

2026 年 8 月 26 日 全 47 頁

主要国経済 Outlook

2026 年 9 月号 (No. 478)

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
	チーフエコノミスト	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
米国の AI 投資ブームをどう評価すべきか
- 日本経済..... 3
中東情勢リスクが燦る中、緩やかな景気拡大が継続する見込み
- 米国経済..... 15
中東情勢と金利高止まりが景気の重石に
- 欧州経済..... 27
引き続きインフレに警戒
- 中国経済..... 39
政治の季節で経済が萎縮？

Overview

米国の AI 投資ブームをどう評価すべきか

末吉 孝行

AI 関連の巨額投資が続いている。とりわけ米国では、ハイパースケーラーと呼ばれる一部の大手テック企業がデータセンターや半導体に巨額の投資を行っており、2000 年代初頭の IT バブルに類似しているとの指摘もある。確かに、投資が将来十分な収益を生み出せるかは不透明な部分があり、BIS（国際決済銀行）なども AI 投資の持続性に疑問を呈している。

しかし、マクロの経済成長の観点からは、設備投資を「バブルか否か」という収益性の面で捉えるのは適切ではない。過去にも、19 世紀の鉄道建設、20 世紀初頭の電力や自動車、1990 年代後半のインターネット関連投資など、技術革新の時期には投資ブームがしばしば発生してきた。これらの投資の中には結果として採算が取れなかったものも少なくないが、その時期に積み上げられた資本ストックはその後の経済成長を支える土台となった。

AI 投資についても同様であろう。仮に現在の投資の一部が期待された収益に結び付かなかったとしても、整備されたデータセンターなどは AI の普及や関連サービスの発展を支える基盤となりうる。経済学では、こうした資本ストックの拡大は、資本装備率の上昇を通じて生産性を高める要因になると考えられている。

もちろん、AI の効果を十分に引き出すには、設備投資だけではなく、企業の組織運営や業務フローを見直す必要もあるだろう。個々人の AI 活用への意識も重要となる。過去のインターネットの社会実装の時期においても、企業の生産性が上昇し、人々の生活が豊かになるまでには一定の時間がかかっている。投資の採算性と経済成長への貢献は必ずしも一致しない。これは、かつてケインズが 1920 年代後半の投資ブームについて示唆していたことでもある。現在の AI 投資についても、その効果は中長期的な視点から評価すべきだ。

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞ (2026 年 8 月 25 日時点)

	(%)					(前年比%)							
	2025年	2026年				2027年			2024年	2025年	2026年	2027年	
	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	(下線及び斜字は年度)				
日本	1.0	1.9	1.1	-0.8	0.7	0.7	1.2	1.1	0.1	1.2	0.7	0.7	
									<u>0.7</u>	<u>0.9</u>	<u>0.7</u>	<u>0.9</u>	
米国	0.5	2.1	1.5	1.9	2.1	2.2	2.2	2.1	2.8	2.1	2.0	2.1	
ユーロ圏	0.8	0.0	1.8	0.9	1.1	1.3	1.3	1.4	1.0	1.2	0.8	1.3	
英国	0.2	2.5	1.7	0.8	1.2	1.4	1.5	1.4	1.0	1.3	1.2	1.3	
中国	4.5	5.0	4.3	4.4	4.2	4.1	4.2	4.3	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.	0.0	3.4	2.3	2.2	1.8	
インド	8.0	7.8	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	0.0	<u>7.1</u>	<u>7.7</u>	<u>7.0</u>	<u>7.0</u>	
ロシア	1.0	-0.2	1.3	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	0.0	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

中東情勢リスクが燦る中、緩やかな景気拡大が継続する見込み

神田 慶司
畑中 宏仁
中村 華奈子
横田 凱

[要約]

- 2026 年 4-6 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+0.7%、2027 年度+0.9%（暦年ベースでは 2026 年+0.7%、2027 年+0.7%）と見込んでいる。
- 当面は中東情勢の混乱を背景とした輸入原油価格の高騰が、国内の製品・サービス価格に転嫁されることなどが下押し要因となる。一方、高水準の賃上げ継続や飲食料品の消費減税などもあって実質賃金は上昇を続けるだろう。好調な企業収益を背景に、省力化投資や AI 関連投資、研究開発投資などが拡大すると見込んでいる。
- コア CPI 上昇率は 2026 年度に前年比+2.1%、2027 年度に同+1.2%と見込んでいる。2027 年度的大幅な減速は飲食料品の消費減税（直接的な下押し幅は同 1.2%pt 程度）によるもので、消費減税とその他の政策要因を除けば同+2%台での推移が続く。日本銀行は 2026 年 10 月に短期金利を 1.25%に引き上げた後、四半期に一度程度のペースで利上げを進め、2027 年 4-6 月期に 1.75%に到達すると予想する（その後は据え置き）。長期金利は緩やかな上昇が続き、2027 年度末で 3.1%程度と見込んでいる。

1. 中東情勢の影響が徐々に発現し、2026 年後半の経済成長は鈍化へ

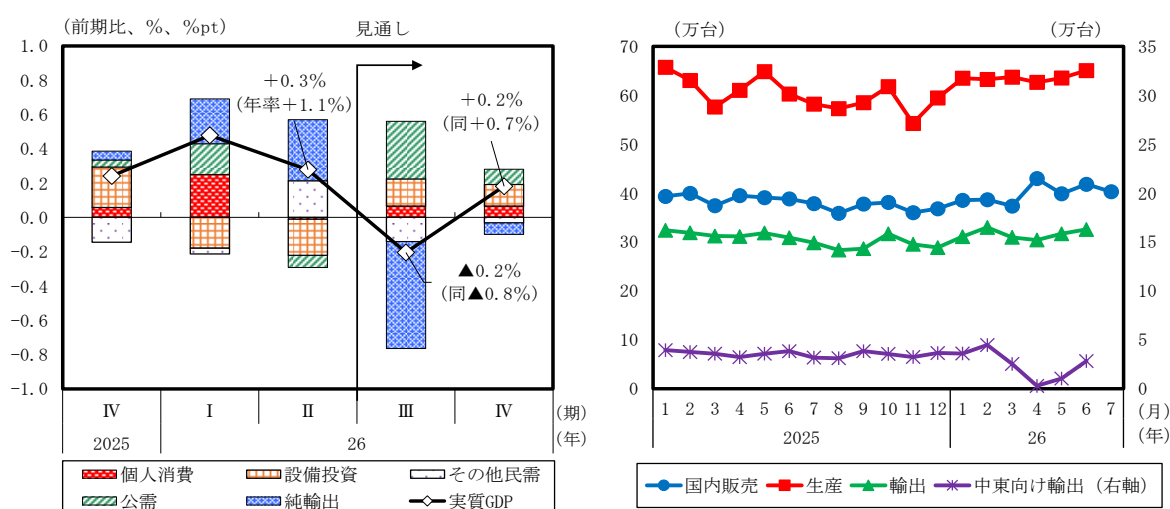
4-6 月期は 3 四半期連続のプラス成長となるも、個人消費や設備投資は減少

2026 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は、1 次速報値で前期比年率+1.1%（前期比+0.3%）だった¹。3 四半期連続のプラス成長であるが、個人消費や設備投資が減少するなど内容は良くない。ただし、石油備蓄の放出や代替調達確保などによって、国内の原油・石油製品の供給は維持されており、景気の緩やかな拡大基調は継続しているといえる。

4-6 月期は中東情勢の緊迫による原油の調達難を受け、国内の石油備蓄が放出された。こうした動きは、GDP 統計では公的在庫変動と財輸入に表れる。前者は実質 GDP 成長率を前期比で 0.5%pt 押し下げた一方、GDP の控除項目である後者の減少は同程度押し上げたとみられ、合計した GDP への影響は限定的だったようだ。もっとも、実質雇用者報酬の増加ペースが加速し、企業収益が高水準にある中でも個人消費や設備投資が減少したことから、中東情勢による先行き不透明感の強さが家計や企業の経済活動を慎重にさせた可能性がある。

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・住宅投資が減少した一方、民間在庫変動は実質 GDP 成長率を前期比で 0.3%pt 押し上げた。公需関連では政府消費は増加したが、公共投資や公的在庫変動は実質 GDP 成長率を押し下げた。外需関連では輸出増と輸入減により、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）、乗用車販売・生産・輸出の推移（右）



(注) 季節調整値。見通しは大和総研による。右図は中古車を除く新車ベース。

(出所) 内閣府、経済産業省、財務省統計、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会より大和総研作成

¹ 詳細は、神田慶司・畑中宏仁（2026）「[2026 年 4-6 月期 GDP（1 次速報）](#)」（大和総研レポート、2026 年 8 月 17 日）を参照。

4-6 月期のプラス成長には自動車生産の維持なども寄与

石油関連製品の供給維持に加え、自動車生産が維持されたことも 4-6 月期の景気を支えた。ホルムズ海峡の事実上の封鎖により、日本から中東向けの新車輸出は 4 月にほぼゼロとなった。その後は回復の兆しがあるものの、直近の 6 月中東情勢悪化前の水準の半分程度にとどまる(図表 1 右)。

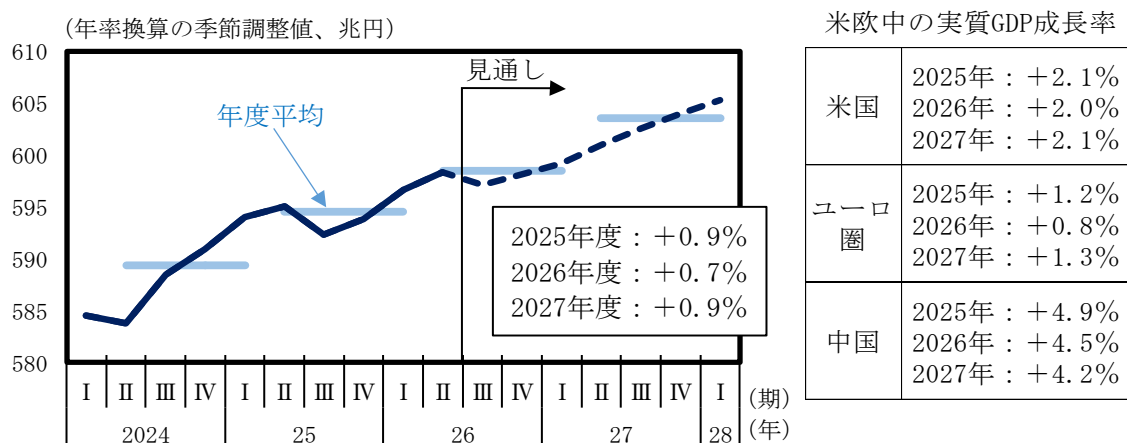
だが、こうした中でも乗用車の国内生産は 3 月以降も安定的に推移した。背景には、好調な国内販売がある。自動車を取得する際の課税である環境性能割が 3 月末に廃止されたことで 4 月の新車販売台数は大きく増加し、その後も 3 月以前の水準を上回って推移している。さらに、欧州や北米といった他地域向けの新車輸出が増加し、全体で見れば中東情勢悪化前の水準を維持した²。自動車は裾野の広い産業であり、中東向け輸出の減少に伴って国内生産も減少すれば 4-6 月期の実質 GDP を大きく押し下げていた。だが、実際には国内生産が維持されたことで、そうした事態は避けられた³。

7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲0.8%と見込んでいる(図表 1 左)。個人消費と設備投資は増加に転じるが、輸出は中東向け輸出やインバウンドの抑制などもあり減少するだろう。もっとも、10-12 月期の実質 GDP 成長率は再びプラスになるとみている。

海外経済の前提 ～中東情勢緊迫の長期化による原油価格の高止まりを想定

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 8 月 18 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

² 2026 年 3～6 月平均の新車輸出台数の国・地域別寄与度(前年同期比)を見ると、サウジアラビアやクウェート、アラブ首長国連邦といった中東諸国はいずれもマイナスになっているが、カナダやベルギー、メキシコ、ドイツといった欧州・北米諸国はプラスとなっている。

³ 中東向け乗用車輸出減少が日本経済に与える影響については、畑中宏仁(2026)「[中東向け乗用車輸出の激減は日本経済のリスクとなるか](#)」(大和総研レポート、2026 年 6 月 19 日)を参照。

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。6月8日公表の当社の「[第229回日本経済予測（改訂版）](#)」（以下、前回予測）の予測値に比べると、足元までの実績を踏まえ、米国を0.1%pt、ユーロ圏を0.4%pt上方修正した（中国は同水準）。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（いずれも前回予測と同水準）。詳細は各国経済見通しを参照されたい。

前回予測では、米エネルギー情報局（EIA）の5月時点の見通しに基づき、6月上旬にかけてホルムズ海峡の封鎖が解除されると想定していた。だが、通航量の回復は本稿執筆時点で進んでいない。IMFによると、ホルムズ海峡を通過する船数は米国・イラン間の覚書署名（6月17日）後に一時的に増加したが、足元では再びゼロ近傍となっている。原油価格の代表的な指標であるWTIは再び上昇し、直近では85ドル/バレル程度で推移している。ホルムズ海峡の正常化は当面見込みにくいことを踏まえ、WTIは2028年1-3月期まで横ばいと想定した。

経済成長は鈍化も、2027年度にかけて緩やかな景気拡大が続く見込み

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+0.7%、2027年度で同+0.9%と見込んでいる（**図表2**、暦年ベースでは2026年で同+0.7%、2027年で同+0.7%）。

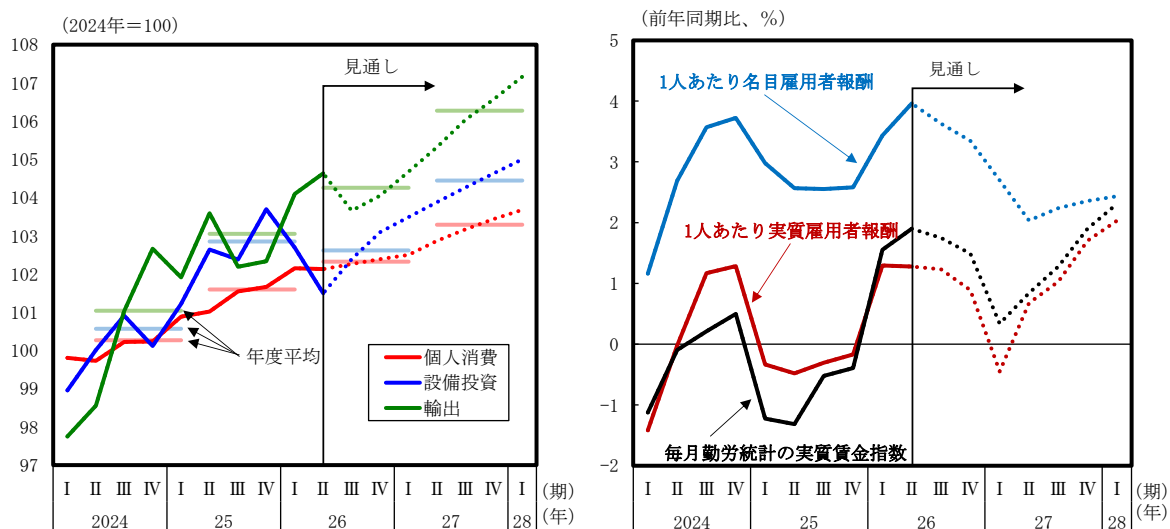
2026年度の成長率見通しは、前回予測から0.1%pt引き上げた。4-6月期の実績が前回予測から上振れしたことが主因である。7-9月期以降の見通し期間については、4-6月期の反動を見込んで設備投資を上方修正し、政府消費を下方修正したほか、中東情勢緊迫の長期化を見込み、輸出を下方修正した。

2027年度の成長率は前回予測から0.1%pt引き上げた。原油価格の高止まりが内需の下押し要因となる一方で、飲食料品の消費減税が2027年4月から実施されることを想定し、個人消費を前回予測から上方修正した。

需要項目別に見通しを示したのが**図表3左**である。個人消費は、2026年度の増加ペースは緩やかになるものの、2027年度にはやや加速すると見込んでいる（2026年度：前年比+0.7%、2027年度：同+0.9%）。その背景となる実質賃金の動向を示したのが**図表3右**である。輸入原油価格は代替調達の影響もあって高水準にあり⁴、今後は製品・サービス価格に転嫁されていくことなどが実質賃金の下押し要因になろう。一方、高水準の賃上げや電気・ガス代への補助などにより、2026年度の実質賃金はおおむねプラス圏で推移するだろう。2027年度は名目賃金上昇率が低下する一方、飲食料品の消費減税が物価上昇率を前年比1%超押し下げることで（**後掲図表4**）、実質賃金上昇率は高水準で推移すると見込んでいる。

⁴ 財務省「貿易統計」によると、2026年7月の輸入原油価格は114.4ドル/バレルと、中東情勢悪化前の同年1月（66.8ドル/バレル）を大幅に上回った。

図表 3：各需要項目の見通し（左）と賃金上昇率の見通し（右）



(注) 点線は大和総研による予測値。1人あたり雇用者報酬は家計消費支出デフレーターで実質化。

(出所) 内閣府、厚生労働省統計より大和総研作成

設備投資は2026年4-6月期に2四半期連続の前期比マイナスとなったが、7-9月期以降は好調な企業収益を背景に、人手不足対応のための省力化投資やAI関連投資、研究開発投資などが進み、増加基調が続くと見込んでいる（2026年度：前年比▲0.2%、2027年度：同+1.7%）。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となり得る。さらに、中東情勢の悪化に伴う事業環境の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+2.5%、2027年度：同+1.5%）。高齢化の進展などから医療・介護給付費が増加するほか、民間企業の積極的な賃上げが公務員給与に反映されることなどを見込んでいる。2026年度は4-6月期における公務員への退職金給付の増加が、統計上は伸び率を押し上げることになる⁵。

輸出は、2026年度に伸びが減速した後、2027年度は加速すると見込んでいる（2026年度：前年比+1.2%、2027年度：同+2.0%）。財・サービス別に見ると、財輸出は中東向け輸出の抑制などの影響もあって2026年中は小幅な伸びにとどまるとみられるが、その後は世界経済の拡大に伴って徐々に増加するだろう。サービス輸出は、中国政府による日本への渡航自粛要請の継続などがインバウンド消費の重しとなる。このほか、2026年7-9月期には研究開発サービスの反動減が予想されるが、10-12月期以降は回復に向かうとみている。

⁵ 2023年に施行された国家公務員法や地方公務員法改正により、2022年度まで60歳とされていた国家・地方公務員の定年年齢は2年ごとに1歳ずつ段階的に引き上げられ、2031年度に65歳となる。そのため、定年年齢の引き上げが行われる奇数年には退職金給付が減少する一方で、その次の年には退職金給付が増加する。

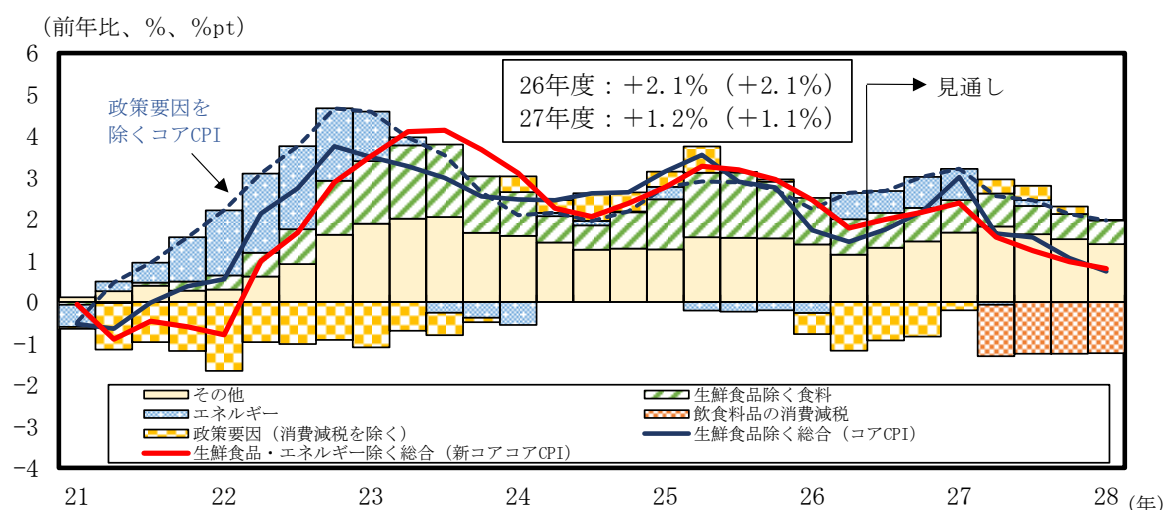
2. 物価・金融政策の見通し

飲食料品の消費税率引き下げが 2027 年度の物価を大きく押し下げる見込み

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 年度に前年比＋2.1%、2027 年度に同＋1.2%と見込む。生鮮食品・エネルギーを除く総合ベース（新コアコア CPI）では、2026 年度に同＋2.1%、2027 年度に同＋1.1%の見通しだ（**図表 4**）。2026、27 年度ともに前回予測から下方修正しており、とりわけ 2027 年度の下げ幅が大きい。

下方修正の主因は、2026 年 8 月 5 日に閣議決定された飲食料品の消費減税だ。軽減税率対象の飲食料品の消費税率は 2027 年 4 月 1 日から 2 年間、現在の 8%から 1%へと引き下げられる見通しだ。これにより CPI は 2027 年度を通じて直接的に前年比 1.2%pt 程度押し下げられる。加えて、CPI の 2025 年基準への改定も、指数の伸び率を押し下げる方向に働く⁶。政策要因を除いたコア CPI 上昇率（**図表 4** の破線）は 2027 年 4-6 月期に同＋2.5%程度で、2028 年 1-3 月期にかけて同＋2.0%程度へと減速する見通しだ。

図表 4：コア CPI 見通し（括弧内の数字は新コアコア CPI）



（注）本見通し作成時の資源価格と為替レートを前提とした物価見通し。2027 年 4 月から 2 年間、軽減税率対象の飲食料品の消費税率が 8%から 1%に引き下げられると想定。「政策要因（消費減税を除く）」には、燃料油に対する緊急的激変緩和措置（2028 年 1-3 月期までの継続を想定）、電気・ガス料金支援、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、水道料減免、全国旅行支援、携帯電話通信料引き下げが含まれる。

（出所）総務省統計より大和総研作成

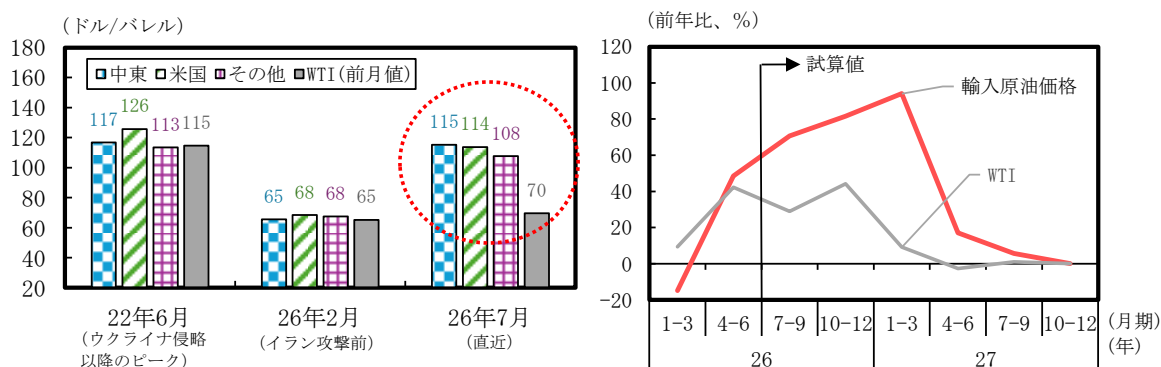
⁶ 詳細は、横田凱（2026）「[CPI の 2025 年基準への改定による影響](#)」（大和総研レポート、2026 年 7 月 16 日）を参照。

日本の輸入原油価格は代替調達の拡大で高水準にあり、食料では値上げ加速の兆し

エネルギー価格は政府の補助によって一定程度抑えられているとはいえ、原油高を背景とした上昇圧力が続く。日本の輸入原油価格（原油および粗油の平均輸入単価）を見ると、2026 年 7 月時点で中東産が 115 ドル/バレル、米国産が 114 ドル/バレル、それ以外の地域が 108 ドル/バレルと、WTI（前月値）の 70 ドル/バレルを大きく上回る（図表 5 左）。ホルムズ海峡を經由しないルートでの中東からの輸入や、米国をはじめとした他地域からの輸入など、原油の代替調達が進んでいることが背景にある。代替調達の進展は供給の安定に寄与しているが、世界的な需給の引き締めを受け、調達コストは大幅に押し上げられている。

こうした乖離は続くと考えられ、平均輸入価格には引き続き上昇圧力がかかるだろう。WTI が直近並みの水準（85 ドル/バレル）で推移し、代替調達も続くと想定した場合、輸入原油価格の前年比上昇率は 2027 年 1-3 月期にかけて加速する（図表 5 右）。同年末にはゼロ近傍に収束するものの、原油高が国内の小売価格に波及するまでの時間を考慮すると、消費者物価への影響は 2027 年度を通して続くと思われる。

図表 5：調達先別に見た輸入原油価格と WTI（左）、代替調達の継続と WTI 85 ドル/バレルを想定した原油輸入価格の試算値（右）



(注) 右図は 2026 年 8 月の代替調達割合（政府見込み）が 9 月以降も維持され、WTI 価格が 85 ドル/バレルで推移すると想定した試算。

(出所) 財務省、経済産業省、Haver Analytics、CME より大和総研作成

飲食料品においても、原油高を起点としたコスト上昇の波及を受けて値上げが加速する兆候が見られる。帝国データバンクによると、主要食品メーカー195 社における 2026 年 8 月の値上げは 2,311 品目と、前年同月（1,262 品目）から 8 割増となった⁷。9 月には単月で 4,531 品目の値上げが予定されており、2023 年 10 月以来の水準となる見込みだ。調査によると、値上げされた品目のうち、「包装・資材」と「物流費」を理由とするものが、それぞれ 6 割超に達する。原油高がナフサや燃料油の価格上昇を通じて影響しているものとみられる。加えて、足元のドル円レートは 160 円/ドル程度と前年の同時期よりも円安水準にあり、輸入コストに対する上昇圧力となっている。

⁷ 帝国データバンク「『食品主要 195 社』価格改定動向調査 ― 2026 年 8 月」（2026 年 7 月 31 日）

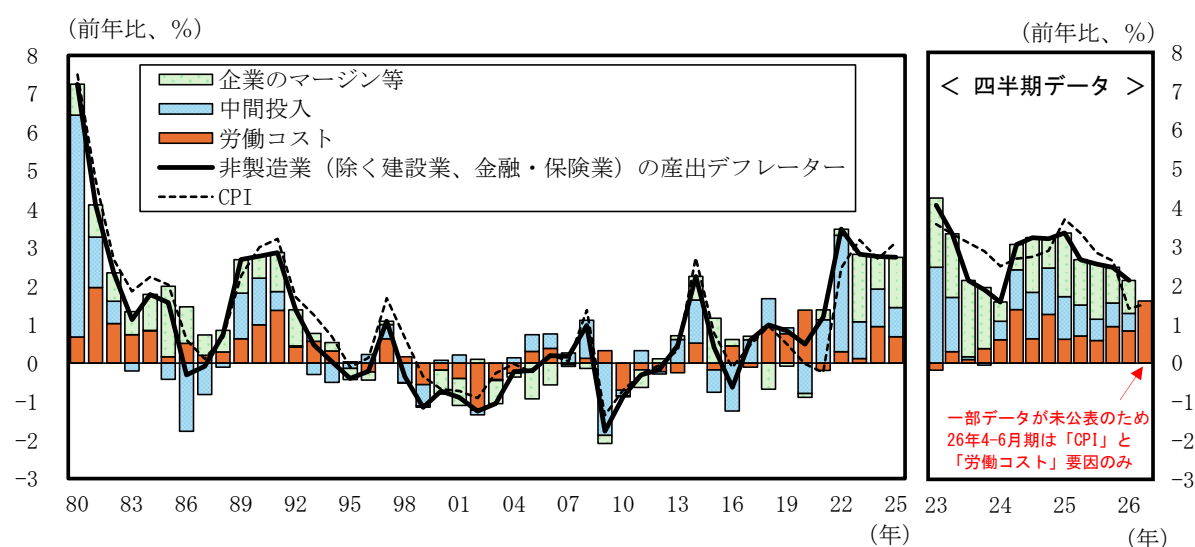
こうした値上げの動きは2026年秋にピークを迎えるとみられるものの、その後の鈍化ペースは緩やかなものにとどまるだろう。2027年4月からの消費減税は飲食料品の小売価格を直接的に引き下げるものの、値上げ圧力そのものが解消するわけではない。近年は企業の価格転嫁が進んでいるため、小売価格が減税分ほど下がらなかったり、その後値上げが進んで減税前の価格水準に早期に戻ったりすることも考えられる⁸。

高水準の賃上げ継続などで物価上昇の持続性は一段と高まる

一方、高水準の賃上げ継続や価格転嫁環境の改善などにより、物価上昇の持続性は高まっている。図表6は、CPIが小売業やサービス業といった非製造業の販売価格であることに着目し、GDP統計における非製造業の産出デフレーターの前年比を「労働コスト」「中間投入」「企業のマージン等」に要因分解することで、CPI上昇率の長期的な背景を整理したものだ。

日本経済は1990年代の終盤から2010年代前半にかけてデフレに陥った。その期間の産出デフレーター上昇率に対する「労働コスト」要因の寄与度は、マイナスかゼロ近傍で推移した。第2次オイルショック中の1980年や、WTIが一時150ドル/バレル近くまで上昇するなど資源価格が高騰した2008年やロシアのウクライナ侵略が始まった2022年などでは、主に「中間投入」要因が物価を押し上げた。

図表6：非製造業における産出デフレーター要因分解とCPIの長期推移



(注) CPIが小売業やサービス業といった非製造業の販売価格であることに着目し、非製造業（除く建設業と金融・保険業）の産出デフレーターの前年比（対数階差で近似）を要因分解することで、CPI上昇率の長期的な背景を整理。「労働コスト」要因は単位労働コスト（＝名目雇用者報酬÷実質GDP）の寄与で、2025年の名目雇用者報酬は賃金・雇用統計で延長。1994年以前の産出デフレーター上昇率等は旧基準のデータで遡及。四半期データは生産QNAやQE、賃金・雇用統計から作成（直近の2026年4-6月期は第3次産業活動指数も利用）。

(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省、経済産業省より大和総研作成

⁸ 飲食料品の消費減税や、税率1%分の規模で2027年秋に実施される「所得に連動したきめ細かな給付」などについては、神田慶司（2026）「[骨太方針のポイント③ ～現役世代の社会保険料負担抑制を前面に～](#)」（大和総研レポート、2026年7月22日）で検討した。

最近の動きを**図表 6 右**で確認すると、賃金面からの物価上昇圧力として明確に表れたのは 2024 年以降であり、「労働コスト」要因は直近の 2026 年 4-6 月期でも比較的高水準にある。日本労働組合総連合会（連合）が集計した 2026 年の春闘賃上げ率は 3 年連続で 5%を超えた⁹。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動きは、今後も継続するだろう。

もともと、企業の価格設定行動が一段と積極化し、物価上昇率が前年比 2%を超えて高止まりするリスクには注意が必要だ。中東情勢の混乱が続く中、為替相場が一段と円安方向で推移すれば、輸入コストの上昇が国内価格へ波及する動きは想定以上に強まりかねない。2027 年の春闘賃上げ率を押し上げ、賃金面からの物価上昇圧力が一段と強まることも考えられる。これらの要因が重なれば、物価上昇率は当社の見通しを上回って推移するだろう。

次回利上げは 2026 年 10 月会合を予想、長期金利は 2027 年度末に 3%超の見込み

メインシナリオでは、日本銀行（日銀）は 2026 年 10 月の金融政策決定会合で短期金利を 1.25%に引き上げると予想している。その後は四半期に一度程度のペースで 0.25%pt の追加利上げを実施し、2027 年 4-6 月期に 1.75%へ達した後は、経済・物価・金融情勢への影響を見極めるため、当面は据え置きを継続すると見込んでいる（**図表 7**）。

7 月会合で公表された展望レポート¹⁰には、基調的な物価上昇率が 2%の物価安定目標を超えて上振れするリスクが明記された。また、同会合後の記者会見で植田和男総裁は、「…（略）…現在の金融環境は緩和的であることを踏まえ、経済・物価・金融情勢に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになる（以下略）」¹¹との考えを示した。6 月に利上げを決定した直後の会合であったにもかかわらず、日銀は物価の上振れリスクに対する警戒感と、利上げを継続する姿勢を改めて明確に示した。

前回予測では、半年に一度程度のペースで 0.25%pt の追加利上げを実施すると想定していたが、こうした状況を踏まえ、利上げペースが従来想定よりも早まると見込んだ。10 月会合までには、日銀短観の 9 月調査や支店長会議、価格改定の動向など、政策判断にあたっての重要な材料が出揃う。加えて、同会合では展望レポートが公表されるため、日銀は追加利上げの背景や今後の政策運営方針を示しやすい。このため当社では 10 月会合での利上げを見込んでいるが、円安や原油高などによって物価の上振れリスクが高まる場合には、利上げの時期が次回 9 月会合へ前倒しされる可能性も否定できない¹²。

⁹ 日本労働組合総連合会（連合）「[3 年連続の 5%超え！～2026 春季生活闘争 第 7 回（最終）回答集計結果について～](#)」（2026 年 7 月 3 日）によると、定昇相当込みの賃上げ率の平均は 5.01%（前年同時期は 5.25%）となった。

¹⁰ 日本銀行「[経済・物価情勢の展望 2026 年 7 月](#)」（2026 年 7 月 31 日）

¹¹ 日本銀行「[総裁記者会見](#)」（2026 年 8 月 3 日）

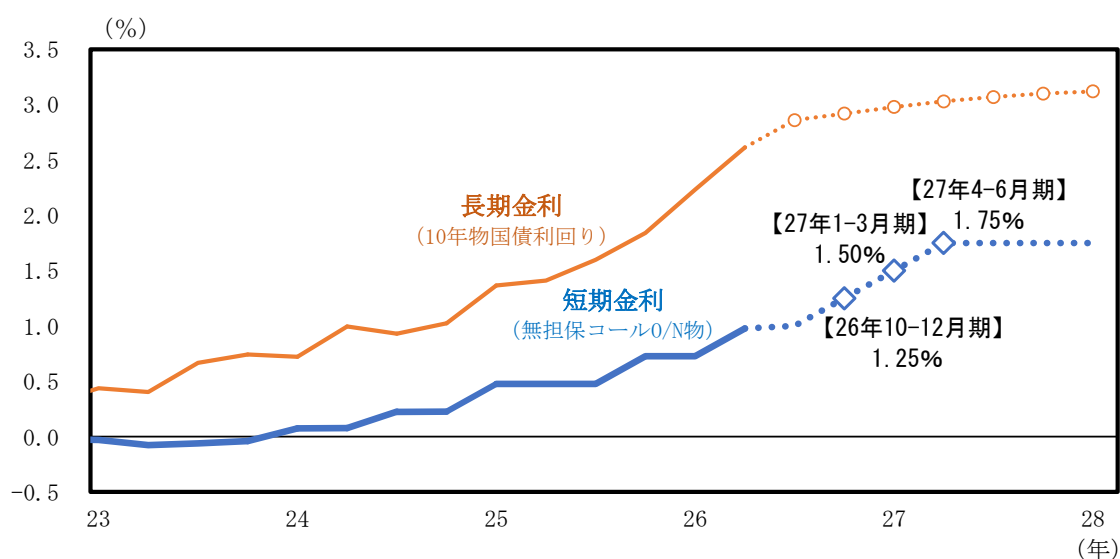
¹² 「[米政府、植田総裁発言受け協調介入決定 9 月会合で利上げ見通し](#)」（2026 年 8 月 10 日、毎日新聞 電子版）によると、日米両政府が 7 月 31 日に協調為替介入を実施したのは、日銀の次回 9 月会合での利上げ見通しが強まったと米国が判断したためであると報じている。

前述のように、メインシナリオでは利上げの到達点となるターミナルレートを 1.75% と想定している。だが、その時点で基調的な物価上昇率が 2% 程度で安定しているかどうかは不透明だ。経済・物価情勢を踏まえ、金融環境がなお緩和的と判断される場合には、短期金利が 2.00% を超える水準まで引き上げられる可能性もある。

一方、長期金利（10 年物国債利回り）は 2027 年度末に 3.1% 程度に達すると予想する（図表 7）。日銀による追加利上げは長期金利の押し上げ要因となるほか、日銀の国債保有残高の減少が続くことで、需給面からの上昇圧力も残るだろう。また、利上げペースの加速を受けて市場が想定するターミナルレートが上方修正されれば、中期ゾーンを中心とした金利上昇がイールドカーブ全体に波及するとみられる。

高市政権は積極財政による国内投資の喚起を打ち出しており、飲食料品の消費減税も決定した。市場では将来的な国債増発や財政規律の緩みに対する懸念がくすぶっている。財政運営に対する不透明感が一段と強まれば、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 7：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。

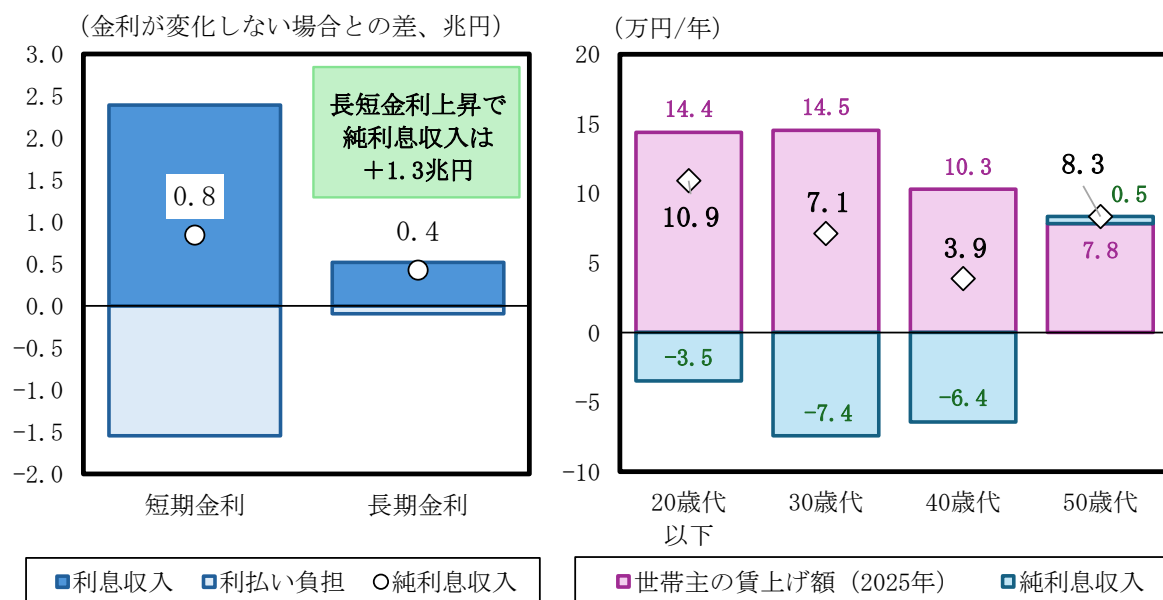
（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成

金利上昇による住宅ローン等の利払い負担増を賃金上昇が吸収

日銀は 2024 年 3 月の金融政策決定会合でマイナス金利政策の解除とイールドカーブ・コントロール（長短金利操作）の撤廃を決め、その後 4 回の利上げや国債買入れの減額を実施するなど金融政策の正常化を進めてきた。その結果、短期金利は 2024 年初から 2026 年 7 月末にかけて 1.0%pt 程度、長期金利は同 2.1%pt 程度上昇しており、家計の利息収入や利払い負担への影響が強まっている。

そこで、短期金利と長期金利がそれぞれ 1%pt 上昇する場合の家計の純利息収入への影響を試算した結果が**図表 8**だ。

図表 8：1%pt の金利上昇による家計の純利息収入への影響（左）、世帯主年齢 50 歳代以下の二人以上・勤労世帯における世帯あたり純利息収入と 2025 年の所定内給与額の変化（右）



(注 1) 家計の資産・負債について短期金利と長期金利の影響を受ける項目を抽出し、項目ごとに適用される金利を短期金利と長期金利で回帰することで得た係数を用いて利息収入・利払い負担額を算出。推計期間はおおむね 1990 年代初めから直近まで（データ制約により系列ごとに推計期間の開始・終了時点が異なる）。

(注 2) 左図はマクロベースで、右図は二人以上世帯（無職世帯除く）ベース。按分には 2019 年全国家計構造調査を利用。賃上げ額は、賃金構造基本統計調査における 2025 年 6 月の所定内給与額について、前年同月からの変化額を年額換算。

(出所) 日本銀行、住宅金融支援機構、全国銀行協会、総務省、厚生労働省より大和総研作成

家計全体で見ると、短期金利の上昇による預金金利の上昇などを通じて利息収入が 2.4 兆円程度増加する一方、変動金利型の住宅ローンなど負債の利払い負担が 1.5 兆円程度増加し、差し引きの純利息収入は +0.8 兆円程度とみられる（**図表 8 左**）。長期金利の上昇による純利息収入は +0.4 兆円程度で、両者を合わせると +1.3 兆円程度と試算される。

もっとも、これは家計全体で見たものであり、個々の世帯への影響は大きく異なる。そこで、**図表 8 右**では住宅ローンなどの負担増を確認するため、世帯主年齢が 50 歳代以下の二人以上・勤労世帯を対象に、純利息収入への影響を試算した。50 歳代の世帯では +0.5 万円/年程度である一方、40 歳代では同▲6.4 万円/年程度、30 歳代では同▲7.4 万円/年程度である。世帯主の年齢が高い世帯ほど預貯金を多く保有しており金利上昇の恩恵を受けやすく、住宅ローンの返済が進んでいるため利払い費の増加が緩やかになる。他方、住宅取得期にあたる 30～40 歳代の世帯では、住宅ローンの利払い負担の増加が利息収入の増加を上回る。

こうした利払い負担の増加を吸収しているのが、近年の賃上げである。厚生労働省「賃金構造基本統計調査」における 2025 年 6 月の所定内給与額は、いずれの年齢階級でも前年同月に比

べて増加しており、30～40 歳代では純利息収入の減少分を上回る。30 歳代でも、2025 年の世帯主の賃上げ額と 1%pt の金利上昇による純利息収入の減少額との合計は+7.1 万円/年程度だ。

ただし、物価上昇率が高止まりすれば、短期金利は当社の想定（1.75%で据え置き）を超え、住宅ローンを抱える世帯の利払い負担は本試算以上に増加することになる。加えて、金利上昇の長期化は企業の資金調達コストを押し上げ、企業収益の悪化を通じて賃上げの勢いを弱めることも考えられる。こうした状況では、賃金上昇額を利払い負担の増加額が上回る世帯が増えるなど、利上げによる家計への悪影響が顕在化する可能性がある。

図表 9：日本経済見通し<2026 年 8 月 21 日>

	2025			2026				2027				2028	2024 年度 (暦年)	2025 年度 (暦年)	2026 年度 (暦年)	2027 年度 (暦年)
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3				
実質GDP(年率、兆円)	595.0	592.3	593.8	596.6	598.3	597.1	598.2	599.2	600.9	602.6	604.0	605.3	589.3	594.6	598.4	603.5
＜前期比、%＞	0.2	-0.4	0.2	0.5	0.3	-0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2				
＜前期比年率、%＞	0.7	-1.8	1.0	1.9	1.1	-0.8	0.7	0.7	1.2	1.1	0.9	0.9				
＜前年同期比、%＞	2.1	0.6	0.4	0.5	0.7	0.8	0.7	0.5	0.5	0.9	0.9	1.0	0.7	0.9	0.7	0.9
													(0.1)	(1.2)	(0.7)	(0.7)
民間消費支出(前期比、%)	0.1	0.5	0.1	0.5	0.0	0.1	0.1	0.1	0.4	0.3	0.3	0.2	0.1	1.3	0.7	0.9
民間住宅投資(前期比、%)	0.5	-8.0	5.0	0.9	-0.5	-0.7	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-0.4	-2.6	-0.5	-3.7
企業設備投資(前期比、%)	1.4	-0.3	1.3	-1.0	-1.2	0.9	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.8	2.3	-0.2	1.7
政府消費支出(前期比、%)	0.5	0.1	0.4	0.4	1.6	0.0	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	2.3	0.8	2.5	1.5
公共投資(前期比、%)	0.7	-1.1	-0.4	1.5	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	-0.3	0.9	0.8
輸出(前期比、%)	1.6	-1.4	0.1	1.7	0.5	-0.9	0.4	0.6	0.6	0.7	0.5	0.5	2.7	2.0	1.2	2.0
輸入(前期比、%)	1.8	-0.6	-0.1	0.3	-1.5	2.7	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	4.0	2.5	1.1	3.5
名目GDP(前期比年率、%)	7.5	1.1	3.7	2.9	4.8	0.9	2.7	3.4	0.0	1.7	1.7	2.9	4.0	4.3	3.0	1.7
GDPデフレーター(前年同期比、%)	3.2	3.5	3.4	3.2	2.6	2.2	2.0	2.4	1.3	1.0	0.7	0.5	3.2	3.3	2.3	0.9
鉱工業生産(前期比、%)	-0.5	-1.0	0.2	2.5	0.3	0.6	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	-1.5	-0.2	2.7	1.5
コアCPI(前年同期比、%)	3.5	2.9	2.7	1.7	1.5	1.8	2.2	3.0	1.6	1.6	1.1	0.7	2.7	2.7	2.1	1.2
失業率(%)	2.5	2.5	2.6	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.5	2.6	2.5	2.5
コールレート(期末値、%)	0.48	0.48	0.73	0.73	0.98	1.00	1.25	1.50	1.75	1.75	1.75	1.75	0.48	0.73	1.50	1.75
10年物国債利回り(%)	1.41	1.60	1.84	2.23	2.61	2.86	2.92	2.98	3.03	3.07	3.10	3.12	1.08	1.77	2.84	3.08
前提																
原油価格(WTI、ドル/バレル)	63.7	65.0	59.1	72.7	92.7	82.6	85.8	85.8	85.8	85.8	85.8	85.8	74.4	65.1	86.8	85.8
為替レート(円/ドル)	144.6	147.5	154.1	156.9	159.4	159.7	158.2	158.2	158.2	158.2	158.2	158.2	152.5	150.7	158.9	158.2

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

(出所) 各種統計より大和総研作成

米国経済 中東情勢と金利高止まりが景気の重石に

米・イランは歩み寄りの可能性も、金利高止まりは解決しづらい

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

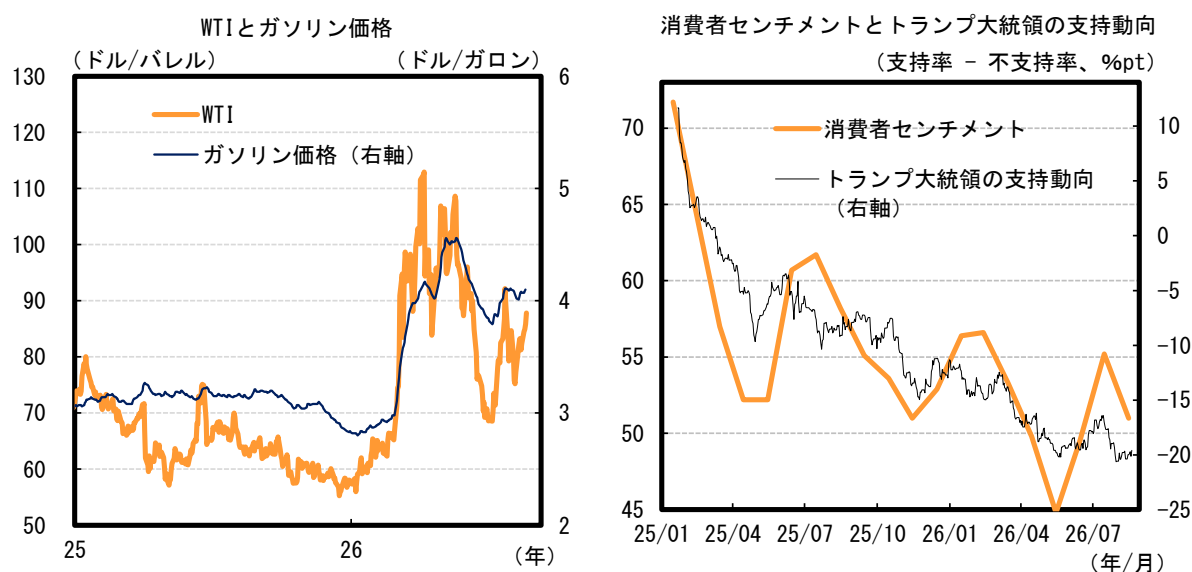
- 7月半ば以降に再び悪化した中東情勢は、8月後半に至っても明確な改善の兆しが見られない。もっとも、トランプ政権は武力行使一辺倒ではなく、大規模な経済制裁を含む複合的な圧力戦略へと軸足を移しつつある。背景には、原油価格高騰やホルムズ海峡の混乱を受けた国内世論の悪化がある。実際、エネルギー価格の上昇を背景に消費者マインドは低迷し、トランプ大統領の支持率も低水準で推移している。共和党内からも中東情勢の長期化を懸念する声が強まっており、トランプ政権としては早期の情勢安定化を図る必要性が高まっている。
- 一方で、イラン側も米国の政治的制約を認識しており、交渉を有利に進めるための駆け引きを続けているとみられる。ただし、イラン自身も経済的な苦境に直面していることから、双方には一定の歩み寄りを模索する誘因が存在する。その意味で、9月9・10日に開催予定の共和党大会は一つの節目となり、最終合意には至らなくとも、戦争終結に向けた前進やホルムズ海峡をめぐる緊張緩和につながる可能性がある。
- 中東情勢に加え、金利の高止まりも、米国経済にとって重要なリスク要因となっている。足元ではインフレ指標の鈍化によって利上げ観測が後退したにもかかわらず、長期債・超長期債利回りは高止まりしている。背景には財政悪化への懸念や国債需給の悪化に伴うタームプレミアムの上昇があると考えられる。さらに、AI関連投資の急拡大に伴う企業の資金需要増加も、国債市場への資金流入を抑制している可能性がある。
- 米財務省は国債買い戻しの拡大を打ち出したものの、市場の反応は限定的であり、財政収支改善に向けた抜本策はなお見えにくい。長期債・超長期債利回りの高止まりは住宅投資や耐久財消費を抑制するほか、AI投資をけん引してきたハイパースケーラーの資金調達コスト上昇にもつながり得る。中東情勢は政策対応や外交交渉を通じて一定の改善が期待できる一方、金利高止まりの背景にある財政問題は構造的な課題であり、短期的な解決は見込みにくく、当面の米景気にとって重石となる可能性が高い。

中東情勢をめぐる米・イラン間の綱引きは9月9・10日までが一つの目安に

7月半ばから再び悪化した中東情勢は、8月後半に至っても改善の糸口が見つかっておらず、6月の米・イラン合意で設定した60日間の停戦・追加協議期間は目立った進展のないまま終了した。もっとも、トランプ政権によるイランへの対応は足元で変化を見せつつある。トランプ大統領は8月19日に自身のSNSで、イランに対する史上最も強烈な経済作戦を開始すると投稿し、イランに対する大規模な経済制裁を実施するとした。8月24日に、米財務省は、5つの重要分野（デジタル資産・テクノロジー・金・航空・海運）を重点的な制裁分野とするとともに、約60の企業・個人・船舶を制裁対象として指定すること等を公表した¹³。

米国のイランに対する対応が武力行使だけでなく、制裁を含めた複合的な圧力戦略へと転換しつつあるのは、武力行使の費用対効果の低下に加え、経済制裁によってイランの経済的な持久力を削ぐことでイランに譲歩を迫る狙いがあると考えられる。トランプ政権としては武力衝突のさらなるエスカレーションを避けつつも、できる限り早期かつ米国に有利な条件で中東情勢を改善させるために、幅広い手段でイランへの圧力を強めているといえよう。

図表1 WTIとガソリン価格、消費者センチメントとトランプ大統領の支持動向



(出所) EIA/CME、ロイター/ミシガン大、Silver Bulletin、Haver Analytics より大和総研作成

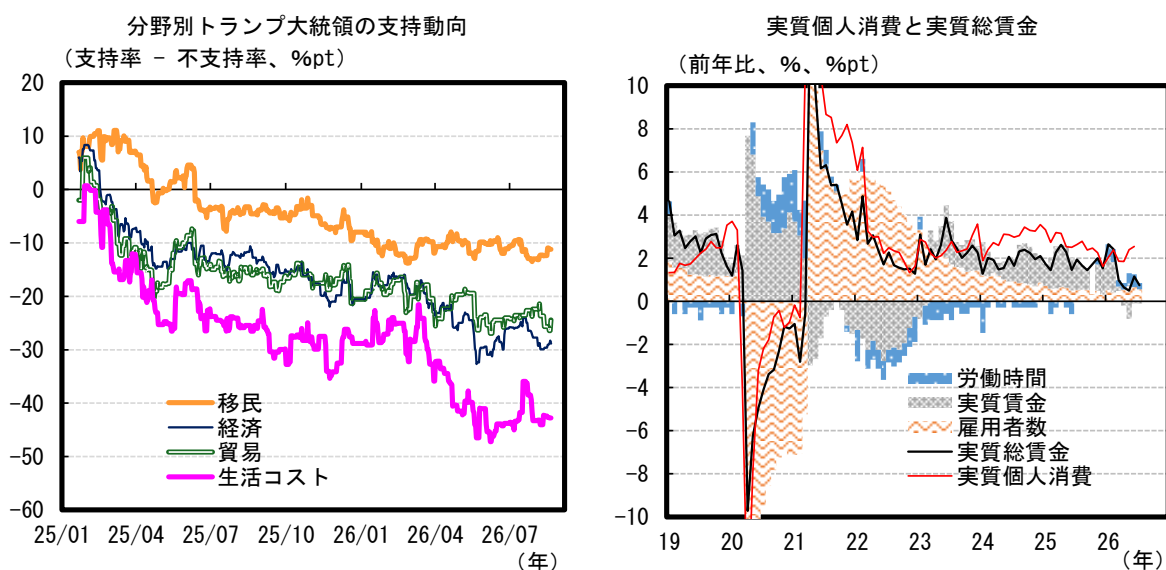
こうした圧力強化は、外交・安全保障上の対応であると同時に、国内政治上の制約が強まる中で、早期に情勢改善の道筋を示すための手段といえる。その制約として挙げられるのが、世論におけるトランプ大統領への不満の強まりだ。7月半ば以降、ホルムズ海峡を通過する船舶量は低迷し、WTI 価格は80ドル台/バレル、ガソリン価格は4ドル/ガロンと高水準で推移している（図表1左図）。こうした中、トランプ大統領のネット支持率（支持-不支持）は、足元で▲20%pt程度と、大統領就任以来、最低水準で推移している（図表1右図）。トランプ大統領

¹³ U.S. Department of the Treasury, “[Treasury Launches Unprecedented Campaign Against Iranian Regime on Economic D-Day](#),” 08/24/2018.

のネット支持率は、ロイター/ミシガン大の消費者センチメントと連動する傾向があり、足元ではエネルギー価格の上昇を受け、消費者マインドも低水準となっている。

また、分野別支持動向でも、物価高騰に加え、景気への不満も強まっている（図表2左図）。足元では、7月の小売売上高が低調な結果になった。6月末の値引きセールによる消費押し上げからの反動減という側面もあるが、7月の雇用統計で雇用者数が冴えない結果であったこと、実質賃金の回復が遅いことから、消費の裏付けとなる実質総賃金（雇用者数、労働時間、実質賃金の積）は伸び悩んでいる。消費の下振れリスクは高まっているといえよう（図表2右図）。

図表2 分野別トランプ大統領の支持動向、実質個人消費と実質総賃金



(出所) BEA, Silver Bulletin, BLS, Haver Analytics より大和総研作成

世論における不満の高まりを背景に、共和党議員からも中東情勢の悪化が長引くことに対する懸念が示されている。例えば、シェリー・ムーア・カピト共和党上院議員は、メディアでのインタビューにおいて、事務所にイランとの武力衝突がいつ終わるのかを尋ねる問い合わせが数多く寄せられているとした上で、中東情勢悪化の長期化が有権者にとって最大の懸念になっていると述べた¹⁴。また、地上軍の投入や米国の資金をこれ以上戦争に投じることを望まないといった声も強まっており、「戦争疲れ」が広がっているとの認識を示した。

カピト議員は、ウェストバージニア州で約30年にわたり公職を務め、現在は上院共和政策委員長（共和党として何を政策課題とし、どういう政策を打ち出すかを議論・調整する委員会のトップ）を務める、共和党指導部の重鎮だ。カピト議員自身はトランプ大統領を熱心に支持するMAGA（トランプ大統領のスローガンである“Make America Great Again”の略）派ではない一方、トランプ大統領とは良好な関係を築き、政策面では基本的にトランプ政権を支持していることから、共和党内のMAGA派と非MAGA派をつなぐ取りまとめ役の一人といえる。重鎮のカピト議員が示した中東情勢悪化の長期化に対する懸念は、中間選挙が近づく中で共和党内の

¹⁴ Al Weaver, “‘There’s a Fatigue’: Iran Grates on Republicans As Midterms Near,” NOTUS, 08/13/2026.

求心力を維持するためにも、トランプ大統領としては軽視できないだろう。

他方、イラン側も、トランプ政権が中間選挙を控え、戦争の長期化や原油価格の上昇が国内政治上の負担となっていると認識しているようだ。実際、足元ではイランが戦争の時間軸を主導し、米国に長期的な消耗を強いることで、トランプ政権の疲弊を待つ戦略を取っているとの分析も見られる¹⁵。このため、米国側が早期の合意を必要とするほど、イラン側は強硬姿勢を維持することで、交渉でより有利な条件を引き出そうとする可能性がある。

もっとも、イラン側が米国の国内政治上の制約を交渉材料として利用する上では、タイミングも重要となる。中東情勢の悪化以降、イラン国内でも食料価格などの伸びが大幅に加速し、失業率も上昇するなど、経済的苦境が続いている。こうした中で、イランにとっての最大の問題は、中間選挙を終えれば、トランプ大統領が国内世論を意識してイランとの妥協を急ぐ必要性は低下する可能性があることだろう。イランにとっても、米国側の政治的制約が最も強い時期を逃さず、できるだけ有利な条件を引き出すことが重要になる。

その意味で注目されるのが、南部テキサス州ダラスで9月9・10日に開催予定の共和党大会だ。共和党大会は通常、大統領選挙が行われる年に開催されるが、今回は中間選挙を前に異例のタイミングで開催される。トランプ大統領としては、同大会までに中東情勢の沈静化を示すことで、共和党内に広がる戦争長期化への懸念を和らげたいと考えるだろう。つまり、米・イラン間で最終的な合意に至らなくとも、共和党大会までに米・イランの双方が一定の歩み寄りを見せ、戦争終結に向けた進展やホルムズ海峡の安定化につながる可能性があるといえよう。

長期債・超長期債利回りの高止まりによる景気への悪影響に要警戒

中東情勢に加え、足元の米国経済をめぐるホット 이슈としては、長期債・超長期債利回りの高止まりが挙げられる（図表3左図）。従来はエネルギー価格上昇に伴う利上げ織り込みの進展によって、長期債・超長期債利回りが押し上げられたと考えられていた。しかし、8月に公表された7月のCPIが前年比で減速し、7月のPPIも市場予想を下回り、利上げ見込みが後退したにもかかわらず、長期債・超長期債利回りは高止まりした。言い換えれば、足元の金利高止まりは、インフレ・金融政策動向を織り込んだ短期期待金利の上昇というよりは、財政悪化などを背景としたタームプレミアムの上昇による面が大きいと考えられる（図表3右図）。

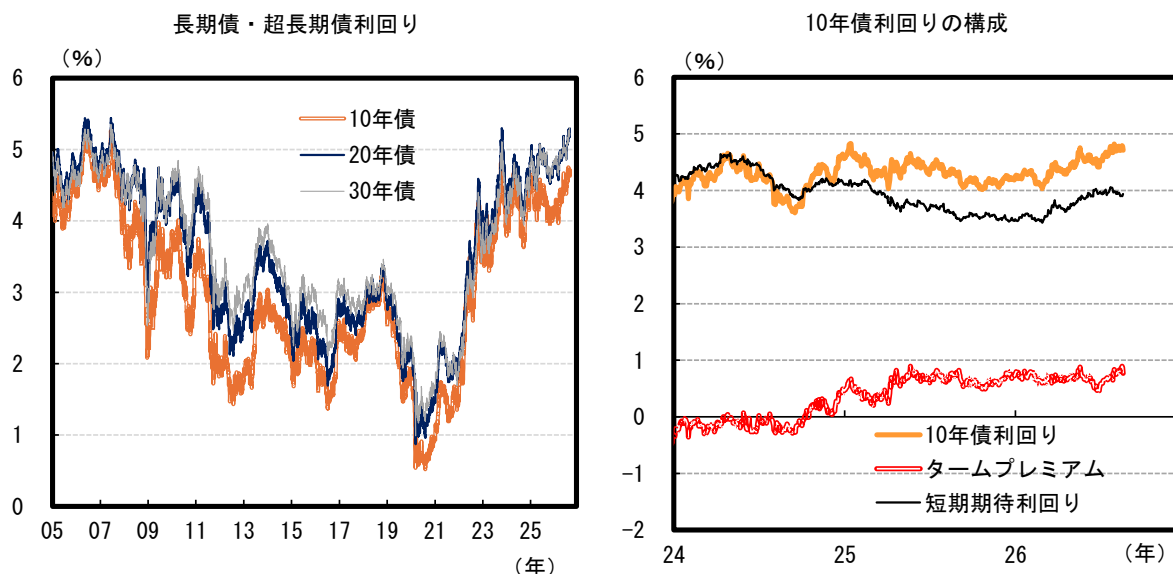
トランプ政権では、関税引き上げによって税収が押し上げられている一方で、2025年7月に成立したトランプ減税2.0による税収減少に加え、中東情勢の緊迫化に伴う軍事費増加等で財政支出も拡大している。ベッセント財務長官が指摘しているように、財政収支対GDP比で見れば、名目GDPの増加によって足元で赤字幅が縮小しているものの、金額ベースでは財政収支の悪化が続いており、国債発行規模は増加している（図表4左図）。国債の発行増によって需給悪化に対する警戒感が高まり、金利の上昇圧力となっていると考えられる。

さらに、AI関連投資の急拡大も、国債の金利上昇圧力の一要因となっている可能性がある。

¹⁵ Financial Times, “[Iran sets pace in war with Donald Trump](#),” 08/02/2026.

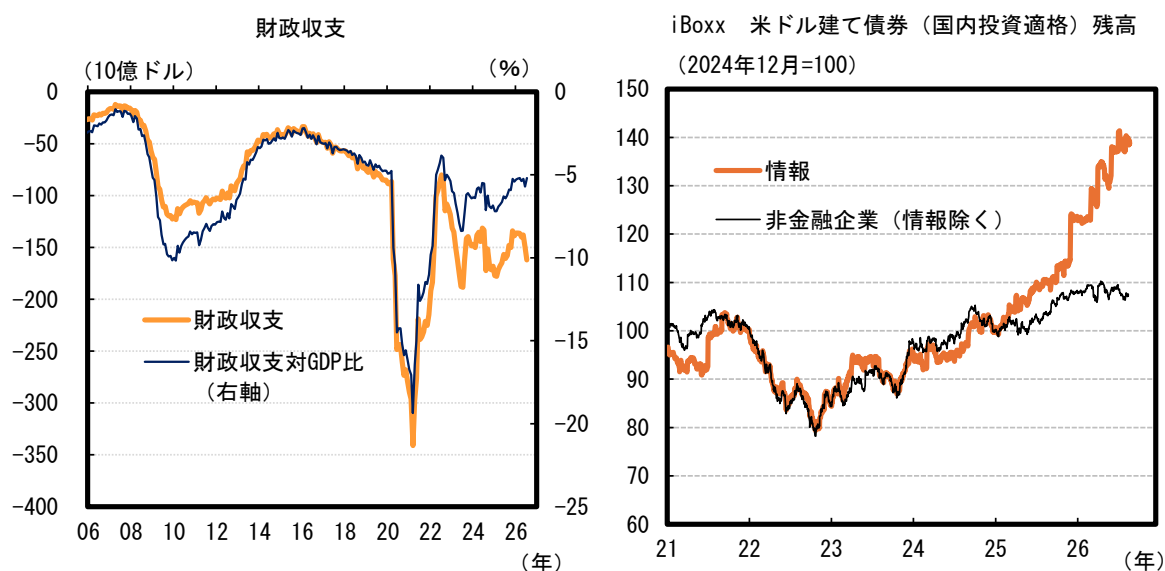
ハイパースケーラー（Alphabet、Amazon、Meta、Microsoft、Oracle）や AI 関連企業によるデータセンター・半導体などへの巨額の投資に伴い、情報セクターの社債発行による資金調達が拡大している（図表 4 右図）。ハイパースケーラーの社債は高格付けであるにもかかわらず、米 30 年債利回りを上回る金利水準で発行されることも多い。企業の資金需要が強まる中で、国債と民間資産との間で投資資金を奪い合う構図が強まり、国債への資金流入が相対的に抑制されている可能性がある。

図表 3 長期債・超長期債利回り、10 年債利回りの構成



（出所）FRB、NY 連銀、Haver Analytics より大和総研作成

図表 4 財政収支、iBoxx 米ドル建て債券（国内投資適格）残高



（出所）米財務省、S&P Global、Haver Analytics より大和総研作成

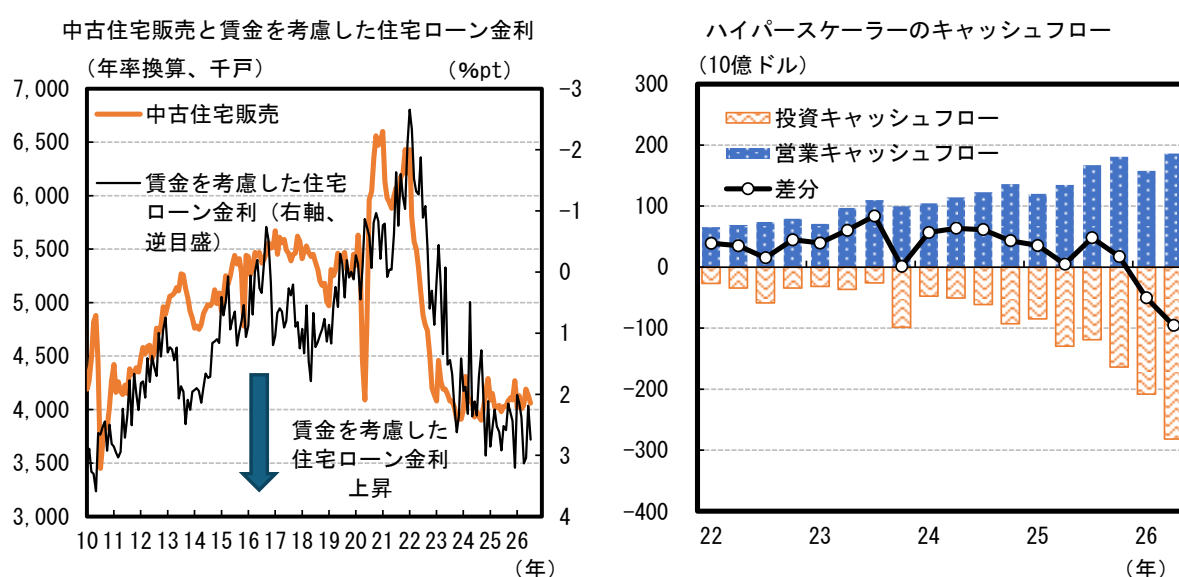
長期債・超長期債利回りが高止まりする中で、ベッセント財務長官は8月19日、米国債の買い戻し（バイバック）を拡大する方針を打ち出した。財務省はこれまでも、流動性の低下した

既発債を市場から買い戻す、流動性支援を目的としたバイバックを実施してきたが、今回は10-20年ゾーンおよび20-30年ゾーンを対象とする買い戻しについて、1回当たりの上限を従来の20億ドルから40億ドル以上へと増やす。バイバックは9月9日から適用される予定だ。

米国債の買い戻しの拡大を受け、長期債・超長期債利回りは19日に一時的に低下したものの、翌20日には再び上昇した。こうした長期債・超長期債利回りの揺り戻しを踏まえれば、国債市場の流動性改善や需給調整だけでは、財政悪化といった金利上昇の根本的な要因を解消することが難しいということだろう。市場が求めているのは、国債市場のテクニカルな需給の改善策だけではなく、財政収支の改善につながる具体的な対応策といえる。もっとも、中間選挙が近づく中で、社会保障の削減には踏み込みづらく、中東情勢が悪化する中で防衛費の抑制も難しい。税収増に向けては、関税率の引き上げも一つの策だが、エネルギー価格の上昇によって、インフレ率が高止まりしている現状においてはハードルが高い。

長期債・超長期債利回りの高止まりは、金融環境に左右されやすい需要項目を押し下げ得る(図表5)。例えば、住宅投資は2026年4-6月期に前期比年率でプラスに転じたが、住宅ローン金利の上昇によって7月の中古住宅販売は減少した。また、住宅需要が伸び悩む中で、7月の住宅着工件数も落ち込んだ。軟調な住宅販売は家具・電化製品といった耐久財消費を抑制し得る。設備投資関連指標はAI投資に関連した品目中心に堅調さを維持している。しかし、巨額のAI投資を行うハイパースケーラーは、投資キャッシュフローが営業キャッシュフローを超過し、市場での資金調達を増やしている。投資資金を借入や社債発行などで賄うほど、金利上昇の影響を受けやすくなる。AI投資による収益拡大が十分に進まない場合には、資金調達コストの上昇が投資の採算性を悪化させ、これまでのようなAI投資の拡大ペースが維持できなくなる可能性もある。財政収支の改善に向けた有効な対応策が短期的には見込みにくい中、当面は長期債・超長期債利回りが高止まりする可能性が高く、こうした需要項目の重石となり得る。

図表5 中古住宅販売と賃金を考慮した住宅ローン金利、ハイパースケーラーのキャッシュフロー



(注) 賃金を考慮した住宅ローン金利は住宅ローン金利から賃金上昇率の前年比を差し引いて算出。

(出所) NAR、BLS、FHLMC、Bloomberg、Haver Analytics より大和総研作成

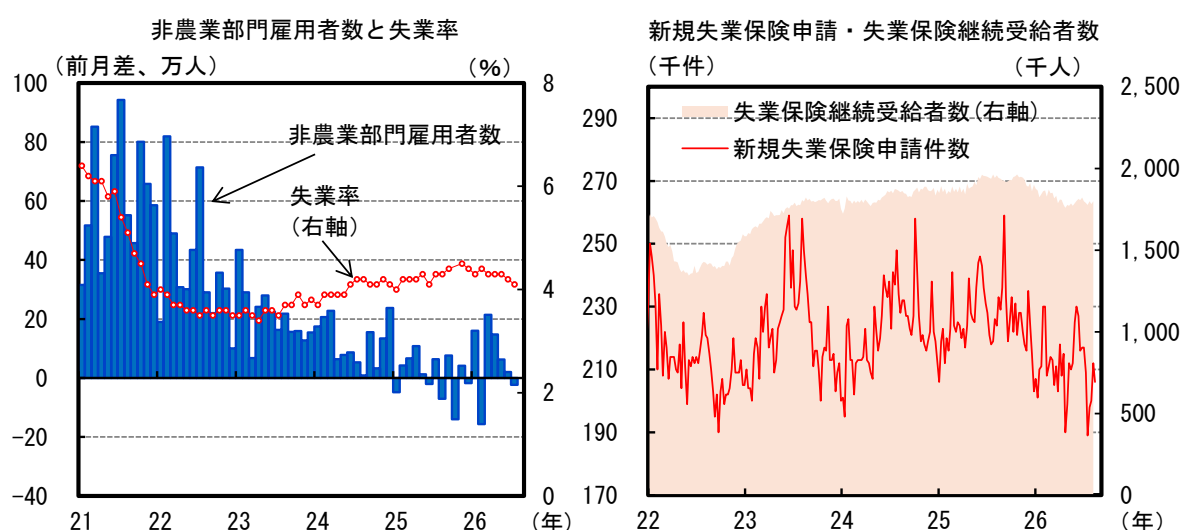
雇用者数はマイナスに転じ、労働力人口は減少するなど雇用環境は軟調

2026年7月の米雇用統計¹⁶は、非農業部門雇用者数が前月差▲2.3万人と5カ月ぶりのマイナスとなり、過去分も大幅に下方修正された。ヘッドラインは政府部門による下押し寄与が大きいものの、民間部門も低調だった。7月のADP民間部門雇用者数が2カ月連続で減速したこと、雇用者数に先行する傾向にあるNFIB雇用計画も低下傾向を示していたことは、雇用者数の伸び悩みと整合的だ。なお、NFIB雇用計画は、秋に入り雇用者数が回復する可能性を示唆しているが、足元では振れが大きく、マインドの回復が継続するかが注目されよう。

失業率は4.1%と2カ月連続で低下した。直近の新規失業保険申請件数（2026年8月9日-8月15日）は20.6万件と前年同時期の水準を大幅に下回って推移しており、家計調査において失業者数が減少した点と整合的といえる。ただし、足元の失業率の低下は、失業者数の減少に加え、労働力人口の減少（＝労働市場からの退出増）が影響している。中でも、高齢層のみならず現役層においても労働参加率の低下が見られる点は気がかりだ。失業動向を評価するにあたっては、労働参加率の上昇を伴いながら、失業率が安定または改善するかが重要となる。

労働需要に関しては、2026年6月の求人件数は前月差▲17.8万件と2カ月連続で減少し、水準は735.9万件となった。求人件数は減少したとはいえ、3カ月連続で700万件を上回っており、底堅い。労働需給を示す、失業者数と比較した求人件数の比率は1.0倍超と安定している。労働需給が徐々に引き締まることで、雇用者数の下振れリスクは抑制され得る一方、賃金上昇率、ひいてはインフレ圧力が高まり得る。雇用環境全体でみた賃金上昇率は減速基調にあるため過度な懸念は不要だが、賃金上昇率が加速に転じた場合は注意を要する。

図表6 非農業部門雇用者数と失業率、新規失業保険申請・失業保険継続受給者数



(出所) BLS、DOL、Haver Analytics より大和総研作成

¹⁶ 藤原翼「[米雇用者数は減少、過去分も大幅に下方修正](#)」（大和総研レポート、2026年8月10日）

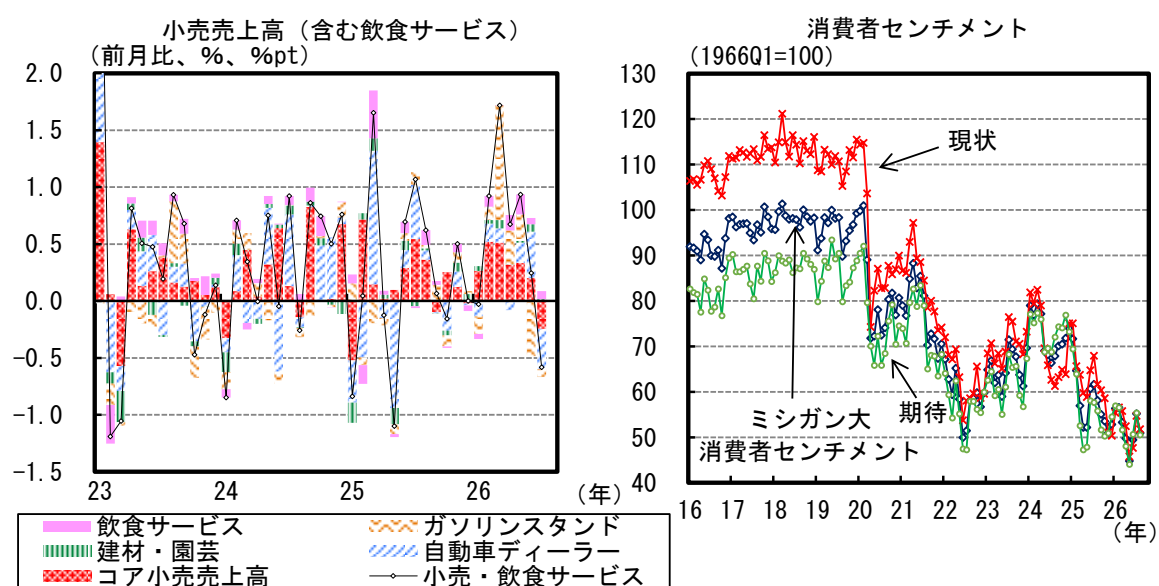
小売売上高は値引きセールからの反動減もありマイナス

個人消費の動向について、2026年7月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比▲0.6%と、市場予想（Bloomberg 調査：同+0.1%）に反してマイナスに転じた。7月前半にかけてのガソリン価格の下落に加え、6月のアマゾン・プライムデー（値引きセール）からの反動減が生じた。小売売上高の3カ月移動平均は同+0.2%と2カ月連続で減速しており、均してみてもペースダウンしている。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▲0.4%とマイナスに転じた。

続いて内訳を確認すると、無店舗販売（前月比▲2.2%）は、前述の値引きセールからの反動減が生じた。さらに、自動車・同部品（同▲1.8%）が3カ月ぶりにマイナスとなり、ガソリンスタンド（同▲0.9%）は2カ月連続でマイナスとなった。この他、家電（同▲0.5%）もマイナスに転じた。さらに、その他小売（同+0.5%）は2カ月連続で減速、建設資材・園芸（同+0.3%）も減速し、飲食料品と娯楽用品は前月からほぼ横ばいとなった。他方で、衣服・宝飾品（同+1.9%）とヘルスケア製品（同+0.7%）はプラスに転じ、飲食サービス（同+0.5%）とGMS（総合小売）（同+0.3%）は加速した。

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8月（速報値）が前月差▲4.2ptと3カ月ぶりに悪化し、水準は51.0となった。内訳については、現状指数（同▲3.0pt）と期待指数（同▲4.8pt）がいずれも悪化した。ミシガン大は、消費者マインドは幅広い層で悪化し、特にインフレの影響を受けやすい層において悪化幅が大きかったと指摘した。足元においても中東情勢をめぐる不透明感が強い中でガソリン価格は高止まりしている。さらに、名目賃金上昇率が鈍化傾向にある中で、実質賃金は伸び悩んでいる。こうした中で、消費者マインドは改善しづらく、個人消費の減速も継続する恐れがある。

図表7 小売売上高（含む飲食サービス）、消費者センチメント



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

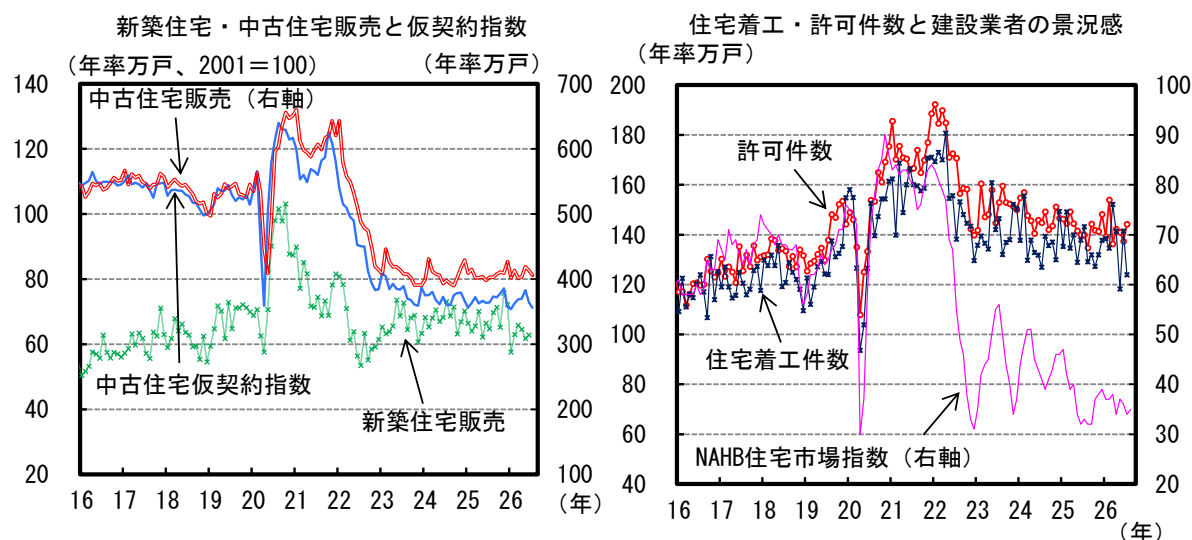
中古住宅販売は2カ月連続で減少し、住宅着工も減少

住宅需要に目を向けると、2026年7月の中古住宅販売（コンドミニウム等含む）は前月比▲1.7%と2カ月連続でマイナスとなった。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も7月は同▲2.3%と2カ月連続でマイナスとなった。

直近の消費者マインドを確認すると、8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▲10ptの31ptと大幅に低下し、2025年4月以来の低水準となった。内訳を確認すると、経済的不安定性の項目はやや改善した一方、金利と価格の項目が悪化した。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、7月初旬を底に上昇し、直近は6.7%程度で推移している。足元は長期金利が高止まりしており、住宅ローン金利も低下しにくいと見られる。価格面に関しては、中古住宅販売価格の増加ペースは前年比で底打ちの兆しがみられる。また、新築住宅販売価格（中央値）は均してみれば前年比でマイナス傾向にあるものの、建材価格が高騰する中で値下げ幅は拡大しづらいとみられる。経済環境については、足元ではエネルギー価格が高止まりし、家計の実質賃金は伸び悩んでいる。以上のように、中東情勢の悪化を契機に住宅購入のハードルは上がっており、目先は住宅需要の回復を見込みにくい。

住宅供給に関して、新築住宅着工は2026年7月が前月比▲12.4%と再びマイナスに転じ、水準は年率123.9万件となった。他方、新築住宅着工の先行指標である建設許可については、7月は同+5.0%と3カ月ぶりにプラスとなった。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、8月は前月差+1ptと3カ月ぶりに改善し、水準は35ptとなった。もっともNAHBは、依然として高い建設コストや経済の不確実性が重石と指摘した。前述のように住宅需要の回復を見込みにくいことに加え、建設コスト高も続いていることを踏まえ、住宅供給も横ばい圏または緩やかな回復ペースに留まると想定される。

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



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

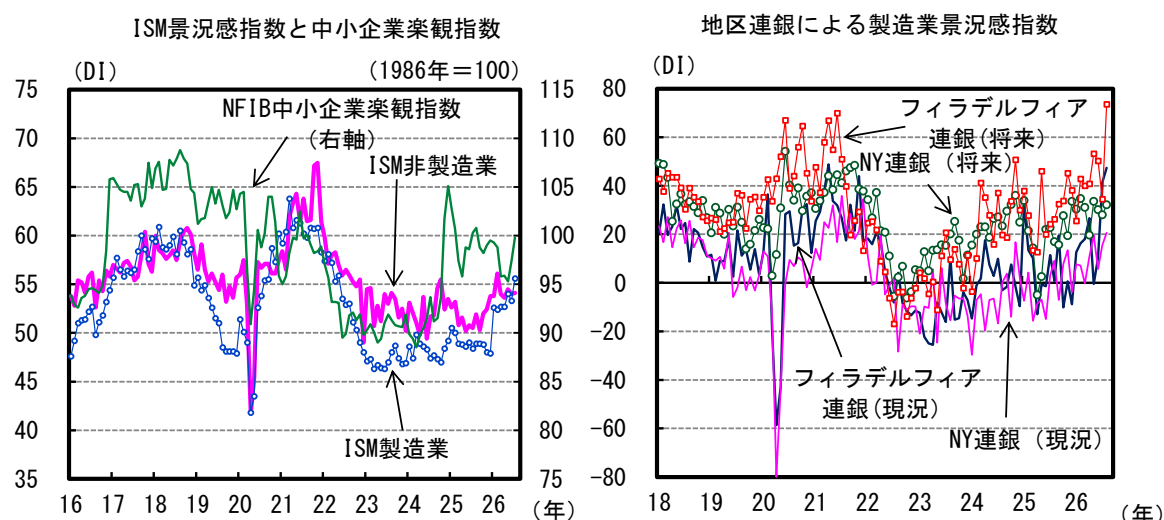
AI 関連需要の増加を背景に企業マインドは改善

2026 年 7 月の ISM 景況感指数は、製造業が前月差+2.3%pt と改善し、55.6%と 2022 年 5 月以来の高水準となった。非製造業についても、同+0.1%pt の 54.1%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、在庫指数が低下した一方、生産指数、雇用指数、入荷遅延指数、新規受注指数が上昇した。なお、雇用指数は 2023 年 9 月ぶりに好不調の目安となる 50%を上回った。非製造業に関しては、雇用指数と入荷遅延指数が低下したものの、事業活動指数、新規受注指数が上昇した。なお、雇用指数は 47.4%と再び 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、需要が堅調と指摘するコメントが多く見られ、特に製造業では AI や航空・防衛の需要増に関する言及が目立った。ただし、サプライチェーンの逼迫や、エネルギー価格の上昇等に伴うコスト高を指摘するコメントも多く見られた。

続いて中小企業に関して、2026 年 7 月の NFIB 中小企業楽観指数は、前月差+2.4pt と 2 カ月連続で改善し、水準は 99.8 と 2025 年 8 月以来の高水準となった。内訳を確認すると、特に「新規雇用計画」の改善幅が大きい。NFIB は、先行きの不確実性は大きいものの、中小企業の事業環境は今後も改善していくと見込んでいるとコメントした。NFIB は、AI 関連投資をめぐるビジネスチャンスが中小企業にも波及しているとの見立てを示した。

2026 年 8 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+5.0pt）が 2 カ月連続で改善し、将来指数（同+4.2pt）は 3 カ月ぶりに改善した。フィラデルフィア連銀については現況指数（同+6.0pt）が 3 カ月連続で改善し、将来指数（同+39.2pt）は 3 カ月ぶりかつ大幅に上昇した。中東情勢が再び悪化した中でも、AI 需要が強い中で、企業マインドが改善していることが確認された。AI 関連需要は引き続き製造業中心に企業マインドを下支えするとみられる一方、中東情勢が再び悪化していることや、足元で見られる金利の上昇が企業マインドの重石となり得る。

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



(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

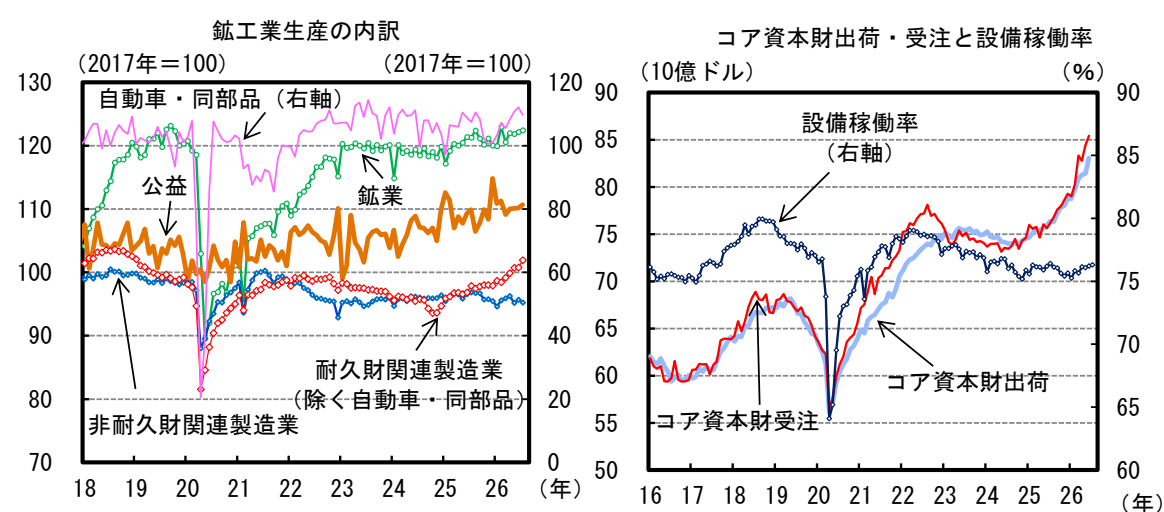
鉱工業生産は市場予想を下回るも、AI 関連需要が下支え

企業の実体面に関して、2026 年 7 月の鉱工業生産指数は前月比+0.2%と、市場予想(Bloomberg 調査：同+0.3%)を下回ったものの、2 カ月連続でプラスとなった。7 月分の内訳を確認すると、公益(同+0.5%)は加速した一方で、鉱業(同+0.2%)と製造業(同+0.2%)は減速した。

製造業の内訳を見ると、AI 関連需要の恩恵を受けて耐久財(前月比+0.7%)が加速した一方、非耐久財(同▲0.4%)がマイナスに転じた。耐久財については、木製品(同+2.4%)、コンピューター・電子機器(同+1.9%)が高い伸びとなった。さらに、一次金属(同+1.4%)と電気機械(同+1.3%)、その他耐久財(同+0.4%)はプラスに転じ、その他輸送機器(同+1.4%)、金属製品(同+1.2%)、機械(同+0.8%)、家具(同+0.7%)は加速した。他方で、前月まで堅調な伸びが続いていた自動車・同部品(同▲2.1%)がマイナスに転じ、非金属鉱物(同▲0.2%)も 5 カ月ぶりにマイナスに転じた。マイナスに転じた非耐久財については、印刷(同▲2.5%)、衣服・革製品(同▲1.9%)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(確報値)は、2026 年 6 月に前月比+2.0%と大幅に加速した。その先行指標であるコア資本財受注も同+1.2%と 2 カ月連続でプラスと、AI 関連需要を背景に力強い伸びを示している。他方で設備稼働率については、2026 年 7 月は前月差+0.1%pt の 76.3%となり、概ね横ばい圏で推移している。また、設備稼働率は長期平均(1972-2025 年：79.4%)を下回る状況が続いており、逼迫していない。設備投資の先行きについては、企業マインドの改善要因にもなっている AI 関連投資が引き続きけん引役になると見込まれる。他方で、中東情勢の再悪化を受けた景気の先行き不透明感や、足元で見られる金利の上昇は設備投資の抑制要因となり得る。

図表 10 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

経済見通し

2026 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.5%となり、2026 年 1-3 月期から減速した。もっとも、個人消費が加速するとともに、設備投資は高い伸びを維持し、住宅投資はプラスに転じるなど、米国の自律的な成長を示す民間最終需要は同+3.9%と高い伸びとなった。下押し要因は堅調な内需を背景とした輸入の増加だった。

2026 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.9%と加速を見込む。他方で、個人消費や設備投資は減速し、住宅投資はマイナスに転じるなど、民間最終需要は減速を見込んでいる。内需の減速と 4-6 月期からの反動によって、7-9 月期の輸入の伸びは減速すると考えられ、実質 GDP 成長率が押し上げられるとみている。

当面のリスクは、エネルギー価格の高止まりに伴う実質賃金の伸び悩みが個人消費を押し下げること、そして、金利の高止まりが、金利に敏感な項目である設備投資や住宅投資の重石となることが挙げられる。エネルギー価格の背景となっている中東情勢の悪化は、9 月 9・10 日の共和党大会に向けて、米・イラン間に歩み寄りが見られるかが注目される。金利の高止まりに関しては、バイバック額の拡大が示されてはいるが、問題の本質である財政状況の改善に向けた対応策の実施には時間を要すると考えられ、当面は金利の高止まりが続く公算が大きく、景気の重石となり得る点に注意を要する。

図表 11 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	前年比、%		
	前期比年率、%												前年比、%		
国内総生産	-0.6	3.8	4.4	0.5	2.1	1.5	1.9	2.1	2.2	2.2	2.1	2.0			
〈前年同期比、%〉	2.0	2.1	2.3	2.0	2.7	2.1	1.5	1.9	1.9	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	2.1
個人消費	0.6	2.5	3.5	1.9	0.5	3.2	1.9	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1	2.6	2.0	2.2
設備投資	9.5	7.3	3.2	2.4	10.6	8.4	6.2	3.7	3.3	3.1	2.9	2.8	4.1	6.5	3.9
住宅投資	-1.0	-5.1	-7.1	-1.7	-7.8	1.5	-1.1	2.7	3.1	3.2	3.0	3.0	-2.2	-3.2	2.4
輸出	0.2	-1.8	9.6	-3.2	10.9	4.5	-2.4	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1	1.6	3.7	1.6
輸入	38.0	-29.3	-4.4	-1.0	11.8	11.5	1.9	2.1	2.2	2.2	2.3	2.4	2.7	2.2	2.7
政府支出	-1.0	-0.1	2.2	-5.6	4.4	-0.8	1.7	0.7	1.2	1.1	1.2	1.3	1.1	0.4	1.0
国内最終需要	1.4	2.4	2.8	0.6	2.2	3.1	2.4	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1	2.4	2.2	2.3
民間最終需要	1.9	2.9	2.9	1.8	1.7	3.9	2.6	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.6	2.5	2.5
鉱工業生産	4.2	1.8	2.1	-1.9	1.1	4.0	2.2	2.1	2.6	2.6	2.5	2.4	1.1	1.5	2.5
消費者物価指数	3.7	1.7	3.1	2.5	3.6	6.1	1.1	2.0	3.1	2.3	2.1	1.4	2.7	3.2	2.4
失業率 (%)	4.1	4.2	4.3	4.5	4.3	4.3	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0	4.3	4.2	4.1
貿易収支 (10億ドル)	-375	-186	-194	-177	-166	-205	-230	-232	-231	-230	-231	-232	-932	-834	-924
経常収支 (10億ドル)	-438	-255	-263	-221	-227	-266	-291	-292	-291	-291	-291	-293	-1177	-1076	-1165
FFレート (%)	4.50	4.50	4.25	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.50	3.50	3.25	3.25	3.75	3.75	3.25
2年債利回り (%)	4.15	3.86	3.72	3.52	3.57	3.97	4.21	4.18	4.15	4.12	4.01	3.93	3.81	3.98	4.05
10年債利回り (%)	4.45	4.36	4.26	4.10	4.20	4.42	4.62	4.56	4.43	4.35	4.24	4.16	4.29	4.45	4.29

(注 1) 網掛けは予想値。2026 年 8 月 24 日時点。

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

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

欧州経済 引き続きインフレに警戒

猛暑で高まるインフレ上振れリスク

橋本 政彦

[要約]

- 4-6 月期に落ち込んだ家計・企業の景況感は改善が続いており、7-9 月期の景気拡大の持続を示唆する。4-6 月期の落ち込みが大きかった消費者、サービス業の持ち直しに加えて、製造業では AI 関連や防衛関連での需要増加が景況感の改善要因として指摘されており、生産の下支えとなることが期待される。
- ユーロ圏経済の先行きを見通す上での最大のポイントとみられるインフレ率については、引き続き上振れリスクが大きい。原油価格はピークに比べて低下しているものの、ガソリン小売価格は高止まりが続いており、これを主因にインフレ率の上昇ペース加速が見込まれる。
- 加えて、猛暑による水力発電の出力低下と、一部の原子力発電所の稼働停止によって、欧州ではガス火力発電所の稼働率を上げざるを得ない状況となり、それが天然ガス価格の上昇の一因になっているとみられる。現状、ユーロ圏のガスの貯蔵率は低く、ガス需給の引き締めによる価格上昇圧力は、冬季にさらに強まる可能性がある。
- 英国の 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.4%となり、前期の高い成長率からはペースが鈍化しつつも、底堅い成長が続いた。需要項目別では、個人消費、総固定資本形成が増加しており、内需の拡大が GDP を押し上げた。
- 底堅い成長が続く半面、労働市場の悪化傾向が続いていることが英国経済における懸念事項である。企業景況感が改善する中でも、コスト高を背景に雇用の削減傾向が続いており、雇用環境は先行きも厳しい状況が続くと見込まれる。一方、新政権への期待感から消費者マインドは大きく改善しており、雇用・所得環境が弱含む中でも個人消費の増加をサポートすると見込まれる。

ユーロ圏経済

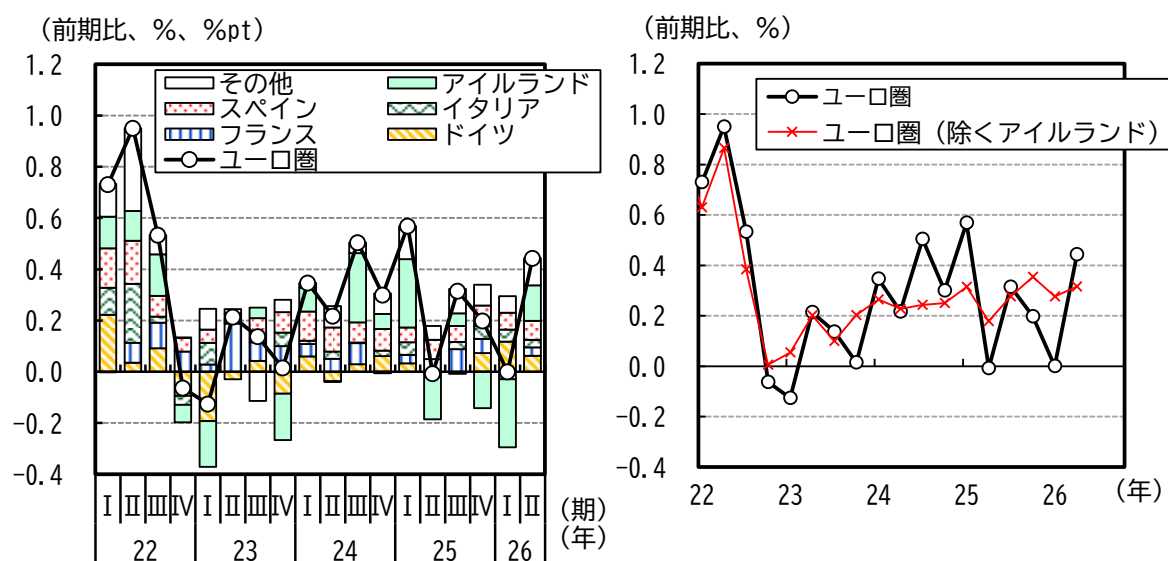
ユーロ圏の 4-6 月期 GDP 成長率は前期から加速

2026 年 2 月末のイスラエル・米国によるイランへの攻撃をきっかけとした中東情勢の悪化と、それに伴うエネルギー価格の急騰によって、ユーロ圏経済の下振れリスクは大きく高まったが、そうした懸念をよそにユーロ圏経済は意外にも底堅い推移が続いている。

ユーロ圏の 2026 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率（改定値）は前期比+0.4%と、速報値からはほぼ修正されず、ゼロ成長だった 1-3 月期からの成長ペースの加速が確認された。国別では、多国籍大企業の影響によって毎期の振れが大きいアイルランドの高成長（同+3.9%）が最大の押し上げ要因となっており、この点については割り引いてみる必要がある。だが、アイルランドを除くユーロ圏 20 カ国の GDP 成長率（大和総研試算）を見ても、同+0.3%と前期並みの成長ペース（小数点以下第 2 位まで計算するとわずかに加速）となっており、特殊要因を除いてもユーロ圏は底堅い成長となった。実質 GDP 成長率が公表済みの 16 カ国のうち、ベルギーとオーストリアの 2 カ国がゼロ成長となったものの、それ以外の 14 カ国はすべてプラス成長となり、マイナス成長の国がなかった点も前向きに評価できる。

主要国の成長率を見ていくと、スペインが前期比+0.7%と引き続き相対的に高い成長率となった。個人消費、および総固定資本形成の増加によって内需が堅調な伸びとなり、前期（同+0.6%）からわずかに成長ペースが加速している。また、フランスは同+0.2%と小幅な成長ながら、前期のマイナス成長（同▲0.1%）からプラス成長へと転換した。ドイツとイタリアも、フランスと同様に同+0.2%の成長となったが、前期（ドイツ：同+0.4%、イタリア：同+0.3%）から成長率が鈍化している。

図表 1 ユーロ圏の実質 GDP 成長率と国別寄与度（左）、アイルランドを除く GDP 成長率（右）



（注）左図の「その他」は、ユーロ圏全体から表示された 5 カ国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、アイルランド）を差し引いて計算。

（出所）Eurostat より大和総研作成

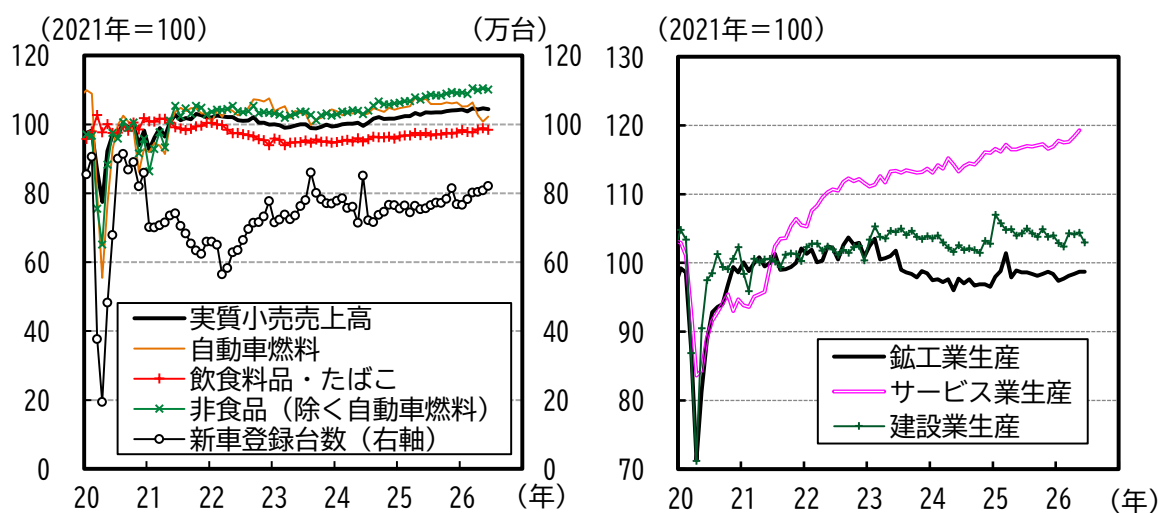
実質所得、消費者マインドの落ち込みに反して個人消費は底堅く推移

ユーロ圏全体の GDP 統計の内訳はまだ公表されていないため、以下では関連統計から 4-6 月期の景気動向を確認していく。

個人消費に関して、ユーロ圏の 4-6 月期の実質小売売上高は前期比+0.2%となり、前期から減速しつつも増加が続いた。内訳では、自動車燃料が同▲3.5%と減少しており、エネルギー価格の上昇が個人消費の抑制要因になったことがうかがえる。だが一方、飲食料品・たばこは同+0.7%、非食品（除く自動車燃料）は同+0.6%と、いずれも前期から増加ペースが加速した。また、小売売上高に含まれない自動車に関して、4-6 月期の新車登録台数（ECB による季節調整値）も同+3.5%と 2 四半期ぶりの増加に転じている。4-6 月期はインフレ率の加速が実質所得を下押しし、消費者マインドも落ち込んでいたにもかかわらず、個人消費は思いのほか底堅く推移した。

なお、主要国では、フランスの実質小売売上高が前期比+0.4%と前期から加速し、特に好調だった。一方、ドイツとイタリアは同+0.1%と小幅な増加にとどまり、スペインは同▲0.3%と 2 四半期連続の減少となった。ただし、既に需要項目別の内訳が公表されたスペインの GDP 統計では、実質個人消費は同+0.7%と増加しており、スペインでは財消費ではなく、サービス消費の好調さが個人消費全体をけん引したとみられる。

図表 2 ユーロ圏の実質小売売上高と新車登録台数（左）、ユーロ圏の生産指数（右）



（出所）Eurostat、ECB より大和総研作成

次に、生産側の統計を見ていくと、ユーロ圏の 6 月の鉱工業生産は横ばいとなったものの、5 月まで 4 ヶ月連続で上昇が続いていたことから、4-6 月期は前期比+0.9%と 2 四半期ぶりの上昇に転じた。財別では、消費財が同+2.9%と高い伸びとなったほか、中間財が同+1.0%上昇し、資本財も同+0.8%の上昇と、幅広い財で生産が増加した。特に好調だった消費財については、医薬品の前期までの落ち込みからの揺り戻しが影響しており、国内需要のみならず、輸

出の増加が生産の押し上げに寄与したとみられる。

鉱工業以外では、建設業の4-6月期の生産指数は前期比+0.6%と3四半期ぶりの上昇に転じた。また、サービス業についてはまだ5月分までしかデータが公表されていないが、4月が前月比+0.7%、5月が同+0.8%と4-6月期に入って上昇ペースが加速している。4~5月の平均値は1-3月期平均を1.0%上回っており、4-6月期は前期から増加し、GDPを押し上げた可能性が高い。4-6月期は、企業部門では特にサービス業でマインドが悪化していたが、家計部門と同様、マインドの落ち込みに反して実体面は好調だったとみられる。

7-9月期に入り景況感の家計、企業ともに改善傾向

7-9月期に入ってから景気動向に関して、実体経済面のデータはまだほとんど公表されていないが、4-6月期に落ち込んだマインド関連のデータは改善傾向にあり、景気拡大の持続を示唆する。

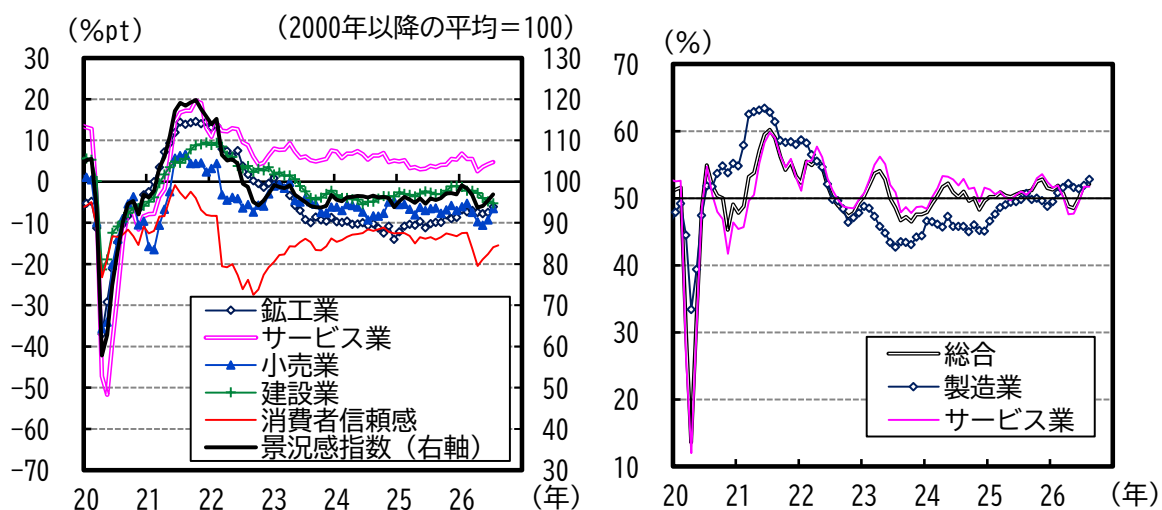
欧州委員会が公表するユーロ圏の景況感指数（総合）の2026年7月分は、前月差+1.5ptと3ヵ月連続で改善し、7-9月期の成長持続に向けて順調な出だしとなった。とりわけ家計関連の改善が顕著であり、小売業が同+2.7ptと大幅に上昇したほか、消費者信頼感指数が同+1.7ptと改善し全体を押し上げた。家計関連でのマインドの大幅な改善は、6月後半の米国とイランの停戦合意と、それに伴う6月末から7月初旬にかけてのエネルギー価格の下落を反映したものとみられる。

また、8月の消費者信頼感指数（速報値）は前月差+0.4ptの▲15.5%ptと、悪化を見込んでいた市場予想（Bloomberg調査：▲16.0%pt）に反して4ヵ月連続で改善した。欧州委員会が公表する週次のガソリン価格は、原油価格の再上昇と減税策の終了・縮小によって7月以降、再び上昇に転じ、8月も高止まりが続いている。ガソリン価格の高さは消費者マインドの下押し要因になったとみられるが、そうした中でも消費者マインドの改善が続いたことは7-9月期以降の景気を見通す上で心強い材料である。

さらに、家計のみならず、企業部門のマインドについても8月は改善が続いた。8月のユーロ圏の総合PMI（S&P Global公表）は、前月差+0.1ptと小幅ながら3ヵ月連続で改善し、水準は52.1%と、3ヵ月連続で基準となる50%を上回った。8月の改善のけん引役となったのは製造業であり、製造業PMIは前月差+0.9ptと大きく改善し、水準は52.8%と2022年5月以来の高さに達した。

製造業の改善に関して統計公表元のS&P Globalは、中東での戦争によるサプライチェーンの混乱を警戒した在庫の積み増しが生産の押し上げに寄与した可能性を指摘しており、先行きはその反動減に注意が必要とみられる。他方、AI関連、および防衛関連セクターでは需要増加がPMIの改善要因になったことも指摘されており、これらは今後も製造業の生産を下支えすると見込まれる。

図表3 ユーロ圏の景況感指数（左）、ユーロ圏のPMI（右）



(注) 左図は消費者信頼感のみ 2026 年 8 月が最新値、他は 2026 年 7 月が最新値。

(出所) 欧州委員会、S&P Global より大和総研作成

インフレ率はわずかに加速も、二次的波及は見られず

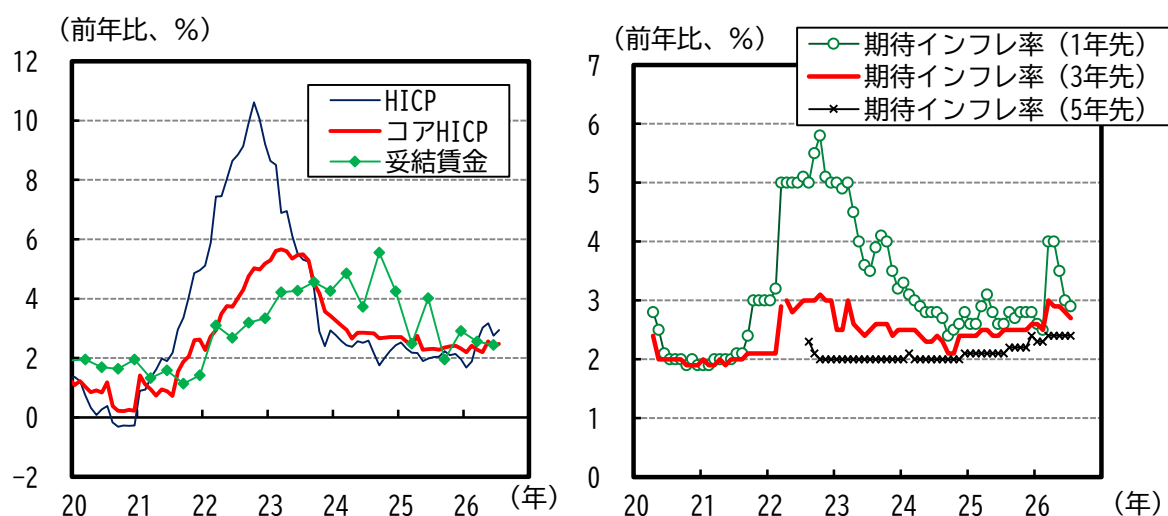
当面のユーロ圏経済の先行きを見通す上での最大のポイントとみられる、インフレ率の動向を確認していくと、ユーロ圏の 7 月の HICP(消費者物価指数)は前年比+2.9%と、前月の同+2.8%からわずかに上昇幅が拡大した。原油価格の上昇を受けてエネルギーの上昇ペースが加速(6月:同+8.5%→7月:同+10.3%)したことに加えて、コア HICP も同+2.5%と前月(同+2.4%)から上昇幅が拡大した。コア HICP の内訳では、コア財(非エネルギー工業製品)が同+0.9%(6月:同+0.7%)、サービスが同+3.3%(6月:同+3.2%)と、いずれも上昇幅が拡大している。

だが、ECB の 6 月時点の見通しでは 2026 年 7-9 月期の HICP を前年比+3.4%と予想しており、7 月の結果はこれを大きく下回った。コア HICP は概ね ECB の見通し(7-9 月期:同+2.5%)に沿って推移しているが、エネルギー価格が ECB の想定を下回っていることに加えて、食料品価格の上昇ペースの鈍化が HICP 全体の上昇幅を抑えている。

また、ECB が注視しているインフレの二次的影響に関して、4-6 月期のユーロ圏の妥結賃金は、前年比+2.4%と上昇幅が 2 四半期連続で縮小した。妥結賃金の上昇率は 3 四半期ぶりに HICP 上昇率を下回っており、実質ベースで減少に転じたことは景気動向を考える上では悪材料だが、インフレ率から賃金への二次的影響が見られていないことは、物価安定を目指す ECB にとっては安心材料といえる。

さらに、中期的なインフレの安定を目指す上で ECB が注視するもう一つの指標である期待インフレ率に関して、7 月の家計の期待インフレ率は、1 年先が+2.9%、3 年先が+2.7%と、それぞれ前月から 0.1%pt 低下した。5 年先の期待インフレ率は+2.4%と前月と変わらず、インフレ目標の+2%や過去に比べると高めの推移が続いているものの、やはり目立った二次的影響は見られていない。

図表4 ユーロ圏のHICPと妥結賃金（左）、ユーロ圏家計の期待インフレ率（右）



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

記録的猛暑がインフレ率の上振れ要因に

ただし、インフレ率の先行きについては、引き続き上振れリスクが高いとみるべきだろう。原油価格（北海ブレント）は足元では90ドル台で推移し、100ドルを上回っていた3～5月や7月中旬に比べれば落ち着いているものの、既述したように、ガソリン小売価格は減税の終了・縮小などもあり、8月以降も高止まりが続いている。ガソリン価格の上昇によって、8月のHICPは上昇ペースが加速する公算が大きい。

加えて、5月末から続く欧州での猛暑がインフレ率の押し上げに作用する可能性が高まっていることにも注意を要する。記録的な猛暑によって河川の水位が低下したことで、水力発電の出力が低下したほか、冷却水を十分確保できなくなったフランス、ルーマニア、ハンガリーの原子力発電所の一部は稼働停止を余儀なくされた。その結果として、ガス火力発電所は稼働率を上げざるを得ない状況にあり、これがガス価格上昇の一因になっているとみられる。天然ガス価格（オランダTTF）は8月に入って直近のピークである3月中旬の水準を上回った。

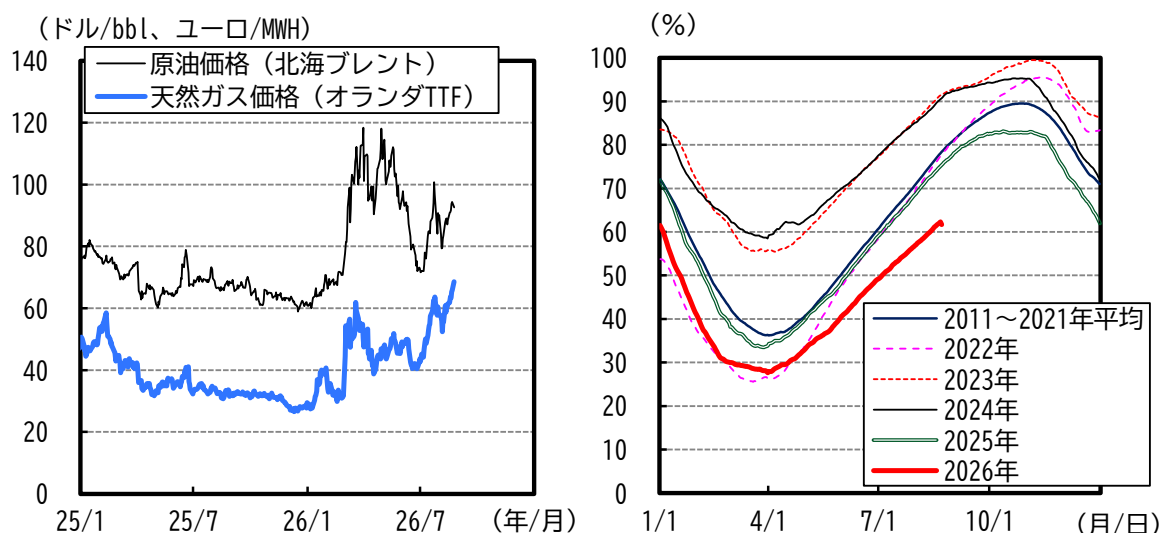
また、ユーロ圏のガスの貯蔵率は、2026年は年初から低水準で推移してきたが、4月以降の在庫の積み増しのペースも例年に比べて遅く、8月時点の水準はデータが公表される2011年以降で最も低い。猛暑の影響は気温の低下に伴い緩和していくことが期待される一方、ガス需給の引き締めによる価格上昇圧力は、ガスの需要期である冬季にさらに強まる可能性がある。

また、猛暑による別の影響として、農作物の収穫量の減少による食料品価格の上昇も懸念されている。夏場の農作物の収穫量の減少のみならず、作付けが減少したことで影響は秋以降も続くとみられており、食品価格の上昇圧力はタイムラグをおいて強まるリスクがある。

ガス価格の上昇や食品価格の上昇は、当然ながらインフレ率の押し上げに作用することになるが、それに加えて購入頻度の高さによって、家計の期待インフレ率に強く影響を及ぼす可能性がある。インフレ率、金融政策の先行きを見通す上では、引き続き、中東情勢、および原油

価格の動向が最大の焦点になるが、これに加えて、ガス価格、食品価格が上昇するリスクにも注意を払っていく必要があるだろう。

図表 5 原油価格とガス価格（左）、ユーロ圏のガス貯蔵率（右）



(出所) Bloomberg、GIE より大和総研作成

英国経済

4-6 月期は内需主導の底堅い成長

英国の 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.4%（前期比年率+1.7%）となった。前期の高い成長率（前期比年率+2.5%）からは成長ペースが鈍化したものの、潜在成長率が 1%台半ばとみられることを踏まえれば、底堅い成長が 4-6 月期も続いたと評価できる。内・外需別では内需寄与度が前期比+0.4%pt、外需寄与度が同▲0.0%pt となっており、内需の拡大が成長率を押し上げた。

需要項目別の動向を確認していくと、個人消費は前期比+0.3%となった。前期（同+0.6%）からは伸び率が低下したものの、8 四半期連続の増加となり、緩やかな増加基調が続いた。内訳では、保健・医療が同+2.0%と増加したほか、前期からの反動で酒類・たばこが同+1.4%となり、特に増加幅が大きかった。また、家庭用財・サービス（同+1.1%）、娯楽（同+0.7%）など、個人消費は幅広い品目で増加しており、総じて堅調な結果であったといえる。

なお、個人消費の裏付けとなる名目雇用者報酬は前期比+0.2%と増加が続いたものの、前期（同+2.1%）からは伸びが大きく鈍化した。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）は同▲0.3%と 2023 年 1-3 月期以来の減少に転じており、所得環境の改善が足踏みしたにもかかわらず、個人消費は底堅く推移した。

総固定資本形成は前期比+1.2%と、前期（同+0.4%）から成長ペースが加速し、GDP を押し上げる最大の要因となった。民間企業設備投資が同+1.7%と前期から加速し、2025 年 1-3 月期以来の増加幅になったことに加えて、公共投資（除く住宅）が同+1.3%、公的住宅が同

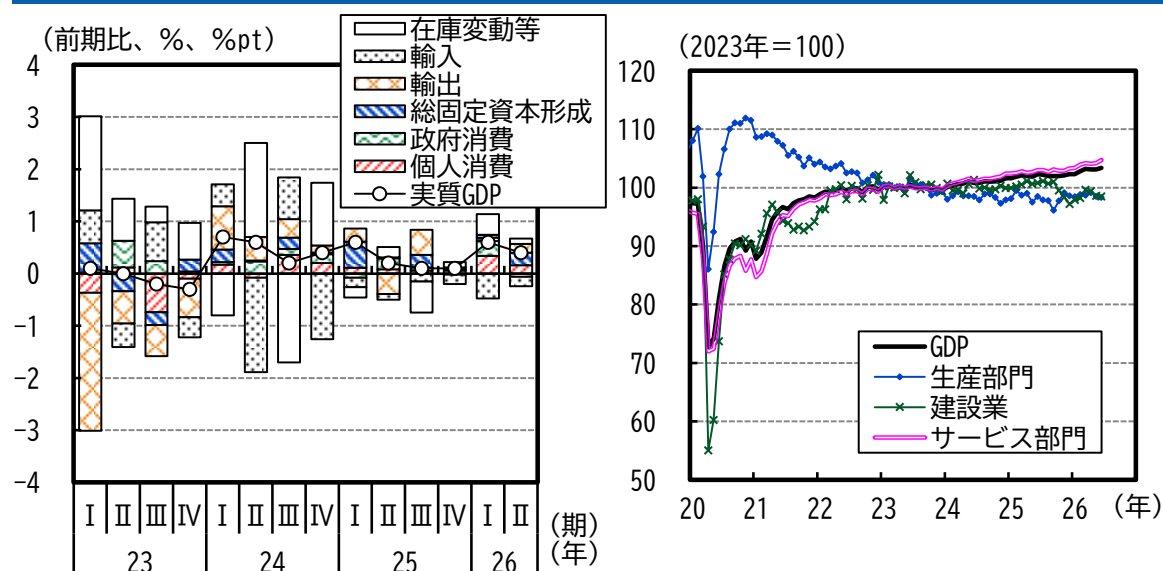
+13.0%と増加しており、官民双方の投資が押し上げに寄与した。民間住宅投資は前期比横ばいにとどまったが、3 四半期ぶりに減少から脱しており、下げ止まった形である。形態別では、ICT 機器・機械が同+7.4%と大幅に増加したほか、輸送用機器が同+3.9%と 2 四半期連続で増加した。

政府支出は前期比▲0.3%と 5 四半期ぶりの減少に転じた。医療（同▲0.5%）、および教育（同▲1.9%）の減少が主な押し下げ要因となったが、教育の減少に関して ONS（英国国家統計局）は、6 月の熱波に伴う学校閉鎖が影響した可能性を指摘している。

外需については、輸出、輸入ともに前期比+0.5%となり、結果として純輸出寄与度はほぼゼロとなった。輸出では輸送サービスなどを中心にサービス輸出が同+0.8%と増加したが、財輸出については同+0.1%と、ほぼ横ばいにとどまった。一方、輸入については燃料を主に財輸入が同+0.6%増加したことが主な増加要因となった。サービス輸入についても、輸送サービス、知的財産権などが押し上げ要因となり増加したが、増加幅は同+0.3%と小幅にとどまった。

なお、4-6 月期に関して月次 GDP で月ごとの動向を見ると、4 月に前月比▲0.1%低下した後、5 月は同横ばい、6 月は同+0.3%と、期末に向けて成長ペースが加速する形となった。6 月は、生産部門が同▲0.2%、建設業が同▲0.1%と停滞する中、サービス部門が同+0.4%と増加しており、サービス部門の好調さが全体を押し上げた。

図表 6 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

雇用環境は緩やかに悪化も、政策期待で消費者マインドは改善

底堅い経済成長に反して労働市場が軟調な点は、引き続き英国経済における懸念材料である。2026 年 4～6 月の失業率は 4.9%と 3～5 月から横ばいとなり悪化を免れた。ただし、失業者数

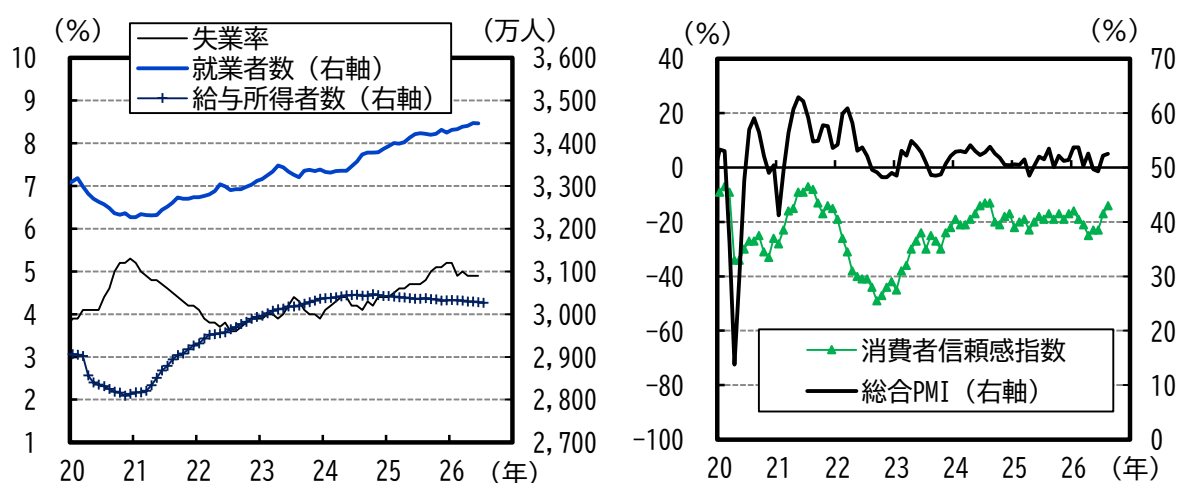
は前月差+1.3万人と3ヵ月ぶりの増加に転じ、就業者数は同▲6千人と減少しており、内容は良くない。また、源泉徴収情報を元に作成される給与所得者数は、7月に同▲1.3万人と6ヵ月連続で減少したほか、5～7月の求人件数は同▲4千人と、企業の労働需要も減少基調が続いている。

労働需給の緩和が続く中、賃金上昇率は鈍化傾向が続いている。4～6月の名目賃金（含む賞与）は前年比+4.1%と、3～5月の同+4.4%から上昇幅が縮小した。賞与を除くベースでは同+3.5%と前月（同+3.4%）からわずかに加速したが、これはNHS（国民保健サービス）職員の賃上げの影響で、公的部門の賃金が同+6.1%と大きく増加したためである。民間部門の賞与を除く賃金は、同+2.8%と2020年8～10月以来の低さとなり、上昇ペースの鈍化傾向が続いている。

7-9月期に入ってから経済動向に関し、総合PMIは7月に前月差+2.9%ptと大幅に上昇した後、8月も同+0.3%pt上昇した。水準は2ヵ月連続で基準となる50%を上回っており、企業活動の拡大を示唆する。だが一方、統計公表元のS&P Globalは、コスト高を背景に雇用の削減傾向が続いていると報告しており、雇用環境は先行きも厳しい状況が続くと見込まれる。

一方で好材料となるのは、厳しい雇用環境が想定される下でも消費者マインドはむしろ改善が続いていることである。8月の消費者信頼感指数は前月差+3ptと、前月の大幅な改善（同+6pt）に続いて2ヵ月連続で改善した。消費者信頼感指数の水準は2024年8月以来の高さであり、雇用・所得環境の悪化が続く中でも個人消費の増加をサポートするとみられる。統計公表元のGfKは、判断するのはまだ早計との見方を示しているものの、バーナム新首相への期待感が消費者マインドにプラスの影響を及ぼした可能性が高い。もっとも、政権への期待感が続くか否かは、10月28日に公表予定の秋季予算に大きく左右されるとみられ、その内容が注目される。

図表7 英国の失業率と就業者数・給与所得者数（左）、英国の消費者信頼感とPMI（右）



（出所）ONS、S&P Global、GfK、Haver Analytics より大和総研作成

BOE は 5 会合連続で政策金利据え置き、当面は様子見姿勢

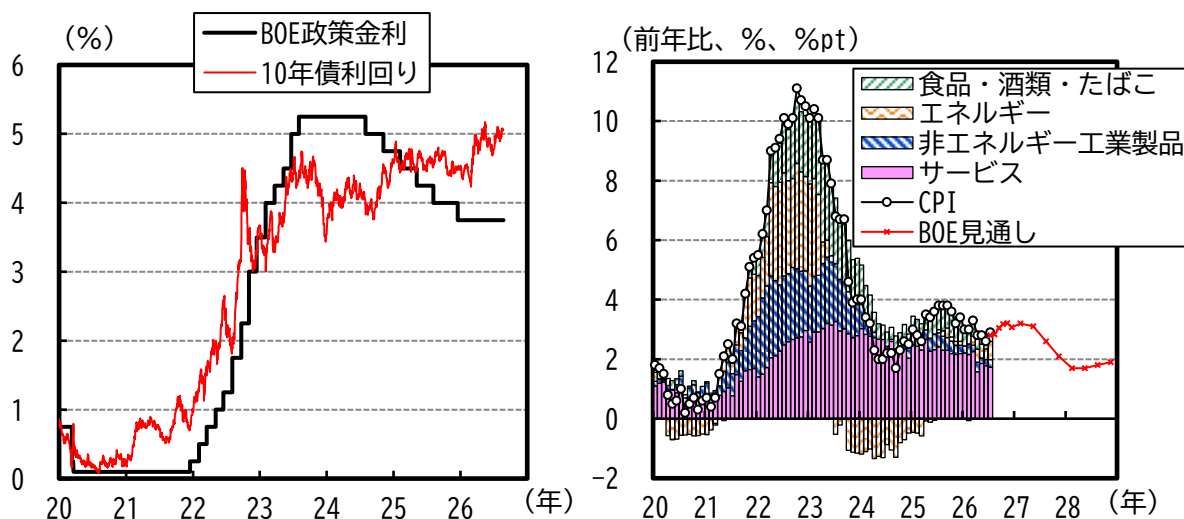
2026 年 7 月 30 日、BOE は前日まで開かれていた金融政策委員会で 5 会合連続となる政策金利の据え置きを決定したと発表した。政策金利の据え置きは市場予想通りであり、サプライズのない結果であった。

政策決定における投票では 9 人の政策メンバーのうち、3 名が利上げを主張し反対票を投じた。前回の 6 月の委員会の段階でグリーン委員、ピル委員の 2 名が利上げを主張していたが、この 2 名に加えて、マン委員が利上げへと主張を転換し、利上げ肯定派が増える形となった。ただし、声明文や議事要旨の内容は必ずしもタカ派的な内容ではなかった。

声明文では、インフレ率はなおも上振れリスクが大きいとの見方が示される一方、エネルギー価格高騰による価格決定や賃金決定に対する二次的影響は今のところ見られていないこと、基調的な物価のディスインフレの明確な兆候があるという文言が追加された。これは、むしろハト派的な変更である。

また、議事要旨によれば、利上げ肯定派も二次的影響は今の段階で見られていないと認めていることが明らかになっている。その上で、積極的に利上げを実施することで、今後二次的影響が発生する可能性を低減できるとして、一部の委員は早期の利上げ実施を主張した。他方、政策金利の据え置きに票を投じた 6 名は、現状の金利水準によってエネルギー価格上昇に起因するインフレ率の加速リスクに対応可能との見方を示している。また、ハト派のラムズデン副総裁は、基調的なディスインフレ過程が続けば、利下げサイクルの再開を検討するとの意向を示しており、BOE 内部で政策運営に対する意見の隔たりは広がっている。

図表 8 英国の政策金利と長期金利（左）、英国の CPI の要因分解と BOE 見通し（右）



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

7 月の金融政策委員会後に公表された 7 月の CPI (消費者物価指数) は、前年比+2.9%となり、前月 (同+2.6%) から上昇ペースが加速した。インフレ率の加速の主因はエネルギー価格が同+9.9%と、前月の同+5.7%から大きく加速したことだが、これは Ofgem (ガス・電力

市場局) が四半期ごとに設定する電力・ガスの価格上限が、原油価格上昇を反映して引き上げられたことが最大の要因である。一方、エネルギー、飲食料品・たばこを除くコア CPI は同+2.6%と前月から変わらず、BOE が二次的影響の判断において重視するサービス価格については同+3.5%と前月から上昇幅が縮小した。CPI 全体では、BOE が 7 月の委員会時点で示した予想(同+2.8%)をわずかに上回ったものの、サービス価格については概ね想定通りの結果となっており、BOE のインフレ率見通しに大きな影響を及ぼすような結果ではなかったといえる。

Ofgem による価格上限は 10 月以降再び引き上げられる可能性が高く、英国の CPI は年末にかけて 3%超まで上昇ペースが加速していくと見込まれる。もっとも、3%程度のインフレ率であれば、現状の金利水準で抑制可能と考える委員が大勢を占めているとみられ、BOE が拙速な利上げに動く可能性は低い。BOE が利上げに踏み切るには、エネルギー価格上昇の二次的影響の顕在化が条件になるとみられ、当面、様子見姿勢が続くと見込まれる。

図表 9 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	2.3%	-0.0%	1.3%	0.8%	0.0%	1.8%	0.9%	1.1%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.2%	0.8%	1.3%
家計消費支出	1.7%	1.0%	0.7%	1.7%	1.0%	0.5%	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	1.0%	1.0%
政府消費支出	-0.8%	1.5%	2.6%	2.6%	2.4%	2.0%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%	1.3%	1.1%	1.4%	2.2%	1.5%
総固定資本形成	10.4%	-4.7%	4.1%	3.2%	-1.2%	1.1%	1.5%	1.7%	2.3%	1.8%	2.0%	2.2%	2.9%	1.0%	1.9%
輸出	9.4%	-1.8%	1.7%	0.2%	-1.4%	2.9%	1.2%	1.5%	2.0%	2.1%	2.1%	2.3%	1.9%	0.5%	1.9%
輸入	9.6%	-0.0%	4.2%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%	1.8%	2.2%	2.3%	2.3%	2.5%	3.5%	1.6%	2.0%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	1.6%	1.4%	1.2%	1.1%	0.5%	1.0%	0.9%	0.9%	1.3%	1.2%	1.3%	1.4%	1.2%	0.8%	1.3%
家計消費支出	1.6%	1.7%	1.3%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	0.8%	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%	1.4%	1.0%	1.0%
政府消費支出	1.8%	1.3%	1.3%	1.5%	2.3%	2.4%	2.2%	1.9%	1.7%	1.6%	1.5%	1.3%	1.4%	2.2%	1.5%
総固定資本形成	2.4%	3.6%	3.1%	3.1%	0.3%	1.8%	1.1%	0.8%	1.7%	1.8%	1.9%	2.1%	2.9%	1.0%	1.9%
輸出	2.7%	0.7%	2.3%	2.3%	-0.3%	0.8%	0.7%	1.0%	1.9%	1.7%	1.9%	2.1%	1.9%	0.5%	1.9%
輸入	4.3%	2.9%	3.6%	3.7%	1.7%	2.1%	1.4%	1.5%	1.7%	1.9%	2.2%	2.3%	3.5%	1.6%	2.0%
鉱工業生産 (除く建設)	2.0%	1.4%	1.3%	1.8%	-1.7%	0.1%	0.6%	0.8%	2.1%	1.7%	1.9%	2.0%	1.6%	-0.0%	1.9%
実質小売売上高	2.3%	3.1%	2.0%	2.3%	2.0%	1.2%	1.2%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	2.4%	1.3%	0.8%
消費者物価	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	2.0%	3.0%	3.1%	3.1%	2.7%	2.1%	2.0%	2.1%	2.1%	2.8%	2.2%
生産者物価	2.4%	0.6%	-0.1%	-1.2%	-1.1%	5.1%	5.1%	5.3%	4.5%	2.5%	2.7%	2.9%	0.4%	3.6%	3.2%
失業率	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	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	55.9	27.5	26.0	24.1	16.2	-4.3	-2.2	0.9	3.3	5.5	7.7	10.0	133.5	10.6	26.5
経常収支	65.1	77.6	56.9	63.0	78.0	78.5	80.2	82.4	84.2	85.7	87.2	88.8	262.5	319.1	345.8
独 国債10年物 (期中平均)	2.58%	2.55%	2.69%	2.72%	2.85%	3.01%	3.20%	3.24%	3.21%	3.18%	3.15%	3.12%	2.63%	3.07%	3.16%
欧 政策金利 (未値)	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.25%	2.50%	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 8 月 24 日時点)。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

図表 10 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%	0.3%	0.2%	2.5%	1.7%	0.8%	1.2%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%
家計消費支出	0.7%	0.5%	0.4%	0.4%	2.3%	1.1%	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	0.9%	1.1%	1.0%
一般政府消費支出	-1.6%	4.1%	1.2%	0.4%	5.3%	-1.1%	1.1%	1.5%	1.5%	1.7%	1.4%	1.0%	1.7%	1.8%	1.3%
総固定資本形成	10.8%	0.5%	4.9%	-0.4%	1.5%	5.0%	1.0%	1.5%	2.5%	2.3%	2.1%	2.1%	4.0%	2.1%	2.2%
輸出	3.2%	-4.7%	6.2%	0.5%	0.7%	2.1%	1.8%	2.3%	3.1%	2.7%	2.5%	2.4%	1.9%	1.5%	2.5%
輸入	2.1%	1.2%	1.8%	2.1%	5.6%	2.1%	2.0%	1.7%	2.8%	2.5%	2.4%	2.3%	4.1%	2.8%	2.3%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	1.8%	1.3%	1.2%	0.9%	0.9%	1.2%	1.3%	1.5%	1.3%	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%	1.3%
家計消費支出	1.0%	1.3%	0.7%	0.5%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%	0.9%	1.1%	1.0%
一般政府消費支出	2.0%	1.9%	1.7%	1.0%	2.7%	1.4%	1.4%	1.7%	0.8%	1.4%	1.5%	1.4%	1.7%	1.8%	1.3%
総固定資本形成	4.1%	4.1%	4.1%	3.9%	1.6%	2.7%	1.8%	2.3%	2.5%	1.8%	2.1%	2.2%	4.0%	2.1%	2.2%
輸出	3.8%	1.1%	1.5%	1.2%	0.6%	2.4%	1.3%	1.7%	2.3%	2.3%	2.5%	2.6%	1.9%	1.5%	2.5%
輸入	7.5%	2.2%	5.1%	1.8%	2.7%	2.9%	2.9%	2.8%	2.1%	2.2%	2.3%	2.5%	4.1%	2.8%	2.3%
鉱工業生産	0.1%	-0.2%	-1.3%	0.6%	-0.1%	0.3%	1.3%	0.3%	0.4%	0.6%	1.0%	1.0%	-0.2%	0.4%	0.7%
実質小売売上高	0.5%	1.1%	1.5%	1.5%	2.3%	2.4%	1.7%	2.5%	1.3%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	2.2%	1.2%
消費者物価	2.8%	3.5%	3.8%	3.4%	3.1%	2.8%	2.9%	3.1%	2.8%	2.6%	2.4%	2.1%	3.4%	3.0%	2.5%
失業率	4.6%	4.7%	5.0%	5.2%	5.0%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
10億英ポンド															
貿易収支	-54.9	-62.8	-60.2	-64.5	-66.6	-69.3	-68.1	-68.1	-68.3	-68.6	-68.7	-68.5	-242.3	-272.0	-274.2
経常収支	-23.2	-24.5	-20.1	-27.2	-22.1	-24.3	-23.0	-22.4	-22.1	-21.9	-21.7	-21.5	-94.9	-91.9	-87.2
国債10年物 (期中平均)	4.60%	4.57%	4.64%	4.52%	4.53%	4.85%	4.98%	5.05%	5.06%	5.03%	4.99%	4.94%	4.58%	4.85%	5.01%
政策金利 (未値)	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	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 8 月 24 日時点)。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国経済 政治の季節で経済が萎縮？

固定資産投資はマイナス幅が一段と拡大、内需低迷が続く

齋藤 尚登

[要約]

- 2026 年 7 月 30 日の中国共産党中央政治局会議は、第 20 期中央委員会第 5 回全体会議（5 中全会）を 10 月に開催することを決定した。5 中全会は「全面的で厳正な党内統治」に関する重大問題をテーマにすると発表されている。過度な粛清・体制引き締めは、「不作為（何もしない）」の蔓延など、政治のみならず経済社会の安定を損ないかねないだけに留意が必要だ。
- 2026 年 7 月の小売売上は前年同月比 0.6%増（1 月～7 月は 1.2%増）にとどまり、1 月～7 月の固定資産投資は 6.7%減とマイナス幅を一段と広げた。内需の低迷が続いている。
- 2026 年 7 月 30 日に開催された中央政治局会議は、2026 年下半年期の経済運営方針を決定したが、内容は総花的かつ抽象的な記述が多い。5 年にわたる不動産不況に関連した政策については、「不動産市場を安定させる」、喫緊の課題である「内巻」（破滅的な価格競争）については、「総合的に内巻式競争を是正する」とあるのみだ。
- 今後の景気テコ入れ策としては、預金準備率の引き下げや、地方政府特別債券の増発など地方政府の投資能力の拡大が有効であろう。預金準備率引き下げにより、市中銀行の貸出余力が増加する。向け先として注目されるのは、新型電力・計算力（データセンター・コンピューティング基盤など）といった「6 つのネットワーク」の建設加速だ。加えて、市中銀行の国債・地方債の購入余力が増加することも特筆される。これによって、国債・地方債の発行（増発）余地が拡大し、景気テコ入れ策のための資金調達が可能になるからだ。今後の動向に注目したい。

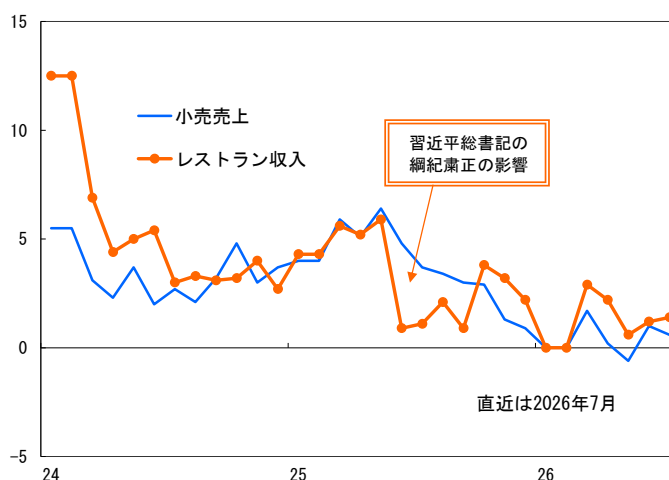
「政治の季節」が本格的に到来。体制の引き締め強化へ

2026年7月30日の中国共産党中央政治局会議は、第20期中央委員会第5回全体会議（5中全会）を10月に開催することを決定した。中央委員会は党規約により少なくとも年1回開催される重要会議であり、5中全会は、「全面的で厳正な党内統治」に関する重大問題をテーマにすると発表された。2027年秋（通常は10月または11月）には、5年に1度の最重要会議である党大会が開催され、直後の第21期中央委員会第1回全体会議では、5年間の新指導体制（人事）が発表される予定だ。今後「政治の季節」が本格的に到来し、体制の引き締めが強化される可能性が高い。

綱紀粛正の強化は、経済活動の一部を萎縮させるが、習近平政権下では行き過ぎた付度が行われ、その影響が広がる傾向が強まっている。例えば、2025年5月2日に党中央・国務院が発表した「党・政府機関節約奨励・浪費反対条例」では、公務における接待について、高級料理やたばこ、酒類を提供・享受してはならないなどとした。こうした中で、顧客から1杯の麺料理を御馳走になった公務員が処罰された話が報道されるなどした。2025年6月～9月にかけては、高級品や贅沢品に対する需要減少にとどまらず、接待自粛の動きが外食需要にも波及したのである（図表1）。今後もこうしたリスクの顕在化に留意する必要があるだろう。

2026年10月に開催予定の5中全会のもうひとつの注目点は、党中央軍事委員会メンバーの補充が行われるかどうかだ。2022年10月に7名体制で発足した同委員会は粛清に次ぐ粛清で、現在は習近平主席と張昇民・副主席の2名体制となっている（図表2）。同委員会は最初に李尚福国防大臣（当時）が失脚した2023年10月から1人の補充もままならない異常事態が続いている。「政治の季節」が本格化する中で、過度な粛清・体制引き締めが進めば、「不作為（何もしない）」の蔓延など、政治のみならず経済社会の安定を損ないかねないだけに留意が必要だ。

図表1 小売売上とレストラン収入の伸び率（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 2 党中央軍事委員会メンバー(2022 年 10 月の発足当時からの変化)

役職	氏名	生年	主な兼職	失脚	失脚公表時期
主席	習近平	1953年6月	総書記、国家主席		
副主席	張又俠	1950年7月	政治局委員	失脚	2026年1月
副主席	何衛東	1957年5月	政治局委員	失脚	2025年10月
委員	李尚福	1958年2月	中央委員、國務委員、国防部長	失脚	2023年10月
委員	劉振立	1964年8月	中央委員	失脚	2026年1月
委員	苗華	1955年11月	中央委員	失脚	2024年11月
委員	張昇民	1958年8月	中央委員	現在は軍事委員会副主席	

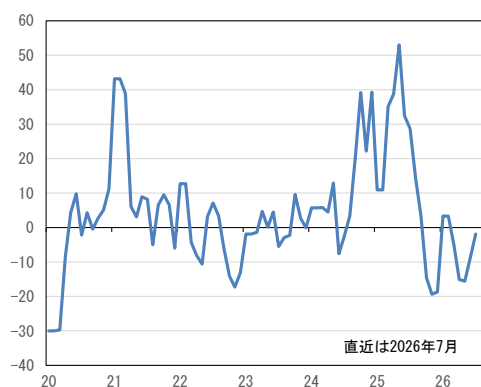
(出所) 新華社の報道などより大和総研作成

消費は低迷。耐久消費財は需要先食いのツケを払う

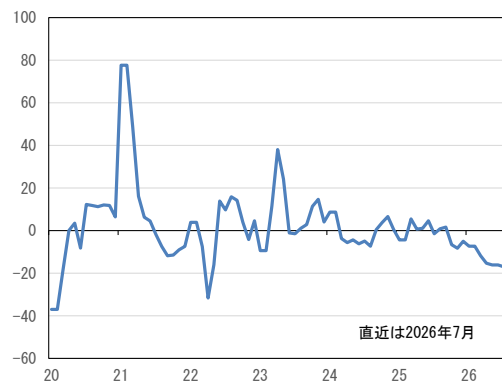
2026 年 7 月の小売売上は前年同月比 0.6%増（以下、断りのない限り変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、6 月の 1.0%増から減速した。1 月～7 月は 1.2%増であった。5 年目に突入した不動産不況による逆資産効果に加え、家電・自動車の買い替え補助金政策の反動減の影響が引き続き色濃く表れている。

2026 年 7 月の家電・音響映像機材の販売金額は 1.9%減（1 月～7 月は 6.6%減）となり、6 月の 8.7%減からマイナス幅を圧縮した（図表 3）。一方、7 月の自動車販売金額は 17.0%減（1 月～7 月は 13.2%減）となり、6 月の 16.1%減からさらにマイナス幅を広げた（図表 4）。「内巻」と呼ばれる破滅的な価格競争が続いているほか、2026 年からの新エネルギー車（NEV）の車両購入税の徴収開始（免税→価格の 5%）が響いている。

なお、中国国家统计局によると、2026 年 1 月～7 月の小売売上は 1.2%増となったが、自動車販売を除くと 2.7%増であった。自動車販売だけで小売売上の増加率を 1.5%pt 押し下げたことになる。需要の先食い政策のツケは大きい。

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：％）

（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 4 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～7 月の固定資産投資は 6.7%減に落ち込む

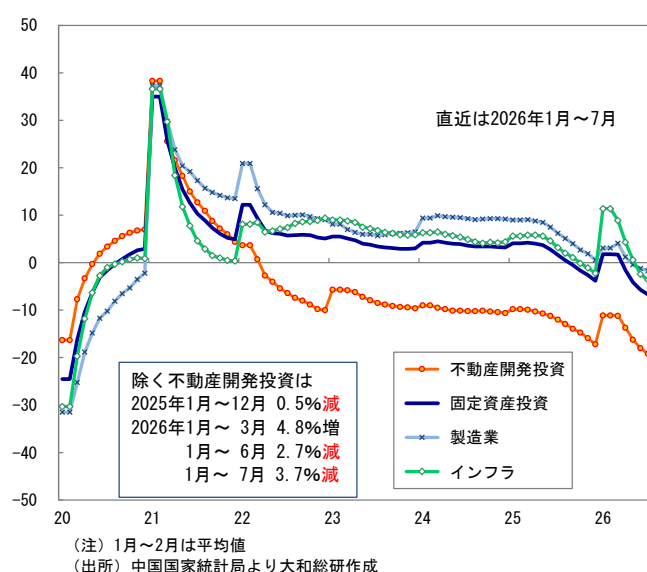
2026 年 1 月～7 月の固定資産投資は 6.7%減となり、1 月～6 月の 5.7%減から一段と落ち込んだ（図表 5）。

2026 年 1 月～7 月の不動産開発投資は 19.2%減となり、1 月～6 月の 18.0%減からマイナス幅を広げた。不動産開発投資は 2022 年～2025 年にかけて年平均 13.5%減となった上でのマイナス幅拡大であり、状況は極めて厳しい。

2026 年 4 月に保利発展ホールディングス（以下、保利発展）に関連する信託商品が、2 度目の償還延期を発表して以降、住宅購入希望者の住宅市場への信頼感是一段と悪化した可能性が高い。というのは、①2025 年まで 3 年連続で不動産販売額 1 位を獲得した最大手デベロッパーの保利発展でさえ資金繰りに窮するほど、今回の不動産不況は深刻である、②これまでに中国政府が打ち出してきた様々な政策が奏功していないことが改めて証明された、③かつて人民解放軍が出資していた保利集団有限会社の不動産部門として設立されたという歴史的な背景があっても、聖域視されなくなった、ことなどから、住宅購入者がどのデベロッパーの物件なら安心して購入してよいのか、一段と分からなくなってしまったのだ。上記③については、既述した習近平氏と人民解放軍（上層部）との関係の変化も少なからず影響しているのかもしれない。

分野別に、2026 年 1 月～7 月の製造業投資は 1.7%減（1 月～6 月は 1.2%減）、インフラ投資は 3.6%減（同 2.4%減）に悪化した。これについても不動産不況の影響が大きい。具体的には、①中国では資産運用を目的に住宅に投資する企業が多く、こうした企業もバランスシート調整の影響で投資余力が低下している、②地方政府の主要な財政収入である土地使用権売却収入が大きく減少し、地方政府の投資余力も低下している、ことなどによる。

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



貿易は急増。輸出の「強さ」を示唆する数量増加

中国通関統計によると、2026年7月の輸出（以下、貿易は米ドル建て）は23.9%増（1月～7月は18.5%増）となり、6月の26.9%増からやや減速したものの高水準の伸びが続いた。これは原油・原材料価格上昇の一部が輸出価格に転嫁されたことや、世界的なAIブームを背景とした関連財の価格高騰によるところも大きい。もっとも、直近6月までの価格・数量指数（元建て）を見ると、数量増加による寄与が半分程度あり、輸出の強さが示唆されている（図表6）。

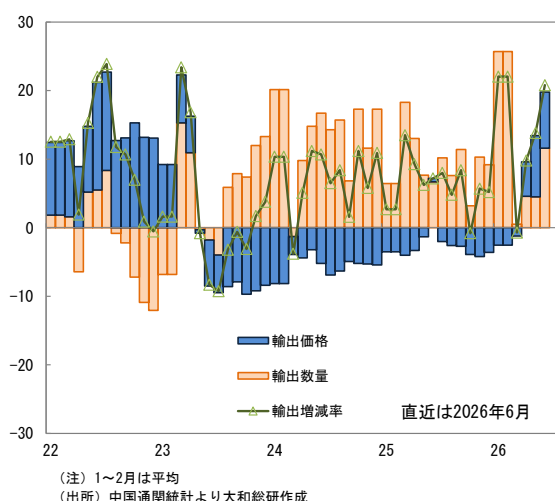
品目別には、集積回路が倍増となり、コンピュータ・同部品や自動車の輸出も急増している。自動車は、国内需要が低迷する一方、輸出が急増することで、国内の設備稼働率が維持されている面がある。

国・地域別には、韓国やASEAN向けの輸出の大幅増加が続いている。米国向けは17.0%増となったが、これは前年同月が「トランプ関税 2.0」の影響で大きく落ち込んだ反動によるもので、2年前の2024年7月の輸出額を回復できていない。

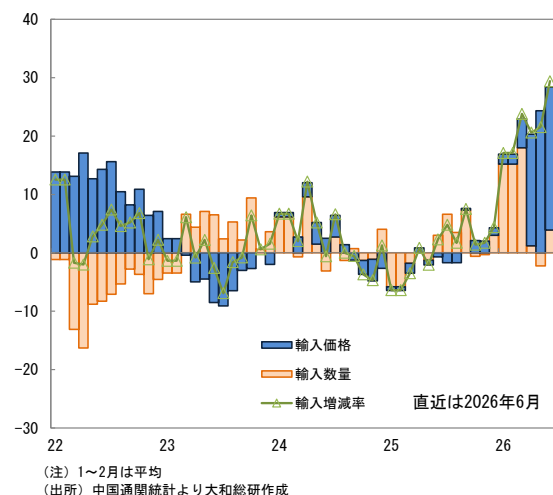
2026年7月の輸入は27.6%増（1月～7月は26.8%増）となり、6月の35.8%増から減速したが、大幅増が続いている。内需の低迷は続いており、ここ数カ月の輸入増加率のほとんどは輸入価格の上昇によるものである（図表7）。

品目別には、コンピュータ・同部品、集積回路、銅関連の輸入が大きく増えている。銅関連については、大量の電力を消費するデータセンターの増設や電気自動車（EV）の普及などにより送配電関連設備の需要が高まっていることが背景のひとつに挙げられよう。

図表6 元建て輸出増減率（価格、数量）の推移（前年同月比）（単位：％、％pt）



図表7 元建て輸入増減率（価格、数量）の推移（前年同月比）（単位：％、％pt）



国・地域別には、半導体関連を中心に韓国、台湾、中国とのサプライチェーンが構築されている ASEAN からの輸入が大幅に増加している。米国からの輸入は 15.3%増となったが、輸出と同様に 2024 年 7 月の金額を下回っている。また、EU からの輸入は 1.4%減と不振だった。貿易不均衡問題の是正に向けた EU の言動に、中国が反発を強めていることも背景にあると思われる。

2026 年 7 月の貿易黒字は 15.4%増の 1,123.4 億ドル、1 月～7 月は 1.0%増の 6,806.5 億ドルであった。

今後の景気下支え策、地方政府の投資余力の改善策が有効か

2026 年 7 月 30 日に開催された中央政治局会議は、2026 年下半年期の経済運営方針を決定した。内容は総花的かつ抽象的な記述が多い。5 年にわたる不動産不況に関連した政策については、「不動産市場を安定させる」、喫緊の課題である「内巻」（破滅的な価格競争）については、「総合的に内巻式競争を是正する」とあるのみだ。

財政・金融政策は、2025 年からの「さらに強化した積極的な財政政策」と「適度に緩和的な金融政策」の継続が確認された。こうした中で、「实际的で有効な刺激策をタイムリーに検討し実行する」という部分は、必要に応じて追加的な景気テコ入れ策が発動されることを示唆している可能性があり、注目される。

2026 年 4 月～6 月の実質 GDP 成長率は 4.3%にとどまり、このまま減速が続くと政府目標である 4.5%～5.0%の下限の達成すら危うくなる。このため、大和総研ではさらなる金融緩和や財政出動が発動される可能性があるともみている。具体的には、預金準備率の引き下げや、地方政府特別債券の増発など地方政府の投資能力の拡大が有効であろう。

まず、預金準備率引き下げにより、市中銀行の貸出余力が増加する。注目されるのは、「6 つのネットワーク」の建設加速だ。6 つのネットワークとは水供給・新型電力・計算力（データセンター・コンピューティング基盤など）・新世代通信、都市地下共同溝（上下水道・ガス・パイプラインなどの地下インフラ）・物流ネットワークを指す。2026 年 3 月の国家发展改革委員会の鄭栅潔主任の記者会見では、6 つのネットワークに加え、総合立体交通施設、低空経済（ドローンなど）、「人工知能（AI）+」（AI と様々な産業・分野の融合）など重要分野の投資需要は 7 兆元を超えるなどとした。7 兆元は 2025 年の固定資産投資の 14.4%に相当する金額である。

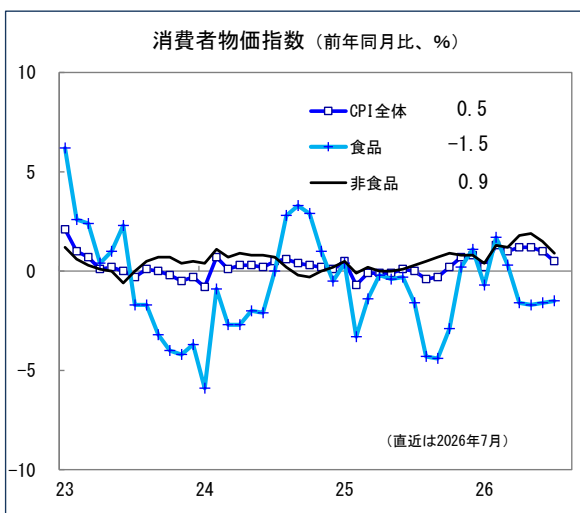
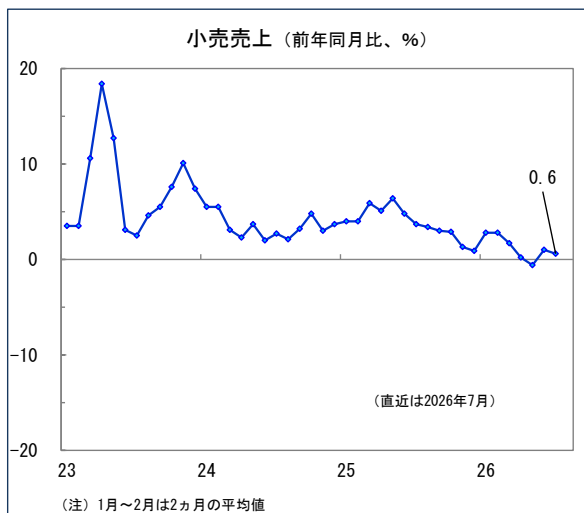
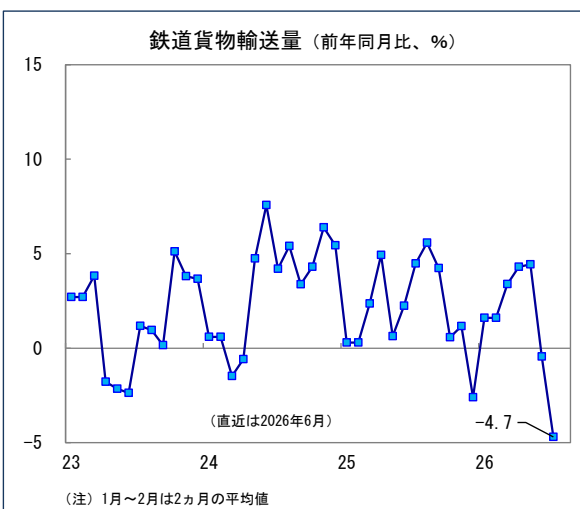
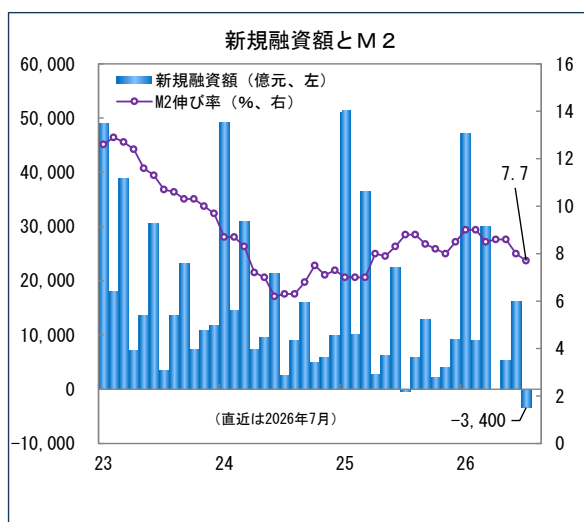
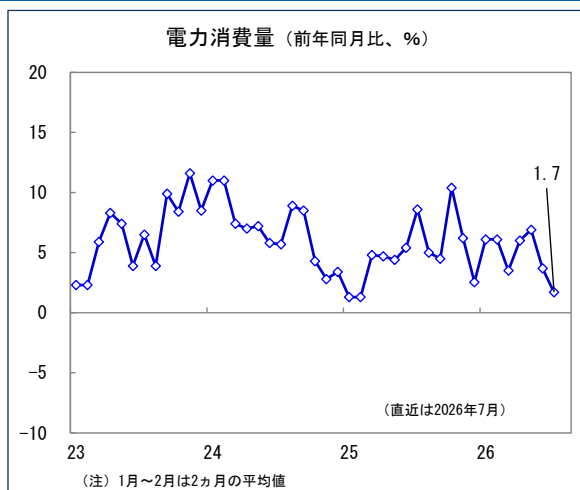
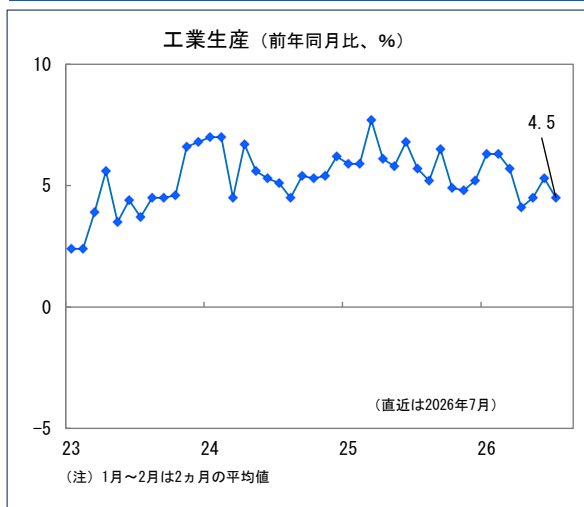
また、預金準備率の引き下げにより、市中銀行の国債・地方債の購入余力が増加することも特筆される。これによって、国債・地方債の発行（増発）余地が拡大し、景気テコ入れ策のための資金調達が可能になるからだ。今後の動向に注目したい。

(参考) 主要経済指標一覧

	2025年7月	8月	9月	10月	11月	12月	2026年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	4.8	-	-	4.5	-	-	5.0	-	-	4.3	-
工業生産（前年同月比、%）	5.7	5.2	6.5	4.9	4.8	5.2	6.3		5.7	4.1	4.5	5.3	4.5
電力消費量（前年同月比、%）	8.6	5.0	4.5	10.4	6.2	2.6	6.1		3.5	6.0	6.9	3.7	1.7
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	4.5	5.6	4.2	0.6	1.2	-2.6	1.6		3.4	4.3	4.4	-0.4	-4.7
固定資産投資（前年累計比、%）	1.6	0.5	-0.5	-1.7	-2.6	-3.8	1.8		1.7	-1.6	-4.1	-5.7	-6.7
不動産開発投資（前年累計比、%）	-12.0	-12.9	-13.9	-14.7	-15.9	-17.2	-11.1		-11.2	-13.7	-16.2	-18.0	-19.2
小売売上（前年同月比、%）	3.7	3.4	3.0	2.9	1.3	0.9	2.8		1.7	0.2	-0.6	1.0	0.6
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	0.0	-0.4	-0.3	0.2	0.7	0.8	0.2	1.3	1.0	1.2	1.2	1.0	0.5
食品（前年同月比、%）	-1.6	-4.3	-4.4	-2.9	0.2	1.1	-0.7	1.7	0.3	-1.6	-1.7	-1.6	-1.5
非食品（前年同月比、%）	0.3	0.5	0.7	0.9	0.8	0.8	0.4	1.3	1.2	1.8	1.9	1.5	0.9
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-3.6	-2.9	-2.3	-2.1	-2.2	-1.9	-1.4	-0.9	0.5	2.8	3.9	4.1	3.5
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-4.5	-4.0	-3.1	-2.7	-2.5	-2.1	-1.4	-0.7	0.8	3.5	5.8	6.4	5.5
新規融資額（億円）	-500	5,900	12,900	2,200	3,900	9,100	47,100	9,000	29,900	-100	5,200	16,100	-3,400
M2伸び率（%）	8.8	8.8	8.4	8.2	8.0	8.5	9.0	9.0	8.5	8.6	8.6	8.0	7.7
輸出（前年同月比、%）	7.0	4.2	8.1	-1.3	5.8	6.5	21.8		2.5	14.0	19.2	26.9	23.9
輸入（前年同月比、%）	4.2	1.6	8.0	1.7	2.5	6.3	20.8		28.3	25.3	27.3	35.8	27.6
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	973.7	1,010.1	887.2	880.0	1,098.6	1,119.3	1,048.1		500.3	845.3	1,051.7	1,255.2	1,123.4
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-3.6	-3.5	-2.6	-2.0	-2.1	-2.4	-2.4	-2.3	-2.1	-2.3	-2.1	-2.1	-2.3
上海（前年同月比、%）	6.1	5.9	5.6	5.7	5.1	4.8	4.2	4.2	3.7	3.7	3.2	3.1	3.0
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-19.5	-19.5	-19.0	-19.9	-20.6	-20.5	-23.1		-20.2	-22.1	-22.7	-23.5	-24.2
竣工面積（前年累計比、%）	-16.6	-17.1	-15.4	-17.0	-18.1	-18.2	-27.9		-25.0	-24.0	-23.4	-23.7	-23.3
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-4.8	-5.4	-6.3	-7.6	-8.6	-9.5	-13.5		-10.7	-10.6	-11.3	-12.5	-12.7
金額（前年累計比、%）	-7.1	-7.9	-8.5	-10.2	-11.7	-13.2	-20.2		-17.0	-14.9	-13.9	-14.2	-13.8

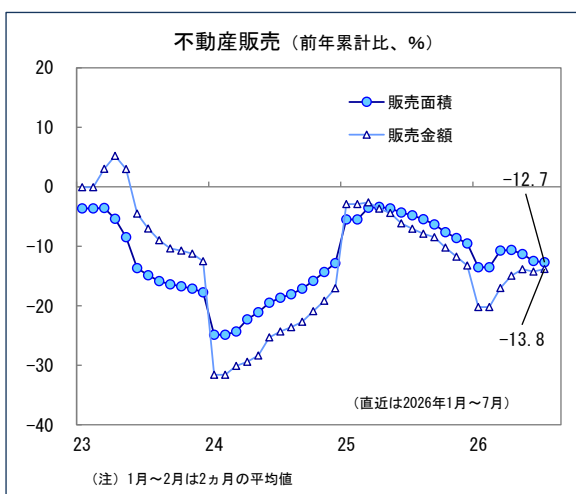
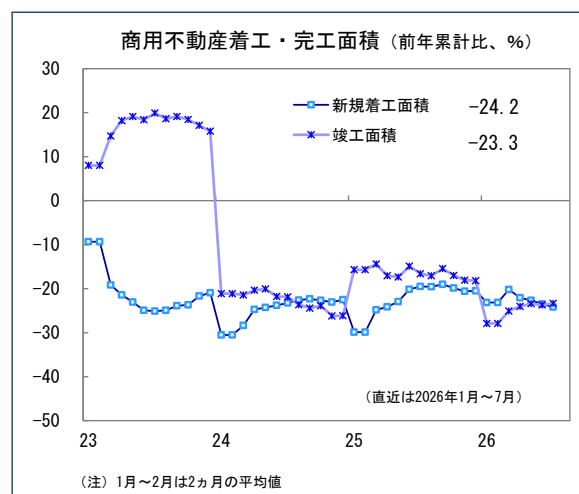
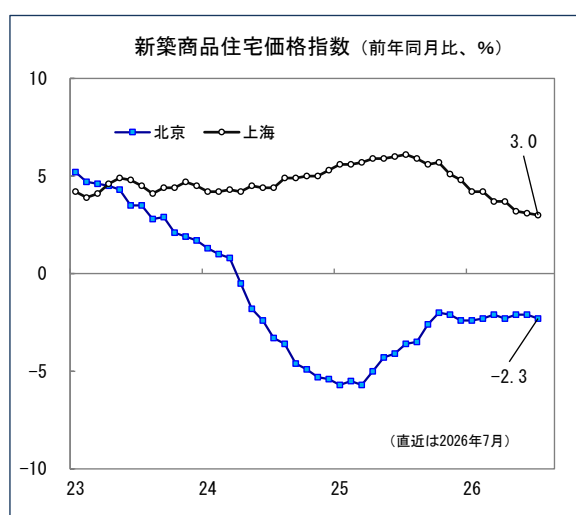
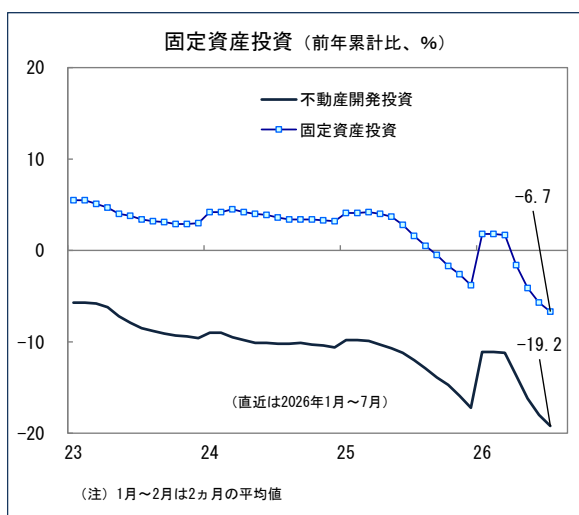
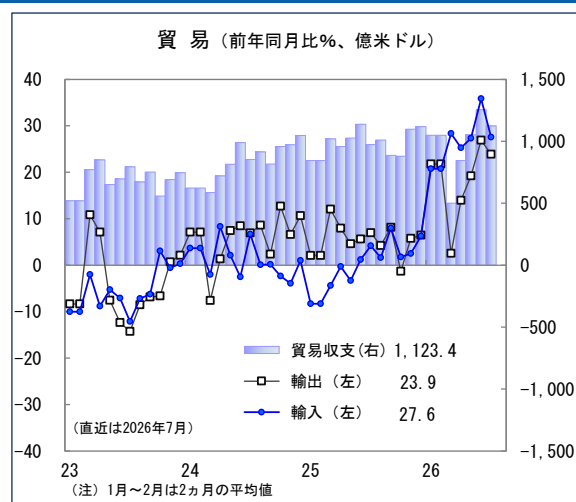
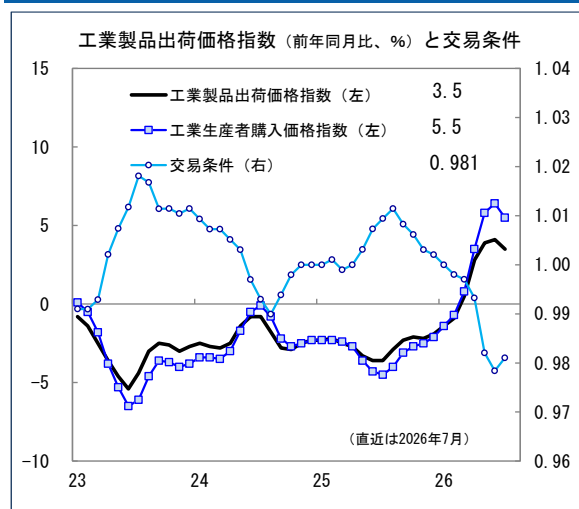
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

(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