 上期 | 下期 |
| 名目GDP | % | 4.2 | 2.9 | 2.9 | 3.0 | 2.9 | 3.1 | 2.8 |
| 実質GDP | % | 0.8 | 0.6 | 0.6 | 0.8 | 1.0 | 1.1 | 1.0 |
| 民間需要 | % | 1.1 | 0.6 | 0.4 | 0.7 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 民間最終消費支出 | % | 1.2 | 0.4 | 0.6 | 0.3 | 0.7 | 0.6 | 0.7 |
| 民間住宅 | % | ▲ 3.5 | ▲ 0.3 | 0.4 | ▲ 1.1 | ▲ 1.3 | ▲ 1.3 | ▲ 1.2 |
| 民間企業設備 | % | 2.4 | 1.8 | 2.4 | 1.4 | 1.8 | 1.6 | 2.1 |
| 公的需要 | % | 0.5 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.6 | 0.7 | 0.5 |
| 政府最終消費支出 | % | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 0.7 | 0.8 | 0.6 |
| 公的固定資本形成 | % | ▲ 0.6 | 0.6 | 0.8 | 0.5 | 0.3 | 0.2 | 0.5 |
| 財貨・サービスの純輸出 | 兆円 | 5.2 | 5.5 | 5.5 | 5.4 | 5.4 | 5.6 | 5.3 |
| 輸出 | % | 1.9 | 0.4 | 0.3 | 0.5 | 2.0 | 1.6 | 2.4 |
| 輸入 | % | 2.6 | 0.2 | 0.0 | 0.4 | 2.1 | 1.6 | 2.6 |

| | | | | | | | | |
|-------------|---|-------|-------|-----|-------|-----|-------|-----|
| 国内企業物価(前年比) | % | 2.7 | 7.6 | 6.8 | 8.5 | 2.3 | 4.0 | 0.8 |
| 全国消費者物価(〃) | % | 2.7 | 2.5 | 2.1 | 2.9 | 2.3 | 2.5 | 2.1 |
| 完全失業率 | % | 2.6 | 2.6 | 2.7 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| 鉱工業生産(前年比) | % | ▲ 0.3 | ▲ 0.7 | 0.2 | ▲ 1.5 | 0.2 | ▲ 0.6 | 0.9 |

(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)

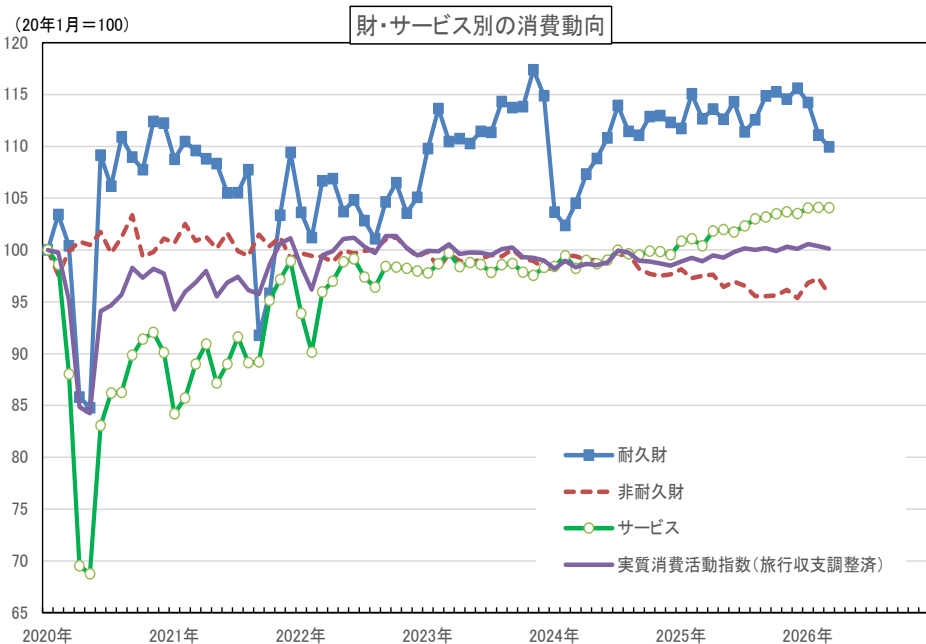
| | 単位 | 2025年 | | | | 26年 | | | | 27年 | | | | 28年 |
|----------------|--------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|
| | | 1~3月期 | 4~6月期 | 7~9月期 | 10~12月期 | 1~3月期 | 4~6月期 | 7~9月期 | 10~12月期 | 1~3月期 | 4~6月期 | 7~9月期 | 10~12月期 | 1~3月期 |
| 名目GDP | % | 0.8 | 2.0 | 0.1 | 0.9 | 0.8 | 0.9 | 0.4 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| (年率換算) | % | 3.1 | 8.2 | 0.3 | 3.8 | 3.4 | 3.5 | 1.7 | 3.2 | 3.5 | 3.5 | 2.5 | 2.2 | 2.0 |
| 実質GDP | % | 0.4 | 0.3 | ▲ 0.6 | 0.2 | 0.5 | 0.2 | ▲ 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.2 | 0.1 | 0.1 |
| (年率換算) | % | 1.8 | 1.4 | ▲ 2.5 | 0.8 | 2.1 | 0.9 | ▲ 0.6 | 1.1 | 1.4 | 1.7 | 0.9 | 0.5 | 0.3 |
| 民間需要 | % | 1.4 | 0.2 | ▲ 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | ▲ 0.1 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.3 | 0.2 | 0.1 |
| 民間最終消費支出 | % | 0.7 | 0.2 | 0.5 | 0.0 | 0.3 | 0.0 | ▲ 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.1 |
| 民間住宅 | % | ▲ 0.5 | ▲ 0.0 | ▲ 8.1 | 5.0 | 0.5 | ▲ 0.4 | ▲ 0.4 | ▲ 0.4 | ▲ 0.3 | ▲ 0.3 | ▲ 0.3 | ▲ 0.3 | ▲ 0.3 |
| 民間企業設備 | % | 0.7 | 1.2 | ▲ 0.1 | 1.4 | 0.3 | 1.0 | ▲ 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| 民間在庫変動(寄与度) | %pt | 0.7 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 | ▲ 0.4 | ▲ 0.1 | ▲ 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 公的需要 | % | ▲ 0.2 | 0.5 | ▲ 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 政府最終消費支出 | % | ▲ 0.2 | 0.7 | 0.1 | 0.4 | 0.1 | 0.4 | 0.2 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 公的固定資本形成 | % | ▲ 0.8 | 0.4 | ▲ 1.1 | ▲ 0.2 | 1.4 | 0.2 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 | 0.0 | 0.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 輸出 | % | ▲ 0.6 | 1.6 | ▲ 1.6 | 0.2 | 1.7 | ▲ 0.5 | ▲ 0.5 | 0.3 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.5 | 0.5 |
| 輸入 | % | 2.2 | 1.1 | ▲ 0.2 | ▲ 0.0 | 0.5 | ▲ 0.4 | 0.1 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| 国内需要寄与度 | %pt | 1.1 | 0.2 | ▲ 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | ▲ 0.1 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.2 | 0.2 | 0.1 |
| 民間需要寄与度 | %pt | 1.1 | 0.1 | ▲ 0.3 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | ▲ 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.1 |
| 公的需要寄与度 | %pt | 0.0 | 0.1 | ▲ 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 海外需要寄与度 | %pt | ▲ 0.6 | 0.1 | ▲ 0.3 | 0.0 | 0.3 | ▲ 0.0 | ▲ 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 |
| GDPデフレーター(前年比) | % | 3.6 | 3.2 | 3.5 | 3.4 | 3.4 | 2.4 | 2.3 | 2.1 | 2.3 | 2.1 | 1.9 | 1.8 | 1.7 |
| 国内企業物価 (前年比) | % | 4.2 | 3.3 | 2.6 | 2.6 | 2.5 | 5.5 | 8.0 | 9.0 | 8.0 | 5.0 | 3.0 | 1.0 | 0.5 |
| 全国消費者物価 (") | % | 3.1 | 3.4 | 2.9 | 2.8 | 1.7 | 1.8 | 2.4 | 2.9 | 3.0 | 2.7 | 2.4 | 2.1 | 2.0 |
| 完全失業率 | % | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.7 | 2.6 | 2.7 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| 鉱工業生産 (前期比) | % | 0.0 | ▲ 0.5 | ▲ 1.1 | 0.3 | 2.5 | ▲ 1.0 | ▲ 2.0 | 0.5 | ▲ 0.5 | 0.7 | ▲ 0.5 | 0.5 | 1.0 |
| 経常収支 | 兆円 | 7.6 | 7.4 | 8.9 | 8.3 | 9.8 | 7.2 | 7.7 | 6.4 | 6.0 | 8.7 | 9.9 | 8.7 | 7.7 |
| 名目GDP比率 | % | 4.7 | 4.4 | 5.4 | 4.9 | 5.8 | 4.2 | 4.5 | 3.7 | 3.4 | 4.9 | 5.6 | 4.9 | 4.3 |
| 為替レート | 円/ドル | 152.5 | 144.6 | 147.4 | 154.1 | 156.8 | 157.5 | 155.0 | 152.5 | 152.5 | 150.0 | 150.0 | 145.0 | 145.0 |
| 無担保コールレート(O/N) | % | 0.42 | 0.48 | 0.48 | 0.51 | 0.73 | 1.00 | 1.00 | 1.25 | 1.25 | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.50 |
| 新発10年物国債利回り | % | 1.36 | 1.40 | 1.56 | 1.79 | 2.21 | 2.75 | 2.85 | 2.90 | 3.00 | 3.10 | 3.10 | 3.05 | 3.05 |
| 通関輸入原油価格 | ドル/バレル | 79.5 | 75.3 | 72.0 | 71.2 | 66.9 | 105.0 | 100.0 | 95.0 | 90.0 | 85.0 | 82.5 | 80.0 | 80.0 |

(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)

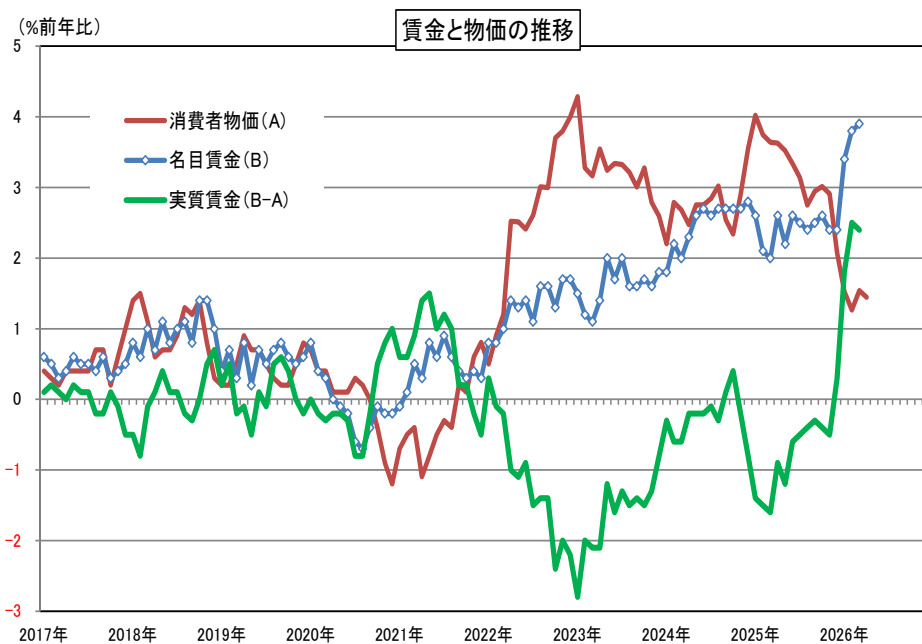
(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

□民間消費

- 連合が「5%以上の賃上げ」、「実質賃金を1%上昇軌道に乗せる」といった目標を掲げる26年春闘では、5月上旬時点で5.05%（前年同時期：5.32%）と、25年実績（5.25%）を下回っているが、5%前後の賃上げ実現は濃厚
 - 3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2.7%と、上昇率を徐々に高めている
- 物価が鈍化したことで実質賃金は前年比プラスに転換、消費の本格回復への期待が高まったが、イラン情勢の悪化を受けた原油急騰や供給懸念などで消費マインドは一気に冷え込んだ
 - 財・サービス別にみると、耐久財が軟調ながらも、サービスが底堅く推移しているほか、食料・日用品など非耐久財も持ち直しが見られる
 - 4月の消費動向調査「消費者態度指数」は2か月連続で悪化、基調判断は3月に「弱含んでいる」へ下方修正
- イラン情勢の悪化、さらには物価上昇率の再拡大への警戒が続くが、家計の所得環境の改善が継続するなか、実質賃金の前年比プラス状態は保たれ、非耐久財を中心に民間消費の緩やかな持ち直しは続くと予想
 - 民間最終消費支出：26年度は前年度比0.4%と3年連続の増加、27年度は同0.7%と予測



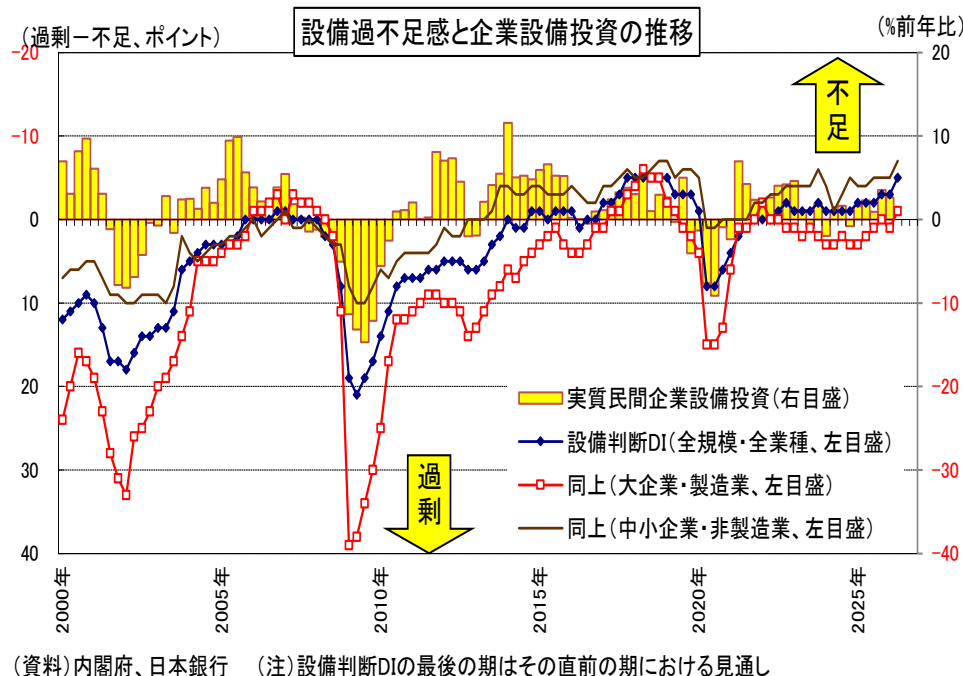
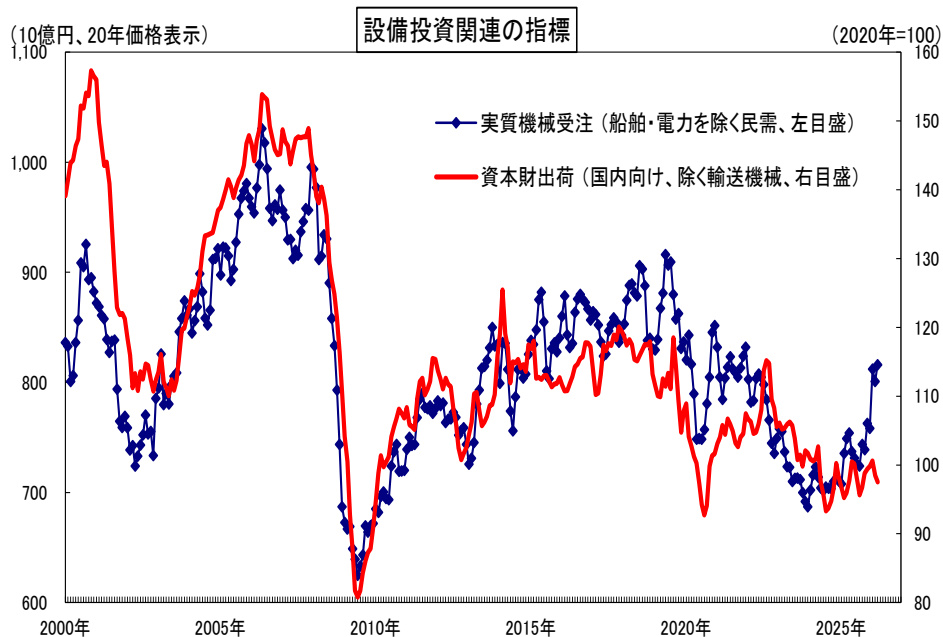
(資料)日本銀行「消費活動指数」



(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。

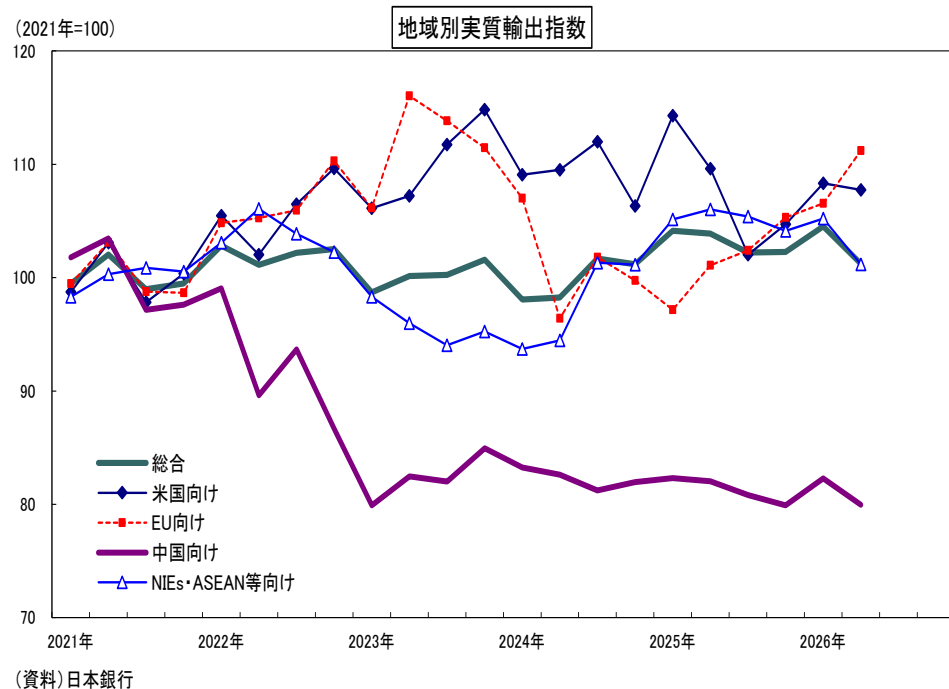
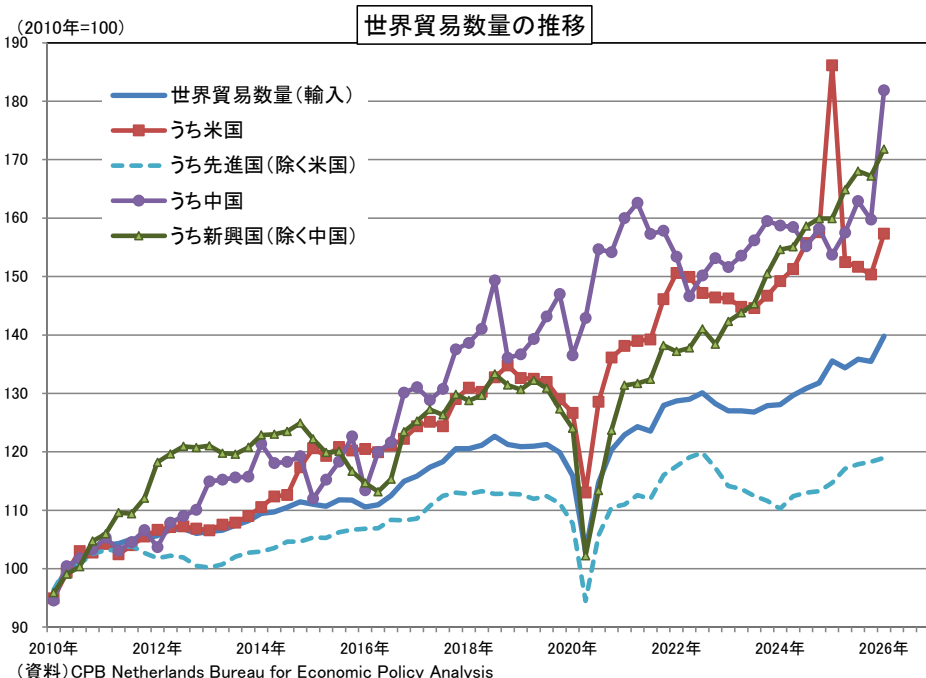
□企業設備投資

- 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（3月調査）の26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、25年度分の初回調査時と同じ伸び率
- 設備投資関連指標の月次指標はまちまち
 - 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）は前期比▲0.9%と2期ぶりに低下
 - 一方、1～3月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）は同6.4%と2期連続の増加、4～6月期見通し（内閣府集計）では同0.3%の増加を見込む
 - ✓ 4月の工作機械受注（内需）は前月比17.2%の大幅増
- イラン情勢の影響が長引くことへの懸念もあるが、高市内閣の経済政策運営や先行きの消費など国内需要の回復期待が根強いほか、中長期的に省力化・省人化ニーズは高く、先行きも底堅く推移すると予想
- 民間企業設備投資：26年度は前年度比1.8%と2年連続の増加、27年度も同1.8%と増加基調をたどると予測



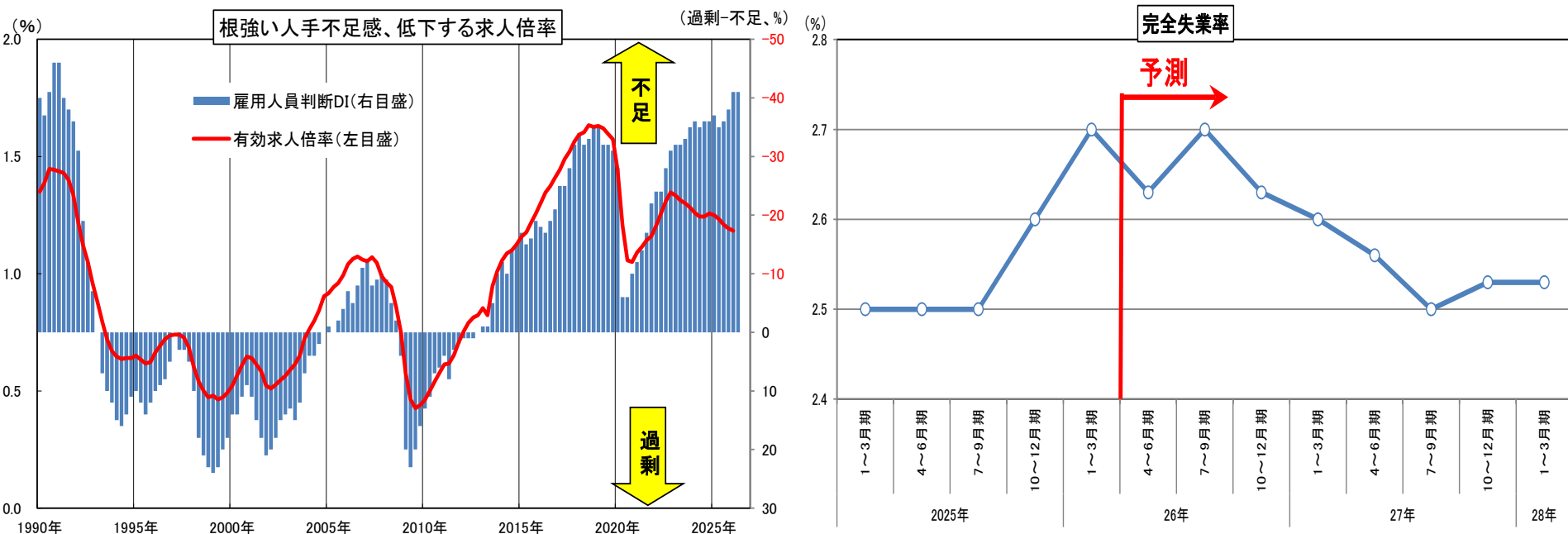
□輸出入動向

- トランプ関税の導入後、世界貿易数量は停滞気味だったが、26年入り後は欧米向けの輸出数量が回復
- 1~3月期の「財貨・サービスの輸出」は前期比1.7%（2期連続の増加）、うち「財の輸出」は同2.2%と3期ぶりの増加
 - ▶ しかし、4月の実質輸出指数は前月比▲2.8%、1~3月の平均水準を3.1%下回った
- IMF世界経済見通しでは、世界貿易の伸びは26年にかけて大幅に鈍化するとしており、輸出は低調に推移するとみられる
- 26年度の輸出は前年度比0.4%と6年連続の増加（年度上期は減少するが、年度下期には持ち直し）、27年度は同2.0%と増加が続くと予想
- 輸入についても26年度は同0.2%と3年連続の増加ながらも微増にとどまるが、年央以降は持ち直しに転じ、27年度は同2.1%と、国内景気の持ち直しを受けて増加継続を予測
- 26年度の経常収支は27.2兆円（名目GDP比率4.0%）へ黒字幅が縮小するが、27年度は35.0兆円（同4.9%）と黒字幅は再拡大



□雇用情勢

- 生産年齢人口が減少するなか、企業の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
- 残業規制もあってか、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いる
- 月次の雇用関連指標もやや足踏み感が漂う
 - 1～3月期の失業率は2.7%へ上昇するなど、高止まり状態にある
 - 1～3月期の有効求人倍率は1.18倍へ低下、21年10～12月期月以来の低水準
- 失業率は26年上期にかけて高い水準が続くが、その後は緩やかな低下傾向をたどると予想
 - 26年度：2.6%（25年度と変わらず）、27年度：2.5%と予測

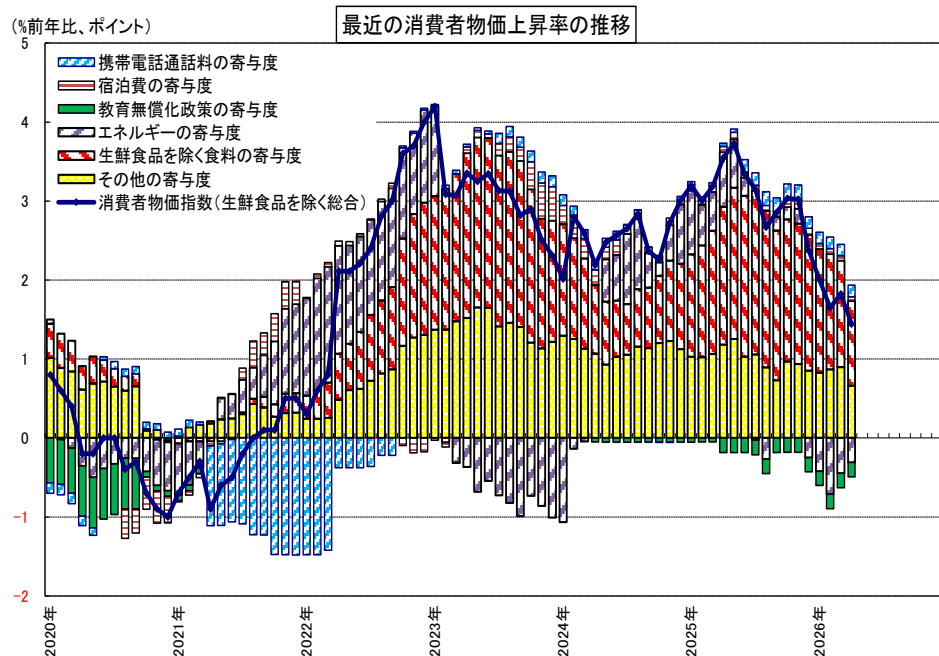


(資料)総務省統計局、日本銀行 (注)DIは全規模・全産業(除く金融機関)

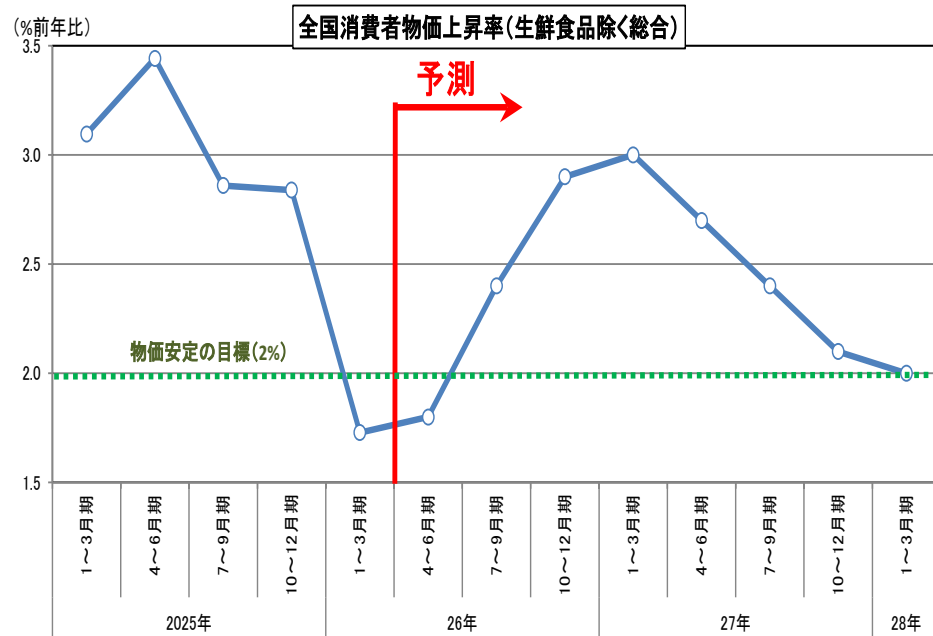
(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

□物価動向

- ガソリン税の暫定税率廃止やコメなど食料のベース効果剥落などもあり、25年度下期以降の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合（以下、コアCPI））は鈍化傾向をたどった
 - 4月のコアCPIは政策による押し下げ効果もあって前年比1.4%、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」も同1.9%と、ともに2%割れ
 - 一方、イラン情勢の悪化によって4月の国内企業物価は前年比4.9%（3月：同2.9%）、輸入物価（円ベース）は同17.5%（3月：同8.0%）と、大幅加速
- 目先は食品のベース効果剥落が続くものの、夏場以降は電気・ガス代が値上がりするほか、石油由来の製品や運送費などの上昇が想定され、物価上昇率は再び高まるものと思われる
 - 政府は、ガソリン補助金の支給を続けるほか、夏場にかけて電気・ガス料金の負担軽減策を再導入する意向を示している一方、持続可能性の観点から規模縮小も検討されている
- 26年度のコアCPIは前年度比2.5%、27年度：2.3%と予測
 - 26年度下期には3%程度まで高まるが、その後は鈍化に転じ、27年度下期には2%程度へ



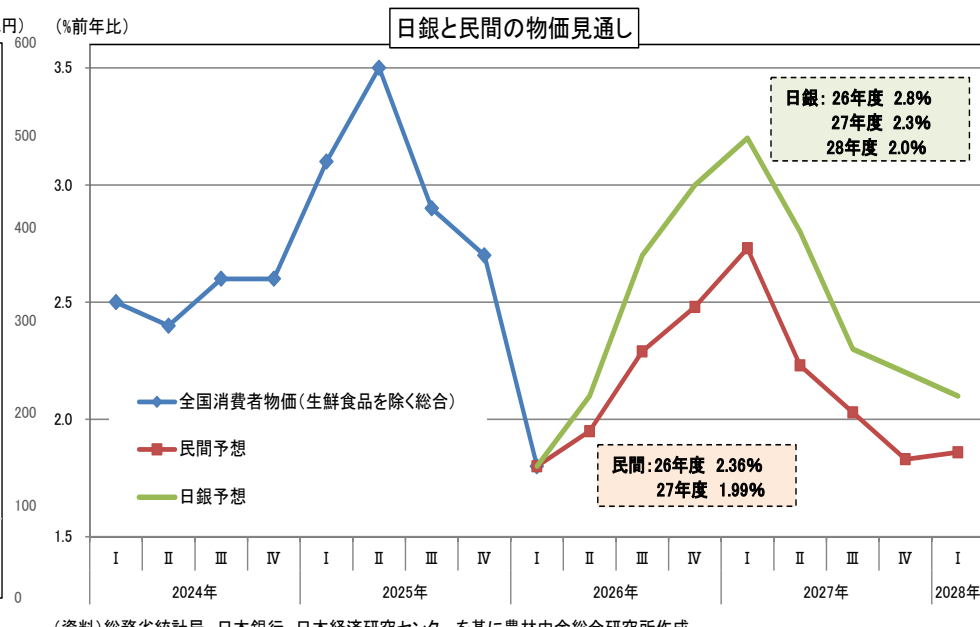
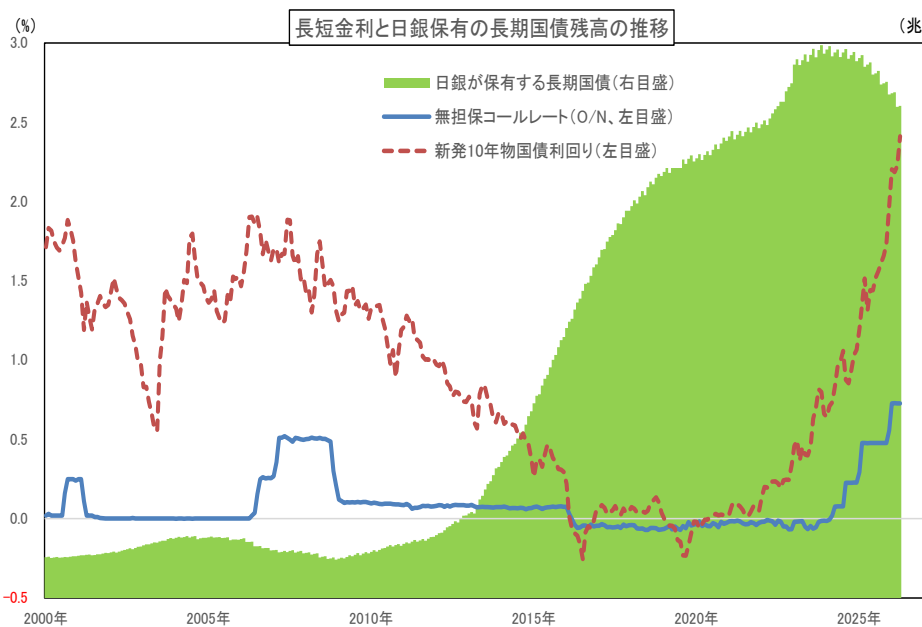
(資料)総務省統計局の公表統計より作成



(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

■日銀はインフレリスクをより重視、6月会合での利上げに前向き

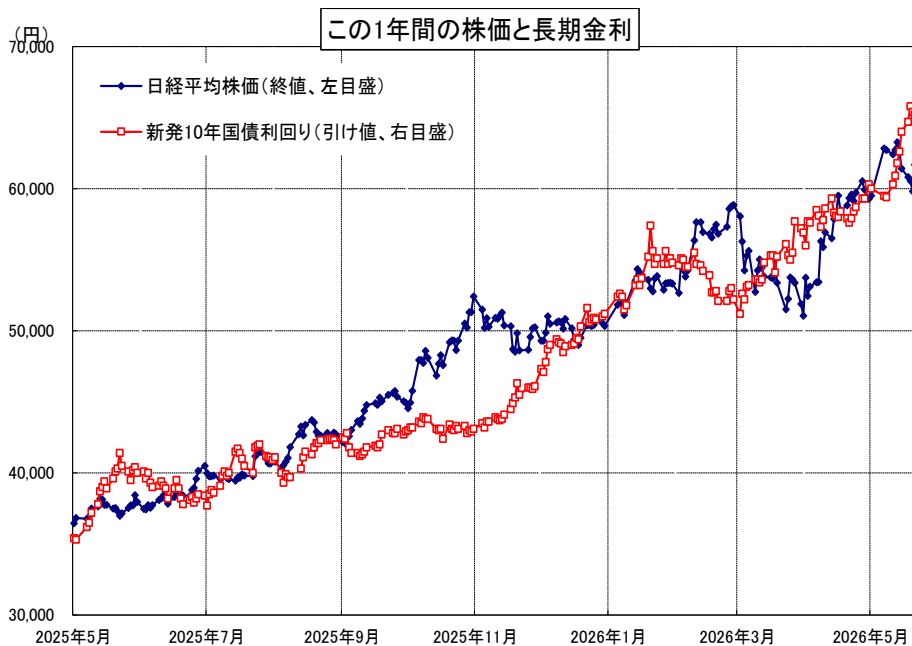
- 日銀は、経済・物価・金融情勢に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく方針
 - 25年12月に政策金利を0.75%に引き上げたほか、長期国債の買入れ額を徐々に減額（24年8月～）していることに加え、26年入り後にはETF・J-REITの売却も開始するなど、政策正常化を進めている
- 4月に公表した「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、原油急騰を背景に物価見通しを大幅に引き上げた
 - 2%の物価安定の目標と概ね整合的な水準となる時期は「26年度後半から27年度にかけて」と、前回1月までの見方を踏襲
 - 植田総裁は、基調的な物価上昇率が2%に近づいているなか、原油高によって物価上昇率が大きく上振れていくリスクが顕在化し、それがその後の経済に悪影響を及ぼすことがないかどうか、十分に留意すべきとした
- ホルムズ海峡が比較的早期に開放されても原油高止まりやその余波が残り、物価上昇率は物価安定目標である2%を上回って推移するとみられることから、その予防的措置として6月にも政策金利を1.00%へ引き上げ、その後も「半年に1回」のペースで利上げを継続すると予想



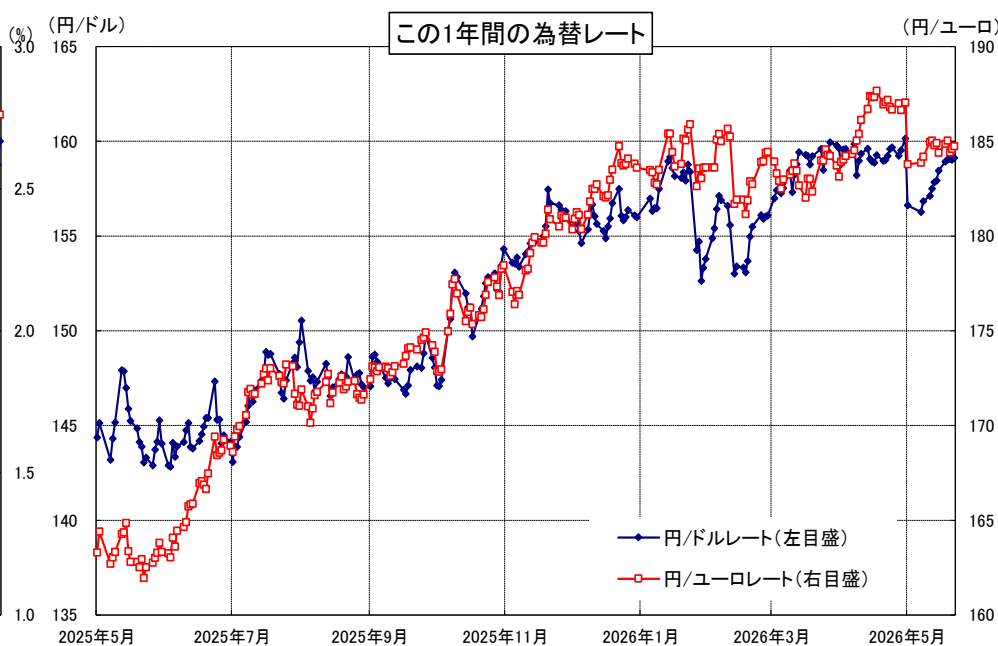
(資料)総務省統計局、日本銀行、日本経済研究センターを基に農林中金総合研究所作成
 (注)民間予想はESPフォーキャスト調査(5月)を使用。日銀予想は展望レポート(4月)を基に農林中金総合研究所が作成。

■市場概況

- 2月末に急変したイラン情勢を受けて、株価は一時大幅に値下がりしたが、停戦合意後には戦争終結への期待が高まり、内外株価は史上最高値を更新
 - 日経平均株価は一時63,799円まで上昇する場面も
- 債券市場では、日銀の6月利上げを織り込む動きが強まっているほか、補正予算編成に伴う赤字国債増発への警戒もあり、長期金利は一時1996年10月以来となる2.8%まで上昇
- 外国為替市場では、日銀の利上げ継続姿勢にもかかわらず、高市内閣の「責任ある積極財政」路線への警戒が根強く、25年秋以降は円安圧力が高い状態が続いている
 - ドル円レートは、日本の財政悪化懸念やFedの年内利下げ見送り観測などから4月下旬には一時1ドル=160円台まで円安が進行
 - 大型連休中に政府は10兆円規模での円買い介入を実施したとみられるが、円安の流れを断ち切るには至らず
 - ユーロ円レートは史上最高値圏の1ユーロ=180円台半ばで推移



(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

- 物価高対策などに伴う国債増発懸念が高いほか、日銀の利上げ継続方針も意識され、長期金利には引き続き上昇圧力がかかりやすい

－ 株価

- 世界的にカネ余り環境が続くなか、引き続きAIブームが相場を押し上げるほか、高市内閣の成長戦略や積極財政への期待感もあり、底堅く推移するとみられる
- 輸出企業の業績は円安で支えられている側面があるため、仮に円高傾向が強まった場合には株価の抑制要因になりやすい

－ 為替レート

- 日銀は利上げ継続方針は維持されているが、Fedが利下げ判断を当面見送るとみられるほか、日本の財政悪化への警戒感は根強く、円安圧力はしばらく燻り続けると予想

金利・為替・株価の予想水準

| 年／月 項 目 | | 2026年 | | | | 27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 (%) | | 0.726 | 0.70～1.05 | 0.95～1.05 | 0.95～1.30 | 0.95～1.30 |
| 国債利回り | 20年債 (%) | 3.680 | 3.50～4.00 | 3.55～4.05 | 3.60～4.10 | 3.65～4.15 |
| | 10年債 (%) | 2.760 | 2.50～3.00 | 2.55～3.05 | 2.60～3.10 | 2.65～3.15 |
| | 5年債 (%) | 2.000 | 1.80～2.30 | 1.90～2.40 | 1.95～2.45 | 2.00～2.50 |
| 為替レート | 対ドル (円/ドル) | 159.1 | 150～165 | 150～165 | 150～165 | 150～165 |
| | 対ユーロ (円/ユーロ) | 184.7 | 175～190 | 175～190 | 175～190 | 175～190 |
| 日経平均株価 (円) | | 63,339 | 60,000±5,000 | 61,000±5,000 | 62,000±5,000 | 63,000±5,000 |

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2026年5月22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。