

経済金融 ウォッチ

2026年10月号

国内		1
米国		12
中国		20



日銀は物価上振れリスクを警戒、追加利上げを決定

～長期金利は30年ぶりの3%台へ～

南 武志

要旨

政策効果などもあり、足元の物価上昇率は2%割れが続いているが、日銀は26年度下期にかけて物価上振れリスクが高まることへの警戒から3か月ぶりの追加利上げを決定した。26年度下期には3%前後まで物価上昇率が高まることもあり、年内にも再利上げの可能性はある。

足元の国内景気はAIブームなどの追い風もあり、改善基調をたどっている。しかし、家計の所得環境は底堅さを増している割に民間消費には鈍さが見られる。解決のめどが立たないイラン情勢や先行きの物価高騰を踏まえると、26年度下期にかけて国内景気は足踏みに近い状態が続くとみられる。こうしたなか、日銀の利上げ継続や高市内閣の財政運営への警戒から長期金利は30年ぶりに3%台まで上昇している。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2026年		27年		
		9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		1.227	1.20～1.55	1.45～1.80	1.45～1.80	1.45～1.80
国債利回り	20年債 (%)	3.920	3.70～4.20	3.80～4.30	3.80～4.30	3.80～4.30
	10年債 (%)	3.085	2.80～3.30	2.90～3.40	2.90～3.40	2.90～3.40
	5年債 (%)	2.430	2.05～2.55	2.15～2.65	2.15～2.65	2.15～2.65
為替レート	対ドル (円/ドル)	157.2	150～165	147～162	145～160	145～160
	対ユーロ (円/ユーロ)	179.0	170～190	170～190	170～190	170～190
日経平均株価 (円)		65,877	68,000±5,000	69,000±5,000	70,000±5,000	71,000±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9月28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。

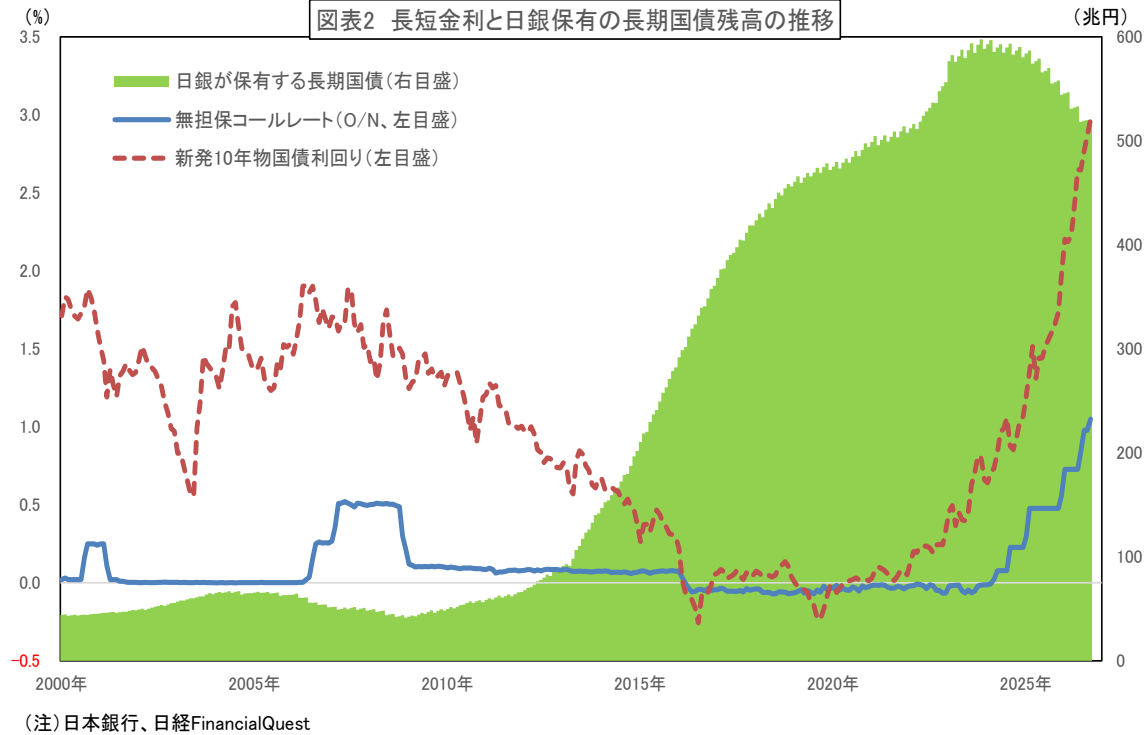
金融政策：9月会合で1.25%への利上げを決定

日本銀行は9月17～18日に開催した金融政策決定会合で政策金利の引き上げを7対2の賛成多数で決定した。ベッセント米財務長官が日銀の利上げを促す発言をしたこと等もあり、マーケットは事前に今回の利上げを十分織り込んだなかでの利上げとなった。

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、これまでと同様、利上げ継続の方針を示した。加えて、「基調的な物価上昇率が2%の物価安定の目標を超えて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、基調的な物価上昇率を 2%程度の水準で安定させていくという観点が重要になる」とした。決定会合後の記者会見で植田総裁は「政策の局面が変化した」と述べている。

図表2 長短金利と日銀保有の長期国債残高の推移



金融政策：年内の再利上げの可能性も

足元の物価上昇率は 2%割れの状態にあるが、後述の通り、原油高騰などの影響によって 26 年度下期にかけて物価上昇率が高まるとみられている。こうした物価上振れリスクを抑制するため、今後、日銀は景気下振れ圧力が強まらない限り、「四半期に 0.25%」程度の利上げペースをしていくと思われる。年内にも再利上げ（政策金利 1.5%へ）が検討されるだろう。その後、27 年前半にかけて利上げを継続、政策金利は 1.75%まで引き上げられる、と予想している。

一方、利上げへの反対票を投じた浅田・佐野の両審議委員はいずれも高市内閣が任命したこともあり、マーケットでは利上げ継続は順調ではないとの憶測を呼び、外国為替市場では円安が急速に進んだ。27 年 7 月には早期利上げに前向きな政策委員 2 名が退任する予定である。今回の利上げに反対した 2 名の審議委員と同様、ハト派的な人物を指名するのか、仮にそうなった場合に日銀の政策運営に影響がでるのか注目される。

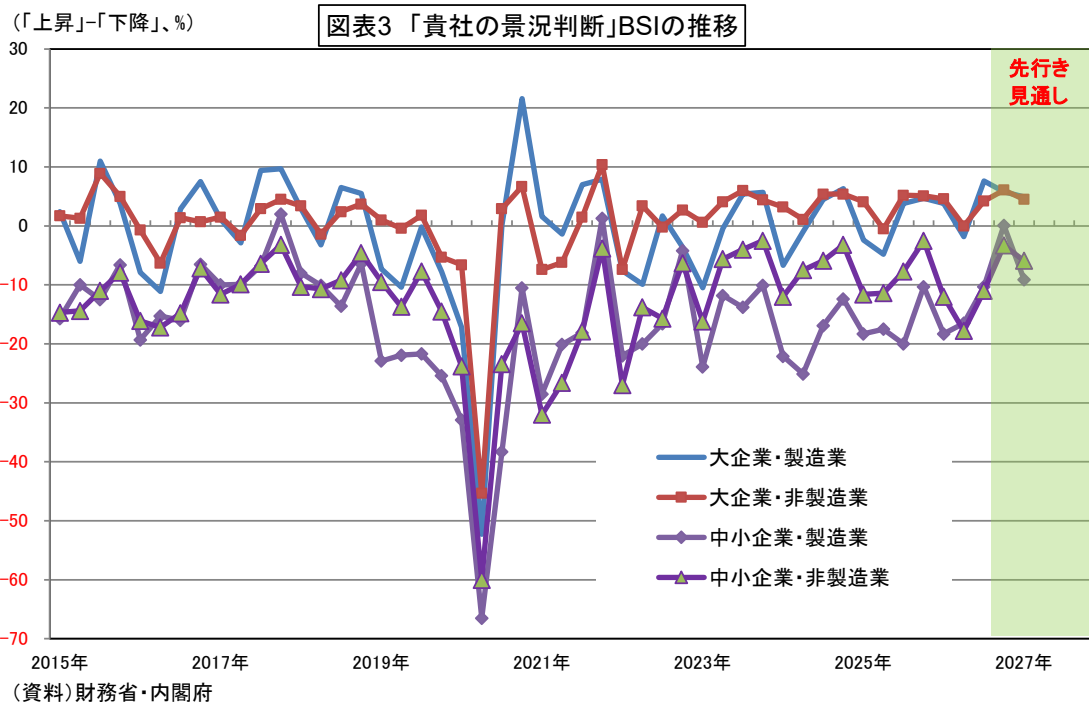
第 2 次高市改造内閣がスタート

高市内閣が誕生してから 11 か月が経過し、連立を組む日本維新の会と閣内協力へ移行する目的などから、高市首相は 9 月

17日に内閣改造に踏み切った。第2次高市改造内閣においても「責任ある積極財政」の方針を掲げ、強い経済の実現に向けた政策を加速させ、日本列島を強く、豊かにしていくとしている。日本成長戦略や地域未来戦略によって国内投資を誘発して潜在成長率を高め、雇用と所得を増やし、消費マインドを改善することで、税収が自然増に向かうGDP拡大の下での好循環を実現していく方針である。そのためにも、物価・金利の安定と経済成長を両立できるかが問われている。

なお、人事については、外相、財務相、経産相、経済戦略相、防衛相ら8名を続投させるなど、政策の継続性を重視する一方で、前回の総裁選で総裁の座を争った林総務相は再任されなかった。林氏は来年秋に予定されている総裁選への再出馬の意欲を隠しておらず、政局が波乱含みとなる可能性もある。

10月5日には臨時国会が召集されるが、消費税減税や議員定数削減などが焦点とされている。また、年内には安保3文書（国家安全保障戦略、国家防衛戦略、防衛力整備計画）の見直しなども予定されている。



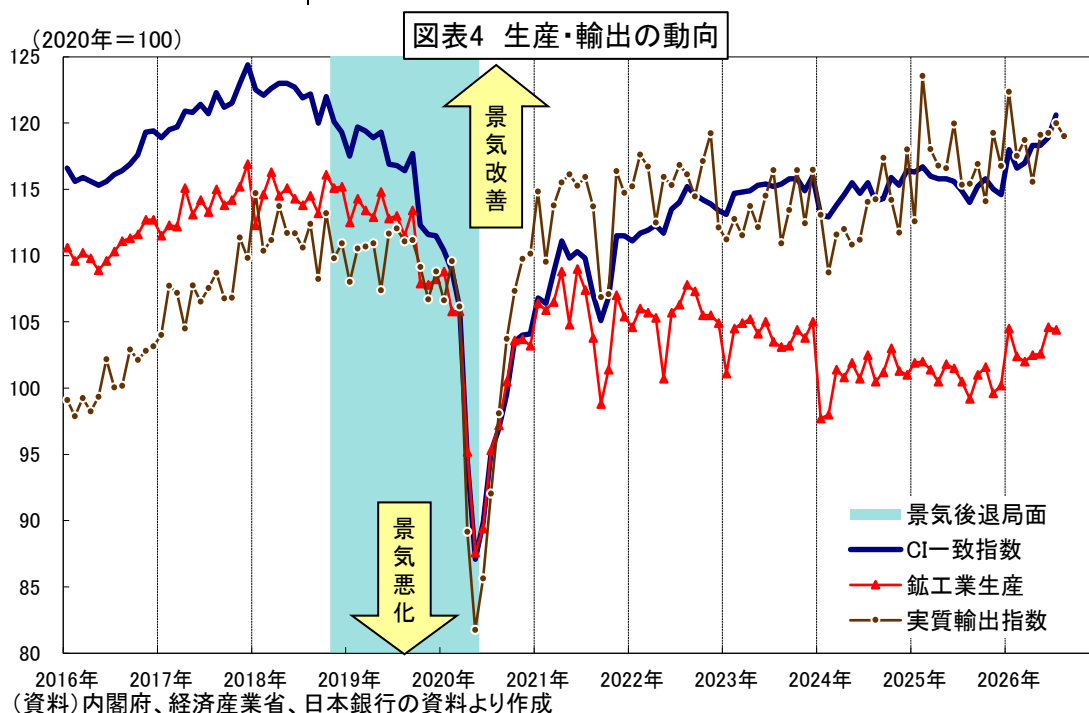
景気の回復基調は継続

以下、足元の国内景気動向について確認したい。7～9月期の法人企業景気予測調査によれば、企業の景況感を示す「貴社の景況判断」BSI（「上昇」-「下降」、%ポイント）は、大企業・製造業、同・非製造業ともに2期ぶりのプラスとなるなど、改

善がみられた。また、26年度の設備投資計画（ソフトウェア投資を含む、土地購入額を除く、全規模・全産業）は前年度比11.0%（4～6月期：同8.2%）へ上方修正されるなど、設備投資意欲は堅調である。

次に、月次指標を確認すると、7月の景気動向指数・CI一致指数は前月から+1.7ポイントと2か月連続で上昇、18年10月以来の水準となった。これに基づく基調判断は4か月連続で「改善」となっている。さらに、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（一致指数）」（7月）は、4か月連続で過去最高を更新した。

また、8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+0.7ポイントと4か月連続、「先行き判断」DIも同+2.5ポイントと5か月連続で、ともに上昇した。イラン情勢の悪化前の水準までは戻っていないものの、マインドの持ち直しが散見される。



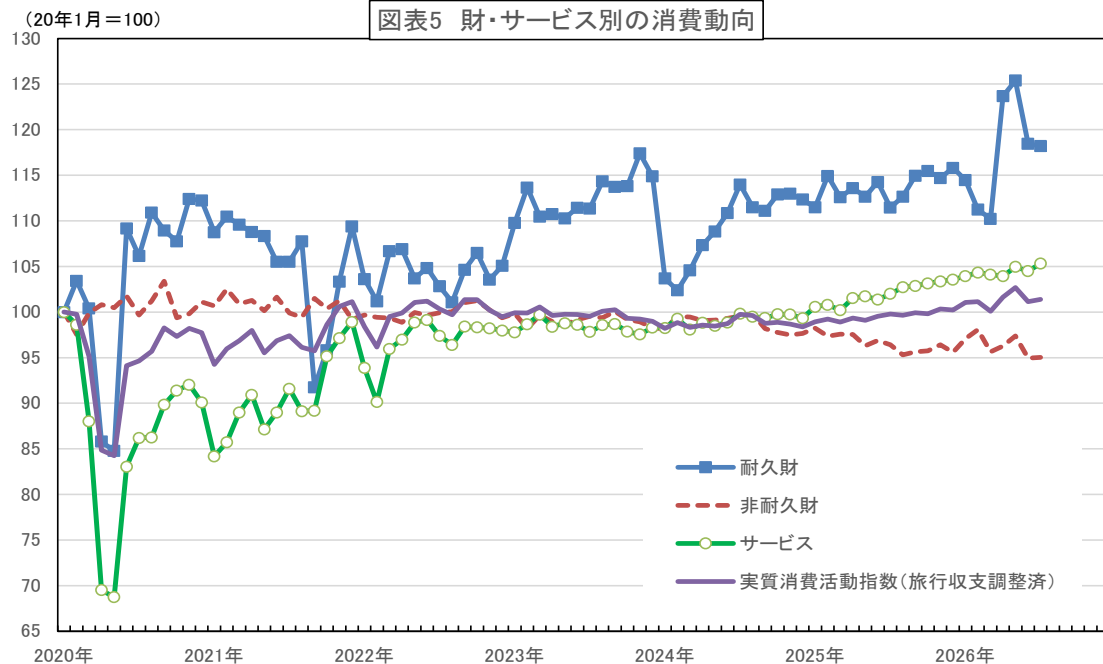
輸出・生産が底堅く推移

一方、8月の実質輸出指数は前月比▲0.8%と4か月ぶりに低下したが、7～8月平均は4～6月平均を1.3%上回っている。地域別にみると、米国向けが引き続き堅調だったが、それ以外の地域向けは頭打ち気味に推移した。財別には中間財や資本財に底堅さがある。

一方、7月の鉱工業生産は前月比▲0.2%と4か月ぶりに低下

した。半導体等製造装置など生産用機械工業、無機・有機化学工業、石油・石炭製品工業が上昇した半面、化学工業（除く無機・有機化学工業）、金属製品工業、輸送機械工業（除く自動車工業）が低下した。なお、8月の製造工業生産予測指数（予測誤差補正後）は同3.1%と大きく上昇する見通しとなっている。

また、7月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は同▲3.7%と2か月ぶりに減少した。6月に激増した非鉄金属が大きく減少したものの、電気機械や造船業などの大幅増もみられ、全般的に反動減は限定的だった。しかし、8月の工作機械受注（内需）は増加傾向をたどるなど、AIブームの追い風もあることから、先行き企業設備投資は底堅く推移するものとみられる。



(資料) 日本銀行「消費活動指数」

実質賃金は前年比プラス状態、消費マインドも持ち直しつつあるが、足元の消費に弱い動き

7月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比4.3%、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3.7%と、いずれも上昇傾向を維持した。後述の通り、足元の消費者物価上昇率が同2%割れで推移していることもあり、実質賃金は前年比プラスの状態となっている（現金給与総額ベースで同2.4%、一般労働者の所定内給与ベースで同1.8%と、ともに8か月連続のプラス）。

このように家計の所得環境は堅調であるが、消費の回復ペースは鈍いままだ。イラン情勢を受けて大幅に悪化した消費マイ

経済見通し：今後の物価上昇への警戒から景気は先行き足踏み状態に

物価動向：8月の全国コアCPIは前年比1.7%へ鈍化、8か月連続で2%割れ

ンドは持ち直しつつある。8月の消費動向調査「消費者態度指数」は前月から+0.6ポイントと4か月連続で上昇、基調判断は「持ち直しの動きがみられる」である。ただし、イラン情勢が悪化する前よりまだ4ポイント以上も低い水準である。

こうした影響もあり、7月の消費統計には鈍さが散見された。7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か月ぶりに上昇したが、4～6月平均を0.4%下回っている。エアコンなど耐久財需要が一服したほか、非耐久財も弱含んでいる。

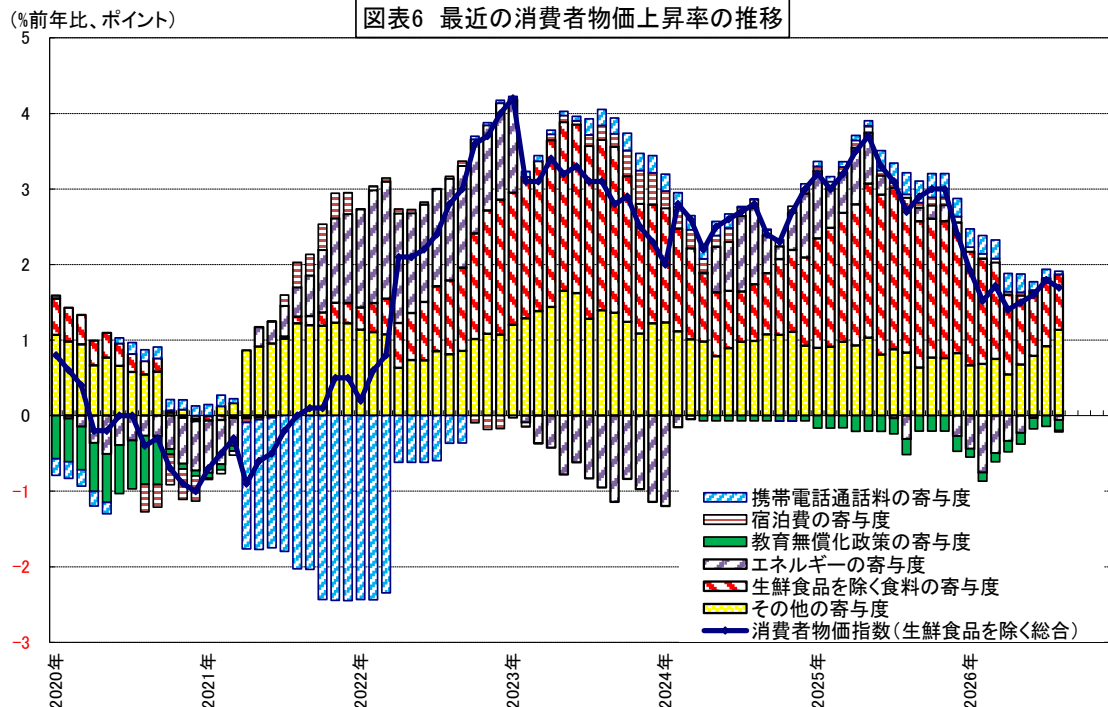
4～6月期のGDP第2次速報（2次QE）によれば、法人企業統計季報を受けて民間企業設備投資の減少幅が縮小したこと等から、実質成長率は前期比年率1.4%と1次QE（同1.1%）から若干引き上げられた。ただし、民間最終需要が3期ぶりに減少したことには変わりはなく、国内景気は実態として弱含んだと評価せざるをえない。

以下、景気の先行きを展望したい。イラン情勢は泥沼化しつつあるほか、サウジアラビアとイエメンの親イラン武装組織フーシ派との戦闘が激化するなど、世界的に原油不足に陥るリスクも意識されている。そのため、輸出は停滞感の強い展開が見込まれる。また、26年春闘では3年連続の5%超を達成するなど、家計の所得環境は良好な状態にあるものの、26年度下期にかけて物価上昇率が3%前後まで高まることへの警戒から消費は足踏みが続くと予想される。一方、AIブームの追い風や高市内閣が主導する官民一体投資への期待などを背景に、企業設備投資は底堅く推移するだろう。以上を踏まえると、26年度下期がほぼゼロ成長の状態が続くとみられる（詳細は9月8日に策定した「2026～27年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）」を参照のこと）。

8月の全国消費者物価指数によれば、代表的な指標である「生鮮食品を除く総合（コアCPI）」は前年比1.7%と、4か月ぶりに鈍化、8か月連続で2%割れとなった。政府による石油製品の価格抑制策や教育無償化政策などに加え、過去2年にわたって高値が続いたコメ類などの値下がりもあり、イラン情勢による原油等の高騰を受けても、消費者物価上昇率が大きく高まるといった事態とはなっていない。

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 1.9%と 7 月と変わらずであったが、こちらも 5 か月連続で 2%割れであった。



物価見通し：年度下期には 3% 前後まで物価上昇率が高まると予想

政府はガソリンなど石油製品価格を抑制（レギュラーガソリンで 170 円/ℓ程度）すべく、補助金を支給しているが、9 月 1 日には予備費から 6,136 億円を原資となる基金に積み増すことを閣議決定、経産省では 10 月末までの必要経費を賄えるとしている。こうした補助金支給は当面継続するものとみられるが、最近の燃料費急騰によってエネルギー価格は総じて値上がり傾向を強めている。また、石油由来の化学製品やプラスチック製品、運送コスト、食料などを筆頭に、幅広い分野で上昇圧力が高まっていくとみられる。今秋には物価上昇率は 2%台となり、年度下期にかけて 3%前後まで高まるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

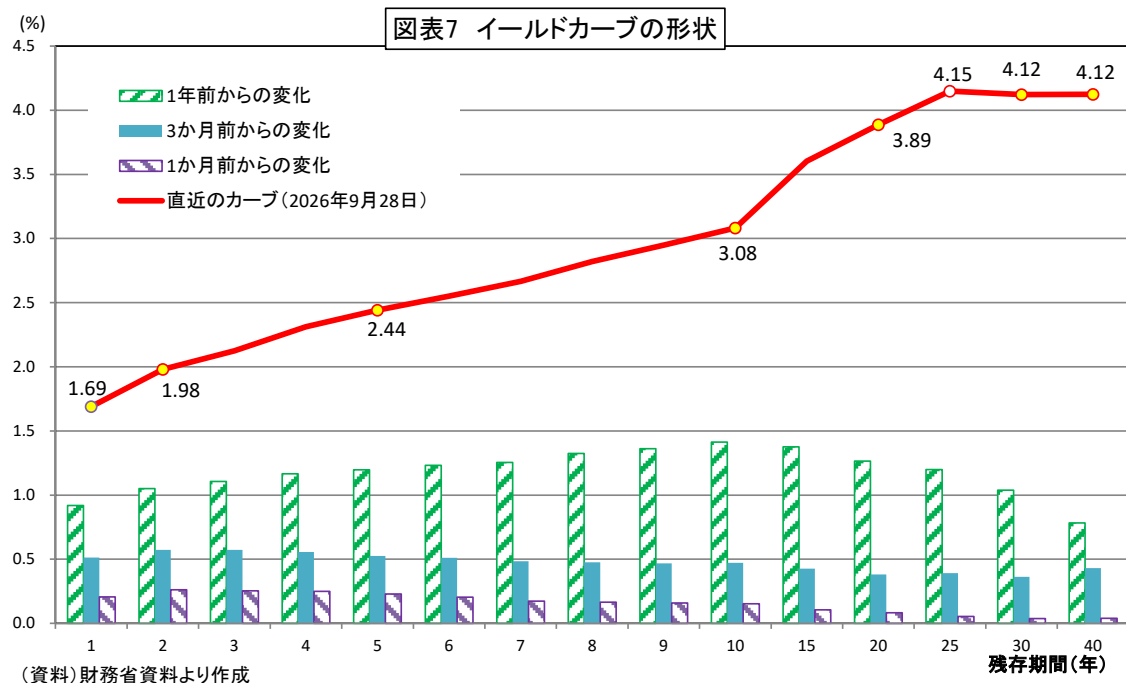
マーケットでは日銀の 9 月利上げを織り込んだほか、高市内閣の財政運営への懸念も根強いことから、長期金利は上昇継続、30 年ぶりの 3%台乗せとなった。また、9 月中旬にかけてドル円レートは円高気味に推移したが、日銀の利上げ決定後は再び円安気味の展開となった。こうした動きに対して、日米政府は円安を牽制している。

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。

長期金利は一時 3.1%へ上昇

① 債券市場

高市内閣の財政政策運営や日銀の利上げ継続方針などもあり、長期金利は上昇傾向をたどっている。いわゆる「骨太ショック」やイラン情勢が再び緊迫化したことでインフレ懸念が再燃したことで、6月下旬から7月上旬にかけて長期金利は急騰、7月9日には一時2.9%まで上昇した。その後、一旦は2.7%前後まで低下したものの、日銀の利上げペースが加速するとの思惑から金利は上昇傾向をたどった。9月1日には3%台となったが、追加利上げ後となる25日には一時3.115%まで上昇するなど、上昇圧力が高い状態が続いている。



長期金利の上昇圧 力は燦り続ける

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、27年度予算の概算要求・要望額・『「強く豊かな日本」投資枠』の合計は143兆円と、26年度予算（122兆円）を大幅に上回っているほか、27年4月からの実施を予定する消費税減税に関する財源（年間5兆円程度）も不透明であるなど、財政政策運営への警戒も根強い。長期金利には上昇圧力がかかり続けるだろう。

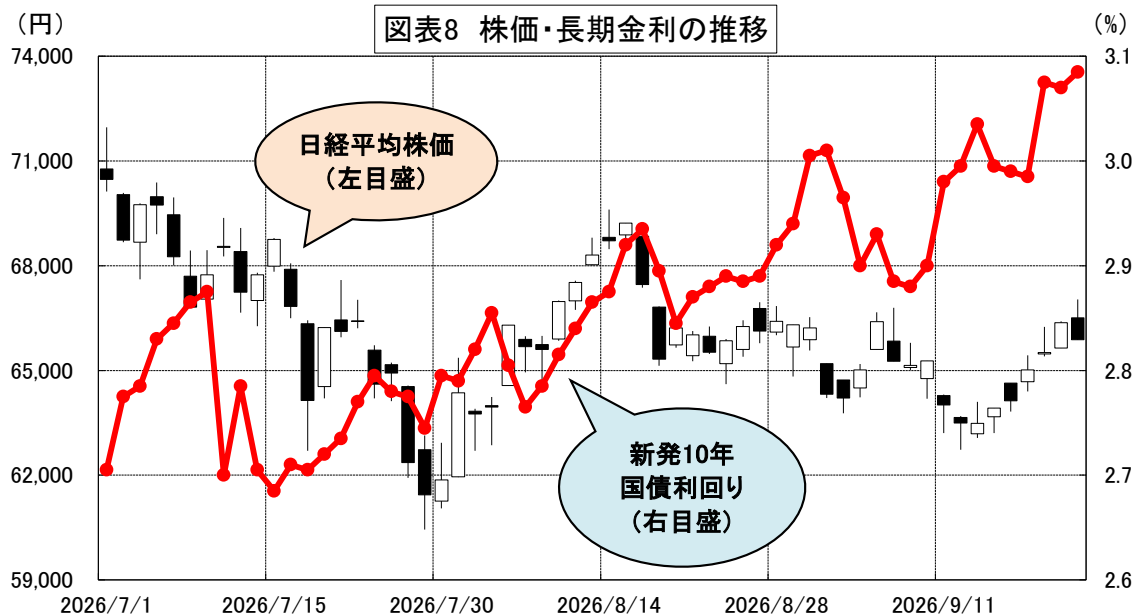
② 株式市場

上値の重い展開

好調な企業決算や米国とイランとの戦争が早期終結することへの期待に加え、AIブームが牽引したことで、6月22日に

日経平均株価はザラ場で 72,831 円の史上最高値を更新した。その後はスピード調整的な動きが強まったほか、7 月にはイラン情勢の再緊迫化による原油高騰やハイテク企業の巨額な設備投資に対する警戒が強まり、株価は軟調に推移、7 月 29 日には一時 60,448 円まで下落した。8 月に入ると調整が一巡し、見直し買いも散見されたことで、中旬には 70,000 円目前まで上昇したが、その後は金利上昇への警戒等から米国株価が軟調に推移していることもあり、65,000 円前後での上値の重い展開が続いている。

AI ブームへの過度な楽観論は影を潜めたものの、AI 関連需要が世界経済を牽引する状況は今後とも継続するとみられるほか、高市内閣の成長戦略や積極財政への期待感もあり、いずれ株価は再び持ち直すものと思われる。ただし、イラン情勢の展開次第では調整が長引く可能性もあるだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

日銀の利上げ後に 再び円安が進む

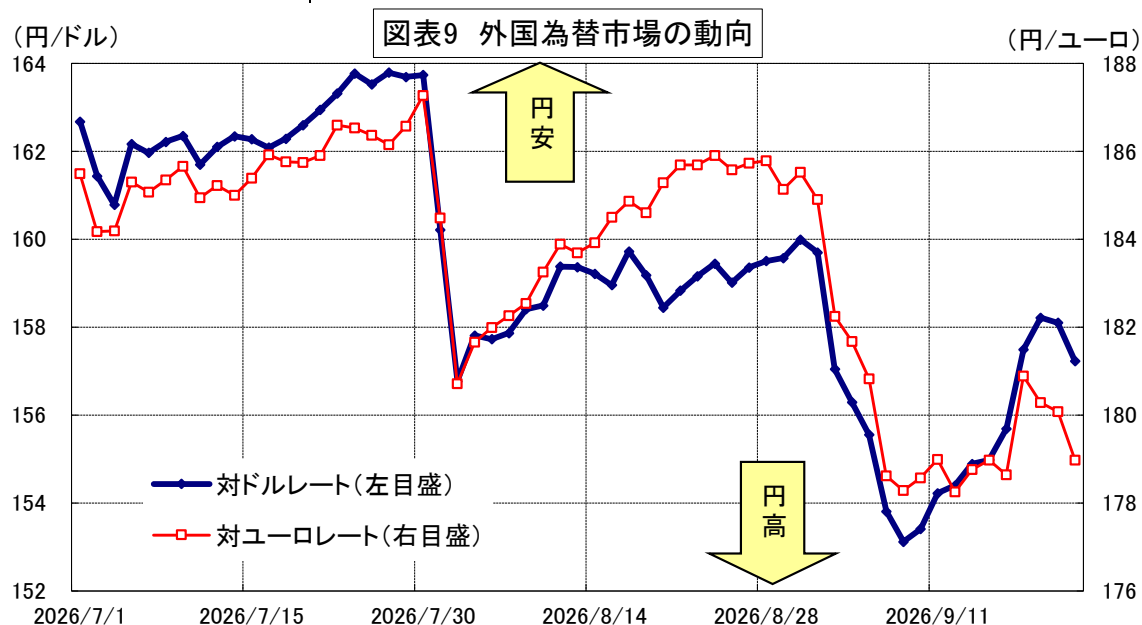
③ 外国為替市場

日銀の利上げ継続姿勢に加え、高市内閣の財政政策運営への警戒もあり、25 年秋以降、ドル円レートは円安傾向をたどってきた。こうしたなか、政府は再三、投機的な動きに対しては断固たる措置を講じると警告、実際に大型連休前後に続き、7 月末から 8 月初めにかけて円買い介入を実施した。規模としては前回の総額 11.7 兆円に対して、今回は総額 15.4 兆円と公表されている。これによって 1 ドル＝164 円程度だったドル円レ

トは 155 円前後まで押し戻された。

しかし、円安の流れを断ち切るには至らず、8 月下旬には再び 160 円台まで円安が進行した。9 月に入ると、ベッセント米財務長官が日銀に利上げを要請したほか、「自分が胴元である」と円高を誘導する発言をしたことで、一時 152 円台まで円高が急伸した。ただし、米 Fed の追加利上げ観測が根強いほか、日銀の 9 月利上げに対して反対が 2 票投じられたことで日米金利差はなかなか縮小しないとの思惑が浮上、9 月下旬には再び 160 円に向けて円安が進んだ。こうした動きに対して日銀はレートチェックを実施、円安を牽制している。

先行きについては、Fed がタカ派化したとの受け止めが強まった半面、日銀の利上げ継続を疑う意見も浮上するなど、日米金利差はなかなか縮小しないとの見方が直近強まった。また、高市内閣の財政政策運営に対する警戒も根強い。一方、トランプ米大統領が日米首脳会談（22 日）で円安への懸念を表明したことを受けて、25 日には日米財務相が電話協議を実施するなど、政治的には一方的な円安進行とはなりにくくなっている。とはいえ、上述したような要因から円高も進みづらい。しばらくは方向感が乏しい、かつ値幅の大きい展開が予想される。



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

ドルと同様、値動きの激しい展開

ユーロの対円レートもまたドルと同様、円安状態が続いている。7 月中は概ね 180 円台半ばの水準であったが、緩やかに円安ユーロ高が進行した。7 月末から 8 月初めにかけての日米協

調介入では、米財務省が「ユーロ売り円買い」介入を実施したこともあり、8月3日には一時179円台前半のユーロ安となった。しかし、域内のインフレ懸念や足元の景気の底堅さもあり、欧州中央銀行（ECB）が9月に追加利上げを実施するとの見方が強まり、8月下旬には再び180円台後半までユーロ高が進んだ。9月上旬にはドル安につられる格好で170円台後半のユーロ安となったが、その後再び180円台に戻すなど、対ユーロでも円安圧力は根強い。

(26.9.28 現在)

9 月 FOMC にて利上げ路線へ転換

～米中貿易休戦は 27 年 1 月まで延長～

佐古佳史

要旨

中東情勢の緊迫化や、紅海経由での原油輸送が一時混乱したことなどから、原油価格は 9 月半ばにかけて再上昇した。やや遅れて、全米平均ガソリン価格も上昇している。

9 月末に行われた米中首脳会談では、米中貿易戦争の休戦期間を 2 か月間延期することが決まったが、それ以外の分野では大きな成果はなかった。

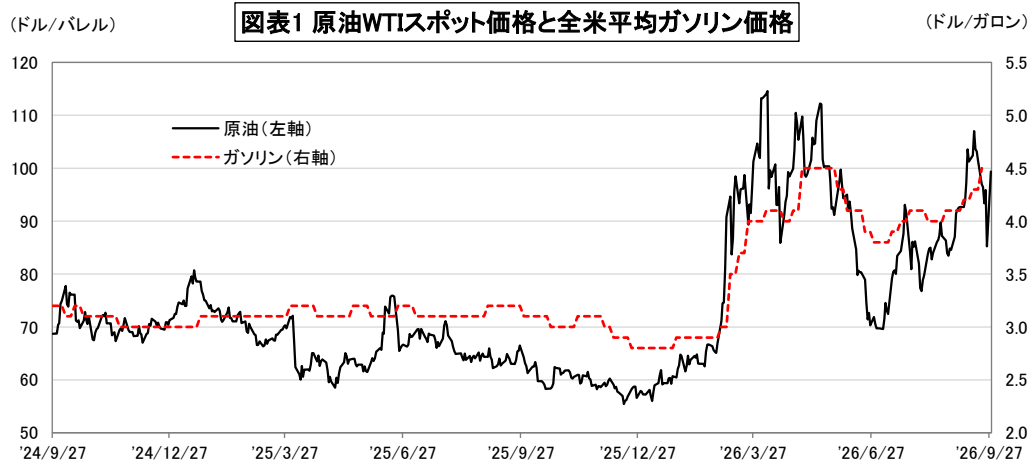
9 月 FOMC では 25bp の利上げが全会一致で決定され、政策金利の誘導目標は 3.75～4.00%となった。26 年内のさらなる利上げが見込まれている。

足もとでは、AI をめぐる様々な懸念が見られるが、ハイパー・スケーラーの 26 年第 2 四半期決算からは、AI 関連設備投資や AI ブームがしばらく続くと思われる。このため、景気の先行きとしても、堅調さが持続する展開を見込む。

ガソリン価格上昇

中東情勢の緊迫化や、紅海経由での原油輸送が一時混乱したことなどを背景に、9 月中旬にかけて原油価格（WTI、スポット）は 1 バレル=100 ドル台半ばへと急騰した。やや遅れて、全米平均ガソリン価格も上昇し、足元では 1 ガロン=4.5 ドル（1 リットル=約 187 円）となっている。

米政府は 9 月に入り、中東と欧州各国に対し、イラン系航空便と銀行を締め出すよう圧力をかけている。また、トランプ大統領は、11 月の中間選挙後にイランへの爆撃を再開する予定を表明した。



(資料) LSEG (注) ガソリン価格は週次データ。

友好ムードを演出した米中首脳会談

9 月末に行われた米中首脳会談では、ホワイトハウスの報道によると米中間で「建設的戦略安定関係」を構築することで合意したとされるが、具体的な成果は乏しいとの評価が多かった。またトランプ大統領による中国との友好ムード演出には、共和党・民主党双方からの批判が出ているようだ。

米中貿易戦争については、中国側が 2 年間の休戦延長を求めたのに対し、27 年 1 月 10 日までの 2 か月間と短期間の延長となった。

AI 開発については、26 年半ば頃から「AI 暴走」の脅威がたびたび指摘されており、米中間でホットライン設立の動きも水面下ではあるようだが、今回の協議内容は明かされなかった。安全保障や覇権競争に直結する一方で、特に米国では民間主導で開発が行われていることから、米政府としては判断が難しいと思われる。

なお、11 月に中国、12 月に米国と 26 年内にあと 2 回の首脳会談が予定されている。

中間選挙は民主党が優勢の模様

11 月 3 日に投開票が行われる中間選挙まで残り 5 週間となった。ウォール・ストリート・ジャーナル紙によると、中間選挙を控えた大統領支持率調査において、トランプ大統領の支持率は 1990 年以降で最低とのことであった。また、9 月末現在の予想としては、上下両院とも民主党が過半数議席を取得する見通しが散見される。

9 月 FOMC にて利上げ路線に転換

8 月の消費者物価指数(CPI)が、総合：前年比 3.4%（前月比 0.4%）、コア：同 2.4%（同 0.3%）と上振れたため、利上げがほぼコンセンサス化した中で迎えた 9 月 FOMC（15～16 日）では、25bp の利上げが全会一致で決定され、政策金利の誘導目標は 3.75～4.00%となった。利上げは 3 年ぶりとなる。

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、失業率は小幅に下方修正された。一方で、インフレ率の見通しはほぼ変更がなかった。FRB としては、インフレ率のさらなる加速を見込んでいるわけではないが、これまでの「政策金利を据え置いてインフレ率の鈍化を待つ戦略」を維持できる状況ではなくなったとみられ、タカ派に転換したといえる。

8 月 CPI と 9 月 FOMC を受けて、筆者も政策金利見通しをこれまでの据え置きから、追加利上げへと修正した。

図表2 FRB大勢見通し（9月時点）

		2026年	2027年	2028年	2029年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	2.2-2.4	2.2-2.6	2.1-2.3	2.0-2.2	2.0-2.2
	6月時点 (%前年比)	2.0-2.3	2.0-2.4	2.0-2.3		1.8-2.0
失業率	(%)	4.1-4.2	4.0-4.2	4.0-4.2	4.0-4.3	4.0-4.3
	6月時点 (%)	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.3		4.0-4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	3.5-3.7	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0
	6月時点 (%前年比)	3.5-3.7	2.2-2.5	2.0-2.1		2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	3.3-3.4	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	
	6月時点 (%前年比)	3.2-3.5	2.3-2.6	2.0-2.2		

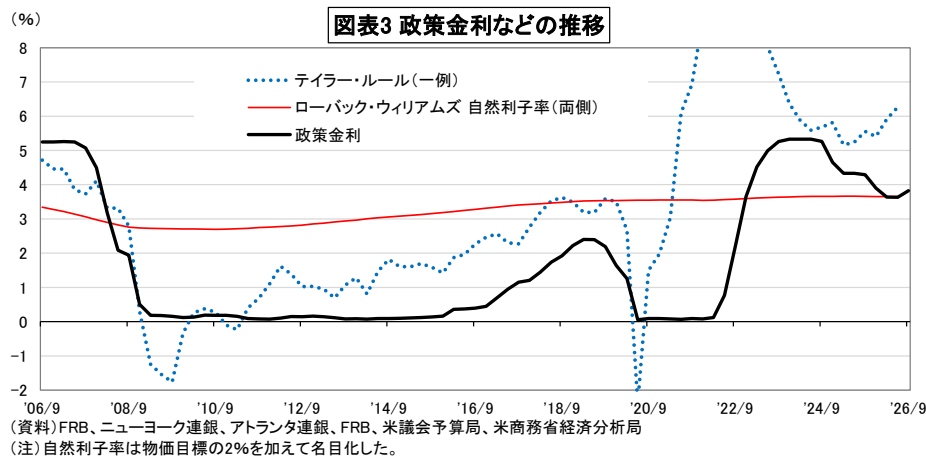
(資料) FRB

(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 後に公表された資料から、FOMC 参加者の各年末時点での政策金利を記したドット・プロットを確認すると、26 年以内に追加利上げが行われる可能性が高いことがうかがえる。また、中央値で判断すれば、27 年は政策金利が据え置かれる見通しとなった。ただし、ドット・プロットの有効性は低いと思われる。

ここで、テイラー・ルールが示す金利水準と、足元の政策金利（3.75～4.00%）を比較すると、前者が 2 ポイント程度高い。このため、ある程度の利上げ余地がありそうだ。実際に、足元では、10 月 FOMC（27～28 日）での利上げ織り込みが進んでいる。なお、図表 3 に示したテイラー・ルールは、アウトプットギャップと「コア PCE デフレーターと FRB の 2%物価目標の乖離幅」を変数として利用した。

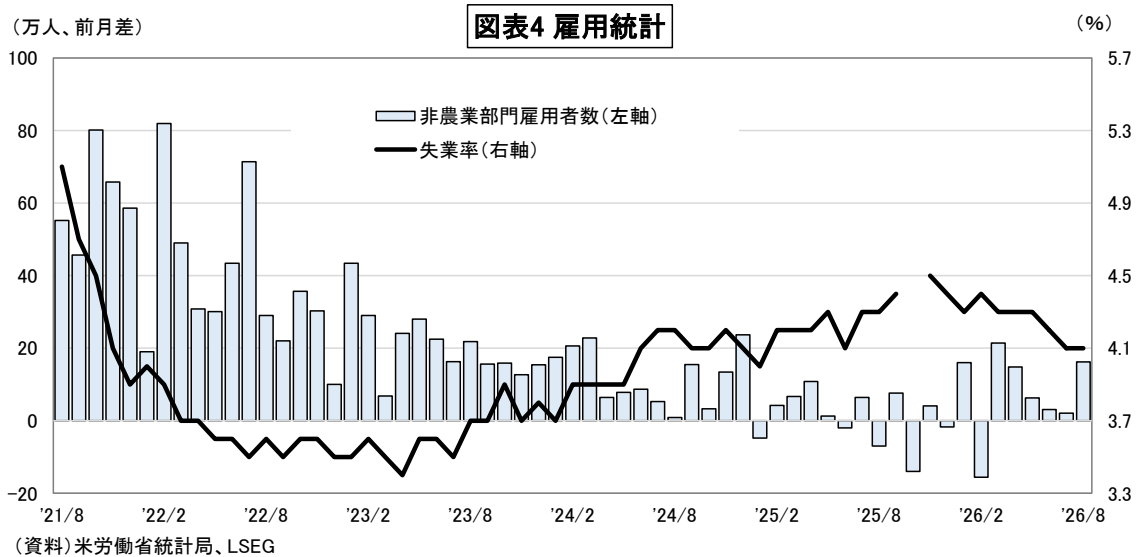
先行きの見通しとしては、10 月 FOMC 利上げにて追加利上げを決定後、12 月 FOMC での利上げの必要性を考える展開を予想する。現時点では 26 年以内にさらに 2 回（合計 50bp）の追加利上げが決定される可能性は十分に考えられるだろう。



底堅い労働市場

8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16.2万人（事業所調査）の増加となり、6、7月分が合計5.5万人上方修正されたことで、3か月平均は同7.1万人の増加となった。労働力人口と労働参加率は、それぞれ同68.3万人増加、0.2%上昇となり、失業率は4.1%で変わらずとなった。足元の労働市場は底堅いといえる。

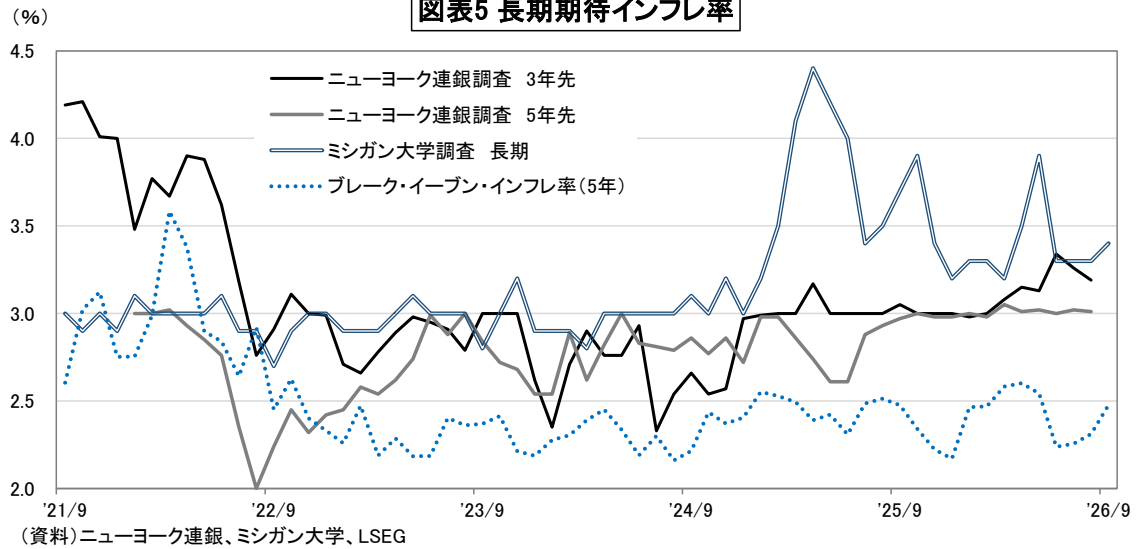
8月の平均時給は前年比3.1%（前月比0.3%）、生産・非管理職の時給は同3.3%（同0.3%）の上昇となり、賃金上昇率は緩慢といえる。



やや高い期待インフレ率

続いて期待インフレ率を確認すると、9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は、1年先が前月から0.6ポイント上昇の4.6%、長期が同0.1ポイント上昇の3.4%となった。また、8月のニューヨーク連銀調査では、1年先期待インフレ率は変わらずの3.6%、3年先は同0.1ポイント低下の3.2%、5年先は変わらずの3.0%となった。最近のデータからは、期待インフレ率が概ね横ばいで推移しているとみられるが、水準としてはやや高い。

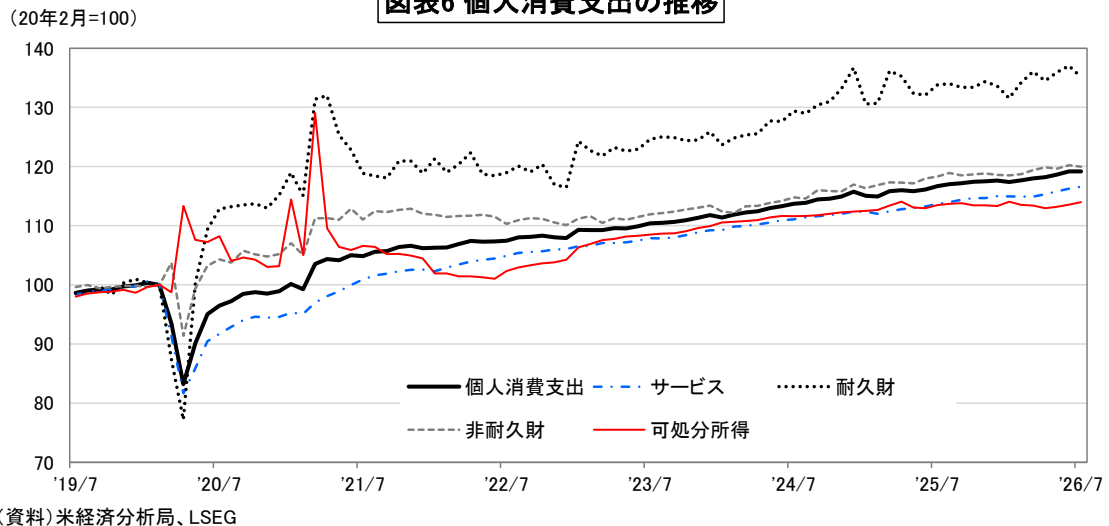
図表5 長期期待インフレ率



小幅ながら 6 か月 連続で増加した個人消費支出

7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0.3%となり、全体としては同0.0%と非常に小幅ながら6か月連続で増加した。なお、GDP統計（改定値）では、4～6月期の個人消費支出は前期比年率3.4%へ上方修正された。また、8月の小売売上は同1.2%（ガソリンスタンドを除く区分では同1.1%）と好調だった。個人消費は底堅いと判断できる。

図表6 個人消費支出の推移



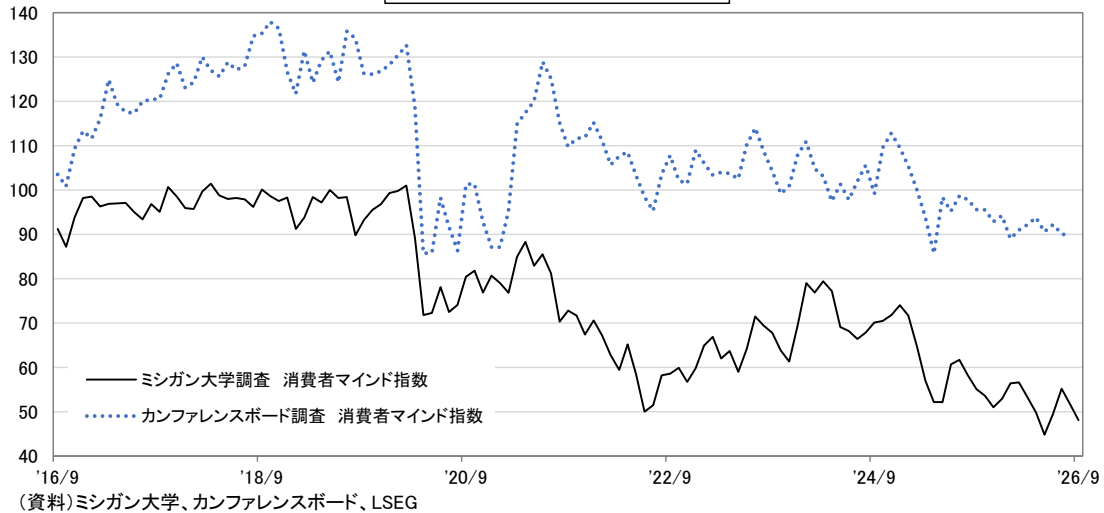
消費者マインドは 低下

9月のミシガン大学調査の消費者マインドは、前月から4ポイント弱下落し、4か月ぶりの低水準を記録した。26年1月と比較して15%の低下となっている。

ミシガン大学からは、①物価高への懸念は引き続き高いこと、②燃料価格の高止まりや再燃する貿易摩擦が経済全体に波及するのではないかという懸念が再燃したこと、③共和党支持者の

景況感は26年1月比▲20%、民主党支持者は同▲13%となったことなどが報告された。

図表7 消費者マインドの推移



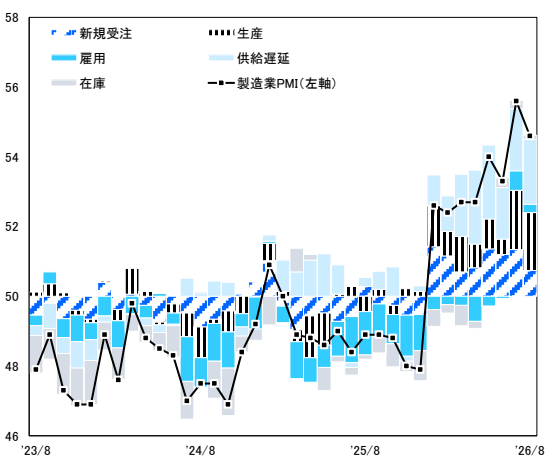
企業部門の拡大継続 がうかがえる ISM 指数

8月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から▲1.0ポイントの54.6%と、判断基準となる50%を8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+1.3ポイントの55.4%と26か月連続で拡大局面を示した。

価格指数は、製造業が変わらずの71.1%、サービス業は同+2.3ポイントの72.6%となり、いずれも上昇傾向が強い。

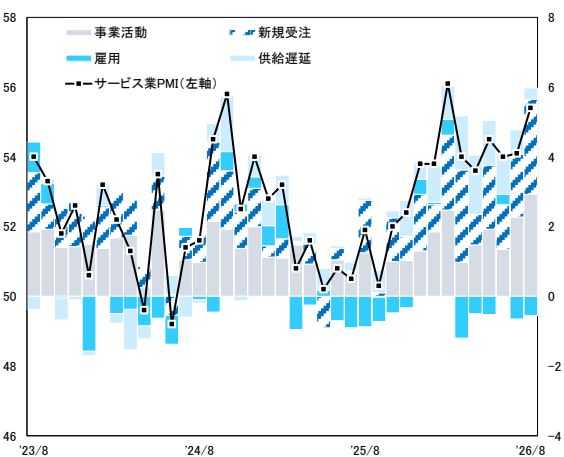
雇用指数は、製造業が51.2%と2か月連続で拡大傾向となった。一方、サービス業は47.8%と2か月連続で縮小傾向を示した。全体としては、企業部門の好調な拡大が継続していることがうかがえる内容といえる。

図表8 ISM 製造業PMIの推移



(ポイント、寄与度) (%)

図表9 ISM サービス業PMIの推移



(ポイント、寄与度)

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、トランプ減税（OBBA）、AIブームが引き続き景気の下支えとなりそうだ。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、米国景気の堅調な成長を見込む。実際に、賃金上昇率は穏やかではあるものの、4～6月期は個人消費が好調だった。また、26年4～6月期の純資産・可処分所得倍率は8.3倍と、コロナ禍後のピークを上回った。

足もとでは、AIの暴走懸念に加え、AI開発企業の株式公開延期、データセンター建設への反対運動、同施設への電力供給不足など様々な懸念が強まっている。AI企業の資金繰りを含めて、先行きを見極める動きが強まっていくだろう。

とはいえ、ハイパー・スケーラーの26年第2四半期決算と見通しは、AI関連設備投資がしばらくは増加することがうかがえる内容となったことから、AIブームが即座に終了することは考えづらい。

図表10 純資産/可処分所得比率の推移



(資料)米商務省、LSEG (注)データは26年4～6月期まで。

長期金利：急上昇したが、引き続き利回り上昇の地合い

最後に市場の動きを確認すると、前年度から0.3兆ドル拡大する見込みの財政赤字や、40兆ドル超（名目GDP比125%）の政府債務残高への懸念、高インフレの長期化予想、ハイパー・スケーラーの大規模な起債、中東情勢の緊迫化など、長期金利（10年債利回り）が上昇しやすい条件が多いと思われる。

こうしたなか長期金利は、8月末から9月にかけて、FRBの利上げ織り込みや強い経済指標を消化するなかで、40bpの大幅上昇となった。なお、米財務省による長期債の買い戻し増額発表は、利回りを抑える効果がほとんどみられなかった。

先行きについて考えてみると、高インフレと金融引き締め
の長期化を織り込む動きが強まる見込みであることや、イラン戦
争の収束が見込めないことなどから、利回り上昇の地合いが続
くと思われる。



株式市場：引き続 き上値が重い展開 を予想

株式市場（ダウ平均）では、7月半ば頃からは、中東情勢の悪
化やFRBの利上げ観測、AI関連企業の収益性や決算を見極める
動きが強まったことで、株価は弱含む動きがみられたが、ダウ
平均はわずかな下落にとどまった。8月入り後は、原油先物の下
落と米債利回りが低下したことからダウ平均は5日に終値で
54,349.12ドルと史上最高値を更新した。

その後は決算を消化しつつも、国債利回りの上昇と借入コス
トの増加や、イラン戦争の長期化などを嫌気して下落が続いて
いる。

先行きについては、長期金利上昇とイラン戦争継続などの悪
材料が続く間は、引き続き株価は上値が重い展開となりそうだ。

（26.9.29 現在）

堅調な輸出と政策効果により景気は小幅持ち直しへ

～政策効果の顕在化により、成長目標達成の公算が大きい～

王 雷軒

要旨

2026 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.3%と、1～3 月期(同 5.0%)から減速した。7～8 月の主要経済指標からは、その後も景気は減速基調が続いているとみられる。先行きについては、個人消費は力強さを欠くものの、生産・輸出は底堅く推移し、投資も下げ止まると見込まれることから、7～9 月期の成長率は前年比 4.5%と、4～6 月期から小幅に持ち直す見通しである。

第 8 回米中通商交渉：AI 対話、一部品目に関する関税の引き下げ、通商交渉期限の延長等が決定

2025 年 5 月以来、米中通商交渉は 8 回開催されたが、2026 年 5 月に韓国ソウルで開催された第 7 回に続き、中国国家主席の訪米(9 月 23～25 日)に先立ち、9 月 20～23 日に米国(ニューヨーク)で第 8 回の通商交渉が行われた。

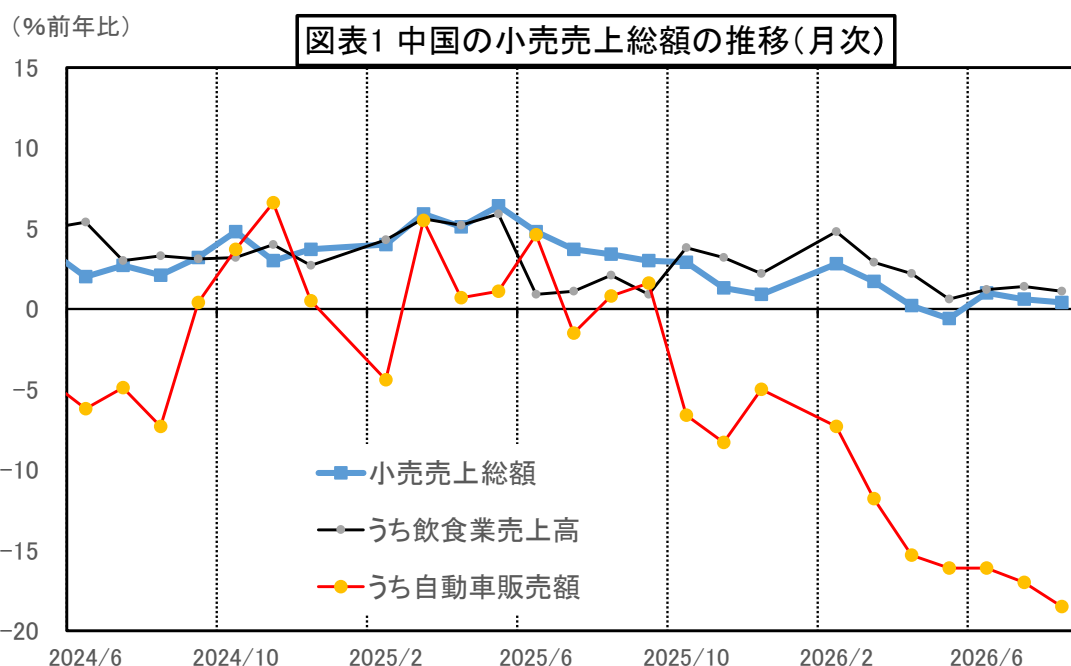
中国商務省の記者向け説明会によると、第 8 回通商交渉では、①米中貿易理事会(貿易委員会)と投資理事会(投資委員会)の体制整備を進め、貿易理事会で農業分野の市場アクセス改善に向けた作業部会を立ち上げたが、2026 年末までに農業作業部会の第 1 回会議が開催される予定である、②石炭や農産物の品目を含む 300 億ドル規模の貿易品目について相互に関税を引き下げること、③2025 年 10 月にマレーシア(クアラルンプール)で開催された第 5 回の通商交渉で合意した交渉期限は、2026 年 11 月 10 日を 2027 年 1 月 10 日に延長したこと、④AI について米中間の初回対話が行われたが、同対話の枠組みを通じて次回の対話は 11 月末までに開催されること、⑤また、米中間の増便や中国金融市場へのアクセスなどについても意見交換が実施されたこと、などが明らかになった。

景気の減速基調は継続

4～6 月期の実質 GDP 成長率は前期比 0.9%、前年比 4.3%となり、1～3 月期(同 1.3%、同 5.0%)から減速した。その後は、内需の弱さが一段と強まったほか、中東情勢の再緊迫化に伴う資源・原材料価格の上昇といった外生的な要因も加わり、景気の減速基調は続いたとみられる。もっとも、減速の主因は個人消費・投資といった内需の弱さにあり、後述

のとおりに輸出・生産は底堅さを維持している点には留意が必要である。

国家統計局が発表した8月の製造業PMI（購買担当者景気指数）は49.8と、7月から改善したものの、景況感判断の分岐点である50を下回った。また、8月の非製造業PMIも49.0と低迷し、業種別では、サービス業は49.3と横ばい、建設業は46.9と悪化した。不動産開発投資の長期低迷に加え、高温・豪雨などの天候要因も下押し要因となった。



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は26年8月。

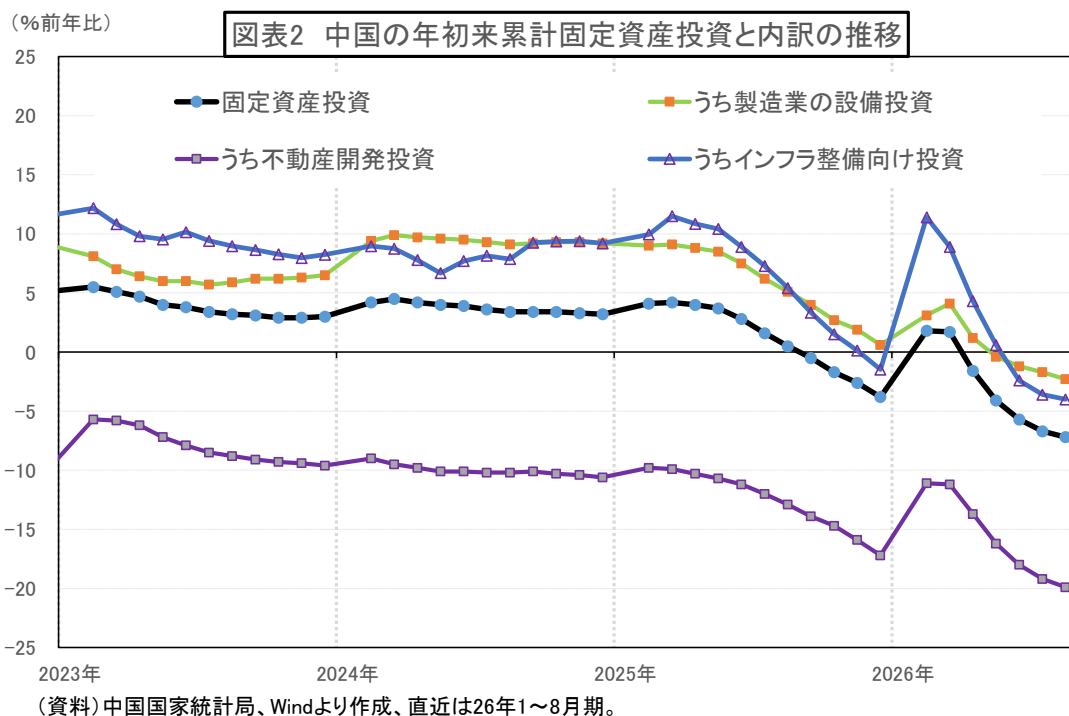
個人消費は弱含みが継続、当面は力強さを欠く見通し

8月の小売売上総額（名目）は前月比▲0.13%、前年比0.4%と、7月（同0.01%、同0.6%）から減速し、市場予想（前年比0.8%）を下回った。内訳をみると、所得・雇用の不透明感や不動産不況を背景に、自動車販売は前年比▲18.5%と大幅減となり、消費全体を押し下げた。また、建築・内装資材（同▲11.8%）、家具（同▲7.9%）など住宅関連消費も低迷し、金・銀・アクセサリーは国際金価格の変動を受け同▲17.5%と落ち込んだ。

一方、サービス消費は1～8月期に前年比4.9%と、財消費（同1.0%）を上回り、消費全体を下支えした。また、スマートフォンなど通信機器は価格上昇と政策効果により同27.3%の高い伸びとなったほか、家電・音響機器も同2.3%

と7月（同▲1.9%）からプラスに転じた。

消費の先行きについては、消費促進策の強化による一定の下支えが見込まれるが、不動産不況などを背景に所得・雇用をめぐる環境が依然として厳しく、消費者の節約志向が続くとみられ、当面は力強さを欠く状況が続くと見込まれる。



固定資産投資は減少幅拡大も、先行きは持ち直しへ

1～8月期の固定資産投資は前年比▲7.2%と減少幅が拡大し、市場予想（前年比▲7.1%）を下回った。8月は前月比▲0.50%と7月（同▲1.37%）から減少幅が縮小したもの、6か月連続のマイナスとなった。

内訳をみると、不動産開発投資は同▲19.9%と大幅減で固定資産投資全体を大きく押し下げた。また、インフラ整備向け投資も同▲4.0%と減少幅が拡大した。さらに、内需の弱さや過剰投資への抑制などを背景に製造業の設備投資も同▲2.3%と減少が続いた。

ただし、8,000億元規模の政策融資が浙江省、湖北省、四川省などで投入され始めており、過去の経験から10～12月期に政策効果が顕在化する見込みである。

また、国家统计局が初めて公表した中古住宅取引のオンライン契約登録（網簽）ベースでの面積は1～8月期に前年比10.6%の5億4,900万㎡となり、新築住宅販売面積（同▲

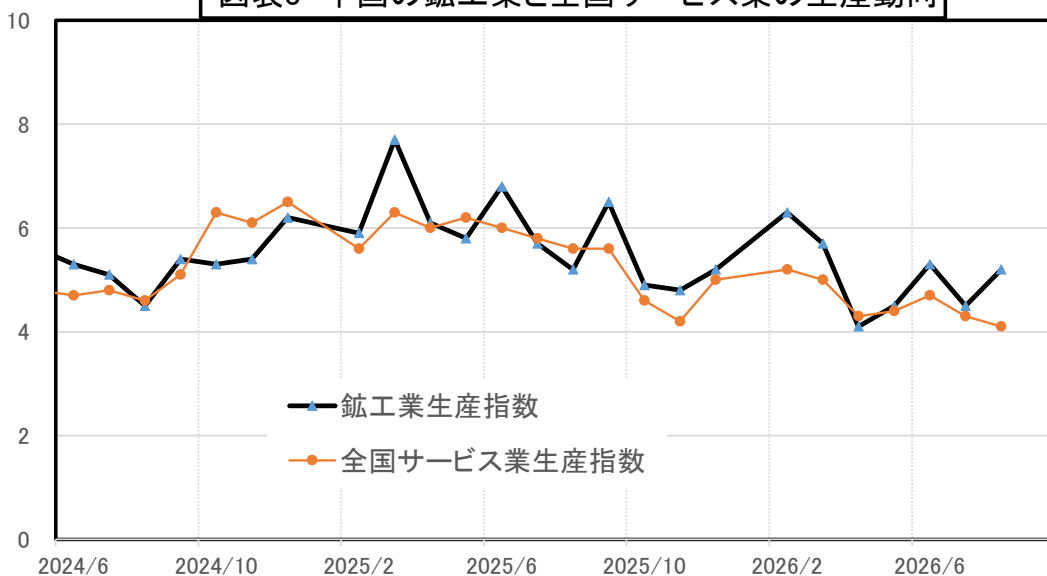
12.1%の4億9,900万㎡)を上回った。商品住宅(分譲住宅)の在庫面積も前年比▲0.5%と、2021年9月以来初めて減少した。

中古住宅の取引面積は、すでに数か月連続で新築住宅の販売面積を上回っており、中古住宅市場を中心に住宅需要の底打ちの兆しがみられる。ただし、これは需要そのものの回復に加え、引き渡しリスクを警戒した買い手が完成済みの中古物件を選好している面もあるとみられ、判断には注意を要する。こうした状況下、8月末に打ち出された住宅販売促進策の効果は国慶節の大型連休(10月1～7日)にどの程度現れるかが注目点となろう。

これらを踏まえると、民間投資の慎重姿勢や不動産開発投資の停滞が続くものの、政策融資の投入や地方債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ことから、固定資産投資全体としては、小幅に持ち直すと見込まれる。

(%前年比)

図表3 中国の鉱工業と全国サービス業の生産動向



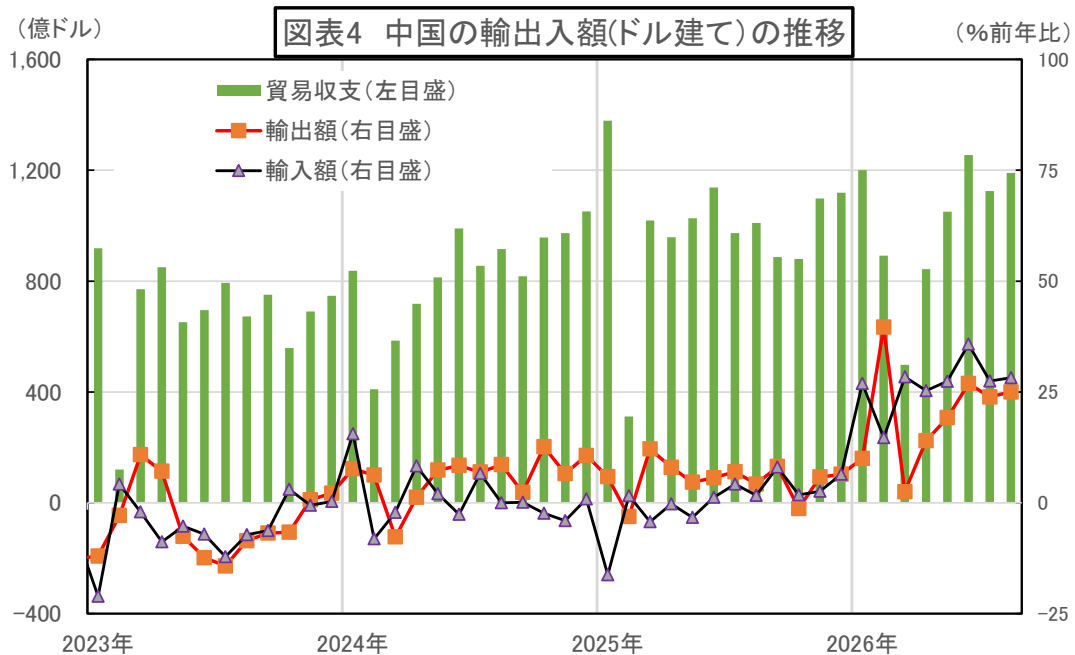
(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は26年8月。

内需低迷が続くなか、政策効果の発現が焦点

豪雨などの異常気象の影響でインフラ整備向け投資の下支え効果が十分に発揮されず、個人消費・民間投資は引き続き低調であった。国家统计局は、「これは、複数の要因が重なって生じた結果である。夏季の高温や台風、洪水などの異常気象が頻発し、一部地域のプロジェクト建設・施工に悪影響を及ぼした。一方で、外部環境は複雑かつ変化が激しく、不

透明性や不確実性が増加している。また、中国国内では新旧成長エンジンの転換期にあり、企業は投資判断に対して比較的慎重な姿勢を維持している」と述べている。

ただし、生産面では、8月の鉱工業生産（一定規模以上）は前月比0.54%、前年比5.2%となり、7月（同0.11%、同4.5%）から加速し、「供給は堅調、需要は弱い」という構造が続いている。



(資料) 中国海関総署、Windより作成、直近は26年8月。

一方、輸出は AI 関連需要と自動車輸出により底堅く推移

8月の輸出額（ドル建て）は前年比25.0%と高い伸びを維持した。世界的なAIブームを背景に、8月の集成回路（IC）と自動データ処理装置・部品の輸出額はそれぞれ前年比129.8%、76.5%といずれも7月からさらに加速しており、両者で輸出全体（前掲25.0%）を11.3ポイント押し上げた。また、中国国内市場における競争激化などを背景に、8月の自動車輸出台数は3か月連続で100万台を上回った。

輸出の先行きについては、9月の米中合意により通商交渉期限が2027年1月まで延長され、関税を巡る不透明感は当面後退したものの、その期限到来後に再び不確実性が高まる可能性がある。また、AI関連需要が引き続き下支え要因となる見通しである一方、中東情勢の緊迫化に加え、輸出増加分の多くをICや自動データ処理装置など特定品目が占めていることから、AI関連投資サイクルが減速した場合には輸出

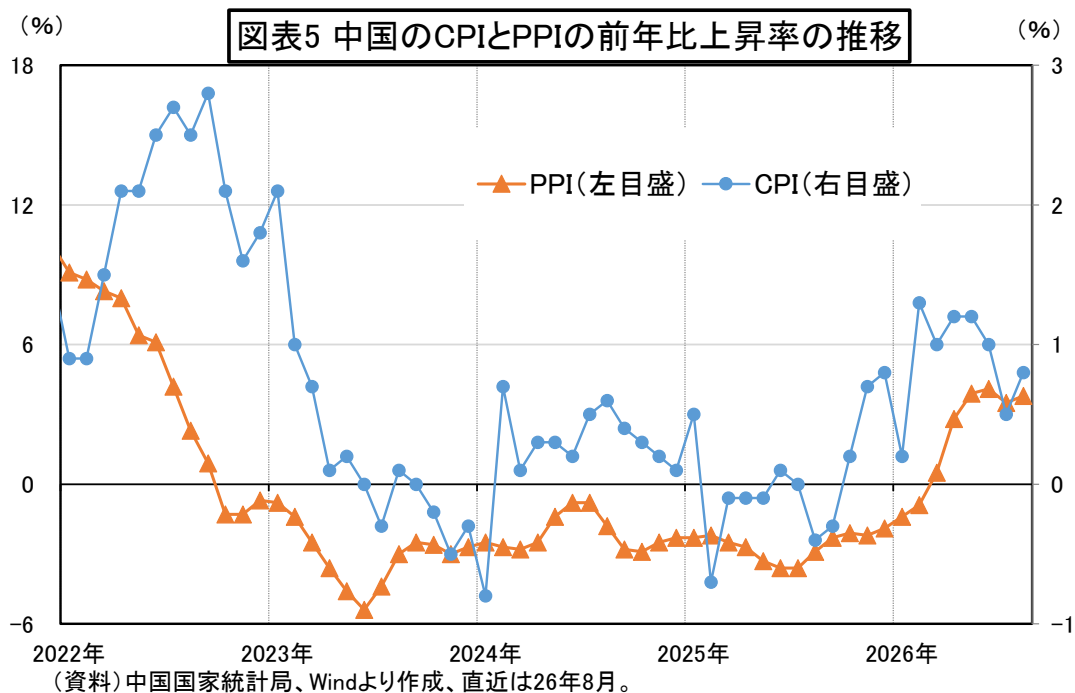
経済見通し：景気は小幅な持ち直しへ

全体の伸びが大きく鈍化するリスクもある。このため、9月の輸出も底堅さを維持するとみられるものの、伸び率は前年比18%前後へ鈍化する可能性がある。

以上の内容を踏まえて先行きを展望すると、高温や豪雨などの一時的な下押し要因が解消し、中央・地方政府による財政支出の加速や8,000億元の政策融資の活用が進むことで、政策効果が徐々に顕在化すると見込まれる。

具体的には、個人消費は力強さを欠くものの、生産・輸出が引き続き底堅く推移するほか、投資も下げ止まることで、7～9月期の成長率は前年比4.5%と、4～6月期からやや加速する見通しである。10～12月期には前年比5%前後まで持ち直し、2026年通年では前年比4.7%の成長を見込む。これは政府が掲げる2026年の成長率目標（前年比4.5～5.0%）のレンジ内に収まる水準であり、目標達成の公算は大きいとみられる。

この通年見通しの実現には、10～12月期の成長率を5%前後まで引き上げる必要があり、既存政策の効果発現が鍵となる。米中通商交渉や中東情勢をめぐる輸出環境の悪化は下振れリスクとなる点には注意が必要である。



物価動向：CPI と PPI ともに上昇率が加速

8月の消費者物価指数(CPI)は前月比0.4%、前年比0.8%と低水準ながら7月(同▲0.1%、同0.5%)から伸びが加速

した。価格変動の激しい食品とエネルギーを除いたコア CPI は前月比 0.1%、前年比 1.0% となった。

8 月の CPI 前年比上昇率（前掲 0.8%）の構成項目別寄与度をみると、「交通・通信」、「医療・保健」、「その他財・サービス」が比較的大きく寄与した一方、「食品」と「住居費」は依然として押し下げ要因となっている。

「交通・通信」のうち、ガソリンなどのエネルギー価格は前年比 4.1%と、7 月（同 0.6%）から大幅な上昇となり、CPI 前年比上昇率を 0.28 ポイント押し上げた。特にガソリン価格は前年比 9.3%と、7 月から 8.3 ポイント上昇した。加えて、スマートフォンやパソコンなどの端末機器に大幅な価格上昇がみられたことも押し上げ要因となった。

他方、内需の弱含みが続くなか、自動車や家電製品など耐久消費財の価格は低位で推移した。また、食品価格も押し下げ要因となったが、特に豚肉価格は前年比▲11.8%と下落幅が縮小したものの、CPI 前年比上昇率を 0.22 ポイント押し下げた。

また、8 月の生産者物価指数（PPI）も前月比 0.4%、前年比 3.8%と 7 月（同▲0.7%、同 3.5%）からいずれも加速した。6 か月連続の前年比プラスとなり、市場予想（前年比 3.6%程度）を上回った。その背景には、国際原油価格が再び上昇に転じ、中国国内の石油・化学関連製品価格の上昇に加え、銅などの金属価格も大幅に上昇し、AI 投資ブームを背景に半導体関連価格の上昇基調が続いたことが挙げられる。

物価の先行きについては、中東情勢が不安定化するなか、9 月にガソリン価格の引き上げや食料品価格の上昇が見込まれる。もっとも、内需の弱含みが継続する可能性が高く、9 月の CPI 上昇率は前年比 1.0%程度まで高まるものの、引き続き低水準で推移すると予想される。また、国際原油・金属価格の上昇、半導体関連価格の上昇などを背景に 9 月の PPI 上昇率は前年比 4.0%前後へ加速すると見込まれる。

（26.9.28 現在）