



# 経済金融 ウォッチ

2026年2月号

|    |       |    |
|----|-------|----|
| 国内 | ..... | 1  |
| 米国 | ..... | 11 |
| 中国 | ..... | 19 |



### 政権安定に向けて総選挙に打って出た高市首相

#### ～主要政党はこぞって消費税減税を公約に掲げる～

南 武志

##### 要旨

トランプ関税の影響は依然として一部業種を除いて限定的であり、国内景気は緩やかながらも回復基調をたどっている。しかし、対米輸出に対して最低 15%の関税が課されるほか、世界貿易数量も伸び悩むなど、輸出環境は悪化している。一方、物価高止まりの影響で実質賃金の前年比マイナス状態が続いているが、政府の物価高対策などによって先行きは物価鈍化が見込まれる状況となっている。これによって実質賃金が前年比プラスに転じれば、消費の回復傾向が強まるとみられる。26 年度にかけて底堅い成長が見込まれる。

こうしたなか、高市首相は衆院を解散、政権安定のために総選挙を実施することとなつた。主要政党はいずれも消費税減税を公約に掲げる状況となっており、財政規律喪失への懸念から長期金利は大きく上昇している。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

| 年／月<br>項 目       | 2026年        |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 1月<br>(実績)   | 3月<br>(予想)   | 6月<br>(予想)   | 9月<br>(予想)   | 12月<br>(予想)  |
| 無担保コールレート翌日物 (%) | 0.727        | 0.70～0.80    | 0.70～0.80    | 0.70～1.05    | 0.70～1.05    |
| 国債利回り            | 20年債 (%)     | 3.160        | 2.90～3.40    | 2.90～3.40    | 2.95～3.45    |
|                  | 10年債 (%)     | 2.235        | 2.00～2.50    | 2.00～2.50    | 2.05～2.55    |
|                  | 5年債 (%)      | 1.665        | 1.40～1.90    | 1.40～1.90    | 1.45～1.95    |
| 為替レート            | 対ドル (円/ドル)   | 152.6        | 140～160      | 135～155      | 135～155      |
|                  | 対ユーロ (円/ユーロ) | 183.1        | 170～190      | 165～185      | 160～180      |
| 日経平均株価 (円)       | 53,358       | 52,500±5,000 | 53,000±5,000 | 54,000±5,000 | 55,000±5,000 |

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2026年1月28日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

#### 通常国会冒頭で衆院を解散、2月8日に投開票へ

1月 19 日に高市首相は 23 日に召集する通常国会の冒頭で衆議院を解散する方針を表明した。総選挙は 27 日に公示され、2 月 8 日に投開票の予定である。高市首相は解散の理由として、日本維新の会との連立政権が進めようとする政策に対する国民からの信認を得て、危機管理投資や成長投資といった政策を加速させ、「日本列島を、強く豊かに。」を実現するため、としている。こうしたなか、最大野党の立憲民主党と自公連立政権から離脱した公明党が新党「中道改革連合（中道）」を結成する、といった政界再編の動きも見られた。

さて、今回の総選挙では、主要政党がいずれも消費税減税を公約に掲げており、その内容の違いをアピールする構図となっている。例えば、自民・維新の連立与党は 2 年間限定で食品に

対する消費税（現行 8%）をゼロにするとし、高市首相は 26 年度中に実施する考えを示した。一方、中道では 26 年秋にも恒久的に食料品への消費税率をゼロにするとの公約を掲げている。食品に対する消費税率をゼロにした場合、5 兆円程度の減税となる。これに対して国民民主党は安定的に「名目賃金上昇率 > 物価上昇率 +2%」となるまでの時限措置として消費税率を一律 5%に引き下げる、としているが、社会保険料の引き下げに重きを置いた政策を訴えている。ちなみに、消費税率を 5%に引き下げた場合、15 兆円程度の減税規模になる。なお、消費税減税は中低所得層に限らず、富裕層にも相応の恩恵が行き渡ることになるほか、実施までに一定の準備期間も必要である。こうした減税案に対してマーケットでは財政規律喪失への警戒が高まり、金利水準は急上昇した。

高市首相は勝敗ラインとして連立与党の過半数（233 議席）獲得を掲げており、過半数割れだった場合は即刻退陣すると表明している。高市内閣の支持率は依然高めで推移しているが、自民党の党勢回復にはつながっているのかが注目される。



## 12月は米国向け自動車輸出が再び悪化

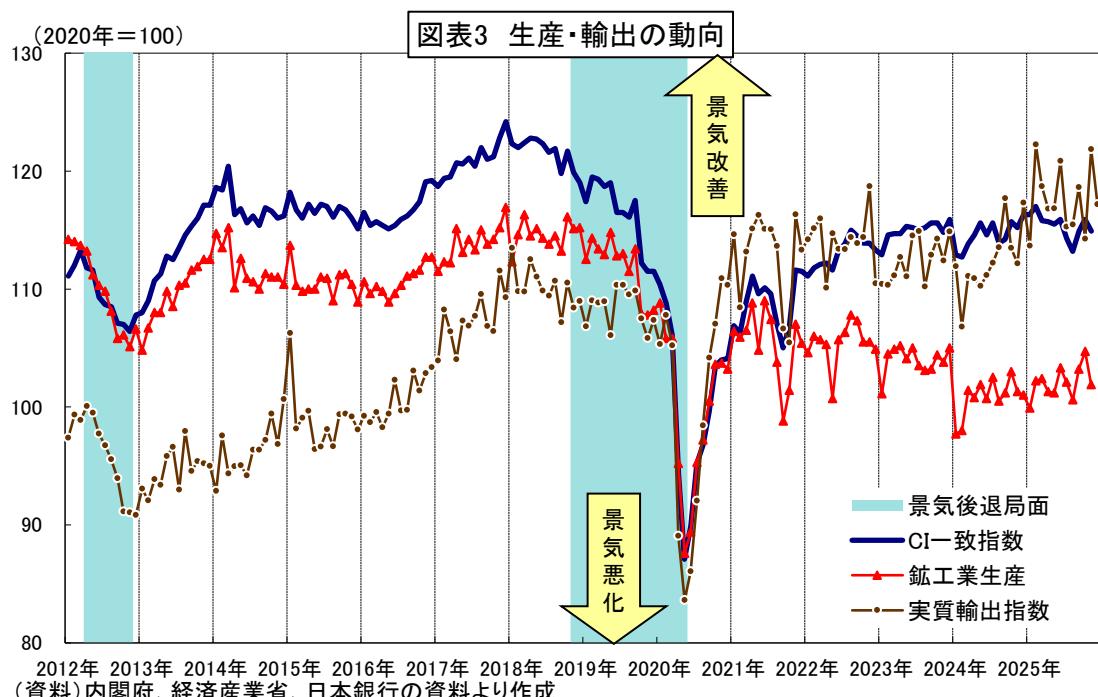
以下、足元の経済情勢を確認したい。11月の景気動向指数・CI 一致指数は前月から▲1.0 ポイントと 3か月ぶりの悪化、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた（19か月連続）。内閣府が参考指標として公表する「景気を把握するための新しい指標」（11月）も前月から▲0.4 ポイントと 4か月ぶりに低下し

たが、過去最高水準の圏内にとどまった。

また、11月の景気ウォッチャー調査の「景気の現状判断」DI、「先行き判断」DIはいずれも2か月連続で悪化した。現状判断については判断基準である50を下回ったまま(22か月連続)だが、先行き判断については3か月連続の50超で、先行きへの期待は引き続き保たれている。

12月の実質輸出指数は前月比▲3.8%、同じく輸出数量指数も同▲0.2%と、ともに2か月ぶりに低下した。10、11月と米国向けの自動車輸出に持ち直しが見られたものの、12月は再び減少するなど、トランプ関税などの影響が浸み出している可能性がある。

また、11月の鉱工業生産も前月比▲2.7%と3か月ぶりに低下、10月に大幅増産だった自動車工業で反動減が出た。さらに、11月の機械受注(船舶・電力を除く民需)も前月比▲11.0%と3か月ぶりに減少した。9、10月にみられた一部業種での大幅増の反動が出た格好である。一方、11月の資本財出荷(国内向け、除く輸送機械)は3か月連続で上昇し、10~11月平均は7~9月水準を上回るなど、進捗ベースの設備投資は底堅い。



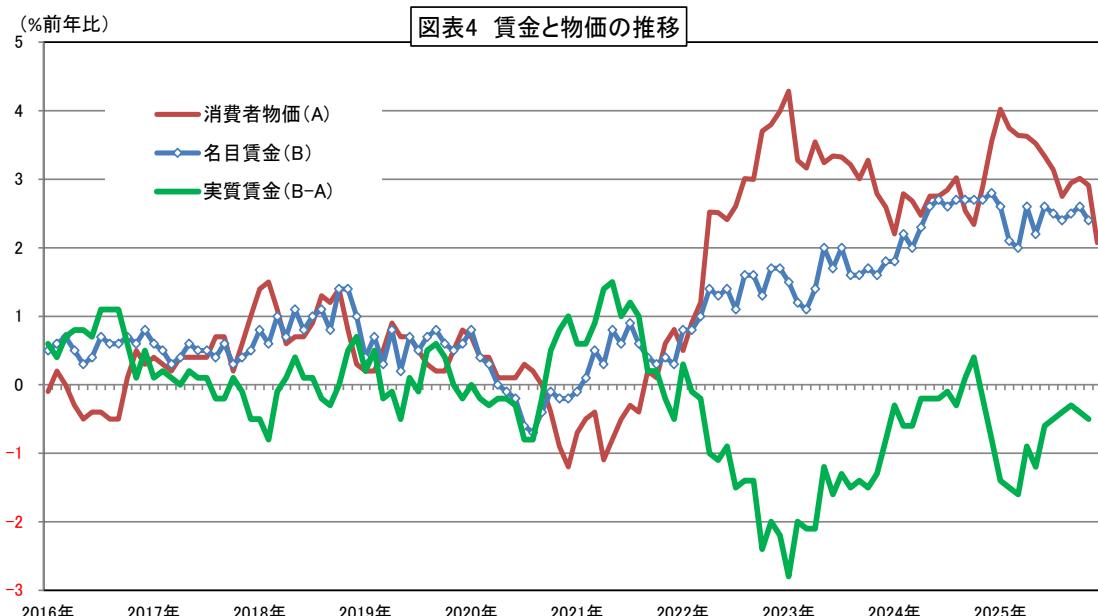
**実質賃金の前年比マイナスは継続、消費の勢いはまだ鈍い**

11月の毎月労働統計によれば、現金給与総額は前年比1.7%、このうち基本給に相当する一般労働者の所定内給与は同2.4%と、増加基調を維持した。しかし、物価高止まりの影響によっ

て実質賃金の前年比マイナス状態が続いている。現金給与総額ベースで同▲1.2%と4か月連続、一般労働者の所定内給与ベースでも同▲0.5%と13か月連続で、いずれも下落した。

こうした状況もあり、消費関連指標の回復ペースはなかなか高まってこない。11月の総消費動向指数（CTIマクロ、総務省統計局）は前月比0.1%と3か月ぶり、同じく11月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）も同0.4%と2か月ぶりで、ともに上昇したものの、総じて低調である。サービス消費は底堅く推移しているものの、食料を含む非耐久財では減少傾向が続いている状況に変わりはない。

図表4 賃金と物価の推移



(資料)内閣府、総務省統計局（注）賃金は「毎月勤労統計」一般労働者・所定内給与を使用。

## 経済見通し：26年度にかけて底堅く推移

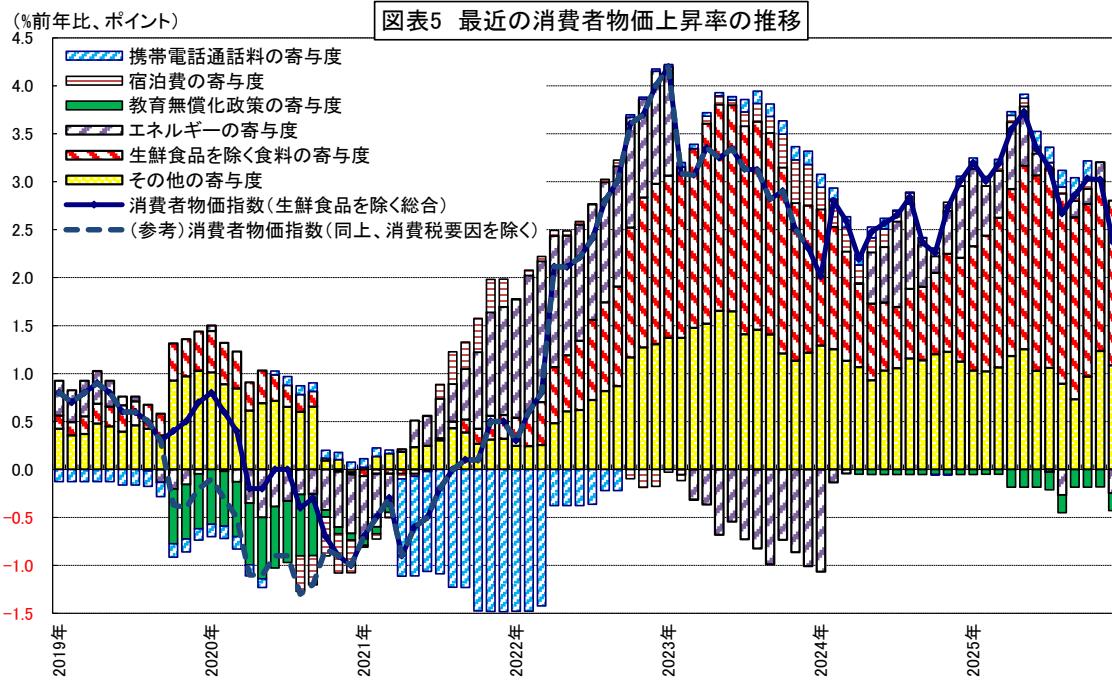
以下、国内景気の先行きを展望したい。足元10～12月期については、消費マインドは持ち直しつつあるとはいえ、実質賃金の前年比マイナスが続いていることから、消費の回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。また、トランプ関税によって輸出も弱い動きが続いている。ただし、7～9月期のマイナス成長の一因だった住宅投資は底入れしているほか、設備投資も底堅いことから、経済成長率は前期比年率2.1%と2期ぶりのプラスが見込まれる。

26年入り後には実質賃金が前年比プラスに転じ、民間消費の回復を後押しするとみられるほか、拡張的な財政運営も国内景気を下支えするだろう。26年度は潜在成長率を上回る成長を実現するとみられる。

## 物価動向：12月の全国コアCPIは前年比2.4%へ鈍化

12月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比2.4%と、11月（同3.0%）から上昇率が0.6ポイント縮小、3か月ぶりに2%台となった。コメ価格は同37.1%と10月（同40.2%）からはやや鈍化したものの、高騰が続いている。とはいえ、生鮮食品を除く食料は同7.0%へ鈍化、前年比上昇率を0.04ポイント押し下げた。一方、ガソリン税の暫定税率廃止を受けて補助金が段階的に拡充されたほか、電気・ガス料金も値下がりしたこともあり、エネルギー全体では同▲3.1%と4か月ぶりに下落した。

一方、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」も同2.9%と11月（同3.0%）からの鈍化幅は限定的なものにとどまった。一般サービスは同2.0%、宿泊費を除くベースで同1.7%と、いずれも11月から鈍化したものの、人件費増がサービス価格を徐々に押し上げていることがみてとれる。



## 物価見通し：26年1～3月期には2%割れと予想

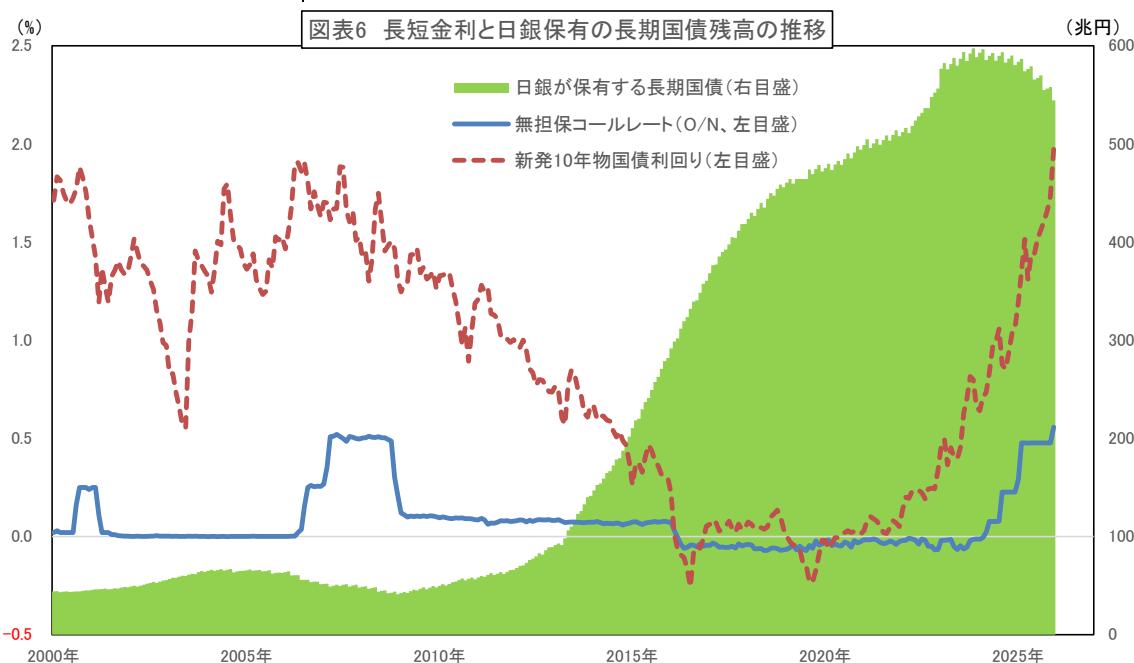
先行きについては、コメや輸入食材など一部食料品の高止まりは続いているものの、ベース効果一巡による物価上昇率の押し下げは今後も継続が見込まれる。また、ガソリン税の暫定税率が廃止されたことで1月下旬の販売価格は前年比▲16%程度の下落となっているほか、補正予算に盛り込まれた電気・ガス料金の負担軽減策によって2～4月の物価上昇率は▲0.4%程度（政府試算）押し下げられると見込まれる。直近はイラン情

勢の緊迫化など国際原油価格が若干上昇したものの、これまでのOPECプラスの増産によって原油価格が上昇傾向をたどる可能性は小さいとみられる。26年1~3月期には物価上昇率が2%割れとなると予想される。

## 金融政策：政策金利は据え置き

日本銀行は1月22~23日に開催した金融政策決定会合で政策金利（無担保コールレート（O/N））を0.75%で据え置くことを賛成多数で決定をした。高田審議委員は「物価安定の目標」は概ね達成されており、海外経済が回復局面にあるもと、国内物価の上振れリスクが高いとの見解から25bpの利上げを提案したが、否決された。

日銀は、現在の実質金利が極めて低い水準にあることを踏まえると、展望レポートで示す経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それらに応じて政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく、との方針を示してきた。決定会合後に公表された展望レポート（1月）は、政府の経済対策を考慮したことで前回10月と比べて経済見通しが若干上方修正されたが、概ね想定の範囲内の動きと見受けられる。物価見通しも前回10月から概ね不变であった。



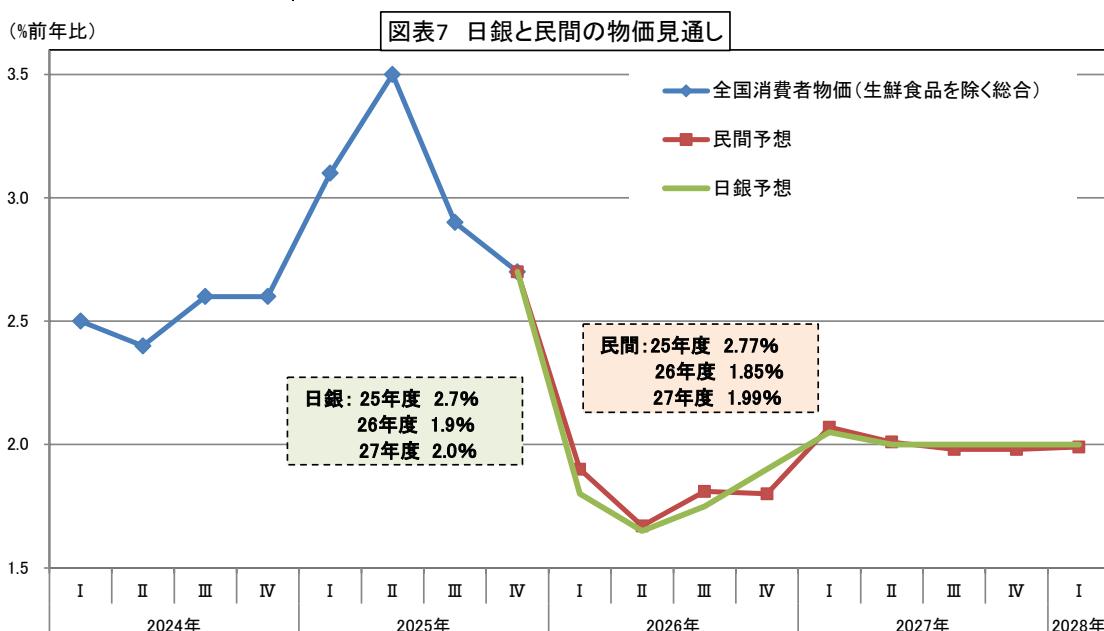
(注)日本銀行、日経FinancialQuest

## 金融政策：物価2%割れでの利上げ判断は困難と予想

1月会合終了後の記者会見で植田総裁は今後とも利上げを継続する姿勢を改めて示した。円安圧力が高いほか、積極財政によるインフレが警戒されていることもあり、マーケットでは

「半年に1回」のペースでの利上げを見込む意見が少くない。一方、展望レポート（1月）では、26年度の物価見通しを前年度比1.9%と、目標とする2%を下回る見通しであり、26年内は2%割れが続く可能性がある。1月会合後の記者会見では、植田総裁は、実際の消費者物価上昇率は先行き2%を下回っていくものの、基調的な物価上昇率はゆっくりと上がり続けていくとし、金融政策運営はこうした基調的な物価上昇率の動向により重きを置いて決定していく、と述べた。

とはいって、実際に物価上昇率が2%割れの状況で利上げをするのは困難と思われる。次回利上げには時間を要する可能性があるだろう。



(資料)総務省統計局、日本銀行、日本経済研究センターを基に農林中金総合研究所作成

(注)民間予想はESPフォーキャスト調査(1月)を使用。日銀予想は展望レポート(1月)を基に農林中金総合研究所が作成。

## 金融市場：現状・見通し・注目点

消費税減税による景気回復期待や円安進行を背景に国内の株式市場は再び上昇傾向を強めた。一方、債券市場では積極財政に伴う財政悪化への警戒感や追加利上げへの思惑から金利が急上昇した。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

### ① 債券市場

#### 財政悪化懸念から 長期金利は一時27年ぶりに2.38%ま

高市内閣の「責任ある積極財政」が財政悪化につながるとの見方に加え、12月利上げに向けた地ならしもあり、11月に入つてから長期金利に上昇圧力が強まった。12月会合では実際に追

で上昇

長期金利は高止まり状態に

加利上げが決定されたが、今後とも利上げを継続する方針が示されたことから、長期金利は一段と上昇、22日には1999年2月以来の水準となる2.1%まで上昇した。26年入り後には高市首相が衆院を解散すると報じられ、与野党ともに消費税減税を掲げるなど、バラマキ政策が一層強まるとの見方から金利上昇圧力はさらに高まり、1月20日には一時27年ぶりとなる2.38%まで上昇した。

主要政党はいずれも消費税減税を公約に掲げるなど、マーケットでは財政規律の喪失への懸念が広がっている。また、日銀は今後とも利上げ継続の姿勢を維持したままである。今しばらく長期金利には上昇圧力がかかり続けるだろう。とはいって、前述のとおり、26年度入り後には物価上昇率は2%割れとなる可能性があるなど、「次の利上げ」に向けたハードルは日銀の想定よりも高いとみられることから、金利上昇はいずれ落ち着くものと思われる。



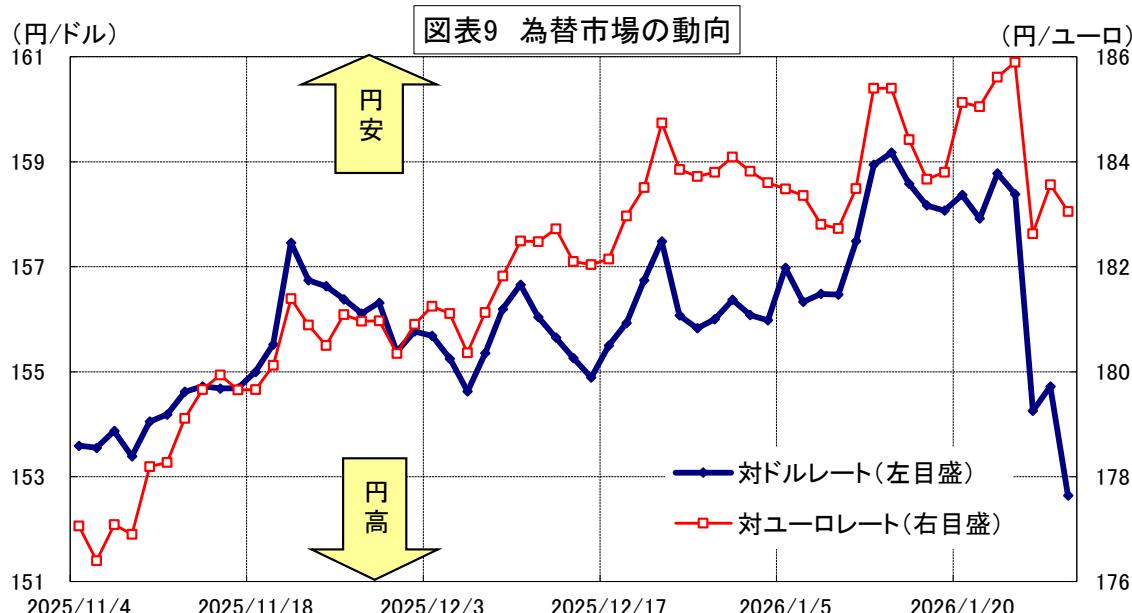
(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

日経平均株価は史上最高値を更新

② 株式市場  
25年10月以降、米国の利下げ再開や高市内閣の経済政策運営への期待感から日経平均株価は大きく上昇、11月4日には52,636円の史上最高値(ザラ場)を更新した。しかし、AIブームへの懐疑的な見方が浮上したほか、日中関係の悪化などもあり、年末にかけては50,000円前後でのもみ合いが続いた。一方、26年入り後は底堅い米国経済指標が好感されて米国株価が

上昇傾向をたどったほか、消費税減税が現実味を帯びたこと、そして円安が進んだことなどから、国内株価も連日で史上最高値を更新、1月14日には一時54,487円まで上昇した。

先行きについては、総選挙の結果に左右される面もあるものの、主要政党では家計所得増につながる政策運営を公約に掲げていることもあり、株価は底堅く推移するだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点。

### ③ 外國為替市場

1ドル=160円に迫る円安が進行したが、直近は介入警戒感で円安修正

マーケットでは高市内閣の「責任ある積極財政」路線は円売りにつながるとの見方が根強いほか、日銀に対しても利上げを牽制するのではないかとの思惑もあり、昨年秋以降、ドル円レートは円安傾向をたどった。こうしたなか、高市首相が衆院解散・総選挙を決断したと報じられると、消費税減税が現実味を帯びたことから、円安進行が強まった。1月会合で日銀が現行政策維持を決定した直後には一時1年半ぶりとなる159円台まで円安が進行した。

しかし、日米通貨当局がレートチェックをしたとの噂が流れると為替介入が警戒されて相場は反転、トランプ米大統領のドル安容認発言もあり、直近は3か月ぶりに152円台まで円高方向に戻った。ちなみに、海外市場では年初からドル安が進んでおり、グリーンランド問題や米連邦準備制度への政治介入でドル資産が売られたことが背景にある。

先行きについては、26年の米国の利下げ余地は乏しいとの思

## 一時 1ユーロ＝186 円台まで円安進行

惑が浮上しているほか、日本の財政拡大は円売りにつながるとの見方も依然根強く、円高が一気に進むことは想像しづらい。物価 2%割れで日銀の利上げ観測が沈静化すれば、再び円安方向に戻る可能性もあるだろう。

ユーロの対円レートは円安ユーロ高が進行、昨秋以降は史上最高値を断続的に更新する展開となっている。1月 22 日には 1 ユーロ＝一時 186 円台まで円安が進んだが、その後は為替介入への警戒から円高方向に戻った。日本の財政運営への懸念が根強いことから、しばらくは円安状態が続くだろう。

(26. 1. 28 現在)

### 再び政府機関閉鎖か

#### ～低調な消費者マインド～

佐古佳史

##### 要旨

ミネソタ州で移民税関捜査局の捜査官に市民2人が射殺されたことを契機として、1月30日以降に再び政府機関が閉鎖する可能性が高まった。26年入り後のトランプ政権は様々な動きがみられたが、これまでのところ米国経済政策不確実性指数はほぼ横ばいで推移している。

景気の先行きについては、AI関連投資が継続すると見込まれることから、設備投資、株高、富裕層を中心とした個人消費支出の拡大によって、米国景気の堅調な成長を見込む。また、拡張的な財政政策とこれまでの利下げも下支え要因となりそうだ。こうしたなか、1月FOMCは政策金利の据え置きを決定し、景気判断を上方修正した。

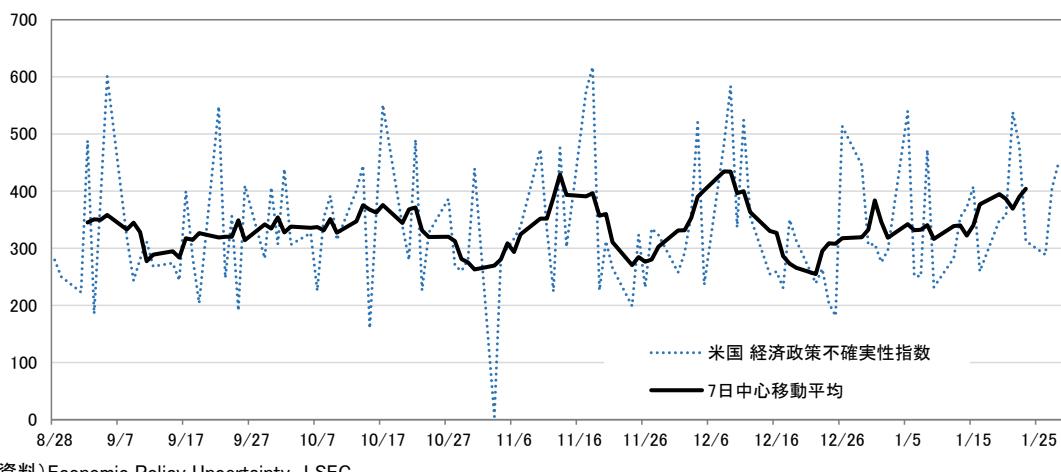
#### 政府機関閉鎖の可能性が高まった

26年入り後のトランプ政権は、ベネズエラ攻撃と石油利権の掌握、キューバ対応、グリーンランド領有権主張の本格化、複数の国際機関から脱退、イラン抗議運動への支援表明、パウエルFRB議長への刑事捜査、クレジットカード金利上限設定要求、機関投資家の一戸建て住宅購入禁止措置発表、韓国とカナダへの関税引き上げ示唆、インドへの関税引き下げなど、多岐にわたる動きがみられた。もっとも、1月入り後の米国経済政策不確実性指数は小幅な上昇にとどまっている。

こうしたなか、ミネソタ州で移民税関捜査局の捜査官に市民2人が射殺されたことを契機として、国土安全保障省向けの歳出法案をめぐって上院での民主・共和党間の対立が深まり、1月30日以降に再び政府機関が閉鎖される可能性が高まった。予測サイトであるポリマーケットでは、政府機関閉鎖の確率は70%程度とされている。

なお、25年12月から26年1月ごろと見込まれていた、IIEPA(国際緊急経済権限法)についての最高裁判決は延期が続いている。

図表1 米国経済政策不確実性指数の推移



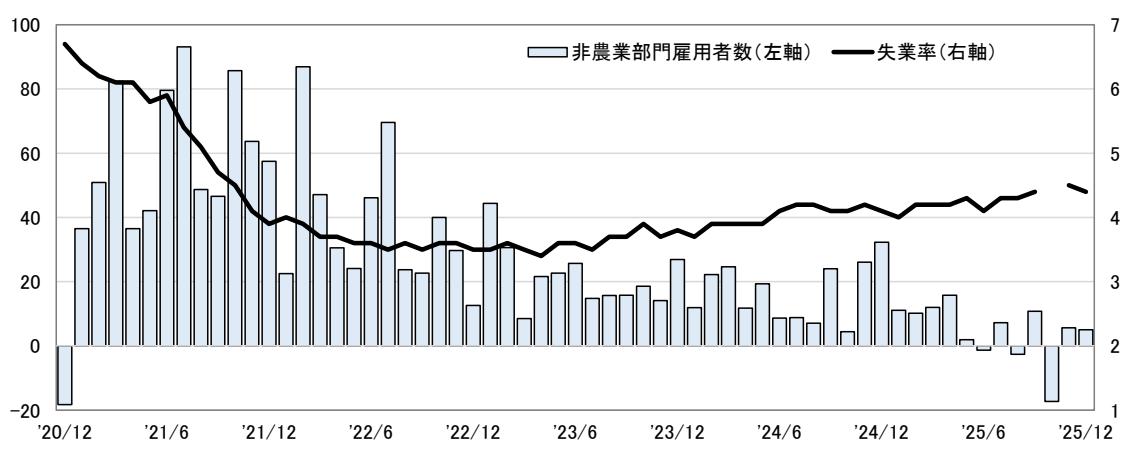
### 大幅な悪化は回避できている労働市場

12月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月から5.0万人（事業所調査）の増加となり、3か月平均では同▲2.2万人となった。25年の雇用者数は58.4万人増加（月平均4.9万人増）したが、24年の200万人増（同16.8万人増）から大きく減速した。失業率は同0.1ポイント低下の4.4%となった。労働市場の減速が警戒されてはいるものの、12月の雇用統計からは、依然として大幅な悪化は回避できていると判断できる。

（万人、前月差）

図表2 雇用統計

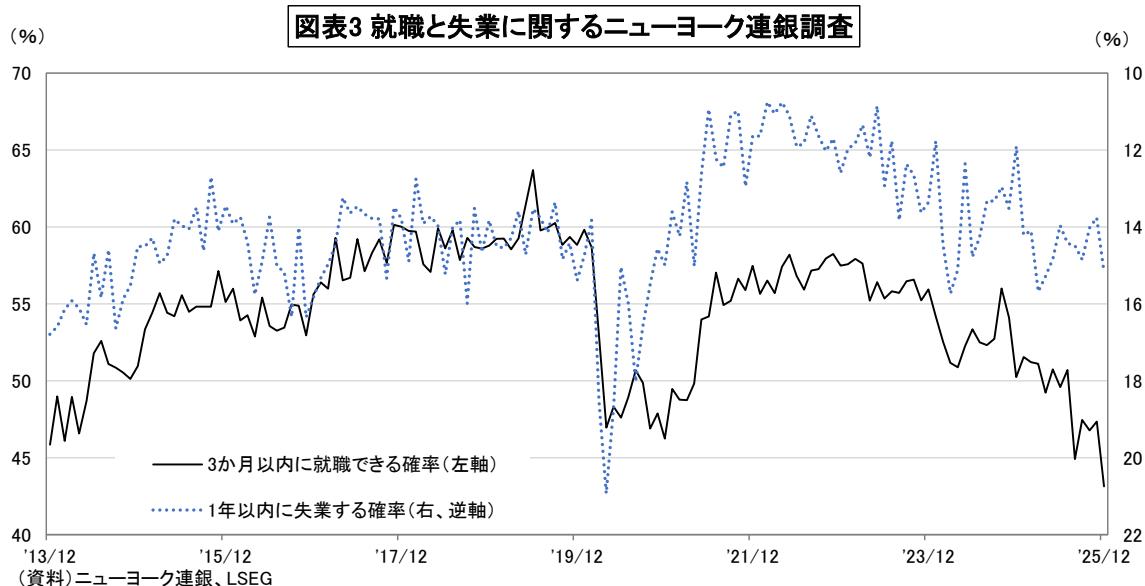
（%）



11月の求人労働異動調査によると、求人数は前月から30.3万人減の714.6万人となり、求人率（=求人数÷（求人数+雇用者数））は同0.2ポイント低下の4.3%、自発的な離職率は同0.1ポイント低下の1.9%となった。この1年半ぐらいにかけ

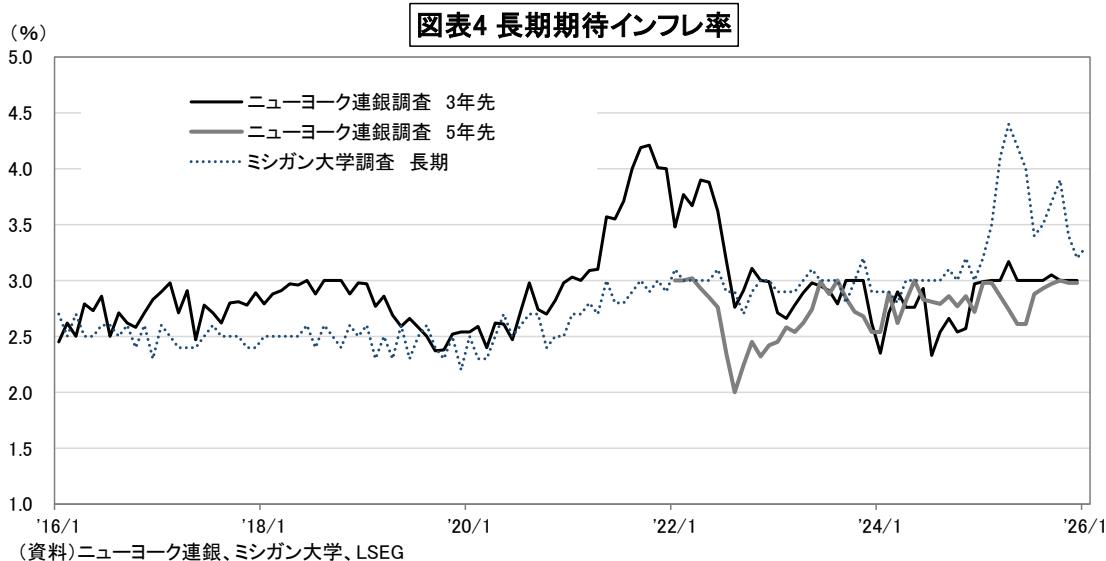
て、いずれも横ばいで推移している。

とはいっても、就職と失業に関する12月のニューヨーク連銀の調査をみると、特に、就職の困難さがコロナ禍よりも意識されており、労働市場についてのマインドが大幅に悪化していることがうかがえる。



### 落ち着いている期待インフレ率

続いて、期待インフレ率の動きを確認すると、12月のニューヨーク連銀調査では、1年先期待インフレ率が前月から0.2ポイント上昇の3.4%、3、5年先は変わらずの3.0%となった。また、1月のミシガン大学調査（確報値）では、1年先は同▲0.2ポイントの4.0%、長期は同0.1ポイントの3.3%となった。全体としては、期待インフレ率は落ち着いている。

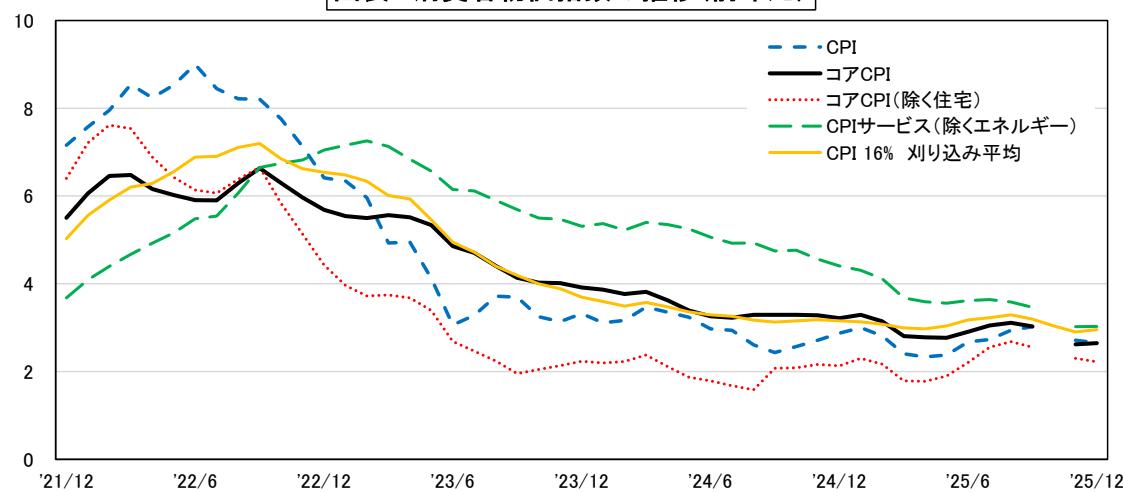


12月の消費者物価指数（CPI）は、総合が前年比2.7%（前月比は0.3%）、食料とエネルギーを除くコアは同2.6%（同0.2%）となった。データの欠損から足元の動きは比較や解釈がしづらいものの、主要項目別では、食料品が前月比0.7%、住宅が同0.4%、中古車・トラックが同▲1.1%となった。インフレ率は依然としてやや高止まりしていると考えてよいだろう。

また、11月の生産者物価指数（PPI、最終需要区分）の動きを確認すると、総合は前年比3.0%（前月比0.2%）、食料・エネルギー・輸送を除くコアは同3.5%（同0.2%）とやや高止まりしている。

（前年比%）

図表5 消費者物価指数の推移(前年比)



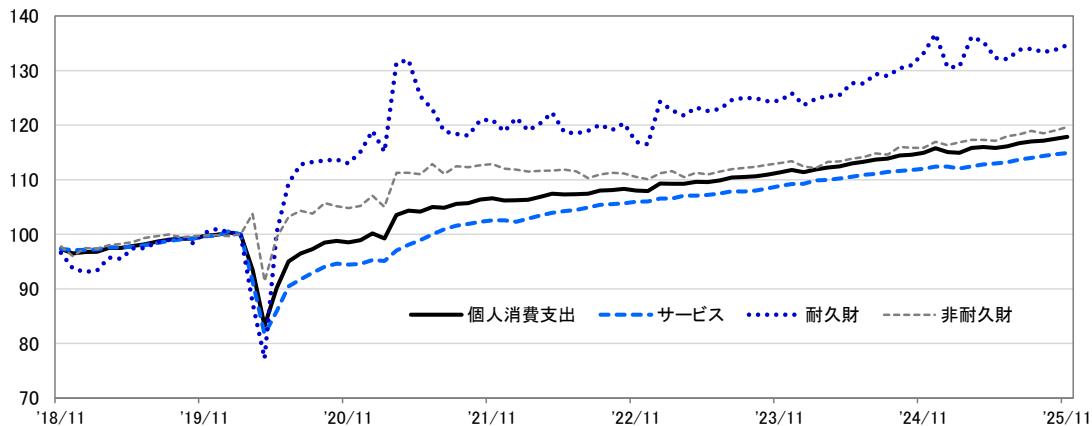
(資料)米労働省統計局、LSEG

## 11月は個人消費が拡大

11月の個人消費支出を確認すると、財消費は前月比0.6%（前年比2.5%）、サービス消費は同0.2%（同2.6%）、全体としては同0.3%となった（同2.6%）。また、11月の小売売上をみると、前月比は0.6%となり、弱含んでいた9、10月（それぞれ同0.1%、▲0.1%）から大幅に増加した。内訳をみると、自動車・自動車部品が同1.0%と高い伸びを示した。11月12日まで続いた政府機関閉鎖の影響を含んでいると思われるが、改めて個人消費の底堅さが確認された。

図表6 個人消費支出の推移

(20年2月=100)

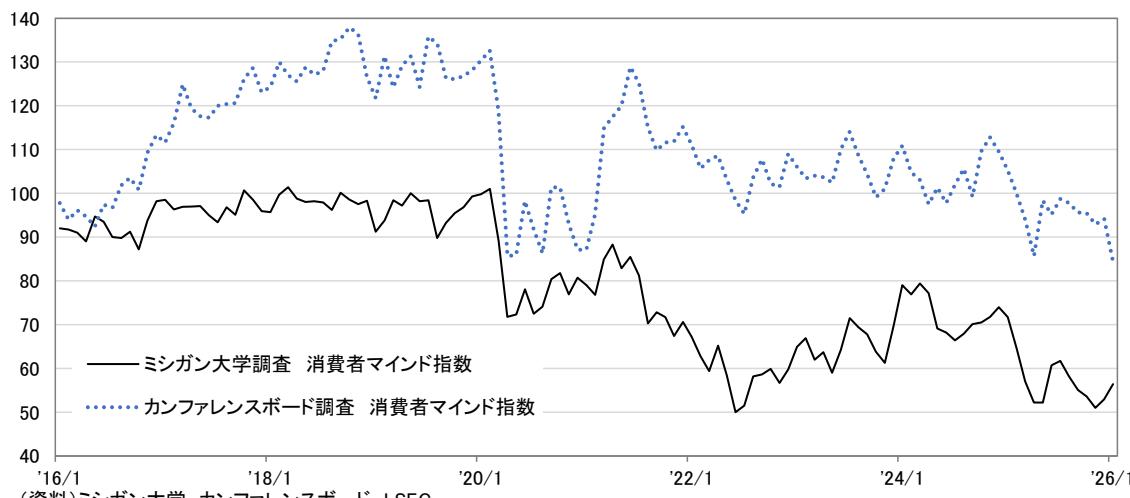


(資料)米経済分析局、LSEG

## 低調な消費者マイ ンド

1月のミシガン大学消費者マインド（確報）は、前月から3.5ポイントの小幅上昇にとどまった。物価高と労働市場の減速懸念による購買力への圧迫が継続していることから、景況感は依然として前年比20%以上低い水準にある。また、1月のカンファレンスボード消費者信頼感指数も、ミシガン大学調査と同様の理由から低下し、11年半ぶりの低水準となった。

図表7 消費者マインドの推移



(資料)ミシガン大学、カンファレンスポート、LSEG

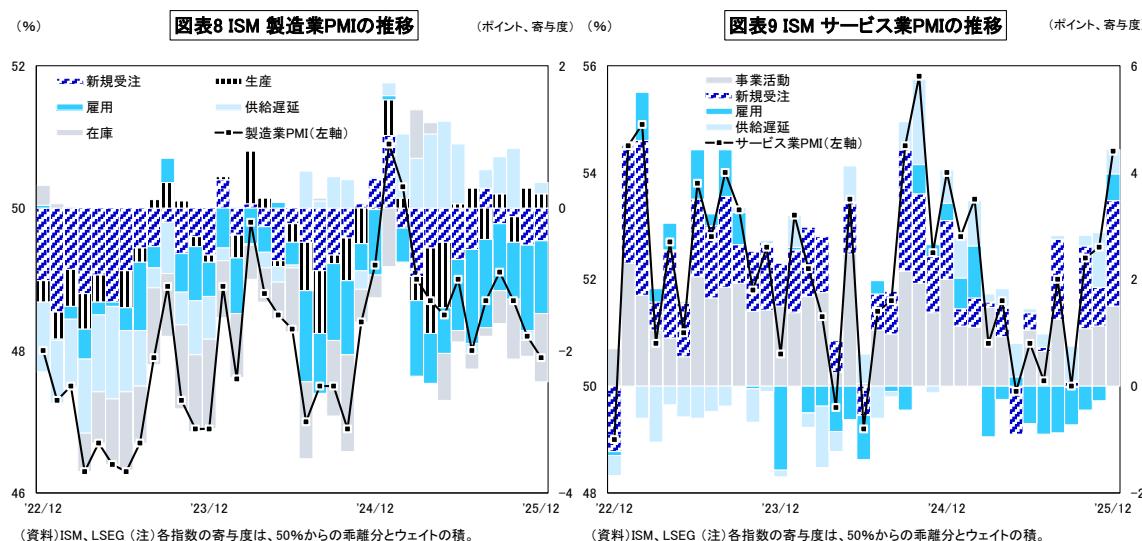
## サービス業で雇用セ ンチメントが改善

12月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から▲0.3ポイントの47.9%と、判断基準となる50%を10か月連続で下回り、製造業の縮小局面を示した。一方で、サービス業指数は同+1.8ポイントの54.4%と3か月連続で拡大局面を示し、約1年ぶりの水準となった。

価格指数については、製造業が変わらずの 58.5%、サービス

業は同▲1.1 ポイントの 64.3% となり、いずれも上昇傾向が継続している。雇用指数については、製造業が同+0.9 ポイントの 44.9% と 11 か月連続で縮小傾向を示唆した。一方で、サービス業は同+3.1 ポイントの 52.0% と 7 か月ぶりの拡大傾向となつた。

12月のISM指数からは全体として、製造業とサービス業でまちまちな動きが続くなか、これまで縮小傾向であった雇用については、サービス業で縮小傾向が一段落したことがうかがえる。



1月FOMCでは政策金利を据え置き、景気判断を上方修正

## 景気の先行き：財政・金融政策とAIブームによる経済成長

こうしたなか、1月27、28日にかけて開催されたFOMCでは、政策金利を3.50～3.75%で据え置くことが賛成10、反対2で決定された。反対票を投じたウォラー理事とマイラン理事は25bpの利下げを主張した。

声明文では、経済活動は堅調に推移し、雇用の伸びは低いままであり、失業率は安定化の兆しをいくぶんか示したと記された。12月FOMC声明文との比較では、経済活動が緩やか(moderate)から堅調(solid)へと上方修正されたほか、従来までの「雇用の下振れリスクが高まった」との文言は削除された。1月FOMCでは景気判断が上方修正されたと考えられる。

さて、以下では景気の先行きを考えたい。まず関税については平均関税率が20%程度まで上昇するが、大規模な対抗関税は回避できる見込みである。経済効果についての様々な試算値から判断すると、関税によるGDP成長率の押し下げは0.5ポイント程度と見積もられる。

他方、TaxFoundation は減税・歳出法が 26 年から 28 年にかけ

## 長期金利：下がりににくい展開を予想

けて GDP をそれぞれ 1.2、1.4、1.5 ポイント押し上げると試算しており、財政主導での経済成長が見込まれる。26 年 1 月の IMF 世界経済見通しでは、拡張的な財政政策とこれまでの利下げが米国の 26 年経済成長率を押し上げる要因とされた。

AI 関連企業の業績予測からは、半導体やデータセンターへの旺盛な需要が見込まれることから AI ブームが続くと想定される。このため、マクロ経済見通しとしては、設備投資や株高、富裕層による個人消費に支えられることで、26 年も米国景気の堅調な成長を見込む。

なお、米議会予算局は 6 週間の連邦政府機関閉鎖が 10～12 月期 GDP に対して前期比年率 1.5% ポイントの押し下げ効果を、26 年 1～3 月期 GDP に対して同 2.2 ポイントの押し上げ効果を持つと推計している。

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では 12 月入り後、労働市場の底堅さを示す統計が相次いだことを背景に、26 年の利下げ織り込みが巻き戻されたことから、FOMC (9、10 日) を控えて、米長期金利（10 年債利回り）は 4.1% 台後半まで上昇した。しかし、FOMC 後のパウエル議長の記者会見がハト派的に受け止められたことで、利回りは低下した。その後は小動きとなるなか、市場予想を下回った消費者物価指数（18 日）が材料視され、利回りは低下した。12 月を通じて狭いレンジでの取引となった。

1 月入り後も小動きが続いたものの、20 日は日本国債利回りの上昇に加えて、グリーンランドの領有権をめぐりトランプ政権が欧州への追加関税を示唆しインフレ懸念が強まったことなどから、長期金利は 4.3% 目前まで上昇した。

先行きについて考えてみると、現時点では、労働市場とインフレ率が 12 月 FOMC 時点での FRB の見通しと概ね整合的であることから、利下げ回数織り込みが増加することはない見込まれる。また、インフレ率が下げ渋っていることや、トランプ政権の動きが複雑化していることからタームプレミアムも低下しづらいと見込まれる。このため、長期金利は下がりにくい展開予想する。



### 株式市場：緩やかな上昇継続を予想

株式市場は、トランプ政権による4月2日の相互関税発表で急落した後、関税の延期や免除、各国との交渉の継続姿勢などが好感され株価は徐々に回復してきた。ダウ平均は6月末に44,000ドルを回復した後、7月は概ね横ばいとなった。8月以降は、FRBの利下げ観測や通商政策に対する楽観的な見方、好決算などを背景に再び上昇基調となり、最高値更新が続いた。

11月半ば以降は、AI関連企業の割高なバリュエーションや循環的に見える取引内容、巨額の設備投資、OpenAIの資金繰りと事業計画などについて投資家の警戒感が高まり、株価は調整色が強くなり、AI関連企業以外へ投資資金を移す動きも垣間見られる。

26年1月入り後は、テクノロジー企業にけん引される形で12日のダウ平均は終値で最高値(49,590.20ドル)を更新した。その後は決算発表を消化するなかで、米欧間の新たな貿易戦争の可能性を嫌気して下落し、以降は上値の重い展開となっている。

先行きについては、バリュエーションの高さへの警戒感は根強いものの、堅調な経済とAIブームの継続を背景に、株価は緩やかな上昇が続くと想定する。

(26.1.28現在)

## 内需下振れ圧力の増大に対する景気刺激策

～当面は3月5日に開催予定の全人代を注視～

王雷軒

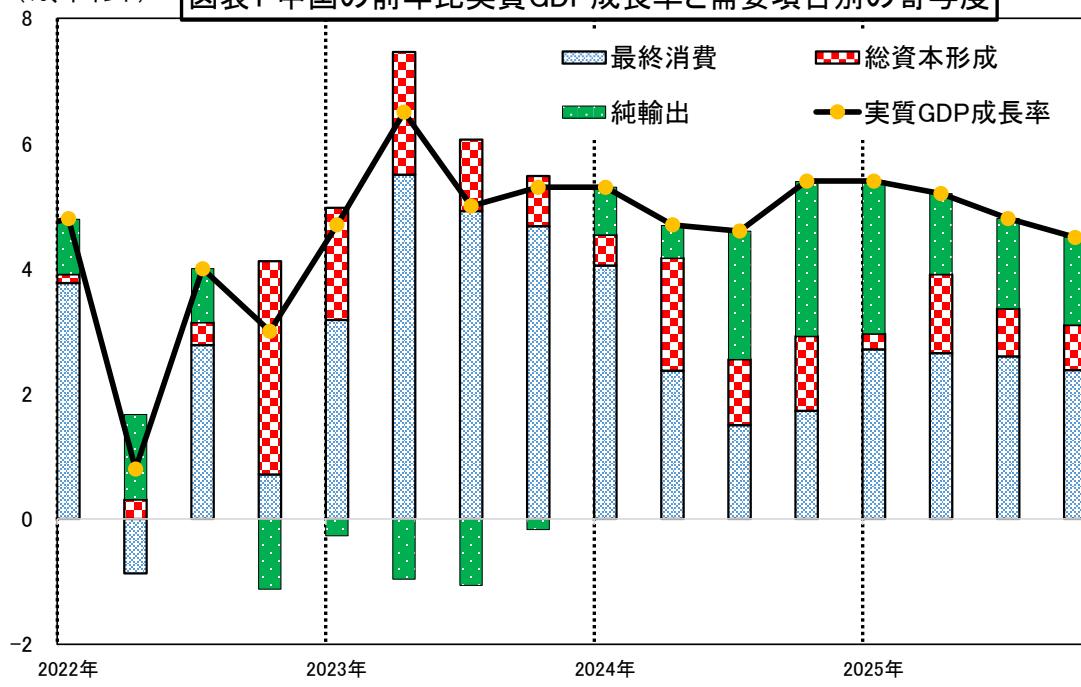
## 要旨

輸出が底堅く推移したことに加え、消費促進策によって民間消費が一定程度押し上げられた結果、中国政府が掲げる「5%前後」という年間成長目標は達成された。2025年の成長率は24年と同水準となり、コロナ禍後の需要減退や不動産不況の影響で減速してきた中国経済には、下げる兆しがみられる。

しかし、民間消費の弱さと投資の減少を背景に、25年10~12月期の実質GDP成長率は前年比4.5%へと減速した。先行きについては、景気刺激策による消費の一定の押し上げ効果とインフラ整備向け投資の持ち直しが期待されるものの、民間消費の低調さが続くと予想される。加えて、不動産業と建設業の回復が見込めないことから、足元の26年1~3月期の成長率はさらに鈍化する可能性がある。

(%、ポイント)

図表1 中国の前年比実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



(資料)中国国家統計局、Windより作成

25年10~12月期  
の実質GDP成長率  
は前年比4.5%へ  
減速

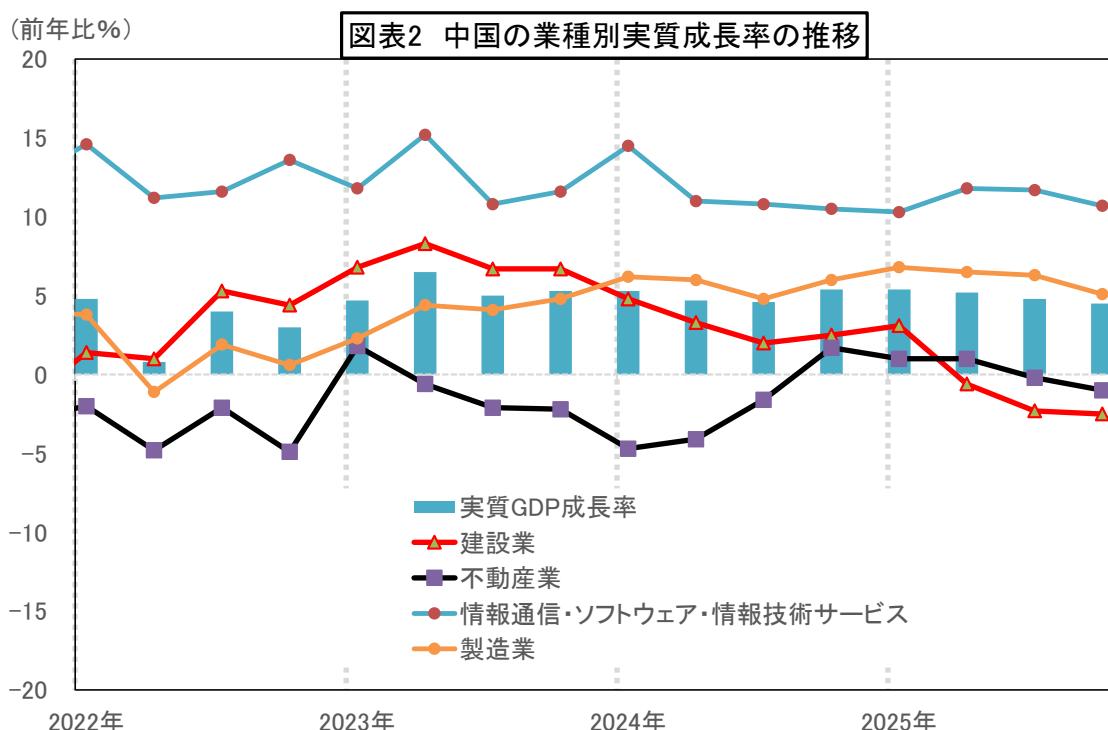
中国国家統計局が発表した25年10~12月期の実質GDP成長率は前年比4.5%となり、7~9月期の同4.8%から0.3ポイント減速した(図表1)。

この前年比4.5%の成長率に対し需要項目別の寄与度をみると

と、最終消費は2.4ポイント、総資本形成は0.7ポイント、外需（純輸出）は1.4ポイントであった（図表1）。最終消費は10～12月期の成長に最も寄与したが、純輸出も8四半期連続でプラスを維持し、総資本形成を上回る寄与を示した。

また、名目GDP成長率は前年比3.8%にとどまり、実質成長率を下回る「名実逆転」は11四半期連続となった。景気回復の実感の乏しさを示す内容であろう。

とはいって、併せて発表された25年通年の実質GDP成長率は前年比5.0%となった。輸出が底堅く推移したことや、消費促進策によって民間消費が一定程度押し上げられたことから、中国政府が掲げる「5%前後」という年間成長目標は達成された。25年は24年と同様の成長率となり、コロナ禍後の需要減退や不動産不況の影響で減速してきた中国経済には、下げ止まりの兆しが確認された。



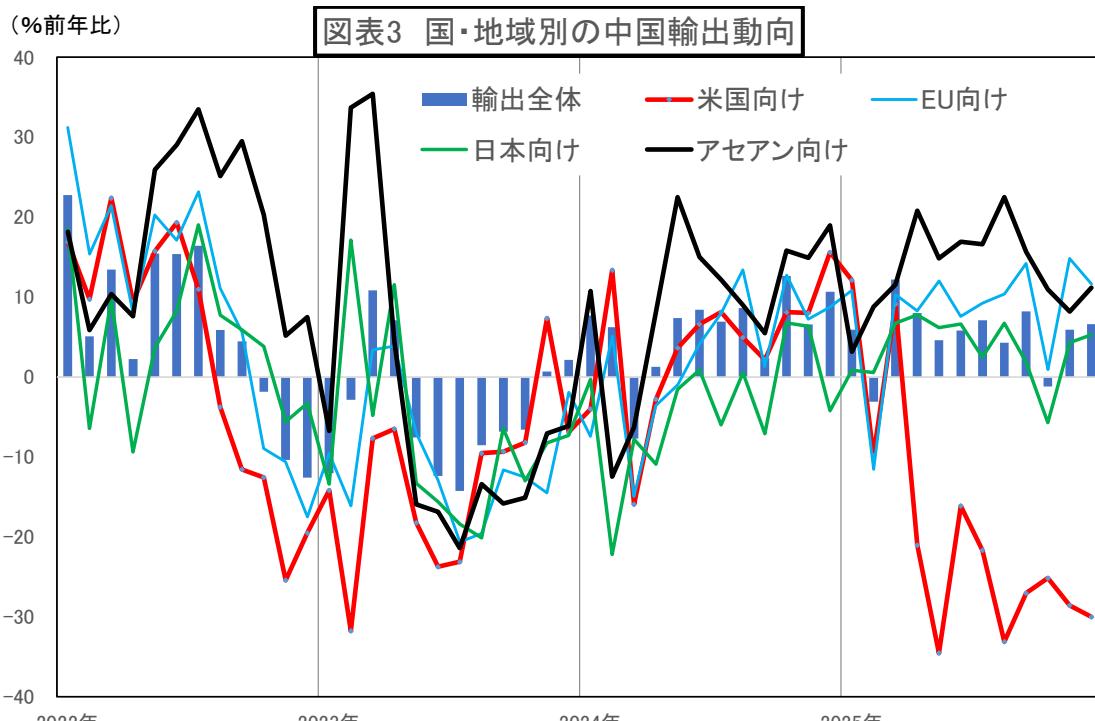
（資料）中国国家統計局、Windより作成

**産業構造調整のなかで不動産業と建設業の低迷が成長の足かせに**

足元の成長が一段と減速した背景には、①自動車や家電製品等の消費促進策により民間消費への押し上げ効果が一巡したこと、②地方財政の債務問題などの影響を受けたインフラ整備向け投資が減少に転じたこと、③不動産開発投資が一段と悪化したこと、が挙げられる。不動産業は前年比▲1.0%と2期連続

のマイナス成長になった（図表2）。不動産開発投資の長期停滞や地方財政事情の厳しさなどを背景に、建設業も同▲2.5%とマイナス幅がさらに拡大した。

一方、今回の成長を下支えした要因として、①輸出は、対米輸出が急減速したものの、輸出先の多角化や企業の自助努力などで比較的堅調に推移したこと、②輸出の底堅さもあり、鉱工業生産は比較的好調だったこと、③AIや半導体関連への投資は大きく伸びたこと、が挙げられる。実際、業種別の前年比実質成長率を確認すると、堅調な輸出やAIブームを背景に製造業と情報通信・ソフトウェア・情報技術サービスはそれぞれ前年比5.1%、同10.7%と、いずれも全体の実質GDP成長率（前掲の4.5%）を上回った（図表2）。



（資料）中国海関総署、Windより作成、直近は25年12月。

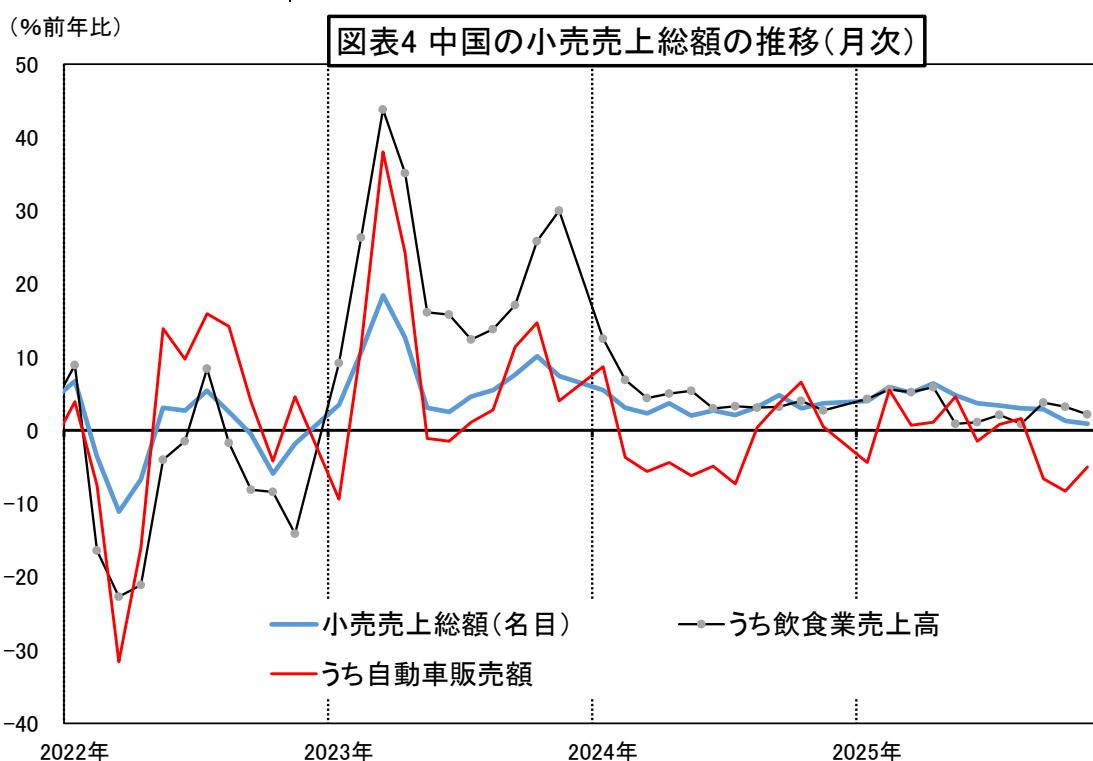
### 輸出全体は堅調な推移

中国の対米輸出は、米中通商摩擦の「休戦」にもかかわらず、高関税の影響などから大幅な低迷が継続している。25年12月の対米輸出（ドル建て速報値）は前年比▲30.0%、9か月連続の前年割れとなった。しかし、米国以外の輸出は底堅さを維持している。ベトナムやマレーシアなどアセアン向けの輸出は同11.1%と堅調に推移。さらに、EU向け輸出は同11.6%と大きく伸び、日本向け輸出も同5.3%と2か月連続のプラスを維持し

た（図表3）。また、AI投資の世界的拡大や国内製造業の高度化を背景に、半導体や自動車などの輸出は大幅に伸長したこともあり、12月の輸出全体は同6.6%と底堅さを維持している。

その結果、トランプ関税で大きく懸念された25年通年の輸出は前年比5.5%と、24年の同5.8%からやや鈍化したが、底堅さは維持された。輸出額から輸入額を差し引いた貿易黒字は1兆1,189億ドルとなった。

26年の輸出については、政府や業界による過度な値下げ競争の抑制を意味する「反内巻」政策の更なる推進により、輸出価格の下落に一定の歯止めがかかる可能性がある。また、米中対立緩和や米国経済の底堅さから、対米輸出の減少幅縮小も期待される。これらを踏まえると、中国の輸出全体は引き続き底堅さを維持する可能性が高いと見込まれる。



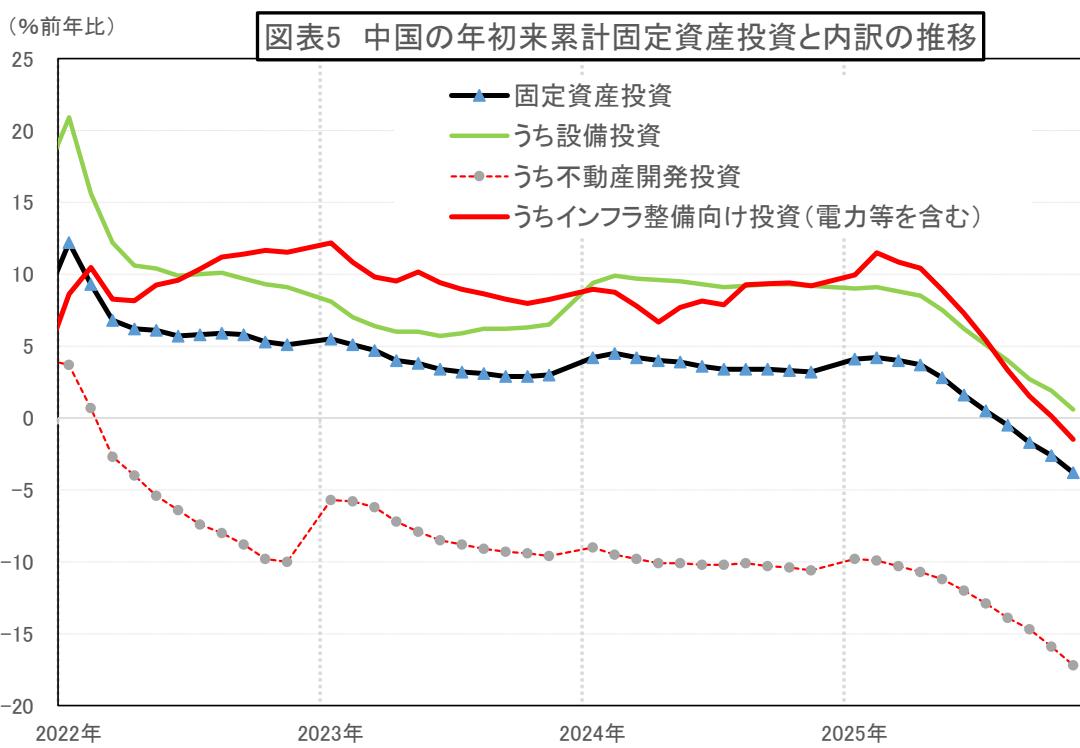
（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は25年12月。

## 民間消費は弱まりつつある

民間消費に目を向けると、消費促進策が消費を押し上げる効果が薄れつつあるほか、雇用と所得をめぐる環境が依然として厳しく、民間消費は弱まりつつあるとみられる。25年12月の小売売上総額は前年比0.9%と11月（同1.3%）からさらに減速した（図表4）。

内訳をみると、自動車販売額は同▲5.0%と、3か月連続での前年割れとなった。家電・音響機器も同▲18.7%と、大幅な反動減が生じている。また、飲食業の売上高は同2.2%と、11月（同3.2%）から減速したほか、不動産不況の影響により、建築・内装資材も同▲11.8%と前年割れ状態が続いている。

先行きについては、26年の消費財買い替え促進策の前倒しで、一定の消費押し上げ効果が期待されるが、所得や雇用をめぐる環境は依然として厳しく、消費者の節約志向が続くため、消費は当面軟調に推移するとみられる。

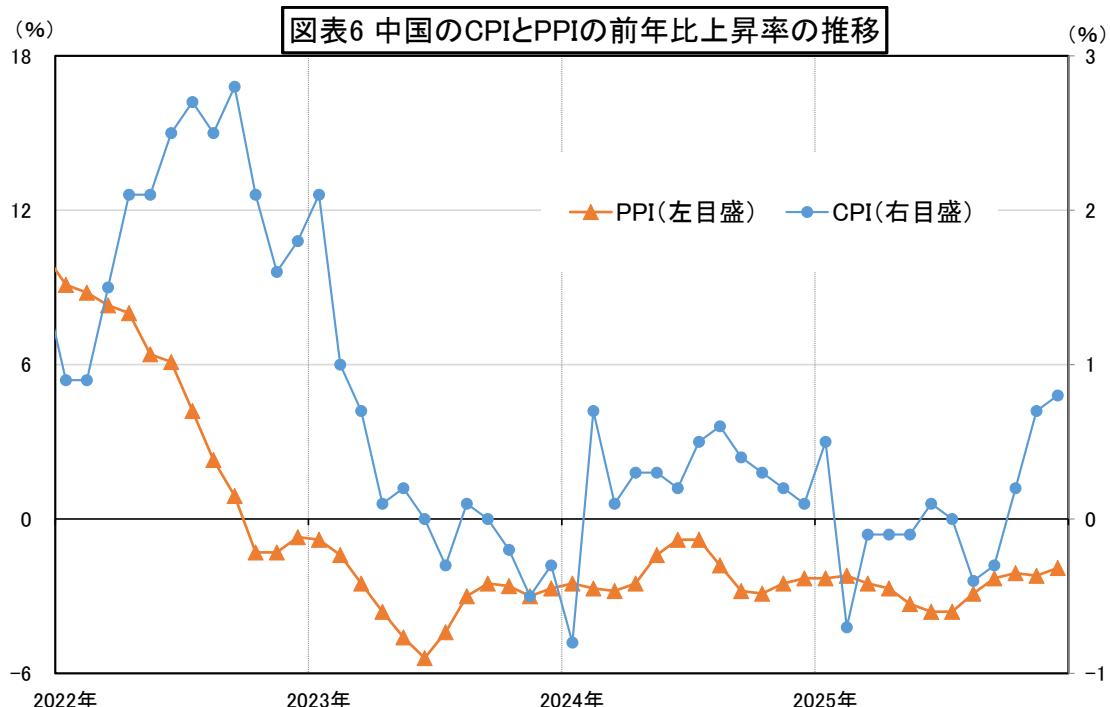


### 不動産開発投資の悪化等で固定資産投資全体が減少

また、25年通年の固定資産投資は前年比▲3.8%と4か月連続の減少となった（図表5）。これは1989年以来のマイナスであり、投資意欲を喚起することが重要な課題となっている。

内訳をみると、不動産市場の調整がなお継続しているため、不動産開発投資は同▲17.2%と一段と悪化している。また、インフラ整備向け投資（電力等を含む）は同▲1.5%と固定資産投資全体を上回ったものの、減少している。さらに、「反内巻」が進められていることで一部業種の新規投資が制限されたこともあり、設備投資は同0.6%にとどまり、辛うじてプラスを維持したものの、低調な推移となった。

先行きについては、積極財政によりインフラ整備向け投資は持ち直す可能性が高い。一方で民間投資の意欲が依然として低く、設備投資への慎重姿勢が続くと見込まれるほか、不動産市場の調整もなお時間を要することから、固定資産投資の回復ペースは限定的とみられる。



(資料)中国国家統計局、Windより作成、直近は25年12月。

## 物価は低位で推移

前述のとおり、民間消費の弱さや不動産開発投資の長期低迷などを受けて、物価は低位で推移している。25年10~12月期のGDPデフレーターは前年比▲0.7%と11四半期連続のマイナスとなっている。ただし、足元の物価の下落圧力はやや和らいだとみられる。

25年12月の消費者物価指数(CPI)は前年比0.8%と11月(同0.7%)から上昇率が拡大し、3か月連続のプラスとなった(図表6)。価格変動の大きい食料品・エネルギーを除いたコアCPIは同1.2%と3か月連続で1%以上を維持した。また、生産者物価指数(PPI)は前年比▲1.9%と11月(同▲2.2%)から下落幅が縮小した。

今後の物価については、内需拡大策の効果や過度な値下げ競争(内巻)の抑制への取組みなどにより、CPIの前年比上昇率は回復傾向が続くと見込まれる一方、PPIが前年比下落の局面から脱却するには、しばらく時間を要する見通しである。

図表7 26年1月に打ち出された主な景気刺激策

|        |                                    |
|--------|------------------------------------|
| 金融緩和措置 | ①各種の構造的金融政策ツールの金利を0.25ポイント引き下げた    |
|        | ②商業用不動産物件の最低頭金比率を現行の50%から30%に引き下げた |
| 積極財政措置 | ①中小・零細企業向け融資の利子補給                  |
|        | ②民間投資向け特別保証制度の実施                   |
|        | ③民間企業の社債発行に対するリスク分担メカニズムの構築        |
|        | ④設備更新融資の利子補給                       |
|        | ⑤サービス業事業者向け融資利子補給                  |
|        | ⑥個人消費ローンの利子補給                      |

(資料)中国人民銀行、財政部の記者向け会見をもとに作成

## 26年入り後の金融緩和措置

こうしたなか、25年12月に開催された「中央経済工作会议」では、26年の経済運営方針として、「内需拡大」を最重要課題と位置づけ、「一段と積極的な財政政策」と「適度な金融緩和政策」の継続を示した。

その一環として、26年1月9日の国務院常務会議では、内需拡大のために金融政策と財政政策との協調が重要であると指摘され、以下のような取組みを行うことが示された。具体的には、①民間消費の促進に向けては、サービス業の事業者向け融資や個人消費ローンの利子補給などの措置を最適化する。②民間投資の支援に関しては、中小零細企業向け融資の利子補給措置を実施し、民間投資向けの特別保証制度を設け、民間企業の社債発行に対するリスク分担メカニズムを構築し、設備更新融資の利子補給措置を最適化すること、が決まった。

これを受け、中国人民銀行（中央銀行）は、1月15日に金融緩和措置を発表した。主な内容は次の2点が挙げられる（図表7）。①各種の構造的金融政策ツールの金利を0.25ポイント引き下げた（構造的金融政策ツールの詳細については、当社刊行の『農林金融』25年11月号の拙稿「重点領域への信用供与を促進する中国人民銀行の構造的金融政策の手段」を参照）。②商業用不動産物件の最低頭金比率を現行の50%から30%に引き下げたなど、が1月19日に実施された。

今のところ、企業や家計の資金需要は強くないことから、こうした緩和措置の効果は限定的と見込まれる。今後は、預金準備率と政策金利（LPR）の引き下げが実施される可能性が高い。

## 財政部が示した 6 つの政策措置

また、1月20日、財政部（日本の財務省に相当）も次の6つの政策措置を公表した（図表7）。

①は、中小・零細企業向け融資の利子補給である。これは中小・零細の民間企業の発展を支援する新たな措置であり、関連分野の企業が受ける融資に対して利子補給を行うものである。重点分野には、新エネルギー車、産業用ロボット、医療機器、移動通信機器など14の重点産業、さらに科学技術、物流、情報・ソフトウェアなどのサービス分野、農林畜産・漁業などが含まれる。利子補給率は融資総額の1.5%、最長2年であり、単一企業が受けられる利子補給対象融資の上限は5,000万元である。

②は、民間投資向け特別保証制度の実施である。これも新たな措置であり、中小・零細民間企業の融資に対して保証を提供するものである。対象となる企業は、生産現場の改善、工場や店舗の改修・増築などの事業活動に必要な中長期融資について支援を受けられる。単一企業が受けられる保証対象融資額は2,000万元である。従来の政府系融資保証制度は主に中小企業や農業分野を支援してきたが、今回の特別保証では中型企業も対象に加えられ、保証上限が2,000万元へと大幅に引き上げられた。

③は、民間企業の社債発行に対するリスク分担メカニズムの構築である。これも新措置であり、中央財政がリスク分担資金を特別に用意し、中央銀行の既存政策と連携して、民間企業やプライベートエクイティ投資機関が発行する社債に信用補完を提供し、投資家の一部損失を補填するものである。

④は、設備更新融資の利子補給である。これは既存措置ではあるが、利子補給の対象範囲が拡大された。従来の設備購入に加え、設備更新に関する融資や科学技術イノベーション関連融資も利子補給の対象となる。対象企業は融資総額の1.5%、最長2年の利子補給を受けられる。対象分野や取扱金融機関も拡大されている。

⑤は、サービス業事業者向け融資利子補給である。これは昨年に打ち出した措置であり、単一企業の融資上限が従来の100万元から1,000万元へと引き上げられた。利子補給率は1%、期間は1年であり、1社あたり最大10万元の利子補給を受けられる。対象となる消費分野は11分野に拡大され、取扱金融機関

## 26 年の経済見通しと 当面の注目点

も都市商業銀行、農村商業銀行、外資銀行など約 90 行に広がった。

⑥は、個人消費ローンの利子補給である。これも既存措置ではあるが、個人が個人消費ローンを利用する場合、1%の利子補給を受けられる。今回の措置では新たに、クレジットカードの分割払も利子補給の対象に含まれた。都市・農村を問わず幅広い消費者を支援するため、取扱金融機関も都市商業銀行、農村商業銀行、外資銀行、消費金融会社、自動車金融会社など 500 以上の機関に拡大されている。

このように、財政部は、既存措置としての④、⑤、⑥についての強化に加え、新たな措置としての①、②、③を打ち出している。これらの政策措置は一定の景気押し上げ効果が見込まれるが、今後の実施状況への注目が集まるだろう。

以上を踏まえると、輸出は底堅く推移し、消費財買い替え促進策の前倒しにより、一定の消費押し上げ効果も見込まれる。一方、民間消費の低調さが続くと予想され、不動産業と建築業の停滞が続く可能性が高く、26 年前半の景気回復は力強さを欠く展開が予想される。

しかし、年後半にかけて積極財政や金融緩和の本格的な実施により、内需、特に固定資産投資が徐々に持ち直し、緩やかな回復軌道に入ると見込まれる。その結果、26 年の実質 GDP 成長率は前年比 4.7% と予想され、25 年（同 5.0%）からは小幅な減速となる。

当面は、景気刺激策の効果を慎重に見極めていく必要があるほか、26 年 3 月 5 日開催予定の全国人民代表大会「全人代」（日本の国会に相当）で示される第 15 次 5 カ年計画（26～30 年）の綱要、26 年の成長目標の設定や積極財政の規模などに注目が集まっている。

（26. 1. 28 現在）