

# 経済金融 ウォッチ

2026年6月号

国内	.....	1
米国	.....	11
中国	.....	19



## インフレリスクを重視、6月利上げを目論む日本銀行

### ～米国とイランは戦争終結に向けた協議を続行～

南 武志

#### 要旨

米国はイランとの停戦を無期限で延長し、戦争終結に向けた協議を続行しているが、最終合意には至っていない。ホルムズ海峡の開放は未だ実現しておらず、世界経済は原油供給懸念に晒されたままである。しかし、マーケットは事態の行方を引き続き楽観視しており、AIブームによって株価は史上最高値を断続的に更新するなど、活況を呈している。

イラン情勢を受けて、政府は3兆円規模の補正予算案を編成する方針であり、エネルギー価格抑制に注力するほか、原油などの代替調達先の確保を進めている。26年春闘での賃上げは堅調さを維持しているとはいえ、消費マインドが大幅に悪化したほか、輸出も悪化が見られるなど、イラン情勢の悪化は国内景気を徐々に下押しつつある。

こうしたなか、日銀はインフレリスクへの警戒を強めている。5月に入り、政策委員が相次いで早期利上げの必要性を訴えるなど、6月利上げが現実味を帯びている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目		2026年				27年
		5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	0.70~1.05	0.95~1.05	0.95~1.30	0.95~1.30
国債利回り	20年債 (%)	3.595	3.50~4.00	3.55~4.05	3.60~4.10	3.65~4.15
	10年債 (%)	2.680	2.50~3.00	2.55~3.05	2.60~3.10	2.65~3.15
	5年債 (%)	1.930	1.80~2.30	1.90~2.40	1.95~2.45	2.00~2.50
為替レート	対ドル (円/ドル)	159.4	150~165	150~165	150~165	150~165
	対ユーロ (円/ユーロ)	185.5	175~190	175~190	175~190	175~190
日経平均株価 (円)		64,999	64,000±5,000	65,000±5,000	66,000±5,000	67,000±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)

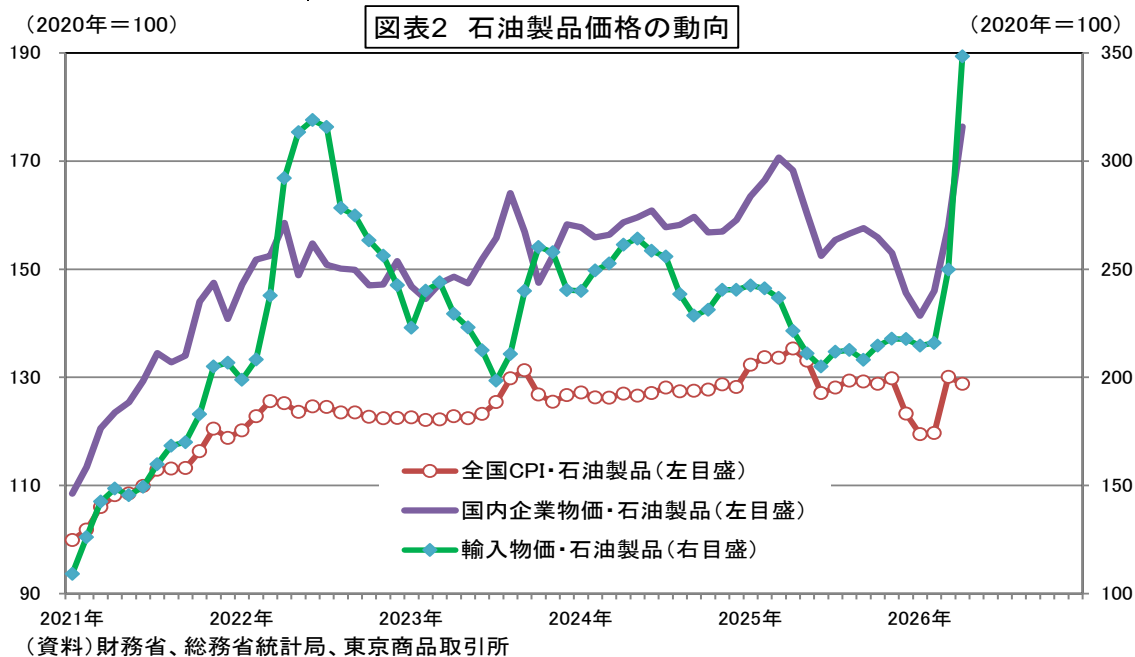
(注)実績は2026年5月27日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

#### 戦争終結に向けた協議が続行

2月28日に米国・イスラエルが共同でイランに対する軍事作戦を実施したことで、中東情勢は劇的に悪化した。その余波でペルシャ湾岸の産油国からのエネルギー輸送の要衝であるホルムズ海峡は事実上封鎖されたことで国際原油市況は急騰、原油供給懸念も広がった。その後、4月8日にパキスタンの仲介で米国とイランとの間で2週間の停戦合意が成立した。ホルムズ海峡近辺では局地的かつ散発的な衝突が散見されるものの、米国は停戦を無期限で延長する考えを示しており、イランの核開発問題など戦争終結に向けた協議が行われている。しかし、現時点では最終合意には至っていない。

一方、4月の停戦合意ではホルムズ海峡の開放が明記された

ものの、実際にはそうした運用はなされておらず、加えて米国が逆封鎖をするなど事実上の封鎖状態は続いている。そのため、ホルムズ海峡を通過する石油タンカーなどは激減しており、世界経済は原油供給懸念に晒されたままである。日本の物価統計からは石油製品価格の急上昇が確認できる。特に輸入物価の石油製品は前年比 57.3% となった。



### 1～3 月期の経済成長率は年率 2.1%と堅調

以下、足元の国内景気動向について確認したい。1～3 月期の実質 GDP は前期比 0.5%、同年率 2.1%と 2 期連続のプラス成長で、潜在成長率（年率 0%台半ば）を大きく上回るなど、堅調な内容となった。内訳を見ると、トランプ関税の影響が一巡して世界貿易が持ち直し傾向にあったこともあり、輸出等が同前期比 1.7%と 2 期連続の増加となったほか、民間消費（同 0.3%）、民間企業設備投資（同 0.3%）、公共投資（同 1.4%）も底堅く推移した。

### イラン情勢悪化によってマインドや輸出・生産が下振れ

一方、GDP デフレーターは前年比で 3.4%と 14 期連続のプラスとなった。輸入デフレーターが同 3.2%と上昇に転じた半面、国内需要デフレーターは同 2.6%と一定の上昇率を維持、価格転嫁の動きが定着していることが確認できた。

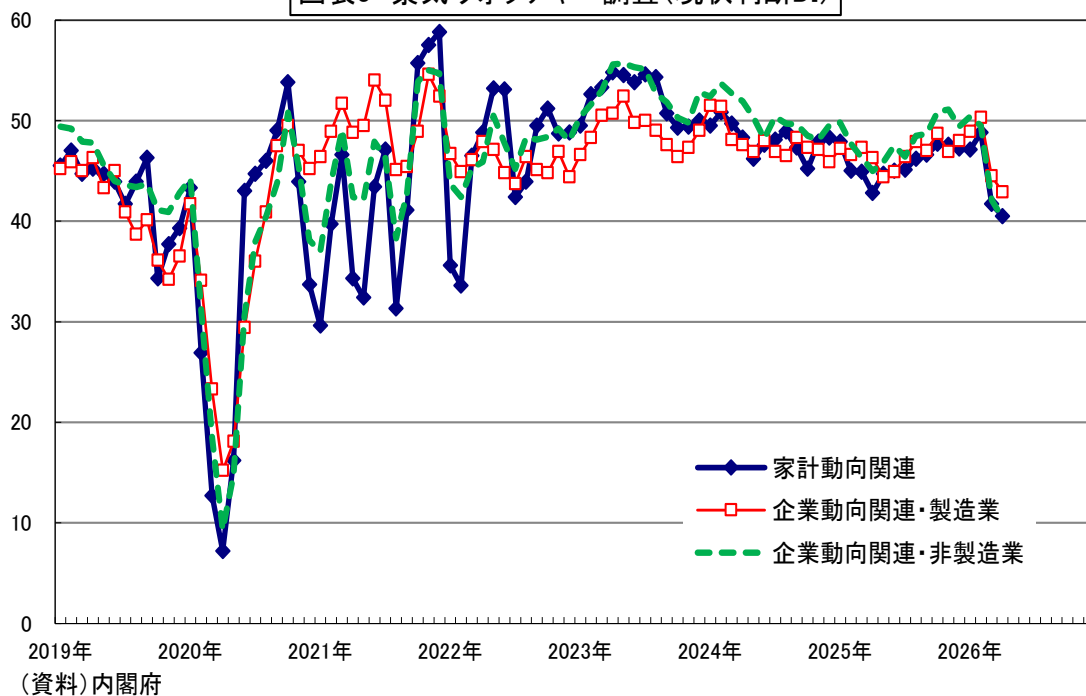
月次指標を確認すると、3 月の景気動向指数・CI 一致指数は前月から+0.2 ポイントと 2 か月ぶりに上昇、基調判断は「下げ止まり」から「上方への局面変化」へ上方修正された。一方、4 月の景気ウォッチャー調査の「景気の現状判断」DI は前月か

ら▲1.4ポイントと、イラン情勢の悪化を受けて大幅に悪化した3月分から一段と低下した(2か月連続)。「先行き判断」DIは同+0.7ポイントと3か月ぶりに上昇したが、「現状判断」DIと同様、判断基準である50を大きく割り込んだ。

4月の実質輸出指数は前月比▲2.8%と2か月ぶりに低下、1~3月平均を3.1%も下回った。トランプ関税の影響が一巡しつつあったが、ホルムズ海峡の事実上の封鎖が世界貿易の新たな障害となっている。また、3月の鉱工業生産は前月比▲0.4%と2か月連続のマイナスだった。原油調達難から化学工業や石油製品工業が大きく低下したことが見てとれる。4月の製造工業生産予測指数(予測誤差補正後)は同▲1.0%と、さらに低下する可能性がある。

また、3月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は同▲9.4%と2か月ぶりに減少したが、激増した2月分(同13.6%)からの反動としては限定的だった。また、1~3月期は前期比6.4%と2期連続の増加で、事前見通し(内閣府集計、同▲4.2%)を大幅に上回った。同時に発表された4~6月期見通しも同0.3%と増加見通しである。ちなみに、4月の工作機械受注(内需)は前年比43.4%と激増するなど、イラン情勢の悪化による影響は出ていないようだ。

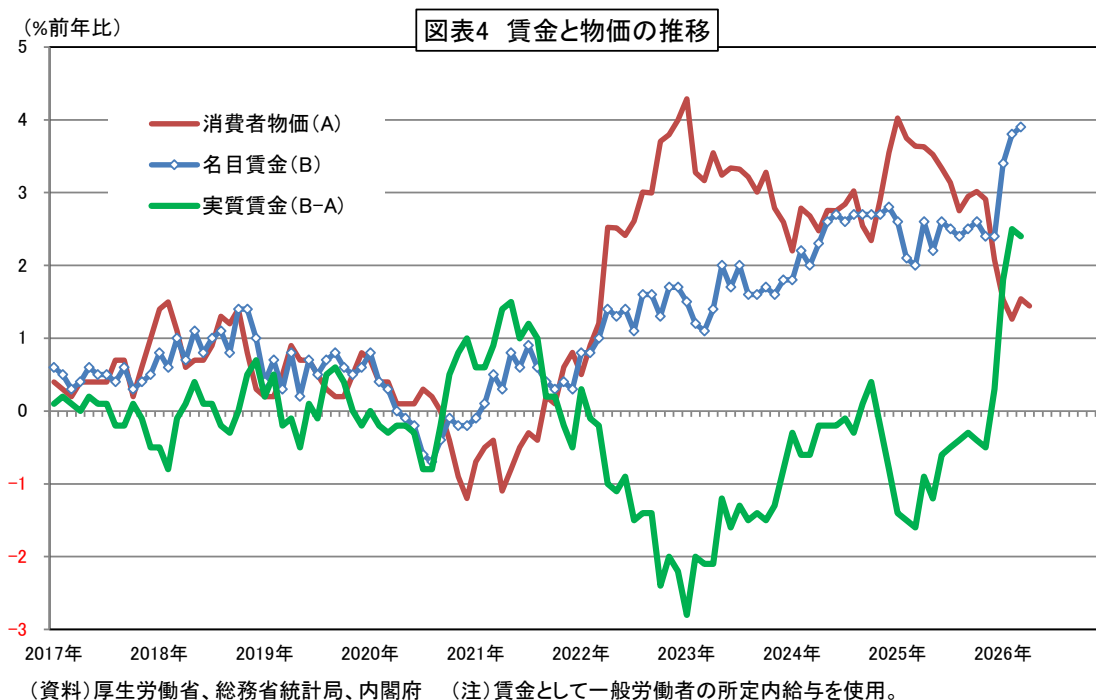
図表3 景気ウォッチャー調査(現状判断DI)



## 物価鈍化で実質賃金は前年比プラス幅を拡大

3月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比3.1%、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3.9%と、上昇基調を維持している。後述の通り、26年入り後は物価上昇率の鈍化傾向が強まっていることもあり、実質賃金は前年比プラスの状態を維持した。現金給与総額ベースで同1.6%、一般労働者の所定内給与ベースでも同2.4%と、いずれも4か月連続のプラスであった。

とはいえ、イラン情勢の悪化を受けて原油価格が急騰し、石油由来の製品品薄などが意識されたこともあり、消費マインドは大幅に悪化している。4月の消費動向調査「消費者態度指数」は前月から▲1.1ポイントの低下で、基調判断は2か月連続で「弱含んでいる」であった。こうした消費マインドの悪化もあり、3月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は前月比▲0.2%と2か月連続で低下するなど、実質所得の増加の恩恵が行き渡っていない。



## 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5回回答集計結果（5月7日時点）によれば、全体で5.05%（平均賃金方式、以下同じ）と、25年同時期（5.32%）を下回ったものの、堅調な内容である。連合が目標として掲げた「5%以上」を達成できる可能性がある。

**物価動向：4月の全国コアCPIは政策効果もあり前年比1.4%へ鈍化**

一方、イラン情勢の悪化によってガソリンなど石油製品価格が高騰したほか、ナフサなど石油由来の製品の供給懸念が広がっている。政府は新たなガソリン補助金支給を開始したほか、7～9月使用分の電気・ガス料金の負担軽減策を再導入する方針である。これに向けて政府は26年度予算の予備費（1兆円）を取り崩すほか、3兆円規模の補正予算案を編成して6月第1週にも国会に提出する方針である。

さて、政府によってエネルギー価格が抑制されていることもあり、後述の通り、足元の物価上昇率は鈍化が進み、実質賃金は前年比プラス状態となっている。本来であれば、26年春闘が堅調さを維持していることもあり、消費の本格回復が期待される場所であったが、イラン情勢の悪化を受けて消費マインドは大きく悪化している。また、輸出・生産に影響が出始めている。夏場にかけて国内景気は一旦足踏みする可能性が高いと思われる。

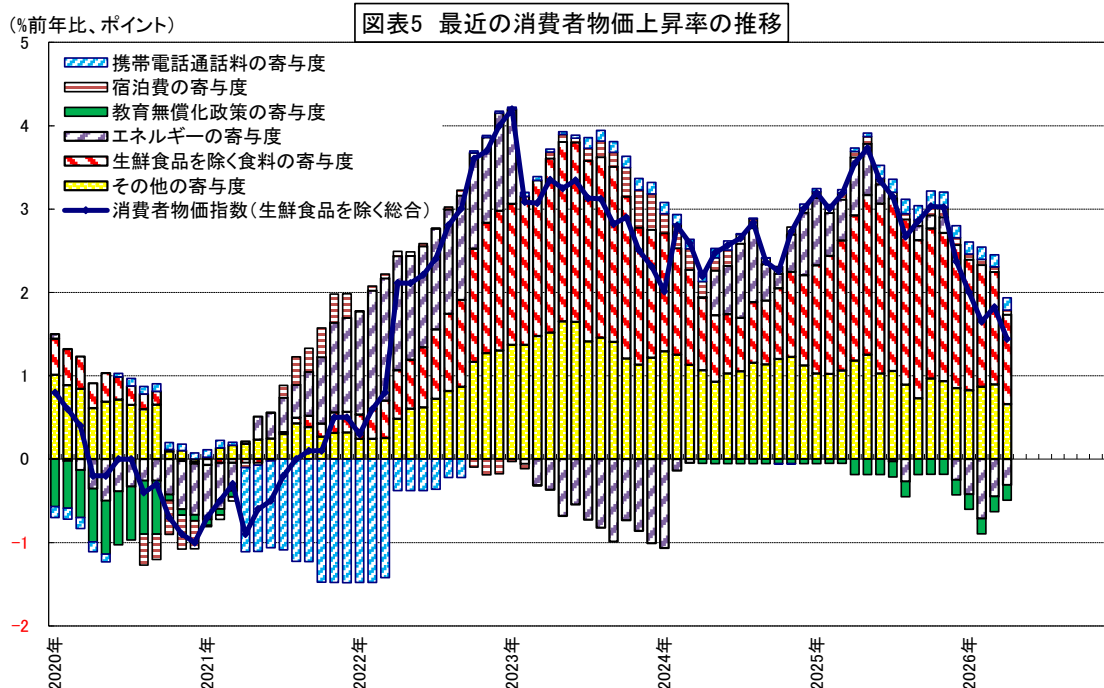
なお、米国とイランが今夏にも戦争終結で合意に至れば、原油高止まりはしばらく残るものの、秋以降は景気回復傾向が再び強まる可能性があるだろう。もちろん、イラン情勢の展開は読み切ることは困難であり、先行きの不確実性は極めて高い状況であることはいままでのない。

4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1.4%と2か月ぶりに上昇率が縮小、3か月連続での2%割れとなった。イラン情勢の悪化によって3月に石油製品が大きく値上がりしたが、このうちガソリンについては新たな補助金支給によって値下がりした。とはいえ、電気代・ガス代が値上がりしたことで、エネルギー全体では前月比5.1%の上昇で、物価全体の前年比上昇率を+0.14ポイント押し上げた。

一方、コメは5か月連続で値下がりし、前年比も0.6%（寄与度：+0.01ポイント）へ縮小するなど、ベース効果は一巡した。生鮮食品を除く食料も同4.1%へ鈍化、物価全体の前年比に対して▲0.26ポイントの押し下げとなった。そのほか、私立高校授業料の実質無償化や東京都による保育所保育料の無償化などの政策も物価鈍化に貢献した。

なお、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」は同1.9%と6か月連続で鈍化、24年7月以来の2%割れとなった。上述のように政策効果で一般サービス価格も鈍化した

が、人件費増がサービス価格を押し上げている状況は維持されている。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

### 物価見通し：年末にかけて上昇率は大幅に拡大

次回5月分では電気・ガス代の負担軽減策がなくなるほか、値上げもされており、この要因だけで+0.3ポイントほどの押し上げがあると思われる。さて、政府はガソリン補助金をしばらく継続するほか、7～9月使用分の電気・ガス代負担軽減策を再導入する方針である。電気・ガス料金の負担軽減策は前年より規模を拡大するとしているが、夏場以降はイラン情勢悪化による燃料費高騰が反映されるため、物価上昇率を押し上げるのは避けられないだろう。また、食料もベース効果の剥落が一巡すれば、再び物価上昇率の押し上げ要因になる可能性もある。

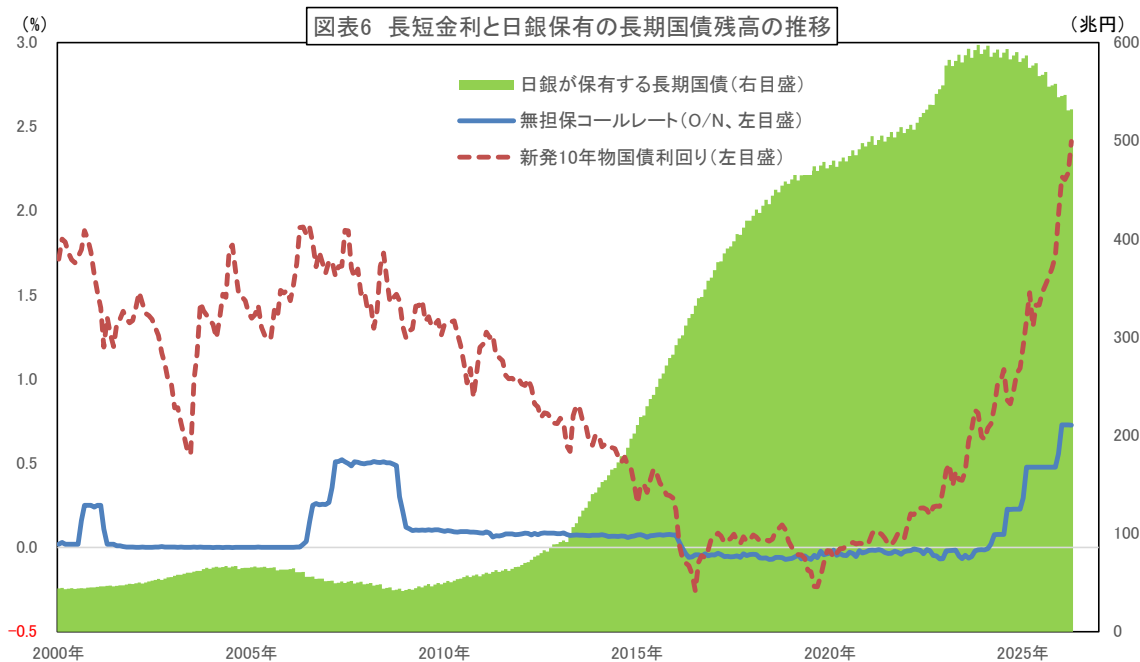
今後、幅広い財・サービスの値上げが進むことで、夏場には物価上昇率は再び2%台となり、年末には3%近くまで高まるものとみられる。

### 金融政策：4月会合は政策変更なしだったが、利上げ票は3に増加

4月27～28日に開催した日本銀行の金融政策決定会合では政策金利の据え置きが決定されたが、これまでの高田審議委員と田村審議委員に加え、中川審議委員も「利上げ案」を提出するなど、利上げすべきとの意見が増えたことが確認できた。

同時に公表された展望レポートでは、イラン情勢の影響を反映させたことで、26年度の成長率見通しを下方修正(1.0%→

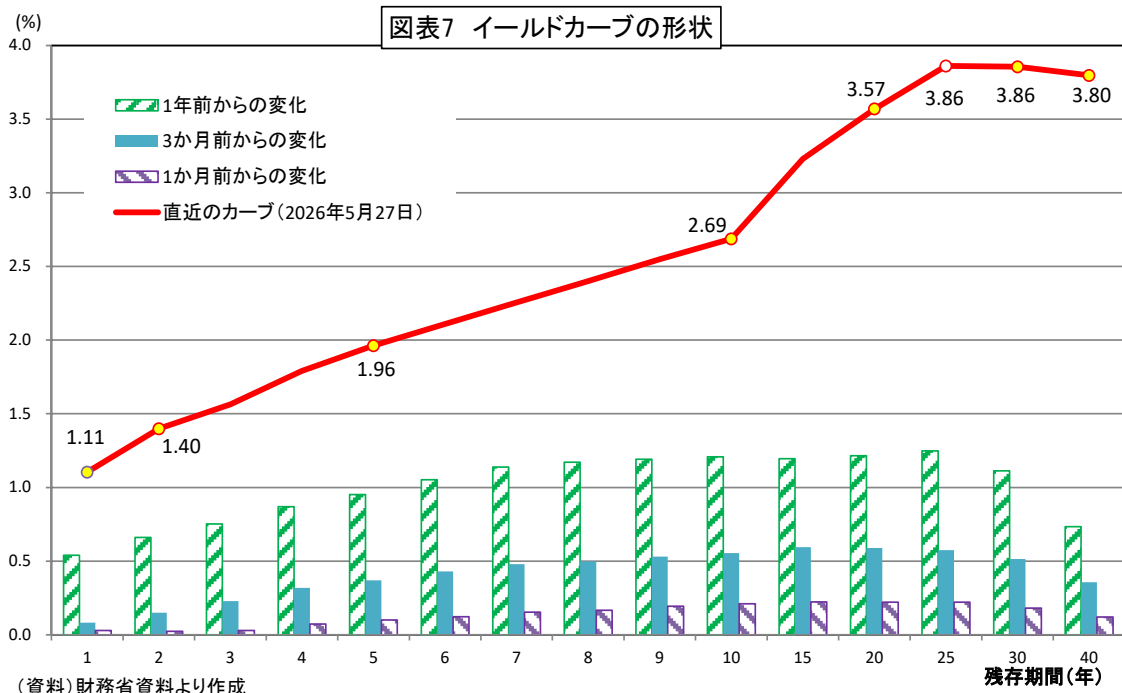
0.5%、中央値)する一方で、物価見通しは大幅に上方修正(1.9%→2.8%、同)した。植田総裁は会合後の記者会見で「基調的な物価上昇率が2%に近づいているほか、企業の賃金・価格設定行動が積極化していることなどを踏まえると、特に物価上昇率が大きく上振れていくリスクが顕在化し、それがその後の経済に悪影響を及ぼすことがないように十分に留意する必要がある」と述べるなど、今後のインフレリスクを重視した発言をしている。



### 金融政策：6月利上げの可能性高まる

その後、5月には増審議委員が「景気下振れの兆しははっきりとした数字で表れないのであれば、できる限り早い段階での利上げが望ましい」と述べた。また、小枝審議委員も「今後は政策金利を適切なペースで引き上げて、経済へのトレードオフにも配慮しつつ、物価高への対応を進めていくことが適切である」との考えを述べている。4月会合では利上げ判断を見送った2名の審議委員が利上げに向けて前向きな発言をしたことで、マーケットでは次回6月会合での利上げを織り込む動きが強まった。

実際に6月利上げの可能性は十分高いものと思われるほか、イラン情勢が比較的短期で収束に向かうのであれば、27年度半ばにかけて「半年に0.25%」のペースでの利上げをするものと思われる。



**金融市場：現状・見  
通し・注目点**

イラン情勢への先行き楽観論が続くなか、AI ブームへの期待感  
は根強く、株価は5月下旬には6万6,000円まで上昇した。一方、  
債券市場では日銀の6月利上げが意識されたほか、補正予算編成で  
赤字国債が増発されるとの警戒感から上昇圧力が高まった。一方、  
ドル円相場は大型連休中に10兆円規模での円買い介入があったも  
の、円安の流れを断ち切るには至っていない。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。

**早期利上げ観測が  
後退、長期金利の  
上昇圧力が緩和**

**① 債券市場**

日銀の利上げ継続方針に加え、高市内閣の「責任ある積極財  
政」への警戒から、25年秋以降の長期金利にはほぼ一貫して上  
昇圧力がかかり続けた。3月初め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、イラン情勢に対応す  
るための補正予算編成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。直近は日銀が6月にも利上げに踏み切  
るとの見方が強まり、一時2.80%と29年半ぶりの水準まで  
上昇する場面もあった。

**長期金利の上昇圧  
力は熾り続ける**

高市内閣はガソリン補助金の支給を継続する方針であるほ  
か、今夏も電気・ガス料金の負担軽減策を再導入する方針であ

り、イラン情勢の悪化による財政支出増への警戒は根強い。また、日銀は6月利上げに向けて地均しをしているほか、その後も利上げを継続する方針である。長期金利の上昇圧力は今後も熾り続けるだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

## 日経平均株価は続投、史上最高値を更新

### ② 株式市場

2月8日の総選挙で自民党が圧勝したことが好感されて、株価は上昇傾向を強め、日経平均株価は2月下旬には一時59,332円まで上昇した。3月入り後はイラン情勢の悪化で景気悪化懸念が広がり、株価は急落、30日には50,558円まで下落する場面もあった。しかし、4月に入ると、好調な企業決算やイラン戦争終結への期待が高まったことで米国株価が上昇、AIブームへの期待感もあって、国内株価も持ち直し傾向が強まった。4月23日にはザラ場で60,000円台に到達、5月27日には一時66,428円まで上昇するなど、活況を呈している。

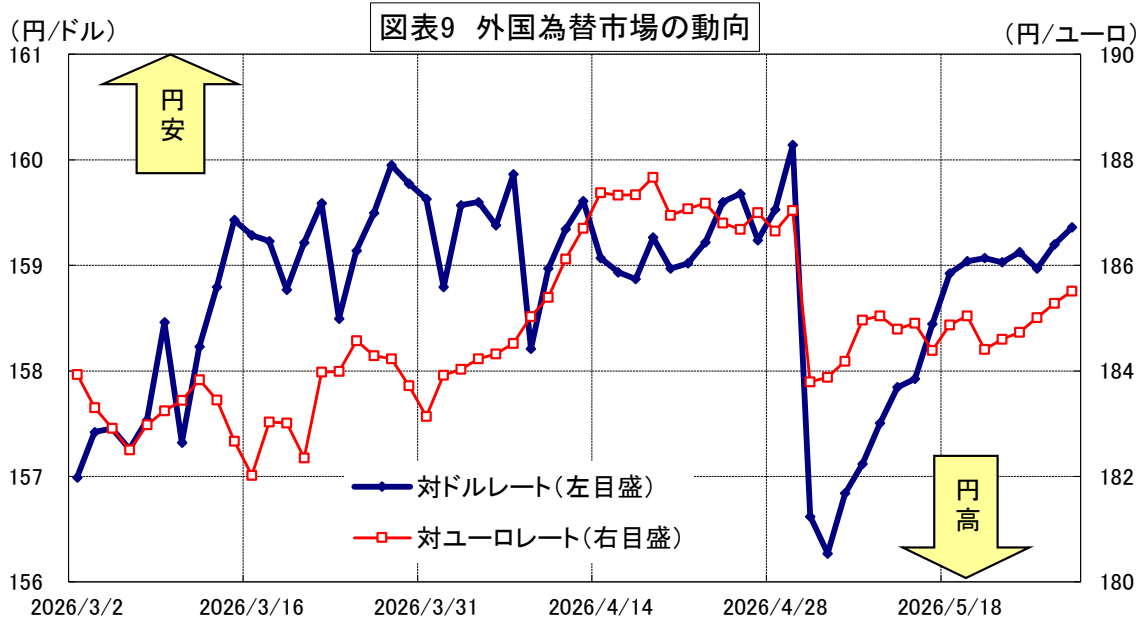
一方、イラン情勢を巡っては、4月中旬以降は概ね停戦状態が続いており、米国とイランが戦争終結に向けた協議を重ねている。しかしながら、いつ合意に至るかは不透明である。また、ホルムズ海峡も事実上封鎖されており、原油供給への懸念も根強い。原油備蓄の乏しい新興国を中心に経済下押しが懸念されている。AIブームへの期待はまだ続き、株価は底堅く推移するとみられるが、イラン情勢の展開次第では下落する場面もあるだろう。

**円買い介入後も根強い円安圧力**

**③ 外国為替市場**

25 年秋以降、高市内閣が掲げる「責任ある積極財政」への警戒感からドル円レートは円安傾向をたどっている。2 月末にイラン情勢が悪化した後は円安圧力が一段と強まり、1 ドル=160 円の手前まで円安が進行した。マーケットは 160 円が政府の防衛ラインと意識していたが、日銀が 4 月利上げを見送ったこともあり、4 月下旬には 1 年 9 か月ぶりに 160 円台となった。片山財務相や三村財務官は投機的な動きには断固たる措置をとると警告してきたが、実際に大型連休中に総額 10 兆円規模での円買い介入を断続的に実施した模様であり、連休明けには 150 円台半ばまで円高方向に戻った。しかし、米国の利下げ見送り観測が強まるなか、5 月下旬にかけて再び 159 円台まで円安が進むなど、円安の流れを断ち切るには至っていない。

先行きについては、日銀が 6 月利上げに前向きであるほか、政府の円買い介入も意識される水準であることから、一段の円安進行は想定しないが、円安圧力は根強いものと思われる。



(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 ユーロ = 180 円半ばでもみ合い**

25 年秋以降、ユーロの対円レートは円安ユーロ高が進行、4 月中旬には 1 ユーロ=188 円に迫った。円買い介入後はユーロ安方向に戻ったが、その後も 180 円台半ばでもみ合いが続いている。4 月のユーロ圏消費者物価 (HICP) が前年比 3.0%へ加速したことから、ECB は 6 月利上げが見込まれている。

(26. 5. 27 現在)

### 景気は堅調だが、インフレ加速が懸念される

#### ～ウォーシュ氏が新 FRB 議長に就任～

佐古佳史

##### 要旨

本レポート執筆時点では米国・イラン間の停戦合意が進展しているとの報道はあるものの、依然として不透明感が拭えない。

ウォーシュ氏は5月22日、FRB議長へ就任した。就任宣誓式は通常のFRB本部ではなくホワイトハウスで実施された。バランスシートをめぐる議論や、政策金利変更、市場とのコミュニケーション、インフレ率の認識など、今後の政策運営が注目される。

5月の全米平均レギュラーガソリン価格は、4.5ドル/ガロン(≒189円/リットル)と約4年ぶりの高値で推移しており、足元の経済指標では、インフレ率の上昇を理由とした消費者マインドの低下が目立つ。

しかし、中長期の期待インフレ率が上昇しているとは言い切れない。このため、FRBが利上げに転じる必要があるとは5月時点では判断できない。

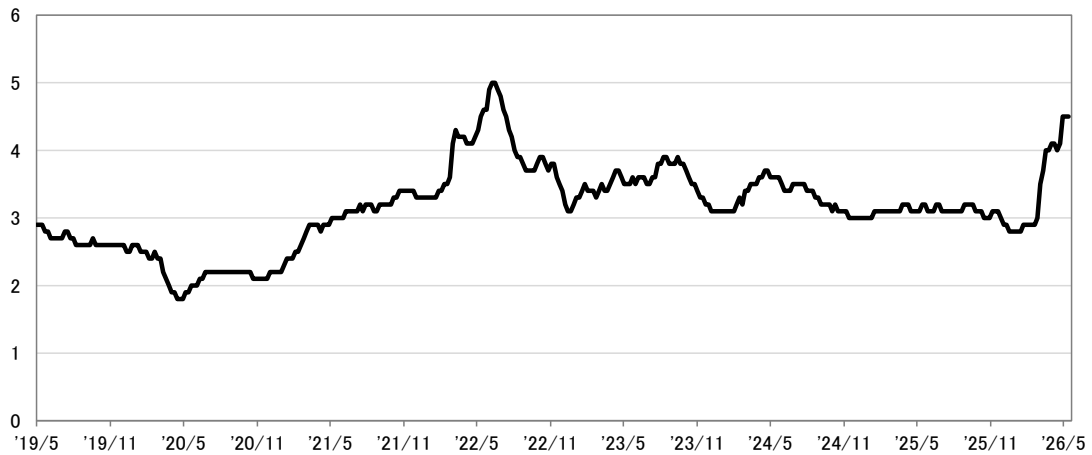
##### 中東情勢の不透明感が継続

本レポート執筆時点では米国・イラン間の停戦合意が進展しているとの報道はあるものの、米国側が交渉における目標を拡大させていることもあり、依然として不透明感が拭えない状態と思われる。こうしたなか、5月の全米平均レギュラーガソリン価格は、4.5ドル/ガロン(≒189円/リットル)と約4年ぶりの水準で推移した。

国際エネルギー機関(IEA)は5月13日、月次のオイルマーケットレポートを更新した。ホルムズ海峡の封鎖により2月以降の供給損失は合計1,280万バレル/日、4月の世界原油供給は9,510万バレル/日となった。一方で、26年の世界原油需要は、価格高騰と経済環境の悪化などから25年比42万バレル/日減少の1億400万バレル/日の見込みとなった。今後の見通しとしては、ホルムズ海峡解放後も、供給回復は遅れる見込みとされた。

(ドル/ガロン)

図表1 全米平均ガソリン価格



(資料)米エネルギー情報局、LSEG

## ウォーシュ氏が新 FRB 議長に就任

ケビン・ウォーシュ氏は5月22日、FRB議長へ就任した。就任宣誓式は通常のFRB本部ではなくホワイトハウスで実施され、ウォーシュ氏は5月22日、FRB議長へ就任した。就任宣誓式は通常のFRB本部ではなくホワイトハウスで実施され、これは1987年のグリーンズパン以来となる異例の対応と報じられた。今回の人事にはトランプ大統領が強く関与し、式典にも同席したものの、式場ではFRBの独立性を尊重する姿勢を示す発言も行われた。政治介入への懸念を和らげる意図があったのかもしれない。

ウォーシュ新FRB議長の現時点で確認できる方針としては、インフレ加速の原因を過剰流動性とみなす立場から、バランスシート縮小を重視し、結果的に、長期金利の高止まりについては寛容とみられる。ただし、過剰流動性とインフレ率の関係についてはあまり説得力があるとは思えない。

一方で、AIが供給力を押し上げることでインフレ圧力を弱めるという「AIディスインフレ論」も主張しているため、将来的な利下げの根拠となるかもしれない。

また、FRBの改革を重視しており、コロナ禍以降に膨張したFRBの役割を批判し、物価安定と雇用最大化という本来の使命に回帰させる姿勢を明確にしている点も特徴的といえる。

判断が分かれる論点としては、インフレ指標についてはコアPCEより低く出ている刈込平均や中央値のPCEデフレーターをウォーシュ議長は重視する傾向があるため、政策金利を低めに誘導するバイアスがあるのかもしれない。さらに、ドットプロ

## 堅調な労働市場

ットなどのフォワードガイダンスを「金融政策の柔軟性を損なう」として見直す意向を示しているため、実際の運営方針が固まるまでは、多少混乱があるかもしれない。

ウォーシュ議長は、当然ながらFRBの独立性維持を強調しているものの、トランプ政権との強い関係性や、本質的には利下げ志向と見られる節もあることから、どのような政策運営になるのか非常に興味深い。

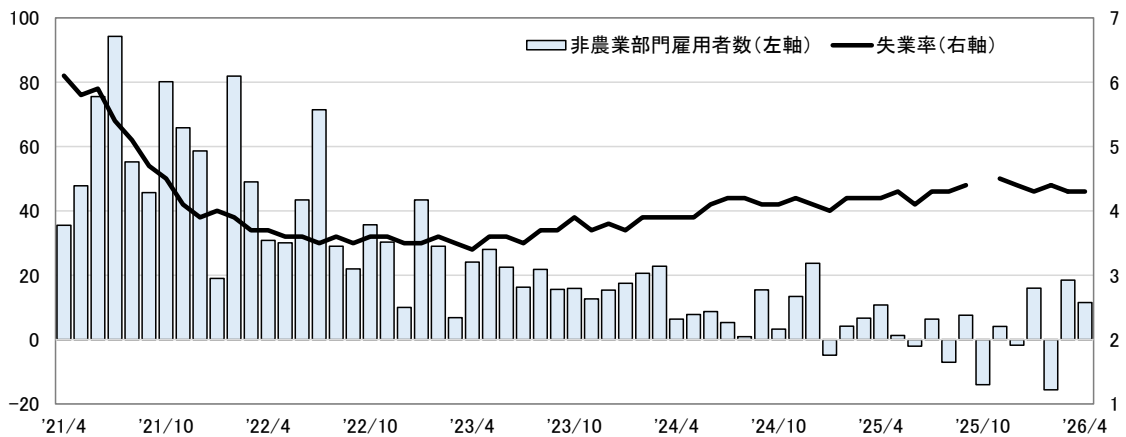
さて、4月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月から11.5万人（事業所調査）の増加となり、3か月平均では同4.8万人の増加となった。また、失業率は変わらずの4.3%となった。堅調な内容といえる。

4月の平均時給は前年比3.6%（前月比0.2%）、生産・非管理職の時給は同3.7%（同0.3%）の上昇となった。2%物価目標とおおむね整合的な上昇率といえる。

(万人、前月差)

図表2 雇用統計

(%)



(資料)米労働省統計局、LSEG

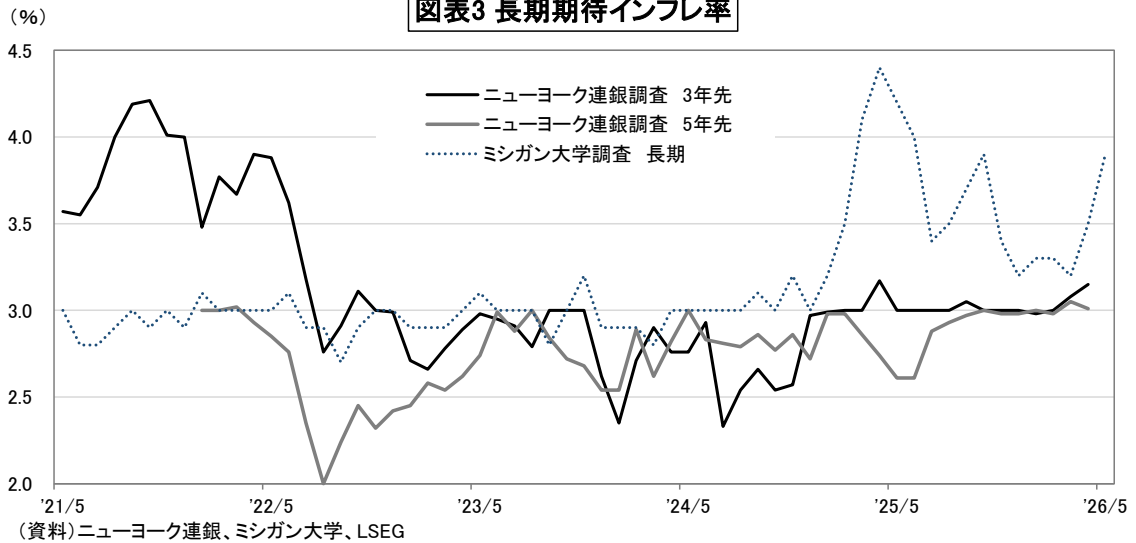
## まちまちな動きの長期期待インフレ率

続いて期待インフレ率の動きを確認すると、4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0.2ポイント上昇の3.6%、3年先と5年先はいずれも変わらずの3.1%、3.0%であった。また、5月のミシガン大学調査（確報値）では、1年先は同0.1ポイント上昇の4.8%、長期は同0.4ポイント上昇の3.9%となった。

全体としては、原油価格上昇の影響から短期期待インフレ率は高まったといえるが、長期期待インフレ率はまちまちな動きとなっており、判断が分かれるところだろう。このため5月末の段階では、「長期期待インフレ率の上昇を警戒してFRBは利

「上げをする必要がある」とまでは言い切れない印象を受ける。

**図表3 長期期待インフレ率**

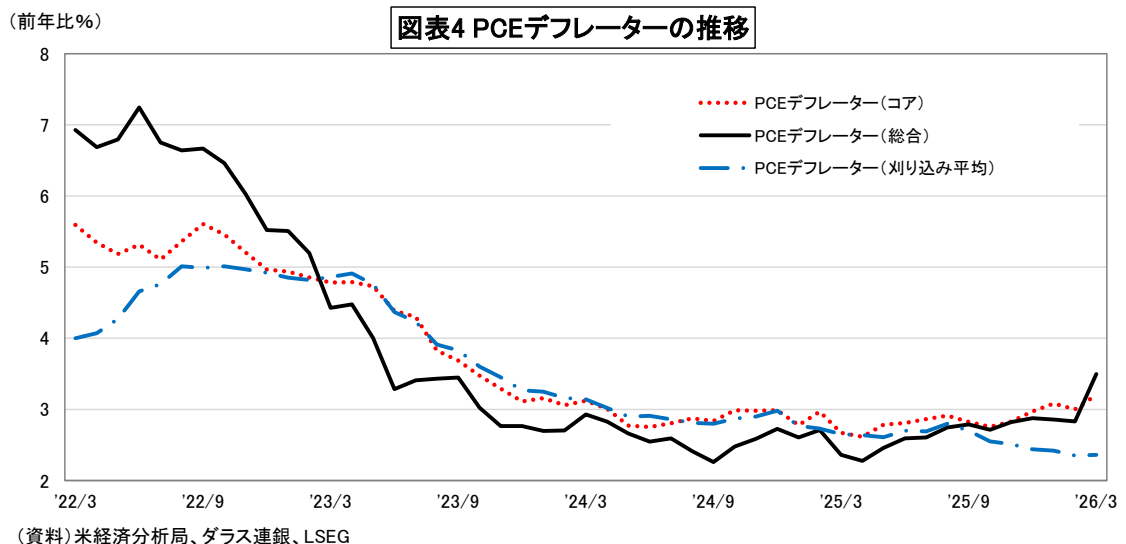


**インフレ率は加速**

12日に公表された4月の消費者物価指数(CPI)は、エネルギーが前月比3.8%と引き続き速いペースで上昇していることから、総合は同0.6%(前年比3.8%)、エネルギーと食料を除くコアは同0.4%(同2.8%)となった。消費者物価指数の加速が続いている。

また、3月のPCEデフレーターは総合が前年比3.5%、コアが同3.2%とやや加速した。米国時間28日に公表される4月分は一段の加速が見込まれる。

**図表4 PCEデフレーターの推移**

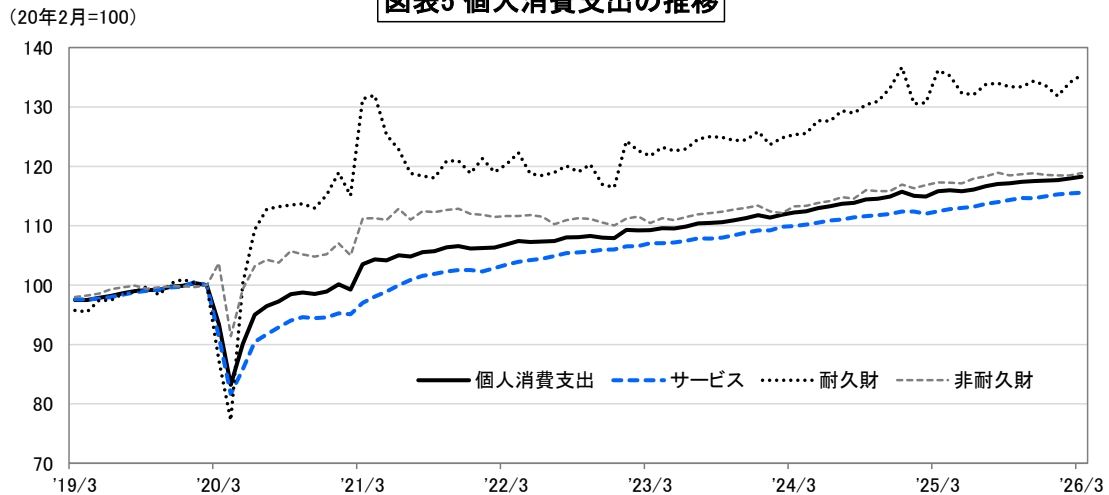


**個人消費支出は4月に減少したとみられる**

3月の個人消費をみると、財消費は前月比0.6%、サービス消費は同0.1%となり、全体としては同0.2%となった。実質値でみると、ガソリン・エネルギーは同▲1.4%と大きく減少した。

また、4月の小売売上は同0.5%となり、インフレ率を考慮すると、消費は減少したと考えられる。なおガソリンスタンド（Gasoline stations）の売上は同2.8%となった。

**図表5 個人消費支出の推移**



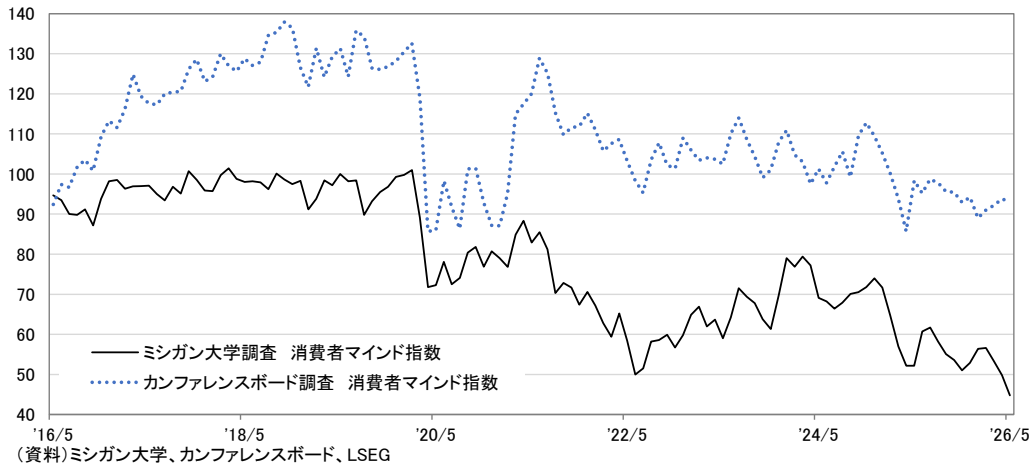
(資料)米経済分析局、LSEG

## 低調な消費者マインド

5月のミシガン大学調査（確報値）をみると、ホルムズ海峡での供給混乱によりガソリン価格の高騰が続いていることから、消費者マインド指数は3か月連続で低下し、過去最低水準（22年6月）を小幅に下回った。

あわせてミシガン大学からは、①57%の消費者が自発的に「物価高が家計を圧迫している」と回答し、生活費の高騰が依然として最大の懸念事項であること、②低所得層や非大卒の消費者の景況感低下が特に顕著であったこと、③消費者は、長期的に見てもインフレ率が燃料価格を超えて拡大・蔓延することを警戒していること、④無党派層と共和党支持者の景況感が低下し、両グループとも第2次トランプ政権下で最低の水準を記録した一方で、民主党支持者の景況感は4月からほとんど変化していないこと、などが報告された。

図表6 消費者マインドの推移

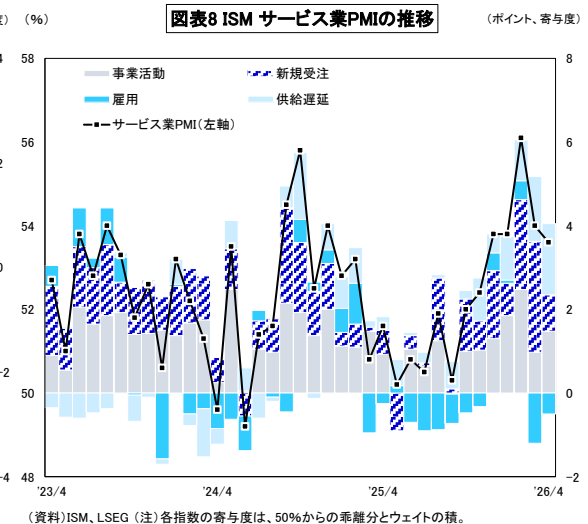
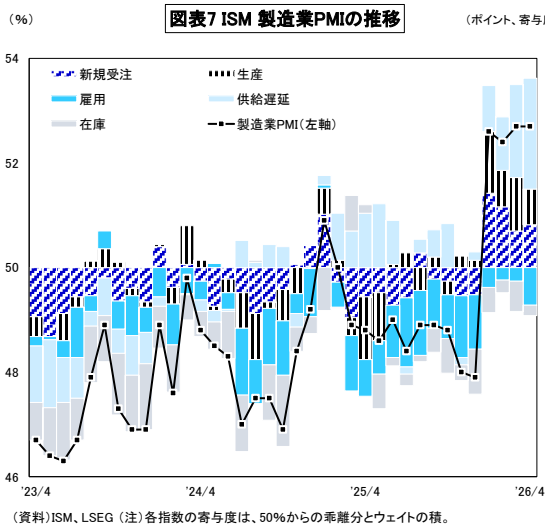


企業部門の拡大がうかがえる ISM 指数

4月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から変わらずの52.7%と、判断基準となる50%を4か月連続で上回り拡大局面を示した。また、サービス業指数は同▲0.4ポイントの53.6%と22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6.3ポイントの84.6%、サービス業は変わらずの70.7%となり、いずれも上昇傾向が顕著である。物価高が持続しそうだ。

雇用指数については、製造業が同46.4%と31か月連続で縮小傾向となり、サービス業も48.0%と2か月連続で縮小傾向を示した。全体としては、企業部門の拡大、価格上昇と雇用削減が継続している内容となった。



景気の先行き：拡張的な財政政策と

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%

## AI ブームによる経済成長

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（OBDDA）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。

なお、5月末時点の政策金利の見通しとしては、インフレ率が高止まりしていることから、利下げは27年半ばへ後ずれすると思われる。一方で、期待インフレ率の上昇が広範に確認できるわけではないことから、利上げする必要性は今のところはないと考える。

もっとも、政策金利見通しについては、中東情勢と原油価格、インフレ率、期待インフレ率などに影響されるため、不確実性が高い。

## 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、引き続き中東情勢と米・イラン間の和平交渉が注目材料となるなか、FRBが利上げ路線へ転換する可能性も意識されつつある。長期金利（10年債利回り）は、2月28日のイラン戦争開始以降、上昇傾向で推移し、5月19日は停戦協議の停滞感などから、25年1月以来の水準となる4.6%台まで上昇した。その後は、停戦協議の進展を睨みつつ4.5%前後へ低下した。

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。ウォーシュFRB議長の発言にも注意したい。



### 株式市場：緩やかな上昇を予想

株式市場（ダウ平均）では、3月末以降、停戦合意や和平交渉などの進展から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り、株価が急回復した。好調な企業決算を消化するなかで、AIブームの継続が確認されたことも、株価の上昇要因となっている。ダウ平均は5月半ば以降5万ドル台前後まで回復し、5月27日は終値で50,644.28ドルと最高値を更新した。

先行きについては、AIブームが継続するなかで、中東情勢に気を配る展開が続くと思われるが、停戦交渉が続いていることや、株が極端に下落する局面では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しつつ、緩やかな上昇が継続すると思われる。

(26.5.28 現在)

## 個人消費と投資の弱さが続く中国経済

### ～当面の注目点は内需拡大策と中東情勢～

王 雷軒

#### 要旨

2026年1～3月期の実質GDP成長率は前年比5.0%となり、前期の10～12月期(同4.5%)から0.5ポイント加速した。しかしその後は、輸出が比較的底堅く推移しているものの、内需の弱さが続いており、景気減速への懸念が高まっている。

こうした状況を踏まえると、地方債や特別国債の発行・利用の加速に加え、利下げなどの金融緩和が必要となろう。今後は、政策対応の有無や中東情勢の動向のほか、既存内需拡大策の効果や不動産市場の調整の進展に注目する必要がある。

#### 9年ぶりの米国大統領訪中：米中関係の再構築を目指す

2026年5月13日～15日、トランプ米大統領が9年ぶりに中国を訪問した。今回の訪中にも、電気自動車(EV)大手テスラのイーロン・マスク最高経営責任者(CEO)や、半導体大手エヌビディアのジェンスン・ファンCEOなど、テクノロジー企業や金融業界のトップが同行した。

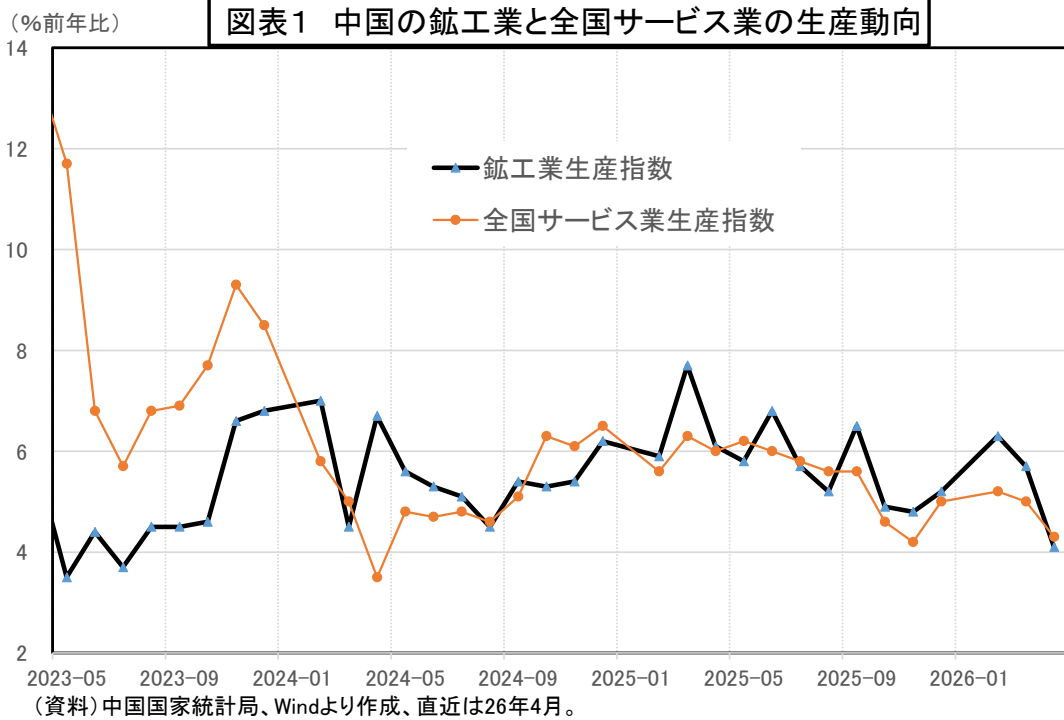
米中首脳会談後に共同記者会見や共同声明は行われなかったものの、米中関係や国際情勢について協議が行われたと報道されている。米中関係については、「建設的戦略安定関係」(建設性戦略安定関係)の構築で一致した。そのうえで外交・国防・通商・農業・観光・人的交流など幅広い分野での協力や交流を進めていく方針も示された。

また、米中通商については、閣僚級交渉の継続に加え、貿易理事会(米中貿易委員会)と投資理事会(米中投資委員会)の設立に合意し、農産物輸入や関税引下げなどの課題解決を図る仕組みが示された。さらに、中国による米国製航空機の購入や、農産物の非関税障壁の緩和についても合意している。

#### 足元の景気は内需の弱さにより減速基調

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。しかしその後は、輸出が堅調である一方、個人消費と投資の弱さが一段と目立ち、景気減速懸念が強まっているとみられる。まず生産面では、4月の鉱工業生産(一定規模以上)は前年比4.1%と、1～2月期(同6.3%)、3月(同

5.7%) から大きく鈍化し、全国サービス業生産も前年比 4.3%と、1~2月期 (同 5.2%)、3月 (同 5.0%) から減速している (図表 1)。



**個人消費は弱含み、当面は力強さを欠く見通し**

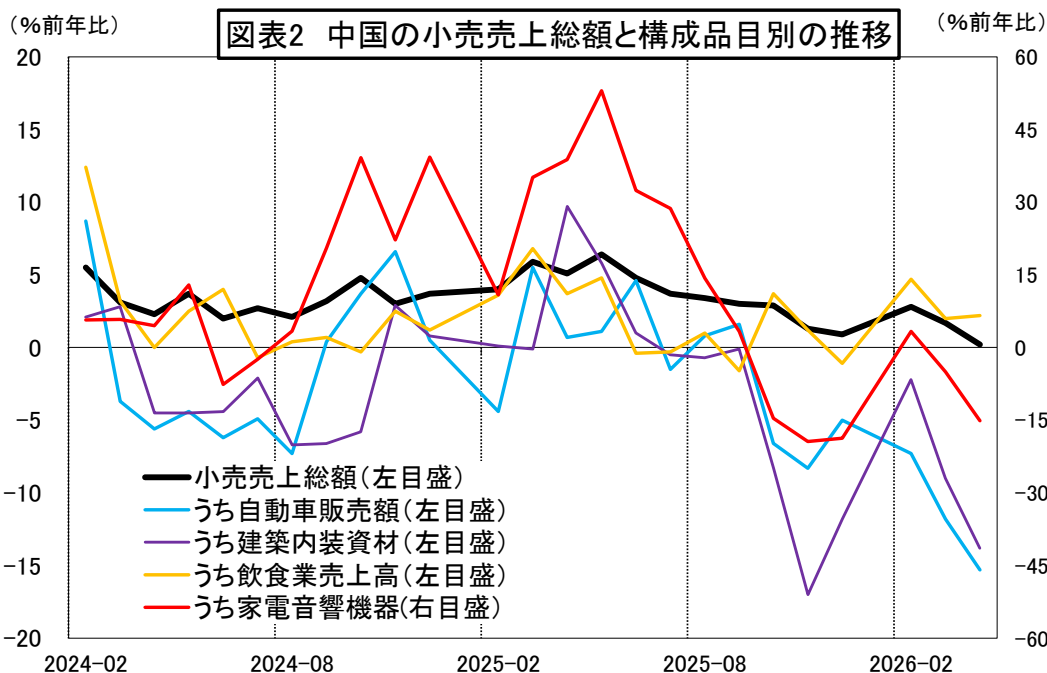
また、個人消費についても、雇用・所得環境の厳しさや先行き不安などを背景に弱さが続いている。26年4月の小売売上総額 (名目) は前年比 0.2%と、1~2月期 (同 2.8%)、3月 (同 1.7%) から大きく鈍化した (図表 2)。

内訳を見ると、飲食業売上高は同 2.2%と比較的堅調であったものの、消費財は同▲0.1%と低迷した。消費財のなかでは、自動車販売額が同▲15.3%と大きく落ち込み、全体を押し下げている。自動車を除いた小売売上総額は同 1.8%であった。また、自動車販売の落ち込みや電気自動車 (EV) 普及の進展、ガソリン価格の急騰を背景に、石油およびその製品も同▲6.5%と減少が続いている。さらに、不動産市場の低迷が続くなか、家具と建築内装資材もそれぞれ同▲10.4%、同▲13.8%と低迷が続いている。

加えて、消費刺激策の効果が弱まるなか、家電音響機器、体育・娯楽用品はそれぞれ同▲15.1%、同▲8.0%と低調に推移している。また、価格調整の影響もあり、宝飾品も同▲21.3%と不振であった。一方、タバコ・酒類や化粧品、生活

必需品は比較的堅調であった。

先行きについては、消費促進策の強化による一定の下支えは期待されるものの、中東情勢の影響でエネルギー価格の高止まりや、不動産不況に伴う所得・雇用環境の悪化により、消費者の節約志向は続くと思込まれる。このため、個人消費は当面、力強さを欠く展開が続く可能性が高い。



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は26年4月。

### 固定資産投資は再び減少、低調な推移が続く見通し

個人消費の低迷に加えて、26年1~4月期の固定資産投資(以下、投資)も前年比▲1.6%と再び減少に転じた(図表3)。4月単月では前月比▲2.4%と、2月(同0.7%)、3月(同▲0.6%)から減速が一段と顕著になっている。

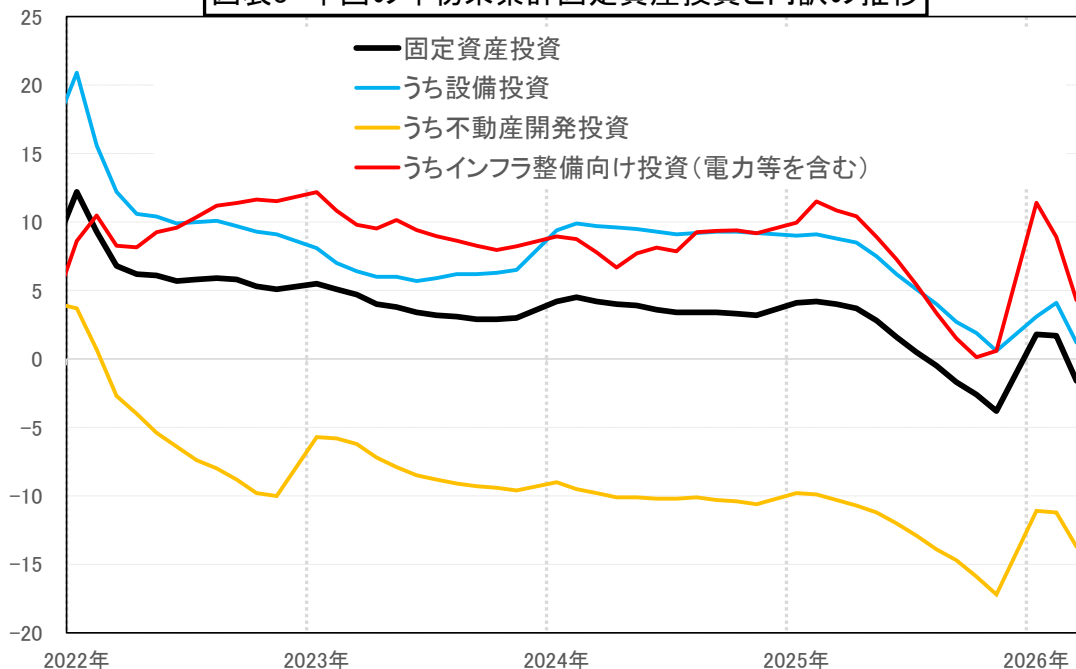
内訳を見ると、上海など一部の大都市では不動産市場に持ち直しの動きが出ているものの、中小都市における住宅販売の不振や不動産開発企業のバランスシート調整がなお続いているため、不動産開発投資は前年比▲13.7%と減少幅が一段と拡大した。また、インフラ整備向け投資(電力等を含む)および設備投資もそれぞれ4.3%、同1.2%と、いずれも3月から大きく鈍化した。また、投資主体別では、国有企業による投資は同2.5%とプラスを維持した一方、民間投資は同▲5.2%と大幅に減少した。

先行きについては、地方債や特別国債の発行・利用の加速

によりインフラ整備向け投資の持ち直しが期待されるものの、民間の投資姿勢は慎重であり、不動産開発投資の停滞も続くと思込まれる。このため、固定資産投資全体は引き続き軟調に推移するとみられる。

(%前年比)

図表3 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1~4月期。

### 輸出は予想以上に堅調

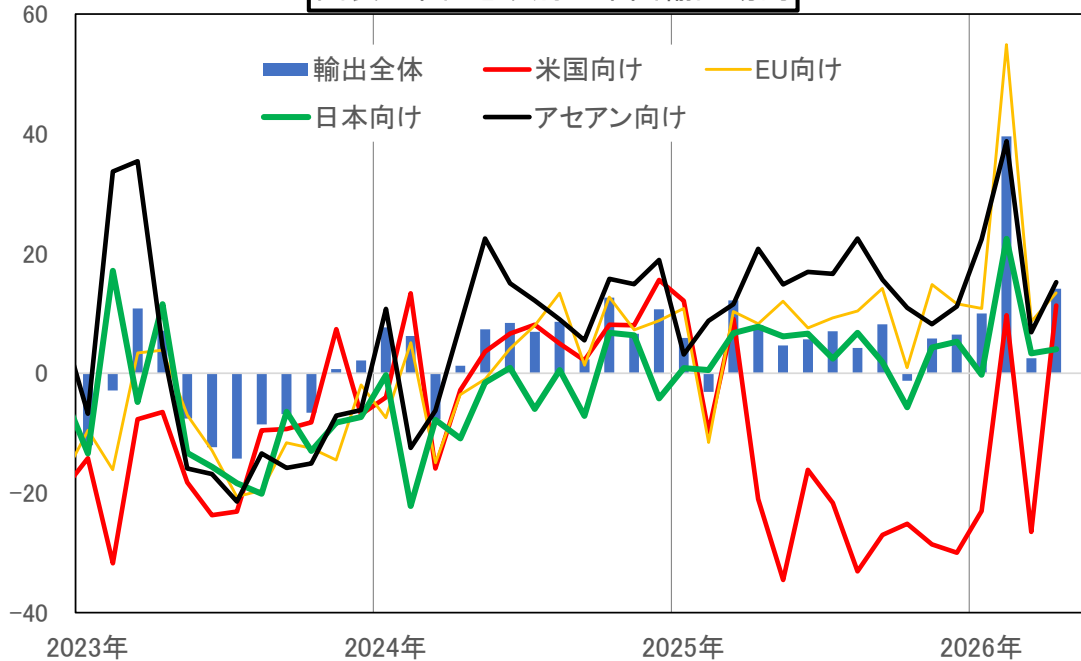
一方、米国向けの回復や半導体関連製品、「新三様」(リチウムイオン電池、太陽光パネル、電気自動車)輸出の好調を背景に、輸出は底堅く推移している。4月の輸出額(ドル建て)は前年比14.1%と、3月(同2.5%)から大きく加速した(図表4)。

4月の輸出を国・地域別に見ると、アセアン、EU、日本向けは、それぞれ同15.2%、同13.4%、同4.0%と、いずれも比較的底堅く推移したほか、米国向けも同11.3%と3月(同▲26.5%)から大幅に加速した。品目別では、AIブームを背景に、自動データ処理装置および関連部品は同47.3%、集積回路は同99.6%となった。中東情勢の影響で石油やガスの供給が抑制され、世界各国が再エネ導入を急いでいるなか、中国産リチウムイオン電池、太陽光や風力による発電設備、電気自動車の輸出が好調さを維持している。

先行きについては、米中対立の緩和や AI 需要の拡大、再生可能エネルギー導入の進展などを背景に、輸出は当面底堅く推移すると見込まれる。

(%前年比)

図表4 国・地域別の中国輸出動向



(資料)中国海関総署、Windより作成、直近は26年4月。

### 物価動向：輸入インフレの影響で上昇

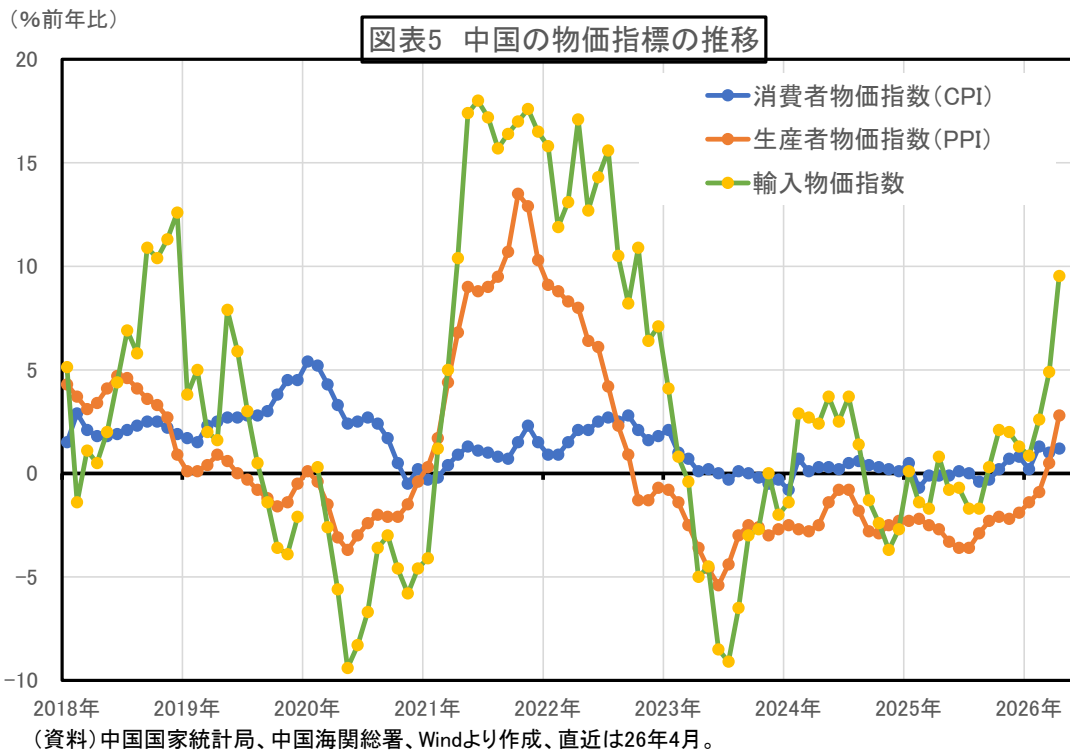
4月の消費者物価指数(CPI)は前月比0.3%、前年比1.2%となり、いずれも3月(同▲0.7%、同1.0%)から上昇した(図表5)。CPI前月比上昇率がプラスに転じた背景には、食料品価格が下落する一方で、ガソリン価格が大きく上昇したことがある。食品価格は前月比▲1.6%となったが、ガソリン価格は同12.6%と、3月(同11.1%)に続き大幅な上昇が続いている。

CPIの先行きについては、内需回復が緩慢なものと予想される一方、原油価格の高止まりが続くとみられることから、5月のCPI前年比は1.5%と、4月から小幅に上昇すると見込まれる。

また、生産者物価指数(PPI)は前月比1.7%、前年比2.8%と、3月(同1.0%、同0.5%)からいずれも上昇した(図表5)。その背景としては、中東情勢の影響を受け、原油や鉱物などの輸入物価が大幅に上昇したことが挙げられる。また、国内では反内巻政策(過度な値下げ競争の是正に向けた政策)への取組みが進展していることに加え、一部の産業で国

内需要の回復もみられる。

先行きについても、原油価格が高止まりする可能性が高く、5月のPPI前年比は3.5%と、4月に続いて上昇する可能性が高い。



### 経済見通し：小幅減速、当面の注目点は景気刺激策の有無や中東情勢

今後は、輸出が堅調さを維持するとみられるものの、個人消費は依然として力強さを欠き、投資全体も軟調に推移すると見込まれる。このため、26年4～6月期の成長率は前年比4.7%へと再び減速すると予想される。その後は追加経済対策により内需の持ち直しが期待されるほか、輸出の底堅さも続くと考えられることから、26年通年は前年比4.7%の成長を見込む。

足元の景気動向を踏まえると、地方債や特別国債の発行・利用の加速に加え、利下げなどの金融緩和が必要になると考えられる。今後は、政策対応の有無や中東情勢の動向に加え、既存の内需拡大策の効果や不動産市場の調整の進展に注目する必要がある。

(26.5.27 現在)