

2026年5月28日 全47頁

主要国経済 Outlook

2026年6月号 (No. 475)

経済見通し：世界、日本、米国、欧州、中国

経済調査部	主席研究員	末吉 孝行
	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
日本経済は新たな均衡に向かえるか
- 日本経済..... 3
中東情勢を受け 26 年度の実質 GDP 成長率見通しを+0.6%に下方修正
- 米国経済..... 17
利上げ織り込みは妥当か
- 欧州経済..... 28
家計主導の景況感悪化
- 中国経済..... 39
2026年4月は急減速

Overview

日本経済は新たな均衡に向かえるか

末吉 孝行

日本経済は、関税や地政学リスクといった複数の外的ショックにもかかわらず、これまでのところ内需に支えられ底堅く推移している。OECD が 5 月 13 日に公表した対日経済審査報告 (OECD Economic Surveys: Japan 2026) が指摘するように、賃上げの広がりを背景にインフレが定着し、賃金・物価がともに上昇する新たな均衡への移行が進みつつある。他方で、経済成長は緩やかで、エネルギーの供給不安など外部環境に左右されやすい構造が続いている。

喫緊の課題は中東情勢の悪影響をどう乗り切るかだが、仮にそれが収束しても日本のマクロ政策運営は難しい局面が続く。金融政策には正常化が求められる一方、政府の総債務の対 GDP 比は 205.6%に達し、OECD の平均 (112.5%) と比べ突出して高い (2024 年)。金利上昇と高齢化による社会保障費の増加は、財政の持続可能性にとって大きな課題だ。歳出改革と税収基盤の強化を組み合わせた中期的な財政戦略や、補正予算の適切な運用・規模抑制が不可欠である。

経済成長においては、生産性向上が引き続き課題だ。労働市場の硬直性や企業の新陳代謝の弱さ、AI 活用を含むデジタル化の遅れなどは、以前から指摘されているもののなお改善の余地が大きい。また、女性・高齢者の活用は進んだものの、非正規雇用に偏っていることが労働者の潜在力の発揮を妨げている。OECD は、労働市場改革や起業促進、対内投資促進による生産性向上などを政策の柱に掲げており、特に制度面の整備が重要と提言しているが、これと並行して、企業側がデジタル・AI の活用を通じて省力化・効率化を進めることも急務だろう。

日本経済は新たな均衡への移行期にあるが、その持続性はマクロ政策運営と構造改革の実行力に左右される。政策の一貫性やスピードが一層問われる局面にあり、高市政権が今夏に公表予定の「経済財政運営と改革の基本方針 2026」(いわゆる「骨太方針」) の内容が注目される。

主要国実質 GDP 見通し<要約表> (2026 年 5 月 27 日時点)

	(%)						(前年比%)					
	2025年		2026年				2027年		2024年	2025年	2026年	2027年
	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	(下線及び斜字は年度)			
日本	-2.5	0.8	2.1	0.6	-0.1	0.9	0.9	0.8	-0.2	1.1	0.6	0.7
									<u>0.5</u>	<u>0.8</u>	<u>0.6</u>	<u>0.8</u>
米国	4.4	0.5	2.0	1.6	1.8	2.1	2.2	2.1	2.8	2.1	2.0	2.1
ユーロ圏	1.2	0.8	0.6	0.4	0.9	1.2	1.4	1.4	0.9	1.4	0.8	1.3
英国	0.7	0.6	2.5	-0.4	1.3	1.6	1.4	1.4	1.1	1.4	1.1	1.3
中国	4.8	4.5	5.0	4.4	4.4	4.2	4.1	4.2	5.0	5.0	4.5	4.2
ブラジル	1.8	1.8	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.4	2.3	2.0	1.9
インド	8.4	7.8	N.A.	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	0.8	1.0	-0.2	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	4.9	1.0	0.9	0.9

(注) 色掛け部分は予想値、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5月

中東情勢を受け 26年度の実質 GDP 成長率見通しを+0.6%に下方修正

神田 慶司
畑中 宏仁
中村 華奈子
横田 凱

[要約]

- 2026年1-3月期のGDP1次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質GDP成長率は2026年度+0.6%、2027年度+0.8%（暦年ベースでは2026年+0.6%、2027年+0.7%）と見込んでいる。中東情勢を受け、3月10日の前回公表時から2026年度を中心に成長率見通しを下方修正した。
- メインシナリオでは中東情勢が短期間で収束し、原油価格の下落や供給の回復が続くと想定しているが、不確実性は大きい。仮に、2026年10-12月期から2027年1-3月期にかけて日本を含むアジアで原油等の供給不足が発生し、原油高も再燃すれば、2026年度の日本の実質GDP成長率は0.4%pt低下すると試算される。
- 中東情勢による物価上昇圧力の高まりを受け、コアCPI上昇率は2026年度で前年比+2.6%、2027年度で同+2.2%と見込む。日本銀行は早ければ2026年6月にも短期金利を1.00%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで0.25%ptの追加利上げを行うと想定している。

1. 緩やかなプラス成長を見込むも中東情勢による下振れリスクが煽る

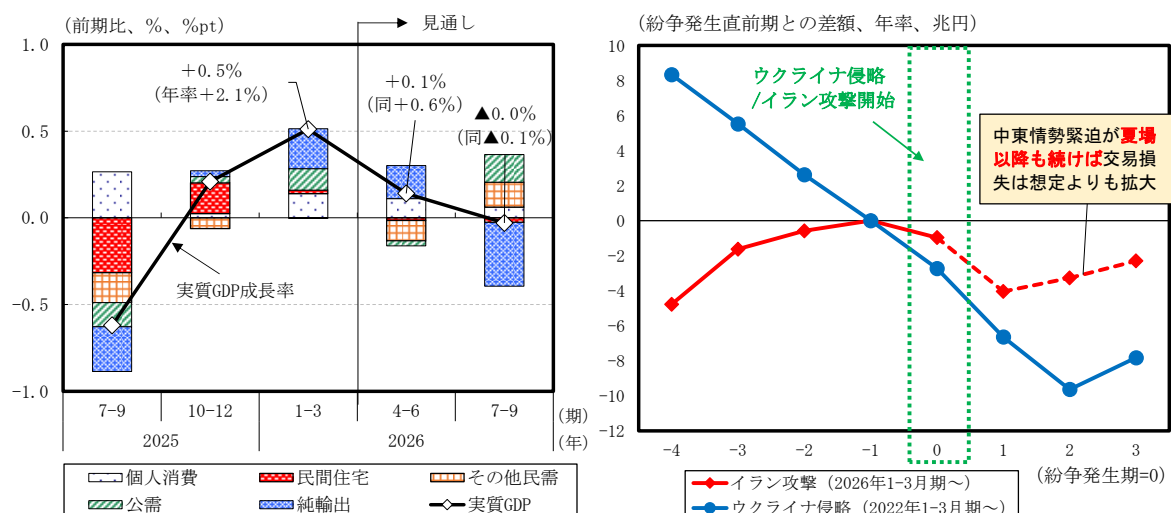
1-3 月期は中東情勢が悪化するも GDP への影響は限定的で、2 四半期連続のプラス成長

2026 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は、1 次速報値で前期比年率+2.1%（前期比+0.5%）だった¹。2 四半期連続のプラス成長である。

2 月末に始まった米国・イスラエルによるイラン攻撃で原油価格の高騰などの混乱が生じたものの、日本の GDP に大きな影響は表れなかった。個人消費は実質賃金の上昇などもあって増加したほか、トランプ米政権による高関税政策（トランプ関税）で自動車を中心に減少した財輸出が 3 四半期ぶりに増加した。在庫変動を除く他の需要項目も総じて増加するなど力強い結果といえる。

実質 GDP を需要項目別に見ると（図表 1 左）、民需関連では個人消費・設備投資・住宅投資が増加した一方、民間在庫変動は実質 GDP 成長率を前期比 0.1%pt 押し下げた。公需関連では公共投資と政府消費がいずれも増加した。外需関連では輸出増が輸入増の影響を上回り、純輸出は実質 GDP 成長率を押し上げた。

図表 1：実質 GDP 成長率の実績と見通し（左）、交易利得・損失の推移（右）



(注) 季節調整値で、見通しは大和総研による。右図は紛争発生直前期の交易利得・損失（基準年である 2020 暦年からの交易条件の変化による実質所得の増減額で、2026 年 1-3 月期は年率換算で▲6.6 兆円）との差額。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

GDP デフレーターは前年同期比+3.4%と 17 四半期連続のプラスだった。また、単位労働コスト（=名目雇用者報酬÷実質 GDP）は同+2.8%と 12 四半期連続のプラスで、賃金面からの物価上昇圧力は足元でも継続している。

¹ 詳細は、神田慶司・畑中宏仁「[2026 年 1-3 月期 GDP \(1 次速報\)](#)」（大和総研レポート、2026 年 5 月 19 日）を参照。

4-6 月期はプラス成長が続くものの輸出などが減少し、交易損失も拡大する見込み

4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+0.6%（前期比+0.1%）と、3 四半期連続のプラス成長が見込まれる。中東情勢悪化によるサプライチェーンの混乱が一部で発生しているものの、経済活動全般への波及は限定的とみられ、個人消費や設備投資の増加は続くだろう。一方、輸出は減少するとみている。

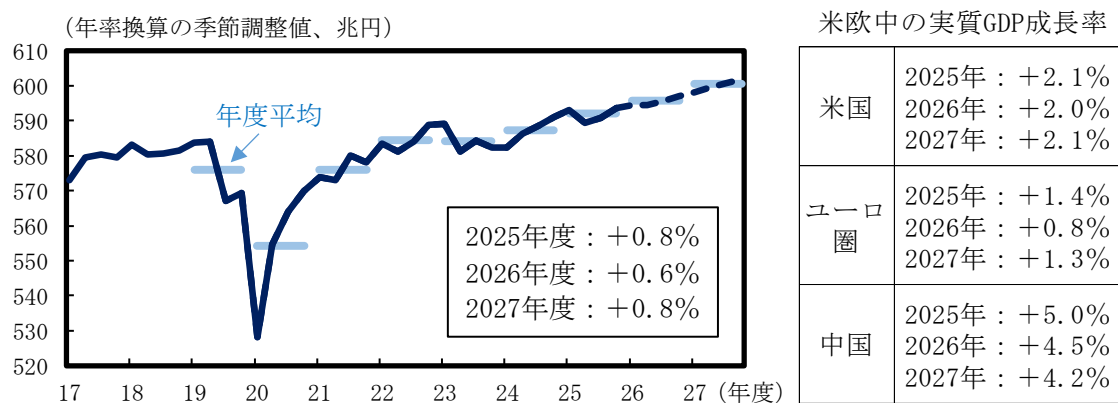
交易利得（マイナスの場合は交易損失）は 1-3 月期で▲6.6 兆円（年率換算額）だった²。原油高などによる交易条件の悪化で所得が海外に流出し、交易損失は前期から 1.0 兆円拡大したが、4-6 月期はさらに 3.1 兆円拡大すると見込んでいる（**前掲図表 1 右**）。

後述する米エネルギー情報局（EIA）の原油価格見通しに基づくと（**後掲図表 3 左**）、交易損失は 2026 年 7-9 月期に縮小傾向に転じ、2022 年 2 月に始まったウクライナ侵略時のような急拡大は避けられる。だが、中東情勢が更に悪化・長期化した場合は原油高が再燃して交易損失の拡大が続き、家計や企業の所得環境は GDP で見る以上に悪化するだろう。

海外経済と中東情勢の前提 ～メインシナリオでは中東情勢の短期収束を想定

図表 2 ではメインシナリオにおける実質 GDP の推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新（5 月 20 日時点）の見通しに基づく。

図表 2：日本の実質 GDP 見通しと海外経済の前提



(注) 2020 暦年連鎖価格。図中の破線は大和総研による予測値。実質 GDP 成長率は 2025 年度・暦年は実績、2026 年度・暦年以降は予測値。米欧中の見通しは大和総研の各国担当者の予測に基づく。

(出所) 内閣府、各国統計より大和総研作成

2026 年の実質 GDP 成長率は、米国で前年比+2.0%、ユーロ圏で同+0.8%、中国で同+4.5%と見込んでいる。3 月 10 日公表の当社の「[第 228 回日本経済予測（改訂版）](#)」（以下、前回予測）

² 交易条件（＝輸出デフレーター/輸入デフレーター）の変化による実質所得の増減で、プラスの場合は「交易利得」、マイナスの場合は「交易損失」。公表値は 2020 暦年連鎖価格のデフレーターから算出されているため（基準年の交易利得・損失額はゼロ）、交易利得・損失額はあくまでも基準年からの交易条件の変化の影響である点に留意が必要。

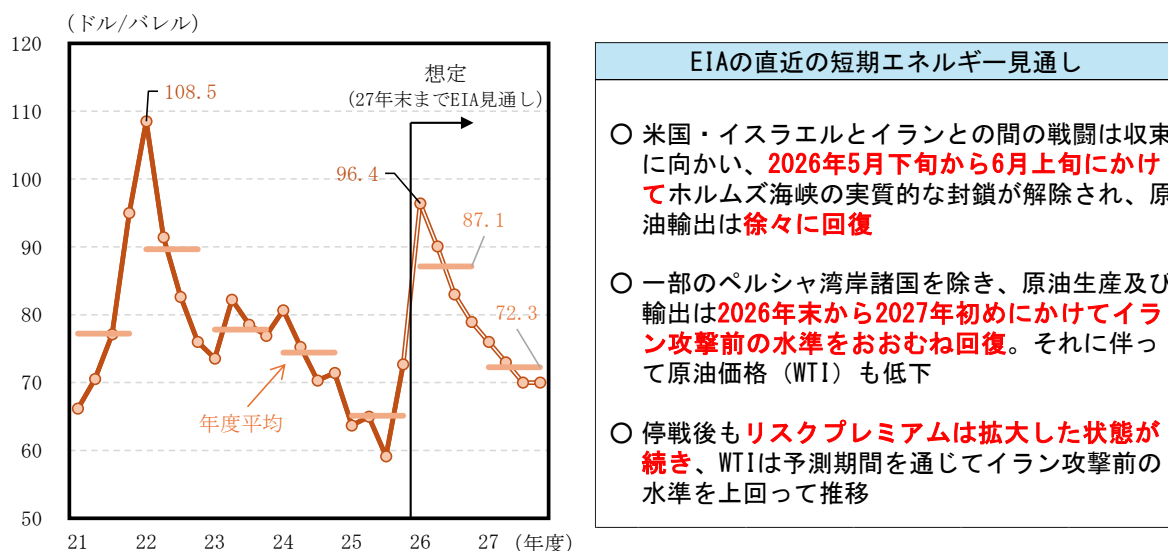
の予測値に比べると、中東情勢などを受けて米国とユーロ圏をそれぞれ 0.5%pt 下方修正した一方、中国を 0.1%pt 上方修正した。

2027 年については、米国が前年比+2.1%、ユーロ圏が同+1.3%、中国が同+4.2%の見込みである。前回予測の予測値に比べて米国を 0.2%pt、ユーロ圏を 0.1%pt 下方修正した（中国は同水準）。詳細は各国経済見通しを参照されたい。

米国とイランは本稿執筆時点で停戦状態にあるものの、戦闘終結に至るかどうかは不透明だ。ホルムズ海峡は実質的に封鎖され、原油価格は高止まりしている。そこで当社のメインシナリオでは、EIA の直近（5 月 12 日公表）のエネルギー見通し³に沿って想定した（**図表 3**）。

EIA の想定では、2026 年 5 月下旬から 6 月上旬にかけてホルムズ海峡封鎖が解除され、船舶交通が徐々に回復し、原油生産と輸出は 2026 年末から 2027 年初めにかけてイラン攻撃前の水準をおおむね回復するとしている。こうした動きを反映し、原油価格（WTI）は 2026 年 4-6 月期の 96.4 ドル/バレルをピークに下落を続け、2027 年 10-12 月期で 70.0 ドル/バレルと見込まれている⁴。その時期でもリスクプレミアムは拡大した状態が続き、イラン攻撃前の水準（2 月 27 日で 67 ドル/バレル）を上回る。

図表 3：メインシナリオにおける原油価格と中東情勢の想定（EIA 見通しに基づく）



(注) EIA の短期エネルギー見通しは 2027 年 10-12 月期までであるため、2028 年 1-3 月期の原油価格は 2027 年 10-12 月期と同水準と想定。

(出所) Haver Analytics、EIA “Short-Term Energy Outlook” (May 12, 2026) より大和総研作成

³ EIA “Short-Term Energy Outlook” (May 12, 2026)

⁴ ただし、ホルムズ海峡の実質的な封鎖の解除が 6 月末までずれ込んだ場合、原油価格は短期的に 20 ドル/バレル以上上昇する可能性があるとして EIA は指摘している（上記文書参照）。

日本の 2026 年度の実質 GDP 成長率は+0.6%で緩やかな成長が続く見通し

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

2026 年度の成長率見通しは、前回予測から 0.4%pt 引き下げた。原材料費高騰による物価上昇が家計の実質可処分所得を下押しする影響を考慮し、個人消費を下方修正したほか、中東向け輸出の減少や原油高による外需の減少などの影響を踏まえ、輸出も下方修正した。また、ホルムズ海峡封鎖による中東産原油の輸入減少と不足分を賄うための石油備蓄の放出の影響を反映し、輸入と民間・公的在庫変動を下方修正した。GDP の控除項目である輸入の下方修正は実質 GDP を押し上げる一方、民間・公的在庫変動の下方修正は実質 GDP を押し下げる。

2027 年度の成長率は前回予測から 0.1%pt 引き下げたが、2026 年度の反動による輸入増加の影響が大きい。「成長率のゲタ」（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる実質 GDP 成長率）を除けば前年比+0.5%（2026 年度は同+0.3%）と、実勢としては小幅ながらも成長が加速すると見込んでいる。

日本経済の下支え・押し上げ要因として主に見込まれるのは、「賃上げ等による家計の所得環境の改善」「政府の経済対策」「緩和的な金融環境の継続」「高水準の家計貯蓄」である。春闘賃上げ率は 2026 年も高水準が続く公算が大きく⁵、政府のエネルギー高対策などで物価上昇が抑えられることもあって所得環境の改善が続く見込みである。後述するように、日本銀行（日銀）は利上げを継続するとみているものの、実質短期金利は大幅なマイナス圏にあり、緩和的な金融環境は当面維持されるだろう。2025 年 12 月末で 2,351 兆円だった家計の金融資産残高は名目消費額の 6.9 年分に相当し、コロナ禍前（2019 年平均で 6.3 年分）を上回る。家計所得が下振れしても、貯蓄の取り崩しで生活を安定させる余地は大きいとみられる。

GDP 見通しを需要項目別に見ると、個人消費は物価高による下押し圧力を受けるものの、前述のように高水準の賃上げ継続やエネルギー高対策などもあって所得環境の改善が続き、緩やかな増加基調が続くとみている（2026 年度：前年比+0.7%、2027 年度：同+0.7%）。

設備投資は、人手不足対応のための省力化投資や AI 関連などの情報関連投資、研究開発投資などを背景に、増加基調を維持すると見込んでいる（2026 年度：前年比+1.7%、2027 年度：同+1.5%）。ただし、人手不足に伴う工期の遅れや原材料費の高騰が建設投資の重しになるだろう。さらに、中東情勢の悪化・長期化による事業環境を取り巻く不確実性の高まりが設備投資を下押しする可能性にも注意が必要だ。

政府消費は堅調に推移しよう（2026 年度：前年比+1.3%、2027 年度：同+1.6%）。高齢化の進展などから医療・介護給付費が増加するほか、民間企業の積極的な賃上げが公務員給与に

⁵ 日本労働組合総連合会（連合）が 5 月 12 日に公表した 2026 年春闘の第 5 回回答集計結果によると、定昇相当込みの賃上げ率は加重平均で 5.05%、300 人未満の中小企業では同 4.81%だった。いずれも前年同時期から小幅に低下したものの全体では 3 年連続で 5%台に乗せ、大企業と中小企業の賃上げ率格差は縮小した。

反映されることなどを見込んでいる。

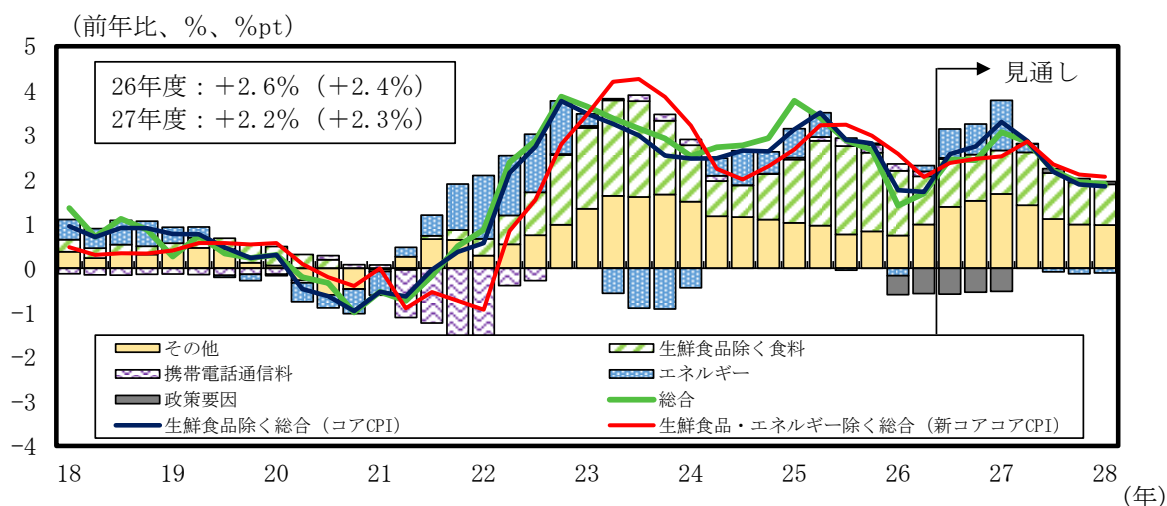
輸出は 2026 年度に減速するものの、2027 年度は加速すると見込んでいる（2026 年度：前年比+0.5%、2027 年度：同+2.5%）。財・サービス別に見ると、財輸出は中東向け自動車輸出の減少や原油高による外需の減少などの影響もあって 2026 年 7-9 月期まで弱い動きが続くとみられるが、その後はホルムズ海峡の封鎖解除と世界経済の回復に伴って徐々に回復するだろう。サービス輸出は、中国政府による日本への渡航自粛要請、燃油サーチャージの引き上げ、中東経由便の減便などがインバウンド消費の重しとなるが、2026 年 7-9 月期以降は徐々に回復に向かうとみている。

中東情勢を受け、2026 年度を中心に物価見通しを上方修正

消費者物価指数（CPI）は、生鮮食品を除く総合ベース（コア CPI）で 2026 年度を前年比+2.6%、2027 年度を同+2.2%と見込んでいる。生鮮食品・エネルギーを除く総合ベース（新コア CPI）では、2026 年度で同+2.4%、2027 年度で同+2.3%の見通しだ（**図表 4**）。

中東情勢の緊迫に伴う物価上昇圧力の高まりを受け、2026、27 年度ともに前回予測から上方修正した。原油高はガソリンや灯油といったエネルギー価格だけでなく、原材料費や輸送費の上昇を通じて非エネルギー分野の価格にも波及するだろう⁶。

図表 4：コア CPI 見通し（括弧内の数字は新コア CPI）



(注) 作成時の資源価格（原油を除く）と為替レートを前提とした物価見通し。原油価格（WTI）は EIA の短期エネルギー見通しに基づく。「政策要因」には、2026 年 1~3 月に実施された電気・ガス料金補助に加え、燃料油に対する緊急的激変緩和措置（予測期間中の継続を想定）、私立高校授業料の実質無償化、公立小学校の給食費無償化が含まれる。

(出所) 総務省統計、EIA より大和総研作成

⁶ 中東情勢の緊迫による物価などへの影響については、「[日本経済見通し：2026 年 4 月](#)」（2026 年 4 月 21 日）で検討した。

一方、政府の各種政策が当面の物価上昇を緩和する。3月19日に始まった燃料油に対する緊急的激変緩和措置⁷に加え、4月からは私立高校授業料の実質無償化や公立小学校の給食費無償化が開始された。さらに、本稿執筆時点で詳細は明らかになっていないものの、政府は2026年夏に電気・ガス料金補助を再開する方針であり⁸、物価上昇率を一定程度抑制するだろう。

食料価格については、2027年度後半にかけて上昇率が徐々に鈍化すると見込んでいる。ただし足元では、中東情勢を背景としたコスト増加圧力が一部で顕在化している。帝国データバンクによると、ナフサの供給不足を背景に食品包装資材などでコストの増加が指摘されている⁹。こうした動きを踏まえると、食料価格上昇率の基調は鈍化に向かうものの、そのペースは緩やかなものにとどまるとみられる。

前述のように、春闘賃上げ率は2026年も高水準が続く公算が大きく、賃上げの勢いは中東情勢が悪化した後も維持されている。また、中小企業などの価格転嫁環境は改善傾向にある¹⁰。賃上げに伴うコスト増加分が販売価格に転嫁されて物価が上昇し、それが更なる賃上げにつながることで、今後も物価の上昇基調が続くだろう。

日銀は早ければ2026年6月にも短期金利を1.00%に引き上げると想定

日銀の植田和男総裁は2026年4月のG20終了後の記者会見で、負の供給ショックへの金融政策の対応の難しさを指摘しつつ、「実質金利が中期ゾーンまでは非常に低いところにある、その意味で金融環境は非常に緩和的」¹¹と述べ、今後の政策判断で実質金利の低さを考慮するとの考えを改めて示した。

1970年代の2度の石油危機（オイルショック）時を振り返ると、日銀はいずれも公定歩合を引き上げるなどして物価の安定を図った。とりわけ1978年10月に発生した第2次オイルショックでは、日銀は「狂乱物価」となった第1次（1973年10月～1974年8月）での経験を踏まえて比較的早い段階で金融引き締めを開始し、公定歩合は1980年3月に史上最高水準の9.0%となった。その後、インフレの鈍化が鮮明になったことで同年8月以降は公定歩合の引き下げなどの緩和策が行われた。

足元では原油価格が高止まりし、賃金と物価の循環的な上昇が続いている。こうした中で、インフレ率や中長期のインフレ期待を前年比2%程度で安定させるためにも、植田総裁のいう「非常に緩和的」な金融環境を調整するための利上げの必要性は大きい。

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 「[補正予算案3兆円程度で調整へ 政府、電気ガス補助は5千億円](#)」（共同通信、2026年5月21日）

⁹ 帝国データバンク「[『食品主要195社』価格改定動向調査—2026年5月](#)」（2026年4月30日）を参照。

¹⁰ 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に見られる。

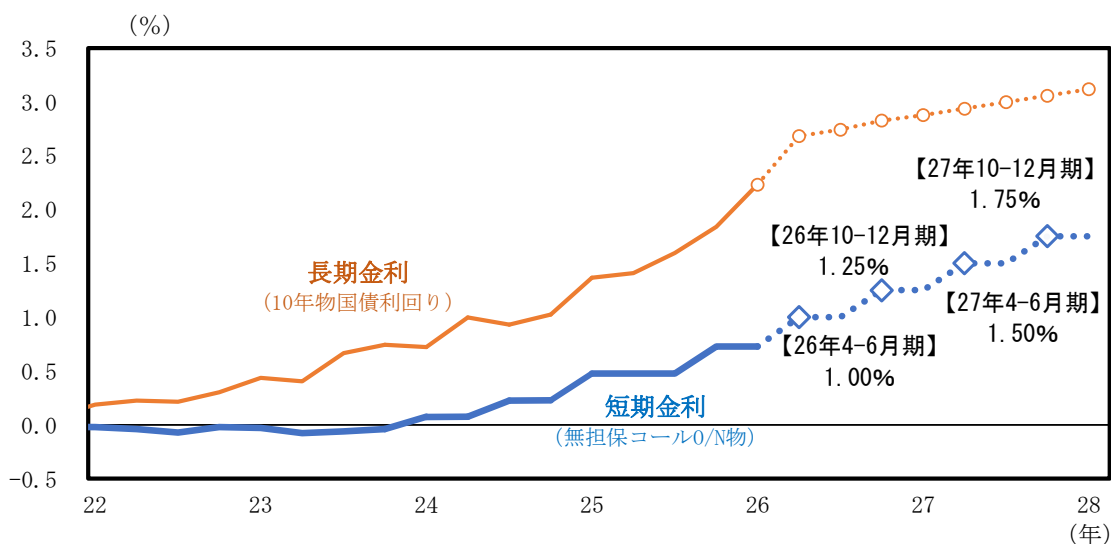
¹¹ 日本銀行「[植田総裁記者会見（4月16日）](#)」（2026年4月20日）

そのため当社では、日銀は次回会合が開催される2026年6月（あるいは7月）に短期金利を1.00%に引き上げ、その後は半年に一度程度のペースで0.25%ptの追加利上げを行うと想定している（**図表5**）。

一方、このところ上昇基調が著しく強まっている長期金利は、2027年度後半には3.1%程度に達すると見込んでいる（**図表5**）。日銀が短期金利を引き上げていくことが長期金利の押し上げ要因として働くほか、日銀が長期国債の買入れ額を段階的に減額していくことで、需給面からの上昇圧力も高まるだろう。

高市早苗政権の積極財政を背景とした物価上昇圧力の一段の高まりや、国債増発に伴う需給悪化への警戒感が強まれば、将来の不確実性に備えて投資家が要求するリスクプレミアムの拡大を通じて、長期金利が一段と押し上げられる可能性がある。

図表5：日本の長短金利の見通し



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

(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

2. 中東情勢の影響と景気下振れリスク

前述のように、当社のメインシナリオは中東情勢が短期間で収束し、原油価格の下落や原油供給の回復が進むとの想定に基づいている。直近では戦闘終結に向けた米国とイランの協議がまとまりつつあるとの報道もあるが¹²、中東情勢の不確実性は依然として大きい。仮にホルムズ海峡の実質的な封鎖が長期化すれば¹³、原油価格が一段と上昇したり、原油不足に陥ってサ

¹² 「[米・イラン協議巡り原則合意の報道、高濃縮ウラン処分の約束とホルムズ海峡開放を条件に戦闘終結](#)」
(読売新聞オンライン、2026年5月25日)

¹³ ホルムズ海峡が早期に開放されても、原油供給の正常化には時間がかかる可能性がある。ホルムズ海峡に敷設されたとされる機雷の撤去に加え、大きく損傷した中東のエネルギー施設の修復が必要なため、国際エネルギー機関 (IEA) のピロル事務局長は4月13日の講演で、施設の復旧には「最長で2年かかる」との見方を示した。

プライチェーンに大規模な混乱が生じたりすることも考えられる。

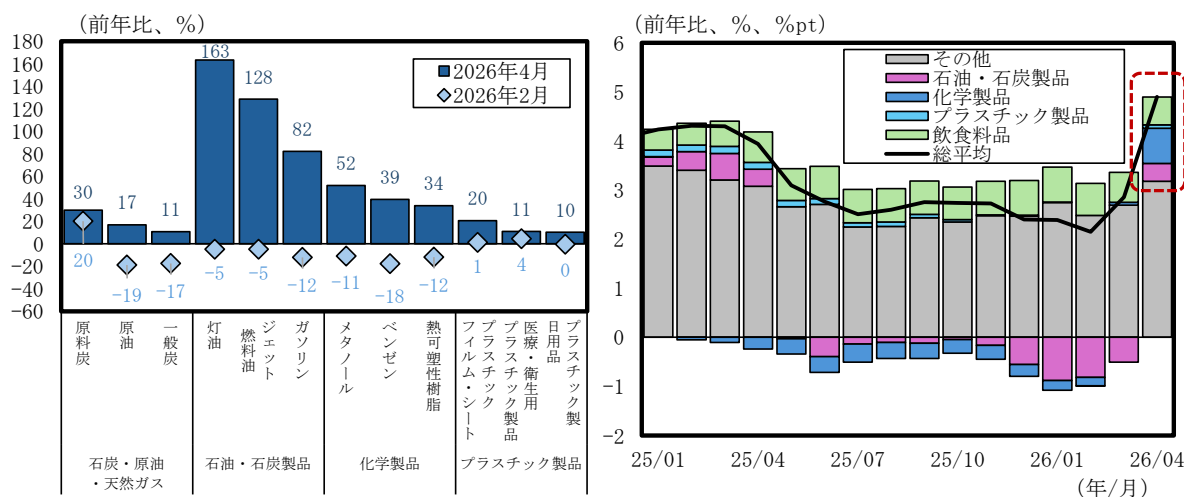
そこで本章では、直近までの中東情勢による日本経済への影響を価格面・数量面から整理するとともに、原油価格の上昇や原油の供給不足が発生した場合の日本の実質 GDP への影響を試算する。

(1) 直近までの中東情勢による日本経済への影響

価格面：輸入物価上昇を受け、石油・石炭製品や化学製品を中心に企業物価の上昇が再加速

図表 6 左は、原油関連品目の輸入物価の動向を整理したものである。ここでは、中東情勢が悪化する直前の 2026 年 2 月と直近の 4 月を比較し、「石炭・原油・天然ガス」「石油・石炭製品」「化学製品」「プラスチック製品」の 4 分類について、前年比上昇率の高い品目を抽出している。なお、石炭・原油・天然ガスおよび石油・石炭製品はサプライチェーン上の川上に、化学製品は川中に、プラスチック製品は川下におおむね対応する。

図表 6：原油関連品目の輸入物価の動向（左）、国内企業物価の要因分解（右）



(注) 左図では、各分類における 2026 年 4 月の前年比上昇率上位 3 品目を掲載。

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

輸入物価は、サプライチェーンに沿って上昇圧力が広がっている状況にある。まず、川上に位置づけられる品目の価格動向を見ると、石炭・原油・天然ガスでは、原料炭（前年比+30%）、原油（同+17%）、一般炭（同+11%）などの前年比上昇率が高まった。こうした動きを受けて、石油・石炭製品においても、灯油（同+163%）、ジェット燃料油（同+128%）、ガソリン（同+82%）といった燃料系品目で極めて大幅な上昇が確認された。これらは 2 月時点ではいずれも前年比でマイナス圏にあったが、短期間で急激な価格上昇が生じており、原材料価格の上昇が加工製品に波及している様子がうかがえる。なお、石油・石炭製品の上昇率が原油の上昇率を上回っているのは、原油高に加え、製油所の稼働率低下や代替原油への切り替え

によって灯油などの中間留分の供給が細り、精製マージンが拡大したためとみられる¹⁴。

次に、川中にあたる化学製品に目を向けると、メタノール（前年比+52%）、ベンゼン（同+39%）、熱可塑性樹脂（同+34%）などで大幅な上昇が見られた。これらの品目も2月時点では前年比マイナスであったが、川上で生じたコスト上昇が中間財に波及していることを示している。

さらに、川下に相当するプラスチック製品では、プラスチックフィルム・シート（前年比+20%）、医療・衛生用プラスチック製品（同+11%）、プラスチック製日用品（同+10%）などで上昇が確認された。上昇率は川上・川中と比較すると相対的に抑制されているものの、価格上昇の影響が最終製品段階にも及び始めていることが見て取れる。

こうした動きは、企業間取引を通じて国内物価へと波及する。**図表 6 右**は、国内企業物価の動向を整理したものだ。2026年4月の国内企業物価は前年比+4.9%と、上昇率は2023年5月以来の高水準となった。内訳を見ると、石油・石炭製品の寄与度がプラスに転じたほか、化学製品についても寄与度が大きく高まっており、輸入コストの上昇が中間財価格に反映されつつある様子がうかがえる。他方、プラスチック製品については、その変化は相対的に小幅にとどまっている。もっとも、ゼロ近傍で推移していた局面と比べると足元では押し上げ方向の動きが見られており、川下に近い分野にも価格上昇の影響が及び始めているようだ。

数量面：中東向け自動車輸出が4月に大幅減、今後はアジア向け輸出の下振れに注意

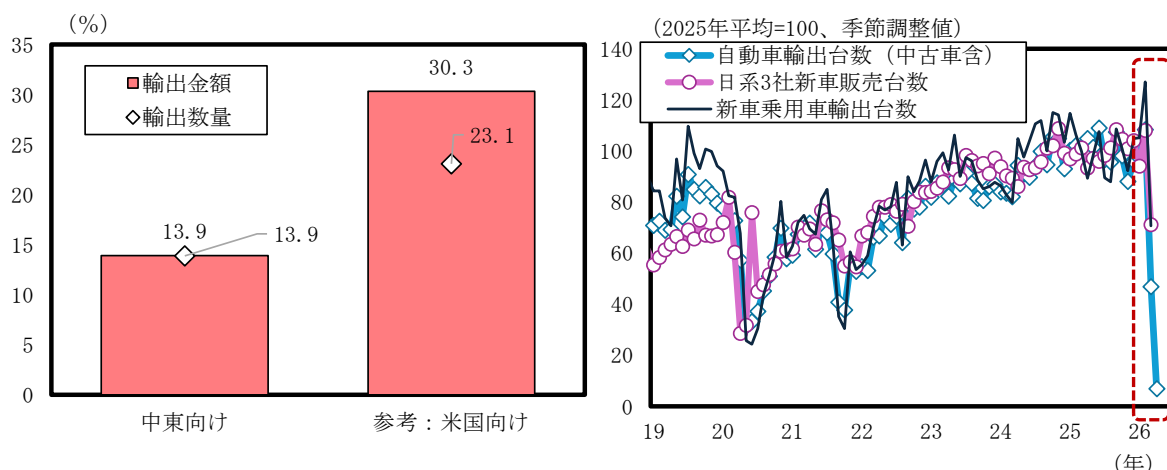
日本の自動車メーカーでは、国内工場における中東向け輸出車の減産や、仕向地を他地域に振り替える動きが広がっており、供給体制の調整が進められている。こうした対応の背景には、中東地域における需要の不確実性の高まりや、地政学リスクの上昇に伴う物流面での制約があるとみられる。とりわけ、自動車輸出は海上輸送への依存度が高く、輸送ルート不安定化や保険コストの上昇といった影響を受けやすい。

図表 7 左は、日本における中東向け自動車輸出の特徴をまとめたものである。中東向けは、2025年で輸出金額・数量ともに全体の約14%を占め、一定の存在感を有している。一方、2025年にトランプ関税で打撃を受けた米国向けは数量ベースで約23%だが、輸出単価が比較的高いことから、金額ベースでは約30%を占める。

このように、中東向け自動車輸出は米国向けよりも小規模だが、直近の落ち込みを踏まえると、輸出減のインパクトはトランプ関税が導入された2025年を上回る可能性がある。

¹⁴ IEAによると、中東情勢の悪化に伴う供給制約を背景に、アジア・中東を中心に製油所の稼働率が低下する中で、中間留分（軽油・ジェット燃料等）の需給が一段と逼迫し、クラック・スプレッド（精製マージン）が過去最高水準まで拡大した。

図表7：中東向け自動車輸出のシェア（左）、中東向けの輸出台数と新車販売台数（右）



(注) 左図の自動車輸出シェアは 2025 年時点。右図の新車乗用車輸出台数は、国別の乗用車輸出台数のうち、中東に該当する国向けの台数を合計し、そこから中古車分を差し引いて算出。右図の新車販売台数および輸出台数は、いずれも大和総研による季節調整値。

(出所) 財務省、各社ウェブサイトより大和総研作成

図表7右は、中東向けの自動車輸出台数（中古車を含む）と新車乗用車輸出台数、日系メーカー3社による現地での新車販売台数の推移を示したものである。新車の輸出台数と販売台数はおおむね連動しているが、これは中東での現地生産が少なく、販売車は主に日本などからの輸入で賄われているためである¹⁵。

図表7右で中東情勢悪化後の動きを見ると、2026年3月はいずれの指標も大きく落ち込み、輸出と現地販売がそろって下振れする動きとなった。4月分が公表されている自動車輸出台数（中古車を含む）を見ると、減少傾向が一段と強まっている。2025年の水準を100とすると、2月はこれを上回っていたが、3月には50を割り込み、4月には一桁台まで落ち込んだ。需要減少に加えて、物流面での制約や出荷調整といった要因が重なった結果と考えられる。

他方、中東以外の国・地域向け輸出（全体）には目立った影響が見られない。中東情勢が悪化する前、ホルムズ海峡を経由する原油の多くは中国やインド、韓国などのアジア諸国・地域に供給されていた¹⁶。そこで4月のアジア向け輸出数量指数を見ると、中東情勢悪化直前の2月の水準を上回っている（内閣府による季節調整値）。石油備蓄の放出や代替調達などの暫定的な措置により経済活動への悪影響が抑えられたためとみられるが、中東情勢の影響がアジア向け輸出の減少を通じて日本経済に波及する可能性には引き続き注意が必要だ。

¹⁵ 「[中東への車輸出に打撃警戒『ウクライナ情勢のように長期化すればやっかいだ』...ホルムズ海峡航行できなければアフリカ向け中古車にも影響](#)」（読売新聞オンライン、2026年3月5日）、経済産業省「自動車をとりにくく国内外の情勢と自動車政策の方向性」（2025年3月12日）などを参照。

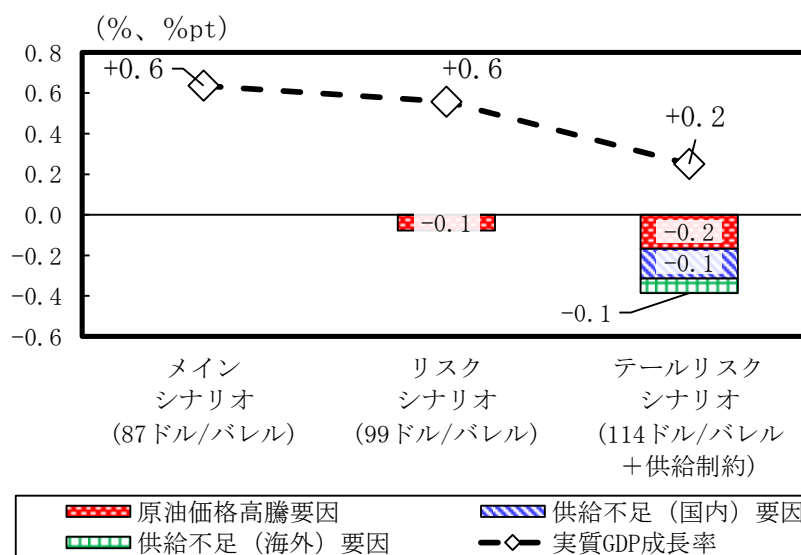
¹⁶ EIAによると、2024年でホルムズ海峡を経由して供給された原油の86%がアジア・オセアニア向け（うち中国・インド・韓国・日本で71%）であった。

(2) 原油の供給不足が発生した場合の日本経済への影響

原油高と供給制約が同時に発生した場合、実質 GDP 成長率は 0.4%pt 低下

今後、中東情勢の影響が原油の価格面だけでなく供給面でも顕在化すれば、日本経済はサプライチェーンの大規模な混乱の発生により大きな打撃を受ける可能性がある。そこで、田村・畑中（2026）¹⁷と同様の手法で、2026 年度におけるメインシナリオと 2 つのリスクシナリオの実質 GDP 成長率見通しをまとめたのが図表 8 である。

図表 8：各シナリオにおける 2026 年度の実質 GDP 成長率（「テールリスクシナリオ」では 2026 年 10-12 月期から 2027 年 1-3 月期にかけてアジアで供給不足が発生）



(注) 「リスクシナリオ」は 2026 年 7-9 月期以降 WTI が 100 ドル/バレルで推移するケース。「テールリスクシナリオ」は 2026 年 7-9 月期以降 WTI が 120 ドル/バレルで推移し、2026 年 10-12 月期以降はインド、インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシアにおいて、2027 年 1-3 月期は日本、中国、韓国、台湾において、ホルムズ海峡周辺国（サウジアラビア、アラブ首長国連邦、イラン、イラク、カタール、クウェート、バーレーン）からの輸入量 10%分に相当する原油・LNG の供給不足が発生するケース。「原油価格高騰要因」の試算は当社の短期マクロモデルに基づく。「供給不足（海外）要因」はホルムズ海峡周辺国からの輸入量 10%分に相当する原油・LNG の供給不足が発生した場合における、中国・韓国・台湾・インド・インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシアの実質 GDP 減少が、日本の実質 GDP に与える影響を表している。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、国際連合統計局より大和総研作成

¹⁷ 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）。今回の試算においては、足元までの動向を考慮し、供給不足が発生する範囲と時期を田村・畑中（2026）から見直している。具体的には、田村・畑中（2026）では全世界的にホルムズ海峡周辺国からの輸入量 10%相当の供給不足が発生すると想定していたが、今回の試算ではその範囲をアジア諸国・地域に限定した。また、田村・畑中（2026）では供給不足が 2026 年度を通じて発生すると想定していたが、今回の試算では、原油備蓄量等を踏まえ、インド等は 2026 年 10-12 月期以降、日本等では 2027 年 1-3 月期以降に供給不足が発生すると想定した。また、田村・畑中（2026）では供給不足（海外）要因として、中国・韓国・台湾・インドにおける生産低迷等の影響を考慮していたが、今回の試算ではこれらの国・地域に加え、東南アジア諸国の生産低迷等の影響も織り込んでいる。

メインシナリオでは、2026年6月以降は徐々にホルムズ海峡をタンカー等の船舶が通過できるようになり、WTIは4-6月期に90ドル/バレル台後半に達した後、低下していくと想定している（2026年度平均は87ドル/バレル、**前掲図表3**）。原油・LNGの供給制約は発生せず、2026年度の実質GDP成長率は前年比+0.6%を見込んでいる。

一方、「リスクシナリオ」では中東情勢の緊迫が続き、WTIは2026年7-9月期から100ドル/バレルで推移（2026年度平均は99ドル/バレル）するものの、供給制約は発生しないと想定した。この場合、原油価格の高騰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成長率は前年比0.1%pt程度低下して同+0.6%と見込まれる（小数第2位まで示すとメインシナリオでは同+0.64%、リスクシナリオでは同+0.56%）。

これに対して「テールリスクシナリオ」では、WTIが2026年7-9月期から120ドル/バレルで推移（2026年度平均は114ドル/バレル）し、日本を含むアジア諸国・地域においてホルムズ海峡周辺国からの原油・LNG輸入が10%減少して2026年度後半に供給不足が段階的に発生すると想定した（想定の詳細は**図表8**の注釈を参照）。この場合、原油価格の高騰と原油・LNGの供給不足が国内外の経済に与える影響を合わせて、2026年度の実質GDP成長率は前年比0.4%pt程度低下して同+0.2%と見込まれる。

国内の石油備蓄は5月23日時点で203日分あり¹⁸、米国などからの代替調達も行われていることから、当面は国内で原油不足が発生する可能性は低い。だが、中東情勢の不確実性や景気の下振れリスクの大きさを踏まえると、企業や家計に対して石油関連製品の効率的な利用を促す必要性は大きいだろう。

¹⁸ 資源エネルギー庁「[石油備蓄の状況（推計値の速報）](#)」（最終閲覧日：2026年5月26日）

図表 9 : 日本経済見通し<第 229 回日本経済予測 (2026 年 5 月 25 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)	593.1	589.4	590.7	593.7	594.5	594.4	595.7	597.0	598.2	599.5	600.6	601.9	587.1	591.9	595.7	600.4
<前期比、%>	0.3	-0.6	0.2	0.5	0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2				
<前期比年率、%>	1.4	-2.5	0.8	2.1	0.6	-0.1	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8				
<前年同期比、%>	2.0	0.5	0.2	0.6	0.3	0.8	0.8	0.6	0.6	0.9	0.8	0.9	0.5	0.8	0.6	0.8
													(-0.2)	(1.1)	(0.6)	(0.7)
民間消費支出(前期比、%)	0.2	0.5	0.0	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	1.2	0.7	0.7
民間住宅投資(前期比、%)	0.0	-8.1	5.0	0.5	-0.4	-0.7	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-0.7	-3.5	-0.8	-3.7
企業設備投資(前期比、%)	1.2	-0.1	1.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.8	2.4	1.7	1.5
政府消費支出(前期比、%)	0.7	0.1	0.4	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	2.3	0.8	1.3	1.6
公共投資(前期比、%)	0.4	-1.1	-0.2	1.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	-0.6	1.2	0.8
輸出(前期比、%)	1.6	-1.6	0.2	1.7	-1.2	0.1	0.7	0.8	0.6	0.6	0.5	0.6	2.7	1.9	0.5	2.5
輸入(前期比、%)	1.1	-0.2	0.0	0.5	-2.4	2.3	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	4.0	2.6	0.4	3.9
名目GDP(前期比年率、%)	8.2	0.3	3.8	3.4	-0.1	2.6	3.5	3.4	2.5	2.9	2.7	2.7	3.7	4.2	2.2	2.9
GDPデフレーター(前年同期比、%)	3.2	3.5	3.4	3.4	1.6	1.6	1.5	1.8	2.4	2.2	2.0	1.9	3.2	3.4	1.6	2.1
鉱工業生産(前期比、%)	-0.5	-1.0	0.2	2.5	-1.5	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	-1.5	-0.2	1.0	1.5
コアCPI(前年同期比、%)	3.5	2.9	2.8	1.8	1.7	2.6	2.7	3.3	2.9	2.2	1.9	1.8	2.7	2.7	2.6	2.2
失業率(%)	2.5	2.5	2.6	2.7	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.5	2.6	2.6	2.5
コールレート(期末値、%)	0.48	0.48	0.73	0.73	1.00	1.00	1.25	1.25	1.50	1.50	1.75	1.75	0.48	0.73	1.25	1.75
10年物国債利回り(%)	1.41	1.60	1.84	2.23	2.68	2.74	2.83	2.88	2.94	3.00	3.06	3.12	1.08	1.77	2.78	3.03
前提																
原油価格(WTI、ドル/バレル)	63.7	65.0	59.1	72.7	96.4	90.1	83.0	79.0	76.0	73.0	70.0	70.0	74.4	65.1	87.1	72.3
為替レート(円/ドル)	144.6	147.5	154.1	156.9	158.8	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	152.5	150.7	158.9	159.0

(注) 網掛け部分は大和総研予想。原油価格の予測値はEIAの見通しに基づいて作成。為替レートは予測時点の水準で一定と想定。

(出所) 各種統計、EIAより大和総研作成

米国経済 利上げ織り込みは妥当か

ウォーシュ新議長に期待される「バランス感覚」

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

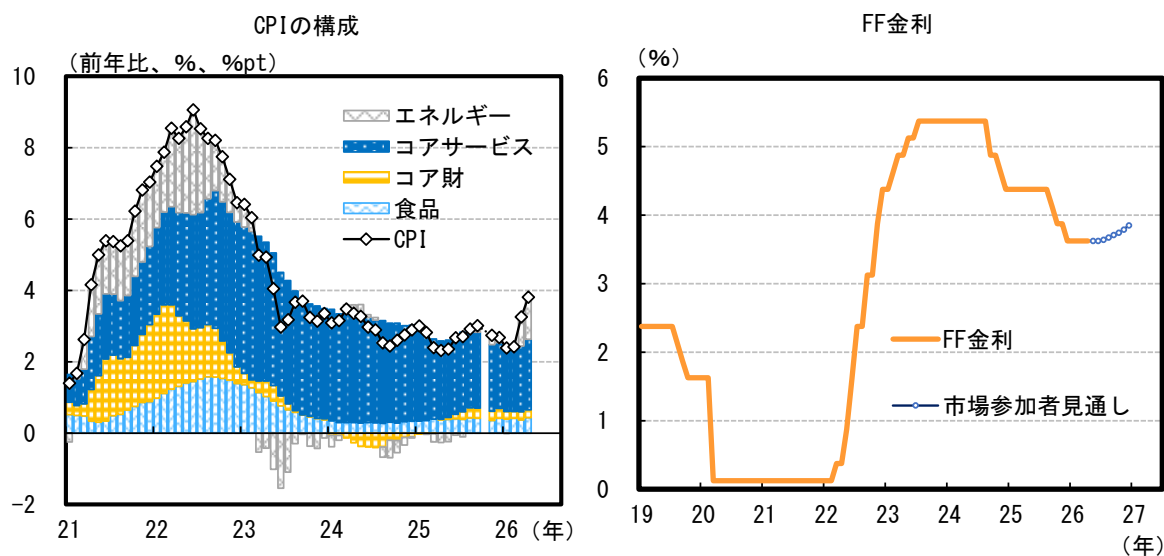
- 5月22日にケビン・ウォーシュ氏が新FRB議長に就任し、6月FOMCで初会合を迎える見通しだ。足元、インフレ再加速への懸念から市場は年内の利上げ転換を織り込んでいるが、景気悪化リスクも併存しており、FRBは難しい政策運営を迫られている。
- 利上げ織り込みの主因である足元のCPIの上昇に焦点を当てると、主としてエネルギー価格の高騰によるものである。CPIスーパーコア（サービス価格からエネルギー・家賃を除いたもの）や賃金上昇率は減速傾向にあるほか、ウェイトの大きい家賃も再加速の兆しは見られない。原油高を起因としたインフレ指標のヘッドラインの上昇を警戒する必要はあるものの、利上げが進んだ2021～2022年のように、広範なインフレ指標が持続的に上昇しているわけではない。
- 雇用環境に関しては、雇用者数や失業率は一見底堅くみえるが、中小企業の雇用マインドは悪化傾向にあり、非労働力人口も増加している。つまり、雇用環境は見た目ほど強くはない。こうした中で、家計は可処分所得の伸びの鈍化を貯蓄率の低下で補ってきたが、その余地は縮小しており、税還付による下支えもはく落していくため、先行きの個人消費には下振れリスクが残る。また、足元の米国経済はAI関連を中心とする設備投資が成長をけん引する投資主導型となっている。設備投資は金融環境に敏感であることから、金利上昇や資金調達環境の悪化には注意が必要だ。
- 以上を踏まえると、金融政策は現時点ではFF金利を据え置きつつ、エネルギー主導のヘッドライン上昇と基調インフレを峻別しながら、インフレと景気減速の双方を見極める姿勢が妥当と考えられる。市場が織り込む年内利上げは、2021～2022年のビハインド・ザ・カーブの反省によるインフレ再加速への警戒が強く反映された結果であり、やや過剰反応の可能性がある。ウォーシュ新議長には、インフレへの警戒を維持しつつも、投資主導の成長構造が抱える景気下振れリスクにも配慮し、過度な引き締めに傾かないバランスの取れた政策運営が求められる。

市場では年内の利上げ織り込みが進むが、広範なインフレは見られない

5月22日、ケビン・ウォーシュ氏が新FRB議長に就任した。2018年2月以来、約8年ぶりの議長交代となり、6月16日・17日のFOMCでの初登板が想定される。そもそも議長交代時は金融政策運営の不確実性が高まりやすいが、足元の米国経済は中東情勢の悪化等によるインフレ再加速、それに伴う景気悪化リスクに直面しており、FRBは物価の安定と雇用の最大化というデュアルマנדートの間で板挟みとなっている。金融政策の先行きは、なおさら見通しづらい状況にあるといえる。

足元の物価動向を振り返ると、4月のCPIはエネルギー価格による押し上げで、前年比+3.8%に上昇した(図表1左図)。こうした中で、足元のFF金利先物の水準は2026年12月時点で約3.85%と、0.25%ptの利上げを1回分織り込んでいる(5月22日時点、図表1右図)。4月のFOMC議事録を見ても、FOMC参加者の中でもインフレ再加速への警戒感が強まっており、これまでの利下げを前提としたガイダンスから利上げ・利下げのどちらも想定するガイダンスへの変更を支持する参加者が増えたようだ。

図表1 CPIの構成、FF金利



(注) 2025年10月のCPIは未公表。FF金利のうち、市場参加者見通しは5月22日時点。

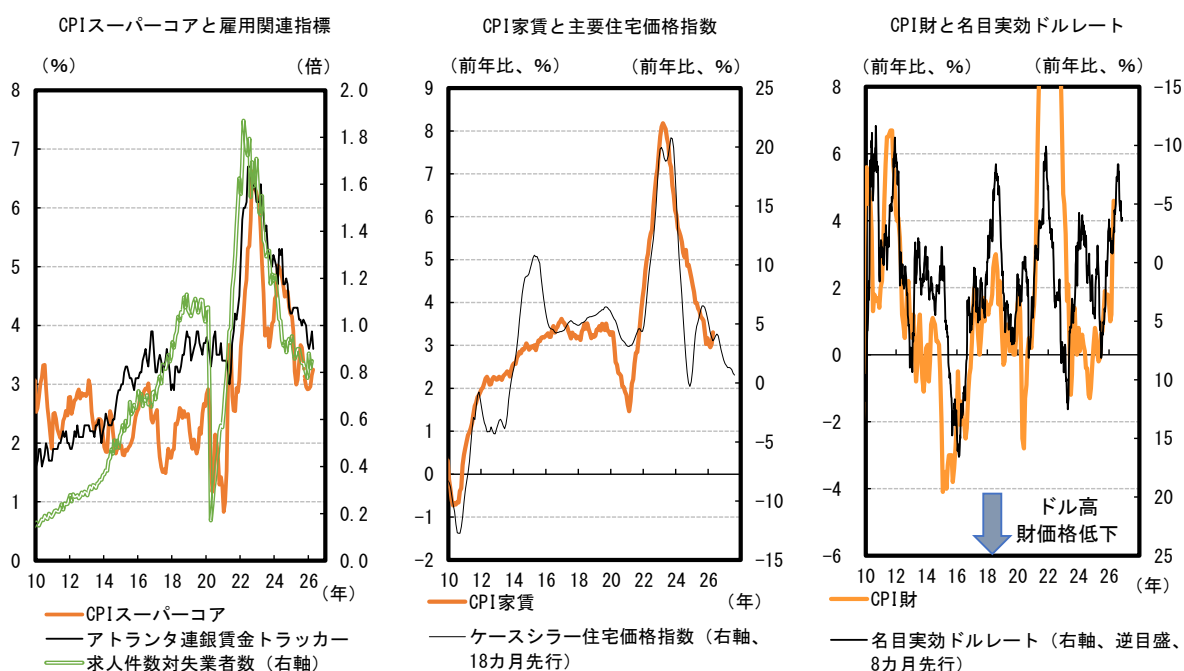
(出所) BLS、CME、FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

もともと、現時点で市場が想定する年内利上げがメインシナリオとして妥当かについては慎重な検討を要する。足元のインフレ率は上振れしているものの、その内容を見ると、2021～2022年のような広範な需要の過熱やサプライチェーンのひっ迫によるインフレ再燃時とはやや性質が異なるからだ。具体的には、CPIスーパーコア(サービス価格からエネルギー・家賃を除いたもの)、及び連動性の高い賃金上昇率(アトランタ連銀賃金トラッカー)は減速傾向を示している(図表2左図)。求人件数対失業者数が1倍を下回っていることが示すように、労働需給はひっ迫していないことが賃金上昇率を抑制していると考えられる。また、CPIの中でウェイトの大きい家賃は、特殊要因による一時的な上昇は見られるものの、CPI家賃に先行する

傾向のある主要住宅価格指数は減速傾向にあり、再加速の兆しは見られない（図表2中央図）。このほか、CPIの財価格に関してはエネルギー価格の上昇やトランプ第二次政権以降の関税率の引き上げなどによって押し上げられているが、先行指標の名目実効ドルレートはドル高に転換しつつあり、輸入物価の抑制等を通じて財価格を押し下げることが想定される（図表2右図）。

原油高を起因としたインフレ指標のヘッドラインの上昇を警戒する必要があるものの、利上げへと転換するのであれば、広範なインフレ指標の持続的な上昇が見られるかが論点となる。現時点では、そうしたインフレ圧力が全面的に再加速している状況とは言い難いだろう。

図表 2 CPI スーパーコアと雇用関連指標、CPI 家賃と主要住宅価格指数、CPI 財と名目実効ドルレート



(注) 2025年10月のCPIは未公表。CPIスーパーコアはCPIサービスからエネルギーと家賃を除いたもの。
(出所) BLS、アトランタ連銀、S&P、FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

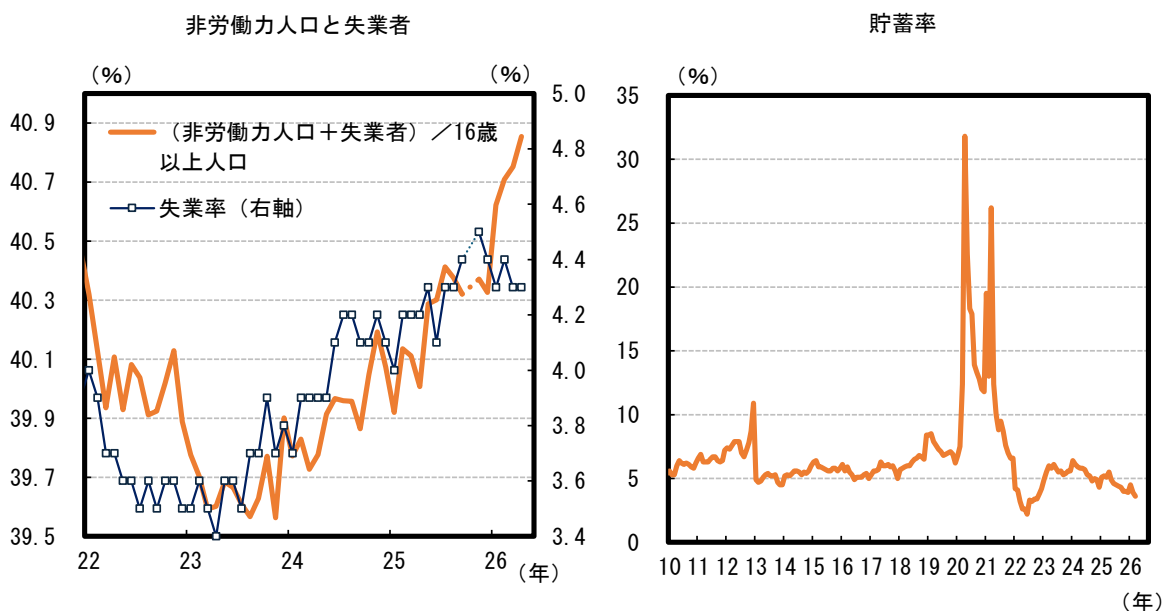
雇用環境は見た目の数字ほど強くない

雇用環境については、2026年に入り雇用者数の伸びが底堅く、失業率も安定的に推移しており、市場の中でも安心感が高まっている。しかし、内容を見ると表面的な数字ほど強いわけではない。雇用者数に関しては、先行性の高い中小企業の雇用マインドは悪化傾向にある¹⁹。企業が景気を巡る不確実性の高さやコスト上昇に直面する中で、省力化・省人化の効果が期待されるAI活用を進めており、持続的な雇用者数の回復は期待しにくい。また、失業率は大きく上昇していないが、非労働力人口は増加している（図表3左図）。非労働力人口の増加には高齢層のリタイアの増加という人口動態要因が想定されるが、問題はそうしたリタイア増に対する人員補充が広がっていない点だ。つまり、足元では労働需要と労働供給の減少が同時進行してお

¹⁹ 矢作大祐・藤原翼「[米国経済見通し 消費維持に必要な雇用者数は？](#)」（大和総研レポート、2026年4月21日）

り、そうした動きを反映し切れない失業率のみで、雇用環境の好不調を判断すべきではないだろう。

図表 3 非労働力人口と失業者、貯蓄率



(注) 2025年10月の失業率、非労働力人口、失業者数、16歳以上人口は未公表。

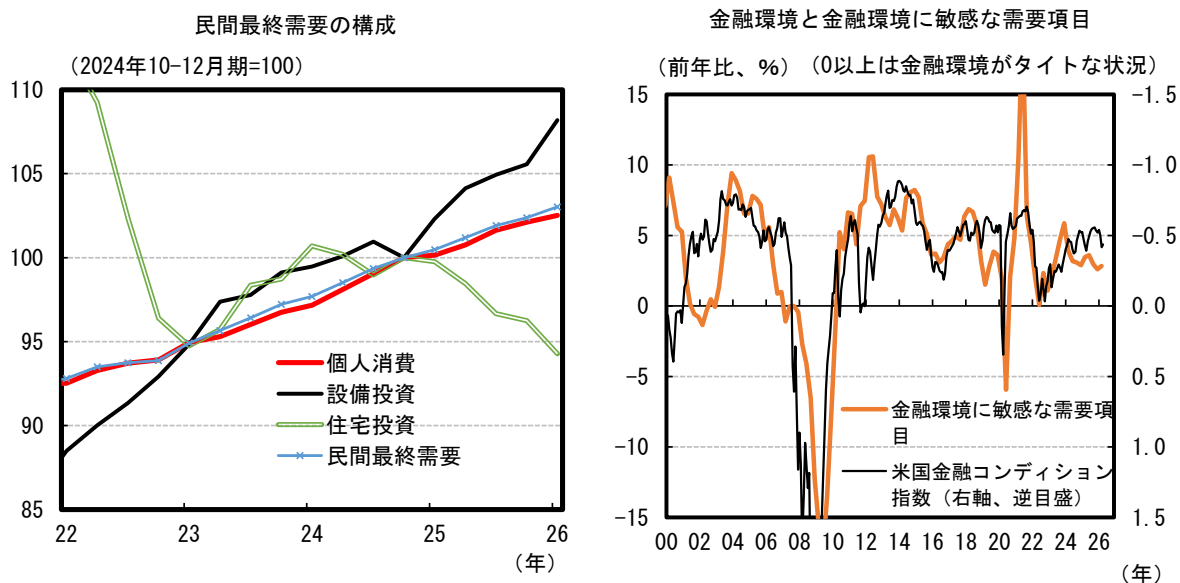
(出所) BLS、CME、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

そして、非労働力人口の増加は、個人消費を緩やかに下押しすると想定される。足元の個人消費においても、可処分所得要因の押し上げ幅が縮小し、消費性向の上昇（貯蓄性向の低下）で補っている。マクロで見た家計の貯蓄率も低水準で推移しており、貯蓄性向の低下による消費の下支え余地は縮小している（図表3右図）。足元はトランプ減税2.0を背景とした連邦個人所得税の還付増が個人消費を下支えしているが、税還付は5月半ばに概ね終了することから、先行きの個人消費の下支え効果を過度に期待してはならない。また、4月以降の株高は、高所得層といった資産保有層を中心に一定の消費下支え効果を持つ。しかし、その効果は2021～2022年に見られた過剰貯蓄のような広範な家計の購買力の下支え効果とは性格が異なると考えられる。

雇用環境や個人消費に下振れリスクがくすぶる中で、足元の米国経済は設備投資主導の成長となっている。これまでも設備投資の伸びのペースが個人消費の伸びのペースを上回ることがあったが、足元では設備投資の伸びが大幅に加速している（図表4左図）。ただし、設備投資は、住宅投資や耐久財消費とともに金融環境に敏感な需要項目といえる（図表4右図）。特に、設備投資のけん引役であるAI関連投資は、膨大な費用を賄うために大規模な資金調達を必要としており、金利上昇や金融環境悪化の影響を受けやすいことが想定される。2月以降では、IT企業が多く資金調達するプライベート・クレジット市場における脆弱性が懸念されており²⁰、現在の米国経済は金融環境の変化に翻弄されやすい側面を有していると考えられる。

²⁰ 矢作大祐「[米国：AIブームの裏側で高まる金融リスク](#)」（大和総研レポート、2026年3月13日）

図表 4 民間最終需要の構成、金融環境と金融環境に敏感な需要項目



ウォーシュ新議長に期待される「バランス感覚」

こうした点を踏まえると、インフレ懸念が残る中でFF金利を据え置きつつ、インフレと景気減速の双方を見極めようとするFRBの姿勢は妥当であろう。一方で、市場が織り込む年内の利上げは、現時点ではやや過剰反応に映る。利上げ織り込みの背景となっているインフレ再加速への警戒には、2021年にFRBが「インフレは一時的」と判断し、結果的にビハインド・ザ・カーブに陥った経験が心理的拘束として作用している可能性がある。すなわち、インフレ再加速を過小評価することへの警戒が、現在は逆方向のバイアスとして働いている面も否定できない。

今後、住宅価格や賃金上昇率の再加速、期待インフレ率の上昇などが確認されれば、市場やFRBが追加利上げへ傾斜する合理性は高まるだろう。しかし、現時点では、エネルギー価格中心のインフレ再加速をもって、利上げ局面入りと判断するにはなお慎重さが求められる。

ウォーシュ新議長には、インフレへの警戒を維持しつつも、景気の下振れリスクに配慮し、過度な引き締めにならないバランス感覚が求められる。4月末の公聴会でウォーシュ氏は「インフレはFRBの選択」と述べ、インフレ抑制への強い姿勢を示した²¹。一方で、一時的な物価変動ではなく、基調的なインフレ動向を重視する必要性も主張している。こうした点は、インフレ警戒と基調判断の両方を重視する姿勢を示唆している。2021～2022年のビハインド・ザ・カーブの反省が市場やFRBに強く残る中、6月FOMCでインフレ再加速リスクと景気減速リスクの双方をどう見極め、バランスの取れた政策判断を示せるかが注目されよう。

²¹ 矢作大祐・藤原翼「[ウォーシュ公聴会から読み解く利下げの行方](#)」(大和総研レポート、2026年4月24日)

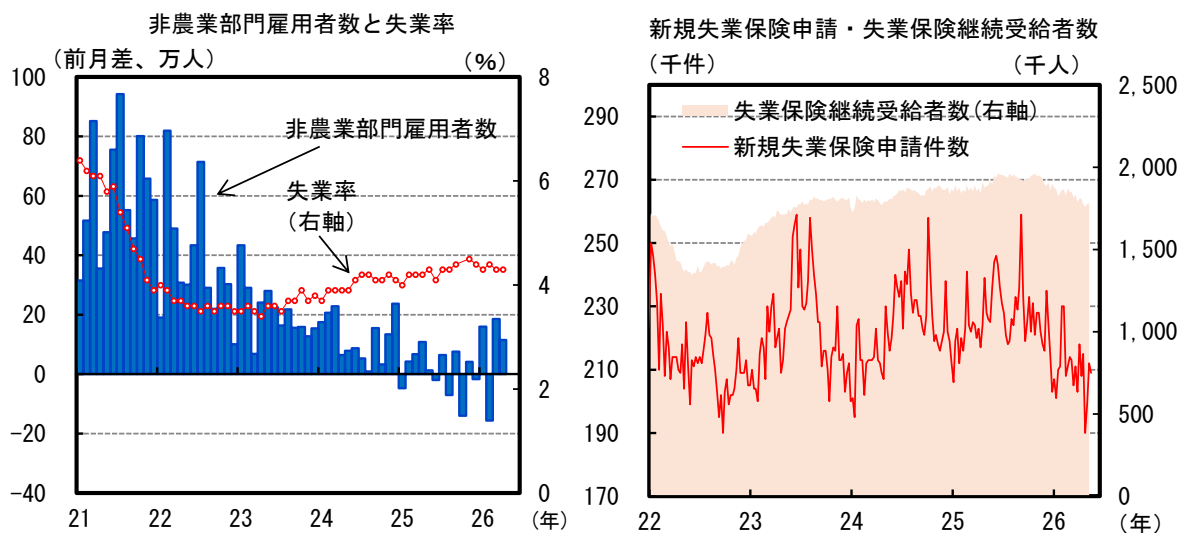
4月の雇用統計は強弱まちまち

2026年4月の米雇用統計²²は、非農業部門雇用者数が前月差+11.5万人と減速したものの、市場予想（Bloomberg調査：同+6.5万人）を上回る堅調な伸びとなった。景気動向に敏感な民間部門雇用者数（除く教育・医療）が2カ月連続でプラスとなった。他方で、均してみれば緩やかな回復ペースにとどまる。失業率については、2026年4月は前月から横ばいの4.3%と市場予想通りの結果となった。もっとも、小数点第2位まで含めて計算するとやや上昇したことに加え、非自発的失業と非自発的パートタイム就業者が増加した。4月の雇用統計は雇用者数がヘッドライン中心に堅調だったが、全体としては強弱まちまちの結果といえる。

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5月10日-5月16日）は20.9万件と、前年同時期を下回って推移している。また、失業保険継続受給者数は、直近週（2026年5月3日-5月9日）が178.2万件と、2週連続で増加した一方、均してみれば減少傾向にある。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増加していないことが分かる。

なお、雇用環境の基調評価を難しくしている要因の一つに、労働参加率の低下に見られるように、労働供給の抑制が主因となって失業率が安定している点が挙げられる。労働需要に目を向けると、2026年3月の求人件数は前月差▲5.6万件と2カ月連続で減少した。求人件数の水準は686.6万件と、2024年12月以降は600万件台後半から700万件台前半のレンジで推移している。現時点で労働需要が回復しているとは評価しづらく、依然として労働需要と労働供給の双方が抑制されている。足元では中東情勢の悪化を背景に景気の先行き不透明感や企業のコスト上昇圧力が強まっており、雇用環境が再び悪化傾向を強める可能性に注意する必要がある。

図表5 非農業部門雇用者数と失業率、新規失業保険申請・失業保険継続受給者数



(出所) BLS、DOL、Haver Analytics より大和総研作成

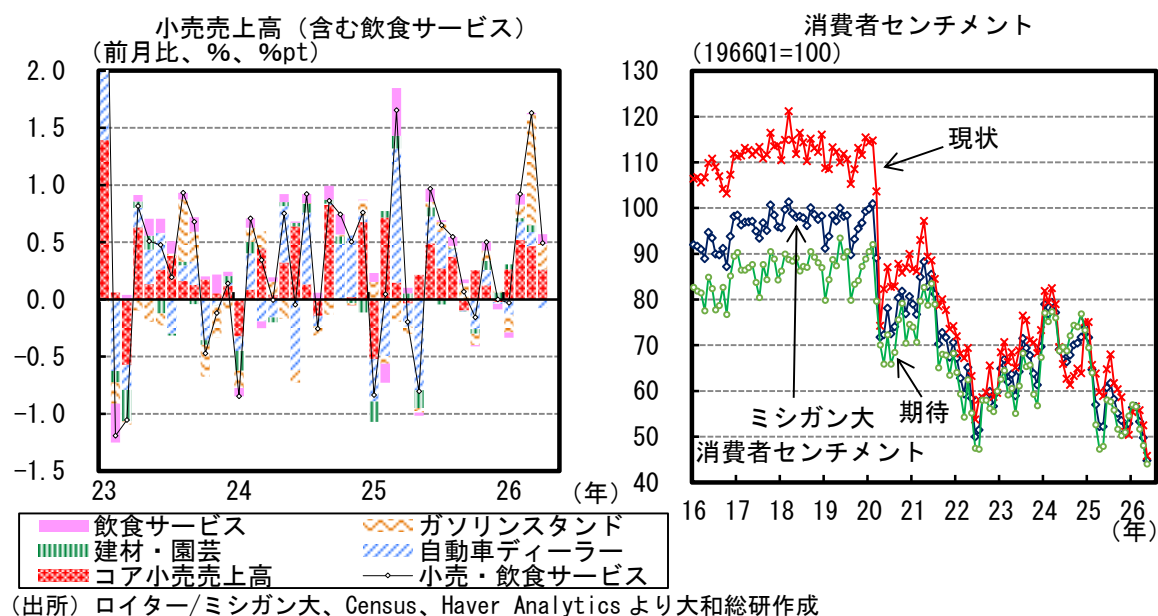
²² 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+11.5万人](#)」（大和総研レポート、2026年5月11日）

4月の小売売上高は名目値で底堅い結果も、実質値は前月比マイナス

個人消費の動向について、2026年4月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比+0.5%と、市場予想（Bloomberg 調査：同+0.5%）通り、減速した。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についても、同+0.5%と2カ月連続で減速した。内訳を確認すると、ガソリンスタンド（同+2.8%）が高い伸びとなった。これは、中東情勢の混乱によるガソリン価格の高騰が背景だろう。また、家電（同+1.4%）が5カ月連続で加速したほか、娯楽用品（同+1.4%）、無店舗販売（同+1.1%）、飲食サービス（同+0.6%）も加速し、その他小売（同+0.3%）がプラスに転じた。他方で、衣服・宝飾品（同▲1.5%）と自動車・同部品（同▲0.4%）、ヘルスケア製品（同▲0.0%）が3カ月ぶりにマイナスに転じ、家具（同▲2.0%）もマイナスに転じた。建設資材・園芸（同+0.1%）、GMS（総合小売）（同+0.1%）は減速した。なお、物価変動を考慮した実質小売売上高は、同▲0.1%と3カ月ぶりにマイナスに転じた。ガソリン価格の高騰等によって、家計の実質的な購買力が低下しつつあるといえよう。

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5月（確報値）が前月差▲5.0ptと3カ月連続で悪化し、過去最低の44.8となった。内訳については、現状指数（同▲6.7pt）は3カ月連続、期待指数（同▲4.0pt）は4カ月連続で悪化した。ミシガン大は、消費者がエネルギー価格以外にもインフレが波及することを懸念していると指摘した。実際、消費者のインフレ期待（中央値）は1年先が同+0.1%ptの4.8%、5年先が同+0.4%ptの3.9%といずれも加速している。先行きについては、税還付額の増加による消費の押し上げ効果が徐々に弱く落す中で、ガソリン価格や電気代の高騰による消費の下押しが懸念される。

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

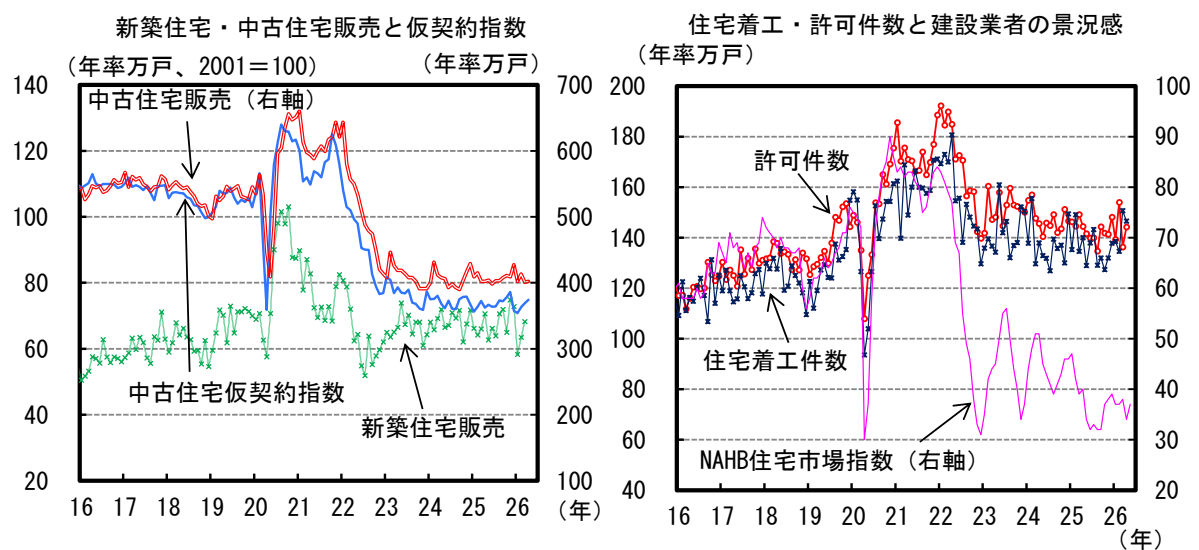


住宅ローン金利の高止まりが引き続き住宅需要の重石に

住宅需要に目を向けると、2026年4月の中古住宅販売（ condominium等含む）は前月比+0.2%と小幅なプラスに転じた。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同+1.4%と3カ月連続でプラスとなった。新築住宅販売（戸建）に関しては、3月は同+7.4%と2カ月連続でプラスとなった。もっとも、これらの指標は直近の落ち込みからの回復にとどまり、本格的な住宅需要の回復とはいえない。消費者マインドを確認すると、5月のロイター/ミシガン大消費者センチメントの住宅購入判断は前月差+1ptの43ptと小幅に改善したものの、依然として低水準で推移している。足元は中東情勢を巡る不確実性が高い中で、住宅購入希望者は慎重にならざるを得ないだろう。また、インフレ懸念により住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）は直近、6%台前半で高止まりしている。価格面に関しては、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、中古住宅価格は2025年11月以降、前年比では低い伸びで推移している。とはいえ、ガソリン価格や電気代などの値上がりが家計所得を圧迫する中で、住宅購入を積極化するためには一段の値下げが必要となろう。こうした住宅購入環境を踏まえると、住宅需要の継続的な回復は見込みにくい。

住宅供給に関して、新築住宅着工は2026年4月が前月比▲2.8%と前月の高い伸びからマイナスに転じた。水準は146.5万件と、均してみれば2025年10月を底に緩やかに回復している。なお、新築住宅着工の先行指標である建設許可については、4月は同+5.8%とプラスに転じた。続いて、住宅建設業者のマインドをNAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数で確認すると、5月は前月差+3ptと改善し、水準は37ptと2025年10月以降は概ね横ばい圏で推移している。NAHBは、住宅ローン金利の上昇や景気の不確実性の高まりによって住宅需要の低迷が続いているとコメントした。住宅需要が依然として本格回復を見込めない中で、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、Bloomberg より大和総研作成

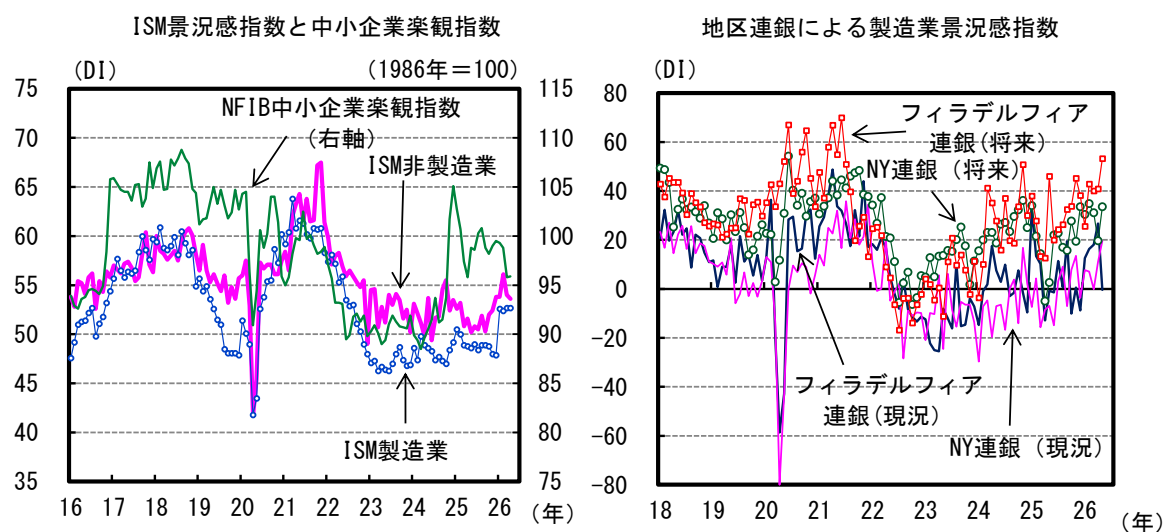
企業マインドは総じてみれば底堅いが、中東情勢を巡る警戒感強い

2026年5月のISM景況感指数は、製造業が前月から横ばいとなり、52.7%と4カ月連続で好不調の目安となる50%を上回った。非製造業については、前月差▲0.4%ptと2カ月連続で悪化して53.6%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、新規受注指数、入荷遅延指数、在庫指数が上昇した一方、雇用指数、生産指数が低下した。雇用指数は46.4%と4カ月ぶりの低水準となった一方、入荷遅延指数は2022年5月以来の高水準となり、サプライチェーンがひっ迫しつつあることを示している。非製造業に関しては、雇用指数、事業活動指数、入荷遅延指数が上昇した一方、新規受注指数が大幅に低下した。ただし、新規受注指数は大幅に低下したとはいえ53.5%と、目安の50%を上回った。他方で、雇用指数は改善したものの、48.0%と2カ月連続で50%を下回った。続いて企業コメントを確認すると、製造業、非製造業ともに中東情勢の悪化によるコスト高や不確実性を懸念するコメントが多い。一部では堅調な需要への言及等、ポジティブなコメントも見られたものの、総じてみれば先行きへの警戒感が強い。

中小企業に関して、2026年4月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差+0.1ptと4カ月ぶりに小幅に改善し、水準は95.9となった。内訳を確認すると、「利益に対する期待」が改善した一方、「景況感の改善に対する期待」が4カ月連続で悪化しており、まぢまぢの結果となった。NFIBはインフレ圧力が依然として中小企業にとって大きな課題と指摘した。

2026年5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+8.6pt）が2カ月連続で改善し、将来指数（同+13.9pt）も3カ月ぶりに改善した。他方で、フィラデルフィア連銀については将来指数（同+12.4pt）が改善したものの、現況指数（同▲27.1pt）は大幅に悪化した。企業マインドは総じてみれば底堅い一方、中東情勢の悪化に伴うコスト高への懸念は強く、企業マインドの悪化リスクは高まっている。

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



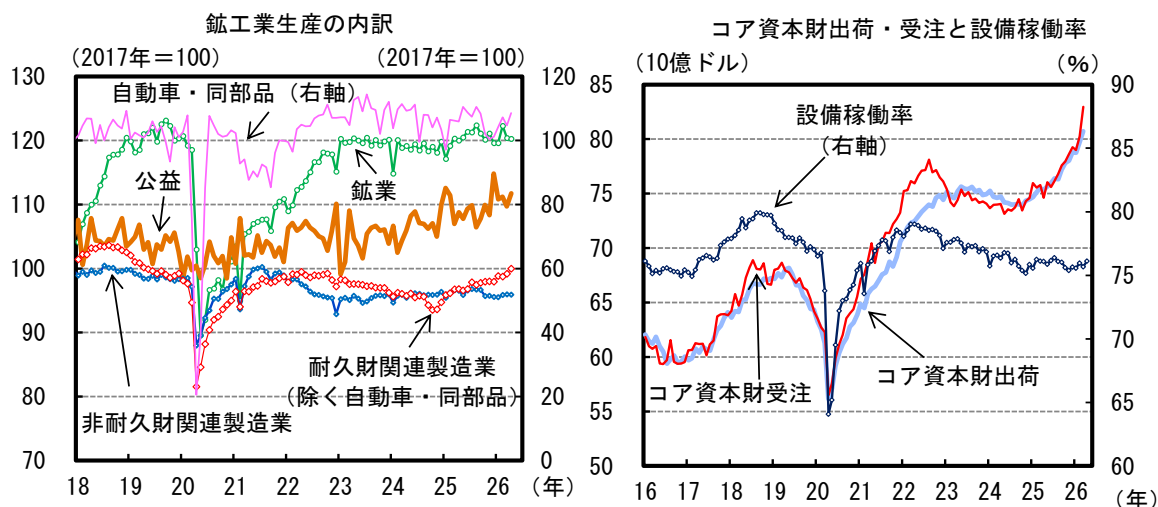
鉱工業生産は底堅く推移

企業の実体面に関して、2026年4月の鉱工業生産指数は前月比+0.7%とプラスに転じ、市場予想（Bloomberg 調査：同+0.3%）を上回った。過去分は、2月分が▲0.1%ptの下方修正となった一方で、3月分が+0.2%ptの上方修正となった。4月分の内訳を確認すると、鉱業（同▲0.1%）が2カ月連続でマイナスとなった一方で、公益（同+1.9%）がプラスに転じ、製造業（同+0.6%）は加速した。

製造業の内訳を見ると、非耐久財（前月比▲0.1%）が4カ月ぶりにマイナスとなった一方で、耐久財（同+1.2%）はプラスとなった。耐久財については、自動車・同部品（同+3.7%）がプラスに転じ、けん引役となった。また、その他輸送機器（同+1.6%）、コンピューター・電子機器（同+1.5%）が2カ月連続で加速し、非金属鉱物（同+1.3%）も加速した。さらに、一次金属（同+0.9%）がプラスに転じ、機械（同+0.6%）が3カ月ぶりにプラスに転じた。他方で、家具（同▲1.8%）が3カ月連続でマイナスとなり、その他耐久財（同▲0.2%）もマイナスに転じた。非耐久財については、衣服・革製品（同▲2.2%）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3月に前月比+1.2%と2カ月連続でプラスとなり、その先行指標であるコア資本財受注は同+3.4%と加速した。なお、出荷・受注ともに増加トレンドにある一方で、足元では物価が上昇しており、実質ベースでは伸びが抑制される点には注意を要する。続いて、設備稼働率については、2026年4月は前月差+0.4%ptとプラスに転じ、水準は76.1%となった。設備稼働率は2025年11月を底に回復の兆しがあるものの、長期平均（1972-2025年：79.4%）を下回る状況が続いており、引き続きひっ迫していない。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、コスト高が続く中で省力化投資も期待される。もっとも、中東情勢の悪化を背景にした景気の不透明感が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、Census、Haver Analytics より大和総研作成

米国経済見通し

2026年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.0%と2025年10-12月期の同+0.5%から加速した。内訳を見ると、政府支出が10-12月期に発生した政府閉鎖からの反動増となり、全体を押し上げた。また、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）に関しては同+2.5%と加速した。住宅投資は落ち込み、個人消費は減速したが、AI関連投資などによって設備投資が押し上げられた。2025年以降は設備投資の伸びが、屋台骨である個人消費の伸びを上回ることが多く、米国経済は投資主導の経済成長となっている。

2026年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.6%と、減速を見込んでいる。原油高によるガソリン価格の高騰が重石となり、個人消費が伸び悩むと想定している。設備投資は1-3月期から減速するが、引き続きAI関連投資等がけん引し、個人消費を上回るペースで推移すると見込む。投資主導の成長モデルに大きな変化はない。

足元のインフレ再加速を背景に、市場では2026年内の利上げを織り込んでいる。現在の米国経済が金融環境の変動に左右されやすい投資主導の成長モデルであることを踏まえれば、実際に利上げフェーズへと移行すれば、景気の下振れリスクは高まることになる。5月22日に就任したウォーシュ新FRB議長には、インフレへの警戒を維持しつつも、景気の下振れリスクに配慮し、過度な引き締めには傾かないバランス感覚が求められる。

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	0.5	2.0	1.6	1.8	2.1	2.2	2.1	2.1	2.0	2.1	2.0	2.1
個人消費	0.6	2.5	3.5	1.9	1.6	1.3	1.7	2.0	2.2	2.2	2.2	2.1	2.6	1.9	2.0
設備投資	9.5	7.3	3.2	2.4	10.4	3.3	3.1	3.1	2.9	2.9	2.8	2.8	4.1	5.0	3.0
住宅投資	-1.0	-5.1	-7.1	-1.7	-8.0	4.0	1.7	2.2	2.4	2.4	2.3	2.2	-2.2	-2.5	2.4
輸出	0.2	-1.8	9.6	-3.2	12.9	2.6	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1	1.6	4.4	2.0
輸入	38.0	-29.3	-4.4	-1.0	21.4	3.3	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	2.4	2.7	2.9	2.3
政府支出	-1.0	-0.1	2.2	-5.6	4.4	0.8	0.9	1.9	1.5	1.3	1.3	1.4	1.1	0.6	1.4
国内最終需要	1.4	2.4	2.8	0.6	2.8	1.6	1.8	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	2.4	2.0	2.1
民間最終需要	1.9	2.9	2.9	1.8	2.5	1.8	1.9	2.2	2.3	2.3	2.3	2.2	2.6	2.2	2.2
鉱工業生産	4.2	1.8	2.1	-1.8	2.1	3.4	1.5	2.3	2.4	2.4	2.4	2.3	1.1	1.5	2.3
消費者物価指数	3.7	1.7	3.1	2.5	3.6	6.7	2.6	1.1	3.0	2.3	2.1	1.4	2.7	3.5	2.5
失業率(%)	4.1	4.2	4.3	4.5	4.3	4.4	4.5	4.5	4.4	4.4	4.4	4.3	4.3	4.4	4.4
貿易収支(10億ドル)	-384	-188	-179	-160	-173	-171	-171	-167	-166	-165	-166	-166	-912	-682	-663
経常収支(10億ドル)	-438	-248	-239	-191	-202	-198	-196	-190	-187	-185	-183	-183	-1116	-786	-738
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	3.57	3.92	3.95	3.92	3.89	3.86	3.83	3.80	3.81	3.84	3.85
10年債利回り(%)	4.45	4.36	4.26	4.10	4.20	4.42	4.42	4.28	4.23	4.20	4.17	4.14	4.29	4.33	4.19

(注1) 網掛けは予想値。2026年5月26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 家計主導の景況感悪化

製造業では駆け込み需要が下支え/英国では政治不安がリスクに

橋本 政彦

[要約]

- 1-3月期のGDP統計ではユーロ圏経済の成長ペースの鈍化が確認されたが、4月に入って景況感指数はさらに大きく落ち込んでおり、ユーロ圏の減速懸念は一層高まっている。
- とりわけ足元で悪化が顕著なのは消費者マインド、および家計との関連性が強いサービス業であり、その一方で製造業の景況感は相対的に底堅い。ただし、足元の製造業の底堅さはコスト上昇と供給制約に備えた駆け込み需要が影響している可能性があり、先行きは下振れリスクが大きい。
- インフレ率の上振れリスクが高まっていることを認めつつ、ECBは4月の理事会で政策金利の据え置きを決めた。ECBのインフレ率見通しの前提となる原油価格は、前回、3月見通し時点での想定を上回って推移しており、次回、6月に改訂される経済見通しでは、インフレ率見通しが上方修正される可能性が高い。また、ECBはエネルギー価格が高止まりする期間が長引けば、インフレ率や経済活動に与える影響が強まるとの見方を示していることから、6月の理事会でECBが利上げに踏み切ったとしても違和感はない。
- 英国ではイラン情勢という外的要因に加えて、政治不安という国内要因によるリスクが高まっている。5月7日に行われた地方選挙で大敗した与党・労働党内ではスターマ首相への批判が強まっており、党首選挙実施に向けた動きが進展している。党首選は早くても夏場開催される見通しであり、当面は政治的な不安定さが企業・家計のマインドに悪影響を及ぼす可能性に注意が必要である。また、仮に首相交代が実現すれば、政策の変化に加えて、財政規律が維持されるかが注目点となる。

ユーロ圏経済

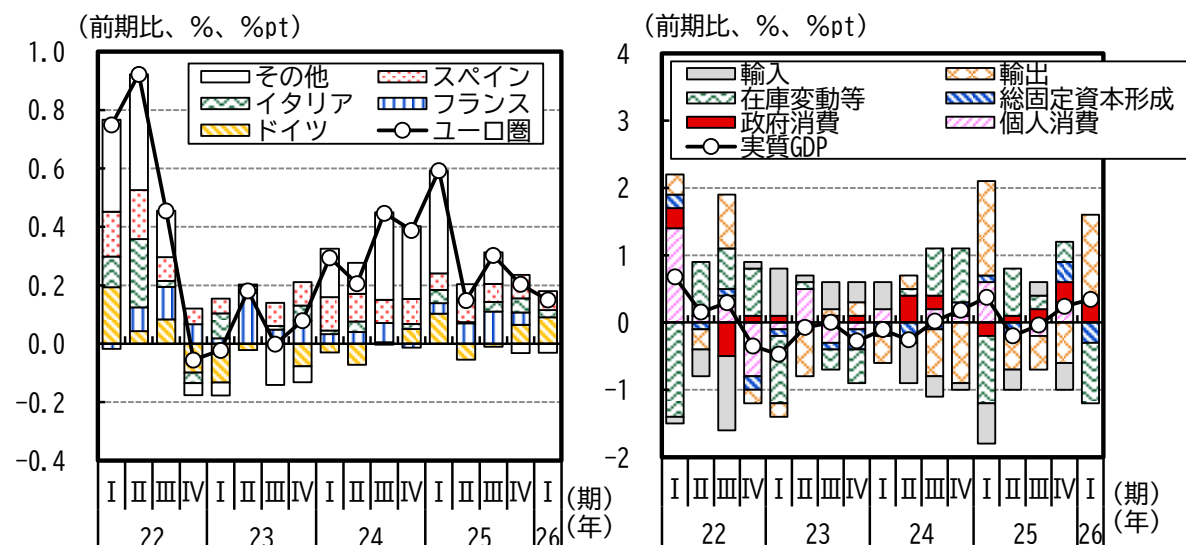
1-3 月期 GDP はかろうじてプラス成長を維持も、前期から減速

ユーロ圏の 2026 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率（改定値）は前期比+0.1%と、速報値と同じ伸びとなった。成長率は米国の追加関税本格化前の駆け込み需要からの反動減で減速した 2025 年 4-6 月期以来の低さであり、プラス成長ながら緩慢な成長にとどまったことが改めて確認された。

個別国の成長率を見ていくと、成長率が公表される 16 カ国の中ではフィンランドが前期比+0.9%と最も高い伸びとなり、これにブルガリア（同+0.7%）、スロベニア（同+0.7%）、エストニア（同+0.6%）、スペイン（同+0.6%）が続いた。スペインでは、個人消費、総固定資本形成がいずれも増加し、内需主導の底堅い成長が続いており、スペインの高成長がユーロ圏全体をけん引する構図は 1-3 月期も続いた。ただし、スペインの成長率は前期の同+0.8%からわずかに縮小している。また、イタリア（同+0.2%）、オランダ（同+0.1%）でも前期から成長幅が縮小し、フランスはゼロ成長となった。1-3 月期は経済規模が大きい国の多くで成長ペースの鈍化が見られており、これがユーロ圏全体として成長率が低下する要因となった。

他方、主要国の中で例外となったのはドイツであり、ドイツの成長率は前期比+0.3%と、前期（同+0.2%）から成長ペースが加速し、国別に見たユーロ圏全体の成長率への寄与度は最大となった。成長率の押し上げに寄与したのは、政府消費が同+1.1%と増加したこと、および輸出が同+3.3%と 4 四半期ぶりの増加に転じたことである。政府消費の増加は 4 四半期連続であり、財政支出が景気の下支え要因になっていることがうかがえる。一方、個人消費は前期から横ばい、総固定資本形成は同▲1.5%と冴えない結果となっており、前期から成長率が加速したとはいえ、全面的にポジティブな結果とはいえない。

図表 1 ユーロ圏の実質 GDP 成長率と国別寄与度（左）、ドイツの実質 GDP 成長率（右）



(出所) Eurostat、ドイツ連邦統計局より大和総研作成

4月はインフレが加速、景況感は一段と低下

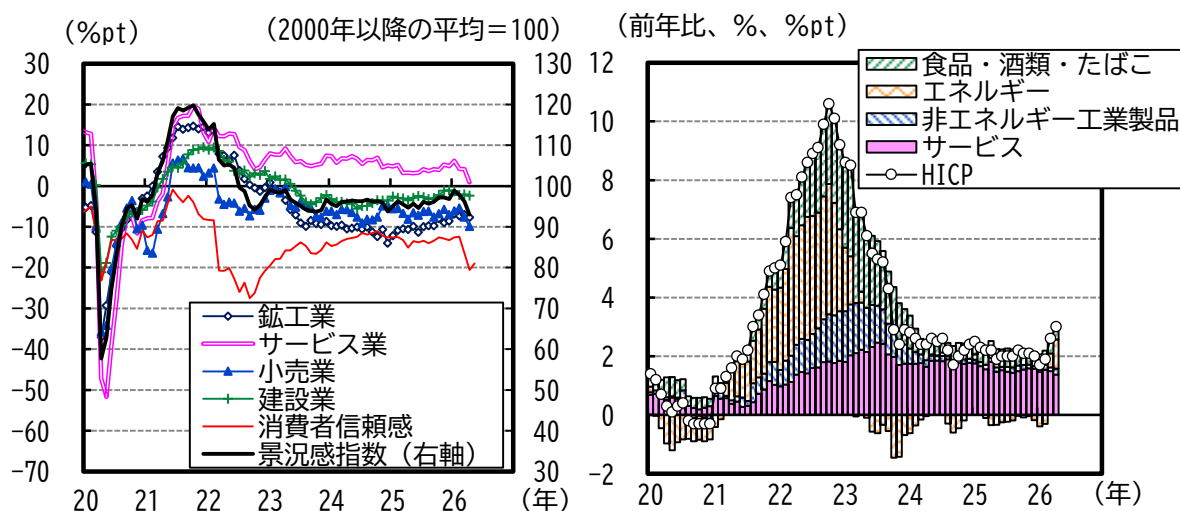
1-3月期に減速が見られたユーロ圏経済は、4-6月期に入ってさらに減速感が強まっている。欧州委員会が公表するユーロ圏景況感指数（総合）は、イランでの戦争勃発、エネルギー価格の急騰を受け3月に前月差▲1.6ptと大きく低下したが、4月はここからさらに同▲3.2ptと大きく低下し、2020年11月以来の低水準となった。全体を構成する5つの構成指数のすべてが前月から低下したが、特に消費者信頼感指数の落ち込み（同▲4.2pt）が大きく、全体を押し下げた。

4月に入って消費者信頼感指数が落ち込んだのは、イランでの戦争、商品市況の上昇を受け、インフレ率が一層加速したためとみられる。欧州委員会が調査するユーロ圏家計の物価見通し（今後1年間）は3月に前月差+17.2ptと跳ね上がったが、4月も同+5.6ptとさらに上昇し、2022年4月以来の高さとなった。

実際のインフレ率の動向を見ると、2026年4月のユーロ圏のHICP（消費者物価指数）は前年比+3.0%と3月の同+2.6%から加速し、2023年9月以来の高い伸びとなった。エネルギー価格は同+10.8%と大幅に上昇し、HICPへの寄与度が3月の同+0.5%ptから4月は同+1.0%ptに拡大したことがHICP加速の主因となっている。エネルギー価格の上昇は引き続きガソリン価格中心であり、ガソリン価格は3月の大幅な上昇（前月比+14.8%）に続いて4月も同+5.9%と上昇し、前年比では+23.9%と2022年9月以来の上昇幅となった。

一方、エネルギー以外のインフレ率については4月の段階では落ち着いている。食品・酒類・たばこの上昇率は前年比+2.4%と、3月と変わらなかった。また、エネルギー、および食品・酒類・たばこを除いたコアHICPは同+2.2%と、2ヵ月連続で上昇幅が縮小している。コア財（非エネルギー工業製品）価格の伸びは同+0.8%と前月の同+0.5%から加速したものの、サービス価格の伸びは同+3.0%と前月から縮小し、2022年3月以来の低さとなった。

図表2 ユーロ圏の景況感指数と内訳（左）、ユーロ圏のHICP（右）



(注) 左図の消費者信頼感指数の直近値は2026年5月、他は同年4月。

(出所) 欧州委員会、Eurostat より大和総研作成

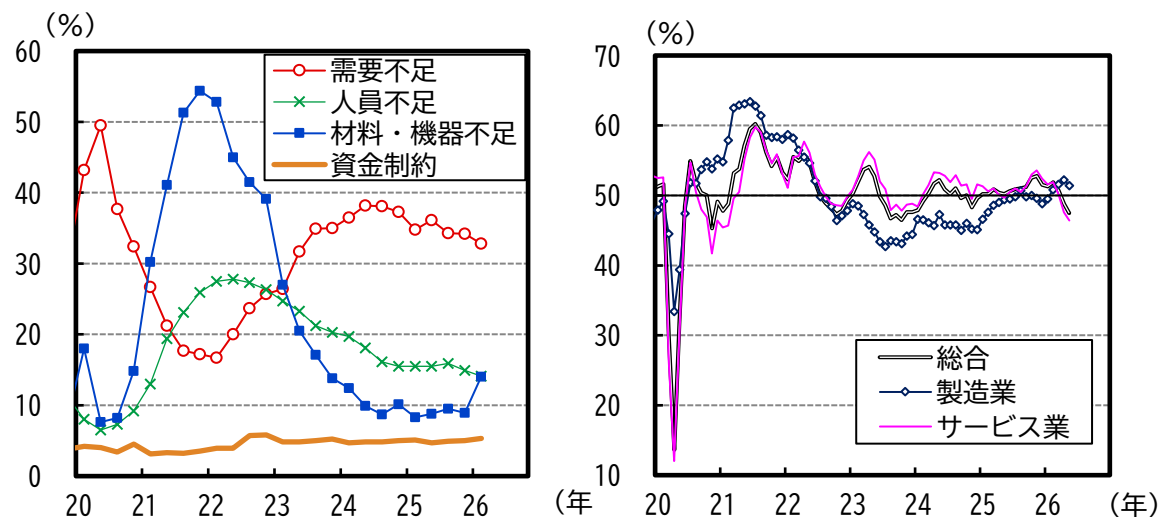
サービス業の景況感が一層低迷する一方、製造業は底堅い

4月の景況感指数では、消費者信頼感のみならず企業部門の景況感も軒並み悪化したが、低下幅はサービス業（前月差▲3.2pt）と小売業（同▲2.3pt）で特に大きかった。これは両業種が個人消費の動向の影響を受けやすいためとみられ、インフレ率の再加速による家計の購買力低下と消費者マインドの悪化によって、家計の支出が抑制され始めていることを示唆する。

他方、企業部門の中でも、建設業（前月差▲0.3pt）、鉱工業（同▲0.7pt）は、比較的小幅な悪化にとどまった。両業種での景況感の悪化が緩やかだったのは、消費者マインド悪化の影響を受けづらいことに加え、将来的なコスト上昇や供給制約への懸念が駆け込み需要を喚起し、受注や生産の押し上げに作用したためとみられる。

鉱工業の供給制約の状況に関して、欧州委員会が四半期ごとに調査する生産阻害要因を確認すると、2026年4月調査では「材料・機器不足」を挙げる企業の割合は14.0%と、前回調査（8.9%）から大きく上昇しており、供給制約が強まりつつあることが明らかになっている。ただし、足元の水準は、コロナ禍によって深刻な供給制約が発生した2021年～2023年前半と比べれば低い。2026年4月の段階で生産阻害要因として最も割合が高いのはなおも「需要不足」であり、供給制約はまださほど深刻ではない。

図表3 製造業の生産阻害要因（左）、ユーロ圏のPMI（右）



（出所）欧州委員会、S&P Global より大和総研作成

5月の景気動向に関して、景況感指数に先立って公表された消費者信頼感指数の5月速報値は前月差+1.6ptと悪化に歯止めが掛かる形となった。だが、3、4月の大幅な落ち込みによって消費者信頼感指数の水準は低いままであり、決して好調とはいえない結果である。消費者マインドの低迷が続く中、サービス業は一層停滞感を強めており、5月のPMI（速報値）では、サービス業PMIが同▲1.2ptと低下し、2021年2月以来の低さまで落ち込んだ。製造業PMIも同▲0.8ptと前月から低下したが、基準となる50%を上回る水準は維持しており、引き続き底堅

さを維持している。

もつとも、経済全体に占めるウエイトは製造業よりもサービス業のほうが大きく、製造業の底堅さは経済全体を下支えするには力不足とみられる。実際、付加価値ウエイトで合成される PMI 総合は²³、サービス業の悪化に引っ張られる形で5月は前月差▲1.3ptと3ヵ月連続で低下し、47.5%と基準となる50%を大幅に下回った。また、底堅く推移する製造業についても、駆け込み需要が生産や景況感を押し上げていることに鑑みれば、これはいずれ剥落する可能性が高く、先行きは下振れリスクが大きい。

原油の高止まりが続く中、ECBは6月理事会で利上げへ

4月29・30日に開催された理事会で、ECBは7会合連続となる政策金利の据え置きを決定した。ECBはインフレ率の上振れリスクが高まっていることを認めつつ、3月時点で想定した経路に概ね沿って推移していること、また、エネルギー価格上昇の二次的な影響がほとんどみられていないこと、長期的な期待インフレ率が2%近辺で推移していることを政策金利据え置きの根拠として説明した。その上で、ECBは足元の不確実性に対処するために「良い位置」にいるという姿勢に変化はなく、金融政策の先行きについてはデータ次第で、会合ごとに判断していくという従来の方針を維持している。

6月10・11日に行われる次回の理事会では、直前までに手に入るデータを元に金融政策が判断されることになるが、通常の経済指標に加えて、経済見通しの改定がECBにとって重要な判断材料となると見込まれる。特に注目されるのが、予測の前提となる原油価格の修正によって、インフレ率の見通しがどう変化するかである。

ECBが3月に公表した前回の見通しでは、原油価格（ブレント）の前提は2026年1-3月期が75.1ドル/bbl、ピークとなる2026年4-6月期は89.9ドル/bblとされていた。しかし、実際の原油価格は1-3月期が80.2ドル/bblとなり、その後、4月末には一時、120ドル台を突破した。4月1日から本稿執筆時点（英国時間5月26日）までの平均値は103.8ドル/bblであり、3月見通しでの4-6月期の想定から10%以上高い水準にある。3月の見通しで公表された2つのリスクシナリオでは、2026年4-6月期時点の原油価格の前提を、119ドル/bbl（Adverse scenario）、145ドル/bbl（Severe scenario）としており、リスクシナリオに比べればまだ原油価格は低い。だが、6月の経済見通しの改定では、基本シナリオにおけるインフレ率見通しは上方修正される公算が大きい。

また、声明文でも言及されているように、ECBはエネルギー価格が高止まりする期間が長引けば、インフレ率や経済活動に与える影響が強まるとの見方を示している。3月時点の想定よりも原油価格の高止まりが長引いていることは、エネルギー価格による直接的なインフレ率の押し上げ効果が大きくなるのみならず、そこからの波及効果を強め得る。こうした事情を踏ま

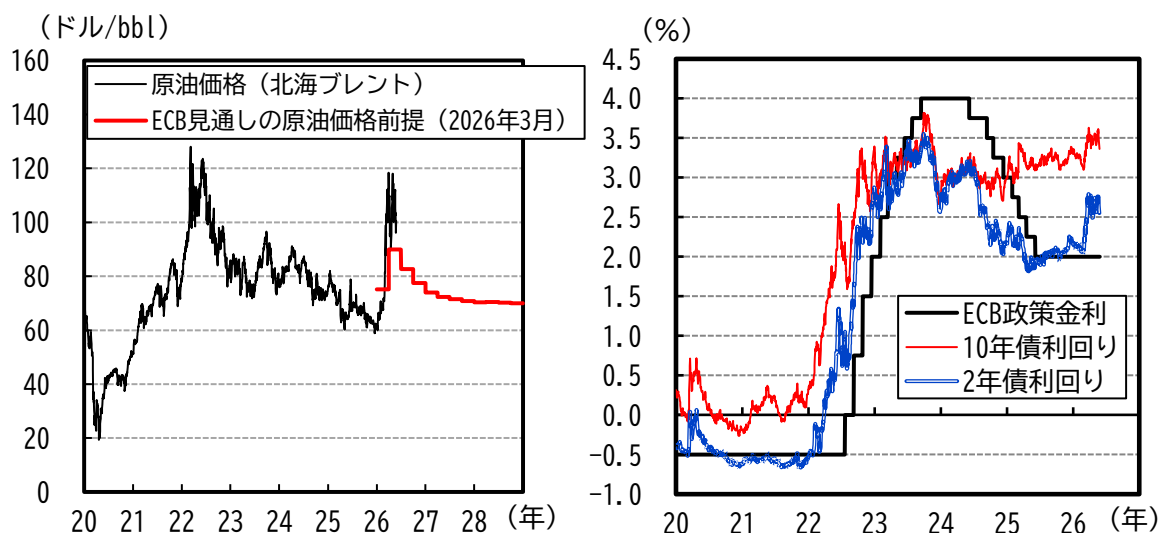
²³ 総合 PMI は製造業 PMI の構成指数である生産指数と、非製造業 PMI の加重平均。

えれば次回、6月の理事会でECBが利上げに踏み切ったとしても違和感はない。

もちろん利上げを実施すれば、景気の下押しに作用することになる。ただし、短期金融市場では6月の利上げを90%以上、12月までに2回強の利上げを織り込んでいる。また、利上げの織り込みによって2年債や10年債の利回りは3月以降大きく上昇しており、6月にECBが利上げを実施したとしても市場金利への影響は大きくないとみられる。金利経由での経済への影響も限られることになるだろう。

金融政策は金融市場の動きによって規定されるべきものではないが、ECBが6月の理事会で利上げを見送るとすれば、ECBのインフレ目標達成に向けた政策運営に対する信認は低下しかねない。金融政策への信認低下は、期待インフレ率の不安定化を招き、今後の金融政策運営を一層難しくする可能性がある。大和総研では、6月の理事会までに米国とイランの交渉が進展し、原油価格が現状よりも急低下することがない限り、6月の理事会では0.25%ptの利上げが実施されると予想する。

図表4 原油価格とECB見通しの前提（左）、ユーロ圏の政策金利と2年債・10年債利回り（右）



(出所) ECB、Bloomberg より大和総研作成

英国経済

1-3 月期 GDP は前期から成長ペースが加速

英国の2026年1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%（前期比年率+2.5%）と前期から成長ペースが加速し、2024年4-6月期以来の高い成長率となった。

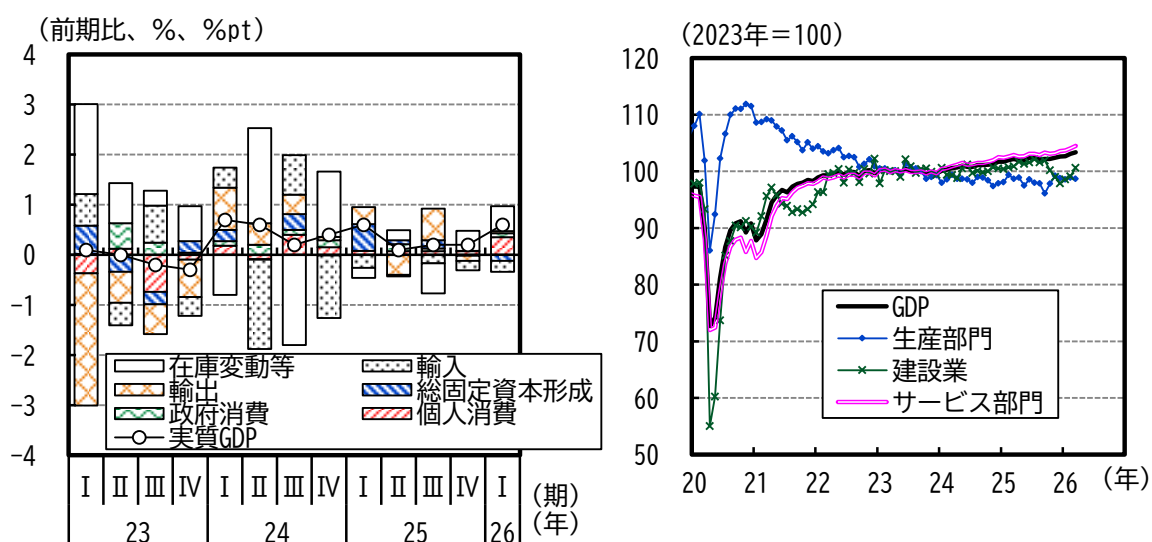
需要項目別で最大の押し上げ要因となったのは個人消費が前期比+0.6%と好調だったことである。家庭用財・サービス（同+1.5%）、衣服・履物（同+1.1%）、教育（同+1.0%）、飲食料品（同+0.9%）、娯楽（同+0.8%）など、幅広い品目で増加しており、中身も総じて良好である。個人消費の裏付けとなる名目雇用者報酬は前期比+1.7%と増加し、実質雇用者報

酬（個人消費デフレーターで実質化、大和総研による試算値）も同+0.9%と前期から増加ペースが加速しており、所得の増加が個人消費を押し上げた。

一方、総固定資本形成は前期比▲0.6%と2四半期連続で減少し、減少幅が前期から拡大する軟調な結果となった。ただし、減少の最大の要因は、前期に大きく増加していた公共投資で反動減（同▲3.9%）があったことである。民間部門では、企業設備投資が同+0.7%、住宅投資も同+0.4%といずれも小幅ながら増加しており、底堅い結果であったといえる。

外需に関しては、輸出は前期比+0.1%とほぼ横ばいであった。機械や輸送用機器の増加を主に財輸出は同+1.0%と増加したものの、サービス輸出が同▲0.5%減少し、全体の伸びを抑制した。一方、輸入は財輸入を中心に同+0.6%と、輸出よりも大きく増加したため、外需（純輸出）の寄与度は前期比▲0.2%ptと2四半期連続のマイナスとなった。

図表5 英国の実質 GDP 成長率と需要項目別寄与度（左）、月次 GDP と業種別内訳（右）



(出所) ONS より大和総研作成

イランでの戦争によって経済を取り巻く環境が2026年3月から急変したのは英国も同様である。そこで1-3月期のGDPの動きを月次ベースで確認すると、1月は前月から横ばい、2月が前月比+0.4%となった後、3月も同+0.3%とプラス成長を維持した。市場予想（Bloomberg調査、以下同）では、3月は同▲0.1%と減少が見込まれていたが、英国経済は3月も意外にも底堅く推移した。

3月の月次GDPを業種別に見ると、建設業が同+1.5%と好調だったほか、サービス業が同+0.3%と増加した。一方、生産部門は同▲0.2%と減少に転じたが、これは鉱業（同▲2.3%）、電気・ガス（同▲4.3%）、水道（同▲1.6%）が減少したためである。生産部門の中心である製造業は3月も同+1.2%と増加し好調だった。

ただし、3月のGDPの増加に関してONS（英国国家統計局）は、コストの上昇を先取りする動きがあったとコメントしている。こうした動きが特に顕著だったのは家計によるガソリンの駆

け込み需要であり、3月の実質小売売上高では、自動車燃料が前月比+6.7%と大幅に増加し全体を押し上げた。一方、4月はその反動減により自動車燃料が同▲10.2%減少し、実質小売売上高全体でも同▲1.3%と大きく落ち込んだ。3月に大幅な増加が見られた製造業の生産でも、4月以降、反動減が発生する可能性には注意が必要である。

4月のCPIは特殊要因もあり想定以上に減速

目先の景気の先行きを占う上での最大のポイントとなるインフレ率の動向を見ていくと、2026年4月のCPIは前年比+2.8%と、前月の同+3.3%から上昇幅が縮小した。

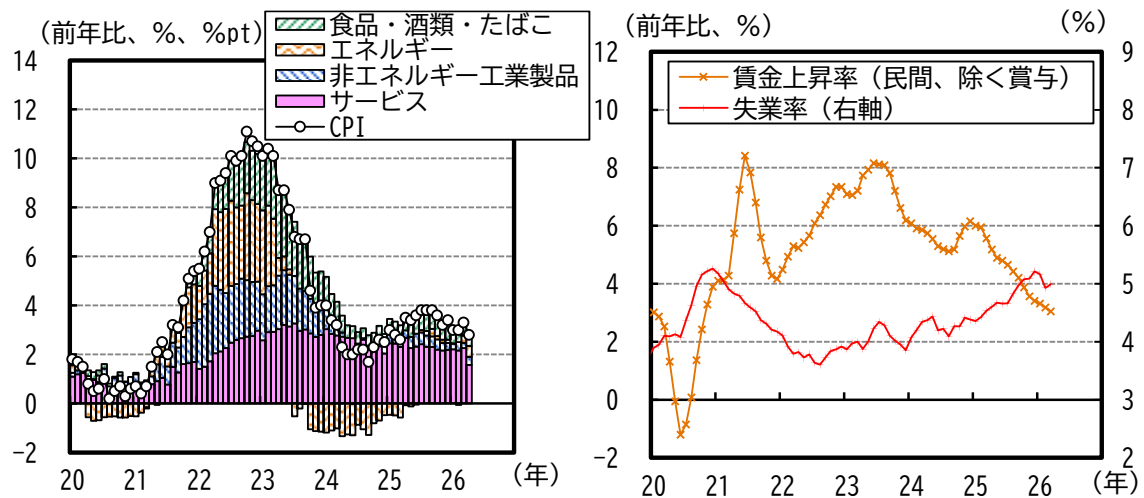
内訳では、コアCPIが前年比+2.5%と、前月の同+3.1%から鈍化し、これがCPI全体を押し下げた。特にサービス価格の急減速（3月：同+4.5%→4月：同+3.2%）がコアCPIの上昇幅縮小の要因となったが、これは2025年4月の水道料金の値上げの影響が剥落したことの効果が大きい。また、イースター休暇のずれの影響によって航空運賃が▲13.2%と大きく低下したこともサービス価格を押し下げた。コアCPIの中でも、財（非エネルギー工業製品）価格については、家具・家電、衣料品での上昇幅拡大により、同+1.1%と前月（同+0.7%）から伸びが加速している。

エネルギー価格は3月の同+4.9%から、4月は同+7.1%と上昇幅が拡大した。ただし、エネルギーのうちガソリン・燃料が同+26.0%と大幅に上昇する一方で、電気・ガス代が同▲8.9%と低下に転じており、これによってエネルギー価格の上昇が抑えられている。Ofgem（ガス・電力市場局）が定める電気・ガス価格の上限は、商品市況の動きに遅れることに加え、2025年の秋季予算に盛り込まれたエネルギー価格抑制策が4月から施行されたことが押し下げに寄与した。

4月のCPIの上昇幅縮小自体は想定通りの結果であったものの、市場予想（同+3.0%）を下回り、BOEが4月に公表した経済見通しの予想値（同+3.0%）も下回った。また、4月の金融政策委員会後に公表された労働統計では、失業率の上昇と、BOEが特に注視する民間部門の賃金（除く賞与）の上昇ペースの鈍化が確認されており、次回6月の金融政策委員会では、BOEは政策金利を据え置き、様子見姿勢を続ける可能性が高い。

だが、既述した通り、4月のCPIの想定以上の鈍化には政策要因や、特殊要因による一時的な動きも含まれている。3月以降の商品市況の上昇が電気・ガスの価格上限に反映される7月以降、エネルギー価格によるCPIの押し上げはさらに拡大する公算が大きい。また、電力価格の引き上げは、直接的にCPIを押し上げるのみならず、企業のコスト上昇要因となり、これが価格転嫁されることで、インフレ率を押し上げると見込まれる。さらに、4月にCPIの押し下げに作用した航空運賃も、エネルギー価格の上昇に遅れて再び上昇に転じる公算が大きい。インフレ率は当面、上振れリスクが高い状況が続くと見込まれ、BOEは利上げの選択肢を残しつつ、状況を注視していくことになる。

図表6 英国の消費者物価指数（左）、英国の失業率と民間部門賃金（右）



(注) 右図のデータは3ヵ月後方移動平均値。
 (出所) ONS より大和総研作成

国内政治不安が英国経済のリスクに

ここまで見てきた通り、英国経済もイラン情勢という外的要因に大きく左右される状況が続いているが、これに加えて、政治不安という国内要因によるリスクも高まっている。

5月7日に実施されたイングランド地方議会、およびウェールズ、スコットランド議会選挙では、事前の予想通り、労働党、保守党の二大政党が大きく議席を失った。イングランドの地方議会選挙では、労働党が1,498議席減の1,068議席、保守党が563議席減の801議席となる一方、リフォームUKが1,452議席増の1,454議席を獲得した。また、緑の党も441議席増の587議席と大幅に議席を増やしている（出所：BBC）。ウェールズの議会選挙では、労働党がこれまで27年間維持してきた第一党の座をプライド・カムリ（ウェールズ党）に譲る結果となった。

地方選挙での大敗を受け、与党・労働党内部ではキア・スターマー首相が責任を取って辞任すべきとの意見が高まっている。こうした中、保健相を務めていたウェス・ストリーティング氏は同職を辞任し、党首選挙に立候補する意向を示した。労働党の規則では、党首選挙が開催されるためには、労働党下院議員の20%、現状であれば81人以上の支持の上での立候補が必要となるが、ストリーティング氏は既にこれに必要な支持を党内で得ているとみられる。

また、ストリーティング氏以外では、グレーター・マンチェスター市長のアンディ・バーナム氏が党首選に立候補する意向を示している。バーナム氏は現在、下院議員ではないため、党首選に出馬する権利を持たない。だが、同氏に議席を譲るため、イングランド北西部のメイカーフィールド選挙区のジョシュ・サイモンズ議員が辞職し、補欠選挙が実施されることになった。労働党の全国執行委員会はバーナム氏の補欠選挙への出馬を認めたことから、補欠選挙で勝利すればバーナム氏も党首選への立候補が可能となる。

こうした政権与党内での対立による政治・政策の不透明感は、企業や家計の景況感にマイナスに働く可能性が高い。実際、5月の英国のPMIは、サービス業を中心に大きく前月から低下したが、国内政治の先行きを巡る不透明感が悪化の一因になったことが指摘されている。

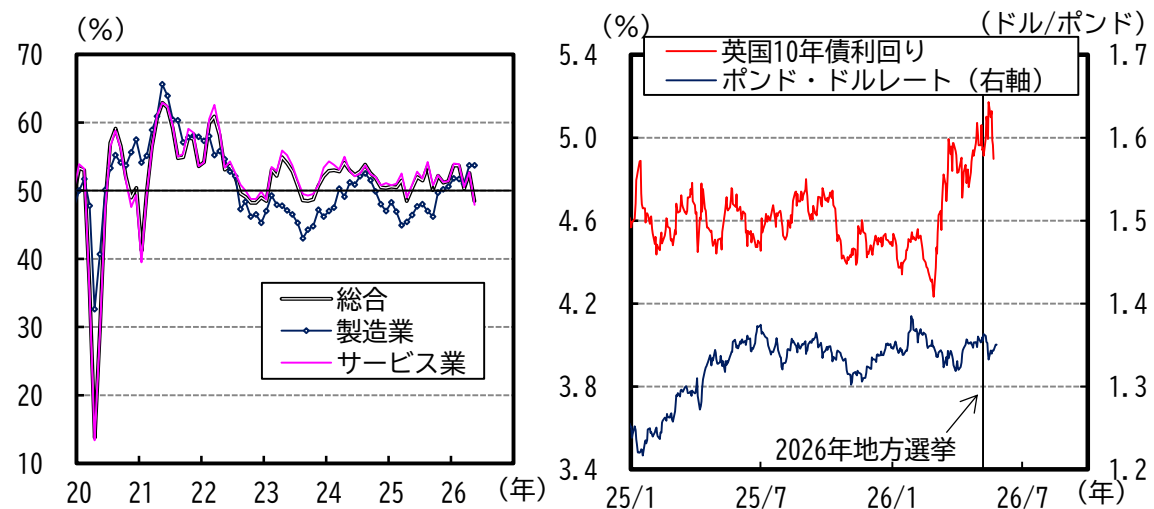
加えて、政権の動揺、特に党首交代による政策の変化は金融市場にも影響を及ぼしうる。目下、金融市場で強く意識されているのは、スターマー首相が交代することによって、これまで労働党政権が固辞してきた財政規律が緩むことへの懸念である。実際、地方選挙での労働党の敗退後、スターマー首相の辞任観測が高まると、一時、英国債金利の上昇、ポンド安が進んだ。

バーナム氏は労働党内でも左派寄りの人物であり、マンチェスター市長としてもバスの再公営化、社会住宅の建設などに取り組むなど、拡張財政に前向きとみられる。金融市場への配慮から、バーナム氏は首相になったとしても現行の財政ルールを変えないと明言しているが、仮に同氏が次期首相となった場合、金利上昇、通貨安圧力は高まりやすいとみられる。一方、ストーリーティング氏は労働党内でも右派と目されているが、財政面では富裕層に対するキャピタルゲイン課税の強化を掲げており、やはり金融市場にとっては不安材料である。

今後の政治スケジュールとしては、メイカーフィールド選挙区での補欠選挙が6月18日に実施される予定であり、その結果が判明してから党首選へと進むと見込まれる。党首選は早くても夏場開催される見通しであり、当面の間、政治的に不安定な状況が続くことになる。

また、リスクシナリオとして、補欠選挙でバーナム氏が敗退する可能性にも一定の注意が必要だろう。メイカーフィールド選挙区は伝統的に労働党の基盤が強い地域であり、また、バーナム氏の知名度、労働党支持者からの好感度の高さからすれば、同氏が勝利する可能性が高いとみられている。だが、同選挙区でも近年はリフォームUKへの支持が高まっているため、波乱が起こる可能性は否定できない。仮にバーナム氏が補欠選挙で敗退した場合、同氏を支持する労働党内左派は別の議員を党首候補として擁立すると見込まれるが、政権の混乱が一層長引く可能性が高まる。まずは6月18日に行われる補欠選挙の結果が注目される。

図表7 英国のPMI（左）、英国の長期金利とポンドの対ドルレート（右）



(出所) S&P Global、Bloomberg より大和総研作成

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%	0.6%	0.4%	0.9%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	0.8%	1.3%
家計消費支出	1.3%	1.3%	1.1%	1.7%	0.6%	0.2%	0.7%	1.0%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	1.5%	0.9%	1.1%
政府消費支出	-0.7%	1.9%	2.7%	2.1%	1.7%	0.5%	0.8%	1.0%	1.6%	1.5%	1.3%	1.1%	1.6%	1.5%	1.2%
総固定資本形成	11.2%	-5.6%	5.1%	2.7%	2.2%	1.0%	2.2%	2.5%	2.3%	1.8%	2.0%	2.2%	3.0%	1.9%	2.1%
輸出	10.0%	-1.8%	3.3%	-1.6%	1.0%	0.0%	1.0%	1.8%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.3%	2.0%	1.8%
輸入	9.7%	-0.2%	7.2%	-0.7%	1.9%	0.2%	1.3%	2.0%	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%	3.7%	1.5%	2.0%
	前年同期比 (除く失業率)														
国内総生産	1.6%	1.6%	1.4%	1.3%	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	0.8%	1.3%
家計消費支出	1.7%	1.8%	1.4%	1.4%	1.2%	0.9%	0.8%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.3%	1.5%	0.9%	1.1%
政府消費支出	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%	2.1%	1.8%	1.3%	1.0%	1.0%	1.2%	1.3%	1.4%	1.6%	1.5%	1.2%
総固定資本形成	2.5%	3.6%	3.3%	3.2%	1.0%	2.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.2%	2.1%	2.1%	3.0%	1.9%	2.1%
輸出	2.7%	0.7%	2.9%	2.4%	0.2%	0.7%	0.1%	0.9%	1.2%	1.7%	2.0%	2.1%	2.0%	0.5%	1.8%
輸入	4.1%	2.8%	4.2%	3.9%	2.0%	2.1%	0.7%	1.4%	1.5%	2.0%	2.3%	2.4%	3.7%	1.5%	2.0%
鉱工業生産 (除く建設)	1.6%	1.2%	1.4%	1.9%	-1.2%	-0.5%	-0.2%	0.0%	1.5%	1.8%	2.0%	2.1%	1.5%	-0.5%	1.9%
実質小売売上高	2.5%	3.1%	2.0%	2.2%	1.6%	0.4%	0.3%	-0.2%	0.2%	0.7%	0.9%	1.1%	2.4%	0.5%	0.7%
消費者物価	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	2.0%	3.2%	3.3%	3.4%	2.9%	1.9%	1.9%	2.0%	2.1%	3.0%	2.2%
生産者物価	2.4%	0.6%	-0.1%	-1.2%	-1.0%	5.5%	5.5%	5.8%	4.9%	2.5%	2.7%	2.9%	0.4%	3.9%	3.2%
失業率	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.2%	6.3%	6.3%	6.2%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.3%	6.3%	6.1%
	10億ユーロ														
貿易収支	57.4	29.8	29.6	29.3	21.1	10.5	13.8	16.8	19.5	22.0	24.3	26.6	146.1	62.1	92.5
経常収支	74.9	80.6	52.3	61.8	80.6	75.3	77.5	79.7	81.6	83.4	84.8	86.5	269.6	313.1	336.3
国債10年物 (期中平均)	2.58%	2.55%	2.69%	2.72%	2.85%	3.03%	3.03%	3.05%	3.04%	3.01%	2.98%	2.95%	2.63%	2.99%	2.99%
政策金利 (未値)	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.00%	2.25%	2.25%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2026年5月26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	2.3%	0.6%	0.7%	0.6%	2.5%	-0.4%	1.3%	1.6%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.1%	1.3%
家計消費支出	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	2.4%	-0.8%	0.7%	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	0.8%	0.8%	0.9%
一般政府消費支出	0.0%	2.8%	1.1%	0.2%	1.5%	1.0%	1.1%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.6%	1.1%	1.1%
総固定資本形成	11.7%	1.6%	3.2%	-0.4%	-2.5%	1.3%	2.7%	2.9%	2.5%	2.3%	2.1%	2.1%	4.3%	0.6%	2.4%
輸出	4.3%	-4.9%	8.1%	-1.2%	0.4%	1.2%	2.3%	3.0%	3.1%	2.7%	2.5%	2.4%	2.1%	1.2%	2.7%
輸入	3.0%	0.4%	2.0%	2.2%	2.6%	0.7%	1.7%	2.2%	2.8%	2.5%	2.4%	2.3%	4.2%	1.8%	2.3%
	前年同期比 (除く失業率)														
国内総生産	1.8%	1.4%	1.3%	1.0%	1.1%	0.8%	1.0%	1.3%	1.0%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.1%	1.3%
家計消費支出	0.9%	1.2%	0.6%	0.5%	0.9%	0.6%	0.7%	0.8%	0.5%	1.0%	1.1%	1.2%	0.8%	0.8%	0.9%
一般政府消費支出	2.1%	1.9%	1.6%	1.0%	1.4%	0.9%	1.0%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.6%	1.1%	1.1%
総固定資本形成	4.3%	4.8%	4.0%	4.0%	0.5%	0.4%	0.3%	1.1%	2.3%	2.6%	2.4%	2.2%	4.3%	0.6%	2.4%
輸出	3.9%	1.2%	2.0%	1.5%	0.5%	2.1%	0.7%	1.7%	2.4%	2.8%	2.8%	2.7%	2.1%	1.2%	2.7%
輸入	7.7%	2.2%	5.1%	1.9%	1.8%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	2.3%	2.4%	2.5%	4.2%	1.8%	2.3%
鉱工業生産	0.1%	-0.3%	-1.3%	0.7%	0.0%	0.5%	1.8%	0.7%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	-0.2%	0.7%	1.0%
実質小売売上高	0.4%	1.2%	1.6%	1.7%	2.5%	2.2%	1.4%	2.1%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	2.1%	1.1%
消費者物価	2.8%	3.5%	3.8%	3.4%	3.1%	3.0%	3.6%	3.4%	3.1%	2.7%	2.0%	2.1%	3.4%	3.3%	2.5%
失業率	4.5%	4.7%	5.0%	5.2%	5.0%	5.1%	5.2%	5.3%	5.2%	5.2%	5.1%	5.1%	4.9%	5.2%	5.2%
	10億英ポンド														
貿易収支	-55.0	-62.8	-60.1	-64.5	-66.0	-65.6	-65.0	-64.9	-65.0	-65.1	-65.2	-64.9	-242.3	-261.5	-260.2
経常収支	-21.4	-23.2	-10.7	-18.4	-20.5	-19.9	-19.3	-18.6	-18.4	-18.1	-17.8	-17.6	-73.7	-78.3	-71.8
国債10年物 (期中平均)	4.60%	4.57%	4.64%	4.52%	4.53%	4.97%	5.05%	5.02%	4.99%	4.95%	4.91%	4.88%	4.58%	4.89%	4.93%
政策金利 (未値)	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.50%	3.50%	3.50%	3.75%	3.75%	3.50%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2026年5月26日時点)。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国経済 2026年4月は急減速

固定資産投資は再び前年割れ、小売売上は微増にとどまる

齋藤 尚登

[要約]

- 2026年5月の米中首脳会談では、通商分野について、①米中双方で300億ドルの関税引き下げ交渉を行う、②中国は米国から200機の航空機を購入する、ことなどで合意した。総じて、「中国側の譲歩」を強調したい米国と、「相互交渉」を強調する中国との間の温度差が目立った印象だ。また、こうした合意事項は何らかのきっかけによって反故にされるケースがあることはこれまでの経緯が示す通りであり、今後の状況の変化には引き続き注視が必要である。
- 2026年4月16日に発表された1月～3月の実質GDP成長率は前年同期比5.0%（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）と予想を上回る結果となったが、5月18日発表の4月の主要経済統計は中国経済の急減速を示唆している。改善の兆しが見えない不動産不況を一因に1月～4月の固定資産投資は再び減少に転じ、逆資産効果や自動車・家電の補助金政策の反動などにより、4月の小売売上は0.2%増にとどまった。これに、中東情勢緊迫化による原油高などのコストプッシュの影響やセンチメントの悪化が拍車をかけた格好だ。
- 大和総研は、中国の実質GDP成長率は2025年の5.0%から2026年は4.5%に減速すると予想している。2026年の政府成長率目標である4.5%～5.0%の下限を辛うじて達成できるとの見立てだ。2027年は緩やかな減速が続き、4.2%程度となろう。

米中首脳会談、「建設的戦略的安定関係」の構築で合意

2026年5月13日～15日に米トランプ大統領は国賓として中国を訪問、14日～15日にかけて習近平国家主席との米中首脳会談が開催された。同会談で両首脳は「建設的戦略的安定関係」の構築で合意した。これは、今後3年間、あるいはさらに長い期間の米中関係に戦略的な指針を与えるものと位置付けられている。中国の発表によると、「建設的戦略的安定関係」とは、「協力を主とする積極的な安定、適度な競争を伴う好ましい安定、不一致をコントロールできる常態的安定、平和を見通せる永続的安定」でなければならないとしている。

米中首脳会談のポイントとコメントについては、2026年5月18日付の大和総研レポート「[米中首脳会談、余裕の中国と成果乏しい米国](#)」を参照されたい。ここでは、米ホワイトハウスが5月17日に発表した“Fact Sheet: President Donald J. Trump Secures Historic Deals with China, Delivering for American Workers, Farmers, and Industry”と、5月20日に行われた中国商務部の記者会見に基づき、米中の通商分野に的を絞って内容をまとめることにする。

両国の合意事項として確認されたのは、非センシティブ品目に関する二国間貿易を管理する貿易委員会と、投資関連問題について政府間で協議する投資委員会を設立することである。今後の二国間の関税引き下げ交渉はこの貿易委員会を通じて行われるとされる。ベッセント米財務長官によると、それぞれ300億ドル程度、中国商務部によると300億ドル以上の規模となる見通しである。中国通関統計によると、300億ドルは2025年の中国の対米輸出4,202.6億ドルの7.1%、対米輸入1,399.7億ドルの21.4%に相当する規模である。当然、関税率の引き下げは、米中両国にとってポジティブな話だ。

また、米国は、中国が米ボーイング社の航空機を200機購入するとし、中国商務部の記者会見でもこれが確認された。農産品について、米国のFact Sheetは「2025年10月の大豆輸入コミットメント²⁴に加え、2026年（按分ベース）、2027年、2028年に毎年170億ドル相当の米国の農産品を輸入する」と発表した。一方、中国商務部の記者会見では「農産品の双方向の貿易拡大に関する指針となる目標を設定した」と述べたが、具体的な期限や数字への言及はなかった。

さらに、米国にとって戦略的に重要なレアアースの中国からの輸入について、米国のFact Sheetは「中国は、リチウム、スカンジウム、ネオジム、インジウムを含むレアアースおよびその他重要鉱物に関連するサプライチェーンに関する米国側の懸念に対応する。また、中国は、レアアースの生産・加工設備や関連技術の販売禁止・制限に関する米国側の懸念にも対応する」と明記したが、中国商務部の記者会見での言及は一般論にとどまった。

総じて、「中国側の譲歩」を強調したい米国と、「相互交渉」を強調する中国との間の温度差が目立った印象だ。また、こうした合意事項は何らかのきっかけによって反故にされるケースがあることはこれまでの経緯が示す通りであり、今後の状況の変化には引き続き注視が必要である。

²⁴ 2025年10月に行われた米中首脳会談で、中国は2026年～2028年に米国から少なくとも毎年2,500万トンの大豆を輸入することで合意した。

中東情勢緊迫化の影響が顕在化、卸売物価は上昇加速

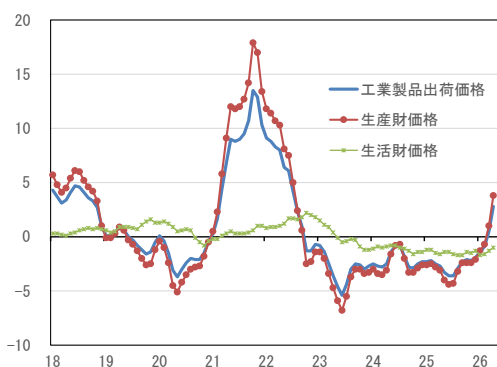
中国国家统计局によると、2026年4月の卸売物価（工業製品出荷価格）指数は前年同月比+2.8%（以下、断りのない限り変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、3年6カ月ぶりに上昇に転じた3月の+0.5%から加速した（図表1）。中東情勢の緊迫化により、原油や原材料の価格が上昇したことが主因である。4月は石油・天然ガス採掘業、石油・石炭その他燃料加工業、化学原料・化学製品製造業の出荷価格などが大きく上昇している。

工業製品出荷価格指数の内訳を見ると、生産財価格指数は+3.8%（うち採掘工業品価格指数は+10.6%、原材料工業品価格指数は+7.1%、加工工業品価格指数は+1.5%。図表2）に加速した一方で、生活財価格指数は▲1.0%と下落が続いた。生産財価格の上昇が生活財価格に波及するにはタイムラグがあるとみられるが、供給過剰による価格競争が厳しい中国では、最終製品への価格転嫁が難しくなる可能性がある。この場合は、消費者物価の上昇圧力はある程度抑制されるが、特に川下産業の企業業績の悪化→雇用・所得への悪影響という経路で消費に下押し圧力がかかることになろう。

一方で、破滅的な価格競争に代表される「内巻（英語の Involution の訳）」是正の好機とみた企業が積極的な価格転嫁を行う可能性も否定できない。この場合、消費者物価の上昇が加速し、消費下押し圧力が強まる可能性が高くなる。いずれにせよ、中東情勢の緊迫が長期化するほど、中国経済の下振れ圧力が高まることになろう。

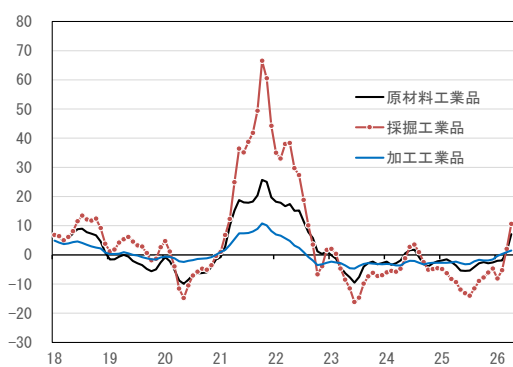
2026年4月16日に発表された1月～3月の実質GDP成長率は5.0%と予想を上回ったが、5月18日発表の4月の主要経済統計は中国経済の急減速を示唆している。改善の兆しが見えない不動産不況を一因に1月～4月の固定資産投資は再び減少に転じ、逆資産効果や自動車・家電の補助金政策の反動などにより、4月の小売売上は0.2%増にとどまった。これに、中東情勢緊迫化による原油高などのコストプッシュの影響やセンチメントの悪化が拍車をかけた格好だ。

図表1 工業製品出荷価格（生産財、生活財）の推移（前年同月比）（単位：%）



（出所）中国国家统计局より大和総研作成

図表2 生産財価格（採掘・原材料・加工工業品）の推移（前年同月比）（単位：%）



（出所）中国国家统计局より大和総研作成

家電・自動車販売金額は2桁減に落ち込む

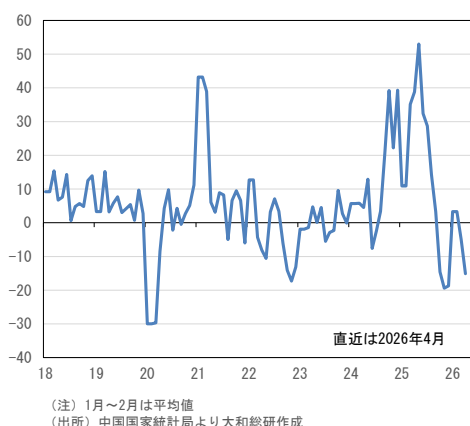
中国国家统计局によると、2026年4月の小売売上は0.2%増にとどまり、1月～3月の2.4%増から減速した。中でも家電・音響映像機材や自動車²⁵の落ち込みが著しかった。

2026年4月の家電・音響映像機材の販売金額は15.1%減（1月～3月は±0.0%）と低迷した（図表3）。家電の買い替え補助金政策が奏功し、2025年夏場までの販売は好調であったが、その効果は一巡、10月から12月にかけては補助金が枯渇し、2桁減を余儀なくされていた。2026年の家電の買い替え補助金政策は品目を絞り、1台当たりの補助金（2025年は最大で2,000元→2026年は1,500元）を減らして継続されている。新年度に入り補助金の予算が付き、昨年10月～12月の予算枯渇で取りこぼした分のリベンジ消費により1月～2月こそ増加に転じたものの、この効果も既に消失したようだ。

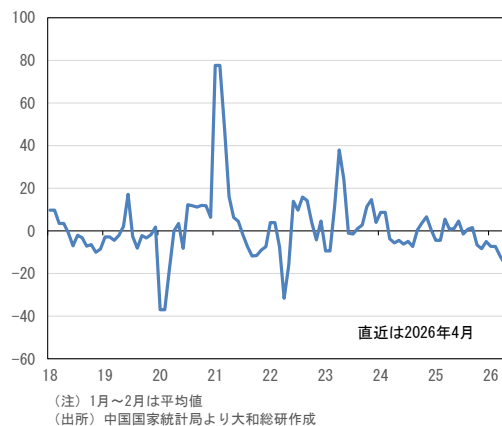
2026年4月の自動車販売金額は15.3%減となり、1月～3月の9.1%減からマイナス幅を一段と広げた（図表4）。

中国自動車工業協会によると、2026年1月～4月の自動車販売台数（国内販売と輸出の合計）は4.8%減となり、2025年までの5年連続の増加から前年割れに転じた。内訳は、新エネルギー車（NEV）が0.1%増、ガソリン車は8.5%減であった。大和総研は2026年のNEVの販売台数は大きく減少する可能性が高いとみていた。これまで一貫して免税措置が取られていたNEVの車両購入税が、2026年は5%の税率で課税されるようになり、それを前にした駆け込み需要の反動減が懸念されたためである。1月～4月は想定通りに国内販売は20.2%減と大幅減になったが、輸出の倍増がそれを補った。筆者はこれほどの輸出急増を想定できていなかった。

図表3 家電・音響映像機材販売金額の推移
（前年同月比）（単位：％）



図表4 自動車販売金額の推移
（前年同月比）（単位：％）



²⁵ 国家统计局によると、2026年4月の自動車を除く小売売上は1.8%増であった。自動車販売の不振が小売売上を1.6%pt押し下げていることになる。

2026年1月～4月の固定資産投資は2025年以来再びの前年割れ

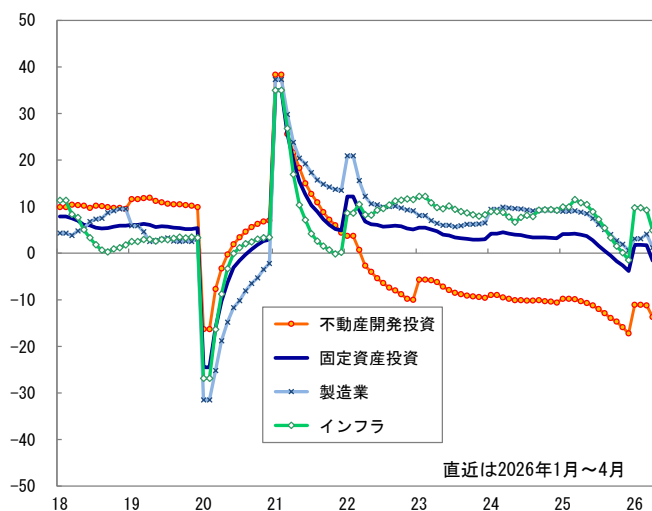
2026年1月～4月の固定資産投資は1.6%減となり、1月～3月の1.7%増から減少に転じた(図表5)。4月単月の伸び率を計算すると12.0%減であり、4月に失速した格好だ。

分野別に、2026年1月～4月の製造業投資は1.2%増(2026年1月～3月は4.1%増)、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は4.9%増(2026年1月～3月は9.2%増)に減速した。いずれも4月単月では前年割れとなった計算だ。製造業投資は原材料価格の上昇や中東情勢緊迫化によって設備投資意欲が低下した可能性がある。インフラ投資などに充当される地方政府特別債券の発行枠は、2025年と2026年は同額の4.4兆円であり、純増額はゼロである。2026年1月～3月は地方政府特別債券の前倒し発行が功を奏したが、早くも息切れした感がある。

2026年1月～4月の不動産開発投資は13.7%減と、1月～3月の11.2%減から一段とマイナス幅が拡大している。不動産不況は5年目に突入し、そろそろ下げ止まりを期待したいところであるが、その兆しは見えない。

2026年4月末には、国有資産監督管理委員会が管轄する中央企業・保利集団傘下の保利発展ホールディングスの信託商品の2度目となる利払い延期が発表された。上場デベロッパーの7割が債務不履行(デフォルト)に陥る中、住宅購入希望者はどのデベロッパーの物件であれば、工事中断問題の憂いなく購入できるのか、いよいよ分からなくなっていると思われる。また、4月の全国70都市中古住宅価格は▲6.2%と、2022年2月以来、実に51カ月連続の下落となった。投資目的で住宅を購入しようとする人々にとって、住宅価格の先高観の台頭が重要な判断基準となろうが、こうした状況とは程遠い。

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



(注) 1～2月は平均値
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

輸入急増の背景

中国通関統計によると、2026年4月の輸出（以下、貿易は米ドル建て）は14.1%増（1月～4月は14.5%増）となり、3月の2.5%増から伸び率が大きく高まった。もっとも3月の輸出の減速は旧正月（春節）の時期のずれが主因であり²⁶、通常のペースに戻った格好だ。品目別には集積回路やコンピュータ・同部品、自動車などの輸出が大きく伸びている。国・地域別にはASEAN、EU、日本向けの伸びが加速し、「トランプ関税 2.0」の発動を機に2桁減が続いていた米国向けも増加に転じた（1月～2月は平均で計算、以下同）。

2026年4月の輸入は25.3%増（1月～4月は23.6%増）となり、今年に入り大幅増が続いている。品目別にはコンピュータ・同部品、集積回路、大豆の輸入が大きく増えた。大豆については、5月13日～15日の米トランプ大統領の中国訪問を控え、米国からの輸入が急増している。国・地域別にはASEANやEU、韓国などからの輸入の伸びが加速し、日本からの輸入は3月からはやや減速したものの21.0%増と高水準の伸びが続いている。米国からの輸入は3月に13カ月ぶりにプラス転換し、4月は9.0%増となった。

2026年4月の貿易黒字は11.5%減の848.2億ドル、1月～4月は5.2%減の3,477.0億ドルとなった。これは、輸入が相対的に大きく伸びたためであり、①2025年に中国の貿易黒字が19.3%増の1.2兆ドルに達し、調達・生産・物流・消費の国内市場への依存度をさらに高める「国内大循環」政策への国外からの批判をかわすためにも、輸入増加の必要が高まったこと、②中国政府、あるいは企業が中東情勢緊迫の長期化を想定し、輸入を前倒しで行ったことなどが、可能性として指摘できる。

中国経済見通しに変更なし

今後、中東情勢の緊迫がさらに長期化すれば、世界経済が減速し、中国からの輸出品に対する需要も減退する可能性が高くなる。輸入は、原油や関連製品の価格高騰によって増加し、貿易黒字は縮小する可能性が高い。不動産不況が継続し、消費には耐久消費財の需要先食い政策の反動が懸念されるなど、内需は厳しい状況が続いている。こうした中で、2026年の数少ない好材料とみられていた純輸出の寄与度が低下すれば、景気下振れリスクが高くなることに注意が必要だ。

大和総研では、中国の実質GDP成長率は2025年の5.0%から2026年は4.5%に減速すると予想している。2026年の政府成長率目標である4.5%～5%の下限を辛うじて達成できるとの見立てだ。2027年は緩やかな減速が続き、4.2%程度となろう。

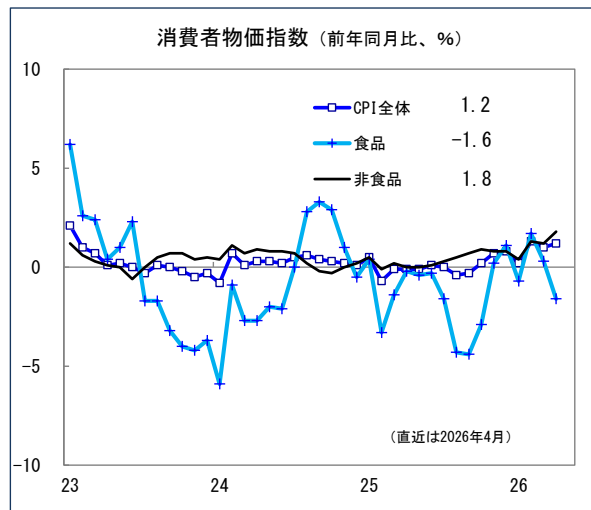
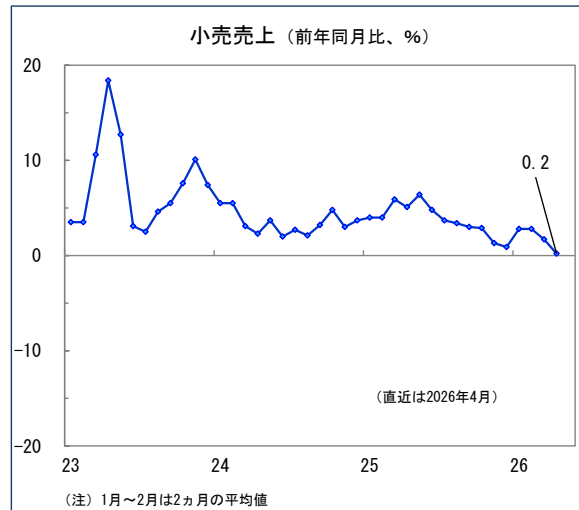
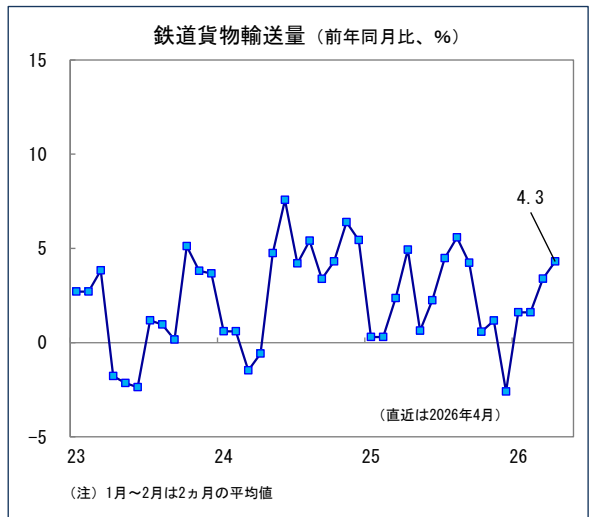
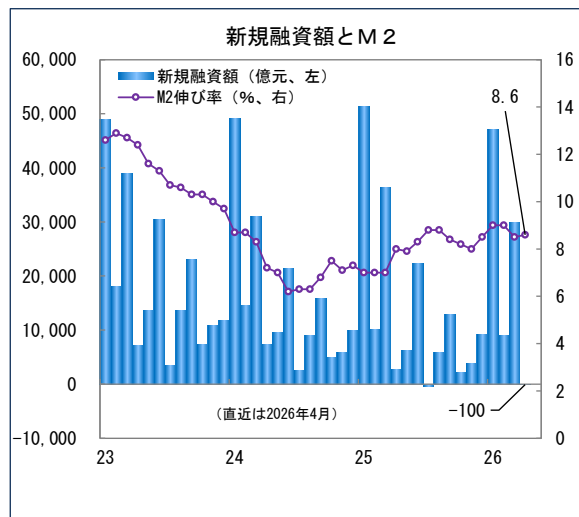
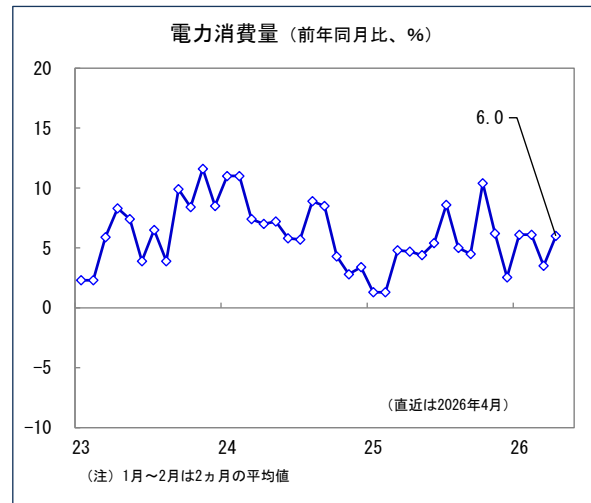
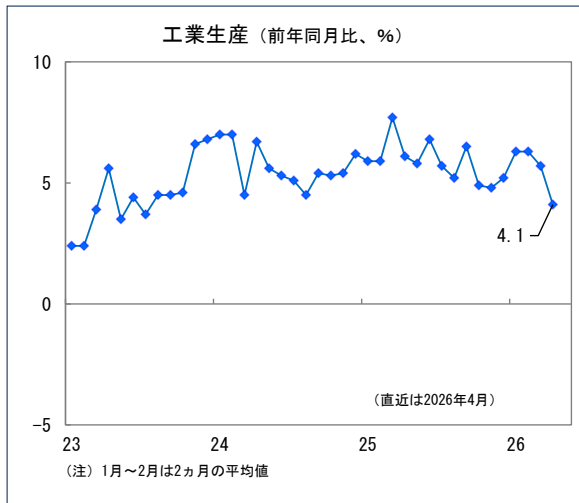
²⁶ 中国では、春節の前10日前後、そして後ろの20日前後は、従業員が帰省するため、工場の稼働率が下がり、工事の進捗が遅れがちになる。2025年の春節は1月29日であったため、影響は1月～2月で完結した一方で、2026年の春節は2月17日であり、影響は3月上旬にずれ込んだと考えられる。

(参考) 主要経済指標一覧

	2025年4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2026年1月	2月	3月	4月
実質GDP成長率 (四半期、前年同期比、%)	-	-	5.2	-	-	4.8	-	-	4.5	-	-	5.0	-
工業生産 (前年同月比、%)	6.1	5.8	6.8	5.7	5.2	6.5	4.9	4.8	5.2	6.3		5.7	4.1
電力消費量 (前年同月比、%)	4.7	4.4	5.4	8.6	5.0	4.5	10.4	6.2	2.6	6.1		3.5	6.0
鉄道貨物輸送量 (前年同月比、%)	4.9	0.6	2.2	4.5	5.6	4.2	0.6	1.2	-2.6	1.6		3.4	4.3
固定資産投資 (前年累計比、%)	4.0	3.7	2.8	1.6	0.5	-0.5	-1.7	-2.6	-3.8	1.8		1.7	-1.6
不動産開発投資 (前年累計比、%)	-10.3	-10.7	-11.2	-12.0	-12.9	-13.9	-14.7	-15.9	-17.2	-11.1		-11.2	-13.7
小売売上 (前年同月比、%)	5.1	6.4	4.8	3.7	3.4	3.0	2.9	1.3	0.9	2.8		1.7	0.2
消費者物価指数 全体 (前年同月比、%)	-0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.4	-0.3	0.2	0.7	0.8	0.2	1.3	1.0	1.2
食品 (前年同月比、%)	-0.2	-0.4	-0.3	-1.6	-4.3	-4.4	-2.9	0.2	1.1	-0.7	1.7	0.3	-1.6
非食品 (前年同月比、%)	0.0	0.0	0.1	0.3	0.5	0.7	0.9	0.8	0.8	0.4	1.3	1.2	1.8
工業製品出荷価格指数 (前年同月比、%)	-2.7	-3.3	-3.6	-3.6	-2.9	-2.3	-2.1	-2.2	-1.9	-1.4	-0.9	0.5	2.8
工業生産者購入価格指数 (前年同月比、%)	-2.7	-3.6	-4.3	-4.5	-4.0	-3.1	-2.7	-2.5	-2.1	-1.4	-0.7	0.8	3.5
新規融資額 (億元)	2,800	6,200	22,400	-500	5,900	12,900	2,200	3,900	9,100	47,100	9,000	29,900	-100
M2伸び率 (%)	8.0	7.9	8.3	8.8	8.8	8.4	8.2	8.0	8.5	9.0	9.0	8.5	8.6
輸出 (前年同月比、%)	7.9	4.6	5.6	7.0	4.2	8.2	-1.3	5.8	6.5	21.8		2.5	14.1
輸入 (前年同月比、%)	-0.3	-3.4	1.2	4.2	1.6	7.9	1.6	2.3	5.8	20.0		28.1	25.3
貿易収支 (億米ドル) (1月、2月は平均)	958.7	1,027.3	1,138.4	974.1	1,011.5	889.0	883.1	1,103.8	1,131.6	1,061.5		505.7	848.2
新築商品住宅価格指数 北京 (前年同月比、%)	-5.0	-4.3	-4.1	-3.6	-3.5	-2.6	-2.0	-2.1	-2.4	-2.4	-2.3	-2.1	-2.3
上海 (前年同月比、%)	5.9	5.9	6.0	6.1	5.9	5.6	5.7	5.1	4.8	4.2	4.2	3.7	3.7
商用不動産 着工面積 (前年累計比、%)	-24.1	-23.0	-20.1	-19.5	-19.5	-19.0	-19.9	-20.6	-20.5	-23.1		-20.2	-22.1
竣工面積 (前年累計比、%)	-17.0	-17.4	-14.9	-16.6	-17.1	-15.4	-17.0	-18.1	-18.2	-27.9		-25.0	-24.0
不動産販売 面積 (前年累計比、%)	-3.4	-3.6	-4.3	-4.8	-5.4	-6.3	-7.6	-8.6	-9.5	-13.5		-10.7	-10.6
金額 (前年累計比、%)	-3.7	-4.4	-6.1	-7.1	-7.9	-8.5	-10.2	-11.7	-13.2	-20.2		-17.0	-14.9

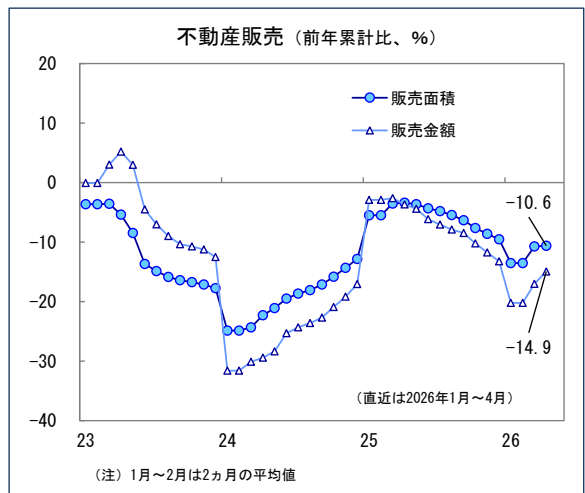
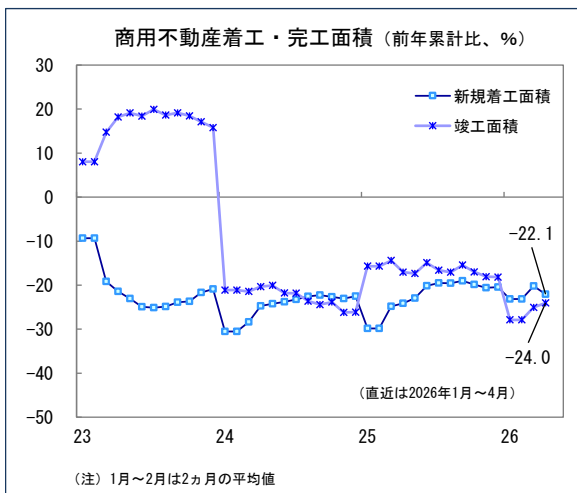
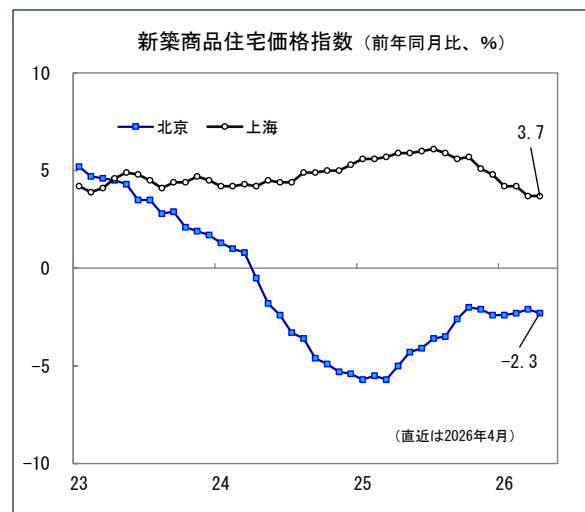
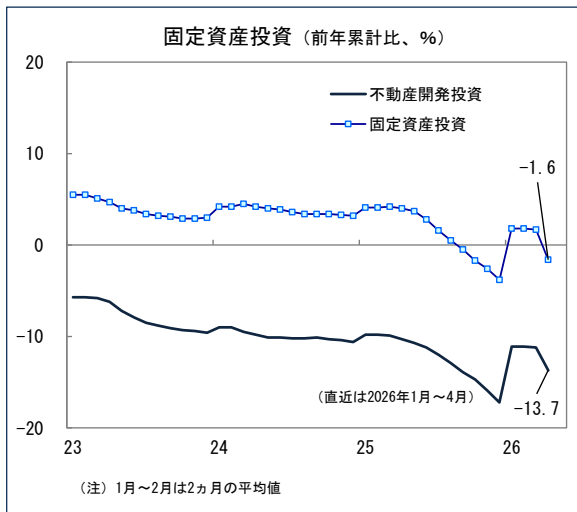
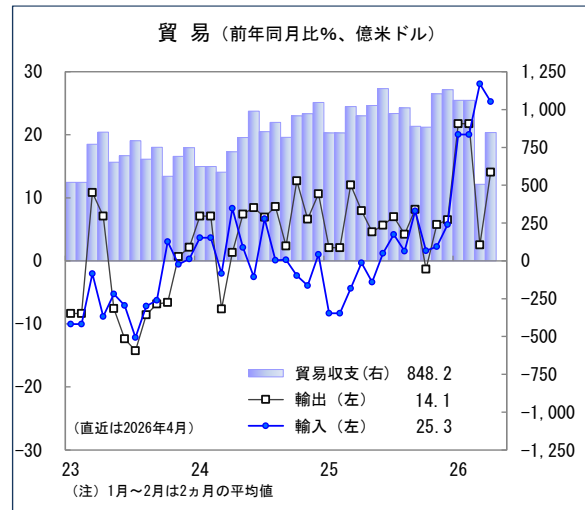
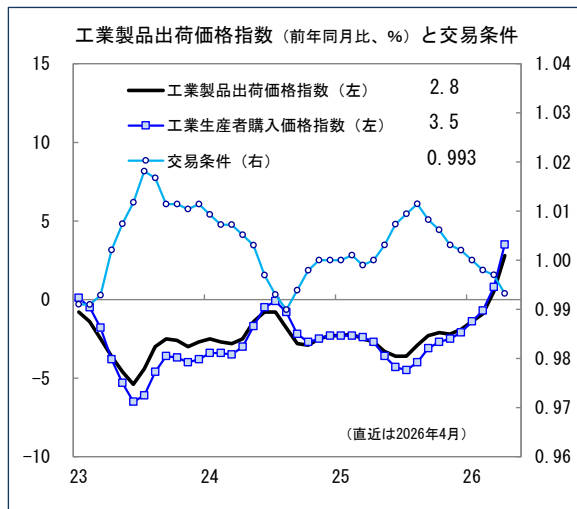
(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

(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、中国人民银行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成