# 農林中金総合研究所
# 2026～27年度改訂経済見通し

## 物価高止まりに脆弱な民間消費

～ 日本経済見通し：2026年度：0.8％（据え置き※）、27年度：1.0％（上方修正※） ～

※26年9月時点での当総研見通し（26年度：0.8%、27年度：0.9%）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）

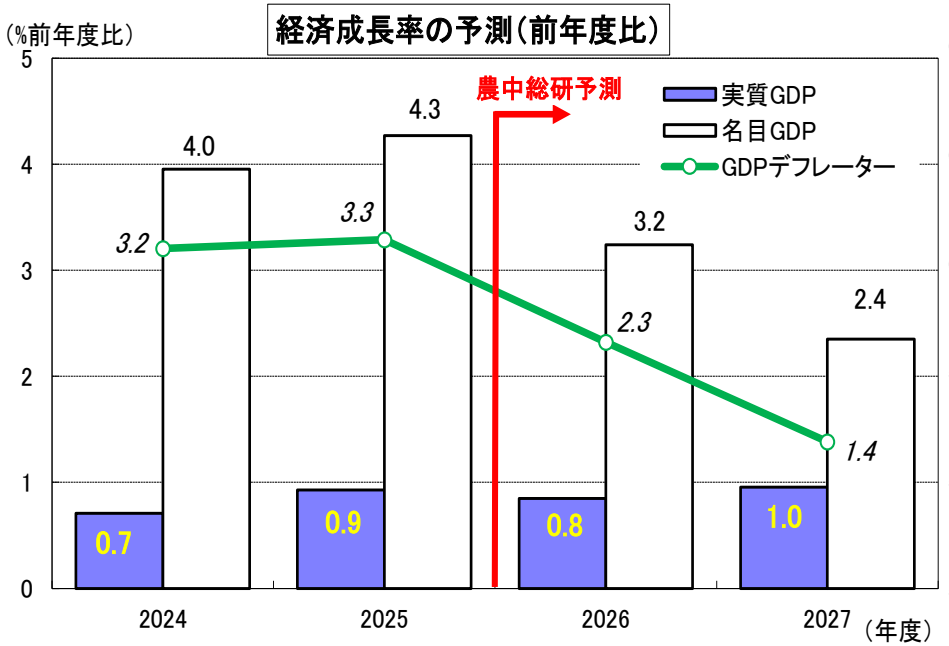


無断転載を禁ず。本資料は信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

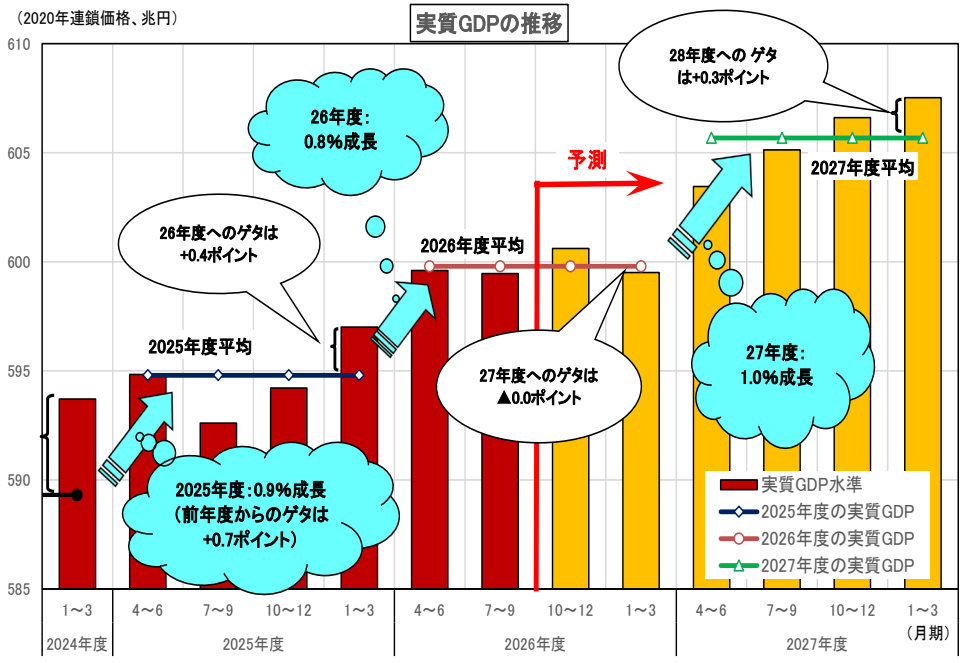

2026年11月20日

# サマリー

- 2026年7～9月期は4期ぶりのマイナス成長だった。民間企業設備投資が持ち直しに転じたものの、民間消費は減少傾向にある。
- 足元10～12月期については、エネルギーを中心に幅広い分野で値上げが本格化することから、家計のマインドは低調なままで、消費は減少が続くだろう。一方、引き続きAIブームの後押しもあって企業設備投資や輸出は底堅く推移するとみられ、2期ぶりのプラスが見込まれる。しかし、27年1～3月期には、一段とインフレが進行し、家計のマインドを冷え込ませ、消費は減少傾向をたどり、再びマイナス成長に転じると予想される。26年度としては0.8%成長（6年連続のプラス）が見込まれるが、25年度（0.9%）からは鈍化する。
- 27年度については、4月に導入される消費税減税に効果によって消費に改善がみられるほか、AI関連の企業設備投資などが継続、内需主導での成長が強まると予測する。27年度は1.0%成長と予測する。
- 日本銀行は基調的な物価上昇率が2%の物価安定目標と整合的な水準まで高まったとし、それが2%程度で安定的に推移するように低すぎる政策金利を今後とも引き上げていく方針である。26年度下期にかけての物価上振れリスクを踏まえ、12月には追加利上げを行うだろう。最終的に政策金利は1.75%まで引き上げられるだろう。




（資料）内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」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）2026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 |

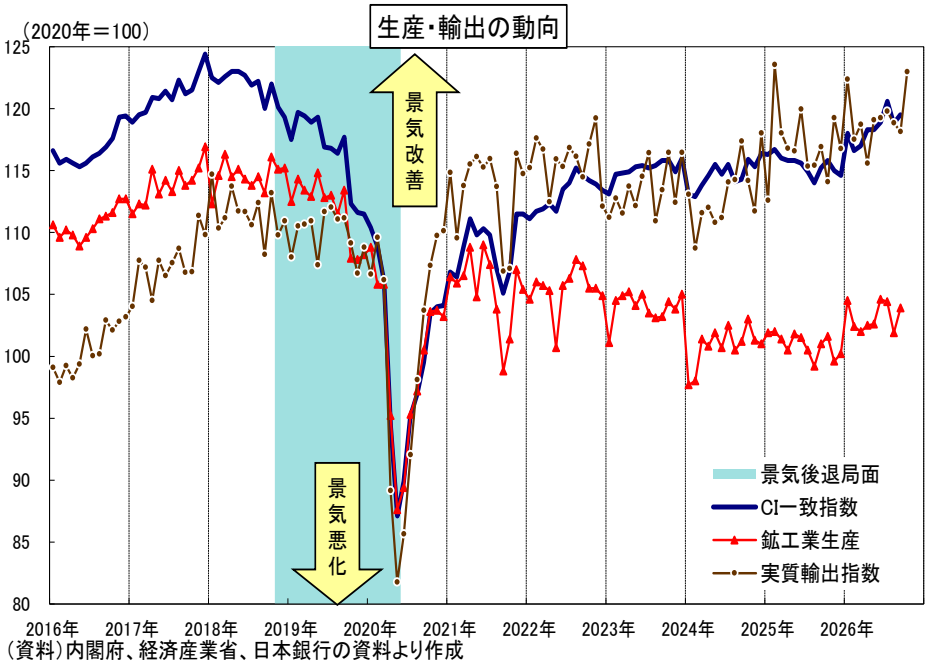


**見通し担当者：**

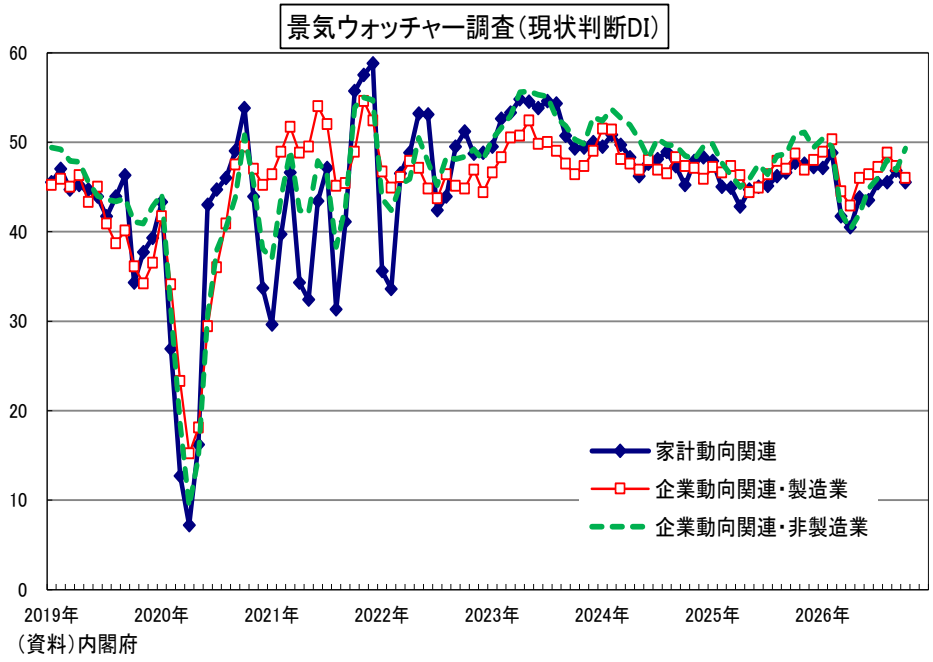
| | |
|---|---|
| 総括、日本経済・金融 | 南　武志 |
| 米国経済・金融 | 佐古 佳史 |
| 中国経済・金融 | 王　雷軒 |

## ◘景気動向：企業の景況感は堅調だが、景気回復テンポは緩慢

- 9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6か月連続の「改善」
- 日銀短観（9月調査）からは企業の景況感は製造業・非製造業ともに良好
  - ➢ 10月のS&Pグローバル日本PMIは、製造業、サービス業ともに判断基準である50を上回って推移
- 7～9月期の鉱工業生産は前期比0.2％と4期連続のプラス
  - ➢ 9月の生産は3か月ぶりに上昇、基調判断は「一進一退」で据え置き（27か月連続で同じ表現）、10月の製造工業生産予測指数（予測誤差補正後）では前月比3.9％の増産見込み
  - ➢ 10月の輸出数量指数は前月比4.3％、実質輸出金額も同4.1％と、いずれも３か月ぶりに上昇
- 7～9月期の第3次産業活動指数は前期比▲0.2％と7期ぶりのマイナス
  - ➢ 9月分は2か月連続で低下、基調判断は「足踏みがみられる」へ下方修正
- 10月の景気ウォッチャー調査の現状判断DIは6か月ぶり、先行き判断DIも2か月連続で、いずれも悪化



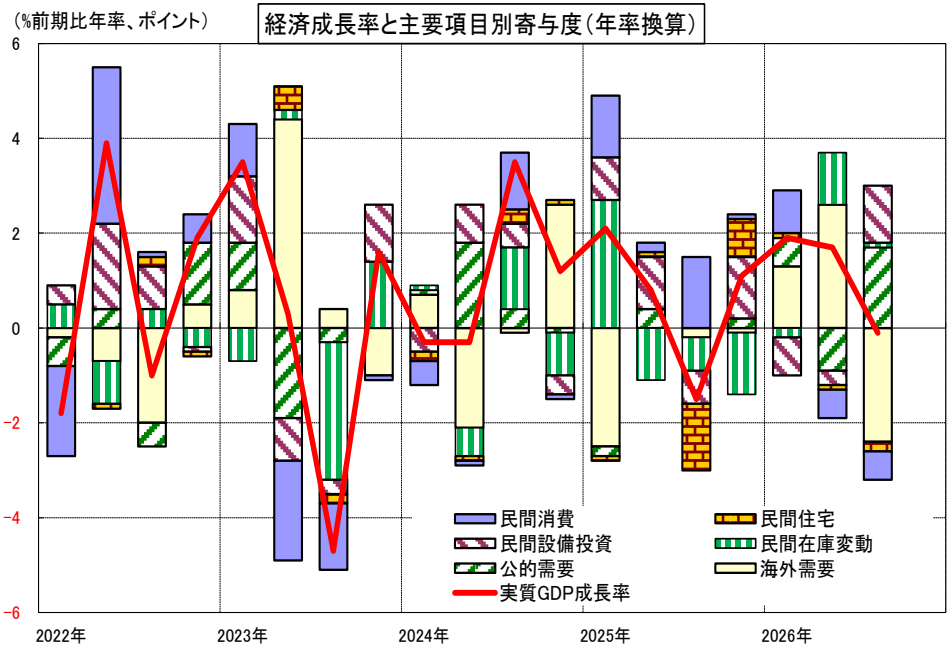
（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成



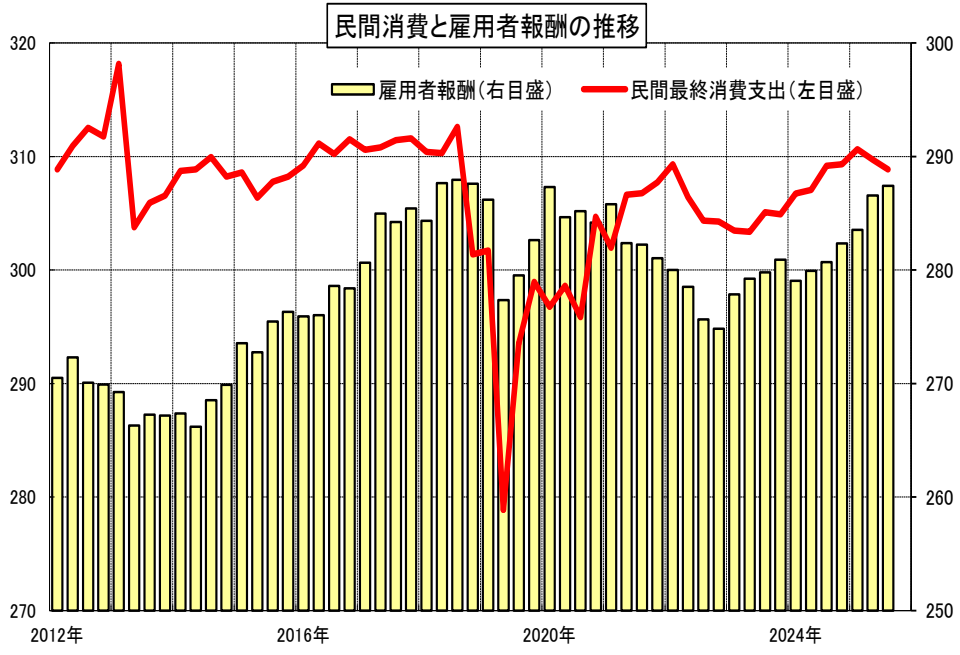
（資料）内閣府

## ◘26年7～9月期のGDP：4期ぶりのマイナス成長、民間消費は2期連続の減少

- 実質GDPは前期比▲0.02%、同年率▲0.1%と4期ぶりのマイナス成長
  - ➢ 民間消費は2期連続で減少したが、民間企業設備投資は3期ぶりに増加
  - ➢ 実質雇用者報酬は前期比0.3%と6期連続で増加、過去最大値を更新したが、消費持ち直しにはつながらず
- 需要項目別には、民間企業設備投資（前期比1.6%）、民間在庫変動（前期比成長率に対する寄与度：+0.01ポイント）、公的在庫変動（寄与度：+0.5ポイント）は押し上げ要因だったが、民間消費（前期比▲0.3%）、民間住宅投資（同▲1.1%）、政府消費（前期比▲0.03%）、公共投資（同▲1.1%）、輸出等（同▲0.2%）、輸入等（同2.5%）は押し下げ要因だった
- GDPデフレーターは前年比2.4%と16期連続、前期比0.4%と10期連続で、ともに上昇、価格転嫁は定着している
  - ➢ 輸入デフレーターが前年比17.1%へ加速したが、民間需要デフレーターも同3.4%へ上昇率拡大
- 実感に近いとされる名目GDPは前期比0.4%（同年率1.6%）へ減速したが、10期連続のプラス




（資料）内閣府経済社会総合研究所

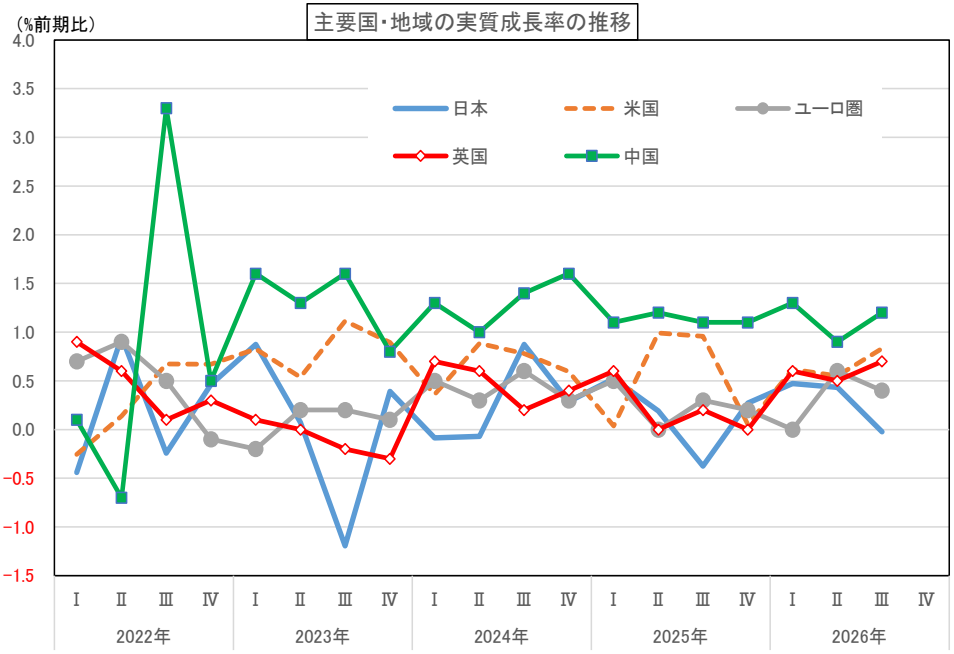



（資料）内閣府　（注）2020年連鎖価格表示、兆円。雇用者報酬は家計最終消費支出デフレーターで実質化。

## ◘国際機関による世界経済見通し：下振れリスクは健在

- 最新のIMF世界経済見通し（26年10月発表）では、26年の世界経済全体の成長率を3.1％へ上方修正したものの、25年（3.5％）から減速するとの見通しは変わらず（27年は3.4％へ持ち直し）
  - ➢ 25年以来、世界経済は米国のトランプ関税や中東情勢の悪化などの悪影響を受けてきたが、AI関連需要の拡大や企業の柔軟な対応がそれらを部分的に相殺、強靭性を示してきた
- 世界経済見通しに対するリスクバランスは依然として下振れリスクは残っていると評価
  - ➢ 中東情勢の緊迫化が長期化、もしくは悪化すれば、一次産品価格が高止まり、ボラティリティも高まり、インフレ圧力が再燃、財政収支や対外収支が悪化し、成長の重しとなる可能性がある
  - ➢ AI関連の収益性や生産性の見込みが再評価されれば、投資が急激に縮小し、株式市場の是正を招き、金融環境を引き締める恐れがある
  - ➢ さらに、貿易摩擦の再燃や財政の脆弱性は、成長をさらに弱める恐れがある、と指摘している

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

**2026～27年　IMF世界経済見通し**

| | 2025年 | 2026年 | 2027年 | 7月時点との比較 2026年 | 7月時点との比較 2027年 |
|---|---|---|---|---|---|
| 世界全体（実質経済成長率） | 3.5 | 3.1 | 3.4 | 0.1 | 0.0 |
| 先進国 | 2.0 | 2.1 | 1.8 | 0.4 | 0.0 |
| 米国 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 0.0 | 0.1 |
| ユーロ圏 | 1.2 | 1.1 | 1.2 | 0.2 | 0.0 |
| ドイツ | 0.2 | 1.3 | 1.1 | 0.6 | 0.1 |
| フランス | 0.9 | 0.4 | 0.7 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 |
| イタリア | 0.5 | 0.8 | 0.6 | 0.3 | 0.1 |
| スペイン | 2.6 | 2.5 | 1.8 | 0.4 | 0.0 |
| 英国 | 1.2 | 1.3 | 1.2 | 0.3 | ▲ 0.1 |
| 日本 | 1.2 | 0.7 | 0.7 | 0.1 | 0.0 |
| 新興国・発展途上国 | 4.5 | 3.7 | 4.4 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 |
| 中国 | 5.0 | 4.5 | 4.0 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 |
| インド | 7.8 | 7.0 | 7.0 | 0.6 | 0.3 |
| ブラジル | 2.3 | 2.2 | 1.9 | ▲ 0.2 | ▲ 0.3 |
| ロシア | 1.0 | 0.9 | 0.9 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 |
| 南アフリカ | 1.1 | 1.0 | 1.3 | ▲ 0.1 | 0.0 |
| ASEAN5 | 4.5 | 4.4 | 4.3 | 0.3 | 0.0 |
| 世界貿易数量（財・サービス） | 5.0 | 4.6 | 4.7 | 1.1 | 0.4 |
| 商品市況 | | | | | |
| 原油 | ▲ 14.4 | 41.3 | ▲ 8.7 | 9.5 | 3.1 |
| 原油以外 | 9.9 | 17.3 | 2.6 | ▲ 1.3 | 1.3 |
| 消費者物価 | 4.1 | 4.7 | 4.1 | 0.0 | 0.2 |
| 先進国 | 2.5 | 3.1 | 2.7 | 0.1 | 0.3 |
| 新興国・発展途上国 | 5.2 | 5.7 | 5.1 | ▲ 0.1 | 0.3 |

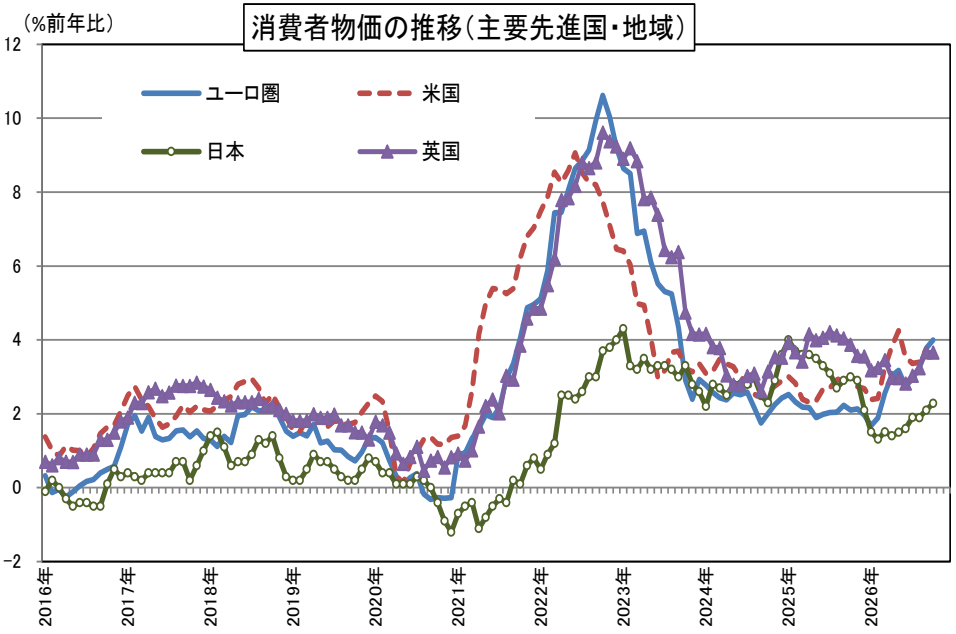
（資料）IMF『World Economic Outlook（2026年10月）』

## ◘世界的にインフレが再び加速へ

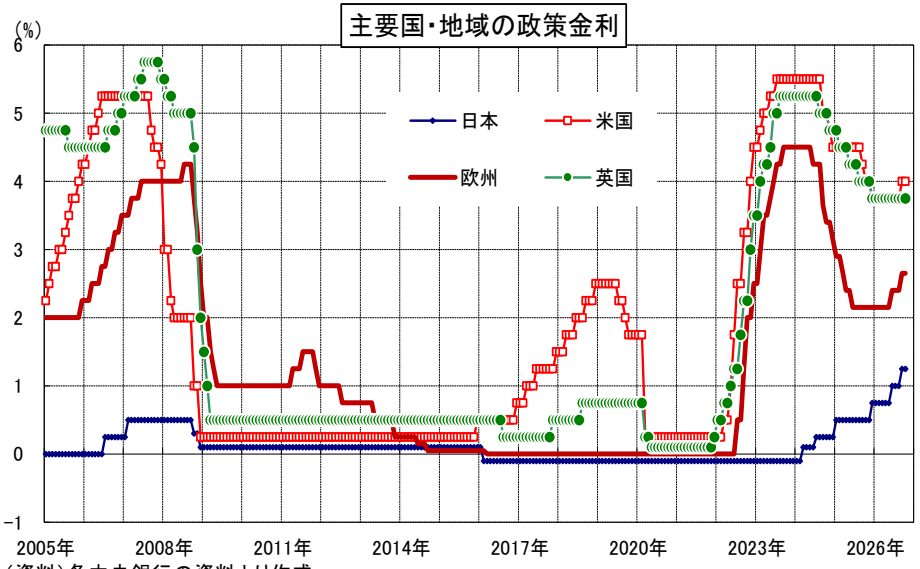
- 21～22年にかけて加速した世界的なインフレは22年下期にはピークアウト、25年には多くの中央銀行が物価安定とする2%に向けて鈍化する動きが散見された
- 米・イスラエルとイランの軍事衝突以降、原油価格が急騰、インフレ率は再び高まっている

## ◘主要中銀は追加利上げを検討

- 欧米の主要中銀は中東情勢を受けたインフレ加速を警戒、欧州中央銀行（ECB）は26年6月に利上げに転換、米連邦準備制度（Fed）も9月に利上げを決定
  - ➢ 足元でインフレ圧力が高まっていることから、米国では年内の再利上げ観測が高まっており、その後も利上げペースが加速するとの見方が浮上
  - ➢ 同様にインフレ圧力が高まっているユーロ圏では、フランス国債の利回り上昇の影響を考慮し、10月の追加利上げを見送ったものの、ECBは年内にも追加利上げを実施するとの見方が根強い




（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：AIブーム継続

- 26年7～9月期GDP（速報値）は、個人消費、民間設備投資などがけん引する形で、前期比年率3.4％と好調だった
- 戦略備蓄放出量の変化に関する統計上の処理で、政府支出の変化が激しい
- ハイパー・スケーラーの最新の設備投資計画からは、27年にかけても旺盛なAI関連投資が見込まれる
- インフレ率が高止まっていることから、9月FOMCから緩やかな利上げ局面に入った
- 見通しのポイントとしては、①米国経済は好調に推移すること、②FRBによる緩やかな利上げと金融引き締めが継続すること、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、などが挙げられる
- 成長率見通し：26年は2.3％、27年は2.2％（前回から26年は0.1ポイント上方修正、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 | 0.2 | 2.5 | 2.2 | 3.4 | 1.3 | 1.5 | 3.1 | 2.0 | 2.1 |
| 個人消費支出 | % | ▲ 0.7 | 2.1 | 3.7 | 1.9 | 0.7 | 3.8 | 3.8 | 2.3 | 2.1 | 2.8 | 2.3 | 1.9 |
| 民間設備投資 | % | 21.0 | 7.6 | 3.8 | 2.1 | 9.9 | 9.0 | 12.7 | 9.4 | 9.9 | 7.7 | 9.4 | 8.3 |
| 民間住宅投資 | % | ▲ 5.2 | ▲ 4.3 | ▲ 6.3 | ▲ 1.8 | ▲ 7.6 | 2.8 | ▲ 3.3 | 1.7 | 0.5 | ▲ 0.5 | ▲ 1.6 | 0.0 |
| 輸出 | % | 2.2 | ▲ 2.0 | 9.5 | ▲ 4.2 | 13.9 | 5.0 | ▲ 5.7 | 10.4 | 4.9 | 5.8 | 5.5 | 5.2 |
| 輸入 | % | 36.1 | ▲ 27.8 | 0.1 | ▲ 1.5 | 11.5 | 12.6 | 19.7 | 10.8 | 9.9 | 9.6 | 9.4 | 7.3 |
| 政府支出 | % | 5.8 | 2.3 | 1.6 | ▲ 5.7 | 4.7 | ▲ 0.1 | 5.3 | ▲ 4.7 | 1.0 | 1.0 | ▲ 1.0 | 0.5 |
| 非農業部門雇用者数増減 | 万人 | 2.0 | 3.4 | 2.3 | ▲ 1.7 | 6.3 | 7.7 | 7.9 | 9.0 | 8.0 | 7.0 | 7.0 | 7.0 |
| 失業率 | % | 4.1 | 4.2 | 4.3 | 4.5 | 4.3 | 4.3 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.2 | 4.2 |
| 賃金上昇率 | % | 4.1 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 3.6 | 3.4 | 3.2 | 3.2 | 3.3 | 3.2 | 3.2 | 3.3 |
| コアPCEデフレーター | % | 2.8 | 2.7 | 2.9 | 2.9 | 3.1 | 3.3 | 3.1 | 3.3 | 3.3 | 3.1 | 2.8 | 2.6 |
| 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 | 3.75～4.00 | 4.00～4.25 | 4.25～4.50 | 4.25～4.50 | 4.25～4.50 | 4.00～4.25 |
| 10年物国債利回り | % | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.1 | 4.4 | 4.9 | 5.1 | 5.2 | 5.2 | 4.8 | 4.5 |

（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。

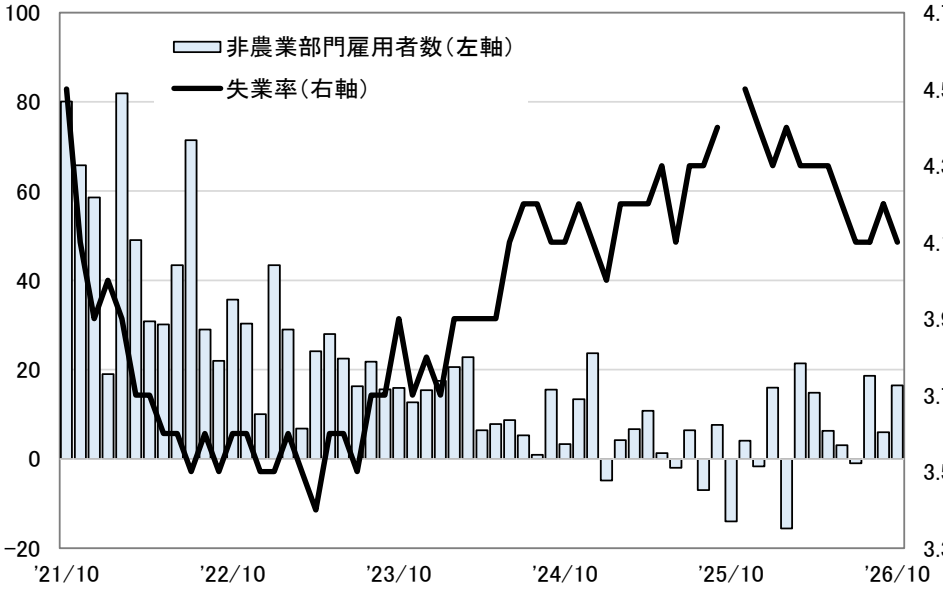
## ◘雇用：底堅さを維持

- 26年を通じて月平均8.6万人の雇用増加ペースとなっており、労働市場は底堅い
- 4月以降、求人数・失業者数比は1以上に改善した
- 26年後半にかけて、新規失業保険申請件数と失業保険継続受給者数は低位で推移している

## ◘消費：底堅く推移する見込み

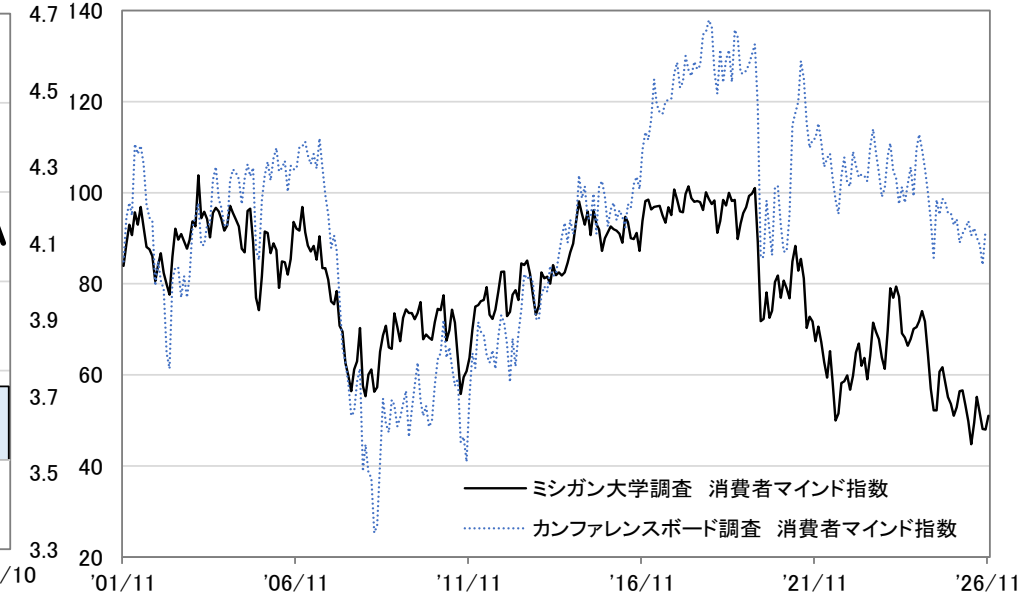
- AIブームによる株高と資産効果から富裕層の消費がけん引役となり、「集計量としての」個人消費支出は底堅い
- 一方で、消費者マインドが低調なことや賃金上昇率が鈍化傾向であること、ガソリン・電力価格の高止まりなどから、金銭的に余裕のない家計が増加していることが推察できる

**雇用統計**




（資料）米労働省統計局、LSEG

**消費者マインドの推移**




（資料）ミシガン大学、カンファレンスボード、LSEG

## ◘貿易：資本財輸入の伸びが顕著

－トランプ政権は7月24日、新たな追加関税を導入し、Tax Foundationによると実効関税率は11.8％と推計される

－AIブームにともない、資本財の輸入が急増した

## ◘住宅投資：在庫が多く、住宅着工は減少傾向

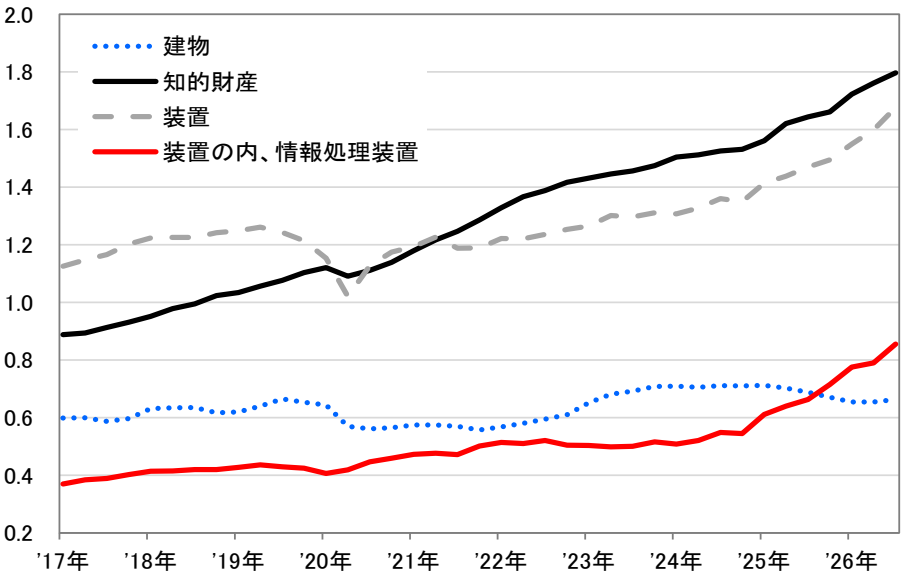
－新築住宅在庫が８～9か月分と過剰な水準が続き、住宅着工件数は頭打ちとなっている

## ◘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

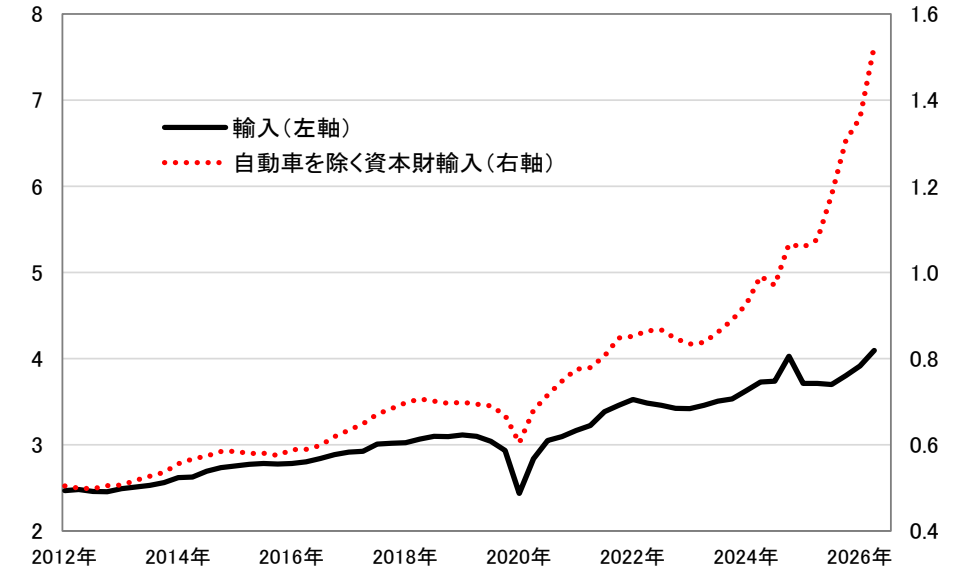
－AI普及に伴う半導体とデータセンターの需要が強く、設備投資ペースは速い

**GDP統計　設備投資**




（資料）米経済分析局、LSEG　（注）データは26年4～6月期まで。

**輸入の推移（年率換算・実質）**




（資料）経済分析局、LSEG

## ◘インフレ率：高止まりが意識される

- 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、原油価格は高止まりが続いている
- 夏場に一旦鈍化した消費者物価指数がその後再加速したことから、インフレ率の高止まりが問題視されている

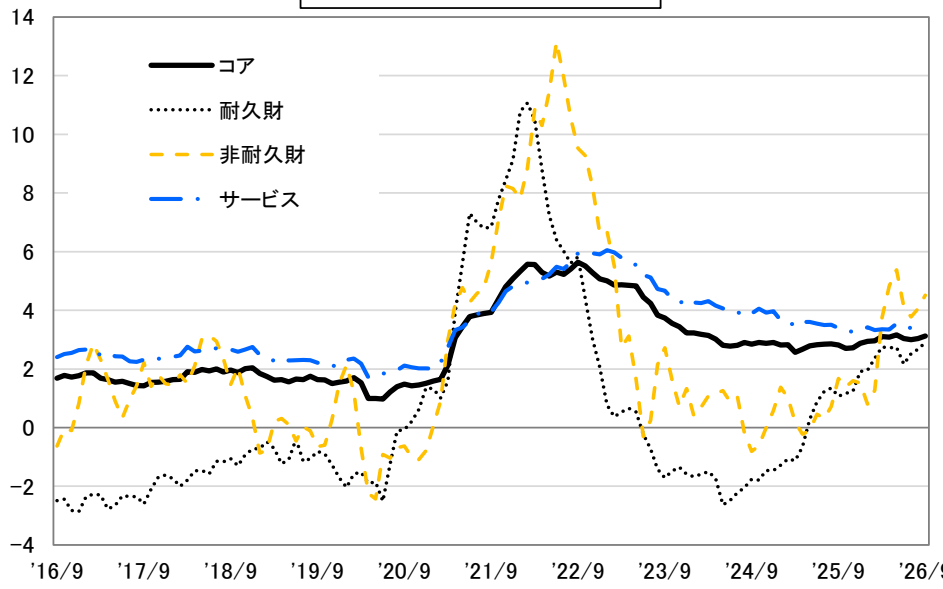
## ◘金融政策：利上げ再開

- インフレ率が再加速したことから、9月FOMCにて利上げ局面入り
- 26年12月FOMCでの25bp利上げと、さらに27年1～3月期での25bp利上げを見込む

## ◘財政：財政赤字拡大の見通し

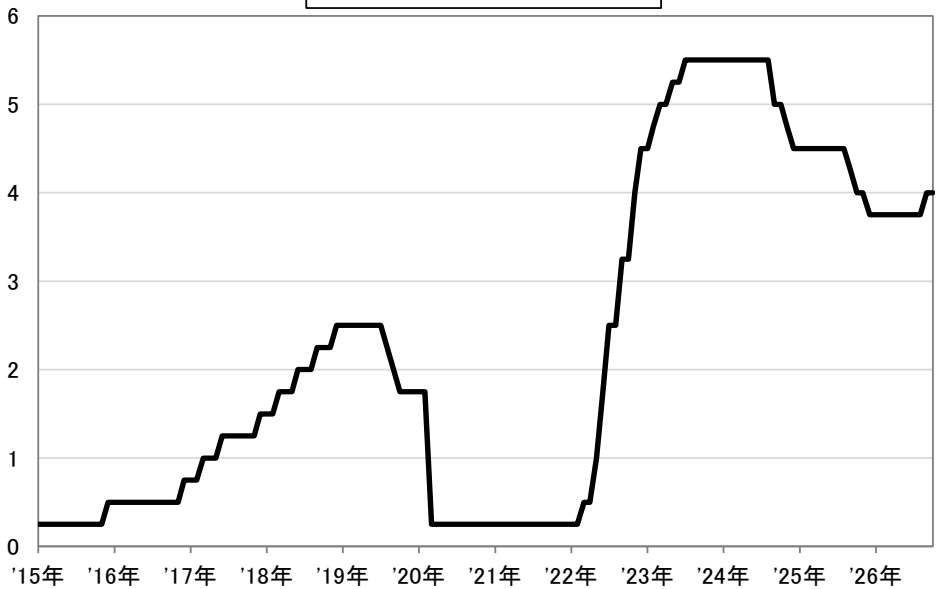
- ブルッキングス研究所は、25年7月成立のOBBBAによる財政赤字増加を10年間で3.7～5.1兆ドルと予想した
- 26会計年度（25年10月～26年9月）の連邦財政赤字はGDPの6.2%（2兆ドル）と、25年度の同5.8%から上昇した

**PCEデフレーターの推移**




（資料）米経済分析局、LSEG

**政策金利（上限）の推移**



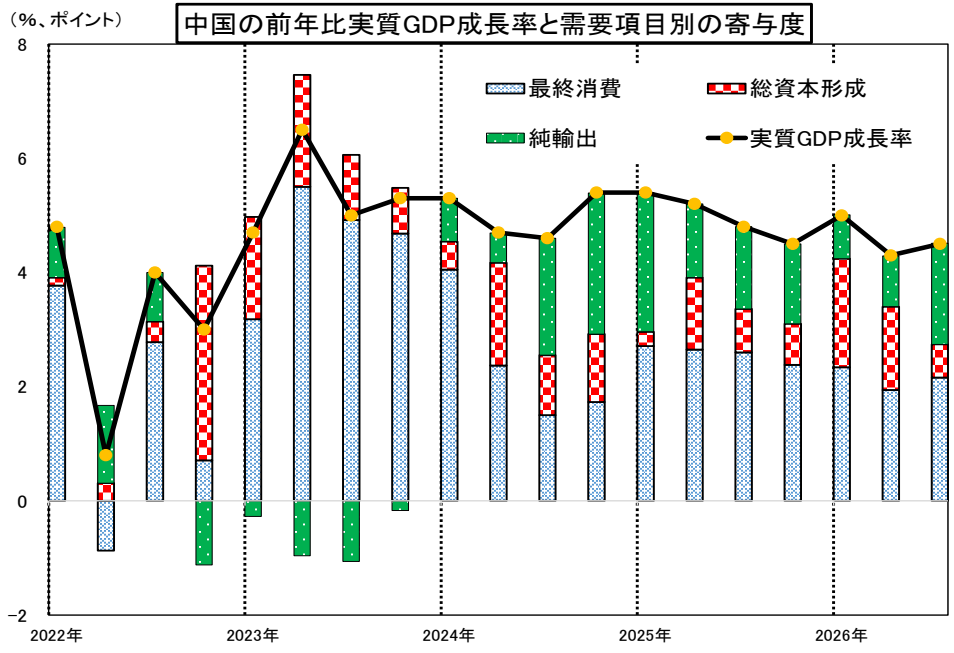

（資料）FRB、LSEG

## ◘26年7～9月期の実質GDP成長率：小幅な持ち直し

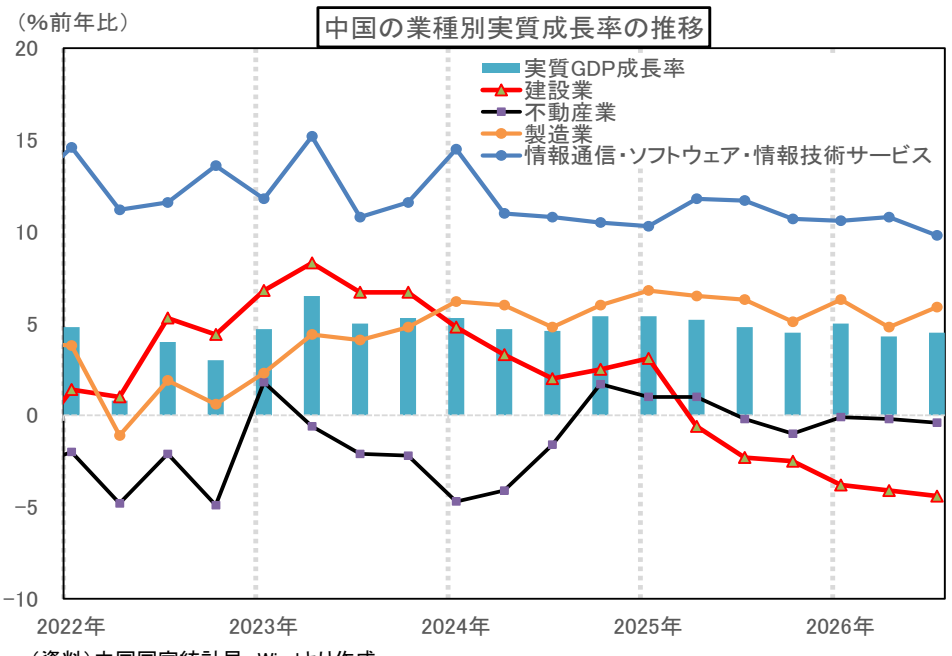
- 7～9月期の実質GDP成長率は前期比1.2%、前年比4.5%と、4～6月期（同0.9%、4.3%）から小幅に持ち直した
  - ➢ 実質GDP成長率（前年比4.5%、前掲）に対する需要項目別の寄与度をみると、最終消費は+2.2ポイント、総資本形成は+0.6ポイント、純輸出は+1.8ポイントであった
    - ✓ 総資本形成の寄与度は前期から低下した一方、純輸出は前期から大きく上昇
  - ➢ 業種別では、不動産業（前年比▲0.4%）と建設業（同▲4.4%）が引き続きマイナス成長となった一方、製造業（同5.9%）、情報通信・ソフトウェア・情報技術サービス（同9.8%）は比較的堅調に推移
  - ➢ 個人消費と投資は引き続き低調に推移したものの、輸出の好調が成長を下支えし、景気は小幅な持ち直しに転じた

## ◘足元の景気回復ペースに陰り

- 足元の経済指標からは、輸出は引き続き底堅い一方で、消費と投資の低迷が続いており、景気回復の勢いには鈍化の兆しがみられる



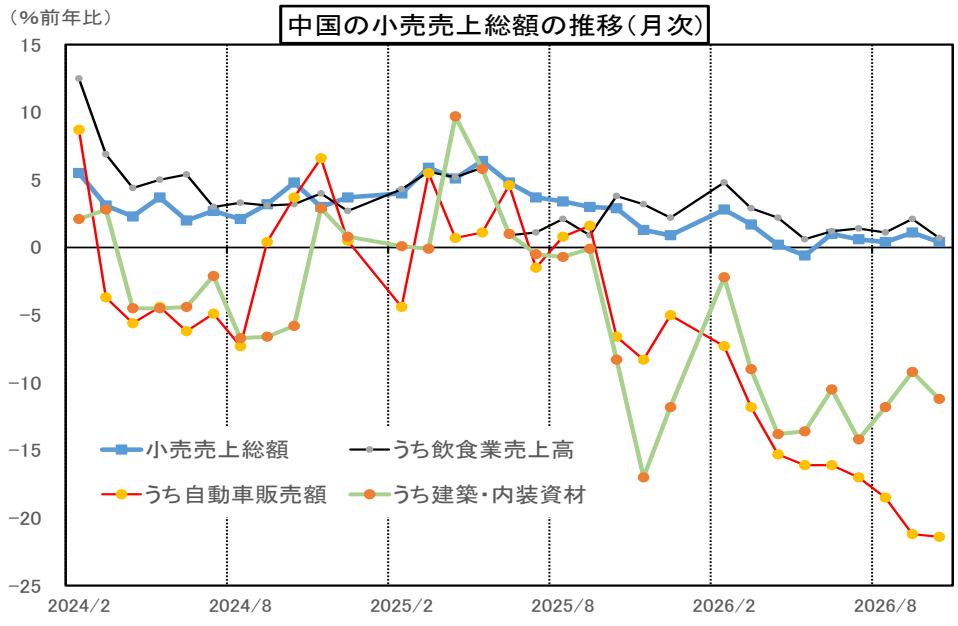

（資料）中国国家統計局、Windより作成



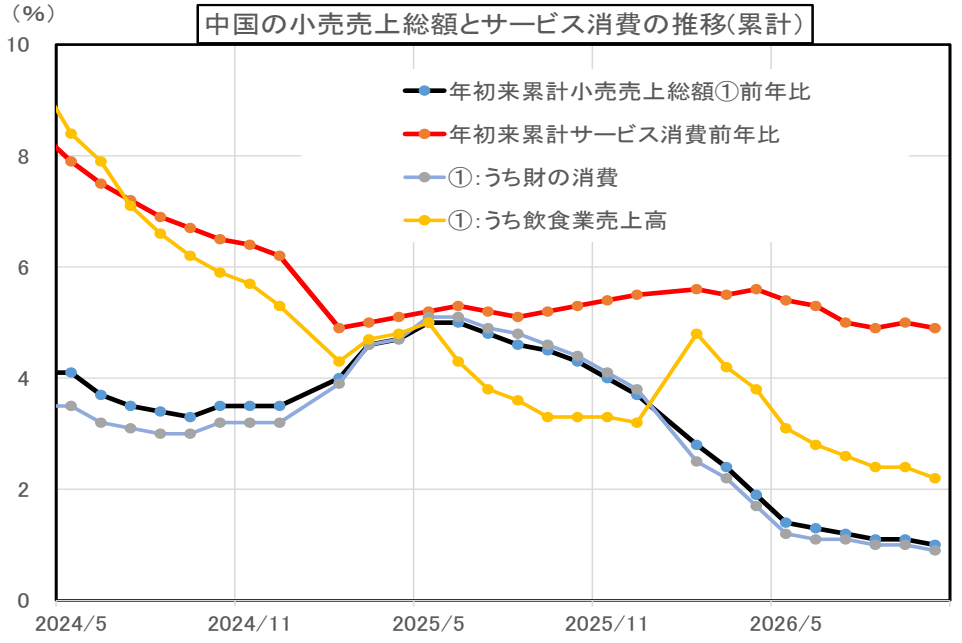

（資料）中国国家統計局、Windより作成

## ◘消費：一段と減速、先行きも力強さを欠く見通し

- 26年10月の小売売上総額（名目）は前月比0.02%、前年比0.4%と、9月（同0.34%、同1.1%）から伸びが鈍化
  - 内訳をみると、雇用・所得環境の先行き不安や不動産市場の長期低迷を背景に、自動車販売額と建築・内装資材販売額はそれぞれ前年比▲21.4%、同▲11.2%と減少幅が拡大
  - 一方、26年1～10月期のサービス消費は前年比4.9%と比較的堅調に推移
  - 26年9月の消費者信頼感指数は89.0と、雇用・所得環境の厳しさなどを背景に消費者マインドの低迷が継続
- 先行きについては、消費促進策の実施による一定の下支えが期待されるものの、不動産不況の長期化や先行き不透明感を背景に所得・雇用環境の改善は限定的にとどまるとみられる
  - このため、消費者の節約志向が続き、個人消費は力強さを欠く展開となろう



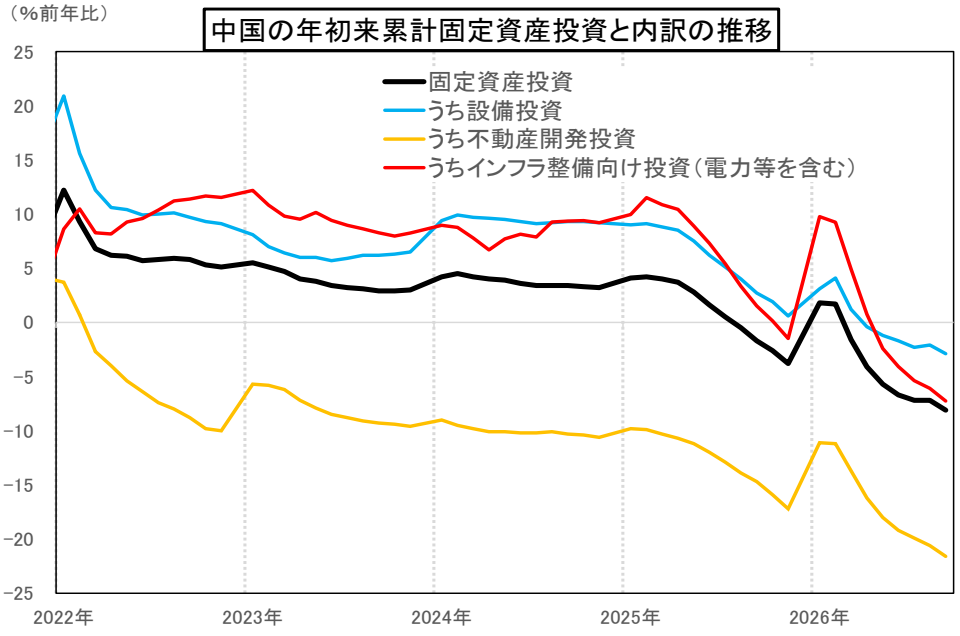

（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は26年10月。



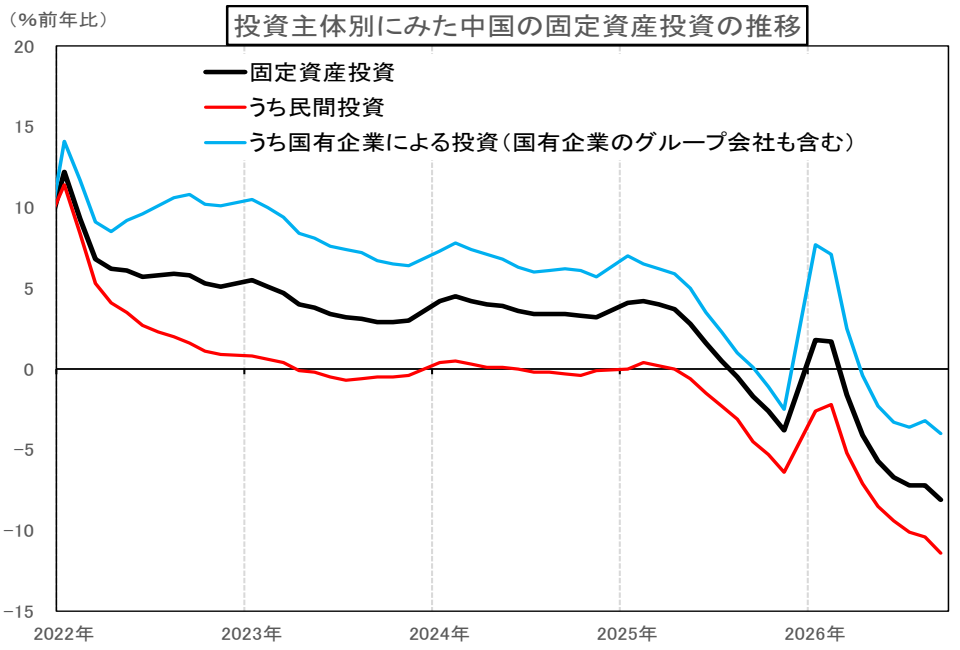

（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は26年1～10月期。

## ◘投資：減少幅が拡大、先行きは縮小へ向かう見通し

- 不動産不況の長期化や地方財政事情の厳しさ、天候不順の影響などを受け、26年1～10月期の固定資産投資は前年比▲8.1％と、減少幅が拡大
  - 投資分野別では、不動産開発投資が同▲21.6％、設備投資が同▲2.9％、インフラ整備向け投資（電力等を含む）が同▲7.3％といずれも減少幅が拡大
  - 投資主体別では、民間投資が同▲11.4％と大幅に減少したほか、国有企業による投資も同▲4.0％と、6か月連続で前年同期を下回った
  - 9月以降、投資の安定化に向けた政策金融ツールの活用や地方債資金の投入などの措置が講じられているものの、実際の工事・建設活動への波及にはなお時間を要している
- 先行きについては、民間投資の慎重な投資姿勢や不動産開発投資の低迷が続くとみられるものの、地方債資金の活用や政策融資の投入によりインフラ整備向け投資と設備投資の下げ止まりが期待されることから、固定資産投資全体としては、減少幅が徐々に縮小していくと見込まれる




（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は26年1～10月期。



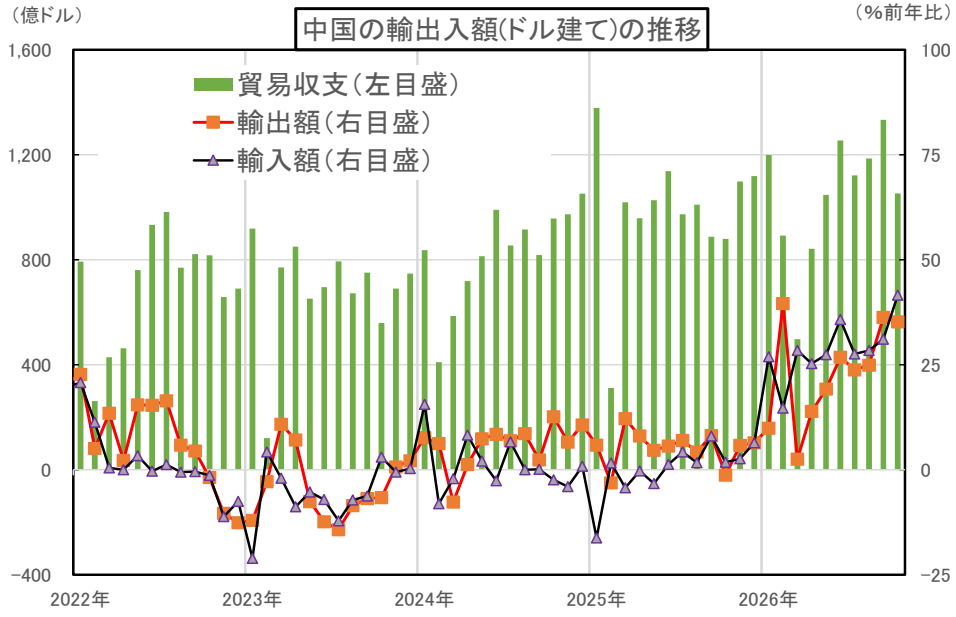

（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は26年1～10月期。

## ◘輸出：底堅さを維持、先行きも堅調に推移

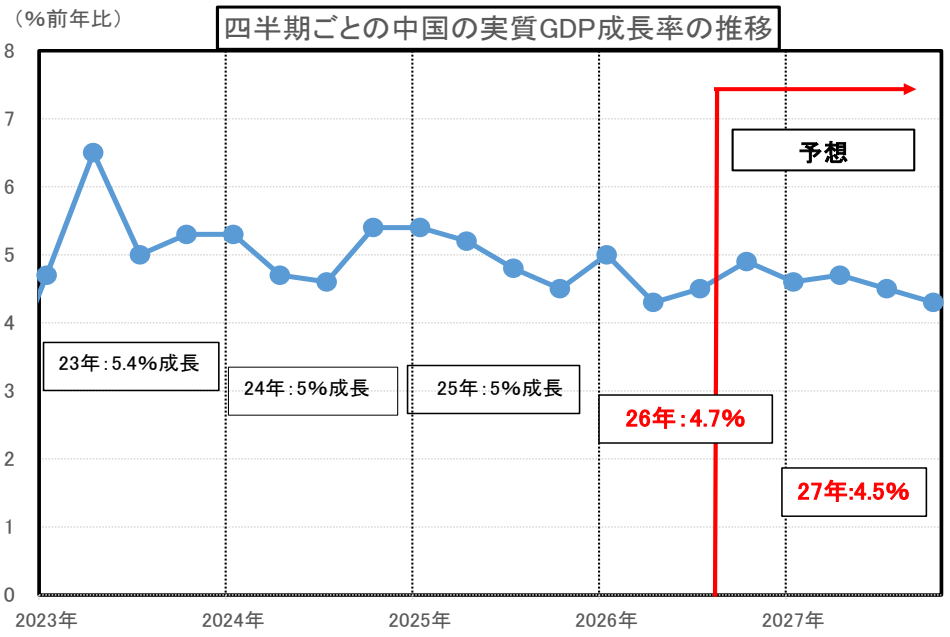
- 26年10月の輸出額（ドル建て）は前年比35.2%と、9月（同36.3%）からやや鈍化したものの、底堅さを維持
- 輸出をけん引しているのは、AI関連製品や自動車などの高付加価値製品の輸出拡大である。当面は中東情勢の長期化や対外通商交渉を巡る不確実性が残るものの、輸出はしばらく底堅く推移するだろう

## ◘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）

- 個人消費は依然として力強さを欠くとみられるものの、輸出の堅調さに加え、投資に下げ止まりの兆しが見込まれることから、10～12月期の成長率は前年比4.7%と、7～9月期（同4.5%）から小幅ながら加速すると予想する。この結果、26年通年では前年比4.7%成長を見込む
- ただし、景気回復を支えているのは依然として輸出とハイテク製造業であり、内需主導の自律的な回復にはなお時間を要するとみられる。また、AI関連投資需要の拡大ペースの鈍化や中東情勢の長期化が中国の輸出を下押しするリスクへの留意も必要である
- 27年については、内需の弱さや不動産市場の調整継続を背景に、成長率は前年比4.5%へと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10月。



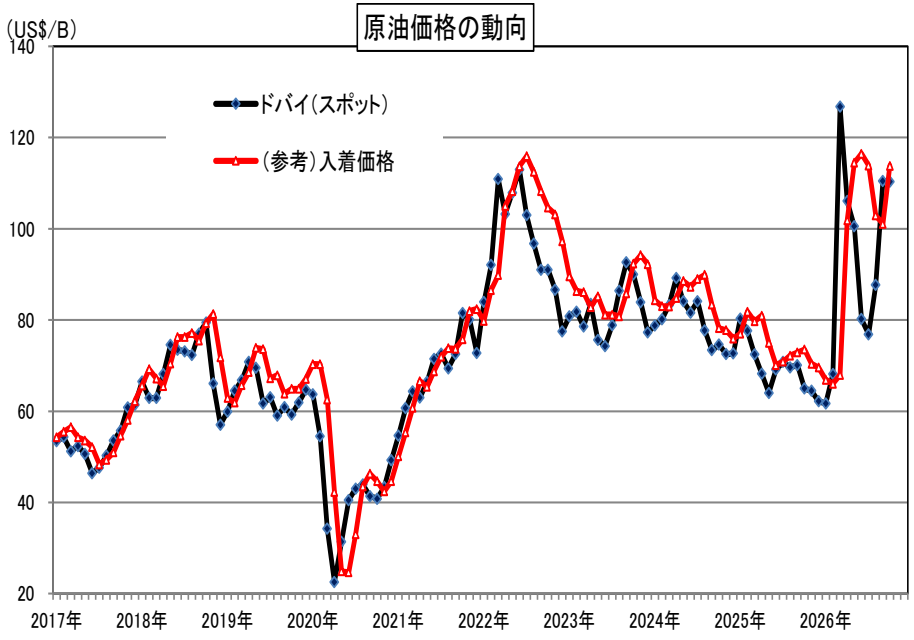

（資料）中国国家統計局、Windより作成・予想。

## ◘原油価格：中東情勢が長期化、原油価格は下げ渋る展開に

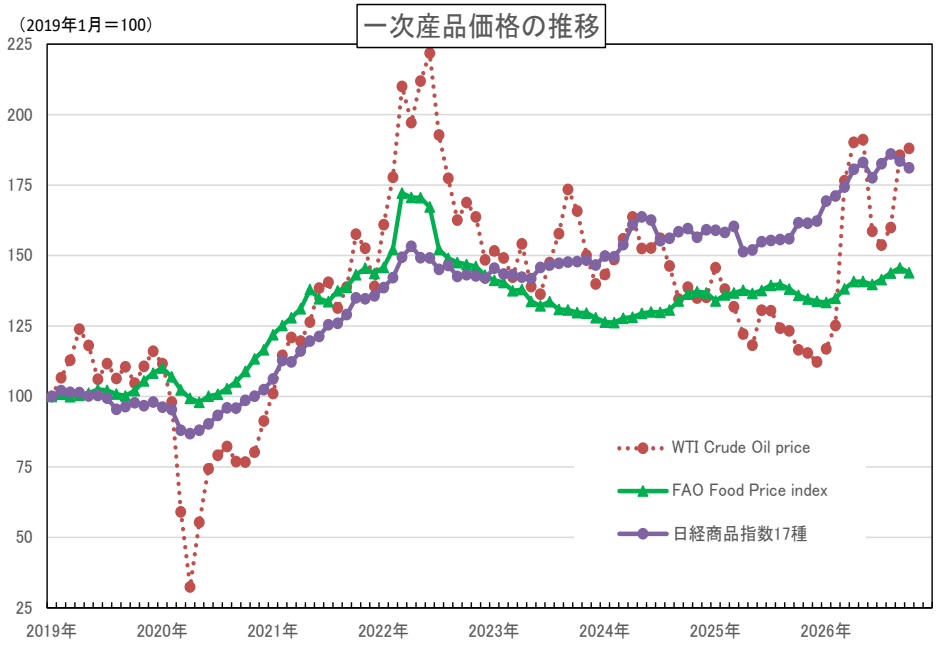
- OPECプラスによる生産量調整は25年9月に終了、その後は23年に合意した日量165万バレルの減産分を段階的に縮小
  - ➢ OPECプラスの有志7か国（UAEは5月にOPECを脱退）は9月までに減産分の縮小を終了、10月以降は産油量を据え置いている（大半のOPEC加盟国を対象とする日量約200万バレルの減産は継続）
- 中東情勢の急変後、原油価格（WTI先物、期近物）は一時110ドル台まで急騰、その後も戦闘終結に向けた協議の行方を見守りつつ、高値圏でもみ合ったが、直近は80ドル台前半に下落

## ◘原油入着価格の見通し

- 国際エネルギー機関（IEA）によれば、湾岸諸国の輸出回復もあり、足元の原油市場は供給超過（日量170万バレル程度）に転じたと分析
  - ➢ 27年はさらに供給過剰状態が強まるとの見通しながらも、不確実性は高い状態が続くとしている
- 26年度下期の国内への入着価格（CIF）は100ドル/バレル台で高止まり、27年度末にかけては80ドル/バレル台へ下落と予想




(資料)東京商品取引所、財務省



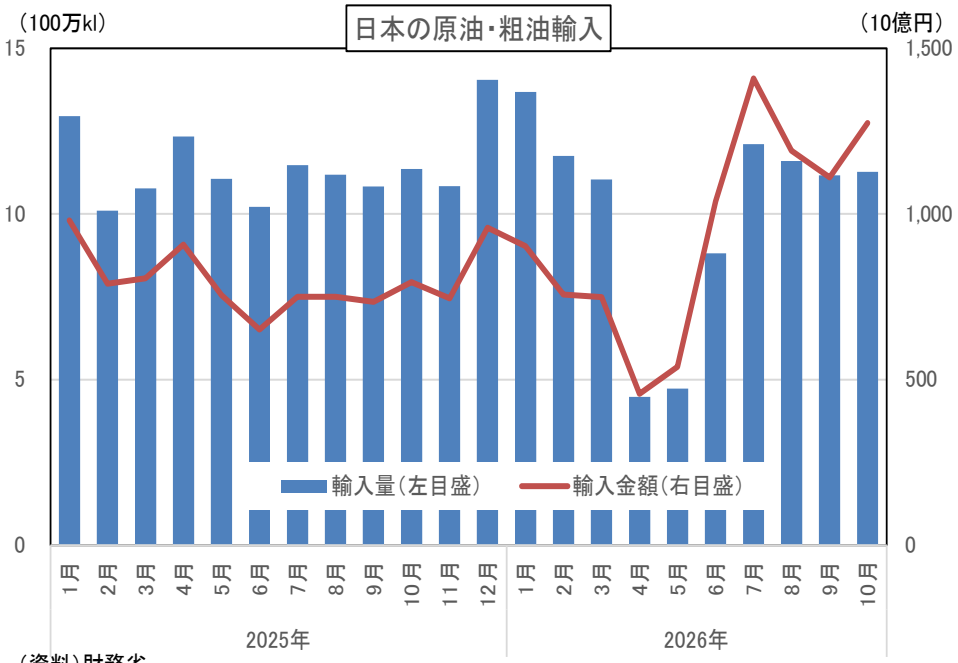

(資料)FAO、NYMEX、Nikkei Financial Quest

## ◘官民連携で原油代替調達手段を開拓、27年度中の必要量確保にめど

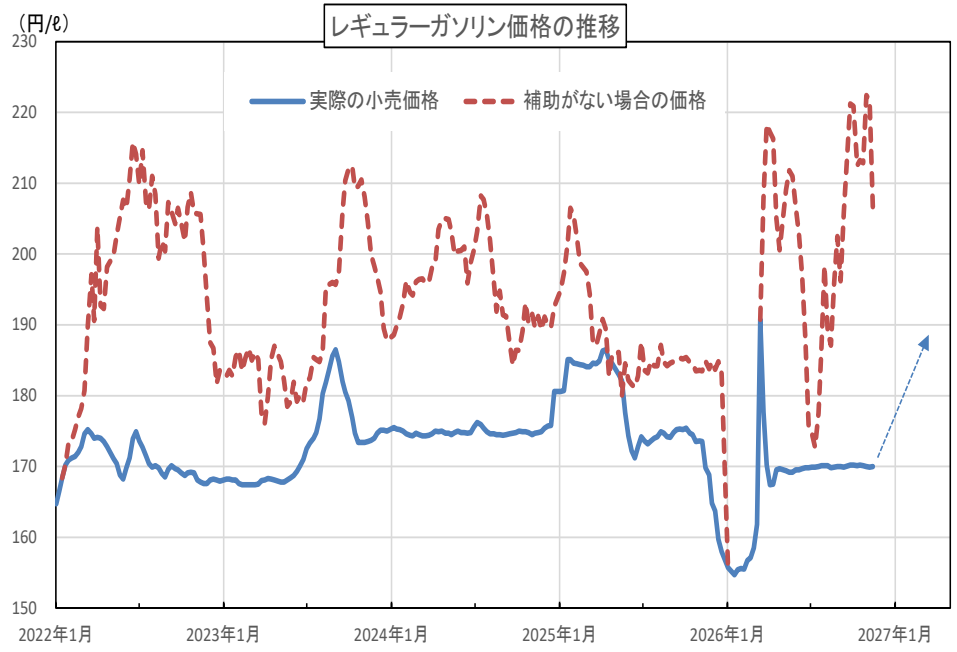
- 25年の日本は原油輸入の94％を中東（そのうち、UAEとサウジアラビアの2国で82％）に依存
- ホルムズ海峡の事実上の封鎖を受けて、日本は官民連携で原油の代替調達手段の確保に乗り出した結果、北米・中南米、中央アジア、アフリカなどからの原油輸入が拡大
  - ➢ その甲斐あって、7月以降の原油輸入量は中東情勢が緊迫化する前の水準に戻った

## ◘エネルギー価格抑制のための財政負担増

- 国際原油市況と比べて国内の原油入着価格（CIF）は高止まり状態、エネルギーの調達コストが高まっている
  - ➢ 9月の入着価格は113.8ドル/バレルと、100ドル台前半だった7～8月から再び上昇
  - ➢ 輸入段階、企業間取引段階において石油製品価格は高騰しているが、政府の「中東情勢を踏まえた緊急的激変緩和措置」によってレギュラーガソリンの小売価格（基準価格）は170円/ℓ程度に抑制されている
    - ✓ これまで約9.6兆円程度の財政資金が投入されたが、持続可能な制度へ移行するため、12月以降は基準価格を毎月5円ずつ引き上げる方針




（資料）財務省



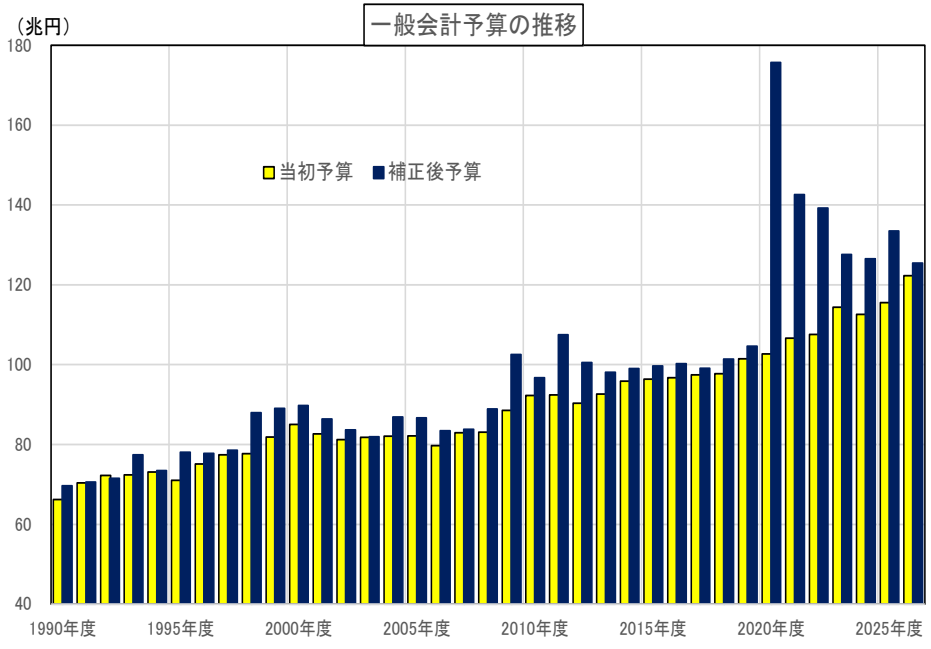

（資料）資源エネルギー庁

## ◘政府は27年4月から2年限定で食品の消費税率を1%へ引き下げる方針

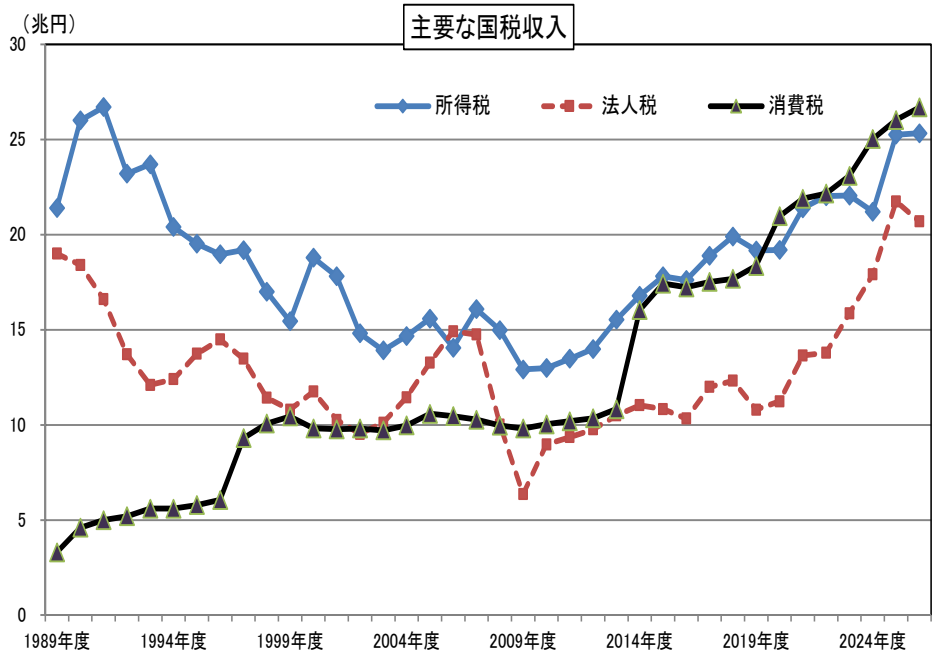
- 政府は食料品の消費税率を2年間限定で1%へ引き下げることと、中低所得の勤労者を対象に消費税率1%相当分を原資とした給費制度を導入すること等を盛り込んだ関連法案が臨時国会（会期末：12月12日）にて審議中
  - ➢ 財源として2年間で10兆円程度が想定されており、法案には赤字国債に頼らないと明記されたものの、具体的な中身については年末に予定される27年度予算編成に先送り

## ◘27年度予算の編成方針

- 「骨太の方針2026」等に基づき、危機管理投資・成長投資をはじめ、国内投資を通じた潜在成長率の引上げにつながる施策を予見可能性を持って実施できるよう、通常歳出とは別に、『「強く豊かな日本」投資枠』を創設
  - ➢ 年金・医療等にかかる経費は26年度予算額に高齢化等に伴う自然増（3,900億円）を加算した範囲内で要求
  - ➢ 裁量的経費は26年度予算から最大2割の増額を要望可、人件費は人事院勧告を踏まえ予算編成過程で対応
- 27年度の一般会計概算要求・要望額・『「強く豊かな日本」投資枠』の合計は143兆円と、26年度予算規模（122兆円）を大幅に上回るなど、予算膨張圧力は根強い




（資料）財務省



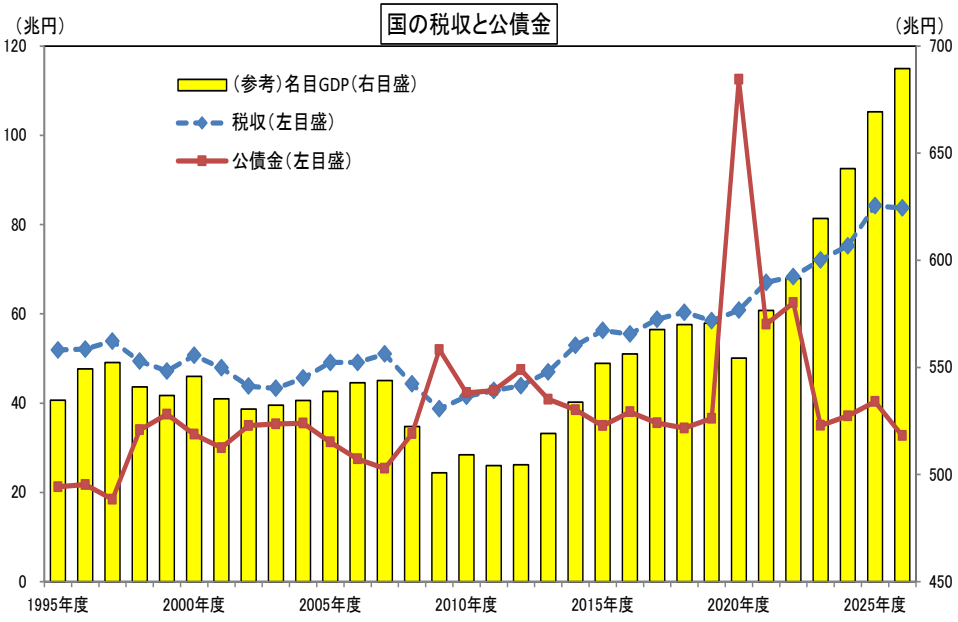

（資料）財務省、国税庁　（注）2025年度までは決算、26年度は補正後予算。

## ◘27年度は「責任ある積極財政元年」

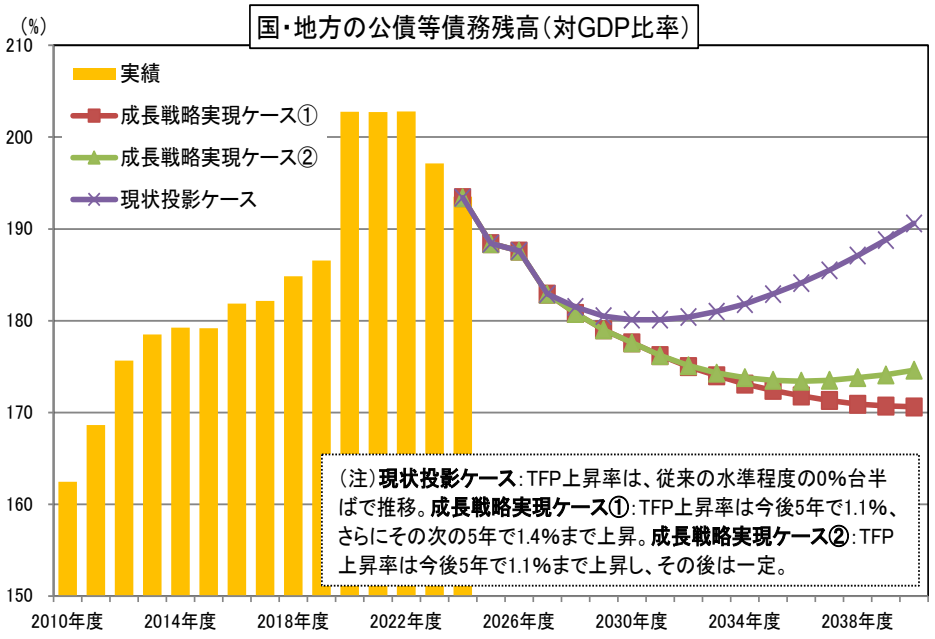
- 「骨太方針2026」と「日本成長戦略」では、長年にわたる投資不足の流れを断ち切るとともに、世界的な産業政策の大競争時代に対応していくために「責任ある積極財政」の考え方の下で「危機管理投資」や「成長投資」を大胆かつ戦略的に進め、中長期的な成長力強化につなげていくほか、民間投資を引き出すために政府予算の予見可能性を確保する観点から、予算の作り方を根本から改め、27年度を「責任ある積極財政元年」と位置付ける方針を示した
- 「強い経済」の実現に向けた戦略的投資・分野横断的な取り組みとして、AIや半導体など17の戦略分野に対して40年度までに累計370兆円超の官民投資を想定

## ◘「国・地方の総債務残高対GDP比の安定的低下」が財政健全化の新しい目標に

- 強い経済の実現と財政の持続可能性を両立する観点から、国・地方の総債務残高対GDP比の安定的低下を財政運営目標の中核に位置付け、PBについては債務残高対GDP比の低下に向けて確認する指標とし、その安定的低下と整合するよう複数年で管理することとした
  - ➢ 内閣府「中長期の経済財政に関する試算（26年7月）」では、足元0％台半ばの全要素生産性（TFP）上昇率が30年代前半に1.4％まで上昇すれば、債務残高対GDP比は40年度にかけて低下傾向をたどる、としている



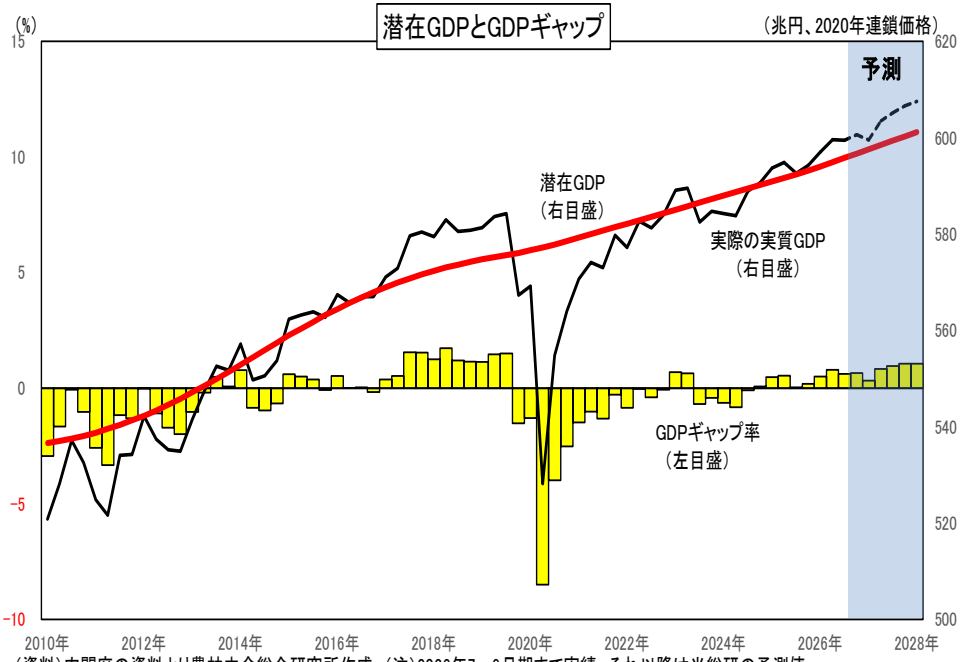

（資料）財務省、内閣府
（注）税収・公債金は2025年度まで決算、26年度は補正後予算。26年度の名目GDPは内閣府年央試算を用いて計算。



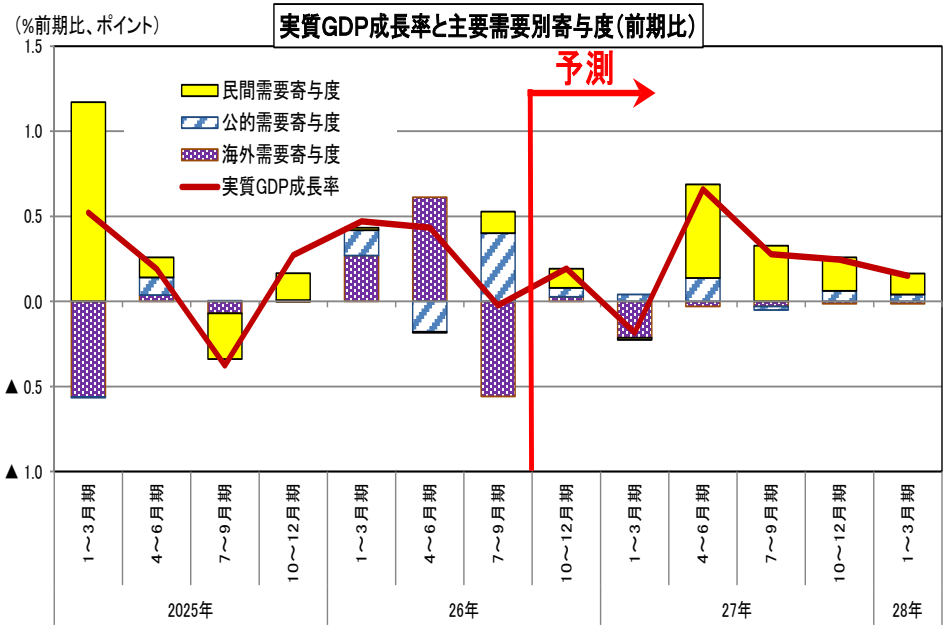

（資料）内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

## ◘総論：2026年度は0.8％成長、27年度は1.0％成長と予想

- 米国とイランとの戦争終結までに時間がかかり、不安定な状況がしばらく継続する、との前提の下で見通しを策定した。なお、今回見通しから27年4月からの消費税減税（2年限定で食料品に対して1%）を考慮した。
- 足元10～12月期については、自然災害などで落ち込んだ分の消費持ち直しが期待されるが、エネルギーを中心に幅広い分野で値上げが本格化することから、家計のマインドは低調なままで、消費全体としては減少が続くだろう。一方、引き続きAIブームの後押しもあって企業設備投資や輸出は底堅く推移するとみられる。実質成長率としては前期比年率で0.8％と2期ぶりのプラスが見込まれる。
- 27年1～3月期には、一段とインフレが進行し、家計のマインドを冷え込ませ、消費は減少傾向をたどるだろう。そのため、再びマイナス成長に転じると予想される。26年度としては0.8％成長（6年連続のプラス）が見込まれるが、25年度（0.9％）からは鈍化する。
- 27年度については、4月に導入される消費税減税の効果によって消費に改善がみられるほか、AI関連の企業設備投資などが継続、内需主導での成長が強まるだろう。27年度は1.0％成長と予測する。




（資料）内閣府の資料より農林中金総合研究所作成（注）2026年7～9月期まで実績、それ以降は当総研の予測値。




（資料）内閣府データを用いて、農林中金総合研究所が作成

# 予測表（年度、半期）

| | 単位 | 2024年度（実績） | 25年度（実績） | 26年度（予測） | 27年度（予測） |
|---|---|---|---|---|---|
| 名目GDP | % | 4.0 | 4.3 | 3.2 | 2.4 |
| 実質GDP | % | 0.7 | 0.9 | 0.8 | 1.0 |
| 民間需要 | % | 0.7 | 1.2 | 0.4 | 1.4 |
| 民間最終消費支出 | % | 0.1 | 1.3 | ▲ 0.1 | 1.2 |
| 民間住宅 | % | ▲ 0.4 | ▲ 2.6 | ▲ 0.8 | ▲ 1.7 |
| 民間企業設備 | % | 1.8 | 2.2 | 1.4 | 2.4 |
| 民間在庫変動(寄与度) | ポイント | 0.2 | ▲ 0.1 | 0.1 | 0.0 |
| 公的需要 | % | 2.0 | 0.6 | 1.4 | 1.2 |
| 政府最終消費支出 | % | 2.3 | 0.8 | 2.4 | 1.0 |
| 公的固定資本形成 | % | 0.1 | ▲ 0.3 | ▲ 1.1 | 0.1 |
| 輸出 | % | 2.7 | 2.2 | 2.9 | 1.2 |
| 輸入 | % | 4.0 | 2.6 | 1.3 | 3.2 |
| 国内需要寄与度 | ポイント | 1.0 | 1.0 | 0.7 | 1.4 |
| 民間需要寄与度 | ポイント | 0.5 | 0.9 | 0.3 | 1.1 |
| 公的需要寄与度 | ポイント | 0.5 | 0.1 | 0.3 | 0.3 |
| 海外需要寄与度 | ポイント | ▲ 0.3 | ▲ 0.1 | 0.3 | ▲ 0.3 |
| GDPデフレーター(前年比) | % | 3.2 | 3.3 | 2.3 | 1.4 |
| 国内企業物価　（前年比） | % | 3.4 | 2.8 | 7.6 | 4.9 |
| 全国消費者物価　（　〃　） | % | 2.7 | 2.7 | 2.4 | 1.3 |
| *（消費税要因を除く）* | | | | | *(2.4)* |
| 完全失業率 | % | 2.5 | 2.6 | 2.4 | 2.4 |
| 鉱工業生産　（前年比） | % | ▲ 1.3 | ▲ 0.3 | 2.2 | 1.2 |
| 経常収支 | 兆円 | 29.8 | 33.8 | 28.7 | 29.5 |
| 名目GDP比率 | % | 4.6 | 5.0 | 4.1 | 4.1 |
| 為替レート | 円/ドル | 152.5 | 150.7 | 158.5 | 155.6 |
| 無担保コールレート(O/N) | % | 0.42 | 0.73 | 1.75 | 1.75 |
| 新発10年物国債利回り | % | 1.06 | 1.74 | 2.86 | 3.16 |
| 通関輸入原油価格 | ドル/バレル | 82.8 | 71.4 | 106.8 | 87.5 |

（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 | 2025年度 | 26年度 | | | 27年度 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 通期 | 通期 | 上期 | 下期 | 通期 | 上期 | 下期 |
| 実質GDP | % | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.1 | 1.0 | 0.7 | 0.6 |
| 民間需要 | % | 1.2 | 0.4 | 0.1 | 0.3 | 1.4 | 1.0 | 0.8 |
| 民間最終消費支出 | % | 1.3 | ▲ 0.1 | ▲ 0.2 | ▲ 0.5 | 1.2 | 1.1 | 0.7 |
| 民間住宅 | % | ▲ 2.6 | ▲ 0.8 | ▲ 0.8 | ▲ 1.9 | ▲ 1.7 | ▲ 0.7 | ▲ 0.7 |
| 民間企業設備 | % | 2.2 | 1.4 | ▲ 0.1 | 3.0 | 2.4 | 1.1 | 0.8 |
| 公的需要 | % | 0.6 | 1.4 | 0.6 | 1.5 | 1.2 | 0.6 | 0.2 |
| 政府最終消費支出 | % | 0.8 | 2.4 | 1.8 | 0.4 | 1.0 | 0.6 | 0.3 |
| 公的固定資本形成 | % | ▲ 0.3 | ▲ 1.1 | ▲ 0.5 | ▲ 1.3 | 0.1 | 0.5 | 0.0 |
| 財貨・サービスの純輸出 | 兆円 | 5.6 | 7.4 | 8.3 | 6.4 | 5.4 | 5.5 | 5.3 |
| 輸出 | % | 2.2 | 2.9 | 2.4 | 0.3 | 1.2 | 0.5 | 1.3 |
| 輸入 | % | 2.6 | 1.3 | 0.1 | 3.5 | 3.2 | 1.5 | 1.6 |
| 内需寄与度（前期比） | % | 1.0 | 0.7 | 0.2 | 0.4 | 1.4 | 1.0 | 0.5 |
| 民間需要（　〃　） | % | 0.9 | 0.3 | 0.1 | 0.2 | 1.1 | 0.8 | 0.4 |
| 公的需要（　〃　） | % | 0.1 | 0.3 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.1 | 0.1 |
| 外需寄与度（　〃　） | % | ▲ 0.1 | 0.3 | 0.4 | ▲ 0.3 | ▲ 0.3 | ▲ 0.2 | ▲ 0.0 |
| デフレーター（前年比） | % | 3.3 | 2.3 | 2.5 | 2.1 | 1.4 | 1.5 | 1.3 |
| 完全失業率 | % | 2.6 | 2.4 | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.4 |
| 鉱工業生産(前期比) | % | ▲ 0.3 | 2.2 | 1.5 | 0.4 | 1.2 | 0.6 | 0.9 |
| 住宅着工戸数(年率換算) | 万戸 | 71.1 | 74.6 | 75.1 | 74.0 | 72.5 | 73.0 | 72.0 |
| 経常収支 | 兆円 | 33.8 | 28.7 | 15.9 | 12.7 | 29.5 | 13.2 | 16.2 |
| 貿易収支 | 兆円 | 1.4 | ▲ 5.3 | ▲ 1.6 | ▲ 3.7 | ▲ 4.1 | ▲ 3.4 | ▲ 0.7 |
| 外国為替レート | ドル/円 | 150.7 | 158.5 | 159.3 | 157.8 | 155.6 | 156.3 | 155.0 |
| 通関輸入原油価格 | ドル/バレル | 71.4 | 106.8 | 108.5 | 105.0 | 87.5 | 92.5 | 82.5 |

（前年同期比）

| | 単位 | 2025年度 | 26年度 | | | 27年度 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 通期 | 通期 | 上期 | 下期 | 通期 | 上期 | 下期 |
| 名目GDP | % | 4.3 | 3.2 | 3.6 | 2.9 | 2.4 | 2.3 | 2.5 |
| 実質GDP | % | 0.9 | 0.8 | 1.0 | 0.7 | 1.0 | 0.8 | 1.2 |
| 民間需要 | % | 1.2 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 1.4 | 1.2 | 1.5 |
| 民間最終消費支出 | % | 1.3 | ▲ 0.1 | 0.4 | ▲ 0.6 | 1.2 | 0.7 | 1.7 |
| 民間住宅 | % | ▲ 2.6 | ▲ 0.8 | 0.4 | ▲ 2.1 | ▲ 1.7 | ▲ 2.0 | ▲ 1.3 |
| 民間企業設備 | % | 2.2 | 1.4 | 0.7 | 2.1 | 2.4 | 3.3 | 1.7 |
| 公的需要 | % | 0.6 | 1.4 | 1.1 | 1.5 | 1.2 | 1.5 | 0.9 |
| 政府最終消費支出 | % | 0.8 | 2.4 | 2.6 | 2.2 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 公的固定資本形成 | % | ▲ 0.3 | ▲ 1.1 | ▲ 0.9 | ▲ 1.3 | 0.1 | ▲ 0.2 | 0.5 |
| 財貨・サービスの純輸出 | 兆円 | 5.6 | 7.4 | 8.3 | 6.4 | 5.4 | 5.5 | 5.3 |
| 輸出 | % | 2.2 | 2.9 | 3.0 | 2.8 | 1.2 | 0.9 | 1.6 |
| 輸入 | % | 2.6 | 1.3 | 0.1 | 2.4 | 3.2 | 3.7 | 2.7 |
| 国内企業物価　（前年比） | % | 2.8 | 7.6 | 7.0 | 8.3 | 4.9 | 6.2 | 3.5 |
| 全国消費者物価　（　〃　） | % | 2.7 | 2.4 | 1.7 | 3.0 | 2.4 | 2.6 | 2.2 |
| 完全失業率 | % | 2.6 | 2.4 | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.4 |
| 鉱工業生産(前年比) | % | ▲ 0.3 | 2.2 | 2.5 | 1.9 | 1.2 | 1.0 | 1.5 |

（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）

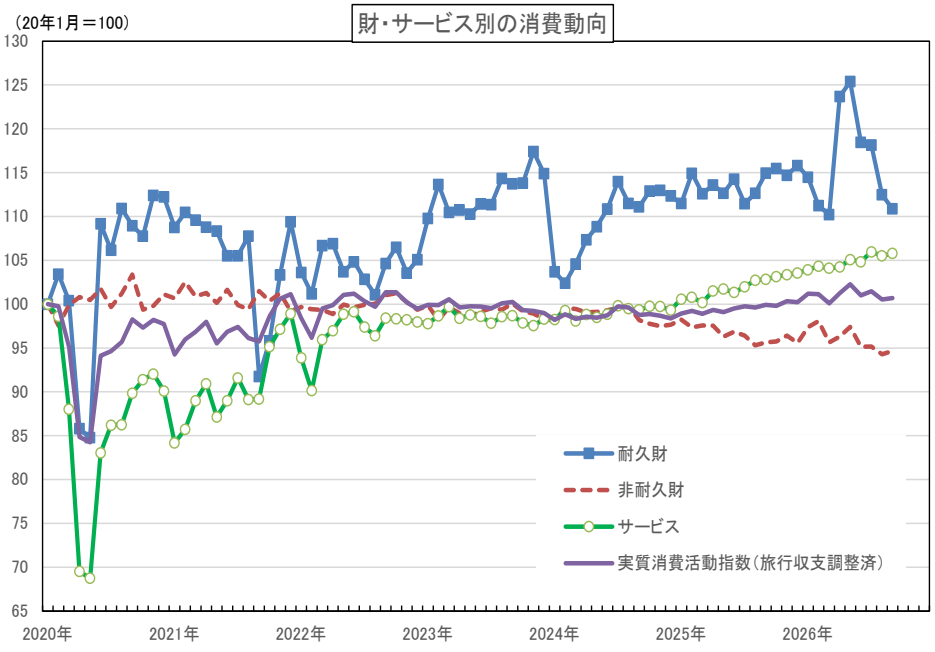
| | 単位 | 2025年 | | | | 26年 | | | | 27年 | | | | 28年 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 |
| 名目GDP | % | 0.9 | 1.8 | 0.2 | 1.1 | 0.7 | 1.4 | 0.3 | 0.6 | 0.1 | 1.0 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| （年率換算） | % | 3.6 | 7.2 | 0.8 | 4.4 | 2.9 | 5.9 | 1.6 | 2.5 | 0.6 | 4.0 | 2.4 | 2.3 | 2.1 |
| 実質GDP | % | 0.5 | 0.2 | ▲ 0.4 | 0.3 | 0.5 | 0.4 | ▲ 0.0 | 0.2 | ▲ 0.2 | 0.7 | 0.3 | 0.2 | 0.1 |
| （年率換算） | % | 2.1 | 0.8 | ▲ 1.5 | 1.1 | 1.9 | 1.7 | ▲ 0.1 | 0.8 | ▲ 0.7 | 2.7 | 1.1 | 1.0 | 0.6 |
| 民間需要 | % | 1.5 | 0.2 | ▲ 0.4 | 0.3 | 0.0 | ▲ 0.0 | 0.2 | 0.2 | ▲ 0.0 | 0.7 | 0.4 | 0.3 | 0.2 |
| 民間最終消費支出 | % | 0.6 | 0.1 | 0.7 | 0.0 | 0.4 | ▲ 0.3 | ▲ 0.3 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | 1.0 | 0.2 | 0.3 | 0.2 |
| 民間住宅 | % | ▲ 0.4 | 0.5 | ▲ 8.0 | 5.2 | 0.7 | ▲ 0.6 | ▲ 1.1 | ▲ 0.5 | ▲ 0.5 | ▲ 0.3 | ▲ 0.3 | ▲ 0.3 | ▲ 0.3 |
| 民間企業設備 | % | 1.2 | 1.5 | ▲ 0.9 | 1.7 | ▲ 1.1 | ▲ 0.4 | 1.6 | 1.0 | 0.7 | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.2 |
| 民間在庫変動（寄与度） | %pt | 0.7 | ▲ 0.3 | ▲ 0.2 | ▲ 0.3 | ▲ 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | ▲ 0.0 | ▲ 0.1 | 0.1 | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 |
| 公的需要 | % | ▲ 0.2 | 0.4 | 0.0 | 0.2 | 0.6 | ▲ 0.3 | 1.2 | 0.2 | 0.2 | 0.5 | ▲ 0.1 | 0.2 | 0.2 |
| 政府最終消費支出 | % | ▲ 0.2 | 0.4 | 0.1 | 0.4 | 0.5 | 1.5 | ▲ 0.0 | 0.3 | 0.2 | 0.6 | ▲ 0.1 | 0.3 | 0.2 |
| 公的固定資本形成 | % | ▲ 0.9 | 0.8 | ▲ 0.9 | ▲ 0.5 | 1.3 | ▲ 0.6 | ▲ 1.1 | ▲ 0.2 | 0.0 | 0.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 輸出 | % | ▲ 0.6 | 1.9 | ▲ 1.6 | 0.4 | 1.8 | 1.6 | ▲ 0.2 | 0.8 | ▲ 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 輸入 | % | 2.2 | 1.7 | ▲ 1.2 | 0.5 | 0.3 | ▲ 1.3 | 2.5 | 0.7 | 0.6 | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| 国内需要寄与度 | %pt | 1.1 | 0.2 | ▲ 0.3 | 0.3 | 0.1 | ▲ 0.2 | 0.6 | 0.2 | 0.0 | 0.7 | 0.3 | 0.3 | 0.2 |
| 民間需要寄与度 | %pt | 1.2 | 0.1 | ▲ 0.3 | 0.2 | 0.0 | ▲ 0.0 | 0.1 | 0.1 | ▲ 0.0 | 0.5 | 0.3 | 0.2 | 0.1 |
| 公的需要寄与度 | %pt | ▲ 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | ▲ 0.2 | 0.4 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | ▲ 0.0 | 0.1 | 0.0 |
| 海外需要寄与度 | %pt | ▲ 0.6 | 0.0 | ▲ 0.1 | ▲ 0.0 | 0.3 | 0.6 | ▲ 0.6 | 0.0 | ▲ 0.2 | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 |
| GDPデフレーター(前年比) | % | 3.6 | 3.3 | 3.5 | 3.3 | 3.1 | 2.6 | 2.4 | 2.1 | 2.2 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.3 |
| 国内企業物価　（前年比） | % | 4.2 | 3.3 | 2.7 | 2.7 | 2.6 | 6.6 | 7.3 | 7.5 | 9.0 | 7.5 | 5.0 | 4.0 | 3.0 |
| 全国消費者物価　（　〃　） | % | 3.1 | 3.5 | 2.9 | 2.7 | 1.7 | 1.5 | 1.9 | 2.7 | 3.3 | 1.7 | 1.4 | 1.2 | 1.0 |
| *（消費税要因を除く）* | | | | | | | | | | | *(2.8)* | *(2.5)* | *(2.3)* | *(2.1)* |
| 完全失業率 | % | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.7 | 2.5 | 2.4 | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.4 |
| 鉱工業生産　（前期比） | % | 0.0 | ▲ 0.5 | ▲ 1.1 | 0.3 | 2.5 | 0.2 | 0.2 | 0.5 | ▲ 0.4 | 0.7 | 0.2 | 0.5 | 0.5 |
| 経常収支 | 兆円 | 7.5 | 7.1 | 8.7 | 8.1 | 9.7 | 8.8 | 7.2 | 6.6 | 6.2 | 5.4 | 7.9 | 7.7 | 8.6 |
| 名目GDP比率 | % | 4.6 | 4.3 | 5.2 | 4.8 | 5.7 | 5.1 | 4.1 | 3.8 | 3.5 | 3.1 | 4.4 | 4.3 | 4.8 |
| 為替レート | 円/ドル | 152.5 | 144.6 | 147.4 | 154.1 | 156.8 | 159.4 | 159.2 | 158.0 | 157.5 | 157.5 | 155.0 | 155.0 | 155.0 |
| 無担保コールレート(O/N) | % | 0.42 | 0.48 | 0.48 | 0.51 | 0.73 | 0.77 | 1.00 | 1.50 | 1.75 | 1.75 | 1.75 | 1.75 | 1.75 |
| 新発10年物国債利回り | % | 1.36 | 1.40 | 1.56 | 1.79 | 2.21 | 2.57 | 2.87 | 2.92 | 3.10 | 3.20 | 3.20 | 3.15 | 3.10 |
| 通関輸入原油価格 | ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ | 79.5 | 75.3 | 72.0 | 71.2 | 67.0 | 111.0 | 106.0 | 110.0 | 100.0 | 95.0 | 90.0 | 85.0 | 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）

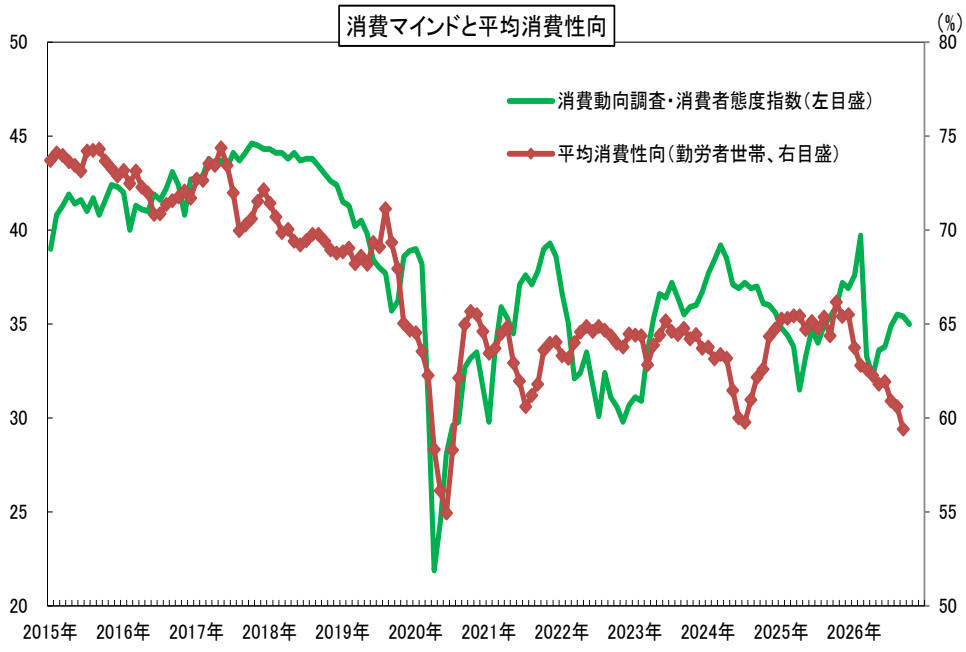
（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

## ◘民間消費

- 26年の春季賃上げ率（厚生労働省調べ）は5.18％と3年連続の5％超を達成、夏季賞与も前年比5.3％と前年の伸び（同2.9％）を大幅に上回った
  - ➢ 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3.1％と徐々に上昇率を高めており、実質賃金も前年比プラスで推移
- 一方、今夏は自然災害が多発したほか、物価高止まりへの警戒感が強く、消費性向は低下傾向（4～6月期：61.8％→7～9月期：60.6％）
  - ➢ 9月の実質消費活動指数（旅行収支調整済）は前月比0.2％と2か月ぶりに上昇したが、7～9月期としては前期比▲0.6％と7期ぶりの低下、4～6月期に盛り上がった耐久財に反動減が出ているほか、非耐久財も弱い動き
  - ➢ 10月の消費動向調査によれば、消費者態度指数は2か月連続で悪化したが、基調判断は「持ち直しの動きが見られる」で据え置き
- 家計の所得環境の改善が継続するものの、26年度下期にかけて物価上昇率が高まることへの警戒感から、しばらく民間消費は緩慢な動きが続くと予想
  - ➢ 民間最終消費支出：26年度は前年度比▲0.1％と3年ぶりの減少、27年度は消費税減税の効果もあって同1.2％と持ち直すと予測



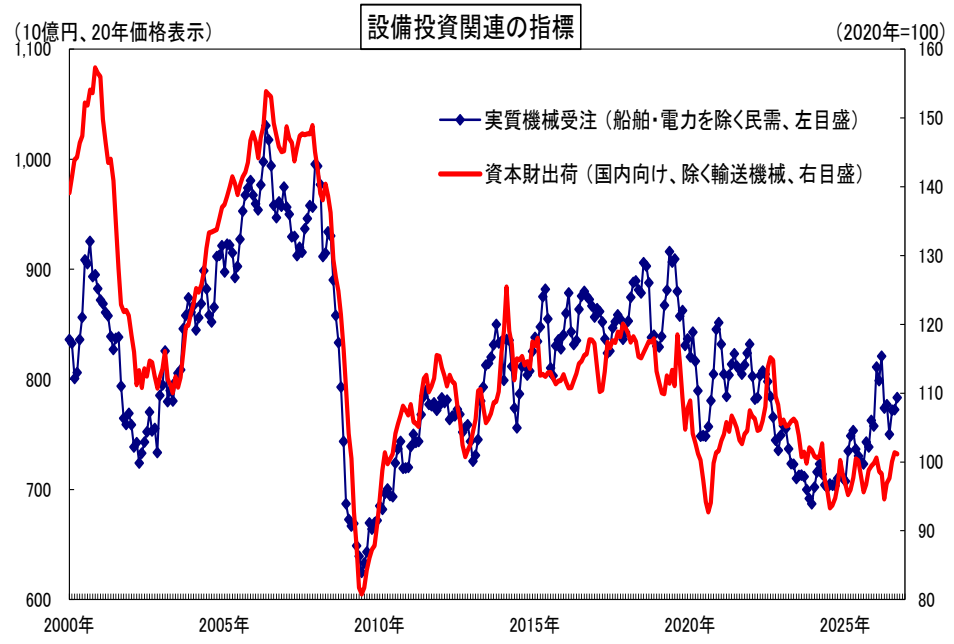

（資料）日本銀行「消費活動指数」



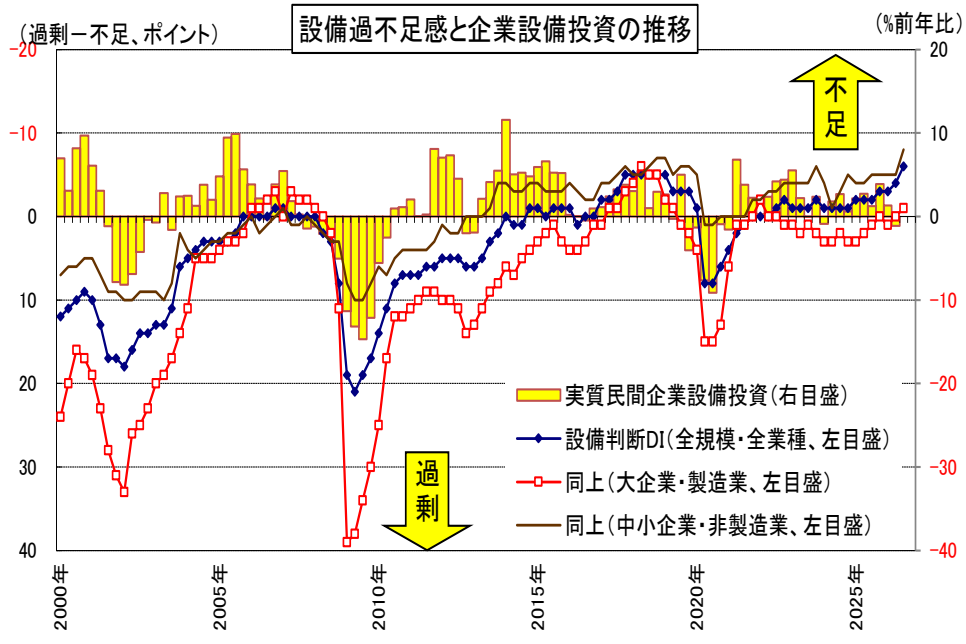

（資料）内閣府経済社会総合研究所、総務省統計局　（注）平均消費性向は3ヶ月移動平均

## ◘企業設備投資

- 主要なビジネスサーベイからは資本設備の不足感は高まっており、設備投資マインドも堅調であることが読み取れる
  - ➢ 日銀短観（9月調査）の26年度設備投資計画（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）は前年度比9.2％と、25年度実績（同9.0％）を上回る増加率へ上方修正
- 足元の設備投資関連指標は持ち直しの動き（GDPベースでは3期ぶりに増加）
  - ➢ 9月の鉱工業統計・資本財出荷（除く輸送機械、国内向け）は前月比6.2％と2か月ぶりの上昇、7～9月期としても前期比4.6％と3期ぶりの上昇
  - ➢ 9月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲0.3％だったが、7～9月期は前期比1.2％と4期連続の増加
    - ✓ 10～12月期見通し（内閣府集計）では同4.3％の増加を見込む
    - ✓ 10月の工作機械受注（内需）は前月比2.2％と2か月ぶりの増加、7～9月平均を1.7％上回っている
- 中東情勢の不安定な状態が長期化することへの懸念もあるが、AIブームの追い風や高市内閣の経済政策運営への期待、根強い省力化・省人化ニーズなどがあり、底堅く推移するものと予想
- 民間企業設備投資：26年度は前年度比1.4％、27年度は同2.4％と、堅調な推移を予測




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

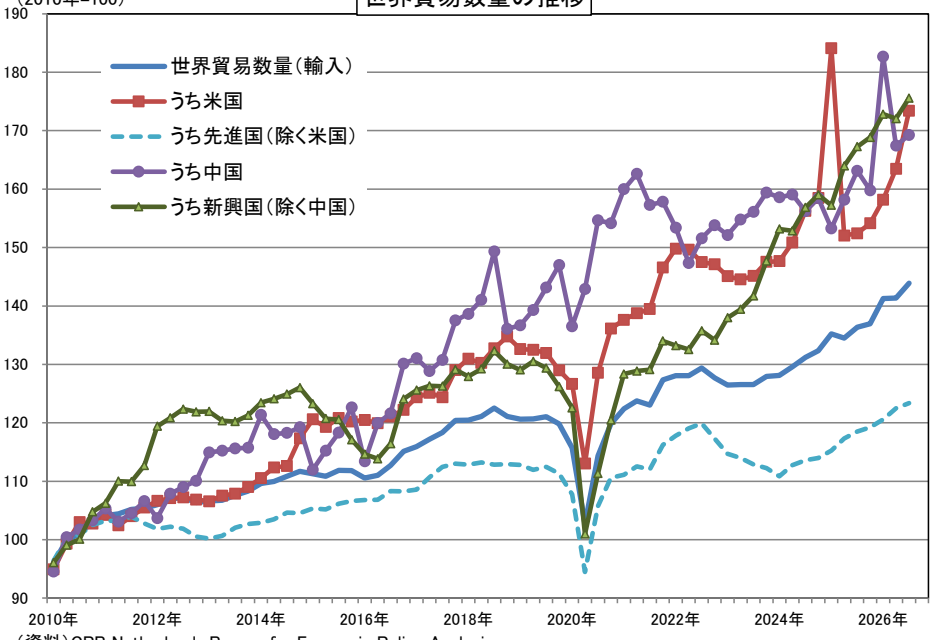



（資料）内閣府、日本銀行　（注）設備判断DIの最後の期はその直前の期における見通し

## ◘輸出入動向

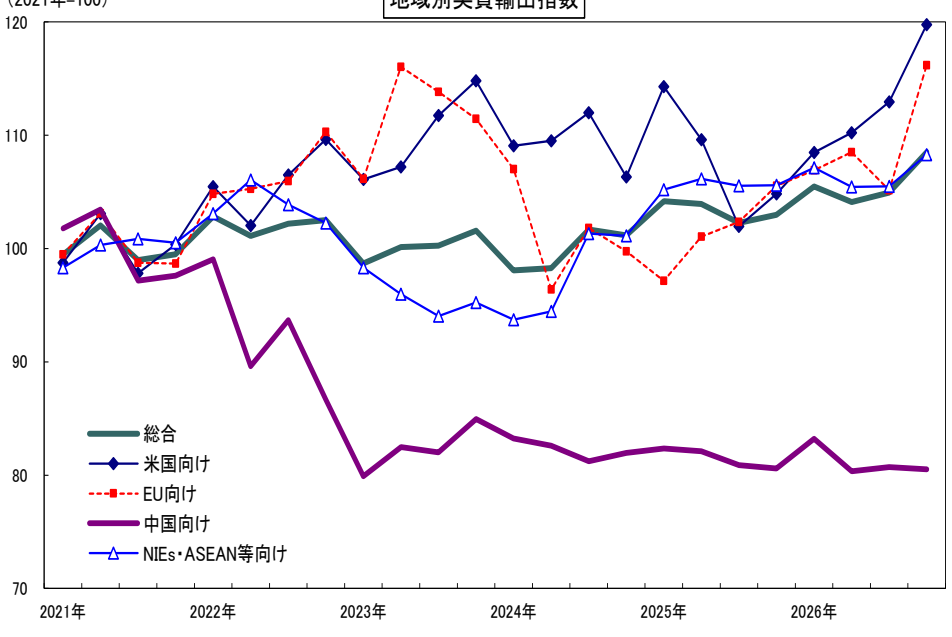
- トランプ関税の影響（自動車、鉄鋼など）はすでに一巡、足元ではAIブームを背景に半導体等電子部品や半導体等製造装置などの輸出入が活性化
- 7～9月期の「財貨・サービスの輸出」は前期比▲0.2%（4期ぶりの減少）、このうち「財貨」は同2.4%と2期ぶりの増加、「サービス」は同▲7.1%と4期ぶりの減少
  - ➢ 10月の実質輸出指数は7～9月の平均水準を3.4%上回っており、米国・EU向けが堅調
- IMF世界経済見通しでは、世界貿易の伸びは26年は4.6%、27年は4.7%と、25年（5.0%）から鈍化するとしている
- 26年度の輸出は前年度比2.9%、27年度は同1.2%の増加と予測
- 輸入については26年度は同1.3%へ減速するが、年度下期には持ち直しに転じ、27年度は同3.2%に上昇率が高まると予測
- 26年度の経常収支は28.7兆円（名目GDP比率4.1%）と25年度（33.8兆円、5.0%）から黒字幅が縮小、27年度は29.5兆円（同4.1%）へ小幅拡大すると予測

世界貿易数量の推移




(資料)CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

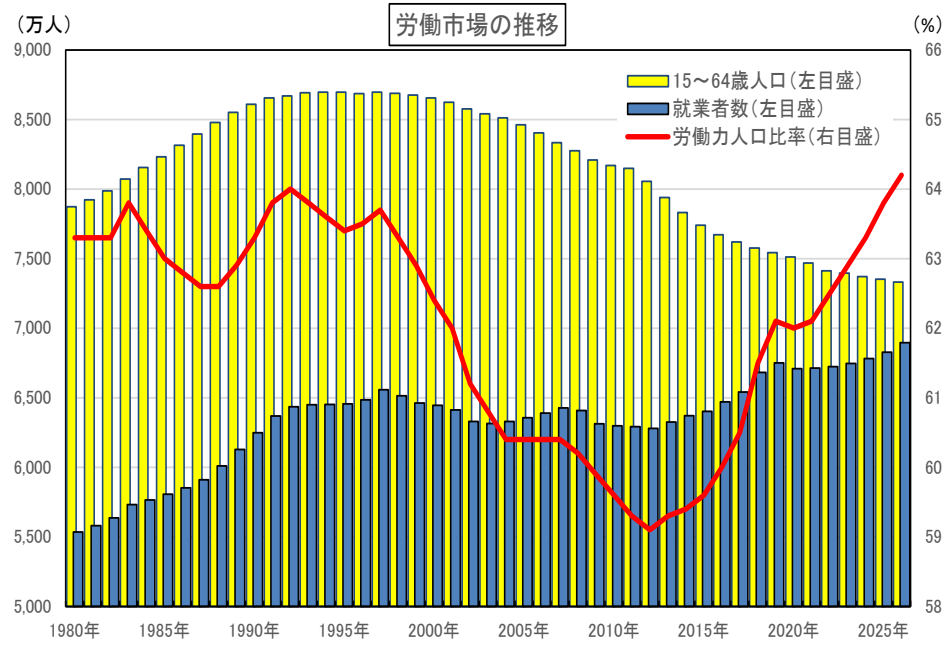
地域別実質輸出指数



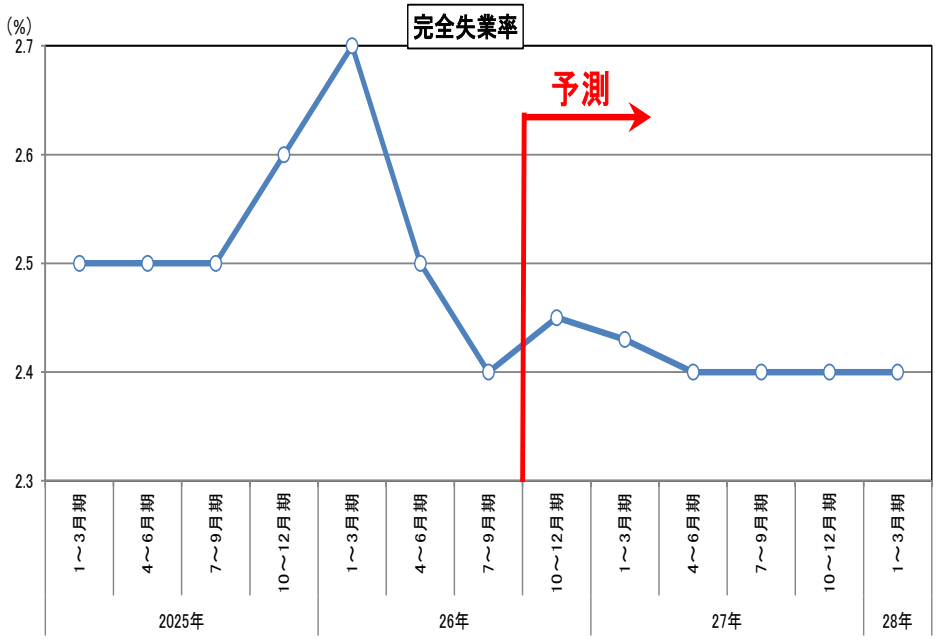

(資料)日本銀行

## ◘雇用情勢

- 生産年齢人口が減少する一方で、労働投入（＝総労働時間×常用雇用者数）は増加基調をたどるなど労働需要は底堅く、企業の人手不足感は高まっている
  - 直近の労働力化率は64％超と、女性や高齢層の労働参加が進んだことから、日本の人口ピラミッドが「富士山型」をしていた1970年前半の水準を回復
- 月次の雇用関連指標は改善の動きも散見される
  - 7～9月期の失業率は2.4％と2期連続で低下（4～6月期：2.5％）
  - 7～9月期の有効求人倍率は1.18倍と、26年入り後は下げ止まり
- 当面の景気回復ペースは緩慢ながらも、失業率は低位で推移すると予想
  - 26年度：2.4％（25年度から▲0.2ポイントの低下）、27年度：2.4％と予測



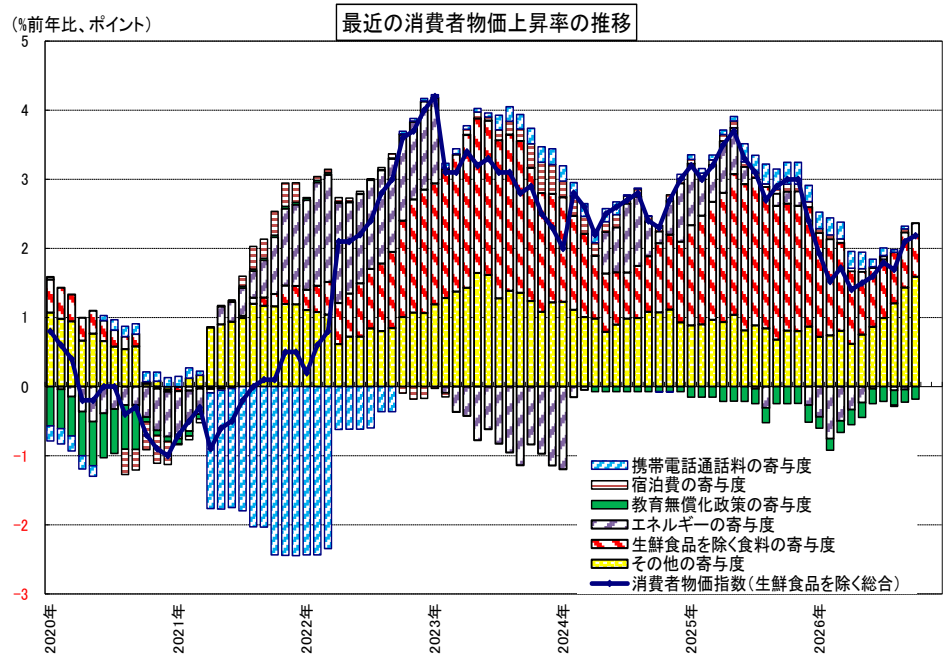

（資料）総務省統計局　（注）2026年の計数は直近月のデータを使用。



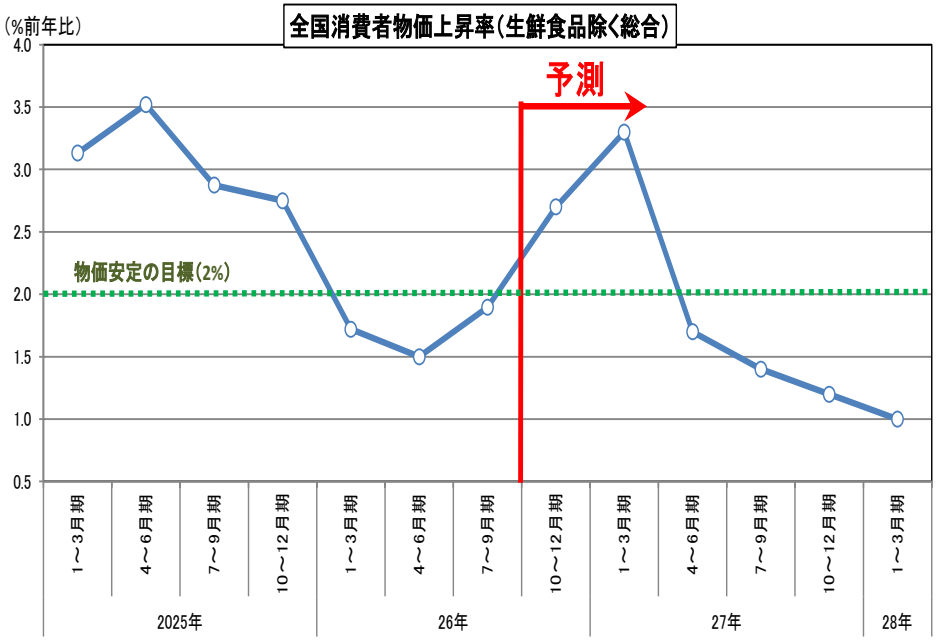

（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

## ◘物価動向

- 教育無償化やエネルギー価格抑制策、コメなど食料のベース効果剥落などもあり、26年入り後の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合（以下、コアCPI））は前年比2%割れで推移してきたが、9月は9か月ぶりに同2%台へ上昇
  - ➢ 10月のコアCPIは前年比2.3%、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」は同2.2%と、いずれも2か月連続で「2%」を上回って推移
  - ➢ 10月の国内企業物価は前年比7.1%（9月：同6.8%）、輸入物価（円ベース）は同24.8%（9月：同23.8%）と、再び上昇率が高まっている
- 先行きは食品のベース効果剥落が一巡するほか、ガソリン補助金の縮小の影響、さらには運送費や人件費の増加などで幅広い財・サービスで値上げが本格化、26年度下期にかけて物価上昇率は高まると予想される
- 26年度のコアCPIは前年度比2.4%、27年度：同1.3%と予測
  - ➢ 27年1～3月期には3%台前半まで高まるが、27年4月に予定される消費税減税（食料品に対する税率を1%へ）によって物価上昇率が▲1.1ポイント程度押し下げると想定



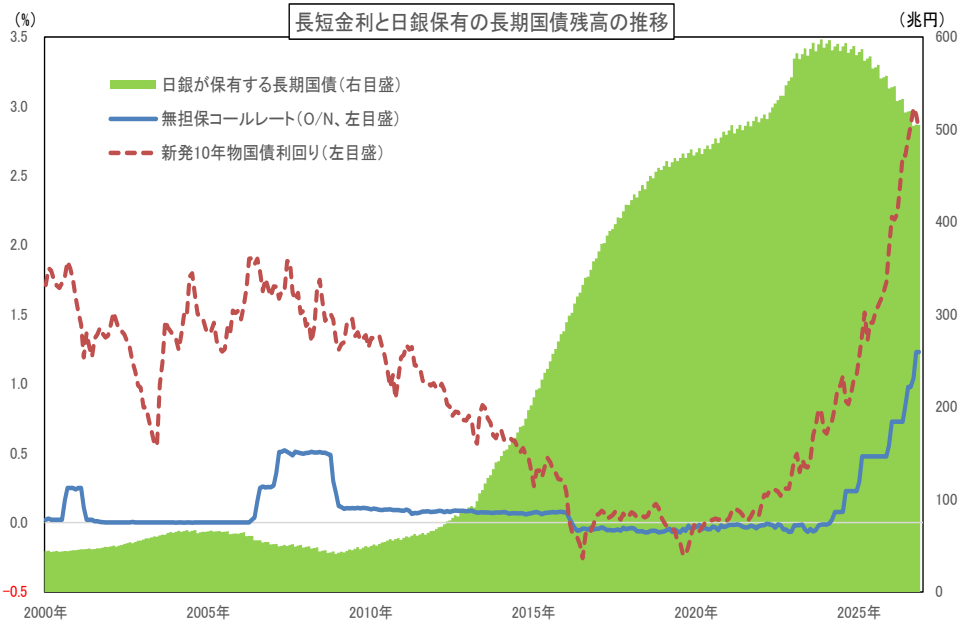

（資料）総務省統計局の公表統計より作成



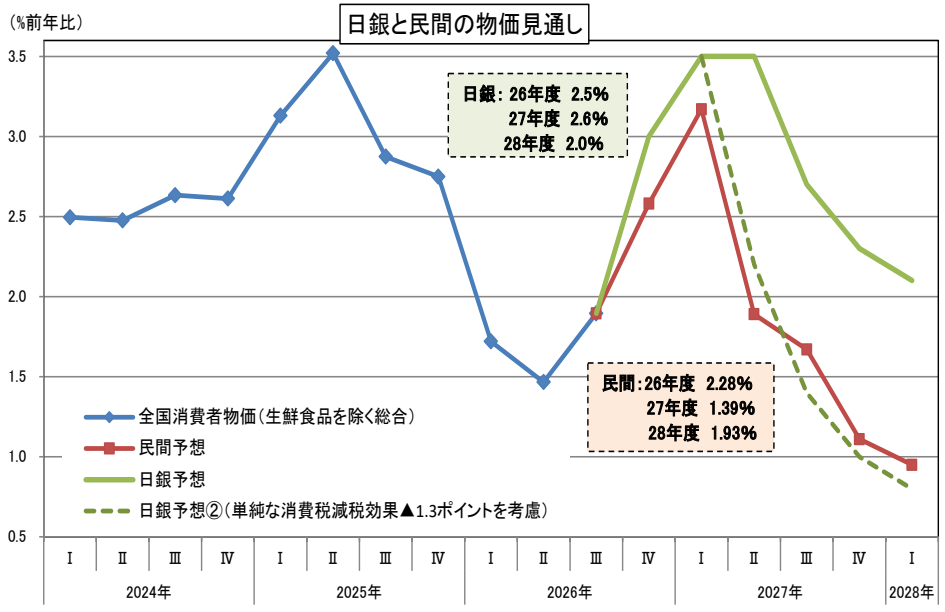

（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

## ◘日銀は今後の物価上振れを強く警戒、27年前半にかけて政策金利を1.75%まで引き上げ

- 日銀は9月に政策金利を1.25%に引き上げたが、今後とも経済・物価・金融情勢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方針
- 10月会合での追加利上げは見送られたが、「基調的な物価上昇率」が2%の「物価安定の目標」と概ね整合的な水準との認識の下、現在の金融環境が緩和的であることもあり、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との方針を示した
  - ➢ 今後は、基調的な物価上昇率を 2%程度の水準で安定させていくという観点が重要としている
- 10月に公表した「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」からは、26年度下期にかけて3%台半ばまで物価上昇率が高まることを見込んでいる様子が窺える
  - ➢ リスクバランスをみると、経済の見通しについては概ねバランスしているが、消費者物価の見通しについては上振れリスクの方が大きい、としている
  - ➢ 次回の利上げは12月（政策金利：1.5%）、27年3月にも1.75%への利上げを予想



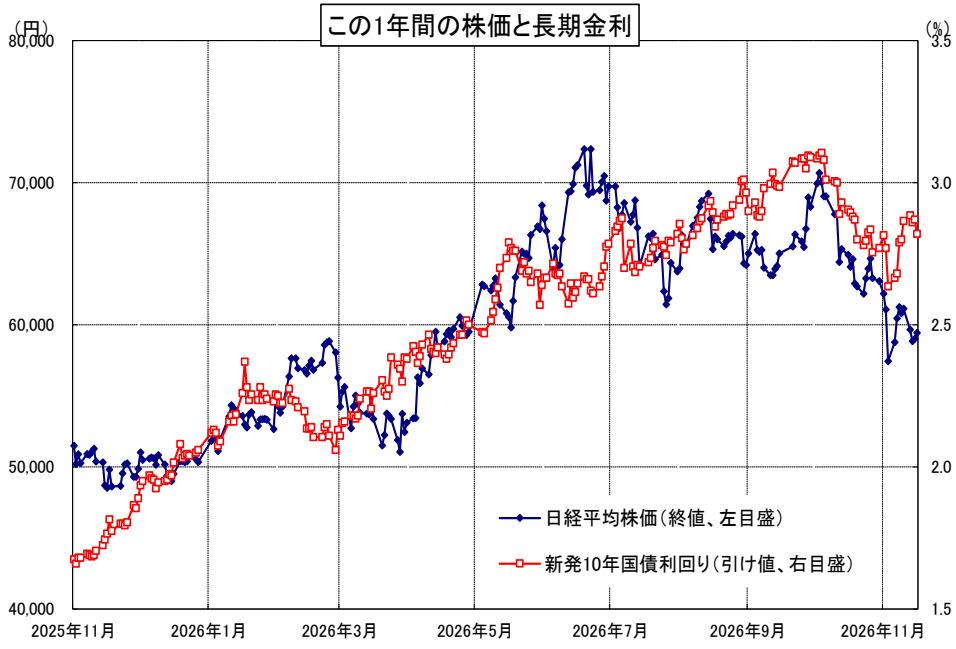

(注)日本銀行、日経FinancialQuest



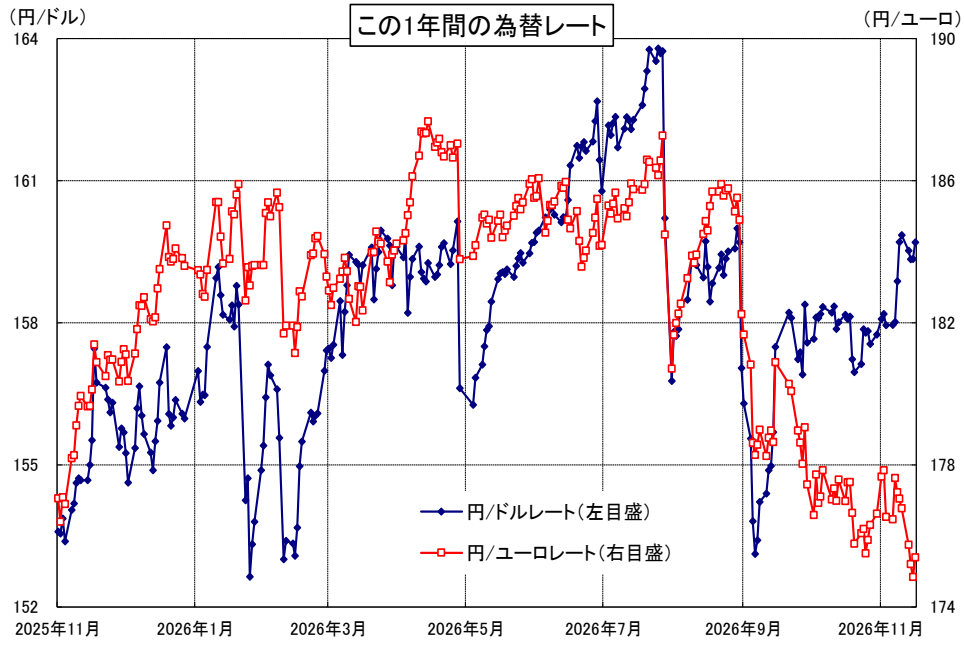

(資料)総務省統計局、日本銀行、日本経済研究センターを基に農林中金総合研究所作成
(注)民間予想はESPフォーキャスト調査(11月)を使用。日銀予想は展望レポート(10月)を基に農林中金総合研究所が作成。

## ◘市場概況

- AIブームなどを背景に日経平均株価は6月22日に一時72,831円まで上昇したが、その後はAIブームへの警戒が広がったほか、中東情勢が再び緊迫化したこともあり、上値の重い展開に
  - ➢ 米中間選挙での共和党敗北を受けて、AI規制が強まるとの懸念が広がり、直近は6万円を割れる場面も
- 債券市場では、高市内閣の経済財政運営への懸念や日銀の利上げ観測から金利上昇圧力がかかっており、9月25日に長期金利は30年ぶりとなる3.115%まで上昇、10月中旬は株安を受けて金利は低下基調へ
  - ➢ 11月には米中間選挙後の株安を受けて、長期金利は一時2.61%まで低下したが、その後は2.8%台へ上昇
- 外国為替市場では、日銀の利上げ継続方針が示されるなか、高市内閣の経済財政運営に対する警戒感から円安圧力が高い状態が続いている
  - ➢ 政府は大型連休中の11.7兆円規模での円買い介入に続き、7月30日から8月3日にかけて米国通貨当局とともに断続的に15.4兆円規模の円買い介入を実施
  - ➢ 米国の利上げペース加速観測が強まり、11月中旬には一時160円台まで円安が進行する場面も
  - ➢ 一方、フランス国債の格下げ懸念等からユーロ円レートは円高気味に推移、足元1ユーロ＝170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

- 官民一体投資、消費税減税、防衛費増額などの歳出増圧力に加え、日銀は追加利上げに意欲的なことから、長期金利には引き続き上昇圧力がかかりやすい

－ 株価

- AI関連需要が世界経済を牽引する状況はしばらく継続するものの、AI投資の生産性や収益性に対する警戒感は強く、しばらく調整色の強い展開が見込まれる
- とはいえ、企業業績は総じて底堅く、高市内閣の成長戦略や消費税減税などの積極財政への期待感もあり、いずれ堅調さを取り戻すと思われる

－ 為替レート

- 日銀は利上げを継続する方針であるが、米国で利上げペースの加速観測が浮上するなど、日米金利差は縮小しない可能性があるほか、高市内閣の財政政策運営に対する警戒感も燻っており、円高転換にはなかなか至らない

**金利・為替・株価の予想水準**

| 年／月 ＼ 項　目 | | 2026年 | | 27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 | （%） | 1.227 | 1.45～1.55 | 1.45～1.80 | 1.45～1.80 | 1.45～1.80 |
| 国債利回り | 20年債（%） | 3.720 | 3.50～4.00 | 3.60～4.20 | 3.70～4.20 | 3.70～4.20 |
| | 10年債（%） | 2.820 | 2.70～3.20 | 2.80～3.30 | 2.90～3.40 | 2.90～3.40 |
| | 5年債（%） | 2.235 | 2.15～2.65 | 2.25～2.75 | 2.25～2.75 | 2.25～2.75 |
| 為替レート | 対ドル（円/ﾄﾞﾙ） | 159.7 | 150～165 | 147～162 | 145～160 | 145～160 |
| | 対ユーロ（円/ユーロ） | 175.4 | 165～185 | 165～185 | 165～185 | 165～185 |
| 日経平均株価 | （円） | 59,444 | 61,000±5,000 | 63,000±5,000 | 65,000±5,000 | 70,000±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11月19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。