

経済金融 ウォッチ

2026年11月号

国内		1
米国		12
中国		19



追加利上げは 12 月に見送り

～消費者物価上昇率は再び 2% 台、先行きさらに加速へ～

南 武志

要旨

世界的な AI ブームなどの追い風もあって、企業経営者の景況感が高水準で推移している。また、3 年連続で 5% 超の賃上げが実現したほか、各種政策効果によって 26 年前半の消費者物価が 2% 割れで推移したこともあり、家計の所得環境は底堅い。しかし、先行きの物価高騰への懸念が影響してか、民間消費には鈍さが見られる。こうした状況は 26 年度下期にかけても継続し、国内景気は盛り上がり欠ける展開が見込まれる。

一方、9 月に政策金利を 1.25% に引き上げた日本銀行は政策の局面が変化したとの認識を示すなど、今後の物価上振れリスクに対して利上げを継続する方針を強調している。ただし、連続利上げをするほどの状況ではなく、10 月利上げ観測は後退している。また、株価の下落もあり、一時 3.1% 台まで上昇した長期金利は足元 2.8% 前後まで低下している。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2026年		27年		
		10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	3.600	3.50～4.00	3.60～4.20	3.70～4.20	3.70～4.20
	10年債	2.795	2.70～3.20	2.80～3.30	2.90～3.40	2.90～3.40
	5年債	2.245	2.15～2.65	2.25～2.75	2.25～2.75	2.25～2.75
為替レート	対ドル (円/ドル)	157.9	150～165	147～162	145～160	145～160
	対ユーロ (円/ユーロ)	176.2	165～185	165～185	165～185	165～185
日経平均株価	(円)	63,268	65,000±5,000	67,000±5,000	69,000±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)

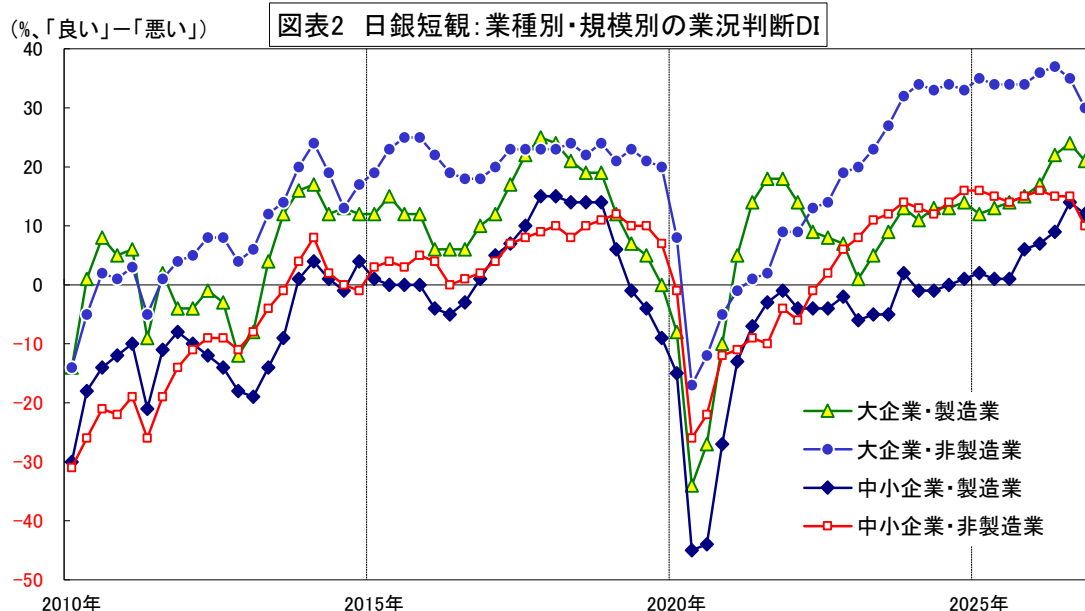
(注) 実績は 2026 年 10 月 27 日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

消費税減税法案が 国会審議入り

政府は 10 月 9 日に食料品の消費税率を 2 年間限定で 1% へ引き下げることと、中低所得の勤労者を対象に消費税率 1% 相当分を原資とした給費制度を導入すること等を盛り込んだ関連法案を閣議決定し、臨時国会 (会期末: 12 月 12 日) に提出した。これらの財源として 2 年間で 10 兆円程度が想定されており、法案には赤字国債に頼らないと明記されたものの、具体的な中身については年末に予定される 27 年度予算編成に先送りされた。

政府・与党は 11 月上旬にも衆院を通過させ、同月内の成立を目指しているが、参院では少数与党であり、審議が順調には進まない可能性もある。一方、野党では「減税よりも給付」といった主張が散見される。この点は 25 年 7 月の参院選での公約

とは真逆となっている印象は否めない（当時の石破首相は消費税減税を否定して給付金支給を提案、逆に多くの野党は消費税減税を訴えた）。なお、政府・与党では給付制度を充実させることで一部の野党を取り込もうという動きもあるようだ。



(資料)日本銀行 (注)各系列の最後の値は直近調査時点での先行き予想値。

企業の景況感は底堅く推移

以下、足元の国内景気動向について確認したい。日銀短観（9月調査）によれば、代表的な大企業・製造業の業況判断DIは24で、前回6月調査から+2ポイントと6期連続で改善した。この24という値は18年3月調査に並び、アベノミクス下での景気拡大時のピーク（17年12月調査：25）に迫る水準である。一方、大企業・非製造業のDIは35で、前回6月調査から▲2ポイントと5期ぶりに悪化した。とはいえ、歴史的な高水準で推移しており、22期連続でプラスを維持している。

先行きについては製造業が今回から▲3ポイント、非製造業が同じく▲5ポイント（いずれも大企業）と、悪化見通しである。26年度下期の想定為替レートについては対ドルで154.00円と現状水準よりも若干の円高水準であった（大企業・製造業（輸出企業）の想定レートは対ドルで153.45円）。最近の日米通貨当局が円安への懸念を表明しているが、更なる円高誘導がされれば、輸出企業を中心に業績下押し効果が出る可能性もあるだろう。

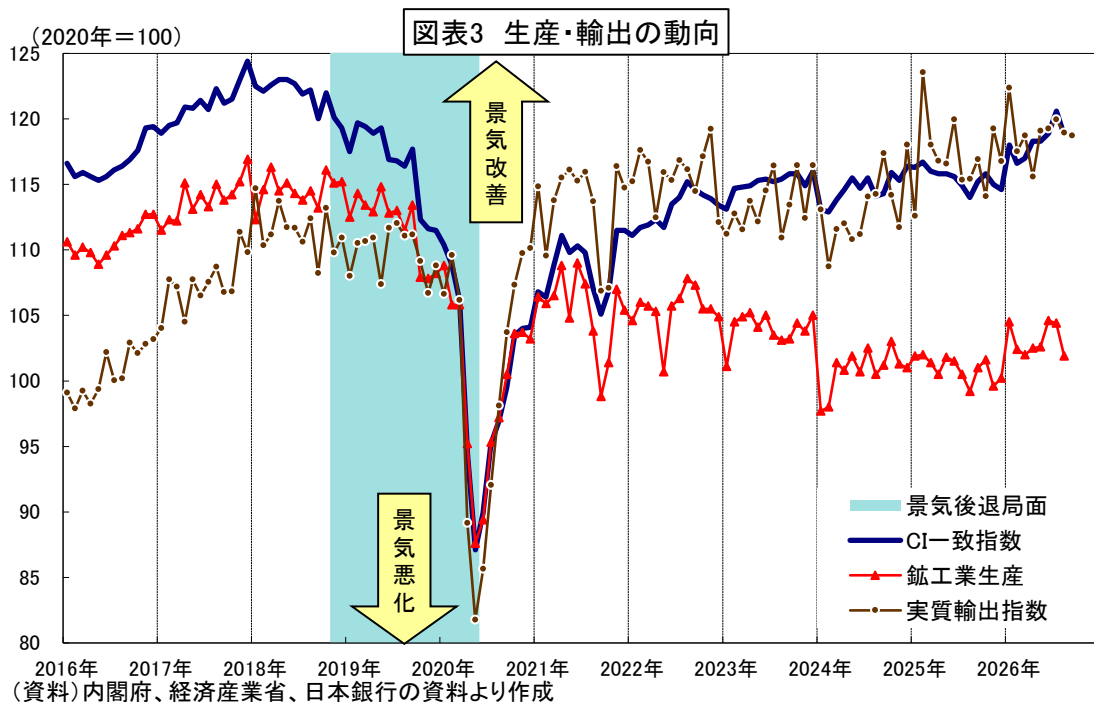
また、26年度の企業業績については、製造業は増収増益の見通しへ上方修正された。非製造業も上方修正されたが、増収減

景気回復は継続しているが、勢いは決して強くはない

益のままであった。設備投資計画（ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除く、金融機関・持株会社等を含む全産業）については、前年度比 9.2%へ上方修正され、25 年度実績（同 9.0%）を上回るなど、設備投資マインドには底堅さがある。

次に、月次指標を確認すると、8 月の景気動向指数・CI 一致指数は前月から▲1.8 ポイントと 6 か月ぶりに低下したが、これに基づく基調判断は 5 か月連続での「改善」であった。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（一致指数）」（8 月）は 6 か月ぶりに低下したが、引き続き過去最高水準の圏内にとどまっている。

一方、9 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+0.6 ポイントと 5 か月連続で上昇したが、「先行き判断」DI は▲0.9 ポイントと 6 か月ぶりに低下した。秋の大型連休などが消費を押し上げたとの指摘がある半面、金利上昇や相次ぐ自然災害などへの警戒が散見された。中小企業にとっては原材料の値上がりや人件費増などが収益を圧迫するとの懸念も根強い。



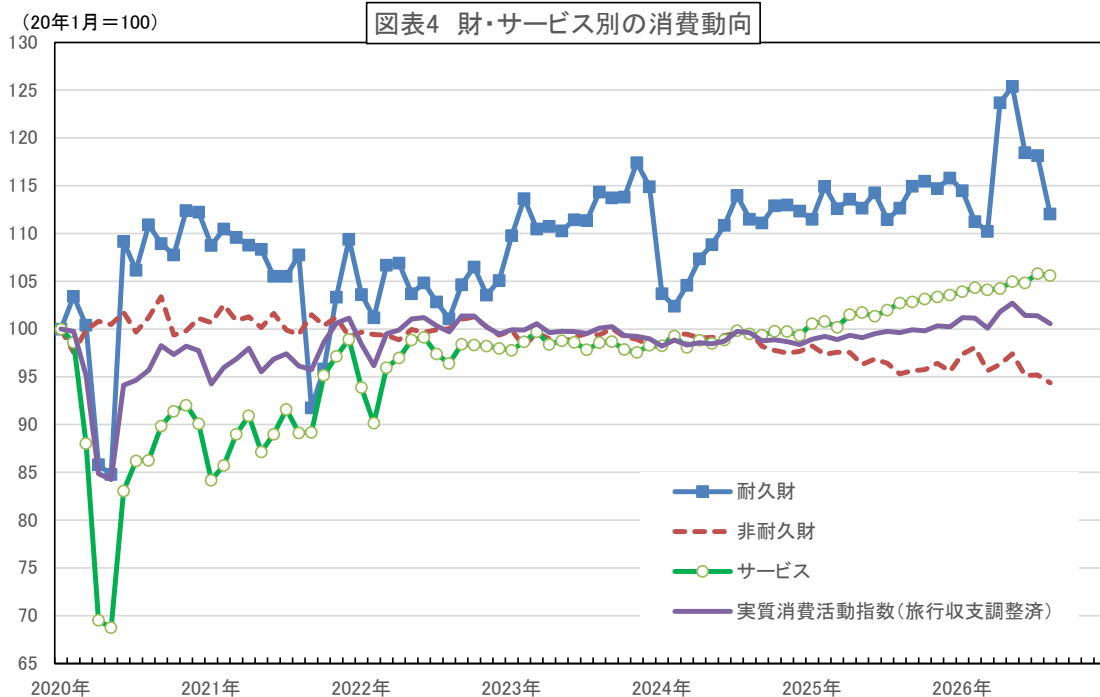
輸出・生産が弱含んだが、設備投資関連は底堅い

9 月の実質輸出指数は前月比▲0.2%と 2 か月連続で低下したが、7～9 月期としては前期比 1.0%と 2 期ぶりのプラスとなった。地域別にみると、米国向けが引き続き堅調だったほか、EU 向けや NIEs・ASEAN 向けも持ち直しが見られたが、中国向け

は大きく減少した。財別にみると、資本財や自動車関連が好調だった。

また、8月の鉱工業生産は前月比▲2.4%と2か月連続で低下した。生産用機械工業、輸送機械工業（除く自動車工業）が上昇したが、自動車工業、汎用機械工業、電気・情報通信機械工業が低下した。なお、9月の製造工業生産予測指数（予測誤差補正後）は同1.6%と上昇に転じる見通しである。

8月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は同5.2%と2か月ぶりに増加した。内閣府が集計している7～9月期見通し（前期比4.9%）を達成するには9月は前月比10.4%以上で増加する必要がある、実現は厳しいが、4期連続の前期比プラスとなる可能性はあるだろう。世界的にAI関連財への需要が強いことから、企業設備投資は当面は底堅く推移するとみられる。



(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、かつ消費マインドも持ち直し方向だが、消費回復にはつながらず

8月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比3.9%、このうち基本給に相当する一般労働者の所定内給与は同4.0%と、いずれも上昇傾向を維持した。8月の全国消費者物価指数の前年比上昇率が2%割れだったこともあり、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2.0%、一般労働者の所定内給与ベースで同2.1%と、ともに9か月連続のプラス）。

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：9月の全国コアCPIは9か月ぶりの2%台へ

しかし、こうした家計の所得環境の堅調さは消費の順調な回復にはつながっていない。9月の消費動向調査「消費者態度指数」は前月から僅かに低下（5か月ぶり）したが、基調判断は「持ち直しの動きがみられる」であった。ただし、イラン情勢が悪化する前より4ポイント以上も低い水準である。また、8月の家計調査によると、勤労者世帯の平均消費性向は59.8%（7月：63.0%）へ低下が見られた。実際、8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▲0.8%と3か月連続で低下しており、7～8月平均は4～6月平均を1.0%も下回っている。また、9月の全国スーパー売上高は前年比0.8%（店舗調整後）と2か月連続で増加したものの、物価上昇（全国CPI財は前年比2%台後半の上昇）を考慮すれば、弱含みの展開といえる。

以下、景気の先行きを展望したい。米国とイランとの戦闘は米国中間選挙終了まで停止されているが、米国は選挙終了後にイラン攻撃の再開を仄めかしている。実際、戦闘終結に向けた協議も進展していない。さらに、サウジアラビアなどとイエメンの親イラン武装組織フーシ派との戦闘も継続、原油供給を巡る懸念は払拭できていない。こうした不安定な中東情勢の下でも、世界的にAI関連財への需要は根強く、輸出の下振れは回避されるだろう。また、企業設備投資も底堅く推移するだろう。一方、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が強まり、消費は足踏みが続くと予想される。以上を踏まえると、26年度下期は足踏み状態が続くとみられる。

なお、9～10月にかけて国内外でサイバー攻撃による情報漏洩などが相次いだほか、Web開発で広く使われているプログラミング言語PHPの脆弱性が明らかとなっている。インターネットを活用した商取引は決済システム等と同様、極めて重要なものとなっており、機能不全となるリスクが改めて意識された。

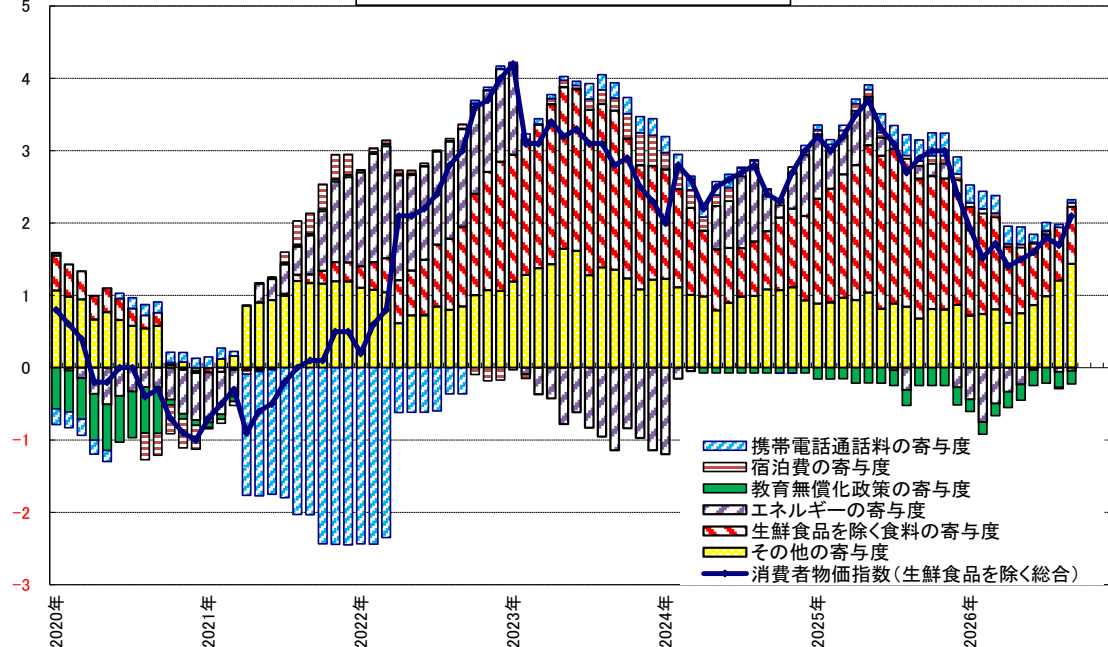
9月の全国消費者物価指数によれば、代表的な指標である「生鮮食品を除く総合（コアCPI）」は前年比2.1%と8月（同1.7%）から上昇率を拡大させ、9か月ぶりの2%台となった。原油・非鉄金属などの高止まりが続くなか、各種政策効果によって物価上昇が抑制されているとはいえ、値上げの波が広範囲にわたって波及しつつあることが確認できた。

また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」

も同 2.4%と、8 月（同 1.9%）から上昇率が拡大、6 か月ぶりに 2%を上回った。

(%前年比、ポイント)

図表5 最近の消費者物価上昇率の推移



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

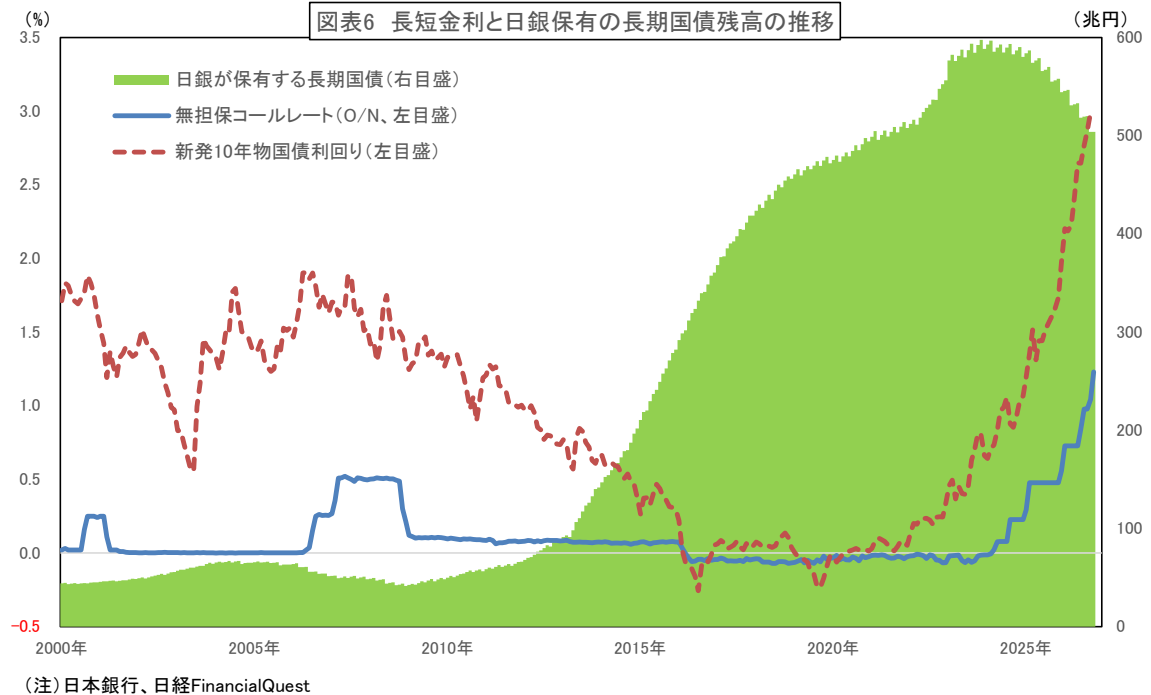
**物価見通し：年末
には 3% 前後まで
物価上昇率が高ま
ると予想**

イラン情勢の悪化を受けて、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、補助金を支給してきたが、中東情勢の長期化に伴って財政負担の累増が懸念され始めている。そうした動向を踏まえ、高市首相は 23 日に制度の見直し検討を赤澤経産相に指示した。また、今冬も電気・都市ガス料金の負担軽減措置が導入される可能性があるが、規模縮小もありうる。エネルギーは先行き物価上昇率を押し上げる方向に働くだろう。さらに、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。サービス分野でも人件費増の価格転嫁が進むとみられる。今後しばらく物価上昇率は拡大傾向をたどり、年末には 3% 前後まで高まるだろう。

**金融政策：政策の
局面変化**

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を 31 年ぶりとなる 1.25% 程度に引き上げることを決定した。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に、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。



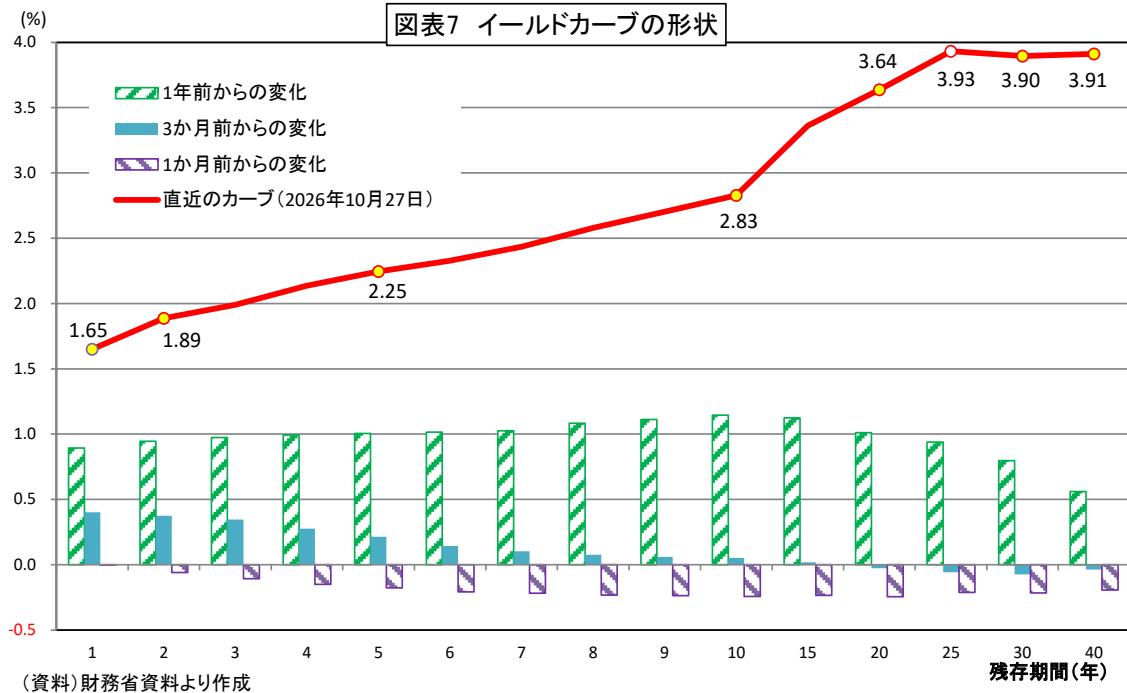
金融政策：10月は利上げを見送るが、12月には追加利上げの可能性

この「局面変化」との認識を受けて、マーケットでは「10月の連続利上げ」や「50bpの利上げ」といった観測が浮上し、長期金利に上昇圧力が高まった。前述のとおり、物価上昇率は既に2%台に戻っており、26年度下期にかけて一段と高まるとみられている。しかし、あくまで想定の範囲内の動きであるほか、景気過熱感もない状況である。目下、円安圧力は大幅に緩和していることもあり、これまでの利上げの影響を見極めるだけの時間はあると思われる。そのため、10月の利上げは見送られると思われる。とはいえ、物価上振れリスクを抑制する観点から12月にも追加利上げ（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。

金融市場：現状・見通し・注目点

AIブームへの懸念が根強く、株価は軟調に推移した。一方、外国為替市場ではドル円レートはもみ合い状態だったが、フランスの政情不安や財政悪化への警戒から、ユーロは弱含む展開だった。

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。



長期金利は上昇一服

長期金利の低下余地は限定的

調整色の強い展開

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きた。7月9日に一旦2.9%まで上昇したした後、2.7%前後まで低下したが、8月に入ると、日銀の利上げペースが加速するとの思惑から長期金利は再び上昇傾向をたどった。9月1日に3%台に乗せた後、追加利上げ後となる25日には30年ぶりとなる3.115%まで上昇する場面もあった。10月上旬にかけても3.1%程度でもみ合う展開が続いたが、中旬以降は日銀の早期利上げ観測の後退や内外株価の調整に伴うリスクオフの流れから低下基調となり、26日の長期金利は3か月ぶりに一時2.78%となった。

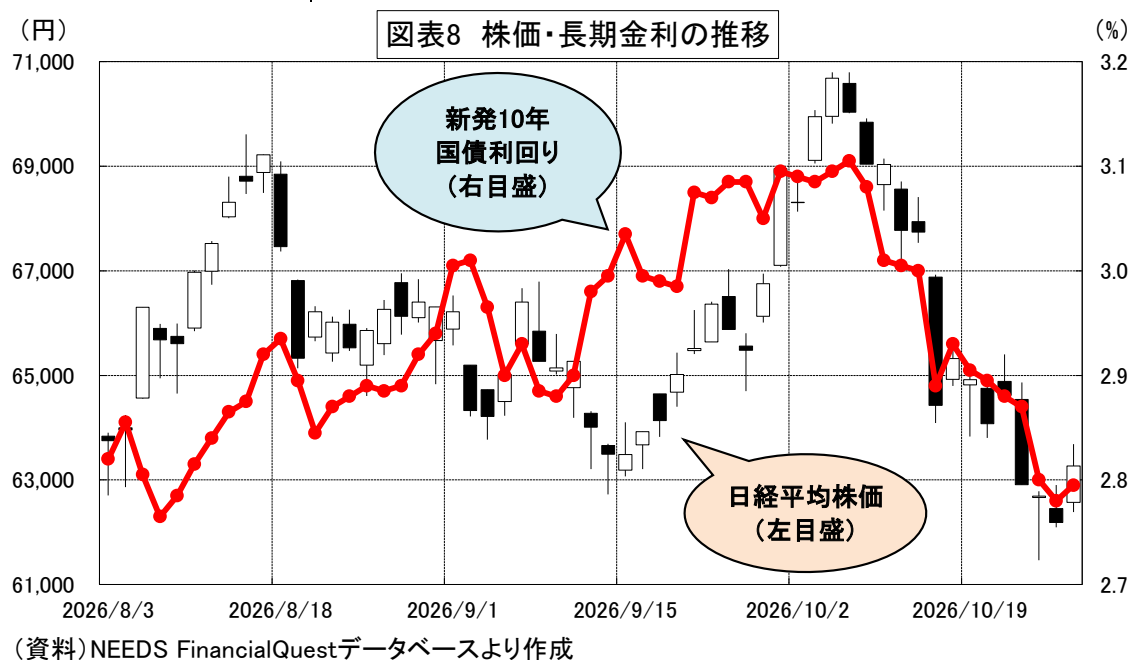
日銀は今後とも経済・物価・金融情勢に応じて、引き続き政策金利を引き上げる方針を示している。また、消費税減税の財源問題も先送りされるなど、財政悪化への警戒も根強い。長期金利の低下余地は乏しく、再び上昇圧力がかかるものと思われる。

② 株式市場

イラン情勢が再び緊迫化したことで原油が高騰したほか、ハイテク企業の巨額な設備投資に対する警戒が強まったことで、

7月の株価は軟調に推移、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、9月にかけては65,000円前後での上値の重い展開が続いた。10月初旬には再びAI・半導体関連株を中心に上昇傾向が強まり、70,000円台を回復する場面もあったが、23日には一時61,000円台まで下げるなど、調整色の強い展開となった。

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るものの、物色の中心であるAI・半導体関連企業の決算発表などでポジティブ・サプライズが出ないとなかなか上抜けない展開となっている。しばらくは上値の重い展開が続くだろう。



③ 外国為替市場

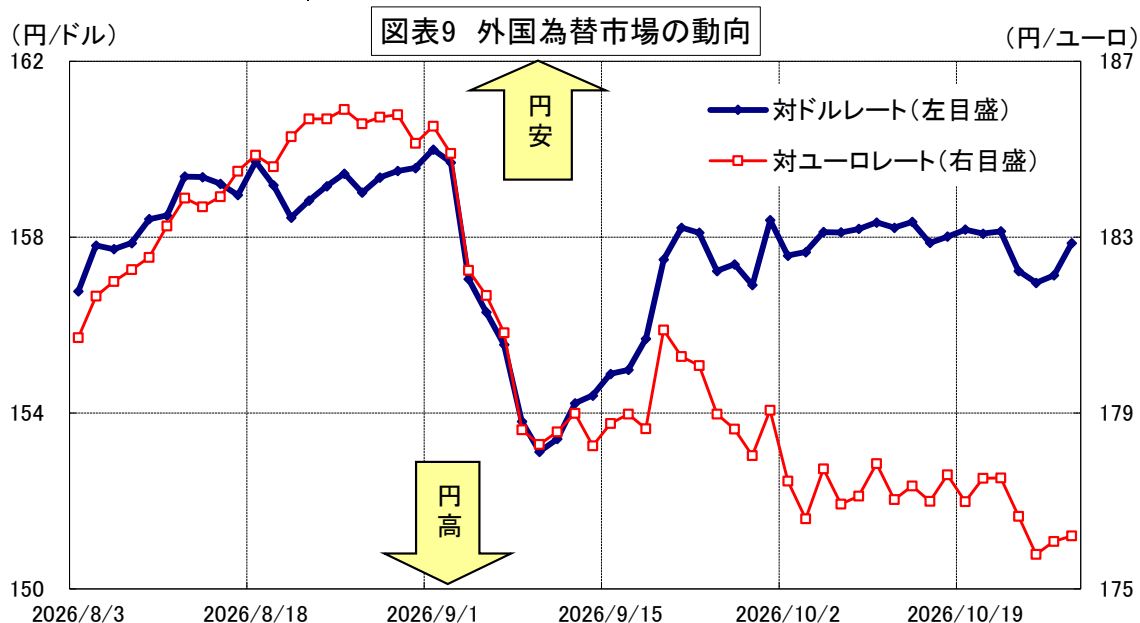
1ドル＝158円前後でもみ合う展開

25年秋以降、ドル円レートは円安傾向をたどってきたが、その背景には日銀の利上げ継続姿勢や高市内閣の財政政策運営への警戒が根強いことがあった。通貨当局による再三の口先介入にもかかわらず、1ドル＝160円台まで円安が進んだことから、政府は「4～5月」、「7～8月」と、それぞれ10兆円超規模の円買い介入を実施してきた。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 円に向けて円安がすすんだ。水準となった。こうした動きに対して日銀はレートチェックを実施して円安を牽制したほか、米雇用統計の軟調さで米国の早期利上げ観測が後退したこともあり、10 月下旬にかけて 158 円前後でもみ合う展開となった。

先行きについては、引き続き高市内閣の財政運営は円安要因になりやすいが、日米通貨当局は円安を阻止する意向である。また、日銀は「3 か月で 0.25%」という利上げペースが継続するとみられるものの、米国も追加利上げの可能性があるなど、日米金利差はなかなか縮小しないように思われる。しばらくは方向感が乏し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。

フランスの長期金利急上昇もあり、ユーロ売りが強まる

一方、ユーロの対円レートはこれまでドルと同様に円安圧力が高い状態が続いてきたが、9 月中旬以降は変化が生じている。その背景にはフランス国債の売り圧力が高まっていることがある。フランスの財政赤字は対 GDP 比率で 5%程度と、3%未満を求めるユーロ圏のなかでも高いほか、27 年度予算案の審議も不透明な状況であり、格下げが懸念されている。加えて、教育環境改善を求める学生デモが一部暴動化し、社会不安が広がっている。こうした状況を受けて、フランスの長期金利は一時 5%

台へ上昇するなど、24年ぶりの高水準となっている。

欧州中央銀行は、域内のインフレ加速（9月のHICPは前年比3.8%）もあって利上げを継続する方針であるが、長期金利急騰の影響を踏まえ、10月の利上げは見送られるとの見方が急速に高まった。こうした動きもあって、8月下旬には1ユーロ＝180円台半ばだった対円レートは、10月下旬にかけて一時175円台まで円高ユーロ安が進んだ。

（26.10.27 現在）

利上げ継続を支持する経済状況

～中間選挙は民主党優勢で最終盤へ～

佐古佳史

要旨

11月3日に投開票が行われる中間選挙まで残り1週間となった。各種世論調査によると、上下両院とも民主党が優勢との評価が多いようだ。原油価格やガソリン価格の高止まりがその一因と思われる。

労働市場の底堅さが続くなか、インフレ率と期待インフレ率は高止まっており、引き続き利上げを支持する環境であることから、12月FOMCでの追加利上げが織り込まれている。

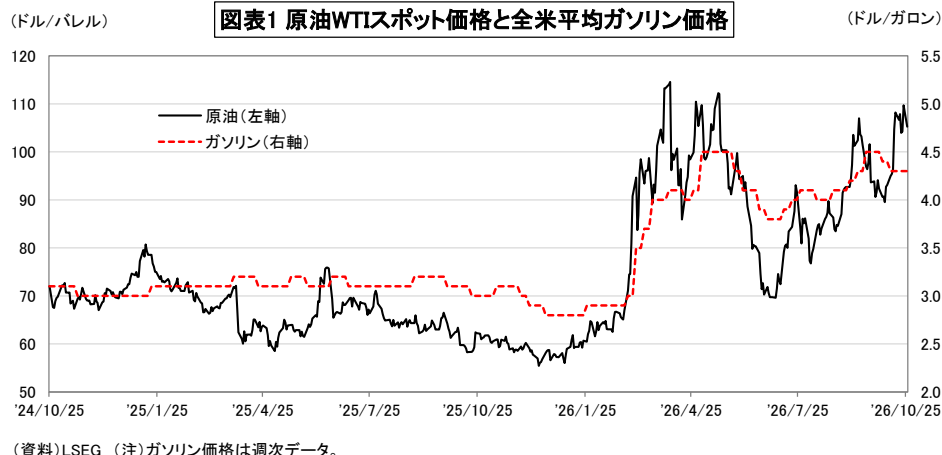
10月末に予定されているハイパースケーラーの決算発表を消化しつつ、AIブームの持続性を評価する必要があるものの、AI関連投資が急減速することはないと思われる。このため、先行きについては、引き続き堅調な成長を見込む。

中間選挙は民主党が優勢を維持している模様

11月3日に投開票が行われる中間選挙まで残り1週間となった。各種世論調査をみると、上下両院とも民主党が過半数を取得するとの見通しが多い。こうしたなか、共和党候補を支援する観点からトランプ政権は23日、一部のカナダ製品に対する50%の関税を撤廃する方針を発表した。

再上昇した原油価格

中東情勢の緊迫化が継続していることから10月半ば以降の原油価格（WTI、スポット）は1バレル＝100ドル台半ばへ再上昇した。足元の全米平均ガソリン価格は、1ガロン＝4.3ドル（1リットル＝約179円）と高止まりしており、選挙戦で共和党が苦戦する理由の一つとなっている。



高止まりしているイ

9月の消費者物価指数（CPI）は、エネルギーが前月比5.2%

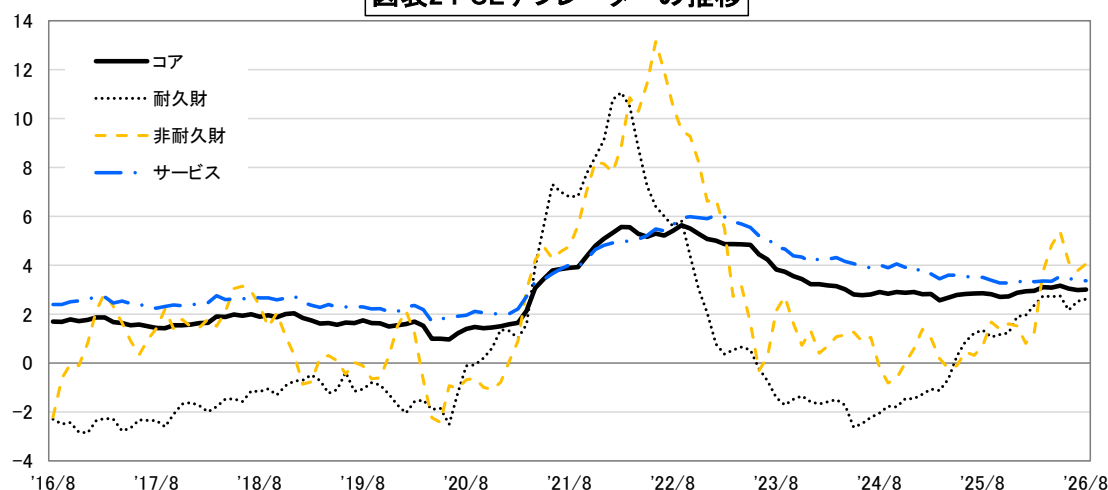
インフレ率

と上昇幅が拡大したこともあり、総合は同 0.6%（前年比 3.7%）と加速した。また、エネルギーと食料品を除くコアは同 0.3%（同 2.6%）と、前年比では 8 月の同 2.4% から加速した。コアの内訳では、食品およびエネルギー商品を除くコモディティは前年比 0.7% と低い伸びとなっている一方で、エネルギーサービスを除くサービスは同 3.1% と高い伸びとなった。

8 月の個人消費デフレーター（PCE デフレーター）は、総合が前年比 3.4%（前月比 0.3%）、コアが同 3.0%（同 0.2%）となった。インフレ率の高止まりが長期化しているとの判断を FRB が変更することは、当面ないだろう。

（前年比%）

図表2 PCEデフレーターの推移

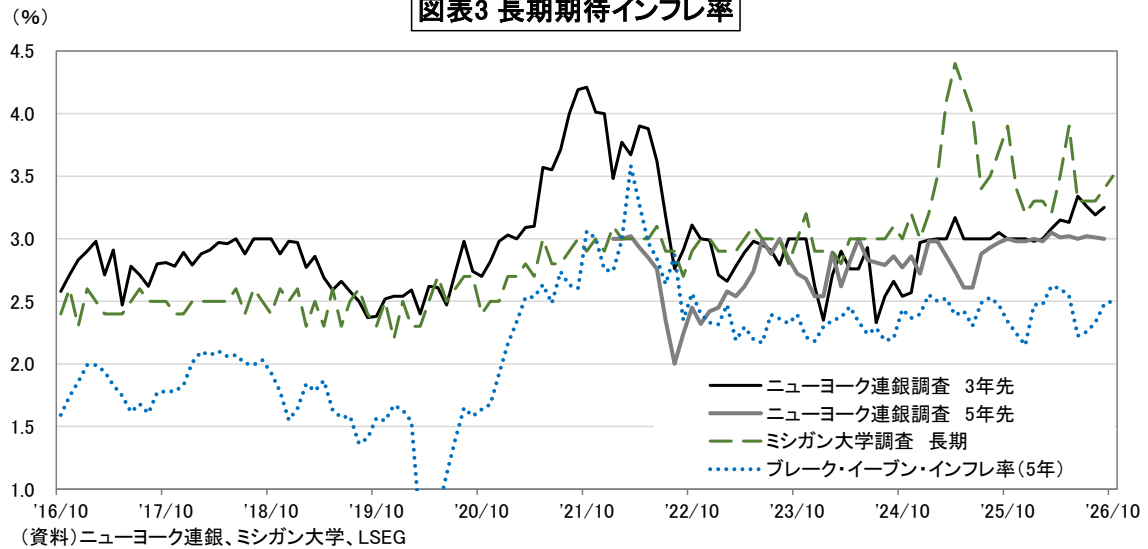


（資料）米経済分析局、LSEG

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、10 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 年先は前月から 0.1 ポイント上昇の 4.7%、長期は同 0.1 ポイント上昇の 3.5% となった。また、9 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 0.3 ポイント上昇の 3.9%、3 年先は同 0.1 ポイント上昇の 3.3%、5 年先は変わらずの 3.0% となった。最近のデータからは、期待インフレ率が小幅に上昇したとみられる。

図表3 長期期待インフレ率

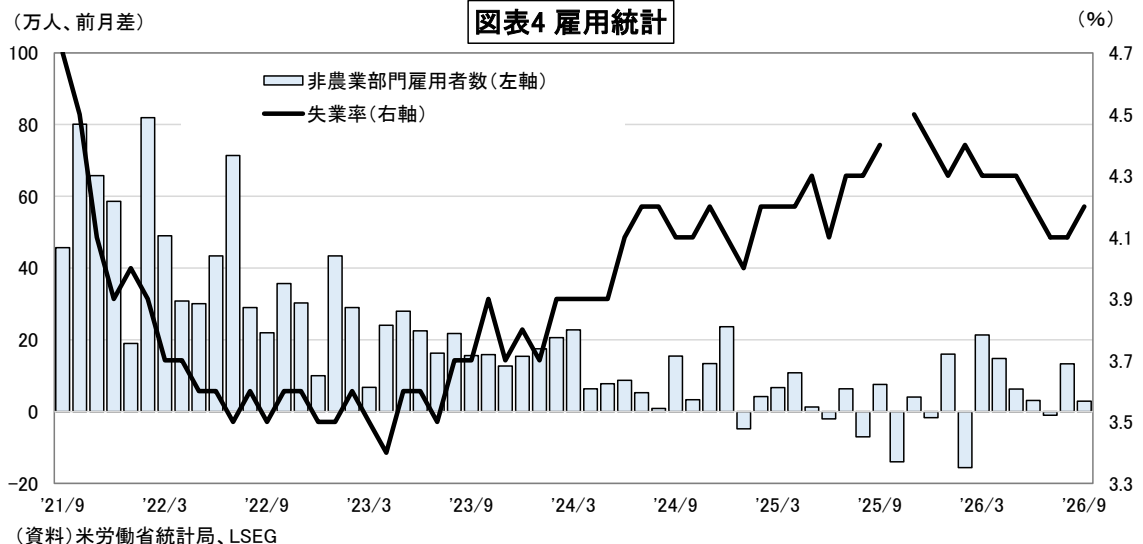


底堅い労働市場

9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2.9万人（事業所調査）の増加となり、3か月平均は同5.1万人の増加となった。労働力人口と労働参加率は、それぞれ同48.5万人増加、0.2%上昇となったこともあり、失業率は4.2%で小幅に上昇した。なお、家計調査では被雇用者は同40.6万人の大幅増となった。足元の労働市場は底堅いといえるだろう。

9月の平均時給は前年比3.0%（前月比0.1%）、生産・非管理職の時給は同3.3%（同0.2%）の上昇となり、賃金上昇率は鈍化している。

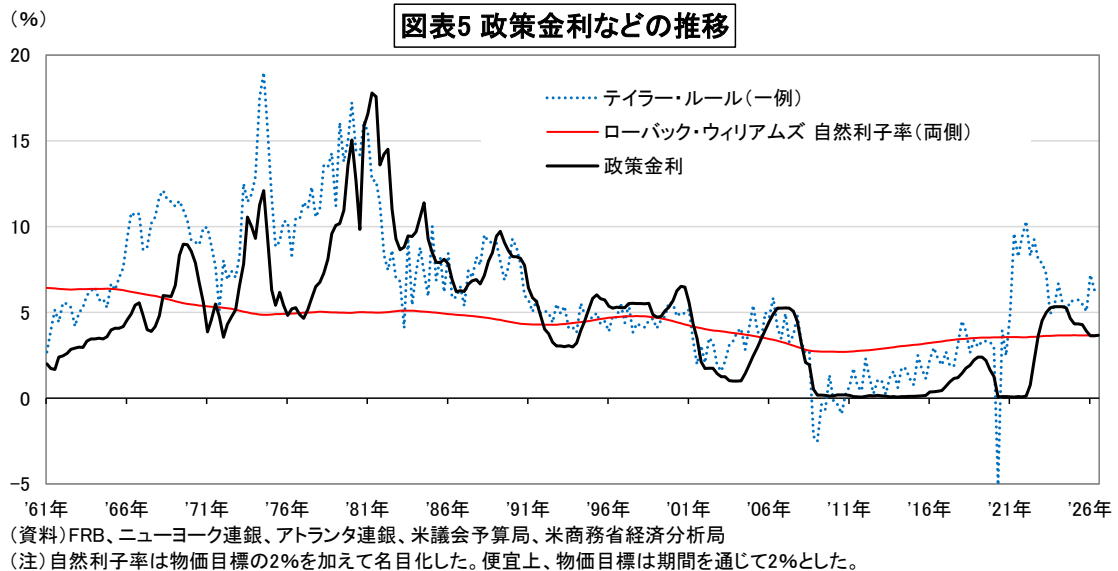
図表4 雇用統計



10月FOMCでの利上げは見送りへ

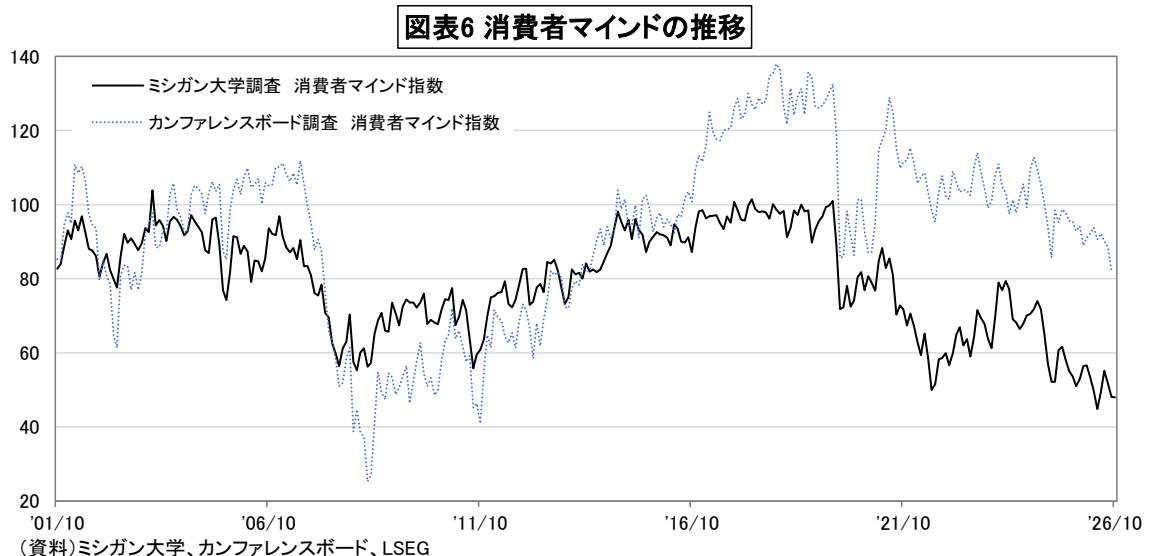
インフレ率が9月に加速したとみられることや、労働市場の底堅さが維持されていることから、利上げを継続する必要があるようだ。もっとも、ブラックアウト期間前にFOMC参加者の利

上げを急がないとの発言があったことで、次の利上げは 12 月 FOMC (8、9 日) となりそうだ。10 月 FOMC での利上げ見送りの背景として、中間選挙直前の市場への影響を回避するとの見方もある。なお、インフレ率次第ではあるものの、利上げ余地はある程度存在すると思われる。



低下基調の消費者 マインド

10 月のミシガン大学調査の消費者マインドは、前月比▲0.1 ポイントと小幅ながら 3 か月連続での低下となった。ミシガン大学からは、民主党支持者と共和党支持者の消費者マインドの動きに違いはなかったことなどが報告された。

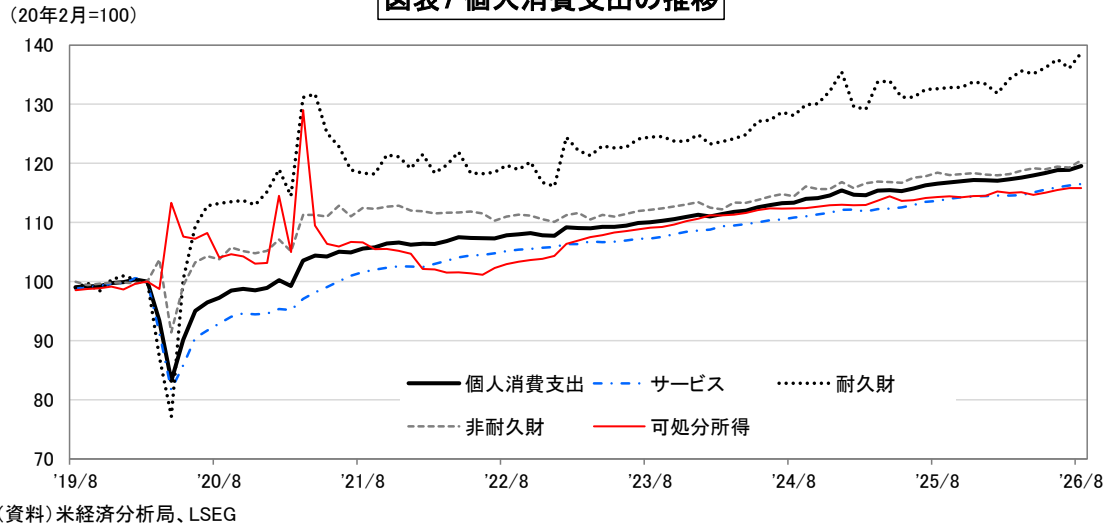


個人消費は底堅さが 継続

8 月の個人消費をみると、財消費は前月比 1.3%、サービス消費は同 0.2%となり、全体としては同 0.6%と 7 か月連続で増加

した。また、9月の小売売上（名目値）は同0.8%と好調だったが、ガソリンスタンドを除く区分では同0.2%と実質値ではほぼ横ばいとなった。全体としては、個人消費は底堅いと判断できる。

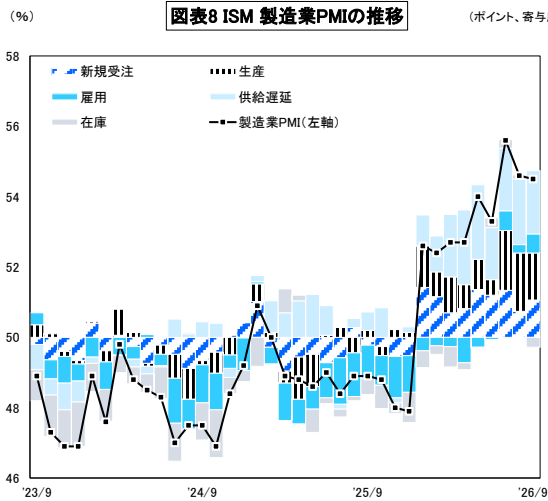
図表7 個人消費支出の推移



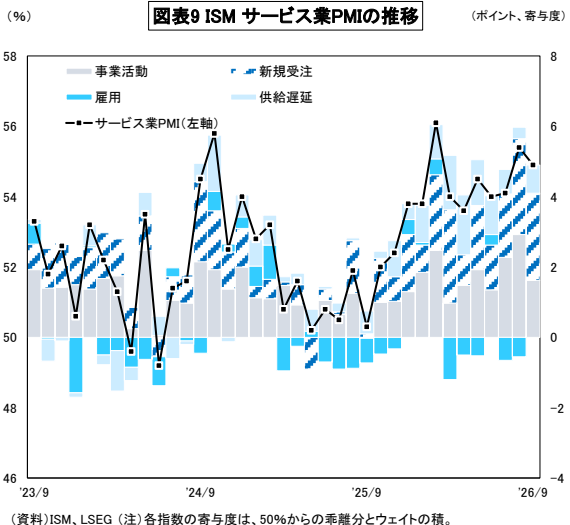
企業部門の拡大継続 がうかがえる ISM 指数

9月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から▲0.1ポイントの54.5%と、判断基準となる50%を9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▲0.5ポイントの54.9%と27か月連続で拡大局面を示した。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。なお、価格指数は、製造業が同+6.8ポイントの77.9%、サービス業は同+1.4ポイントの74.0%となり、いずれも上昇傾向が強い。

図表8 ISM 製造業PMIの推移



図表9 ISM サービス業PMIの推移



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。29日公表の7～9月期GDPに注目したい。なお、ニューヨーク連銀のGDPナウキャストは、前期比年率2.7%程度の成長率を予想している。

29日（日本時間）以降に発表されるハイパースケラーの決算において、キャッシュフローや設備投資の動向を確認することで、AIブーム持続性を判断することになるだろうが、AI関連投資が急減速するとは想定しづらい。

最後に市場の動きを確認すると、長期金利（10年債利回り）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。

長期金利は10月5日に約24年ぶりとなる5.31%まで上昇した後、好調な国債入札や10月利上げが見送られるとの観測、AIブームを見定める動きなどから低下基調となった。10月末は5%前後での取引となっている。

先行きについて考えてみると、ハイパースケラーの決算次第な面は大きいものの、高インフレと金融引き締め長期化を織り込む動きが強まると思われるため、引き続き利回り上昇の地合いが続くと予想する。

長期金利：急上昇したが、引き続き利回り上昇の地合い



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月入り後のダウ平均は、原油先物の下落と国債利回りが低下したことなどから、5日に終値で54,349.12ドルと史上最高値を更新した。

一方で、9月入り後は、国債利回りの上昇などから株価は下落傾向となった。その後、10月前半にかけて国債利回り上昇が一服し、株価は底を打った。

先行きについては、まずはハイパースケーラーの決算を消化し、AIブームの継続性を評価する動きとなるだろう。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。

(26.10.28 現在)

緩やかな持ち直し基調に転じた中国経済

～年末にかけて回復基調が続くと予想～

王 雷軒

要旨

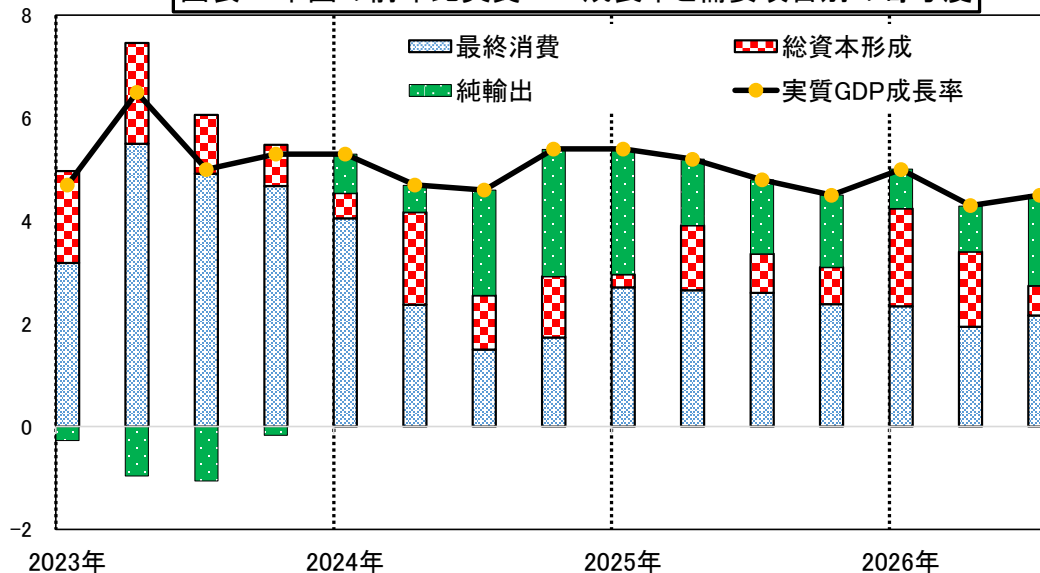
2026年7～9月期の実質GDP成長率は前年比4.5%、前期比1.2%と緩やかに持ち直した。7～8月の天候不順による悪影響が和らぎ、9月には生産活動の正常化や各種政策効果の発現を受けて、内需の減速ペースが鈍化した。また、輸出も予想以上の底堅さを示し、成長を下支えした。

先行きについては、内需拡大策や輸出の堅調さを背景に、26年10～12月期の実質GDP成長率は前年比4.7%程度へ加速し、通年成長率も同4.7%前後となり、政府が掲げる成長目標（前年比4.5～5.0%）のレンジ内に収まると見込まれる。

ただし、AI関連投資需要の拡大ペースの鈍化や中東情勢の悪化に伴う世界経済の減速によって外需が弱まれば、中国の輸出が下振れするリスクがある。当面は、中東情勢の行方に加え、既存・追加政策の効果の発現状況や不動産市場調整の進展を注視したい。

(%, ポイント)

図表1 中国の前年比実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



(資料) 中国国家統計局、Windより作成

景気は緩やかな持ち直しに転じ

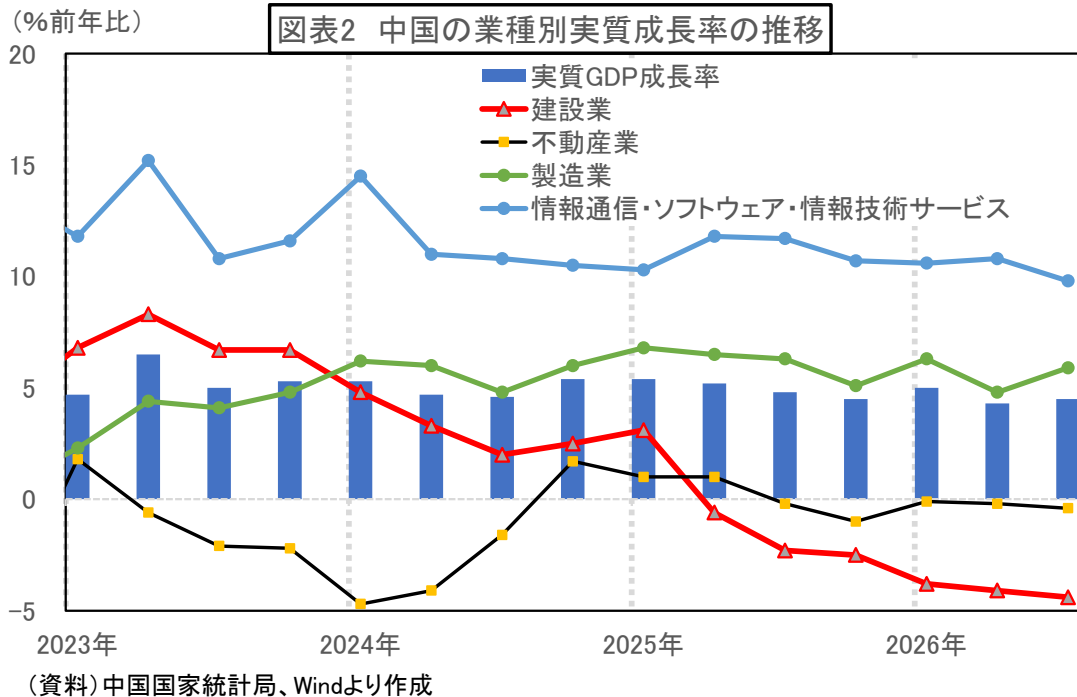
2026年7～9月期の実質GDP成長率(速報)は前年比4.5%、前期比1.2%となり、4～6月期(同4.3%、同0.9%)からいずれも加速した。前年比4.5%成長の需要項目別の寄与度をみると、最終消費が2.16ポイント、総資本形成が0.58ポ

イント、外需（純輸出）が1.77ポイントであった（図表1）。総資本形成の寄与度は前期から大きく低下したが、純輸出は11四半期連続のプラスとなり、前期から大きく上昇した。

業種別の実質成長率に目を向けると、堅調な輸出やAI需要を背景に、情報通信・ソフトウェア・情報技術サービスおよび製造業はそれぞれ前年比9.8%、同5.9%と、実質GDP成長率（4.5%）を大きく上回った（図表2）。一方、不動産業は前年比▲0.5%と、5四半期連続のマイナス成長となった。不動産開発投資の長期低迷や地方政府の厳しい財政事情を背景に、建設業も前年比▲4.4%とマイナス幅が一段と拡大した。

このように、中国経済は緩やかな持ち直し基調へと転じた。7～8月の天候不順の悪影響が和らぎ、9月には生産活動の正常化や各種政策効果の発現を受けて、内需の減速ペースが鈍化した。また、輸出も予想を上回る底堅さを示し、成長を下支えした。一方で、不動産業と建設業は引き続きマイナス成長となるなど、内需の弱さは依然として課題となっている。

以下では、GDP統計に併せて公表された9月の主要経済指標を確認したうえで、先行きを展望する。



企業マインドは政策効果の発現と異常気象の影響緩和を背景に改善

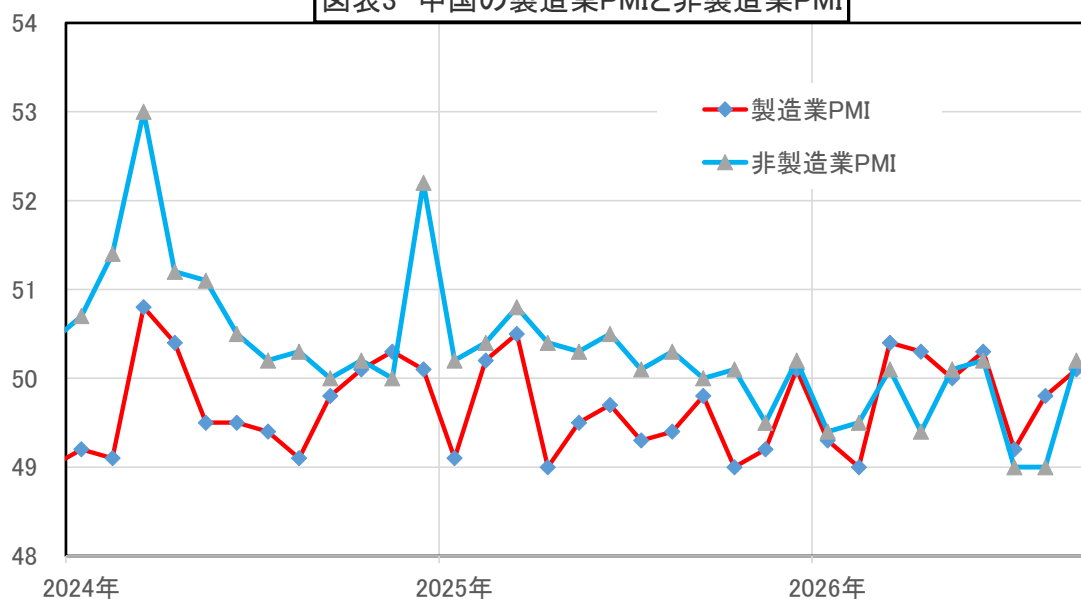
まず、9月の企業マインドは改善に向かいつつある。中国国家统计局が発表した26年9月の製造業PMI（購買担当者景気指数）は50.1と前月（49.8）から0.3ポイント上昇し、3か月ぶりに景況感判断の分岐点である50を小幅ながら上回った（図表3）。

製造業PMIが改善した背景には、内需拡大策の効果が表れてきたことが挙げられる。26年の全人代で決定された8,000億元の政策融資が9月に入り本格的に投入され始めた。加えて、7～8月に経済活動の足かせとなった高温や台風・豪雨の影響が和らいだこともある。

また、非製造業PMIも50.2と8月から1.2ポイント上昇して50を回復した（図表3）。業種別にみると、サービス業は50.2と8月から0.9ポイント上昇した。建設業PMIも50.3と、8月から3.4ポイント上昇し、26年入り後初めて50を上回った。その背景としては、①異常気象の影響緩和に伴い施工活動が回復したこと、②住宅の引渡し時期を迎え、工事が集中的に進められたこと、などが挙げられる。ただし、不動産不況が続くなか、不動産業PMIは引き続き50を下回る低水準にとどまった。

総じて、9月の企業マインドは、政策効果の発現や異常気象の影響緩和などを背景に改善した。当面、企業マインドは緩やかな改善基調を維持する可能性が高い。

図表3 中国の製造業PMIと非製造業PMI



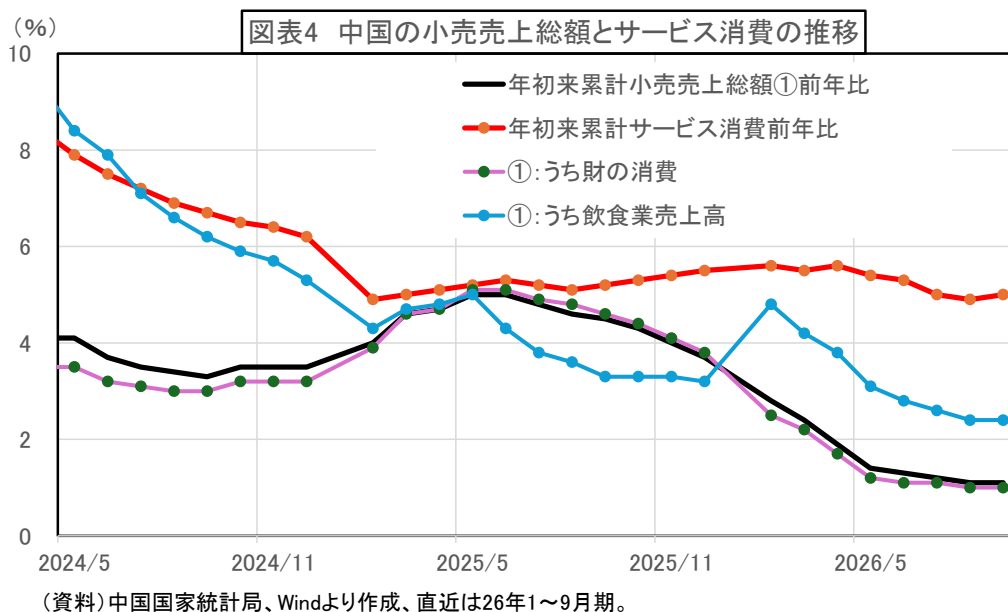
（資料）中国国家统计局、Windより作成、直近は26年9月。

消費は持ち直しの兆しがみられ、先行きも小幅ながら改善へ

9月の小売売上総額(名目)は前月比0.35%、前年比1.1%と、8月(同▲0.16%、同0.4%)からいずれも加速した。内訳をみると、スマートフォンなどの通信機器は前年比31.1%と大きく伸びたほか、タバコ・酒(同13.8%)、オフィス用品(同7.9%)、日常用品(同4.1%)はいずれも比較的堅調に推移している。他方、自動車販売は前年比▲21.2%となり、財消費全体を押し下げる主因となっている。また、建築・内装資材(同▲9.2%)、家具(同▲3.0%)はいずれも前年割れが続いている。

年初来の累計では、小売売上総額は前年比1.1%にとどまったが、サービス消費は同5.0%と小幅ながら加速した(図表4)。サービス消費は消費全体の約40%を占めるとみられ、引き続き全体の消費を下支えしている。この結果、小売売上総額とサービス消費の合計は同2.6%とやや加速した。ただし、消費者物価上昇率(前年比0.9%)を差し引いた実質ベースでは、消費全体は前年比1.7%程度と推算され、依然として低水準にとどまっている。

先行きについては、雇用・所得をめぐる先行き不安や不動産市場の長期低迷は引き続き押し下げ要因となるものの、10～12月期の消費財買い替え促進策に充てられる第4弾の資金が投入されることに加え、中央政府の財源による個人住宅ローンへの利子補給が初めて実施されることなどから、消費全体は小幅ながら持ち直していくと見込まれる。



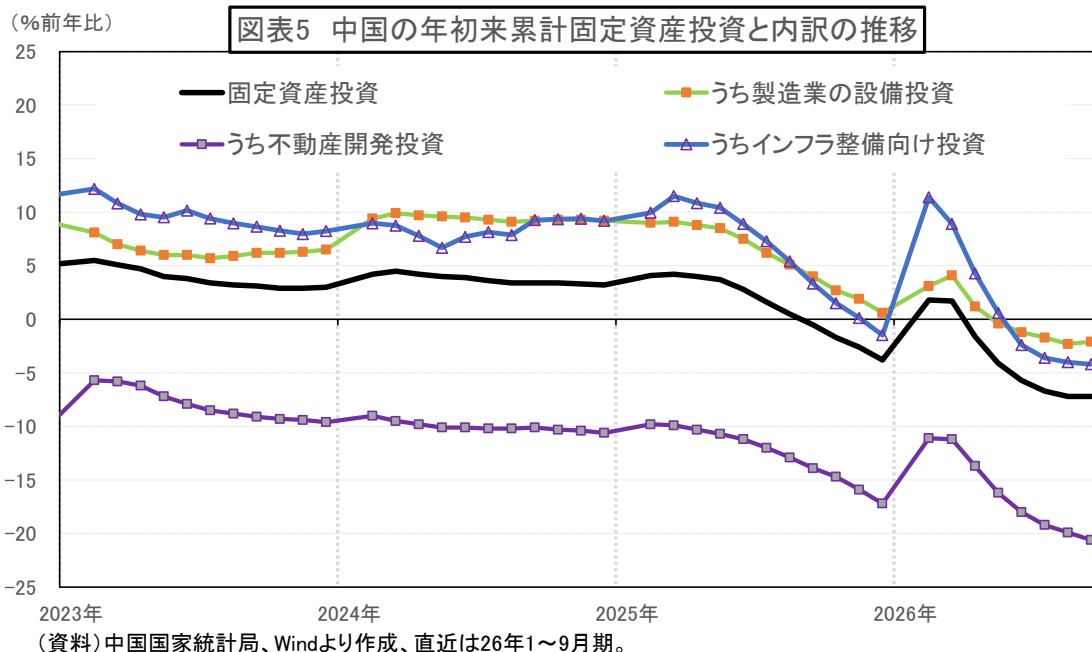
固定資産投資は下げ止まり、先行きは持ち直しへ

投資面では、固定資産投資は1～9月期に前年比▲7.2%と減少幅が1～8月期から変わらなかったが、単月では前月比0.07%と7か月ぶりに小幅なプラスに転じた（図表5）。

内訳をみると、天候不順の影響が和らぎ、既存政策の効果も徐々に出始めていることから、製造業の設備投資は前年比▲2.1%と依然減少しているものの、下げ止まりの兆しがみられる。また、インフラ整備向け投資も前年比▲4.2%と依然大きく減少してはいるが、その減少ペースが鈍化しつつある。

他方、上海などの大都市では不動産市場に改善の兆しもみられるものの、中小都市では住宅在庫の解消にはなお時間を要するため、不動産開発投資は前年比▲20.6%とさらに悪化しており、固定資産投資全体を押し下げる主因となっている。

先行きについては、既存政策の実施加速に加えて、後述する担保付き補完貸出（PSL）金利の引き下げと利用対象の拡充、地方債（5,500億元）の追加発行といった金融・財政対策の効果が徐々に顕在化していくと期待される。このため、固定資産投資全体は、不動産開発投資の下押しが続くものの、緩やかな改善に向かうと見込まれる。



内需弱含みが続くなか、金融・財政面での

総じてみれば、26年9月は不動産市場の調整がさらに進んでいることや既存政策の効果が限定的であることを背景

追加景気刺激策を相次ぎ発表

に、消費・投資の減速には幾分歯止めがかかったものの、全体として力強さを欠いた展開が続いた。他方、生産面では、9月の鉱工業生産（一定規模以上）は前月比0.61%、前年比5.5%となり、それぞれ8月（同0.54%、同5.2%）から一段と加速した（図表6）。引き続き「供給は堅調である一方、需要は弱い」という構図に大きな変化はみられない。

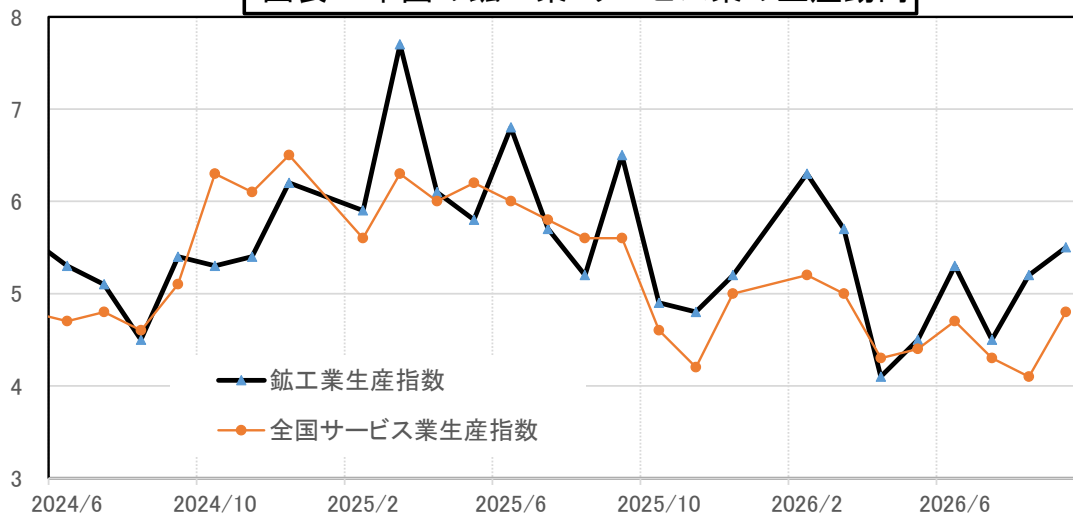
こうした状況下、9月28日に開催された国務院常務会議を受け、翌日29日に中国人民銀行（中央銀行）が追加の金融支援策を発表した。具体的には、構造的な金融政策手段の一つである担保付き補完貸出（PSL）の金利を25bp引き下げ、支援対象にデータセンターや新型電力網などの整備（「六張網」建設）を加えた。また、科学技術イノベーション・技術改善向け再貸出の枠を2,000億元、農業・小規模企業支援向け再貸出の枠を5,000億元それぞれ増やすとした。

さらに、財政部（財務省）は中国人民銀行・国家金融監督管理総局と共同で、10月1日から1年間、一部個人新規住宅ローンへの利子補給を実施すると発表した。加えて、5,500億元規模の地方債の追加発行を認めるなど、追加の財政措置も打ち出した。

これらは新たな景気刺激策であり、今後は、その効果がどの程度現れるかが焦点となるが、当局は、内需の改善が力強さを欠く場合には、消費促進策の拡充など追加的な景気刺激策を講じる用意があるとの姿勢を示している。

(%前年比)

図表6 中国の鉱工業・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9月。

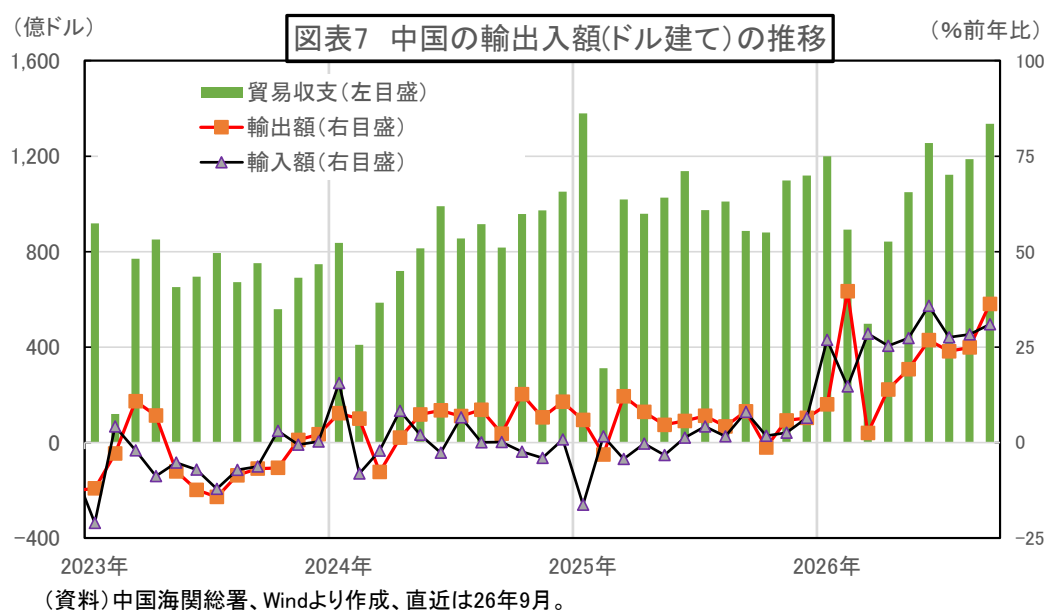
輸出は引き続き堅調さを維持

9月の輸出額（米ドル建て）は前年比36.3%となり、8月（同25.0%）から一段と伸びが加速した（図表7）。高い伸びの背景には、AIブームによる半導体関連製品や自動車・同部品の輸出急増に加え、対米輸出の回復がある。また、25年9月の輸出が低調だった反動に加え、台風による港湾物流への一時的な影響が解消され、輸出が9月に集中したことも押し上げ要因となった。

品目別にみると、9月の集積回路（IC）および自動データ処理装置・同部品の輸出額は、それぞれ前年比136.1%、同92.9%とさらに伸びが加速した。また、9月の自動車輸出台数は118.2万台と4か月連続で100万台を上回った。加えて、衣類、靴類、かばん、おもちゃ、家具などの労働集約型消費財の輸出も前年比25.2%と大きく回復した。

先行きについては、中東情勢や貿易摩擦をめぐる不確実性などの下押し要因は残るものの、AI関連投資需要が引き続き輸出を支えるとみられるほか、対米輸出も回復基調を維持する可能性が高く、総じて底堅く推移すると予想される。

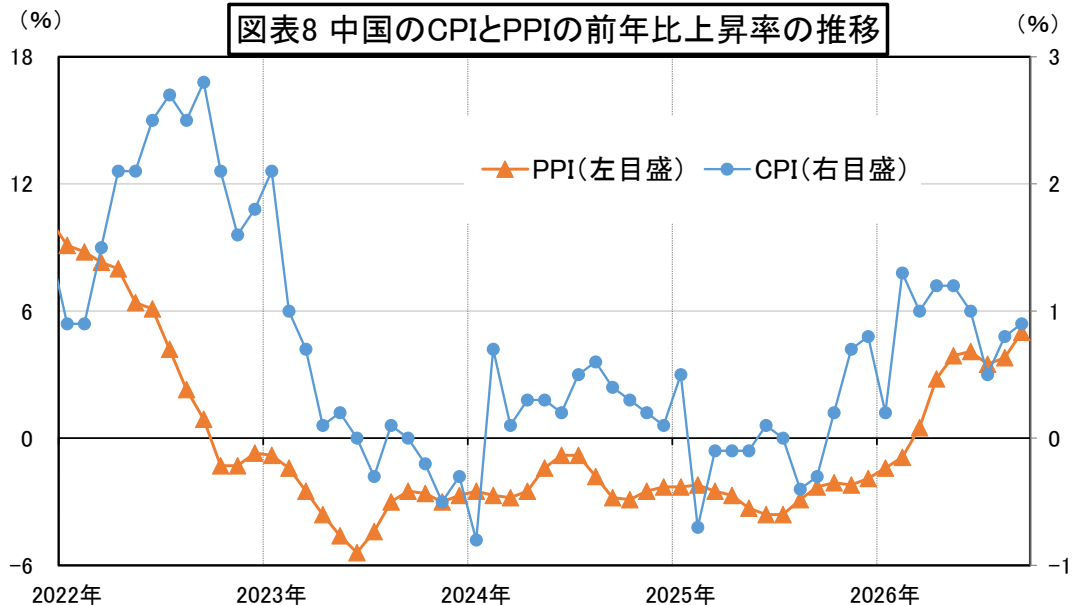
なお、9月の輸入額（米ドル建て）も前年比31.0%となり、8月（同28.2%）から小幅に加速した。前年の低迷の反動に加え、IC、自動データ処理装置・同部品、銅材の輸入増加が大きく寄与した。また、中東情勢の影響により原油や天然ガスの輸入量は引き続き大幅に減少したものの、エネルギー価格の急騰が輸入額全体を押し上げた。



経済見通し：年末にかけて小幅に加速すると予想

以上を踏まえると、内需拡大策や輸出の堅調さを背景に、年末にかけて景気の緩やかな持ち直しが続き、10～12月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.7%程度へ小幅に加速すると見込まれる。この結果、26 年通年の実質 GDP 成長率は前年比 4.7%前後となり、政府の成長目標（前年比 4.5～5.0%）を達成する公算が大きい。

ただし、AI 関連投資需要の拡大ペースが鈍化したり、中東情勢の悪化を受けて世界経済が減速したりして外需が弱まる場合には、輸出が下振れし、成長率を押し下げるリスクがある。当面は、中東情勢の行方に加え、対米・欧州通商関係の動向、既存・追加政策の効果がどの程度現れるか、不動産市場の調整がどこまで進むかを注視したい。



（資料）中国国家统计局、Windより作成、直近は26年9月。

物価動向：CPI は低水準にとどまる一方、PPI は予想を上回る伸び

9月の消費者物価指数（CPI）は前年比 0.9%と8月から小幅に加速したが、前月比では 0.2%と8月（同 0.4%）から鈍化するなど、依然として低水準で推移している（図表 8）。前年比では 12 か月連続のプラスとなったものの、引き続き政府目標（前年比 2%前後）を下回っている。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 0.0%、前年比 1.0%となった。

9月の CPI 前年比上昇率（前掲 0.9%）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 7.3%と、8 月（同 4.1%）から大幅に上昇し、特にガソリン価格は前年比 16.6%と、8 月（同 9.3%）から 7.3 ポイント上昇し、CPI 前年比上昇率を 0.47 ポイント押し上げた（図表 9）。加えて、サービス価格は前年比 0.8%と CPI 前年比上昇率を 0.40 ポイント押し上げた。このほか、スマートフォン（同 14.9%）やパソコン（同 21.8%）などの端末機器で価格上昇が続いたことも、CPI の押し上げ要因となった。

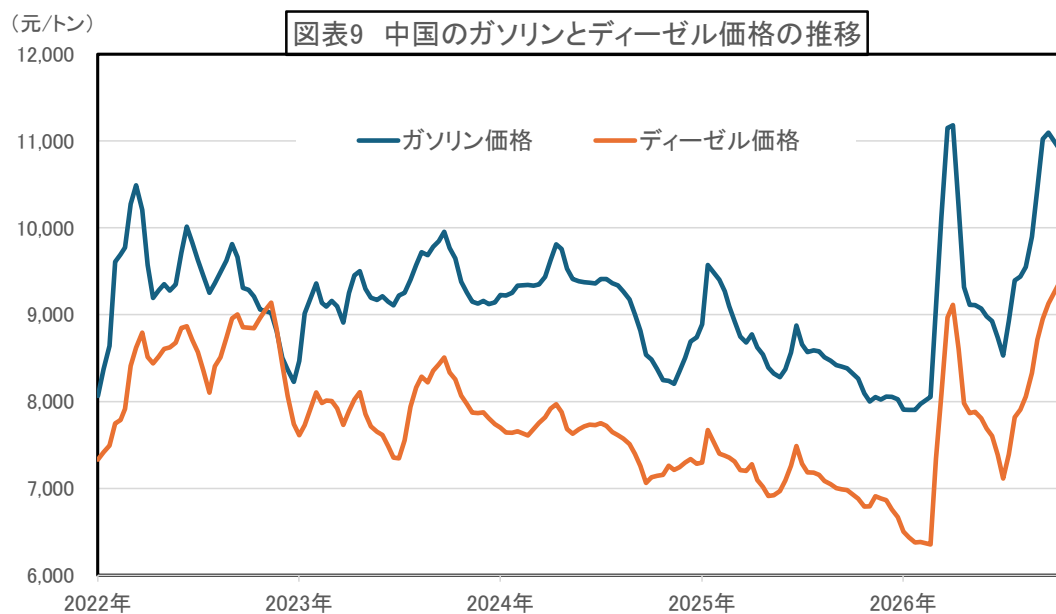
他方、内需の弱含みが依然として続くなか、消費促進策の効果も一巡し、自動車（同▲1.7%）や家電製品（同▲1.8%）など耐久消費財の価格は低位で推移した。また、食品価格も押し下げ要因となった。特に豚肉価格（同▲10.0%）と生鮮野菜価格（同▲8.1%）は、下落幅が縮小したものの、両者で CPI 前年比上昇率を 0.33 ポイント押し下げた。

先行きについては、10 月にもガソリン価格の高止まりや食品価格の上昇が見込まれる。もっとも、内需の大幅な改善が見込めないなか、10 月の CPI 上昇率は前年比 1.0%程度まで加速するとみられるものの、前年比 2%前後の政府目標を下回り、引き続き低水準で推移すると予想される。

他方、9 月の生産者物価指数（PPI）は、前月比 1.2%、前年比 5.0%と 8 月（同 0.4%、同 3.8%）からいずれも大きく加速した（図表 8）。7 か月連続の前年比プラスとなり、市場予想（前年比 4.0%程度）を上回った。その背景として、第 1 に国際原油価格の大幅な上昇を受けて、中国国内の石油・化学関連製品価格が大きく上昇したことが挙げられる。第 2 に、異常気象の影響が和らぐなかで、内需振興政策の効果が徐々に顕在化し、石炭・鋼材・セメントなどの価格が上昇に転じたことも挙げられる。第 3 に、AI 投資ブームを背景に銅などの金属や半導体関連価格の上昇基調が続いたことが挙げられる。

先行きについては、国際原油価格の上昇ペースは鈍化するとみられるものの、公共事業の加速を背景に、建材価格の持ち直し、半導体関連価格の上昇傾向が続くとみられることから、10 月の PPI 上昇率は前年比 5.3%前後まで小幅に加速す

と見込まれる。



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は2026年10月20日。

(26. 10. 27 現在)