

実質成長率は25年度0.9%、26年度0.7%と予測

－対米輸出の停滞で経済活動は力強さを欠いた動きが続く－

要 旨

1. 25年7～9月の実質GDPは前期比0.4%減(年率1.8%減)

個人消費は6四半期連続で増加した。長引く物価高で食料品の消費が低調だったが、夏季賞与の増加などの効果でサービス消費は底堅かった。設備投資も省力化投資を支えに4期連続で増加した。一方、建築基準法改正に伴う駆込み需要の反動が出た住宅投資は前期比9.4%減と大きく落ち込んだ。輸出は前期比1.2%減とマイナスに転じた。トランプ関税の影響で対米輸出が減少したためだ。輸入もマイナスに転じたものの、純輸出の前期比寄与度はマイナス0.2ポイント、年率換算の成長率を1.0ポイント押し下げた。

2. トランプ関税の影響は今年度下期の景気を下押しする要因に

足元の経済活動は総じて底堅い。長引く物価高で家計の節約志向は根強いものの、賃上げの継続で所得環境が良好に推移していることが国内景気を下支えしている。企業の投資マインドが崩れていないことも景気回復に寄与している。もっとも、日本製品への関税率が確定したことを受けて、年度下期には対米輸出への逆風がもう一段強まってくるとみられる。基本給・ボーナスの増加や旧暫定税率廃止に伴うガソリン価格の下落が個人消費の下支えとなるため、国内景気が大きく落ち込むリスクは小さいものの、対米輸出の停滞を主因に当面の成長ペースは緩慢なものにとどまると予想される。

3. 実質成長率は25年度0.9%、26年度0.7%と予測

25年度の実質成長率は0.9%と前回予測(0.6%)から上方修正した。関税措置に伴う輸出への悪影響が想定に比べて小さく、賃上げや株高効果で家計の消費マインドが底堅く推移しているためである。ただ、15%の相互関税の影響は相応に大きく、輸出への悪影響が続くことに変わりはない。最低賃金の引上げもあって、個人消費は底堅さを維持しようが、当面の景気は横ばい圏での推移が続くと予想している。26年度も輸出への下押し圧力が続くことから景気回復力は弱い。実質成長率は0.7%と前回予測を据え置いた。

(注) 本稿は2025年11月17日時点のデータに基づき記述されている。

(図表1) GDP成長率の推移と予測

(単位: %)

	2022年度 〈実績〉	2023年度 〈実績〉	2024年度 〈実績〉	2025年度 〈予測〉	2026年度 〈予測〉	前回(25年8月)	
						25年度(予)	26年度(予)
実質GDP	1.3	0.4	0.6	0.9	0.7	0.6	0.7
個人消費	2.6	▲0.4	0.7	1.0	0.8	0.7	0.8
住宅投資	▲2.7	0.7	▲0.6	▲4.1	0.5	▲1.8	▲0.9
設備投資	3.2	▲0.9	1.9	2.6	1.5	2.6	1.1
公共投資	▲5.5	▲0.4	0.6	▲0.2	0.2	▲1.1	0.8
純輸出(寄与度)	(▲0.6)	(1.3)	(▲0.5)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.2)	(▲0.2)
名目GDP	2.2	4.7	3.7	3.7	2.4	3.1	2.3

(備考) 内閣府「四半期別GDP速報」より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

1. 25 年 7～9 月の実質 GDP は前期比 0.4% 減（年率 1.8% 減）

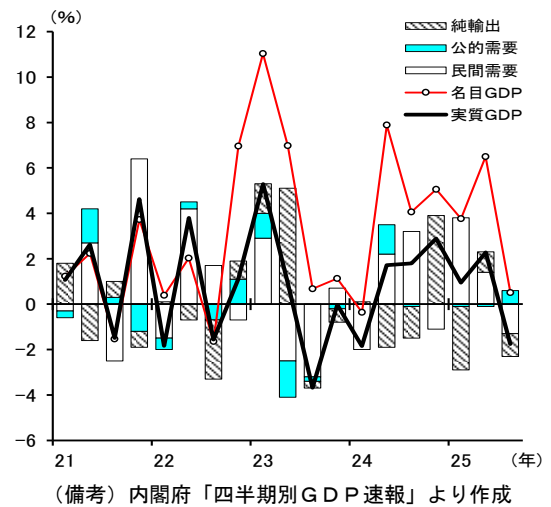
25 年 7～9 月の GDP は、物価変動の影響を除いた実質で前期比 0.4% 減、年率に換算すると 1.8% 減と 6 四半期ぶりにマイナス成長となった。ただ、景気の実感に近い名目 GDP は前期比年率 0.5% 増とプラスを維持した（図表 2）。

7～9 月の実質 GDP を需要項目別にみると、GDP の 54% を占める個人消費は前期比 0.1% 増と小幅ながらも 6 四半期連続でプラスとなった。食料品価格の上昇に歯止めがかからず、非耐久財消費は弱い動きが続いたものの、猛暑の影響でエアコンや日用品などの販売は堅調だった（図表 3）。家計の節約志向は根強いものの、賃上げやボーナスの増加を支えに外食やレジャーなどのサービス消費も底堅かった。住宅投資は前期比 9.4% 減と大幅なマイナスとなった。25 年 4 月の建築基準法改正を前に駆け込み着工が膨らみ、4 月以降はその反動で住宅着工戸数が落ち込んだ。GDP 統計の住宅投資は進捗ペースで計上されるため、反動減の影響が 7～9 月に表れた。

設備投資は前期比 1.0% 増と 4 四半期連続で増加した。自動車や鉄鋼関連など一部の業種ではトランプ関税の逆風を受けているものの、企業収益が総じて底堅く、投資マインドは上向いている。人手不足対策としての省力化投資や生産性向上を目的としたソフトウェア投資が堅調だった。公共投資は前期比 0.1% 増と小幅な伸びにとどまった。人手不足と夏場の猛暑で工事の進捗が遅れているとみられる。政府消費は医療費などを中心に前期比 0.5% 増加した。

輸出は前期比 1.2% 減とマイナスに転じた。アジア向けの電子部品輸出は引き続き好調だったが、トランプ関税の影響で対米輸出が減速した。インバウンド需要の増勢一服を受けてサービス輸出も減少した。輸入もマイナスに転じたものの、純輸出（外需）の前期比寄与度はマイナス 0.2 ポイント、年率換算の成長率を 1.0 ポイント押し下げた。

（図表 2）GDP の前期比年率と寄与度



（図表 3）個人消費関連指標（前年比増減率）

（単位：％）

	24年 10-12月	25年 1～3月	4～6月	7～9月	25年 1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
全世帯実質消費	0.5	0.9	1.9	1.8	0.8	▲0.5	2.1	▲0.1	4.7	1.3	1.4	2.3	1.8
平均消費性向(勤労者)	64.1	65.4	64.6	65.7	63.6	64.9	67.7	63.9	65.7	64.3	66.3	63.1	67.8
乗用車販売	▲3.2	14.0	6.5	▲4.4	15.0	18.8	9.6	11.0	3.1	5.5	▲3.7	▲8.2	▲2.4
（普通＋小型乗用車）	▲0.2	11.2	3.0	▲6.2	12.2	15/6	7.2	5.2	0.7	2.9	▲4.0	▲11.4	▲4.5
（軽乗用車）	▲8.8	20.1	14.0	▲0.8	20.9	25.5	15.0	24.5	8.1	10.9	▲3.0	▲1.8	▲1.7
百貨店販売額	1.9	0.1	▲6.5	▲1.1	5.0	▲1.7	▲2.9	▲4.5	▲7.0	▲7.7	▲6.1	2.5	1.4
スーパー販売額	2.2	2.8	3.5	2.3	3.0	1.6	3.6	3.9	3.6	3.1	3.1	1.6	2.1
商業動態・小売業	2.6	3.0	2.4	▲0.1	4.4	1.3	3.1	3.5	1.9	1.9	0.4	▲0.9	0.2
（衣類・身の回り品）	8.7	6.0	5.8	1.8	6.1	4.7	6.9	5.9	6.1	5.5	8.0	0.6	▲3.9
（飲料・食料品）	1.1	1.1	1.6	0.2	2.4	▲1.0	1.8	1.8	1.5	1.5	1.5	▲0.2	▲0.6
（自動車）	▲1.7	4.2	3.2	▲3.4	6.0	5.7	1.8	9.7	0.0	0.3	▲1.7	▲7.1	▲2.1
（家庭用機械）	3.6	5.4	4.6	3.7	3.9	5.5	6.7	3.6	5.7	4.5	▲0.5	5.8	6.2
（燃料）	3.6	5.6	0.2	▲5.6	7.6	7.8	1.8	4.4	▲0.1	▲4.0	▲4.5	▲7.1	▲5.3
外食産業売上高	—	—	—	—	7.7	6.0	7.0	6.0	10.8	6.0	8.7	8.4	4.8

（備考）1. 平均消費性向は季節調整済みの実数。百貨店、スーパーは既存店。外食産業売上高は全店ベース

2. 総務省「家計調査」、経済産業省「商業動態統計」などより作成

2. トランプ関税の影響は今年度下期の景気を下押しする要因に

(1) 家計の節約志向は根強いが、良好な所得環境が個人消費を下支え

25 年 7～9 月の GDP はマイナス成長となったものの、駆け込み需要の反動が出た住宅投資の落ち込みによる影響が大きく、経済活動は総じて底堅かった。長引く物価高で家計の節約志向は根強いものの、賃上げの継続で所得環境が良好に推移していることが国内景気を下支えしている。企業の投資マインドが崩れていないことも日本経済の回復に寄与している。輸出は 7～9 月に前期比マイナスに転じたが、トランプ関税による輸出環境の悪化というよりは、8 月の相互関税発動を前にした駆け込み輸出の反動が大きかったとみられる。

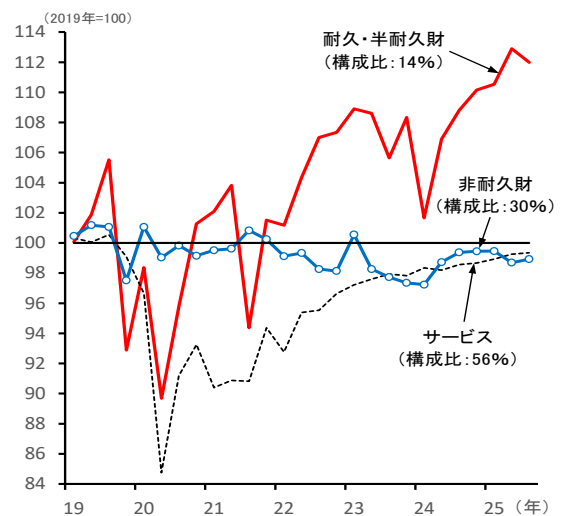
もともと、日本製品への関税率が確定したことを受けて、年度下期には対米輸出への逆風がもう一段強まってくるとみられる。米国の関税政策は、4 月 5 日からすべての国・地域に一律 10% を課税するベースライン関税が始まったが、8 月 7 日からは相互関税という形で 15% が課税されている。乗用車への関税は 27.5% から 15% に引き下げられたものの、今年 3 月までの 2.5% に比べると負担は重い。半導体や医薬品への分野別関税の導入も予定されており、関税の悪影響がさらに広がる可能性もある。基本給・ボーナスの増加や旧暫定税率廃止に伴うガソリン価格の値下げが個人消費の下支えとなるため、国内景気が大きく落ち込むリスクは小さいものの、輸出の停滞を主因に当面の成長ペースは緩慢なものにとどまると予想される。

25 年 7～9 月の実質個人消費は 6 四半期連続のプラスとなった。猛暑によるエアコンの販売増や「ウィンドウズ 10」のサポート終了に伴うパソコンの買替え需要がプラスに寄与したが、自動車販売の減少で耐久財消費は伸び悩んだ（図表 4）。コメの価格高騰には歯止めがかかったが、食料品の値上げが相次いだことから非耐久財消費は弱い動きが続いた。一方、宿泊や飲食を中心にサービス消費は堅調に推移した。長引く物価高で家計の節約志向は根強いものの、賃上げやボーナス支給の増額など所得環境が良好に推移していることが個人消費の下支えになっている。

所得環境は良好な状態を維持している。1 人当たり現金給与総額の前年比を四半期ベースで見ると、25 年 1～3 月は 2.2% 増、4～6 月は 2.4% 増、7～9 月は 2.3% 増と安定的な増加が続いている（図表 5）。25 年度の春闘賃上げ率が 2 年連続で 5% を超える高い伸びで妥結したことを反映した動きといえよう。25 年度下期についても、最低賃金が大幅に引き上げられたことなどを受けて名目賃金は 2% 台の伸びが続くと予想される。

ただ、関税政策への対応策として、自動車など一部の輸出企業は米国向け輸出価格を引き下げる形で関税コストを負担している。下請け企業が関税コストの一部負担を要請されることも想定され、その場合には中小企業の賃金にも抑制圧力がかかる。特に、規模の小さい中小企業や零細企業は収益基盤がぜい弱で、値下げ要請による収益の悪化を理由に賞与を中心とした賃金の伸びが抑えられる可能性がある。25 年度の 1 人当たり賃金（現金給

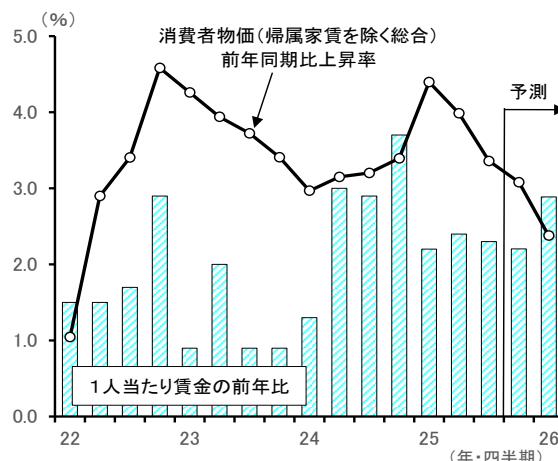
(図表 4) 財別の実質消費支出の推移



(備考) 1. 構成比は国内家計最終消費支出に占める比率
2. コロナ禍前の 2019 年平均を 100 とした
3. 内閣府資料より作成

与総額)は増加傾向を維持するものの、前年比2.4%増と前年度の3.0%増に比べて伸びが鈍化すると予想される。もっとも、物価上昇率も年末にかけて徐々に鈍化していくとみられる。コメ価格は足元でも高値圏での推移が続いているが、前年に急騰した裏が出る格好で食料品の物価上昇率は年明けにかけて伸びが鈍る可能性が高い。ガソリンの旧暫定税率の廃止を受けてエネルギー品目は物価の押下げに寄与しよう。1人当たり賃金は2%台の伸びにとどまろうが、物価上昇圧力が和らぐ26年1～3月にかけて実質賃金はプラスに転じると予想される。

(図表5) 1人当たり賃金と物価の前年比



(備考) 1. 1人当たり賃金は現金給与総額
2. 総務省、厚生労働省資料より作成

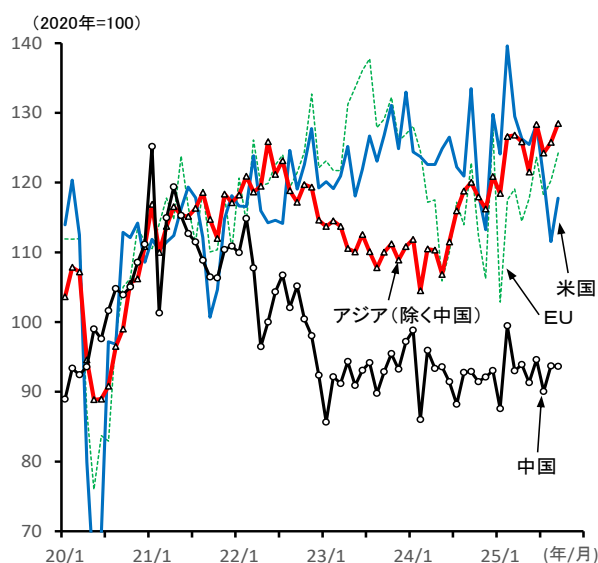
(2) 関税政策の影響は年度下期にかけて輸出の下押し要因に

25年7～9月の実質輸出は前期比1.2%減少した。アジア(中国以外)向けの輸出は引き続き堅調に推移したが、自動車を中心とした対米輸出が落ち込んだ(図表6)。貿易相手国に一律に10%を課税するベースライン関税は今年4月から始まった。その後、上乗せ分となる相互関税が発動(8月7日)される夏前にかけて駆け込み輸出が膨らみ、その反動が7～9月の対米輸出の押下げ要因になったとみられる。関税措置によって米国の需要が明確に縮小しているわけではない。実際、日本の自動車メーカーは関税分を負担する形で価格を下げて輸出しており、販売台数への影響は限定的だ。ただ、関税の大部分を負担できるのは自動車産業など国際競争力の高い企業に限られる。一部の企業では、関税分の値上げは難しく、採算性の低い製品の対米輸出を抑制しているという。また、関税分を販売価格に転嫁したところ、米国販売が減少しているという企業もある。

足元の為替相場が円安に振れていることで輸出価格の引下げによる採算の悪化はやや軽減されているが、競争力の高い自動車メーカーでさえも関税分を負担し続けるのは難しいだろう。関税率が固まったことで、米国の取引先と関税負担に関する交渉を進めている企業は多いとみられ、関税の負担分は今後段階的に輸出価格に転嫁されていくと予想される。米国の輸入企業にとっては調達コストが増加することになり、この先は米国企業からの需要が徐々に減速していく可能性も考えられる。

電子部品を中心としたアジア向け輸出は、底堅さを維持している。AI(人工知能)関連の需要が拡大していることが背景にあるが、半導体関連製品への分野別関税が発動される可能性を踏まえ、アジアの電気機械メーカーが日本製の電子部品の調達を前倒しで

(図表6) 仕向け地別の実質輸出指数の推移



(備考) 日本銀行資料より作成

増やしているといった側面もある。アジア企業が電気・電子機器を駆込みで米国に輸出しようとする動きが、日本のアジア向け輸出の追い風になっている。半導体に関連する分野別関税は、その規模や対象製品など詳しい内容は判明していないが、駆込みで増えたアジア向け輸出には一旦ブレーキがかかると予想される。

また、米国によるアジア各国に対する関税措置の影響にも注意が必要だ。米国はアジア主要国に対して19～20%の高い関税を賦課しており、アジア諸国からの米国向け輸出が減速すれば、日本のアジア向け輸出にも下押し圧力が波及するとみられる。日本の輸出の特徴として、アジア圏に部品を輸出し、完成品となって米国に出荷される経由輸出が少なくないためだ。アジアから米国への駆込み輸出が日本のアジア向け輸出を誘発したことからみても、アジアを経由した日本への影響は無視できないと考えられる。トランプ関税による輸出への悪影響はこれまでの想定ほど大きくないとみられるが、日本にとって15%の相互関税の影響は相応に大きく、25年度下期にかけて景気の下押し要因として作用し始めると予想している。

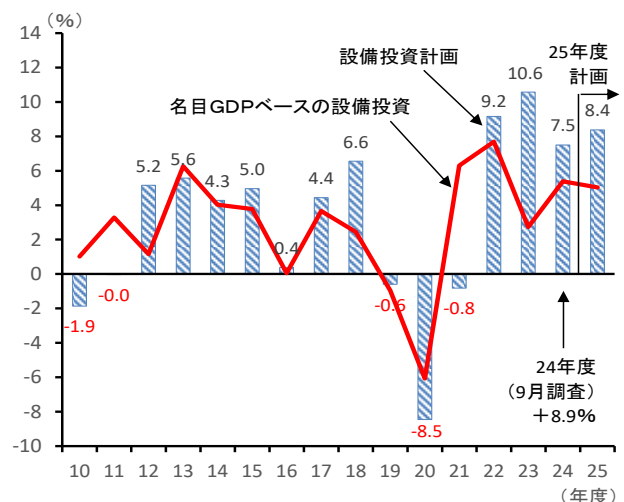
サービス輸出に計上されるインバウンド需要の増勢が一服していることも輸出減少の一因である。7～9月の非居住者家計の国内での直接購入（GDPベースのインバウンド需要）は前期比1.6%減と4四半期ぶりに減少した。もっとも、インバウンド需要の減速は一時的なものだった可能性もある。7～9月の訪日客の減少は、香港や台湾などで「7月に日本で大震災が発生する」との噂がSNSなどで拡散されたことなどが原因であり、足元では落ち着きを取り戻している。為替レートが1ドル150円程度で推移していることもあって日本旅行の割安感は維持されている。25年度上期のインバウンド需要は減速したが、中期的には増加傾向が続く公算が大きい。米国の高関税政策で財の輸出に下押し圧力がかかるものの、サービス輸出の回復がその影響の一部を緩和するとみられる。

（３）年度下期にかけて設備投資の増加ペースはやや鈍化

米国の関税政策を巡る不確実性の高まりを受けて、企業の投資行動が慎重化するとみられていたが、7～9月の実質設備投資は前期比1.0%増と4四半期連続でプラスとなった。足元の企業収益が高水準を維持していることもあって、企業は投資計画を着実に進めているとみられる。また、人手不足対策としての省力化投資やDX（デジタルトランスフォーメーション）投資に加え、半導体関連を中心とした機械設備の投資も引き続き堅調に推移している。

先行きについても省力化投資や生産性向上に関する投資への需要は根強いとみられる。ただ、トランプ政権による関税政策で世界経済の先行きは楽観できず、製造業を中心に企業の投資行動が慎重化してくる可能性がある。最新の日銀短観（9月調査）による設備投資計画をみると、25年度全規模合計の設備投資（含む土地投資）は、前年度比

（図表7）設備投資の前年比増減率



（備考）1. 25年度の名目設備投資は信金中央金庫の予測値
2. 日銀短観などより作成

8.4%増となっている（図表7）。前年度の9月調査（8.9%増）に比べて伸びはやや抑制されている。規模別に25年度計画をみると、中小企業が2.3%減と前年9月調査（2.6%増）に比べて慎重な計画となっている。現時点でトランプ関税による悪影響が生じているとする中小企業は少ないが、先行きへの警戒感は根強く、様子見姿勢を続けている企業が多いためだ。また、建設投資については、資材価格や労務費の高騰で予算を超過するケースが頻発しており、一部の企業では計画を見直す動きがある。人手不足感はなお強く、人件費負担も増していることなどから省力化投資への需要は旺盛とみられるが、今後は関税政策に伴う輸出の減速や国内生産活動の停滞なども想定されることから、設備投資の増加ペースはややスローダウンすると予想される。

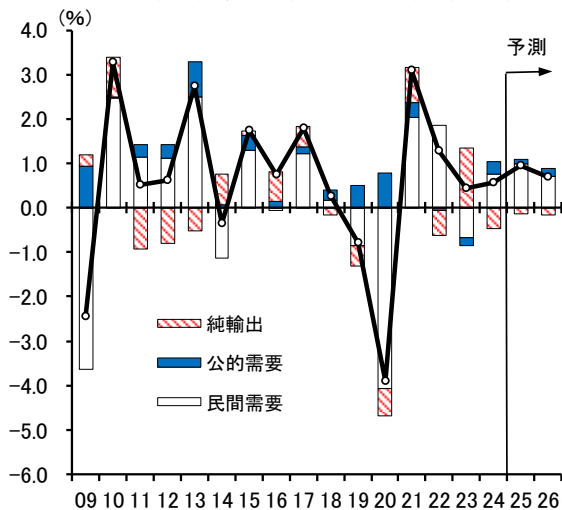
3. 実質成長率は25年度0.9%、26年度0.7%と予測

25年度の実質成長率は0.9%と前回予測（0.6%）から上方修正した。関税措置に伴う輸出への悪影響が想定に比べて小さく、賃上げや株高効果で家計の消費マインドが底堅く推移しているためである。ただ、15%の相互関税の影響は相応に大きく、輸出への悪影響が続くことには変わりはない。最低賃金の引上げや政府による物価高対策の効果で個人消費は底堅さを維持するものの、当面の景気は横ばい圏での推移が続くと予想している（図表8）。26年度も輸出への下押し圧力が続くことから景気の回復力は弱く、実質成長率は0.7%と前回予測を据え置いた。

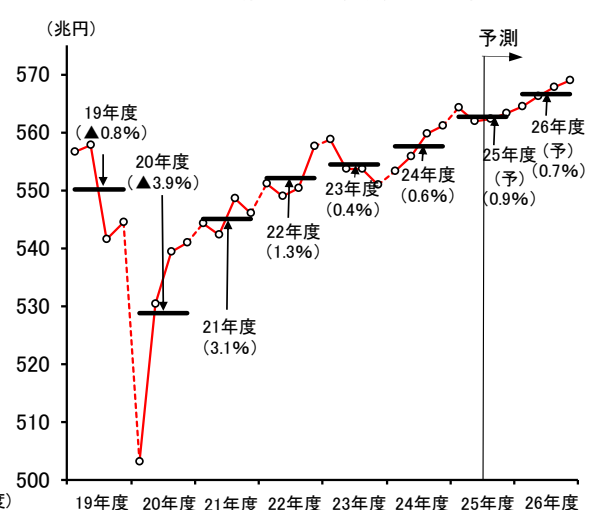
25年度の実質個人消費は前年比1.0%増と予測した。春闘賃上げ率が2年連続で5%を超える高い伸びで妥結するなど賃上げの動きが続いていることが支えとなろう。ただ、米国の関税政策を受けて製造業の収益が押し下げられており、業績に左右されやすい賞与の伸びは鈍化するとみられる。25年度の1人当たり賃金（現金給与総額）は増加傾向を維持するものの、24年度の伸びを下回ると予測している。食料品を中心とした物価上昇も個人消費の逆風になっている。年度下期には食料品の値上げ一服を受けて物価上昇圧力が和らぐと想定しているが、25年度全体でみた1人当たり実質賃金は4年連続で前年比マイナスとなる見通しである。

（図表8）実質GDP成長率の推移と予測

＜実質成長率と需要項目別寄与度（年度）＞



＜四半期ベースの実質GDPの推移＞



（備考）右図中の（ ）内は年度の実質成長率。四半期予測は26年度を非表示。実績は内閣府、予測は信金中央金庫

実質設備投資は前年比 2.6%増と 24 年度 (1.9%増) の伸びをやや上回ると予測した。企業収益の水準は高く、人手不足を背景とした省力化投資や生産性向上に関する投資意欲が根強いことが背景にある。ただ、トランプ関税の影響を見極めたいとして慎重な投資姿勢を続ける企業もあり、先行きの下振れリスクは残る。

米国の関税政策を受けて、対米輸出への下押し圧力は年度下期にかけてやや強まると予想している。すべての国・地域に一律で課税されるベースライン関税 (10%) は 4 月 5 日から始まり、各国との交渉を経て 8 月 7 日からは相互関税 (日本には 15%課税) が発動された。分野別関税となる自動車関税は、9 月 16 日に 27.5%から 15%へ引き下げられたが、関税率 15%の影響は相応に大きいと考えられる。日本の自動車メーカーは、現地での販売シェア確保を目的に価格を引き下げて輸出しており、数量面への影響は今後も限定的にとどまるとみられるが、関税の大部分を負担できる輸出企業は自動車産業など国際競争力の高い一部の企業に限られる。「現地の取引先と関税の負担割合について交渉を進めている」とする企業もあり、関税の負担分は段階的に輸出価格に転嫁されていくと予想される。米国の輸入企業にとっては調達コストが増加することになり、年度下期にかけて米国企業の需要が徐々に減速していく可能性も考えられる。

一方、インバウンド需要は年度上期に減速したものの、足元では持ち直している。訪日観光客数は、すでにコロナ禍前を超える水準まで拡大してきたこともあって伸びは鈍化するものの、インバウンド需要は財輸出の下振れを幾分緩和するとみられる。サービスを含めた 25 年度の実質輸出は前年比 2.7%増と増勢が続く見通しである。製造業の活動が弱まる影響で実質輸入は 3.1%増と 24 年度 (3.5%増) から伸びが鈍化しよう。この結果、輸出から輸入を差し引いた純輸出の寄与度は、マイナス 0.1 ポイントと引き続き成長率の押下げ要因となるが、24 年度 (マイナス 0.5 ポイント) に比べるとマイナス幅は縮小すると予想される。

26 年度も関税の影響が続く。半導体や医薬品の分野別関税も導入されるとみられ、輸出には下押し圧力がかかり続ける。ただ、関税政策が決着することで先行き不透明感はおおむね払拭されると想定している。生産設備の一部を米国に移管するなどの対策も進むとみられる。関税導入の影響で米国経済はインフレ圧力の高い状態が続くものの、減税効果などから景気は緩やかに上向くと予想している。世界経済が落ち着きを取り戻すことでグローバル生産活動が持ち直し、資本財を中心に輸出は徐々に回復に向かおう。

製造業の減速を受けて 26 年度の賃上げ率は鈍化する可能性が高い。ただ、原油を中心とした輸入原材料価格の下落で消費者物価上昇率も鈍化すると想定している。1 人当たり実質賃金が 5 年ぶりに増加に転じることで個人消費は底堅く推移しよう。26 年度の実質個人消費は前年比 0.8%増と予想している。

<海外経済>

<米国>…共和党と民主党の対立を背景に 10 月 1 日に始まった米連邦政府機関の閉鎖は 43 日間に及んだ。この影響で多くの職員が一時帰休となり、経済データの公表は 1 か月以上見送られた。アトランタ連銀の GDP ナウによると、11 月 5 日時点で 7～9 月の実質成長率は前期比年率 4.0%と推定されているが、未公表の統計も多く、実際の結果は大幅に修正される可能性がある。また、空港の航空管制官や保安検査員の欠員で航空便の運行に

も支障が生じるなどの混乱が広がった。11月12日にトランプ大統領が暫定財源を確保する「つなぎ予算案」に署名したことを受けて政府機関の閉鎖は終了したが、10～12月のGDPは政府支出の減少によって押し下げられるとみられる。議会予算局（CBO）では、政府閉鎖が6週間続いた場合、10～12月の実質GDPは年率で1.5ポイント押し下げられると試算している。トランプ関税に伴う先行き不安が根強いうえに、政府機関の閉鎖が1か月以上続いたことから消費者のマインドも悪化しており、景気は短期的に下振れする可能性がある。現時点の実質成長率の予測は25年2.1%、26年2.1%と底堅い動きを見込んでいるが、政府機関の閉鎖の影響を受けて下方修正する可能性がある。

<欧州>…25年7～9月のユーロ圏の実質GDPは前期比0.2%増、年率0.9%増と4～6月の年率0.5%増からやや加速した。観光産業を支えにスペインが前期比0.6%増と底堅さを維持したほか、ポルトガルは0.8%増と高い伸びだった。フランスは航空機部品や医薬品の輸出増加が寄与し、前期比0.5%増と堅調だった。一方、ユーロ圏最大の経済国であるドイツは前期比横ばいにとどまった。トランプ関税の影響や中国経済の停滞で輸出の減速が続いているためだ。トランプ関税の影響は当面も対米輸出の下押し圧力になるとみられ、製造業を中心としたドイツ経済は力強さを欠いた動きが続こう。フランスの輸出回復も一時的なものとみられ、景気回復の勢いに弾みはつかないだろう。ECB（欧州中央銀行）による利下げ効果がタイムラグを伴って効いてくることでユーロ圏全体の景気が失速する可能性は小さいが、当面も下振れリスクを抱えた状態が続くとみられる。25年のユーロ圏の実質成長率は1.4%、26年の成長率も1.0%にとどまると予想している。

<中国>…25年7～9月の中国の実質GDPは前年比4.8%増と4～6月の5.2%増から鈍化した。季節要因を調整した前期比ベースでは1.1%増と4～6月の1.0%増とほぼ同じ伸びだった。トランプ大統領が主導する対中関税強化の影響で米国向け輸出は落ち込んだままだが、ASEAN向けの輸出増でカバーしている。固定資産投資の減速も続いており、1～9月の伸びは前年同期比0.5%減とマイナスに転じた。なかでも不動産投資が大きく落ち込んでおり、中国経済の下押し要因となっている。不動産市況の悪化は家計のマインドにも波及しており、外食などサービス消費を中心に個人消費の逆風になっている。10月28日の米中首脳会談では、中国によるレアアース（希土類）の輸出規制の一時停止と引き換えに、米国による対中関税が引き下げられることとなったが、中国の追加関税率は日本や韓国に比べても高く、対米輸出への逆風は続くことになる。内需にも回復の兆しが見えてこないことから中国経済は引き続き減速傾向で推移すると予想される。25年の実質成長率は4.9%と3年ぶりに5%を下回り、26年には4.1%へ鈍化すると予測している。

4. 関税政策による不確実性はなお高く、日銀は当面も様子見姿勢を続ける見通し

（1）25年度下期にかけて物価上昇圧力はやや弱まる見通し

25年9月のコア消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は、前年同月に比べて2.9%上昇した（図表9）。25年7月まで8か月連続で3%台の伸びを記録した後、8月と9月の上昇率は2%台へ鈍化した。上昇率が鈍化してきた要因はエネルギー物価の落ち着きである。電気、ガス、ガソリン、灯油の4品目を合計したエネルギーの前年比上昇率は、今年4月の9.3%から9月には2.3%へ鈍化し、コア指数への押し上げ寄与度は4月の0.74ポイントから9月には0.18ポイントまで縮小した。政府による補助金効果が大きいとはいえ、世界

経済の減速を受けて原油市況が軟調に推移していることも背景にある。なお、東京都が実施した保育所保育料の無償化は全国ベースの指数でも押下げ要因になっている。

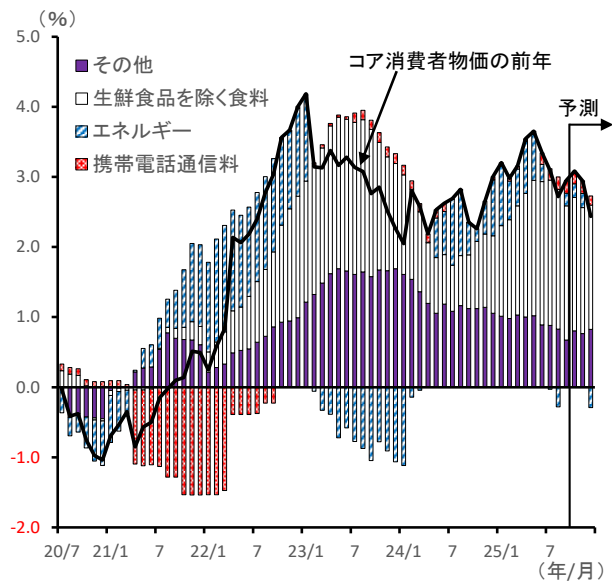
日銀が注目している「生鮮食品・エネルギーを除く総合指数（日銀コア）」の前年同月比上昇率も直近のピークだった7月の3.4%から9月には3.0%へ鈍化した。コメ価格は高止まりしているものの、前年同月と比べた上昇率は鈍化しており、生鮮食品を除く食料品の前年比上昇率も7月の8.3%から9月には7.6%へ鈍化している。ただ、自動車本体や同整備費、化粧品や日用品、サービス関連では宿泊費やテーマパーク入場料などの品目が上昇している。物価上昇ペースは全体として鈍ってきたとはいえ、インフレ圧力は依然として根強い。

25年度下期にかけてもエネルギー品目の下落を主因に物価上昇率の鈍化が続くとみられる。与野党6党はガソリンにかかる旧暫定税率の廃止で合意しており、臨時国会で法案が成立する見通しである。旧暫定税率（25.1円）と消費税分の合計で1リットル当たり27.6円の引下げ効果がある。廃止時期は12月末を予定しているが、政府は補助金を活用して11月13日から2週間ごとに5円程度ずつ引き下げていく方針である。電気・ガス代の補助は、今年7～9月（物価指数に影響するのは請求月の8～10月）に限定した措置だが、政府は暖房需要が高まる26年1～3月の支給について前向きの姿勢を示している。年明けからは、エネルギー品目が物価指数全体を押し下げる公算が大きい。

コメ価格の押上げ寄与度が縮小していくことで、食料品全体の上昇ペースも減速しよう。ただ、コメ類が大きく値上がりしたことを受けて、おにぎりや弁当などの加工食品、すしや牛丼といった外食などにも値上げの動きが広がっている。また、コメ類及び関連品目以外の食料品についても値上げの動きが続いている。これまでの原材料高に伴う価格転嫁が不十分であることや、賃上げ継続で人件費が増加していることなどから今後も断続的な値上げが続くとみられる。エネルギー品目が下落に転じることで、コア消費者物価の前年比上昇率は26年1～3月に2%付近まで鈍化するとみられるが、25年度全体では2.8%の上昇と過去3年と同程度の高い上昇率となる見通しである。

賃上げの定着を受けて26年度も消費者物価は上昇傾向で推移すると予想される。食料品はコメ関連の押上げ寄与度が縮小しようが、多くの品目で原材料コストの上昇分を転嫁する動きが続くとみられる。ただ、ガソリン価格の値下がりエネルギー品目全体では下落を見込んでおり、年度平均のコア消費者物価の上昇率は1.8%に鈍化すると予想している。日銀が注視している「生鮮食品・エネルギーを除く総合指数（日銀コア）」の前年比上昇率は、25年度が3.1%、26年度が2.3%と日銀が目指す2%の「物価安定の目標」に沿って推移すると予測している。

（図表9）コア消費者物価の前年比上昇率と
主な品目の寄与度



（２）日銀による追加利上げは年明け以降に先送りされる見通し

日銀は10月29～30日の金融政策決定会合で、政策金利である無担保コールレート翌日物金利を0.5%に据え置くことを決めた。審議委員の2人は前回に続いて利上げを提案したが、反対多数で否決された。植田総裁は米国経済や世界の通商政策を巡る不確実性について、「景気の下振れリスクはやや下がっている」と指摘したが、「関税政策による収益下押し圧力が作用するもとでも、企業の積極的な賃金設定行動が途切れないかどうかをもう少し確認したい」と慎重な政策スタンスを変えなかった。ただ、「春闘の妥結を知るまで待ちたいわけではない」とも述べ、「初動のモメンタム（勢い）がどういった感じになるのか、もう少し情報を集めたい」と26年度の賃上げの展望が視野に入ってきた段階で金利の調整に踏み切る可能性を示唆した。

今回は高市政権発足後で初となる会合で、政府からは城内実・経済財政相が出席した。今後は、緩和的な金融政策を重視する高市政権との対話を進めながらの政策運営となるが、植田総裁は「環境が整えば政治状況に関わらず金利を調整する」と語った。ただ、政府との意思疎通の重要性は一段と高まったとみられ、今後の追加利上げに関しては、政権側の合意を取り付けることも必要になってくると考えられる。

当研究所では、トランプ関税に伴う悪影響が年度下期にかけて徐々に広がってくると想定しており、景気は下振れリスクを抱えた状態が続くと予想している。現時点における影響は、自動車や鉄鋼、機械など製造業の一部にとどまっているものの、トランプ政権は、半導体、医薬品、重要鉱物など9分野で232条発動の準備を進めており、日本経済への悪影響がもう一段広がってくる可能性は否定できない。また、政治状況も追加利上げのハードルを高める要因になる。特に12月は少数与党のもとでの予算編成と税制改正になるため、野党との調整が難航する可能性は高く、追加利上げによる金融市場の混乱を回避したいとの思惑が働くとみられる。構造的な人手不足を背景に賃金と物価の好循環は崩れていないとみられるが、日銀は金融政策運営に関して当面も慎重な姿勢を維持しよう。政策金利の引上げ時期は26年1月の金融政策決定会合まで先送りされると予測している。

本レポートは発表時点における情報提供を目的としており、文章中の意見に関する部分は執筆者個人の見解となります。したがって、投資・施策実施等についてはご自身の判断をお願いします。また、レポート掲載資料は信頼できると考える各種データに基づき作成していますが、当研究所が正確性および完全性を保証するものではありません。なお、記述されている予測または執筆者の見解は予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

＜25年度、26年度の日本経済予測（前年度比）＞

（単位：％、10億円）

	22年度 <実績>	23年度 <実績>	24年度 <実績>	25年度 <予測>	26年度 <予測>
名目GDP	2.2	4.7	3.7	3.7	2.4
実質GDP	1.3	0.4	0.6	0.9	0.7
国内需要	1.8	▲0.8	1.0	1.1	0.9
民間部門	2.5	▲0.9	1.0	1.3	0.9
民間最終消費支出	2.6	▲0.4	0.7	1.0	0.8
民間住宅投資	▲2.7	0.7	▲0.6	▲4.1	0.5
民間企業設備	3.2	▲0.9	1.9	2.6	1.5
民間在庫品増加	2,322	572	1,130	2,010	1,804
政府部門	▲0.2	▲0.7	1.1	0.4	0.7
政府最終消費支出	1.1	▲0.8	1.2	0.5	0.8
公的固定資本形成	▲5.5	▲0.4	0.6	▲0.2	0.2
財・サービスの純輸出	▲2,176	4,111	2,032	1,621	791
財・サービスの輸出	5.0	3.0	1.5	2.7	1.0
財・サービスの輸入	7.4	▲2.8	3.5	3.1	1.8

（備考）内閣府資料より作成。在庫投資、財貨・サービスの純輸出は実額。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

＜実質成長率の需要項目別寄与度＞

（単位：％）

	22年度 <実績>	23年度 <実績>	24年度 <実績>	25年度 <予測>	26年度 <予測>
実質GDP	1.3	0.4	0.6	0.9	0.7
国内需要	1.8	▲0.9	1.1	1.1	0.9
民間部門	1.9	▲0.7	0.8	1.0	0.7
民間最終消費支出	1.4	▲0.2	0.4	0.5	0.5
民間住宅投資	▲0.1	0.0	▲0.0	▲0.2	0.0
民間企業設備	0.5	▲0.1	0.3	0.5	0.3
民間在庫品増加	0.0	▲0.4	0.1	0.2	▲0.0
政府部門	▲0.1	▲0.2	0.3	0.1	0.2
政府最終消費支出	0.2	▲0.2	0.3	0.1	0.2
公的固定資本形成	▲0.3	▲0.0	0.0	▲0.0	0.0
財・サービスの純輸出	▲0.6	1.3	▲0.5	▲0.1	▲0.2
財・サービスの輸出	0.9	0.6	0.3	0.6	0.2
財・サービスの輸入	▲1.5	0.7	▲0.8	▲0.7	▲0.4

（備考）内閣府資料より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

＜前提条件＞

	22年度 <実績>	23年度 <実績>	24年度 <実績>	25年度 <予測>	26年度 <予測>
為替レート(円/ドル)	135.4	144.5	152.5	148.5	146.0
原油価格(入着価格、ドル/バレル)	102.7	86.0	82.3	72.0	71.0
（前年比、％）	32.5	▲16.2	▲4.3	▲12.5	▲1.4

（備考）日本銀行資料などより作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

＜主要経済指標の推移と予測＞

	22年度 ＜実績＞	23年度 ＜実績＞	24年度 ＜実績＞	25年度 ＜予測＞	26年度 ＜予測＞
鉱工業生産指数 (前年比、%)	104.9 ▲0.3	102.9 ▲1.9	101.5 ▲1.4	101.9 0.4	103.2 1.3
第3次産業活動指数 (前年比、%)	99.9 2.3	101.5 1.6	102.9 1.4	104.6 1.7	105.4 0.8
完全失業率(季調済、%)	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4
国内企業物価(前年比、%)	9.5	2.4	3.3	2.6	2.2
コア消費者物価(前年比、%)	3.0	2.8	2.7	2.8	1.9
生鮮食品・エネルギーを 除く前年比、%	2.2	3.9	2.3	3.1	2.3

(備考) 経済産業省、総務省資料より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

＜経常収支＞

(単位：億円、%)

	21年度 ＜実績＞	22年度 ＜実績＞	23年度 ＜実績＞	24年度 ＜実績＞	25年度 ＜予測＞	26年度 ＜予測＞
経常収支	201,220	90,941	262,055	295,493	310,644	295,346
前年差	31,877	▲110,278	171,115	33,438	15,151	▲15,298
名目GDP比(%)	3.6	1.6	4.4	4.8	4.9	4.5
貿易・サービス収支	▲63,979	▲232,681	▲69,174	▲65,751	▲37,493	▲46,333
前年差	▲66,550	▲168,702	163,507	3,423	28,258	▲8,840
貿易収支	▲15,043	▲178,716	▲36,866	▲40,129	▲13,473	▲19,889
前年差	▲52,896	▲163,673	141,850	▲3,263	26,656	▲6,416
サービス収支	▲48,936	▲53,964	▲32,307	▲25,622	▲24,020	▲26,444
前年差	▲13,654	▲5,028	21,657	6,686	1,602	▲2,424
第1次所得収支	289,718	353,971	373,779	408,256	404,758	389,267
前年差	95,125	64,253	19,808	34,477	▲3,498	▲15,491
第2次所得収支	▲24,519	▲30,349	▲42,550	▲47,012	▲56,621	▲47,588
前年差	3,302	▲5,830	▲12,201	▲4,462	▲9,609	9,033

(備考) 日本銀行「国際収支統計」より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

＜主要国の実質成長率の推移と予測＞

(単位：前年比、%)

国名	21年	22年	23年	24年	25年(予)	26年(予)
米 国	6.2	2.5	2.9	2.8	2.1	2.1
ユ ー ロ 圏	6.4	3.6	0.4	0.9	1.4	1.0
ドイツ	3.9	1.8	▲0.9	▲0.5	0.3	0.8
フランス	6.9	2.7	1.4	1.2	0.8	1.0
イギリス	8.5	5.1	0.3	1.1	1.5	1.2
中 国	8.6	3.1	5.4	5.0	4.9	4.1

(注) 米商務省、eurostat 資料などより作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所