

2026年3月25日 全48頁

主要国経済 Outlook

2026年4月号 (No. 473)

経済見通し：世界、日本、米国、欧州、中国

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
ニューヨークリサーチセンター	研究員	藤原 翼
ロンドンリサーチセンター	シニアエコノミスト	橋本 政彦
調査本部	主席研究員	齋藤 尚登

[要約]

■ Overview.....	2
中東情勢緊迫化と軍事費増加は世界経済の重石に	
■ 日本経済.....	3
春闘賃上げ率5%台維持も、中東情勢悪化が新たな景気下押し要因に	
■ 米国経済.....	16
原油高への耐久目途は？	
■ 欧州経済.....	26
中東情勢が下振れリスクに	
■ 中国経済.....	37
堅調スタートも持続性には疑問符	

Overview

中東情勢緊迫化と軍事費増加は世界経済の重石に

佐藤 光

イスラエルと米国によるイラン攻撃をきっかけに、中東情勢が悪化して間もなく1カ月となる。事態は当初米政権が主張していたような短期決着とはなっておらず、停戦に向けた協議が報じられるものの行方は極めて不透明だ。世界の原油産出量の約2割が通過するとされるホルムズ海峡は通航困難な状況が続いており、ペルシャ湾岸の石油関連施設へのイラン側の攻撃などもあいまって、原油や天然ガス価格が高騰している。エネルギー価格の急上昇は、物価上昇や株価の下落などを通じて世界経済にも悪影響を及ぼしつつある。

原油価格は歴史的に需給の変化に敏感であることから、供給が滞っている現状では価格上昇が避けられない。原油の需給バランスと価格についての過去の経験則からは、足元の状況が長引く場合はWTIでは1バレル100ドル超の価格が定着してもおかしくはない。紛争開始後の様々な機関によるリスク想定でも、原油価格については類似した見方が示されている。

原油価格の高騰は、インフレ高進を通じて経済成長にとってはマイナスに作用しよう。エネルギーをはじめ各種のコスト増を招くのみならず、先行き不透明感の強さにより、企業の投資や雇用の抑制にも波及しかねない。また、インフレ対応のため金融政策には引締めバイアスがかかることから、利下げ局面にある欧米やアジアでも利上げ転換への懸念が高まりやすい。

また、紛争による軍事費の増加も経済成長にはマイナスとなる。英国国際戦略研究所によると、2025年の世界の軍事費は前年比7%増で過去最大を記録した。米トランプ政権が同盟各国に軍事負担増を求める中、EUは軍事費増加に舵を切った。他方、中国でも2026年の国防予算は前年比7%増となるなど、軍事費は当面世界的に高めの増加率が続くと思われる。しかし、中長期的には、世界の軍事費増加率と経済成長率には逆相関の傾向が指摘される。戦争は元来生産的なものではなく、主に破壊行為であるという現実を反映していよう。

主要国実質 GDP 見通し<要約表> (2026年3月24日時点)

	(%)							(前年比%)				
	2025年			2026年				2027年	2024年	2025年	2026年	2027年
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(下線及び斜字は年度)			
日本	2.4	-2.6	1.3	2.0	1.1	1.1	1.0	1.0	-0.2	1.2	1.0	1.0
									<u>0.5</u>	<u>1.0</u>	<u>1.0</u>	<u>0.9</u>
米国	3.8	4.4	0.7	2.5	2.1	2.3	2.4	2.3	2.8	2.1	2.4	2.3
ユーロ圏	0.6	1.2	0.8	1.4	0.8	1.0	1.3	1.4	0.9	1.4	1.0	1.3
英国	0.8	0.2	0.2	0.9	0.7	1.3	1.6	1.5	1.1	1.3	0.8	1.4
中国	5.2	4.8	4.5	4.5	4.4	4.4	4.2	4.1	5.0	5.0	4.4	4.2
ブラジル	2.4	1.8	1.8	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.4	2.3	2.0	1.9
インド	6.7	8.4	7.8	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>7.1</u>	<u>7.6</u>	<u>7.0</u>	<u>7.0</u>
ロシア	1.1	0.6	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	4.9	1.0	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年3月

春闘賃上げ率5%台維持も、中東情勢悪化が新たな景気下押し要因に

神田 慶司
田村 統久
畑中 宏仁
秋元 虹輝

[要約]

- 日本労働組合総連合会（連合）が2026年3月23日に公表した第1回回答集計結果によると、定期昇給（定昇）相当込みの賃上げ率は加重平均で5.26%（前年同時期比▲0.20%pt）だった。7月頃に公表される最終回答集計でも5%台を維持する公算は大きい。価格転嫁環境の改善などを背景に、大企業と中小企業の賃上げ率格差は縮小したが、中小企業の賃上げの広がりには課題が残る。中東情勢の緊迫化などで事業環境が悪化し、特に中小企業でいわゆる「賃上げ疲れ」が広がる可能性には注意が必要だ。
- 2026年度の日本の実質GDP成長率を+1.0%と見込んでいるものの、中東情勢の緊迫化などにより大幅に下振れする恐れがある。仮に、原油価格（WTI）が150ドル/バレルで推移し、ホルムズ海峡周辺国からの原油・LNG輸入減少に伴う供給不足が国内外で発生すれば、2026年度の実質GDP成長率は▲1.0%とマイナス成長に転じるだろう。このシナリオの下で特に打撃を受けるのは、非鉄金属や石油・石炭製品、ゴム・プラスチックなどの素材産業だ。
- 日中関係の悪化やトランプ米政権の高関税政策（トランプ関税）も、引き続き景気を下押ししている。前者については、訪日中国人客数が関係悪化前から半減しており、前回悪化時（2012年秋～）よりも長引く可能性がある。日本の対中レアアース（希土類）輸入量は直近の2026年1月でも維持されているものの、日中関係の冷え込みが続く、対中レアアース輸入が途絶されれば、日本の実質GDPは1.3%（7兆円）程度減少する可能性がある。他方、中東情勢が沈静化すれば、トランプ政権の軸足が通商政策に移り、トランプ関税が強化されることも考えられる。仮に、米国の平均実効関税率が2026年後半に10%pt引き上げられると、2026（2027）年の日本の実質GDPの下押し幅は0.20%（0.42%）と試算される。

7月頃に公表される最終回答集計での賃上げ率は、第1回のそれを下回る傾向が見られる。第1回では中小企業の回答率が1割程度にとどまることなどが影響しているためだ。そこで過去10年間の修正幅で調整すると、全規模の賃上げ率は5.04~5.25%（平均修正幅で調整すると5.15%）、中小企業では4.61~5.08%（同4.86%）と試算される。そのため最終回答集計時点でも、全規模では5%台の高水準で着地する公算が大きい。

非正規雇用者の賃上げ率も高水準だった。有期・短時間・契約等労働者の賃上げ率は加重平均の時給ベースで6.42%（前年同時期比+0.02%pt）と小幅に加速し、一般組合員の賃上げ率を上回った。

2026年の賃金交渉の際に重視される前年の経済状況は、トランプ関税や日中関係の悪化などの逆風下でも比較的良好だったとみられる。**図表1**では物価上昇率や企業収益、労働需給など7つの経済指標から主成分を抽出して偏差値化した「賃上げ環境指数」を棒グラフで示したが、2025年の経済指標から推計した2026年の賃上げ環境指数は64.2と高水準にある。物価高や労働需給のひっ迫が継続し、企業収益も高水準だったことに加え、生産性上昇率の改善なども賃上げを後押ししたようだ。

価格転嫁環境の改善が企業規模間の賃上げ率格差の縮小に寄与した可能性

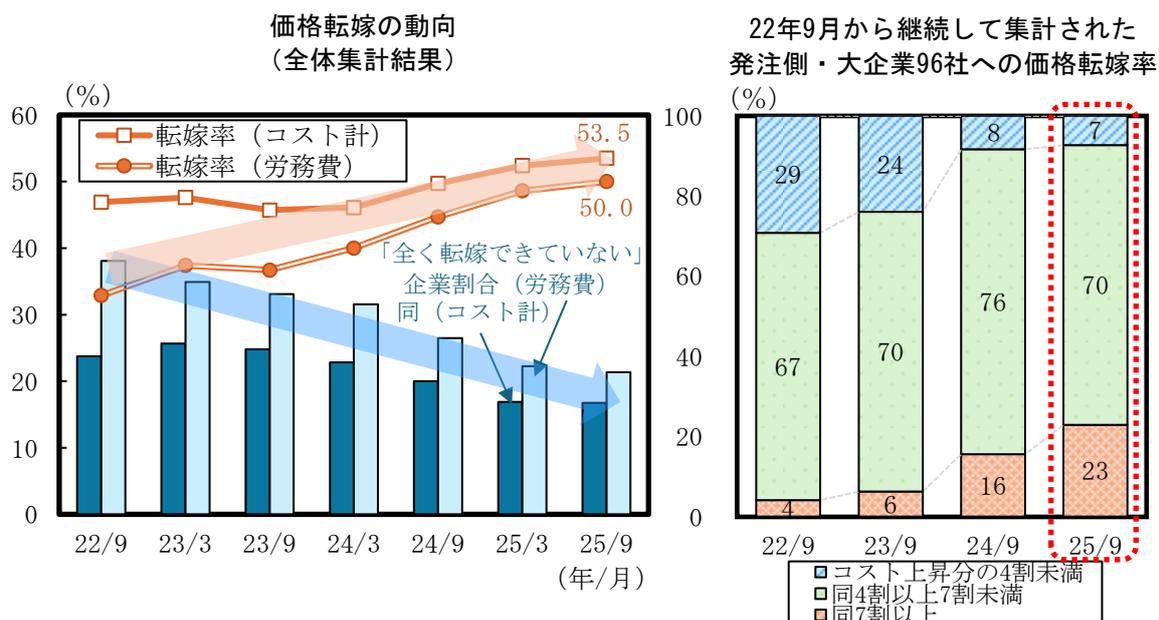
前述のように、大企業と中小企業の賃上げ率格差は縮小したが、背景には中小企業の人手不足がより深刻であることに加え¹、価格転嫁環境が改善したこともあるとみられる。中小企業庁「価格交渉促進月間の実施とフォローアップ調査結果」によると、中小企業の価格転嫁率は2024年頃から緩やかに上昇しており、全く転嫁できていない企業の割合は低下が続いている。労務費ではこうした傾向がより明確だ（**図表2左**）。

また、同調査において受注側の中小企業10社以上から「主要な取引先」として挙げられた発注側の大企業への価格転嫁状況を整理したのが**図表2右**である。ここでは各年の調査結果の連続性を重視するため、発注側企業（2025年9月の調査では522社）のうち2022年9月の調査から4年連続で掲載された96社を対象に集計した。

コストの上昇分について、「7割以上」を転嫁できたと回答した中小企業の割合は、2025年9月で23%と前年同月（16%）から一段と高まった。一方、コストの上昇分の「4割未満」と回答した割合は7%と前年同月（8%）から小幅の低下にとどまった。中小企業全体では価格転嫁環境が改善したが、その度合いは一律ではなく、提供する商品・サービスの競争力などが各企業の価格転嫁度合いの違いに表れた可能性がある。

¹ 例えば日銀短観の2025年12月調査によると、雇用人員判断DI（「過剰」－「不足」）は大企業で▲28%pt、中小企業で▲40%ptだった（全産業ベース、最近）。

図表 2 : 中小企業における価格転嫁の状況



(注) 右図は中小企業庁「価格交渉促進月間の実施とフォローアップ調査結果」において、10社以上の受注側中小企業から「主要な取引先」として挙げられた発注側企業に対する価格転嫁状況をまとめたもので、フォローアップ調査の企業リスト（直近の2025年9月で522社）のうち、調査が始まった2022年9月から4年連続で掲載された96社を集計。

(出所) 中小企業庁「価格交渉促進月間の実施とフォローアップ調査結果」より大和総研作成

中小企業で「賃上げ疲れ」の広がる可能性に注意が必要

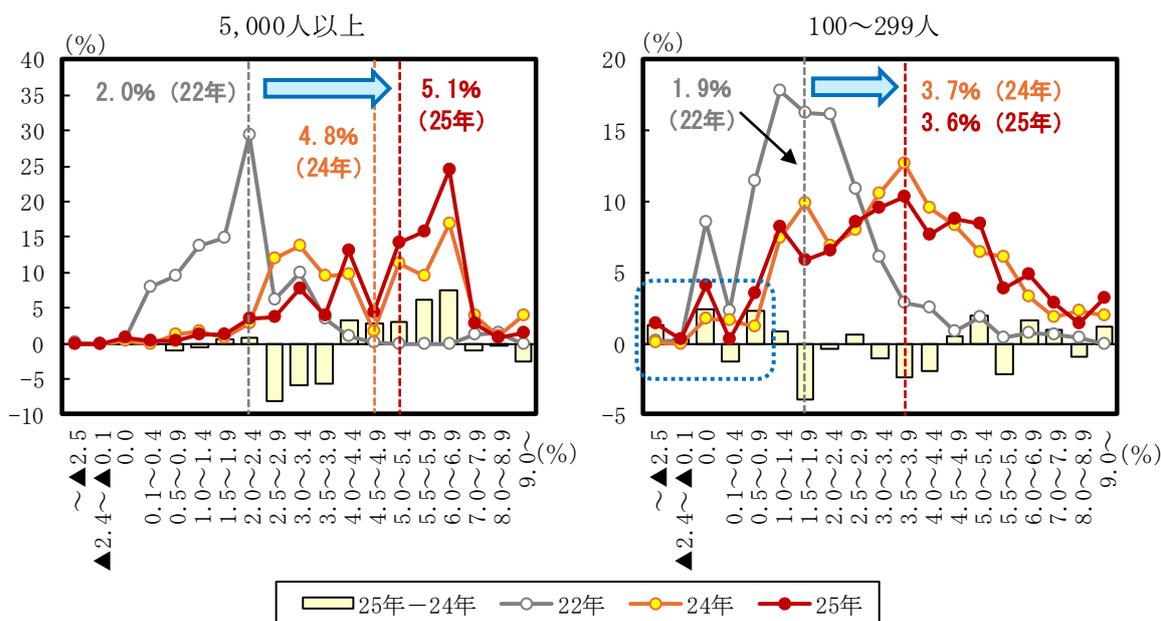
連合が今回集計した結果を見ても、企業規模間の賃上げ率格差は依然として大きい（**前掲図表1**）。1990年代前半までは格差が目立たなかったことを踏まえると、賃上げの広がりには課題が残る。

この点、厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」から賃上げ・賃下げの両方を含む賃金改定率別に労働者分布を作成したのが**図表3**である。企業の賃上げ気運が大きく高まる直前の2022年では、大企業（常用労働者5,000人以上）と中小企業（同100～299人）の平均賃金改定率はいずれも2%程度で、労働者分布も似ていた。しかし、大企業の労働者分布は直近の2025年まで右方へのシフト（賃金改定率が比較的高い労働者の割合が上昇）が続いた一方、中小企業では右方へのシフトが2024年で一服し、2025年の労働者分布のピークの位置（最も労働者割合が高い賃金改定率の階級）は変わらなかった。

さらに、2025年は中小企業で1%を下回る賃金改定率の割合が上昇した（**図表3右**）。労働生産性の改善の遅れなどにより、積極的な賃上げを断念する中小企業が増加したことを示唆しており、2025年春闘での賃上げ率を下押ししたとみられる。

中小企業の資金余力は大企業よりも小さく、経済ショックに脆弱だ。中東情勢の緊迫化などで事業環境が悪化し、特に中小企業でいわゆる「賃上げ疲れ」が広がる可能性には注意が必要だ。

図表 3 : 賃金改定率別の労働者分布 (企業規模別)



(注) 賃金改定率は賃上げ・賃下げの両方を含む。図表中の破線と数字は各年の賃金改定率の加重平均値。

(出所) 厚生労働省より大和総研作成

2. 中東情勢の緊迫化による日本経済の下振れリスク

当社のメインシナリオにおける 2026 年度の日本の実質 GDP 成長率見通しは+1.0%と、個人消費や設備投資など内需を中心とした緩やかな景気拡大を見込んでいる²。だが、中東情勢の緊迫化で外部環境は大きく変化した。今後、原油高の長期化だけでなく、原油・LNG（液化天然ガス）の調達にも支障をきたせば、日本経済は大幅に下振れする恐れがある。

原油の価格高騰と供給制約が同時に発生すれば、2026 年度の日本経済はマイナス成長に

ホルムズ海峡を経由する原油等の仕向地は日本のほか、中国、インド、韓国、台湾などのアジア諸国・地域が多くを占める³。そこで、ホルムズ海峡周辺国からの原油等の輸入が 10%減少し、供給不足が生じたときの各国・地域の実質 GDP 減少率を試算したのが図表 4 左である⁴。

日本については、原油等の供給不足による実質 GDP 減少率は 0.8%程度と試算される。一方、アジア諸国・地域については、実質 GDP 減少率は 0.9~2.4%と日本よりも大きな影響を受けるとみられる。日本との貿易関係の深さを考慮すると、その中でも特に中国と韓国の実質 GDP 減少が日本経済に大きな影響を与えることになりそうだ。

² 詳細は、当社の「[第 228 回日本経済予測 \(改訂版\)](#)」(2026 年 3 月 10 日)を参照。

³ EIA (米国エネルギー情報局)によると、ホルムズ海峡を経由する原油の主な輸出先は、中国が 34%、インドが 13%、韓国、日本が 12%を占め、LNG は中国が 24%、インドが 17%、韓国が 12%、台湾が 8%程度を占める (いずれも 2024 年のデータに基づく)。

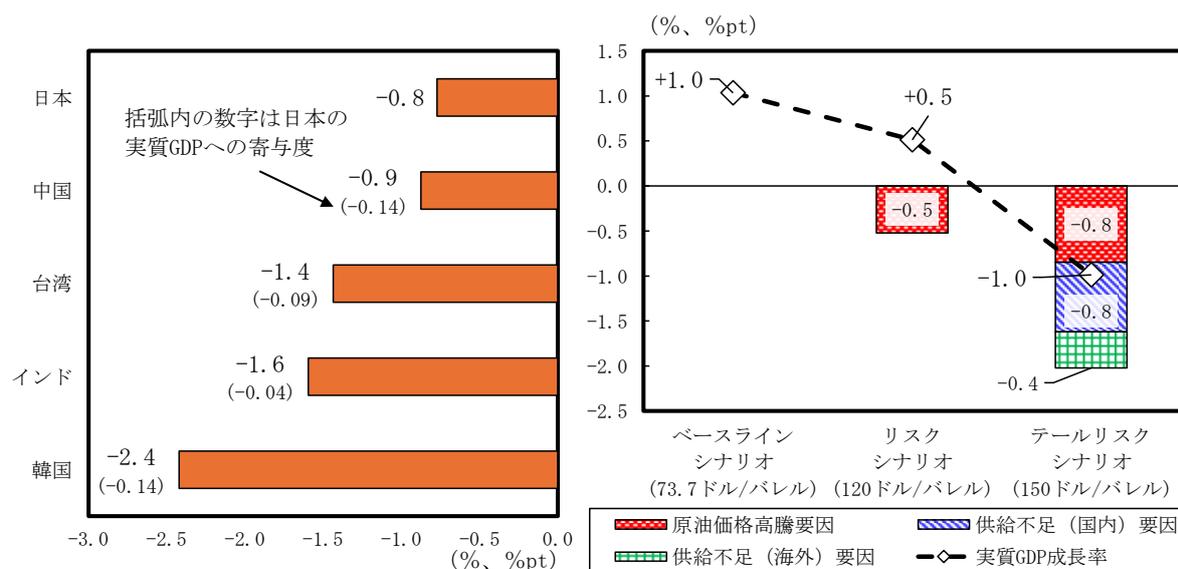
⁴ 図表 4 の試算の詳細は、田村統久・畑中宏仁「[中東産原油等の輸入 10%減少で日本経済はマイナス成長へ](#)」(大和総研レポート、2026 年 3 月 18 日)を参照。

原油高による日本経済への影響⁵と**図表 4 左**の試算結果を踏まえ、中東情勢の悪化が日本の実質 GDP に与える影響をシナリオ別に示したのが**図表 4 右**だ。

このうち「ベースラインシナリオ」は、当社の「[第 228 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2026 年 3 月 10 日）に基づく。原油高は米国内のインフレ加速を通じて中間選挙にも影響を及ぼすため、トランプ政権は原油価格の安定化を図るとみられる。そのため、WTI は 2026 年 4-6 月期にかけて低下し、7-9 月期以降は 70 ドル/バレルで一定と想定している（2026 年度平均は 73.7 ドル/バレル）。このシナリオでは、原油等の供給制約は発生せず、2026 年度の日本の実質 GDP 成長率は前述のように +1.0% と見込んでいる。

これに対して「リスクシナリオ」では、WTI が 2026 年 4 月以降 120 ドル/バレルで推移する一方、原油・LNG の供給不足は回避されると想定した。この場合、原油高が国内経済に直接的に与える影響と世界経済の減速を通じた間接的な影響を合わせて、2026 年度の実質 GDP 成長率は 0.5%pt 程度下振れする（2026 年度の成長率見通しは +0.5% 程度）と試算される。

図表 4：ホルムズ海峡周辺国からの原油・LNG 輸入が 10%減少した場合の実質 GDP への影響（左）、各シナリオにおける日本の実質 GDP 成長率（2026 年度、右）



(注) 右図の「ベースラインシナリオ」は当社の「第 228 回日本経済予測（改訂版）」（2026 年 3 月 10 日）に基づく。「リスクシナリオ」は WTI が 2026 年 4 月以降 120 ドル/バレルで推移するケース、「テールリスクシナリオ」は WTI が 150 ドル/バレルで推移し、かつホルムズ海峡周辺国からの原油・LNG 輸入が 10%減少する（＝ホルムズ海峡周辺国からの輸入の 10%に相当する供給不足が生じる）ケースを想定。横軸の括弧内は各シナリオにおける 2026 年度の WTI 平均価格を示している。

(出所) 財務省、台湾財政部関務署、EIA、OECD、UNSD（国際連合統計局）より大和総研作成

さらに「テールリスクシナリオ」では、WTI が 150 ドル/バレルへと上昇することに加え、**図表 4 左**で試算したようにホルムズ海峡周辺国からの原油・LNG 輸入減少に伴う供給不足が国内外で発生すると想定した。この場合、①原油高、②供給不足に伴う国内生産の下振れ（供給不

⁵ 原油高が日本経済に与える影響については、2026 年度の WTI が 80 ドル/バレル、または 100 ドル/バレルで高止まりした際の影響を当社の短期マクロモデルをもとに試算した、田村統久・畑中宏仁「[中東情勢緊迫化が日本経済の下振れリスクに](#)」（大和総研レポート、2026 年 3 月 2 日）も参照。

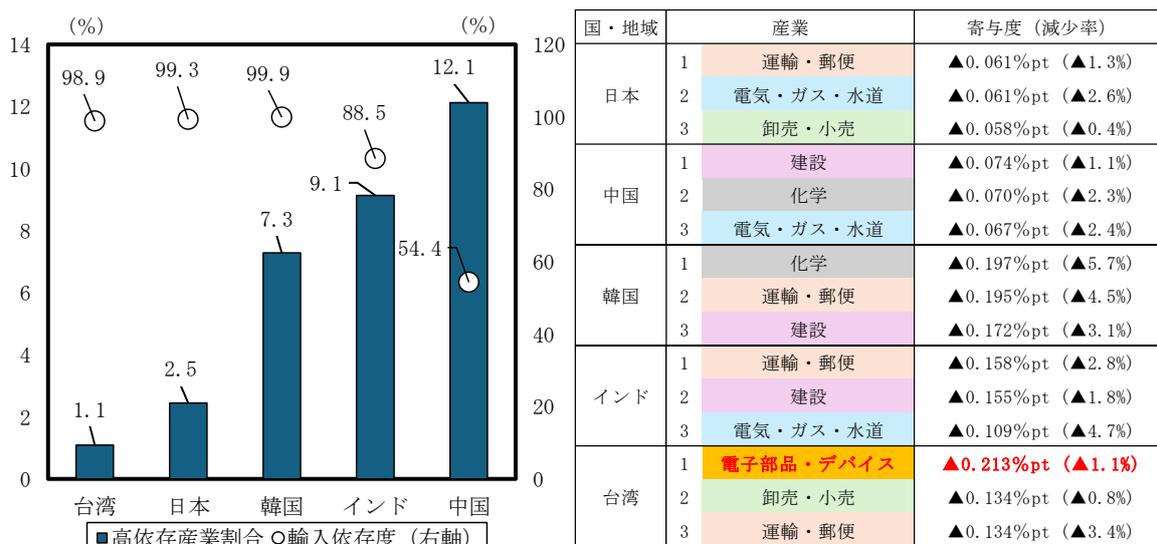
足（国内）要因）、③アジア諸国・地域における生産低迷を受けた日本からの輸出の減少など（供給不足（海外）要因）、の3つの要因で実質 GDP 成長率は 2.0%pt 程度下振れする。その結果、2026 年度の日本経済はマイナス成長（前年比▲1.0%）に転じる。

原油等の輸入減の打撃が大きい中韓印は日本よりも原油等の依存度が高い産業構造

前掲図表 4 左では、原油・LNG の供給不足は日本よりもアジア諸国・地域により大きな影響を与えることを確認したが、その背景には産業構造の違いがある。

アジア諸国・地域は日本と比べ、化学や石油製品、窯業・土石といった、中間投入として原油・天然ガスを多く利用する製造業が経済に占める割合が高い。その割合は日本では2022年で2.5%だが、中国、インド、韓国では同 10%前後に達するため、原油・天然ガスの供給不足は経済活動により大きな影響を与える（**図表 5 左**）。

図表 5：原油・天然ガスへの依存度が高い産業が経済に占める割合と原油・天然ガスの輸入依存度（左）、ホルムズ海峡周辺国からの原油・LNG 輸入 10%減少時に各産業が受ける影響（右）



（注 1）左図の「高依存産業割合」は、原油・天然ガスの中間投入額が生産額の 1%を超える産業を高依存産業（例：石油・石炭製品、電気・ガス・水道、化学等）と定義し、高依存産業の付加価値額が経済全体の付加価値額に占める割合を示している。「輸入依存度」は、原油・天然ガスの中間投入額全体に占める輸入された原油・天然ガスの割合を示している。いずれも 2022 年の国際産業連関表に基づく数値。

（注 2）右図の「寄与度」は、原油・天然ガス輸入減少に伴う当該産業の付加価値額減少が当該国の実質 GDP 減少に与える影響の寄与度を示している。「減少率」は原油・天然ガス輸入減少に伴う当該産業の付加価値額減少率を示している。

（出所）財務省、台湾財政部関務署、EIA、OECD、UNSD より大和総研作成

中国は 5 割弱、インドは約 1 割の原油・天然ガスを自給しているため（2022 年）、ホルムズ海峡周辺国からの原油・天然ガス輸入減少の影響は軽減されるが、韓国はほぼ全てを輸入に依存している。その結果、韓国の実質 GDP 減少率は特に大きくなっている。

台湾は、原油・天然ガスへの依存度が高い産業の割合は日本よりも低いにもかかわらず、原油・天然ガス輸入減少による実質 GDP への影響は日本よりも大きい。背景には、台湾経済を支える電子部品・デバイス産業が間接的に原油・天然ガスに依存していることがある。

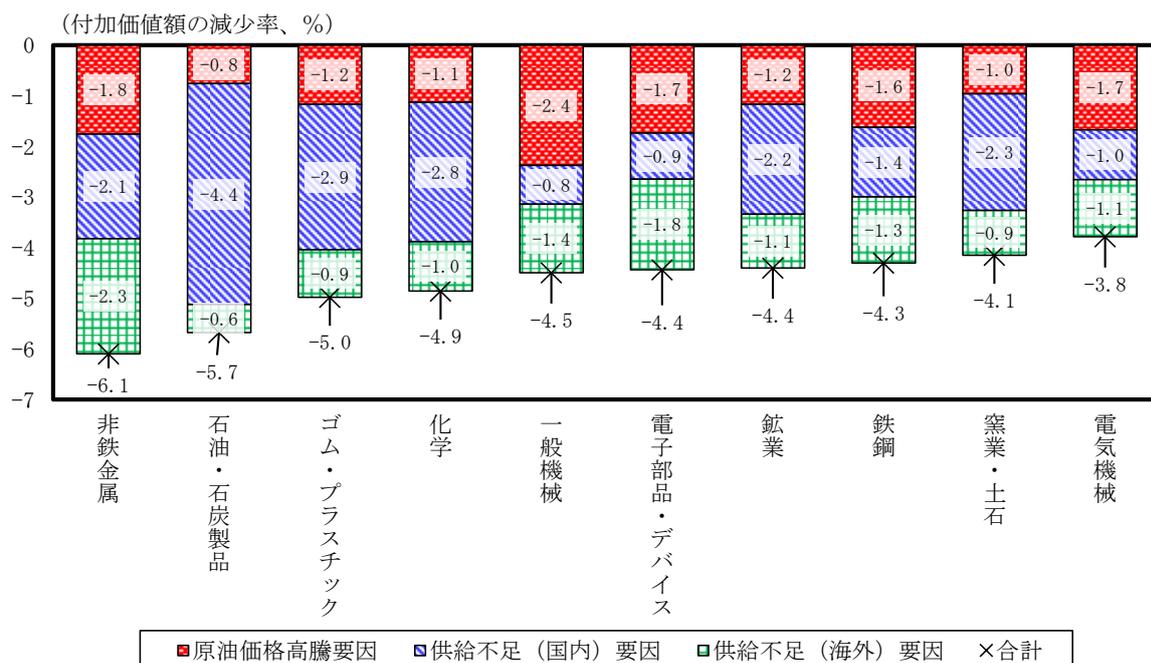
原油・天然ガスの供給不足が生じた場合に各産業がアジア諸国・地域の経済に与える影響の大きさを見ると、いずれも運輸・郵便や電気・ガス・水道、化学など、原油・天然ガスや燃料油等の石油製品を中間投入として多く必要とする産業が上位に並ぶ（図表 5 右）。一方、台湾では電子部品・デバイスの寄与度が最も大きい。電子部品・デバイス産業は原油・天然ガスを直接的に投入するわけではないが、化学製品や電力といった原油・天然ガスへの依存度が高い中間投入財をより多く必要としており、間接的に原油・天然ガス輸入減少の影響を受ける。電子部品・デバイスの付加価値減少率は、他産業と比べて高くはないものの、台湾経済の 2 割を占める基幹産業であることから、台湾経済全体に大きな影響を及ぼすことになるだろう。

原油等の供給不足は、素材産業を起点に日本経済を下押し

原油高と原油・天然ガスの供給不足の 2 つが同時に発生したとき、日本ではどういった産業がより大きな影響を受けるのだろうか。図表 6 では、前掲図表 4 右で示した「テールリスクシナリオ」において付加価値額の減少率が大きい順に 10 産業を挙げている。

最も大きな影響を受けるのは非鉄金属である。次いで、石油・石炭製品、ゴム・プラスチック、化学といった素材産業が続いており、これらの産業は、国内の原油・天然ガス供給不足による付加価値額の減少率が大きい。

図表 6：テールリスクシナリオにおいて最も大きな影響を受ける 10 産業



(出所) 財務省、台湾財政部関務署、EIA、OECD、UNSD より大和総研作成

日本の石油備蓄は2026年3月20日時点で国内消費量の241日分あり、石油製品の1つであるナフサについても国内需要の4カ月分を確保可能とされているため⁶、直ちに石油等の供給不足が発生するわけではないとみられる。しかし、供給不足が生じていないからといって安心できるわけではなく、経済への影響は、原油等の供給不足が顕在化する前から現れてくる可能性がある。

実際、エチレンといった基礎化学品は既に減産が行われている。中東情勢の緊張の高まりが長期化し、不透明感の高い状態が続けば、原材料不足による工場設備の稼働停止を防ぐため、素材産業を中心に予防的な減産が広がり、加工産業や非製造業にも影響が波及していくことになる。さらに原油等の輸入減少による供給不足が発生すれば、テールリスクシナリオに近い事態に陥る可能性がある。

供給不足を防ぐには、需給両面での取り組みが必要

こうしたリスクに対し、まずは供給面での対応が急務である。政府には、中東情勢や原油価格、国内の経済動向などに鑑み、備蓄放出のペースを適切に管理するとともに、代替調達先の確保に向けて民間企業の取り組みを支援したり、国家間の協力体制を強化したりすることなどが期待される。また、電源構成の見直しを通じて原油・天然ガス消費を抑制することも考えられる。

需要面での取り組みも重要であるが、内容には注意が必要だ。2025年秋に取りまとめられた総合経済対策の効果を踏まえつつ、生活環境の急変に応じて一部の低所得者向けの支援などが必要となり得る一方、燃料油の価格を一律に押し下げる施策はエネルギー需要を喚起し、供給不足の顕在化を早める恐れがある。政府は3月19日の出荷分より燃料油価格の緊急的激変緩和措置⁷（ガソリンなら全国平均小売価格が170円/リットルを超えないように補助）を行っているが、石油備蓄の残高などを踏まえつつ、措置を段階的に縮小したり、節電や自家用車の利用自粛を呼びかけたりして、需要を抑制することも視野に入れるべきだ⁸。

3. 継続する景気下押し要因 ～日中関係の悪化とトランプ関税

以上のように、当面は中東情勢の緊迫化が日本経済にとっての最大の下振れリスクとみられる一方、2025年秋に急速に悪化した日中関係は現在も改善の兆しが見られず、トランプ関税は継続している。当社ではこれらの経済への影響について分析してきたが（[「第227回日本経済予](#)

⁶ 2026年3月17日の記者会見において、赤澤経済産業大臣は、ナフサについて、国内需要の約4カ月分を確保可能であると見込んでいる旨を述べている。（参考資料：経済産業省「[ナフサについて](#)」（2026年3月16日））

⁷ 資源エネルギー庁「[イラン情勢を踏まえた緊急的激変緩和措置について](#)」（2026年3月11日）

⁸ 1973～74年に第1次オイルショックが発生した時、政府は「石油節約運動」として、国民に日曜ドライブの自粛、高速道路での低速運転、暖房の設定温度調節などを呼びかけた（参考資料：資源エネルギー庁 エネこれ「[【日本のエネルギー、150年の歴史④】2度のオイルショックを経て、エネルギー政策の見直しが進む](#)」（2018年5月29日））。

測（改訂版）」（2025年12月8日）や「第226回日本経済予測（改訂版）」（2025年9月8日）などを参照）、以下では直近までの状況を整理し、今後のリスクについて改めて検討する。

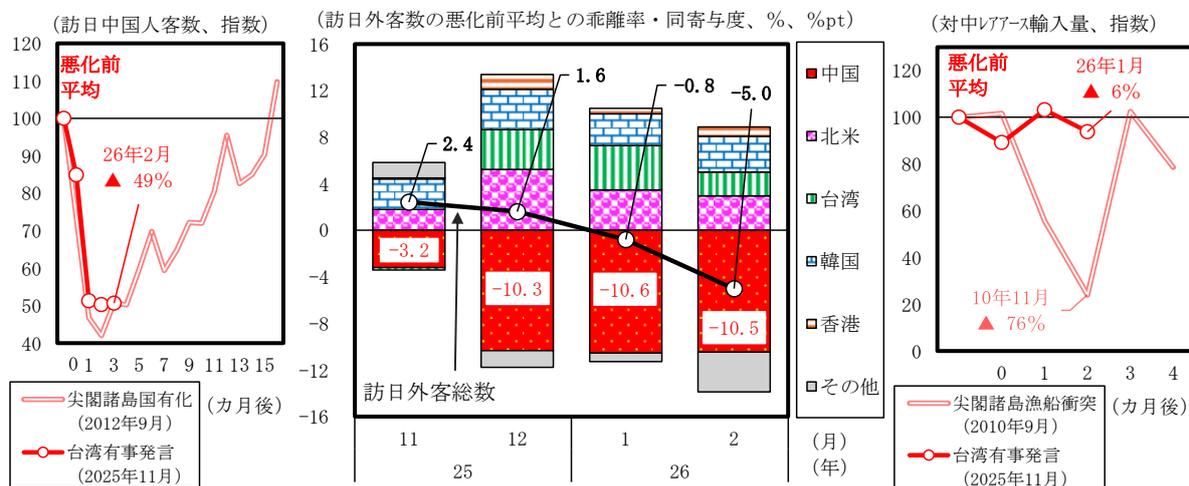
日中関係悪化の影響は主に訪日中国人客数の減少として表れ、対中レアアース輸入は継続

中国政府は2025年11月以降、①中国国民に対する日本への渡航自粛要請、②日本向けの軍民両用（デュアルユース）品目の輸出規制強化、の2つを主に行ってきた⁹。

日本への渡航自粛要請については、訪日中国人客数の大幅減という形で影響が明確に表れている。図表7左では2025年秋以降の訪日中国人客数（中国本土を対象）の推移を、日本政府による尖閣諸島の国有化で日中関係が悪化した2012年秋以降と比較している。当時の訪日中国人客数は関係悪化直後から数カ月間で半分程度まで落ち込み、1年3カ月程度で悪化前の水準を回復したが、今回もそれに近い経路を辿っている（大和総研による季節調整値）。

2025年11月以降の推移を国・地域別に見ると、北米や台湾、韓国、香港などからの訪日客数は増加したものの、全体で見れば2026年1月に日中関係の悪化前平均（2025年7～9月）を割り込み、2月には5%程度下回った（図表7中央）。訪日中国人客数は直近でも持ち直しの動きが見られず、中国人需要を比較的多く取り込んできた業界を中心に悪影響が広がっているとみられる。

図表7：訪日中国人客数の過去の日中関係悪化時推移との比較（左）、訪日外客数の悪化前平均からの乖離率とその内訳（中央）、レアアース対中輸入量の過去の悪化時推移との比較（右）



⁹ このほか、中国政府は2025年11月に日本産水産物の輸入を事実上停止した。

当社のメインシナリオでは、2012 年秋の日中関係悪化時と同程度の落ち込みを想定し、2026 年の訪日中国人客数への影響を▲400 万人程度（実質消費額で▲0.7 兆円程度）と見込んでいる。仮に、訪日中国人客数が日中関係悪化前の水準を回復するのに 2 年程度かかれば、落ち込みは 100 万人（同 0.2 兆円）程度拡大する。中国の航空大手 3 社は航空券を無料でキャンセルできる期限を従来の 3 月 28 日から 10 月 24 日まで延長しており、長期化の可能性も否定できない。さらに、中東情勢の緊迫化による世界経済の悪化や国際便の減少、原油高による燃油サーチャージの上昇などがインバウンド需要全体を下押しすることが考えられる。インバウンド需要の先行きは、訪日中国人客を中心に引き続き慎重にみる必要がある。

他方、中国政府が実施したデュアルユース品目の対日輸出規制強化でとりわけ懸念されるのは、レアアース（希土類）の調達難である。レアアースは自動車や家電、スマートフォンなどに幅広く利用されており、中国が世界最大の供給国だ¹⁰。

尖閣諸島沖の漁船衝突事件が発生した 2010 年秋には、中国から日本へのレアアースの供給が事実上停止した。この点、直近の 2026 年 1 月までのデータを確認すると、日本の対中レアアース輸入量は日中関係悪化前とおおむね同水準で推移しており、前回のような大幅な落ち込みは見られない（**図表 7 右**）。

2 月 24 日、中国政府は日本の 20 企業・団体を輸出管理コントロールリストに追加すると発表し、対象企業・団体へのデュアルユース品目の輸出を禁止した。さらに、20 企業・団体の注視リストへの追加も発表した。具体的な規制対象の品目は明らかではないが、対象企業・団体が大きく絞られていることから、日本経済の影響は限定的とみられる。

もっとも、日中関係の冷え込みが続けば、中国政府が一段と厳しい措置に踏み切ることも考えられる。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、対中レアアース輸入が途絶し、部材不足が 1 年間続いた場合、日本の実質 GDP は 1.3%（7 兆円）程度減少すると試算される。リスクが発現した場合の日本経済の打撃は極めて大きいだけに、引き続き日中関係を注視する必要がある。

トランプ関税の動きはこのところ鈍いが、中東情勢が落ち着けば再強化のリスクも

他方、トランプ関税による経済への下押し圧力は継続している。米国の対世界（対日本）平均実効関税率は 2025 年 1 月で 2.3%（1.5%）だったが、直近の 2026 年 1 月には 9.8%（13.7%）と高水準にある（米センサス局より大和総研試算、**図表 8 左**）。

米連邦最高裁判所は 2 月 20 日、「相互関税」など IEEPA（国際緊急経済権限法）に基づく追加関税措置（以下、IEEPA 関税）に対して無効判決を下した。これを受け、トランプ政権は代替措置として 1974 年通商法第 122 条に基づく 10%の追加関税（以下、122 条関税）を発動し

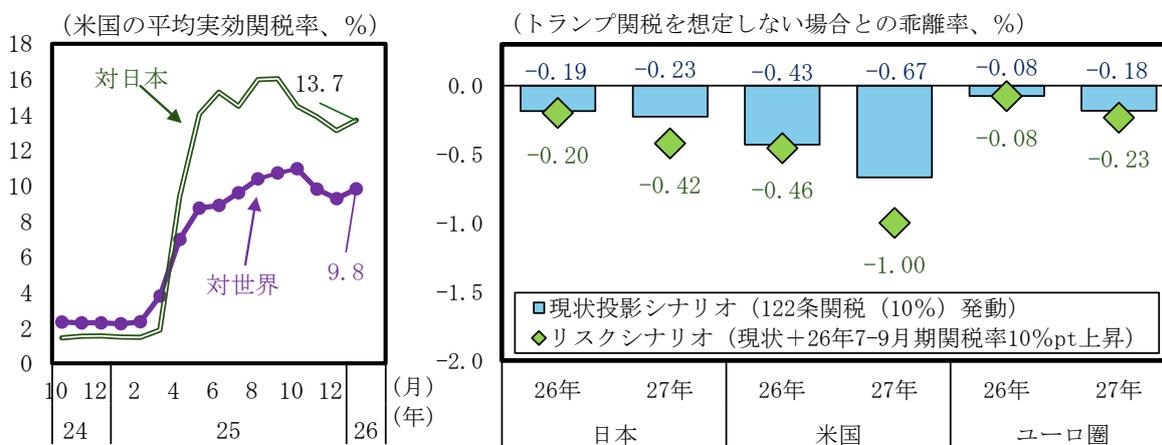
¹⁰ 小田翔太（2025）「[中国によるレアアースに対する管理強化に係る動向](#)」（独立行政法人エネルギー・金属鉱物資源機構（JOGMEC）金属資源セミナー資料、2025 年 7 月）によると、日本のレアアース 8 品目の輸入額に占める中国の割合は 2024 年で 71.9%だった。

た。122 条関税には 150 日間という期限があるが、トランプ政権は失効後、根拠法令を変えて関税水準を維持する方針である。

2025 年春以降の国内外の経済データや各種実証分析結果を整理すると、トランプ関税による経済活動への悪影響は当初懸念されたよりも限定的だった。背景には、米国に製品を輸出する企業や米国内の卸売業者などが追加関税コストを一定程度負担したことで米消費者物価への転嫁が抑えられ、購買力の低下を通じた内需の下押し圧力が弱まったことなどが挙げられる。加えて、日本を含む主要国・地域と米国との関税交渉が合意に至り、対米報復関税の動きが広がらなかったことも一因だ。

こうした経緯を踏まえ、トランプ関税が日米欧の実質 GDP に与える影響を再試算した結果が **図表 8 右**だ。トランプ関税が導入されなかった場合と比較すると、2026 (2027) 年の実質 GDP は日本で 0.19% (0.23%)、米国で 0.43% (0.67%)、ユーロ圏で 0.08% (0.18%) 押し下げられると見込まれる。関税率の大幅な引き上げは 2025 年夏までに実施されたが、FRB/US モデルに基づく、米国内物価の押し上げやそれを通じた景気の下押しは遅行して徐々に表れるとみられる。

図表 8 : 米国の平均実効関税率の推移 (左)、トランプ関税による日米欧実質 GDP への影響 (右)



(注 1) 左図の平均実効関税率は米国統計の関税額を輸入額で除して算出したものであり、直近は 2026 年 1 月時点。右図はトランプ関税による各年の日本・米国・ユーロ圏の実質 GDP への影響を FRB/US モデル、当社の短期マクロモデル及び Stephane Dees, Filippo Di Mauro, M. Hashem Pesaran and L. Vanessa Smith. (2007) “Exploring the international linkages of the euro area: A global VAR analysis”

Journal of Applied Econometrics. Vol. 22, No. 1, pp.1-38 を用いてシミュレーションした結果。FRB/US モデルでは、米国企業の輸入価格 (関税コストを含む) が上昇すると直ちに輸入代替が進み、輸入数量の価格弾力性が長期で 1 になるように設定されているが、2025 年の米国の経済状況などを踏まえ、輸入数量の減少が進まないように想定を調整した。

(注 2) 現状投影シナリオでは、2026 年 2 月に発動した 122 条関税 (10%) の失効後も代替措置により米国の平均実効関税率が維持されることを想定し、リスクシナリオではこれに加え、2026 年 7-9 月期に大規模な追加関税を実施し、米国の平均実効関税率が 10%pt 上乗せされることを想定した。

(出所) 米国センサス局、FRB、ペンシルベニア大学、Dees et al. (2007) より大和総研作成

IEEPA 関税が停止されたことで、トランプ大統領は以前のように関税率を柔軟に見直すことはできなくなった。だが、米当局による事前調査など一定の手続きを踏めば 1974 年通商法第 301 条や 1962 年通商拡大法第 232 条などを利用して関税率を維持したり、引き上げたりすることは可能だろう¹¹。そこでリスクシナリオとして、平均実効関税率が 2026 年後半に 10%pt 引き上げられた場合、トランプ関税による 2026 (2027) 年の日本の実質 GDP の下押し幅は 0.20% (0.42%) に拡大すると試算される (図表 8 右)。

トランプ政権はイランへの攻撃に注力しており、122 条関税の発動直後にトランプ大統領が SNS で発言した 15%への引き上げは本稿執筆時点で実現しておらず、訪中も延期された。だが、中東情勢が沈静化すれば、トランプ政権の軸足が通商政策に移る可能性も否定できない。米中対立が再び激化することも考えられる。米国でインフレ率が高止まりし、金融引き締めの環境が継続するリスクが燻る中、トランプ関税の動向や国内外の経済への影響には引き続き注意が必要だ。

図表 9 : 日本経済見通し<第 228 回日本経済予測 改訂版 (2026 年 3 月 10 日)>

	2025			2026				2027				2028	2024	2025	2026	2027	
	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)	年度 (暦年)	
実質GDP(年率、兆円)	593.8	589.9	591.9	594.7	596.3	598.0	599.4	601.0	602.3	603.6	604.9	606.2	586.8	592.6	598.7	604.3	
<前期比、%>	0.6	-0.7	0.3	0.5	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2					
<前期比年率、%>	2.4	-2.6	1.3	2.0	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.9					
<前年同期比、%>	2.1	0.7	0.4	0.8	0.5	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9	0.5 (-0.2)	1.0 (1.2)	1.0 (1.0)	0.9 (1.0)	
民間消費支出(前期比、%)	0.2	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.5	1.1	0.8
民間住宅投資(前期比、%)	0.0	-8.4	4.9	0.0	-0.2	-0.6	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-0.7	-3.7	-1.1	-3.7	
企業設備投資(前期比、%)	1.2	0.0	1.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.8	2.3	1.7	1.5	
政府消費支出(前期比、%)	0.7	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	2.3	0.9	1.5	1.6	
公共投資(前期比、%)	0.2	-1.3	-0.5	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	-1.1	0.1	0.8	
輸出(前期比、%)	1.9	-1.4	-0.3	0.0	0.4	0.6	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6	1.6	1.9	0.9	2.7	
輸入(前期比、%)	1.4	-0.1	-0.3	0.3	0.4	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	3.2	2.8	1.4	2.9	
名目GDP(前期比年率、%)	9.0	-0.2	3.5	1.3	1.5	4.3	2.8	2.6	2.6	2.6	2.6	2.4	3.7	4.2	2.3	2.7	
GDPデフレーター(前年同期比、%)	3.2	3.5	3.4	2.6	1.1	1.2	1.2	1.7	2.0	1.7	1.7	1.7	3.2	3.2	1.3	1.8	
鉱工業生産(前期比、%)	0.4	0.0	0.8	-0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	-1.4	0.9	1.2	1.4	
コアCPI(前年同期比、%)	3.5	2.9	2.8	1.7	1.5	1.8	1.9	2.4	2.0	2.0	2.0	2.0	2.7	2.7	1.9	2.0	
失業率(%)	2.5	2.5	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.5	2.5	2.4	2.3	
コールレート(期末値、%)	0.48	0.48	0.73	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25	1.50	1.50	1.75	1.75	0.48	0.75	1.25	1.75	
10年物国債利回り(%)	1.41	1.60	1.84	2.17	2.27	2.33	2.42	2.47	2.53	2.59	2.65	2.71	1.08	1.75	2.37	2.62	
前提																	
原油価格(WTI、ドル/バレル)	63.7	65.0	59.1	73.0	84.9	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	74.4	65.2	73.7	70.0	
為替レート(円/ドル)	144.6	147.5	154.1	156.6	157.8	157.8	157.8	157.8	157.8	157.8	157.8	157.8	152.5	150.7	157.8	157.8	

(注) 網掛け部分は大和総研予想。原油価格の予測値は 2026 年 4-6 月期にかけて低下し、7-9 月期以降は一定と想定。為替レートの予測値は直近の水準で一定と想定。

(出所) 大和総研

¹¹ 1974 年通商法第 301 条や 1962 年通商拡大法第 232 条では、実施前の調査義務や、発動時期の制約が政府に求められるものの、前者は特定の国・地域に、後者は特定の品目に対して議会承認を得ずに高関税率を長期間課することが可能である。詳細は、矢作大祐・藤原翼「[米国経済見通し IEEPA 関税は無効化](#)」(大和総研レポート、2026 年 2 月 25 日)を参照。

米国経済 原油高への耐久目途は？

景気の下振れリスク抑制＝5月、大幅悪化リスク抑制＝10月

矢作 大祐
藤原 翼

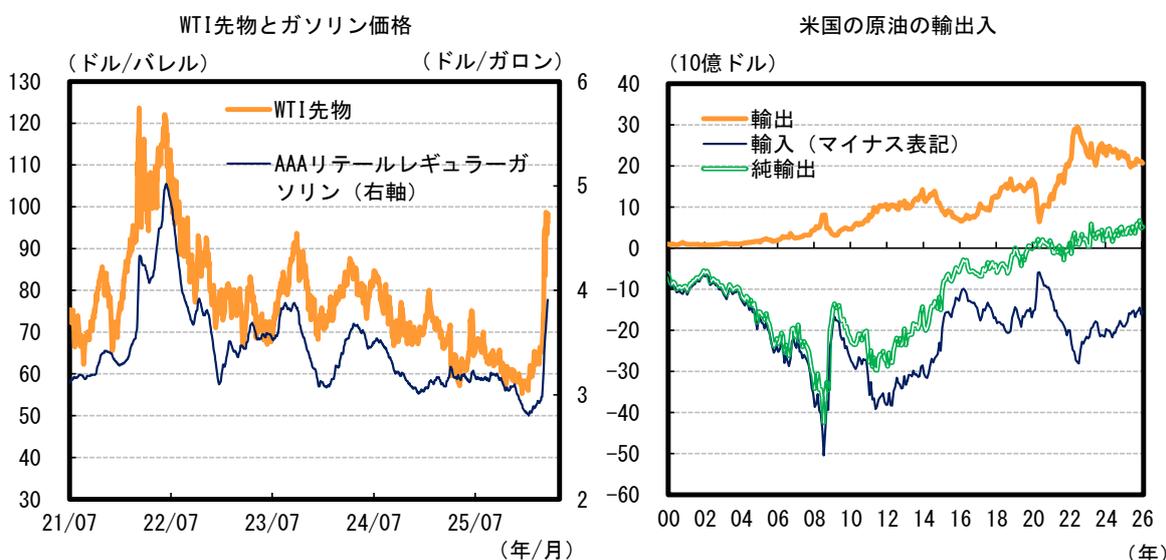
[要約]

- 中東情勢の悪化による原油高が続く中、インフレ圧力の高まりを背景とした米国経済への悪影響が懸念されている。他方で、トランプ大統領は原油高は米国にとって恩恵があると主張している。米国はシェール革命を背景に産油国化し、現在では原油の純輸出国となっていることが、トランプ大統領の主張の根拠といえよう。
- しかし、エネルギー関連産業の付加価値や雇用者数の割合は全体の中で小さく、原油高の恩恵は経済全体には波及しにくい。また、米国の精製設備は主に重質油向け、一方で国内生産の中心は軽質油という構造的ミスマッチがあるため、純輸出国であっても原油輸入を継続せざるを得ず、原油高は輸出額と同様に輸入額も押し上げる。そして、家計部門では、ガソリンや光熱費などエネルギー関連支出の比率が高い低中所得層を中心に個人消費に対する下押し圧力がかかり得るだろう。
- 原油高の景気への悪影響が懸念されれば、財政・金融政策による支援が期待される。もっとも、インフレ懸念が高まれば、FRBの金融緩和余地は狭まることになる。FRBは、雇用・景気を下支えしたい一方でインフレ抑制を考慮せざるを得ないというデュアルマンドート（雇用の最大化と物価の安定）をめぐるジレンマに陥っているといえる。こうした中で、トランプ減税 2.0 による所得税還付は、個人消費を下支えすると見込まれる。ただし、税還付は例年 5 月に一巡することから、下支え効果は一時的なものとなる可能性が高い。年央以降に向けて追加的な政策対応が講じられなければ、家計の財務状況は悪化に向かうことも想定される。5 月前後までに中東情勢が安定化するかどうか、米国経済の下振れリスクを考える上での一つの目安となるだろう。
- では、中東情勢の悪化・原油高が目安の 5 月を越えて継続した場合はどうか。過去の経験則では、原油価格が前年比+50%以上で 8 カ月以上継続した場合、景気が大幅に落ち込む傾向がある。現在に当てはめれば 2026 年 10 月が目途だ。産油国になった米国は、原油高への耐久力が多少は上がったかもしれないが、足元は雇用環境の一部に弱さが見られるほか、プライベート・クレジットをめぐる懸念といった金融面の脆弱性も抱えている。原油高が長期化すれば、景気的大幅悪化リスクが高まる点には注意が必要だ。

トランプ大統領は原油高が米国に恩恵と主張も、実際には逆風

2月末以降の中東情勢の悪化に伴い、原油価格はウクライナ・ロシア紛争が発生した2022年以来的の高水準まで上昇した。足元では原油高によるインフレ上昇圧力の高まりを背景とした、米国経済への悪影響が懸念されている（図表1左図）。他方で、トランプ大統領は、原油高は米国に恩恵があると主張している。確かに、米国は2000年代半ば以降のシェール革命によって産油国となり、2020年には原油の純輸出国へと転換した（図表1右図）。輸出の内訳を見ても、原油のシェアは2025年に11.6%と米国の主力輸出品の一つといえる。エネルギー企業や産油地域にとっては、原油高が収益や投資の拡大を通じてプラスに作用する側面があるだろう。

図表1 WTI先物とガソリン価格、米国の原油の輸出入



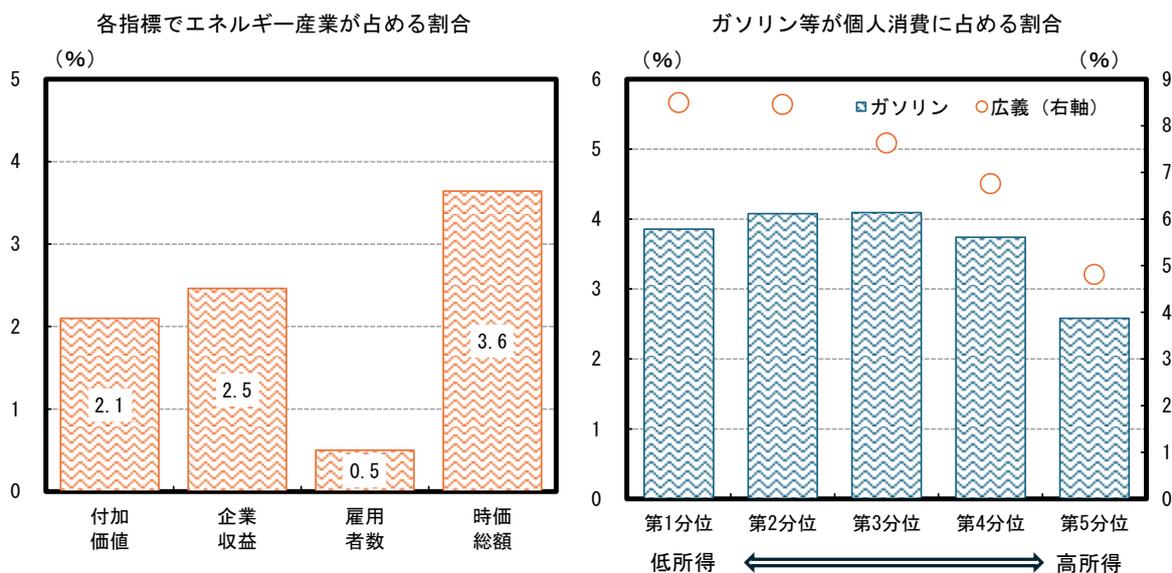
(出所) Census、EIA、CME、Haver Analytics より大和総研作成

トランプ大統領の主張は部分的には正しい一方、原油高による米国経済全体への恩恵は限定的だ。実体経済への影響を見ると、2024年のエネルギー関連産業（鉱業と石油・石炭製品製造業の和）の名目付加価値が全産業に占める割合は約2.1%、2024年の企業収益全体に占める割合は約2.5%と相対的に小さい（図表2左図）。加えて、2025年のエネルギー関連産業の雇用者数が全産業に占める割合は約0.5%と一層小さく、雇用面からの波及効果も限定的だ。次に金融・資産市場を見ると、原油価格の上昇でエネルギー関連企業の株価は足元でも底堅く推移しており、株主には資産効果が期待される一方、2026年3月時点のS&P500の時価総額に占めるエネルギー関連企業の割合は3.6%にとどまる。さらに対外部門に目を向けても、米国は原油の純輸出国であるものの輸入も継続している。これは、米国の精製設備が重質油を前提としている一方で、国内で産出されるのは軽質油であるシェールオイルが中心というミスマッチによるものであり、原油高は輸出額と同時に輸入額も押し上げる。

また、米国経済の屋台骨である個人消費には原油高に伴うガソリン価格の上昇は逆風だ。ガソリン需要は価格弾力性が低く、短期的には消費の抑制による調整が難しい。車社会である米国では、原油高に伴うガソリン価格の上昇が家計の購買力を直接押し下げる（図表1左図）。家

計の個人消費に占めるガソリン消費は2024年に約3.4%と大きくはないが、電気料金など原油価格の影響を受けやすい項目も含めれば6.5%となる。さらに、所得階層によって影響は大きく異なる。高所得層ではこれらの支出の割合は相対的に低い一方、低中所得層では高い（図表2右図）。米国家計はこれまでも高所得層が底堅い一方で、低中所得層が生活苦に直面するK字経済の様相を呈してきたが、原油高はこうした構図を一層深刻化させる可能性がある。

図表2 各指標でエネルギー産業が占める割合、ガソリン等が個人消費に占める割合



(注) 時価総額はS&P500が対象。右図の広義はガソリン消費、電気料金、その他エネルギー消費を含む
(出所) BEA、BLS、S&P、Haver Analytics より大和総研作成

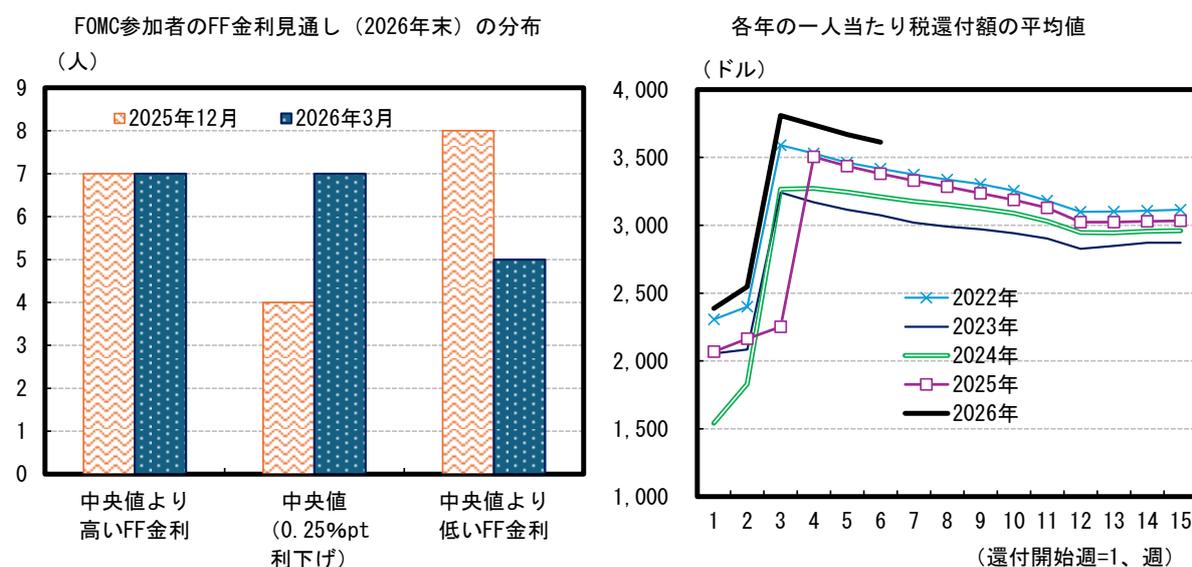
原油高による景気下押し圧力が強まれば、財政・金融政策による下支えが必要となる。一方で、原油高に伴いインフレ圧力が高まることで、金融緩和の余地は狭まることになる。3月17日・18日に実施されたFOMCでは、参加者の2026年のインフレ見通しが引き上げられ、FF金利見通しでも2026年内の積極的な利下げ派は後退した（図表3左図）。パウエルFRB議長もFOMC後の記者会見で中東情勢の影響を見極めたいとの姿勢を示している。インフレ率の顕著な鈍化や雇用の大幅悪化が確認されない限り、当面は様子見姿勢が続く可能性が高い。FRBは、雇用ひいては景気を下支えしたい一方でインフレ抑制を考慮せざるを得ないという、デュアルマンデート（雇用の最大化と物価の安定）をめぐるジレンマに陥っているといえよう。

こうした中で、2025年7月に成立したトランプ減税2.0を背景とした2026年の個人所得税の還付は、短期的な景気の下支え要因となる。一人当たり還付額を見ると、2026年は従来に比べて高水準で推移している。（図表3右図）。こうした税還付が続く5月までは、原油高に伴う個人消費の下押し圧力を一定程度緩和し得る。ただし、これはあくまで一時的な支えにとどまる可能性が高く、年央以降に向けた追加的な政策対応が講じられなければ、家計の財務状況は悪化に向かうことも想定される。5月前後までに中東情勢が安定化するか否かが、米国経済の下振れリスクを考える上での一つの目安となろう。

では、中東情勢の悪化、そして原油高が前記の目安の5月を越えて継続した場合はどうか。

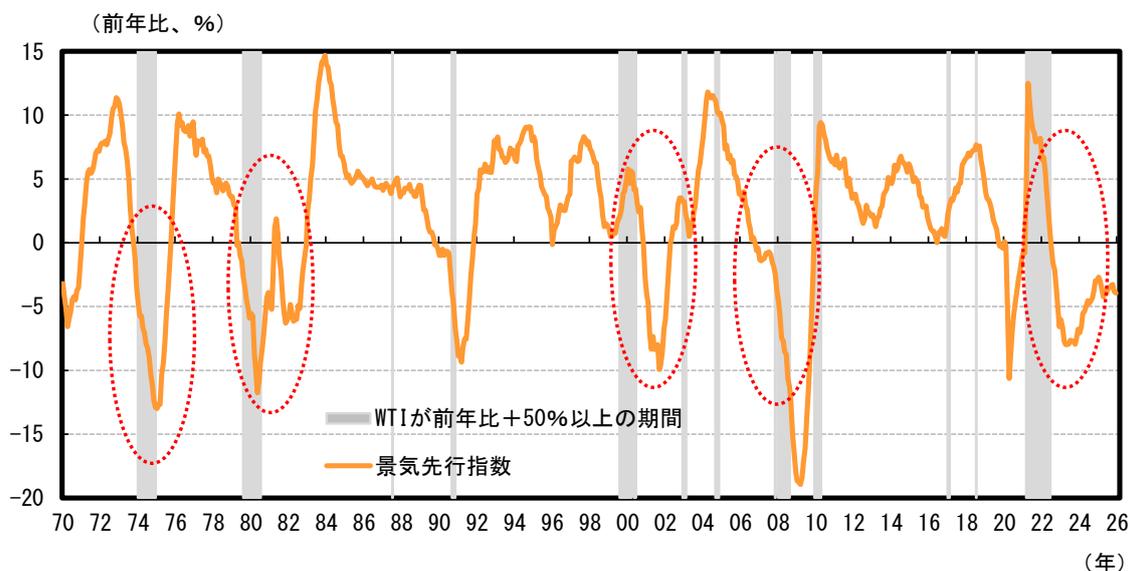
経験則では、原油価格が前年比+50%以上で8カ月以上継続した場合、景気先行指数が大幅に落ち込む傾向がある（図表4）。現在に当てはめれば、2026年10月が目途となる。これは原油高が直接的に景気を押し下げるといよりも、インフレ圧力の高まりを通じて金融政策の柔軟性が制約され、結果として金利上昇や金融環境のタイト化や金融リスクの顕在化により景気変動を増幅させるという複合的な影響の発現と考えられる。もちろん、米国が産油国になったことで原油高への耐久力は過去に比べて多少は上がったかもしれない。ただし、足元は雇用環境の一部に弱さが見られるほか、プライベート・クレジットをめぐる懸念といった金融面の脆弱性も抱えている。原油高が長期化すれば、景気の大規模悪化リスクが高まる点には注意が必要だ。

図表3 FOMC参加者のFF金利見通し（2026年末）の分布、各年の一人当たり税還付額の平均値



（出所）FRB、IRS、Haver Analytics より大和総研作成

図表4 WTI 前年比と景気の関係性



（出所）EIA、コンファレンス・ボード、Haver Analytics より大和総研作成

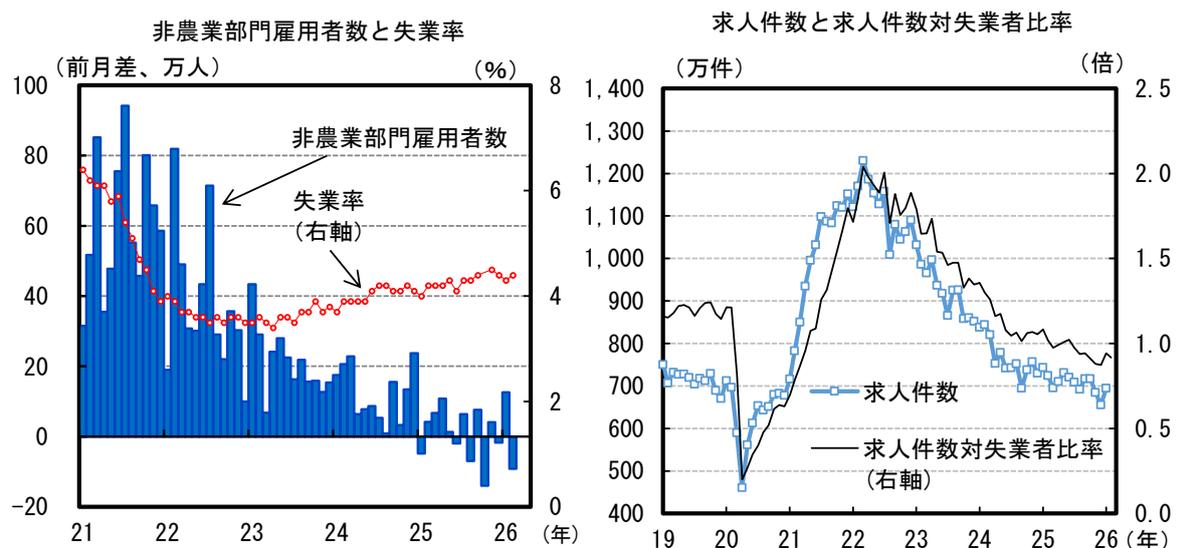
雇用環境はAI や中東情勢の悪化で不確実性が高まる

2026年2月の米雇用統計¹²は、非農業部門雇用者数が前月差▲9.2万人と市場予想(Bloomberg調査:同+5.5万人)に反してマイナスに転じた。失業率についても、2月は前月差+0.1%ptの4.4%と上昇(悪化)し、市場予想(Bloomberg調査:4.3%)を上回った。2月の雇用者数については、景気に敏感な民間部門雇用者数(除く教育・医療)が継続的にマイナスとなっている基調の弱さに加え、医療従事者によるストライキや、米国の広範囲を襲った大寒波といった一時的な要因も下押ししたとみられる。雇用環境の基調判断については、3月分の雇用統計も併せて評価する必要があるだろう。

その他の雇用関連指標について、新規失業保険申請件数に着目すると、直近週(2026年3月8日-2026年3月14日)は20.5万件と、前年同時期を下回っている。また、失業保険継続受給者数は、直近週(2026年3月1日-3月7日)が185.7万件と、2026年1月以降は190万件を下回って推移している。失業保険データからは、レイオフや解雇による失業者数は依然として急増してはいないことが確認できる。また、労働需要に目を向けると、2026年1月の求人件数は前月差+39.6万件と3カ月ぶりに増加し、694.6万件となった。失業者数と比較した求人件数の比率は0.9倍程度と労働需給は緩和的な状況が継続している。

雇用環境の先行きについては、トランプ減税2.0やFRBがこれまでに実施した利下げが景気の下支え要因となり、雇用環境の回復を後押しするとみられる。他方で、足元では中東情勢の悪化など、景気の下振れリスクが高まっている。AIの活用等を理由としたコストカットを公表する企業も相次いでおり、雇用環境の回復を抑制することも想定される。

図表5 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と求人件数対失業者比率



(注)右図の求人件数対失業者比率について、2026年2月分は1月分の求人件数と2月分の失業者数より算出。
(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

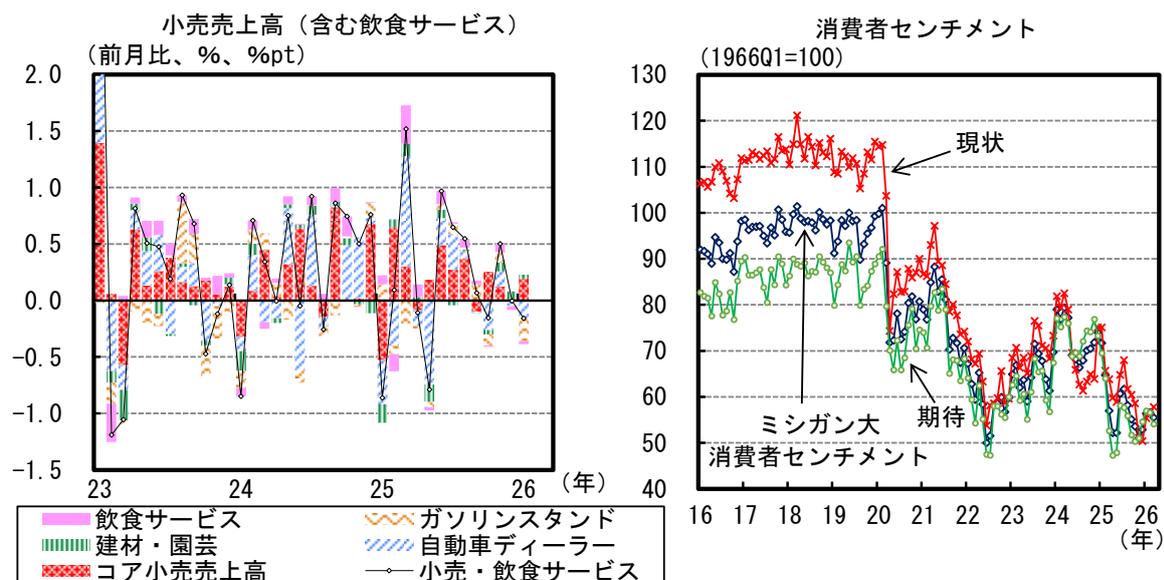
¹² 藤原翼「[米雇用者数が大幅減となった背景は?](#)」(大和総研レポート、2026年3月9日)

1月の小売売上高は悪天候やガソリン価格低下の影響を受けてマイナス

個人消費の動向について、2026年1月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比▲0.2%と、市場予想（Bloomberg 調査：同▲0.3%）を上回ったものの2カ月連続でマイナスとなった。小売売上高の3カ月移動平均は同+0.1%と前月から伸びが変わらなかった。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+0.3%と加速した。1月後半の悪天候による出控えやガソリン価格の低下がヘッドラインを下押しした一方、悪天候に伴いオンライン消費が活発化したこと等がコア小売を押し上げたとみられる。内訳を確認すると、ヘルスケア製品（前月比▲3.0%）が4カ月連続でマイナス、ガソリンスタンド（同▲2.9%）、衣服・宝飾品（同▲1.7%）、娯楽用品（同▲1.2%）、自動車・同部品（同▲0.9%）、飲食サービス（同▲0.2%）は2カ月連続でマイナスとなった。他方で、その他小売（同+2.0%）と無店舗販売（同+1.9%）が加速し、押し上げ要因となった。この他、GMS（総合小売）（同+0.4%）が加速し、建設資材・園芸（同+0.6%）、飲食物品（同+0.2%）は減速したもののプラスを維持した。

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、2026年3月（速報値）が前月差▲1.1ptと4カ月ぶりに悪化し、55.5%となった。内訳については、現状指数（同+1.2pt）は3カ月連続でプラスとなった一方で、期待指数（同▲2.5pt）が2カ月連続で悪化した。ミシガン大は、イラン紛争前に実施された調査ではマインドの改善が見られた一方で、紛争開始後は悪化したとコメントした。先行きについては、トランプ減税 2.0 による税還付額の増加は高所得層を中心に消費者マインドを下支えする一方、足元のエネルギー高は低中所得層を中心に消費者マインドを下押しするとみられる。

図表6 小売売上高（含む飲食サービス）、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、Haver Analytics より大和総研作成

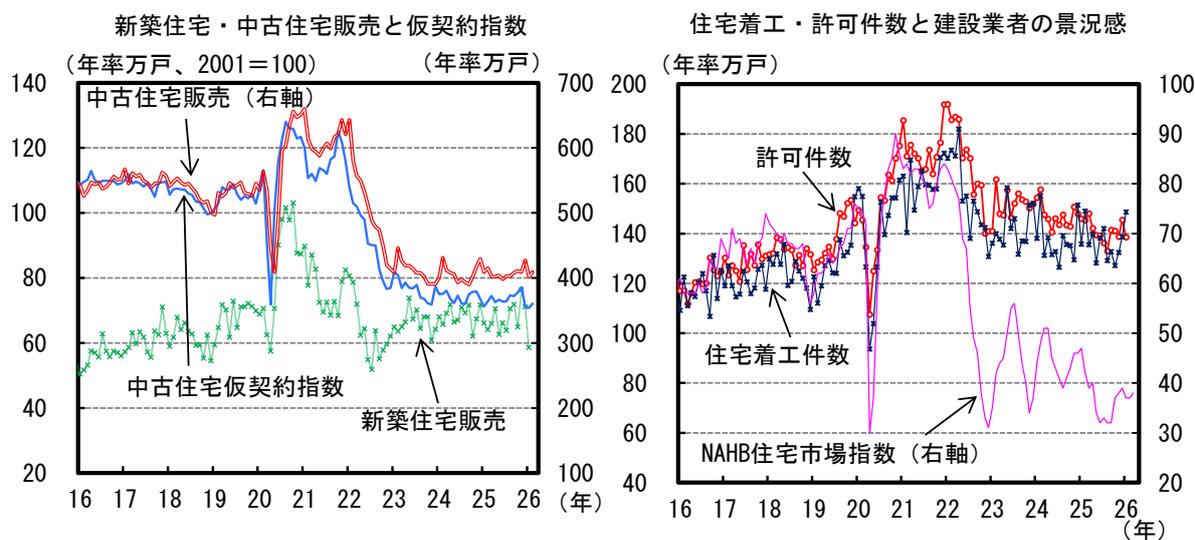
中古住宅販売はプラスに転じるも、先行きは金利の再上昇が下押し

住宅需要に目を向けると、2026年2月の中古住宅販売（ condominium等含む）は前月比+1.7%とプラスに転じた。地域別に見ると、2月も厳しい悪天候が続いた北東部はマイナスとなった一方で、その他の地域はプラスとなった。また、中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数は2月に同+1.8%と3カ月ぶりにプラスに転じた。なお、新築住宅販売件数は、悪天候の影響もあり、1月（同▲17.6%）は大幅かつ2カ月連続でマイナスとなった。

住宅購入環境について、販売促進のための値下げキャンペーン等により、新築住宅の販売価格（中央値）が前年比でマイナス傾向にあり、消費者の住宅購入を後押しし得る。他方で、中古住宅価格は前年比で減速したとはいえプラスが続いており、住宅市場全体では、価格面が住宅購入を積極化する要因にはなりにくい。住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）については、2026年2月末に2022年9月以来の6%割れとなり、住宅需要の下支え要因になったとみられる。ただし、イラン紛争に伴うインフレ懸念を背景に、足元は6%台前半と再び上昇した。目先は住宅ローン金利の再上昇による住宅需要の下押しに注意する必要がある。

住宅供給に関して、新築住宅着工は2026年1月に前月比+7.2%と大幅に加速し、年率148.7万件と2025年2月以来の高水準となった。他方で、新築住宅着工の先行指標である建設許可については、1月は同▲4.7%とマイナスに転じており、均して見れば横ばい圏といえる。住宅建設業者のマインドに関して NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、前月差+1ptとやや改善したもの、以前として低水準で推移している。NAHBは、住宅購入者と建設業者の双方にとって住宅価格の高止まりが依然して懸念事項と指摘した。他方で、住宅建設関連の規制緩和についての大統領令の発出は、住宅供給の拡大に向けて前向きな動きと評価した。住宅供給の先行きについて、前述のようにイラン紛争による金利の再上昇が住宅需要回復の重石となり、住宅供給についても横ばい圏から緩やかなペースでの回復にとどまるとみられる。

図表7 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

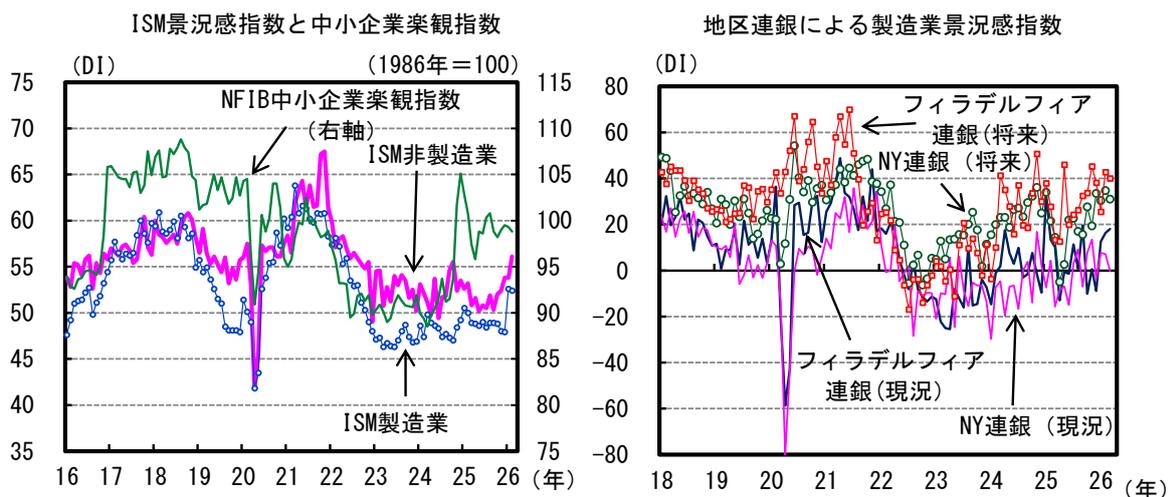
ISM 製造業は悪化も 50%超を維持、目先の企業マインドはイラン紛争が重石

2026年2月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲0.2%ptとやや悪化したものの、52.4%と2カ月連続で好不調の目安となる50%を超えた。非製造業については同+2.3%ptと改善し56.1%となり、2022年7月以来の高水準となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、雇用指数、入荷遅延指数、在庫指数が改善した一方で、新規受注指数、生産指数が悪化した。悪化した新規受注指数と生産指数はいずれも50%超を維持した一方、改善した雇用指数は依然として50%を下回っている。非製造業に関しては、入荷遅延指数は悪化した一方、新規受注指数、事業活動指数、雇用指数が悪化した。続いて企業コメントを確認すると、製造業、非製造業ともに関税によるコスト高や不確実性を懸念するコメントが多く見られた。ただし、関税の変更に対応しつつあることを示すコメントも見られた。

中小企業に関して、2026年2月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲0.5ptと2カ月連続で悪化し、水準は98.8となった。内訳を確認すると、「実質販売増加に対する期待」の悪化幅が大きかったことに加え、「新規雇用創出」の項目が3カ月連続で悪化した。楽観指数は悪化したものの、NFIBは、中小企業の2月の売上高は好調だったと指摘した。

2026年3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▲7.3pt）が2カ月連続で悪化し、将来指数（同▲3.7pt）も悪化した。また、フィラデルフィア連銀については現況指数（同+1.8pt）が3カ月連続で改善したものの、将来指数（同▲2.8pt）は悪化した。先行きについては、トランプ減税2.0とこれまでの利下げが景気を下支えする一方、イラン紛争に伴う先行き不透明感の強まりから、目先は企業マインドが悪化しやすいとみられる。

図表8 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



(出所) 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

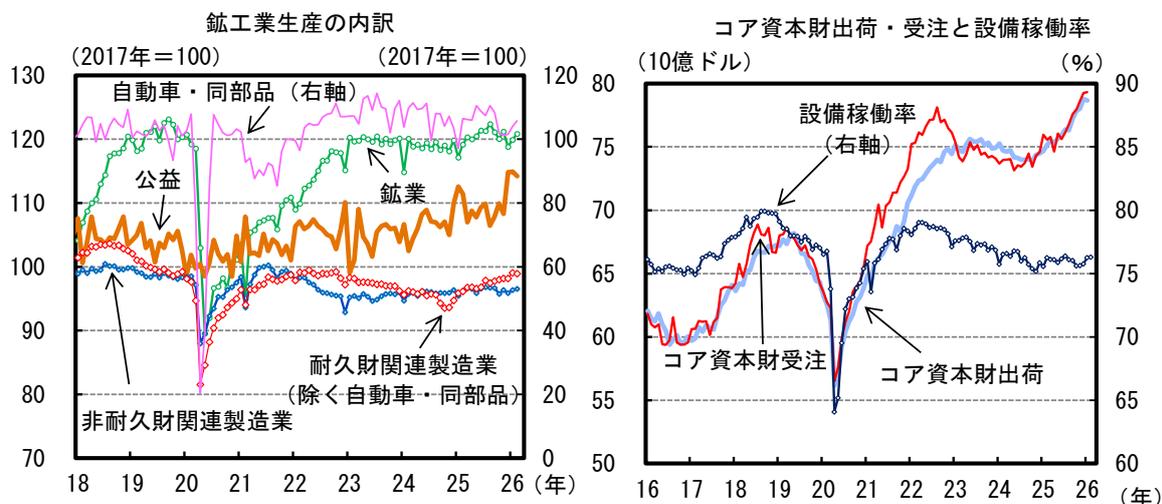
鉱工業生産は減速、設備投資は金利上昇が先行きの抑制要因に

企業の実体面に関して、2026年2月の鉱工業生産指数は前月比+0.2%と1月から減速したものの、市場予想（Bloomberg調査：同+0.1%）を上回った。内訳を確認すると、公益（同▲0.6%）は3カ月ぶりにマイナスに転じ、鉱業（同+0.8%）と製造業（同+0.2%）は減速した。

製造業の内訳を見ると、耐久財（前月比+0.1%）、非耐久財（同+0.2%）のいずれも減速した。耐久財について、機械（同▲1.2%）がマイナスに転じ、その他耐久財（同▲1.1%）は4カ月ぶり、家具（同▲0.7%）と金属製品（同▲0.3%）は3カ月ぶりにマイナスとなった。また、コンピューター・電子機器（同+0.4%）、非金属鉱物（同+0.1%）は減速し、一次金属は横ばいとなった。他方で、電気機械（同+1.1%）、木製品（同+1.0%）は加速した。自動車・同部品（同+1.7%）は減速したものの、高い伸びを維持した。非耐久財については、繊維・繊維製品（同▲1.7%）や石油・石炭製品（同▲1.6%）のマイナス幅が大きかった。

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は2026年1月に前月比▲0.1%と5カ月ぶりにマイナスとなった一方で、その先行指標であるコア資本財受注は同+0.1%と、減速したものの7カ月連続でプラスとなった。続いて、設備稼働率については、2026年2月からほぼ横ばいの76.3%となり、過去1年は均して見れば概ね横ばい圏で推移している。なお、設備稼働率は長期平均（1972-2024年：79.4%）を下回る状況が続いており、引き続き逼迫している状況ではない。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、トランプ減税2.0が設備投資の押し上げ要因になると見込まれる。また、追加関税措置等のコスト高を背景に、省力化投資も引き続き期待される。もっとも、イラン紛争を背景とした企業マインドの悪化や金利の高止まりは設備投資の増加ペースを抑制し得る。

図表9 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



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

米国経済見通し

足元までの経済指標を踏まえ、2026年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.5%を見込む。2025年10-12月期の政府閉鎖によって減少した政府支出の反動増が、実質GDP成長率の加速の主因だ。他方で、寒波を背景とした個人消費や住宅購入の抑制によって、米国経済の自律的な成長を反映する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は同+2.0%と、10-12月期から大きな変化はないとみている。

米国経済をめぐる懸念材料として、2月末以降の中東情勢の悪化に伴う原油価格の高騰が、家計の購買力を抑制し得ることが挙げられる。短期的には、トランプ減税2.0を背景に2月から始まった個人所得税の還付は個人消費を下支えすることが期待されるものの、5月には一巡すると見込まれることから、押し上げ効果は一時的だろう。年央以降に向けた追加的な政策対応が講じられなければ、家計の財務状況は悪化に向かうことも想定される。5月前後までに中東情勢が安定化するか否かが、米国経済の下振れリスクを考える上での一つの目安となる。なお、過去の経験則を現在に当てはめると、原油高が前記の目安の5月を越えて秋ごろまで継続した場合、景気的大幅悪化リスクが高まり得る点にも注意を要する。

金融政策運営に関しては、原油高に伴いインフレ圧力が高まることで、FRBは雇用ひいては景気を下支えしたい一方でインフレ抑制を考慮せざるを得ないという、デュアルマニートをめぐるジレンマに陥っている。現時点ではFOMC参加者はインフレ圧力の高まりを懸念し、様子見姿勢を強めていることから、大和総研は2026年のFF金利見通しを従来の合計0.50%ptの利下げから0.25%ptの利下げへと変更する。ただし、パウエル議長が、FOMC後の記者会見で今後の金融政策運営は不確実性が高いと繰り返したように、中東情勢や原油高、そしてインフレの動向次第で、雇用環境の下振れリスクへの対応を再び重視する可能性も十分に残る。

図表 10 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	4.4	0.7	2.5	2.1	2.3	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0	2.1	2.4	2.3
個人消費	0.6	2.5	3.5	2.0	1.6	2.0	2.2	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1	2.6	2.1	2.2
設備投資	9.5	7.3	3.2	2.2	4.1	3.3	3.2	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8	4.1	3.5	3.0
住宅投資	-1.0	-5.1	-7.1	-0.5	0.3	1.4	1.8	2.0	2.2	2.2	2.1	2.1	-2.1	-0.7	2.1
輸出	0.2	-1.8	9.6	-3.3	10.9	1.7	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1	1.6	3.7	2.0
輸入	38.0	-29.3	-4.4	-1.1	9.8	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	2.4	2.7	0.1	2.2
政府支出	-1.0	-0.1	2.2	-5.8	4.7	1.6	2.3	2.5	1.4	1.8	1.9	2.1	1.1	1.0	1.9
国内最終需要	1.4	2.4	2.8	0.6	2.4	2.1	2.3	2.4	2.3	2.2	2.2	2.2	2.4	2.0	2.3
民間最終需要	1.9	2.9	2.9	1.9	2.0	2.2	2.3	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.6	2.3	2.4
鉱工業生産	4.2	1.8	2.1	-1.2	4.6	1.6	2.2	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0	1.2	2.0	2.2
消費者物価指数	3.7	1.7	3.1	2.5	2.9	3.9	1.7	1.1	3.1	2.4	2.2	1.3	2.7	2.7	2.2
失業率（%）	4.1	4.2	4.3	4.5	4.4	4.5	4.4	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.4	4.3
貿易収支（10億ドル）	-384	-188	-179	-160	-162	-169	-165	-164	-163	-164	-165	-166	-912	-659	-658
経常収支（10億ドル）	-440	-249	-226	-207	-207	-212	-207	-204	-202	-202	-201	-201	-1122	-830	-806
FFレート（%）	4.50	4.50	4.25	3.75	3.75	3.75	3.75	3.50	3.25	3.25	3.25	3.25	3.75	3.50	3.25
2年債利回り（%）	4.15	3.86	3.72	3.52	3.55	3.62	3.59	3.56	3.53	3.50	3.47	3.44	3.81	3.58	3.49
10年債利回り（%）	4.45	4.36	4.26	4.10	4.18	4.16	4.13	4.10	4.07	4.04	4.01	3.98	4.29	4.14	4.03

（注1）網掛けは予想値。2026年3月23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

欧州経済 中東情勢が下振れリスクに

エネルギー価格上昇の影響は既に顕在化、金融政策はタカ派シフト

橋本 政彦

[要約]

- 2026年2月28日、米国とイスラエルによるイラン攻撃以降、欧州経済を取り巻く状況は一変した。商品市況の急騰を受け、ユーロ圏のガソリン価格は既に大幅に上昇しており、消費者物価は3月以降、上昇ペースが加速する公算が大きい。インフレ加速による実質所得の目減りは個人消費の下押しに作用すると見込まれる。
- また、中東での地政学リスクの高まりは、企業・家計のマインド経由でも景気を下押しすると見込まれる。ユーロ圏の景況感は2026年2月までは堅調に推移していたものの、これが3月以降、大きく落ち込む可能性には注意が必要である。
- 欧州諸国の多くはエネルギーを輸入に依存しているものの、中東諸国に対する依存度は必ずしも高くない。このため2022年のロシアのウクライナ侵攻後と比べれば、欧州でエネルギー不足への懸念が高まる可能性は低いとみられる。
- エネルギー価格の急騰を受け、ECBは3月の理事会でインフレ率の見通しを大幅に引き上げ、インフレ率の上振れリスクに対する警戒感を強めた。しかし、ECBは現時点では不確実性に対処するのに「良い態勢にある」との見方を示し、早期の利上げ実施の可能性には言及しなかった。
- 一方、BOEの3月の金融政策委員会は、想定以上にタカ派的な内容となった。声明文からは、「政策金利はさらに引き下げられる可能性が高い」という文言が削除され、「必要に応じて行動する用意がある」と、利上げに転じる準備があることが明記された。ただし、ベイリー総裁は会合後のインタビューで、金融市場での急速な利上げの織り込みをけん制した。先行きに関しては、極めて不確実性が高く、政策の自由度を確保しておきたいという事情はBOEもECBと同様とみられる。

ユーロ圏経済

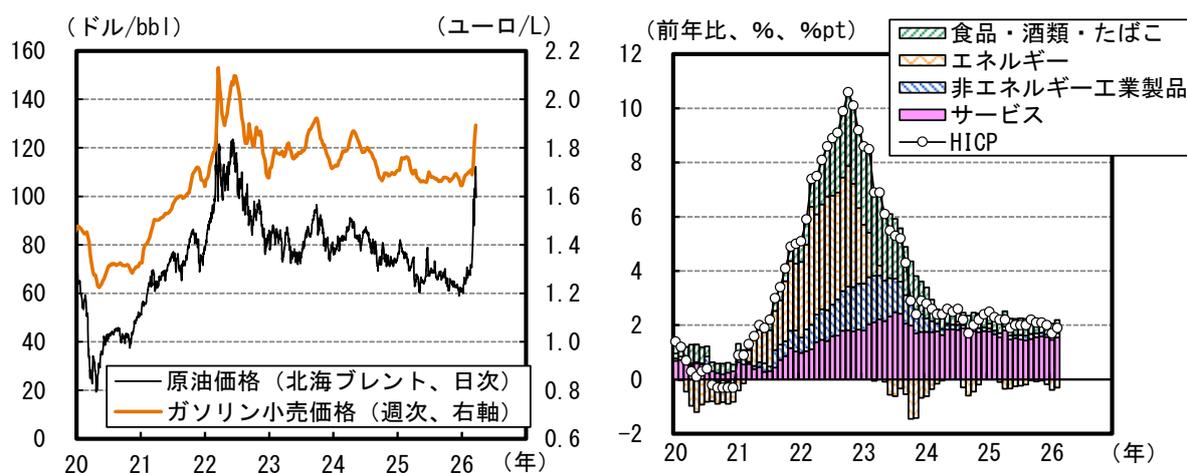
中東情勢の悪化によるエネルギー価格の急騰は家計の打撃に

2026年2月28日、米国とイスラエルによるイラン攻撃以降、欧州経済を取り巻く状況は一変した。中東の地政学リスクが急速に高まる中、2月末時点で70ドル/bbl台前半だった原油価格（北海ブレント）は急騰し、3年半ばには100ドル/bblを突破した。また、ガス価格についても大幅に上昇しており、欧州の天然ガス指標であるオランダTTFは、2月末時点の約30ユーロ/MWhから、一時は60ユーロ/MWhを上回り、およそ2倍まで価格が跳ね上がった。

こうした商品市況の急騰は、既に欧州経済に悪影響を及ぼし始めている。最も顕著なのは原油価格の変動が敏感に小売価格に反映されるガソリン価格である。欧州委員会が公表する週次データによれば、ユーロ圏のガソリン小売価格（含む税）は、2026年3月16日時点で1.893ユーロ/Lと、2月最終週からの3週間で約12%上昇し、2023年10月以来の高さに達した。

エネルギー価格が急騰する以前のユーロ圏のインフレ率を確認すると、2026年2月のHICP（消費者物価指数）は前年比+1.9%と、落ち着いた伸びに留まっていた。内訳では、サービスの上昇（同+3.4%）を主因に、コアHICPが同+2.4%上昇したことで、食品価格の上昇（同+2.5%）が全体を押し上げている。一方、エネルギー価格は同▲3.1%と下落し、むしろインフレ率の引き下げに作用していた。だが、3月に入ってからのガソリン価格の急上昇によって、3月以降はエネルギーもHICPの押し上げ要因に転じることになる。また、HICPのエネルギーのうち半分強のウエイトを占める電気・ガス等についても、タイムラグを伴って上昇に転じるとみられ、エネルギーによるHICPの押し上げは、4月以降、一層拡大する公算が大きい。

図表1 原油価格とユーロ圏のガソリン小売価格（左）、ユーロ圏の消費者物価指数（右）



(出所) Eurostat、Haver Analyticsより大和総研作成

さらに、こうした直接的な影響のみならず、商品市況の上昇は、企業の原材料価格や生産コストを押し上げ、それが転嫁される形でエネルギー以外の消費者物価の上昇圧力も強まると見

込まれる。商品市況という外生要因によるインフレ率の急加速は、家計の実質所得を目減りさせ、個人消費の下押しに作用すると見込まれる。

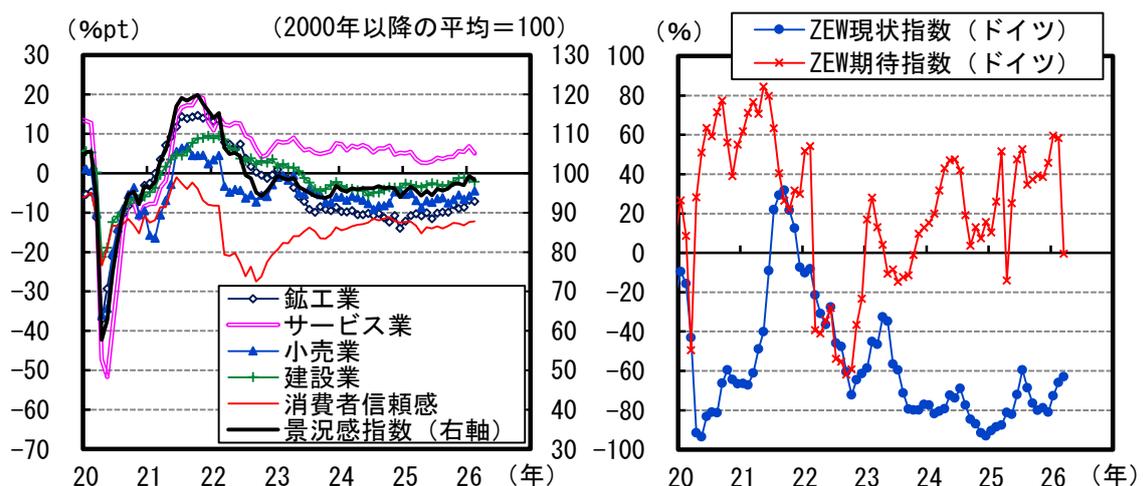
イラン戦争が始まる以前は、ユーロ圏のインフレ率はユーロ高の影響や、賃金上昇率の鈍化を背景に、短期的にはディスインフレ圧力が強いとみられていたが、戦争勃発によってそうした状況は180度転換することになった。

マインド悪化のリスク

また、中東での地政学リスクの高まりは、企業・家計のマインド経由でも景気を下押しする可能性が高い。マインドが悪化すれば、家計の消費性向、企業の投資性向が低下し、所得以上に支出が減少する恐れがある。

地政学リスクの高まり、およびエネルギー価格の上昇が企業・家計のマインドに影響を与えた近年の例として、2022年のロシアによるウクライナ侵攻開始時の動きを確認すると、欧州委員会が公表するユーロ圏の景況観指数は、侵攻開始直後の2022年3月に前月差▲8.8ptと大きく落ち込んだ。これは単月の落ち込みとしては、統計が公表された1985年以降で、コロナ・ショック時の2ヵ月（2020年3月、4月）に次いで3番目の大きさである。また、内訳では、家計のマインドである消費者信頼感指数の落ち込みがとりわけ大きく、消費者信頼感指数に限れば、単月の低下幅はコロナ・ショック時を上回り、統計史上最大となった。欧州の安全保障上、大きな脅威となったロシアのウクライナ侵攻に比べれば、今回の中東での戦争がマインドに与える影響は限定的な可能性はあるものの、一定程度の悪化は免れないとみられる。

図表2 ユーロ圏の景況感指数と内訳（左）、ZEW景況感指数（右）



(出所) 欧州委員会、ZEWより大和総研作成

実際、既に3月分が公表されているドイツZEW景況感指数は、期待指数が前月差▲58.8ptと大幅に低下し、米国トランプ政権による相互関税で大きく落ち込んだ2025年4月以来の低水準

となった。同指数の調査対象は市場関係者であり、毎月の振れが大きいこと、また足元の金融市場のタイト化（株価下落、金利上昇）の影響を強く受けたとみられることから、やや割り引いて見る必要があるが、企業や家計のマインドも3月に大きく低下したとしてもおかしくない。

なお、欧州委員会公表の景況感指数は、戦争が始まる以前の2月の段階では非常に底堅く推移していた。2月単月では前月差▲1.0ptと低下したものの、それでも指数の水準は98.3ptと、1月（99.3pt）を除けば2023年4月以来の高さであった。3月分の結果を待つ必要があるものの、1、2月の好調さによって四半期平均では1-3月期は高い水準を維持する可能性がある。1-3月期のGDP成長率も前期から加速する可能性は十分残されており、中東情勢悪化の悪影響が実体経済面で本格的に顕在化するのには4-6月期以降になると見込まれる。

エネルギー不足のリスクは限定的

また、中東情勢の悪化の影響として、ホルムズ海峡の封鎖などによるエネルギー不足への懸念が高まっていることにも注意が必要だ。欧州諸国のエネルギーの外需依存度は国によって大きく異なるが、EU全体で見れば6割弱と、半分以上を輸入に依存している。

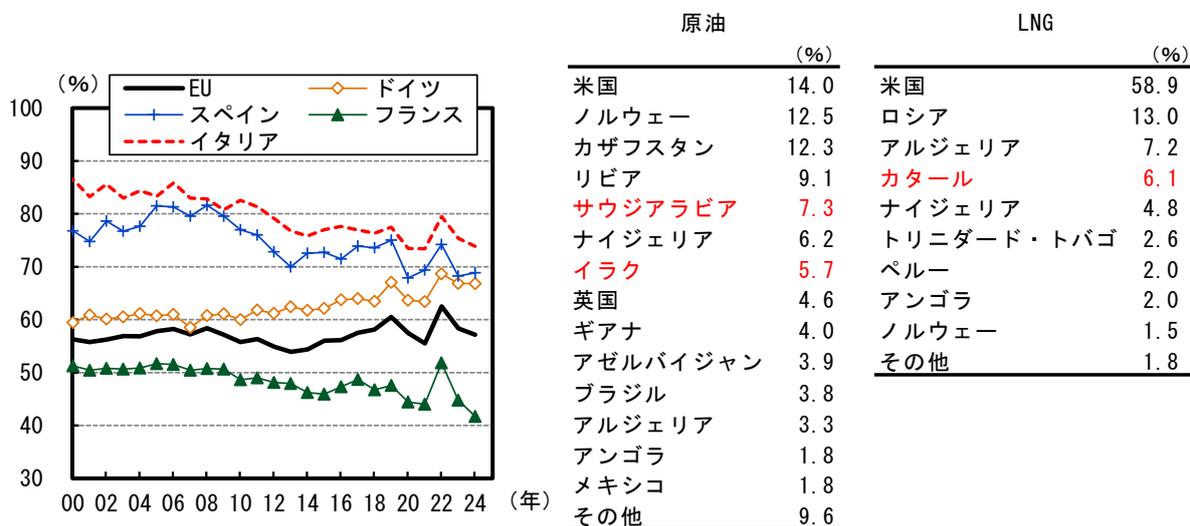
もともと、EUのエネルギーの輸入先を国別に見ると、中東への依存度は必ずしも高くない。原油については、米国からの割合が14.0%と最も高く、これにノルウェー（12.5%）、カザフスタン（12.3%）、リビア（9.1%）と、中東以外の国が続く。中東諸国ではサウジアラビア（7.3%）、イラク（5.7%）からの輸入が一定の規模を占めているものの、両者を合わせても全体の1割強に留まる。また、LNGに関しては、米国からの割合が58.9%と圧倒的に高く、これにロシア（13.0%）、アルジェリア（7.2%）を加えた3カ国で全体のおよそ8割を占める。中東諸国の中ではカタールが6.1%を占めているが、原油以上に中東への依存度は低い。

エネルギー不足への懸念が大きく高まった2022年のロシアのウクライナ侵攻時を振り返ると、侵攻前の段階でEUはLNG輸入の4割以上をロシアに依存していた。しかも、制裁による禁輸、およびロシアによる供給停止によって、半ば強制的にロシアからの輸入を減らさざるを得なかったことで、EUではエネルギー不足への懸念が急速に高まった。もちろん中東からのエネルギー輸入が滞ることへの懸念がないとはいえないものの、中東に対するエネルギー輸入の依存度が、2022年当時のロシアへの依存度ほどには高くないことを踏まえれば、エネルギー不足に陥るリスクも当時に比べれば小さいといえるだろう。

ただし、中東からのエネルギー供給の停滞は、欧州のみならず、アジア地域を中心に世界的に供給不足を引き起こしており、これがさらに深刻化すれば、中東以外の地域からの調達において他国との競争が激化するとみられる。現状ではエネルギー輸送のボトルネックとして、ホルムズ海峡の封鎖が大きな焦点となっているが、こうした輸送上の問題のみならず、中東では戦争によって生産設備が損壊し、生産能力が低下するという事態も発生し始めている。例えば、EUのLNGの調達先の一つであるカタールでは、イランの攻撃によってLNG輸出の17%にあたる

生産能力が損傷し、復旧には3～5年の期間がかかると伝えられている。今後さらに被害が拡大すれば、エネルギー調達を巡る問題はより深刻、かつ長期的な問題となる恐れがあることには注意が必要である。

図表3 EU 主要国のエネルギー輸入依存度（左）、EU のエネルギー輸入の国別シェア（中・右）



(注) 左図のエネルギー輸入依存度＝エネルギー純輸入/総消費、熱量ベース。右図のデータは2025年7-9月期。赤字は中東の国を表す。

(出所) Eurostat より大和総研作成

ECB はインフレ見通しを大幅に上方修正も、利上げには慎重

中東情勢の悪化をきっかけとした急激なインフレ懸念の高まりは、当然ながら物価安定を目標とする ECB の金融政策運営にも大きく影響する。

ECB は3月19日に開かれた政策理事会で、6会合連続となる政策金利の据え置きを決定した。政策金利の据え置きは市場予想通りの結果であり、決定内容にサプライズはなかった。しかし、金利据え置きという判断は前回までの会合と同様だったものの、中東情勢の悪化、エネルギー価格の急騰を受け、経済の先行きに対する見方は大きく修正された。

声明文には、中東情勢によって見通しの不確実性が著しく増し、インフレ率の上振れリスクと、成長の下振れリスクが生じていることが明記され、こうした見方は今回改定された経済見通しにも反映されている。HICP の見通しは2026年が前年比+2.6%（前回見通し：同+1.9%）、2027年が同+2.0%（同+1.8%）、2028年が同+2.1%（同+2.0%）となり、特に短期的な見通しが大幅に上方修正された。また、実質 GDP 成長率見通しについては2026年が同+0.9%（同+1.2%）、2027年が同+1.3%（同+1.4%）と、やはり2026年を中心に下方修正されている。

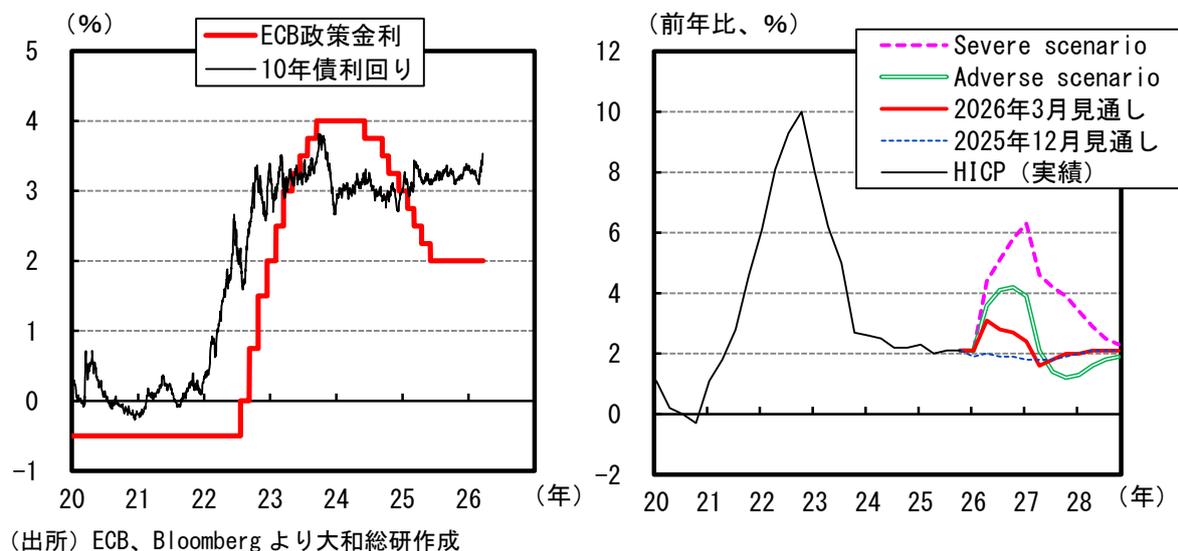
さらに、今回の見通しでは、より大幅なエネルギー価格の上昇などを前提とした2種類の代替シナリオが検討されている。不利なシナリオ（Adverse scenario）では、HICP がピーク時には前年比+4.2%まで、深刻なシナリオ（Severe scenario）では同+6.3%まで加速する予測が

示された。ラガルド総裁が会見で述べたように、これらの代替シナリオには金融政策の変更が考慮されていないことから、結果の解釈には注意が必要だが、インフレ率が大きく上振れするシナリオを検討していること自体に、ECBの警戒心が強く表れているといえよう。

だが一方で、インフレリスクへの対応のための利上げという点に関して、3月の理事会ではECBによる強い示唆はなく、むしろ政策運営の先行きについては慎重なトーンが示されたといえる。声明文には「不確実性を乗り越えるために、良い態勢にある (well positioned)」と明記された。この「良い態勢」に関してラガルド総裁は、インフレ率、期待インフレ、政策金利がいずれも目標、ないし中立水準とみられる2%近辺にあることを挙げた。さらに、こうした状況は、その後の大幅なインフレ率の上昇を招いた2022年のロシアのウクライナ侵攻時とは異なっていると説明しており、現段階では利上げの必要性が差し迫ったものではないことを暗に述べている。

ラガルド総裁は金融政策の先行きに関して、従来通り、データ次第で会合ごとに判断していくとの姿勢を維持したが、実際に利上げに動くかどうかの判断は、インフレ率が中期的に目標の前年比+2%からかい離していくか否かが重要となる。直接的にインフレ率を押し上げるエネルギー価格の上昇ペースや、価格高騰がいつまで続くかという点に加えて、その二次的影響の状況の評価しつつ、利上げの必要性の有無を判断していくことになるだろう。次回、4月の理事会まででは、二次的影響を判断するための材料には乏しいとみられ、利上げの判断は先送りされると大和総研は予想する。

図表4 ユーロ圏の政策金利と長期金利（左）、ECBによるHICP見通し（右）



英国経済

1月の月次 GDP は成長足踏みも、PMI は2月まで堅調

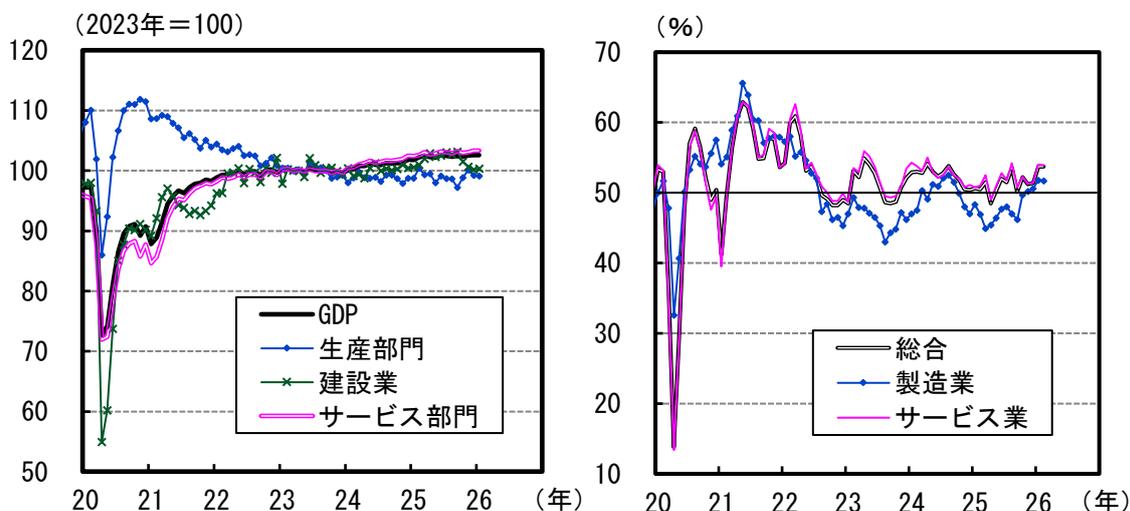
足元までの英国経済の状況を見ていくと、2026年1月の月次 GDP は前月から横ばいとなり、成長が足踏みする結果となった。部門別では建設業が前月比+0.2%と4ヵ月ぶりの増加に転じたものの、サービス部門が前月から横ばいに留まり、生産部門は同▲0.1%と小幅ながら2ヵ月連続の減少となった。

業種別の内訳を確認すると、サービス部門では卸売・小売が前月比+1.0%と3ヵ月連続で増加したほか、情報通信（同+0.6%）、専門サービス（同+0.6%）などで生産が増加した。他方で、前月に大きく増加した事務サービスが同▲2.3%と落ち込んだことに加え、宿泊・飲食（同▲1.8%）、運輸（同▲1.1%）などの減少がサービス全体の伸びを抑制している。

生産部門では、鉱業が前月比▲3.2%と3ヵ月連続で減少したこと、および電気・ガス（同▲0.3%）の減少が下押し要因となった。他方、製造業については、電気機械が同▲9.0%、機械が同▲7.7%と大幅に減少した一方、ウエイトが大きい輸送用機械（同+4.0%）、飲食料品（同+2.2%）の生産が増加したことで、全体では同+0.1%と小幅ながら2ヵ月ぶりの増加に転じている。

2月に入ってからからの景気動向に関して PMI を確認すると、製造業 PMI、非製造業 PMI とともに前月差▲0.1%pt とわずかに低下しつつも、いずれも基準となる50%を上回った。また、総合 PMI は前月から横ばいとなったものの、水準は53.7%と2024年8月以来の高さを維持しており、成長ペースの加速を示唆する結果であったといえる。もっとも、中東情勢の悪化によって経済を取り巻く状況が大きく変わったのは英国も同様であり、2月まで堅調だった景況感が、3月以降に急激に落ち込むリスクには警戒が必要だろう。

図表5 英国の月次 GDP と業種別内訳（左）、英国の PMI（右）



(出所) ONS、S&P Global より大和総研作成

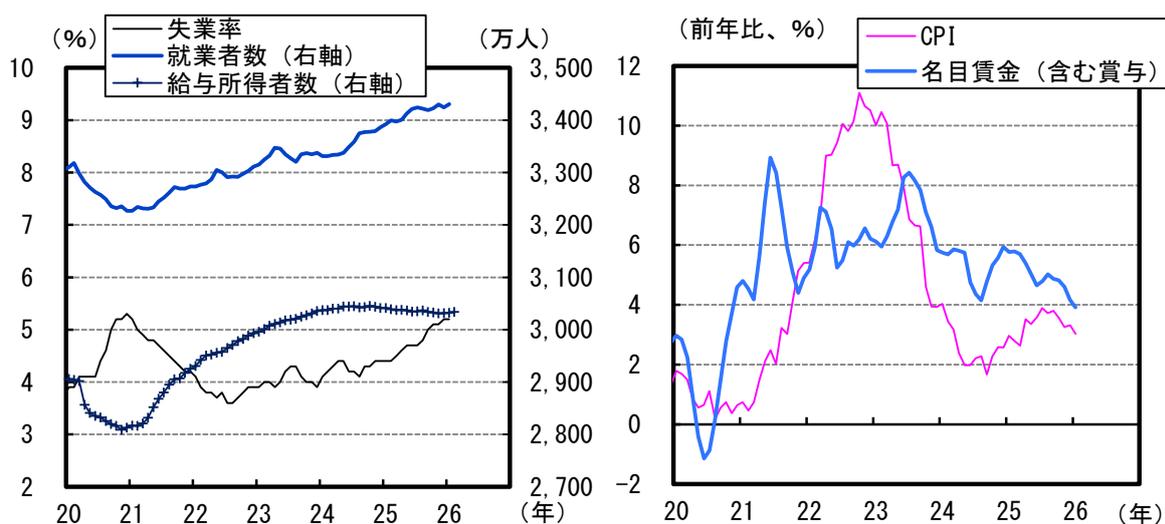
英国ではエネルギー価格の上昇が雇用悪化に繋がる可能性

英国経済における最近の最大の懸念事項の一つである、労働市場の状況を確認すると、2025年11月～2026年1月の就業者数は前月差+6.6万人と増加し、失業者数は同▲1.4万人と7ヵ月ぶりの減少に転じた。失業率は5.2%と前月から変わらなかったものの、小数点第2位まで計算すると、前月の5.21%から5.17%へとわずかながら低下している。また、源泉徴収データによる2月の給与所得者数は前月差+2.0万人と3ヵ月連続で上昇し、上昇幅は2024年10月以来の大きさとなった。労働市場の悪化は、足元では和らいでいる。

しかし、3月以降の中東での地政学リスクの高まりは、再び労働市場を悪化させる可能性がある。既述のように、2月のPMIは堅調な水準を維持したものの、統計を公表するS&P Globalは、企業が生産の拡大を見込む半面、雇用については削減意欲が強いことを指摘している。背景には、各種コストの高まりがあると指摘されているが、3月以降、エネルギー価格が急騰したことで企業のコストは一層上昇している。

加えて、エネルギー高によってインフレ率が上昇することになれば、労働者による賃上げ要求が強まると見込まれる。2025年11月～2026年1月の名目賃金（含む賞与）は前年比+3.9%と2020年9～11月以来の低さとなった。これは労働需給が緩和傾向にあることに加えて、インフレ率の低下の影響も大きいとみられ、直近のエネルギー価格の急騰はこうした賃金上昇率の鈍化トレンドを転換させる可能性がある。当然、エネルギー高によって収益環境が悪化する中、企業が賃上げの要求に応えるのは容易ではないとみられることから、賃上げに応じる半面、雇用削減圧力が一層強まる恐れがある。

図表6 英国の労働市場（左）、英国のインフレ率と賃金上昇率（右）



(注) 左図の失業率、就業者数、右図の名目賃金は3ヵ月後方移動平均。

(出所) ONS より大和総研作成

BOE は金利据え置きも、明確にタカ派化

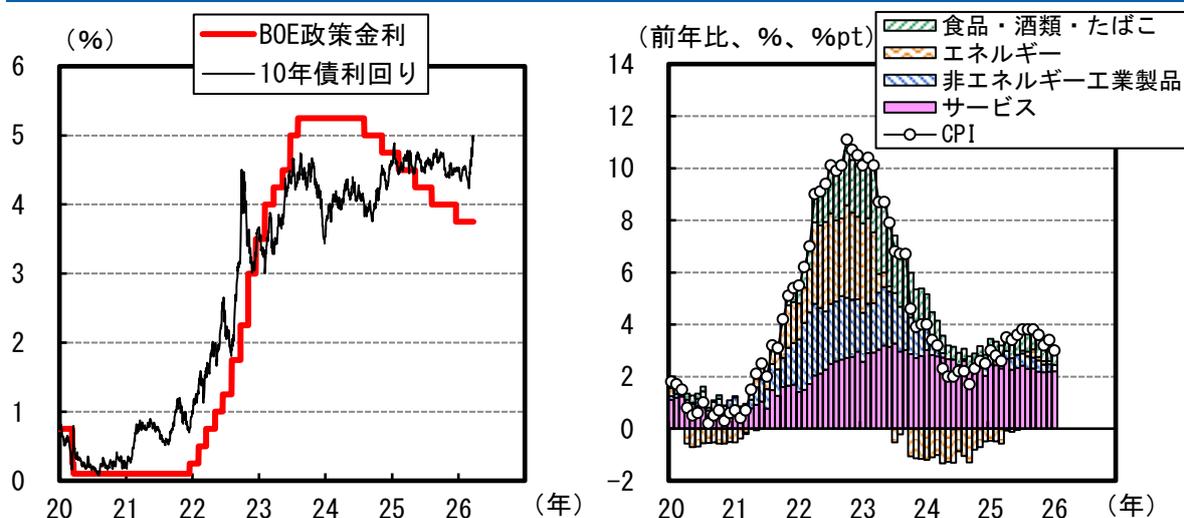
BOE は 3 月 19 日、前日まで開催されていた金融政策委員会で政策金利の据え置きを決定したことを公表した。3 月に入ってエネルギー価格が急騰したことで、それ以前に織り込まれていた BOE の利下げ期待は大きく後退しており、政策金利の据え置き自体は想定通りの結果であったといえる。もっとも、3 月の会合では、BOE が想定以上にタカ派的なスタンスを強めていることが明らかとなった。

まず、サプライズとなったのは、政策金利の据え置きが全会一致で決定されたことである。前回、2 月の会合では 9 名の委員のうち 4 名が追加利下げをすべきとして金利据え置きに反対票を投じていた。このうち、特にハト派的と目されるディングラ委員、テイラー委員の 2 名は、3 月も利下げを主張するとの見方が広がっていたが、こうした予想に反してハト派的な委員も金利据え置きの支持に転じた。

また、公表された声明文では、エネルギー価格の上昇による短期的なインフレ率の上振れのみならず、賃金や価格設定における二次的な影響で国内のインフレ圧力が高まるリスクについても言及され、インフレリスクへの警戒感が強く示されるものとなった。さらに、前回までの声明文にあった「政策金利はさらに引き下げられる可能性が高い」という文言は削除され、「必要に応じて行動する用意がある」と、利上げに転じる準備があることが明記されている。

英国の物価動向を確認すると、2026 年 1 月の CPI は前月から上昇幅が縮小しつつも、前年比 +3.0% と依然として BOE のインフレ目標を上回っている。しかも、3 月の政策委員会では、足元のエネルギー価格を前提とすれば、2026 年 7-9 月期には CPI が同 +3.5% まで上昇する可能性があるとの試算が示された。既述したように、同日に理事会の結果が公表された ECB は、高インフレを警戒しつつも利上げに対しては慎重な姿勢を示したが、英国ではユーロ圏よりも足元のインフレ率が高く、これが BOE のタカ派姿勢に繋がったとみられる。

図表 7 英国の政策金利と長期金利（左）、英国の CPI の要因分解（右）



(出所) ONS、BOE、Bloomberg より大和総研作成

BOE のタカ派姿勢を受け、3月の金融政策委員会の結果が公表された直後には、短期金融市場では年内に3回の利上げを織り込み、10年債利回りは2008年7月以来初めて5%台まで上昇した。ただし、こうした金融市場の反応に対し、ベイリー総裁は、会合後の放送局向けのインタビューで、BOE のスタンス変更を過度に評価すべきではないとして、急速な利上げの織り込みをけん制した。短期的にインフレ率が上振れする可能性は高い一方、先行きに関しては、極めて不確実性が高く、政策の自由度を確保しておきたいという事情は BOE も ECB と同様とみられる。

また、BOE はこれまで利下げを続けてきたが、目標を上回るインフレ率が続く中、利下げのペースは緩やかであり、足元の政策金利は中立金利を上回る引き締めの水準にある。インフレを抑制するためには、すぐさま利上げに転じるのではなく、現行の金利水準を長期に据え置くという選択肢もあり得る。BOE は以前に比べてタカ派色を強めているのは明らかであるものの、金融市場の想定よりも慎重に行動する可能性も考慮しておく必要があるだろう。

図表 8 ユーロ圏経済・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	2.4%	0.6%	1.2%	0.8%	1.4%	0.8%	1.0%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.0%	1.3%
家計消費支出	1.2%	1.4%	1.0%	1.8%	0.9%	0.4%	0.7%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.5%	1.0%	1.1%
政府消費支出	-0.7%	1.6%	2.7%	2.2%	1.7%	0.5%	0.5%	1.0%	1.6%	1.5%	1.3%	1.1%	1.5%	1.5%	1.2%
総固定資本形成	11.3%	-5.7%	5.1%	2.5%	3.2%	2.6%	2.5%	2.4%	2.2%	2.1%	2.1%	2.2%	2.9%	2.5%	2.3%
輸出	10.1%	-1.8%	3.4%	-1.7%	1.2%	1.0%	1.5%	1.8%	2.0%	2.1%	2.1%	2.3%	2.0%	0.8%	1.9%
輸入	9.6%	-0.1%	7.2%	-0.7%	1.7%	1.2%	1.7%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	2.5%	3.6%	1.7%	2.1%
	前年同期比 (除く失業率)														
国内総生産	1.6%	1.6%	1.4%	1.2%	1.0%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.0%	1.3%
家計消費支出	1.6%	1.7%	1.4%	1.3%	1.3%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	1.0%	1.2%	1.2%	1.5%	1.0%	1.1%
政府消費支出	1.9%	1.4%	1.5%	1.4%	2.1%	1.8%	1.2%	0.9%	0.9%	1.1%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.2%
総固定資本形成	2.4%	3.6%	3.3%	3.1%	1.2%	3.3%	2.7%	2.7%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%	2.9%	2.5%	2.3%
輸出	2.7%	0.7%	2.9%	2.4%	0.2%	0.9%	0.5%	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%	2.1%	2.0%	0.8%	1.9%
輸入	4.0%	2.8%	4.2%	3.9%	2.0%	2.3%	1.0%	1.7%	1.8%	2.1%	2.3%	2.4%	3.6%	1.7%	2.1%
鉱工業生産 (除く建設)	1.5%	1.3%	1.5%	2.1%	-0.9%	-0.3%	0.0%	0.1%	1.7%	1.9%	2.0%	2.1%	1.6%	-0.3%	1.9%
実質小売売上高	2.4%	3.1%	1.9%	2.1%	1.9%	1.0%	0.9%	0.5%	0.5%	0.7%	0.9%	1.0%	2.4%	1.1%	0.8%
消費者物価	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	2.0%	2.8%	2.8%	2.8%	2.4%	1.8%	1.9%	2.1%	2.1%	2.6%	2.1%
生産者物価	2.4%	0.6%	-0.1%	-1.2%	-1.1%	3.6%	3.5%	3.7%	3.0%	2.5%	2.9%	3.1%	0.4%	2.4%	2.9%
失業率	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.2%	6.2%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.3%	6.2%	6.1%
	10億ユーロ														
貿易収支	56.2	29.4	31.3	30.9	39.9	39.7	43.7	46.6	48.6	50.8	53.1	55.5	147.8	169.9	208.1
経常収支	71.5	80.7	46.1	49.6	51.6	50.9	54.0	56.2	57.6	59.1	60.6	62.3	248.0	212.7	239.5
独 国債10年物 (期中平均)	2.58%	2.55%	2.69%	2.72%	2.84%	3.02%	3.05%	3.08%	3.06%	3.03%	3.00%	2.91%	2.63%	3.00%	3.00%
欧 政策金利 (末値)	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.25%	2.25%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.00%	2.50%	2.50%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2026年3月23日時点)。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

図表 9 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%	0.8%	0.2%	0.2%	0.9%	0.7%	1.3%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	0.8%	1.4%
家計消費支出	1.2%	0.2%	1.7%	0.6%	0.9%	0.4%	0.7%	0.9%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.0%	0.8%	1.1%
一般政府消費支出	-0.3%	4.1%	1.0%	1.7%	1.2%	0.8%	1.1%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.7%	1.4%	1.1%
総固定資本形成	14.3%	-3.1%	4.4%	-0.5%	1.0%	1.3%	2.7%	2.9%	2.5%	2.3%	2.1%	2.1%	3.4%	1.3%	2.4%
輸出	0.8%	-1.1%	0.7%	-2.3%	4.0%	1.2%	2.3%	3.0%	3.1%	2.7%	2.5%	2.4%	1.6%	1.3%	2.7%
輸入	5.0%	-0.9%	2.0%	3.3%	-1.4%	0.9%	1.7%	2.2%	2.8%	2.5%	2.4%	2.3%	4.2%	1.0%	2.3%
	前年同期比 (除く失業率)														
国内総生産	1.8%	1.4%	1.2%	1.0%	0.5%	0.5%	0.8%	1.2%	1.3%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%	0.8%	1.4%
家計消費支出	1.1%	1.2%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%	1.0%	0.8%	1.1%
一般政府消費支出	2.1%	1.8%	1.4%	1.6%	2.0%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.7%	1.4%	1.1%
総固定資本形成	4.0%	3.4%	2.8%	3.6%	0.4%	1.5%	1.1%	2.0%	2.3%	2.6%	2.4%	2.2%	3.4%	1.3%	2.4%
輸出	3.5%	2.0%	1.5%	-0.5%	0.3%	0.9%	1.3%	2.6%	2.4%	2.8%	2.8%	2.7%	1.6%	1.3%	2.7%
輸入	7.6%	2.1%	5.3%	2.3%	0.7%	1.2%	1.1%	0.8%	1.9%	2.3%	2.5%	2.5%	4.2%	1.0%	2.3%
鉱工業生産	0.6%	0.0%	-0.7%	0.9%	0.1%	1.0%	1.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.2%	1.0%	1.0%
実質小売売上高	0.4%	1.1%	1.7%	1.7%	1.2%	1.1%	0.1%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	0.8%	1.1%
消費者物価	2.8%	3.5%	3.8%	3.4%	3.1%	3.0%	3.4%	3.2%	2.9%	2.4%	2.0%	2.0%	3.4%	3.2%	2.3%
失業率	4.5%	4.7%	5.0%	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%	5.2%	5.2%	5.1%	5.1%	5.1%	4.9%	5.3%	5.1%
	10億英ポンド														
貿易収支	-56.4	-61.6	-61.7	-69.9	-67.2	-67.1	-66.7	-66.8	-67.1	-67.5	-67.8	-67.7	-249.7	-267.9	-270.1
経常収支	-22.1	-21.2	-12.1	-22.1	-18.5	-18.1	-17.6	-17.1	-16.7	-16.4	-16.1	-15.9	-77.5	-71.3	-65.1
国債10年物 (期中平均)	4.60%	4.57%	4.64%	4.52%	4.52%	4.99%	5.01%	4.98%	4.94%	4.89%	4.85%	4.82%	4.58%	4.87%	4.88%
政策金利 (末値)	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.75%	4.00%	4.00%	4.00%	3.75%	3.50%	3.50%	3.50%	3.75%	4.00%	3.50%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2026年3月23日時点)。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国経済 堅調スタートも持続性には疑問符

不動産不況、需要先食いのツケ、中東情勢緊迫化

齋藤 尚登

[要約]

- 2026年3月5日～12日に、第14期全国人民代表大会（全人代＝日本の国会に相当）第4回会議が開催された。政府成長率目標は2023年から2025年まで3年続いた前年比5.0%（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）前後から2026年は4.5%～5.0%に引き下げられた。それでも達成のハードルは高い。不動産不況に改善の兆しはみられない。加えて、2025年夏場までの消費堅調を支えた自動車、家電、デジタル・スマート製品の購入に対する補助金政策の効果は既に一巡し、2025年10月以降はその反動減に苦しんでいる。2026年は需要先食い政策の反動というツケを本格的に払う必要がある。さらに、中東情勢が緊迫化する中、エネルギー価格高騰による物価上昇圧力の高まりや、景気の下押しが懸念される。長期化すれば政府成長率目標の達成はさらに困難になろう。
- 2026年1月～2月の中国経済は堅調だった。輸出は21.8%増、輸入は19.8%増を記録し、貿易黒字は26.3%増になった。ただし、この伸び率の半分程度は、旧正月の時期のずれによるものだと目される。消費については、過去最長の9日間に及ぶ旧正月連休が外食や旅行などレジャー消費を刺激した。

2026年の政府成長率目標は前年比4.5%~5.0%に引き下げも達成は困難か

2026年3月5日~12日に、第14期全国人民代表大会（全人代＝日本の国会に相当）第4回会議が開催された。初日に李強首相が政府活動報告を行い、政府成長率目標は2023年から2025年まで3年続いた前年比5.0%（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）前後から2026年は4.5%~5.0%に引き下げられた。急速に進展する少子高齢化、住宅など総需要の減退、過剰投資と投資効率の低下、膨張する債務などの構造問題を抱える中国の成長力は低下している。こうした現状に合わせて成長率目標を引き下げたことは一定の評価が可能であろう。

ただし、達成のハードルは高い。不動産不況に改善の兆しはみられない。加えて、2025年夏場までの消費堅調を支えた自動車、家電、デジタル・スマート製品の購入に対する補助金政策の効果は既に一巡し、2025年10月以降はその反動減に苦しんでいる。2026年は需要の先食い政策の反動というツケを本格的に払う必要がある。

中東情勢の緊迫化は中国経済の押し下げ要因に

中東情勢の緊迫化が続く中、原油や天然ガスなどの価格高騰が中国経済に与える影響が懸念される。

中国はイラン産原油を多く輸入している。ただし、中国通関統計でそれを確認することはできない。ほとんどが、第三国を経由して輸入しているためである。データ分析などを手掛けるKpler社によると、2025年に中国はイランの原油輸出量の8割以上を輸入している。中国の原油輸入に占める割合は13%程度、これを含めて事実上の封鎖が行われているホルムズ海峡を通過するのは3割程度とされる。

当然、中国にもエネルギー価格高騰による物価上昇と実質GDP成長率の押し下げが懸念されるわけだが、デフレ下の中国では、エネルギー価格高騰を最終製品に転嫁するのは難しく、企業業績の悪化が懸念される。中東情勢の緊迫化が長期化すれば、中国経済の下押し圧力は高まり、政府成長率目標の達成はさらに困難になろう。大和総研は2026年の中国の実質GDP成長率は4.4%にとどまり、目標達成に僅かに届かないと予想している。

2026年の10項目の重点活動任務、最重点は内需拡大

全人代で示された政府活動における2026年の重点活動任務には、①強大な国内市場の整備に力を入れる、②新たな原動力の育成・強化を加速させる、③ハイレベルの科学技術の自立自強を加速させる、④重点分野の改革を持続的に深化させる、など10項目が掲げられた（図表1）。これらは、2025年12月の中国共産党中央政治局会議と中央経済工作会議で掲げられた8項目をほぼ踏襲しており、サプライズはなかった。

米中の経済・貿易面の対立は一時休戦の様相を呈しているが、先行きが不透明であることに変わりはない。こうした中で、内需（特に消費）を最重視するのは、経済の安定成長にとって

不可欠との判断があろう。さらに、米中ハイテク覇権争いが激化する中で、自前のイノベーションに傾注するのも自然な流れだろう。ただし、内需を安定的に増やしていくのが極めて難しいことは、既に述べた通りである。

図表 1 2026 年の全人代政府活動報告で示された 10 項目の重点活動任務

- ① 強大な国内市場の整備に力を入れる（消費押し上げ、有効投資拡大）
- ② 新たな原動力の育成・強化を加速させる（従来型産業の最適化・高度化、新興産業・未来産業）
- ③ ハイレベルの科学技術の自立自強を加速させる（イノベーション、教育・科学技術・人材の発展）
- ④ 重点分野の改革を持続的に深化させる（全国統一大市場、財政・金融体制改革）
- ⑤ ハイレベルの対外開放をさらに拡大する（開放の拡大、貿易の安定化・構造最適化）
- ⑥ 農村の全面的振興を着実に推進する（食糧生産、貧困脱却のための恒常的援助）
- ⑦ 新型都市化と地域間の調和のとれた発展を推進する（人間本位の新型都市化）
- ⑧ 民生の保障・改善に一層注力する（質の高い完全雇用、教育の公平性と質的向上）
- ⑨ 全面的グリーン化の推進を加速させる（生態環境総合対策、グリーン・低炭素経済）
- ⑩ 重点分野のリスク防止・解消と安全保障能力の整備を強化する（不動産市場の安定、地方政府の債務リスクの解消）

（出所）第14期全国人民代表大会第4回会議における李強首相の政府活動報告より大和総研作成

さらに強化した積極的財政政策は有名無実化。金融政策への依存が高まる

財政政策は、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ている。

全人代で審議・可決された「2025 年度中央・地方予算の執行状況および 2026 年度中央・地方予算案についての報告」によると、①2026 年の財政赤字の GDP 比は 2025 年と同じ 4.0%程度とする、②インフラ投資などに充当される地方政府特別債券の 2026 年の発行額は 2025 年と同額の 4.4 兆元とする、③設備更新と消費財の買い替え促進のための補助金などにも使われる超長期特別国債の 2026 年の発行額は 2025 年と同額の 1.3 兆元とする、④大型商業銀行の自己資本増強のために、2026 年は特別国債を 3,000 億元（2025 年は 5,000 億元）発行する、などの措置が取られる。

予算案によると、上記②の地方政府特別債券は、インフラ建設など地方の重点プロジェクトや隠れ債務の置き換え（中国版第 3 セクターと呼ばれる地方政府融資平台の一部債務を地方政府特別債券に置き換え）、企業の下請け代金遅延問題の解消などに活用される。

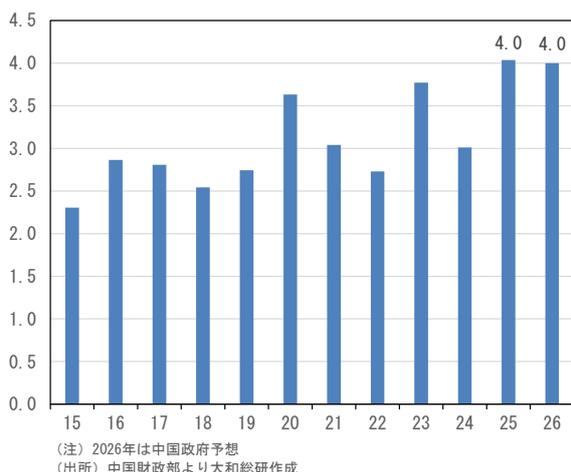
上記③の超長期特別国債の使い道は、(1) 国家重要戦略と重点分野の安全保障能力の向上などのために 8,000 億元（2025 年と同額）、(2) 自動車、家電、デジタル・スマート製品の買い替え補助金に 2,500 億元（2025 年は 3,000 億元）、(3) 設備更新支援のための補助金に 2,000 億元（2025 年と同額）、などとなっている（500 億元分は今のところ不明）。

「さらに強化した」積極的財政政策は、それなりの規模ではあるが、純増分でみれば、2025年から激減している。

2025年は財政赤字のGDP比が2024年の3.0%前後から4.0%前後に引き上げられ、金額は1.6兆元増加した。同様に、地方政府特別債券は3.9兆元→4.4兆元、超長期特別国債は1.0兆元→1.3兆元となり、特別国債は5,000億元を新規発行した。財政赤字の増加分を含めて合計の純増額は2.9兆元、GDP比では2.1%の財政出動が行われた計算だ。

一方で、2026年の財政赤字のGDP比は4.0%前後で据え置かれ、金額は2,300億元の増加にとどまる。地方政府特別債券、超長期特別国債の発行額は2025年と同額であり、特別国債の発行額は2025年の5,000億元から3,000億元へと2,000億元の減額となった。これらを合わせると、純増額は僅か300億元にとどまり、GDP比は0.1%に満たないこととなる。

図表2 中国の財政赤字のGDP比の推移
(単位：%)



図表3 地方政府特別債券のネットの発行額と名目GDP比、純増額
(単位：億元、%)

	ネットの発行額	名目GDP比	純増額
2015年	1,000	0.1	1,000
2016年	4,000	0.5	3,000
2017年	8,000	0.9	4,000
2018年	13,500	1.4	5,500
2019年	21,500	2.1	8,000
2020年	37,500	3.6	16,000
2021年	36,500	3.1	-1,000
2022年	41,500	3.4	5,000
2023年	38,000	2.9	-3,500
2024年	39,000	2.9	1,000
2025年	44,000	3.1	5,000
2026年	44,000	3.1	0

(注1) ネットの発行額は予算+追加発行ベース。2026年の名目GDP比は2025年の名目GDPで計算

(注2) 2020年は第1次コロナショック下、2022年は第2次コロナショック下
(出所) 各年の政府活動報告、中国財政部より大和総研作成

図表4 超長期特別国債の使途

	2024年	2025年	2026年
国家重要戦略・重点分野の安全保障能力の向上	7,000億元	8,000億元	8,000億元
設備更新補助金	1,500億元	2,000億元	2,000億元
自動車・家電などの買い替え補助金	1,500億元	3,000億元	2,500億元
合計	1兆元	1兆3,000億元	1兆3,000億元

(注) 2026年の500億元分については不明

(出所) 「2025年度中央・地方予算の執行状況および2026年度中央・地方予算案」
についての報告などより大和総研作成

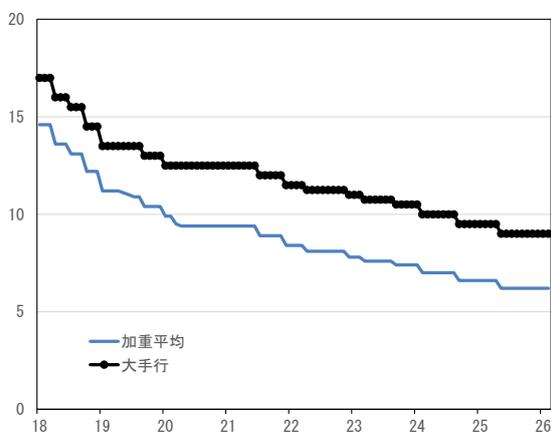
金融政策については、2011年～2024年の「穏健」（中立）から2025年に「適度な緩和」に転換され、2026年もこれが継続される。

「さらに強化した」積極的財政政策が有名無実化する中、金融政策による景気下支えへの期待は高まらざるを得ない。2026年1月19日に、中国人民銀行から金融機関への貸出に適用される再貸出金利と再割引金利が0.25%pt引き下げられ、再貸出（+再割引）の限度額も大幅に引き上げられた。具体的には、①農業支援・小規模零細企業支援向けの再貸出限度額を従来の3.85兆元から5,000億元引き上げ、4.35兆元とする、②科学技術イノベーションと技術改造向けの再貸出限度額を従来の8,000億元から4,000億元引き上げ、1.2兆元とする、③二酸化炭素排出削減につながるプロジェクトを対象に、8,000億元を上限に1年物再貸出を実施する（従前より実施されていたが、限度額は明示されていなかった）、などの政策が実施される。筆者は、財政・金融両面の景気テコ入れが強化されるとみていたのだが、どうやら財政政策の不足を金融政策が補う構図のようだ。

2026年は、既に人民銀行総裁が言及しているように、預金準備率と政策金利の引き下げが想定されている。政府活動報告でもこれが確認された。大手行の預金準備率は2025年5月に0.5%pt引き下げられ9.5%→9.0%に、加重平均は6.6%→6.2%になった。同様に政策金利は2025年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。預金準備率、政策金利ともに引き下げ余地は残されている。

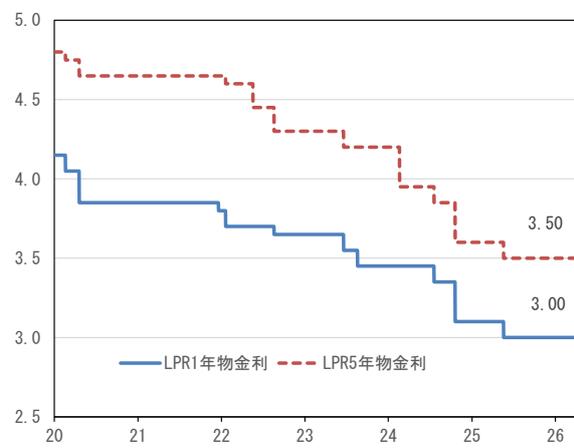
ただし、金利先安観の継続は、住宅購入希望者の決断を先送りにさせ、市場の底入れ時期がさらに先延ばしになるリスクを高めることに留意したい。不動産不況からの脱却には、利下げ期待の継続ではなく、利下げ打ち止め感の台頭が好ましい。

図表5 預金準備率の推移（単位：％）



（出所）中国人民銀行より大和総研作成

図表6 LPR1年物、LPR5年物の推移（単位：％）



（注）毎月20日（休日の場合は順延）に翌月19日までの政策金利を発表
（出所）中国人民銀行より大和総研作成

2026年1月～2月の堅調はカレンダー要因によるところも大。持続性に疑問

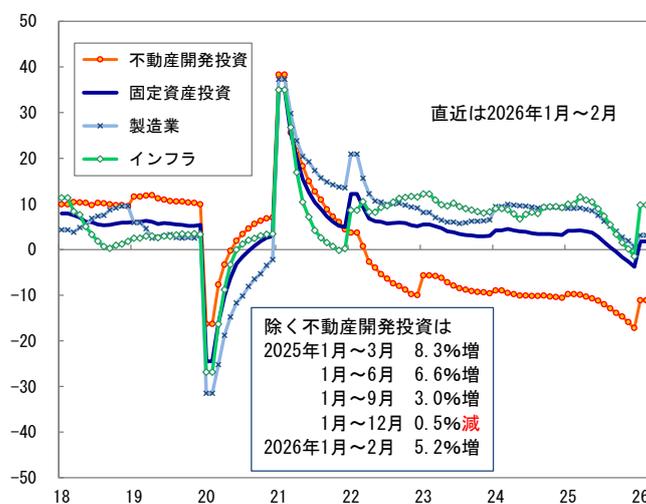
2026年1月～2月の中国経済は思いの外堅調だった。特に輸出は21.8%増を記録した。ただし、伸び率の半分程度は、旧正月の時期のずれによるものだと目される。中国では、旧正月（春節）の前10日前後、そして後ろの20日前後は、従業員が帰省するため、工場の稼働率が下がり、工事の進捗が遅れがちになる。2026年の旧正月は2月17日であり、影響は3月上旬にずれ込むことになる。2025年の旧正月は1月29日であったので、影響は1月～2月で完結していたと思われる。結果、2026年1月～2月の関連する経済統計は上振れしやすく、3月は下振れしやすくなる。また、2026年の旧正月の連休は9日間と、過去最長であり、消費では外食や旅行などレジャー消費が刺激されたとみられる。

2026年1月～2月の固定資産投資は増加に転じる。ただし、不動産開発投資は2桁減が続く

2026年1月～2月の固定資産投資は1.8%増となり、2025年の3.8%減から増加に転じた。分野別に、2026年1月～2月の製造業投資は3.1%増（2025年は0.6%増）に上向き、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は9.8%増となり、2025年の1.5%減から増加に転じた。1月～2月の不動産開発投資は11.1%減と2025年の17.2%減からマイナス幅が縮小した。ただし、不動産開発投資は2022年から毎年10%前後の減少が続いた上での2桁減であり、状況は極めて厳しい。

2026年1月～2月の不動産開発投資を除く固定資産投資は5.2%増となり、2025年の0.5%減から増加に転じた。牽引役はインフラ投資であり、地方政府特別債券の前倒し発行などの措置が奏功している可能性がある。ただし、2026年の地方政府特別債券の発行枠は2025年と同額の4.4兆元が予定されており、純増額はゼロである。早晩、息切れする可能性がある。

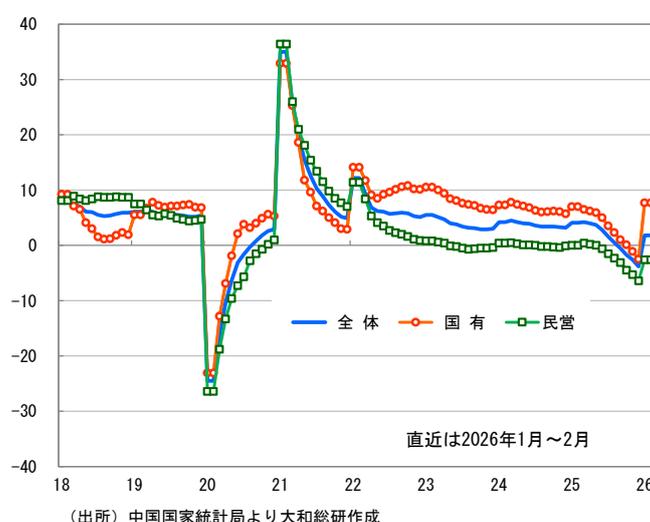
図表7 固定資産投資全体、分野別の推移（1月から累計の前年同期比、単位：％）



(注) 1月～2月は平均値
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

また、固定資産投資の増減率を国有部門と民営部門に分けたものが図表 8 である。国有部門は 2025 年の 2.5%減から 2026 年 1 月～2 月は 7.7%増へと大きく改善した。一方の民営部門は 2025 年の 6.4%減から 2026 年 1 月～2 月は 2.6%減へとマイナス幅は縮小したものの前年割れが続いている。政策の恩恵が国有企業に集中し、民営企業が蚊帳の外に置かれる「国進民退」を地で行く展開だ。2026 年 1 月には中小零細企業（民営企業）の固定資産投資をサポートするための再貸出限度額（これを原資に銀行は中小零細企業への貸出を増やす）が大幅に増やされたが、その効果は現時点で確認できない。

図表 8 固定資産投資全体、国有・民営別の推移（1 月から累計の前年同期比、%）



2026 年 1 月～2 月の消費は自動車販売金額の減少が足かせに

2026 年 1 月～2 月の小売売上は 2.8%増となり、2025 年の 3.7%増から減速した。ただし、2025 年 12 月の 0.9%増からは伸びが加速している。

過去最長の旧正月連休の効果もあり、2026 年 1 月～2 月のレストラン収入は 4.8%増となり、2025 年の 3.2%増、同年 12 月の 2.2%増から加速した。

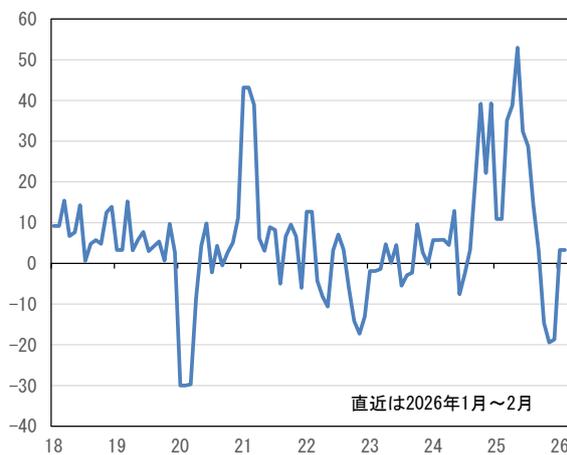
2025 年夏までの消費堅調を牽引した自動車、家電、デジタル・スマート製品の買い替え補助金政策は、2026 年も継続されている。ただし、予算規模は 2025 年の 3,000 億元から 2026 年は 2,500 億元に縮小された。中でも家電については、2025 年の補助対象は 12 品目で、省エネ・節水基準 2 級のものも含まれていたが、2026 年は 6 品目に縮小され、省エネ・節水基準もより高い 1 級のみ限定されている。

こうした中で、2026 年 1 月～2 月の家電・音響映像機材の販売金額は 3.3%増となった。2025 年の 11.0%増に及ばないものの、同年 12 月の 18.7%減からは大幅に改善した。補助金政策の効果一巡などにより基調は強くないが、新年度に入り補助金の枯渇という状況は大きく改善し

ているもようだ。

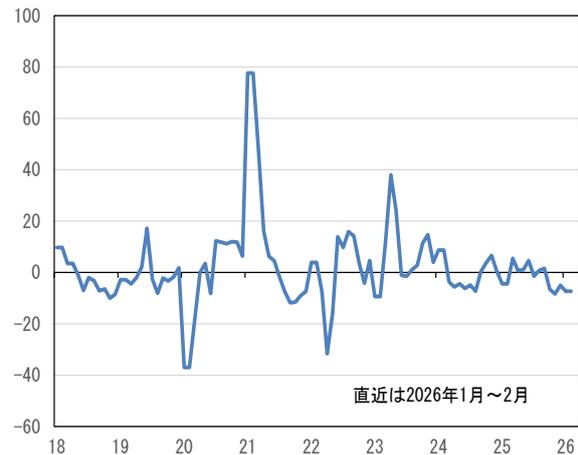
一方、2026年1月～2月の自動車販売金額は7.3%減となり、2025年の1.5%減、同年12月の5.0%減からマイナス幅を広げた。中国国家统计局によると、2026年1月～2月の自動車を除く小売売上は3.7%増であった。自動車販売の低迷が、小売売上の伸び率を0.9%pt押し下げている。2025年10月以降、補助金が枯渇し、2026年に入りそれが手当てされた点は、家電と同じである。しかし、新エネルギー車については、車両購入税（価格の10%が通常税率）が一貫して免税であったものが、2026年1月以降は価格の5%で徴収が始まっている。これは以前から周知されており、課税前の駆け込み需要があったと考えられる。その反動減が生じている。

図表9 家電・音響映像機材販売金額の推移
(前年同月比) (単位: %)



(注) 1月～2月は平均値
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

図表10 自動車販売金額の推移
(前年同月比) (単位: %)



(注) 1月～2月は平均値
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

2026年1月～2月の貿易は好調。ただし、カレンダー要因を割り引く必要あり

2026年1月～2月の輸出は21.8%増（以下、貿易はドル建て）、輸入は19.8%増となり、好調だった。貿易黒字は26.3%増の2,136.2億ドルを記録した。実質GDP成長率に対する外需の寄与度が高まっている可能性がある。ただし、貿易の好調は既述したカレンダー要因によるところもあり、割り引いてみる必要がある。

「トランプ関税2.0」の引き下げは、中国経済にプラスに働く。2026年2月20日に、米連邦最高裁はトランプ政権が国際緊急経済権限法（IEEPA）を根拠に各国・地域からの輸入品に課した関税を違法とする判決を下した。これにより、フェンタニル関税や相互関税は無効となった。これに対して、トランプ大統領は同日、「1974年通商法122条」（関税の上限は15%、150日間が限度で、議会承認により延長が可能）に基づき、全ての国・地域からの輸入品に10%の追加関税を課すとし（大統領令に署名）、翌21日にはそれを15%に引き上げるとSNSで表明した。ただし、本稿執筆時点（3月23日）で追加関税率は10%であり、15%への引き上げは実施

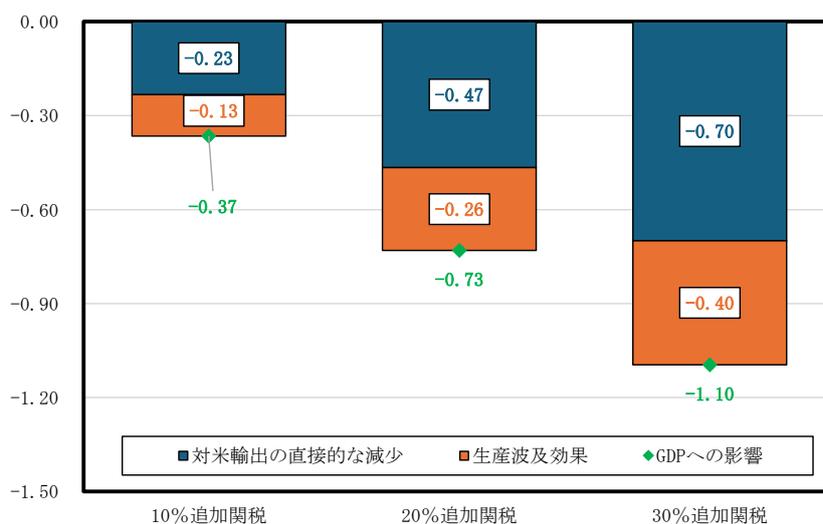
されていない。

中国にしてみれば、いわば敵失によって、追加関税が 20%から 10%に下げられたことになる。2025 年 11 月 10 日以降、追加関税が 30%から 20%に引き下げられたことが中国の景気の改善要因になると期待されたが、さらに 10%に下げられたのだ。これが維持されれば、あるいは仮に 15%に引き上げられたとしても、内需低迷に苦しむ中国経済にとって、数少ない追い風となろう。

大和総研の試算によると、10%の追加関税では、中国の実質 GDP は 0.37%下押しされる¹³。20%の追加関税では0.73%、30%の追加関税では1.10%の下押しであり、それぞれとの比較では、各々0.36%pt、0.73%pt の改善だ。

トランプ大統領は 2026 年 3 月 31 日から 4 月 2 日までの日程で、中国を訪問し、米中首脳会談が行われる予定であったが、これは 1 カ月程度先送りになるとされている。トランプ大統領が中国を訪問した暁には、手ぶらでは帰れない。何らかのディールをまとめる必要がある。中国が米国の農産物やエネルギーの輸入を増やすことや、米国が対中輸出規制を一部緩和して、中国が例えば米国からの半導体輸入を増やすことなどが考えられる。また、中国が対米投資を増やすといった話が出るかもしれない。一部では EV（電気自動車）が取りざたされているが、中国の EV 産業は自動化が大きく進展し、米国の雇用を増やす効果は極めて限定的である。ディール次第で、中国からの輸入品に対する追加関税は大きく変動し得るだけに、今後の動向が注目される。

図表 11 「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

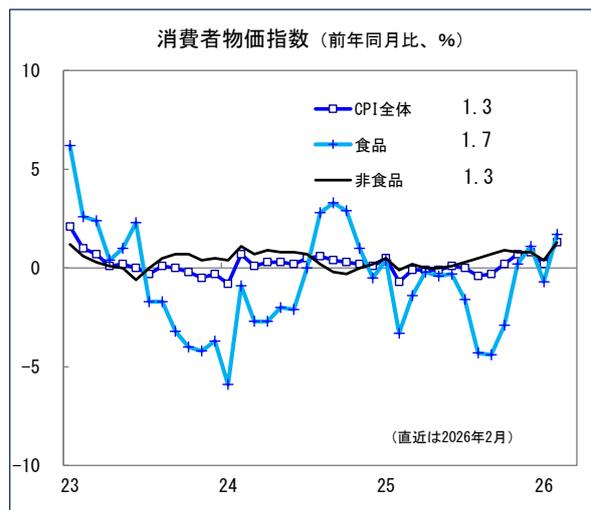
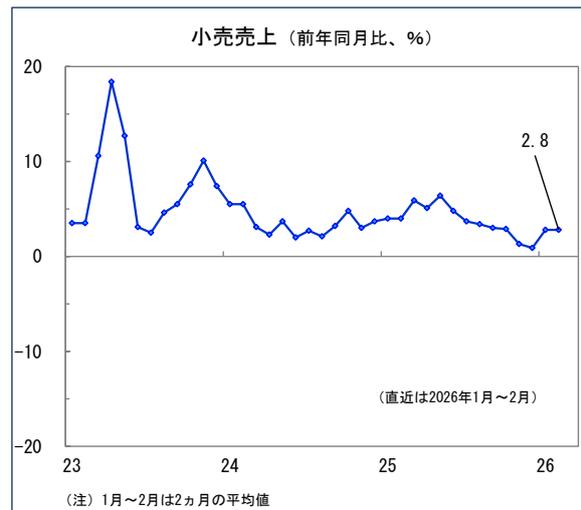
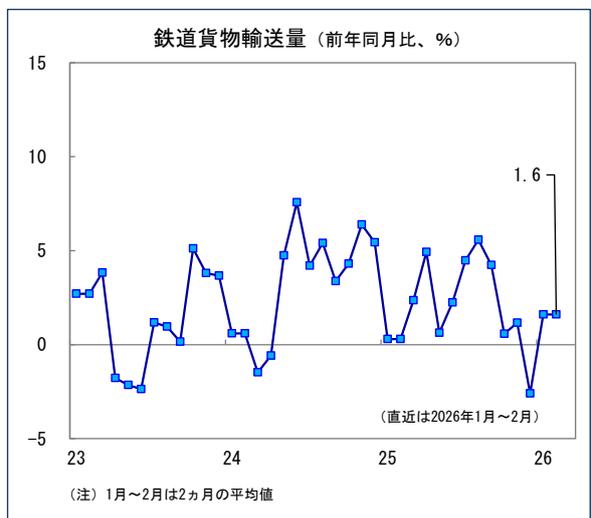
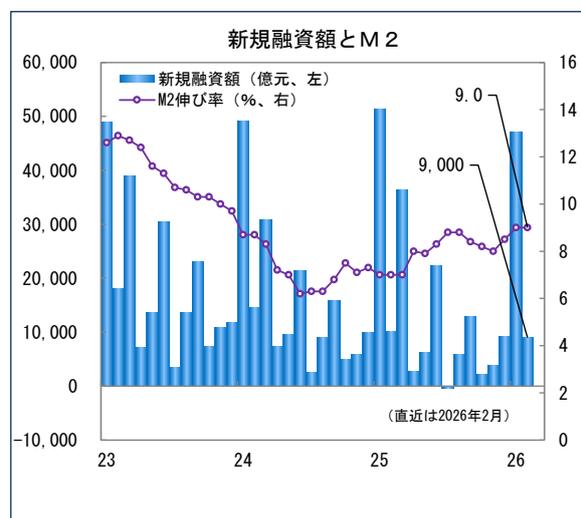
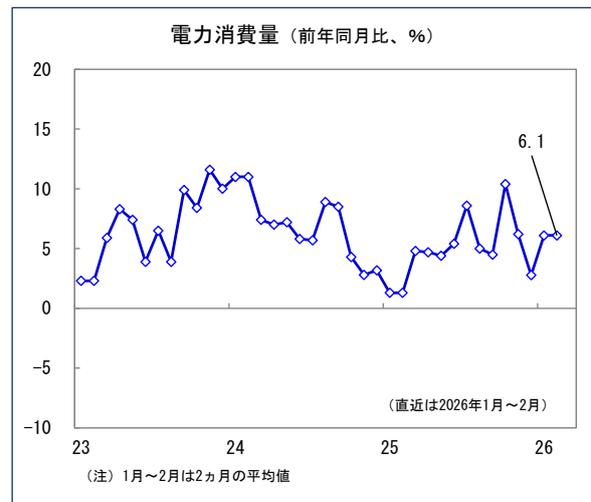
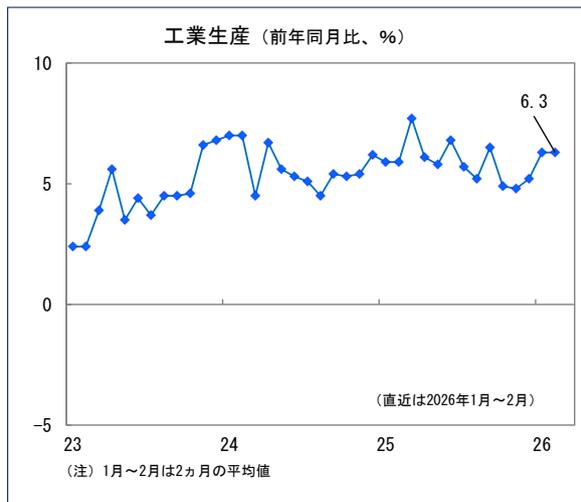
¹³ ちなみに 15%の追加関税の場合、中国の実質 GDP は 0.55%下押しされる。

(参考) 主要経済指標一覧

	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	2026年1月	2月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	5.4	-	-	5.2	-	-	4.8	-	-	4.5	-	-
工業生産（前年同月比、%）	5.9		7.7	6.1	5.8	6.8	5.7	5.2	6.5	4.9	4.8	5.2		6.3
電力消費量（前年同月比、%）	1.3		4.8	4.7	4.4	5.4	8.6	5.0	4.5	10.4	6.2	2.8		6.1
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	0.3		2.4	4.9	0.6	2.2	4.5	5.6	4.2	0.6	1.2	-2.6		1.6
固定資産投資（前年累計比、%）	4.1		4.2	4.0	3.7	2.8	1.6	0.5	-0.5	-1.7	-2.6	-3.8		1.8
不動産開発投資（前年累計比、%）	-9.8		-9.9	-10.3	-10.7	-11.2	-12.0	-12.9	-13.9	-14.7	-15.9	-17.2		-11.1
小売売上（前年同月比、%）	4.0		5.9	5.1	6.4	4.8	3.7	3.4	3.0	2.9	1.3	0.9		2.8
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	0.5	-0.7	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.4	-0.3	0.2	0.7	0.8	0.2	1.3
食品（前年同月比、%）	0.4	-3.3	-1.4	-0.2	-0.4	-0.3	-1.6	-4.3	-4.4	-2.9	0.2	1.1	-0.7	1.7
非食品（前年同月比、%）	0.5	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.3	0.5	0.7	0.9	0.8	0.8	0.4	1.3
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-2.3	-2.2	-2.5	-2.7	-3.3	-3.6	-3.6	-2.9	-2.3	-2.1	-2.2	-1.9	-1.4	-0.9
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-2.3	-2.3	-2.4	-2.7	-3.6	-4.3	-4.5	-4.0	-3.1	-2.7	-2.5	-2.1	-1.4	-0.7
新規融資額（億元）	51,300	10,100	36,400	2,800	6,200	22,400	-500	5,900	12,900	2,200	3,900	9,100	47,100	9,000
M2伸び率（%）	7.0	7.0	7.0	8.0	7.9	8.3	8.8	8.8	8.4	8.2	8.0	8.5	9.0	9.0
輸出（前年同月比、%）	2.1		12.0	7.9	4.6	5.6	7.0	4.2	8.2	-1.3	5.8	6.5		21.8
輸入（前年同月比、%）	-8.3		-4.4	-0.3	-3.4	1.2	4.1	1.5	7.6	1.1	1.7	5.4		19.8
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	845.8		1,019.3	958.5	1,027.2	1,138.9	975.0	1,013.5	896.8	894.3	1,116.5	1,141.1		1,068.1
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-5.7	-5.5	-5.7	-5.0	-4.3	-4.1	-3.6	-3.5	-2.6	-2.0	-2.1	-2.4	-2.4	-2.3
上海（前年同月比、%）	5.6	5.6	5.7	5.9	5.9	6.0	6.1	5.9	5.6	5.7	5.1	4.8	4.2	4.2
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-29.9		-24.8	-24.1	-23.0	-20.1	-19.5	-19.5	-19.0	-19.9	-20.6	-20.5		-23.1
竣工面積（前年累計比、%）	-15.7		-14.4	-17.0	-17.4	-14.9	-16.6	-17.1	-15.4	-17.0	-18.1	-18.2		-27.9
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-5.5		-3.5	-3.4	-3.6	-4.3	-4.8	-5.4	-6.3	-7.6	-8.6	-9.5		-13.5
金額（前年累計比、%）	-2.9		-2.6	-3.7	-4.4	-6.1	-7.1	-7.9	-8.5	-10.2	-11.7	-13.2		-20.2

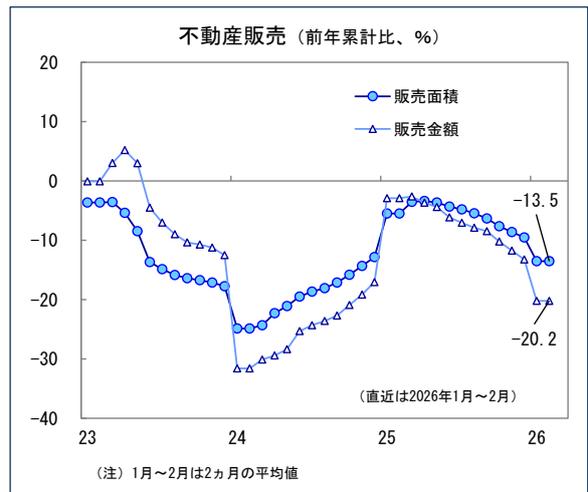
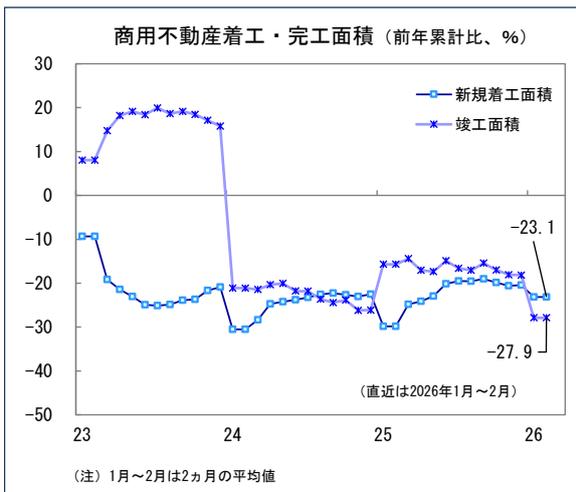
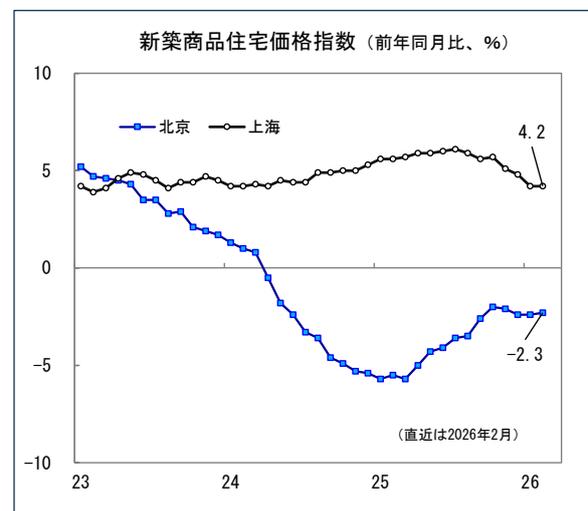
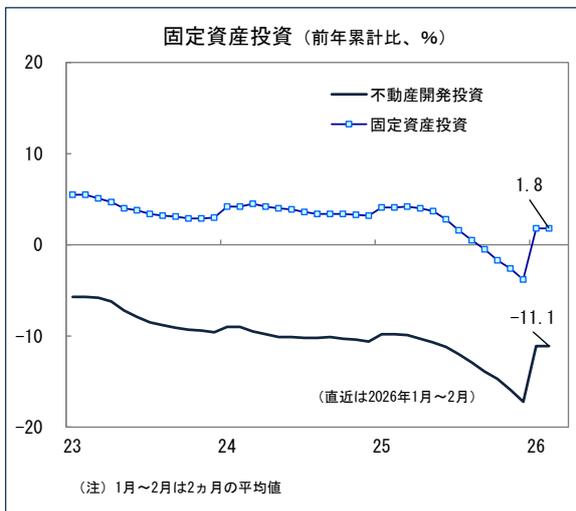
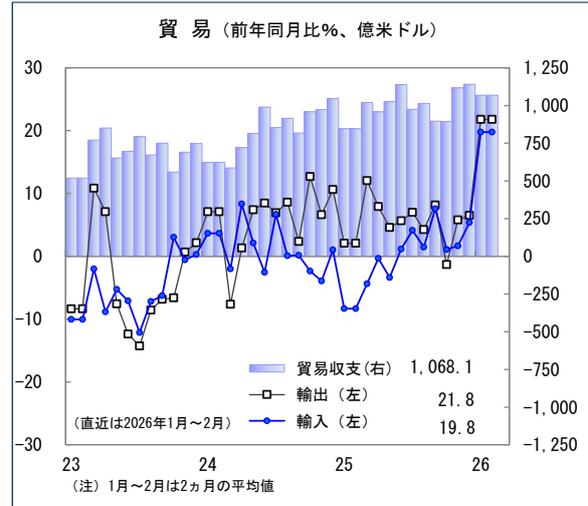
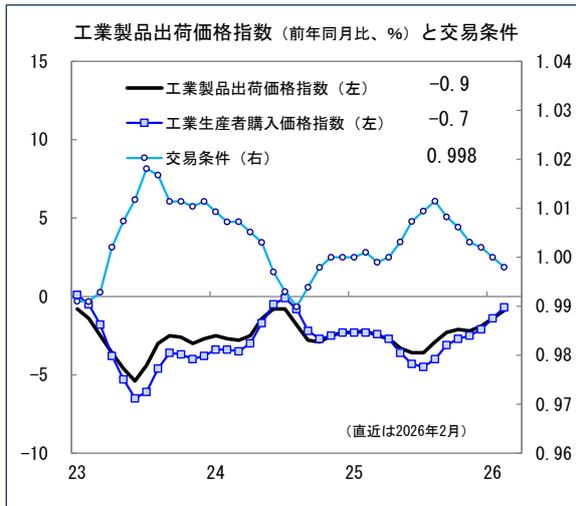
(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

(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