

経済金融 ウォッチ

2026年8月号

国内		1
米国		12
中国		21



イラン情勢の再緊迫化で経済・物価の先行き不安高まる

～「骨太ショック」で債券安・円安が進行する場面も～

南 武志

要旨

イラン情勢の悪化が続くなか、政府が原油の代替調達確保を進めたことやガソリンなどの価格抑制策が奏功しており、国内景気は底堅く推移しているほか、消費者物価も 2%割れとなっている。26 年春闘も連合が目標とする 5%の賃上げが実現するなど、家計の所得環境は改善している。しかし、7 月に入ってイラン情勢が再び緊迫化したことで原油価格が高騰するなど、緩和方向にあった経済下振れリスク、物価上振れリスクが再度意識されている。

こうしたなか、高市内閣として初の「骨太の方針」や「日本成長戦略」が閣議決定され、40 年度までに累計 370 兆円超の官民投資を行うことで、40 年度には 1,100 兆円に迫る GDP を目指すことが目標として掲げられた。財政運営についても、強い経済の実現と財政の持続可能性を両立する観点から、国・地方の総債務残高対 GDP 比の安定的低下を目標の中核に位置付けることが正式に決まった。その一方で、マーケットでは日銀の独立性への懸念が高まり、円安・債券安が進んだ。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2026年			27年	
		7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 (%)		0.980	0.95～1.00	0.95～1.25	0.95～1.25	0.95～1.50
国債利回り	20年債 (%)	3.670	3.55～4.05	3.60～4.10	3.65～4.15	3.70～4.20
	10年債 (%)	2.775	2.55～3.05	2.60～3.10	2.65～3.15	2.70～3.20
	5年債 (%)	2.000	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)	163.8	150～165	150～165	150～165	150～165
	対ユーロ (円/ユーロ)	186.2	175～190	175～190	175～190	175～190
日経平均株価 (円)		62,364	65,000±5,000	67,000±5,000	68,000±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7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。

「骨太の方針」と 「日本成長戦略」 を閣議決定

7月21日に高市内閣としては初の「経済財政運営と改革の基本方針(骨太の方針)」と「日本成長戦略」が閣議決定された。長年にわたる投資不足の流れを断ち切るとともに、世界的な産業政策の大競争時代に対応していくために「責任ある積極財政」の考え方の下で「危機管理投資」や「成長投資」を大胆かつ戦略的に進め、中長期的な成長力強化につなげていくほか、民間投資を引き出すために政府予算の予見可能性を確保する観点から、予算の作り方を根本から改め、2027年度を「責任ある積極財政元年」と位置付ける方針を示した。

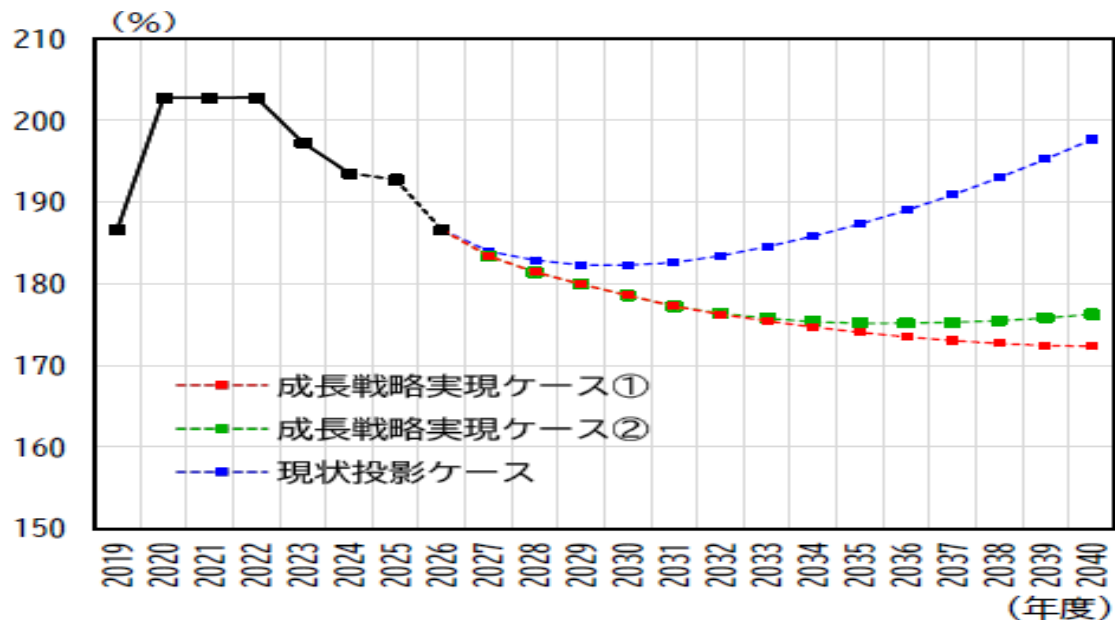
「強い経済」の実現に向けた戦略的投資・分野横断的な取り

組みとして、AI や半導体など 17 の戦略分野に対して 40 年度までに累計 370 兆円超の官民投資を想定している。27 年度予算にはそれに向けた「新たな投資枠」が設けられる予定だ。民間投資の拡大による供給力の強化を経済規模の拡大や税収基盤の強化につなげ、「財政の持続可能性」と一体的に実現していく方針である。できるだけ早期に実質 1%超、名目 3%超を上回る経済成長を定着させ、40 年度には 250 兆円の民間設備投資、1,100 兆円に迫る GDP を目指すとしている。

一方、財政政策運営は基礎的財政収支（PB）の黒字化目標といった従来の方針からの転換がなされた。強い経済の実現と財政の持続可能性を両立する観点から、国・地方の総債務残高対 GDP 比の安定的低下を財政運営目標の中核に位置付け、PB については債務残高対 GDP 比の低下に向けて確認する指標とし、その安定的低下と整合するよう複数年で管理することとした。

なお、後述の通り、6 月 30 日に示された「骨太の方針」原案を巡っては、マーケットで日本銀行の独立性に対する懸念が広がり、債券安・円安が進行する場面もみられた。

図表 2 国・地方の公債等残高対 GDP 比の見通し



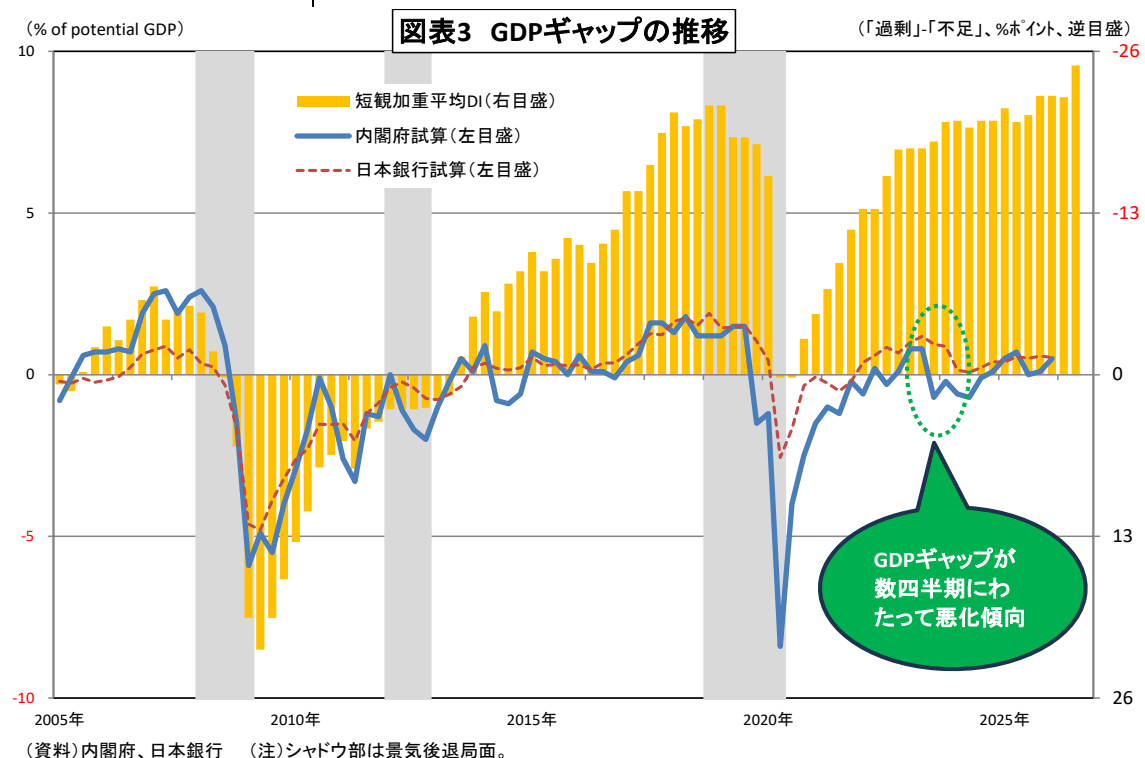
(資料)内閣府「日本成長戦略の下での中長期的な経済・財政の姿に関する試算」より抜粋

(注)現状投影ケース:TFP 上昇率は、従来の水準程度の 0%台半ばで推移。成長戦略実現ケース①:TFP 上昇率は今後 5 年で 1.1%、さらにその次の 5 年で 1.4%まで上昇。成長戦略実現ケース②:TFP 上昇率は今後 5 年で 1.1%まで上昇し、その後は一定。

イラン情勢が悪化した下でも企業マインドは堅調さを維持

以下、足元の国内景気動向について確認したい。日銀短観（6月調査）によれば、代表的な大企業製造業の業況判断 DI は 22 と、事前の悪化予想に反して 3 月調査（17）から +5 ポイントと 5 期連続で改善した。イラン情勢の悪化を受けて原油高騰やナフサなどの供給懸念が高まったものの、その影響は限定的なものにとどまり、むしろ価格転嫁の進展や株高が進んだことが企業マインドを押し上げた格好となった。大企業非製造業の業況判断 DI も 37 と、3 月調査（26）から +1 ポイントとバブル期以来の高水準となっている。一方、先行きについては製造業が今回から ▲5 ポイント、非製造業が同じく ▲9 ポイントと、悪化見通しとなっている。

26 年度の企業業績は製造業・非製造業ともに増収ながらも減益との見通しが維持された。また、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）は前年度比 8.7% と、25 年度実績（同 9.0%）に匹敵する増加率へ上方修正されるなど、設備投資マインドは堅調さを保っている。



景気の拡張期間が戦後最長になった可能性

月次指標を確認すると、5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 3 か月ぶりに低下した。ただし、基調判断は 4 月に上方修正された「改善」で据え置きだった。一

設備投資マインドは底堅いが、5月の機械受注は低調

**消費マインドは弱い
が、家計の所得環境の**

方、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」（5月）は前月から+0.1ポイント（2か月連続の上昇）、4月に続いて過去最高値を更新した。

ちなみに、政府は7月の月例経済報告（29日公表予定）において、「景気は緩やかに回復している」との基調判断を据え置く方針と報じられている。これにより今回の景気拡張期間（20年6月～）は74か月目となり、戦後最長を更新（これまでは02年1月～08年2月の73か月間）することになる。とはいえ、GDPをみると、23年度の実質成長率は▲0.03%、24年度は0.5%であり、この期間はGDPギャップが悪化したことを考慮すれば、景気は一貫して拡大し続けたわけではない。

また、6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+0.4ポイントと2か月連続、「先行き判断」DIも同+5.0ポイントと3か月連続で、いずれも上昇した。米国とイランの停戦によって戦争終結が期待されたものの、イラン情勢が悪化する前の水準までは回復しておらず、判断基準である50を大きく割り込んだままである。

一方、6月の実質輸出指数は前月比0.4%と2か月連続で上昇したものの、4～6月期としては前期比▲0.5%と3期ぶりに低下した。地域別にみると、米国向けやEU向けは底堅く推移したものの、中国などアジア向けは低調だった。財別には、中間財は軟調だったが、自動車関連や情報関連は上昇した。

こうしたなか、5月の鉱工業生産は前月比0.1%と微増ながらも2か月連続の上昇だった。汎用・業務用機械工業、電気・情報通信機械工業、生産用機械工業が低下したものの、4月に悪化した無機・有機化学工業、石油製品工業で持ち直しが見られた。なお、6月の製造工業生産予測指数（予測誤差補正後）は同2.6%と、上昇継続が見込まれている。

5月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は同▲12.4%と2か月ぶりに減少した。4月に大幅増となった造船業などで反動減がみられ、4～6月期見通し（内閣府集計、前期比0.3%）の達成は難しくなった（6月分は前月比9.9%増が必要）。ただし、上述の通り、設備投資意欲は底堅いほか、6月の工作機械受注は増加しているため、足踏みは一時的とみられる。

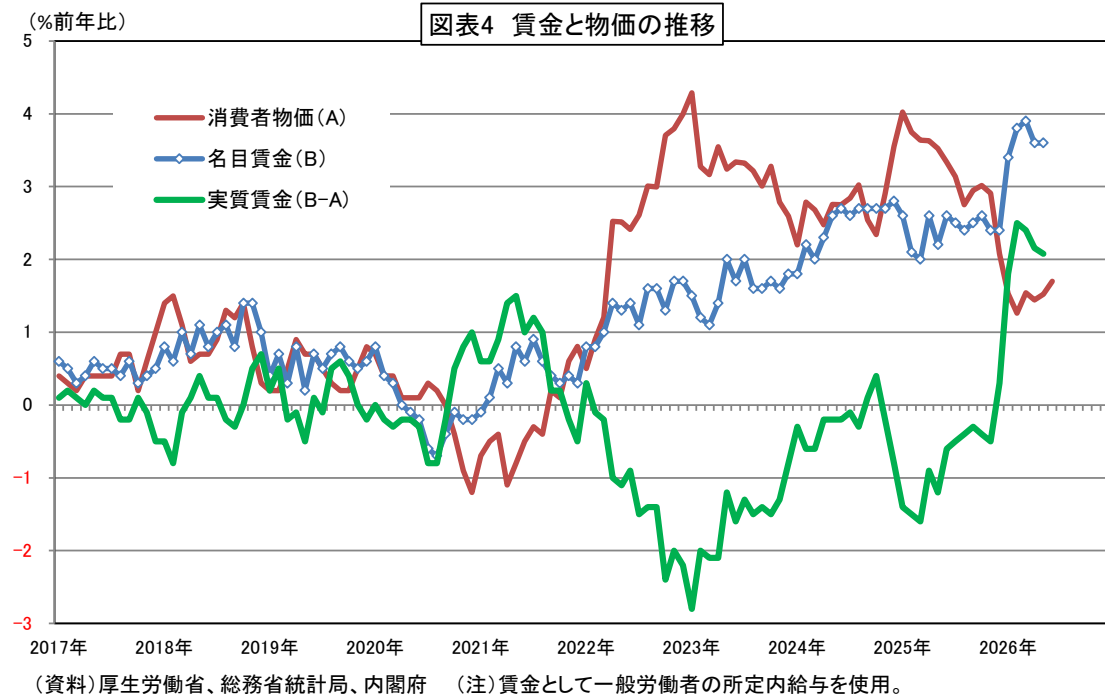
5月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比3.3%、このうち基本給に相当する一般労働者の所定内給与も同3.6%

改善や耐久財の牽引 で消費は底堅い

と、いずれも上昇基調を維持している。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を維持した（現金給与総額ベースで同 1.8%、一般労働者の所定内給与ベースで同 2.1%と、ともに 6 か月連続のプラス）。

また、イラン情勢を受けて消費マインドは大幅に悪化した
が、直近は持ち直しが見られる。6 月の消費動向調査「消費者
態度指数」は前月から+0.2 ポイントと 2 か月連続で上昇した。
ただし、イラン情勢が悪化する前の水準には及ばず、基調判断
は「弱含んでいる」のまま（4 か月連続）だった。

一方、消費は「エアコン 2027 年問題」によって耐久財の販売
が好調であり、5 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 0.6%と 2 か月連続で上昇、4～5 月平均は 1
～3 月平均を 1.6%上回るなど、底堅い。



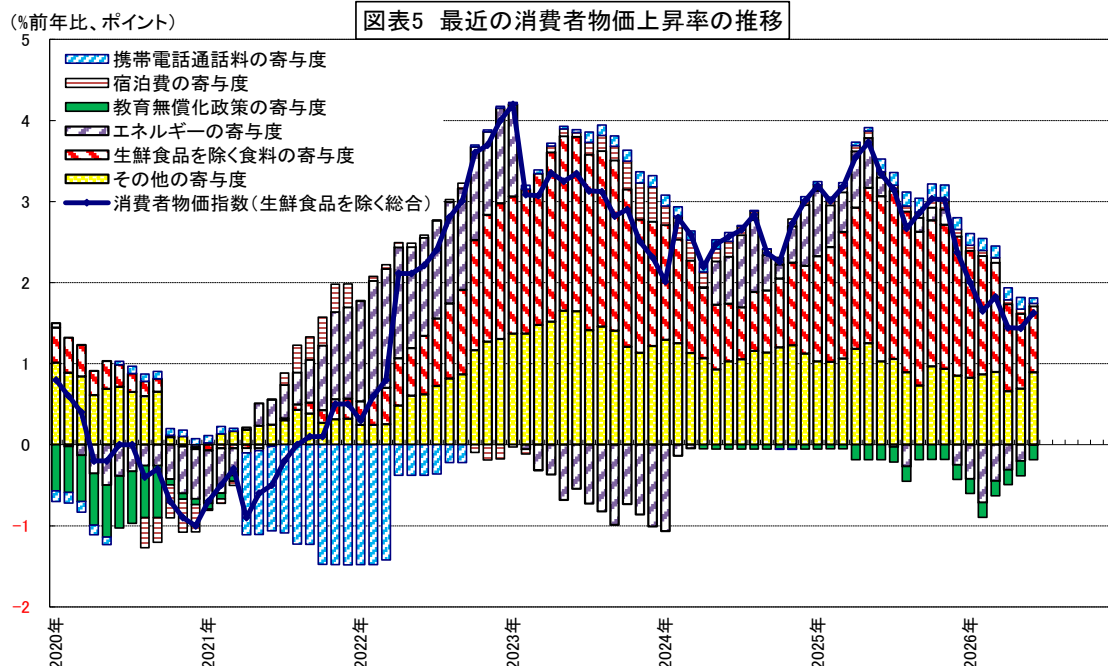
経済見通し：イラ ン情勢の再緊迫化 もあり、先行き不 確実性が極めて高 い状態

以下、景気の先行きを展望したい。26 年春闘での賃上げ率（連
合集計）は 5.01%と、連合が目標とする「5%以上」を達成す
るなど、堅調な結果となった。イラン情勢の影響で消費マイン
ドは悪化した状態であるが、実質賃金が前年比プラスで推移し
ていることもあり、消費そのものへの影響は軽微といえる。

しかし、イラン情勢については、イランがホルムズ海峡を航
行する商船を攻撃したとして、7 月 8 日に米国がイラン攻撃を

実施、イラン側も報復措置をとるなど、再び緊迫化している。下落基調にあった国際原油市況も再び高騰するなど、経済の下振れリスク、物価の上振れリスクが高まっている。政府は27年春までの原油供給にめどがついたとしているが、円ベースの入着価格は前年比84.7%の118円/ℓへと大幅上昇している。こうしたコスト高で企業業績が圧迫されると、経済活動などへの悪影響が懸念される。先行き不確実性は高い状況である。

こうしたなか、「1974年通商法301条」に基づく新たなトランプ関税が24日から導入された。強制労働で製造された製品の輸入禁止措置が不十分とのことで、日本には12.5%の関税が課せられた（それまでの「代替関税」では一律10%）。トランプ政権では更なる追加関税の導入を検討していると報じられているが、昨年の日米関税合意では「最大15%」とされており、その取扱いが注目される。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：6月の全国コアCPIは前年比1.6%へ上昇率が拡大したが、5か月連続で2%割れ

6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1.6%と、5月（同1.4%）から上昇率が高まったが、5か月連続での2%割れであった。コメの値下がり（前月比▲2.2%、前年比▲8.7%）などもあって食料の上昇圧力が解消しつつある半面、エネルギー価格が徐々に値上がりしており、前年比のマイナス幅が▲0.1%まで圧縮された。

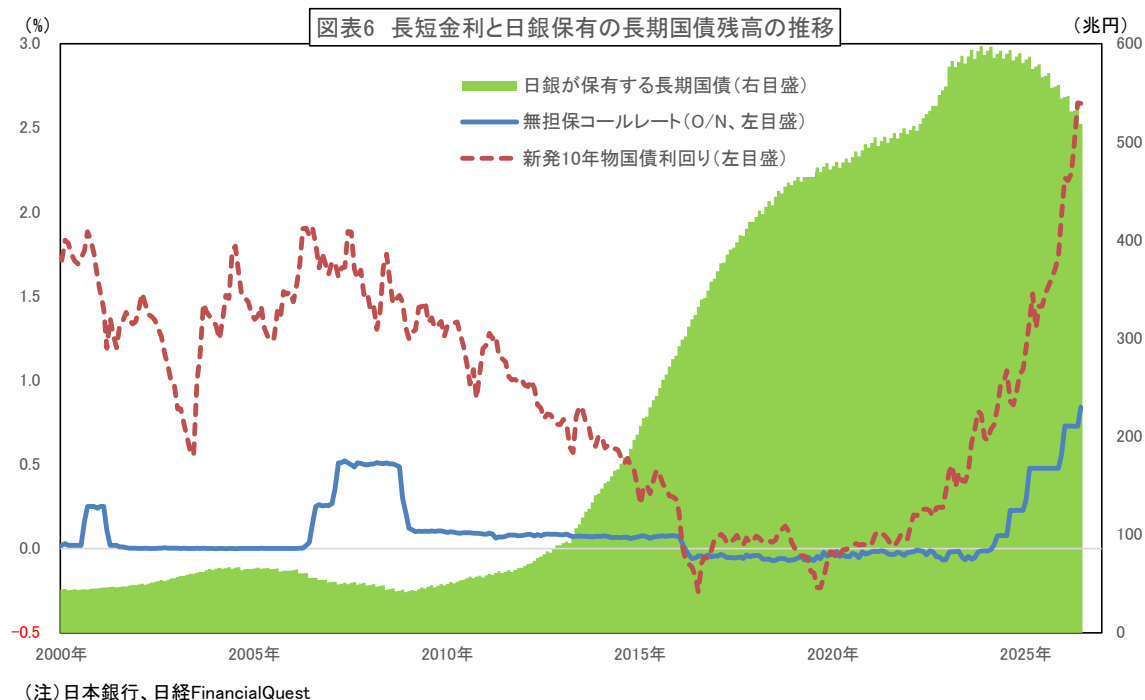
一方、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」

物価見通し：年度末にかけて 3% 近くまで上昇率が拡大すると予想

は同 1.7%と 8 か月連続で鈍化、3 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。教育無償化などの政策効果もあり、イラン情勢による原油高騰などの影響は消費者物価に対しては依然として限定的といえる。

政府はイラン情勢の悪化後に開始したガソリン補助金の支給を続けているほか、7～9 月使用分の電気・ガス代負担軽減策を導入している。8 月の電気・ガス料金は 7 月から値下がりすると報じられている。また、東京都は前年に続き、夏場の水道基本料金の無償化を実施している。夏場にかけて消費者物価が大幅に上昇する可能性は薄いだろう。

ただし、秋以降の物価上昇率は高まっていくと思われる。すでに輸入物価や国内企業物価は大きく上昇しており（6 月は前年比でそれぞれ 29.7%、7.1%）、それが時間差を伴って様々な消費財・サービスに波及していくと思われる。7～9 月期には物価上昇率は 2%台に乗せ、年度末には 3%近くになるだろう。

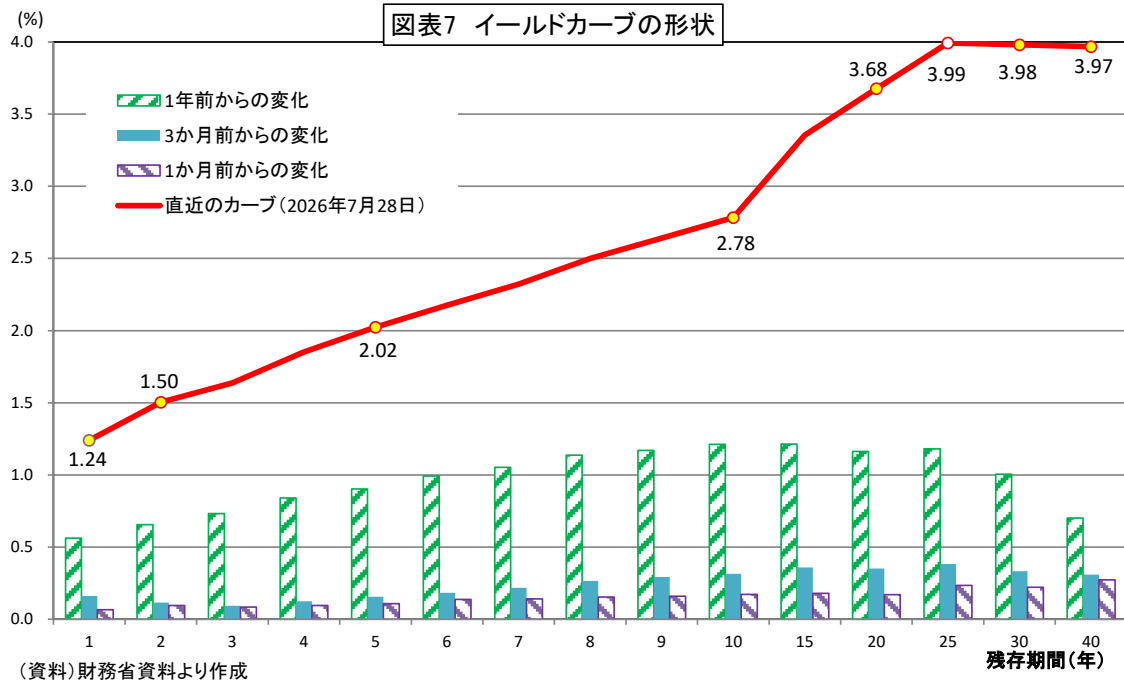


金融政策：7 月会合は政策据え置きと予想

日本銀行は 6 月の金融政策決定会合で政策金利を 31 年ぶりの水準となる 1.0%へ引き上げた。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、利上げ継続の方針を改め

て示している。

一方、7月30～31日に開催される次回会合においては、インフレ加速といった連続利上げをするような材料はなく、これまでの利上げの効果を見極める上でも政策変更なしと予想される。



金融政策：年内にも追加利上げの可能性ある半面、政府からの「注文」も

前述の通り、原油高騰の影響は消費者物価段階ではまだ限定的なものにとどまっているが、年度半ば以降は物価上昇率を押し上げていくと思われる。景気下振れ圧力がよほど強まらない限り、日銀は「半年に0.25%」のペースでの利上げを継続するものと思われ、年内にも再利上げ（政策金利1.25%）の可能性があるだろう。その後、27年6月頃に政策金利を1.50%まで引き上げる、と予想している。

こうしたなか、6月30日に公表された「骨太の方針」の原案に「「強い経済」の実現に向けては、適切な金融政策運営が行われることも非常に重要である」との記述があったが、マーケットは今後の利上げを牽制する意図があると受け止め、円安・債券安が進行した。最終版の脚注では「日本銀行法第3条に基づき、金融政策の具体的な手法については日本銀行に委ねられる」と付け加えるなど、政府は火消しに追われたが、政府からの金融政策に対する「注文」への警戒は燻っている。

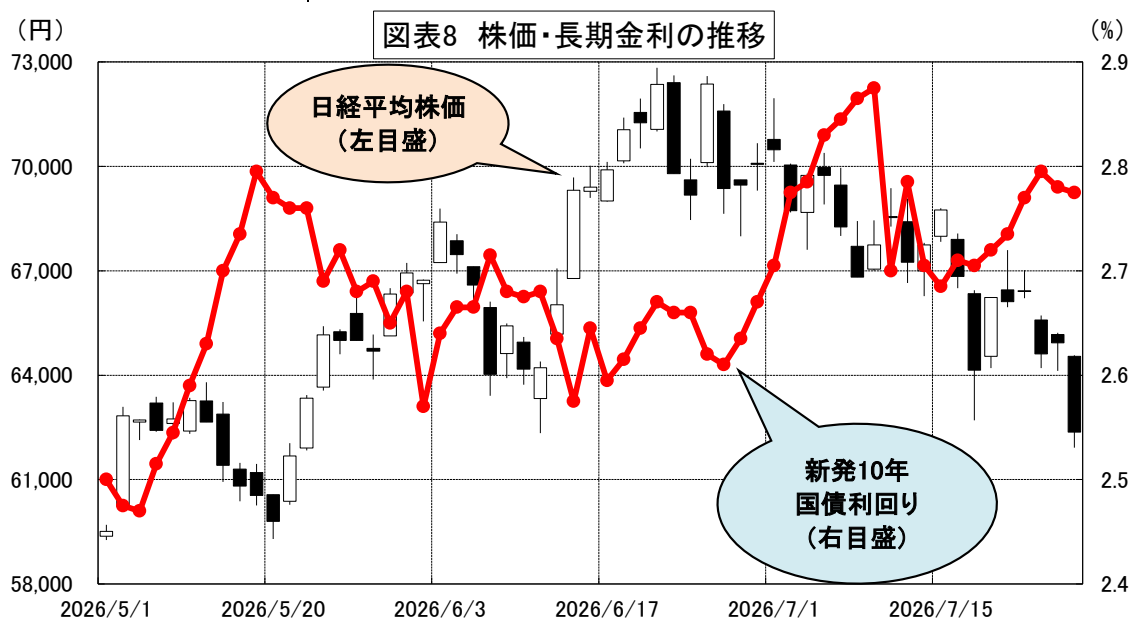
27年7月には早期利上げに前向きな政策委員2名が退任する

金融市場：現状・見 通し・注目点

予定であるが、政府は後任にリフレ派的もしくはハト派的な考えの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どのような影響を及ぼすのかどうか注目される。

6月30日に公表された骨太の方針の原案を巡り、債券安や通貨安が進んだ（いわゆる「骨太ショック」）。一方、6月下旬にかけて史上最高値を断続的に更新してきた株価は、調整色を強める展開となった。

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。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

長期金利は一時 2.90%へ上昇

① 債券市場

高市内閣の「責任ある積極財政」や衆院選で掲げられた消費税減税などへの警戒、さらには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。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で、5月中旬に長期金利は一時2.80%と29年半ぶりの水準まで上昇した。6月にかけては概ね2.6%台でのみみ合いとなったが、「骨太の方針」原案の文言で日銀の独立性に対する懸念が高まったほか、イラン情勢が再び緊迫化し、インフレ懸念が台頭したこともあり、7月9日に長期金利は一時1996年9月以来となる

長期金利の上昇圧力は燻り続ける

2. 90%まで上昇した。政府は日銀の独立性を尊重していると弁明したものの、金利上昇圧力は根強い。

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、高市内閣の目玉である戦略 17 分野への官民投資のうちの政府支出や 27 年度からの実施を目論む消費税減税に関する財源への懸念も強い。長期金利の上昇圧力は今後とも燻り続けるだろう。

AI ブームへの警戒感から調整色の強い展開

② 株式市場

2 月末にイラン情勢が緊迫化した直後、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、上昇傾向が続いた。しかし、6 月下旬以降は、これまでのスピード調整的な動きが強まった。7 月入り後は、イラン情勢の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、株価は軟調に推移している。28 日は一時 61,000 円台まで下落した。

6 月中旬にかけてハイペースで株価が上昇してきたこともあり、当面は調整色の強い展開が見込まれるものの、高市内閣の成長戦略や AI による生産性向上などへの期待は根強く、いずれ株価は回復するものと思われる。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。

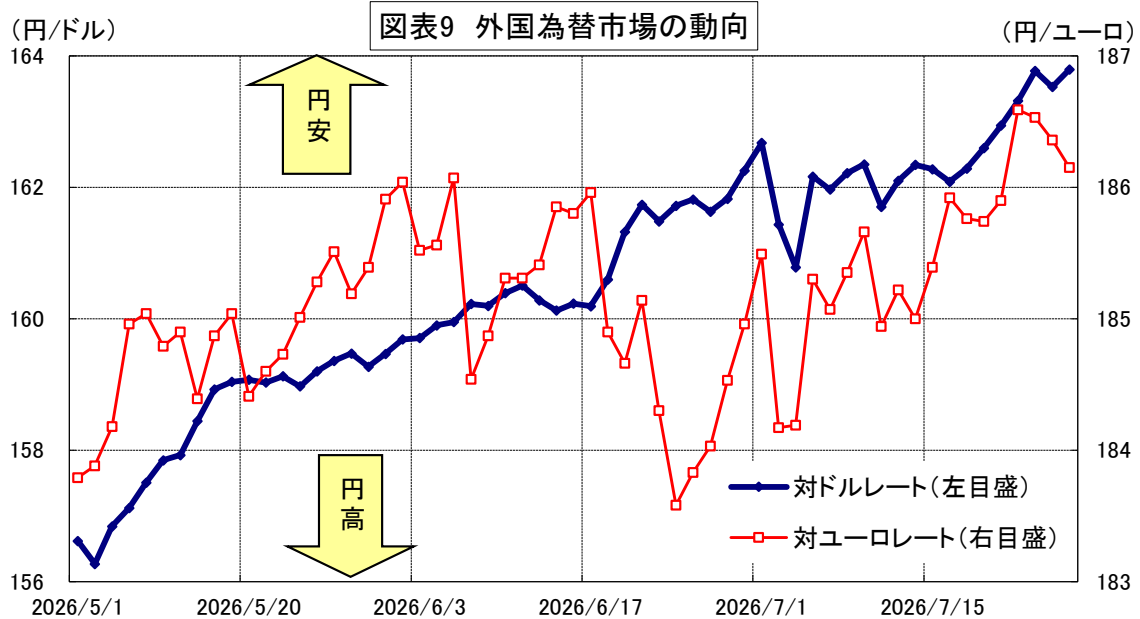
1 ドル=164 円台に迫る円安が進行

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。片山財務相や三村財務官が投機的な動きには断固たる措置をとると再三警告するなか、日銀が 4 月会合で利上げを見送った直後には 160 円台まで円安が進行した。それに対して政府は大型連休中に総額 11.7 兆円の円買い介入を実施し、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、6 月入り後には再び 160 円台まで円安が進行した。7 月下旬には円買い介入が警戒されるなか、1986 年 12 月以来となる 163 円台の円安水準となっている。

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

の利上げも意識されるなど、金利差はなかなか縮小しない可能性が高まっている。米国債の売り圧力につながりかねない日本の円買い介入に対して米国政府は決して好意的ではないとみられ、マーケットの一部では円買い介入の実施に疑念を抱きつつある。仮に円買い介入があったとしても、効果は一時的で、円安圧力はしぶとく残るだろう。



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

ECB の利上げ観測 で直近はユーロ高 へ

ユーロの対円レートは、4月中旬に1ユーロ=188円に迫ったが、大型連休中の円買いドル売り介入後は183円台までユーロ安方向に戻った。その後も180円台半ばでのみ合いが続いている。欧州中央銀行(ECB)は域内のインフレが再び高まったこともあり、6月に利上げに転換した。その後、軟調な経済指標を受けて利上げは1回限りとの観測が広がったが、原油価格が再び上昇したことで、9月に再利上げとの観測が浮上、直近はユーロ高が進んでいる。

(26.7.28現在)

中東情勢の緊迫化がインフレリスクを誘発

～利上げの条件が共有された6月FOMC議事要旨～

佐古佳史

要旨

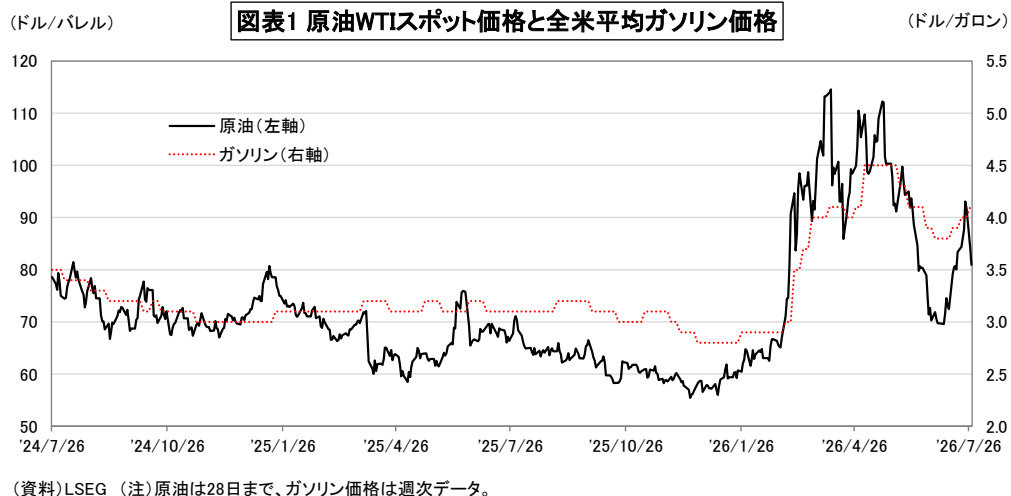
停戦協議は続いているものの、中東情勢が再び緊迫化したことから原油価格は再上昇した。また、期待インフレ率がやや不安定化した可能性も考えられる。このため、6月の消費者物価指数と生産者物価指数は鈍化したものの、現時点では26年内に利上げが実施される可能性は高まったと評価できる。

足もとでは、AI関連企業の収益性や、設備投資計画などを見極める動きが強まっていることから、株価は上値が重い展開となっているが、即座にAIブームが終了するとは想定しづらい。このため、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引き続き想定する。

6月FOMCの議事要旨では、AI関連の旺盛な需要、中東での紛争、関税の影響からインフレ率が高止まりする場合は、FOMC参加者のほぼ全員がある程度の金融引き締めが必要となる可能性が高いとの見解を示した。利上げの条件が共有されたと考えて良いだろう。

不安定な原油価格

中東情勢が再び緊迫化している。米・イラン間が戦闘を再開しホルムズ海峡が再封鎖されたことに加えて、23日はイエメンの反政府武装組織フーシ派が攻撃に参加し、紅海へ戦闘が飛び火した。一方で、26日は米・イラン間の再交渉が報道された。こうしたことから、7月末の原油価格（WTI、スポット）は下落基調ではあるものの1バレル=80ドル台前半となった。6月に一旦鈍化したインフレ率は、再度加速することとなるだろう。



強制労働を根拠に新たな関税を導入

今年2月に「相互関税（いわゆるトランプ関税）」が最高裁で違法と判断された後、トランプ政権は通商法122条を根拠に「10%の暫定関税」を150日間賦課していた。この関税が7月24日に失効すると同時に、政権は新たな関税を60か国・地域からの輸入品を対象に導入した。税率は10%または12.5%となり、輸入品の99.4%が対象となるが、適用除外項目もある。

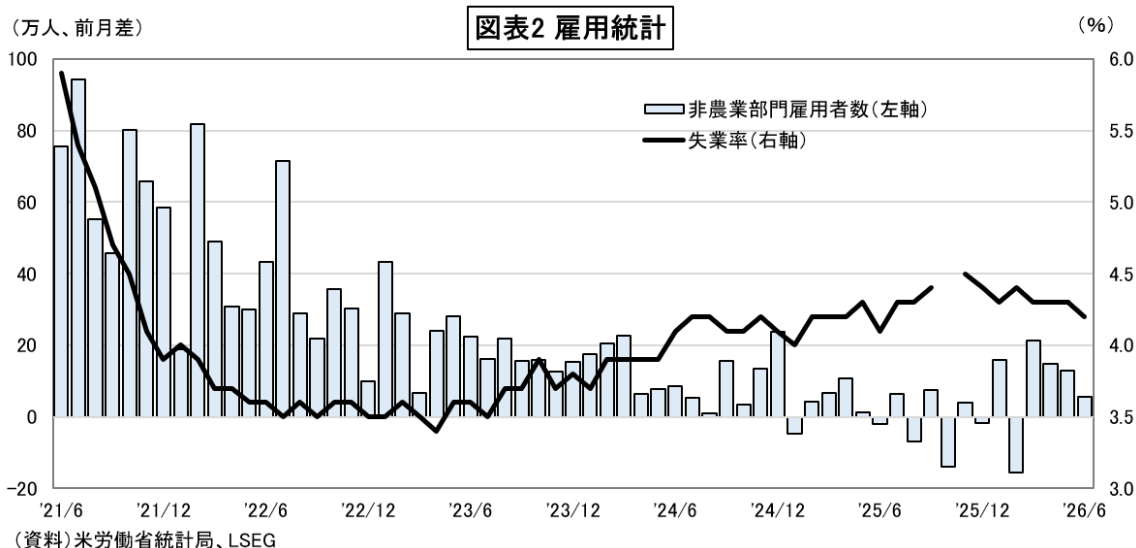
新関税は、各国が強制労働で生産された製品を輸出しているとして、「1974年通商法301条」に基づいて発動された。301条に基づく関税は対中関税での使用実績があり、政権としては訴訟リスクが低く、利用しやすいと思われる。

Tax Foundationによると、現在適用されている他の関税とあわせると、足もとの実効関税率は11.8%と推計されており、7月24日までの「10%の暫定関税」（同10.8%）からは小幅に上昇したが、約1年半前の「相互関税」（同14.9%）よりは低い水準となっている。

まちまちな内容となった6月の雇用統計

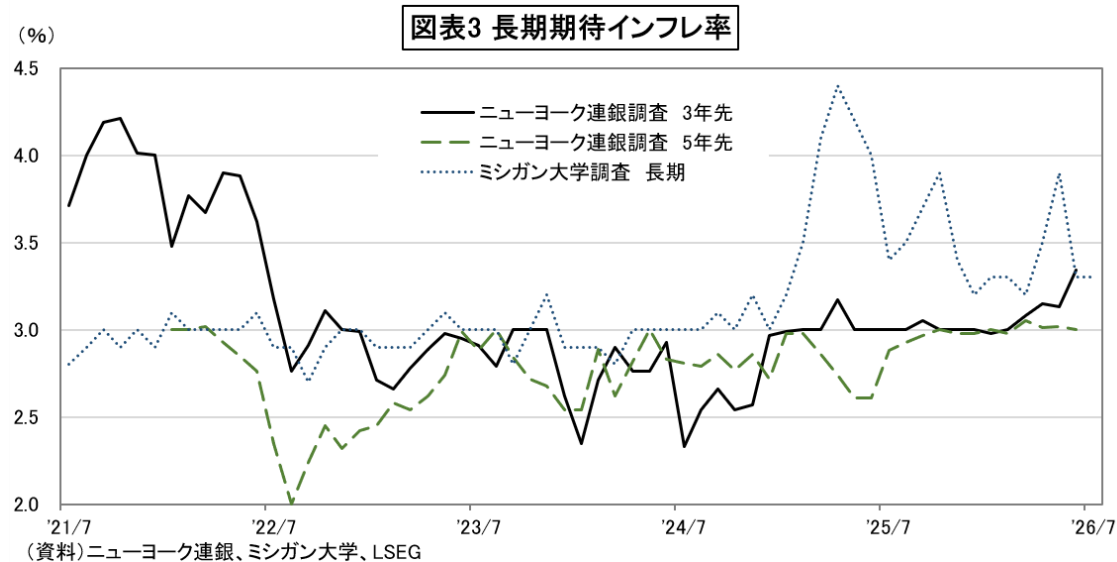
6月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月から5.7万人（事業所調査）の増加となり、4、5月分が合計7.4万人下方修正されたことで、3か月平均は同11.1万人の増加となった。また、失業率は同0.1ポイント低下の4.2%であった。家計調査によると、雇用者は前月から50.7万人減少、失業者は同21.3万人減少、労働力人口は同72万人減少、労働参加率は同0.3ポイント低下となり、事業所調査と違い、労働市場が縮小しているような印象を受ける。全体としては、3か月平均など均してみれば労働市場は堅調といえるが、6月分だけをみると、まちまちな内容といえる。

6月の平均時給は前年比3.5%（前月比0.3%）、生産・非管理職の時給は同3.4%（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。



期待インフレ率は不安定化した可能性

続いて期待インフレ率を確認すると、7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年先が同0.4ポイント低下の4.2%、長期は変わらずの3.3%となった。また、6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3.7%、3年先は同0.2ポイント上昇の3.3%、5年先は変わらずの3.0%となった。6、7月のデータからは、期待インフレ率が不安定化し、やや高まった可能性が考えられる。



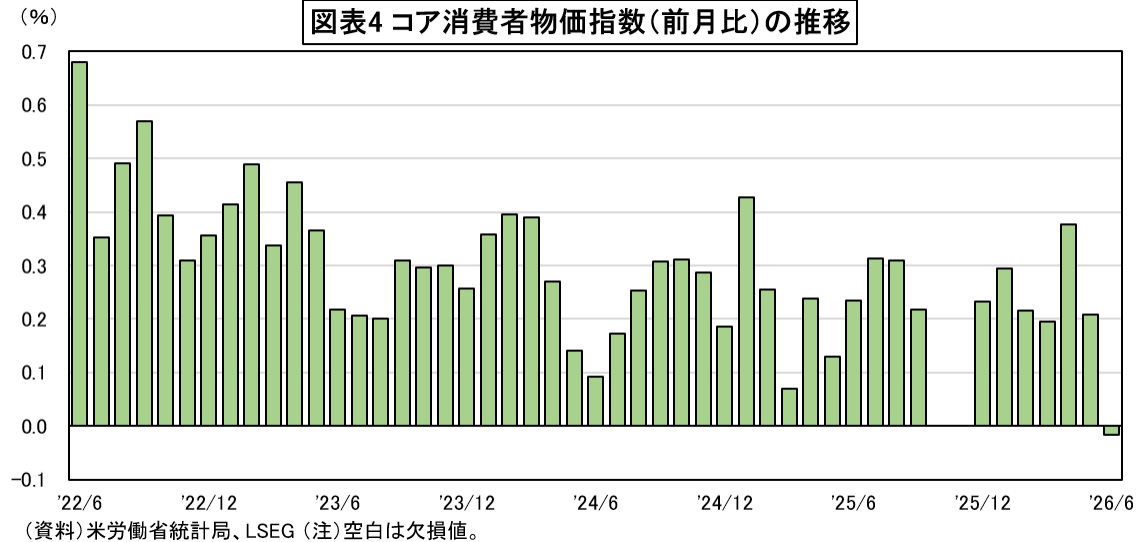
6月のインフレ率は一旦鈍化

14日に公表された6月の消費者物価指数(CPI)は、エネルギーが前月比▲9.5%と急落し、総合は同▲0.4%(前年比3.5%)となった。また、エネルギーと食料を除くコアは同▲0.0%(同2.6%)と、5月の同0.2%から鈍化した。6月は一旦物価上昇が

落ち着いたといえる。

また、15日に公表された6月の生産者物価指数（最終需要）は、総合が前月比0.3%（前年比5.5%）、食料、エネルギー、輸送を除くコアが同0.1%（同5.1%）となった。前年比でみれば高止まりしているが、やはり単月でみると6月の物価上昇は落ち着いたといえる。

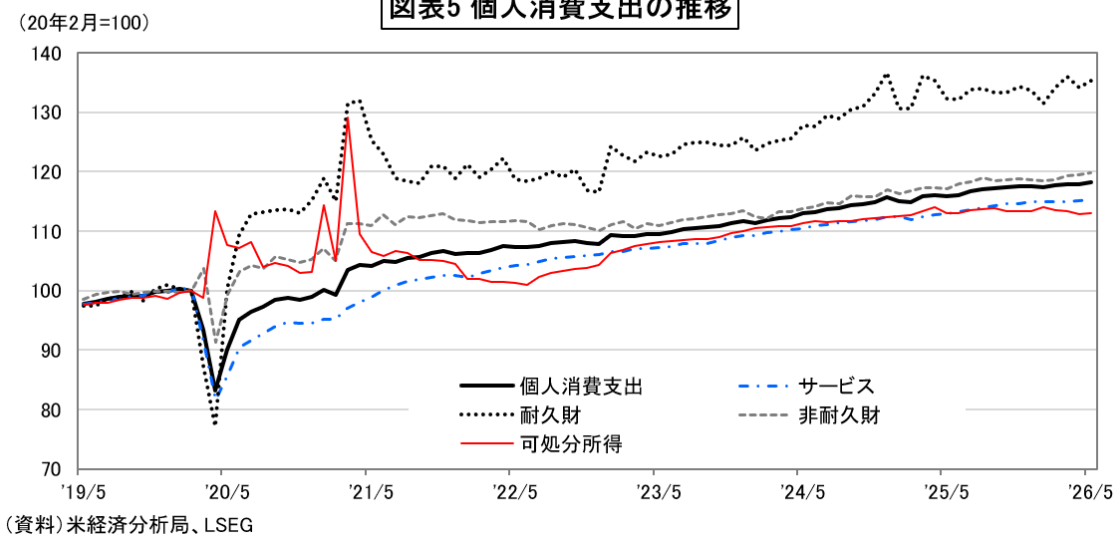
図表4 コア消費者物価指数(前月比)の推移



実質値では堅調な 6月の小売売上

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、6月の小売売上は同0.2%（ガソリンスタンドを除く区分では同0.7%）となり、5月の同1.0%から鈍化した。6月のCPIとあわせて考えれば、実質値では堅調な伸びとなったと思われる。

図表5 個人消費支出の推移

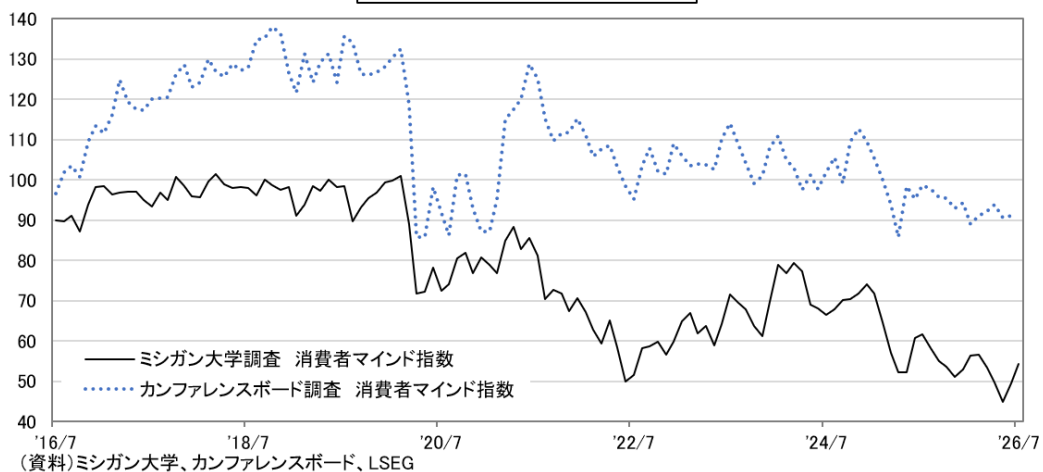


ミシガン大学調査 消費者マインドは 改善

7月のミシガン大学調査の消費者マインド（速報）は、2か月連続で10%の上昇となった。今回の調査は6月23日から7月13日にかけて実施された。調査の70%以上は、7日に米国によるイランへの空爆が再開され、ガソリン価格が上昇する前に完了した。こうしたことを受け、ミシガン大学からは、①物価が依然として高止まりしていることから、消費者は経済情勢に対してあまり前向きな見方をしておらず、景況感は1年前と比べて12%低下していること、②最近のガソリン価格の下落傾向が再び反転し続けるようであれば、景況感の上昇基調を維持するのは困難になる可能性があること、などのコメントが公表された。

なお、7月のカンファレンスボード消費者信頼指数は前月から1.5%低下した。

図表6 消費者マインドの推移



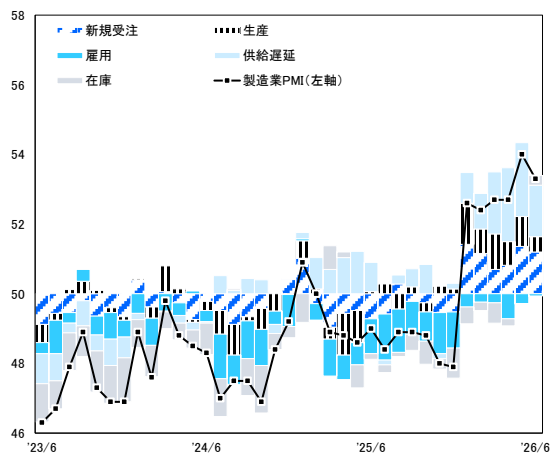
企業部門の拡大継続 がうかがえるISM指数

6月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から▲0.7ポイントの53.3%と、判断基準となる50%を6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54.0%と24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▲9.1ポイントの73.0%、サービス業は同▲3.6ポイントの67.7%となり、いずれも上昇傾向ではあるものの、CPIやPPIと同じく、6月は一旦物価上昇が鈍化したことが示唆される。

雇用指数については、製造業が49.7%と33か月連続で縮小傾向となった。一方、サービス業は51.2%と4か月ぶりに拡大傾向を示した。全体としては、企業部門の拡大が継続していることがうかがえる内容となった。

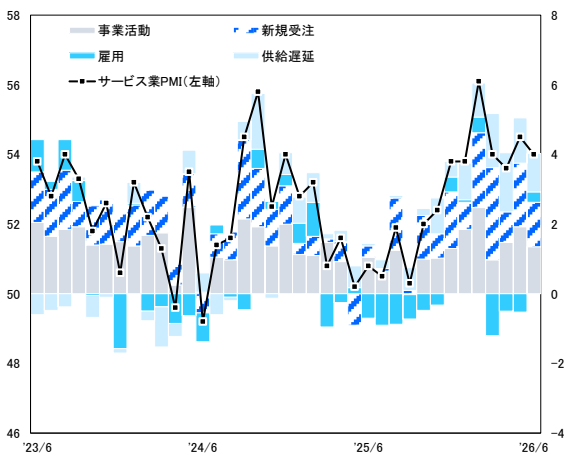
図表7 ISM 製造業PMIの推移



(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。

(ポイント、寄与度) (%)

図表8 ISM サービス業PMIの推移



(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。

(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、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、底堅い個人消費が続いている。

足もとでは、ハイパー・スケーラー、特にエヌビディアによる巨額のAI投資に対する懸念や同社によるオープンAIへの資金保障と循環取引懸念、米企業の約6割が割安の中国製AIを利用しているとの報告、中国政府系企業が半導体製造装置（液浸型深紫外線露光装置）の製造を開始したこと、データセンターの建設反対運動と着工の遅れ、電力供給不足懸念など、AIブームの様相が少しずつ変化していることがうかがえる。

一方で、こうした様々な懸念と変化がAIブームの減速や終了にどの程度繋がるのか定量的に判断することはほぼ不可能なため、循環論法ではあるものの現時点では、「株価が大崩れしない間はAIブームが続いており、景気も堅調に推移する」と考えるのが無難であろう。AIブームが急停止するとは考えづらい。

図表9 純資産/可処分所得比率の推移



6 月 FOMC 議事要旨からは、利上げの条件が共有されたことがうかがえる

こうしたなか、7 月 28、29 日にかけて開催される FOMC では、政策金利を 3.50～3.75% で据え置くことが予想されるが、利上げについての言及が増える可能性が十分に考えられる。

6 月 FOMC の議事要旨では、AI 関連の旺盛な需要、中東での紛争、関税の影響からインフレ率が高止まりする場合は、FOMC 参加者のほぼ全員がある程度の金融引き締めが必要となる可能性が高いとの見解を示した。利上げの条件が共有されたと考えて良いだろう。

また、26 年末の政策金利見通しについての見解は大きく二分されている。多くの参加者が、年末の政策金利は現在の目標レンジ内かそれをわずかに下回る水準になるとの見解を示した一方で、他の多くの参加者は、現在の目標レンジを上回ると評価した。

6 月 FOMC 議事要旨からは、データ次第で次の政策金利変更は、利上げ・利下げ両方の可能性があることがうかがえるが、中東での戦闘が継続していることやこれまでのトランプ政権の和平交渉姿勢、新たな関税の導入などに鑑みれば、26 年内は利上げの可能性の方が現時点では高そうだ。

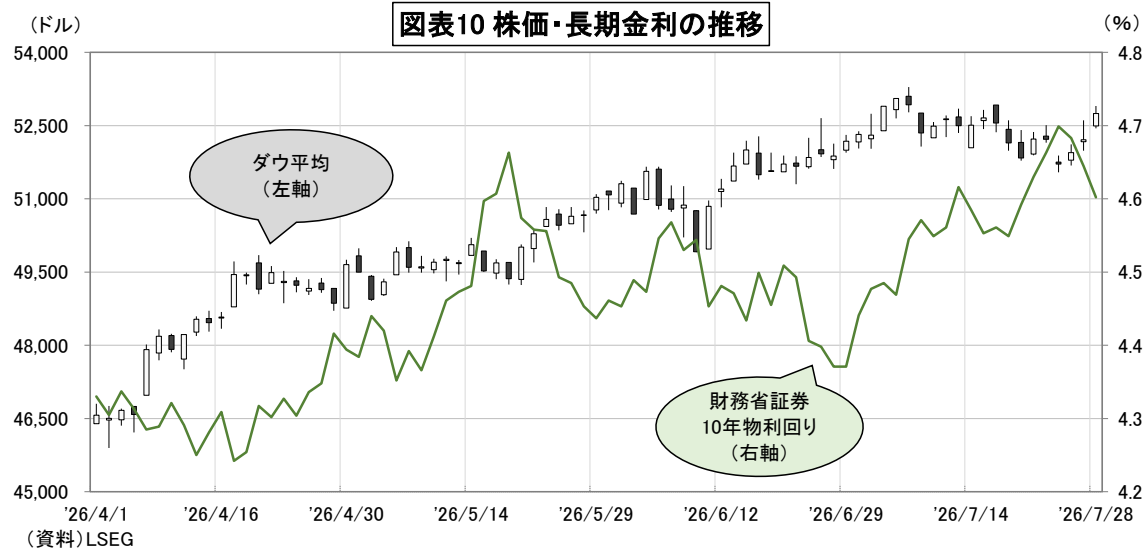
6 月 CPI は鈍化したものの、期待インフレ率がやや上振れした可能性や最近の中東情勢などを背景に、筆者は政策金利見通しを上方修正した。7 月末時点では、9 月 FOMC にて 25bp 利上げが決定される確率は 50% 程度と想定している（これまでは 0% 想定）。しばらくは、中東情勢に金融政策が左右される展開が続くだろう。

長期金利：戦闘拡大で高止まり

26 年末の政策金利見通としては、7 月 FOMC 前時点から 25bp 利上げを 1、2 回実施して、3.75～4.00%または 4.00～4.25%と思われる。また、27 年は中東情勢の緊張緩和とインフレ率の鈍化が進むと想定の下、1、2 回利下げが実施されると予想する。7 月 FOMC で何らかの手がかりが示されるかどうか、要注目といえる。

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引き続き材料となるなか、FRB が利上げ路線へ転換する可能性が意識されつつある。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一旦 4.3%台後半まで低下したものの、戦闘再開と FRB による利上げ観測から再上昇し、7 月 23 日は一時 4.7%を上回った。

先行きについて考えてみると、基本的には中東情勢次第と思われるが、戦闘が紅海へ拡大しており、停戦協議は一段と難しくなったと考えられる。このため、引き続き長期金利は高止まりするだろう。中東情勢や FRB のコミュニケーション次第で一段と利回りが上昇する可能性も十分考えられる。



株式市場：緩やかな上昇を予想

株式市場（ダウ平均）では、6 月半ば以降 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。

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見られたが、ダウ平均はわずかな下落にとどまっている。

足もとでは決算を消化しつつ、AI ブームの継続性を見極める動きが続いているが、すぐにブームが終了するとは想定しづらい。また、S&P500 指数としては、PER が 25.2 倍、予想 PER が 21.1 倍と極端にバリュエーションが高いとも言い切れない。このため、先行きについては緩やかな上昇が継続すると見込む。

(26. 7. 29 現在)

中国経済は前年比 4.3%へ減速、二極化が進行

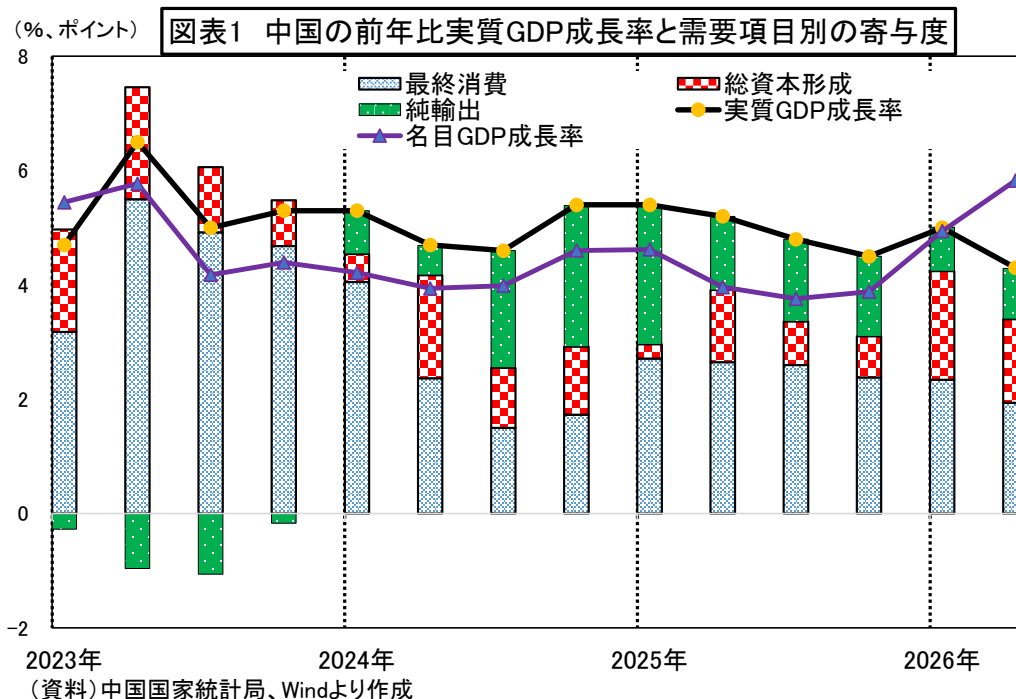
～ 下半期は小幅ながら回復に向かう見通し～

王 雷 軒

要旨

2026年4～6月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.3%となり、前期(1～3月期:同 5.0%)から 0.7 ポイント減速した。先行きについては、固定資産投資の減少幅の縮小や消費の小幅な持ち直しに加え、輸出も当面底堅く推移すると見込まれることから、年後半にかけて景気は緩やかな持ち直し基調をたどり、7～9月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.7%へ小幅に加速すると予想される。

今後は、追加的な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する必要がある。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。



4～6月期の実質GDP成長率は前期比0.9%、前年比4.3%といずれも減速

国家统计局が発表した2026年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%)からいずれも減速した。政府が掲げる 26 年の成長率目標(前年比 4.5%～5.0%)の下限を下回ったものの、26 年上半期では前年比 4.7%の成長となり、目標範囲内に収ま

った。

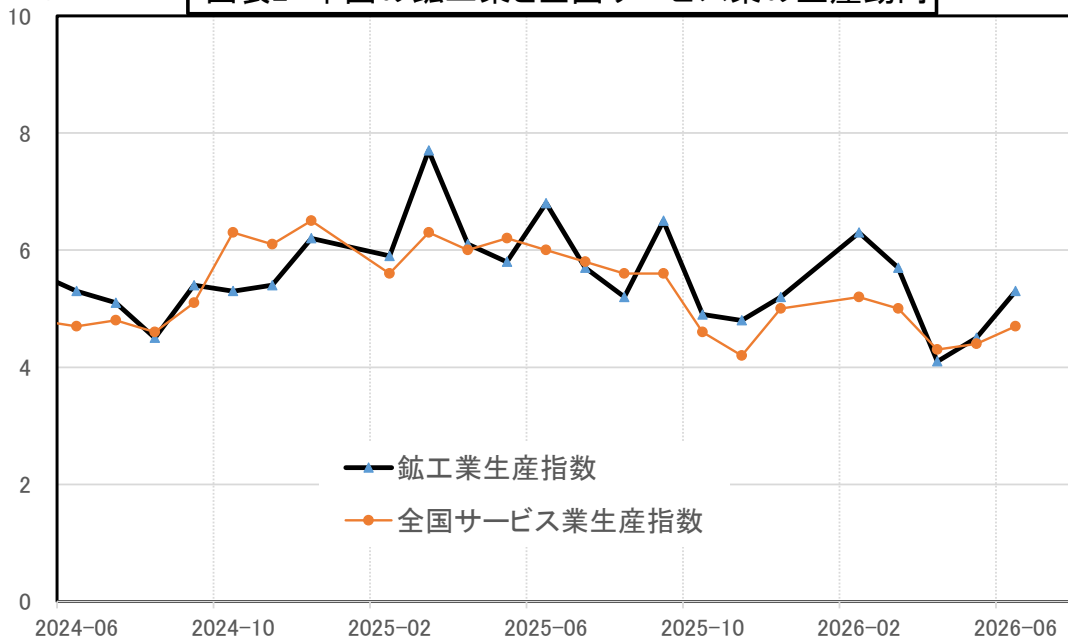
また、GDP デフレーターは前年比 1.5%と 13 四半期ぶりにプラスに転じた。この結果、名目 GDP 成長率は同 5.9%となり、名実逆転が解消された（図表 1）。

実質 GDP 成長（4.3%）に対する需要項目別の寄与度をみると、最終消費が 1.9 ポイント、総資本形成が 1.5 ポイント、外需（純輸出）が 0.9 ポイントであった。総資本形成と最終消費の寄与度は前期からいずれも低下したが、純輸出は 10 期連続でプラス寄与を維持した（図表 1）。

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・情報技術サービスは前年比 10.8%と、全体の GDP 成長率（4.3%）を大きく上回る成長となった。一方、不動産業は前年比▲0.2%と、4 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▲4.1%とマイナス幅が一段と拡大した。

(%前年比)

図表2 中国の鉱工業と全国サービス業の生産動向

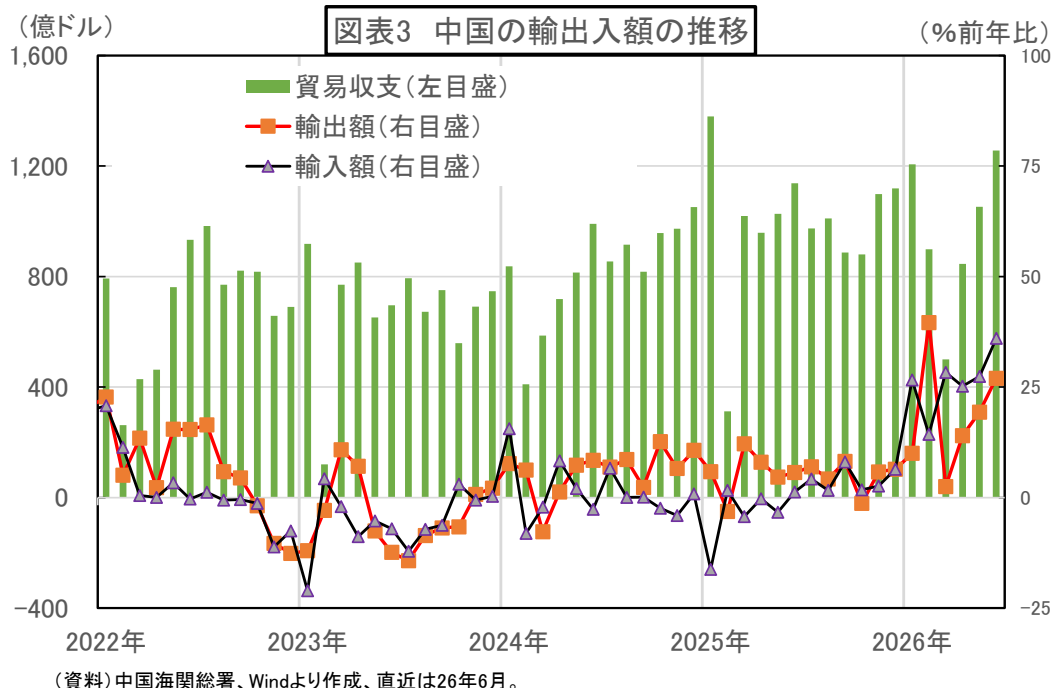


(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は26年6月。

生産は比較的底堅く推移

足元の中国経済では生産と輸出が比較的堅調に推移する一方で、個人消費と投資の弱さが目立っている。生産面では、輸出の堅調さや AI 投資ブームを背景に、6 月の鉱工業生産（一定規模以上）は前月比 0.76%、前年比 5.3%と、5 月（同

0.40%、同 4.5%) からいずれも持ち直し、比較的底堅く推移した(図表 2)。また、全国サービス業生産も同 4.7%と、5 月(同 4.4%) から小幅ながら加速した。



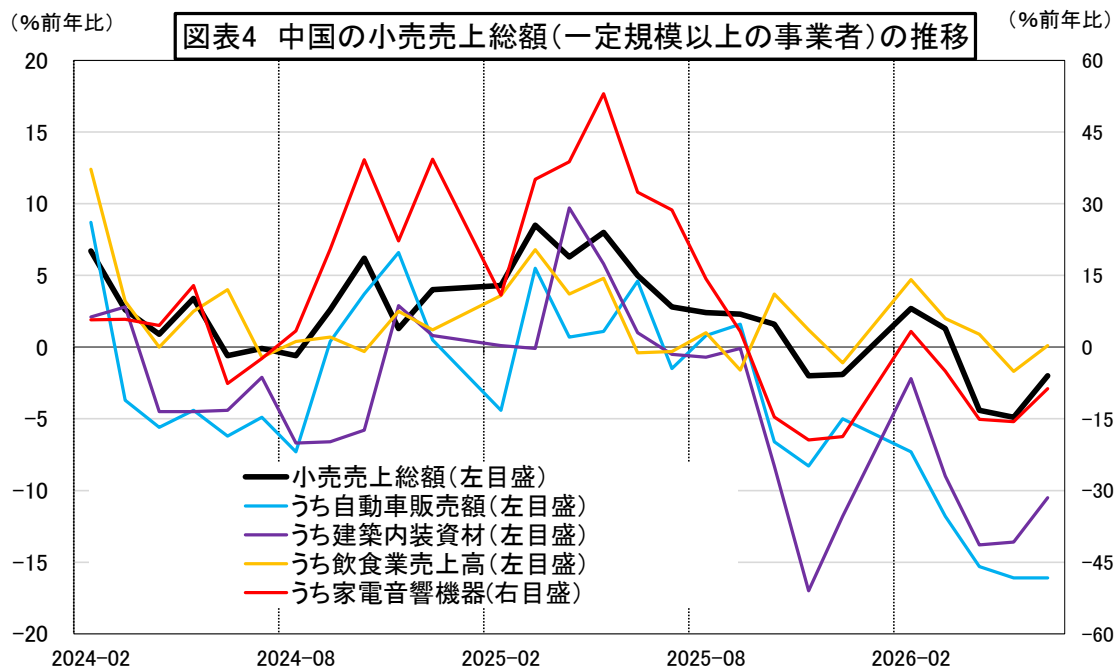
輸出入はいずれも高い伸び率で推移

また、輸出も堅調に推移している。6 月の輸出額(ドル建て)は前年比 27.0%と、5 月(同 19.4%) から大幅に加速した(図表 3)。輸出額の大幅な伸びを支えたのは、世界的な AI 投資ブームの拡大と、それに伴う半導体や電子部品の価格上昇である。また、中東情勢が一時的に落ち着いたことや、欧州では夏場の高温を背景に空調需要が急増したことも、輸出を押し上げる要因となった。

中東情勢の悪化や米国・欧州との貿易摩擦の激化が懸念材料であるものの、AI 関連投資ブームが輸出を下支えするとみられることから、輸出全体は今後も底堅く推移すると見込まれる。

なお、6 月の輸入も高い伸びが続いている。6 月の輸入額(ドル建て)は前年比 36.0%の 2,868 億ドルと予想を大幅に上回った。輸入増加の背景には、資源・部材価格の上昇と AI 関連投資の活況がある。集積回路や鉄鉱石、石炭、大豆、天然ガスなど一部品目では輸入数量も回復し、5 月に見られた「数量減少と金額増加」から「数量と金額ともに増加」へと改善した。6 月の輸出額(4,124 億ドル)から輸入額(2,868

億ドル) を差し引いた貿易黒字は1,256 億ドルとなった。



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は26年6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。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

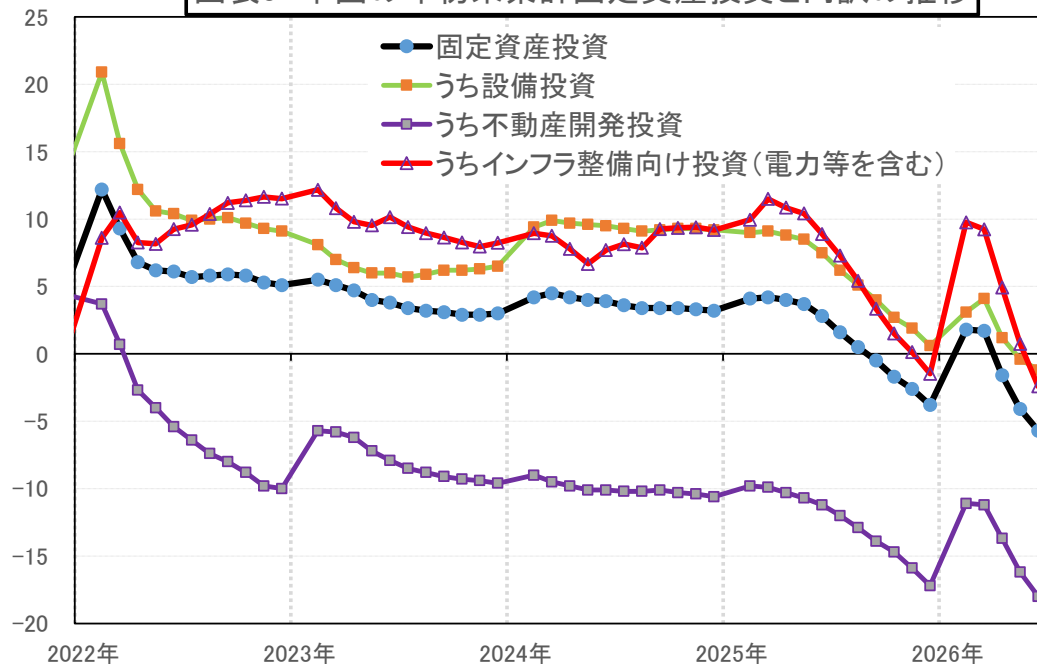
個人消費は引き続き軟調に推移している。6月の小売売上総額(全体)は前年比1.0%と、5月(同▲0.6%)から小幅ながら持ち直したものの、回復力は依然として弱かった。一定規模以上の事業者の小売売上総額をみると、消費促進策の効果の一巡、不動産市況の悪化などを背景に、自動車販売額、家電・音響機器、建築・内装資材はマイナス幅が縮小したものの、いずれも前年比で減少している(図表4)。

一方、サービス消費は前年比5.3%と5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。

個人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は見込まれるものの、所得・雇用環境の厳しさを背景に、消費マインドの弱さが続き、当面は力強さを欠く推移が続くとみられる。

(%前年比)

図表5 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1～6月期。

固定資産投資はさらに減少したものの、先行きは一定の回復が見込まれる

また、1～6月期の固定資産投資は前年比▲5.7%となり、減少幅がさらに拡大した（図表5）。6月単月でも前月比▲0.37%と、4か月連続のマイナスとなり、減速傾向が続いている。

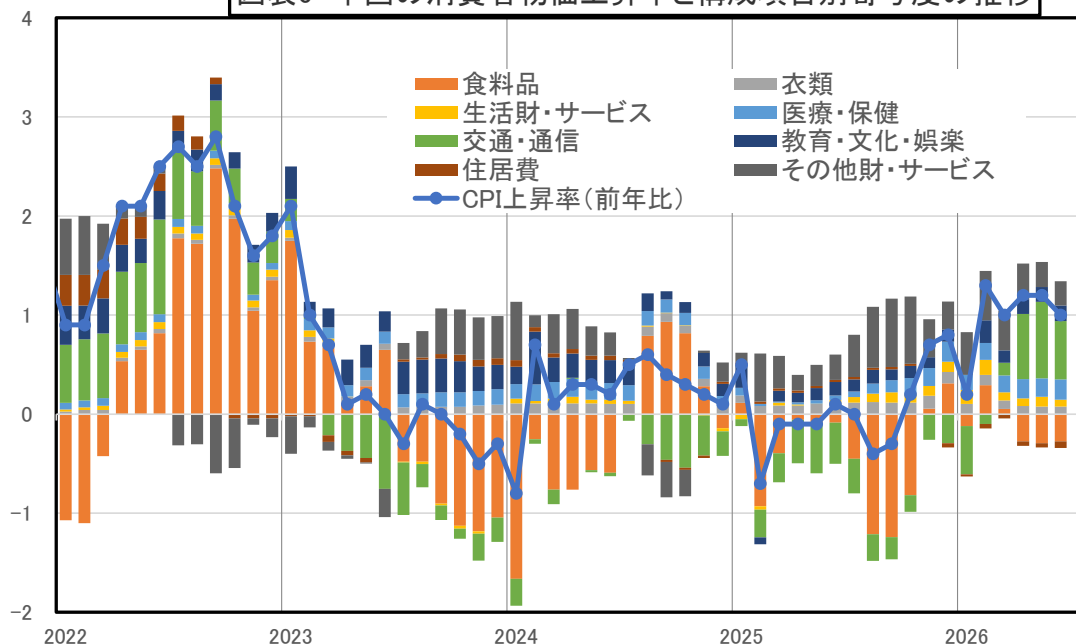
内訳を見ると、不動産開発投資、インフラ向け整備投資、設備投資の主要3分野はいずれも減速した。上海や北京など一部の大都市で持ち直しの動きがみられるものの、中小都市では住宅販売の不振が続き、不動産開発企業のバランスシート調整も重なって、不動産開発投資は前年比▲18.0%と減少幅が一段と拡大した。

また、一般公共支出の伸び悩みや地方債（専項債）発行の遅れを背景に、インフラ整備向け投資も前年比▲2.4%とマイナスに転じた。さらに、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、「反内卷」政策（過度な価格競争を抑制する政策）の推進に伴う投資抑制を受け、前年比▲1.2%と2か月連続のマイナスとなった。

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と見込まれるものの、0.8兆元規模の政策融資の着実な実行や、地方債の発行・利用の加速を背景に、インフラ投資は持ち直す可能性が高い。これを踏まえると、投資全体

の減少幅は縮小すると見込まれる。

(%前年比、ポイント) 図表6 中国の消費者物価上昇率と構成項目別寄与度の推移



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は26年6月。

CPI は依然として低位で推移、PPI は小幅加速

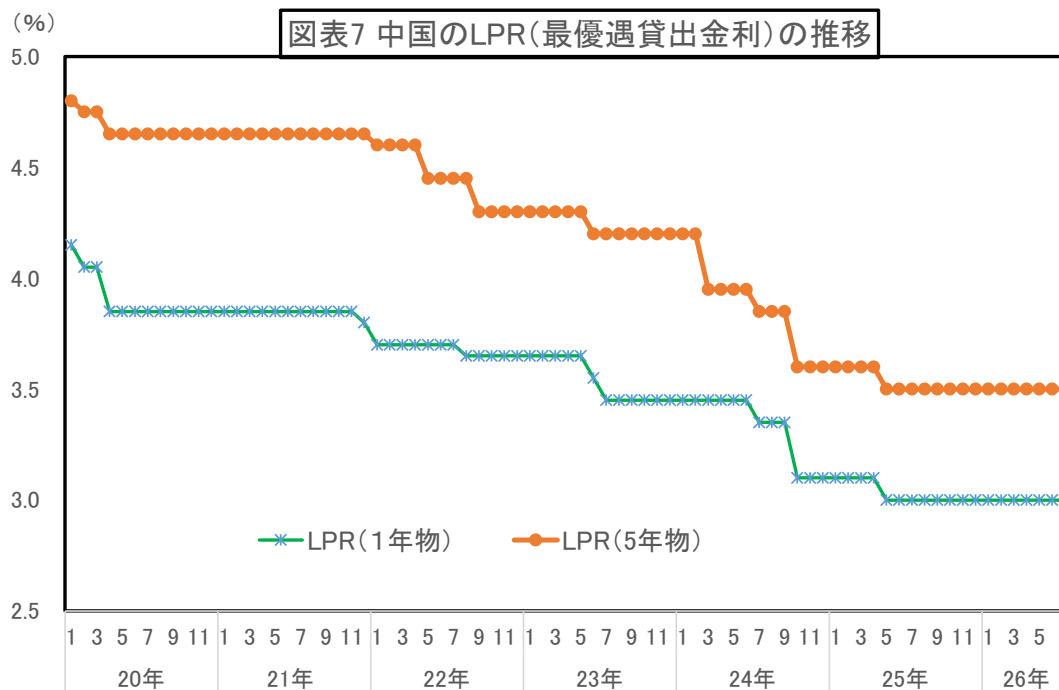
6月の消費者物価指数（CPI）は前年比1.0%となり、5月（同1.2%）から鈍化した（図表6）。食料品とエネルギーを除いたコアCPIは前年比1.0%にとどまり、依然として低位で推移している。

CPI前年比上昇率（1.0%）の寄与度をみると、交通・通信とその他の財・サービスが大きく寄与した一方、食料品と住居費は依然として押し下げ要因となっている。詳細を確認すると、金製宝飾品とガソリン価格はそれぞれ前年比28.1%、17.0%と5月から鈍化したものの、合計でCPI前年比上昇率を0.6ポイント押し上げた。スマートフォンやパソコンなど電子製品の価格上昇が続いており、通信機器価格は前年比7.6%の伸びとなった。

一方、観光需要の減少や燃油サーチャージの引下げにより宿泊料および航空運賃の下落を背景に、サービス価格は前年比0.8%と低い伸びにとどまった。また、食料品価格も同▲1.6%と、食料品全体として下落基調が続いている。特に豚肉価格は前年比▲15.9%と5月からマイナス幅が小幅ながら縮小したものの、CPIを同0.3ポイント押し下げた。ただし、鶏卵は高温による産卵率の低下で同20.0%と大きく

上昇した。

また、6月の生産者物価指数（PPI）は同4.1%と、5月（同3.9%）から小幅に加速したものの、前月比では▲0.3%となり、5月の同0.5%から大幅に鈍化した。先行きについては、足元の中東情勢の不安定化やエルニーニョ現象による極端気象の多発を背景に物価上振れの可能性は高い。



(資料)全国銀行間同業拆借中心(National Interbank Funding Center)、直近は26年7月。

金融政策：LPRは14か月連続で据え置き

実体経済への資金供給量を示す社会融資規模（銀行融資に加え、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、6月も減少基調が続いた。

その背景には企業・家計部門の大幅な資金需要の減退が挙げられる。6月の家計部門向け・企業部門向け中長期貸出はそれぞれ0.16兆元、0.56兆元と前年同月からいずれも減少した。

こうした状況にもかかわらず、7月20日に公表された、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、25年5月に0.1%引き下げられて以降、14か月連続で据え置かれた（図表7）。

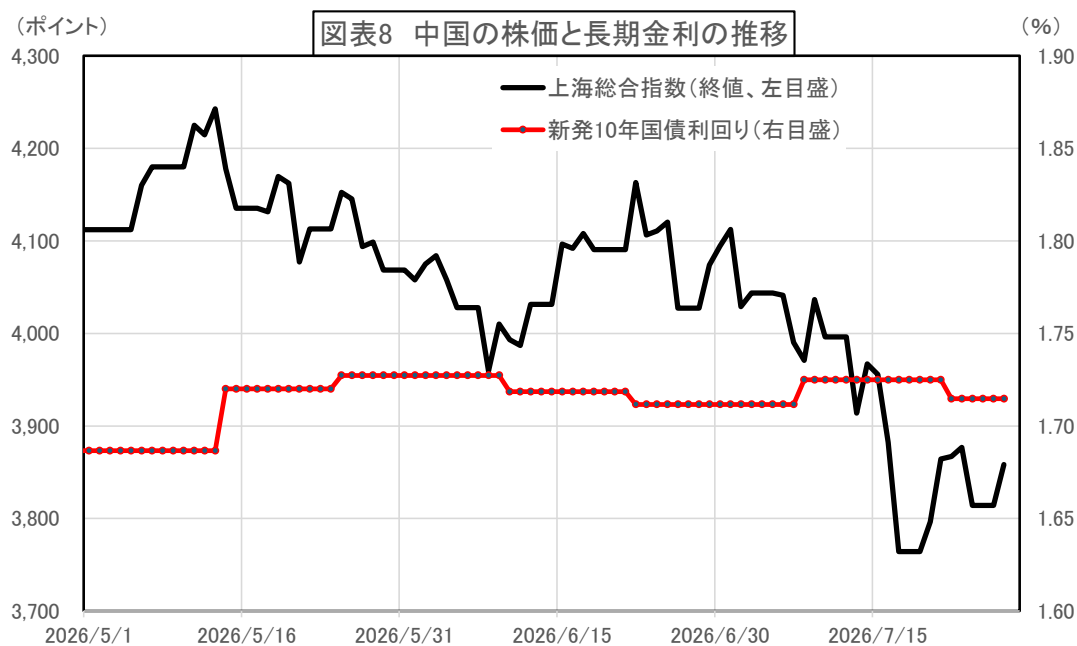
経済見通し：小幅ながら加速へ、当面の焦点は政治局会議

以上を踏まえると、固定資産投資の減少幅の縮小や消費の小幅な持ち直しに加え、輸出も底堅く推移すると見込まれることから、年後半にかけて景気は緩やかな持ち直し基調をた

どり、26 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.7%へ小幅に加速すると予想される。

ただし、成長率の下振れリスクに留意する必要がある。中東情勢の悪化により世界経済がさらに減速した場合、中国の輸出には下振れリスクがある。また、内需の回復も緩やかなものにとどまる可能性が高く、雇用・所得の改善、消費刺激策の強化、民間投資の促進など、内需のテコ入れが求められている。

当面は、中東情勢や対外通商交渉の行方に加えて、これまで実施された内需拡大策の効果や、不動産市場調整の進展状況が注目される。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。



金融市場：回顧・見通し・注目点

① 人民元債券市場

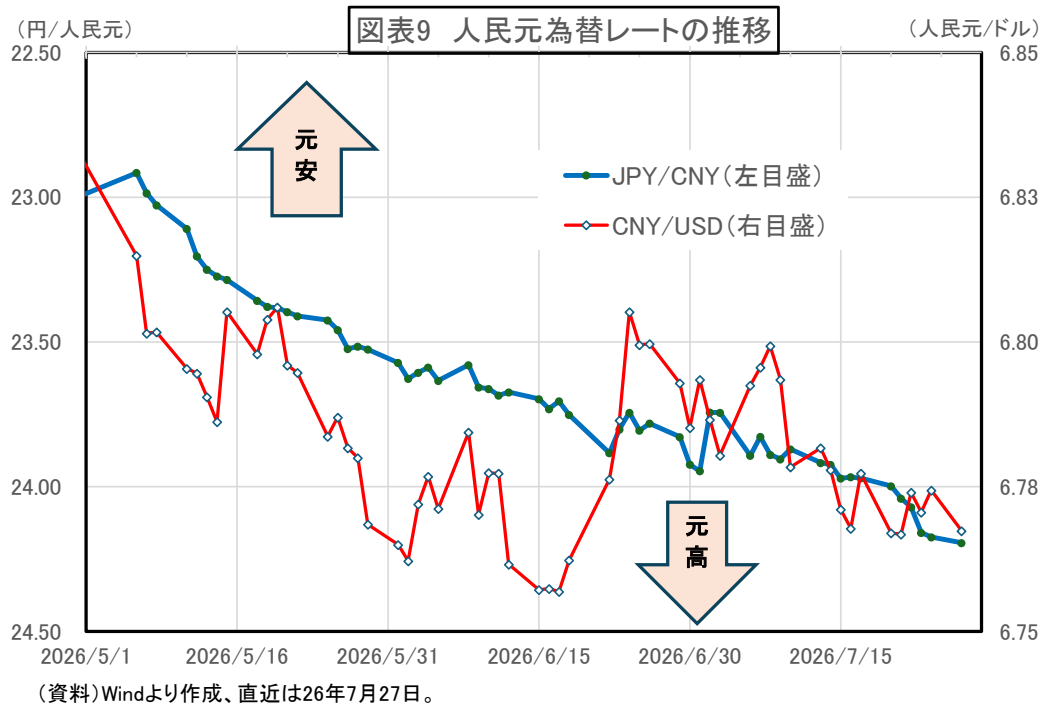
7 月の人民元債券市場は、海外金利の上昇圧力と国内政策への期待が拮抗し、方向感に乏しい展開となった。米国では中東情勢の悪化と原油価格の上昇を背景に早期利上げ観測が強まり、米 10 年債利回りは上昇した。一方、中国国内では中国人民銀行（PBOC、中央銀行）が翌日物オペや資金供給を断続的に実施し、短期金利の安定を図ったほか、7 月末の政治局会議での景気支援策への期待が相場の下支えとなっ

た。10 年国債利回りは 1.73～1.75%の狭いレンジ内で推移した（図表 8）。10 年国債利回りは当面 1.70～1.75%のレンジ内で推移し、方向感に乏しい展開が続く可能性が高い。

② 株式市場

上海総合指数は、6 月末から 7 月初旬にかけては、製造業 PMI が市場予想を上回り、中国景気の改善期待から指数は 4,112 ポイントまで上昇した（図表 8）。しかし、7 月中旬には、4～6 月期 GDP 成長率が市場予想を下回ったことや、ホルムズ海峡を巡る地政学リスクの高まり、AI 関連銘柄の過熱への警戒感などから、17 日に 3,764 ポイントまで急落した。その後は、いわゆる「国家チーム」による市場支援への期待や、政治局会議で追加の景気刺激策が打ち出されるとの観測が下支えとなり、反発に転じた。

先行きについては、景気支援策への期待が相場を下支えするとみられる。一方で、内需の弱さは依然として重荷となるだろう。加えて、中東情勢や原油価格の動向、米国の金融政策も投資家心理を左右する要因となるなか、国家チームによる買い支えが続けば、3,800 ポイント台での推移が続くと予想される。



③ 人民元為替市場

ドル人民元（USDCNY）は、PBOC の元高基準値設定と、地政学リスク・原油高・米国長期金利の上昇によるドル高圧力が併存し、6.76～6.81 元のレンジ内で推移した（図表 9）。先行きも同様の構図が続くとみられ、短期的には 6.76～6.82 元のレンジ内で、中期的には米インフレ鈍化が進めば緩やかな元高方向への修正余地が生じる。

円人民元（JPYCN）については、円安基調と人民元の対ドルでの元高設定が重なり、23.8～24.2 円でのレンジ内で推移し元高方向が優勢となった。今後も円安基調が続く限り、円人民元相場は円安・元高方向の地合いが維持される可能性が高い。

（26.7.28 現在）