

# 主要国経済 Outlook

## 2026年2月号 (No. 471)

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  
経済調査部

シニアエコノミスト 佐藤 光  
シニアエコノミスト 神田 慶司  
主任研究員 矢作 大祐  
研究員 藤原 翼  
シニアエコノミスト 橋本 政彦  
主席研究員 斎藤 尚登

### [要約]

■ Overview	2
世界経済の中期見通し	
■ 日本経済	3
2026～35年度における経済財政・金利・為替レートの中期見通し	
■ 米国経済	24
犠牲になるのは財政	
■ 欧州経済	36
トランプリスク再来	
■ 中国経済	47
今後10年の長期経済見通し	

# Overview

## 世界経済の中期見通し

佐藤 光

2026 年は、米軍によるベネズエラ大統領拘束というニュースで幕を開けた。米トランプ大統領はその後もイランへの関与やグリーンランド取得に向けた圧力など、世界を揺るがし続けている。米国では 11 月に中間選挙を控え、トランプ政権の動向は今年も予断を許さない。わが国でも高市首相が衆議院の解散総選挙を表明し、長期金利は一時急上昇した。世界経済については全般に将来が見通しにくい情勢が続いている。2 月号の主要国経済 Outlook では、各地域レポートにおいて、今後 10 年（2026～2035 年）の中期経済見通しを取り上げた。足元のニュースに一喜一憂し過ぎることなく将来を見据えるためにも、ぜひ参考にしていただきたい。

日米欧では、予測期間の前半に予想される変動要因を乗り越えて、後半には各々の潜在成長率付近へ収束していく姿を描いている。前半のポイントとしては、日本では、緩和的な財政・金融政策の下で、家計の所得環境の改善や世界経済の堅調を背景に、個人消費や輸出、設備投資を中心に増加が見込まれる。米国では、トランプ減税や FRB の利下げによる景気下支えが期待できる一方で、「K 字経済」の構図が続くと考えられる。ユーロ圏では、ECB の利下げサイクルが一巡する中で、国防費を中心とした財政拡張が景気拡大を後押しすると見込まれる。

予測期間後半のポイントとしては、日本では、金融政策の正常化や人口減少の加速が成長の重しとなる一方、賃金上昇やインフラ更新需要などが下支えしよう。米国では、労働力人口の停滞と AI 等による生産性向上の双方向の潜在成長率への影響が注目される。ユーロ圏では、財政拡張の需要拡大効果は低減する一方、供給面から潜在成長率を押し上げる効果は持続しよう。

最後に中国では、人口減少と少子高齢化の進展をはじめ、過剰投資や過剰債務等の構造的問題を多く抱えており、成長力は大きく低下していく見通しとなっている。安定的な経済拡大に向けては、既に 4 年余りが経過した不動産不況からの脱却等の構造改革が不可欠となろう。

主要国実質 GDP 見通し<sup>く</sup>要約表<sup>く</sup> (2026 年 1 月 21 日時点)

	(%)				(%)				(前年比%)			
	2025年				2026年				2024年	2025年	2026年	2027年
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	(下線及び斜字は年度)			
日本	1.5	2.1	-2.3	1.0	1.4	1.2	1.0	1.0	-0.2	1.2	0.8	0.9
									<u>0.5</u>	<u>0.9</u>	<u>0.9</u>	<u>0.8</u>
米国	-0.6	3.8	4.3	1.2	3.0	2.0	2.1	2.1	2.8	2.1	2.5	2.1
ユーロ圏	2.3	0.6	1.1	0.9	1.2	1.4	1.5	1.5	0.9	1.4	1.2	1.4
英国	2.7	0.9	0.4	0.3	1.4	1.4	1.6	1.8	1.1	1.4	1.1	1.5
中国	5.4	5.2	4.8	4.5	4.5	4.4	4.4	4.2	5.0	5.0	4.4	4.2
ブラジル	3.1	2.4	1.8	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.4	2.2	1.7	2.0
インド	7.4	7.8	8.2	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>6.5</u>	<u>7.4</u>	<u>6.8</u>	<u>6.8</u>
ロシア	1.4	1.1	0.6	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	4.3	0.6	0.9	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

# 日本経済

## 2026～35 年度における経済財政・金利・為替レートの中期見通し

神田 慶司  
田村 統久  
畠中 宏仁  
秋元 虹輝

### [要約]

- 日本経済中期予測を 1 年ぶりに改訂した。2026～35 年度の実質 GDP 成長率は年率 +0.8% と見込んでいる。予測期間前半は緩和的な財政・金融政策の下、家計の所得環境の改善や世界経済の堅調な推移などを受けて、個人消費や輸出、設備投資を中心に増加しよう。後半は、人口減少の加速や長期金利の上昇が経済成長の重しとなる一方、賃金上昇に伴う消費増などが下支えするとみている。CPI 上昇率は同 +2.1% の見込みで、日本銀行は 2027 年度にかけて短期金利を 1.75% まで段階的に引き上げると想定している。国債需給の緩和などで長期金利は予測期間の終盤にかけて 4% 超まで上昇しよう。円高ドル安が進行し、予測期間後半で 111 円/ドル台と見込んでいる。
- 国と地方のプライマリーバランス (PB) は、予測期間を通して GDP 比 ▲2.5～▲1.7% 程度で推移すると見込んでいる。ただし、消費減税や防衛費の増額などが実施されれば、PB 赤字は想定よりも大幅に拡大する。また、長期金利上昇の影響により純利払い費が増加し、2024 年度に同 ▲2.5% だった財政収支は 2035 年度に同 ▲6.0% に悪化する見込みだ。公債等残高対 GDP 比は 2030 年代初めまで低下が続くが、その後は名目実効金利が遅れて上昇することや PB 赤字の拡大により、上昇に転じるだろう。
- 高市早苗政権は 2026 年の骨太方針で新たな財政目標を示す方針だ。複数年で均した PB が赤字であっても許容したり、歳出目標を撤廃したりする可能性があるが、そうなれば債務残高対 GDP 比のみを目標に掲げる形になり、主要 20 力国の中で財政運営の規律付けが最も弱い国になる。景気や金利の影響を受ける債務残高対 GDP 比を政府が管理することは難しい。潜在成長率が加速しない場合にも備えつつ、大災害や経済危機が起きた際に財政支出を円滑に拡大できるよう、PB 黒字化目標を引き続き堅持すべきだ。また、仮に政府が PB 黒字化目標を取り下げるのであれば、他の主要国を参考に、財政健全化の実効性を担保する仕組みが必要になるだろう。

## 今後 10 年間を視野に入れた日本経済中期予測を 1 年ぶりに改訂

本レポートでは、「[日本経済見通し：2025 年 1 月](#)」で示した日本経済中期予測（以下、前回中期予測）を 1 年ぶりに改訂する。

前回中期予測の公表後、トランプ米政権による高関税政策（トランプ関税）で世界は翻弄されたが、米小売価格への転嫁が抑えられたことなどもあり、世界経済は拡大基調を維持した。国内では「責任ある積極財政」を掲げる高市早苗政権が誕生し、事業規模で史上 6 番目の大さとなる総合経済対策が取りまとめられた。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、日本銀行（日銀）は短期金利（無担保コール O/N 物）を 0.75% 程度へと引き上げるなど、金融政策の正常化が進んだ。長期金利（新発 10 年物国債利回り）は約 27 年ぶりに一時 2.3% 台に乗せた。こうした直近までの状況を踏まえた上で、2035 年度までを視野に入れて日本経済中期予測を改訂する。

**1 章**では GDP や物価、金利、為替レート、**2 章**では財政の中期見通しを示す。**3 章**では日本の財政目標の在り方について、高市政権が重視する政府債務残高対 GDP 比の財政指標としての特徴や、財政目標・ルールの国際比較などをもとに検討する。

なお、本予測は主に当社の中期マクロモデルで作成しており（詳細は 2022 年 1 月公表の「[日本経済中期予測（2022～31 年度）](#)」を参照）、海外経済や原油価格、人口動態などは外生的に想定している。海外経済の詳細については、当社の各国担当者の経済見通しを参照されたい。

### 1. GDP・物価・金利・為替レートの中期見通し

#### (1) 実質 GDP 成長率見通し：予測期間を通じて成長率は 0% 台後半で推移

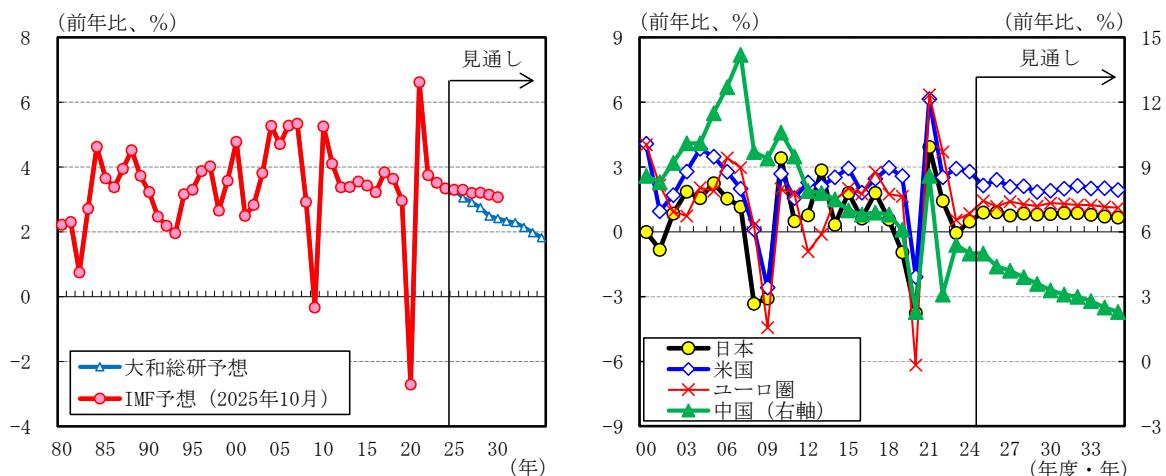
世界経済成長率は IMF 見通しよりも保守的に想定

本予測で想定している世界経済の今後 10 年間（2026～35 年）の成長率は年率 +2.4% である。予測期間を前半と後半に分けて見ると、前半 5 年間（2026～30 年）が同 +2.7%、後半 5 年間（2031～35 年）が同 +2.1% の見込みである（**図表 1**）。

予測期間の前半は米欧における利下げや、中国の比較的高い経済成長率などが世界景気を下支えするとみられる。後半では、人口の増加ペースの鈍化を背景に先進国などで潜在成長率が低下することなどから、それに沿う形で世界経済成長率も鈍化していくと見込む。

国際通貨基金（IMF）が 2025 年 10 月に公表した世界経済見通し（2026 年 1 月に一部改訂）によると、2026～30 年の世界経済成長率は年率 +3.2% であり、当社の予測値は IMF のそれを 0.5%pt 下回る。最大の違いは中国以外の新興国の見方にあり、IMF では同地域の成長率が高止まりするのに対し、当社では緩やかに低下すると見込んでいる。新興国の経済動向は米国や中国など主要国の影響を受けやすく、中国経済の減速などが新興国経済の重しになるとみている。

図表1：世界（左）と主要国・地域（右）における実質GDP成長率の中期見通し



(注) 左図の IMF 予想には、2026年1月の一部改訂を反映。右図のうち、日本は年度、その他は年。中国は2025年まで実績値。

(出所) IMF、内閣府、BEA、Eurostat、中国国家統計局、Haver Analytics より大和総研作成

### 当社の実質GDP成長率見通しは内閣府試算における2つのケースの中間的な水準

日本の今後10年（2026～35年度）の実質GDP成長率は年率+0.8%と見込んでいる。前述の世界経済成長率を含め、各年度の推移や需要項目の動きなど詳細については、**後掲図表11**や巻末の計数表を参照されたい。

予測期間の前半は、世界経済の成長や緩和的な財政・金融政策などを背景に年率+0.8%と見込んでいる。後半は、人口減少の加速<sup>1</sup>や長期金利の上昇が経済成長の重しとなる一方、賃金上昇に伴う消費増や社会インフラの更新需要などが下支えすることで、同程度の伸びが維持されるだろう。

本予測の特徴を明確にするため、2026年1月22日に公表された直近の内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（以下、内閣府試算）との比較を**図表2**で示した。内閣府試算は経済財政諮問会議が審議する際の参考資料としておおむね半年ごとに作成されており、一定の前提の下、先行き10年の経済や財政の姿が示されている。

内閣府試算では主に、「成長移行ケース」「過去投影ケース」という2つのシナリオが示されている。成長移行ケースとは、成長に向けた投資拡大と生産性向上を伴う成長型経済に移行し、実質GDP成長率が2020年代末にかけて1%台半ばへと上昇、2030年度以降も同程度の経済成長が続く。またCPI上昇率は安定的に2%程度で推移するシナリオである。一方、過去投影ケースでは全要素生産性（TFP）上昇率が直近の景気循環から足元まで（2012年10～12月期～2025年7～9月期）の平均並みで将来にわたって推移する。実質GDP成長率は中長期的に0%台半ば、CPI上昇率は1%程度で推移するシナリオである。

<sup>1</sup> 総務省「人口推計」（各年10月1日）によると、総人口は2008年をピークに減少が続き、2025年は概算値で前年比▲0.48%だった。本予測の見通しは国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来人口推計」（2023年4月26日）の出生中位（死亡中位）推計に基づき、減少率は2035年で同▲0.62%に拡大する見込みである。

図表2：当社の中期予測と内閣府試算との比較

		大和総研	内閣府試算(2026年1月22日)	
			過去投影ケース	成長移行ケース
GDP	実質成長率	年率0.8% (2026～35年度)	年率0.6% (2026～35年度)	年率1.4% (2026～35年度)
	名目成長率	年率2.8% (2026～35年度)	年率1.4% (2026～35年度)	年率3.0% (2026～35年度)
物価	CPI上昇率	年率2.1% (2026～35年度)	年率1.2% (2026～35年度)	年率2.0% (2026～35年度)
労働力	労働参加率	労働政策研究・研修機構 「2023年度版 労働力需給の 推計」(2024年8月)における 「成長実現・労働参加進展シ ナリオ」の年齢階級別労働參 加率の見通しを反映(2035 年度:65.8%)	左記の「成長率ベースライ ン・労働参加漸進シナリオ」 を踏まえて推移(2035年度: 65.7%)	左記の「成長実現・労働參加 進展シナリオ」を踏まえて推 移(2035年度:66.9%)
生産性	TFP上昇率	足元の水準から0.7%程度 まで上昇	将来にわたって0.6%程度 で推移	足元の水準から1.1%程度 まで上昇

(注) 内閣府試算では成長移行ケースよりも更に高い成長となる「高成長実現ケース」も示している。

(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2026年1月22日)、各種統計より大和総研作成

当社の実質 GDP 成長率見通しは今後 10 年間で年率+0.8%であり、内閣府試算の過去投影ケース（同+0.6%）より高いものの、成長移行ケース（同+1.4%）を大きく下回る。ただし、後述するように、CPI 上昇率は成長移行ケース並みの同+2.1%を見込んでいることなどもあり、名目 GDP 成長率見通しは成長移行ケースと同程度だ。

実質 GDP 成長率見通しの違いを供給サイドから整理すると、労働参加率については労働政策研究・研修機構が作成した「成長実現・労働参加進展シナリオ」に基づき、女性と高齢者を中心とし上昇すると想定している<sup>2</sup>。また、2019～24 年度で年率+0.5%程度だった TFP 上昇率は同+0.7%程度まで高まると想定しており、過去投影ケース（同+0.6%程度）をやや上回る。

TFP とは労働力や資本の増加によらない経済成長要因であり、TFP の上昇には技術進歩のほか、生産体制の効率化や付加価値の高い部門への経営資源の重点化、ブランディングなどの企業の取り組みが寄与する。安倍晋三政権をはじめ歴代政権は、成長力強化のための制度・規制改革を幅広い分野で実施してきた。だが、当社や内閣府、日銀などの推計値を見ると、TFP 上昇率がその間に大きく高まつたとはいにくい。そのため、今後 10 年で TFP 上昇率が年率+1.1%程度まで高まるという成長移行ケースの想定は不確実性が大きい。

他方、賃金・物価上昇が継続して金融政策が正常化すれば、労働移動の活発化や金利上昇などを通じて経済全体の資源配分の効率化が進んだり、企業努力が価格競争ではなく商品・サー

<sup>2</sup> 労働参加率（労働力率）とは、15 歳以上人口に占める労働力人口の割合。このうち労働力人口は、15 歳以上人口のうち就業者と完全失業者を合わせた人口（働く意思のある者）。本予測では独立行政法人労働政策研究・研修機構「2023年度版 労働力需給の推計」（2024年8月）における「成長実現・労働参加進展シナリオ」の年齢階級別労働参加率見通しをもとに作成したが、マクロの労働参加率は同シナリオと整合的である。

ビスの高付加価値化に注がれたりすることなどを通じて TFP 上昇率が高まる可能性がある。そこで当社では、前回中期予測と同様、TFP 上昇率が直近の景気循環における景気拡張期<sup>3</sup>の平均水準まで安定的に高まると想定した。

### 予測期間後半には輸出を中心に伸びが減速も、個人消費、設備投資などが下支え

予測期間の前半は緩和的な財政・金融政策の下、家計の所得環境の改善や世界経済の堅調な推移などを受けて、個人消費や輸出、設備投資を中心に増加しよう。後半は、金融政策の正常化や人口減少の加速が経済成長の重しとなる一方、賃金上昇に伴う消費増や社会インフラの更新需要などが下支えするとみている。

個人消費は予測期間の前半で年率+0.8%、後半で同+0.7%と見込んでいる。コロナ禍による落ち込みからの回復や、食料品の価格急騰などの一時要因の影響が一巡し、安定的な伸びが続くことを想定している。人手不足が深刻化する中、企業は労働条件の改善などを通じた人手確保に積極的だ。2025 年の春闘賃上げ率は 34 年ぶりの高水準となり、中小企業や地方などでも賃上げが加速した。人件費の増加分を価格に転嫁する動きが拡大したり、設備投資などを通じて労働生産性が改善したりすることで、物価上昇を上回る賃金上昇が定着し、個人消費は堅調に推移しよう。予測期間後半は、人口減少の加速が個人消費の伸びを抑制する一方、労働需給のひつ迫で実質賃金に上昇圧力がかかり続けることで所得環境の改善が進み、個人消費を下支えするとみられる。

輸出は予測期間の前半で年率+2.1%、後半で同+1.6%の見込みである。前述のように予測期間前半の世界経済成長率は同+2.7%と想定しており、財輸出は比較的堅調に推移しよう<sup>4</sup>。サービス輸出に含まれるインバウンド消費は、消費額の大きい北米や豪州からの訪日客数の増加もあって堅調に推移するとみられる。中国人訪日客数は、2026 年度を通じて中国政府の渡航自粛要請により下押しされ<sup>5</sup>、2027 年度以降も中国国内の不動産不況の長期化などが重しとなり、緩やかな増加にとどまるとみられる。予測期間後半は、米欧中のいずれの国・地域でも経済成長率が低下するほか、円高の進行も重なり、輸出の増加ペースは鈍化する見込みである。

設備投資は、予測期間の前半で年率+1.5%、後半で同+1.5%と見込んでいる。予測期間前半は、企業収益の拡大や外需の拡大などを背景に能力増強投資が進むとみられる。高市政権による危機管理投資・成長投資の効果も一定程度発現するとみているが、投資性向の明確な上昇など企業の行動変容は想定していない。予測期間後半には、金利の上昇や外需の減速などが設備投資の伸びを下押しするとみられる。他方、賃金上昇に伴う資本財の相対価格低下が企業の投資意欲を下支えするほか、コロナ禍前から底堅く推移してきた DX や省力化投資、脱炭素のた

<sup>3</sup> 第 16 循環（2012 年 10-12 月期～2020 年 4-6 月期）の景気拡張期に相当する 2013～18 年度。

<sup>4</sup> なお、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。

<sup>5</sup> 中国政府の渡航自粛要請による中国人訪日外客数への影響は、2012 年 9 月の尖閣諸島国有化時と同程度の落ち込みと回復（最も影響が大きい月でショック前の半分程度まで訪日客数が減少し、ショックから 1 年 3 カ月程度で元の水準に回復）と想定した。詳細は当社の「[第 227 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2025 年 12 月 8 日）を参照。

めの GX 投資は予測期間を通じて増加しよう。

公需は予測期間を通して堅調に推移する見込みである。政府消費は、予測期間の前半で年率 +1.5%、後半で同 +1.4% と予測する。コロナ禍以降に膨張した歳出の調整による下押しが一巡する中で、社会保障給付費（うち公費負担分）の増加や、賃上げに伴う人件費の増加が政府消費を継続的に押し上げるとみられる。

公共投資は予測期間の前半で年率 +0.9%、後半で同 +1.5% と予測する。予測期間前半は、資材価格の高騰などが一服する中で、「第 1 次国土強靭化実施中期計画」（2026～30 年度）の執行が公共投資を押し上げよう。予測期間後半にかけて、道路などの社会インフラの更新需要の高まりなどが下支えすると見込んでいる。

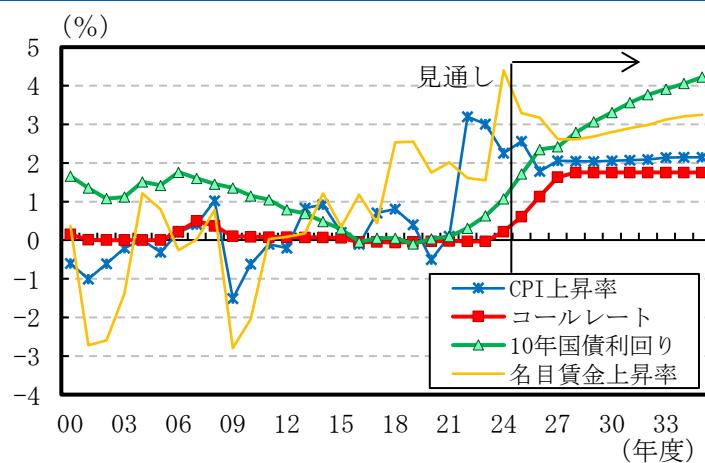
## （2）物価・金利・為替見通し：インフレ定着で金融政策は 2020 年代後半に正常化

日銀は 2027 年度にかけて短期金利を 1.75% に引き上げ、長期金利は予測期間終盤に 4% 程度へ

CPI は予測期間の前半で年率 +2.0%、後半で同 +2.1% と見込んでいる（図表 3）。国内経済活動の緩やかな拡大や労働力人口の減少などにより労働需給のひっ迫が続き、春闘では高水準の賃上げが続くだろう。企業は人件費の増加分を販売価格に転嫁し、それが更なる賃上げを促すことで物価上昇が継続し、CPI 上昇率は 2% 程度で推移するとみている<sup>6</sup>。

緩和的な金融環境が必要以上に維持されれば、インフレの過熱リスクが高まる。そのため日銀は、CPI 上昇率が 2% 程度で安定するように金融政策の正常化を進めるだろう。本予測では、2027 年度にかけて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 3：CPI 上昇率、長短金利、名目賃金上昇率見通し



（注）CPI は消費増税と幼児教育・保育無償化の影響を除く。名目賃金は時間あたり賃金・俸給。

（出所）日本銀行、財務省、内閣府、総務省統計より大和総研作成

<sup>6</sup> マクロモデルによる将来推計は過去の経済行動の影響を強く受ける。2023 年頃から見られた家計や企業の行動変容を内生的に反映させることは難しいため、本予測では期待インフレ率の上昇を外生的に想定した。

短期金利の先行きを検討する上では、自然利子率（景気や物価動向に中立的な実質金利）が重要になる。自然利子率は推計方法によって水準が異なるため幅を持ってみる必要があるが、Holston, Laubach and Williams (2023)<sup>7</sup>をもとに推計した日本の自然利子率は直近で0%近傍にあるとみられる。今後の自然利子率は潜在成長率の低下で下押し圧力がかかり、マイナス圏で推移する可能性がある。そのため日銀はインフレ率をやや下回る1.75%程度で利上げを停止し、実質短期金利を自然利子率並みの水準に保つことで、予測期間後半は中立的な金融環境が維持されるだろう。

長期金利については、金融政策の正常化が進む予測期間の前半にかけては実体経済を反映して上昇する。予測期間の後半には、公債等残高対GDP比が上昇に転じるなど、財政状況への懸念が強まる可能性がある。また、これまで日銀が大規模な国債買い入れを実施してきたことを主因に、長期金利は国債需給の引き締まりによって低位で安定していたが、日銀は長期国債の保有残高を減らしていく方針であり、長期金利に対する需給面からの上昇圧力は時間の経過とともに強まっていくだろう。この結果、長期金利は予測期間の終盤にかけて4%超まで上昇するとみている<sup>8</sup>（図表3）。

### ドル円レートは予測期間後半に1ドル111円台へと円高が進む見込み

為替レートは財政・金融政策や物価、生産性、経常収支、投機的な資金の動きなど様々な要因によって変動するが、中長期的には購買力平価、短期的には2国間の実質金利差の影響を受けて変動する傾向にある。こうした考えに基づいて推計すると、ドル円レートは予測期間の前半で138.3円/ドル、後半で111.8円/ドルと見込まれる（年度ベースの期間平均値）。予測期間前半を中心に円高方向にシフトするだろう（図表4）。

予測期間を通して日米実質金利差は縮小傾向をたどることで円高圧力が強まるとみられる。図表4の破線で示した購買力平価に目を向けると、予測期間を通して横ばい圏で推移している。これは日米両国のインフレ率がおおむね同水準にあることを意味する。デフレ期の日本は米国対比で物価が下落しやすく、購買力平価の観点からは円高圧力が強まりやすかった。だが、日本においても2%程度のインフレが定着するとの見通しの下、インフレ率格差を通じた円高圧力は落ち着く見込みだ。ただし、購買力平価は市場為替レートよりも円高水準にあることから、ドル円レートには緩やかながらも円高圧力がかかり続けるだろう。

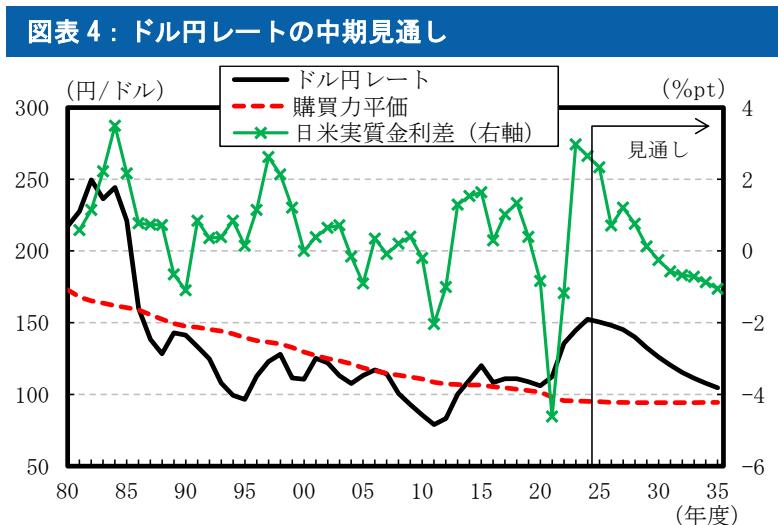
上記はマクロモデルによる将来推計であるが、現実の為替レートは前述のように様々な要因によって日々変動しており、不確実性は大きい。

<sup>7</sup> Kathryn Holston, Thomas Laubach, and John C. Williams (2023) “Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 1063, June 2023.

<sup>8</sup> 前回中期予測における長期金利は予測期間の前半に、金融政策の正常化が進む中で名目GDP成長率と同程度まで上昇し、後半では名目GDP成長率並みで推移すると想定していた。今回は、予測期間の前半では前回中期予測と同様に想定した一方、後半では、長期金利を名目GDP成長率で回帰した推計式（非伝統的金融政策の実施時期を除く）に、名目GDP成長率見通しを当てはめた推計値へと上昇していく（2035年度に推計値に一致）と想定した。

円高が急激に進行するリスクとしては、トランプ政権の政策や地政学的リスクの発現などにより、世界景気が大幅に悪化することが挙げられる。日本は世界でも有数の対外純資産保有国であり、経常収支は予測期間を通して黒字が続く見込みである。ストック面だけでなくフロー面からも安全通貨としての需要は依然として大きいとみられ、リスクオフ時の資金の回避先として日本円が選ばれやすい。また、購買力平価の観点からは、90 円/ドル程度の円高水準が示唆されており、購買力平価に対する市場関係者の関心が高まれば、円高方向に大幅に進むことも考えられる。

反対に円安が急激に進行するリスクとしては、財政運営への信認の低下が挙げられる。公債等残高対 GDP 比は低下が続いているものの（**後掲図表 5 右**）、2026 年 2 月 8 日投開票の衆議院選挙では与野党ともに消費減税を公約に盛り込む方針であるなど、財政悪化への懸念は強い。長期間にわたり拡張財政が実施されれば、物価水準の上昇で円安圧力が強まることはもちろん、通貨の信認低下という側面からも円安方向に進む可能性がある。



## 2. 財政の中期見通し

PB 黒字化は見通せず、公債等残高対 GDP 比は 2030 年代前半に上昇に転じる見込み

2025 年 12 月に閣議決定された 2026 年度当初予算の政府案（当初予算案）では、一般会計の歳出が 122.3 兆円（前年度の当初予算比 +7.1 兆円）、税収が 83.7 兆円（同 +5.9 兆円）といずれも過去最高を更新した。

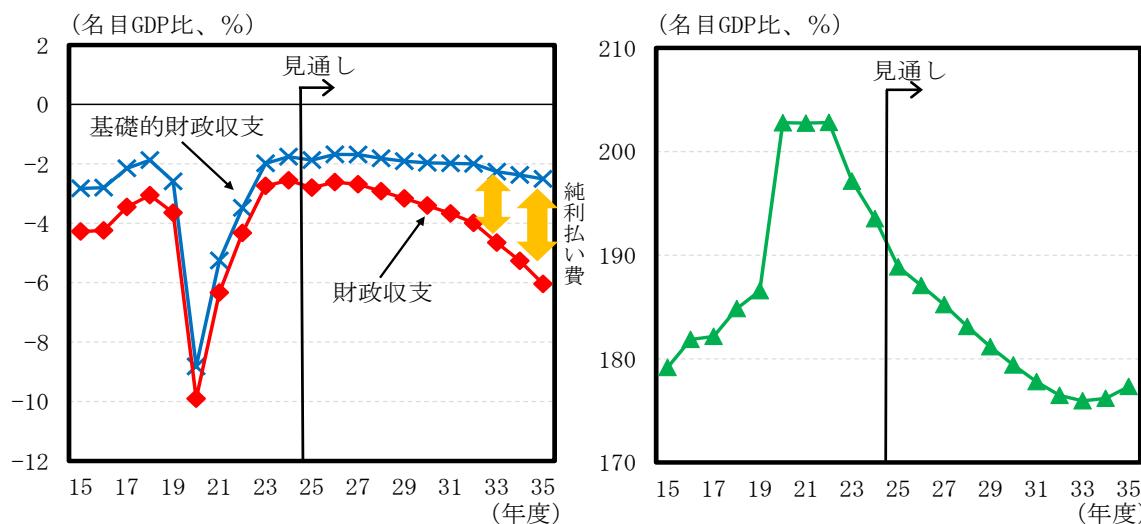
当初予算案の基礎的財政収支（プライマリーバランス、以下 PB）は +1.3 兆円と 28 年ぶりの黒字になり、財政健全化が進んでいるようにみえる。だが、政府が財政健全化目標の対象としてきた国民経済計算（SNA、いわゆる GDP 統計）ベースの国・地方の PB には、2025 年度補正予

算の繰り越し分や特別会計、地方分も含まれるため、SNA ベースでも PB 黒字化が実現できるかは不透明だ<sup>9</sup>。加えて、近年常態化している経済対策の策定が今後も続くのであれば、PB の大きな悪化要因となる。

当社の見通しでは、近年の大型補正予算からの脱却が進まないことを前提に、補正予算を含む直近（2024 年度）の実績額を発射台としており、国・地方の PB は予測期間を通じて GDP 比 ▲2.5～▲1.7% 程度で推移すると見込んでいる（図表 5 左）。加えて、前述のように長期金利は予測期間終盤に 4% を超えることから、純利払い費が増加し、財政収支は 2035 年度で GDP 比 ▲6.0% 程度まで悪化すると見込む。

高市政権が重視する財政指標である政府債務残高対 GDP 比（ここでは公債等残高ベース）は、名目 GDP 成長率が名目実効金利を上回ることで 2030 年代初めまで低下が続く。だが、その後は実効金利が成長率を上回ることや PB 対 GDP 比の赤字幅拡大により、上昇へと転じる見込みだ（図表 5 右）。常態化した大規模経済対策からの脱却などによる PB 黒字化や、潜在成長率（実質 GDP のトレンド成長率）の引き上げなどを実現しなければ、政府債務残高対 GDP 比を中長期的に引き下げるとは難しいことを示唆している。

図表 5：国・地方の基礎的財政収支と財政収支（左）、公債等残高（右）の見通し



（注）復旧・復興対策、GX 対策及び AI・半導体の経費及び財源の金額を除いた国・地方のベース。公債等残高は、普通国債、地方債、交付税及び譲与税配布金特別会計借入金の合計で、2025 年度以降は財政収支等を用いて延伸している。

（出所）各種統計より大和総研作成

当社の財政見通しでは、補正予算への依存に加え、財源の確保ができないない施策は PB の赤字要因と整理している。図表 6 上で示したように、ガソリン・軽油の暫定税率廃止や高校・給食費の無償化には 2 兆円強の財源が必要だが、現在確保されているのは歳出改革による捻出分

<sup>9</sup> 当初予算の前提となる 2026 年度の政府の実質 GDP 成長率見通しは前年比 +1.3% と、直近の日本経済研究センター「ESP フォーキャスト調査」（2026 年 1 月 15 日）における民間調査機関の平均（同 +0.8%）や高位平均（同 +1.0%）を明確に上回る。比較的高い成長率が実現しなければ、2026 年度の税収は政府の想定から下振れして収支が悪化する可能性がある。なお、前述の内閣府試算では、2025 年度補正予算の繰り越し分等を含む 2026 年度の国・地方の PB 対 GDP 比は ▲0.1% 程度と見込まれている。

を含めても 1.5 兆円弱で、約 7,400 億円の不足が生じている。また、「令和 8 年度税制改正の大綱」には自動車税等の環境性能割の廃止が盛り込まれたが、これに必要な約 1,900 億円についても財源確保の目処は現時点では立っていない。

このほか、当社の見通しでは、金利上昇に伴う日銀の収益悪化による日銀納付金の減少、個人所得税の物価水準に応じた基礎控除（本則部分）等の引き上げや基礎控除の特例措置による引き上げによる減収分も考慮している。特に基礎控除の特例措置については、政府は 2028 年以降加算額を引き下げるとしているが、一度引き上げた控除額を元に戻すことは家計負担の増加につながり、容易ではないことから、2028 年以降も特例措置による加算額は維持される想定している<sup>10</sup>。

図表 6 : PB 赤字要因として織り込んだ主な施策（上）と今後 PB 赤字要因となりうる措置（下）

施策名	所要額	対応	不足額
ガソリン・軽油の暫定税率廃止	約1.5兆円	①賃上げ促進税制の見直し ②極めて高い水準の所得に対する負担の適正化措置の見直し ③教育資金一括贈与に係る贈与税非課税措置の廃止	約7,400億円
高校無償化	約3,800億円	により、約1.2兆円、加えて歳出改革で0.24兆円の財源を確保。なお不足する財源は令和9年度税制改正で結論を得る	
給食費無償化	約3,300億円	安定財源を確保するための具体的な方策を検討し、それまでの間、国の責任で手当てる	
自動車税及び軽自動車税の環境性能割廃止	約1,900億円		約1,900億円
想定されうる措置	内容	追加の所要額	
消費減税	飲食料品（軽減税率対象）の消費税を2年間ゼロ	約4.8兆円	
防衛費の増額	防衛費対名目GDP比の分母となる名目GDPの基準を2022年度から2025年度の値に変更	約2.4兆円	
	上記に加え、防衛費対名目GDP比をNATO基準である3.5%に引き上げ	約12.4兆円	

（注）上図の金額は平年度ベース。下図の金額は 1 年あたり。消費減税の追加所要額は財務省の試算値に基づく。防衛費の増額について、現在は 2022 年度の名目 GDP（2015 年基準）が分母として使われており、2027 年度に防衛費を 11 兆円程度にまで増額するとされている。2025 年度の値は内閣府「令和 8 年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」に基づく。

（出所）各種資料より大和総研作成

さらに、今回の当社の見通しでは織り込まれていないものの、今後、PB 赤字拡大要因となりうる措置が取られることも考えられる（図表 6 下）。1 つ目は消費減税である。自民党・日本維新の会の与党は 2026 年 2 月 8 日投開票の衆議院議員選挙で、軽減税率が適用されている飲食料品の消費税率を 2 年間に限りゼロとすることを公約に盛り込む方針である。財務省の試算によると、これによる年間減税額は約 4.8 兆円となる。

2 つ目は防衛費の増額である。2022 年に閣議決定された「国家安全保障戦略」では 2027 年度に防衛費が GDP 比 2% に達するよう所要の措置を講ずるとされているが、高市首相は 2026 年中

<sup>10</sup> 財務省「令和 8 年度税制改正の大綱」によると、基礎控除の特例措置による減収見込み額は、平年度ベースで 4,490 億円とされる。

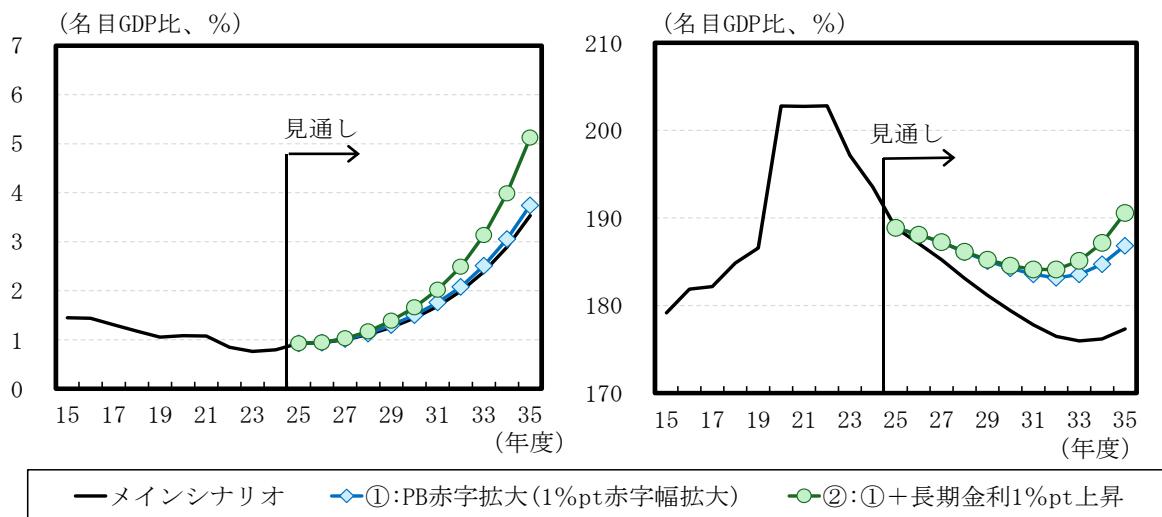
にこの「国家安全保障戦略」を含む戦略三文書<sup>11</sup>を見直す考えを示している<sup>12</sup>。現在、防衛費対GDP比の分母となる基準は2022年度の名目GDPであるが、戦略三文書が見直されるのであれば、その基準も見直されることになるであろう。

仮に、政府経済見通しで示された2025年度の名目GDPを分母とした場合、GDP比2%を達成するためには防衛費を年間2.4兆円程度増額する必要がある。また、北大西洋条約機構(NATO)加盟国は2035年までに防衛費をGDP比3.5%（インフラ整備等の防衛関連費を含めれば同5%）に引き上げることで合意している。日本はNATOに加盟していないが、トランプ政権はアジア太平洋の同盟国に対してもNATO加盟国と同水準の防衛費引き上げを求めており、高市政権は防衛力強化に積極的であることを踏まえると、同3.5%が次の目安となる可能性がある。名目GDPの基準を2025年度に変更した上で、この水準まで防衛費を引き上げる場合、追加の所要額は年間12.4兆円程度へと跳ね上がる。

#### PB赤字の拡大・長期金利の上昇により、純利払い費・公債等残高が急増する可能性も

公債等残高対GDP比は2030年代初めまで低下していくと見込んでいるが（前掲図表5右）、前述のようにPB赤字は想定よりも拡大する可能性がある。PB赤字の拡大は財政の持続可能性に対する懸念を強め、リスクプレミアムが上乗せされる形で長期金利に上昇圧力がかかることも考えられる。こうしたPB赤字の拡大や長期金利の上昇といったリスクが顕在化した場合の純利払い費と公債等残高への影響を試算した結果が図表7である。

図表7：PB赤字拡大・長期金利上昇時における純利払い費（左）と公債等残高（右）の見通し



(注) 純利払い費と公債等残高はいずれも国・地方ベース。①は2026年度から2035年度におけるPB赤字の名目GDP比がメインシナリオと比較してGDP比1%pt拡大する場合、②は①に加え、2035年度の長期金利がメインシナリオと比較して1%pt上昇する場合である。②については、長期金利の上昇幅は2026年度から2035年度にかけて徐々に拡大していくと想定している。

(出所) 各種資料より大和総研作成

<sup>11</sup> 「国家安全保障戦略」、「国家防衛戦略」、「防衛力整備計画」の3つの文書。

<sup>12</sup> 「[第219回国会における高市内閣総理大臣所信表明演説](#)」（2025年10月24日閣議決定）

PB 赤字が当社のメインシナリオから GDP 比 1%pt 拡大した場合、2035 年度における純利払い費対 GDP 比はメインシナリオから 0.2%pt の上昇にとどまるが、公債等残高対 GDP 比は 9.5%pt 程度上昇する。これに加えて長期金利がメインシナリオから 1%pt 上昇し、予測期間後半に 5% 超に達する場合、2035 年度における純利払い費対 GDP 比はメインシナリオから 1.6%pt 程度上昇し、公債等残高対 GDP 比は 13.2%pt 程度上昇する。

財源の確保なく財政支出を行い PB 赤字が拡大すれば、2020 年代後半の公債等残高対 GDP 比の低下は緩やかになり、上昇に転じる時期が早まる。更に金利上昇が加速すれば、2030 年代前半の公債等残高対 GDP 比の上昇ペースは大幅に速まる。次章で述べるように、高市政権は成長を後押ししつつ、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、大災害や経済危機が起きた場合でも財政支出を円滑に拡大できるような財政運営が求められる。

### 3. 高市政権下で注目される財政目標の在り方

#### 高市首相は PB 黒字化目標の見直しを表明

高市首相は 2026 年 1 月 22 日の経済財政諮問会議で、PB を単年度で確認する方針から、数年単位で確認する方向に見直す考えを示した。

石破茂前政権が取りまとめた 2025 年の「経済財政運営と改革の基本方針」（骨太方針）では、「2025 年度から 2026 年度を通じて、可能な限り早期の国・地方を合わせた PB 黒字化」（p. 37）することや、「PB の一定の黒字幅を確保しつつ、債務残高対 GDP 比を（中略）安定的に引き下げる」（p. 37）ことを目指すとしていた。高市政権は 2026 年の骨太方針で新たな財政目標を示す方針だ。

単年度の収支にとらわれない柔軟な目標設定は、景気変動等への対応の余地を残しつつ、財政健全化へのコミットメントを維持できるという利点がある<sup>13</sup>。だが仮に、達成時期を明示せずに数年単位で PB の状況を確認するだけであれば、もはや「目標」とはいえない。高市政権は債務残高対 GDP 比を重視する姿勢を示しており、近年は低下が続いていることから、今後は PB の黒字化にこだわらない姿勢を示すことも考えられる。そこで以下では、債務残高対 GDP 比の引き下げ目標（以下、債務目標）のみに注目した場合の財政運営上の課題などを整理しつつ、国際比較も交えて日本の財政目標の在り方を検討する。

#### （1）「債務目標重視」で財政運営は改善するか

##### 債務残高対 GDP 比はショック時に急上昇するなど不確実性が大きく政府の進捗管理が難しい

近年の日本のように、名目 GDP 成長率が名目実効金利を上回る状況であれば、PB が黒字でなくとも債務残高対 GDP 比は低下する。そのため、今後は債務目標のみを掲げる方が財政運営の

<sup>13</sup> 後述するように、海外でも景気循環を考慮した仕組みを含む財政収支目標やルールを設定する国もある。

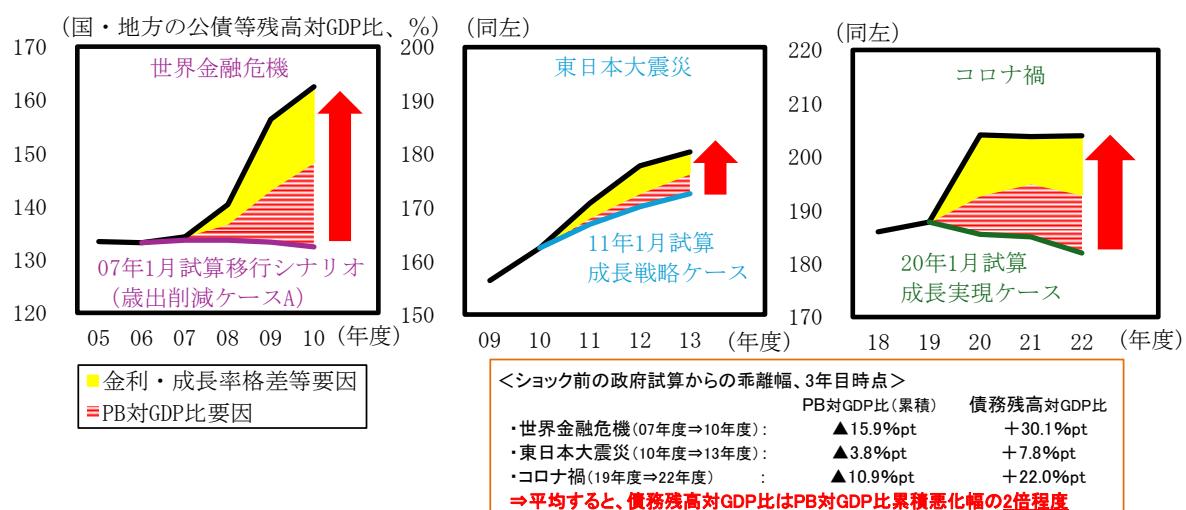
自由度が高まるようにみえる。

だが、当社の「[2026年の日本経済見通し](#)」(2025年12月23日)で指摘したように、名目GDP成長率が名目実効金利を上回るという足元の状況は高インフレが主因である。また、日銀が長期的に実施してきた金融緩和策により、過去に発行された国債の金利が低いことも影響している。**1・2章**で示したように、今後はCPI上昇率が2%程度で推移し、金融政策の正常化が進めば、こうした状況は一変する。いずれ名目実効金利が名目GDP成長率を上回るようになり、債務残高対GDP比に上昇圧力がかかるだろう。

さらに、経済ショックなどによって景気が落ち込めば、債務残高対GDP比は急上昇する可能性がある。**図表8**では、①2008年9月のリーマン・ショックを契機とした世界金融危機、②2011年3月に発生した東日本大震災、③2020年に始まったコロナ禍、という3つの時期における公債等残高対GDP比(以下、債務比率)を示している。また、ショックが発生する前に作成された政府試算からの乖離幅とその要因も掲載した。

いずれの時期においても、経済対策の実施や税収の減少により毎年度のPBが政府試算よりも悪化し、それが累積的に債務比率を押し上げた。そこに金利・成長率格差要因(名目GDP成長率が名目実効金利を下回ると債務比率を押し上げ)などによる上昇圧力も加わった結果、債務比率は大きく悪化し、PB赤字のみによる上昇幅の2倍程度に達した。

**図表8：過去のショック時における公債等残高対GDP比の政府試算からの乖離要因**



(注) 各年度における国・地方の公債等残高対GDP比の政府試算からの乖離幅を以下の式で要因分解した。

公債等残高対GDP比の前年差=前年度の公債等残高対GDP比×(名目実効金利-名目GDP成長率)/(1+名目GDP成長率)-PB対GDP比

「PB対GDP比要因」は各年度における第2項の見通しとの乖離を累積したもの。「金利・成長率格差等要因」は左辺の見通しとの乖離から第2項のそれを除いた残差を累積したものであり、金利・成長率格差の影響に加えて統計上の不一致等を含む場合がある。公債等残高とPBは各政府試算の計数を使用(2025年8月試算は復旧・復興対策、GX対策及びAI・半導体支援の経費及び財源の金額を含んだベース、2020年1月試算は復旧・復興対策の経費及び財源の金額を含んだベースの数値)。政府試算の名目GDP見通しは、2025年12月に行われたGDP統計の基準改定を踏まえて水準を調整している。

(出所) 内閣府より大和総研作成

従って、経済ショックなどで債務比率が上振れした場合、ショック前に見込まれていた軌道に戻すには、PB の悪化分を大幅に上回る規模の収支改善が必要になる。しかしながら、景気後退期に歳出削減や増税を行うのは現実的ではない。

債務目標はストック指標であるがゆえに、目標達成に向けた取り組みを毎年度の予算に反映させにくい。また、政府が経済成長率や金利を直接的にコントロールすることはできないため、債務目標の進捗管理も難しい。財政の持続可能性を確保し、国債市場での信認を維持するためにはフロー指標（財政収支や PB など）も重視し、平時の収支改善の積み上げによって危機対応のための財政余地を確保すべきだ。

### 時価ベースの純債務残高比率は近年、評価損益の影響が大きい

政府はこれまで公債等残高（普通国債と地方債、交付税及び譲与税配布金特別会計借入金の合計で簿価）を重視してきたが、債務残高には「総（グロス）」ベースと、総債務残高から資産を除いた「純（ネット）」ベースがある。また、評価額が「簿価」なのか「時価」なのかでも、債務残高の水準や推移は異なる。

高市首相は就任前、総債務残高から政府が保有する金融資産を除いた「純債務残高<sup>14</sup>」の GDP 比を重視する立場を取ってきた。確かに、純債務残高は IMF や経済協力開発機構（OECD）などが公表しているが<sup>15</sup>、バランスシートを原則として時価で評価する SNA から作成されているため<sup>16</sup>、その解釈には注意が必要だ。

**図表 9 左**は社会保障基金を含む一般政府の純債務残高の推移を示したものだ。IMF の公表する純債務残高対 GDP 比はコロナ禍が始まった 2020 年をピークに明確な低下トレンドを示している。だが、その主因は金利上昇で公債等の評価額が低下したことや、円安で外為特会（外国為替資金特別会計）や GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の運用する海外証券の円建て評価額が上昇したことだ（**図表 9 右**）。この影響を機械的に取り除いた簿価ベースの純債務残高対 GDP 比を試算すると、時価ベースのような低下トレンドは見られない。

金利上昇による政府債務の縮減や、円安によるキャピタルゲインで政府の財政状況が改善することは、一種の「インフレ税」を意味しており、国民の担税力が向上したわけではないため持続可能とは限らない。

また、評価益の大部分は基本的に実現できない。例えば、公債等は額面で償還されるため、時価の評価額が低下しても返済負担が軽くなるわけではない。また、外為特会のキャピタルゲ

<sup>14</sup> 純債務残高の定義も複数ある。例えば、OECD は総債務残高から金融資産残高を控除したものを「純債務残高」としている。一方、IMF の定義では上記の計算に使う金融資産・負債の双方から「持分・投資信託受益証券」を除いて計算するため、GPIF 等が保有する国内株式等は政府の金融資産に含まない。

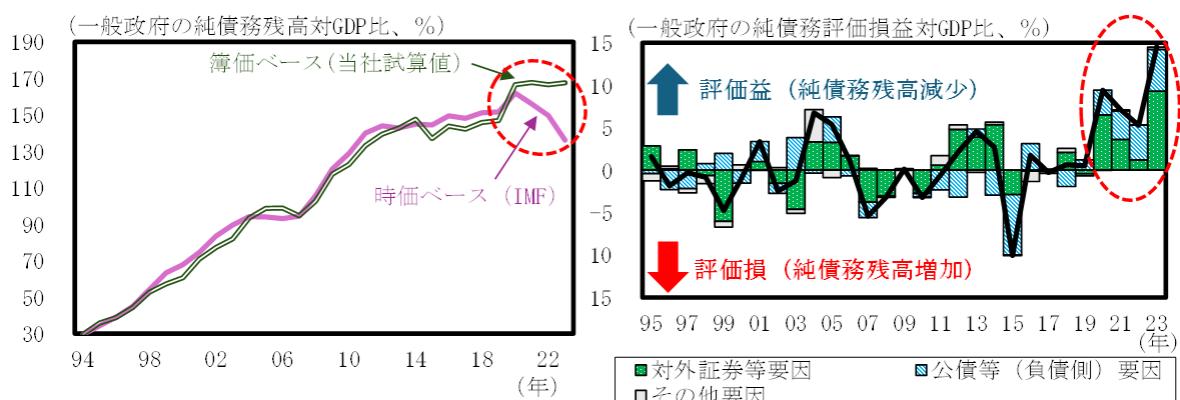
<sup>15</sup> IMF は、借換リスクを評価するためには総債務が優れ、支払能力（solvency）リスクや債務の経済成長や金利への影響を評価するためには純債務が優れているとしている。詳細は、IMF (2010) “FISCAL MONITOR: Navigating the Fiscal Challenges Ahead” を参照。

<sup>16</sup> 資金循環統計（Flow of Funds）から各国の純債務残高を作成することも考えられるが、SNA と同様に時価ベースになる。

インは、円買い介入時以外は実現できない<sup>17</sup>。

財政指標として純債務残高を重視する場合は、金融資本市場の一時的な変動により議論がミスリードされる「フレーミング・バイアス（同じ情報でも伝え方によって受け手の印象等が異なること）」が起きないよう、簿価ベースの債務指標と併せて財政状況を評価するなどの工夫が求められる。

図表9：簿価・時価ベース一般政府の純債務残高対GDP比の推移（左）、純債務の評価損益対GDP比の推移（右）



（注1） 左図は、一般政府の純債務残高対GDP比について、IMFの公表する時価ベースと、そこから時価変動の影響を取り除いた簿価ベース（当社試算値）の推移を示したもの。簿価ベースの純債務残高対GDP比は、時価ベースの数値から、1995年以降の対応する金融資産・負債の累積評価損益を控除して算出した。データの制約から、金融資産・負債の各項目の評価損益はGFSベースの評価損益（名目保有利得・損失）に前期末残高比（SNA/GFS）を乗じてSNAベースに換算したものを利用している（直近のIMFのデータに合わせ、2015年基準SNA・GFSを使用）。純債務残高の定義はIMFに準拠し、金融資産・負債の双方から「持分・投資信託受益証券」を除いている。

（注2） 右図は、注1に示した方法により算出した一般政府の純債務の評価損益対GDP比を要因分解したもの。「公債等（負債側）要因」、「対外証券投資等要因」はそれぞれ負債の「債務証券」、金融資産の「その他の金融資産」の評価損益対GDP比。

（出所） IMF、内閣府より大和総研作成

## （2）国際比較から示唆される日本の財政運営上の課題

### 日本は財政の持続可能性を確保する仕組みが諸外国に見劣り

それでは、諸外国はどのように規律付けして財政運営を行っているのだろうか。日本を含む主要20カ国を対象に、財政目標・ルールや逸脱した時の是正措置、独立財政機関の有無を比較したのが図表10である。

OECD（2025）<sup>18</sup>によると、「財政目標」（fiscal objectives：図表中の「○」）は政府による

<sup>17</sup> 上記の議論は、政府の支払い能力の評価指標として「純」債務を利用すること自体を否定するものではない。例えば、外債等から生じる利子収入（インカムゲイン）の一部は国債の利払いにも利用されること等に鑑み、債務の評価において政府が保有する金融資産を考慮することには一定の合理性があるとみられる。

<sup>18</sup> OECD (2025) "Quality Budget Institutions: Developments in OECD countries", OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/8e811202-en>.

議会への声明や政治的合意などで定められたものである。これに対して「財政ルール」(fiscal rules: 図表中の「◎」) は憲法や法律で定められたものであり、財政目標よりも厳格だ。

財政目標・ルールには「収支」「債務」「歳出」「歳入」の4つの類型がある。ほとんどの国ではこれらのうち1つではなく、複数について目標・ルールが定められている。また、図表中の青字で記した欧州連合(EU)加盟国は国内の財政目標・ルールのほか、EUの財政規律要件(財政赤字対GDP比3%以内、債務残高対GDP比60%以下など)が定められている。

図表10: 主要20カ国における財政目標・ルールなどの状況 (OECD加盟国の中1人あたりGDP(購買力平価ベース、2024年)で上位19カ国と日本を対象)

青字の国は EU加盟国	財政目標・ルール (◎は憲法や法律で定められた財政ルール)					財政目標・ルールから 逸脱した時の正措置 (◎は厳格な措置)	独立財政機関		
	収支		債務	歳出	歳入				
	財政収支	PB							
オーストラリア	○	×	○	○	○	○	○		
オーストリア	◎	×	○	○	×	○	○		
ベルギー	○	×	×	◎	×	◎	○		
カナダ	○	×	○	○	×	○	○		
デンマーク	◎	×	×	◎	◎	◎	○		
フィンランド	◎	×	○	○	×	◎	○		
フランス	◎	○	◎	◎	◎	○	○		
ドイツ	◎	×	×	×	×	◎	○		
アイスランド	◎	○	◎	○	○	○	○		
アイルランド	◎	×	◎	◎	○	○	○		
イタリア	◎	×	○	◎	×	◎	○		
日本	×	○	○	○	×	×	×		
韓国	○	×	○	×	×	○	○		
ルクセンブルク	◎	×	○	◎	×	◎	○		
オランダ	◎	◎	◎	◎	◎	◎	○		
ノルウェー	○	×	×	×	×	○	×		
スウェーデン	◎	×	◎	◎	×	◎	○		
スイス	◎	×	×	◎	◎	◎	×		
英國	○	×	○	○	×	×	○		
米国	×	×	◎	◎	◎	◎	○		

(注) 財政ルールがある場合は「◎」、財政ルールはないが、財政目標がある場合は「○」、どちらもない場合は「×」と標章した。日本では財政法第4条で「国の歳出は、公債又は借入金以外の歳入を以て、その財源としなければならない」と定められているが、特例公債法によって赤字国債の発行が常態化している。そのためOECD(2025)とは異なり、日本の収支(PB)・債務を「○」とした。EU加盟国は国内の財政目標・ルールのほか、EUの財政規律要件(財政赤字対GDP比3%以内、債務残高対GDP比60%以下など)が定められている。

(出所) OECD(2025) "Quality Budget Institutions: Developments in OECD countries", IMF統計より大和総研作成

財政目標・ルールから逸脱した時の正措置としては、自動的な財政調整や財政当局などに対する対応策の義務づけといった厳しい措置(図表中の「◎」)や、政府に議会への説明を求めるなどの緩やかな措置がある。これらを組み合わせることで、政府に財政目標・ルールの順守を促すケースが多い。一方、財政ルールを定めている国では、経済ショックや自然災害など例外的な状況下での一時的なルールの逸脱を認めるケースがほとんどである<sup>19</sup>。

<sup>19</sup> OECD(2025)によると、例外事項がないスウェーデンは「議会の責任」原則に依拠しており、政治的な支持がある場合には純貸付目標からの逸脱が認められている。

独立財政機関は**図表 10** で掲載した 20 カ国の中のうち、17 カ国で設置されている（9 カ国は世界金融危機後の 2010 年代に設置）。独立財政機関は財政措置の費用算定、財政見通しに関する情報提供、政策計画に関する提言を行うことで、議会による監視機能の強化や財政に関する議論の質の向上に重要な役割を果たしている（OECD（2025））。大石・二森（2024）<sup>20</sup>は、独立財政機関の設立により「財政状況が改善、あるいは財政の悪化の度合いが緩やかになる傾向がある」（p. 6）と指摘している。

日本では、財政法第 4 条で「国の歳出は、公債又は借入金以外の歳入を以て、その財源としなければならない」と定められている（公共事業費などは除く）。だが、特例公債法によって赤字国債の発行が常態化している。OECD（2025）では日本の收支と債務に財政ルールが定められていると整理しているが、現実的には、政府が掲げてきた PB 黒字化や債務残高対 GDP 比の安定的な引き下げという財政目標が当てはまるだろう。

歳出に関する財政目標については、2024 年の骨太方針において、2027 年度まで「これまでの歳出改革努力を継続する」（p. 40）と述べられ、2021 年の骨太方針で社会保障関係費などに定められた目安<sup>21</sup>に沿って予算編成された。2025 年の骨太方針では前年度の方針を継続しつつ、経済・物価動向等を踏まえた対応に相当する増加分を社会保障関係費などに加算する考えが示された。

**図表 10** で掲載した日本以外の 19 カ国の中のうち、日本のように PB を財政目標・ルールに掲げているのはフランス・アイスランド・オランダの 3 カ国のみである。いずれの国も財政収支に関する財政目標・ルールが併せて定められており、他の多くの国では財政収支<sup>22</sup>が重視されている。他方、日本では財政目標から逸脱した時の正措置が定められておらず、独立財政機関も設置されていない。日本の政府債務残高対 GDP 比は世界の中で突出して高いが、人口減少・高齢化で構造的に財政が悪化しやすいことや、デフレ脱却のための財政・金融政策が大規模かつ長期的に実施してきたことに加え、財政の持続可能性を確保する仕組みが諸外国に見劣りすることも影響したとみられる。

## PB 黒字化目標の重要性は変わらず、目標取り下げなら補完する仕組みの導入を

高市政権は今後、複数年で均した PB が赤字であっても許容したり、歳出目標を撤廃したりする可能性がある。そうなれば債務目標のみを掲げる形になり、主要国の中で財政運営の規律付けが最も弱い国になる。前述のように、景気や金利の影響を受ける債務残高対 GDP 比を政府が管理することは難しく、金融資産を除いた純債務ベースで見る場合は、簿価との乖離要因にも注意を払う必要がある。

<sup>20</sup> 大石夏樹・二森陽平「独立財政機関が財政健全化に与える影響に関する考察」（『経済のプリズム 237 号』参議院事務局、pp. 1-8、2024 年 6 月）

<sup>21</sup> ①社会保障関係費、②一般歳出のうち非社会保障関係費、③地方の歳出水準、の 3 つに目安が設けられている。例えば①については、経済・物価動向等を踏まえつつ、社会保障関係費の実質的な増加を高齢化による増加分に相当する伸びにおさめることとされている（2021 年の骨太方針 p. 37 参照）。

<sup>22</sup> **図表 10** で掲載した 20 カ国の中のうち 14 カ国は景気循環調整ベースの財政収支でも（のみで）評価している。

高市政権は積極財政によって潜在成長率を引き上げることで、歳入の増加を図る考えである。だが、当社の「[2026 年の日本経済見通し](#)」で指摘したように、潜在成長率の引き上げを実現できるかどうかは不透明だ。内閣府や日本銀行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。過去の政権は成長戦略を実行してきたが、潜在成長率を引き上げることはできなかった。

潜在成長率が加速しない場合にも備えつつ、大災害や経済危機が起きた際に財政支出を円滑に拡大できるよう、PB 黒字化目標を引き続き堅持すべきだ。仮に、政府が PB 黒字化目標を取り下げるのであれば、[前掲図表 10](#)で掲載した多くの国が導入している是正措置や独立財政機関の設置など、財政健全化の取り組みの実効性を担保する仕組みが必要になるだろう。

図表 11：日本経済中期予測の総括表

## 日本経済中期予測（2026年1月）

年度	実績		予測期間 2026-2035		
	2016-2020	2021-2025		2026-2030	2031-2035
実質GDP(前年比、%)	-0.4	1.3	0.8	0.8	0.8
民間最終消費支出	-1.1	1.1	0.8	0.8	0.7
民間設備投資	0.2	2.0	1.5	1.5	1.5
民間住宅投資	-1.8	-0.3	-1.6	-1.9	-1.3
公的固定資本形成	1.9	-2.4	1.2	0.9	1.5
政府最終消費	1.5	1.4	1.5	1.5	1.4
財貨・サービス輸出	-0.3	4.6	1.9	2.1	1.6
財貨・サービス輸入	0.0	3.4	2.6	2.5	2.7
名目GDP(前年比、%)	0.1	3.8	2.8	2.7	3.0
GDPデフレーター(前年比、%)	0.4	2.4	2.0	1.8	2.2
消費者物価(前年比、%)	0.3	2.4	2.1	2.0	2.1
名目賃金上昇率(前年比、%)	1.7	2.6	2.9	2.8	3.1
失業率(%)	2.7	2.6	2.1	2.2	2.1
コールレート(%)	0.0	0.1	1.7	1.6	1.8
10年国債利回り(%)	0.0	0.8	3.3	2.8	3.9
ドル円レート(¥/\$)	109.0	139.0	125.1	138.3	111.8
経常収支(名目GDP比、%)	3.5	3.8	4.6	4.9	4.4
中央・地方政府 財政収支(名目GDP比、%)	-4.8	-3.7	-3.9	-3.0	-4.8
基礎的財政収支(名目GDP比、%)	-3.6	-2.8	-2.0	-1.8	-2.2
公債等残高(名目GDP比、%)	187.6	196.7	179.7	183.1	176.7

(注1) 期間平均値。2024年度までは実績。2025年度は見込み。

(注2) 財政収支は復旧・復興対策、GX対策及びAI・半導体支援の経費及び財源の金額を除いたベース。名目賃金上昇率は時間あたり賃金・俸給より算出。

(出所) 大和総研作成

## 主要経済指標

年度	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
実質GDP(2020年連鎖価格 兆円)	554.3	576.1	584.3	584.0	586.9	592.1	597.5	602.1	607.2	612.1	617.2	622.6	628.0	633.0	637.5	641.8
(前年比%)	-3.8	3.9	1.4	0.0	0.5	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
内需寄与度	-3.1	3.1	2.0	-1.2	0.9	1.1	1.0	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
外需寄与度	-0.6	0.8	-0.6	1.2	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3
名目GDP(兆円)	554.3	576.6	591.7	619.4	642.4	668.1	684.1	701.1	720.7	741.4	763.2	786.3	810.5	835.0	859.5	884.1
(前年比%)	-2.9	4.0	2.6	4.7	3.7	4.0	2.4	2.5	2.8	2.9	2.9	3.0	3.1	3.0	2.9	2.9
消費者物価(2020=100)	99.9	100.0	103.2	106.3	109.5	112.3	114.3	116.6	119.0	121.5	123.9	126.5	129.2	131.9	134.8	137.6
(前年比%)	-0.3	0.1	3.2	3.0	3.0	2.6	1.8	2.1	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
国内企業物価(2020=100)	99.9	107.0	117.2	120.1	124.1	126.8	128.9	131.4	134.4	137.6	141.1	144.8	148.8	153.0	157.2	161.3
(前年比%)	-1.5	7.1	9.6	2.4	3.4	2.1	1.7	2.0	2.2	2.4	2.5	2.7	2.7	2.9	2.7	2.6
名目賃金(円/時)	2,401	2,450	2,489	2,528	2,639	2,726	2,812	2,886	2,961	3,041	3,126	3,216	3,312	3,416	3,526	3,640
(前年比%)	1.8	2.0	1.6	1.6	4.4	3.3	3.2	2.6	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2	3.3
就業者数(万人)	6,702	6,706	6,728	6,756	6,793	6,793	6,803	6,810	6,815	6,812	6,806	6,809	6,801	6,791	6,779	6,762
(前年比%)	-0.9	0.1	0.3	0.4	0.5	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
失業率(%)	2.9	2.8	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
コールレート(%)	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.2	0.6	1.1	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
10年物国債利回り(%)	0.0	0.1	0.3	0.6	1.1	1.7	2.3	2.4	2.8	3.1	3.3	3.6	3.8	3.9	4.1	4.2
為替レート(¥/US\$)	106	112	136	145	152	150	148	145	140	133	126	120	115	111	108	105
(¥/EURO)	124	131	141	157	164	174	170	166	160	153	146	140	135	130	126	122
経常収支(兆円)	16.9	20.1	9.1	26.2	29.5	32.6	34.8	35.1	35.3	34.3	35.6	36.1	37.0	37.3	37.3	37.2
(名目GDP比%)	3.1	3.5	1.5	4.2	4.6	4.9	5.1	5.0	4.9	4.6	4.7	4.6	4.6	4.5	4.3	4.2
中央・地方政府 財政収支(兆円)	-54.9	-36.5	-25.6	-17.0	-16.4	-18.7	-17.9	-18.9	-21.0	-23.4	-26.0	-28.8	-32.3	-38.8	-45.2	-53.4
(名目GDP比%)	-9.9	-6.3	-4.3	-2.7	-2.6	-2.8	-2.6	-2.7	-2.9	-3.2	-3.4	-3.7	-4.0	-4.7	-5.3	-6.0
同基礎的財政収支(兆円)	-48.9	-30.3	-20.6	-12.3	-11.3	-12.5	-11.5	-11.8	-13.1	-14.2	-15.0	-15.6	-16.2	-18.9	-20.4	-22.2
(名目GDP比%)	-8.8	-5.3	-3.5	-2.0	-1.8	-1.9	-1.7	-1.7	-1.8	-1.9	-2.0	-2.0	-2.0	-2.3	-2.4	-2.5
公債等残高(兆円)	1,124	1,169	1,200	1,221	1,243	1,262	1,280	1,299	1,320	1,343	1,369	1,398	1,430	1,469	1,514	1,568
(名目GDP比%)	202.8	202.7	202.8	197.1	193.5	188.9	187.1	185.2	183.1	181.2	179.4	177.8	176.5	175.9	176.2	177.3

(注1) 2024年度までは実績。

(注2) 財政収支は復旧・復興対策、GX対策及びAI・半導体支援の経費及び財源の金額を除いたベース。名目賃金は時間あたり賃金・俸給。

(出所) 大和総研作成

## 前提条件

暦年(原油価格のみ年度)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
世界経済成長率(購買力平価、前年比%)	-2.7	6.6	3.8	3.5	3.3	3.3	3.1	2.9	2.7	2.5	2.4	2.3	2.3	2.1	2.0	1.8
米国(前年比%)	-2.1	6.2	2.5	2.9	2.8	2.1	2.5	2.1	2.1	1.9	1.9	2.0	2.1	2.0	2.0	1.9
ユーロ圏(前年比%)	-6.2	6.4	3.7	0.6	0.8	1.4	1.2	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
中国(前年比%)	2.3	8.6	3.1	5.4	5.0	5.0	4.4	4.2	3.9	3.6	3.3	3.1	3.0	2.8	2.5	2.3
原油価格(WTI、US\$/BBL)	42.3	77.0	89.7	77.8	74.5	62.4	68.1	70.6	71.4	72.6	74.2	75.8	76.8	79.9	82.4	84.6
(前年比%)	-22.8	82.0	16.4	-13.3	-4.3	-16.2	9.0	3.7	1.2	1.6	2.2	2.2	1.3	4.1	3.0	2.7

(注) 2024年まで(中国の経済成長率は2025年まで)は実績。

(出所) 大和総研作成

## 名目国内総支出(兆円)

年度	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
名目GDP	554.3	576.6	591.7	619.4	642.4	668.1	684.1	701.1	720.7	741.4	763.2	786.3	810.5	835.0	859.5	884.1
(前年比%)	-2.9	4.0	2.6	4.7	3.7	4.0	2.4	2.5	2.8	2.9	2.9	3.0	3.1	3.0	2.9	2.9
国内需要	554.7	583.2	614.5	625.4	648.2	670.3	686.1	703.7	722.6	742.2	763.0	785.5	809.1	833.6	858.5	883.6
(前年比%)	-3.1	5.1	5.4	1.8	3.6	3.4	2.4	2.6	2.7	2.7	2.8	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9
民間最終消費	292.2	305.1	323.9	330.9	340.4	353.1	362.1	371.7	381.1	390.4	399.7	409.7	420.1	431.1	442.8	454.9
(前年比%)	-4.2	4.4	6.1	2.2	2.9	3.7	2.6	2.7	2.5	2.4	2.4	2.5	2.5	2.6	2.7	2.7
民間住宅投資	22.5	24.5	26.0	26.9	27.6	27.2	27.4	26.9	27.0	27.1	27.4	27.7	28.1	28.5	28.9	29.2
(前年比%)	-6.2	8.9	5.9	3.5	2.6	-1.5	0.8	-1.8	0.2	0.7	1.0	1.1	1.5	1.3	1.3	1.0
民間設備投資	96.3	102.2	110.3	114.4	119.2	124.2	127.5	130.5	134.6	139.0	144.5	150.6	156.7	162.6	167.9	172.9
(前年比%)	-5.3	6.1	7.9	3.8	4.2	4.2	2.6	2.4	3.1	3.3	3.9	4.3	4.0	3.7	3.3	3.0
民間在庫変動	-1.2	2.3	2.3	-0.7	0.1	1.4	1.0	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	1.2	1.3	1.3	1.2
政府最終消費	113.8	119.1	122.4	123.4	129.1	131.9	135.0	139.6	143.7	147.9	152.2	156.6	161.5	166.8	172.2	177.8
(前年比%)	1.7	4.6	2.8	0.9	4.6	2.2	2.3	3.4	2.9	2.9	2.9	3.1	3.2	3.3	3.3	3.2
公的固定資本形成	31.1	30.0	29.8	30.8	32.0	32.6	33.1	34.3	35.5	36.8	38.3	39.8	41.5	43.4	45.5	47.7
(前年比%)	5.2	-3.3	-0.9	3.5	3.8	1.9	1.5	3.5	3.5	3.8	3.9	4.0	4.2	4.6	4.8	4.9
公的在庫変動	0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
財貨・サービス輸出	84.4	103.8	123.5	132.6	141.7	141.9	144.6	149.2	153.7	157.2	161.0	165.1	169.4	173.5	177.3	180.9
(前年比%)	-11.8	23.0	19.0	7.4	6.8	0.2	1.9	3.2	3.0	2.2	2.5	2.5	2.6	2.5	2.1	2.0
財貨・サービス輸入	84.8	110.5	146.4	138.7	147.4	144.2	146.6	151.8	155.6	157.9	160.8	164.3	168.0	172.1	176.2	180.3
(前年比%)	-13.2	30.3	32.5	-5.2	6.3	-2.2	1.7	3.5	2.5	1.5	1.8	2.2	2.2	2.5	2.4	2.3

## 実質国内総支出(2020年連鎖価格、兆円)

年度	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
実質GDP	554.3	576.1	584.3	584.0	586.9	592.1	597.5	602.1	607.2	612.1	617.2	622.6	628.0	633.0	637.5	641.8
(前年比%)	-3.8	3.9	1.4	0.0	0.5	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
国内需要	555.2	572.3	583.5	576.9	581.8	588.3	594.4	599.4	605.0	610.6	616.4	622.9	629.5	636.0	642.2	648.2
(前年比%)	-3.1	3.1	1.9	-1.1	0.9	1.1	1.0	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
民間最終消費	292.2	300.3	307.7	304.7	305.3	309.0	311.9	314.6	316.9	319.0	320.8	323.1	325.3	327.7	330.3	333.0
(前年比%)	-4.6	2.8	2.5	-1.0	0.2	1.2	0.9	0.9	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
民間住宅投資	22.5	22.7	22.8	23.2	23.1	22.1	22.0	21.1	20.7	20.4	20.2	19.9	19.7	19.4	19.2	18.9
(前年比%)	-6.3	0.7	0.6	1.8	-0.7	-4.0	-0.8	-3.7	-1.9	-1.5	-1.3	-1.4	-1.0	-1.3	-1.3	-1.5
民間設備投資	96.4	99.8	103.8	103.7	104.6	106.5	108.0	109.0	110.6	112.3	114.5	117.1	119.4	121.2	122.6	123.6
(前年比%)	-4.9	3.6	3.9	-0.1	0.9	1.8	1.5	0.9	1.5	1.5	2.0	2.2	1.9	1.6	1.1	0.8
民間在庫変動	-0.8	2.3	1.9	-0.6	0.1	1.1	1.0	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
政府最終消費	114.0	118.3	119.7	118.8	121.5	122.1	123.9	126.3	128.2	130.0	131.7	133.4	135.4	137.4	139.5	141.5
(前年比%)	2.6	3.8	1.2	-0.8	2.3	0.5	1.5	1.9	1.5	1.4	1.3	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5
公的固定資本形成	31.1	29.0	27.7	27.7	27.7	27.5	27.6	27.9	28.1	28.4	28.7	29.0	29.4	29.8	30.3	30.9
(前年比%)	4.8	-6.6	-4.5	-0.1	0.1	-0.6	0.4	1.0	0.8	1.0	1.1	1.1	1.2	1.5	1.7	1.8
公的在庫変動	-0.2	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
財貨・サービス輸出	84.2	94.7	99.2	102.0	103.7	105.3	105.9	108.5	111.4	114.0	116.6	119.2	121.6	123.6	125.1	126.5
(前年比%)	-10.1	12.4	4.7	2.8	1.7	1.5	0.6	2.4	2.7	2.3	2.3	2.2	2.1	1.6	1.2	1.1
財貨・サービス輸入	85.1	90.9	97.6	95.3	98.4	100.5	101.7	104.4	107.6	110.6	113.8	117.3	120.8	124.1	127.2	130.3
(前年比%)	-6.4	6.8	7.4	-2.4	3.3	2.2	1.2	2.7	3.0	2.8	2.9	3.0	3.0	2.8	2.5	2.4

## デフレーター(2020年連鎖価格)

年度	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
GDPデフレーター	100.0	100.1	101.3	106.1	109.5	112.8	114.5	116.5	118.7	121.1	123.7	126.3	129.1	131.9	134.8	137.8
(前年比%)	0.9	0.1	1.2	4.7	3.2	3.0	1.5	1.7	1.9	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
国内需要	99.9	101.9	105.3	108.4	111.4	113.9	115.4	117.4	119.4	121.6	123.8	126.1	128.5	131.1	133.7	136.3
(前年比%)	0.0	2.0	3.3	2.9	2.8	2.3	1.3	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0
民間最終消費	100.0	101.6	105.3	108.6	111.5	114.3	116.1	118.2	120.3	122.4	124.6	126.8	129.1	131.6	134.1	136.6
(前年比%)	0.5	1.6	3.6	3.2	2.7	2.5	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9
民間住宅投資	100.0	108.2	113.9	115.7	119.5	122.7	124.7	127.2	129.9	132.8	136.0	139.3	142.9	146.6	150.5	154.4
(前年比%)	0.2	8.2	5.3	1.6	3.3	2.7	1.6	2.0	2.1	2.2	2.4	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6
民間設備投資	99.9	102.3	106.2	110.4	114.0	116.7	118.0	119.8	121.7	123.8	126.2	128.6	131.3	134.1	136.9	139.8
(前年比%)	-0.5	2.4	3.8	3.9	3.3	2.3	1.1	1.5	1.6	1.7	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1
政府最終消費	99.8	100.6	102.2	103.9	106.3	108.0	109.0	110.5	112.1	113.8	115.6	117.4	119.3	121.4	123.5	125.6
(前年比%)	-0.9	0.8	1.6	1.7	2.2	1.6	0.9	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
公的固定資本形成	100.0	103.5	107.5	111.4	115.6	118.5	119.9	122.9	126.1	129.6	133.2	137.1	141.2	145.5	149.9	154.4
(前年比%)	0.4	3.5	3.9	3.7	3.8	2.5	1.1	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0	3.0	3.1	3.0
財貨・サービス輸出	100.2	109.7	124.5	130.1	136.6	134.8	136.5	137.5	138.0	137.9	138.1	138.5	139.3	140.4	141.7	143.0
(前年比%)	-1.9	9.5	13.5	4.4	5.0	-1.3	1.3	0.7	0.4	-0.1	0.1	0.3	0.5	0.8	0.9	0.9
財貨・サービス輸入	99.7	121.6	150.0	145.6	149.9	143.5	144.2	145.3	144.7	142.8	141.3	140.1	139.1	138.7	138.5	138.4
(前年比%)	-7.2	22.0	23.4	-2.9	3.0	-4.3	0.5	0.7	-0.4	-1.3	-1.0	-0.8	-0.8	-0.3	-0.1	0.0

(注) 2024年度までは実績。

(出所) 大和総研作成

# 米国経済 犠牲になるのは財政

中間選挙を控え、オバマケアの税額控除の期限を再延長か

矢作 大祐

藤原 翼

## [要約]

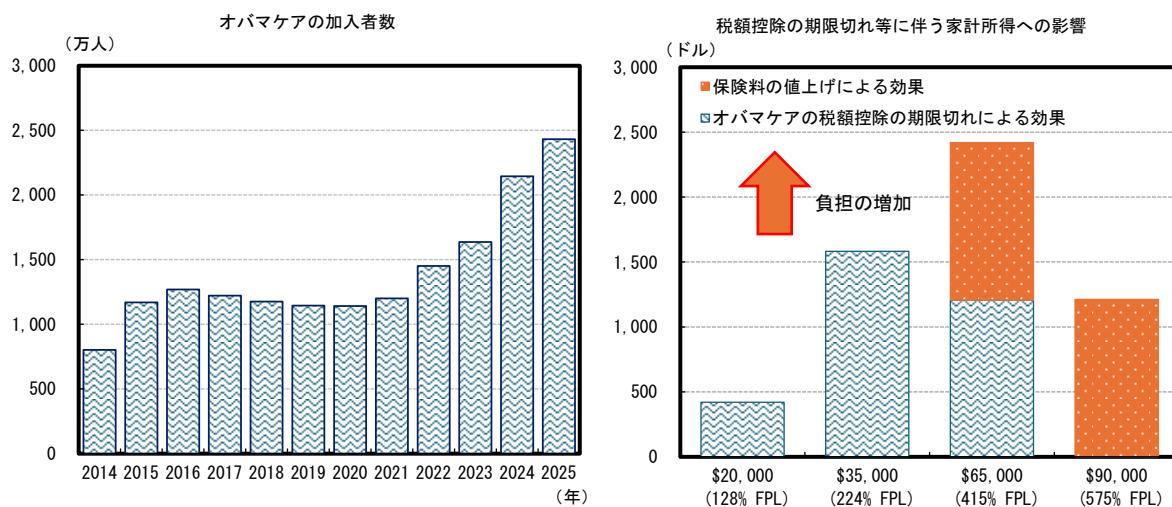
- 足元の経済指標によれば、米国経済は企業・家計ともに政府閉鎖による悪影響から回復しつつあり、底堅く推移している。ただし、家計をめぐっては主体や階層間の格差が広がる「K字経済」が一段と進む可能性がある。2025年に成立したトランプ減税2.0による連邦個人所得税の税還付が2026年2月から本格化するため、2026年春頃までは高所得者ほど還付を通じて所得が押し上げられる。他方で、低中所得層は2025年末にオバマケアの「強化された税額控除」が期限切れとなり、医療保険料負担が増加したことでの購買力が低下する恐れがある。
- こうした税額控除の扱いは議会でも大きな争点となり、2026年度予算の議論は難航した。民主党は税額控除の延長合意を予算成立の前提としたのに対し、共和党は全面的延長には慎重で、つなぎ予算で時間を確保した上で議論する構えを見せたことで、予算は年度開始に間に合わず、2025年10~11月には過去最長の政府閉鎖が発生した。その後11月半ばに成立したつなぎ予算によって、税額控除の議論は12月以降に持ち越された。年が明けて議論は加速し、2026年1月には下院で民主党が主導する3年間の延長案に17名の共和党議員が賛成して可決に至った。支持基盤が民主党寄りか競合が激しい選挙区の共和党議員は、中間選挙を前に世論に配慮したと考えられる。一方、上院ではなお一部の共和党議員が慎重姿勢を崩しておらず、成立の行方は不透明だ。
- 延長に慎重な背景には、税額控除が実質的に民間保険会社への補助となっていることや財政赤字を増やすことへの警戒感がある。下院で通過した3年間延長案は今後10年間で約800億ドルの財政赤字増加につながり、恒久化すれば3,500億ドル規模に膨らむ見通しだ。延長されれば低中所得層の負担増を和らげる面でプラスとなる。他方で、関税収入をめぐる不確実性もある中で、財政悪化が一層進めばタームプレミアムを押し上げ、米10年債利回りへの上昇圧力となり得る。金融環境に敏感な設備投資や住宅投資、耐久財消費の重石となる可能性があるだろう。

## オバマケアの税額控除の期限切れで、低中所得層は一層生活苦に

足元の経済指標を踏まえると、米国経済は底堅く推移している。企業部門に関しては、鉱工業生産指数は2025年10月に前月比で低下したが、11月以降2カ月連続で上昇した。また、ISM景況感指数は2025年9月に好不況の目安となる50%を下回ったが、10月以降は3カ月連続で改善し、50%を上回って推移している。家計部門に関しては、2025年10月に落ち込んでいた小売売上高が11月に増加した。また、ロイター/ミシガン大の消費者センチメントは2025年12月、2026年1月と改善を続けている。政府閉鎖による悪影響が緩和し、企業・家計ともに緩やかな回復基調を示しているといえよう。

他方で、家計をめぐっては、主体や階層間で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）が一段と進む可能性がある。具体的には、2025年7月に成立したトランプ減税2.0に基づいた連邦個人所得税の税還付が2026年2月から本格化する。税還付が概ね完了する2026年5月までは、とりわけ高所得層を中心に家計所得が押し上げられ得る。一方、低中所得層に関しては、2025年12月にオバマケアの強化された税額控除が期限切れとなったことによる、医療保険料の上昇が重石となり得る。オバマケアとは、米国における無保険者の多さや高額な医療費負担といった構造的課題に対処するために2010年に成立した医療保険制度を指す。同制度は、所得に応じて民間保険料を補助する税額控除制度や、低所得者層向け公的保険であるメディケイドの拡充、民間保険会社に対する加入拒否や価格差別の抑制などで構成される。

図表1 オバマケアの加入者数、税額控除の期限切れ等に伴う家計所得への影響



(注) 右図は45歳単身世帯を想定。FPLは連邦貧困ライン。

(出所) KFFより大和総研作成

今回期限切れとなった強化された税額控除は、2021年の米国救済計画の成立によって時限的に拡大されたものだ。米国救済計画では、それまで連邦貧困ライン(FPL)の400%を超える所得層には適用されなかった税額控除を上限撤廃によって広げるとともに、加入者の年間保険料負担の上限を所得の最大8.5%に引き下げた。これにより、中所得層を中心に保険料負担が大

幅に減少し、加入者の増加につながった。オバマケアの加入者数は 2021 年以降継続的に増加し、2025 年には強化された税額控除が適用される前の 2020 年の約 2 倍となった（図表 1 左図）。

しかし、2025 年 12 月の期限切れによって、FPL の 400% を超える所得層は再び税額控除の対象外となり、対象内の所得層でも保険料負担の上限が引き上げられることとなった。保険料が急上昇することで、低中所得層を中心に購買力が低下し得るだろう。例えば、45 歳単身世帯を例に挙げれば、強化された税額控除の期限切れや保険料の見直しにより、年収 3.5 万ドル以上を中心に年間で 1,000-2,000 ドル台の負担増が見込まれている（図表 1 右図）。オバマケアの加入者を所得別で見ると、年収 3.5 万ドル以上は 5 割程度を占め、約半数に保険料の大幅な負担増が想定される（図表 2 左図）。なお、低所得層であっても年間数百ドルの保険料の増加が見込まれており、所得対比で見れば一部の中所得層よりも負担増は大きくなり得る。

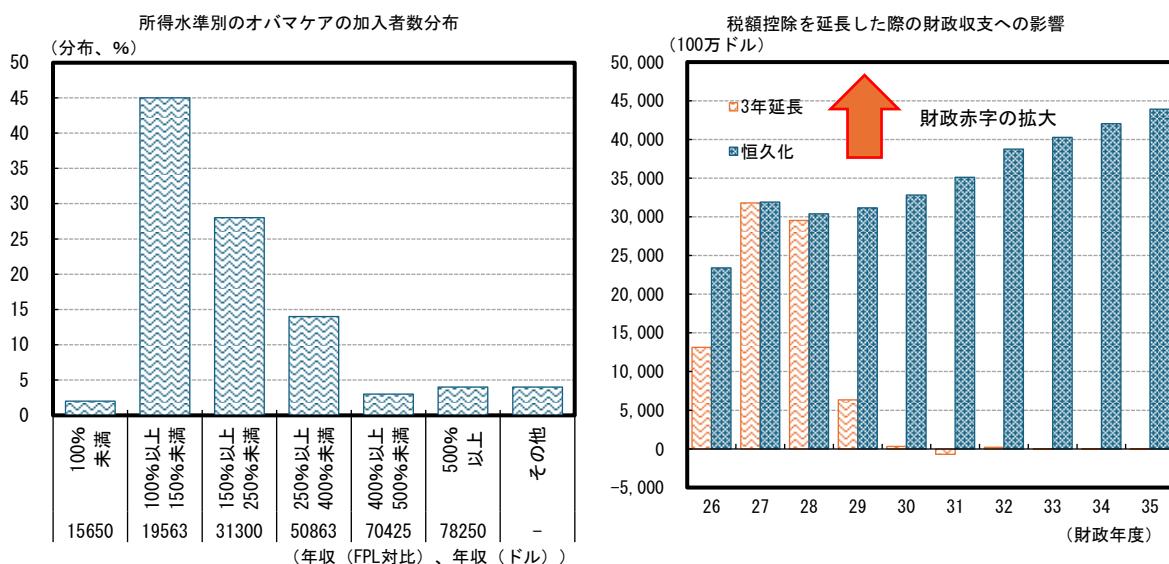
## 期限延長に向けた動きが見られるが、結局犠牲になるのは財政

オバマケアの強化された税額控除の期限切れに関しては議会の大きな争点となった。2026 財政年度（2025 年 10 月-2026 年 9 月）の財政予算の成立に向けて、民主党は予算成立の前提としてオバマケアの税額控除の期限延長に関する合意が不可欠との姿勢を示した一方、共和党は全面的な期限延長に慎重な見方を示し、つなぎ予算を成立させた上で期限延長を議論するとの姿勢を示した。両党間の議論は平行線をたどり、予算の成立が財政年度開始の 2025 年 10 月までに間に合わず、2025 年 10 月から 11 月にかけて過去最長となる政府閉鎖が発生した。結局は 12 月に税額控除の期限延長に関する議論を行うということで、11 月半ばにつなぎ予算が成立した。

オバマケアの税額控除の期限延長に関する動きが見られたのは、2026 年 1 月に入ってからだ。1 月 8 日には、下院民主党が中心となって推し進めてきた 3 年間の期限延長案に対し、17 名の共和党議員が賛成に転じたことで可決した。賛成票を投じた共和党議員の選挙区に注目すると、民主党の支持基盤が強い地域や民主党と共和党で支持基盤が拮抗している地域が多い。オバマケアの税額控除の期限延長をめぐっては、世論調査では民主党支持者の 9 割が賛成であることに加え、無党派で 8 割、共和党支持者も 6 割が賛成であることを示している。11 月に中間選挙を控える中で、劣勢となり得る共和党議員が民意に配慮し、賛成に回ったと考えられよう。一方、上院では同様の延長措置について議論が行われているものの、一部の共和党議員が慎重な見方を示しており、最終的な成立にはなお不透明感が残る。

上下院の主要な共和党議員がオバマケアの税額控除の期限延長に慎重な姿勢を見せる背景には、実質的な保険会社への補助金となっていることや財政赤字の拡大に対する懸念がある。例えば、下院で可決した 3 年間の期限延長は今後 10 年間（2026 年～2035 年）で財政赤字が合計 800 億ドル（対 2025 年名目 GDP 比 0.3%）増加することになる（図表 2 右図）。なお、次の期限となる 3 年後は 2028 年となり、11 月には大統領選挙の実施が予定される。大統領選挙に向けて、期限を再延長する可能性もあるだろう。オバマケアの税額控除を恒久化する場合、財政赤字は今後 10 年間で 3,500 億ドル（同 1.1%）の増加となる見込みだ。

図表2 所得水準別のオバマケアの加入者数分布、税額控除を延長した際の財政収支への影響



(注) 左図は2025年の加入者数を基に算出。

(出所) CBO、CRSより大和総研作成

オバマケアの税額控除の期限が延長されれば、財政赤字の増加分が低中所得層へのサポートにつながり、米国経済全体にとってはポジティブな影響が期待される。とはいえ、代わりに財政悪化リスクは高まることになる。2025年7月に成立したトランプ減税2.0に加えて、国家緊急経済権限法（IEEPA）に基づいた追加関税措置の合法性が問われている中で、連邦最高裁判所で仮に無効と判断されれば関税収入が抑制される可能性があり、財政悪化リスクは高い。財政悪化が進めば、タームプレミアムが押し上げられ、米10年債利回りに上昇圧力がかかりやすくなる。長期金利が上昇すれば、金融環境に敏感な設備投資や住宅投資、耐久財消費の重石となり得る点にも注意を要しよう。

図表3 米国経済見通し

	四半期												暦年		
	2025				2026				2027				2025	2026	2027
	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、%)	-0.6	3.8	4.3	1.2	3.0	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.1	2.5	2.1
個人消費	2.0	2.1	2.3	2.2	3.1	2.6	2.1	2.3	2.1	2.1	2.2	2.2	2.1	2.5	2.1
設備投資	0.6	2.5	3.5	2.7	3.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3	2.7	2.7	2.2
住宅投資	9.5	7.3	2.8	2.1	2.5	2.2	2.3	2.4	2.6	2.6	2.7	2.7	4.0	2.7	2.5
輸出	-1.0	-5.1	-5.1	-4.0	3.5	1.4	1.7	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	-2.1	-0.3	1.9
輸入	0.2	-1.8	8.8	4.9	1.3	1.7	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1	2.0	2.9	2.0
政府支出	38.0	-29.3	-4.7	0.7	5.6	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	2.4	2.8	-0.6	2.2
国内最終需要	-1.0	-0.1	2.2	-4.0	4.6	2.1	2.2	2.5	1.6	1.9	2.0	2.4	1.2	1.5	2.0
民間最終需要	1.4	2.4	2.9	1.3	3.2	2.1	2.2	2.3	2.2	2.3	2.3	2.4	2.4	2.4	2.2
鉱工業生産	1.9	2.9	3.0	2.3	2.9	2.1	2.2	2.2	2.3	2.3	2.4	2.4	2.7	2.5	2.3
消費者物価指数	4.2	1.8	2.2	0.7	2.7	1.3	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1	2.2	1.3	1.8	2.0
失業率 (%)	4.1	4.2	4.3	4.5	4.4	4.4	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2	4.1	4.3	4.3	4.2
貿易収支 (10億ドル)	-385	-190	-178	-110	-129	-130	-131	-131	-132	-133	-134	-136	-864	-520	-536
経常収支 (10億ドル)	-440	-251	-239	-170	-188	-188	-189	-189	-189	-189	-190	-191	-1100	-754	-759
FFレート (%)	4.50	4.50	4.25	3.75	3.50	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.75	3.25	3.25
2年債利回り (%)	4.15	3.86	3.72	3.52	3.45	3.40	3.37	3.33	3.30	3.27	3.24	3.21	3.81	3.39	3.26
10年債利回り (%)	4.45	4.36	4.26	4.10	4.09	4.04	4.01	3.97	3.94	3.91	3.88	3.85	4.29	4.03	3.90

(注1) 網掛けは予想値。2026年1月20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

## 家計：雇用環境は緩やかな悪化が継続、11月の小売売上高はプラスに転じる

2025年12月の米雇用統計<sup>23</sup>は、非農業部門雇用者数が前月差+5.0万人と2カ月連続で増加したものの前月からは減速した。民間部門雇用者数も減速しており、中でも、相対的に景気動向に敏感な民間部門（除く教育・医療）は3カ月連続でマイナスとなった。他方で、2025年12月の失業率は前月差▲0.1%ptの4.4%と低下した（改善）。11月の家計調査は政府閉鎖の影響により推計の精度に懸念があったことから、12月の失業率の結果が注目されていたが、失業率の上昇は速いペースではないことが確認された。また、新規失業保険申請件数は直近週（2026年1月4日-1月10日）が19.8万件と、前年同時期を下回って推移している。総じて見れば雇用環境は緩やかな悪化傾向が継続しているといえるだろう。

個人消費に注目すると、2025年11月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比+0.6%とプラスに転じた。また、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（同+0.4%）についてはやや減速したものの、2カ月連続でプラスとなった。年末商戦の値引きが個人消費を後押ししたとみられる。もっとも、セールを実施していたとはいえ、前年に比べると価格が上昇していたことが名目値の押し上げに寄与した点は、割り引いて見る必要がある。ロイター/ミシガン大消費者センチメントは、2026年1月（速報値）が前月差+1.1ptと2カ月連続で改善したが、改善ペースは鈍い。先行きについては、2025年7月に成立したトランプ減税2.0に基づいた税還付が2026年2月より本格化し、消費者マインド、ひいては個人消費の押し上げ要因として期待される。

## 企業：製造業中心に関税コストが依然として課題も、サービスは回復の兆し

2025年12月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲0.3%ptと3カ月連続で悪化し、47.9%となった。他方で、非製造業は同+1.8%ptと3カ月連続で改善して54.4%と、まちまちの結果となった。企業コメントを確認すると、特に製造業では関税によるコスト高や需要の減少に対する指摘が目立った。中小企業に関して、2025年12月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、同+0.5%と2カ月連続で改善した。NFIBは、中小企業経営者が依然として税金に対する懸念を示す一方、2026年は経済状況が好転するとみているとコメントした。

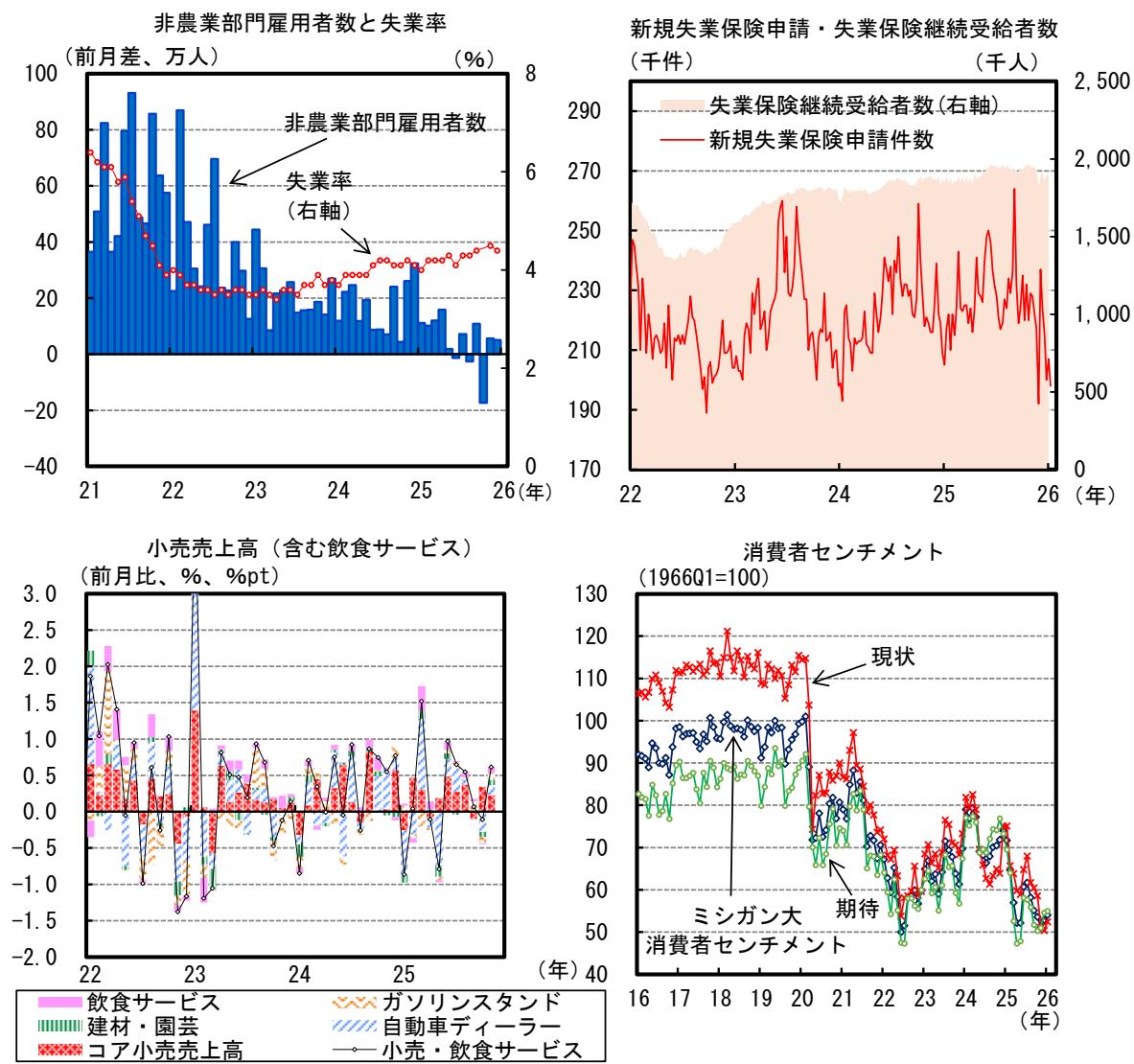
企業の実態面について、2025年12月の鉱工業生産指数は前月比+0.4%と2カ月連続で改善した。内訳を確認すると、寒波の影響で公益（同+2.6%）がプラスに転じたことに加え、製造業（同+0.2%）が2カ月連続でプラスとなった。続いて、設備投資関連の項目を確認すると、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷は2025年10月分が同+0.8%と2カ月連続で改善し、先行指標であるコア資本財受注も同+0.5%と4カ月連続で改善した。もっとも、足元は関税による価格上昇で実質ベースの伸びが抑制され得る点は、割り引いて見る必要がある。先行きについて、AI関連投資や省力化投資が押し上げ役として期待できる一方、関税が企業収益の重石となるなかで、製造業を中心に設備増強のためのハードルは引き続き高い。

<sup>23</sup> 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+5.0万人](#)」（大和総研レポート、2026年1月13日）

## 住宅：金利の低下を背景に、中古住宅販売の伸びが加速

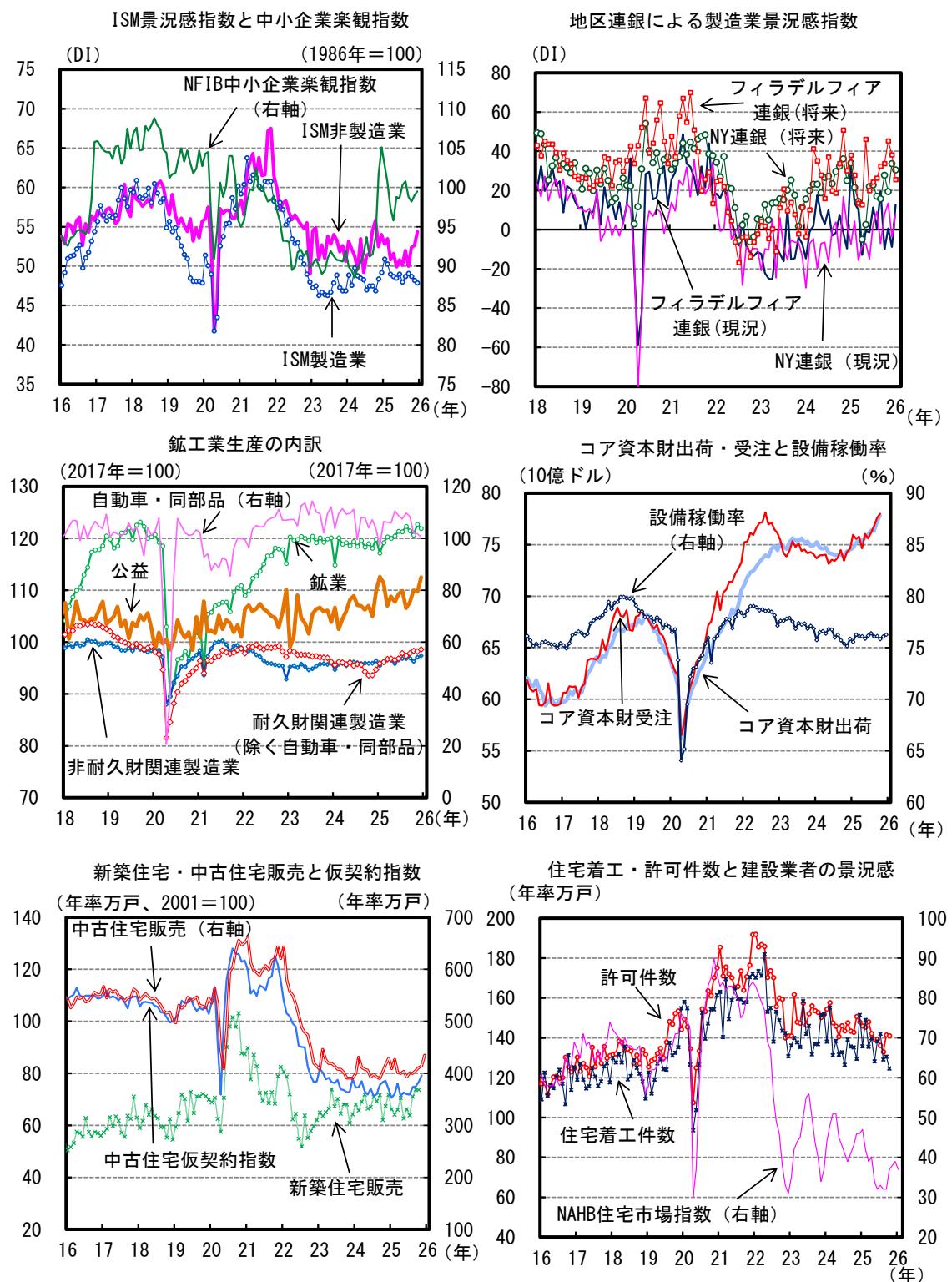
住宅需要に目を向けると、2025年12月の中古住宅販売（コンドミニアム等含む）は前月比+5.1%と大幅に加速し、4カ月連続でプラスとなった。住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）が5月から12月にかけて低下傾向にあった中、金利低下を待っていた消費者の住宅購入が続いた。もっとも、中古住宅販売の水準は年率435万戸と低水準で推移している。住宅ローン金利は低下傾向にあるものの、6%台前半での推移が続いている。住宅需要の本格回復に向けては一層の金利低下が必要だろう。住宅供給に関して、住宅建設業者のマインドを確認すると、NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数は2026年1月に前月差▲2ptの37と、低水準で推移している。NAHBは、低中所得層向けの住宅市場において住宅価格が手頃ではないことに加え、労働力不足や資材コスト上昇等の供給面の課題も続いていると指摘した。

図表4 各種指標① 雇用環境（上）、消費動向（下）



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

図表5 各種指標② 企業マインド（上）、企業動向（中）、住宅動向（下）



（出所）Census、NAR、NAHB、ISM、NY連銀、フィラデルフィア連銀、FRB、NFIB、Haver Analytics、Bloomberg より大和総研作成

## 米国経済中期見通し

### 要約

トランプ第二次政権の発足後、米国経済は追加関税による景気悪化とインフレ再燃が懸念される局面へと移行した。実際には想定ほどの悪化は生じず、2025 年の実質 GDP 成長率は通年で 2%強が見込まれているが、景気の底堅さは均一ではない。低・中所得層の消費や AI 以外の設備投資は低調である一方、高所得層の消費や AI 関連の設備投資は堅調を維持しており、主体や階層間で明暗が大きく分かれる「K 字経済」の様相を呈している。

今後 10 年間の実質 GDP 成長率に関しては、平均 2%程度のペースが見込まれる。2026 年は減税と利下げ効果で再加速するが、税制措置の恩恵は高所得層に偏り、「K 字経済」の構図は維持される。2027～2028 年は減税効果が徐々に薄れる一方、ねじれ議会が想定され、景気刺激策をめぐる政策運営が滞りやすい。2029～2030 年にかけては減税措置の一部失効により下押し圧力が強まるが、利下げによって回復し、2031 年以降は潜在成長率並みに収斂すると見込む。

米国の潜在成長率は現状 2%程度というのが通説だ。しかし、足元の米国経済では移民抑制による労働力の減少と、AI 活用・IT 投資による生産性向上という相反する力が働いている。厳格な移民抑制が続き、生産性が現状のペースのままであれば、潜在成長率は 1%台半ばまで低下し得るが、生産性が IT バブル期並みに加速すれば 3%弱まで上昇し得るだろう。

金融政策については、中立金利が近づく中で、2026 年は合計 0.50%pt の利下げを見込んでいる。2027 年から 2028 年にかけては据え置きが予想されるが、2029 年にはトランプ減税 2.0 の一部失効により景気の下振れリスクが高まることから 0.50%pt の追加利下げを予想する。利下げペースを左右する要素として、潜在成長率が低下すれば中立金利が低下し、利下げ余地が増え得るが、その逆もまた然りだ。加えて、2026 年 5 月の FRB 議長交代に際して、トランプ大統領の意向に沿う新議長が誕生し、景気が必要とする以上の利下げを実施すれば、インフレ率が高水準で定着するリスクを高めることになろう。

図表 6 米国経済の中期見通し（2026 年～2035 年）

地域	予測値	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年	2035年
米国経済	実質成長率(前年比、%)	2.5	2.1	2.1	1.9	1.9	2.0	2.1	2.0	2.0	1.9
	民間消費(前年比、%)	2.7	2.2	2.1	1.8	1.9	2.0	2.2	2.1	2.1	2.0
	設備投資(前年比、%)	2.7	2.5	2.7	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0
	政府支出(前年比、%)	1.5	2.0	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
	輸出(前年比、%)	2.9	2.0	2.1	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1
	輸入(前年比、%)	-0.6	2.2	2.2	1.8	2.0	2.1	2.1	2.1	2.0	1.9
	短期金利(FFレート)	3.3	3.3	3.3	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
	長期金利	4.0	3.9	3.8	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1	3.0	3.0
	インフレ率(CPI)	2.8	2.3	2.2	2.0	2.1	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0

(注) FF レートは誘導レンジ上限の期末値。10 年債利回りは期中平均。

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

## 米国経済の現状と概要

トランプ第二次政権の発足を受け、米国経済は大きく様相を変えた。2024年までの底堅い景気とインフレ減速が同時に進むソフトランディング局面から、2025年2月以降の相次ぐ追加関税措置により、景気悪化とインフレ再加速が進むハードランディング局面への転換が危惧された。しかし、実際の景気はこうした懸念ほど悪化していない。実質GDP成長率を見ると、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による悪影響が見込まれるもの、2025年通年では前年比+2.1%の成長が見込まれる。

こうした景気の底堅さの背景には、当初の懸念に比べて関税コストがインフレ高進をもたらさなかつたことがある。まず、大幅な引き上げが想定されていた関税政策に関して、トランプ大統領の“TACO”（“Trump Always Chickens Out (=トランプはいつもビビッて取りやめる”）の頭文字をとった略語）や貿易交渉の進展により、関税率が一部引き下げられるなどマイルド化した。それでも関税コストはトランプ第二次政権前に比べて上昇したが、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つたことや、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によって、物価への悪影響が軽減された。

もっとも、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、高所得層では堅調さを維持した。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、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。家計は主体や階層間で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）の様相を示している。企業部門においても、「K字経済」化が進んでいる。関税コストが上昇する中でも、設備投資全体は底堅く推移した。ただし、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。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関連投資が支えることで景気全体は底堅く映るが、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脆弱性を有する「K字経済」が、足元の米国経済の内実といえる。

## 米国経済の中期展望

米国経済の今後10年間（2026-2035年）の成長率は、年平均+2.0%程度と予想している。予測期間を前半と後半に分けて見た場合、前半5年間は同+2.1%、後半5年間は同+2.0%と、どちらも年+2%前後とされる潜在成長率に近い伸びになると見込んでいる。前半5年間の各年の成長率に関しては、2026年から2028年にかけて2%強のペースを維持した後、2029年、2030年は景気の減速感が強まると見込む。後半5年間に関しては2030年から2031年に回復基調に転じたのち、2032年以降は緩やかに減速することを想定している。

2026 年の米国経済は、2025 年の構図の延長線上に位置づけられる。実質 GDP 成長率は前年比 +2.5% と、2025 年から緩やかに加速すると見込まれる。2025 年 10-12 月期の政府閉鎖からの反動増に加え、2025 年 7 月に成立したトランプ減税 2.0 (図表 7 左図) や 2025 年 9 月以降の FRB による利下げの効果が発現することで、景気回復が進むと考えられる。他方で、2026 年においても「K 字経済」の構図が続く可能性が高い。トランプ減税 2.0 によって高所得層の税引き後所得が押し上げられる一方、減税の原資として社会保障費の削減が盛り込まれたことで、低中所得層の税引き後所得は押し下げられると見込まれる。設備投資に関しては、民間企業の投資計画を見ると、AI 関連投資は引き続き底堅い伸びが想定される一方で、AI との関連性が低い分野では投資計画は控えめとなっており、設備投資の大幅な積極化は見込まれにくい。

2025 年の波乱要因となった関税政策に関しては、11 月に中間選挙を控える 2026 年は過激化ににくいと考えられる。2024 年の大統領選挙でトランプ氏を積極的に支持したとされる低中所得層は、前述の「K 字経済」下で生活苦に直面しており、トランプ大統領に対する支持率は低下している。2025 年のニュージャージー州やバージニア州知事選挙、そして、ニューヨーク市長選挙では、民主党候補者がいずれも勝利した。2026 年 11 月の中間選挙では共和党の劣勢が想定される中で、トランプ政権は景気に悪影響をもたらす関税政策を打ち出しににくいだろう。

2027 年・2028 年の米国経済は引き続きトランプ減税 2.0 が景気を下支えするとみている。他方で、2026 年に比べて押し上げ効果は漸減することから、実質 GDP 成長率のペースは緩やかになることが想定される。政策運営に関しては、2026 年 11 月の中間選挙の結果次第といえる。過去の政権下でも中間選挙では大統領が所属する政党の議席数が減少するケースが多い中、足元のトランプ大統領の支持率の低さを踏まえれば、上下院で多数派政党が異なるねじれ議会や、上下院ともに民主党が多数派となる分断政府となることが想定される。こうした場合、議会による承認が必要な景気刺激策等の実施はハードルが上がり、景気下振れ時の対応に遅れが生じる恐れがある点は懸念材料だろう。なお、議会による承認が不要な政策としては、外交や関税等が挙げられる。これまでの政権においても、大統領の任期終盤は外交政策が重要な位置を占めることが多かった。外交政策の手段の一つとして関税を位置づけるトランプ大統領の下で、2027 年から 2028 年にかけては関税政策の再激化もリスク要因といえる。

2029 年・2030 年の米国経済に関しては、トランプ減税 2.0 の一部失効によって景気の下押し圧力が高まることが想定される。例えば、トランプ減税 2.0 のうち、高齢層向けの税制優遇措置や、チップ・残業代に対する税額控除は 2028 年末で期限切れとなる。こうした減税措置が延長される可能性は残るが、2028 年 11 月に大統領選挙が控える中で、共和党と民主党が協力するインセンティブが縮小することから、現実的には延長のハードルは高いだろう。

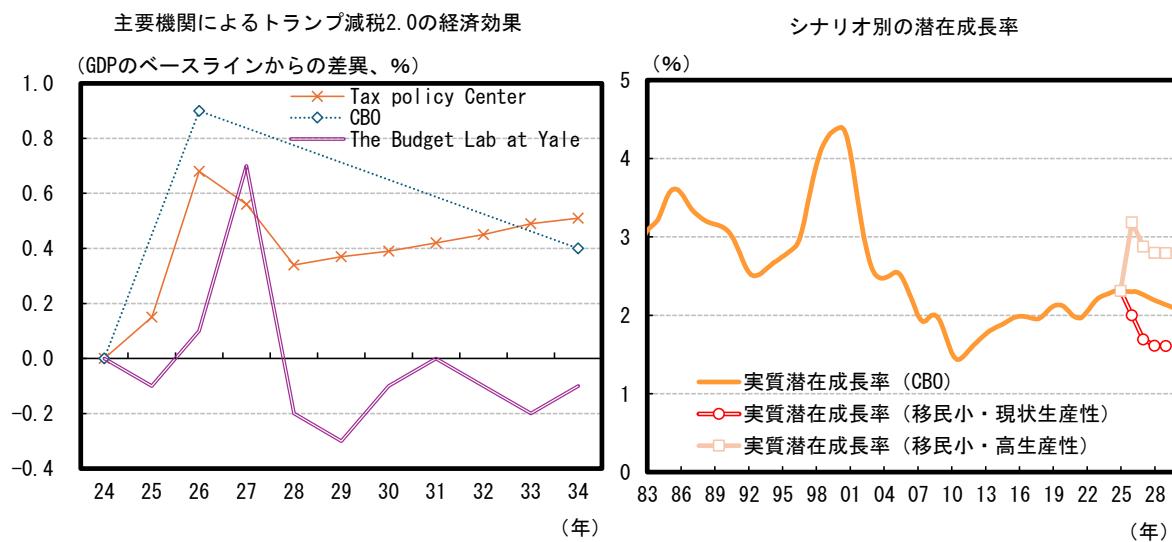
後半 5 年間のうち、2031 年、2032 年はトランプ減税 2.0 の一部失効に伴う悪影響が一巡するとともに、FRB による追加的な利下げによって下支えされ、景気回復が進むと考えられる。その後の 3 年間 (2033 年～2035 年) は潜在成長率並みのペースへと収斂していくと見込む。

潜在成長率に関しては、議会予算局 (CBO) は今後 10 年間の潜在成長率を年平均 +2.0% と予想しており、前半 5 年間の平均は +2.2%、後半 5 年間の平均は +1.8% と予想されている。他

方で、足元では米国の潜在成長率に対する下押し圧力と上押し圧力が混在している。下押し圧力としては、不法移民の抑制に伴い労働力人口の増加率が抑制されることが挙げられる。CBOの人口予想によれば、2035年時点の16歳以上人口はトランプ第二次政権発足前の予想に比べて240万人ほど下押しされると見込まれている。他方で、上押し圧力に関しては、生産性上昇が挙げられる。パンデミック（2020年）以降の民間部門の労働生産性上昇率は平均で前年比+2%程度と、2010年代（2010-2019年：平均で同+1%強）に比べて速いペースとなっている。コロナ禍でのIT利用の拡大や、足元で積極化しているAI関連投資やAI活用の本格化などによって労働生産性上昇率が加速していると考えられる。

では、こうした下押し圧力と上押し圧力の併存で、潜在成長率はどのように変化するのだろうか。藤原・矢作（2025）<sup>24</sup>に基づけば、現状に近い厳格な不法移民抑制策が継続すると仮定した上で、現状の生産性上昇率が継続した場合には、2028年には潜在成長率が1.6%程度まで減速する。他方で、生産性上昇率が加速したITバブル前後並み（1996-2004年）の前提を置けば、2028年には潜在成長率が2.8%程度まで上昇する。つまり、厳格な不法移民抑制策による下押し圧力を緩和するためには、労働生産性上昇率を現状から一層加速させる必要があり、政策等によるサポートが必要となろう。なお、移民政策（共和党：移民受け入れ消極的、民主党：移民受け入れ積極的）やAI関連政策（共和党：規制強化に消極的、民主党：規制強化に積極的）は政党間でスタンスに大きな差がある。中間選挙や大統領選挙によって政権や議会構成が変化し、政策が転換されれば潜在成長率のペースや構成も変化し得るだろう。

図表7 主要機関によるトランプ減税2.0の経済効果試算、シナリオ別の潜在成長率



（注）潜在成長率のうち、移民小は移民政策の影響が強く発現し、トランプ政権期間は厳格化が続くことを想定。現状生産性はコロナ禍後の伸びが継続、高生産性はAIが全要素生産性（TFP）を年+0.6%pt押し上げ、資本設備率がITブーム期（1996-2004年）並みに伸びることを想定。詳細は藤原・矢作（2025）を参照。  
 （出所）CBO、CRFB、Tax Policy Center、The Budget Lab at Yale、藤原・矢作（2025）、Haver Analyticsより大和総研作成

<sup>24</sup> 藤原翼・矢作大祐「トランプ2.0で加速する人手不足を克服できるか～投資増による生産性向上への期待と課題～」『大和総研調査季報』2025年秋季号（Vol. 60）掲載、pp. 50-63

## 米国金融政策の行方

2025 年は米国経済の様相が大きく変化する中で、FRB の金融政策も二転三転を余儀なくされた。FRB は 2024 年 9 月から利下げフェーズへと転換したが、インフレ再燃リスクが高まった 2025 年上半期を中心に、金利は据え置かれ、様子見が続いた。他方で、雇用環境の悪化傾向が顕著になり始めた夏場以降は利下げへと再転換がはかられ、2025 年 9 月から 12 月にかけて FF 金利は合計で 0.75%pt の利下げが実施された。2026 年の金融政策運営に関しては、大和総研は 0.50%pt の利下げを想定している。2025 年 9 月の PCE 価格指数は前年比 +2.8% と FRB の 2% インフレ目標を上回っているが、「K 字経済」下で景気に下振れリスクがあること、雇用環境の悪化リスクが高い中で 2026 年も利下げの継続が必要と考えている。

今回の利上げフェーズ（2022-2023 年）において FF 金利は 5.4% をピークとして、2024 年以降合計 1.75%pt 利下げされ、直近は 3.6% となっており、2026 年末には 3.1% まで低下が見込まれる。景気に中立的な金利水準（FOMC 参加者による FF 金利予想のうち、中期見通し（ロングラン（中央値）が該当、以下、中立金利）は 3% 付近とされ、2026 年末の FF 金利水準は概ね中立金利付近に到達することを意味する。2027 年・2028 年に関しては、PCE 価格指数は前年比ベースで +2% 程度まで減速すると予想しており、利下げしやすい環境が想定される。ただし、トランプ減税 2.0 や 2026 年までの利下げによる下支え効果によって雇用環境の悪化リスクが一服し、2027 年・2028 年に失業率は低下することが見込まれる。こうした物価・雇用環境の想定の元で、2027 年・2028 年は FF 金利の据え置きを想定している。なお、2029 年に関しては、トランプ減税 2.0 の一部失効により景気に下押し圧力がかかることへの対応策として合計 0.50%pt の利下げを予想しており、2030 年以降は据え置きと考えている。

利下げペースを変化させ得る要因は、潜在成長率の変化に伴う中立金利のシフトだろう。厳格な移民政策に伴う労働力人口の抑制は潜在成長率を押し下げ、中立金利を低下させ得る。一方で、積極的な AI 関連投資や AI 活用の拡大による生産性向上は潜在成長率を押し上げ、中立金利を上昇させ得る。足元では、パウエル FRB 議長が AI 等によって想定以上に生産性が上昇していること、生産性の上昇が維持され、高い経済成長率が達成され得ること、その結果として、中立金利が上昇する可能性があることに言及している。FOMC 参加者内でも生産性改善を見越した成長率予想の上方修正が進んでおり、中立金利が上振れする可能性があるだろう。

このほか、2026 年 5 月に控える FRB 議長の交代も FRB の金融政策を変化させ得る。トランプ大統領はこれまで FRB に利下げを再三要請しており、2025 年夏までに FF 金利を据え置いていたパウエル議長を「Mr. Too Late」と批判してきたことから、利下げ推進派を次期議長に指名する可能性が高い。有力候補者であるケビン・ウォーシュ元 FRB 理事は利下げの必要性が高いとの意見をこれまでに表明している。トランプ政権による金融政策運営への政治的介入が強まり、とりわけ、利下げ方向へと強く誘導された場合に懸念されるのは、インフレが再燃し、インフレ率が高水準で定着することであろう。1970 年代に FRB への政治的介入が強まり、インフレ率が不安定化し、その後の 1980 年代に大幅な金融引き締めが必要となったことは、足元のトランプ政権による FRB への圧力の高まりがもたらすリスクを示しているといえよう。

# 欧州経済 トランプリスク再来

## 追加関税で対米貿易摩擦懸念が再燃/欧州経済中期見通し

橋本 政彦

### [要約]

- ヨーロッパ圏経済の拡大を後押しする要因として期待されるドイツの財政拡張に関して、2025年後半に入ってようやくその効果が見られ始めた。ドイツの製造業受注数量は11月に前月比+5.6%と大幅に増加し、2022年6月以来の高水準となったほか、12月の建設業PMIは2022年3月以来初めて、基準となる50%を上回った。ドイツの財政支出が実行段階へと入ったことが示唆され、ヨーロッパ圏経済の先行きを見通す上で大きな好材料である。
- 他方、ヨーロッパ圏経済を取り巻く悪材料として、対米関係の再悪化が急浮上している。トランプ大統領はグリーンランド領有を巡って、欧州8カ国に対して追加関税を課す意向を明らかにした。EUと米国の交渉によって、追加関税が撤回される可能性は残されるものの、政策を巡る先行きの不確実性の高まりは、ヨーロッパ圏経済にとってネガティブに働く公算が大きい。
- 今回のレポートでは、通常の経済見通しに加えて、ヨーロッパ圏、英国の今後10年間(2026年~2035年)の中期経済見通しを改訂した。ヨーロッパ圏経済の今後10年間の経済成長率は平均で+1.2%と予想する。ヨーロッパ圏経済は自律的な成長経路へと復しつつあることに加え、予測期間前半は国防費を中心とした財政拡張が景気拡大を後押しすると見込まれる。財政による需要の押し上げ効果は低減していくことになるが、公共投資の拡大が供給面から成長力を押し上げる効果は、予測期間後半にも持続する見通しである。
- 英国の今後10年間の経済成長率は平均で+1.3%と予想する。労働党政権は大きな政府を志向しつつも財政規律を重視しており、財政による景気の押し上げは期待できない。政権の支持率は低迷しており、2029年までに行われる次の総選挙で再度政権交代が起こる可能性に加え、ハング・パーラメントとなって政策運営が停滞するリスクにも注意が必要である。

## 欧州景気動向

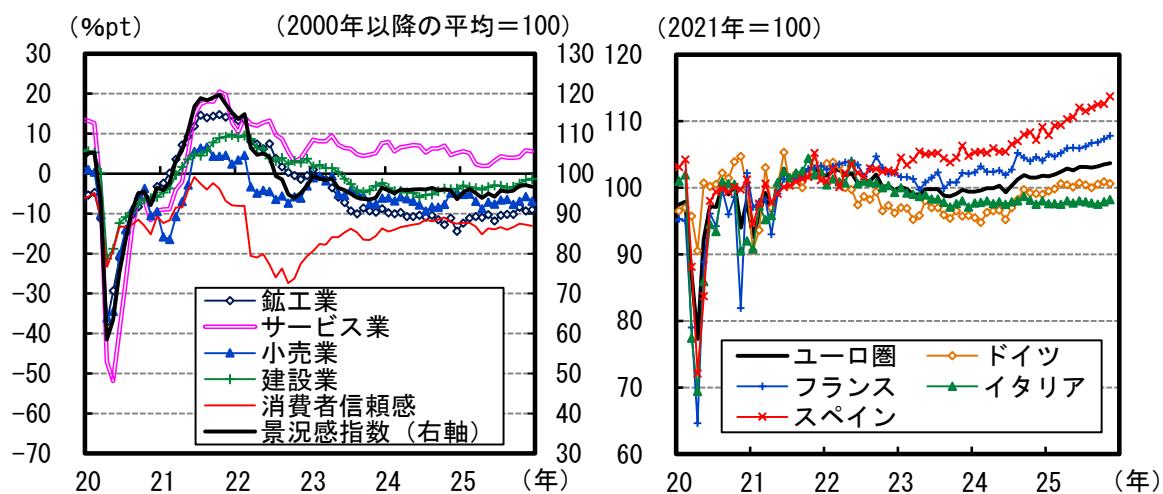
### ユーロ圏の2025年12月の景況観指数は4カ月ぶりに低下も、高水準維持

ユーロ圏経済は2025年末にかけて緩やかな成長が続いたとみられる。欧州委員会が公表するユーロ圏の2025年12月の景況感指数は、前月差▲0.4ptと低下した。もっとも、低下は4カ月ぶりであり、低下幅も9~11月の上昇幅(+1.6pt)に比べれば小さい。12月の水準は96.7ptと、直前の11月(97.1pt)、10月(96.9pt)を除けば2023年4月以来の高さであり、単月の低下を悲観的に捉える必要はないだろう。

12月の指数の内訳を見していくと、小売業が前月差▲1.2ptと大きく落ち込んだことが最大の押し下げ要因となった。また、消費者信頼感が同▲0.3ptと小幅ながら2カ月連続で低下しており、個人消費関連が年末にかけてやや軟調だった。この他、サービス業も同▲0.2ptと低下したが、これは前月に同+1.6ptと大幅に上昇したことからの反動とみられる。他方、鉱工業、建設業の2系列はいずれも同+0.3ptと上昇した。両者ともごく緩やかな改善傾向が続いているが、特に建設業では4カ月連続で上昇しており、指数は2023年6月以来の高さまで回復している。

次に、ハードデータで足元までの景気の状況を確認していくと、個人消費関連の実質小売売上高は、ユーロ圏全体では11月に前月比+0.2%となり、3カ月連続で増加した。食品・たばこが10月の高い伸びからの反動で同▲0.2%と減少に転じ、自動車燃料も同▲0.1%と小幅に減少したものの、非食品(除く自動車燃料)が同+0.4%と増加したことが全体を下支えした。月々の振れが小さく、基調を見る上で重視される非食品(除く自動車燃料)の増加は3カ月連続であり、財消費は底堅く推移している。

図表1 ユーロ圏の景況感指数と構成指標(左)、ユーロ圏主要国の実質小売売上高(右)



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

小売業の景況感指数低下に鑑みれば、12月の小売売上高は減少に転じる可能性があるものの、12月が前月比▲1.5%以上の落ち込みとならない限り、10-12月期は前期から増加する計算となる。10-12月期も個人消費の増加はGDPの押し上げに寄与すると見込まれる。

なお、実質小売売上高の国別の動向を見ると、11月はドイツが前月比▲0.3%と3カ月ぶりに減少したものの、スペインが同+1.0%と大幅に増加したほか、フランス（同+0.5%）、イタリア（同+0.3%）でも増加した。スペインの指数は2010年3月以来の高水準となっており、引き続きユーロ圏内で際立つ好調な状態が続いている。

## ドイツの財政政策は実行フェーズに移行

企業活動関連のハードデータでは、11月のユーロ圏の鉱工業生産指数は前月比+0.7%と3カ月連続で上昇する好調な結果となった。自動車の指数が同+6.2%と大幅に上昇しており、これを主因に資本財の生産が同+2.8%と増加したことが全体を押し上げた。また、中間財の生産も同+0.3%と小幅に増加している。鉱工業生産指数の10-11月平均は7-9月期平均を0.9%上回っており、10-12月期は3四半期ぶりに増加に転じる可能性が高い。

また、製造業に関して、受注に増加の兆しがみられ始めていることは、先行きを見通す上で の好材料である。11月のドイツの製造業受注数量は、前月比+5.6%と3カ月連続で増加し、増加幅は2024年12月以来の大きさとなった。海外向け、国内向けの双方が増加したが、国内向けが同+6.5%と増加幅が大きく、しかも10月の同+10.0%という大幅増加に続いて2カ月連続での増加となり、国内向けの受注水準は2022年6月以来の高水準に達した。

業種別の内訳では特に、武器・弾薬の大幅な増加によって金属製品が前月比+25.3%と大幅に増加したことに加え、航空機、船舶、鉄道、軍用車両を含む、その他の輸送用機械が同+12.3%と増加したことが目立つ。ドイツ連邦統計局によれば、これらの業種では多くの大型受注があったと報告されており、12月以降、その反動減が出る可能性には注意が必要であろう。だが一方、11月の大型受注による押し上げを、待望されていた財政支出が実行フェーズに入ったことのサインと捉えれば、むしろポジティブに評価することができる。大型インフラ投資、国防費の増加が盛り込まれたドイツの2025年予算は9月にようやく成立しており、それが11月の大型受注へと繋がった可能性がある。

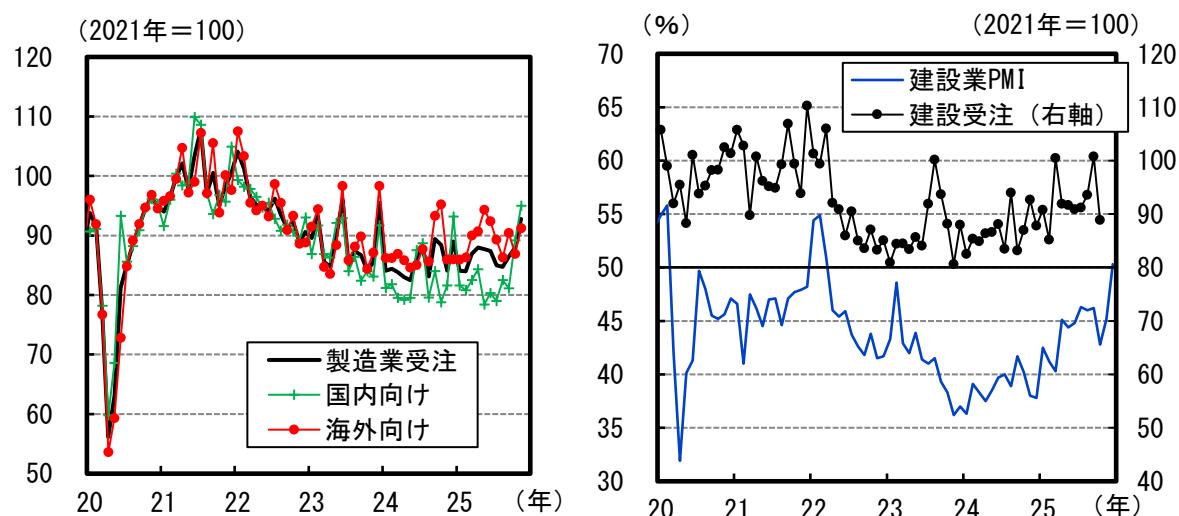
加えて、こうした大型案件を除いたとしても、ドイツ製造業の受注は上向き始めている。大型受注を除く製造業受注の11月分は前月比+0.7%と、小幅ではあるものの3カ月連続で増加している。とりわけ国防費の増加やインフラ投資拡大の影響を受けやすいとみられる国内向け資本財は、大型受注を除いても10月に同+5.0%、11月に同+4.8%と改善の動きが顕著であり、財政支出拡大の効果を感じさせる。

さらに、ドイツで財政拡張の効果が出始めていることを示唆するものとして、建設業のPMIの大幅な改善も挙げられる。ドイツの建設業PMIは2025年12月に前月差+5.1ptと大幅に改

善し、水準は 50.3% と、2022 年 3 月以来、3 年 9 カ月ぶりに拡大・縮小の基準となる 50% を上回った。建設業の中でも特に土木関連の活動指数が大きく改善しており、道路、鉄道などの交通インフラをはじめとするインフラ投資が実行段階に入ったことを示唆する。建設受注統計については最新が 10 月分であり、まだ目立った増加は見られていないものの、マインド統計に追随して実体面でも増加基調を強めることが期待される。

なお、四半期 GDP に先立って公表されたドイツの 2025 年の実質 GDP は、前年比 +0.2% と 3 年ぶりのプラス成長に転じた。同時に公表された 2025 年 10-12 月期の暫定値は前期比 +0.2% と 3 四半期ぶりのプラス成長になったと報告されたが、財政支出が実行に移されることで、2026 年以降、ドイツ経済の成長ペースがさらに加速する可能性は高まっている。域内最大の経済規模を持つドイツ経済の回復期待の高まりは、当然ユーロ圏経済全体にとって朗報である。

図表 2 ドイツ製造業受注（左）、ドイツ建設受注と建設業 PMI（右）



（出所）ドイツ連邦統計局、S&P Global より大和総研作成

### グリーンランドを巡り欧米関係は緊張、貿易摩擦リスクが急速に高まる

ただし、ドイツでの財政支出という好材料が見え始めてきた一方で、米国との関係悪化が欧州経済のリスクとして再び急浮上した。

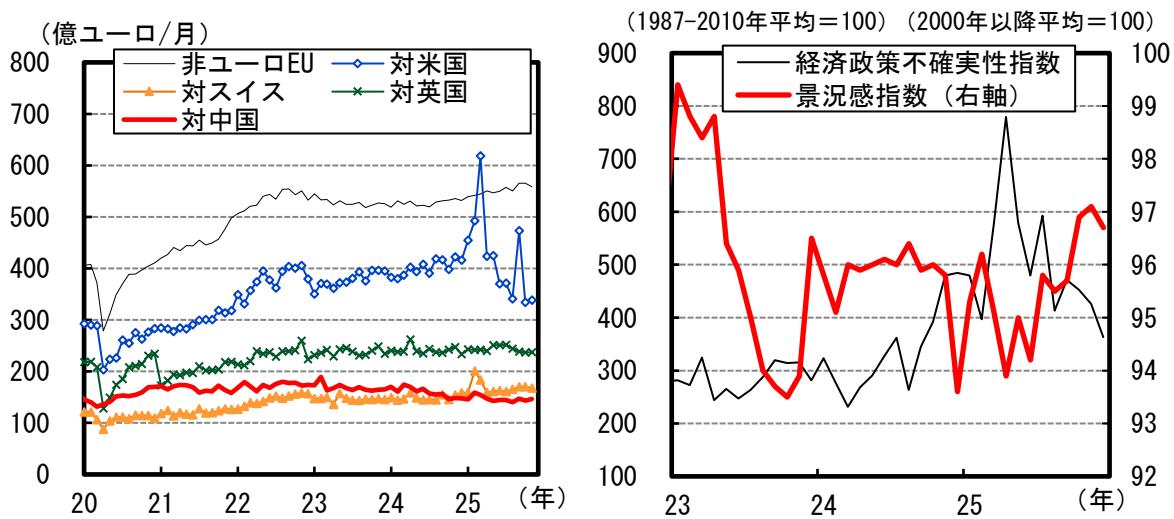
米国のトランプ大統領はかねてデンマーク領であるグリーンランドの領有を提案しているが、1 月 17 日、米国の買収提案に反対する 8 カ国（デンマーク、ノルウェー、スウェーデン、フランス、ドイツ、英国、オランダ、フィンランド）に対して、追加関税を実施する方針を自身の SNS で明らかにした。2 月 1 日から 10% の追加関税が開始され、6 月に税率が 25% に引き上げられた後、米国によるグリーンランド取得の合意が成立するまで継続するという。追加関税の対象となった 8 カ国は、1 月 15 日にグリーンランドへの軍事要員派遣を発表しており、これがトランプ大統領による追加関税表明の引き金となった。

トランプ大統領による追加関税実施の意向に対し、EUは対抗措置を準備の上、トランプ大統領との交渉を進めていく構えである。2025年夏に成立した米国との通商合意の履行を停止し、930億ユーロ規模の報復関税の検討が伝えられているほか、フランスのマクロン大統領は、より強力な対抗措置であるACI(反威圧措置)の発動を提案している。ACIについては、EU加盟国の中でも発動への賛否が分かれているとみられ、即座に発動される可能性は低いが、仮に交渉が決裂し、トランプ政権が宣言通りに2月から追加関税を実施したとすれば、EUによる報復関税は避けられないとみられる。米国との貿易摩擦がエスカレートし、報復戦に陥ることも想定され、対米輸出にはさらなる下押し圧力が掛かることになる。

一方、楽観的なシナリオとして、交渉によってトランプ政権が追加関税を撤回する可能性も残される。だが、追加関税の根本にあるグリーンランドの領有に対してトランプ大統領は強いこだわりを見せており、本質的な問題解決までには長い時間がかかるとみられる。一時的に追加関税の議論が収束したとしても、再燃するリスクは残ることになるだろう。

2025年はトランプ政権による追加関税の内容が度々翻され、対米輸出の駆け込み需要増や反動減がユーロ圏経済の振れを大きくさせた。また、追加関税の内容がどうなるかわからないという不確実性が、企業や家計のマインドを悪化させ、経済活動を抑制する一因となっていた。2025年夏のEU・米国間の通商合意を以て、政策の不確実性は後退したとみられていたが、今回のグリーンランドを巡る一件をきっかけに不確実性が再び上昇するリスクは高まっている。交渉の進展次第では、ユーロ圏経済の回復に水を差す可能性があり、その動向を注視する必要がある。

図表3 ユーロ圏の国・地域別輸出（左）、政策不確実性指数と景況感指数（右）



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

図表4 ヨーロッパ経済・金利見通し

	2025				2026				2027				2025	2026	2027
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	2.3%	0.6%	1.1%	0.9%	1.2%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.2%	1.4%
家計消費支出	0.9%	1.1%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	0.9%	1.1%
政府消費支出	0.2%	1.4%	2.9%	1.5%	1.7%	1.9%	2.0%	1.8%	1.6%	1.5%	1.3%	1.1%	1.7%	1.9%	1.6%
総固定資本形成	10.6%	-6.5%	4.1%	2.0%	2.2%	2.4%	2.5%	2.6%	2.2%	2.1%	2.1%	2.4%	2.7%	1.9%	2.3%
輸出	9.5%	-1.5%	3.1%	-1.0%	1.0%	1.5%	1.9%	2.2%	2.0%	1.8%	2.1%	2.3%	2.1%	1.0%	2.0%
輸入	9.4%	-0.1%	5.7%	-0.6%	1.4%	1.9%	2.2%	2.5%	2.3%	2.1%	2.3%	2.5%	3.5%	1.7%	2.3%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	1.6%	1.5%	1.4%	1.2%	0.9%	1.1%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.2%	1.4%
家計消費支出	1.5%	1.6%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%	0.9%	1.1%
政府消費支出	2.1%	1.5%	1.7%	1.5%	1.9%	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	1.5%	1.4%	1.7%	1.9%	1.6%
総固定資本形成	2.4%	3.2%	2.6%	2.4%	0.4%	2.7%	2.3%	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%	2.7%	1.9%	2.3%
輸出	2.5%	0.6%	2.8%	2.4%	0.4%	1.1%	0.8%	1.6%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%	1.0%	2.0%
輸入	4.0%	2.8%	3.8%	3.5%	1.6%	2.1%	1.2%	2.0%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	3.5%	1.7%	2.3%
鉱工業生産（除く建設）															
実質小売売上高	1.5%	1.3%	1.5%	2.3%	0.8%	1.7%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	1.7%	2.1%
消費者物価	2.4%	3.0%	1.9%	1.9%	1.6%	1.0%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	2.3%	1.1%	0.8%
生産者物価	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	1.7%	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	2.1%	1.8%	1.9%
失業率	2.3%	0.5%	-0.2%	-1.5%	-2.5%	1.4%	1.5%	1.9%	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%	0.3%	0.6%	2.3%
10億ユーロ															
貿易収支	60.1	32.7	34.6	42.6	48.9	51.8	54.9	58.1	61.6	65.1	68.8	72.6	170.0	213.6	268.0
経常収支	75.3	83.7	45.8	53.1	57.8	59.6	61.7	63.9	66.3	68.6	71.1	73.7	257.9	243.1	279.8
独 国債10年物（期中平均）	2.58%	2.55%	2.69%	2.72%	2.85%	2.88%	2.91%	2.94%	2.96%	2.97%	2.98%	2.97%	2.63%	2.89%	2.97%
欧 政策金利（末値）	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.25%	2.00%	2.00%	2.25%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2026年1月20日時点）。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

図表5 英国経済・金利見通し

	2025				2026				2027				2025	2026	2027
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	2.7%	0.9%	0.4%	0.3%	1.4%	1.4%	1.6%	1.8%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.1%	1.5%
家計消費支出	0.7%	0.1%	1.4%	0.5%	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	0.8%	0.8%	1.2%
一般政府消費支出	-0.8%	4.8%	1.4%	1.0%	1.2%	1.4%	1.5%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.8%	1.5%	1.2%
総固定資本形成	14.2%	-3.4%	5.2%	3.5%	2.0%	2.1%	2.7%	2.9%	2.5%	2.3%	2.1%	2.1%	3.7%	2.5%	2.5%
輸出	2.1%	0.3%	0.8%	-2.3%	1.8%	2.5%	2.8%	3.0%	3.1%	2.7%	2.5%	2.4%	2.2%	1.1%	2.8%
輸入	4.5%	-0.5%	1.1%	4.7%	0.8%	1.8%	2.1%	2.2%	2.8%	2.5%	2.4%	2.3%	4.2%	1.9%	2.4%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	1.8%	1.4%	1.3%	1.0%	0.7%	0.9%	1.2%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	1.1%	1.5%
家計消費支出	0.9%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	0.8%	0.8%	1.2%
一般政府消費支出	2.0%	1.9%	1.6%	1.6%	2.1%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	1.8%	1.5%	1.2%
総固定資本形成	3.9%	3.3%	2.9%	4.7%	1.8%	3.2%	2.6%	2.4%	2.5%	2.6%	2.4%	2.2%	3.7%	2.5%	2.5%
輸出	3.8%	2.7%	2.3%	0.2%	0.1%	0.7%	1.2%	2.5%	2.8%	2.9%	2.8%	2.7%	2.2%	1.1%	2.8%
輸入	7.4%	2.0%	5.0%	2.4%	1.5%	2.1%	2.3%	1.7%	2.2%	2.4%	2.5%	2.5%	4.2%	1.9%	2.4%
鉱工業生産															
実質小売売上高	0.8%	0.1%	-0.3%	1.5%	0.5%	1.5%	2.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.6%	1.3%	1.0%
消費者物価	0.1%	0.3%	0.3%	0.9%	0.4%	0.8%	0.4%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	0.4%	0.6%	1.1%
失業率	2.8%	3.5%	3.8%	3.3%	2.5%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	3.4%	2.1%	2.0%
10億英ポンド															
貿易収支	-54.7	-60.0	-58.9	-63.6	-63.4	-62.9	-62.3	-62.3	-62.4	-62.6	-62.7	-62.4	-237.2	-250.9	-250.1
経常収支	-22.1	-21.2	-12.1	-16.4	-15.4	-14.8	-14.2	-13.7	-13.2	-12.9	-12.7	-12.4	-71.8	-58.1	-51.2
国債10年物（期中平均）	4.60%	4.57%	4.64%	4.52%	4.41%	4.36%	4.26%	4.20%	4.17%	4.14%	4.11%	4.08%	4.58%	4.31%	4.13%
政策金利（末値）	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.75%	3.50%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%	3.75%	3.25%	3.25%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2026年1月20日時点）。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

## 欧州経済中期見通し

### ユーロ圏経済中期見通し～財政拡張が短期・中期に成長を下支え

今回のレポートでは、通常の経済見通しに加えて、今後10年間（2026年～2035年）の中期経済見通しを改訂した。ユーロ圏経済の今後10年間の経済成長率は平均で+1.2%と予想しており、これは過去10年間（2016年～2025年、2025年は大和総研予想）の平均の+1.5%を下回る。予測期間を前・後半に分けると、前半5年間の平均成長率は+1.3%、後半5年間は+1.2%と予想しており、予測期間後半にかけて成長率はごく緩やかに低下していく見通しである。

2025年のユーロ圏の実質GDP成長率は前年比+1.4%（大和総研予想）と、2年連続で成長ペースが加速したとみられる。米国での第二次トランプ政権発足後の追加関税の議論はユーロ圏経済を大きくかく乱したが、高インフレが収束する中での実質所得の回復を背景に個人消費の増加が続いたことに加え、ECBによる利下げの効果もあって設備投資が増加し、GDPを押し上げた。ロシアのウクライナ侵攻をきっかけとしたエネルギー危機以降の高インフレ、高金利によって経済成長が抑制される状況は、足元までに概ね解消したといえ、欧州経済の自律的な成長は2026年以降も続いていると見込まれる。

図表6 ユーロ圏経済中期見通し計数表

	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年	2035年
国内総生産（前年比）	1.4	1.2	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
家計消費支出	1.3	0.9	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
政府消費支出	1.7	1.9	1.6	1.4	1.2	1.2	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8
総固定資本形成	2.7	1.9	2.3	2.2	1.9	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7	1.5
輸出	2.1	1.0	2.0	2.1	1.8	2.3	2.1	2.1	2.0	1.9	1.9
輸入	3.5	1.7	2.3	2.4	1.9	2.3	2.0	1.9	1.8	1.7	1.7
政策金利（末値）	2.00	2.00	2.25	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
長期金利（期中平均）	3.15	3.30	3.38	3.23	3.13	3.06	3.00	2.95	2.91	2.88	2.85
消費者物価（前年比）	2.1	1.8	1.9	2.1	1.8	1.9	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9

（注）長期金利はユーロ圏国債利回り。

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

### 財政拡張は短期的には需要を押し上げ、中期的には潜在成長率にプラスの効果

加えて、特に予測期間前半において期待されるのは財政支出拡大による景気の押し上げ効果である。2025年に米国で第二次トランプ政権が誕生したことをきっかけに、欧州では安全保障強化への認識が高まっており、国防費を中心に財政の拡張が見込まれる。EUは加盟国の国防費増加を後押しするため、市場で調達した資金を加盟国の防衛力強化投資に対して融資する「欧州の安全保障行動（SAFE）」を設立したほか、防衛費に関して財政規律枠組みの適用を一時停止した。また、個別国の動きとして、伝統的に財政規律を重視してきたドイツでは、国防費の増加のため、ドイツ独自の厳格な財政ルールである「債務ブレーキ」が緩和されている。

ただし、当然ながらEU加盟国の財政は無制限に拡張されていくわけではない。EUの国防費に対する財政規律枠組みの適用停止は、2025年からの4年間の期限付きとなっており、その後

は再度財政規律ルールが適用される予定である。欧州委員会の見通しでは、2027年までユーロ圏全体の財政赤字が拡大する見通しとなっているが、EUの基準であるGDP比3%を上回る財政赤字が、財政規律ルールの適用再開後も一方的に拡大していくとは想定し難い。その後はむしろ、国防費の拡大と財政再建の両立が求められると見込まれ、財政支出による経済の押し上げ効果は低減していくことになるだろう。

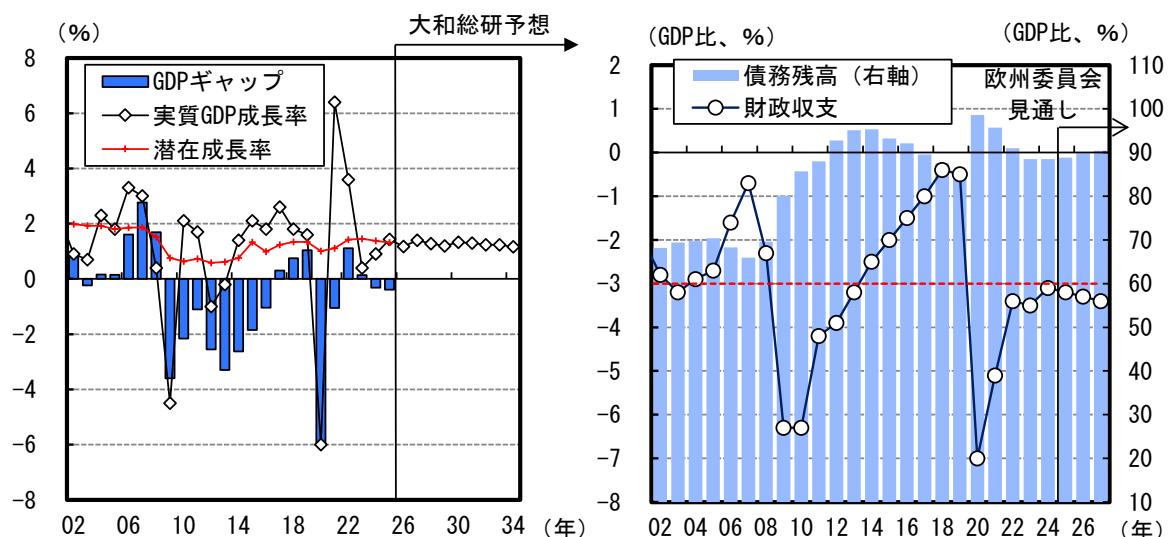
一方、財政拡張は需要面のみならず供給面からのプラスの効果、すなわち潜在成長率を押し上げることが期待される。その効果は予測期間後半も持続することになるだろう。

既述した通り、ドイツでは国防費拡大に向けて債務ブレーキが改正されたが、改正の一部としてインフラ投資のための特別基金の設立が盛り込まれた。ドイツでは、厳しい財政規律を背景としたインフラ投資の不足が、長引く景気低迷の一因となっており、拡張財政への転換は防衛力の強化のみならず、長引く景気停滞からの脱却も意図したものとなっている。特別基金による大規模なインフラ投資は、短期的には需要の拡大を、中期的には資本ストックの蓄積や、生産性の向上を通じて潜在成長率の押し上げに寄与することが期待される。

また、国防費増加の議論の一環として、NATOが2%としてきた国防費の対GDP比目標を、2035年までに5%を目指すとして引き上げたことも重要な変更点である。新たな目標の5%のうち、従来2%とされてきた中核的な国防費の目標は3.5%であり、残りの1.5%にはインフラ投資やサイバー防衛関連など、広義の安全保障関連の支出が含まれる。どこまでを国防費扱いとするかについては議論があるものの、NATOの目標達成という名目によって、これまでよりも各国財政における公共投資の優先度は上がる可能性が高い。

ユーロ圏の潜在成長率は、人口要因が下押し要因となり、緩やかに低下していくという見方は従来通り変更はない。ただし、財政政策の転換を背景とした資本蓄積、生産性の上昇によって、潜在成長率の低下ペースは従来見通しに比べて幾分緩やかなものになると想定する。

図表7 ユーロ圏のGDP成長率・潜在成長率・GDPギャップ（左）、ユーロ圏の財政見通し（右）



（出所）Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

## ECB の政策金利は既に中立金利に到達、次回の政策変更は利上げを想定

金融政策に関して、ECB が 2024 年 6 月に開始した直近の利下げサイクルは既に終了したとみられる。政策金利（預金ファシリティ金利）の水準は 2% と、ECB が考える中立金利近辺にあることに加え、インフレ率は目標の 2% 近辺で落ち着いている。ECB は現状の政策金利が、「良い位置」にあるとの見方を示しており、近いうちに政策金利が変更される蓋然性は低い。

もっとも、ECB は現状の金利水準に必ずしも固執しているわけではなく、インフレ率を中心とする経済データに基づいて金融政策を運営していくというスタンスである。インフレ率が目標の 2% から乖離する可能性が高まった場合においては、ECB は政策金利の変更に踏み切るとみられる。

現状、目標の 2% にほぼ一致しているインフレ率は、短期的にはもう一段低下し、当面は目標の 2% を下回って推移するとみられる。だが、既述した財政支出の増加等によって景気拡大ペースが加速していくのに従って、インフレ率は 2027 年後半にかけて再び上昇率を高めていくと予想する。こうした前提の元、インフレ率の高進を防止するために ECB は 2027 年終盤に 0.25%pt の利上げを実施すると予想する。一方、その利上げの効果の波及に加えて、海外経済減速による輸出の伸びの鈍化によって実質 GDP 成長率が低下し、インフレ率も再び上昇ペースを緩めるとの想定から、2029 年に 0.25%pt の利下げという小幅な調整を実施すると予想している。

その後、2030 年以降は、政策金利の変更は想定せず、横ばいでの推移が続くと見込む。これは、潜在成長率並みの経済成長が続くことで、GDP ギャップはゼロ近傍で安定的に推移し、インフレ率も目標の 2% からは大きく乖離しないと見込んでいるためである。ただし、中立金利の水準が今後変化することで、政策金利を一定としてもそれが経済にとって緩和的、ないし引き締め的に作用する可能性がある。経済が安定的に推移した場合でも、政策金利の調整が必要となる可能性がある点にも注意が必要である。

## 英国経済中期見通し ~政治不安が予測期間後半のリスク

英国については、今後 10 年間の経済成長率は年平均 +1.3% になると予想する。予測期間前半 5 年間の平均成長率は +1.3% 、後半 5 年間は +1.2% と予想しており、予測期間後半にかけて成長率が鈍化していく姿はユーロ圏と同様である。

英国では、2024 年 7 月に 14 年ぶりに労働党政権への政権交代が実現したことで、多くの政策がそれ以前の保守党政権時代から転換した。政策の方向性としては、福祉政策の拡大や労働者の就業条件の改善、かねて英国の課題である NHS（国民保健サービス）を中心とする公的サービスの立て直しなど、大きな政府を志向する伝統的な労働党の考え方に基づいている。

もっとも、こうした労働党らしい政策を実行に移す中、財政規律との両立の難しさが浮き彫

りとなっている。労働党政権は、付加価値税、所得税、国民保険料については増税の対象としないとする公約はどうにか堅持しているものの、これ以外で様々な増税を段階的に導入してきた。OBR（予算責任局）の見通しによれば、税収の対GDP比は2030年度には38%と、過去最高に達すると見込まれており、政権交代時に高まった財政による景気の押し上げに対する期待は、政権交代後の1年半で大きく後退した。

労働党政権の政策のうち、財政政策以外の注目点としては、EUとのさらなる関係修復がある。労働党は2024年の選挙の段階からEUとの関係の修復を外交における優先政策に位置付けており、実際、2025年5月にはBrexit（2020年のEU離脱）以降初の英国・EUサミットが開催され、農作物、エネルギー分野などで協調に向けた合意に達した。さらに、スターマー首相は2026年の新年の演説において、EUとのさらなる協調の重要性に対する認識を表明した。スターマー首相はEU再加盟、およびEU単一市場への回帰は否定しているが、個別案件ごとにEU単一市場とのルール調整を進めるべきとの考えを示し、これまで以上にEUに接近することへの意欲を示している。英国にとって最大の貿易パートナーであるEUとの関係修復は、貿易活性化によるプラスの効果が見込まれることに加え、Brexit以降停滞が続く対内投資を再活性化させることが期待される。

図表8 英国経済中期見通し計数表

	(単位: %)										
	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年	2035年
国内総生産（前年比）	1.4	1.1	1.5	1.4	1.2	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
家計消費支出	0.8	0.8	1.2	1.3	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
一般政府消費支出	1.8	1.5	1.2	1.0	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
総固定資本形成	3.7	2.5	2.5	2.4	2.1	2.3	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7
輸出	2.2	1.1	2.8	2.7	2.2	2.6	2.5	2.3	2.1	2.0	2.0
輸入	4.2	1.9	2.4	2.7	2.3	2.4	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8
政策金利（末値）	3.75	3.25	3.25	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
長期金利（期中平均）	4.58	4.31	4.13	4.03	3.53	3.45	3.40	3.36	3.33	3.31	3.29
消費者物価（前年比）	3.4	2.1	2.0	1.9	1.8	1.9	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9

(出所) ONS、BOEより大和総研作成

他方、英国経済の先行きに関して、予測期間後半については政治的な不安定さが増すことが経済成長を不安定化させるリスクに注意が必要である。

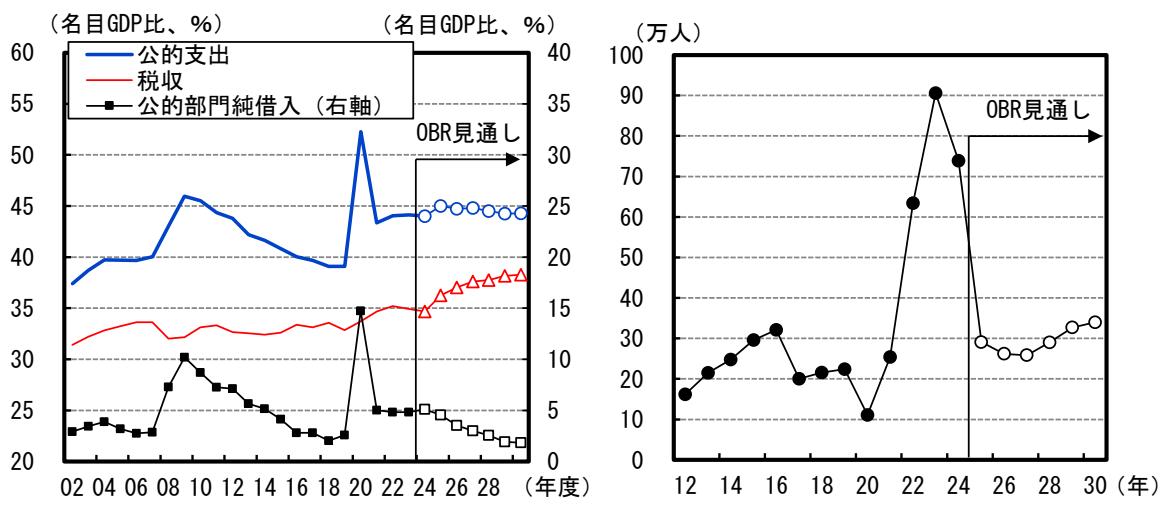
現労働党政権は2024年の選挙で歴史的とも言える大勝を遂げたが、その後の政策運営に苦労している。とりわけ、公的支出の拡大と財政再建の両立を目指した増税策は、国民からの評判が悪く、労働党政権の支持率は低位で推移している。一方、労働党以前に政権を担っていた保守党に対する英国民の失望感も根強く、結果として、伝統的二大政党の支持率が低迷し、それ以外の政党への支持率が高まっている。現在、政党支持率でトップを走る、極右政党のリフオームUKが、次回、2029年までに実施される総選挙で与党になると判断するのは時期尚早と思われるが、労働党が与党の座を他の政党に明け渡す可能性は高い。

政党支持率が大きく割れている状況を踏まえると、先行きの政策を今の段階で占うのは難しきが、仮に政権交代が起これば労働党が実施してきた政策は巻き戻されることになるだろう。また、次回の選挙では、多数党のないハング・パーラメントに陥る可能性も否定できない。政

策運営が滞ることで経済活動が阻害されることに加え、財政への信任低下による金利上昇リスクにも警戒が必要となる。

さらに、中期的な成長を考える上では、移民政策の転換も英国経済にとってのリスクとなる。リформUKへの支持拡大に象徴されるように、他の欧州諸国と同様に英国でも移民流入に対する不満が高まっている。伝統的には移民に寛容な労働党も、政権交代以降、移民政策の厳格化に取り組み、それが奏功して英国の移民純流入数は2023年のピークから減少している。だが、仮に将来、政権交代となれば、移民政策は一層厳格化される可能性があるだろう。OBRが2025年11月に公表した経済見通しでは、英国への移民純流入数は2027年まで減少した後、再び緩やかに増加していくとの予想が示されたが、次回の選挙結果次第では、こうした移民流入の見通しは下振れする可能性がある。移民政策の厳格化は社会的にはポジティブに受け止められる側面はあるとみられるものの、経済成長にとってマイナスに働くことになろう。

図表9 英国の財政見通し（左）、英国の移民純流入数（右）



（出所）OBR、ONSより大和総研作成

金融政策面では、短期的には既に利下げサイクルを終了したECBとは異なり、BOEは現行の利下げサイクルをもうしばらく続けると見込まれる。英国のインフレ率は依然として目標の2%を上回っているが、労働需給の緩和に伴う賃金上昇圧力の低下を受けて鈍化していく見通しであり、BOEは金利の引き締め度合を緩めると想定される。実際、BOEは利下げを実施した2025年12月の金融政策委員会で公表した声明文において、さらなる利下げが適切であることを明示している。

だが、ベイリー総裁はそれと同時に、政策金利が中立金利に近づいたことで、追加利下げの判断がより難しくなっているとの見解を示した。まだ利下げサイクルは続くとみられる半面、利下げの終了は近づいている。大和総研では、英国の中立金利は3.25%と想定し、2026年にあと2回の利下げを実施することで、2024年に始まった現行の利下げサイクルは終了すると予想する。その後、2029年にも微調整として0.25%ptの追加利下げを見込むが、予測期間後半についての政策金利の変更は想定していない。

# 中国：今後 10 年の長期経済見通し

第 15 次 5 年計画の基本方針、山積する構造問題に処方箋を出せず

斎藤 尚登

## [要約]

- 今後 10 年程度の長期見通しについて、中国の成長力は大きく低下しよう。これは、(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) それと表裏一体の過剰債務問題、などの構造的な要因が中国の成長力を低下させるためである。
- 大和総研は 2026 年～2030 年の実質 GDP 成長率を平均で 3.9%程度、2031 年～2035 年を同 2.7%程度と予想している。かつて習近平総書記は「2035 年までに（実質）GDP や 1 人当たり収入を（2020 年の）2 倍にすることは完全に可能である」（2020 年 10 月の第 19 期中央委員会第 5 回全体会議での発言）とした。これが実現するには 2035 年までの 15 年間は年平均で 4.7%強の実質成長が必要な計算である。しかし、大和総研は、その間の年平均の実質 GDP 成長率は 4.0%にとどまり、達成は不可能だと予想している。
- 2025 年 10 月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 年からの第 15 次 5 年計画の基本方針を決定したが、中国経済・社会が抱える構造問題に対して、有効な処方箋を出すことはできなかった。例えば、4 年以上にわたり継続している不動産不況に対しては、「新しい不動産発展モデルの構築を加速する」など、抽象的な言及に終始した。中国共産党・政府の構造問題への改革意欲は低下しているようにみえ、これこそが最大の構造問題といえるのかもしれない。

## 中国経済の長期展望～構造的な要因により、成長力は大きく低下～

本レポートでは、今後10年を念頭に中国経済の長期展望を行う。結論を先にいえば、構造的な要因により、中国の成長力は大きく低下しよう。

2020年10月に開催された中国共産党第19期中央委員会第5回全体会議（五中全会）で習近平総書記は、「2035年までに（実質）GDPや1人当たり収入を（2020年の）2倍にすることは完全に可能である」とした。2021年～2035年は第14次～第16次5カ年計画期間にあたり、実現には年平均で4.7%強の実質成長率が必要な計算だ。2021年～2025年の第14次5カ年計画期間中の実質GDP成長率は年平均5.4%であった。2026年～2030年の第15次5カ年計画期間中は同4.7%程度、2031年～2035年の第16次5カ年計画期間中は同4.1%で達成できる計算である。

図表1は、各5カ年計画の政府成長率目標ならびに超長期目標とその達成状況である。かつて成長率目標は超過達成が当たり前であったが、2016年～2020年の第13次5カ年計画では、政府成長率目標の年平均6.5%前後に対して、実績は同5.8%にとどまった。「2020年にGDPを2010年の2倍にする」との胡錦濤政権時代からの超長期目標も未達成に終わった（目標は年平均7.2%に対して実績は同6.8%）。当然、2020年のコロナ禍による景気失速（同年の実質GDP成長率は前年比2.3%。以下、断りのない限り変化率は前年比）が主因であるが、それだけではない。後述する構造的な問題が中国の成長力を低下させているのである。

コロナ禍の先行き不透明感を背景に、2021年～2025年の第14次5カ年計画では、政府成長率目標は設定されなかった。2026年から始まる第15次5カ年計画で政府成長率目標が設定されるかどうかは、同年3月の第14期全国人民代表大会第4回会議で明らかになるが、今回も設定されないとの見方がある。これは、（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）それと表裏一体の過剰債務問題、などの構造的な要因が中国の成長力を低下させ、高めの成長率目標にコミットメントするのは極めて困難になっていることが背景にあろう。

図表1 5カ年計画の成長率目標、超長期目標・戦略とその達成状況

5カ年計画	期限	実質GDP（GNP）成長率目標	実績	超長期目標・戦略
第6次5カ年計画	1981年～1985年	4%（注）	11.0%	2000年にGNPを1980年の4倍にする ⇒年平均7.2%成長が必要⇒実績は9.9%
第7次5カ年計画	1986年～1990年	7.5%	7.9%	
第8次5カ年計画	1991年～1995年	6.0%（93年3月に8～9%に引き上げ）	12.3%	
第9次5カ年計画	1996年～2000年	8.0%	8.7%	
第10次5カ年計画	2001年～2005年	7.0%	9.8%	2010年にGNPを2000年の2倍にする ⇒年平均7.2%成長が必要⇒実績は10.6%
第11次5カ年計画	2006年～2010年	7.5%	11.3%	
第12次5カ年計画	2011年～2015年	7.0%	7.9%	2020年にGDPを2010年の2倍にする ⇒年平均7.2%成長が必要⇒実績は6.8%
第13次5カ年計画	2016年～2020年	6.5%	5.8%	
第14次5カ年計画	2021年～2025年	設定せず	5.5%	
第15次5カ年計画	2026年～2030年	—	—	2035年にGDPを2020年の2倍にすることは完全に可能（2020年、習近平総書記） ⇒年平均4.7%強の成長が必要
第16次5カ年計画	2031年～2035年	—	—	

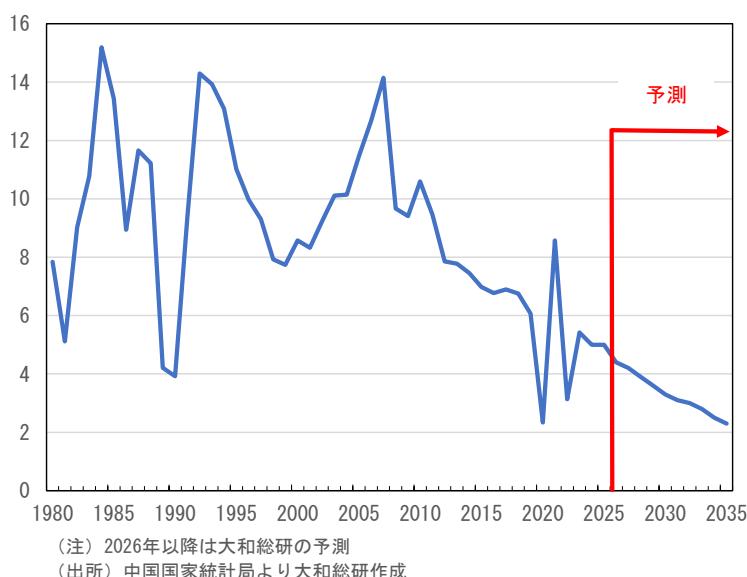
（注）第6次5カ年計画の政府目標と実績は工農業総生産の伸び率。同期間の実質GDP成長率は平均10.7%

（出所）第7次～第14次5カ年計画、中国国家統計局より大和総研作成

2025年10月20日～23日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決定したが、残念ながら上記の構造問題に対する有効な処方箋を出すことはできなかった。大和総研は2026年～2030年の実質GDP成長率を平均で3.9%程度、2031年～2035年を同2.7%程度と予想している。2021年～2035年は年平均4.0%にとどまり、実質GDPを2倍にするのに必要な平均4.7%強には届かないと予想している。

以下では、上記（1）～（4）の中国経済・社会が抱える構造問題の内容と、それぞれについて第15次5カ年計画でどのような基本方針が打ち出されたかを解説する。

図表2 中国の実質GDP成長率の推移（単位：%）



### （1）人口減少と少子高齢化の急速な進展

中国国家統計局によると、2025年末の中国の人口は前年末比339万人減の14億489万人となった。人口減少は4年連続である。出生率の低下が主因であり、背景には、1979年から2015年まで続いた「一人っ子」政策の弊害、住宅・教育など高い経済コストの問題、結婚や出産に対する考え方の多様化、コロナショック以降の成長力低下による雇用や所得への不安、などがある。ちなみに、中国政府によると、2023年の中国の合計特殊出生率（1人の女性が生涯で産む子どもの数）は1.00と、日本の1.15（2024年厚生労働省「人口動態統計」）に比べても低い。

高齢化の進展も加速している。一般に、65歳以上の高齢者が人口に占める割合が7%を超えた社会を高齢化社会、14%を超えた社会を高齢社会、21%を超えた社会を超高齢社会と呼ぶ。国家統計局によると、中国が高齢化社会となったのは2000年、高齢社会となったのは2021年だった（2025年の65歳以上人口は全体の15.9%）。さらに、国連の最新の人口統計・推計である“World Population Prospects 2024”によると、2034年には超高齢社会に突入する。高齢

化社会から高齢社会は 21 年を要したが、高齢社会から超高齢社会への移行は 13 年しかかからない計算だ。今後も労働投入量の減少、高齢者社会保障負担の増加、貯蓄率の低下が、経済成長を押し下げる事になる。

こうした中で、中国政府は少子化対策に一步踏み込む姿勢を見せ始めている。2025 年 7 月 28 日に、中国共産党中央弁公庁と国務院弁公庁が「育児手当制度実施方法」を発表し、満 3 歳以下の子どもがいる家計に対して、1 人当たり年間 3,600 元の補助金（育児手当）を支給するとした。家計全体では年間 900 億元の収入増加となる。

次いで、2025 年 8 月 5 日に、国務院弁公庁が発表した「就学前教育の無償化の段階的推進に関する意見」では、2025 年の秋学期から公立幼稚園の最終学年の園児を対象に保育・教育費を免除するとした（私立幼稚園でも公立と同程度の月間数百元が減免される）。こちらは年間で 400 億元程度の支出削減要因となる。合計は 1,300 億元であり、GDP 比は 0.1% に満たない計算だ。

「中国人口予測報告 2023 年版」（育児人口研究）によると、中国の合計特殊出生率を 0.1pt 引き上げるには、GDP 比 1% 程度の財政などによる費用負担・支援策が必要だとしている。GDP 比で 0.1% 未満では全くの不足である。

第 15 次 5 カ年計画の基本方針では、「積極的な婚育観を提唱し、出産支援政策とインセンティブ措置を最適化し、育児手当や個人所得税の控除政策の効果を發揮し、家庭の出産・育児・教育コストを効果的に低減する。出産保険制度を整備し、出産休暇制度を実施し、早期妊娠支援活動や妊娠・出生異常防止能力向上計画を実施する。保育サービス補助のテストを深く展開し、普遍的な保育と保育・幼児教育の一体化サービスを発展させ、関連制度を徐々に整備する」などとしている。合計特殊出生率を引き上げるには、より大胆な施策が求められよう。

## (2) 住宅需要の減退など総需要の減少

中国経済の喫緊の課題は、4 年以上にわたる不動産不況からの脱却だ。住宅は居住目的だけでなく、家計と企業が投資目的で保有することも多く、価格下落が続ければ、負債圧縮を目的に、家計は消費を、企業は投資を抑制する。銀行も不良債権増大により貸出余力が低下することになる。地方政府は主要な歳入である土地使用権売却収入が減少して、財政難が深刻化することで、成長のための投資余力が低下する。これが、今まさに起きていることだ。

不動産不況からの脱却について、住宅ローン金利や頭金比率の大幅引き下げなど、需要喚起策は充分に実施されている。それでも実需層ですら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、分からぬからだ。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り、工事が中断すれば、引き渡しがなされない懸念が高まる。

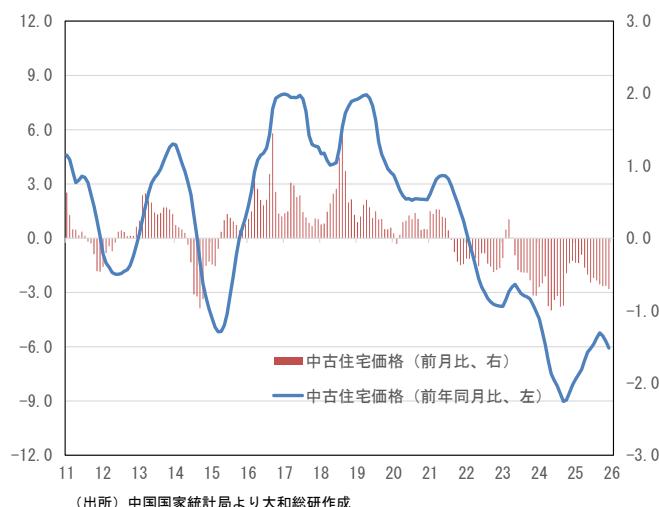
こうした状況を変えるには、より抜本的な改革・改善策が不可欠である。具体的には、①救

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峻別し、特に後者については、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することで、「工事中断問題」を根本から解決する、ことなどである。

ところが、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」や「商品住宅の開発、資金調達、販売などの基礎制度を整備する」など、抽象的な政策に終始した。全国70都市平均の中古住宅価格は2022年2月から下落が続いている。住宅を投資目的で購入するには中長期的な価格先高観の台頭が必要であろうが、そのような状況には程遠いのが現状である。実需にせよ、投資需要にせよ、不動産不況からの脱却は厳しいといわざるを得ない。

住宅に限らず、中国の需要拡大については、従来のような自動車・家電といった耐久消費財の買い替えに対する補助金政策ではなく、雇用の改善や所得の増加を促す政策を重視すべきだ。第15次5カ年計画の基本方針では、項目こそあれ、具体性には欠けている。

図表3 全国70都市中古住宅価格（前年同月比、前月比）の推移（単位：%）



（出所）中国国家統計局より大和総研作成

### (3) 過剰投資と投資効率の低下

中国は深刻な過剰投資問題を抱えている。GDPに占める固定資本形成の割合（投資比率）と、実質GDP成長率の関係を見ると、リーマン・ショック後の2008年11月に発動された4兆元（2008年のGDP比12.3%）の景気対策以降は、投資比率が大きく上昇しその後高止まりした一方で、GDP成長率は概ね低下が続いている。投資効率が大きく低下しているのである。

中国の投資比率は2009年以降、2024年（直近）まで16年にわたり40%前後という、本来なら持続不可能と思われる水準が続いている。1978年から2008年までの投資比率は平均で32.1%であり、それを上回る部分を過剰投資とみなすと、2009年～2024年の累計では130.5兆元、2024年のGDP比では96.7%に達する。このうちの相当程度については、投資回収期間の想

定以上の長期化を余儀なくされ、不良債権化リスクにさらされている可能性が高い。

こうした状況下で、2024年7月25日に、中国国家発展改革委員会と財政部は「大規模設備更新と消費財買い替えへの支援強化に関する若干の措置」を発表した。このうち、設備更新への支援強化について、①工業、環境インフラ、交通運輸、物流、教育、文化・観光、医療などの分野の設備更新および回収・リサイクル利用に加え、支援範囲をエネルギー・電力、老朽化したエレベーターなどの分野の設備更新および重点分野の省エネ・脱炭素と安全改造に拡大する、②対象について、総投資額1億元以上との条件を廃止し、中小企業の設備更新を支援する、③条件を満たす設備更新に対する財政による利子補給を1%ptから1.5%ptに引き上げる、といった政策を打ち出した。設備投資をさらに後押しする政策であり、政府当局にとって、過剰投資への危機感はそれほど大きくないようと思える。

第15次5カ年計画の基本方針では、「有効な投資を拡大する。投資の合理的な成長を維持し、投資の効率を向上させる。(中略) 投資承認制度改革を深化させ、中央と地方の投資の方向性と重点をさらに明確にする」などとしている。過剰投資の抑制に関する具体的な政策や、過剰生産能力の削減強化につながる政策には踏み込まれていない。

図表4 投資効率の低下（単位：%）



#### (4) 過剰債務問題

過剰投資と表裏一体なのが、過剰債務問題だ。

国際決済銀行（BIS）の統計によると、中国の債務残高のGDP比はリーマン・ショック後の2008年11月の4兆元の景気対策以降、急拡大した。全体では2008年末の132.7%から直近の2025年6月末には293.8%に達している。主体別には、政府（中央・地方）は2008年末の26.7%から2025年6月末には92.2%に、同様に家計は17.6%⇒59.6%、非金融企業は88.4%⇒142.0%となった。債務残高のGDP比が最も大きいのが非金融企業であり、その多くは国有企

業によるものだ。また、この間に債務残高の GDP 比が最も増えたのが政府であった。不動産不況を受けて、家計の債務残高の GDP 比は 2021 年以降、頭打ちとなっている。

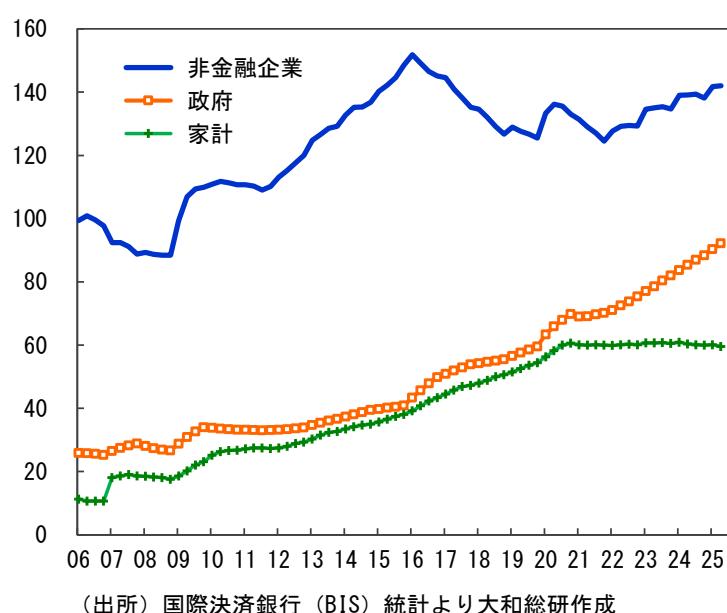
こうした中、第 15 次 5 カ年計画の基本方針では、「重点分野のリスクを防止・解決する能力を向上させ、不動産、地方政府債務、中小金融機関などのリスクを秩序立てて解決し、システムリスクを防ぐ」などとした。

不動産金融について、2024 年 9 月の政策では、2024 年末に期限が来る各種不動産関連貸出に関する特別措置を 2026 年末まで延長するとした。デベロッパー向けの銀行貸出などについても、返済期限は 2024 年末から 2026 年末まで延長されている。この間、返済が遅れても不良債権とみなされないのである。これは、不良債権の抜本的処理がさらに先延ばしになることを意味している。

次に、地方政府債務に関するリスクを抱えているのが、地方政府融資平台だ。これは中国版第 3 セクターと呼ばれる国有企業であり、地方政府の資金調達プラットフォームとして、不動産開発やインフラ投資を担ってきた。不動産不況などの影響で経営難に陥る地方政府融資平台が急増しているであろうことは想像に難くない。2024 年 11 月には地方政府融資平台の一部債務（10 兆元、2024 年の GDP 比 7.4% 分）の地方政府債務への置き替えが発表された。置き換えによって債務の低金利化・返済期間の長期化が図られ、地方政府融資平台の経営破綻リスクや銀行の貸し倒れリスクは低減することになる。しかし、抜本的な改革や処理が行われない限り、単に問題が先送りされるにすぎないことは留意すべきだろう。

結局のところ債務問題への対応は「先延ばし」「先送り」が繰り返されていることになる。

図表 5 中国の部門別債務残高の GDP 比（単位：%）



## 構造問題の縮図である「内巻」（破滅的な競争）是正の難しさ

「内巻」は英語の *Involution* の訳語であり、「破滅的な競争」のことである。これは中国経済・社会が抱える、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) 相対的な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、などであり、代表例が電気自動車（EV）を中心とする新エネルギー車（NEV）である。この他にも太陽光パネル、家電、半導体、電池、医薬、不動産、建材、EC、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、中央・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。第15次5カ年計画の基本方針では、新エネルギー、新素材、航空宇宙、低空経済（高度1,000m以下の低空域でドローンなどを活用した経済活動）などの「戦略的振興産業」と、量子技術、バイオ製造、水素エネルギーと核融合エネルギー、ブレインマシーンインターフェース、具身知能（例えばロボットが環境と相互作用しながら学習し、知能を発展させる技術）、第6世代移動通信などの「未来産業」が重点として明記された。こうした産業には、中央・地方政府、そして国有企業・民営企業挙げての傾斜投資が行われる可能性が高い。巨額の資金投入がトップダウンで機動的に決められるのは中国の強みである。しかし、それが故にこうした産業が容易に過剰生産に陥っていくことは弱みといえる。

過剰生産能力がいったん構築されても、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、中でも国家重点産業にかかる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だ。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。

「内巻」の是正について、第15次5カ年計画ではどのような方針が打ち出されたのであろうか？残念ながら「総合的に内巻式競争を正す」との一文があるのみだ。

結局のところ、第15次5カ年計画の基本方針は、中国経済・社会が抱える様々な構造問題に対して、有効な処方箋を出すことはできていない。中国共産党・政府の構造問題への改革意欲は低下しているようにみえ、これこそが最大の構造問題といえるのかもしれない。

(参考) 主要経済指標一覧

	2024年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	12月
実質GDP成長率 (四半期、前年同期比、%)	5.4	-	-	5.4	-	-	5.2	-	4.8	-	-	-	4.5
工業生産 (前年同月比、%)	6.2	5.9		7.7	6.1	5.8	6.8	5.7	5.2	6.5	4.9	4.8	5.2
電力消費量 (前年同月比、%)	0.0	1.3		4.8	4.7	4.4	5.4	8.6	5.0	4.5	10.4	6.2	
鉄道貨物輸送量 (前年同月比、%)	5.4	0.3		2.4	4.9	0.6	2.2	4.5	5.6	4.2	0.6	1.2	-2.6
固定資産投資 (前年累計比、%)	3.2	4.1		4.2	4.0	3.7	2.8	1.6	0.5	-0.5	-1.7	-2.6	-3.8
不動産開発投資 (前年累計比、%)	-10.6	-9.8		-9.9	-10.3	-10.7	-11.2	-12.0	-12.9	-13.9	-14.7	-15.9	-17.2
小売売上 (前年同月比、%)	3.7	4.0		5.9	5.1	6.4	4.8	3.7	3.4	3.0	2.9	1.3	0.9
消費者物価指数 全体 (前年同月比、%)	0.1	0.5	-0.7	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.4	-0.3	0.2	0.7	0.8
食品 (前年同月比、%)	-0.5	0.4	-3.3	-1.4	-0.2	-0.4	-0.3	-1.6	-4.3	-4.4	-2.9	0.2	1.1
非食品 (前年同月比、%)	0.2	0.5	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.3	0.5	0.7	0.9	0.8	0.8
工業製品出荷価格指数 (前年同月比、%)	-2.3	-2.3	-2.2	-2.5	-2.7	-3.3	-3.6	-3.6	-2.9	-2.3	-2.1	-2.2	-1.9
工業生産者購入価格指数 (前年同月比、%)	-2.3	-2.3	-2.3	-2.4	-2.7	-3.6	-4.3	-4.5	-4.0	-3.1	-2.7	-2.5	-2.1
新規融資額 (億元)	9,900	51,300	10,100	36,400	2,800	6,200	22,400	-500	5,900	12,900	2,200	3,900	9,100
M2伸び率 (%)	7.3	7.0	7.0	7.0	8.0	7.9	8.3	8.8	8.8	8.4	8.2	8.0	8.5
輸出 (前年同月比、%)	10.7	2.1		12.2	8.0	4.6	5.8	7.1	4.3	8.2	-1.2	5.9	6.6
輸入 (前年同月比、%)	0.8	-8.3		-4.3	-0.3	-3.3	1.2	4.2	1.4	7.4	0.9	1.9	5.7
貿易収支 (億米ドル) (1月、2月は平均)	1,051.8	846.0		1,019.5	958.5	1,027.5	1,141.9	975.4	1,016.4	902.5	899.2	1,115.6	1,141.1
新築商品住宅価格指数 北京 (前年同月比、%)	-5.4	-5.7	-5.5	-5.7	-5.0	-4.3	-4.1	-3.6	-3.5	-2.6	-2.0	-2.1	-2.4
上海 (前年同月比、%)	5.3	5.6	5.6	5.7	5.9	5.9	6.0	6.1	5.9	5.6	5.7	5.1	4.8
商用不動産 着工面積 (前年累計比、%)	-22.5	-29.9		-24.8	-24.1	-23.0	-20.1	-19.5	-19.5	-19.0	-19.9	-20.6	-20.5
竣工面積 (前年累計比、%)	-26.1	-15.7		-14.4	-17.0	-17.4	-14.9	-16.6	-17.1	-15.4	-17.0	-18.1	-18.2
不動産販売 面積 (前年累計比、%)	-12.8	-5.5		-3.5	-3.4	-3.6	-4.3	-4.8	-5.4	-6.3	-7.6	-8.6	-9.5
金額 (前年累計比、%)	-17.0	-2.9		-2.6	-3.7	-4.4	-6.1	-7.1	-7.9	-8.5	-10.2	-11.7	-13.2

(出所) 中国国家統計局、中国人民銀行、通商統計、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、通商統計、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)

