

# 経済金融 ウォッチ

2026年3月号

国内	.....	1
米国	.....	11
中国	.....	20



## 物価鈍化で実質賃金は前年比プラスへ

～政府は消費税減税などに向けて国民会議設置を急ぐ方針～

南 武志

### 要旨

25年10～12月期は前期比年率0.2%と低成長にとどまったが、国内景気は緩やかながらも回復を続けているとみられる。これまで物価高騰によって実質賃金は前年比マイナスの状態が続いていたが、物価鈍化が明確になったことで12月にようやく前年比プラスに転じた。24、25年に続き、26年春闘も堅調とみられることもあり、先行きは消費の回復傾向が徐々に強まるだろう。26年度にかけて底堅い成長が見込まれる。

一方、総選挙で自民党が圧勝したことで、「強い経済」の実現に向けた政策運営が本格化するとの期待感から株価は史上最高値を更新した半面、財政悪化への警戒が根強いことから長期金利には上昇圧力がかった。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目		2026年				
		2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.729	0.70～0.80	0.70～0.80	0.70～1.05	0.70～1.05
国債利回り	20年債 (%)	2.955	2.80～3.30	2.80～3.30	2.90～3.40	2.95～3.45
	10年債 (%)	2.140	2.00～2.50	2.00～2.50	2.05～2.55	2.05～2.55
	5年債 (%)	1.580	1.40～1.90	1.40～1.90	1.45～1.95	1.45～1.95
為替レート	対ドル (円/ドル)	155.9	140～160	135～155	135～155	135～155
	対ユーロ (円/ユーロ)	184.0	170～190	165～185	160～180	160～180
日経平均株価 (円)		58,583	57,500±5,000	57,500±5,000	58,000±5,000	58,500±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2月25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。

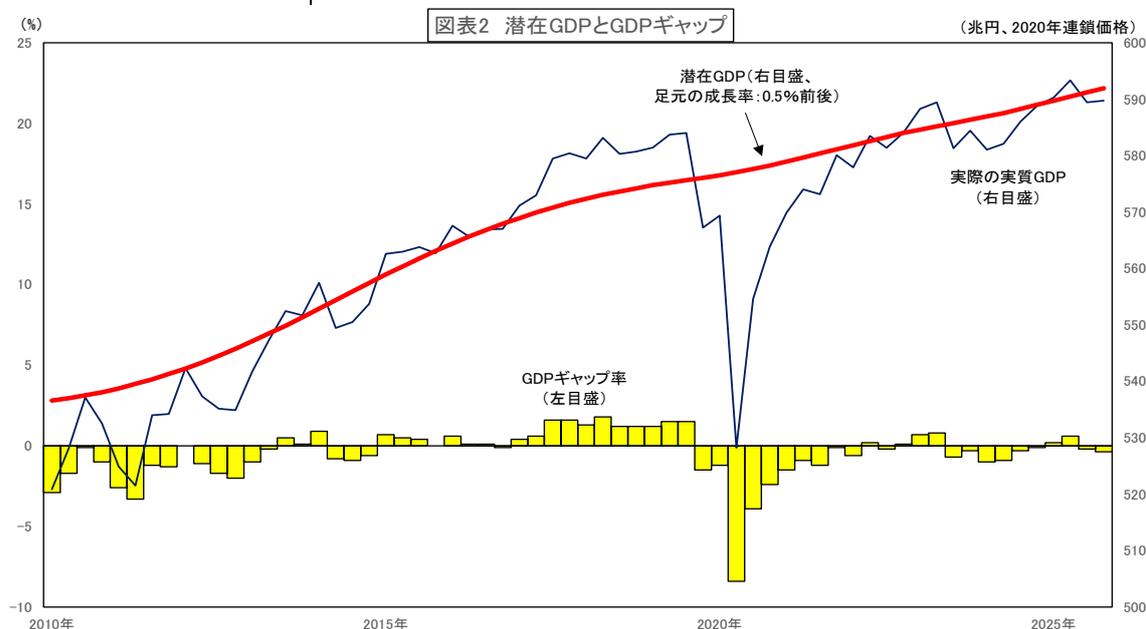
### 総選挙で圧勝した高市自民党、「強い経済」実現のために「責任ある財政政策」を推進する構え

2月8日に行われた総選挙は、高市首相への高い支持率を背景に、自由民主党が全体(465)の3分の2を超える316議席を獲得、歴史的な圧勝となった。連立を組む日本維新の会(36議席)を合わせ、全体の4分の3を超える巨大与党が誕生した。一方、立憲民主党と公明党が合流した中道改革連合は49議席と、公示前(167議席)の3分の1以下にとどまり、惨敗した。参院は相変わらず連立与党は過半数割れだが、参院で否決された法案を衆院で再可決し、成立させることが可能となった。

18日に召集された特別国会で首班指名された高市首相は全閣僚を再任して第2次高市内閣を発足させ、20日に就任後初の施政方針演説に臨んだ。経済政策については、潜在成長率の向上に向けて官民連携での国内投資を促進するとし、そのために「責任ある積極財政」を推進すると述べた。また、予算編成に

おける単年度主義を改め、複数年度予算に切り替えるほか、租税特別措置や補助金を見直し、成長率の範囲内に債務残高の伸び率を抑え、政府債務残高の対 GDP 比を安定的に引き下げるなど、財政規律に十分配慮した財政運営を行う考えを示した。

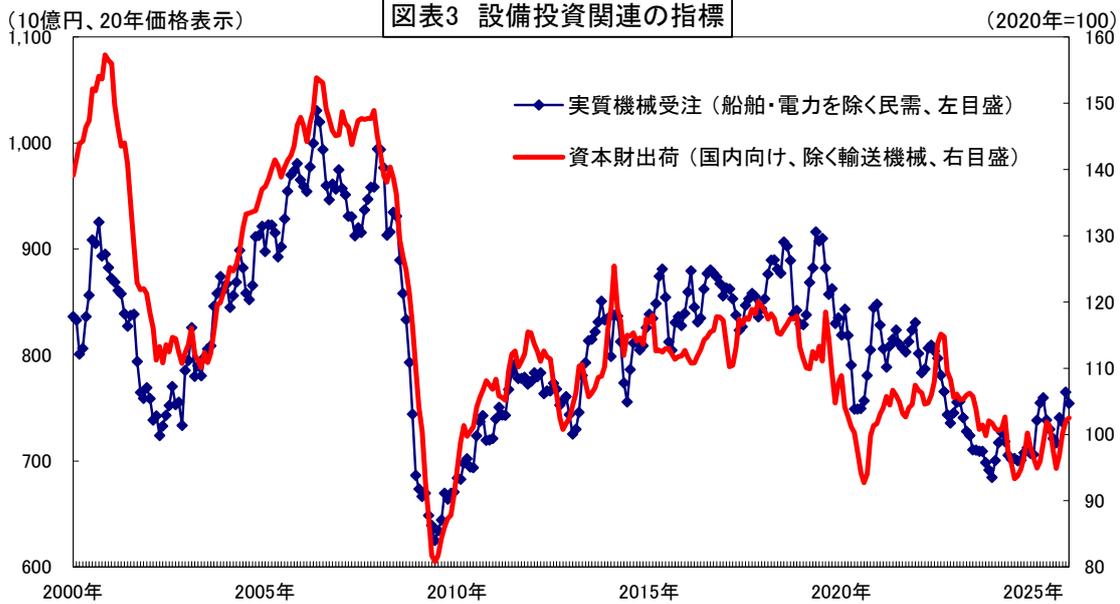
今回の総選挙で注目された消費税減税については、新たな再分配システムとして「給付付き税額控除」を導入するまでの2年間限定で飲食料品についてゼロ税率とする方向で、超党派で構成される予定の「国民会議」にて検討を進め、結論を得るとした。財源（2年間で10兆円超）については赤字国債に依存しないとしており、夏前には中間とりまとめを行い、税制改正関連法案の早期提出を目指す考えだ。



(資料)内閣府の資料より農林中金総合研究所作成

### 前期比年率 0.2% の低成長にとどま った10~12月期

以下、足元の国内景気動向について確認したい。10~12月期の実質 GDP は前期比 0.1% (同年率 0.2%) と 2 期ぶりのプラス成長だったものの、潜在成長率 (年率 0% 台半ば) を下回るなど、弱い内容であった。水準としても 4~6 月期を上回ることはできなかった。内訳を見ると、7~9 月期に大幅減となった民間住宅投資が前期比 4.8% と持ち直しが見られたものの、民間消費が同 0.1%、民間企業設備投資も同 0.2% と、ともに低調だったほか、輸出等が同 ▲0.3% と 2 期連続の減少だった。一方、GDP デフレーターは前年比で 3.3%、前期比で 0.5% と、7~9 月期 (それぞれ 3.4%、0.6%) から上昇率は僅かに鈍化したものの、価格転嫁の動きは定着しているといえる。



(資料)経済産業省、内閣府、日本銀行 (注)3か月移動平均。機械受注は国内企業物価・投資財指数で実質化。

### 設備投資に持ち直しの動き

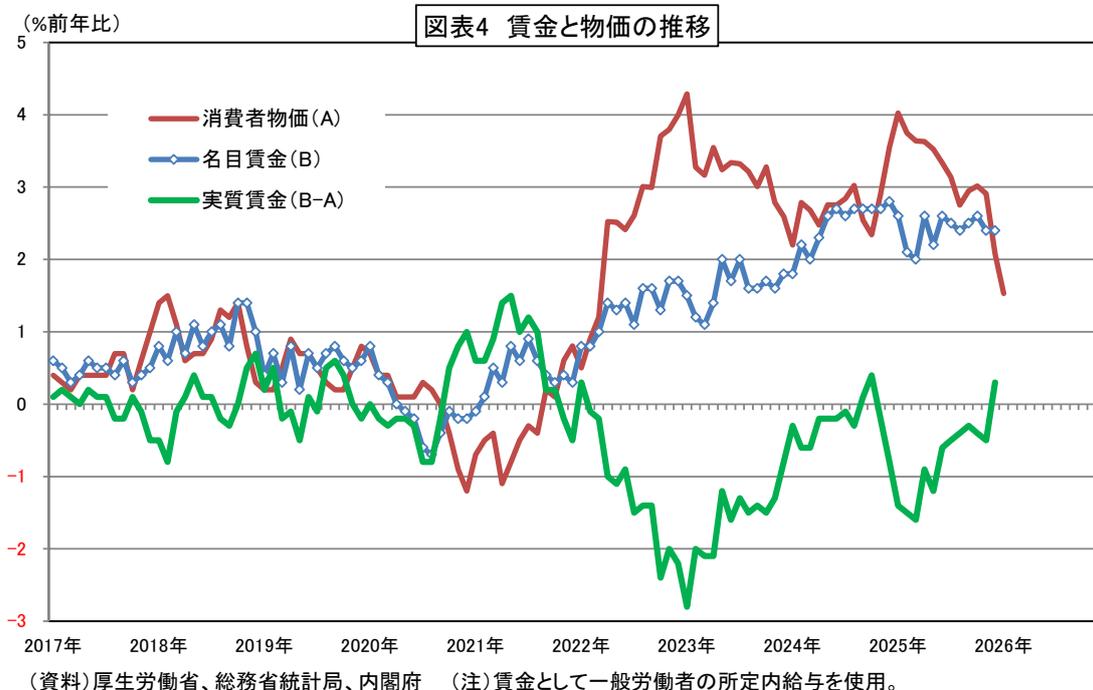
月次指標を確認すると、12月の景気動向指数・CI一致指数は前月から▲0.4ポイントと2か月連続で悪化、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた(20か月連続)。一方、内閣府が参考指標として公表する「景気を把握するための新しい指数」(12月)は前月と変わらずであったが、過去最高圏内にとどまった。

また、1月の景気ウォッチャー調査の「景気の現状判断」DIは3か月連続で低下した半面、「先行き判断」DIは2か月連続で改善、22か月連続で判断基準である50を下回ったままの現状判断とは異なり、先行き判断は3か月ぶりの50超となるなど、先行きへの期待は保たれている。

一方、1月の実質輸出指数は前月比8.7%、同じく輸出数量指数も同3.2%と、ともに2か月ぶりかつ大幅な上昇となった。中国などの「旧正月要因」が含まれていることから、2月には反動減が出るとみられ、1~2月分は均して評価する必要がある。また、トランプ相互関税の影響は数量ベースには限定的なものにとどまっていることもみてとれる。

12月の鉱工業生産は前月比▲0.1%と2か月連続で低下したが、前述の「旧正月要因」もあり、1月の製造工業生産予測指数(予測誤差補正後)は前月比7.2%の大幅増が見込まれている。12月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比19.1%と2か月ぶりに増加した。一部業種での特殊要因が牽引した格好だが、この数か月だけでも大型案件が相次いでいる。一方、

12月の資本財出荷（国内向け、除く輸送機械）は4か月ぶりに低下したが、10～12月期としては前期比7.5%と2期ぶりのプラスで、設備投資は底堅さが見て取れる。



### 物価鈍化で実質賃金は前年比プラスへ

12月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比2.4%、このうち基本給に相当する一般労働者の所定内給与も同2.4%と、ともに増加基調を維持した。一方、これまでは賃上げを上回る物価上昇によって実質賃金は前年比マイナスの状態が続いてきたが、12月の消費者物価上昇率（全国総合）が前年比2.1%へと大幅に鈍化したことから、現金給与総額ベースで同0.3%と5か月ぶり、一般労働者の所定内給与ベースも同0.3%と14か月ぶりで、いずれも上昇に転じた。

とはいえ、依然として食料高騰が続いていることもあり、消費関連指標の回復はなかなか進まない。12月の総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）は前月比▲0.2%、同じく実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）も同▲0.4%と、ともに2か月ぶりに低下するなど、引き続き低調なままである。特に食料が含まれる非耐久財では減少に歯止めがかからない状況にある。

### 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。まず、トランプ関税を巡る動きであるが、米連邦最高裁判所は国際緊急経済権限法（IEEPA）を根拠とするトランプ政権の相互関税などを無効と

の判決を下した。これによって 23 日をもって相互関税の徴収は終了したが、代わって 1974 年通商法 122 条に基づく「代替関税」を 24 日から 150 日間、全世界に対して賦課する布告を発出した。当初、トランプ大統領は税率を 10%としたことから、15%の相互関税を賦課されてきた主要国では歓迎する向きもあったが、翌日には 15%へ引き上げる方針が示された。米国との関税交渉での合意がどうなるのかも含め、政策不確実性が再び高まっている。なお、赤沢経産相は日米関税合意には盛り込まれた軽減税率の取り扱いについて日本が不利益を被らないか米国に確認したことを明らかにした。

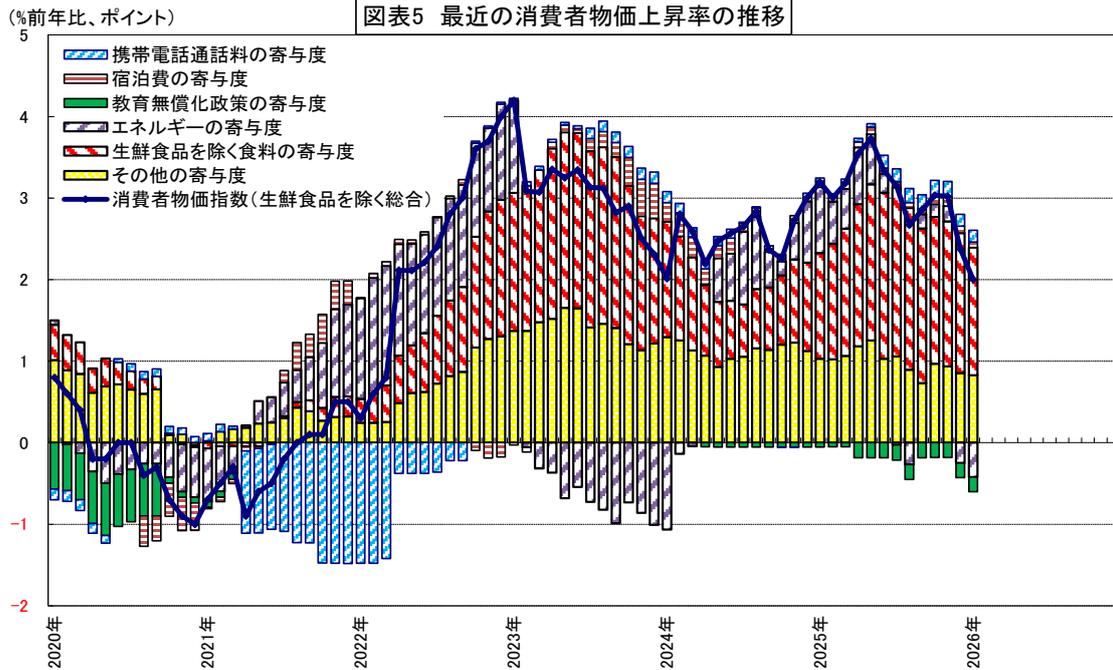
さらに、悪化が続く対中関係においても、中国政府が訪日自粛を要請したことに加え、24 日には中国商務省が輸出管理法などに基づき、日本の 20 法人に対して軍民両用品の輸出を禁止する措置を講じた。日本政府は撤回を求めているが、影響は長引く可能性がある。

さて、足元 1~3 月期については、物価鈍化で実質賃金は前年比プラスに転じたものの、食料高騰が続いていることもあり、消費者の節約志向はさほど緩まず、消費の回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。一方、設備投資は底堅く推移するとみられ、経済成長率は 2 期連続のプラスが見込まれる。26 年度入り後も、堅調な賃上げの下、実質賃金の前年比プラス定着もあり、民間消費は回復傾向を強めるとみられるほか、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 1.0%成長と、25 年度 (0.8%成長と予測) に続き、潜在成長率を上回る成長を実現するとみられる (詳細は 2 月 20 日公表の『2025~27 年度経済見通し』を参照のこと)。

### 物価動向：1 月の全国コア CPI は前年比 2.0%へ鈍化

1 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 2.0%と 2 か月連続で鈍化、この 2 か月で上昇率は▲1 ポイントも縮小した。食料の高止まりは続いており、生鮮食品を除く食料は前年比 6.2%と高騰が続いたものの、コメ価格は 2 か月連続で値下がりし、前年比も 28.0%と 12 月 (34.4%) からは鈍化するなど、ベース効果が一巡しつつある。また、ガソリン税の暫定税率が廃止されたこともあってガソリン価格は前年比▲14.6%へ下落率が拡大、物価全体を▲0.17 ポイント押し下げた。エネルギー全体で同▲5.2%と 2 か月ぶりの下落となった。

また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコア CPI）」も同 2.6%と 2 か月連続で鈍化したが、コア CPI に比べて下落幅は限定的であった。一般サービスは同 1.9%と 3 か月連続で鈍化したが、宿泊費を除くベースでは同 1.8%と、12 月（同 1.7%）から高まるなど、人件費増がサービス価格を徐々に押し上げる姿が確認できる。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

**物価見通し：今後しばらくは 2%割れが継続**

先行きについては、依然としてコメや輸入食材など一部食料品が高止まり状態にあるが、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、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▲0.2 ポイント程度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。2 月以降、物価上昇率はしばらく 2%割れが続くと予想される。

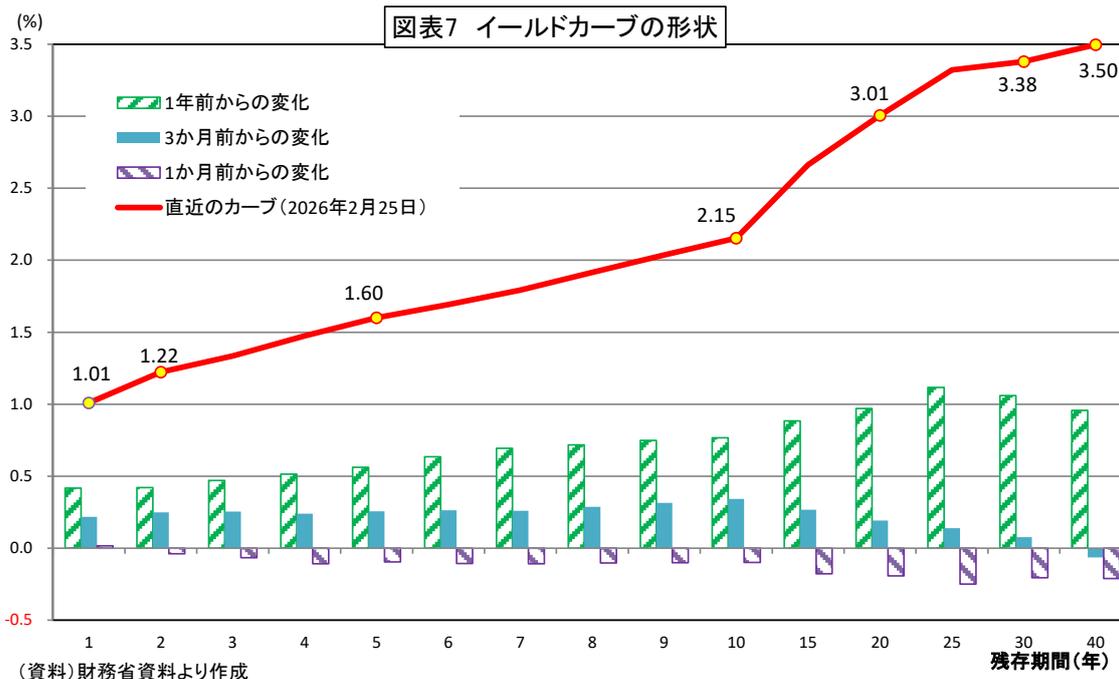
**金融政策：日銀は利上げ継続の方針**

日銀は 12 月に政策金利を 0.75%に引き上げたが、同時に利上げを継続する姿勢を示した。1 月は金利据え置きだったが、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、との方針を示している。

### 金融政策：物価 2% 割れでの利上げは 困難と予想

昨年秋以降、円安圧力が高い状態が続いているほか、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 4 月にも追加利上げが決定されるとの思惑も浮上していたが、10～12 月期 GDP の弱い内容などを受けて早期利上げ観測は後退している。

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%割れが続くとみられる。一方、1 月会合後の記者会見にて植田総裁は、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。しかしながら、実際に物価上昇率が 2%を下回った状況で利上げを決断するのは困難と思われる。次回利上げには時間を要すると思われる。



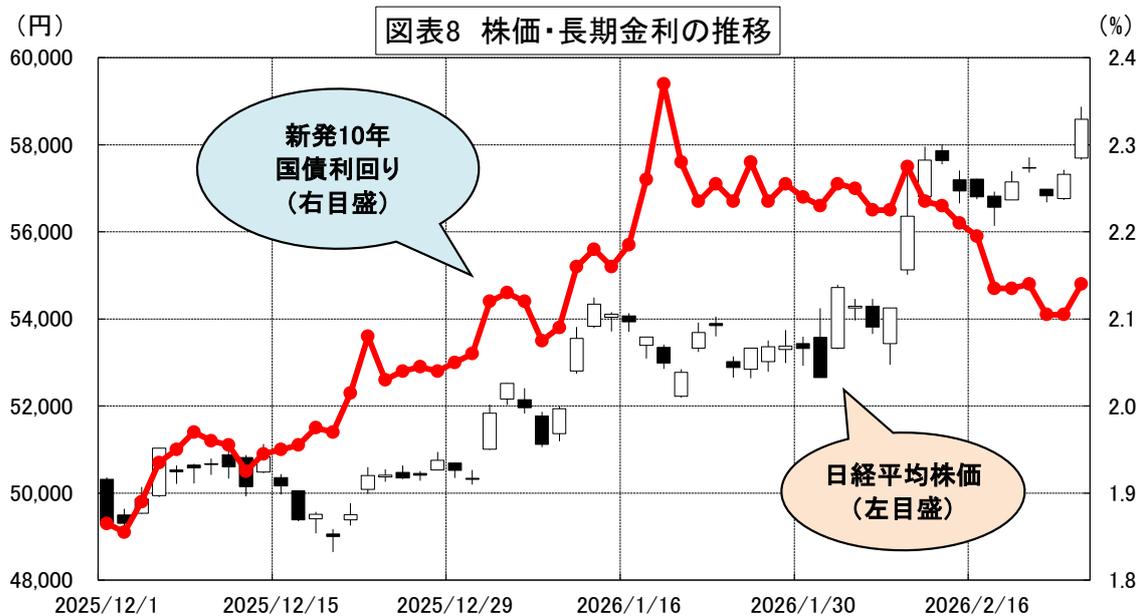
### 金融市場：現状・見通し・注目点

総選挙での自民党圧勝によって成長最優先を掲げる高市内閣の経済政策が加速するとの期待感から株式市場は上昇傾向を強めた。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早期利上げへの思惑から金利が一時大きく上昇した。為替レートは日本の財政悪化懸念や米国の景気動向などへの思惑から、乱高下する場面も散見された。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。

## 長期金利は緩やかに低下

### ① 債券市場

追加利上げが意識されたことに加え、「責任ある積極財政」を掲げる高市内閣の財政運営方針への警戒から、25年11月以降、長期金利に上昇圧力が強まった。大方の予想通り、日銀は12月に追加利上げを決定したが、先行きも利上げを継続する方針を示したことで、長期金利は一段と上昇した。26年に入っても、高市首相が衆院を解散したことに伴う総選挙において主要政党がいずれも消費税減税を掲げたことで拡張的な財政運営が一段と強まるとの思惑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。2月上旬にかけては2.2%台でもみ合ったが、中旬以降は低下気味に推移、直近は米関税政策を巡る不透明感の高まりから、一時2.05%まで低下した。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

## 長期金利の上昇圧力は煽り続ける

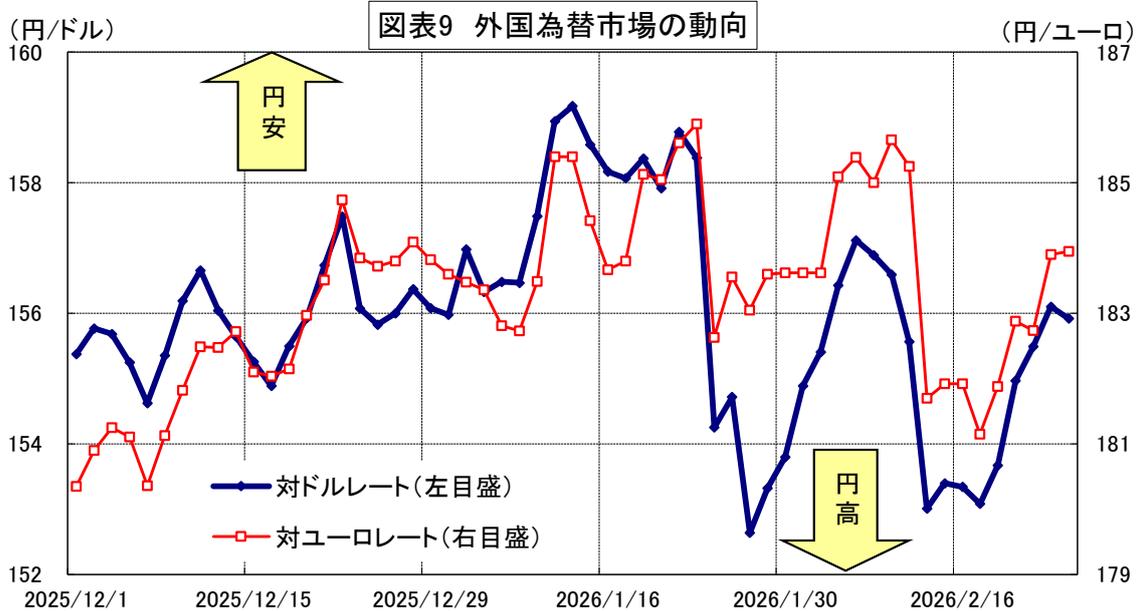
高市内閣は、消費税減税を赤字国債発行に頼らずに実施する方針を示すなど、財政規律は守られているとアピールしているが、マーケットでは規律喪失への警戒は根強い。また、日銀は利上げ継続の姿勢を維持したままである。今しばらく長期金利の上昇圧力は煽り続けるだろう。一方、高市首相が植田総裁に対して追加利上げに難色を示したと報じられたほか、前述のとおり、今後しばらく物価上昇率は2%割れが続く可能性があるなど、「次の利上げ」に向けたハードルは高いとみられる。そのため、一方的に金利が上昇する可能性は薄いだろう。

## 日経平均株価は史上最高値を更新

### ② 株式市場

25年秋以降、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、国内株価も史上最高値を連日更新するなど、堅調に推移した。さらに、総選挙後は自民党圧勝が好感され、株価は再び急騰、2月12日には58,000円台まで上昇した。その後も高値圏でもみ合う展開が続き、26日には米国株価の堅調さや日銀の早期利上げ観測の後退などを材料に一時58,875円へ上昇、史上最高値を更新した。

これまでの株価上昇テンポが速すぎることもあり、目先はスピード調整が避けられないが、高市内閣の経済政策運営への期待感が強いこともあり、しばらく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。

## 1ドル=150円台半ばで値動きの荒い展開

### ③ 外国為替市場

25年秋以降、ドル円レートは円安傾向をたどった。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

## 1ユーロ = 180円台 前半で推移

ではないかとの思惑もあった。26年入り直後に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、円安進行が一段と強まった。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。その直後に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、一時152円台まで円高方向に戻った。直近1か月は、日本の財政政策や米国経済動向への思惑から150円台半ばを中心に値動きの荒い展開となっている。

先行きについては、日米金利差はなかなか縮小しないとの思惑が根強いほか、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、円高が進む可能性は薄い。物価2%割れが続き、日銀の利上げ観測が沈静化すれば、再び円安圧力が高まる可能性もあるだろう。

昨秋以降、ユーロの対円レートは史上最高値を断続的に更新するなど、円安ユーロ高が進行した。1月22日には1ユーロ = 一時186円台まで円安が進んだが、その後はドルにつられてやや値動きの荒い展開となっている。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。

(26.2.26 現在)

## 25 年は 2.2%と堅調な成長

### ～ウォーシュ氏を次期FRB 議長に指名～

佐古佳史

#### 要旨

米連邦最高裁は2月20日、相互関税などを違憲と判断した。これを受けてトランプ政権は通商法122条を根拠に一律10%の新関税を課すこととなった。

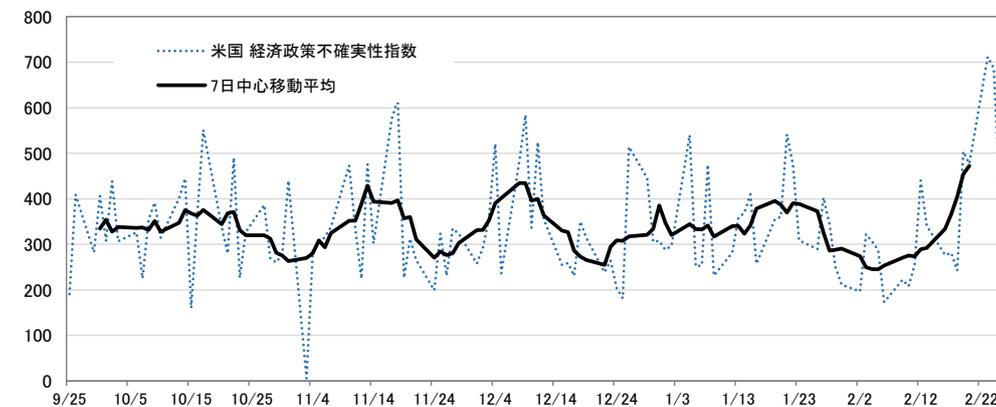
トランプ大統領は1月30日、5月に任期を迎えるパウエルFRB議長の後任として、元FRB理事のウォーシュ氏を正式に指名したと発表した。ウォーシュ氏はFRBのバランスシート縮小や準備預金を削減したいとみられる。

米経済分析局が2月20日に公表した10～12月期GDPは前期比年率1.4%と7～9月期の同4.4%から大きく減速したが、25年を通じてGDPは前年比2.2%と堅調な成長となった。

#### 違憲判決と新関税

米連邦最高裁は20日、第2次トランプ政権が導入した相互関税などを違憲と判断し、これを受けてトランプ政権は24日に相互関税を停止した。同時に、通商法122条を根拠に各国一律で10%の新関税を課した。新関税は最長150日間となる。今後は通商法301条、通商拡大法232条などに基づき、新関税を賦課する見通しであり、関税率が大きく変更されることはなさそうだ。また、現時点では、トランプ政権と貿易交渉をした各国は概ね様子見姿勢となっているが、一部の州や企業は関税の還付を要求している。こうした状況を受け足元では、経済政策不確実性指数が上昇した。

図表1 米国経済政策不確実性指数の推移

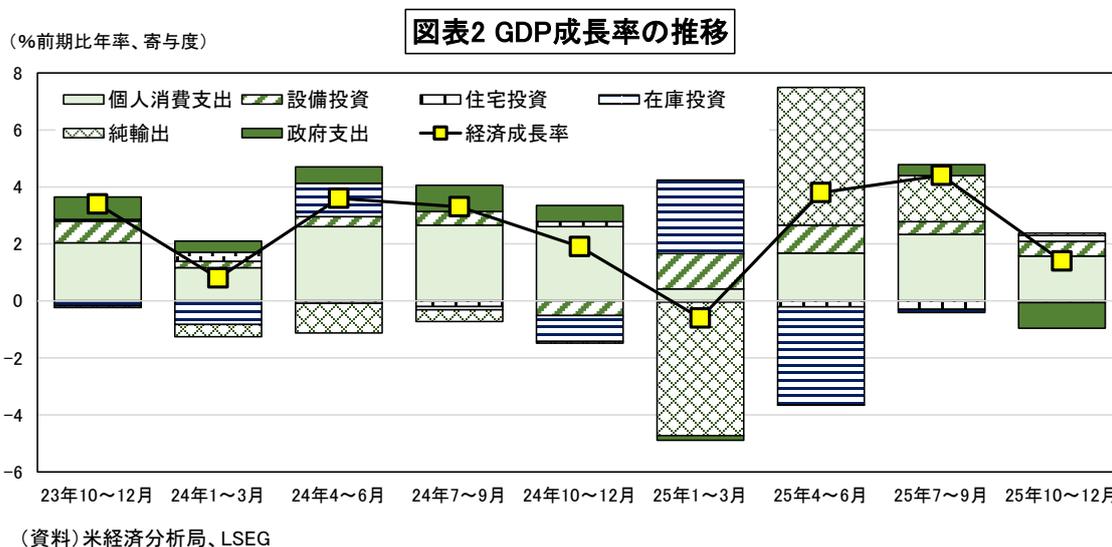


(資料) Economic Policy Uncertainty、LSEG

## 25年は2.2%と堅調な成長

米経済分析局が20日に公表した10～12月期GDPは前期比年率1.4%と7～9月期の同4.4%から大きく減速した。寄与度をみると個人消費支出が+1.58ポイント、設備投資が同+0.51ポイント、住宅投資が同▲0.06ポイント、純輸出が同+0.08ポイント、政府支出が同▲0.90ポイントとなり、6週間にわたる政府機関閉鎖の影響が反映された。

25年を通じてGDPは前年比2.2%成長となった。輸入は24年の同8.2%から25年は同2.5%へ、政府支出も24年の同3.8%から25年は同1.2%へと大きく減速し、第2次トランプ政権の特徴がうかがえるGDP統計となった。



## 大幅な悪化を回避できている労働市場

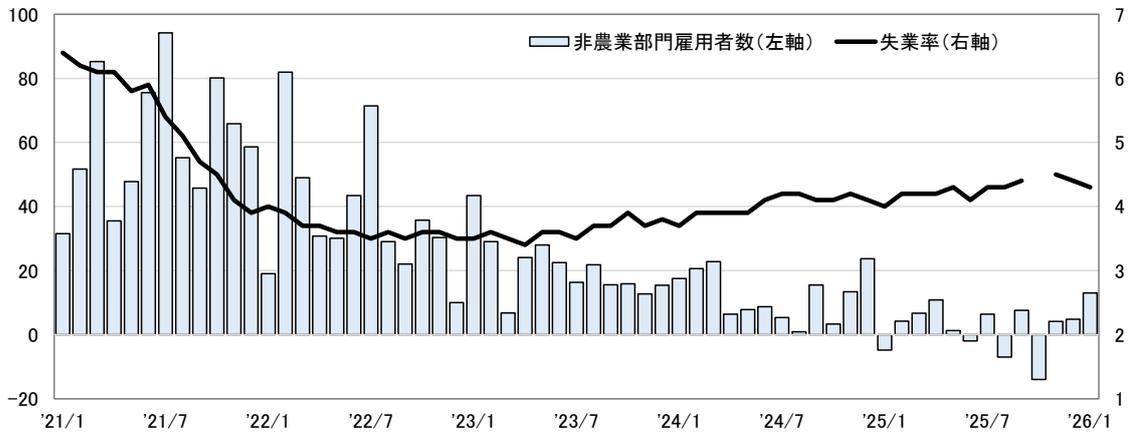
1月の雇用統計をみると、非農業部門雇用者数は前月から13.0万人（事業所調査）の増加となり、3か月平均では同7.3万人となった。今回の改定を受けて、25年の雇用者数は18.1万人増加（月平均1.5万人増）となり、24年の145.9万人増（同12.2万人増）から大きく減速した。

失業率は同0.1ポイント低下の4.3%となった。引き続き労働市場の減速が警戒されてはいるものの、1月の雇用統計からは、依然として大幅な悪化を回避できていると判断できる。

(万人、前月差)

図表3 雇用統計

(%)



(資料)米労働省統計局、LSEG

12月の求人労働異動調査によると、求人数は前月から38.6万人減の654.2万人となり、求人率(=求人数÷(求人数+雇員数))は同0.3ポイント低下の3.9%、自発的な離職率は変わらずの2.0%となった。12月は求人数の低下幅が大きかった。

1月のニューヨーク連銀の調査をみると、今後12か月間の失業確率の平均認識値は同0.4ポイント低下の14.8%となり、過去12か月平均の14.6%をわずかに上回る水準を維持した。しかし、現在の職を失った場合、今後3か月以内に新たな職を見つける可能性の平均認識値は同2.5ポイント上昇し45.6%となり、依然として低い水準にとどまっている。同統計は、新規就業の困難さがうかがえる内容が続いており、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。

図表4 就職と失業に関するニューヨーク連銀調査



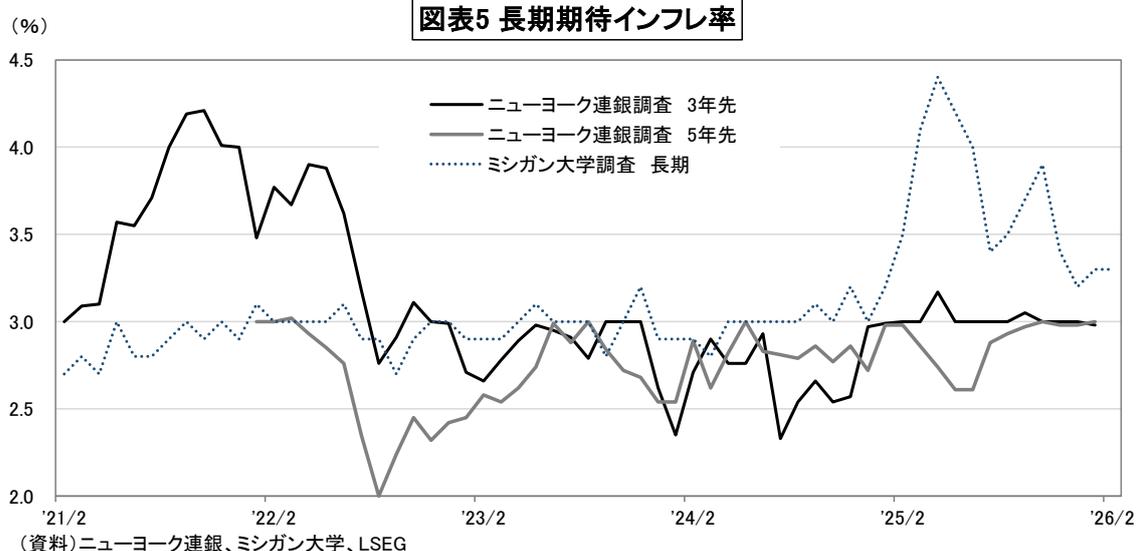
(資料)ニューヨーク連銀、LSEG

## 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、ミシガン大学調査(2月確報)の1年先インフレ期待は前月の4.0%から3.4%へ低下し、25年1月以来の低水準となった。もっとも、コロナ禍前の2年間に見られた2.3~3.0%の範囲を引き続き大きく上回っている。長期インフレ期待は3.3%となった。

ニューヨーク連銀調査(1月)を確認すると、1年先期待インフレ率は、先月から0.3ポイント低下の3.1%となった。3年先および5年先期待インフレ率は変わらずの3.0%となっている。期待インフレ率は落ち着いていると判断できる。

図表5 長期期待インフレ率



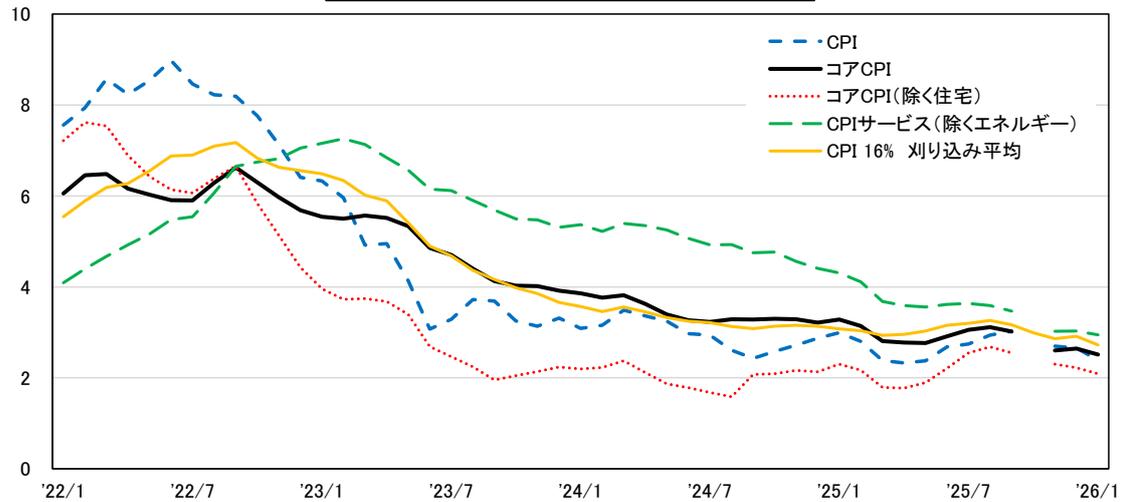
## インフレ率は下げ 渋りが続く

1月の消費者物価指数(CPI)は、総合が前年比2.4%(前月比0.2%)、食料とエネルギーを除くコアは同2.5%(同0.3%)となった。エネルギー(前月比▲1.5%)と中古車・トラック(同▲1.8%)がインフレ率の鈍化に寄与した。欠損値処理の関係で前年比での正確性に疑問が残るものの、コア区分で見ればインフレ率は下げ渋りといえるだろう。

また、12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%(同0.5%)、食料・エネルギー・輸送を除くコアは同3.5%(同0.4%)となり、前月比で見れば加速した。

(前年比%)

図表6 消費者物価指数の推移(前年比)



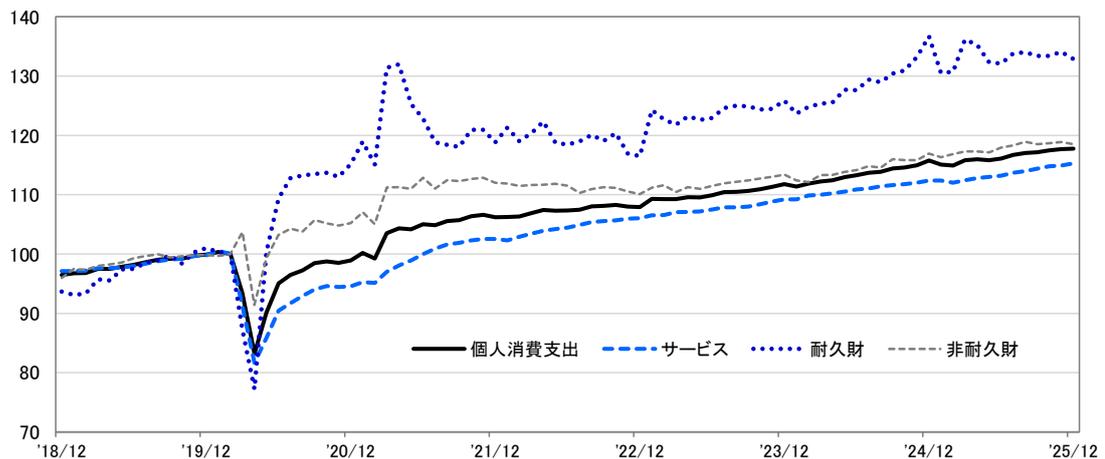
(資料)米労働省統計局、LSEG

### 12月の個人消費は頭打ち

12月の個人消費支出を確認すると、財消費は前月比▲0.5%（前年比▲0.1%）、サービス消費は同0.3%（同2.6%）、全体としては同0.3%となった（同0.9%）。また、12月の小売売上は前月から変わらずとなった。12月の個人消費支出は頭打ち感が見られたが、10～12月期としては、前期比年率2.4%、前年比2.2%と、政府機関閉鎖がありながらも、底堅さが維持された。

図表7 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

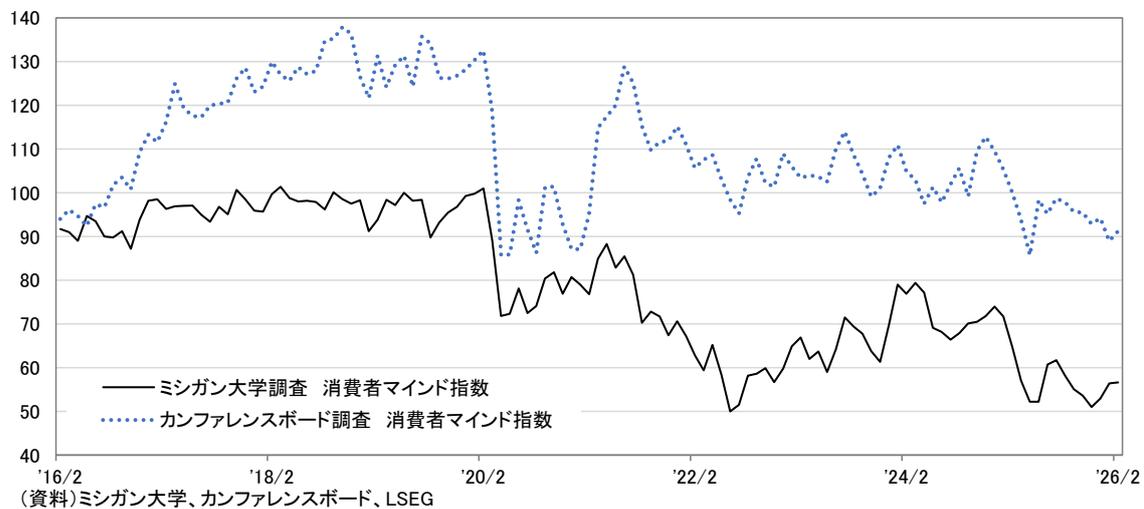
2月のミシガン大学消費者マインド調査（速報）を確認すると、消費者マインドは先月からほぼ変わらずの57.3%となった。25年年初と比べると約20%低い水準にある。

ミシガン大学からは、①株式ポートフォリオが最も大きい消

消費者層ではマインドが急上昇した一方で、株式を保有しない消費者層では依然として低水準に留まったこと、②歴史的な観点から見ても景況感の全体水準は依然として極めて低いこと、③物価高による家計の悪化や失業リスクの高まりへの懸念が広く続いていること、などが報告された。労働市場の減速から生じる富裕層以外の景況感の悪化がうかがえる。

2月のカンファレンスボード調査では、将来に対する消費者の悲観的な見通しがやや緩和されたことから、消費者マインドは小幅に上昇した。

**図表8 消費者マインドの推移**



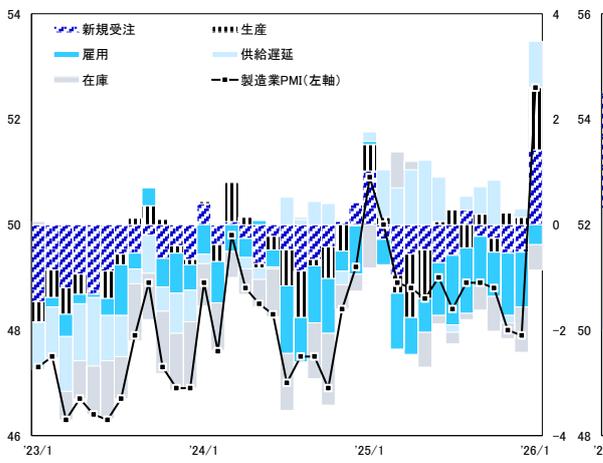
### 企業部門の拡大がうかがえる1月のISM指数

1月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から+4.7ポイントの52.6%と、判断基準となる50%を11か月ぶりに上回り、製造業の拡大局面を示した。3年5か月ぶりの高水準となった。特に、新規受注が同+9.7ポイントと高い伸びを示した。また、サービス業指数は前月から変わらずの54.4%と19か月連続で拡大局面を示した。

価格指数については、製造業が59.0%、サービス業は66.6%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48.1%と28か月連続で縮小傾向を示唆した。一方で、サービス業は50.3%と2か月連続で拡大傾向を示した。

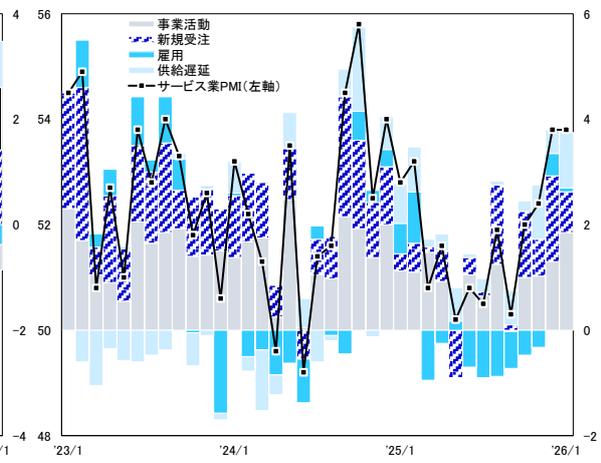
1月のISM指数全体をみると、企業部門の拡大がうかがえる内容となった。しかし、雇用については、サービス業がかろうじて拡大傾向を維持しているものの、弱含みといえるだろう。

図表9 ISM 製造業PMIの推移



(資料)ISM、LSEG (注)各指数の寄与度は、50%からの乖離分とウェイトの積。

図表10 ISM サービス業PMIの推移



(資料)ISM、LSEG (注)各指数の寄与度は、50%からの乖離分とウェイトの積。

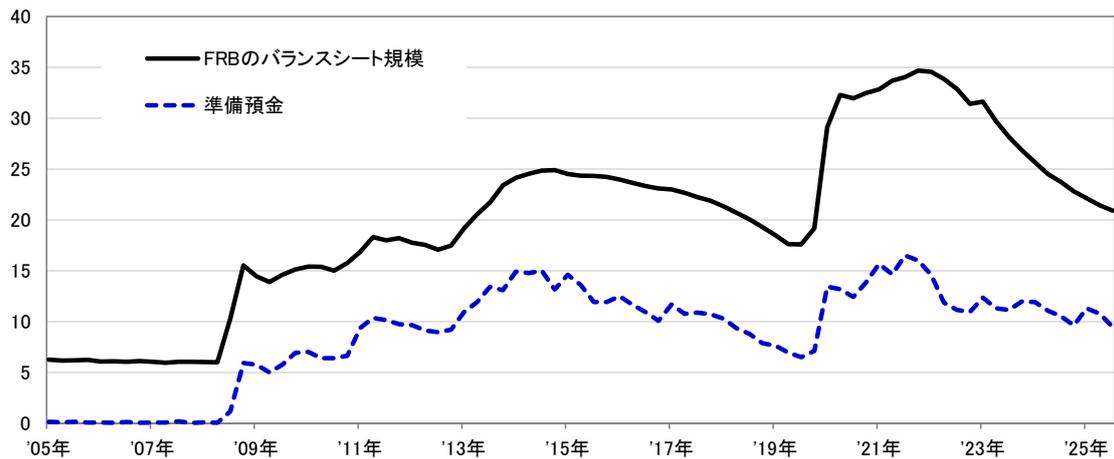
**トランプ大統領は  
ウォーシュ元 FRB  
理事を次期 FRB 議  
長に指名**

トランプ大統領は 1 月 30 日、5 月に任期を迎えるパウエル FRB 議長の後任として、元 FRB 理事のウォーシュ氏を正式に指名したと発表した。

ウォーシュ氏は FRB のバランスシート (BS) 縮小や準備預金を削減したいとの報道が多いが、FRB に対してどのような利点があるのか不透明なこともあり、要注目といえそうだ。とはいえ、BS を過度に縮小すると FF 金利の制御が困難になるため、BS 縮小は難しいとの予想が大半だと現時点では思われる。

(名目 GDP 比)

図表11 FRBのバランスシートと準備預金の推移



(資料)FRB、BEA、LSEG

**景気の先行き：財  
政・金融政策と AI  
ブームによる経済  
成長**

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違憲判決が出た後も、代替措置を用いることで、20%程度の平均関税率の継続を予想する。また、関税による景気の下押し効果は徐々に弱くなっていくだろう。

## 長期金利：下がり にくい展開を予想

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

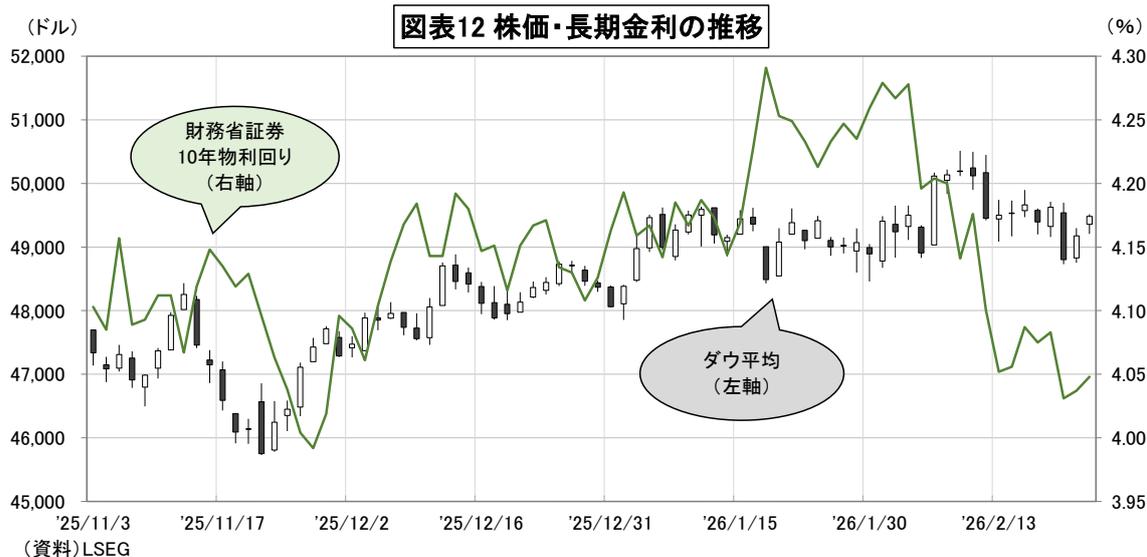
AI 関連企業の業績予測からは、半導体やデータセンターへの旺盛な需要が見込まれることから AI ブームが続くと想定される。このため、マクロ経済見通しとしては、設備投資や株高、富裕層による個人消費に支えられることで、26 年も米国景気の堅調な成長を見込む。

なお、米議会予算局は 6 週間の連邦政府機関閉鎖が 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、26 年入り後の債券市場は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る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（10 年債利回り）は 4.3% 目前まで上昇した。

2 月 2 日はウォーシュ氏の手腕を見極める動きから、長期金利は 4.2% 台後半へと再上昇した。一方で、求人労働異動調査の悪化（5 日）、小売売上高の悪化（10 日）、好調な 30 年債入札（12 日）、市場予想を下回った消費者物価指数（13 日）などを背景に、長期金利は 4.0% 目前まで低下した。

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、足元の合計 50bp 程度の利下げ織り込みが拡大することはないと見込まれる。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を予想する。



**株式市場：緩やかな上昇継続を予想**

26年1月入り後の株式市場（ダウ平均）は、テクノロジー企業にけん引され、12日は終値で最高値を更新した。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。

2月入り後は1月末から反発基調で推移し、6～10日にかけて3営業日連続で最高値を更新、10日は50,188.14ドルで取引終了となった。一方で、2月半ばにかけてAI関連リスクの認識が強まり、不安定な相場が続いた。23日はイランを巡る地政学的リスクの高まりや、AIの懸念と混乱を指摘したシトリニ・リサーチのレポートなどを受け下落した。

先行きについては、バリュエーションの高さやAIがもたらす破壊的イノベーションへの警戒感は根強いものの、好決算や堅調な経済、26年内50bp程度の利下げ予想などを背景に、株価は緩やかな上昇が続くと想定する。

(26.2.26 現在)

## 春節消費動向と地方版全人代で示された成長目標

～当面は3月5日開催予定の全人代に注目～

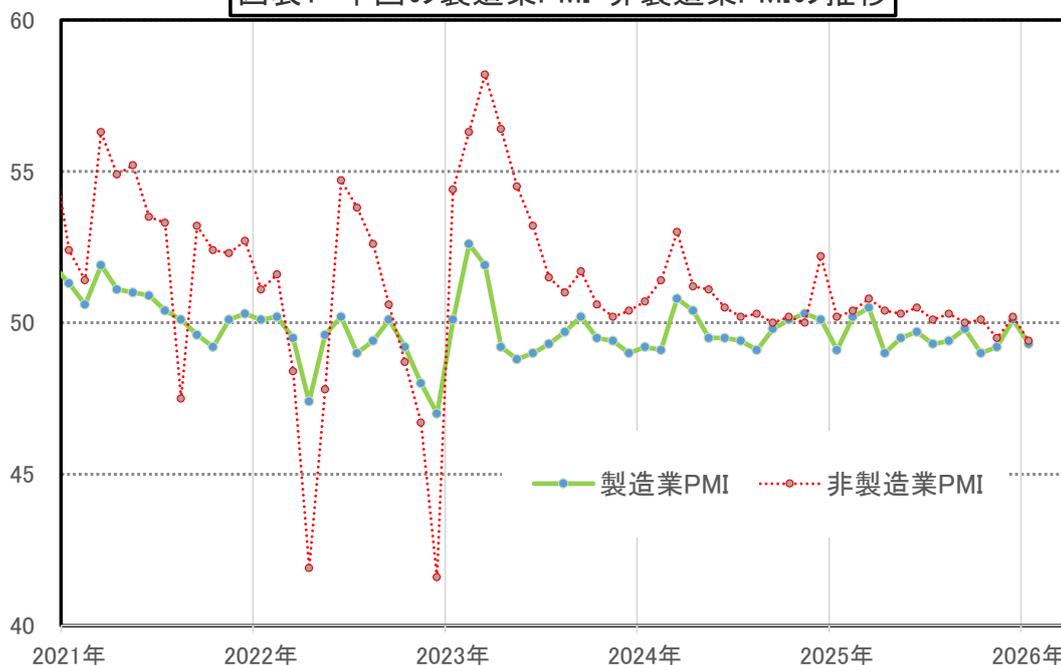
王 雷軒

### 要旨

足元の経済指標をみると、前倒しで消費促進策が実施されているものの、不動産市場の停滞が続き、1月の製造業・非製造業PMIはいずれも50を下回った。企業の景況感は弱く、景気は減速基調にあると判断される。一方で、春節連休中の消費は比較的好調であり、米国の対中関税が引き下げられる見通しとなったことで、先行きの景気減速懸念は幾分和らいだ。

また、3月5日に開催予定の全人代に先たち、各地で地方版全人代が開催され、多くの省・市・自治区が2026年の経済成長目標を5%前後に設定した。これらの動きを踏まえると、全人代で示される全国の成長目標も同様に5%前後となる可能性が高い。

図表1 中国の製造業PMI・非製造業PMIの推移



(資料)中国国家统计局、windより作成、直近は26年1月。

### 1月の製造業・非製造業PMIはいずれも50割れ

国家统计局が発表した1月の製造業PMI（購買担当者景気指数）は49.3となった（図表1）。25年12月から0.8ポイント低下し、再び景況感の分岐点である50を下回った。50割れと

なった背景としては、①春節連休（2月15～23日）を控えて従業員の帰省が進み、企業の生産活動が鈍化したこと、②新規受注指数と新規輸出受注指数が大幅に低下するなど、需要回復の勢いが弱く、生産拡大に慎重な姿勢が続いていること、などが挙げられる。

また、非製造業PMIも49.4となり、再び50を下回った。業種別に見ると、サービス業は49.5と3か月連続で50を下回り、建設業は48.8と前月から4.0ポイント低下した。前述の春節連休の影響に加え、寒波による作業環境の悪化で工事が一時停止したことも要因とみられる。

このように、足元の企業の景況感が悪化している。中国人民銀行（中央銀行）は1月19日に金融緩和措置を実施し、財政部（日本の財務省に相当）も1月20日に6つの財政措置を発表するなど、一連の景気刺激策を講じているが、今後はこうした政策の更なる強化が見込まれる。

**図表2 中国消費者物価指数(CPI)のウエイト**

分類	2025年のウエイト (%)
食品・酒・タバコ・外食	29.5
うち食品	17.2
糧食（コメや麦等）	1.2
生鮮野菜	1.7
豚肉	1.9
くだもの	1.9
住居	22.1
交通・通信	14.3
教育・文化・娯楽	11.4
医療保健	8.9
生活用品・サービス	5.5
衣類	5.4
その他	2.9

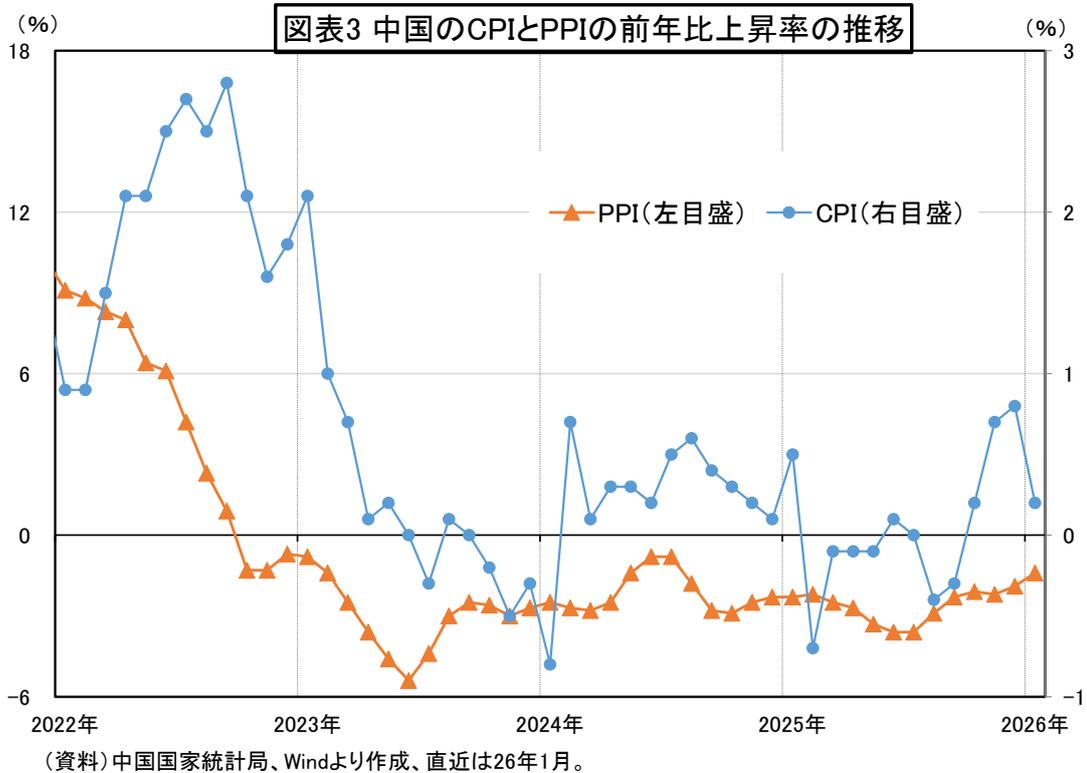
（資料）中国国家统计局をもとに作成

（注）糧食は主食となるコメや麦などの穀物類を意味する。

**物価基準の改定と  
CPI ウエイトの公表**

国家统计局は1月の消費者物価指数（CPI）と生産者物価指数（PPI）を発表するとともに、5年に一度の物価統計の基準改定を実施した。今回の基準改定の主な内容は、①指数の基準時の変更、②ウエイトの更新、③品目の改定の3点である。

まず、指数の基準時は2020年から2025年に変更された。また、ウエイトの更新とあわせて品目の入れ替えも行われた。25年基準のCPIのウエイトでは、「食品・酒・タバコ・外食」が29.5%、「住居」が22.1%、「交通・通信」が14.3%を占めている（図表2）。さらに、「食品・酒・タバコ」は「食品・酒・タバコ・外食」に、「旅行」は「旅行及びその他の旅行サービス」に、それぞれ分類名称が変更された。加えて、住宅用防犯設備、高齢者用品、食器洗い機、オンライン医療サービス、美容医療サービス等、新しい消費形態を反映する品目も追加された。



### 1月のCPIは春節時期ずれ要因で低下

今回の改定を踏まえて発表された1月のCPIは前年比0.2%と、12月(同0.8%)から0.6ポイント低下した(図表3)。これは前述した春節(旧正月)の時期ずれが主因である。25年の春節は1月29日であり、春節前の値上がりは1月の物価を押し上げた。一方、26年の春節は2月17日のため、値上がりは2月前半に集中する見通しである。このため、1月のCPIは一時的に低下し、2月には再び上昇する見通しであり、1月と2月を合わせて分析する方が実態を把握しやすい。

内訳をみると、食品価格は前年比0.7%下落し、特に豚肉と鶏卵の下落が大きかった。サービスでは航空券、旅行社サービ

## 春節連休中の消費 は比較的好調

## トランプ関税の違 憲判決と訪中予定

ス、家政サービスが大幅に下落し、CPI を押し下げた。国際原油価格の低迷を背景に、エネルギー関連価格も大幅に下落した。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 0.8%となっている。

PPI は前年比▲1.4%で、12月から0.5ポイント改善した。AI（人工知能）分野を中心とした新興産業への投資拡大により、有色金属関連産業の価格が大幅に上昇した。また、「反内巻（過度競争の抑制）」の政策効果が表れ、非金属鉱物製品、鉄鋼圧延、電子設備製造などでは供給過剰が緩和し、下落幅が縮小した。

足元の物価には改善の兆しが見られるものの、「供給が強く需要が弱い」という構造的課題は依然残っている。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だろう。

1月以降の個人消費の状況を占ううえで春節連休中の動きを確認したい。2026年の春節（旧正月、2月17日）連休は2月15日～23日となり、25年の春節連休（1月28日～2月4日）より1日多かった。

文化・観光省（文化和旅游部）によると、国内旅行者数は全国で延べ5億9,600万人と25年から大幅増加した。また、連休が1日長かったこともあり、国内観光収入は8,035億元（約18兆円）と25年（8日で6,770億元）から増加した。1日当たりの観光収入は893億元となり、昨年（846億元）より多かった。

交通輸送省（運輸部）によれば、地域をまたぐ移動人数は28億人、1日平均3.11億人で前年比8.2%となった。こうした統計や旅行会社の報告では、国内旅行、ホテル、個人消費、小売、海外渡航まで、幅広い分野で前年を上回る伸びが確認されている。

例年より長い連休に加え、購入補助金や現金給付など、前倒しで実施された消費促進策が寄与したとみられる。今後、この勢いが持続するか注目される。

2月20日、米連邦最高裁はトランプ政権が国際緊急経済権限法（IEEPA）を根拠に課した関税について違法判決を下し、相互

**地方版全人代で示された26年成長目標と26～30年の年平均目標**

関税やフェンタニル関税は無効となった。しかし、トランプ大統領は1974年通商法122条に基づき、全ての国・地域からの輸入品に一律15%の追加関税を課す方針を示した。

これにより、中国からの輸入品に対する追加関税は、25年11月に30%から20%へ低下したことに続き、さらに20%から15%へ引き下げられる見通しである。商務省（商務部）は内容を精査中で、フェンタニル関税への報復関税措置の見直しは今後の情勢次第としている。第6回米中通商交渉については、中国側は参加意向を示した。

また、トランプ大統領は3月31日から4月2日にかけて訪中し、米中首脳会談を開催する予定と報道されている。通商合意履行状況の確認、対米投資、輸入拡大、レアアース輸出などが主要焦点となり、今後の関税政策に影響するとみられる。

2月9日、安徽省第14期人民代表大会第4回会議が閉幕し、26年の地方版「两会」はすべて開催を終えた。各地の人民代表大会では「第15次5カ年計画」（新5カ年計画）綱要が審議・可決され、26年の成長目標と今後5年間の成長目標も確定した。現在、17省が新5カ年計画期間の年平均成長目標を公表しており、多くの省が年平均5%前後を掲げている（図表4）。一部の省は5%超の目標を設定しており、海南省は年平均6%以上、新疆は5.5～6%、安徽省は5～5.5%としている。

また、主要省である広東省は新5カ年計画期間の年平均5%前後を掲げ、2035年までの経済倍増と一人当たりGDPの中等先進国水準への引き上げを目指すとしている。ただし広東省の25年の成長は前年比3.9%で23年の4.8%、24年の3.5%に続き伸び悩んでおり、今後5年で目標を達成するには相応の取組みが必要となる。

当面は、景気刺激策の効果や、3月5日に開催予定の全人代で示される第15次5カ年計画（2026～2030年）の綱要、26年の成長目標や積極財政の規模などに注目が集まっている。

（26.2.25 現在）

図表4 省・市・自治区別の2026年および新5カ年計画期間の成長目標

	省・市・自治区	25年の実質GDP成長目標（参考）	26年の実質GDP成長目標	新5カ年計画期間（26～30年）の年平均成長目標
1	広東省	5%前後	4.5-5.0%	5%前後
2	江蘇省	5%以上	5%以上	5%前後
3	山東省	5%以上	5%以上	—
4	浙江省	5.5%前後	5.0～5.5%	—
5	四川省	5.5%以上	5.5%前後	全国平均を上回る
6	河南省	5.5%前後	5%前後	5%前後
7	湖北省	6%前後	5.5%前後	—
8	福建省	5.0～5.5%	5%前後	5%前後
9	上海市	5%前後	5%前後	5%前後を目指す
10	湖南省	5.5%前後	5%前後	5～5.5%
11	安徽省	5.5%以上	5～5.5%	5～5.5%
12	北京市	5%前後	5%前後	4.5～5%
13	河北省	5%以上	5%以上	—
14	陝西省	5%前後	5%前後	5%前後
15	江西省	5%前後	5～5.5%	5%前後
16	重慶市	6%前後	5%以上	—
17	遼寧省	5%以上	4.5%前後	5%前後
18	雲南省	5%前後	4.5%前後	4.5～5%
19	広西自治区	5%前後	5%前後	5%前後
20	内モンゴル自治区	6%前後	5%前後	5%前後
21	山西省	5%前後	4.5～5%	適切な成長率を維持
22	貴州省	5.5%前後	5%前後	5%前後
23	新疆自治区	6%前後	5.5～6%	5.5～6%
24	天津市	5%前後	4.5%	—
25	黒竜江省	5%前後	4.5～5%	—
26	吉林省	5.5%前後	5%前後	5%以上
27	甘肅省	5.5%前後	5%前後	5%以上
28	海南省	6%以上	6%前後	6%以上
29	寧夏回族自治区	5.5%前後	5%前後	—
30	青海省	4.5%前後	5.5%前後	適切な成長率を維持
31	チベット自治区	7～8%	7%以上	—

(資料) 各省・市・自治区のウェブサイトより作成、「—」は不明。