2026 年 11 月 26 日　全 48 頁

主要国経済 Outlook
2026 年 12 月号（No. 481）

経済見通し：世界、日本、米国、欧州、中国

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

［要約］

■ Overview…… 2
中間選挙後の米国にどう向き合うか

■ 日本経済…… 3
物価高が重しも緩やかな景気拡大は継続、米 AI 投資減速に警戒

■ 米国経済…… 18
「動きにくさ」がリスクに

■ 欧州経済…… 29
底堅さの中での明暗

■ 中国経済…… 41
光明は中古住宅販売の回復

株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目 9 番 1 号 グラントウキョウ ノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研と大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

Overview

中間選挙後の米国にどう向き合うか

末吉 孝行

最近でこそ多少関心が集まっているが、従来、日本では米国の連邦議会に対する注目度は高くなかった。これは、日本の政治制度と関係があるのかもしれない。議院内閣制を採用する日本では、内閣を構成する与党と国会の多数派は基本的に一致するため、多くの国民にとって政権と国会の違いはさほど意識されない。

だが米国では、議会の動向は政策を考える上で非常に重要である。米国で法案を正式に提出できるのは議員であり、大統領にその権限はない。議会では議員や専門スタッフが法案作成に深く関わり、審議によって内容が大きく修正されることもある。いったん法律が成立すれば、大統領が単独でこれを覆すこともできない。2026 年 11 月 3 日に行われた米国の中間選挙では、上下院とも民主党が過半数の議席を占めることが確定したが、この意味は決して小さくない。

ただし、米国の通商政策の大きな方向性は変わらないだろう。例えば、第 1 次トランプ政権が導入した対中追加関税の多くは、2021 年に発足した民主党のバイデン政権にも引き継がれた。中国製電気自動車に対する 1974 年通商法 301 条の追加関税率を 25%から 100%に引き上げたのもバイデン政権だ。そうした経緯を踏まえると、現在の対日追加関税もそう簡単に取り払われるとは期待できないのではないか。米国の保護主義は今後も続くとみておいたほうがよい。

変わるとすれば、戦術や手法であろう。トランプ大統領は貿易赤字の削減を掲げ、これまでの常識では考えにくいような高率の関税を賦課した。これに対し、民主党は環境や人権、安全保障を絡め、反論が難しい論理で関税や規制を打ち出してくるかもしれない。米国相手にビジネスをする日本企業にとって、民主党が主導する議会は必ずしも与しやすい相手とは限らない。

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞　（2026 年 11 月 25 日時点）

（%）　（前年比%）

	2026年				2027年				2024年	2025年	2026年	2027年
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	（下線及び斜字は年度）			
日本	1.9	1.7	-0.1	0.5	0.3	1.0	1.0	1.0	0.1	1.2	0.9	0.7
									0.7	*0.9*	*0.9*	*0.8*
米国	2.5	2.2	3.4	2.5	2.0	1.9	2.0	2.1	3.0	2.3	2.4	2.3
ユーロ圏	0.0	2.6	1.7	1.0	1.0	1.1	1.2	1.4	1.3	1.2	1.1	1.2
英国	2.6	2.1	3.0	0.7	0.7	1.1	1.2	1.2	1.1	1.2	1.6	1.2
中国	5.0	4.3	4.5	4.5	4.3	4.4	4.5	4.4	5.0	5.0	4.6	4.4
ブラジル	1.8	2.0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A	3.4	2.3	1.9	1.8
インド	8.6	7.8	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A	*7.2*	*7.8*	*7.0*	*7.0*
ロシア	-0.2	1.3	1.0	N.A	N.A.	N.A.	N.A.	N.A	4.9	1.0	1.0	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

物価高が重しも緩やかな景気拡大は継続、米 AI 投資減速に警戒

神田 慶司
畑中 宏仁
秋元 虹輝
横田 凱

[要約]

- 2026 年 7-9 月期の GDP1 次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。実質 GDP 成長率は 2026 年度＋0.9%、2027 年度＋0.8%（暦年ベースでは 2026 年＋0.9%、2027 年＋0.7%）と見込んでいる。物価高が重しとなる中、高水準の賃上げ継続や 2027 年度から実施見込みの消費減税などにより実質賃金の上昇基調が続き、個人消費は 2027 年度にかけて緩やかに増加するだろう。設備投資は、好調な企業収益や米国の AI 関連需要などを背景に、省力化や AI 関連、研究開発などでの拡大を見込んでいる。

- ハイパースケーラー5 社（マイクロソフトやアマゾンなど）の設備投資は民間アナリスト予想（11 月 17 日時点）で 2027 年に前年比約 50%増と見込まれており、実現すれば日本の実質 GDP 成長率を 0.2%pt 程度押し上げると試算される。もっとも、米中間選挙の結果を受けて AI 投資への懸念が広がっており、仮に民間アナリスト予想の最小値（同約 20%増）にとどまれば、成長率の押し上げ幅は半分以下に縮小する。

- コア CPI 上昇率は 2026 年度に前年比＋2.5%、2027 年度に同＋2.3%と見込んでいる。エネルギー価格の上昇で 2026 年度内は物価上昇率の拡大が続き、2027 年度も企業の価格転嫁が消費者物価を押し上げる可能性が高い。物価上振れリスクへの警戒が続く中、日本銀行は 2026 年 12 月に 1.50%、2027 年 3 月に 1.75%へと短期金利を引き上げた後、経済・物価・金融情勢への影響を見極めると予想する。

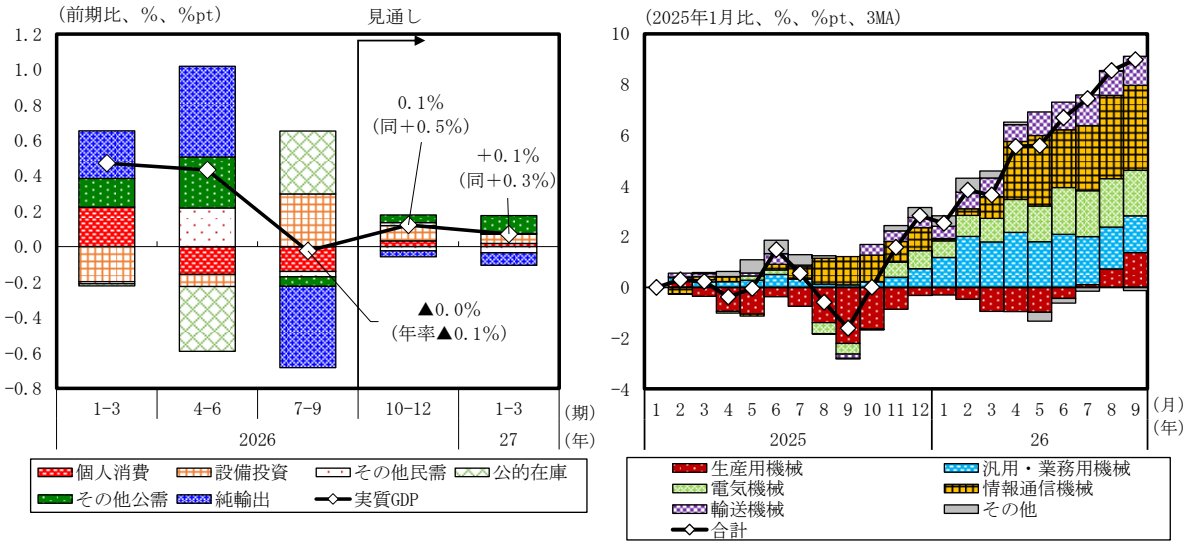
1.　日本経済は 2027 年度にかけて 1%弱の緩やかな拡大基調が継続

7-9 月期は個人消費の弱さと外需の下押しで、4 四半期ぶりのマイナス成長

2026 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、1 次速報値で前期比年率▲0.1%（前期比▲0.0%）と、小幅ながらも 4 四半期ぶりのマイナス成長となった[1]。設備投資が増加に転じ、実質雇用者報酬の増加が続くなど緩やかな景気の拡大基調は続いているとみられるが、在庫変動を除いた実質最終需要は前期比年率▲2.1%であり、個人消費が 2 四半期連続で減少するなど内容は悪い。

交易利得・損失は 7-9 月期で▲11.4 兆円（年率換算額）で[2]、実質 GDP に交易利得・損失を加えた実質 GDI（国内総所得）成長率は前期比年率▲1.6%だった。原油高などによる交易条件の悪化で所得が海外に流出し、交易損失は前期から 2.2 兆円拡大した。国内の所得環境は GDP で見る以上に悪化したが、政府のエネルギー高対策が家計や企業への影響を一定程度緩和した。

図表 1：実質 GDP 成長率の実績と見通し（左）、総供給指数に基づく機械投資の内訳（右）



（注）季節調整値。左図の見通しは大和総研による。右図は、業種別の総供給指数をもとに、2024 年 SNA 産業連関表の民間総固定資本形成額をウエイトとして寄与度を算出。3 カ月後方移動平均値を掲載。

（出所）内閣府、経済産業省統計より大和総研作成

実質 GDP を需要項目別に見ると（**図表 1 左**）、民需関連では個人消費・住宅投資が減少した一方、設備投資は増加した。公需関連では政府消費と公共投資が減少した。公的在庫変動については、7-9 月期に大規模な石油の国家備蓄放出が行われなかったため、実質 GDP 成長率への寄与度は前期比＋0.5%pt と成長率を大きく押し上げた。外需関連では輸出減と輸入増により、純輸出は実質 GDP 成長率を押し下げた。

---

[1] 詳細は、神田慶司・畑中宏仁（2026）「2026 年 7-9 月期 GDP（1 次速報）」（大和総研レポート、2026 年 11 月 16 日）を参照。

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

10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率＋0.5%と見込んでいる。個人消費は小幅に増加し、設備投資も増加するだろう。輸出は米国向けの財や中国以外のインバウンド需要を中心に増加するものの、輸入の伸びが上回り、外需の寄与度はマイナスになるとみている。

機械投資は 2025 年 10-12 月期から拡大傾向が続く

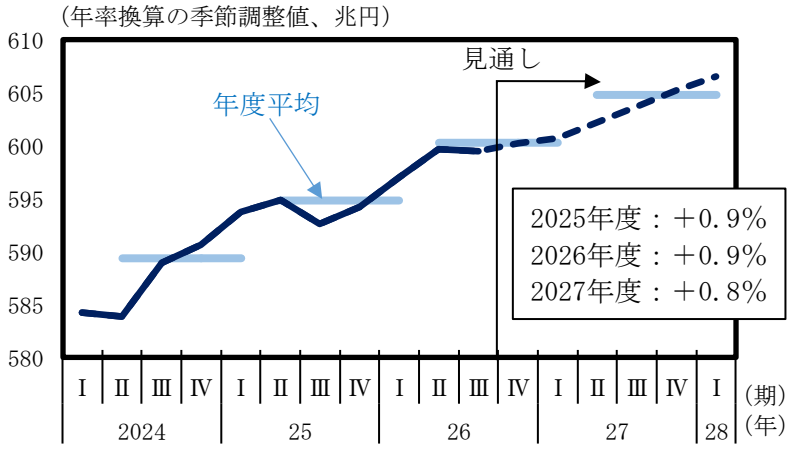
7-9 月期の設備投資は 3 四半期ぶりに増加したが、その要因の 1 つが機械投資である。民間総固定資本形成額をウエイトとした機械製造業の総供給指数を試算すると、機械投資は 2025 年 10-12 月期から拡大傾向が続いている（**図表 1 右**）。

内訳を見ると、2025 年 10-12 月期から 2026 年 1-3 月期の増加を支えたのは生産用機械と汎用・業務用機械である。具体的には、半導体製造装置やタービン、運搬機械などの国内供給が増加していたようだ。その後、4-6 月期には情報通信機械が、7-9 月期には建設・鉱山用機械や金属工作機械などの生産用機械が再び増加に寄与している。機械投資増加の背景には、好調な企業収益や、AI 関連需要の高まり、人手不足によるデジタル化・省力化投資のニーズなどがあるとみられる。今後は、中東情勢の悪化による資材価格の高騰や AI 関連需要の持続性に対する不透明感の高まりが景気の下押しリスクとなり得るものの、機械投資の拡大による生産能力・生産性の向上が経済を下支えすることが期待される。

海外経済の前提　～主要国はプラス成長を見込むも、AI 投資を取り巻く環境には変化の兆し

図表 2 ではメインシナリオにおける実質 GDP の推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新（11 月 17 日時点）の見通しに基づく。

図表 2：日本の実質 GDP 見通しと海外経済の前提



米欧中の実質GDP成長率

米国	2025年：＋2.3% 2026年：＋2.4% 2027年：＋2.2%
ユーロ圏	2025年：＋1.2% 2026年：＋1.1% 2027年：＋1.2%
中国	2025年：＋5.0% 2026年：＋4.6% 2027年：＋4.4%

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

（出所）内閣府、各国統計より大和総研作成

2026年の実質GDP成長率は、米国で前年比＋2.4%、ユーロ圏で同＋1.1%、中国で同＋4.6%と見込んでいる。9月8日公表の当社の「第230回日本経済予測（改訂版）」（以下、前回予測）の予測値に比べると、足元までの実績を反映したことで、米国を 0.4%pt、ユーロ圏を 0.3%pt、中国を 0.1%pt 上方修正した。2027 年については、米国が同＋2.2%、ユーロ圏が同＋1.2%、中国が同＋4.4%の見込みである。詳細は各国経済見通しを参照されたい。

近年の米国経済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などのAI関連投資がけん引役となっている。後述のように、ハイパースケーラーが設備投資の拡大ペースを落とせば、半導体や情報通信機器などの需要を下押しし、関連産業の生産減や輸出減などを通じて実体経済にも波及するだろう。

2026 年度後半の経済成長は鈍化も、2027 年度にかけて緩やかな景気拡大が続く見込み

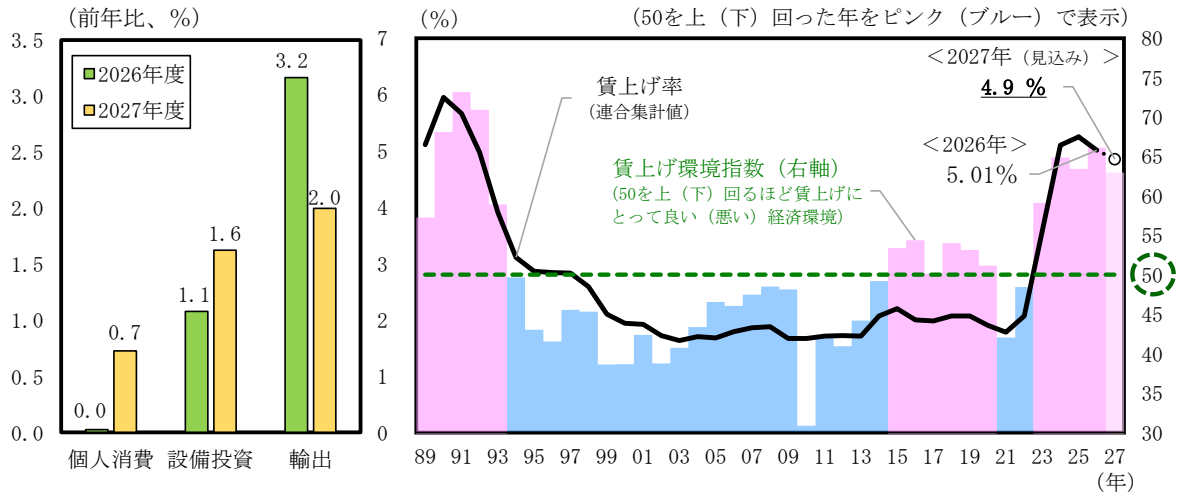
上記の海外経済見通しの下、メインシナリオにおける日本の実質GDP成長率は2026年度で前年比＋0.9%、2027 年度で同＋0.8%と見込んでいる（**図表 2**、暦年ベースでは 2026 年で同＋0.9%、2027年で同＋0.7%）。

2026 年度の成長率見通しは、前回予測から 0.2%pt 引き上げた。4-6 月期と 7-9 月期の実績が前回予測から上振れしたことが主因である。10-12 月期以降の見通し期間については、米国向け財輸出の増加と中国以外からのインバウンド需要の持ち直しを見込み、輸出を上方修正した。一方、物価上昇率の高まりを見込んで個人消費と設備投資を下方修正した。

2027年度の成長率は前回予測から0.1%pt引き下げた。2026年度後半の成長率を下方修正したことで、「成長率のゲタ」（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる前年比の実質 GDP成長率）が縮小した。加えて、2026 年度と同様に物価見通しを上方修正したことで、設備投資と個人消費を小幅に下方修正したことなどが要因だ。

主な需要項目の見通しが**図表 3 左**である。個人消費は、2026 年度はほぼ横ばいにとどまるものの、2027 年度には伸び率が高まると見込んでいる（2026 年度：前年比＋0.0%、2027 年度：同＋0.7%）。物価上昇率は2026年度後半にかけて高まり、個人消費の重しとなるだろう（**後掲図表 5**）。一方、2027 年度からの実施が見込まれる飲食料品の消費減税が個人消費を下支えする。また、良好な賃上げ環境を背景に、2027 年春闘の賃上げ率は 4.9%程度と前年並みの水準になると試算される（**図表 3 右**）。実質賃金は上昇基調が続き、個人消費の増加を後押しするとみられる。

図表 3：主な需要項目の見通し（左）、賃上げ率と賃上げ環境の推移（右）



（注）右図で示した 2027 年見込みの賃上げ率の推計については、当社の「日本経済見通し：2025 年 9 月」（2025 年 9 月 25 日）を参照。「賃上げ環境指数」は、①物価上昇率（消費者物価指数の前年比）、②企業の期待インフレ率、③企業収益（経常利益の前年比）、④労働需給（雇用人員判断 DI）、⑤労働分配率、⑥時間あたり労働生産性上昇率、⑦交易条件（輸出入デフレーターで試算した指数の前年比）、の 7 指標の四半期データから主成分を抽出して偏差値化し、年次ベースに修正したもの。2026 年は実績見込みで、図表では 1 年先行させて掲載。企業の期待インフレ率は中島上智（2025）「短観 DI を用いた企業のインフレ予想の推計」（『経済研究』第 76 巻、第 2 号、er.ar.035325）に基づく。
（出所）内閣府、財務省、日本銀行、総務省、厚生労働省、日本労働組合総連合会（連合）、中島（2025）より大和総研作成

設備投資は、好調な企業収益や米国の AI 関連需要を背景に、人手不足対応のための省力化投資や AI 関連投資、研究開発投資などが進み、増加基調が続くと見込んでいる（2026 年度：前年比＋1.1%、2027 年度：同＋1.6%）。2027 年度は高市政権の「『強く豊かな日本』投資枠」を活用した予算事業も設備投資を下支えするだろう。ただし、米国内の AI 投資の拡大ペースが低下すれば、対米国輸出の減速などを通じて設備投資を下押しする可能性がある。また、人手不足に伴う工期の遅れや原材料費の高騰が建設投資の重しとなり得るだろう。

政府消費は堅調に推移しよう（2026 年度：前年比＋2.4%、2027 年度：同＋1.4%）。高齢化の進展などから医療・介護給付費が増加するほか、民間企業の積極的な賃上げが公務員給与に反映されると見込んでいる。

輸出は、2026 年度に比べれば減速するものの、2027 年度も高い伸びを維持すると見込んでいる（2026 年度：前年比＋3.2%、2027 年度：同＋2.0%）。財・サービス別に見ると、財輸出は、米国における AI 関連の設備投資の増加などを背景に、米国向けを中心に増加が続くと見込む。インバウンド需要が含まれるサービス輸出は、足元で中国以外の国・地域からの訪日客数に持ち直しの動きが見られており、増加が続くだろう。一方、中国政府による日本への渡航自粛要請の継続により、中国人訪日客数の回復は緩やかなものになるだろう。

米中間選挙の結果は金融政策にはプラスも、AI 投資・債務上限・原油高は下振れリスク

2026 年 11 月 3 日に米国で行われた中間選挙では、民主党が上下両院で多数派を奪取することが確定した（新議会は 2027 年 1 月に発足）。さらに、同日に行われた州知事選でも、現職が共和党であるテキサス州やオハイオ州、アイオワ州などで民主党候補者が当選した。

神田・畑中（2026）[3]では、中間選挙の結果による日本経済への影響を整理した。米国の金融政策に対しては、政治的圧力の緩和が期待される。米連邦準備制度理事会（FRB）への政治介入に歯止めがかかれば、インフレ再燃への懸念が後退し、米国の物価・金利の安定を通じて日本経済にもプラスとなり得る。

中間選挙の争点となった AI・データセンター規制の強化に加え、債務上限交渉の長期化や追加的な景気刺激策の停滞などが懸念され、これらは米国景気や日本の対米輸出を下押しする可能性がある。一方、財政拡張の抑制は、インフレ圧力や米長期金利の上昇を抑える面もある。トランプ政権の高関税政策（トランプ関税）への影響は限定的で、追加関税のリスクは残る。

民主党主導の議会による監視強化等が中東情勢の緊張緩和につながれば、原油価格の安定に寄与し得る。一方、米国の中東への関与後退によるフーシ（派）の攻撃激化で原油輸送が一段と制約されれば、日本では輸入原油高を通じて景気悪化と物価上昇が生じ得る。

ハイパースケーラーの投資拡大は日本の成長率を 0.19%pt 押し上げも、下振れ時は半分以下に

上記の中で、特に関心を集めているのは AI・データセンター規制強化がハイパースケーラーの設備投資、ひいては実体経済に与える影響だ。民間アナリスト予想（11 月 17 日時点）をもとに、2027 年におけるハイパースケーラー5 社[4]の米国内での設備投資が主要国・地域の実質 GDP 成長率をどの程度押し上げるかを試算した結果が**図表 4** である。

ハイパースケーラーによる投資拡大の恩恵を最も受けるのは台湾である。民間アナリスト予想の平均（前年比＋48.7%）が実現した場合の実質 GDP 成長率の押し上げ幅は 1.47%pt と、一次波及効果だけで米国の押し上げ幅 1.05%pt を上回る。10 月 30 日に公表された 2026 年 7-9 月期における台湾の実質 GDP 成長率は前期比年率＋13.5%と非常に高い伸びとなったように、台湾は急拡大するハイパースケーラーの設備投資需要を取り込んでおり、これが足元の高成長を支える一因となっている。また、メキシコへの波及効果も大きい。AI 関連需要の拡大に伴ってメキシコのコンピューターサーバー輸出は急増[5]しており、米国の隣国という地理的要因もあって、米国の堅調な設備投資の恩恵を受けている。

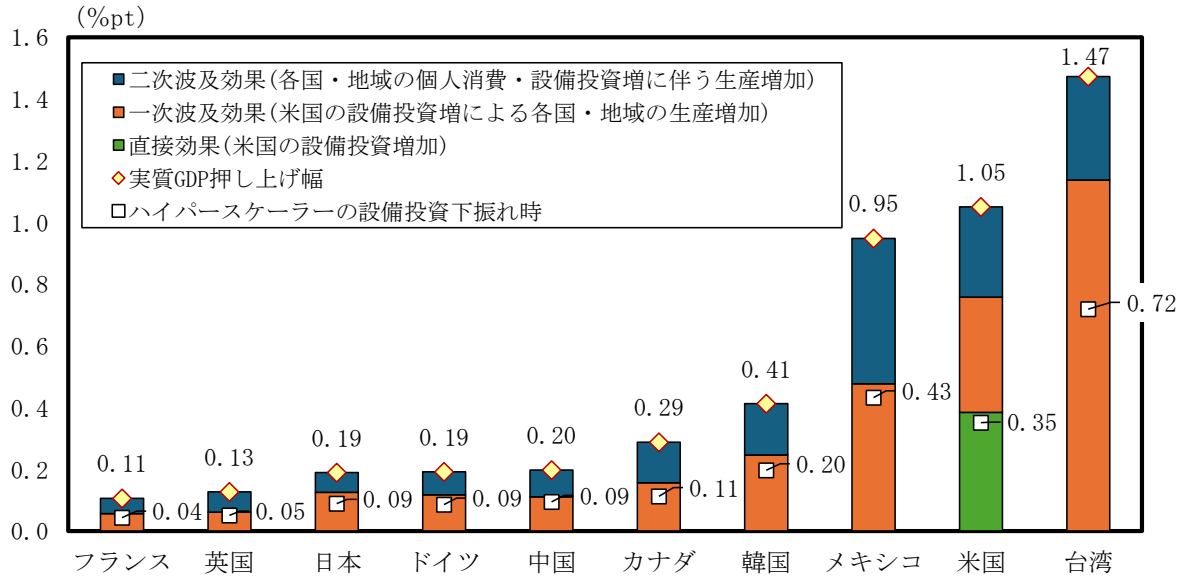
---

[3] 神田慶司・畑中宏仁（2026）「米中間選挙による日本経済への影響」（大和総研レポート、2026 年 11 月 17 日）

[4] マイクロソフト、アマゾン、アルファベット、メタ、オラクルの 5 社を指す。

[5] 詳細は Murakami, Vania Alvarez, Chris Rogers, Ines Nastali and Eric Oak (2026) “Picture This: Mexico’s Server Boom Reshapes AI Data Center Supply Chains,” S&P Global Market Intelligence, August 12, 2026. を参照。

図表 4：ハイパースケーラーの設備投資による実質 GDP 成長率押し上げ効果の試算（2027 年）



(注)「実質 GDP 押し上げ幅」(「ハイパースケーラーの設備投資下振れ時」) は、2027 年のハイパースケーラー5 社の設備投資額が、11 月 17 日時点の民間アナリスト予想平均（最小値）である前年比＋48.7%（同＋20.1%）となった場合の効果。「一次波及効果」は米国内でのハイパースケーラーの設備投資増加が各国・地域の生産増につながり、実質 GDP 成長率を押し上げる効果。「二次波及効果」はハイパースケーラーの設備投資増加による各国・地域の生産増が、雇用者報酬と営業余剰の増加につながり、それらが個人消費と設備投資を押し上げる効果。「直接効果」はハイパースケーラーの設備投資増加が米国の総固定資本形成に計上され、米国の実質 GDP 成長率を押し上げる効果。本試算は価格や為替レート、投入構造が不変であるとの仮定を置いており、需要増加による価格変動や供給制約は織り込まれていない。推計方法など詳細は、畑中宏仁・神田慶司（2026）「ハイパースケーラーの投資動向が世界経済に与える影響」（大和総研レポート、2026 年 11 月 12 日）を参照。

(出所) アジア開発銀行、OECD、Bloomberg、台湾行政院主計総処、畑中・神田（2026）より大和総研作成

日本に目を向けると、実質 GDP の押し上げ幅は 0.19%pt と、ハイパースケーラーの投資拡大の恩恵を一定程度受けると試算される。しかし、台湾や米国、メキシコ、韓国と比べると波及効果は半分以下にとどまる。背景には、中国や韓国、台湾の競争力が高まる中、日本は電気機械等の比較優位が低下しており、AI 関連需要を経済成長に取り込みにくい産業構造にあることが挙げられる。また、日本の一次波及効果は中国やドイツを上回るものの、雇用者報酬や営業余剰に対する個人消費や設備投資の弾性値が他国・地域よりも低く、二次波及効果まで含めると中国やドイツをわずかに下回る。賃金や企業収益の増加が個人消費や設備投資の拡大につながりにくいことも、波及効果を弱める一因だ。

一方、ハイパースケーラーの設備投資額が伸び悩み、民間アナリスト予想の最小値（前年比＋20.1%）程度にとどまった場合、実質 GDP 成長率の押し上げ効果は大幅に縮小し、全ての国・地域で半分以下にまで落ち込む。この場合、ハイパースケーラーの設備投資増の恩恵を受けてきた国・地域ほど実質 GDP 成長率の下振れ幅も大きくなる。下振れ幅は台湾では 0.75%pt 程度、米国では 0.7%pt 程度、メキシコでは 0.5%pt 程度と試算され、こうした国・地域への影響には注意が必要だ。

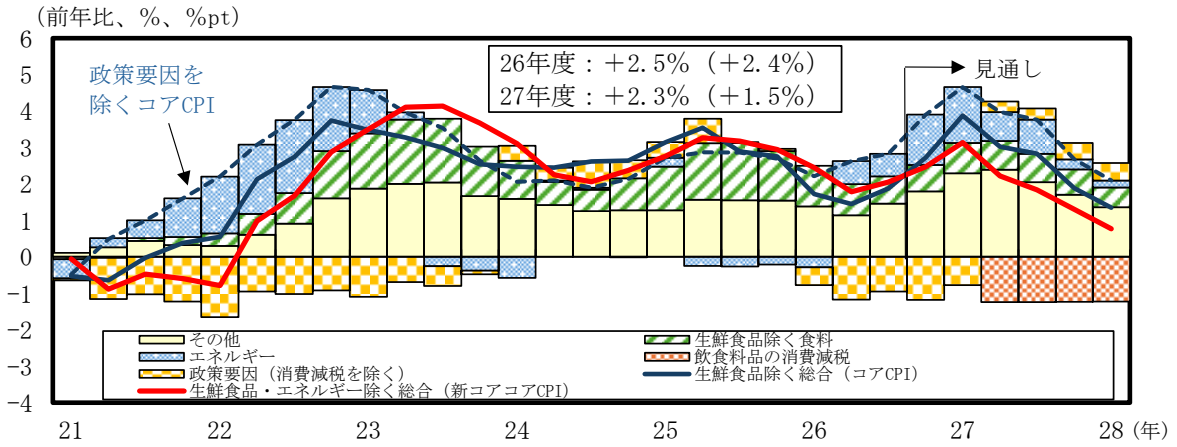
今回の試算には、AI 関連需要の持続性への懸念から株価が下落するなど、金融市場を通じた影響は含まれていない。AI 関連銘柄の株価はこのところ軟調に推移しているが、ハイパースケーラーの設備投資の増加ペースが大幅に減速すれば金融市場に不安が広がり、株価の調整が一段と進む可能性がある。株価下落は逆資産効果を通じて各国・地域の個人消費を抑制するため、実質 GDP 成長率の下押し幅は**図表 4** の試算よりも大きくなる可能性がある。

2. 物価・金融政策の見通し

原油高の波及と人件費の価格転嫁で物価上昇が続き、コア CPI 上昇率は 2027 年度も 2%超え

消費者物価指数（CPI）は、生鮮食品を除く総合ベース（コア CPI）で 2026 年度に前年比＋2.5%、2027 年度に同＋2.3%と見込む（**図表 5**）。生鮮食品・エネルギーを除く総合ベース（新コアコア CPI）では、2026 年度に同＋2.4%、2027 年度に同＋1.5%の見通しだ[6]。

図表 5：コア CPI 見通し（括弧内の数字は新コアコア CPI）



（注）11 月 17 日時点の資源価格と為替レートを前提とした物価見通し。2027 年 4 月から 2 年間、軽減税率対象の飲食料品の消費税率が 8%から 1%へ引き下げられると想定。また、燃料油価格の緊急的激変緩和措置におけるガソリンの基準価格は 2026 年 12 月から 2027 年 3 月にかけて毎月 5 円/L 引き上げられ、その後は 190 円/L で据え置かれると想定。電気・ガス料金は、2026 年 12 月～2027 年 2 月使用分（請求は翌月）に補助が行われると想定。政策要因（消費減税除く）には、燃料油の激変緩和措置、電気・ガス料金支援、高校授業料の実質無償化、公立小・中学校の給食費無償化、水道料減免、全国旅行支援、携帯電話通信料引き下げが含まれる。

（出所）総務省統計より大和総研作成

原油高によるエネルギー価格の上昇で、2026 年度内は物価上昇率の拡大が続くだろう。また、原油高の波及で梱包材価格や輸送費などが上昇しているほか、高水準の賃上げで人件費も増加しており（**前掲図表 3 右**）、企業の価格転嫁で消費者物価が押し上げられる局面は 2027 年度も続く可能性が高い。政策要因を除くコア CPI は 2028 年 1-3 月期で前年比＋2%程度と見込んでいるものの、後述するように想定よりも高い伸びで推移するリスクがある（**後掲図表 8**）。

[6] 総合ベースでは 2026 年度＋2.6%、2027 年度＋2.1%と見込んでいる。

政策要因は全体として2027年度も物価上昇率を押し下げるとみられる。中でも影響が大きい飲食料品の消費減税[7]は、法案通り実施されれば2027年度のコアCPI上昇率を前年比1.2%pt程度押し下げる。一方、燃料油価格の緊急的激変緩和措置では、政府がガソリンの基準価格を段階的に引き上げる方針であり[8]、2027年度を通じて物価上昇率を押し上げるだろう。電気・ガス代への補助は2026年12月から2027年2月使用分で再開されるが[9]、2026年1月から3月使用分にも補助が行われたため、CPIの前年比上昇率への影響は小さいだろう。

中東情勢やAI需要等を背景に川上・川中物価上昇率が急速に拡大、CPIへの価格転嫁が懸念

CPIの上振れ要因の1つとして、上流の企業間取引価格等からの波及が挙げられる。**図表6**は、「川上」と「川中」の物価上昇率を試算し、品目の分類別に寄与度分解したものである。

川上と川中の物価指数は、企業物価指数や企業向けサービス価格指数などの品目を、日本銀行（日銀）の「最終需要・中間需要物価（FD-ID）指数」のステージ区分の整理に基づき、ステージ1～2の財・サービス（原油、粗鋼、労働者派遣サービスなど）を川上、ステージ3～4の財・サービス（自動車部品、集積回路、出版など）を川中として、中間需要額で加重平均することで作成した。

中東情勢の緊迫に伴い、石炭・原油・天然ガスや石油製品など化石燃料関連財の価格が大幅に上昇したことで、川上物価上昇率は2026年4月に加速し、翌月以降は前年比＋10%を上回っている。川中物価上昇率も、半導体などAI関連財に加えて、国際海上輸送など化石燃料関連財の投入比率が高い財・サービス（化石燃料派生品）の寄与が拡大しており、9月には同＋7%程度となった。

川上や川中の物価上昇が続けば、川下である消費者向けの財・サービス価格にも転嫁が進む可能性がある。特に、化石燃料関連財やその派生品は、梱包材の原料や輸送サービスなどとして幅広い消費財の生産・流通に投入されていることから、エネルギー以外の品目を通じて基調的な物価を押し上げるリスクに注意が必要だ。また、食料品は中間需要額に占める割合が小さいため寄与度が相対的に小さいものの、川中では2025年8月から前年比＋4%を超える上昇が続いている。ここ数カ月の内訳を見ると、米類は下落している一方、魚介類や食肉の伸び率が高い。食料品のウエイトが大きいCPIへの上昇圧力が続くことが懸念される。

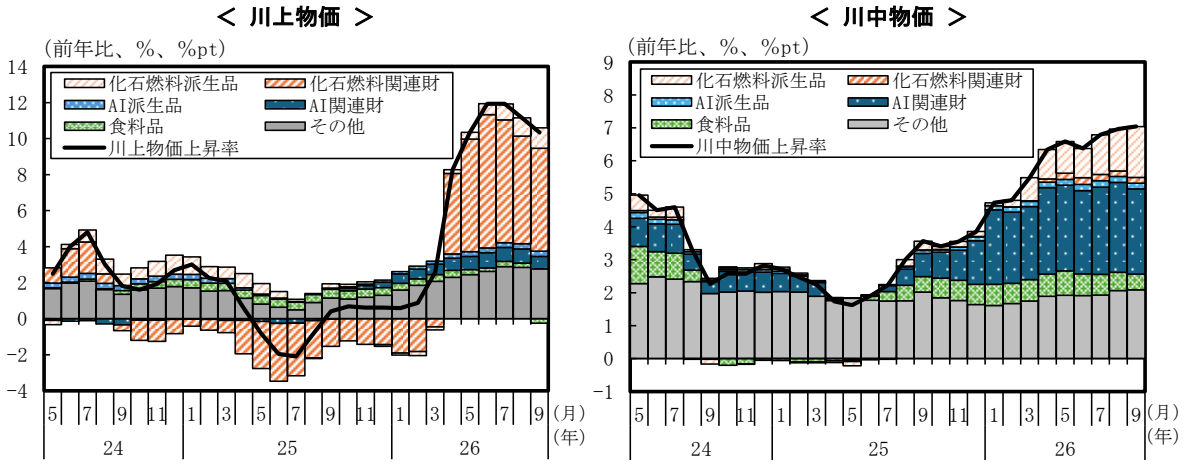
---

[7] 国会で審議中の「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」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1日から2年間、現在の8%から1%へと引き下げられる。

[8] 首相官邸「中東情勢を踏まえた『緊急的激変緩和措置』の今後の対応についての会見」（2026年10月29日）を参照。

[9] 詳細は資源エネルギー庁「電気・ガス料金支援」（2026年11月24日閲覧）を参照。

図表 6：化石燃料関連、AI 関連、食料品の「川上」・「川中」物価上昇率への寄与度



（注）川上・川中物価は、企業物価指数・企業向けサービス価格指数（一部は消費者物価指数を使用）を産業連関表の部門に対応付け、2020 年産業連関表の中間需要額で加重平均したもの。日本銀行の最終需要・中間需要物価（FD-ID）指数のステージ区分に基づき、ステージ 1～2 を「川上」、ステージ 3～4 を「川中」とした。財・サービス、輸入品を含む。食料品は、食用の農林水産物（耕種農業（非食用作物を除く）、畜産、漁業、特用林産物）、飲食料品（飼料・有機質肥料、たばこを除く）、外食（飲食店、持ち帰り・配達飲食サービス）。化石燃料関連財は、石炭・原油・天然ガス、石油・石炭製品、有機化学工業製品、プラスチック製品、タイヤ・チューブ、化学肥料、合成樹脂、化学繊維、油脂加工製品・界面活性剤。AI 関連財は、WTO（2025）の AI-enabling products を含む部門（化石燃料関連財を除く）。化石燃料派生品（AI 派生品）は、いずれかの化石燃料関連財（AI 関連財）からの直接投入が中間投入額の 5%以上を占める財・サービス（食料品、化石燃料関連財、AI 関連財を除く）。両方に該当する場合は、化石燃料関連財・AI 関連財それぞれからの投入比率の合計が大きい方に分類。

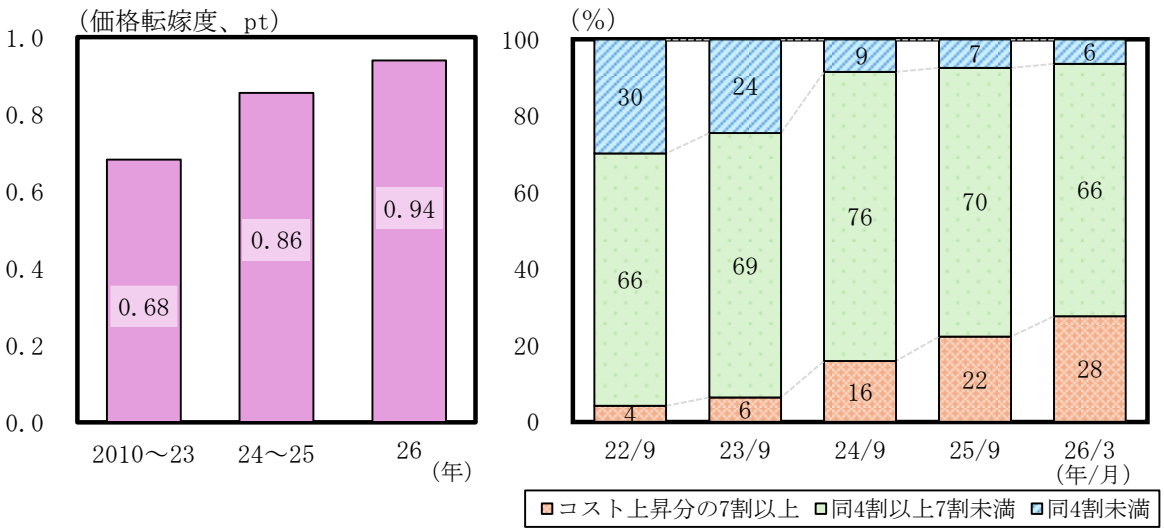
（出所）日本銀行、総務省、WTO（2025）“AI-Enabling Products”より大和総研作成

価格転嫁環境の改善は、中小企業を含めて 2026 年も継続

加えて、価格転嫁環境の改善は続いているとみられる。日銀の「全国企業短期経済観測調査」（日銀短観）の業種別・企業規模別データを疑似パネルデータとし、全産業の価格転嫁の度合いを推計すると、仕入価格判断 DI（最近）が 1pt 上昇した場合の販売価格判断 DI（同）の押し上げ効果は 2010～23 年で 0.68pt だった（**図表 7 左**）。この押し上げ効果は近年（2024～25 年）に 0.86pt へと上昇し、2026 年は 9 月調査までのデータで 0.94pt となった。

中小企業に絞っても、価格転嫁は緩やかながら進んでいる。中小企業庁「価格交渉促進月間の実施とフォローアップ調査結果」によると、コスト上昇分のうち価格に転嫁できた割合（価格転嫁率）は、2022 年 9 月の 46.9%から上昇を続け、2026 年 3 月には 54.2%となった。さらに、同調査で中小企業 10 社以上から「主要な取引先」に継続して挙げられた大企業 94 社に絞って集計すると（**図表 7 右**）、コスト上昇分の「7 割以上」を転嫁できたとの回答割合は直近の 2026 年 3 月に 28%へ上昇し、「4 割未満」は 6%まで低下した。

図表 7：日銀短観から推計した価格転嫁度の変化（左）、中小企業における価格転嫁の状況（継続して集計された発注側・大企業 94 社への価格転嫁率、右）



（注）左図は日本銀行「全国企業短期経済観測調査」（日銀短観）の 27 業種・3 企業規模別のパネルデータによる推計で、2026 年は 9 月までのデータを利用。詳細は、小林若葉（2026）「中東情勢悪化の影響、企業から家計に波及」（大和総研レポート、2026 年 6 月 4 日）を参照。右図は中小企業庁「価格交渉促進月間の実施とフォローアップ調査結果」において、10 社以上の受注側中小企業から「主要な取引先」として継続して挙げられた発注側企業に対する価格転嫁度を整理したもの。
（出所）日本銀行、中小企業庁より大和総研作成

基調物価上昇率が 2%を上回って高止まりするリスクは大きい

後述するように、日銀は基調的な物価上昇率が 2%を超えて上振れするリスクへの警戒感を強めている。そこで、政府債務の持続性評価などで用いられる確率的なリスク評価手法[10]を参考に、2028 年 10-12 月期までの物価の先行きを予測分布として捉え、その不確実性を確認する。

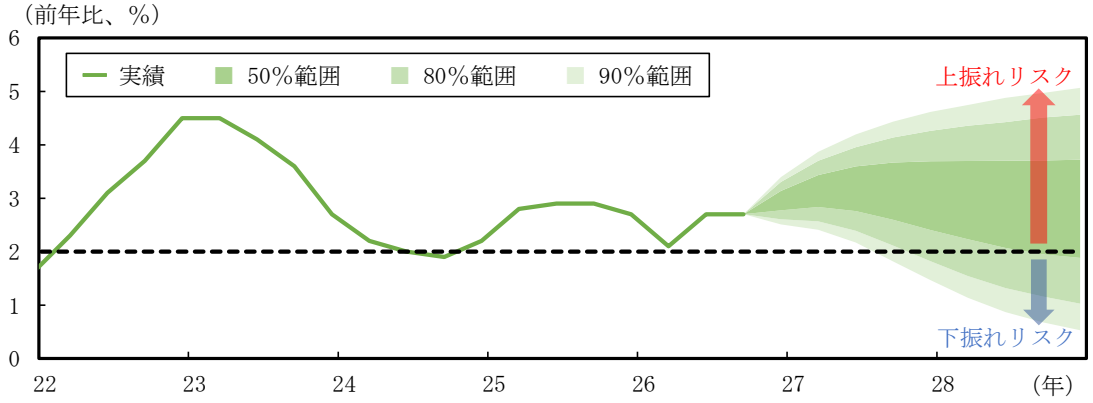
具体的には、物価と各変数の関係の変化を反映できる時変係数ベクトル自己回帰（TVP-VAR）モデルを用いた。モデルは、政策要因を除くコア CPI と、物価と関連の深い 5 変数（エネルギー輸入価格、ドル円レート、名目賃金、需給ギャップ、企業の予想物価上昇率）で構成している。その上で、予測期間の各期にショックを与えて先行きを試算する作業を 1 万回繰り返した。ショックは、過去の推計誤差の大きさに加え、例えばエネルギー輸入価格の予想外の変動とドル円レートの予想外の変動との相関といった、推計誤差同士の相関も反映している。

シミュレーションによる物価上昇率の予測分布を示したものが**図表 8** だ。色付き部分は、予測が 50%・80%・90%の確率で収まる範囲を表し、色が濃い部分ほど実現する確率が高い。2028 年 10-12 月期時点の政策要因を除くコア CPI 上昇率は、確率 50%の範囲の下限（下位 25%点）で前年比＋1.9%であり、分布の大部分は 2%を上回る。当社の物価見通しは同＋2%程度

[10] 財政分野では、各種経済変数に確率的なショックを与え、債務残高対 GDP 比の将来経路を分布（ファンチャート）として示す確率的債務持続可能性分析（SDSA）が注目されている。例えば、2026 年 3 月 26 日開催の経済財政諮問会議では、オリヴィエ・ブランシャール氏（マサチューセッツ工科大学名誉教授）が SDSA に言及した（内閣府（2026）「ブランシャール氏・ロゴフ氏の発言要旨（原文）」）。

への鈍化を見込んでいるものの、原油高や円安によるコスト上昇に、賃上げや企業の予想物価上昇を背景とした値上げが重なれば、同＋2%を大きく超える可能性がある（同＋3%超となる確率は 2027 年で 58%、2028 年で 46%）。上振れリスクには引き続き警戒が必要だ。

図表 8：時変係数 VAR によるコア CPI（政策要因を除く）上昇率の予測分布



（注）色付き部分は、時変係数 VAR（TVP-VAR）モデルを用いたモンテカルロ・シミュレーションを 1 万回繰り返した予測分布の 50%・80%・90%範囲（推計期間は 1991 年 1-3 月期～2026 年 7-9 月期）。モデルの変数は、コア CPI（政策要因を除く）、石油・石炭・天然ガスの輸入物価指数、ドル円レート、1 人あたり賃金・俸給の各前年比、需給ギャップ、企業の 1 年先の予想物価上昇率（中島（2025）を利用）。推計に用いたコア CPI（政策要因を除く）は、2015 年以前は総務省の消費税を除く指数の四半期平均の前年比、2016 年以降は日本銀行の特殊要因を除くコア前年比。ラグ次数は、TVP-VAR の 1 期先予測の尤度が最大化される 2 期を選択。ショックは、推計期間全体のモデルの推計誤差から求めた 6 変数の分散共分散行列に基づいた平均ゼロの多変量正規分布から発生させ、推計誤差間の相関関係を反映する形で各変数に同時に与えている。
（出所）総務省、日本銀行、内閣府、中島（2025）より大和総研作成

日銀は 12 月・3 月会合で追加利上げを決定し、長期金利は 2027 年度末に 3%超の見込み

当社では、日銀は 2026 年 12 月の金融政策決定会合で短期金利を 1.50%に、2027 年 3 月会合で 1.75%に引き上げた後は、経済・物価・金融情勢への影響を見極めると予想している（**図表 9**）。その上で、金融環境がなお緩和的で物価上振れリスクが残る場合には、同年 6 月会合で 2.0%への追加利上げに踏み切る可能性がある。

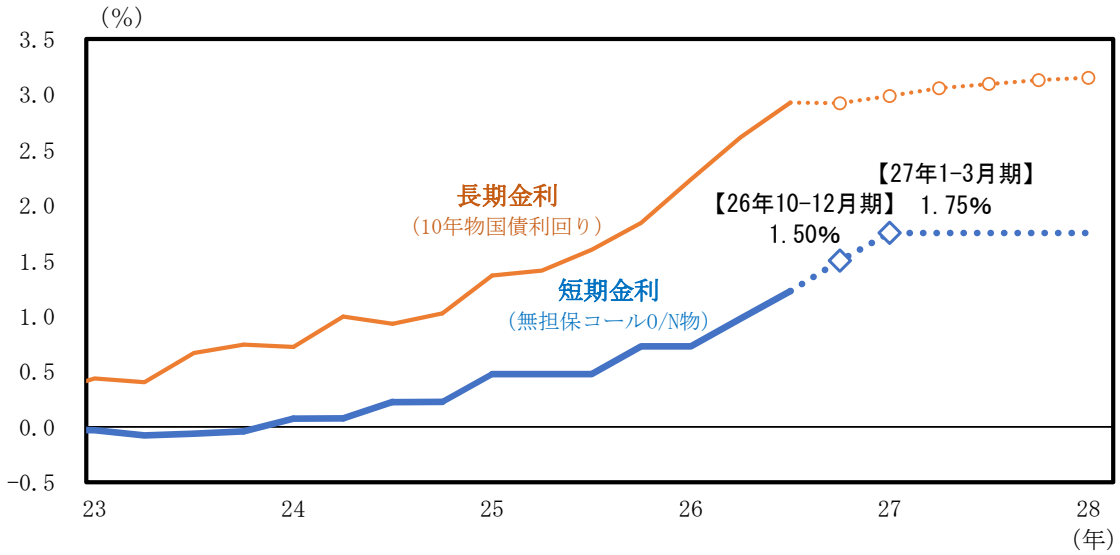
10 月会合の声明文と同時に公表された「経済・物価情勢の展望（2026 年 10 月）」では、基調的な物価上昇率は 2%の物価安定目標とおおむね整合的な水準となり、物価見通しは上振れリスクの方が大きいとした。また、植田和男総裁は 10 月会合後の会見で、経済・物価・金融情勢に応じて政策金利を引き上げていく考えを述べた。日銀の政策運営は、基調的な物価上昇率を 2%へ引き上げる段階から、2%程度で安定させる段階へ移ったといえる。

日銀は 2026 年 3 月に公表したレポートで、6 つのモデルによる自然利子率の推計レンジを▲0.9%程度～＋0.5%程度と示した[11]。2%の物価上昇率を想定すると、名目の中立金利は「1.1%～2.5%程度」で、1.75%はそのレンジのほぼ中央に位置する。だが、中立金利の正確な推計は難しく、推計値はモデルや前提によって大きく異なる。このため日銀は、特定の中立

[11] 日本銀行（2026）「自然利子率の動向と金融緩和度合いの評価」（日銀レビュー、2026-J-5、2026 年 3 月）

金利の水準を目指して機械的に利上げするのではなく、企業・家計への影響や金融環境、物価の基調などを幅広いデータで確認しながら、金融緩和の度合いを段階的に調整するだろう。

図表 9：日本の長短金利の見通し



（注）長期金利は期間平均値で、短期金利は期末値。点線は大和総研による予測値。
（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成

一方、長期金利（10 年物国債利回り）は、10 月上旬に 3%を上回った後、足元ではやや低下して 2%台後半で推移しているものの、2028 年 1-3 月期に 3.2%程度に達すると予想する（**図表 9**）。日銀による追加利上げは長期金利の押し上げ要因となるほか、日銀の国債保有残高の減少が続くことで、需給面からの上昇圧力も残るだろう。また、物価上振れリスクの高まりなどにより市場が想定するターミナルレートが上方修正されれば、中期ゾーンを中心とした金利上昇がイールドカーブ全体に波及するとみられる[12]。

金利面の緩和度合いは縮小も、信用・市場環境を含む金融環境全体はなお緩和的か

金融環境が中立的かどうかを検討する上では、政策金利と名目中立金利との比較だけでなく、中長期金利や資産市場、信用環境などへの金融政策の波及にも目配りする必要がある。

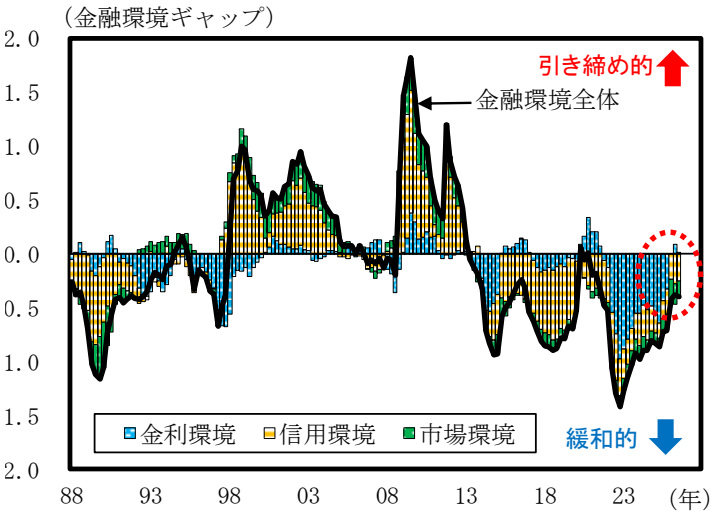
そこで、政策金利以外の動きも含めて金融環境を包括的に把握するため、ドイツ連邦銀行[13]の手法を参考に、①金利環境（年限別実質金利）、②信用環境（貸出態度、社債スプレッド、貸出残高対名目 GDP 比など）、③市場環境（東証プライム（旧一部）市場株価純資産倍率（PBR）、不動産価格、為替レート）、の 3 分野の指標を集約した金融環境指数（FCI）を作成した。さら

[12] 秋元虹輝・神田慶司・吉井希祐（2026）「日本の長期金利、2035 年に 5%台の可能性」（大和総研レポート、2026 年 10 月 16 日）では、2035 年までの長期金利の将来推計を行った。
[13] Metiu, Norbert (2022) "A composite indicator of financial conditions for Germany," Deutsche Bundesbank Technical Paper, No. 03/2022, November 24, 2022

に、景気循環の影響を取り除いた FCI を中立的な水準の目安とし、実際の FCI との差を「金融環境ギャップ」として算出した（**図表 10**）。ギャップがプラスであれば目安に比べて引き締め的、マイナスであれば緩和的な状態にあると解釈できる。

金利環境の緩和度合いは、2022 年末のイールドカーブ・コントロールの運用見直しに伴う長期金利の上昇や、その後の金融政策の正常化を受けて縮小し、2026 年 7-9 月期には金融環境ギャップへの寄与度がおおむねゼロとなった。一方、信用環境と市場環境は引き続き緩和方向であり、金融環境全体ではなお緩和的な状態が続いている。ただし、金利上昇が銀行の貸出姿勢や企業の資金繰りに波及したり、内外の需要の下振れ懸念などから資産価格が大幅に調整したりすれば、金融環境が急速に引き締まる可能性がある。金融環境の行方は、日銀の追加利上げのペースを左右する要因として注目される。

図表 10：金融環境ギャップ



分野	構成指標
金利環境	・無担保コール翌日物金利（実質） ・国債利回り（実質、2年・3年・5年・10年）
信用環境	・貸出態度判断DI（短観） ・資金繰り判断DI（短観） ・貸出運営スタンスDI（大企業向け）（主要銀行貸出動向アンケート調査） ・BBB格社債の対国債スプレッド（3年・5年） ・国内銀行貸出金残高対名目GDP比 ・社債残高対名目GDP比
市場環境	・東証プライム（旧一部）市場PBR（単体ベース） ・BIS実質住宅価格指数 ・名目実効為替レート

（注）直近値は 2026 年 7-9 月期（一部指標の未公表分は実績見込み）。金融環境ギャップは金融環境指数（FCI）と循環調整済み同指数との差。FCI は、Metiu (2022)の手法を参考に、金利環境、信用環境、市場環境の 3 分野について、主成分分析により指標に共通する動きを取り出した上で、3 分野間の相関関係を考慮した時変ウエイトを用いて集約したもの。構成指標はデータが利用可能となる時点から順次追加し、2000 年以降は全系列を用いている。循環調整済み指数は、Del Negro, Marco, Domenico Giannone, Marc P. Giannoni, and Andrea Tambalotti (2017) “Safety, Liquidity, and the Natural Rate of Interest,” Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2017, March 23, 2017.の多変量トレンド・循環分解を参考に、需給ギャップ、物価上昇率との関係を用いて 3 分野の指数から景気循環に伴う変動を切り分け、各分野の長期成分を集約したもの。
（出所）Metiu (2022)、Del Negro et al. (2017)、各種統計より大和総研作成

図表 11：日本経済見通し＜2026 年 11 月 20 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）	594.8	592.6	594.2	597.0	599.6	599.5	600.2	600.6	602.2	603.7	605.2	606.5	589.3	594.8	600.2	604.7
＜前期比、%＞	0.2	-0.4	0.3	0.5	0.4	0.0	0.1	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2				
＜前期比年率、%＞	0.8	-1.5	1.1	1.9	1.7	-0.1	0.5	0.3	1.0	1.0	1.0	0.9				
＜前年同期比、%＞	2.0	0.6	0.5	0.7	0.9	1.1	1.0	0.7	0.5	0.7	0.8	1.0	0.7	0.9	0.9	0.8
													(0.1)	(1.2)	(0.9)	(0.7)
民間消費支出（前期比、%）	0.1	0.7	0.0	0.4	-0.3	-0.3	0.1	0.0	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1	1.3	0.0	0.7
民間住宅投資（前期比、%）	0.5	-8.0	5.2	0.7	-0.6	-1.1	-0.6	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-0.4	-2.6	-1.0	-3.8
企業設備投資（前期比、%）	1.5	-0.9	1.7	-1.1	-0.4	1.6	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	1.8	2.2	1.1	1.6
政府消費支出（前期比、%）	0.4	0.1	0.4	0.5	1.5	0.0	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	2.3	0.8	2.4	1.4
公共投資（前期比、%）	0.8	-0.9	-0.5	1.3	-0.6	-1.1	0.0	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	-0.3	-0.9	0.6
輸出（前期比、%）	1.9	-1.6	0.4	1.8	1.6	-0.2	0.8	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6	2.7	2.2	3.2	2.0
輸入（前期比、%）	1.7	-1.2	0.5	0.3	-1.3	2.5	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	4.0	2.6	1.5	3.5
名目GDP（前期比年率、%）	7.2	0.8	4.4	2.9	5.9	1.6	3.3	4.7	1.3	2.2	1.4	2.9	4.0	4.3	3.6	2.4
GDPデフレーター（前年同期比、%）	3.3	3.5	3.3	3.1	2.6	2.4	2.3	3.2	2.2	2.1	1.5	0.9	3.2	3.3	2.6	1.7
鉱工業生産（前期比、%）	-0.5	-1.0	0.2	2.5	0.3	0.2	1.1	0.1	0.4	0.4	0.4	0.3	-1.5	-0.2	2.7	1.6
コアCPI（前年同期比、%）	3.5	2.9	2.7	1.7	1.5	1.9	2.7	3.9	3.0	2.8	1.9	1.4	2.7	2.7	2.5	2.3
失業率（%）	2.5	2.5	2.6	2.7	2.5	2.4	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	1.23	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	2.93	2.92	2.99	3.05	3.09	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	85.7	88.9	83.3	83.3	83.3	83.3	83.3	74.4	65.1	87.6	83.3
為替レート(円/ドル)	144.6	147.5	154.1	156.9	159.4	159.3	158.8	159.3	159.3	159.3	159.3	159.3	152.5	150.7	159.2	159.3

（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

米国経済見通し　「動きにくさ」がリスクに

分割政府、AI 関連投資の調整、高インフレ下の FRB が重なる

矢作 大祐
藤原 翼

[要約]

- 中間選挙で民主党は下院 257 議席、上院 56 議席（日本時間 11 月 24 日 17 時時点）を確保して両院の多数派となることが確定した。2027 年 1 月以降は、共和党の大統領と民主党多数の議会が向き合う「分割政府」に移行する。民主党の議席は上院 56%、下院 59%で、上院でフィリバスター（議事妨害）終結に必要な 60 票にも、拒否権を覆す 3 分の 2 にも届かない。そのため政策決定の膠着が基本シナリオで、議会の調査や人事承認、弾劾訴追の発議権限の行使により、政策形成の長期化も想定される。

- 膠着は平時には予見可能性を保つが、景気下振れ時には対応の遅れにつながる。足元の実質 GDP は堅調だが、AI 関連投資が設備投資を押し上げる一方で個人消費は鈍い「K 字経済」が進んでいる。こうした中、AI 関連企業の採算性への警戒から、S&P500 や SOX 指数は大幅に下落し、社債利回りも上昇した。株価調整は資産効果を弱め、利回り上昇は資金調達コストを押し上げて設備投資を下振れさせかねない。民主党が州知事・州議会を握る州での AI・データセンター規制強化も、追加的なリスクとなる。

- 議会と政権が動けない場合、金融政策への期待が高まる。しかし FRB も緩和に転じる余裕は乏しい。関税引き上げとイラン戦争でインフレが再加速し、FOMC は 9 月に利上げを実施した。市場は 12 月の追加利上げと、2027 年のさらに 1～2 回の利上げを織り込んでいる。短期から長期まで期待インフレ率が総じて上昇しており、FRB は当面インフレ抑制を優先せざるを得ない可能性が高い。一方で、株価下落や社債利回り上昇により、物価だけを見て運営できる余地は狭まっている。FRB は物価安定、景気下支え、金融安定を同時に見渡す難しい判断を迫られる。

- 最大のリスクは、環境変化に政策を適応させる力が弱まることだ。民間需要や金融市場に変調が生じた際、議会、政権、FRB の判断がかみ合わなければ、対応の遅れが傷を広げる。今後は、必要な政策を必要な時期に決められるかという「時間のリスク」を従来以上に意識する必要がある。

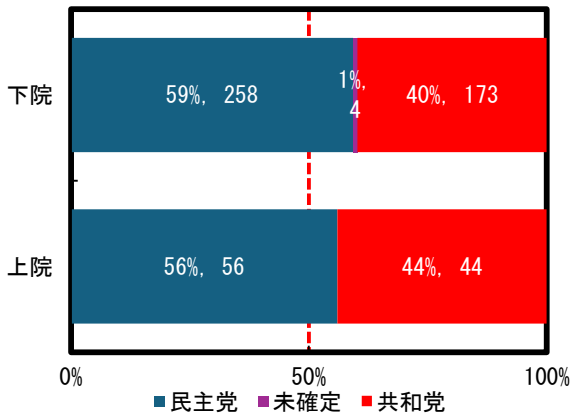
トランプ政権の後半 2 年、政策形成は膠着局面へ

米国の中間選挙は、第 2 次トランプ政権の政策運営を大きく変える節目となり得る。日本時間 11 月 24 日 17 時時点で民主党は下院で 257 議席、上院で 56 議席を確保し、両院の多数派となることが確定した（図表 1）。2027 年 1 月以降は、共和党の大統領と民主党多数の上下院が向き合う「分割政府」に移行する。

最も大きく変わるのは、立法を軸とする政策運営である。上下院を民主党が掌握したことで、議会の承認を要する法案をトランプ政権が単独で成立させる余地は狭まる。もっとも、民主党が望む法案を自在に通せるわけでもない。上院で通常法案の審議を前に進めるには、原則としてフィリバスター（議事妨害）を終結させる 60 票が必要だ。上下院を通過した法案にトランプ大統領が拒否権を行使すれば、これを覆すには両院でそれぞれ 3 分の 2 以上の賛成を要する。民主党の議席は上院で 56%、下院で 59%にとどまり、いずれの要件にも届かない。超党派の合意が成立する余地はあるものの、党派対立の強さを踏まえると、その範囲は限られよう。共和、民主ともに自らの政策を実現しにくい、政策決定の膠着が基本シナリオとなる。

停滞は法案の成否だけに表れるとは限らない。民主党は政権への調査や公聴会を強化でき、上院では政権人事の承認を握る。下院には大統領の弾劾訴追を発議する権限もある。政権と議会が対立への対応に時間と政治資源を割けば、政策課題を審議する余力そのものが細る。単に「決まらない」ことにとどまらず、政策形成に要する時間が長期化することが想定される。

図表 1 中間選挙を受けた上下院の議会構成の暫定値（議会シェア、議席数）



（注）日本時間 11 月 24 日 17 時時点。
（出所）AP 通信より大和総研作成

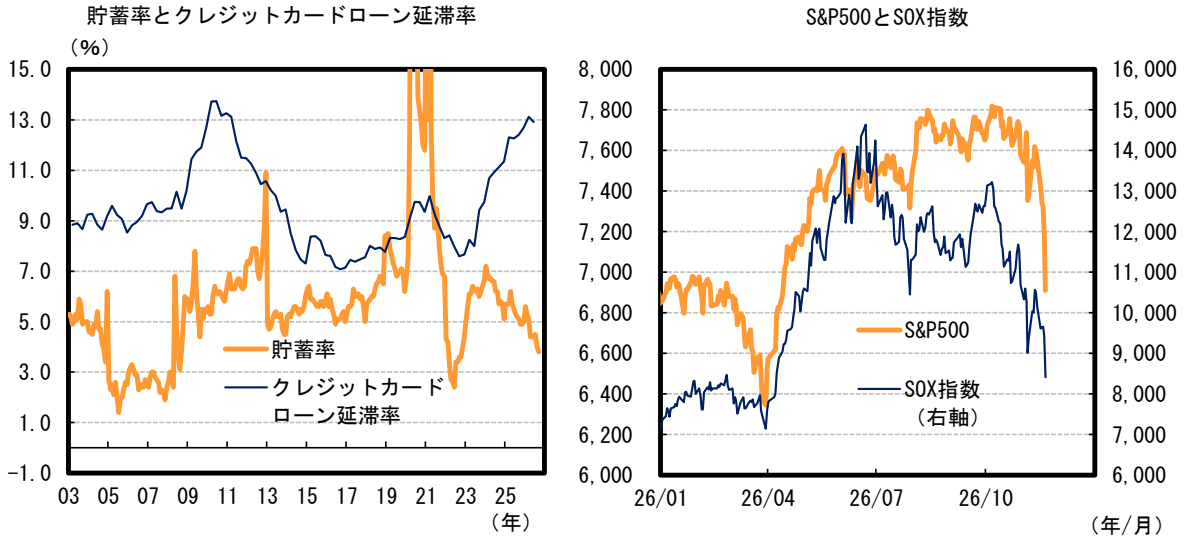
政策の膠着が弱点となるのは、景気下振れ時での対応

政策が容易に動かないことは、平時には一定の安定をもたらす。財政赤字を膨らませる法案や規制を急変させる法案が、相手党の反対や大統領拒否権によって通りにくくなるためだ。企業や家計にとっては、制度変更の振れが抑えられ、予見可能性が保たれるとも考えられる。しかし、景気が悪化した局面では、このブレーキが対応の遅れに転じる。減税、失業給付の拡充、中小企業支援などには、原則として議会の承認が欠かせない。分割政府では合意形成に時間が

かかり、景気対策が後手に回りやすい。また、党派対立が強い状況では、相手党に政治的成果を与えないとの思惑から交渉が長引く可能性もある。その間に雇用や消費が悪化すれば、景気への悪影響は深まり、最終的に必要となる政策コストも大きくなり得る。

足元だけを見れば、7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率＋3.4%と、景気は底堅く映る。ただし、中間選挙で示されたトランプ政権への強い不満は、表面的な成長率では捉えにくい経済的な構造問題を示唆している。その象徴が「K 字経済」だ。AI 関連投資が設備投資を押し上げる一方、個人消費の伸びは相対的に鈍い。株高による資産効果は株式保有の多い高所得層の消費を支えてきたが、低中所得層にはその恩恵が届きにくい。また、名目賃金が伸び悩む中、関税引き上げとイラン戦争に伴うインフレ再加速で実質賃金は前年比マイナスで推移している。貯蓄率は大幅に落ち込み、クレジットカードローンの延滞率は高水準となるなど、低中所得層を中心に生活は厳しさを増している（図表 2 左図）。

図表 2 貯蓄率とクレジットカードローン延滞率、S&P500 と SOX 指数



（注）日本時間 11 月 24 日 9 時時点。
（出所）BEA、NY 連銀、S&P、Haver Analytics より大和総研作成

K 字化が進んだ経済では、AI 関連投資と高所得層の消費というけん引役が崩れた場合、代わりの下支えが乏しい。足元では、巨額の AI 関連投資を続けるハイパースケーラーや AI 開発・インフラ企業の採算性に警戒が強まり、米国の主要株価指数である S&P500 や半導体関連の株式指数である SOX 指数は大幅に下落している（図表 2 右図）。こうした株価の調整は、高所得層を中心とした資産効果を弱める。また、一部では AI 関連企業の債務の持続可能性も疑問視されており、社債スプレッドも上昇している（図表 3 左図）[14]。

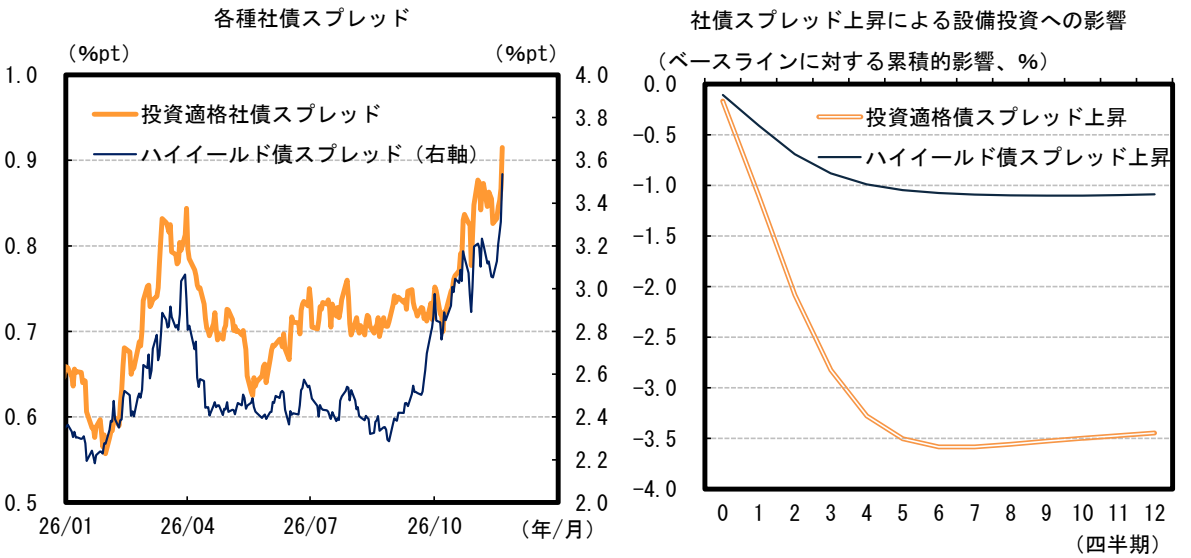
中間選挙後には、AI 関連投資をめぐる政策不確実性も増している。民主党左派を中心に、データセンターの電力・水使用、環境負荷、地域住民への影響を理由として、新設許認可の厳格

[14] 矢作大祐・藤原翼「米国経済見通し CoreWeave 問題をどう見るか」（大和総研レポート、2026 年 10 月 22 日）

化や規制強化を求める動きが強まる可能性がある。連邦議会では政治的膠着により厳格なAI規制は成立しにくい一方、民主党が知事職と州議会多数をともに握る州では、州単位の規制が実施され得る。選挙後にAI関連企業の株価や社債利回りの調整が進んだ背景には、収益性と債務負担への懸念に加え、こうしたAIに関連した規制リスクの高まりもあったと考えられる。

ハイパースケーラーやAI開発・インフラ企業は足元で社債での資金調達を増やしていたことから、社債利回りの上昇はこれらの企業の資金調達コストを押し上げ、投資計画の見直しや採算性の悪化につながりかねない。足元で利回りの上昇が顕著なのはハイイールド債だが、投資適格債利回りが大幅に上昇した場合には、AI 関連を含めた設備投資が大幅に下振れするリスクがある（図表 3 右図）。低中所得層の消費が既に弱いところへ、AI 関連投資が鈍化すれば、景気を支える柱が細ることになる。そのとき財政対応が遅れれば、民間需要の減速は増幅されかねない。足元の米国経済情勢と分割政府を合わせてみれば、平時の政策安定というポジティブな側面ではなく、景気悪化時に迅速に動けないネガティブな側面に注意すべきだろう。

図表 3 各種社債スプレッド、社債スプレッド上昇による設備投資への影響



（注）社債スプレッドは、投資適格社債利回り－10 年債利回り、ハイイールド債利回り－10 年債利回りで算出。右図は 5 変数 SVAR による試算。実質 GDP、GDP デフレーター、設備投資は実質ベースで対数差分、FF 金利、社債スプレッドは水準。2 ラグ、2020 年 4-6 月期・7-9 月期にコロナショック・ダミーを設定。コレスキー分解による識別順序は、実質 GDP、GDP デフレーター、FF 金利、社債スプレッド、設備投資。社債スプレッドに 0.50%pt の上昇ショックを与えた場合の、ショックがないケースからの投資水準の乖離率を示す。

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

高インフレが FRB の対応力を縛る

議会と政権が機動的に動けない場合には、景気悪化時の下支え役として金融政策への期待が高まる。ただし、FRB にも直ちに緩和へ転じる余裕があるわけではない。関税引き上げとイラン戦争の影響を受け、2026 年のインフレ率は再び加速した。FOMC は 9 月に利上げへと転じ、市場では 12 月にも追加利上げが見込まれている（図表 4 左図）。また、市場は 2027 年についてもさらに 1～2 回の利上げを織り込んでいる。

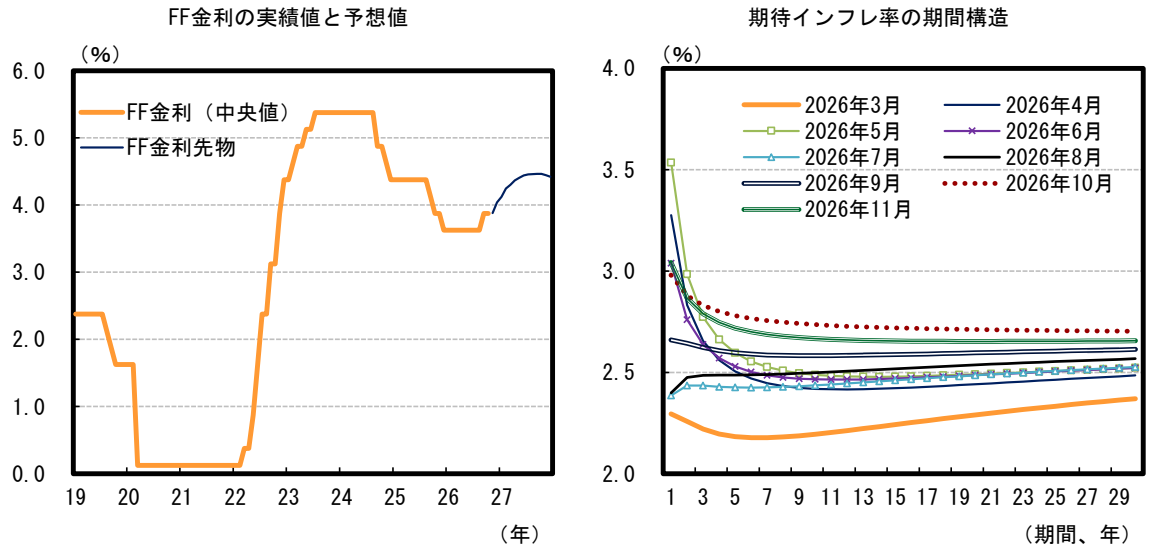
2027 年 3 月以降は、イラン戦争に伴うエネルギー高のベース効果が薄れ、前年比のインフレ率は鈍化するとの見方もある。もっとも、重要なのは足元の物価上昇率だけではない。短期から長期まで期待インフレ率が総じて上昇しており、一時的な供給ショックが中長期のインフレ高止まりへ波及するリスクを示している（図表 4 右図）。期待インフレ率の上振れが定着するのを防ぐため、FRB は当面、インフレ抑制を優先せざるを得なくなる可能性が高い。

一方、前述の通り、社債利回りの上昇は AI 関連投資の調達コストを押し上げ、株価下落は高所得層を中心とする資産効果を弱める可能性があり、FRB が物価だけを見て政策を運営できる余地は狭まりつつある。足元でも、ウィリアムズ NY 連銀総裁が AI 関連投資には上下双方向のリスクがあると指摘するなど、従来の上振れリスクに重点を置く姿勢から変化を見せている。とはいえ、引き締め姿勢を早々に緩めれば、期待インフレ率の一段の上昇を招き、中央銀行への信認を損なう恐れがある。財政政策の機動性が落ちる中、FRB は物価安定、景気下支え、金融安定の三つを同時に見渡す難しい判断を迫られる。

フォワードガイダンスに慎重なウォーシュ FRB 議長にとっても、市場との対話の重要性は一段と増す。政策の方向を明示的に示さなくても、物価や景気、金融環境がどう変われば判断の重心を移すのかは説明できる。政治の膠着によって FRB の安定化機能への依存が高まるほど、政策判断そのものに加え、政策反応関数を分かりやすく伝える力が問われる。

中間選挙後の米国経済にとって最大のリスクは、分割政府の下で、環境変化に政策を適応させる力が弱まることである。景気が堅調なうちは、その問題は見えにくい。しかし、民間需要や金融市場に変調が生じた際、議会、政権、FRB の判断がかみ合わなければ、ショックの大きさ以上に対応の遅れが傷を広げる。問われるのは政策の内容だけではない。必要な政策を、必要な時期に決められるのか。中間選挙後の米国経済を見通す上では、この「時間のリスク」を従来以上に意識する必要があるといえよう。

図表 4 FF 金利の実績値と予想値、期待インフレ率の期間構造



（注）FF 金利先物は 11 月 24 日時点。
（出所）FRB、CME、クリーブランド連銀、Haver Analytics より大和総研作成

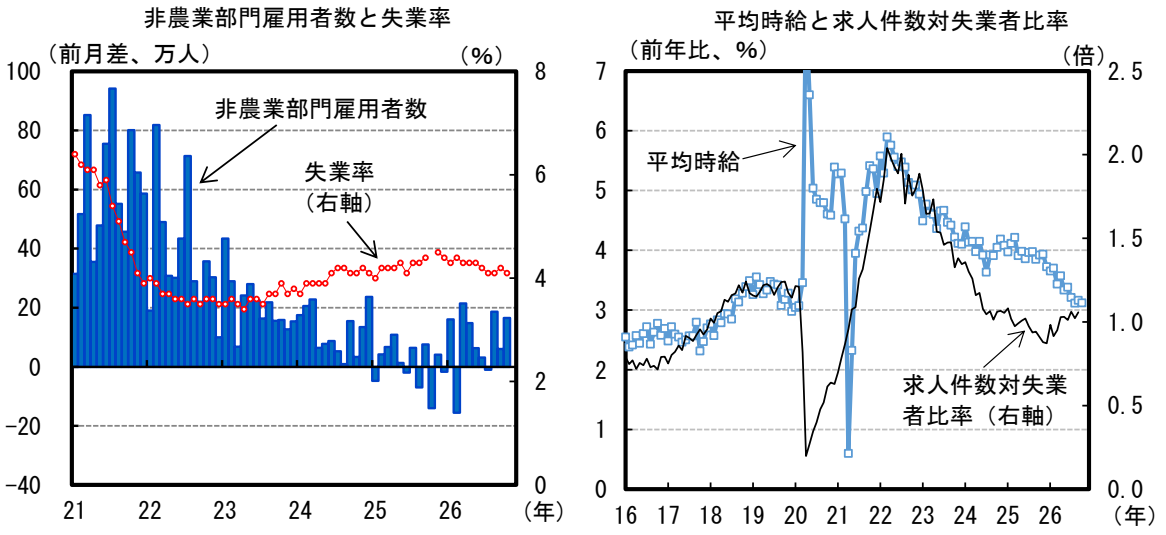
雇用環境は底堅さを維持

2026年10月の米雇用統計[15]は、非農業部門雇用者数が前月差＋16.5万人と大幅に加速し、過去分も上方修正された。雇用者数の増加ペースは他の統計とやや乖離があり、単月の強さを過度に重視すべきではないものの、底堅いといえる。なお、今回の事業所調査では、専門・企業向けサービスの雇用者数が大幅に増加した。雇用環境の回復基調を評価する上では、AI関連需要の恩恵を受けやすい生産部門だけではなく、AIによる悪影響を受けやすいホワイトカラー業種を含む、サービス業の先行きが重要となる。こうした中で、専門・企業向けサービスが短期的な振れにとどまらず、継続的に回復していくかは注目点となろう。

また、失業率については、労働供給の改善を伴いながら前月差▲0.1%pt と低下し、4.1%となり、労働市場の健全性を評価する上でポジティブといえる。直近の失業関連指標に着目すると、新規失業保険申請件数（2026年11月8日-11月14日）は20.3万件と前年同時期の水準を大幅に下回って推移している。ただし、失業保険継続受給者数（2026年11月1日-11月7日）は176.3万人と前週から増加したことで、2026年8月末以来の高水準となった。

最後に労働需要について確認すると、2026年9月の求人件数は前月差＋33.3万件と増加しており、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1.1倍弱と、2025年末を底に徐々に上昇している。賃金上昇率を見ると、生産部門（建設、製造業、鉱業・林業）では横ばい圏にとどまっている。AI需要の高まりを背景に、建設等の一部業種で労働需給がひっ迫し始めている可能性がある。もっとも、全体でみれば、賃金上昇率はサービス部門主導で減速基調にあり、現時点では賃金はインフレ圧力を高める要因となっていないと考えられる。

図表 5 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「米雇用者数は大幅加速、失業率も低下」（大和総研レポート、2026年11月9日）

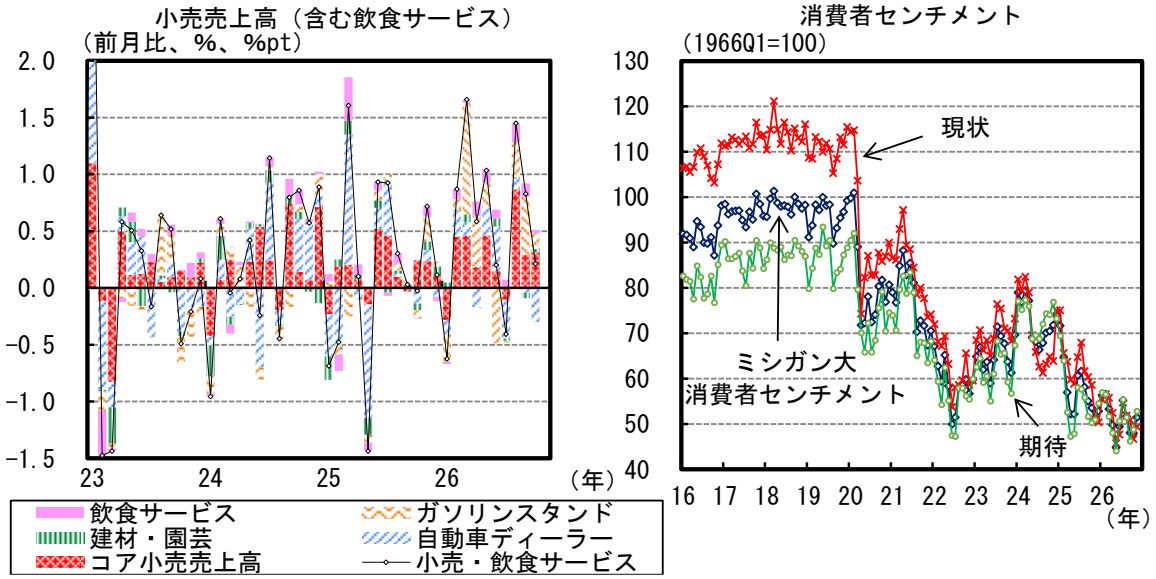
小売売上高は底堅い結果も、価格上昇が名目値の押し上げに寄与

個人消費の動向について、2026 年 10 月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比＋0.2%と 2 カ月連続で減速したものの、市場予想（Bloomberg 調査：同＋0.1%）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は、同＋0.6%と底堅い。ただし、10 月の実質小売売上高は同▲0.1%と 3 カ月ぶりにマイナスに転じており、価格上昇が名目値の押し上げに寄与している。

内訳を見ると、アマゾン等のセールの実施を背景に、無店舗販売（前月比＋1.2%）が小幅に加速し全体を押し上げた。その他小売（同＋4.7%）はプラスに転じ、ガソリンスタンド（同＋1.5%）は 3 カ月連続でプラスとなり、ヘルスケア製品（同＋1.5%）は加速した。この他、建材・園芸（同＋0.5%）、GMS（総合小売）（同＋0.1%）もプラスに転じた。他方で、家具（同▲2.3%）は 3 カ月ぶりにマイナス、自動車・同部品（同▲1.6%）は 2 カ月連続でマイナスと、大型耐久財が軟調だった。衣服・宝飾品（同▲0.7%）が 4 カ月ぶり、飲食料品（同▲0.2%）が 3 カ月ぶりにマイナスに転じ、娯楽用品（同▲0.7%）は 2 カ月連続でマイナスとなった。飲食サービス（同＋0.2%）、家電（同＋0.0%）は 2 カ月連続で減速した。

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 11 月（確報値）が前月差＋3.5pt と 4 カ月ぶりに改善し、水準は 51.5 となった。内訳については、現状指数（同＋2.7pt）が 4 カ月ぶりに改善し、期待指数（同＋4.1pt）が 2 カ月連続で改善した。ミシガン大は、中間選挙の結果が上昇のけん引役と指摘した一方、依然として生活コストに関する不確実性が続いているとコメントした。エネルギー高に起因する価格転嫁が進めば、消費者マインドは再び悪化し、ひいては個人消費の重石となる可能性がある。

図表 6 小売売上高（含む飲食サービス）、消費者センチメント



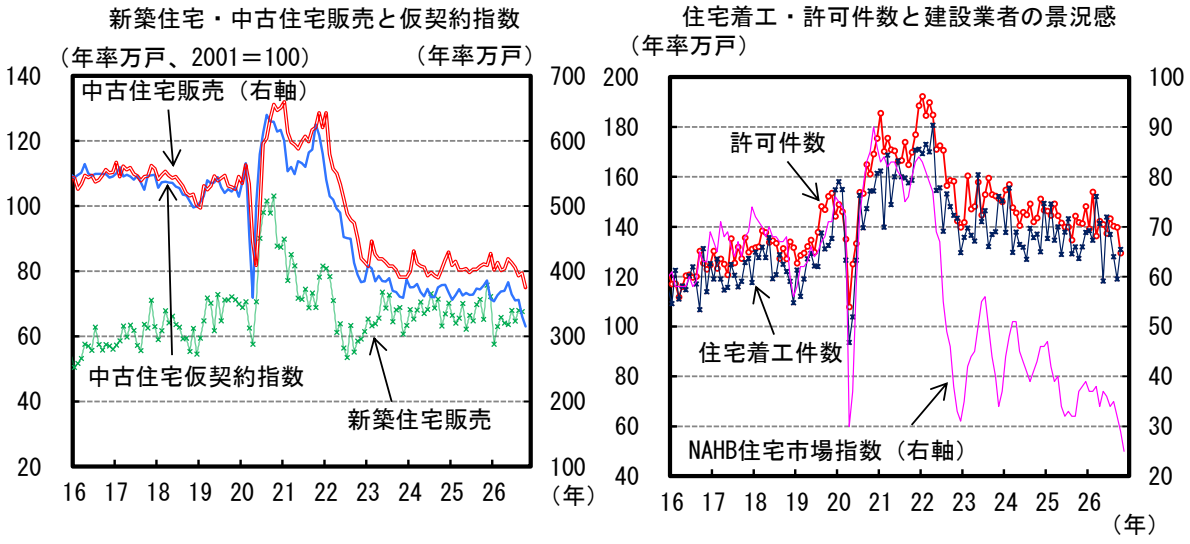
（出所）ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

中古住宅販売が大幅に減少し、住宅建設業者のマインド悪化も継続

住宅需要に目を向けると、2026 年 10 月の中古住宅販売（コンドミニアム等含む）は前月比▲5.5%と大幅なマイナスに転じた。さらに、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も、10 月は同▲4.7%と 2 カ月連続でマイナスとなり、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、9 月は同▲0.6%とマイナスに転じた。直近の消費者マインドを確認すると、11 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▲0.3pt の 25pt と 4 カ月連続で低下した。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（11 月 19 日を含む週）が 7.3%程度と、10 月前半の 7.4%程度をピークにやや低下したものの、高水準のままである。経済環境については、足元ではインフレ率が高止まりし、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）は軟調な需要を背景に販促による値下げが続いている。他方で、中古住宅販売価格は軟調な需要を背景に前年比で減速しているもののプラスを維持しており、購入意欲を高める要因となっていない。以上のように、住宅購入環境は高い金利水準を背景に厳しい状況が続いており、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 10 月が前月比＋9.9%と 4 カ月ぶりにプラス、水準は年率 130.9 万件となった。他方で、新築住宅着工の先行指標である建設許可は、10 月は同▲7.4%と 3 カ月連続でマイナスとなり、水準は年率 129.5 万件と 2020 年 5 月以来の低水準となった。さらに、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、11 月は前月差▲4pt と 3 カ月連続で悪化し、水準は 25pt と 2012 年 4 月以来の低水準となった。NAHB は、住宅ローン金利の高止まり等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。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、住宅供給は伸び悩むことが想定される。

図表 7 新築住宅・中古住宅販売と仮契約指数、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



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

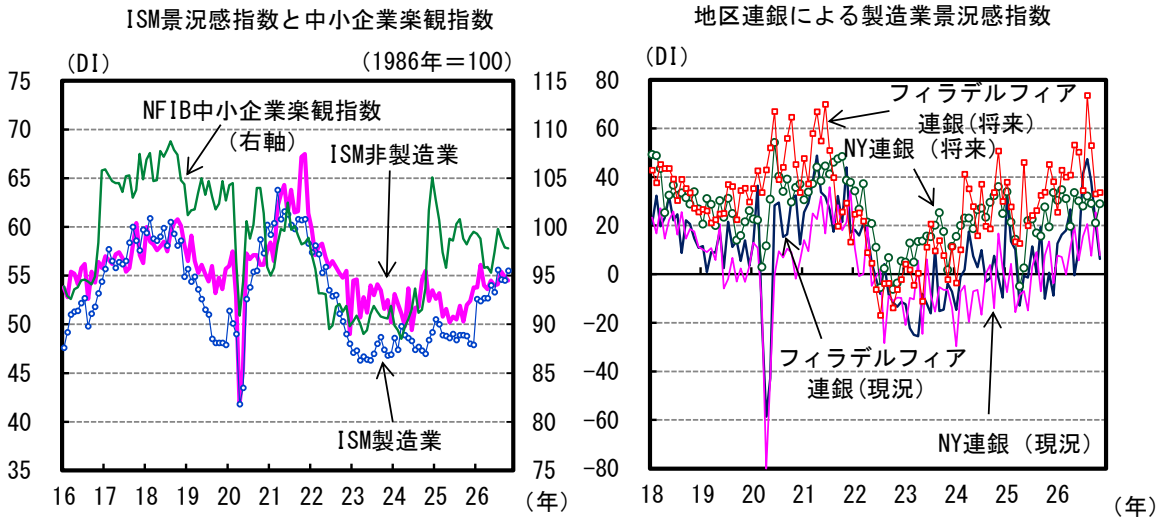
企業マインド指数はまちまちも、総じてコスト高への懸念は強い

2026 年 10 月の ISM 景況感指数は、製造業が前月差＋1.0%pt と 3 カ月ぶりに改善し、55.5%となった。他方で非製造業については、同▲0.4%pt と 2 カ月連続で悪化し、54.5%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては雇用指数が低下した一方、在庫指数、生産指数、新規受注指数、入荷遅延指数が上昇した。なお、いずれの項目も好不調の目安となる 50%を上回っており、生産指数は 59.0%と 2021 年 11 月以来の高水準だった。非製造業に関しては、入荷遅延指数と雇用指数が上昇した一方、新規受注指数、事業活動指数がいずれも 2 カ月連続で低下した。なお、雇用指数は 51.4%と 2 カ月連続で 50%を上回った。続いて企業コメントを確認すると、AI・防衛関連需要を背景として製造業中心に需要の底堅さを示すコメントが散見される一方で、製造業・非製造業ともに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大半を占めた。

続いて中小企業に関して、2026 年 10 月の NFIB 中小企業楽観指数は、前月差▲0.1pt と 3 カ月連続で悪化し、水準は 97.8 となった。内訳を確認すると、「利益に対する期待」、「資本支出計画」が 3 カ月連続で低下した。NFIB は、自社の経営状況についてポジティブな見解を示す中小企業経営者が増えたと指摘した一方で、インフレ圧力は依然として中小企業の重荷となり、販売価格を引き上げた経営者が増えていると言及した。

2026 年 11 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▲17.7pt）が大幅に悪化した一方、将来指数（同＋7.9pt）が 3 カ月ぶりに改善した。フィラデルフィア連銀については現況指数（同▲14.6pt）が 3 カ月連続で悪化した一方、将来指数（同＋0.6pt）が 3 カ月ぶりに改善した。いずれも、現況指数の低下が目立つ。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、インフレ率の高止まりを背景とした FRB の追加利上げは、企業マインドを抑制するとみられる。

図表 8 ISM 景況感指数と中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



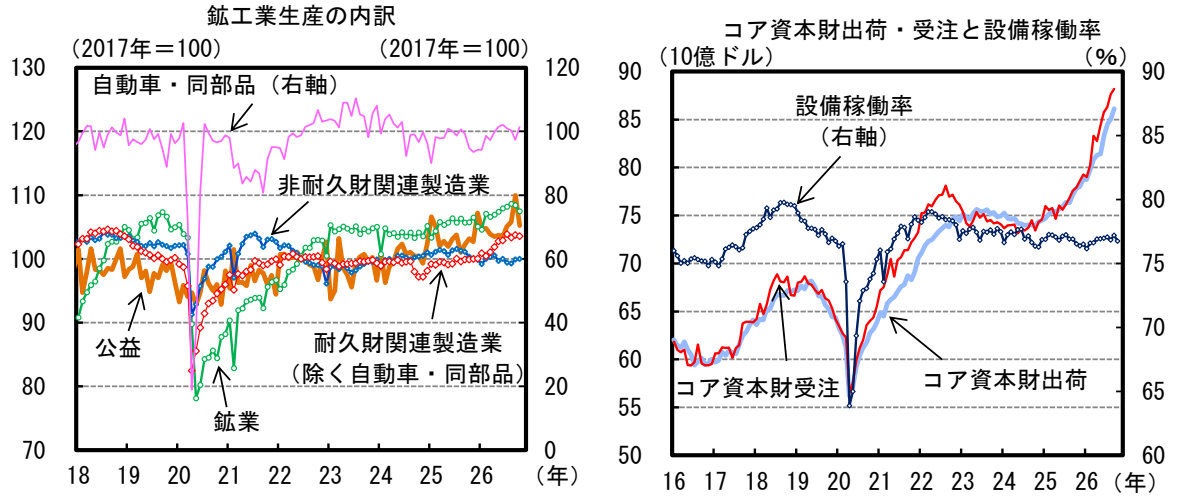
（出所）ISM、NY 連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

鉱工業生産はマイナスも、製造業は底堅い。コア資本財出荷も好調を維持

企業の実体面[16]に関して、2026 年 10 月の鉱工業生産指数は前月比▲0.4%とマイナスに転じた。10 月分の内訳を確認すると、製造業（同＋0.3%）は小幅に加速し、底堅い結果となった一方で、公益（同▲4.3%）が 4 カ月ぶりにマイナスとなり、鉱業（同▲0.9%）が 2 カ月連続でマイナスとなった。製造業の内訳を見ると、非耐久財（同＋0.1%）は減速した一方で、耐久財（同＋0.4%）は3カ月ぶりにプラスとなった。耐久財については、自動車・同部品（同＋4.1%）が 4 カ月ぶり、家具（同＋1.6%）とコンピューター・電子機器（同＋1.6%）が 3 カ月ぶりにプラスに転じた。この他、一次金属（同＋1.4%）は減速したものの高い伸びを維持し、木製品（同＋0.2%）もプラスに転じた。他方で、その他輸送機器（同▲1.7%）は 3 カ月連続でマイナスとなり、電気機械（同▲2.6%）、金属製品（同▲0.7%）、非金属鉱物（同▲0.7%）、その他耐久財（同▲0.3%）もマイナスに転じた。また、機械は前月からほぼ横ばいとなった。非耐久財については、繊維・繊維製品（同▲2.1%）、衣服・革製品（同▲1.5%）、紙（同▲0.2%）が 2 カ月連続でマイナスとなった。

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 9 月に前月比＋1.2%と加速した。その先行指標であるコア資本財受注は同＋0.6%と減速したものの、依然として AI 関連需要を中心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 10 月は前月差▲0.4%pt の 76.8%となった。ただし、設備稼働率のうち製造業については同＋0.1%pt と 2 カ月連続で上昇と、耐久財中心に底堅く推移している。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、インフレの高止まりを背景とした FRB の追加利上げが、設備投資の増加ペースを抑制するとみられる。

図表 9 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



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

[16] 鉱工業生産指数と設備稼働率は、2026 年 11 月 24 日に FRB が公表した年次改定を反映した数値を使用。

経済見通し

足元までの経済指標を踏まえ、2026 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率を前期比年率＋2.5%と予想する。住宅投資は住宅ローン金利の上昇で伸び悩むが、設備投資が引き続きけん引役となり、個人消費も減速するものの底堅いペースを維持する。結果、米国の自律的な成長を反映する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は同＋4.4%と高い伸びを想定している。メインシナリオとして、底堅い景気を見込んでいる。

もっとも、前述の通り、設備投資を押し上げてきたAI関連投資は、社債利回りの上昇や規制リスクの高まりによって、先行き減速感が出やすいと想定される。また、これまではAI投資への期待が株高へと帰結し、株式を保有する高所得層に資産効果をもたらしてきたが、足元の株安はその逆回転を意味する。米国経済は下振れリスクに直面しているといえる。

問題は、景気の下振れリスクに直面した際の迅速な政策対応が期待しにくい点だろう。2027 年 1 月からは分割政府となり、財政による景気対策は進みにくいことが想定される。また、機動的な対応が可能な金融政策に関しても、当面の間は高インフレへの対策として利上げが想定される。政策対応が遅れれば、景気の下振れ幅は深まり、最終的に必要となる対策も大きくなる。景気が底堅い間は目立たないものの、株価や社債利回りの調整が実体経済へと波及する局面では、対応の遅れが景気の回復力を左右するだろう。

図表 10 米国経済見通し

	四半期												暦年		
	2025				2026				2027				2025	2026	2027
	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ			
	前期比年率、%												前年比、%		
国内総生産	0.1	4.0	3.9	0.2	2.5	2.2	3.4	2.5	2.0	1.9	2.0	2.1			
〈前年同期比、%〉	2.3	2.4	2.6	2.0	2.6	2.2	2.1	2.6	2.5	2.5	2.1	2.0	2.3	2.4	2.3
個人消費	0.6	2.1	3.7	1.9	0.7	3.8	3.8	2.6	2.1	1.9	2.0	2.1	2.6	2.5	2.5
設備投資	10.7	7.6	3.8	2.1	9.9	9.0	12.7	12.9	7.7	6.3	4.7	3.3	5.4	7.9	8.4
住宅投資	-2.7	-4.3	-6.3	-1.8	-7.6	2.8	-3.3	-1.6	-0.7	0.7	1.7	2.3	-2.7	-3.4	-0.2
輸出	2.5	-2.0	9.4	-4.2	13.9	5.0	-5.7	1.8	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	3.8	1.2
輸入	34.7	-27.8	0.1	-1.5	11.5	12.6	19.7	10.5	5.5	4.2	3.4	3.0	3.6	5.7	7.8
政府支出	-0.6	2.3	1.6	-5.7	4.7	-0.1	5.3	2.1	1.1	1.1	1.2	1.3	1.6	1.2	1.7
国内最終需要	1.6	2.6	2.9	0.5	2.3	3.8	5.0	4.0	2.7	2.4	2.3	2.2	2.6	2.8	3.2
民間最終需要	2.1	2.7	3.2	1.8	1.8	4.6	4.9	4.4	3.0	2.7	2.5	2.3	2.8	3.1	3.4
鉱工業生産	4.4	0.4	1.0	-1.9	1.1	3.9	2.0	0.7	2.9	2.7	2.3	1.9	1.1	0.6	2.3
消費者物価指数	3.7	1.7	3.1	2.5	3.6	6.1	1.7	4.2	3.1	2.3	2.1	1.4	2.7	3.5	2.9
失業率（%）	4.1	4.2	4.3	4.5	4.3	4.3	4.1	4.2	4.2	4.2	4.2	4.1	4.3	4.2	4.2
貿易収支（10億ドル）	-375	-186	-194	-177	-159	-200	-304	-318	-326	-333	-337	-340	-932	-980	-1336
経常収支（10億ドル）	-438	-255	-263	-221	-213	-246	-326	-315	-297	-275	-249	-220	-1177	-1100	-1041
FFレート（%）	4.50	4.50	4.25	3.75	3.75	3.75	4.00	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50	3.75	4.25	4.50
2年債利回り（%）	4.15	3.86	3.72	3.52	3.57	3.97	4.36	4.71	4.70	4.64	4.58	4.52	3.81	4.15	4.61
10年債利回り（%）	4.45	4.36	4.26	4.10	4.20	4.42	4.76	5.04	4.93	4.84	4.78	4.72	4.29	4.60	4.82

（注 1）網掛けは予想値。2026 年 11 月 24 日時点。

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

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

欧州経済見通し 底堅さの中での明暗

浮かぶドイツと沈むフランス

橋本 政彦

[要約]

- 7-9 月期のユーロ圏の実質 GDP は、サービス部門の拡大を主因に緩やかなプラス成長を維持したとみられるが、10 月以降のマインド統計ではサービス部門よりも生産部門の好調さが目立つ。

- 国別ではとりわけドイツの景況感が良好であり、財政支出による防衛、インフラ投資関連での受注の増加が景況感を下支えしているとみられる。ドイツでは 2026 年を上回る拡張的な 2027 年予算の成立が近づいており、財政がドイツ、ひいてはユーロ圏全体の景気拡大を下支えする構図は今後も続く公算が大きい。

- 一方、ドイツと対照的なのはフランスであり、政治的な混乱を一因に企業景況感は落ち込んでいる。2027 年予算の協議は難航しており、政治不安が景況感を下押しする状況は当面続く可能性が高く、テクニカル・リセッション（2 四半期連続でのマイナス成長）も現実味を帯びてきた。

- 英国の 7-9 月期 GDP は AI 関連の好調さなどから、前期比＋0.7%と高い成長率となった。インフレ率の加速に加えて、経済が好調に推移していることを受け、BOE は 11 月に約 3 年ぶりとなる 0.25%pt の利上げに踏み切った。エネルギー価格の上昇が遅れて反映される形で、2027 年 1 月にはインフレ率はさらに加速するとみられ、BOE はさらなる利上げを実施する可能性が高まっている。

- バーナム政権初となる、2026 年の秋季予算は概ね事前の想定通りの内容となった。歳出面ではエネルギー価格高騰への対応として家計支援策が導入される一方、その財源として銀行税などの引き上げが盛り込まれた。事前の宣言通り、財政規律は維持されており、金融市場にとっては安心感のある内容であったといえる。

ユーロ圏経済

7-9 月期のユーロ圏は緩やかな成長維持、10 月以降は製造業の底堅さが目立つ

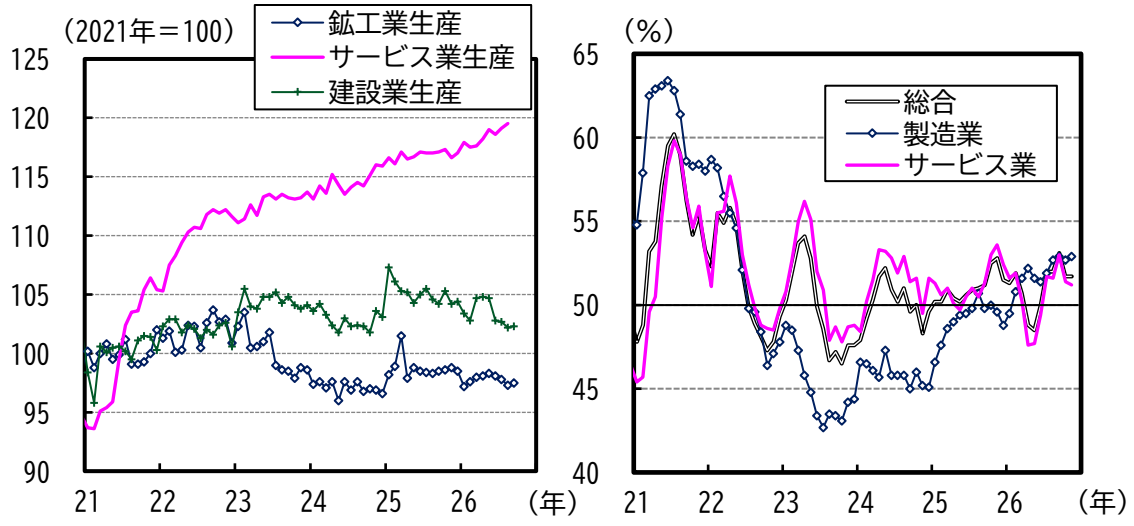
ユーロ圏の 2026 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率（改定値）は前期比＋0.4%と、速報段階からほとんど修正されず、緩やかな景気拡大を再確認させる結果となった。毎期の振れが非常に大きいアイルランドが全体の成長のおよそ半分を占めている点は割り引いて見る必要があるものの、エネルギー高を背景としたインフレ率の加速という逆風に対して、ユーロ圏経済は意外な耐久力を見せた。

7-9 月期のユーロ圏 GDP の内訳はまだ明らかになっていないが、関連統計として生産指数の動向を確認すると、鉱工業生産は前期比▲0.6%と 2 四半期ぶりに減少、建設業生産も同▲1.6%と前期から減少している。一方、サービス業生産については、まだ 8 月分までしかデータが公表されていないものの、7-8 月平均は 4-6 月期平均を 0.6%上回っており、サービス業の好調さが GDP を押し上げたとみられる。

一方、10 月以降のユーロ圏の景気動向をマインド統計から確認すると、サービス業よりもむしろ製造業の景況感の改善が目立つ。欧州委員会が公表するユーロ圏景況感指数（総合）の 2026 年 10 月分は、前月差▲0.6pt と 2 ヵ月連続で低下した。内訳では、消費者信頼感（同▲1.1pt）、小売業（同▲1.5pt）、サービス業（同▲0.6pt）、建設業（同▲0.6pt）が低下し、全体を押し下げた。一方、こうした中でも製造業を中心とする鉱工業の景況感指数は、同＋0.5pt と 5 ヵ月連続の改善を維持し、2023 年 4 月以来の高さとなった。

また、既に 11 月分が公表されたユーロ圏の PMI（S&P Global 公表）でも同様に、生産部門の好調さが確認されている。サービス業 PMI が前月差▲0.2pt と、前月の大幅な低下（同▲1.6pt）に続いて 2 ヵ月連続で低下する一方、製造業 PMI は同＋0.2pt 上昇し、2022 年 5 月以来の高さである 2026 年 9 月と同水準となった。

図表 1 ユーロ圏の業種別生産指数（左）、ユーロ圏の PMI（右）



（出所）Eurostat、S&P Global より大和総研作成

財政支出がドイツの景況感を下支え

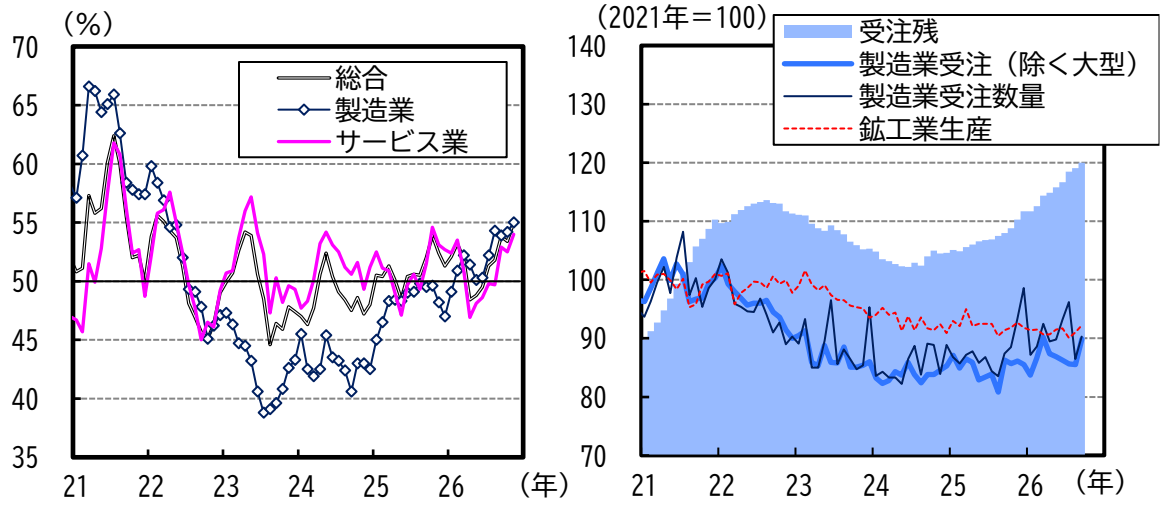
PMI を国別に見ると、とりわけ足元で改善が顕著なのがドイツである。ドイツの 11 月の PMI 総合は前月差＋1.6pt 上昇の 55.0%と 2022 年 3 月以来の高水準に達しており、ユーロ圏全体の改善をけん引している。製造業、サービス業別では、製造業が 55.0%、サービス業が 54.0%となり、やはり製造業の好調さが際立つ。

こうしたドイツの景況感の回復には、拡張財政による防衛支出・インフラ投資関連の受注の増加が寄与しているとみられる。ドイツの製造業受注数量は、大型案件による振れを伴いつつ、このところ横ばい圏で推移しているが、特に鉄道車両や航空機を含むその他輸送用機器などでは大幅に増加している。製造業の受注残は 2015 年の統計開始以来、最高水準まで積み上がっており、高水準の受注残は今後の生産の増加を下支えすることになるだろう。

また、ドイツ経済を支える拡張財政は 2027 年も続く可能性が高い。11 月 13 日、ドイツ連邦議会の予算委員会は、2027 年予算案を承認した。緑の党、AfD などの野党からは反対意見が出ているものの、CDU/CSU と SPD による連立与党は連邦議会の過半数を確保しており、11 月 27 日の本会議で予算は承認される見通しとなった。

予算委員会で承認された予算案では、2027 年の歳出は 5,609.2 億ユーロと、2026 年から 6.9%増加し、過去最高の規模になる見込みである。最大の歳出項目は年金などの社会保障費が含まれる労働社会省（2,032.9 億ユーロ）への省庁予算だが、これに加えて、防衛費は 2026 年の 827 億ユーロから、2027 年は 1,097 億ユーロへと大きく増加し、投資支出も 584 億ユーロから 618 億ユーロへと増加する。なお、新規借入総額は 2,104 億ユーロと、新型コロナ禍にあった 2021 年（2,154 億ユーロ）に次いで戦後 2 番目の大きさとなり、このうち 1,230 億ユーロは一般予算での新規借入、残る 874 億ユーロは特別基金からの借入となる。

図表 2 ドイツの PMI（左）、ドイツ製造業受注・受注残・鉱工業生産（右）



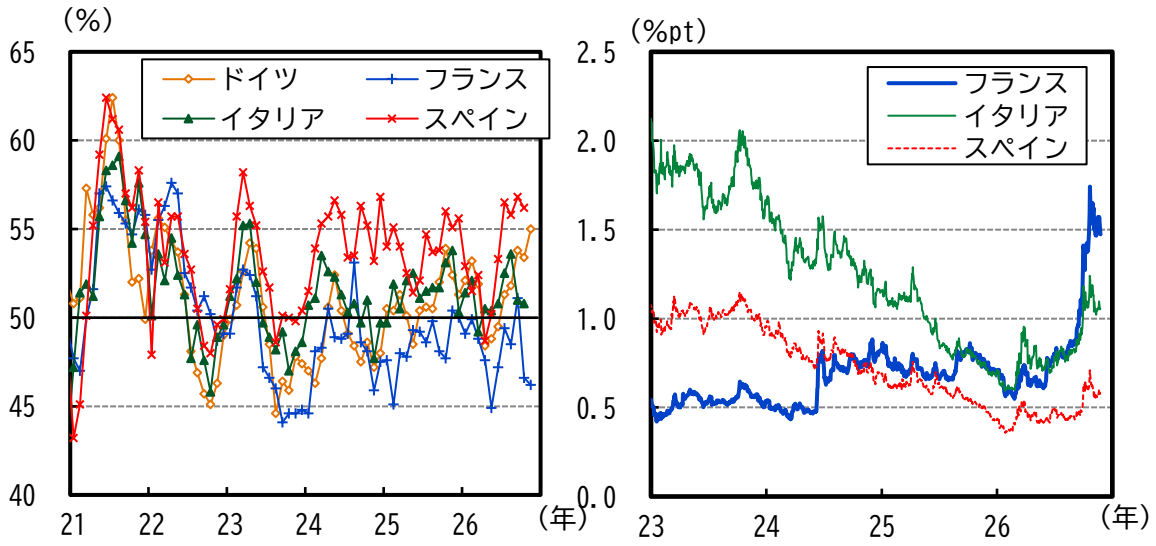
（出所）S&P Global、ドイツ連邦統計局より大和総研作成

フランスは政治の混乱が重荷に

一方、ドイツの堅調さとは対照的に、足元で弱さが目立つのがフランスである。11 月のフランスの PMI 総合は前月差▲0.4pt の 46.2%となり、2 ヵ月連続で基準となる 50%を大きく下回った。ユーロ圏全体の GDP がプラス成長となる中、フランスでは 7-9 月期の実質 GDP 成長率が前期比▲0.1%とマイナス成長に陥ったが、足元の PMI の水準は 10-12 月期もマイナス成長になる可能性を示唆しており、テクニカル・リセッション（2 四半期連続のマイナス成長）も現実味を帯びてきた。

フランスでの景況感の悪化の背景には、政治・政策の不透明感、それを原因とした長期金利の急騰があるとみられる。フランスの 10 年債利回り対独スプレッドは、10 月に大幅に拡大した後、一服しているが、引き続き高い状態にある。また、スプレッド拡大の背景にあるフランス財政・政治をめぐる混乱は、依然として解決に向けた糸口が見えない。

図表 3 ユーロ圏主要国の総合 PMI（左）、ユーロ圏主要国の 10 年債利回り対独スプレッド（右）



（注）左図の PMI のうちドイツ、フランスの最新値は 2026 年 11 月、イタリア、スペインは 2026 年 10 月。
（出所）S&P Global、Bloomberg より大和総研作成

フランス議会における目先の最重要課題である 2027 年予算協議に関して、フランス国民議会（下院）は 11 月 4 日、2027 年予算法案の第 1 部に当たる歳入部分について採決を行ったが、全会一致での否決（反対 458 票、賛成 0 票、棄権 2 票）という異例の結果となった。政府が提出した予算案には、2026 年に対 GDP 比 5.4%になる見込みの財政赤字を 5.0%まで縮小させる財政再建策が盛り込まれていた。しかし、下院での審議過程で、年金受給者向け所得控除の上限引き下げ措置や、大企業向け特別法人税の延長措置の削除など、多数の修正が加えられた結果、野党のみならず与党も支持できない内容となった。アミエル公共活動・公会計相によれば、修正された予算法案が成立した場合、財政赤字は 5.9%まで拡大するという。

予算案の歳入部分が否決されたため、下院では歳出部分の審議は行われず、修正の入っていない政府提出の国家予算案が上院に送付された。上院は共和党、および中道右派の中道連合で

議会過半数を確保しており、中道・右派寄りの修正が加えられた後、採決に進むと見込まれる。上院で採決された後は、上下両院による合同委員会で妥協案が協議され、合意に至れば妥協案が上下両院での採決にかけられることになる。だが、下院での協議や採決結果を踏まえれば、上下両院での合意のハードルは高い。

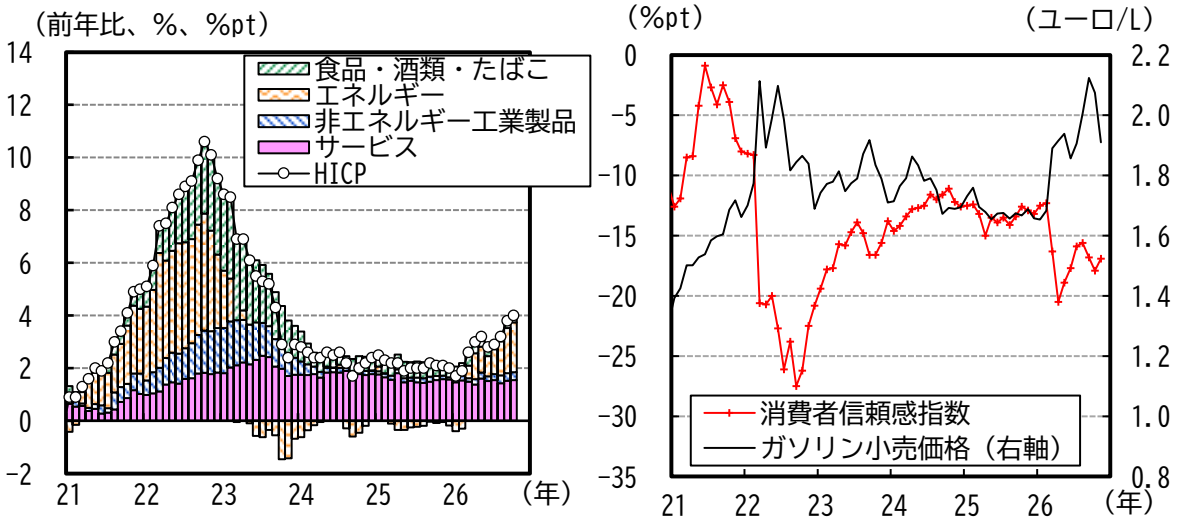
通常プロセスでの予算策定が難しければ、政府は、①議会での承認を経ずに予算を成立させる憲法第 49 条 3 項の発動、②政令による予算執行、③2026 年予算を暫定的に延長させるための特別法の制定、のいずれかを検討することになる。2027 年 4 月の大統領選挙を目前にして、不信任によって政権が倒れるリスクは依然残されており、政治不安がフランス経済の重石となる状況は当面続く公算が大きい。

原油価格の低下で消費者マインドの悪化に歯止め

一方、ユーロ圏の家計部門に関しては、これまで足を引っ張る要因となってきた原油高が足元で落ち着きを見せていることは先行きの好材料である。

足元までのユーロ圏のインフレ率の動向を見ると、10 月の HICP（消費者物価指数）は前年比＋4.0%と、2023 年 9 月以来の高い伸びとなった。最大の押し上げ要因は引き続きエネルギーであり、10 月は同＋21.0%と 9 月（同＋19.0%）から上昇幅が拡大したことが、HICP 全体の伸びを加速させた。

図表 4 ユーロ圏の HICP（左）、ガソリン小売価格と消費者信頼感指数（右）



（出所）Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

だが、10 月後半に 110 ドル/bbl 超まで上昇した原油価格（北海ブレント、以下該当同じ）は、米国中間選挙後のイランでの停戦期待の高まりなどによって急落し、足元では 90 ドル台前半で推移している。欧州委員会が公表するユーロ圏の週次ガソリン小売価格は、ドイツでの 10 月 1 日からの減税措置の効果などもあり、10 月初旬をピークに低下に転じていたが、11 月に入

って原油価格の低下を反映する形でさらに価格が低下している。10 月に前年比＋24.4%だった上昇率は、11 月後半には同＋10%台前半まで低下しており、HICP ベースでも 11 月のガソリン価格は上昇幅が大きく縮小すると見込まれる。

また、日々の値動きが大きいガソリン価格の低下は、家計の実質所得に影響を及ぼすのみならず、家計のインフレ実感や消費者マインドにも影響を及ぼすと見込まれる。実際、11 月の消費者信頼感指数（速報値）は、前月差＋1.0pt と 3 ヵ月ぶりの改善に転じたが、これにはガソリン価格の低下が影響した可能性が高い。消費者信頼感指数の水準はまだ低く、個人消費を力強く押し上げるほどの明るさはないものの、景気の下振れリスクは和らいだといえる。

原油価格低下は ECB にとっても安心材料、12 月に追加利上げ後は様子見姿勢へ

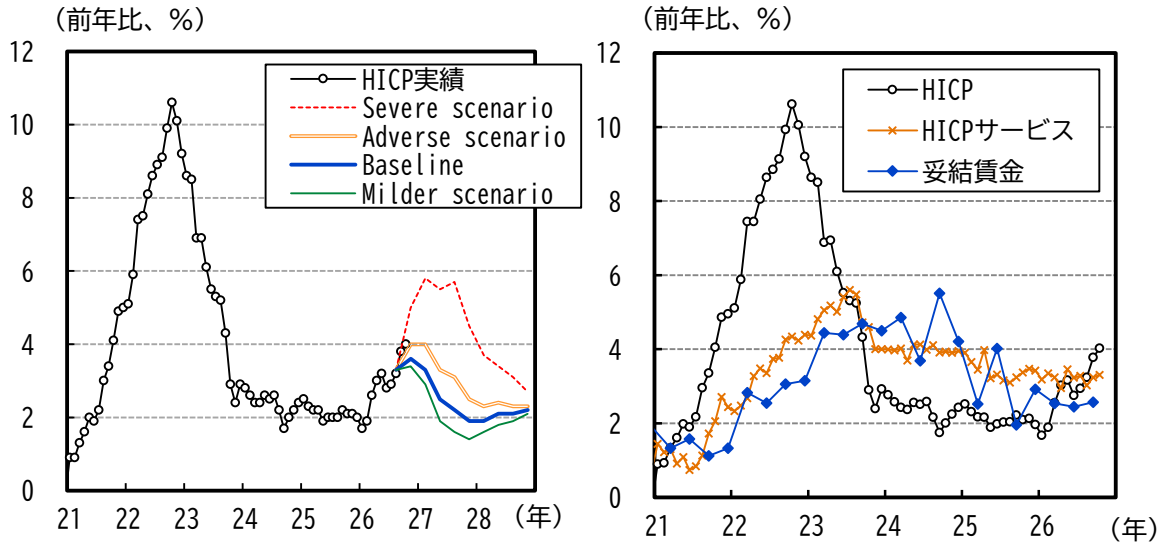
原油価格の低下はインフレ抑制を目指す ECB にとっても大きな安心材料である。ただし、大きく低下しつつも、原油価格は依然として 9 月時点の ECB の経済見通しのうちベースラインシナリオの前提（2026 年 10-12 月期：86.1 ドル/bbl）よりも高い。9 月に見通しが公表されて以降、原油価格が前提よりも高い水準で推移してきた結果、9 月、10 月のインフレ率は、ベースラインシナリオの予想を上回り、上振れシナリオ（Adverse scenario）に近い推移となっている。次回、12 月の ECB 理事会で公表される経済見通しでは、少なくとも短期的なインフレ率見通しは上方修正が避けられないだろう。ECB は 9 月に利上げを実施した後、10 月の理事会では利上げを見送ったが、インフレ見通しの上方修正を根拠に、12 月理事会で追加利上げが行われる可能性は高い。

一方、11 月に入ってからの急落によって、足元の原油価格の水準は 9 月時点の Adverse scenario における前提の水準（2026 年 10-12 月期：99.2 ドル/bbl）を下回っている。12 月の ECB 理事会で示されるベースラインシナリオにおけるインフレ率見通しは、9 月時点の Adverse scenario に近いものになると想定されるが、足元の原油価格水準を基にすれば、2027 年に入ってからのインフレ率の縮小ペースは、9 月時点の Adverse scenario よりも速まる可能性がある。

また、ECB は 10 月の理事会でエネルギー価格の二次的影響はほとんど見られていないとの見方を示したが、その後、公表された統計でも目立った二次的影響は確認できていない。サービス価格との連動性が強く、二次的影響の把握において ECB が重視している賃金動向に関して、2026 年 7-9 月期の妥結賃金は前年比＋2.6%となった。4-6 月期の同＋2.5%から上昇幅はわずかに拡大したが、インフレ率と比べればその拡大幅は限定的である。

もちろん、二次的影響がタイムラグを伴って、今後、拡大するリスクはあり、ECB はその動向を引き続き見極めていくことになる。だが、仮に二次的影響が今後拡大したとしても、エネルギーによる押し上げが剥落し、インフレ率全体として縮小する局面に入れば、ECB が追加利上げを急ぐ必要性は低下することになるだろう。大和総研は、2026 年 12 月に追加利上げを実施した後、2027 年は政策金利を据え置くという従来の見方を維持する。

図表 5 ECB のシナリオ別インフレ率見通し（2026 年 9 月）（左）、HICP と妥結賃金（右）



（出所）Eurostat、ECB より大和総研作成

英国経済

AI 関連の好調さを背景に、7-9 月期の英国は高成長

足元までの英国経済の状況を確認していくと、7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比＋0.7%となり、4-6 月期（同＋0.5%）から加速した。年率換算の成長率は＋3.0%と、1%台半ばと見込まれる潜在成長率を大きく上回っており、英国経済は非常に好調に推移しているといえる。

7-9 月期の GDP に関して、まず生産側から中身を確認すると、生産部門が前期比＋0.1%と小幅な増加に留まり、建設業が同▲0.7%と 3 四半期ぶりの減少に転じる一方で、サービス部門が同＋0.9%と大きく増加し全体を押し上げた。

サービス部門の内訳では事務サービスが前期比＋4.1%増加したほか、税務・会計関連を含む専門・企業向けサービス（同＋2.5%）、情報通信サービス（同＋2.1%）などの増加が押し上げに寄与した。ONS（英国国家統計局）によれば、情報通信サービスではコンピュータープログラミング、コンサルティングが増加しており、AI やクラウド・コンピューティングに関連する企業の好調さが押し上げに寄与したと報告されている。

また、AI 関連の好調さは生産部門にも表れている。生産部門のなかでも製造業の GDP は前期比＋0.9%と 2024 年 1-3 月期以来の増加幅となっており、内訳ではコンピューター・電子機器・光学機械が同＋4.5%と大きく増加したことが最大の押し上げ要因となった。

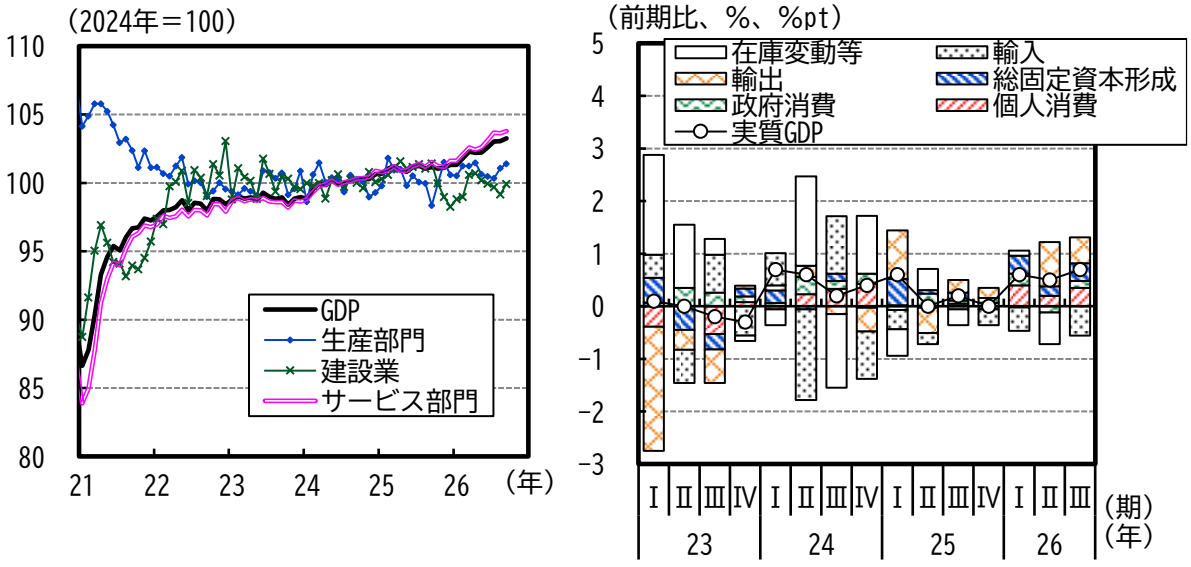
次に需要側から GDP を見ていくと、個人消費（前期比＋0.6%）、総固定資本形成（同＋1.7%）はいずれも 4-6 月期から増加ペースが加速したことに加え、政府消費は同＋0.6%と前期のマイナス成長からプラス成長へと転じており、内需は総じて好調だった。一方、外需については、

輸出（同＋1.6%）、輸入（同＋1.8%）ともに増加したものの、輸入の増加幅のほうが大きかったことから外需（純輸出）の寄与度は前期比▲0.1%pt と 2 四半期ぶりのマイナスに転じている。

個人消費の内訳では、運輸が前期比＋2.4%と大幅に増加したことが全体の増加のおよそ半分を占めているが、これ以外にも食品（同＋0.5%）、住宅（同＋0.5%）、保健（同＋0.5%）、娯楽（同＋0.5%）など、幅広い品目で前期から増加した。個人消費の裏付けとなる所得環境に関して、名目雇用者報酬は同＋1.3%増加し、実質ベース（大和総研による試算値、個人消費デフレーターで実質化）でも同＋0.4%とインフレ率が加速する中でも増加を維持しており、所得環境の底堅さが個人消費の増加をサポートした。また、雇用統計によれば、7-9 月期の失業率は 4.6%と 2025 年 1-3 月期以来の低さまで低下しており、これまで改善が遅れてきた雇用環境が回復に転じたことが所得環境の改善につながり、個人消費を下支えしたとみられる。

総固定資本形成の内訳では、公共投資が前期比＋13.6%と大幅に増加したことが主な押し上げ要因となった。民間企業設備は同＋0.4%と 3 四半期連続の増加となったものの、増加幅は前期から縮小しており、勢いが鈍化した。形態別では、輸送用機械が同＋18.2%と大幅に増加しており、既述の公共投資の大幅な増加と合わせて考えれば、インフラ投資や防衛支出の増加が押し上げ要因となったことが示唆される。また、情報通信機械・機械は同＋5.9%と増加ペースが加速しており、生産側 GDP で確認されたのと同様に、需要面でも AI 関連が押し上げ要因となった可能性がある。一方、民間住宅投資は同▲2.9%と、3 四半期ぶりの減少に転じた。インフレ率が加速する中、利上げ期待などによって住宅ローン金利が上昇したことが、家計の住宅投資を抑制したとみられる。

図表 6 英国の月次 GDP と部門別内訳（左）、実質 GDP 成長率と需要項目別寄与度（右）



（出所）ONS より大和総研作成

BOE は約 3 年ぶりの利上げを実施

2026 年 11 月 5 日、BOE は前日まで開催されていた金融政策委員会で、政策金利を 0.25%pt 引き上げ、4.00%とすることを決定したと発表した。BOE の利上げは 2023 年 8 月以来、3 年 3 ヵ月ぶりである。BOE はエネルギー価格上昇の二次的影響は見られていないとしつつ、インフレ率が加速していること、また、前述した GDP 統計にも表れている通り、経済活動が想定以上に堅調に推移していることを利上げの理由として挙げた。

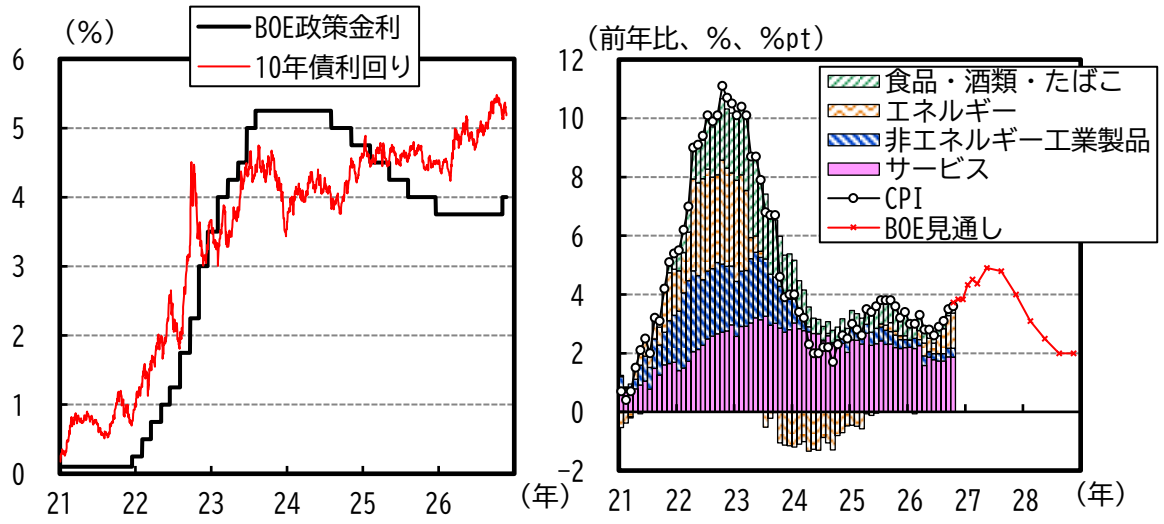
11 月会合での利上げは事前に金融市場でほぼ織り込まれており、利上げの決定にサプライズはなかった。ただし、サプライズとなったのは、インフレ率の見通しが大幅に上方修正されたことである。BOE の見通しによれば、CPI（消費者物価指数）は 2027 年 4-6 月期には前年比＋4.9%まで上昇ペースが加速すると見込まれ、ピーク時のインフレ率は 7 月時点の見通しから＋1.7%pt 上方修正された。この見通しを根拠に、マン委員は 0.50%pt の利上げを実施すべきとして 0.25%pt の利上げに反対票を投じている。

もっとも、BOE の内部は必ずしもタカ派的な意見ばかりではなく、ハト派的なスタンスのディングラ委員、テイラー委員は 11 月の利上げはあくまで保険的な利上げであるとの見方を示している。また、ベイリー総裁とブリーデン副総裁を含む複数の委員は、現行の引き締め度合いをおおむね適切と評価しており、BOE 全体としては、今後のデータを見極めつつ追加の利上げの必要性を探っていくとみられる。

11 月の金融政策委員会後に公表された 10 月の CPI は、前年比＋3.6%となり、前月（同＋3.5%）から上昇ペースが加速し、上昇幅は 2025 年 10 月以来の大きさとなった。だが、内訳を見ると、インフレ率が加速した要因はエネルギー価格（同＋19.4%）、および食品・酒類・たばこ（同＋1.8%）の上昇幅拡大であった。これらを除いたコア CPI の伸びは同＋2.8%と前月から変わらず、引き続きエネルギー価格上昇の目立った波及は見られていない。CPI 全体としても前月から加速しつつも BOE の予想（同＋3.7%）をわずかに下回り、BOE の追加利上げを後押しするような結果ではなかったといえる。

一方、インフレ率の先行きについては、2027 年 1 月以降の動向が注目される。足元で原油価格は落ち着いているものの、CPI のエネルギーのうち電気代・ガス代は、2027 年 1 月に大幅に上昇する可能性が高い。これは Ofgem（英国ガス・電力市場局）が四半期ごとに定めるエネルギー価格上限は過去の商品市況を参照して算定され、市況の価格への反映が大きく遅れるためである。11 月 25 日に公表予定の 2027 年 1-3 月期の価格上限は、2026 年 8 月半ば～11 月半ばのガス価格などが参照されることから、民間調査機関コーンウォールインサイトなどによれば、25%程度の引き上げが予想されている。11 月以降の原油価格の急落が反映されていない既述の BOE のインフレ率見通しはやや割り引いて見る必要があるものの、電気・ガス価格の大幅な上昇によって 2027 年 1 月には CPI 上昇率は 4%台に達する可能性が高い。BOE は電気代・ガス代の大幅な上昇後の景気動向も見極めつつ、次回、経済見通しが改定される 2027 年 2 月に追加利上げを実施すると予想する。

図表 7 英国の政策金利と長期金利（左）、英国 CPI と BOE 見通し（右）



（出所）Bloomberg、ONS、BOE より大和総研作成

注目のバーナム政権初の秋季予算は無難に通過

財政政策に関して、バーナム首相就任後、初の財政イベントとして注目された 2026 年の秋季予算案は、概ね事前に想定されていた内容に沿ったものとなった。

発表された主な政策を見ていくと、歳出面で目玉となったのはエネルギー高対策のための総額 26 億ポンドの家計支援である。イングランドのカウンシル・タックス区分 A～D の世帯[17]に対して、2027 年 1 月以降、100 ポンドの給付（カウンシル・タックスの還付）が実施される。また、2027 年 3 月末が期限となっていた家庭用電気料金に対する付加価値税の引き下げ（5%→0%）が同年 7 月末まで延長された。

一方、これらの財源を確保するため、歳入面では、事前に取り沙汰されていた銀行税の引き上げ（3%→6%）が決まったほか、高額ギャンブル用機械に対する税率の引き上げ、不動産所得への税率引き上げなどが盛り込まれた。銀行税は、2023 年 4 月に法人税が引き上げられたのとセットで 8%から 3%に引き下げられたという経緯から、今回の秋季予算で 8%まで引き上げられるとの観測もあったが、6%までの引き上げに留まった。

政策変更の影響に加えて、経済前提の変更等も踏まえた財政見通し全体を確認すると、公的部門純借入（財政赤字）対 GDP は 2026 年度から 2030 年度まで、それぞれ 2026 年 3 月時点の見通しから 0.3～0.5%pt 上方修正された。ただし、2026 年度をピークに赤字幅は徐々に縮小する見通しであり、事前にバーナム首相やヒーリー財務相が再三繰り返してきた通り、スターマー政権下で導入された財政規律は順守される形となっている。財政規律達成のための余裕（ヘッドルーム）は 145 億ポンドとなり、2026 年 3 月時点の 236 億ポンドから大きく減少した。ただし、3 月以降の金利上昇によって利払い費が増加し、秋季予算以前からヘッドルームの縮小

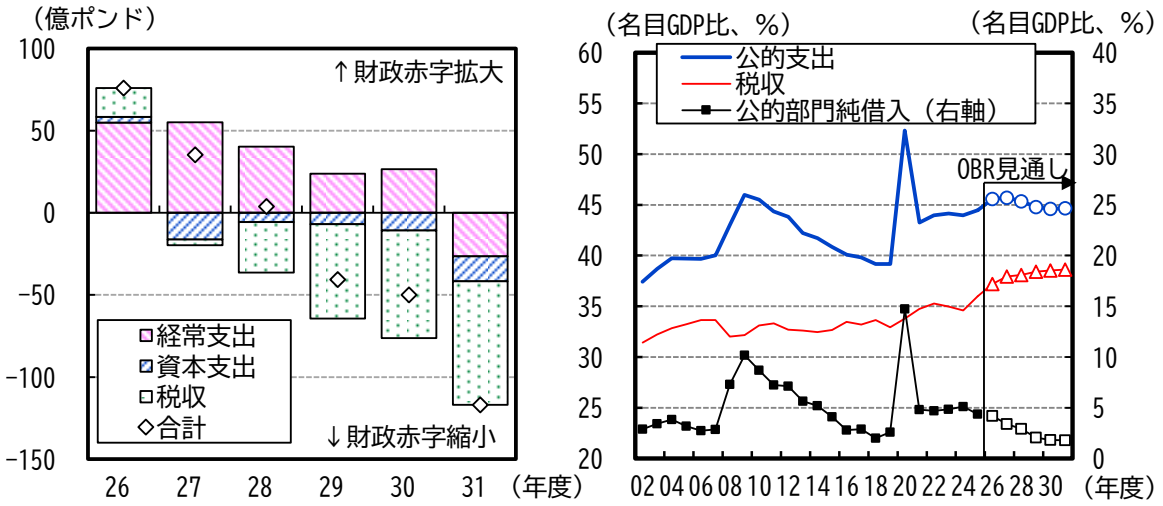
[17] カウンシル・タックスは住宅用財産にかかる地方税であり、イングランドでは 1991 年 4 月 1 日の資産価値に基づき、A～H の 8 段階（A が低い）に区分され、料率が決定される。

が指摘されていたため、こちらも特に意外感のある内容ではない。

秋季予算全体の評価としては、宣言通り財政規律が順守されたことは、金融市場、とりわけ債券市場にとって安心感のある内容だったといえる。実際、秋季予算の発表後も金融市場の反応は限定的だった。

一方、財政規律を重視した結果、秋季予算の政策は小粒なものになったと言わざるを得ない。社会福祉制度改革、防衛費の財源の確保といった財政に負担がかかる難題は2027年の歳出見直しに先送りされた形であり、財源が限られる中での政策運営は今後も注視していく必要があるだろう。

図表8 2026年秋季予算の政策変更が財政赤字に与える影響（左）、OBRによる財政見通し（右）



（出所）OBR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%	1.7%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.4%	1.2%	1.1%	1.2%
家計消費支出	1.3%	0.5%	0.9%	2.3%	0.1%	1.7%	1.1%	0.7%	1.0%	1.1%	1.1%	1.3%	1.4%	1.1%	1.0%
政府消費支出	-0.5%	2.4%	2.4%	2.2%	2.2%	1.0%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.3%	1.1%	1.5%	2.0%	1.5%
総固定資本形成	10.4%	-4.9%	4.0%	2.3%	-0.3%	-0.2%	1.6%	1.4%	0.5%	0.8%	1.2%	1.9%	2.8%	0.8%	1.0%
輸出	6.5%	-2.8%	2.9%	1.5%	-1.9%	14.8%	0.7%	1.5%	1.8%	2.0%	2.1%	2.3%	1.7%	2.8%	2.5%
輸入	9.3%	-1.3%	4.9%	1.4%	2.1%	7.1%	0.3%	1.7%	1.9%	2.1%	2.2%	2.5%	3.4%	2.8%	2.1%
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%	1.3%	1.3%	1.6%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%
家計消費支出	1.7%	1.6%	1.2%	1.3%	0.9%	1.2%	1.3%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	1.4%	1.1%	1.0%
政府消費支出	1.6%	1.4%	1.4%	1.6%	2.3%	2.0%	1.9%	1.7%	1.5%	1.6%	1.4%	1.3%	1.5%	2.0%	1.5%
総固定資本形成	2.4%	3.7%	2.9%	2.8%	0.2%	1.4%	0.8%	0.6%	0.8%	1.1%	1.0%	1.1%	2.8%	0.8%	1.0%
輸出	2.6%	0.3%	2.2%	2.0%	-0.1%	4.1%	3.6%	3.6%	4.5%	1.5%	1.8%	2.0%	1.7%	2.8%	2.5%
輸入	4.2%	2.7%	3.5%	3.5%	1.8%	3.8%	2.7%	2.8%	2.7%	1.5%	2.0%	2.2%	3.4%	2.8%	2.1%
鉱工業生産（除く建設）	2.2%	1.4%	1.3%	1.9%	-1.9%	-0.2%	-0.9%	-0.8%	0.7%	0.5%	1.6%	1.7%	1.7%	-1.0%	1.1%
実質小売売上高	2.5%	3.1%	2.1%	2.3%	2.0%	1.5%	0.7%	0.7%	0.5%	0.4%	1.0%	0.8%	2.5%	1.2%	0.7%
消費者物価	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	2.0%	3.0%	3.3%	4.0%	3.5%	2.8%	2.4%	1.9%	2.1%	3.1%	2.7%
生産者物価	2.4%	0.6%	-0.1%	-1.2%	-1.1%	5.1%	8.4%	11.4%	10.5%	8.3%	5.2%	2.8%	0.4%	5.9%	6.6%
失業率	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.4%	6.4%	6.5%	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	55.6	27.1	23.4	19.1	4.5	-18.9	-17.9	-12.7	-9.3	-5.4	-2.5	0.1	125.2	-45.0	-17.1
経常収支	63.4	75.0	64.0	65.7	74.1	57.0	50.8	55.9	58.4	61.4	63.6	65.5	268.1	237.9	248.9
独 国債10年物（期中平均）	2.58%	2.55%	2.69%	2.72%	2.85%	3.01%	3.26%	3.36%	3.33%	3.30%	3.27%	3.24%	2.63%	3.12%	3.28%
欧 政策金利（末値）	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 11 月 24 日時点）。

（出所）Eurostat、ECB より大和総研作成

図表 10 英国経済・金利見通し

	2025				2026				2027				2025	2026	2027
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	2.4%	0.0%	0.7%	0.0%	2.6%	2.1%	3.0%	0.7%	0.7%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.6%	1.2%
家計消費支出	0.1%	-0.2%	0.3%	0.5%	2.8%	1.4%	2.4%	0.5%	0.0%	0.5%	0.8%	1.1%	1.0%	1.4%	0.7%
一般政府消費支出	-1.3%	4.7%	1.2%	1.8%	4.2%	-2.2%	2.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	1.0%	2.3%	1.8%	1.3%
総固定資本形成	11.1%	1.6%	3.1%	-1.3%	7.2%	3.8%	7.1%	1.5%	1.8%	2.1%	2.0%	1.8%	3.4%	3.7%	2.6%
輸出	12.9%	-6.2%	3.2%	2.5%	-0.2%	11.5%	6.5%	2.1%	2.4%	2.7%	2.5%	2.2%	1.2%	3.4%	3.4%
輸入	4.8%	2.6%	0.8%	3.8%	5.7%	-0.1%	7.2%	1.8%	2.2%	2.4%	2.3%	2.1%	3.7%	3.4%	2.6%
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%	1.9%	2.1%	1.6%	1.4%	0.9%	1.1%	1.2%	1.6%	1.2%
家計消費支出	1.7%	1.3%	0.8%	0.2%	0.8%	1.2%	1.8%	1.8%	1.1%	0.9%	0.4%	0.6%	1.0%	1.4%	0.7%
一般政府消費支出	2.9%	2.5%	2.1%	1.6%	3.0%	1.2%	1.6%	1.5%	0.8%	1.7%	1.5%	1.3%	2.3%	1.8%	1.3%
総固定資本形成	2.9%	3.7%	3.7%	3.5%	2.6%	3.1%	4.1%	4.9%	3.5%	3.1%	1.8%	1.9%	3.4%	3.7%	2.6%
輸出	1.8%	-0.5%	0.8%	2.9%	-0.2%	4.2%	5.0%	4.9%	5.6%	3.4%	2.4%	2.4%	1.2%	3.4%	3.4%
輸入	6.0%	1.3%	4.8%	3.0%	3.2%	2.5%	4.1%	3.6%	2.7%	3.4%	2.2%	2.3%	3.7%	3.4%	2.6%
鉱工業生産	0.6%	0.2%	-0.5%	1.2%	0.1%	0.5%	1.4%	0.9%	0.9%	1.2%	1.4%	0.9%	0.4%	0.7%	1.1%
実質小売売上高	0.5%	1.1%	1.4%	1.2%	1.8%	1.7%	1.3%	2.5%	1.4%	1.6%	1.2%	1.1%	1.0%	1.8%	1.4%
消費者物価	2.8%	3.5%	3.8%	3.4%	3.1%	2.8%	3.1%	3.6%	4.2%	3.9%	3.2%	2.7%	3.4%	3.1%	3.5%
失業率	4.6%	4.7%	5.0%	5.2%	5.0%	4.9%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.5%	4.5%	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	-61.6	-61.8	-61.9	-62.1	-62.2	-62.0	-234.3	-252.4	-248.2
経常収支	-20.3	-25.5	-18.8	-27.1	-21.1	-19.9	-18.1	-17.6	-17.2	-16.9	-16.7	-16.4	-91.6	-76.8	-67.2
国債10年物（期中平均）	4.60%	4.57%	4.64%	4.52%	4.53%	4.85%	5.05%	5.27%	5.30%	5.28%	5.24%	5.20%	4.58%	4.93%	5.26%
政策金利（末値）	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	4.00%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	3.75%	4.00%	4.25%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2026 年 11 月 24 日時点）。

（出所）ONS、BOE より大和総研作成

中国経済見通し：光明は中古住宅販売の回復

2026 年 10 月も内需の低迷が続く

齋藤 尚登

[要約]

- 中国では、2026 年 8 月と 9 月に、住宅の予約販売から完成後販売への移行と、住宅ローン金利に対する財政による 1%pt の利子補給という重要な政策が発表された。10 月の不動産関連統計は、新築住宅販売が大幅に減少する一方で、中古住宅販売は堅調という具合に明暗が分かれた。中古住宅には「工事中断問題」はそもそも存在しない。また、住宅ローン金利に対する利子補給の対象には、中古物件も含まれている。新築住宅の完成後販売への移行は、政策が発表された 8 月 28 日以降に新たに開発用地や建設許可を取得したものが対象であり、効果発現には時間を要すると目される。結果として、住宅購入者は新築住宅ではなく中古住宅への選好を強めたのである。今後、新築住宅で完成後販売への移行が進めば、住宅実需を刺激する可能性は高い。

- 2026 年 11 月 18 日～19 日に中国広東省深圳市で開催された APEC 首脳会議の期間中、米国のドナルド・トランプ大統領と中国の習近平国家主席は今年 3 回目の米中首脳会談を行った。ただし、具体的な成果には乏しく、それぞれが最も重視する問題、具体的には米国にとってのレアアースの中国からの安定供給や、中国にとっての台湾問題については、「ゼロ回答」であった。

- 2026 年 10 月の主要経済統計は、内需の低迷が続く一方で、外需は堅調であることを示唆している。中国経済見通しに変更はない。2025 年の実質 GDP 成長率は前年比 5.0%となったが、2026 年は同 4.6%、2027 年は同 4.4%と、緩やかな減速が続くとみている。

不動産不況からの（一時的）脱却、政策効果は中古住宅販売から発現

中国では、2026 年 8 月と 9 月に不動産不況からの脱却に向けた重要な政策が発表された。

まず、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である。これまでの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・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ると期待される。

次は、2026 年 10 月 1 日から実施されている住宅ローンに対する財政による利子補給の開始だ。対象は、家計が取得する 1 軒目の住宅で、面積 120 ㎡以下、価格 150 万元（約 3,570 万円。1 元＝23.8 円で換算）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。実需の住宅購入が刺激され、当面の景気をある程度下支えする可能性があると期待された。

ただ、2026 年 10 月の不動産関連統計を見る限り、新築住宅については、効果は発現していない。1 月～10 月の新築住宅販売面積は前年同期比 14.2%減（以下、断りのない限り変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、1 月～9 月の 13.8%減からマイナス幅を広げた。

一方で、中古住宅の取引は堅調だ。中国国家統計局が 2026 年 1 月～8 月分より公表を始めた中古住宅取引面積（契約成立後にネット上で登録・公開されたもの）は、1 月～9 月の 10.7%増から 1 月～10 月は 11.4%増へと伸び率を高めた。年間のデータは 2023 年以降のものが発表され、2024 年は 1.3%増、2025 年は 2.6%増であった。2026 年に入り、伸びが加速していることになる。ちなみに、新築住宅販売面積と中古住宅取引面積を比較すると、2023 年は、中古は新築の 75%程度であったが、2025 年にはほぼ同じに、2026 年 1 月～10 月は中古が新築の 1.3 倍となっており、中古住宅への選好が強まっていることが分かる。

中古住宅に「工事中断問題」はそもそも存在しない。また、2026 年 10 月 1 日からの住宅ローン金利に対する利子補給の対象には、中古物件も含まれている。新築住宅の完成後販売への移行は、政策が発表された 8 月 28 日以降に新たに開発用地や建設許可を取得したものが対象であり、効果の発現には時間を要すると目される。結果として、既述のように住宅購入者は新築住宅ではなく中古住宅への選好を強めたのである。新築住宅販売面積は大きく減少したままであり、少なくとも現時点では、経営難に苦しむデベロッパーの救済にはつながっていない。

今後、新築住宅で「完成後販売」への移行が進めば、住宅実需を刺激する可能性は高い。惜しむらくは、住宅ローン金利への利子補給が暫定的に 1 年間の実施とされていることである。この章のタイトルで「不動産不況からの（一時的）脱却」としたのは、このためである。

今年 3 回目の米中首脳会談でも双方の最大の関心事は平行線

2026 年 11 月 18 日～19 日に中国広東省深圳市で開催された APEC 首脳会議の期間中、米国のドナルド・トランプ大統領と中国の習近平国家主席は今年 3 回目の米中首脳会談を行った。ただし、具体的な成果には乏しく、それぞれが最も重視する問題については、「ゼロ回答」であった。

米中交渉における米国の最大の関心事は Boeing（航空機）、Bean（大豆）、Beef（牛肉）の「3B」の中国への輸出増加といわれるが、米国経済のアキレス腱は中国からのレアアースの輸入が途絶することだ。2026 年 9 月 23 日の米中閣僚会談（米国：ベッセント財務長官、中国：何立峰副首相）では、2025 年 10 月の米中首脳会談で合意した米中貿易戦争の停戦（高関税やレアアースなどの輸出規制の応酬の停止）期間を 2026 年 11 月 10 日までから 2027 年 1 月 10 日まで延長することで合意し、これは既に実行に移されている。ただし、今回の米中首脳会談では、期間のさらなる長期化などこれ以上の進展はなかった。

一方、中国の対米交渉の重点は Taiwan（台湾）、Tariff（関税）、Technology（科学技術）の「3T」といわれるが、中国が核心中の核心の利益とする台湾問題については、今回も成果は得られなかった。米国の立場は、「双方（中国・台湾）からの一方的な現状変更に反対し、台湾の独立を支持しない」というものである。中国からすれば「支持しない」という従来の立場から「反対する」との立場に踏み込んでほしいところだと思われる。国営新華社によると、今回の米中首脳会談でトランプ大統領は、「台湾独立を支持しない」と従来通りの考えを示したとされる。台湾問題について、トランプ大統領は中国に言質を与えていない。

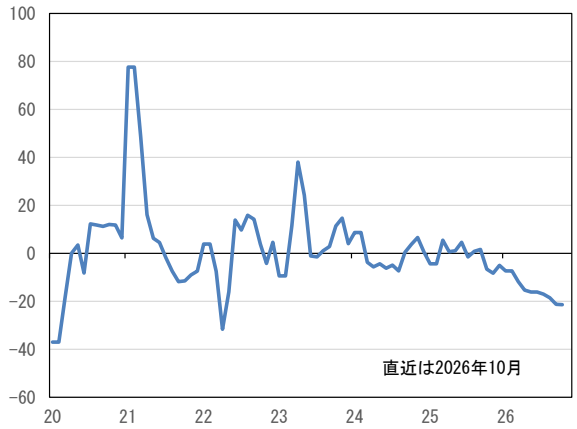
2026 年 10 月の小売売上は 0.4%増と低調

2026 年 10 月の小売売上は 0.4%増となり、9 月の 1.1%増から減速した。1 月～10 月は 1.0%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 10 月の自動車販売金額は 21.4%減となり、著しい不振が続いている（図表 1）。1 月～10 月は 15.5%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、2026 年は、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。

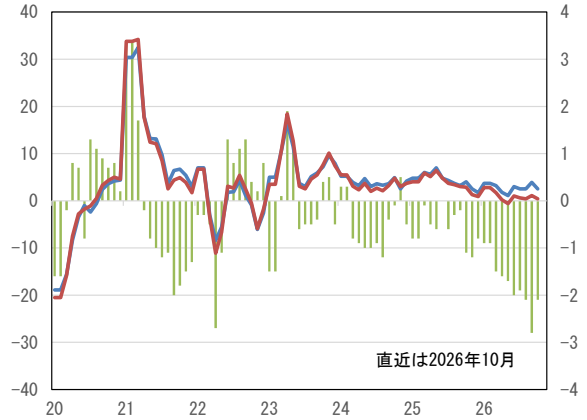
なお、中国国家統計局によると、2026 年 10 月の自動車販売を除く小売売上は 2.5%増、1 月～10 月は 2.8%増であった。自動車販売だけで小売売上の増加率を 10 月は 2.1%pt、1 月～10 月は 1.8%pt 押し下げたことになる（図表 2）。買い替え補助金政策の効果一巡にせよ、車両購入税徴収開始前の駆け込み需要の反動にせよ、需要の先食い政策のツケは大きいということだ。

図表 1　自動車販売金額の推移（前年同月比）（単位：%）



（注）1月～2月は平均値
（出所）中国国家統計局より大和総研作成

図表 2　小売売上と自動車販売の影響（単位：%、%pt）



（出所）中国国家統計局より大和総研作成

2026 年 1 月～10 月の固定資産投資は 8.1%減と一段と落ち込む

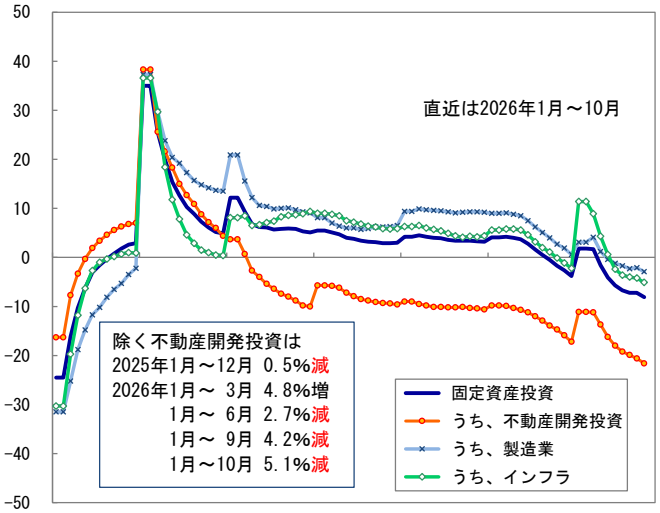
2026 年 1 月～10 月の固定資産投資は 8.1%減となり、1 月～9 月の 7.2%減からマイナス幅を広げた。2025 年は 1989 年以来の減少（3.8%減）を記録したが、足元はそれを上回る減少幅となっている。分野別に、1 月～10 月の製造業投資は 2.9%減（1 月～9 月は 2.1%減）、インフラ投資は 5.1%減（同 4.2%減）、不動産開発投資は 21.6%減（同 20.6%減）と、いずれもマイナス幅を広げた。

2026 年 1 月～10 月の不動産開発投資を除く固定資産投資は 5.1%減となり、1 月～9 月の 4.2%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使用権売却収入が大きく減少し、地方政府の投資余力も低下している、ことなどによる。②について、1 月～10 月の土地使用権売却収入は 25.8%減と大幅なマイナスとなった。このままいくと、2026 年は 2021 年のピークの 3 割程度に縮小する可能性が高い。地方政府がない袖は振れない状況に陥り、この影響はインフラ投資で顕著に表れている。

製造業投資は、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ている。一方で、2026 年 1 月～10 月の鉄道・船舶・航空・宇宙・その他輸送設備製造業

は 14.1%増を記録し、コンピュータ・通信・その他電子設備製造業は 9.9%増となるなど明るい材料もある。いわゆる「K字型」経済が鮮明化しているが、上向きの矢印が細く、下向きのそれが太いため、全体の減少が続いているのが現状だ。

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：%）



（注）1月～2月は平均値
（出所）中国国家統計局より大和総研作成

輸出の強さを示唆する輸出数量の増加

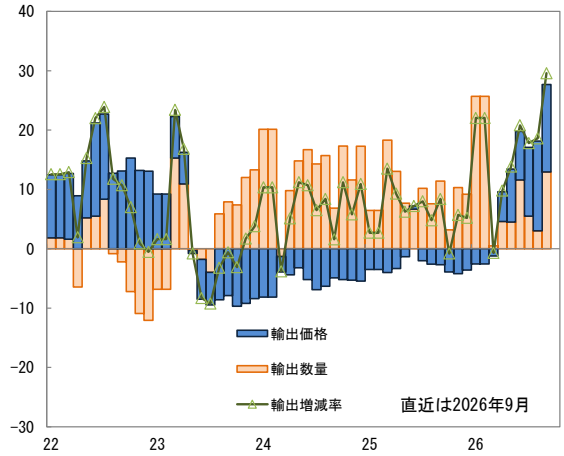
中国通関統計によると、2026 年 10 月の輸出（以下、貿易は米ドル建て）は 35.2%増となり、9 月の 36.3%増と同様の高い伸び率を維持した。1 月～10 月は 22.7%増であった。輸出の大幅な増加は原油・原材料など輸入価格上昇の一部が輸出価格に転嫁されたことや、世界的な AI ブームを背景とした関連財の価格高騰によるところも大きい。

2026 年 10 月の輸入は 41.6%増と、9 月の 31.1%増から一段と伸び率を高めた。1 月～10 月は 29.0%増であった。輸入の急増は原油・原材料、さらにはコンピュータ・同部品や集積回路など輸入価格上昇による影響がほとんどを占めている。

図表 4 と図表 5 は人民元建ての輸出・輸入増加率を価格要因と数量要因に分解したものである（直近は 2026 年 9 月）。2026 年 4 月以降に注目すると、輸出増加の半分程度は数量増加によるものである一方、輸入増加はほとんどが価格要因によるものであり、数量は減少する月もあることが分かる。中国の輸出の強さと内需の弱さが如実に表れている。

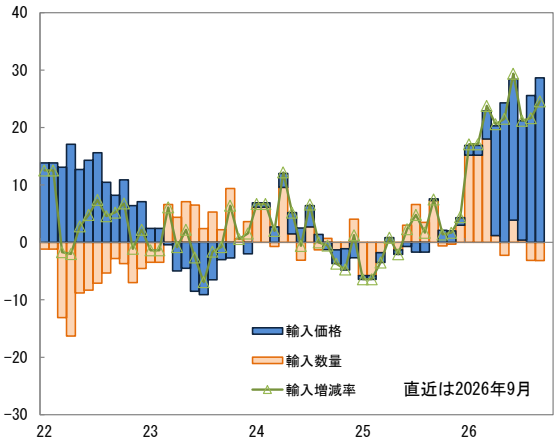
2026 年 10 月の貿易黒字は 19.6%増の 1,052.8 億ドル、1 月～10 月は 8.8%増の 1 兆 425.9 億ドルとなった。2025 年は 1.2 兆ドルの貿易黒字を計上し、欧米などから強く批判されたが、2026 年はこれを上回るペースで増加している。

図表 4　元建て輸出増減率（価格、数量）の推移（前年同月比）（単位：%、%pt）



（注）1～2月は平均
（出所）中国通関統計より大和総研作成

図表 5　元建て輸入増減率（価格、数量）の推移（前年同月比）（単位：%、%pt）



（注）1～2月は平均
（出所）中国通関統計より大和総研作成

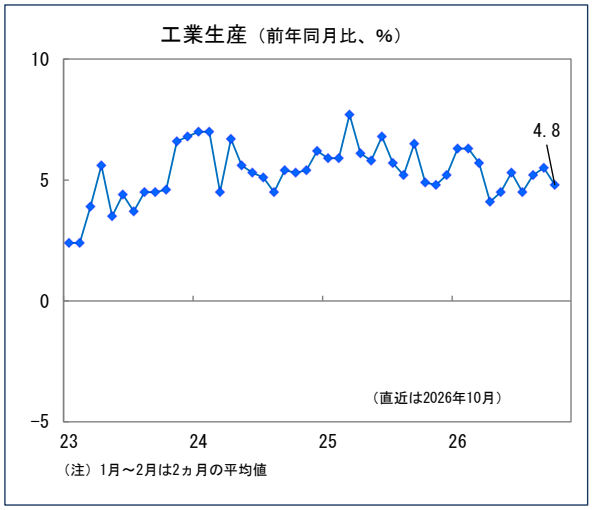
最後に中国経済見通しに変更はない。2025 年の実質 GDP 成長率は 5.0%となったが、2026 年は 4.6%、2027 年は 4.4%と、緩やかな減速が続くとみている。

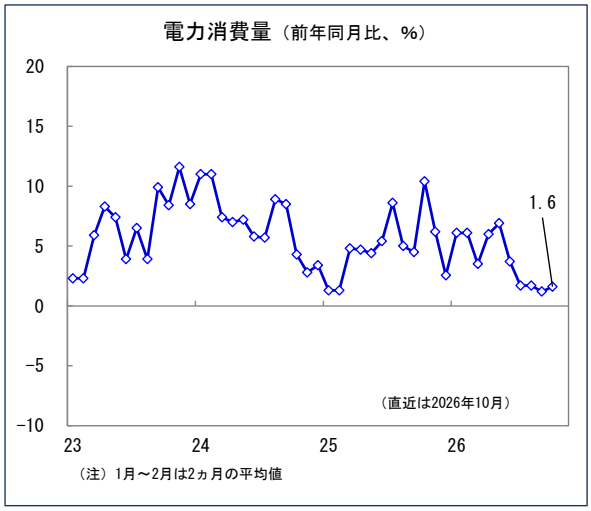
（参考）主要経済指標一覧

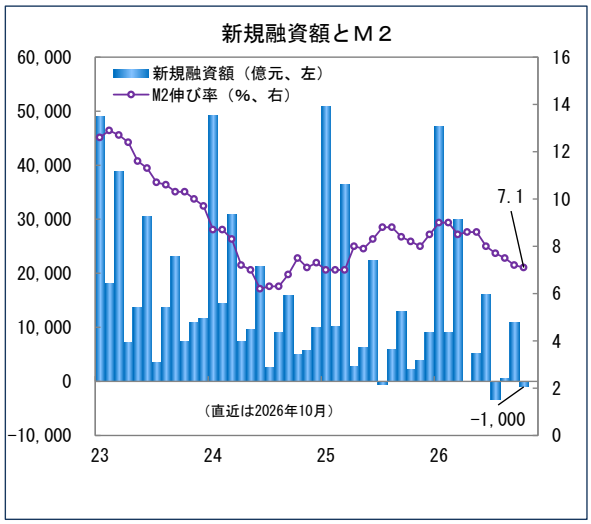
	2025年10月	11月	12月	2026年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	4.5	-	-	5.0	-	-	4.3	-	-	4.5	-
工業生産（前年同月比、%）	4.9	4.8	5.2	6.3		5.7	4.1	4.5	5.3	4.5	5.2	5.5	4.8
電力消費量（前年同月比、%）	10.4	6.2	2.6	6.1		3.5	6.0	6.9	3.7	1.7	1.7	1.2	1.6
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	0.6	1.2	-2.6	1.6		3.4	4.3	4.4	-0.4	-4.7	-3.8	0.8	2.6
固定資産投資（前年累計比、%）	-1.7	-2.6	-3.8	1.8		1.7	-1.6	-4.1	-5.7	-6.7	-7.2	-7.2	-8.1
不動産開発投資（前年累計比、%）	-14.7	-15.9	-17.2	-11.1		-11.2	-13.7	-16.2	-18.0	-19.2	-19.9	-20.6	-21.6
小売売上（前年同月比、%）	2.9	1.3	0.9	2.8		1.7	0.2	-0.6	1.0	0.6	0.4	1.1	0.4
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	0.2	0.7	0.8	0.2	1.3	1.0	1.2	1.2	1.0	0.5	0.8	0.9	0.7
食品（前年同月比、%）	-2.9	0.2	1.1	-0.7	1.7	0.3	-1.6	-1.7	-1.6	-1.5	-1.4	-1.7	-2.9
非食品（前年同月比、%）	0.9	0.8	0.8	0.4	1.3	1.2	1.8	1.9	1.5	0.9	1.2	1.5	1.5
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-2.1	-2.2	-1.9	-1.4	-0.9	0.5	2.8	3.9	4.1	3.5	3.8	5.0	5.7
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-2.7	-2.5	-2.1	-1.4	-0.7	0.8	3.5	5.8	6.4	5.5	5.8	6.9	7.9
新規融資額（億元）	2,200	3,900	9,100	47,100	9,000	29,900	-100	5,200	16,100	-3,400	600	10,800	-1,000
M2伸び率（%）	8.2	8.0	8.5	9.0	9.0	8.5	8.6	8.6	8.0	7.7	7.5	7.2	7.1
輸出（前年同月比、%）	-1.3	5.8	6.5	21.7		2.5	13.9	19.2	26.8	23.8	24.9	36.3	35.2
輸入（前年同月比、%）	1.7	2.5	6.3	20.9		28.4	25.3	27.4	35.8	27.6	28.4	31.1	41.6
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	880.0	1,098.6	1,119.3	1,045.5		497.1	841.8	1,047.9	1,254.8	1,121.7	1,185.8	1,333.1	1,052.8
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-2.0	-2.1	-2.4	-2.4	-2.3	-2.1	-2.3	-2.1	-2.1	-2.3	-2.3	-2.7	-2.6
上海（前年同月比、%）	5.7	5.1	4.8	4.2	4.2	3.7	3.7	3.2	3.1	3.0	3.0	2.8	2.7
商用不動産　着工面積（前年累計比、%）	-19.9	-20.6	-20.5	-23.1		-20.2	-22.1	-22.7	-23.5	-24.2	-24.9	-25.0	-24.5
竣工面積（前年累計比、%）	-17.0	-18.1	-18.2	-27.9		-25.0	-24.0	-23.4	-23.7	-23.3	-23.8	-25.2	-26.7
不動産販売　面積（前年累計比、%）	-7.6	-8.6	-9.5	-13.5		-10.7	-10.6	-11.3	-12.5	-12.7	-13.0	-14.2	-14.8
金額（前年累計比、%）	-10.2	-11.7	-13.2	-20.2		-17.0	-14.9	-13.9	-14.2	-13.8	-13.7	-14.7	-15.2

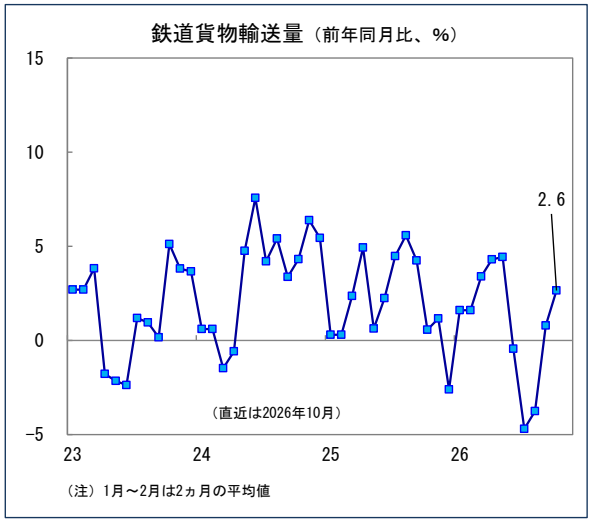
（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

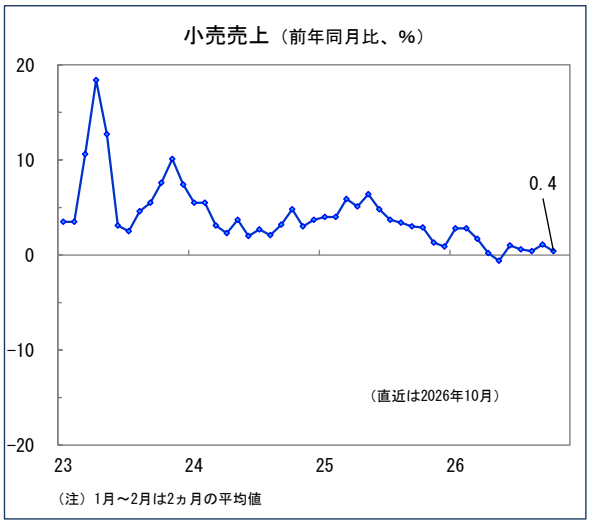
（参考）主要経済指標一覧（続き）

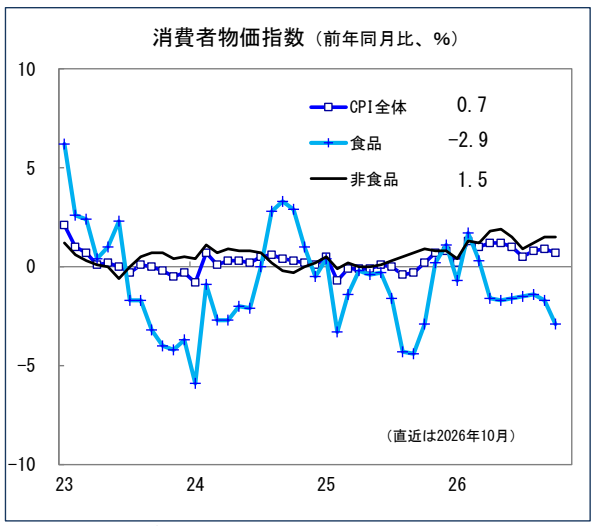






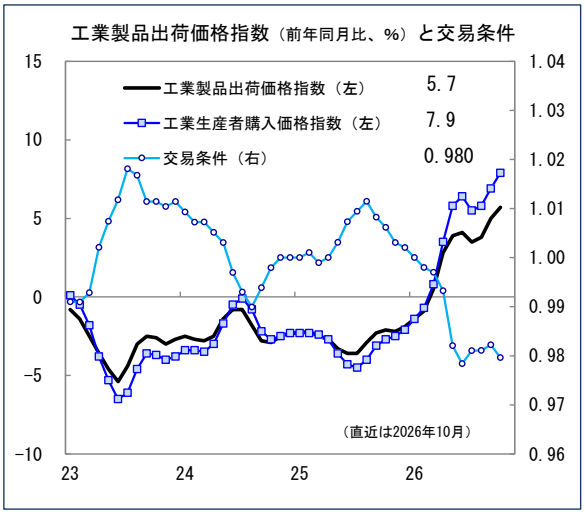


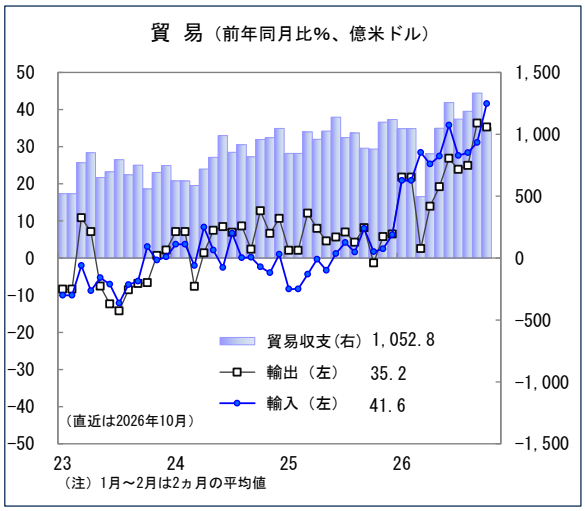


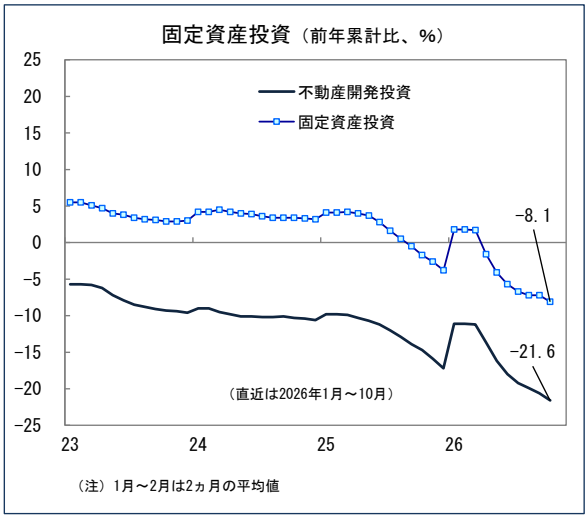


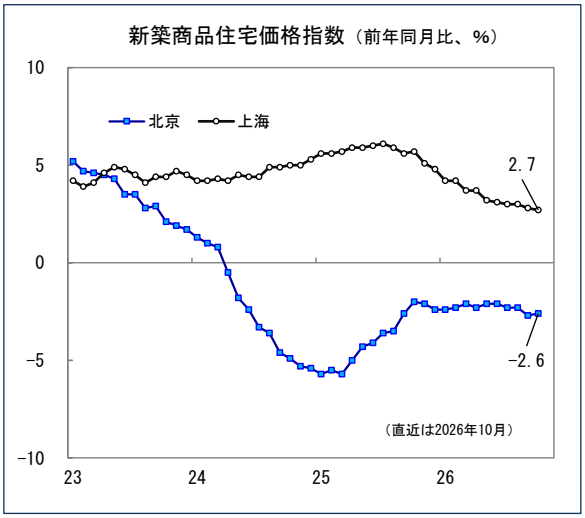
（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

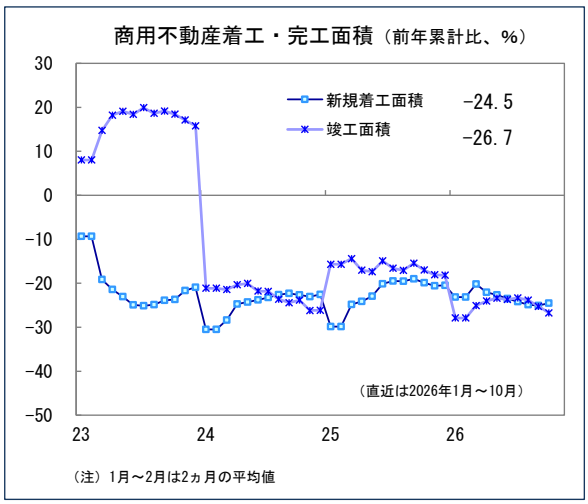
（参考）主要経済指標一覧（続き）

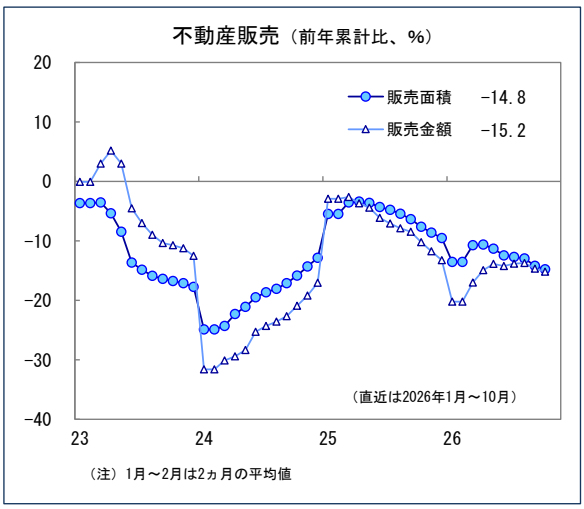












（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成