

経済金融 ウォッチ

2026年5月号

国内	1
米国	11
中国	20



イラン情勢を楽観視し始めたマーケット

～ 政府は 27 年年明けまでの原油の代替調達手段を確保 ～

南 武志

要旨

4 月 8 日に米国とイランは 2 週間の停戦で合意したが、約束されたホルムズ海峡の開放は実現しておらず、戦争終結に向けた 2 回目の協議も開催が未定である。ホルムズ海峡の封鎖状態などが長期化すれば、世界経済はスタグフレーションの様相が強まると思われるが、マーケットは事態の行方を楽観視しつつあり、直近の株価は史上最高値を更新した。

イラン情勢を受けて、政府は新たなガソリン補助金を支給しているほか、原油備蓄の放出や代替調達手段の確保に動いており、27 年年明けまでの原油供給のめどがついたとしている。イラン情勢が比較的短期に収束に向かうのであれば、26 年春闘もしっかりとした賃上げが実現する可能性が高いことから、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。

利上げ継続の姿勢を続ける日銀は利上げ継続の裏付けとなるような指標を公表するなど地均しを始めたものの、マーケットでは早期の追加利上げ観測は後退している。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目		2026年				27年
		4月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		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 (%)	3.275	2.90～3.40	2.95～3.45	3.00～3.50	3.05～3.55
	10年債 (%)	2.420	2.00～2.50	2.05～2.55	2.10～2.60	2.15～2.65
	5年債 (%)	1.835	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)	159.6	142～162	140～160	137～157	135～155
	対ユーロ (円/ユーロ)	186.8	165～185	165～185	165～185	165～185
日経平均株価 (円)		59,140	60,000±5,000	61,000±5,000	62,000±5,000	63,000±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4月23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。

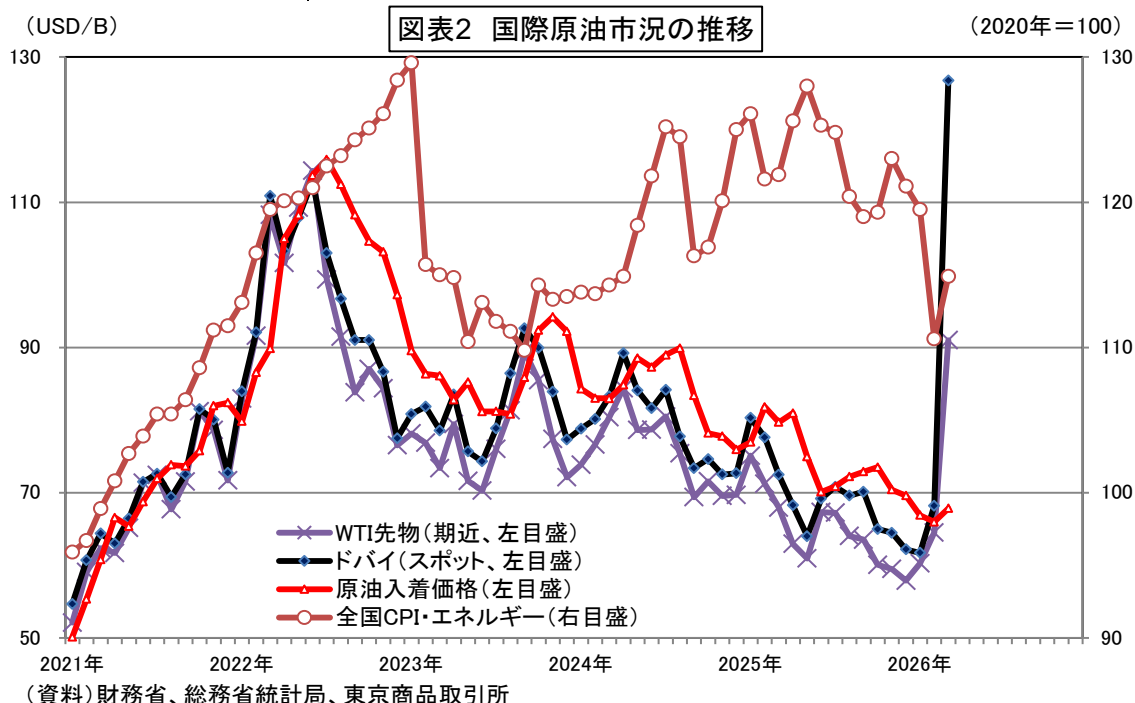
ホルムズ海峡は引き続き封鎖状態

2 月 28 日に米国とイスラエルはイランの核開発計画の完全放棄や体制転換を求めてイランの主要都市に対する軍事作戦を実施し、最高指導者ハメネイ氏らを殺害した。これに対してイランはイスラエルやペルシャ湾岸諸国にある米軍基地などをミサイル攻撃したほか、ホルムズ海峡を事実上封鎖した。3 月 2 日にはイランが支援するレバノンのイスラム教シーア派組織ヒズボラが、28 日にはイエメンの親イラン武装組織フーシ派が、いずれもイスラエルを攻撃するなど、戦争は一時泥沼化する様相を示した。

しかし、4 月 8 日にはパキスタンの仲介もあり、米国とイラ

ンとの間で2週間の停戦合意が成立した。ホルムズ海峡も開放されることとなった。その後もイスラエルとレバノン・ヒズボラとの戦闘が続いたが、イスラエルとレバノン政府は17日に10日間の停戦に同意した。完全な停戦状態とは言い難い状況だが、期限を3週間延長することで合意した模様だ。

さて、11、12日にはパキスタンで米国とイランは戦闘終結に向けた協議の場があったが、ホルムズ海峡の通行やイラン核開発計画などで合意に至らなかった。その後、米国がホルムズ海峡を逆封鎖し、イランがそれに反発するなど、不透明な状況が続いたが、停戦期限(22日夜)を前にトランプ米大統領は協議終了するまで停戦を延長する方針を示した。

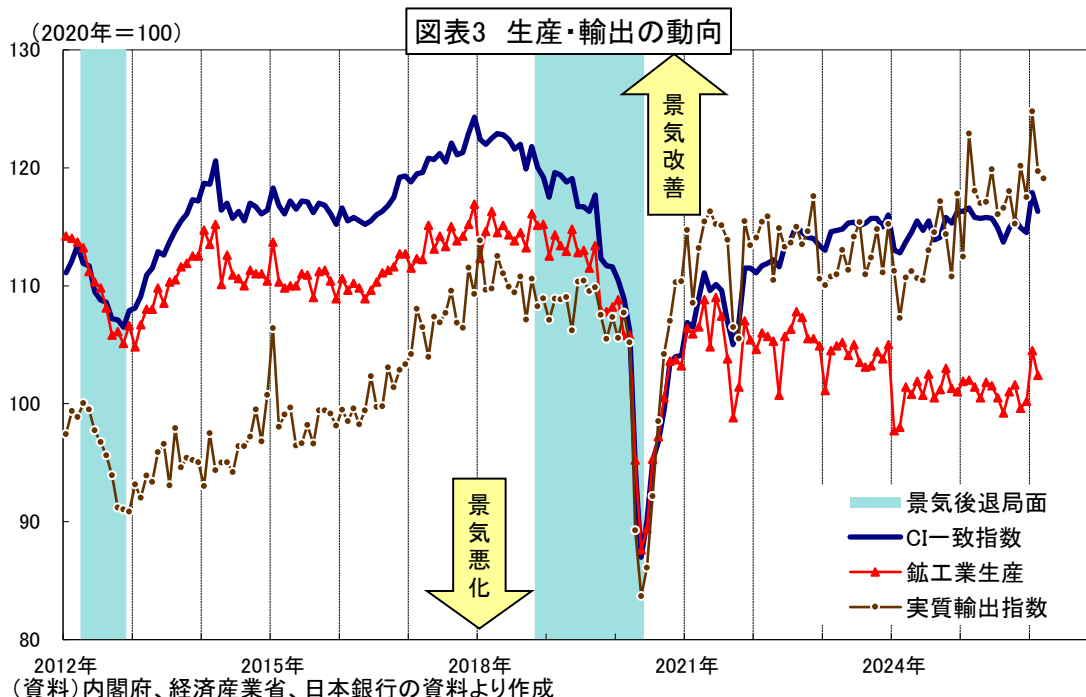


政府は原油の代替調達手段の確保などに万全を期す構え

イラン情勢を受けて、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)の第1弾の放出(民間・国家合わせて約45日分、産油国共同備蓄6日分)に加え、第2弾(約20日分)も決定した。また、米国産やホルムズ海峡を通過しない中東産油国からの代替調達の拡大を進めた結果、27年年明けまでの調達のめどが立ったとしている。現段階では国民に対して節約を呼び掛ける考えはないとのことである。

とはいえ、EUや一部のアジア諸国では、原油の節約や省エネ、在宅勤務の推進を呼び掛けるなど需要抑制策に乗り出す動き

がみられる。国内においても石油を原料とする一部の財が調達難に陥るなど、経済活動を下押しする動きが散見されている。イラン情勢の悪化状態が長期化し、ホルムズ海峡の封鎖が続けば、日本を含め世界経済全体の収縮は不可避である。



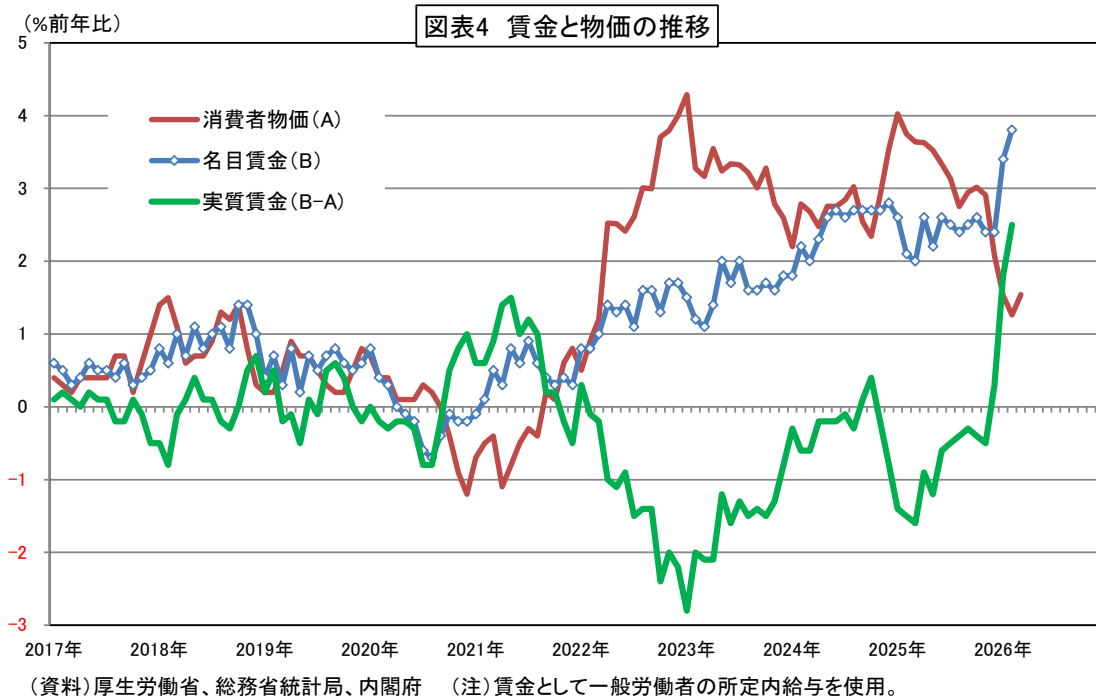
イラン情勢が悪化する前までの経済指標は改善傾向

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、2月の景気動向指数・CI一致指数は前月から▲1.6ポイントと2か月ぶりに低下、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた(22か月連続)。ただし、1月分が大幅に上昇し、かつ消費税率10%への引き上げ直前の水準を上回ったことを考慮すれば、景気は引き続き拡張局面にあるとみられる。

一方、3月の景気ウォッチャー調査の「景気の現状判断」DIは前月から▲6.7ポイント、「先行き判断」DIも同じく▲11.3ポイントと、イラン情勢の悪化を受けて大幅に悪化した。

また、3月の実質輸出指数は前月比▲0.5%と2か月連続の低下となったが、1~3月期を通じては前期比3.0%と堅調だったと評価できる。トランプ関税の影響が一巡しつつあるようにみられる。一方、2月の鉱工業生産は前月比▲2.0%と3か月ぶりに低下したが、1月の大幅増(同4.3%)からの反動減は限定的だった。3月の製造工業生産予測指数(予測誤差補正後)は同3.8%と上昇に転じ、22年9月以来の水準まで回復することが見込まれている。また、2月の機械受注(船舶・電力を除く民

需)は前月比13.6%と2か月ぶりに増加した。非鉄金属、造船業、化学工業から大型案件が発注されるなど、一時的要因が牽引したとはいえ、底堅いと評価できる。



物価鈍化で実質賃金は前年比プラス幅を拡大

2月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比3.4%、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3.8%と、上昇基調を維持した。後述の通り、物価上昇率が鈍化傾向となっていることもあり、実質賃金は前年比プラスの状態が続いている。現金給与総額ベースで同2.1%、一般労働者の所定内給与ベースでも同2.5%と、ともに上昇傾向を強めた(いずれも3か月連続のプラス)。

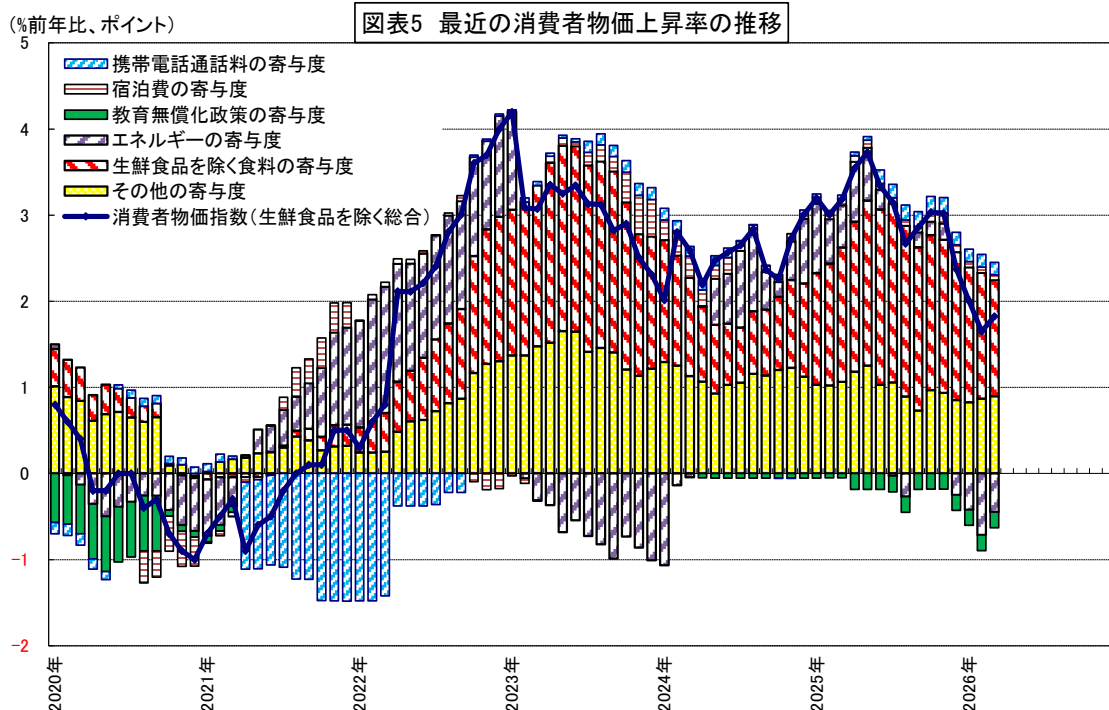
一方、消費関連指標にはその恩恵がまだ反映されていない。2月の商業動態統計・小売業販売額指数は前月比▲2.0%と2か月連続、実質消費活動指数(旅行収支調整済、日本銀行)も同▲0.4%と3か月連続で、いずれも低下した。一方、3月の消費者態度指数はコロナ禍の初期並みの大幅悪化となるなど、イラン情勢の悪化が消費マインドに波及した様子がみてとれる。

経済見通し：イラン情勢の展開次第であり、先行き不確実性が極めて高い状態

以下、国内景気の先行きを展望したい。まず、26年春闘については日本労働組合総連合会(連合)が公表した第4回回答集計結果(4月14日時点)によれば、全体で5.08%(平均賃金方式、以下同じ)と、25年同時期(5.37%)を下回ったものの、堅調な内容であった。連合は「5%以上」の目標を掲げているが、

25 年実績（5.25%）を下回るものの、5%前後に着地するとみられる。

足元では物価上昇率の鈍化によって実質賃金の前年比プラス状態となっており、今後の消費回復を後押しすることが期待されている。イラン情勢が比較的短期で収束するのであれば、景気回復傾向は強まる可能性がある。しかしながら、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。今後のイラン情勢の展開は読み切ることは困難であり、先行きが見通しづらい状態が続いている。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：3月の全国コアCPIは前年比1.8%へ再加速

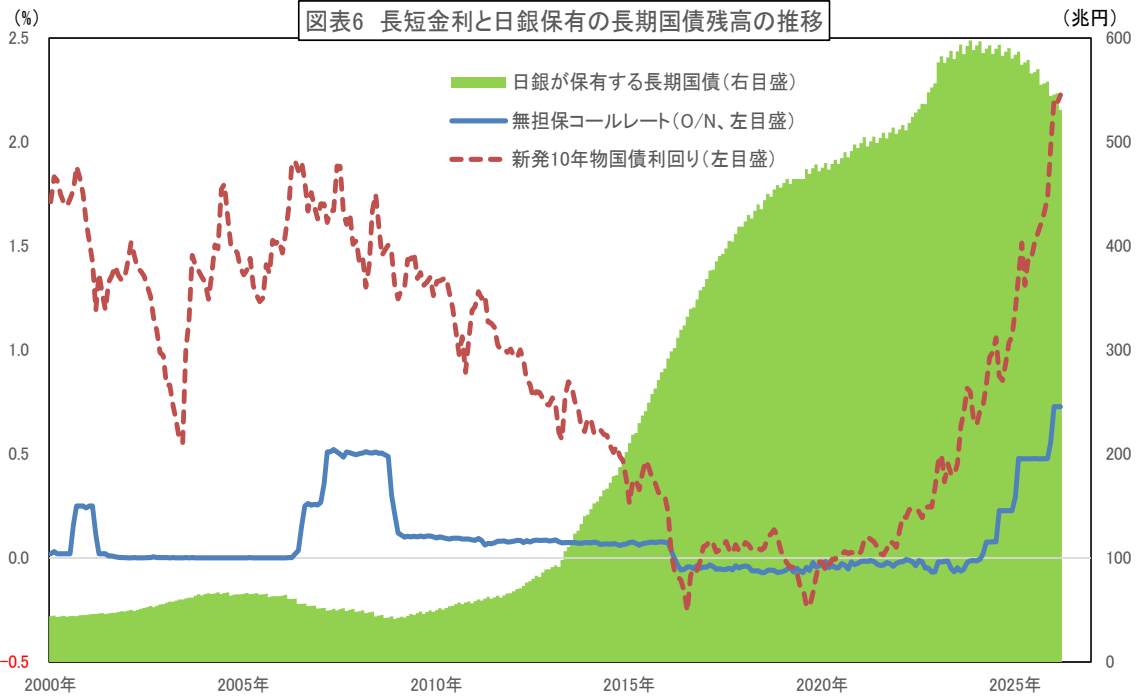
3月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比1.8%と5か月ぶりに上昇率が拡大したが、2%割れは2か月連続だった。イラン情勢の悪化によって原油価格が急騰したが、その影響でガソリン、灯油といった石油製品が大きく値上がりした（前月比でそれぞれ11.2%、10.0%）。これによってガソリン税の暫定税率廃止の効果はかなり相殺された。一方、コメは11月をピークに値下がりしており、前年比は6.8%と約2年ぶりの上昇率となった。生鮮食品を除く食料も同5.2%へ鈍化するなど、ベース効果の剥落が進んでいる。

一方、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」

物価見通し：4月以降はイラン情勢の影響顕在化で上昇率はさらに高まる

は同 2.4%と 5 か月連続で鈍化したが、コア CPI に比べて高止まり感は否めない。なお、一般サービスは同 2.0%、宿泊費を除くベースでも同 1.9%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。

先行きは、イラン情勢の悪化に伴う原油高の影響が徐々に強まるものと思われる。政府の新たなガソリン補助金の支給によってガソリン価格は 170 円/ℓ前後に抑制されるとみられるが、電気・ガス代などエネルギー、プラスチックなど石油由来の原材料から生成される財を中心に値上げの動きが強まるものと思われる。コメなど食料のベース効果は先行き剥落する半面、肥料価格が高騰するなど、影響が出ることは不可避であろう。4 月以降のコア CPI 上昇率は徐々に高まっていくと予想する。



(注) 日本銀行、日経FinancialQuest

金融政策：日銀は利上げ継続姿勢を維持

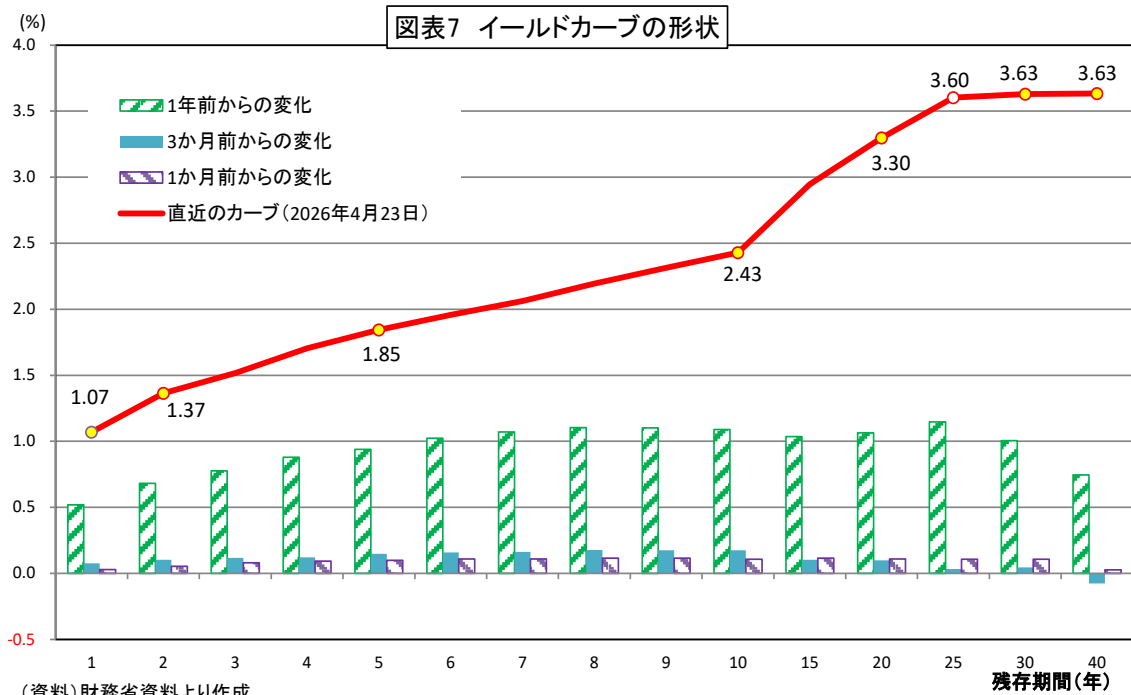
3 月 18～19 日に開催した日本銀行の金融政策決定会合は政策金利の据え置きが決定されたが、イラン情勢の悪化に伴う原油高騰で国内インフレが加速するとの見方が強まり、4 月利上げ観測が高まった。3 月 26 日には 3 月会合後の記者会見で植田総裁が予告した特殊要因を除いた CPI が公表された。前述の通り、26 年入り後にコア CPI 上昇率の鈍化傾向が強まるなかでも、特殊要因を除いたベースでは前年比 2%台で下げ渋っていることを示した。また、マクロ的な需給ギャップの推計方法の

金融政策：4月利上げは見送りの公算

見直しを行い、下方バイアスがあった製造業の設備稼働率を修正するなどした結果、GDPギャップは需要超過状態にあると試算している。これらの公表について、マーケットでは利上げに向けた地均しと受け止め、4月利上げを織り込む動きが一段と強まった。

しかし、イラン情勢の展開が非常に不透明な状況は日銀の政策運営を難しくしている。9割以上の原油を中東からの輸入に依存する日本にとって、原油価格の高騰は交易条件の悪化を通じて景気を下押しする。それ自体は物価に対して下押し圧力をして働くが、原油価格の上昇と供給懸念は直接的に物価上昇を促し、インフレを加速させかねない。4月のG20財務大臣・中銀総裁会合後の記者会見では、植田総裁もまた政策対応が非常に難しいとの見解を示している。

直近では、こうした発言なども踏まえ、4月利上げ観測が後退しているが、次々回6月会合での利上げを見込む意見は依然根強い。当面はイラン情勢の行方を慎重に見極める動きが続くことになるだろう。



金融市場：現状・見通し・注目点

イラン情勢の急変によってリスクオフが強まったマーケットであったが、その後、株価は持ち直しに転じ、4月下旬には初の6万円台に乗せた。債券市場では財政悪化への警戒は続いているが、早期利上げ観測が後退したことで金利上昇圧力は若

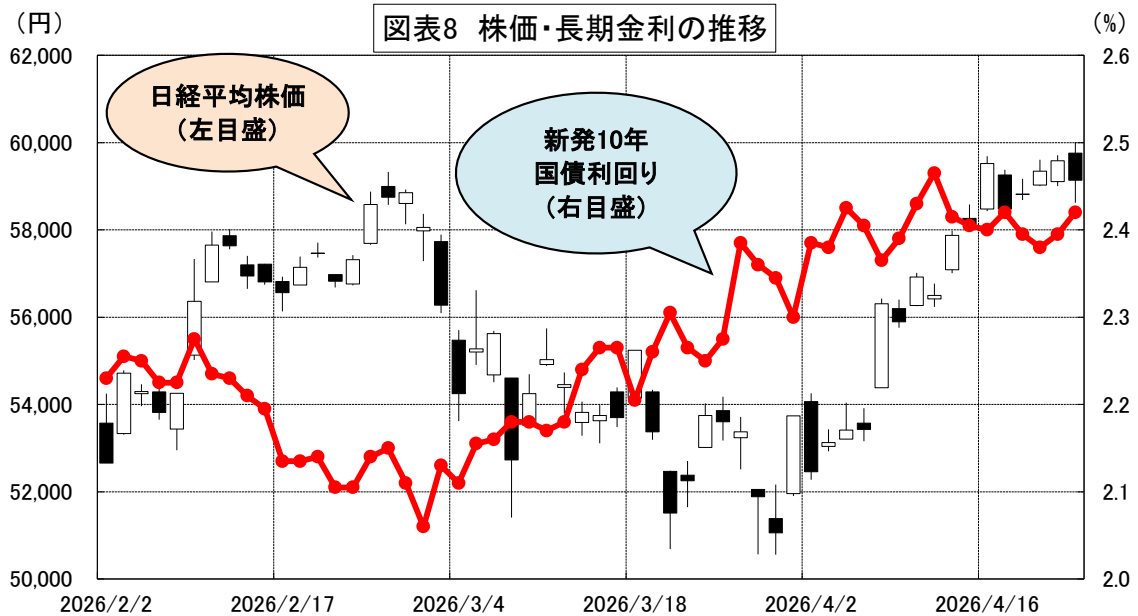
**早期利上げ観測が
後退、長期金利の
上昇圧力が緩和**

干緩和した。一方、ドル円相場は円安状態が続いている。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

高市内閣の「責任ある積極財政」路線が財政状況を悪化させるとの懸念が根強いほか、日銀が利上げを継続していく方針を繰り返し表明したことで、25年秋以降、長期金利には上昇圧力がかかり続けた。1月の衆院解散を受けた総選挙では主要政党が消費税減税を掲げたことで、マーケットでは財政悪化への警戒が高まった。1月20日には一時27年ぶりとなる2.38%まで上昇した。2月は軟調な米国経済指標の発表や米関税政策を巡る不透明感の高まりを受けて米長期金利が緩やかに低下したこともあり、国内金利も低下した。

3月初にはイラン情勢が悪化したことでリスクオフとなり、長期金利は一旦2.06%まで低下した。しかし、マーケットではインフレ・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。直近は4月利上げ観測が後退したことで若干低下した。



(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り、マ

日経平均株価はイラン情勢で急落したが、4月は持ち直して初の6万円到達

1ドル=160円手前でもみ合い

マーケットでは6月利上げが意識されている。長期金利の上昇圧力は当面は燻り続けるだろう。

② 株式市場

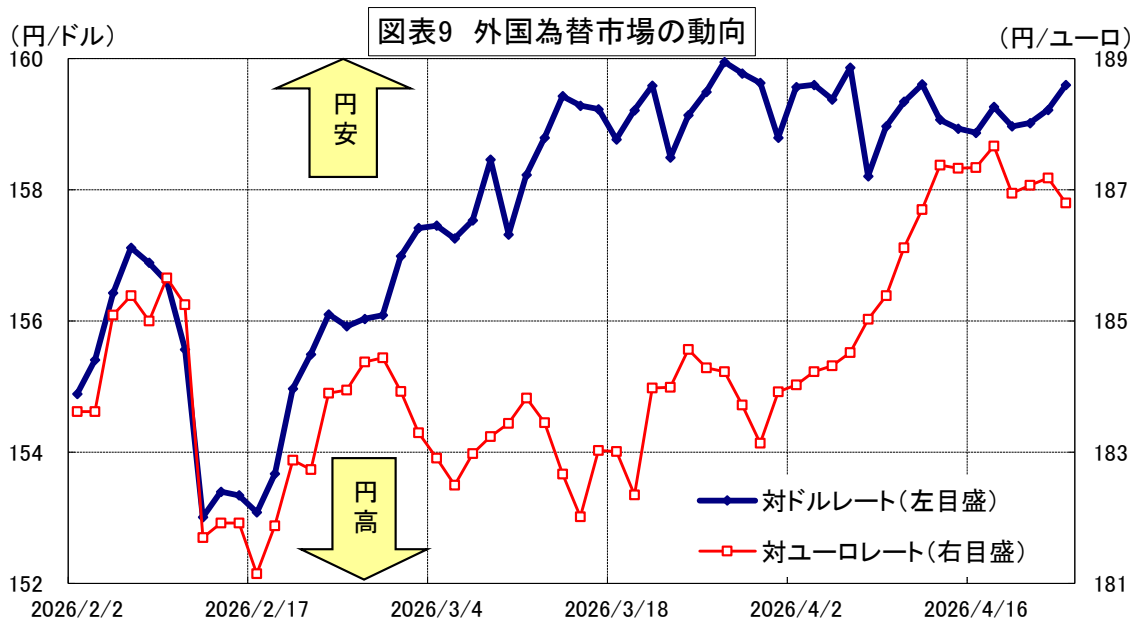
26年入り後の日経平均株価は、堅調な米国経済を背景に米国株価が上昇したほか、消費税減税の現実味が高まったこと、さらに円安が進んだことなどから、史上最高値を連日更新した。2月8日の総選挙で自民党が圧勝したことで、高市内閣の「責任ある積極財政」路線への期待で株価は一段と上昇、2月26日には一時59,332円まで上昇した。3月入り後はイラン情勢の悪化で株価は急落、30日には一時50,558円まで下落した。しかし、4月に入ると、好調な企業決算や戦争終結への期待が高まったことで米国株価が上昇、それを好感して国内株価も持ち直し傾向が強まった。23日にはザラ場で初の60,000円の大台に乗せる場面もあった。

イラン情勢を巡っては、概ね停戦状態となっているものの、戦争終結に向けた米国・イラン双方の条件に隔たりが大きい。また、ホルムズ海峡も事実上封鎖されており、原油供給への懸念も根強い。原油備蓄の乏しい新興国を中心に経済下押しが懸念されている。先行きもイラン情勢の展開に振らされる展開が続くだろう。

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月には衆議院が解散され、消費税減税が現実味を帯びたことで円安が一段と進んだ。日銀が1月利上げを見送ったことで一時1年半ぶりとなる159円台まで円安が進行したが、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後は160円に向けて円安が進行した。3月中旬以降は介入警戒感もあって159円前後でもみ合いが続いた。

先行きについては、原油高が常態化してガソリン補助金が継続されると財政悪化が懸念されるほか、日銀が早期利上げに慎重な姿勢に見えることもあり、円安圧力は強いままとと思われる。ただし、160円台まで円安が進めば、政府の為替介入も意識されるだろう。



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

ユーロ高が進行、1ユーロ = 188 円に迫る

25年秋以降、ユーロの対円レートは円安ユーロ高が進行、史上最高値を断続的に更新してきた。1月下旬には1ユーロ＝一時186円台まで円安が進んだが、欧州経済はイラン情勢の悪化によるエネルギー高で打撃を受けるとの見方から、180円台半ばでもみ合った。しかし、欧州中央銀行の利上げ観測が高まる半面、日銀は利上げを見送るとの見方が広がったことでユーロ高傾向が強まり、4月中旬には史上最高値を更新、188円に迫った。

(26.4.23 現在)

停戦合意をめぐる不透明感が継続

～労働市場の堅調さが再評価された～

佐古佳史

要旨

米国・イラン間の停戦合意をめぐる不透明感が継続しており、原油や米国内のガソリン価格が高止まりしている。こうしたなか 14 日に公表された IMF 世界経済見通しでは、米国経済成長率の下方修正は 0.1 ポイントと小幅なものにとどまり、26 年は 2.3%成長と堅調な成長率見通しが示された。

労働市場に目をむけると、不法移民の純流出が顕著であることから、雇用統計上の数字が芳しくない場合でも、実体としては堅調である可能性が示唆された。労働市場の堅調さが再評価されたといえる。

インフレ率は FRB が目標とする 2%からの上振れが継続しており、次の利下げを判断する前に、関税による財インフレ率の一巡と、原油価格や期待インフレ率の安定を確認する必要があるだろう。

中東情勢の不透明感が継続

本稿執筆時点では、米国・イラン間の停戦合意をめぐる不透明感が継続している。原油価格の推移をみると、WTI (スポット) は 4 月に入り小幅に低下したものの、90 ドル/バレルを上回っている。また、全米平均レギュラーガソリン価格は、4 ドル/ガロン (≒168 円/リットル) と約 4 年ぶりの水準に上昇した。

各種報道や SNS からは、停戦交渉や中東情勢、パレスチナ民間人被害、レバノンでの武力対立などを巡り、トランプ政権やトランプ・ファミリー、米議会、米民主党指導部、米国とイスラエルの関係性、ネタニヤフ政権の支持率、湾岸諸国の安全保障問題など、様々な利害が絡みあっていることがうかがえる。このため、今回の混乱が終息するには、ある程度時間がかかりそうだ。

なお、欧州の一部の国からは EU とイスラエルの関係を見直す意見が出始めていることや、最近の米世論調査においてもイスラエルに否定的な意見が多数派となるなど、西欧社会におけるある種の歴史的転換点を迎つつあるのかもしれない。

(ドル/バレル)

図表1 原油WTIスポット価格の推移



(資料)LSEG

IMF4 月世界経済見 通し

こうしたなか、4月14日に公表された国際通貨基金（IMF）世界経済見通しは、副題を「戦争の影が差す世界経済（Global Economy in the Shadow of War）」とし、イラン戦争や中東での紛争が世界経済に及ぼす影響を直視する内容となった。

今回の経済シナリオは、紛争が今後数週間続いた後、徐々に回復が進み、混乱が緩和され、中東からの主に化石燃料の生産と輸出が26年半ばまでに正常化すると的前提に基づいて策定された。IMFによると、この時間軸は、3月10日時点の先物価格に統合的な世界の商品価格の見通しや金利の予測にも概ね反映されている。

なお、この時間軸は、同日に公表された国際エネルギー機関（IEA）による4月時点の見通しとも概ね整合している印象を受ける。

このような前提の下で算出された26年の経済予測を確認すると、世界経済は3.1%（前回の1月見通しから0.2ポイント下方修正）、米国は2.3%（同0.1ポイント下方修正）の成長率見通しとなった。成長率としては、小幅な修正にとどまったといえる。

IMFは想定される影響の度合いを示すために、2つの下振れシナリオを検討しているため、順に確認したい。

悪化シナリオは、以下の(1)～(3)を前提に作成された。

(1) 26年の現物原油平均価格が1バレル＝約100ドル、27年は約75ドルに上昇する。ガス価格は、欧州とアジアで26年4～6月期に160%上昇するが27年には概ね元に戻る。食料品価

悪化シナリオ

格は2.5%上昇する。

(2) 1年先のインフレ期待は、27年までに先進国で最大0.5ポイント上昇するが、中国では変化なし。

(3) リスク回避局面により、先進国と中国では企業リスクプレミアムが0.5ポイント上昇し、中国を除く新興国では1.0ポイントの上昇に加え、国債スプレッドも0.5ポイント拡大する。この金融環境の引き締まりは27年にかけて解消される。また、金融政策は物価の安定を重視する。

この場合、世界経済成長率は26年に0.8ポイント低下の2.5%となり、インフレ率は26年に5.4%となる。インフレ期待の上昇から先進国では政策金利が0.5ポイント引き上げられ、新興国ではそれよりやや大きな利上げが行われるとの想定に加え、金融環境の引き締まりの影響から、27年の景気も下押しされることが見込まれる。

深刻シナリオ

深刻シナリオは、以下の(1)～(3)を前提に作成された。

(1) 26年の現物原油平均価格が1バレル=約110ドル、27年に約125ドルに上昇する。欧州とアジアのガス価格は同期間に200%上昇する。食料品価格は26年に5%、27年に10%上昇する。

(2) 1年先のインフレ期待は、27年までに先進国で最大1.0ポイント、中国を除く新興国で最大1.3ポイント上昇する。

(3) 大規模なリスク回避局面により、26年に先進国および中国の企業リスクプレミアムは1.0ポイント上昇し、27年もその水準にとどまる。一方、中国を除く新興国では、同期間に国債スプレッドが1.0ポイント拡大し、企業スプレッドも2.0ポイント拡大する。また、金融政策は、インフレ圧力の抑制を重視したものとなる。

この場合、世界経済への影響はより大きく長期に及び、26年は1.3ポイント低下し、2%成長を下回る「世界的景気後退」に近い水準となる。世界金融危機と新型コロナウイルス感染症の時期並みの低成長となる。27年の成長率も2.2%と低く予想される。なお、原油・ガス価格の上昇だけで26年に0.6ポイント、27年にはさらに0.5ポイント成長率押し下げ要因と見込まれる。

世界全体でのインフレ率については、26年は5.8%、27年は6.1%に達すると見込まれる。米国の政策金利はイラン戦争など

堅調さが再評価された労働市場

がなかった場合に比べて 26 年に 0.5 ポイント、27 年に 1.0 ポイント高い水準になると想定される。

さて、次に米労働市場について考えたい。ダラス連邦準備銀行は 3 月 31 日、「Break-even employment declines as unauthorized immigration outflows continue（不法移民流出の継続が「分岐点雇用者数」を押し下げた）」と題したレポートを公表した。

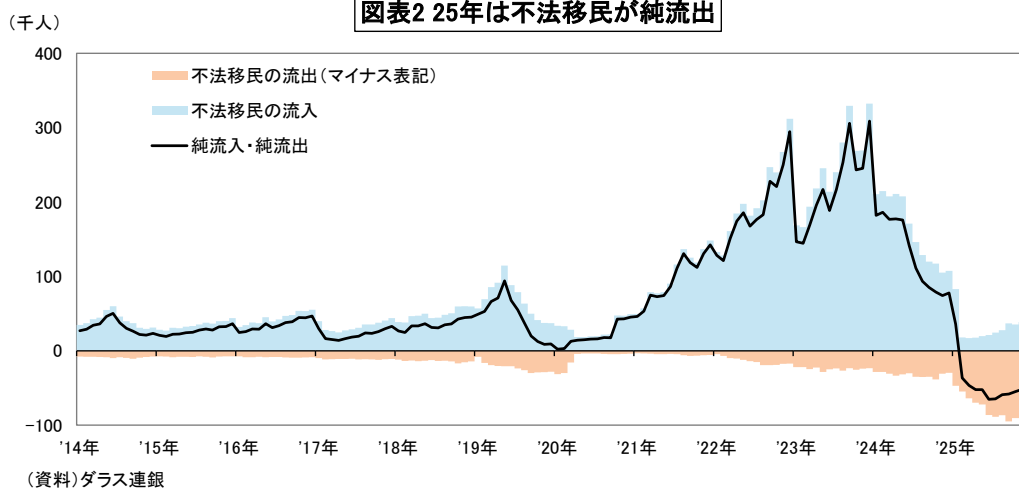
ここでの分岐点雇用数とは、失業率を一定に保つために必要な一月あたりの純新規雇用者数のことであり、足元では▲3,000 人/月程度と見積もられている。すなわち、雇用統計を解釈する際に、前月から変わらず程度の数字なら、労働市場はまずまずの状態と考えることができそうだ。

25 年 2 月以降、不法移民の純流出が続いており、25 年後半は月平均 5.5 万人、25 年通年では 54.8 万人に達したと推計される。これは、議会予算局の予測（25 年通年で 36.5 万人）を約 50% 上回る規模となっており、不法移民の流出ペースは速い。

同レポートではこれまでの分岐点雇用者数も推計しており、23 年のピーク時は約 25 万人/月、25 年 7 月は約 1 万人/月、そして 25 年 8～12 月は平均▲3,000 人/月となった。分岐点雇用者数の減少については、労働参加率低下の影響も受けていると考えられている。

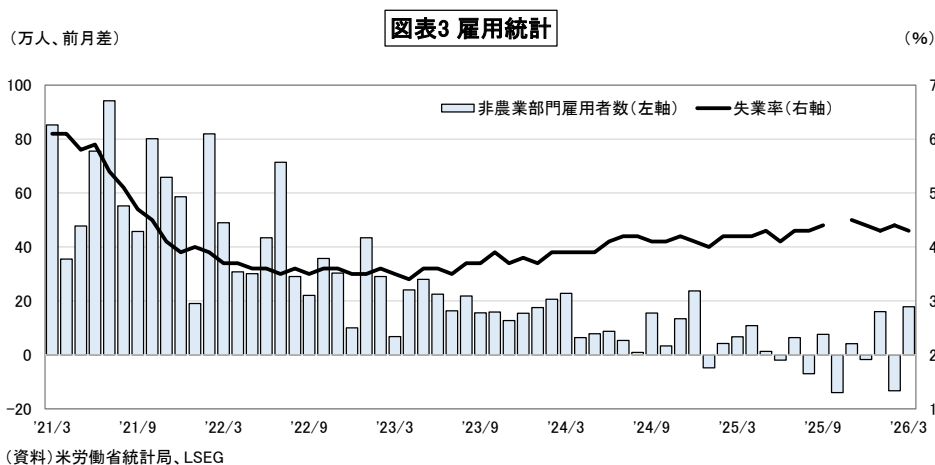
以上の分析を踏まえ、25 年 12 月～26 年 2 月の雇用増加数は分岐点雇用者数をわずかに上回っているため、見かけの上では雇用増加ペースが鈍くても、労働市場は均衡状態にあると、同レポートは評価している。

図表2 25年は不法移民が純流出



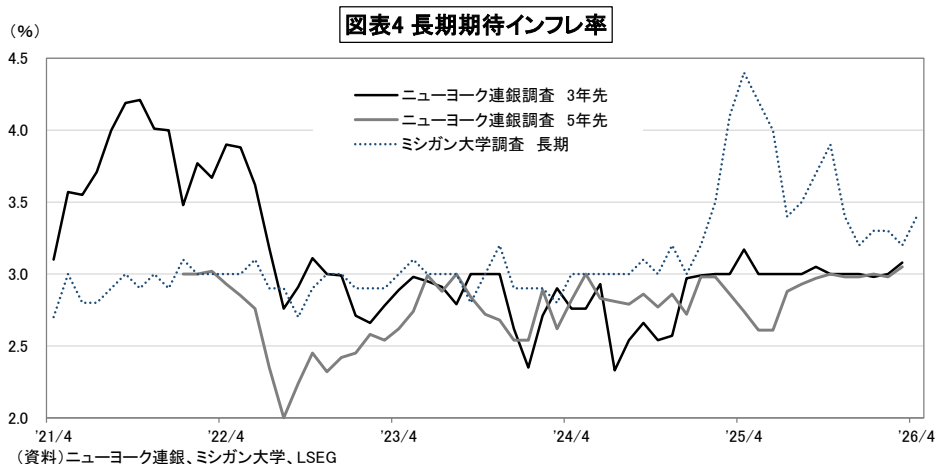
こうしたなか発表された3月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月から17.8万人（事業所調査）の増加となり、3か月平均では同6.8万人の増加となった。また、失業率は同0.1ポイント低下の4.3%となった。前述のダラス連銀レポートとあわせて考えると、数字から受ける印象以上に、労働市場は堅調と評価できる。

3月の平均時給は前年比3.5%（前月比0.2%）、生産・非管理職の時給は同3.4%（同0.2%）の上昇となり、2月から減速した。2%物価目標と整合的な上昇率といえる。



期待インフレ率は上昇

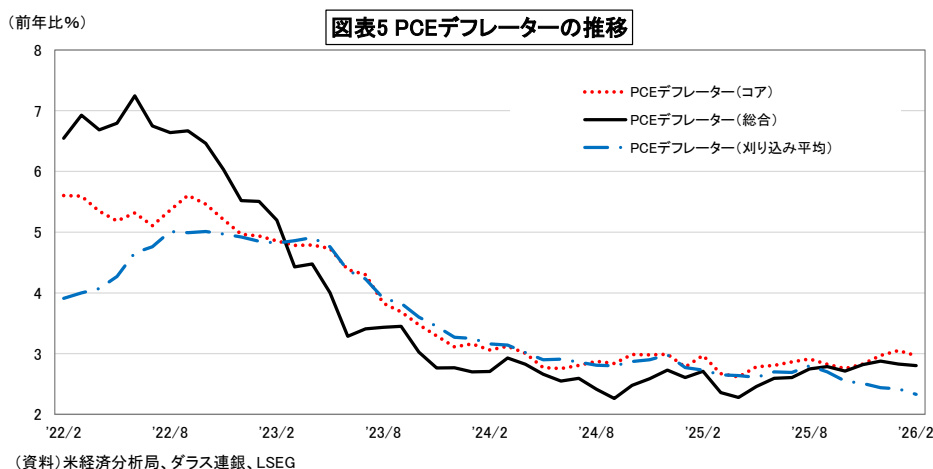
続いて、期待インフレ率の動きを確認すると、3月のニューヨーク連銀調査では、1年先期待インフレ率が前月比0.4ポイント上昇の3.4%、3年先は同0.1ポイント上昇の3.1%、5年先は変わらずの3.0%であった。また、4月のミシガン大学調査（速報値）では、1年先は同1.0ポイント上昇の4.4%、長期は同0.2ポイント上昇の3.4%となった。全体としては、期待インフレ率は原油価格上昇の影響から高まった。



インフレ率は下げ 渋りが続く

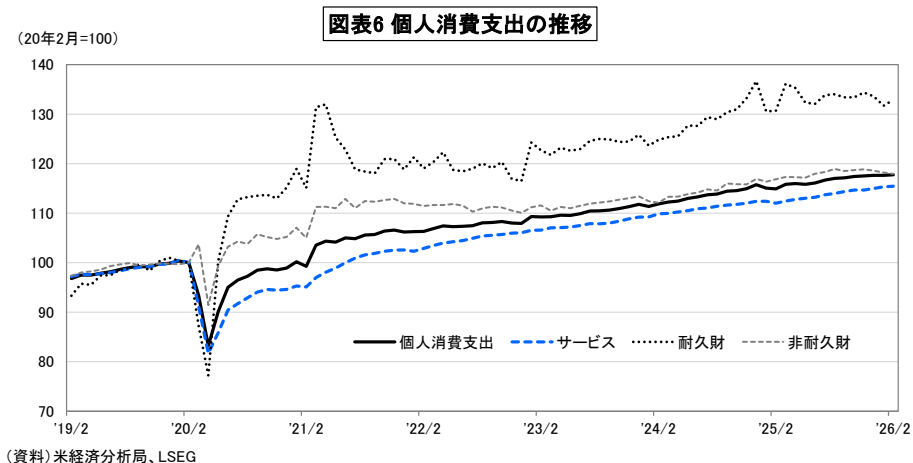
3月の消費者物価指数（CPI）をみると、総合は前年比3.3%（前月比0.9%）、食料、エネルギーを除いたコア区分は同2.6%（同0.2%）となった。また、2月のPCEデフレーターをみると、総合は前年比2.8%（同0.4%）、コア区分は同3.0%（同0.4%）となった。FRBが目標とする2%からは依然として上振れている。

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が確認されてからということになるだろうが、その前に中東情勢の緩和と、原油価格や期待インフレ率が落ち着きを取り戻す必要があるだろう。



個人消費支出は小 幅な伸びにとどま った

2月の個人消費をみると、財消費は前月比0.2%、サービス消費は同0.1%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、3月の小売売上はガソリンスタンド（Gasoline stations）の売上が同15.5%と、1992年の統計開始以来最大の伸びとなり、全体としても同1.7%と高い伸びを示したが、これをもって個人消費が堅調とは言い難い。



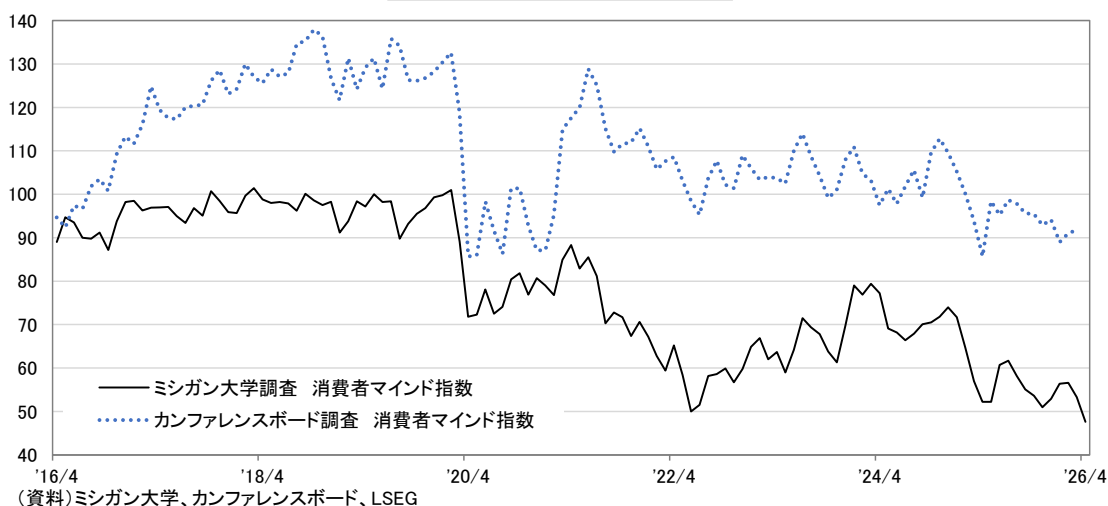
低調な消費者マインド

4月のミシガン大学調査（速報値）について、調査の98%が7日の一時停戦発表前に完了した点を念頭に置きつつ確認すると、4月の消費者心理指数は前月から約11%下落したことで、イラン情勢の悪化に伴い始まった低下傾向の継続が確認できた。

年齢、所得、支持政党を問わず、あらゆる層で心理指数が悪化したほか、指数の全構成要素でも同様の傾向が見られ、今月の下落が広範囲に及んでいることがうかがえる内容となった。また、消費者は物価高や資産価値の下落に対する懸念を大幅に強めている。

自由記述のコメントからは、多くの消費者が経済の悪化をイラン戦争のせいに行っていることがうかがえると、ミシガン大学からは報告された。

図表7 消費者マインドの推移



企業部門の拡大がうかがえる ISM 指数

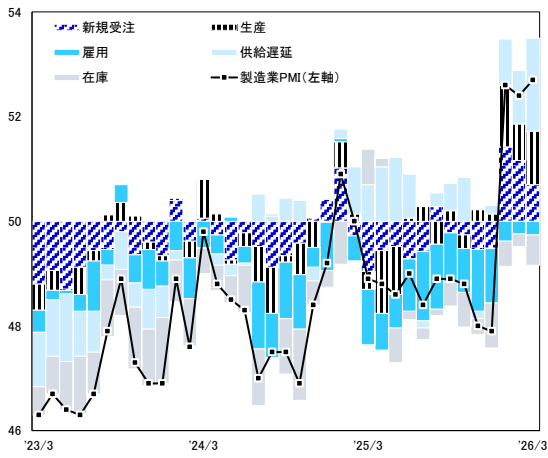
3月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から0.3ポイントの52.7%と、判断基準となる50%を3か月連続で上回り、製造業の拡大局面を示した。また、サービス業指数は同▲2.1ポイントの54.0%と21か月連続で拡大局面を示した。

価格指数については、製造業が同7.8ポイントの78.3%、サービス業は同7.7ポイントの70.7%となり、いずれも上昇傾向が顕著である。

雇用指数については、製造業が同45.2%と30か月連続で縮小傾向となり、サービス業も45.2%と4か月ぶりに縮小傾向を示した。全体としては、企業部門の拡大、価格上昇と雇用削減がうかがえる内容となった。

図表8 ISM 製造業PMIの推移

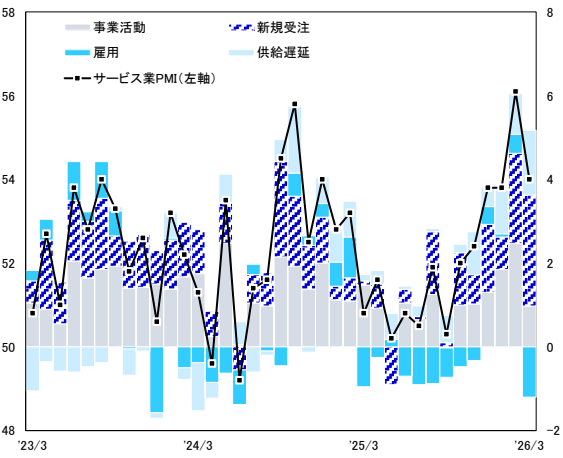
(ポイント、寄与度) (%)



(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9 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、平均関税率はやや低下すると見込まれ、IMF4月世界経済見通しでは13.5%と見積もられている。このため、景気下押し効果は一層弱くなるだろう。また、25年7月に成立したトランプ減税(OBBBA)も景気下支えとなる。

さらに、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。IMFは25年のAI投資が米経済成長率を0.5ポイント押し上げた試算していることから、AI投資は非常に強力な成長要因と考えられる。

中東情勢が比較的早期に落ち着くと仮定の下、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。

もともと、中東情勢が悪化する場合は下振れシナリオを考察することとなるだろう。インフレ率の評価やウォーシュ次期FRB議長候補についての様々な疑惑と動向なども注目点といえる。なお、パウエルFRB議長は5月15日で任期満了となるが、ウォーシュ氏の就任に必要な上院での承認の見通しは、21日の上院銀行委員会公聴会後も依然として不明瞭といえる。

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、3月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、米長期金利(10年債利回り)は上昇傾向で推移した。3月にかけて36bpの上昇となった。

4月入り後も引き続き中東情勢や米・イラン間の和平交渉が注目材料となったが、長期金利は方向感を欠く展開となった。

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、引き続き、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

2月入り後の株式市場（ダウ平均）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月にかけては、中東情勢が緊迫化したことからリスクオフが強まり、月末は45,000ドル前半まで下落する場面も見られた。3月31日以降は、停戦合意や和平交渉などを背景に、中東情勢の最悪期は過ぎ去ったとの楽観的な見方が広がったことで、株価は急回復した。

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、株が極端に下落する局面でトランプ大統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、引き続き、株価の大幅な下落は回避できると予想する。

(26. 4. 24 現在)

好悪材料が交錯する中国経済

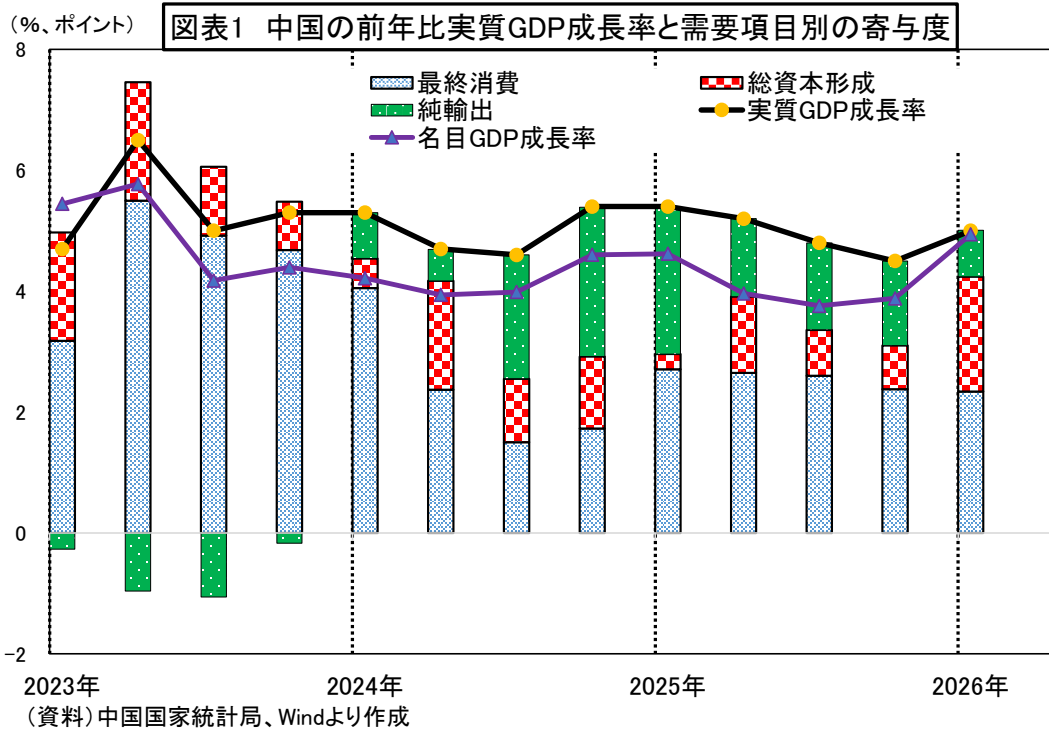
～当面は中東情勢や米中関係に注目～

王 雷軒

要旨

個人消費の弱さや不動産不況が続いているものの、輸出が予想以上に底堅く推移したほか、政策効果によりインフラ整備向け投資や製造業における設備投資にも持ち直しの動きが見られた。その結果、2026年1～3月期の中国の実質GDP成長率は前期比1.3%、前年比5%と、いずれも前期から加速した。

もっとも、不動産開発投資の停滞や内需拡大策の効果の一巡が見込まれるほか、輸出についても1～3月期ほどの伸びは期待しにくい。このため、26年4～6月期の実質GDP成長率は前年比4.8%へ小幅に減速すると予想される。当面は、中東情勢や米中関係、不動産市場の調整の動向、地方債の発行状況、そして4月末に開催予定の党中央政治局会議の内容が注目点となる。



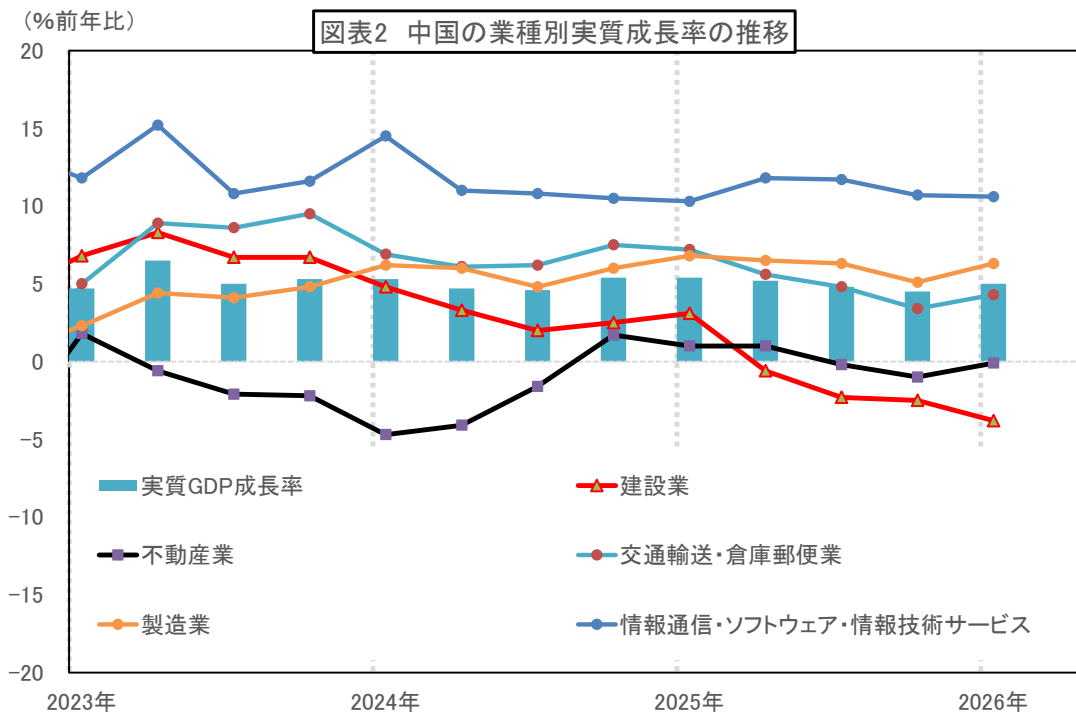
**26年1～3月期は
予想を上回る成長
となった**

国家统计局が発表した26年1～3月期の実質GDP成長率は前期比1.3%、前年比5.0%となり、10～12月期(同1.2%同4.5%)からいずれも加速した。

前年比5.0%の成長に対し需要項目別の寄与度をみると、

最終消費が2.3ポイント、総資本形成が1.9ポイント、外需（純輸出）が0.8ポイントであった（図表1）。総資本形成は、10～12月期の0.7ポイントから大きく上昇したほか、純輸出も寄与度は低下したものの、9四半期連続でプラスを維持した。

また、名目GDP成長率は前年比4.9%と、実質成長率をわずかに下回っており、物価も緩やかな回復基調にあるとみられる。



(資料) 中国国家统计局、Windより作成

製造業と情報通信は底堅く成長する一方、不動産業と建設業はマイナス成長が続く

足元の成長が予想を上回って加速した背景には、民間消費の弱さや不動産不況が続いたものの、輸出が予想以上に底堅く推移したことに加え、景気刺激策の効果によりインフラ整備向け投資や製造業の設備投資も持ち直したことが挙げられる。

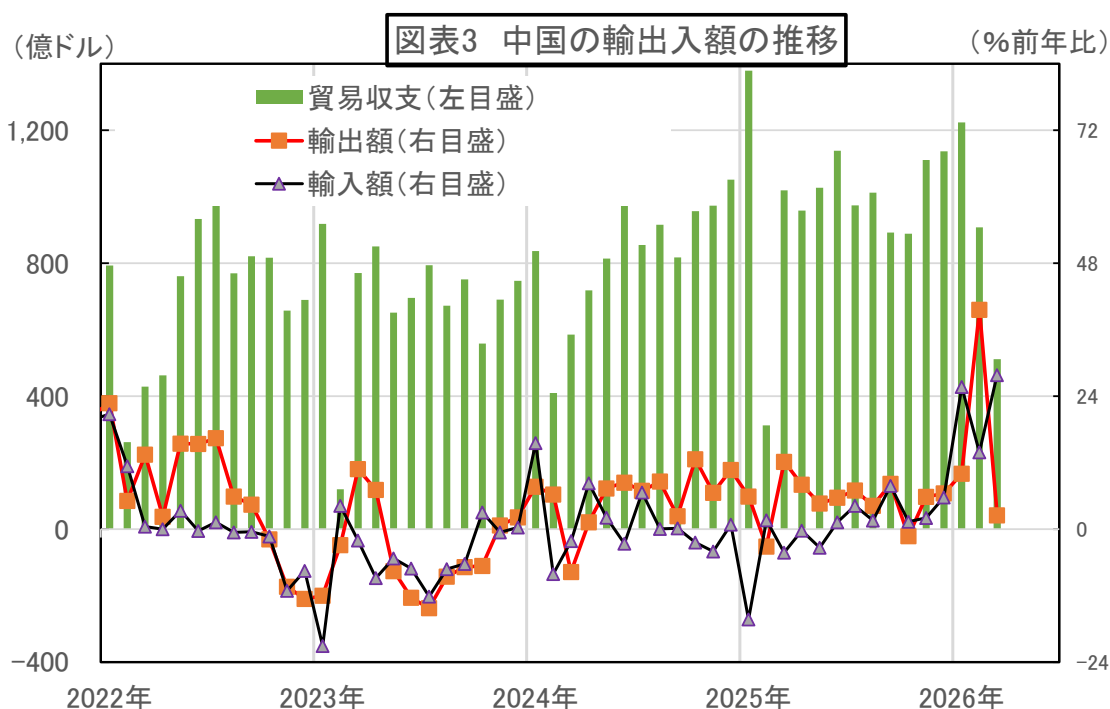
業種別の前年比実質成長率を確認すると、不動産業は前年比▲0.1%と、3期連続のマイナス成長となった（図表2）。不動産開発投資の長期停滞や地方財政事情の悪化を背景に、建設業も同▲3.8%とマイナス幅がさらに拡大した。

一方、成長を下支えした要因として、①対米輸出の減速が続くなかでも、輸出先の多角化や企業の自助努力により輸出が比較的堅調に推移したこと、②輸出の底堅さを背景に鉱工

業生産は比較的好調だったこと、③政策の後押しもあり、公共事業、AI や半導体関連への投資が大きく伸びたこと、が挙げられる。

実際、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 6.3%、同 10.6%と、全体の実質 GDP 成長率（前掲の 5.0%）を上回る成長となった（図表 2）。

このように好材料と悪材料が入り混じる足元の中国経済について、以下では 3 月の経済指標を確認する。



(資料) 中国海関総署、Windより作成、直近は26年3月。

輸出入は予想以上に堅調

中国海関総署が発表した貿易統計によると、3月の輸出額（ドル建て）は前年比 2.5%と、1月（同 10.0%）、2月（同 39.6%）から大きく減速した（図表 3）。ただし、1～3月期累計では前年比 14.7%と、25年 12月（同 6.5%）から大きく加速しており、輸出の強靭性は維持されているとみられる。

この減速は、春節（旧正月）後の反動減による一時的な要因が大きいとみられる。春節が遅い年には、企業が2月中に前倒しで輸出を行う傾向があり、その反動として3月の輸出が弱含みやすい。

3月の輸出を国・地域別に見ると、米国向けは前年比▲26.5%と大幅に落ち込み、低迷が続いている。一方、EU、ア

セアン、日本向けは、それぞれ同 8.6%、同 6.9%、同 3.3%と、比較的底堅く推移した。

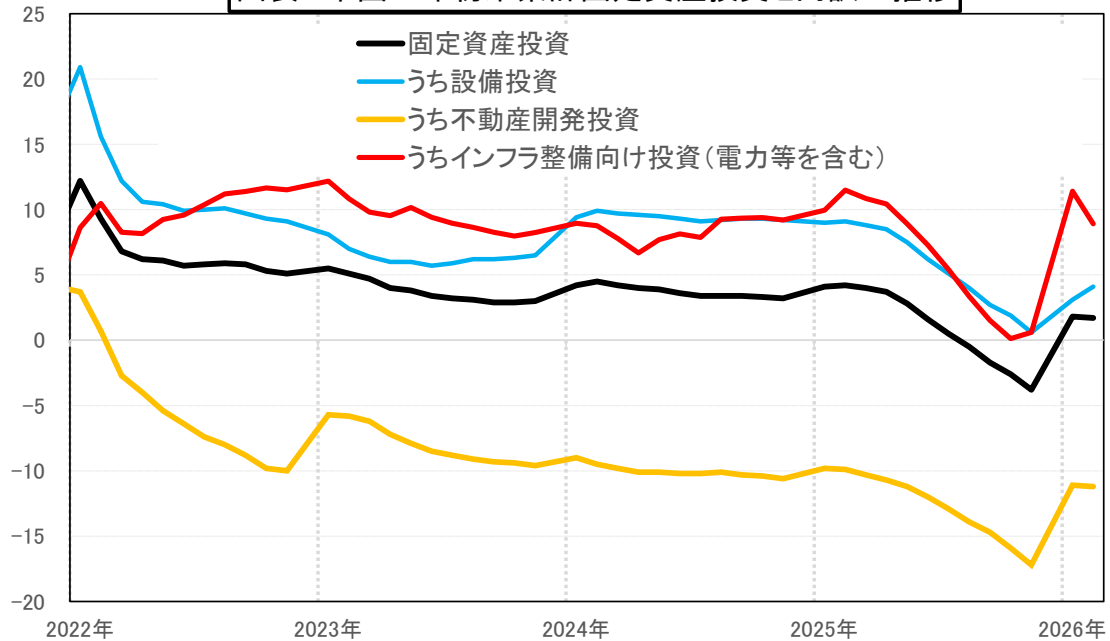
品目別では、高付加価値製品の輸出が輸出全体をけん引した。とくに、自動データ処理装置および部品は同 37.1%、集積回路は同 84.9%と、AI ブームを背景に高い伸びが続いている。また、交通輸送設備も堅調で、船舶は同 35.8%、自動車は同 43.9%と大幅増加となった。一方、玩具や衣類、カバンなどの労働集約型製品は総じて減少した。

輸入額についても、国内需要の持ち直しと輸入価格の上昇を背景に、3月は前年比 27.8%と 25年12月から大きく加速した。集積回路や自動データ処理装置の輸入が大幅に増加したほか、鉄鉱石など資源関連の輸入増も続いている。

さらに、一部原材料や化学製品の輸入価格の大幅な上昇も輸入額を押し上げた。例えば、鉄鉱石の輸入価格は前年比 39%、肥料は同 29.1%と上昇しており、これには、中東情勢の緊迫化を背景とした国際的な供給リスクが影響している可能性が高い。

(%前年比)

図表4 中国の年初来累計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1~3月期。

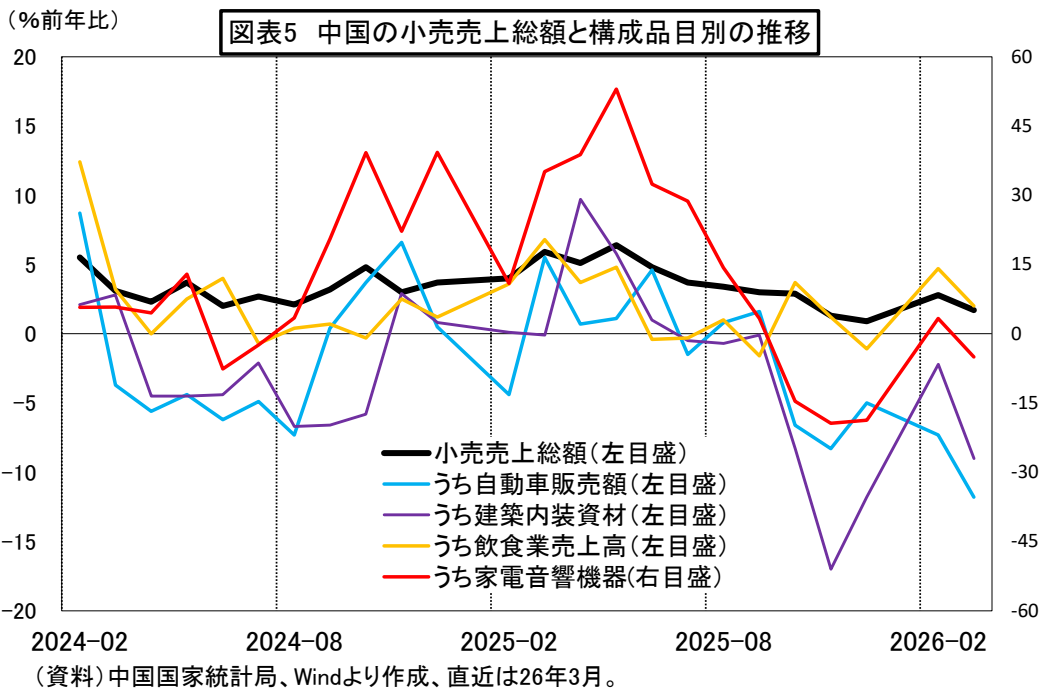
固定資産投資に持ち直しの動き

26年1~3月期の固定資産投資は前年比 1.7%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の設備投資を押し上げたためであろう。

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▲11.2%と、マイナス幅は縮小したものの、依然として大幅な減少が続いている。一方、インフラ整備向け投資（電力等を含む）は同8.9%と、25年（同0.6%）から大きく改善し、製造業の設備投資も同4.1%と持ち直しが確認された。

また、投資主体別にみると、国有企業は大きく持ち直したが、民間投資は同▲2.2%と低迷が続いており、不動産開発投資を除いても同1.3%にとどまっている。



個人消費は総じて弱い

春節（旧正月）連休の長期化や政府による消費促進策の前倒し実施を背景に、消費は持ち直し基調にあるものの、総じて弱い。3月の名目小売売上総額は前年比1.7%と鈍化した。1～3月期では同2.4%となった（図表5）。

内訳を見ると、必需品は比較的底堅く推移したものの、小売売上総額の約1割を占める自動車販売額は前年比▲11.8%と前年割れが続く、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名目小売売上総額は同3.2%となった。

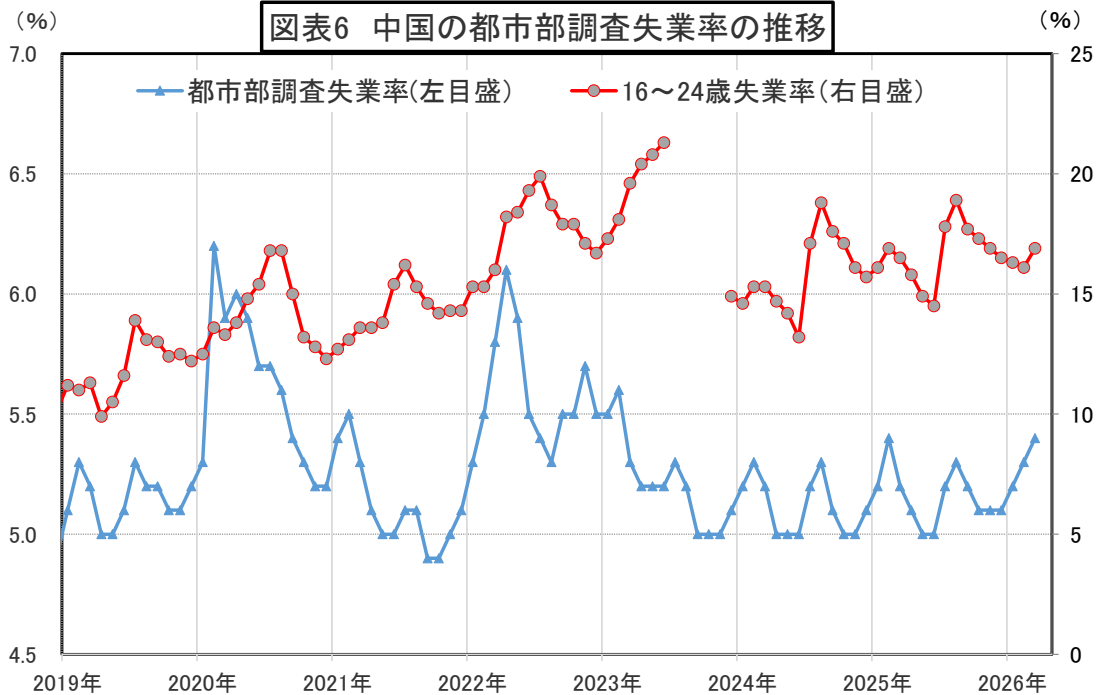
個人消費が総じて弱く推移した背景には、雇用および所得

環境をめぐる環境の厳しさが挙げられる。実際、3月の都市部調査失業率は5.4%と1年ぶりの高水準となり、16～24歳の若年層では16.9%に上昇した。失業率の上昇に一時的な春節（旧正月）要因による面は大きいですが、AI導入や中東情勢の緊迫化によるコスト面での不確実性が企業の採用計画に悪影響を与えている可能性も否定できない。

また、1～3月期の実質可処分所得を確認すると、一人当たり実質可処分所得は前年比4.0%と25年10～12月期（同5.0%）から鈍化し、特に都市部住民では3.2%と同期の実質GDP成長率（前掲5%）を下回っている。

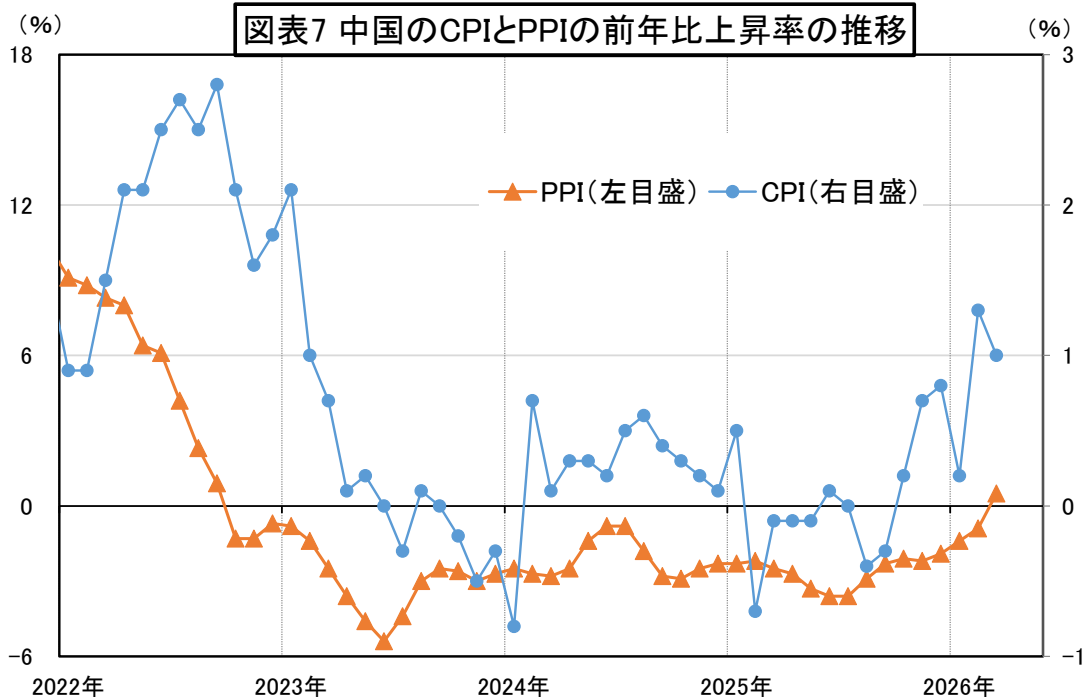
このように雇用と所得環境の厳しさが続くなか、地方政府による個人消費刺激策の効果も注目される。例えば、江蘇省では、乾燥機、食器洗い乾燥機、レンジフード、家庭用ガスコンロ、浄水器、高性能便器、ロボット掃除機、デジタルカメラ、知能ロボット、電動車いすの計10品目を、新たに補助対象に追加した。

図表6 中国の都市部調査失業率の推移



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は26年3月。

(注) 16～24歳失業率の公表は23年7月に取りやめたが、同年12月から再開。



**物価動向：3月のPPI
前年比上昇率はプラス
転換、CPIは1.0%
へ鈍化**

原油や重要鉱物などの国際商品価格の急騰に加えて、国内の一部産業における需給関係の改善を背景に、生産者物価指数（PPI）は前月比1.0%、前年比0.5%といずれも2月（同0.4%、同▲0.9%）から大きく上昇した。

PPI前月比は3月に1.0%と、6か月連続の上昇となり、上昇率は2月から0.6ポイント加速した。これは過去48か月で最大の上昇幅である。前年比も0.5%と、3年半ぶりにプラスに転じた。

他方、3月の消費者物価指数（CPI）は前月比▲0.7%、前年比1.0%と、いずれも2月（同1.0%、同1.3%）から鈍化した。食品とエネルギーを除いたコアCPIは前年比1.1%の上昇であった。3月のCPI前月比下落（▲0.7%）は、食品とサービス価格の季節要因による下落が主因である。

内訳を見ると、気温上昇による供給量の増加や春節休暇後の需要減退を受け、生鮮野菜と生鮮果物の価格はそれぞれ前月比▲10.1%、同▲3.3%と大きく下落した。また、豚肉、鶏卵、水産物の価格もそれぞれ同▲7.3%、同▲3.4%、同▲2.6%下落し、CPI前月比を0.45ポイント押し下げた。

サービス価格も同▲1.1%と2月（同1.1%）から下落に転じ、CPI前月比を0.51ポイント押し下げた。航空券、レンタ

経済見通し：小幅減速、当面の注目点は中東情勢や米中関係

ル料金、観光代金はいずれも大幅に下落し、CPI を 0.34 ポイント押し下げた。他方、国際原油価格の大幅な上昇を受け、国内油価の臨時調整が行われ、ガソリン価格は 11.1% 上昇し、CPI 前月比を 0.31 ポイント押し上げた。

総じて、3 月の物価水準は回復基調にあるものの、一時的な外部要因（輸入インフレ）による影響が大きく、内需の弱さが依然残る状況にある。

先行きについては、国内の過剰生産の削減や新興産業の需要拡大が見込まれるなか、原油価格が 1 バレル 80 ドル超で推移すれば、PPI は当面プラス圏を維持すると予想される。CPI の回復は、不動産市場調整の長期化や内需回復力の弱さを受けて緩やかなものにとどまると考えられる。

景気の先行きを展望したい。不動産開発投資の停滞や内需拡大策の効果の弱まりが見込まれるほか、輸出も 1~3 月期ほどの伸びは期待されにくい。そのため、26 年 4~6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.8% へ小幅に減速すると予想される。

当面は、中東情勢や米中関係、不動産市場の調整の動向、地方債の発行状況、そして 4 月末に開催予定の党中央政治局会議の内容が注目点となろう。

(26. 4. 23 現在)