2026年11月25日

2026・2027・2028年度　日本経済の見通し（改訂）

～　天候要因などを除けば個人消費は持ち直し基調を維持　～

富国生命保険相互会社（社長　渡部 毅彦）は、2026・2027・2028年度の経済見通しを改訂しました。

【実質ＧＤＰ成長率予測】

2026年度 ＋0.9%（前回＋0.8%）、2027年度＋0.7%（前回＋0.9%）、2028年度＋0.6%

○ 国内における賃金上昇率の加速や中東情勢の悪化などを踏まえ、成長率見通しを改訂

2026年7～9月期の実質GDP成長率は、税制変更にともなう自動車の販売増の一服に加え、長雨などの天候不順による外出控えもあって個人消費が弱含み、前期比▲0.0%（年率▲0.1%）と当社の前回予測値を若干下回った。ただし、国内における賃金上昇率は所定内給与を中心に前回予測時（2026年8月）よりも加速しており、今後も個人消費を支えるだろう。今回発表された4～6月期の実質GDP成長率の上方修正も踏まえ、2026年度の成長率見通しを上方修正した。

一方、中東情勢は前回予測時よりも悪化している。8月下旬からの米国とイランの双方による攻撃に加え、親イラン派組織の攻撃がサウジアラビアのパイプラインなどに広がった。原油価格自体の高止まりに加えて、タンカーの航行の安全性への懸念を背景に輸送費が大きく上昇している。日本銀行はインフレ圧力に対処すべく、利上げを継続するだろう。そのため、2027年度の成長率見通しは下方修正とした。

○ 日本経済は、設備投資の増加などに支えられて、緩やかに成長するだろう

世界経済は、底堅い企業収益を背景に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、緩やかに成長するだろう。個人消費は、エネルギー関連のコスト高の波及により、様々な財やサービスの価格上昇が見込まれるなかでも、所得環境の改善などに支えられ、天候要因などを除けば持ち直し基調を維持していると考える。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。輸出は、半導体関連などを中心に緩やかに増加する見通しである。

○ 米国のデータセンターに関する規制強化が内外の設備投資に及ぼす影響

米国における中間選挙での民主党の圧勝により、データセンターに関する規制強化で採算性が悪化するとの懸念から、AI関連企業の株価が急落している。もっとも、米国と中国の間の開発競争を踏まえれば、米国および日本の設備投資全体に急ブレーキがかかるほどの規制は回避されると考える。

○お問い合せ
富 国 生 命 保 険 相 互 会 社　　担当：財務企画部　高松 千之
〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2　　TEL (03)3593-7576
https://www.fukoku-life.co.jp　　chiyuki.takamatsu.kh@fm.fukoku-life.co.jp

図表1. 2026・2027・2028年度 経済見通し

（前年比、%）

	2025年度実績	2026年度予測	2026年度予測 前回2026年8月時点	2027年度予測	2027年度予測 前回2026年8月時点	2028年度予測
名目国内総生産（兆円）	672.7	695.9	697.6	722.9	722.1	748.9
	4.3	3.5	3.7	3.9	3.5	3.6
実質国内総生産（兆円）	594.8	600.4	599.2	604.8	604.4	608.7
	0.9	0.9	0.8	0.7	0.9	0.6
内需	1.0	0.8	0.5	0.9	1.1	0.6
民間需要	0.9	0.5	0.5	0.6	0.7	0.5
民間最終消費	1.3	0.3	0.6	0.7	0.6	0.6
民間住宅投資	▲ 2.6	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 0.4
民間設備投資	2.2	1.1	1.4	1.7	1.7	1.4
公的需要	0.1	0.3	0.1	0.3	0.4	0.1
政府最終消費	0.8	1.9	0.9	0.9	0.4	0.4
公的固定資本形成	▲ 0.3	▲ 0.3	1.1	0.6	0.9	0.3
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.1	0.2	0.3	▲ 0.1	▲ 0.2	0.0
財貨・サービスの輸出	2.2	2.9	2.5	2.0	2.0	2.2
財貨・サービスの輸入	2.6	1.9	1.0	2.9	3.5	2.2

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	▲ 0.2	2.4	2.3	2.0	1.9	1.8
国内企業物価指数	2.8	6.1	4.0	1.2	0.9	0.7
消費者物価指数	2.6	2.3	2.3	2.2	1.7	2.3
消費者物価（除く生鮮）	2.7	2.1	2.2	2.0	1.5	2.1
貿易収支（兆円）	1.3	▲4.6	3.8	▲2.1	5.3	1.6
経常収支（兆円）	33.8	29.4	39.2	32.4	41.3	36.6
名目賃金指数	2.4	3.7	3.3	3.2	3.0	3.0
完全失業率（%）	2.6	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5
住宅着工戸数（万戸）	71.1	72.2	73.0	70.3	72.4	68.9
為替レート（￥/＄）	150.7	158.7	160.0	158.0	160.0	158.0
原油価格（＄/ｂ）	71.3	104.5	82.5	90.9	72.5	82.6
米国実質成長率	2.3	2.4	2.1	2.3	2.0	2.1
中国実質成長率	5.0	4.7	4.7	4.5	4.5	4.3

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

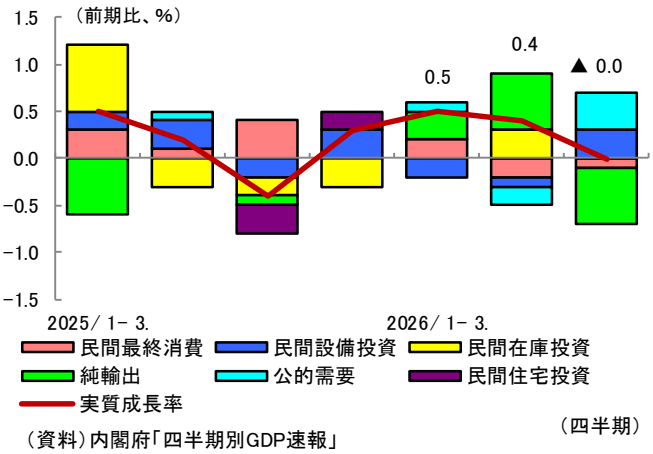
◇日本経済の現状と見通し

〇7～9 月期の実質ＧＤＰ

11 月 16 日に発表された 2026 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▲0.0%、年率換算▲0.1%と 4 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 0.3%減と 2 四半期連続の減少となった。住宅投資は同 1.1%減と 2 四半期連続の減少となった。設備投資は同 1.6%増と 3 四半期ぶりの増加となった。民間在庫投資の寄与度は 0.0 ポイントとなった。公的需要は、政府消費が同 0.0%減と 6 四半期ぶりの減少となり、公的固定資本形成は同 1.1%減と 2 四半期連続の減少となった。公的在庫投資の寄与度は備蓄原油の減少幅の縮小などから＋0.5 ポイントとなった。内需の寄与度は同＋0.6 ポイントとなった。輸出は研究開発サービス等の減少から同 0.2%減と 4 四半期ぶりの減少となり、輸入は原油等の増加から同 2.5%増と 2 四半期ぶりの増加となった。この結果、外需寄与度は同▲0.6 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＋0.4%となり、名目 GDP 成長率は同＋0.4%（年率換算＋1.6%）となった。

図表 2. 実質ＧＤＰ成長率の寄与度分解



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」

〇国内における賃金上昇率の加速や中東情勢の悪化などを踏まえ、成長率見通しを改訂

2026 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は、税制変更にともなう自動車の販売増の一服に加え、長雨などの天候不順による外出控えもあって個人消費が弱含み、前期比▲0.0%（年率▲0.1%）と当社の前回予測値を若干下回った。ただし、国内における賃金上昇率は所定内給与を中心に前回予測時（2026 年 8 月）よりも加速しており、今後も個人消費を支えるだろう。今回発表された 4～6 月期の実質 GDP 成長率の上方修正も踏まえ、2026 年度の成長率見通しを上方修正した。

一方、中東情勢は前回予測時よりも悪化している。8 月下旬からの米国とイランの双方による攻撃に加え、親イラン派組織による攻撃対象がサウジアラビアのパイプラ

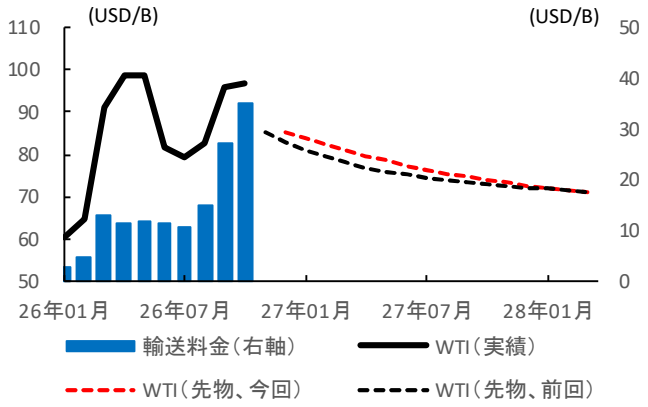
図表 3. 最近のイラン情勢に関する出来事

米国の行動		イラン・親イラン派組織の行動	
実行日	内容	実行日	内容
26/8/30	イランのミサイル発射装置を攻撃（約1か月ぶりの武力攻撃）	26/8/30	ヨルダンに駐留する米軍への攻撃で報復
26/9/4	イランの原油タンカー3隻を攻撃	26/9/4	米海軍2隻に対して弾道ミサイルを発射
26/9/8	イランの原油タンカー5隻を攻撃	26/9/10	ペルシャ湾と紅海を結ぶサウジアラビアのパイプラインを攻撃
		26/10/11	親イラン派組織（フーシ派）がサウジアラビアの空港を攻撃

（資料）各種報道

インや空港にも広がった（図表 3）。この結果、ペルシャ湾経由での原油供給に加えて紅海経由の原油供給にも不安が強まった。原油先物価格は前回見通し時と比較して 2027 年平均で 1 バレルあたり数ドル程度と限定的な上昇であるが、それ以上に日本への影響が大きいのは航行の安全性に関する懸念や船舶数の不足を背景とするタンカーの輸送料の値上がりである。中東地域から日本までのタンカー輸送料は 8 月まで 1 バレルあたり 10 ドル台であったが、10 月には 30 ドルを超えている（図表 4）。

図表 4. 原油価格とタンカー輸送料



（資料）Bloomberg
（備考）実績は月中平均、輸送料は大型原油タンカー（中東→日本）

米国・イスラエルとイラン・親イラン派組織の紛争の終結までには長い期間を要すると考えられる。イランの核開発を巡る交渉が妥結に至るかは注目点となろう。さらに今後、再び停戦が合意されたとしても、トランプ政権の予測不能な行動とそれに対するイランの反発を前提とすれば、ホルムズ海峡の安全な通過に対する懸念は完全には払拭できない。日本においては、原油やナフサなどの代替的な調達先の確保には進展があるものの、入着価格の高止まりが続くだろう。そのマクロ経済への影響として、CPI コアの上昇率は 27 年度から 28 年度にかけて 0.2～0.3 ポイント押し上げられ、実質 GDP 成長率は同期間に 0.2 ポイント押し下げられると試算する。そのため、2027 年度の成長率見通しは下方修正とした。日本銀行はインフレ圧力に対処すべく、利上げを継続するだろう。

○日本経済は、設備投資の増加などに支えられて、緩やかに成長するだろう

世界経済は、底堅い企業収益を背景に 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、緩やかに成長するだろう。個人消費は、エネルギー関連のコスト高の波及により、様々な財やサービスの価格上昇が見込まれるなかでも、所得環境の改善などに支えられ、天候要因などを除けば持ち直し基調を維持していると考える。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。公的需要は、社会保障関連の自然増に加え、防衛力強化や国土強靭化、AI 関連等の戦略分野を中心に増加するだろう。輸出は、半導体製造装置や半導体材料などへの堅調な需要を背景に、緩やかに増加する見通しである。

2026 年度、27 年度の実質 GDP 成長率はそれぞれ＋0.9%、＋0.7%と予測した。2026 年 10～12 月期の成長率は前期比＋0.1%（年率＋0.3%）と見込んでいる。

○米国のデータセンターに関する規制強化が内外の設備投資に及ぼす影響

米国における中間選挙での民主党の圧勝により、データセンターに関する規制強化で採算性が悪化するとの懸念から、AI 関連企業の株価が急落している。もっとも、米国と中国の間の開発競争を踏まえれば、米国および日本の設備投資全体に急ブレーキ

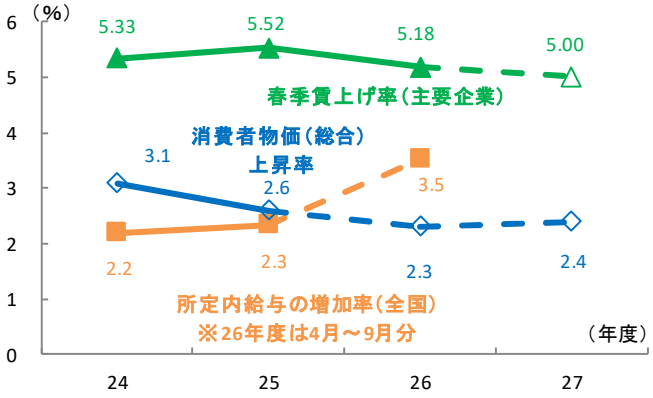
がかかるほどの規制は回避されると考える。

◇主要な需要項目の動向

○個人消費は持ち直し基調を維持するだろう

雇用環境は良好な状況にある。26年9月の完全失業率（季節調整値）は前月比0.1ポイント低下して2.4%となった。失業率は、失業者数÷（失業者数＋就業者数）で計算される。足元の数字をみると、失業者数がやや減少するなか、労働参加率と就業者数の増加ペースが鈍化している。9月の労働参加率は64.3%と、昨年12月末と概ね同水準である。9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2.6%であり、雇用の需給バランスは需要超過となっている。

図表5. 春季賃上げ率と所定内給与



（備考）27年度の春季賃上げ率は連合の基本構想、26、27年度の消費者物価上昇率および所定内給与増加率はフコク生命の予測
（資料）厚生労働省、連合

雇用環境は今後も良好な状況が続くだろう。これまで就業者数の増加を支えてきた女性や高齢者の労働参加率の上昇は、限界に近付いているのかもしれない。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▲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、26年9月（速報値）の現金給与総額は前年比＋4.6%となった。このうち所定内給与については同＋3.7%と、6月からは＋3%台後半の水準まで伸び率が高まっている。1月に調査対象となる事業所の部分的な入替があったことで、統計値が実態以上に上振れている可能性はあるものの、基本的には最低賃金の引き上げや主要企業から中小企業への賃上げの波及が顕在化していると解釈できる。

消費者物価指数（総合）で実質化した実質賃金は同＋2.2%と、政府による電気代等への補助などの物価高対策に支えられている面はあるものの、1月以降は前年比プラスを続けている。

連合の27年春闘の基本構想では、主要企業の春季賃上げ率の目安として「賃上げ分3%以上、4%中心、定昇込みで5%以上、6%中心」が掲げられている（図表5）。消費者物価上昇率の見通しについては後述するが、実質賃金は26年度に続いて27年度も1%程度の上昇率が実現しそうだ。

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。連合の基本構想に掲げる、日本の実質賃金を1%の上昇軌道に安定化させることはその通過点と言える。

消費を予測するうえでは、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＋5.0%と高めの伸びが続いている。4～6月期の消費者物価（総合）上昇率は＋1.5%であり、可処分所得の伸びはこれを大きく上回っている。可処分所得の伸びを寄与度分解すると、雇用者報酬等の寄与が＋5.8ポイントとプラス寄与の主役である。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、季節的にはあまり大きく寄与しない時期であるが、日銀の利上げなどを受けて同＋1.2 ポイントの寄与となった（実額では雇用者報酬等が 4.8 兆円、財産所得が 1.0 兆円の増加）。税・社会負担は同▲2.3 ポイントの寄与となった。賃上げは所得税の増加要因であるが、25 年税制改正による所得税減税（基礎控除の増額）は同年 12 月から施行（25 年は 1～11 月の源泉徴収に反映されず、12 月の年末調整で還付）されたため、前年比では 26 年 7～9 月期まで税負担の減少要因となる。また、4 月からの雇用保険と介護保険の料率引き下げもあり、当面は税・社会負担の増加（マイナス寄与）は抑制された状況が続くと見込まれる。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。

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な推移が続くだろう。

個人消費は足踏みしている。7～9 月期の民間最終消費支出は前期比 0.3%減と 2 四半期連続のマイナスとなった。自動車やエアコンを含む耐久財への支出が同 3.5%減となったほか、衣料などを含む半耐久財への支出が同 1.4%減と冴えなかった。

今後の個人消費は、既往の原油高などの波及により、様々な財やサービスの価格上昇が見込まれるなかでも、所定内給与を中心とする賃金上昇率の高まりに支えられ、持ち直し基調を維持する見通しである。27 年 4 月からの食料品の消費税率引き下げも、支援材料となるだろう。

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 26 年 4～6 月期の約 417 万台から 7～9 月期には約 387 万台へと減少した。10 月の販売台数も約 368 万台とやや軟調である。もっとも、これは 3 月末の自動車税環境性能割の廃止にともなう一時的な販売増と、その反動減の影響を受けている。反動減の影響が減衰するにつれて、乗用車販売は緩やかに持ち直していくとみられる。一方、エアコンの販売もやや弱含んでいるが、27 年 4 月の省エネ基準引き上げに対応するための値上げが背景にあり、その影響はやや長引くかもしれない。

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外食産業売上高は 7～9 月に前年比で 5～7%程度の堅調な伸びを記録している。8～9 月にかけては大雨や台風が来店客数のマイナス要因となったものの、お盆期間やシルバーウィークにおける家族客の増加や、ボリューム感のある新メニュー、TVCM とのコラボメニューの好評などに支えられたとのことだ。

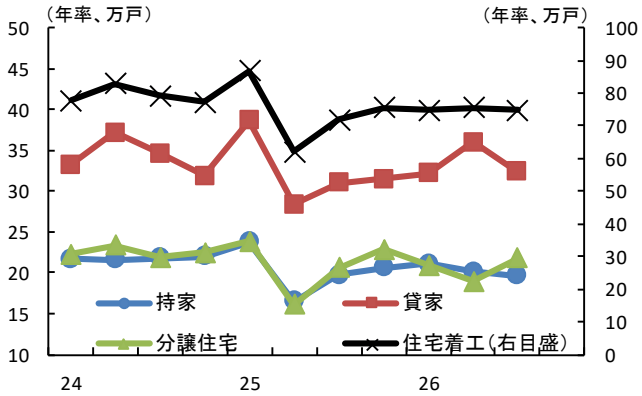
内閣府の消費動向調査によれば、消費者マインドを示す消費者態度指数は 26 年 10 月に前月比 0.4 ポイント低下し、35.0 となった。構成指標をみると、「暮らし向き」、「雇用環境」などの見通しが悪化している。同調査に含まれる物価見通しのデータから、同月における今後 1 年間の消費者の予想物価上昇率を試算すると＋3.5%となり、直近のボトムである 8 月の＋3.4%からは若干上昇している。

街角の景気を映す内閣府による 10 月の景気ウォッチャー調査では、現状判断 DI は前月比▲0.9 ポイントの 46.1 となった。構成指数をみると、家計動向の小売関連などが悪化しており、「10 月の食品や日用品の大規模な値上げが、売上に大きな影響を及ぼしている（ネット通販）」などとコメントされている。先行き判断 DI も▲0.9 ポイントの 46.5 であり、冬に向かってガソリン補助金が縮小すること、不正アクセスや Web システムの脆弱性の影響の広がりを懸念する声もある。

○住宅投資は緩やかな減少傾向が続くだろう

7～9月期の住宅投資は前期比1.1%減となった。先行指標となる新設住宅着工戸数は、同期に年率74.7万戸と前期比1.1%減少した。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反動減を経て、その後の持ち直しも一服している（図表6）。住宅投資は、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26年7～9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60.3%と、ここ2年半は販売好調の目安とされる70%を下回っている。発売戸数は首都圏と近畿圏の合算で前年比17.4%減と、2四半期ぶりのマイナスとなった。デベロッパーによる用地取得の困難さに加えて、在庫戸数の水準も緩やかながら増加傾向にあり、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、価格が高騰している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、資材価格や人件費など建築コストの上昇などから伸び悩むだろう。日銀の「主要銀行貸出動向アンケート」調査によれば、個人向け住宅ローンの資金需要判断はやや増加傾向にある。住宅の買い手側としては、さらなる金利や物価の上昇を見込んで、中古物件も含めた住宅の早期取得への動機が強まっているのかもしれない。一方、銀行側の個人向けの貸出運営スタンスは、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っているとの判断もあってか、やや消極化している。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いる。大家側が賃料の引き上げを進める一方、入居者の支払い能力の限界もあるなか、東京都は26年からアフォーダブル住宅（子育て世帯等が手頃な家賃で安心して住むことができる賃貸住宅）の供給を開始した。こうした動きが広がりを見せるかも注目される。なお、26年の税制改正にともない、住宅ローン減税制度は25年末までの条件から広さに関する要件が緩和されたうえで、長期優良住宅とZEH住宅は控除対象となるローン残高の上限、控除率、控除期間が据え置きとなった（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ZEH住宅については4,500万円を上限に13年間、0.7%の税額控除が適用）。2026、27年度の住宅着工戸数はそれぞれ72.2万戸、70.3万戸と予測している。

図表6. 新設住宅着工戸数の推移



（資料）国土交通省「住宅着工統計」

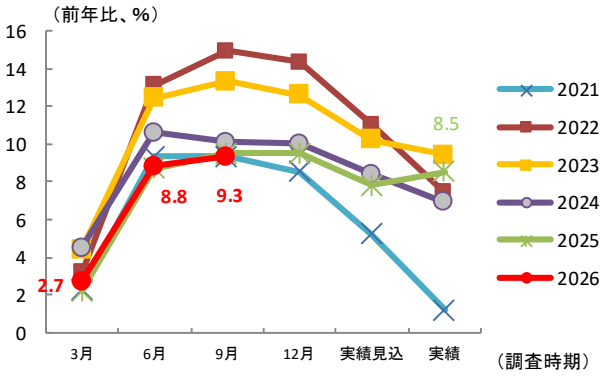
○設備投資は増加が続くだろう

7～9月期の実質設備投資は前期比1.6%増と3四半期ぶりの増加となった。サーバーや半導体製造装置等への支出が増加した。

設備投資は、増加が続くだろう。日銀短観9月調査における全規模・全産業の2026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＋9.3%

と 6 月調査から上方修正された。米国のイラン攻撃による中東情勢の悪化を背景に、控えめな当初計画で始まったが、その後は前年度と同様に上方修正が続いている（図表 7）。最終的な着地も前年度に近い水準となるのではないか。先行指標をみると、建設工事受注（民需）はやや弱含んでいるものの、資本財の国内向け出荷指数と機械受注（船舶・電力除く民需）は緩やかな増加基調で推移している。AI の活用を含むデジタル化の推進や人手不足への対応は企業にとって引き続き必須の投資と考えられる。

図表 7. 設備投資計画調査
（全規模・全産業）



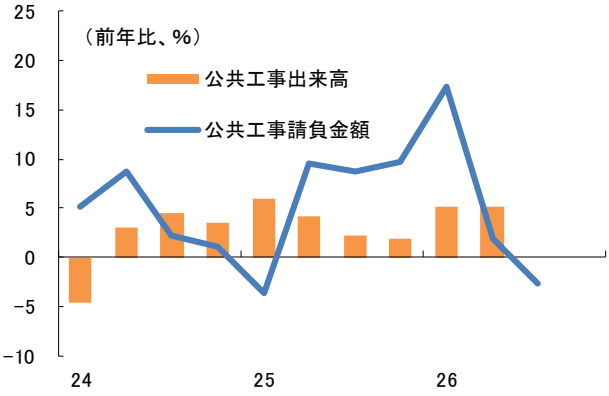
（資料）日本銀行「日銀短観」
（備考）ソフトウェア・研究開発を含む設備投資額（除く土地投資額）

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、26 年 4～6 月期（全産業ベース）は前年同期比 24.6%増と堅調に推移した。製造業は同 57.0%増であり、AI の活用を含むデジタル化需要を受けた情報通信機械、国内の自動車販売が持ち直した輸送用機械などが大幅増益となった。非製造業は同 9.8%増である。値上げの進捗などを背景に利益率が上昇したサービス業、卸売業・小売業などが好調だった。今後について、輸出企業は好調な半導体関連製品への需要や円安などを背景に増益が続くだろう。国内では原油価格などの上昇がコスト高の要因となるものの、コスト高に応じた販売価格の値上げは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回復が見込まれる

7～9 月期の公的固定資本形成は前期比 1.1%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、7～9 月期は前年比 2.6%減と 6 四半期ぶりのマイナスとなった。もっとも、1～3 月期までの大幅増が時間差を伴って反映されるため、公共工事出来高は今後、しばらくの間、堅調に推移すると見込まれる（図表 8）。

図表 8. 公共工事請負金額・出来高の推移



（資料）国土交通省、各信用保証会社　（四半期）

政府が年明けの通常国会での成立を目指すと報道された 26 年度第 2 次補正予算（秋・冬の補正予算）は、大規模かつ経済対策が前面に出ていた昨年までとは異なり、災害対応などに絞った小規模なものになる見通しだ（なお、26 年度第 1 次補正予算は中東情勢の悪化を受けたガソリン代補助などを目的として、6 月に 3 兆円規模で成立）。9 月にまとめられた 27 年度の概算要求では、各省庁による一般会計の概算要求額の合計が 143 兆円となり、26 年度の予算額を 21 兆円上回った。なお、この 143 兆円には、「骨太の方針 2026」に掲げられた 17 の戦略分野における『「強く豊かな日本」投資枠』12 兆円が含まれてい

る。

国土交通省による 27 年度の概算要求に含まれる公共事業関係費は、25 年度補正予算と 26 年度当初予算の合計に対して 1.38 倍の 7.7 兆円である。また、政府は 26 年度からの 5 年間の計画（第一次国土強靭化実施中期計画）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、27 年度の概算要求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 26 年度予算対比で 2.0%増の 4.6 兆円である。人件費なども含めた防衛関係費全体は 8.9 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。

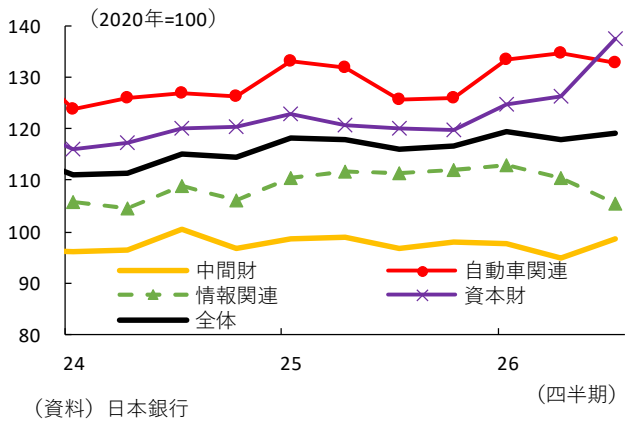
なお、日本政府が 7 月 21 日に閣議決定した「骨太の方針 2026」では、戦略 17 分野において 2040 年度までに官民合わせて 370 兆円の投資需要を見込んでいる。官民の内訳は不明だが、閣議決定に先立って日本成長戦略会議は、27 年度から政府による毎年度 10 兆円（実質ベース）の「新たな投資枠」（ただし、既存の国土強靭化および防衛力強化の追加支出である約 4 兆円を含む。骨太の方針では『「強く豊かな日本」投資枠』）を前提とする試算を公表している。しかし現実には、財政への信認の低下による長期金利上昇や円安の誘発、実行段階での人材不足の可能性を踏まえ、10 兆円は困難と考える。前回予測と同様に、27 年度の追加支出額として半額の 5 兆円を想定している。

公共工事に関しては請負金額の推移から当面は底堅い動きが見込まれる。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。

○輸出は緩やかに増加するだろう

輸出は持ち直し基調にある。7～9 月期の GDP 統計上の実質輸出は前期比 0.2%減となった。内訳では財の輸出が同 2.4%増、サービス輸出は前期の大幅増の反動もあって同 7.1%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 1.0%増となった。財別にみると情報関連が減少したものの、資本財や自動車関連などの持ち直しが続いている（図表 9）。なお、数量ベース（財務省の貿易統計の数量指数）では 7～9 月期に前期比横ばいとなった。地域別には、中国向けが同 1.7%増と緩やかに増加したものの、EU 向けや米国向けがやや減少した。

図表 9. 実質輸出額の推移



（資料）日本銀行

先行きについて、急増した 26 年ほどではないにせよ、27 年も AI 関連投資の増加が見込まれる。日本製の半導体製造装置や半導体材料などへの需要は堅調に推移するだろう。また、中国では債務削減の動きが一服し、日本からの輸出も緩やかな増加が続くと考えている。

インバウンドには陰りが見えている。26 年 7～9 月期のインバウンド支出額は前年比 7.2%増と、4～6 月期の同 0.3%増から持ち直した。背景には 1 人当たり支出額の

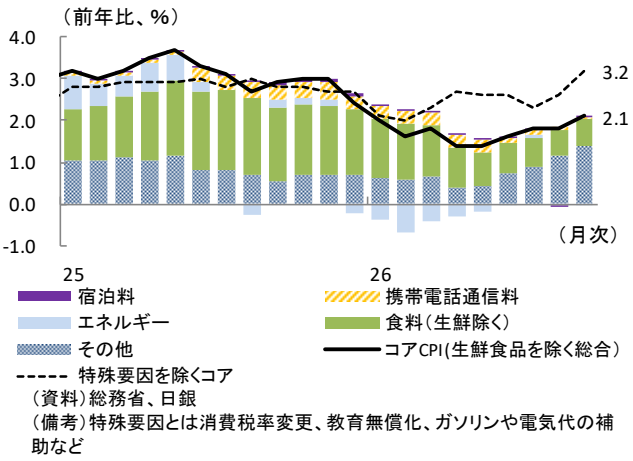
増加がある。訪日外客数の前年比は 4～6 月期の同 5.3%減に対して、7～9 月期は同 4.8%減と目立った回復は見られない。韓国、台湾などが 2 桁増となったものの、高市首相の台湾有事を巡る発言を受けて中国が約 5 割減と落ち込んでいる。中国からの訪日客数の回復は容易でないと思われるうえ、原油価格の再上昇による今後の航空運賃の値上がりも向かい風となろう。25 年を通じての訪日外客数 4,268 万人に対し、26 年は 4,100 万人、27 年は 4,070 万人への減少を想定している。一人当たり消費額は緩やかな増加が続くものの、25 年のインバウンド支出額の 9.6 兆円に対し、26 年は 9.8 兆円、27 年は 10.0 兆円と伸び悩むだろう。

今後の輸出はインバウンドが伸び悩むものの、インバウンド以外のサービス輸出や財輸出を中心に緩やかに増加する見通しである。

○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に加速している。26 年 9 月のコア CPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）の前年比上昇率は前年比＋2.1%と、前月の同＋1.7%から上昇率が 0.4 ポイント上昇した（図表 10）。食料（生鮮除く）の上昇率が下げ止まるなか、その他（耐久消費財やサービスなど広い品目）のプラス寄与が拡大している。背景として、企業の賃金・価格設定行動が一段と積極化していることが窺える。一方、中東情勢の悪化にともなう原油価格の上昇にも拘わらず、政府によるガソリン価格や電気代等への補助を通じて、エネルギーのプラス寄与は抑制されている。なお、より実態的な物価の動きを示すと考えられる、日銀の算出による特殊要因を除くコア指数は、コア CPI を 1 ポイント程度上回っている。

図表 10. 消費者物価指数の推移



（資料）総務省、日銀
（備考）特殊要因とは消費税率変更、教育無償化、ガソリンや電気代の補助など

今後のコア CPI の上昇率は、原油や原材料などの輸入価格の高騰を受けた様々な財やサービスへの価格転嫁が続くなか、米などの価格低下の一巡もあって、27 年 3 月まで上昇基調が続くと見込んでいる。その後、4 月に予定されている食料品の消費税率の引き下げが 1 ポイント強のマイナス寄与となり、コア CPI の上昇率は 2%前後に低下すると予想している。逆に言えば、食料品の消費税率の引き下げの効果を除いたコア CPI の上昇率は 3%程度の見通しである。

長雨などの影響による足元の生鮮食品の価格高騰については今後、一旦は落ち着くと見られるものの、地球温暖化を受けた天候不順は恒常的に発生し、消費者物価（総合）は基調としてコア CPI をやや上回る上昇率が続くだろう。

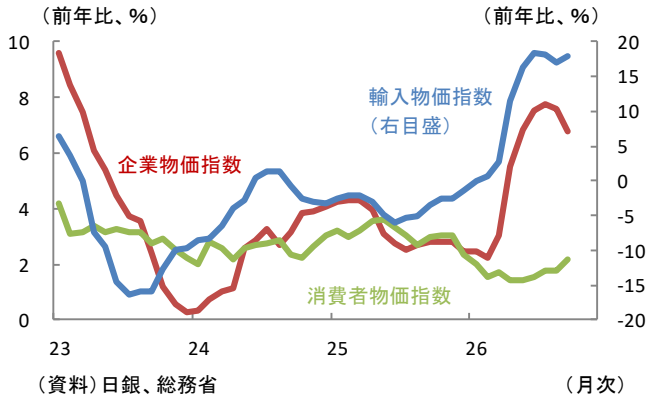
再開が決定された一般家庭向け（低圧）電力契約に対する補助額は、26 年 12 月の使用分に対して 1kWh あたり 1 円、27 年 1 月～2 月使用分に対して同 4.5 円である（25 年 12 月使用分への補助はゼロであり、1 ヵ月遅れの 27 年 1 月の CPI に反映されるマイナス寄与となる。なお、26 年 1 月～2 月の使用分への補助は 27 年 1 月～2 月と同額の 4.5 円であり、寄与はない）。

一方、ガソリン価格を抑えるための補助金は 26 年 12 月から縮小される見込みであ

る。1リットル当たりの基準価格（小売価格の誘導水準）は現在の170円程度から毎月5円ずつの引き上げが予定されている。

エネルギー価格の高騰や円安を背景に、輸入物価の前年比上昇率は4月から急激に加速した。企業物価の上昇率は6月の米国とイランの停戦合意を背景にやや鈍化したものの、原油価格の動向から鑑みて、今後は再び加速する可能性が高い。こうした動きは3ヵ月から半年程度のラグを経て消費者物価の上昇率にも波及する見通しである（図表11）。

図表11. 川下への物価の波及



食料価格の今後について、肥料など資材の値上がりに加え、日本における趨勢的な農業従事者の減少などの構造要因もあり、米などの価格低下を受けた上昇率の低下局面は終了したと思われる。

食料品の消費税率については、27年4月から2年間限定で8%から1%に引き下げるとともに、1%相当分を中低所得者向けに給付する方針が8月5日に閣議決定された。税率の改定実施後、一旦はその大部分が食料品の販売価格の低下に反映されるだろう（その後、一部が販売価格の上昇で吸収されると見込む）。

26年度のコアCPI上昇率の予測値は、12月使用分からの政府による電気代等への補助の再開などを反映して前回から0.1ポイント引き下げて2.1%、27年度の予測値は、原油の入着価格の上昇、政府によるガソリン価格の抑制に向けた補助の縮小、企業による価格設定行動の一段の積極化などを考慮し、前回から0.5ポイント引き上げて＋2.0%とした。

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1.25%に据え置いた。同時に発表された物価・展望レポートでは、消費者物価の基調的上昇率は2%の「物価安定の目標」と概ね整合的な水準となっており、先行きも同程度で推移すると考えられると記載された。植田総裁は決定会合後の記者会見で、基調的物価上昇率の上方リスクに注意が必要である。そのうえで、毎回の会合で金融政策の変更について議論するとの主旨を語った。

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0.5ポイント引き上げ、1.75%にすると想定している。

図表12. デフレーターの伸び率（2015暦年連鎖価格）

（前年比、%）

	2024年度	2025年度	2026年度	2027年度	2028年度
国内総支出	3.2	3.3	2.5	3.1	2.9
民間最終消費	2.7	2.7	2.8	2.2	2.3
民間住宅投資	3.3	3.2	4.5	3.2	2.8
民間設備投資	3.3	3.2	4.8	3.2	2.8
政府最終消費	2.2	1.9	3.4	2.8	2.6
公的固定資本形成	3.8	3.3	4.9	3.2	2.8
財貨・サービスの輸出	5.1	1.4	7.6	1.3	1.6
財貨・サービスの輸入	3.0	▲ 1.5	12.0	▲ 0.8	▲ 0.2
					予測

図表13. 需要項目別の寄与度

（%）

	2024年度	2025年度	2026年度	2027年度	2028年度
実質国内総支出	0.7	0.9	0.9	0.7	0.6
民間需要	0.5	0.9	0.5	0.6	0.5
民間最終消費	0.1	0.6	0.1	0.4	0.3
民間住宅投資	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
民間設備投資	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3
公的需要	0.5	0.1	0.3	0.3	0.1
政府最終消費	0.5	0.2	0.4	0.2	0.1
公的固定資本形成	0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2	▲ 0.1	0.0
財貨・サービスの輸出	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
財貨・サービスの輸入	▲ 0.9	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.4
					予測

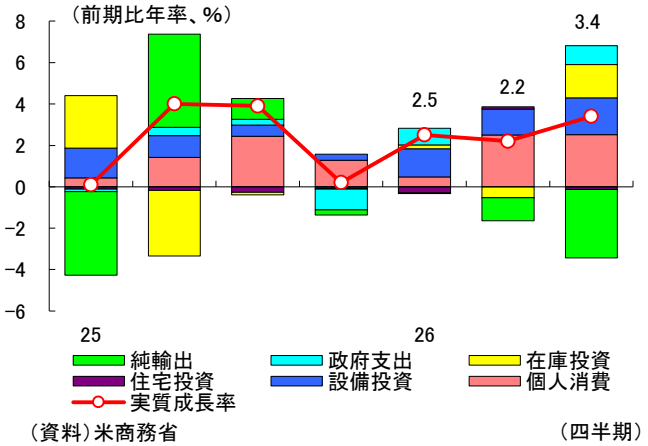
注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない

◇海外経済の現状と見通し

【米国経済】

米国の 2026 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率＋3.4%と堅調だった（図表 14）。需要項目別にみると、個人消費は同 3.8%増と前期に続いて高めの伸びとなった。財消費は処方薬や衣類などの非耐久財を中心に同 3.0%増となり、サービス消費は医療サービス、外食・宿泊サービスなどの好調から同 4.1%増となった。7～8 月にかけてはガソリン価格の高騰が一服していたことや、株高による資産効果などが消費を支えたと思われる。設備投資は同 12.7%増と力強く増加した。情報処理機器、産業用機械などの大幅増に加え、ソフトウェアなど知的財産への投資も好調だった。住宅投資は同 3.3%減となった。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が背景となり、減少傾向が続いている。民間在庫投資は＋1.6 ポイントの寄与となった。輸出は前期比年率 5.7%減となった。内訳では財輸出が同 7.4%減、サービス輸出が同 2.6%減である。貿易統計をみると、財では原油や金などの輸出増が一服した。一方で、コンピューター及び同附属品、半導体などは増加が続いている。輸入は同 19.7%増となった。内訳では財輸入が同 26.4%増、サービス輸入が同 4.2%減である。この結果、純輸出の寄与度は▲3.3 ポイントとなった。政府支出は同 5.3%増と 2 四半期ぶりのプラスとなった。

図表 14. 米国実質ＧＤＰ成長率の推移



非農業部門の雇用者数は 26 年 4～6 月期の月当たり＋8.1 万人に対して、7～9 月期の平均は同＋7.9 万人と均して安定的に増加している。部門別にみると、政府部門が同期に月平均▲0.4 万人、民間部門は同＋8.3 万人である。10 月の失業率は 4.1%と、緩やかな低下傾向にある。9 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 4.5%と、失業率を若干上回る水準であり、雇用の需給はややタイト化している。10 月の平均時給は前年比＋3.1%と減速が一服している。7～9 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 4～6 月期から横ばいである。企業による人員削減数は足元で前年比二桁減が続いており、先行きの雇用環境の改善を示唆している。

8 月下旬からの中東情勢の悪化を受けたガソリン価格の上昇を背景に、消費マインドはこのところやや悪化している。ミシガン大学の調査による 11 月の消費者信頼感指数は 51.0 と、（6 月の米国とイランによる暫定的な停戦合意を受けて改善した）7 月よりも 4.2 ポイント低い水準にある。9 月の CPI（総合）の上昇率は前年比＋3.7%と 8 月の同＋3.4%から上昇した。コア CPI（食品とエネルギーを除く消費者物価指数）は同＋2.6%と同じく前月から僅かに上昇している。エネルギー価格の上昇による様々な財やサービスの価格への波及が続くため、FRB による緩やかなペースでの利上げにも拘わらず、当面はインフレ圧力が残ると考えている。

米国経済は、堅調さを維持するだろう。個人消費は、物価上昇に概ね見合った賃金の伸びが続くなか、雇用者数の伸びがやや上向いており、底堅く推移する見込みである。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。設備投資は、先行指標である資本財受注（国防及び航空機を除く）が高い伸びを続けており、活発なAI関連などのソフトウェア投資とも相俟って、好調を維持するだろう。米国企業における好調な企業収益に加えて、各国との貿易合意に基づく米国への投資拡大も設備投資への支援材料となる。鉱工業生産も緩やかに増加しており、トランプ政権が目指す製造業の国内回帰の動きの顕れとも解釈できる。住宅投資は、住宅ローン金利が上昇基調となるなか、先行指標である住宅ローン申請指数（購入）が低下している。人手不足や建築費の高騰も制約要因となり、住宅投資はしばらく弱含みそうだ。輸出は、コンピューター及び付属品、半導体、IT関連の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。

今後の実質GDP成長率について、26年10～12月期は前期比年率＋2.2%、暦年ベースの成長率は26年を＋2.4%、27年を＋2.3%と予測している。

物価上昇率は、当面は横ばい圏で推移し、その後は緩やかに低下すると見込んでいる。FRBによる利上げの継続はインフレ抑制要因となるものの、エネルギー価格上昇の一般物価への波及が続くと考えるためである。中東情勢は前回見通し時の想定よりも悪化しており、市場が織り込んでいる先行きの原油価格も上方にシフトしている。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、26年9月の実績値＋2.6%に対し、26年12月は＋2.7%、27年12月は＋2.0%と想定する。

金融政策について、10月のFOMC後の声明文では経済活動に関する現状認識が「堅調」から「強い」に上方修正された。ウォーシュFRB議長は記者会見で、雇用環境は非常に良好であり、インフレ率は依然として高すぎる、金融環境は引き締め的な状態にあるとは言えない、との趣旨を発言した。FRBは27年3月末までに政策金利を0.5%引き上げ、4.25～4.50%とする見込みである。

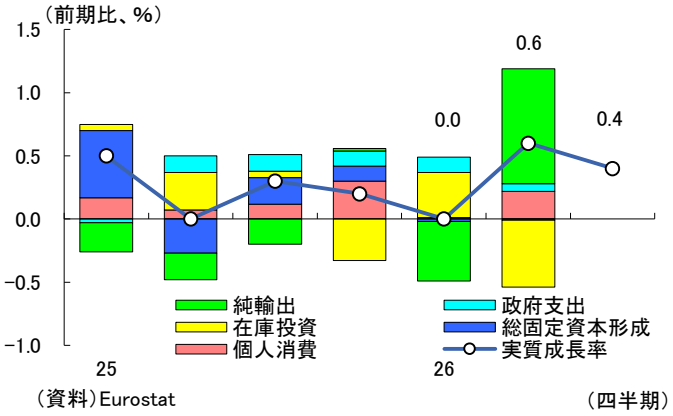
米国・イスラエルとイランの紛争については、親イラン派組織によるサウジアラビアへの攻撃などにも飛び火しており、解決までに長い期間を要すると考えている。一時的に停戦が合意されても、トランプ政権の予測不能な行動とそれに対するイランの反発を前提とすれば、ペルシャ湾や紅海の安全な通過に対する懸念は払拭できない。両地域からの原油供給の完全な停止などがあれば、エネルギー価格の一段の急騰と金融市場の混乱を引き起こす可能性がある。

【欧州経済】

ユーロ圏の 26 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前期比＋0.4%（年率換算＋1.7%）と、緩やかに成長している（図表 15）。

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、貿易統計などを勘案すると、輸出など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＋0.2%（同＋0.3%）、フランスが同▲0.1%（同横ばい）、イタリアが同横ばい（同＋0.2%）、スペインが同＋0.6%（同＋0.7%）である。

図表 15. ユーロ圏実質ＧＤＰ成長率の推移



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 6.5%と、過去最低水準近くで推移している。国別にみると、イタリア・フランスでは若干上昇しているものの、ドイツ・スペインでは横ばいである。ユーロ圏の 4～6 月期の妥結賃金の上昇率は前年比＋2.4%と、この期間の消費者物価（総合）の上昇率（同＋2.8%）をやや下回った。消費者マインドは、8 月下旬からの米国とイランの双方による攻撃の激化とエネルギー価格の高騰を背景に、足元でやや悪化している。

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＋2.5%（推計値）と、若干の加速傾向にある。食品とエネルギーを含む HICP 全体としては前年比で＋4.0%と、ECB（欧州中央銀行）の目標水準である＋2.0%を大きく上回って推移している。今後のコア HICP 上昇率の見通しについては、既往の原油・天然ガス価格からエネルギー以外の財価格や輸送などのサービス価格への波及が続くため、高止まりすると見込んでいる。その後は ECB の利上げの効果が徐々に発現することなどから、緩やかな低下に向かうだろう。

欧州経済は緩やかに成長するだろう。個人消費は、雇用環境は良好に保たれるものの、エネルギーの価格上昇などがマイナス要因となり足踏みすると考えている。ロシアへの制裁としてロシア産原油・天然ガスの輸入を縮小しているなかで、中東産の原油・天然ガスの価格上昇は欧州のインフレ率の上昇に拍車をかけている。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、持ち直しが続くだろう。輸出は、昨年の米国の関税引き上げの影響が一巡するなか、緩やかに増加する見通しである。

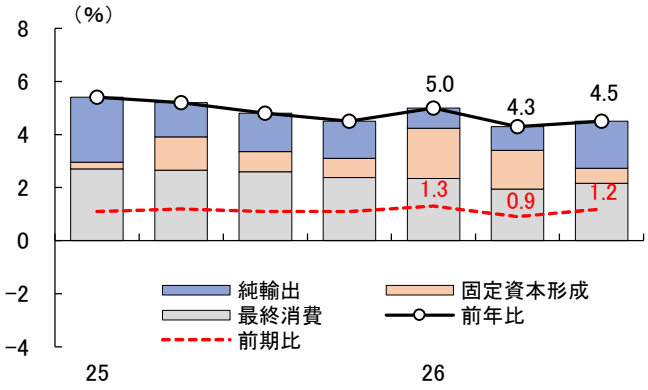
金融政策について、10 月の理事会後の声明文では「川上部門では初期の物価上昇圧力があり、物価のリスク評価は上向き」と書かれている。ECB はエネルギー価格の上昇が一般物価に波及するリスクを警戒して 27 年 3 月末までに政策金利（預金ファシリティ金利）を 0.5%引き上げ、3.0%とする見込みである。

見通しの変動要因として、中東情勢のほかにウクライナとロシアとの戦争の帰趨がエネルギー価格と家計の購買力や消費マインドに影響を及ぼすだろう。

【中国経済】

中国の 26 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比＋4.5%と、4～6 月期からやや加速した（図表 16）。中国政府による 26 年の成長目標である「＋4.5～5.0%程度」に向けて、1～9 月期の年初来前年比は＋4.6%と順調だ。前年比で 7～9 月期の需要項目別の動きをみると、固定資本形成のプラス寄与が縮小したものの、純輸出のプラス寄与の拡大がこれを埋め合わせ、最終消費は底堅く推移した。名目成長率は前年比＋6.0%と、4～6 月期の同＋5.9%から上昇した。

図表 16. 中国実質ＧＤＰ成長率の推移



（資料）中国国家統計局　　（四半期）

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 1.1%増（同 1.3%増）と伸びが鈍化した。内訳では、既往の政府による耐久財の買い替え支援策に対する反動減などを受けて、商品が自動車、家具などを中心に同 1.8%減（同 1.0%減）とマイナス幅を拡大した。飲食も同 1.3%増（同 1.8%増）と一段と減速している。一方、サービス業生産については、同 4.7%増（同 4.8%増）と堅調に推移している。固定資産投資は前年比 7.2%減（同 5.7%減）となった。内訳をみると、運輸関連投資は同 1.9%増（同 2.6%増）とプラスを維持したものの、不動産開発投資は同 20.6%減（同 18.0%減）と低迷が続く。輸出（ドル建）は同 21.3%増（同 17.5%増）と加速している。アジア向けなどの好調が続いていることに加え、昨年導入されたトランプ関税の影響の一巡もあって米国向けが持ち直している。

今後の輸出について、製品別には IT 関連や電気自動車など、地域別にはアジア向けや欧州向けを中心に好調が続くだろう。もっとも、これらの地域は中国からの輸入急増を受けて関税を強化する方向にあり、中国からの輸出が一本調子で増加し続けることは困難と考えられる。個人消費について、自動車などの耐久財は引き続き停滞が見込まれるものの、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」のもとでサービス消費促進活動の積極展開が続くことで、今後も下支えされるだろう。固定資産投資は、国有企業などで債務返済の動きが一服するなか、四半期ごとの変動はあるものの徐々に上向くだろう。

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＋0.8%と、このところやや低下している。今後も低めの上昇率が続くだろう。医療や観光などサービス分野では安定的な価格上昇が続いているものの、家庭用耐久財や自動車などでは需要が低迷するなかで、価格が弱含んでいる。

中国経済は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＋4.7%、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。住宅価格は値下がりが続いており、国有系の大手不動産企業の経営危機も継続している。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