

2026年2月24日 全14頁

# 日本経済見通し：2026年2月

## 経済見通しを改訂／米中を中心とした外需の下振れリスクに注意

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司  
エコノミスト 田村 統久  
エコノミスト 畑中 宏仁  
エコノミスト 中村 華奈子  
エコノミスト 菊池 慈陽

### [要約]

- 2025年10-12月期のGDP1次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質GDP成長率は2025年度+0.7%、2026年度+0.8%、2027年度+0.9%（暦年ベースでは2026年+0.6%、2027年+1.0%）と見込んでいる。
- 春闘での高水準の賃上げ継続や物価上昇率の低下などにより、実質賃金の前年比はプラス圏で推移しよう。政府の経済対策、緩和的な金融環境の継続、高水準の家計貯蓄も日本経済を下支えしたり、押し上げたりするとみている。また、在庫循環が「在庫積み増し局面」入りするとみられることや、資本ストック循環が設備投資の増加を示唆していることも好材料だ。
- 他方、米中を中心とした外需の下振れリスクには引き続き注意が必要だ。米国では、インフレ率が想定よりも上振れし、金融引き締め的な環境が継続したり、トランプ関税が再び強化されたりする恐れがある。日中関係は2025年秋に大きく悪化したままであり、中国人訪日客数の回復が想定よりも遅れたり、レアアース（希土類）などの調達難が発生したりすることが懸念される。
- 日本銀行は経済・物価・金融情勢を注視しつつ、2026年4-6月期に短期金利を1.00%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで0.25%ptの追加利上げを行うと想定している。予測期間の終盤にかけて短期金利は1.75%に達する見込みだ。実質金利は予測期間を通してマイナス圏で推移し、当面は緩和的な金融環境が維持されるだろう。

## 1. 2027 年度にかけて緩やかな景気拡大を見込むも外需下振れリスクに注意

### 小幅ながらプラス成長に転じた 10-12 月期の実質 GDP は 1-3 月期にプラス幅拡大の見込み

2025 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、1 次速報値で前期比年率+0.2%（前期比+0.1%）だった<sup>1</sup>。小幅ながらも 2 四半期ぶりのプラス成長である。

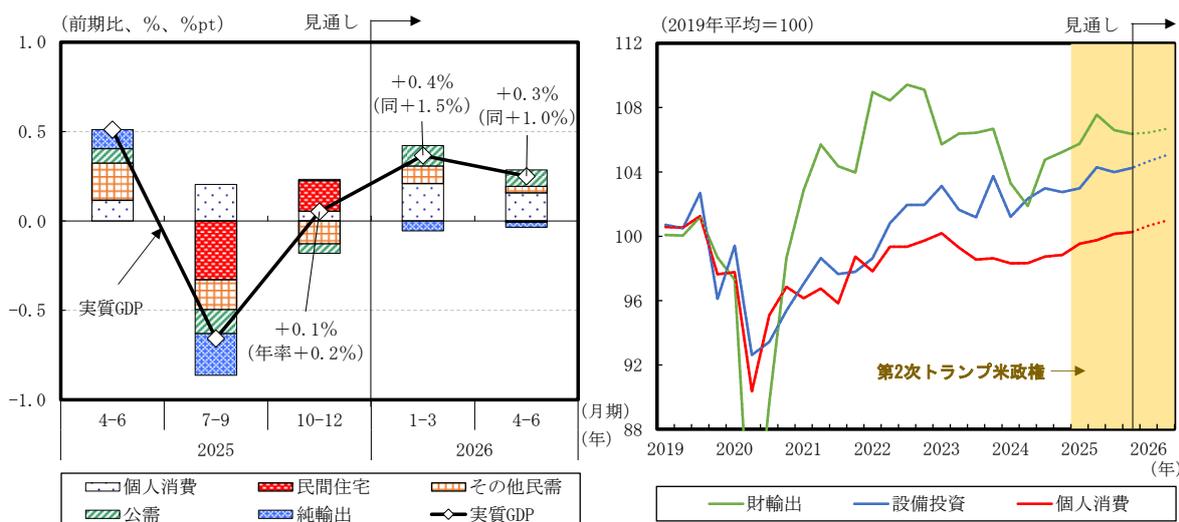
個人消費や設備投資は小幅に増加し、住宅投資では大幅に減少した 7-9 月期の反動増が表れた。一方、輸出は財・サービスともに減少するなど外需が振るわず、民間在庫変動も GDP 成長率を押し下げた。総じてみると、10-12 月期は力強さに欠ける内容だったが、日本経済は足元でも緩やかな回復基調が続いているとの認識に変わりはない。

実質 GDP を需要項目別に見ると（**図表 1 左**）、民需関連では前述のように個人消費や設備投資、住宅投資が増加した一方、在庫変動は GDP 成長率を前期比 0.2%pt 押し下げた。公需関連では政府消費が増加した一方、公共投資は減少した。外需関連では輸出と輸入がいずれも減少したが、輸入の減少額の方がわずかに大きかったため、純輸出は実質 GDP 成長率を押し上げた。

GDP デフレーターは前年同期比+3.4%と 16 四半期連続のプラスだった。また、単位労働コスト（=名目雇用者報酬÷実質 GDP）は同+3.4%と 11 四半期連続のプラスで、賃金面からの物価上昇圧力は足元でも継続している。

2026 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.5%（前期比+0.4%）と、プラス幅の拡大を見込んでいる。個人消費や設備投資が増加する一方、財輸出は横ばい圏で推移するだろう（**図表 1 右**）。主要国・地域の景気は足元でも底堅く推移しているものの、米国向け輸出や中国人訪日客数などを中心とした下振れリスクには引き続き注意が必要だ。

**図表 1：実質 GDP 成長率の実績と見通し（左）、財輸出・設備投資・個人消費の推移（右）**



(注) 季節調整値。見通しは大和総研による。

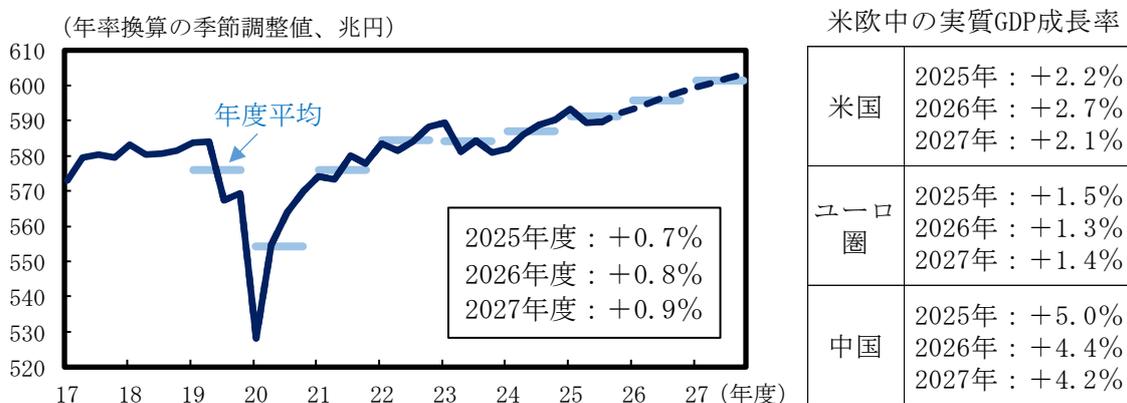
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

<sup>1</sup> 詳細は、神田慶司・田村統久・畑中宏仁「[2025 年 10-12 月期 GDP \(1 次速報\)](#)」（大和総研レポート、2026 年 2 月 16 日）を参照。

## 海外経済などの前提とトランプ関税、中国人訪日客数の想定

図表 2 ではメインシナリオにおける実質 GDP の推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新（2月17日時点）の見通しに基づく。

図表 2：日本の実質 GDP 見通しと海外経済の前提



(注) 図中の破線は大和総研による予測値。米欧中の見通しは大和総研の各国担当者の予測に基づく。

(出所) 内閣府、各国統計より大和総研作成

2026年の実質GDP成長率は、米国で前年比+2.7%、ユーロ圏で同+1.3%、中国で同+4.4%と見込んでいる。2025年12月8日公表の当社の「[第227回日本経済予測（改訂版）](#)」（以下、前回予測）の予測値に比べて米国を0.7%pt、ユーロ圏を0.1%pt上方修正した（中国は同水準）。2027年は、米国が同+2.1%、ユーロ圏が同+1.4%、中国が同+4.2%の見込みである。詳細は各国経済見通しを参照されたい。

トランプ米政権の高関税政策（トランプ関税）に関しては、直近の関税率の継続を想定している。日本の対米輸出品に課される関税率は自動車を含めて15%となっているが、2025年1月の対米平均関税率が1.5%（米センサス局より大和総研試算）だったことを踏まえると、日米関税合意の反映後も関税率は高止まりした状況が続く、日本経済への下押し圧力はかかり続けるだろう（詳細は、当社の「[2026年の日本経済見通し](#)」（2025年12月23日）を参照）。

中国人訪日客数については、2012年9月の尖閣諸島国有化時と同程度の落ち込みとその後の緩やかな回復を想定している（2026年で▲400万人程度、実質消費額▲0.7兆円程度の影響）。2026年1-3月期まで訪日客数の減少が続くものの、その後は持ち直し、2027年1-3月期に中国政府による渡航自粛要請前の水準を回復すると見込んでいる。

### 日本の実質 GDP は 2027 年度にかけて緩やかなプラス成長が続く見通し

上記の海外経済見通しの下、メインシナリオにおける日本の実質 GDP 成長率は2025年度で前年比+0.7%、2026年度で同+0.8%、2027年度で同+0.9%と見込んでいる（図表 2、暦年ベースでは2026年で同+0.6%、2027年で同+1.0%）。

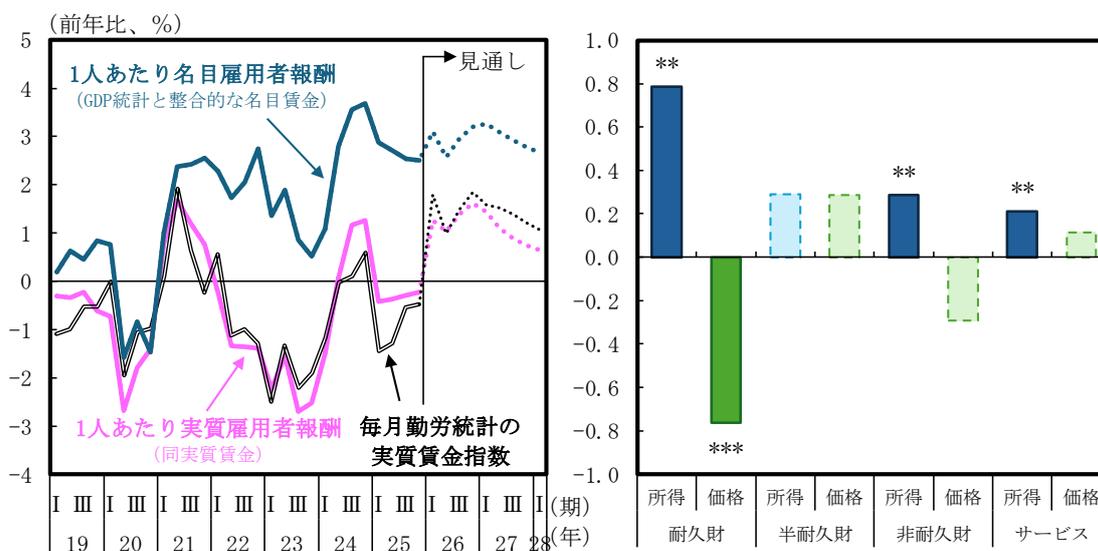
2025年度の成長率見通しは、前回予測から0.2%pt引き下げた。2025年10-12月期に輸入が

上振れしたり、設備投資、公共投資が下振れしたりしたことを反映した。2026年度は前回予測から0.1%pt引き下げたが、主因は「成長率のゲタ」（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる実質GDP成長率、▲0.1%pt）だ。今回新たに示した2027年度の実質GDP成長率は2026年度から小幅に高まるが、「成長率のゲタ」を除けば前年比+0.5%（2026年度は同+0.7%）と、実勢としては減速を見込んでいる。

需要項目別に見ると、個人消費は緩やかな増加を続けるとみている（2025年度：前年比+1.3%、2026年度：同+1.1%、2027年度：同+0.8%）。

2026年の春闘賃上げ率は、日本労働組合総連合会（連合）集計値ベースで5.3%程度と見込んでいる。物価高や労働需給のひっ迫、好調な企業業績などを背景に、前年（5.25%）並みの高水準となるだろう。また消費者物価指数（CPI）は、食料品の価格上昇率の低下や政府の物価高対策などにより前年比+2%程度へと低下する見込みである（後掲図表6）。その結果、実質賃金は2026年1-3月期から前年比プラス圏で推移するだろう<sup>2</sup>（図表3左）。他方、基礎控除の引き上げや重点支援地方交付金の拡充、子ども1人あたり2万円の給付などのほか、高水準の家計貯蓄<sup>3</sup>も個人消費を下支えするとみている。

図表3：1人あたり雇用者報酬と実質賃金指数の見通し（左）、形態別に見た実質消費支出の所得・価格弾性値（右）



(注1) 左図の1人あたり実質雇用者報酬（実質値は家計最終消費支出デフレーターベース）は季節調整値の前年比。点線は大和総研による予測値。

(注2) 右図の推計期間は1990年1-3月期～2019年10-12月期。推計式は、 $\ln(\text{実質消費支出}/\text{実質消費支出}(4\text{四半期前})) = \alpha \times \ln(\text{実質可処分所得}/\text{実質可処分所得}(4\text{四半期前})) + \beta \times \ln(\text{デフレーター}/\text{デフレーター}(4\text{四半期前})) + \text{消費増税ダミー} + \text{定数項}$ 。実質消費支出はインバウンド消費分を控除。サービス消費の推計式には消費増税ダミーを設定していない。\*\*\*は1%、\*\*は5%有意水準を満たし、その他は10%有意水準を満たさない。

(出所) 厚生労働省、総務省、内閣府、観光庁統計より大和総研作成

<sup>2</sup> 本文では前年同期比で議論しているが、1人あたり実質雇用者報酬（季節調整値）を前期比で見ると、直近の2025年10-12月期まで3四半期連続でプラスだった。

<sup>3</sup> 2025年9月末で2,286兆円だった家計金融資産は12月末で2,330兆円程度に達する見込み。名目消費額の6.7～6.8年分に相当し、コロナ禍前（2019年平均で6.3年分）を上回る。家計所得が下振れしても、貯蓄の取り崩しで生活を安定させる余地は大きいとみられる。

実質賃金の伸びが加速することで、どのような消費支出が刺激されるだろうか。ここで、実質消費額の所得弾性値と価格弾性値を形態別に推計した結果が**図表 3 右**だ。所得弾性値は、衣料品などの半耐久財を除いてプラスで有意となり、特に耐久財の値が大きい。実質賃金の伸び率が 2026 年度にかけて高まれば、耐久財を中心に幅広い消費支出が伸びやすいことが示唆される。他方、耐久財は価格弾性値がマイナスで有意であり、価格上昇時に需要が抑制されやすい。足元で落ち着きつつある物価上昇が円安などで再加速し、実質賃金を抑制すれば、耐久財消費を中心に価格・所得の両面で下押し圧力がかかる可能性には注意が必要だ。

設備投資は、緩やかな景気拡大の下での設備不足感の強まりや企業収益の拡大、積極的な賃上げに伴う資本財の相対価格の低下などを背景に、堅調に推移すると見込んでいる（2025 年度：前年比+1.5%、2026 年度：同+1.3%、2027 年度：同+1.5%、詳細は**2 章**を参照）。ただし、トランプ関税の影響による企業収益の悪化や、実質金利の上昇などが設備投資を下押しする可能性には注意が必要だ。形態別では、DX（デジタルトランスフォーメーション）や脱炭素に関連したソフトウェア投資、研究開発投資は好調を維持するとみられる。他方、人手不足に伴う工期の遅れが引き続き建設投資などの重しになりそうだ。

政府消費は堅調に推移しよう（2025 年度：前年比+0.6%、2026 年度：同+1.5%、2027 年度：同+1.6%）。高齢化の進展などから医療・介護給付費が増加するほか、民間企業の積極的な賃上げが公務員給与に反映されることなどを見込んでいる。

輸出は 2026 年度にかけて減速するものの、2027 年度は加速すると見込んでいる（2025 年度：前年比+1.9%、2026 年度：同+0.9%、2027 年度：同+2.7%）。財・サービス別に見ると、財輸出はトランプ関税からの回復の一巡や軟調な中国経済などの影響もあって 2026 年 4-6 月期まで横ばい圏内で推移するとみられるが、その後は世界経済の回復に伴って徐々に回復すると見込む（**前掲図表 1 右**）。サービス輸出は、中国政府による日本への渡航自粛要請などからインバウンド消費<sup>4</sup>を中心に弱含み、2026 年 1-3 月まで減少を続ける一方、4-6 月期以降はそうした影響も徐々に剥落し、回復が進むと見込んでいる。

### 所得環境の改善などが日本経済を下支えする一方、米中発のリスク要因に注意

日本経済の下支え・押し上げ要因として主に見込まれるのは、「賃上げ等による家計の所得環境の改善」「政府の経済対策」「緩和的な金融環境の継続」「高水準の家計貯蓄」である（このうち「賃上げ等による家計の所得環境の改善」「高水準の家計貯蓄」については前述を参照）。

高市早苗政権は 2025 年 11 月に、事業規模 42.8 兆円程度、国費等の総額 21.3 兆円程度の総合経済対策を取りまとめた。当社では総合経済対策の効果を、今後 3 年間の累計で 6.9 兆円程度、実質 GDP の年成長率に換算して 0.4%程度と試算している。ガソリンの旧暫定税率の廃止

<sup>4</sup> 2025 年に 4,268 万人だった訪日外客数（日本政府観光局）は 2026 年に 4,200 万人程度へと減少した後、2027 年に 4,700 万人程度へと増加する見込み（実質インバウンド消費額は 2025 年の 7.5 兆円から 2026 年に 7.2 兆円程度に減少し、2027 年に 8.0 兆円程度に増加する見込み）。日中関係悪化による中国人訪日客数への影響については前回予測で検討した。

などの物価高対策が個人消費を下支えするほか、防災・減災・国土強靱化の推進などが公共投資を押し上げ、「危機管理投資」「成長投資」が設備投資を促進しよう。危機管理投資と成長投資の在り方については当社の「[第 228 回日本経済予測](#)」（2026 年 2 月 20 日、今回予測）の**第 4 章**で検討した。

物価と日本銀行（日銀）の金融政策の見通しは**3 章**で述べるが、CPI 上昇率は前年比+2%程度で推移し、日銀は緩やかなペースで利上げを継続すると見込んでいる。

他方、米中を中心とした外需の下振れリスクには引き続き注意が必要だ。米国では 2026 年 5 月に任期満了を迎えるパウエル連邦準備制度理事会（FRB）議長の後任として、ウォーシュ元 FRB 理事が指名された。トランプ関税の米国内価格への転嫁やドル安、大規模減税によるインフレ再燃リスクが燻る中、トランプ大統領が主張するように利下げが進むかどうかは不確実性が大きい。インフレ率が想定よりも上振れし、FRB の金融政策の軸足が雇用下支えから物価抑制へと移れば、金融引き締めの環境が継続することで米景気に下押し圧力がかかる可能性がある。また、トランプ関税が再び強化される可能性も否定できない。

2025 年秋に大きく悪化した日中関係は、現在も改善の兆しが見られない。中国政府は 1 月下旬に日本への渡航自粛を中国国民に改めて要請しており、中国の航空大手 3 社は航空券を無料でキャンセルできる期限を従来の 3 月 28 日から 10 月 24 日まで延長した。中国人訪日客数の回復が想定よりも遅れたり、対中輸出に悪影響が波及したりすることが懸念される。

中国政府は日本向けの軍民両用（デュアルユース）品目の輸出規制強化を 1 月に発表した。これにより、中国に対する輸入依存度が高いレアアース（希土類）などの調達難が今後発生することも考えられる。仮に中国からのレアアースの輸入が途絶し、部材不足が 1 年間続いた場合、日本の実質 GDP は 1.3%（7 兆円）程度減少すると試算される<sup>5</sup>。

## 2. 設備投資の先行き～堅調な推移を見込む一方、成長期待の向上などが課題

コロナ禍以降の日本経済を振り返ると、民需では個人消費の持ち直しが遅れる一方、設備投資は 2022 年にはコロナ禍前（2019 年）の水準を回復し、その後も増加を続けるなど比較的好調だった。2025 年の民需は 2019 年の水準を 0.4%上回ったが、このうち設備投資の寄与度は+0.9%pt だった（個人消費が同▲0.0%pt、民間住宅が▲0.4%pt）。

前述のように、設備投資は今後も堅調に推移し、民需のけん引役になると見込んでいる。本節では、こうした見通しにかかるポイントを、在庫・資本ストック循環や設備投資関数を通じて整理したい。

---

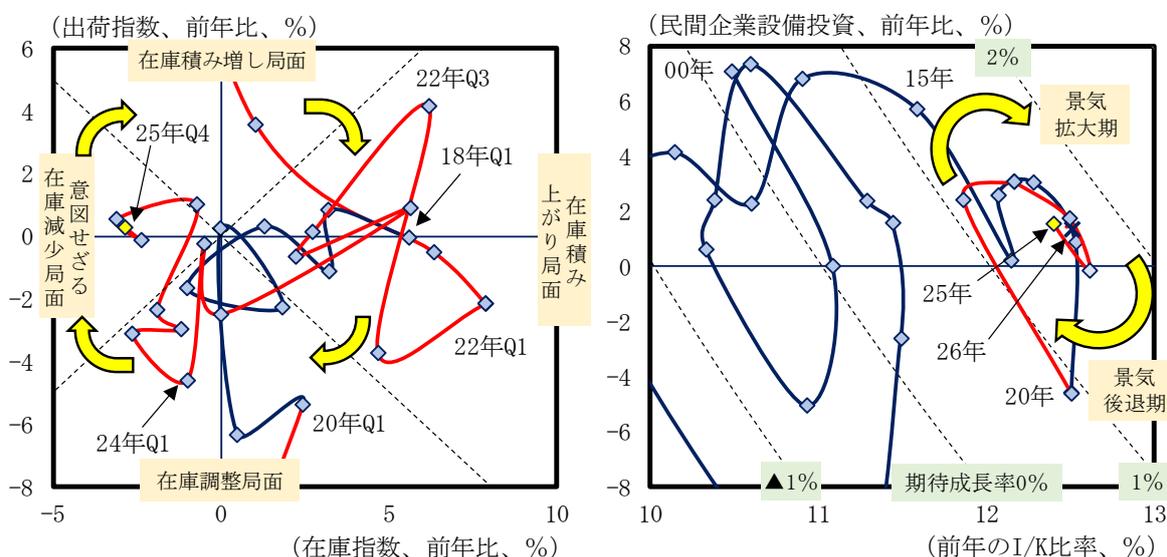
<sup>5</sup> 詳細は、秋元虹輝「[中国によるレアアース・レアメタルの輸出規制は日本の実質 GDP を 1.3~3.2%下押し](#)」（大和総研レポート、2025 年 12 月 5 日）を参照。

## 在庫・資本ストック循環を見ると、いずれも設備投資を後押しする局面

まず、在庫循環から製造業の現状を整理しよう。在庫循環は企業が出荷（需要）に見合った在庫を保有しようとすることや、出荷と企業の生産計画との乖離などによって生まれる。在庫と出荷の前年比変化率をそれぞれ横軸、縦軸に取り、各時点の状況をプロットすると、時計回りに推移する傾向が見られる（**図表 4 左**）。

これによると、2022 年 7-9 月期から 2024 年 1-3 月期にかけて在庫調整が進んだのち、出荷の伸び率はプラスに転じており、直近では「意図せざる在庫減少局面」に位置している。2026 年度から 2027 年度にかけては「在庫積み増し局面」に入る可能性があり、企業は需要拡大を見込んで在庫を積み増すように生産を拡大し、また出荷増を受けて企業収益が改善することが示唆される。こうした中で企業の設備投資意欲は高まりそうだ。

**図表 4：在庫循環（左）と資本ストック循環（右）**



(注) 赤線は 2020 年以降。右図の I/K 比率は設備投資・資本ストック比率。2026 年は大和総研による見通し。  
(出所) 経済産業省、内閣府より大和総研作成

資本ストック循環を確認したのが**図表 4 右**だ。横軸に前年の設備投資・資本ストック比率 (I/K 比率)、縦軸に設備投資の前年比を取って各年の状況をプロットすると、短期的には一定の期待成長率ライン上で時計回りに動くことが知られている。

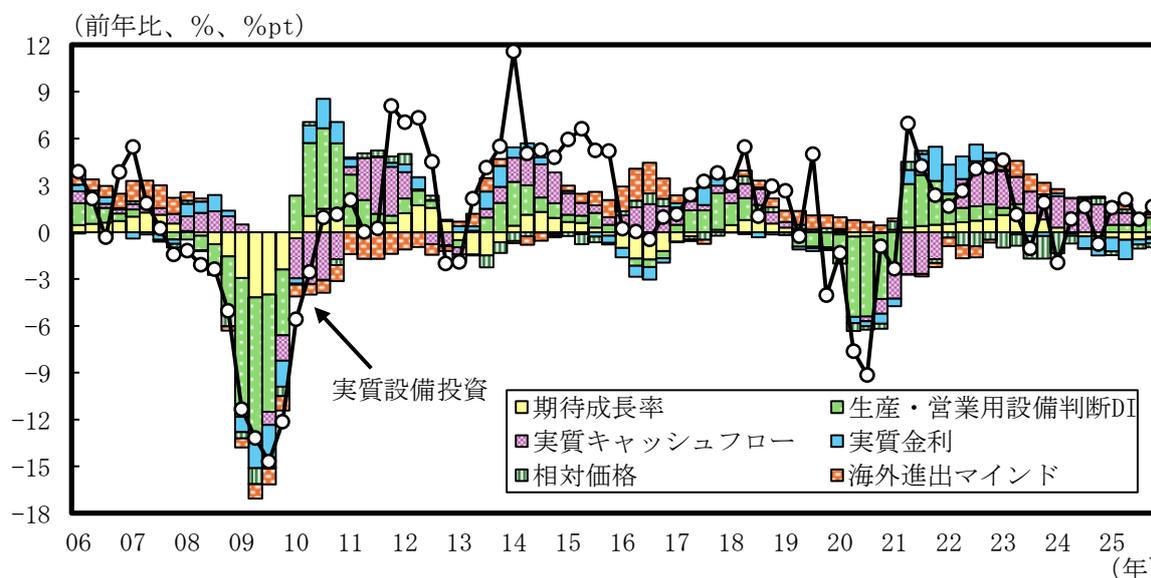
設備投資の伸び率は、2022 年から 2024 年にかけて前年の I/K 比率が高まる中で鈍化してきたが、2025 年には同 I/K 比率が低下に転じるとともに再加速している。2026 年は景気拡大期の動きに沿う形で右下へと小幅にシフトし、設備投資の増加が続くと見込まれる。

## 設備不足感の強まりや実質 CF の増加、資本財の相対価格低下などを背景に投資拡大を見込む

次に、設備投資関数を推計して投資の増減要因を整理することで、設備投資の先行きを検討する。**図表 5**では、実質設備投資の前年比を被説明変数とし、期待成長率や生産・営業用設備

判断 DI（設備の過不足感）、実質キャッシュフロー、実質金利、人件費に対する資本財の相対価格、企業の海外進出マインドの変化を説明変数とした設備投資関数をもとに要因分解している<sup>6</sup>。

図表 5：設備投資関数に基づく実質設備投資の推移の要因分解



(注) 実質設備投資（前年比）を、期待成長率（＝業界需要の実質成長率の「今後5年間の見通し」、前年差）、生産・営業用設備判断DI（「最近」、前年差）、実質キャッシュフロー（前年比、後方4四半期平均、3四半期ラグ）、実質金利（＝長期金利－設備投資デフレーター（前年比）、前年差）、相対価格（＝設備投資デフレーター（前年比）－1人あたり名目雇用者報酬（前年比）、海外進出マインド（＝海外現地生産比率の「5年後の見通し」－「当該年度実績見込み」、前年差）により重回帰。推計期間は1996年1-3月期～2025年10-12月期で、実質金利（前年差）と相対価格は5%有意、その他は1%有意。期待成長率、キャッシュフロー（＝固定資本減耗＋（営業余剰（純）＋財産所得（受取）－財産所得（支払））/2、民間法人企業）、海外進出マインドはいずれもリスマン・サンデー法により四半期分割。

(出所) 財務省、総務省、内閣府、日本銀行統計より大和総研作成

コロナ禍以降を振り返ると、2020年には経済活動の停滞に伴う設備過剰感の強まりを受けて、設備投資の伸びは大きく落ち込んだ。2021年には設備過剰感が緩和したほか、物価が上昇局面に入る中でも日銀の金融緩和策が維持され、実質金利が低下したことが設備投資を押し上げた。2022年以降は、賃上げが物価高に追い付かない中で資本財の割高感が強まったことや、利上げなどに伴う実質金利の上昇が重しとなる一方、企業収益が好調を維持したことで設備投資は堅調に推移したと評価される。

前章で述べたように、予測期間中の設備投資は前年比＋1%台半ばで推移するとみている。押し上げ要因としては、設備不足感の強まりや実質キャッシュフローの増加が想定される。在庫・資本ストック循環からも示唆される景気拡大などを背景に、生産・営業用設備判断DIは緩やかな低下が続き、実質キャッシュフローも堅調に推移するだろう。

<sup>6</sup> 期待成長率は、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」における業界需要の実質成長率の「今後5年間の見通し」を、海外進出マインドは、同調査における海外現地生産比率の「5年後の見通し」から「当該年度実績見込み」を差し引くことで算出した。海外現地生産比率は、海外現地生産による生産高÷（国内生産による生産高＋海外現地生産による生産高）。そのほか、設備投資関数の詳細は図表5の注を参照。

資本財の相対価格の低下も、設備投資を後押ししよう。人手不足や中長期的な働き手の確保に向けて、企業は賃上げに積極的だ。高水準の賃上げが定着する中で、資本財の割安感が強まるとみられる。また、近年は米中対立の激化など経済安全保障上のリスクの高まりもあって企業の海外進出マインドは低下傾向にあり<sup>7</sup>、国内投資が喚起される余地はありそうだ。

### 高市政権の積極財政による投資拡大は、成長期待の向上や金利の安定などが課題に

当社の「[225 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2025年6月9日）で指摘したように、日本経済の成長力を強化するためには、設備投資の伸びをいかに高めるかが大きな課題となる。この点、期待成長率（業界需要の実質成長率の「今後5年間の見通し」）は2025年に1.5%と、コロナ禍前の2015～19年平均（1.1%）を上回るものの、コロナ禍からの回復途上にあった2023年（1.7%）に比べるとやや低下している。

高市政権は「責任ある積極財政」による投資拡大を通じて潜在成長率を引き上げる方針だが、政府の取り組みを通じて企業の成長期待が高まり、設備投資を喚起できるかどうか注目される。ただし、バラマキ色の強い財政政策になれば、金利が過度に上昇して設備投資がかえって抑制される可能性がある。第1次高市政権が誕生した2025年10月から2026年1月にかけて長期金利の上昇ペースは加速したが、財政悪化への懸念が強まったことが一因とみられる。費用対効果や必要性をもとに財政支出の優先順位付けを行うなど、メリハリを利かせた財政運営が求められる（詳細は今回予測の**第4章**を参照）。

インフレや賃上げが継続する中、円滑な価格転嫁のための環境整備は中小企業の投資余力を高める上でも重要だ。中小企業庁「価格交渉促進月間フォローアップ調査」では、中小企業による価格転嫁が進展していることが示唆されるものの、価格転嫁が全くできていない割合は直近の2025年9月調査で16.8%に上る。業種やサプライチェーンの段階によっても価格転嫁の進展度合いに違いが見られ、引き続き改善の余地は大きい。

## 3. 物価・金融政策の見通し

### 新コアコア CPI は 2026 年度前半に前年比+2%程度へと低下し、その後は安定的に推移

先行きの CPI について、直近の資源価格と為替レートを前提にすると、総合ベースでは2025年度で前年比+2.6%、2026年度で同+2.0%、2027年度で同+2.1%を見込んでいる。生鮮食品を除く総合ベース（コア CPI）では2025年度で同+2.7%、2026年度で同+1.8%、2027年度で同+2.0%を見込む。生鮮食品・エネルギーを除く総合ベース（新コアコア CPI）では、2025年度で同+3.0%、2026年度で同+2.0%、2027年度で同+2.2%となる見通しだ（**図表6**）。

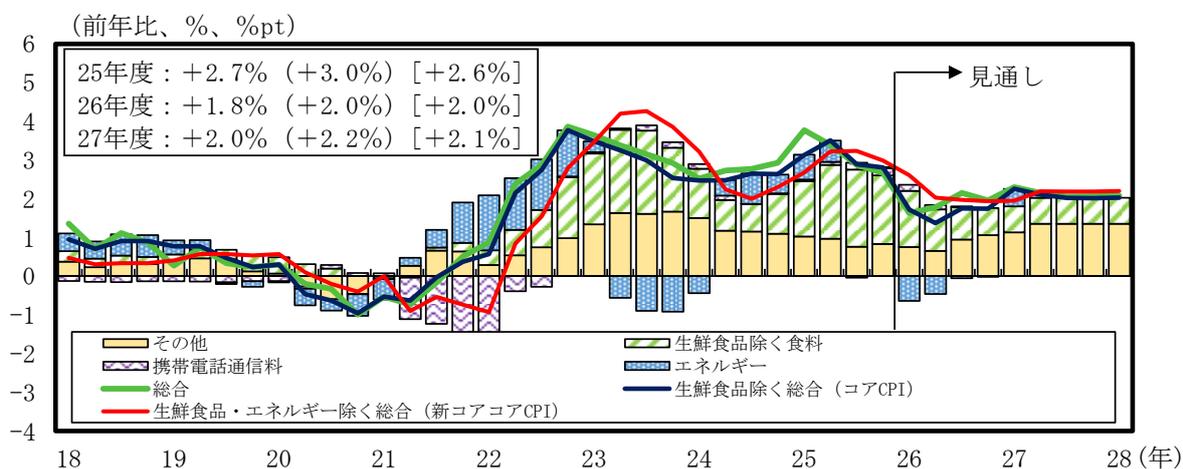
<sup>7</sup> 海外現地生産比率の「当該年度実績見込み」はデータが取得可能な1988年以降振れを均して上昇傾向にある（2025年は23.6%）一方、「5年後の見通し」は2015年（26.2%）をピークに低下傾向にある（2025年は23.9%であり、同年の海外進出マインドは+0.2%pt）。

政策面では、政府のエネルギー高対策により 2026 年 1 月から 3 月までの電気代と都市ガス代が引き下げられている（CPI への反映は 2~4 月）。4 月からは私立高校授業料が実質無償化されるほか、公立小学校の給食費無償化も実施される。

食料価格上昇率は、2026 年度末にかけて徐々に鈍化していく見込みである。帝国データバンクによれば<sup>8</sup>、2026 年 1 月時点で判明している年間の飲食料品値上げ品目数は前年比 6 割減のペースで推移しており、2026 年は春先にかけて値上げが比較的落ち着く見通しであるという。また、米穀安定供給確保支援機構が米取引関係者に対して 2026 年 1 月に実施したアンケート調査によると<sup>9</sup>、向こう 3 カ月の米の需給は緩み、価格は低下するとの見方が強まっている。

他方、賃上げによる人件費の増加分を販売価格に転嫁する動きは継続するとみている。こうした動きに支えられ、新コアコア CPI は 2026 年度前半にかけて前年比+2%程度へと低下し（コア CPI は 2026 年 4-6 月期に同+1%台半ばまで低下）、その後は安定的に推移するだろう。

図表 6：コア CPI 見通し（丸括弧内は生鮮食品・エネルギー除く総合、角括弧内は総合）



(注) 作成時の資源価格と為替レートを前提とした物価見通し。2026 年度以降は、4 月から実施される私立高等学校授業料の実質無償化と公立小学校の給食費無償化を想定。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

## 非製造業における賃金の販売価格への転嫁は足元にかけて緩やかながらも進展

賃金と物価が循環的に上昇し、基調的な物価上昇率は緩やかに高まっているものの、日銀は 2%の物価安定目標を未だ達成していないと判断している。基調的な物価上昇率が 2%程度で安定的に推移するためには、人件費増加分の価格転嫁が幅広い業種で継続的かつ安定的に行われることが不可欠だ。そこで、先行きの基調的な物価動向を見通す観点から、足元における企業の価格転嫁の進展度合いを確認する。

具体的には、企業の投入コストが販売価格に与える影響を「価格転嫁度」と定義し、投入コストを、原材料費などの中間投入コストと、人件費に代表される労働投入コストの 2 つに大別

<sup>8</sup> 帝国データバンク「『食品主要 195 社』価格改定動向調査-2026 年 2 月」（2026 年 1 月 30 日）

<sup>9</sup> 米穀安定供給確保支援機構「米取引関係者の判断に関する調査結果（令和 8 年 1 月分）」（2026 年 2 月 5 日）

する。その上で、物価上昇局面における価格転嫁度の変化を通じて、賃金と物価の循環的上昇の進展度合いを業種別に評価する。

**図表 7** は、製造業および非製造業における価格転嫁度の分布を、箱ひげ図を用いて示したものである。ここでは、日銀短観における「販売価格判断DI」を「仕入価格判断DI」および「雇用人員判断DI」（いずれも「最近」）で回帰し、推計期間を変化させることで、物価上昇局面とそれ以前のデフレ・低インフレ局面におけるパラメーターの違いを比較した。物価上昇局面については、2021年頃の輸入物価高を背景に原材料価格の上昇が主因となって価格転嫁が進展した時期と足元とに区分し、それぞれにおける価格転嫁度の違いを検証している。なお、縦軸の値が大きいほど、価格転嫁が進みやすいことを意味する。

はじめに、中間投入コストに着目する。中間投入コストの価格転嫁は、2021年以降、製造業で顕著に進展した。価格転嫁度を中央値で見ると、デフレ・低インフレ局面の0.30から2024年末にかけて0.70へと大幅に上昇しており、原材料価格の高騰が販売価格に転嫁される動きが急速に進んだことが示唆される。もっとも、2024年末にかけての価格転嫁度と2025年末にかけての価格転嫁度は同程度で、直近1年間では追加的な価格転嫁の進展は見られない。

これは、輸入物価が高騰していた局面において既に一定程度の価格転嫁が行われたことに加え、足元では原材料価格の上昇が一服し、企業が追加的な価格改定に踏み切る局面ではなくなっているためと考えられる。こうしたことから、2025年にかけては、製造業における中間投入コストを起点とした価格転嫁は一巡した段階にあると評価できる。一方、非製造業における中間投入コストの価格転嫁は製造業ほどには進展していない。直近1年間では価格転嫁度は上昇したものの、デフレ・低インフレ局面と比較すると、その水準に明確な変化は確認されなかった。

次に、労働投入コストの価格転嫁度を確認する。労働投入コストについては、製造業・非製造業ともに、デフレ・低インフレ局面と比べて価格転嫁度が上昇している。製造業では、デフレ・低インフレ局面の中央値が0.38であったのに対し、2024年末にかけては0.47へと上昇した。原材料価格の高騰局面において価格転嫁が積極的に行われたことが、同時に人件費の価格転嫁を進めやすい環境を形成した可能性がある。もっとも、直近1年間における追加的な価格転嫁の進展は限定的とみられる。

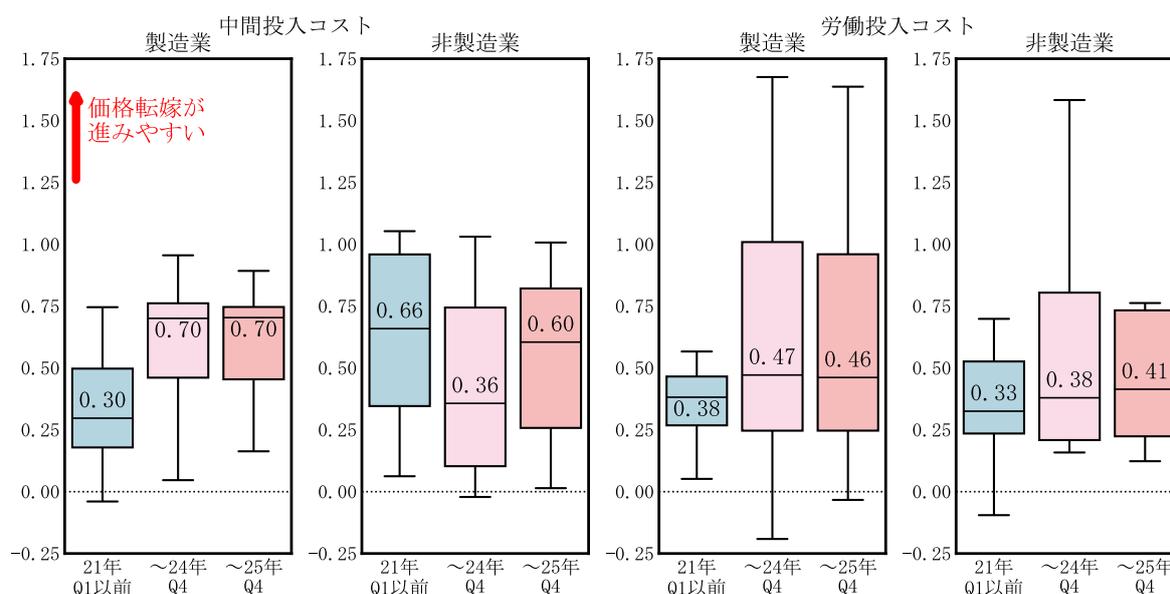
非製造業では、デフレ・低インフレ局面の中央値が0.33であったが、2024年末には0.38へと上昇し、さらに2025年末にかけては0.41まで高まった。製造業とは異なり、直近1年間においても価格転嫁度が高まっている。物価上昇局面の下で、人件費の販売価格への転嫁が緩やかながらも継続して進んでいる様子が見えてくる。

**図表 7** で掲載した非製造業には、小売業や宿泊・飲食サービスなど、人件費の比重が相対的に高い業種が多く含まれる。こうした家計向け非製造業は、労働集約的な産業構造に加え、市場が競争的な環境に置かれていることから、従来は賃金上昇分を販売価格に転嫁しにくく、賃金と物価が循環的に上昇しづらい点が指摘されてきた。もっとも、足元ではこれらの業種にお

いても人件費の価格転嫁が徐々に進展しており、非製造業においても、人件費増加分を販売価格に転嫁させる動きが広がっていると評価できる。

前章で触れたように、企業全体で見れば価格転嫁はまだ十分に進んでいるとはいえない。ただし、足元では人手不足の深刻化を背景に賃上げの動きが継続しており、2026年春闘においても前年並みの高水準の賃上げ率の実現すると見込まれる。人件費の増加分を販売価格へと転嫁する動きは今後も継続するとみられ、賃金と物価の循環的な上昇が徐々に定着に向かうことで、基調的な物価上昇の持続性を下支えすると考えられる。

図表 7：業種別に見た仕入価格・人手不足感が販売価格に与える影響（価格転嫁度）



(注1) 日銀短観の「販売価格判断DI」を被説明変数とし、企業の投入コストのうち中間投入コストに相当する原材料費には「仕入価格判断DI」を、労働投入コストに相当する人件費には企業の人手の過不足感を表す「雇用人員判断DI」をそれぞれ代理変数として用いた（DIはいずれも「最近」）。推計期間は2003年10-12月期～2025年10-12月期。非製造業については、「不動産」「小売」「運輸・郵便」「通信」「情報サービス」「その他情報通信」「電気・ガス」「対個人サービス」「宿泊・飲食サービス」を集計対象としている。

(注2) 箱ひげ図では、ひげの上下が最大値と最小値を表す。また長方形の上辺と底辺はそれぞれ上位・下位25%の水準を、長方形の中の横線は中央値を表す（外れ値を除いて算出）。

(出所) 日本銀行より大和総研作成

## 日銀は2026年4-6月期に短期金利を1.00%に引き上げる見込み

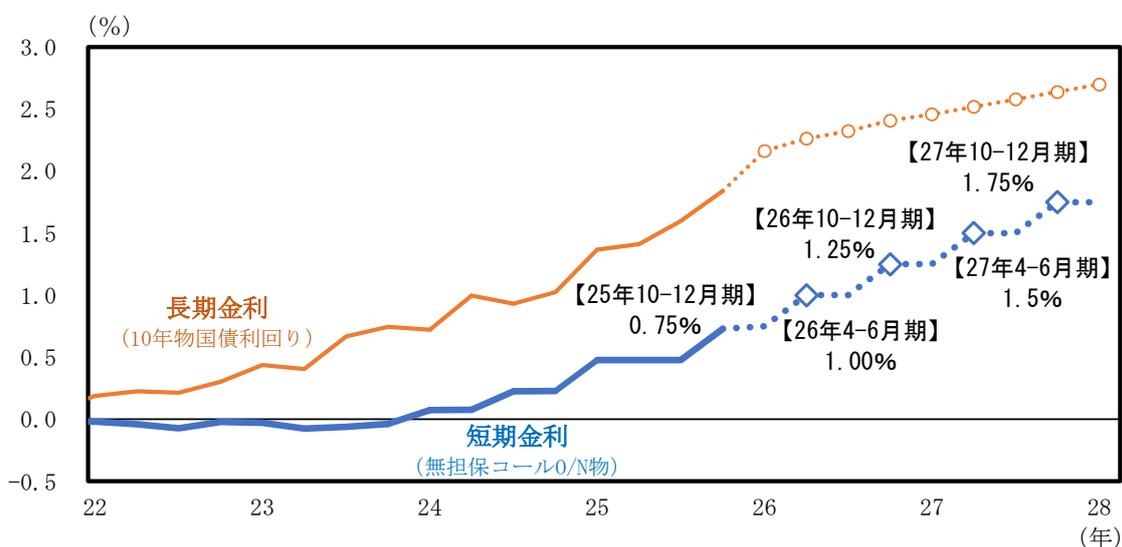
当社では、日銀は2026年4-6月期（月次ベースでは6月）に短期金利を1.00%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで0.25%ptの追加利上げを行うと想定している（図表8）。

前述のように、賃金と物価の循環的な上昇は今後も継続するとみられる。また、高市政権の掲げる「責任ある積極財政」を背景に円安が再加速すれば、物価上昇圧力が一段と高まるリスクもある。日銀は物価上昇率が安定的に推移するよう、政策金利を中立金利に近づけていくことで、金融緩和の度合いを調整していかだろう。

日本の自然利子率は足元でゼロ%程度と推計されるが、先行きは潜在成長率の低下に伴い、小幅のマイナスになると想定している。物価上昇率は前年比+2%程度で推移する見込みであり、こうした想定と整合的なターミナルレート（最終的な政策金利の水準）は1.75%になる。当社では、2027年10-12月期に政策金利がターミナルレートに到達するとみている。

長期金利は上昇を続け、予測期間終盤には2.7%程度に達すると見込む（図表8）。日銀が緩やかながらも短期金利を引き上げていくことが長期金利を押し上げる要因として働くほか、日銀が長期国債の買入れ額を段階的に減額していくことで、需給面からの上昇圧力も高まるだろう。ただし、高市政権の積極財政を背景とした物価上昇圧力の一段の高まりや、国債増発に伴う需給悪化への警戒感が強まれば、将来の不確実性に備えて投資家が要求するリスクプレミアムの拡大を通じて、長期金利が一段と押し上げられる可能性がある。

図表8：日本の長短金利の見通し



(注) 長期金利は期間平均値で、短期金利は期末値。点線は大和総研による予測値。

(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表9：日本経済見通し&lt;第228回日本経済予測（2026年2月20日）&gt;

	2025			2026				2027				2028	2024年度 (暦年)	2025年度 (暦年)	2026年度 (暦年)	2027年度 (暦年)
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3				
実質GDP(年率、兆円)	593.3	589.4	589.7	591.9	593.4	595.1	596.6	598.1	599.4	600.7	602.0	603.3	586.8	591.1	595.9	601.4
<前期比、%>	0.5	-0.7	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2				
<前期比年率、%>	2.1	-2.6	0.2	1.5	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.9				
<前年同期比、%>	2.0	0.6	0.1	0.3	0.1	1.0	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9	0.5 (-0.2)	0.7 (1.1)	0.8 (0.6)	0.9 (1.0)
民間消費支出(前期比、%)	0.2	0.4	0.1	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.3	1.1	0.8
民間住宅投資(前期比、%)	0.0	-8.4	4.8	0.0	-0.2	-0.6	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-0.7	-3.8	-1.1	-3.7
企業設備投資(前期比、%)	1.3	-0.3	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.8	1.5	1.3	1.5
政府消費支出(前期比、%)	0.5	0.1	0.1	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	2.3	0.6	1.5	1.6
公共投資(前期比、%)	0.0	-1.5	-1.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	-1.8	-0.2	0.8
輸出(前期比、%)	1.9	-1.4	-0.3	0.0	0.3	0.7	0.8	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6	1.6	1.9	0.9	2.7
輸入(前期比、%)	1.4	-0.1	-0.3	0.3	0.5	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	3.2	2.8	1.5	2.9
名目GDP(前期比年率、%)	8.5	-0.1	2.3	2.1	1.9	2.8	2.8	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5	3.7	4.0	2.2	2.6
GDPデフレーター(前年同期比、%)	3.2	3.5	3.4	2.9	1.5	1.3	1.2	1.5	1.7	1.7	1.7	1.7	3.2	3.2	1.4	1.7
鉱工業生産(前期比、%)	0.4	0.0	0.8	1.4	-1.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	-1.4	1.3	0.8	1.4
コアCPI(前年同期比、%)	3.5	2.9	2.8	1.7	1.4	1.7	1.7	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.7	2.7	1.8	2.0
失業率(%)	2.5	2.5	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.5	2.5	2.4	2.3
コールレート(期末値、%)	0.48	0.48	0.73	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25	1.50	1.50	1.75	1.75	0.48	0.75	1.25	1.75
10年物国債利回り(%)	1.41	1.60	1.84	2.16	2.26	2.32	2.41	2.46	2.52	2.58	2.64	2.70	1.08	1.75	2.36	2.61
前提																
原油価格(WTI、ドル/バレル)	63.7	65.0	59.1	63.3	65.2	65.2	65.2	65.2	65.2	65.2	65.2	65.2	74.4	62.8	65.2	65.2
為替レート(円/ドル)	144.6	147.5	154.1	155.4	154.8	154.8	154.8	154.8	154.8	154.8	154.8	154.8	152.5	150.4	154.8	154.8

(注) 網掛け部分は大和総研予想。原油価格、為替レートは予測時点の水準で一定と想定。

(出所) 大和総研