

2025・2026・2027年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 実質賃金が増加に転じていくなか、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 +0.8%（前回+1.0%）、2026年度+0.7%（前回+0.7%）、2027年度+0.7%

○ 10～12月期は住宅投資や個人消費の増加などから、2四半期ぶりのプラス成長

2025年10～12月期の実質GDP成長率は、省エネルギー基準の厳格化を受けて落ち込んでいた住宅投資の持ち直しと、食料品などの価格高騰の一服を背景とした個人消費の底堅さなどから、前期比+0.1%（年率+0.2%）と2四半期ぶりのプラスとなった。10～12月期の成長率は当社の前回予測に概ね一致したものの、前回予測時からの状況変化として、政府による電気代等への補助の再開（2026年1月から3月使用分が対象）が新たな個人消費のプラス要因となる一方、GDP統計値の改訂（2025年7～9月期の成長率の下方修正など）を反映して、2025年度の成長率見通しを下方修正した。

○ 日本経済は、実質賃金が増加に転じていくなか、緩やかな成長が続くだろう

世界経済は、好調な企業収益を背景にAI関連などの活発な設備投資が続く米国を中心に、堅調に推移するだろう。

日本経済は、緩やかな成長が続くだろう。個人消費は、食料品価格などの上昇率が低下し、良好な雇用環境を背景に実質賃金が増加に転じていくなか、株高にも支えられて、持ち直し基調を維持するだろう。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見込みである。住宅投資は、省エネルギー基準の厳格化による落ち込みからの回復局面が当面続くだろう。輸出は、インバウンドが含まれるサービス輸出がやや減少するものの、半導体関連などの財輸出の増加に支えられ、全体としては緩やかに持ち直すと予測している。

○ 高市首相の掲げる「責任ある積極財政」への信任の行方

衆議院選挙の結果を受けて、今年の秋ごろには、食料品の消費税率を2年限定でゼロとする法案の成立が見込まれる。高市首相が掲げる「責任ある積極財政」のもと、新規国債の発行をその財源としないことがメインシナリオである。しかし今後、代替財源の確保が難航するなど、財政悪化への懸念が大幅な円安や長期金利の急上昇につながれば、個人消費や設備投資などに悪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

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11月 時点		前回 2025年11月 時点	
名目国内総生産（兆円）	642.4 3.7	668.5 4.1	640.9 4.1	688.5 3.0	659.2 2.9	706.2 2.6
実質国内総生産（兆円）	586.8 0.5	591.7 0.8	563.3 1.0	596.0 0.7	567.3 0.7	600.2 0.7
内 需	0.8	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8
民間需要	0.4	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
民間最終消費	0.2	1.3	1.0	0.8	0.6	0.7
民間住宅投資	▲ 0.7	▲ 3.3	▲ 3.6	0.8	1.1	▲ 0.5
民間設備投資	0.8	1.5	2.6	2.0	2.1	1.7
公的需	0.5	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1
政府最終消費	2.3	0.5	0.4	0.7	0.7	0.3
公的固定資本形成	0.1	▲ 1.2	0.7	1.5	1.5	0.3
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.0
財貨・サービスの輸出	1.6	2.1	2.2	1.2	1.0	2.3
財貨・サービスの輸入	3.2	2.9	2.4	2.6	1.9	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	1.0	0.7	1.4	1.1	1.2
国内企業物価指数	3.3	2.3	1.6	1.0	0.9	1.2
消費者物価指数	3.0	2.6	2.7	2.2	2.3	1.7
消費者物価（除く生鮮）	2.7	2.7	2.7	2.0	2.1	1.5
貿易収支（兆円）	▲ 4.0	0.5	0.4	1.5	0.1	2.4
経常収支（兆円）	30.3	33.1	33.6	32.9	33.0	33.8
名目賃金指数	3.0	2.3	2.5	2.7	2.7	2.7
完全失業率（%）	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.5
住宅着工戸数（万戸）	81.6	73.2	71.9	74.5	73.3	74.2
為替レート（¥/\$）	152.5	150.1	147.2	150.0	145.0	150.0
原油価格（\$/b）	82.8	71.1	71.1	68.8	71.3	68.7
米国実質成長率	2.8	2.2	1.9	2.3	1.8	2.0
中国実質成長率	5.0	5.0	4.8	4.7	4.5	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

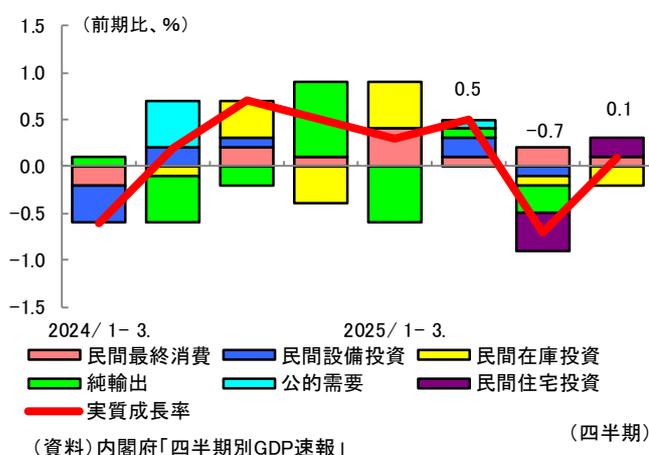
◇日本経済の現状と見通し

○10～12月期の実質GDP

2月16日に発表された2025年10～12月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比+0.1%、年率換算+0.2%と2四半期ぶりのプラス成長となった（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7四半期連続の増加となった。住宅投資は同4.8%増と2四半期ぶりの増加となった。設備投資は同0.2%増と2四半期ぶりの増加となった。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0.1%増と3四半期連続の増加となり、公的固定資本形成は同1.3%減と2四半期連続の減となった。内需の寄与度は同0.0ポイントとなった。輸出は自動車や研究開発サービス等の減少から同0.3%減と2四半期連続の減少となり、輸入は電気計算機等の減少から同0.3%減と2四半期連続の減少となった。この結果、外需寄与度は同0.0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+0.5%となり、名目GDP成長率は同+0.6%（年率換算+2.3%）となった。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



○日本経済は、実質賃金が増加に転じていくなか、緩やかな成長が続くだろう

世界経済は、好調な企業収益を背景にAI関連などの活発な設備投資が続く米国を中心に、堅調に推移するだろう。

日本経済は、緩やかな成長が続くだろう。個人消費は、食料品価格などの上昇率が低下し、良好な雇用環境を背景に実質賃金が増加に転じていくなか、株高にも支えられて、持ち直し基調を維持するだろう。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見込みである。住宅投資は、省エネルギー基準の厳格化による落ち込みからの回復局面が当面続くだろう。輸出は、インバウンドが含まれるサービス輸出がやや減少するものの、半導体関連などの財輸出の増加に支えられ、全体としては緩やかに持ち直すと予測している。

10～12月期の成長率は当社の前回予測に概ね一致した。前回予測時からの状況変化として、政府による電気代等への補助の再開（2026年1月から3月使用分が対象）が新たな個人消費のプラス要因となるものの、GDP統計値の改訂（2025年7～9月期の成長率の下方修正など）を反映して、2025年度の成長率見通しを前回予測から0.2ポイント下方修正した。また、衆議院選挙の結果を受けて、今年の秋ごろには食料品の消費税率を2年限定でゼロとする法案の成立が見込まれる。家計における食料費の負担軽減は、個人消費へのプラス要因となるため、2027年度の成長率見通しを0.1ポイント上方修正した。

2025年度、26年度、27年度の実質GDP成長率はそれぞれ+0.8%、+0.7%、+0.7%と予測した。2026年1～3月期の成長率は前期比+0.7%（年率+2.7%）と見込

んでいる。

○高市首相の掲げる「責任ある積極財政」への信任の行方などがリスク要因

衆議院選挙の結果を受けて、今年の秋ごろには、食料品の消費税率を2年限定でゼロとする法案の成立が見込まれる。高市首相が掲げる「責任ある積極財政」のもと、新規国債の発行をその財源としないことがメインシナリオである。しかし今後、代替財源の確保が難航するなど、財政悪化への懸念が大幅な円安や長期金利の急上昇につながれば、個人消費や設備投資などに悪影響を及ぼす可能性がある。

また、トランプ政権は、ICE（移民・関税執行局）による強硬な取り締まりやパウエルFRB議長に対する訴追、イランに対する軍事行動の可能性の示唆などで、米国内外での緊張を高めている。こうしたことが金融市場や米国経済に混乱をもたらせば、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

雇用環境は良好な状況にある。12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、12月は64.2%、就業者数も増加基調であり12月は6,846万人となった。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3.4%、雇用失業率は2.9%であり、雇用の需給バランスは需要超過となっている。

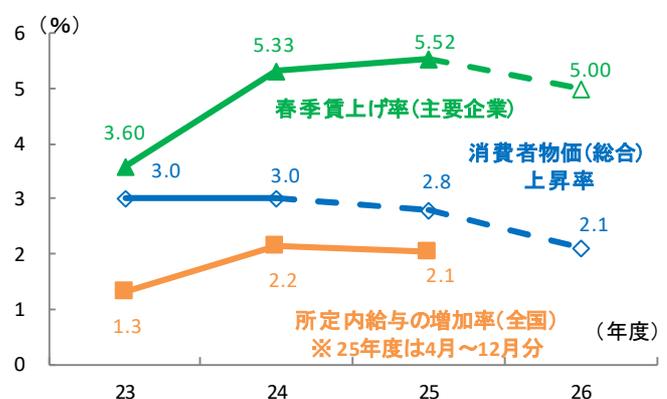
雇用環境は良好な状況が続くだろう。女性の就業率の上昇継続に加えて、物価上昇を受けた生活費確保のための就労もあって、労働参加率は緩やかに上昇しているものの、低水準の失業率と長期的な日本の労働力人口の減少を背景に、企業の人手不足感は続くだろう。日銀短観12月調査における全規模全産業の雇用判断DIは▲38と、引き続き大幅な人手不足を示している。

毎月勤労統計によると、2025年12月（速報値）の現金給与総額は前年比+2.4%となった。消費者物価指数（総合）で実質化した実質賃金は5カ月ぶりに前年比プラスとなった（持家の帰属家賃を除く消費者物価指数による実質化では1月以降、12カ月連続のマイナス）。賃金の伸び悩みの要因として、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（4～12月分）は前年比2.1%に留まっている。

今後、実質賃金の上昇率は政府による電気代等の補助の再開によりプラスに転じたあと、賃上げの継続を受けて小幅ながらプラスを維持するだろう。

26年の春季賃上げ率は25年と同水準

図表 3. 春季賃上げ率と所定内給与



（備考）26年度の春季賃上げ率は連合の基本構想、25・26年度の消費者物価上昇率はフコク生命による予測
（資料）厚生労働省、連合

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。26 年度についても、概ねこうした流れが継続するだろう。付加価値とは人件費と企業収益の合計であり、人件費を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上げも可能だろう。

物価の見通しについては後述するが、消費者物価指数(総合)は 26 年 2 月から 4 月にかけて一時的に 2% を割り込んだ後、再び 2% をやや上回る水準に上昇すると見込んでいる。所定内給与の伸び率はこれを若干上回るだろう。食料品に対する消費税率がゼロになると想定する 27 年には、実質賃金の伸び率がはっきりとしたプラスになるだろう。

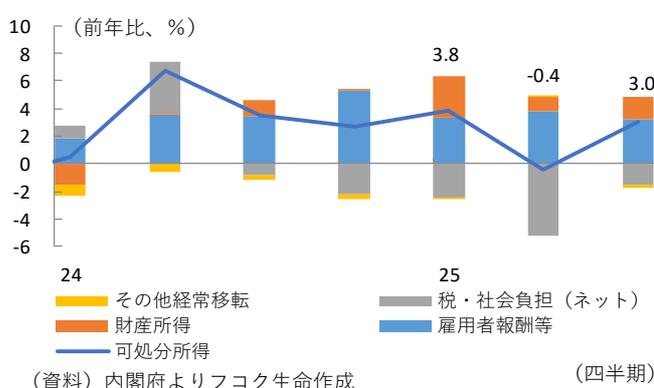
また、消費を考えるうえでは実質賃金のみならず家計の可処分所得の動向も重要である。現時点で入手可能な最新統計である 7~9 月期の家計の可処分所得は前年比 +3.0% と、同時期の消費者物価(総合)上昇率(+2.8%)を若干ながら上回った(図表 4)。内訳をみると、雇用者報酬等の寄与が +3.3 ポイント、預金利息や株式配当、投信分配金などが含まれる財産所得は同 +1.5 ポイントと、いずれも安定的に増加している(実額では雇用者報酬等が 2.7 兆円、財産所得が 1.3 兆円の増加)。税・社会負担については、24 年 4 月から実施された定額減税の反動減による影響(25 年 4~6 月期へのマイナス寄与)を除外すれば、2 ポイント程度のマイナス寄与が続いている。なお、ここでいう「税」とは、所得・富等に課される経常税(所得税、住民税、自動車関連諸税など)であり、消費税は含まれない。また、26 年 2 月の衆議院選挙で 3 分の 2 を超える議席を獲得した自民党は、給付付き税額控除の導入に向けた制度設計を進めると公約しているが、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、日銀の緩やかなペースでの利上げによる財産所得の増加を受けて、家計の可処分所得は堅調に推移するだろう。

個人消費は底堅く推移している。10~12 月期の民間最終消費支出は前期比 0.1% 増と 7 四半期連続のプラスとなった。携帯電話機器等の耐久財への支出が同 2.1% 増となったほか、サービスへの支出も同 0.3% 増となった。

今後の個人消費は持ち直し基調を維持するだろう。食品やエネルギー価格の高騰の一面に加え、政府による電気代等の補助の再開もあって実質賃金の増加率が小幅ながらプラスに転じる見込みのためである。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 26 年 1 月に前月比 0.7 ポイント上昇し、37.9 となった。

図表 4. 家計の可処分所得の推移



(資料) 内閣府よりフコク生命作成

(四半期)

構成指標をみると、「暮らし向き」、「収入の増え方」、「雇用環境」のいずれも見通しが改善傾向にある。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、25年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25年7～9月期の約378万台から10～12月期には約372万台へと減少した。ただし、26年1月の販売台数は25年に全面刷新された車種の好調もあって、約382万台と若干ながら改善している。26年には新型車が相次いで発売予定であり、乗用車販売は緩やかに持ち直すとみられる。

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12月の外食産業売上高は家族客による外食需要や少人数での宴会の好調を受けて、前年比で6.0%増（11月は同8.7%増）となった。客単価の伸び率が同3～4%台、客数は同2～4%台と、いずれもこのところ総じて堅調な推移が続いている。

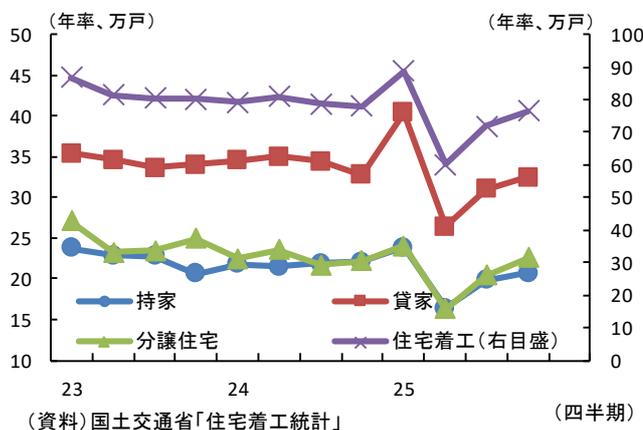
一方、街角の景気を映す内閣府による景気ウォッチャー調査では、現状判断DI、先行判断DIがともに均して横ばいとなっている。1月の調査では、現状に関しては寒波や降雪による客足の鈍さを指摘するコメントもあったが、先行きについては「これから春先にかけて、送別会や合格祝いなどの予約が増える（高級レストラン）」、「二輪車関連製品の欧州向け輸出を中心に計画超過の注文が入っている。国内向けの産業機械関連製品なども、ほぼ計画を上回る水準で受注している（一般機械器具製造業）」などの明るいコメントもみられる。

○住宅投資は回復局面が今しばらく続くだろう

10～12月期の住宅投資は前期比4.8%増となった。先行指標となる新設住宅着工戸数は、同期に年率76.4万戸と前期比6.5%増加した。25年4月から全面施行された改正建築物省エネ法・建築基準法（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）に対する駆け込み着工とその反動減を経て、足元ではやや持ち直している（図表5）。住宅投資は、省エネルギー基準の厳格化による落ち込みからの回復局面が今しばらく続くだろう。

ただし、その後の住宅投資は、緩やかな減少傾向となるだろう。不動産経済研究所によれば25年10～12月期の首都圏における新築分譲マンションの初月契約率は62.1%と、販売好調の目安とされる70%を7四半期連続で下回っている。販売戸数は首都圏と近畿圏の合算で前年比3.6%減少した。在庫戸数の水準は過去10年で概ね平均的な水準にある。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

図表5. 新設住宅着工戸数の推移



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は足元でやや消極化している。不動産価格の上昇によって十分な返済能力を持つ借り手が少なくなるなか、金融機関の間の競争が激しく貸出金利を上げづらいたとも解釈できる。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、25年末まで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）は終了したが、26年の税制大綱により適用条件を一部緩和したうえで制度継続が見込まれる。2025、26、27年度の住宅着工戸数はそれぞれ73.2万戸、74.5万戸、74.2万戸と予測している。

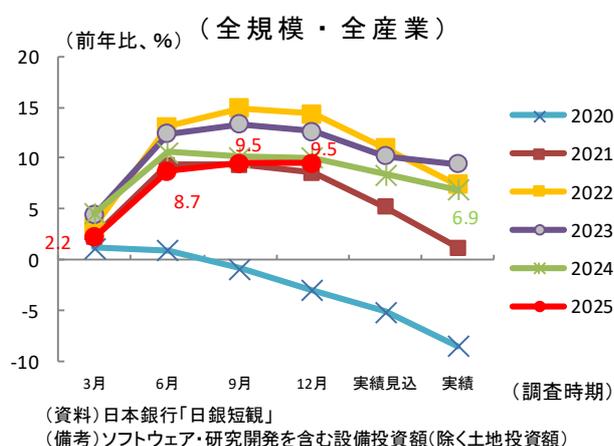
○設備投資は堅調に推移するだろう

10～12月期の実質設備投資は前期比0.2%増と2四半期ぶりの増加となった。半導体製造装置等への支出が増加した。

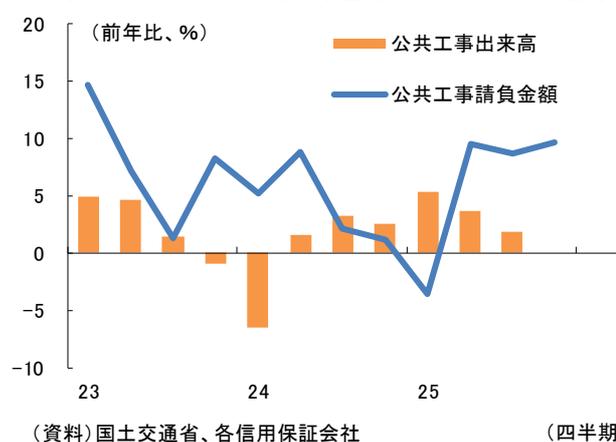
設備投資は、今後も堅調に推移するだろう。日銀短観12月調査における全規模・全産業の2025年度設備投資計画（ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資を除く）は前年比+9.5%となった。業種別にみると、製造業が同+9.9%、非製造業が同+9.1%といずれも堅調な計画となっている。トランプ大統領の関税政策を巡る不透明感もあって、当初（3月）の設備投資計画ではやや低めの伸び率が見込まれていたが、その後の日米間の関税合意を受けた当面の不確実性の低下や、AIの活用を含むデジタル化の推進などを背景に、例年は下方修正される12月計画でも9月計画から横ばいとなった（図表6）。年度末に向けても24年度と同様に例年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。

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

図表6. 設備投資計画調査



図表7. 公共工事請負金額・出来高の推移



年 7～9 月期（全産業ベース）は前年同期の落ち込みに対する反動増もあって、前年同期比 19.7% 増となった。製造業は同 23.4% 増であり、半導体関連の好調が報じられる電気機械、生産用機械などが大幅増益だった。非製造業は価格改定による収益改善もあって同 17.6% 増であり、サービス業、建設業などが牽引役となった。引き続き過去最高水準で推移している。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、価格転嫁と円安を背景に日本の輸出企業は増益が続くだろう。国内でも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。企業収益は堅調に推移するだろう。

○公的固定資本形成は増加が見込まれる

10～12 月期の公的固定資本形成は前期比 1.3% 減と 2 四半期連続の減少となった。先行指標である公共工事請負金額をみると、10～12 月期は前年比 9.6% 増と堅調に推移している（図表 7）。25 年 12 月に閣議決定された政府の 26 年度予算案では、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 6.1 兆円である。ただし、25 年 12 月に成立した 25 年度補正予算には、国土強靱化（道路関連インフラ保全等）に向けて 1.6 兆円が計上されており、その執行分が上乗せされる。また、政府は 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 25 年 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。

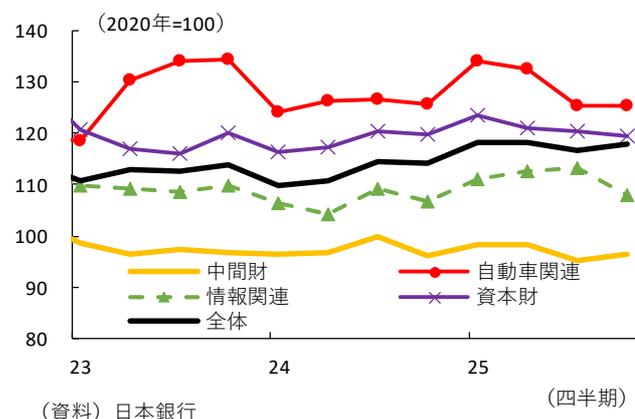
防衛関係費については、26 年度予算案で歳出化経費に分類される物件費（防衛装備品の調達費用などを含む）は同 5.3% 増の 4.5 兆円である。人件費なども含めた防衛関係費全体は 8.8 兆円であり、22 年 12 月の閣議決定（2023 年度からの 5 年間の総額を 43 兆円程度とする）に概ね沿っている。

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。

○輸出は緩やかに持ち直すだろう

輸出は減少している。 10～12 月期の GDP 統計上の実質輸出は前期比 0.3% 減となった。内訳では財の輸出が自動車等の減少から同 0.2% 減、サービス輸出は同 0.4% 減である。日銀が公表する 10～12 月期の財の実質輸出額では、前期比 1.1% 増となった。財別にみると好調が続いていた情報関連が足踏みしたものの、中間財などがやや持ち直した（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 10～12 月期に前期比 2.0% 増と、2 四半期ぶりのプラスとなった。地域別には、前期に大幅に落ち

図表 8. 実質輸出額の推移



込んだ米国向けが 7.9% 増となったほか、EU 向け、中国向けなども持ち直した。

先行きについて、米国向けでは個別品目の課税強化を意識した駆け込みなどで変動が大きくなるなか、緩やかな減少傾向が続くだろう。関税引上げ分の価格転嫁による需要減少が見込まれるものの、堅調な米国経済が下支えとなるだろう。中国向けでは製造業などが資金を徐々に債務削減から設備投資に振り向けるなか、持ち直しが見込まれる。アジア向けなどの半導体関連の堅調な推移もあって、日本からの輸出数量は緩やかに増加するだろう。

インバウンドについて、25 年 10～12 月期のインバウンド支出額は前年比 1.7% 減と、7～9 月期の同 6.8% 増から減速している。12 月の訪日外客数の前年比は韓国、台湾などが 2 桁増となったものの、高市首相の台湾有事を巡る発言を受けて中国が概ね半減し、世界全体では 3.7% 増に留まった。25 年を通じての訪日外客数は 4,268 万人（前年比 15.8% 増）となったが、中国からの減少が続くため 26 年は 4,400 万人程度と控えめな伸びを想定している。足元で前年比約 1 割減である一人当たり消費額も考慮すれば、26 年のインバウンド支出額はやや減少するだろう。

今後の輸出はインバウンドが含まれるサービス輸出がやや減少するものの、財輸出が緩やかに持ち直すため、全体としては若干の増加と予測している。

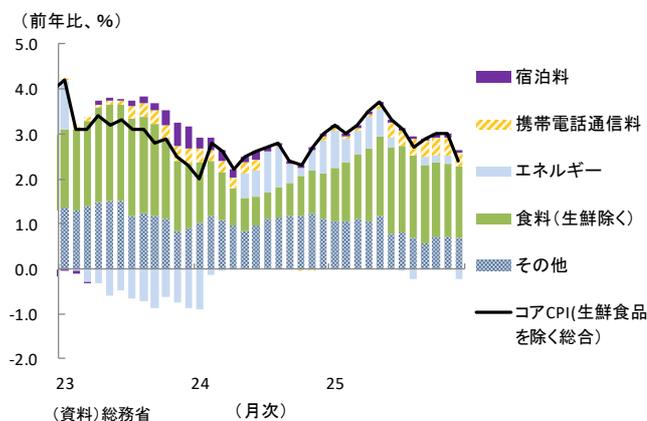
○消費者物価と金融政策の見通し

消費者物価は上昇率が低下傾向にある。 25 年 12 月のコア CPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）の前年比上昇率は +2.4% と 11 月から 0.6 ポイント減速した（図表 9）。その主因はエネルギーの寄与がプラスからマイナスに転じたこと（これまでの原油価格の下落にともなう電気代等の値下げ、ガソリン税の暫定税率の廃止に向けた政府による補助金の増額など）である。食料（生鮮を除く）のプラス寄与も 7 月の 1.9 ポイントをピークに緩やかながら縮小方向にあり、12 月には 1.6 ポイントに低下した。

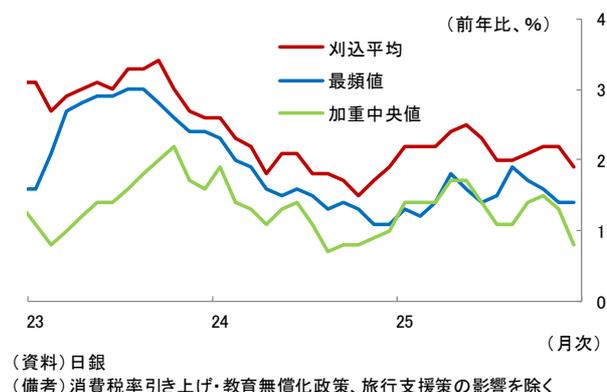
今後のコア CPI の上昇率は、政府による電気代等への補助金の再開を受けて、26 年 2 月から 4 月にかけて一時的に 2% を割り込んだ後、再び 2% をやや上回る水準に上昇すると見込んでいる。 消費者物価（総合）についても、概ねコア CPI と同様の動きになるだろう。

一般家庭向け（低圧）電力契約に対する補助額は、26 年 1～2 月使用分に対して 1kWh あたり 4.5 円、3 月使用分に対して同 2.3 円である（25 年 1～2 月の同 2.5 円、3 月の同 1.3 円よりも多く、これ

図表 9. 消費者物価指数の推移



図表 10. 基調的物価上昇率の参考指標



が1カ月遅れでCPIに反映され、マイナスの寄与となる)。なお、4～6月使用分については25年も実施されておらず、CPIへの影響は無くなる見込みである。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う。なお、日銀が基調的物価上昇率を判断するための参考指標は、総じて2%を若干下回る水準で推移している(図表10)。26年春闘においても前年と遜色のない賃上げが見込まれ、賃金と物価の安定的な上昇との好循環が実現しつつあるように思われる。

日米の金利差が縮小しているにも拘わらず、為替は円安傾向で推移している。このため、前提条件における為替レートを前回11月予測から円安ドル高方向に修正した(物価上昇要因)。一方、2月8日の衆議院選挙の結果を受けて、自民党の公約(2年間、食料品を消費税の対象外とすることに向けて、検討を加速)に基づき、2027年1月から2年間、食料品の消費税率をゼロと想定した(物価下落要因)。これらの要因を反映し、26年度のコアCPI上昇率の予測値を前回から0.1ポイント引下げて+2.0%、27年度は0.6ポイント引下げて+1.5%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。

金融政策について、日銀は1月23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0.75%に据え置いた。同時に発表された物価・展望レポートでは政府の物価高対策や、春闘での賃上げの見通し及び海外経済の見通しの改善などを受けて、26年度を中心に前回のレポートよりも経済成長率と物価上昇率の見通しが引上げられている。賃金上昇と物価の緩やかな上昇の好循環についても、前回の「維持すると想定される」から「可能性が高いと考えられる」に表現を前進させた。植田総裁は決定会合後の記者会見で、次回の利上げについて、これまでの利上げの影響に関する企業へのヒアリングなども含め、多様な指標から判断する旨の発言をした。

日銀は2027年3月末までに政策金利(無担保コールレート・翌日物の誘導目標)を0.50ポイント引上げ、1.25%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	4.8	3.2	3.2	2.3	1.9
民間最終消費	3.2	2.7	2.5	2.0	1.5
民間住宅投資	1.6	3.3	3.1	2.6	2.3
民間設備投資	3.9	3.3	2.9	2.4	2.2
政府最終消費	1.7	2.2	1.9	1.6	1.6
公的固定資本形成	3.7	3.8	3.2	2.7	2.3
財貨・サービスの輸出	4.4	5.1	0.4	1.6	1.6
財貨・サービスの輸入	▲ 3.0	3.0	▲ 2.6	0.7	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	▲ 0.1	0.5	0.8	0.7	0.7
民間需要	▲ 0.9	0.4	1.0	0.8	0.7
民間最終消費	▲ 0.5	0.2	0.7	0.4	0.4
民間住宅投資	0.1	0.0	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0
民間設備投資	▲ 0.0	0.2	0.3	0.4	0.3
公的需要	▲ 0.2	0.5	0.0	0.2	0.1
政府最終消費	▲ 0.2	0.5	0.1	0.1	0.1
公的固定資本形成	▲ 0.0	0.0	▲ 0.1	0.1	0.0
財貨・サービスの純輸出	1.1	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.0
財貨・サービスの輸出	0.6	0.3	0.4	0.2	0.4
財貨・サービスの輸入	0.5	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.4

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】

米国では昨年10～11月における政府閉鎖の影響により、経済指標の発表が遅れている。執筆時点（2月19日）では、入手可能な最新のGDP統計は2025年7～9月期（更新推計）である。同期の実質GDP成長率は、前期比年率+4.4%と4～6月期の同+3.8%から上昇した。

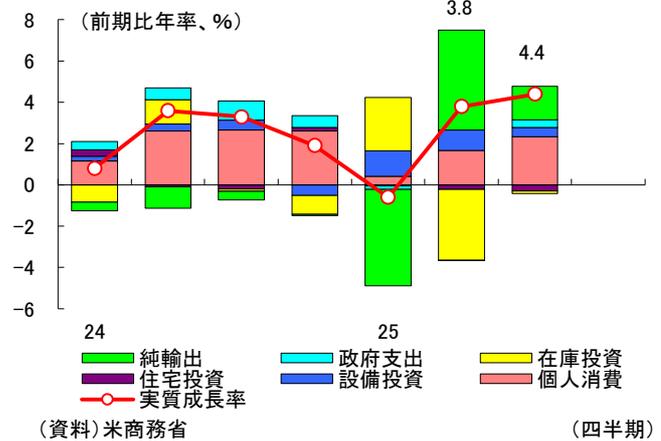
（図表13）。需要項目別にみると、個人消費は同3.5%増となった。財消費は衣料品や食料などが含まれる非耐久財を中心に伸びが加速して同3.0%増となり、サービス消費も医療サービス、娯楽サービスなどが好調に推移して同3.6%

増となった。設備投資は同3.2%増と前期の大幅な伸び（同7.3%増）の後にも拘わらず堅調に増加した。ソフトウェアなどへの投資が好調に推移するなか、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7.1%減と3四半期連続の減少となった。建築費用の増加や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▲0.1ポイントの寄与となった。輸出は前期比年率9.6%増となった。内訳では財輸出が同8.5%増、サービス輸出が同11.5%増である。貿易統計をみると、財ではコンピューター及び同附属品などが増加基調にある。輸入は同4.4%減となった。内訳では財輸入が同7.1%減、サービス輸入が同6.4%増である。関税引上げ前の駆け込みに対する反動減が残っていたとみられる。この結果、純輸出の寄与度は+1.6ポイントとなった。政府支出は同2.2%増と、3四半期ぶりのプラスとなった。国防支出などが増加した。関税政策にともなう純輸出の振れの影響が残っているものの、米国経済は堅調に推移している。

雇用者数の増加ペースは大幅に減速している。24年平均の月当たり12.2万人に対して、25年平均は同1.5万人となった。足元の数字をみると、政府部門は10月の15.3万人の大幅減の後、緩やかな減少が続いており、民間部門は毎月5万人前後の増加で推移してきた（ただし、26年1月は15.3万人の増加）。それでも、雇用・所得環境が大幅に悪化しているわけではない。26年1月の失業率は4.3%と、1年前から0.3ポイントの上昇に留まっている。12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3.9%と、失業率を多少下回る水準である。26年1月の平均時給は前年比+3.7%と安定的に推移している。25年10～12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）の伸び率は前年比+3.4%と7～9月期の同+3.6%から多少低下した。

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を落としている。カンファレンスボードの調査による1月の消費者信頼感指数は前月よりも9.7ポイント低い84.5と、悪化傾向が続いている。1月のコアCPI（食品とエネルギーを

図表13. 米国実質GDP成長率の推移



除く消費者物価指数)の上昇率は前年比+2.5%となった。関税引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。一方で、金融資産の保有が大きい富裕層にとっては、これまでの株高は消費促進の一因となっている。

米国経済は、やや減速するものの、底堅く推移するだろう。個人消費は関税の引上げにともなう財価格の上昇と雇用者数の伸びの鈍化を受けて、減速するだろう。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。25年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)の増加基調が続いているにも拘わらず、このところ住宅着工件数の増加が足踏みしている。人手不足や建築費の高騰が制約要因とも考えられ、今後も住宅投資は伸び悩みそうだ。輸出は、IT関連の製品やサービスの好調に加え、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上げ分の小売価格への転嫁が徐々に進むことで個人消費がやや減速し、25年10~12月期は前期比年率+2.2%、26年1~3月期は同+1.8%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+2.2%、26年を+2.3%、27年を+2.0%と予測している。

物価上昇率は、関税引上げの影響で財が緩やかに加速する一方、AIの導入による効率化もあってサービスは減速が続くため、当面は概ね横ばいと予想する。その後は、関税引上げ分の価格転嫁が一巡することで、緩やかな低下に向かう見込みである。食品とエネルギーを除く消費者物価指数(コアCPI)の前年比上昇率は、25年12月の実績値+2.6%に対し、26年12月は+2.7%、27年12月は+2.4%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、緩やかなペースでの利下げを継続するだろう。27年3月末の政策金利(FF金利の誘導レンジ)は3.00~3.25%(現在の水準から0.5%の利下げ)と想定している。

トランプ政権の強硬な政策を受けて、米国内外での緊張が高まっている。国際関係では、26年1月にはベネズエラで軍事作戦を行って同国のニコラス・マドゥロ大統領とその妻を拘束・米国に移送した。反政府デモを弾圧しているイランに対しては、軍事行動の可能性を示唆している。米国内では、ICE(移民・関税執行局)による強硬な取り締まりやパウエルFRB議長に対する訴追などを受けて、民主党議員のみならず一部の共和党議員もトランプ政権に対する反発を強めている。地政学リスクの高まりや議会からの反発による次期FRB議長の承認の遅れなどが、米国の金融市場や経済に混乱を及ぼす可能性がある。

【欧州経済】

ユーロ圏の25年10～12月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%（年率換算+1.4%）と、緩やかな成長が続いている（図表14）。

執筆時点（2月19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：7～9月期の成長率）は、ドイツが前期比+0.3%（同0.0%）、フランスが同+0.2%（同+0.5%）、イタリアが同+0.3%（同+0.2%）、スペインが同+0.8%（同+0.6%）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12月時点の失業率は6.2%と、過去最低水準となっている。国別にみると、ドイツ・フランスでは僅かに上昇している一方、スペイン・イタリアなどでは低下基調にある。ユーロ圏の7～9月期の妥結賃金の上昇率は前年比+1.9%と、この期間の消費者物価（総合）の上昇率と概ね同じ水準である。

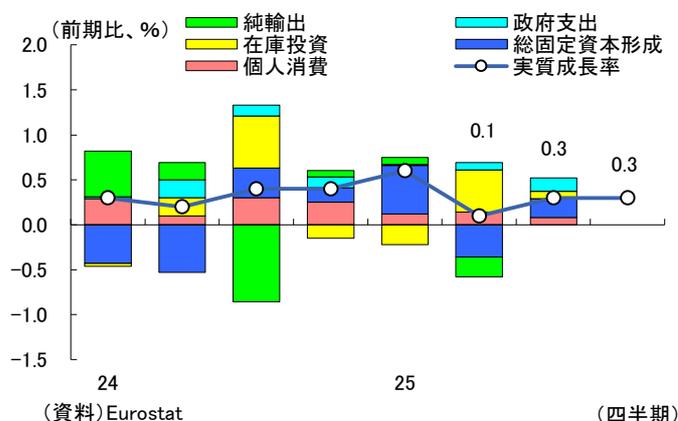
1月のユーロ圏のコアHICP（食品とエネルギーを除く消費者物価指数）の上昇率は前年比+2.2%（推計値）と、横ばい圏での推移が続いている。工業製品、サービスともに価格上昇率は安定的である。食品とエネルギーを含むHICP全体としては前年比で2%近くの上昇率を維持している。今後のコアHICP上昇率の見通しについても、既往のユーロ高や原油価格の低下が抑制要因となる一方、需要の回復や賃金上昇分のサービス価格への転嫁などが加速要因となり、安定した推移を見込んでいる。

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、雇用環境が良好に保たれるなか、安定した物価上昇率を背景に緩やかに増加する見込みである。総固定資本形成は、AI関連の投資増加に加えて、国防関連などへの政府支出の増加もあって、緩やかな持ち直しが続くだろう。輸出は、米国向けや中国向けを中心に減速する見通しである。

金融政策について、ラガルドECB総裁は2月の理事会後の記者会見で、インフレと景気に対するリスクは概ねバランスの取れた状況であると述べた。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10～12月期の実質GDP成長率は前年比+4.5%と、7～9月期からやや低下した。ただし、前期比で見れば+1.2%と、伸び率は若干ながら上昇している（図表15）。25年を通じては+5.0%の成長となり、中国政府の目標である「+5.0%程度」が達成された。前年比で10～12月期の需要項目別の動きをみると、最終消費と固定資本形成のプラス寄与がやや縮小した。名目成長率は前年比+3.9%と、7～9月期の同+3.7%から上昇した。

1～12月期の経済指標をみると（以下、括弧内は1～9月期の値）、小売売上高は前年比3.7%増（同4.5%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弱まったことを背景に減速して同3.8%増（同4.6%増）、飲食は公務員の会食規制強化（会食での酒、たばこ禁止）もあって同3.2%増（同3.3%増）と控えめな伸びが続いている。固定資産投資は前年比3.8%減（同0.5%減）とマイナス幅が拡大した。内訳をみると、製造業の投資が同0.6%増（同4.0%増）、インフラ投資が同2.2%減（同1.1%増）と、大きく減速している。低迷が続く不動産開発投資も同17.2%減（同13.9%減）となった。輸出（ドル建）は同5.5%増（同6.1%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。個人消費について、中国政府の商務部などが25年9月に発表した「サービス消費拡大に関する政策措置」で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た。こうした方針のもと、地方政府はサービス消費に使用できるクーポンの発行、バドミントンなどのコート整備といった具体策を打ち出し始めている。また、25年後半の固定資産投資の減速は、国有企業などで債務返済を優先させたことも背景にあり、26年にはこの要因が徐々に弱まっていくとみられる。

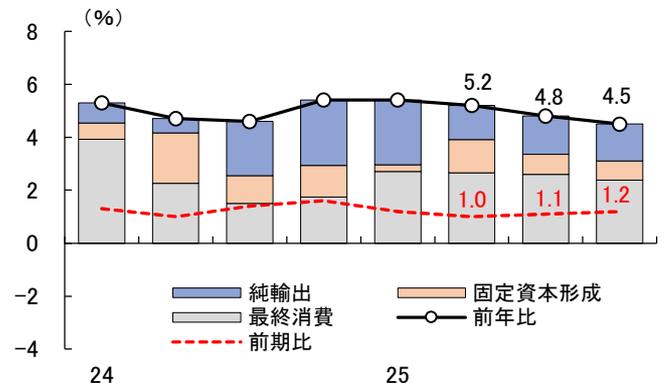
12月のコアCPI（食品とエネルギーを除く消費者物価指数）の上昇率は前年比+1.2%と引き続き低位にあるものの、緩やかに加速している。政府による反内巻政策（過剰生産や過度な低価格戦略に対する抑制策）も一定の効果が出ているようだ。

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。25年の実質GDP成長率の実績値+5.0%に対して、26年は+4.8%、27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。25年前半から住宅価格は再び弱含んでおり、国有系の大手不動産企業の経営危機も報道されている。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。

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)