

2026年5月26日

2026・2027年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 今後の日本経済は減速するものの、緩やかな成長を維持 ～

富国生命保険相互会社（社長 渡部 毅彦）は、2026・2027年度の経済見通しを改訂しました。

【実質GDP成長率予測】

2026年度 +0.4%（前回+0.7%）、2027年度+0.7%（前回+0.7%）

○ 米国・イスラエルとイランの紛争を受けて、2026年度の成長率見通しを下方修正

2026年1～3月期の実質GDP成長率は、米国向けや中国向けなどの増加による輸出の持ち直しと、政府による電気代等への補助が再開されるなかで、衣料品や外食などを中心に個人消費が堅調に推移したことなどから、前期比+0.5%（年率+2.1%）と2四半期連続のプラスとなった。

前回予測時（2026年2月）からの状況変化として、米国・イスラエルとイランの紛争の発生がある。紛争による原油価格などの高騰は今後、様々な財やサービスの価格を押し上げることで、個人消費などのマイナス要因となるだろう。原油価格は、外交交渉の進展や主要産油国による供給姿勢の維持などから、時間をかけて緩やかに低下するものの、中東諸国の石油関連施設の損傷や船舶のホルムズ海峡通過における安全性への懸念もあって、紛争発生前を上回る水準で推移すると想定している。

上記の要因に加えて、2026年1～3月期の実質GDP成長率が当社の前回予測をやや下回ったことなども踏まえて、2026年度の成長率見通しを下方修正した。

○ 日本経済は、堅調な設備投資に下支えされて、緩やかな成長を維持するだろう

世界経済は、底堅い企業収益を背景にAI関連などの活発な設備投資が続く米国を中心に、堅調に推移するだろう。

日本経済は、減速するものの緩やかな成長を維持するだろう。個人消費は、中東情勢の悪化にともなう原油高などが実質所得とマインドに影を落とすものの、良好な雇用環境や株高に支えられて、持ち直し基調を維持する見通しである。設備投資は、AIの活用を含むデジタル化の推進や人手不足への対応に向けた投資を中心に、増加が続くだろう。住宅投資は、資材価格や人件費など建築コストの上昇などから緩やかな減少傾向となるだろう。輸出は、AI関連投資の隆盛にともなう半導体製造装置や半導体材料などへの堅調な需要を背景に、緩やかに増加する見通しである。もっとも、米国・イスラエルとイランの紛争が長期化して原油価格が一段と上昇し、個人消費を冷え込ませるとともに、長期金利の急騰や株価の急落に繋がるリスクもある。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

<https://www.fukoku-life.co.jp>

担当：財務企画部 高松 千之

TEL (03) 3593-7576

chiyuki.takamatsu.kh@fm.fukoku-life.co.jp

図表1. 2026・2027年度 経済見通し

(前年比、%)

	2025 年度 実績	2026年度予測		2027年度予測	
			前回 2026年2月 時点		前回 2026年2月 時点
名目国内総生産（兆円）	670.0	687.8	688.5	711.9	706.2
	4.2	2.7	3.0	3.5	2.6
実質国内総生産（兆円）	591.9	594.2	596.0	598.5	600.2
	0.8	0.4	0.7	0.7	0.7
内 需	1.0	0.3	1.0	1.0	0.8
民間需要	0.8	0.2	0.8	0.7	0.7
民間最終消費	1.2	0.4	0.8	0.5	0.7
民間住宅投資	▲ 3.5	▲ 0.4	0.8	▲ 1.0	▲ 0.5
民間設備投資	2.4	2.0	2.0	1.7	1.7
公的需	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1
政府最終消費	0.8	0.7	0.7	0.3	0.3
公的固定資本形成	▲ 0.6	1.3	1.5	0.3	0.3
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.2	0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.0
財貨・サービスの輸出	1.9	1.2	1.2	2.3	2.3
財貨・サービスの輸入	2.6	0.3	2.6	3.8	2.6

注1. 実質値は2015暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

(主な経済指標と前提条件)

鉱工業生産指数	▲ 0.1	2.4	1.4	1.2	1.2
国内企業物価指数	2.7	3.7	1.0	0.6	1.2
消費者物価指数	2.6	2.7	2.2	1.8	1.7
消費者物価（除く生鮮）	2.7	2.5	2.0	1.6	1.5
貿易収支（兆円）	1.4	▲1.6	1.5	1.8	2.4
経常収支（兆円）	34.5	32.6	32.9	36.5	33.8
名目賃金指数	2.4	2.7	2.7	2.9	2.7
完全失業率（%）	2.6	2.7	2.5	2.8	2.5
住宅着工戸数（万戸）	71.1	70.3	74.5	68.9	74.2
為替レート（¥/\$）	150.7	155.0	150.0	155.0	150.0
原油価格（\$/b）	71.3	96.3	68.8	78.7	68.7
米国実質成長率	2.1	2.2	2.3	2.0	2.0
中国実質成長率	5.0	4.7	4.7	4.5	4.5

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート（月中平均、インターバンク中心相場）でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

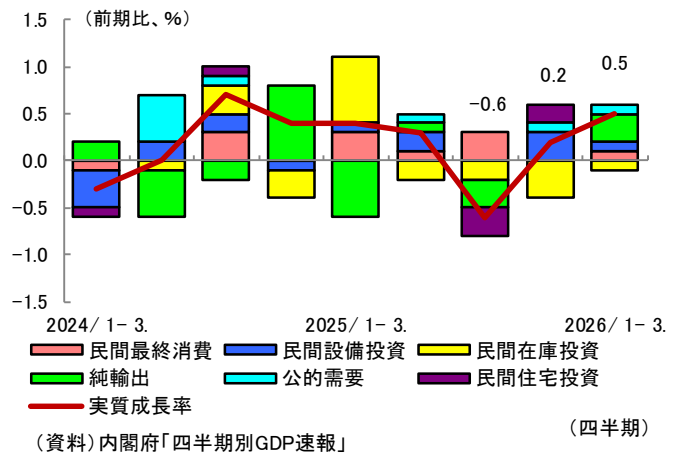
◇日本経済の現状と見通し

○1～3月期の実質GDP

5月19日に発表された2026年1～3月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比+0.5%、年率換算+2.1%と2四半期連続のプラス成長となった（図表2）。需要項目別に見ると、民間最終消費は前期比0.3%増と5四半期連続の増加となった。住宅投資は同0.5%増と2四半期連続の増加となった。設備投資は同0.3%増と2四半期連続の増加となった。在庫投資の寄与度については、▲0.1ポイントとなった。公的需要は、政府消費が同0.1%増と4四半期連続の増加となり、公的固定資本形成は同1.4%増と3四半期ぶりの増加となった。内需の寄与度は同+0.2ポイントとなった。輸出は自動車等の増加から同1.7%増と2四半期連続の増加となり、輸入は研究開発サービス等の増加から同0.5%増と3四半期ぶりの増加となった。この結果、外需寄与度は同+0.3ポイントとなった。

なお、物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは前期比+0.3%となり、名目GDP成長率は同+0.8%（年率換算+3.4%）となった。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



○米国・イスラエルとイランの紛争を受けて、2026年度の成長率見通しを下方修正

前回予測時（2026年2月）からの状況変化として、米国・イスラエルとイランの紛争の発生がある。紛争による原油価格などの高騰は今後、様々な財やサービスの価格を押し上げることで、個人消費などのマイナス要因となるだろう。原油価格は、外交交渉の進展や主要産油国による供給姿勢の維持などから、時間をかけて緩やかに低下するものの、中東諸国の石油関連施設の損傷や船舶のホルムズ海峡通過における安全性への懸念もあって、紛争発生前を上回る水準で推移すると想定している。

図表3. 最近のイラン情勢に関する出来事

米国の行動		イランの行動	
実行日	内容	実行日	内容
26/2/28	イランの最高指導者などを殺害、ミサイル施設等を破壊	26/2/28	米軍基地などを報復攻撃、ホルムズ海峡の封鎖を宣言
26/3/13	イランの原油積出し拠点(カグ島)の軍事目標を空爆	26/3/1	パラオ船籍のタンカーを攻撃
26/4/7	2週間の停戦とホルムズ海峡の再開で合意	26/4/7	2週間の停戦とホルムズ海峡の再開で合意
26/4/19	ホルムズ海峡でイラン船籍の貨物船を拿捕	26/4/18	ホルムズ海峡の再封鎖を通告
26/4/21	トランプ大統領がイランとの停戦の無期限延長を表明		
26/5/7	イランの軍事施設を攻撃	26/5/7	ホルムズ海峡を航行中の米軍艦を攻撃

(資料)各種報道

上記の要因に加えて、2026年1～3月期の実質GDP成長率が当社の前回予測をやや下回ったことなども踏まえて、2026年度の成長率見通しを下方修正した。

○日本経済は、堅調な設備投資に下支えされて、緩やかな成長を維持するだろう

世界経済は、底堅い企業収益を背景にAI関連などの活発な設備投資が続く米国を中心に、堅調に推移するだろう。

日本経済は、減速するものの緩やかな成長を維持するだろう。個人消費は、中東情勢の悪化にともなう原油高などが実質所得とマインドに影を落とすものの、良好な雇用環境や株高に支えられて、持ち直し基調を維持する見通しである。設備投資は、AIの活用を含むデジタル化の推進や人手不足への対応に向けた投資を中心に、増加が続くだろう。住宅投資は、設備機器の価格や人件費など建築コストの上昇などから緩やかな減少傾向となるだろう。輸出は、AI関連投資の隆盛にともなう半導体製造装置や半導体材料などへの堅調な需要を背景に、緩やかに増加する見通しである。

2026年度、27年度の実質GDP成長率はそれぞれ+0.4%、+0.7%と予測した。
2026年4～6月期の成長率は前期比+0.0%（年率+0.1%）と見込んでいる。

○米国・イスラエルとイランの紛争の行方などが変動要因

原油価格については上記の通り今後、緩やかな低下傾向になることをメインシナリオと考えている。しかし、このシナリオが実現せず、米国・イスラエルとイランの紛争が長期化して原油価格が一段と上昇し、国内外で個人消費を冷え込ませるとともに、長期金利の急騰や株価の急落に繋がるリスクもある。

また、今年2月の衆議院選挙時の与党の公約に基づき、今年の秋ごろには、食料品の消費税率を2年限定でゼロとする法案の成立が見込まれる。高市首相が掲げる「責任ある積極財政」のもと、大規模な国債発行をその財源としないことがメインシナリオである。しかし今後、代替財源の確保が難航するなど、財政悪化への懸念が大幅な円安や長期金利の急上昇につながれば、個人消費や設備投資などに悪影響を及ぼす可能性がある。

◇主要な需要項目の動向

○個人消費は持ち直し基調を維持するだろう

雇用環境は良好な状況にある。3月の完全失業率（季節調整値）は前月比0.1ポイント上昇の2.7%となった。失業率は、 $\text{失業率} = \frac{\text{失業者数}}{\text{失業者数} + \text{就業者数}}$ で計算される。足元の数字をみると、失業者数に目立った増加はないが、就業者数がやや減少しており、これが失業率の上昇要因となっている。労働参加率はこのところ上昇が止まっており3月は63.9%、就業者数もやや頭打ちとなり3月は6,815万人となった。同月の欠員率（企業のなかで空席となっているポジションの割合）は3.4%、雇用失業率は2.9%であり、雇用の需給バランスは需要超過となっている。

雇用環境は今後も良好な状況が続くだろう。これまで就業者数の増加を支えてきた女性や高齢者の労働参加率の上昇は、限界に近付いているのかもしれない。この結果、失業者数がそれほど増加しなくとも、失業率は低水準ながら緩やかに上昇していくと思われる。もともと、低水準の失業率と長期的な日本の労働力人口の減少を背景に、企業の人手不足感は続くだろう。日銀短観3月調査における全規模全産業の雇用判断

DI は▲38 と、引き続き大幅な人手不足を示している。

毎月勤労統計によると、2026年3月（速報値）の現金給与総額は前年比+2.7%となった。このうち所定内給与については同+3.2%と、1月から+3%台の伸びが続いている。1月には調査対象となる事業所の部分的な入替が行われたため、統計値が実態以上に上振れている可能性はあるものの、基本的には最低賃金の引き上げや主要企業から中小企業への賃上げの波及が顕在化していると解釈できる。

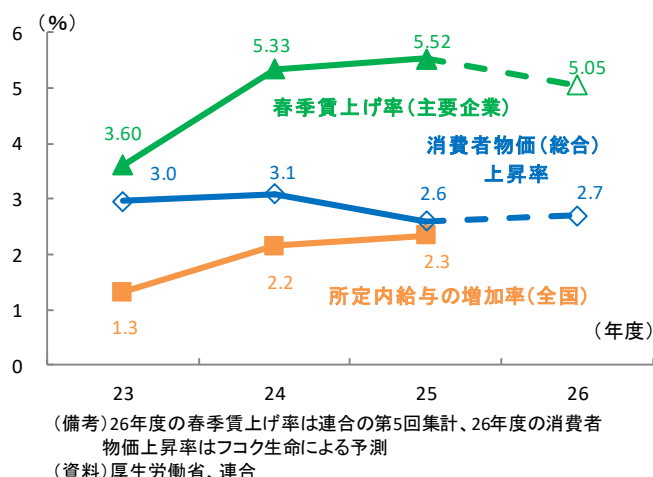
消費者物価指数（総合）で実質化した実質賃金は同+1.3%と4カ月連続で前年比プラスである。ただし、3月使用分までで終了予定の政府による電気代等の補助が、足元の消費者物価の上昇率を0.5ポイント程度押し下げている（実質賃金を押し上げている）点には留意する必要がある。

今後、実質賃金の上昇率は、政府による電気代等の補助の終了と原油価格の高騰などを受けて物価上昇率が上昇するなか、ゼロ近辺で推移するだろう。連合の26年春闘の第5回集計によれば、主要企業の春季賃上げ率は25年春闘の実績をやや下回るものの、5%台となっている（図表4）。中東情勢の悪化により連合が方針として掲げる、日本の実質賃金を1%上昇軌道に乗せて「賃上げノルム」としていくことの早期達成は困難になったと思われるものの、中小企業への賃上げの波及は今後も続いていくだろう。

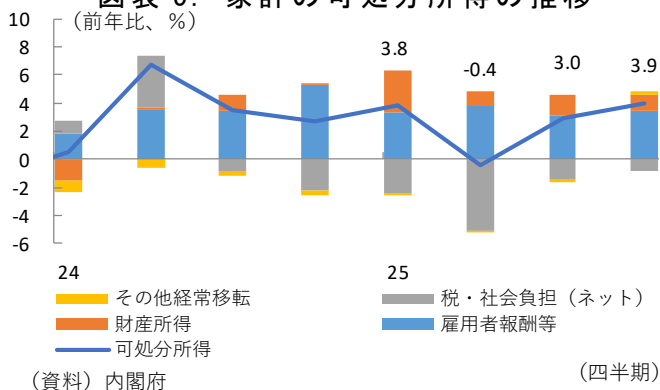
また、付加価値とは人件費と企業収益の合計であり、人件費を上げることが本来の経営との認識も浸透しつつあるように思われる。低下の一途を辿ってきた労働分配率の引き上げも可能だろう。

消費を予測するうえでは、実質賃金のみならず家計の可処分所得の動向も重要である。現時点で入手可能な最新統計である10～12月期の家計の可処分所得は前年比+3.9%と、同時期の消費者物価（総合）上昇率（+2.7%）を上回った（図表5）。内訳をみると、雇用者報酬等の寄与が+3.5ポイント、預金利息や株式配当、投信分配金などが含まれる財産所得は同+1.1ポイントと、いずれも安定的に増加している（実額では雇用者報酬等が3.0兆円、財産所得が1.0兆円の増加）。なお税・社会負担については、同▲0.9ポイントと最近では小さめのマイナス寄与となった。これは25年税制改正による所得税減税（基礎控除の増額）が同年12月から施行（1月から遡及適用）され、それまでの毎月の源泉徴収

図表4. 春季賃上げ率と所定内給与



図表5. 家計の可処分所得の推移



額の一部が年末調整で還付された結果と考えられる。従って、今後は税・社会負担のマイナス寄与はやや拡大すると見込まれる。なお、ここでいう「税」とは、所得・富等に課される経常税（所得税、住民税、自動車関連諸税など）であり、消費税は含まれない。

所定内給与の増加による雇用者報酬等の押し上げ、日銀の緩やかなペースでの利上げによる財産所得の増加を受けて、あくまで名目ではあるが、家計の可処分所得は堅調に推移するだろう。

個人消費は緩やかに増加している。1～3月期の民間最終消費支出は前期比0.3%増と5四半期連続のプラスとなった。衣服等の半耐久財への支出が同0.9%増となったほか、食料等の非耐久財への支出が同0.4%増となった。

今後の個人消費は、中東情勢の悪化にともなう原油高などが実質所得とマインドに影を落とすものの、良好な雇用環境や株高に支えられて、持ち直し基調を維持する見通しである。内閣府の消費動向調査によれば、消費者マインドを示す消費者態度指数は26年4月に前月比1.1ポイント低下し、32.2となった。構成指標をみると、特に「暮らし向き」、「耐久消費財の買い時判断」の見通しが悪化している。同調査に含まれる物価見通しのデータから、同月における今後1年間の消費者の予想物価上昇率を試算すると+3.9%となり、米の価格高騰が問題となっていた前回のピークである25年4月と概ね同水準まで上昇している。消費者のインフレに対する懸念は急速に高まっている。

耐久財消費に含まれる自動車について、乗用車販売台数（季調値、年率）は25年10～12月期の約367万台から1～3月期には約376万台へと増加した。26年4月の販売台数は、4月からの自動車税の環境性能割の廃止に向けた販売（登録）の後ずれに押し上げられ、約432万台の高水準となった。5月からはこの要因が剥落するものの、26年には新型車が相次いで発売予定であり、乗用車販売は緩やかな持ち直し基調が続くとみられる。

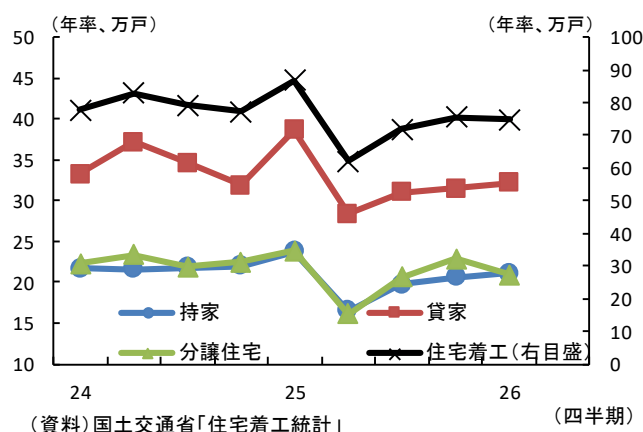
サービス消費について、日本フードサービス協会によれば3月の外食産業売上高は前年比で5.7%増（2月は同6.6%増）となった。客単価、客数ともこのところ同3%前後の増加が続いている。一見、堅調に見えるものの、一部業態では節約志向のなかで客数が苦戦しているとのコメントもみられるほか、新メニューの連続展開で売上増を維持している業態もあり、以前よりは脆弱性が感じられる。

また、街角の景気を映す内閣府による景気ウォッチャー調査では、米国・イスラエルとイランの間の紛争の発生を受けて、現状判断DI、先行判断DIがともに3月に大きく悪化した。4月の調査では、両DIとも3月からは小幅な動きに留まっている。コメントには、現状に関して「商談はかなり慎重になっており、販売は更に鈍化し、マンション在庫が増えている（住宅販売会社）」、「待機時間が長い（タクシー運転手）」、「客の来店回数が減少しており、物価上昇を懸念している（美容室）」などがみられた。

○住宅投資は緩やかな減少傾向となるだろう

1～3 月期の住宅投資は前期比 0.5% 増となった。先行指標となる新設住宅着工戸数は、同期に年率 74.7 万戸と前期比 1.1% 減少した。25 年 4 月から全面施行された改正建築物省エネ法・建築基準法（原則すべての新築住宅・建築物の省エネ基準への適合が義務化）に対する駆け込み着工と反動減を経て、その後の持ち直しも一服している（図表 6）。住宅投資は、緩やかな減少傾向となるだろう。不動産経済研究所によれば 25 年 1～3 月の首都圏における

図表 6. 新設住宅着工戸数の推移



る新築分譲マンションの初月契約率は 64.0%と、販売好調の目安とされる 70%を 8 四半期連続で下回っている。発売戸数は首都圏と近畿圏の合算で前年比 2.8% 減少した。デベロッパーによる用地取得の困難さに加えて、在庫戸数の水準もこのところやや増加しており、分譲マンションの着工戸数は減少傾向が続くだろう。戸建て分譲住宅と持家については、価格が高騰している分譲マンションからの代替需要はプラス要因となるものの、資材価格や人件費など建築コストの上昇などから伸び悩むだろう。日銀の「主要銀行貸出動向アンケート」調査によれば、個人向け住宅ローンの資金需要判断は足元で増加している。住宅の買い手側としては、さらなる金利や物価の上昇を見込んで、中古物件も含めた住宅の早期取得への動機が強まっているのかもしれない。一方、銀行側の個人向けの貸出運営スタンスは、不動産価格の上昇によって十分な返済能力を持つ借り手が少なくなっているとの判断もあってか、やや消極化している。貸家については、マンションの価格高騰でその購入を見送った人々による賃貸需要もあって、相対的に底堅く推移してきた。しかし、大家側が賃料の引上げを進めているなかで入居者の支払い能力の限界もあり、そろそろ曲がり角に近づいているかもしれない。なお、26 年の税制改正にともない、住宅ローン減税制度は 25 年末までの条件から広さに関する要件が緩和されたうえで、長期優良住宅と ZEH 住宅は控除対象となるローン残高の上限、控除率、控除期間が据え置きとなった（例えば夫婦どちらかが 40 歳未満、又は 19 歳未満の子がいる場合、新築 ZEH 住宅については 4,500 万円を上限に 13 年間、0.7%の税額控除が適用）。2026、27 年度の住宅着工戸数はそれぞれ 70.3 万戸、68.9 万戸と予測している。

○設備投資は堅調に推移するだろう

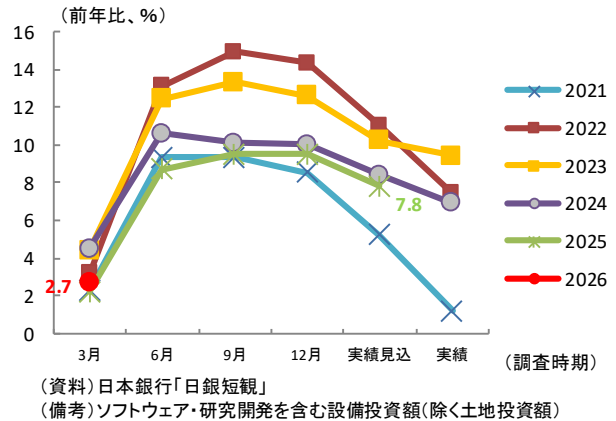
1～3 月期の実質設備投資は前期比 0.3% 増と 2 四半期連続の増加となった。研究開発等への支出が増加した。

設備投資は、今後も堅調に推移するだろう。日銀短観 3 月調査における全規模・全産業の 2026 年度設備投資計画（ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資を除く）は前年比 +2.7%と、当初計画として近年では控えめの数字となった。25 年度の当初計画もトランプ米大統領による関税政策を巡る不透明感などから、低めの数字であったが、26 年度は中東情勢の悪化が大きく影響していると思われ、今後の計画修正もその行方が鍵となりそう（図表 7）。もっとも、先行指標である資本財の国内向け出荷

指数、機械受注（船舶・電力除く民需）、建設工事受注（民需）は堅調に推移している。AI の活用を含むデジタル化の推進や人手不足への対応は企業にとって引き続き必須の投資と考えられる。

設備投資との関係が強い経常利益について、法人企業統計によって確認すると、25 年 10～12 月期（全産業ベース）は前年同期比 4.7% 増と堅調に推移した。製造業は同 0.9% 増であり、AI の活用を含むデジタル化の推進を背景に情報通信機械、電気機械などが増益となった。非製造業は価格改定による収益改善もあって同 7.1% 増であり、サービス業、情報通信業などが牽引役となった。今後について、輸出企業は好調な半導体関連製品への需要に加えて、中国における設備投資の持ち直し、円安などを背景に増益が続くだろう。国内では原油価格などの上昇がコスト高の要因となるものの、コスト高に応じた販売価格の値上げは恒常的に行われる環境となっている。企業収益は堅調に推移するだろう。

図表 7. 設備投資計画調査
(全規模・全産業)



○公的固定資本形成は増加が見込まれる

1～3 月期の公的固定資本形成は前期比 1.4% 増と 3 四半期ぶりの増加となった。先行指標である公共工事請負金額をみると、1～3 月期は前年比 17.3% 増と堅調に推移している（図表 8）。26 年 4 月に国会で可決された政府の 26 年度予算では、一般会計の公共事業関係費は前年度の当初予算比で概ね横ばいの 6.1 兆円である。ただし、25 年 12 月に成立した 25 年度補正予算には、国土強靭化（道路関連インフラ保全等）に向けて 1.6 兆円が計上されており、その執行分が上乘せされる。また、政府は 26 年度からの 5 年間の計画（第一次国土強靭化実施中期計画）を 25 年 6 月に閣議決定しており、その事業規模は概ね 20 兆円強程度が目途とされている。

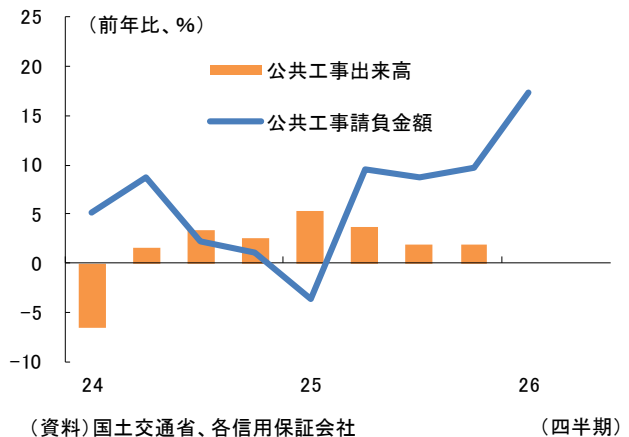
防衛関係費については、26 年度予算で歳出化経費に分類される物件費（防衛装備品の調達費用などを含む）は同 5.3% 増の 4.5 兆円である。人件費なども含めた防衛関係費全体は 9.0 兆円であり、22 年 12 月の閣議決定（2023 年度からの 5 年間の総額を 43 兆円程度とする）に概ね沿っている。

公共工事に関しては請負金額の推移から底堅い動きが見込まれる。防衛関係費の予算増（防衛装備の調達増）もあって、今後の公的固定資本形成は増加するだろう。

○輸出は緩やかに増加するだろう

輸出は持ち直している。 1～3 月期の GDP 統計上の実質輸出は前期比 1.7% 増とな

図表 8. 公共工事請負金額・出来高の推移



った。内訳では財の輸出が自動車等の増加から同 2.2%増、サービス輸出は同 0.4%増である。日銀が公表する 1~3 月期の財の實質輸出額では、前期比 3.0%増となった。財別にみると情報関連が減少したものの、資本財や自動車関連などが持ち直した(図表 9)。なお、数量ベース(財務省の貿易統計の数量指数)では 1~3 月期に前期比 3.9%増と、2 四半期連続のプラスとなった。地域別には、中国向けが同 10.7%増と大きく伸びたほか、米国向け、アジア向けも堅調に推移した。

先行きについて、AI 関連投資の隆盛にともなって半導体製造装置や半導体材料などへの堅調な需要が続く見込みであることに加え、中国で製造業などが資金を債務削減から設備投資に振り向けるなか、日本からの輸出も持ち直しが続く見込まれる。

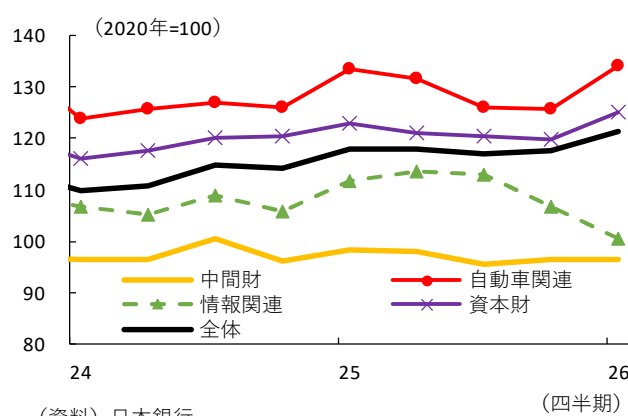
インバウンドについて、26 年 1~3 月期のインバウンド支出額は前年比 5.1%増と、25 年 10~12 月期の同 11.0%増からは減速したものの、堅調に推移している。1~3 月の訪日外客数の前年比は韓国、台湾などが 2 桁増となったものの、高市首相の台湾有事を巡る発言を受けて中国が概ね半減し、世界全体では 1.4%増に留まった。25 年を通じての訪日外客数は 4,268 万人に対し、中国からの減少が続くため 26 年は 4,400 万人程度と控えめな伸びを想定している。もっとも、一人当たり消費額はこのところ堅調に推移しており、原油価格と航空運賃が極端に値上がりしない限り、26 年のインバウンド支出額は緩やかな増加が続きそうだ。

今後の輸出はインバウンドが含まれるサービス輸出、財輸出ともに緩やかに増加する見通しである。

○消費者物価と金融政策の見通し

消費者物価は一時的に上昇率が低下している。 26 年 3 月のコア CPI(生鮮食品を除く消費者物価総合)の前年比上昇率は+1.8%と 2 カ月連続で 2%を下回った(図表 10)。もっとも、その主因は政府による電気代等への補助金の再開にともなうエネルギー価格の低下である。一般家庭向け(低圧)電力契約に対する補助額は、26 年 1~2 月使用分に対して 1kWh あたり 4.5 円、3 月使用分に対して同 2.3 円である(25 年 1~2 月の同 2.5 円、3 月の同 1.3 円よりも多く、これが 1 カ月遅れで CPI に反映され、マイナスの寄与となる)。なお、4~6 月使用分については 25 年も実施されておらず、CPI への影響は無くなる見込みである。食料(生鮮を除く)

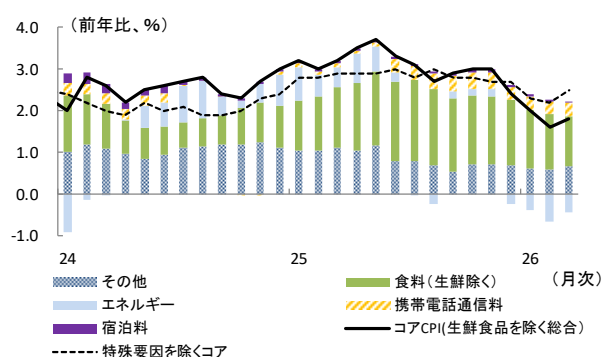
図表 9. 實質輸出額の推移



(資料) 日本銀行

(四半期)

図表 10. 消費者物価指数の推移



(資料) 総務省、日銀
(備考) 特殊要因とは消費税変更、教育無償化、ガソリンや電気代の補助など

のプラス寄与は 25 年 7 月の 1.9 ポイントをピークに緩やかな縮小方向にあり、26 年 3 月には 1.2 ポイントに低下した。

今後のコア CPI の上昇率は、政府による電気代等への補助金の終了と中東情勢の悪化による原油価格の高騰などを受けて上昇に転じ、夏場以降は 2% 台後半で推移すると見込んでいる。 消費者物価（総合）についても、概ねコア CPI と同様の動きになるだろう。

執筆時点（5 月 22 日）の先物市場によれば、原油価格は今後、時間をかけて緩やかに低下するものの、

米国・イスラエルによるイラン攻撃前の水準（65 ドル前後）を 2 割弱上回る水準（75 ドル前後）で高止まりする見通しである（図表 11）。今後の数週間程度といった短い期間では中東情勢の安定化は望めず、原油の安定供給に関する懸念も払拭できないとの見方だ。

食料価格の今後について、肥料など資材の値上がりが見込まれることに加え、日本における趨勢的な農業従事者の減少などの構造要因もあり、これまでの上昇率の低下局面は終盤を迎えつつあると思われる。

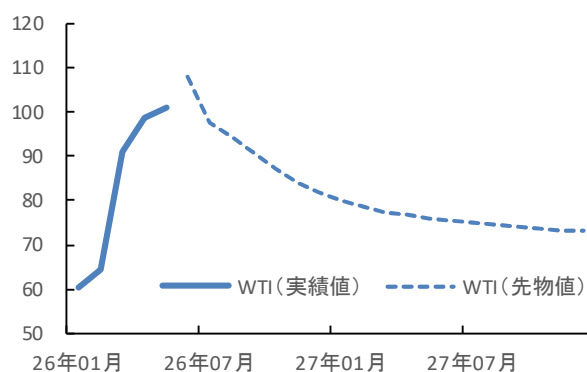
前回 2 月予測と同様に、自民党の公約（2 年間、食料品を消費税の対象外とすることに向けて、検討を加速）に基づき、2027 年 1 月から 2 年間、食料品の消費税率をゼロと想定した（物価下落要因）うえて、26 年度のコア CPI 上昇率の予測値を前回から 0.5 ポイント引上げて +2.5%、27 年度は 0.1 ポイント引上げて +1.6% とした。

さらに、地球温暖化の影響で米などの食料供給が再び不安定化し、一段のコスト高を招いて物価上昇率が上記の予測値を上回る可能性も小さくない。

金融政策について、日銀は 4 月 28 日の金融政策決定会合で政策金利（無担保コールレート・翌日物の誘導目標）を 0.75% に据え置いた。同時に発表された物価・展望レポートでは、原油価格上昇がエネルギー価格や財価格を中心に押し上げ方向に作用するとして、26 年度を中心に前回のレポートよりも物価上昇率の見通しが大きく引上げられた。また、企業の賃金・価格設定行動が積極化しているため、物価上昇率が大きく上振れていくリスクが顕在化しないよう、十分に留意する必要があるとしており、利上げに前向きな姿勢が感じられる。植田総裁は決定会合後の記者会見で、物価と経済の関係をもう少し確認したいとしつつも、景気が大きく下振れない限り、利上げがあり得る旨を発言した。

日銀は 2027 年 3 月末までに政策金利（無担保コールレート・翌日物の誘導目標）を 0.50 ポイント引上げ、1.25% にすると想定している。

図表 11. 原油の先物価格



(資料) Bloomberg
(備考) 実績値は月中平均

図表12. デフレーター伸び率(2015暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度	2027年度
国内総支出	4.8	3.2	3.4	2.3	2.8
民間最終消費	3.2	2.7	2.6	2.7	1.6
民間住宅投資	1.6	3.3	3.3	4.2	3.2
民間設備投資	3.9	3.3	3.1	4.0	3.0
政府最終消費	1.7	2.2	1.9	2.2	1.9
公的固定資本形成	3.7	3.8	3.3	4.0	3.2
財貨・サービスの輸出	4.4	5.1	1.6	3.4	1.6
財貨・サービスの輸入	▲ 3.0	3.0	▲ 1.5	7.0	▲ 1.7

予測

図表13. 需要項目別の寄与度

(%)

	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度	2027年度
実質国内総支出	▲ 0.0	0.5	0.8	0.4	0.7
民間需要	▲ 0.9	0.4	0.8	0.2	0.7
民間最終消費	▲ 0.5	0.1	0.6	0.2	0.3
民間住宅投資	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
民間設備投資	▲ 0.0	0.2	0.4	0.4	0.3
公的需要	▲ 0.2	0.5	0.1	0.1	0.2
政府最終消費	▲ 0.2	0.5	0.2	0.1	0.1
公的固定資本形成	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
財貨・サービスの純輸出	1.2	▲ 0.3	▲ 0.2	0.2	▲ 0.2
財貨・サービスの輸出	0.6	0.6	0.4	0.2	0.4
財貨・サービスの輸入	0.5	▲ 0.9	▲ 0.6	▲ 0.1	▲ 0.7

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない

予測

◇海外経済の現状と見通し

【米国経済】

米国の2026年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.0%と10～12月期の同+0.5%から上昇した。(図表14)。需要項目別にみると、個人消費はやや減速して同1.6%増となった。財消費は衣料品や食料などが含まれる非耐久財を中心に伸びが減速して同0.1%減となり、サービス消費も娯楽サービスなどが減速して同2.4%増となった。設備投資は同10.4%増と大幅に増加した。ソフトウェア、情報処理機器などへの投資が大きくプラスに寄与した。住宅投資は同8.0%減と5四半期連続の減少となった。建築費用の増加やトランプ政権の移民抑制政策による建設業労働者の不足などが要因と考えられる。民間在庫投資

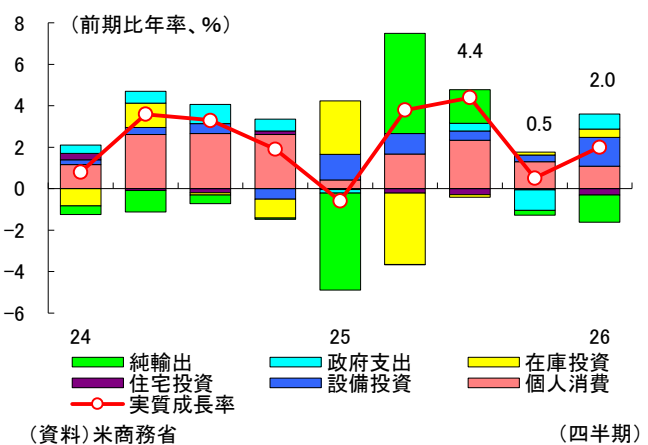
は+0.4ポイントの寄与となった。輸出は前期比年率12.9%増となった。内訳では財輸出が同18.1%増、サービス輸出が同4.2%増である。貿易統計をみると、財ではコンピューター及び同附属品などが増加基調にある。輸入は同21.4%増となった。内訳では財輸入が同25.8%増、サービス輸入が同6.6%増である。この結果、純輸出の寄与度は▲1.3ポイントとなった。政府支出は同4.4%増と、2四半期ぶりのプラスとなった。10～12月期に行われた政府部門の一時

閉鎖からの反動増が主因と考えられる。個人消費は緩やかに減速しているものの、好調な設備投資に支えられて米国経済は堅調に推移している。

雇用者数の増加は引き続き限定的である。25年平均の月当たり1.0万人に対して、26年1～3月期の平均は同6.8万人となったものの、月次での振れ幅が大きいため、まだ明確に上向いたとの判断は下しづらい。部門別にみると、政府部門が同期に月平均1.1万人の減少、民間部門は同7.9万人の増加となっている。26年4月の失業率は4.3%と、1年前から0.1ポイントの上昇に留まっている。3月の求人率(企業のなかで空席となっているポジションの割合)は4.1%と、失業率を多少下回る水準である。26年4月の平均時給は前年比+3.6%と安定的に推移している。26年1～3月期の雇用コスト指数(職種・業種の構成変動による影響を除外し、賃金のほか付加給付も加算した指数)の伸び率は前年比+3.7%と10～12月期の同+3.0%から上昇した。トランプ政権による移民抑制政策が雇用者数を減じている面もあり、雇用環境が大きく悪化しているとまでは言えない。もっとも、長期化傾向にある失業期間などの懸念材料はある。

中東情勢の悪化にともなうエネルギー価格の上昇や、先行きの雇用環境の悪化への懸念は消費マインドに影を落としている。ミシガン大学の調査による4月の消費者信頼感指数は前月よりも3.5ポイント低い49.8と、悪化傾向が続いている。エネルギー価格の高騰を背景に、4月のCPI(総合)の上昇率は前年比+3.8%と3月の同+3.3%から大きく上昇した。今後、コアCPI(食品とエネルギーを除く消費者物

図表14. 米国実質GDP成長率の推移



価指数)にも波及していくと考えられる。一方で、これまでの株高は金融資産の保有が大きい富裕層にとっては、消費促進の一因となっている。

米国経済は、堅調に推移するだろう。個人消費は、エネルギー価格の上昇が一般物価にも波及していくことでやや減速するものの、雇用環境が総じて良好に保たれるなか、生産性の上昇を受けた賃金の上昇もあって、底堅く推移するするだろう。25年7月に成立したトランプ減税の恒久化、児童税額控除の拡大などの所得税減税も個人消費の支えとなる。設備投資の先行指標である資本財受注(国防及び航空機を除く)は堅調に推移している。設備投資は今後もAI関連などを中心に好調に推移するだろう。鉱工業生産も上向いており、トランプ政権が目指す製造業の国内回帰の動きが始まっているように思われる。米国企業における好調な企業収益に加えて、日本、EU、韓国などとの貿易合意に含まれる米国への投資拡大の約束も設備投資の支援材料となる。住宅投資は、このところ住宅ローン金利がやや上昇するなかで、先行指標である住宅ローン申請指数(購入)が足踏みしている。人手不足や建築費の高騰も制約要因となり、今後も住宅投資は伸び悩みそうだ。輸出は、IT関連の製品やサービスの好調に加え、各国との貿易合意に基づく米国製品の輸入拡大もあり、緩やかに増加すると見込んでいる。

今後の実質GDP成長率について、26年4~6月期は同+2.2%、暦年ベースの成長率は26年を+2.2%、27年を+2.0%と予測している。

物価上昇率は、高騰しているエネルギー価格からの波及により財を中心にやや加速する見込みである。ただし、AIの導入による効率化は物価上昇率を抑制する方向に働くだろう。今後の中東情勢の帰趨に大きく左右されるものの、現状では食品とエネルギーを除く消費者物価指数(コアCPI)の前年比上昇率は、25年12月の実績値+2.6%に対し、26年12月は+3.0%、27年12月は+2.3%と想定している。

金融政策について、FRBは雇用と景気の下振れリスクに配慮しつつも、中東情勢の悪化による原油高が物価に与える影響を見極めるべく、27年3月末まで政策金利を3.50~3.75%に据え置くだらう。

米国・イスラエルとイランの紛争については、今後も大きな不確実性が残ると考えている。核開発の完全な放棄を求める米国の要求をイランが受け入れるとは思えない。一時的に停戦が合意されても、トランプ政権の予測不能な行動とそれに対するイランの反発を前提とすれば、ホルムズ海峡の安全な通過に対する懸念は払拭できず、エネルギー価格の低下には時間がかかるだろう。トランプ大統領が発言しているイランのインフラの破壊や、イスラエルによるイランへの大規模な攻撃があれば、エネルギー価格の更なる高騰と金融市場の混乱を引き起こす可能性がある。

【欧州経済】

ユーロ圏の26年1～3月期の実質GDP成長率は前期比+0.1%（年率換算+0.6%）と、緩やかに成長しているものの、前期からはやや減速した（図表15）。

執筆時点（5月22日）では需要項目別の内訳は未公表であるものの、小売上などの統計を勘案すると、個人消費が足踏みしたと考えられる。主要国の成長率（括弧内：10～12月期の成長率）は、ドイツが前期比+0.3%（同+0.2%）、フランスが同0.0%（同+0.2%）、イタリアが同+0.2%（同+0.3%）、スペインが同+0.6%（同+0.8%）となった。

雇用・所得環境は良好な状況が続いている。ユーロ圏の3月時点の失業率は6.2%と、過去最低水準となっている。国別にみると、ドイツ・スペインでは僅かに上昇している一方、イタリア・フランスなどでは低下基調にある。ユーロ圏の10～12月期の妥結賃金の上昇率は前年比+2.9%と、この期間の消費者物価（総合）の上昇率を約1ポイント上回っている。もっとも、中東情勢の悪化を受けて3月以降の消費者マインドは大幅に悪化している。

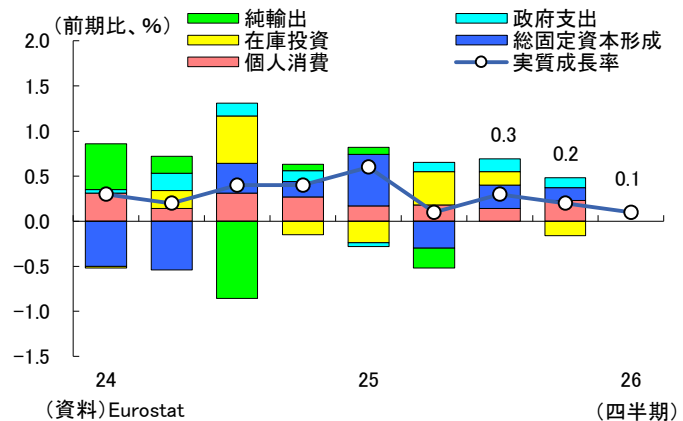
4月のユーロ圏のコアHICP（食品とエネルギーを除く消費者物価指数）の上昇率は前年比+2.2%（推計値）と、横ばい圏での推移が続いている。もっとも、原油・天然ガス価格の急騰を受けて、食品とエネルギーを含むHICP全体としては前年比で+3.0%まで上昇している。今後のコアHICP上昇率の見通しについては、エネルギー価格の上昇がエネルギー以外の財価格や輸送などのサービス価格に波及していくため、やや加速すると見込んでいる。

欧州経済は緩やかに成長するだろう。個人消費は、物価上昇率の加速がマイナス要因となるものの、良好な雇用環境を背景に極端な落ち込みは避けられる見通しである。総固定資本形成は、AI関連の投資増加に加えて、国防関連などへの政府支出の増加もあって、持ち直しが続くだろう。輸出は、米国の関税引き上げの影響が徐々に減衰するも、緩やかに増加する見通しである。

金融政策について、ラガルドECB総裁は4月の理事会後の記者会見で、利上げの可能性について政策当局者が詳しく議論したと述べた。ECBは27年3月末までに政策金利（預金ファシリティ金利）を0.50ポイント引上げ、2.50%にすると見込んでいる。

見通しの変動要因として、中東情勢のほかにウクライナとロシアとの戦争の行方などがある。ウクライナとロシアの戦争は膠着が続いているが、何らかの停戦合意に至れば、高騰しているエネルギー価格が幾分は低下し、欧州の個人消費などにプラスの影響を及ぼすだろう。

図表15. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



【中国経済】

中国の26年1～3月期の実質GDP成長率は前年比+5.0%と、10～12月期から上昇した。前期比でも+1.3%と、伸び率は若干ながら上昇している(図表16)。中国政府による2026年の成長目標である「+4.5～5.0%程度」に向けて、順調な滑り出しとなった。前年比で1～3月期の需要項目別の動きをみると、固定資本形成のプラス寄与が拡大した。名目成長率も前年比+4.9%と、10～12月期の同+3.9%から上昇した。

1～3月期の経済指標をみると(以下、括弧内は昨年1～12月期の値)、小売売上高は前年比2.4%増(同3.7%増)と伸びが鈍化した。内訳では、商品が政府による耐久財の買い替え支援策の効果が弱まったことを背景に減速して同2.2%増(同3.8%増)、飲食は春節期間における好調などから同4.2%増(同3.2%増)とやや持ち直している。固定資産投資は前年比1.7%増(同3.8%減)とプラスに転じた。内訳をみると、不動産開発投資は同11.2%減(同17.2%減)と低迷が続いているものの、製造業の投資が同4.1%増(同0.6%増)、運輸関連投資が同16.3%増(同1.2%減)と持ち直している。輸出(ドル建)は同14.7%増(同5.5%増)とトランプ関税にともなう米国向けの大幅減にも拘わらず、アジア向けやEU向けの増加などで堅調さを維持している。

今後の輸出について、米国向けは今しばらく、トランプ関税の影響により低迷が続くものの、アジアや欧州などの従来の貿易相手国に加えて、アフリカなどへの輸出増もあって、全体としては堅調に推移する見込みである。個人消費について、中国政府の商務部などが25年9月に発表した「サービス消費拡大に関する政策措置」ではサービス消費促進活動の積極展開、ビザ免除国の拡大等による観光促進、博物館や美術館の建設推進などが掲げられた。こうした方針のもと、地方政府はサービス消費に使用できるクーポンの発行、バドミントンなどのコート整備といった具体策を打ち出している。また、25年後半の固定資産投資の減速は、国有企業などで債務返済を優先させたことも背景にあった。債務返済の動きが一服するなかで、資金は徐々に投資へと向かうだろう。

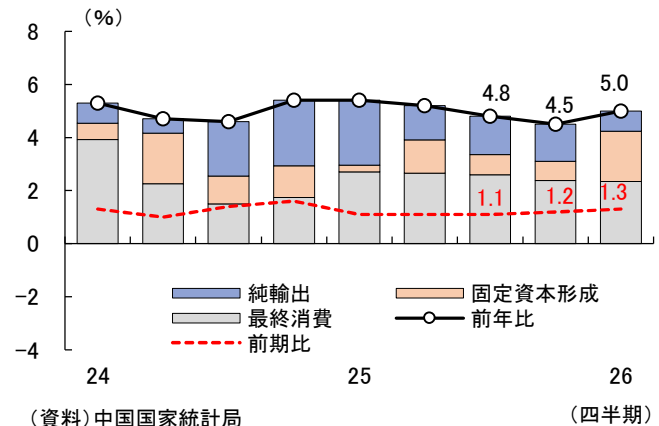
4月のコアCPI(食品とエネルギーを除く消費者物価指数)の上昇率は前年比+1.2%と安定的に推移している。政府による反内巻政策(過剰生産や過度な低価格戦略に対する抑制策)も一定の効果が出ており、デフレからは脱しつつあるようだ。

4月のコアCPI(食品とエネルギーを除く消費者物価指数)の上昇率は前年比+1.2%と安定的に推移している。政府による反内巻政策(過剰生産や過度な低価格戦略に対する抑制策)も一定の効果が出ており、デフレからは脱しつつあるようだ。

中国経済は幾分減速するものの、今後も堅調さを維持するだろう。25年の実質GDP成長率の実績値+5.0%に対して、26年は+4.7%、27年は+4.5%と予測している。

見通しの変動要因として住宅価格の行方がある。住宅価格は値下がりが続いており、国有系の大手不動産企業の経営危機も継続している。今後、住宅価格が急落すれば消費などへの悪影響が懸念される。

図表 16. 中国実質GDP成長率の推移



以上