

経済金融 ウォッチ

2026年9月号

国内		1
米国		11
中国		19



4～6 月期はプラス成長だが、民間最終需要は減少

～ 日銀の利上げ前倒し観測高まる～

南 武志

要旨

4～6 月期は 3 期連続のプラス成長だったが、消費、企業設備投資が減少するなど、実態は弱い内容であった。3 年連続で 5%超の賃上げが実現するなど、家計の所得環境は底堅いが、消費マインドは物価高に脆弱であり、26 年度下期に想定される物価高騰を踏まえると、消費回復はなかなか進みそうもない。世界的な AI 関連需要の拡大もあり、国内景気の底割れは回避されるだろうが、しばらく足踏みに近い状況が続くだろう。

一方、大幅な円安進行を受けて、7 月末から 8 月初にかけて日米協調での円買い介入が 15 年ぶりに実施されたが、円安への流れを断ち切るには至っていない。こうしたなか、日銀の利上げ前倒し観測が高まっており、財政悪化懸念とともに、金利上昇を促している。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2026年			27年	
		8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 (%)		0.977	0.95～1.00	0.95～1.25	1.20～1.50	1.20～1.75
国債利回り	20年債 (%)	3.765	3.60～4.10	3.65～4.15	3.70～4.20	3.70～4.20
	10年債 (%)	2.890	2.70～3.20	2.75～3.25	2.80～3.30	2.80～3.30
	5年債 (%)	2.140	1.95～2.45	2.00～2.50	2.05～2.55	2.05～2.55
為替レート	対ドル (円/ドル)	159.5	150～165	150～165	147～162	145～160
	対ユーロ (円/ユーロ)	185.9	175～190	175～190	175～190	175～190
日経平均株価 (円)		65,856	67,500±5,000	68,500±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 8 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。

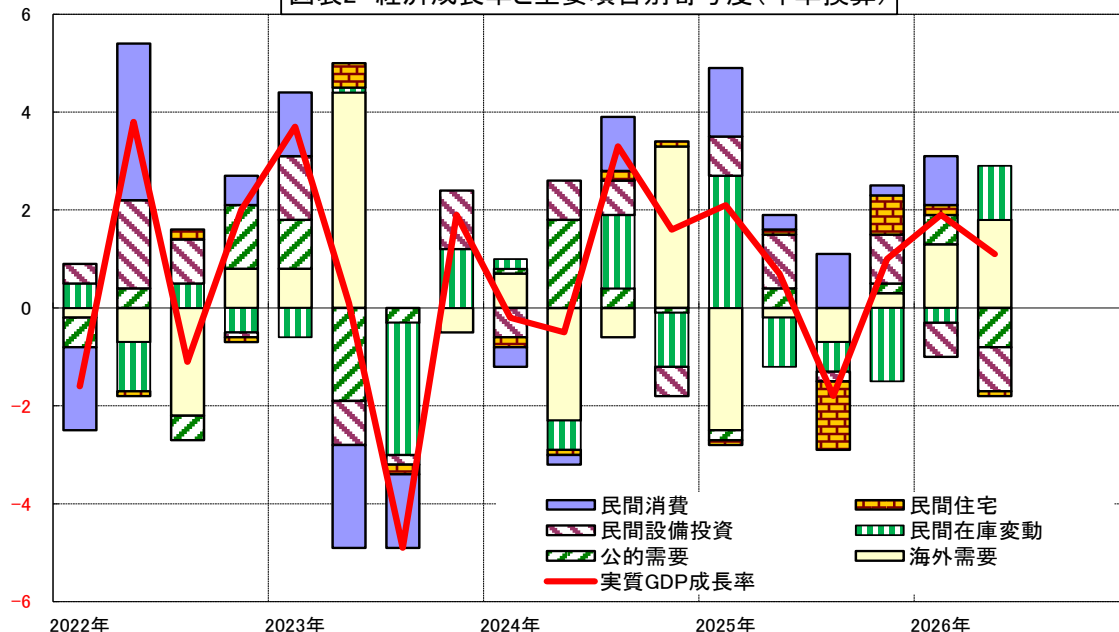
4～6 月期は 3 期連続のプラス成長だが、民間最終需要は 3 期ぶりに減少

4～6 月期の実質 GDP は前期比 0.3%、同年率 1.1% と 3 期連続のプラス成長で、潜在成長率 (年率 0% 台半ば) を上回るなど、表面上は堅調であった。しかし、中身を見ると、民間在庫変動の増加や輸入減少 (特に原油) が主要な GDP 押し上げ要因であり、民間消費 (同▲0.02%) が失速したほか、民間企業設備投資 (同▲1.2%) が 2 期連続で減少するなど、内容を伴っていないことがみてとれる。実際、民間最終需要は 3 期ぶりのマイナスであった。

一方、GDP デフレーターは前年比 2.6% と、1～3 月期 (同 3.2%) から鈍化したものの、15 期連続でのプラスであった。輸入デフレーターが同 15.0% へと大きく加速したものの、国内需要デフレーターもまた同 3.2% へと上昇率を拡大させるなど、価格転嫁の動きが定着している様子が改めて確認できた。

(%前期比年率、ポイント)

図表2 経済成長率と主要項目別寄与度(年率換算)



(資料)内閣府経済社会総合研究所

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。月次指標を確認すると、6月の景気動向指数・CI一致指数は前月から+0.6ポイントと2か月ぶりに上昇、基調判断は3か月連続で「改善」だった。一方、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」(6月)は、4、5月と変わらずであったが、過去最高値のまま推移している。

また、7月の景気ウォッチャー調査の「景気の現状判断」DIは前月から+1.7ポイントと3か月連続、「先行き判断」DIも同+0.1ポイントと4か月連続で、いずれも上昇した。米国とイランとの戦闘が再開し、原油価格が再び上昇したほか、株安・円安が進行した時期であるが、マインドは持ち直す方向にある。しかし、2月以前の水準には及ばず、判断基準である50を大きく割り込んだままである。

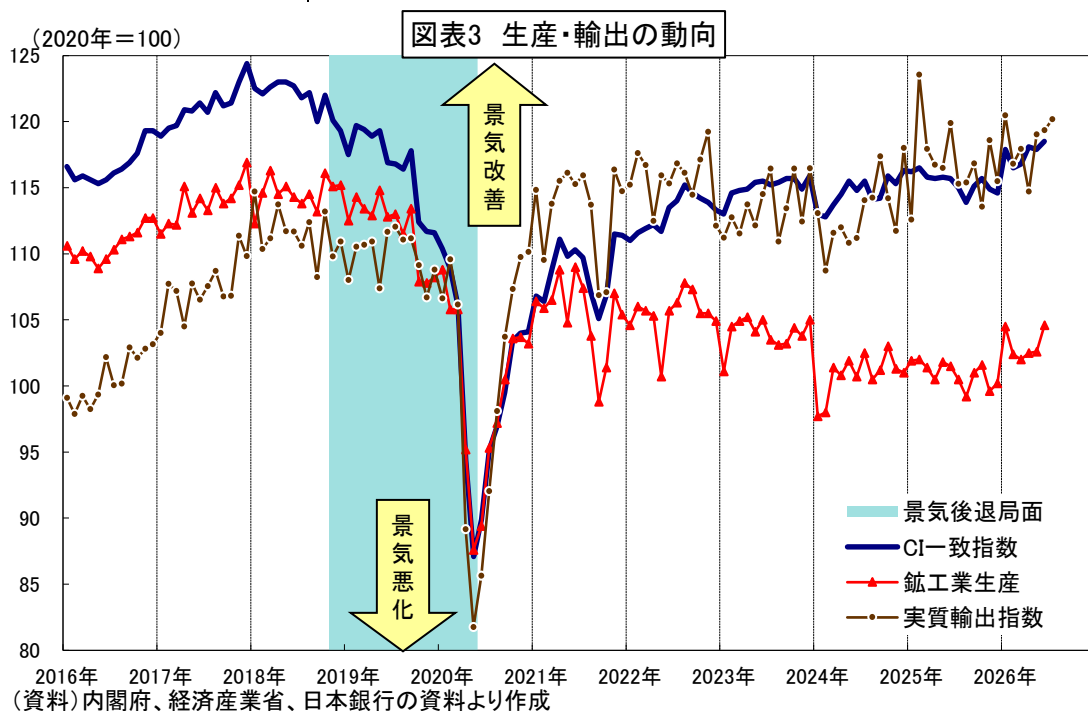
輸出・生産が底堅く推移

一方、7月の実質輸出指数は前月比0.7%と3か月連続で上昇、4～6月平均を2.1%上回った。地域別にみると、EU向けやNIEs・ASEAN等向けは弱かったが、米国向けや中国向けが堅調だった。財別には、自動車関連や情報関連は軟調だったが、中間財や資本財が大きく上昇した。

こうしたなか、6月の鉱工業生産は前月比1.9%と3か月連続の上昇だった。半導体等製造装置など生産用機械工業、電気・情報通信機械工業、食料品・たばこ工業、汎用・業務用機械工

業などが牽引した。なお、7月の製造工業生産予測指数（予測誤差補正後）は同▲0.7%と、低下予想である。

また、6月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は同9.7%と2か月ぶりに増加した。非鉄金属の大幅増に牽引された面は否めないが、幅広い業種で増加した。同時に公表された7～9月期見通し（内閣府集計）は前期比4.9%と4期連続のプラスが見込まれている。さらに、7月の工作機械受注も増加基調をたどっている。7～9月期のGDP統計で企業設備投資は持ち直しに転じる可能性がある。



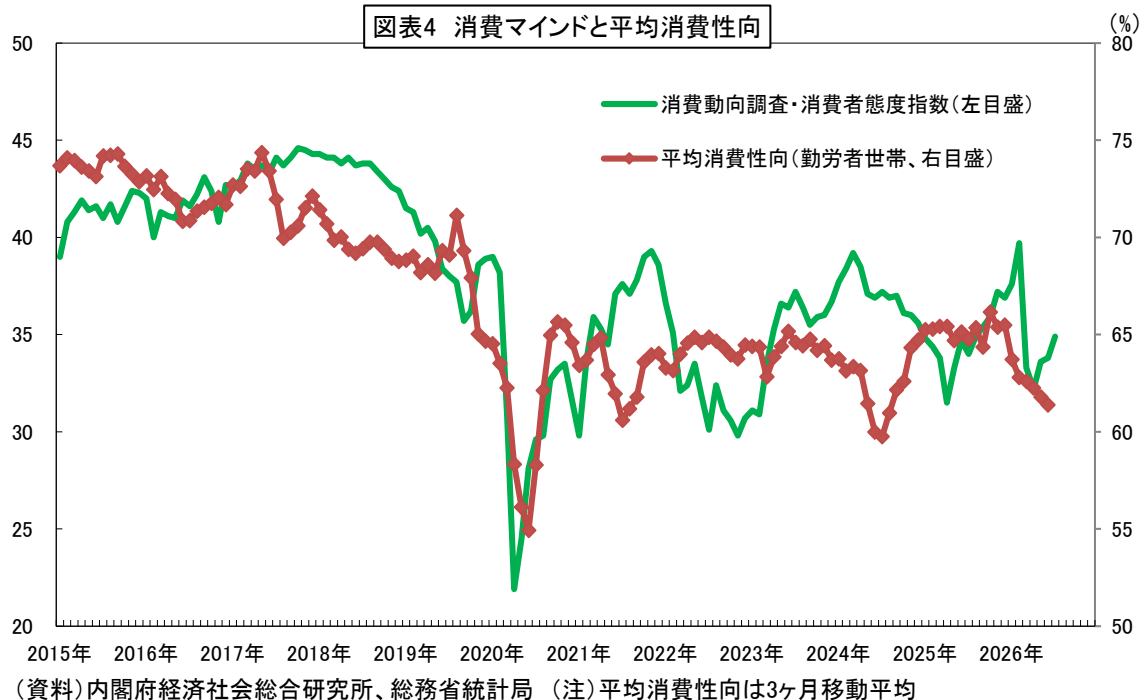
実質賃金は前年比プラス状態、消費マインドも持ち直しつつあるが、足元の消費に弱い動き

6月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比4.0%、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、いずれも上昇を継続した。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2.1%と、ともに7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なかなか高まらない。イラン情勢を受けて大幅に悪化した消費マインドは改善する方向にある。8月の消費動向調査「消費者態度指数」は前月から+1.1ポイントと3か月連続で上昇、基調判断は「弱含んでいる」から「持ち直しの動きがみられる」

へ上方修正された。ただし、イラン情勢が悪化する前の水準よりも5ポイント弱も低い。さらに、6月の家計調査によれば、2人以上世帯（勤労者世帯）の平均消費性向は59.9%と、2月と比べて4ポイントも低下している。

こうした影響もあって、6月の消費統計は鈍いものが多かった。6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▲1.7%と3か月ぶり、総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）も同▲0.1%と6か月ぶりで、いずれも低下した。



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

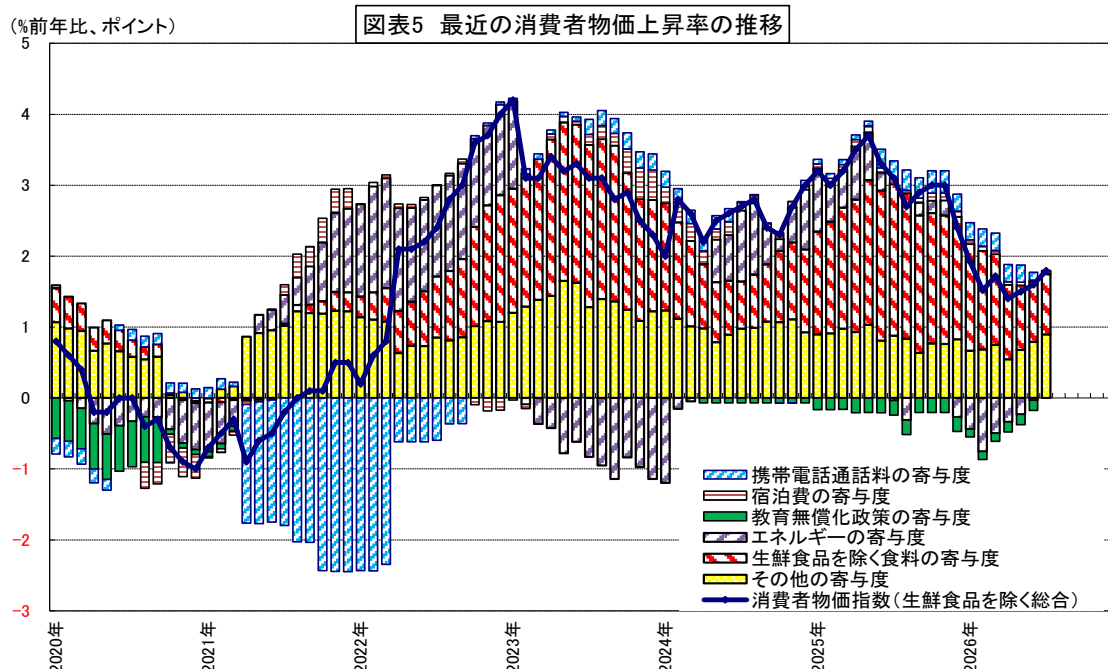
以下、景気の先行きを展望したい。厚生労働省によれば、26年春季賃上げ率は5.18%と、25年(5.52%)を下回ったものの、3年連続の5%超を達成するなど、家計の所得環境は良好な状態にある。しかし、後述の通り、今後想定される物価上昇への警戒が強く、消費は本格回復には至らないだろう。足元好調なエアコン販売も一巡すれば、その反動減も想定される。

また、イラン情勢が長期化する様相となっており、輸出の勢いは乏しいものと思われる。AIブームの後押しなどもあり、企業設備投資はいずれ増加に転じるものとみられるが、イラン情勢の長期化が見込まれるなか、盛り上がりを欠いた展開が予想される。26年度下期にかけて経済活動は足踏みに近い状態が続くとみられる（詳細は8月21日に策定した「2026～27年度改訂経済見通し」を参照のこと）。

物価動向：7月の全国コアCPIは前年比1.8%へ上昇率が拡大したが、7か月連続で2%割れ

消費者物価指数統計は2025年基準へ基準改訂されたが、7月の「生鮮食品を除く総合（コアCPI）」は前年比1.8%と、3か月連続で上昇率を高まったものの、26年入り後は2%割れでの推移となっている。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。

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1.9%と9か月ぶりに上昇率を高めたが、こちらも4か月連続で2%割れであった。

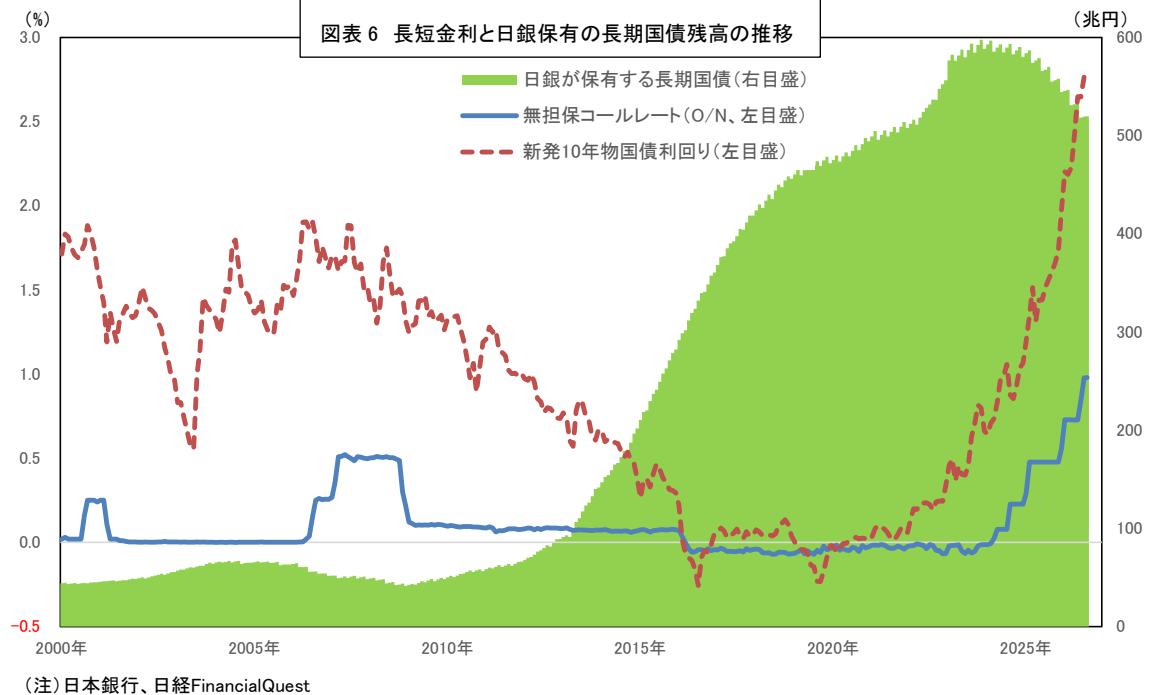


物価見通し：年度下期にかけて3%近くまで上昇率が拡大すると予想

政府はガソリンなど石油製品への補助金支給をしばらく継続するほか、7～9月使用分の電気・ガス代負担軽減策を再導入している。昨年よりも値下げ効果が大きいこともあり、目先の消費者物価が加速度的に上昇する可能性は薄いだろう。

しかしながら、年度下期入り後は物価上昇率が高まっていくと思われる。7月の貿易統計からは原油の入着価格が高止まり状態にあることが確認されるなど、原油調達コストが大幅に上昇している。これらを受けて、9月使用分の電気・ガス料金は8月使用分から値上がりする見通しである。さらに、石油由来の製品、食料、運送コストなど幅広い分野で上昇圧力が高まると

みられる。足元 7～9 月期のコア CPI 上昇率は再び 2%台となり、年度末にかけて 3%前後まで高まるだろう。



金融政策：利上げ 前倒し観測が浮 上、10月会合ま では追加利上げか

日本銀行は 7 月 30～31 日に開催した金融政策決定会合で政策金利の据え置きを決定したが、高田審議委員は海外発のデマンド・ショックによる物価の上振れリスクや海外の金融環境の転換に即応した機動的な対応が必要な新たな局面に入ったとして「利上げ案」を提出した（賛成多数で否決）。しかし、「主な意見」からは利上げペースを加速させることに前向きな意見が複数確認できた。

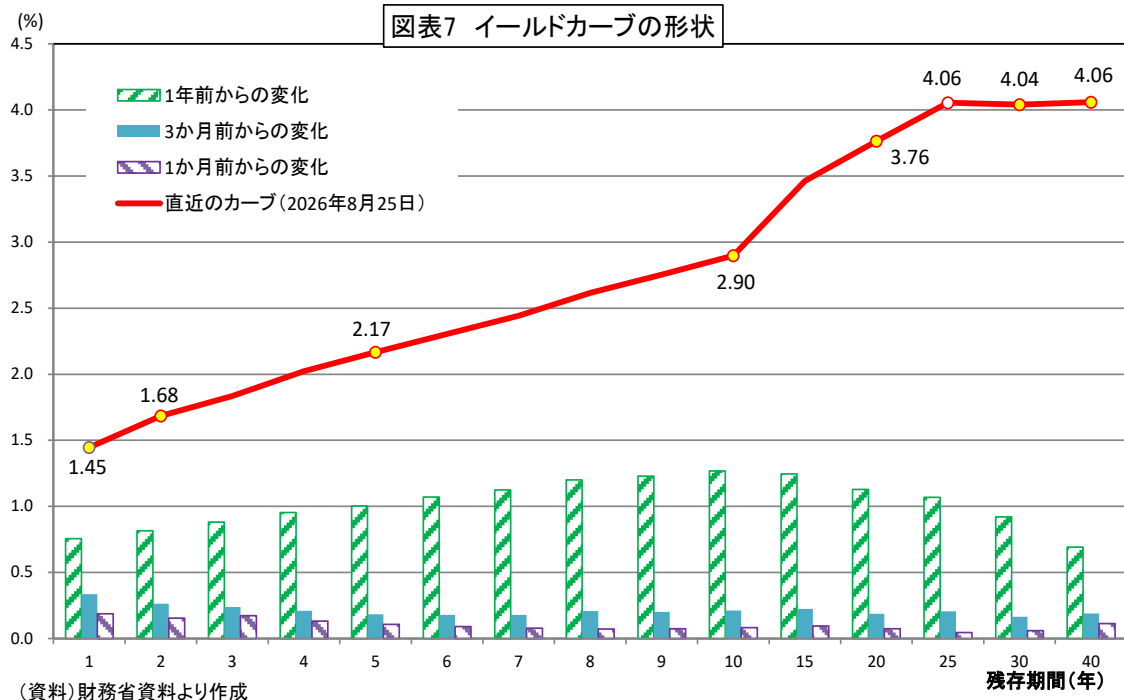
今後の金融政策運営については、「基調的な物価上昇率が 2% に近づいているなか、現在の金融環境が緩和的であることを踏まえると、経済・物価・金融情勢に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになる」と、これまでと同様、利上げ継続の方針を示している。さらに、「基調的な物価上昇率が 2% の物価安定の目標を超えて上振れていくリスクが顕在化し、それがその後の経済に悪影響を及ぼすことがないように、基調的な物価上昇率を 2% 程度の水準で安定させていくという観点が重要になる」としている。

金融政策：10月ま でに追加利上げの 可能性

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、前述の通り、26 年度下期にかけて物価上昇率を押し上げていくと思われる。今後、日銀は景気下振れ圧力

が強まらない限り、利上げペースを「四半期に 0.25%」に加速させられると思われる。10 月までには追加利上げ(政策金利 1.25%)が実施されるだろう。その後、27 年半ばまでに 2 回の利上げで政策金利を 1.75%まで引き上げる、と予想している。

一方、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。



金融市場：現状・見通し・注目点

長期金利は一時2.945%へ上昇

8 月に入り、株価は持ち直しが見られたが、長期金利は上昇圧力が高い展開が続いた。一方、7 月 30 日から 8 月 3 日にかけて日米協調での円買い介入が断続的に実施され、円安が一服した場面も見られたが、流れを反転させるには至っていない。

以下、長期金利、株価、為替レートの見通しについて考えてみたい。

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。6 月中は概ね 2.6%台でもみ合う展開となったが、同月末に示された「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たことでインフレ懸念が台頭、7 月 9 日に長期金利は 2.9%まで上昇した(いわゆる「骨太ショック」)。

その後、一旦は 2.7%前後まで低下したが、日銀の利上げ前倒し観測が台頭したことで 8 月 18 日には一時 30 年ぶりの水準となる 2.945%まで上昇した。



長期金利の上昇圧力は熾り続ける

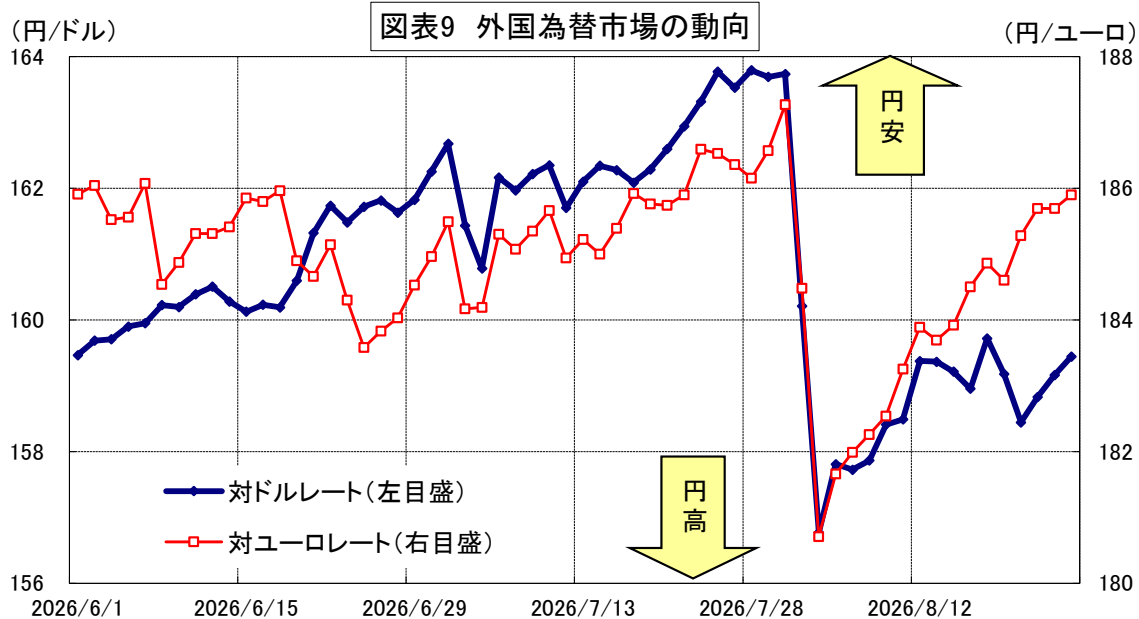
日銀は今後とも経済・物価・金融情勢に応じて、引き続き政策金利を引き上げる方針を示している。また、27 年度予算の概算要求では高市内閣の目玉である「強く豊かな日本」投資枠が事実上青天井となっているほか、27 年度からの実施を目論む消費税減税に関する財源も不透明であるなど、財政政策運営への警戒も根強い。長期金利には上昇圧力がかかり続けるだろう。

② 株式市場

AI ブームへの警戒もあり、上値の重い展開

イラン情勢の悪化によって世界経済の悪化懸念が高まったことから、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、26 年度入り後は好調な企業決算や戦争終結への期待が高まったことに加え、AI ブームへの期待感も強まり、世界的に株価は上昇した。6 月 22 日にはザラ場で 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、70,000 円目前まで上昇する場面もあったが、下旬にかけては上値の重い展開となった。

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、いずれ株価は再び高値を更新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。



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

15年ぶりに日米協調介入を実施したが、円安の流れを断ち切るには至らず

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。大型連休を前に1ドル＝160円台まで円安が進行したことから、政府は総額11.7兆円の円買い介入を実施し、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1986年12月以来となる163円台の円安水準となり、片山財務相や三村財務官らは投機的な動きには断固たる措置をとると再三警告した。

これに対して、マーケットでは米国債の売却につながる円買い介入は米国が容認しないとの見方から、口先介入の域を出ないと評価していたが、30日のニューヨーク市場で円が一時157円台まで急騰、政府は円買い介入を実施したほか、米財務省もレートチェックを要請した。その後、米財務省は「ユーロ売り、円買い」の市場介入を実施、15年ぶりの日米協調介入となった。円買い介入は3営業日連続で断続的に行われ、総額は10兆円

**ECB の利上げ観測
からユーロ高が急
速に進行**

超と推計されている。なお、財務省は「日本は将来的に、米国連邦準備制度の「外国・国際通貨当局向けレポ・ファシリティ（FIMA レポ・ファシリティ）の活用を予定している」と表明、保有する米国債を売却せずとも介入資金は潤沢にあることを示唆した。

先行きについては、日銀の利上げペースが加速するとの思惑が広がる半面、Fed は政策据え置きが意識されるなど、日米金利差は縮小する可能性がある。また、再び円安が進むことになれば、円買い介入が意識されるだろう。とはいえ、高市内閣の財政政策運営に対する警戒も根強い。160 円を越えて円安が進む可能性は小さいものの、円高が進むことも考えづらい。

ユーロの対円レートは、大型連休中の円買いドル売り介入直後には 1 ドル＝183 円台までユーロ安方向に戻ったが、その後は 7 月下旬にかけて 180 円台半ばでのみ合いが続いた。7 月末から 8 月初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）は 6 月に続き、9 月にも追加利上げを実施するとの見方が強まっていることもあり、8 月下旬にかけてユーロ高が急速に進んでいる。

（26. 8. 25 現在）

中間選挙前にインフレ鈍化の兆し

～インフレ判断の難しさが垣間見えた 7 月 FOMC 議事要旨～

佐古佳史

要旨

米イラン間の停戦協議が期限を迎えたことで、中東情勢は再び緊迫化しており、米国は新たな対イラン制裁を発動する運びとなった。

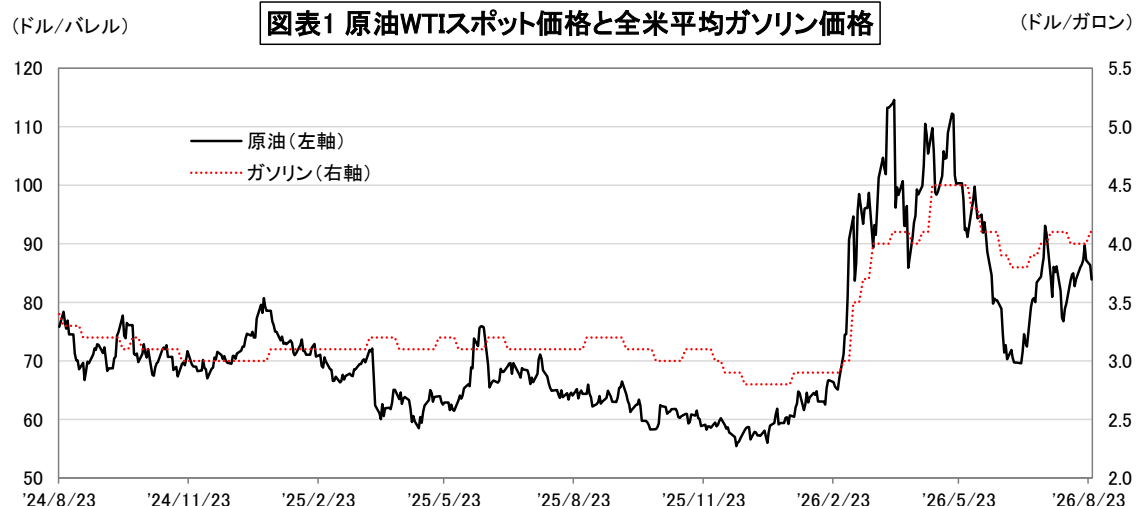
このため、原油価格は高止まりしているが、インフレ率は鈍化傾向となっている。7 月 FOMC 議事要旨からは、FOMC 参加者がインフレ率について容易には判断を下せない様子がうかがえた。

11 月 3 日に投開票が行われる中間選挙まで、残り 2 か月程度となった。8 月末の時点では下院は民主党が優勢、上院は僅差で共和党が優勢という予想が多いようだ。

エヌビディア決算を確認する必要があるものの、ハイパー・スケーラーのこれまでの決算からは AI ブームの継続がうかがえるため、しばらくは堅調な景気が続きそうだ。

原油価格は高止まり

米国とイランの戦闘終結に向けた 60 日間の停戦期限が 8 月半ばで終了したことで、中東情勢は再度緊迫化している。こうしたなか、ベッセント財務長官は 24 日、イランに対する追加制裁を発表するとともに、今後も新たな制裁を追加する意向を示した。中東情勢の和平交渉が進まないことから、原油価格（WTI、スポット）は 1 バレル=80 ドル台で高止まりしている。



鈍化傾向のインフレ指標

原油価格は高止まりしているものの、5～7 月のインフレ関連統計はむしろ鈍化傾向が強い。7 月の消費者物価指数（CPI）は、

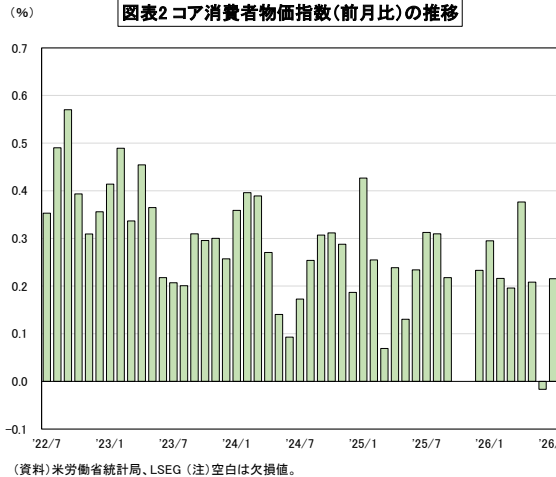
エネルギーが前月比▲1.5%と2か月連続で下落したこともあり、総合は同0.1%（前年比3.4%）と低い伸びとなった。また、エネルギーと食料を除くコアは同0.2%（同2.5%）と、6月の同0.0%から加速したが、5～7月は低い伸びが続いている。もちろん、中東情勢次第で原油価格の急騰やインフレ率が加速する可能性は十分あるだろうが、足元のインフレ率は落ち着いていると評価できる。

7月の生産者物価指数（最終需要）は、総合が前月比0.0%（前年比4.7%）、食料、エネルギー、輸送を除くコアが同0.4%（下二桁までみると0.35%、同4.7%）となった。前年比でみれば高止まりしているが、前月比での物価上昇率は落ち着きつつある。

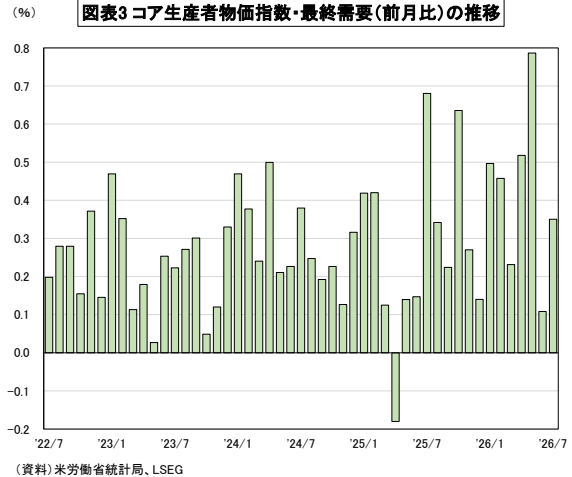
また、FRBが重視していると思われるPCEデフレーター（6月）は、総合が前年比3.7%（前月比▲0.1%）、コアは同3.3%（同0.1%）となり、前年比では依然として高い数値ではあるものの、前月比でみればやはり鈍化している。

8月分のデータ次第ではあるものの、インフレ率の鈍化傾向が続くのであれば利上げは必要ないと思われる。

図表2 コア消費者物価指数(前月比)の推移



図表3 コア生産者物価指数・最終需要(前月比)の推移



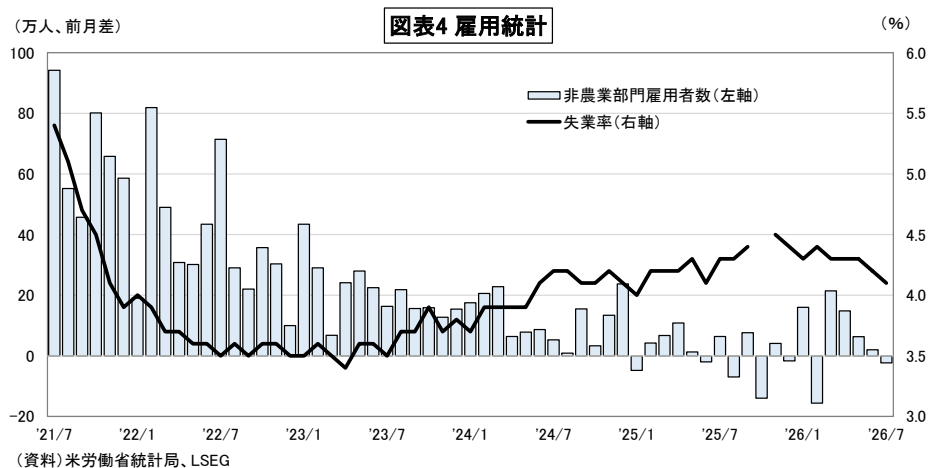
縮小傾向の労働市場

7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2.3万人（事業所調査）の減少となり、3か月平均は同2.0万人の増加となった。一方で、失業率は同0.1ポイント低下の4.1%と2か月連続で低下した。

家計調査によると、労働力人口は前月から26.4万人減少、労働参加率は同0.1ポイント低下、雇用者は同8.7万人減少、失業者は同17.8万人減少となり、労働市場が縮小しているよ

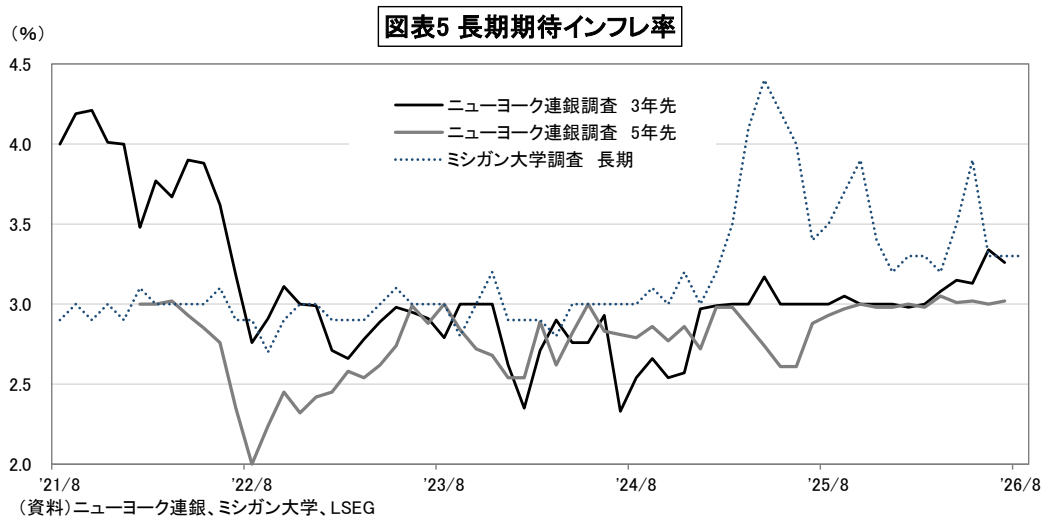
うな印象を受ける。もっとも、失業率が下がっていることから、労働市場が悪化しているとまでは断定できない状況と思われる。

7月の平均時給は前年比3.2%（前月比0.0%）、生産・非管理職の時給も同様に同3.2%（同0.0%）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

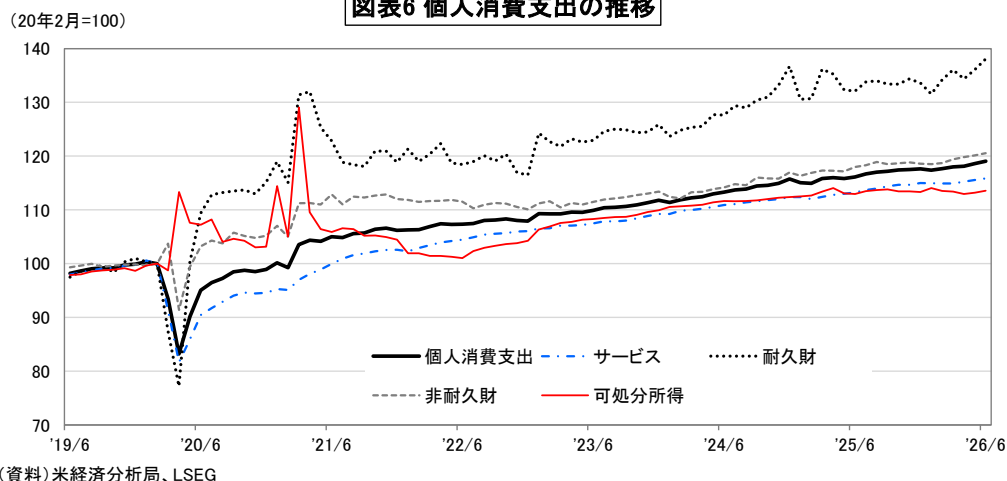
続いて期待インフレ率を確認すると、8月のミシガン大学消費者マインド調査（速報）での期待インフレ率をみると、1年先は同0.1ポイント上昇の4.3%、長期は変わらずの3.3%となった。また、7月のニューヨーク連銀調査では、1年先期待インフレ率が前月比0.1ポイント低下の3.6%、3年先と5年先は変わらず、それぞれ3.3%、3.0%となった。7、8月のデータからは、期待インフレ率が概ね横ばいで推移しているとみられる一方で、水準としてはやや高いと思われる。



好調な4～6月期の 個人消費支出

6月の個人消費をみると、財消費は前月比0.7%、サービス消費は同0.3%となり、全体としては同0.4%と4か月連続で増加した。なお、GDP統計（速報値）では、4～6月期の個人消費支出は前期比年率3.2%と好調だった。一方で、7月の小売売上は同▲0.6%（ガソリンスタンドを除く区分でも同▲0.6%）と弱含んだ。

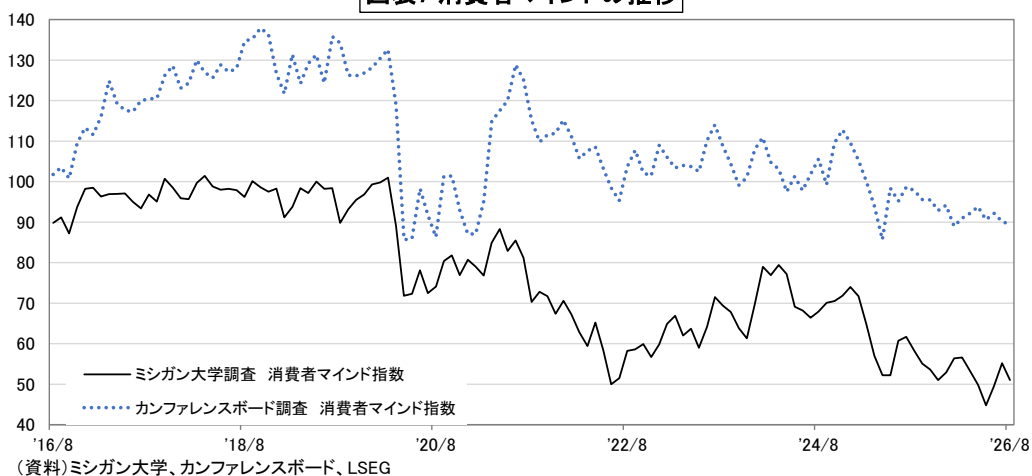
図表6 個人消費支出の推移



高インフレ懸念から 消費者マインド は低下

8月のミシガン大学調査の消費者マインドは、3か月ぶりに約8%低下した。ミシガン大学からは、①今後1年間で所得の伸びがインフレ率を上回ると予想している人はわずか8%にとどまることに加えて、②高齢者と低所得層、大卒以外の層で大幅な低下が確認されたこと、③これらのグループはいずれも、インフレに起因する購買力の低下に対して特に脆弱であること、などが報告された。引き続き高いインフレ率が問題視されていることがうかがえる内容となった。

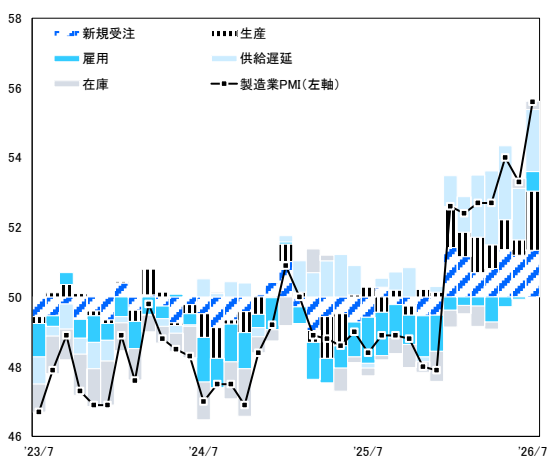
図表7 消費者マインドの推移



企業部門の拡大継続 がうかがえる ISM 指数

7 月の ISM 景況指数をみると、製造業指数は前月から +2.3 ポイントの 55.6%と、判断基準となる 50%を 7 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 +0.1 ポイントの 54.1%と 25 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 1.9 ポイントの 71.1%、サービス業は同 +2.6 ポイントの 70.3%となり、いずれも上昇傾向が強いことがうかがえる。雇用指数については、製造業が 52.8%と 34 か月ぶりに拡大傾向となった。一方、サービス業は 47.4%と 2 か月ぶりに縮小傾向を示した。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。

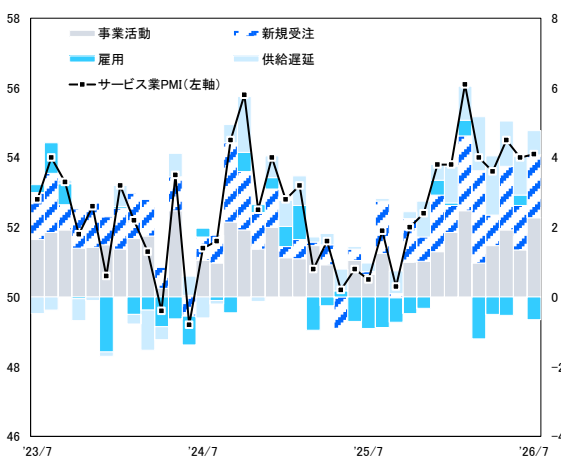
図表8 ISM 製造業PMIの推移



(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9 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)

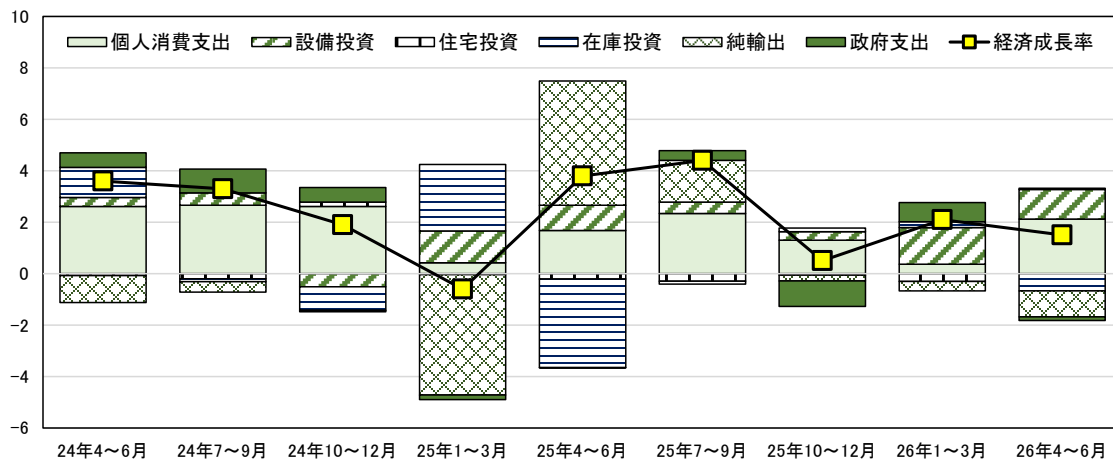
個人消費と設備投資 が好調だった 4～6 月 GDP

7 月 30 日に公表された 26 年 4～6 月期 GDP (速報値) は、前期比年率 1.5%とやや低い成長率となった。主な需要項目別の寄与度をみると、個人消費支出が 2.12 ポイント、設備投資が 1.15 ポイント、在庫投資が▲0.67 ポイント、純輸出が▲1.01 ポイントであった。

4～6 月期 GDP は、個人消費と設備投資が堅調に推移したことがうかがえる内容となった。一方で、実質可処分所得はマイナス成長となり、貯蓄率は低下した。このため、個人消費を支えている要素は所得ではなく資産といえそうだ。全体としては、AI ブームによる好調な設備投資、株高と資産効果による個人消費の拡大という、これまでの動きが継続していると考えられる。

(前期比年率、%、寄与度)

図表10 GDP成長率の推移



(資料)米経済分析局、LSEG

7月FOMCと議事要旨

7月のFOMCを振り返ると、政策金利は3.5～3.75%で据え置きとなった。賛成9、反対3の投票結果となり、反対した3人のFOMC参加者は0.25%の利上げを支持した。

FOMC後の記者会見は、記者からの具体的な質問とFRB議長からの抽象的・基本的な回答が続いたことから、話がかみ合っておらず、ある意味では禅問答のようであった。

ウォーシュFRB議長は一貫して、マーケットの価格付けを歓迎しているが、同時にマーケットにサプライズを与える意図はないとも話している。このため、FRBの政策金利操作はマーケットの後追いとなる可能性が高いのではないかと疑問が生じる内容となった。

その後、8月19日に公開された7月FOMC議事要旨からは、①大半の参加者が、関税や以前のエネルギー価格上昇の影響が薄れるにつれて、26年残りの期間にインフレ率が鈍化すると予想したこと、②多くの参加者が、インフレ率がより長期にわたって高止まりする可能性にも言及したこと、③一部の参加者が住宅を除くコアサービスのインフレ率が高いことや、④データセンター向け資材が高騰していることを指摘したこと、などが明らかとなった。FOMC参加者はインフレ率について、容易に判断を下せない状況と思われる。

なお、8月28日にジャクソンホールにてカンザスシティ連銀主催の経済シンポジウムが開催される。主題は「金融イノベーション：決済と政策へのインプリケーション」ではあるものの、ウォーシュFRB議長の方針からすると、今後の金融政策の手が

残り約2か月に迫った 中間選挙

かりが提供されることはなさそうだ。

さて、11月3日に投開票が行われる中間選挙まで、残り約2か月となった。政治サイト「リアル・クリア・ポリティクス」による各種世論調査の平均をみると、トランプ政権の支持率が不支持率を20ポイント程度下回っている。また、8月末の時点では下院は民主党が優勢、上院は僅差で共和党が優勢という予想が多いように思われる。

住宅ローン金利の上昇や関税による物価高、イスラエル軍との共同作戦、防衛費の増大などは政権にとって向かい風と考えられる。一方で、足元のインフレ鈍化傾向が続けば、共和党に有利に働くだろう。

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、4～6月期は個人消費が好調だった。

これまでに発表されたハイパー・スケーラーの26年第2四半期決算は、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いえる。目先は、26日のエヌビディア決算を確認することで、AIブームの持続性やAI関連投資の収益性について判断することとなるだろう。

金融政策については、足元のインフレ率が鈍化していることから、FRBが様子見に充てられる時間が延びたと思われる。筆者は9月利上げを50%程度と考えていたが、足元のデシインフレを受け、26年内の利上げは見送られその間にインフレ率が鈍化することで27年も利上げは不要と、予想を修正した。

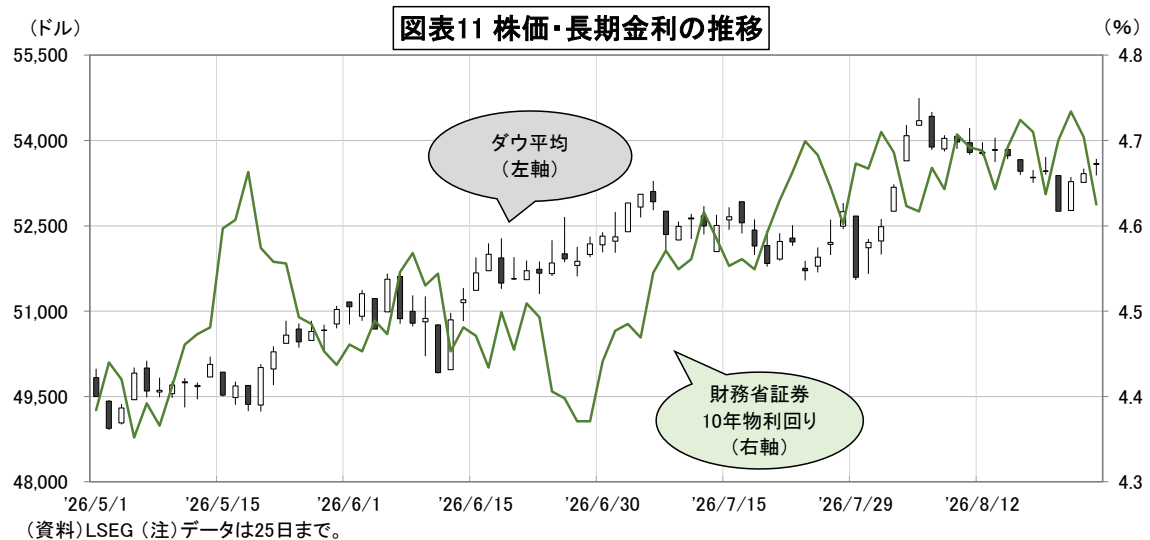
長期金利：利回り 上昇の地合い

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、40兆ドル超の政府債務残高への懸念、高インフレの長期化予想、FRBが利上げ路線へ転換する可能性の織り込み、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）が上昇しやすい環境となり、8月は4.6～4.7%を中心に推移した。

こうしたなか、17、18日にかけて30年債利回りが約20年ぶりに5.3%を上回った。ベッセント財務長官が19日、24日に既発長期債・超長期国債の買い戻しを発表した際は、利回りが一

時的に低下する場面もみられたが、上昇傾向を止める効果があるとは思えない。

先行きについて考えてみると、目先は8月末のエヌビディア決算とジャクソンホールでのシンポジウムが焦点となるが、利回り上昇の地合いが続くと思われる。



株式市場：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を嫌気して下落が続いた。

先行きについては、まずはエヌビディアの決算を確認し、AIブームの持続性を考える展開となるだろう。また、引き続き中東情勢の影響は大きいと思われる。とはいえ、国債利回りの上昇が起りやすい地合いとみられることから、株価は上値が重い展開が予想される。

(26.8.26 現在)

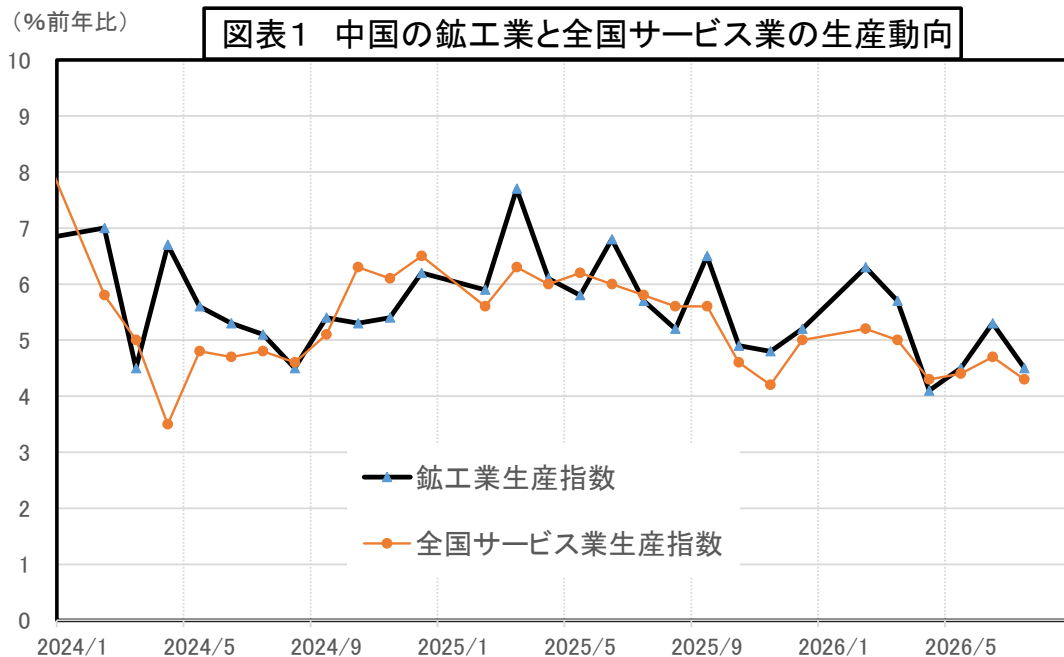
内需の弱さが一段と鮮明になった中国経済

～下半期は緩やかな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 1～3 月期(同 5.0%)から減速した。7 月の主要経済指標からは、その後も景気は減速基調で推移しているとみられる。先行きを展望すると、個人消費は引き続き力強さを欠くとみられるものの、輸出は底堅く推移し、投資も小幅に持ち直す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 月期からやや加速すると予想される。



(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は26年7月。

異常気象の影響もあり、生産は鈍化傾向で推移

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。その後も景気は減速基調で推移しているとみられる。8 月 17 日に公表された生産・消費・投資などの主要経済指標は、いずれも前月から減速した。景気減速には、内需の弱さに加え、中東情勢の緊迫化に伴う資源・素材価格の上昇という外生的な要因も影響したとみられ、複合的な要因が景気を下押ししたと考えられる。

まず生産面では、7 月の鉱工業生産(一定規模以上)は前

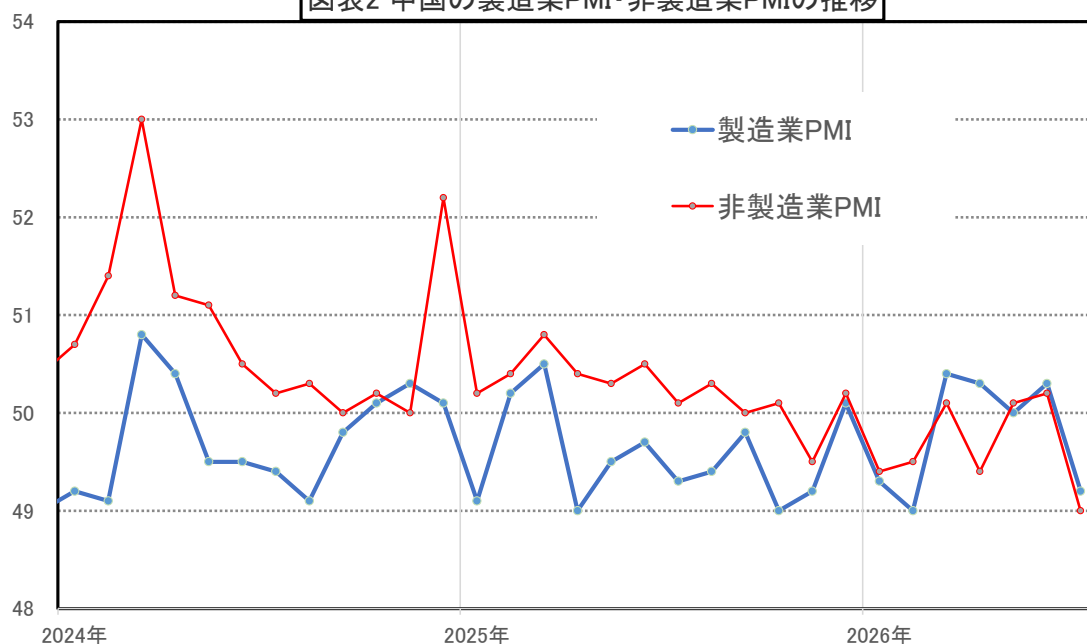
企業マインドは悪化傾向

月比 0.11%、前年比 4.5% となり、それぞれ 6 月（同 0.76%、同 5.3%）から減速した（図表 1）。また、全国サービス業生産も同 4.3% と、6 月（同 4.7%）から減速した。

国家統計局が発表した 26 年 7 月の製造業 PMI（購買担当者景気指数）は 49.2 となり、6 月から 1.1 ポイント低下、5 か月ぶりに景況感判断の分岐点である 50 を下回った（図表 2）。新規受注と新規輸出受注は、それぞれ 48.5、49.6 となり、いずれも 6 月から低下した。また、生産も 49.9 と 50 割れになった。

また、非製造業 PMI も 49.0 と 6 月から 1.2 ポイント低下した。業種別にみると、サービス業は 49.3 と 6 月の 50.4 から低下した。建設業も高温・豪雨などの悪天候を背景に 47.0 と、6 月の 49.0 からさらに悪化した。

図表2 中国の製造業PMI・非製造業PMIの推移



（資料）中国国家统计局、Windより作成、直近は26年7月。

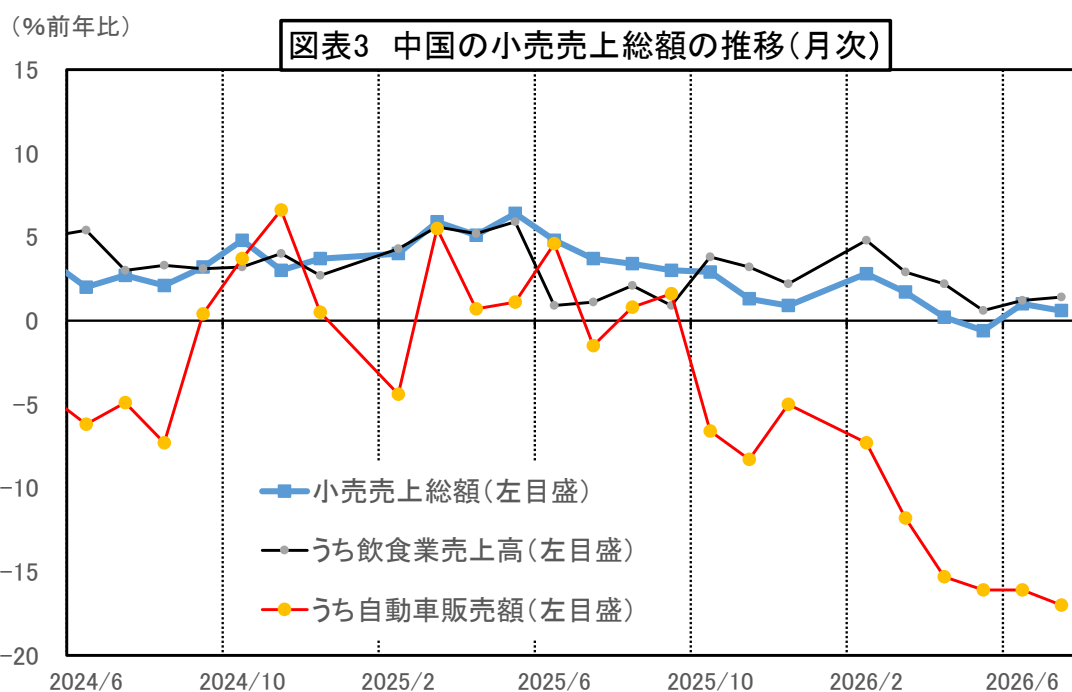
個人消費はさらに弱まり、当面は力強さを欠く見通し

7 月の小売売上総額（名目）は前月比 0.06%、前年比 0.6% と、6 月（同 0.35%、同 1.0%）からいずれも減速し、軟調に推移した（図表 3）。内訳をみると、消費促進策の効果の弱まりや、不動産市場の長期低迷、雇用環境の悪化などを背景に、自動車販売額（前年比 ▲17.0%）、家電・音響機器（同 ▲1.9%）、家具（同 ▲8.8%）、建築・内装資材（同 ▲14.2%）は、いずれも前年割れが続いている。一方、国家統計局によ

ると、26 年 1～7 月期のサービス消費は前年比 5.0%と比較的堅調であった。

なお、7 月の全国都市部調査失業率は 5.2%と、6 月(5.0%)から 0.2 ポイント上昇した。特に 16～24 歳(在学者を除く)の失業率は 17.9%と 6 月から 3.0 ポイント上昇するなど、若年層を中心に厳しさが増している。

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。



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は26年7月。

固定資産投資も一段と落ち込んだが、先行きは小幅な持ち直しを予想

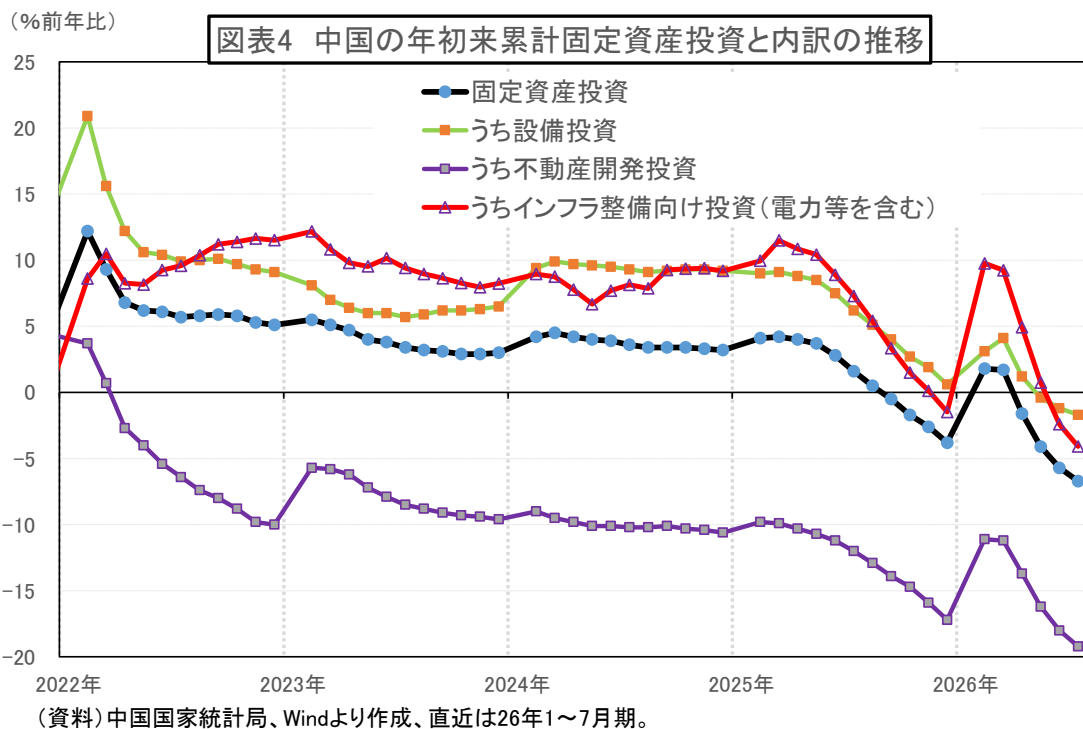
1～7 月期の固定資産投資も前年比▲6.7%と、減少幅がさらに拡大した(図表 4)。投資分野別では、不動産開発投資は同▲19.2%と、固定資産投資全体を最も押し下げる要因となっている。インフラ整備向け投資(Wind データ)は同▲4.1%、製造業の設備投資は同▲1.7%と減少基調が続いた。ただし、情報サービスやリチウム電池など新興産業における設備投資は比較的底堅く推移しており、高い伸びを維持している。

不動産市場では、1～7 月期の新築商品住宅販売面積・販売額はそれぞれ前年比▲11.8%、▲13.1%と減少が続いている。他方、7 月の主要 70 都市の新築商品住宅価格は、一線都

市（特大都市）が前年比▲1.1%、二線都市（大都市）が同▲2.8%、三線都市（中小都市）が同▲4.2%となり、下落率は総じて縮小傾向にある。もっとも、いずれの都市階層も依然として前年を下回る水準にあり、不動産市場の調整は長期化している。

投資主体別では、民間投資は同▲9.4%と大幅に減少したほか、国有企業による投資も同▲3.3%と、3か月連続で前年同期を下回った。高温や豪雨などの異常気象の影響により、財政資金を活用したインフラ整備向け投資による景気下支え効果が十分に発揮されなかったことが背景にある。

先行きについては、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。



輸出は鈍化も底堅く推移

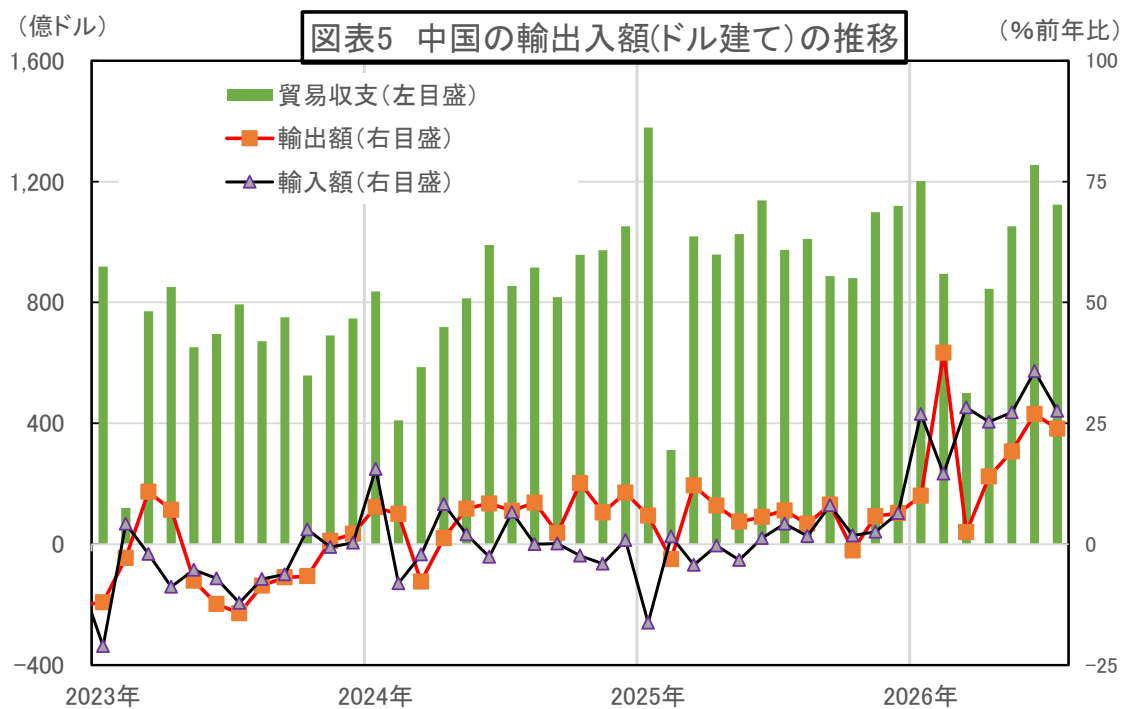
7月の輸出額（ドル建て）は前年比 23.9%となり、市場予想を上回った。これは6月（同 27.0%）から鈍化したものの、底堅い推移が続いていることを示した（図表5）。輸出の底堅さを支えたのは、AI 関連製品や電気自動車（EV）、船舶などの高付加価値製品の輸出が引き続き大幅に増加したこ

とである。これらに加え、伝統的な労働集約型製品の輸出も全体として緩やかな回復を続けた。

また、国・地域別にみると、ASEAN 向け（756 億ドル）、EU 向け（580 億ドル）はそれぞれ同 38.4%、同 16.0%と引き続き底堅く推移している。米国向け（419 億ドル）と日本向け（142 億ドル）はそれぞれ同 17.0%、同 14.0%と、6 月から加速した。

なお、鈍化の背景には、異常気象などの短期的要因により、港湾物流や企業の出荷ペースに遅れが生じたことが挙げられる。加えて、欧州連合（EU）やブラジルによる関税措置が発効する前に企業が前倒しで輸出を行った反動が 7 月に現れてきたこともあるとみられる。

先行きについても、台風による出荷遅延後の輸出集中に加え、AI 関連製品・自動車等の高成長が続く見通しであり、米国側の関税調整の影響も限定的とみられることから、対米輸出は当面底堅く推移する見込みである。このため、8 月の輸出も底堅さを維持する可能性が高い。ただし、AI 投資需要の先行き不透明感、米中通商交渉の不確実性、中東情勢の不安定などにより、秋以降は輸出の勢いが弱まるリスクもある。



(資料) 中国海関総署、Windより作成、直近は26年7月。

消費者物価動向は依然として低水準で推移

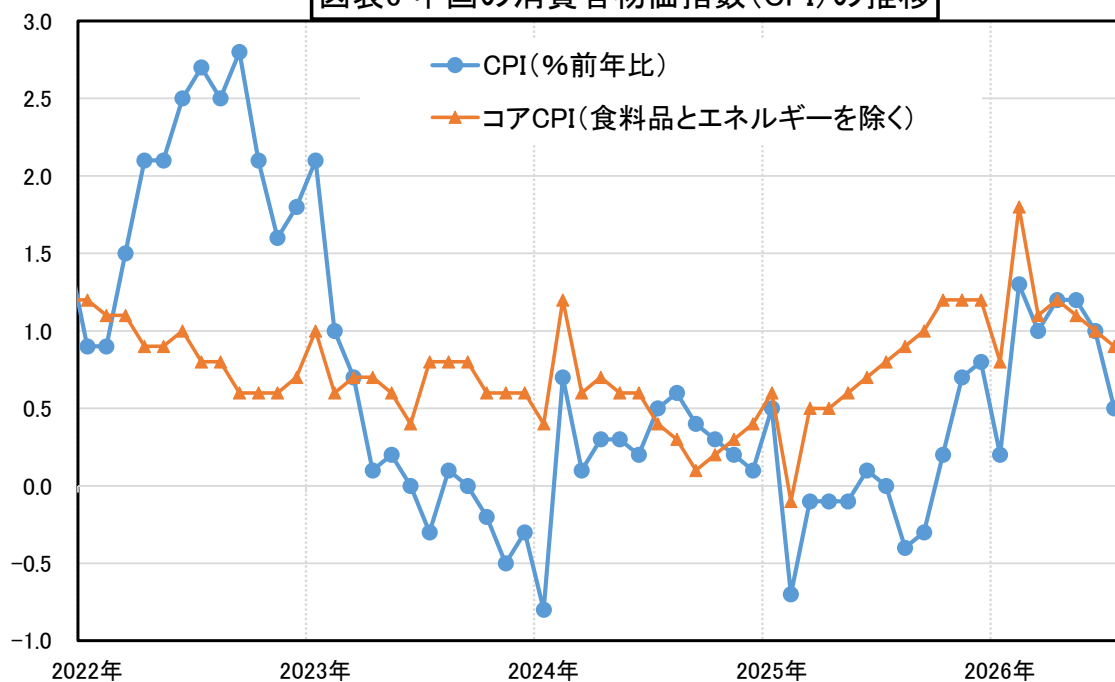
7月の消費者物価動向は、依然として低水準で推移している。7月の消費者物価指数（CPI）は前月比▲0.1%、前年比0.5%となり、6月（同▲0.3%、同1.0%）からいずれも低下した。価格変動の激しい食料品とエネルギーを除いたコアCPIも前年比0.9%にとどまり、低水準で推移している（図表6）。

7月のCPI前年比上昇率（0.5%）の寄与度をみると、その他の財・サービスが大きく寄与した一方、交通・通信、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。7月のガソリン価格の大幅な引き下げが、当月CPIの前月比下落の継続と前年比上昇率の縮小をもたらした主因である。また、消費促進策の効果が弱まり、自動車など耐久消費財の価格が低位で推移した。一方、電子製品や医療サービス価格の上昇が加速し、豚肉価格の回復が食料品価格の前年比下落幅を縮小させ、CPI全体を一定程度支えた。

中東情勢をめぐる不透明感の高まりを背景としたガソリン価格の上昇や、異常気象による食料品価格の上昇が見込まれるものの、内需の弱含みが継続する可能性が高く、当面CPI上昇率は低水準での推移が予想される。

(%前年比)

図表6 中国の消費者物価指数(CPI)の推移

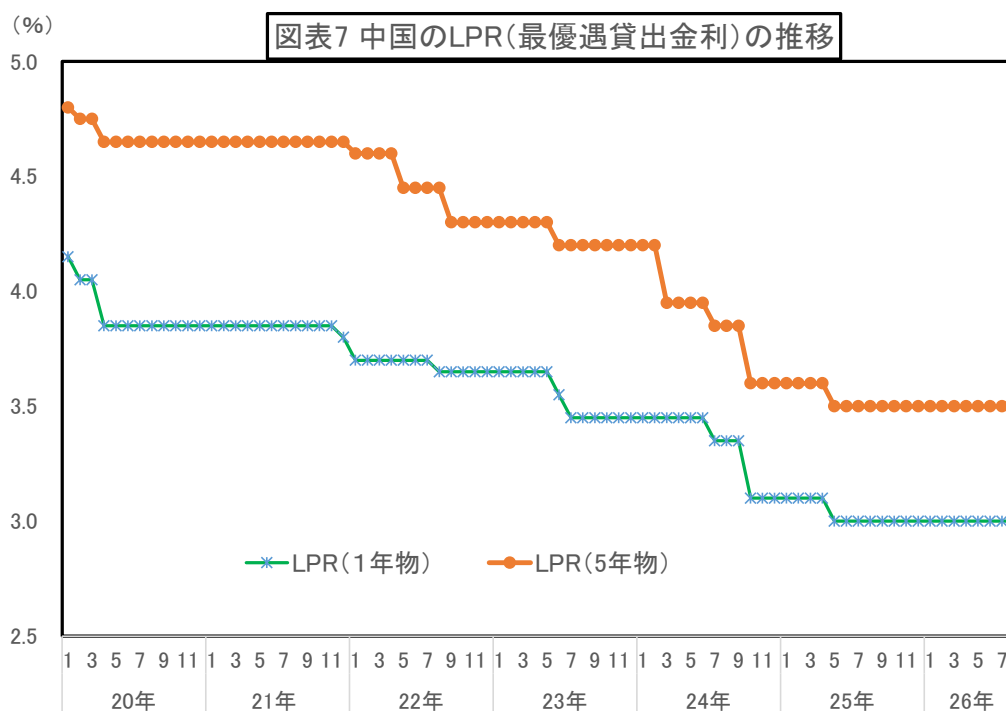


(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は26年7月。

金融政策：LPRは15 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、社債や国債の発行増加を受けて7月は前年同月を上回ったものの、その内訳をみると銀行融資は前年同月に続き減少するなど、企業・家計部門の資金需要の減退が続いている。7月の家計部門向け・企業部門向け中長期貸出はそれぞれ▲0.12兆元、▲0.23兆元と前年同月に続き減少した。

こうした状況にもかかわらず、8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月の引き下げ以降、15か月連続で据え置かれた（図表7）。



（資料）全国銀行間同業拆借中心（National Interbank Funding Center）、直近は26年8月。

経済見通し：小幅の持 ち直しと予想

こうしたなか、7月30日に開催された共産党中央政治局会議では、下半期の経済運営方針として、既存政策の実施強化に加え、「実効性の高い」追加景気刺激策を準備する方針が示された。

また、国務院全体会議（8月17日）でも、李強首相は、内需の弱さや企業業績の悪化、外部環境の不透明感の高まりといった課題を指摘したうえで、中国経済の安定成長を実現するため、既存の景気対策を着実に実施するとともに、必要に

応じて追加的な景気対策を講じる方針を改めて強調した。

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徐々に解消し、約 2 兆元規模以上の財政資金の投入と 0.8 兆元の政策融資の活用など、既存政策の実施加速による効果が発現すると見込まれる。

このため、個人消費が依然として力強さを欠く状況が続くとみられるものの、輸出が引き続き底堅く推移するほか、投資も小幅に持ち直す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 月期からやや持ち直すと予想される。

その後は、既存政策の実施加速による効果の顕在化に加え、輸出の底堅さも続くと予想されることから、景気を持ち直しは 5%前後まで加速するとみられる。その結果、26 年通年では前年比 4.7%の成長を見込む。この通年見通しを実現するには、10～12 月期の成長率が 5%前後まで加速する必要があり、既存政策の効果発現が想定通り顕在化するかが焦点となる。ただし、内需の低迷が長期化した場合や輸出をめぐる環境が悪化した場合には、下振れリスクとなる点には注意が必要である。当面は、地方債の発行・利用、政策融資枠の利用など、既存政策の実施状況が引き続き注目される。



金融市場：現状・見通し・注目点

景気減速や不動産市場の低迷を受けて国債利回りは低下基調で推移した。株式市場は景気減速への警戒感と追加の景気刺激策への期待とがせめぎ合う展開となっている。他方、人民元相場は国内景気要因よりも米ドルの動きや中国人民銀行（中央銀行、以下「人民銀行」）の元高抑制姿勢に左右される面が大きく、株式・債券市場とはやや異なる力学が動いている。

① 人民元債券市場

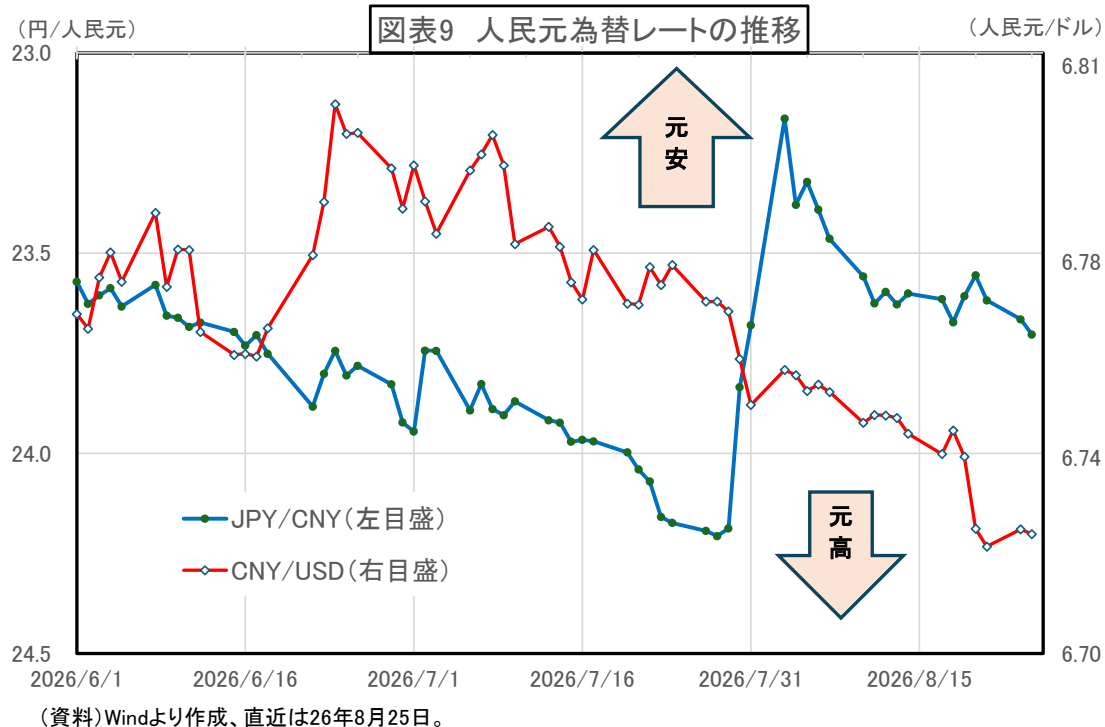
債券市場は、人民銀行が貨幣政策執行報告において適度な金融緩和の方針を示したことで底堅く推移し、小幅な値動きに終始している。米国債利回りは方向感に乏しい展開となったこともあり、中国 10 年国債利回りは 1.66～1.71%の狭いレンジ内で推移した（図表 8）。当面は 1.7%前後で方向感に乏しい展開が続くと予想される。

② 株式市場

上海総合指数は、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、7 月 17 日に 3,764 ポイントまで急落した（図表 8）。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、低調な経済指標を受けて追加景気刺激策を打ち出す観測の高まりを受けて 8 月 18 日には一時 3,990 ポイントを回復した。

しかし、その後は中国の景気減速への警戒感が強まったほか、米国とイランの戦闘終結に向けた交渉が行き詰まり、ホルムズ海峡の通航正常化が遠のいたとの見方が広がった。さらに米長期金利の上昇と中国 LPR の据え置きもあり、再び節目の 3,900 ポイントを割り込んで推移した。

先行きについても、景気刺激策への期待が相場を下支えするものの、内需の弱さに加えて、中東情勢や米国の金融政策の不透明感などにより、3,900 ポイント前後での推移が見込まれる。



③ 人民元為替市場

ドル人民元 (USDCNY) は、中東情勢改善期待や FOMC 等の政策イベントを控え、人民銀行の緩やかな元高容認姿勢もあって、1ドル=6.77元台から6.76元台へとドル安元高が小幅に進んでいた。その後は、人民銀行の市場実勢よりも元安方向の基準値を設定したものの、FOMCでの政策金利据え置き決定や金融引き締め警戒感の後退によるドル安の進行を受けて6.72元台へと元が強含み、6.72~6.77元のレンジ内で推移した(図表9)。先行きについては、人民銀行が市場実勢比では大幅な元安水準での設定を行っており、市場でのドル安による元高をけん制しているため、緩やかな元高方向で推移すると見込まれる。

円人民元 (JPYCNY) については、日米協調介入を受けて、一時23.2円台まで円高が進み、円安が是正された。しかし、その後は元高が進み、再び円安・元高方向で推移した。今後も円安・元高方向の地合いが維持される可能性が高い。

(26.8.26現在)