

経済金融 ウォッチ

2026年7月号

国内	1
米国	11
中国	18



政策金利を 31 年ぶりに 1.0%まで引き上げた日本銀行

～ 米国とイランは和平合意に向けた協議を開始～

南 武志

要旨

イラン情勢を受けて原油価格などが高騰、26 年度入り後には輸入物価や国内企業物価の上昇圧力が急激に高まった。日本銀行はインフレリスクへの警戒を強めたこともあり、6 月の金融政策決定会合で政策金利を 31 年ぶりとなる 1.0%に引き上げた。

こうしたなか、米国とイランが戦闘終結に向けた覚書に署名したことで、原油価格が大幅に下落するなど、経済の下振れリスクが後退しつつある。26 年春闘も連合が目標として掲げる 5%の賃上げがほぼ実現した状況であり、家計の所得環境は改善している。先行き、消費者物価の上昇率が一時的に 3%に迫る可能性はあるが、AI ブームの追い風などから企業設備投資は堅調に推移するとみられ、国内景気は引き続き改善傾向をたどると予想する。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目		2026年			27年	
		6月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.978	0.95～1.00	0.95～1.25	0.95～1.25	0.95～1.50
国債利回り	20年債 (%)	3.535	3.55～4.05	3.60～4.10	3.65～4.15	3.70～4.20
	10年債 (%)	2.620	2.55～3.05	2.60～3.10	2.65～3.15	2.70～3.20
	5年債 (%)	1.880	1.90～2.40	1.95～2.45	2.00～2.50	2.05～2.55
為替レート	対ドル (円/ドル)	161.8	150～165	150～165	150～165	150～165
	対ユーロ (円/ユーロ)	183.8	175～190	175～190	175～190	175～190
日経平均株価 (円)		72,366	73,000±5,000	73,500±5,000	74,000±5,000	74,000±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)

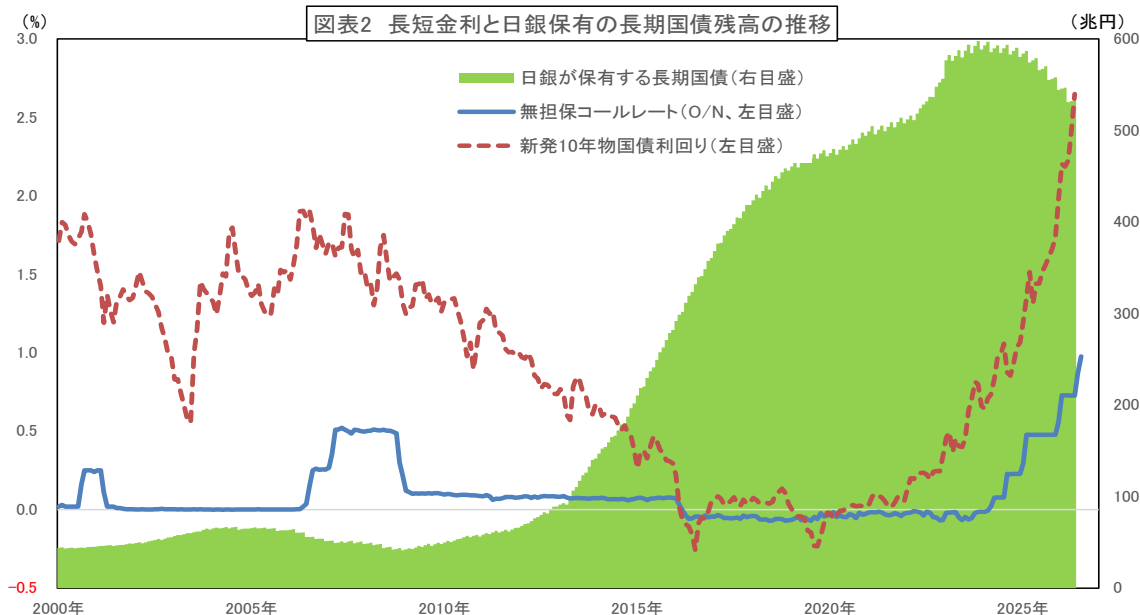
(注)実績は2026年6月25日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

金融政策：6 月会合 で政策金利 1.0% への引き上げを決定

6 月 27～28 日に開催された日本銀行の金融政策決定会合では政策金利を 31 年ぶりの水準となる 1.0%へ引き上げることを賛成多数で決定した。日銀は 4 月会合で利上げ判断を見送ったが、5 月入り後は複数の政策委員から近い将来起きうる物価上振れに対して早期の利上げが必要との見解が示されるなど、次回 6 月会合での利上げに向けた地ならしの動きが散見された。そのため、マーケットは 6 月利上げを織り込み、5 月中旬には長期金利が一時 2.8%と 29 年半ぶりの水準まで上昇した。

会合後に記者会見を行った内田副総裁は、政府による原油などの代替調達が進展していることなどから、経済が大きく下振れるリスクは一頃より低下したほか、先行き基調的な物価上昇率が上振れするリスクがあることなどが利上げ判断の材料となったと説明している。

また、今回の会合では長期国債の買入れ計画についても議論されたが、27年1～3月までは毎四半期2,000億円程度ずつ買入額を減額するという現行計画を維持（その結果、当該時期は月間2.1兆円程度の買入れとなる）、4月以降は月間2兆円程度の買入れを行うことが決定された。日銀は保有国債残高が29年度末に350～370兆円程度（26年5月末：533兆円）になるとの試算を示している。



金融政策：年内の追加利上げか

今後の金融政策運営については、「基調的な物価上昇率が2%に近づいているなか、現在の金融環境が緩和的であることを踏まえると、経済・物価・金融情勢に応じて、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」との方針を改めて示した。

会合終了後の声明文では、消費者物価の基調的な上昇率は徐々に高まっていき、26年度後半から27年度にかけて2%の「物価安定の目標」と概ね整合的な水準になるとしたが、4月の展望レポートからは実際の消費者物価上昇率が26年度下期にかけて3%超まで高まる可能性が示されていた。日銀がインフレリスクへの警戒を強めていることから、年内にも追加利上げについて検討する可能性は高いと思われる。

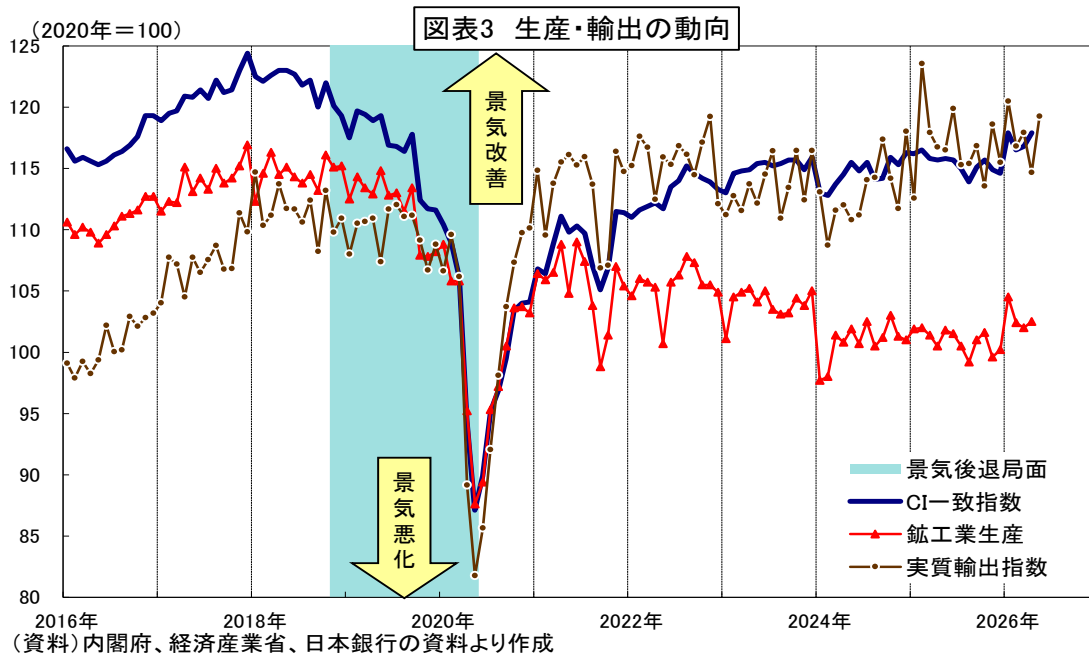
一方、24日に公表された「金融政策決定会合における主な意見」によれば、会合に立ち会った城内経財相は高市内閣が進める危機管理投資・成長投資等の取り組みを理解した上で適切な

米国とイランは戦闘終結に向けた覚書に署名、戦争終了を目指した協議を開始

政策運営を期待する、と意見を述べるなど、今後の利上げに対しては慎重な判断をするよう暗に求めている。今回の利上げによって「1.0%~2.6%」のレンジ内とされる中立金利のほぼ下限まで政策金利が引き上げられたこともあり、利上げ継続方針に対する政治からの「注文」は続きそうだ。

2月末以降、米国・イスラエルとイランは戦闘状態となり、エネルギー輸送の要衝であるホルムズ海峡が事実上封鎖されるなど、地政学的リスクが高まった。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（その後停戦期間は無期限に延長）、断続的に戦争終結に向けた交渉が行われてきた。6月中旬には戦闘終結に向けた14項目からなる覚書に米国・イラン双方が署名し、最終的な和平協定に向けた交渉が開始された。これによってホルムズ海峡を通過するタンカーが増加しているほか、5月下旬以降は90ドル台で推移してきたWTI原油先物価格も足元では70ドル台に下落している。

とはいえ、覚書の文言は曖昧であり、イラン核開発やホルムズ海峡の管理などを巡って双方の主張に隔たりも多い。60日以内に最終合意に至るのかどうか、先行き不透明感は残る。



イラン情勢の悪化でマインドは低調だが、4月の輸出・生産は持

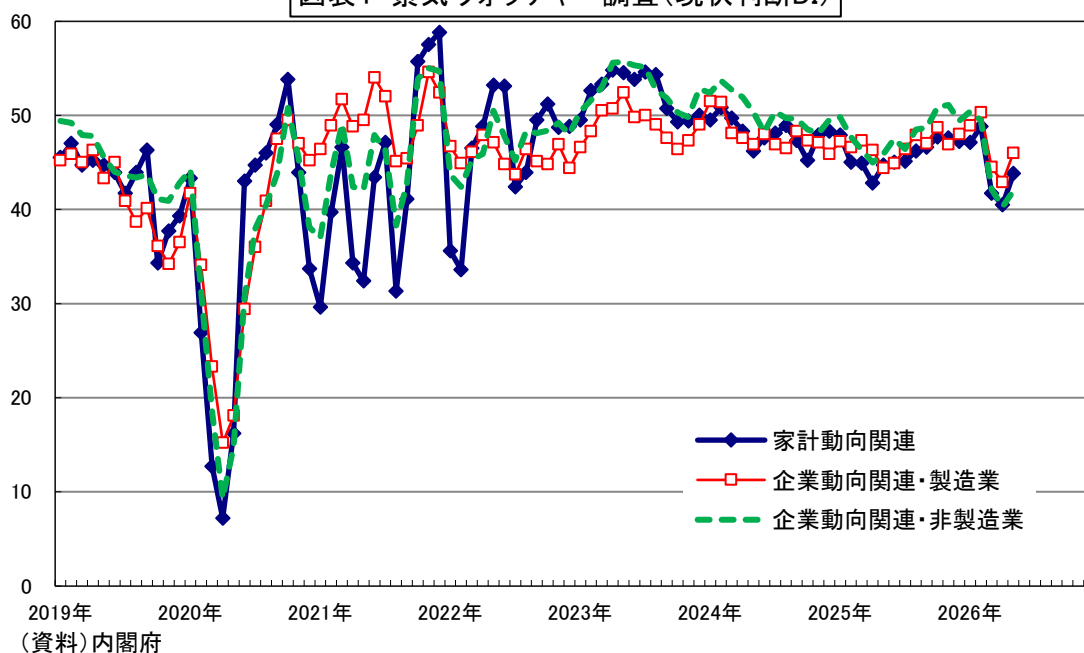
月次指標を確認すると、4月の景気動向指数・CI一致指数は前月から+1.3ポイントと2か月連続で上昇、19年5月以来の高い水準となった（過去最高は17年12月）。基調判断は「改

ち直し

善」へ上方修正された。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」（4月）は前月から+1.6ポイント（3か月ぶりの上昇）、過去最高値を更新した。

一方、5月の景気ウォッチャー調査の「景気の状態判断」DIは前月から+2.8ポイントと3か月ぶりに改善したが、イラン情勢を受けて大幅に悪化した3、4月からのリバウンドは鈍く、判断基準である50を大きく割り込んだままである。「先行き判断」DIも同+1.3ポイントと2か月連続の上昇だったが、「現状判断」DIと同様、2月までの水準と比べると低調である。

図表4 景気ウォッチャー調査(現状判断DI)



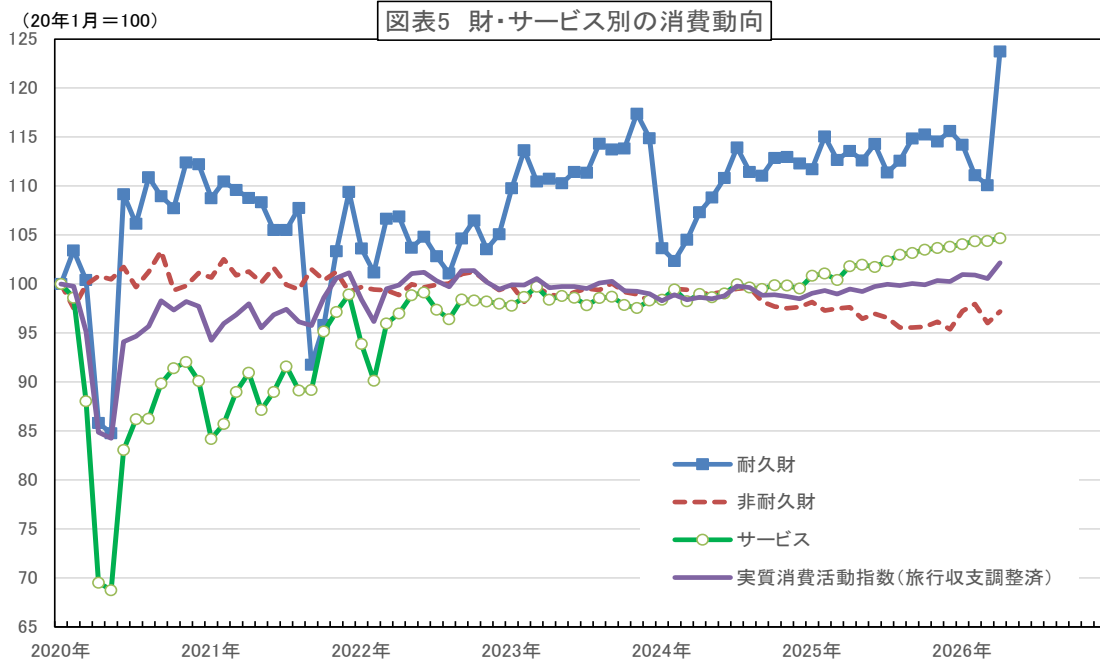
4月の輸出・生産・機械受注はいずれも増加

5月の実質輸出指数は前月比4.0%と2か月ぶりに上昇したが、4月と均してみると1~3月平均を1.2%下回っている。地域別にみると、米国向けやEU向けは底堅く推移しているが、中国向けは低調なままである。一方、25年下期にかけて低調だった自動車輸出も直近は持ち直している。

こうしたなか、4月の鉱工業生産は前月比0.5%と3か月ぶりに上昇、自動車など輸送機械工業、化学工業、石油製品工業が低下したものの、汎用機械工業、情報通信機械工業、食品工業などが上昇し、全体を押し上げた。なお、5月の製造工業生産予測指数（予測誤差補正後）は同2.1%と、上昇継続が見込まれている。

また、4月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は同8.7%と

2か月ぶりに増加した。造船業などからの大型受注もあり、4～6月期見通し（内閣府集計、前期比0.3%）を上回るペースでの推移となっている。イラン情勢の悪化による影響は出ていないようだ。ビジネスサーベイである法人企業景気予測調査（4～6月期）によれば、26年度の設備投資計画調査（全規模全産業、ソフトウェア投資額を含む、土地購入額を除く）は前年度比8.2%（1～3月期の段階では3.5%）へ上方修正されるなど、企業の設備投資意欲は底堅いと評価できる。



(資料)日本銀行「消費活動指数」

消費マインドは落ち込んだままだが、耐久財が牽引する形で消費は底堅く推移

4月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比3.6%、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3.6%と、ともに上昇基調を維持した。足元の消費者物価上昇率が鈍化傾向となっているため、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、一般労働者の所定内給与ベースともに同2.2%と、いずれも5か月連続のプラス）。

こうしたなか、イラン情勢を受けて原油価格が急騰したほか、原油調達難への警戒が高まったこともあり、3、4月と消費マインドは大幅に悪化した。一方、5月の消費動向調査「消費者態度指数」は前月から+1.4ポイントと3か月ぶりに上昇したが、基調判断は3か月連続で「弱含んでいる」であった。

家計の所得環境が改善した半面、消費マインドが悪化したことで、消費への影響が懸念されたが、「エアコン2027年問題」

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

の影響で耐久財の販売が堅調だったこともあり、4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1.6%と3か月ぶりの上昇となっている。

26年1～3月期のGDP第2次速報（2次QE）によれば、法人企業統計季報を受けて民間企業設備投資が前期比マイナスに下方修正されたこと等から、実質成長率は前期比年率1.8%と1次QE（同2.1%）から若干引き下げられた。ただし、0.5%前後とされる潜在成長率を大きく上回っており、国内景気は堅調だったといえるだろう。

以下、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6回回答集計結果（6月1日時点）によれば、全体で5.02%（平均賃金方式、以下同じ）と、25年同時期（5.26%）を下回ったものの、堅調な内容を維持した。次の第7回集計（6月末時点）が最終結果となるが、連合が目標として掲げた「5%以上」か、それに極めて近い数字になるとみられる。

上述の通り、イラン情勢の実体経済への影響はまだ限定的であるほか、和平に向けた協議が開始されたこともあり、経済に対する下振れリスクは後退したとみられる。ただし、インフレが加速、もしくは原油供給懸念を抱えた国では一時的にせよ需要減が起きており、輸出環境は悪化したと推察される。26年度上期は景気回復が足踏みする場面もあるだろう。

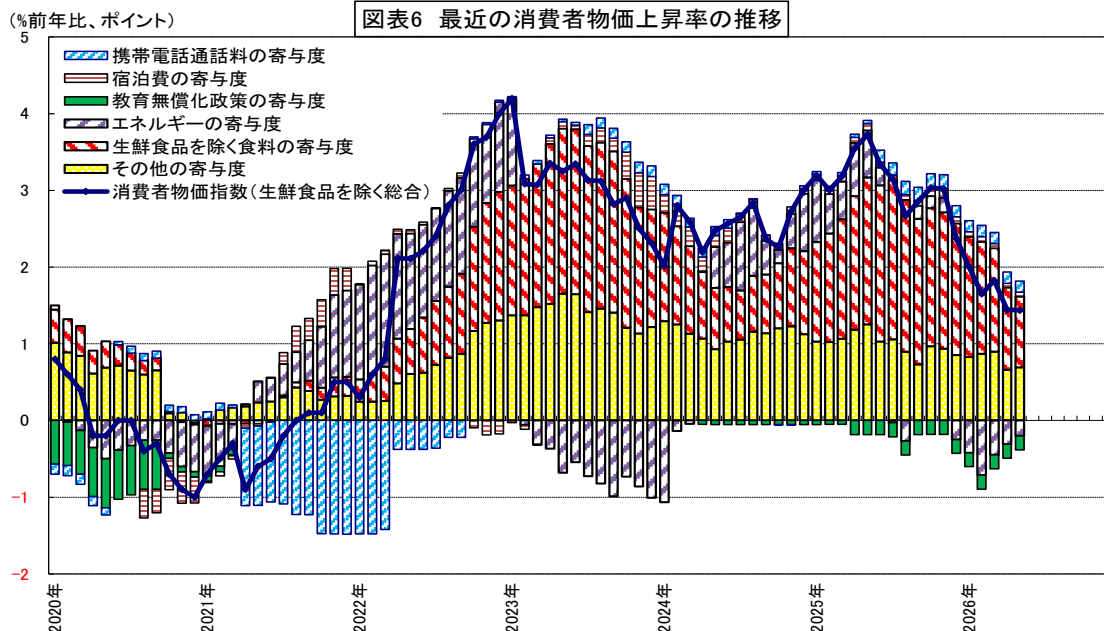
一方、和平協議が順調に進めば、26年度下期以降は経済活動が復元する動きが強まるとみられる。想定される物価高止まりは消費回復ペースを鈍らせるが、AIブームなどの追い風で企業設備投資は底堅く推移すると予想される。もちろん、和平協議の行方は不透明であり、先行きの不確実性は高い状況であることはいうまでもない。

物価動向：5月の全国コアCPIは前年比1.4%と4か月連続の2%割れ

5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、4月と変わらずであった。政府による新たなガソリン補助金の支給によって石油製品の上昇が抑制されているほか、食料のベース効果剥落によって消費者物価は4か月連続で2%割れとなった。過去2年ほど物価押し上げ要因だったコメは6か月連続で値下がりし、前年比は▲4.9%と下落に転じた。

また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」

は同 1.8%と 7 か月連続で鈍化、2 か月連続で 2%割れとなるなど、約 4 年ぶりの低い伸びとなった。各種の政策効果によってイラン情勢の影響は消費者物価に対してはまだ限定的である。

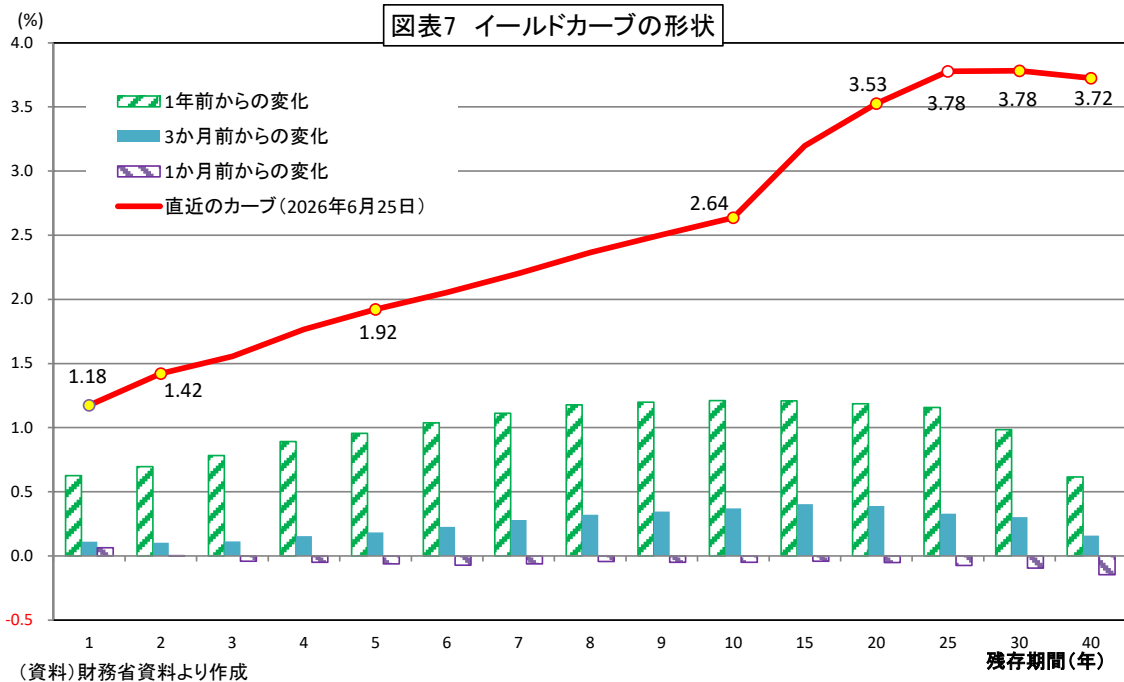


(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価見通し：年末にかけて上昇率は大幅に拡大

一方、イラン情勢の影響で輸入物価や企業間取引価格が大幅に押し上げられている。5月の企業物価指数統計によれば、輸入物価(円ベース)は前年比25.5%、国内企業物価は同7.2%と、ともに4月(それぞれ同21.0%、同5.3%)から加速した。さらに、企業向けサービス価格のうちの国際運輸も同53.8%へ加速した。ガソリンなどの小売価格は政府の補助金によって上昇を抑制されているが、化学製品など石油由来の財では原材料の品薄もあり、大きく値上がりしている。企業の価格転嫁は定着していることから、いずれ消費財・サービスの幅広い分野へ波及するものと思われる。

なお、政府はガソリン補助金を当面の間継続するほか、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。この負担軽減策は前年より規模が拡大するが、夏場以降には3月以降の原油高・LNG高が反映されることでかなり相殺されるとみられる。さらに、ホルムズ海峡封鎖の影響で肥料の原料不足が懸念されているほか、ベース効果の剥落が一巡することもあり、食料価格の上昇率が再び高まる可能性もある。夏場には物価上昇率は再び2%台に乗せ、年末にかけて3%近くまで高まるとみられる。



金融市場：現状・見 通し・注目点

米国とイランとの和平協議の開始が好感されたほか、AI ブームへの期待も根強く、株価は5月下旬に7万円台に乗せ、その後も史上最高値を更新している。ドル円相場は大型連休中の円買い介入の効果が消滅、6月下旬には39年半ぶりの円安水準に迫った。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

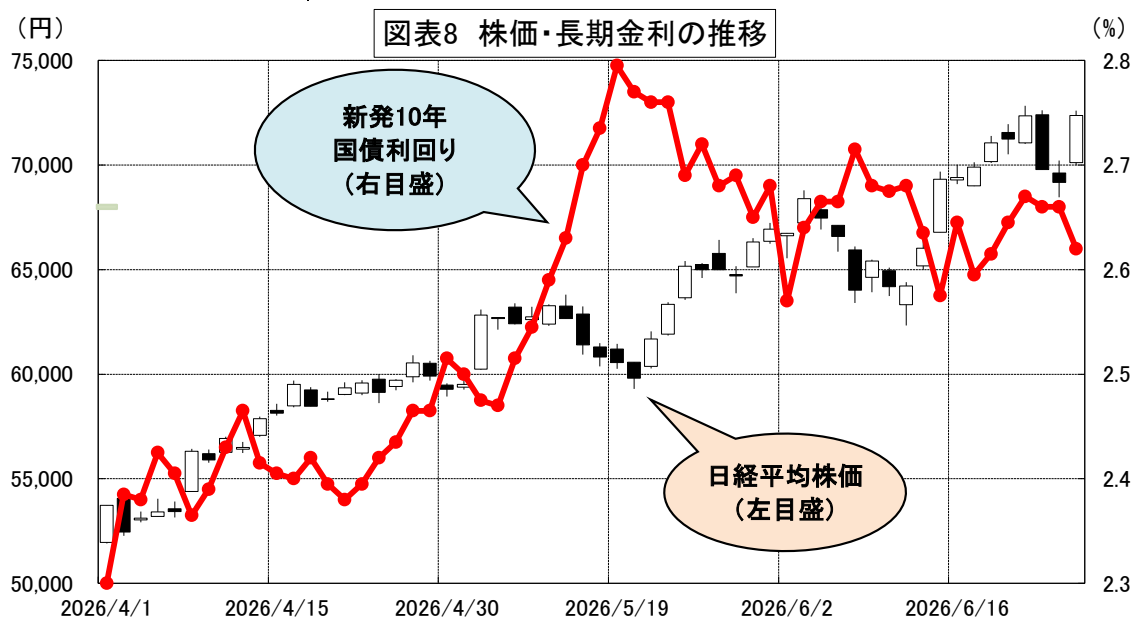
長期金利は上昇一 服

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は上昇傾向をたどっている。イラン情勢の悪化後には原油価格が高騰したことで、いずれ国内物価の上昇圧力が再び強まるとの見方から日銀の早期利上げ観測が強まった。また、政府がイラン情勢に対応するために3兆円規模の補正予算を編成し、その財源が全額赤字国債となったこともあり、5月中旬にかけて長期金利は上昇傾向を強め、一時2.80%と29年半ぶりの水準まで上昇した。その後は概ね2.6%台に水準を切り下げて推移している。

長期金利の上昇圧 力は燻り続ける

日銀は今後とも経済・物価・金融情勢に応じて、引き続き政策金利を引き上げる方針を示している。また、高市内閣の目玉政策である「戦略17分野への官民投資」の呼び水となる政府投資の財源として「つなぎ国債」が検討されているが、その償還のスキームは必ずしも明確ではなく、さらに発行時には需給悪

化も懸念される。長期金利の上昇圧力は今後とも熾り続けるだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

地政学的リスク後退やAIブームから日経平均株価は70,000円に到達

② 株式市場

2月末に米国・イスラエルとイランが戦闘状態となったことで、世界経済の悪化懸念が高まり、日経平均株価は3月30日に一時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、AIブームへの期待感も加わり、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、6月16日には70,000円台に乗せるなど、上げ相場が続いた。

米国とイランが戦争終結に向けた最終合意に向けた協議を開始したことで原油価格が下落するなど、経済の下振れリスクは後退しつつある。もちろん、覚書に盛り込まれたホルムズ海峡の開放は完全ではなく、原油供給への懸念が払拭できたわけではない。基本的にAIブームや高市内閣の成長促進投資への期待感が株価を支える展開が続くとみられるが、イラン情勢の展開に振らされ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ほぼ一貫して円安傾向をたどっている。イラン情勢の悪化を受けて3月以降は円安圧力が一段と強まり、介入ラインと目された1ドル=160円に迫る円安進行と

なった。日銀が4月会合での利上げを見送ったことで、4月下旬には160円台まで円安が進行した。これを受けて財務省は投機的な動きには断固たる措置をとると重ねて警告、実際に大型連休中に総額11.7兆円の円買い介入を実施したことで、連休明けには一旦150円台半ばまで円高方向に戻した。しかし、時間経過とともに介入の効果は薄れたほか、米国の年内利上げ観測も浮上するなか、6月後半にかけて円安が進行、39年半ぶりとなる162円台に迫った。

先行きについては、日銀が利上げ継続方針を示す一方で、Fedの年内利上げが意識されるなど、金利差は縮小しない可能性が高まっている。ただし、162円を越えて円安が進めば、再度の円買い介入もありうると思われる。これ以上の円安進行は難しいが、円安圧力はしぶとく残るものと思われる。



(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。大型連休中の円買い介入後は183円台まで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。なお、5月のユーロ圏消費者物価(HICP)が前年比3.2%へ加速したこともあり、ECBは6月に利上げに転じた。ただし、足元では軟調な経済指標を受けて利上げは今回限りとの観測が広がり、ユーロが売られる展開となった。

(26.6.25 現在)

原油価格下落からインフレ鈍化へ

～ウォーシュ FRB 新議長の特徴が出た 6 月 FOMC～

佐古佳史

要旨

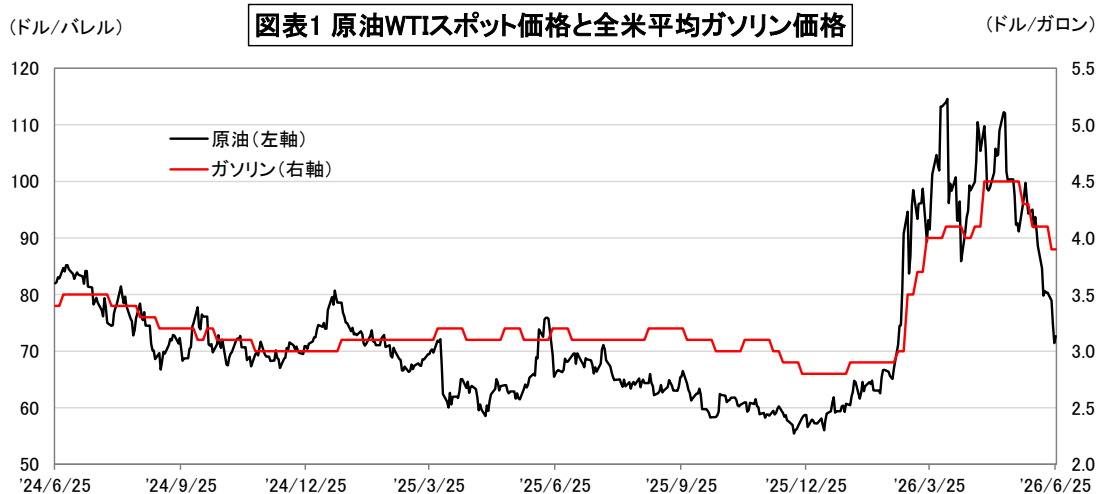
米・イラン間で終戦への最終合意を目指す協議が継続していることから、原油価格は下落傾向で推移している。このため、インフレ率も鈍化が見込まれる。5 月時点では、コア CPI の上昇は小幅にとどまっており、エネルギー高が全体へ波及しているわけではない。こうしたなか、期待インフレ率も比較的安定している。このため、すぐに利上げが必要な環境ではなさそうだ。

6 月 FOMC では、事前予想通り、政策金利の誘導目標を 3.50～3.75% で据え置くことが決定された。あわせて、フォワードガイダンスの終了や、金融政策について 5 分野のタスクフォース(作業部会)を設置することなど、ウォーシュ FRB 新議長の特徴が出た内容となった。

6 月半ば以降は AI ブームを見極める動きが散見されるものの、すぐにブームが終了するとは想定しづらい。このため、景気の先行きとしてはこれまで同様、拡張的な財政政策と AI ブームによる経済成長を見込む。

原油価格下落

米国とイランの戦闘終結に向けた覚書への署名後、6 月 21 日には最終合意を目指す協議が行われたことなどから、中東情勢の安定が意識され原油価格は下落している。24 日時点の原油価格(WTI、スポット)は 1 バレル=70 ドル台前半まで下落し、開戦前の 2 月末比 11% 上昇にまで戻した。インフレ率の鈍化につながるだろう。



(資料)LSEG (注)ガソリン価格は週次データ。

フォワードガイダンスが終了した 6 月 FOMC

さて、ウォーシュ新 FRB 議長にとって初となる 6 月の FOMC (16~17 日) では、事前予想通り、政策金利の誘導目標を 3.50~3.75% で据え置くことが全会一致で決定された。また、ウォーシュ議長がフォワードガイダンスの有用性を疑問視していることもあり、FOMC 声明文からは今後の金融政策の方向性などが削除され、声明文自体も簡素化された。

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大幅に上方修正された。また、ドットプロットでは、9 人の参加者が、26 年内に 1 回 (25bp) 以上の利上げが必要と考えていることが明らかとなった。26 年内の政策金利をめぐるには大きく意見が分かれていることがうかがえる。

図表2 FRB大勢見通し (6月時点)

		2026年	2027年	2028年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	2.0-2.3	2.0-2.4	2.0-2.3	1.8-2.0
	3月時点 (%前年比)	2.2-2.5	2.0-2.4	2.0-2.3	1.8-2.0
失業率	(%)	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.3	4.0-4.3
	3月時点 (%)	4.3-4.5	4.2-4.4	4.0-4.4	4.0-4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	3.5-3.7	2.2-2.5	2.0-2.1	2.0
	3月時点 (%前年比)	2.6-3.1	2.0-2.3	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	3.2-3.5	2.3-2.6	2.0-2.2	
	3月時点 (%前年比)	2.5-2.8	2.0-2.4	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。

FOMC 後の記者会見にて、ウォーシュ FRB 議長は、①金融政策について 5 分野のタスクフォース (作業部会) を設置すること、②5 分野とは、コミュニケーション、FRB のバランスシート、データソース、生産性と雇用、FRB のインフレ枠組みであること、③26 年の秋までに何らかの成果が得られる見込みであること、④26 年末までに、FOMC 後の記者会見など、コミュニケーション全般の見直しが行われる見通しであることなどを述べた。

ウォーシュ FRB 議長は、これまで FRB が金融市場に経済見通しなどを提供しすぎているため、金融市場本来の景気評価などが攪乱されているとの見解を示しており、今後は FRB からの情報発信を減らしていくことになりそうだ。このため、ドットプ

好調な労働市場

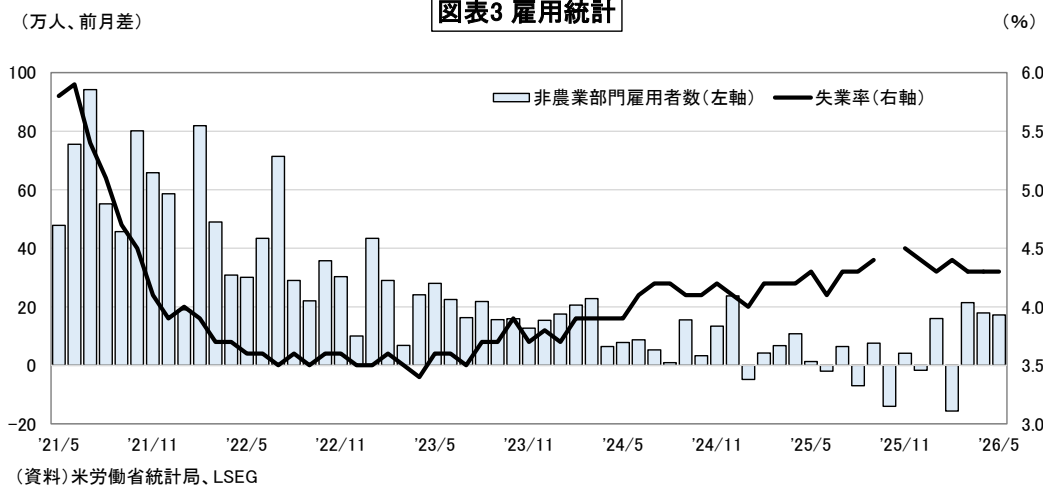
ロットや記者会見なども削除、もしくは簡略化される可能性がある。

さて、5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17.2万人（事業所調査）の増加となり、3、4月分が上方修正されたことで、3か月平均は同18.8万人増と、非常に好調なペースとなった。こうしたなかでも、3月以降の失業率は4.3%で変わらずとなった。一方で、3月以降の労働力人口と労働参加率は、いずれもほぼ一定となっている。なお、失業率の算出に使われる家計調査によれば、足元3か月の雇用者数増減は平均して、前月比4.7万人の減少となっている。

事業所調査での好調な雇用増と、家計調査での一定の失業率が存続する理由は、現時点でははっきりしないものの、例えば、副業する米国人の増加（家計調査では計測されない）や不法移民の純流入増加など、これまでの労働市場とは異なる環境が背後にありそうだ。いずれにせよ、足元の労働市場は好調といえる。

5月の平均時給は前年比3.4%（前月比0.3%）、生産・非管理職の時給は同3.6%（同0.2%）の上昇となり、賃金上昇率の加速はみられず、概ね2%物価目標と整合的な上昇率といえる。また、賃金上昇率が加速していないことから、労働市場がひっ迫しているわけではなさそうだ。

図表3 雇用統計

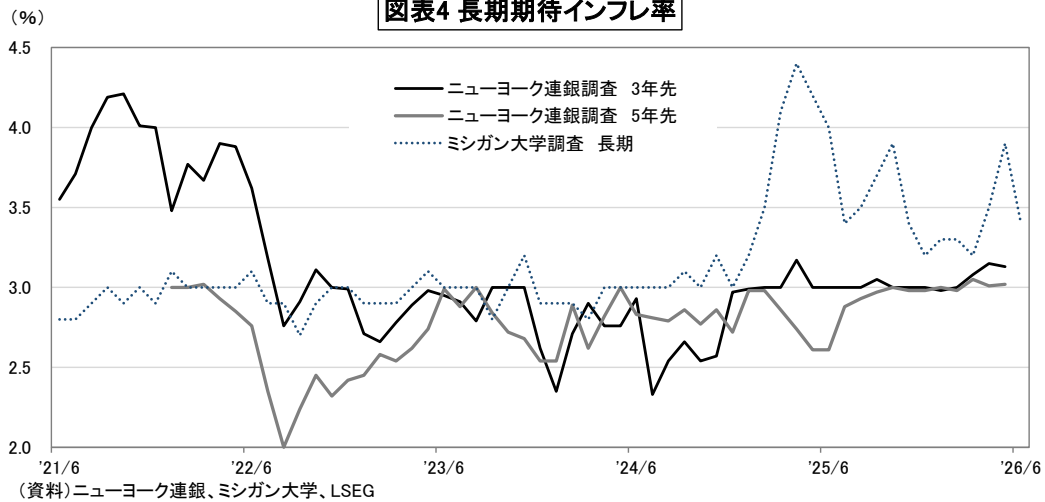


期待インフレ率は低下

続いて期待インフレ率の動きを確認すると、5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3.5%、3年先と5年先はそれぞれ3.1%、3.0%と先月と同じであった。また、6月のミシガン大学消費者マインド調

査（速報）での期待インフレ率をみると、1年先は同0.2ポイント低下の4.6%、長期は同0.5ポイント低下の3.4%となった。5月同様、原油高が長期期待インフレ率を押し上げている、とまでは言い切れない。全体としては、すぐにでもFRBによる利上げが必要という状況ではなさそうだ。

図表4 長期期待インフレ率

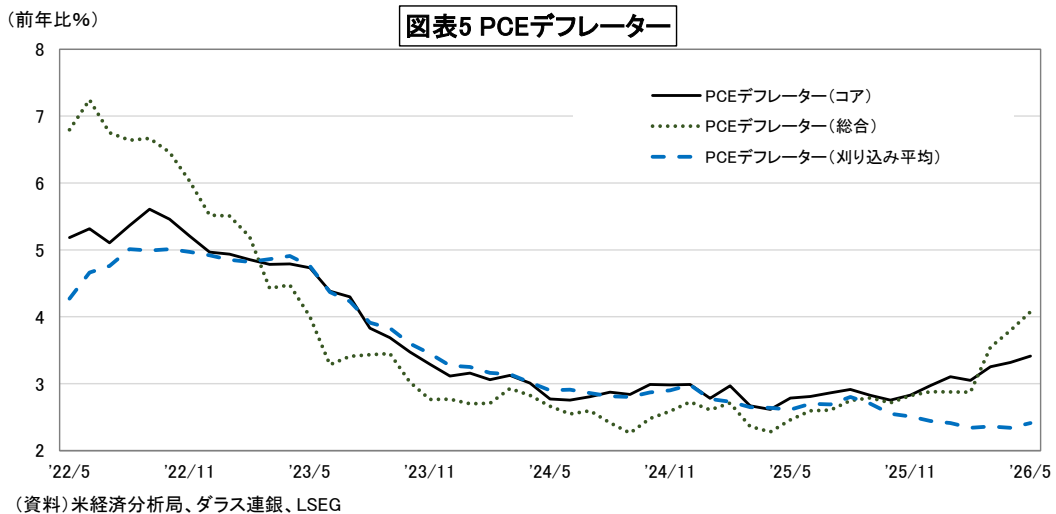


コア CPI は鈍化

10日に公表された5月の消費者物価指数（CPI）は、エネルギーが前月比3.9%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0.5%（前年比4.2%）となった。一方で、エネルギーと食料を除くコアは同0.2%（同2.9%）と、4月の同0.4%から鈍化した。エネルギー価格の高騰はあるものの、消費者物価指数全体に波及しているわけではなさそうだ。

また、5月のPCEデフレーターは総合が前月比0.4%（前年比4.1%）、コアが同0.3%（同3.4%）と高止まりしている。先行きは、原油価格の下落から鈍化が見込まれる。

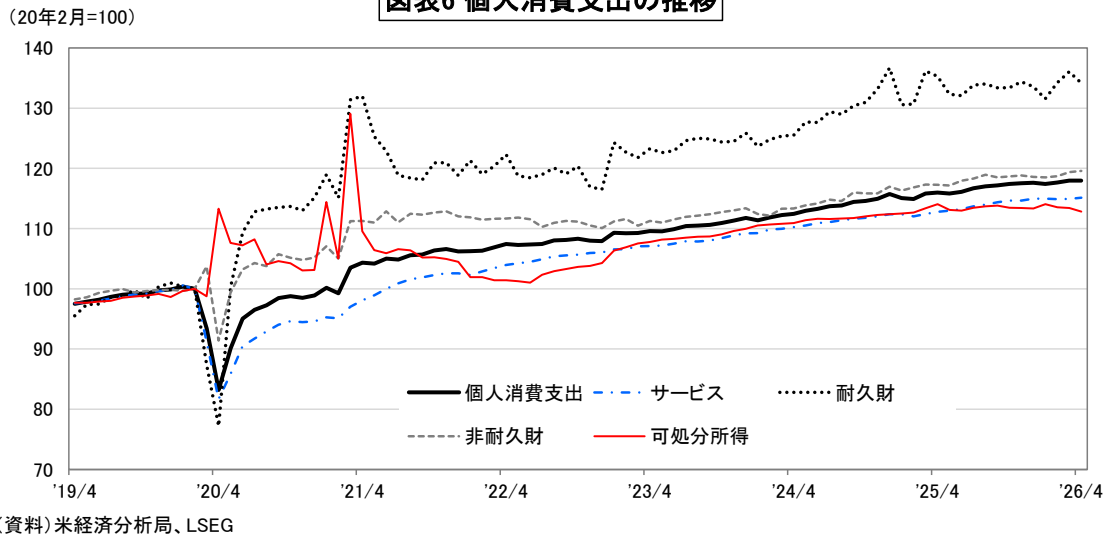
図表5 PCEデフレーター



5月の個人消費支出は反発

5月の個人消費をみると、財消費は前月比0.5%、サービス消費は同0.2%となり、全体としては同0.3%と4月の同▲0.0%から反発した。また、5月の小売売上は同0.9%となり、4月の同0.4%から加速し、インフレ率を上回ったことで、実質値でも伸びが確認できた。

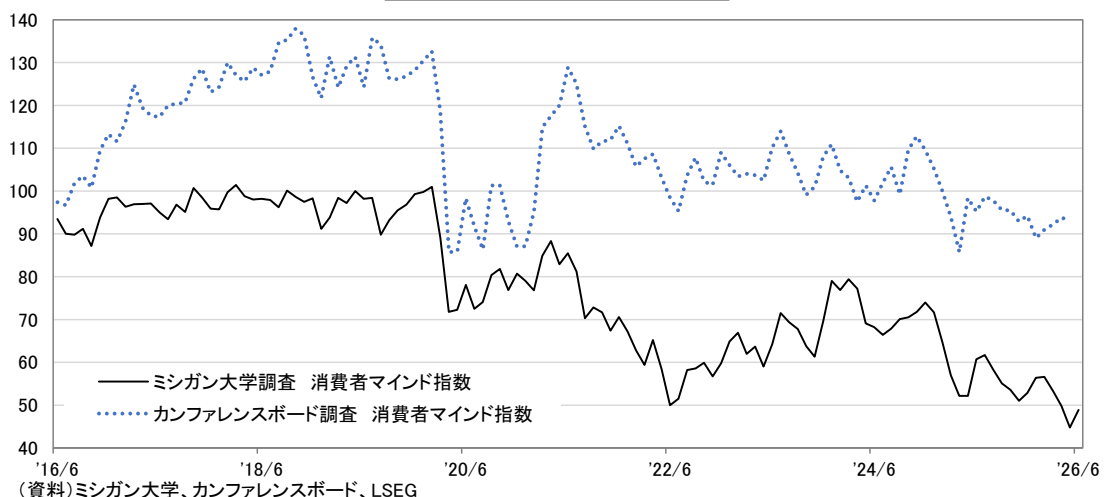
図表6 個人消費支出の推移



消費者マインドは改善

6月のミシガン大学調査の消費者マインドは、6月前半にガソリン価格が下落したことから、前月比9%上昇した。消費者マインドの改善は広くみられたが、低所得層で顕著だった。

図表7 消費者マインドの推移



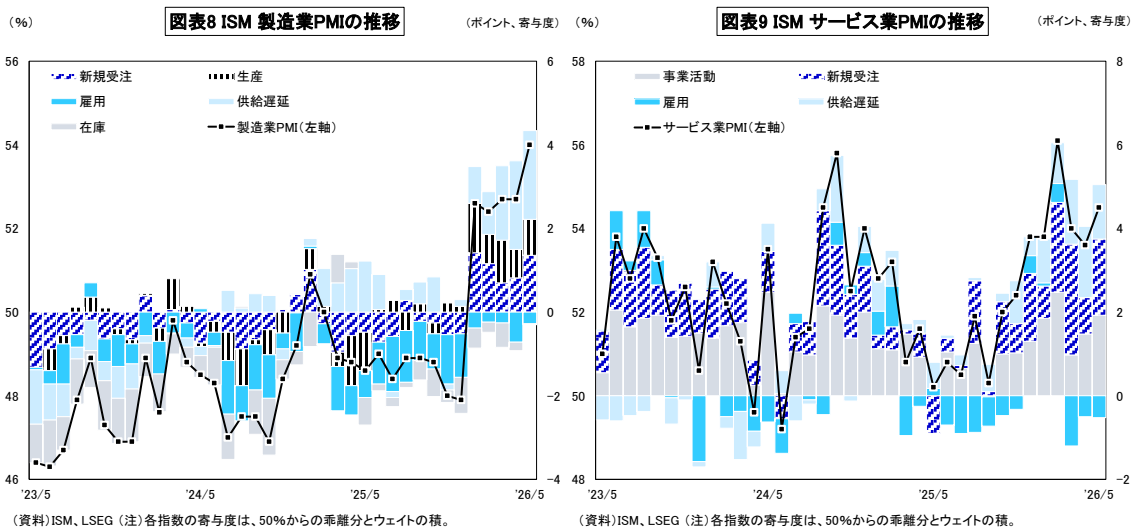
企業部門の拡大がうかがえるISM指数

5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54.0%と、判断基準となる50%を5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0.9ポイントの54.5%

と 23 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▲2.5 ポイントの 82.1%、サービス業は同 0.6 ポイントの 71.3%となり、いずれも上昇傾向が顕著である。5 月時点では物価高が意識される内容となった。

雇用指数については、製造業が 48.6%と 32 か月連続で縮小傾向となり、サービス業も 47.9%と 3 か月連続で縮小傾向を示し、5 月の雇用統計とは方向感が異なった。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AIブームによる経済成長

さて、景気の先行きを考えると、原油価格の下落やトランプ減税 (OBDDA)、AI ブームが景気の下支えとなることが見込まれる。これまで同様、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。

長期金利：4.2%程度へ一旦低下も

なお、6 月末時点の政策金利の見通しとしては、コア CPI の鈍化や、期待インフレ率が比較的安定していることなどから、すぐに利上げが必要ない環境ではなさそうだ。

最後に市場の動きを確認すると、米・イラン間の停戦協議が材料となるなか、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 日は停戦協議の停滯感などから、25 年 1 月以来の水準となる 4.6%台半ばまで上昇した。その後は、米・イラン間の停戦協議の進展と原油価格の下落から長期金利は低下し、足元は 4.4%前後での取引となった。

先行きについて考えてみると、原油価格が大幅に下落したためインフレ率の鈍化が見込まれる。FRB の利上げが引き続き材料視されることとはなるが、一旦は 4.2%程度へ低下しても不思議ではない。



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。6月半ば以降はAI関連企業のバリュエーションの高さや巨額なAI投資費用への警戒感が強まってはいるが、原油価格下落を好感したことでダウ平均は上昇が継続した。6月末は52,000ドルを挟んだ取引となっている。

足元ではAIブームを見極める動きが散見されるものの、すぐにブームが終了するとは想定しづらい。また、ダウ平均は原油価格下落の恩恵を受けやすいこともあり、先行きについては緩やかな上昇が継続すると見込む。

(26. 6. 26 現在)

内需の不振鮮明で4～6月期成長は減速に転じる公算

～ 今後は既存の内需拡大策と追加政策対応の有無に注目～

王 雷軒

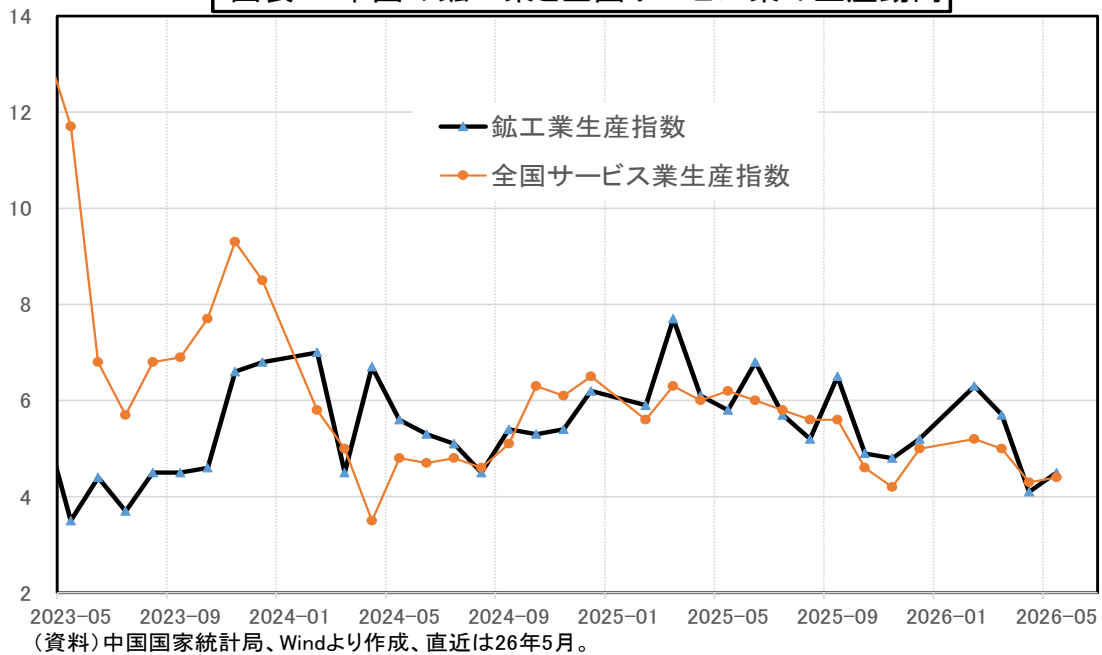
要旨

2026年1～3月期の実質GDP成長率は前年比5.0%となり、前期(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、生産と輸出が比較的底堅く推移する一方、内需の弱さが続いており、景気減速懸念が強まっている。

今後は、政策対応の有無に加え、中東情勢の動向、既存の内需拡大策の効果、不動産市場調整の進展に注目が必要である。7月下旬に開催予定の共産党中央政治局会議では、経済情勢の評価と、年後半に向けた財政拡大・金融緩和などの追加政策対応の有無が焦点となる。

(%前年比)

図表1 中国の鉱工業と全国サービス業の生産動向



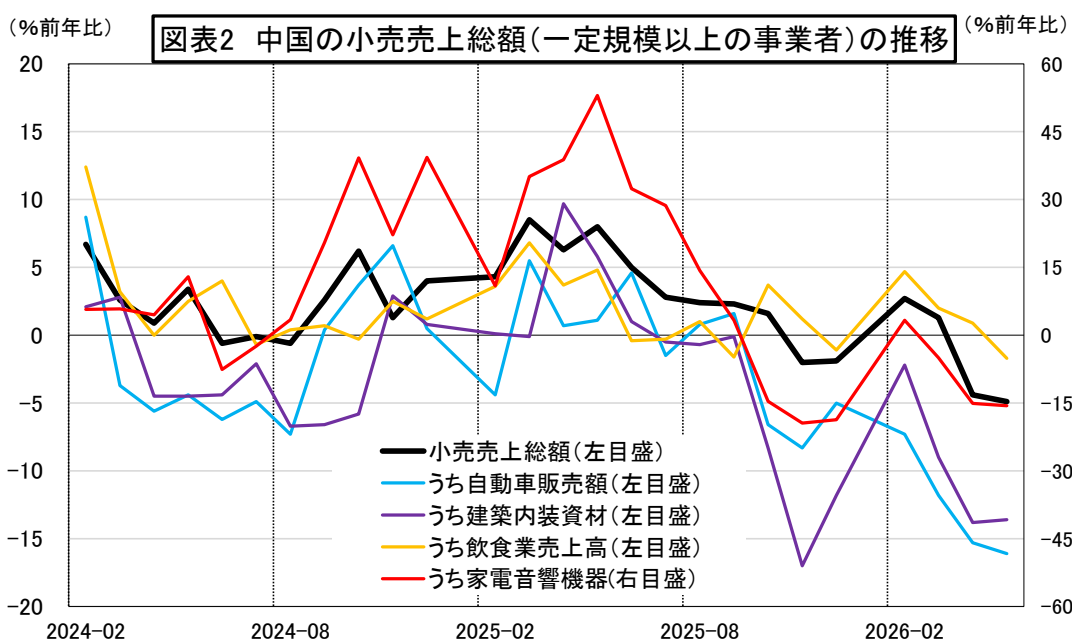
生産は比較的底堅く推移

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、いずれも10～12月期(同1.2%同4.5%)から加速した。しかしその後は、生産と輸出が比較的堅調である一方、個人消費と投資の弱さが一段と顕著となり、景気減速懸念が強まっている。

このように、中国経済の「K字型」(経済の二極化)の様相が強まっている。今後、当局がその是正に本格的に取り組

むかが注目される。

生産面では、輸出の堅調さやAI 関連投資の拡大を背景に、5月の鉱工業生産（一定規模以上、実質ベースの伸び）は前月比0.40%、前年比4.5%と、4月（同0.05%、同4.1%）からいずれも持ち直し、比較的底堅く推移した。また、全国サービス業生産も前年比4.4%と、4月（同4.3%）から小幅ながら加速しており、総じて底堅く推移している（図表1）。



(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は26年5月。(注)「一定規模以上の事業者(限額以上単位)」とは、年間の主たる営業売上高が次の基準以上に達する事業者を指し、統計の集計対象とされている。具体的には、卸売業は2,000万元以上、小売業は500万元以上、宿泊業および飲食業は200万元以上である。

一方、個人消費は弱く、当面は力強さを欠く展開

一方、個人消費は、雇用環境や先行き不安、政策効果の剥落、一部地域の天候不順などを背景に弱い動きが続いている。個人消費の動きを示す社会消費品小売売上総額（以下、小売売上総額）は5月に前年比▲0.6%と、2022年12月以来のマイナスとなった。

内訳を見ると、飲食業売上高（外食）は前年比0.6%と小幅ながらプラスを維持したものの、財（商品）消費は同▲0.7%と落ち込んだ。また、小売売上総額は前月比でも▲0.38%と、3月（同▲0.13%）、4月（同▲0.55%）に続き下落基調が続いている。

小売売上総額のうち、一定規模以上の事業者による小売売上総額（全体の38%）は前年比▲4.9%と一段と落ち込んだ（図表2）。内訳では、財の消費は同▲5.2%、外食は同▲1.7%

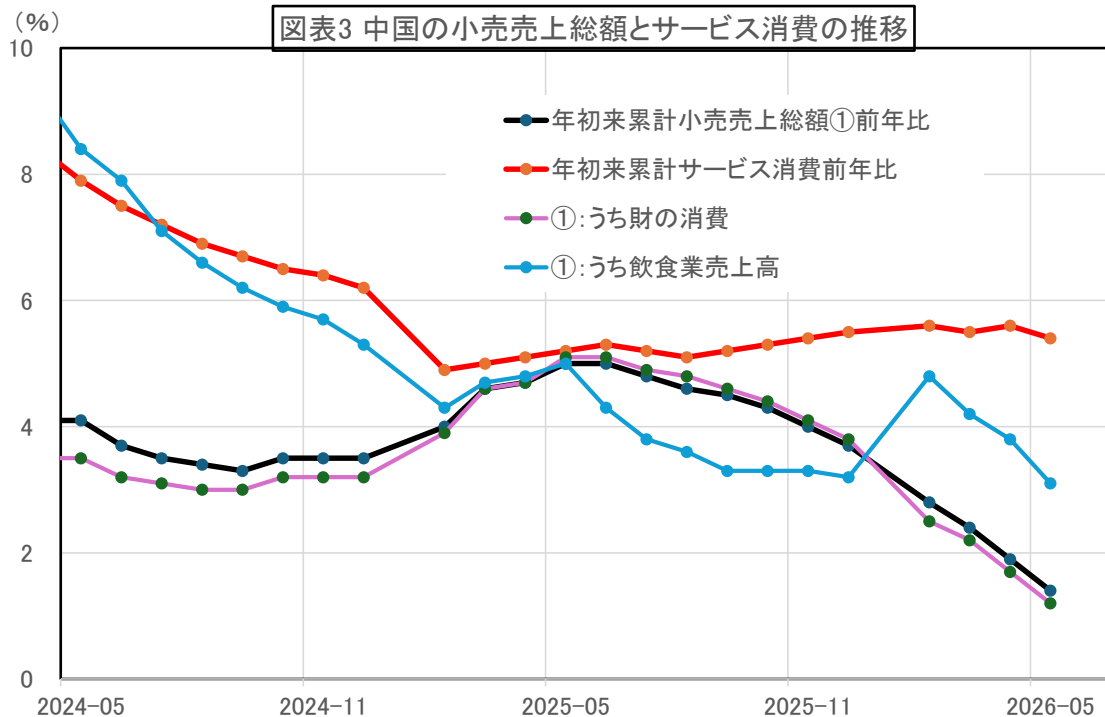
であった。

財別の消費では、自動車（同 21.2%）は前年比▲16.1%と4月（同▲15.3%）から減少幅が拡大し、全体を大きく押し下げている。また、自動車販売の落ち込みや電気自動車（EV）の普及拡大、ガソリン価格の上昇を背景に、石油およびその製品（同 11.5%）も同▲3.2%と減少が続いている。さらに、消費刺激策の効果が弱まるなか、家電音響機器（同 5.7%）は同▲15.6%と低調であった。

加えて、価格調整の影響もあり、これまで好調だった宝飾品（同 1.7%）は同▲8.9%となった。また、不動産市場の低迷が続くなか、建築内装資材（同 0.6%）と家具（同 1.0%）もそれぞれ同▲13.6%、同▲8.7%と減少が続いている。

一方、食料品（同 11.9%）、衣類（同 8.0%）、日用品（同 4.7%）、タバコ・酒類（同 3.1%）、化粧品類（同 2.9%）はそれぞれ同 1.9%、同 3.8%、同 1.6%、同 4.8%、同 2.5%と比較的底堅く推移している。

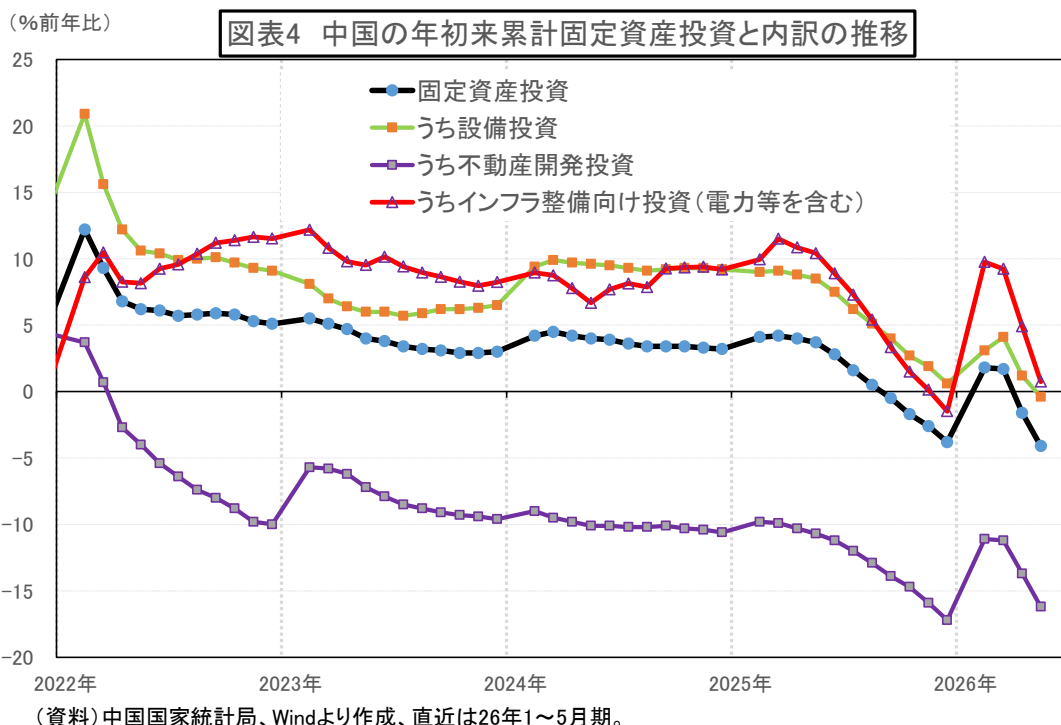
先行きについては、消費促進策による一定の下支えは期待されるものの、消費マインドの弱さから、当面は低調な推移が続く可能性が高い。



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は26年1~5月期。

サービス消費は比較的堅調で全体を下支え

消費のなかでサービス消費の重要性が高まるなか、国家統計局は年初来累計の小売上総額とサービス消費の合計の前年比伸びを公表し始めた。それによると、26年1～5月期の全体は前年比2.8%となった。内訳を見ると、サービス消費は前年比5.4%と4月からやや鈍化したものの比較的底堅く推移しており、消費全体を下支えしている。一方、小売上総額は同1.4%と大きく減速している（図表3）。消費構造はモノからサービスへとシフトしつつあるとみられる。



固定資産投資は減少が続くものの、先行きは一定の回復が見込まれる

また、2026年1～5月期の固定資産投資（以下、投資）は前年比▲4.1%と、減少幅がさらに拡大した（図表4）。5月単月でも前月比▲1.91%と、3月（▲1.03%）、4月（▲2.32%）に続き、減速傾向が続いている。

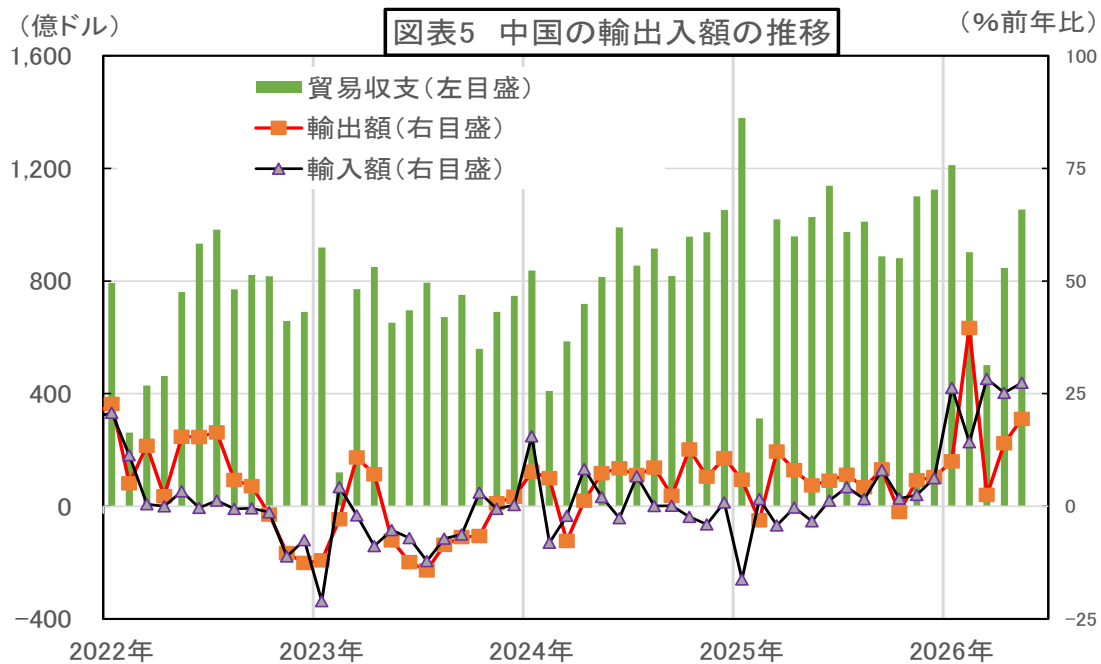
内訳を見ると、不動産開発、インフラ整備、設備投資の主要3分野はいずれも減速した。不動産市場については、上海や北京など一部の大都市で持ち直しの動きがみられるものの、中小都市では住宅販売の不振が続き、不動産開発企業のバランスシート調整も重なって、不動産開発投資は前年比▲16.2%と減少幅が一段と拡大した。

インフラ整備向け投資（電力などを含む）は前年比0.8%と小幅ながらプラスを維持したものの、1～4月期（4.9%）

から大きく減速した。背景には、一般公共支出の伸び悩みや地方債（専項債）発行の低迷がある。

製造業の設備投資も、中東情勢による石油・重要鉱物価格の上昇や、「反内巻」政策（過度な値下げ競争の抑制）による投資抑制を受け、前年比▲0.4%と2020年12月以来のマイナスに転じた。ただし、業種別ではハイテク製造業が堅調で、投資は前年比3.4%となった。特に電子回路（50.9%）、リチウムイオン電池（24.9%）、航空機（19.7%）、集積回路（11.0%）、電子（10.5%）などが大きく伸びている。また、ハイテクサービス業への投資も前年比6.9%、うち情報サービス業は13.8%と高い伸びを示した。これらから、将来を見据えた投資構造への転換は一定程度進展していると評価できる。

先行きについては、民間投資の慎重姿勢や不動産市場の低迷が続くほか、米国による対中関税強化が製造業の投資マインドを悪化させるリスクもある。一方で、0.8兆元規模の政策融資の着実な実行や、地方債の利用規制緩和により都市再整備プロジェクトの資本金として活用可能となったことを背景に、インフラ投資は持ち直す可能性が高い。これらを踏まえると、投資全体の減少幅は縮小すると見込まれる。



輸出は好調も先行き | 5月の輸出額（ドル建て）は前年比19.4%増の3,768億ド

は不透明

ル(約 60 兆円)となった。これは 3 月 (同 2.5%)、4 月 (同 14.1%) から伸びがさらに拡大し、7 か月連続のプラスとなった (図表 5)。足元の輸出が大きく伸びた背景としては、世界的な AI 投資ブームに伴う半導体や電子部品の価格上昇、国際原油価格の高止まり、対米輸出の持ち直しなどが挙げられる。

品目別では、集積回路 (355 億ドル、輸出全体の 9.4%) が同 110.9%と大幅に伸びた。ただし数量ベースでは前年比 2.1%と 4 月 (同 3.8%) から鈍化しており、価格上昇が主因である。また、自動データ処理装置および部品 (269 億ドル、同 7.1%) も同 66.1%と、2010 年以来の高い伸びを記録した。さらに、自動車と船舶はそれぞれ同 39.3%、同 31.0%と底堅く推移している。一方で、衣類やかばん、おもちゃといった労働集約型の消費財輸出は減少傾向が続いている。

また、米中対立の緩和を背景に、対米輸出が大きく伸びたことも要因の一つである。5 月の輸出を国・地域別に見ると、米国向け (390 億ドル) は前年比 35.4%と、3 月 (同▲26.5%)、4 月 (同 11.3%) から大きく回復した。このほか、ASEAN 向け (726 億ドル)、日本向け (145 億ドル) も、それぞれ同 24.3%、同 10.9%と比較的堅調に推移した。一方、EU 向け (532 億ドル) は同 7.6%と、4 月から伸びがやや鈍化した。

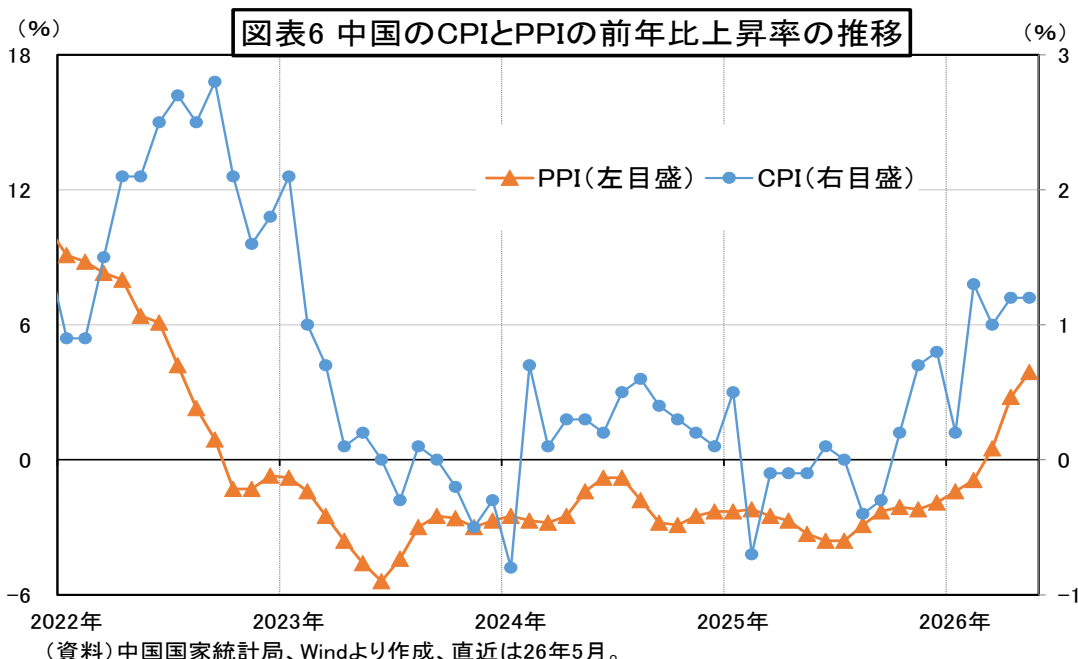
先行きについては、米・イラン間の戦闘停止に向けた調印式 (6 月中旬) を受け、ホルムズ海峡の通航料が全面的に免除され、同時に米軍による封鎖解除も発表された。これにより、短期的には輸出の強さが維持され、6 月も前年比 17%前後の高い伸びが見込まれる。

他方、6 月 2 日、米通商代表部 (USTR) は、中国を含む 60 か国・地域に対し、強制労働による製品の輸入禁止措置が不十分であるとして、輸入品に追加関税を課す方針を示した。追加関税率は、中国・日本・インドなどに対して 12.5%、EU・英国・その他十数か国に対して 10%とされている。USTR はこれらの追加関税について、7 月 6 日までパブリックコメントを募集し、7 日には公聴会を開催する予定である。

さらに、強制労働問題に加え、中国、日本、韓国、ベトナムなど 16 か国・地域を対象とした「製造業における構造的な過剰生産能力」に関する調査結果も公表される見通しであ

り、貿易環境には不確実性が残る。これらを踏まえると、年後半にかけて輸出は減速に向かう可能性もある。

輸入についても、主要品目の価格上昇を背景に高い伸びが続いている。5月の輸入額（ドル建て）は前年比27.4%となり、集積回路、原油、鉄鉱石、銅などの輸入額はいずれも大きく増加した。詳細をみると、集積回路の輸入額は同68.0%となり、輸入単価が69.8%上昇した一方で、輸入量は同1.0%減少した。原油についても、単価が同62.4%上昇し、輸入量は同29.0%減少したものの、輸入額は同15.3%となった。なお、5月の輸出額（3,768億ドル）から5月の輸入額（2,714億ドル）を差し引いた貿易黒字は1,054億ドルとなった。



CPI は低位で推移

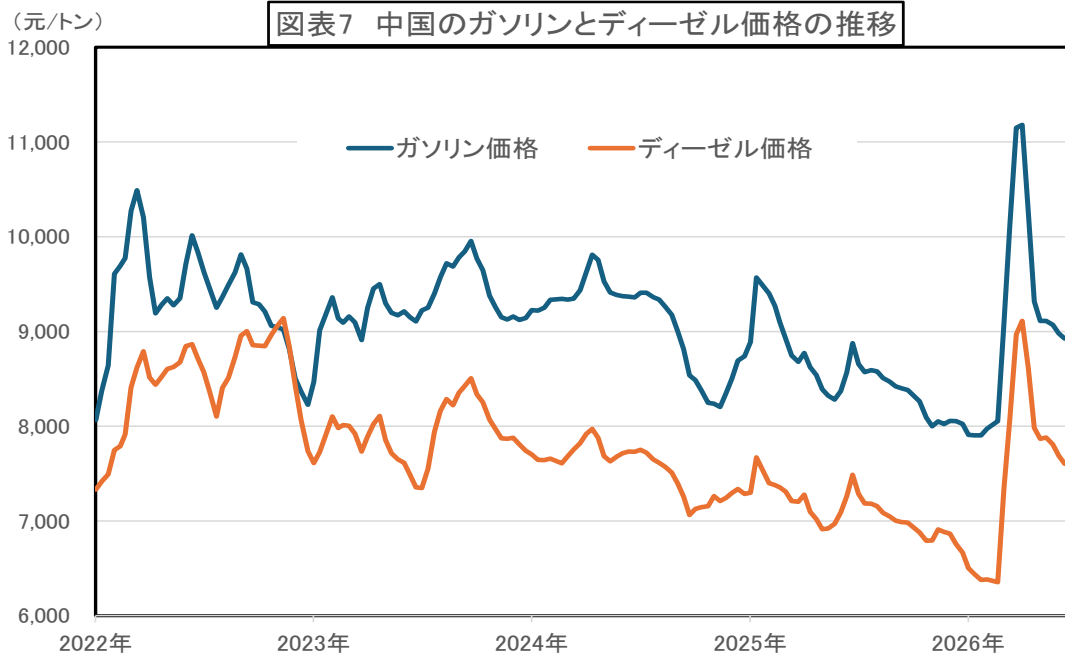
5月の消費者物価指数（CPI）は前年比1.2%と市場予想を小幅に下回った(図表6)。食品とエネルギーを除いたコアCPIは前年比1.1%にとどまり、依然として低水準で推移している。国内消費市場では、供給が強く需要が弱いという構造が依然として続いている。

詳細をみると、ガソリン価格は国際原油価格が高止まりするなかで前年比23.5%と大幅に上昇し、CPI前年比上昇率を0.7ポイント押し上げた。世界的なAI投資ブームによる半導体価格の上昇を背景に、スマートフォンを含む通信機器価格は前年比6.6%と大きく伸びた。

一方、食料品価格は弱含みで推移している。豚肉価格は前

年比▲16.1%と下落したほか、果物も下落幅が拡大し、食料品全体では同▲1.7%の下落となった。サービス価格も同0.8%と4月から小幅に鈍化した。

これらを踏まえると、5月のCPIは中東情勢に伴う原油高の影響が継続している一方、不動産市場調整の長期化や内需の回復力の弱さが物価全体の上昇を抑制する構図に変化はない。6月のCPIは前年比1%台で推移する見通しである。



(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は2026年6月20日。

PPI はエネルギー資源 価格上昇で加速傾向

次に企業生産者物価指数 (PPI) をみると、国際原油価格の高止まりを受け、5月のPPIは前年比3.9%と4月(同2.8%)から1.1ポイント加速した。また、世界的なAI投資ブームが半導体や銅などの価格を押し上げたことで、電子機器や金属加工業のPPIも上昇した。さらに、夏場の需要増加に伴い、エアコンなどの関連製品、電力価格、石炭価格などの上昇もみられ、これらもPPIを押し上げる要因となっている。

他方、前月比では0.5%と、4月の1.7%から大きく鈍化しており、原油高による押し上げ効果の一巡が主因である(図表7)。6月入り後も、原油価格は100ドル/バレルを下回り、高油価によるPPIの押し上げ効果はさらに弱まっている。一方で、半導体価格の上昇や「反内巻」政策の進展は、一部業種の価格を下支えすると考えられる。

『求是』雑誌では、家計バランスシートの修復と消費振興を強調

これらを踏まえると、6月のPPIは前年比4%程度へ小幅に加速すると見込まれる。

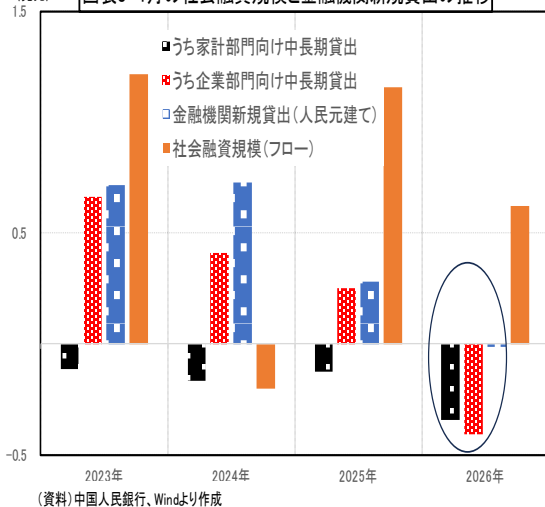
このように、生産と輸出は比較的底堅く推移している一方で、消費と投資の減速が一段と鮮明になっている。こうした状況を踏まえ、中国共産党中央委員会が主催する理論誌『求是』は、家計のバランスシートを回復させ、消費を振興する必要性を強く訴えていることが確認された。

消費の現状について、『求是』は次のように評価している。社会消費品小売上総額は5月に前年比▲0.6%、年初来累計で同1.4%となった。これは主として商品消費の弱さが要因である。一方、サービス消費は前年比5.4%と堅調に推移しており、消費の重心が「モノ」から「サービス」へと移行していることが示されている。

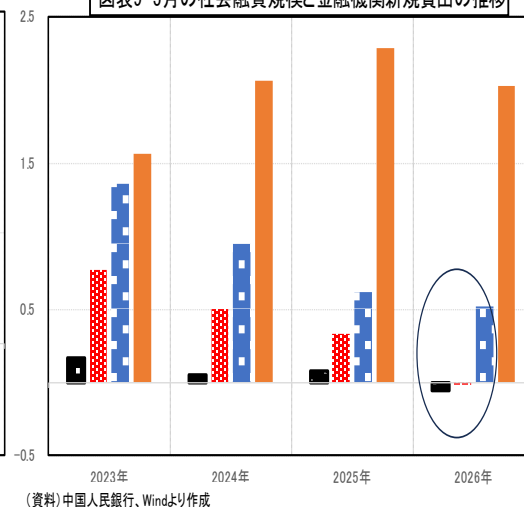
モノの消費が減速している背景としては、自動車や家電など耐久消費財の反動減（前年の政策効果の一巡）に加え、高温・多雨といった天候要因が挙げられる。さらに、①雇用・所得見通しの不透明感から消費マインドが低下し、社会保障の不十分さを背景に予防的貯蓄が増加していること、②不動産市場の調整に伴う資産価値の下落により資産効果が弱まっていること、③供給側において同質化や低付加価値の製品が依然として多く、多様化する消費者ニーズに十分応えられていないことが指摘されている。

消費全体の先行きについては、一人当たりGDPが1万3千ドルを超える水準に達したことから、サービス消費や高品質な商品の需要は今後も拡大が見込まれる。また、デジタル消費やグリーン消費といった新分野も新たな成長源となりつつある。こうした状況を踏まえ、『求是』は、雇用拡大と所得向上による消費基盤の強化、社会保障の充実による将来不安の軽減が不可欠であると指摘している。加えて、不動産市場や金融市場の安定を図り、資産効果を回復させることも重要である。同時に、高品質な商品・サービスの提供や規制見直しを通じた消費環境の整備が求められるとしている。

図表8 4月の社会融資規模と金融機関新規貸出の推移



図表9 5月の社会融資規模と金融機関新規貸出の推移



企業・家計の資金需要は依然として低迷

一定期間に実体経済への資金供給量を示す社会融資規模（銀行融資だけでなく、債券や株式の発行など幅広い資金調達を含む）のフローは5月も小幅な減少となった。その背景には地方債の発行減速に加え、企業・家計部門の大幅な資金需要減退が挙げられる。家計部門向け・企業部門向け中長期貸出は4月に続き、5月もいずれも減少であった（図表8・9）。

企業部門では、貸出全体（中長期▲200億元、短期1,000億元、手形融資5,570億元）が5月に6,400億元増加したものの、中長期貸出は▲200億元、前年比では▲3,500億元と大幅な減額が続いた。主因としては、①実体経済の資金需要が弱く、投資拡大への意欲が低調であること、②業界内の「反内巻」により企業の内生的な資金需要が抑制されていることが挙げられる。

家計部門でも、短期貸出（▲840億元）、中長期貸出（▲571億元）がともに減少となった。家計のレバレッジ縮小が進む背景には、①不動産市場が依然として底入れしておらず、②家計が負債拡大よりもキャッシュフロー確保を優先し、耐久消費財の購入を抑制していることが挙げられる。

今後については、実質住宅ローン金利の低下や住宅価格・賃料の安定が進めば、前倒し返済のインセンティブが弱まり、信用需要の回復が期待される。ただし、家計部門は依然としてバランスシート調整の途上にあり、借入需要の本格的な回復にはなお時間を要するとみられる。



(資料) 国家金融監督管理総局ほか、Windより作成、(注) 数値は四半期データ、直近は26年1～3月期。

融政策：LPR は 13 か月連続で据え置き

6月22日、中国の最優遇貸出金利「LPR（ローンプライムレート）」は1年物3.0%、5年物3.5%と、2025年5月に0.1%引き下げられて以降、13か月連続で据え置かれた。LPRは企業融資、個人消費、住宅ローン金利に広く影響を与える重要な指標である。しかし近年は、以下の要因により利下げの必要性や効果が低下していると考えられる。

まず、不動産市場の調整が挙げられる。住宅ローン金利の下限が撤廃され、多くの都市で銀行が自主的に金利を設定しているため、既に金利水準は低く、追加利下げの限界効果が縮小している。また、金利が低い公的住宅融資である「公積金ローン」の利用が拡大しており、公積金ローンの金利引下げや貸出上限の拡大によって、商業銀行の住宅ローン需要が減少している。さらに、銀行の収益環境が悪化している点も重要である。商業銀行の利ざやは過去最低水準の約1.40%まで低下しており、利下げ余地が限られている（図表10）。とは言え、将来的には景気動向次第で預金準備率の引下げや利下げが実施される可能性は残されている。

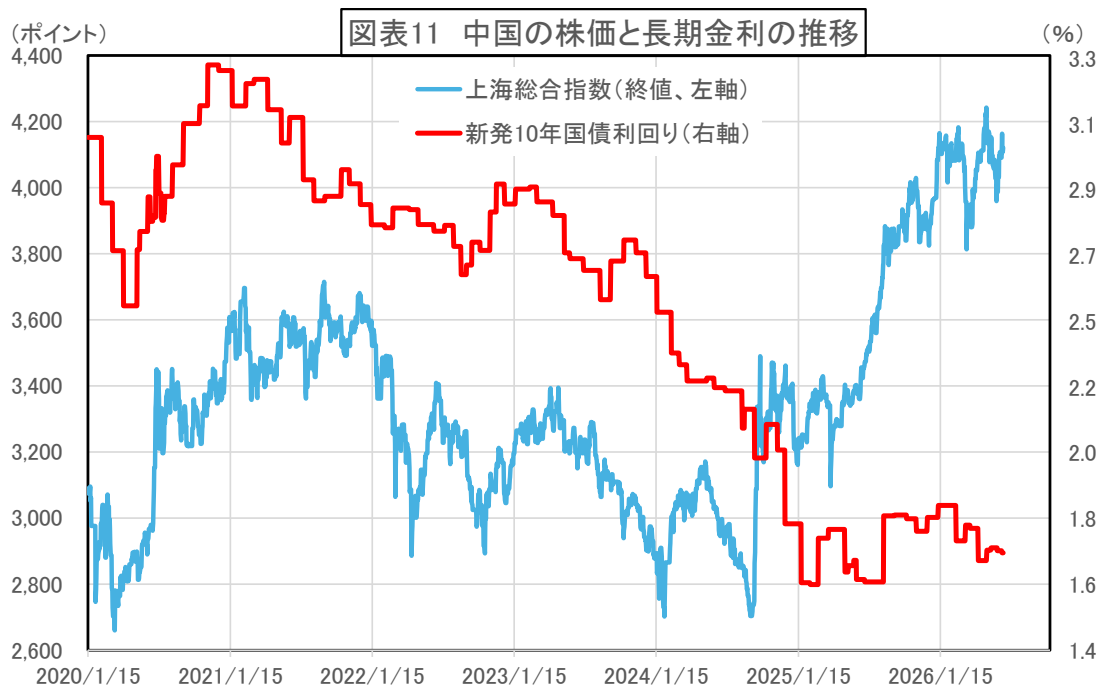
経済見通し：成長率は再び減速へ、当面の焦点は政治局会議と追加刺激策の有無

以上のとおり、4月に続き5月も生産と輸出は堅調に推移したものの、消費と投資の弱さが一段と鮮明になった。当面は、輸出が底堅さを維持するとみられる一方、個人消費は依然として力強さを欠き、投資も軟調な動きが続くと予想され

る。このため、2026年4～6月期の実質GDP成長率は前年比4.5%へと再び減速に転じる見通しである。

現時点では、中東情勢の緊張緩和により原油高による物価押し上げ圧力は和らぎつつあるものの、『求是』が指摘するように、雇用・所得の改善、消費刺激策の強化、民間投資の促進など、内需のテコ入れが依然として求められている。

今後は、既存の内需拡大策の効果、政策対応の有無、不動産市場調整の進展が注目点となる。とりわけ、7月下旬に予定される党中央政治局会議では、経済情勢の評価に加え、年後半に向けた財政拡大や金融緩和など追加政策の有無が焦点となる。



(資料)Windより作成、直近は26年6月25日。

金融市場：回顧・見通し・注目点

① 人民元債券市場

足元の長期金利は総じて低下基調を維持しているものの、短期的には上昇局面もみられた。中国人民銀行(PBOC)の資金供給により流動性が潤沢となり、10年国債利回りは1.7%前後で安定的に推移している(図表11)。一方、6月上旬にはPBOCが資金吸収姿勢を強めたことで短期金利の上昇を背景に、長期金利が一時的に上昇する場面もあった。

当面は、低インフレ環境や景気減速懸念が続いており、金融緩和スタンスも維持されていることから、金利低下圧力が

続くとみられる。ただし、短期金利の上昇、米金利や地政学リスクの影響により、利回りが上昇する局面も想定される。

② 株式市場

上海総合指数は、4,060ポイント台から一時3,950ポイント台まで下落した後、中東情勢の緩和期待や貿易統計の改善を背景に反発し、4,100ポイント台を回復した（図表11）。しかし、その後は高値圏での利益確定売りが強まり、4,160ポイント近辺で伸び悩んだのち、再び4,100ポイント前後へ押し戻される展開となった。

先行きについては、4,100ポイントを中心としたレンジ相場が続く可能性が高い。AIと半導体企業（ハイテク企業）への投資が旺盛である一方、国内景気の動向に加え、中東情勢、原油価格、米金融政策など外部環境の影響を受けやすく、上下に振れやすい展開が想定される。米欧との通商協議で不透明感が再び強まれば4,000ポイントを割り込む可能性もある一方、追加の景気刺激策が打ち出されれば4,200ポイント台への上昇も期待される。

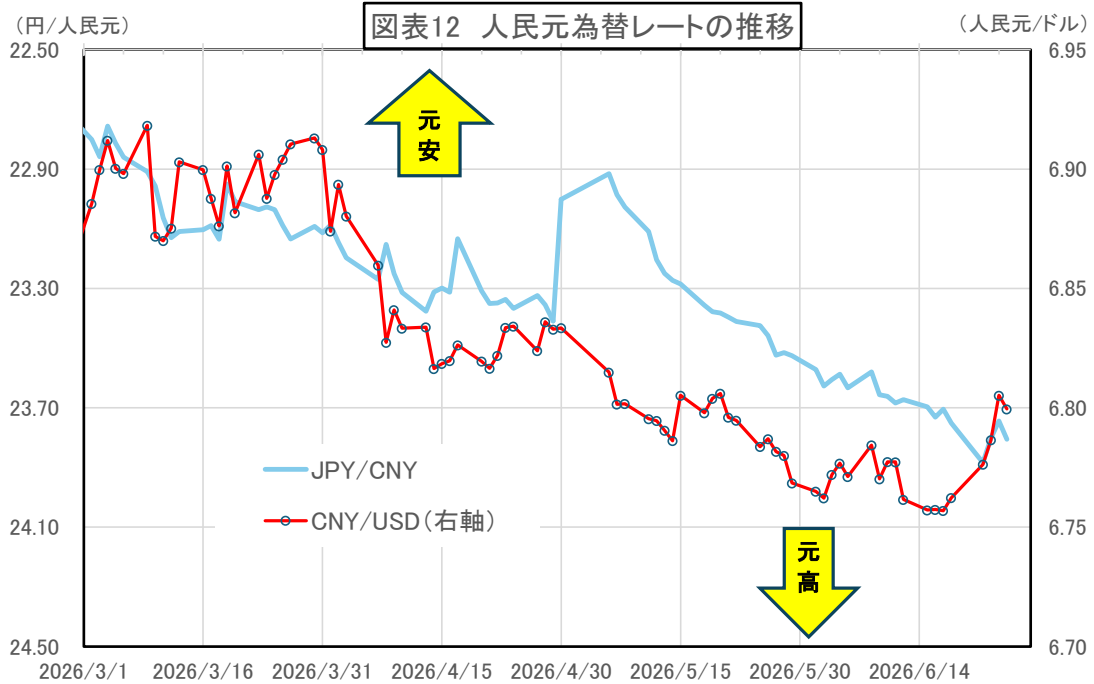
③ 人民元為替市場

堅調な輸出に加え、5月14～15日の米中首脳会談を受けて米中関係が改善したことから、ドル人民元（USDCNY）は5月以降元高が進行し、5月11日には1ドル＝6.795元と約3年ぶりに6.7元台へと上昇した。その後も6.78元台から6.76元台へと緩やかな元高基調が続いた。一方、6月中旬に発表された主要経済指標が悪化したことや、PBOCは基準値を前日終値より元安方向に設定するなど、過度な元高を抑制する姿勢を示していることもあり、足元では元安に転じて推移している。

円人民元（JPYCNY）についても、ドル円の円安進行（160円近辺）に連動し、円安・元高基調で推移した。JPYCNYは23.4円台から23.7円台へと低下し、円の弱さが際立つ流れとなったが、足元では円高・元安方向で推移している。

先行きについては、対ドルでは緩やかな元高基調を維持しつつも、米金利動向、米中通商交渉、中東情勢に左右され、不安定な値動きが続くとみられる。米国の金融政策が引き締

め方向に傾けばドル高圧力が強まり、元安に振れる可能性もある。一方、輸出の底堅さや資本流入が下支えとなり、急激な元安は限定的とみられる。対円では、日米金利差が維持される限り、円安・元高が続く可能性が高いと思われる。



(資料)Windより作成、直近は26年6月25日。

(26. 6. 25 現在)