

2026 年 9 月 18 日 全 36 頁

主要国経済 Outlook

2026 年 10 月号 (No. 479)

経済見通し：世界、日本、米国、欧州

経済調査部

ニューヨークリサーチセンター
ロンドンリサーチセンター主席研究員
チーフエコノミスト
主任研究員
研究員
シニアエコノミスト末吉 孝行
神田 慶司
矢作 大祐
藤原 翼
橋本 政彦

[要約]

■ Overview.....	2
金利上昇が問う財政への信認	
■ 日本経済.....	3
「戦後最長」見込みの令和の景気拡大、その特徴と課題	
■ 米国経済.....	13
利上げの理由を問う	
■ 欧州経済.....	26
足元堅調もリスクは下向き	

※中国経済見通しは、近日別レポートで公表予定。

Overview

金利上昇が問う財政への信認

末吉 孝行

世界的な金利上昇が続いている。日米独の 10 年国債利回りは、2025 年末よりそれぞれ 0.94%pt、0.86%pt、0.65%pt 程度上昇した（2026 年 9 月 16 日時点、Bloomberg 調べ）。3 カ国に共通する背景には、根強いインフレのほか、歳出拡大や政府債務増加への懸念がある。

日本の中長期的なインフレ率が 2%程度で、実質 GDP 成長率が 0%台後半であるとすれば、現状の 3%弱の長期金利水準に大きな違和感はない。だが問題は水準ではなく上昇のスピードだ。金利上昇は国債利払費の増加を通じて財政を圧迫する。2027 年度予算に向けた概算要求が総額約 143.1 兆円と過去最大になった背景には、利払費が 2026 年度当初予算から約 3.5 兆円の増加となったこともある。

長期金利が 5%に迫る米国では、2026 会計年度の利払費は前年度から 1,110 億ドル程度増加するとみられ（米議会予算局調べ）、連邦政府債務は 40 兆ドルを超えた。長期金利の更なる上昇や利払費の増加を抑制するには、インフレを抑えるだけでなく財政への信認を維持することも重要である。イラン戦争の長期化や中間選挙対策によって歳出拡大に向けた圧力が強まる中、ベッセント財務長官は財政再建パッケージを検討しているが、まだ煮詰まっていないようだ。

新興国にも悪影響がある。IMF も警告しているように、先進国の金利上昇で新興国債務の利払費も増加しかねない。新興国には、財政改革に着実に取り組み、投資家からの信認を高めることで、先進国の国債利回りに対する自国債務のスプレッドの圧縮に努めてきた国もある。しかし、先進国の金利上昇で新興国債務の利回りも押し上げられれば、その効果は弱まる。

先進国政府が政府債務増加と金利上昇に上手に付き合い、財政への信認を維持できるかは、新興国も含めた今後の世界経済の安定を左右する重要な鍵となろう。

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞（2026 年 9 月 18 日時点）

	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	1.1	1.9	1.4	-1.1	0.6	0.7	1.2	1.1	0.1 <u>0.7</u>	1.2 <u>0.9</u>	0.7 <u>0.7</u>	0.7 <u>0.8</u>
米国	0.5	2.1	1.5	2.0	1.8	1.8	2.0	2.0	2.8	2.1	2.0	1.9
ユーロ圏	0.9	-0.0	2.6	0.4	0.9	1.1	1.3	1.4	1.2	1.2	0.9	1.2
英国	0.2	2.5	1.7	1.4	1.2	1.4	1.5	1.4	1.0	1.3	1.3	1.4
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	2.0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.4	2.3	1.9	1.8
インド	7.7	8.6	7.8	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>7.2</u>	<u>7.8</u>	<u>6.7</u>	<u>6.9</u>
ロシア	1.0	-0.2	1.3	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	4.9	1.0	0.5	1.4

（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

「戦後最長」見込みの令和の景気拡大、その特徴と課題

神田 慶司
畑中 宏仁
ビリング 安奈

[要約]

- 2020 年 5 月を「谷」とする今回の景気拡張期は 2026 年 7 月で 74 カ月となり、2000 年代の「いざなぎ景気」(73 カ月)を上回る戦後最長となった可能性が高い。ただし、コロナ禍の影響を除くため 2019 年 10-12 月期から直近の 2026 年 4-6 月期までで見た実質 GDP の年平均成長率は+0.8%にとどまり、期間中の実質 GDP の増加率も 5.6%と、過去の長期間続いた景気拡張期を大きく下回る。
- 需要面では、高インフレに賃上げが追い付かず実質所得が伸び悩み、諸外国と比べても個人消費の低迷が顕著だった。供給面では、生産拠点の海外移転やアジア諸国との競争激化を背景に、製造業の生産や生産性、雇用の弱さが目立つ。雇用の受け皿となっている非製造業も生産性は低迷しており、生産性の高い産業への労働移動は十分に進んでいない。戦後最長となった可能性が高い景気拡張期であるにもかかわらず、多くの家計や企業にとってそれを実感しにくい状況となっている。
- 「実感できる景気拡大」の実現には、経済成長率のトレンドを高める必要があり、AI などへの投資拡大を通じた成長力強化が重要である。消費活性化に向けては、実質賃金の着実な上昇に加え、インフレに対応した資産形成や中低所得層への再分配機能の強化などが求められる。さらに、教育支出の世帯間格差の拡大が示唆されており、人的資本形成や中長期的な成長力への影響にも留意が必要だ。

1. 「戦後最長」でも力強さを欠く今回の景気拡張期

(1) 過去の景気拡張期・主要国との比較で際立つ内需の弱さ

2020 年 5 月を「谷」として始まった今回の景気拡張期間は戦後最長となった可能性

内閣府が 2026 年 9 月 7 日に公表した 7 月分の景気動向指数（一致指数、速報値）は 2 カ月連続で上昇し、機械的な基準に当てはめた基調判断は「改善」とされた。現在は 2020 年 5 月を谷とする景気拡張期にあるとみられるが、この基調判断に基づくと、拡張期間は 2026 年 7 月で 74 カ月となり、2002 年 1 月の谷から 2008 年 2 月の山まで続いた戦後最長の「いざなぎ景気」（73 カ月）を上回ったことになる。

景気の山の認定には、通常は数年程度の時間を要する¹。前回の景気循環（第 16 循環）では、景気の山が 2018 年 10 月と暫定的に設定されたのが 2020 年 7 月で、確定したのが 2022 年 7 月だった。

内閣府が 2022 年 8 月から参考系列として公表している新 CI は、直近まで改善傾向を示している。また、2026 年 7 月 23 日に開催された第 22 回景気動向指数研究会では、改善された新指数（新累積 DI・新 CI の改善案）に基づく機械的な基調判断で、2023 年頃から直近まで「改善」が示されている²。実質 GDP や日銀短観の業況判断 DI といった他の経済指標の推移などを踏まえても、今回の景気拡張期間が戦後最長となった可能性は高そうだ。

今回は過去の主な景気拡張期に比べ、実質 GDP の増加ペースは緩慢で停滞感が強い

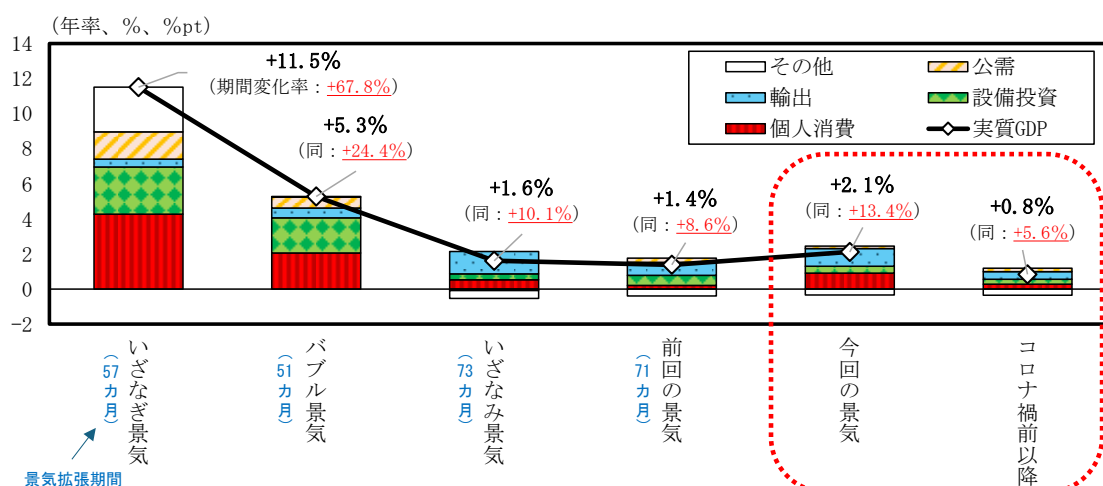
しかし多くの家計や企業にとって、自らが戦後最長の景気拡張期の只中にあるという実感は乏しいだろう。そこで図表 1 では、景気拡張期間が長かった上位 4 つの景気である「いざなぎ景気」（1965 年 10-12 月期～1970 年 7-9 月期）、「バブル景気」（1986 年 10-12 月期～1991 年 1-3 月期）、「いざなぎ景気」（2002 年 1-3 月期～2008 年 1-3 月期）、前回の景気（2012 年 10-12 月期～2018 年 10-12 月期）と今回の景気を対象に、実質 GDP 成長率とその要因を比較した。

高度経済成長期にあったいざなぎ景気の実質 GDP 成長率は年率+11.5%で、主に個人消費と設備投資が成長率を押し上げるなど内需主導の景気拡大だった。1980 年代後半に始まったバブル景気も同様だ。一方、2000 年代のいざなぎ景気や 2010 年代の前回の景気では年率+1%台半ばの成長率となり、内需の寄与度が以前から大幅に縮小する中で輸出の寄与度が高まるなど、外需主導の景気拡大となった。

¹ 景気基準日付は、CI 一致指数の各採用系列から作られるヒストリカル DI に基づき、内閣府の景気動向指数研究会での議論を踏まえ、経済社会総合研究所長が設定する。なお、2026 年 7 月 23 日に開催された第 22 回景気動向指数研究会によると、2022 年 8 月から参考指標として公表している新指数について、事務局が提案した改善案の系列に 2027 年 4 月分から切り替えられる（新しい月次の基調判断についても参考公表を開始）。新 CI・新 DI に基づく景気基準日付の判定方法については、早ければ次の景気の山の暫定設定の際、従来の判定方法による場合と大きな離れが生じないかを確認した上で採用する（その際に新 CI 一致指数などを正式系列へ切り替える）という。

² 内閣府 経済社会総合研究所「[景気動向指数の改善に係る検討状況](#)」（2026 年 7 月 23 日）

図表 1：今回と過去の主な景気拡張期における実質 GDP 成長率と需要項目別寄与度



(注 1) 景気拡張期間が長かった上位 4 つの景気である「いざなぎ景気」（1965 年 10-12 月期～1970 年 7-9 月期）、「バブル景気」（1986 年 10-12 月期～1991 年 1-3 月期）、「いざなみ景気」（2002 年 1-3 月期～2008 年 1-3 月期）、前回の景気（2012 年 10-12 月期～2018 年 10-12 月期）と今回の景気（2020 年 4-6 月期～直近の 2026 年 4-6 月期）を比較。「コロナ禍前以降」は 2019 年 10-12 月期から直近まで。

(注 2) 季節調整値で、「その他」は実質 GDP 成長率から掲載した需要項目の寄与度を差し引いたもの。1979 年までは 68SNA、1980～93 年は 08SNA・2015 年基準の遡及系列、1994 年以降は現行基準。

(出所) 内閣府より大和総研作成

今回の景気に目を向けると、直近の 2026 年 4-6 月期までの実質 GDP 成長率は年率 +2.1%と、いざなみ景気のそれを上回る。ただし、今回の景気拡張期は新型コロナウイルス感染症の拡大に伴う緊急事態宣言の発出により、経済活動が大きく抑制された 2020 年 4-6 月期を谷として始まった。同四半期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲26%と未曾有の落ち込みを記録しており、その後の経済活動の正常化による反動増が含まれるため、景気拡張期間の平均成長率は高めに表れやすい。

この点を踏まえ、図表 1 では 2019 年 10-12 月期を起点とした実質 GDP 成長率を「コロナ禍前以降」として掲載したが、年率 +0.8%と 1%を割り込んでいる。実質 GDP は 2019 年 10-12 月期から 2026 年 4-6 月期までの間に 5.6%しか増加しておらず、いざなみ景気や前回の景気での拡張期間中の増加率（それぞれ同 10.1%、同 8.6%）を明確に下回る。今回は息の長い景気拡大ではあるが、コロナ禍の影響を除くと実質 GDP の増加ペースは非常に緩やかで、内需だけでなく輸出の寄与度も前回の景気から縮小するなど停滞感が強い。

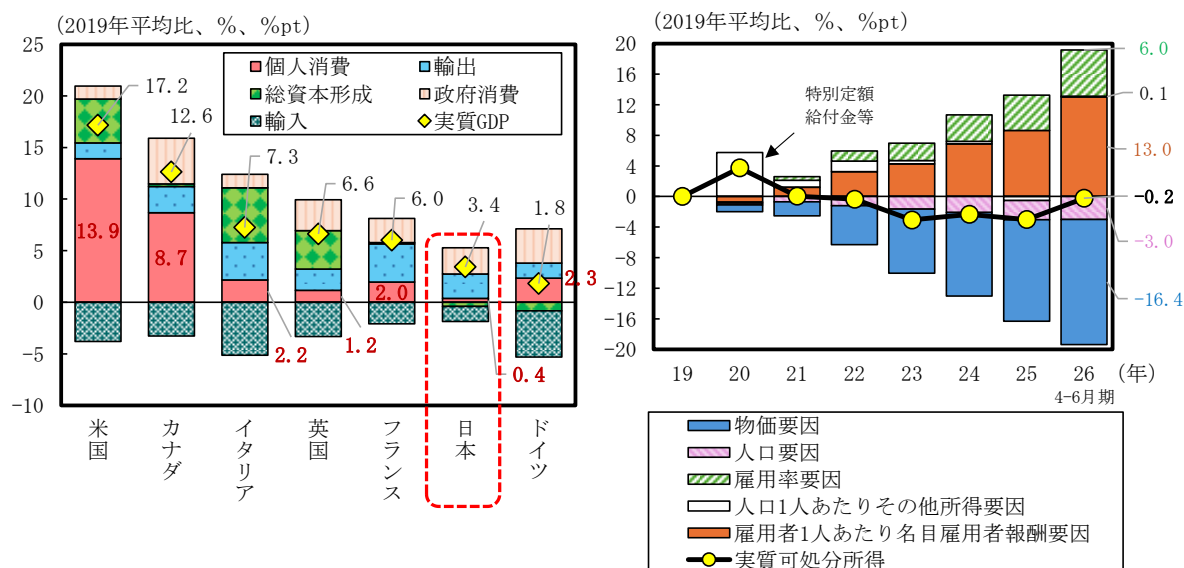
今回の景気拡大ペースが緩慢な背景には、日本経済の成長力の低下もある。人口減少に伴う労働投入の減少や、資本蓄積の鈍化などから潜在成長率は長期的に低下しており、景気拡大が長期化しても高い成長率につながりにくくなっている。

国際比較で浮き彫りとなる個人消費の弱さ、背景には物価高による実質所得の停滞

諸外国と比べても、近年の日本経済の成長力の弱さは目立つ。図表 2 左は 2019 年平均対比の実質 GDP 成長率を主要 7 カ国（G7）で比較したものだが、日本は 2026 年 4-6 月期で 6 番目の伸

びにとどまり、2019 年平均比+3.4%だった。最も高い成長率を記録した米国では同+17.2%と、日本の約 5 倍のペースで実質 GDP が拡大した。

図表 2：主要 7 カ国（G7）における実質 GDP 成長率の需要項目別寄与度（2026 年 4-6 月期時点、左）、日本の実質可処分所得の要因分解（右）



(注) 季節調整値。右図の 2026 年 4-6 月期は、人口 1 人あたりその他所得（＝可処分所得-雇用者報酬）が同年 1-3 月期並みと仮定した試算値。

(出所) 内閣府、総務省、各国統計、Haver Analytics より大和総研作成

需要項目別に見ると、日本の実質 GDP 成長率に対する個人消費の寄与度は諸外国に比べて特に小さく、2019 年平均比+0.4%pt だった（図表 2 左）。個人消費の不振は実質所得の伸び悩みが大きく影響したとみられる。2026 年 4-6 月期における家計の実質可処分所得は、2019 年平均をわずかに下回ったと試算される。

図表 2 右でその要因を整理すると、1 人あたり名目雇用者報酬（GDP 統計上の名目賃金に相当）要因は高水準の賃上げなどを背景に 2019 年平均比で 13.0%pt 押し上げた。女性や高齢者を中心に労働参加が進んだことで雇用率（人口に占める雇用者の割合）要因も同 6.0%pt 押し上げたものの、物価上昇による購買力の低下がこれらの押し上げ効果の大部分を打ち消し、同 16.4%pt 押し下げた。さらに、人口減少が同 3.0%pt 押し下げた。

今回の景気拡張期では、長らく続いたコストカット型のデフレ経済からインフレ経済への構造転換が進み、賃金と物価の循環的な上昇が見られるようになったことは好材料だ。だが、2022 年春から急速に進んだ円安や資源高などを背景に物価が高騰し、賃上げが追い付かない状況が続いた。厚生労働省「毎月勤労統計調査」に見る実質賃金指数は 2022 年 4 月から 2024 年 5 月まで 26 カ月連続で前年同月を下回り、2025 年まで下落基調にあったなど、景気が拡大する中でも家計はその恩恵を十分に享受できなかったといえる。

(2) 供給面から見た今回の景気拡張期の特徴

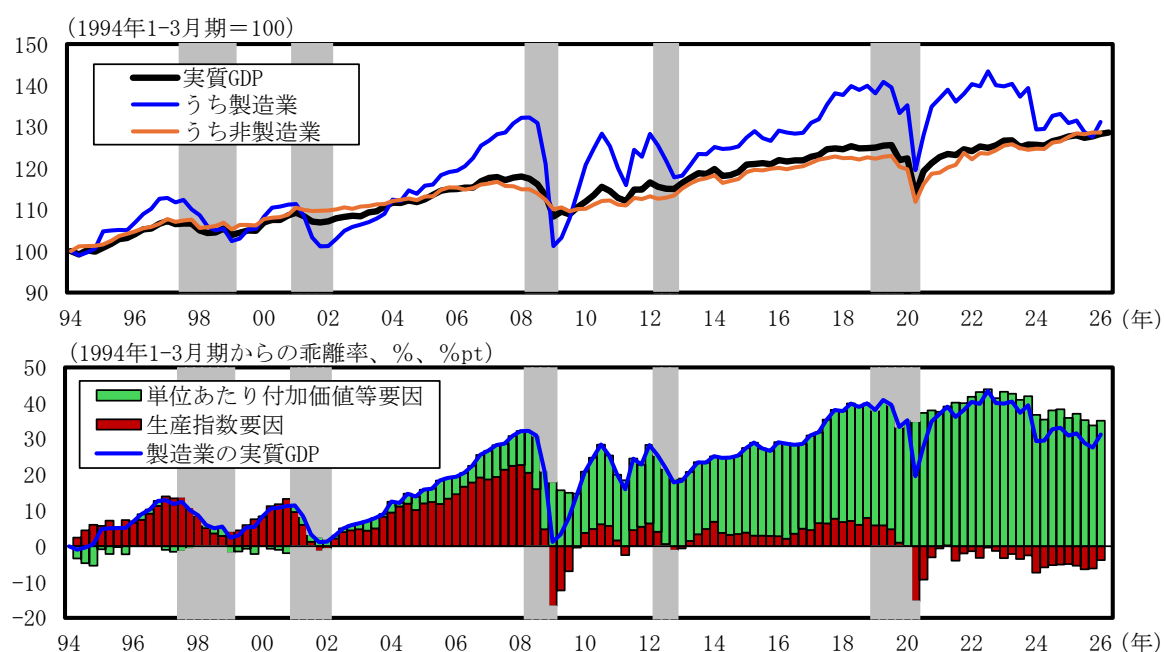
数量と単位あたり付加価値の両面で弱さが目立つ製造業

次に、供給面から今回の景気拡張期の特徴を確認すると、製造業の弱さと非製造業の底堅さが対照的である。データが遡及可能な1994年以降、製造業の実質GDPは過去のいずれの景気拡張期でも増加傾向を示してきた（図表3上）。しかし今回は、2022年7-9月期をピークに減少傾向が見られる。一方、非製造業の実質GDPは引き続き増加しており、非製造業が製造業の低迷を補い、景気拡大を下支えする構図が鮮明になっている。

製造業の実質GDPの変動を数量要因と単位あたり付加価値等要因に分解すると、過去との違いが一段と明確になる（図表3下）。2000年代のいざなぎ景気までの景気拡張期では、主に生産数量の増加が製造業の実質GDPを押し上げていた。しかし、2010年代以降は数量要因の寄与が大幅に縮小し、単位あたり付加価値等要因の寄与が相対的に高まった。生産拠点の海外移転や中国、韓国などアジア諸国の産業競争力の向上などにより、景気拡大に伴って国内生産が増加するという従来との関係が弱まったと考えられる。

2022年以降は、数量要因だけでなく単位あたり付加価値等の要因も伸び悩んでいる。背景には、ロシアによるウクライナ侵略を受けた原材料価格の高騰や、米国の高関税政策への対応に伴う輸出価格の引き下げなどがあるとみられる。

図表3：業種別に見た実質GDPの長期推移（上）、製造業の実質GDPの要因分解（下）



(注) シェードは景気後退期を表す。製造業と非製造業の実質GDP（実質付加価値額）の直近値は2026年1-3月期。下図は製造業の実質GDPの変動のうち、生産指数の動きで説明できない残差を単位あたり付加価値等要因としている。

(出所) 内閣府、経済産業省より大和総研作成

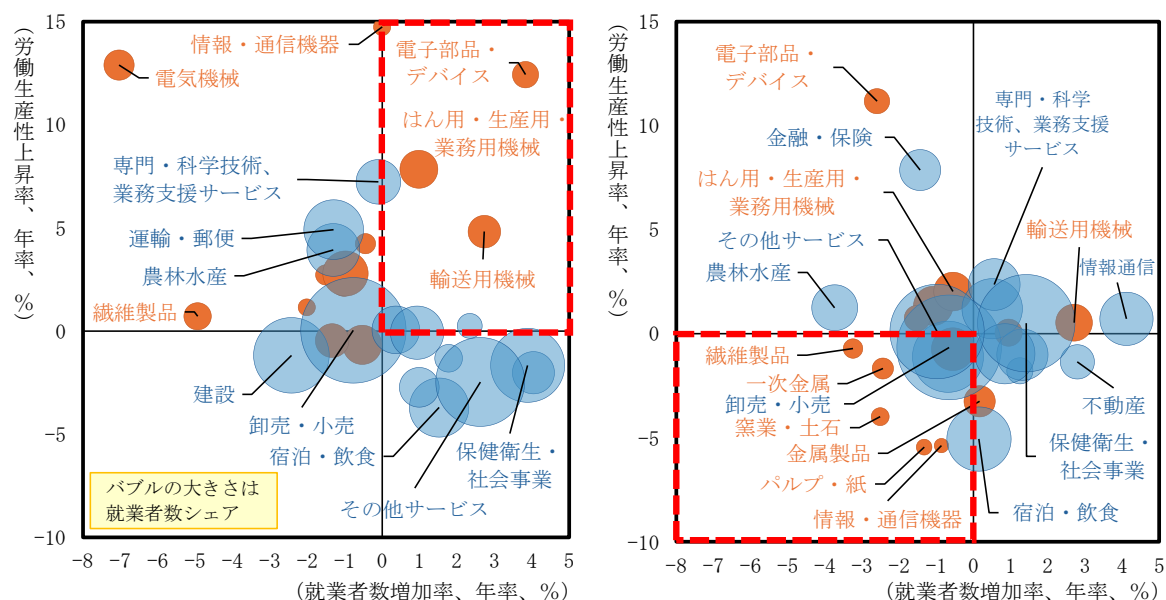
生産性が低下した製造業で雇用が減る一方、受け皿となる非製造業の生産性は伸び悩み

いざなぎ景気とコロナ禍前以降について、労働生産性と雇用の動きを産業別に比較したのが**図表 4**である。いざなぎ景気では、雇用の受け皿となった非製造業の多くで労働生産性が伸び悩んだり低下したりした。一方、製造業では電子部品・デバイスやはん用・生産用・業務用機械、輸送用機械において、労働生産性の上昇と就業者数の増加が同時に見られた（**図表 4 左**）。情報・通信機器や電気機械では生産性が大幅に上昇しても就業者数の増加につながらないなど製造業内ではばらつきがあったものの、生産性を高めた産業の一部では、雇用を拡大して更なる生産増に対応する動きも生じていたと考えられる。

一方、コロナ禍前以降に目を向けると、製造業では労働生産性が大きく上昇する産業が限られるようになり、労働生産性と就業者数の双方が減少する産業が増加した（**図表 4 右**）。前述のように、生産拠点の海外移転やアジア諸国との競争激化などにより、景気の拡大が国内生産の増加に結び付きにくくなったことが背景にあるとみられる。非製造業では、いざなぎ景気時に労働生産性が低下していた産業の多くで改善が見られるものの、生産性上昇率は年率 0%前後にとどまる。

製造業を中心に、生産性が低下した産業では雇用が縮小する一方、その受け皿となっている非製造業の生産性上昇率は総じて低い。このため、労働力が生産性の低い産業から高い産業へ十分に移動しているとはいえない。こうした状況は経済全体の生産性や賃金の伸びを抑え、景気拡大の実感を乏しくしている可能性がある。

図表 4：産業別労働生産性上昇率と就業者数増加率（左：いざなぎ景気、右：コロナ禍前以降）



（出所）内閣府、総務省より大和総研作成

2. 「実感できる景気拡大」実現に向けた課題

国内の投資拡大の余地は大きく、AI 分野などへの企業の積極投資による成長力強化が重要

以上のように、今回の景気拡張期は戦後最長となった可能性が高いものの、需要と供給の両面で弱さを抱えている。幅広い経済主体が景気拡大を実感できるようにするためにも、経済成長率のトレンドを高める必要があり、国内投資の拡大を通じた成長力の強化が重要だ。

日本経済は依然として投資拡大の余地が大きい。当社の「[第 229 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2026 年 6 月 8 日）などで指摘したように、資本ストックは企業収益が最大化される水準である最適資本ストックを大幅に下回り、直近の不足額は 290 兆円程度と推計される。また、日本の設備の平均使用年数（ヴィンテージ）は 2023 年で 14.1 年と、日本を除く G7 平均の 12.5 年を明確に上回る。設備の老朽化は、生産性向上を妨げる一因になっている。

高市早苗政権は「危機管理投資」と「成長投資」により、2040 年度までの累計で 370 兆円超の官民投資を見込んでいる。国内投資を積極的に喚起しようという政策の方向性は妥当だが、重要なのは官民投資額そのものではなく、民間投資の誘発や生産性の向上にどれだけ結び付くかだ。このため、対象分野ごとの費用対効果を検証するとともに、政策の進捗と成果を継続的に点検する必要がある。

成長力の強化に向けてとりわけ重要なのが、人工知能（AI）分野への投資である。労働力人口の減少が見込まれる日本では、AI を業務効率化にとどめず、新たな財・サービスの創出や事業モデルの転換につなげる必要がある。この点、「AI エージェント」や「フィジカル AI」の普及は、供給力を抜本的に強化する可能性を秘めている。当社の「[第 230 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2026 年 9 月 8 日）では、生成 AI やフィジカル AI の活用により、日本の労働生産性上昇率が今後 10 年間で年率 0.5～1.5%pt 程度高まる可能性を示した。もっとも、日本は他の先進国に比べて AI の活用や投資が遅れており、企業の認識も十分とはいえない。AI を成長力強化の原動力とするため、官民を挙げて導入・活用を加速させる必要がある。

消費活性化に向け、実質賃金の上昇やインフレ対応の資産形成、中低所得層への再分配強化を

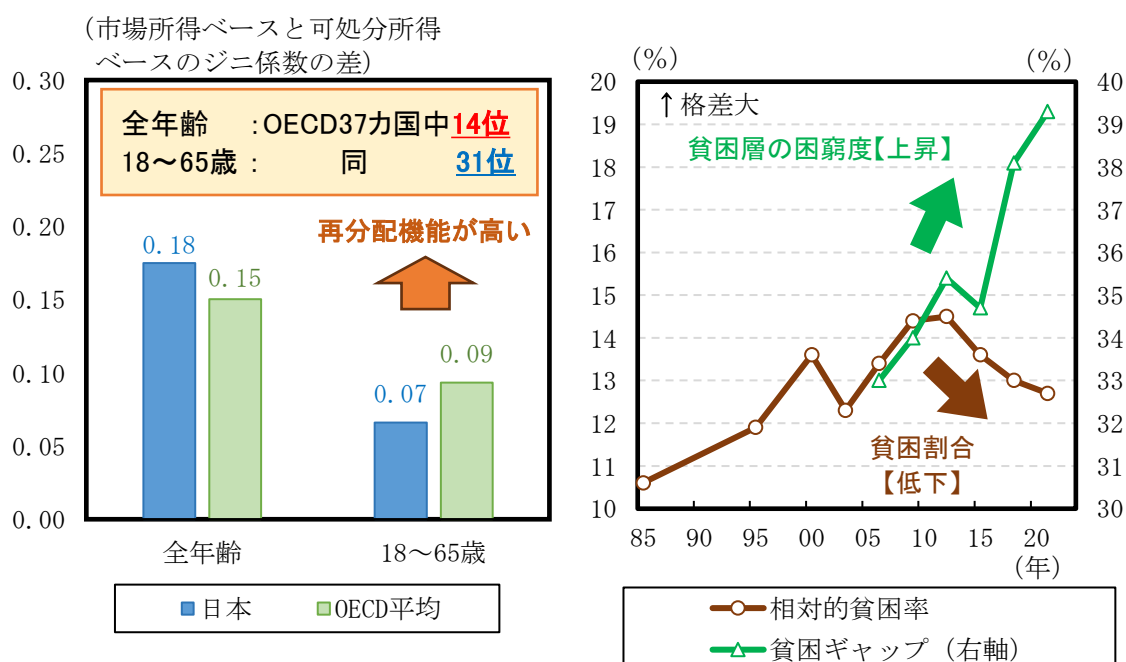
低迷する個人消費の活性化も重要な課題だ。人的資本を含む国内投資の拡大によって労働生産性を高めるとともに、継続的な賃上げと物価の安定を通じて実質賃金が着実に上昇する環境を整える必要がある。

インフレに対応した資産形成も重要だ。日本では家計金融資産の約半分を現預金が占めるため、物価上昇によって資産の実質価値が目減りし、家計の購買力が低下しやすい。また、株式・投資信託の資産効果は米欧に比べて小さく、住宅・土地の資産効果は不明確であるため、資産価格の上昇が消費拡大につながりにくい。当社の「[第 230 回日本経済予測（改訂版）](#)」で指摘したように、金融リテラシーの向上や社会保障改革などを通じた将来不安の軽減、中古住宅市場の活性化など、ストック面からの消費活性化の取り組みを進める必要がある。

中低所得の現役世代への再分配を強化し、消費を底上げすることも重要である。その観点から、2029 年度の本格導入が予定されている「就業者負担軽減支援金」（「所得に応じたきめ細かな給付」を行う新たな制度）は、所得格差の是正を図る上で重要な政策といえる。

所得再分配効果を測る指標として、市場所得ベースと可処分所得ベースのジニ係数の差に注目すると、日本はコロンビアを除く OECD37 カ国中 14 位³であり、再分配機能は諸外国の中では比較的高い。しかしこれは、高齢者向けの社会保障が充実しているためだ。現役世代が多く含まれる 18～65 歳を対象を絞ると、日本は 31 位まで低下する（図表 5 左）。

図表 5：年齢別に見た所得再分配機能の国際比較（左）、18～65 歳における相対的貧困率と貧困ギャップ（右）



(注) 左図の「OECD 平均」はコロンビアを除く 37 カ国の単純平均値で、データは 2023 年（チリ・デンマーク・メキシコ・ニュージーランド・トルコは 2022 年、日本は 2021 年、オーストラリアは 2020 年、アイスランドは 2019 年）。右図は遡及可能な範囲で現行の所得の定義に基づく系列を用いた。それ以前は旧定義に基づく系列と接続している。相対的貧困率とは、等価可処分所得の中央値の半分（貧困線、2021 年で 127 万円）に満たない者の割合。貧困ギャップは貧困線を下回る者の平均所得が貧困線をどの程度下回るかを示す。

(出所) OECD より大和総研作成

また、代表的な格差指標の 1 つである相対的貧困率（世帯人数を調整した可処分所得（等価可処分所得）が中央値の半分（貧困線）を下回る人の割合）を 18～65 歳について見ると、2010 年代から緩やかな低下傾向が見られる。だが一方、貧困線を下回る人（貧困層）の平均所得の低迷（貧困ギャップの拡大）が顕著だ（図表 5 右）。日本の格差は米国のような「富裕層の富裕化」ではなく、「貧困層の貧困化」が特徴であり、中低所得の現役世代の再分配機能の強化はこうした問題に対応したものといえる⁴。

³ データは 2023 年（チリ・デンマーク・メキシコ・ニュージーランド・トルコは 2022 年、日本は 2021 年、オーストラリアは 2020 年、アイスランドは 2019 年）。

⁴ 格差問題については、当社の「[第 226 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2025 年 9 月 8 日）などで検討した。

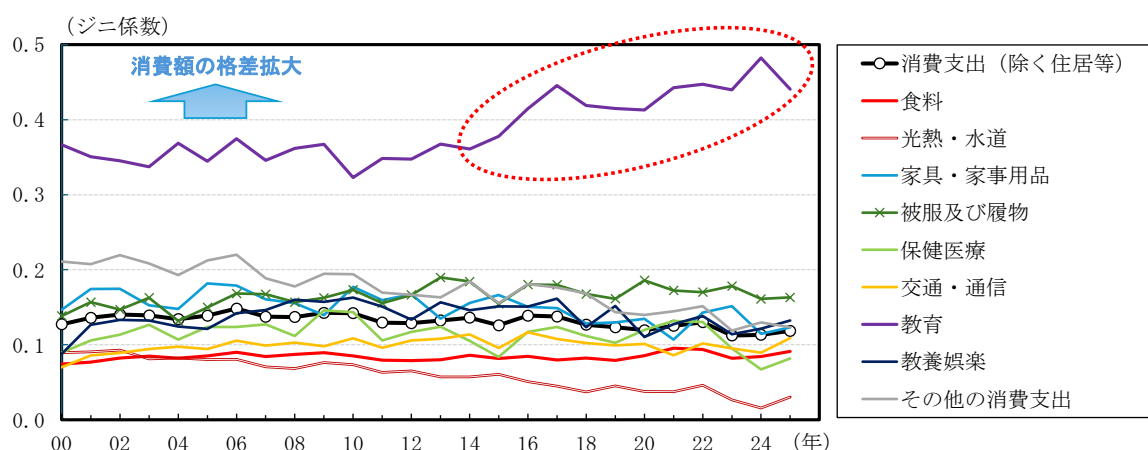
就業者負担軽減支援金の詳細は今後検討されるが、当面の課題は財源の確保だ。2026年9月15日に閣議決定された「飲食料品消費税率の臨時的な引下げ及び就業者負担軽減支援金の導入に関する大綱」では、「特例公債に頼らず、補助金等及び租税特別措置の適正化その他の歳出及び歳入全般の見直しにより恒久財源を確保する」とされている。だが、具体的な財源確保については「予算編成改革の具体化の状況も踏まえつつ、早期に結論を得る」との説明にとどまっており、今後の議論が注目される。

教育支出で世帯間格差が拡大しており、人的資本形成などへの影響に留意

今回の景気拡張期では、物価高を受けて生活必需品の消費が抑制される一方、株高などを背景に高額消費が底堅く推移しており、「消費の二極化」が進んでいる⁵。米国で見られるような高所得層と低所得層の間での消費の二極化⁶が日本でも進んでいるかについては見方が分かれるものの、教育支出については格差が拡大している可能性がある。

図表 6 は、総務省「家計調査」の世帯年収十分位階級別データを用いて、単身を含む勤労者世帯の等価消費額（除く住居等）⁷から疑似的なジニ係数を算出したものだ。数値が高い（低い）ほど消費額の世帯間格差が大きい（小さい）ことを表す。消費支出全体で見ると、ジニ係数は緩やかな低下傾向にあり、多くの費目でも横ばいないし低下傾向で推移している。これに対し、教育費のジニ係数は2000年代を通じて他の費目を大きく上回る水準にあり、2010年代後半から上昇傾向が続いている。教育支出における世帯間格差が拡大している可能性が示唆される。

図表 6：消費支出（除く住居等）の費目別ジニ係数の推移



（注 1）単身を含む勤労者世帯ベース。世帯年収十分位階級のデータを用いて、等価消費額（世帯消費額を世帯人員の平方根で除したもの）のジニ係数を算出。個票データではないため疑似的なジニ係数といえる。

（注 2）「消費支出（除く住居等）」は、消費支出から「住居」「自動車等購入」「贈与金」「仕送り金」を除いたもの（「交通・通信」は自動車等購入を、「その他の消費支出」は贈与金と仕送り金をそれぞれ除く）。

（出所）総務省より大和総研作成

⁵ 「二極化進む消費、百貨店売り上げ堅調 リスクは株価」（日本経済新聞 電子版、2026年7月27日）

⁶ 米国の個人消費の二極化については、当社の「[第227回日本経済予測（改訂版）](#)」（2025年12月8日）の第2章で取り上げた。

⁷ 世帯人員の影響を調整するため、世帯消費額を世帯人員の平方根で除したもの。

教育支出は将来の所得や生産性を左右する人的資本への投資であり、その格差の拡大は機会格差や所得格差の固定化につながる可能性がある。政府は高校授業料の実質無償化などを進めてきたが、平均的な負担軽減だけでなく、所得水準によって教育機会や教育の質に差が生じていないかを継続的に検証することも重要だ。人的資本の蓄積は、日本経済の潜在成長率を高める基盤でもある。消費の二極化が議論される中、教育支出に見られる格差の動向は、中長期的な成長力という観点からも注目される。

図表 7：日本経済見通し＜第 230 回日本経済予測 改訂版（2026 年 9 月 8 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)	594.6	592.4	594.0	596.8	599.0	597.3	598.2	599.2	600.9	602.6	604.0	605.3	589.3	594.5	598.7	603.6
＜前期比、％＞	0.1	-0.4	0.3	0.5	0.4	-0.3	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2				
＜前期比年率、％＞	0.5	-1.5	1.1	1.9	1.4	-1.1	0.6	0.7	1.2	1.1	0.9	0.9				
＜前年同期比、％＞	2.0	0.6	0.4	0.6	0.9	0.8	0.7	0.4	0.4	0.9	0.9	1.0	0.7	0.9	0.7	0.8
													(0.1)	(1.2)	(0.7)	(0.7)
民間消費支出(前期比、％)	0.1	0.6	0.2	0.4	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1	1.3	0.7	0.9
民間住宅投資(前期比、％)	0.6	-7.9	5.0	0.9	-0.6	-0.7	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-0.4	-2.6	-0.7	-3.8
企業設備投資(前期比、％)	1.3	-0.2	1.3	-1.0	-0.9	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.8	2.2	-0.1	1.7
政府消費支出(前期比、％)	0.5	0.2	0.4	0.4	1.7	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、％)	0.9	-1.1	-0.5	1.4	-0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	-0.3	0.4	0.8
輸出(前期比、％)	1.7	-1.4	0.1	1.7	0.4	-0.9	0.4	0.6	0.6	0.7	0.5	0.5	2.7	2.0	1.1	2.0
輸入(前期比、％)	1.8	-0.6	-0.2	0.3	-1.7	2.4	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	4.0	2.5	0.8	3.5
名目GDP(前期比年率、％)	7.3	1.3	3.7	3.1	5.5	0.8	2.3	3.4	0.1	1.7	1.7	2.7	4.0	4.3	3.1	1.7
GDPデフレーター(前年同期比、％)	3.3	3.5	3.4	3.2	2.6	2.4	2.2	2.5	1.3	1.0	0.8	0.5	3.2	3.3	2.4	0.9
鉱工業生産(前期比、％)	-0.5	-1.0	0.2	2.5	0.3	1.0	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	-1.5	-0.2	2.9	1.5
コアCPI(前年同期比、％)	3.5	2.9	2.7	1.7	1.5	1.9	2.4	3.2	1.9	1.7	1.1	0.7	2.7	2.7	2.2	1.3
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	1.25	1.50	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	0.48	0.73	1.75	1.75
10年物国債利回り(％)	1.41	1.60	1.84	2.23	2.61	2.88	2.95	3.01	3.07	3.10	3.13	3.15	1.08	1.77	2.86	3.11
前提																
原油価格(WTI、ドル/バレル)	63.7	65.0	59.1	72.7	92.7	84.4	91.5	91.5	91.5	91.5	91.5	91.5	74.4	65.1	90.0	91.5
為替レート(円/ドル)	144.6	147.5	154.1	156.9	159.4	159.3	156.3	156.3	156.3	156.3	156.3	156.3	152.5	150.7	157.8	156.3

(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 利上げの理由を問う

ファイティングポーズ？中立金利の上昇？不安定な期待インフレ？

矢作 大祐
藤原 翼

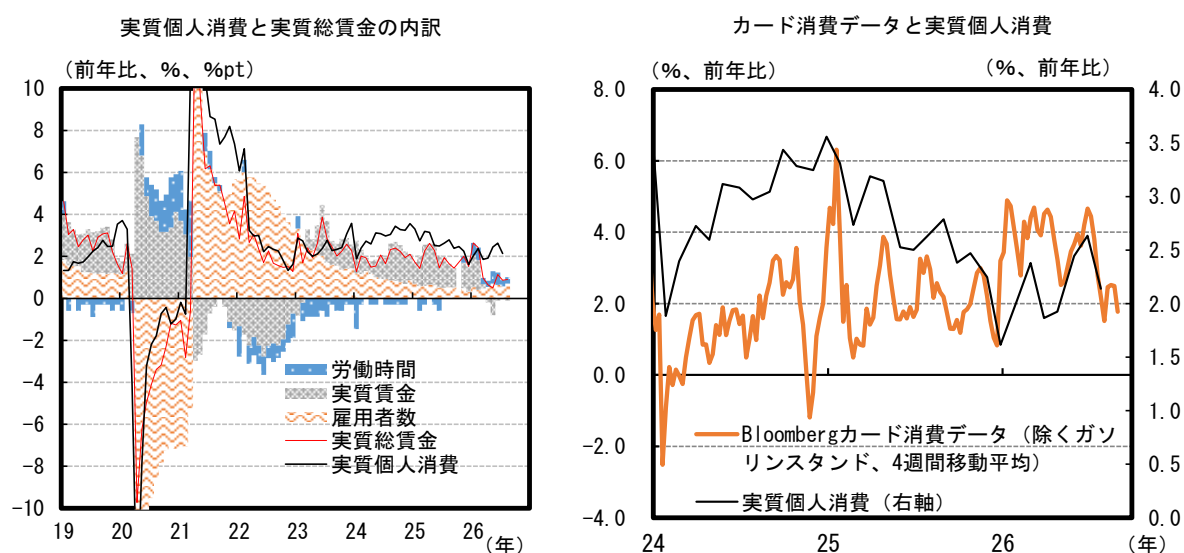
[要約]

- 足元の米国経済では、中東情勢の悪化を背景とした原油高に加え、資金調達環境のタイト化や金利上昇が内需の重石となりつつある。トランプ減税 2.0 に伴う所得税還付の効果は既に一巡しており、実質総賃金の伸びも低迷する中で個人消費は力強さを欠く。設備投資についても、AI 関連投資の拡大による起債増加や国債利回りの上昇を背景に資金調達コストが押し上げられており、住宅投資も住宅ローン金利の上昇によって抑制されている。2026 年 7-9 月期の成長率は輸入減速によって押し上げられる可能性があるものの、民間最終需要は減速する公算が大きい。
- こうした中でも、FRB は 9 月 FOMC で約 3 年ぶりとなる利上げへと転じた。市場の注目点は当面の利上げ回数だったが、本質的な論点は FRB がなぜ利上げを実施したのかである。本稿では、その理由として①足元のインフレ再加速への対応、②AI を背景とした中立金利上昇への対応、③期待インフレ率の不安定化への対応という三つの可能性を整理した。
- 現時点では①の解釈が FOMC 参加者のメインシナリオと考えられる。足元のインフレ率を押し上げている主因はエネルギー価格であり、賃金動向と連動する CPI スーパーコアや住宅関連のインフレ率は減速基調を維持している。今回の利上げは、大幅かつ継続的な金融引き締め局面への移行を示唆するというよりも、インフレ再加速の広がりを防ぐために FRB が警戒姿勢を示した「ファイティングポーズ」の性格が強い。なお、エネルギー価格の上昇や高止まりが続く場合には、利上げ幅がドットチャートの中央値を上回る可能性には留意が必要である。
- ②AI を背景とした中立金利上昇や、③期待インフレ率の不安定化への対応として利上げが実施される場合には、より大幅かつ長期化した金融引き締めにつながる可能性がある。特に中立金利や期待インフレ率の状態をめぐっては不確実性が大きく、評価も定まっていない。FRB がこうした論点を重視して追加利上げを進めた場合には、政策金利の適正水準を見誤ることで、必要以上の金融引き締めを通じて景気を過度に下押しするリスクがある。

原油高と資金調達環境のタイト化、金利上昇が景気の重石に

足元の米国経済は、中東情勢の悪化を背景とした WTI の上昇を受け、下振れリスクが高まっている。WTI が高止まりした 3-6 月においては、トランプ減税 2.0 に伴う連邦個人所得税の還付が個人消費を下支えしていたが、還付は 5 月に終了し、その効果も既に一巡している。8 月の雇用統計で雇用者数の伸びが加速した点は、消費を下支えするポジティブな材料であるものの、実質賃金の伸びは低迷しており、家計の実質的な購買力である実質総賃金（雇用者数、労働時間、実質賃金の積）は低水準で推移している（図表 1 左図）。8 月の小売売上高は反動増が見られたが、消費者センチメントは悪化し、実質個人消費に先行する傾向のあるカード消費データは伸び悩んでおり、個人消費の本格回復は当面の間見込みにくい（図表 1 右図）。

図表 1 実質個人消費と実質総賃金の内訳、カード消費データと実質個人消費

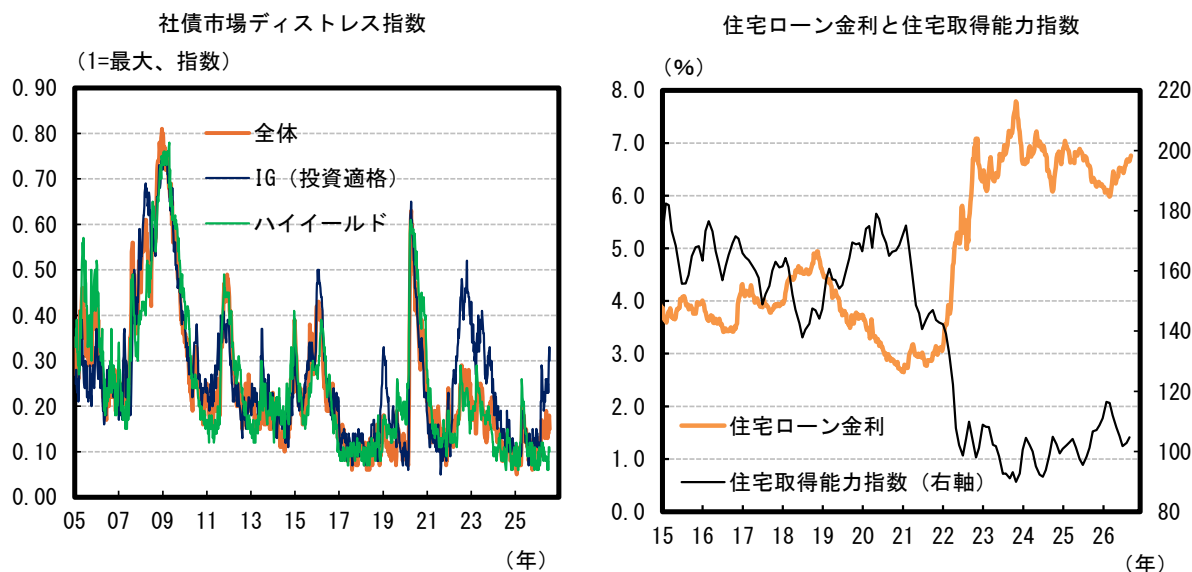


（出所）BEA、BLS、Bloomberg、Haver Analytics より大和総研作成

設備投資をめぐるのは、企業マインドを中心に堅調さを維持している。しかし、AI 関連投資が市場での資金調達への依存度を高める中で、市場動向からの影響を受けやすくなっている。足元で気掛かりなのは、米国の社債市場の機能不全や緊張度を示すディストレス指数が上昇している点だ（図表 2 左図）。とりわけ、IG（投資適格）が上昇しているのは、ハイパースケーラーなどの情報セクターの起債増が反映されていると考えられる。需給の観点で社債スプレッド（社債利回りと国債利回りの差）が縮小しにくい状況が続く中、ベースとなる国債利回りも上昇し、資金調達コストは押し上げられていることから、設備投資意欲が抑制される恐れがある。

国債利回りの上昇は、住宅投資の重石にもなり得る。超長期債利回りが上昇する中で、9 月に入り住宅ローン金利は 2025 年 7 月以来となる 6.8% 程度まで上昇し、住宅の取得しやすさを示す住宅取得能力指数は低水準で推移している（図表 2 右図）。以上を踏まえれば、2026 年 4-6 月期は内需主導の経済成長となったが、7-9 月期は原油高と資金調達環境のタイト化、金利上昇が内需の重石となり、民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は伸び悩む公算が大きい。

図表 2 社債市場ディストレス指数、住宅ローン金利と住宅取得能力指数



(注) 住宅ローン金利は 30 年固定。

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

FRB は利上げに転換、焦点は利上げの「理由」をどう見るか

内需に下押し圧力がかかる中でも、9 月 15・16 日に開催された FOMC で、約 3 年ぶりとなる 0.25%pt の利上げが決定された⁸。8 月末のジャクソンホール会議で、ウォーシュ FRB 議長が、インフレ率が大幅に減速しない場合に利上げを実施する可能性を示唆した後、8 月の PPI や CPI が高止まりの兆しを示したことから利上げへと踏み切った形だ。9 月の FOMC での利上げ自体は市場も織り込んでいたためサプライズはなく、市場の注目点は当面あと何回の利上げがあり得るかであった。公表された FOMC 参加者の FF 金利見通し（ドットチャート、中央値）によれば、2026 年の利上げ回数は合計 2 回、2027 年は据え置きとの見立てが示された（図表 3 左図）。

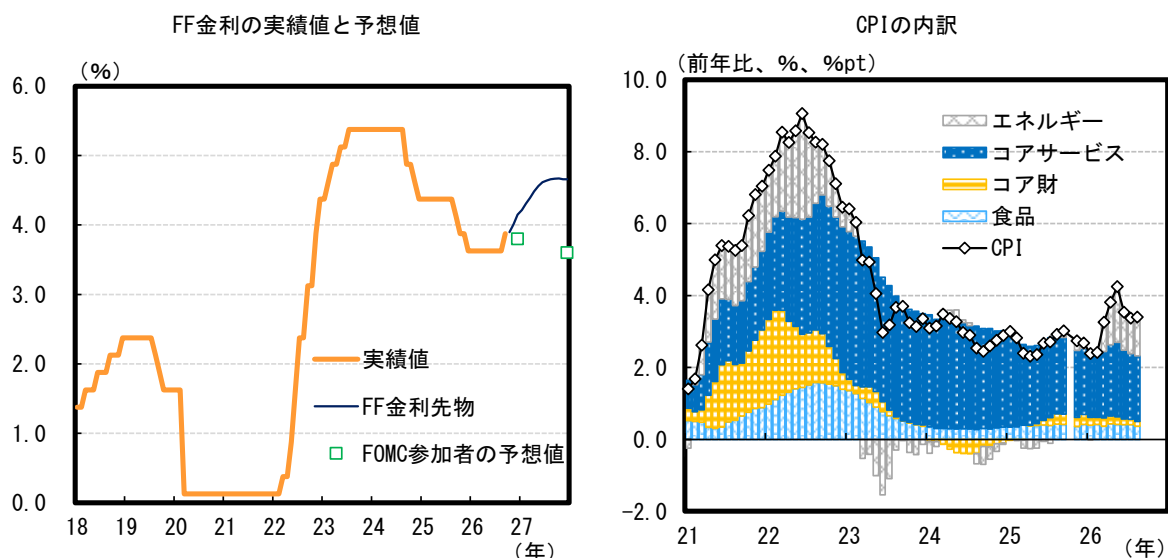
もっとも、先行きの利上げ回数は現時点での見立てであり、中東戦争など不確実性が高い中では急速に陳腐化し得る。むしろ本質的な論点は、利上げの「理由」をどう解釈するかどうか。FRB が利上げへと転じた理由としては、①足元のインフレ再加速への対応、②AI を背景とした中立金利上昇への対応、③期待インフレ率の不安定化への対応の三つが挙げられる。

①に関しては、関税による価格転嫁に加え、中東情勢に起因する原油高がインフレ率を押し上げており、それに対する対応策として利上げを実施するというものだ。この場合、先行きの利上げ幅は、インフレ圧力の強さや持続性によって左右され得る。CPI に関しては、エネルギー価格が押し上げる一方で、それ以外の項目は概ね安定している（図表 3 右図）。現状の WTI 先物価格を踏まえると、CPI エネルギーは緩やかな減速が見込まれている一方で、大幅な減速は想定されていない。高騰局面が始まった 2026 年 3 月の裏が出るまでは高止まりしやすく、CPI

⁸ 矢作大祐・藤原翼「[FOMC 約 3 年ぶりに 0.25%pt の利上げを決定](#)」（大和総研レポート、2026 年 9 月 17 日）

への押し上げ効果の剥落は2027年3月以降になる公算が大きい（図表4左図）。

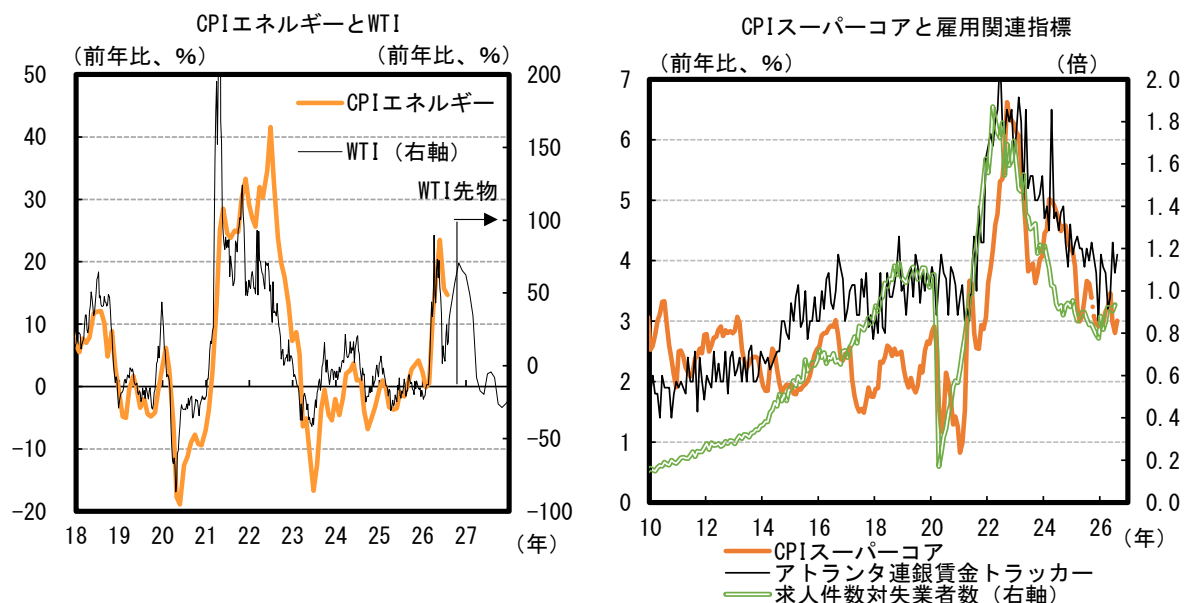
図表3 FF金利の実績値と予想値、CPIの内訳



(注) FF金利の予想値はFF金利先物が9月16日時点、FOMC参加者の予想値が9月FOMC時点。CPIは政府閉鎖の影響で2025年10月が未公表。

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

図表4 CPIエネルギーとWTI、CPIスーパーコアと雇用関連指標



(注) WTI先物は、9月15日時点。CPIスーパーコアはコアサービス（除く家賃）。CPIは政府閉鎖の影響で2025年10月が未公表。

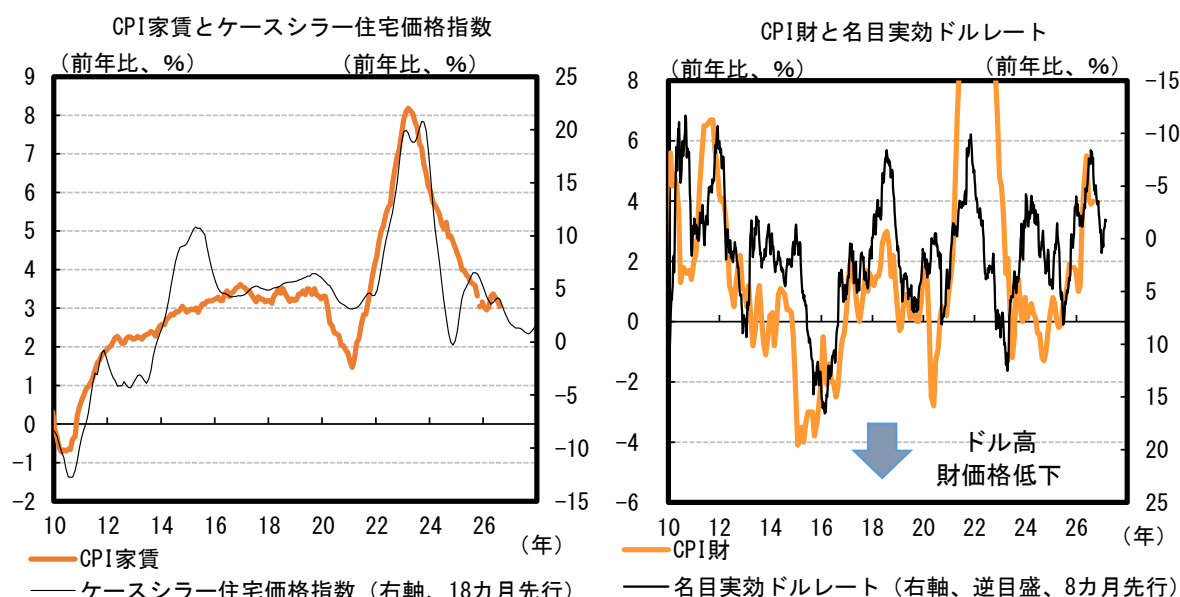
(出所) BLS、EIA、CME、アトランタ連銀、Haver Analytics より大和総研作成

その他の項目に関しては、足元のCPIスーパーコア（コアサービス（除く家賃））は、連動する賃金上昇率や労働需給がコロナ禍前（2019年）の水準へと落ち着く中で、緩やかな減速ペースを維持している（図表4右図）。また住宅価格と連動するCPI家賃は、高金利で住宅需要が抑制される中で、先行きも減速傾向を続ける可能性が高い（図表5左図）。そして、関税やエネルギーの影響を受けやすい財価格に関しては、関税引き上げの影響一服に加え、ドル高がタイム

ラグを伴って輸入価格を抑制し、当面は減速感を示しやすいと考えられる（図表 5 右図）。

エネルギー価格以外の品目が概ね落ち着いていることを踏まえれば、今回の利上げは、大幅かつ継続的な金融引き締めをあらかじめ示唆するものというよりも、インフレ再加速のリスクに対して FRB が警戒姿勢を示す、いわば「ファイティングポーズ」の意味合いが強いだろう。FOMC で示されたドットチャートでは 2027 年末までの利上げ幅を累計 0.75%pt 以下と見込む参加者が 18 名と大勢を占める。それに加えて、ウォーシュ議長もインフレ加速の広がりを防ぐことの重要性を指摘しており、こうした見方が FOMC 参加者のメインストリームと考えられる（図表 6 左図）。なお、インフレ再加速の主因であるエネルギー価格が一段と上昇、あるいは高止まりした場合には、物価の減速ペースが想定を下回る。このため、利上げ幅がドットチャートの中央値を上回る可能性には注意を要する。

図表 5 CPI 家賃とケースシラー住宅価格指数、CPI 財と名目実効ドルレート



（注）CPI は政府閉鎖の影響で 2025 年 10 月が未公表。

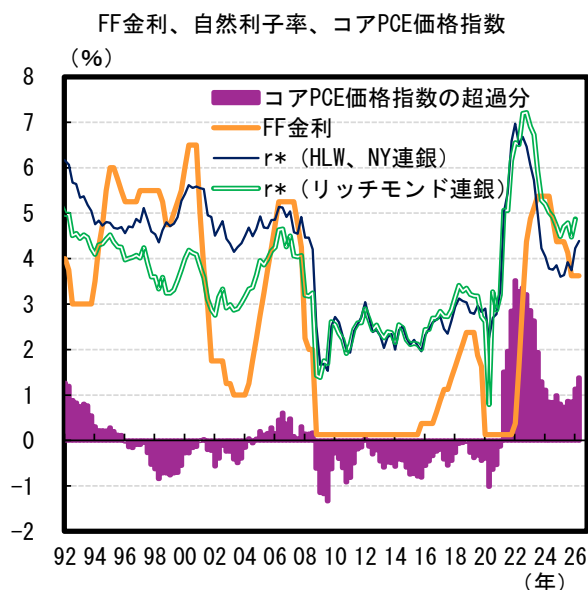
（出所）BLS、S&P、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

続いて、②に関しては、AI 投資の持続的な拡大や AI 活用の積極化に伴う生産性の改善が、景気を過熱も冷やしもしない金利水準（＝中立金利）を押し上げているとの理由で利上げを実施するというものだ。例えば、各種自然利子率を FRB が重視するコア PCE 価格指数の前年比を用いて名目化（＝簡易的な中立金利）した場合、現状の FF 金利水準は依然として低水準といえる（図表 6 右図）。

過去を振り返ると、FRB はインフレ率が 2%目標を上回る局面では、少なくとも FF 金利を中立金利近傍まで引き上げてきた。現状に当てはめれば、FF 金利にはなお 1.00%pt 前後の引き上げ余地がある計算となる。この見方に立てば、今回の利上げへの転換は一時的なインフレへの対応ではなく、AI 投資主導の高成長・高生産性経済に見合った金利水準への調整の始まりと位置付けられる。

図表 6 FOMC 参加者の FF 金利見通しの分布、FF 金利、自然利子率、コア PCE 価格指数

FOMC参加者のFF金利見通しの分布		
FF金利の中央値 (%)	2026年 (名)	2027年 (名)
5.250		
5.125		
5.000		
4.875		
4.750		
4.625		
4.500		
4.375	4	8
4.250		
4.125	12	6
4.000		
3.875 (現状)	2	
3.750		
3.625		3
3.500		
3.375		
3.250		
3.125		1
3.000		



(注) 左図は 2026 年 9 月時点、黄色囲みは利上げ理由①、オレンジ囲みは同理由②、赤囲みは同理由③を想定。r*はコア PCE 価格指数の前年比を加えて名目化、コア PCE 価格指数の超過分は 2%目標を上回った差分。(出所) FRB、BEA、NY 連銀、リッチモンド連銀、Haver Analytics より大和総研作成

もっとも、追加で合計 1.00%pt 前後の利上げを見込む FOMC 参加者はいなかったが、9 月の FOMC で公表されたドットチャートで中立金利（ロンガーラン）は上方修正された（前掲、図表 6 左図）。②に関しては将来的なリスク要因として意識しておく必要があるだろう。AI 投資や AI 活用が中立金利をどの程度押し上げているのかは不確実性が大きく、実体経済への波及効果もなお見極め途上にある中で、FOMC 参加者も拙速な判断は避けたいだろう。波及効果の検証も含めて判断に時間を要すると考えられ、今後半年といった短期的な対応というよりは、1 年といったより長い期間での対応を想定しておくべきだろう。

③に関しては、期待インフレ率の上振れやアンカーの緩みを防ぎ、FRB のインフレ抑制に対する信認を確保するという理由で利上げを実施するというものだ。直近の期待インフレ率をみると、マーケットベースの期待インフレ率（5 年先 5 年）は安定している一方で、消費者サーベイベースの期待インフレ率（5 年先）は、供給ショックが繰り返される中で、高止まりしている（図表 7 左図）。仮にこうした期待インフレ率の上振れが続き、FRB のインフレ抑制に対する信認が低下し得る場合には、期待インフレ率の再アンカー化を図るために、より大幅な利上げが必要となり得る。

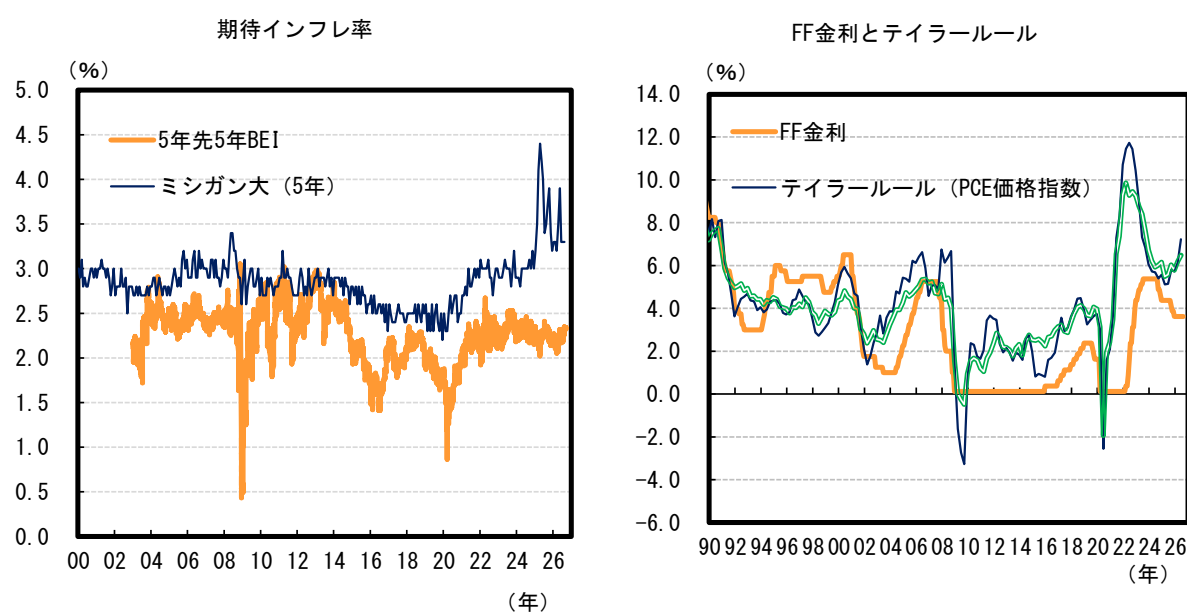
2025 年のジャクソンホール会議で注目されたカリフォルニア大学のエミ・ナカムラ教授らの論文によれば、期待インフレ率が十分に安定していなかった時期においては、FF 金利が概ねテイラールール（物価上昇率や GDP ギャップなどに基づいて、政策金利の適正値を算出する計算

手法) の示唆する水準近傍で推移していたと指摘している⁹。足元でテイラールールが示唆するFF金利の水準は6~7%程度であり、現在のFF金利水準を大幅に上回る(図表7右図)。他方で、こうした水準を見込むFOMC参加者は現時点では存在せず、市場も織り込んでいない(前掲、図表6左図)。したがって、このシナリオは期待インフレ率のアンカーが大きく損なわれた場合に顕在化するテールリスクと認識すべきだろう。

以上で示したように、利上げの理由によって、必要となる利上げの回数も異なり得る。仮に①のような当面のインフレ情勢への対応であれば、利上げは短期的かつ限定的なものとなり、景気への影響も比較的小さいと考えられる。他方で、②のようにAI投資による中立金利上昇が背景にある場合には合計の利上げ幅も拡大するとともに一定期間継続し得る。さらに③のように期待インフレ率のアンカーが緩んでいる場合には、より大幅な金融引き締めが必要となる。FF金利先物を見ると、今回の利上げ分も含めてドットチャートを上回る合計1.00%pt弱の利上げを2027年末までに見込んでおり、①であってもエネルギー価格の高止まりするリスクや、②の将来的なリスクを多少織り込んでいる可能性はある(前掲、図表3左図)。

なお、②中立金利の変化の起点となるAI投資の影響や、③に関連したインフレに関するFRBの信認の関係については、ウォーシュ議長が設置したタスクフォースで議論される予定だ。そもそも、中立金利の水準や期待インフレ率のアンカーの状態は、推計手法や利用する指標によって評価が異なり、リアルタイムでの把握も容易ではない。本来は時間をかけて検証する必要があるが、エネルギー高を中心にインフレ懸念がくすぶる中で、FRBは不確実性を抱えながら利上げを実施することも想定される。こうした不確実性の下で政策金利の適正水準を見誤れば、必要以上の金融引き締めを通じて景気を過度に下押しするリスクがある点には注意を要する。

図表7 期待インフレ率、FF金利とテイラールール



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

⁹ Emi Nakamura, Venance Riblier, Jon Steinsson, [“Beyond the Taylor Rule,”](#) (8/19/2025)

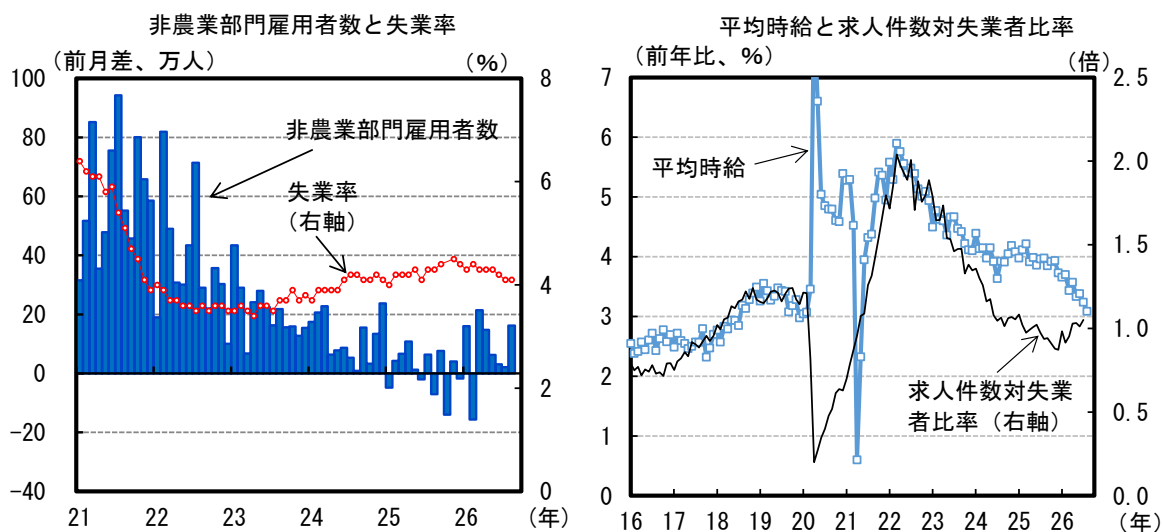
雇用環境は底堅い一方、賃金上昇率は減速基調が継続

2026 年 8 月の米雇用統計¹⁰は、非農業部門雇用者数が前月差+16.2 万人と大幅に加速し、労働時間も増加した。失業率については前月から横ばいの 4.1%と市場予想通りの結果となり、労働力人口が増加した中でも安定している。また、非自発的失業者や非自発的パートタイム就業者も減少した。総じて、8 月の雇用統計は雇用環境の底堅さを示す結果といえる。

ただし、8 月の雇用者数については 7 月に落ち込んだ政府部門とレジャー・娯楽の反動増が含まれている。また、8 月の雇用統計の結果は、他の雇用関連指標とやや乖離がある。例えば、ADP 民間部門雇用者数と BLS 民間部門雇用者数は直近の方向感が異なっている。企業マインドの雇用指標についても、製造業は改善基調にあった一方で、その他では改善を示唆していなかった。雇用者数は底堅いものの、BLS の雇用者数は足元で振れが大きくなっていることから、単月の結果を過度に重視すべきではないだろう。失業者数については、直近の新規失業保険申請件数（2026 年 9 月 6 日-9 月 12 日）は 19.6 万件と前年同時期の水準を下回って推移している。また、直近の失業保険継続受給者数（2026 年 8 月 30 日-9 月 5 日）は 173.0 万人と、2 週連続で減少した。失業保険データは、家計調査において失業率が安定している点と整合的といえる。

続いて労働需要について確認すると、2026 年 7 月の求人件数は 4 カ月連続で 700 万件を上回っており底堅い。その結果、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 倍超と徐々に上昇している。労働需給が徐々に引き締まることで、労働市場の安定性は増す一方、賃金上昇率、ひいてはインフレ圧力が高まる可能性が懸念されやすい。とはいえ、8 月の雇用統計では賃金上昇率の減速基調が確認されており、インフレ抑制の観点では安心材料だろう。

図表 8 非農業部門雇用者数と失業率、平均時給と求人件数対失業者比率



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

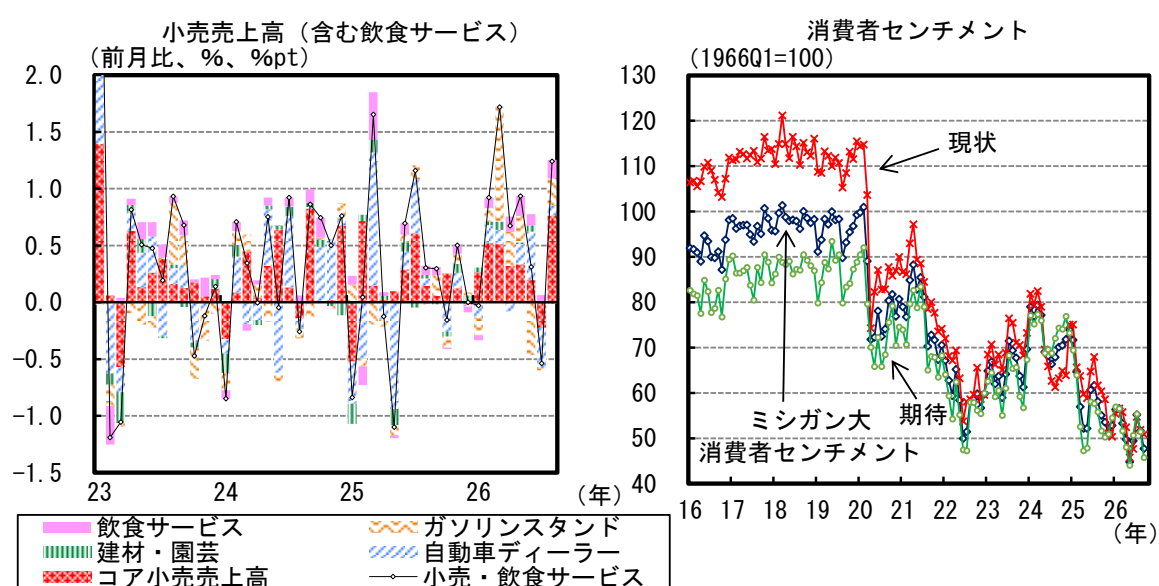
¹⁰ 藤原翼「[米雇用者数は反動増もある中で大幅な伸び](#)」（大和総研レポート、2026 年 9 月 7 日）

小売売上高は前月のマイナスからの反動増で大幅な伸び

個人消費の動向について、2026 年 8 月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比+1.2%と大幅なプラスに転じ、市場予想（Bloomberg 調査：同+0.8%）を上回った。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+1.4%と大幅なプラスに転じた。8 月の小売売上高は 7 月にマイナスだった項目で反動増が生じた。振れが大きいことから 3 カ月移動平均で均してみると、小売売上高は同+0.3%、コア小売売上高は同+0.4%となった。いずれも底堅さを示しているが、単月の結果が示すほどの過熱感は見られない。続いて内訳を見ると、ガソリンスタンド（同+3.1%）がガソリン価格の上昇で 3 カ月ぶりにプラスとなり、無店舗販売（同+2.6%）も大幅なプラスに転じた。さらに、その他小売（同+1.9%）、家電（同+1.6%）、自動車・同部品（同+0.6%）はプラスに転じ、家具（同+0.9%）、飲食料品（同+0.4%）は 3 カ月ぶりにプラスとなった。また、飲食サービス（同+1.2%）、娯楽用品（同+1.2%）、ヘルスケア製品（同+0.9%）、GMS（総合小売）（同+0.7%）は加速し、衣服・宝飾品（同+0.7%）は減速したとはいえ堅調といえる。他方で、建設資材・園芸（同▲0.2%）は 2 カ月連続でマイナスとなった。

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 9 月（速報値）が前月差▲3.9pt と 2 カ月連続で悪化し、水準は 47.8 となった。内訳については、現状指数（同▲1.0pt）と期待指数（同▲5.7pt）がいずれも 2 カ月連続で悪化した。ミシガン大は、エネルギー価格の再上昇と貿易摩擦により家計の負担が高まっていると指摘した。足元においても中東情勢をめぐる緊迫を背景に、ガソリン価格は上昇傾向にある。さらに、先述のように名目賃金上昇率は減速傾向にあり、実質賃金も伸び悩んでいる。こうした中で、消費者マインドは改善しづらく、個人消費は減速感を強める可能性がある。

図表 9 小売売上高（含む飲食サービス）、消費者センチメント



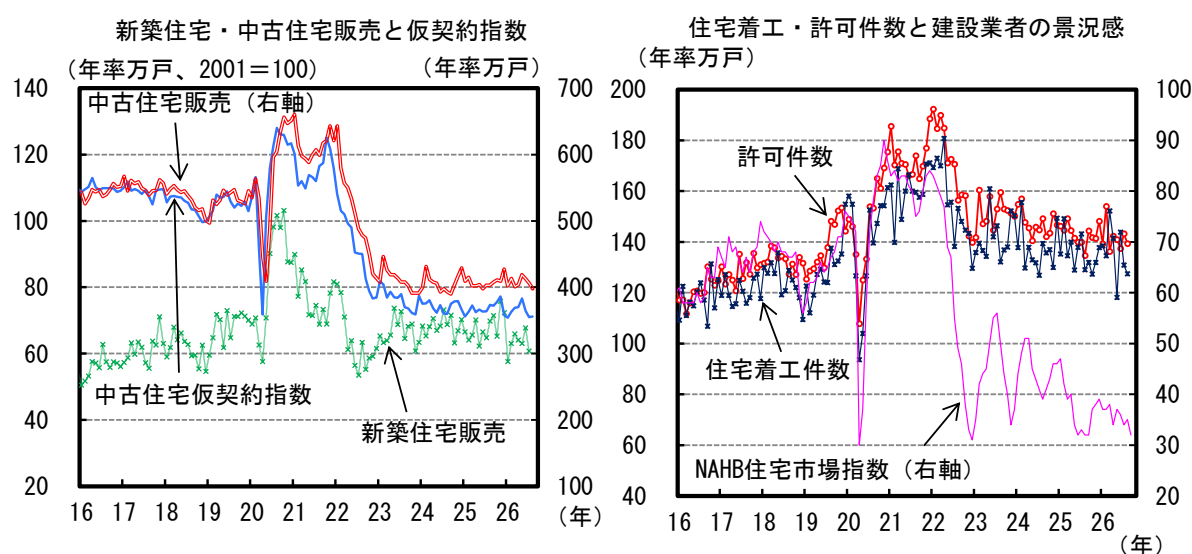
金利上昇を背景に中古住宅販売は3カ月連続で減少

住宅需要に目を向けると、2026年8月の中古住宅販売（ condominium等含む）は前月比▲2.0%と3カ月連続でマイナスとなった。中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数については、8月は同+0.3%と3カ月ぶりにプラスとなったものの、回復は鈍い。

直近の消費者マインドを確認すると、9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▲3ptの34ptと2カ月連続で低下した。内訳を確認すると、価格の項目はやや改善した一方、経済的不安定性と金利の項目はやや悪化した。足元は特に、住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）が住宅購入需要の下押し要因となっており、7月初旬を底に直近は6.8%程度まで上昇した。価格面に関しては、中古住宅販売価格は前年比でプラスを維持しており、新築住宅販売価格（中央値）について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縮小している。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、住宅購入環境は悪化しており、目先の住宅需要は軟調な推移が見込まれる。

住宅供給に関して、新築住宅着工は2026年8月が前月比▲2.6%と2カ月連続でマイナスとなり、水準は127.5万件となった。さらに、新築住宅着工の先行指標である建設許可についても、8月は同▲2.7%と再びマイナスに転じた。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、9月は前月差▲3ptと悪化し、水準は32ptと1年ぶりの低水準となった。NAHBは、金利上昇が住宅需要を抑制していることに加え、依然として高い建設コストや労働力不足に直面していると指摘した。前述のように住宅需要は軟調な推移が見込まれることに加え、建設コスト高も続いていることを踏まえ、目先の住宅供給は横ばい圏に留まると想定される。

図表 10 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

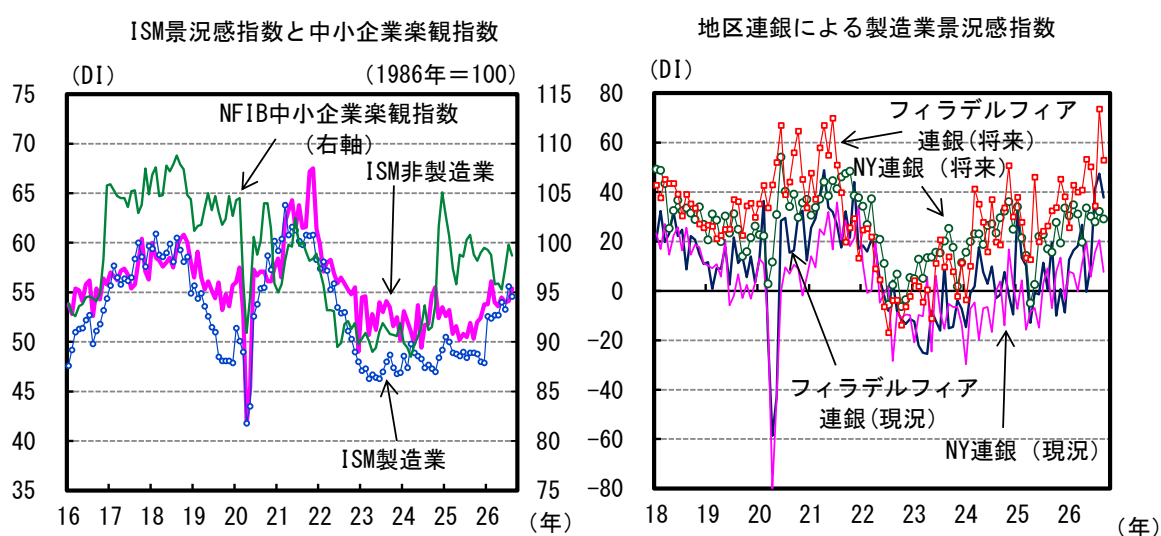
企業マインド指数は底堅いが、企業コメントはコスト高への懸念を示す

2026 年 8 月の ISM 景況感指数は、製造業が前月差▲1.0%pt と悪化し、54.6%となった。他方で非製造業については、同+1.3%pt と 2 カ月連続で改善し 55.4%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては入荷遅延指数が上昇した一方、新規受注指数、雇用指数、在庫指数、生産指数が低下した。もっとも、いずれの項目も好不調の目安となる 50%を上回っており、底堅さを維持している。非製造業に関しては、入荷遅延指数が低下したものの、新規受注指数、事業活動指数、雇用指数が上昇した。事業活動指数は 2022 年 11 月以来、新規受注指数は 2023 年 2 月以来の高水準となった。一方、雇用指数は上昇したとはいえ、47.8%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、需要が堅調と指摘するコメントが見られる一方で、エネルギー高や関税によるコスト高や、サプライチェーンの混乱について、状況が悪化していることを示唆するコメントが多くみられる。

続いて中小企業に関して、2026 年 8 月の NFIB 中小企業楽観指数は、前月差▲1.1pt と 3 カ月ぶりに悪化し、水準は 98.7 となった。内訳を確認すると、特に「景況感の改善に対する期待」の悪化幅が大きい。NFIB は、中小企業経営者は売上の低迷、サプライチェーンの混乱、インフレ圧力といった課題に直面しており、不確実性は依然として高いと指摘した。

2026 年 9 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▲13.0pt）が 3 カ月ぶりに悪化し、将来指数（同▲3.1pt）も悪化した。フィラデルフィア連銀についても現況指数（同▲9.6pt）と 4 カ月ぶりに悪化し、将来指数（同▲20.7pt）も悪化した。このように、直近の企業マインドはいずれも悪化した。先行きについては、AI 関連需要が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。ただし、エネルギー価格が上昇傾向にあることやFRBによる利上げ等が、企業マインドの重石となり得る。

図表 11 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

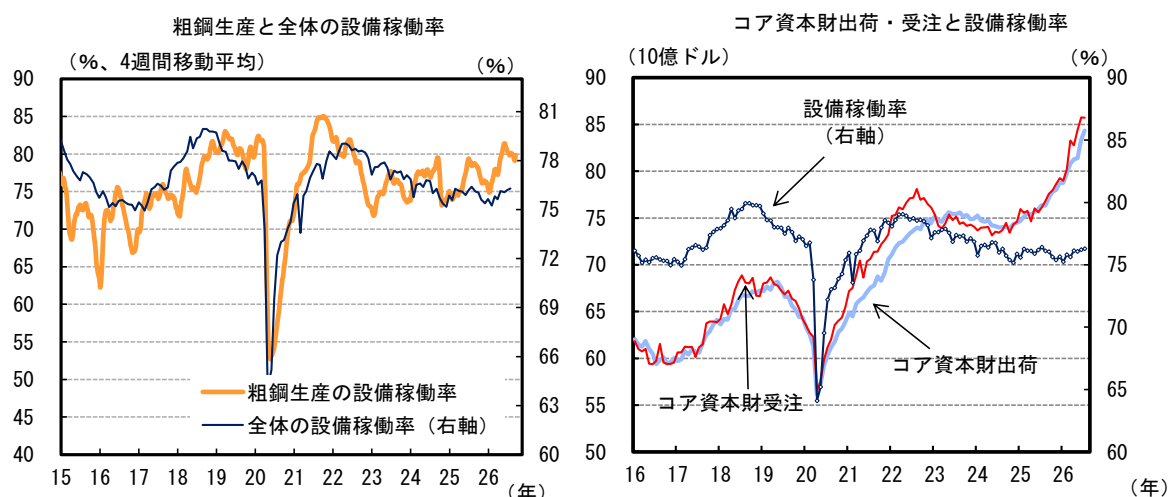
設備投資は AI 関連需要が下支えも、金利高止まりが懸念点

企業の実体面に関して、製造業や建設業の基礎素材である、粗鋼生産の週次の設備稼働率（4週間移動平均）に注目すると、直近は6月初旬をピークに緩やかに低下しているとはいえ、堅調な水準を維持している。なお、粗鋼生産の設備稼働率は全体の設備稼働率と方向感が一致しやすい。また、先述のISM製造業のうち生産指数についても、2026年8月は前月差▲0.2%ptとわずかにマイナスに転じた一方、水準は58.3%と、前月分を除き2021年11月以来の高水準となった。これらのデータからは、FRBが公表する設備稼働率や鉱工業生産指数は2026年8月分も底堅さを維持するとみられる。

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7月に前月比+1.2%と6カ月連続でプラスとなり、AI関連需要を背景に力強い伸びが続いている。他方で、その先行指標であるコア資本財受注は前月から概ね横ばいに留まった。また、コア資本財受注に連動する傾向にあるISM製造業の新規受注指数は、8月分が前月差▲3.0%ptの53.7%と、景況判断の目安の50%は上回ったものの、伸び悩んでいる。

設備投資の先行きについては、当面はAI関連需要が押し上げ要因になると見込まれる。ただし、中東情勢の再悪化による景気の不透明感や、FRBの利上げとそれに伴う金利の上昇が設備投資の抑制要因となり得る。

図表 12 粗鋼生産と全体の設備稼働率、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



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

経済見通し

足元までの経済指標を踏まえ、2026 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.0%を見込む。ヘッドラインは 4-6 月期から加速すると予想するものの、エネルギー高が個人消費を下押しし、金利上昇によって設備投資は減速、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ことで、ヘッドラインが押し上げられると考えている。

今回の米国経済見通しでは、政策金利の想定を修正した。大和総研は 2026 年内に合計 0.5% pt の利上げ、2027 年内は据え置きを見込んでいる。現時点では、FRB が利上げを通じて、インフレ抑止に向けたファイティングポーズを示すという見立てのもと、利上げは短期間で終了すると見込んでいる。現状の想定のような利上げ幅であれば、景気の下押し効果も限定的と考えている。

他方で、中立金利の上昇や期待インフレ率の不安定化を理由に、大幅な利上げを実施することがリスク要因となる。中立金利の水準や期待インフレ率のアンカーの状態の評価をめぐっては不確実性が大きく、検証には時間を要する。仮にこうした論点を重視して金融引き締めを強化する場合には、適切な政策金利の水準を見誤り、政策金利が必要以上に景気を抑制する可能性がある点に注意が必要だろう。

図表 13 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	2.0	1.8	1.8	2.0	2.0	2.1			
〈前年同期比、%〉	2.0	2.1	2.3	2.0	2.7	2.1	1.5	1.9	1.8	1.9	1.9	2.0	2.1	2.0	1.9
個人消費	0.6	2.5	3.5	1.9	0.5	3.4	1.8	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.6	2.1	2.0
設備投資	9.5	7.3	3.2	2.4	10.6	8.5	7.8	5.0	3.8	3.3	2.9	2.8	4.1	6.8	4.5
住宅投資	-1.0	-5.1	-7.1	-1.7	-7.8	1.3	-2.4	-1.3	1.4	2.0	2.4	2.7	-2.2	-3.7	0.7
輸出	0.2	-1.8	9.6	-3.2	10.9	4.5	4.6	2.7	2.0	2.0	2.1	2.1	1.6	4.7	2.6
輸入	38.0	-29.3	-4.4	-1.0	11.8	12.5	8.1	4.6	3.8	3.0	2.6	2.3	2.7	3.3	4.6
政府支出	-1.0	-0.1	2.2	-5.6	4.4	-1.0	1.3	1.5	1.3	1.2	1.3	1.4	1.1	0.3	1.2
国内最終需要	1.4	2.4	2.8	0.6	2.2	3.3	2.5	2.1	2.1	2.1	2.1	2.2	2.4	2.2	2.2
民間最終需要	1.9	2.9	2.9	1.8	1.7	4.2	2.7	2.3	2.2	2.3	2.3	2.3	2.6	2.6	2.4
鉱工業生産	4.2	1.8	2.1	-1.9	1.3	4.2	2.2	2.3	2.6	2.5	2.5	2.5	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	1.4	3.6	2.9	2.1	2.0	1.4	2.7	3.4	2.7
失業率 (%)	4.1	4.2	4.3	4.5	4.3	4.3	4.1	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2	4.3	4.2	4.3
貿易収支 (10億ドル)	-375	-186	-194	-177	-159	-200	-266	-279	-279	-280	-281	-282	-932	-903	-1122
経常収支 (10億ドル)	-438	-255	-263	-221	-227	-261	-327	-339	-339	-340	-341	-342	-1177	-1153	-1363
FFレート (%)	4.50	4.50	4.25	3.75	3.75	3.75	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	3.75	4.25	4.25
2年債利回り (%)	4.15	3.86	3.72	3.52	3.57	3.97	4.33	4.58	4.59	4.53	4.47	4.41	3.81	4.11	4.50
10年債利回り (%)	4.45	4.36	4.26	4.10	4.20	4.42	4.74	4.96	4.90	4.81	4.75	4.69	4.29	4.58	4.79

(注 1) 網掛けは予想値。2026 年 9 月 17 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 足元堅調もリスクは下向き

長引くインフレリスクと強まる金利上昇圧力

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

[要約]

- 7-9 月期に入ってユーロ圏の景況感は明るさを増している。とりわけ足元では、これまで改善が遅れていた景気の現状認識が改善基調を強めており、景気回復の実感が強まっている点は前向きな動きである。
- ユーロ圏経済における先行きのリスクは、引き続きエネルギー価格上昇による高インフレである。インフレリスクへの対応として ECB は 9 月の理事会で 2 会合ぶりの利上げを実施した。また、9 月の経済見通しではインフレ率の予想が上方修正されており、さらなる利上げの可能性を示唆する内容であったといえる。
- ただし、足元の原油価格は ECB の見通しの前提を大きく上回っており、インフレ率の上振れリスク、および景気の下振れリスクは高まっている。9 月理事会では、4-6 月期の原油価格の下振れを一因とした、想定以上の景気の底堅さが利上げを後押しした面があった。一方、今後は原油価格の上振れによる景気減速が、追加利上げを躊躇させる要因になり得る。
- ユーロ圏の別のリスクとして、長期金利のさらなる上昇には注意が必要である。金利上昇のきっかけは必ずしもユーロ圏独自の要因ではないものの、金利上昇によってユーロ圏でも財政への注目度が一層高まった。とりわけ、財政状況が悪く、2027 年 4 月に大統領選挙を控え政治混乱のリスクが大きいフランスでは、長期金利の上昇圧力が強い状況が今後も続くと思込まれる。
- 長期金利が上昇したことで、英国では 10 月 28 日に秋季予算の公表を控えるバーナム政権の財政運営の困難さが増している。公約実現と財政規律の両立のためには、増税、もしくは歳出削減による財源の確保が必要となる。政策への期待感は家計や企業のマインド改善の一因になっているとみられ、秋季予算が国民にとって期待外れのものとなれば、マインドの悪化によって景気にも悪影響を及ぼす可能性がある。

ユーロ圏経済

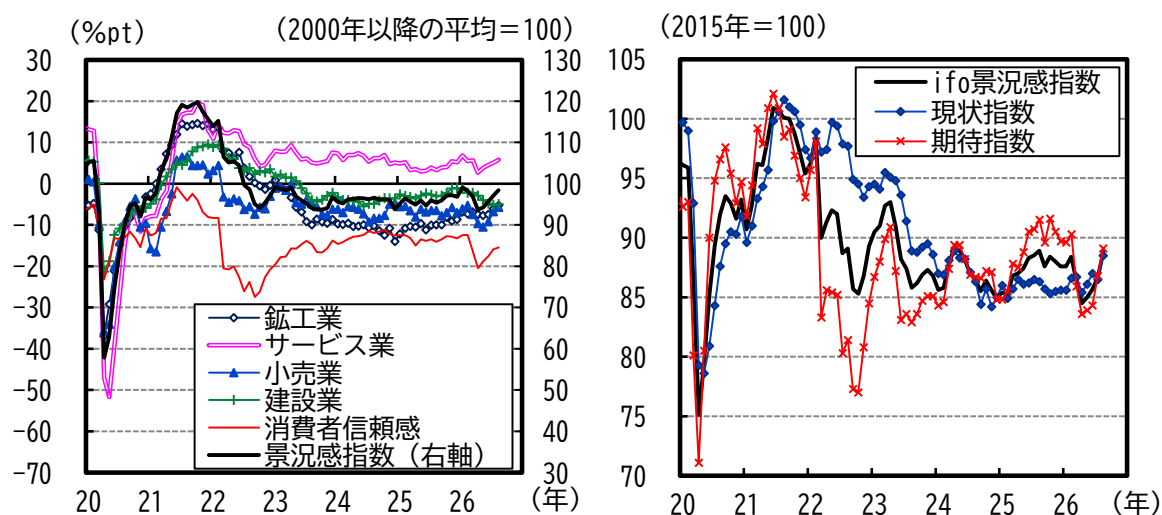
マインド統計は景気拡大継続を示唆

2026 年 4-6 月期のユーロ圏経済は、中東での地政学リスクの高まり、エネルギー価格の上昇という逆風がありながらも想定以上に底堅く推移したが、7-9 月期に入って各種サーベイによる景況感にはさらに明るさを増している。

2026 年 8 月の景況感指数（欧州委員会公表）は前月差+1.3pt と 4 ヶ月連続で上昇し、水準は 98.4pt と、2026 年 1 月以来の高さとなった。景況感指数は 2026 年 2 月末の米国・イスラエルによるイラン攻撃をきっかけに大きく落ち込んだが、その落ち込み分を 5 月以降の持ち直しで取り戻した格好である。

指数の内訳では、8 月は企業部門、家計部門の双方で景況感が改善した。特に改善幅が大きかったのは小売業で、6 月（前月差+1.3pt）、7 月（同+2.4pt）の上昇に続いて、8 月も同+1.1pt と上昇した。また、サービス部門は同+0.7pt、消費者信頼感指数は同+0.4pt と、どちらも 4 ヶ月連続で上昇しており、イラン戦争開始後に特に悪化した家計、および個人消費関連セクターの景況感の持ち直しが続いている。加えて、鉱工業の景況感指数は同+0.8pt と 3 ヶ月連続で改善し、2023 年 4 月以来の高水準となった。サービス業に比べれば指数の水準は低いものの、鉱工業の景況感は着実に改善している。

図表 1 ユーロ圏の景況感指数と業種別内訳（左）、ifo 景況感指数（右）



（出所）欧州委員会、ifo 経済研究所より大和総研作成

また、ドイツの ifo 景況感指数の 8 月分は前月差+2.1pt と 4 ヶ月連続で改善し、水準は 2025 年 8 月以来の高さとなった。8 月の結果で特筆すべきは、これまで改善が遅れていた現状指数が大幅に改善したことである。現状指数の改善幅は同+2.0pt と 2022 年 5 月以来の大きさとなり、水準は 2024 年 4 月以来の高水準となった。さらに、投資家調査である ZEW 景況感指数の 9

月分でも、期待指数の改善幅が同+0.5pt と小幅に留まる一方で、現状指数が同+14.0pt と上昇しており、ifo 景況感指数と同様に景気の現状認識が大きく改善した。

EU やドイツでの財政拡張の議論が高まった 2025 年前半から、中東情勢の悪化によって急激に景況感が悪化する 2026 年 3 月までの間は、ドイツを中心にユーロ圏の景況感は将来への期待先行で改善していた。足元での現状認識の改善は、期待されてきた景気回復がようやく実現しつつあることを示唆しており、前向きな動きと評価できる。

7 月の小売売上高、鉱工業生産は軟調な結果も、過度な悲観は不要

足元までの実体面のデータを見ていくと、ユーロ圏の 7 月の実質小売売上高は前月比▲0.6% と 3 ヶ月ぶりの減少に転じた。減少幅は 2025 年 5 月以来の大きさであり、水準は 2026 年 2 月以来の低さまで落ち込んだ。4-6 月期の GDP 統計では、実質個人消費が前期比+0.4%と 1-3 月期（同+0.1%）から成長ペースが加速する堅調な結果となったが、7-9 月期は一転して低調なスタートとなった。

7 月の実質小売売上高の内訳を見ると、ドイツが前月比▲3.4%と、2021 年 7 月以来の大幅な減少となり、これがユーロ圏全体を大きく押し下げた。5、6 月に実施されていた燃料に対する減税が終了したことで燃料小売の売上が同▲9.1%と急減したことが最大の下押し要因となった。ドイツでの減少を主因にユーロ圏全体の燃料小売の売上高も同▲0.8%と減少している。

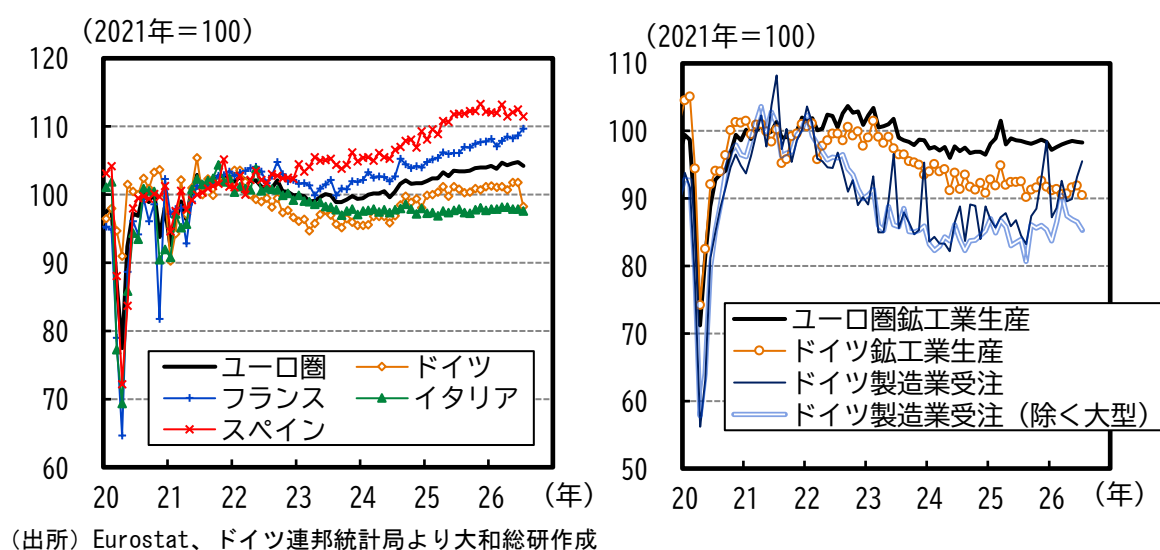
他方、ユーロ圏全体では燃料小売よりもむしろ、非食品（除く燃料小売）が前月比▲1.4%と減少したことが全体を押し下げている。特に非店舗小売が同▲3.7%と落ち込んだが、これは例年 7 月に実施される大手オンライン販売業者のセールが、2026 年は 6 月に前倒しされた影響があったとみられる。実際、ドイツ以外の主要国で実質小売売上高が減少したイタリア（同▲0.3%）、スペイン（同▲0.9%）では、いずれも非店舗小売の落ち込みが下押し要因となっている。特殊要因による押し下げの可能性を踏まえれば、7 月の落ち込みを過度に悲観的に捉える必要はないだろう。

次に企業動向を見ていくと、7 月のユーロ圏の鉱工業生産指数は、前月比▲0.1%と 2 ヶ月連続で低下し、こちらも軟調な結果となった。国別ではドイツが同▲1.5%と大幅に低下しており、小売売上高と同様、ドイツの落ち込みがユーロ圏全体を押し下げた。他の主要国ではフランスが同▲0.4%と低下する一方、イタリア（同+0.7%）、スペイン（同+0.6%）では上昇した。ドイツに関して業種別の内訳を確認すると、自動車の生産が同▲9.2%と急減したことが全体を下押しした。ただし、これに関してドイツ連邦統計局は新モデル生産のための工場の改修、操業停止が影響したと報告しており、8 月以降に揺り戻しが起こる可能性が高い。

鉱工業生産の先行きを占う上で重要となる製造業の需要動向を確認すると、7 月のドイツ製造業受注数量は前月比+2.5%と 3 ヶ月連続で増加する好調な結果となった。受注先別では、国内向けが 6 月の大幅な増加（同+9.0%）に続いて、7 月も同+9.1%と大きく増加しており、

足元では特に内需の好調さが際立っている。業種別では、船舶、鉄道車両、航空機を含むその他輸送用機械の受注が急増しており、国防支出やインフラ投資に関連した大型受注が押し上げ要因となったとみられる。大型受注を除く製造業受注は、7月まで4ヵ月連続で減少している点にはやや留意が必要だが、大型受注も含めた受注の好調さは今後の生産を下支えすると見込まれる。また、こうした受注の好調さは、既述した景況感の改善の要因になっているとみられ、企業マインドの改善を通じて、雇用や設備投資の増加など、より広く波及することが期待される。

図表2 ユーロ圏主要国の実質小売売上高（左）、鉱工業生産とドイツ製造業受注（右）



ECBは2会合ぶりに利上げを実施、さらなる利上げの可能性を示唆

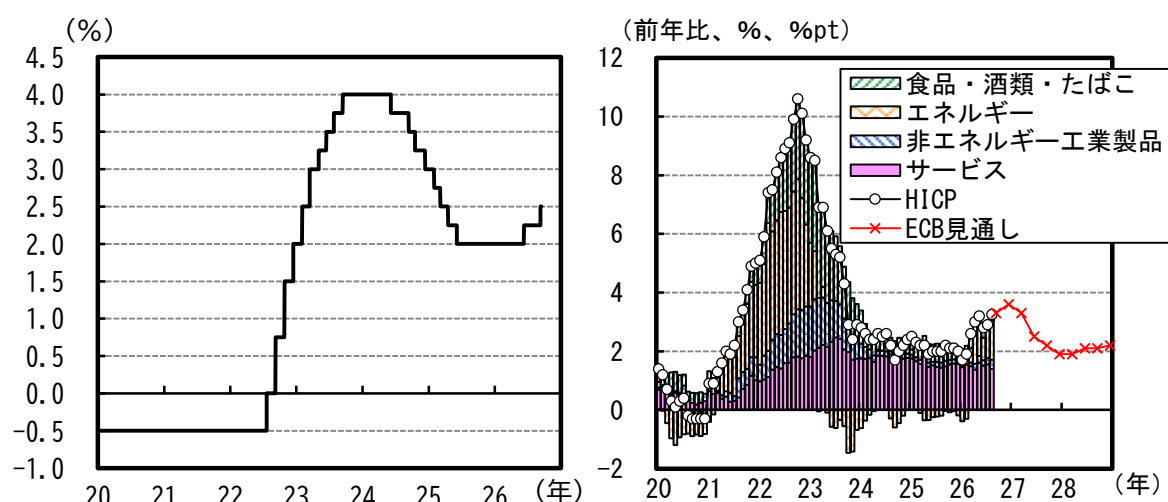
ユーロ圏経済の先行きに対する明るさは増しているが、その一方で引き続きユーロ圏経済の懸念材料となっているのはエネルギー価格の上昇による高インフレである。ユーロ圏の8月のHICP（消費者物価指数）は、エネルギー価格の上昇ペースが加速（7月：前年比+10.3%→8月：同+14.3%）したことを主因に、前年比+3.3%と2023年9月以来の高い伸びとなった。

インフレ率の上振れリスクの高まりを受けて、ECBは2026年9月の理事会で、2会合ぶりとなる+0.25%ptの利上げを全会一致で決定した。9月理事会での利上げは金融市場で事前にほぼ織り込まれており、利上げの決定自体にサプライズはなかった。一方、注目点となっていた更なる利上げの有無については、追加利上げの可能性を示唆する内容であったといえる。

まず、9月の理事会で公表されたスタッフによる経済見通しでは、2026年のHICPの予想が前年比+3.0%に据え置かれる一方、2027年（同+2.5%、前回：同+2.3%）、2028年（同+2.1%、前回：同+2.0%）の予想が引き上げられた。また、こうしたインフレ率見通しの上方修正に対応する形で、声明文にはインフレ率が「長期にわたって目標を大幅に上回る見込みである」という表現が追加された。

加えて、9月の見通しでは短期金利（3ヵ月 EURIBOR）の前提が、2027年（3.0%、前回：2.8%）、2028年（3.0%、前回：2.7%）に関して、それぞれ利上げ1回分程度引き上げられている。これは金融市場の織り込みを反映したものであり、これ自体が ECB の政策スタンスを示すものではない。ただし、既述のインフレ率見通しと合わせて考えれば、利上げの回数が6月時点の想定よりも増えたにもかかわらず、インフレ率が前回見通しよりも上振れしたことになる。四半期ベースの予測値を見ると、インフレ率が目標の+2%まで低下するタイミングは前回見通しの2027年7-9月期から10-12月期へと1四半期後ずれしており、追加利上げを正当化する根拠となり得る。

図表3 ECB の政策金利（左）、ユーロ圏の HICP の要因分解と ECB 見通し（右）



(出所) ECB、Eurostat より大和総研作成

原油価格の上昇で金融政策のかじ取りは難しく

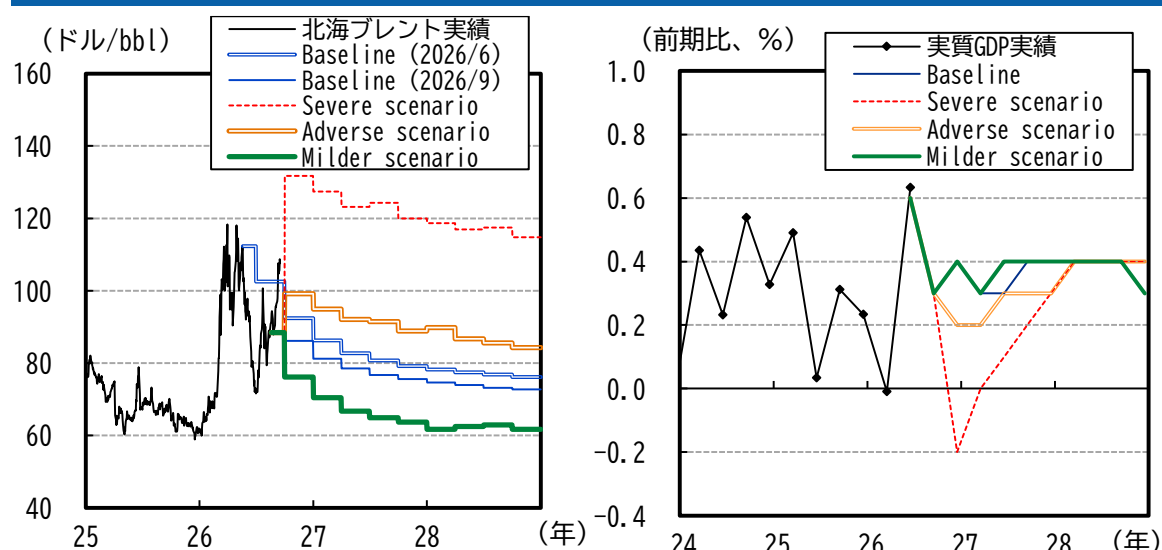
ただし、ECB の見通しに関して注意が必要なのは、その前提となる原油価格の動向である。イランと米国の停戦が見通せない中、原油価格は上昇を続けており、北海ブレントは再び 100 ドルを突破した。9月のECBの経済見通しにおける前提のカットオフデートが8月19日だったこともあり、7-9月期の原油価格の想定は88.4ドル/bblであり、足元の水準はこれを大きく上回っている。また、足元の原油価格は、9月の見通しで提示された代替シナリオのうち、最悪の想定を置いた Severe scenario の10-12月期の水準（131.7ドル/bbl）には届いていないが、ベースラインよりも厳しい想定を置いた Adverse scenario の水準（99.2ドル/bbl）よりも高い。

ラガルド総裁は9月理事会の会見で、4-6月期の実質GDP成長率の上振れ、およびインフレ率の下振れが、サプライズであったことを強調した。ただし、その一因は原油価格がECBの6月時点の想定よりも低い水準で推移したことだったとみられる。4-6月期とは反対に、今後も原油価格がベースラインの前提から上振れする状況が続けば、代替シナリオで示されたように、インフレ率の上振れリスクが高まるのと同時に、景気にブレーキがかかる可能性も高まる。9

月の利上げの際には、想定以上の景気の強さが利上げを後押しする一因になったと考えられるが、今後はむしろ景気の下振れが追加利上げを躊躇させる理由になり得る。

また、ECB のレーン理事は 6 月の講演会で、中立金利の上限が ECB による従来推計の 2.25% から 2.50% に切り上がったとの見方を示しており、現在の政策金利の水準はちょうどこの上限値にあたる。ラガルド総裁やレーン理事は、中立金利はあくまでショックのない環境で適用されるものと主張していることから、中立金利は必ずしも追加利上げを阻害する要因とは限らない。だが、仮に景気の減速感が強まることになれば、政策金利が中立金利を上回り、景気抑制的な水準に入ることに対して慎重にならざるを得ないだろう。ECB は引き続き金融政策の先行きに関しては、データ次第で毎会合ごとに判断するというスタンスを貫いているが、これまで以上に政策判断は微妙なかじ取りを迫られるとみられる。

図表 4 ECB の経済見通しにおける原油価格前提（左）、シナリオ別実質 GDP 成長率見通し（右）



(出所) ECB、Bloomberg、Eurostat より大和総研作成

財政懸念が長期金利上昇圧力に、フランスに特に警戒

さらに、足元で長期金利が上昇基調を強めていることも、ユーロ圏の景気、および金融政策の先行きを見通す上での大きな不確定要素である。ドイツ 10 年債利回りは 9 月に入って 3.5% を上回り、2009 年以来の高水準に達した。

長期金利の上昇には原油価格上昇による追加利上げ観測の強まりも大きく影響しているが、これに加えて米国の財政悪化懸念や、AI 関連企業の資金需要の増加による債券需給の悪化なども影響しているとみられる。実際、長期金利の上昇はユーロ圏に限ったものではなく、世界同時的に進行している。ただし、金利上昇圧力が強まるきっかけは外部要因であったものの、それによって各国財政への注目度が高まり、結果としてユーロ圏内では金利スプレッドが広がっている。とりわけ足元で金利上昇が鮮明なのはフランスであり、フランス 10 年国債とドイツ 10

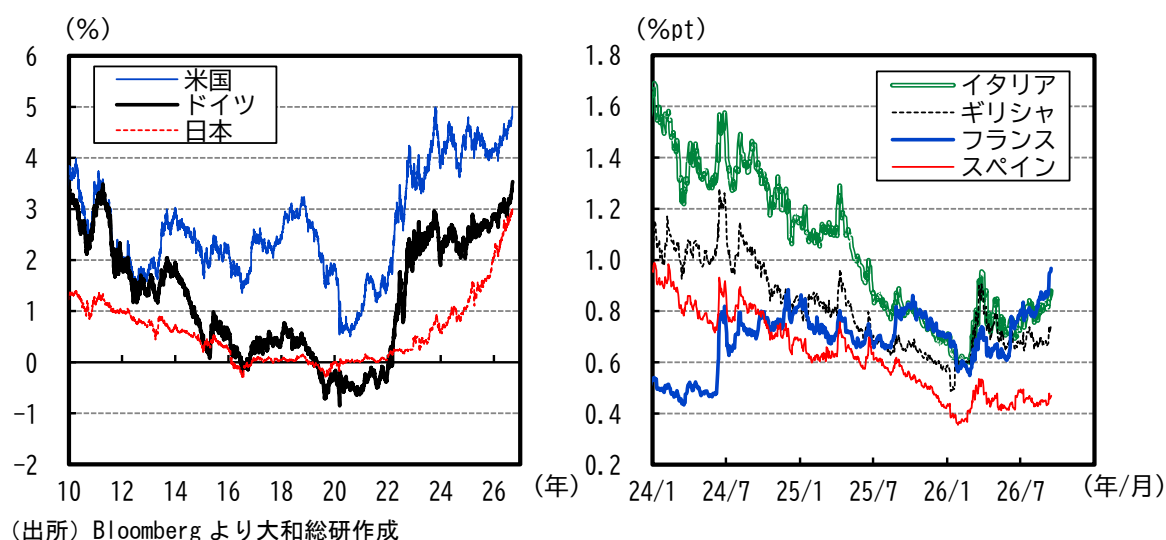
年国債のスプレッドは 2012 年以来の大きさまで拡大した。

フランスでの金利上昇圧力の強さは、そもそもの財政状況の悪さに加えて、2027 年 4 月に大統領選挙によって財政再建が一層滞ることへの懸念が影響している。世論調査によれば、4 月の大統領選挙では、極右政党・国民連合のルペン氏の優勢が伝えられている。国民連合は財政規律に一定の配慮を示しつつも、年金支給年齢の引き下げなどポピュリズム的な政策を掲げており、仮に国民連合を中心とした政権が誕生すれば財政再建が滞るとの見方は強い。

加えて、大統領選挙に向けた世論調査で急進左派政党・不服従のフランスのメランション氏が 2 番争いをしていることが、財政リスクへの警戒感を強める要因になっているとみられる。メランション氏は財政資金を確保するためにフランス中銀が保有するフランス国債の帳消しを提案するなど、拡張財政に対する志向が非常に強い。現状の世論調査から判断する限り、メランション氏が次期大統領になる可能性は低いとみられるものの、極右のみならず極左政党に対する支持率が高まり、国民世論の分断が進めば財政再建はさらに難しくなる。

また、2027 年に大統領選挙を控えることで、2026 年末にかけて本格化する 2027 年予算の議論が紛糾する可能性もある。フランスでは 2024 年の解散総選挙以降、予算を巡る対立によって政策が停滞し、首相が短期間で交代を繰り返してきたという経緯があり、同様の混乱が再び発生するリスクがある。一義的にはフランス国債の金利上昇圧力が強い状況がしばらく続くと思込まれるが、金利上昇が他国に波及する可能性にも注意していく必要があるだろう。

図表 5 米独日の 10 年債利回り（左）、ユーロ圏諸国の 10 年債利回りの対独スプレッド（右）



英国経済

7-9 月も順調な滑り出し、AI 関連需要が押し上げに寄与

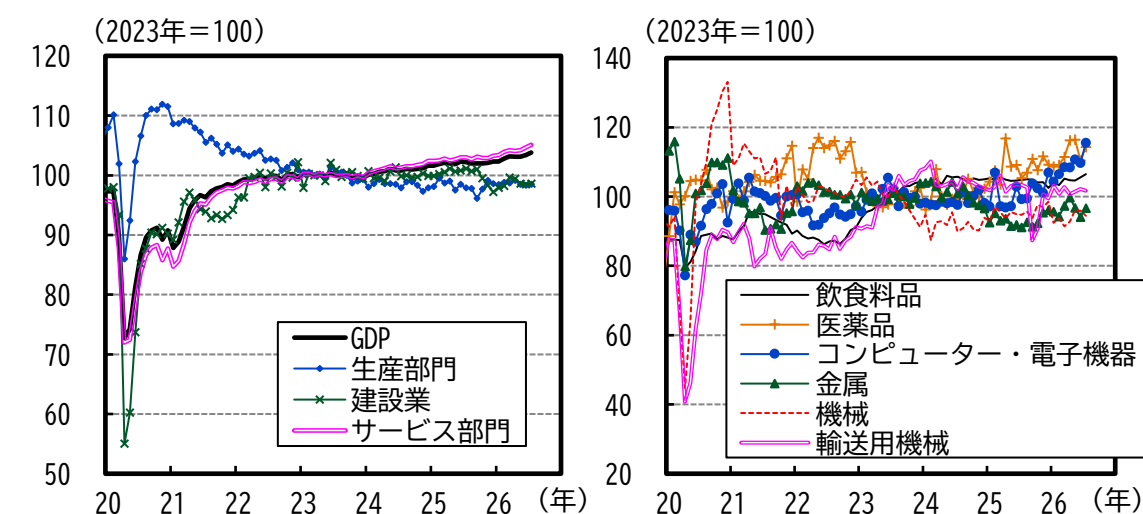
英国の 7 月の月次 GDP は前月比+0.4%となり、市場予想（Bloomberg 調査：同 0.0%）を上回った。英国の 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.4%と底堅い成長であったが、7 月の成長ペースは 6 月（前月比+0.3%）からさらに加速しており、7-9 月期も順調な滑り出しとなった。

7 月の GDP の内訳を業種別に見ていくと、サービス部門が前月比+0.4%と前月と同様に高めの伸びとなり、全体を押し上げたことに加えて、生産部門が同+0.2%と 3 ヶ月ぶりの増加に転じ、建設業も同+0.1%と小幅ながら 4 ヶ月ぶりに増加した。

サービス部門の内訳では、事務サービスが前月比+3.7%と大幅に増加したほか、情報通信サービスが同+2.4%と増加した。情報通信サービスにおいては、特にコンピューター・プログラミングが同+3.5%と大幅に増加し全体を押し上げたが、これに関して ONS（英国国家統計局）は、AI に関連した売上の増加が多く企業から報告されたと言及している。また、7 月の好天が押し上げ要因となった娯楽サービスも同+1.1%と 3 ヶ月連続で増加しており好調さを維持した。

生産部門では、鉱業（前月比▲4.4%）、電気・ガス（同▲1.5%）とエネルギー関連の生産が減少する一方で、製造業の生産が同+0.9%と 3 ヶ月ぶりの増加に転じたことが押し上げに寄与した。製造業の内訳では 13 業種のうち 8 業種と幅広い業種で生産が増加したが、特にコンピューター・電子機器の大幅な増加（同+5.2%）が全体の増加に大きく寄与した。同業種の生産は統計開始以来の最高水準を更新しており、情報通信サービスと同様に、AI 関連需要の好調さが生産を押し上げている可能性がある。これに次いで増加幅が大きかったのは医薬品（同+3.4%）であったが、これは前月の落ち込み（同▲5.1%）からの揺り戻しとみられる。

図表 6 英国と月次 GDP と業種別内訳（左）、鉱工業主要業種の生産（右）



（出所）ONS より大和総研作成

労働市場は悪化基調が継続、インフレ加速で家計の消費環境は厳しく

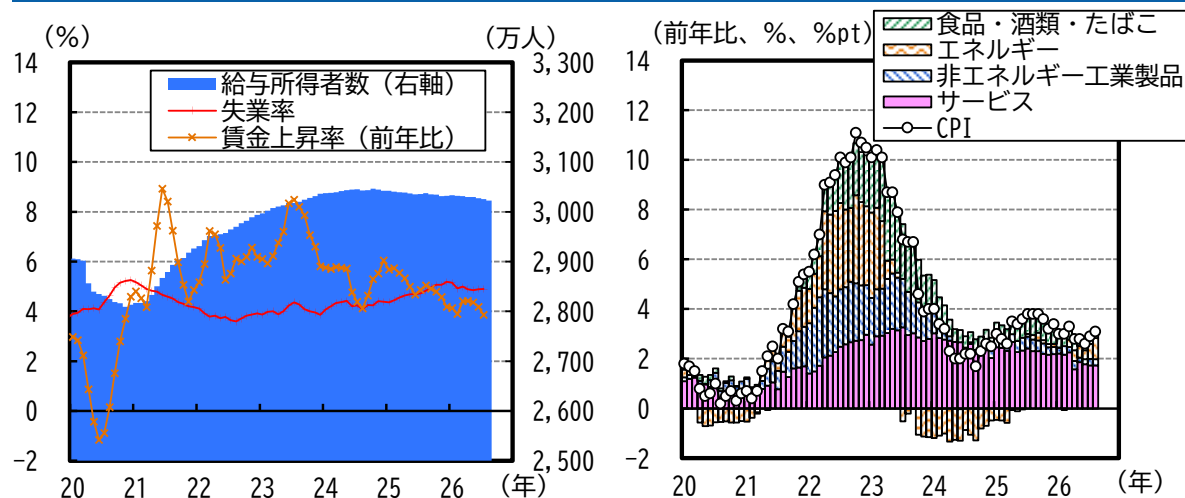
労働市場の状況を見ていくと 2026 年 5～7 月の失業率は 4～6 月と変わらず 4.9% となった。5% を上回っていた 2025 年後半～2026 年初頭と比べればわずかに水準が低下しているものの、失業者数は前月差 +6 千人と 2 ヶ月連続で増加し、景気の堅調さとは裏腹に労働市場では目立った改善が見られていない。就業者数は同 +8.5 千人と、2 ヶ月ぶりの増加に転じたものの、源泉徴収情報を元にし、統計の信頼度が高いとされる給与所得者数は、7 月分が同 ▲1.9 万人へと下方修正され、8 月も同 ▲2.6 万人と減少し減少傾向に歯止めが掛かる様子は見られない。

また、賃金の上昇ペースについても減速傾向が続いている。5～7 月の賃金上昇率（含む賞与）は前年比 +3.9% と、4～6 月の同 +4.2% から縮小した、とりわけ民間部門では賞与の減速が響き、同 +3.2% と 2020 年 8～10 月以来の低い伸びとなった。

こうした労働市場の悪化傾向に加えて、インフレ率は足元で上昇ペースを速めており、家計の消費環境は一層厳しさを増している。2026 年 8 月の CPI（消費者物価指数）は前年比 +3.1% と、2026 年 3 月以来の高さとなった。エネルギー価格が同 +13.8% と、前月から加速したことが CPI 全体を押し上げた。Ofgem（英国ガス・電気市場局）が定めるエネルギー価格上限は 10-12 月期に 7-9 月期からさらに 3.6% 上昇することが決まっており、エネルギー価格によるインフレ率の押し上げは年末にかけてさらに拡大する公算が大きい。実質所得が目減りすることで、個人消費は下振れリスクが高い状況が続くと見込まれる。

一方、8 月の CPI のうちエネルギー以外の動きを見ると、飲食料品・たばこが前年比 +1.6%、コア財（非エネルギー工業製品）が同 +0.9%、サービスが同 +3.4% と、いずれも前月から上昇ペースが変わらなかった。エネルギーと飲食料品・たばこを除いたコア CPI の上昇率は 4 ヶ月連続で同 +2.6% と安定的に推移しており、エネルギー価格の間接的影響や二次的影響は引き続き限定的である。インフレ率の上振れを警戒する BOE にとっては安心材料であり、BOE は当面、様子見姿勢を続ける可能性が高い。

図表 7 英国の失業率・賃金上昇率、給与所得者数（左）、英国の CPI の要因分解（右）



(注) 左図の失業率、賃金上昇率は 3 ヶ月移動平均値。

(出所) ONS、Haver Analytics より大和総研作成

金利上昇が労働党政権の向かい風に

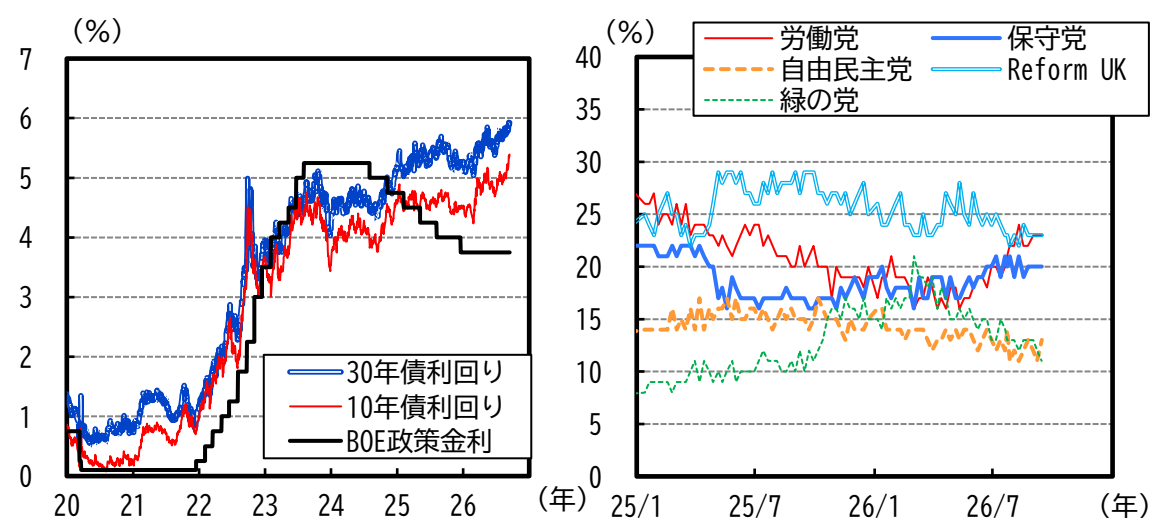
10月28日にバーナム首相就任後初となる秋季予算を控えて注目が集まる財政政策に関連して、ヒーリー財務相は9月7日に就任後初となる主要演説を実施した。演説では、各都市圏に地域の産業戦略の策定と民間部門誘致のための権限を委譲する計画を明らかにし、地方分権を推進することで全国的な経済成長を目指す方針が示された。また、財政運営については、財政規律の徹底を改めて強調したことに加え、勤労者に対する増税をしないという労働党の選挙公約を維持することが明言された。

もともと、前述した世界的な金利上昇の中で、英国も例に違わず長期金利が上昇しており、財政を取り巻く環境は一層厳しさを増している。9月8日に発行された30年債の利回りは5.8168%と、1998年の英国債務管理局（DMO）設立以降、最も高い水準となった。利払い負担が増加することで、政策変更がなかったとしても財政的な余裕は圧迫されており、追加的な政策を実現するためのハードルは高い。

こうした状況下で財政規律と公約の実現を両立させるためには、増税、または歳出の削減による財源の確保が必要となる。ヒーリー財務相は、演説で政府支出を抑制する必要があることを国民に正直に説明しなければならないと述べたことから、秋季予算では新たな政策と引き換えに、既存の歳出の一部が削減される可能性が高いとみられる。また、ヒーリー財務相は演説の際、増税に関する質問に対してはコメントを避けたものの、明確には増税を否定はしなかったことから、勤労者以外への増税が検討される可能性は残る。

首相の交代以降、労働党の支持率はわずかながら改善しており、政策への期待感や家計や企業のマインド改善の一因になっているとみられる。仮に、秋季予算が国民にとって期待外れのものとなれば、支持率の低下を招くばかりでなく、マインドの悪化によって景気にも悪影響を及ぼすリスクがあるだろう。金融市場による財政への監視も強まる中、政権の手腕が試される。

図表8 英国の政策金利と長期金利（左）、英国の政党支持率（右）



(出所) BOE、Bloomberg、YouGov より大和総研作成

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	2.0%	0.1%	1.3%	0.9%	-0.0%	2.6%	0.4%	0.9%	1.1%	1.3%	1.4%	1.4%	1.2%	0.9%	1.2%
家計消費支出	1.2%	0.7%	0.8%	2.2%	0.2%	1.6%	0.4%	0.7%	0.9%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	1.0%	1.0%
政府消費支出	-0.8%	2.3%	2.7%	2.2%	2.2%	0.6%	0.7%	1.6%	1.5%	1.5%	1.3%	1.1%	1.5%	1.7%	1.3%
総固定資本形成	10.1%	-4.7%	4.0%	2.8%	-0.8%	-0.2%	0.2%	1.1%	1.5%	1.8%	2.0%	2.2%	2.8%	0.6%	1.3%
輸出	7.2%	-2.4%	2.6%	1.8%	-2.3%	14.1%	2.0%	1.5%	2.0%	2.1%	2.1%	2.3%	1.9%	2.8%	2.7%
輸入	9.6%	-0.8%	4.5%	1.5%	2.4%	6.2%	4.4%	1.6%	2.1%	2.3%	2.3%	2.5%	3.5%	3.2%	2.6%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	1.6%	1.4%	1.2%	1.1%	0.6%	1.2%	1.0%	1.0%	1.3%	1.0%	1.2%	1.3%	1.2%	0.9%	1.2%
家計消費支出	1.7%	1.6%	1.3%	1.2%	1.0%	1.2%	1.1%	0.7%	0.9%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.0%	1.0%
政府消費支出	1.7%	1.4%	1.4%	1.6%	2.3%	1.9%	1.4%	1.3%	1.1%	1.3%	1.5%	1.3%	1.5%	1.7%	1.3%
総固定資本形成	2.3%	3.5%	3.0%	2.9%	0.3%	1.4%	0.5%	0.1%	0.6%	1.1%	1.6%	1.9%	2.8%	0.6%	1.3%
輸出	2.7%	0.6%	2.3%	2.2%	-0.1%	3.9%	3.7%	3.7%	4.8%	1.9%	1.9%	2.1%	1.9%	2.8%	2.7%
輸入	4.2%	2.8%	3.6%	3.6%	1.9%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	2.6%	2.1%	2.3%	3.5%	3.2%	2.6%
鉱工業生産 (除く建設)	2.0%	1.4%	1.3%	1.8%	-1.7%	0.1%	0.4%	0.6%	1.8%	1.4%	1.8%	1.9%	1.6%	-0.1%	1.7%
実質小売売上高	2.4%	3.1%	2.0%	2.3%	1.9%	1.4%	1.0%	0.6%	0.4%	0.3%	0.7%	0.9%	2.4%	1.2%	0.6%
消費者物価	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	2.0%	3.0%	3.2%	3.7%	3.3%	2.5%	2.3%	1.9%	2.1%	3.0%	2.5%
生産者物価	2.4%	0.6%	-0.1%	-1.2%	-1.1%	5.1%	6.6%	7.3%	6.4%	4.2%	2.9%	2.6%	0.4%	4.4%	4.0%
失業率	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.4%	6.3%
10億ユーロ															
貿易収支	55.9	27.5	26.0	24.1	16.2	-4.3	5.6	6.7	10.0	13.1	16.1	18.5	133.5	24.2	57.7
経常収支	65.1	77.6	56.9	63.0	78.0	78.5	87.2	87.8	90.3	92.6	94.8	96.5	262.5	331.4	374.0
独 国債10年物 (期中平均)	2.58%	2.55%	2.69%	2.72%	2.85%	3.01%	3.25%	3.54%	3.55%	3.48%	3.29%	3.21%	2.63%	3.16%	3.38%
欧 政策金利 (未値)	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	2.75%	2.75%	2.50%	2.50%	2.00%	2.75%	2.50%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2026 年 9 月 16 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%	1.4%	1.2%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%
家計消費支出	0.7%	0.5%	0.4%	0.4%	2.3%	1.1%	0.6%	0.7%	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%	6.5%	2.3%	3.1%	2.7%	2.5%	2.4%	1.9%	2.1%	3.1%
輸入	2.1%	1.2%	1.8%	2.1%	5.6%	2.1%	4.3%	1.7%	2.8%	2.5%	2.4%	2.3%	4.1%	3.1%	2.6%
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%	1.4%	1.7%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%
家計消費支出	1.0%	1.3%	0.7%	0.5%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	0.8%	0.8%	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%	2.4%	2.9%	3.5%	3.6%	2.6%	2.7%	1.9%	2.1%	3.1%
輸入	7.5%	2.2%	5.1%	1.8%	2.7%	2.9%	3.5%	3.4%	2.7%	2.8%	2.3%	2.5%	4.1%	3.1%	2.6%
鉱工業生産	0.1%	-0.2%	-1.3%	0.6%	-0.1%	0.3%	1.5%	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%	1.0%	-0.2%	0.5%	0.8%
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%	3.1%	3.4%	3.3%	3.1%	2.7%	2.3%	3.4%	3.1%	2.9%
失業率	4.6%	4.7%	5.0%	5.2%	5.0%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.8%	4.8%	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	-66.8	-66.8	-67.0	-67.2	-67.4	-67.2	-242.3	-269.5	-268.8
経常収支	-23.2	-24.5	-20.1	-27.2	-22.1	-24.3	-21.8	-21.1	-20.8	-20.6	-20.3	-20.1	-94.9	-89.4	-81.8
国債10年物 (期中平均)	4.60%	4.57%	4.64%	4.52%	4.53%	4.85%	5.05%	5.37%	5.38%	5.34%	5.26%	5.16%	4.58%	4.95%	5.29%
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%	3.75%	3.50%	3.75%	3.75%	3.50%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2026 年 9 月 16 日時点)。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成