

2026 年 10 月 23 日 全 47 頁

主要国経済 Outlook

2026 年 11 月号 (No. 480)

経済見通し：世界、日本、米国、欧州、中国

経済調査部

ニューヨークリサーチセンター
ロンドンリサーチセンター
調査本部主席研究員
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
主席研究員末吉 孝行
神田 慶司
矢作 大祐
藤原 翼
橋本 政彦
齋藤 尚登

[要約]

- Overview..... 2
グローバル金融市場の 3 つのリスク
- 日本経済..... 3
2 年目を迎えた高市政権、消費減税の影響と金利上昇リスクを検証
- 米国経済..... 13
CoreWeave 問題をどうみるか
- 欧州経済..... 24
仏財政不安、長期化の覚悟
- 中国経済..... 39
不動産不況の底打ちに期待

Overview

グローバル金融市場の3つのリスク

末吉 孝行

2026年10月13日に国際通貨基金（IMF）が公表した「世界金融安定報告（Global Financial Stability Report）」は、グローバル金融市場のリスクとして、①AI投資の調整、②国債利回りの急上昇、③サイバー脅威の深刻化の3つを指摘する。

とりわけ AI 投資には注意したい。同日公表の IMF「世界経済見通し（World Economic Outlook）」が下振れシナリオを示している。AI 投資による生産性向上が期待ほど実現せずに収益見通しが悪化すれば、特に米国で設備投資の急減と株価の調整が生じる。逆資産効果や金融環境の引き締めを受けて内需が減少し、AI 関連財の輸出依存度が高いアジアにも悪影響が及ぶ。その結果、世界の実質 GDP の水準は、リスクが顕在化しない場合を 1.1%下回るといふ。

国債市場にも火種がある。例えば、フランスでは政治情勢の不安定や財政懸念により国債利回りが騰勢を強めた。加えて、国際決済銀行（BIS）の「年次経済報告（Annual Economic Report）」（2026年6月）によれば、欧州国債の流通市場でのヘッジファンドの取引シェアは50%以上である。米国債市場でも存在感が増しているようだ。ヘッジファンドはレバレッジ比率が高く、金融市場にストレスがかかると一斉に巻き戻しが起きて、相場の変動を増幅し得る。

サイバー攻撃は高度化しており、既に金融安定における脅威となっている。急速なデジタル化に伴い、金融機関は決済や融資、預金などの中核業務においてクラウドやソフトウェアを含む IT サービスへの依存を強めている。少数の IT 事業者が提供する基幹サービスに金融機関の利用が集中すれば、1つのサイバー障害が複数の金融機関に同時に波及する可能性も高まる。

これらが相互に関連し、悪影響が増幅される懸念もゼロではない。今のところ大きな混乱は見られず、過度に恐れる必要はないが、適切な注意は払っておくべきだろう。

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞ (2026年10月22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	1.1	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	0.2	2.5	2.2	2.6	2.0	1.9	1.9	2.0	3.0	2.3	2.3	2.1	
ユーロ圏	0.9	0.0	2.6	0.6	0.8	1.1	1.2	1.3	1.3	1.2	1.0	1.1	
英国	0.0	2.6	2.1	1.7	0.5	1.2	1.5	1.4	1.1	1.2	1.4	1.3	
中国	4.5	5.0	4.3	4.5	4.5	4.3	4.4	4.5	5.0	5.0	4.6	4.4	
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>7.0</u>	<u>7.0</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

2年目を迎えた高市政権、消費減税の影響と金利上昇リスクを検証

神田 慶司
秋元 虹輝
吉井 希祐
龐 鈞文

[要約]

- 高市早苗政権はこの1年間、危機管理投資・成長投資を通じた供給力強化を掲げ、積極的な経済財政政策を進めてきた。2年目は政策効果を着実に引き出すとともに、それが家計や金融市場、財政に及ぼす影響にも目配りすることが一段と重要になる。最近の政策議論や経済環境の変化を踏まえ、本稿では、飲食料品の消費減税と長期金利の上昇という2つのテーマを検討する。
- 消費税・支援金法が成立すれば、2027年4月から2年間、飲食料品の消費税率は8%から1%へと引き下げられる。今回は時限措置であるため所得効果による消費押し上げは限定的で、減税前後の買い控え・反動増も小さいとみられる。ただし、需要変動の大きさには品目差があり、飲食料費の約35%（消費支出総額の約8%）を占める保存可能食品では比較的大きな変動が生じる可能性がある。外食への影響は価格転嫁や家計の購買力増加にも左右されるため、支援策は実態を見極めて判断する必要がある。
- 長期金利は高市政権誕生後の1年間に1.3%pt程度上昇し、2026年9月には3.0%に達した。このうち期待短期金利成分が0.6%pt程度、タームプレミアムが0.8%pt程度上昇しており、政策金利見通しの上振れや物価・財政を巡る不確実性などが押し上げ要因とみられる。一定の前提の下で将来推計を行うと、2035年には3.5~4.2%程度となり、海外投資家の国債保有割合が高まれば5.4%程度に達する可能性がある。長期金利の過度な上昇を回避するためにも、2年目の高市政権では、成長力の強化と財政への信認確保の両立が一段と重要な課題となろう。

高市早苗政権は 2025 年 10 月 21 日の誕生から 1 年が経過した。危機管理投資・成長投資を通じて供給力を高め、所得や税収の増加などによって債務残高対 GDP 比を引き下げる方針を示してきた。2 年目は、こうした政策を具体化してその効果を引き出すとともに、積極的な経済財政政策が家計や金融市場、財政に及ぼす影響にも目配りすることが一段と重要になる。

当社の「[日本経済見通し：2026 年 7 月](#)」（2026 年 7 月 24 日）では、高市政権初となる 2026 年度の「経済財政運営と改革の基本方針」（骨太方針 2026）¹を取り上げ、危機管理投資・成長投資や財政運営などについて検討した。本稿では、その後の政策の具体化や経済環境の変化を踏まえ、2 つのテーマに注目する。1 つは、10 月 20 日に臨時国会で審議入りした消費税・支援金法案²に盛り込まれた飲食料品の消費減税である。もう 1 つは、9 月にかけて上昇基調が強まった長期金利である。消費減税については税率変更に伴う家計の消費行動への影響を、長期金利については政権誕生後 1 年間に金利が上昇した要因と中長期的な上昇リスクを検討する。

1. 飲食料品減税で想定される家計の消費行動と外食への影響

飲食料品の時限的な消費減税による所得効果は限定的で、需要変動もかなり小さい可能性

消費税・支援金法が成立すれば、軽減税率対象の飲食料品の消費税率は 2027 年 4 月から 2 年間、8%から 1%へ引き下げられる。今回は対象が飲食料品に限定された時限的な減税であり、過去の消費増税とは性格が大きく異なる。消費者物価指数（CPI）上昇率への直接的な影響は前年比▲1.4%pt と、1997 年 4 月の増税時（同+1.4%pt）並みの変動幅と試算される³。今後は税率変更前後の個人消費への影響や、税率差の拡大による外食への影響などが論点となる。

標準的なライフサイクル・恒常所得仮説に基づく、消費税率の変更が消費行動に及ぼす影響は、「所得効果」と「異時点間の代替効果」に大別できる。これらに加え、耐久財や保存可能な財では、税率変更前後の価格差を利用して購入時期を変更する「時点間の裁定効果」も生じる（宇南山（2018）⁴、Barrell and Weale（2009）⁵など）。

所得効果は、税率変更に伴う生涯実質可処分所得の変化を通じて消費水準を変化させる効果である。異時点間の代替効果は、現在と将来の相対価格の変化に応じて消費の時期を変更する効果である一方、時点間の裁定効果は消費ではなく購入の時期を変更する効果であり、増税前

¹ <https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/cabinet/honebuto/2026/decision0721.html>

² 正式名称は「租税及び社会保険料による負担の軽減のための飲食料品に係る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支給に関する法律案」。詳細については概要資料（[内閣官房「『租税及び社会保険料による負担の軽減のための飲食料品に係る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支給に関する法律案』について」](#)、2026 年 10 月）を参照。

³ 今回の飲食料品の消費減税による CPI 上昇率への直接的な影響は、山口茜（2026）「[消費税減税・給付の都道府県別影響](#)」（大和総研レポート、2026 年 9 月 14 日）の試算に基づく。1997 年 4 月の消費増税時については、総務省試算の消費税調整済み指数の前年比から算出（増税実施月は一部品目で税率変更が反映されないため、5 月から翌年 3 月までの平均値）。

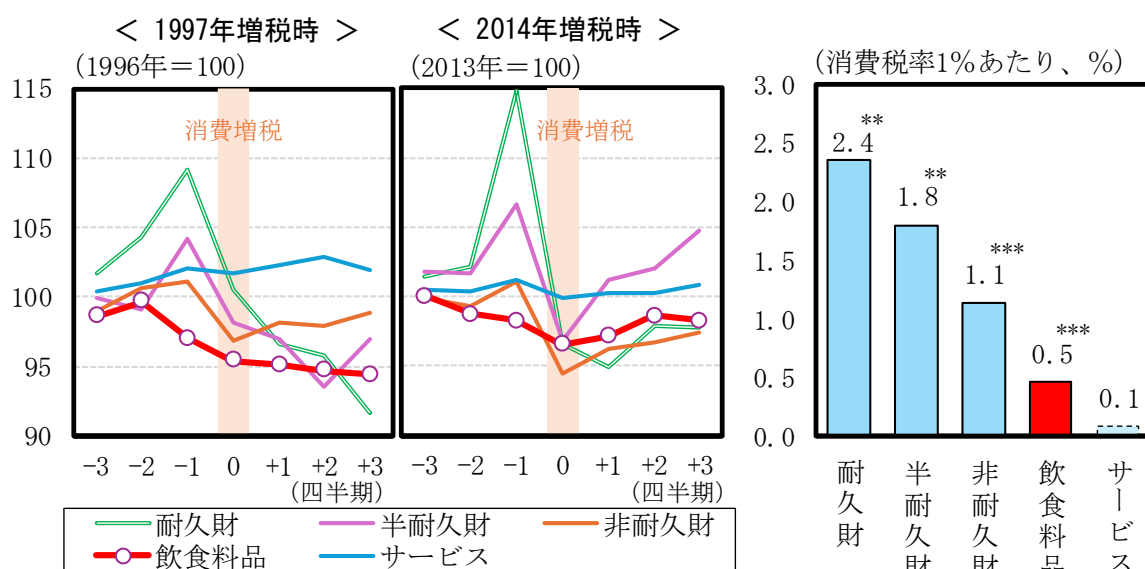
⁴ 宇南山卓（2018）「消費増税まで 1 年（下）消費の反動減対策は不要」（日本経済新聞、2018 年 9 月 26 日）

⁵ Barrell, R. and M. Weale（2009）, “The Economics of a Reduction in VAT,” *Fiscal Studies*, Vol.30, No.1, pp.17-30.

(減税前)の買いだめ(買い控え)として表れる。裁定効果の大きさは財の耐久性や保存性に左右され、耐久財や保存可能な財では購入と利用・消費の時期をずらせるが、生鮮食品やサービスではその余地が小さい。実際に観察される駆け込み需要・反動減は、代替効果と裁定効果の双方が含まれ得る。

飲食料品を含めて消費税率が引き上げられた1997年と2014年前後の国内家計最終消費支出の実質額の推移を財・サービス別に示したのが**図表1左・中央**である。とりわけ耐久財で増税前後に駆け込み需要と反動減が見られ、半耐久財や非耐久財でも需要が変動した。一方、非耐久財のうち飲食料品に絞ると、需要は安定的に推移し、サービスでも同様だった。

図表1：財・サービス別に見た消費増税前後の実質消費額の推移（左・中央）、消費増税による需要変動の大きさ（右）



(注) 財・サービス別の実質消費額はSNAベースで、内閣府による季節調整値。飲食料品はSNA上の「食料・非アルコール飲料」で、大和総研による季節調整値。右図は、実質可処分所得や実質純金融資産、人口動態などを説明変数とした消費関数を財・サービス別に推計し、これに1997年と2014年の増税前後1四半期を対象としたダミー変数(増税幅の違いを考慮)を加えることで、駆け込み需要・反動減の平均的な大きさを推計。推計期間は1994年4-6月期～2018年10-12月期で、「***」は1%水準、「**」は5%水準で統計的に有意。サービスは統計的に有意でないため破線で示している。

(出所) 内閣府、日本銀行、総務省より大和総研作成。

もともと、家計の消費行動は価格だけでなく、所得や純金融資産、人口動態などの影響も受ける。そこで、消費関数を財・サービス別に推計し、これに1997年と2014年の増税前後1四半期を対象としたダミー変数を加えることで、駆け込み需要・反動減の平均的な大きさを推計した結果が**図表1右**である。消費税率1%あたりの消費への影響は、耐久財で2.4%、半耐久財で1.8%、非耐久財で1.1%であるが、飲食料品については0.5%にとどまり、サービスは統計的に有意でなかった。

2027年4月に実施される可能性のある今回は、時限的な消費減税であり、対象が飲食料品に絞られる。恒久減税に比べて生涯実質可処分所得の押し上げ幅は小さく、所得効果を通じた消

費全体への影響は限定的とみられる。代替効果や裁定効果による需要変動が生じるとしても、飲食料品の需要が過去の増税時にも比較的安定していたことを踏まえれば、その度合いはかなり小さいだろう。

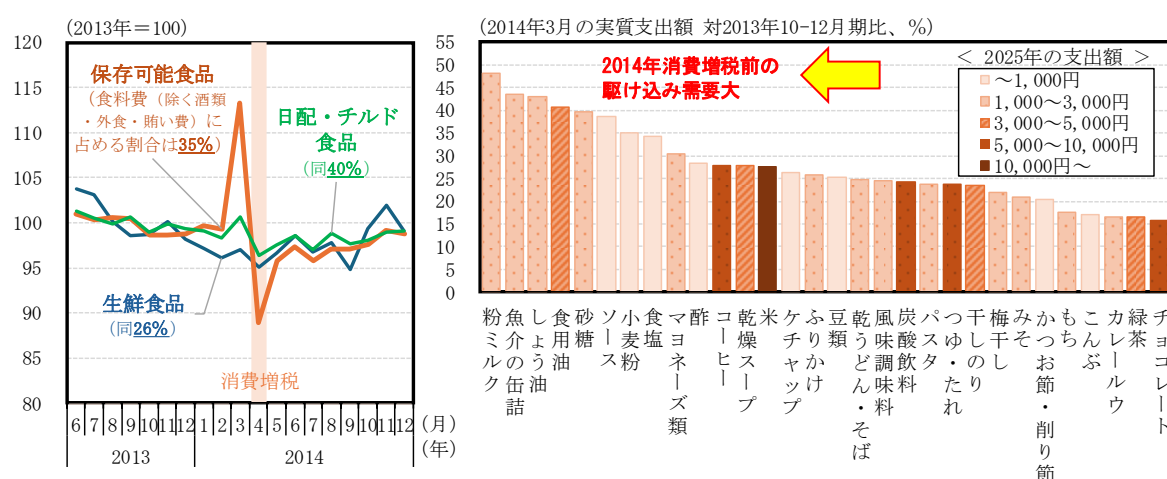
飲食料費の約 35%を占める「保存可能食品」でも需要変動の大きさには品目差

もっとも、飲食料品全体では需要変動が小さいとしても、個々の品目まで一様とは限らない。とりわけ、税率変更を見越して購入時期をずらせるかどうかは、財の保存性などによって異なると考えられる。

そこで、総務省「家計調査」の飲食料品（酒類・外食・賄い費を除く食料）に掲載されている品目を、①生鮮食品、②日配・チルド食品（パン、乳卵類、加工肉、調理食品等）、③保存可能食品（米、油脂・調味料、飲料、冷凍食品等）の3区分に整理した（図表2左）。2025年の飲食料費に占める割合は、それぞれ約26%、約40%、約35%である。このうち保存可能食品は消費支出総額の約8%を占める。

3区分別の実質支出額の推移を見ると、2014年4月の消費増税前には保存可能食品の増加が目立ち、とりわけ直前の3月に駆け込み需要が集中した。一方、生鮮食品や日配・チルド食品の変動は相対的に小さかった。こうした動きは、保存可能食品ほど購入時期を前倒ししやすく、買いだめによる裁定効果が表れやすいという見方と整合的である。

図表2：保存可能性等による飲食料品3区分の実質支出額の推移（左）、「保存可能食品」のうち駆け込み需要が大きかった上位30品目（右）



(注) 左図は家計調査における食料（除く酒類・外食・賄い費）の品目を、①生鮮食品、②日配・チルド食品（パン、乳卵類、加工肉、調理食品等）、③保存可能食品（米、油脂・調味料、飲料、冷凍食品等）、の3区分に整理。実質支出額は大和総研による季節調整値。CPIは二人以上世帯の消費支出から作成されていることを踏まえ、二人以上世帯ベースの支出額をCPIの該当品目で実質化（図表中に示した支出割合は総世帯ベースで2025年）。右図は、保存可能食品の駆け込み需要が2014年3月を中心に発生したことを踏まえ、2013年10-12月期の実質支出額からの乖離率を駆け込み需要の大きさとして示した。品目名が「他の…」で中身が不明確なものを除く上位30品目（保存可能食品の対象品目の約4割）を掲載。

(出所) 総務省より大和総研作成

さらに、保存可能食品の中でも、駆け込み需要の大きさにはばらつきがある。保存可能食品に分類した品目のうち、駆け込み需要の大きかった上位 30 品目（対象品目の約 4 割）をまとめたのが**図表 2 右**である。

特に増加率が大きかったのが、粉ミルク（48.2%）、魚介の缶詰（43.5%）、しょう油（43.1%）で、食用油、砂糖、ソースなども大幅に増加した。一方、即席麺（10.7%）やジャム（8.0%）、冷凍調理食品（5.7%）、ドレッシング（3.9%）、スナック菓子（0.7%）などの動きは比較的鈍かった。長期保存が可能であっても、必ずしも大規模な買いだめが生じたわけではない。駆け込み需要の大きさには、保存性に加えて、普段の購入量やまとめ買いのしやすさなど、品目ごとの特性も影響したとみられる。このため、2027 年 4 月に消費減税が実施される場合、保存可能食品の買い控えの程度は品目によって異なるだろう。

また、減税前の買い控えは、増税前の駆け込み需要ほど大きくなりにくいとみられる。増税前には将来消費する分まで購入を前倒ししやすい一方、減税前には日々の生活に必要な飲食料品の購入を長期間先送りすることは難しいためだ。

今回の時限減税では、2027 年春の開始時には買い控え・反動増、2029 年春の減税終了時には反対に駆け込み需要・反動減が生じる可能性がある。もっとも、過去の増税時の飲食料品の動きや対象品目の消費支出に占める割合を踏まえると、いずれも個人消費全体を大きく変動させるほどの規模にはならないとみられる。

外食需要への影響は税率格差だけでは決まらず、支援策は慎重な検討が必要

もう 1 つの論点は、飲食料品と外食の税率格差の拡大である。飲食料品の税率が 1%へと引き下げられる一方、外食が 10%に据え置かれれば、内食への需要シフトが懸念される。ただし、税率差がそのまま両者の価格差になるわけではないことには留意が必要だ。

経済産業省「令和元年（2019 年）延長産業連関表（平成 27 年（2015 年）基準）」⁶によると、飲食店の国内生産額に占める酒類を除く食材等の中間投入額は 2 割程度である一方、雇用者所得は 3 割近くを占める。外食価格は食材費だけでなく、人件費などサービス提供に伴うコストにも大きく左右される。さらに、実際の内食との価格差は、減税分が飲食料品の小売価格にどの程度転嫁されるかにも依存する。

実際、飲食料品に対する外食の相対価格と飲食サービス業の活動の間には、明確な関係が見られるとは限らない。外食需要は相対価格だけでなく、所得や景気など様々な要因に左右される。このため、今回の減税で内食との価格差が広がったとしても、それだけで外食需要が大きく減少するとみるのは早計だろう。

加えて、飲食料品の消費減税による家計の購買力の増加は、外食需要を下支えする方向に働

⁶ 直近の延長産業連関表は 2022 年だが、2020～22 年はコロナ禍による飲食業への影響が強く表れているため、コロナ禍直前の 2019 年のデータを使用した。

く。神田・山口（2026）⁷では、国内の先行研究や今回の減税対象が必需品であることを踏まえ、年間約 4.3 兆円とされる減税の消費喚起効果を 0.4 兆円程度（GDP 押し上げ効果は 0.3 兆円程度）と試算した。所得効果を中心とする消費喚起効果そのものは小さいものの、飲食料品への支出負担が軽減されれば、その一部が外食など他の消費に振り向けられる可能性がある。また、負担軽減額は金額ベースでは高所得世帯ほど大きく、年収上位 20% 世帯では下位 20% 世帯の約 2 倍と試算される。このため、負担軽減額が相対的に大きい高所得世帯を中心に、外食など飲食料品以外の消費にも波及する可能性がある。

こうした中、政府は飲食料品減税による外食需要の落ち込みを懸念し、プレミアム商品券や「Go To Eat」などの支援策を検討している⁸。だが、前述のように税率格差が外食需要に及ぼす影響には不確実性が大きい上、減税による家計の購買力の増加は、税率格差による外食需要の下押しを和らげる方向に働く。実際の相対価格や外食需要、家計消費の動向を継続的に把握しながら、支援策の必要性や規模を検討することが重要だろう。

2. 高市政権誕生後の長期金利の上昇要因と 2030 年代の上昇リスク

政策金利見通しの上振れ等が長期金利を押し上げ、2035 年の長期金利は 3.5~4.2% 程度

日本の 10 年物国債利回り（長期金利）は 2026 年 9 月 1 日に一時 3% 台に乗せ、約 30 年ぶりの高水準を付けた。直近でも 3% 近くで推移している。

中東情勢の混戦が長期化し、原油高によるインフレ圧力が世界的に強まったことで、米国やドイツなどの主要国でも長期金利は高水準にある。ただ、近年の日本の金利上昇は財政・金融政策の影響が大きいとみられる。金利の上昇基調が強まったのは、高市政権が誕生した 2025 年秋以降だ。日本銀行（日銀）の金融政策の正常化が進む中、高市政権の積極財政路線を受け、市場参加者の物価・金利見通しが引き上げられたほか、物価・金利の上振れリスクや財政規律への懸念なども強まったようだ。

高市政権が誕生した 2025 年 10 月から 2026 年 9 月までの金利上昇幅は 1.3%pt 程度に達した。その要因を分解したのが図表 3 左である。

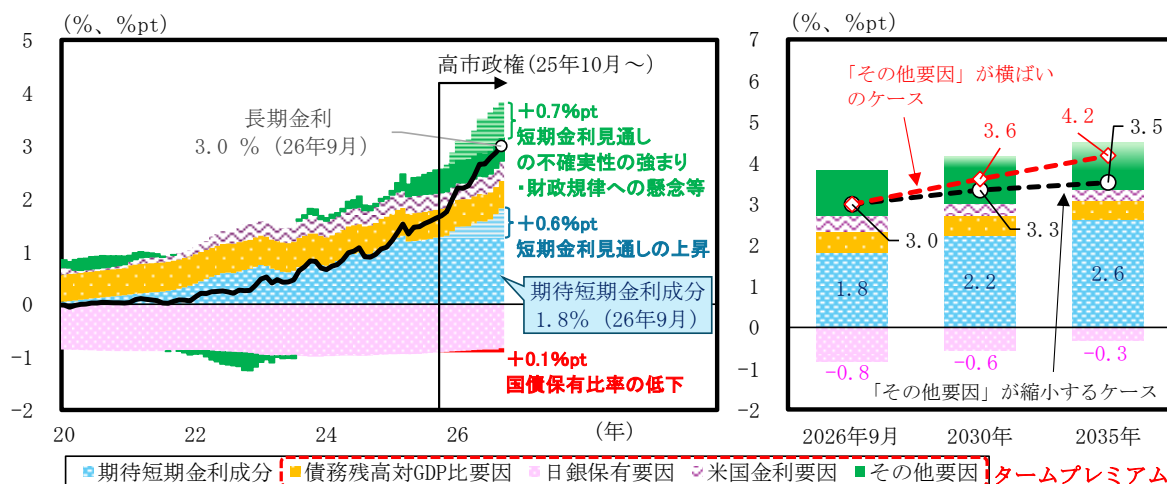
長期金利は、①市場参加者の将来にわたる短期金利見通しを反映した「期待短期金利成分」と、②短期金利見通しの不確実性、国債需給、財政規律への懸念などを反映した「タームプレミアム」の 2 つの要因に大別することができる。

そこで、一橋大学教授の中島上智氏が推計した期待短期金利成分（直近値は 2026 年 9 月）を利用し、さらにタームプレミアムを「債務残高対 GDP 比要因」「米国金利要因」「日銀保有要因（日銀による国債保有割合の影響）」「その他要因」に分解した。

⁷ 神田慶司・山口茜（2026）「可能性高まる『食料品の消費減税』、その効果と実施後の課題は？」（大和総研レポート、2026 年 6 月 9 日）

⁸ 「高市首相、プレミアム商品券含め外食支援策検討 消費税減税で」（日本経済新聞、2026 年 10 月 16 日）

図表 3：長期金利（10 年物国債利回り）の推移とその変動要因（左）、2035 年までの将来推計（右）



(注)「期待短期金利成分」は、一上・上野陽一（2013）「ゼロ金利下におけるタームプレミアムの推計：日米英の長期金利の分析」ワーキングペーパーシリーズ No. 13-J-6 日本銀行、Nakajima, J. (2025) “Impact of US monetary policy spillovers and yield curve control policy” Discussion Paper Series A.760, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University の “Expected Rate”、それ以外の要因は、同タームプレミアムを要因分解したもの。詳細は秋元虹輝・神田慶司・吉井希祐（2026）「高市政権誕生後の長期金利をどうみるか」（大和総研レポート、2026 年 8 月 12 日）を参照。日銀の国債保有額見通しについては中村文香（2026a）「日銀 QT の現在地と国債買入れ減額停止の影響」（大和総研レポート、2026 年 6 月 11 日）を参考にした。財政及び米国金利などは当社の中期見通しに基づく。
(出所) 一上・上野（2013）、Nakajima（2025）、秋元・神田・吉井（2026）、中村（2026a）、各種統計より大和総研作成

長期金利は 2026 年 9 月で 3.0%（期待短期金利成分：1.8%pt、タームプレミアム：1.2%pt）だった。2025 年 10 月からの上昇幅 1.3%pt 程度のうち、期待短期金利成分が同 0.6%pt 程度、タームプレミアムが同 0.8%pt 程度だった。

2026 年 6 月までの局面ではタームプレミアムの寄与度が相対的に高かった。だが、9 月にかけては日銀の金融政策の先行きに対する市場の見方が変化し、期待短期金利成分の上昇も目立つようになった。原油高や円安、堅調な AI 需要を背景にインフレの上振れリスクが高まり、利上げペースやターミナルレート（利上げの最終到達点）が従来の想定よりも高まった。

タームプレミアム上昇（+0.8%pt 程度）の大部分は「その他要因」（+0.7%pt 程度）である。短期金利や物価見通しの不確実性の高まり、財政規律に対する市場参加者の警戒感などが反映されている可能性がある。一方、「日銀保有要因」の上昇幅は 0.1%pt 程度だ。日銀の国債買入れの減額は慎重に進められており、日銀のバランスシートの縮小による国債需給への影響は限定的とみられる。

図表 3 左の各要因に 2035 年までの見通しや想定を当てはめることで得られた金利水準が図表 3 右だ。

期待短期金利成分の推移は中島氏が公表する超長期（15 年物と 20 年物）の期待短期金利成分に織り込まれた、市場参加者の短期金利見通しなどから算出した。期待短期金利成分は 2026 年 9 月時点で 1.8%pt 程度だが、それが 2035 年に 2.6%pt 程度まで上昇するとみられる。

日銀保有要因については、中村（2026a）⁹で示された日銀の国債保有額見通しと、当社の「[第229回日本経済予測（改訂版）](#)」（2026年6月8日）で「現状投影シナリオ」として示された財政見通しをもとに作成した（債務残高対GDP比要因は後者にに基づく）。その結果、2026年9月で▲0.8%ptだった日銀保有要因による長期金利の下押し幅は、2035年に▲0.3%pt程度まで縮小すると試算される。一方、米国金利要因は当社の中期見通しに基づくが¹⁰、2035年の長期金利に与える影響は比較的小さい。

とりわけ不確実性が大きいのは「その他要因」だ。2026年9月で+0.7%ptだった「その他要因」が、仮に高市政権誕生直前の2025年9月の水準まで縮小すれば、長期金利は2030年に3.3%程度、2035年に3.5%程度にとどまる。長期金利は足元よりも上昇するものの、大幅な上昇は回避される可能性が示唆される。一方、「その他要因」が2026年9月の水準を維持すると、長期金利は2030年に3.6%程度、2035年に4.2%程度まで上昇する。

海外投資家の保有割合上昇により、2035年の長期金利は5.4%程度に達する可能性も

中長期的な金利上昇リスクを検討する上では、海外投資家の保有割合（海外保有割合）の影響にも注意が必要だ。日銀はバランスシートの縮小を進める一方、以前は国債の受け皿として存在感が大きかった銀行などの預金取扱機関についても、銀行勘定の金利リスク（IRRBB）規制の導入以降、国債保有に対する制約が増した。足元では家計の国債保有に関する税優遇等についての議論も活発化しているが¹¹、仮に国内消化先の多様化が十分に進まず、海外保有割合が高まれば、リスクプレミアムが上乘せされる形で長期金利が一段と上昇する可能性もある。

中村（2026b）¹²は、国内銀行における2026年3月末の国債追加保有余力を2つの想定のもとで試算している。1つ目はIRRBB規制等の規制上の制約を考慮した想定（バランスシート（BS）拡大型）で、この場合の国債追加保有余力は229兆円である。もう1つは規制上の制約を考慮した上で、国内銀行が追加で資金調達を行わず、日銀当座預金（国内銀行の資産の一部）残高の範囲内で国債の購入をすると想定しており（資産入替型）、この場合の国債追加保有余力は143兆円である。

⁹ 中村文香（2026a）「[日銀QTの現在地と国債買入れ減額停止の影響](#)」（大和総研レポート、2026年6月11日）に基づきつつ、レポート公表直後に開催された6月の金融政策決定会合の結果等を反映した（日銀の国債保有額は2030年末で336兆円程度、2035年末で216兆円程度の見通し）。

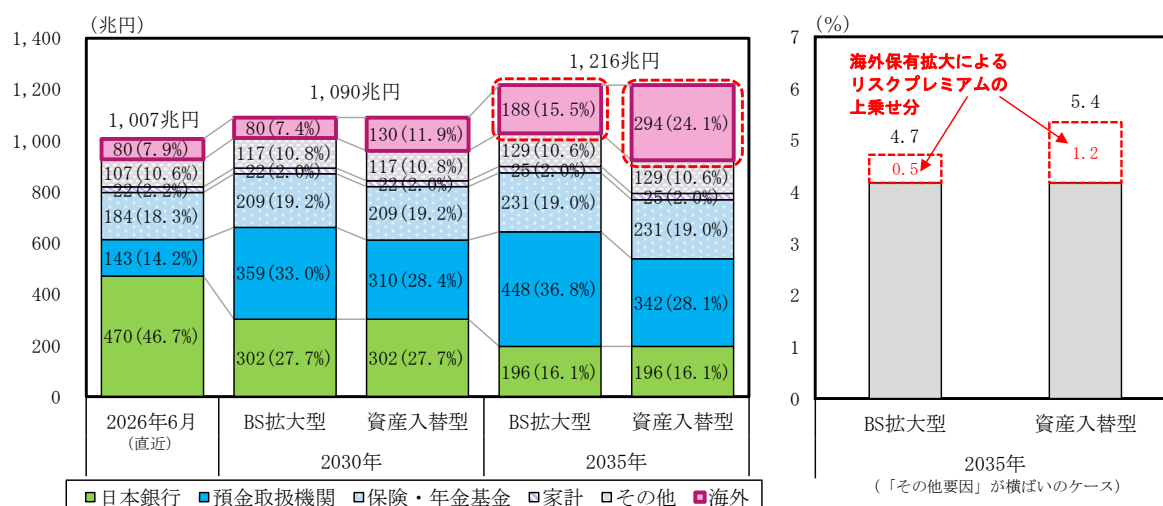
¹⁰ 米長期金利の中期見通しは矢作大祐・藤原翼（2026）「[米国経済見通し 犠牲になるのは財政](#)」（大和総研レポート、2026年1月21日）に基づきつつ、公表後の経済情勢等の変化を反映した（2030年で3.7%、2035年で3.4%の見込み）。

¹¹ 2027年度の税制改正要望には個人向け国債の税優遇が盛り込まれた（「[財務省・金融庁、個人向け国債の税優遇盛り込む=27年度税制改正要望](#)」（Reuters、2026年8月31日））。直近の家計の国債保有動向については、西野綾斗（2026）「[家計金融資産の現状と家計の国債保有](#)」（大和総研レポート、2026年9月18日）を参照。

¹² 中村文香（2026b）「[QT下で問われる銀行の国債買入れ余力](#)」（大和総研レポート、2026年10月13日）

当社の「[第 229 回日本経済予測（改訂版）](#)」の財政見通しにこれらの試算結果を反映し、一定の前提¹³のもとで将来推計を行うと、2026 年 6 月に 7.9%だった海外保有割合は、BS 拡大型では 2035 年に 15.5%へと上昇する。また、資産入替型では銀行の国債追加保有余力が縮小することで同 24.1%に達する（**図表 4 左**）。なお、中村（2026b）が指摘しているように、国債追加保有余力は理論上の上限値であり、実際には貸出や外債投資などとの競合を考慮すれば、国内銀行が国債に振り向ける資金は更に小さくなる可能性が高い。

図表 4：主体別国債保有の推計（左）、海外保有割合上昇によるリスクプレミアム上乗せ（右）



（注）預金取扱機関（追加保有分を除く）、保険・年金基金、家計、その他の国債保有額は、実質横ばい（名目で物価並みに拡大）と想定した。日銀の国債保有額見通しについては中村文香（2026a）「日銀 QT の現在地と国債買入れ減額停止の影響」（大和総研レポート、2026 年 6 月 11 日）、銀行の国債追加保有余力については中村文香（2026b）「QT 下で問われる銀行の国債買入れ余力」（大和総研レポート、2026 年 10 月 13 日）に基づく。

（出所）中村（2026a、2026b）、日本銀行統計より大和総研作成

当社の「[第 222 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2024 年 9 月 9 日）では、海外保有割合が 1%pt 上昇すると長期金利は 0.07%pt 押し上げられると推計した。BS 拡大型および資産入替型に基づく海外保有割合の将来推計値を当てはめると、長期金利の押し上げ幅は 2035 年で +0.5%pt ～ +1.2%pt 程度と試算される。**前掲図表 3 右**の「その他要因」が横ばいのケースに当てはめると、2035 年の長期金利は 4.7～5.4%程度となる（**図表 4 右**）。金利上昇に伴う利払い費の増加で財政状況が想定以上に悪化すれば、それが長期金利への更なる上昇圧力となる可能性もある。長期金利の過度な上昇は企業の投資行動を抑制し、成長戦略の実現可能性を低下させる。

こうした状況を回避するためにも、債務残高対 GDP 比を 2030 年代も安定的に引き下げるなど、財政運営への信認を確保する取り組みを継続する必要がある。高市政権は成長戦略を積極的に推進するとともに、必要な財源確保や制度改革を着実に進めることが重要だ。政権 2 年目は、成長力の強化と財政への信認確保を両立できるかが、政策運営上の重要な課題となろう。

¹³ 預金取扱機関（追加保有分を除く）、保険・年金基金、家計、その他の国債保有額は、実質横ばい（名目で物価並みに拡大）と想定した。日銀の国債保有額見通しは中村（2026a）を参考にした。

図表 5：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 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)	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 (0.1)	0.9 (1.2)	0.7 (0.7)	0.8 (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 CoreWeave 問題をどうみるか

高金利が問う AI 投資の持続可能性と FRB による利上げの行方

矢作 大祐
藤原 翼

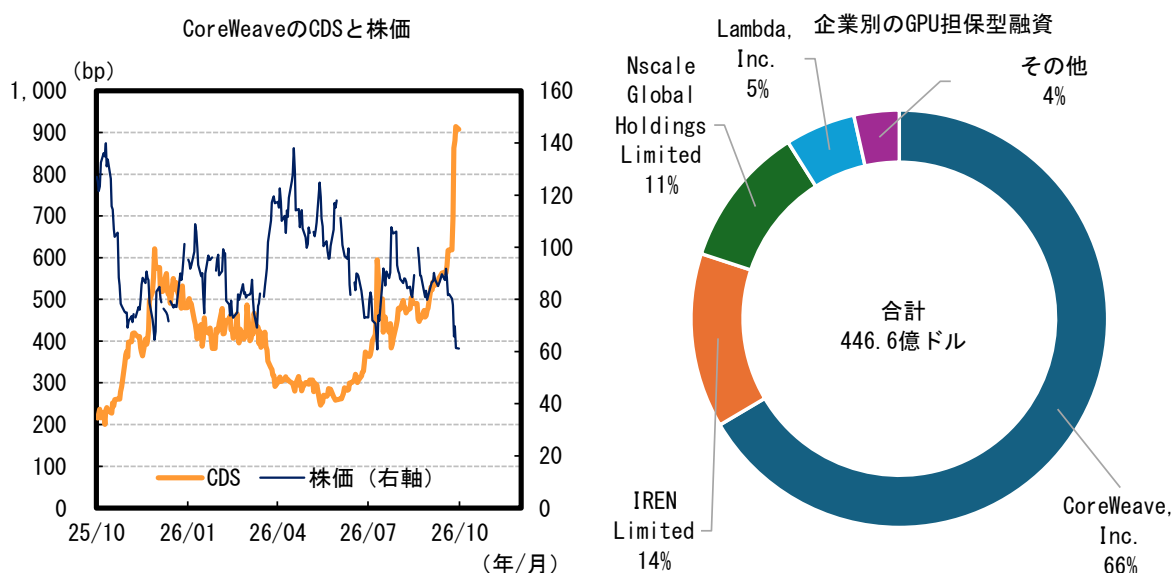
[要約]

- AI 向け GPU（半導体チップ）を中心とするクラウドサービスを手がける CoreWeave をめぐり、財務の持続可能性への懸念が強まっている。同社は AI 開発企業等との長期契約を背景に、売上高を拡大してきた。一方、GPU の調達やデータセンター整備には多額の先行投資を要し、その相当部分を借入で賄ってきたため、債務残高と利払い負担が増加している。市場では、既存債務の借り換えと今後の設備投資に必要な資金を継続的に確保できるかが警戒されている。
- こうした CoreWeave 問題の背景には、高金利下で資金調達条件が悪化しやすいことに加え、GPU の資産価値と顧客契約から生じる収入を裏付けとする GPU 担保型融資の脆弱性がある。主なリスクとして、新製品投入による既存 GPU の収益力・担保価値の低下、顧客集中や契約履行に左右されるキャッシュフローの不確実性、債務満期時の借り換え難が挙げられる。CoreWeave は、投機的水準の信用格付けと GPU 担保型融資への依存度の高さから、金利や信用スプレッドの上昇、設備価値の低下による影響を受けやすい。
- 現時点では、GPU 担保型融資の規模は銀行融資残高に比べて小さく、社債の信用スプレッドも長期的に見れば低水準にある。このため、CoreWeave をめぐる懸念は財務上の脆弱性が大きい一部企業に集中している。ただし、FRB の利上げ等を背景に社債利回りは高く、企業の資金調達負担は軽くない。懸念が AI 関連企業全体へ波及すれば、外部資金への依存度が高い企業を中心に設備投資が鈍化し、GDP への直接的な押し上げに加え、企業収益や株価を通じた消費の間接的な下支えも弱まり得る。
- インフレが高止まりする一方、追加利上げは企業の資金調達環境を一段と引き締め、AI 関連投資や景気を必要以上に減速させる恐れがある。FRB には、物価安定の回復と金融環境の悪化に伴う景気下振れリスクの双方を見極める慎重な政策運営が求められる。今後は、信用スプレッドの拡大が低格付け企業から投資適格債市場へ波及するか、社債発行の延期・縮小、借り換え条件の悪化や債務不履行が生じるかが焦点となる。大和総研は 10 月 FOMC では政策金利を据え置き、金融市場に大きな混乱がなければ 12 月に 0.25%pt の追加利上げを実施し、その後は 2027 年を通じて据え置くと予想する。

CoreWeave 問題をどうみるか

市場では、AI 向け GPU（半導体チップ）を中心とするクラウドサービスを手がける CoreWeave の財務状況に対する懸念が強まっている。同社は、NVIDIA 製 GPU を大量に調達し、その計算資源を AI 開発企業等に提供する事業を展開している。売上高は拡大し、OpenAI といった AI 開発企業や、Microsoft といったハイパースケーラー等との長期契約を背景に受注残高も積み上がっている。一方、GPU の調達やデータセンターの整備には多額の先行投資を要し、その相当部分を借入に依存してきたため、債務残高と支払利息が増加している。こうした資本集約的な事業構造を踏まえ、市場では、既存債務の借り換えや今後の設備投資に必要な資金を継続的に確保できるかが警戒されている。この懸念を背景に、10 月半ばにかけて、同社の株価は下落し、信用リスクを示す CDS スプレッドも大幅に拡大した（図表 1 左図）。CoreWeave への懸念が強まったことで、GPU クラウドサービス関連の企業の株価は下落し、CDS スプレッドも拡大した。

図表 1 CoreWeave の CDS と株価、企業別の GPU 担保型融資



CoreWeave をめぐる懸念は、AI インフラ事業に共通する資本集約性と、同社固有の財務上の脆弱性が重なったものと整理できる。まず、共通要因の一つは金利環境の悪化だ。9 月 FOMC で利上げが決定され、米 10 年債利回りは足元では 5% 以上で推移している。金利水準の上昇は、借入に依存して設備投資を拡大する企業の利払い負担を増やす。加えて、信用力や担保価値への懸念が重なれば、新規借入や借り換えに際して、適用金利の引き上げや融資額の縮小、追加担保の要求等、資金調達の条件が厳しくなる可能性がある。もう一つの共通要因は、GPU 等の設備と顧客との契約から生じる将来のキャッシュフローを裏付けとした資産担保型融資（以下、GPU 担保型融資）の存在だ。調達した資金は GPU の購入やデータセンターの整備に充てられ、事業者は設備の稼働によって得られる収入から元利払いを行う。つまり、GPU 担保型融資とは、GPU の資産価値と契約収入の双方を基礎とする融資といえる。

この GPU 担保型融資には主に三つのリスクがある。第一に、GPU の経済価値が想定以上に低下するリスクが挙げられる。新世代製品の投入や性能・電力効率の改善によって旧世代製品の収益力や中古価値が低下すれば、担保価値が低下し得る。なお、融資時に想定された耐用期間、残存価値、稼働率等が実態より楽観的な恐れがある。第二に、元利払いの原資となるキャッシュフローの不確実性が挙げられる。長期契約や受注残高が存在しても、顧客による契約の履行、設備の稼働、更新時の料金水準等が保証されるわけではない。とりわけ顧客集中度が高い場合には、主要顧客の需要や信用力の変化が返済能力に及ぼす影響も大きくなる。そして、第三に、借り換えリスクが挙げられる。債務の満期時に GPU の収益力や担保価値が当初想定を下回ったり、金利や信用スプレッドが上昇したりすれば、追加担保等を求められる可能性がある。借り換えが難しくなれば、新規投資の抑制や資産売却が必要となり、事業拡大を前提とした資金循環が損なわれる恐れがある。

こうした業界共通の脆弱性に加え、CoreWeave については、相対的に低い信用格付けと、GPU 担保型融資への依存度の高さが固有のリスクとなる。同社は、GPU 担保型融資に関連した債務を多く抱えているとされる。具体的には、CCIR（AI 関連の資金調達動向を企業のプレスリリースや財務諸表等からトレースする民間調査組織）によれば、GPU 担保型融資の市場規模は約 446.6 億ドルであり、このうち CoreWeave 向けが約 66%を占める（図表 1 右図）。また、CoreWeave の主な社債格付けは投機的水準にある。このため、一般に投資適格の信用格付けを有するハイパースケーラーと比べ、信用スプレッドが大きく、資金調達コストも高くなりやすい。市場金利の上昇に加え、同社の信用力や担保価値への懸念が重なれば、新規借入や借り換えに際して、資金調達の条件が一段と厳しくなりやすい。

つまり、AI インフラ事業には、資本集約的な事業構造が金利上昇時に影響を受け得るリスクと、GPU の資産価値や契約収入を裏付けとする GPU 担保型融資に内在するリスクがある。CoreWeave では、こうした共通要因に、GPU 担保型融資への依存度の高さと投機的水準の信用格付けが重なっている。豊富な内部資金を有し、相対的に有利な条件で資金を調達できるハイパースケーラーと比べ、同社は市場金利や信用スプレッドの上昇に加え、GPU の世代交代に伴う既存設備の収益力・資産価値の低下による影響を受けやすい点を市場が懸念していると考えられる。

CoreWeave 問題は広がりを見せるか

CoreWeave をめぐる懸念が同社固有の問題にとどまらず、AI 関連投資に共通する資金調達上の脆弱性として認識されれば、投資家や金融機関のリスク許容度が低下し、関連企業の資金調達の条件が厳しくなる可能性がある。その場合、市場調達等、外部資金への依存度が高い企業を中心に、AI 関連投資の増勢が鈍化し得る。足元の米国経済では設備投資が景気を下支えしており、とりわけ、データセンターや半導体等の IT 関連投資がけん引役となっている（図表 2 左図）。これらの投資は需要項目として GDP を直接押し上げるほか、関連企業の収益や株価を押し上げ、家計が保有する株式等の資産価格の上昇を通じて消費を間接的に支えているとみられ

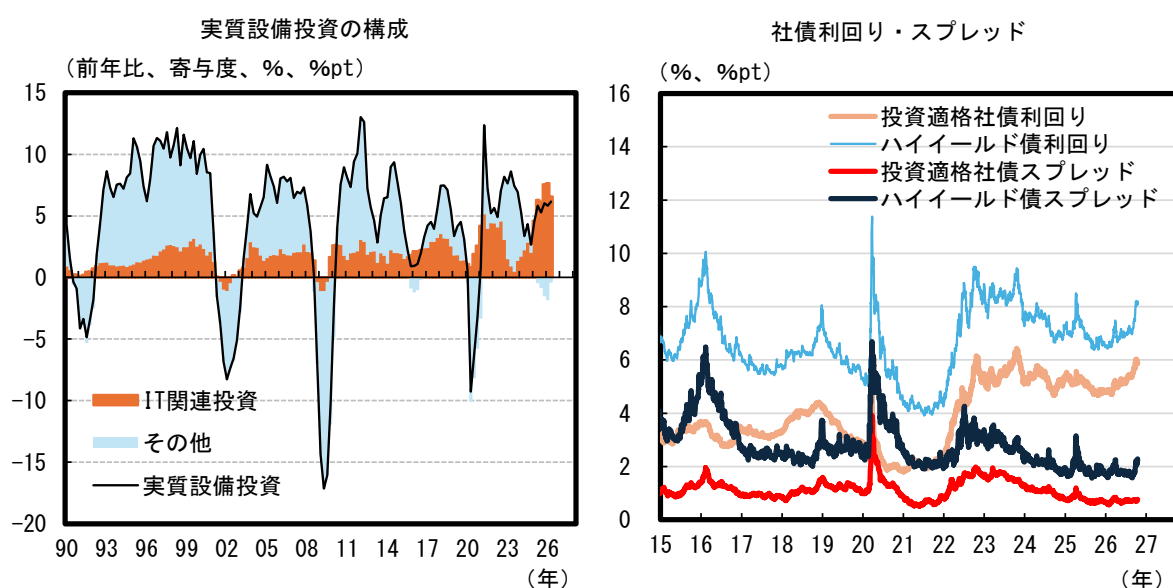
る。したがって、AI 関連投資が減速すれば、設備投資を通じた直接的な成長押し上げ効果に加え、企業収益や株価を介した間接的な下支え効果も弱まる可能性がある。

では、資金調達環境の悪化は市場全体に広がっているのか。前述の GPU 担保型融資の規模は、2026 年 9 月時点の銀行融資残高対比で 0.3%程度であり、規模自体は大きくない。また、2026 年 9 月時点の銀行の貸出態度は厳しくも緩和的でもない。そして、社債市場への広がりを見てみると、ハイイールド債と投資適格債の信用スプレッドは足元で拡大しているものの、長期的に見ればなお低い水準にある。このため、現時点で広範な信用不安に陥っているとはいえず、CoreWeave をめぐる懸念は、財務上の脆弱性が大きい一部企業に集中しているとみられる。

もっとも、信用スプレッドが低いことと、資金調達コストが低いことは同義ではない。社債利回りは、基準となる国債利回りと信用スプレッドから構成されるため、国債利回りが高水準にあれば、信用スプレッドが抑制されていても社債利回りは高止まりし得る。10 月初めには、ハイイールド債利回りは 8%前後、投資適格債利回りは 6%前後で推移した（図表 2 右図）。これは、直近の低水準（2025 年 9～10 月）と比べ、ハイイールド債で約 1.8%pt、投資適格債で約 1.4%pt 高い水準に相当する。したがって、低い信用スプレッドは全般的な信用リスクに対する市場の警戒が限定的であることを示す一方、社債利回りは高く、企業の資金調達にかかる負担は軽くない。とりわけ、外部資金への依存度が高く、債務の借り換えや継続的な設備投資を必要とする企業では、高利回りが利払い負担や投資採算を圧迫しやすいといえる。

今後は、高金利環境がいつまで続くか、そして、信用スプレッドの拡大が低格付け企業に広がり、さらに投資適格債市場まで波及するかが焦点となる。加えて、すでに脆弱性が露見している CoreWeave といった企業において、社債発行の延期・縮小や借り換え条件の悪化、債務不履行といった信用事由が実際に発生するかを注視する必要があるだろう。

図表 2 実質設備投資の構成、社債利回り・スプレッド



（注）左図の IT 関連投資は情報通信機械投資とソフトウェア投資の和。右図のスプレッドは米 10 年債利回りとの差分。

（出所）BEA、FRED、Haver Analytics より大和総研作成

CoreWeave 問題がくすぶる中、FRB は追加利上げを実施するか

資金調達環境の悪化が AI 関連投資の下振れにつながる可能性が意識される中、高金利がいつまで継続するかを考える必要がある。そのうえで、10 月 27・28 日の FOMC における政策判断が注目される。9 月 FOMC で利上げに転じた後も、FOMC 参加者は、エネルギー価格の高止まりや堅調な景気を背景に、インフレ圧力が持続する可能性を警戒している。ウォーシュ FRB 議長は 10 月 16 日の講演で、物価安定を回復する必要性を強調するとともに、AI 関連投資を含む旺盛な投資需要が、短期的には物価上昇圧力となり得るとの認識を示した。

インフレの再加速・高止まりに対する懸念は、足元の物価指標によっても一定程度裏付けられている。9 月の CPI は、総合指数の伸びが前月比・前年比ともに加速し、コア指数の前月比も市場予想を上回った。また、9 月の PPI についても、前月比および前年比がいずれも市場予想を上回り、前月から加速した。インフレ指標だけを見れば、10 月 FOMC で追加利上げが選択肢となっても不自然ではない。もっとも、FedWatch を基に、市場が織り込む 10 月 FOMC での利上げ確率を見ると、物価指標の公表直後の 10 月 14 日に 33%程度まで上昇したものの、その後は低下し、10 月 20 日時点で 15%前後となっている。こうした市場の動きは、インフレ懸念の後退だけでなく、追加利上げが企業の資金調達環境を一段と引き締め、景気を必要以上に減速させるリスクを市場が意識し始めた可能性を示している。すなわち、市場の関心はインフレの高止まりだけでなく、金融引き締めに伴う景気下振れリスクにも向かいつつある。

こうした中、ウォーシュ FRB 議長は IMF 関連会合で、10 月 FOMC における政策判断を明示しなかった。ウォーシュ議長は従来、明示的なフォワードガイダンスに慎重でありながら、市場に不測の混乱を生じさせない姿勢も示してきた。8 月のジャクソンホール講演では、その後の利上げの可能性を示唆し、結果として市場の利上げ期待を誘導した。以上の経緯を踏まえると、ブラックアウト期間入り前の重要な発言機会に追加利上げを明確に示唆しなかったことは、10 月会合での利上げの確度が高まっていない可能性を示す一材料と解釈できる。ただし、最終判断は今後の経済指標や金融市場の動向にも左右される。

大和総研はこれまでも、米国経済のファンダメンタルズは、市場が織り込んできたほど強くないとの見方を示してきた¹⁴。また、市場が 2027 年末までに織り込んでいた 3~4 回の追加利上げが実施されれば、金融引き締めが過度なものとなり、景気を必要以上に減速させるリスクがあるとも指摘した。インフレ率がなお高水準にあり、物価安定の回復が引き続き重要であることに変わりはない。ただし、FRB は物価動向だけでなく、CoreWeave 問題に見られるような、金融環境の引き締めが企業の資金調達や設備投資、ひいては景気全体に及ぼす影響も踏まえ、追加利上げの必要性和程度を慎重に判断する必要がある。以上を踏まえ、大和総研は、現時点で 10 月の FOMC では金利を据え置き、金融環境に大きな混乱がない場合には、12 月の FOMC で 0.25%pt の追加利上げを実施し、2027 年は政策金利を据え置くとの従来予想を維持する。

¹⁴ 矢作大祐「[米長期金利を押し上げる利上げ織り込み加速は妥当か](#)」（大和総研レポート、2026 年 10 月 1 日）

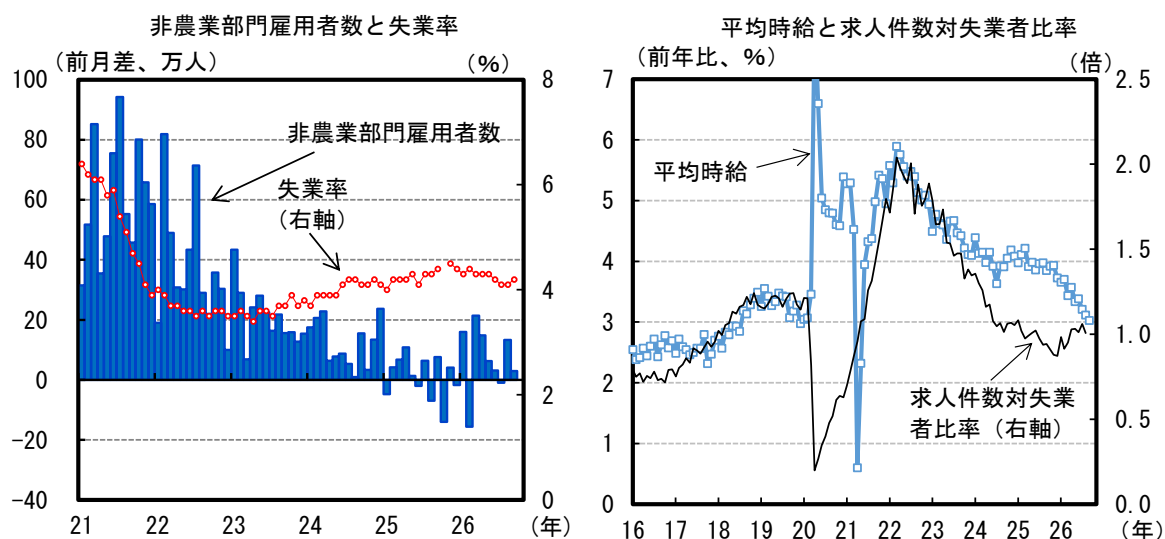
雇用環境は均してみれば底堅い。賃金上昇率は減速基調が継続

2026年9月の米雇用統計¹⁵は、非農業部門雇用者数が前月差+2.9万人と大幅に減速し、過去分も下方修正された。今回の結果は、前月分の公表時（下方修正前）に見られたほどには雇用者数の回復ペースが力強くないことを示している。とはいえ、均してみた雇用者数は依然として底堅い。雇用者数の中身を見ると、AIの悪影響を受けやすいホワイトカラー業種を中心としたサービス業で軟調な傾向が目立った。雇用環境の回復基調を評価するうえで、堅調なAI関連需要の恩恵を受けやすい生産部門だけではなく、人員削減が進むホワイトカラー業種の先行きも併せて注目する必要がある。

失業率は前月差+0.1%pt上昇して4.2%となった。もっとも、失業率の上昇要因は労働供給の改善というポジティブな内容だった。続いて、直近の失業関連指標に着目すると、直近の新規失業保険申請件数（2026年10月4日-10月10日）は19.9万件と前年同時期の水準を大幅に下回って推移している。さらに、失業保険継続受給者数（2026年9月27日-10月3日）も171.0万人と減少傾向にある。労働供給の改善が見られる中で、失業関連データが改善している点は、雇用環境の安定性を評価するうえでポジティブな兆候といえる。

最後に労働需要について確認すると、2026年8月の求人件数は前月差▲25.6万件と減少し、水準は707.9万件となった。求人件数は減少したものの5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倍程度で安定して推移しており、現時点では労働需給のひっ迫度が高まっているわけではない。こうした中で賃金上昇率は減速基調にあり、現時点では雇用環境がインフレ圧力を高める要因にはなっていない。インフレ抑止にとっては安心材料といえるが、個人消費の下振れリスクになり得る点は要注意だ。

図表 3 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

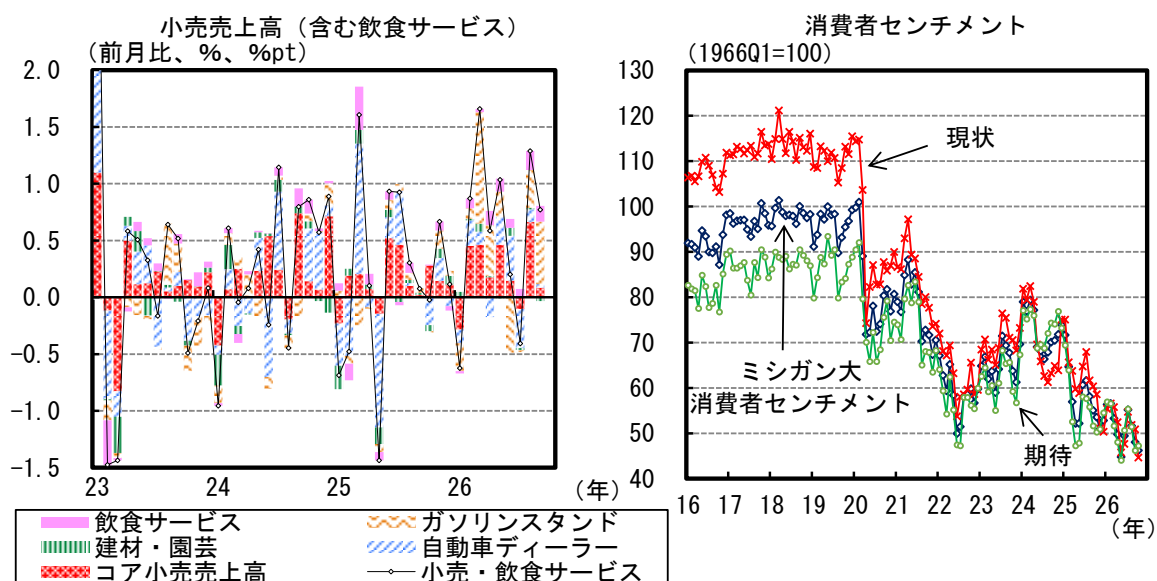
¹⁵ 藤原翼「[米雇用者数は大幅減速、過去分も下方修正](#)」（大和総研レポート、2026年10月5日）

ガソリン高が小売売上高のヘッドラインを押し上げ

個人消費の動向について、2026 年 9 月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比+0.8%と堅調な伸びを維持し、市場予想（Bloomberg 調査：同+0.3%）を上回った。ただし、小売売上高のヘッドラインは、ガソリン価格の上昇が押し上げ要因となっている。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は、同+0.1%と減速した。3 カ月移動平均で均してみると、小売売上高は同+0.6%、コア小売売上高は同+0.4%と現時点では底堅さを維持しているものの、ガソリン高が家計の消費を圧迫しているとみられる。内訳を見ると、ガソリンスタンド（同+6.4%）が加速し、家具（同+1.3%）、飲食サービス（同+1.1%）も高い伸びとなった。また、飲食料品（同+0.4%）も加速した。他方で、その他小売（同▲3.0%）と GMS（総合小売）（同▲0.1%）が 5 カ月ぶりにマイナスに転じ、建設資材・園芸（同▲0.6%）、娯楽用品（同▲0.5%）もマイナスに転じた。さらに、自動車・同部品（同+0.2%）、無店舗販売（同+0.3%）、家電（同+0.6%）、ヘルスケア製品（同+0.7%）が減速した。

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 10 月（速報値）が前月差▲1.8pt と 3 カ月連続で悪化し、水準は 46.3 となった。内訳については、現状指数（同▲6.2pt）が 3 カ月連続で悪化し、44.7 と過去最低の水準となった一方、期待指数（同+1.0pt）が 3 カ月ぶりに改善した。ミシガン大は、低所得層と株式保有額が少ない層のマインドが大幅に悪化したと指摘した。足元は中東情勢の改善が見られない中で、ガソリン価格は高止まりしている。さらに、先述のように名目賃金上昇率は減速傾向にあり、高インフレと合わせて実質賃金も伸び悩んでいる。先行きもインフレが高止まりする場合、消費者マインドは改善しづらく、個人消費も減速感を強める可能性がある。

図表 4 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

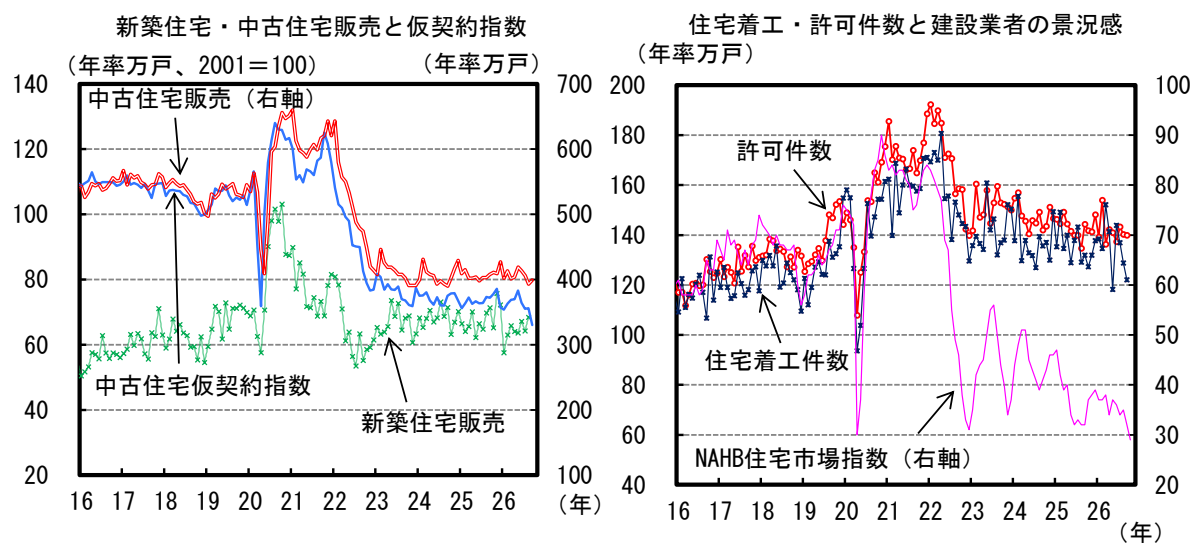
住宅ローン金利の上昇等を背景に、住宅建設業者のマインドは低迷

住宅需要に目を向けると、2026年9月の中古住宅販売（ condominium等含む）は前月比+1.5%と4カ月ぶりにプラスとなった。しかし、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、9月は同▲7.3%と大幅なマイナスに転じており、中古住宅販売の基調は引き続き弱い。なお、新築住宅販売（戸建）に関しては、8月は同+6.4%とプラスに転じた。

直近の消費者マインドを確認すると、10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▲11ptの24ptと2024年8月以来の低水準となった。内訳を確認すると、金利の項目が大幅に悪化した。実際に住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）を確認すると、直近週（10月15日を含む週）が7.4%程度と2023年11月以来の水準まで上昇している。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。価格面に関しては、新築住宅販売価格（中央値）については軟調な需要を背景に値下げによる販促が続いている一方で、中古住宅販売価格は前年比でプラスを維持している。以上のように、住宅購入環境は金利を中心に悪化しており、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9月が前月比▲5.2%と3カ月連続でマイナスとなり、水準は122.1万件となった。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、9月は同▲0.2%と2カ月連続でマイナスとなった。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、10月は前月差▲3ptと2カ月連続で悪化し、水準は29ptと2012年6月以来の低水準となった。NAHBは、金利上昇やインフレにより住宅需要が軟調であることに加え、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おり、住宅供給は横ばい圏から下振れするリスクが高まっている。

図表 5 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

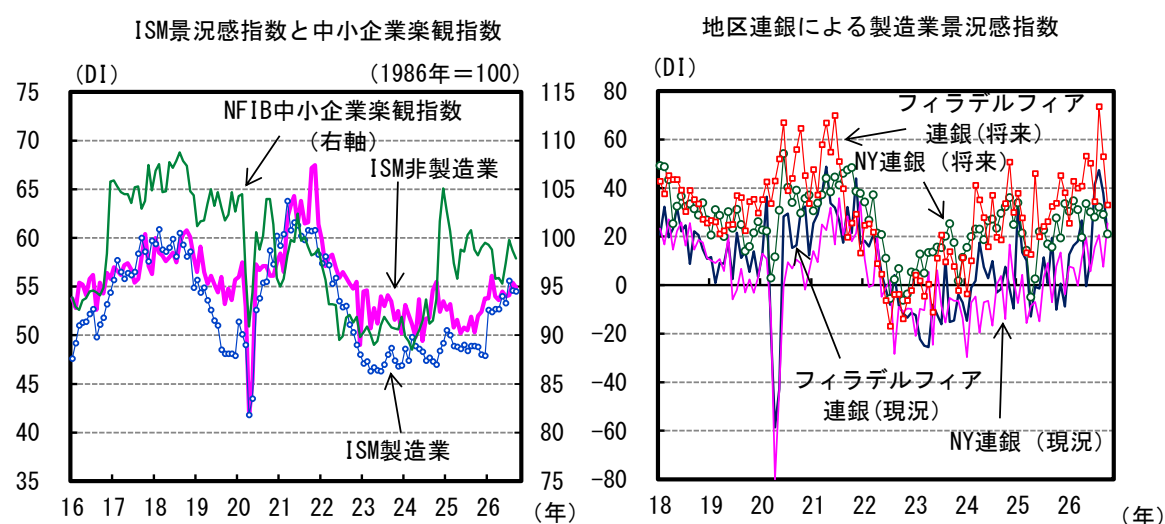
企業マインド指数は悪化。コスト高やサプライチェーンへの懸念が強い

2026 年 9 月の ISM 景況感指数は、製造業が前月差▲0.1%pt と 2 カ月連続で悪化し、54.5% となった。非製造業についても、同▲0.5%pt と 3 カ月ぶりに悪化し、54.9% となった。構成項目を見ると、製造業に関しては新規受注指数、雇用指数が上昇した一方、在庫指数、生産指数、入荷遅延指数が低下した。なお、在庫指数以外の指数は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、雇用指数と入荷遅延指数が上昇した一方、事業活動指数、新規受注指数が低下した。雇用指数は 50.1% と 3 カ月ぶりに 50% を上回った。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、需要の底堅さを示すコメントが見られる一方で、エネルギー高や関税に伴うコスト上昇や、サプライチェーンの混乱に伴う納期の長期化に対する懸念を示すコメントが目立った。

中小企業については、2026 年 9 月の NFIB 中小企業楽観指数は、前月差▲0.8pt と 2 カ月連続で悪化し、水準は 97.9 となった。内訳を確認すると、「事業拡張計画」や「景況感の改善に対する期待」の悪化幅が大きい。NFIB は、中小企業経営者は依然として高い不確実性を感じており、コスト高、金利上昇、人材不足が与える影響を慎重に評価していると指摘した。

2026 年 10 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+17.9pt）が改善した一方、将来指数（同▲8.0pt）が 2 カ月連続で悪化した。フィラデルフィア連銀については現況指数（同▲16.9pt）と、将来指数（同▲19.9pt）がいずれも 2 カ月連続で悪化した。いずれも先行きへの期待が低下していることがうかがえる。先行きについては、足元の AI 関連需要の強さが製造業中心に企業マインドを下支えする一方、エネルギー価格の高止まりや FRB による利上げ等による高金利が、企業マインドの重石となり得る。

図表 6 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

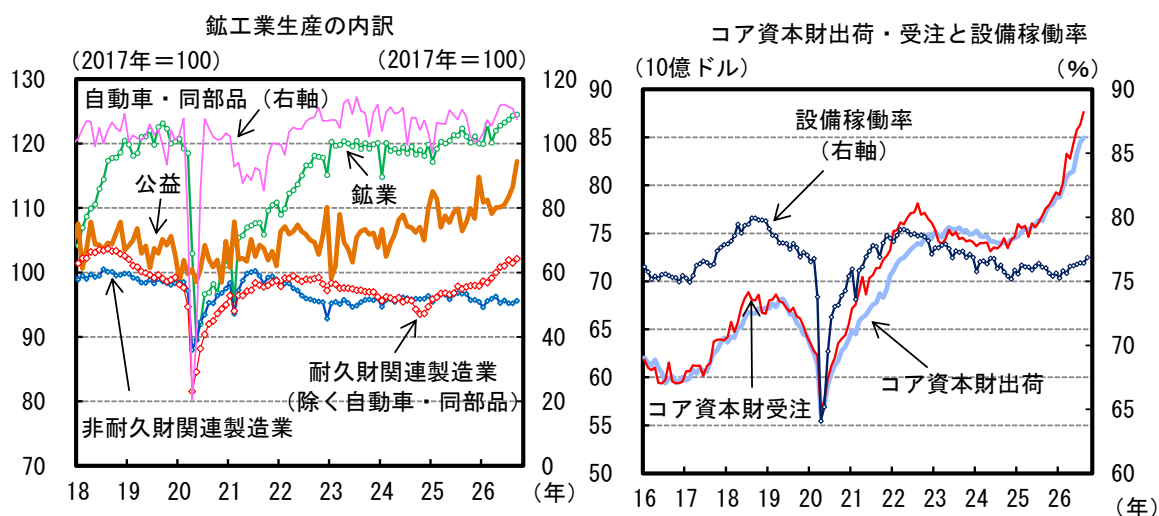
設備投資は引き続き金利高止まりによる悪影響に注意

企業の実体面に関して、2026 年 9 月の鉱工業生産指数は前月比+0.7%と加速し、市場予想（Bloomberg 調査：同+0.4%）を上回った。9 月分の内訳を確認すると、鉱業（同+0.2%）は減速した一方で、強い電力需要を背景に公益（同+3.5%）が大幅に加速し、製造業（同+0.3%）もプラスに転じた。

製造業の内訳を見ると、非耐久財（前月比+0.4%）と耐久財（同+0.1%）がいずれもプラスとなった。耐久財については、一次金属（同+1.6%）、機械（同+1.4%）、電気機械（同+1.3%）が高い伸びとなった。この他、非金属鉱物（同+0.9%）が 3 カ月ぶり、その他耐久財（同+0.1%）が 4 カ月ぶりにプラスに転じ、その他輸送機器（同+0.5%）、コンピューター・電子機器（同+0.1%）もプラスに転じた。さらに、金属製品（同+0.6%）は加速した。他方で、自動車・同部品（同▲3.0%）が 3 カ月連続、家具（同▲1.2%）が 2 カ月連続でマイナスとなり、木製品（同▲0.1%）は 3 カ月ぶりにマイナスに転じた。非耐久財については、5 カ月ぶりにプラスとなった印刷（同+1.9%）や、化学（同+1.0%）、石油・石炭製品（同+0.7%）が堅調だった。

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 8 月に前月比+0.5%と 2 カ月連続で減速した。もっとも、その先行指標であるコア資本財受注は同+1.6%と加速しており、AI 関連需要を背景に力強い伸びが続いている。続いて、設備稼働率については、2026 年 9 月は前月差+0.4%pt の 76.9%となった。公益セクターの設備稼働率は同+2.4%pt と上昇幅が大きいものの、全体の設備稼働率は緩やかな上昇にとどまる。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、企業マインドの悪化に見られるように、中東情勢をめぐる不透明感や FRB の利上げに伴う金利の上昇が設備投資の増加ペースを抑制するとみられる。

図表 7 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



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

米国経済見通し

直近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+2.6%を見込む。設備投資を中心に、内需主導の堅調な成長が続くと想定している。

当面のリスクは、インフレの高止まりと景気の下振れだ。インフレの高止まりリスクに関しては、原油価格の高止まりが輸送費等にも波及している。こうした中、FRBは9月のFOMCで利上げを決定した。FOMC参加者の政策金利見通しの中央値は、2026年中の追加利上げ（0.25%pt1回分）を示している。追加利上げが見込まれる中、米10年債利回りは5%を上回る水準で推移している。市場では、高金利は景気の力強さを反映したものとの解釈が続いてきた。しかし、CoreWeaveをめぐる問題を契機に変化が見られつつある。同問題の核心は高金利下での債務と資金調達の持続可能性にあり、多額の外部資金を必要とするAI関連投資に内在するリスクを示唆している。

CoreWeaveをめぐる問題が同社固有のものにとどまれば、経済全体への影響は限定的とみられる。一方、AI関連投資に共通する資金調達上の脆弱性として認識されれば、投資家や金融機関のリスク許容度が低下し、関連企業の資金調達条件が厳しくなる可能性がある。その場合、AI関連投資、ひいては設備投資全体の重石となり得る。FRBは、インフレの高止まりだけでなく、金融引き締めに伴う資金調達環境の悪化や景気下振れにも配慮する難しいかじ取りを迫られている。大和総研は、10月FOMCでは政策金利を据え置き、金融環境に大きな混乱が生じなければ12月FOMCで0.25%ptの追加利上げを実施し、その後は2027年を通じて政策金利を据え置くとの従来予想を維持する。

図表 8 米国経済見通し

	四半期												暦年		
	2025				2026				2027				2025	2026	2027
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV			
	前期比年率、%												前年比、%		
国内総生産 （前年同期比、%）	0.1	4.0	3.9	0.2	2.5	2.2	2.6	2.0	1.9	1.9	2.0	2.1	2.3	2.3	2.1
個人消費	0.6	2.1	3.7	1.9	0.7	3.8	2.9	2.2	1.9	1.9	2.0	2.1	2.6	2.3	2.2
設備投資	10.7	7.6	3.8	2.1	9.9	9.0	10.7	8.1	7.7	6.3	4.8	3.4	5.4	7.3	7.3
住宅投資	-2.7	-4.3	-6.3	-1.8	-7.6	2.8	-1.6	-2.6	-0.9	0.5	1.3	1.9	-2.7	-3.2	-0.4
輸出	2.5	-2.0	9.4	-4.2	13.9	5.0	-2.1	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	4.3	1.7
輸入	34.7	-27.8	0.1	-1.5	11.5	12.6	10.7	7.6	5.5	4.2	3.4	3.0	3.6	4.4	6.2
政府支出	-0.6	2.3	1.6	-5.7	4.7	-0.1	1.4	1.2	1.0	1.1	1.2	1.4	1.6	0.6	1.1
国内最終需要	1.6	2.6	2.9	0.5	2.3	3.8	3.7	2.8	2.6	2.4	2.3	2.2	2.6	2.5	2.8
民間最終需要	2.1	2.7	3.2	1.8	1.8	4.6	4.1	3.1	2.9	2.7	2.5	2.3	2.8	2.9	3.1
鉱工業生産	4.2	1.8	2.1	-1.9	1.2	4.8	2.8	3.2	2.7	2.8	2.4	2.0	1.1	1.8	2.9
消費者物価指数	3.7	1.7	3.1	2.5	3.6	6.1	1.7	4.3	3.3	2.3	2.0	1.3	2.7	3.5	3.0
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	-305	-320	-330	-337	-340	-343	-932	-984	-1350
経常収支（10億ドル）	-438	-255	-263	-221	-213	-246	-327	-318	-301	-279	-252	-223	-1177	-1103	-1055
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	4.36	4.80	4.81	4.75	4.69	4.63	3.81	4.18	4.72
10年債利回り（%）	4.45	4.36	4.26	4.10	4.20	4.42	4.76	5.24	5.18	5.09	5.03	4.97	4.29	4.65	5.07

（注1）網掛けは予想値。2026年10月21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 仏財政不安、長期化の覚悟

国民世論の二極化で、決められない政治が続くリスクが高まる

橋本 政彦

[要約]

- 財政・政治不安を背景にフランスの長期金利が急上昇している。フランス財政における当面の課題である 2027 年予算に関して、ルコルニュ政権は財政赤字の縮小を目指す予算案を提出した。しかし、野党の反対により予算協議は難航する見込みであり、成立するとしても、赤字削減幅は当初案を下回る公算が大きい。
- 2027 年予算をめぐる不透明感に加え、フランス財政・政治の不安材料となっているのが、2027 年 4、5 月に予定される大統領選挙である。現在、選挙で先行する極右・国民連合のルペン氏は大統領選挙に向け財政健全化を含む財政計画を公表したが、その実現性は不確かであり、財政悪化懸念が払しょくされたとはいえない。
- また、大統領選挙においては、緊縮財政に反対する極左・不服従のフランスのメランション氏の支持率が高まっている。メランション氏が次期大統領になる可能性は現時点では低いとみられるが、国民の政治的な二極化が進む中、大統領選挙後の解散総選挙では議会の分断が一層深刻化するリスクがある。フランス政治の機能不全、財政問題が長期に続く可能性を覚悟しておく必要があるだろう。
- ラガルド ECB 総裁は、現時点でフランスの長期金利の上昇に対して、市場分断抑制策である TPI (Transmission Protection Instrument) を適用する意向がないことを明らかにしている。もっとも、投機的な動きによって金利がさらに極端に上昇すれば、ECB が TPI の発動を検討することも考え得る。ECB のバックストップとしての役割によって、フランスの財政問題が債務危機に発展する可能性は低い。
- 財政懸念が金利上昇につながり得る状況は英国も同様である。金利上昇による利払いの増加や防衛費の増加によって、英国の財政は厳しさを増しており、10 月 28 日に公表される、バーナム首相就任後初の秋季予算では、財政に負担がかかる大規模な政策は見送られる公算が大きい。

ユーロ圏経済

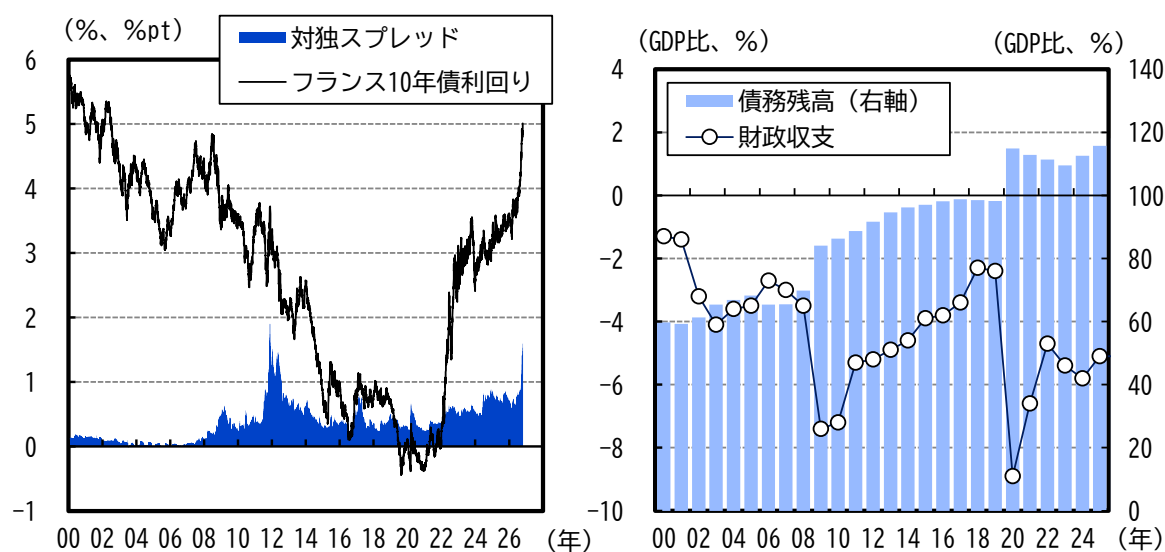
財政・政治不安でフランスの長期金利が急騰

世界的に長期金利が上昇傾向となる中、とりわけフランスの金利上昇ペースが速い。フランスの10年国債利回りは5%を突破し、2002年以来の高水準となった。また、ドイツとの金利スプレッドは1.5%ptを上回り、欧州債務危機時の2011年以来の水準まで拡大している。

フランスの長期金利上昇圧力が強まっている背景には、そもそものフランスの財政状況の悪さがあるが、これに加えて、政治混乱によって一段と悪化するリスクが高まっていることがある。

これまでのフランスの財政状況を確認すると、2025年時点の政府債務残高 GDP 比は115.7%とEU加盟国の中でギリシャ、イタリアに次いで3番目に高い。もっとも、財政収支を見ると、ギリシャがGDP比+2.0%の黒字、イタリアが同▲3.1%の赤字だったのに対し、フランスは同▲5.1%と赤字幅が大きい。債務残高の先行きという点では、ギリシャ、イタリアよりもフランスのほうが深刻な状況にある。

図表 1 フランス 10 年債利回りと対独スプレッド（左）、フランスの財政収支と債務残高（右）



(出所) Bloomberg、Eurostat より大和総研作成

2027 年予算案には財政赤字縮小が盛り込まれるも、成立には譲歩が必要

こうした状況に対応すべく、財政再建を目指すルコルニュ政権は、2026年10月1日に2027年の予算案を閣議決定した。同予算案では2026年にGDP比▲5.4%まで赤字が拡大する見込みの財政収支を、2027年には同▲5.0%まで縮小することを目標とする。歳出面では、国防などの重点分野を除く省庁予算の大幅な削減、公務員給与のインフレ連動分の凍結、年金のインフレ連動の一部停止などが提案されている。歳入面では、家計や企業の負担になる広範な増税は実施しないとしつつ、年金受給者の所得税における基礎控除の廃止、企業向け社会保険料負担

軽減措置の縮小などが盛り込まれた。

だが、この 2027 年予算案に対し、野党は総じて批判的であり、予算協議は難航が見込まれる。年金受給者を対象とした措置に対しては、大統領支持会派と国民議会を 3 分する極右政党・国民連合、および左派の双方から強い批判が上がっている。

予算は議会に提出されてから 70 日以内に成立させる必要があると憲法に規定されており、12 月 17 日がその期限となる。だが、議会内での対立を踏まえれば、通常の採決で予算が承認されるのは難しく、政権は議会の承認を経ずに予算を成立させる憲法第 49 条 3 項を適用する可能性が高い。49 条 3 項を適用した場合、野党には不信任案の提出が認められ、これが否決されれば、予算は正式に成立する。一方、不信任案が可決されれば、予算案は否決されたものとみなされ、内閣は総辞職することになる。

当然、ルコルニュ政権が 49 条 3 項を適用すれば、野党は不信任案の提出を検討することになるが、大統領選挙を目前に控える中、不信任案の提出は、その後避けられないであろう政治混乱の責任の一部を負うことになるため、一部の野党はこれに慎重になるとみられる。実際、国民連合のルペン氏は、政府が提出した予算案に対し、「不完全な予算でも、予算がないよりはまし」と発言しており、予算案への全面的な反対ではなく、自党の要求を反映させるための交渉に臨む姿勢を明らかにしている。ルコルニュ政権としても不信任案を否決するために、野党に対して一定の譲歩を示すのが落としどころとして現実的とみられる。そうなれば予算が成立しないという最悪のシナリオは避けられることになるが、当初案よりも財政赤字の縮小幅は小さくなる公算が大きい。

仮に、49 条 3 項を適用せず、期限までに予算が成立しなかった場合、2025 年、2026 年と同様に特別法を成立させ、前年予算をつなぎ予算として繰り越して予算審議を延長する、もしくは政令を用いて強制的に予算を成立させるという選択肢が残る。政令による予算措置の場合、その後不信任決議によって政権が崩壊したとしても、予算は成立することになる。だが、1958 年以降の第 5 共和政においてはこの政令による予算措置は使われたことがなく、野党から強い批判を受けるのは必至である。大統領選挙を控える中、ルコルニュ政権がこの手段に踏み切る可能性は低いとみられる。

ルペン氏も財政健全化を強調、ただし実現性に疑問符

2027 年予算に加えて、フランスの財政・政治不安の大きな要因になっているのは、2027 年 4、5 月に予定される大統領選挙である。フランスでは、これまで財政再建を重視する中道のマクロン大統領支持会派が議会を主導してきたことで、なかなか進展こそしなかったものの、財政再建を最優先課題の 1 つとして取り組んできた。だが、大統領の交代によって、フランスの財政再建はこれまで以上に進まなくなる可能性がある。

世論調査によれば、2027 年の大統領選挙の候補者のうち、最もリードしているのは国民連合のルペン氏である。ポピュリズム的な主張をするルペン氏が大統領になれば、財政再建が一層

遅れるとの警戒感がフランス国債の金利上昇の背景にはあるとみられる。これは2024年にマクロン大統領が議会の解散を宣言した際、国民連合が国民議会第1党になるとの観測から、長期金利が跳ね上がったのと同じ構図である。

こうした中、ルペン氏は10月6日に大統領選挙を見据えた財政計画、「財政ルネッサンス」を発表した。政権交代後の財政懸念によって金利上昇圧力が強まる中、財政計画を示すことで金融市場の懸念を払しょくする狙いがあったとみられる。

実際、計画では財政健全化への姿勢が強調されている。ルペン氏が大統領に就任した場合、18ヵ月以内にプライマリーバランスを均衡させ、財政収支対GDP比は2030年までにEUが基準とする▲3%以内、大統領任期の最終年にあたる2032年までに▲2.5%まで縮小させることが目標として掲げられた。また、毎年の債務削減を義務付ける独自ルール「黄金律」の導入を目指し、憲法改正のための国民投票を行う方針を明らかにしている。財政赤字削減の主な手段は歳出の見直しであり、移民に対する社会保障給付の制限、EUへの拠出金の削減、政府機関および地方自治体への支出削減などが挙げられている。

ただし、国民連合が掲げるこれらの政策の実現性には疑問が残る。移民に対する社会保障給付の制限については、単なる財政上の問題ではなく、フランス憲法やEU法との整合性が問われる可能性が指摘されている。EUへの拠出金の削減についても、フランスが独自に決められるものではなく、他のEU加盟国の承認が必要となるため実現は容易ではない。

また、年金支給開始年齢の引き下げや、エネルギーや生活必需品に対する付加価値税の引き下げなど、財政に負担がかかる政策に対する国民連合の意欲は従来のまま変わっていない。財政計画を発表し、財政規律を重視する姿勢が示されたことは前向きに評価できるものの、かねて懸念されているように、国民連合がポピュリズム的な政策を実施し、財政を一層悪化させるリスクが拭い去られたとは言い難い。

極右のみならず極左への支持も拡大、政治不安は長期に続く可能性

さらに、大統領選挙に向けて金融市場が警戒感を強めているのは、極右への支持が集まるのと同時に、その対極にある極左への支持も高まっていることだ。大統領候補者のうち極左政党・不服従のフランスのメランション氏の支持率は徐々に上昇しており、各種世論調査では中道左派で欧州議会議員のグリュックスマン氏、および中道政党・地平線のフィリップ元首相と2番手争いを繰り広げている。

メランション氏が掲げる政策は一貫して労働者保護を目指しており、年金支給開始年齢を60歳まで引き下げ、最低年金の引き上げを提案する。また、産業への公的管理の強化、エネルギー・水道の再国有化、大規模公共投資などを公約とし、拡張財政への志向が非常に強い。財源としては歳出削減ではなく、法人税の累進化や金融取引への課税など、企業や富裕層への課税強化を掲げ、財政規律にも一定の配慮がみられるものの、基本的には緊縮財政には反対する。

また、メランション氏は、フランス中銀が保有するフランス国債の帳消しを主張する。EUは

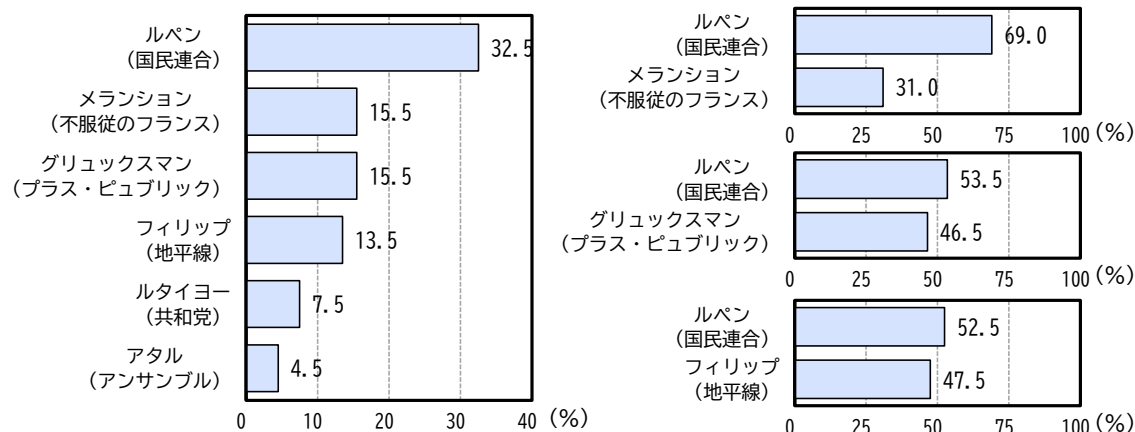
中央銀行による財政ファイナンスを明確に禁じており、実現の可能性は極めて低い、ルールや金融市場への影響を無視したこうした発言は、フランス国債への警戒感を高める一因になっている。

メランション氏は大統領選挙で決選投票に進む可能性がある一方、フランスの調査会社 Elabe が実施した世論調査の投票意向を見ると、決選投票になった場合の支持率はルペン氏に大差をつけられている。これは極端な主張が極右のみならず中道右派・左派支持者からも敬遠されているためとみられる。メランション氏が次期大統領になるのは、あくまでテールリスクといえる。

だが、極左への支持の拡大で懸念すべきは、極左大統領が誕生するリスクのみならず、国民世論の二極化によってこれまで以上に議会での意思決定が難しくなることにもある。現状、フランス議会ではハング・パーラメント（どの政党も単独過半数を占めない状態）によって予算を始めとする政策決定が難しくなっている。次期大統領は、大統領選挙後に議会での影響力拡大を目指して解散総選挙に踏み切る公算が大きいものの、国民世論の二極化が進んだことで、ハング・パーラメントが解消する見込みは低く、むしろ議会での対立が強まる恐れすらある。

財政問題への対応の必要性は政党をまたいだ共有認識になりつつあるものの、実現のために目指す手段が政党によって大きく異なる以上、財政再建は難しい状況が続くと見込まれる。財政・政治不安を理由としたフランスの長期金利上昇圧力は、大統領選挙後も解消するとは限らない。

図表 2 世論調査によるフランス大統領選挙の投票意向 第1回投票（左）、決選投票（右）



(出所) Elabe より大和総研作成

ラガルド総裁は現時点でのフランスへの TPI 発動に否定的

フランスでの金利上昇に歯止めが掛からない中、ECB による市場分断抑制策、すなわち金利スプレッド拡大への対応にもにわかに衆目が集まっている。ECB はユーロ圏内の市場分断抑制策として2つのツールを持つ。1つは欧州債務危機に際して2012年に導入された OMT (Outright Monetary Transactions) であり、もう1つが2022年の利上げ局面でのイタリア国債金利の上

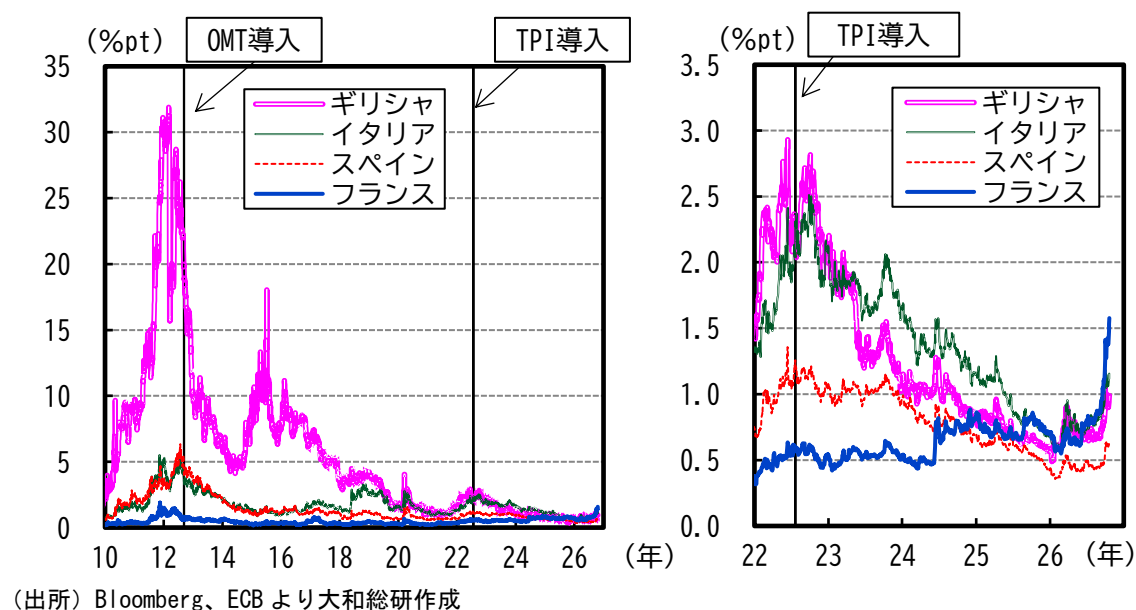
昇への対応として導入された TPI (Transmission Protection Instrument) である。OMT は債務危機に陥った国を救済するための手段であるのに対し、TPI はファンダメンタルズからは正当化できない金利差への対応策であり、ECB 理事会の判断でより柔軟な発動が可能となる。

現在のフランスを取り巻く状況は、国債のデフォルトが懸念されるような債務危機ではなく、発動が意識されているのは TPI である。だが、足元のフランス国債利回りの対独スプレッドは大きく拡大しつつも、ECB が TPI を導入するきっかけとなった、2022 年のイタリア国債の対独スプレッドに比べればまだ小さい。もちろん財政状況の違い等を踏まえれば、単純に比較できるものではないが、過去、現在のフランスよりもスプレッドが開いた局面においても発動されなかったという点に鑑みれば、現時点で TPI が発動される可能性は低いとみられる。

実際、ラガルド ECB 総裁は、10 月 14 日に IMF の年次総会に合わせてバンコクで開催されたイベントにおいて、フランスの金利上昇に関して、財政健全化を通じて解決すべきとの見方を示し、ECB による介入期待をけん制した。ラガルド総裁が財政再建に言及したことは、フランスの金利上昇はファンダメンタルズからの乖離ではなく、むしろファンダメンタルズに起因しているという見方を示すものであり、TPI の発動を否定するものといえる。10 月 29 日に開催される ECB 理事会後の記者会見でも、TPI の発動に関する質問が記者から出る可能性があるが、ラガルド総裁はこれを否定するとみられる。

ただし、ラガルド総裁の発言は、少なくとも現時点の金利水準に関するものであり、ECB による将来の TPI の発動を完全に否定するものではない。仮にフランス国債の金利が投機的な動きによって極端に上昇する場合には、ECB が TPI の発動を検討することも十分考え得る。ECB がこうしたツールを備え、バックストップとしての役割を持っていることから、フランスの財政問題が債務危機に発展する可能性は低い。

図表 3 ユーロ圏諸国の 10 年債利回り対独スプレッド 2010 年～ (左)、2022 年～ (右)



ECB は 10 月会合では様子見

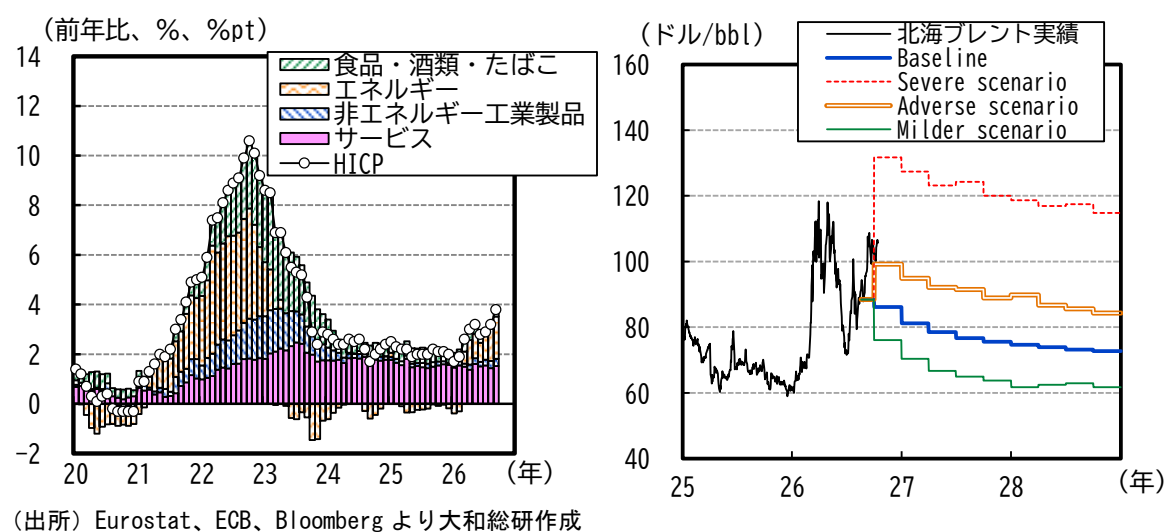
なお、金融政策に関連して、ECB は前回、9 月の理事会で 0.25%pt の利上げを実施したが、次回、10 月 28～29 日の理事会では政策金利は据え置かれるとみられる。

足元のインフレ率の状況を確認すると、9 月のユーロ圏の HICP（消費者物価指数）は前年比 +3.8%に加速し、2023 年 9 月以来の高い伸びとなった。加速の主な要因はエネルギー価格の上昇幅が同+18.9%と 2023 年 1 月以来の大きさになったことである。また、食品価格（同+1.3%）、コア HICP（同+2.5%）の伸びも前月からわずかに拡大している。コア HICP の内訳では、コア財（非エネルギー工業製品）価格の伸びが前月からわずかに縮小したものの、サービス価格の上昇幅が拡大し、押し上げ要因となった。

ただし、9 月に ECB が公表した経済見通しと比較すると、エネルギー以外は、ほぼ ECB の見通しに沿う内容であった。原油やガスの国際市況は ECB の見通しにおけるベースラインシナリオの前提を大きく上回って推移しているにもかかわらず、HICP のうちエネルギー以外の価格が見通しから上振れしていないという点は、ECB にとっては安心材料といえる。

当然、エネルギー価格が上振れしている以上、その波及が強まる可能性も含めて、ECB のインフレ率の上振れに対する警戒感が高まっているとみられるが、現時点で追加利上げを検討するほど状況は差し迫っていない。10 月理事会でのフォワード・ガイダンスは、データ次第で会合ごとに判断し、先行きのパスはコミットしないという定例の文言が維持されることになるだろう。一方、長期金利の上昇、ユーロの下落、原油価格の上昇など、相場環境は前回会合から大きく変化しており、これらを踏まえた経済、およびインフレ見通しのリスクバランスの変化が 10 月理事会での注目点となる。

図表 4 ユーロ圏の HICP の要因分解（左）、原油価格と ECB 見通しのシナリオ別前提（右）



ユーロ圏の8月のハードデータは軟調

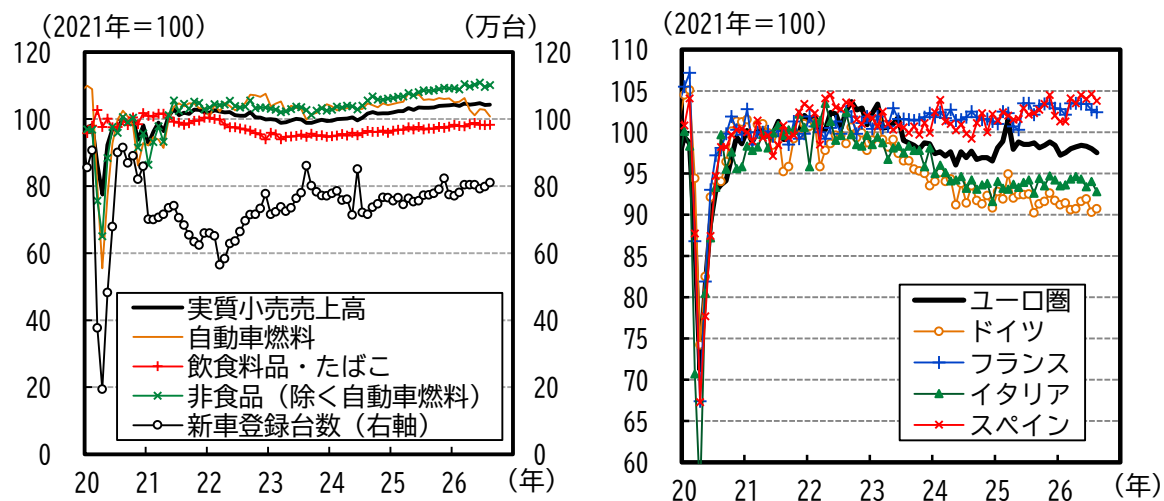
ユーロ圏の経済動向に関して見ていくと、実体経済面のデータは総じて冴えない結果となった。

個人消費関連では、ユーロ圏の8月の実質小売売上高は前月比+0.1%と2ヵ月ぶりの増加に転じた。もっとも、8月の増加幅は前月の減少幅（同▲0.6%）に比べて小さかった。7～8月の平均値は4-6月期平均値を0.3%下回っており、7-9月期が前期から増加するためには9月に前月比+0.8%の増加が必要となるため、達成のハードルは高い。

8月の内訳を業種別に見ていくと食品・たばこが前月比+0.1%と3ヵ月ぶりに増加し、非食品（除く自動車燃料）も同+0.5%と2ヵ月ぶりに増加した。一方、自動車燃料が同▲1.9%と2ヵ月連続で減少したことが全体を押し下げた。自動車燃料の水準は2023年8月以来の低さまで落ち込んでおり、エネルギー価格高が個人消費の重しになっていることがうかがえる。

一方、実質小売売上高に含まれない新車登録台数（ECBによる季節調整値）は、8月に前月比+1.5%と2ヵ月連続で増加した。サービス消費に関しては現時点で手に入る統計が限られるが、7月のサービス業生産は前月比+0.4%と2ヵ月ぶりの増加に転じている。サービス消費等も含めた個人消費全体は、実質小売売上高ほどには弱くないとみられる。

図表 5 ユーロ圏の実質小売売上高と新車販売台数（左）、ユーロ圏主要国の鉱工業生産（右）



(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

企業部門に関して、8月のユーロ圏の鉱工業生産指数は、前月比▲0.5%と3ヵ月連続で低下し、2026年2月以来の低水準となった。7～8月の平均値は4-6月期平均値を0.6%下回っており、こちらも実質小売売上高と同様、7-9月期は前期比低下に転じると見込まれる。

8月の内訳を業種別に見ると、医薬品が前月比▲7.1%と前月の低下に続いて大きく落ち込んだほか、衣料品（同▲6.9%）の低下幅が大きかった。また、自動車（同▲2.8%）、コンピューター・電子機器（同▲2.6%）、石油製品（同▲2.5%）、化学（同▲2.4%）など、幅広い業

種で指数が低下した。国別ではドイツが同+0.4%と上昇したものの、イタリア（同▲1.3%）、スペイン（同▲0.8%）、フランス（同▲0.3%）では低下した。また、アイルランドが同▲3.1%、ベルギーが同▲5.1%と大きく落ち込んだこともユーロ圏全体の生産を押し下げる要因となった。

8月は欧州全域で記録的な猛暑によって主要河川の水位が低下し、物流が停滞したことが生産に影響を及ぼした可能性がある。また、ドイツ連邦統計局は、自動車の生産減少に関して夏季休暇による生産ラインの停止が8月に集中したことが要因になったと報告した。8月の生産の低調さには一時的要因が影響している可能性があり、基調を判断する上では9月以降の結果も併せて見ていく必要があるだろう。

企業マインドは堅調、消費者マインドの再悪化に警戒

マインド統計に目を向けると、2026年9月の景況感指数（欧州委員会公表）は、前月差▲0.5ptと5ヵ月ぶりに低下した。主な下押し要因となったのは、消費者信頼感指数が同▲1.0ptと低下したことである。一時低下していたエネルギー価格が再び上昇に転じたことで、家計の物価見通しは再び上昇しており、これが家計の景況感を悪化させた。

一方、企業部門の景況感指数は9月も総じて底堅かった。小売業は消費者信頼感の低下と連動する形で前月差▲0.1ptと小幅に低下したが、サービス部門については同+0.5ptと5ヵ月連続の上昇を維持し、生産部門も同+1.2ptと4ヵ月連続で改善した。このところの生産部門の改善ペースは他の業種と比べて速く、また、建設業の指数は前月から横ばいだったことから、生産部門の指数の水準は建設業を上回った。サービス業の指数が最も高いという状況は変わっていないが、製造業を中心とする生産部門の景況感は着実に改善している。

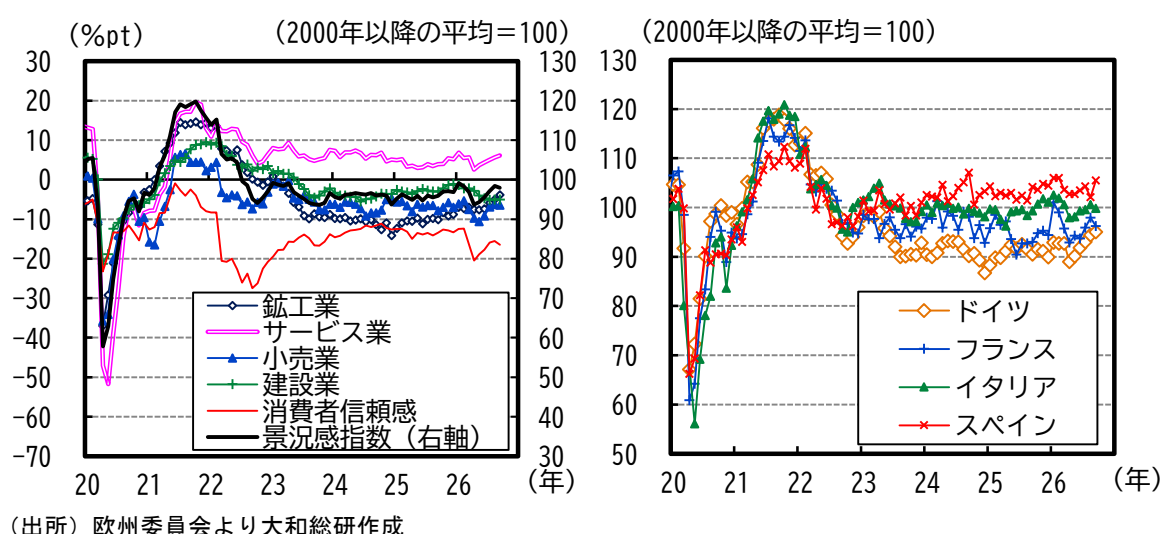
国別に景況感指数を見ると、主要国ではスペインが前月の落ち込みからの揺り戻しによって前月差+3.4ptと大きく上昇したほか、ドイツが同+0.6ptと改善した。ドイツの改善は5ヵ月連続であり、指数の水準は2023年5月以来の高さとなった。主要国の中ではまだ相対的には低いものの、生産部門の改善傾向が押し上げ要因となり足元のモメンタムが強い。他方、フランスは同▲1.7ptと3ヵ月ぶりに低下し、イタリアは同▲0.8ptと5ヵ月ぶりの低下に転じた。

企業景況感の回復は別の統計でも確認されている。9月のユーロ圏の総合PMI（S&P Global公表）は前月から1.1pt上昇の53.1%となり、2023年4月以来の高さとなった。製造業PMIが前月差+0.2ptの52.9%、サービス業が同+1.4ptの53.0%と、いずれも基準となる50%を上回り、企業活動は幅広く拡大している。また、足元で改善傾向が目立つドイツに関して、9月のifo景況感指数も欧州委員会の景況感指数と同様に5ヵ月連続で改善し、2023年5月以来の高さとなった。ドイツ企業の景況感の改善は、国防、インフラ投資という公共投資の増加が押し上げ要因となっているとみられ、こうした押し上げは当面持続する公算が大きい。また、景況感の堅調さに照らせば、足元で弱含んでいる鉱工業生産などの実体面でも持ち直しへと向かうことが期待される。

他方、注意が必要なのは、消費者マインドの下振れリスクである。原油価格が再び上昇する中、エネルギーを中心にインフレ率の上振れリスクは大きい。ドイツをはじめとする主要国では、減税を延長したことでガソリン価格は10月に入ってむしろ低下しているが、冬季の需要期に入り、電気・ガスも含めたエネルギー価格の上昇が家計の負担感を増幅させる恐れがある。

また、物価高、生活不安を背景に、欧州ではデモや暴動が広がっている。こうした社会不安もマインドの悪化を加速させ、景気の下振れリスクを増加させかねない。目先、特に警戒すべきなのはフランスであることに間違いはないが、それが他国にも広がるリスクにも注意が必要である。

図表 6 ユーロ圏の景況感指数と内訳（左）、ユーロ圏主要国の景況感指数（右）



英国経済

8月の月次GDPは製造業が押し上げ、増加基調を維持

英国の2026年8月の月次GDPは前月比+0.1%となり、3ヵ月連続の増加を維持した。増加ペースは鈍化したものの、6、7月がいずれも同+0.4%と高い伸びだったことに鑑みれば、十分に底堅い結果であったといえる。月次GDPの7～8月平均値は4～6月期平均値を0.7%上回っており、7～9月期の四半期GDPは4～6月期（前期比年率+2.1%）に続いて、高めの成長率が見込まれる。

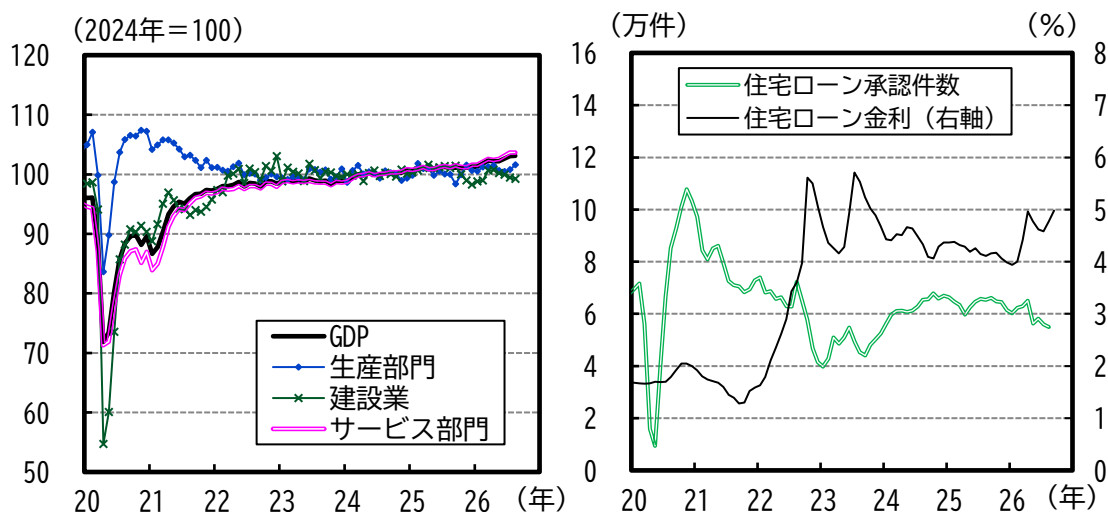
8月の月次GDPの内訳を見ていくと、生産部門が前月比+0.8%と2ヵ月連続で増加したこと、特に製造業が同+1.2%と好調だったことが全体のけん引役となった。製造業の中では、医薬品が同+5.1%と大きく増加し、これが最大の押し上げ要因となった。これに加えて、木製品・紙製品（同+3.2%）、ゴム・プラスチック製品（同+2.1%）、機械（同+2.0%）、輸送用機器（同+1.8%）など、幅広い業種で生産が増加している。また、前月に大幅に増加したコ

ンピューター・電気機器は同▲0.5%と減少に転じたが、高い水準を維持しており好調さを維持している。

一方、サービス部門については前月比横ばいとなり、7月まで3ヵ月連続で続いた増加が足踏みする形となった。内訳では、専門サービス業（同+1.5%）が4ヵ月連続の増加と好調を維持し、卸売・小売業は同+2.0%と6ヵ月ぶりの増加に転じた。卸売・小売業では、特に情報通信機器の卸売が好調であり、引き続きAI関連需要の堅調さがプラスに働いたとみられる。他方、サービス業全体の足を引っ張ったのは、娯楽サービス（同▲2.7%）、宿泊・飲食業（同▲2.1%）である。両業種は7月に好天による押し上げが報告されていたことから、そこからの反動が押し下げ要因になったとみられる。

建設業は、前月比▲0.2%と小幅ながら4ヵ月連続で減少し、全体の足を引っ張った。民間による新築住宅の減少が主な下押し要因となっており、これは住宅ローン金利の上昇が影響している可能性が高い。実際、2026年に入って住宅ローン金利が上昇するのに反比例する形で、住宅ローン承認件数は減少基調を強めており、2026年8月は5.5万件と2023年12月以来の低水準まで落ち込んでいる。

図表 7 英国の月次 GDP と業種別内訳（左）、住宅ローン金利と住宅ローン承認件数（右）



(注) 右図の住宅ローン金利は2年固定金利。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

労働市場に安定化の兆し

想定以上に景気が底堅く推移する中、英国経済における最大の懸念材料であった労働市場でも少しずつ底打ちの兆しが見られてきた。

2026年6～8月の失業率は前月差▲0.2%pt低下の4.7%と、2025年5～7月以来の低さとなった。内訳では、就業者数が同+10.0万人増加し、失業者数は同▲6.6万人と大幅に減少しており、内容としても良好である。また、源泉徴収情報を基にし、統計の信頼度が高いとされる給与所得者数は、8月が同+700人と、前月公表された速報段階の同▲2.6万人から上方修正さ

れ、極めて小幅ながら7ヵ月ぶりの増加に転じた。さらに9月分の速報値は同+1.3万人と増加が続く形となっており、これまで緩やかな減少が続いてきた給与所得者数にも下げ止まりの兆しが見られる。景気拡大の恩恵がようやく労働市場にも広がりつつあることを期待させる結果であったといえる。

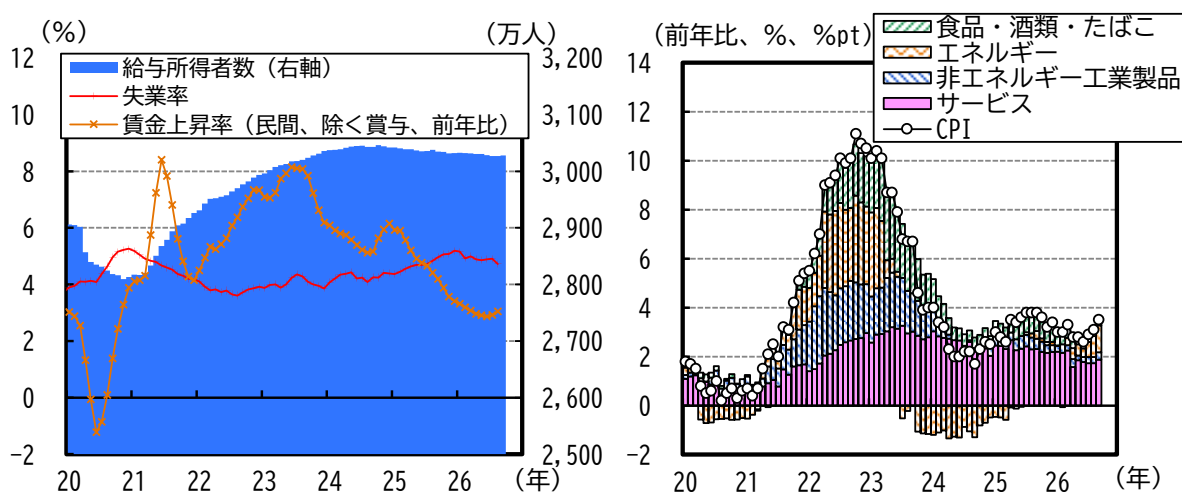
賃金動向に関して見ると、6～8月の賃金（含む賞与）は前年比+3.7%と、5～7月（同+3.9%）から伸びが縮小し、2020年9～11月以来の低さとなった。もっとも、賃金上昇率の鈍化は賞与が前年から減少した影響が大きく、賞与を除く名目賃金は同+3.7%と5～7月の同+3.6%からむしろ伸びが加速している。NHS（国民保健サービス）職員の賃金の年次改訂によって、公的部門の伸び率の高さが全体を押し上げているが、民間部門の賃金（除く賞与）も同+3.0%と、5～7月の同+2.9%からわずかながら加速しており、基調的な賃金上昇率は底堅さを増した。

金融政策の観点からは、こうした労働市場の改善の動きは、英国経済の堅調さと相まって、BOEの利上げを後押しする材料となると見込まれる。

インフレ率の動向を確認すると、9月のCPIは前年比+3.5%と前月（同+3.1%）から加速し、2025年10月以来の高さとなった。これは7月時点のBOEによる予想（同+3.0%）を大きく上回っている。

上昇率が加速した主因はエネルギー価格が前年比+17.9%と上昇幅を拡大させたことだが、これに加えてコアCPIも同+2.8%と、前月から上昇幅が拡大した。コアCPIは5月から8月の間、上昇率が同+2.6%で変わらず安定的に推移してきたが、これが4ヵ月ぶりに加速した形である。コアCPIを財とサービスに分けると、コア財（非エネルギー工業製品）価格が同+1.1%、サービス価格が同+3.7%と、いずれも上昇幅が前月から+0.2%pt拡大している。

図表 8 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ヵ月移動平均値。

(出所) ONS、Haver Analytics より大和総研作成

前回、9月の金融政策委員会でBOEは、9人の委員のうち6人の賛成で6会合連続となる政策金利の据え置きを決定した。政策金利の据え置きの大きな根拠となったのは、エネルギー価格の二次的波及、すなわち賃金への波及が見られていないことであった。

足元の統計を見る限り、BOEが重視する賃金へのインフレ率の二次的波及は、まだ明確に見られているとはいえない。だが、これまで賃金の抑制要因となっていた労働需給に改善の兆しが見られることを踏まえれば、二次的波及は今後強まる可能性が高い。

また、BOEはこれまでエネルギーコストが高い期間が長引けば長引くほど、インフレ率の上振れリスクは高まるとの見方を示してきた。足元のインフレ率の上振れに加えて、原油、ガスの市況の上昇、高止まりが続く中、インフレ率の上振れへの警戒感が高まっているとみられる。11月5日に結果が公表される次回の金融政策委員会で、BOEは2023年8月以来の利上げに踏み切ると大和総研は予想する。

バーナム政権初の秋季予算、注目は増税

世界的に長期金利が上昇する中、英国の長期金利も上昇しており、10月前半には10年債利回りはザラ場ベースでは一時5.5%を突破した。ユーロ圏と比べて政策金利の水準が高いこともあり、長期金利の水準は足元で上昇が大きく話題になっているフランスよりも高い。

また、財政懸念がさらなる金利上昇につながり得る状況は英国も同様である。その意味では10月28日に公表される、バーナム首相就任後初の秋季予算に対する金融市場の注目度はこれまで以上に高まっている。

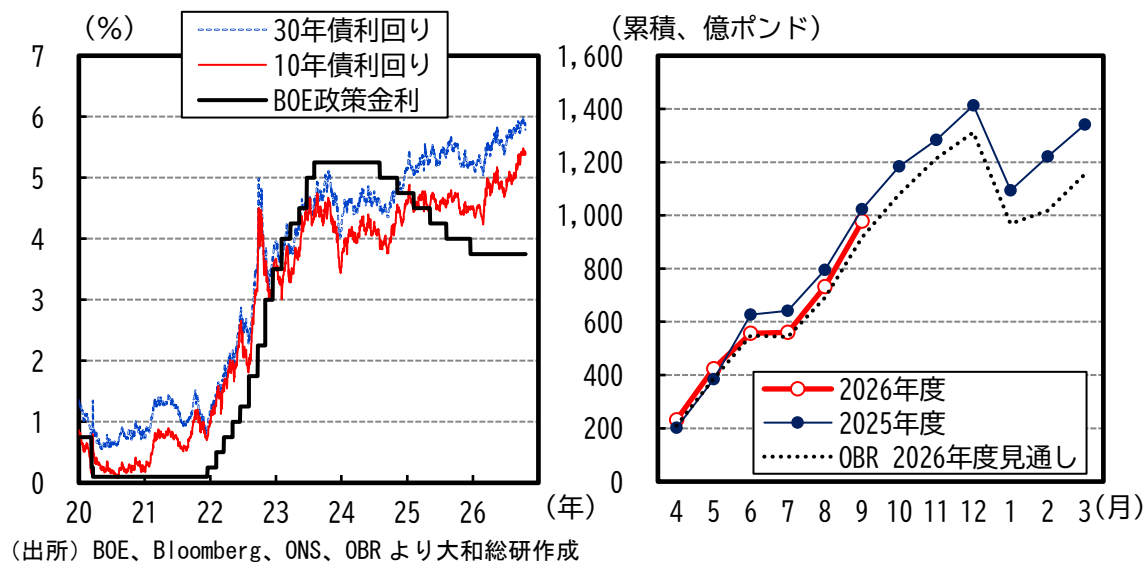
英国では、2022年のトラスショック以降、財政悪化懸念に長期金利が反応しやすい状況が続いており、金融市場への配慮からバーナム首相やヒーリー財務相は、これまで財政規律を順守することを幾度となく強調してきた。その上、フランスで財政悪化懸念が金利急騰を招いているという目下の状況に鑑みれば、財政の悪化を伴う予算が発表されるとは想定しづらい。

また、金利上昇による利払いの増加や防衛費の増加によって、英国の財政はすでに厳しさを増している。9月の公的部門純借入（財政赤字）は245億ポンドとなり、OBR（予算責任局）の予想を19億ポンド上回った。また、4月から9月までの2026年度累積赤字額は978億ポンドと、OBR予想を60億ポンド上回り、OBRが3月時点で236億ポンドと見積もっていた財政余地（財政規律を順守するための余裕）はこの半年間で縮小したとみられる。こうした点を踏まえれば、今回の秋季予算では、財政に負担がかかる大規模な政策は見送られる公算が大きい。

むしろ、縮小した財政余地を回復させるために歳出の削減や増税が盛り込まれる可能性が高く、その内容が最大の注目点となる。ヒーリー財務相はかねて労働党の公約である、所得税、付加価値税、国民保険料の引き上げは否定している。また一時、観測が高まっていたキャピタルゲイン課税の強化についても、明言こそしていないものの、否定的であることが伝えられている。他方、取り沙汰されているのは銀行への課税強化であり、2023年に8%から3%へと引き下げられた銀行税を再び引き上げるとの観測が出ている。当然ながら、金融業界や経済団体

からは英国経済の競争力を低下させるとの懸念から反発の声が上がっており、最終的な判断が注目される。

図表 9 英国の政策金利と長期金利（左）、年度別累積財政赤字と OBR 見通し（右）



図表 10 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%	0.6%	0.8%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.2%	1.0%	1.1%
家計消費支出	1.3%	0.5%	0.9%	2.3%	0.1%	1.7%	0.8%	0.5%	0.9%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	1.0%	1.0%
政府消費支出	-0.5%	2.4%	2.4%	2.2%	2.2%	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.3%	1.1%	1.5%	1.9%	1.4%
総固定資本形成	10.4%	-4.9%	4.0%	2.3%	-0.3%	-0.2%	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	1.5%	2.0%	2.8%	0.6%	1.0%
輸出	6.5%	-2.8%	2.9%	1.5%	-1.9%	14.8%	1.7%	1.5%	2.0%	2.1%	2.1%	2.3%	1.9%	2.9%	2.7%
輸入	9.3%	-1.3%	4.9%	1.4%	2.1%	7.1%	4.1%	1.6%	2.1%	2.2%	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%	1.1%	1.1%	0.6%	1.2%	1.0%	1.0%	1.3%	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%	1.0%	1.1%
家計消費支出	1.7%	1.6%	1.2%	1.3%	0.9%	1.2%	1.2%	0.8%	1.0%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.0%	1.0%
政府消費支出	1.6%	1.4%	1.4%	1.6%	2.3%	2.0%	1.7%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.5%	1.9%	1.4%
総固定資本形成	2.4%	3.7%	2.9%	2.8%	0.2%	1.4%	0.6%	0.3%	0.6%	1.0%	1.1%	1.4%	2.8%	0.6%	1.0%
輸出	2.6%	0.3%	2.2%	2.0%	-0.1%	4.1%	3.8%	3.8%	4.8%	1.8%	1.9%	2.1%	1.9%	2.9%	2.7%
輸入	4.2%	2.7%	3.5%	3.5%	1.8%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%	2.5%	2.0%	2.3%	3.5%	3.2%	2.6%
鉱工業生産 (除く建設)	2.2%	1.4%	1.4%	1.8%	-1.9%	-0.1%	0.1%	0.3%	1.7%	1.4%	1.6%	1.8%	1.7%	-0.4%	1.6%
実質小売売上高	2.4%	3.1%	2.0%	2.3%	2.0%	1.3%	0.9%	0.4%	0.2%	0.2%	0.6%	0.9%	2.4%	1.1%	0.5%
消費者物価	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	2.0%	3.0%	3.3%	3.9%	3.5%	2.7%	2.4%	2.0%	2.1%	3.1%	2.6%
生産者物価	2.4%	0.6%	-0.1%	-1.2%	-1.1%	5.1%	7.6%	9.0%	8.1%	5.9%	3.6%	2.8%	0.4%	5.1%	5.0%
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	56.1	27.3	25.1	24.3	12.4	-9.3	-1.3	-1.8	2.0	5.9	8.8	11.5	132.8	0.0	28.3
経常収支	63.4	75.0	64.0	65.7	74.1	57.0	64.3	63.6	66.4	69.2	71.2	73.0	268.1	259.1	279.8
独 国債10年物 (期中平均)	2.58%	2.55%	2.69%	2.72%	2.85%	3.01%	3.26%	3.47%	3.47%	3.40%	3.22%	3.17%	2.63%	3.15%	3.31%
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%	2.75%	2.75%	2.00%	2.75%	2.75%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2026 年 10 月 21 日時点)。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

図表 11 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	2.4%	0.0%	0.7%	0.0%	2.6%	2.1%	1.7%	0.5%	1.2%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.4%	1.3%
家計消費支出	0.1%	-0.2%	0.3%	0.5%	2.8%	1.4%	0.5%	0.6%	0.8%	1.1%	1.2%	1.2%	1.0%	1.2%	0.9%
一般政府消費支出	-1.3%	4.7%	1.2%	1.8%	4.2%	-2.2%	1.1%	1.5%	1.5%	1.7%	1.4%	1.0%	2.3%	1.6%	1.2%
総固定資本形成	11.1%	1.6%	3.1%	-1.3%	7.2%	3.8%	1.0%	1.5%	1.8%	2.1%	2.0%	1.8%	3.4%	2.9%	1.8%
輸出	12.9%	-6.2%	3.2%	2.5%	-0.2%	11.5%	5.6%	1.2%	3.1%	2.7%	2.5%	2.4%	1.2%	3.3%	3.3%
輸入	4.8%	2.6%	0.8%	3.8%	5.7%	-0.1%	2.2%	2.5%	2.7%	2.5%	2.3%	2.3%	3.7%	2.8%	2.3%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	1.8%	1.1%	1.2%	0.8%	0.8%	1.4%	1.6%	1.7%	1.4%	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%	1.4%	1.3%
家計消費支出	1.7%	1.3%	0.8%	0.2%	0.8%	1.2%	1.3%	1.3%	0.8%	0.7%	0.9%	1.1%	1.0%	1.2%	0.9%
一般政府消費支出	2.9%	2.5%	2.1%	1.6%	3.0%	1.2%	1.2%	1.1%	0.5%	1.4%	1.5%	1.4%	2.3%	1.6%	1.2%
総固定資本形成	2.9%	3.7%	3.7%	3.5%	2.6%	3.1%	2.6%	3.4%	2.0%	1.6%	1.8%	1.9%	3.4%	2.9%	1.8%
輸出	1.8%	-0.5%	0.8%	2.9%	-0.2%	4.2%	4.8%	4.4%	5.3%	3.1%	2.4%	2.7%	1.2%	3.3%	3.3%
輸入	6.0%	1.3%	4.8%	3.0%	3.2%	2.5%	2.9%	2.6%	1.8%	2.5%	2.5%	2.5%	3.7%	2.8%	2.3%
鉱工業生産	0.6%	0.2%	-0.5%	1.2%	0.1%	0.5%	1.8%	0.7%	0.6%	0.9%	0.8%	0.9%	0.4%	0.8%	0.8%
実質小売売上高	0.5%	1.1%	1.4%	1.4%	2.2%	2.2%	1.6%	2.4%	1.3%	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%	2.1%	1.2%
消費者物価	2.8%	3.5%	3.8%	3.4%	3.1%	2.8%	3.1%	3.6%	3.5%	3.3%	2.9%	2.3%	3.4%	3.1%	3.0%
失業率	4.6%	4.7%	5.0%	5.2%	5.0%	4.9%	4.7%	4.7%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%	4.9%	4.8%	4.6%
10億英ポンド															
貿易収支	-52.4	-60.6	-58.5	-62.8	-65.0	-64.0	-60.6	-61.8	-61.8	-62.0	-62.1	-61.9	-234.3	-251.4	-247.8
経常収支	-20.3	-25.5	-18.8	-27.1	-21.1	-19.9	-17.1	-17.6	-17.2	-16.8	-16.6	-16.3	-91.6	-75.7	-66.9
国債10年物 (期中平均)	4.60%	4.57%	4.64%	4.52%	4.53%	4.85%	5.05%	5.42%	5.41%	5.37%	5.39%	5.40%	4.58%	4.96%	5.39%
政策金利 (未値)	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	3.75%	3.75%	4.00%	3.75%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2026 年 10 月 21 日時点)。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

中国経済 不動産不況の底打ちに期待

見通しを 2026 年 4.5%→4.6%、2027 年 4.2%→4.4%に引き上げ

齋藤 尚登

[要約]

- 中国国家統計局によると、2026 年 7 月～9 月の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.5%（以下、断りのない限り変化率は前年比、前年同期比）となった。1 月～9 月は 4.6%と、2026 年の政府成長率目標である 4.5%～5.0%のレンジ内となったが、4 月～6 月（4.3%）はこれを下回り、7 月～9 月は下限と同じだった。1 月～9 月の 4.6%成長に対する需要項目別寄与度は、最終消費支出が 2.1%pt、総資本形成は 1.3%pt、純輸出は 1.2%pt であった。1 月～6 月との比較では、内需が一段と減速した一方で、7 月～9 月の貿易黒字の急増を背景に、純輸出の寄与度が上昇した。
- 当面の注目点は、2026 年 8 月 28 日付で発表された住宅の予約販売から完成後販売への移行と、10 月 1 日に開始された新規住宅ローンに対する財政による 1%pt の利子補給で、住宅需要がどれほど刺激されるかである。大和総研では、少なくとも当面は、不動産不況による景気下振れリスクが限定的になるとみている。このため、中国経済見通しを若干引き上げた。2026 年は従来の 4.5%から 4.6%に、2027 年は 4.2%から 4.4%に上方修正した。

2026 年 7 月～9 月の実質 GDP 成長率は政府目標の下限と同じ 4.5%

中国国家统计局によると、2026 年 7 月～9 月の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.5%（以下、断りのない限り変化率は前年比、前年同期比）となった。1 月～9 月は 4.6%と、2026 年の政府成長率目標である 4.5%～5.0%のレンジ内となったが、4 月～6 月（4.3%）はこれを下回り、7 月～9 月は下限と同じだった。

2026 年 1 月～9 月の 4.6%成長に対する需要項目別寄与度は、最終消費支出が 2.1%pt（1 月～6 月は 4.7%成長に対して 2.2%pt）、総資本形成は 1.3%pt（同 1.7%pt）、純輸出は 1.2%pt（同 0.8%pt）であった。1 月～6 月との比較では、内需が一段と減速した一方で、後述する 7 月～9 月の貿易黒字の急増を背景に、純輸出の寄与度が上昇した。

図表 1 実質 GDP 成長率（前年比）需要項目別寄与度（単位：%、%pt）

	実質GDP 成長率	最終消費 支出	総資本形成	純輸出
2020	2.3	▲ 0.1	1.7	0.7
2021	8.6	5.2	1.7	1.7
2022	3.1	1.5	1.2	0.4
2023. 1-3	4.7	3.2	1.8	▲ 0.3
1-6	5.7	4.4	1.9	▲ 0.6
1-9	5.4	4.6	1.6	▲ 0.8
1-12	5.4	4.6	1.4	▲ 0.6
2024. 1-3	5.3	3.9	0.6	0.8
1-6	4.9	3.1	1.3	0.7
1-9	4.8	2.4	1.2	1.1
1-12	5.0	2.2	1.3	1.5
2025. 1-3	5.4	2.8	0.5	2.1
1-6	5.3	2.7	0.8	1.8
1-9	5.2	2.7	0.8	1.7
1-12	5.0	2.6	0.8	1.6
2026. 1-3	5.0	2.3	1.9	0.8
1-6	4.7	2.2	1.7	0.8
1-9	4.6	2.1	1.3	1.2

（注）四捨五入の関係で需要項目別寄与度の合計が実質GDP成長率と一致しないことがある

（出所）CEIC、中国国家统计局より大和総研作成

消費は低迷。自動車販売金額は大幅減少

2026 年 7 月～9 月の小売売上は 0.7%増となり、4 月～6 月の 0.2%増から伸び率はやや加速したもの低空飛行となった。1 月～9 月は 1.1%増であった。6 年目に突入した不動産不況による逆資産効果に加え、自動車の買い替え補助金政策の効果一巡・NEV（新エネルギー車）の車両購入税の徴収開始（一貫して免税→価格の 5%）の影響が色濃く表れている。

2026 年 7 月～9 月の自動車販売金額は 20.6%減となり、1 月～3 月の 9.1%減、4 月～6 月の 17.5%減からマイナス幅を一段と広げた。1 月～9 月は 14.9%減であった。2024 年 7 月 25 日に発表された「大規模設備更新と消費財買い替えへの支援強化に関する若干の措置」では、ガソリン車の補助金は従来の 7,000 元から 1.5 万元に、NEV は 1 万元から 2 万元に増額され、この政策は 2025 年も維持された。ただし、自動車販売台数で見たこの効果は、2025 年秋までに一巡した。2026 年の補助金は、ガソリン車は価格の 10%（上限は 1.5 万元）、NEV は同 12%（上限は 2 万元）と定率補助が導入されている。さらに、「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 NEV の車両購入税の徴収開始が響いている。これは事前に発表されており、購入者の多くは 2025 年末までに前倒しで購入した可能性が高い。

なお、中国国家统计局によると、2026 年 1 月～9 月の小売売上は 1.1%増となったが、自動車販売を除くと 2.8%増であった。自動車販売だけで小売売上の増加率を 1.7%pt 押し下げたことになる。買い替え補助金政策の効果一巡にせよ、車両購入税徴収開始前の駆け込み需要の反動にせよ、需要の先食い政策のツケは大きいということだ。

図表 2 自動車販売金額の推移（前年同月比）（単位：％）



2026 年 1 月～9 月の固定資産投資は 7.2%減に落ち込む

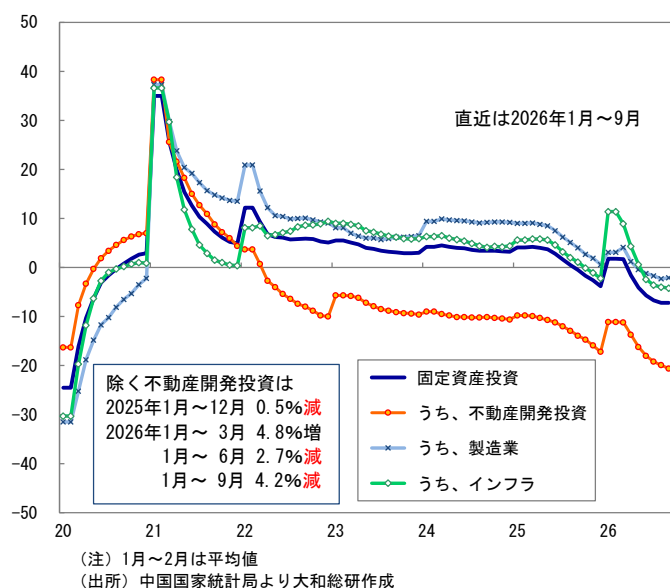
2026 年 1 月～9 月の固定資産投資は 7.2%減となり、1 月～6 月の 5.7%減からマイナス幅を広げた。2025 年は 1989 年以来の減少（3.8%減）を記録したが、足元はそれを上回る減少幅となっている。分野別に、1 月～9 月の製造業投資は 2.1%減（1 月～6 月は 1.2%減）、インフラ投資は 4.2%減（同 2.4%減）、不動産開発投資は 20.6%減（同 18.0%減）と、いずれもマイナス幅を広げた。中でも不動産開発投資は 2022 年～2025 年にかけて年平均 13.5%減となった上でのマイナス幅拡大であり、状況は極めて厳しい。

2026年1月～9月の不動産開発投資を除く固定資産投資は4.2%減となり、1月～6月の2.7%減から一段と悪化した。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権利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。

製造業投資には、明るい材料もある。2026年1月～9月の鉄道・船舶・航空・宇宙・その他輸送設備製造業は15.8%増を記録し、コンピュータ・通信・その他電子設備製造業は9.6%増となった。いずれも新世代情報技術、航空・宇宙といった「戦略的新興産業」として、第15次5カ年計画（2026年～2030年）でも中国共産党・政府が特に重視している産業だ。しかし、全体として振るわないのは、内需が低迷する中で、供給過剰に苦しむ従来型製造業が投資の抑制を余儀なくされたためだ。

インフラ投資は2026年1月～3月こそ資金の一部となる地方政府特別債券の前倒し発行が功を奏したが、2026年の同債券の発行枠は2025年と同額の4.4兆元であり、既に息切れした格好である。

図表3 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：％）



貿易黒字が急増

中国通関統計によると、2026年7月～9月の輸出（以下、貿易は米ドル建て）は28.4%増となり、1月～3月の14.7%増、4月～6月の20.1%増から一段と加速した。1月～9月は21.3%増であった。ただし、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。

品目別には、集積回路が倍増となり、コンピュータ・同部品の輸出も大きく伸びた。このほか、国内需要の低迷で輸出ドライブがかかる自動車の輸出も急増した。

国・地域別には、最大の輸出先である ASEAN 向けが期を追うごとに加速したほか、米中貿易戦争の休戦を受けて、米国向けも4月～6月以降、急増している。

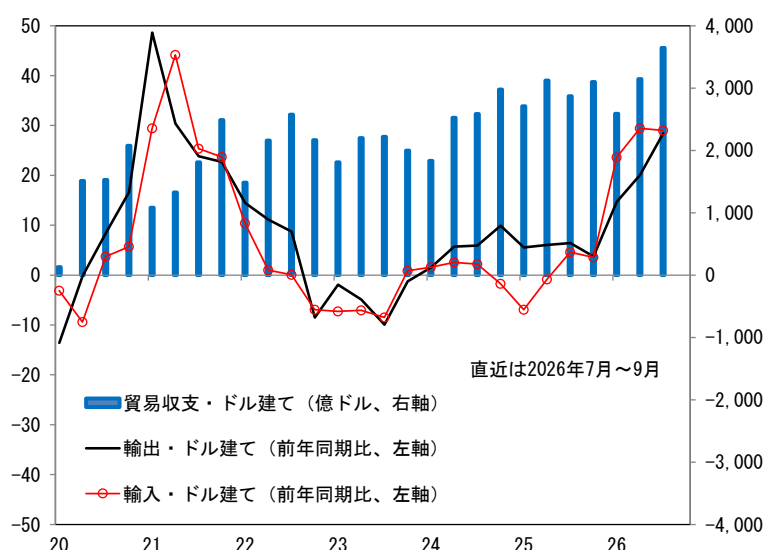
2026年7月～9月の輸入は29.0%増となり、1月～3月の23.6%増、4月～6月の29.4%増と同様の高水準の伸び率が続いた。1月～9月は27.5%増だった。内需は低迷しており、4月～6月以降の輸入増加率のほとんどは輸入価格の上昇によるものである。

品目別には、コンピュータ・同部品、集積回路の輸入が急増したほか、銅関連の輸入も大きく増えた。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。

国・地域別には、中国とのサプライチェーンが構築されている ASEAN からの輸入伸び率が加速し、4月～6月以降は米国からの輸入も急回復している。日本からの輸入も好調だ。一方、7月～9月の EU からの輸入は±0.0%と冴えない。中国と EU の貿易摩擦問題（中国の大幅な輸出超）で強硬な姿勢を示す EU への対抗として、中国が EU からの輸入を抑制した可能性がある。

2026年7月～9月の貿易黒字は27.0%増の3,645.5億ドルとなり、1月～3月の4.4%減、4月～6月の0.8%増から急増した。1月～9月の貿易黒字は7.8%増の9,381.1億ドルとなった。2025年は1.2兆ドルの貿易黒字を計上し、欧米などから強く批判されたが、今年はそれを上回る可能性がある。

図表4 輸出入(前年同期比)と貿易収支(金額)の推移(単位：％、億ドル)



(注) 輸出・輸入は四半期毎の前年同期比、貿易収支は合計
 (出所) 中国通関統計より大和総研作成

特に EU との間では、中国からのハイブリッド車（HV）やプラグインハイブリッド車（PHV）の EU の輸入急増が問題視されていたが、両者は中国からの HV と PHV の輸入削減で合意した。欧州委員会は 2026 年 10 月、4 年間の緊急輸入制限（セーフガード）を発動し、2026 年の実績見込みの半分以下となる年間 35 万台の輸入枠を設定し、この枠を毎年 6% 拡大するとした。中国商務省の発表によると、EU が 2025 年に中国から輸入した HV と PHV は合計 30.2 万台であり、それを段階的に増やすと説明しているが、2026 年に輸入台数は急増し、80 万台程度になると見込まれている。これを基にすれば、輸入台数は半減以下になる計算だ。

さらに、中国財政部と中国国家税務総局は 2026 年 10 月 12 日、NEV の付加価値税の輸出還付率を現行の 13% から 9% に引き下げ、2027 年 4 月 1 日より実施するとした。全世界向けの NEV の輸出が対象であり、輸出インセンティブは低下することになる。大和総研では、実施までの間に一段の輸出ドライブがかかることを懸念している。

不動産不況底入れの可能性が高まり、成長率見通しを若干上方修正

当面の注目点は、2026 年 8 月 28 日付で発表された住宅の予約販売から完成後販売への移行と、10 月 1 日に開始された新規住宅ローンに対する財政による 1%pt の利子補給で、住宅需要がどれほど刺激されるかである。

前者について、中国では建設中に住宅を購入し、住宅ローンの返済が始まる予約販売が大半であり、工事中断問題が大きな経済的社会的問題になっていた。完成後販売への移行を推進することで、引き渡し不能リスクを防止し、工事中断問題を根本から回避することが期待される。また、住宅ローンについては、「完成後販売の場合、銀行は購入手続き完了後に住宅ローンを提供し、予約販売の場合は、デベロッパーによる工事完成手続き完了後に住宅ローンを提供する」とした。予約販売の場合でも工事完成後に住宅ローンが組まれるため、従来のような物件引き渡し不能事態の発生は概ね回避されることになろう。

後者の住宅ローンに対する財政による利子補給の対象は、家計が取得する 1 軒目の住宅で、面積 120 m² 以下、価格 150 万元（1 元＝23.6 円で換算。約 3,540 万円）以下の物件である。住宅ローンのうち最大 100 万元を対象に、住宅ローン金利の 1%pt 分が 5 年にわたり財政から補給される。単純計算すると、5 年で 5 万元弱の利子補給が行われる計算だ。予算がどの程度確保されているのか不明であるが、住宅購入は刺激されるとみられ、少なくとも当面の景気をある程度下支えする可能性がある。ただし、この政策は暫定的に 1 年間実施するとされ、効果は短期間で終わってしまう懸念がある。

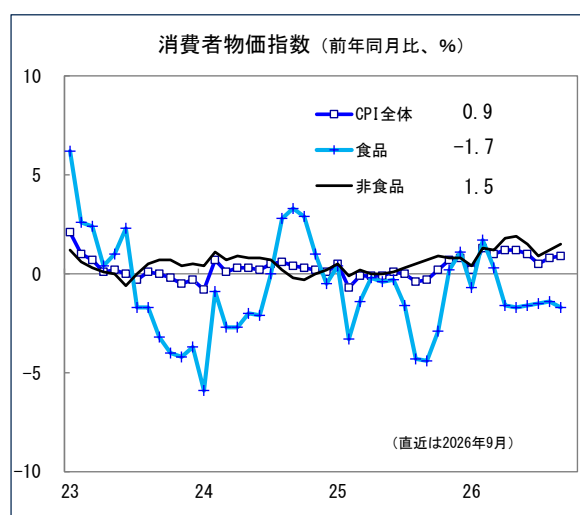
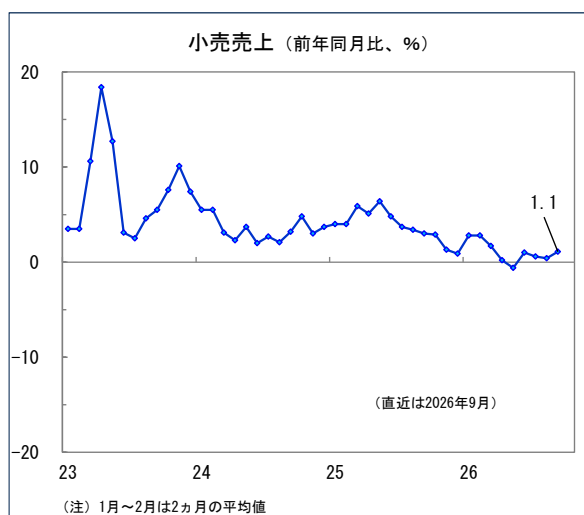
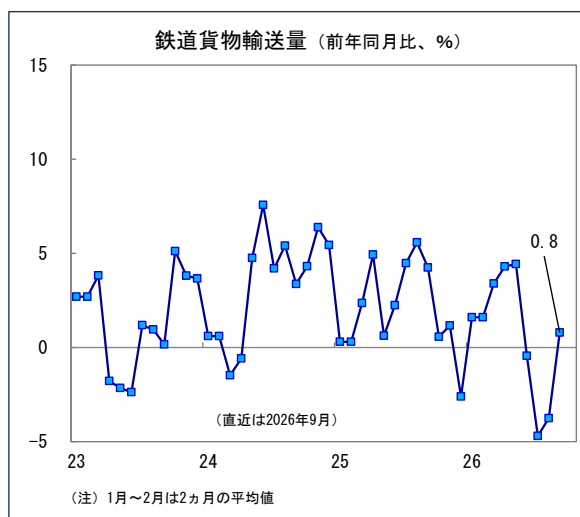
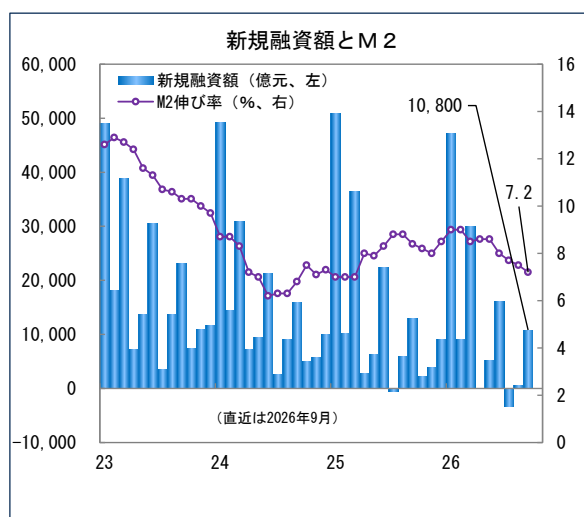
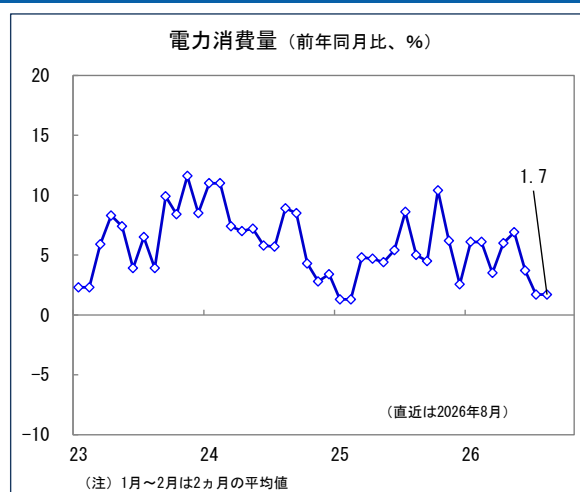
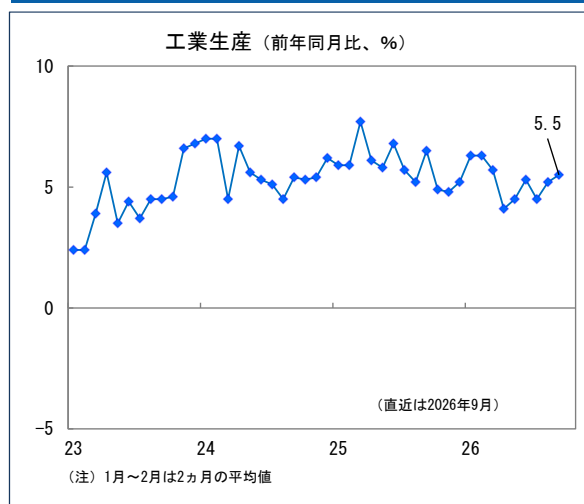
大和総研では、少なくとも当面は、不動産不況による景気下振れリスクが限定的になるとみている。このため、中国経済見通しを若干引き上げた。2026 年は従来の 4.5% から 4.6% に、2027 年は 4.2% から 4.4% に上方修正した。

(参考) 主要経済指標一覧

	2025年9月	10月	11月	12月	2026年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	4.8	-	-	4.5	-	-	5.0	-	-	4.3	-	-	4.5
工業生産（前年同月比、%）	6.5	4.9	4.8	5.2	6.3		5.7	4.1	4.5	5.3	4.5	5.2	5.5
電力消費量（前年同月比、%）	4.5	10.4	6.2	2.6	6.1		3.5	6.0	6.9	3.7	1.7	1.7	
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	4.2	0.6	1.2	-2.6	1.6		3.4	4.3	4.4	-0.4	-4.7	-3.8	0.8
固定資産投資（前年累計比、%）	-0.5	-1.7	-2.6	-3.8	1.8		1.7	-1.6	-4.1	-5.7	-6.7	-7.2	-7.2
不動産開発投資（前年累計比、%）	-13.9	-14.7	-15.9	-17.2	-11.1		-11.2	-13.7	-16.2	-18.0	-19.2	-19.9	-20.6
小売売上（前年同月比、%）	3.0	2.9	1.3	0.9	2.8		1.7	0.2	-0.6	1.0	0.6	0.4	1.1
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	-0.3	0.2	0.7	0.8	0.2	1.3	1.0	1.2	1.2	1.0	0.5	0.8	0.9
食品（前年同月比、%）	-4.4	-2.9	0.2	1.1	-0.7	1.7	0.3	-1.6	-1.7	-1.6	-1.5	-1.4	-1.7
非食品（前年同月比、%）	0.7	0.9	0.8	0.8	0.4	1.3	1.2	1.8	1.9	1.5	0.9	1.2	1.5
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-2.3	-2.1	-2.2	-1.9	-1.4	-0.9	0.5	2.8	3.9	4.1	3.5	3.8	5.0
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-3.1	-2.7	-2.5	-2.1	-1.4	-0.7	0.8	3.5	5.8	6.4	5.5	5.8	6.9
新規融資額（億元）	12,900	2,200	3,900	9,100	47,100	9,000	29,900	-100	5,200	16,100	-3,400	600	10,800
M2伸び率（%）	8.4	8.2	8.0	8.5	9.0	9.0	8.5	8.6	8.6	8.0	7.7	7.5	7.2
輸出（前年同月比、%）	8.1	-1.3	5.8	6.5	21.8		2.5	13.9	19.2	26.8	23.9	24.9	36.3
輸入（前年同月比、%）	8.0	1.7	2.5	6.3	20.9		28.5	25.3	27.4	35.8	27.6	28.3	31.0
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	887.2	880.0	1,098.6	1,119.3	1,045.9		497.4	842.2	1,049.1	1,255.2	1,122.6	1,187.5	1,335.3
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-2.6	-2.0	-2.1	-2.4	-2.4	-2.3	-2.1	-2.3	-2.1	-2.1	-2.3	-2.3	-2.7
上海（前年同月比、%）	5.6	5.7	5.1	4.8	4.2	4.2	3.7	3.7	3.2	3.1	3.0	3.0	2.8
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-19.0	-19.9	-20.6	-20.5	-23.1		-20.2	-22.1	-22.7	-23.5	-24.2	-24.9	-25.0
竣工面積（前年累計比、%）	-15.4	-17.0	-18.1	-18.2	-27.9		-25.0	-24.0	-23.4	-23.7	-23.3	-23.8	-25.2
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-6.3	-7.6	-8.6	-9.5	-13.5		-10.7	-10.6	-11.3	-12.5	-12.7	-13.0	-14.2
金額（前年累計比、%）	-8.5	-10.2	-11.7	-13.2	-20.2		-17.0	-14.9	-13.9	-14.2	-13.8	-13.7	-14.7

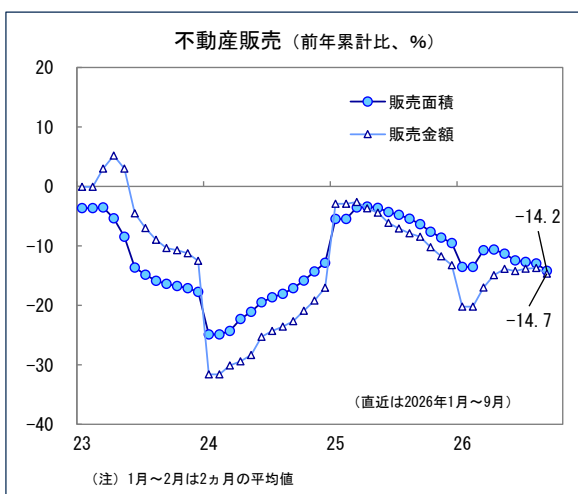
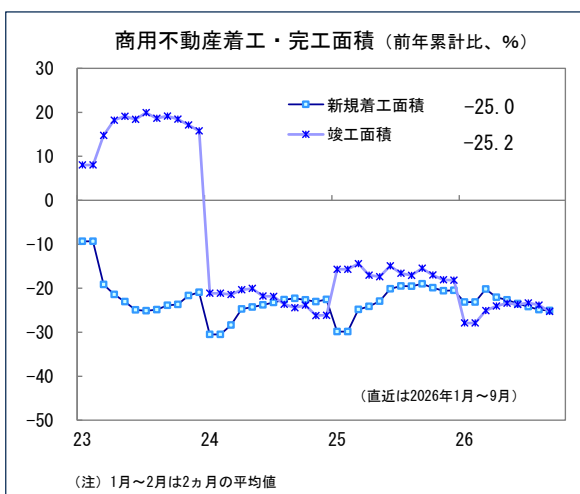
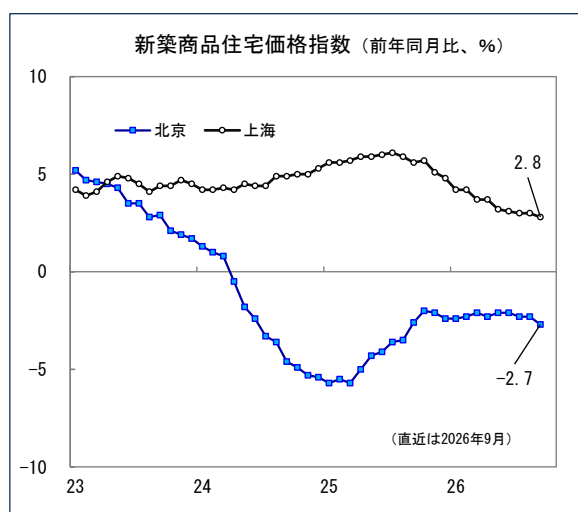
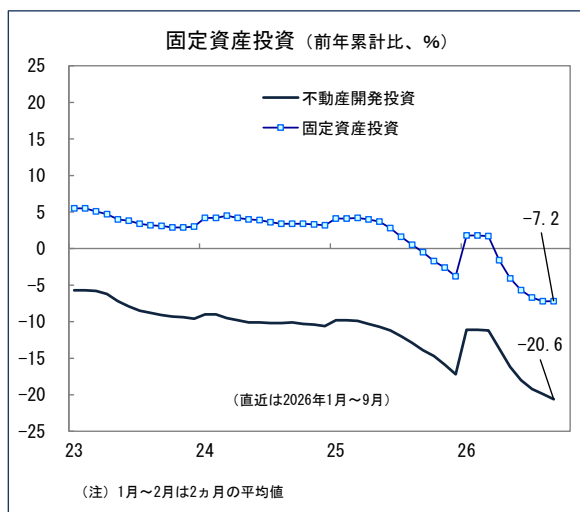
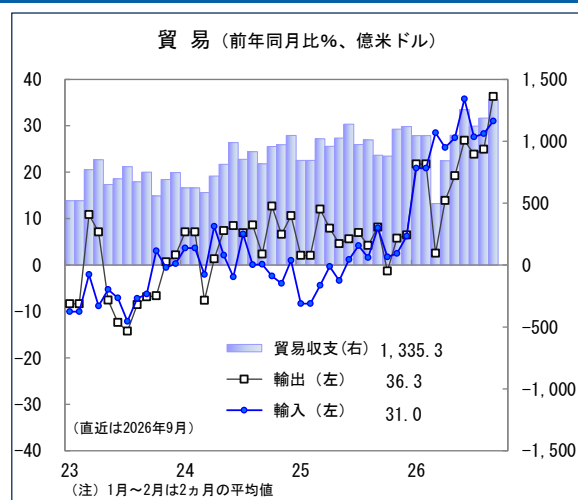
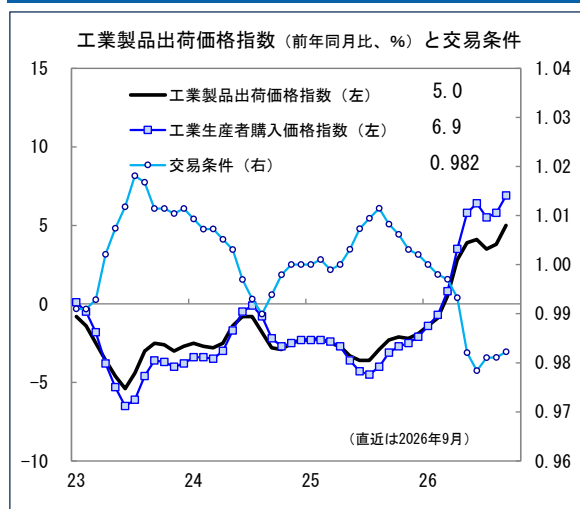
（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

(参考) 主要経済指標一覧 (続き)



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

(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