

## 実質成長率は26年度0.8%、27年度1.1%と予測

— 中東情勢混迷の影響は軽微にとどまるも景気回復ペースは引き続き緩やか —

### 要 旨

#### 1. 26年4～6月の実質GDPは前期比0.3%増(年率1.1%増)

個人消費は前期比0.02%減と8四半期ぶりのマイナスになった。自動車やエアコンの販売は好調だったが、高校無償化などによる教育支出の減少が押下げ方向に寄与した。設備投資は研究開発投資が減少し、2四半期連続のマイナスだった。輸出は中東向けが落ち込んだが、サービス輸出の増加が下支えとなった。ホルムズ海峡封鎖で原油輸入が減少したため、純輸出は年率換算の成長率を1.8%ポイント押し上げた。ただ、原油の国家備蓄放出による公的在庫変動の押下げを考慮すると純輸出のプラス寄与は限定的だった。

#### 2. 景気は上向きの動きを維持しようが、中東情勢の混迷で当面の回復ペースは緩慢

26年4～6月の景気は中東情勢緊迫化の影響が懸念されたものの、高校無償化の影響を除けば個人消費は底堅く、純輸出の押し上げ効果も想定以上に大きかった。もっとも、足元では原油の代替調達が進んでおり、7～9月には輸入の回復が成長率の押下げ要因となる。自動車やエアコン販売は制度要因で押し上げられた反動で減少が見込まれる。7月28日に発生した熊本地震も経済活動を下押しする要因となる。公的在庫変動はニュートラルに戻るとみられるが、7～9月の実質成長率は前期比ゼロ%近くまで減速しよう。

#### 3. 実質成長率は26年度0.8%、27年度1.1%と予測

26年度の実質成長率は0.8%と前回予測(0.6%)から上方修正した。中東情勢混迷による原油価格の高騰や資材不足の影響が想定よりも軽微にとどまっていることが背景にある。ただ、足元の原材料価格の高騰を受けて先行きは値上げの動きが広がるとみられる。年度下期にかけて個人消費の伸びが鈍化するとの見方は維持している。今回の経済見通しから飲食料品の消費税減税を前提とした予測に変更したため、27年度には個人消費の伸びがやや高まると見込んだ。もっとも、減税開始のタイミングで原材料高を理由とする価格改定が積極化する可能性が高く、消費税率引下げの効果は限定的にとどまると予想している。

(注) 本稿は2026年8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: %)

|              | 2023年度<br>〈実績〉 | 2024年度<br>〈実績〉 | 2025年度<br>〈実績〉 | 2026年度<br>〈予測〉 | 2027年度<br>〈予測〉 | 前回(26年5月)  |            |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------|------------|
|              |                |                |                |                |                | 26年度(予)    | 27年度(予)    |
| <b>実質GDP</b> | <b>0.1</b>     | <b>0.7</b>     | <b>0.9</b>     | <b>0.8</b>     | <b>1.1</b>     | 0.6        | 1.0        |
| 個人消費         | ▲1.0           | 0.1            | 1.3            | 0.8            | 1.1            | 0.5        | 0.8        |
| 住宅投資         | 2.0            | ▲0.4           | ▲2.6           | 0.3            | ▲0.2           | 0.7        | 0.4        |
| 設備投資         | 0.8            | 1.8            | 2.3            | 0.2            | 2.3            | 1.5        | 1.8        |
| 公共投資         | ▲0.1           | 0.1            | ▲0.3           | 0.4            | 0.6            | 0.5        | 0.7        |
| 純輸出(寄与度)     | (1.2)          | (▲0.3)         | (▲0.1)         | (0.2)          | (▲0.2)         | (0.1)      | (▲0.1)     |
| <b>名目GDP</b> | <b>4.9</b>     | <b>4.0</b>     | <b>4.3</b>     | <b>3.2</b>     | <b>3.1</b>     | <b>2.8</b> | <b>2.9</b> |

(備考) 内閣府「四半期別GDP速報」より作成。予測は信金中金総研

## 1. 26年4～6月の実質GDPは前期比0.3%増（年率1.1%増）

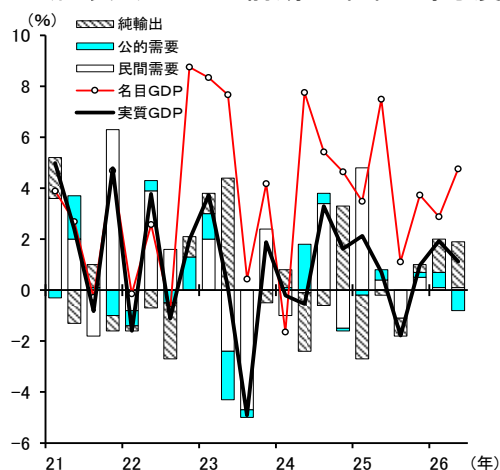
26年4～6月のGDPは、物価変動の影響を除いた実質で前期比0.3%増、年率に換算すると1.1%増と3四半期連続のプラス成長となった。景気の実感に近い名目GDPは前期比年率4.8%増と高めの伸びが続いた（図表2）。

4～6月の実質GDPを需要項目別にみると、GDPの53%を占める個人消費は前期比0.02%減と8四半期ぶりのマイナスになった。自動車税の環境性能割廃止を受けて自動車販売台数が増加し、省エネ基準改定を意識したエアコンの前倒し購入も加わって耐久財消費は堅調だったが、高校無償化などによる教育支出の減少が押下げ方向に寄与した（図表3）。台風の影響などで6月は雨の日が多く、外食や旅行も振るわなかった。

住宅投資は前期比0.5%減少した。25年4月の建築基準法改正の影響で落ち込んだ後、持直しの動きが続いていたが、ナフサ（粗製ガソリン）不足に起因する資材調達難などの影響で再びマイナスとなった。設備投資は前期比1.2%減と2四半期連続のマイナスとなった。AI（人工知能）関連投資の拡大を背景に機械類の投資は堅調だったが、研究開発投資が減少した。公共投資も資材調達難などによる工事の遅れから前期比0.1%減少した。高校授業料の無償化に伴って政府消費は前期比1.6%増加した。家計の負担分が政府支出に振り替えられたため。原油調達難に対して政府が国家備蓄を放出したため、公的在庫が大幅に減少し、実質成長率を前期比ベースで0.5%ポイント押し下げた。

輸出は前期比0.5%増となった。中東向けの自動車など財の輸出は減少したが、サービス輸出の増加が押上げに寄与した。輸入は同1.5%減とマイナスに転じた。ホルムズ海峡封鎖による原油や石油製品の輸入量が大きく落ち込んだためである。この結果、輸出から輸入を差し引いた純輸出は実質成長率を前期比ベースで0.5%ポイント押し上げた。もっとも、中東からの原油輸入の減少を補う形で、原油の国家備蓄が取り崩されたことを考えると、純輸出による成長率へのプラス寄与は限定的だったと考えられる。

（図表2）GDPの前期比年率と寄与度



（備考）内閣府「四半期別GDP速報」より作成

（図表3）個人消費関連指標（前年比増減率）

（単位：％）

|             | 25年  |        |      |      | 26年  |      |       | 26年  |       |      | 26年  |      |       |
|-------------|------|--------|------|------|------|------|-------|------|-------|------|------|------|-------|
|             | 7～9月 | 10-12月 | 1～3月 | 4～6月 | 10月  | 11月  | 12月   | 1月   | 2月    | 3月   | 4月   | 5月   | 6月    |
| 全世帯実質消費     | 1.8  | ▲1.0   | ▲2.0 | ▲1.5 | ▲3.0 | 2.9  | ▲2.6  | ▲1.0 | ▲1.8  | ▲2.9 | ▲0.5 | ▲0.4 | ▲3.6  |
| 平均消費性向(勤労者) | 65.4 | 65.4   | 62.8 | 62.8 | 62.9 | 69.2 | 64.1  | 63.2 | 63.9  | 61.3 | 62.6 | 62.9 | 62.9  |
| 乗用車販売       | ▲4.4 | ▲3.7   | ▲5.4 | 7.5  | ▲2.8 | ▲7.0 | ▲0.8  | ▲6.2 | ▲7.3  | ▲3.2 | 9.7  | 2.8  | 9.5   |
| （普通+小型乗用車）  | ▲6.2 | ▲6.3   | ▲8.4 | 12.4 | ▲7.4 | ▲9.2 | ▲1.6  | ▲7.7 | ▲9.8  | ▲7.9 | 16.9 | 5.3  | 14.1  |
| （軽乗用車）      | ▲0.8 | 1.8    | 0.7  | ▲2.0 | 7.2  | ▲2.5 | 0.7   | ▲3.4 | ▲2.6  | 7.1  | ▲4.8 | ▲2.3 | 0.6   |
| 百貨店販売額      | ▲1.1 | 1.0    | 2.7  | 5.7  | 4.2  | 0.9  | ▲1.1  | 2.4  | 2.0   | 3.5  | 5.6  | 8.8  | 2.7   |
| スーパー販売額     | 2.3  | 2.4    | 1.4  | 0.7  | 3.0  | 4.2  | 0.3   | 2.7  | 1.1   | 0.2  | 0.7  | 3.7  | ▲2.3  |
| 商業動態・小売業    | ▲0.1 | 0.6    | 1.1  | 2.8  | 1.7  | 1.1  | ▲0.9  | 1.8  | ▲0.1  | 1.4  | 2.8  | 5.0  | 0.6   |
| （衣類・身の回り品）  | 1.8  | ▲6.4   | ▲2.8 | ▲6.0 | ▲3.8 | ▲4.0 | ▲10.8 | ▲2.2 | ▲2.1  | ▲4.1 | ▲3.5 | ▲0.2 | ▲14.4 |
| （飲料・食料品）    | 0.2  | 0.0    | 1.0  | 0.7  | ▲0.2 | 1.0  | ▲0.8  | 2.0  | 0.9   | 0.3  | 0.2  | 2.4  | ▲0.5  |
| （自動車）       | ▲3.4 | 4.1    | 7.4  | 19.0 | 3.5  | 3.4  | 5.5   | 8.9  | 4.0   | 9.0  | 21.0 | 19.8 | 16.3  |
| （家庭用機械）     | 3.7  | 6.7    | 5.0  | 5.9  | 7.6  | 6.4  | 6.2   | 12.8 | 1.8   | 1.0  | 5.2  | 14.9 | ▲1.9  |
| （燃料）        | ▲5.6 | ▲7.1   | ▲9.2 | ▲4.8 | ▲3.6 | ▲6.3 | ▲10.5 | ▲9.2 | ▲13.2 | ▲5.4 | ▲8.6 | ▲2.4 | ▲3.0  |
| 外食産業売上高     | —    | —      | —    | —    | 7.3  | 8.7  | 6.0   | 8.5  | 6.6   | 5.7  | 8.0  | 9.8  | 3.3   |

（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. 景気は上向きの動きを維持しようが、中東情勢の混迷で当面の回復ペースは緩慢

### (1) 輸入回復と耐久財消費の反動減で7～9月の成長率は横ばい圏へ減速

26年4～6月の景気は中東情勢緊迫化の影響が懸念されたものの、春先に想定していたよりも悪影響は軽微にとどまった。高校無償化の影響を除けば個人消費は底堅く、輸出増に伴う純輸出（外需）の押上げ効果も想定以上に大きかったためだ。もっとも、外需の押上げはホルムズ海峡の封鎖を受けて中東からの原油輸入が落ち込んだことが主因である。足元では原油の代替調達が進んでいることもあって7～9月は輸入の回復が成長率の押下げ要因となろう。自動車やエアコンなどの耐久財消費の増加についても、制度要因で押し上げられている側面があり、7～9月にはその反動が個人消費の伸びを抑制しよう。7月28日に発生した熊本地震の影響も懸念される。部品不足で自動車などの出荷が遅れる可能性があり、一時的ではあるが個人消費を下押しする要因となる。公的在庫変動はニュートラルに戻るとみられるが、7～9月の実質成長率は前期比ゼロ%近くまで減速すると予想される。

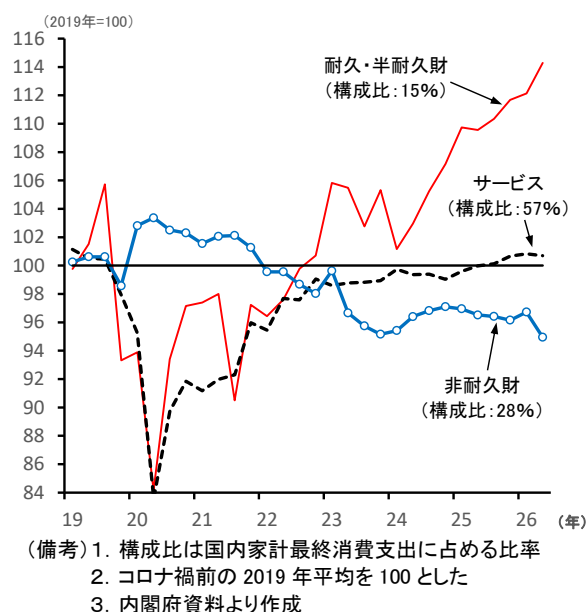
### (2) 賃上げ継続が個人消費の下支えとなるも物価上昇率の再加速がリスク要因

26年4～6月の実質個人消費は前期比0.02%減と8四半期ぶりにマイナスとなったが、高校授業料や小学校給食が無償化され、教育関連の支出が個人消費から政府消費に振り替えられたことが主因である。耐久財消費は前期比2.8%増、衣類など半耐久財は1.1%増と底堅かった。もっとも、自動車やエアコンの販売は制度要因によって一時的に押し上げられている側面もある。具体的には、26年4月から自動車税の環境性能割が廃止され、新車購入時に支払う税金が免除されたため、納車を3月から4月に先送りする動きがみられた。価格の高い高級車ほど恩恵が大きく、その分だけ4～6月の自動車販売は押し上げられた。エアコンは来年4月から省エネ基準が引き上げられる。省エネ性能が向上するとはいえ、同時に販売単価の上昇が見込まれることから、前倒しでエアコンを購入する動きが広がった（図表4）。7～9月にはこうした前倒し需要の反動が個人消費の伸びを抑制すると予想される。

旅行や外食などサービス消費も伸び悩んだ。台風の影響などで6月は雨の日が多く、外出が手控えられた影響が大きかったとみられる。ただ、賃上げの動きが定着してきたことで家計の消費マインドは良好な状態を維持している。また、コメの販売価格が落ち着いてきたことから過度な節約志向は後退している。

コメ価格の下落に伴う食料品全体の物価上昇率の鈍化は家計消費にとって好材料だが、今後はナフサ由来の原材料価格の高騰や輸入物価上昇の影響が最終消費財まで広がってくる可能性がある。加工食品や日用品、家電などを中心に値上げラッシュとなる可能性がある。エネルギーに関しては、「緊急的激変緩和措置」が再

(図表4) 財別の実質消費支出の推移



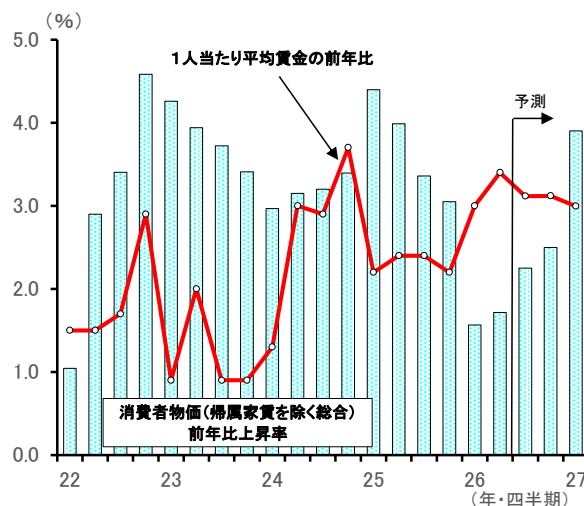
開されたことでガソリン価格が1リットル170円程度に抑制されている。夏場には電気・ガス代の負担軽減策も再開された。しかし、今年の秋頃からは燃料費調整制度に基づいて中東情勢の影響で値上がりした原油やLNG（液化天然ガス）の価格上昇分が料金に転嫁される。秋口からは物価上昇率が再加速する可能性が高く、個人消費への逆風は年度下期にかけて強まってくると予想される。

物価上昇率の再加速が懸念される一方で、個人消費の支えになるのが賃上げの継続だ。人材確保を経営の重点施策とする企業は多く、26年度の春闘賃上げ率（連合の集計値で主に大企業の賃上げ率）は3年連続で5%を超える伸びで妥結した。人手不足が慢性化するなか、中小企業も賃上げ姿勢を維持しているほか、最低賃金の引上げも労働者全体の賃金の底上げに寄与している。

1人当たり現金給与総額の前年比を四半期ベースでみると、25年10～12月の2.2%増から26年1～3月には3.0%増、4～6月は3.4%増へ伸びが加速している（図表5）。年度下期にかけても収益拡大が続く大企業を中心に賃金の上昇傾向は続こう。中小企業は中東情勢の緊迫化に伴う原材料高が収益の圧迫要因となっているが、人材確保の観点から賃上げ姿勢を維持する企業は少なくない。最低賃金の引上げ効果も続くことから、1人当たり平均の名目賃金は、当面も3%程度の伸びが続くと予測している。

物価変動の影響を除いた実質賃金は、物価上昇率が鈍化した影響で26年1～3月に前年比でプラスに転じ、4～6月もプラスとなった。当面もガソリン補助金の効果などで物価上昇率が抑制されるため、実質賃金はプラス圏での動きが続くとみられる。ただ、前述した通り原油高の影響が徐々に広がってくる見通しで、26年度下期にかけて実質賃金のプラス幅は縮小してくると予想される。

（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

### （3）中東混迷による輸出への悪影響は限定的にとどまる

26年4～6月は、外需の寄与度が前期比ベースで0.5%ポイントのプラスとなったことが成長率の押上げに寄与した格好だが、輸出入を分類して詳細にみていくと、ポジティブに評価できない要因もある。

例えば、輸出は中東向けの自動車輸出の大幅減や中国向けの不振で、財（モノ）の実質輸出は前期比1.0%減と振るわなかった。モノの輸出の減少を補ったのがサービス輸出だが、これは特許権譲渡に伴う研究開発サービスの受取が増えたことによる一時的な要因である。インバウンド需要も2四半期連続で減少した。中国政府による渡航自粛要請の影響で訪日外国人観光客数は前年水準を下回っている。一方、ホルムズ海峡の封鎖を受けて原油や石油製品の輸入が減少した。控除項目である輸入の減少は成長率を押し上げる要因になるため、輸出から輸入を差し引いた純輸出（外需）は、実質成長率を0.5%ポイント押し

上げた（年率では1.8%ポイントの押上げ）。もっとも、原油輸入の落込みに対応する形で、政府は原油の国家備蓄を放出した。統計上は公的在庫変動の減少となり、これが成長率を0.5%ポイント押し下げている（年率では2.1%ポイントの押下げ）。中東情勢の影響で混乱した4～6月については、輸入減少による外需のプラス寄与と公的在庫のマイナスを合わせて評価すべきだろう。

モノの輸出は、中東向けが大きく落ち込み、中国向けも引き続き低調だったが、トランプ関税の影響で下振れしていた米国向けは順調に回復している（図表6）。

トランプ大統領は、相互関税が違憲判決を下された後、26年2月24日に通商法122条に基づいて10%の追加関税を発動、7月24日の期限切れを前に新たな追加関税を打ち出した。今回の関税は通商法301条を根拠法とし、日本を含む60か国・地域からの輸入を対象に10～12.5%の追加関税が賦課される。日本製品には12.5%が課税される。ただ、昨年9月に合意した相互関税率（15%）との比較でみれば負担は小さく、影響は限定的にとどまろう。アメリカ向け輸出の中心は自動車で、15%の自動車関税は維持されているものの、日本の自動車メーカーは段階的に現地の販売価格を引き上げており、関税による悪影響は徐々に和らいでいる。また、中東情勢の混迷を受けてガソリン価格が上昇したことから日本メーカーが得意とするハイブリッド車（HEV車）の人気の高まっている。米景気自体も底堅さを維持していることもあって、対米輸出は当面も持直しの動きが続くと予想される。

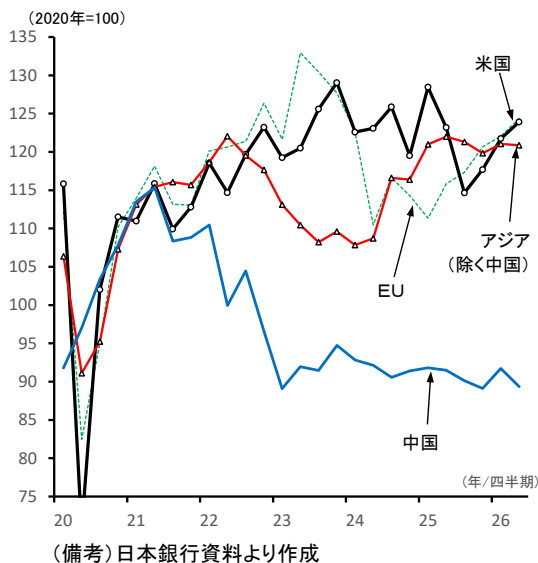
世界的なAI需要の拡大も、電子部品を中心としたアジア向け輸出の増加に寄与している。日本からアジアに輸出される半導体や電子部品は、アジアの電気機械メーカーを経由して米国に輸出されるケースが多い。最終需要地である米国においてデータセンター投資などが増えていることが日本のアジア向け輸出を誘発している。

リスク要因は中東情勢の混迷長期化である。日本からの中東向け輸出シェアは4.0%（25年度）と小さく、直接的な影響は限定的にとどまろうが、原油価格の高止まりによるアジア経済の減速が日本のアジア向け輸出の逆風になる可能性はある。

サービス輸出に計上されるインバウンド需要は減速している。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、26年1～3月に前期比5.2%減とマイナスとなり、4～6月も同9.7%減と2四半期連続で減少した。日中関係の悪化で中国人観光客が減少しているほか、中東情勢の緊迫化で中東経由の航空機の欠航が相次いだことなどが影響している。燃油サーチャージ（燃油付加運賃）の高止まりも、外国人の訪日旅行需要に影響が及ぶ可能性がある。為替レートが依然として1ドル150円台後半で推移していることから、相対的に見た日本旅行の割安感は失われていないが、当面のインバウンド需要は伸び悩むとみられる。

AI関連の旺盛な需要やハイブリッド車の販売好調など日本の輸出を取り巻く環境は悪くはないとはいえ、中東情勢の混迷長期化による悪影響には引き続き注意が必要だ。

（図表6）仕向け地別の実質輸出指数の推移



#### （４）大企業の投資意欲は根強いが、中小企業の設備投資に下振れリスク

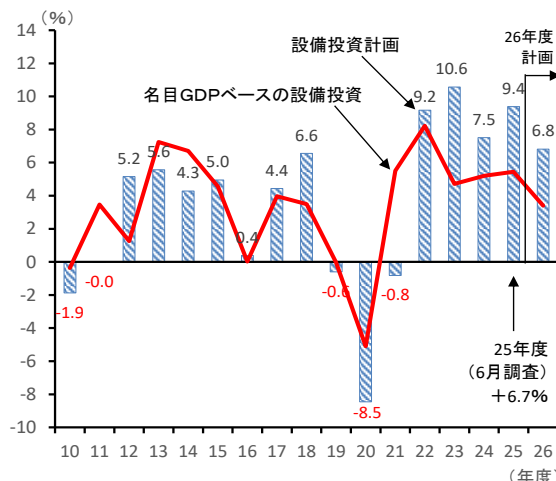
4～6月の実質設備投資は前期比 1.2%減と 2 四半期連続のマイナスとなった。A I 関連投資の拡大を背景に機械類の投資は堅調だったが、研究開発投資が減少したためだ。ただ、研究開発投資の減少は、特許権を海外へ譲渡したことによる統計作成上の技術的な要因であり、その金額は研究開発サービスとして輸出に計上されている。4～6月の設備投資の減少は、研究開発投資の減少という特殊要因の影響が大きかったと考えられる。もっとも、慢性的な人手不足に伴う工期の遅れに加え、4～6月はナフサの調達難に起因する塗料や断熱材などの資材不足で建設工事に遅延が生じたとみられる。

一方で、企業の投資意欲は依然として強い。直近の日銀短観（6月調査）による設備投資計画をみると、26年度の全規模合計の設備投資（含む土地投資）は、前年度比 6.8%増と前年同時期（25年6月）の計画（6.7%増）とほぼ同じ伸びが見込まれている（図表7）。ただ、けん引役は企業収益の拡大が続く大企業だ。中小企業の投資計画は 8.3%減と前年6月調査の計画（5.6%減）と比較してもマイナス幅は大きい。計画が固まっていない中小企業が少なくないといった事情もあるが、中東情勢の混迷が長引いていることが背景にある。

特に中小企業は、繊維、プラスチック、食料品製造のほか、建設や運輸などナフサ由来の原料価格高騰の影響を強く受ける業種が多く、設備投資を手控える動きが一部にみられる。

人手不足感はなお強く、人件費負担も増していることから省力化投資への需要は引き続き旺盛とみられるが、中東情勢への懸念や資材価格高騰の影響で、設備投資の回復ペースは計画に比べて緩やかなものにとどまると予想される。

（図表7）設備投資の前年比増減率



（備考）1. 26年度の名目設備投資は信金中金総研予測  
2. 日銀短観などより作成

### 3. 実質成長率は 26 年度 0.8%、27 年度 1.1%と予測

26年度の実質成長率は 0.8%と前回予測（0.6%）から上方修正した（図表8）。中東情勢混迷による原油価格の高騰や資材不足の影響が春先の想定よりも軽微にとどまっていることが背景にある。ただ、足元の原材料価格の高騰を受けて先行きは値上げの動きが広がり、年度下期にかけて個人消費の伸びが鈍化するとの見方は維持している。27年度の実質成長率も前回予測から上方修正した。今回の経済見通しから飲食料品の消費税減税（8%→1%）を前提とした予測に変更したためで、個人消費の伸びがやや高まると見込んだ。もっとも、減税開始のタイミングで原材料高を理由とする価格改定が積極化する可能性が高く、消費税率引下げの効果は限定的にとどまると予想している。

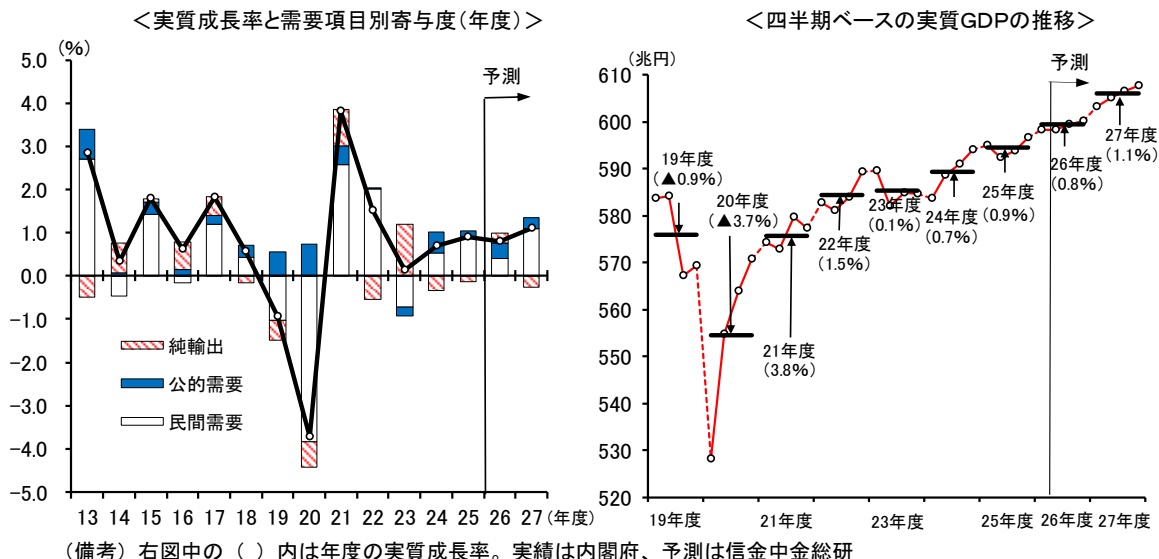
26年度の実質個人消費は前年比 0.8%増と 25年度の 1.3%増からは減速するものの、基調として底堅い動きが続くと予測している。賃上げ継続など良好な所得環境が支えになるためだ。26年度の春闘賃上げ率は、3年連続で 5%を上回る伸びで妥結し、中小企業でも人材確保の観点から賃金を引き上げる動きが続いている。最低賃金も大幅に引き上げられ

ており、四半期ベースでみた1人当たり平均賃金は前年比3%程度の伸びが続くとみられる。ただ、原油価格の高騰による下振れリスクには引き続き注意が必要だ。ガソリン補助金や電気・ガス代の負担軽減策の効果で、足元の物価上昇率は抑制されているが、今年秋頃からはエネルギー品目が物価を押し上げる方向に転じてくるとみられる。さらに、ナフサの価格高騰で包装資材などの値上がりが始まっている。飲食料品や日用品を中心に秋口にかけて値上げラッシュとなる可能性がある。年度下期には、物価上昇率の再加速によって実質賃金の伸びが鈍化し、個人消費も横ばい圏の動きへ減速すると予想される。また、消費税率引下げ前の27年3月には、米や調味料など保存が効く商品を中心に買い控えの動きが広がると想定している。

設備投資は省力化投資やAI関連投資を中心に回復が続くと見込んでいる。また、高市政権が「重点投資対象17分野」を選定し、競争力強化への取組みを明確化したことで、施策を通じて設備投資が促される可能性もある。ただ、中東情勢混迷の終わりが見えないなか、中小企業では設備投資を先送りする動きもある。特に、中小の製造業は、食料品製造、繊維工業、プラスチック製造などナフサ由来の原材料価格高騰の影響を強く受ける業種が多く、収益環境の悪化には注意が必要となる。また、塗料や断熱材は依然として品薄感が強く、建設工事の遅延が生じている。人手不足感はなお強く、人件費負担も増していることから省力化投資への需要は引き続き旺盛とみられるが、26年度の実質設備投資は、研究開発投資の譲渡などの影響もあって前年比0.2%増にとどまると予測している。

トランプ政権による関税政策の影響は徐々に和らいでいる。今年7月24日からは通商法301条を根拠法とする新たな関税が導入されたが、日本製品への関税率は12.5%で昨年9月に合意した相互関税率(15%)との比較でみれば負担は小さい。関税による輸出への悪影響は限定的にとどまるとみられる。ガソリン価格の高騰を受けて日本メーカーが得意とするハイブリッド車(HEV車)の人気の高まっていることもあって、対米輸出は当面も持直しの動きが続くと予想される。リスク要因は中東情勢の混迷長期化である。日本からの中東向け輸出は総額の4.0%(25年度)と小さく、直接的な影響は限定的にとどまろうが、原油高によるアジア経済の減速懸念は残る。また、中国政府による日本渡航への自粛要請や航空運賃の値上がりでインバウンド需要も伸び悩むとみられる。対米輸出の持直し

(図表8) 実質GDP成長率の推移と予測



が期待されるとはいえ、中東情勢混迷の影響が尾を引き、26年度の実質輸出は前年比1.8%増と25年度の2.0%増から減速すると予測している。

一方、原油やナフサなど石油製品の輸入が減少する。純輸出の寄与度は25年度のマイナス0.2%ポイントからプラス0.2%ポイントへ改善するとみられ、統計上は外需が成長率の押上げに寄与しよう。もっとも、輸入の下振れはホルムズ海峡封鎖による外的ショックによるものであり、不足分は国家備蓄の放出で賄われている。GDP統計では公的在庫変動が押下げ要因（マイナス0.1%ポイント）となるため、輸入減少による外需のプラス寄与と公的在庫変動のマイナス寄与を合わせて評価すべきだろう。

今回の経済見通しから消費税減税を前提とした予測に変更したため、27年度の実質成長率を前回見通しの1.0%から1.1%に上方修正した。飲食料品の消費税率が27年4月から2年間に限って1%に引き下げられ、27年6月からは中低所得者に消費税1%分に相当する額が給付されることで、個人消費の伸びがやや高まると予測した。ただ、飲食料品メーカーはこれまでの原材料費の高騰を十分に価格に転嫁できていないため、消費税率が引き下げられるタイミングで値上げに踏み切る業者が増えると思われる。消費税率が7%ポイント引き下げられた場合の飲食料品の物価下落率は6.5%（ $101 \div 108$ ）だが、値下げ効果はそこまで大きくないと想定している。

一方、企業活動においては、中東情勢が安定化することがプラス要因となる。原油価格は紛争前の水準に向けて下落すると想定している。米国の関税政策による影響も一巡し、グローバル製造業の回復ペースが高まってくるとみられる。輸出主導で生産活動は力強さを取り戻そう。賃上げ継続と消費税率引下げを受けて家計のマインドも良好に推移する見通しである。

ただ、減税の財源や外食産業への支援策が明確になっていないことが不安要素だ。減税と給付を含めた必要財源は年5兆円規模となる。財源の確保が明確化されなければ市場金利のさらなる上昇を招き、設備投資や住宅投資に下押し圧力がかかる。消費税減税による消費の押上げ効果が打ち消されるリスクも小さくないと考えられる。

## <海外経済>

<米国>…26年4～6月の米国の実質成長率（事前推定値）は、前期比年率1.5%と前期の年率2.1%成長から減速したが、景気の基調的な動きを示す国内民間最終需要は1～3月の年率1.7%増から同3.9%増に加速した。個人消費が年率3.2%増と堅調だったことが主因である。中東情勢の影響によるガソリン価格の高騰が不安視されていたが、トランプ減税に伴う税還付の増加や株高を背景とした高所得層の消費拡大が寄与した。AI関連投資をけん引役に設備投資も年率8.4%増と前期に続いて高い伸びとなった。成長率が鈍化した要因は在庫投資だ。中東情勢の緊迫化に伴うサプライチェーンの混乱で多くの企業が在庫の取り崩しに動いたことで、在庫投資が実質成長率を年率で0.67ポイント押し下げた。もっとも、在庫の取り崩しは翌期にかけて成長率を押し上げる要因になりやすい。

7～9月以降の景気も堅調な推移が見込まれる。AI関連需要の拡大が続いているほか、日本や韓国などアジア向けに原油や石油製品の輸出増が見込めるためだ。ただ、中東情勢の混迷が続くようだとガソリン価格の高止まりを主因に個人消費への下押し圧力が強まってくる。インフレ懸念を背景とした長期金利の上昇も、設備投資や住宅投資にとって逆風

になる。26年の実質成長率は2.1%と潜在成長率（1.8%程度）を上回るペースでの成長を見込んでいるが、先行き不透明感は依然として根強いと考えられる。中東情勢が落ち着く27年には2.3%と予測した。

**＜欧州＞**…26年4～6月のユーロ圏の実質GDPは前期比0.4%増、年率1.8%増と1～3月のゼロ%成長から持ち直した。ユーロ圏最大の経済国であるドイツが前期比0.2%増と3四半期連続でプラスになったほか、フランスとイタリアも同0.2%増、スペインは0.7%増と高めの伸びを維持した。中東情勢の混迷や原油価格の高騰が経済活動の逆風となっているが、中東での紛争終結に向けた期待からドイツやフランスの景況感が改善している。ECB（欧州中央銀行）は、エネルギー価格の上昇がまだ十分に表れていないと判断しているようだが、原油価格が落ち着いてきたことから景気への下押し圧力は徐々に和らいでいくと考えられる。当面の景気回復ペースは緩慢なものにとどまるとみられるが、ユーロ圏の実質成長率は26年0.8%、27年1.1%と予想している。

**＜中国＞**…26年4～6月の中国の実質GDPは前年比4.3%増と1～3月の5.0%増から減速した。季節要因を調整した前期比ベースでも0.9%増と1～3月の1.3%増から伸びが縮小した。EUやASEAN向けの輸出は増加したものの、米国向け輸出は低調なままで、生産活動は力強さを欠いている。工場の建設などを示す固定資産投資が振るわなかったことも景気減速の要因である。特に、不動産開発投資は大きく落ち込んでいる。不動産不況が続いていることから消費マインドも冷え込んでいる。政府による買い替え推奨策の縮小で自動車を中心とした耐久財消費は低迷しており、GDPの4割を占める個人消費の伸びも鈍い。不動産不況の長期化で内需回復の兆しが見えてこないことから中国経済は今後も力強さを欠いた動きが続くと予想される。26年の実質成長率は4.5%と4年ぶりに5%を下回り、27年には4.2%へ鈍化すると予測している。

#### 4. インフレ圧力の高まりを受けて日銀の利上げサイクルは短期化へ

##### （1）石油由来の原材料費高騰が今後の物価押上げ要因に

26年6月のコア消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、2025年基準）は、前年同月に比べて1.6%の上昇にとどまり、今年1月から6か月連続で物価安定の目標である2%を下回った。米類の値下がりを受けて食料の物価上昇率の鈍化が続いていることが主因である。ただ、エネルギー品目（電気、ガス、ガソリン、灯油の4品目）の下落によるインフレ抑制効果が縮小してきたことで、今年4月（1.4%上昇）を底に上昇ペースは加速し始めている（図表9）。

政府の物価高対策の一つである電気・ガス料金の負担軽減策は、26年1～3月（物価指数に影響するのは請求月の2～4月）に続いて、7～9月（物価指数への影響8～10月）も実施されている。ただし、昨年夏も負担軽減策（今年に比べて小幅な引下げ）が実施されていたため、夏場の物価押下げ効果は限定的にとどまる見通しだ。また、中東情勢の緊迫化を受けた原油高に対して、政府は石油元売り各社に補助金を支給し、ガソリン価格を1リットル170円程度に抑制している。

もともと、中東情勢混迷による原油やLNG（液化天然ガス）の価格高騰は時間差で使用料金に反映される。燃料費調整制度に基づく価格改定は、エネルギーの入着価格から3～6か月程度の時間差があるため、値上げの動きは今年秋頃から始まる見込みだ。今冬も

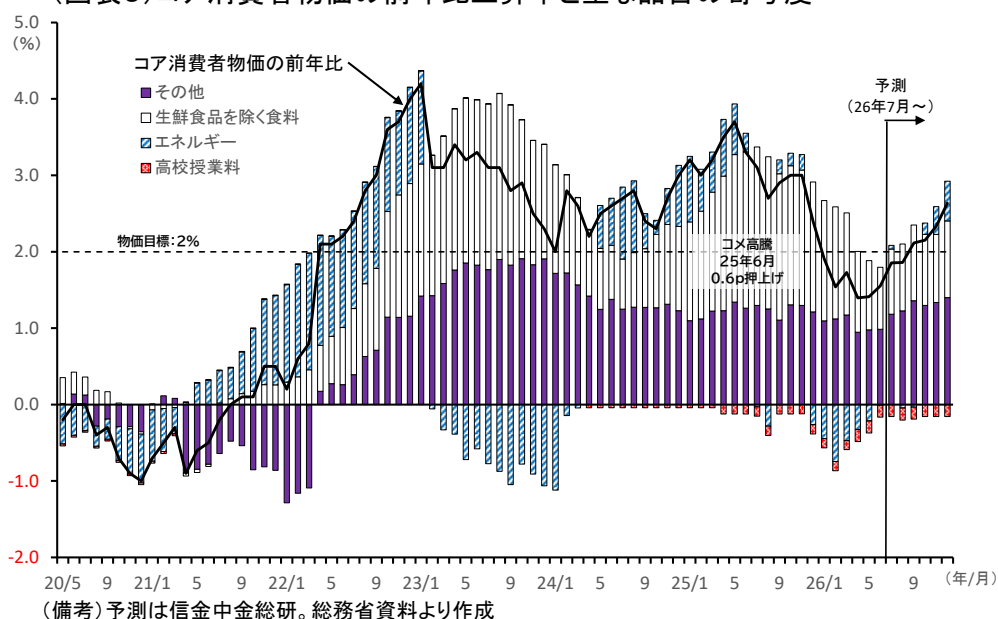
政府による負担軽減策が実施される可能性はあるが、年度下期にかけてエネルギー品目は物価上昇圧力を高める方向に寄与するとみられる。

原油から精製されるナフサの価格高騰も物価押し上げ要因になる。ナフサを原料に製造されるエチレンやプロピレンの価格が上昇しており、プラスチック製品や包装用フィルム、塗料や合成ゴムなどの値上げが相次いでいる。原材料コストに占める比率は高いとはいえず、飲食料品や日用品、家電や建材など影響は広範囲に及ぶことになる。また、円安に起因する輸入物価の上昇も続く。政府・日銀の市場介入を受けて円安の動きには歯止めがかかっているが、外貨建ての輸入物価は上昇を続けている。これまでの原材料高に伴う価格転嫁も不十分であることから、食料品や日用品、衣類といった財の小売価格は今後も断続的に引き上げられると予想される。26年度全体のコア消費者物価は前年比2.2%の上昇と25年度の2.7%から鈍化すると予想しているが、補助金によるガソリン価格の抑制策や教育無償化など政策要因による影響が大きい。原油価格高騰の影響が波及してくる年度下期には、コア消費者物価の前年比が3%前後まで加速してくると予想される。

27年度は飲食料品の消費税率引下げが物価の押し下げ要因となるものの、基調的な物価の上昇傾向に大きな変化はないとみられる。中東情勢の沈静化でエネルギー品目は下落に転じると想定しているが、原材料の値上がりを転嫁する動きは続く。また、慢性的な人手不足を背景にした継続的な賃上げも見込まれ、サービス関連を中心に労務費の上昇分を価格に転嫁する動きが続こう。

飲食料品の消費税が現行の8%から1%へ引き下げられることで、27年度のコア消費者物価上昇率は単純計算で1.4%ポイント押し下げられる。ただ、減税のタイミングでこれまでの原価上昇分を製品価格に転嫁する動きが広がるとみられ、物価の押し下げ効果は1.0%ポイント程度にとどまるとみられる。27年度のコア消費者物価の前年比上昇率は1.2%と予測している。また、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）」の前年比上昇率も1.3%と鈍化するものの、消費税率引下げの影響を調整した上昇率は、日銀が目指す2%の「物価安定の目標」を上回る見通しである。

(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）追加利上げは展望レポートが公表される 10 月と想定するも前倒しの可能性も

日銀は 26 年 6 月 15～16 日の金融政策決定会合で、政策金利である無担保コール翌日物金利の誘導目標を 0.75% から 1.00% に引き上げた。中東情勢の混迷に伴う原油価格高騰で物価上振れリスクが高まっていることに対応する措置だ。また、円安が進んでいることも利上げ判断を後押しした。入院中の植田総裁に代わって記者会見に応じた内田副総裁は、企業の値上げが積極化するなかで、「為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている」と指摘している。一方、これまで段階的に減らしてきた国債の買入れを 27 年 4 月から「月 2 兆円程度」に固定することを決めた。長期金利の上昇が続いていることが背景にあり、さらなる金利上昇リスクを抑制する狙いがある。

7 月 30～31 日に開催された金融政策決定会合では、植田総裁が復帰し、初日の討議から会合に参加した。同会合では、6 月の利上げによる経済・物価への影響を見極めるとして、日銀は政策金利を据え置いた。

同時に公表された「展望レポート」では、中東情勢への懸念が薄れたとして、実質成長率の見通しが上方修正された。物価見通しについては、政府による電気・ガス代の負担軽減策再開を踏まえ、26 年度のコア消費者物価上昇率の見通しを前回の 2.8% から 2.5% へ引き下げたが、基調的な物価については上振れのリスクが強いと指摘している。当研究所の見方と同様に、日銀でも中東情勢混迷に伴う原油高を受けて、今秋にかけて最終製品への価格転嫁が進むとみている。

こうしたなか、市場では日銀の利上げ時期が前倒しされるとの見方が強まっている。日銀は半年に一度のペースで政策金利を引き上げてきたが、植田総裁は「金融環境が緩和的すぎると判断すれば、利上げのペースを速めることもあり得る」と述べている。日銀が利上げに消極的な「ハト派」との評価が、インフレを懸念した長期金利の上昇や円安の一因になっているだけに、利上げを先送りすることによる弊害は無視できない。中東情勢に起因する悪影響が今春に想定していたよりも軽微にとどまるとみられることもあって、早期の利上げに向けたハードルは低下している。日米協調介入によって円安はやや是正されたとはいえ、ドル買い円売りの動きは依然として根強い。為替介入の効果が持続しているうちに日銀が利上げに踏み切ること、円安に起因するインフレ圧力を抑制する効果は高まると考えられる。当研究所では、経済・物価情勢を再点検した展望レポートが公表される 10 月の会合が追加利上げのタイミングと想定しているが、円安の動きが再燃した場合、日銀は 10 月を待たずに 9 月の会合で追加利上げに踏み切ると予想している。

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。

＜26 年度、27 年度の日本経済予測（前年度比）＞

（単位：％、10 億円）

|            | 23年度<br><実績> | 24年度<br><実績> | 25年度<br><実績> | 26年度<br><予測> | 27年度<br><予測> |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 名目 GDP     | 4.9          | 4.0          | 4.3          | 3.2          | 3.1          |
| 実質 GDP     | 0.1          | 0.7          | 0.9          | 0.8          | 1.1          |
| 国内需要       | ▲1.0         | 1.0          | 1.0          | 0.8          | 1.3          |
| 民間部門       | ▲1.0         | 0.7          | 1.2          | 0.5          | 1.4          |
| 民間最終消費支出   | ▲1.0         | 0.1          | 1.3          | 0.8          | 1.1          |
| 民間住宅投資     | 2.0          | ▲0.4         | ▲2.6         | 0.3          | ▲0.2         |
| 民間企業設備     | 0.8          | 1.8          | 2.3          | 0.2          | 2.3          |
| 民間在庫品増加    | ▲552         | 201          | ▲370         | ▲684         | ▲317         |
| 政府部門       | ▲0.9         | 2.0          | 0.6          | 1.5          | 1.0          |
| 政府最終消費支出   | ▲0.8         | 2.3          | 0.8          | 2.2          | 0.6          |
| 公的固定資本形成   | ▲0.1         | 0.1          | ▲0.3         | 0.4          | 0.6          |
| 財・サービスの純輸出 | 6,864        | 5,737        | 5,301        | 6,450        | 5,600        |
| 財・サービスの輸出  | 3.1          | 2.7          | 2.0          | 1.8          | 2.1          |
| 財・サービスの輸入  | ▲2.2         | 4.0          | 2.5          | 0.8          | 3.0          |

（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。予測は信金中金総研

＜実質成長率の需要項目別寄与度＞

（単位：％）

|            | 23年度<br><実績> | 24年度<br><実績> | 25年度<br><実績> | 26年度<br><予測> | 27年度<br><予測> |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 実質 GDP     | 0.1          | 0.7          | 0.9          | 0.8          | 1.1          |
| 国内需要       | ▲1.0         | 1.0          | 1.0          | 0.7          | 1.3          |
| 民間部門       | ▲0.8         | 0.5          | 0.9          | 0.4          | 1.1          |
| 民間最終消費支出   | ▲0.5         | 0.1          | 0.7          | 0.4          | 0.6          |
| 民間住宅投資     | 0.1          | ▲0.0         | ▲0.1         | 0.0          | ▲0.0         |
| 民間企業設備     | 0.2          | 0.3          | 0.4          | 0.0          | 0.4          |
| 民間在庫品増加    | ▲0.5         | 0.2          | ▲0.1         | ▲0.1         | 0.1          |
| 政府部門       | ▲0.2         | 0.5          | 0.1          | 0.3          | 0.2          |
| 政府最終消費支出   | ▲0.2         | 0.5          | 0.2          | 0.4          | 0.1          |
| 公的固定資本形成   | ▲0.0         | 0.0          | ▲0.0         | 0.0          | 0.0          |
| 財・サービスの純輸出 | 1.2          | ▲0.3         | ▲0.1         | 0.2          | ▲0.2         |
| 財・サービスの輸出  | 0.6          | 0.6          | 0.4          | 0.4          | 0.5          |
| 財・サービスの輸入  | 0.5          | ▲0.9         | ▲0.6         | ▲0.2         | ▲0.7         |

（備考）内閣府資料より作成。予測は信金中金総研

＜前提条件＞

|                   | 23年度<br><実績> | 24年度<br><実績> | 25年度<br><実績> | 26年度<br><予測> | 27年度<br><予測> |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 為替レート(円/ドル)       | 144.5        | 152.5        | 150.7        | 158.0        | 153.0        |
| 原油価格(入着価格、ドル/バレル) | 86.0         | 82.3         | 71.4         | 98.0         | 85.0         |
| （前年比、％）           | ▲16.2        | ▲4.3         | ▲13.2        | 37.2         | ▲13.3        |

（備考）日本銀行資料などより作成。予測は信金中金総研

### ＜主要経済指標の推移と予測＞

|                        | 23年度<br>＜実績＞  | 24年度<br>＜実績＞  | 25年度<br>＜実績＞  | 26年度<br>＜予測＞ | 27年度<br>＜予測＞ |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| 鉱工業生産指数<br>(前年比、%)     | 102.9<br>▲1.9 | 101.4<br>▲1.5 | 101.2<br>▲0.2 | 103.1<br>1.9 | 104.6<br>1.5 |
| 第3次産業活動指数<br>(前年比、%)   | 101.5<br>1.6  | 102.9<br>1.4  | 105.2<br>2.2  | 106.4<br>1.1 | 107.7<br>1.2 |
| 完全失業率(季調済、%)           | 2.6           | 2.5           | 2.6           | 2.5          | 2.5          |
| 国内企業物価(前年比、%)          | 2.5           | 3.3           | 2.7           | 6.7          | 2.4          |
| コア消費者物価(前年比、%)         | 2.8           | 2.7           | 2.7           | 2.2          | 1.2          |
| 生鮮食品・エネルギーを<br>除く前年比、% | 3.9           | 2.3           | 3.0           | 2.1          | 1.3          |

(備考) 経済産業省、総務省資料より作成。予測は信金中金総研

### ＜経常収支＞

(単位：億円、%)

|           | 22年度<br>＜実績＞ | 23年度<br>＜実績＞ | 24年度<br>＜実績＞ | 25年度<br>＜実績＞ | 26年度<br>＜予測＞ | 27年度<br>＜予測＞ |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 経常収支      | 91,094       | 264,211      | 300,315      | 346,220      | 332,217      | 348,229      |
| 前年差       | ▲110,126     | 173,117      | 36,104       | 45,905       | ▲14,003      | 16,012       |
| 名目GDP比(%) | 1.5          | 4.3          | 4.7          | 5.1          | 4.8          | 4.9          |
| 貿易・サービス収支 | ▲232,681     | ▲67,226      | ▲61,674      | ▲24,476      | ▲51,995      | ▲36,220      |
| 前年差       | ▲168,702     | 165,455      | 5,552        | 37,198       | ▲27,519      | 15,775       |
| 貿易収支      | ▲178,716     | ▲34,825      | ▲30,309      | 13,401       | ▲4,770       | 16,206       |
| 前年差       | ▲163,673     | 143,892      | 4,516        | 43,710       | ▲18,171      | 20,975       |
| サービス収支    | ▲53,964      | ▲32,401      | ▲31,365      | ▲37,877      | ▲47,225      | ▲52,426      |
| 前年差       | ▲5,028       | 21,563       | 1,036        | ▲6,512       | ▲9,349       | ▲5,200       |
| 第1次所得収支   | 354,124      | 375,342      | 414,084      | 422,997      | 428,657      | 433,148      |
| 前年差       | 64,406       | 21,218       | 38,742       | 8,912        | 5,660        | 4,492        |
| 第2次所得収支   | ▲30,349      | ▲43,905      | ▲52,095      | ▲52,300      | ▲44,444      | ▲48,699      |
| 前年差       | ▲5,830       | ▲13,555      | ▲8,190       | ▲206         | 7,856        | ▲4,255       |

(備考) 日本銀行「国際収支統計」より作成。予測は信金中金総研