

## 2025・2026・2027年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 10～12月期以降、緩やかな成長が続くだろう ～

富国生命保険相互会社（社長 渡部 毅彦）は、2025・2026・2027年度の経済見通しを改訂しました。

### 【実質GDP成長率予測】

2025年度 +1.0%（前回+0.9%）、2026年度+0.7%（前回+0.7%）、2027年度+0.6%

#### ○ 7～9月期は輸出や住宅投資の減少などから、6四半期ぶりのマイナス成長

2025年7～9月期の実質GDP成長率は、米国の関税政策の影響から輸出が減少し、4月からの省エネルギー基準の厳格化にともなう住宅投資の落ち込みもあって、前期比▲0.4%（年率▲1.8%）と6四半期ぶりのマイナスとなった。7～9月期の成長率は当社の前回予測を下回ったものの、前回予測時からの以下の状況変化を反映して、2025年度の成長率見通しを上方修正した。高市政権の「責任ある積極財政」のもとで政府消費と公共投資の増加が見込まれる。株高やガソリン税の暫定税率の廃止は個人消費に対してプラスの影響を及ぼすだろう。一方で、日中関係の悪化を背景に、中国からのインバウンドが減少し、サービス輸出の増加の一服が想定される。

#### ○ 日本経済は、10～12月期以降、緩やかな成長が続くだろう

世界経済は、雇用者数の伸びが鈍化している米国を中心にやや減速するものの、活発なAI関連投資もあって、底堅く推移するだろう。

日本経済は、10～12月期以降は緩やかな成長が見込まれる。個人消費は、食品やエネルギー価格の高騰が一服し、物価上昇率が緩やかに低下しつつあるなか、良好な雇用環境や株高にも支えられて、持ち直し基調が続く見込みである。設備投資は、AIの活用を含むデジタル化の推進や人手不足への対応に向けた投資を中心に増加が続くだろう。住宅投資は、先行指標となる着工戸数が底打ちしており、今後は緩やかに回復するだろう。輸出は、サービス輸出の増加が一服するなか、関税引上げ分の販売価格への転嫁が徐々に進むことで需要が減退する米国向けを中心に財輸出も弱含むため、減少が続くと予測している。

#### ○ 株価が大幅に調整する可能性

本予測では、活発なAI関連投資を受けた情報通信・半導体関連企業の収益増加への期待などから、内外の株式市場が堅調に推移すると見込んでいる。しかし今後、雇用環境の急速な悪化などから米国経済の先行きへの懸念が強まり、株価が大幅に調整して日本の個人消費や米国への輸出にもマイナスの影響を及ぼす可能性がある。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

<https://www.fukoku-life.co.jp>

担当：財務企画部 高松 千之

TEL (03) 3593-7576

[chiyuki.takamatsu.kh@fm.fukoku-life.co.jp](mailto:chiyuki.takamatsu.kh@fm.fukoku-life.co.jp)

図表1. 2025・2026・2027年度 経済見通し

(前年比、%)

	2024 年度 実績	2025年度予測		2026年度予測		2027年度 予測
			前回 2025年8月 時点		前回 2025年8月 時点	
名目国内総生産（兆円）	615.5 3.7	640.9 4.1	639.9 3.9	659.2 2.9	656.5 2.6	677.9 2.8
実質国内総生産（兆円）	557.5 0.6	563.3 1.0	564.1 0.9	567.3 0.7	568.0 0.7	570.8 0.6
内 需	1.1	1.1	0.8	0.9	0.7	0.7
民間需要	0.8	1.0	0.8	0.7	0.5	0.6
民間最終消費	0.7	1.0	0.7	0.6	0.6	0.6
民間住宅投資	▲ 0.6	▲ 3.6	▲ 0.9	1.1	▲ 0.8	0.0
民間設備投資	1.9	2.6	2.6	2.1	1.3	1.7
公的需	0.3	0.1	0.0	0.2	0.2	0.1
政府最終消費	1.2	0.4	0.1	0.7	0.6	0.3
公的固定資本形成	0.6	0.7	0.1	1.5	0.3	0.3
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.5	▲ 0.0	0.1	▲ 0.2	0.0	▲ 0.0
財貨・サービスの輸出	1.5	2.2	2.1	1.0	1.8	2.3
財貨・サービスの輸入	3.5	2.4	1.5	1.9	1.6	2.6

注1. 実質値は2015暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

(主な経済指標と前提条件)

鉱工業生産指数	▲ 1.4	0.7	1.3	1.1	1.3	1.2
国内企業物価指数	3.3	1.6	0.3	0.9	0.3	1.2
消費者物価指数	3.0	2.7	2.7	2.3	2.0	2.3
消費者物価（除く生鮮）	2.7	2.7	2.5	2.1	1.8	2.1
貿易収支（兆円）	▲ 4.0	0.4	0.0	0.1	1.0	0.9
経常収支（兆円）	29.5	33.6	32.8	33.0	33.2	33.9
名目賃金指数	3.0	2.5	2.5	2.7	2.7	2.7
完全失業率（%）	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4
住宅着工戸数（万戸）	81.6	71.9	76.8	73.3	78.3	73.0
為替レート（¥/\$）	152.5	147.2	141.9	145.0	137.1	145.0
原油価格（\$/b）	82.8	71.1	69.4	71.3	67.9	71.3
米国実質成長率	2.8	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
中国実質成長率	5.0	4.8	4.4	4.5	4.4	4.5

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート（月中平均、インターバンク中心相場）でドル換算

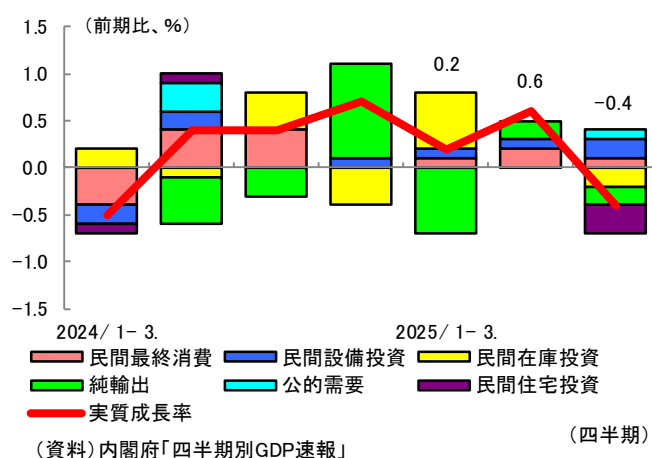
注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

## ◇日本経済の現状と見通し

### ○7～9月期の実質GDP

11月17日に発表された2025年7～9月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比▲0.4%、年率換算▲1.8%と6四半期ぶりのマイナス成長となった（図表2）。需要項目別にみると、民間最終消費は前期比0.1%増と6四半期連続の増加となった。住宅投資は同9.4%減と3四半期ぶりの減少となった。設備投資は同1.0%増と4四半期連続の増加となった。在庫投資の寄与度については、▲0.2ポイントとなった。公的需要は、政府消費が同

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



0.5%増と2四半期連続の増加となり、公的固定資本形成は同0.1%増と2四半期ぶりの増加となった。住宅投資の減少などから内需の寄与度は同▲0.2ポイントとなった。輸出は自動車等の減少から同1.2%減と2四半期ぶりの減少となり、輸入は同0.1%減と3四半期ぶりの減少となった。この結果、外需寄与度は同▲0.2ポイントとなった。

なお、物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは前期比+0.6%となり、名目GDP成長率は同+0.1%（年率換算+0.5%）となった。

### ○日本経済は、10～12月期以降、緩やかな成長が続くだろう

世界経済は、雇用者数の伸びが鈍化している米国を中心にやや減速するものの、活発なAI関連投資もあって、底堅く推移するだろう。

日本経済は、10～12月期以降は緩やかな成長が見込まれる。個人消費は、食品やエネルギー価格の高騰が一服し、物価上昇率が緩やかに低下しつつあるなか、良好な雇用環境や株高にも支えられて、持ち直し基調が続く見込みである。設備投資は、AIの活用を含むデジタル化の推進や人手不足への対応に向けた投資を中心に増加が続くだろう。住宅投資は、先行指標となる着工戸数が底打ちしており、今後は緩やかに回復するだろう。輸出は、サービス輸出の増加が一服するなか、関税引上げ分の販売価格への転嫁が徐々に進むことで需要が減退する米国向けを中心に財輸出も弱含むため、減少が続くと予測している。

7～9月期の成長率は当社の前回予測を下回ったものの、前回予測時からの以下の状況変化を反映して、2025年度の成長率見通しを上方修正した。高市政権の「責任ある積極財政」のもとで政府消費と公共投資の増加が見込まれる。株高やガソリン税の暫定税率の廃止は個人消費に対してプラスの影響を及ぼすだろう。一方で、日中関係の悪化を背景に、中国からのインバウンドが減少し、サービス輸出の増加の一服が想定される。

2025年度の実質GDP成長率予測は前回予測から0.1ポイント上方修正して+1.0%、2026年度は据え置いて+0.7%と見込んだ。また、新たに2027年度を+0.6%と予測した。2025年10～12月期の成長率は前期比+0.0%（年率+0.1%）と見込んでいる。

## ○株価が大幅に調整する可能性

本予測では、活発な AI 関連投資を受けた情報通信・半導体関連企業の収益増加への期待などから、内外の株式市場が堅調に推移すると見込んでいる。しかし今後、雇用環境の急速な悪化などから米国経済の先行きへの懸念が強まり、株価が大幅に調整して日本の個人消費や米国への輸出にもマイナスの影響を及ぼす可能性がある。

## ◇主要な需要項目の動向

### ○個人消費は持ち直しが続くだろう

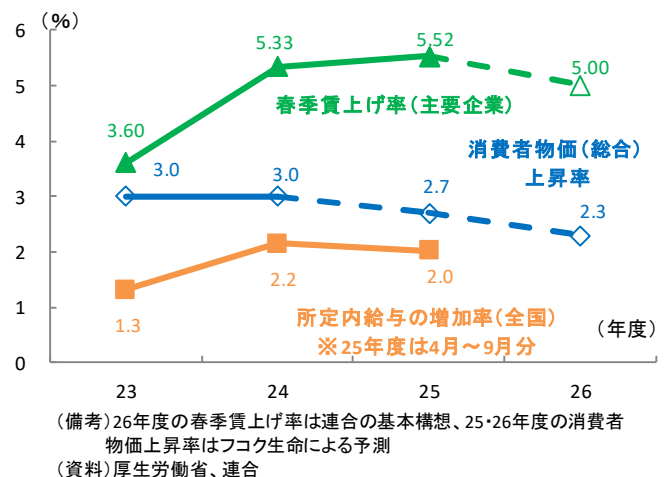
雇用環境は緩やかに改善している。9月の失業率（季節調整値）は前月から横ばいの2.6%と、低い水準で推移している。労働参加率は緩やかに上昇しており、9月は64.0%、就業者数も増加基調であり9月は6,834万人となった。同月の欠員率（企業のなかで空席となっているポジションの割合）は3.5%、雇用失業率は2.8%であり、雇用の需給バランスは需要超過となっている。

雇用環境は良好な状況が続くだろう。女性の就業率の上昇継続に加えて、物価上昇を受けた生活費確保のための就労もあって、労働参加率は緩やかに上昇しているものの、低水準の失業率と長期的な日本の労働力人口の減少を背景に、企業の人手不足感は続くだろう。日銀短観9月調査における全規模全産業の雇用判断DIは▲36と、引き続き大幅な人手不足を示している。

毎月勤労統計によると、2025年9月（速報値）の現金給与総額は前年比+1.9%となった。消費者物価指数（総合）で実質化した実質賃金は1月以降、7月を除いて前年比マイナスが続いている（持家の帰属家賃を除く消費者物価指による実質化では1月以降、9カ月連続のマイナス）。その要因として、食料品価格の高騰も重要であるが、主要企業と比較した中小企業の賃上げの遅れも大きい。25年の主要企業の春季賃上げ率が5.52%（所定内給与の増加率とより近い関係にある、定昇を除くベア分は3.7%程度）だったのに対し、毎月勤労統計（中小企業も対象に含んでいる）の所定内給与の増加率（4～9月分）は前年比2.0%に留まった。

今後、実質賃金の上昇率は26年の早い時期にプラスに転じるものの、そのプラス幅は小さいだろう。物価の見通しについては後述するが、26年の前半にかけて食料品価格の上昇率の低下やガソリン税の暫定税率の廃止などを受け、消費者物価指数（総合）、コアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）ともに上昇率は2%前後まで低下する見込みである。所定内給与の伸び率はこれを若干上回るだろう。その後について、消費者物価の上昇率は再びやや上昇するものの、均して実質賃金の上昇率は若干のプラスを維持できるだろう。26年の春季賃上げ率は25年と同水準または若干上回る水準での着地を想定している。連合は26年春闘の基本構想において、日本の実質賃金を1%上昇軌道に乗せて「賃上げノルム」としていくこと、中小労組などが格差是正

図表 3. 春季賃上げ率と所定内給与

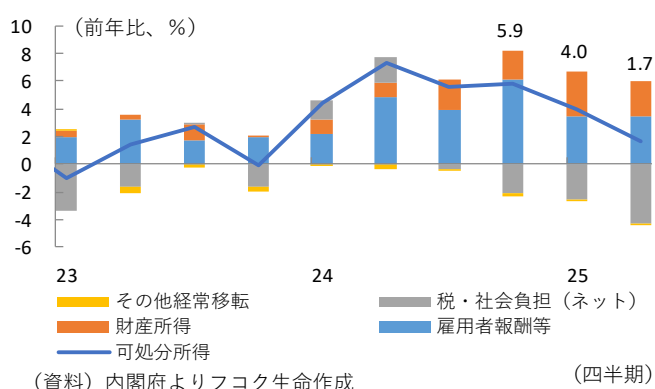


分を積極的に要求することを掲げている。全体の賃上げの目安（定昇を含む）を5%以上、中小労組については6%以上としている（図表3）。

25年度の企業収益について、企業の想定よりも為替レートが円安傾向で推移するなか、恒常的な値上げやAI関連の投資ブームの追い風もあって、総じて企業計画よりも上振れての着地を見込んでいる。付加価値とは人件費と企業収益の合計であり、人件費を引き上げることが本来の経営との認識も浸透しつつあるように思われる。低下の一途を辿ってきた労働分配率の引き上げも可能だろう。

また、消費を考えるうえでは実質賃金のみならず家計の可処分所得の動向も重要である。現時点で入手可能な最新統計である4～6月期の家計の可処分所得は前年比1.7%増となった（図表4）。内訳をみると、雇用者報酬等が3.4ポイント、預金利息や株式配当、投信分配金などが含まれる財産所得が2.5ポイントのプラス寄与である（実額では雇用者報酬等が2.9兆円、財産所得が2.1兆円の増加）。一方で、昨年実施された定額減税が今年には実施されなかったため、税・社会負担の増加が4.3ポイントのマイナス寄与（実額では3.6兆円の増加）となった。自民党と日本維新の会が10月に署名した「連立合意書」には、所得税の基礎控除の引き上げや給付付き税額控除の導入に向けた制度設計を進めるとあるが、その実施時期と規模は定かではない。所定内給与の増加による雇用者報酬等の押し上げは継続する見込みであり、日銀の緩やかなペースでの利上げを背景に財産所得も増加するものの、税・社会負担については当面、マイナス寄与が続くだろう。

図表4. 家計の可処分所得の推移



個人消費は底堅く推移している。7～9月期の民間最終消費支出は前期比0.1%増と6四半期連続のプラスとなった。飲料など非耐久財への支出が同0.2%増となったほか、サービスへの支出も僅かながらプラスを維持した。

今後の個人消費は持ち直し基調を維持するだろう。実質賃金の増加率はマイナスで推移しているものの、食品やエネルギー価格の高騰は一服しており、消費者物価の上昇率は緩やかに低下している。内閣府の消費動向調査によれば、消費者マインドを示す消費者態度指数は10月に前月比0.5ポイント上昇し、35.8となった。構成指標をみると、「暮らし向き」などの見通しが改善した。同調査に含まれる物価見通しのデータから、今後1年間の消費者の予想物価上昇率を試算すると、4月の+3.9%をピークに低下傾向にある。消費者のインフレへの懸念はやや後退し、このところの株価上昇もあってマインドは持ち直している。

耐久財消費に含まれる自動車について、乗用車販売台数（季調値、年率）は4～6月期の約399万台から7～9月期には約377万台へと減少した。新型車が少なかったことなどが要因として指摘されている。10月の販売台数は約380万台と横ばい傾向で推移している。

サービス消費について、日本フードサービス協会によれば9月の外食産業売上高は前年比で4.8%増（8月は同8.4%増）と、これまでの好調と比較すれば一部の業態で

外食控えと節約志向が強まっている。客単価の伸び率が3~4%台へとやや低下するなか、客数も同1.3%増（8月は同3.9%増）と、やや減速している。

一方、街角の景気を映す内閣府による景気ウォッチャー調査では、現状判断DI、先行判断DIがともに持ち直している。10月の調査では「株価高などの影響が大きく、富裕層を中心に消費に力強さが戻ってきている（百貨店）」、「物価高などによる値上げも緩やかになり、娯楽に消費する選択肢が増えてくる（ボウリング場）」などのコメントがみられた。

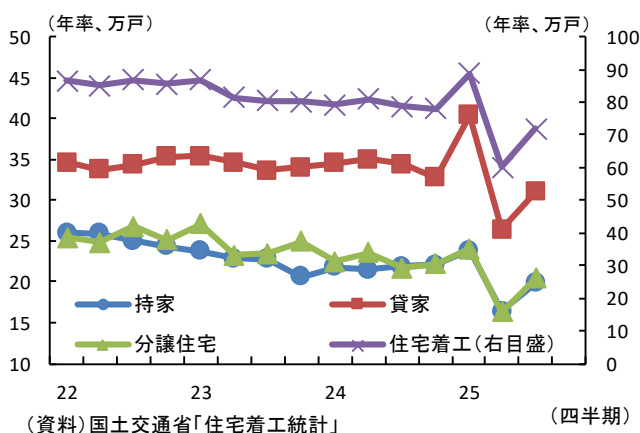
### ○住宅投資は今後、緩やかに回復するだろう

7~9月期の住宅投資は前期比9.4%減と落ち込んだ。ただし、先行指標となる新設住宅着工戸数は、同期に年率71.7万戸と前期比19.4%増加した。4月からの改正建築物省エネ法・建築基準法の全面施行（原則すべての新築住宅・建築物の省エネ基準への適合が義務化）を前にした駆け込み着工に対する反動減を経て、足元ではやや持ち直している（図表5）。

住宅投資は、7~9月期の大幅な落ち込みからはやや回復するものの、均してみれば緩やかな減少傾向が続くだろう。不動産経済研究所によれば25年9月の首都圏における新築分譲マンションの初月契約率は54.4%と、販売好調の目安とされる70%を6カ月連続で下回っている。販売戸数は前年同期に落ち込んだこともあって、首都圏と近畿圏の合算で6四半期ぶりの前年比プラスとなった。在庫戸数の水準は引き続き低

位にある。デベロッパー側における用地取得の困難さに加えて、一部の需要者は価格高騰を受けて戸建住宅を代替的な選択肢として検討しており、分譲マンションの着工戸数は減少傾向が続くだろう。戸建て分譲住宅と持家については、分譲マンションからの代替需要はプラス要因となるものの、設備機器の価格や人件費など建築コストの上昇に加えて、住宅ローン金利（特に固定金利）の上昇もあり、伸び悩むだろう。日銀の「主要銀行貸出動向アンケート」調査によれば、銀行側の個人向けの貸出運営スタンスがやや積極化しているものの、借り手側の「資金需要判断DI（個人向け住宅ローン）」は、マイナス圏で横ばい傾向が続いている。貸家については、マンションの価格高騰でその購入を見送った人々による賃貸需要もあって、相対的に底堅く推移してきた。しかし、大家側が賃料の引き上げを進めているなかで入居者の支払い能力の限界もあり、そろそろ曲がり角に近づいているかもしれない。なお、現行の住宅ローン減税制度（例えば夫婦どちらかが40歳未満、又は19歳未満の子がいる場合、新築の省エネ基準適合住宅についてローン残高4,000万円を上限に13年間、0.7%の税額控除が適用）は今年12月末に期限を迎える。ただし、26年以降についても、それほど遜色のない条件での継続を見込んでいる。2025、26、27年度の住宅着工戸数はそれぞれ71.9万戸、73.3万戸、73.0万戸と予測している。

図表5. 新設住宅着工戸数の推移



## ○設備投資は堅調に推移するだろう

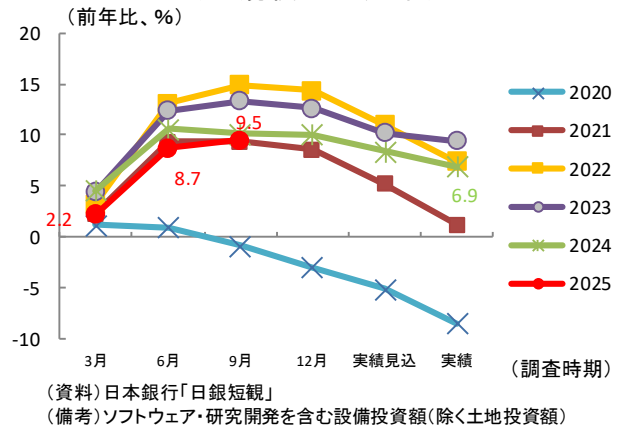
7～9 月期の実質設備投資は前期比 1.0% 増と 4 四半期連続の増加となった。ソフトウェア等への支出が増加した。

設備投資は、今後も堅調に推移するだろう。日銀短観 9 月調査における全規模・全産業の 2025 年度設備投資計画（ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資を除く）は前年比 9.5% 増となった。業種別にみると、製造業が同 +10.4%、非製造業が同 +8.6% といずれも堅調な計画となっている。トランプ大統領の関税政策を巡る不透明感もあって、当初（3 月）の設備投資計画ではやや低めの伸び率が見込まれていたが、その後の日米間の関税合意を受けた当面の不確実性の低下や、AI の活用を含むデジタル化の推進などを背景に、上方修正が続いている（図表 6）。年度末に向けても 24 年度と同様に例年よりも下方修正が小幅に留まって、堅調な伸び率で着地すると見込んでいる。デジタル化の推進や人出不足への対応は企業にとって、もはや「待ったなし」であり、それが先行指標にも現れているように思える。資本財の国内向け出荷指数、機械受注（船舶・電力除く民需）、建設工事受注（民需）は均してみれば上向いている。

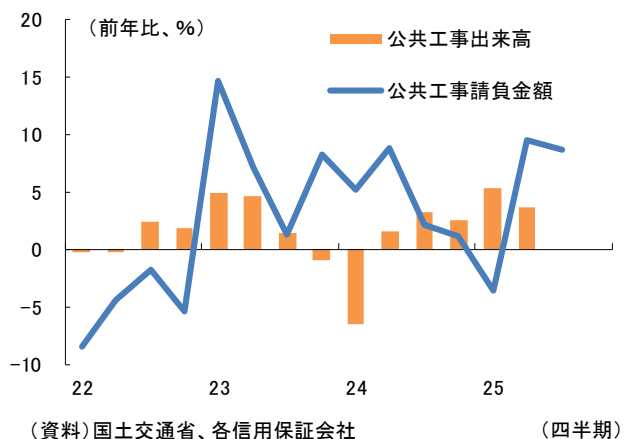
米国の関税政策について、7 月 22 日に日米間での貿易合意が発表された。鉄鋼・アルミ製品など個別税率が適用される品目を除き、日本から米国への輸出品には 8 月 7 日から 15% の追加関税率が適用されている。少なくとも一時的には不確実性が低下しており、企業の設備投資に対する支援材料である。ただしこの先、米国の対日貿易赤字がトランプ政権の期待通りに縮小しなければ、関税率が再び引上げられる可能性も残っている。

設備投資との関係が強い経常利益について、法人企業統計によって確認すると、25 年 4～6 月期（全産業ベース）は前年同期比で 0.2% 増となった。製造業は同 11.5% 減であり、米国での関税引上げに対して販売価格への転嫁の遅れが報じられる輸送用機械などが大幅減益だった。非製造業は同 6.6% 増であり、サービス業、運輸業・郵便業などが牽引役となった。二桁成長を続けてきた企業収益の増加はペースダウンしているとはいえ、水準自体は過去最高である。今後について、輸出企業は米国において関税引上げ分の販売価格への転嫁を進めるだろう。税率等に多少の違いはあるにせよ、米国に輸出する他国企業もトランプ関税の影響を受けることは

図表 6. 設備投資計画調査  
(全規模・全産業)



図表 7. 公共工事請負金額・出来高の推移



同じであり、販売価格への転嫁が想定される。また、米国企業であっても、鉄鋼などの原材料を輸入すれば、関税引上げがコスト高に繋がるわけである。販売価格への転嫁により、販売数量は一定程度の減少が想定されるものの、日本の輸出企業の収益は回復に向かうだろう。また、国内ではコスト高に応じた値上げが恒常的に行われる環境となっている。企業収益は底堅く推移するだろう。

### ○公的固定資本形成は増加が見込まれる

7～9月期の公的固定資本形成は前期比0.1%増と2四半期ぶりの増加となった。先行指標である公共工事請負金額をみると、7～9月期は前年比8.6%増と堅調に推移している（図表7）。25年3月に参議院で可決されて成立した政府の25年度予算では、一般会計の公共事業関係費は前年度の当初予算比で概ね横ばいの5.3兆円である。21年度からの5年間で事業規模の目途を概ね15兆円程度とする「防災・減災、国土強靱化のための5か年加速化対策」が実施中である。なお、政府は続く26年度からの5年間の計画（第一次国土強靱化実施中期計画）を6月に閣議決定しており、その事業規模は概ね20兆円強程度が目途とされている。

防衛関係費については、当初予算で歳出化経費に分類される物件費（防衛装備品の調達費用などを含む）は同13.7%増の4.3兆円である。人件費なども含めた防衛関係費全体は8.5兆円であり、22年12月の閣議決定（2023年度からの5年間の総額を43兆円程度とする）に概ね沿っていた。しかし、高市首相は就任にともなう10月の所信表明演説で、今年度中に「防衛費」をGDP比で2%まで上げると発言した。この「防衛費」には海上保安庁予算やインフラ整備費などの関連費用も含まれており、当初予算でのGDP比は1.8%である。従って補正予算への「防衛費」の計上は金額にして1兆円程度と見込まれる。

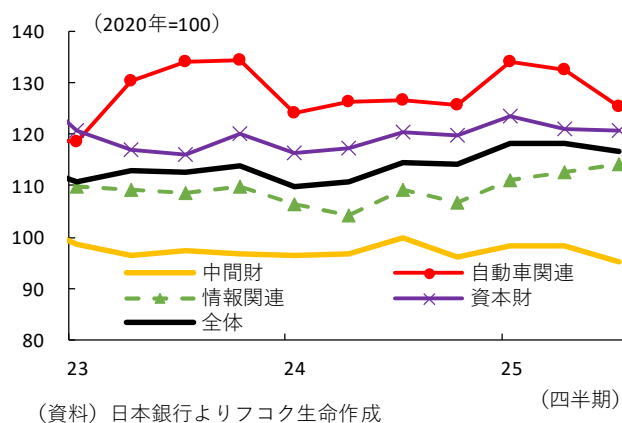
公共工事に関しては請負金額の推移から底堅く推移すると見込まれる。防衛関係費の予算増（防衛装備の調達増）もあって、今後の公的固定資本形成は増加するだろう。

### ○輸出は減少が続くだろう

輸出は減少している。7～9月期のGDP統計上の実質輸出は前期比1.2%減となった。内訳では財の輸出が自動車等の減少から同0.8%減、サービス輸出は同2.1%減である。日銀が公表する7～9月期の財の実質輸出額では、前期比1.1%減となった。財別にみると堅調な半導体需要を背景に情報関連が増加したものの、米国の関税引上げ前の駆け込み需要に対する反動減などから、自動車関連などが減少した（図表8）。なお、数量ベース（財務省の貿易統計の数量指数）では7～9月期に前期比2.9%減となった。各地域向けとも振るわなかったが、特に米国向けの減少が顕著だった。

先行きについて、米国向けでは駆け込み需要に対する反動減が徐々に減衰する一方で、関税引上げ分の価格転嫁によりどの程度、需要が減少するかが注目点

図表8. 実質輸出額の推移





となる。加えて、中国では製造業やインフラ部門の設備投資が一服するなか、住宅価格も再び弱含んでいるため、日本からの輸出にもマイナスの影響が想定される。半導体関連の緩やかな増加は今後も下支えとなるものの、米国向けを中心に日本からの輸出数量は当面、弱含む見込みである。

インバウンドについて、25年1～9月の訪日外客数（外国人旅行者の数）は3,165万人（前年同期は2,688万人）と堅調に増加している。一人当たりの消費額はこれまでの円高進行もあって、前年をやや上回る程度であるが、両者の掛け算であるインバウンド消費額は引き続き前年比で1～2割程度の増加を維持している。ただし、今後については、高市首相の台湾に関する発言への反発による中国からの観光客数の減少を受けて、増加が一服するだろう。

今後の輸出はインバウンドが含まれるサービス輸出の増加が一服するなか、関税引上げ分の販売価格への転嫁が徐々に進むことで需要が減退する米国向けを中心に財輸出も弱含むため、減少が続くと予測している。

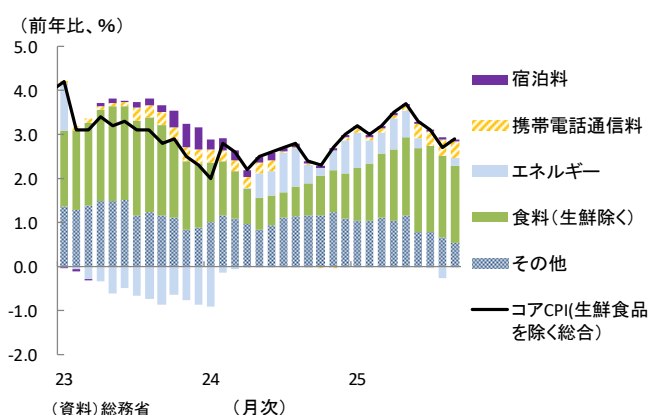
### ○消費者物価と金融政策の見通し

消費者物価は上昇率が緩やかな低下傾向にある。9月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）の上昇率は前年比+2.9%と8月から上昇率が0.2pt加速した（図表9）。ただし、その主因はエネルギーである。これは政府による電気代等の補助額が前年比で縮小（9月CPIに反映される8月使用分の一般家庭向け電気料金に対して、前年の1kwhあたり4円から2.4円に縮小）されたためである。一方、米などの価格高騰はこのところ一服しており、食料のプラス寄与は縮小方向にある。また、いわゆる高校授業料の無償化を受けて、「その他」のプラス寄与も縮小している。

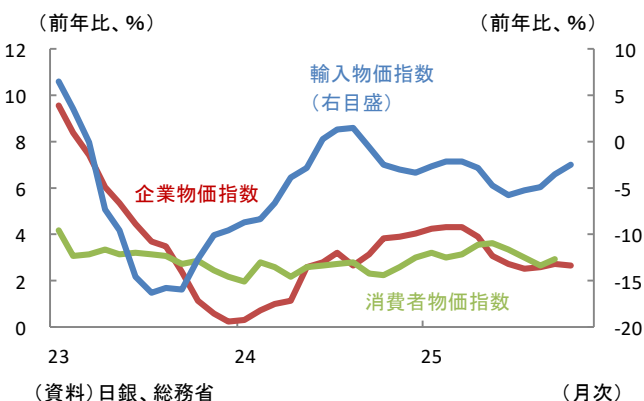
今後のコアCPIの上昇率は、緩やかな低下が続くと見込んでいる。

一般家庭向け（低圧）電力契約に対する補助額は、現状では9月使用分に対する1kwhあたり2円が最後の予定である。前年9月の4円、10月の2.5円（11～12月はゼロ）と比較して少ない状況は続く。もともと、原油価格の水準は前年よりもやや低く、為替は前年よりもやや円高水準の見込みであるため、エネルギーのプラス寄与はそれほど大きくなりづらいだろう。一方、川上である企業物価指数の上昇率はやや減速しており、消費者物価への波及も見込まれる（図表10）。食料価格は日本における趨勢的な農業従事者の減少などから今後も上昇を見込むものの、上昇率自体は緩やかな低下が続くだろ

図表 9. 消費者物価指数の推移



図表 10. 輸入物価の波及



う。

前回 8 月予測での想定と比較して、為替は円安傾向で推移しており、食料価格の上昇率の低下ペースもやや遅い。企業の値上げへの姿勢も一段と積極化しているように思える。2025 年度のコア CPI 上昇率の予測値は 0.2pt 上方修正して+2.7%、26 年度は 0.3pt 上方修正して+2.1%とした。

26 年度についても地球温暖化の影響で食料供給が不安定化し、日本でコストプッシュ型のインフレを再加速させるリスクは高い。一方、ガソリン税の暫定税率廃止については既に与野党間で 12 月末に廃止するとの合意がなされている。ガソリン税の暫定税率の廃止による消費者物価（総合）上昇率の押し下げは 0.2pt 弱と見込まれ、本予測でも考慮している。

金融政策について、日銀は 10 月 30 日の金融政策決定会合で政策金利（無担保コールレート・翌日物の誘導目標）を 0.50% に据え置いた。同時に発表された物価・展望レポートは総じて前回のレポートを踏襲しつつも、新たに「グローバルな AI 関連需要が輸出や生産の上押しに作用する」との表現が加えられた（ただし、生産性や収益の強い伸びに対する期待が実現されなかった場合のリスクにも言及）。また、前回の「経済の成長ペースは鈍化する」との表現は「伸び悩む」へと半歩前進している。植田総裁は決定会合後の記者会見で、次回の利上げに向けた最大の注目点は来春の春闘であり、米国の関税政策が輸出企業の収益に及ぼす影響など、春闘に向けた初動のモメンタムに関する情報を集めたい旨の発言をした。

日銀は 2026 年 3 月末までに政策金利（無担保コール翌日物の誘導目標）を 0.25 ポイント引上げ、0.75% にすると想定している。

図表11. デフレーター伸び率(2015暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度	2027年度
国内総支出	4.3	3.1	3.1	2.1	2.2
民間最終消費	2.9	2.3	2.2	2.1	2.1
民間住宅投資	0.1	3.2	2.5	2.2	2.2
民間設備投資	3.6	3.4	2.5	2.2	2.2
政府最終消費	1.2	2.1	1.8	1.6	1.6
公的固定資本形成	3.5	3.6	2.7	2.3	2.3
財貨・サービスの輸出	4.3	5.0	▲ 1.4	0.7	1.6
財貨・サービスの輸入	▲ 2.6	2.7	▲ 4.6	0.3	1.1

予測

図表12. 需要項目別の寄与度

(%)

	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度	2027年度
実質国内総支出	0.4	0.6	1.0	0.7	0.6
民間需要	▲ 0.7	0.8	1.0	0.7	0.6
民間最終消費	▲ 0.2	0.3	0.5	0.3	0.3
民間住宅投資	0.0	0.0	▲ 0.1	0.0	0.0
民間設備投資	▲ 0.1	0.3	0.4	0.3	0.3
公的需要	▲ 0.2	0.3	0.1	0.2	0.1
政府最終消費	▲ 0.2	0.3	0.1	0.1	0.1
公的固定資本形成	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
財貨・サービスの純輸出	1.3	▲ 0.5	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.0
財貨・サービスの輸出	0.6	0.3	0.5	0.2	0.5
財貨・サービスの輸入	0.7	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.5

予測

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない

## ◇海外経済の現状と見通し

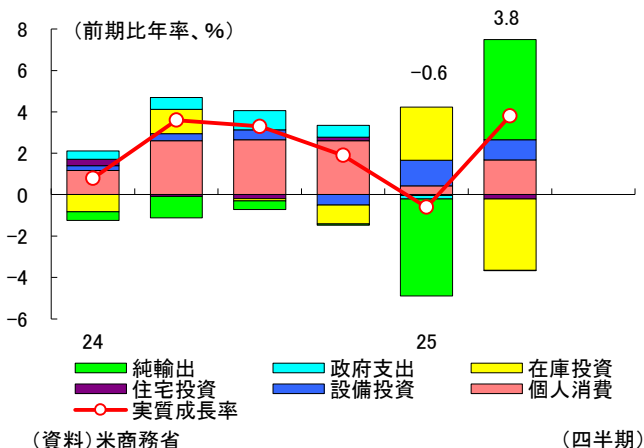
### 【米国経済】

米国では政府部門の閉鎖にともない、経済指標の発表が遅れている。現在、入手可能な最新の GDP 統計は 2025 年 4～6 月期（三次推計）である。同期の実質 GDP 成長率は、前期比年率 3.8%と 1～3 月期の同▲0.6%から上昇した。関税政策による駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調としては緩やかに減速している（図表 13）。需要項目別にみると、個人消費は同 2.5%増となった。好調だった年末セールスの反動もあって前期に同 0.2%増の低い伸びとなった

財消費は耐久財を中心にやや持ち直して同 2.2%増となり、サービス消費は医療サービス、外食・宿泊サービスなどが堅調に推移して同 2.6%増となった。設備投資は同 7.3%増と前期の大幅な伸び（同 9.5%増）に続いて高い伸び率を維持した。ソフトウェアなどへの投資が好調に推移するなか、輸送機器や情報処理機器への投資もプラスに寄与した。住宅投資は同 5.1%減と 2 四半期連続の減少となった。建築費用の増加や在庫の積み上がり、トランプ政権の移民抑制政策による建設業労働者の不足などが要因と考えられる。民間在庫投資は前期に急増した在庫を取り崩す動きから、▲3.4ポイントの寄与となった。輸出は前期比年率 1.8%減となった。内訳では財輸出が同 4.7%減、サービス輸出が同 3.5%増である。輸入は関税引上げ前の駆け込みで急増した前期の反動から同 29.3%減となった。内訳では財輸入が同 35.0%減、サービス輸入が同 1.2%減である。この結果、純輸出の寄与度は+4.8ポイントと大幅なプラスとなった。政府支出は同 0.1%減と、トランプ政権による政府部門のスリム化政策のなかで小幅なマイナスとなった。非国防支出などが減少した。このところ純輸出と在庫投資が大幅に振れているものの、1～6 月期を通算すれば実質 GDP 成長率は年率 1.2%と減速傾向にある。

雇用者数の増加ペースは大幅に減速している。ただし、雇用・所得環境が大幅に悪化しているわけではない。8月の非農業部門雇用者数は前月差 2.2万人増となった。7月、6月はそれぞれ同 7.9万人増、1.3万人減であり、好調の目安と言われる 15万人増をかなり下回る水準が続いている。トランプ政権による連邦政府の人員削減を背景に、ここ 3か月間の政府部門の雇用者数は概ね横ばい（地方政府では増加）、一方の民間部門は 2.9万人増である。4月の民間部門は 13.3万人増であり、雇用者数の増加ペースの鈍化は否めない。しかし、8月の失業率は 4.3%と、わずかな上昇に留まっている。6月の求人率（企業のなかで空席となっているポジションの割合）は 4.3%と、失業率と同水準であり雇用の需給における均衡を示唆している。こうしたなか、8月の平均時給は前年比+3.7%と安定的に推移している。4～6月期の雇用コスト指数（職種・業種の構成変動による影響を除外し、賃金のほか付加給付も加算した指数）の伸

図表 13. 米国実質 GDP 成長率の推移



び率は前年比+3.6%と1~3月期から横ばいである。

ただし、物価上昇率の加速や、雇用環境の悪化への懸念は消費マインドに影響を落としている。カンファレンスボードの調査による10月の消費者信頼感指数は94.6と、昨年12月と比較して14%低い水準にある。9月のコアCPI（食品とエネルギーを除く消費者物価指数）の上昇率は前年比+3.0%となった。関税引き上げの影響を受けやすい財価格のプラス寄与は徐々に大きくなっている。

米国経済は、やや減速するものの、底堅く推移するだろう。個人消費は緩やかに減速するだろう。雇用者の増加数が低下していることに加え、関税引き上げ分の国内販売価格への転嫁もマイナス要因となる。ただし、民間部門の雇用者数の増加ペースの減速は、トランプ政権による移民抑制政策も要因となっている。雇用環境が大きく悪化しているとまでは言えない。生産性の上昇もあって、実質賃金の上昇率はプラスを維持する見込みである。7月に成立したトランプ減税の恒久化、児童税額控除の拡大などの所得税減税も個人消費の支えとなる。

設備投資の先行指標である資本財受注（国防及び航空機を除く）は堅調に推移している。鉱工業生産も上向いており、トランプ政権が目指す製造業の国内回帰の動きが始まっているように思われる。米国企業における好調な企業収益に加えて、日本、EU、韓国などとの貿易合意に含まれる米国への投資拡大の約束も設備投資の支援材料となる。住宅投資は、先行指標である住宅ローン申請指数（購入）が上向いており、緩やかな回復に向かうだろう。輸出は、カナダや中国などによる関税引き上げの影響が見込まれるものの、各国との貿易合意に基づく米国製品の輸入拡大もあり、緩やかに増加すると見込んでいる。

実質GDP成長率の見通しについて、雇用者数の増加ペースの減速に加えて関税引き上げ分の小売価格への転嫁が進むことで個人消費がやや減速し、また連邦政府の閉鎖の影響もあって、25年7~9月期は前期比年率+2.8%、10~12月期は同+1.2%と予測している。もっとも、雇用・所得環境は概ね良好に維持され、AI関連などの設備投資の好調が続くなかで、景気の腰折れは回避されるだろう。暦年ベースの成長率は25年を+1.9%、26年を+1.8%と予測している。

物価上昇率は、関税引き上げの影響により緩やかに加速するだろう。食品とエネルギーを除く消費者物価指数（コアCPI）の上昇率は、25年末は前年比+3.5%、関税引き上げの影響が一巡する26年末は同+2.6%と想定している。

金融政策について、FRBは雇用と景気の下振れリスクに配慮し、もう一段の予防的な利下げを実施するだろう。26年3月末の政策金利（FF金利の誘導レンジ）は3.50~3.75%（現在の水準から0.25%の利下げ）と想定している。

トランプ政権の関税政策を巡る不確実性は、当面は低下しているものの、引き続き見通しの変動要因である。日本やEUとは15%の関税率で合意し、中国に対する追加税率も（11月上旬から適用予定だった）54%から20%へと引き下げられた。もっとも、カナダの州によるコマーシャルに反発して追加関税を表明するなど、関税政策に関する不確実性の払拭は困難である。実効関税率の行方は物価上昇率を通じて個人消費に影響を与えるだろう。

## 【欧州経済】

ユーロ圏の 25 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前期比 +0.2% (年率換算 +0.9%) と、緩やかな成長が続いている (図表 14)。

執筆時点 (11 月 20 日) では需要項目別の内訳は未公表であるものの、小売売上などの統計を勘案すると、個人消費が堅調に推移したと考えられる。主要国の成長率 (括弧内: 4～6 月期の成長率) は、ドイツが前期比 0.0% (同 ▲0.3%)、フランスが同 +0.5% (同 +0.3%)、イタリアが同 0.0% (同 ▲0.1%)、スペインが同 +0.6 (同 +0.8%) となった。

雇用・所得環境は良好な状況が続いている。ユーロ圏の 9 月時点の失業率は 6.3% と、過去最低水準の近くで推移している。国別にみると、ドイツ・フランスではやや上昇している一方、スペインなどでは低下傾向にある。ユーロ圏の 4～6 月期の妥結賃金の上昇率は前年比 +4.0% と、この期間の消費者物価 (総合) の上昇率を 2% 程度上回っている。

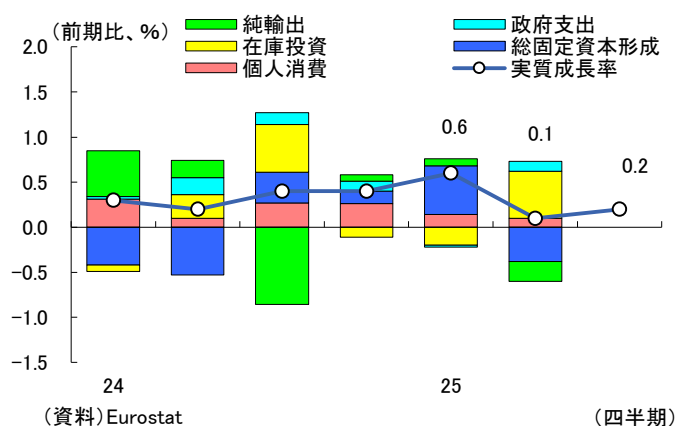
10 月のユーロ圏のコア HICP (食品とエネルギーを除く消費者物価指数) の上昇率は前年比 +2.4% (推計値) と、横ばい圏での推移が続いている。工業製品、サービスともに価格上昇率は安定的である。食品とエネルギーを含む HICP 全体としては前年比で 2% 近くの上昇率を維持している。今後のコア HICP 上昇率の見通しについても、既往のユーロ高や原油価格の低下が抑制要因となる一方、需要の回復や賃金上昇分のサービス価格への転嫁などが加速要因となり、安定した推移を見込んでいる。

欧州経済は今後も緩やかな成長が続くだろう。 個人消費は、実質賃金の上昇を背景に緩やかに増加するだろう。設備投資は、これまでの ECB の利下げを背景に、緩やかな持ち直しが続くだろう。輸出は、米国向けを中心にやや減速するだろう。政府支出は、防衛やインフラ関連を中心に増加するだろう。

金融政策について、ラガルド ECB 総裁は 10 月の理事会後の記者会見で、基調的なインフレ率は中期的な 2% の物価目標と整合的であると述べた。政策金利 (預金ファシリティ金利) は当面、現在の水準 (2.00%) のまま据え置きと見込んでいる。

見通しの変動要因として、ウクライナとロシアとの戦争の行方などがある。仮に全面的な停戦合意に至れば、エネルギー価格や不確実性の低下を通じて、欧州の設備投資や個人消費などにプラスの影響を及ぼすだろう。

図表 14. ユーロ圏実質 GDP 成長率の推移



## 【中国経済】

中国の25年7～9月期の実質GDP成長率は前年比+4.8%と、4～6月期からやや低下した。ただし、前期比で見れば+1.1%と、伸び率は概ね横ばいで推移している（図表15）。需要項目別では最終消費のプラス寄与が概ね横ばいの一方、固定資本形成のプラス寄与が縮小した。名目成長率は前年比+3.7%と、4～6月期の同+3.9%から低下した。

1～9月期の経済指標をみると（以下、括弧内は1～6月期の値）、小売売上高は前年比4.5%増（同5.0%増）と伸びが鈍化した。内訳では、商品が政府による耐久財の買い替え支援策の効果がやや弱まったことを背景に同4.6%増（同5.1%増）、飲食は公務員の会食規制強化（会食での酒、たばこ禁止）もあって減速して同3.3%増（同4.3%増）である。固定資産投資は前年比0.5%減（同2.8%増）とマイナスに転じた。内訳をみると、製造業の投資が同4.0%増（同7.5%増）、インフラ投資が同1.1%増（同4.6%増）と、これまで牽引役となってきた部門の減速が目立つ。低迷が続く不動産開発投資も同13.9%減（同11.2%減）となった。輸出（ドル建）は同6.1%増（同5.9%増）とトランプ関税にともなう米国向けの大幅減にも拘わらず、アジア向けの増加などで堅調さを維持している。

輸出について、米国向けの低迷は今後も続くと同様と予想されるものの、足元ではアジアや欧州などの従来の貿易相手国に加えて、アフリカなどへの輸出額の伸びも著しい。また、9月には政府部門から「サービス消費拡大に関する政策措置」が発表された。具体的にはサービス消費促進活動の積極展開、ビザ免除国の拡大等による観光促進、博物館や美術館の建設推進などが掲げられている。25年3月5日から11日にかけて開催された全国人民代表大会（全人代）における政府活動報告で、25年の実質GDP成長率の目標は24年と同じ「5%程度」とされており、これを大幅に下回る水準での着地は見込みにくい。

輸出について、米国向けの低迷は今後も続くと同様と予想されるものの、足元ではアジアや欧州などの従来の貿易相手国に加えて、アフリカなどへの輸出額の伸びも著しい。また、9月には政府部門から「サービス消費拡大に関する政策措置」が発表された。具体的にはサービス消費促進活動の積極展開、ビザ免除国の拡大等による観光促進、博物館や美術館の建設推進などが掲げられている。25年3月5日から11日にかけて開催された全国人民代表大会（全人代）における政府活動報告で、25年の実質GDP成長率の目標は24年と同じ「5%程度」とされており、これを大幅に下回る水準での着地は見込みにくい。

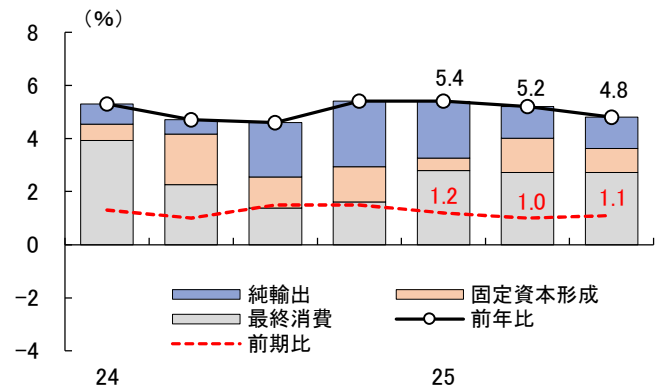
10月のコアCPI（食品とエネルギーを除く消費者物価指数）の上昇率は前年比+1.2%と引き続き低位にあるものの、サービスを中心に緩やかに加速している。政府による反内巻政策（過剰生産や過度な低価格戦略に対する抑制策）も一定の効果が出ているようだ。

中国経済は幾分減速するものの、今後も堅調さを維持するだろう。24年の実質GDP成長率の実績値+5.0%に対して、25年は+4.8%、26年は+4.5%と予測している。

見通しの変動要因として住宅価格の行方がある。7月30日の中央政治局会議では不動産に関して「住宅市場の安定」という表現がなくなった。足元では明確に価格が弱含んでいる。今後、住宅価格が急落すれば消費などへの悪影響が懸念される。また、今後の米中間の貿易摩擦の行方も輸出などの変動要因である。

以上

図表15. 中国実質GDP成長率の推移



(資料)中国国家统计局

(四半期)