

2025 年 12 月 24 日 全 49 頁

主要国経済 Outlook

2026 年 1 月号 (No. 470)

経済見通し：世界、日本、米国、欧州、中国

経済調査部

ニューヨークリサーチセンター
ロンドンリサーチセンター
調査本部シニアエコノミスト
シニアエコノミスト
主任研究員
研究員
シニアエコノミスト
主席研究員佐藤 光
神田 慶司
矢作 大祐
藤原 翼
橋本 政彦
齋藤 尚登

[要約]

- Overview..... 2
2026 年の世界経済 ～高値警戒感をどう乗り越えるか
- 2026 年の日本経済..... 3
1%弱のプラス成長を見込むも外需下振れや円急落、金利高等に注意
- 2026 年の米国経済..... 15
底堅くも脆い「K 字経済」は続く
- 2026 年の欧州経済..... 28
不確実性低下、財政拡張で景気回復ペースは再加速へ
- 2026 年の中国経済..... 40
不動産不況の継続と消費財購入補助金政策の反動で景気減速へ

Overview

2026 年の世界経済 ～高値警戒感をどう乗り越えるか

佐藤 光

2025 年は、株価をはじめマーケットの価格が大幅に上昇した一年となった。日経平均株価や NY ダウ平均株価、国際金価格などは、2024 年に続いて史上最高値を更新した。ただし、価格に関しては過去との比較からは高値警戒感もささやかれ始め、先行きへの見方は分かれつつある。2026 年のマーケットについては、高値警戒感からやや落ち着いた展開となる可能性もあろう。

マーケット価格について、実体経済面の要因のみでは説明しにくい部分の評価が、どう変化するかのカギになる。投資家の評価が変わるきっかけとなり得る要因には、地政学リスクや災害、感染症などの不可抗力が強いものもあるが、足元は政策当局が動かす金融政策や財政政策のかじ取りも難しい局面だ。欧米を中心とした利下げや財政拡張策は、インフレとの兼ね合いでどこまで進むのか予断を許さない一方、日本では利上げと財政拡張策の両立も容易ではない。マーケットの動向は、資産効果を通じて主に高所得層の消費動向に影響し得るため重要だ。

他方で、世界的な供給制約への不安等を背景に消費者のインフレ期待が定着してきたこともあり、物価上昇率も世界的に高止まりの気配がある。それに対し、主要国では雇用環境の軟化や関税引き上げに伴う貿易への懸念など、経済の先行きへの不透明感も指摘される。これを企業などの供給側からみると、物価にも高値警戒感が生じつつあるといえそうだ。日本での身近な例としては急騰したコメ価格が挙げられ、足元では価格高騰による消費の低迷や在庫の増加が伝えられている。このような物価の高値警戒感は、近年高水準が続いている賃上げ動向にも影響しよう。労働者の賃金上昇率は、主に中低所得層の消費動向にとって重要だ。

十二支では、2026 年は午（うま）年となる。日本株の相場格言には、「辰巳天井、午尻下がり」とうたわれる。マーケットに限らず、ここ 2 年ほどの竜（辰）に乗ったかのような高騰による浮遊感に身を任せるのではなく、地に足を着けて駆け抜ける年にしたい。

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞ (2025 年 12 月 24 日時点)

	(%)								(前年比%)			
	2025年				2026年				2023年 2024年 2025年 2026年 (下線及び斜字は年度)			
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12				
日本	1.5	2.1	-2.3	1.0	1.4	1.2	1.0	1.0	0.7	-0.2	1.2	0.8
									<u>-0.0</u>	<u>0.5</u>	<u>0.9</u>	<u>0.9</u>
米国	-0.6	3.8	4.3	1.0	2.8	1.8	2.0	2.1	2.9	2.8	2.1	2.4
ユーロ圏	2.3	0.6	1.1	0.9	1.2	1.4	1.5	1.5	0.4	0.9	1.4	1.2
英国	2.7	0.9	0.4	-0.3	1.4	1.4	1.6	1.8	0.4	1.1	1.3	1.0
中国	5.4	5.2	4.8	4.4	4.5	4.4	4.4	4.2	5.2	5.0	4.9	4.4
ブラジル	3.1	2.4	1.8	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.2	3.4	2.2	2.0
インド	7.4	7.8	8.2	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>9.2</u>	<u>6.5</u>	<u>7.2</u>	<u>6.9</u>
ロシア	1.4	1.1	0.6	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	4.1	4.3	0.6	0.9

(注) グレー部分は予想値、それ以外は実績値。四半期伸び率は、中国、ブラジル、インド、ロシアは前年比、それ以外は前期比年率。

(出所) 各種統計より大和総研作成

2026 年の日本経済

1%弱のプラス成長を見込むも外需下振れや円急落、金利高等に注意

神田 慶司
久後 翔太郎
田村 統久
秋元 虹輝
中村 華奈子

[要約]

- 2026 年の実質 GDP 成長率は前年比+0.8%と見込んでいる。2025 年（実績見込みで同+1.2%）から減速するが、これは 2025 年で+0.6%pt だった「成長のゲタ」（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）が 2026 年に+0.0%pt へと縮小することが影響している。実態としては 2025 年と同程度の緩やかな景気回復を見込んでおり、個人消費や設備投資などが増加するだろう。
- 2026 年は、「賃上げなど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」などが日本経済を下支えしたり、押し上げたりするとみている。一方で経済の下振れリスク要因も多く、「トランプ関税」「日中関係の悪化」「中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化（原油価格の高騰）」「円相場の急落」「国内金利の上昇」などが挙げられる。
- 「責任ある積極財政」を掲げる高市早苗政権の財政運営も注目される。近年、国・地方の純債務残高対 GDP 比はプライマリーバランス（PB）が赤字でも低下しているが、高インフレを背景に名目 GDP 成長率が名目実効金利を上回ったことが影響している。当面はこうした状況が続くが、いずれ金利・成長率格差はなくなったり、金利が上回ったりするとみられる。PB を黒字化しなければ、純債務残高対 GDP 比の引き下げは難しくなるだろう。高市政権は「危機管理投資」などで成長を後押ししているが、その成果は民間企業の行動次第であり、予見することはできない。潜在成長率が加速しない事態にも備えて PB に常に目配りし、国債市場からの信認を維持する取り組みが必要だ。

1. 2026 年の日本経済は緩やかな回復を見込むも下振れリスクは大きい

2025 年の日本経済はトランプ関税に翻弄される中で 1%超のプラス成長に

2025 年は、1 月に誕生した第 2 次トランプ米政権による高関税政策（トランプ関税）で世界が翻弄された一年だった。

米国は合成麻薬「フェンタニル」の米国内への流入などを理由に、中国やメキシコ、カナダに対する追加関税を 2 月から 3 月にかけて発動した。4 月には日本を含む 57 カ国・地域を対象とした「相互関税」を一部導入した。これらとは別の措置として分野別関税が実施され、3 月に鉄鋼・アルミニウム製品、4 月に自動車に対して 25%の追加関税が課された（銅や医薬品などに対しても実施）。その後、日本を含む主要国・地域と米国との関税交渉が 7 月におおむね合意に達し、11 月には対中追加関税率の大幅引き上げの見送りと 10%分の引き下げが行われたことで、トランプ関税に関する不透明性は低下した。

当初はトランプ関税により、日本経済は大きな打撃を受けることが懸念された。だが、財の実質輸出は 4-6 月期まで増加を続けた。7-9 月期は米国向けを中心に減少したものの、追加関税分の多くを企業が負担することで米小売価格への転嫁が抑えられたことや、追加関税前の在庫の積み増しなどもあり、トランプ関税による経済活動への影響は大きく抑制された¹。一方、国内では春闘での賃上げ率が前年を上回る高水準となり、個人消費は 7-9 月期まで 3 四半期連続で前期比プラスとなった。また、高水準の企業収益や緩和的な金融環境、人手不足や DX などへの対応を背景に、設備投資も増加基調を維持した²。実質 GDP は 7-9 月期に 6 四半期ぶりのマイナス成長となったが、10-12 月期にプラス成長に転じ、通年では前年比+1.2%と見込んでいる（後掲図表 8）。

日本銀行（日銀）は 1 月に短期金利（無担保コール 0/N 物）を 0.50%程度へと引き上げた。消費者物価指数（CPI）は前年比+3%前後で推移するなど高インフレが続く中、前述のようにトランプ関税による景気の下振れリスクが低下したことに加え、2026 年度は前年度並みの賃上げを実施する企業が多いとの独自調査³の結果などを踏まえ、日銀は 12 月に短期金利を 0.75%程度へと引き上げた。また年初で 1.1%程度だった長期金利（新発 10 年物国債利回り）は、金融政策の正常化の進展や物価の先高観の強まり、10 月に誕生した高市早苗政権の積極財政で国債需給が緩和するとの見方の強まりなどを受けて大幅に上昇し、12 月に一時 2.1%台に乗せた。

2026 年の実質 GDP 成長率は+0.8%の見込みで「成長のゲタ」を除くと前年並みの成長

2026 年の日本経済はどのように推移するだろうか。当社のメインシナリオでは、実質 GDP 成長率を前年比+0.8%と見込んでいる。

¹ トランプ関税による日本企業への影響については、小林若葉「[トランプ関税の影響緩和に作用した企業対応](#)」（大和総研レポート、2025 年 12 月 19 日）で整理されている。

² 設備投資は直近の 2025 年 7-9 月期に前期比で小幅に減少したものの、1-3 月期以降の伸び率を均すと前期比年率で+1.8%だった。

³ 日本銀行「2026 年度賃上げスタンスの動向（12 月初時点）」（2025 年 12 月 15 日）

成長率は前年から低下するが、これは 2025 年で+0.6%pt だった「成長のゲタ」（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）が 2026 年に+0.0%pt へと縮小することが影響している。実態としては 2025 年と同程度の緩やかな景気回復を見込んでおり、個人消費（前年比+0.9%）や設備投資（同+1.6%）などが増加するだろう。

2026 年は以下の 4 つの要因が日本経済を主に下支えしたり、押し上げたりするとみている。すなわち、①賃上げなどによる家計の所得環境の改善、②政府の経済対策、③緩和的な金融環境の継続、④高水準の家計貯蓄、が挙げられる（図表 1 上）。

一方、2026 年は経済の下振れリスク要因も多い。具体的には、①トランプ関税、②日中関係の悪化、③中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化（原油価格の高騰）、④円相場の急落、⑤国内金利の上昇、などが考えられる（図表 1 下）。これらのうち、③を除いた 4 つの要因については次章で取り上げる。

図表 1：2026 年の日本経済の主な「下支え・押し上げ要因」と「下振れリスク要因」

経済の下支え・押し上げ要因

○賃上げなどによる家計の所得環境の改善

25年7-9月期まで3四半期連続で前年比マイナスだった**実質賃金**（1人あたり実質雇用者報酬）は10-12月期にプラスに転じ、その後も振れを伴いながらも**プラス圏で推移**する見込み（労働生産性並みの**同+1%前後**）。26年の**春闘賃上げ率**は5.3%程度と前年（5.25%）並みの高水準となる見込み（連合集計値ベース）。「**年収の壁**」引き上げで個人所得税は25・26年度で計**▲1.8兆円**

○政府の経済対策

高市政権が25年11月に取りまとめた事業規模42.8兆円、国費等の総額21.3兆円程度の**総合経済対策の効果は今後3年程度で7兆円弱（実質GDPの年成長率換算で+0.4%）**と試算。防災・減災・国土強靱化の推進などが公共投資を押し上げるほか、物価高対策が個人消費を下支えしたり、危機管理・成長投資などへの支援が設備投資を促したりする見込み

○緩和的な金融環境の継続

生鮮食品・エネルギーを除くCPIは**前年比+2%程度で推移**する見込み。日銀は**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（短期金利は**26年末で1.25%**の見込みで、実質ベースでは**マイナス圏**で推移）

○高水準の家計貯蓄

25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（19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

経済の下振れリスク要因

○トランプ関税

トランプ米政権の高関税政策（トランプ関税）は**米国の実質GDPを29年までの累積で0.7%程度（日本への影響は0.7%程度）**押し下げ。現在20%の対中追加関税率が**120%**（100%の追加関税）に引き上げられれば、米国の実質GDPの押し下げ幅は**1.3%程度（日本への影響は1.4%程度）**に拡大。また、米国内の製造コストを中長期的に押し上げることで、**自動車を含む米産業の競争力低下**を招く可能性

○日中関係の悪化

中国政府による日本への**渡航自粛要請**で中国人訪日客数が減少し、26年の**日本の実質GDPを0.1%程度下押し**すると想定。渡航自粛要請の**長期化や対中輸出の減少**につながれば、**実質GDPの下押し幅は0.4%程度に拡大**する可能性。さらにテールリスクとして、中国から日本への**レアアースの輸出が停止**して供給制約が発生すれば、**実質GDPは1.3%（レアメタルを含めれば3.2%）程度下押し**され、**自動車産業**を中心に生産活動が低迷

○中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化

原油価格が150ドル/bblに上昇すると**日本の実質GDPを0.8%程度（年間）下押し**

○円相場の急落

165円/ドルで推移すれば**物価上昇率を0.4%pt程度**、**170円/ドルなら0.6%pt程度**押し上げる可能性

○国内金利の上昇

経済活動の影響は**長期金利よりも短期金利の方が大きい**。0.25%ptの短期金利上昇で**家計の純利息収入は+0.2兆円**（恩恵は高齢世帯に偏在し、30~40代世帯では負担増）の一方、**企業では▲0.9兆円**（経常利益対比では大企業よりも中小企業の方が負担が大きい）

（出所）各種統計より大和総研作成

高水準の賃上げが継続する一方で物価上昇は減速し、実質賃金の上昇基調が明確に

2025 年は 1 人あたり実質雇用者報酬が 1-3 月期から 3 四半期連続で前年割れとなるなど実質賃金が低迷し、個人消費に下押し圧力がかかった。だが、2026 年は春闘での高水準の賃上げが継続する一方で物価上昇率が低下することで、1 人あたり実質雇用者報酬は振れを伴いながらも前年比プラス圏で推移し、通年では前年比+1.5%と見込まれる。

日本労働組合総連合会（連合）ベースの春闘賃上げ率を、物価や労働需給、製造業の収益、交易条件などを説明変数として推計し、当社のメインシナリオの経済見通しを当てはめると、2026 年の春闘賃上げ率は 5.3%程度と前年（5.25%）並みの水準になると試算される。これは前出の日銀による独自調査の結果と整合的だ。一方、CPI 上昇率は直近の 2025 年 11 月で前年比+2.9%だったが、今後は食料品の価格上昇の落ち着きや政府の物価高対策もあり、2026 年は+1.6%へと減速するだろう。

政府資料や報道によると、2025、26 年度に実施される「年収の壁」引き上げにより、個人所得税は合計で 1.8 兆円程度減少する。また、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である。名目家計最終消費支出の 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。

総合経済対策の経済効果は今後 3 年程度で 7 兆円弱の見込み

高市政権は 2025 年 11 月 21 日、事業規模 42.8 兆円程度、国費等の総額 21.3 兆円程度（一般会計：17.7 兆円程度、減税：2.7 兆円程度、特別会計：0.9 兆円程度）の総合経済対策を閣議決定した。前年に石破茂政権が取りまとめた総合経済対策の事業規模は 39.0 兆円程度、一般会計からの歳出は同 13.9 兆円程度であり、いずれも規模が拡大した格好だ。

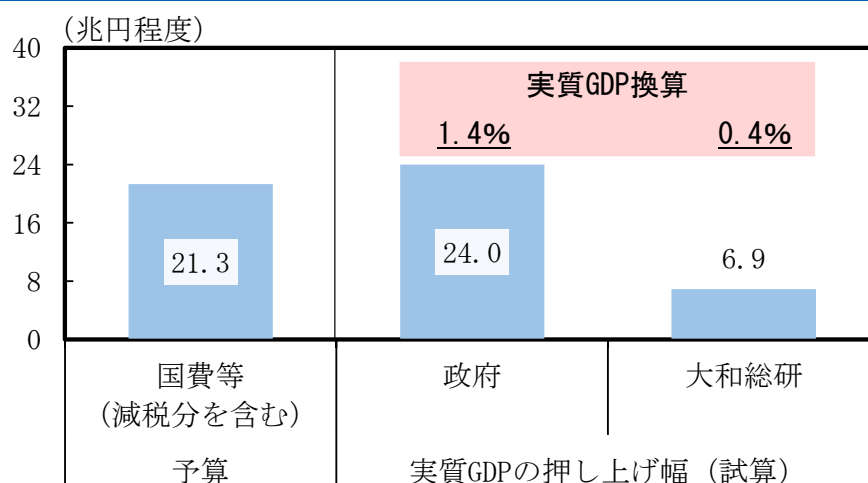
当社では総合経済対策の経済効果を、今後 3 年程度の累計で 6.9 兆円程度、実質 GDP の年成長率に換算して 0.4%程度と試算している（**図表 2**）。内閣府は同 24 兆円程度（同 1.4%程度）と試算しており⁴、当社の想定する経済効果は内閣府試算の 3 割程度である。これは施策ごとに想定する GDP の押し上げ方などが両者で異なるためと考えられる⁵。

経済効果の内訳を見ると、電気・ガス代支援やガソリン税の旧暫定税率の廃止、重点支援地方交付金を通じた生活者支援などの物価高対策が個人消費を下支えするとみられる。また、防災・減災・国土強靱化の推進や能登地域の復旧・復興事業などが公共投資を押し上げ、危機管理・成長投資などへの支援が設備投資を促進しよう。

⁴ 内閣府「『強い経済』を実現する総合経済対策の経済効果」（2025 年 11 月 21 日）。資料には経済効果の数字は示されているものの、試算に関する想定の詳細は記載されていない。

⁵ 経済効果を試算するにあたり、補正予算関連資料などを参考に施策ごとに予算額を振り分け、それぞれに一定の係数（GDP の押し上げにつながる比率）を乗じたものを累積した。ただし、施策の性質上 3 年程度では GDP の直接的な押し上げにつながりにくいと判断した施策は試算の対象から除外した。

図表 2：総合経済対策の効果試算（今後 3 年程度の合計額）



(注)「実質 GDP 換算」の押し上げ率は年成長率換算値（今後 3 年程度で経済効果が発現した場合の単純平均）。
(出所) 内閣府資料等より大和総研作成。

2026 年は年 2 回の利上げを想定するも、大幅な円安なら利上げペースが加速する可能性

日銀は 2026 年も利上げを続けるだろう。当社のメインシナリオでは、日銀は半年に一度程度のペースで 0.25%pt の追加利上げを行い、短期金利は 2026 年末で 1.25%になると想定している。景気の回復基調が継続する中で労働需給はひっ迫し、賃上げによる人件費の増加分を販売価格に転嫁する企業行動が一段と広がることで、基調的な物価上昇率は日銀の目指す 2%に向けて高まっていくとみている。

短期金利から物価上昇率を差し引いた実質短期金利は足元で大幅なマイナスである（たとえば 2025 年 12 月の CPI 上昇率見通しを差し引いた実質短期金利は▲1%程度）。仮に、日銀が 2026 年中に計 0.5%pt の追加利上げを行ったとしても、実質金利のマイナスという状況は続き、金融緩和の度合いを調整する範囲での利上げにとどまる。そのため緩和的な金融環境は維持されるだろう。

もっとも円安が大幅に進む場合は、利上げペースが想定よりも加速する可能性がある。後述するように、仮にドル円レートが 165 円/ドルを超える円安が継続すると、企業の価格設定行動が積極化して物価上昇率が上振れし、利上げの必要性が高まるとみられるためである。

2. 2026 年の日本経済における 5 つの注目点

以上のように 2026 年の日本経済は前年並みの緩やかな回復を見込んでいるものの、米中を中心とした外需や為替・金利の動向、高市政権の財政運営などによって経済見通しは大きく変わる可能性がある。

そこで 2026 年の注目点として、①トランプ関税、②日中関係の悪化、③円相場の急落、④国内金利の上昇、⑤高市政権の「責任ある積極財政」を順に取り上げる。

【注目点①：トランプ関税】リスクは小さいが米中対立激化などで再引き上げも

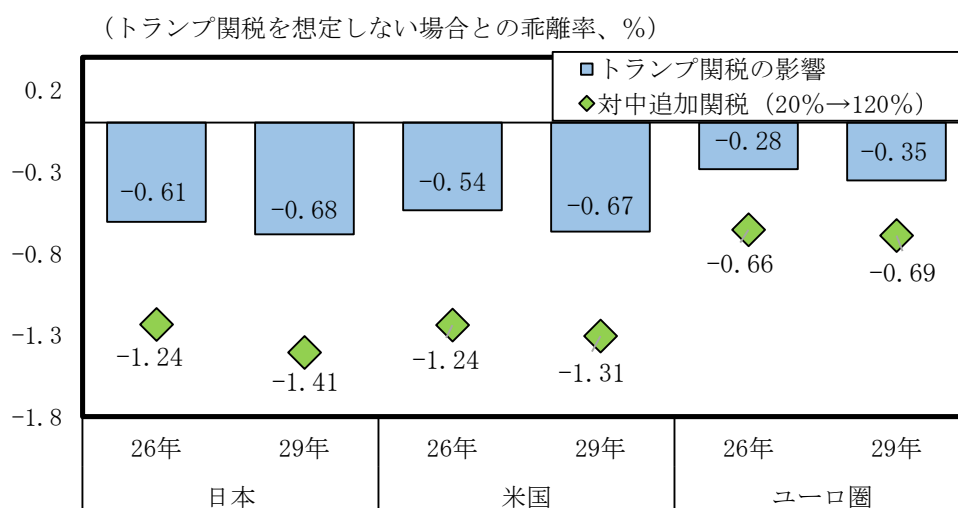
米国では雇用情勢の悪化や物価高で家計の暮らし向きが悪化しており、トランプ政権への支持率低下の一因となっている。こうした状況を受け、トランプ政権は11月に農産品の一部を相互関税の対象から除外した。さらに、トランプ大統領は関税収入を財源に低・中所得層への2,000ドルの現金給付を示唆した。2026年11月に中間選挙を控える中、国内物価の上昇や景気悪化につながるトランプ関税の強化は当面は難しいと考えられる。

そのため当社のメインシナリオでは直近の関税率の継続を想定しているが、米中対立の激化などにより、トランプ政権が再び強硬姿勢に転じる可能性も否定できない。そこで仮に、対中追加関税率が現在の20%から120%へと引き上げられた場合の日米欧の実質GDPに与える影響を試算した結果が**図表3**だ。トランプ関税が導入されなかった場合と比較した日本の実質GDPへの影響は2026（2029）年で▲0.6%（▲0.7%）程度だが、これが対中追加関税率120%のケースでは同▲1.2%（同▲1.4%）程度へと大幅に拡大する⁶。

日本への影響は、ユーロ圏よりも大きくなる可能性があり、震源地である米国と同程度だ。日本経済が大幅に落ち込み得る理由の1つに、海外需要の減少に脆弱な日本経済の構造がある。すなわち、海外経済の不確実性が高まると、安全通貨とされる円が買われて円高が進む傾向にあることから、海外需要の減少と通貨高という2つの経路を通じて輸出が大幅に減少しやすい。

加えて、政策対応余地の小ささも日本経済の特徴として挙げられる。コロナ禍以降の高インフレへの対応で政策金利を大幅に引き上げた主要国・地域の中央銀行とは異なり、日銀には政策金利の引き下げ余地が0.75%程度しかない。海外経済の急激な落ち込みといった大きな負の需要ショックが発生した場合、利下げだけでは十分に対応できないだろう。

図表3：トランプ関税による日米欧の実質GDPへの影響



(注) 国・地域別関税が対象で、直近の関税率が継続した場合の試算。

(出所) 内閣府、FRB、USITC、Haver Analytics、各種統計より大和総研作成

⁶ 関税率が維持されても、米国内の製造コストを中長期的に押し上げることで自動車を含む米産業の競争力低下を招く可能性がある。詳細は、小林若葉・中村華奈子・久後翔太郎「[米国経済に潜む短期・中長期の下振れリスクと日本経済への影響](#)」（大和総研レポート、2025年11月25日）を参照。

【注目点②：日中関係の悪化】レアアース等の対中輸入途絶で実質 GDP は▲3.2%

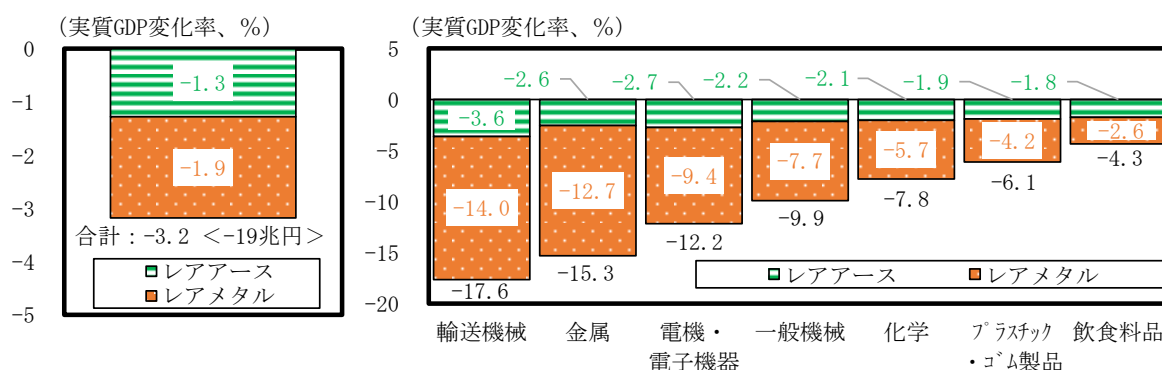
日中関係の悪化による日本経済への影響も懸念される。中国政府は高市首相の台湾有事をめぐる国会答弁に反発し、日本への渡航自粛要請や日本産水産物の事実上の輸入停止措置等を実施した。2025 年 11 月の中国人訪日客数は前年比+3%と 10 月（同+23%）から大幅に減速したが、2026 年における影響を▲400 万人（実質消費額で▲0.7 兆円）程度と見込んでいる⁷。

中国政府がより厳しい措置に踏み切るかどうかは不透明だが、その一例として懸念されるのが、レアアース（希土類）やレアメタル（希少金属）（以下、レアアース等）の対日輸出規制だ。秋元（2025）⁸をもとに試算すると、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。さらにレアメタルの輸入も途絶する場合、実質 GDP の減少幅は合計で 3.2%（19 兆円）程度まで拡大する（図表 4 左）。

特に大きな影響を受けるのが製造業だ。製造業の多くの業種で 5%を超える実質 GDP の減少が見込まれ、特にレアメタルが途絶する場合の影響が大きい（図表 4 右）。中でも、日本の主力産業である自動車産業を含む輸送機械の実質 GDP 減少率は 17.6%に達する。レアアース（ネオジムなど）を用いるモーター用磁石や、レアメタル（リチウムなど）を用いる車載電池などの部品の供給が急減するためだ。

金属、電機・電子機器への影響も大きい。特殊鋼材（タングステン）、半導体（ガリウム）などの製造にレアメタルが不可欠なためだ（図表 4 右）。製造業への大打撃は、雇用・所得環境の悪化による個人消費の停滞を通じて非製造業に波及する可能性がある点にも注意が必要だ。

図表 4：中国からのレアアース・レアメタルの輸入が途絶した場合の日本全体（左）、主要製造業種（右）における実質 GDP への影響



（注）左図は、中国によるレアアース等の輸出停止が実施された場合の実質 GDP への影響を産業連関表で試算したもの。右図は、同様の手法により業種別の実質 GDP の変化率を試算したもの。詳細は秋元（2025）を参照。なお、秋元（2025）は旧基準（2015 年基準）の実質 GDP で試算したが、本試算では現行基準（2020 年基準）に基づくため一部の計数が異なる。

（出所）内閣府、財務省、総務省、United States Geological Survey、秋元虹輝（2025）「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）より大和総研作成

⁷ 詳細は、山口茜・神田慶司・田村統久「[中国の渡航自粛要請は日本の実質 GDP を 0.1～0.4% 下押し](#)」（大和総研レポート、2025 年 11 月 21 日）を参照。

⁸ 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。

【注目点③：円相場の急落】165 円/ドル超なら物価上昇率が非線形的に高まる可能性

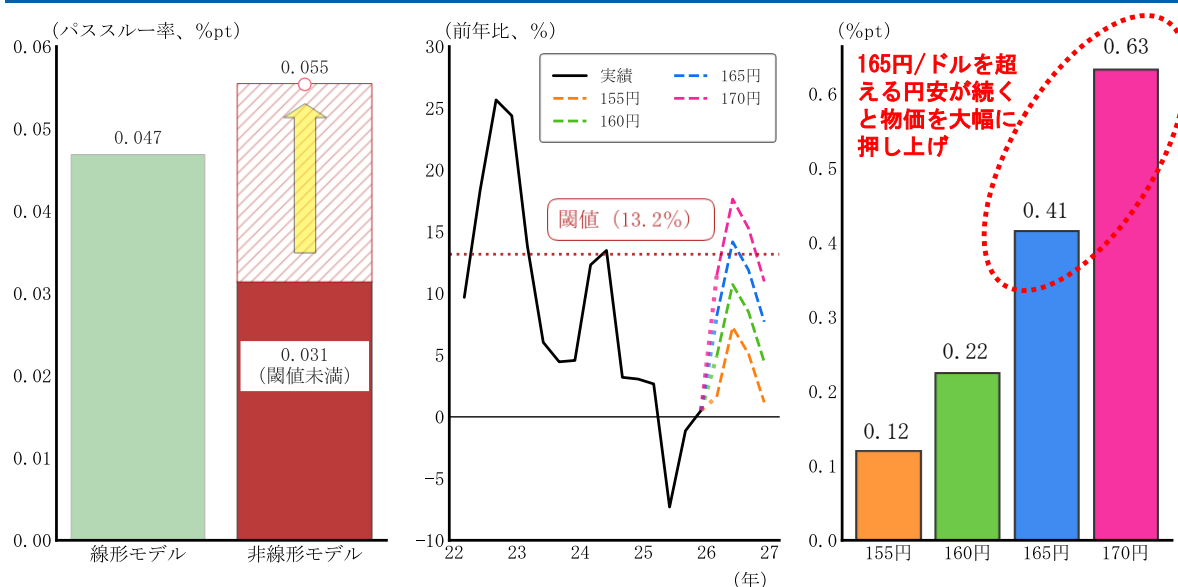
2025 年の金融市場の動向を振り返ると、長期金利の上昇と円安が同時に進行するという特徴が見られた。2026 年に入っても、両者が同時に進行する可能性は十分に考えられる。

円安が急速に進行する局面では、企業の価格設定行動が積極化するという傾向（非線形性）が見られる。この特徴を考慮し、ドル円レートの 1% の変化が生鮮食品及びエネルギーを除く総合ベースの CPI（新コアコア CPI）の上昇率に与える影響（パススルー率）を推計した結果が **図表 5 左** だ。ドル円レートの変化率が前年比で +13.2%（閾値）を上回ると、パススルー率は 0.031%pt から 0.055%pt へと高まる。

これをもとに、ドル円レートのシナリオ別に新コアコア CPI 上昇率の押し上げ効果を試算したのが **図表 5 右** だ。当社のメインシナリオにおける物価見通しは 155 円/ドル程度（見通し作成時の為替レート）を想定しているが、160 円/ドルで推移する場合は閾値を超えないものの（**図表 5 中央**）、165 円/ドルを上回ると閾値を超える期間が生じる。企業の価格設定行動が積極化し、物価上昇率は一段と押し上げられる（ドル円レートが 165 円/ドルの場合は 2026 年平均で +0.41%pt 程度、170 円/ドルの場合は同 +0.63%pt 程度）。

円安で物価上昇圧力が強まれば、政府が追加の物価高対策を講じ、これが一段の円安を招くという悪循環に陥るリスクがある。こうした中で日銀は利上げペースを加速させるだろう。

図表 5：非線形性を考慮した為替変動による物価への影響度（左）、シナリオ別のドル円レートの推移と閾値の関係（中央）、円安シナリオ別の 2026 年の物価の押し上げ効果（右）



（注）被説明変数は生鮮食品及びエネルギーを除く総合ベースの CPI（新コアコア CPI）、説明変数は企業物価、ドル円レート、名目賃金。推計期間は 1990 年 1-3 月期～2025 年 7-9 月期。標準偏差の 0.5～2.0 倍の範囲内で 0.1 刻みのグリッドサーチにより各説明変数の最適な閾値を設定。各変数のラグは 1 期から 4 期までの範囲で AIC により最適な次数を設定。「パススルー率」はドル円レートの前年比の 1% の変化により新コアコア CPI 上昇率が何%pt 変化するのを示す値。閾値の設定や変数のラグ次数の設定方法などは、佐々木・山本・中島（2023）を参考にした。

（出所）総務省、厚生労働省、日本銀行、佐々木貴俊・山本弘樹・中島上智（2023）「消費者物価への非線形なコストパススルー：閾値モデルによるアプローチ」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 23-J-5 より大和総研作成

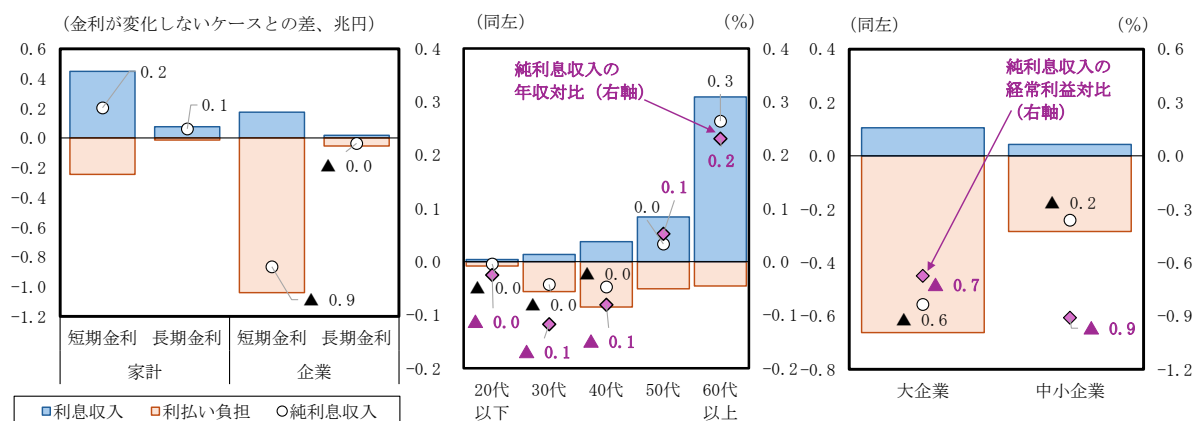
【注目点④：国内金利の上昇】恩恵は高齢世帯に偏在し、中小企業などで負担が増加

前述のように、日銀は2026年も利上げを継続すると見込んでいる。長期金利も一段と上昇するだろう。そこで、短期金利と長期金利がそれぞれ0.25%pt上昇した場合の家計と企業の利息収入及び利払い負担の変化額を試算したのが**図表6左**だ⁹。

家計の純利息収入の増加額は、長期金利（+0.1兆円）よりも短期金利（+0.2兆円）の方が大きい。短期金利が上昇する場合の利息収入は、普通預金金利が上昇することで0.4兆円増加する一方、変動金利型の住宅ローンなど既存の負債の利払い負担が0.2兆円増加する。さらに世帯主の年齢階級別に見ると（**図表6中央**）、年金受給者などを多く含む高齢世帯では、他世帯と比べて預貯金が多く金利上昇の恩恵を受けやすいほか、住宅ローンの返済を終えた世帯が多いため、純利息収入の増加幅が大きい。他方、金利上昇は住宅ローンなどの利払い負担の増加を通じて、特に世帯主が30～40代の世帯の生活を圧迫する。

企業では純利息収入が減少するが、家計と同様、長期金利（▲0.0兆円）よりも短期金利（▲0.9兆円）の影響を受けやすい（**図表6左**）。企業規模別に見ると、経常利益対比の純利息収入の減少幅は大企業（▲0.7%）よりも中小企業（▲0.9%）で大きい（**図表6右**）。大企業と比較して中小企業では、コロナ禍以降の経常利益の回復ペースが鈍い一方で人手不足が深刻化しており、賃金上昇圧力は強いとみられる。また、利払い費に加えて人件費の増加という側面からも中小企業を取り巻く環境は今後一段と厳しくなるだろう。こうした状況を乗り切るには、中小企業がコストの増加分を販売価格により転嫁できる環境を醸成していくことが、従来にも増して重要となる。

図表6：金利が0.25%pt上昇した場合の家計・企業の純利息収入への影響（左）、短期金利が0.25%pt上昇した場合の世帯主の年齢階級別の影響（中央）と企業規模別の影響（右）



(注1) 家計と企業の資産・負債について短期金利と長期金利の影響を受ける項目を抽出し、適用される金利を短期金利と長期金利で回帰することで得た係数を用いて利息収入・利払い負担額を算出。

(注2) 中央図と右図は短期金利が0.25%pt上昇する場合の影響を示している。中央図は総世帯ベース。左図の家計の純利息収入への影響を、2019年全国家計構造調査を利用して世帯属性別に按分している。右図の大企業は資本金10億円以上、中小企業は同1,000万円～1億円。左図の企業の純利息収入への影響を、法人企業統計（財務省）を利用して業種別に按分している。

(出所) 日本銀行、総務省、財務省、住宅金融支援機構、一般社団法人全国銀行協会より大和総研作成

⁹ 試算方法の詳細は、「[日本経済見通し：2023年4月](#)」（大和総研レポート、2023年4月20日）を参照。

【注目点⑤：「責任ある積極財政」】成長が加速しなければ、財政は中長期的に悪化

PB 赤字でも純債務残高対 GDP 比が低下する「財政ボーナス期」は一時的

「責任ある積極財政」を掲げる高市政権は、官民連携による「危機管理投資」と「成長投資」を通じて潜在成長率を引き上げるとともに、成長率の範囲内で債務の伸びを抑制することで政府債務残高対 GDP 比を引き下げ、「強い経済」の実現と財政健全化を図る考えである。

近年、国・地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス、PB）は赤字であるにもかかわらず、純債務残高対 GDP 比は低下している（**図表 7 上**）。名目実効金利が名目 GDP 成長率を下回る（金利・成長率格差（＝名目実効金利－名目 GDP 成長率）がマイナス）という、いわゆる「ドーマー条件」が成立したためだ。しかし、金利・成長率格差がマイナスとなった主因は物価（GDP デフレーター）の上昇である。いわゆる「インフレ税」による国民負担の増加で政府の財政が改善したことを意味しており、実質経済成長率の加速で国民の担税力が向上したわけではない。

今後 10 年間（2025～34 年度）の PB と金利・成長率格差についてそれぞれ幅をもって想定し、2034 年度の純債務残高対 GDP 比の変化幅（2024 年度比）をマトリックスで示したのが**図表 7 下**である。このうち、2024 年度のように名目 GDP 成長率が名目実効金利を 3.5%pt 程度上回り、PB 対 GDP 比が▲1%程度で推移すれば、2024 年度で 210%だった純債務残高対 GDP 比は 2034 年度にかけて 40～55%pt 程度低下する。

だが、このシナリオの蓋然性は低い。今後は物価上昇率が低下したり、金融政策の正常化を背景に金利が上昇したりすることで¹⁰、金利・成長率格差は縮小していく可能性が高いからだ。1981～2024 年度における金利・成長率格差の中央値は+1.3%pt（平均値は+1.4%pt）であり、長期的には名目実効金利が名目 GDP 成長率を上回ることが多かった¹¹。また、今後は物価高に対応した歳出増や減税（ブラケットクリープ対応など）が実施される見込みであることに加え、高市政権が拡張的な財政運営を行うことで、PB 赤字の対 GDP 比は拡大しやすいだろう。

そこで、今後 10 年間の金利・成長率格差が 0～+1%pt、PB 対 GDP 比が▲2～▲1%と想定すると、2034 年度の純債務残高対 GDP 比は 2024 年度から 10～40%pt 程度上昇する（**図表 7 下**）。PB が赤字でも純債務残高対 GDP 比が減少していく「財政ボーナス期」はいずれ終了し、PB を黒字化しなければ純債務残高対 GDP 比を引き下げることが難しくなるとみられる¹²。

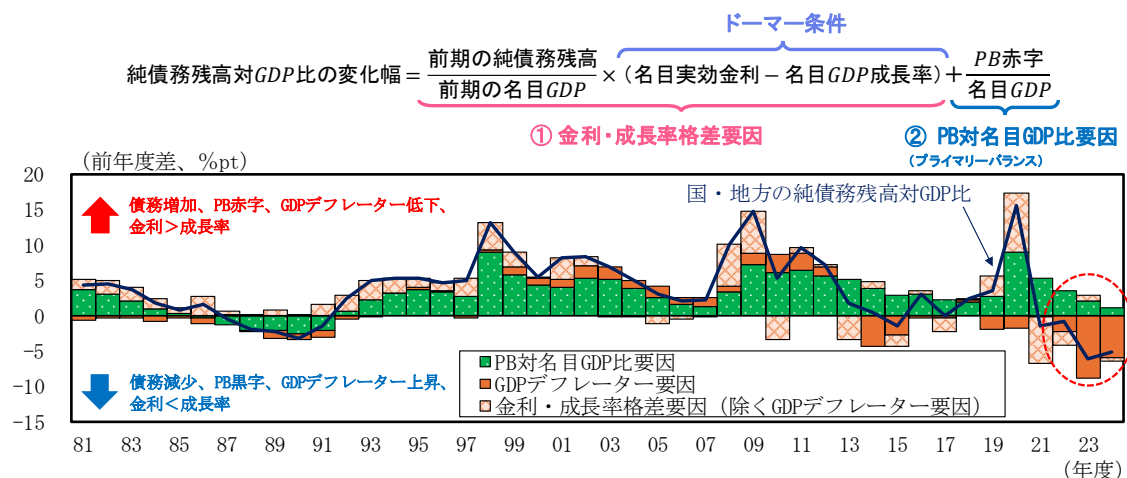
¹⁰ 物価上昇率の高まりを受けて、日銀が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の終了や短期金利の引き上げに踏み切ったこともあり、長期金利は速いペースで上昇したものの、デフレ・低インフレ期に発行された表面利率の低い国債が依然として大量に残っているため、今後の名目実効金利の上昇ペースは緩やかになる。

¹¹ ドーマー条件が成立したのは、1981～2024 年度の 44 年間のうち 12 年間（全期間の 27%）。

¹² 久後翔太郎・中村華奈子・秋元虹輝・ビリング安奈「[日本財政の論点 - PB 赤字と政府債務対 GDP 比低下両立の持続性](#)」（大和総研レポート、2025 年 10 月 6 日）では、内閣府「中長期の経済財政に関する試算」

（2025 年 8 月）の「高成長実現ケース」の名目 GDP 成長率を想定しても、2030 年半ばにはドーマー条件が成立しなくなり、「成長移行ケース」や「過去投影ケース」の成長率では 2020 年代後半に成立しなくなる可能性がある」と指摘している。

図表 7：国・地方の純債務残高対 GDP 比の前年差とその要因分解（上）、2034 年度における国・地方の純債務残高対 GDP 比の変化幅（対 2024 年度比、下）



2025～34年度の の想定		金利・成長率格差 (名目実効金利-名目GDP成長率、%pt)								
		▲ 4.0	▲ 3.0	▲ 2.0	▲ 1.0	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0
PB対GDP 比 (%)	0.0	▲ 62.9	▲ 49.3	▲ 34.3	▲ 17.9	0.0	19.6	41.1	64.6	90.2
	▲ 1.0	▲ 54.5	▲ 40.5	▲ 25.2	▲ 8.4	10.0	30.1	52.1	76.0	102.2
	▲ 2.0	▲ 46.2	▲ 31.8	▲ 16.0	1.2	20.0	40.6	63.0	87.5	114.2
	▲ 3.0	▲ 37.8	▲ 23.0	▲ 6.9	10.7	30.0	51.0	74.0	99.0	126.2
	▲ 4.0	▲ 29.4	▲ 14.3	2.2	20.3	40.0	61.5	84.9	110.4	138.2

【2024年度の状況を2034年度まで投影したシナリオ】

⇒純債務残高GDP比は大幅に低下するものの、2024年度の金利・成長率格差の約9割はインフレの寄与。将来の金利上昇も想定されておらず蓋然性は低い

※2024年度の金利・成長率格差は3.4%pt、PB対GDP比は▲1.2%

【金利・成長率格差解消・PB赤字継続シナリオ】

⇒今後の物価上昇率の低下や金利上昇を踏まえると、金利・成長率格差はなくなるか、金利が上回る可能性。PBを黒字化しなければ純債務残高GDP比は上昇

※1981～2024年度の金利・成長率格差の中央値は+1.3%pt

（注 1）上図は、国・地方の純債務残高対 GDP 比の変動要因を以下の恒等式を用いて分解したもの。純債務残高は、1994 年度は SNA ベースの国・地方の純債務残高とし、1995 年度以降はそれに純貸出（+）／純借入（-）（～2023 年度）及び内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（2025 年 8 月）の財政収支（2024 年度）の累積値を加算することで試算した。実効金利は、2023 年度以前は国・地方の純利払い費を前年度の純債務残高で除して求め、2024 年度は以下の恒等式を用いて他の変数から逆算した。1993 年度以前は、2000 年基準の SNA をもとに同様の手法を用いて遡及している。

純債務残高対 GDP 比の変化幅＝前年度の純債務残高対 GDP 比×（名目実効金利－実質 GDP 成長率）／（1＋名目 GDP 成長率）－前年度の純債務残高対 GDP 比×（GDP デフレーター変化率）／（1＋名目 GDP 成長率）－PB 対名目 GDP 比

（注 2）下図は「PB 対名目 GDP 比」及び「金利・成長率格差」のシナリオ別に、純債務残高対 GDP 比の前年度比変化幅（対 2024 年度差、%pt）を試算したもの。

（出所）内閣府より大和総研作成

企業に投資を促しつつ、積極財政で成長が加速しない事態にも備えた財政運営に期待

経済安全保障などの重要性が高まる中、日本企業の国際競争力を維持・向上するためにも、主要国に見劣りしない政府の支援は重要だ。だが、それが国内の潜在成長率にどの程度寄与するのかは不透明である。

安倍晋三政権などの歴代政権は成長戦略を策定し、潜在成長率の引き上げに取り組んできたが、内閣府や日銀が推計した潜在成長率は直近で+0.5～0.7%程度と、2000 年代の平均値とおおむね同水準にとどまる。供給制約の強い日本経済において、積極財政で潜在成長率を高める

ことができなければ、インフレの加速や金利の上昇を招くだろう。

当面はドーマー条件が成立しやすいことなどもあり、高市政権はPB黒字化目標を見直す方針である。だが、政府が2000年代初めから継続してPBを重視してきたのは、債務残高GDP比の変動要因（PB、金利、成長率）のうち、政府が唯一直接的なコントロールが可能であるためだ。上記の試算で示したように、PBの赤字が続く中でドーマー条件が成立しなくなれば、高水準の債務残高GDP比は再び上昇基調に転じる。こうした中で、リスクプレミアムが高まる形で長期金利が大幅に上昇すれば、政府は国債市場での信認を得るために厳しい歳出削減・増税策などを余儀なくされることも考えられる。

経済成長の主体はあくまで民間企業だ。高市政権は危機管理投資などを通じて成長を後押ししているが、その成果は民間企業の行動変容の度合いに大きく依存する。政府はこれを予見できない以上、潜在成長率が加速しない事態にも備えてPBに常に目配りし、国債市場からの信認を維持（リスクプレミアムの発生を回避）する取り組みが必要だ。コロナ禍を契機に常態化した大規模な経済対策から脱却し、当初予算をベースとした財政運営に回帰することや、17の戦略分野の優先順位付け、それ以外の予算の抑制などが求められる。2026年も、高市政権の財政運営が注目される。

図表8：日本経済見通し＜第227回日本経済予測 改訂版（2025年12月8日）＞

	2024			2025				2026				2027	2024	2025	2026
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度 (暦年)	年度 (暦年)	年度 (暦年)
実質GDP(年率、兆円)	582.4	586.3	588.2	590.5	593.6	590.1	591.6	593.7	595.4	596.9	598.3	599.9	586.9	592.1	597.5
＜前期比、％＞	0.2	0.7	0.3	0.4	0.5	-0.6	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3			
＜前期比年率、％＞	1.0	2.7	1.4	1.5	2.1	-2.3	1.0	1.4	1.2	1.0	1.0	1.0			
＜前年同期比、％＞	-1.2	0.8	0.6	1.6	2.0	0.6	0.5	0.5	0.3	1.1	1.1	1.0	0.5 (-0.2)	0.9 (1.2)	0.9 (0.8)
民間消費支出(前期比、％)	0.0	0.5	0.0	0.7	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	1.2	0.9
民間住宅投資(前期比、％)	0.0	0.8	0.4	0.0	0.4	-8.2	2.6	1.3	0.0	-0.6	-0.6	-0.6	-0.7	-4.0	-0.8
企業設備投資(前期比、％)	1.1	0.6	-0.2	0.2	1.3	-0.2	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.9	1.8	1.5
政府消費支出(前期比、％)	2.2	-0.1	0.1	-0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	2.3	0.5	1.5
公共投資(前期比、％)	1.1	1.0	-0.6	-0.1	0.0	-1.1	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.6	0.4
輸出(前期比、％)	0.5	2.2	1.7	-0.1	1.9	-1.2	-1.6	0.1	0.6	0.6	0.7	0.9	1.7	1.5	0.6
輸入(前期比、％)	2.6	3.0	-1.9	2.4	1.4	-0.4	-1.0	0.2	0.6	0.6	0.7	0.8	3.3	2.2	1.2
名目GDP(前期比年率、％)	8.6	4.6	4.6	3.5	8.5	-0.2	2.3	2.4	2.5	2.6	2.8	2.9	3.7	4.0	2.4
GDPデフレーター(前年同期比、％)	3.6	2.7	3.0	3.6	3.3	3.4	2.9	2.6	1.5	1.4	1.5	1.6	3.2	3.1	1.5
鉱工業生産(前期比、％)	2.1	0.3	0.4	-0.3	0.4	0.0	0.1	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	-1.4	0.6	1.1
コアCPI(前年同期比、％)	2.5	2.7	2.6	3.1	3.5	2.9	2.8	1.7	1.3	1.7	1.7	2.2	2.7	2.7	1.7
失業率(％)	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.5	2.5	2.3
コールレート(期末値、％)	0.08	0.23	0.23	0.48	0.48	0.48	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25	0.48	0.75	1.25
10年物国債利回り(％)	1.00	0.93	1.03	1.37	1.41	1.60	1.80	2.05	2.18	2.35	2.41	2.46	1.08	1.71	2.35
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	80.7	75.3	70.3	71.4	63.7	65.0	59.8	60.1	60.1	60.1	60.1	60.1	74.4	62.1	60.1
為替レート(円/ドル)	155.8	149.1	152.4	152.5	144.6	147.5	153.9	155.4	155.4	155.4	155.4	155.4	152.4	150.4	155.4

(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) 大和総研作成

2026 年の米国経済

底堅くも脆い「K 字経済」は続く

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

- 2025 年の米国経済は、トランプ第二次政権下での関税強化という逆風に直面しつつも、実質 GDP 成長率は前年比+2.1%を見込んでおり、予想以上に底堅く推移している。ただし、その内実は一様ではなかった。高所得層の消費や AI 関連投資が景気を支える一方、低・中所得層の消費や中小企業・非 AI 分野の投資は低迷する「K 字経済」（上昇する層と停滞・悪化する層が分岐する様子をアルファベットの“K”に例えた表現）が鮮明となった。
- 2026 年については、利下げや減税効果を背景に実質 GDP 成長率は前年比+2.4%と緩やかな回復が見込まれるものの、「K 字経済」の構図は継続する可能性が高い。減税は高所得層に恩恵が集中し、低・中所得層向け社会保障削減が消費回復の重石となる見通しである。また、トランプ政権下で公表された民間企業の投資計画は AI 偏重であり、非 AI 分野の設備投資に波及する見込みは小さい。
- 「K 字経済」における下側の回復は緩慢であり、高所得層の消費や AI 関連投資による「片輪走行」の様相が続く中、仮に株価の調整や AI 投資に期待外れが生じた場合には、景気の下振れリスクが顕在化しやすい。こうした中、景気下支え策への期待は引き続き大きい。迅速な対応が可能な金融政策に着目すると、インフレが加速しやすい 1-3 月期は金利据え置きも、4-6 月期以降は計 0.50%pt 程度の利下げを行うことが想定される。
- 2026 年の米国経済を巡るリスク要因としては、追加関税措置の再強化が挙げられる。ただし中間選挙を控え、景気を悪化させ得る追加関税措置は難しく、国家緊急経済権限法（IEEPA）裁判の影響で国別の追加関税は無効化される可能性もある。追加関税措置のマイルド化は景気に対してポジティブだが、財政悪化リスクは高まる。財政悪化リスクを反映し、米 10 年債利回りが高止まりする可能性がある中で、トランプ大統領は FRB に利下げ圧力を強め得る。FRB 次期議長の下で、FRB が景気を十分に考慮せずに利下げを強行すれば、インフレの再燃や、高止まりする恐れがあるだろう。

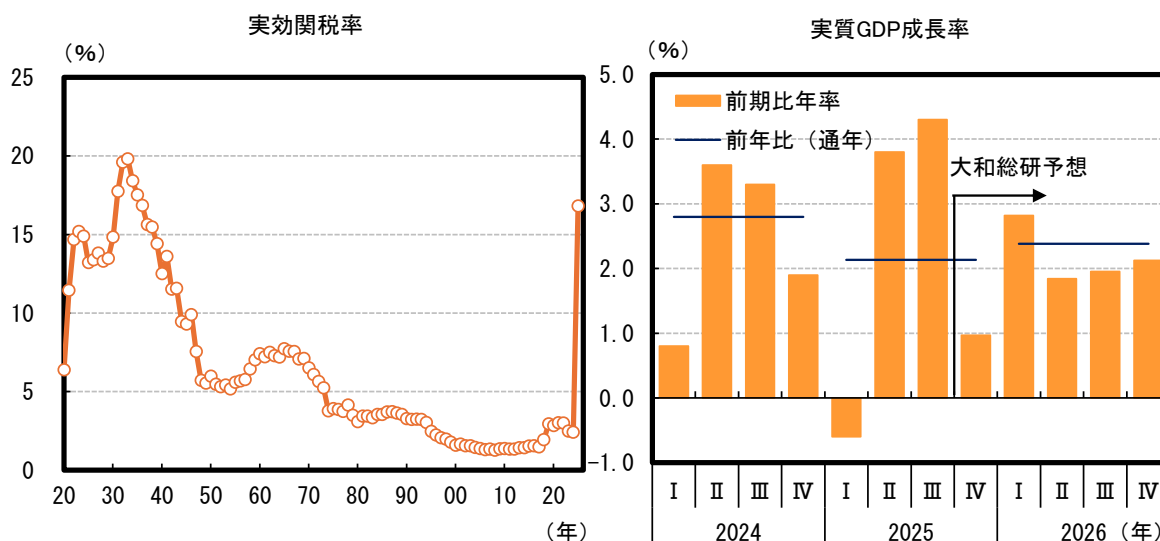
2025 年の米国経済は予想以上に底堅いが、「K 字経済」の様相を呈する

2025 年の米国経済は、トランプ第二次政権の発足を受け、大きな転換点を迎えた。2024 年は、底堅い景気とインフレ減速が同時に進む、いわゆるソフトランディング局面が続いていた。しかし、2025 年 2 月以降は、追加関税措置が相次いで打ち出されたことで、情勢は一変した。鉄鋼・アルミニウムや自動車・同部品といった分野別関税に加え、各国・地域別の相互関税が導入され、中国に対しては一時、関税率が 100%を超える水準にまで引き上げられた。その後、トランプ大統領の“TACO”（“Trump Always Chickens Out（＝トランプはいつもビビって取りやめる）”の頭文字を取った略語）や、貿易交渉の進展により、追加関税措置は一部マイルド化した。その結果、米国の実効関税率は足元 17%程度と、関税率の引き上げが激化した 2025 年 4 月の最悪期と比べれば低下したものの、2024 年の水準（2%強）と比べれば大幅な上昇となった（図表 1 左図）。

追加関税措置が激化した 4 月にかけては、スタグフレーション・リスクへの警戒感が高まり、米国経済の景気後退を予想する見方も多かった。しかし、実際の景気は、こうした悲観的な予想ほど悪化していない。実質 GDP 成長率を見ると、追加関税措置が矢継ぎ早に公表された 2025 年 1-3 月期には前期比年率でマイナス成長となったものの、4-6 月期にはプラス成長に転じ、7-9 月期も堅調さを維持した。10-12 月期には過去最長となった政府閉鎖の影響が見込まれるものの、それでも 2025 年通年では前年比+2.1%の成長が想定される（図表 1 右図）。

こうした景気の底堅さの背景には、想定よりも関税コストによる物価への悪影響が発現しなかったことがあるだろう。関税本格化前の駆け込み輸入などによって価格引き上げが一気に進まなかったことや、米国向けの輸出価格の引き下げ、米国の企業が関税コストを吸収したことなどが理由として挙げられる。物価への悪影響が軽減された結果、米国経済の屋台骨である個人消費はマクロで見た場合には大きな落ち込みは回避できたと考えられる。

図表 1 米国の実効関税率、実質 GDP 成長率

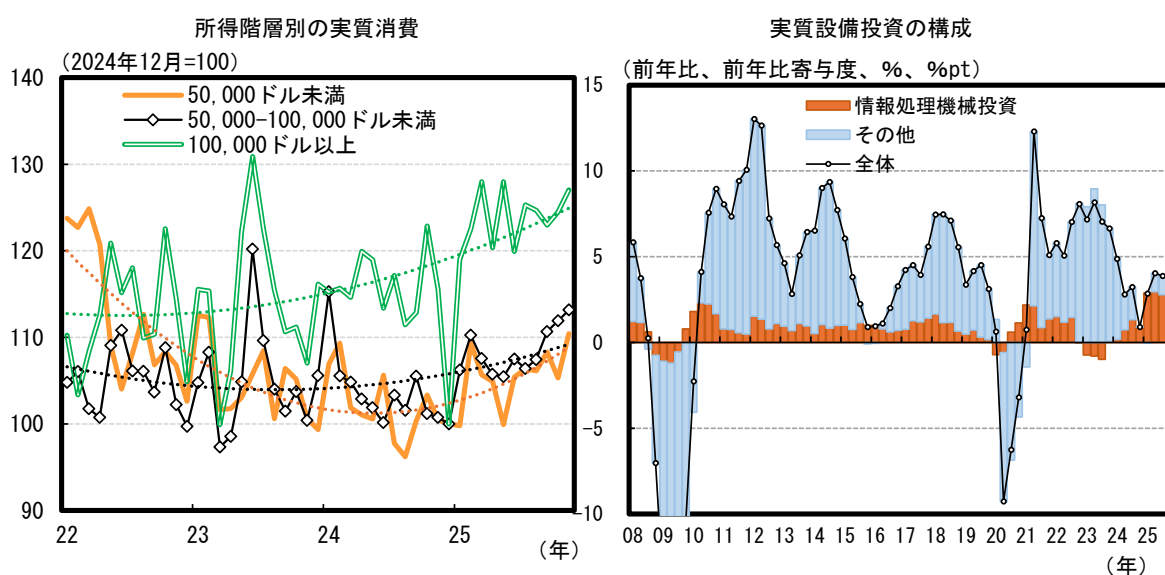


（出所）米財務省、Census、BEA、The Budget Lab at Yale、Haver Analytics より大和総研作成

もっとも、その内訳に目を向けると、景気の「底堅さ」は一様ではない。家計部門では、低・中所得層の実質消費が伸び悩む一方、高所得層は堅調さを維持した（図表2左図）。2025年5月以降、雇用環境が悪化傾向を示す中、低・中賃金業種の求人率は低水準で推移しており、労働所得への依存度が高い低・中所得層の家計環境は悪化した。一方、高賃金業種の求人率は相対的に安定しているほか、株価上昇による資産所得が下支えとなり、高所得層の所得環境は底堅く推移した。家計は、主体毎に明暗が大きく分かれる「K字経済」（上昇する層と停滞・悪化する層が分岐する様子をアルファベットの“K”に例えた表現）の様相を呈している。

企業部門においても、「K字経済」化が進んでいる。関税コストの上昇により価格マージンが圧迫される中でも、設備投資全体は底堅く推移した。ただし、その内訳を見ると、AI関連需要を追い風とした情報処理機械への投資に偏重しており、それ以外の分野への投資は伸び悩んでいる（図表2右図）。すなわち、高所得層の消費や大企業・IT分野を中心とするAI関連投資が景気全体を下支えする一方、低・中所得層の消費や中小企業、AIとの関連性が低い分野への投資は停滞するという「K字経済」が、2025年の米国経済の特徴であったといえる。

図表2 所得階層別の実質消費、実質設備投資の構成



(注) 左図の点線はトレンド線。

(出所) BEA、Morning Consult、Haver Analytics より大和総研作成

2026 年は緩やかな回復を見込むも、「K 字経済」は継続

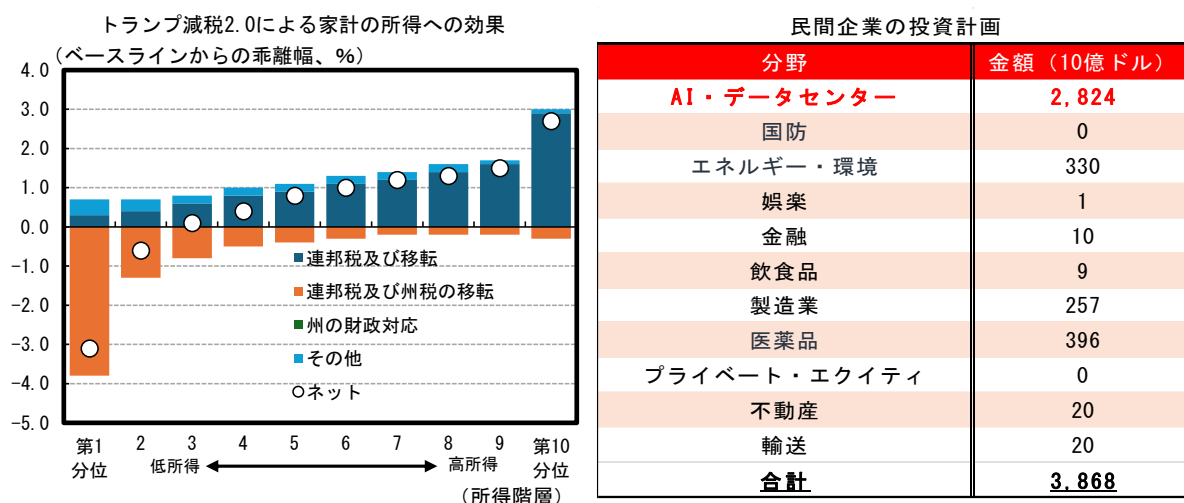
2026 年の米国経済も、2025 年の構図の延長線上に位置づけられよう。実質 GDP 成長率は前年比+2.4%と、2025 年から緩やかに加速すると見込まれる（図表1右図）。2025 年 10-12 月期の政府閉鎖による下振れからの反動が 2026 年 1-3 月期に表れるほか、2025 年 9 月以降の FRB による利下げや、同年 7 月に成立したトランプ減税 2.0 の効果が徐々に顕在化し、景気回復が進むと考えられる¹³。もっとも、2026 年においても「K 字経済」の構図は続く可能性が高い。ト

¹³ 藤原翼・矢作大祐「[トランプ減税 2.0、“OBBA” が成立](#)」（大和総研レポート、2025 年 7 月 11 日）

ランプ減税 2.0 は、もともと税負担の大きい高所得層ほど恩恵が大きい制度設計となっている。うえ、財源確保の一環として低・中所得層向けの社会保障削減が盛り込まれている。この結果、低・中所得層の税引後所得は押し下げられると見込まれる（図表 3 左図）。そのため、高所得層の消費は引き続き堅調に推移する一方、低・中所得層の消費は緩やかな回復が想定される。

設備投資についても、AI 関連投資は引き続き底堅い伸びが見込まれる。実際、トランプ政権発足以降に公表された民間企業の投資計画を見ると、その約 4 分の 3 が AI 関連投資で占められている（図表 3 右図）。トランプ減税 2.0 では、設備投資費用や国内研究開発費の全額即時償却が復活・恒久化され、情報処理機器や知的財産関連投資の押し上げ要因となり得る。一方、関税コストなどを背景に収益力が低下している中小企業や、AI との関連性が低い分野では、投資計画自体が小規模となっており、設備投資の大幅な積極化は見込みにくい。

図表 3 トランプ減税 2.0 による家計の所得への効果、民間企業の投資計画



(注) 右図は 12 月 19 日時点。

(出所) CBO、ホワイトハウスより大和総研作成

2026 年の利下げは 4-6 月期以降に計 0.50%pt を想定

米国経済は全体として底堅く推移しているものの、「K 字経済」における下側に位置する主体では回復ペースが緩慢となる可能性が高い。また、高所得層の消費や AI 関連投資による「片輪走行」の様相が続く中、仮に株価の調整や AI 投資に期待外れが生じた場合には、景気の下振れリスクが顕在化しやすい。こうした中、景気下支え策への期待は引き続き大きい。財政政策については、トランプ大統領が低・中所得層向けの現金給付に言及している。しかし、10 月からの政府閉鎖が過去最長となったように 2026 財政年度予算の策定も困難に直面する中、米議会内をまとめ上げる見通しは立たない。こうした中で、FRB による利下げが最大の注目点となろう。

12 月の FOMC で公表された FOMC 参加者の FF 金利見通し（ドットチャート）によれば、2026 年の利下げ幅は中央値で合計 0.25%pt となっている¹⁴。2024 年（合計 1.00%pt）や 2025 年（合計 0.75%pt）の利下げ幅に比べて緩やかなペースが想定されている。これは、利下げが進

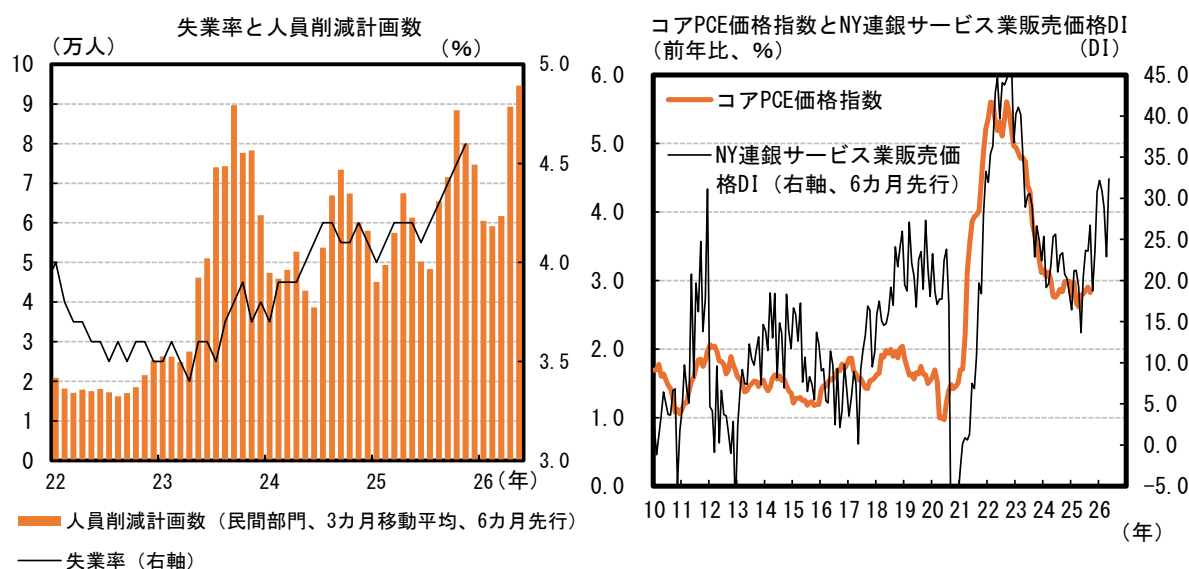
¹⁴ 矢作大祐・藤原翼「[FOMC 3 会合連続で 0.25% の利下げを決定](#)」（大和総研レポート、2025 年 12 月 11 日）

むにつれて FF 金利水準（2025 年 12 月時点中央値：3.625%）が景気に中立的な水準（＝中立金利）とされる 3% 程度（レンジ：2.8%～3.5%）に近づいていることが背景にあるだろう。

具体的な利下げ幅や利下げタイミングは、雇用環境と物価情勢次第となる。雇用環境に関しては、民間部門雇用者数に持ち直しの兆しが見られる一方、失業率は上昇傾向にある。失業率に先行する傾向のある Challenger, Gray & Christmas 社調査による人員削減計画数は、失業率が 2025 年末から 2026 年初にかけて緩やかに低下する一方で、2026 年の春先以降に再上昇する可能性を示唆している（図表 4 左図）。AI 活用等による省力化・省人化の動きが進んでいることが背景にあるだろう。景気回復が順調に進めば、AI 活用等による失業が他業種の採用増によって吸収され得るが、景気回復が緩やかだった場合には、失業率が上昇しやすくなる。

雇用環境の悪化リスクがくすぶる中で、利下げが可能か否かは物価情勢次第となる。物価情勢に関して、2025 年は関税コストの転嫁により食品・財価格が上昇する一方で、サービス価格が低下し、全体としては緩やかな上昇にとどまってきた。2026 年に関しては、食品・財価格の上昇が一服する一方、サービス価格の減速ペースが緩やかとなり、上半期中心に高止まりする可能性がある。例えば、NY 連銀が公表するサービス業の仕入価格 DI は先行きのコア PCE 価格指数の再加速を示唆している（図表 4 右図）。他方で、更なる追加関税措置の激化等がなければ、インフレ率は 2026 年央から下半期にかけて減速していくことが予想される。

図表 4 失業率と人員削減計画数、コア PCE 価格指数と NY 連銀サービス業販売価格 DI



(出所) BLS、BEA、Challenger, Gray & Christmas、NY 連銀、Haver Analytics より大和総研作成

2026 年の雇用環境と物価情勢の見通しを踏まえ、当社は 1-3 月期中心に FF 金利は据え置き、様子見が続く、4-6 月期に 0.25%pt、7-9 月期に 0.25%pt の合計 0.50%pt の利下げを見込んでいる。ドットチャートの中央値よりは大きい利下げ幅を見込んでいるが、これは雇用環境の悪化リスクを織り込んでいることが理由だ。合計 0.50%pt の利下げを実施した場合、FF 金利水準（中央値）は 3.125%pt と概ね中立金利の中央値付近となる。なお、リスクシナリオとしては、1-3 月期に雇用環境の悪化が予想以上に進んだ場合には、追加的な 0.25%pt の利下げの可

能性もあり得るだろう（2026 年内合計 0.75%pt）。この場合においても、FF 金利水準（同）は 2.875%となり、中立金利の下限值（2.8%）付近となる。

2026 年のリスク要因①：更なる関税措置があり得るも、現実はやマイルド化？

2026 年の米国経済見通しをまとめれば、底堅い景気の中で、「K 字経済」の下側や下振れリスクへの対処として緩やかに利下げを進めるといったものだ。こうした見通しの下、最後にリスク要因を取り上げたい。2025 年の米国経済の最大のリスク要因は関税だった。2026 年においても、国・地域別関税では実施が猶予されているメキシコや中国に対して、分野別関税に関しては現在調査中の半導体・製造装置、重要鉱物、航空機、ポリシリコン、無人航空機システム、風力タービン、医療用品・医療用機器、ロボット・産業機械に対して、関税率が引き上げられる可能性がある。

他方で、追加関税措置に関しては、現状維持やマイルド化の可能性もある。一つは2026年11月に中間選挙が控える中で、景気に悪影響の大きい追加関税措置を実施しにくいことが挙げられる。とりわけ、トランプ大統領の支持率が低迷している中で、一部の共和党議員からも追加関税措置等に対する不満が見られ、4月や10月には一部の関税引き上げの停止を求める決議が上院で可決された¹⁵。トランプ大統領は、貿易交渉を進めることで国別の関税率を引き下げたり、農産物に対する相互関税の適用を停止したりと、追加関税措置のマイルド化を進めており、世論や共和党議員の不満に配慮を示している。2026 年に入れば、世論や議会の中間選挙に対する意識は強まることになり、景気が大幅に回復しなければ、トランプ政権としても追加関税措置を推進しづらいだろう。

もう一つは現在進行中の国家緊急経済権限法（IEEPA）を巡る裁判だ。トランプ政権は、IEEPA を根拠として、国・地域別の追加関税措置を実施してきたが、保守派の最高裁判事からもその合法性に対して疑問が呈されている。IEEPA を根拠とした追加関税措置の実施が困難となっても、他の法律を根拠に追加関税措置は可能だが、迅速な実施や大幅な引き上げなどはハードルが高い。なお、The Budget Lab at Yale によれば、米国の輸入に関する実効関税率は IEEPA 有効（現状）の 17%程度から、無効となる場合には 9.3%程度まで低下するとされる。

リスク要因②：財政悪化、そして利下げの無理強い（によるインフレ再燃）

追加関税措置の現状維持やマイルド化は、景気や物価に対する悪影響が抑制され得ることから、ポジティブ要素といえる。他方で、関税収入の減少に伴う財政への悪影響は懸念材料だろう。米国のプライマリー・バランス（対 GDP 比、以下 PB）に注目すると、トランプ政権の発足前の前提では、2026 年は 2%強の PB 赤字が予想されていた（図表 5 左図）。これに対して、7月に成立したトランプ減税 2.0 は、税収減により PB 赤字を 4%弱まで拡大させ得る一方、追加関

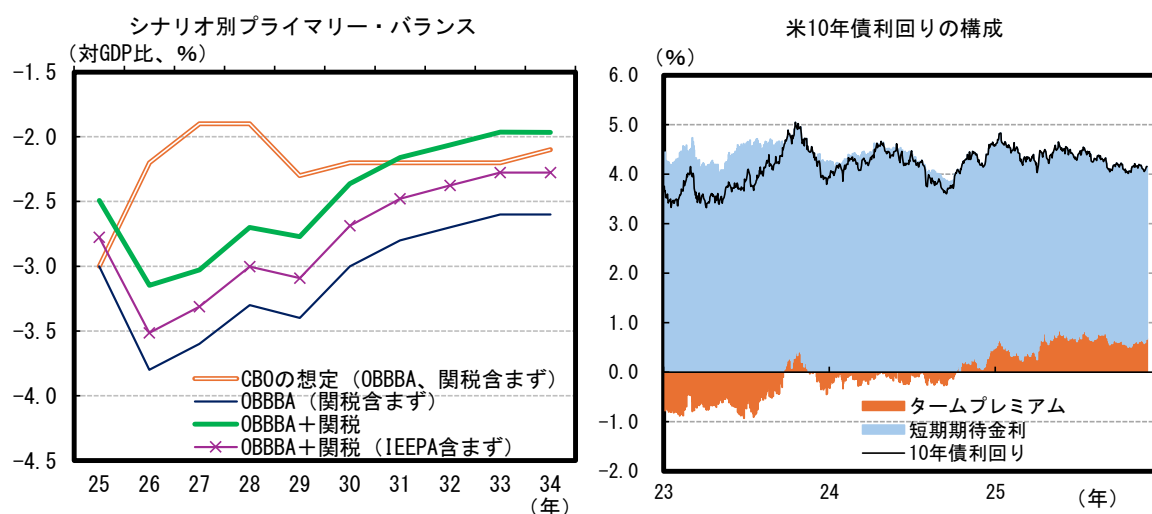
¹⁵ 矢作大祐・藤原翼「[米国経済見通し 関税政策はマイルド化へ](#)」（大和総研レポート、2025 年 11 月 25 日）

税措置による関税収入の増加によって、PB 赤字は 3%強まで縮小し、財政悪化が軽減するとされていた。しかし、IEEPA を根拠とした追加関税措置が無効になれば、関税収入の減少により PB 赤字は 3.5%程度まで拡大することが見込まれる。財政悪化に対する懸念は、米 10 年債利回りにも反映されている（図表 5 右図）。米 10 年債利回りを短期期待金利とタームプレミアムに分けると、利下げの進展に伴い、短期期待金利は低下しているものの、国債需給等を反映するタームプレミアムが押し上げている。

トランプ大統領はこれまで米 10 年債利回りを重視しており、金利を低下させるために FRB に利下げを要請してきた。また、2025 年上半期に利下げをせず、様子見を続けてきたパウエル FRB 議長を「Mr. Too Late」と揶揄してきた。2026 年 5 月に、パウエル議長は FRB 議長の任期を終え、トランプ大統領は新議長に利下げ推進派を指名することが想定される。足元で新議長の最有力候補とされるケビン・ハセッティ氏や、元 FRB 理事のケビン・ウォーシュ氏は、これまでに利下げを推進するような発言をしてきた。12 月の FOMC で公表されたドットチャートでも、2026 年内の利下げに慎重な FOMC 参加者が複数確認できる中で、次期議長がこうした慎重な見方を考慮するのか、或いは、トランプ大統領の意向に沿うように利下げを推し進めていくのかは、2026 年の米金融政策を巡る焦点といえる。

仮に次期 FRB 議長がトランプ大統領に従って利下げを大幅に推し進めた場合、景気が過熱気味となり、関税コストの転嫁に伴う高インフレが定着してしまうリスクは高まる。過去を振り返れば、インフレ率が不安定化した 1970 年代は、ニクソン大統領（当時）が事実上の一律関税を導入し、当時のバーンズ・FRB 議長に利下げ圧力をかけた。また、1970 年代後半には、カーター大統領が FRB 人事を巡って迷走したこともあった。現在と 1970 年代では経済環境が大きく異なるが、こうした FRB に対する政治的介入の姿は似通っている。トランプ大統領からの要請に応じて次期議長が利下げを急ぐ場合、1970 年代のようにインフレ率が不安定化するリスクには注意が必要だろう。

図表 5 シナリオ別プライマリー・バランス、米 10 年債利回りの構成



(出所) The Budget Lab at Yale、CBO、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

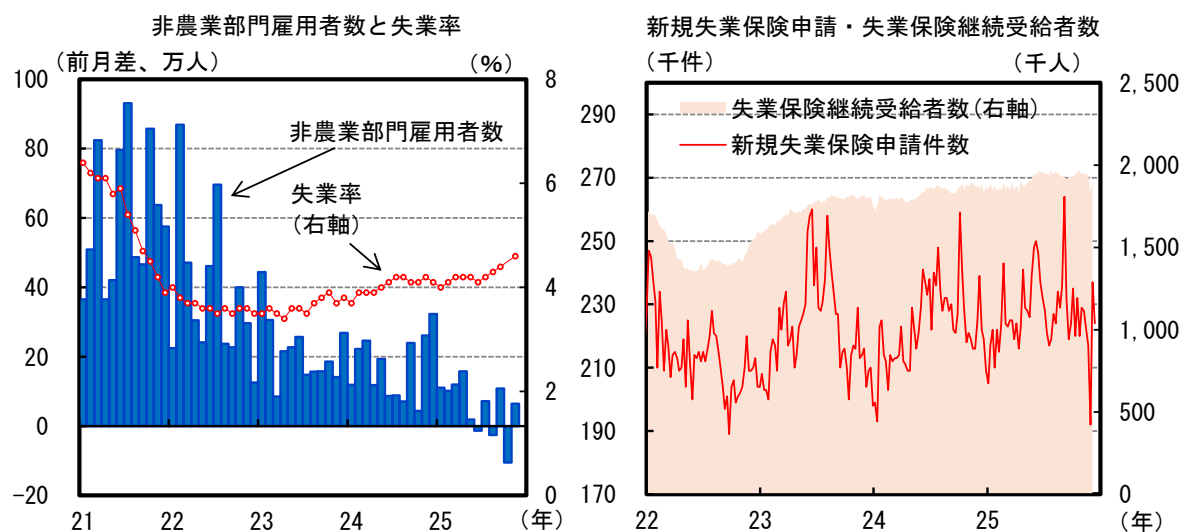
失業率は 4.6%に上昇も、政府閉鎖の影響を踏まえ慎重な評価が必要

2025 年 10・11 月の雇用統計¹⁶について、非農業部門雇用者数の 10 月分は前月差▲10.5 万人と政府部門の減少により大幅なマイナスに転じた一方、11 月分は同+6.4 万人とプラスに転じた。民間部門雇用者数に着目すると夏場を底に持ち直しつつあるが、内訳を確認するとけん引役は教育・医療であり、相対的に景気動向に敏感な民間部門（除く教育・医療）に力強さは見られない。2025 年 11 月の失業率については、9 月からの変化幅が+0.2%pt の 4.6%となった。失業率の上昇は雇用環境の悪化が継続している可能性を示唆している。ただし、BLS が指摘するように、11 月分の家計調査は、政府閉鎖の影響を受けて推計値のばらつきが大きくなっているとみられ、雇用環境の悪化ペースについては慎重な評価が求められる。

その他の雇用関連指標を確認すると、新規失業保険申請件数は直近週（2025 年 12 月 7 日-2025 年 12 月 13 日）が 22.4 万件と、前年同時期と同程度で推移している。さらに、失業保険継続受給者数の直近週（2025 年 11 月 30 日-2025 年 12 月 6 日）は 189.7 万人と、2 週連続で 190 万人を下回った。続いて労働需要に目を向けると、2025 年 10 月の求人件数は前月差+1.2 万人と 3 カ月連続で増加した。直近の失業者数に対する求人件数の比率は、2025 年下半年は 1 倍弱で横ばい圏の推移となっていることから、労働需給は急激には悪化していないといえる。これらの指標は、雇用環境は緩やかな悪化が継続していることを示唆している。

先行きについて、2026 年はトランプ減税 2.0 や FRB による利下げが景気の押し上げ役として期待され、結果として雇用環境の改善に寄与することが見込まれる。他方で、足元では AI の活用等を理由としてコストカットを行う動きも見られている。これまでは景気悪化リスクの高まりに伴う雇用抑制という側面が強かったが、先行きは AI の活用拡大等によるコストカットが雇用の回復を抑制する可能性に注意が必要だろう。

図表 6 非農業部門雇用者数と失業率、新規失業保険申請・失業保険継続受給者数



(出所) BLS、DOL、Haver Analytics より大和総研作成

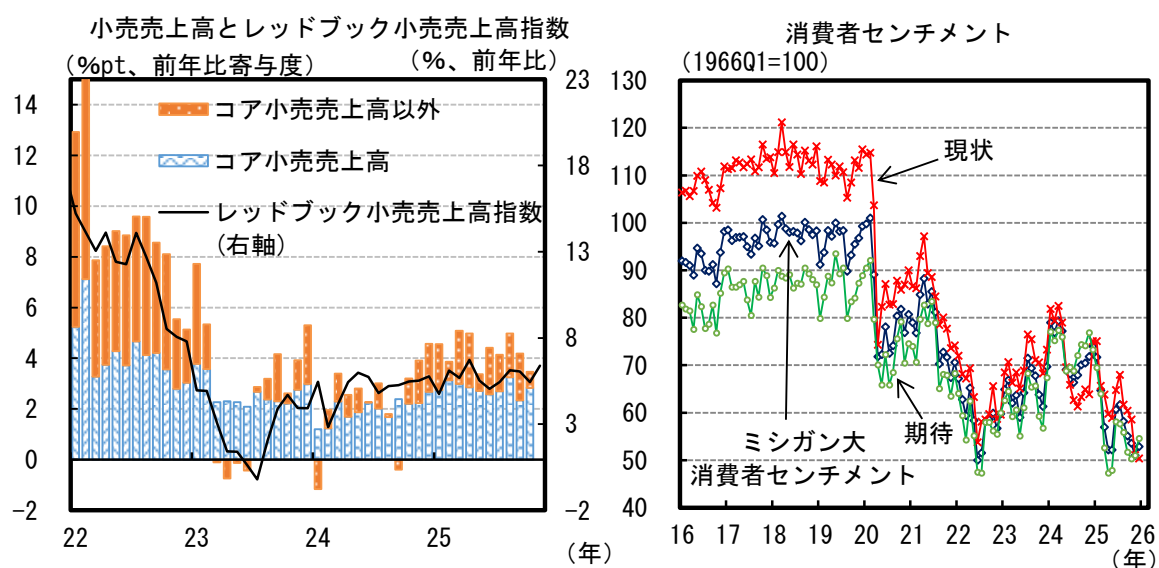
¹⁶ 藤原翼「[米失業率は4.6%に上昇](#)」（大和総研レポート、2025 年 12 月 17 日）

小売売上は年末商戦の前倒しが奏功も、個人消費全体は軟調か

個人消費の動向について、2025 年 10 月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比ほぼ横ばいと、市場予想（Bloomberg 調査：同+0.1%）を下回り、4 カ月連続で減速した。他方で、振れが大きい業種（自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス）を除くコア小売売上高については、同+0.8%とプラスに転じた。値引きセールの実施に伴い、無店舗販売（同+1.8%）の押し上げが大きかった。直近の動向について、小売売上高と連動する傾向のある、総合小売店を調査対象としたレッドブック小売売上高指数は、11 月は前年比+6.4%と加速した。年末商戦の前倒し戦略が奏功したことに加え、セールを実施しているとはいえ前年に比べると価格が上昇していることで名目値を押し上げたとみられる。他方で、より幅広い消費動向を反映する、Bloomberg によるクレジットカード等の消費動向データを確認すると、10月末から12月前半にかけて概ね前年比マイナスで推移した。政府閉鎖の影響に加え、雇用環境の悪化傾向が続く中で、個人消費全体では減速感が強まった可能性がある。

消費者マインドについて確認すると、ロイター/ミシガン大消費者センチメントは、2025 年 12 月（確報値）が前月差+1.9pt と 5 カ月ぶりに改善し、52.9 となった。もっとも、内訳については期待指数（同+3.6pt）が 2 カ月連続で改善した一方、現状指数（同▲0.7pt）は 5 カ月連続でマイナスとなった。ミシガン大は、年末にかけて消費者心理は改善しつつあるものの、家計の負担感は根強く、2024 年末を大幅に下回っていると指摘した。先行きについては、雇用環境の悪化傾向が続いている一方で、2026 年はトランプ減税 2.0 によって税還付が増加し、消費者マインド、ひいては個人消費の押し上げ要因になると見込まれる。

図表 7 小売売上高とレッドブック小売売上高指数、消費者センチメント



（注）コア小売売上高は小売売上高（含む飲食サービス）から飲食サービス、建材・園芸、ガソリンスタンド、自動車ディーラーを除いたもの。積み上げ棒グラフは前年比寄与度。

（出所）ロイター／ミシガン大、Census、Redbook Research、Haver Analytics より大和総研作成

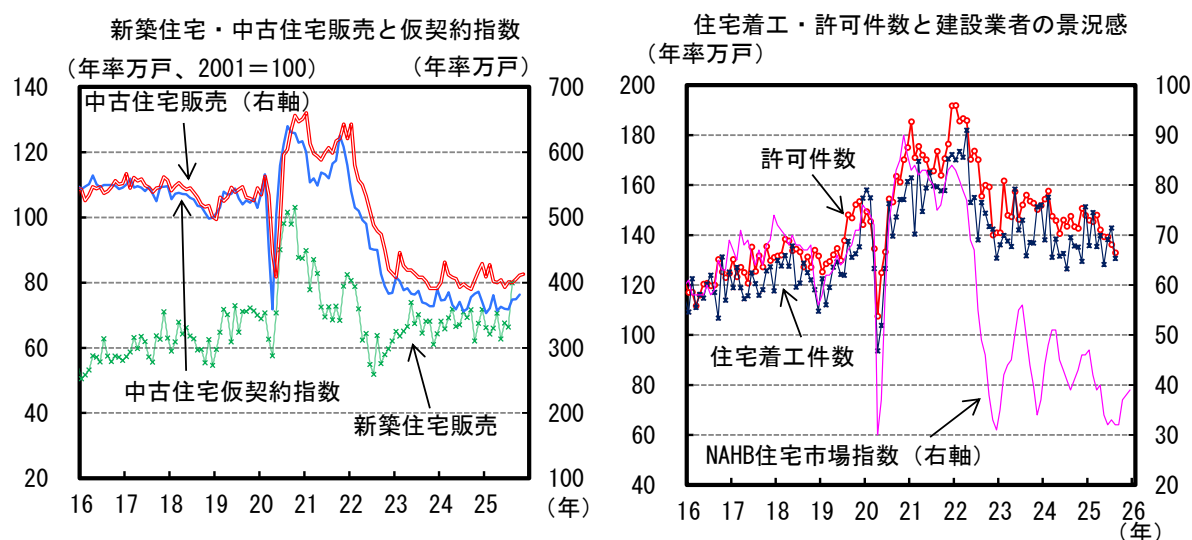
中古住宅販売は3カ月連続で増加、ただし住宅市場の回復には時間を要する

住宅需要に目を向けると、2025年11月の中古住宅販売（ condominium等含む）は前月比+0.5%と3カ月連続でプラスとなった。住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）が5月から10月にかけて低下したことで、金利低下を待っていた消費者の住宅購入が続いた。

直近の消費者マインドを確認すると、12月のロイター/ミシガン大消費者センチメントの住宅購入判断は前月差▲5ptの36ptと、依然として低水準で推移している。内訳を確認すると、金利、経済的不安定性、価格の項目がいずれも悪化した。足元で雇用環境が悪化傾向にある中、消費者の住宅購入マインドは改善しにくいとみられる。住宅価格に目を向けると、11月の中古住宅の販売価格（中央値）は前年比でのプラス幅が縮小したものの上昇が続いており、住宅価格は依然として高止まりしている。新築住宅で見られる販売促進のための値下げキャンペーンは消費者の住宅購入を後押しし得るものの、住宅市場全体では、価格面が住宅購入を積極化する要因とはなりにくい。また、住宅ローン金利の低下は住宅販売の押し上げ要因になってきたとはいえ、足元は6%台前半で足踏みしており、コロナ禍前と比較して依然として高水準で推移している。住宅需要の本格回復には、一層の金利低下が必要になるとみられる。

住宅供給に関して、住宅建設業者のマインドを確認すると、NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数は2025年12月分が前月差+1ptの39と、3カ月連続で上昇した。NAHBはコメントで、先行きの売上見通しが改善した点はポジティブな兆候とした。他方で、建設業者は関税による建設コスト上昇や労働コスト上昇への対応に苦慮していると指摘した。また、多くの住宅建設業者が販売促進のためのインセンティブを提供しているとし、住宅市場は依然として厳しい状況との見解を示した。住宅供給の先行きについて、関税コストや労働コストが引き続き重石になるとみられる。また、FRBによる目先の利下げ余地は小さくなる中で、住宅需要は短期的には大幅な改善を見込みにくく、住宅供給の本格回復にも時間を要するとみられる。

図表8 新築住宅・中古住宅販売と仮契約指数、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



(出所) Census、NAR、NAHB、Haver Analytics より大和総研作成

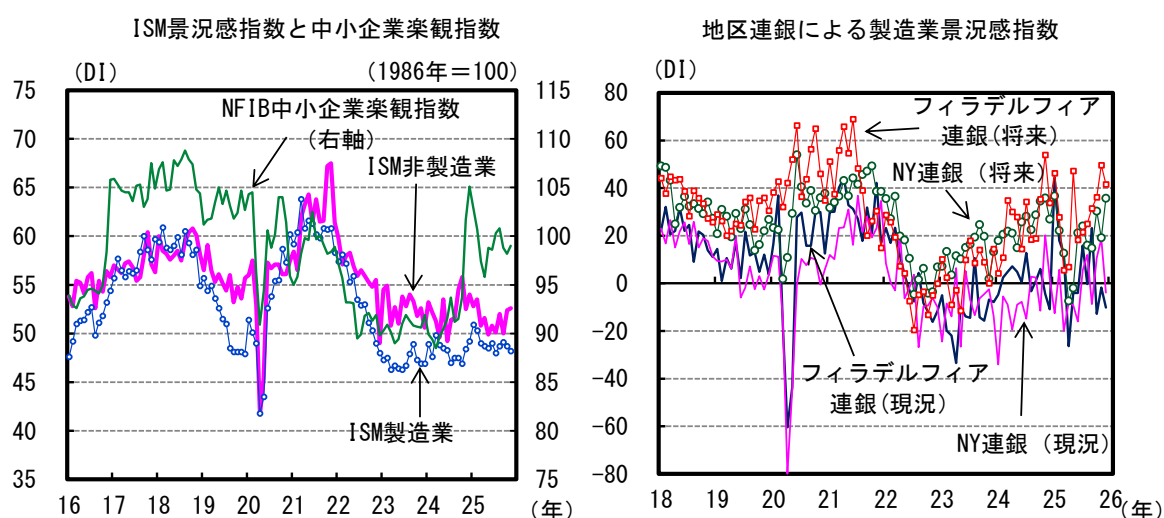
企業マインドはサービス業が改善した一方、製造業は悪化

2025 年 11 月の ISM 景況感指数は、製造業が前月差▲0.5%pt と 2 カ月連続で悪化し、48.2% となった。他方で、非製造業は同+0.2%pt と 2 カ月連続で改善し、52.6% となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、生産指数と在庫指数が改善した一方で、入荷遅延指数、新規受注指数、雇用指数が悪化した。生産指数は好不調の目安となる 50% を上回った一方で、その他の項目は 50% を下回っている。非製造業に関しては、新規受注指数が悪化した一方で、入荷遅延指数、雇用指数、事業活動指数が改善した。なお、雇用指数のみが依然として 50% を下回っている。続いて企業コメントを確認すると、製造業は引き続き関税による不確実性やコスト高がビジネスの障害になっているとの指摘が多く、人員削減への言及も見られた。非製造業においても関税の悪影響が指摘されるものの、小売業がビジネスの好調さを指摘する等、ポジティブなコメントも散見された。

中小企業に関して、2025 年 11 月の NFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差 +0.8pt と 3 カ月ぶりに改善し、水準は 99.0 となった。内訳を確認すると、「実質販売増加に対する期待」や「新規雇用創出」の改善幅が大きかった。NFIB は、中小企業事業者の楽観姿勢が強まったものの、人材不足に不満を持っているとした。もっとも、人材不足の中で、近い将来に新規採用を計画する中小企業事業者が増えているとも指摘した。

2025 年 12 月中旬までの動向を含む地区連銀製造業景況感指数を見ると、NY 連銀は現況指数（前月差▲22.6pt）が大幅に悪化した一方で、将来指数（同+16.6pt）は改善した。また、フィラデルフィア連銀については現況指数（同▲8.5pt）が悪化し、将来指数（同▲8.0pt）も 6 カ月ぶりに悪化した。このように、製造業については直近の企業マインドも冴えない。先行きについては、減税や利下げといった景気の下支え策が講じられる一方で、企業は依然として関税コストの上昇に直面しており、企業マインドの継続的な回復への重石となっている。

図表 9 ISM 景況感指数と中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



ISM、NY 連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

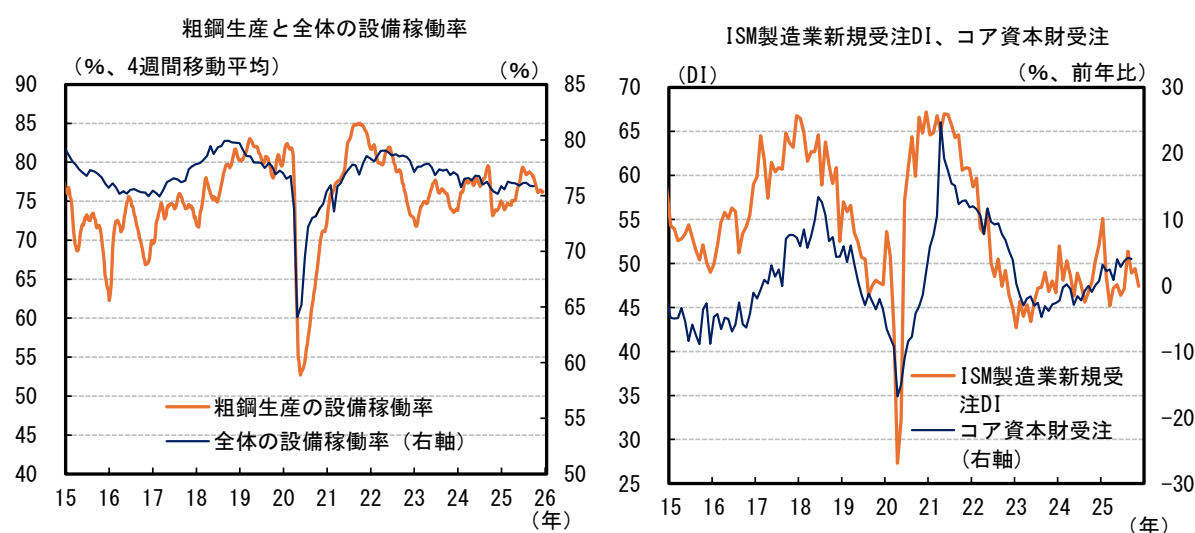
AI 関連・省力化投資を除き、設備投資の積極化は期待しづらい

企業の実体面に関して、FRB による鉱工業生産指数・設備稼働率は政府閉鎖の影響を受けて公表が遅延している¹⁷。生産活動の現状を把握する代替指標として、製造業や建設業の基礎素材である粗鋼生産の週次の設備稼働率に注目すると、足元では2025年6月をピークに低下に転じており、直近の2025年11月半ばについても緩やかな低下傾向にある。なお、粗鋼生産の設備稼働率は全体の設備稼働率と方向感が一致しやすい。

設備投資関連の指標について、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷とその先行指標であるコア資本財受注は政府閉鎖の影響を受けて公表が遅延している。コア資本財受注と連動する傾向にあるISM製造業の新規受注指数を確認すると、11月は前月差▲2.0%ptと悪化し、水準は47.4%と4カ月ぶりの低水準となった。同指数は2025年3月以降、均して見れば緩やかな回復基調にあったものの、足元ではその傾向が一服し、水準は好不調の目安となる50%を下回っている。こうした中、連動するコア資本財受注の回復も足踏みしている可能性がある。

設備投資の先行きについて、AI関連投資が引き続き全体のけん引役として期待されることに加え、7月に成立したトランプ減税2.0が先行きの押し上げ要因となり得る。ただし、前述のように既存の追加関税措置に伴うコスト高が企業収益の重石となっている。企業によるコストカットへの言及が増える中で、省力化投資は進む可能性がある一方で、製造業を中心に設備増強のための投資はハードルが高いだろう。

図表 10 粗鋼生産と全体の設備稼働率、ISM製造業新規受注DIとコア資本財受注



ISM、NY 連（注）左図の全体の設備稼働率は、鉱工業生産指数を基にした月次の設備稼働率。粗鋼生産の設備稼働率は週次ベースのデータを4週間移動平均にしたもの。

（出所）FRB、American Iron and Steel Institute、Census、ISM、Haver Analytics より大和総研作成

¹⁷ 企業活動に関しては日本時間2025年12月23日時点。

経済見通し

政府閉鎖で公表が遅れていた 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+4.3%と、堅調な伸びを示した。しかし、10-12 月期は過去最長の政府閉鎖によって減速が見込まれる。2025 年は四半期ベースの実質 GDP 成長率の変動が大きい 1 年だったが、通年ベースで見れば前年比+2.1%の成長が想定される。2024 年の同+2.8%から減速したが、関税率の大幅引き上げによって景気後退待ったなしといわれていた 4 月を思い起こせば、米国経済は粘り強さを示したといえる。

2026 年の米国経済はトランプ減税 2.0 や FRB によるこれまでの利下げが景気を下支えし、実質 GDP 成長率は通年で前年比+2.4%を見込む。2026 年 1-3 月期に政府閉鎖からの反動増が見られた後、緩やかに回復すると予想している。ただし、2025 年の米国経済の特徴である「K 字経済」も続くことが想定される。高所得層の消費や AI 関連の投資は堅調さを維持する一方で、低中所得層の消費や AI 関連以外の投資は緩やかな回復にとどまると考えている。高所得層の消費を支えた株高が調整局面を迎えたり、AI 関連の投資が想定以上に伸び悩んだりすれば、米国経済は下振れリスクに直面し得るだろう。こうした景気の下振れリスクに対しては、追加的な利下げが期待される。インフレ再燃リスクから 2026 年 1-3 月期は利下げしにくい環境が想定される一方で、4-6 月期以降に合計 0.50%pt の利下げを想定している。

2026 年の米国経済のリスク要因は財政悪化だ。11 月に中間選挙を控える中、関税政策のマイルド化が進みやすい。また、IEEPA を巡る裁判でトランプ政権には逆風が吹いている。関税収入が抑制され、財政悪化が意識されれば、トランプ政権が重視する長期金利が高止まりし得る。2026 年 5 月に FRB 議長の交代を控える中で、長期金利の低下に向けてトランプ政権による FRB への利下げ圧力が高まる可能性があるだろう。ただし、FRB が景気を十分に考慮せずに利下げを強行すれば、インフレが再燃し、高止まりするリスクが強まることになる。

図表 11 米国経済見通し

	四半期												暦年		
	2024				2025				2026				2024	2025	2026
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV			
	前期比年率、%												前年比、%		
国内総生産 〈前年同期比、%〉	0.8	3.6	3.3	1.9	-0.6	3.8	4.3	1.0	2.8	1.8	2.0	2.1	2.8	2.1	2.4
個人消費	2.9	3.1	2.8	2.4	2.0	2.1	2.3	2.1	3.0	2.5	1.9	2.2	2.9	2.6	2.3
設備投資	1.7	3.9	4.0	3.9	0.6	2.5	3.5	1.9	2.6	1.8	1.9	2.1	2.9	2.6	2.3
住宅投資	1.5	2.5	3.5	-3.7	9.5	7.3	2.8	1.9	2.6	2.2	2.3	2.4	2.9	4.0	2.7
輸出	8.2	-2.0	-4.8	4.3	-1.0	-5.1	-5.1	-2.2	3.9	1.4	1.7	2.0	3.2	-2.0	0.1
輸入	4.6	0.7	8.9	-0.9	0.2	-1.8	8.8	1.9	1.7	1.7	1.8	1.9	3.6	1.8	2.4
政府支出	6.9	8.4	10.1	-0.2	38.0	-29.3	-4.7	1.7	3.4	2.0	2.1	2.1	5.8	2.9	-0.9
国内最終需要	2.3	3.3	5.4	3.3	-1.0	-0.1	2.2	-2.0	4.9	2.1	2.2	2.2	3.8	1.4	1.9
民間最終需要	2.0	3.4	3.8	2.8	1.4	2.4	2.9	1.1	3.0	1.9	2.0	2.1	3.1	2.4	2.2
鉱工業生産	2.0	3.4	3.4	2.7	1.9	2.9	3.0	1.7	2.7	1.8	1.9	2.1	3.0	2.6	2.3
消費者物価指数	-2.6	2.7	-2.3	-1.5	4.2	1.8	1.1	0.9	1.8	1.5	1.6	1.8	-0.3	-1.3	1.4
	3.7	2.8	1.4	3.0	3.8	1.6	3.1	2.4	4.1	2.5	2.4	1.4	2.9	2.7	2.8
失業率 (%)	3.8	4.0	4.2	4.2	4.1	4.2	4.3	4.5	4.5	4.4	4.4	4.3	4.0	4.3	4.4
貿易収支 (10億ドル)	-200	-221	-231	-251	-385	-190	-189	-160	-163	-164	-165	-166	-904	-925	-658
経常収支 (10億ドル)	-261	-286	-326	-312	-440	-251	-243	-207	-203	-196	-190	-183	-1185	-1141	-772
FFレート (%)	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.50	4.25	3.75	3.75	3.50	3.25	3.25	4.50	3.75	3.25
2年債利回り (%)	4.48	4.82	4.03	4.15	4.15	3.86	3.72	3.53	3.47	3.42	3.39	3.35	4.37	3.82	3.41
10年債利回り (%)	4.16	4.44	3.95	4.28	4.45	4.36	4.26	4.10	4.09	4.04	4.01	3.97	4.21	4.29	4.03

(注 1) 網掛けは予想値。2025 年 12 月 24 日時点。

(注 2) FF レートは誘導レンジ上限の期末値。2 年債利回り、10 年債利回りは期中平均。

(出所) BEA、FRB、BLS、Census、Haver Analytics より大和総研作成

2026 年の欧州経済

不確実性低下、財政拡張で景気回復ペースは再加速へ

橋本 政彦

[要約]

- 2026 年のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前年比+1.2%と予想する。暦年の成長率は2025 年から低下するが、四半期ごとの成長率（前期比）は、2025 年 4-6 月期を底にして緩やかに上昇し、景気回復のペースは再加速していく見通しである。
- 2025 年 7 月に米国と EU の間で通商合意が成立し、追加関税に 15%という上限が設定されたことで、先行きを巡る不確実性は大きく低下した。不確実性の低下に伴う企業や家計のマインド改善の動きは既に見られており、これが 2026 年には設備投資や個人消費などの実体面の改善へと繋がると見込まれる。
- また、2026 年はドイツを中心に財政拡張の効果が本格的に発現し始めるとみられる。財政支出が本格的に動き始めれば、公的支出による直接的な景気の押し上げのみならず、民間部門への波及効果も期待される。
- 先行きのリスクとしては、外需の動向が挙げられる。先行きの不透明感が低下したとはいえ、米国の追加関税の影響には引き続き注意が必要であることに加え、米国との通商合意がトランプ政権によって翻されるリスクも排除しきれない。また、中国向け輸出のさらなる減少や、中国からの輸入の増加など、対中貿易の動向も製造業の回復を阻害する可能性がある。
- 英国では、2025 年 11 月に公表された秋季予算で、想定通り財政規律維持に向けた増税が発表された。財政再建の目途が立ち、追加増税への懸念が後退したことは、企業や家計マインドの改善を後押しするとみられる。BOE による利下げも下支え要因となり、英国経済の成長ペースも徐々に持ち直しへ向かうと予想する。

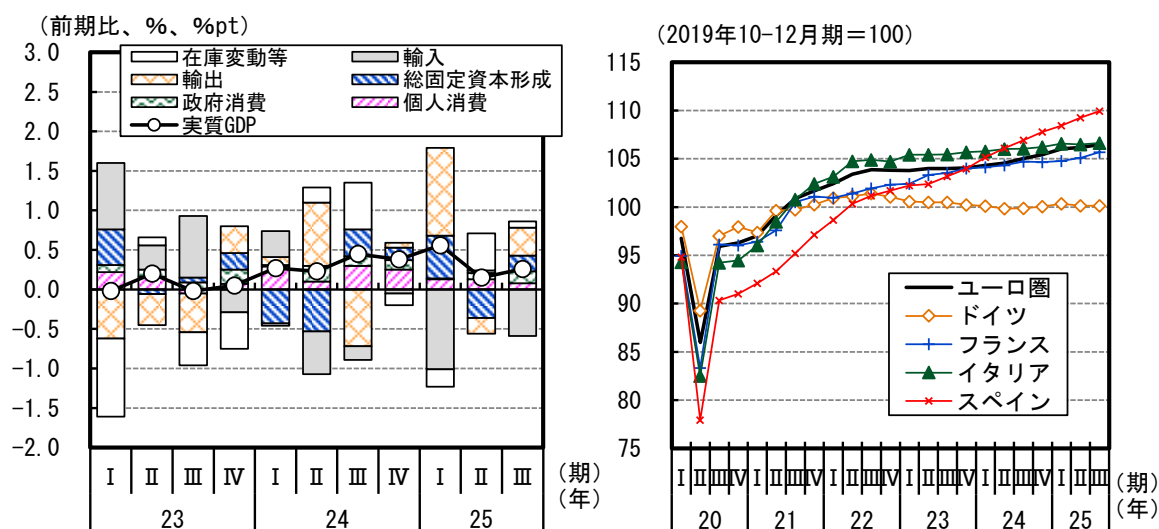
ユーロ圏経済

2025 年のユーロ圏経済はトランプ関税がかく乱要因に

2025 年のユーロ圏経済は、米国の追加関税に大きく翻弄された一年だったと総括することができる。実質 GDP 成長率の推移を見ると、2025 年 1-3 月期は前期比+0.6%と、2022 年 4-6 月期以来の高成長となったが、これは 4 月からの米国による相互関税の導入を見込んだ駆け込み需要があったためである。需要項目別では輸出が、業種別では製造業の大幅な増加が GDP の押し上げに寄与した。一方、追加関税が実行に移された 2025 年 4-6 月期は、その反動減によって輸出が減少に転じ、同+0.2%の低成長に留まった。その後、7-9 月期の成長率は同+0.3%と、前期からわずかに加速する形となったが、7-9 月期に入っても対米輸出の振れは非常に大きい状況が続いており、米国の追加関税が景気をかく乱した。

2025 年 10-12 月期に入ってから状況を見ると、ユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会公表）は 10 月に前月差+1.1pt と上昇した後、11 月も同+0.2pt と上昇した。11 月の指数の水準は 97.0 と 2023 年 4 月以来の高さとなり、年後半にかけて景況感は改善基調を強めている。一方、9 月に医薬品の関税引き上げを警戒して再度発生した対米輸出の駆け込み需要からの反動で、10 月の輸出は大きく落ち込んでいる。これが押し下げ要因となり、10-12 月期の実質 GDP 成長率は 7-9 月からわずかに減速すると見込んでおり、2025 年通年の成長率は前年比+1.4%になると予想する。

図表 1 ユーロ圏の実質 GDP 成長率（左）、ユーロ圏主要国の実質 GDP 水準（右）



（出所）Eurostat より大和総研作成

なお、実質 GDP の 2025 年 1-3 月期から 7-9 月期までの累積値を国別に見ると、主要国の中ではスペインが前年比+3.0%と際立って好調であった。スペインではインバウンドによる観光産業の好調さや、移民増加による人口増加などを背景に高い成長が続いており、ユーロ圏全体

の成長をけん引している。一方、他の主要国では、フランスが同+0.8%、イタリアが同+0.6%、ドイツが同+0.3%となった。ドイツが引き続きユーロ圏全体の足を引っ張る構図が続いているが、ドイツの2025年の暦年ベースの成長率は3年ぶりのプラス成長に転じる公算が大きい。

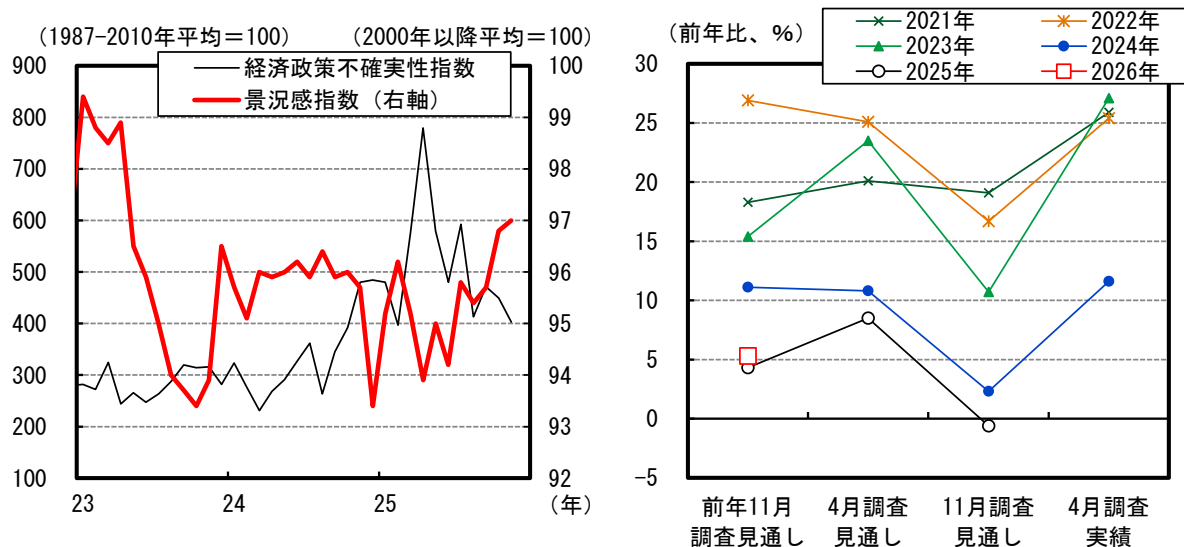
不確実性の低下で成長ペースは再加速へ

2026年のユーロ圏の実質GDP成長率は前年比+1.2%と、2025年から鈍化すると予想する。ただし、前項で確認した通り、2025年は1-3月期の成長率が高かったことが年間の成長率を押し上げた。四半期ごとの成長率（前期比）のパスは、2025年4-6月期を底にして緩やかに上昇していくと見込んでおり、景気回復のペースは足元からは再加速していく見通しである。

2026年の欧州経済を見通す上で最大のポイントは、2025年に比べて政策の不確実性が低下したことだ。2025年は米トランプ政権の追加関税への対応から景気変動が大きくなったのは既述した通りだが、欧州経済にとって問題だったのは関税率が引き上げられることによる直接的な影響だけでなく、追加関税を巡る不確実性であった。トランプ大統領・政権が追加関税の内容を二転三転させ、それに対するEUの対応も定まらないという状況は、企業マインドを下押しし、投資計画を先送りする要因になったとみられる。

だが、2025年7月に米国とEUの間で通商合意が成立し、追加関税に15%という上限が設定されたことで、先行きを巡る不確実性は大きく低下した。政策に関する不確実性を定量化した経済政策不確実性指数を見ても、米国の相互関税が実行された2025年4月をピークに低下基調に転じており、それに反比例する形でユーロ圏の景況感指数は持ち直している。

図表 2 欧州の経済政策不確実性指標と景況感指数(左)、ユーロ圏鉱工業の設備投資計画(右)



（出所）Economic Policy Uncertainty、欧州委員会、Haver Analytics より大和総研作成

こうした不確実性の低下、マインド改善の好影響は、2026年には実体面にも波及していくと

見込まれる。欧州委員会が 11 月に調査したユーロ圏の設備投資計画によれば、2026 年の鉱工業の設備投資計画は前年比+5.3%となり、2022 年をピークに続いてきた低下傾向に歯止めが掛かる結果となった。過去との比較で見れば増加率はまだ低いものの、企業の設備投資意欲は下げ止まりつつあり、設備投資の増加ペースは加速が見込まれる。

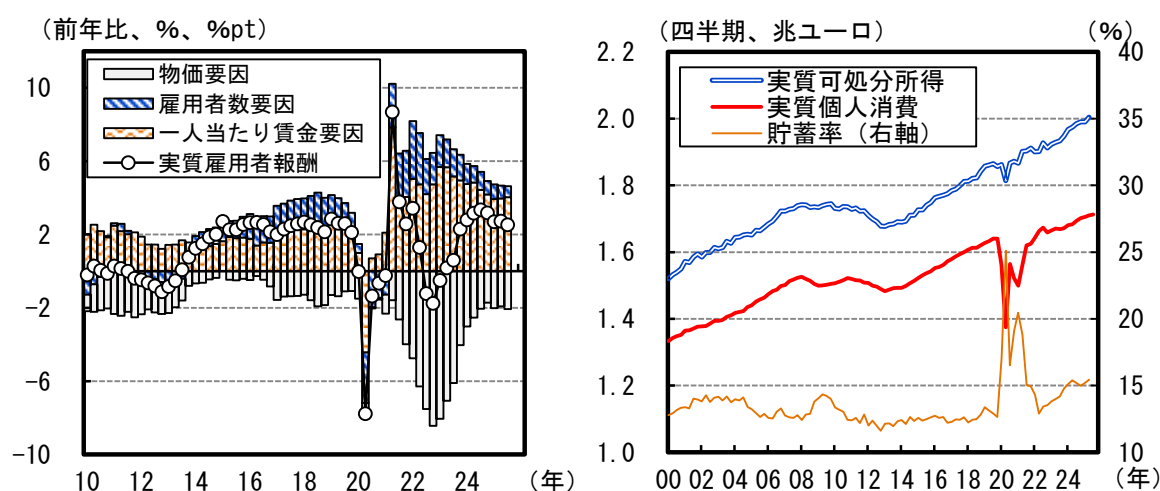
家計所得の伸びは鈍化へ、個人消費増加維持のカギは貯蓄率の低下

また、企業マインドの改善は労働市場を通じて家計にも影響を及ぼすとみられる。求人率に見るユーロ圏の労働需要は 2022 年から低下傾向にあり、2025 年 4-6 月期にはコロナ禍前のピークを下回ったが、企業マインドが改善基調を強めることで、持ち直しへと向かう可能性が高まっている。このところ鈍化傾向にあった就業者の増加ペースも再加速が期待される。

一方、賃金に関しては、2025 年に比べて 2026 年は伸びが鈍化する公算が大きい。これは、労使交渉の際の土台となるインフレ率が落ち着いており、賃金上昇率もそれに遅行して動く可能性が高いためである。実際、2025 年 7-9 月期の妥結賃金は前年比+1.9%と、4-6 月期の同+4.0%から急激に伸びが鈍化した。ユーロ圏の失業率は過去最低水準にあり、労働需給はひっ迫した状態にあること、今後さらに労働需要の拡大が見込まれることを踏まえれば、賃金上昇率が低下し続けるリスクは低いとみられる。だが、過去の高いインフレ率に遅れる形で、高い賃金の伸びが続いてきた 2024 年、2025 年に比べれば、2026 年の賃金の伸びは落ち着いたものとなるだろう。

賃金の鈍化を主因に、マクロの所得である雇用者報酬の伸びも鈍化するとみられ、個人消費はこれまでに比べて増加しづらくなる。ただし、これまでユーロ圏では所得が速いペースで増加する中、個人消費の増加は緩やかなものとなってきた。結果として、ユーロ圏の貯蓄率は依然として高い水準に留まっており、低下の余地が残されている。

図表 3 ユーロ圏の実質雇用者報酬(左)、ユーロ圏の消費・所得・貯蓄率(右)



(出所) Eurostat、Haver Analytics より大和総研作成

ユーロ圏で貯蓄率の高止まりが続く背景には、将来に対する不安や物価高を背景とした節約志向など様々な要因が考えられ、消費者信頼感指数に見る消費者マインドが低い水準に留まっていることとも概ね整合的である。ただし、消費者信頼感指数は2025年4月を底に改善の兆しが見られている。追加関税を巡る不透明感は企業のみならず、家計のマインドにとってもネガティブに作用していたとみられ、足元での政策を巡る不確実性の低下は消費者マインドの改善、貯蓄率の低下という経路を通じて個人消費にもプラスの影響をもたらす可能性があるだろう。

財政拡張は実行フェーズへ、民間部門への波及にも期待

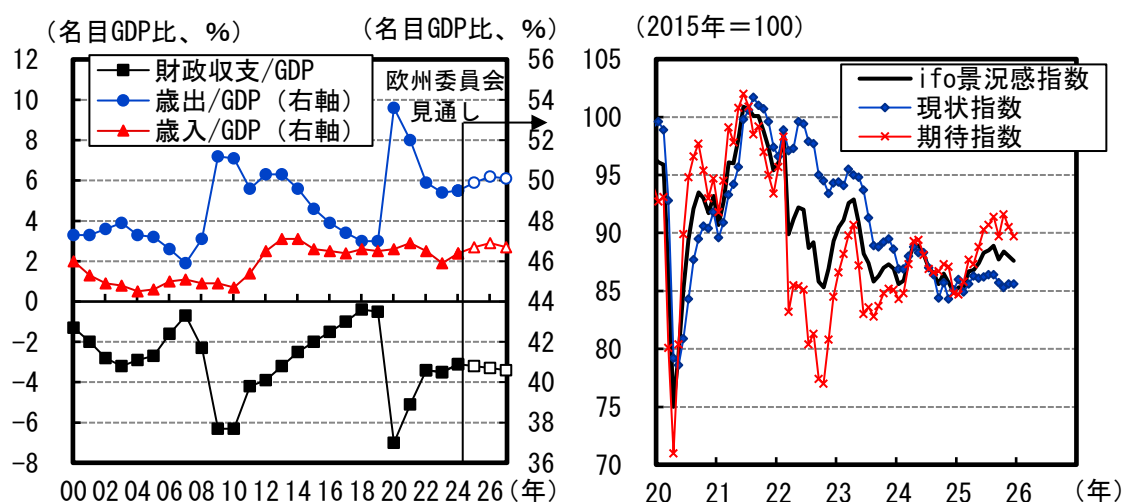
加えて、2026年の欧州経済を考える上での大きなプラスの材料として期待されるのが財政支出の拡大である。国防費の増加を中心に2025年には財政拡張に向けた議論が進展しており、2026年にはその効果が本格的に発現し始めると見込まれる。

特に財政支出拡大への期待が大きいドイツでは、特別基金によるインフラ投資を含む2025年予算が、9月末になってようやく成立した。また、11月に成立した2026年予算では、歳出総額が5,205億ユーロと、2025年予算からさらに4%増加する大型予算が策定された。

また、EUが加盟国の国防費増加のために設立した融資制度、「欧州の安全保障行動（SAFE）」は、19カ国が利用を申請しており、融資の一部は2026年1-3月期に開始される見通しである。財政支出増加に向けた資金の手当ては着実に進んでいる。

欧州委員会が11月に公表した経済見通しによれば、2026年のユーロ圏の一般政府歳出対GDP比は50.2%と、2025年見込みの49.9%から拡大し、2021年以来の高さになると予想されている。コロナ危機、エネルギー危機によって財政支出が急増した2020年、2021年を除けば、2013年以来の高水準である。財政赤字の対GDP比は3.3%と、2年連続で拡大する見通しであり、財政の持続性という観点からは望ましくないものの、目先の景気にはプラスに働く公算が大きい。

図表 4 ユーロ圏の財政見通し(左)、ifo 景況感指数 (右)



(出所) Eurostat、欧州委員会、ifo 経済研究所、Haver Analytics より大和総研作成

財政支出拡大の本格的な実行が始まれば、その効果は民間部門へも波及すると見込まれる。国防費やインフラ投資からの需要の波及が第一の波及経路となるが、これに加えてマインド面でも民間部門にプラスの効果をもたらすと期待される。

2025 年前半には EU 全体としての国防費拡大議論や、ドイツでの債務ブレーキ変更により、企業景況感の中でも、とりわけ先行きに対する期待が大きく改善した。一方、2025 年後半にかけて期待の改善は頭打ちとなっており、これには財政支出拡大の遅れが影響している可能性がある。財政支出拡大が本格的に動き始めれば、企業の経済に対する期待感が再度改善基調を強め、それが設備投資など企業活動の活発化を促す可能性があるだろう。

リスクは外需、米国・中国向け輸出の停滞、中国からの輸入増加に警戒

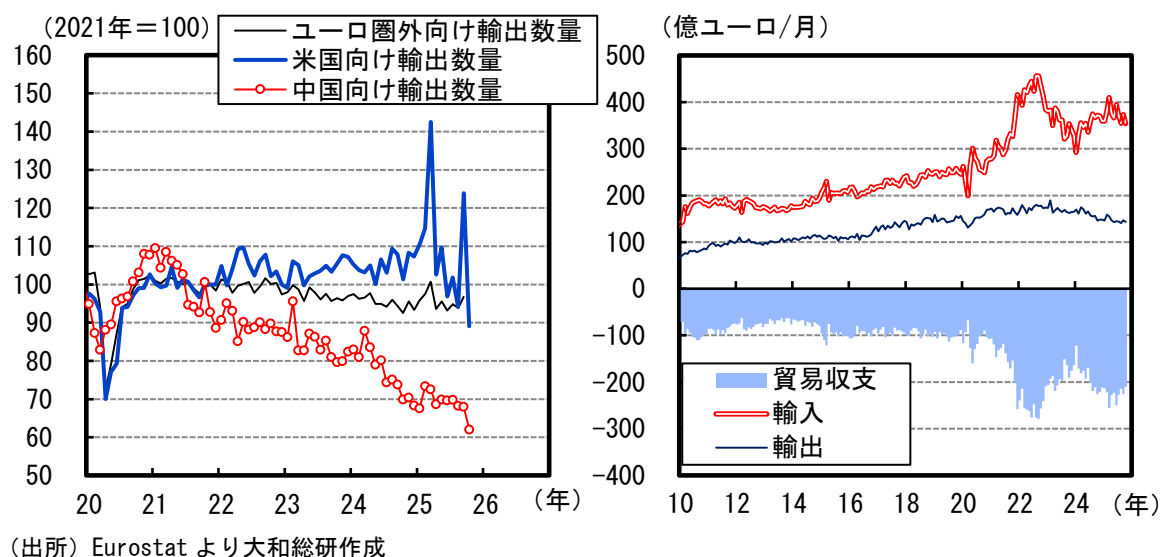
ここまで述べてきたように、2026 年の欧州経済は、実質 GDP 成長率こそ大きくは高まらないとみられるものの、内需を中心とした景気拡大が続くと見込まれる。一方、ユーロ圏経済にとっての最大のリスク要因は、外需の動向であろう。

既述の通り、2025 年の最大の懸念材料であった米国の追加関税に関して、通商合意が成立したことでその不確実性は大きく低下した。ただし、15%の追加関税が課されることで、米国市場における欧州製品の競争力が低下しているという点は看過すべきではない。2025 年 10 月の対米輸出金額は 2023 年 1 月以来の低さ、また数量ベースでは 2020 年 6 月以来の低水準まで落ち込んだ。これは、9 月に医薬品の関税引き上げを警戒した駆け込み需要が発生したことからの反動減が影響しており、11 月以降の輸出は平時の状態に回帰していくと見込まれる。ただし、追加関税による競争力の低下によって、対米輸出は平時の状態でも、追加関税が課される以前に比べて低くなる恐れがある。

また、ユーロ圏経済にとって大きな安心材料となった米国との合意が、トランプ政権によって翻されることもテールリスクとして意識しておく必要があるだろう。2026 年は米国の中間選挙の年であり、11 月の投票日までには成果を急ぐトランプ大統領が、支持率対策として通商政策を利用する可能性がある。ユーロ圏経済にとって前向きなシナリオとして、米国経済への悪影響を緩和すべく、追加関税を緩める可能性が考えられる一方、一部の熱狂的トランプ支持者への訴求力を強める方策として、むしろ追加関税を強化するリスクシナリオも想定される。

さらに、貿易に関するリスクとして対米国のみではなく、中国との関係性にも注意が必要である。中国向け輸出数量は 2021 年初から減少し続けており、2025 年 10 月の水準は 2009 年 9 月以来の低さと、米国向け以上に落ち込みが深刻である。これは中国の景気減速の影響のみならず、中国企業に対する競争力の低下や、欧州企業の現地生産の拡大などが影響しているとみられ、対中輸出の減少は今後も続く可能性がある。また、対中貿易に関して、EU では輸出の減少のみならず、過剰生産能力を有する中国からの安価な製品の流入に対する危機感が高まっている。米国の対中追加関税によって行き場をなくした製品が欧州市場へと流れ込み、製造業の回復を阻害する可能性にも注意が必要となる。

図表 5 ユーロ圏の地域別輸出数量(左)、ユーロ圏の対中国貿易金額(右)



2026 年の ECB は金利据え置きが基本シナリオ

金融政策に関して、2026 年は ECB にとって様子見の年になると見込まれる。

ECB は 2024 年 6 月から 2025 年 6 月にかけて 0.25%pt の利下げを 8 回、計 2.00%pt の利下げを実施した後、4 会合連続で政策金利を据え置いた。2025 年 7 月会合以降、ECB のラガルド総裁は政策金利に関して「良い位置」にあるとの見方を示しており、この見方は直近の 2025 年 12 月会合時点でも変わっていない。

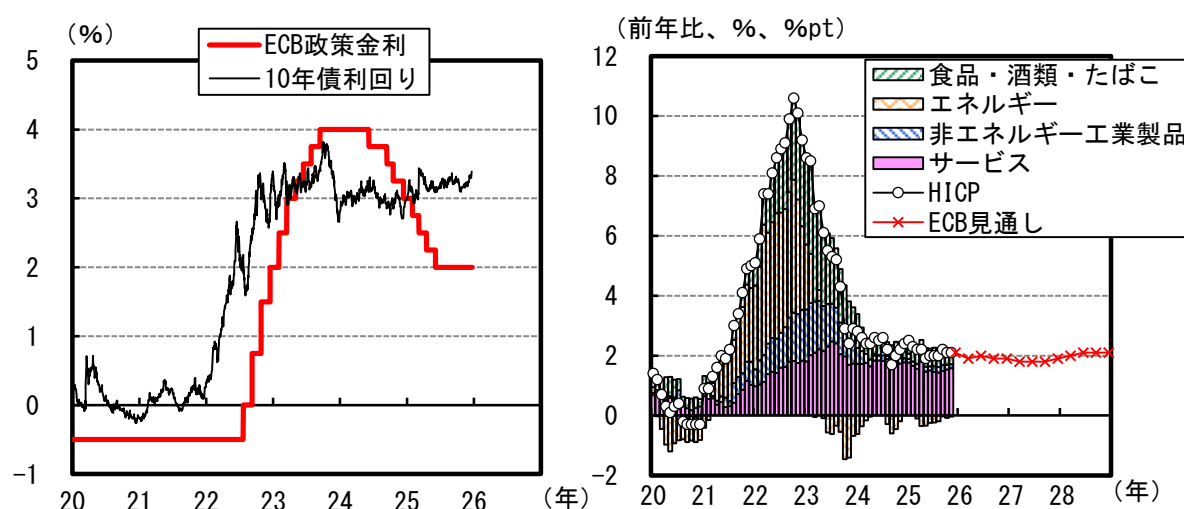
ECB は金融政策の先行きに関して、データ次第で会合ごとに判断していくという姿勢を維持しており、金利の据え置きを約束しているわけではない。金融政策は今後も、インフレ率を中心とした景気動向を見極めつつ判断されていくことになる。ただし、ラガルド総裁は、インフレ目標はあくまで中期的なものであるとして、インフレ率が目標の+2%からかい離れたとしても、それが小幅、ないし短期的なものであれば許容する姿勢を示している。2025 年 12 月に公表された最新の経済見通しでは、ユーロ圏の HICP（消費者物価指数）の見通しは 2026 年が前年比+1.9%、2027 年が同+1.8%となった。目標である+2%を下回っての推移が 2 年に亘って続くと予想されているが、ECB はこれを問題視していない。大和総研も、ECB と同様にインフレ率は当面、目標を下回って推移すると予想しているが、+2%から大きくかい離する可能性は低いとみており、ECB は 2026 年を通じて政策金利を据え置くと予想する。

一方、利下げであれ、利上げであれ ECB が政策金利を変更するとすれば、インフレ率がより大幅に+2%からかい離する、ないしはその可能性が高まった場合となる。想定される一つ目のケースとしては、景気過熱（悪化）とインフレ率の加速（減速）が同時に進行した場合である。ECB の政策金利が現状、中立金利近辺の「良い位置」にあること、ユーロ圏経済が今後緩やかに成長ペースを速めていくというシナリオを基にすれば、仮に次回の政策変更が利上げであったとしても大きな違和感はない。もっとも、既述した通り、ECB の見通しでは、当面ユー

ロ圏のインフレ率は目標を下回って推移すると予想されており、利上げが必要と判断されるためには、この予想が上方修正されることが条件となる。

二つ目のケースとしては、期待インフレ率の大幅な変動が発生した場合が想定される。為替レートや資源価格などの外生的な要因は、時間を追うにつれてその影響が低減していくことから、即座に政策変更の理由になる可能性は低い。ただし、そうしたショックは現実のインフレ率の変化を通じて、期待インフレに影響を及ぼし得る。期待インフレはインフレ率の中期的な動向を考える上で大きな役割を果たしており、インフレ率に影響を与える外生的なショックが生じた際には、インフレ期待の動向が注目点となる。

図表 6 ユーロ圏の政策金利と長期金利（左）、ユーロ圏の消費者物価指数（右）



(出所) ECB、Eurostat、Bloomberg より大和総研作成

英国経済

2025 年の英国経済は減速、労働市場は悪化

2025 年の英国経済を振り返ると、年初は好調な出だしとなったものの、年内を通じて成長率が鈍化する形となった。実質 GDP 成長率の推移を確認すると、1-3 月期は前期比+0.7%と潜在成長率対比でも高めの成長となったが、4-6 月期は同+0.2%となり、7-9 月期は同+0.1%まで成長ペースが鈍化した。7-9 月期については、サイバー攻撃を受けた大手自動車メーカーの生産停止という特殊要因も影響したが、その影響を除いても低い成長率に留まったという事実に変わりはない。

10 月以降の動向を見ていくと、10 月の月次 GDP は、サービス部門が前月比▲0.3%と 2 ヶ月ぶりに減少したことが押し下げ要因となり、全体では同▲0.1%と 2 ヶ月連続のマイナスとなった。生産部門は、サイバー攻撃の影響で 9 月に大きく落ち込んだ自動車の前月から増加に転じたことで、同+1.1%と増加に転じたが、増加幅は前月の低下幅に比べて小さく、サービス部

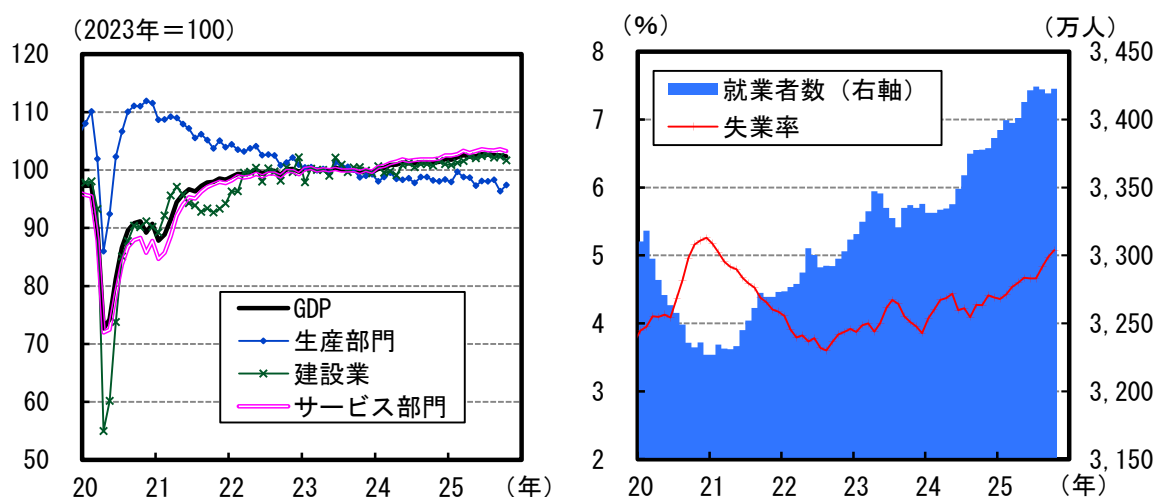
門のマイナス分を補うには至らなかった。10月の月次GDPの3ヵ月前比は2023年12月以来初めてマイナスに転じており、10-12月期の実質GDP成長率は2023年10-12月期以来の前期比減少に転じる可能性が出てきた。

また、景気拡大ペースが鈍化する中、労働市場の悪化が続いていることが英国経済における最大の懸念点である。英国の失業率は上昇が続き、2025年8-10月には5.1%と、2020年10月～2021年1月以来の高さに達した。2022年半ばから続く失業率の上昇には、労働参加率の上昇、すなわち労働供給の増加も影響しており、これは必ずしも悪いことではない。だが、増加基調にあった労働力調査ベースの就業者数は2025年に入って頭打ちとなっており、失業率上昇の内容は悪化している。

こうした労働市場悪化の背景には、労働党政権による政策変更の影響がある。労働党政権は2025年4月から企業の国民保険料負担を引き上げたほか、最低賃金を引き上げており、これらによる企業負担の増加が企業の採用意欲を低下させているとみられる。

また、労働党政権になって以降、2024年の秋季予算、2025年の春季予算で増税が実施されたにもかかわらず、2025年は財政運営の先行きに対する不安が続いてきた。特に2025年3月の春季予算に盛り込まれた福祉予算の削減が労働党内部からの反発によって撤回を余儀なくされた夏場以降、財政規律維持を重視するリーブス財務相は、追加増税の必要性を度々訴えてきた。これも企業や家計のマインドに悪影響を及ぼし、英国経済にとっての重しとなってきた。

図表 7 英国の月次GDPと業種別内訳（左）、英国の失業率と就業者数（右）



(注) 右図のデータは3ヵ月移動平均値。

(出所) ONS より大和総研作成

秋季予算によって追加増税への懸念は後退

こうした中、労働党政権は2025年11月公表の秋季予算で、事前の想定通り増税策を発表した。ただし、その内容はむしろ、英国経済の先行きに安心感を与えるものであったといえる。

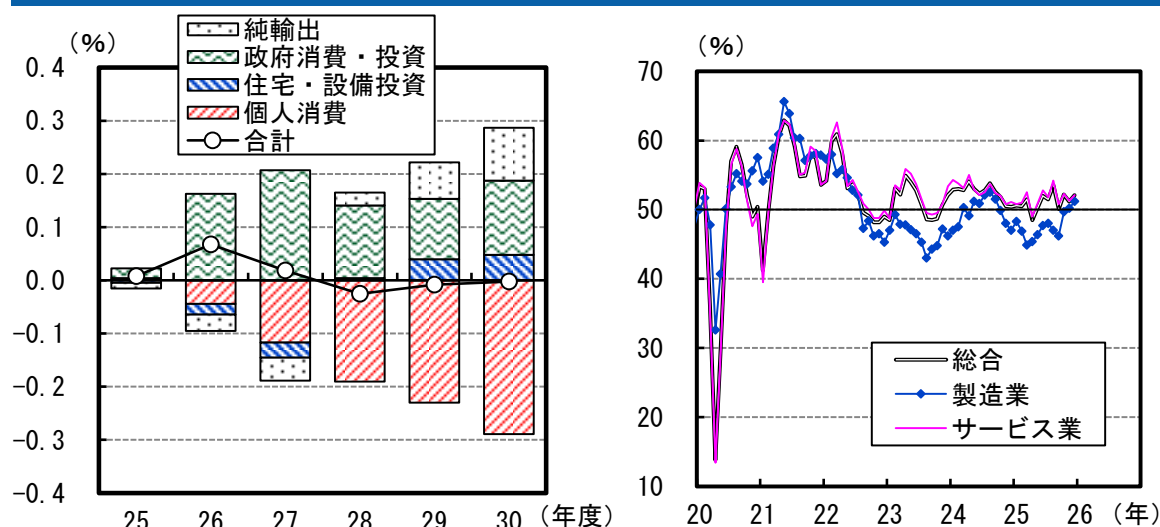
増税の内容に関して、一時は所得税率の引き上げなども取り沙汰されたが、リーブス財務相

は秋季予算発表前にこれを否定し、実際、秋季予算では採用されなかった。代わりの財源としては、所得税の課税基準額引き上げの凍結延長、給与サクリファイス制度（給与の一部を現金ではなく年金として支払う制度）における国民保険料控除の縮小、高額不動産への課税強化、電気自動車への課税などが盛り込まれた。

これらの措置によって、財政上の余裕（予測最終年度、今回予算では2029年度の経常的な歳出、歳入による黒字額）は217億ポンドと、前回予算で示された99億ポンドから大きく拡大し、2022年3月の予算以来の大きさとなった。また、OBR（予算責任局）が公表した経済見通しによれば、秋季予算での政策変更が実質GDPに与える影響は2030年度まで±0.1%未満と試算されている。制度変更による歳入増加の効果は予測期間の後半に集中しており、その実現性にはリスクが残る。だが、総じて見れば、経済への悪影響を抑えつつ、財源を確保するバランスの取れた内容であったといえる。

今回の秋季予算によって財政規律維持への目途が立ったことで、追加増税に対する懸念は大きく後退した。これは企業や家計のマインドの改善をもたらし、景気回復の再加速を後押しすると考えられる。実際、秋季予算発表後に調査された12月のPMIは製造業、非製造業ともに改善し、その要因として財政を巡る不確実性の解消がコメントされている。

図表 8 秋季予算の制度変更が実質GDPに与える影響（左）、英国のPMI（右）



（出所）OBR、S&P Global より大和総研作成

BOE は利下げサイクル継続も、利下げの判断は慎重に

金融政策に関して、BOE は2026年も利下げサイクルを続けていくと見込まれる。BOE は2025年12月の金融政策委員会で3会合ぶりに0.25%ptの利下げを決定した。声明文のフォワードガイダンスでは、「現状のエビデンスに基づくと、政策金利は緩やかな低下傾向を続ける可能性が高い」と述べられており、明確に利下げを続ける意思表示がされている。

ただし、金融市場では12月の委員会での利下げは事前にはほぼ確実視されていたが、そうした

見方とは裏腹に政策決定における投票では 9 名中 4 名が金利を据え置くべきと投票し、僅差での利下げの決定となった。一部の委員は引き続きインフレ率が高止まりするリスクを重視している。

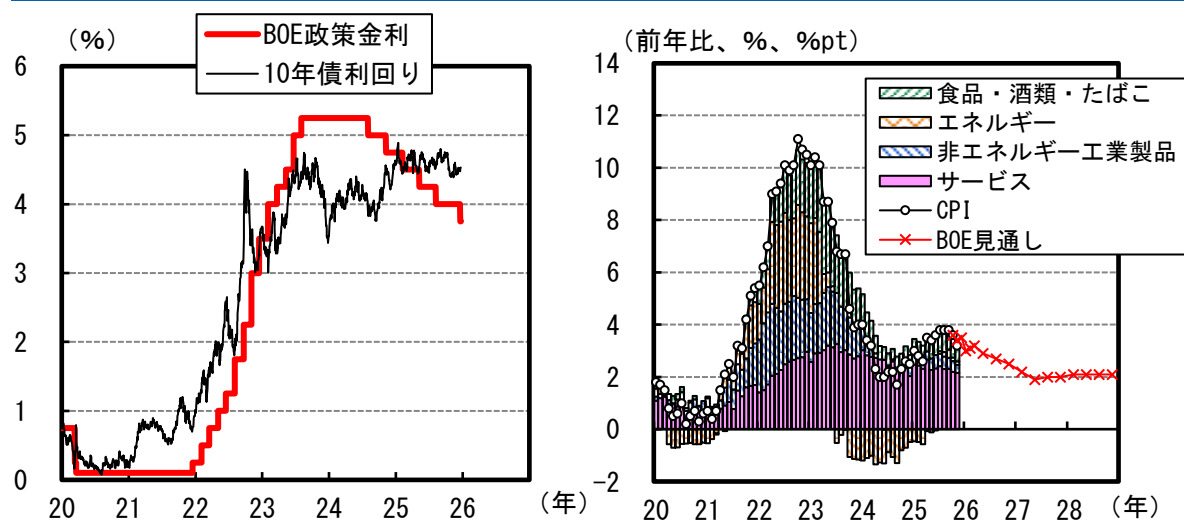
英国の CPI を確認すると、2025 年 11 月は前年比+3.2%と、前月の同+3.6%から伸びが大きく鈍化し、市場予想（Bloomberg 調査、以下同：同+3.5%）や 2025 年 10 月時点の BOE 予想（同+3.4%）を下回った。また、インフレ率の高止まり要因として特に注目されるサービス価格も同+4.4%と前月の同+4.5%から伸びが鈍化し、市場予想（同+4.5%）や BOE 見通し（同+4.5%）をわずかながら下回っている。

既述したように、英国の労働市場は悪化傾向が続いており、賃金上昇率やサービス価格の押し上げ圧力は和らいでいるということについては、BOE 内部で概ねコンセンサスが取れている。しかし、その度合いに対する見方には委員間で開きがあり、利下げに慎重な委員は、労働需給が緩和したとしても賃金上昇率やサービス価格の伸びが想定通りに低下しないことを懸念している。タカ派的なスタンスの委員が追加利下げに賛同するためには、労働市場の悪化だけでは不十分であり、一層の賃金上昇率やサービス価格の低下が実際に確認される必要がある。

また、こうしたインフレ率に対する見方のみならず、中立金利に対しても BOE 内部で見方が分かれる。12 月会合で一部の委員は、現在の金利水準が既に引き締めの可能性あるとの見方を示し、金利の据え置きを主張した。また、利下げに賛成票を投じたベイリー総裁も、政策金利が中立金利に近づく中で、今後の利下げの判断はより難しくなるとの見方を示しており、声明文には「さらなる政策緩和の判断は、より際どいものになることが予想される」という表現が追加されている。

以上を踏まえ、BOE は直近のペースと同様に、3 会合ごとの利下げを続け、2026 年内に 2 度の利下げを実施すると大和総研は予想する。

図表 9 英国の政策金利と長期金利（左）、英国の消費者物価指数（右）



(出所) BOE、ONS、Bloomberg、Haver Analytics より大和総研作成

図表 10 ユーロ圏経済・金利見通し

	2024				2025				2026				2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	1.1%	0.9%	1.8%	1.5%	2.3%	0.6%	1.1%	0.9%	1.2%	1.4%	1.5%	1.5%	0.9%	1.4%	1.2%
家計消費支出	2.2%	0.8%	2.3%	1.9%	1.0%	1.0%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	0.9%
政府消費支出	0.5%	3.8%	2.2%	2.3%	0.1%	1.5%	2.8%	1.5%	1.7%	1.9%	2.0%	1.8%	2.2%	1.7%	1.9%
総固定資本形成	-7.6%	-9.5%	6.6%	3.0%	10.7%	-6.6%	3.8%	2.0%	2.2%	2.4%	2.5%	2.6%	-2.0%	2.6%	1.9%
輸出	0.7%	6.6%	-5.6%	0.4%	9.4%	-1.6%	2.9%	-1.0%	1.0%	1.5%	1.9%	2.2%	0.6%	2.0%	1.0%
輸入	-3.0%	4.8%	1.5%	0.5%	9.3%	-0.2%	5.3%	-0.6%	1.4%	1.9%	2.2%	2.5%	-0.1%	3.4%	1.7%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	0.5%	0.5%	1.0%	1.3%	1.6%	1.6%	1.4%	1.2%	0.9%	1.1%	1.2%	1.4%	0.9%	1.4%	1.2%
家計消費支出	0.9%	0.8%	1.5%	1.8%	1.5%	1.6%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	1.3%	1.3%	0.9%
政府消費支出	1.8%	2.4%	2.5%	2.2%	2.1%	1.5%	1.7%	1.5%	1.9%	2.0%	1.8%	1.8%	2.2%	1.7%	1.9%
総固定資本形成	-1.0%	-3.2%	-1.9%	-2.1%	2.4%	3.2%	2.5%	2.3%	0.3%	2.6%	2.3%	2.4%	-2.0%	2.6%	1.9%
輸出	-0.8%	1.5%	1.0%	0.4%	2.5%	0.5%	2.7%	2.3%	0.3%	1.1%	0.8%	1.6%	0.6%	2.0%	1.0%
輸入	-2.3%	-0.5%	1.4%	0.9%	4.0%	2.7%	3.6%	3.4%	1.4%	2.0%	1.2%	2.0%	-0.1%	3.4%	1.7%
鉱工業生産（除く建設）	-4.8%	-4.1%	-1.6%	-1.7%	1.6%	1.3%	1.5%	2.5%	0.8%	1.7%	2.4%	2.1%	-3.1%	1.7%	1.8%
実質小売売上高	0.0%	0.3%	2.0%	2.2%	1.4%	3.1%	1.9%	1.4%	1.2%	0.6%	0.6%	0.7%	1.1%	2.2%	0.8%
消費者物価	2.6%	2.5%	2.2%	2.2%	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	2.4%	2.1%	1.9%
生産者物価	-7.9%	-4.4%	-2.7%	-1.5%	2.3%	0.5%	-0.2%	-1.5%	-2.5%	1.4%	1.5%	2.0%	-4.2%	0.3%	0.6%
失業率	6.6%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%	6.4%	6.4%	6.3%	6.2%	6.2%	6.1%	6.1%	6.4%	6.4%	6.2%
10億ユーロ															
貿易収支	56.2	43.7	37.6	28.7	60.6	33.6	35.2	43.6	48.6	51.4	54.3	57.4	166.1	173.1	211.7
経常収支	114.2	125.1	86.0	74.0	67.3	89.9	75.2	82.9	86.7	88.7	90.7	93.0	399.3	315.2	359.1
独 国債10年物（期中平均）	2.31%	2.49%	2.29%	2.26%	2.58%	2.55%	2.69%	2.71%	2.92%	2.95%	2.98%	3.01%	2.34%	2.63%	2.97%
欧 政策金利（末値）	4.00%	3.75%	3.50%	3.00%	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	3.00%	2.00%	2.00%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2025年12月22日時点）。

（出所）Eurostat、ECB より大和総研作成

図表 11 英国経済・金利見通し

	2024				2025				2026				2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	3.3%	2.4%	0.9%	1.1%	2.7%	0.9%	0.4%	-0.3%	1.4%	1.4%	1.6%	1.8%	1.1%	1.3%	1.0%
家計消費支出	1.1%	-0.2%	2.8%	0.5%	0.7%	0.1%	1.4%	0.5%	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	-0.1%	0.8%	0.8%
一般政府消費支出	0.7%	5.1%	2.6%	1.1%	-0.8%	4.8%	1.4%	1.0%	1.2%	1.4%	1.5%	1.5%	2.9%	1.8%	1.5%
総固定資本形成	6.1%	-0.9%	6.7%	-3.3%	14.2%	-3.4%	5.2%	1.9%	2.0%	2.1%	2.7%	2.9%	1.7%	3.6%	2.2%
輸出	12.2%	4.7%	2.5%	5.9%	2.1%	0.3%	0.8%	-1.5%	1.8%	2.5%	2.8%	3.0%	1.4%	2.3%	1.3%
輸入	-3.1%	22.2%	-9.9%	15.8%	4.5%	-0.5%	1.1%	2.6%	0.8%	1.8%	2.1%	2.2%	2.7%	4.1%	1.5%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	0.3%	0.8%	1.3%	1.9%	1.8%	1.4%	1.3%	0.9%	0.6%	0.7%	1.0%	1.6%	1.1%	1.3%	1.0%
家計消費支出	-0.9%	-1.2%	0.7%	1.0%	0.9%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%	0.8%	1.0%	-0.1%	0.8%	0.8%
一般政府消費支出	4.1%	2.8%	2.3%	2.3%	2.0%	1.9%	1.6%	1.6%	2.1%	1.3%	1.3%	1.4%	2.9%	1.8%	1.5%
総固定資本形成	-0.4%	1.2%	4.2%	2.1%	3.9%	3.3%	2.9%	4.3%	1.4%	2.8%	2.2%	2.4%	1.7%	3.6%	2.2%
輸出	-3.0%	-0.0%	2.4%	6.3%	3.8%	2.7%	2.3%	0.4%	0.3%	0.9%	1.4%	2.5%	1.4%	2.3%	1.3%
輸入	-0.5%	3.2%	2.8%	5.4%	7.4%	2.0%	5.0%	1.9%	1.0%	1.6%	1.8%	1.7%	2.7%	4.1%	1.5%
鉱工業生産	-1.6%	-1.9%	-1.9%	-0.8%	0.1%	-0.4%	-0.9%	-0.3%	-0.7%	0.3%	1.1%	1.0%	-1.5%	-0.4%	0.4%
実質小売売上高	-0.4%	-1.1%	1.2%	0.9%	0.1%	0.3%	0.3%	1.2%	0.7%	1.1%	0.7%	0.9%	0.2%	0.5%	0.9%
消費者物価	3.5%	2.1%	2.0%	2.5%	2.8%	3.5%	3.8%	3.3%	2.5%	2.1%	2.0%	2.0%	2.5%	3.4%	2.1%
失業率	4.3%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.7%	5.0%	5.1%	5.2%	5.2%	5.1%	5.1%	4.3%	4.8%	5.2%
10億英ポンド															
貿易収支	-44.4	-58.4	-47.3	-55.8	-54.7	-60.0	-58.9	-61.9	-61.7	-61.2	-60.6	-60.5	-205.9	-235.5	-244.0
経常収支	-20.8	-24.3	-15.5	-25.5	-22.1	-21.2	-12.1	-14.7	-13.7	-13.1	-12.5	-11.9	-86.1	-70.1	-51.2
国債10年物（期中平均）	4.03%	4.20%	4.00%	4.35%	4.60%	4.57%	4.64%	4.52%	4.49%	4.44%	4.34%	4.28%	4.14%	4.58%	4.39%
政策金利（末値）	5.25%	5.25%	5.00%	4.75%	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.75%	3.50%	3.25%	3.25%	4.75%	3.75%	3.25%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2025年12月22日時点）。

（出所）ONS、BOE より大和総研作成

中国経済：2025 年の回顧と 2026 年の見通し

不動産不況の継続と消費財購入補助金政策の反動で景気減速へ

齋藤 尚登

[要約]

- 2025 年の中国経済は「トランプ関税 2.0」の悪影響が限定的であったこと、家電・自動車・通信機器の買い替えに対する補助金政策が奏功したことなどにより、前年比 4.9%（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）程度の実質成長を遂げたもようだ。政府成長率目標である 5%前後を辛うじて達成した可能性が高い。
- 2026 年の中国経済は減速傾向を強めよう。耐久消費財への補助金政策が一巡し、反動減が懸念されるほか、不動産不況の継続などにより、内需は厳しい状況が続こう。外需については、米国の中国からの輸入品に対する追加関税が 2025 年 11 月 10 日以降、それまでの 30%から 20%に引き下げられたことは朗報である。ただし、内需減速の影響の方が大きく、2026 年の実質 GDP 成長率は 4.4%程度に減速しよう。相対的な需要不足という状況に変化はなく、デフレからの脱却も困難であるとみている。
- 2026 年の政府成長率目標は同年 3 月の第 14 期全国人民代表大会（全人代）第 4 回会議で発表される。多くのエコノミストは 2025 年と同じ 5%前後と予想するが、大和総研は 4.5%前後に下げの方が、健全だと考えている。2026 年は、耐久消費財の需要先食い政策のツケを払う必要があり、高めの目標設定をすると、さらに無理を重ねることになるためだ。今後の動向に注目したい

2025 年は政府成長率目標の 5%前後を達成も 2026 年は減速傾向を強める

2025 年の中国経済は「トランプ関税 2.0」の悪影響が限定的であったこと、家電・自動車・通信機器の買い替えに対する補助金政策が奏功したことなどにより、前年比 4.9%（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）程度の実質成長を遂げたもようだ。政府成長率目標である 5%前後を辛うじて達成した可能性が高い。

中国国家统计局によると、2025 年 1 月～9 月の実質 GDP 成長率は 5.2%となり、需要項目別寄与度は最終消費支出が 2.8%pt、総資本形成は 0.9%pt、純輸出は 1.5%pt であった。2024 年との比較では、最終消費支出の寄与度が高まった一方で、総資本形成の寄与度が低下した。外需について、輸出は米国向けの大幅減少を ASEAN 向けの好調が補い、EU 向け、日本向けも増加した。一方で、輸入は中国の内需低迷を映して前年並みとなり、貿易黒字は大きく拡大した。

デフレ傾向は続いている。2023 年 4 月～6 月から 10 四半期連続で GDP デフレーターマイナスが続き、2025 年 7 月～9 月の名目 GDP 成長率は 3.7%にとどまった。デフレ下では、家計は継続的な物価下落を織り込み、モノ・サービスの消費を抑制したり、先送りにしたりする傾向が強くなる。消費が低迷すれば、生産も停滞、企業業績が悪化し、企業は設備投資を抑制し、賃金も減少する。それがさらに消費に悪影響を与えるなど悪循環が発生し、経済にマイナスの影響が出ることになる。こうした状況下で耐久消費財の買い替え促進策（消費者に補助金を支給）が発動され、それが奏功したことは、需要の先食いの面もあるため、注意が必要だ。

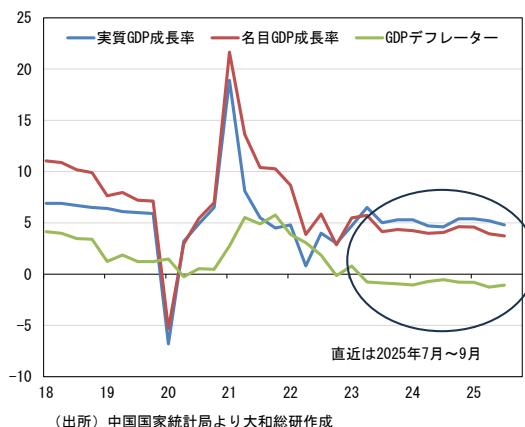
2026 年の中国経済は減速傾向を強めよう。耐久消費財への補助金政策の効果が一巡し、反動減が懸念されるほか、不動産不況の継続などにより、内需は厳しい状況が続こう。外需については、米国の中国からの輸入品に対する追加関税が 2025 年 11 月 10 日以降、それまでの 30%から 20%に引き下げられたことは朗報である。ただし、内需減速の影響の方が大きく、2026 年の実質 GDP 成長率は 4.4%程度に減速しよう。相対的な需要不足という状況に変化はなく、デフレからの脱却も困難であるとみている。

図表 1 実質 GDP 成長率（前年比）需要項目別寄与度（単位：%、%pt）

	実質GDP 成長率	最終消費 支出	総資本形成	純輸出
2018	6.8	4.5	2.9	▲ 0.6
2019	6.1	3.6	1.8	0.8
2020	2.3	▲ 0.1	1.7	0.7
2021	8.6	5.5	1.1	1.8
2022	3.1	1.5	1.2	0.4
2023. 1-3	4.7	3.2	1.8	▲ 0.3
1-6	5.7	4.4	1.9	▲ 0.6
1-9	5.4	4.6	1.6	▲ 0.8
1-12	5.4	4.6	1.4	▲ 0.6
2024. 1-3	5.3	3.9	0.6	0.8
1-6	5.0	3.1	1.3	0.7
1-9	4.8	2.4	1.2	1.1
1-12	5.0	2.2	1.3	1.5
2025. 1-3	5.4	2.8	0.5	2.1
1-6	5.3	2.8	0.9	1.7
1-9	5.2	2.8	0.9	1.5

（出所）CEIC、中国国家统计局より大和総研作成

図表 2 実質・名目 GDP 成長率、GDP デフレーター推移（単位：%）



消費は家電・自動車の買い替え補助金政策の反動を懸念

2025 年 1 月～11 月の小売売上は 4.0%増となり、2024 年の 3.5%増からやや加速した。これは耐久消費財の買い替え促進のための補助金政策の奏功によるところが大きい。

2024 年 7 月発表の消費財買い替え支援強化措置（以下、「措置」）では、個人が冷蔵庫、洗濯機、テレビ、エアコン、パソコン、給湯器などを買替える際に、最大で価格の 20%（1 台当たり 2,000 元）を上限に補助金を支給するとした。この補助金政策は 2025 年も継続された。2025 年に入ると、新たに通信機器が補助金の対象に追加された（1 台当たり 500 元が上限）。

家電の販売金額は 2024 年 9 月以降急増したが、効果は既に一巡し、反動減が生じている。2025 年 1 月～11 月の家電・音響映像機材の販売金額は 14.8%増となったが、9 月は 3.3%増にとどまり、10 月、11 月は 2 桁減となった。一部都市で補助金が払底したことも響いた。

自動車については、2024 年 7 月の「措置」により、ガソリン車の補助金は従来の 7,000 元から 1.5 万元に、EV（電気自動車）は 1 万元から 2 万元に増額され、2025 年も維持された。

2025 年 1 月～11 月の自動車販売台数は 11.4%増と好調だったが、販売金額は 1.0%減と低迷した。台数では政策効果が発現しているが、金額が増えないのは「内巻」（破滅的な競争）と呼ばれる熾烈な価格競争によるものである。補助金の払底については、自動車も同様であり、10 月以降、販売台数の伸び率は低下し、金額のマイナス幅は拡大している。

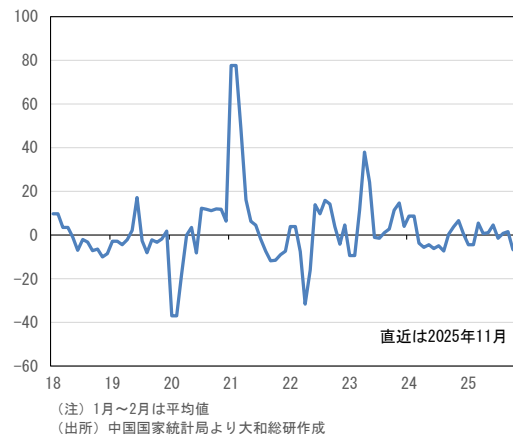
2026 年に懸念されるのは、好調だった NEV（新エネルギー車）の販売が低迷することである。これは、NEV のみが享受している車両購入税（価格の 10%）の免税措置が 2025 年末で終了し、2026 年には 5%の車両購入税が課税される予定になっているためだ。2026 年の自動車販売台数は減少する可能性が高い。

2025 年 12 月に開催された中央経済工作会议では、2026 年も耐久消費財の買い替え促進策を継続・深化させるとした。新たに対象を増やすにしても、大型家電や通信機器、自動車など主なものは既に対象となっており、追加的な効果は限定的であろう。

図表 3 家電・音響映像機材販売金額の推移
（前年同月比）（単位：％）



図表 4 自動車販売金額の推移
（前年同月比）（単位：％）



2026 年の固定資産投資も前年割れの可能性大

2025 年 1 月～11 月の固定資産投資は 2.6%減となり、2024 年の 3.2%増から減少に転じた。

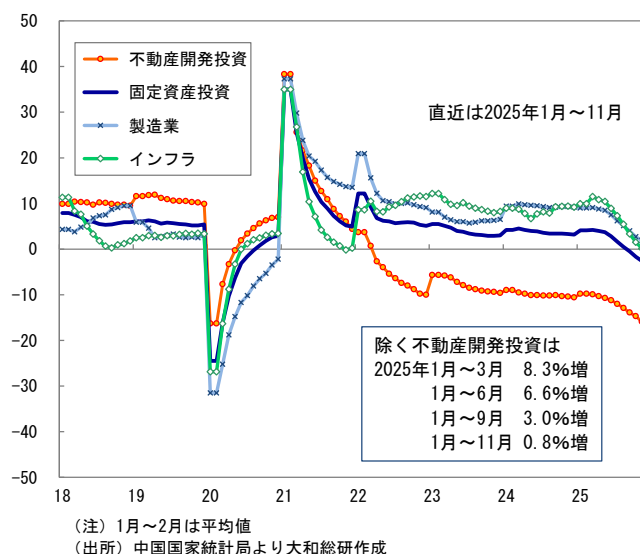
分野別には、2025 年 1 月～11 月の製造業投資は 1.9%増（2024 年は 9.2%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は 0.1%増（同 9.2%増）へと減速し、不動産開発投資は 15.9%減（同 10.6%減）と極端な不振が続いている。

不動産開発投資の不振が際立つが、2025 年 1 月～11 月の不動産開発投資を除く固定資産投資は 0.8%増にとどまり、1 月～3 月の 8.3%増を直近のピークに減速傾向を強めている。(1) デフレ下で企業の投資意欲が低下している、(2) 不動産不況による企業のバランスシート調整の影響が不動産開発業者以外にも出ている、(3) 「トランプ関税 2.0」の先行き不透明感から企業が投資を抑制している可能性、が指摘できる。

4 年以上にわたり続く不動産不況からの脱却は困難を極めている。デベロッパーのデフォルト（債務不履行）が続出する中、実需層ですら住宅購入に二の足を踏むのは、どのデベロッパーなら安心して購入してよいのかが、分からないからだ。中国では、建設中に物件を購入し、住宅ローンの返済が始まる「予約販売」が一般的である。デベロッパーが資金繰りに窮し、工事が中断すれば、引き渡しがなされない懸念が高まる。

こうした状況を変えるには、①救済すべきデベロッパーと破綻処理すべきデベロッパーを合理的な基準で区分し、後者は、開発中のプロジェクトの移譲などを通じて、社会不安や金融への大きな負荷を回避すること、②住宅建設と販売の関係については、従来の予約販売から完成後販売に移行し、「工事中断問題」を根本から解決すること、などに踏み込む必要があるだろう。ところが、2026 年から始まる第 15 次 5 カ年計画の基本方針で打ち出されたのは、「新しい不動産発展モデルの構築を加速する」など、抽象的な政策に終始した。2026 年についても不動産不況からの脱却は厳しいといわざるを得ない。固定資産投資全体も冴えない展開が続こう。

図表 5 固定資産投資全体、分野別の推移（1 月から累計の前年同期比、単位：％）



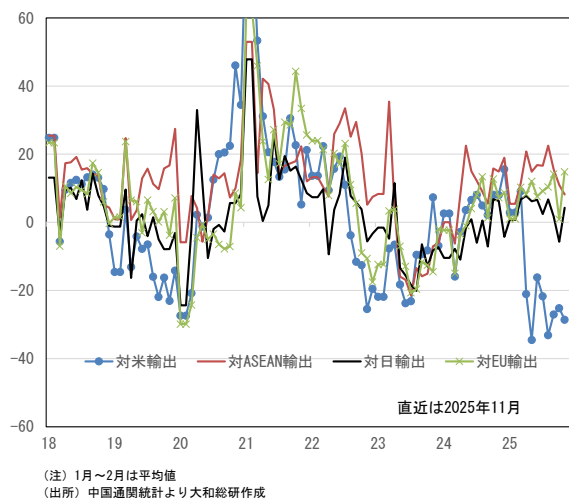
米国の対中輸入追加関税の引き下げは好材料

中国通関統計によると、2025年1月～11月の輸出（以下、貿易はドル建て）は5.4%増となり、2024年の5.8%増と遜色のない増加率となった。「トランプ関税 2.0」の悪影響により、1月～11月の米国向けの輸出は18.8%減となった一方で、ASEAN向けが2桁増となり、EU向けも堅調であった。

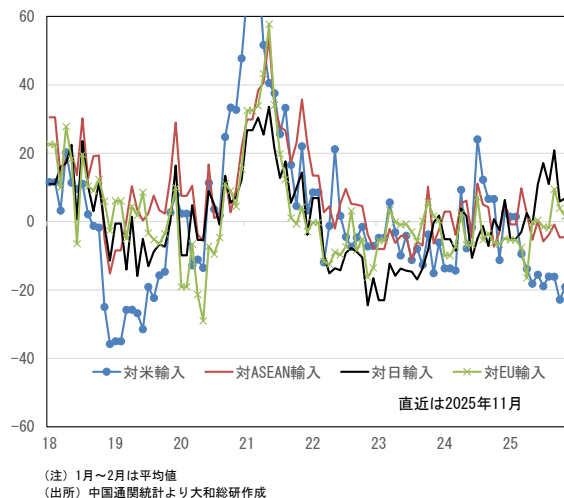
一方で、2025年1月～11月の輸入は0.6%減となり、2024年の1.0%増から減少に転じた。米国からの輸入は大きく減少したほか、ASEANやEUからの輸入も僅かとはいえ減少した（日本からの輸入は5.7%増）。この背景には中国の内需の弱さに加え、「国内大循環」による輸入代替の影響が一部あろう。「国内大循環」とは、2020年5月に習近平総書記によって打ち出された概念であり、中国の巨大市場と内需の潜在力を活かして、調達・生産・流通・消費の各分野においてさらに多くを国内市場に依拠し、経済の良好な循環を作り上げるとしている。

2025年1月～11月の貿易黒字は21.2%増の1兆759億ドルとなった。2024年（年間）は20.7%増の9,926億ドルであり、2025年の貿易黒字は初めての1兆ドル超えとなることがほぼ確実だ。

図表6 中国の国・地域別輸出の推移
（前年同月比）（単位：%）



図表7 中国の国・地域別輸入の推移
（前年同月比）（単位：%）



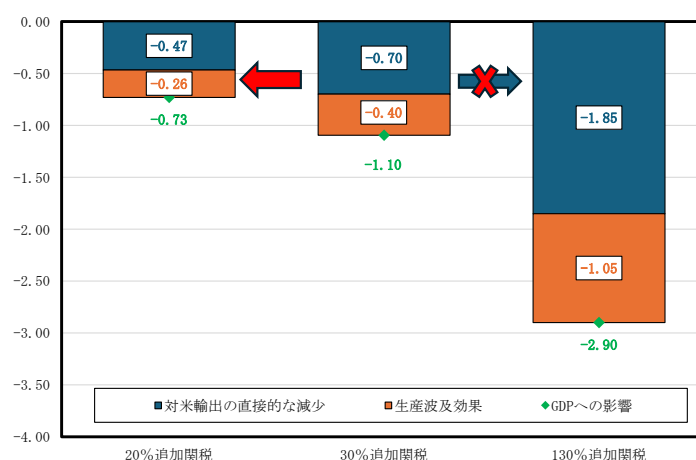
「トランプ関税 2.0」について、米国の中国からの輸入品に対する追加関税（累計）は、2025年2月の10%、3月の20%から4月に145%に跳ね上がった後、5月に30%に引き下げられた。その後、11月1日付で130%に引き上げるとの話が持ち上がったが、米中合意により、これは立ち消えとなった。

結局、2025年11月10日に、米国が中国からの輸入品に対する追加関税を従来の30%から20%に引き下げたことは、中国の成長率にプラスに働く。大和総研の試算によれば、30%の追加関税では、中国の実質GDPは1.10%下押しされる。20%の追加関税では、下押しは0.73%に

なる計算である。30%追加関税との比較では0.37%ptの改善だ。

しかし、米中間の関税交渉はむしろこれからが正念場である。まず、2025年11月の米中交渉の成果である「1年間の延期・延長」は全うされるとは限らない。トランプ大統領が、中国が合意事項を履行していないと判断すれば、関税引き上げなどの措置を講じる可能性がある。さらに、2026年11月10日までの予定で停止される相互関税の上乗せ分の24%、そして中国がロシア産原油を大量に輸入していることに対する二次関税（インドは25%）の行方はどうなるのか。着地点は不透明なままであり、厳しい局面の出現も想定されよう。

図表8 「トランプ関税2.0」の中国実質GDPへの影響（単位：％）



（注）米国による追加関税措置の結果、中国で生産された貿易財（最終財、中間財）の対米輸出が減少した場合の波及効果をOECDの国際産業連関表（2019年）を用いて試算したもの。数値は小数点第三位を四捨五入しており、合計が一致しない場合がある
（出所）OECDより大和総研作成

構造問題の縮図である「内巻」は日本経済・企業にとってもリスク要因

「内巻」は英語の Involution の訳語であり、破滅的な（価格）競争によって、産業全体が疲弊し、参加者全員が負け組に転落することを表す。

「内巻」は中国経済が抱える、①人口減少と少子高齢化の急速な進展、②住宅需要の減退など総需要の減少、③過剰投資と投資効率の低下、④過剰債務問題、などの構造問題の縮図といえる。その特徴は、(1) 投資過剰・供給過剰、(2) 製品・サービスの同質化、(3) 需要不足の中での熾烈な価格競争、(4) 企業の利益率低下、利益減少、赤字化、(5) 雇用・所得環境の悪化、(6) 銀行の（潜在的）不良債権の増加、などだ。「内巻」の代表例はEV（電気自動車）などNEV（新エネルギー車）であるが、この問題は自動車に限られる局所的なものではない。太陽光パネル、家電、半導体、電池、医薬、不動産、建材、EC（電子商取引）、フードデリバリー、レストランなど広範囲な産業でこの問題が指摘されている。

特に、国家重点産業には、各地方政府あるいはその意を受けた企業（国有・民営を問わず）がこぞって投資を行い、過剰な生産体制が構築される。製品の差別化は困難で、価格競争に頼らざるを得ない。しかも、優勝劣敗によって、企業や設備が淘汰されていけばよいが、そうは

ならない。地方政府あるいは地方銀行にとって、こうした企業は保護すべき対象だからだ。各種税優遇、補助金や貸出のロールオーバーなどによって、「ゾンビ企業」が生き永らえ、潜在的な不良債権が増えていく構図である。ただし、フードデリバリーやレストランなどは国家重点産業ではない。デフレ下で供給過剰による熾烈な価格競争が様々な産業で生じていると理解すべきなのであろう。

2025 年 10 月下旬に開催された中国共産党第 20 期中央委員会第 4 回全体会議（四中全会）では、2026 年から始まる第 15 次 5 カ年計画の基本方針を採択した。筆者が喫緊の課題と考える「内卷」の是正については、「総合的に内卷式競争を正す」との一文があるのみであった。中国共産党にとって、「内卷」の是正はそう重要ではないのだろうか。

「内卷」とその背景にある供給過剰問題は日本企業にとって対岸の火事ではない。中国に進出した日系企業は熾烈な価格競争に巻き込まれているところも少なくない。国内の需要不足から中国が輸出ドライブをかければ、あるいは中国企業が域外で現地生産を強化すれば、当該国・地域でも競争が激化する。「内卷」の輸出、あるいは海外移転だ。中国製品との差別化をどう図るのか、厳しい戦いが続くことになろう。また、「内卷」は中国経済の下押し要因となり、日本からの輸出にも悪影響を及ぼすことになろう。

2026 年もさらに強化した積極的な財政政策と適度に緩和的な金融政策を継続

2025 年 12 月 8 日の中国共産党中央政治局会議と、10 日～11 日に開催された中央経済工作会议では、2025 年に続き 2026 年も、さらに強化した積極的な財政政策と適度に緩和的な金融政策を継続することが発表された。

過去を紐解くと、2009 年以降、積極的な財政政策が続いたが、2025 年に初めて「さらに強化した」積極的な財政政策が実施され、2026 年はこれが継続される。2025 年（予算）は、①財政赤字の GDP 比を 2024 年の 3%から 4%に引き上げ、②インフラ投資などに充当される地方政府特別債券の発行額を 2024 年の 3.9 兆元→4.4 兆元に増額、③大型商業銀行の自己資本増強のために、特別国債を 0.5 兆元新たに発行、④設備更新と消費財の買い替え促進のための補助金などを用途とする超長期特別国債の発行額を 2024 年の 1 兆元→1.3 兆元に増額、などの措置が取られた。財政赤字の拡大を含めて、2025 年の純増分は合計 2.9 兆元、GDP 比は 2.1%となった。2026 年も同等もしくはそれ以上の規模感の財政出動が期待されよう。

金融政策については、2011 年～2024 年の「穏健」（中立）から 2025 年に「適度な緩和」に転換され、2026 年もこれが継続される。

2025 年の金融政策を振り返ると、大手行の預金準備率は 5 月に 0.5%pt 引き下げられて 9.5%→9.0%に、加重平均は 6.6%→6.2%になった。政策金利は 5 月に、1 年物（企業向け 1 年物貸出金利の参照レート）は 3.1%→3.0%に、5 年物（住宅ローン金利の参照レート）は 3.6%→3.5%へと、それぞれ 0.1%pt 引き下げられた。デフレ下で実質金利が高止まりしていることを

考えると、利下げ余地は残されている。ただし、金利先安観の継続は、住宅購入希望者の決断を先送りにさせ、市場の底入れ時期がさらに先延ばしになるリスクを高めることに留意したい。

図表 9 中国の金融・財政政策の推移

	財政政策	金融政策
1993～1996年	適度な引き締め	適度な引き締め
1997～2006年	積極	穏健（中立）
2007～2008年	穏健（中立）	引き締め
2009～2010年	積極	適度な緩和
2011～2024年	積極	穏健（中立）
2025～2026年	さらに強化した積極	適度な緩和

（注）中国では毎年12月に開催される中国共産党政治局会議と中央経済工作会议で翌年の金融・財政政策の方針を決定
（出所）中国証券時報、各種報道より大和総研作成

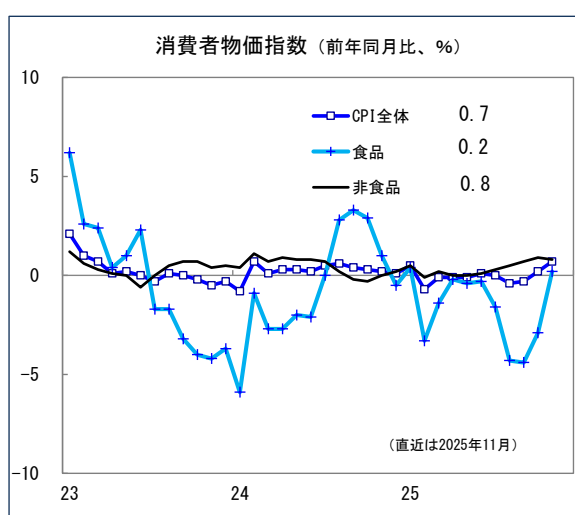
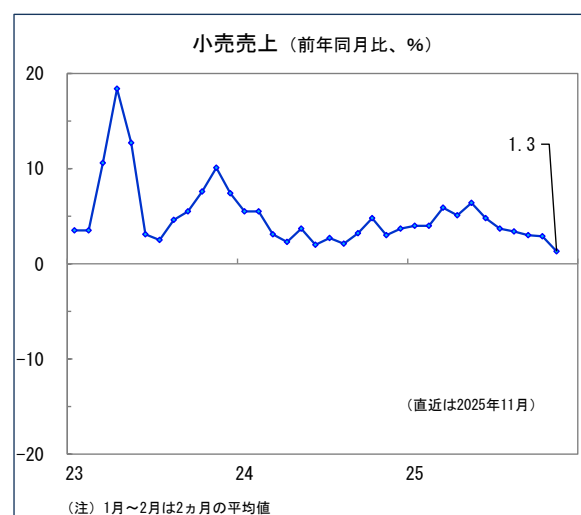
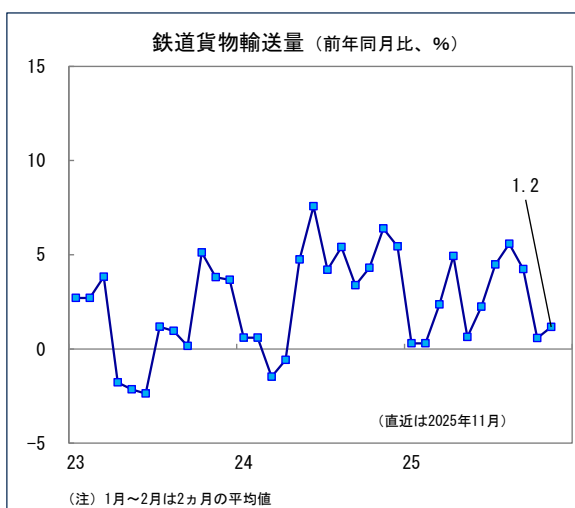
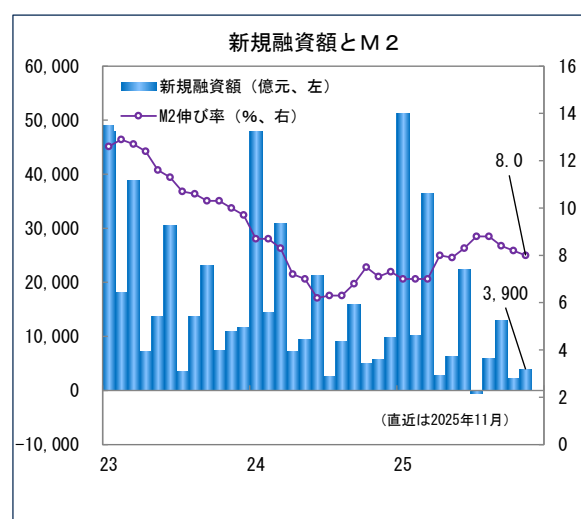
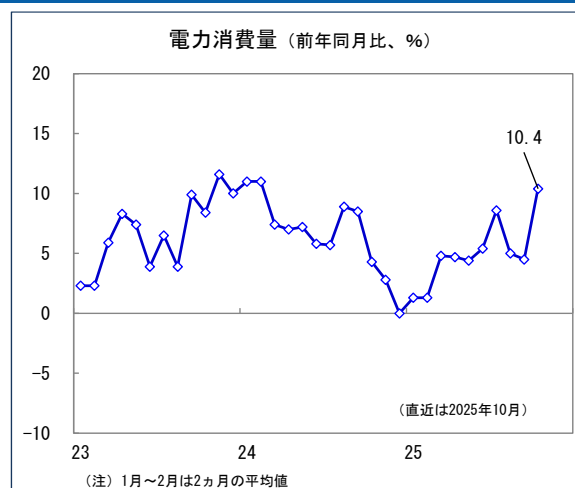
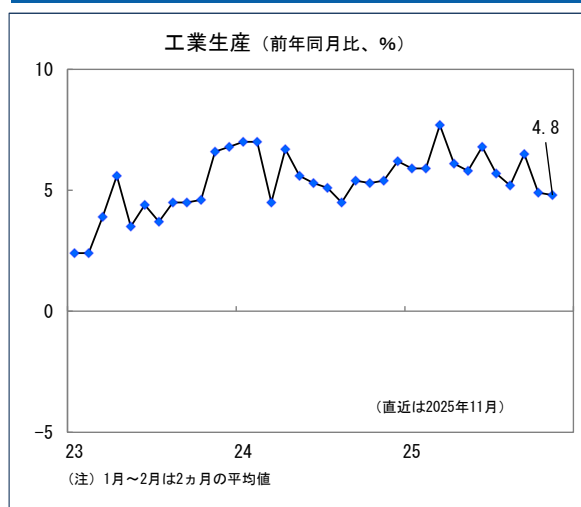
最後に、2026年の政府成長率目標は同年3月の第14期全国人民代表大会（全人代）第4回会議で発表される。多くのエコノミストは2025年と同じ5%前後と予想するが、大和総研は4.5%前後に下げる方が、健全だと考えている。2026年は、耐久消費財の需要先食い政策のツケを払う必要があり、高めの目標設定をすると、さらに無理を重ねることになるためだ。今後の動向に注目したい。

（参考）主要経済指標一覧

	2024年11月	12月	2025年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	5.4	-	-	5.4	-	-	5.2	-	-	4.8	-	-
工業生産（前年同月比、%）	5.4	6.2	5.9		7.7	6.1	5.8	6.8	5.7	5.2	6.5	4.9	4.8
電力消費量（前年同月比、%）	2.8	0.0	1.3		4.8	4.7	4.4	5.4	8.6	5.0	4.5	10.4	
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	6.4	5.4	0.3		2.4	4.9	0.6	2.2	4.5	5.6	4.2	0.6	1.2
固定資産投資（前年累計比、%）	3.3	3.2	4.1		4.2	4.0	3.7	2.8	1.6	0.5	-0.5	-1.7	-2.6
不動産開発投資（前年累計比、%）	-10.4	-10.6	-9.8		-9.9	-10.3	-10.7	-11.2	-12.0	-12.9	-13.9	-14.7	-15.9
小売売上（前年同月比、%）	3.0	3.7	4.0		5.9	5.1	6.4	4.8	3.7	3.4	3.0	2.9	1.3
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	0.2	0.1	0.5	-0.7	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.4	-0.3	0.2	0.7
食品（前年同月比、%）	1.0	-0.5	0.4	-3.3	-1.4	-0.2	-0.4	-0.3	-1.6	-4.3	-4.4	-2.9	0.2
非食品（前年同月比、%）	0.0	0.2	0.5	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.3	0.5	0.7	0.9	0.8
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-2.5	-2.3	-2.3	-2.2	-2.5	-2.7	-3.3	-3.6	-3.6	-2.9	-2.3	-2.1	-2.2
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-2.5	-2.3	-2.3	-2.3	-2.4	-2.7	-3.6	-4.3	-4.5	-4.0	-3.1	-2.7	-2.5
新規融資額（億元）	5,800	9,900	51,300	10,100	36,400	2,800	6,200	22,400	-500	5,900	12,900	2,200	3,900
M2伸び率（%）	7.1	7.3	7.0	7.0	7.0	8.0	7.9	8.3	8.8	8.8	8.4	8.2	8.0
輸出（前年同月比、%）	6.6	10.7	2.1		12.2	8.0	4.6	5.8	7.1	4.3	8.2	-1.2	5.9
輸入（前年同月比、%）	-4.0	0.8	-8.3		-4.3	-0.3	-3.4	1.2	4.2	1.4	7.4	1.0	1.9
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	973.3	1,051.8	846.3		1,019.6	958.9	1,027.8	1,142.7	977.1	1,018.6	904.1	900.3	1,116.8
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-5.3	-5.4	-5.7	-5.5	-5.7	-5.0	-4.3	-4.1	-3.6	-3.5	-2.6	-2.0	-2.1
上海（前年同月比、%）	5.0	5.3	5.6	5.6	5.7	5.9	5.9	6.0	6.1	5.9	5.6	5.7	5.1
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-23.0	-22.5	-29.9		-24.8	-24.1	-23.0	-20.1	-19.5	-19.5	-19.0	-19.9	-20.6
竣工面積（前年累計比、%）	-26.2	-26.1	-15.7		-14.4	-17.0	-17.4	-14.9	-16.6	-17.1	-15.4	-17.0	-18.1
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-14.3	-12.8	-5.5		-3.5	-3.4	-3.6	-4.3	-4.8	-5.4	-6.3	-7.6	-8.6
金額（前年累計比、%）	-19.2	-17.0	-2.9		-2.6	-3.7	-4.4	-6.1	-7.1	-7.9	-8.5	-10.2	-11.7

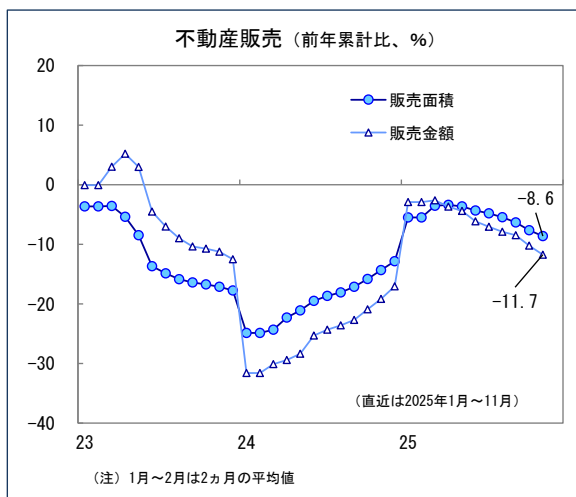
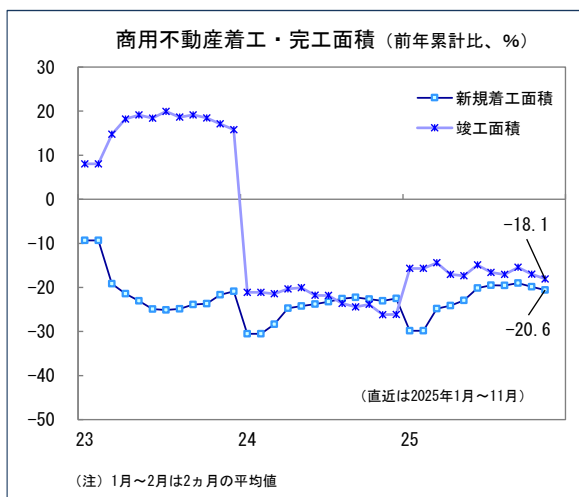
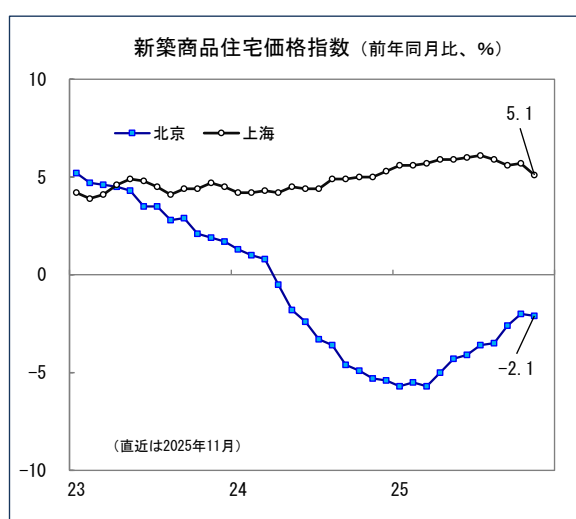
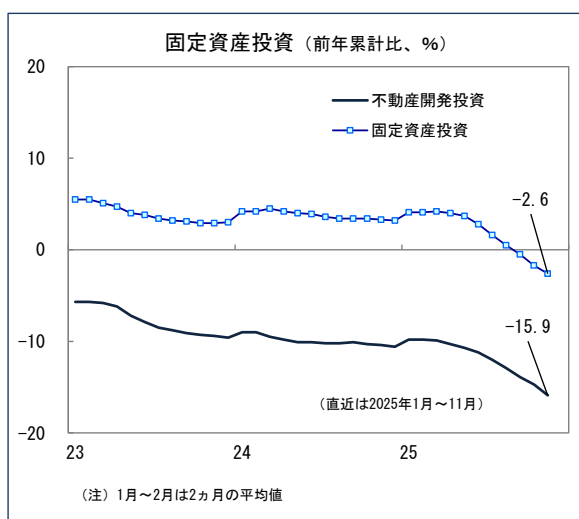
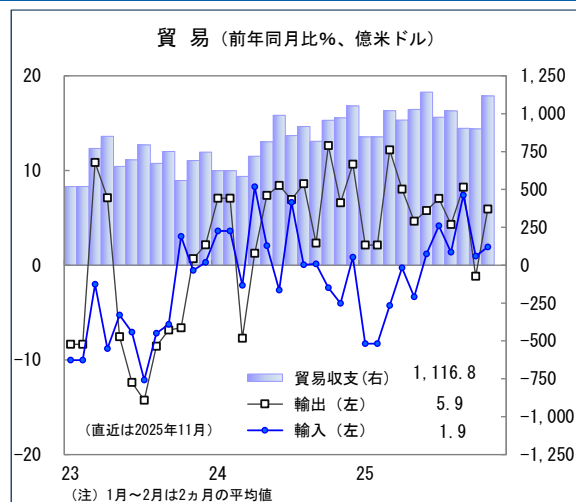
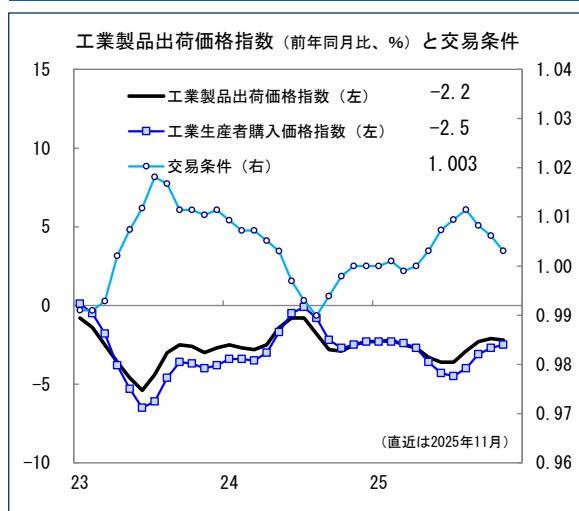
（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

(参考) 主要経済指標一覧 (続き)



(出所) 中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

(参考) 主要経済指標一覧 (続き)



(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成