

農林中金総合研究所 2024～26年度経済見通し

トランプ関税への警戒、遅れている消費回復

～日本経済見通し：2024年度：0.7%（上方修正※）、25年度：0.9%（下方修正※）、26年度：0.6%～
※24年12月時点での当総研見通し（24年度：0.4%、25年度：1.2%）との比較

お問い合わせ先

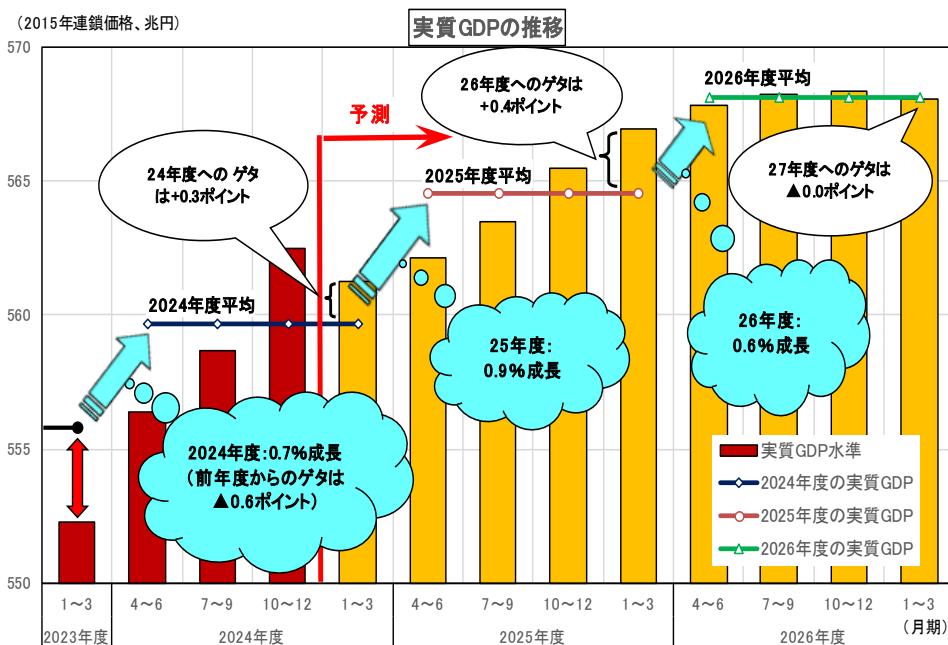
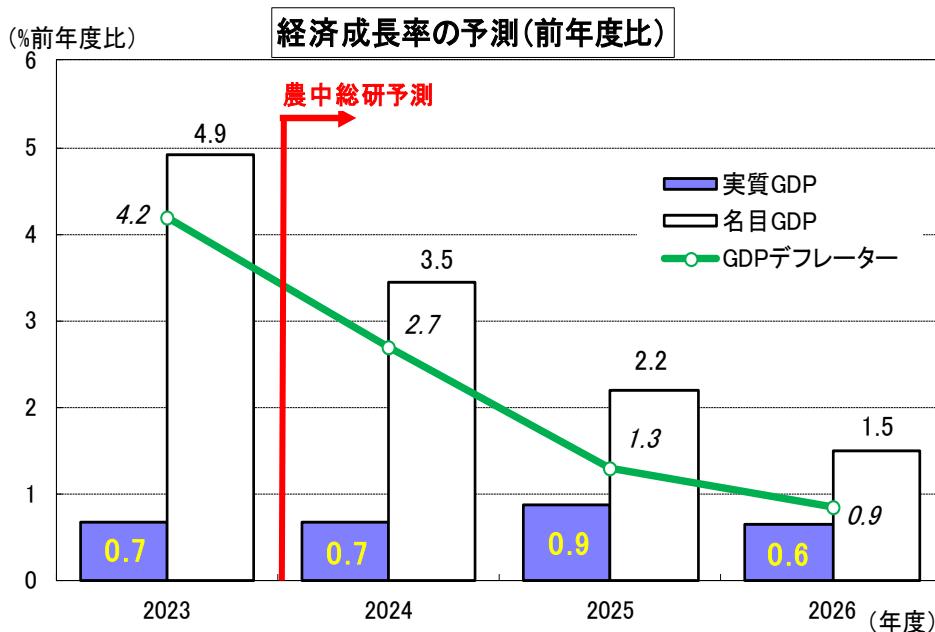
株式会社 農林中金総合研究所
リサーチ＆ソリューション第1部 マクロ経済G
070-3035-2643（総括、日本経済・金融）
070-3035-3519（米国経済・金融）
070-3035-3517（中国経済・金融）

無断転載を禁ず。本資料は信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

2025年2月21日

Norinchukin Research Institute

- 2024年10～12月期の経済成長率は年率2.8%と表面的には堅調な数字であったが、民間消費が失速したほか、内需低迷のあおりを受けた輸入減が最大の押し上げ効果となるなど、逆に国内需要の勢いが乏しいことが明確となった。しばらく物価は高止まることから、実質賃金のプラス定着までにはもう少し時間がかかるだろう。なお、足元1～3ヶ月期は10～12月期の反動で輸入増が見込まれることから、マイナス成長に陥る可能性がある。
- 25年度入り後についても、世界経済は全般的に低成長状態から抜け出せず、かつ米国の関税強化もあり、輸出に牽引役を期待することはできない。しかし、労働力不足の強まりが賃上げを促進するほか、物価も徐々に上昇率が鈍化していくものとみられ、民間消費の回復に寄与し始めるだろう。こうした動きは非製造業を中心に設備投資を下支えするとみられる。とはいえ、内外の経済政策に不確実性・不透明性が高い状態が続くことが見込まれ、注意が必要である。なお、26年度には海外経済の減速が強まり、国内経済も踊り場を迎える可能性が高い。
- 日本銀行は物価上昇率が2%超で推移する間は利上げを継続するとみられ、次回利上げは7月会合と予想する。



(資料)内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より作成 (注)2024年10～12月期まで実績、それ以降は当総研予測

目 次

1	景気の現状	3
2	世界経済の動向	5
3	国内の経済政策	17
4	日本経済・物価の見通し	19
5	金融政策の見通し	27
6	金融市場の見通し	28

見通し担当者：

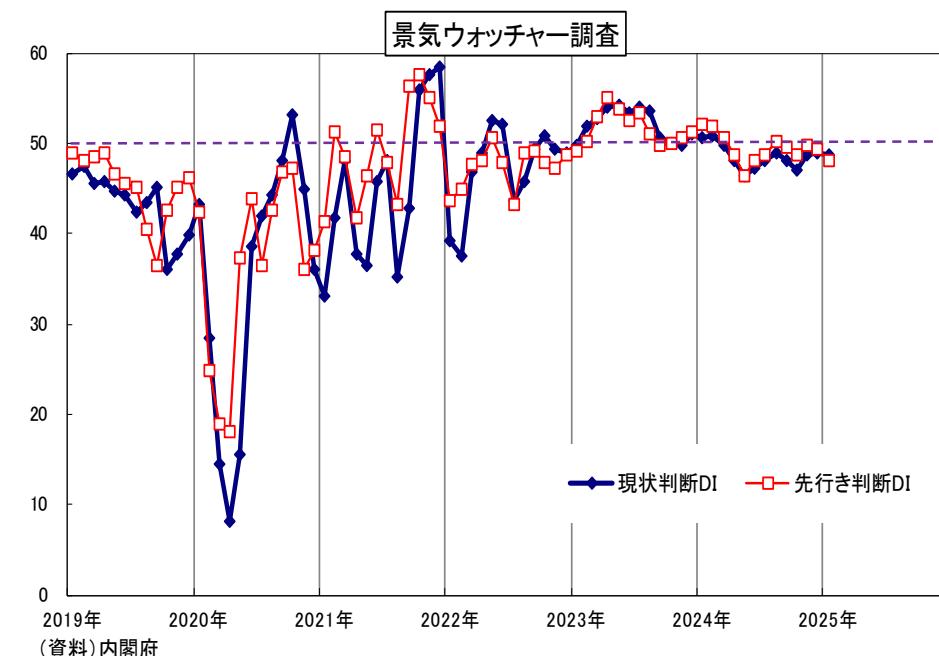
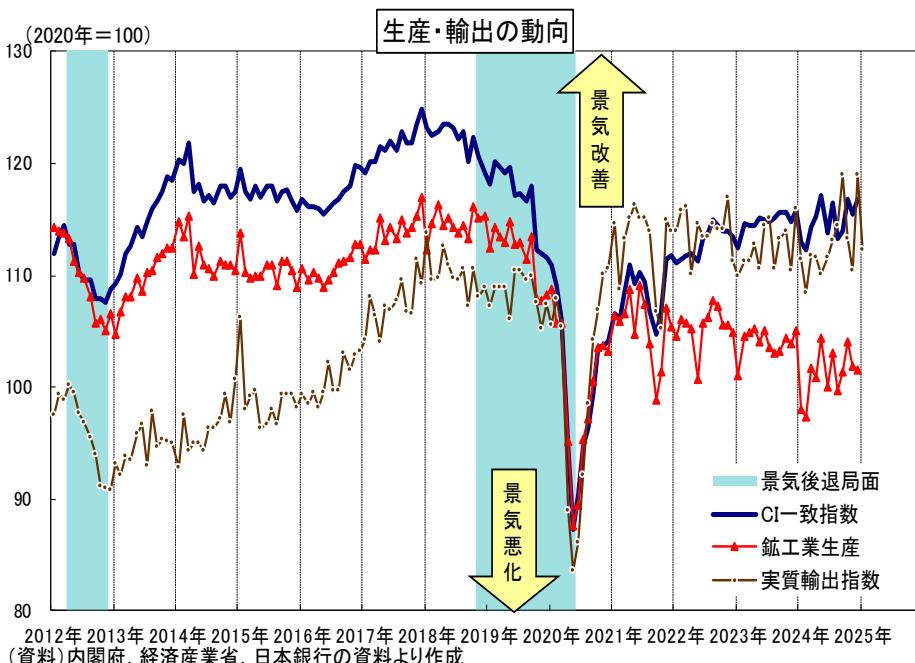
総括、日本経済・金融
米国経済・金融
中国経済・金融

南 武志
佐古 佳史
王 雷軒

1 景気の現状

□景気動向：回復しているが、ペースは緩慢なまま

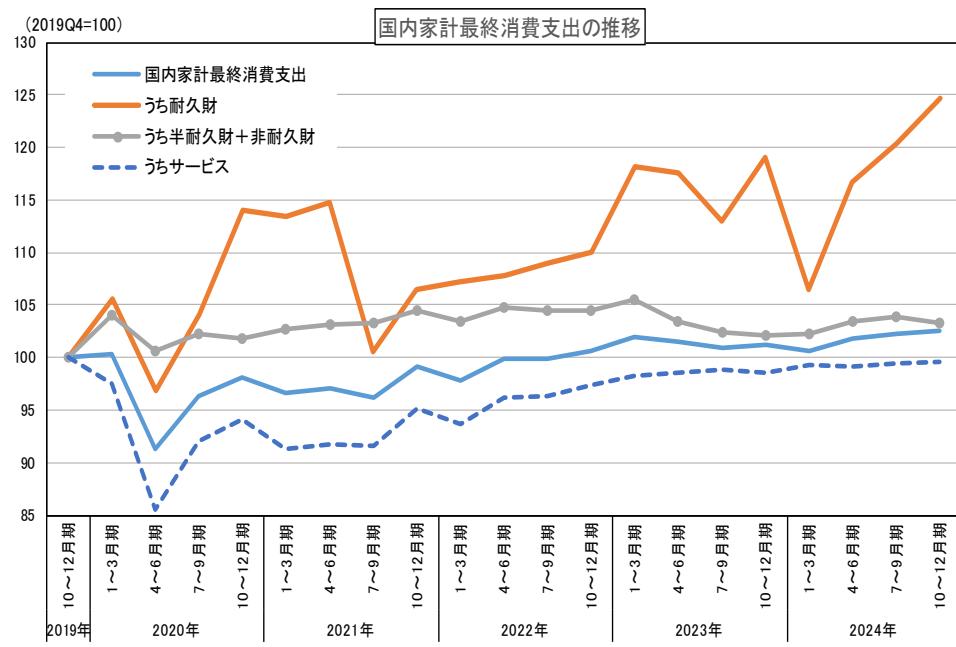
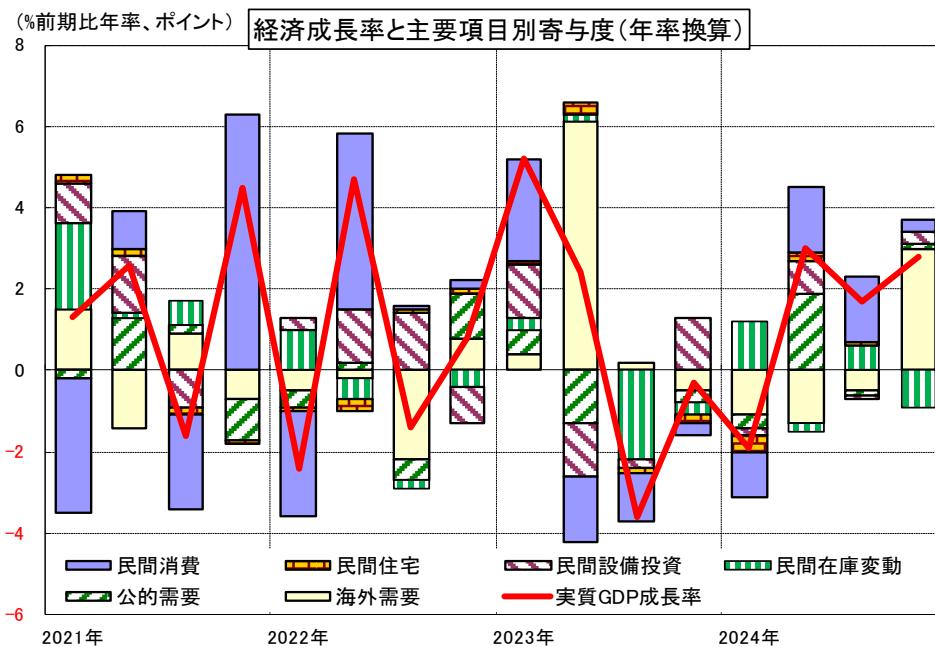
- 産業活動の基調判断は「一進一退」
 - 10~12月期の鉱工業生産は前期比1.1%と2期ぶりに上昇
 - 10~12月期の第3次産業活動指数は前期比▲0.7%と3期ぶりの低下
- 12月の景気動向指数・CI一致指数は2か月ぶりに改善したが、直近ピークの5月の水準には及ばず
 - CI一致指数に基づく基調判断は「下げ止まり」（8か月連続で同じ表現）
- 景気ウォッチャー調査（1月）の現状判断DI、先行き判断DIはともに悪化、かつ判断基準である50を割り込んで推移（それぞれ11か月連続、5か月連続）
 - ただし、基調判断は「緩やかな回復基調が続いている」と、上述したDIの値や動きとは異なる表現となっている
- 一方、日銀短観（12月調査）からも景況感は非製造業を中心に良好であることが確認できる
 - auじぶん銀行PMIは、製造業は冴えないものの、サービス業は堅調



1 景気の現状

□24年10～12月期のGDP：3期連続のプラス成長（前期比0.7%、同年率2.8%）

- 表面的には堅調な数字だったが、中身を伴っていない
 - 好調な企業業績を受けた冬季賞与の増加によって雇用者報酬は増加傾向を強めたが、民間消費は失速
 - 外需寄与度は+0.5ポイントだが、国内需要の弱さを反映した輸入の減少による面が大きい
- 需要項目別には、民間消費（前期比0.1%）、民間住宅投資（同0.1%）、民間企業設備投資（同0.5%）、政府消費（同0.3%）、輸出等（同1.1%）、輸入等（同▲2.1%）は押し上げ要因だったが、民間在庫変動（前期比成長率に対する寄与度：▲0.2ポイント）、公共投資（前期比▲0.3%）は押し下げ要因
 - 民間最終需要は3期連続のプラスだが、前期比0.2%へ鈍化
- GDPデフレーターは前年比2.8%、前期比0.6%（ともに9期連続の上昇、かつ前期から加速）と、価格転嫁が定着
 - 輸入デフレーターが前年比0.6%へ鈍化するなか、民間需要デフレーターは同2.2%と高めの上昇率を維持
- 実感に近い名目GDPも前期比1.3%（同年率5.1%）と3期連続のプラス、過去最高値を更新
- この結果、2024年のGDP成長率は名目2.9%、実質0.1%と、ともに4年連続のプラス

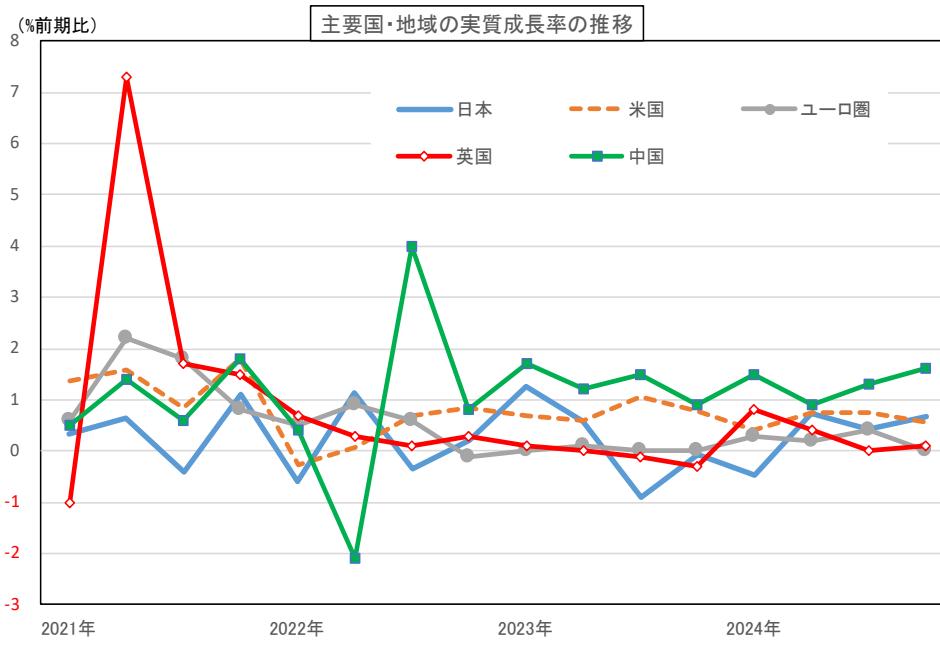


□世界経済は全般的に低成長状態

- 世界経済は低成長ながらも底割れせずに推移
 - 米国経済は依然として底堅く推移している
 - ドイツ、フランスがマイナス成長に陥るなど、欧州経済は総じて低調
 - 中国経済も不動産不況の影響が長引いている

□国際機関による世界経済見通し：低成長が続くと予測

- 最新のIMF世界経済見通し（25年1月発表）では、25年の世界経済全体の見通しを3.3%成長へ若干上方修正したもの、24年（3.2%、実績見込み）から成長率は高まらないとした
 - 26年についても3.3%成長と、2000～19年の平均3.7%を下回ったままとの見通し
 - 世界貿易数量の見通しも、成長率と同様に勢いは乏しい
- 世界経済見通しに対する中期的なリスクは下方に傾いているとの評価



2025～26年 IMF世界経済見通し

	2023年	2024年	2025年	2026年
世界全体(実質経済成長率)	3.3	3.2	3.3	3.3
先進国	1.7	1.7	1.9	1.8
米国	2.9	2.8	2.7	2.1
ユーロ圏	0.4	0.8	1.0	1.4
ドイツ	▲ 0.3	▲ 0.2	0.3	1.1
フランス	1.1	1.1	0.8	1.1
イタリア	0.7	0.6	0.7	0.9
スペイン	2.7	3.1	2.3	1.8
英国	0.3	0.9	1.6	1.5
日本	1.5	▲ 0.2	1.1	0.8
新興国・発展途上国	4.4	4.2	4.2	4.3
中国	5.2	4.8	4.6	4.5
インド	8.2	6.5	6.5	6.5
ブラジル	3.2	3.7	2.2	2.2
ロシア	3.6	3.8	1.4	1.2
南アフリカ	0.7	0.8	1.5	1.6
ASEAN5	4.0	4.5	4.6	4.5
世界貿易数量(財・サービス)	0.7	3.4	3.2	3.3
商品市況				
原油	▲ 16.4	▲ 1.9	▲ 11.7	▲ 2.6
原油以外	▲ 5.7	3.4	2.5	▲ 0.1
消費者物価				
先進国	4.6	2.6	2.1	2.0
新興国・発展途上国	8.1	7.8	5.6	4.5

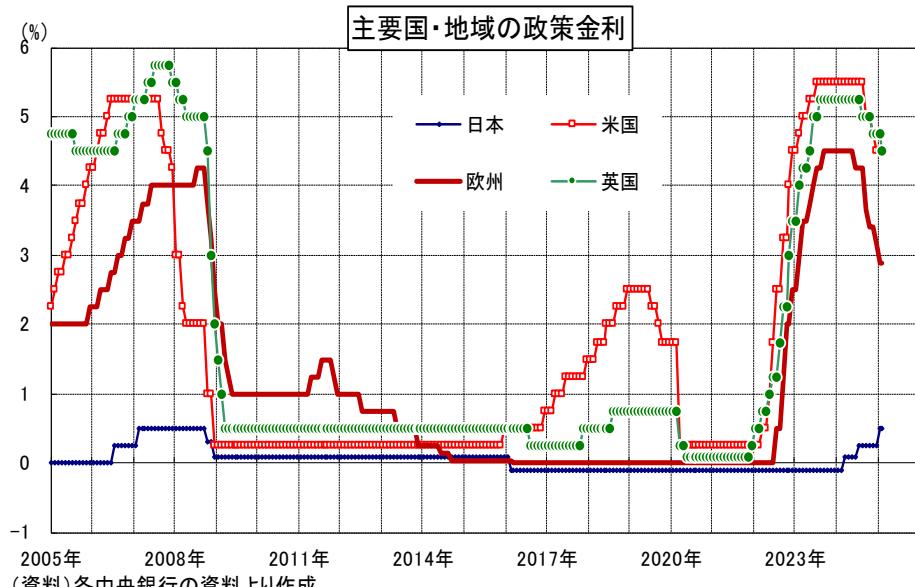
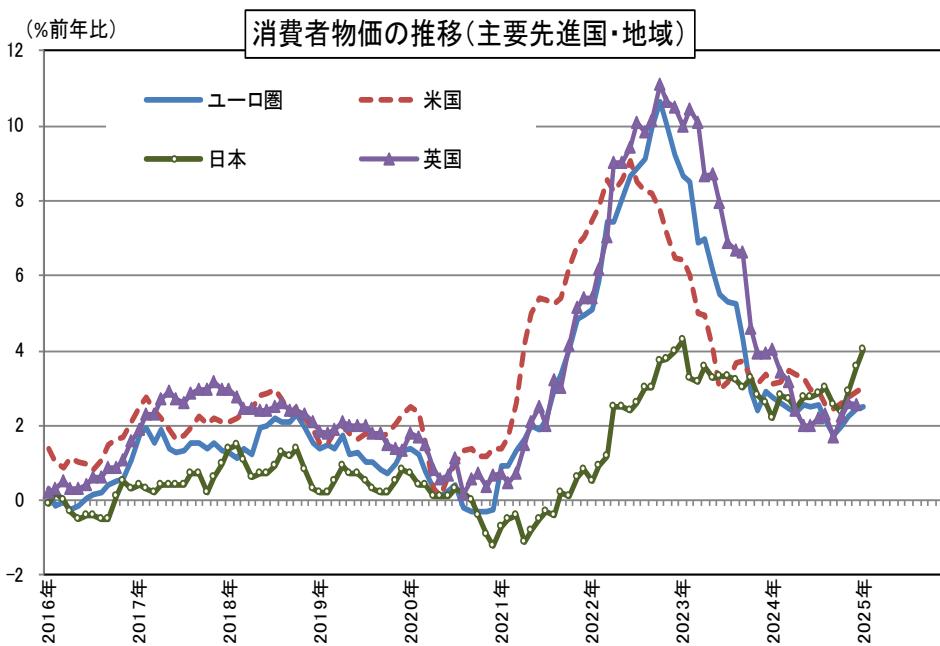
(資料)IMF『World Economic Outlook Update (2025年1月)』

□世界インフレは沈静化に向かったが、足元では再加速も

- コロナ禍後のペントアップ需要の急回復、労働力不足・部品供給難など供給の混乱、一次産品価格の高騰、さらにはロシアによるウクライナ侵攻の影響などで、21~22年にかけて世界的にインフレが加速したが、22年下期にはピークアウト
- 23年入り後は2%の物価目標に向けて徐々に鈍化が進んだが、24年末以降は再加速の動きも

□欧米中銀は利下げ局面ながらも、Fedは利下げを急がない意向

- 22年以降、本格的な金融引き締め政策を行ってきた欧米の主要中央銀行は、23年半ばには利上げフェーズを終了
- その後しばらくは各中銀はインフレ沈静化がしっかりと確認できるまでは金融引き締め状態を継続したが、欧州中央銀行（ECB）は24年6月に、イングランド銀行（BoE）も8月に、米連邦準備制度（Fed）も9月に、それぞれ利下げに転じた
 - その後も各中銀は複数回の追加利下げを実施したが、直近のFedは利下げを急がない姿勢をみせている



（注）米国の政策金利は誘導レンジの上限。欧州は主要リファイナンス・オペ金利。日本は16年2月～24年2月については日銀当座預金の政策金利残高への適用利率、それ以外の期間は無担保コールレート翌日物を政策金利とした（24年3～7月は誘導レンジの上限）。

□景気動向：不確実性が高まるなかでも、個人消費が景気を下支え

- 24年10～12月期のGDPは個人消費支出に支えられて前期比年率2.3%（速報）、24年を通じては2.8%成長となった
- FRBは24年9月のFOMCから利下げを開始し、これまでに政策金利を100bp引き下げたが、足元ではインフレ率の下げ渋りや政策不確実性の高まりを受け、さらなる利下げには慎重な姿勢を強めている
- 見通しのポイントとしては、①第2次トランプ政権は減税や規制緩和によって景気拡大を後押しすると見込まれること、②カナダとメキシコへの追加関税は見送られるが、中国製品には25年後半に20%程度の追加関税をさらに賦課すると見込まれること、③こうした政策の効果は25年終わり頃から出始めること、④FRBは利下げに慎重な姿勢を強め、25年の利下げは見送りになると思われること、などが挙げられる
- 成長率見通し：25年は2.6%、26年は2.2%（前回から25年は0.3ポイント上方修正）

予測表（四半期）

(予測→)

単位	2024年	2025年				2026年							
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP成長率	%	1.6	3.0	3.1	2.3	2.5	3.1	2.6	1.7	2.2	1.9	2.3	2.1
個人消費支出	%	1.9	2.8	3.7	4.2	1.7	2.7	2.2	1.7	1.9	1.7	2.2	1.9
民間設備投資	%	4.5	3.9	4.0	▲ 2.2	4.7	4.0	3.4	3.1	3.6	3.9	3.8	3.2
民間住宅投資	%	13.7	▲ 2.8	▲ 4.3	5.3	▲ 0.9	2.5	▲ 2.0	1.5	▲ 2.0	2.5	1.0	1.5
輸出	%	1.9	1.0	9.6	▲ 0.8	2.6	1.5	0.8	2.3	1.5	2.2	1.9	2.1
輸入	%	6.1	7.6	10.7	▲ 0.8	3.3	▲ 0.5	1.1	2.7	1.6	1.8	3.0	1.1
政府支出	%	1.8	3.1	5.1	2.5	1.9	2.5	3.0	2.0	1.9	1.8	1.8	2.0
非農業部門雇用者数増減	万人	19.6	13.3	13.3	20.4	15.0	13.0	10.0	12.0	15.0	15.0	15.0	15.0
失業率	%	3.8	4.0	4.2	4.2	4.0	4.0	4.1	4.0	4.0	4.0	3.9	3.9
賃金上昇率	%	4.2	4.0	3.8	4.1	4.0	4.0	4.0	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8
コアPCEデフレーター	%	3.0	2.7	2.7	2.8	2.8	2.9	3.0	3.0	2.8	2.7	2.6	2.5
FFレート誘導水準	%	5.25～5.50	5.25～5.50	4.75～5.00	4.25～4.50	4.25～4.50	4.25～4.50	4.25～4.50	4.25～4.50	4.00～4.25	3.75～3.50	3.75～3.50	3.50～3.25
10年物国債利回り	%	4.2	4.4	3.8	4.6	4.6	4.5	4.5	4.4	4.0	3.7	3.6	3.5

(資料)米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。

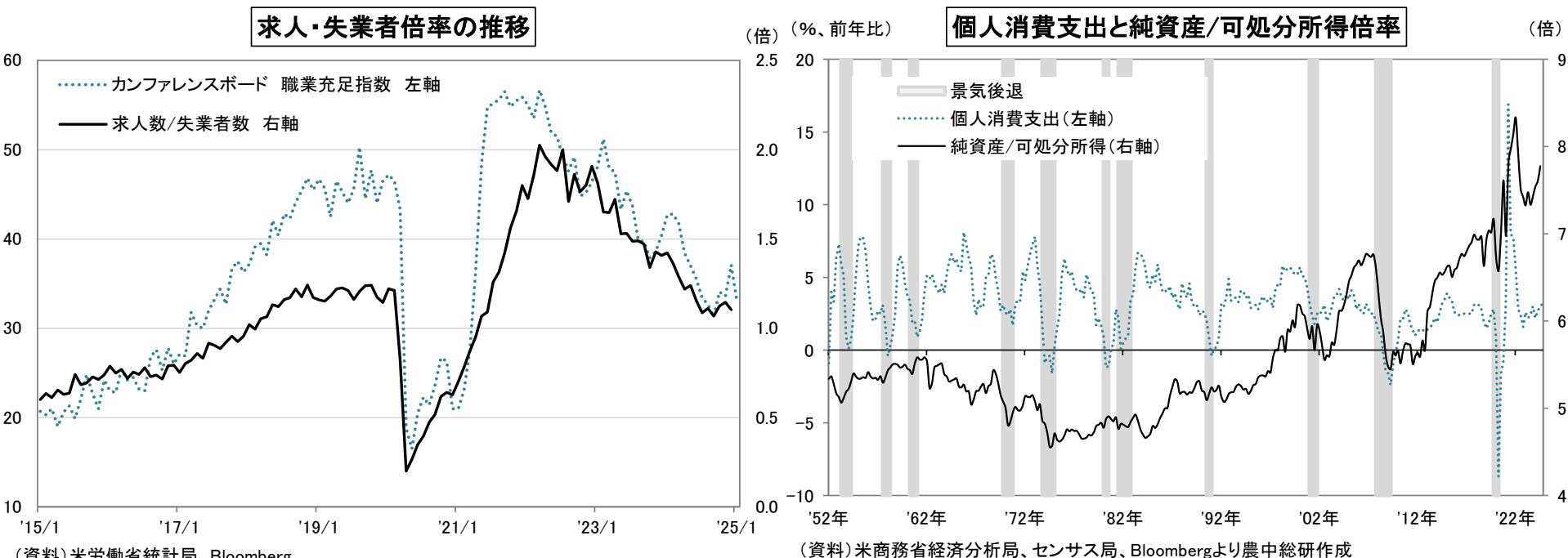
(注意)GDPと各需要項目は四半期年率。FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。

□雇用：需給調整がおおむね完了した労働市場

- コロナ禍以前よりも求人・失業者比率が低下し、需給調整がおおむね完了したと考えられる
- 労働生産性の上昇ペースが小幅に加速したとみられることから、賃金上昇率は2%物価目標と整合的な水準に近い

□消費：伸びが維持される見込み

- トランプ大統領の再選により不確実性が高まったものの、24年末の個人消費は加速した
- 資産の増加が、富裕層を中心に個人消費を支えていると考えられる
- 対中追加関税は懸念材料だが、第2次トランプ政権は減税や規制緩和、株高を志向すると見込まれるため、個人消費の伸びが維持されると予想する



□貿易：貿易拡大ペースは鈍い

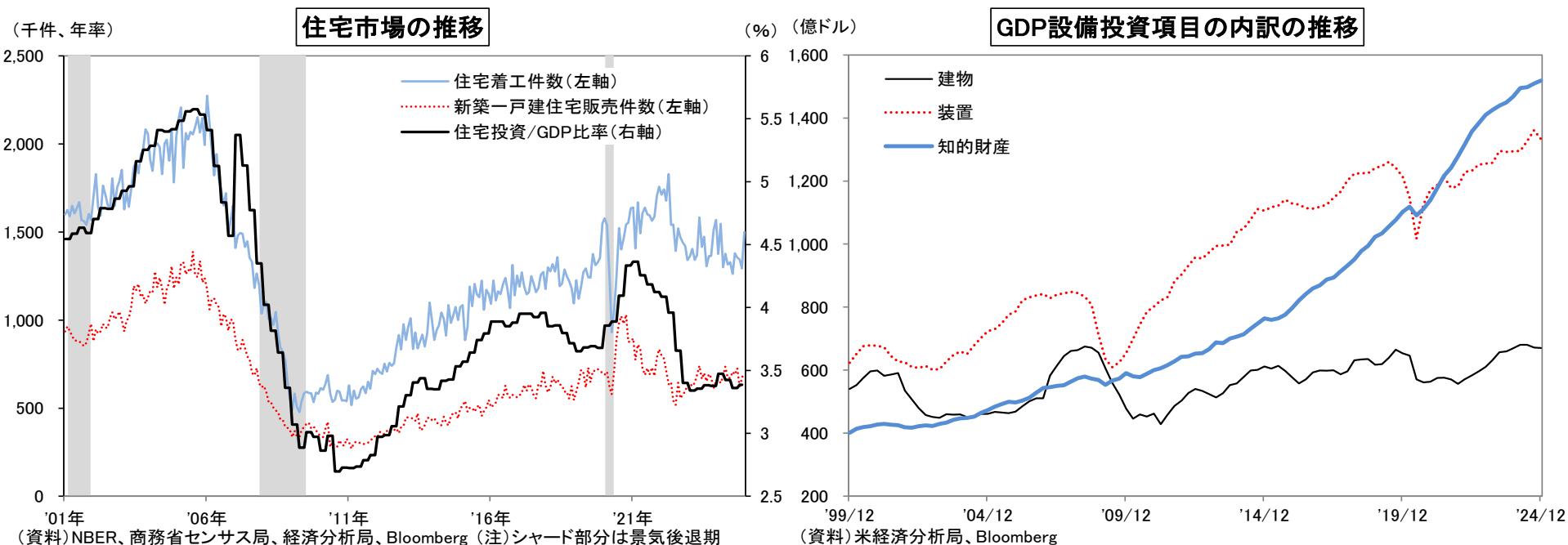
- 中国経済減速の長期化や米国を中心とした半導体、半導体製造装置の対中輸出規制強化、世界的なデ・リスクイング（リスク低減）、追加関税などから貿易の拡大ペースは鈍い

□設備投資：堅調な推移を予想

- 10年で1.2兆ドルのインフラ投資を目指すインフラ投資雇用法（21年11月）、10年で4,300億ドル規模の気候変動対策費を投じるインフレ削減法（22年8月）、半導体の国内生産へ520億ドルを支援するCHIPSプラス法（22年8月）などが設備投資を下支えしている
 - AIの普及に伴う半導体とデータセンターの需要増やAIインフラ整備計画（スターゲート計画）に加えて、製造業の国内回帰などから設備投資は堅調な推移を予想する

□ 住宅投資：軟調に推移

- ー利上げサイクルの終了とともに一旦は回復したものの、足元では再び軟調に推移している



□インフレ率：追加関税からインフレ高止まり

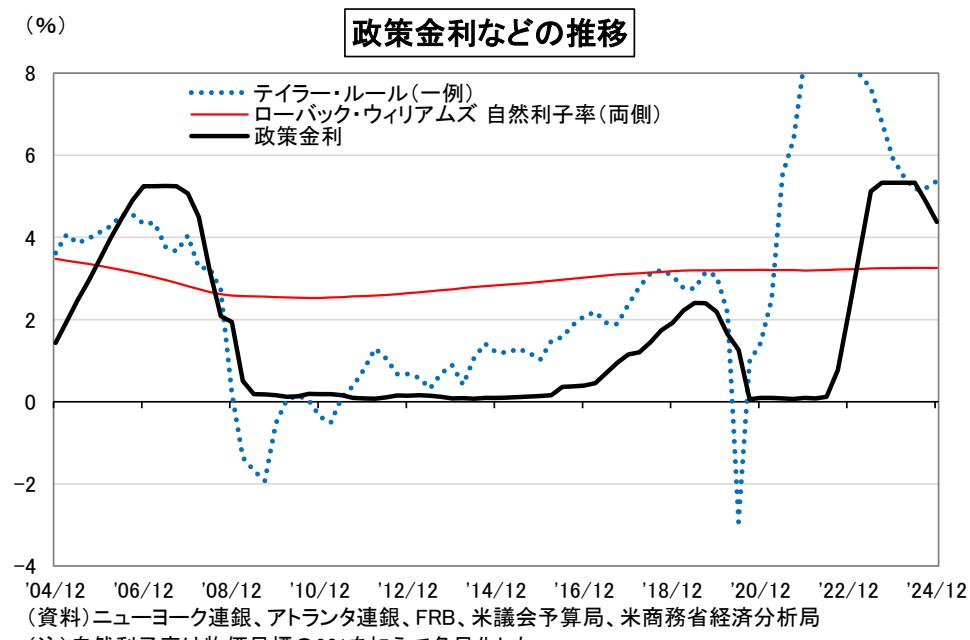
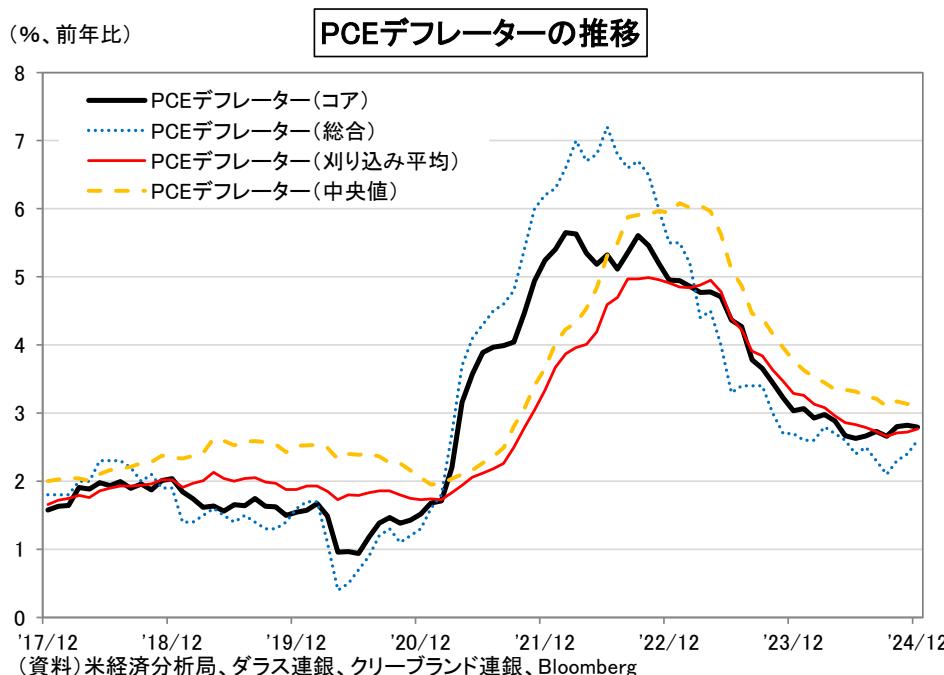
- メキシコ、カナダへの関税導入は見送られると思われるものの、中国製品に対し25年後半に20%程度の追加関税をさらに賦課すると見込まれる
- 25、26年のコアPCEデフレーターに対し、それぞれ+0.3、+0.15ポイント程度の上昇圧力が加わると見込まれる

□金融政策：利下げ中断

- インフレ率の鈍化と政策不確実性の高まりから、25年内は利下げを中断すると予想する

□財政：財政赤字拡大の公算

- 米共和党は、1.5兆ドル程度の歳出削減を検討しているものの、17年のトランプ減税の延長や法人減税など合計4.5兆ドルの減税も計画しており、財政赤字が拡大すると予想される
- 足元では、4兆ドル債務上限を引き上げる計画も併せて検討されている

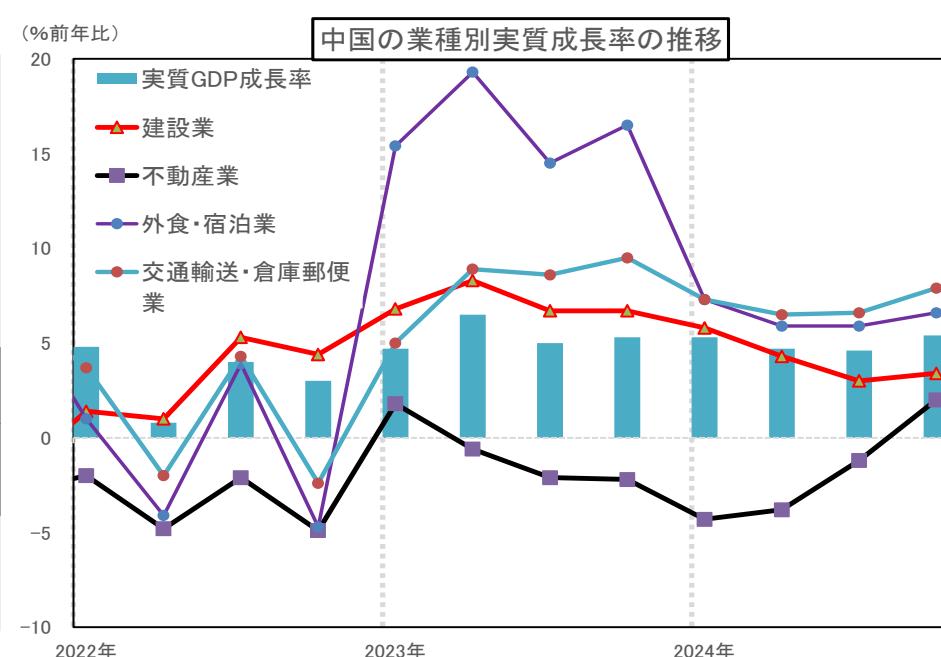
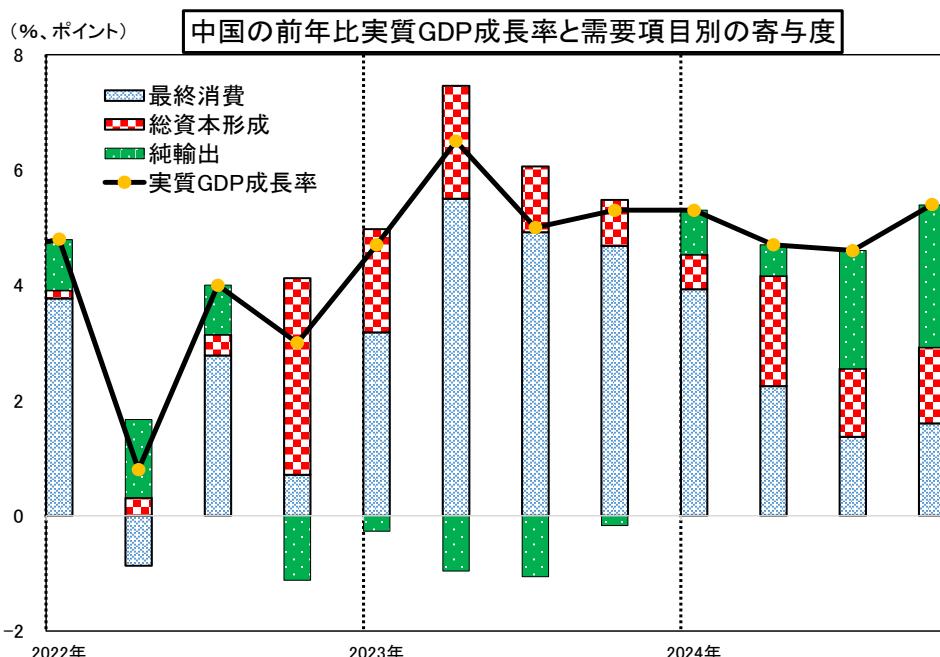


□24年10～12月期の実質GDP成長率：前年比5.4%、前期比1.6%に持ち直し

- 輸出が底堅く推移したことや、家電製品等の買い替え促進策により個人消費が押上げられたほか、不動産業に持ち直しの兆しが見られたことを受けて持ち直した
 - 10～12月期の実質GDP成長率は前年比5.4%、前期比1.6%と、7～9月期（同4.6%、同1.3%）からともに加速
 - 実質GDP成長率（前年比5.4%、前掲）に対する需要項目別の寄与度では、純輸出は2.5ポイントと4期連続のプラスで今回の成長に最も寄与
 - 業種別にみると、外食・宿泊業、交通輸送・倉庫郵便業はそれぞれ前年比で6.6%、7.9%と堅調に推移したことや、不動産業は同2.0%と7期ぶりのプラスとなったほか、建設業も同3.4%とプラスを維持

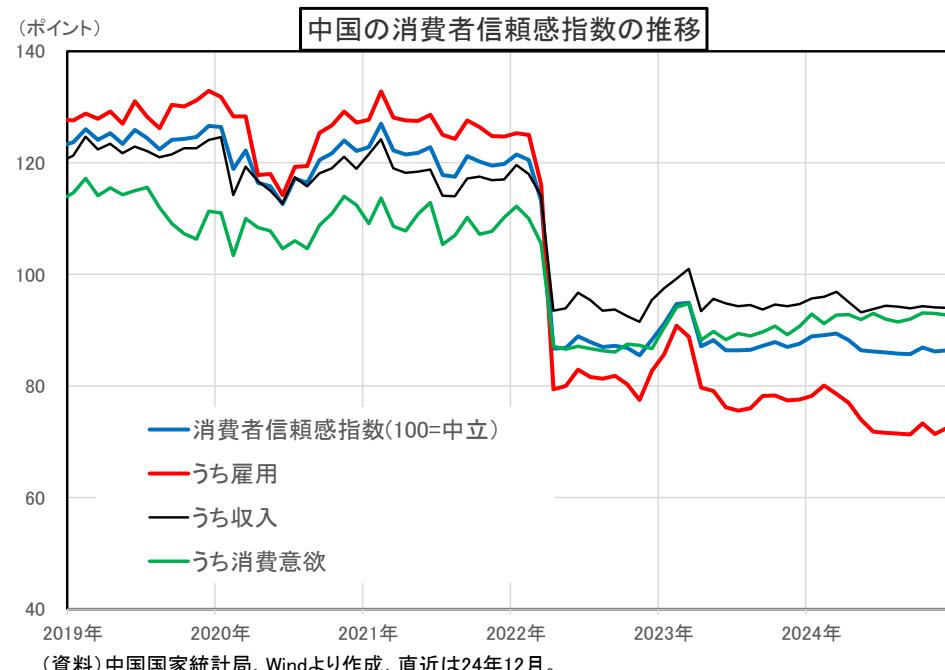
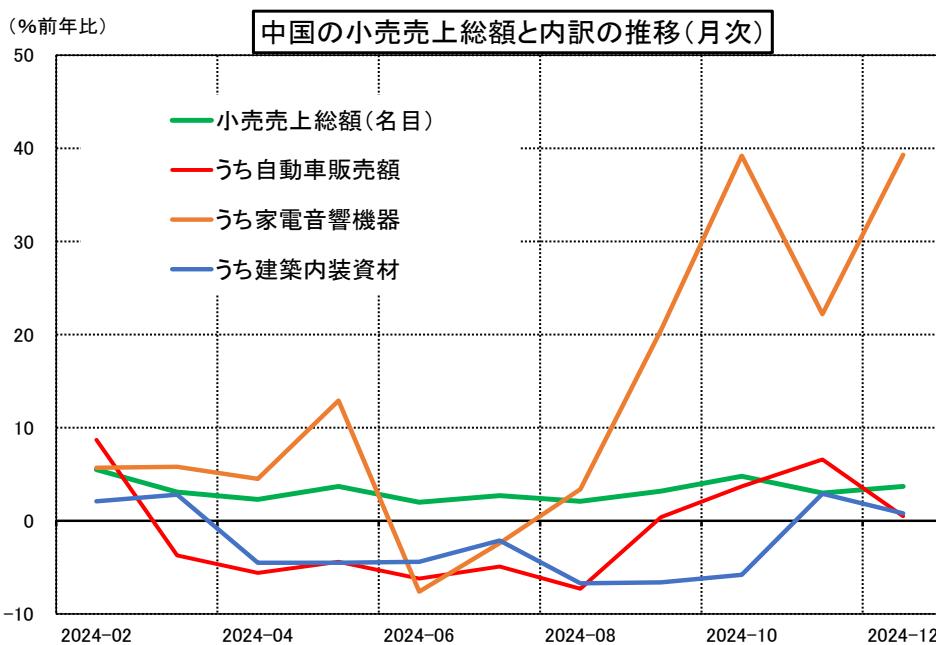
□24年の実質GDP成長率は前年比5.0%と23年から減速

- 10～12月期GDPが持ち直したことを受け、24年は前年比5.0%と政府の成長率目標を達成した
- とはいっても、23年（同5.4%）から減速したほか、名目GDP成長率は前年比4.2%と2年連続で実質を下回り、「名実逆転」が続いたことで国民の成長への実感が乏しかったとみられる



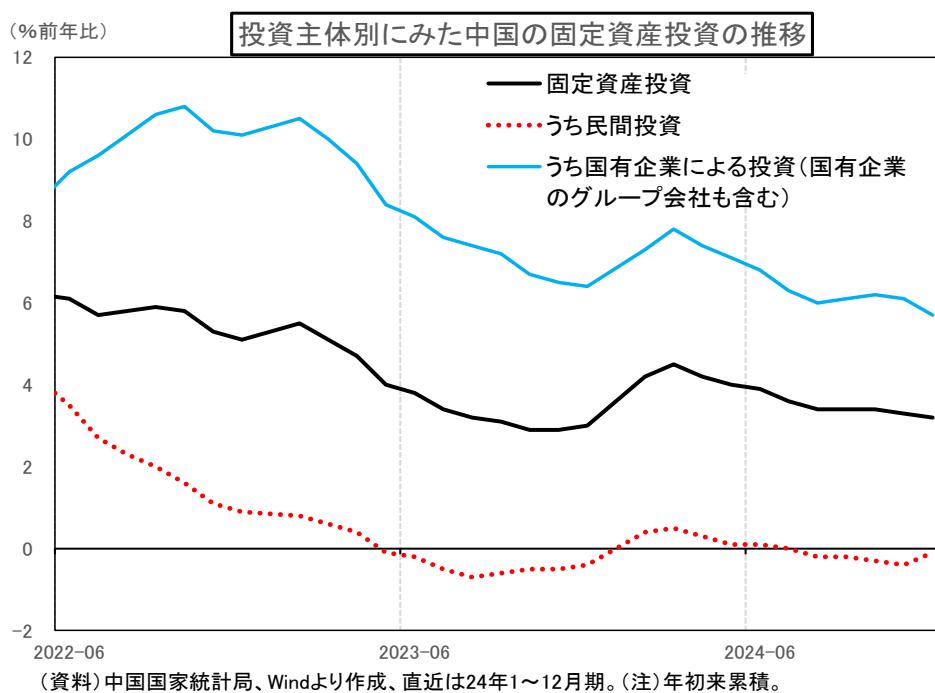
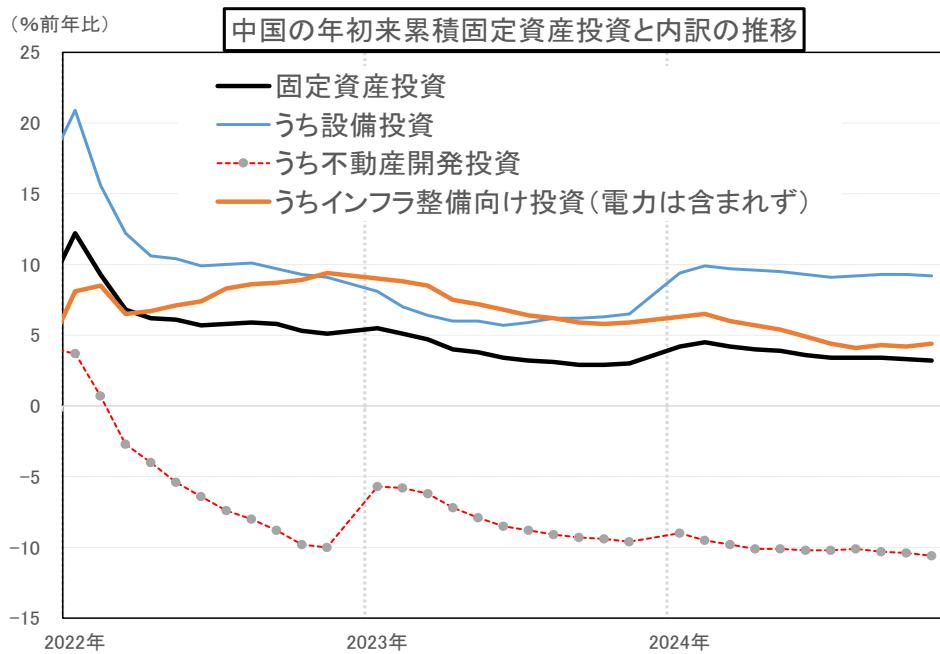
□消費：政策効果で持ち直しが続く公算

- 24年12月の小売売上総額（名目）は前年比3.7%と11月（同3.0%）から伸びをやや高めた
 - 内訳をみると、家電音響機器が前年比39.3%と大きく伸びたほか、自動車販売額および建築内装資材はともにプラスで推移した
 - 加速した背景には、自動車購入促進策や家電などの耐久消費財の買い替え促進策の強化による押し上げ効果が出たほか、不動産市場テコ入れ策の強化によって上海市や北京市などの特大都市における住宅販売に改善の動きが見られたことも挙げられる
 - しかし、消費者マインドをみると、消費者信頼感指数は23年3月に一時的に持ち直したもの、その後は低迷したことが消費低迷につながったとみられる
- 先行きについては、所得・雇用をめぐる環境が依然として厳しく、消費者の節約志向が続くとみられるものの、自動車購入促進策の継続や買い替え促進策の対象拡大等による消費押し上げ効果の継続が期待されることから、消費の持ち直しが続く公算



□投資：持ち直しに転じると見込まれる

- 不動産開発投資の長期低迷とインフラ整備向け投資の鈍化で24年の固定資産投資は前年比3.2%と低調
 - 投資分野別では、設備投資は前年比9.2%と固定資産投資全体の伸び（前掲3.2%）を大きく上回って堅調に推移した一方、不動産開発投資は同▲10.3%と悪化に歯止めがかからず、インフラ整備向け投資（電力は含まれず）も同4.4%と伸び悩んだ
 - 投資主体別では、国有企業による投資は同5.7%と全体の伸びを上回った一方、民間投資は同▲0.1%と低迷
 - 固定資産投資全体が弱い背景として、不動産デベロッパーのバランスシート調整が不動産開発投資の低迷につながったほか、地方政府が膨張した債務問題への対処でインフラ整備向け投資を鈍らせたことも挙げられる
- 先行きについては、不動産デベロッパーのバランスシート調整がなお続くとみられるものの、財政拡張などを背景に設備投資とインフラ整備向け投資が底堅く推移すると見込まれるほか、「民営経済促進法」の制定などを受けて民間投資を促す効果が期待されることもあり、固定資産投資全体は持ち直しに転じるだろう

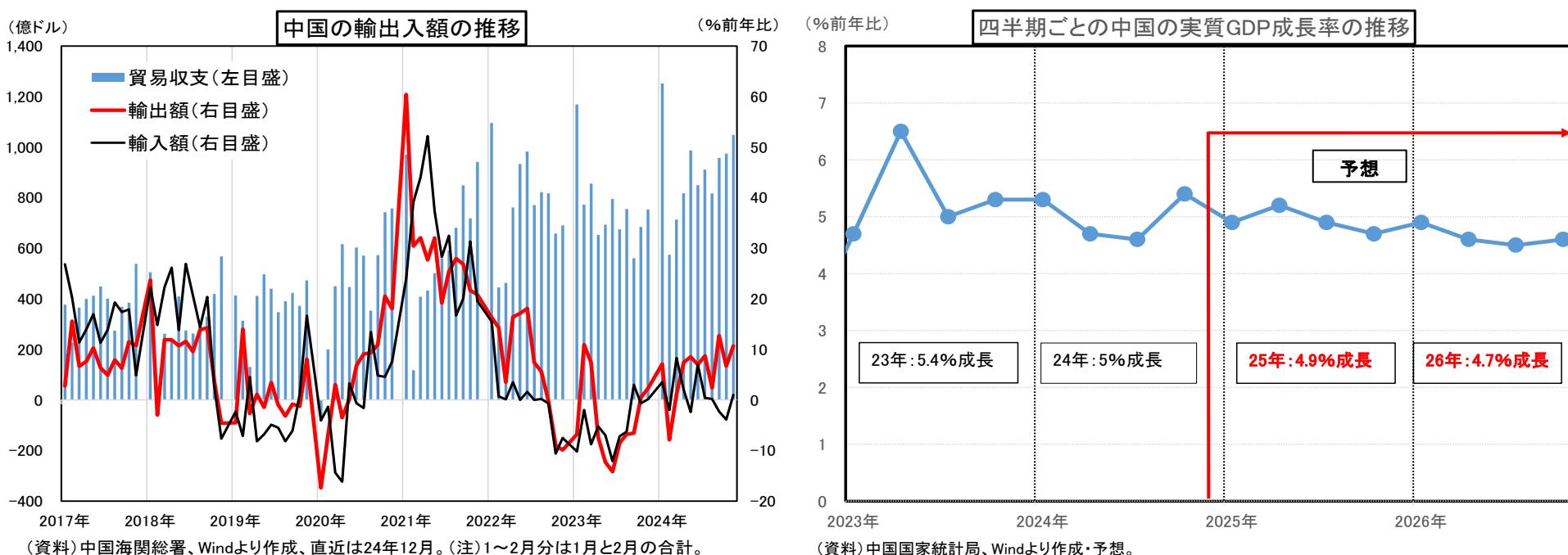


□輸出：軟調に推移する可能性が高い

- 電気自動車（EV）の輸出拡大や関税引き上げ前の駆け込み輸出増加を受けて24年12月の輸出額（米ドル建て）は前年比10.7%と大きく伸びた
- しかし、先行きについては、米トランプ政権が中国からの全ての輸入品に10%追加関税を発動したほか、今後も対中関税の引き上げが予想されることで軟調に推移する可能性が高い

□経済見通し：25年は4.9%成長（上方修正）、26年は4.7%成長

- 不動産市場の調整や米中貿易摩擦等による下押し圧力が続くとみられる一方、内需拡大策や財政拡張等を背景に消費と投資の回復が予想されることから、25年は前年比4.9%（前回見通しから0.2ポイント上方修正）と24年から小幅減速にとどまると予想
- 26年は、米中対立が続く可能性が高いことや、不動産市場の長期低迷が想定されるほか、進む人口減少と高齢化による影響もあり、前年比4.7%とさらに減速する見込み

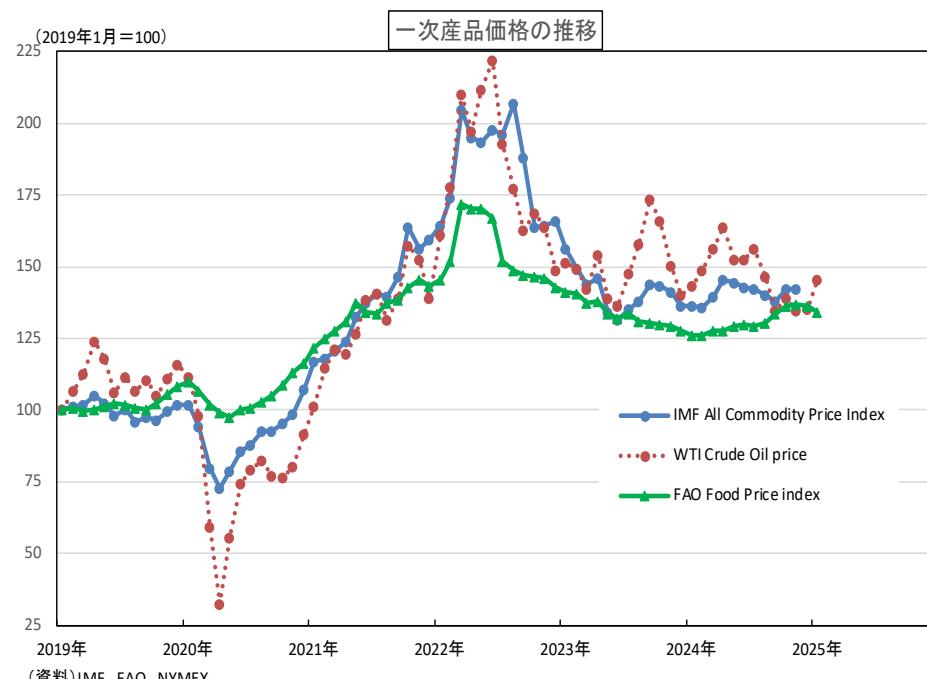
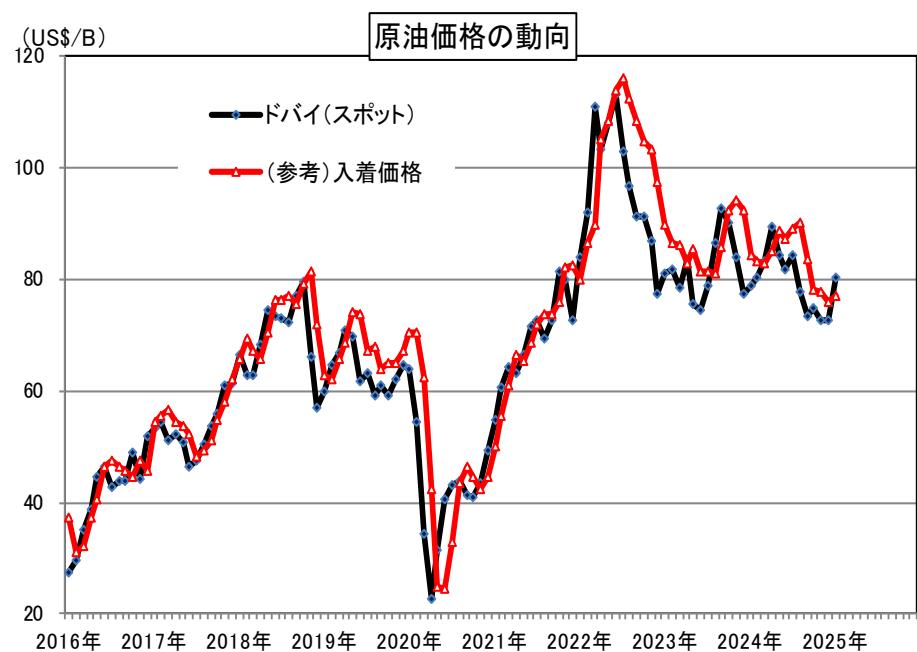


□原油価格：直近は70ドル/バレル台前半で推移

- OPECプラスは原油価格安定のため、22年11月以降、生産量調整を続けてきた
 - OPECプラスでは協調減産分（日量366万バレル）は26年末まで続ける一方、8有志国による自主減産枠（日量216万バレル）について4月以降、段階的に縮小させる方針
- 一方、トランプ米大統領は米国内のシェールオイル・ガスの増産を目論んでいるほか、OPECプラスに対して原油価格を引き下げるために供給を増やすよう求めている
- こうしたなか、原油価格（WTI先物、期近物）は、ウクライナ戦争終結への期待やトランプ関税への警戒感などから、25年初の70ドル台後半から70ドル/バレル台前半へ下落

□原油入着価格の見通し

- 今後は原油増産も想定されることから、25年度にかけて国内への入着価格（CIF）は概ね70ドル/バレル台前半で推移すると予想



□ トランプ関税の行方

- トランプ大統領は貿易相手国が高い関税を課している場合、当該国からの輸入品に対して同様の関税を課す「相互関税」措置の導入検討を指示
- また、関税率よりも高い付加価値税を導入している国は、関税を課しているのと同等と見做すほか、補助金政策についても相互関税を課す理由になるとした

□ 日本への影響：鉄鋼・アルミニウムや自動車などへの関税

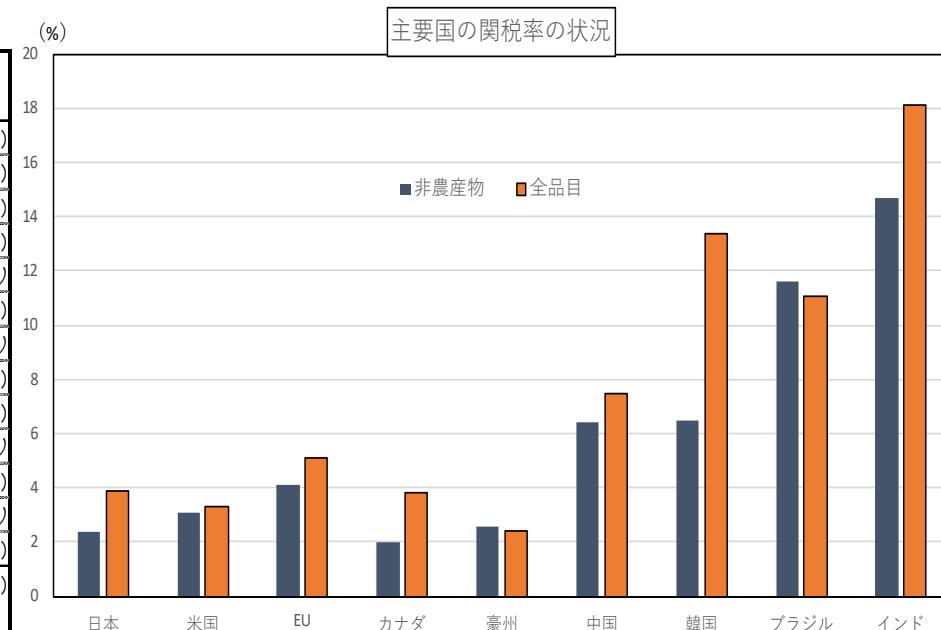
- トランプ大統領は鉄鋼・アルミニウムに対して例外なく25%の関税を課すことを決定、3月12日に発動予定
- さらに、自動車、半導体、医薬品に対しても25%程度の関税を課す方針で、4月2日に詳細を公表予定
 - 日本の対米輸出は全体の19.9%、対米輸出のうち自動車、鉄鋼、半導体等電子部品、医薬品のシェアはそれぞれ28.3%、1.4%、1.2%、1.9%（24年実績）
- 日本の関税率は相対的に低いものの、歴史的に米国は日本市場へのアクセスや非関税障壁などを問題視してきた

日本からの主要地域別・品目別の輸出動向（2024年）

	全体	米国	EU	中国
食料品	1,178 (1.1)	213 (1.0)	70 (0.7)	115 (0.6)
原材料	1,762 (1.6)	95 (0.4)	113 (1.1)	557 (3.0)
鉱物性燃料	1,344 (1.3)	28 (0.1)	5 (0.0)	181 (1.0)
化学製品	11,849 (11.1)	1,517 (7.1)	1,182 (11.9)	3,366 (17.8)
医薬品	1,334 (1.2)	411 (1.9)	173 (1.7)	237 (1.3)
原料別製品	11,989 (11.2)	1,372 (6.4)	777 (7.8)	2,201 (11.7)
鉄鋼	4,395 (4.1)	303 (1.4)	201 (2.0)	497 (2.6)
一般機械	19,223 (17.9)	4,946 (23.2)	1,915 (19.2)	4,613 (24.5)
電気機器	17,923 (16.7)	2,879 (13.5)	1,629 (16.3)	3,901 (20.7)
半導体等電子部品	6,076 (5.7)	266 (1.2)	211 (2.1)	1,313 (7.0)
輸送用機器	24,487 (22.9)	7,669 (36.0)	2,633 (26.4)	1,404 (7.4)
自動車	17,909 (16.7)	6,026 (28.3)	1,843 (18.5)	925 (4.9)
その他	17,336 (16.2)	2,575 (12.1)	1,642 (16.5)	2,526 (13.4)
総額	107,090 (100.0)	21,295 (100.0)	9,966 (100.0)	18,865 (100.0)
		[19.9]	[9.3]	[17.6]

(資料) 財務省「貿易統計」より農林中金総合研究所作成

(注) 単位: 10億円、()は国・域内における品目別のシェア、[]は世界全体に対する国・地域別のシェア



(資料) 経済産業省「2024年版不公正貿易報告書」

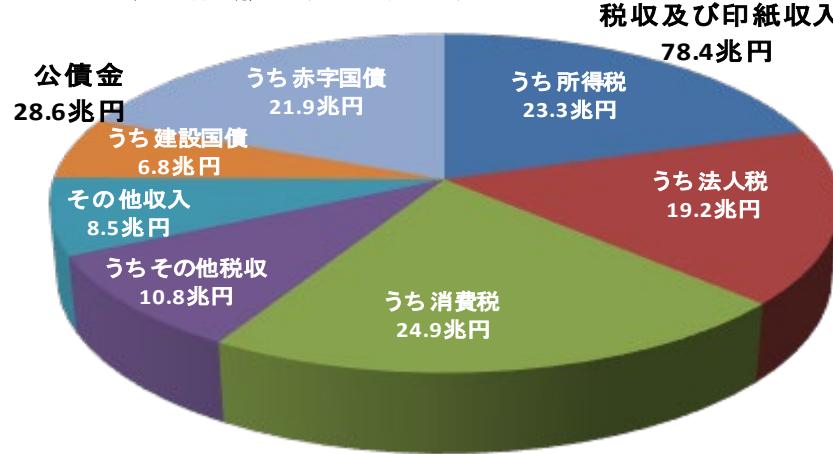
(注) 単純平均実行税率。

□25年度一般会計予算（政府案）の総額は115.4兆円

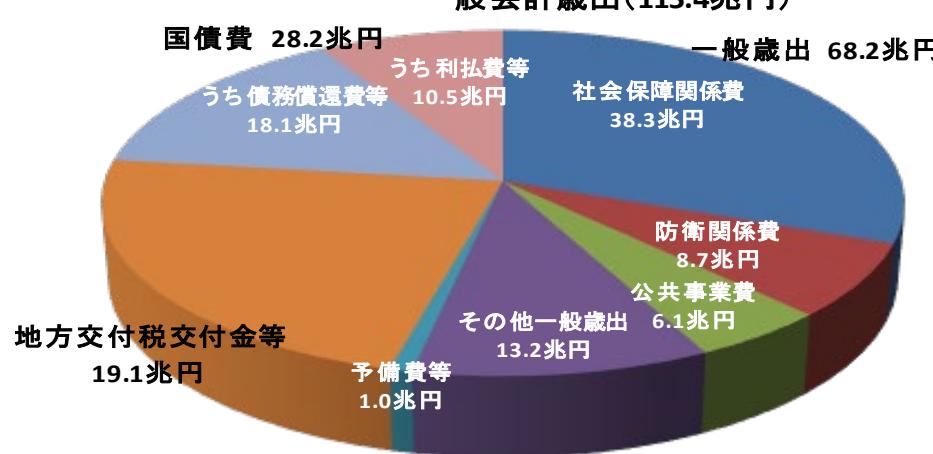
- 25年度当初予算案の総額は115.5兆円と、24年度当初予算（112.6兆円）から約3兆円の増額、2年ぶりに過去最大を更新した
- 岁入：税収78.4兆円（24年度当初比8.8兆円増、同補正後比5.0兆円増）、公債金28.6兆円（24年度当初比6.8兆円減）
 - 政府経済見通しでは、税収見積もりの根拠となる経済成長率は名目2.7%（実質1.2%）を見込む
- 岁出：国債費28.2兆円（24年度当初比で1.2兆円増）、一般歳出68.2兆円（同0.5兆円増）
 - 社会保障関係費（38.3兆円、同5,585億円増）については、概算要求の段階では自然増を6,500億円程度と想定していたが、薬価改定や高額療養費制度の見直し（上限額の引き上げ）などで1,300億円程度を抑制する一方、社会保障の充実等で300億円増額
- 国債発行計画：復興債（0.1兆円）、GX経済移行債（0.7兆円）、子ども特例債（1.1兆円）、財投債（10.0兆円）、借換債（136.2兆円）を合わせ、全体で176.9兆円の発行（24年度当初計画から5.1兆円減）
 - カレンダーベースの市中発行額は172.3兆円（24年度補正後比で1.1兆円減）
- ただし、少数与党内閣であることから、予算案の年度内成立に向けて野党の要求を取り入れて修正することも視野に入れている

2025年度一般会計予算（政府案）

一般会計歳入（115.4兆円）



一般会計歳出（115.4兆円）



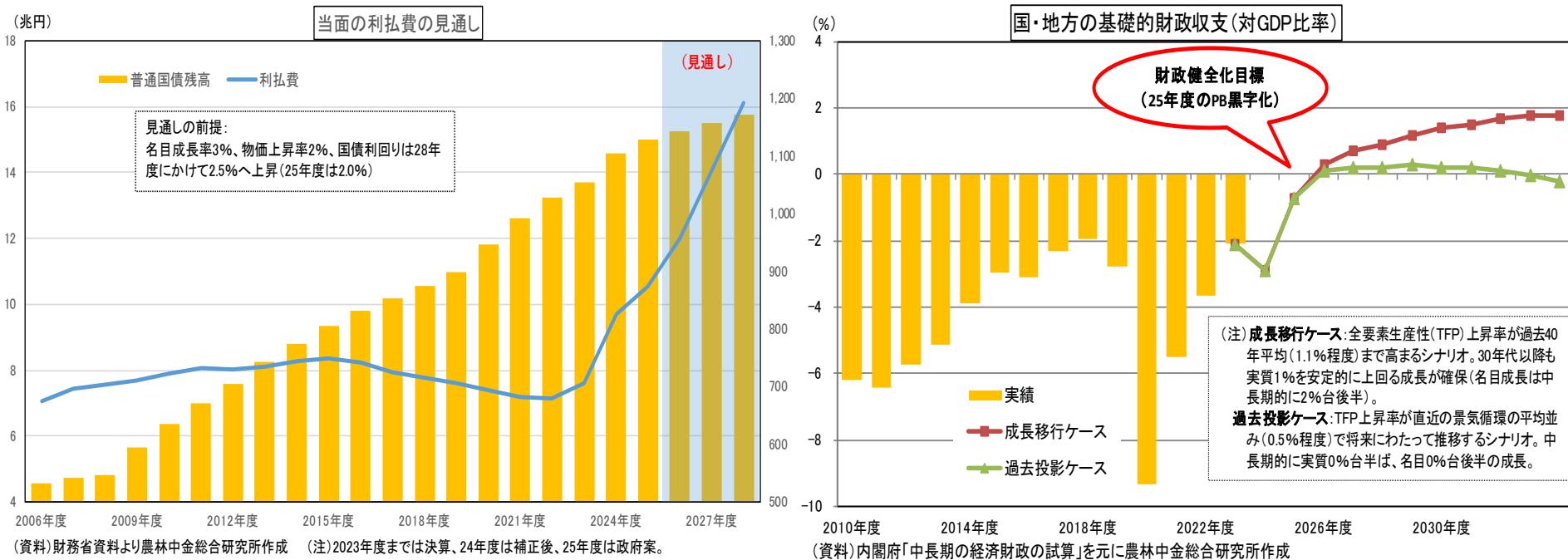
（資料）財務省

□金融政策正常化で利払い費は増加

- 日銀による大量の国債買入れ、イールドカーブ・コントロール政策などによって、長期金利が極めて低水準だったこともあり、23年度まで国債利払い費は抑制されてきたが、金融政策の正常化に伴って、24年度以降は増加傾向に
- 財務省「令和7年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」では、26年度以降の名目経済成長率が前年度比3%、消費者物価上昇率が同2%となる場合（国債利回りは28年度にかけて2.5%へ上昇）、利払い費は16.1兆円になる（25年度政府案比で5.6兆円増）、と試算

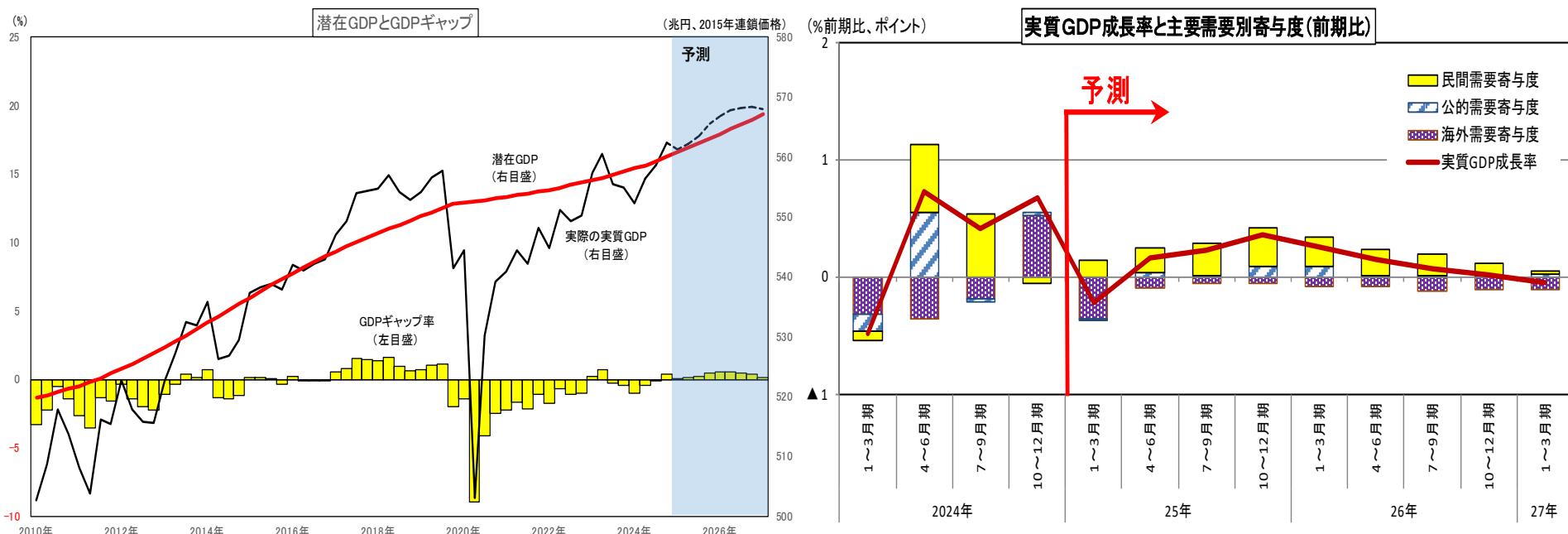
□財政健全化の行方

- 「25年度までに基礎的財政収支（PB）を黒字化」の達成は不可能だが、政府の財政健全化を目指す姿勢には変化なし
- 内閣府「中長期の経済財政に関する試算（25年1月）」によれば、先行き、全要素生産性（TFP）が直近の景気循環の平均0.5%程度で推移するとした「過去投影ケース」では、26年度にはPBは黒字に転じるもの、中続きせず、いずれ再び赤字に転じる、との見通しを示している
 - 一方、賃上げと投資が牽引する成長型経済に移行する「成長実現ケース（TFPは過去40年の平均である1.1%程度に上昇）」では、国・地方のPB対GDP比率は26年度以降、黒字幅を徐々に拡大させていく、とした



□総論：2024年度は0.7%成長、25年度は0.9%成長、26年度は0.6%成長と予想

- 足元1～3月期については、基本的に10～12月期の輸入減の反動が見込まれ、外需寄与度はマイナスになる可能性が高い。実際、世界経済は低成長状態が続いている、輸出は牽引役としては期待薄であろう。一方で、円安を背景にインバウンド需要は底堅いほか、家計所得の所得環境も改善傾向が続いている、消費は緩やかながらも回復基調をたどるだろう。その結果、経済成長率は前期比年率▲0.9%と4期ぶりのマイナスが見込まれる。24年度は0.7%成長が見込まれる（23年度と変わらず）。
- 25年度入り後についても、世界経済は全般的に低成長状態から抜け出せず、かつ米国の関税強化もあり、輸出に牽引役を期待することはできない。しかし、労働力不足の強まりが賃上げを促進するほか、物価も徐々に上昇率が鈍化していくものとみられ、民間消費の回復に寄与し始めるだろう。こうした動きは非製造業を中心に設備投資を下支えするとみられる。25年度を通じて民間需要が主導する格好で国内景気の回復が続き、GDPギャップもプラス幅を拡大させるだろう。25年度は0.9%成長と予測する。とはいえ、内外の経済政策に不確実性・不透明性が高い状態が続くことが見込まれ、注意が必要である。
- 一方、26年度には、米国・中国などの成長鈍化などもあり、国内経済も景気踊り場を迎えるだろう。GDPギャップのプラス幅も縮小へ向かうだろう。26年度は0.6%成長と、潜在成長率並みに減速するだろう。



予測表（年度、半期）

	単位	2023年度 (実績)	24年度 (予測)	25年度 (予測)	26年度 (予測)
名目GDP	%	4.9	3.5	2.2	1.5
実質GDP	%	0.7	0.7	0.9	0.6
民間需要	%	▲0.7	1.0	1.2	1.1
民間最終消費支出	%	▲0.4	0.7	1.0	1.3
民間住宅	%	0.8	▲1.2	▲0.8	▲0.7
民間企業設備	%	▲0.1	2.0	1.9	0.7
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲0.4	▲0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲0.7	1.6	0.5	0.6
政府最終消費支出	%	▲0.8	1.5	0.9	0.9
公的固定資本形成	%	▲0.3	1.9	▲1.3	▲0.7
輸出	%	2.9	1.7	2.0	0.5
輸入	%	▲3.3	3.3	2.8	2.2
国内需要寄与度	ポイント	▲0.7	1.2	1.0	1.0
民間需要寄与度	ポイント	▲0.6	0.8	0.9	0.9
公的需要寄与度	ポイント	▲0.2	0.4	0.1	0.2
海外需要寄与度	ポイント	1.4	▲0.3	▲0.2	▲0.4
GDPデフレーター(前年比)	%	4.2	2.7	1.3	0.9
国内企業物価(前年比)	%	2.4	3.1	2.4	▲0.3
全国消費者物価(〃)	%	2.8	2.7	2.3	1.8
完全失業率	%	2.6	2.5	2.3	2.2
鉱工業生産(前年比)	%	▲2.0	▲1.1	1.3	1.3
経常収支	兆円	25.3	30.2	31.2	29.5
名目GDP比率	%	4.3	4.9	5.0	4.6
為替レート	円/ドル	144.6	153.1	148.8	142.5
無担保コールレート(0/N)	%	0.00	0.50	1.00	1.00
新発10年物国債利回り	%	0.62	1.02	1.51	1.63
通関輸入原油価格	ドル/バレル	85.5	81.2	71.9	70.0

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成

(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

無担保コールレートは年度末の水準。

季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

	単位	2023年度 通期	24年度		25年度		26年度 通期	
			通期	上期	下期	通期		
				0.7	0.7	1.0		
実質GDP	%	0.7	0.7	1.0	0.8	1.2	0.6	
民間需要	%	▲0.7	1.0	1.0	0.8	1.2	0.6	
民間最終消費支出	%	▲0.4	0.7	0.8	0.9	1.0	0.4	
民間住宅	%	0.8	▲1.2	0.2	0.4	▲0.8	▲0.6	
民間企業設備	%	▲0.1	2.0	0.9	0.7	1.9	1.1	
公的需要	%	▲0.7	1.6	1.6	0.0	0.5	0.2	
政府最終消費支出	%	▲0.8	1.5	1.1	0.5	0.9	0.5	
公的固定資本形成	%	▲0.3	1.9	4.1	▲1.7	▲1.3	▲1.0	
財貨・サービスの純輸出	兆円	4.6	2.9	1.8	4.1	2.0	2.4	
輸出	%	2.9	1.7	0.3	2.4	2.0	0.6	
輸入	%	▲3.3	3.3	2.6	0.6	2.8	2.2	
内需寄与度(前期比)	%	▲0.7	1.2	1.2	0.3	1.0	0.5	
民間需要(〃)	%	▲0.6	0.8	0.8	0.3	0.9	0.5	
公的需要(〃)	%	▲0.2	0.4	0.4	0.0	0.1	0.1	
外需寄与度(〃)	%	1.4	▲0.3	▲0.5	0.4	▲0.2	▲0.3	
デフレーター(前年比)	%	4.2	2.7	2.8	2.8	1.3	1.5	
完全失業率	%	2.6	2.5	2.6	2.5	2.3	2.3	
鉱工業生産(前期比)	%	▲2.0	▲1.1	▲0.1	0.3	1.3	0.5	
住宅着工戸数(年率換算)	万户	80.2	78.8	80.1	77.5	75.3	75.5	
経常収支	兆円	25.3	30.2	14.4	15.8	31.2	16.9	
貿易収支	兆円	▲3.6	▲2.5	▲2.4	▲0.0	▲0.9	0.2	
外國為替レート	ドル/円	144.6	153.1	152.5	153.7	148.8	151.3	
通関輸入原油価格	ドル/バレル	85.5	81.2	87.2	75.1	71.9	72.5	

	単位	2023年度 通期	24年度		25年度		26年度 通期	
			通期	上期	下期	通期		
				4.9	3.5	2.7		
名目GDP	%	0.7	0.7	▲0.1	1.5	0.9	1.0	
実質GDP	%	0.7	1.0	0.5	1.4	1.2	1.0	
民間需要	%	▲0.7	1.0	0.5	1.4	1.2	1.4	
民間最終消費支出	%	▲0.4	0.7	0.1	1.4	1.0	0.9	
民間住宅	%	0.8	▲1.2	▲2.7	0.3	▲0.8	▲0.5	
民間企業設備	%	▲0.1	2.0	2.5	1.7	1.9	1.9	
公的需要	%	▲0.7	1.6	1.2	1.7	0.5	0.3	
政府最終消費支出	%	▲0.8	1.5	1.4	1.5	0.9	0.8	
公的固定資本形成	%	▲0.3	1.9	0.2	2.9	▲1.3	▲2.1	
財貨・サービスの純輸出	兆円	4.6	2.9	1.8	4.1	2.0	2.4	
輸出	%	2.9	1.7	1.3	1.9	2.0	2.3	
輸入	%	▲3.3	3.3	4.5	2.2	2.8	1.8	
国内企業物価(前年比)	%	2.4	3.1	2.4	3.8	2.0	0.0	
全国消費者物価(〃)	%	2.8	2.7	2.6	2.7	2.2	0.0	
完全失業率	%	2.6	2.5	2.6	2.5	2.3	2.3	
鉱工業生産(前年比)	%	▲2.0	▲1.1	▲2.4	0.2	0.6	0.9	

	単位	2023年度 通期	24年度		25年度		26年度 通期	
			通期	上期	下期	通期		
				4.9	3.5	2.7		
名目GDP	%	0.7	0.7	▲0.1	1.5	0.9	1.0	
実質GDP	%	0.7	1.0	0.5	1.4	1.2	1.4	
民間需要	%	▲0.7	1.0	0.5	1.4	1.2	1.1	
民間最終消費支出	%	▲0.4	0.7	0.1	1.4	1.0	1.1	
民間住宅	%	0.8	▲1.2	▲2.7	0.3	▲0.8	▲0.5	
民間企業設備	%	▲0.1	2.0	2.5	1.7	1.9	1.9	
公的需要	%	▲0.7	1.6	1.2	1.7	0.5	0.3	
政府最終消費支出	%	▲0.8	1.5	1.4	1.5	0.9	0.8	
公的固定資本形成	%	▲0.3	1.9	0.2	2.9	▲1.3	▲2.1	
財貨・サービスの純輸出	兆円	4.6	2.9	1.8	4.1	2.0	2.4	
輸出	%	2.9	1.7	1.3	1.9	2.0	2.3	
輸入	%	▲3.3	3.3	4.5	2.2	2.8	1.8	
国内企業物価(前年比)	%	2.4	3.1	2.4	3.8	2.0	0.0	
全国消費者物価(〃)	%	2.8	2.7	2.6	2.7	2.2	0.0	
完全失業率	%	2.6	2.5	2.6	2.5	2.3	2.3	
鉱工業生産(前年比)	%	▲2.0	▲1.1	▲2.4	0.2	0.6	0.9	

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

予測表（四半期）

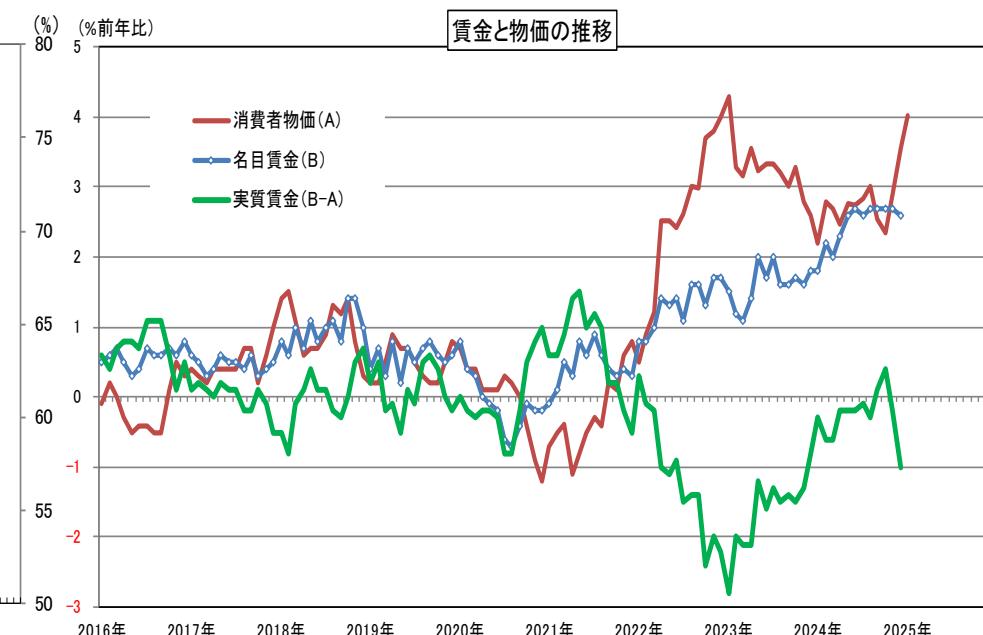
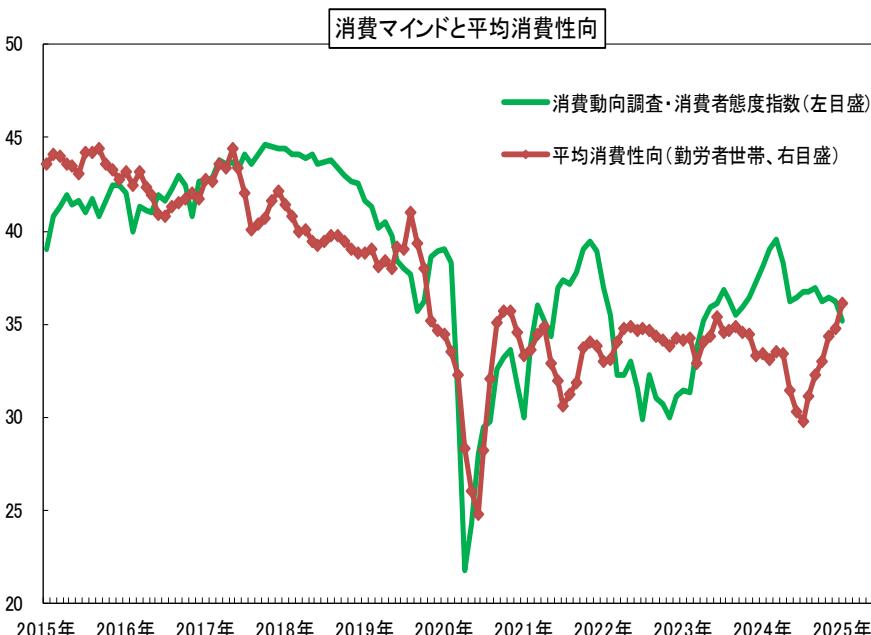
	単位	(→予測)												27年	
		2024年				25年				26年					
		1~3ヶ月	4~6ヶ月	7~9ヶ月	10~12ヶ月	1~3ヶ月	4~6ヶ月	7~9ヶ月	10~12ヶ月	1~3ヶ月	4~6ヶ月	7~9ヶ月	10~12ヶ月		
名目GDP (年率換算)	%	▲ 0.1	2.1	0.7	1.3	0.2	0.4	0.6	0.6	0.5	0.3	0.3	0.2	0.1	
	%	▲ 0.3	8.9	3.0	5.1	0.6	1.5	2.3	2.6	2.1	1.1	1.2	0.8	0.5	
実質GDP (年率換算)	%	▲ 0.5	0.7	0.4	0.7	▲ 0.2	0.2	0.2	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0	▲ 0.0	
	%	▲ 1.9	3.0	1.7	2.8	▲ 0.9	0.6	0.9	1.4	1.0	0.6	0.3	0.1	▲ 0.2	
民間需要	%	▲ 0.2	1.0	1.3	▲ 0.1	0.2	1.0	1.3	0.4	0.3	1.0	1.3	0.1	0.1	
	%	▲ 0.5	0.7	0.7	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	
	%	▲ 2.8	1.4	0.5	0.1	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	
	%	▲ 0.4	1.1	▲ 0.1	0.5	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3	0.1	▲ 0.3	▲ 0.5	
	%pt	0.4	▲ 0.0	0.2	▲ 0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	
公的需要	%	▲ 0.2	1.7	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0	0.2	0.1	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	
	%	0.2	0.9	0.1	0.3	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	
	%	▲ 2.0	5.7	▲ 1.1	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	0.5	0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	
	%	▲ 4.1	1.7	1.5	1.1	▲ 0.3	0.5	0.5	0.6	0.4	0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	
	%	▲ 2.8	3.0	2.0	▲ 2.1	1.5	1.0	0.8	0.9	0.8	0.6	0.3	0.2	0.2	
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.2	1.1	0.5	▲ 0.0	0.1	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	
	%pt	▲ 0.1	0.6	0.5	▲ 0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	
	%pt	▲ 0.2	0.6	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	0.5	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	
	%	3.0	3.2	2.4	2.8	2.7	1.5	1.5	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	
GDPデフレーター(前年比)		%	3.0	3.2	2.4	2.8	2.7	1.5	1.5	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8	
国内企業物価 (前年比)		%	0.7	1.9	2.9	3.8	3.9	3.5	3.0	2.0	1.0	0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	
全国消費者物価 (〃)		%	2.5	2.5	2.6	2.6	2.9	2.7	2.4	2.2	2.0	1.9	1.8	1.8	
完全失業率		%	2.5	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.3	
鉱工業生産 (前期比)		%	▲ 5.2	2.7	▲ 0.3	1.1	▲ 1.2	1.0	0.3	0.5	1.0	0.5	▲ 0.5	0.8	
経常収支(季節調整値)		兆円	6.2	7.1	7.3	8.2	7.7	8.3	8.6	7.0	7.2	8.1	8.2	6.6	
名目GDP比率		%	4.2	4.7	4.7	5.3	4.9	5.3	5.5	4.5	4.6	5.1	5.1	4.1	
為替レート		円/ドル	148.5	155.8	149.2	152.4	155.0	152.5	150.0	147.5	145.0	142.5	142.5	142.5	
無担保コールレート(O/N)		%	0.00	0.08	0.17	0.23	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00	1.00	
新発10年物国債利回り		%	0.70	0.93	0.93	1.01	1.20	1.30	1.40	1.60	1.75	1.70	1.65	1.60	
通関輸入原油価格		ドル/バレル	83.4	86.9	87.5	77.3	73.0	72.5	72.5	72.5	70.0	70.0	70.0	70.0	

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成(予測は農林中金総合研究所)

(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

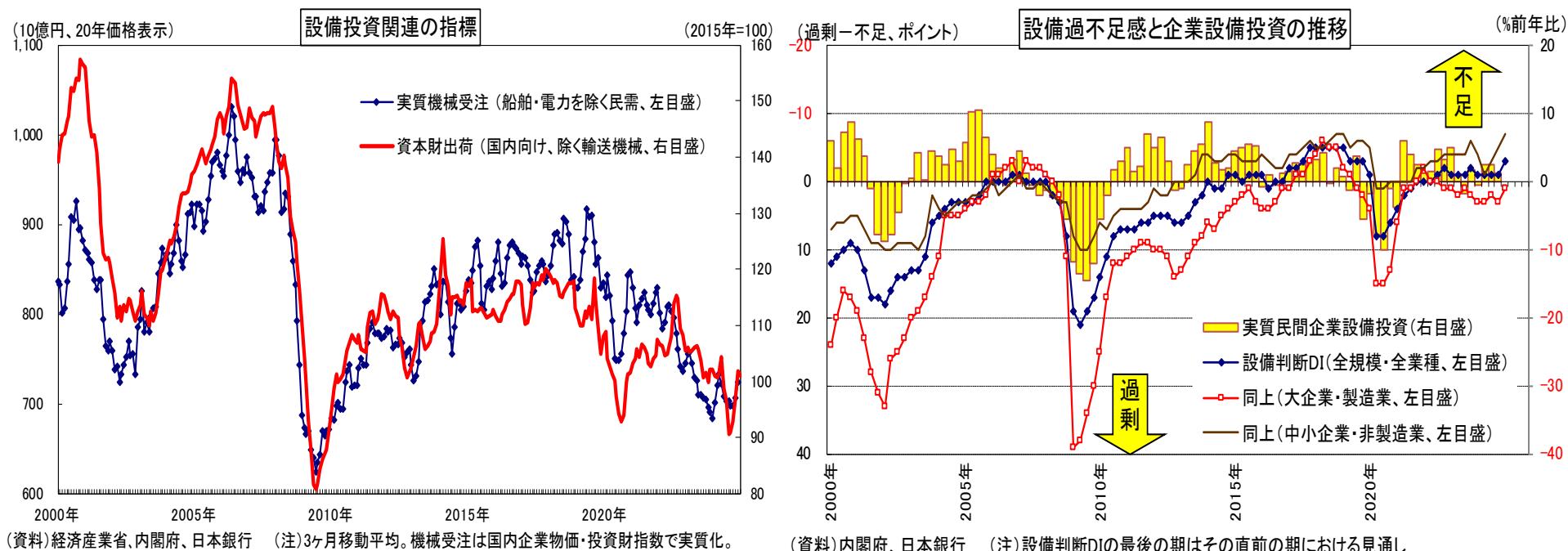
□民間消費

- 24年春闘では5.33%（厚生労働省、定昇込み）と、33年ぶりの高い賃上げが実現
 - 毎月労働統計によれば、正社員の基本給に相当する「所定内給与（一般労働者）」は24年後半にかけて前年比2%台後半で推移、23年後半（同2%前後）から+1ポイント弱の上昇にとどまっている
- こうしたなか、物価が高止まりしていることで、実質賃金はマイナスの状態が続いている、消費者の節約志向は根強い
 - 財・サービス別にみると、耐久財は底堅いものの、サービスは低調であるほか、非耐久財は弱含んで推移している
 - なお、家計調査によれば、労働者世帯の平均消費性向は10~12月期には64.3%へ改善（7~9月期：61.2%）
- 先行きは、家計の所得環境の改善や物価沈静化を受けて実質賃金の目減りが解消、緩やかながらも民間消費の回復基調は続くと予想する
 - 民間最終消費支出：24年度は前年度比0.7%と2年ぶりの増加、25年度は同1.0%、26年度は1.3%と徐々に持ち直し傾向が強まると予測



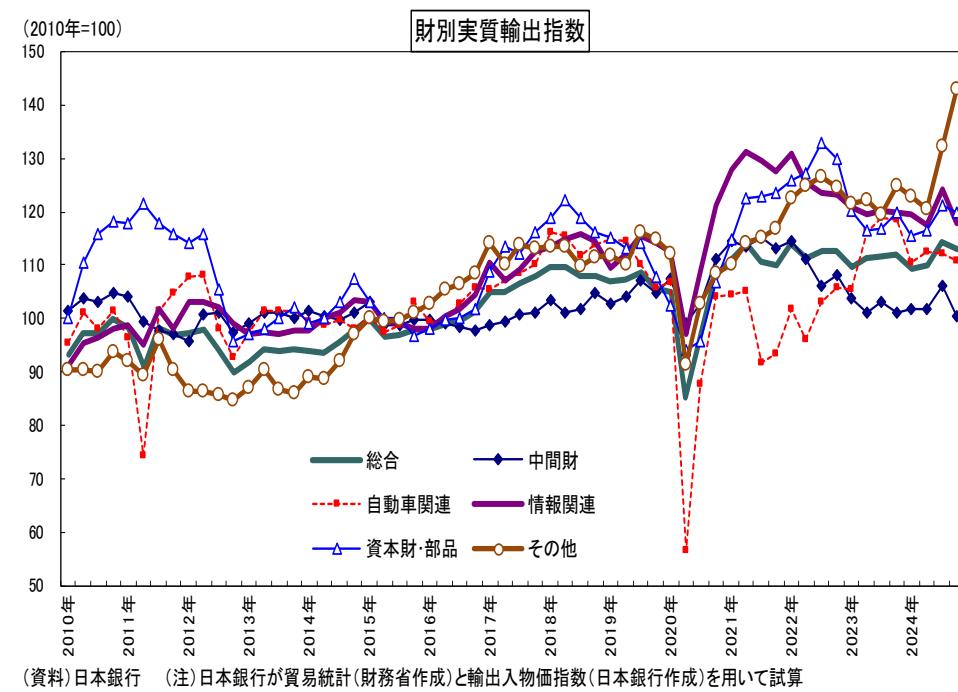
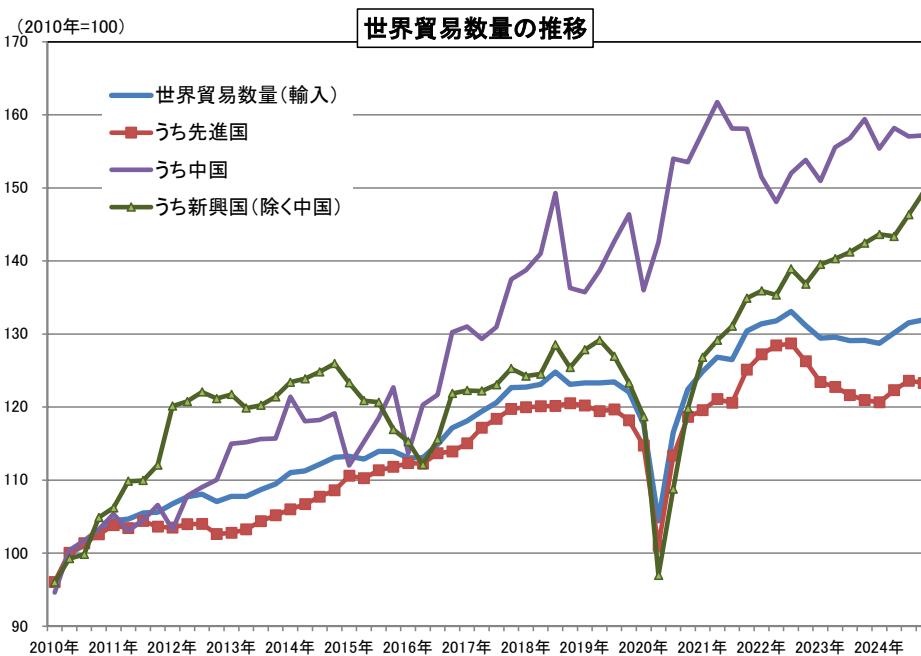
□企業設備投資

- 主要なビジネスサーベイからは企業の設備投資マインドは堅調であることが読み取れる
 - 日銀短観（12月調査）の24年度計画では前年度比10.3%（全産業+金融・持株等、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除くベース）と、9月調査に続き、若干下方修正されたものの、高い伸びを維持
- 長らく低調だった月次指標からも設備投資持ち直しの兆しが窺える
 - 10～12月期の鉱工業統計・資本財出荷（除く輸送機械、国内向け）は同12.1%と4期ぶりの上昇
 - 10～12月の機械受注（船舶・電力を除く民需）も前期比2.9%と3期ぶりの増加
 - ✓ 1月の工作機械受注（内需）は10～12月平均を3.4%上回っている
- トランプ関税への警戒から、輸出製造業を中心に慎重姿勢が強まる可能性はあるものの、国内需要の回復期待は根強いほか、中長期的に省力化・省人化ニーズは高く、デジタル化・脱炭素化への政策支援も企業設備投資を下支えするとみられる
- 民間企業設備投資：24年度は前年度比2.0%と増加に転じ、25年度も同1.9%と底堅く推移した後、26年度は同0.7%へ減速すると予測



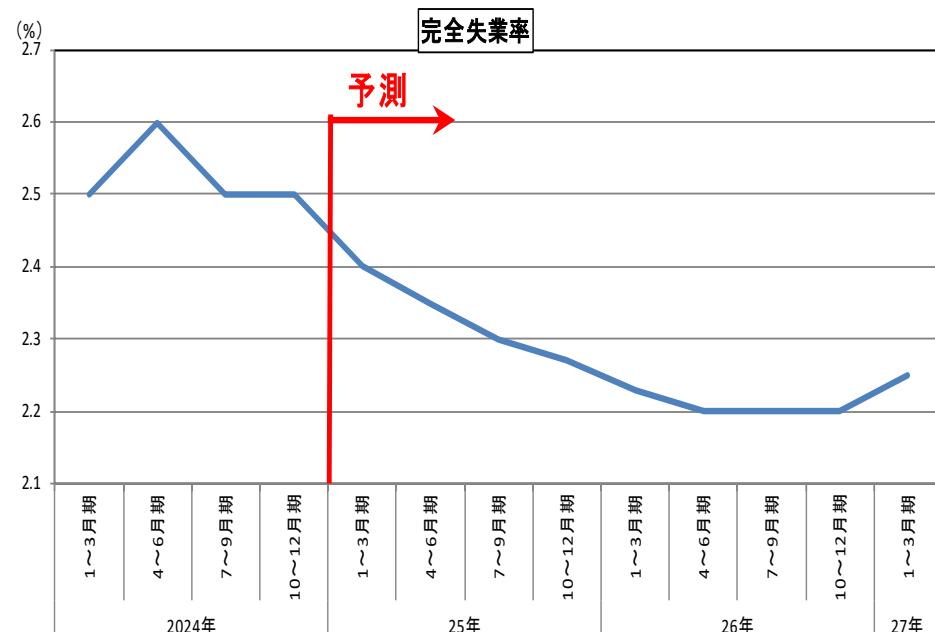
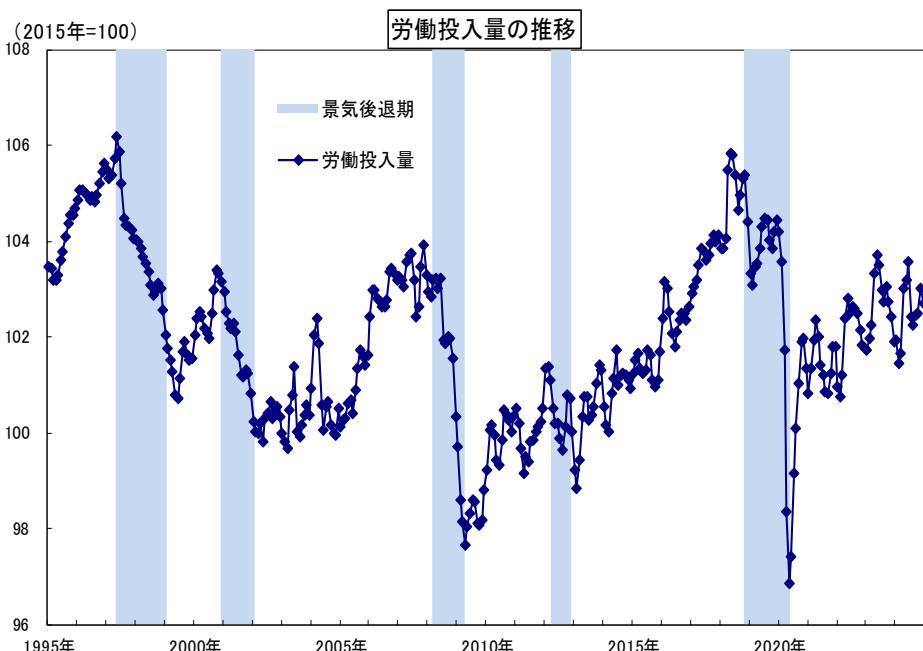
□輸出入動向

- 世界貿易数量は先進国や中国を中心に低調に推移
- 10~12月の実質輸出指数は前期比▲1.1%と3期ぶりの低下、25年1月も前月比▲5.5%と2か月ぶりの低下
 - 財別にみると、自動車が低調だったほか、中間財、情報関連、資本財・部品も軟調
- IMF世界経済見通しなどからは世界経済の低成長状態は当面続くとみられ、輸出を経済成長の牽引役と期待することは厳しい
- 加えて、米国の関税強化やそれに対する報復措置の発動が現実となれば、世界的に保護主義色が強まり、経済活動を下押しする可能性も
 - 24年度の輸出は前年度比1.7%、25年度は同2.0%と緩やかに増加した後、26年度は同0.5%へ鈍化すると予測
- 一方、輸入は国内需要の緩やかな回復を受けて24年度は同3.3%と2年ぶりの増加、25年度は同2.8%、26年度は同2.2%と増加が続くと予測
- 24年度の経常収支は30.2兆円（名目GDP比率4.9）、25年度は31.2兆円（同5.0%）と、26年度は29.5兆円（同4.6%）と高水準の黒字が続くと予測



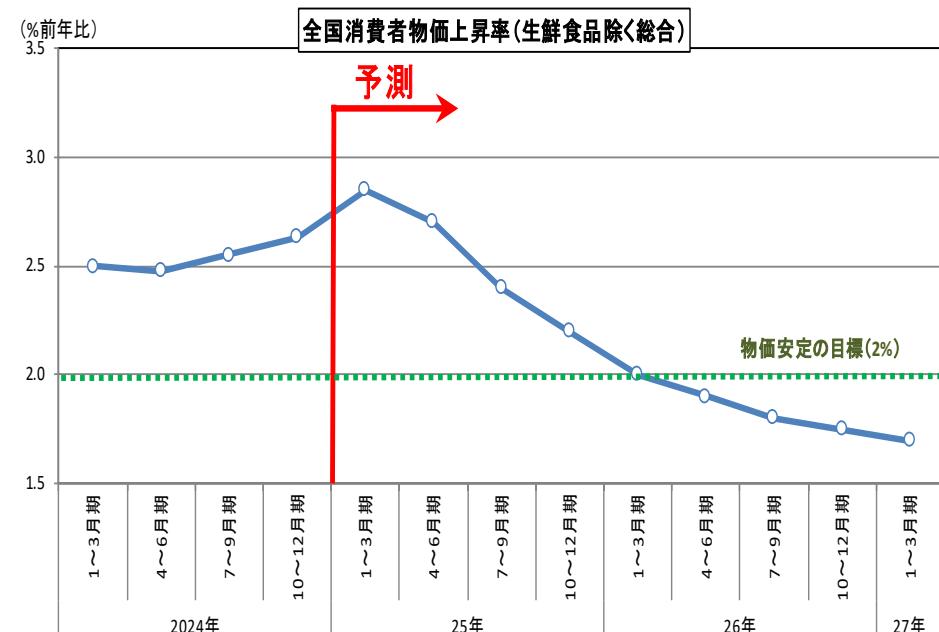
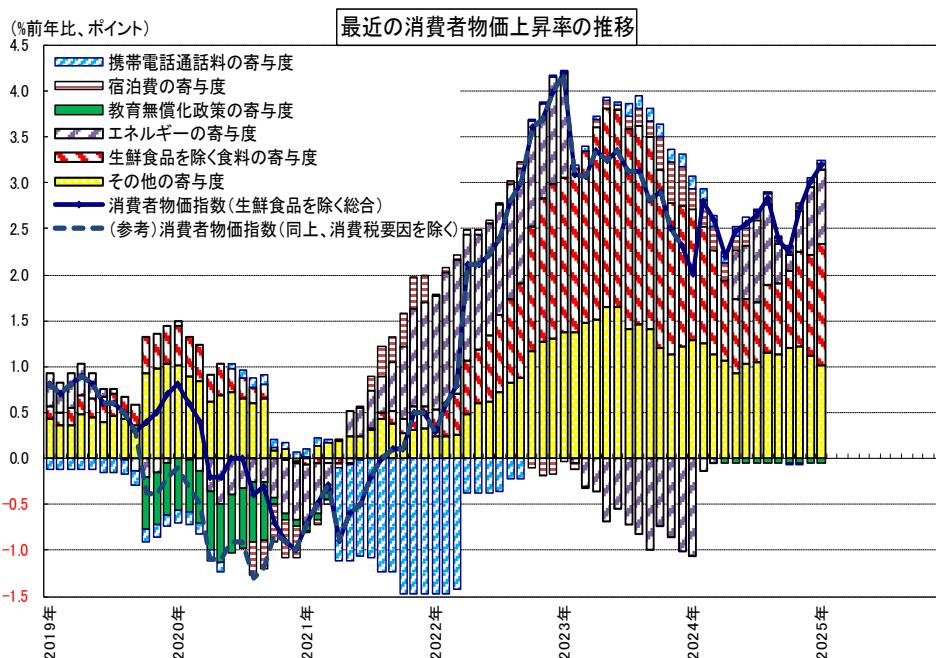
□雇用情勢

- 日銀短観などからは、人手不足感が中小企業、特に非製造業で根強いことが確認できる
 - 人手不足が事業継続のボトルネックとなっているとの指摘も
 - 過去5年で労働力化率は全体で1.4ポイント（うち女性は2.3ポイント）、60～64歳で5.4ポイント（同7.2ポイント）、65～69歳で5.9ポイント（同6.7ポイント）、それぞれ上昇
- コロナ禍以降、労働投入（＝総労働時間×常用雇用者数）は増加基調にあるが、そのペースは緩慢なまま
 - 失業率は24年7月に2.7%まで上昇したが、その後は低下に転じ、12月は2.4%に
 - 一方、22年末から23年初にかけて1.35倍まで回復した有効求人倍率は、求人数が減少傾向となっていることもあり、24年12月は1.24倍に
- 労働力不足を背景に、失業率は26年にかけて緩やかに改善すると予想
 - 24年度：2.5%、25年度：2.3%、26年度：2.2%と緩やかに低下すると予測（27年1～3月期は2.3%）



□物価動向

- 23年1月には全国消費者物価（生鮮食品を除く総合（以下、コアCPI））は前年比4.2%まで上昇したが、政府の物価高対策によってエネルギー価格が押し下げられたほか、食料・日用品の値上げ圧力が緩やかに解消方向に向かったこともあり、24年秋には2%台前半まで鈍化した
- しかし、年末にかけて再び円安が進み、輸入品が一段と値上がりしているほか、物価高対策の縮小・終了によるエネルギー上昇、さらにはコメ品薄の影響で食料の価格が大幅に上昇
 - 1月のコアCPIは前年比3.2%、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」は同2.5%と、上昇率が再び拡大しつつある
- これまでの円安進行に伴う物価上昇はしばらく残るもの、2~4月にかけては24年度補正予算に盛り込まれた物価高対策によってエネルギー高騰が一服することもあり、再び鈍化に向かうとみられる
 - 24年度のコアCPIは前年度比2.7%、25年度：2.3%、26年度：1.8%と予測
 - ✓ 26年度入り後には2%を割り込み、その後も1%台後半で推移すると見込まれる

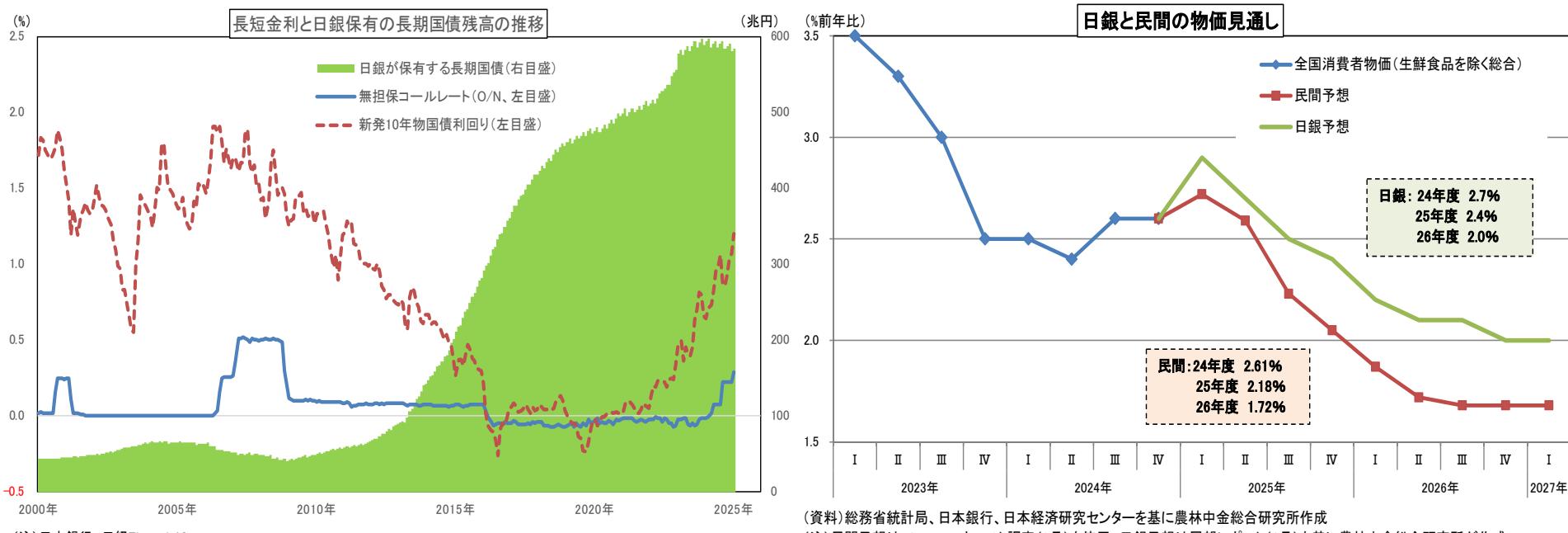


(資料)総務省統計局の公表統計より作成

(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

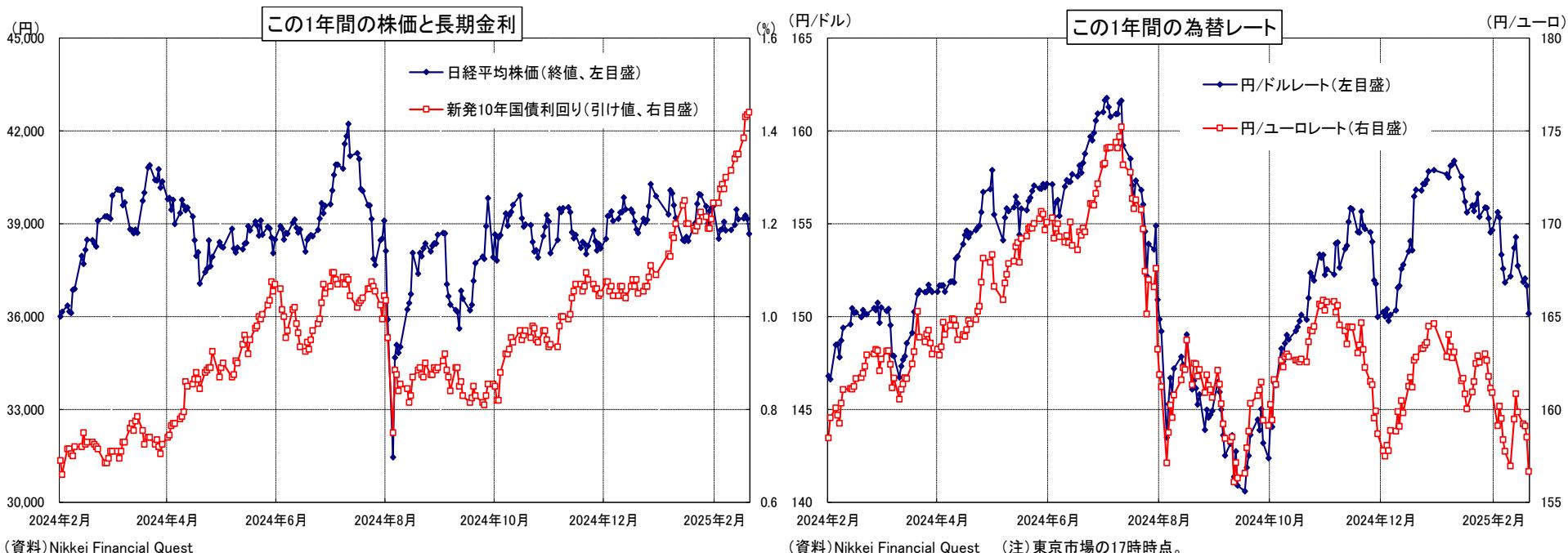
□ 日銀は今後とも利上げを継続する方針、次回の利上げは7月

- 1月の金融政策決定会合で日銀は政策金利を0.5%へ引き上げ
 - 日銀は、展望レポートで示すように経済・物価が推移していくとすれば、それに応じて政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくとの方針を繰り返し表明しており、概ねそれに沿った動きとみられる
 - 一方、日銀は24年8月以降、長期国債買入れについて毎四半期4,000億円程度ずつ減額しており、26年1~3月には月3兆円程度とする予定（25年1~3月は月4.5兆円程度）
- 同時に公表した「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、見通し期間（24~26年度）を通じて物価見通しを上方修正、26年度にかけて概ね2%以上の上昇率が続くとした
- 日銀は2%の物価安定目標を掲げていることから、物価上昇率が2%以上で推移しているのであれば、利上げを継続するとみられ、25年7月、26年1月に、それぞれ25bpの利上げをすると予想（25年度末の政策金利は1.0%）
 - 当総研では26年度には2%の物価安定目標を維持できなくなると予測しており、その後の利上げは困難になると思われる



□市場概況

- 米国経済の堅調さを受けて米国株価が断続的に史上最高値を更新したほか、円安が再び進行したことも好感され、日経平均株価は一時40,000円を回復する場面もあったが、その後は39,000円前後でもみ合う展開が継続
 - 直近はトランプ関税への警戒感から上値の重い展開となっている
- 日銀が12月会合での利上げを見送った後、早期利上げ観測が後退、長期金利は1.0%台でもみ合う展開が続いたが、25年入り後は米国長期金利の上昇や日銀の1月利上げ観測が浮上したことで長期金利は上昇傾向を強めた
 - その後も日銀の利上げペース加速が意識され、国内の長期金利も15年ぶりに1.4%台へ上昇
- ドル円レートは9月中旬にかけて日米金利差の縮小観測から141円台まで円高が進んだが、その後、米国経済への楽観論が台頭、Fedの大幅利下げ観測が後退したことで円安に転じ、日銀が12月利上げを見送った後、一時159円に迫った
 - 25年入り後は日銀の利上げが意識されたことから円高方向に戻しており、直近は150円前後で推移



□当面の見通し

- 長期金利

- 労働力不足を背景に「賃上げの機運」は維持されるとみられることから、日銀は利上げ継続の方針を示している
- ただし、物価高止まりによって実質賃金のプラス定着には至っておらず、消費回復が本格化するにはまだ時間がかかることから、日銀が「半年に25bpの利上げ」のペースを速める可能性は当面薄い
- 長期金利は当面は上昇傾向をたどり、25年度下期にかけて2%を目指す動きになるだろう

- 株価

- 海外経済が低成長にとどまるほか、トランプ関税の影響で自動車など輸出製造業の業績悪化が懸念される半面、国内経済は消費主導での回復が続くとみられ、株価は底堅い展開が予想される

- 為替レート

- 日銀は今後とも断続的に利上げを続けることから、内外金利差が縮小傾向をたどり、為替レートは円高方向に推移すると予想
- ただし、米国ではインフレ再燃への警戒などによってFedは利下げを一時中断するとみられ、円高が大きく進行する可能性は小さいだろう

金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目	2025年				
	2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	0.477	0.45～0.55	0.45～0.80	0.45～0.80	0.70～0.80
国債利回り	20年債 (%)	2.050	1.80～2.20	1.90～2.30	2.00～2.40
	10年債 (%)	1.440	1.10～1.60	1.20～1.70	1.30～1.85
	5年債 (%)	1.080	0.80～1.20	0.85～1.30	0.90～1.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	150.2	145～165	143～163	140～160
	対ユーロ (円/ユーロ)	156.7	150～170	145～165	140～160
日経平均株価 (円)	38,678	39,500±3,000	40,000±3,000	40,500±3,000	40,500±3,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2025年2月20日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。