

経済金融 ウォッチ

2026年4月号

国内	1
米国	12
中国	21



イラン情勢悪化で原油高騰・供給懸念広がる

～政府は原油備蓄放出やガソリン補助を開始～

南 武志

要旨

イラン情勢の悪化を受けて原油価格が急騰したほか、イランがホルムズ海峡を事実上封鎖したことを受けて原油の供給懸念が広がっている。こうした混乱が長期化すれば、内外経済はスタグフレーションのリスクが強まりかねない。政府はガソリン補助金を復活したほか、原油備蓄の放出を決定した。一方、収束に向かえば、26年春闘も堅調な賃上げの流れが確認されたこともあり、消費など内需が牽引役となって景気回復は継続すると思われるが、先行き不確実性が極めて高い状況である。

マーケットではイラン情勢によって株安・債券安(金利上昇)・円安といったトリプル安の様相を強めた。日銀は3月会合では政策金利を据え置いたものの、利上げ継続の姿勢を維持している。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目		2026年				27年
		3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		0.727	0.70~0.80	0.70~1.05	0.70~1.05	0.70~1.05
国債利回り	20年債 (%)	3.105	2.90~3.40	2.95~3.45	3.00~3.50	3.05~3.55
	10年債 (%)	2.250	2.00~2.50	2.05~2.55	2.10~2.60	2.15~2.65
	5年債 (%)	1.705	1.40~1.90	1.45~1.95	1.45~1.95	1.50~2.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	159.1	142~162	140~160	137~157	135~155
	対ユーロ (円/ユーロ)	184.6	165~185	165~185	165~185	165~185
日経平均株価 (円)		53,749	53,000±5,000	55,000±5,000	57,000±5,000	60,000±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)

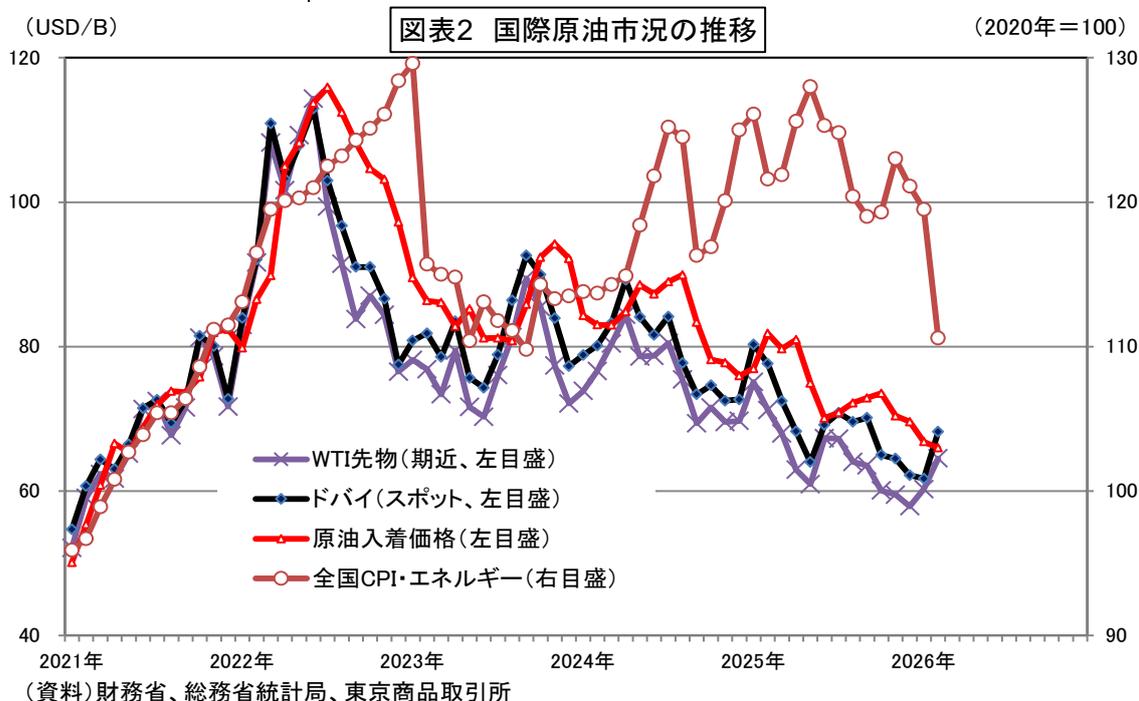
(注)実績は2026年3月25日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

米国・イスラエルとイランが戦争状態、ホルムズ海峡が事実上封鎖

1979年のイラン革命で親米政権が崩壊して以降、イランは反米・反イスラエルの立場を鮮明にし、両者は長らく敵対してきた。また、米国はイランの核開発に対して核兵器製造に向けた動きと疑い、経済制裁を行ってきた。2015年にはP5(国連安全保障理事会の5常任理事国)+1(独)・EUとイランとの間でウラン濃縮率を3.67%以下に制限する等のイラン核合意が成立したが、米トランプ政権第1期下である18年に米国が離脱、イランも核開発を続ける方針を示したことから、対立状態が続いてきた。

さらに、イランはイスラエルと交戦状態にあるイスラム組織ハマスやレバノン国内のイスラム教シーア派組織ヒズボラを支援、イスラエルとの代理戦争を繰り返した。そして、イラン

とイスラエルは24年4月、同年9～10月、25年6月と直接的な軍事衝突に至ったが、米軍もイランの核開発施設を空爆するなど、中東地域の緊張は高い状態が続いた。26年2月には米・イランは核協議に臨み、米国はイランにウラン濃縮の完全放棄を求めたが、最終合意には至らなかった。そして、2月末にイランの核開発計画の完全放棄や体制転換を求めて、米・イスラエルはイランに対する軍事作戦を実施、最高指導者ハメネイ氏らを殺害した。イランもまたイスラエルに加え、ペルシャ湾岸諸国にある米軍基地などを攻撃したほか、ホルムズ海峡を事実上封鎖したことで地政学的リスクが一気に高まった。



日本経済に対してはインフレ・円安圧力に加え、景気抑制効果も懸念される

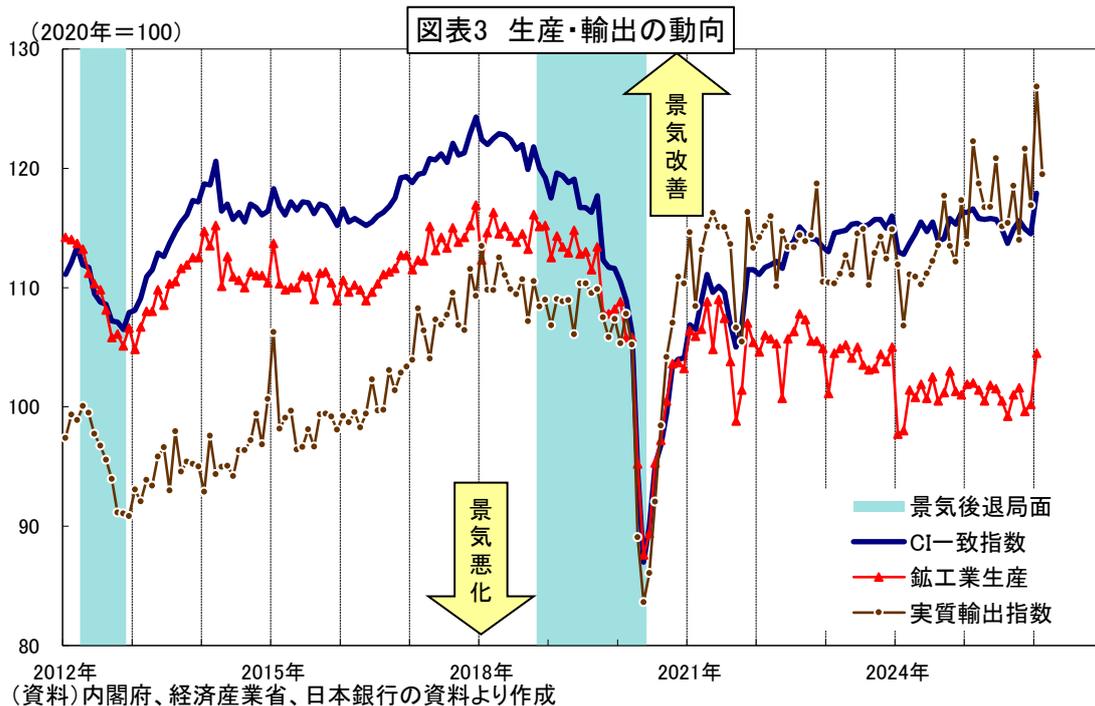
低成長状態が続く世界経済、OPECプラスなどによる原油増産などの影響から、25年後半にかけて原油価格は1バレル=50ドル台後半で推移していたが、26年入り後からはじり高状態となっていた。2月末の軍事衝突を受けて原油価格は急騰、一時120ドル近くまで上昇した。日本は原油輸入の9割超を中東地域に依存しているが、ホルムズ海峡の事実上の封鎖を受けて、3月下旬以降はしばらく原油輸入が途絶える状況となる。

その影響はまずはガソリン価格の大幅上昇という形で表れた。ガソリン税の暫定税率廃止によって1月中は155円/ℓ程度だったレギュラーガソリン小売価格は、3月中旬に過去最高値となる190円台まで一気に上昇した。政府は170円前後に抑制

するような新たな補助金制度を導入したほか、原油備蓄（25年末時点で254日分）の放出（民間・国家合わせて約45日分）も決定した。

原油高はエネルギー価格の上昇を通じてインフレ圧力を高めるほか、原油の輸入依存が高い日本の通貨・円は減価しやすい。一方で、交易条件の悪化を通じて景気抑制効果も発生する。例えば、内閣府経済社会総合研究所が作成した短期日本経済マクロ計量経済モデルを用いた乗数分析によれば、原油価格が20%上昇した場合、実質GDPに対して1年目に▲0.08%、2年目に▲0.13%の押し下げとなる一方で、民間消費デフレーターに対して1年目に+0.22%、2年目に+0.19%の押し上げとなる。

政府は米アラスカ産などを視野に入れて原油調達先の多様化を進めようとしているが、即座に対応できるわけではない。イラン情勢、とりわけホルムズ海峡の封鎖がいつまで続くのかによって日本経済への影響も自ずと変わることになる。



年初の経済指標は景気改善を示唆

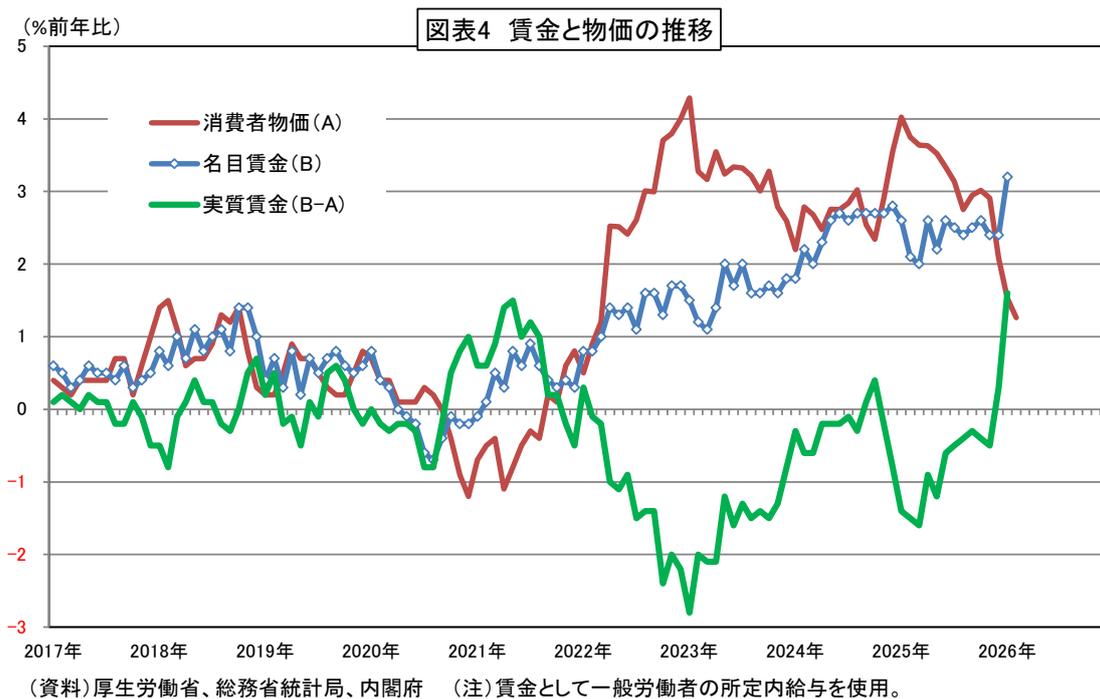
以下、足元の国内景気動向について確認したい。月次指標を確認すると、1月の景気動向指数・CI一致指数は前月から+3.4ポイントと3か月ぶりに上昇、19年5月以来の水準まで回復したが、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた(21か月連続)。また、内閣府が参考指標として公表する「景気を把握するための新しい指数」(1月)は前月から+2.0ポイント(2か月連続

の上昇)、過去最高値を3か月ぶりに更新した。

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4か月ぶりに上昇したものの、判断基準である50を23か月連続で下回った。一方の「先行き判断」DIは3か月ぶりに低下したが、50を維持、先行きへの期待は保たれた状態である。

輸出に関しては、1月の中国向けなどにみられた「旧正月要因」の剥落もあり、2月の実質輸出指数は前月比▲5.8%と2か月ぶりに低下したが、反動減は限定的であった。実際、1～2月平均は10～12月平均を4.8%上回っている。

1月の鉱工業生産は前月比4.3%と2か月連続で上昇したが、輸出に「旧正月要因」の剥落が見られたように、2月分の製造工業生産予測指数(予測誤差補正後)は前月比▲1.9%の低下が見込まれている。また、1月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比▲5.5%と2か月ぶりに減少したが、1月の大幅増(同16.1%)からの反動減は限定的で、底堅さがみてとれる。



物価鈍化で実質賃金は前年比プラス幅を拡大

1月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比3.0%、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3.2%と、いずれも12月から増加率が拡大した。後述の通り、物価上昇率の鈍化が明確になっていることもあり、12月に前年比プラスに転じた実質賃金ではプラス幅が拡大した。現金給与総額ベースで同1.6%となったほか、一般労働者の所定内給与ベース

経済見通し：賃上げの流れは継続するが、イラン情勢など先行き不確実性が極めて高い状態

物価動向：2月の全国コアCPIは前年比1.6%へ鈍化

でも同1.6%と、09年10月以来の高い伸びとなった。

こうしたなか、1月の消費関連指標には回復傾向が強まった。商業動態統計・小売業販売額指数は前月比3.0%、総消費動向指数（CTIマクロ、総務省統計局）も同0.1%、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）も同0.4%と、いずれも2か月ぶりに上昇した。実質消費活動指数のうち、食料が含まれる非耐久財も同2.0%と持ち直した。

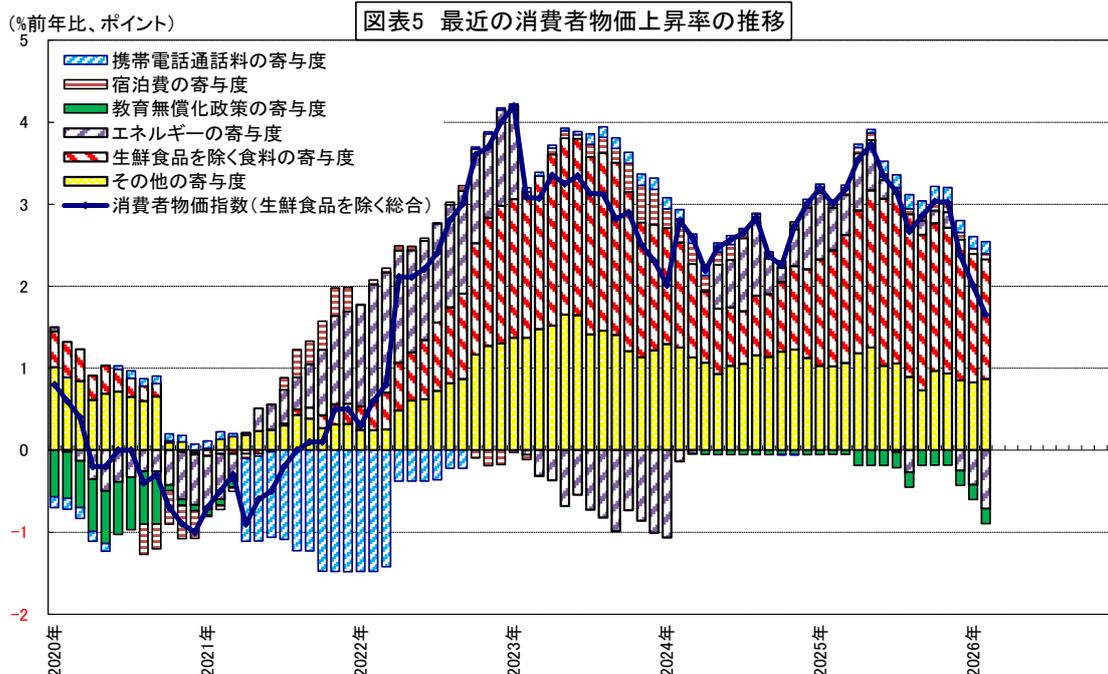
25年10～12月期のGDP第2次速報（2次QE）によれば、民間消費、民間企業設備投資が底堅い動きへ上方修正されたこともあり、実質成長率は前期比年率1.3%と、低調だった1次QE（同0.2%）から引き上げられた。

以下、国内景気の先行きを展望したい。注目の26年春闘について日本労働組合総連合会（連合）は「5%以上」の目標を掲げているが、3月18日の集中回答日には大手企業を中心に満額回答が相次いだ。連合による第1回集計では全体で5.26%（平均賃金方式、以下同じ）と、25年第1回（5.46%）を若干下回ったものの、堅調な内容であった。25年の最終集計が5.25%だったことから、最終的に5%前後に着地するとみられる。

後述の通り、足元では物価上昇率の鈍化が鮮明となったことで実質賃金の前年比プラス状態となっており、消費の持ち直しを下支えすることが期待されてきた。しかしながら、冒頭で触れた通り、イラン情勢の悪化状態が長引けば、エネルギー高騰や原油供給不安が消費者マインドや企業の設備投資マインドへの影響が懸念される。不確実性が極めて高く、先行きが見通しづらい状態となっている。

2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1.6%と3か月連続で鈍化、22年3月以来の2%割れとなった。補正予算に盛り込まれた電気・ガス料金負担軽減支援事業やガソリン税の暫定税率などによってエネルギー価格は前年比▲9.1%へ下落率が拡大、物価全体に対して▲0.71ポイントの押し下げ効果となった（総務省統計局はガソリンの暫定税率廃止及び政策による効果の寄与度はエネルギー全体で▲0.32ポイント（そのうち、当月分が▲0.94ポイント、前年剥落分が+0.61ポイント））。一方、コメは前年比17.1%と1月（28.0%）から鈍化傾向をたどっており、生鮮食品を除く食料も同5.7%と鈍化するなど、ベース効果が一巡しつつある。

一方、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコア CPI）」は同 2.5%と 4 か月連続で鈍化したが、コア CPI に比べて高止まり感がある。こうしたなか、一般サービスは同 2.0%と 4 か月ぶりに上昇率を高めたほか、宿泊費を除くベースでも同 1.8%と、人件費増がサービス価格を徐々に押し上げている姿が確認できる。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価見通し：イラン情勢を受けて4月以降は再び2%超へ

先行きは、イラン情勢の悪化という状況でなければ、食料のベース効果剥落に加え、エネルギー価格の下落などから、26年度上期にかけて物価上昇率は前年比 2%を下回った状態が続くと予想していた。しかし、すでに国際原油価格が高騰しており、そうした状況が長引けば、国内のエネルギー価格も上昇圧力が高まるほか、物流コストや原油を材料とする製品類など、広範囲にわたって影響が出ることになるだろう。4月以降はコア CPI の上昇率は再び2%台に戻るものと予想する。

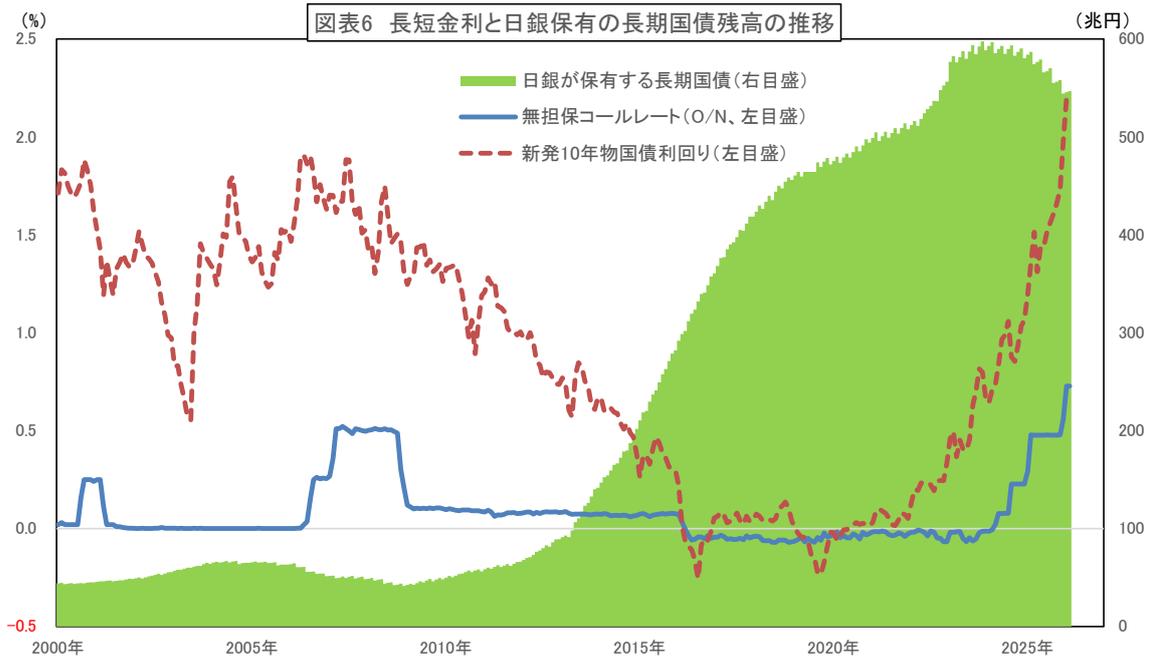
金融政策：3月会合では政策金利の据え置きを決定

3月18～19日に開催した日本銀行の金融政策決定会合では、大方の予想通り、政策据え置きが賛成多数で決定された。1月会合と同様、高田審議委員は物価安定の目標は概ね達成されており、海外発の物価上昇の二次的波及から国内物価の上振れリスクが高いとして、25bpの利上げを提案したが、否決された。

会合後に公表された声明文によれば、経済の先行きについては、「中東情勢の緊迫化を受けて、国際金融資本市場では不安

定な動きがみられるほか、原油価格も大幅に上昇しており、今後の動向には注意が必要」としつつも、「各国の通商政策等の影響を受けつつも、海外経済が成長経路に復していくもとで、政府の経済対策や緩和的な金融環境などにも支えられて、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることから、緩やかな成長を続ける」とした。また、物価の先行きについても、「政府による物価高対策の効果もあり、いったん2%を下回る水準までプラス幅を縮小したあと、足もとの原油価格上昇の影響がプラス幅を拡大する方向に作用する」とした。

そのうえで、「金融政策運営については、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、「展望レポート」で示している経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになる」とこれまでの利上げ継続姿勢を改めて示す格好となった。



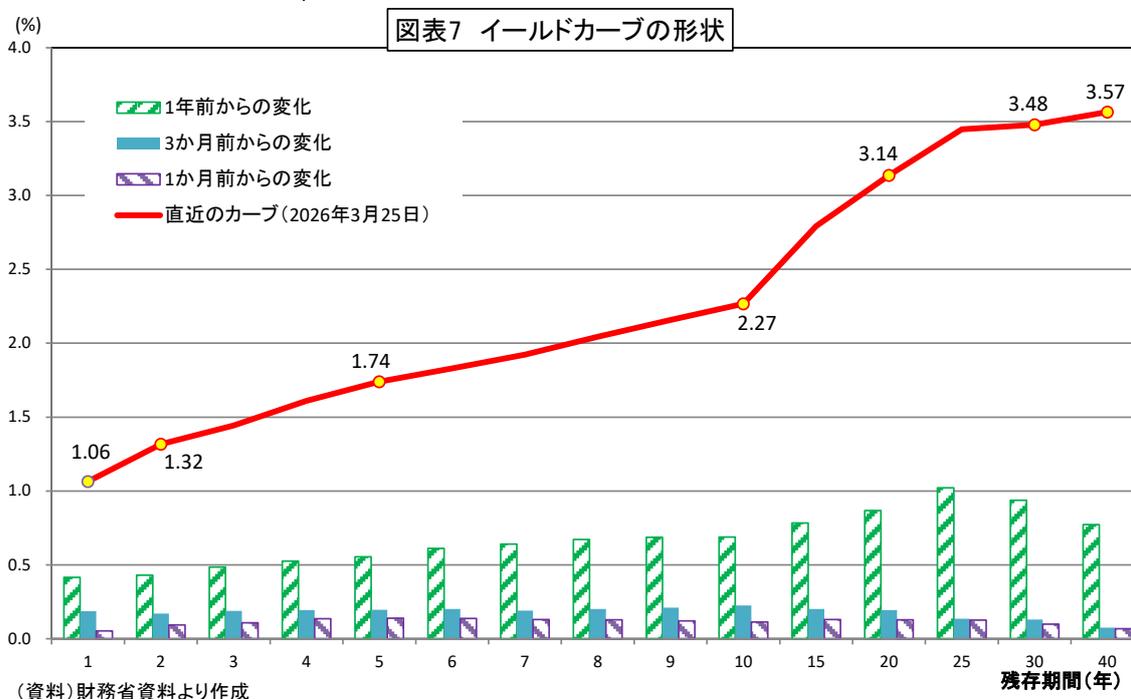
(注)日本銀行、日経FinancialQuest

金融政策：イラン情勢の見極めもあり、日銀はしばらく様子見と予想

リスク要因としては、今後の中東情勢の展開や原油価格の動向などが指摘された。会合後の記者会見で植田総裁は、物価への上振れリスク、下振れリスクについて政策委員の意見が分かれたとしたが、上振れリスクを重視する意見が微妙に多かったとしている。一方、世界経済に対しては、原油価格の上昇が各国でインフレ圧力になる一方、原燃料輸入国中心に交易条件の

悪化を通じて経済活動の下押し圧力になるほか、物流停滞が様々な財のサプライチェーン上の制約の問題になりうると述べた。

次回4月会合では展望レポートの公表が予定されるが、イラン情勢を受けた経済・物価への影響やリスク評価に注目が集まるとみられる。マーケットではインフレ再燃や円安進行への警戒もあり、早期利上げを意識した相場展開となっている。しかし、欧米主要国・地域と異なり、予想物価上昇率を2%前後にペッグできていない日本では、原油価格上昇によるインフレ圧力に対して単純には動きづらいことも考慮すべきであろう。日銀はしばらく様子見姿勢を続けるものと予想する。



金融市場：現状・見通し・注目点

2月末のイラン情勢の急変を受けて、マーケットはリスクオフの流れが一気に高まった。株式市場では年初からの上昇分がほぼ剥落したほか、円安圧力が高まった。一方、早期利上げ観測が浮上したことで金利上昇圧力が高まった。以下、長期金利、株価、為替レートの見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

早期利上げ観測が浮上し、長期金利は緩やかに上昇

高市内閣の掲げる「責任ある積極財政」路線による財政悪化懸念に加え、日銀が12月に追加利上げを決定した後も早期利上げ観測が燻っていたことから、長期金利には上昇圧力がかかり続けた。高市首相が衆院を解散したことに伴う総選挙では主

要政党が消費税減税を掲げたことで、マーケットでは拡張的な財政運営が一段と強まるとの思惑が広がった。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した。一方、イラン情勢が緊迫化したことで一旦リスクオフが強まり、長期金利は3月初めには2.06%まで低下した。しかし、インフレ・円安圧力に対して日銀は早期利上げに踏み切るとの見方が強まったほか、追加経済対策に伴う国債増発が意識され、長期金利は上昇傾向をたどった。

長期金利の上昇圧力は煽り続ける

高市内閣はガソリン高騰に対して補助金支給を再開したが、イラン情勢の悪化が長期化すれば財政悪化につながりかねない。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。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

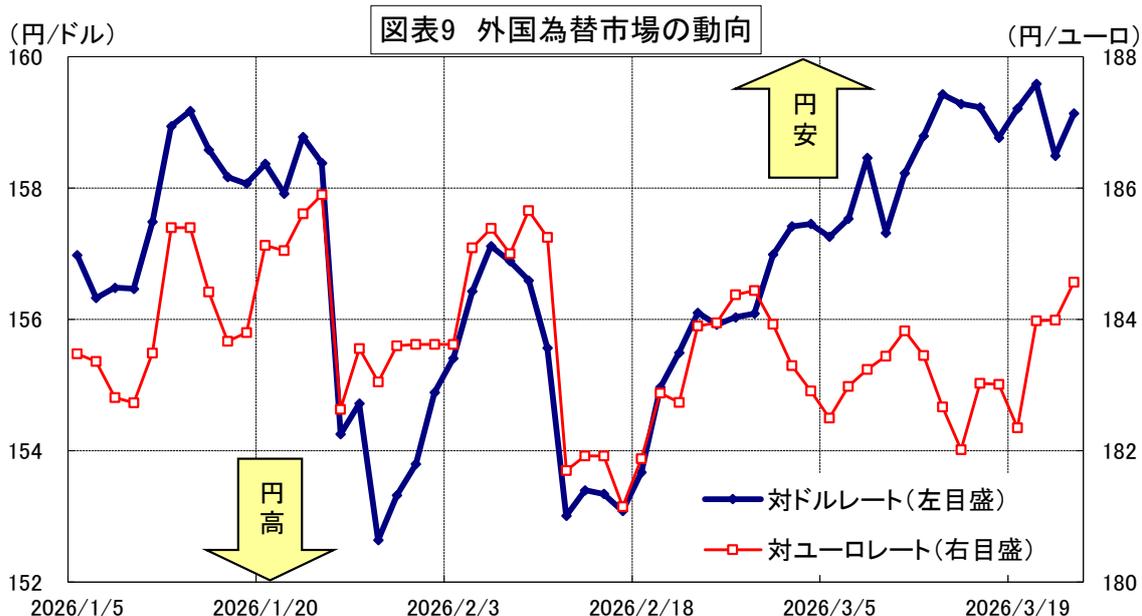
日経平均株価は史上最高値を更新したが、イラン情勢で急落

② 株式市場

26年入り後の日経平均株価は、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、史上最高値を連日更新するなど、堅調に推移した。2月8日の総選挙は自民党が圧勝、「強い経済」に向けた官民一体となった成長促進投資の加速などへの期待が高まり、株価は急騰、2月26日には一時59,332円まで上昇した。しかし、イラン情勢の緊迫化によって3月に入ると株価は大幅に下落するなど、調整色が強まっ

た。23日には一時50,688円まで下落、年初来の上昇分が剥落している。

イラン情勢を巡っては、米・イスラエル、イランの双方ともに強硬姿勢を続けており、長期化する様相となっている。ホルムズ海峡の事実上の封鎖が長引けば、原油の更なる高騰を招き、経済活動への深刻な影響も懸念される。情勢を見極めつつ、値動きが荒い展開が続くだろう。



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

イラン情勢の悪化を受けて1ドル＝160円に向けて円安進行

③ 外国為替市場

25年秋に「責任ある積極財政」を掲げる高市内閣が発足して以降、ドル円レートは円安傾向をたどってきた。26年1月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、円安が一段と強まった。1月会合で日銀が政策金利の据え置きを決定した後、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。2月を通じては150円台半ばを中心に値動きの荒い展開が続いたが、イラン情勢が悪化した3月は緩やかながらも円安が進行した。

先行きについては、イラン情勢の悪化状態が続けば、ほぼすべての原油を中東からの輸入に依存する日本にとって厳しい状況となることから、円安圧力は強いままと思われる。ただし、これ以上円安が進めば、政府の為替介入も意識されるだろう。

**1ユーロ=180円台
前半でもみ合う展
開**

ユーロの対円レートは昨秋以来、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。2月以降は180円台半ばでもみ合う展開が続いている。イラン情勢の悪化によって、欧州経済はエネルギー高による打撃を受けるとの見方もあり、ドルとは異なる動きとなっている。

(26. 3. 25 現在)

イラン戦争勃発

～3月FOMCは、中東情勢の影響評価は時期尚早と判断～

佐古佳史

要旨

イラン戦争が勃発したことから原油価格が急騰した。中東情勢が流動的なこともあり、現時点で景気への影響を織り込むことは困難ではあるものの、エネルギー自給ができる米国経済が原油高によって大幅に減速する可能性は低いと思われる。

一方で、イラン戦争が長期化すれば、世界経済に深刻な影響を及ぼす可能性があることから、米国経済への二次的な景気下押し効果は見込まれる。

こうしたなか開かれた3月FOMCでは、政策金利を据え置いた。FOMC後の資料では、中東情勢の景気への評価は時期尚早との見解の下、インフレ率見通しを上方修正、景気見通しを小幅に上方修正、年来25bp利下げ見通しを維持した。

イラン戦争勃発

米国とイスラエルは2月28日、イランへの攻撃を開始した。イランも湾岸諸国の米軍基地やエネルギー施設へ反撃し、ホルムズ海峡の封鎖、射程距離四千km級ミサイルの発射など、戦火が拡大した。こうした事態を受けて、原油価格は急騰している。足元では、米・イラン間の停戦交渉が進んでいるとの報道がある一方で、米・イスラエル間では意見の相違がみられ、米軍精鋭部隊の上陸作戦も進展するなど、戦況は流動的といえる。なお、各種報道によるとイラン戦争に対する米国民の評価は、ほとんど全ての観点において芳しくないようだ。

(ドル/バレル)

図表1 原油WTIスポット価格の推移



(資料)LSEG

70年代の石油危機 より深刻なエネルギー危機

米国経済がエネルギーを自給できることから、現時点では原油価格の急騰による景気下押し効果は限定的と思われる。

一方で、ホルムズ海峡封鎖が長期化すれば、資金・食料不足から湾岸諸国と、エネルギー・石油化学製品不足からアジア各国が被害を受けやすい。実際に、日本がガソリンに補助金を出しているのとは対照的に、アジア各国ではエネルギーの節約が奨励されつつあり、現状が長期化すれば厳しい景気後退が見込まれる。また、欧州も4月にはエネルギー不足に陥る可能性が警戒されつつある。

結果的に、世界経済の悪化により、米国経済に対する二次的な景気下押し効果が生じるだろう。また、米国のインフレ率が再加速する可能性も高い。このような影響を考えつつ、トランプ大統領がいつ融和姿勢を示すか（いわゆる TACO）が争点と思われる。

国際エネルギー機関（IEA）事務局長は23日、今回のエネルギー危機は70年代の石油危機より深刻との見方を示し、エネルギー消費の節約を呼びかけた。最新の見通しと現状評価については、4月のIMF世界経済見通しやIEA石油市場レポートなども要注目である。

楽観的な見通しを示した3月FOMC

こうしたなか、3月17、18日にかけて開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利の誘導目標を3.5～3.75%で据え置くことが決定された。

FOMC後に公表された資料から大勢見通しを確認すると、経済成長率の見通しは小幅に上方修正され、原油価格の上昇からインフレ率の見通しは上方修正された。足元の原油価格の上昇を尻目に、米国経済についての楽観的な見方がうかがえる内容となった。また、あわせて公表されたドットプロットをみると、26年内の利下げ回数見通しは中央値で1回（25bp）と、前回見通し（12月時点）から変化がなかった。

FOMC後の記者会見にてパウエルFRB議長は、中東情勢の米国経済への影響を判断するのは時期尚早との見解を示した。

図表1 FRB大勢見通し(3月時点)

		2026年	2027年	2028年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	2.2-2.5	2.0-2.4	2.0-2.3	1.8-2.0
	12月時点	(%前年比)	2.1-2.5	1.9-2.3	1.8-2.1
失業率	(%)	4.3-4.5	4.2-4.4	4.0-4.4	4.0-4.3
	12月時点	(%)	4.3-4.4	4.2-4.3	4.0-4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	2.6-3.1	2.0-2.3	2.0	2.0
	12月時点	(%前年比)	2.3-2.5	2.0-2.2	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0	
	12月時点	(%前年比)	2.4-2.6	2.0-2.2	2.0

(資料)FRB

(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

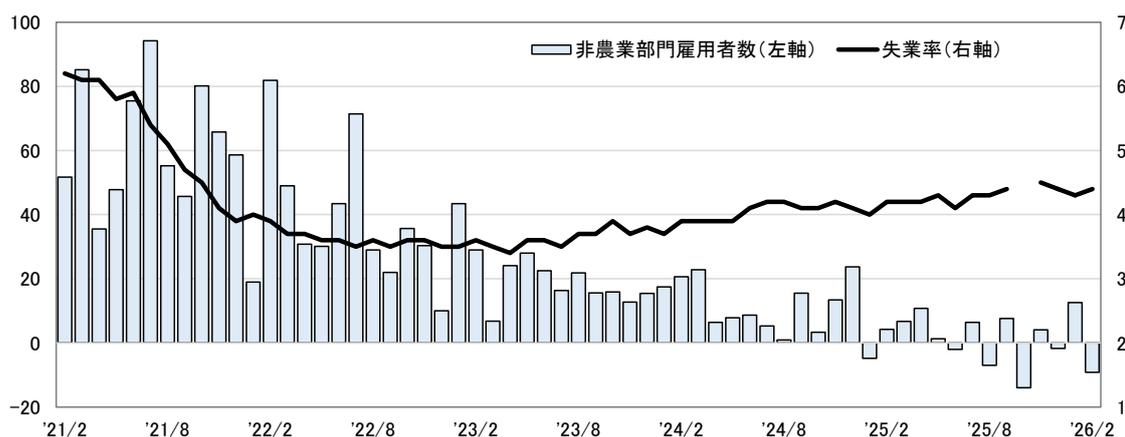
減速が警戒される労働市場

2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9.2万人(事業所調査)の減少となり、3か月平均では同0.6万人と小幅な増加にとどまった。また、失業率は同0.1ポイント上昇の4.4%、労働参加率は同0.1ポイント低下の62.0%となった。雇用減と失業率の上昇、労働参加率の低下が同時に発表されたことから、2月の雇用統計は、労働市場の減速が警戒される内容となったといえる。

(万人、前月差)

図表3 雇用統計

(%)



(資料)米労働省統計局、LSEG

1月の求人労働異動調査(JOLTS)を確認すると、求人数は前月から39.6万人増加の694.6万人となった。この結果、1月は失業者1人に対して、0.94人の求人となり、前月の0.87倍から改善した。

2月のニューヨーク連銀調査における、「仮に今失業した場合、3か月以内に就職できる確率」は同1.6ポイント低下の44.0%となった。一方で、「1年以内に失業する確率」は同1ポイント低下の13.8%、「1年後の失業率が今より高くなる確率」は同2.0ポイント低下の39.9%となった。2月のニューヨーク連銀調査からは、労働市場の見通しについてまちまちな見解がうかがえる。

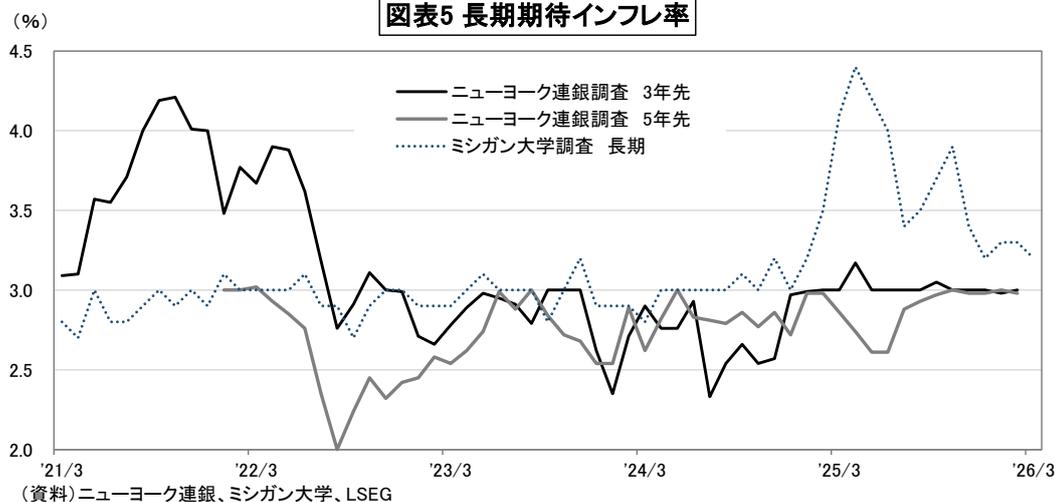
図表4 就職と失業に関するニューヨーク連銀調査



**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、2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比0.1ポイント低下の3.0%、3、5年先は変わらずの3.0%であった。また、3月のミシガン大学調査（速報値）では、1年先は変わらずの3.4%、長期は同0.1ポイント低下の3.2%となった。全体としては、期待インフレ率は安定している。ただし、先行きについては、原油価格上昇の影響から多少は上昇するだろう。

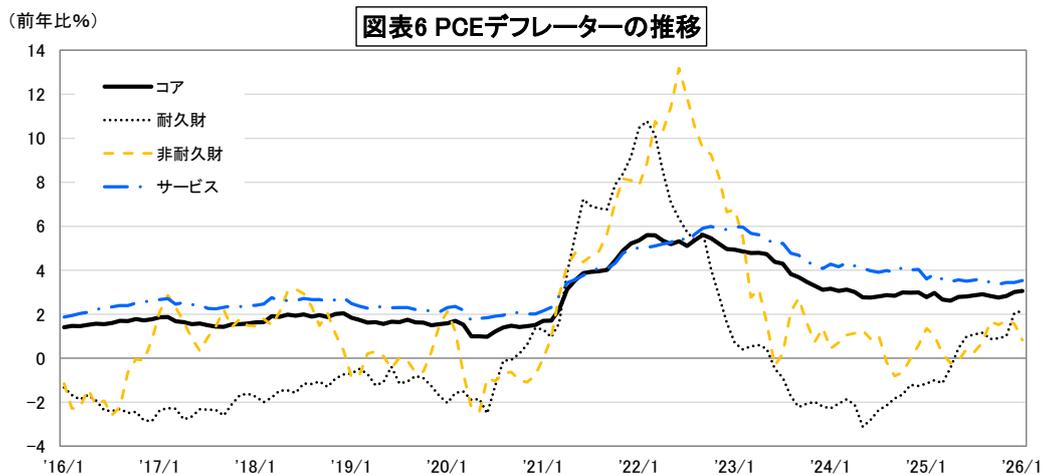
図表5 長期期待インフレ率



インフレ率は下げ 渋りが続く

2月の消費者物価指数（CPI）をみると、総合は前年比2.4%（前月比0.3%）、食料、エネルギーを除いたコア区分は同2.5%（同0.2%）となった。また、1月のPCEデフレーターをみると、総合は前年比2.8%（同0.3%）、コア区分は同3.1%（同0.4%）となった。FRBが目標とする2%からは依然として上振れている。

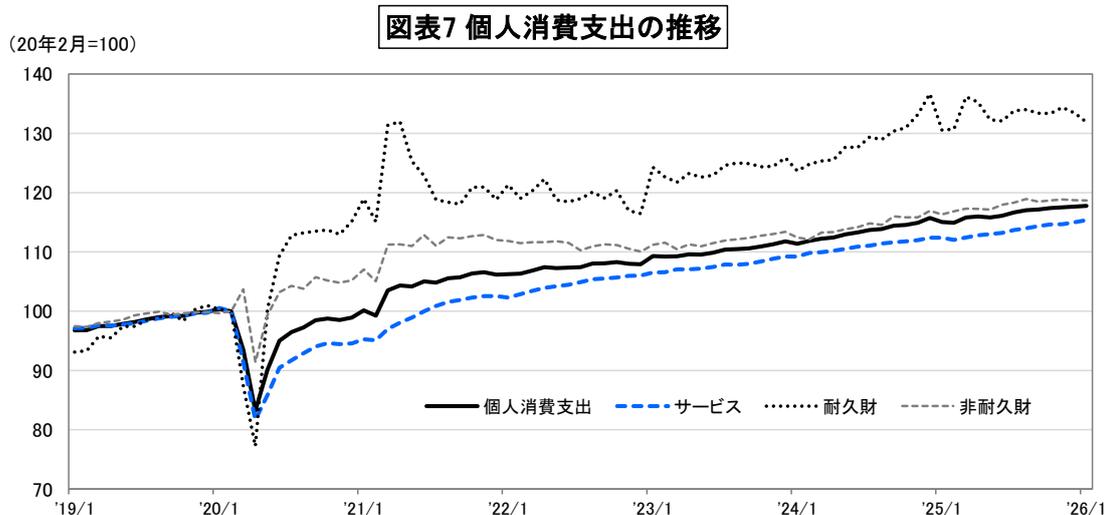
パウエルFRB議長が述べた通り、次の利下げは、関税の価格転嫁が一巡し、財インフレ率の減速を確認してからということになるだろう。



（資料）米経済分析局、LSEG

1月の個人消費は 小幅な伸びにとど まる

1月の個人消費をみると、財消費は前月比▲0.4%、サービス消費は同0.3%となり、全体としては同0.1%と小幅な伸びにとどまった。また、財消費が中心の1月の小売売上は同▲0.2%となった。



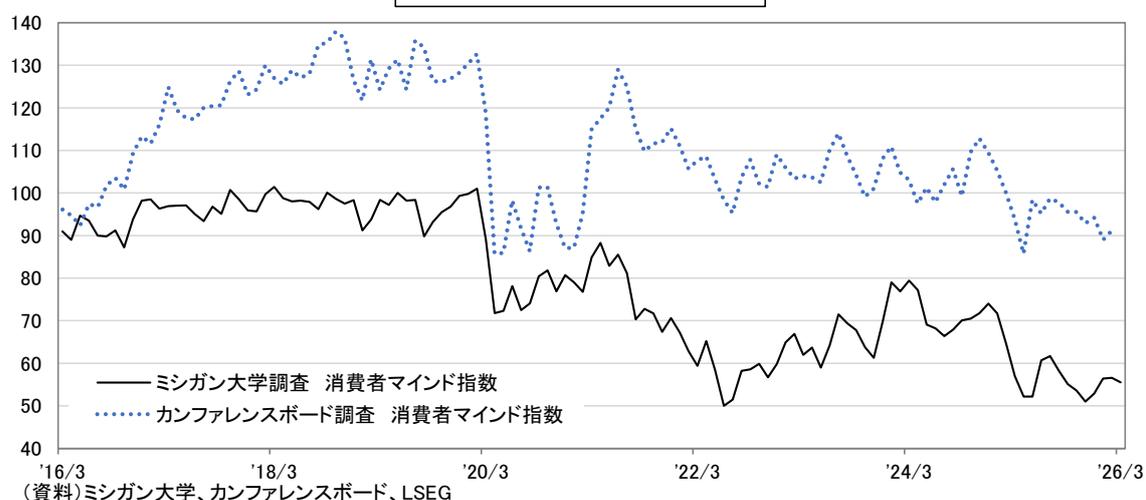
（資料）米経済分析局、LSEG

低調な消費者マインド

3月のミシガン大学調査（速報値）は、2月17日から3月9日にかけて実施され、約半数はイランへの攻撃後に完了したものとなった。攻撃前の調査では、2月からマインドの改善がみられた一方で、攻撃後の9日間でマインドが低下し、当初の回復分は帳消しとなった。全体としては、2月から約2%の低下となり、26年に入っての最低値となった。

なお、3月末に公表されるカンファレンスボード調査やミシガン大学調査の確報値では、中東情勢が反映されると思われる。

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2月のISM指数

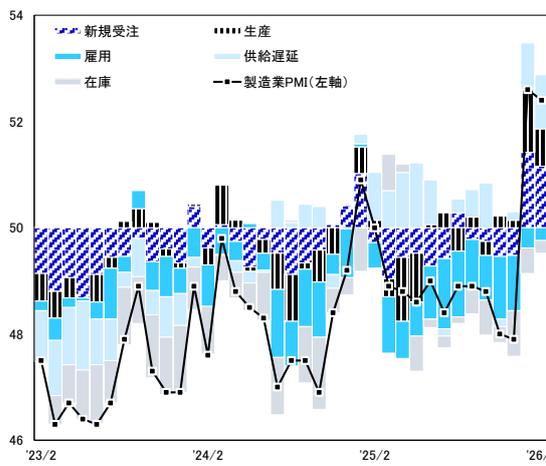
2月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から▲0.2ポイントの52.4%と、判断基準となる50%を2か月連続で上回り、製造業の拡大局面を示した。1月に続き、新規受注が55.8%と高い水準となった。また、サービス業指数は同+2.3ポイントの56.1%と20か月連続で拡大局面を示した。内訳では、事業活動と新規受注が高水準となっている。

価格指数については、製造業が同+11.5ポイントの70.5%、サービス業は同▲3.6ポイントの63.0%となり、いずれも上昇傾向が継続している。特に製造業で価格指数の上昇幅が大きく、1月の生産者物価指数（最終需要・財（除く食料・エネルギー）区分で前年比4.2%）の伸びを受けたものと考えられる。雇用指数については、製造業が同48.8%と29か月連続で縮小傾向となった。一方で、サービス業は51.8%と3か月連続で拡大傾向を示した。

2月のISM指数全体からは、企業部門の拡大がうかがえると同時に、関税の価格転嫁が継続していることが示唆された。

図表9 ISM 製造業PMIの推移

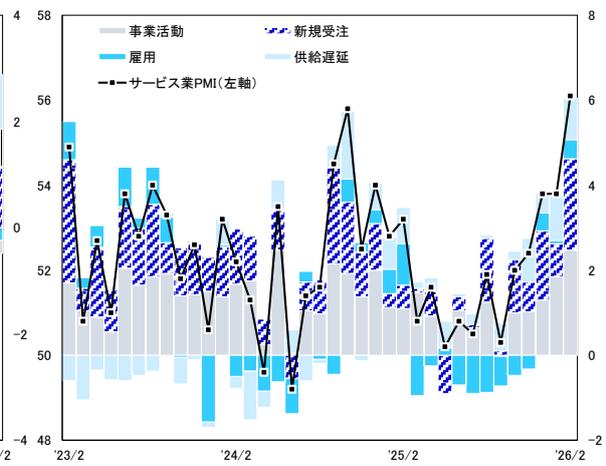
(ポイント、寄与度) (%)



(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

(ポイント、寄与度)



(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。

景気の先行き：拡張的な財政政策と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。まず関税による景気の下押し効果は徐々に弱くなっていく一方で、拡張的な財政主導での経済成長が考えられる。こうした見方は、TaxFoundation や 1 月の IMF 世界経済見通しでも確認される。

また、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。

中東情勢が早期に落ち着くと仮定の下で、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。実際に 3 月 FOMC 時点での大勢見通しにおいて経済成長率が小幅に上方修正されたことは、こうした見方と整合的であろう。

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。

長期金利：下がりにくい展開を予想

最後に市場の動きを確認すると、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（10 年債利回り）は 4.2% 台後半へと再上昇した。一方で、経済指標の悪化とインフレ率の低下を受け、長期金利は低下基調となった。また、中東情勢の緊迫化から安全資産需要が強まり 2 月末には 4.0% を下回った。

3 月入り後は、米国とイスラエルによるイランへの攻撃とホルムズ海峡封鎖、原油価格上昇などがテーマとなった。インフレ率の再加速が警戒されたことに加えて、FRB による 26 年内利

上げの可能性が多少織り込まれたことなどから、長期金利は上昇傾向で推移した。3月末は2月末から約40bpの上昇となる4.4%手前で推移している。

先行きについて考えてみると、現時点では中東情勢が最大の材料となっており不確実性が高い。とはいえ、湾岸諸国の破壊された原油設備が完全に復旧するには数年かかるとみられることから、エネルギー需給がタイト化し価格は高止まりすると見込まれる。インフレ率の高止まりも予想されることから、中東情勢が沈潜化しても、長期金利は下がりにくい展開を予想する。



株式市場：大幅な下落は回避できるのではないか

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。

3月入り後は、中東情勢が緊迫化したことからリスクオフが強まり下落基調となった。足元では、46,000ドルを挟んでの取引となっている。

先行きについてはやはり中東情勢次第ではあるものの、これまでの経験則からは、株が極端に下落する局面でトランプ大統領

領が停戦に向けて動くインセンティブが強まると考えられることから、株価の大幅な下落は回避できるのではないだろうか。

(26. 3. 26 現在)

輸出堅調と内需回復で中国経済の減速懸念が和らぐ

～ 今後は積極財政の実施効果と不動産市場の動向に注目～

王 雷軒

要旨

2026年3月5日から12日にかけて開催された第14期全国人民代表大会第4回会議(全人代、国会に相当)では、26年の成長率目標が「4.5～5%」と設定されるとともに、「中華人民共和国国民経済・社会発展第15次5カ年計画綱要」が正式に可決された。

足元の景気は、輸出が予想以上に堅調だったほか、内需にも持ち直しの動きがみられたことから、減速への警戒感はやや後退している。今後は、全人代で示された積極財政の効果と不動産市況の動向が注目される。

図表1 全人代で示された目標と過去実績

		2026年	2025年	2024年	2023年	2022年	2021年
実質GDP成長率(前年比)	目標	4.5～5.0%	5%前後	5%前後	5%前後	5.5%前後	6%以上
	実績		5.0%	5.0%	5.4%	3.1%	8.6%
都市部新規雇 用者数(万人)	目標	1,200以上	1,200以上	1,200以上	1,200前後	1,100以上	1,100以上
	実績		1,267	1,256	1,244	1,206	1,269
都市部調査失 業率	目標	5.5%前後	5.5%前後	5.5%前後	5.5%前後	5.5%以下	5.5%前後
	実績		5.2%	5.1%	5.1%	5.5%	5.1%
消費者物価上 昇率(前年比)	目標	2%前後	2%前後	3%前後	3%前後	3%前後	3%前後
	実績		0.0%	0.2%	0.2%	2.0%	0.9%

(資料)各年の「政府活動報告」と「国民経済・社会発展統計公報」をもとに作成

26年の成長率目標 は引下げに

2026年3月5日から12日にかけて第14期全国人民代表大会第4回会議(全人代、国会に相当)が北京で開催された。今回の全人代では、26年の成長率目標が「4.5～5%」と設定されるとともに、「中華人民共和国国民経済・社会発展第15次5カ年計画綱要」(以下、新綱要)が正式に可決された。

成長率目標は、過去3年間掲げてきた「5%前後」から「4.5～5.0%」へと引き下げられた(図表1)。これは、中国政府が一定程度の成長鈍化を容認しつつ、構造改革をさらに進めていく姿勢を示したものと考えられる。

図表2 26年の財政金融政策運営

	2026年	2025年
財政赤字対名目GDP比	4%	4%
財政赤字規模①	5.89兆円	5.66兆円
超長期特別国債発行②	1.3兆円【うち「両重」0.8兆円＋「両新」0.5兆円（設備更新0.25兆円＋消費財の買い替え促進0.25兆円）】	1.3兆円【うち「両重」0.8兆円＋「両新」0.5兆円（設備更新0.2兆円＋消費財の買い替え促進0.3兆円）】
特別国債の発行（利用）③	0.3兆円（国有大手商業銀行への資本増強）	0.5兆円（国有大手商業銀行への資本増強）
地方政府専項債新規発行④	4.4兆円	4.4兆円
政府新規債務規模（①＋②＋③＋④）と対名目GDP比	5.89＋1.3＋0.3＋4.4＝11.89兆円 8.1%	5.66＋1.3＋0.5＋4.4＝11.86兆円 8.4%
金融政策運営	経済の安定成長と物価の合理的な上昇の促進に向けた政策運営	経済成長と物価水準の目標達成に向けた政策運営
内需促進特別資金枠	0.1兆円（利子補給や融資担保などに充てられる）	—
政策融資枠	0.8兆円	0.5兆円

（資料）「政府活動報告」、「中央・地方予算執行状況と中央・地方予算草案に関する報告」をもとに計算・作成

（注）1）「両重」は、国家重要戦略の実施と重点分野の安全保障能力の向上、「両新」は、消費財の買い替え促進（以旧换新）と大規模な設備更新を意味する。2）26年の名目GDPは計算した数値を利用。

26年の「積極財政」規模は25年並み

26年の積極財政については、財政赤字の対名目GDP比、超長期特別国債および地方政府専項債の発行規模が前年並みであることが明らかになった（図表2）。また、金融政策については、経済の安定成長と物価の合理的な上昇を促進する方針が示され、金利政策や流動性供給は引き続き緩和的に運営される見通しである。

さらに、26年の政策運営は、内需拡大に重点が置かれている。このため、国家重要戦略の実施と重点分野の安全保障能力の向上を目的とした投資促進資金である「両重」や、消費財の買い替え促進（以旧换新）および大規模な設備更新を進める「両新」の取組みが継続されることとなった。

図表3 第15次5カ年計画綱要で示された主要指標の目標

指標分野	指標番号と内容	25年実績	指標の目標
経済発展	1 実質GDP成長率(%)	5	合理的成長率を維持し、実情に応じて各年に明示
	2 労働生産性前年比上昇率(%)	6.1	GDP成長率を上回る
	3 常駐人口ベースの都市化率(%)	67.9	30年までに71%
イノベーション	4 研究開発投資の前年比(%)	9.1	年平均7%以上
民生・福祉	7 都市部調査失業率(%)	5.2	5.5%以下
	8 可処分所得の前年比(%)	5	GDP成長率と同様
	9 労働年齢人口平均教育年数(年)	11.3	30年までに11.7年
	13 平均寿命(歳)	79.25	30年までに80歳へ
グリーン・低炭素	14 CO2排出量の削減率(%)	[17.7]	[17%]減少させる
	15 非化石エネルギー比率(%)	21.7	30年までに25%へ
安全保障	19 食糧総合生産能力(億トン)	6.95	30年までに7.25億トン前後
	20 エネルギー総合生産能力(億トン)	51.3	30年までに58億トンへ

(資料)「国民経済和社会発展統計公報」と「国民経済和社会発展第十五個五年规划綱要」をもとに作成
(注)[]は5年累計数、全ての指標については当社レポートを参照されたい。

**新 5 カ年計画綱要
は 中等先進国入りの
基盤づくりへ**

5カ年計画は、中国経済社会の中期的方向性を定める重要な政策枠組である。今回可決された新綱要では、経済発展、イノベーション、民生・福祉、グリーン・低炭素、安全保障の5分野にわたって20項目の主要指標が示された(図表3)。

前回の第14次5カ年計画綱要と同様、新綱要でも具体的な成長率の数値目標は示されていないものの、「合理的成長率を維持し、実情に応じて各年に明示」とされている。

また、2035年までに一人当たりGDPを2020年比で倍増させ、中等先進国の水準に到達するための基盤を築くとの目標が明記された。21年～25年の平均成長率が5.2%となったことから、この目標を達成するには、第15次5カ年計画(2026～2030年)と第16次5カ年計画(2031～2035年)の両5カ年計画期間を通じて、平均成長率4.17%が必要になると計算される。

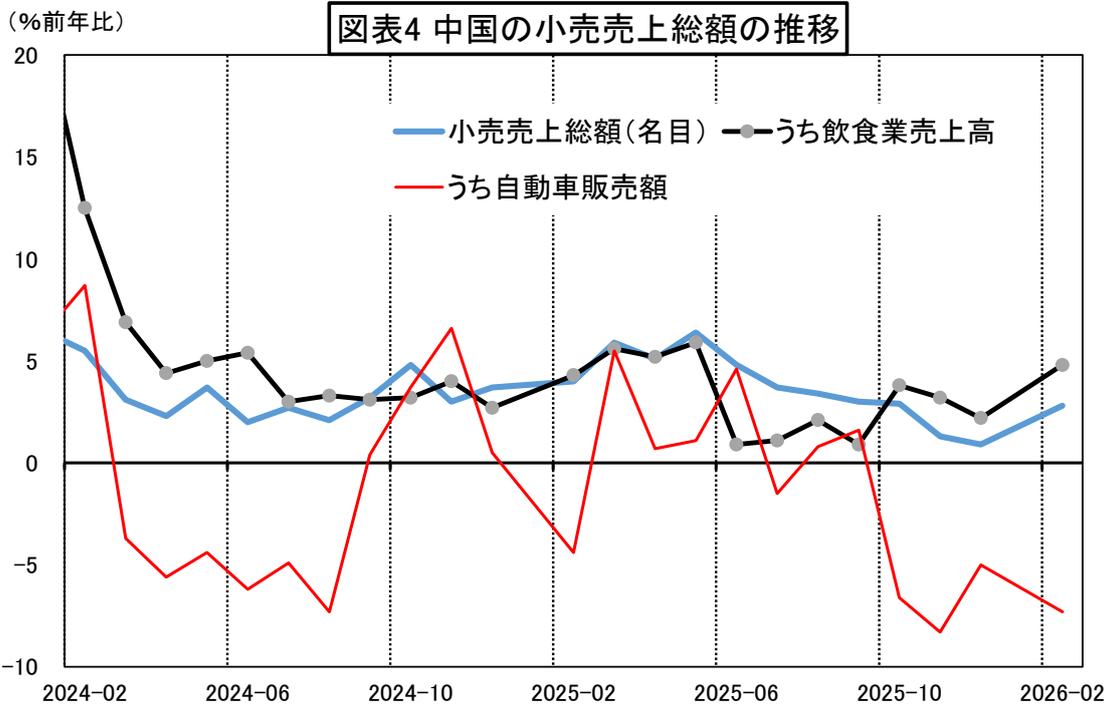
イノベーション分野では、前回の綱要と同じく、「研究開発投資の対GDP比率を年平均伸び率7.0%以上増加させる」と

いう目標が継続された。民生・福祉分野では、20項目のうち最多となる7つの指標が設定された。特に指標9は必ず達成しなければならない拘束性指標に指定されて、質の高い労働力確保のため教育を最重視する姿勢が明確に示された。

グリーン・低炭素分野では、26年から炭素排出の「総量」と「強度」に対する全国管理制度が全面導入され、評価枠組は従来のエネルギー消費管理（能耗双控）から炭素排出管理（碳排放双控）へと転換した。21～25年の累計削減率17.7%を踏まえると、新綱要の削減目標は累計17%、年平均3.7%と推計される。

安全保障分野では、前回同様に食糧生産とエネルギー供給能力の強化が示された。食糧総合生産能力は6.5億トン超から7.25億トンへ、エネルギー総合生産能力も46億トン超から58億トンへと、それぞれ引き上げられた。

以上のように、新綱要は所得倍増、イノベーション推進、低炭素社会の形成などを重点に据えており、これらの政策が今後の中国経済社会を新たな発展段階へと押し上げるか注目される。



1～2 月期の生産と消費は小幅回復

2025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（同4.8%）から0.3ポイント減速した。しか

しその後は、輸出が予想以上に堅調であったことや、内需に持ち直しの兆しがみられたことから、景気減速への懸念は和らいだ。

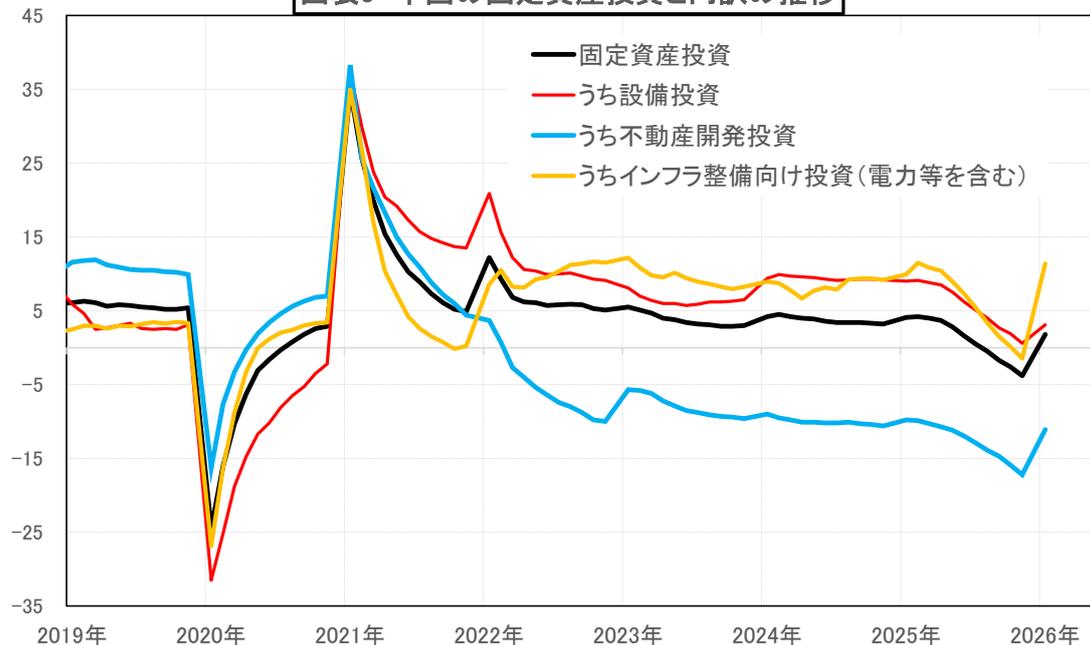
生産面では、輸出の堅調さを受けて、1~2月期の鉱工業生産は前年比6.3%と、25年12月（同5.2%）から加速した。また、消費促進策の効果もあり、サービス業生産も前年比5.2%と改善した。

春節（旧正月）連休が前年より長かったことに加え、政府による消費促進策の前倒し実施もあり、消費は持ち直した。名目小売上総額は前年比2.8%と、12月（同0.9%）から伸びが加速した（図表4）。

ただし、内訳を見ると、自動車販売額が前年比▲7.3%と前年割れが続き、小売上総額全体の下押し要因となっている。実際、自動車販売額を除いた小売上総額は同3.7%となる。一方、新エネルギー車の普及拡大により石油および関連製品類は同▲9.7%と減少が続いている。

(%前年比)

図表5 中国の固定資産投資と内訳の推移



(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は26年1~2月期。(注)年初来累積。

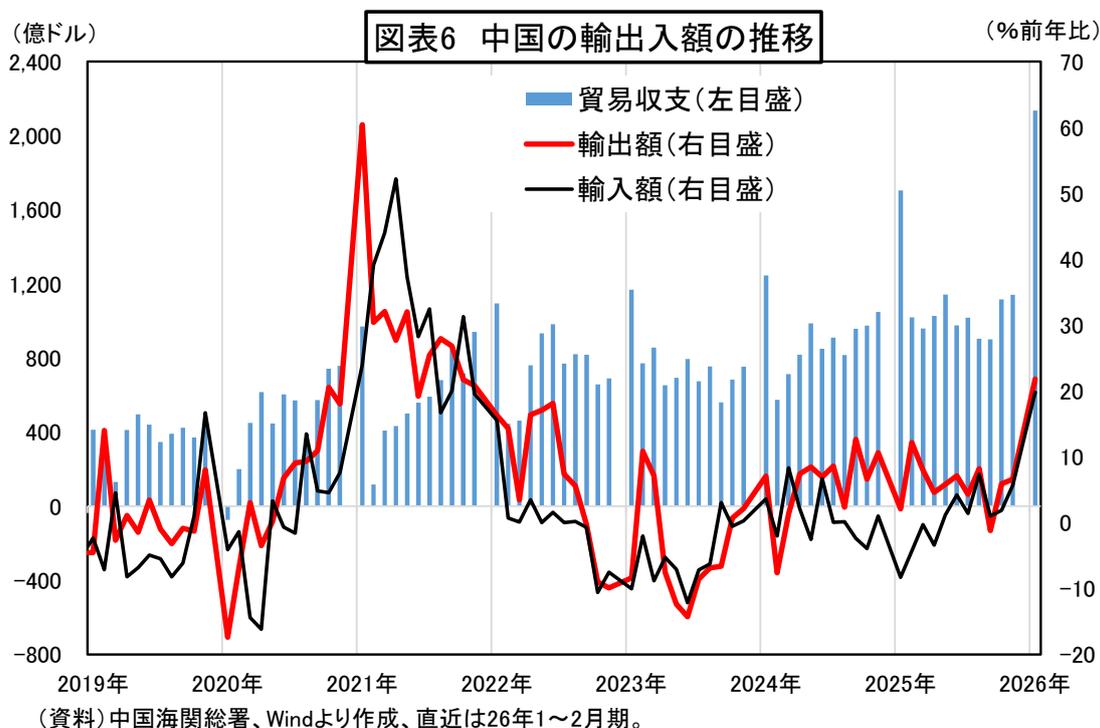
政策効果で固定資産投資はプラスに転じ

26年1~2月期の固定資産投資は前年比1.8%と、25年(同▲3.8%)からプラスに転じた(図表5)。これは、25年10月に追加された新型政策金融ツール(0.5兆元規模)や地方債の追加発行(0.5兆元規模)が、インフラ整備向け投資と製

造業における設備投資を押し上げたことが要因として挙げられる。

内訳を見ると、住宅販売の不振や不動産開発企業のバランスシート調整が続くなかで、不動産開発投資は前年比▲11.1%と25年（同▲17.2%）からマイナス幅が縮小したものの、依然として大幅に減少している。一方、インフラ整備向け投資（電力等を含む）は同9.8%と、25年（同▲1.5%）から大幅に改善した。製造業の設備投資も同3.1%と持ち直しが確認される。

もっとも、1～2月期の改善には春節要因など一時的な押し上げが含まれるため、景気基調を判断するには3月指標を踏まえた総合評価が必要である。



輸出は予想以上に堅調

中国税関総署が発表した貿易統計によると、1月と2月の輸出額（ドル建て）は前年比それぞれ10.0%、39.6%となり、春節時期のずれの影響もあって2月は大幅な伸びとなった。1～2月累計では前年比21.8%と、25年12月（同6.6%）から大幅に加速した（図表6）。

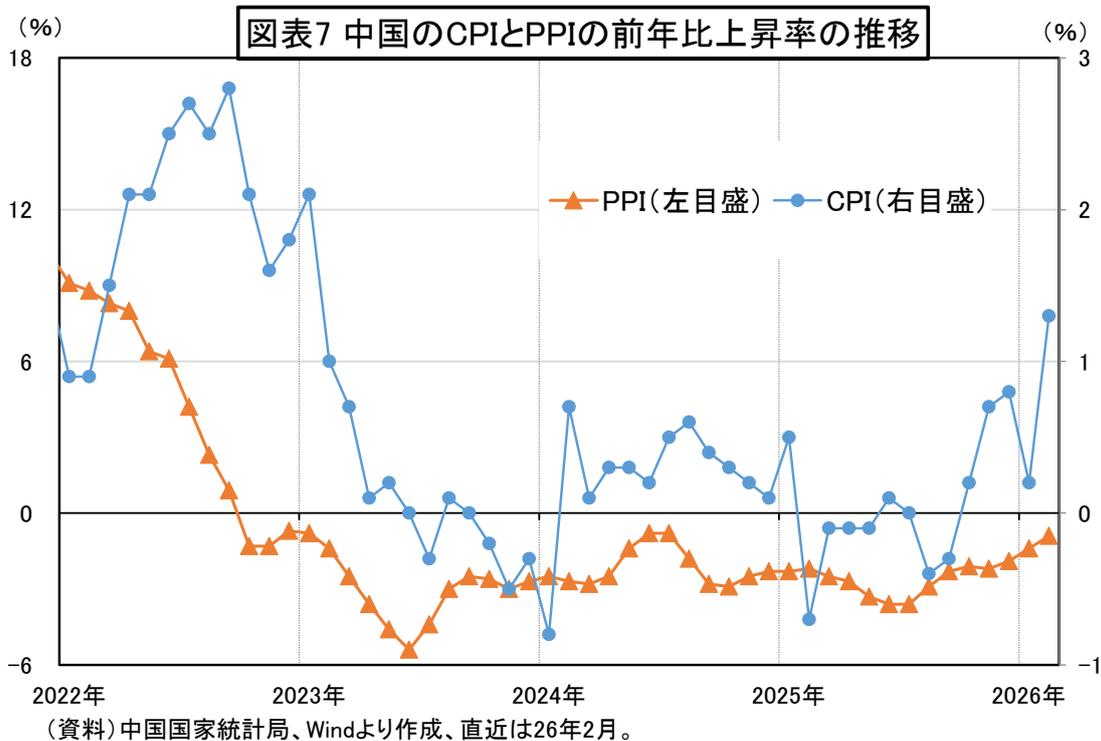
輸出堅調の背景には、春節連休前の駆け込み輸出があったことに加え、世界的なAI投資ブームや国内製造業の高度化が挙げられる。特に、集積回路（IC、同72.6%）、自動車（シ

ヤシーを含む、同 67.1%)、船舶 (同 52.8%) など高付加価値品目の輸出が輸出全体を押し上げた。

一方、対米輸出は高関税の影響などにより低迷が続き、1～2 月期は前年比▲11.0%となった。米国以外の輸出は底堅さを維持している。アフリカ、ASEAN 向けはそれぞれ同 49.9%、29.4%と大幅に伸びた。また、EU、ロシア、インド、ラテンアメリカ向けはそれぞれ同 27.8%、22.7%、22.0%、16.4%と、いずれも大きく増加した。日本向けも同 8.9%と 4 か月連続のプラスを維持した。

ただし、3 月には春節の反動減が見込まれるため、輸出の実勢判断には 1～3 月期全体を見る必要がある。2 月末以降、中東情勢の急激な悪化により、原油や鉱物価格の乱高下、物流コストの上昇が輸出の下押し要因となる。また、米中関税摩擦の再燃リスクもあり、3 月の輸出は再び鈍化すると予想される。

1～2 月期の輸入も需要の持ち直しを受けて前年比 19.8%と増加し 25 年 12 月から大幅に加速した。AI 関連投資の拡大を背景にデータ処理装置や集積回路の輸入が急増した。1～2 月期の輸出額 (6,566 億ドル) から 1～2 月期の輸入額 (4,430 億ドル) を差し引いた貿易黒字は 2,136 億ドルとなった。



物価は回復基調

春節要因、「反内巻（過度競争の抑制）」政策の推進、国際商品市況の上昇などを背景に、2月は消費者物価指数（CPI）と生産者物価指数（PPI）ともに改善した（図表7）。2月のCPIは前年比1.3%と、1月（同0.2%）から大きく加速した。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1.8%となった。春節要因を除くと、1～2月期のCPI前年比上昇率は0.8%で、物価は緩やかな回復基調にあるとみられる。

PPIも前月比0.4%と5か月連続の上昇となった。前年比は▲0.9%で、1月（同▲1.4%）から下落幅が縮小した。国際原油・鉱物価格の上昇に加え、AI投資ブームによる半導体材料やメモリ価格の上昇が寄与した。「反内巻」政策により、太陽光関連設備やリチウム電池など一部製品では価格が持ち直しつつある。

経済見通しと注目点

足元の経済指標からは、景気に下げ止まりの兆しがみられる。3月分の経済指標が大きく減速しなければ、1～3月期のGDP成長率は前年比4.5%になると見込まれる。今後は、全人代で示された積極財政の実施効果と、不動産市場の動向などに注目が集まるだろう。

(26. 3. 26 現在)