

世界経済の潮流

2026年 I

中東情勢の緊迫化と政策対応

令和8年7月

内閣府

政策統括官（経済財政分析担当）

目 次

第1章 中東情勢を受けた世界経済動向と各国の政策対応

第1節 中東情勢が世界経済に与える影響	4
1. 中東情勢の緊迫化	4
2. 主要国・地域のエネルギー需給構造	8
3. エネルギー価格の動向	14
4. 物価面の影響	19
5. 実体経済への影響	28
第2節 エネルギー価格高騰や供給制約を受けた各国の政策対応	36
1. 主要国・地域の財政状況	36
2. 各国の政策対応	38
第3節 主要国・地域の金融政策の転換	52
1. 連邦準備制度理事会（FRB）	53
2. 欧州中央銀行（ECB）	70
3. イングランド銀行（BOE）	79
4. 中国人民銀行	87
5. 小括	94
第4節 まとめ	96

第2章 2026年前半の世界経済の動向

第1節 米国の景気動向	104
第2節 アジアの景気動向	142
1. 中国経済の動向	142
2. その他アジア経済の動向	161
第3節 欧州の景気動向	173
1. ユーロ圏経済の動向	173
2. 英国経済の動向	198
第4節 世界経済の見通しとリスク	209
1. 世界経済の見通し	209
2. 先行きのリスク要因	211

コラム目次

コラム 1	欧州のエネルギー構造について	-----47
コラム 2	ユーロ圏におけるAI投資について	-----185

凡 例

- (1) 本報告書で用いた年次は、特記しない限り暦年（1～12月）である。
- (2) 「国」という表現には「地域」を含む場合がある。
- (3) 本報告書では、特記しない限り原則として、各国・地域を以下のように分類している。
 - ・ **先進国**：OECD加盟国。
 - ・ **新興国**：先進国以外の国のうち、G20に参加する国。
 - ・ **途上国**：先進国・新興国以外の国。

※本報告は、原則として令和8年6月25日頃までに入手したデータに基づく。

第 1 章

中東情勢を受けた世界経済動向と 各国の政策対応

第1章 中東情勢を受けた世界経済動向と各国の政策対応

2026年2月末の米国・イスラエルによるイランへの攻撃は、イランによる報復攻撃を招き、原油や天然ガスといった世界のエネルギー貿易の要衝であるホルムズ海峡の通航が大きく制約される状況に至った。本章では、中東情勢の緊迫化から半年弱が経過する中で、世界経済がどのような影響を受けているか、これに対して各国政府・中央銀行がどのような対応をとっているのかを整理する。

本章の構成は以下のとおりである。

第1節では、中東情勢や原油等の国際商品市況、主要国・地域のエネルギー需給構造等を整理した上で、今般の中東情勢の緊迫化とそれによって生じたエネルギー価格の高騰が、各国・地域の物価や実体経済に与えている影響を確認する。

第2節では、今般の中東情勢に伴うエネルギー価格の上昇やエネルギー貿易の混乱を受けた各国政府の初動対応について、財政余地も確認しつつ整理する。

第3節では、近年の主要中央銀行の金融政策の変遷を整理した上で、足元の中東情勢を踏まえた主要中央銀行の対応と今後の展望を議論する。

その上で、第4節では、次章の内容も一部先取りしつつ、中東情勢の緊迫化を受けた2026年前半の世界経済の動向と各国の政策対応について総括する。

第 1 節 中東情勢が世界経済に与える影響

本節では、2026年2月末以降の中東情勢の緊迫化を受けた原油等の国際商品市況の動向を整理した上で、エネルギー価格の上昇や湾岸諸国の生産・貿易活動の混乱が主要国・地域の経済に与えている影響について確認する。

1. 中東情勢の緊迫化

（2月末以降ホルムズ海峡の通航が困難な状況が続いてきた）

2026年2月28日、米国とイスラエルはイランへの攻撃を開始した¹（第1-1-1表）。イランは即日報復し、アラブ首長国連邦（以下「UAE」という。）やバーレーン、カタールの米軍基地を攻撃したほか、湾岸諸国のエネルギーインフラにも直接攻撃を行ったとされる。サウジアラビアの国営石油会社「サウジアラムコ」では、同社主要石油施設がイランによるものとみられるドローン攻撃を被弾して一時操業を停止したほか、カタールの国営エネルギー会社「カタール・エナジー」施設も同様の攻撃を受けてLNGの生産停止を余儀なくされるなど、湾岸諸国のエネルギー生産能力が毀損されたことで、世界のエネルギー需給のひっ迫が現実問題となった。こうした中、3月2日にはイラン革命防衛隊が、世界で消費される石油の約2割が通過するホルムズ海峡の「封鎖」を表明したことで、エネルギーの生産のみならず輸送も混乱した。

その後、米国・イラン両国が6月17日に戦闘終結に向けた暫定合意の覚書に署名したが、本稿執筆時点（7月）、ホルムズ海峡通航の正常化を含め事態の予断を許さない状況が続いている²。

¹ 米国とイスラエルによるイラン攻撃は2025年6月以来で、同年12月にイランで政権に対する大規模なデモが発生して以降、米国のトランプ大統領は介入の可能性を示唆していた。

² ホルムズ海峡の航行をめぐるのは、イラン側が海峡を通過する船舶からサービス料などの名目で料金を徴収する考えを示しているのに対し、バンス米副大統領は同海峡が「長期的に通航料なしで開放される」と発言して料金徴収を認めない姿勢を示すなど、両国間で立場の隔たりがある。また、戦闘の当事国であるイスラエルは、米・イラン両国での協議進展を横目に、レバノン南部を拠点とする親イラン組織ヒズボラーに対する攻撃を継続しており、これに反発するイラン側が6月20日にホルムズ海峡の再封鎖を宣言するなど、本稿執筆時点で事態はなお予断を許さない状況が続いている。

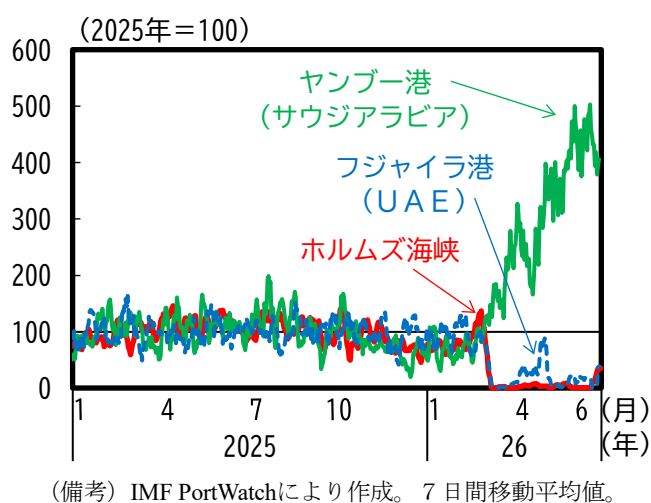
第1-1-1表 中東情勢

日付 (現地時間)	主な出来事
2026年 2月28日	・米国とイスラエルがイランへの攻撃を開始。イランも即日報復し、湾岸諸国の米軍基地を攻撃。
3月2日	・カタールの国営エネルギー会社「カタール・エナジー」、操業施設への軍事攻撃の被害によりLNG及び関連製品の生産停止を発表。 ・イラン革命防衛隊がホルムズ海峡封鎖（通過しようとする船舶を攻撃）を宣言。
3月12日	・イランの最高指導者モジュタバ・ハメネイ師が声明でホルムズ海峡の封鎖継続を表明。
3月13日	・米国がイラン産原油の輸出拠点であるカーク島の軍事目標を攻撃。
3月16日	・パキスタン行き石油タンカー及びインドのタンカー2隻がホルムズ海峡を通過したとの報道。
3月18日	・イスラエル軍がイラン南部の世界最大級ガス田関連施設を攻撃し、これに対して、イランは報復としてカタールのLNG施設などをミサイル攻撃したとの報道。カタール政府は、北部ラスラファン工業都市への攻撃により火災が発生し、施設に重大な損害が生じたことを発表。
3月25日	・イランのアラグチ外相、仲介国を介した停戦に向けた米国からの提案について検討している旨を表明。 ・イランが、ホルムズ海峡を通過する石油タンカー10隻（仲介国パキスタン船籍）の通航を認めたとの報道。
4月8日	・パキスタン政府、イランと米国が即時停戦に合意した旨を発表。
4月11日	・米国とイランが戦闘の終結に向けた初協議をパキスタンで開催。
4月12日	・米国とイランが戦闘終結をめぐる2日間協議するも、合意に至らず。
6月14日	・米国のトランプ大統領がイランとの交渉で合意に至った旨を表明。
6月17日	・米国のトランプ大統領とイランのペゼシュキアン大統領が戦闘終結等に関する覚書に署名。

(備考) 各種公表情報等により作成。

こうした中東情勢を受けて、3月以降、ホルムズ海峡の通航が困難な状況が続いている。ホルムズ海峡を通過するタンカーの貨物量をみると、3月初頭から大幅に減少し、6月半ばにかけてゼロ近傍で推移してきた（第1-1-2図）。ホルムズ海峡を通じた原油等の貿易が大きく制約される中、ホルムズ海峡を通過しない迂回輸出ルートとして、サウジアラビアのヤンブー港やUAEのフジャイラ港が有望視された（第1-1-3図）。このうち、2026年6月時点では、紅海沿岸のヤンブー港では2025年平均の4～5倍近い貨物の積み出しがみられた一方、ホルムズ海峡に近いフジャイラ港はミサイル攻撃等もあり、足元にかけても貨物の積み出し量は2025年の水準を下回っている。また、民間調査会社による情報³では、ヤンブー港の原油輸出能力は日量400万バレル程度であり、2025年のサウジアラビア全体の原油輸出が日量643万バレルであったことを踏まえると、ヤンブー港を最大活用してもサウジアラビアの平時の原油輸出量の6割程度しか賅うことができない計算となる。こうした迂回ルートを活用する動きに加え、米国とイランによる覚書署名を踏まえて6月半ば以降はホルムズ海峡の通航にも回復の兆しがみられるものの、本稿執筆時点では、依然として湾岸諸国からの原油等の輸出は抑制された状態にある。

第1-1-2図 湾岸地域を出航・通過するタンカーの貨物量



³ Calik et al. (2026)。なお、同レポートでは、ヤンブー港の2025年の原油輸出量は日量76万バレル程度であったとされており、これが4倍まで増加すると日量300万バレル程度の輸出量となる。

第1-1-3図 湾岸地域

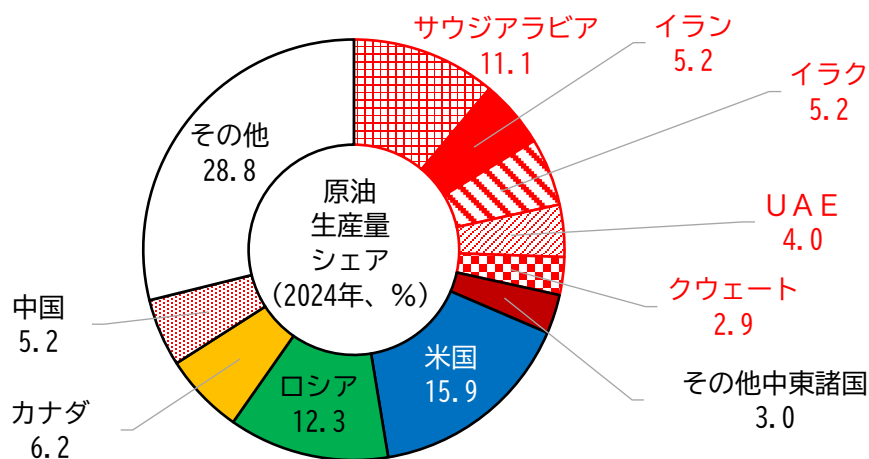


2. 主要国・地域のエネルギー需給構造

（湾岸諸国は世界の原油生産の約3割、天然ガス生産の2割弱を占める）

ホルムズ海峡の通航が困難になったことによる一次影響として、湾岸産油国からの原油輸出の一時停止と、これに伴う各国内での貯蔵能力のひっ迫が生じることとなった。その帰結として、イラク、UAE、クウェート、カタール、サウジアラビアが原油の減産を余儀なくされた。また、イランも3月13日に原油の輸出拠点であるカーグ島が米軍による攻撃を受けたほか、同18日にはイラン南部の世界最大級ガス田関連施設がイスラエル軍の攻撃を受けるなど、湾岸諸国の複数のエネルギーインフラに損傷が生じているとみられる。これらの湾岸諸国は、世界の原油生産の約3割、天然ガス生産の2割弱を占めるエネルギー供給の要衝であり（第1-1-4図、第1-1-5図）、また今回の被害状況から被災設備が事態発生前の生産能力まで復旧するには数年単位の歳月を要するとの見方もあることから⁴、世界経済への影響は中長期に及ぶ可能性もある。

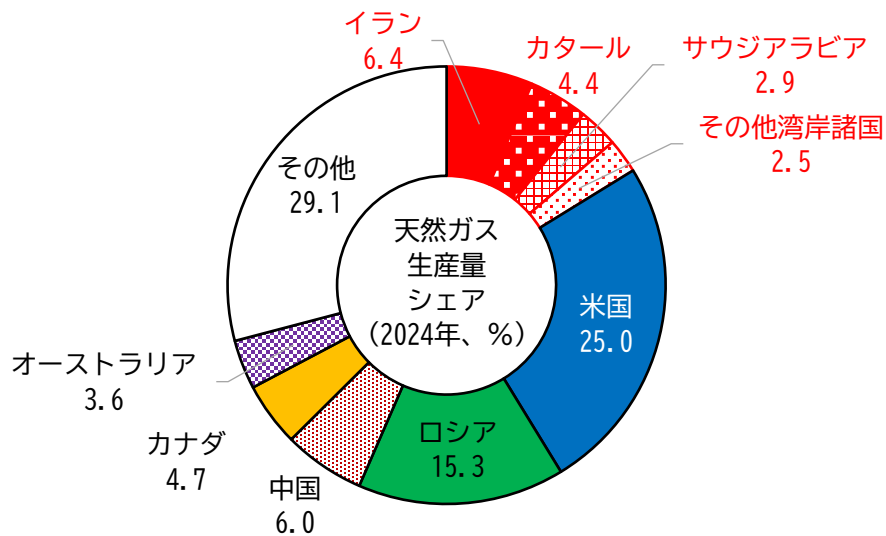
第1-1-4図 原油生産国（2024年）



（備考）Energy Instituteにより作成。

⁴ IEA (2026a)は、ホルムズ海峡の事実上の閉鎖による短期的な供給途絶に加え、カタールのLNG液化設備への被害が中期的な世界のLNG供給見通しを下押しするとの分析を示している。具体的には、被害を受けて操業を停止したLNG液化プラントを再稼働させ、出力を回復するのにまず数週間を要するとした上で、直ちに被災前の生産能力水準を回復することはできず、不足分が数年間にわたり累積するとのシナリオが示されている。この不足分を解消する水準まで被災設備が復旧するのに4年を要するとの仮定の下、2030年までの累積LNG生産量・供給量が大幅に減少し、従来見込まれていた世界的なLNG供給拡大（LNG wave）による市場安定化の効果が少なくとも2年程度遅れる可能性を指摘している。

第1-1-5図 天然ガス生産国（2024年）

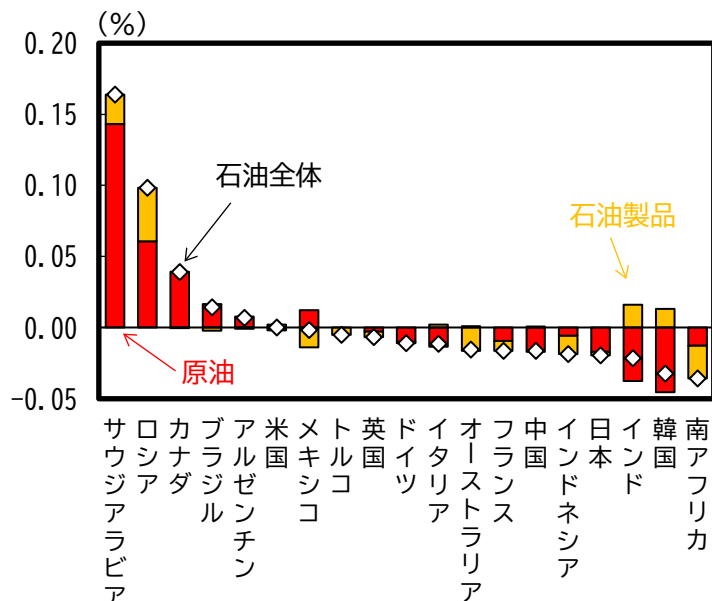


(備考) 1. Energy Instituteにより作成。
2. その他湾岸諸国には、バーレーン、イラク、クウェート、UAEを含む。

（石油の純輸出入構造）

次に、各国・地域の石油（原油及び石油製品）の輸出入構造を確認する。G20 諸国の石油純輸出の対 GDP 比をみると、サウジアラビアやロシア、カナダでは相対的に純輸出の規模が大きく、原油生産が各国経済で重要な地位を占めていることが確認できる（第 1-1-6 図）。加えて、近年のシェールオイルの生産拡大もあり、対 GDP 比ではわずかながら米国も石油純輸出国となっている。一方、アジアや欧州の主要国では石油純輸入国が多いが、韓国やインドは原油の輸入超過が大きい一方で、ガソリンや重油といった石油製品は輸出超過となっており、石油精製が主要産業となっていることが確認できる。オーストラリアやインドネシア、南アフリカでは石油製品の輸入超過が相対的に大きく、ガソリン等の石油製品を輸入に依存している構造となっている。

第 1-1-6 図 G20 諸国の石油純輸出対 GDP 比（2024 年）



（備考）UN Comtrade、IMFにより作成。ロシアは2021年の値。
原油はHSコード2709、石油製品はHSコード2710。

（日本を含むアジア諸国で原油輸入のホルムズ海峡依存度⁵が高い）

主要国・地域の原油輸入先をみると、日本を含むアジア諸国ではホルムズ海峡を経由する湾岸諸国からの輸入割合が高い姿となっている（第 1-1-7 図）。もっとも、アジアの中でも国によってばらつきがあり、日本のホルムズ海峡依存度は9割を超えている一方、韓国では約7割、インドや中国⁶は5割を下回っている。一方、米国やユーロ圏では、原油輸入のホルムズ海峡依存度は1割程度にとどまっている。米国では、カナダを始めとする米州諸国からの輸入が多く、ユーロ圏では、北海（ノルウェー、英国）や米国、アフリカ等輸入先が地域的に分散している。このように、ホルムズ海峡を経由する湾岸諸国の原油への依存度の高さから、今般中東情勢が緊迫化した直後には、主にアジア諸国が経済的に大きな影響を受ける可能性が指摘されていた⁷。

⁵ 本稿では、サウジアラビア、イラク、UAE、クウェート、カタールの5か国からの輸入割合を「ホルムズ海峡依存度」とした。サウジアラビアやUAEには、ヤンブー港やフジャイラ港といったホルムズ海峡を経由しない輸出拠点があるが、データの制約もあり、本稿ではこれらの拠点からの輸入分も「ホルムズ海峡依存度」に含めている。

⁶ 中国の原油輸入先のうちマレーシアについては、イラン産原油の迂回輸入が含まれているのではないかと指摘がある（竹原（2026）、Downs（2026））。

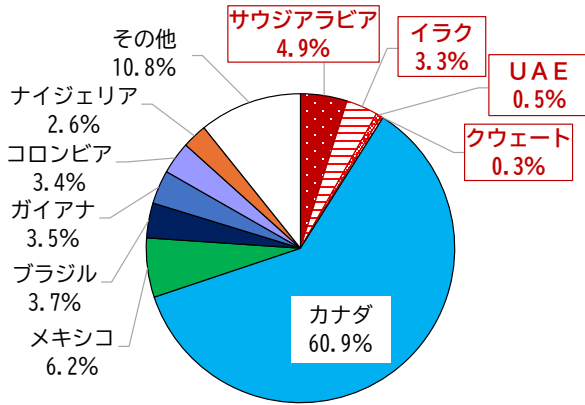
⁷ 例えば、3月に公表されたOECDの中間経済見通し（OECD（2026a））におけるシナリオ分析では、中東情勢による影響が悪化した場合、中東からのエネルギー輸入の重要性が高いアジア太平洋地域の加盟国に対するGDP押下げ効果が最も大きいとの結果を示していた。

第 1-1-7 図 主要国・地域の原油輸入先（2025 年）

○米国

・1,403億ドル（2025年）
・対GDP比：0.5%

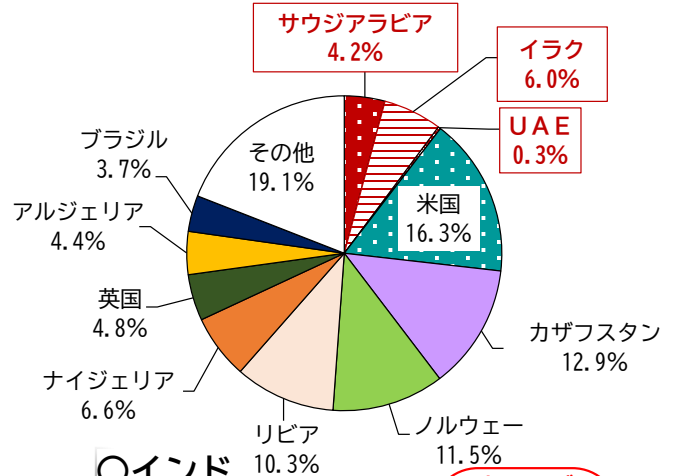
ホルムズ
海峡依存度
9.0%



○ユーロ圏

・2,028億ドル（2025年）
・対GDP比：1.1%

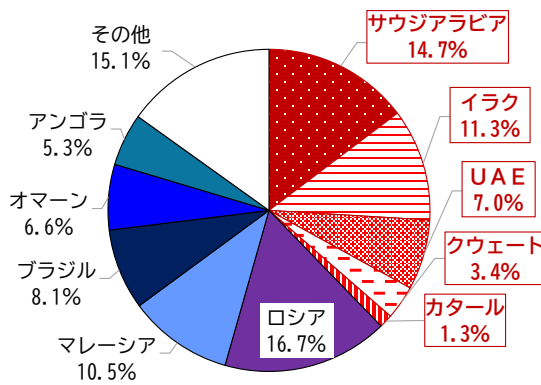
ホルムズ
海峡依存度
10.5%



○中国

・2,957億ドル（2025年）
・対GDP比：1.5%

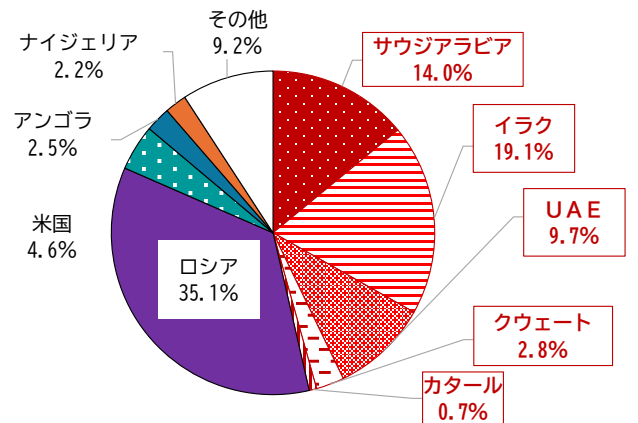
ホルムズ
海峡依存度
37.8%



○インド

・1,431億ドル（2024年度）
・対GDP比：3.6%

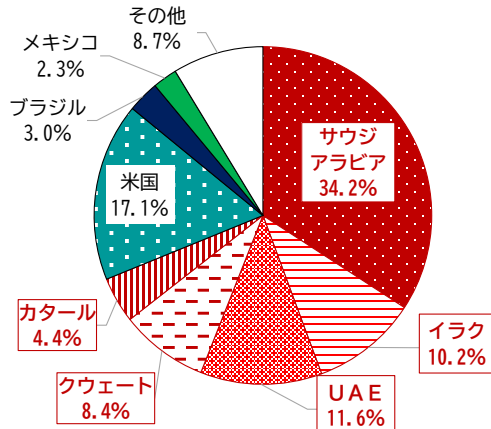
ホルムズ
海峡依存度
46.4%



○韓国

・753億ドル（2025年）
・対GDP比：4.0%

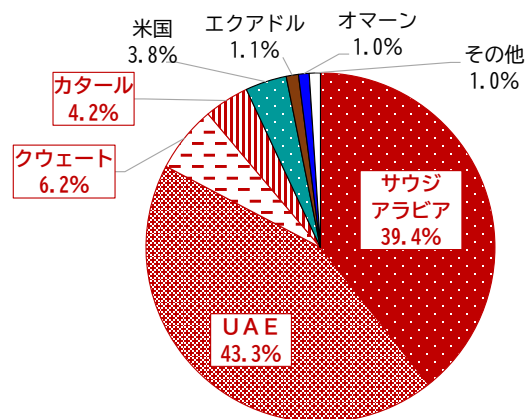
ホルムズ
海峡依存度
68.8%



○日本

・643億ドル（2025年）
・対GDP比：1.4%

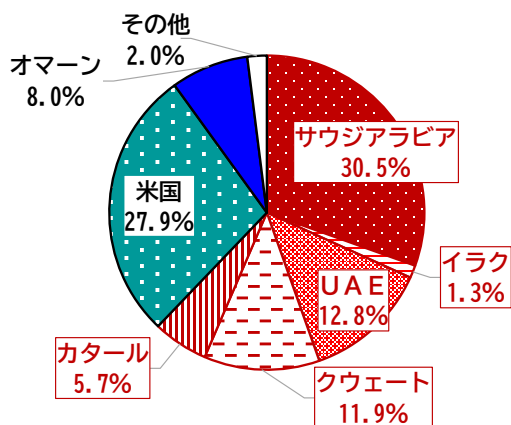
ホルムズ
海峡依存度
93.0%



○台湾

・216億ドル（2025年）
・対GDP比：2.4%

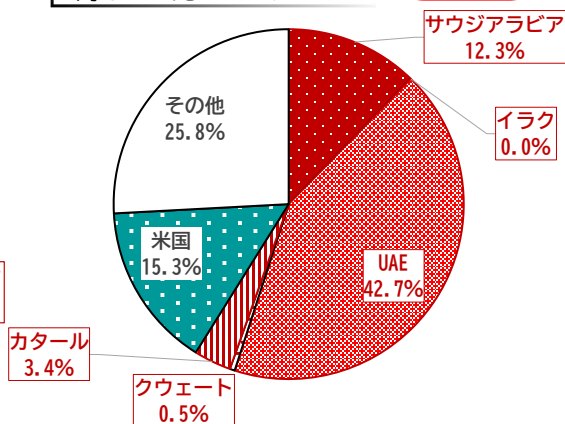
ホルムズ
海峡依存度
62.1%



○タイ

・218億ドル（2025年）
・対GDP比：4.8%

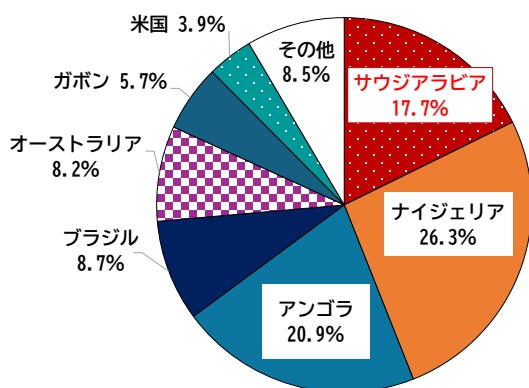
ホルムズ
海峡依存度
58.9%



○インドネシア

・93億ドル（2025年）
・対GDP比：0.6%

ホルムズ
海峡依存度
17.7%



（備考）各国統計により作成。「ホルムズ海峡依存度」はサウジアラビア、イラク、UAE、クウェート、カタールの5か国からの輸入割合。インドの年度は4月～翌年3月。

（カタールは天然ガスをアジア太平洋地域中心に輸出）

ペルシャ湾を挟んでイランの対岸に位置するカタールは、LNG の主要生産国にして輸出国であり、輸出の約8割がアジア向けとなっている（第1-1-8表）。中東情勢が緊迫化し、ホルムズ海峡の通航が困難になる中で、天然ガスの供給においても、中国、インド、韓国そして日本といったアジアの需要国が影響を受けやすい構造となっている。一方、欧州における天然ガスの調達形態は、LNG の海上輸送よりも陸上のパイプラインでノルウェーやロシアから輸入する比率が大きく、また LNG での調達も米国やロシアからの輸入が多数を占めることから、ホルムズ海峡の通航上の制約による影響はアジアに比べると限定的にとどまるとみられる。

第 1-1-8 表 天然ガスの輸送形態別貿易量（2024 年）

(10億m³)

天然ガス (LNG)		生産国（輸出国）					総輸入
		米国	カタール	豪州	ロシア	その他	
需要国 (輸入国)	欧州	60.7	14.6	0	21.4	36.8	133.5
	アジア	38.7	85.2	106.8	22.6	122.2	375.5
	(中)	(5.8)	(25.2)	(35.8)	(11.4)	(27.0)	(105.2)
	(日)	(8.6)	(3.9)	(34.2)	(7.7)	(34.6)	(89.0)
	(韓)	(7.8)	(12.2)	(15.6)	(2.9)	(25.1)	(63.6)
	(印)	(7.3)	(15.3)	(0.2)	0	(15.1)	(37.9)
	その他	15.8	7.1	0	0.3	11.9	35.1
総輸出		115.2	106.9	106.8	44.3	170.9	544.1

(10億m³)

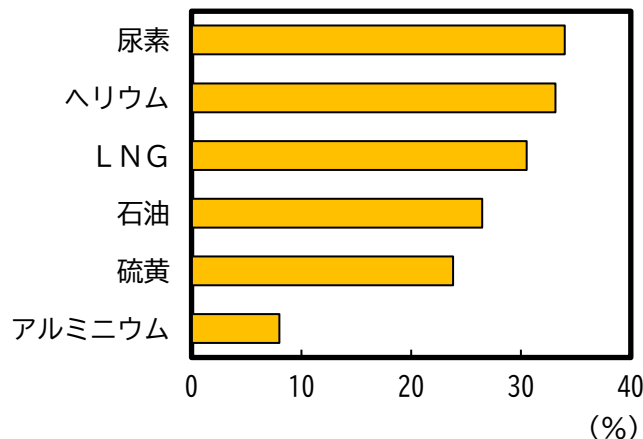
天然ガス (パイプライン)		生産国（輸出国）					総輸入
		ノルウェー	ロシア	米国	カナダ	その他	
需要国 (輸入国)	米国	0	0	0	87.6	0.1	87.7
	欧州	118.7	51.4	0	0	61.9	232.0
	(EU)	(87.3)	(27.2)	0	0	(42.7)	(157.2)
	アジア	0	26.7	0	0	55.8	82.5
	(中)	0	(26.7)	0	0	(44.6)	(71.3)
	その他	0	30.1	91.0	0	70.0	191.1
総輸出		118.7	108.2	91.0	87.6	187.8	593.3

(備考) Energy Instituteにより作成。右表の () 内は内数。

（湾岸諸国は尿素やヘリウムといった非エネルギー資源の供給でも大きなシェア）

上述したようなエネルギー資源に加え、非エネルギー資源の供給においても湾岸諸国が大きなシェアを有しているものがある。OECD (2026b)によれば、肥料等に用いられる尿素や半導体製造過程等で使用されるヘリウムでは、世界の供給の3割以上を湾岸諸国が占めており、原油や天然ガス以上に湾岸諸国のシェアが高い構造となっている（第1-1-9 図）。中東情勢の不安定な状態が続く中で、こうした非エネルギー資源の供給にも影響が及ぶ可能性には留意が必要である。

第 1-1-9 図 湾岸諸国が高い世界シェアを有する主な国際商品



(備考) OECD (2026b)により作成。

ここでの「湾岸諸国」には、バーレーン、イラン、イラク、クウェート、オマーン、カタール、サウジアラビア及びUAEが含まれる。

3. エネルギー価格の動向

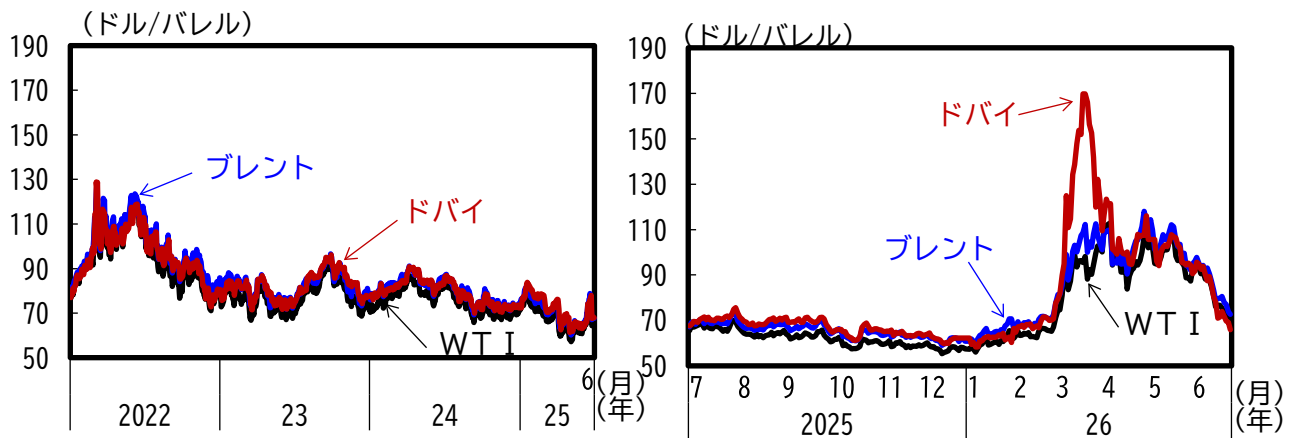
(原油価格は3月に急騰、その後徐々に落ち着き)

米国・イスラエルによるイランへの攻撃とこれを受けたイラン側の対抗措置によってホルムズ海峡の通航が困難となる中、2026年3月に原油価格は大幅に上昇した（第1-1-10図）。攻撃開始前日の2月27日時点で、WTI期近4月物の終値は67.02ドル/バレルであったが、ホルムズ海峡をめぐる先行き不透明感から市場では先物買い基調が続き、3月30日には102.88ドル/バレルと2022年7月以来の100ドル台を記録した。その後、4月7日に112.95ドル/バレルを記録したのをピークに、翌8日パキスタン政府がイランと米国の即時停戦合意を発表したことを受けて原油価格は下落、同17日には83.85ドル/バレルまで値を下げた。この間、米国とイランが戦闘終結に向けた初の協議を実施するなど緊張緩和期待が一時広がった一方、協議が不調に終わったことを受け、同13日には前述のとおり米軍がホルムズ海峡への船舶の出入りを封鎖する措置を開始するなど、供給制約懸念が意識されたことも原油価格の下落を抑制する一因となった。その後、米国とイランとの戦闘終結に向けた交渉は、最大の焦点である核問題の処理をめぐって双方の溝が埋まらず膠着状態に陥り、市場では事態の先行き不透明感が再び強まるなか、5月18日には108.66ドル/バレルを記録した。前述のとおり6月17日には米国とイランの両大統領間で、戦闘終結に向けた暫定合意への署名が行われ、次いでスイスで始まった両国の高官協議でも60日以内の最終合意に向けた行程表が合意されるなど、事態の進展を踏まえて市場は楽観を織り込み始めている。WTI先物価格は前述の5月18日をピークにその後下落が続いており、6月25日には70ドル/バレル台を下回って攻撃開始前の水準に戻りつつある。

第1-1-10図 原油価格

(1) 2022年1月～2025年6月

(2) 2025年7月以降⁸



(備考) ブルームバーグ、日経NEEDSにより作成。

(天然ガスや肥料等の幅広い品目でも国際商品市況が上昇)

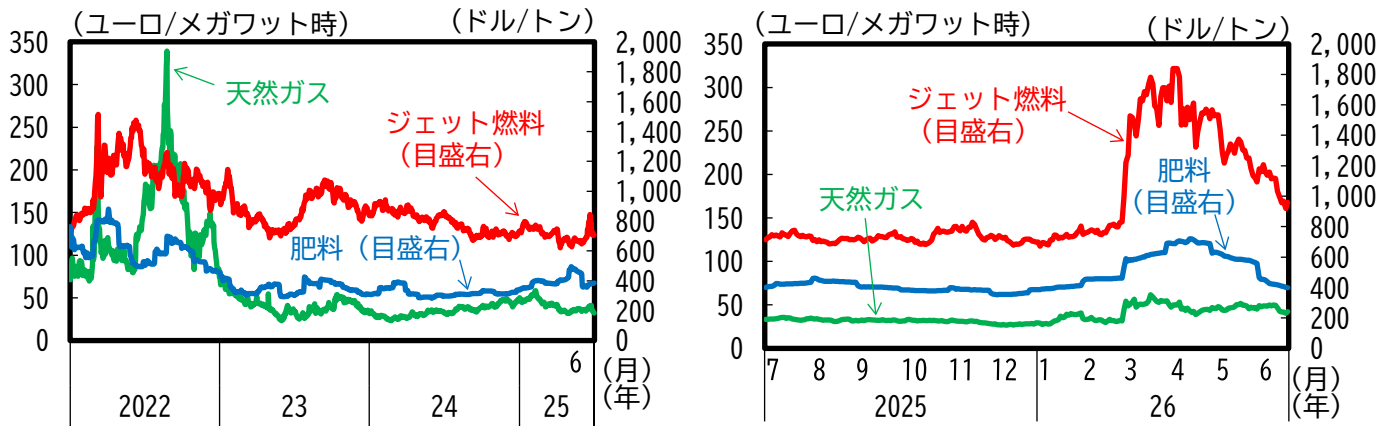
需給ひっ迫は、原油から精製されるジェット燃料といった商品にも広く及んだほか、前述のとおり世界有数の天然ガス生産国カタールの国営会社カタール・エナジーが今月のイランによるものとみられる攻撃で操業停止に追い込まれたことで、天然ガス市場や天然ガスを主原料とする尿素などの窒素系肥料においても供給懸念が強まり、価格上昇が続いた。中東情勢が緊迫化する直前の2月27日時点の終値とその1か月後の3月31日の終値を比べた上昇率は、天然ガスが+59.0%、ジェット燃料が+107.4%、肥料が+50.0%といずれも急騰した(第1-1-11図)。4月に入り、停戦交渉進展への期待も生じてジェット燃料や肥料の価格はピークアウトし、6月にはおおむね事態発生前に近い価格水準まで戻った。一方、天然ガスについては特に欧州で次の2026年冬に向けた在庫確保が市場の主たる関心となっており、供給制約が続く中でアジアとのLNG調達競争が生じることへの警戒感もあいまって市場価格は依然として事態発生前よりもやや高い水準で推移している。

⁸ 2026年3月以降、ドバイ原油(スポット)の価格はブレントやWTIの先物価格を大きく上回る水準まで上昇した。ドバイ原油の価格は、ホルムズ海峡情勢の悪化を背景に最も需給がひっ迫した中東産原油のスポット取引市場を主に反映する価格指標であるのに対し、ブレントやWTIはロンドン及びニューヨークの商品取引所に上場された先物商品として将来の供給回復期待も織り込むことがあるため、ドバイ原油のスポット価格の方がより高騰したものと考えられる。

第 1-1-11 図 国際商品市況

(1) 2022年 1 月～2025年 6 月

(2) 2025年 7 月以降



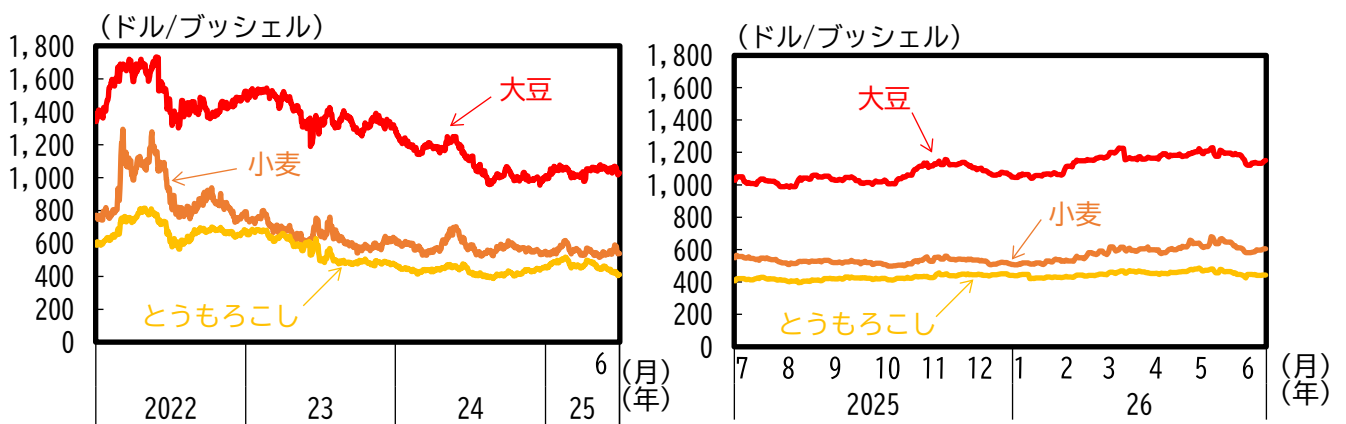
(備考) ブルームバーグにより作成。

このうち、各種食料生産に用いられる肥料の価格上昇は、世界的な食料品価格の上昇につながる可能性がある。OECD (2026b)では、世界の肥料価格が50%近く上昇（原油価格の115ドル/バレルまでの上昇に相当）すると、農産分野の国際商品価格が2026年に4%、2027年には8%上昇するとの試算を示している。2022年の高騰局面と比較すると農産分野の主要な国際商品価格は6月時点では必ずしも大幅な上昇を示してはいないが（第1-1-12図）、今後、肥料価格が再び高騰するような場合には、徐々に食料品価格の上昇につながっていく可能性もある。食料品価格の上昇は低所得者層を中心に消費者の負担感を高めることから、その動向に注意が必要である。

第 1-1-12 図 国際商品市況（農産分野）

(1) 2022年 1 月～2025年 6 月

(2) 2025年 7 月以降



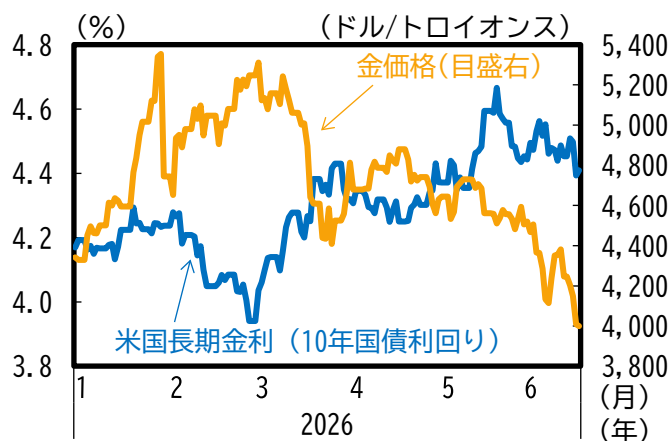
(備考) ブルームバーグにより作成。

Box. 金価格の推移

金価格は、2025年4月の米国のトランプ大統領による相互関税発表に伴う世界経済の不確実性の高まりやドル下落を受けた安全資産としての需要増や、米株安、米欧長期金利上昇、さらには地政学的リスクへの警戒感等を背景に、2025年12月26日に既往最高値の4,584ドル/トロイオンスを更新するなど、安全資産・実物資産としての需要増加を背景とした価格上昇が続いていた（図1）。

2026年に入り、トランプ大統領がFRB次期議長に「タカ派」とされるウォーシュ氏を指名し、FRB利下げ観測が後退したことを機に、1月30日には1日の下落率として1980年以来の大きさとなる前日比▲11.4%の下落を記録した。その後、2月28日の米国とイスラエルによるイラン攻撃を機に始まった原油高がインフレ圧力を高めるとの推測から、各国の利下げ観測が後退したことで金買い需要が相対的に低下したほか、原油高が米国以上に欧州やアジア諸国の経済の逆風になるとの見方から、ドルがユーロや円に対して買われる場面が多く、対主要通貨ドル高による代替投資先需要の低下から金価格の下落が続き、一時5,300ドル台をつけていた金価格は、3月下旬には4,500ドルを下回る水準まで下落した。3月の月間下落幅は▲10.8%となり、1974年の上場以降最大の下落となった。4月に入ると、米長期金利の低下や中東情勢の緊張緩和期待を背景とした「有事のドル買い」も一服したことで、米長期金利・ドルとそれぞれ逆の値動きになりやすい金価格は、一時上昇基調となった。しかし、その後は米国とイランの戦闘終結に向けた協議の先行き不透明感やホルムズ海峡をめぐる供給懸念から原油価格が再び上昇し、インフレ懸念が強まった。これに伴ってFRBの年内利上げ観測が高まり、米長期金利の上昇もみられたことから、金市況は下落に転じ、6月25日には4,000ドルを下回る水準まで低下した。

図1 金価格と米国長期金利（10年国債利回り）（2026年1月以降）



(備考) ブルームバーグにより作成。

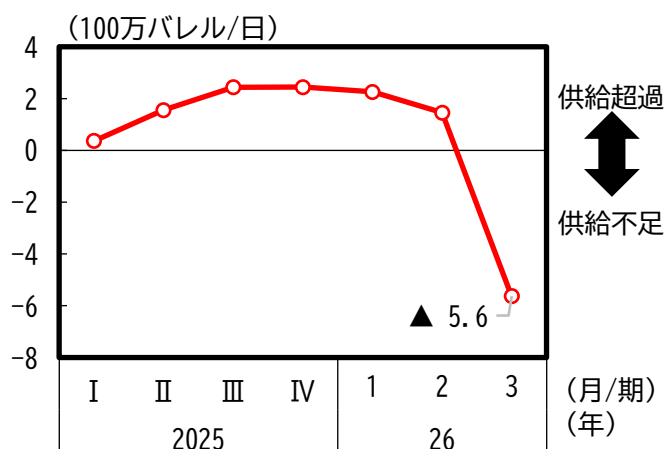
（世界の石油需給は3月に供給不足に転換）

原油等の価格高騰の背景にある世界の石油需給を確認する。国際エネルギー機関（IEA）によると、2025年から2026年初にかけては、世界の石油需給は日量200万バレル前後の供給超過で推移してきたが、中東情勢が緊迫化した2026年3月には石油生産が大幅に縮小し、日量560万バレルの供給不足に転じることとなった（第1-1-13図（1））。

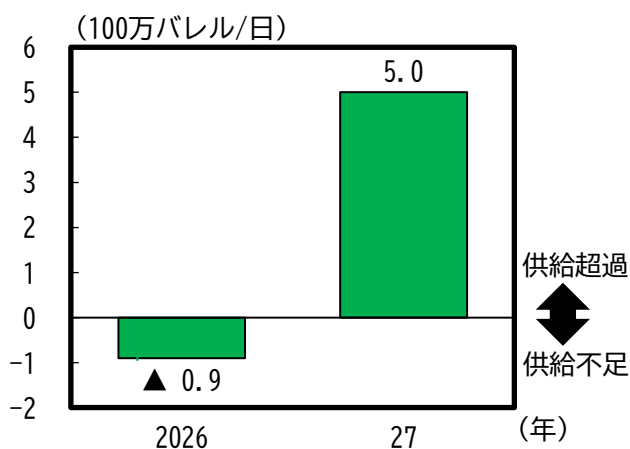
先行きについては中東情勢の推移に大きく左右され、依然として不透明感が高い。IEAが6月に示した見通しでは、米国・イラン間の合意が維持されれば、湾岸諸国の石油生産・輸出は徐々に回復するものの、機雷掃海やサプライチェーンの正常化には時間を要するとしており、2026年の需給バランスは日量90万バレルの供給不足になると見込んでいる。ただ、供給の回復ペースが需要回復を上回るとして⁹、2027年は一転して日量500万バレルの供給超過になると見込んでいる（第1-1-13図（2））。ただし、操業面や政治面の制約による供給の下振れリスクは残るとしている。

第1-1-13図 世界の石油需給の実績と見通し（IEA）

（1）実績（2025年第1四半期～2026年3月）



（2）見通し（2026、2027年）



（備考）IEAにより作成。

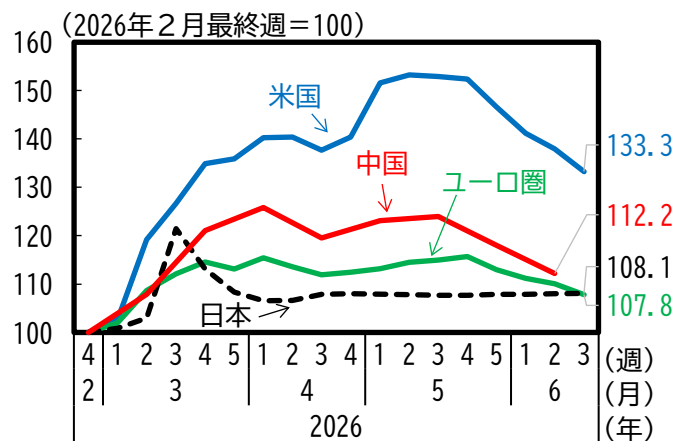
（原油価格の高騰に伴って各国・地域のガソリン価格も大幅に上昇した）

原油価格の高騰に伴って、3月以降、川下のガソリン価格が各国・地域で上昇した。ただし、その上昇幅は国・地域によって異なっている。米国では、全国レベルで減税や直接的な価格抑制措置が採られていないことやガソリン価格に占める税の割合が相対的

⁹ IEAの6月のレポートによると、①世界の石油需要は、価格高騰や供給混乱により2026年に前年比で日量110万バレル低下するが、貿易正常化や価格低下により2027年には前年比で日量200万バレル増加する、②世界の石油供給は2026年に日量390万バレル減少した後、2027年には日量800万バレル増加する、との見通しが示されている（IEA(2026b)）。

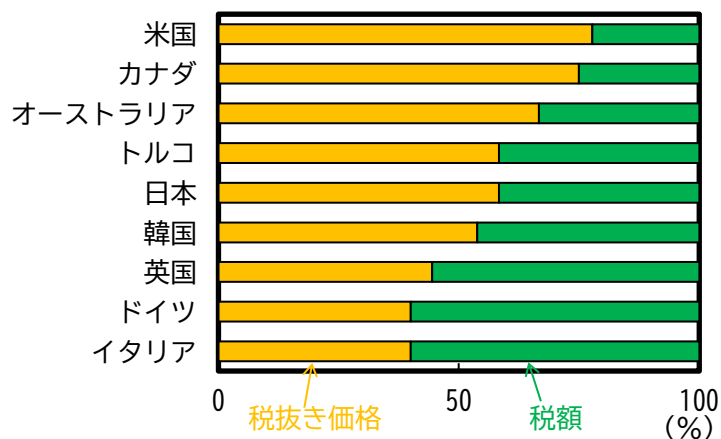
に小さいことから、他の国・地域に比べてガソリン価格の上昇率が大きくなっている（第1-1-14図、第1-1-15図）。一方、欧州や中国では減税や販売価格の抑制が行われており、米国と比較するとガソリン価格の上昇幅は小さい。ガソリン価格の変動に影響する各国・地域の政策的措置については、次節でより詳しくみていく。原油価格の動向を受けて、5月後半以降は主要国・地域のガソリン価格はピークアウトした姿となっているが、本稿執筆時点では、2月以前の水準と比較するとなお高い状態が続いている。

第1-1-14図 各国・地域のガソリン価格



(備考) 資源エネルギー庁「石油製品価格調査」、米国エネルギー情報局、欧州委員会、中国国家発展改革委員会により作成。

第1-1-15図 各国のガソリン価格に占める税の割合（2025年）



(備考) IEAにより作成。概算値。

4. 物価面の影響

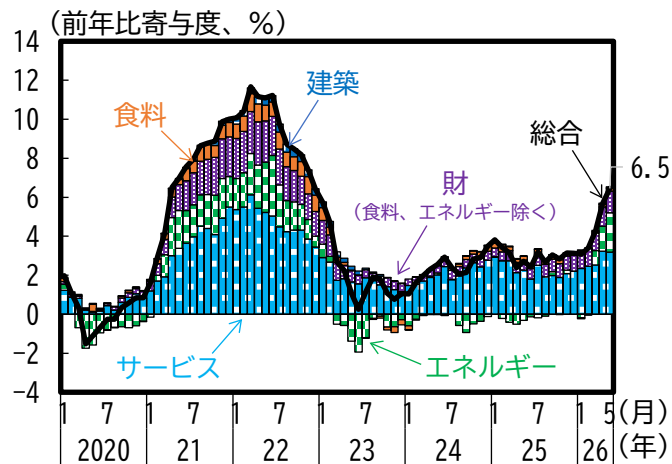
(川上の生産者物価は各国・地域で顕著に上昇)

こうした様々な国際商品価格の上昇は、まず川上である生産者物価に表れることにな

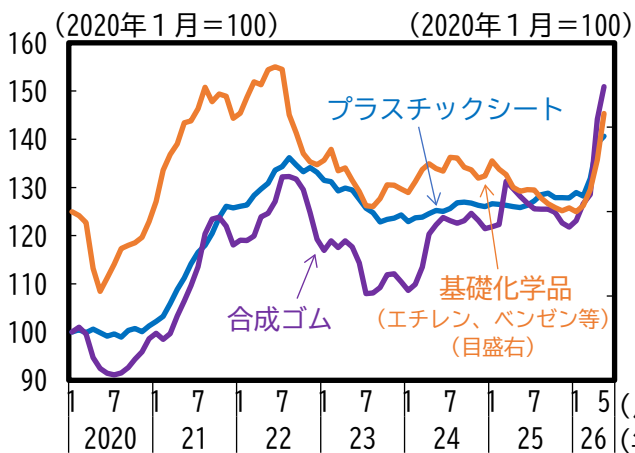
る。主要国・地域の生産者物価の動向をみると、米国では、原油高を受けたガソリンを始めとする燃料価格の高騰により3月以降生産者物価の上昇ペースが加速しており、またナフサ由来の化学製品の価格についても軒並み大きく上昇していることが確認できる。そのほか、製品原価以外の流通・販売等に係るマージン（サービス）についても、燃料高を受けた輸送費の高騰もあって生産者物価の上昇に寄与しており、中東情勢の影響で総じて物価上昇圧力が高まっていることが確認できる（第1-1-16図）。

第1-1-16図 米国の生産者物価

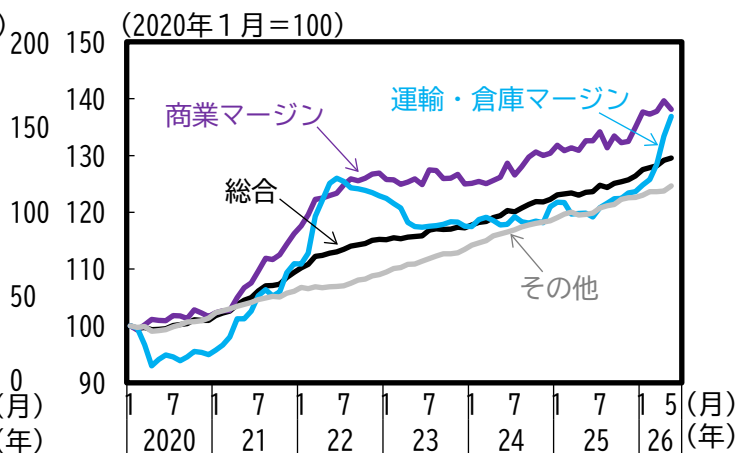
(1) 総合



(2) ナフサ由来の化学製品の原価



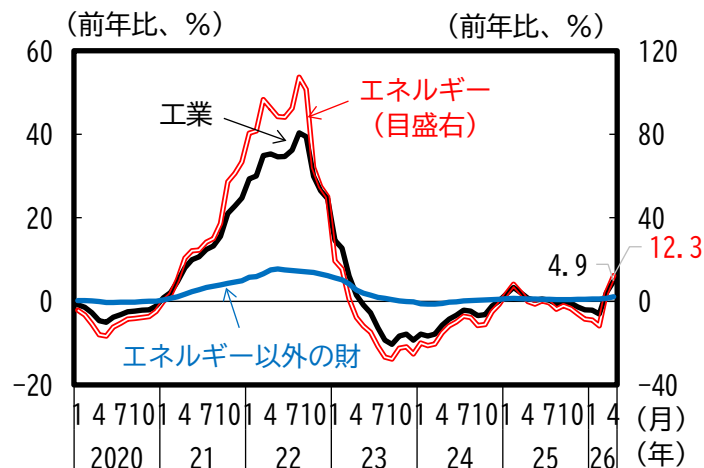
(3) サービス項目 (マージン)



(備考) 米国労働省により作成。(3)は季節調整値。

ユーロ圏においても、国内向け工業生産者価格（前年比）は、2026年3月以降、上昇傾向にあり、4月に4.9%となったが、2022年2月のロシアによるウクライナ侵略に伴うエネルギー価格高騰時と比較すると、4月時点では相対的に小幅な上昇にとどまっている（第1-1-17図）。

第1-1-17図 ユーロ圏の工業生産者物価

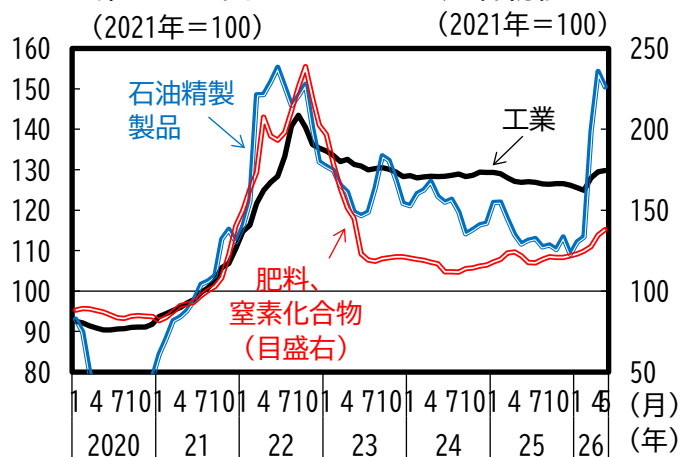


（備考） 1. ユーロスタットにより作成。国内市場価格。
2. 工業は、鉱業・採石業、製造業、電気・ガス・エネルギー、上水道を指す。

ドイツを例に、具体的な品目別の動きを確認する。

石油精製製品の価格は、国際的な原油価格の高騰を受けて2026年3月から急上昇し、4月には2022年6月の水準に達した。また、肥料・窒素化合物については、2022年後半には前年の2倍の水準まで高騰したが、5月時点ではそこまでの上昇はみられなかった（第1-1-18図）。

第1-1-18図 ドイツの生産者物価

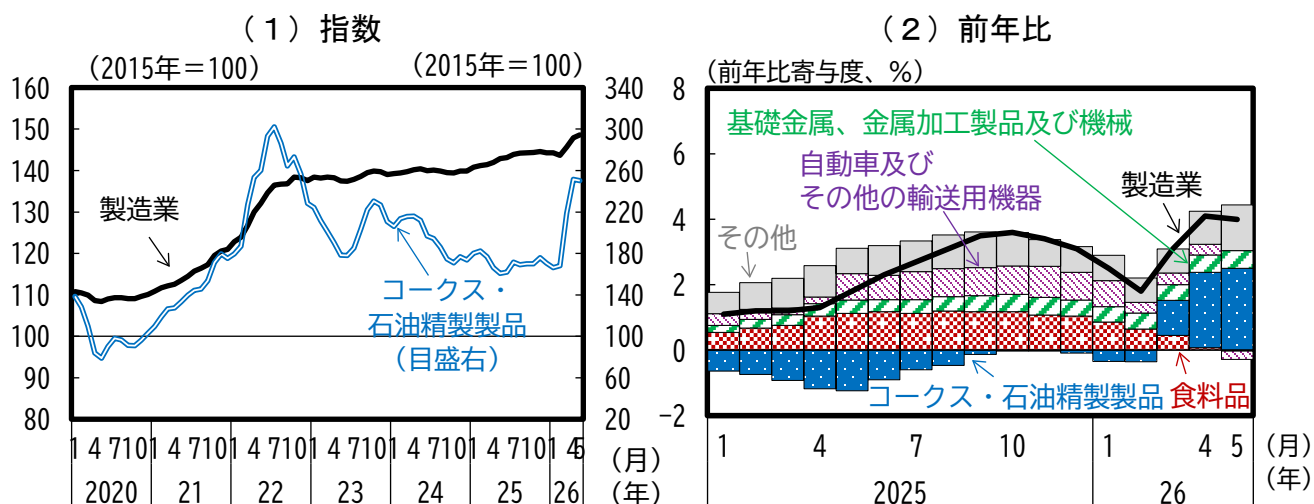


（備考） 1. ユーロスタットにより作成。国内市場価格。
2. 工業は、鉱業・採石業、製造業、電気・ガス・エネルギー、上水道を指す。
3. 石油精製製品は、主にガソリン・ディーゼル・ジェット燃料。精製途中で生産される潤滑油、ナフサも含む。

英国の生産者価格については、ロシアによるウクライナ侵略が始まった2022年に大きく上昇した後も製造業全体で緩やかな上昇傾向が続いていた。その上で、今般の中東情勢を受けて2026年3月から石油精製製品の価格が急騰し、製造業の生産者物価全体を更

に押し上げた（第1-1-19図（1））。前年比で確認すると、2025年後半以降は食料品価格の伸びが落ち着いていく中、生産者価格の伸びも鈍化してきたが、3月からは石油精製製品によって特に大きく押し上げられた（第1-1-19図（2））。

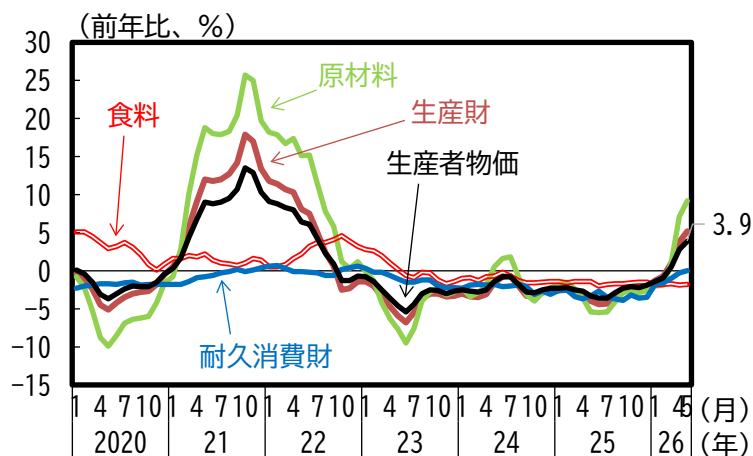
第1-1-19図 英国の生産者物価



(備考) 1. 英国国家統計局により作成。国内市場価格。
2. コークス・石油精製製品は、税抜き。

アジアに目を向けると、中国の生産者物価は後述する内需の不振もあって2022年10月以降前年比でマイナスとなっていたところ、今般の中東情勢に伴うエネルギー価格の上昇により、2026年3月には前年比0.5%とプラスに転換し、5月には同3.9%と更に上昇した（第1-1-20図）。内訳をみると、原油を含む原材料や生産財などが上昇する一方で、自動車を始めとした耐久消費財や食品などは引き続きゼロ近傍からマイナス圏で推移した。

第1-1-20図 中国の生産者物価

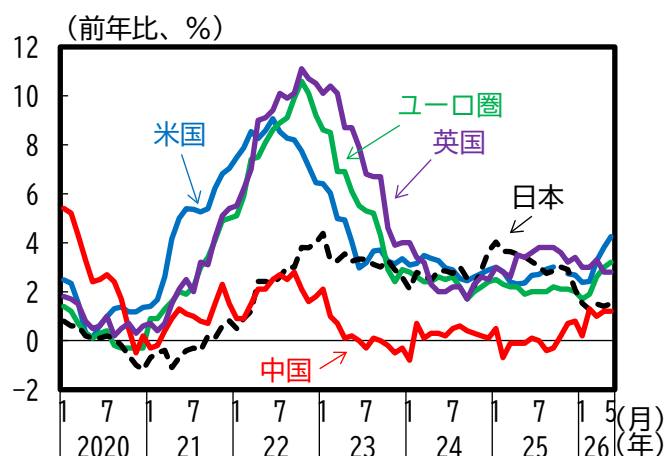


(備考) 中国国家統計局により作成。

（ガソリンを中心に消費者物価にも上昇の兆し）

川下の消費者物価についても、エネルギー価格の上昇を受けて、3月以降、主要国・地域で上昇の兆しがみられている（第1-1-21図）。各国・地域とも、短期的にはガソリン価格の上昇が消費者物価の押上げに寄与しており、ガソリン価格の上昇幅が大きい米国でその影響が特に顕著に表れている。

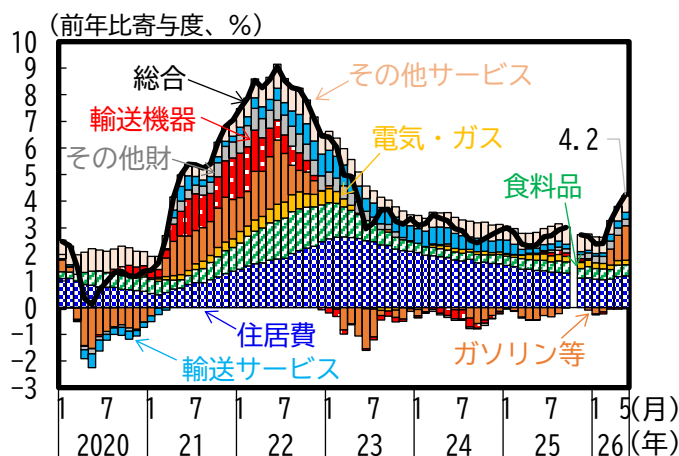
第1-1-21図 各国・地域の消費者物価（総合）



（備考）総務省「消費者物価指数」、米国労働省、ユーロスタット、英国国家統計局、中国国家統計局により作成。

各国・地域別に消費者物価の動向をより詳しくみると、米国では、足元の上昇要因について寄与度別にみてもガソリンの押上げが最も寄与していることが確認できる。また、燃料価格の高騰により3月から航空運賃も消費者物価の上昇に寄与しており、その結果、2月までは前年比2%台半ばで推移していた消費者物価全体の伸び率は4%台まで大きく上昇した（第1-1-22図）。

第1-1-22図 米国の消費者物価（総合）

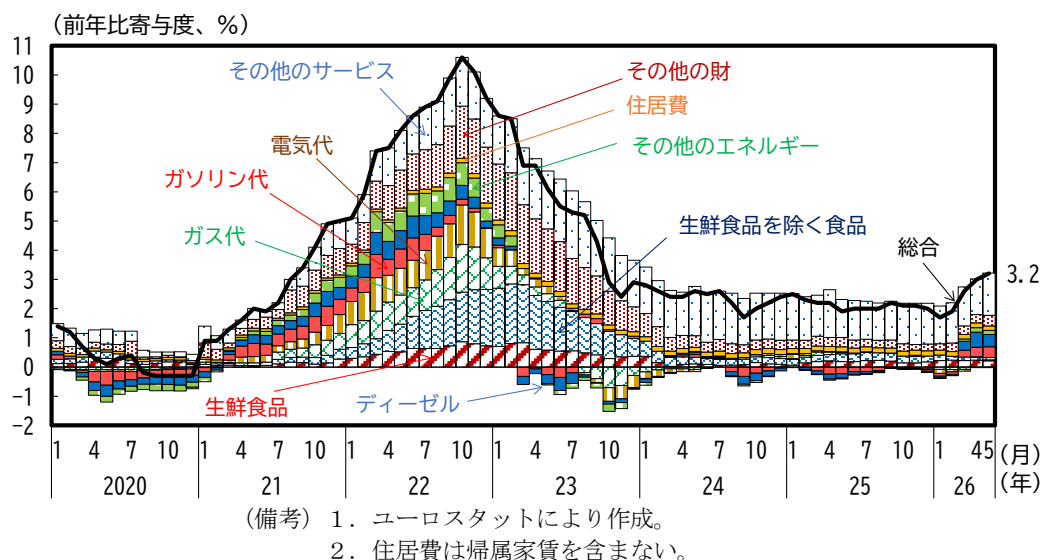


（備考）米国労働省により作成。2025年10月値は、政府閉鎖の影響により欠損している。

ユーロ圏でも、2026年3月以降の原油価格の上昇を受けて、消費者物価（総合）は上昇しているものの、2022年の急騰局面と比較すれば、その上昇幅は小さい（第1-1-23図）。その背景として、前述のとおり欧州のガス価格が2022年ほどの急騰を見せなかったこと、欧州の原油輸入先としてホルムズ海峡への依存度が低かったことに加え、再生可能エネルギーの拡大と、エネルギー消費の削減を通じて、化石燃料への依存度を大幅に低減させたことが挙げられる（コラム1参照）。

また、2022年には肥料価格の急騰（第1-1-18図）から食料品価格への波及効果を指摘する分析¹⁰もあったが、5月時点では食料品価格も大きな変化はみられていない。前述のとおり、天然ガスの供給への影響も2022年と比較すれば限定的であることから、ガス価格は安定している。一方、石油精製製品であるディーゼルやガソリン等には上昇がみられる（第1-1-24図）。

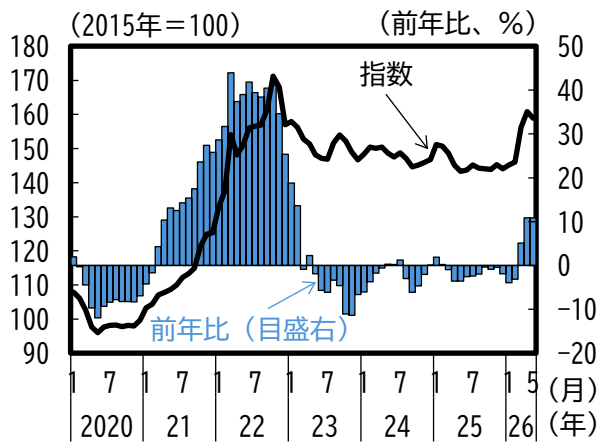
第1-1-23図 ユーロ圏の消費者物価（総合）



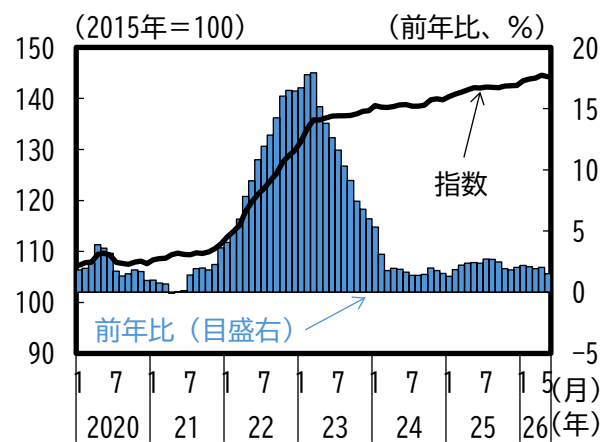
¹⁰ ECB (2022)

第1-1-24図 ユーロ圏のエネルギー価格、食料品価格の推移

(1) エネルギー価格



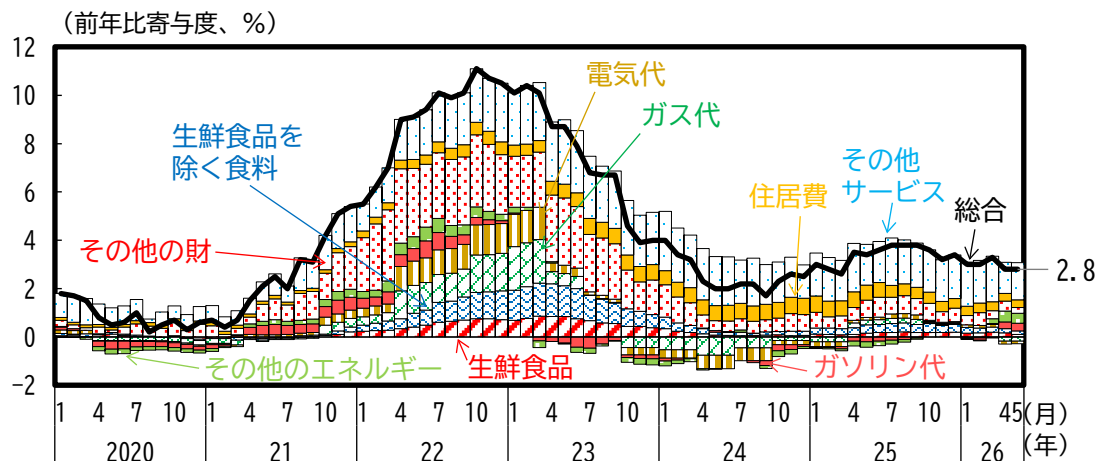
(2) 食料品価格



(備考) ユーロスタットにより作成。

英国では2026年4月には原油価格の上昇を背景にガソリンは上昇したものの、主に中東情勢が緊迫化する前に公表されていた4－6月期の電力料金上限規制引下げ¹¹により、電気・ガス価格は前年の水準を下回っていた。2022年の急騰局面と比べれば、エネルギー価格の上昇は限定的であり、5月時点で消費者物価上昇は小幅¹²にとどまっている(第1-1-25図)。

第1-1-25図 英国の消費者物価 (総合)



(備考) 1. 英国国家統計局により作成。
2. 住居費は帰属家賃を含まない。

¹¹ Ofgem (ガス電力市場監督局) による単価上限設定。2026 年4－6月期の単価上限が算定された 2025 年 11 月～2026 年 2 月の調査期間当時はエネルギー市況が低下していたため、引下げ。そのため、中東情勢の緊迫化による市況高騰は反映されていない。

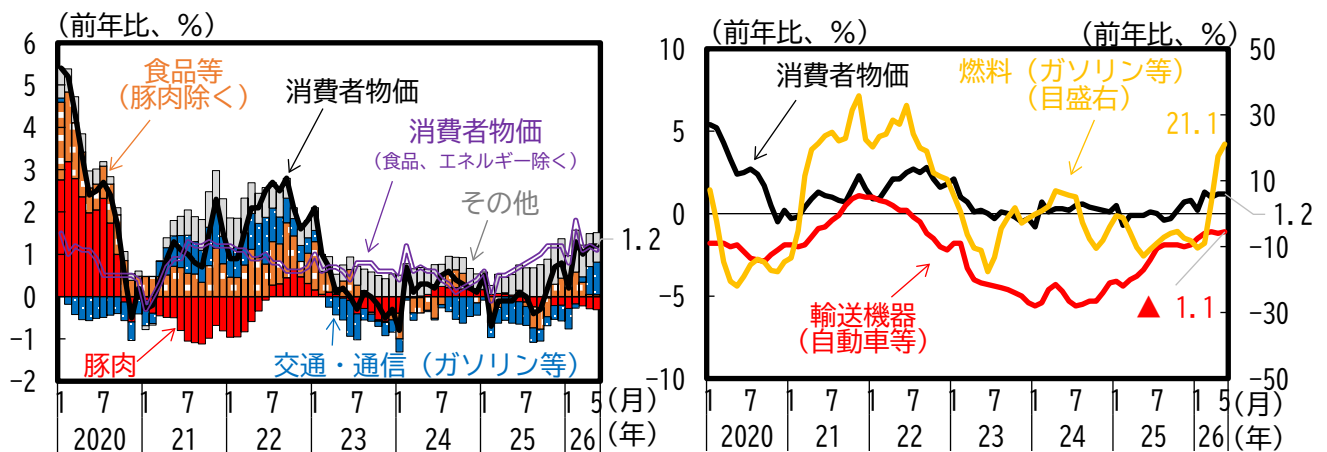
¹² OECD (2026b)では、英国では労働市場の緩和が続いていることが、国内の物価上昇圧力がある程度抑制しているとみている。

中国では、2023年から消費者物価上昇率はゼロ近傍での推移が続いていたところ、2025年末からは食品価格の上昇もあり消費者物価上昇率は1%近傍まで高まっていた。その後食品価格の寄与度はやや縮小したものの、2026年2月末からの中東情勢に伴うエネルギー価格の上昇により、2月以降の消費者物価上昇率は1%を超えて推移している（第1-1-26図）。

第1-1-26図 中国の消費者物価

(1) 消費者物価（寄与度）

(2) 燃料・輸送機器（前年比）



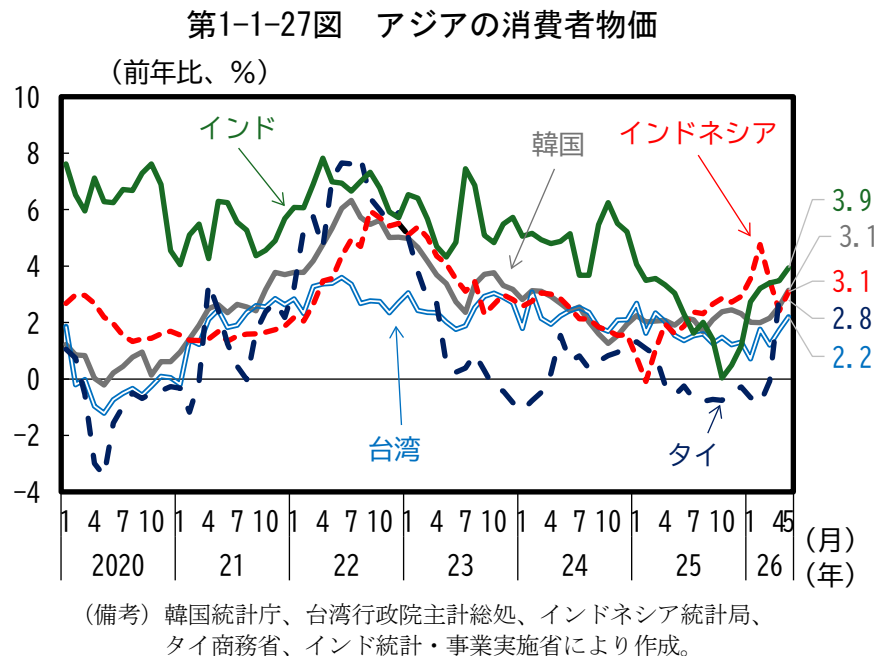
(備考) 中国国家統計局により作成。

欧米諸国に比べると、中国の消費者物価上昇率は、国際的なエネルギー価格が上昇した2022年頃及び2026年においても小幅な伸びにとどまっており、2026年3月以降も中国政府が目標としている2%前後という上昇率を下回っている。項目別の寄与度を比較してみると、2022年頃の物価上昇局面ではガソリン等の上昇はみられたものの、後述する不動産市場の停滞や内需の弱さから他の財価格の上昇が抑制されており、消費者物価全体の上昇も欧米諸国と比較して小幅にとどまったと考えられる。今回の中東情勢緊迫化の中でも、ガソリン等の燃料価格の上昇がみられる一方、自動車を含む輸送機器の価格下落傾向が続くなど内需の不振が消費者物価の重石となっている。また、第2章でも述べるが、中国では近年電気自動車（EV）へのシフトが急速に進んでおり、燃料価格の変動が家計の購買力に与える影響はすう勢的に低下してきているとみられる。

それ以外のアジア各国・地域についても確認すると、一部に政策要因によるかく乱的な動きがみられるが¹³、全体として中東情勢が緊迫化した3月以降に消費者物価上昇率

¹³ インドネシアでは、政府による電気料金の補助により、2025年2月の消費者物価が低下したことから、その反動を受けて2026年2月の消費者物価上昇率が一時的に高まった。また、タイでは、政府による電気料金の引下げ政策等により、2025年4月以降の消費者物価上昇率はマイナスで推移してきたが、2026年4月にはその押下げ効果が一巡した。

がやや高まっている国・地域が多い（第1-1-27図）。もっとも、全体として2022年頃の物価上昇時と比べれば、2026年の消費者物価の上昇は小幅にとどまっている。



全体としてみると、2026年前半までのところ各国・地域の消費者物価上昇率はロシアによるウクライナ侵略に伴うエネルギー価格高騰に見舞われた2022年頃より低いものにとどまっている。その要因はいくつか考えられるが、2022年は新型コロナウイルス感染症（以下「感染症」という。）収束後の経済回復の中で需給ひっ迫に伴う広範な物価上昇がみられていたこと、特に欧州において2022年当時にみられたガス価格の高騰が今回は相対的に小幅にとどまっていることなどが挙げられよう。6月中旬以降原油価格が低下したことは消費者物価の上昇圧力を緩和する一方、川上で生じた価格上昇の転嫁の進展や中東情勢、国際商品市況の動向によっては、今後、消費者物価上昇率が更に高まっていく可能性もある。

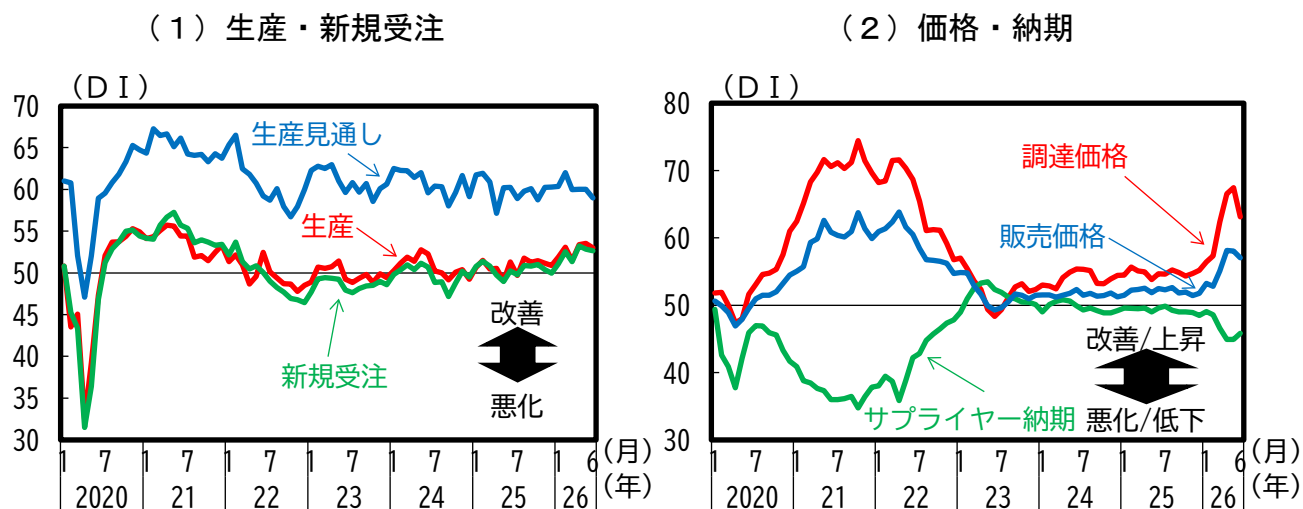
5. 実体経済への影響

(原材料・製品価格の高騰や納期の遅れがみられる)

続いて、実体経済への影響を確認する。

まず、世界の製造業PMIを確認すると、6月時点までのデータからは、感染症拡大期やウクライナ侵略の頃と比較して、生産や新規受注、向こう12か月の生産見通しには顕著な悪化はみられない（第1-1-28図）。一方、中東情勢が緊迫化した3月以降、調達価格や販売価格には大幅な上昇がみられており、その水準は感染症収束後の経済活動の正常化過程で供給制約が意識された2021年から2022年頃に匹敵する。さらに、調達価格の上昇が販売価格の上昇を上回っており、企業収益の圧迫が推察される。また、感染症拡大期やウクライナ侵略時ほどではないものの、サプライヤー納期にも悪化（遅延）傾向がみられつつある。このサプライヤー納期の悪化は、ホルムズ海峡の通航の制約等に伴うサプライチェーンの混乱状況を表しているものと考えられる。中東情勢の緊張緩和や原油価格等の落ち着きもあり、6月の販売・調達価格やサプライヤー納期は中立水準である50にやや回帰する動きもみられている。

第1-1-28図 製造業PMI（世界）



(備考) 1. S&Pグローバルにより作成。

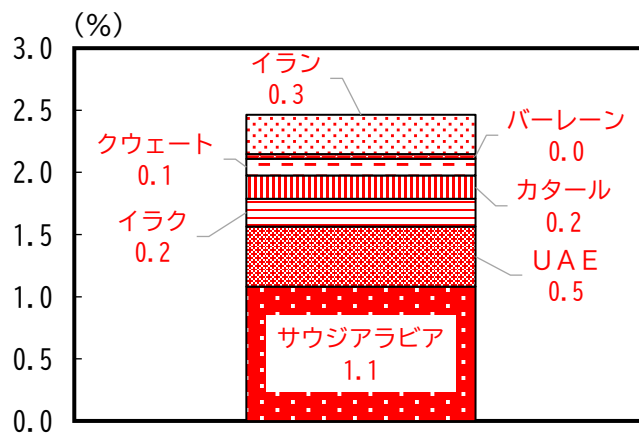
2. PMIは前月対比でみて「改善/上昇」と回答した企業の割合と「悪化/下落」と回答した企業の割合の差に当たるDIであり、50が中立水準。

(湾岸諸国の経済活動は大きな影響を受けている)

攻撃による被害やホルムズ海峡の通航の制約により、ペルシャ湾岸諸国の経済活動は3月以降大きく制約された状態にある。ホルムズ海峡の通航の制約によって貿易面で大きな影響を受けるサウジアラビア、UAE、イラク、クウェート、カタール、バーレー

ン、イランの7か国が2025年の世界の名目GDPに占めるシェアは2.5%にとどまるが（第1-1-29図）、これらの国々における経済活動の落ち込み幅は大きい。

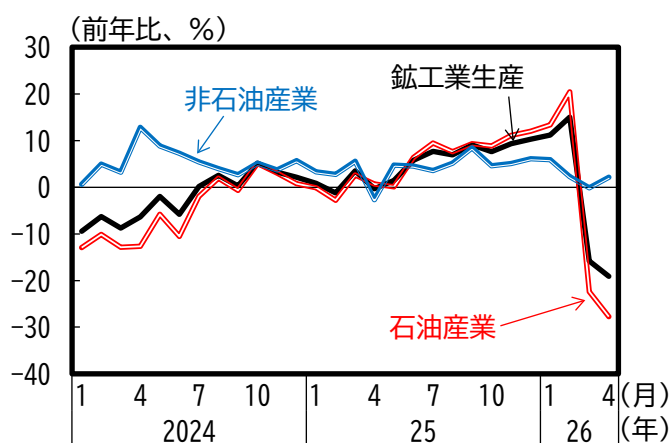
第1-1-29図 世界の名目GDPに占める湾岸諸国のシェア（2025年）



（備考）IMFにより作成。

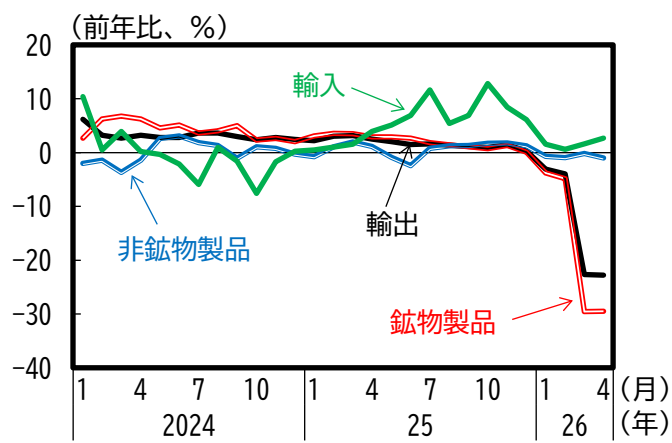
これらの中で最大の経済規模を持つサウジアラビアについてみると、鉱工業生産は3月に主力の石油産業を中心に前年比▲15.8%と大きなマイナスに転じ（第1-1-30図）、3月の財輸出も同様に数量ベースで前年比▲22.7%と大幅なマイナスとなった（第1-1-31図）。このように、石油産業を中心に生産・貿易活動が大きく減速した結果、このところ前年比5%前後の伸びを続けていた実質GDP成長率は2026年1-3月期に前年比3.0%にまで減速した（第1-1-32図）。

第1-1-30図 鉱工業生産
（サウジアラビア）



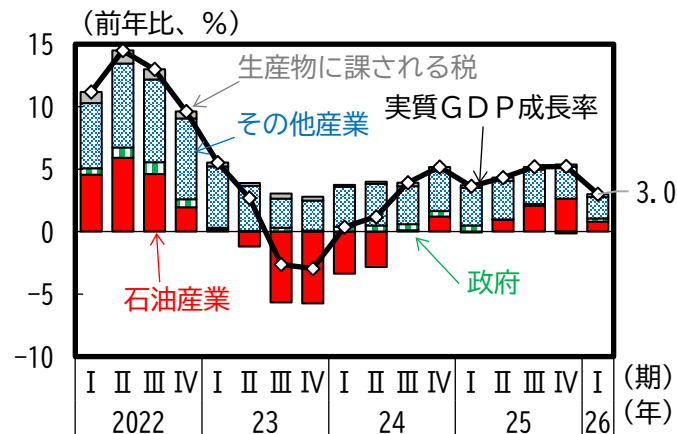
（備考）サウジアラビア統計局により作成。

第1-1-31図 財貿易量
（サウジアラビア）



（備考）サウジアラビア統計局により作成。

第1-1-32図 実質GDP成長率（サウジアラビア・生産面）



（備考）サウジアラビア統計局により作成。

こうした統計データ以外にも、例えば、天然ガス等の主要な生産拠点であるカタールのラスラファン工業地帯は、3月に受けた攻撃による設備の損傷のため、生産能力の完全な復旧には3～5年を要すると言われており¹⁴、ホルムズ海峡の通航が再開した後においても、湾岸諸国の生産活動や輸出の正常化までにはある程度の時間がかかると考えておく必要がある。

（アジア諸国を中心に原油輸入は減少）

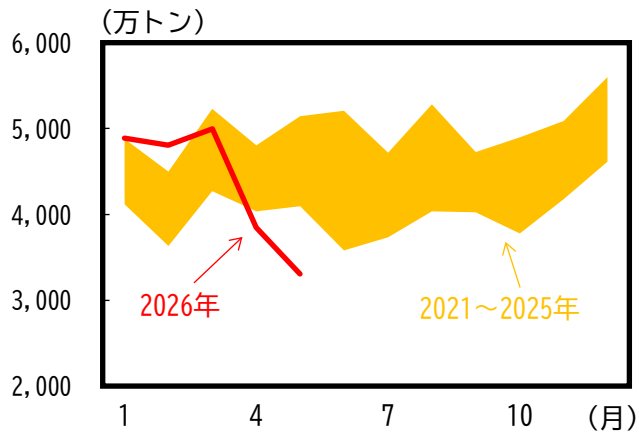
湾岸諸国から多くの原油を輸入してきたアジア諸国では、3月以降の原油輸入量が例年に比べて顕著に減少している（第1-1-33図）。中国では、5月の原油輸入量が過去5年平均と比較して3割程度、韓国では、4月の原油輸入量が過去5年平均と比較して25%程度減少した。インドでも、3月には過去4年平均よりも3割程度の落ち込みとなった。

こうした湾岸諸国からの原油輸入の減少を受けて、各国では原油備蓄の放出を行うとともに、代替調達先を確保する動きもみられる。こうした供給確保の取組については次節で詳述するが、元々原油輸入に占めるホルムズ海峡依存度が韓国で約7割、中国、インドで4割前後であったことを踏まえると、ホルムズ海峡の通航が困難になる中でも代替調達によって原油輸入量の減少を幾分緩和することができているといえよう。特に、インドや韓国では、代替調達の進展もあって、5月ないし4月時点の原油輸入量は過去平均のレンジ近くまで回復してきている。

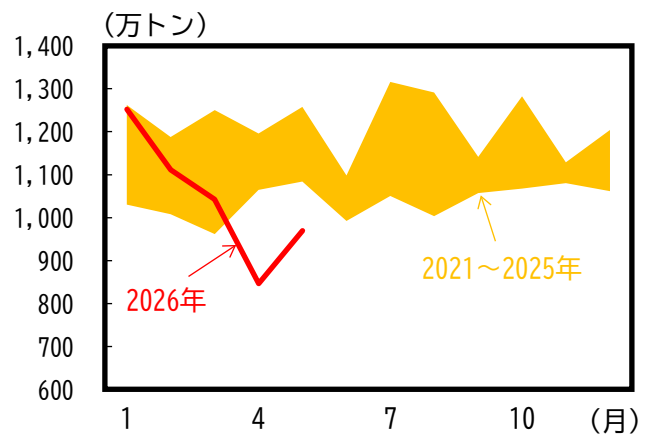
¹⁴ Georgieva (2026)

第1-1-33図 アジアの原油輸入量

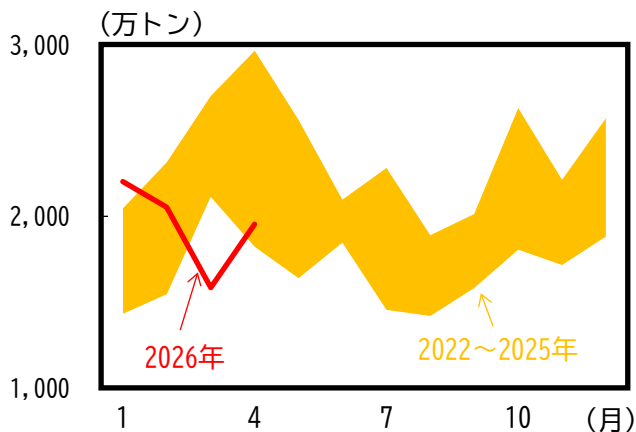
(1) 中国



(2) 韓国



(3) インド



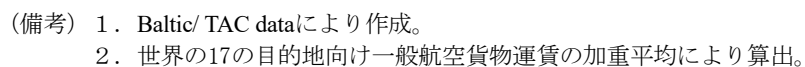
(備考) 中国海関総署、韓国関税庁、インド商工省により作成。

(航空運輸への影響と観光)

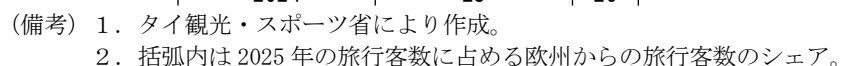
前述のとおり、原油価格の高騰に伴って、国際的なジェット燃料の価格も上昇している。ジェット燃料価格の上昇は航空会社の投入コストの増加を通じて、航空運賃の値上げだけでなく、採算性の低い路線の運休につながる動きもみられた¹⁵。一方、航空貨物運賃の国際指標をみると、6月にかけてやや上昇がみられるものの、2021年末から2022年頃に高騰した水準と比較すると上昇幅は小幅にとどまっている(第1-1-34図)。しかしながら、ジェット燃料価格が高止まりして旅客・貨物双方の航空運賃値上げの動きが広がっていく場合には、国際的な物流コストの上昇をもたらす可能性があるほか、観光業が主要産業となっている国・地域の経済にも下押し圧力となる。

¹⁵ 例えば、ドイツのルフトハンザ航空では、2026年10月にかけて採算性の低い短距離線を中心にグループ全体で2万便の運休を行うことを発表した。

(指数)



第1-1-35図 タイに来訪した旅行客数

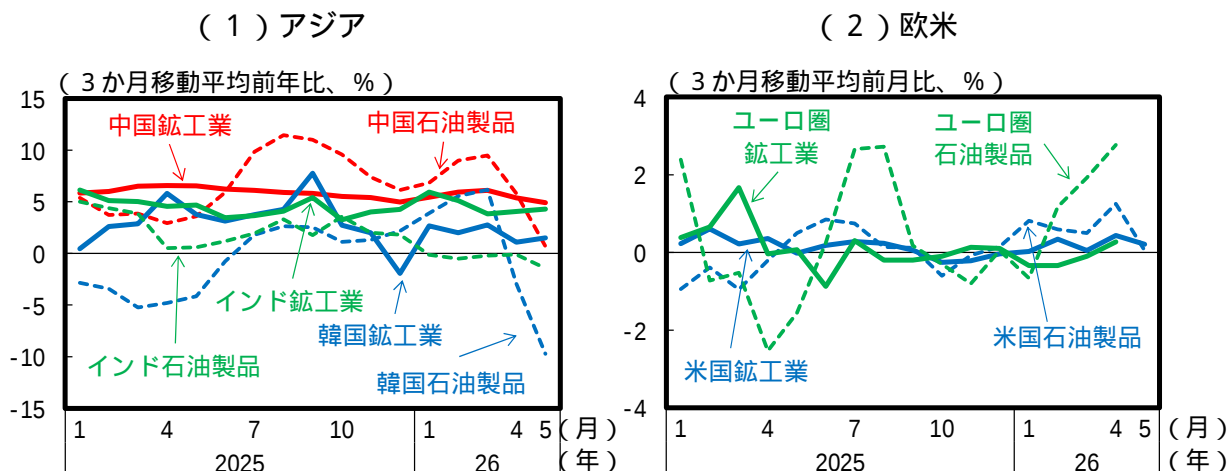


上述したような原油等の貿易量の減少や景況感調査におけるサプライヤー納期の悪化

– 32 –

がみられるものの、5月時点では湾岸諸国以外の主要国・地域の生産活動には大きな変動はみられていない（第1-1-36図）。ただし、業種別にみると、石油製品等の原油由来の製品については、中国や韓国のように3月以降の生産の伸びが落ち込んだ国もある。これらの国々では、前述した原油輸入量の減少に合わせて、石油製品の生産が調整されているものと捉えることができる。

第1-1-36図 鉱工業生産



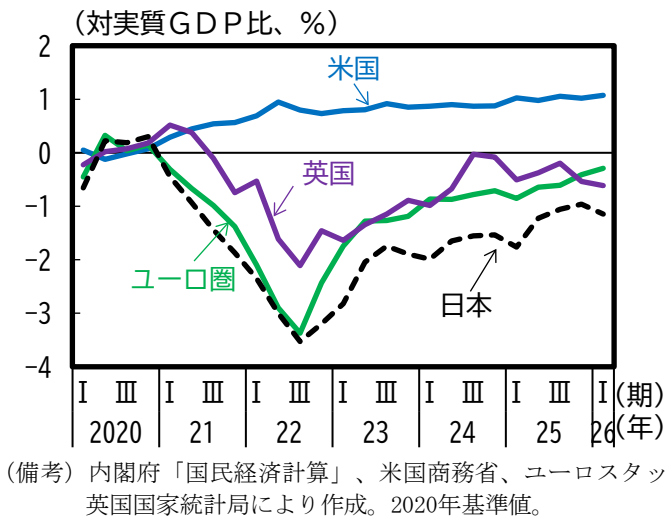
(備考) 1. FRB、ユーロスタット、中国国家统计局、韓国統計庁、インド統計・事業実施省により作成。
2. 米国及びユーロ圏は季節調整値。

(価格高騰の影響からエネルギーを中心に消費鈍化の兆しがみられる地域も)

家計部門への影響についても確認する。

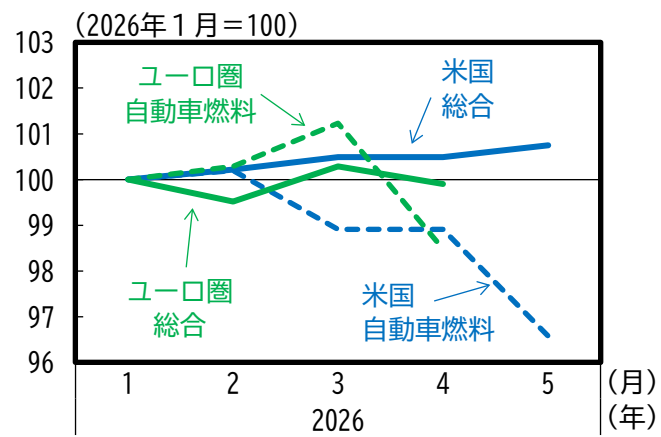
まず、今般のエネルギー価格高騰が主要国・地域の所得面に与えた影響を交易利得・損失からみると、石油純輸出国である米国では2026年1－3月期にわずかに改善した一方、石油純輸入国である英国ではやや悪化した（第1-1-37図）。同様に域内主要国が石油純輸入国であるユーロ圏については、輸出デフレーターの上昇もあり、2026年1－3月期もやや改善している。交易損失の悪化がみられた英国についても、悪化幅は2022年頃と比較すると軽微にとどまっているが、2022年当時にもみられた天然ガスや小麦等の食料品価格の高騰が足元では軽微にとどまっていることがその要因と考えられる。欧米主要国においては、少なくとも1－3月期までは交易利得・損失が大幅に悪化するような状況はみられない。もっとも、3月以降のエネルギー価格上昇の影響は、4－6月期以降に表れてくる可能性がある。また、交易利得・損失は、交易条件（輸出物価／輸入物価）の変化による一国経済全体の実質所得の増減を示しているが、輸出物価上昇による恩恵はまず輸出企業中心に表れる一方、輸入物価上昇の影響は比較的速やかに家計部門にも表れると考えられ、交易利得・損失に大きな変動がみられなくとも輸入物価上昇によって家計部門の購買力には下押し圧力が働いていることには注意が必要である。

第1-1-37図 主要国・地域の交易利得・損失



その上で、主要国・地域の消費関連指標をみると、3月から価格上昇がみられているガソリン等の自動車燃料については、米国、ユーロ圏で消費の減少が顕著にみられた（第 1-1-38 図）。他方、消費指標全体の動向は両地域でやや異なっている。米国では、第2章で詳述するように、株高に伴う資産効果にも助けられ、中東情勢の緊迫化と物価上昇の下でも消費は堅調な推移を続けている。一方、ユーロ圏では、米国のような消費のけん引役が見当たらない中で、4月時点では自動車燃料の小売販売減少が小売全体の伸びを鈍化させており、中東情勢による影響がマクロレベルの個人消費にも表れ始めたようにみられる。6月半ば以降、米国とイランの覚書署名を受けて原油価格等には落ち着きがみられつつあり、今後の物価上昇圧力が和らぐことも期待されるが、中東情勢や国際商品市況、さらには既往の川上製品の価格上昇の転嫁の進展等、個人消費を取り巻く状況はなお不透明であり、今後消費面への影響が拡大するリスクに留意が必要である。

第1-1-38図 欧米の自動車燃料消費関連指標



- (備考) 1. 米国商務省、ユーロスタットにより作成。
 2. 米国は実質個人消費支出 (PCE)、ユーロ圏は実質小売売上高。いずれも季節調整値。

第2節 エネルギー価格高騰や供給制約を受けた各国の政策対応

本節では、前節でみたようなエネルギー価格高騰や湾岸諸国からのエネルギーの供給制約を受けて各国政府がどのような政策対応を行ったか整理する。各国の政策対応は財政余力（Fiscal Space）による制約を受けることから、併せて各国の財政状況についても概観する。

1. 主要国・地域の財政状況

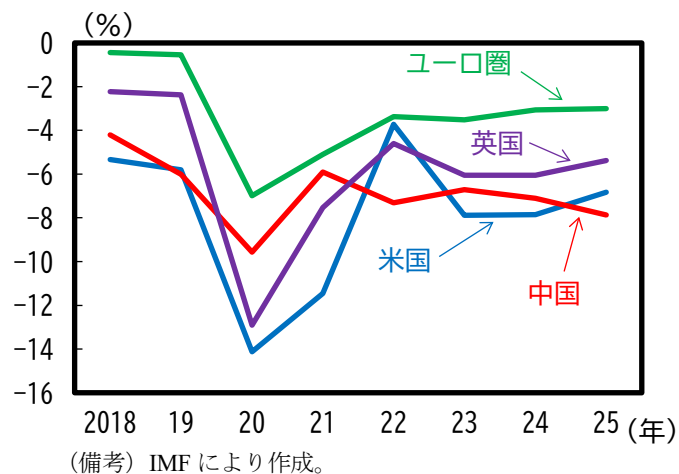
初めに、政策対応の前提となる各国・地域の財政状況を確認する。

（財政状況は新型コロナウイルス感染症対策による悪化からの改善途上）

主要国・地域の財政状況を一般政府財政収支対GDP比から確認すると、2020年の感染症拡大期における財政出動により赤字が拡大した後、欧米では緩やかに赤字幅を縮小してきているが、2019年以前と比較するとなお赤字幅が大きい状況が続いている（第1-2-1図）。特にユーロ圏では、感染症拡大期に一時的に停止されていた安定・成長協定に基づく財政ルールへの適用が2024年から再開されており、加盟国は財政ルールの遵守に向けて一層の財政健全化を求められる状況にある。一方、米国では、高齢化に伴う社会保障費の増加や債務残高拡大・金利上昇による利払費の増加が財政を圧迫する中で、第二次トランプ政権下では2025年の財政調整法「一つの大きな美しい法案（One Big Beautiful Bill Act）」による減税措置や防衛費拡大等が講じられており、米国議会予算局（CBO）は今後の財政赤字の拡大を予測している¹⁷。また、中国については、2022年前後から不動産市場の停滞が続く中でより拡張的な財政政策が志向されていることもあり、2025年にかけて財政赤字の対GDP比は緩やかな拡大傾向にある。

¹⁷ CBO (2026)

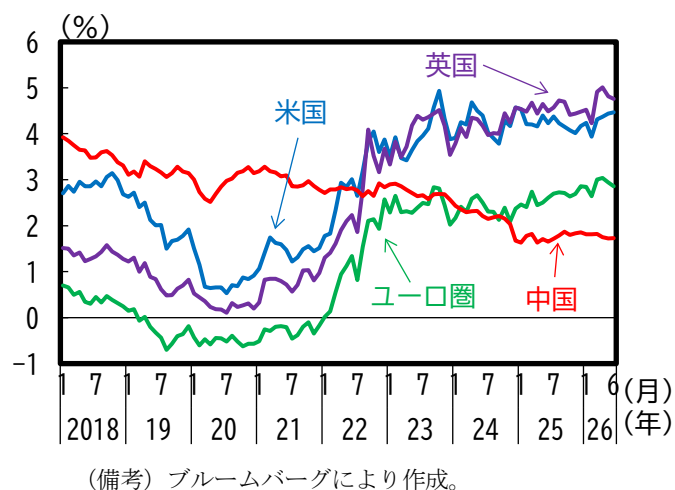
第1-2-1図 一般政府財政収支対GDP比



(長期金利は高水準で推移し、利払費が財政を圧迫する可能性)

財政赤字を拡大させる要因として、長期金利の上昇による利払費の増加にも注意が必要である。主要国・地域の長期金利の動向をみると、欧米では2022年に大幅に高まった後、感染症拡大前と比較して高い水準が継続している（第1-2-2図）。加えて、中東情勢に伴うエネルギー価格の上昇が物価を押し上げることが想定される中で、2026年3月以降欧米各国・地域の長期金利は一段と高まった。相対的に低金利であった時期に発行した国債が借り換えられていくことで、今後更に利払費が押し上げられ、各国の財政余力を圧迫していくことが想定される。

第1-2-2図 長期金利（10年債利回り）



このように、主要国・地域では総じて感染症拡大前に比べて財政余力が低下した状態にあるといえ、各国の政策対応に対する制約となる可能性がある。こうした中で、各国では的を絞ったエネルギー価格高騰対策となるように取り組んでいる。

なお、欧州においては、欧州委員会が今般の中東情勢を受けて、既存の財政ルールの国別免責条項の適用範囲を拡大し、2026年から2028年までの間に年間で対GDP比0.3%、3年間の累積で対GDP比0.6%までを上限に、輸入化石燃料への依存を低下させる取組に係る支出を財政ルールの枠外とすることができるとする方針¹⁸を示しており、特に構造的な取組については財政ルールの一部緩和を通じて加盟各国の財政余力を確保しようとする動きもみられる。もっとも、欧州委員会は、今般の中東情勢を踏まえた加盟国の家計・企業向けの影響緩和策について、「時限的で、的を絞り、迅速かつ比例的で、財政的に持続可能かつ化石燃料の需要を促進しない」ことを奨励しており、短期的な政策対応としては財政面での効率性を求めていることに変わりはない。

2. 各国の政策対応

（概観）

前節でみたように、ホルムズ海峡の通航が困難な状態で原油等の供給制約と価格高騰が生じた中、各国はエネルギー需給の両面から対策に取り組んでいる。IEAによれば、需要面での対策は、交通等のエネルギー需要抑制と補助金や減税等の家計支援に大別される（第1-2-3表）。それぞれの類型別に対応を実施している国の数をみると、需要抑制では啓発（40か国）や交通抑制措置（24か国）が多く、家計支援では減税（55か国）や補助金（32か国）が多い。また、供給面では、各国で原油備蓄の放出や代替調達先の確保に取り組んでいる。以下、類型別の取組について詳述する。

¹⁸ より詳細には、2025年から2028年にかけて認められている、対GDP比で年間1.5%までの防衛支出を国別免責条項の対象とする措置の枠内において、財政ルールの適用除外が認められる。その趣旨について欧州委員会は、輸入化石燃料への依存を低下させることは欧州の安全保障と防衛に資すると説明している。また、財政ルールの適用除外の対象となり得る具体的な取組として、家計・企業の化石燃料への依存を低下させ、脱炭素化を推進する措置、最終需要部門の電化を促進する措置、電力インフラへの投資等のエネルギー需給の構造改革につながる取組が挙げられている（European Commission (2026)）。

第1-2-3表 各国の政策対応の概要

		実施国数 (I E A 集計)	具体例
供給確保		—	【 I E A 加盟32か国】史上最大規模となる合計4億バレル超の協調放出に合意
需要抑制	啓発	40	【韓国】国民に対するエネルギー節約要請
	交通抑制措置	24	【韓国】車両ナンバーに応じて公共部門の自動車利用を週1日制限
家計支援	減税	55	【オーストラリア】時限的な燃料税の引下げ措置
	補助金	32	【フランス】運転頻度の高い労働者への燃料費補助、低所得者世帯へのエネルギーバウチャーの配布
	価格抑制	23	【中国】石油製品価格引上げに際して負担軽減のための臨時調整措置を実施

(備考) IEAにより作成。6月12日時点。IEAは供給確保策については集計していない。

(IEA加盟国は過去最大規模の石油備蓄の協調放出を実施)

事態の発生から比較的短期間で、石油の供給確保を図る多国間の取組が行われた。中東情勢の緊迫化によりホルムズ海峡を通じた石油供給が急減し、国際的な原油価格が高騰する中、石油市場の安定化を目的として、3月11日、IEA加盟32か国は4億バレル規模の石油備蓄の協調放出に合意した。IEA加盟国による石油備蓄の協調放出は2022年以来であり、4億バレルという規模は過去最大である。加盟国はそれぞれの国内市場の動向等を踏まえながら備蓄放出を進めることとされている。IEA (2026c)では、この協調放出により、5月8日までに政府備蓄9,000万バレル、民間備蓄7,400万バレル、計1億6,400万バレルの石油備蓄が放出されたとしている。ロシアによるウクライナ侵略を受けて行われた2022年の協調放出が米国のガソリン価格の上昇を抑制したとする分析¹⁹もあり、今般の協調放出も原油等の価格上昇を一定程度抑制する効果をもたらした可能性がある。

(原油の代替調達先を確保する動きも活発化)

石油備蓄の放出は短期的な供給不足の対応に有効であると考えられるが、備蓄には限りがあるため、事態が長期化する場合には代替的な調達先を通じて石油の安定供給を図る必要がある。ホルムズ海峡の通航が困難な状態が数か月にわたって継続する中で、元々原油輸入のホルムズ海峡への依存度が高かったアジア諸国を中心に、湾岸諸国以外の原油の代替調達先を確保しようとする動きが活発化した。

¹⁹ Harris and Wolfram (2022)

アジア各国の貿易統計からこの動きを確認すると、前述したように原油の輸入総量は例年に比べて少ない状況にあるが、湾岸諸国からの輸入の落ち込みを他の地域からの輸入で代替しようとする動きがみられる。元々ホルムズ海峡への依存度が相対的に低かった中国では、主要な輸入相手国であるロシアやブラジルからの輸入割合を更に高めるとともに、インドネシアからの輸入を大幅に拡大させている²⁰（第 1-2-4 図（1））。韓国では、3 月以降も依然として原油輸入の 5 割強が湾岸諸国からとなっているが、米国からの輸入割合が高まっているほか、アフリカ諸国（アルジェリア、コンゴ民主共和国等）やオーストラリアからの輸入割合にも高まりがみられる（第 1-2-4 図（2））。インドでは、アフリカ諸国（アンゴラ、ナイジェリア等）やオマーンといった比較的距離の近い輸入先からの輸入割合を高めつつあるほか、中南米からの輸入割合にも高まりがみられる（第 1-2-4 図（3））。

各国は更なる代替調達の取組を進めており、日本はホルムズ海峡を経由しない代替調達によって 7 月時点で前年平月比の約 10 割を調達する目途が立ったと発表した。韓国は年末までにカザフスタン、オマーン、サウジアラビア²¹、カタールの 4 か国からの合計 2 億 7,300 万バレル（平時の消費量の 3 か月超分相当）の原油調達に合意した旨を発表している²²。アジア諸国は原油輸入のホルムズ海峡依存度が高く、今般の事態の影響を受けやすいと考えられているが、こうした代替調達の取組の進展が影響の緩和につながることを期待される。

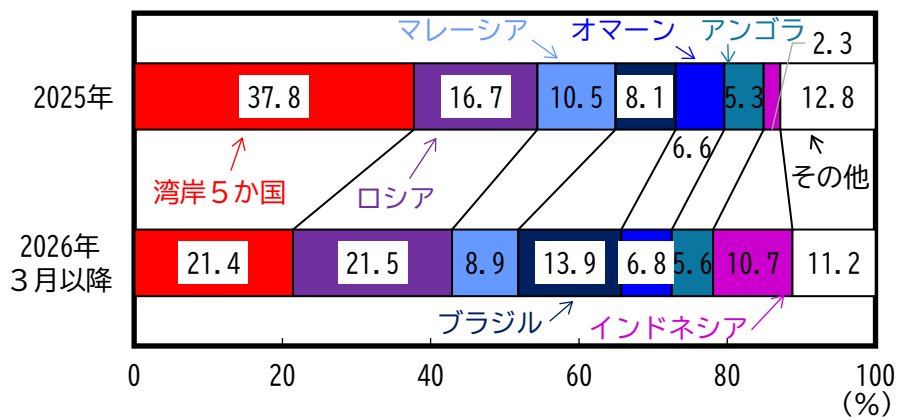
²⁰ インドネシアからの原油輸入についても、マレーシアからの輸入と同様に、イラン産原油の迂回輸入である可能性も指摘されている（Downs (2026)）。

²¹ ホルムズ海峡を経由しない紅海ルートを通じた輸送に合意した旨発表されている。

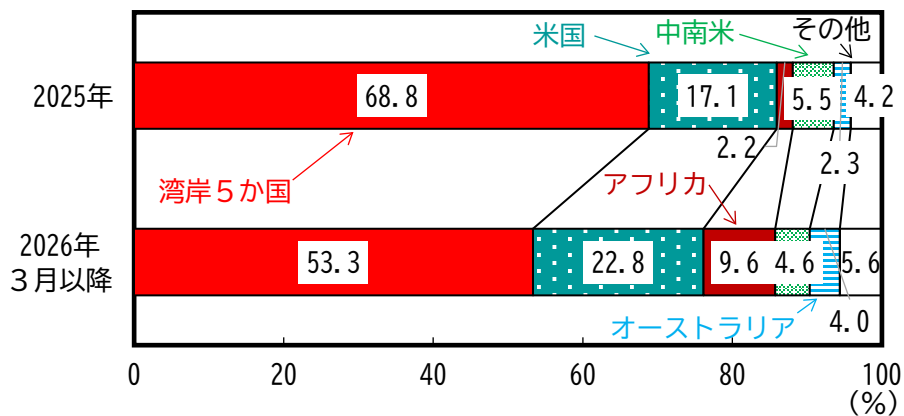
²² こうした動きに関連して、インドでは 2019 年以来となるイラン産原油の調達開始を発表し、原油調達先の多角化を進めている。

第1-2-4図 原油輸入相手国（2026年3月以降）

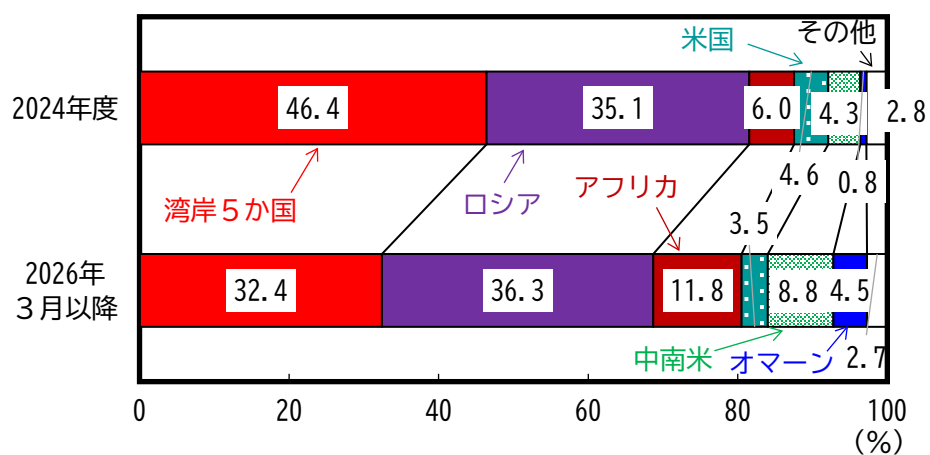
（１）中国



（２）韓国



（３）インド



- （備考） 1. 中国海関総署、韓国関税庁、インド商工省により作成。金額ベース。
 2. 「湾岸5か国」は、サウジアラビア、UAE、イラク、クウェート、カタールを指す。

（アジア諸国を中心にエネルギー需要の抑制に向けた取組もみられる）

石油備蓄の放出や代替調達先の確保といった供給側の取組と並行して、アジア諸国を中心に国内のエネルギー需要を抑制しようとする取組もみられる。

韓国を例にとると、韓国政府は中東情勢の悪化を受け、3月5日に原油・天然ガスに関する資源の安全保障上の危機警報²³を発し、それに伴う対応として、省エネのための国民向けの要請や交通抑制措置を実施している。中東情勢に伴うエネルギー供給状況の厳しさを踏まえると政府単独の取組には限りがあるとして、自動車利用の抑制や日常生活におけるエネルギー節約などの12項目²⁴からなる省エネに関する国民行動要領を3月24日に公表し、国民に対してエネルギー節約を要請したほか、平日5日間のうち1日を交代で運行停止とする公用車の5部制²⁵を3月25日から施行した。これは、原則として全国全ての地方自治体及び公共機関の乗用車を対象にしたもので、自動車のナンバープレートの末尾に応じて運行を制限する。

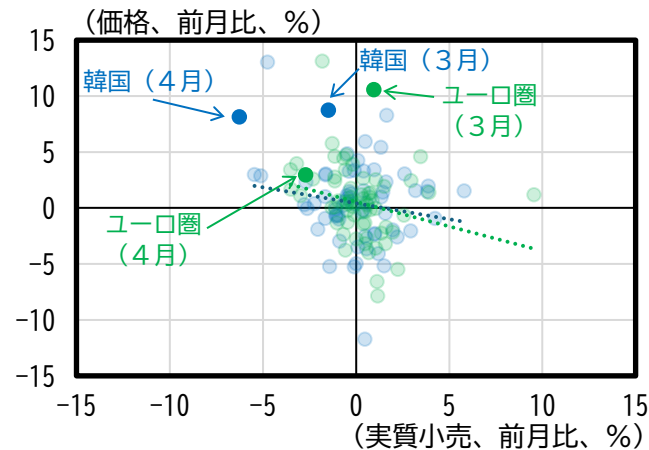
こうしたエネルギー需要抑制策の効果をみる1つの簡易的なアプローチとして、ここでは特段の需要抑制策を採っていないユーロ圏と比較しつつ、韓国のガソリン価格と自動車燃料の実質小売売上高（販売量）の動向を確認する。韓国の自動車燃料の販売量は3月以降2か月連続で減少しているが、ユーロ圏と比べると2か月間の価格の上昇率も高く、過去の価格と販売量の平均的な関係と比べても自動車燃料の販売量が顕著に低下したという姿は確認できなかった（第1-2-5図）。政策効果の正確な把握にはより詳細な分析が必要になるが、これまでのところガソリン消費の大宗を占めると考えられる民間部門の省エネは要請にとどまっており、かつガソリン消費は裁量性が低いと考えられることから、省エネ要請が実際のガソリン消費に与える影響は限定的となっている可能性がある。

²³ 国家資源安全保障特別法に基づき、危機の深刻さ、市民生活への影響、経済状況に応じて、4段階（関心・注意・警戒・深刻）で資源安全保障危機警報が発令される。3月5日に「関心」警報が発令され、3月18日には「注意」、4月2日に「警戒」に引き上げられた。

²⁴ ①乗用車5部制（後述する公用車の5部制と同様の取組）、②公共交通機関の利用、③エコドライブの実施、④近距離の徒歩・自転車の移動、⑤適正な室温管理（暖房20℃、冷房26℃）、⑥不要な照明の消灯、⑦シャワー時間の短縮、⑧家庭用エネルギーキャッシュバック、都市ガス節約キャッシュバックキャンペーンへの参加、⑨家電製品の効率利用、⑩EV・携帯電話の昼間充電、⑪高効率家電購入・照明のLED交換、⑫洗濯機・掃除機の週末使用。いずれも国民の主体的な行動を呼びかけるもので法的拘束力はない。

²⁵ 10人乗り以下を対象。障害者用車両や電気自動車等は除外されている。また、繰り返しの違反者には所属機関による処分を講じるよう要請されている。資源安全保障危機警報が4月2日に「警戒」に引き上げられたことに伴い、4月8日から、ナンバープレートの番号末尾が奇数の場合は奇数日の、偶数の場合は偶数日の走行を許可する2部制に強化された。

第1-2-5図 ガソリン価格と自動車燃料実質小売上高（2021年以降）



- (備考) 1. 韓国統計庁、韓国石油公社、ユーロスタット、欧州委員会により作成。
 2. 自動車用燃料小売上高は季節調整値。
 3. 破線は、2021年2月から2026年2月までのガソリン価格前月比と自動車燃料実質小売上高前月比との関係を線形近似したもの。

この他の需要抑制に関する取組例として、インドにおいては、ホルムズ海峡を経由する LNG 輸入の混乱を踏まえて、3月9日に石油・天然ガス省が「天然ガス（供給規制）命令 2026」を発出し、特定の分野に対する天然ガスの優先供給と石油化学製品製造業等への天然ガス供給削減の措置を開始した。また、原油価格高騰に伴う貿易収支の悪化や外貨流出を抑制すべく、5月11日にはモディ首相が国民向けに公共交通機関の利用や在宅勤務を推奨する等のエネルギー節約要請を行った。

なお、6月中旬以降の中東情勢の緊張緩和を受けて、これらの措置には見直しの動きがみられる。韓国では、7月1日から資源安全保障警報のレベルを「注意」に引き下げ、公用車2部制の実施を終了した。インドでも、6月25日に天然ガスの供給削減措置の撤廃を発表した。

（家計負担軽減のため、世界的にエネルギー関連減税の動きがみられる）

エネルギー価格高騰による家計等の負担を軽減する取組も各国で行われている。供給不足による量的な影響は原油輸入のホルムズ海峡依存度の高かったアジア諸国で特に大きいと考えられる一方、国際商品であるエネルギー価格の高騰は石油純輸出国も含めて世界的に生じており、家計負担の軽減策は世界的に幅広く実施される傾向にある。

そうした家計負担軽減策の代表例がエネルギー関連の減税である。欧州主要国では、早速3月からイタリアやスペインで燃料等に対する物品税や付加価値税の引下げ措置が採られ、5月にはドイツでもガソリン及びディーゼル燃料に対する税金の時限的な引下げ措置（6月末まで）が実施された。アジア太平洋地域でも、インドで3月にガソリン及びディーゼルに対する物品税の引下げが行われたほか、オーストラリアで4月から6

月まで燃料税を引下げ、その後も8月初頭までやや規模を縮小した燃料税の引下げ措置を継続するといった動きがみられる²⁶。エネルギー関連の減税は家計、企業を問わず幅広い層に対する負担軽減効果をもたらす一方、財政に与える影響も大きいと考えられるため、ドイツやオーストラリアのように数か月程度の一時的な措置として実施している例がみられる。

また、減税ではなく直接ガソリン価格等を抑制する措置をとっている国もある。中国では、地域ごとのガソリン及び軽油の販売価格の上限を政府（国家发展改革委員会）が統制しており、国家发展改革委員会は直近の国際原油市況に応じて10営業日ごとに価格調整を行っている。ただし、国際原油市況が急変動する場合には、価格調整の停止や調整幅の縮小を行うことができるとされていることから、今般の原油価格の高騰を受けて、3月23日の価格調整から、通常よりも価格調整幅を抑制する「臨時調整措置」が採られることとなった。具体的には、3月23日の価格調整では本来2,205元/トン引上げとなるところ、同措置によって実際の引上げ幅は1,160元/トンに抑制され、4月7日の価格調整でも本来800元/トン引上げのところ、実際の引上げ幅は420元/トンに抑制された。

（的を絞ったエネルギー補助金の給付）

上述のようなエネルギー価格の上昇を抑制する政策以外に、エネルギー価格高騰の影響を受けやすい低所得者世帯等に対象を限定した補助金を給付する支援策を採る国もみられる。補助金給付は減税に比べて的を絞った支援を行いやすく、財政余力が小さい中で効率的な支援を行おうとする国々で活用している例がみられる。実際、OECD (2026b)では、2022～2023年のエネルギー価格高騰時の教訓の1つとして「的を絞った支援策によって財政負担を抑制すること」を指摘するなど、国際機関もこうした的を絞った支援の重要性を強調している。ここでは、その一例としてフランスの対応を取り上げる。

まず、ロシアによるウクライナ侵略に伴うエネルギー価格の高騰が生じた2022年の対応を振り返ると、当時のフランスは感染症拡大後の経済回復の途上にあり、経済も弱い弱であったため、電気・ガス料金の上限規制（「価格シールド」）²⁷や全国民を対象とした燃料補助を行うなど画一的な対応策をとっていた。こうした一連の政策については、インフレ抑制効果はあったとされるものの、財政コストが高く、従前より高水準に

²⁶ 3月時点で0.526豪ドル/リットルだったガソリン及び軽油に課される燃料税について、4月1日から6月30日まで0.206豪ドル/リットル、7月1日から8月2日まで0.366豪ドル/リットルにそれぞれ引き下げた。

²⁷ ガス料金は2021年10月水準で凍結、電気料金の規制料金の上昇は年4%に制限され（その後2023年は上限15%へ引上げ）、市場価格とのかい離分は政府が負担した。

あった公的債務残高²⁸が更に累増することとなった²⁹。

一方、今回の中東情勢を受けた対応においては、ルコルニュ首相が「支援はよりのを絞り、個別対応であるべき」と述べるなど、従来の一律的な価格抑制策ではなく、対象を限定した補助金を中核とする対応を採用している。背景としては、フランスは感染症収束後も財政赤字が高止まりしており³⁰、ユーロ圏の中でも最大の財政赤字国となっていることが挙げられる（フランスの財政状況については第2章で詳述する。）。

具体的な家計向けの支援の取組として、特にガソリン価格の影響を受けやすい、運転頻度の高い労働者（通勤等に個人用車両を使用する者）³¹に対し、所得制限付き³²で燃料費の補助を行うとともに、低所得者世帯の電気、ガス、燃料費の支払い補助として2018年から毎年配布しているエネルギーバウチャーについて、今年の中東情勢に起因するエネルギー市場の緊張緩和のため、対象世帯を拡大して配布した³³。エネルギーバウチャーの対象となる世帯は税務や送電のデータに基づいて税務当局によって判断され、申請なしで配布が行われた。

また、産業向けの支援として、3月27日、政府はエネルギー価格上昇の影響が大きい農業、漁業、道路運送業（うち中小企業）³⁴に対して、総額約7,000万ユーロ規模の短期・限定的な即時支援パッケージ³⁵を発表した。その後、更に中東情勢の不安定が続いたため、4月21日に支援策の一部を延長するとともに対象を拡大³⁶した。

（小括）

上述したように、ホルムズ海峡の通航が困難となる状況の中で、各国ではそれぞれの

²⁸ フランスの公的債務残高は、2021年の283兆ユーロ（対GDP比112.8%）から2024年には330兆ユーロ（同112.6%）に増加した。

²⁹ Lemoine et al. (2024)によると、価格シールドは、2022年と2023年の消費者物価を累計2.2%ポイント押し下げた。政府措置がなかったシナリオと比べて、同期間のGDP成長率を0.3%ポイント押し上げたとされる。一方、2022年と2023年の価格シールドにかかった費用は600億ユーロ（対名目GDP比1.1%）であった。

³⁰ フランスの2025年の財政収支は対GDP比▲5.1%であり、EUの財政ルール▲3%を上回っている。

³¹ 自宅と職場間を1往復当たり15キロメートル以上または年間8,000キロメートル以上走行する、従業員または自営業者。ガソリン車、ディーゼル車又は充電できないハイブリッド車が対象であり、EVや社用車、会社支給車は対象外。

³² 2024年の基準税所得が1税額単位当たり16,880ユーロ以下の世帯が対象。目安として、単身者であれば月額手取り約1,508ユーロ以下、夫婦＋子ども1人であれば月額手取り約3,771ユーロ以下、夫婦＋子ども2人であれば月額手取り約4,525ユーロ以下であり、比較的所得の低い世帯向けの制度。多額の不動産資産を保有する人も除外される。

³³ 4月1日から380万世帯、5月1日から更に約70万世帯を対象とし、合計450万世帯に配布された。

³⁴ 2024年の名目GDPに占める農林水産業の割合は1.5%、運輸業4.6%。燃料の最終消費量に占める農林水産業の割合は7%、運輸業84%となっている。

³⁵ 農業：非道路用軽油（GNR）の物品税（3.86セント/リットル）免除。漁業（総額約500万ユーロ）：漁船の燃料費（約20セント/リットル）の払戻し。道路運送業（貨物・旅客）（総額約5,000万ユーロ）：燃料費の補助（約20セント/リットル）（4月で終了）。農業、漁業、道路運送業：フラッシュ燃料ローン（金額：5,000～50,000ユーロ、期間：36か月（うち12か月分は資本返済繰延）、金利：3.8%（政府支援による補助金利））。

³⁶ 農業：GNRの物品税免除の免除に加え、約15セント/リットル補助。漁業：漁船の燃料費払戻しを30～35セントに引上げ（8月まで）。建設業（中小企業）：GNRに約20セント/リットルの補助。運転頻度の高い労働者（ビジネス目的や旅行のために個人用車両を使用する者）：燃料費約20セント/リットルの補助。

事情も踏まえながら需要と供給の両面から政策対応を行っている。世界全体で幅広くみられる対応としては、エネルギー価格高騰の影響を和らげるための減税や補助金給付が行われた。そうした中では、2022 年頃のエネルギー価格上昇局面での経験や厳しい財政状況を踏まえて、財政負担の抑制を意識した的を絞った給付や時限的な減税措置に取り組む国もみられる。さらに、原油輸入のホルムズ海峡依存度が相対的に高いアジア諸国では、代替調達先の確保や需要抑制等の量的な対策に取り組む国もみられている。

なお、こうして世界各国で様々な政策対応が採られる中で、米国については、石油備蓄の協調放出のような供給側の対応はみられるが、これまでのところ減税等のエネルギー価格に直接働きかける政策や家計への給付策は連邦政府レベルではとられていない³⁷。こうした姿勢は市場機能を重視する姿勢の表れと考えることもできるが、その結果として、他国に比べてガソリン価格及び消費者物価の上昇幅が大きくなっている。

このように、各国の政策対応は影響の程度や財政状況等によるばらつきがみられている。現時点ではそれぞれの政策の効果を評価するには時期尚早と考えられるが、今後の事態の推移や更なるデータの蓄積を経た上で、今般の世界的なエネルギー価格高騰への対応を評価し、将来に向けた教訓を得ることが重要であると考えられる。

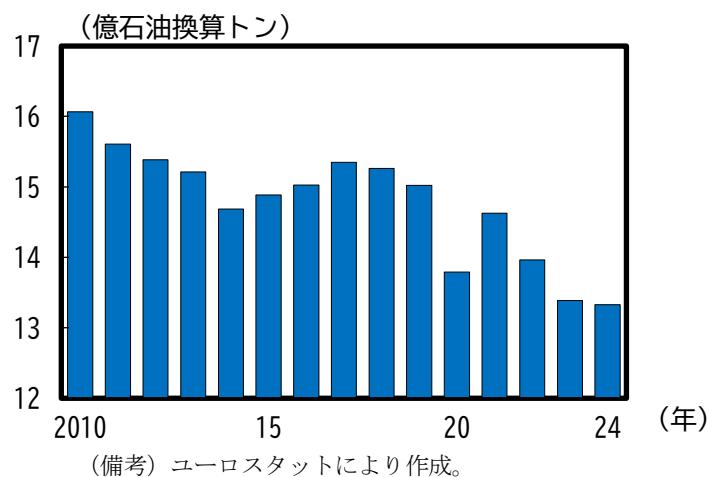
³⁷ 州レベルでは、ジョージア州やユタ州等で燃料税の引下げ措置がとられた。

コラム1 欧州のエネルギー構造について

第1節でみたように、欧州では、2022年のロシアによるウクライナ侵略後に生じたエネルギー危機や経済環境の悪化と比較すると、今般の中東情勢悪化後のユーロ圏経済への影響は抑えられている。軍事衝突の期間や欧州との地理的・地政学的な関係といった違いはあるものの、欧州域内のエネルギー構造の変化といった要因も指摘できる。エネルギー供給源の多様化や再生可能エネルギーへの転換、省エネルギーの推進等、ユーロ圏経済は外生的なエネルギーショックへの耐性を高めている。本コラムでは、欧州、特にユーロ圏のエネルギーの構造について確認する。

ユーロ圏のエネルギー消費量（総利用可能エネルギー量）を確認すると、2010年から2024年にかけてエネルギー消費量は2億石油換算トン（toe）以上削減されている（図1）。

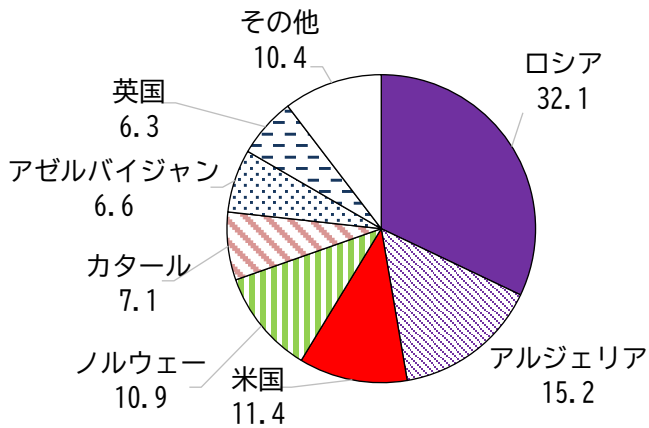
図1 ユーロ圏の総利用可能エネルギー量の推移



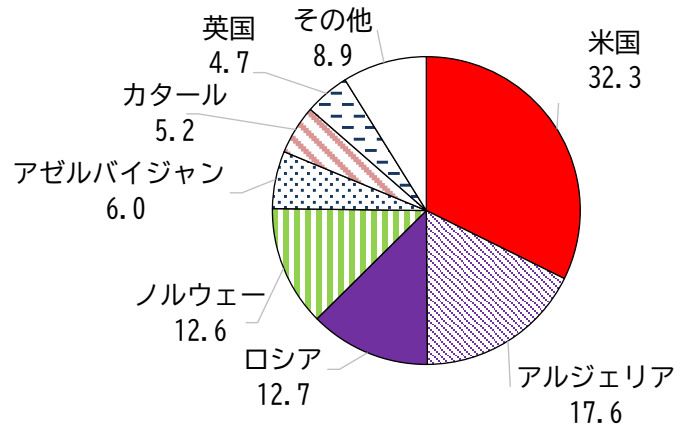
ウクライナ侵略以前の2021年において、欧州はガス輸入の3割をロシアからの輸入に依存しており、その大部分はパイプラインを通じて輸入されていた（図2（1））。これが2025年時点では、ロシアに代わって米国からの輸入量が3割となった（図2（2））。また原油の輸入についても、2021年のロシア産原油への依存度の高さはなくなり、代わって米国やカザフスタン、ノルウェーなどが主要輸入相手国となっている。ホルムズ海峡への依存度も低い（前掲第1-1-7図、図3）。

図2 ユーロ圏の天然ガス輸入相手国（％）

（１）2021年



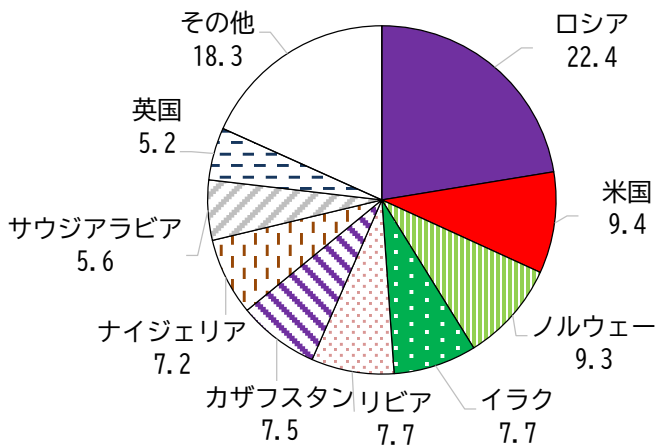
（２）2025年



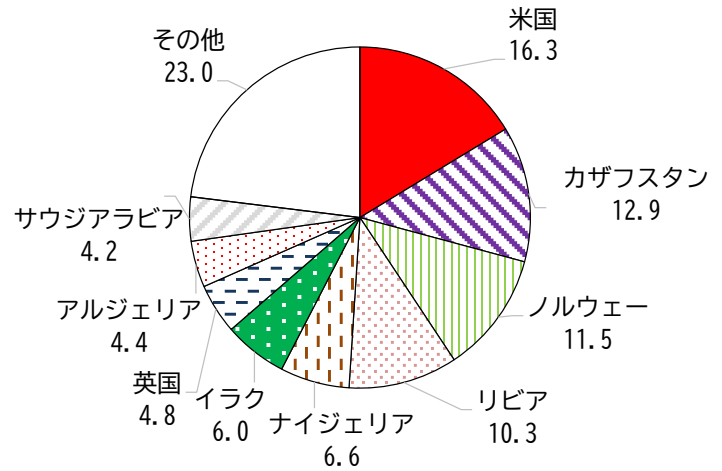
（備考）ユーロスタットにより作成。名目金額ベース。

図3 ユーロ圏の原油輸入相手国（％）

（１）2021年



（２）2025年



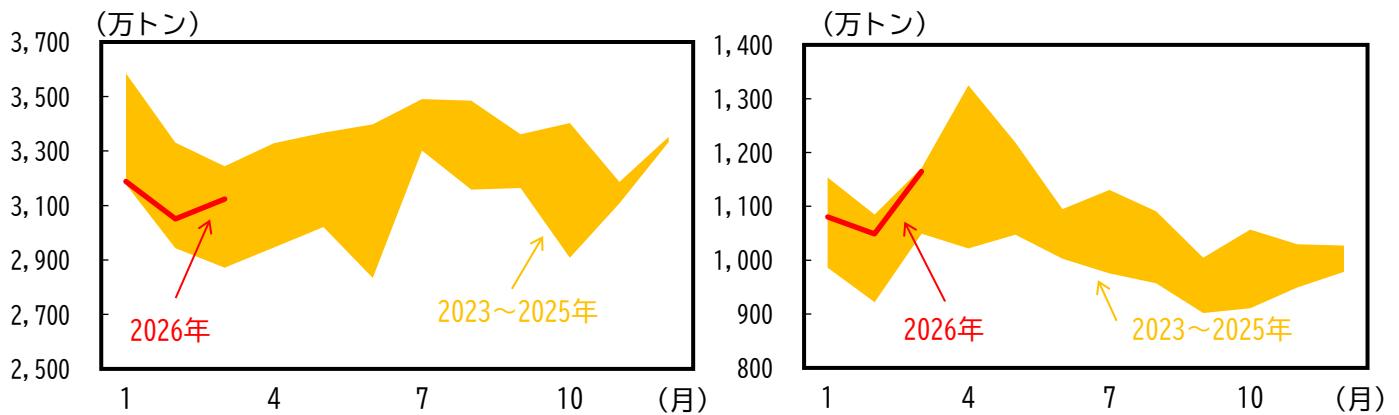
（備考）ユーロスタットにより作成。名目金額ベース。

同様に、ユーロ圏の原油と天然ガスの輸入量について、2026年の月次動向を過去平均（2023～2025年）と比較しても、これまでのところ、中東情勢悪化による目立った変化はみられない（図4）。

図4 ユーロ圏のエネルギー輸入量

(1) 原油

(2) 天然ガス



(備考) ユーロスタットにより作成。

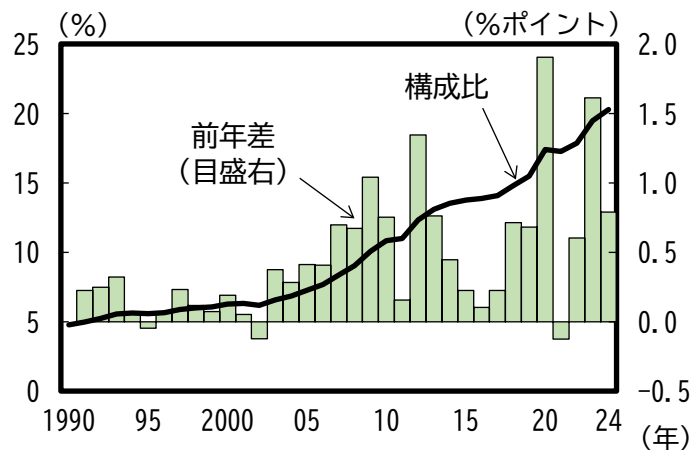
こうした輸入構造の変化を背景に原油価格を確認すると、欧州産原油の基準価格となるブレント価格は、2026年2月末以降の中東情勢の緊迫化の後、大幅に上昇はしたものの中東産のドバイ原油価格ほどは上昇せず、同様に国際商品取引所で取引される北米産のWTI価格と似た動きとなった（前掲第1-1-10図）。また、天然ガスは、輸送経路の違いにより、ホルムズ海峡の制約を受けることが少ない。原油、天然ガス価格のいずれも、本稿執筆時点では、2022年ほどの高騰とはなっていない（前掲第1-1-11図）。

一方、エネルギー供給面では、欧州では再生可能エネルギーの拡大と、エネルギー消費の削減を通じて、化石燃料への依存度を大幅に低減させている。

EUは2020年12月に、2030年の温室効果ガス排出量を1990年比で少なくとも55%削減する目標を達成するための「欧州脱炭素化政策パッケージ（Fit for 55）」を計画した。これにより、EU加盟国の再生可能エネルギーの普及度は着実に上昇している（図5）。さらに、ロシア産化石燃料からの脱却や再エネや水素等の拡大を目的とした「REPowerEU計画」を2023年に策定し、エネルギー消費における再エネの割合を2030年に45%へ引き上げる目標を掲げ、太陽光発電やヒートポンプ、水素の普及加速等が定められた。

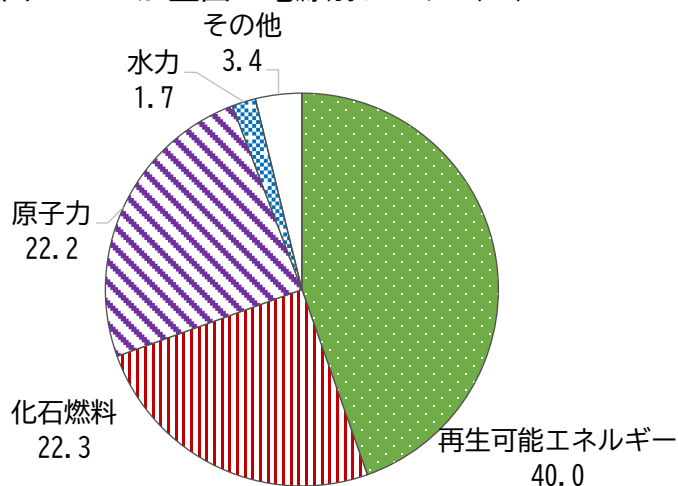
こうした政策もあった中で、2024年のEU発電電力量に占める再生可能エネルギーの比率（再エネ比率）は4割にまで達しており、最大の主力電源となっている（図6）。

図5 EU加盟国の再生可能エネルギーの普及度



(備考) ユーロスタットにより作成。総利用可能エネルギーに占める割合。

図6 EU加盟国の電源別シェア (%)



(備考) 1. Energy Institute により作成。2024 年の値。
2. マルタを除く EU26 か国。

また、エネルギーの消費量については、「REPowerEU計画」により「エネルギー効率化指令」を改正し、2020年のエネルギー使用予測と比較して、最終エネルギー消費を少なくとも11.7%削減することが法的拘束力をもって定められている。

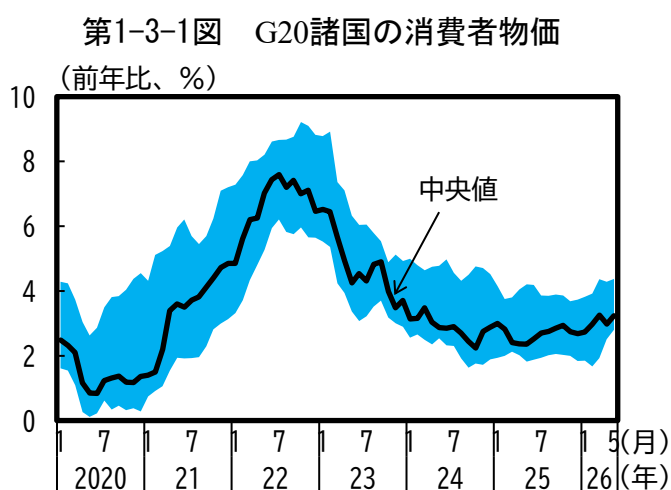
EUは2026年4月、価格変動の激しい化石燃料市場によるエネルギーコスト上昇に対応し、クリーンエネルギーへの移行を加速させることで、エネルギーのレジリエンスを強化するための政策文書「AccelerateEU」を発表した。5つの柱として、(1)EU加盟国と化石燃料供給者との調整強化、(2)消費者と企業の保護、(3)域内産クリーンエネルギーへの移行加速、(4)系統・蓄電・柔軟性等エネルギーシステムの強化、(5)投資の促進が含まれている。また、前述のとおり、2026年6月にはEUは輸入化

石燃料への依存低減やエネルギー強靱性の向上に資する財政支出を財政規律の適用除外としており、再エネ化に向けた投資は今後も増加すると考えられる。

欧州では、ロシアによるウクライナ侵略を契機としたエネルギー安全保障の見直しもあり、エネルギー供給源の多様化や再生可能エネルギーの拡大、エネルギー効率の改善という構造転換が進んできた。こうした取組がエネルギーに関する外生的ショックの影響を緩和している面があると考えられる。

第3節 主要国・地域の金融政策の転換³⁸

第1節でみたように、主要国・地域では原油価格等の高騰を受けて物価上昇圧力が高まっている。近年のG20諸国における消費者物価と金融政策の動向を振り返ると、感染症の拡大を経て、2021年頃から消費者物価上昇率が高まり、これに伴って多くの中央銀行は政策金利の引上げを行った（第1-3-1図、第1-3-2表）。その後、2024年前後から物価上昇率に落ち着きがみられてきたこともあり、多くの中央銀行は2025年にかけて景気中立的な金利水準に向けた利下げを行ってきた。2026年に入ると、中東情勢の影響等により物価上昇の兆しがみられる中、再び利上げに転じる動きもみられるようになった。



(備考) 1. IMF、各国統計により作成。
2. 水色帯は上下25パーセントイルの範囲を示す。

第1-3-2表 G20諸国の政策金利

年 期	2020				21				22				23				24				25				26	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
アルゼンチン	38.00	38.00	38.00	38.00	38.00	38.00	38.00	38.00	44.50	52.00	75.00	75.00	78.00	97.00	118.0	100.0	80.00	40.00	40.00	32.00	29.00	29.00				
オーストラリア	0.25	0.25	0.25	0.25	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.85	2.35	3.70	3.60	4.10	4.10	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.10	3.85	3.60	3.60	4.10	4.35
ブラジル	3.75	2.25	2.00	2.00	2.75	4.25	6.25	9.25	11.75	13.25	13.75	13.75	13.75	13.75	12.75	11.75	10.75	10.50	10.75	12.25	14.25	15.00	15.00	15.00	14.75	14.25
カナダ	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.50	3.25	4.50	4.75	5.00	5.00	4.75	4.25	3.25	2.75	2.75	2.50	2.25	2.25	2.25	2.25
中国	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.10	2.10	2.00	2.00	2.00	1.90	1.80	1.80	1.80	1.80	1.50	1.50	1.50	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40
ユーロ圏	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	0.75	2.00	3.00	3.50	4.00	4.00	3.75	3.50	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.25	2.25
インド	4.40	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.90	5.90	6.25	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	5.50	5.50	5.25	5.25	5.25
インドネシア	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	4.25	5.50	5.75	5.75	5.75	6.00	6.00	6.25	6.00	6.00	5.75	5.50	4.75	4.75	5.75	5.75
日本	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.05	0.05	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00
韓国	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.75	2.50	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
メキシコ	6.50	5.00	4.25	4.25	4.00	4.25	4.50	5.50	6.50	7.75	9.25	10.50	11.25	11.25	11.25	11.25	11.00	11.00	10.50	10.00	9.00	8.00	7.50	7.00	6.75	6.50
ロシア	6.00	4.50	4.25	4.25	4.50	5.50	6.75	8.50	20.00	9.50	7.50	7.50	7.50	13.00	16.00	16.00	16.00	19.00	21.00	21.00	20.00	17.00	16.00	15.00	14.25	14.25
サウジアラビア	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	2.25	3.75	5.00	5.50	5.75	6.00	6.00	6.00	6.00	5.50	5.00	5.00	5.00	4.75	4.25	4.25	4.25
南アフリカ	5.25	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.75	4.25	4.75	6.25	7.00	7.75	8.25	8.25	8.25	8.25	8.00	7.75	7.50	7.25	7.00	6.75	6.75	7.00	7.00
トルコ	9.75	8.25	10.25	17.00	19.00	19.00	18.00	14.00	14.00	12.00	9.00	8.50	15.00	30.00	42.50	50.00	50.00	50.00	47.50	42.50	46.00	40.50	38.00	37.00	37.00	37.00
英国	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25	0.75	1.25	2.25	3.50	4.25	5.00	5.25	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75	3.75	3.75
米国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.75	3.25	4.50	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.25	3.75	3.75	3.75	3.75

(備考) 1. BIS、各中央銀行により作成。各四半期末時点の政策金利。
2. 米国はFF金利誘導目標の上限、ユーロ圏は預金ファシリティ金利、中国はリバースレポ金利（7日物）。
日本の2024年1－3月期及び4－6月期は無担保コールレート（オーバーナイト物）誘導目標の中央値。
なお、金融政策枠組みの変更に伴い、2025年7月以降、アルゼンチン中央銀行は政策金利を公表していない。

³⁸ 本節中に登場する人物の肩書は、特に断りの無い限り全て当時のものである。

本節では、近年の主要中央銀行の金融政策を振り返った上で、今般のエネルギー価格上昇を受けた各中央銀行の対応を概観する。

1. 連邦準備制度理事会（FRB）

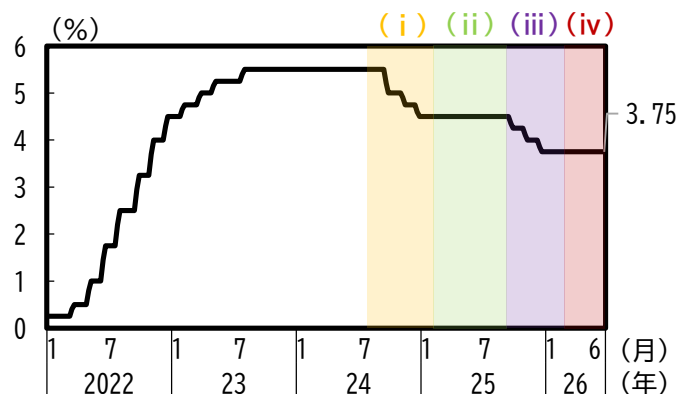
本項では米国における金融政策の近年の動向について、（１）伝統的金融政策（政策金利の調整）、（２）非伝統的金融政策（量的政策）に分けて整理する。また、2026年5月にFRB議長に就任したケビン・ウォーシュ氏率いる新たなFRB体制での金融政策を展望する。

（利下げサイクルは一服、政策金利は中立圏で先行きの方向感を探る展開）

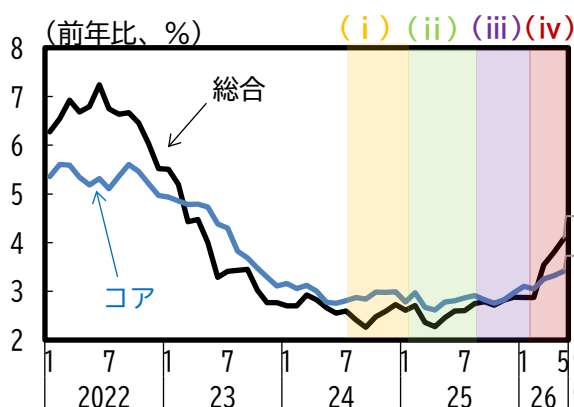
2024年以降の政策金利の動向について、（i）2024年後半、（ii）2025年前半、（iii）2025年後半、（iv）2026年以降、に分けて整理する。第1-3-3図で政策金利及び関連指標の推移を示しており、（i）～（iv）の網掛け範囲が各時期に対応する。

第1-3-3図 政策金利及び物価・雇用情勢の変遷（米国）

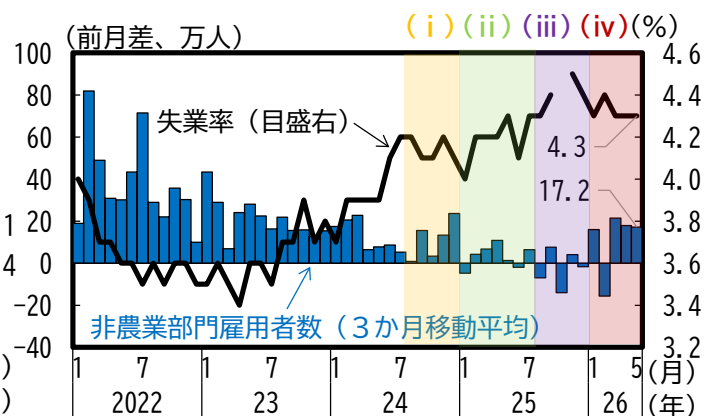
（１）FF 金利誘導目標（上限）



（２）PCE デフレーター（総合、コア）



（３）雇用者数、失業率



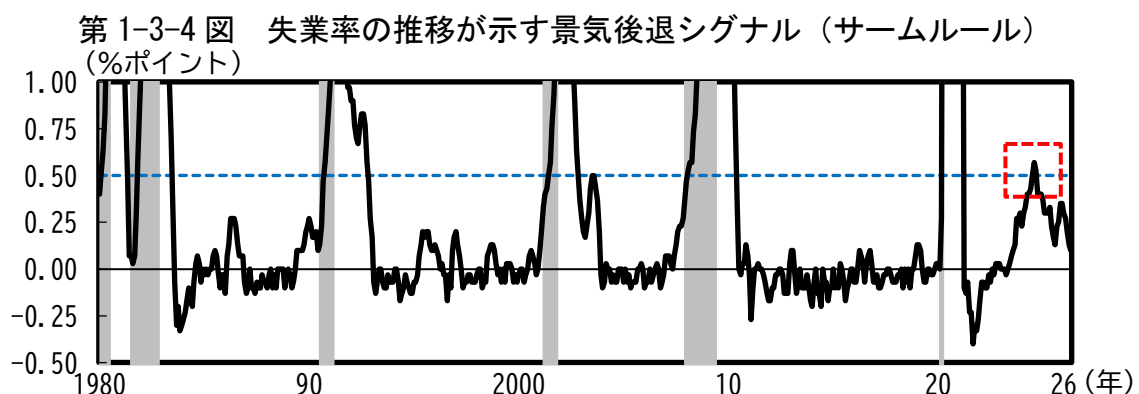
（備考） 1. FRB、米国商務省、米国労働省により作成。

2. （３）について、失業率の2025年10月値は、政府閉鎖の影響により欠損している。

(i) 2024年後半：1%ポイントの利下げ

2023年以降、感染症収束後の経済活動再開で急騰したインフレ率を抑制するため、5%を超える高金利による引締めが維持されていた。その結果、2023年初に6%近くあったインフレ率は、2024年に3%前後にまで低下し、一方で労働市場には軟化の兆候がみられ始めた。失業率は歴史的にみて低水準ながらも、2024年6月には約2年半ぶりに4%台に到達し、景気後退シグナルを示すとされるサームルールは同年7～9月に景気後退の予兆を示唆した（第1-3-4図）。こうして、物価安定と最大雇用の両立を使命とするFRBのリスクバランスは、インフレ偏重からおおむね均衡する姿へと変化した。同年8月に開かれたジャクソンホール会議では、パウエル議長が「政策を調整する時が来た」と述べ、利下げサイクルへの突入を示唆する内容の発信がなされた（第1-3-5表）。

そして、同年9月に行われた連邦公開市場委員会（以下「FOMC」という。）で、通常の2倍の利下げ幅となる0.50%ポイントの利下げが実施された。その後の10月、12月の会合においてもそれぞれ0.25%ポイントの利下げが続き、3会合で計1.00%ポイント引き下げられた結果、FF金利の誘導目標範囲は4.25～4.50%となった。



- (備考) 1. 米国労働省により作成。
2. 「3か月移動平均失業率」－「過去12か月の3か月移動平均失業率の最低値」の推移。
この値が0.50%ポイント（破線）を上回ると、経験則的に景気後退に陥る予兆とされる。

第 1-3-5 表 政策金利に係る FRB 当局者の発言 (i)

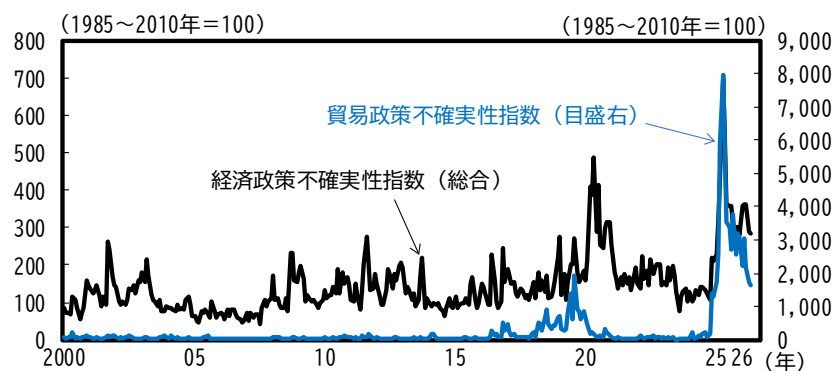
●2024年8月23日ジャクソンホール会合でのパウエル議長発言
「労働市場の冷え込みは明らか」「政策を調整する時が来た」 「力強い労働市場を支えるためにできることは全て行うつもり」
●2024年9月17～18日のFOMC会合 →0.50%ポイントの利下げ
「委員会は、インフレ率が持続的に2%に向かっていくとの確信を強めており、雇用とインフレ率の目標達成に対するリスクはおおむね均衡していると判断している。（声明文）」 「この政策スタンスの再調整は、経済と労働市場の力強さを維持するのに役立つ。（記者会見）」
●2025年12月17～18日のFOMC会合 →0.25%ポイントの利下げ
「本日の措置により、政策金利はピーク時から1%ポイント引き下げられ、政策スタンスは大幅に緊縮的ではなくなった。したがって、政策金利の更なる調整を検討する際には、より慎重な姿勢で臨むことができる。（記者会見）」

(備考) FRBにより作成。

（ii）2025年前半：先行き不確実性の高まりから据置き

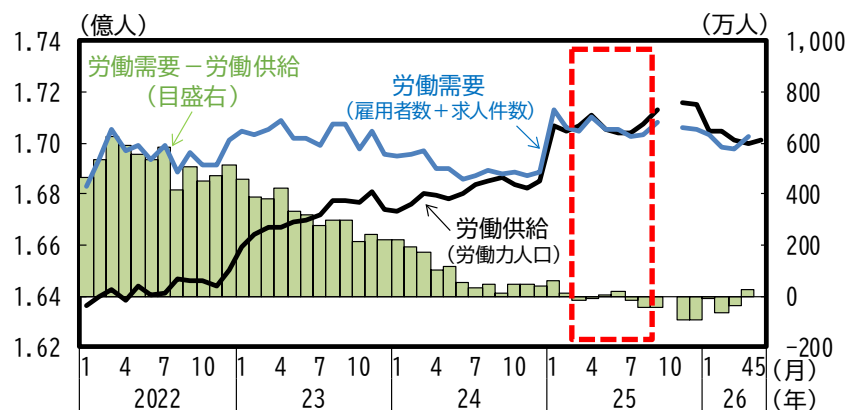
2025年1月に第二次トランプ政権が発足し、関税引上げ政策や移民の流入抑制策を始め経済活動を制限しかねない経済政策が打ち出されたことにより、経済の先行き不確実性が高まった（第1-3-6図）。物価面では、特に追加関税措置による影響の程度や発現時期を見極める必要に迫られ、FRBは慎重なアプローチを強いられる状況となった。一方、労働市場では、移民政策の厳格化により労働供給が減少する一方で、労働需要も減速した（第1-3-7図）。結果として、失業率は大幅に上昇することなく自然失業率（約4.2%³⁹）付近を上下することとなった。2025年8月のジャクソンホール会議にてパウエル議長はこの状況を「奇妙な均衡」と表現した（第1-3-8表）。このように、インフレリスクは上振れ、雇用リスクは下振れが意識されるものの、この期間にFRBは利下げを急ぐ環境になく、政策金利は4.25～4.50%のレンジが維持された。

第 1-3-6 図 経済政策不確実性指数



- （備考） 1. Economic Policy Uncertainty Index (Baker, Bloom and Davis)により作成。
 2. 総合指数は、米国の主要新聞の記事から経済不確実性に関する語群を含む記事数を集計し、指数化したもの。
 3. 貿易政策不確実性指数は、上記の語群に加えて貿易政策に関する語群を含む記事数を集計し、指数化したもの。

第 1-3-7 図 労働需要・労働供給



（備考）米国労働省により作成。2025年10月値は政府閉鎖の影響により欠損している。

³⁹ 2026年6月に公表された四半期経済見通し（Summary of Economic Projections）における長期の失業率見通し（Longer run）の中央値。他に参照される推計値として米国議会予算局の非循環的失業率（Noncyclical rate of unemployment）があり、2025年は4.4%（2026年2月時点推計）。

第1-3-8表 政策金利に係るFRB当局者の発言 (ii)

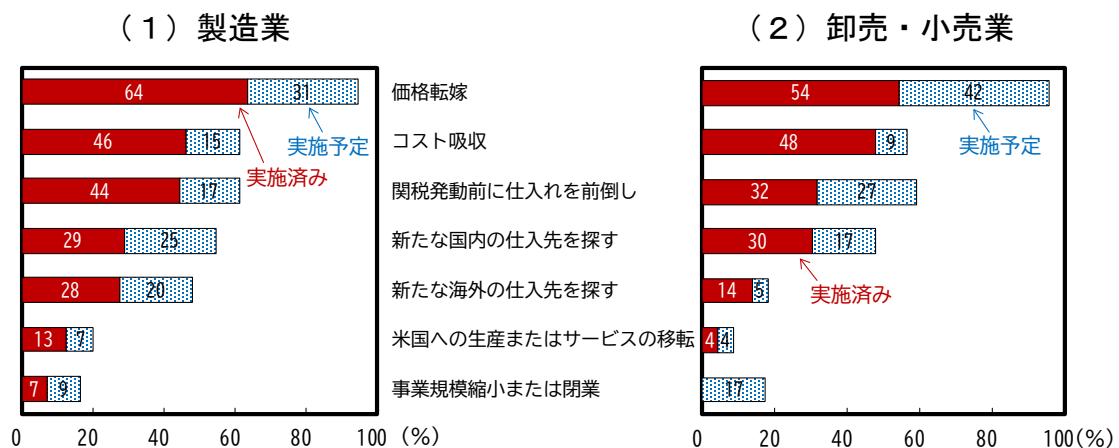
●2025年1月28～29日のFOMC会合 →据置き
「失業率はこちら数か月低水準で安定しており、労働市場の状況は依然として堅調。（声明文）」「経済は力強さを維持しているため、政策スタンスの調整を急ぐ必要はない。（記者会見）」
●2025年5月6～7日のFOMC会合 →据置き
「経済の見通しに関する不確実性は更に増している。…失業率の上昇と物価上昇率の上昇のリスクが高まっていると判断している。（声明文）」「政府の政策の様々な変更による経済へのネットの影響がより明確になるまでは、慎重なアプローチを取ることが適切（議事要旨）」
●2025年8月22日ジャクソンホール会合でのパウエル議長発言
「短期的にはインフレリスクは上向き、雇用リスクは下向きにあるという、困難な状況。」「労働者の需要と供給の両方が著しく減速した結果、 <u>「奇妙な均衡」</u> が取れている。」

（備考）FRBにより作成。

（iii）2025年後半：0.75%ポイントの利下げ

先行きの不確実性が広がる中で、2025年後半にかけても企業の労働需要は減速し、失業者1人当たりの求人件数は1倍を下回る状況が続いた。一方、物価動向については、米国企業が関税引上げによるコスト上昇を、自社内での吸収、関税発動前の在庫積み増し、サプライチェーンの変更等で対応したことにより、関税引上げの消費者物価への影響は依然として限定的であった（第1-3-9図）。こうした中、雇用の一段の下振れリスクを回避するため、FRBは9月、10月、12月の3会合連続で0.25%ポイントの利下げを実施した。こうして政策金利の誘導目標範囲は3.50～3.75%となり、中立金利のもっともらしい推計範囲内に入ったとされた⁴⁰（第1-3-10表）。

第1-3-9図 関税引上げに対する米国企業の対応（ダラス連銀 2025年8月調査）



（備考）ダラス連銀により作成。関税引上げが自社の事業に悪影響を及ぼしたと回答した企業の回答結果。
有効回答数は、製造業57社、卸売・小売業26社。

⁴⁰ 2025年12月FOMCでの四半期経済見通しにおいて、FOMCメンバー19名によるFF金利のLonger run予測（一般的に中立金利予測とみなされる）のレンジは2.6～3.9%、外れ値を除いた中心レンジ（上下3名ずつを除外）は2.8～3.5%となっている。

第 1-3-10 表 政策金利に係る FRB 当局者の発言 (iii)

●2025年9月16～17日のFOMC会合 →0.25%ポイントの利下げ 「雇用に対する下振れリスクが高まったことで、リスクのバランスは変化した。…今日の決定は、リスク管理のための利下げと捉えることができる（記者会見）」「参加者の大半は、今年の関税引上げがインフレに上昇圧力をもたらしたと評価したが、一部の参加者は、これまでのところその影響は年初時点の予想よりも幾分穏やかに留まっていると述べた。（議事要旨）」
●2025年12月9～10日のFOMC会合 →0.25%ポイントの利下げ 「9月以降の政策スタンスの調整により、政策金利は中立金利のもっともらしい推計範囲（3%前後）内に入っている。（記者会見）」

（備考）FRBにより作成。

（iv）2026年以降：中東情勢の激化を受け、利上げも選択肢になり得る状況へ

2026年に入り、FF金利は景気を刺激も抑制もしない中立的な水準の推計範囲に入ったことで、FRBは今後得られる経済データを基に政策判断をするに当たって良好な位置にあると評価した（第1-3-11表）。労働市場については、失業率の上振れや雇用者数の著しい減少は回避され、安定化の兆候がみられた。一方、物価動向については、関税によるコスト増加を消費者物価へ転嫁する動きが2026年1－3月期にピークを迎えたと推定されているところ⁴¹、インフレ率は3%前後で高止まりが続いた。そのため、再びFRBは様子見姿勢に移行し、本稿執筆時点の7月時点においても政策金利水準は据え置かれている。

足元の金融政策の方向性を定める上で重要な要素となっているのが中東情勢である。世界的なエネルギー価格の上昇により、2026年5月にPCEデフレーターは前年比4.1%、コアPCEデフレーターは同3.4%へ上昇した。また、期待インフレ率についても、短期（1年先）に加えて、FRBが4月のFOMCでもなお「アンカーされている」との認識を示してきた長期（5－10年先）についても、6月時点では中東情勢前と比べて高い状況が続いている（第1-3-12図）。

こうした状況の中、2026年6月FOMCでは声明文の緩和バイアス⁴²を示唆する文言が削除されたことに加え、四半期経済見通し（Summary of Economic projections）における2026年末時点の政策金利見通し（ドット・チャート）は利上げ方向に修正され、中央値は1回利下げから0.5回利上げ見通しへと転じた（第1-3-13表）。

ドット・チャートに表れているとおりFRB内で見解は分かれており、金融政策の先行きは不透明ではあるものの、次の政策対応が利上げになることで金融環境がより引締め的な可能性は相応に高まっている状況にある。

⁴¹ Minton et al. (2026)、Mau and Smith (2026)

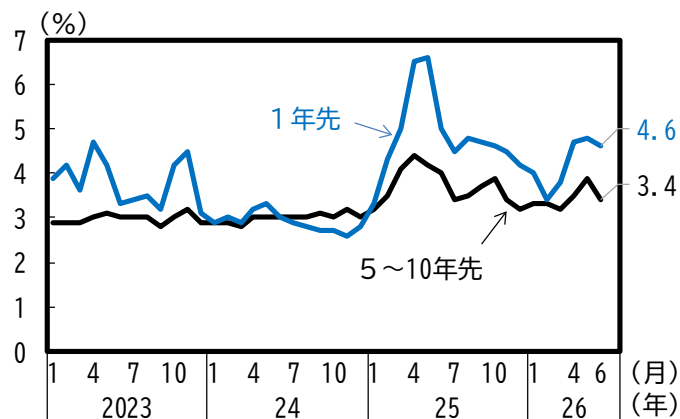
⁴² 5月FOMCにおいて声明文に反対票を投じたハマック総裁、カシュカリ総裁、ローガン総裁の個別声明によると、声明文の「政策金利の誘導目標範囲に対する追加調整の程度と時期の検討にあたり・・・」の部分が緩和バイアスにあたり、将来の利下げ再開を示唆しているとされる。この会合で彼らは、次の政策金利の変更は利下げ・利上げのどちらもあり得るとの認識を示した（Hammack (2026)、Kashkari (2026)、Logan (2026)）。

第 1-3-11 表 政策金利に係る FRB 当局者の発言 (iv)

●2026年1月27～28日のFOMC会合 →据置き
「我々は、経済の動向を観察し、データを検討する上で、良好な位置にある。…インフレの上方リスクと雇用の方下リスクは、おそらくどちらもやや縮小していると思う。（記者会見）」
●2026年3月17～18日のFOMC会合 →据置き
「従来の考え方では、エネルギーショックは「見過ごす」ものである。しかしそれは、インフレ期待が安定していることを前提としている。（記者会見）」
●2026年4月28～29日のFOMC会合 →据置き
「参加者はおおむね、インフレ率の高止まりが続いていること及び中東紛争の長期化や経済への影響に関する不確実性を踏まえると、従来の予想よりも長く現在の金融政策スタンスを維持する必要があると判断した。（議事要旨）」
「多くの参加者は、委員会の将来の政策金利調整の方向性について緩和バイアスを示唆する文言を、声明文から削除することを望んでいた。（議事要旨）」
●2026年6月16～17日のFOMC会合 →据置き
「インフレ率は依然として委員会の2%目標に対して高い水準にある。（声明文）」

(備考) FRBにより作成。

第 1-3-12 図 消費者の期待インフレ率



(備考) 1. ミシガン大学により作成。

2. 消費者による今後1年先、5～10年先の予想物価上昇率の回答の中央値。

第1-3-13表 FOMC参加者の政策金利見通し (ドット・チャート)

FF金利誘導目標 (%)	2026年末時点		
	2025年12月会合	2026年3月会合	2026年6月会合
4.25～4.50 (4.375)			1
4.00～4.25 (4.125)			5
3.75～4.00 (3.875)	3		3
3.50～3.75 (3.625)	4	7	8
3.25～3.50 (3.375)	4	7	1
3.00～3.25 (3.125)	4	2	
2.75～3.00 (2.875)	2	2	
2.50～2.75 (2.625)	1	1	
2.25～2.50 (2.375)			
2.00～2.25 (2.125)	1		
計 (人)	19	19	18
中央値 (%)	3.375 (1回利下げ)	3.375 (1回利下げ)	3.75 (0.5回利上げ)
平均値 (%)	3.296	3.349	3.833

(備考) 1. FRBにより作成。利上げ、利下げ幅は1回0.25%ポイントとした場合。

2. FF金利誘導目標の括弧内は誘導目標レンジの中間値。

（QT は終了し、バランスシート政策は準備預金管理の局面へ）

2022年以降に政策金利が引き上げられて金融引締め具合が調整されると同時に、量的政策の転換、つまり量的引締め政策（QT）も進められた（第1-3-14表）。以下では、近年における量的政策の主な変遷について整理する。

第 1-3-14 表 保有資産の削減に係る主な経緯

開始時期	米国債	MBS等
2022年6月～	月300億ドルを上限に削減	月175億ドルを上限に削減
2022年9月～	月600億ドルに 引上げ	月350億ドルに 引上げ
2024年6月～	月250億ドルに 引下げ	-
2025年4月～	月 50億ドルに 引下げ	-
2025年12月～ (QT終了)	償還分を 全額再投資	償還分をT-Billに 全額再投資

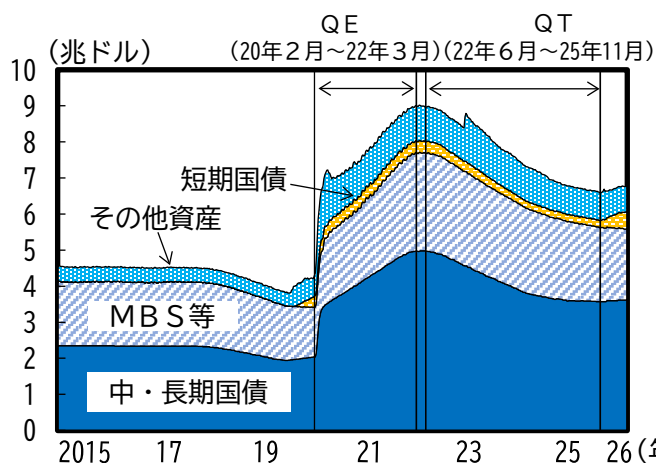
（備考）FRBにより作成。

（i）QTの開始と縮小

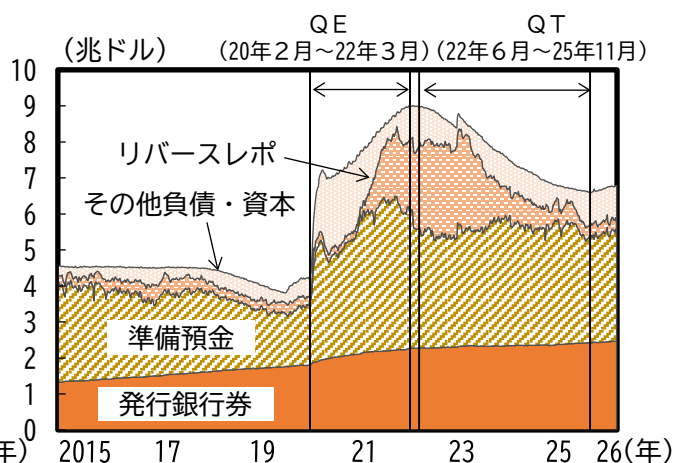
2020年から2022年3月まで、感染症対応でFRBによる量的緩和政策（QE）が進められたことで、FRBのバランスシートの規模は4兆ドルから9兆ドル近くまで拡大し、対名目GDP比で36%まで拡大した（第1-3-15図）。金融緩和状況からの回帰のため、政策金利の引上げ（2022年3月）に続き、同年6月に保有資産の圧縮（QT）が開始された（第1-3-16表）。

第 1-3-15 図 FRB のバランスシート

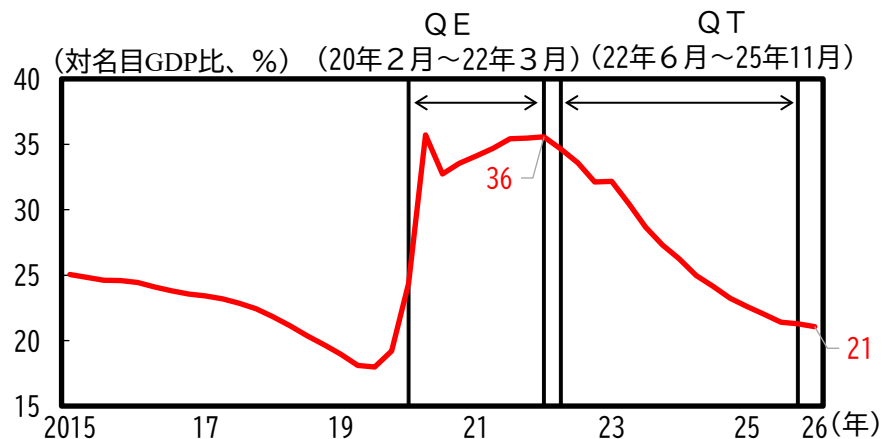
（1）資産側



（2）負債側



(3) 総資産（対名目 GDP 比）



- (備考) 1. FRB、米国商務省により作成。
 2. (1) について、その他資産はローン、外貨建て資産など。
 3. (2) について、その他負債・資本は財務省一般会計など。

第 1-3-16 表 量的政策に係る FRB 当局者の発言 (i)

●2022年1月25～26日のFOMC会合 →据置き
「FF金利の引上げプロセスが開始された後に、バランスシート縮小のプロセスを開始することが適切。(議事要旨)」
●2022年3月15～16日のFOMC会合 →0.25%ポイントの利上げ
「全ての参加者は、高止まりするインフレ率とひっ迫する労働市場を踏まえると今後会合においてバランスシートの縮小を開始することが正当化されるとの認識で一致した。(議事要旨)」
●2022年5月3～4日のFOMC会合 →0.50%ポイントの利上げ、QT開始
「6月1日から、保有資産の縮小を行うと決定した。(議事要旨)」

(備考) FRBにより作成。

QT開始に当たって予め示されたバランスシート規模縮小計画では、QTの終了時期について、「準備預金残高が十分 (ample) と整合的に判断される水準をやや上回る段階で、バランスシート規模の縮小ペースを減速させ、その後停止する方針」と示された (第1-3-17表)。これについて、準備預金の需要供給曲線を用いながら図解する (第1-3-18図)。2年にわたるQEにより、準備預金残高は1.7兆ドルから一時4.3兆ドルにまで増加し豊富 (abundant) な水準に達していた。ここからQTを通じて準備預金残高を減らす方向にシフトさせるものの、資金需給のひっ迫が起こると2019年9月の局面のように短期金利の急騰を招くおそれがあることから、十分な水準を幾分上回る程度 (黄塗部分) に達した時点でQTが終了する方針とされた⁴³。ここで、黄塗部分の状態では、FF

⁴³ 2000年代後半に起きた世界金融危機への対応で膨らんだバランスシートを正常化するため、イエレン議長 (2014～2018年)、パウエル議長 (2018～2026年) の下で保有資産の縮小が進められてきた。2019年9月、政府の資金繰りや銀行に対する流動性規制の影響等が重なって資金需要が一時的にひっ迫したところ、これまでの分厚い流動性の存在に慣れ切っていた金融市場が敏感に反応し、短期金利が急騰した。FRBは急遽大量の短期国債を買入れし、流動性を供給して事態を鎮静化させた。

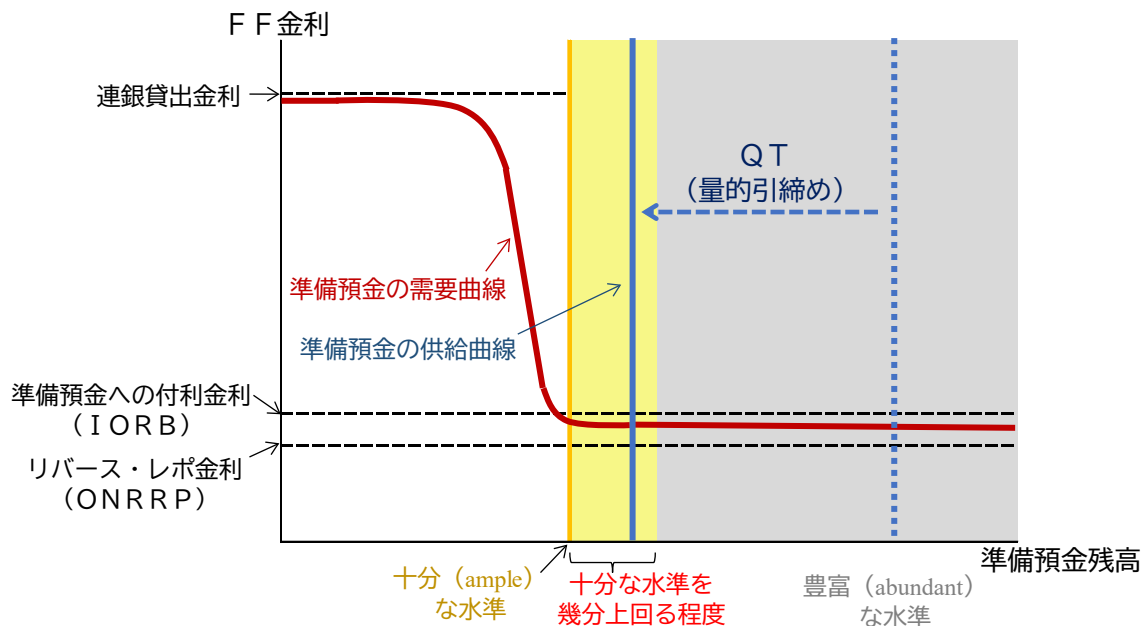
金利は準備預金への付利金利（以下「IORB⁴⁴」という。）とリバース・レポ金利（以下「ONRRP⁴⁵」という。）の間で安定的に推移することとなり、FRBは準備預金の量を日々調整することなく、管理金利（IORB、ONRRP）の設定によって短期金利を制御できる。

第 1-3-17 表 バランスシート規模縮小計画

【2022年5月4日 バランスシート規模縮小計画】	
●	バランスシートの圧縮は、予測可能な方法、具体的には毎月の満期償還額を買い埋める金額の調整によって行う。
●	2022年6月1日から、国債は月額上限300億ドル、MBSは175億ドル削減。上限額は3か月後にそれぞれ600億ドル、350億ドルに引き上げられる。
●	準備預金残高が「十分（ample）」と整合的に判断される水準をやや上回る段階で、バランスシート規模の縮小ペースを減速させ、その後停止する方針。
●	QT終了後も、FRBが準備預金的水準が「十分（ample）」に達したと判断するまで、準備預金残高はしばらくの間減少を続ける可能性が高い。
●	それ以降、FRBは長期的に「十分（ample）」な準備預金を維持するために必要に応じて保有証券を管理する。

（備考）FRBにより作成。

第 1-3-18 図 準備預金の需要供給曲線（概念図）



（備考）Logan (2019)、Foerster (2024)を参考に作成。

⁴⁴ IORB (Interest on Reserve Balances) 準備預金の付利金利：

預金取扱金融機関がFRBの準備金口座に預けた準備預金残高に対して支払われる金利。預金を取り扱わない金融機関（政府支援機関等）は制度上の対象範囲に含まれない。一般的に、FF金利の上限として機能するとされている。

⁴⁵ リバース・レポ金利 (ONRRP : Overnight Reverse Repurchase Agreements Award Rate)：

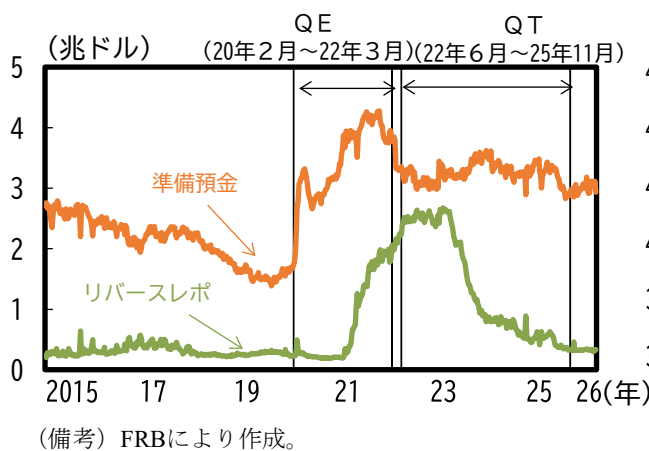
MMF (マネー・マーケット・ファンド：主に安全性の高い短期金融商品で運用される投資信託の一種) など幅広い主体を対象として、FRBが証券を売却し、翌日にその証券を買い戻す取引（リバース・レポ取引）を行う際に適用される金利。一般的に、金融機関等はFRBとの間でのリバース・レポ金利よりも低い金利で余剰資金を短期運用することを望まないことから、リバース・レポ金利はFF金利の下限として機能するとされている。

(ii) QTの終了とRMPsの開始

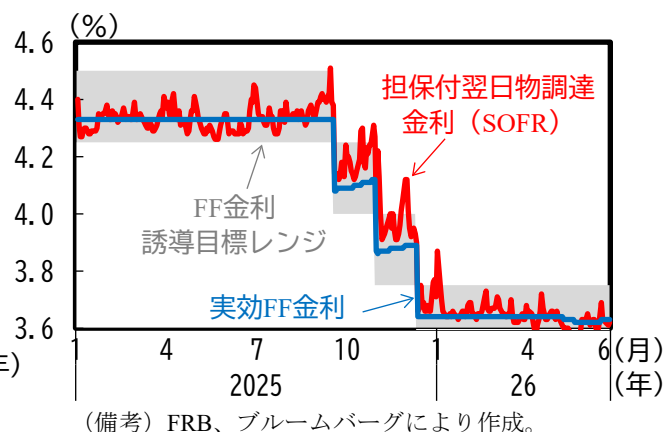
QT開始以降、保有する債券（米国債、MBS等⁴⁶）の元本償還分について再投資額を抑制することで、毎月一定額の保有資産の削減が進められてきた。その削減ペースは2024年6月以降段階的に縮小されながらもQTは継続され、2025年10月のFOMC会合時点で、総資産はQT開始時点の約9兆ドルから約6.6兆ドルまで減少した⁴⁷。これに伴い負債側では、感染症拡大後にQEが採られる中で短期の安全な資金運用先として選好され急増していたリバース・レポ残高が大きく減少した。このようにFRBの保有資産の削減が進む中、準備預金残高はQT開始後もしばらくは3.3兆ドル程度でおおむね横ばいで推移していたものの、2025年後半にかけては3兆ドルを下回る局面が増えていた（第1-3-19図）。対名目GDP比でみると、QT開始時の23%から11~12%程度まで低下しており、短期金利が急騰した2019年9月とほぼ同じ水準となった。

2025年後半の短期金融市場の動向に目を向けると、秋以降、それまで横ばいで推移していた実効FF金利⁴⁸にわずかな上昇がみられるようになり、担保付翌日物調達金利（以下「SOFR⁴⁹」という。）はFF金利誘導目標範囲を上回る局面が観測された（第1-3-20図）。これは、短期の資金需給が再びひっ迫し始めている可能性を示唆するものである。

第1-3-19図 準備預金、リバースレポ残高



第1-3-20図 短期金利の推移



⁴⁶ MBS (Mortgage Backed Securities) 不動産担保証券：

住宅ローンの元本や利子の返済資金を裏付け資産として発行される証券。米国では住宅ローンの貸出しリスク分散等の観点から、多くの住宅ローン債権が証券化されている。FRBが購入対象とするのは政府支援機関（ファニーメイ、フレディマック等）が発行・保証するエージェンシーMBSであり、FRBの保有資産の中では、米国債の次に保有残高が多い。

⁴⁷ 対名目GDP比でみると約13%ポイントの低下（33%から20%）に相当。

⁴⁸ 実効FF金利（EFFR：Effective Federal-Funds Rate）：

FF市場における実際に成立した取引の金利を取引高で加重平均した値。実際に市場取引で決まる金利を指す。

⁴⁹ SOFR (Secured Overnight Financing Rate) 担保付翌日物調達金利：

レポ市場における実際の取引データに基づき、金融機関の間で取引される米国債を担保にした翌日物のレポ金利を基に算出される短期金利指標。

こうした状況を踏まえ、FRBは準備預金残高が前述の「十分（ample）な水準を幾分上回る程度」に達した兆候が明確に現れていると判断し、約3年半にわたって実施されたQTの終了を決定した（第1-3-21表）。

第 1-3-21 表 量的政策に係る FRB 当局者の発言（ii）

●2025年9月16～17日のFOMC会合 →0.25%ポイントの利下げ 「数名の参加者は、バランスシート縮小はこれまで順調に進み、各種指標が準備金の潤沢さ（abundant）を示していると述べた。しかしながら、準備金は減少しており、今後も更に減少が見込まれることから、資金市場の状況を注意深く監視し続け、準備金が十分な（ample）水準にどれだけ近づいているかを評価することが重要であると指摘した。（議事要旨）」
●2025年10月28～29日のFOMC会合 →0.25%ポイントの利下げ、QT終了 「長らく示してきた方針では、『準備金が十分（ample）と判断される水準をやや上回る状態に達した時点で、縮小を停止する。』としていた。金融市場では、既にその条件に達した兆候が明確に現れている。（記者会見）」
●2025年12月9～10日のFOMC会合 →0.25%ポイントの利下げ、RMPs開始 「準備金残高が十分な水準にまで減少したと判断し、必要に応じて短期の国債購入を開始し、継続的な準備金供給を維持する予定。（声明文）」 「短期金融市場での金利が、FRBの管理レートに比べて高まっていることや、準備金の状況を示すその他の指標を踏まえ、委員会は準備金残高が「十分（ample）」な水準に低下したと判断した。（記者会見）」

（備考）FRBにより作成。

もっとも、QT終了後も短期金利の上昇圧力は残存していた。資金需給のひっ迫が深刻化し短期金利が急騰すれば、金融機関が資金を調達できないとの思惑から金融システムの信用不安につながりかねない。そこで、FRBは「十分な（ample）」準備金の供給を長期にわたって維持するため、短期国債の買入れ政策（以下「RMPs⁵⁰」という。）を開始することを、2025年12月のFOMCで決定した。これは、短期金融市場の流動性を安定させることを目的とした措置であり、FRBは景気刺激を目的とするQEとは別物であるとしている⁵¹。本稿執筆時点では、準備預金残高は3兆ドル前後で安定しており、短期金利の急騰もみられなくなっている。

RMPsは、準備預金を十分な水準に維持するための技術的な買入れであると同時に、FRBの国債ポートフォリオの年限構成にも影響を及ぼしている。

FRBの保有国債は、世界金融危機後及び感染症拡大期以後のQEを通じて中長期債に偏ってきたため、加重平均残存年限は米国債市場全体を大きく上回っている（第1-3-22

⁵⁰ RMP（Reserve Management Purchases）短期国債の買入れ政策

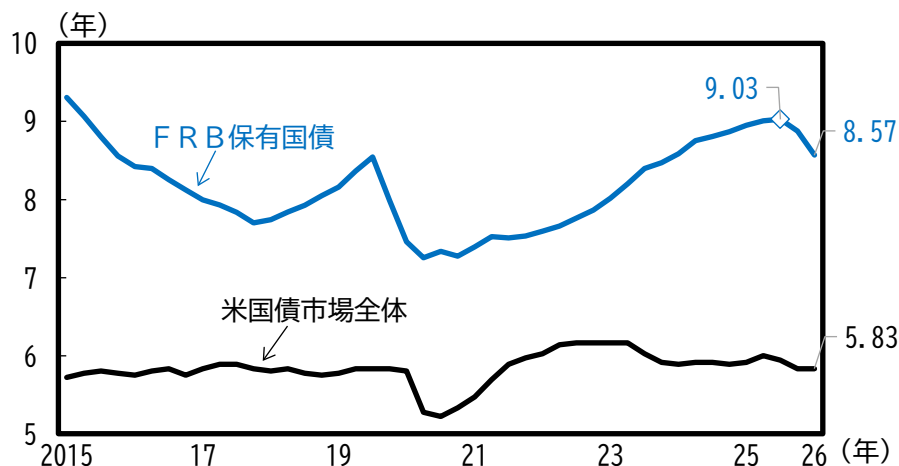
⁵¹ QEは通常、長期国債やMBSを買ってリスクプレミアムを低下させることで、長期金利や社債等の民間金融資産の金利を引き上げて景気刺激を狙う政策であるのに対し、RMPsは短期国債（T-bill）を購入し短期金融市場へ流動性を供給することで、短期金利を安定化させる技術的措置である。規模としてはQEと大差なく（2026年4月まで約400億ドル）、準備預金残高の増加により金融機関が貸出を拡大させてマネーストックが増加する効果（ポートフォリオ・リバランス効果）も一部生じ得るが、リスクプレミアムに直接働きかけて長期金利を押し下げるQEと比べると、景気刺激効果は限定的であると考えられる。

図)。2025年12月から開始されたRMPsでは、買入れ対象が短期国債とされているため、一時9年超となっていた加重平均残存年限は、2026年1－3月期には8.57年まで低下した。

一方、米国債市場全体の平均残存年限はおおむね6年程度で推移しているが、2026年1－3月期では短期国債の発行増加によりやや低下している。FRB保有国債の平均残存年限の低下幅の方が相対的に大きいため、FRB保有国債の方がなお水準は高いものの、両者のかい離は徐々に縮小しつつある。

こうした年限構成の修正は、FRBのバランスシート政策上でも重要とされている。FRBが国債市場の特定年限に過度な影響を与えることを避け、かつ、将来のバランスシート運営における選択肢を確保するという観点から、FRB内では、QEによって長期化した国債ポートフォリオを、長期的には米国債市場全体の発行・残高構成により近い形へ戻すことが望ましいとの議論がなされている⁵²。こうした点も踏まえると、RMPsは短期金融市場の安定を目的とする措置であると同時に、FRBの国債ポートフォリオをより中立的な年限構成に近づける一歩とも位置付けられる。

第 1-3-22 図 米国債の加重平均残存年限



(備考) 米国財務省、ニューヨーク連銀により作成。四半期末時点の値。

(ウォーシュ新FRB議長の下での金融政策)

2026年5月22日、ケビン・ウォーシュ氏が第17代FRB議長に就任した。以下では、ウォーシュ新議長が思案する金融政策の改革と展望について、就任前の発信内容、就任直前の上院公聴会、そして初めて議長として臨んだ6月FOMCの順に整理・考察する。

まず、ウォーシュ氏の金融政策に係る就任以前の主な発信内容をまとめると、(a)

⁵² 2025年10月FOMCの議事要旨では「バランスシートの論点」と題したスペシャルトピックが掲載されており、FRBの国債ポートフォリオの長期的な構成を、米国債の発行残高の構成と一致させることについての議論が記されている。

政策金利の引下げ、（b）バランスシート縮小、（c）金融規制の改革の3点が挙げられる。

各項目について整理すると、（a）政策金利の引下げについて、ウォーシュ氏は2026年1月にFRB議長候補として指名される以前、積極的な利下げを推進すべきと主張していた。その背景として、同氏はAIの普及拡大による生産性向上が物価上昇を抑制するため、高成長・低インフレを実現することができるとの見解を示している。

（b）バランスシート縮小について、元々ウォーシュ氏は2006～2011年のFRB理事在任時、世界金融危機が沈静した後の2011年にFRBが講じた追加的な量的緩和措置（QE2）に反対する立場を示し、FRB理事を辞任した経緯がある。2025年4月のIMFでの講演会では当時を振り返って、「QE2による国債の追加購入が、FRBを財政政策という厄介な政治的業務に巻き込むのではと大いに懸念した。」と発言しており、FRBによる国債購入が財政ファイナンスと広く認識される事への強い警戒感を示していた。また、2025年11月のウォール・ストリート・ジャーナルへの寄稿では、インフレは景気過熱ではなく、過度な政府支出や過剰な資金供給が引き起こすものだとの認識を示し、膨張したバランスシートを縮小することで、（a）の追加利下げの余地が生まれる、との認識を示している。

（c）金融規制の改革については、2025年11月のウォール・ストリート・ジャーナルへの寄稿では、金融安定性を保持しつつ国内の信用供与の拡大を実現するため、適切な金融規制・監督制度の整備を推進する意向が示された。具体的には、2022～2023年の地方銀行破綻を招いた中小銀行への規制・監督制度を批判し、見直すことを提案した。また、国際的な銀行規制（バーゼル規制）から脱却し、米国独自の規制体制により、国内の融資を促進すべきとの考えも示された。

Box. バランスシート政策のトリレンマとウォーシュ体制下の金融規制改革

中央銀行のバランスシート政策にはトリレンマが存在し、（１）小さいバランスシート、（２）短期金利の低ボラティリティ、（３）（中央銀行による）限定的な市場介入のうち、準備預金の需要や供給に係る制約から、２つまでしか同時に実現しないとされている⁵³（図１）。例えば、中央銀行のバランスシートが縮小することに伴い銀行の準備預金（流動性ニーズを満たすバッファ）が減少すると、短期金融市場がひっ迫し短期金利には上昇圧力がかかる。こうした圧力を相殺し短期金利のコントロールを維持するためには、中央銀行は頻繁に公開市場操作（オペ）等を行い、市場の資金需要に応じて準備預金の供給を調整する必要がある。

現在のFRBでは、十分（ample）な準備預金レジームをとることで短期金利の変動を抑えつつIORBやONRRPといった管理金利によって政策金利を誘導・安定させていることから、（１）を諦めて（２）と（３）を選択しているといえる。ウォーシュ氏の主張どおり（１）の小さいバランスシートを選択する場合、金利のボラティリティを受け入れる（（２）を諦める）か、積極的に日々オペを実施して資金需給を制御する（（３）を諦める）か、のどちらかを選択する必要がある^{54, 55}。前者は金融政策の波及経路の不安定化や予期せぬ資金調達ストレスを招くおそれがあり、後者は銀行間市場での自律的な金利決定機能や市場規律を損なうおそれや適切な準備預金量の評価を誤るとボラティリティをさらに増大させる可能性があり、いずれも安易に放棄することはできない。

その点で、前述の準備預金需要を低下させるような金融規制改革は、これらの問題をうまく解決できる可能性がある。現在、米国の銀行は流動性カバレッジ比率（LCR⁵⁶）等の規制を遵守するため適格流動資産（HQLA⁵⁷）を保有する必要があるが、準備預金は評価額の減額が不要であることや即時の決済に利用できること等から、国債や政府機関債等の有価証券よりも規制上・運用上の利便性が高いため、銀行は大量に準備預金を保有するメリットがある。そこで、規制変更によって準備預金の魅力を相対的に下げることができれば、準備預金残高を減らすことができる可能性があるといわれている⁵⁸。

⁵³ Duygan-Bump and Kahn (2026)

⁵⁴ 2026 年 6 月 FOMC での声明文では「委員会は十分（ample）な準備預金を維持する方針を再確認した」と明記されており、当面は短期金利が大きく変動しない水準で準備預金残高を保つ方針であるとされる。

⁵⁵ 後述のとおり、ECB や BOE は銀行の準備預金需要に応じて流動性を供給する需要主導型の枠組みへと移行するとの方針を示しているが、これはトリレンマのうち（３）を諦めている選択だといえる。

⁵⁶ LCR (Liquidity Coverage Ratio) 流動性カバレッジ比率：

銀行が金融市場の混乱や預金流出に備えて、30 日間の資金流出を賄えるだけの適格流動資産を持っているかをみる規制指標。

⁵⁷ HQLA (High Quality Liquid Assets) 適格流動資産：

銀行が危機時の資金流出に備えて持つ、すぐに現金化できる高品質な流動資産。特に LCR で重要になる概念で、分子にあたる。準備預金、米国債、一部の政府機関債など。

⁵⁸ 例えば、連銀貸出（Discount Window：銀行の資金不足時の連銀貸出）の借入枠を流動性要件に算入する、連銀貸出

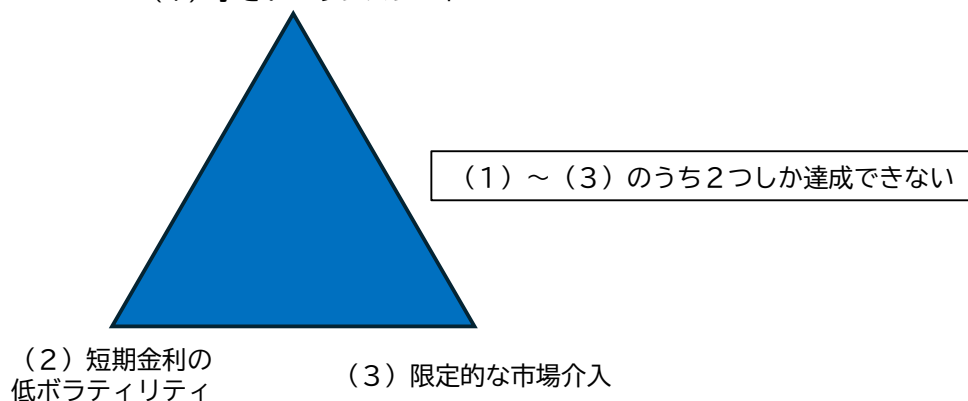
これにより、FRBの市場への介入度を下げて市場での適切な価格形成を促すことができ、将来の危機時に再びQEを行う余地を確保することができるといった効果が期待される。

準備預金に余剰に手元流動性を保持しておく必要がなくなること、金融機関の間で資金の融通が積極的になり、短期金利のボラティリティの上昇も抑制できる。ただし、このような金融規制改革はFRBだけでなく連邦預金保険公社（FDIC）、通貨監督庁（OCC）との合意形成が必要であり、制度的な時間コストが大きい。また、FRB内でも意見集約と同意に時間を要する可能性もある。

ウォーシュ新議長が就任前の主張を貫徹するには、インフレの沈静化という外部環境の好転と、FRB内外の合意形成という二つの条件が揃う必要がある。ただし、その実現は短期的には見込みにくく、改革の全体像が具体化するには相当の時間を要すると考えられる。

図1 中央銀行のバランスシート政策のトリレンマ

(1) 小さいバランスシート



(備考) Duygan-Bump and Kahn (2026)により作成。

に担保差し入れされた非 HQLA 資産を流動性要件に算入する、など。FRB スタッフの論文によると、複数の政策を組み合わせることで FRB のバランスシートを 1.2~2.1 兆ドル程度縮小できる可能性があるとする (Anderson et al. (2026))。ただし、バー理事はバランスシート縮小を目的に準備預金需要を下げるべきとの議論に対して明確に反対しており、FRB 内でも主張が分かれている (Barr (2026))。一方で、連銀貸出や常設レポ・ファシリティ (Standing Repo Facility : 米国債を担保にした連銀からの短期借入) を、資金需給がひっ迫したときに金融機関が躊躇せず使える安全網として整える方向性については、おおむね認識が共有されているとみられる。

次に、就任直前の2026年4月21日に開催されたFRB議長承認のための上院銀行委員会公聴会で語られた改革方針を整理する（第1-3-23表）。ここでは、足元の経済情勢を踏まえたウォーシュ氏の運営構想が示されており、2025年以前の発信から細部に変化がみられる。重要な点は、（１）コミュニケーション政策、（２）バランスシート政策、（３）インフレへの対応、の３点に集約される。

まず、（１）コミュニケーション政策について、市場との対話の頻度や情報量の縮小を示唆する内容が示された。フォワードガイダンス（先行き指針）を明確にすることにより否定的な姿勢を示し、2027年以降のFOMCの開催回数や記者会見の頻度、四半期経済見通しの公表を取り止めるのではないかと憶測が広がった。

（２）バランスシート政策について、引き続きバランスシートの縮小の必要性を訴えたが、その実施は極めて慎重かつ段階的に行う必要があり、また財務省とも相談して国債の発行計画との整合を図るべきとの認識を示した。これは、市場への悪影響を念頭に置いた表現の調整とみられる。

（３）インフレへの対応については、AIによる生産性向上によってインフレが抑制され、利下げが可能になるとの主張が示されなかった点が特徴的であった。一方で、ウォーシュ氏はより基調的な物価上昇率を捉える必要性を強調した。インフレデータの改革に意欲を示し、中でも一時的な変動項目を除外した「刈込平均値⁵⁹」を好むとの見解を示した。

第 1-3-23 表 上院銀行委員会の公聴会におけるウォーシュ氏の発言

【2026年5月21日 上院銀行委員会の公聴会】	
（１）コミュニケーション政策	
●2027年度のFOMCスケジュールはまだ検討し始めている。	
●FOMC後の記者会見は現在定期的に開催されている。FOMC関係者はかなりの頻度で情報発信をしており、透明性は欠けていない。ただ、私は繰り返しよりも真実の探求が重要だと思う。	
●フォワードガイダンスを信奉していない。将来の政策決定がどうなるかを予告すべきでない。	
（２）バランスシート政策	
●大きなバランスシートは、デュアルマンドートを達成するのに特に役に立たない。バランスシート政策は金融資産を持つ人々が恩恵を受ける。もし金利を引き下げれば、量的緩和と比べてより多くの人々が恩恵を受けられる。	
●ゆっくりと慎重にバランスシートを縮小する必要がある。	
●財務長官と協力しながらバランスシートを縮小しなければならない。FRBは財政業務から手を引き、金融業務に注力するべき。	
（３）インフレへの対応	
●インフレを判断するために使われているデータはかなり不完全。FRBは新しい理解とデータソースを活用して、実際のインフレがどうであるかを見極めるべき。	
●インフレ指標では、すべてのテールリスクや一時的な項目を除外した「刈込平均値」を好む。	

（備考）各種公表情報により作成。

⁵⁹ 代表的な指標として、ダラス連銀が毎月公表する刈込平均値（Trimmed Mean PCE inflation rate）は、PCEデフレーター の各項目を上昇率順に並べ替え、下限側からウェイトの24％分、上限側から31％分が控除された値であり、2026年5月値は2.4％と、総合指数（4.1％）、コア指数（3.4％）に比べて低い数値となっている。

こうした改革志向の運営構想の下、初めて議長として臨んだ2026年6月FOMCでは、金融政策の先行きに関する具体的な示唆はほとんど示されなかった一方で、早速（１）のコミュニケーション改革が実行された（第1-3-24表）。具体的には、声明文からフォワードガイダンスを示す文章が削除される形で大幅に簡素化され、声明文の単語数は前回比で約6割減となった。また、ウォーシュ氏は四半期経済見通しへの予測値提出を見送った。FOMC後に毎行われている記者会見についても、有用としつつも開く際には何か重要な発表がある状態にしておくべきとの考えを示した⁶⁰。

加えて、金融政策の基本原則として物価安定へのコミットメントが繰り返し強調された。

また、体制転換を機に既存の実務の見直し、適切な形への改善を企図して5つの分野のタスクフォースの設置がアナウンスされた。これは前述の（１）～（３）の構想の具現化に向けた取組と位置付けることができる。2026年の秋頃からタスクフォースの調査結果が明らかになり始め、年内に大半あるいは全ての作業を完了する予定とされている。

第 1-3-24 表 2026 年 6 月 FOMC におけるウォーシュ氏の発言

【2026年6月17日 FOMC記者会見】
●最優先の目標は金融政策を正しく遂行すること。つまり、議会から与えられた使命、すなわち物価の安定を実現することである。 ●物価安定を実現するというコミットメントは強固であり、全会一致で明確なものである。 ●我々はフォワードガイダンスを廃止した。 ●金融政策において中心的な役割を果たす5つの分野に関するタスクフォースを設置する。 （ア）コミュニケーション政策、（イ）バランスシート政策、（ウ）既存のデータソースの活用と依存、（エ）変革期における生産性と雇用、（オ）インフレ枠組み

（備考）FRBにより作成。

⁶⁰ FOMC 後の記者会見が毎行われるようになったのはパウエル議長在任時の 2019 年 1 月からであり、それ以前は四半期に 1 回のペースだった。

2. 欧州中央銀行（ECB）

本項ではユーロ圏における金融政策について、ECBの政策目的を踏まえた上で、伝統的金融政策（政策金利の調整）、非伝統的金融政策（量的政策）に分けて足元の動向について整理する。

（１）政策目的

まず、ECBの政策目的を整理する。ECBの金融政策は、欧州連合条約において、「物価安定の維持」を政策目的と定めた上で、物価安定の目的に反しない限りにおいて、欧州連合の全般的な経済政策（経済成長や雇用の増大等）を支援するとしている。第一義的な政策目的を物価安定の維持に限定している点において、FRBとは異なる。ECBでは、中長期的に2%の物価上昇率を目指すとする物価安定目標を掲げている。

また、ECBはユーロ圏において単一の金融政策を運営している一方で、複数の加盟国から構成される経済圏を対象としている点に特徴がある。単一の金融政策の下では、各加盟国の経済・財政状況が必ずしも一致しないことから、金融政策の波及効果が各国で異なる可能性がある。このため、各国間の金融環境の乖離により金融政策のユーロ圏全体への円滑な波及が阻害されないよう、金融市場の動向に留意しつつ政策運営を行う必要がある⁶¹。

（２）金融政策の動向

（目標を上回るインフレ率の継続が見込まれる中、政策金利は利上げに転じる）

2024年の利下げ期以降の政策金利の動向について、（i）利下げ期（2024年6月～2025年6月）、（ii）据置き期（2025年7月～2026年2月）、（iii）中東情勢の緊迫化以降（2026年3月～）に分けて整理する。

ECBが設定する政策金利には、「預金ファシリティ金利⁶²」、「主要リファイナンス・オペ金利⁶³」及び「限界貸出ファシリティ金利⁶⁴」の3種類がある。金融危機以前においては、これらの金利体系はコリドーシステムを構成しており、預金ファシリティ金利が下限、限界貸出ファシリティ金利が上限を形成し、その中間に主要リファイナンス・オペ金利が位置付けられていた。この枠組みの下では、短期市場金利はコリドー内で推移し、主要リファイナンス・オペ金利を中心に金融政策スタンスが示されていた。しかし、QEの実施等により市場に潤沢な流動性が供給された結果、金融機関のECBか

⁶¹ ECBは金融政策の円滑な波及を確保する手段として、2012年8月に OMT(Outright Monetary Transactions)、2020年3月に PEPP(Pandemic Emergency Purchase Programme)、2022年7月に TPI(Transmission Protection Instrument)を導入している (Lagarde (2025))。

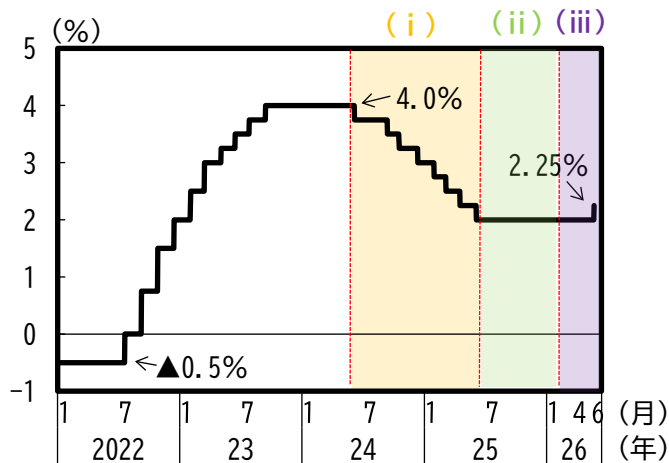
⁶² 民間銀行がユーロシステムに資金を預ける際に適用される翌日物金利。

⁶³ 公開市場操作における一週間物レポ金利。短期金利（ユーロ圏無担保翌日物平均金利）の誘導目安。

⁶⁴ 民間銀行がユーロシステム（ECB及び各国中銀）から緊急に貸出を受ける場合に適用される翌日物金利。

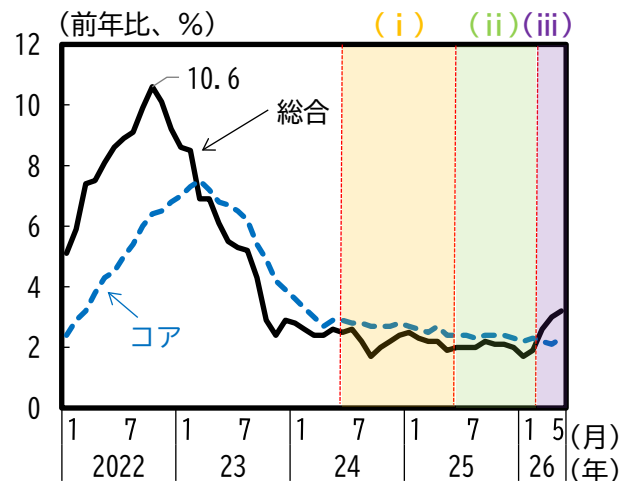
らの資金調達需要は低下し、短期市場金利は預金ファシリティ金利付近で推移するようになった。このような環境変化を踏まえ、ECBは2024年3月に、預金ファシリティ金利を金融政策スタンスの方向性を示す主要な政策金利として位置付けることを公表した。以下では、預金ファシリティ金利とユーロ圏の消費者物価上昇率の動きを第1-3-25図、第1-3-26図に示しており、それぞれ（i）～（iii）の網掛け範囲が各時期に対応する。

第1-3-25図 預金ファシリティ金利



（備考）ブルームバーグにより作成。

第1-3-26図 ユーロ圏の消費者物価上昇率



（備考）ユーロスタットにより作成。

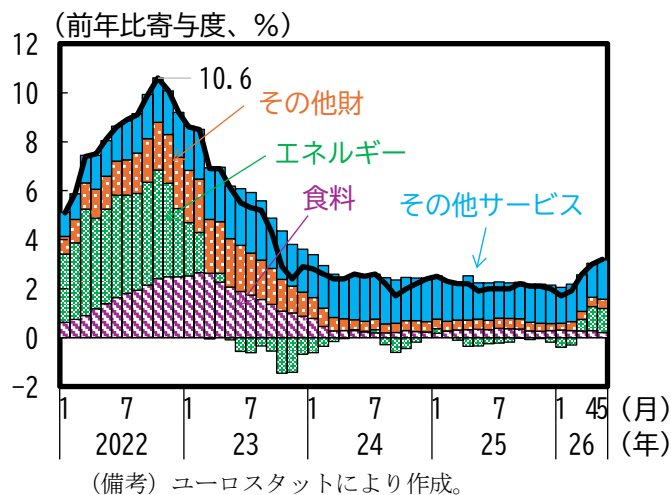
（i）利下げ期（2024年6月～2025年6月）

ECBはインフレリスクの高まりを受け、2022年7月から2023年9月にかけて、預金ファシリティ金利を▲0.50%から4.00%まで引き上げた後、当該水準が「十分に緊縮的な水準⁶⁵」であるとの認識の下で政策金利を据え置いた。この間、エネルギー価格の上昇等に起因する外的要因による物価上昇圧力は緩和した一方、賃金上昇や企業の堅調な利益率を背景にサービス業を中心とした国内の物価上昇圧力が、インフレリスクの主な要因となっていた（第1-3-27図）。ECBは2024年6月の理事会において、一時10.6%まで上昇した消費者物価上昇率が2%台まで低下し、長期の期待インフレ率は目標である2%付近でおおむね安定している（第1-3-28図）ことを踏まえ、預金ファシリティ金利を3.75%へ引き下げ、引締め度合いの緩和を開始した。また、賃金上昇率は依然として高水準にあったものの、賃金トラッカーにおいて将来的な賃金上昇率の鈍化が示されたことも利下げ判断を後押しした（第1-3-29図）。2024年7月の理事会では十分なデータ

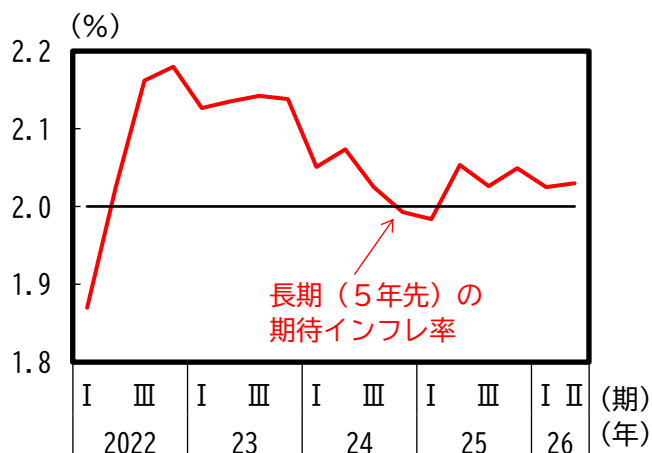
⁶⁵ 2023年7月理事会において、ECBはインフレ率の低下と需要抑制効果がみられていることから預金ファシリティ金利を3.75%に引き上げた際に十分に緊縮的な水準まで達したとの認識を示した。3.75%から4.00%まで引き上げたことについて、極めて不透明な経済環境においてインフレ率を2%の目標水準へ適時に回帰させるためには引き上げた方がより安全だと判断したとしている（Lane (2024)）。

が揃っていないとして政策金利を据え置いたが、同年9月以降は、物価上昇率の着実な低下と賃金上昇率の鈍化を背景に、2025年6月まで7会合連続で利下げを実施し、預金ファシリティ金利は2.00%まで引き下げられた（第1-3-30表）。

第 1-3-27 図 ユーロ圏の消費者物価上昇率（寄与度）

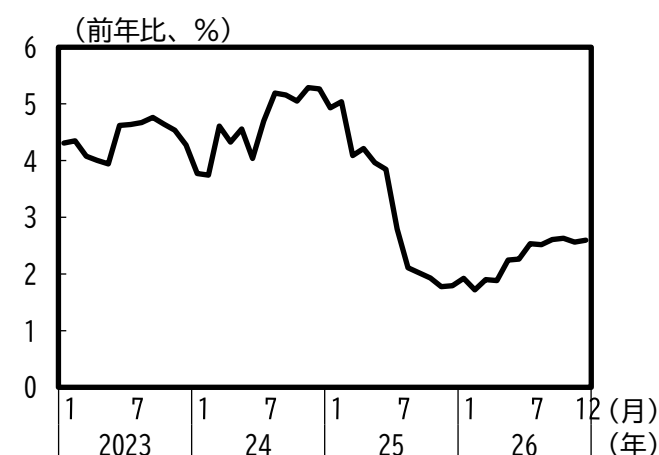


第 1-3-28 図 長期の期待インフレ率



(備考) ECB により作成。Survey of Professional Forecasters (SPF) における集計確率分布平均。

第 1-3-29 図 賃金トラッカー



(備考) ECB により作成。一時金含む。ベルギー、ドイツ、ギリシャ、スペイン、フランス、イタリア、オランダ、オーストリア、フィンランドの団体交渉協定から機械的に生じる賃金上昇圧力を示すもの。

第 1-3-30 表 ECB 金融政策声明でのスタンスの変化

公表月	金融政策声明（抜粋）
2024年 6 月	インフレ見通し、基調的なインフレの変動、金融政策の波及の強さに関する最新の評価に基づく、金融政策の引締め度合いを緩和することが適切である。
2024年 7 月	インフレ率が目標の 2 % に達するために必要な期間、政策金利を <u>十分に緊縮的な水準に維持する</u> 。
2024年12月	インフレ率低下のプロセスは順調に進んでいる。資金調達環境は緩和しつつあるが、金融政策は <u>依然として緊縮的である</u> 。
2025年 3 月	金融政策は、有意に引締め度合いが低下してきている。
2025年 6 月	（0.25%ポイントの利下げを経て、）我々は <u>良い立ち位置にある</u> （in a good place）と考えている。

（備考）ECB により作成。

（ii）据置き期（2025年 7 月～2026年 2 月）

2025年 7 月の理事会では、預金ファシリティ金利を 2 % に据え置くことが決定された。ECB のラガルド総裁は、不確実性が高い状況下において中立金利の概念は機能しないとの認識を示しているものの、結果的に預金ファシリティ金利は、ECB が 2025年 2 月に推計した中立金利の範囲（1.75%～2.25%）の中間で維持されることとなった。その後も、インフレ率がおおむね ECB の見通しに沿って推移したことを受け、同年 9 月以降、政策金利を据え置いた。ECB は「我々は良い立ち位置にある」との認識の下、データに依拠しつつ、会合ごとに適切な政策スタンスを決定するとの方針を維持した。

（iii）中東情勢の緊迫化以降（2026年 3 月～現在）

上述のとおり、ECB は様子見姿勢を継続していたが、中東情勢の緊迫化に伴うエネルギー価格の上昇が、金融政策の方向性を判断する上で重要な要因となった。ECB は、2026年 3 月の理事会において、中東情勢の緊迫化により、インフレの上方リスク、経済成長の下方リスクが生じているとの認識を示した。また、中期的な影響は、紛争の規模や期間、エネルギー価格の上昇が物価や経済に与える影響の程度に依存するとの見方を示した。

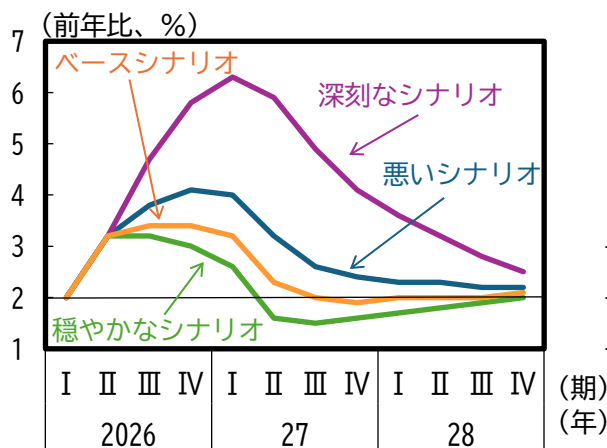
同年 4 月の理事会では、政策金利を据え置いたものの、利上げの可能性について議論が行われたことを明らかにした。ラガルド総裁は、エネルギー価格上昇の影響が物価指標等に十分に表れていないことに加え、中東情勢の緊迫化以前のインフレ率が適切な水準にあったことを踏まえ、追加的な政策対応の必要性については慎重に見極める余地があるとの認識を示した。

同年 6 月の理事会で、2023年 9 月以来となる政策金利の引上げを実施し、預金ファシリティ金利は 2.25% となった。ECB は、紛争によるショックの進展やユーロ圏の中期的

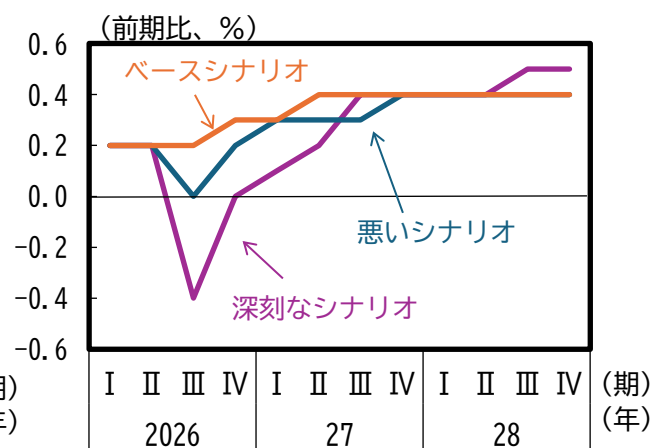
な見通しへの影響を想定した複数のシナリオを公表し（第1-3-31図）、新たに想定に加えたベースシナリオよりも楽観的な「穏やかなシナリオ」においても、目標を上回るインフレ率の継続が見込まれており、利上げの決定は正当化されると判断した。また、ラガルド総裁は、エネルギー価格の上昇について、直接的影響だけでなく間接的な影響にも広がりつつあるとの認識を示した。今後の金融政策については、引き続き、データに依拠しつつ、会合ごとに適切な政策スタンスを決定するとの方針を維持している。一方、金融市場では、預金ファシリティ金利が年内に2.5%まで引き上げられることが織り込まれている⁶⁶。今後、利上げが継続されるかどうかは、中東情勢の緊迫化及びエネルギー価格の高止まりがどの程度継続するかに加え、エネルギー価格の上昇が他の物価や賃金に波及する間接的、二次的効果の大きさに依存すると見込まれる。

第 1-3-31 図 ECB スタッフ見通し（2026 年 6 月）

（１）ユーロ圏の消費者物価上昇率（総合）



（２）ユーロ圏の実質 GDP 成長率



（備考） 1. ECBにより作成。「ベースシナリオ」は、2026年の原油価格が 96.9ドル/バレル、天然ガス価格が 45.6ユーロ/メガワット時まで上昇し、その後徐々に低下すると仮定。「穏やかなシナリオ」は、2026 年第 3 四半期の原油価格が88ドル/バレル、天然ガス価格が 41 ユーロ/メガワット時まで低下し、その後徐々に低下すると仮定。「悪いシナリオ」は、2026年第 3 四半期の原油価格が122ドル/バレル、天然ガス価格が60ユーロ/メガワット時まで上昇し、その後徐々に低下すると仮定。「深刻なシナリオ」は、2026年第 3 四半期の原油価格が166ドル/バレル、天然ガス価格が98ユーロ/メガワット時まで上昇し、その後徐々に低下すると仮定。

2. （２）の穏やかなシナリオはベースシナリオと同様のため省略。

⁶⁶ ECB が 2026 年 6 月に公表した「Survey of Monetary Analysts」による集計値。

（QTを継続しつつ、バランスシート政策は需要に応じた流動性供給を行う枠組みへ）

ECBは2022年にQEを終了し、以降はQTが進められた。以下では、量的政策の動向について、（i）QTの開始（2023年3月～現在）、（ii）量的政策の先行きに分けて整理する。

（i）QTの開始（2023年3月～現在）

感染症拡大以降のECBの資産購入は、従来の資産購入プログラム（APP：Asset Purchase Programmes）に加えて、新たに導入されたパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）によって進められた。APPと比較したPEPPの主な特徴は購入資産の柔軟性が高い点にあり、APPでは、キャピタルキー（ECBへの出資比率）に応じた割合で国債の購入を行うのに対し、PEPPではキャピタルキーを基本としつつも、弾力的に調整することが可能とされた⁶⁷（第1-3-32表）。PEPPによる純資産購入は2022年3月に終了し、APPによる純資産購入も同年6月に終了したが、バランスシートは約8.8兆ユーロ（2019年末時点では約4.7兆ユーロ）まで拡大した（第1-3-33図）。ECBは、インフレリスクの高まりを受けて利上げを継続するとともに、2022年12月の理事会において、2023年3月以降のAPPの再投資を月平均150億ユーロ削減することを決定した。さらに、2023年6月の理事会では、同年7月以降、APPの再投資を停止することを決定した（第1-3-34図）。PEPPについては、2023年12月理事会において、2024年7月から再投資を月平均75億ユーロ削減し、2025年1月から再投資を停止する方針が示された。再投資の停止に伴い、APP及びPEPPの保有資産は安定的かつ予測可能なペースで減少しており、ECBのバランスシートは2026年5月時点で約6.1兆ユーロとなっている。もっとも、2022年以降のバランスシート縮小の主因は、長期資金供給オペレーション（TLTROIII：Targeted Longer-Term Refinancing OperationsIII）の残高減少である。ECBは、感染症拡大時の対応としてTLTROIIIの条件を緩和し⁶⁸、銀行向け貸出金利を引き下げることによって、銀行による企業及び家計向け貸出を促進した。その後、2022年10月の理事会において、同年11月以降に適用される貸出金利の引上げが決定されたことを受け、銀行は大規模な早期返済を実施し、ECBのバランスシートは急速に縮小した。

⁶⁷ PEPP 導入の背景には、感染症に伴う金融市場の混乱を受けたイタリアの金利上昇の抑制を可能にするという ECB の目的があった。2020 年 3 月 12 日の理事会後の記者会見でイタリアのスプレッド上昇時の対応について問われた際に、ラガルド総裁が「スプレッドの縮小は ECB の役割でも使命でもない」と回答したことを受けて、イタリアの長期金利は急騰し、他のユーロ圏諸国の金利も上昇した。こうした状況の中、ECB は同年 3 月 18 日に PEPP を導入することを公表した。

⁶⁸ 2020 年 6 月 24 日から 22 年 6 月 23 日までの期間において、貸出要件を満たす銀行に対して、貸出金利を▲1%と預金ファシリティ金利の▲0.5%よりも低い水準まで引き下げた。

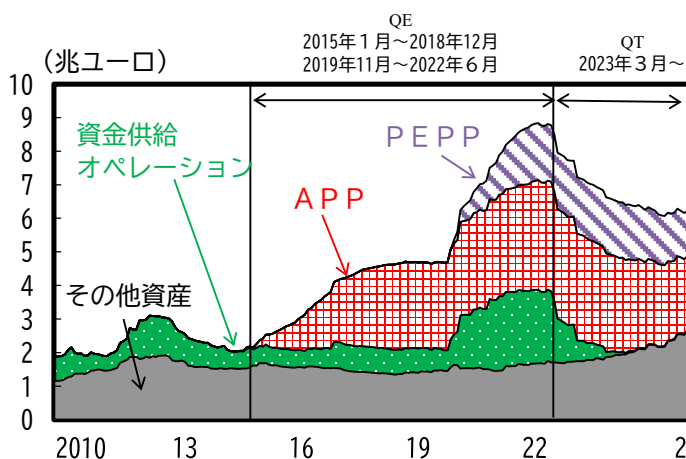
第 1-3-32 表 APP と PEPP の比較

	APP	PEPP
	Asset Purchase Programmes	Pandemic Emergency Purchase Programme
導入経緯	金融緩和策の一部	感染症拡大に伴う緊急措置
導入時期	2014年10月	2020年3月
主な目的	物価安定	金融システムの安定化、物価安定
購入資産	国債、社債、ABS、カバードボンド	APPの対象資産＋ギリシャ国債、CP等
国債の購入比率	キャピタルキー（ECBへの出資比率）に応じる	キャピタルキー（ECBへの出資比率）に応じつつも弾力的 →キャピタルキーを上回るイタリア国債の購入が可能に
	2026年時点のユーロシステムキャピタルキー (ドイツ26.3%、フランス19.8%、イタリア15.8%、スペイン11.7%、オランダ5.8%、その他ユーロ圏諸国20.6%)	
購入額 (2019年以降)	・19年11月～22年3月：200億ユーロ/月 (20年3月～12月は320億ユーロ/月) ・22年4月：400億ユーロ ・22年5月：300億ユーロ ・22年6月：200億ユーロ	・20年3月：総額7,500億ユーロ（20年末まで） ・20年6月：6,000億ユーロ増額（21年6月まで延長） ・20年12月：5,000億ユーロ増額（22年3月まで延長）
縮小経緯	・21年12月：22年4月以降購入額の段階的縮小を決定 ・22年6月：資産購入を22年6月で終了（再投資は継続） ・22年12月：23年3月以降の再投資額を縮小 ・23年6月：23年7月で再投資を終了	・21年12月：資産購入を22年3月で終了 (再投資は24年末で終了)

(備考) 1. ECBにより作成。

2. カバードボンドとは、銀行が保有する住宅ローン等を担保として発行する債券であり、担保資産が銀行のバランスシートに残る。投資家は銀行及び担保資産の双方に対して請求権を有する点でABSとは異なる。

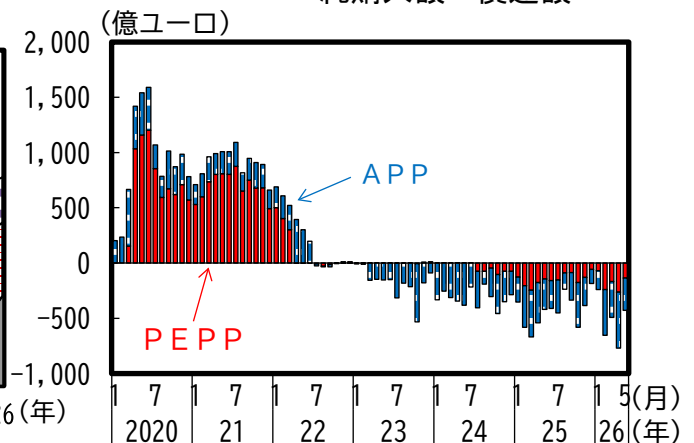
第 1-3-33 図 ECB のバランスシート



(備考) 1. ブルームバーグにより作成。

2. 欧州中央銀行及びユーロ圏各国中央銀行の資産を統合したもの。

第 1-3-34 図 APP 及び PEPP の月別純購入額・償還額



(備考) ECBにより作成。

(ii) 量的政策の先行き

ECB は、QT によるバランスシートの正常化が順調に進んでおり、銀行部門は依然として十分な流動性を保有しているとの認識を示している。また、ECB は 2024 年 3 月の運用枠組みの見直しにおいて、主として資産購入によって流動性を供給する従来の供給主導型ではなく、銀行の準備預金需要に応じて資金供給オペレーション（貸付け）によ

って流動性を供給する需要主導型の枠組みへと移行した⁶⁹（第 1-3-35 表）。供給主導型の枠組みでは、ECB が必要な準備預金の水準を事前に推計し、短期市場金利の過度な変動を抑制しつつ QT のペースを調整する必要がある。一方で、需要主導型の枠組みでは、銀行の準備預金需要に応じて固定利率の貸付けで流動性供給が行われるため、QT のペースと金利管理との間の直接的な連動性は限定的であると整理されている。このため、短期市場金利の変動が直ちに QT のペース鈍化や終了につながるものではないとの見方が示されている。その結果、金融政策の観点から追加の資産購入が必要とならない限り、APP 及び PEPP による保有資産は減少し続けるとの認識を示している。さらに ECB は、過剰な流動性が減少するにつれて、銀行向けの資金供給オペレーションがバランスシート上の主要な資産となると予測している⁷⁰。ただし、流動性の供給を単一の金融政策手段に集中させることはリスクを伴うため、短期資金供給オペレーションに加え、長期資金供給オペレーションや構造的証券ポートフォリオ⁷¹を含むバランスシートの構成が想定されている。このバランスシートの構築は、段階的な実施が計画されている（第 1-3-36 表、第 1-3-37 図）。

第 1-3-35 表 金融政策実施に関する運用枠組みの見直し

主な見直し内容
預金ファシリティ金利を金融政策スタンスの方向性を示す主要な政策金利として位置付ける。
ユーロシステムは、短期資金供給オペレーションに加え、将来的には長期資金供給オペレーションや構造的証券ポートフォリオを通じて幅広い手段により流動性を供給する。
短期資金供給オペレーションは、引き続き固定金利方式の入札により実施され、銀行の流動性需要を満たす上で中心的な役割を果たすことが意図されている。
主要リファイナンス・オペ金利は、2024年9月以降、預金ファシリティ金利とのスプレッドが従来の0.50%ポイントから0.15%ポイントに縮小するように調整される。限界貸出ファシリティ金利は主要リファイナンス・オペ金利とのスプレッドが従来通り0.25%ポイントとなるように調整される。 →9月理事会における政策金利の変更は以下のとおり ・預金ファシリティ金利：3.75%→3.50% ・主要リファイナンス・オペ金利：4.25%→3.65% ・限界貸出ファシリティ金利：4.50%→3.90%

（備考）ECB (2024)により作成。

⁶⁹ Schnabel (2024)

⁷⁰ Schnabel (2025)

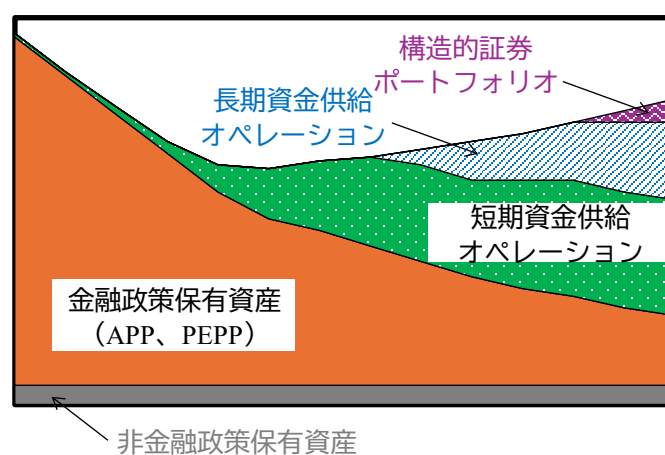
⁷¹ 金融緩和ではなく流動性供給を目的として、主に短期国債を購入・保有する証券ポートフォリオが想定されている。

第 1-3-36 表 バランスシートの段階的構築

	流動性の供給手段	変化のタイミング
1	短期資金供給オペレーション	QTが進展するにつれて、銀行部門全体の準備預金残高が流動性需要を十分に満たせなくなり、短期市場金利が上昇するとともに、短期資金供給オペレーションの利用が持続的かつ広範に増加していく。
2	長期資金供給オペレーション	銀行が流動性需要を満たすために短期資金供給オペレーションを通じた多額の借入れを継続的に借り換えなければならない状況に至った場合には、短期資金供給オペレーションの一部を定期的実施する長期資金供給オペレーションに振り替える。
3	構造的証券ポートフォリオ	供給する流動性のうち、保有証券によって賄う割合は理事会が決定する。QTの進展等により金融政策保有資産及び非金融政策保有資産による流動性供給が、理事会が定める水準を下回る場合に、新たな構造的証券ポートフォリオの構築が開始される。

(備考) Schnabel (2025)により作成。

第 1-3-37 図 バランスシートの変化 (概念図)



(備考) Schnabel (2025)により作成。

3. イングランド銀行（BOE）

本項では英国における金融政策の動向について、BOEの金融政策運営の基本的な枠組みを踏まえた上で、①政策金利の引下げ、②バランスシートの縮小（QT）に分けて整理する。

（BOEについて）

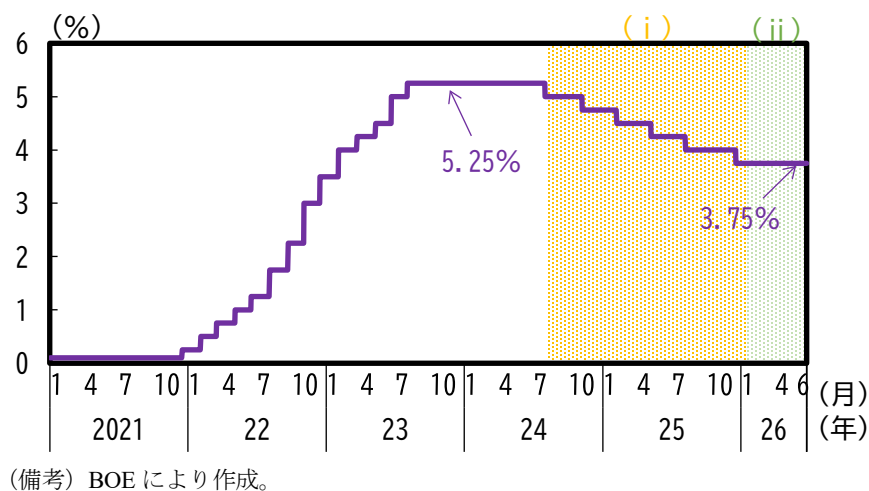
BOEの金融政策運営の基本的な枠組みは1998年イングランド銀行法に基づいており、その中で同行の金融政策の目的は「物価の安定を維持すること」とされ、その上で「これを前提として、成長や雇用に関する目標を含む英国政府の経済政策を支援すること」と定められている。

英国政府は毎年、財務相からBOE総裁宛に送付する「Remit for the Monetary Policy Committee」において、「消費者物価指数の前年比上昇率2%」の達成を物価安定目標として示している。BOEはこの政府目標の実現に向けて、物価安定を最優先としつつ、中長期的な成長や雇用への影響にも配慮しながら、政策金利の調整や保有資産の圧縮（QT）を含む金融政策の運営を行っている。

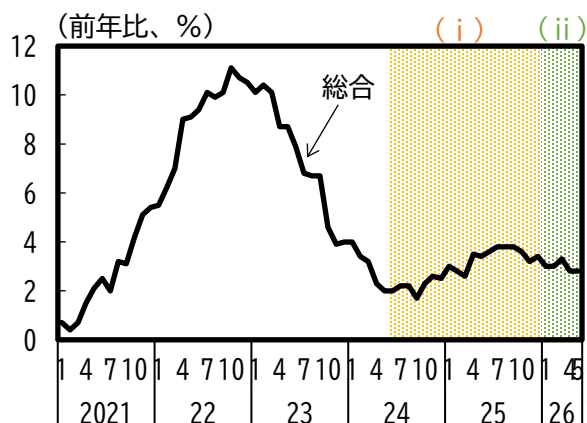
（利下げは一服、当面は政策金利据置きが市場予想の中心的シナリオに）

2024年8月から始まった利下げ局面の政策金利動向について、（i）2024年8月～25年12月の利下げ期、（ii）2026年～、に分けて整理する。政策金利であるバンクレートと、物価、労働市場の指標の動きを第1-3-38図～第1-3-40図に示す。それぞれ（i）、（ii）の網掛け範囲が各時期に対応する。

第 1-3-38 図 BOE の政策金利

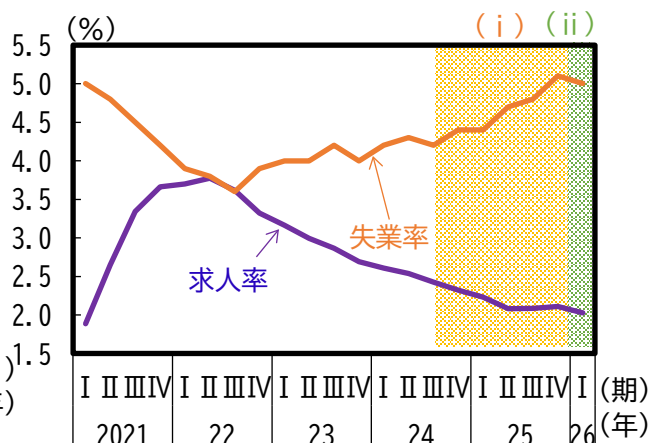


第 1-3-39 図 消費者物価上昇率（総合）



(備考) 英国国家統計局により作成。

第 1-3-40 図 労働市場



(備考) 英国国家統計局により作成。

利下げ局面の前史として、BOEは2021年12月の金融政策委員会で政策金利を0.10%から0.25%に引き上げ、以降23年8月の5.00%から5.25%への引上げまでの間、段階的に利上げを継続した。その主な背景として、感染症収束後の経済活動の回復により労働需要が増加する一方、労働供給の回復が遅れたことによる労働市場ひっ迫や、22年2月のロシアによるウクライナ侵略によってエネルギーを始めとする供給ショックが発生し、内外とも物価圧力が強まっていたことなどが挙げられる。

その後、23年8月の同委員会で政策金利を5.25%に引き上げたのを最後に、24年7月の同委員会まで政策金利の据置きが続いた。この時期は、利上げの影響が需要減少や労働需給の緩和等に表れ始め、インフレ圧力が低下して消費者物価（総合）上昇率が2%目標に近づく軌道を示すとともに、実体経済全般をより広範に押し下げているとの認識が広がっていた。

（i）2024年8月～25年12月の利下げ期

その後、2024年5、6月の消費者物価上昇率が前年比2.0%まで低下し、インフレ期待の正常化や賃金・物価上昇圧力の緩和が指摘されるようになったことを受け、BOEはインフレ持続リスクに一定の緩和がみられるとして、24年8月の金融政策委員会で政策金利を5.25%から5.00%に引き下げることと決定した。以来、データに基づき引締めの金融政策を緩やかに解除するアプローチを継続するとして、25年12月の4.00%から3.75%への引下げまでの間、四半期に一回のペースで0.25%ポイントずつ利下げを継続した⁷²。この間、物価は家庭用エネルギー料金の引上げや、25年4月から施行された企

⁷² もっとも、段階的かつ慎重に金融引締めを解除するアプローチを継続すること自体は委員間で認識共有されていたものの、引締め解除の時期とペースをめぐるっては、委員間で見解の相違がみられた。例えば、2025年8月7日の金融

業の国民保険料負担増分のサービス価格転嫁を主因として、25年7～9月の消費者物価上昇率は3.8%程度まで上昇した。一方、同じく企業の雇用コスト増大に起因する労働需要低下や失業率の上昇により労働市場では緩和傾向が続いたほか、英国経済の成長見通しについても同じく25年4月の米国トランプ政権による関税措置の発動が各国の通商政策の不確実性を高めたことで消費者と企業のマインドが悪化し、成長の阻害要因となっているとの見解を示すなど、物価上昇率を持続的に2%目標に戻すことを金融政策の主目的としながらも、持続的な成長と雇用にも配慮した適切な金融引締め度合いを模索する政策運営が図られた。

2025年11月の同委員会後に公表された声明文でBOEは、追加利下げの可否についてインフレ見通しの推移次第で決めるとの政策スタンスを示した。同時期、物価上昇率は3.5%程度に低下しており、4%程度を記録していた一時のピークを越えたと判断されたほか、2025年の物価上昇の主因がエネルギー価格のベース効果や公共料金の一時的引上げといった要因によるものであり、国内インフレ圧力への波及効果は限定的との評価から、インフレ鈍化基調が当面継続するとの見方が支配的であった。また、労働市場の緩和傾向も引き続き緩やかに進行していたほか、過去の金融引締めにより総需要水準が抑制され、賃金上昇率やサービス価格インフレが鈍化しているとの評価も示された。こうして、インフレ高止まりリスクの低下と、需要減退により中期的にインフレ目標を下回る可能性がともに意識されたことで、BOEは「インフレ鈍化が続けば、政策金利は引き続き緩やかな低下路線をとる可能性が高い」との政策スタンスを示すに至った（第1-3-41表）。

第 1-3-41 表 BOE の情勢認識と金融政策スタンス

時期	情勢認識/金融政策スタンス（声明文ベース）
24年8月2日 （利下げ開始）	- インフレ期待は正常化し、賃金・物価上昇圧力の弱まりが指摘されており、インフレ持続のリスクは一定の緩和がみられる。 - これまでの緊縮的な金融政策スタンスは英国経済を押し下げ、労働市場の緩和をもたらす、インフレ圧力を低下させた。
24年12月20日 （利下げ途中）	秋季予算で発表された措置、地政学的緊張、通商政策の不確実性は経済見通しに更なる不確実性を生み出しており、これらの動向が成長やインフレ圧力に与える影響には慎重な評価を要する。今後更なる証拠に基づき、抑制的な政策を緩やかに解除する。
25年11月6日 （利下げ終盤）	金融政策の更なる緩和余地は、インフレ見通しの推移次第となる。直近のエビデンスに基づけば、政策金利は緩やかな引下げ路線を継続する可能性が高いが、更なる金融緩和の判断は一層難しくなるだろう。

（備考）BOE により作成。

（ii）2026年～

その後も、賃金やサービス価格上昇率の鈍化傾向が確認されたことに加えて、2025年11月にかから公表された秋季予算の財政措置等もあり、2026年4月にはインフレ目標の

政策委員会では、政策金利を4.25%から0.25%ポイント引き下げて4.00%とする総裁案に対し、委員1名が3.75%への0.50%ポイントの引下げを主張したほか、委員4名が4.25%での据置きを主張して反対票を投じたことで、0.25%ポイント引下げ派が4名・据置き派が4名と同数になり史上初の再投票が行われた。同会合後の声明文で、BOEは「金融政策は事前に決められているものではなく、エビデンスに応じて決定される」と述べるなど、「各会合において適切に金融引締め度合いを決定する」としてきた従来の政策スタンスに代わって、利下げを既定路線とせずデータに基づく都度の政策決定を行う方針を示している。

2%近くまで物価上昇率が低下すると見込まれていた。BOEも、政策金利3.75%での据置きを決定した26年2月会合後の声明で「直近のエビデンスに基づけば政策金利は更に引き下げられる可能性が高い」とする一方、物価上昇率が低下しているにもかかわらず、依然として高止まりするインフレ期待や将来の賃金動向を念頭に「追加緩和の判断にはより慎重な検討を要する段階となる」とも述べるなど、利下げを進めつつも引締めの状況維持する金融政策が求められた。

こうした状況を一変させたのは、2月28日の米国・イスラエルによるイラン攻撃に端を発する、中東情勢の緊迫化である。原材料費の高騰による燃料代や日用品価格の上昇といった直接的影響（Direct effects）によって、短期的には物価上昇率の再加速が避けられない情勢となった。加えて、供給網を経由しその他の価格に波及する間接的影響（Indirect effects）、ひいてはこれを受けた賃金設定や価格設定行動の変化といった二次的影響（Second-round effects）を通じて、中期的にも国内インフレ圧力が高まるシナリオが警戒されるようになった。こうした状況の変化を受け、2026年3月の同委員会後に公表した声明文の中でBOEは「危機が短期で終わる、あるいは経済のスラック（需給の緩み）が拡大する場合は、政策はより引締め度合いを弱める可能性がある」とする一方、「より大規模または長期化する危機に対しては、より引締めの政策が必要になる」との認識も併記し、不確実性の高い情勢の推移を見極めながら引締めペースを調整する政策スタンスを示した上で、政策金利を3.75%で据え置くことを4年半ぶりの全会一致で決定した。続く4月と6月の委員会でも政策金利据置きを決定しており、2月から4会合連続で据置きが続いている。このような状況変化を受けて市場も政策金利の予想経路を見直し始め、事態発生前のメインシナリオであった利下げの継続から一転して、6月の市場参加者調査では政策金利を今後1年間据え置くとの見方が中央値を占め、政策金利経路の中央値は事態発生前から約0.50%ポイント引締め方向にシフトしている。

金融政策の先行きを考える上では、エネルギー価格上昇の影響が今後どの程度、物価上昇率に表れるかがまず焦点となる。米国とイランの戦闘終結に向けた覚書の締結や実務者協議の進展を受けて、エネルギー供給が正常化に向かうとの見方から足元ではエネルギー価格急騰リスクが低下しているものの、3月以降のエネルギー価格ショックの影響がインフレ圧力としてどの程度英国経済に作用するのか、その強度や影響範囲、残存期間については、いまだ不透明である。6月の金融政策委員会では、インフレ目標を上回る物価上昇が一定期間続くことで家計や企業のインフレ期待が過敏になり、二次的影響の規模が拡大するリスクが議論され、「金融政策がこれに対抗する必要がある」として、二次的影響への対処を当面の重点課題とする方針が示されている。もっとも、BOEは「二次的影響の兆候を示す明確な証拠は、常に遅れて現れる」とも述べており、当面の間は政策金利据置きを基本線として維持しつつ、物価や雇用指標に表れる変化を注視する金融政策運営が続くとみられる。一方、二次的影響の程度が、英国経済の需要及び

労働市場の低迷でどの程度緩和されるかも、事態の対処に必要な金融政策の規模や期間を考える上で注目点となろう。

（量的政策は計画的かつ予見可能なペースでの保有資産削減が進められている）

2008年の世界金融危機を受けた政策対応として、BOEは2009年3月、インフレ目標の達成と経済活動下支えのため、政策金利の引下げを決定するとともに量的緩和（QE）として知られる資産購入プログラムを開始した⁷³。政策金利がほぼゼロまで引き下げられて実質的な下限に近付いた状況下、QEは2021年末まで長期にわたり継続した。しかしその後、感染症収束後の経済再開に伴う供給制約の顕在化や、2022年のロシアのウクライナ侵略に端を発したエネルギー価格上昇を背景としたインフレ圧力の高まりに直面したことから、BOEは金融政策の主たる手段を政策金利（利上げ）に置きつつ、累次のQEで拡大したバランスシートをより小さく持続可能な規模へと正常化するため国債等の保有資産を縮小する量的引締め（QT）も開始した⁷⁴。ここでQTとは、満期を迎えた国債・社債の償還金を再投資しない「パッシブQT」と、保有国債を市場に売却する「アクティブQT」という2つのアプローチを組み合わせる政策を指す。2021年12月に利上げサイクルが始まり、2022年2月には政策金利が0.5%と「必要に応じて引下げを行う余地のある水準」まで引き上げられたことから、22年2月会合で「パッシブQT」の開始が決定された。2022年8月時点では、最初1年間で総額約800億ポンドの資産削減が適当と判断され、うち約350億ポンドを償還再投資停止、残り約450億ポンドを市場売却により実現する計画が示された。こうして、同年9月会合後には「アクティブQT」も開始する予定であったが、同月発生した英国債市場の混乱（いわゆる「トラスショック」）で金融安定化対応が優先されたことで延期され、正式に「アクティブQT」としての国債売却が開始されたのは同年11月のことであった⁷⁵。その後は、保有資産を計画的かつ予見可能なペースで圧縮する段階へと移行し、2023年10月～24年9月及び24年10月～25年9月までの1年間で国債保有額を1,000億ポンド削減する目標の下、粛々と保有資産の削減が進められた⁷⁶。さらに、2025年9月会合では、同10月から26年9月までの1年間で削減目標を700億ポンドとし、英国債の保有残高を4,880億ポンドまで減額することを目指すことが決定された（第1-3-42表）。これは、過去2年間の1,000億ポンドから減額されたもので、準備預金残高が徐々に市場参加者の需要に近づいてきたことや、市場環境への配慮を踏まえた調整として位置付けられた。このように

⁷³ BOEによる量的緩和は、金融政策委員会での決定に基づき、BOEの中央銀行準備預金を原資として、BOEが管理・運営する特別目的会社のAsset Purchase Facility（APF）が英国国債等を購入する形で実施された。したがって、実務上は「BOEによる国債買入れ」と表現されることが多いが、購入資産は法的・会計的にはAPFが保有している。

⁷⁴ 将来、必要に応じてBOEが再びバランスシート政策を活用するための余地と柔軟性を高めるものと期待された。

⁷⁵ 詳細は、「Box. いわゆる「トラスショック」はなぜ起きたのか」参照。

⁷⁶ 2024年8月～25年12月にかけては、利下げとQTが同時進行する展開となった。

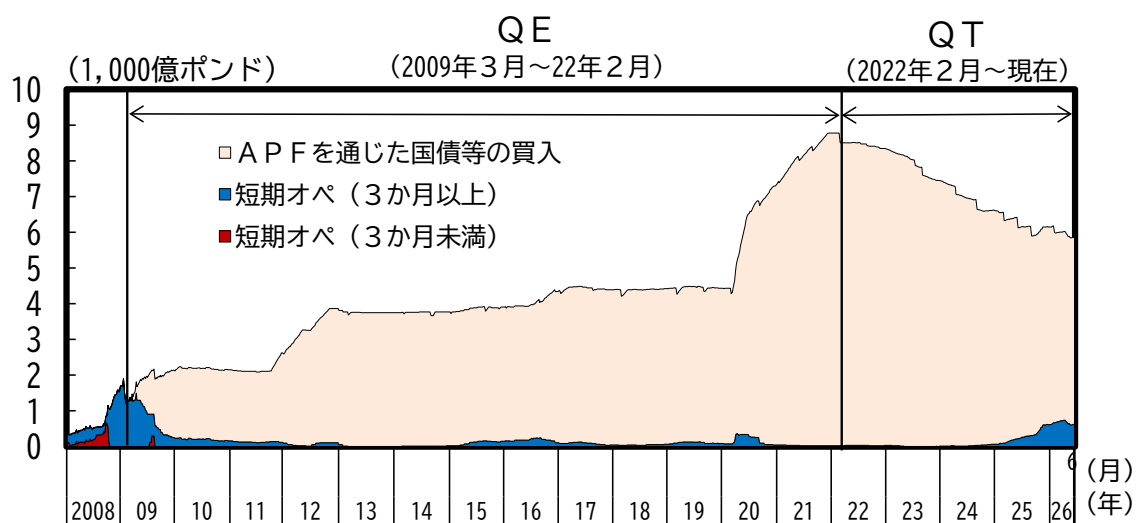
して順次進められてきたQTの結果、金融政策目的での英国債保有残高は、ピーク時（2022年初）の約8,950億ポンドから、2025年末には約5,700億ポンドまで縮小している。なお、BOEはQTの終了時期について予断をもって決めることはせず、英国の銀行システムが必要とする準備預金量に見合った水準まで資産を縮小する「需要主導」（demand-driven）の出口戦略を採用している。

第 1-3-42 表 BOE の量的引締め政策

決定日	決定内容	年間削減目標	国債保有残高目標
2022年 2月3日	QT開始を決定。満期償還の再投資停止及び社債売却準備を開始	(数値目標なし)	(数値目標なし)
2022年 9月22日	初の年間QT計画を決定	▲800億ポンド (2022/10～2023/9)	7,580億ポンド
2023年 9月21日	第2次年間QT計画を決定	▲1,000億ポンド (2023/10～2024/9)	6,580億ポンド
2024年 9月19日	第3次年間QT計画を決定	▲1,000億ポンド (2024/10～2025/9)	5,580億ポンド
2025年 9月18日	第4次年間QT計画を決定	▲700億ポンド (2025/10～2026/9)	4,880億ポンド

(備考) BOE により作成。

第 1-3-43 図 BOE のバランスシート推移



(備考) BOE により作成。

Box. いわゆる「トラスショック」はなぜ起きたのか

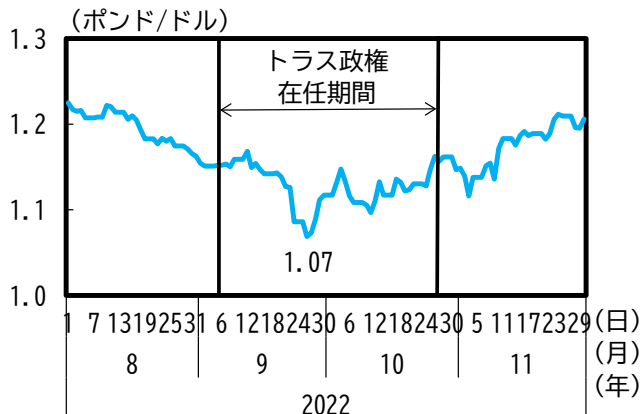
2022 年 9 月 23 日にトラス政権（当時）が打ち出した経済対策（ミニ・バジェット）は約 600 億ポンドのエネルギー価格高騰対策や、約 450 億ポンド規模の恒久減税を軸とする財政拡張的な内容であったが、財源となる歳出削減策や増収策が示されなかった上に、独立財政機関である予算責任局（Office for Budget Responsibility：以下、OBR）による将来推計と中期財政影響の評価を伴わずに公表された。また、前述のとおり、当時の英国は物価上昇率が前年比で約 10%と高インフレ状況にあり、BOE による金融引締めが始まっていた局面でもあったため、政府と BOE の連携に対する懸念も生じることとなった。こうしたマクロ経済環境下において、追加の国債発行を示唆する減税が打ち出されたことで英国の経済財政政策に対する市場の警戒感が高まり、英国債・ポンド・英国株が同時に売られる事態となった。結果、長期金利（英国 10 年国債利回り）は公表前の 3%程度から 4.5%程度へ高騰（債券価格は下落）、ポンドは史上最安値の 1 ポンド＝1.07 ドル（1986 年 2 月 25 日）に迫る水準まで下落したほか、英国株価指数 FTSE も 1 年半ぶりの低水準まで下落する「トリプル安」の展開となった（図 1～3）。

図 1 長期金利（英国 10 年国債利回り）
(%)



(備考) ブルームバークにより作成。

図 2 為替（ポンド/ドル）
(ポンド/ドル)



(備考) ブルームバークにより作成。

図 3 英国株価（FTSE）
(指数)



(備考) ブルームバークにより作成。

こうした事態を招いた背景には、英国の確定給付型年金基金が広く採用していた「LDI（Liability Driven Investment：負債連動型投資）」と呼ばれる運用手法の存在があったとされる。

英国の確定給付型年金基金では、年金支払債務の現在価値が長期金利の変動により大きく左右されることから、その変動リスクを抑えるため長期国債や金融派生商品を活用し、年金債務の増減に見合った保有資産価値の増減が連動して確保されるよう設計された運用が広く普及していた。これは年金制度の健全性を維持するためのリスク管理手法であったが、この仕組みの下では国債価格が急落し保有資産価値が目減りした場合に、担保不足として追加証拠金の差し入れを求められる、いわゆるマージンコールが発生する。トラス政権が経済対策を公表した後に英国債価格が急落したことで、年金基金は追加資金を捻出するために保有国債の売却を余儀なくされ、その売却が更なる国債価格下落と長期金利上昇を招くという自己増幅的な悪循環が発生、市場の混乱を急速に拡大させる主要因となった。

また、トラスショック発生当時の英国債市場では、前述のとおり BOE による量的引締め（QT）への移行によって BOE が長年担ってきた国債需要の縮小が見込まれていたことに加え、英国が慢性的な経常赤字国であり、国債市場も海外投資家への依存度が相対的に高く、財政運営への信認低下が資本流出や国債売りにつながりやすいという構造的特徴を有していたとの指摘もある。

前述のとおり、BOE は同年 2 月から「パッシブ QT」を進めていたが、一連の市場の混乱を收拾するため、9 月 28 日に緊急の国債買入に踏み切った。政府側も、財務大臣の更迭や大型減税の大半を撤回するなどして事態に対処した後、トラス首相は一連の混乱の責任をとって、10 月 25 日に辞任した。政府の財政運営に対する信認低下が引き金となり、BOE の金融政策（とりわけ量的政策）との整合性が疑問視されたこともあいまって英国債にも売りが広がり、市場価格が下落（長期金利が上昇）し始めたところ、LDI を採用していた英国の確定給付型年金基金でマージンコールと国債売却のスパイラルに歯止めがかからなくなり長期金利の上昇が急加速した一連の混乱は、長年にわたり英国の金融システムに内在していた構造的脆弱性が顕在化した出来事でもあったといえよう。

4. 中国人民銀行

中国の金融政策について、中国人民銀行（以下「人民銀行」という。）の機能と近年の政策動向を概観する。

（中国人民銀行について）

人民銀行は、人民銀行法により、国務院の指導の下、金融政策を策定し、執行するとされている。その政策目標は「通貨価値の安定を維持し、それをもって経済成長を促進する」とされている。

金融政策の手段としては、預金準備率や政策金利を主に使用している。

はじめに、近年行われた制度変更をみる。中国では、以前は主要な政策金利として、貸出基準金利及び預金基準金利⁷⁷を決定し、主要な金融政策手段として同金利の調整を実施していたが、2015年10月の引下げを最後に調整は実施されていなかった。これは規制金利から市場ベースの金利設定メカニズムへの移行が図られたもので、金利自由化が進められる中、2013年10月から最優遇貸出金利⁷⁸（LPR：Loan Prime Rate）の公表が開始された。

その他、人民銀行から金融機関への資金供給手段として、2014年9月から中期貸出ファシリティ⁷⁹（MLF：Medium-term Lending Facility）を導入し、2016年から1年物金利の公表も開始している。

また、2016年にはリバースレポ金利を利用した公開市場操作の頻度を毎営業日に実施できるようにし、7日物を短期資金の調整ツールとして活用するようにした。

他方でLPRについては、大半の銀行が貸出にあたっては貸出基準金利を参照したことで貸出基準金利とあまり差のない水準で推移した。そのため、公開市場操作金利（主にMLF金利）を参照するなどのLPRの見直し⁸⁰が行われ、2019年8月には新たに公表が開始された（第1-3-44図）。

なお、2021年に人民銀行総裁から公表された論文によると、当時の中国の政策金利は短期の7日物リバースレポ金利とMLF金利の2種類とされ、それぞれベンチマーク金利であるDR007（預金取扱金融機関の7日物レポ金利）とLPRを経由し、短期及び中期

⁷⁷ 金融機関が貸出基準金利及び預金金利を定める際の基準となる法定金利。

⁷⁸ 商業銀行の優良顧客向けの最優遇貸出金利を元に算出されるもの。導入当初は9行の金利を参照。2019年の見直しのため旧LPRは「貸出基礎金利」と名称が変更されている。なお、LPR5年物は、住宅ローンなど中長期融資の基準となる。

⁷⁹ 人民銀行から金融機関への資金供給手段の一つ。人民銀行がマクロプルーデンス政策上の条件を満たした商業銀行や政策銀行に対して、中期の資金を国債や中央銀行手形等を担保に貸し出す制度。後述するようにLPRを算出する際の参照金利となる。

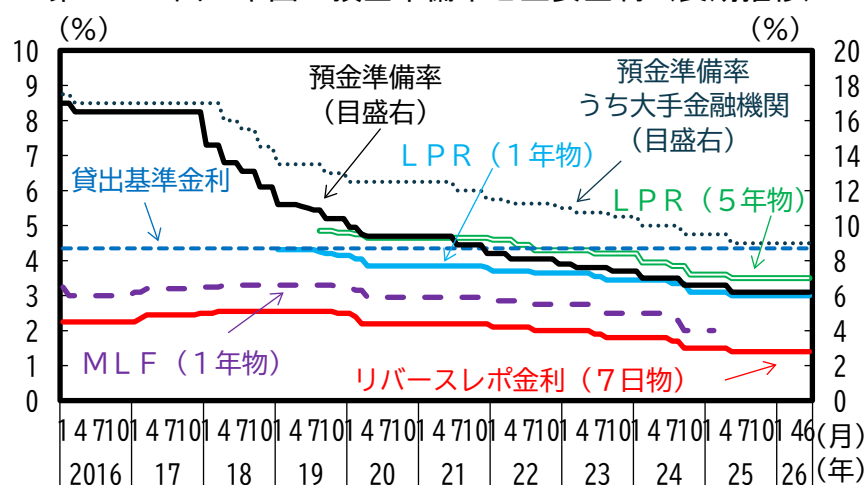
⁸⁰ 公開市場操作金利（主に、平均的な限界資金調達コストを反映しているMLF金利）を参照し、資金調達コスト、市場の需給、リスクプレミアム等は反映した金利の報告、また、報告銀行の拡大（10行から18行）による見直しを実施。

の市場金利に波及するという経路が想定されていると説明された（第1-3-45図）。

さらに 2024 年 7 月には、人民銀行は 7 日物リバースレポ金利が現在の主要政策金利であると明言するとともに、MLF オペのタイミングを LPR の公表後に変更した。同年 9 月の 7 日物リバースレポ金利引下げの際には、リバースレポ金利の引下げにより、MLF 金利や LPR も引き下げられるとの説明がなされている。翌年 2025 年 3 月には MLF の入札方式が単一価格方式から複数価格方式に変更されたことに伴い、MLF 金利の公表が停止された。

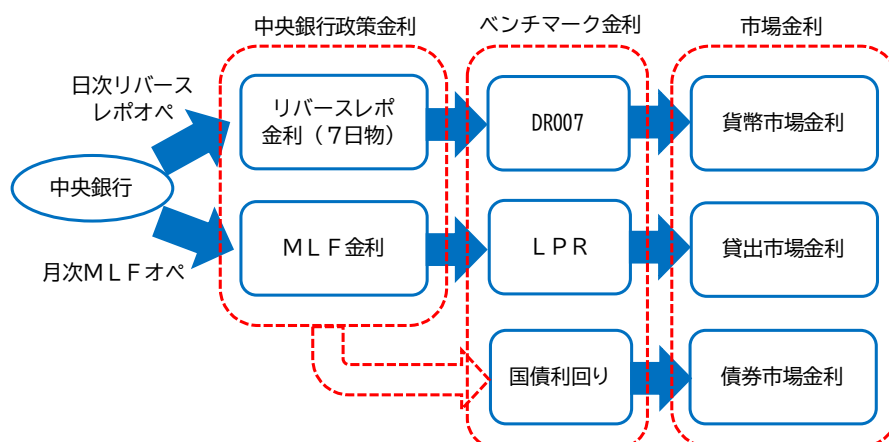
これにより政策金利については、短期の 7 日物リバースレポ金利、MLF 金利の 2 種類から、実質的にリバースレポ金利を中心とする体系へ移行された。

第1-3-44図 中国の預金準備率と主要金利（長期推移）



（備考） 1. 中国人民銀行により作成。
2. 預金準備率は、金融機関全体の加重平均値。

第1-3-45図 中国の金利システム



（備考） 易（2021）により作成。

（人民銀行の金融政策の動向）

人民銀行は感染症拡大期以前から、預金準備率と LPR を始めたとした政策金利の引下げを段階的に実施している（前掲第 1-3-44 図）。

感染症拡大期以降の近年の主な動向について確認する。まず、中国では 2019 年 12 月に湖北省武漢市において新型コロナウイルス感染者が確認されて以降、2021 年 1 月半ばには急速に感染者数が増加しており、以降、政府により移動制限や企業の休業措置などの感染症拡大防止措置が採られていった。実体経済を支えるため併せて金融政策による対応⁸¹も進められ、各種金利の引下げ、預金準備率の引下げなどが相次いで実施された。

2022 年には、感染拡大に対応するため 3～5 月にかけて都市のロックダウンを含む防疫措置が採られた。社会経済活動が抑制される中、4 月の国务院常务会议において、消費喚起策とともに、現在の情勢変化に対応するため、適時の預金準備率の引下げ、感染症の影響を強く受けた産業、中小・零細企業への金融支援の一層の強化の方針が示された。この方針を受け、同月、人民銀行は、大手・中堅行を中心に預金準備率の 0.25%ポイントの引下げ（金融機関の加重平均預金準備率は 0.3%ポイント引下げ（8.1%））を行っている。また、8 月には人民銀行は、銀行システムの流動性の合理的なゆとりを確保するとして、MLF 金利 1 年物の 0.1%ポイント引下げ（2.75%）、リバースレポ金利 7 日物の 0.1%ポイント引下げ（2.0%）を実施した。同月、MLF 金利引下げを受け、住宅ローン金利が参照する LPR 5 年物の 0.15%ポイント引下げ（4.3%）、LPR 1 年物の 0.05%ポイント引下げ（3.65%）が公表された。LPR 5 年物は既に 1 月に 0.05%ポイント、5 月に 0.15%ポイントの引下げが公表されており、合計 0.35%ポイントの引下げは、2019 年の見直し以来、最大の引下げとなった。これは 2021 年後半からの住宅販売価格の低下や、大手デベロッパーである恒大集団のデフォルト、2022 年にはその他デベロッパーの資金繰りの悪化も顕在化するなど、不動産市場の悪化も背景にあるとみられる。また、11 月には人民銀行は、実態経済への支援の強化、感染症の影響が深刻な中小・零細企業の支援として、再度の預金準備率の 0.25%引下げが公表された。

その後、不動産市場の停滞による景気の低迷が続く中で、2024 年 7 月にかけて、LPR 1 年物は 3.35%、リバースレポ金利 7 日物は 1.7%、預金準備率は 7.0%（金融機関の加重平均預金準備率）まで、それぞれ引下げが繰り返された。

このような度重なる金融緩和を受けてもなお不動産市場の低迷が続く中で、2024 年 9 月には、人民銀行ほか金融関係当局が合同会見を開き、預金準備率や主要政策金利の

⁸¹ 人民銀行等の 5 機関による連名で、金融緩和や資金供給、企業への資金支援などの 30 項目からなる支援策を公表。その後、各種金利の利下げ、預金準備率の引下げなどを実施している。詳細は、内閣府（2021）を参照。

引下げを含む金融面での追加対策を発表した⁸²。この発表を受け、大手・中堅行を中心に預金準備率が 0.5%ポイント（金融機関の加重平均預金準備率は 0.4%ポイント（6.6%））、MLF 金利 1 年物が 0.30%ポイント（2.00%）、リバースレポ金利 7 日物が 0.2%ポイント（1.5%）それぞれ引き下げられ、特に政策金利の引下げ幅はこれまでの累次の利下げよりも大きなものとなった。また、既存の住宅ローン金利については、10 月末までに平均で 0.5%ポイント引き下げられることとなった。なお、その後の同月の中国共産党中央政治局会議において、既存の政策を効果的に実施し、政策措置の改善に努め、今年の経済社会発展の目標と課題の達成に努めるべきとされ、その中で、預金準備率と政策金利の引下げの実施が不可欠であると説明された⁸³。

2025 年においては、3 月の全国人民代表大会（以下「全人代」という。）の政府活動報告にて、金融政策のスタンスが前年までの「穏健的な金融政策」から「適度に緩和的な金融政策」に転換し、一段と金融緩和を進める姿勢が示された。併せて、経済成長と物価の目標とマネーサプライ等の伸び率が釣り合うよう、預金準備率と政策金利を適時に引き下げることが明記された。

その後、米国との通商関係の不透明感が増す中、4 月には景気下支えのための追加的な経済政策・金融政策⁸⁴、5 月に金融緩和のため金利引下げを含む 10 項目の金融支援策が発表され⁸⁵、リバースレポ金利 7 日物の 0.1%ポイント引下げ（1.4%）、預金準備率の 0.5%ポイント引下げ（6.2%）がなされた。人民銀行は、預金準備率の引下げにより市場に長期流動性をもたらすとし、また、リバースレポ金利の引下げは、実態経済への支援を強化するためとし、これにより LPR が 0.1%下落する見込みであると説明した。

もっとも、この 2025 年 5 月の引下げ以降、「適度に緩和的な金融政策」の下でも預金準備率と政策金利は据え置かれている（第 1-3-46 図）。

2026 年 3 月の全人代の政府活動報告では、「適度に緩和的な金融政策」の金融スタンスを維持するとし、預金準備率と政策金利を適時に引き下げ、社会融資規模・マネー

⁸² 人民銀行、国家金融監督管理総局、中国証券監督管理委員会による合同会見により公表。預金準備率や主要政策金利の引下げ、既存の住宅ローン金利の引下げ、証券会社等が株式投資を行うための新たな資金供給手段の創設等が盛り込まれ、このうち既存の住宅ローン金利の引下げについては家計の利払い負担を年 1,500 億元程度（家計消費の 0.3%程度に相当）軽減する効果があるとの説明がなされた。また、この政策金利の引下げ措置により LPR が低下する見通しであると併せて説明された。

⁸³ 会議では、必要な財政支出の保証、預金準備率や金利の引下げ、不動産市場の下げ止まり・安定化の促進、低所得者等に対する支援の強化等の追加的な経済対策を打ち出していく方針が示された。なお、会議は毎月開催されており、例年、4 月、7 月及び 12 月の会合で経済に関する議論が行われる中、24 年は 9 月の会合にて経済に関するテーマが取り扱われた。

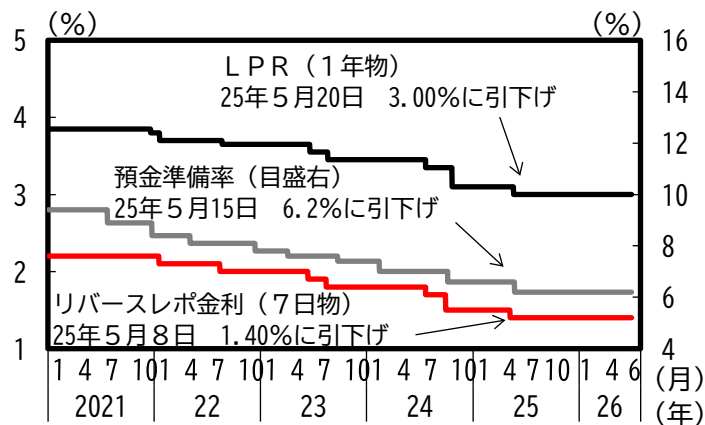
⁸⁴ 経済政策のうち消費促進政策として、インバウンド消費の拡大（増値税（付加価値税）還付対象となる物品購入額の引下げ等）、今後、関係部門がサービス消費支援に関する政策パッケージを制定などが、投資拡大政策としては、大規模設備更新支援政策の対象に産業用ソフトウェアの更新・高度化を追加、充電施設、大都市の駐車場建設の支援などが公表された。金融政策については 5 月実施の政策金利や預金準備率や引下げが含まれる。

⁸⁵ 預金準備率と各種金利の引下げのほか、特定分野を対象とした金融支援措置。人民銀行、国家金融監督管理総局、証券監督管理委員会により公表された。

サプライの伸び率を経済成長と物価の目標と釣り合うようにし、人民元為替相場の均衡為替レートに沿った安定的な推移を保つとされた（第 1-3-47 表）。

その後、中東情勢の不透明感が続く中、5 月に人民銀行から公表された 2026 年第 1 期中国貨幣政策執行報告をみると、2025 年第 4 期（26 年 2 月公表）の要旨にあった「預金準備率引下げと金利引下げ」への言及がなくなり、「多様な金融政策手段を柔軟に活用」との表現が用いられた。物価上昇リスクを意識した表現の修正とみられ、今後、金融政策の方向性にも変化が表れてくる可能性が考えられる。

第 1-3-46 図 中国の預金準備率と主要金利



(備考) 1. 中国人民銀行により作成。
2. 預金準備率は、金融機関全体の加重平均値。

第 1-3-47 表 全人代の政府活動報告（2026 年 3 月 5 日公表）の主な内容
（金融政策関係）

○2026 年の主要目標

- (1) 実質 GDP 成長率：4.5～5%（2025 年目標 5%程度）
- (2) 都市部新規就業者数：1,200 万人以上（2025 年目標 1,200 万人）
- (3) 都市部調査失業率：5.5%程度（2025 年目標 5.5%程度）
- (4) CPI 上昇率：2%程度（2025 年目標 2%程度）
- (5) 財政赤字対 GDP 比：4%程度（2025 年目標 3%）
- (6) 地方特別債発行枠：4.4 兆元（2025 年目標 4.4 兆元）

○金融政策：「引き続き適度に緩和的な金融政策」

預金準備率と政策金利を適時に引下げ、社会融資規模・マネーサプライの伸び率を経済成長と物価の目標と釣り合うようにし、人民元為替相場の均衡為替レートに沿った安定的な推移を保つ。

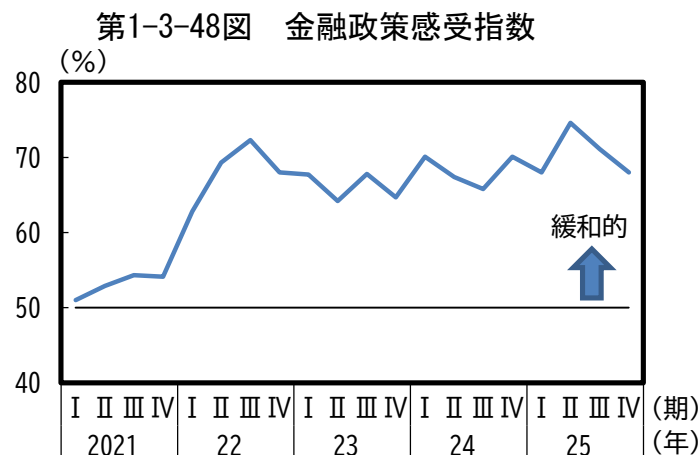
○重点的取組

重点分野のリスク防止・解消：不動産市場の安定化、地方政府の債務リスク解消 等

(備考) 新華社により作成。

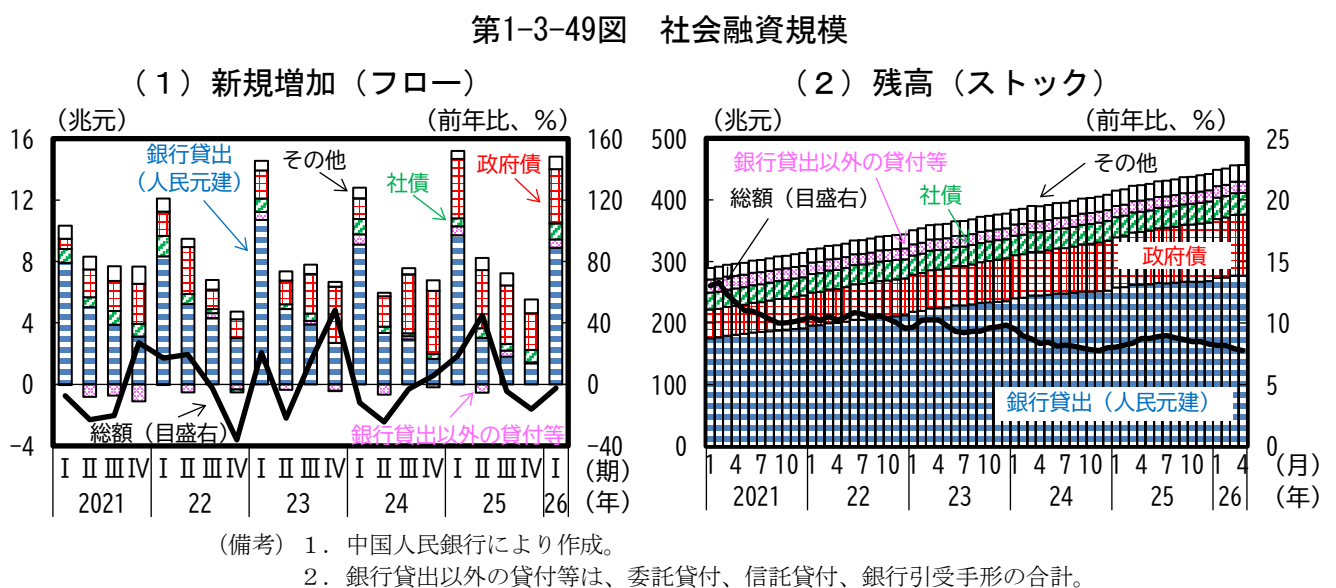
最後に金融機関のマインドや資金流通、為替の動向を確認する。

人民銀行による国内銀行を対象とした調査によると、金融政策スタンスに対する銀行の評価は中立水準を上回り、「緩和的」と受け止められている。2025 年 4－6 月期では、前述した追加的な経済政策・金融政策も背景に上昇し、25 年は 70%程度と 24 年よりやや高い水準となっていた（第 1-3-48 図）。



（備考） 1. 中国人民銀行により作成。全国約 3,200 行の銀行を対象に調査。
 2. 「緩和」、「適度」の回答の比率に、それぞれ 1 と 0.5 を乗じて算出。中立水準は 50%。

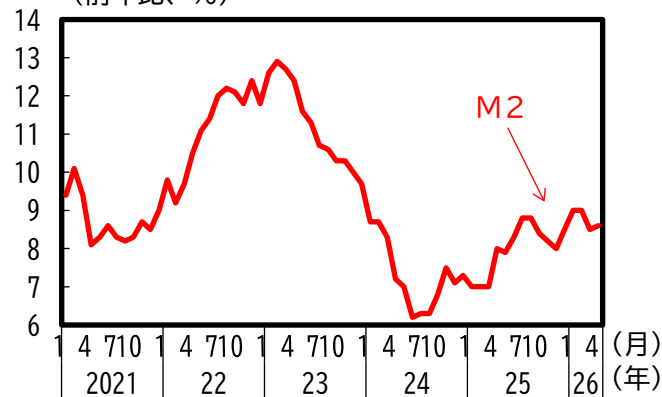
また、実体経済への資金流入の動向を社会融資規模⁸⁶からみると、銀行貸出と政府債が多数を占める中、残高は増加し、総額の伸び率は 2025 年 10－12 月期からは上昇したものの、2026 年 1－3 月期は引き続きマイナス圏となった（第 1-3-49 図）。



⁸⁶ 一定期間において、金融部門が実体経済に供給した資金の総額を指す。2026 年の全人代の政府活動報告において、マネーサプライの伸び率とともに、社会融資規模の伸び率が経済成長と物価の目標と釣り合うようにしている。2025 年の社会融資規模（ストック）の伸び率は 8.3%、マネーサプライの伸び率は 8.0%、名目 GDP 成長率は 4.0%。

マネーサプライの伸び率をみていくと、2023 年以降、不動産市場の低迷も背景に伸び率は低下していたところ、2024 年半ばを底に伸び率は上昇していき、2026 年では 10%を下回る程度で推移している（第 1-3-50 図）。

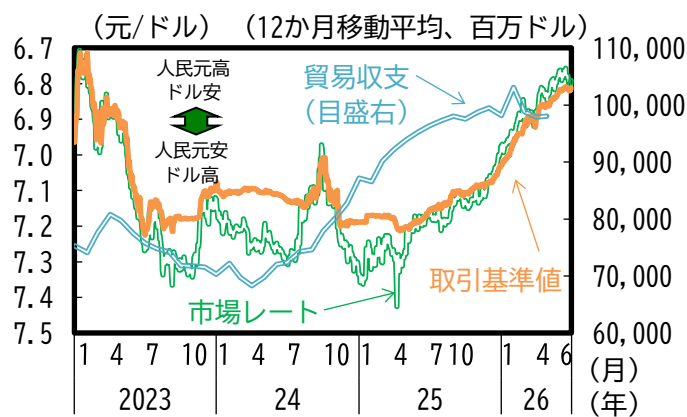
第 1-3-50 図 マネーサプライ（M2）
（前年比、%）



（備考）中国人民銀行により作成。

最後に中国人民元の為替の動向をみると、金融緩和の中で、当局の基準値管理や貿易黒字の拡大も背景に、対ドルでは 2025 年半ばから上昇を続けている（第 1-3-51 図）。

第1-3-51図 人民元の対ドルレート



（備考）ブルームバーグ、中国海関総署により作成。

5. 小括

本節では、足元のエネルギー価格の上昇に対峙する主要中央銀行の金融政策について、ここ数年の政策の変遷とともに整理してきた。感染症収束後の 2021 年後半頃から世界的な物価上昇が生じる中で、欧米の主要中央銀行は大幅な利上げを行い物価上昇に対応した。その後、物価上昇率が落ち着いていく中で、2024 年半ば頃からこれらの中央銀行は利下げに転じた。利下げのペースには各中央銀行で差が生じており、消費者物価上昇率が安定的に 2 % 前後で推移したユーロ圏では 2025 年 6 月会合で利下げプロセスを終了した一方、米国や英国では 2026 年に入っても利下げ姿勢が継続していた。

また、感染症拡大期に拡大したバランスシートを縮小させる QT については、米国では短期金融市場の状況を見極めつつ 2025 年 12 月に終了した一方、需要主導型の運営枠組みへの転換により短期金融市場への影響を遮断したとする ECB や BOE ではなお継続しており、この点でも対応にやや違いがみられる。

中国人民銀行については、感染症拡大期以降一貫して利下げ基調の政策運営を行ってきた。第 1 節でみたように、中国でも 2022 年頃の世界的なエネルギー価格高騰を受けて消費者物価上昇率がやや高まったが、欧米諸国と比べると小幅にとどまっており、むしろ感染症拡大による影響や不動産市場の停滞に伴う景気の低迷を受けて、金融政策には景気下支えの役割が求められた。

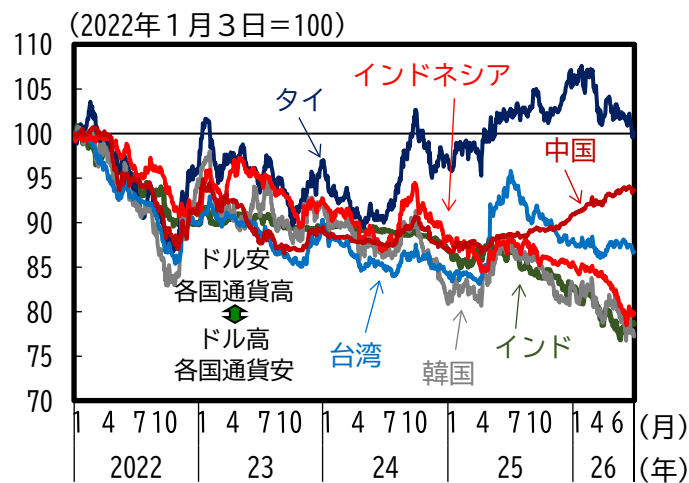
今般の中東情勢緊迫化を受けた原油価格高騰局面では、エネルギー物価の上昇を一時的とみて金融政策の対応を様子見するか、持続的な物価上昇につながるリスクを考慮して利上げするかが焦点となった。6 月会合では、ECB は消費者物価上昇率が 2027 年前半にかけて目標水準を上回るとの見通しから利上げに転じた一方、既往のインフレ鈍化傾向が続く BOE は政策金利を据え置いた。FRB も政策金利を据え置いたが、FOMC 参加者見通しの中央値は 2026 年内の 0 ～ 1 回の利上げを織り込んでおり、主要中央銀行それぞれの政策判断にやや違いはありつつも、金融政策の方向性は再び利上げへと傾きつつある。

今後は、引き続きエネルギー価格を中心とする物価上昇圧力が残る中で、中国人民銀行を含めた各中央銀行がどのように金利政策を調整していくのが焦点となる。

同時に、ECB、BOE における更なる QT の進展と短期金融市場の動向、ウォーシュ新議長の下での FRB のコミュニケーションやバランスシートの在り方などの動向も注視していく必要がある。

加えて、中東情勢の緊迫化以降、市場での FRB の利上げ観測が高まっていく中で、アジアでは対ドルでの通貨安傾向がみられている国もある（第 1-3-52 図）。

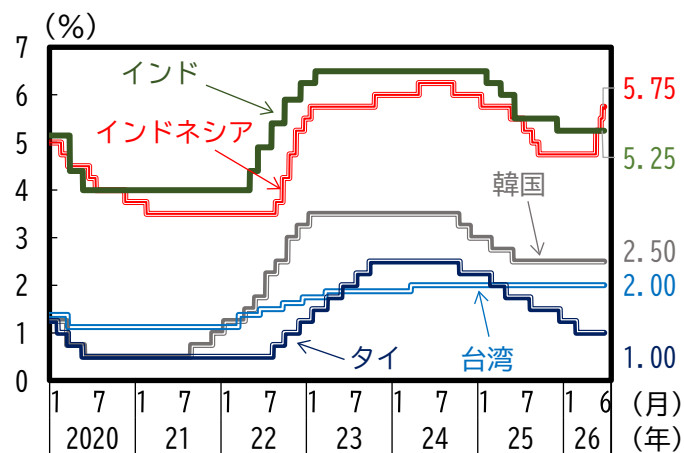
第 1-3-52 図 アジアの対ドル為替レート



(備考) ブルームバーグにより作成。

特に通貨安の進行が顕著なインドネシアでは、中央銀行が5月会合以降、臨時会合の開催も含めて計1%ポイントの利上げを通じて為替レートの安定化⁸⁷を図ろうとしている(第 1-3-53 図)。6月中旬以降原油価格は落ち着きを取り戻してきているが、今後も新興国を中心に為替レート安定化を企図した金融政策が採られる可能性もある。

第 1-3-53 図 アジアの政策金利



(備考) 各中央銀行により作成。

⁸⁷ インドネシア中央銀行は、ルピアの安定（物価の安定と為替レートの安定）を図り、決済システムの安定を維持するとともに、持続的な経済成長を支援するための金融システムの安定維持を政策目的としている。

第4節 まとめ

第1章では、2026年2月末の米国・イスラエルによるイラン攻撃に端を発する中東情勢の緊迫化が世界経済に与えている影響を確認した上で、各国政府・中央銀行による対応状況や展望を整理してきた。ここでは、次章の内容も一部先取りしつつ、中東情勢の緊迫化を受けた2026年前半の世界経済の動向をより包括的に論じることで本章の議論をまとめることとしたい。

中東情勢の緊迫化とそれに伴う世界のエネルギー貿易の要衝であるホルムズ海峡の通航の大幅な制限を受けて、事態発生当初は原油輸入のホルムズ海峡への依存度の高いアジア諸国を中心に、各国・地域経済に大きな影響を与えることが想定された。

実際に、事態の直接的影響を受ける湾岸諸国ではエネルギー部門を中心に生産・貿易活動が大きく制約され、アジア諸国でも原油輸入量の顕著な減少、石油製品製造業に代表される関連産業の生産抑制といった影響がみられた。

一方で、石油備蓄の放出や原油等の代替調達先の開拓といった各国の政策対応もあり、これらの産業を除けばこれまでのところ主要国・地域の経済活動が供給面から大きく制約されるような事態には至っておらず、影響は主としてエネルギー価格上昇に伴う世界的な物価上昇として表れてきている。急激な物価の上昇は、米国のような石油純輸出国も含めて実質的な購買力の低下や消費者マインドの悪化といった消費を取り巻く環境の悪化につながった。ユーロ圏では価格高騰に見舞われたガソリン等を中心に、本年4月時点では消費動向全体に鈍化傾向がみられた。こうした家計部門を中心としたエネルギー価格高騰の影響を緩和するため、各国政府は減税や価格抑制措置等の様々な対応に取り組んでいるが、各国とも感染症拡大期における大規模な財政出動等を受けて財政余力が限られる中でいかに効果的で効率的な支援とするか苦心している。

中東情勢、エネルギー価格高騰による経済の下押し圧力が生じている一方で、世界経済を押し上げる力となっているのが2025年頃から継続・拡大している旺盛なAI関連投資である。米国では、AI関連投資が経済成長のけん引役となるとともに、AI関連銘柄主導の株高が資産効果を通じて消費を支えることで、エネルギー価格が高騰する中でも個人消費は全体として堅調さを維持している。中東情勢緊迫化による影響を受けやすいと考えられたアジア諸国でも、同地域に優位性のある半導体製造や半導体製造装置、情報通信機器の供給を通じて米国を始めとする世界的に旺盛なAI関連投資の恩恵を享受しており、これまでのところ景気の下押し圧力はおおむね相殺されているといえる。一方で、こうしたAI関連投資のサプライチェーンへの関与が薄い欧州では、代わりとなる明確な成長のけん引役がみられず、エネルギー価格高騰による経済の下押し圧力が相対的に働きやすい状況にあると考えられる。

エネルギー価格高騰を受けて世界的に物価上昇圧力が高まる中、各国・地域の中央銀

行の対応も焦点となっている。主要中央銀行では、6月にECBが先行きのインフレ継続見通しを根拠として利上げに転じ、FRBは6月会合で政策金利を据え置いたものの2026年内の政策金利の見通しが利上げ方向に転換されるなど、徐々にインフレ対応に金融政策の重心を移そうとする傾向がみられている。また、市場でのFRBの利上げ観測が高まっていく中で通貨の減価が進行する新興国では、為替安定の観点から大幅な利上げを行う動きもみられている。

今後の展望については次章でより詳しくみていくが、6月中旬に米国とイランの間で戦闘終結に関する覚書が交わされた後においても世界経済を左右する最大のリスク要因は中東情勢であると考えられ、その動向を注視していく必要がある。

参考文献

(第1章)

易纲 [2021] 「中国的利率体系与利率市场化改革」金融研究 2021, 495(9)

竹原美佳 [2026] 「中国石油・石油化学市場の構造転換とバックストップ」JOGMEC JOURNAL、2026年3月25日

内閣府 [2021] 『世界経済の潮流2021Iーポストコロナに向けてー』

Anderson, A. G., A. Barbarino, A. M. Diercks and S. Miran [2026] “A User's Guide to Reducing the Federal Reserve's Balance Sheet”, *Finance and Economics Discussion Series 2026-019*, March 2026.

Barr, M. S. [2026] “Efficient and Effective Central Banking: Beyond the Balance Sheet”, Speech at the money marketeers of New York University, New York, May 2026.

Calik, A. et al. [2026] “Yanbu gives Aramco limited option for rerouting crude,” Argus, March 2026.

CBO [2026] *The Budget and Economic Outlook: 2026 to 2036*, February 2026.

Downs, E. [2026] “Where China Gets Its Oil: Crude Imports in 2025 Reveal Stockpiling and Changing Fortunes of Certain Suppliers, Including Those Sanctioned,” Energy Explained, Center on Global Energy Policy at Columbia University, January 2026.

Duygan-Bump, B. and R. J. Kahn [2026] “The Central Bank Balance-Sheet Trilemma”, FEDS Notes, January 2026.

ECB [2022] “The surge in euro area food inflation and the impact of the Russia-Ukraine war”, *Economic Bulletin, Issue 4/2022*, June 2022.

ECB [2024] “Changes to the operational framework for implementing monetary policy”, European Central Bank, March 2024.

European Commission [2026] *2026 European Semester: Spring Package*, June 2026.

Foerster, A. [2024] “FedViews: May 30, 2024”, May 2024.

Georgieva, K. [2026] “Cushioning the Middle East War Shock,” Speech by IMF Managing Director Kristalina Georgieva at the 2026 Spring Meeting in Washington, DC, April 2026.

Hammack, B. M. [2026] “Statement from Federal Reserve Bank of Cleveland President Beth Hammack regarding her vote at the Federal Open Market Committee’s April 28–29, 2026 meeting”, Federal Reserve Bank of Cleveland, May 2026.

Harris, B. and Wolfram, C. [2022] “The Price Impact of the Strategic Petroleum Reserve Release,” U.S. Department of the Treasury, July 2022.

IATA [2026a] *Air Passenger Market Analysis April 2026*, May 2026.

IATA [2026b] *Air Passenger Market Analysis March 2026*, April 2026.

IEA [2026a] *Gas Market Report, Q2-2026*, April 2026

IEA [2026b] *Oil Market Report - June 2026*, June 2026

IEA [2026c] *Oil Market Report May 2026*, May 2026

Kashkari, N. [2026] “Why I Dissented”, Federal Reserve Bank of Minneapolis, May 2026.

Lagarde, C. [2025] “Hearing of the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament”, European Central Bank, December 2025.

Lane, P. R. [2024] “The 2021-2022 inflation surges and monetary policy in the euro area”, The ECB Blog, European Central Bank, March 2024.

Lemoine, M. et al. [2024] “Energy tariff shield in France: what is the outcome?”, Banque de France Bulletin, No.253, Article 4, July 2024.

- Logan, L. K. [2019] “Observations on Implementing Monetary Policy in an Ample-Reserves Regime”, Remarks before the Money Marketeers of New York University, New York City, April 2019.
- Logan, L. K. [2026] “Statement from Dallas Fed President Lorie Logan on FOMC dissent”, Federal Reserve Bank of Dallas, May 2026.
- Mau, R. and T. Smith [2026] “Effects of realized tariff changes on PCE prices peaked in first quarter 2026”, Dallas Fed Economics, May 2026.
- Minton, R., M. Ray and M. Somale [2026] “Detecting Tariff Effects on Consumer Prices in Real Time – Part II”, FEDS Notes, April 2026.
- Schnabel, I. [2024] “The Eurosystem’s operational framework”, European Central Bank, March 2024.
- Schnabel, I. [2025] “Towards a new Eurosystem balance sheet”, European Central Bank, November 2025.
- OECD [2026a] *OECD Economic Outlook, Interim Report March 2026*, March 2026.
- OECD [2026b] *OECD Economic Outlook*, Volume 2026 Issue 1, No.119, June 2026.

第 2 章

2026年前半の世界経済の動向

第2章 2026年前半の世界経済の動向

本章では、前章で検討した中東情勢の動向及び影響も踏まえつつ、2026 年前半の世界経済の動向について分析する。

第1節では、米国の景気動向を概観する。米国における景気の拡大基調は依然として底堅く、中東情勢を受けた物価上昇という逆風下にあいながらも消費が伸び続けており、また旺盛な AI 関連需要を背景とする関連投資の増加が経済成長をけん引している。一方で、物価上昇によって消費を取り巻く環境は悪化傾向にあり、今後マクロでみた消費の増勢が継続するかどうか注視していく必要がある。

第2節では、中国を始めとする主要なアジア各国・地域の景気動向を概観する。中国では、消費は弱含み、不動産市場の停滞を背景に固定資産投資も減少している。一方、生産活動は、消費や投資の伸びを上回る過剰供給の傾向の中、財輸出が増加している。GDPデフレーターは、天候や中東情勢など外的要因を主因に前年比ゼロ近傍に近づいたが、基本的な物価下落基調が大きく変わったとはいえない。景気は、内需が伸び悩む中、緩やかに減速している。

アジア各国・地域では、世界的なAI関連需要を背景に、韓国の景気は緩やかに回復しており、台湾の景気は外需を中心に拡大している。消費を始めとする内需に支えられ、インドネシアの景気は緩やかに回復し、インドは景気が拡大している。一方、タイの景気は持ち直しの動きがみられるものの、消費の伸びは高まっていない。

第3節では、欧州の景気動向を概観する。ユーロ圏では、スペイン、イタリアなど南欧諸国がけん引する形で、景気は持ち直しの動きがみられる。英国の景気も持ち直している。

第4節では、世界経済の見通しとリスク要因について整理する。

第1節 米国の景気動向

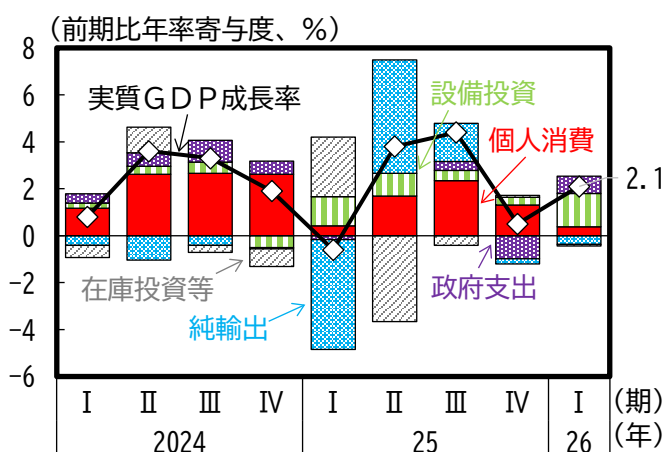
本節では、2026年前半を中心に米国の景気動向を概観する。

（個人消費の伸びは鈍化した一方、AI関連投資がけん引する形で景気拡大が継続）

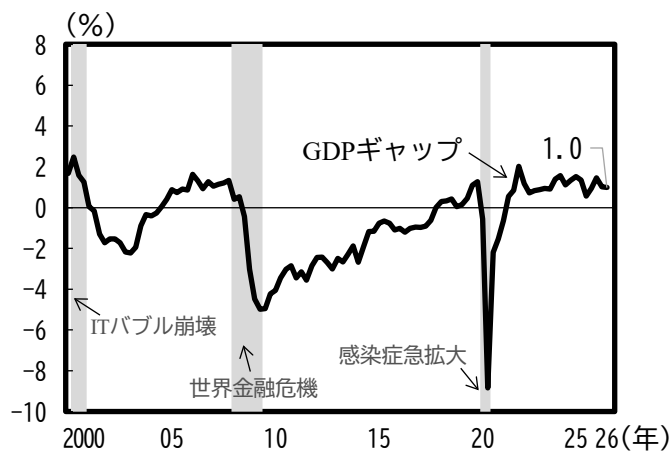
米国の実質GDP成長率の推移を確認すると、政府閉鎖による影響で一時的な政府支出の減少とその反動が2025年10－12月期以降にみられた中¹、民需についてはそれまで経済成長の中心的なけん引役であった個人消費の伸びが鈍化した一方で、旺盛なAI関連需要を背景に民間設備投資の増勢は拡大した。その結果、直近2026年1－3月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.1%となり、総じて米国経済の堅調さが確認された（第2-1-1図）。GDPギャップの推移をみても1%程度の需要超過を維持しており、景気の拡大基調は継続している（第2-1-2図）。

ただし、第1章で確認したとおり、中東情勢による影響でガソリンを中心とする物価上昇に家計が直面していることから、購買力の低下を通じて個人消費の増勢が今後更に鈍化する可能性には留意が必要である。本節では、第一に、個人消費の増勢が鈍化してきた背景について、消費を取り巻く雇用・所得環境を踏まえつつ整理する。第二に、投資面として、民間設備投資及び住宅投資の動向を確認する。最後に、財貿易の動向について、通商政策の変遷とともに確認する。

第2-1-1図 実質GDP成長率



第2-1-2図 GDPギャップ



¹ 米国商務省の推計によると、政府閉鎖（2025年10月1日～11月12日までの計43日間）に伴う連邦政府職員の一時的帰休による影響で、2025年10－12月期の実質GDP成長率が▲1.0%ポイント押し下げられたとされる。

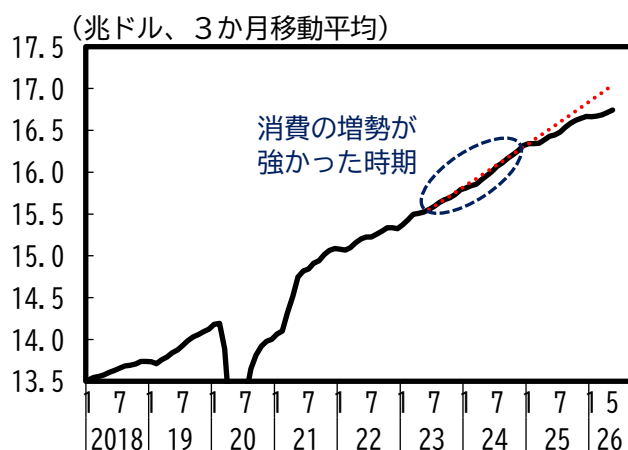
（１）個人消費の増勢が鈍化した背景

（2025年後半から、財消費を中心に消費の増勢は鈍化）

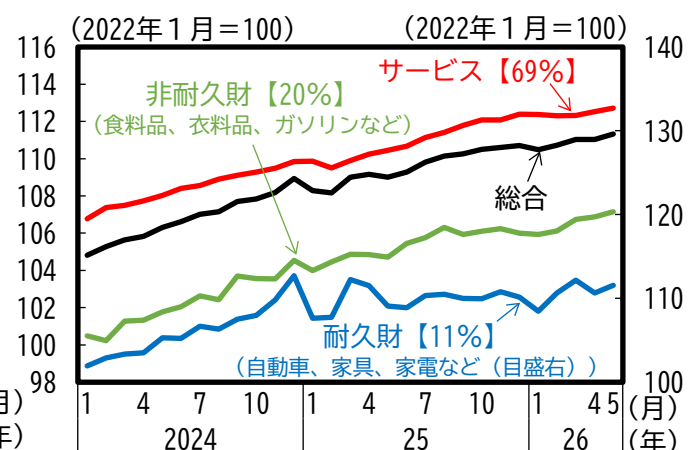
実質個人消費支出の推移をみると、消費の伸びは緩やかながら継続しており、中東情勢による物価上昇の影響で一国全体の消費が減少する様子は確認されていない。ただし、直近で特に消費の増勢が強かった2023年後半から2024年のトレンドと近年の動向を比較すると、2025年後半以降、消費の伸びが緩やかになっていることが確認できる（第2-1-3図（１））。内訳をみると、消費の7割を占めるサービス消費は2026年初には一時足踏みがみられたものの緩やかな増加傾向が続いてきた一方で、食料品を始めとする非耐久財消費の伸びは2025年後半に失速し、おおむね横ばいで推移していた²。また、耐久財消費についても関税引上げに伴う駆け込み需要が2025年前半にみられた後おおむね横ばいで推移しており、財消費を中心に消費の増勢が鈍化してきたことが分かる（第2-1-3図（２））。

第2-1-3図 実質個人消費支出

（１）過去の増加トレンドとの比較



（２）大分類別の推移



（備考） 1. 米国商務省により作成。季節調整値。

2. （１）の破線は、2023年6月を起点に、2024年11月までの平均増加率で足元まで延伸したトレンドを表している。

3. （２）の【 】内は、2025年の個人消費全体に占めるシェアを表している。

この背景として、消費者マインドの動向を確認する。まず、消費支出とマインドの長期推移を確認すると、2021年後半以降、マインドは総じて悪化傾向にある一方で実際の消費は増加が続いており、両者の動きがかい離した状況が続いていた（第2-1-4図（１））。この点について、消費者向けのアンケート調査において、消費者はインフレ率を過大評価する傾向があることから、感染症収束後の物価上昇局面ではマインドが過

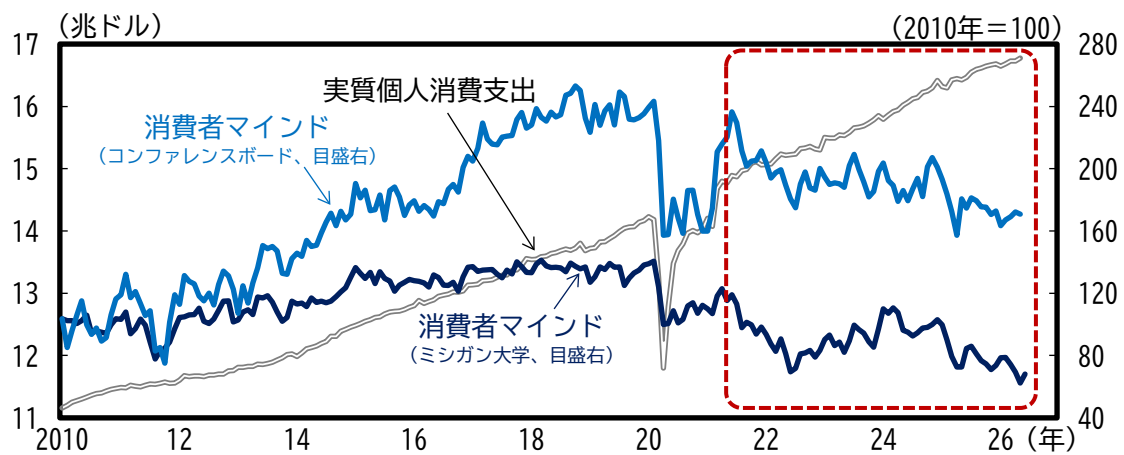
² 2026年1月下旬に米国中西部から南部までの広域にかけて記録的寒波に見舞われ、2月下旬にも北東部を中心に猛烈な寒波が襲ったところ、こうした寒波の影響で個人消費が下押しされた可能性がうかがえる。

度に下押しされる結果となったと指摘する分析もある³。実際、マインドの主な悪化理由を確認すると、2021年以降は専ら「物価上昇」が挙げられており、他方で「所得低下」の回答割合はこれまで上昇していなかった。ただし、2025年後半になると「所得低下」の回答割合が上昇しており、マインドの悪化にこのところ質的な変化があったことが示唆される（第2-1-4図（2））。また、家計状況に関するマインドの動向を属性別にみると、特に低中所得層において悪化の回答割合が上昇していることが確認できる。さらに、年代別にみると、18～34歳の若年層における「悪化」の回答割合が2024年頃からすう勢的に増加している（第2-1-4図（3））。

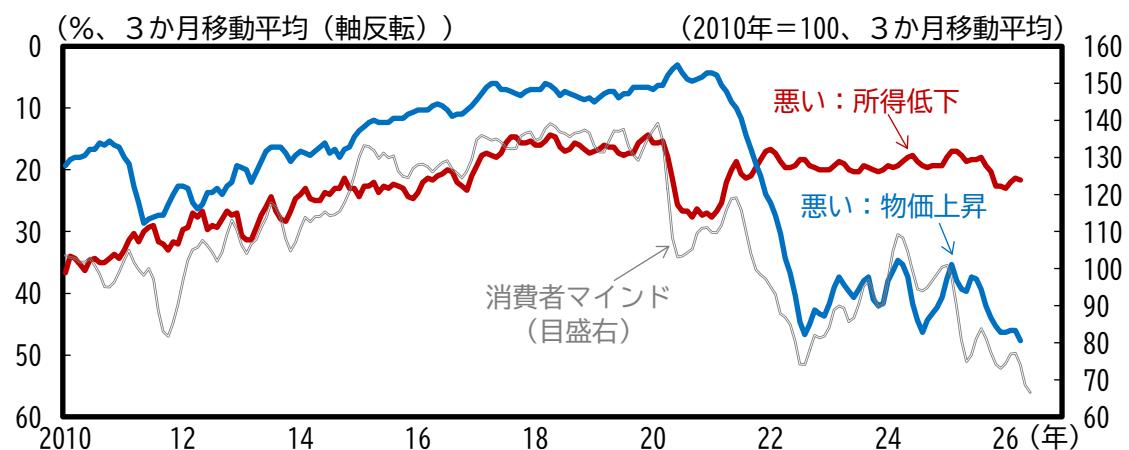
物価高の中で若年層を含めた低中所得層を中心に所得環境が悪化しつつあることが示唆される。以下では、所得環境の動向について所得階層ごとに確認していく。

第2-1-4図 消費とマインドの動向

（1）長期推移



（2）マインド悪化の主な理由

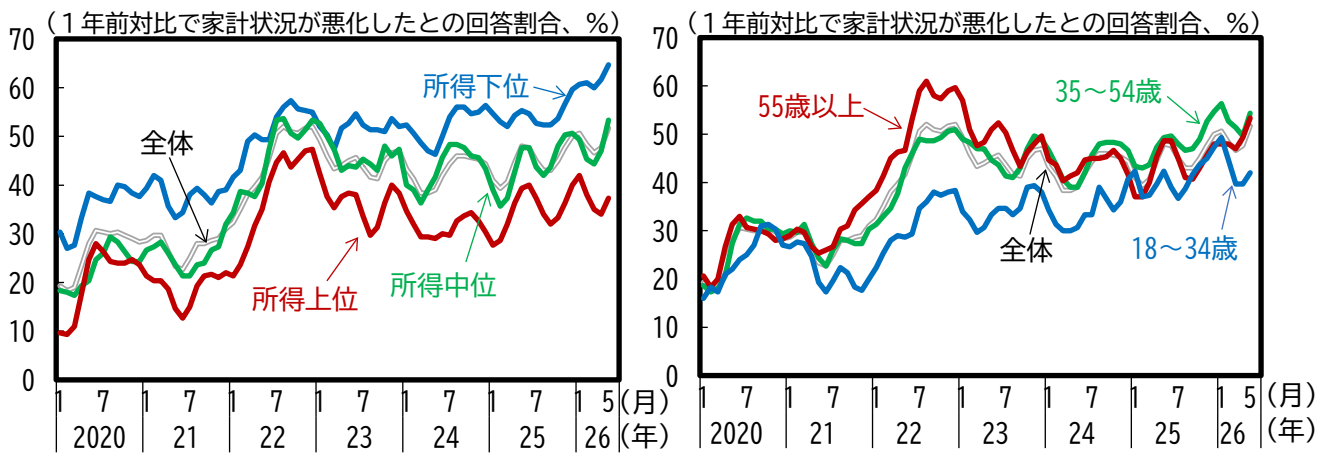


³ Hacıoğlu Hoke et al. (2025)

(3) 家計状況に関するマインド

①所得階層別

②年代別



(株高を背景に高所得層の消費は堅調であるものの、拡大する様子はいかがわらず)

米国消費の増加が続いている背景に、高所得層を中心とする株高による資産効果があるとみられる。

まず、米国の主要株価指数(S&P500)は、AI関連銘柄がけん引する中で2026年に入ってから上昇が続いた。中東情勢による不確実性の高まりを受けて3月に一時下落したが、基本的には上昇基調が続いた。こうした株価上昇は、資産効果を通じて株式保有額の多い高所得層を中心に消費の増加を一定程度支えたとみられる。しかしながら、消費者マインドは2026年3月以降、低下傾向にある。2025年半ばに大きく改善した株式高所得保有層のマインドも含め、消費者マインドは米国とイランの軍事衝突以降、全体として低下傾向にある(第2-1-5図(1))。株式保有状況別でマインドの悪化理由をみると、物価高を理由に家計状況が悪化していると回答した株式保有上位層は、それ以外の層と比べると低いものの、2025年後半から回答割合が増加しており、3月以降はその傾向が著しくなっている(第2-1-5図(2))。

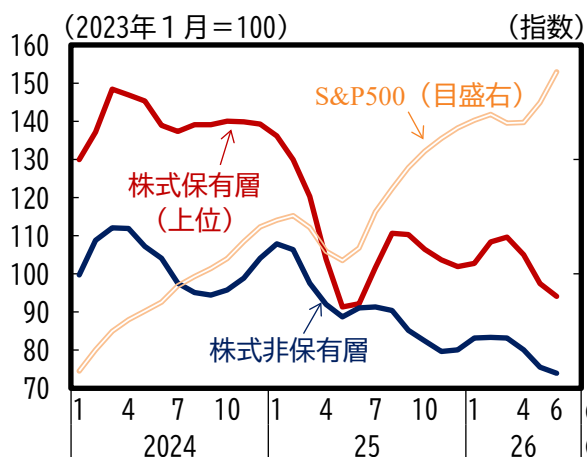
こうしたマインド低下の一方で、AI関連銘柄が主導する株高により、高所得層の保有資産額が増加しているのもまた事実である。この点に関して、資産が一部の高所得層に集中するほど資産増による消費押し上げ効果(限界消費性向)は低下する傾向があるとの分析もある⁴。株式・投資信託保有額をみても、所得階層上位20%の保有額が突出し、更に増加傾向を強めていることを踏まえれば、株高による消費押し上げ効果が以前よりも逡巡している可能性がある(第2-1-6図(1))。また、2025年秋頃からAIバブルへの懸念が高まっていることも、株高の持続性という意味での楽観的観測が一定程度後退

⁴ Beach et al. (2025)

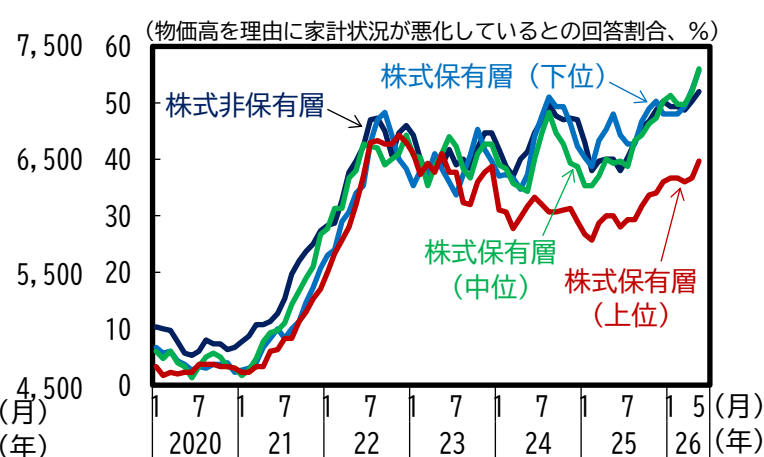
した可能性も考え得る（第2-1-6図（2））。

第2-1-5図 株式保有状況別にみた消費者マインドの動向

（1）主要株価指数とマインドの推移



（2）マインドの悪化理由（物価）

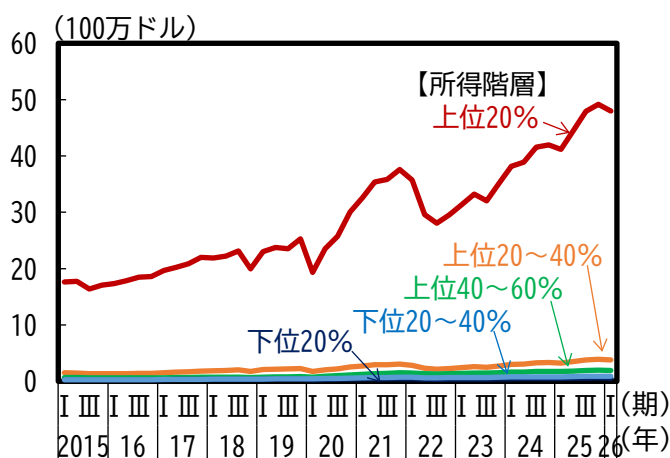


（備考） 1. ミシガン大学、ブルームバーグにより作成。（1）は3か月移動平均。

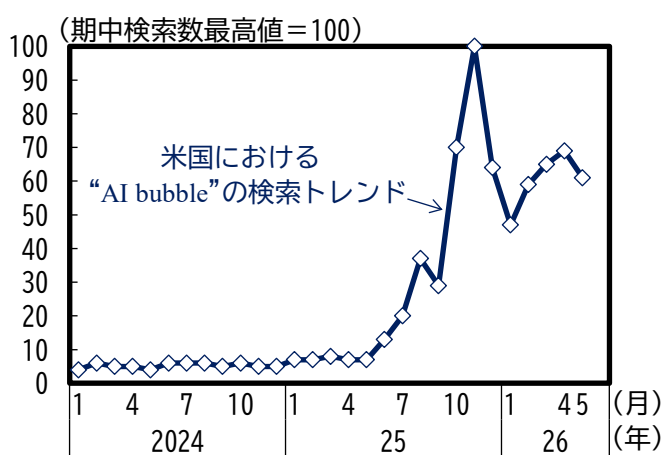
2. 株式保有層（上位、中位、下位）は、「株式を保有している」と答えた者が株式保有額により三分位されている。

第2-1-6図 高所得層の消費を取り巻く資産面の動向

（1）株式・投資信託保有額



（2）「AIバブル」の検索トレンド



（備考） FRB、Google Trendsにより作成。

なお、2026 年 5 月の地区連銀経済報告（ページブック）では、「高所得世帯の消費は依然として堅調（remained resilient）で、物価上昇の影響を受けにくかった。」と報告されている。

（実質賃金上昇率は3年ぶりにマイナス転化。所得環境は総じて悪化しつつある状況）

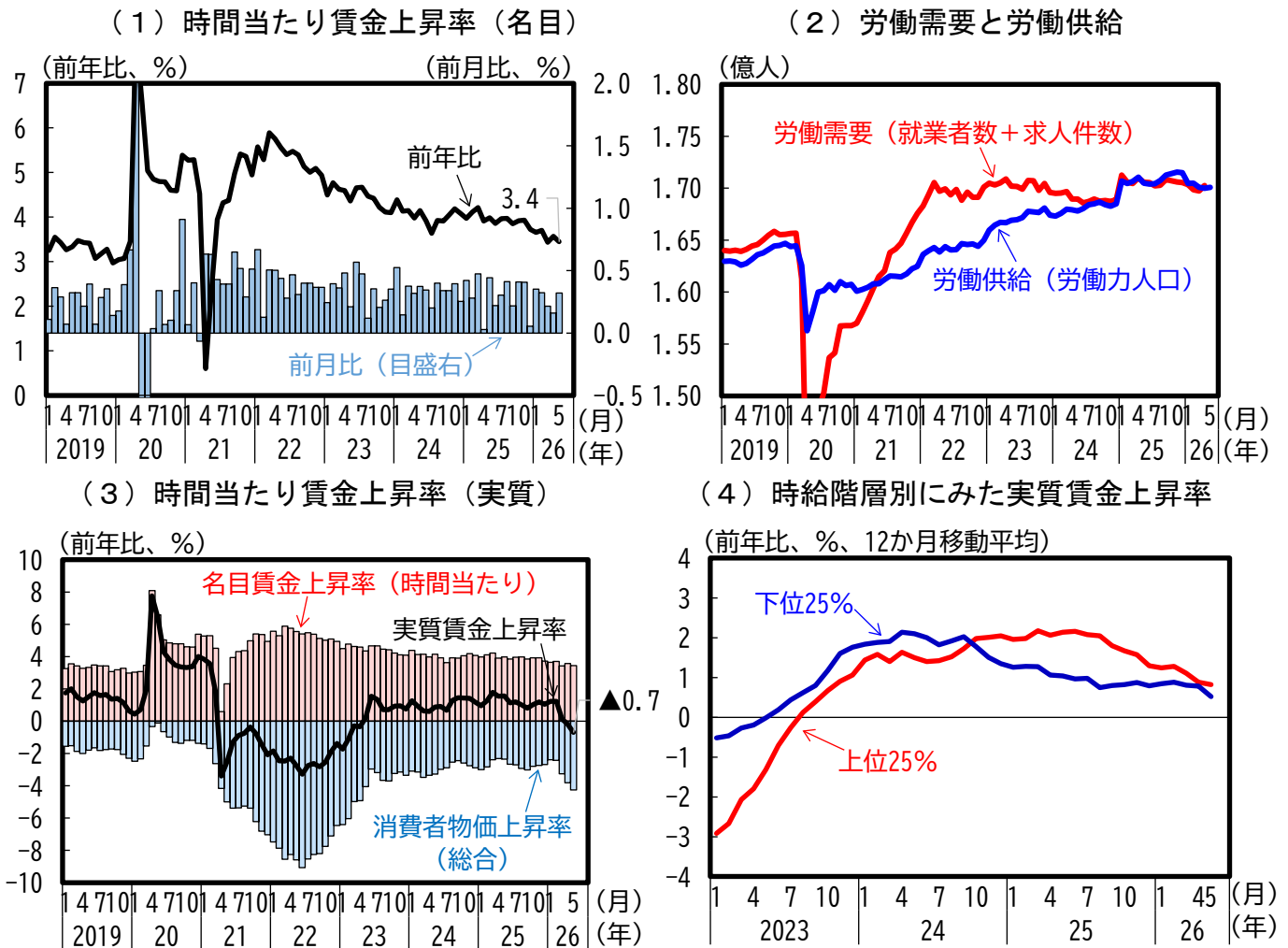
賃金の動向を振り返ると、感染症収束後、経済活動の段階的な再開による需要の回復に伴って労働需給がひっ迫する中、時間当たり名目賃金上昇率は2022年前半に前年比5%台まで大きく上昇していた。その後労働需給が緩和する中で賃金の伸びも緩やかになり、2026年5月時点で前年比3%台半ばまで低下している（第2-1-7図（1）、（2））。こうした中で実質賃金上昇率については、感染症収束後の需要拡大及びロシアによるウクライナ侵略を背景に物価が高騰していたことから2021年以降マイナス圏で推移していたところ、物価上昇の一段に伴って2023年半ばにプラスに転じ、その後1%程度の伸びを維持していた。しかしながら、中東情勢の影響によるガソリン価格の上昇などから、2026年春以降は物価上昇が賃金上昇率を上回ることとなり、実質賃金上昇率は3年ぶりにマイナスへ転じた（第2-1-7図（3））。また、実質賃金上昇率のトレンドを時給階層別にみると、下位25%の低時給層では実質賃金の伸びが鈍化するのが早かったことから所得環境はより厳しい状況にあることが示唆されるほか、上位25%の高時給層でも2025年後半から実質賃金上昇率は鈍化しており、物価上昇による所得環境の実質的な悪化がうかがえる⁵（第2-1-7図（4））。

実質賃金の動向を中長期的に規定する労働生産性の動向をみると、感染症拡大期におけるレイオフを主体とした労働生産性上昇とその後の雇用復帰による生産性低下を経て、2024年頃から、感染症拡大前を1%ポイント程度上回る高い労働生産性の上昇率が続いている（第2-1-8図（1））。その背景として、一つは感染症拡大期に解雇された労働者がより生産性の高い職種や職場を見つけて労働市場に復帰した可能性があり、そのダイナミズムによって米国全体の労働生産性が引き上がった可能性が指摘できる。雇用維持を基本とした欧州や日本と比較して、米国の労働生産性の伸びは感染症収束後に一段と高まっている。もう一つは近年のAIの普及の影響である。情報産業や金融・保険業などAIの導入率の高い産業が、そうでない産業に比べて有意に労働生産性を高めているとの分析がある⁶。一方で、労働分配率の推移をみると2025年以降低下しており、その水準は直近で過去最低となっている（第2-1-8図（2））。この間、トランプ政権の通商政策等によって先行きの不確実性が高まった事業環境下において、企業がコストカットの一環として賃金を含めた人件費全体を抑制した可能性が示唆される。実際、実質賃金の上昇率を要因分解すると、労働生産性が伸びているにもかかわらず労働分配率の低下によって実質賃金が伸びていないことが確認できる（第2-1-8図（3））。

⁵ 2026年5月のページブックでは中所得世帯の消費動向について、「支出を決める前に1ドルから最大限の価値を引き出そうとしている。」としており、中所得層でも家計がひっ迫している様子がうかがえる。

⁶ 例えばOECD(2026a)は業種別に労働生産性の推移を分析したところ、AIの導入率が高い業種（情報、金融・保険、不動産賃貸・リース、専門・科学・技術サービス、企業・事業経営管理）において、その他の業種と比べて2025年以降労働生産性の伸びが高まっていることを示している。

第 2-1-7 図 時間当たり賃金の動向

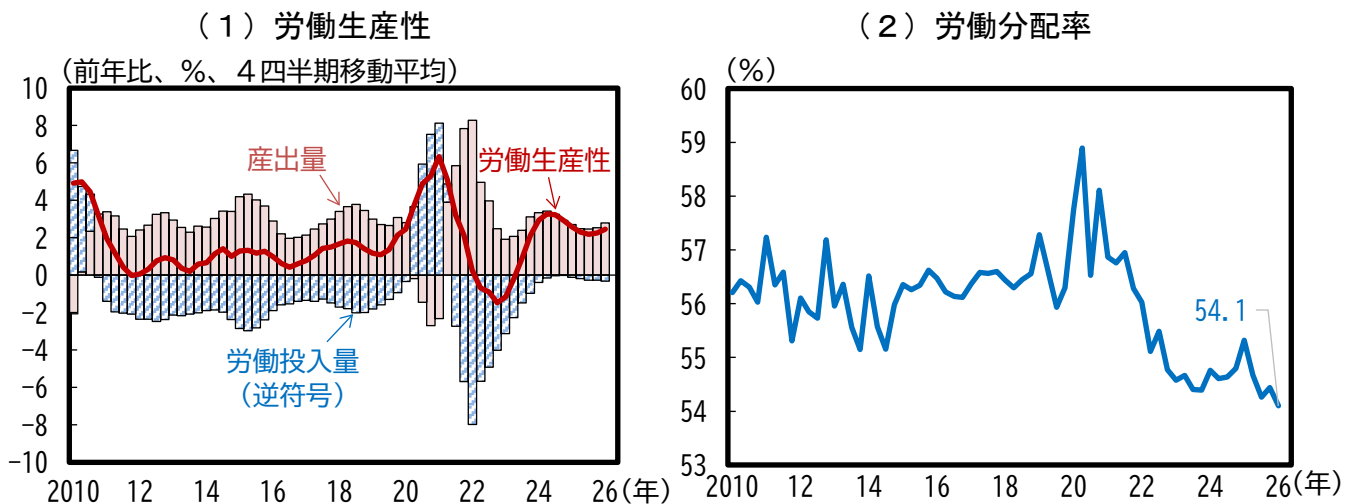


(備考) 1. 米国労働省、アトランタ連銀により作成。

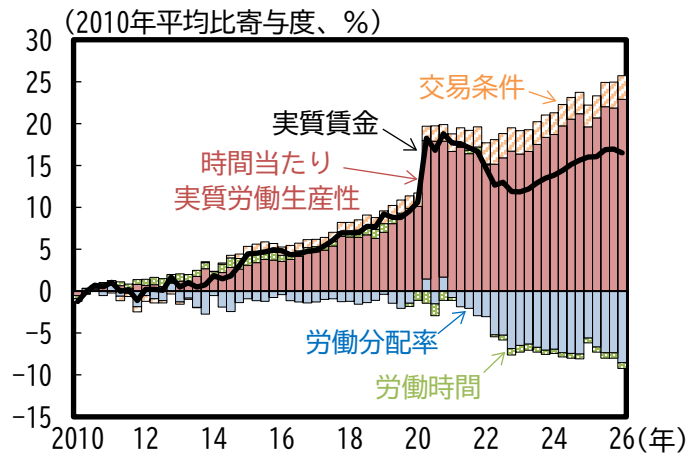
2. (3)、(4)において、政府閉鎖の影響で2025年10月値が欠損している系列については線形補完している。

3. (4)は、米国内の個人における平均時給分布に基づき、上位25%と下位25%の各分布における名目賃金変化率の中央値を、消費者物価指数(総合)で実質化した値。

第 2-1-8 図 労働生産性と賃金の動向



(3) 一人当たり実質賃金上昇率の要因分解



(備考) 1. 米国商務省、米国労働省、OECD Data Explorerにより作成。

2. (3) の実質賃金の寄与度分解は以下の式による。

$$\frac{w/E_2}{P_{PCE}} = \frac{w/E_2}{Y/E_1} \times \frac{Y/P_{GDP}}{E_1 \times H} \times H \times \frac{P_{GDP}}{P_{PCE}} = \text{労働分配率} \times \text{時間あたり労働生産性} \times \text{労働時間} \times \text{交易条件}$$

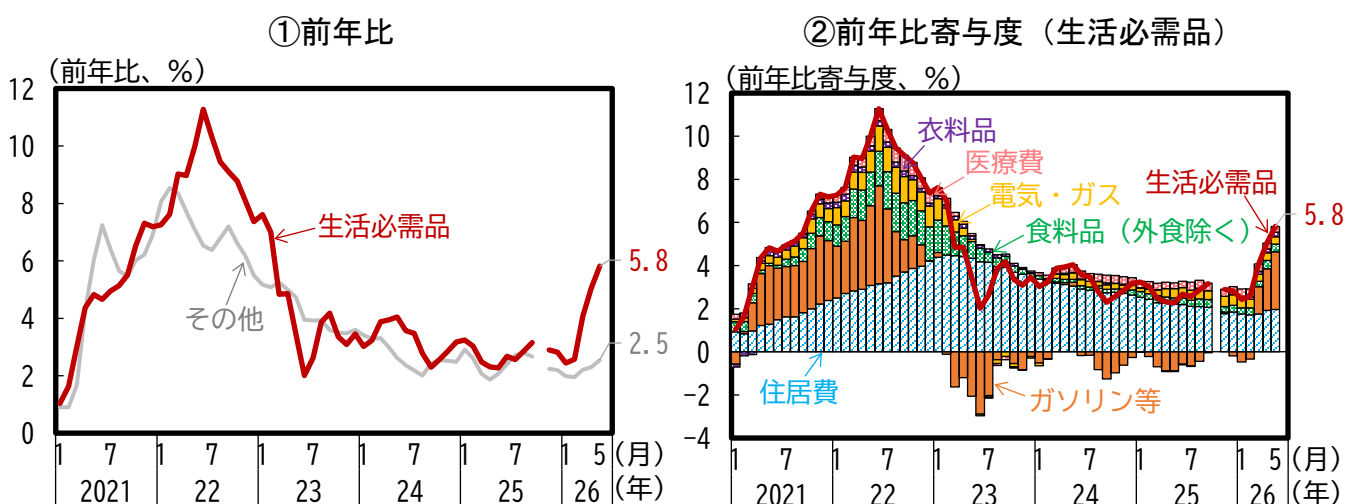
W は雇用者報酬、 Y は名目GDP、 E_1 は就業者数、 E_2 は雇用者数、 H は労働時間、 P_{GDP} はGDPデフレーター、 P_{PCE} はPCEデフレーターを表す。

(生活必需品の物価上昇が、低所得層を中心に家計の購買力を圧迫)

生活必需品に着目して物価動向をみると、2026年春の中東情勢の影響によるガソリン高を受けて上昇率が加速している⁷ (第2-1-9図 (1))。所得が低い家計ほど生活必需品の消費全体に占める割合が高いことから、低所得層の実質的な購買力が相対的に大きく低下していると考えられる (第2-1-9図 (2))。

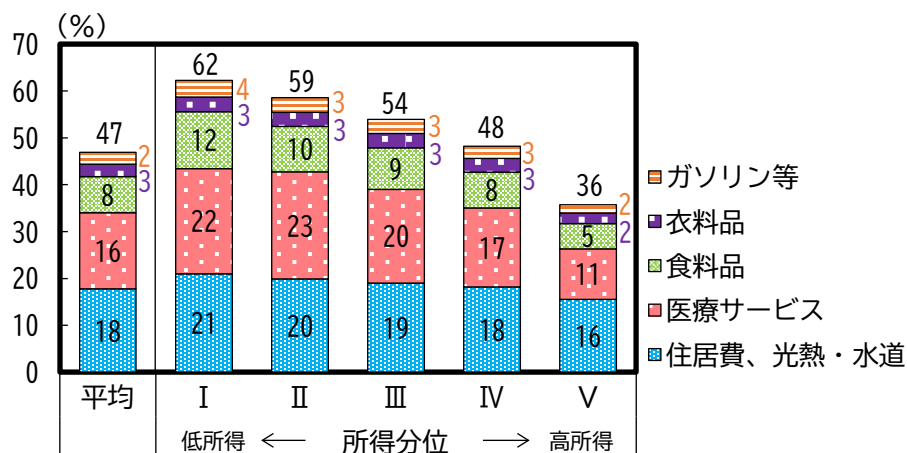
第2-1-9図 生活必需品の物価上昇に直面する家計

(1) 生活必需品の物価上昇率



⁷ ここでの「生活必需品」について、具体的な基礎的支出項目としては、米国労働省のスタッフレポートに倣って、食料品 (外食除く)、電気・ガス、燃料 (ガソリン等)、衣料品、住居費、医療費としている (Church (2015))。

(2) 消費全体に占める生活必需品の割合



(備考) 1. 米国商務省、米国労働省により作成。

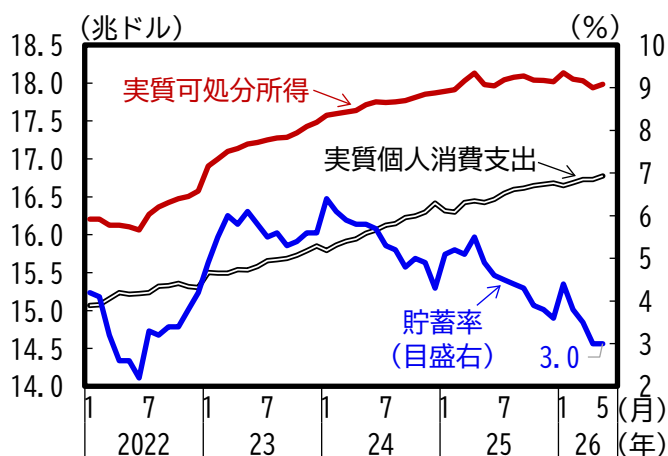
2. (1) について、「生活必需品」は、消費者物価指数における食料品（外食除く）、電気・ガス、ガソリン等の燃料、衣料品、住居費、医薬品、医療サービスの各系列を統合して作成。「その他」はそれ以外の系列を統合したもの。2025年10月値は、政府閉鎖の影響で欠損している。

3. (2) は2023年値。

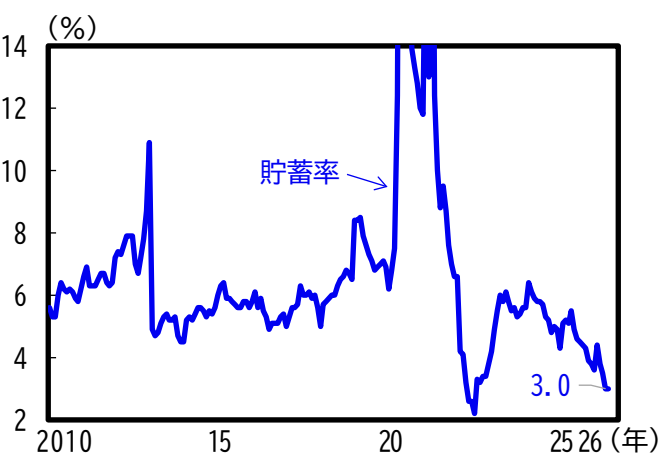
一国全体としての所得と消費の動向をみると、所得の伸びが物価上昇を下回ったことから実質可処分所得は2026年春以降減少傾向となっており、その結果、消費支出との差として導出されるフローでみた貯蓄率は2026年4月に3%まで低下した。物価が高騰していた2022年頃の時期を除けば最も低い水準である（第2-1-10図（1）、（2））。クレジットカードの利用状況をみても、90日以上支払い延滞率が世界金融危機後と同程度の水準にまで上昇しており、ここでもやはり家計がひっ迫している様子がうかがえる（第2-1-10図（3））。

第2-1-10図 所得と消費の動向

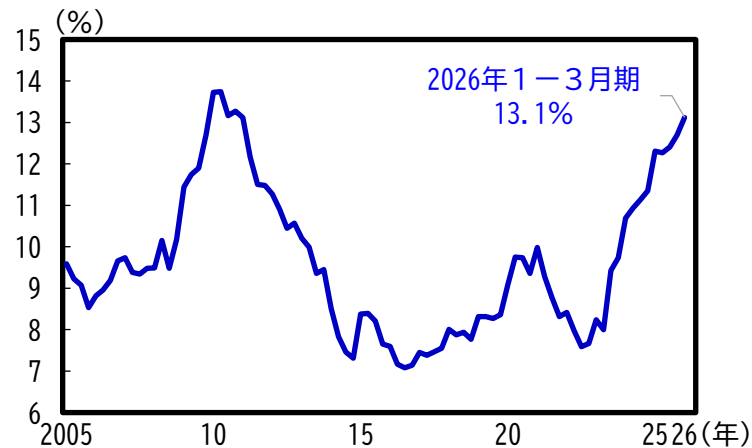
(1) 可処分所得と消費支出



(2) 貯蓄率の長期推移



(3) クレジットカードの支払い延滞率（90日以上）



- (備考) 1. 米国商務省、ニューヨーク連銀により作成。(1)、(2)は季節調整値。
2. (3)はクレジットカード残高全体のうち、90日以上延滞している残高の割合。

Box. OBBBA の個人向け減税措置による税還付の増加

2025 年 7 月に成立した財政調整法「一つの大きな美しい法案 (One Big Beautiful Bill Act)」(OBBBA) は、トランプ大統領が最重要法案として位置付けていたものであったが、その 1 つの目玉が、個人所得税の減税であった⁸。減税による還付額の増加は消費を押し上げる効果が期待された。実際の還付状況を確認する。

個人所得税の還付に当たっては、前年の所得について確定申告を行う必要があるところ、その申告期限は原則 4 月 15 日までとされている。申告から還付までには 3 週間程度の期間を要することから、申告者が還付額を受け取るのは基本的に毎年春頃となっている⁹。実際に還付件数の推移を確認すると、還付の大半が 4 月末までに済むのが通例となっており、2026 年においても過去のトレンド対比でみて約 9 割の還付が済んでいる状況にある。還付額がどのくらい増加したか確認すると、5 月時点で昨年対比平均 + 337 ドル (5 万円程度) 増加しており、直近過去 3 年間の動向と比較しても、その増加幅が大きくなっていることが確認できる (図 1)。

なお、還付の恩恵は所得階層ごとに異なる点には留意が必要である。イェール大学の推計によれば、OBBBA による税還付額の増加幅は、高所得層ほど大きく、低所得層については減税効果がない、あるいは効果があったとしてもその増加額は大半が 100 ドル未満と見込まれている (図 2)。OBBBA による減税措置は高所得層を中心に消費の増

⁸ 減税措置として具体的には、2017 年に導入された減税措置 (TCJA) の恒久化や州・地方税控除 (SALT) の上限額引上げといった措置が定められた。

⁹ ここでの「3 週間程度」は電子申告の場合であり、紙申告の場合は「6～8 週間程度」とその倍以上の期間を要する。もっとも、申告は電子で行われるのが通例であり、2025 年は全体の 9 割以上が電子申告であった。

勢を支えた可能性が考えられる一方、足元でより厳しい所得環境下におかれた低所得層に対する効果は薄いとも考えられる。

図 1 個人所得税の還付状況

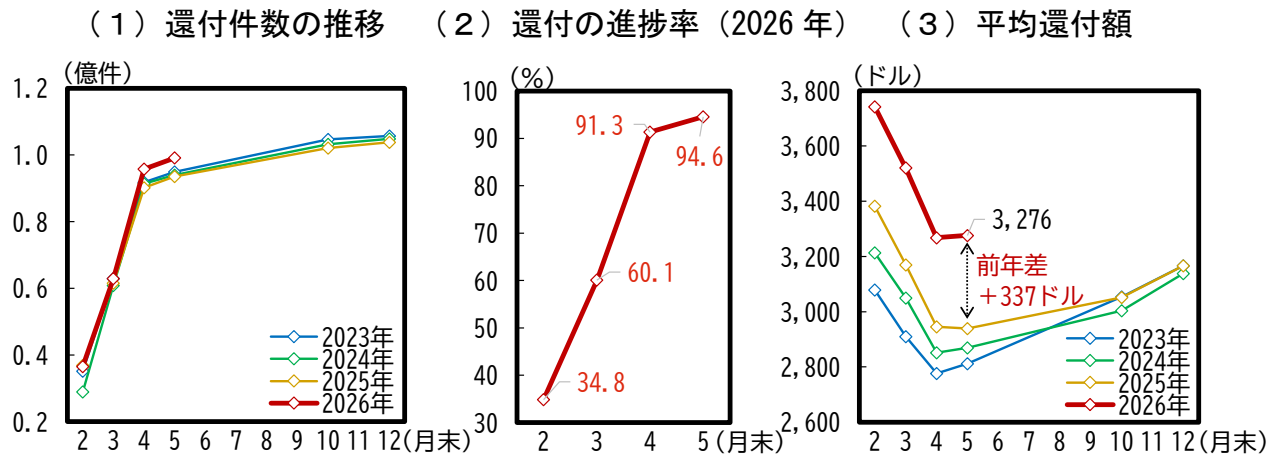
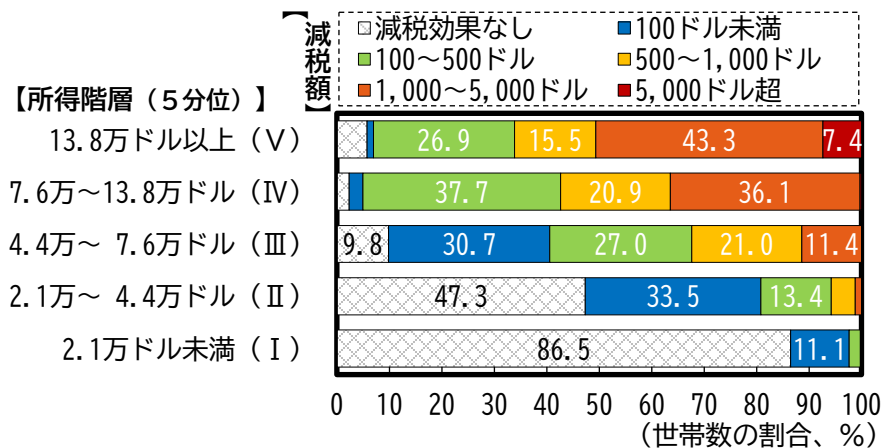


図 2 所得階層別にみた OBBBA による所得減税の効果 (イエール大学推計値)

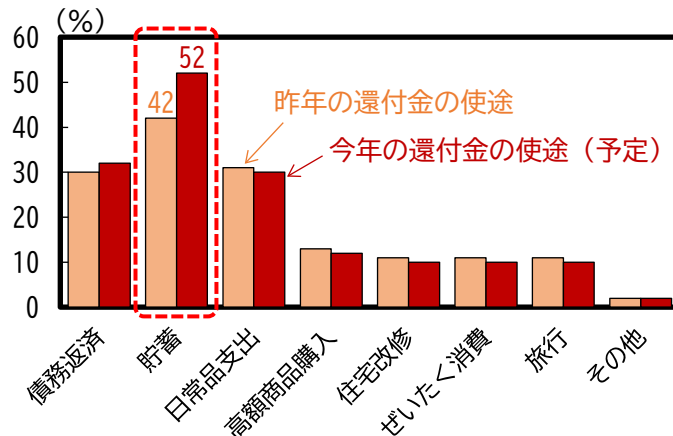


(備考) イェール大学予算研究所により作成。2025 年 7 月 30 日に公表された試算値。

また、全米小売業協会が本年 2 月に消費者向けに実施したアンケート調査では税還付を期待する回答者に対してその使途を尋ねたところ、最も回答割合が高かったのは「貯蓄」の 52%であった。同じ回答者に昨年の還付額の使途も尋ねたところ、ここでも最も回答割合の高い「貯蓄」の回答率は 42%となっており、昨年対比で同項目への回答率が 10 ポイント増加した結果となった (図 3)。2026 年の還付総額は前年に比べて約

8兆円多いことを勘案しても、消費者の消費意欲は下がっていることが示唆される。物価上昇の影響で消費よりも所得の補填を優先しているとも解釈でき、家計の消費・所得環境は2025年に比べて悪化している可能性がうかがえる。

図3 消費者が予定している税還付額の使途（2026年2月初旬時点）



- (備考) 1. 全米小売業協会により作成。
 2. 調査期間は2026年1月30日から2月5日。18歳以上の個人7,901人のうち「今年、税還付を予定している。」と答えた56%の者による回答結果。複数回答可。

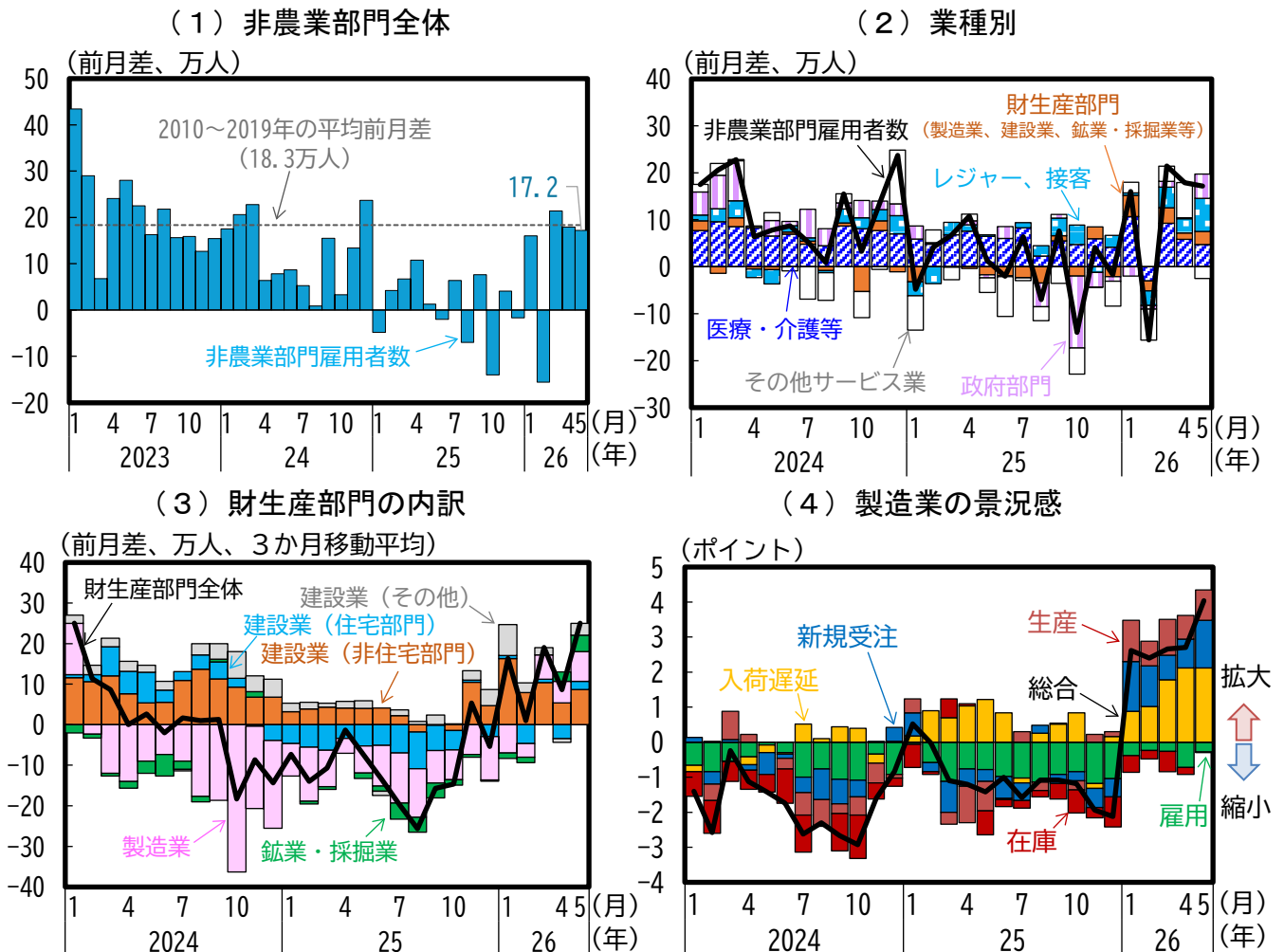
（雇用者数の増勢が維持されるかどうかは不透明）

次に雇用面の動向として、雇用者増減数の推移をみると、2025年後半以降振れを伴いながらおおむね横ばい傾向にあったところ、2026年3月以降3か月連続で増加しており、その増加幅は雇用者数が安定的に増加していた2010年代の平均増加数と同程度の水準となっている（第2-1-11図（1））。業種別にみると、人口の高齢化などを背景に医療・介護部門の雇用者数が増加傾向にある中で、夏に開催される大型イベントを前に飲食・宿泊といったレジャー、接客業の雇用者数が2026年3月以降3か月連続で増加した¹⁰。さらに、これまで減少傾向にあった財生産部門の雇用者数が2025年末頃から増加基調に転じつつあることが確認できる（第2-1-11図（2））。財生産部門の内訳をみると、建設業では住宅部門の雇用者が依然として減少傾向にある一方で、非住宅部門についてはAIブームによりデータセンターの建設需要が旺盛であることを背景に増加傾向にある。また、通商政策をめぐる不確実性が徐々に和らいでいく中で、2025年に減少し続けていた製造業の雇用者数が2026年には増加に転じる動きがみられる（第2-1-11図（3））。実際、製造業の景況感をみても2026年に入ってから新規受注

¹⁰ 2026年6月11日～7月19日にわたって米国、カナダ、メキシコ3か国共催でFIFAワールドカップが開催されたほか、米国独立記念日の7月4日には建国250周年を迎え記念行事が催された。

や生産の拡大をもって好転しており、それまで悪化していた事業環境は改善している（第2-1-11図（4））。

第2-1-11図 雇用者増減数の動向

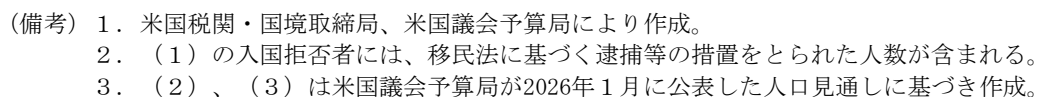
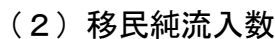


(備考) 1. 米国労働省、全米供給管理協会により作成。

2. (3) について、建設業のうち住宅、非住宅建設に従事していることが特定可能な業種をそれぞれ切り出した上で、それ以外の業種をその他としている。

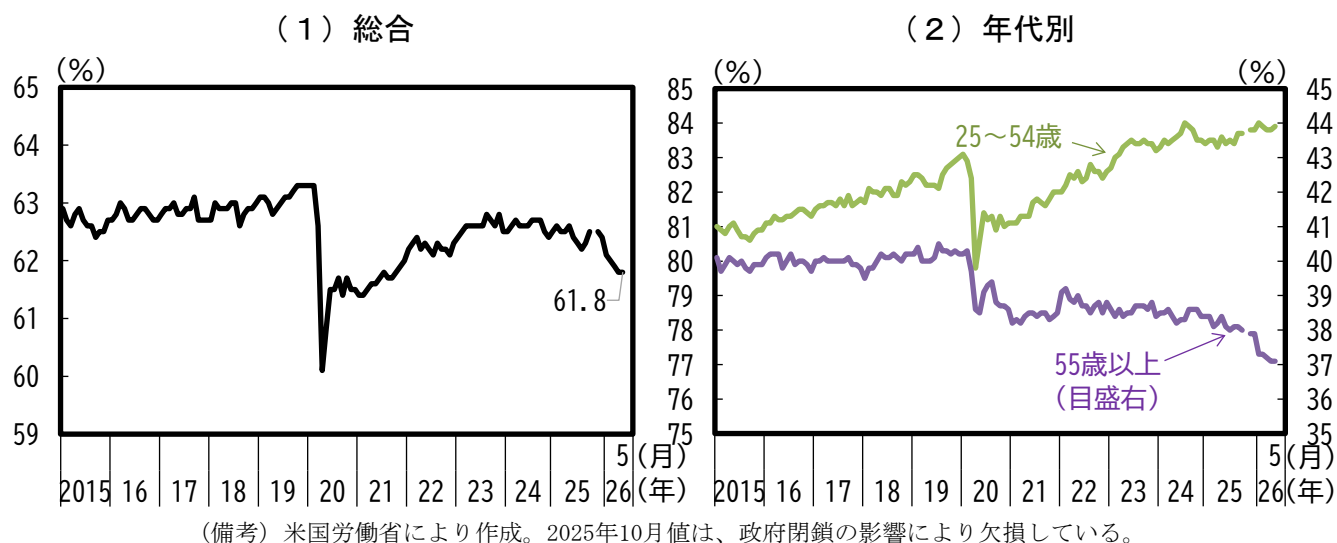
しかし、今後も雇用者数の増勢が持続するかどうかは不透明である。これまで雇用者数の増勢を鈍化させた要因の1つとして、移民政策の厳格化による移民労働力の減少が挙げられるが、不法入国者数の代理変数とされるメキシコ国境における入国拒否者数の推移をみると、第二次トランプ政権発足後に激減し、その状態が続いている（第2-1-12図（1））。こうした動向を踏まえ 2026 年 1 月に更新された米国議会予算局の人口見通しによると、2024 年まで大幅に流入超となっていた不法移民は 2025 年から流出超が続くと見込まれており、その結果として 2024 年まで前年比 1 %前後で推移していた人口増加率は 0.2%程度まで低下すると予測されている（第2-1-12図（2）、（3））。

(1) メキシコ国境での入国拒否者数



- 117 -

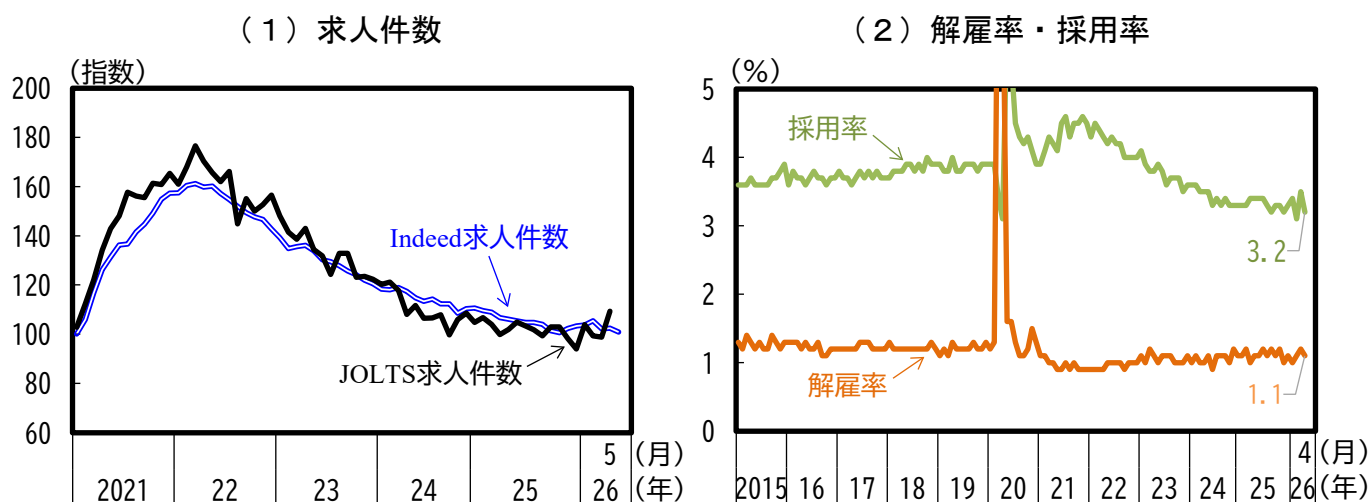
第2-1-13図 労働参加率



(中東情勢を受け、企業の労働需要は引き続き軟調に)

企業の労働需要をめぐっては、2025 年以降に通商政策をめぐると不確実性の高まりや関税コストの上昇を背景に減速していたところ、2026 年には中東情勢をめぐると不確実性の高まりに直面したことで、企業の雇用に対する慎重姿勢は維持されたままとなっている。求人件数の動向について複数のデータで確認すると、改善する動きもあれば依然として低迷する動きもみられており、労働需要が回復しているとは言い難い（第2-1-14 図（1））。また、解雇率をみるとほとんど変化なく横ばいで推移しており、採用率についても振れを伴いながらおおむね横ばいとなっている（第2-1-14 図（2））。2026

第2-1-14 図 企業の労働需要の動向

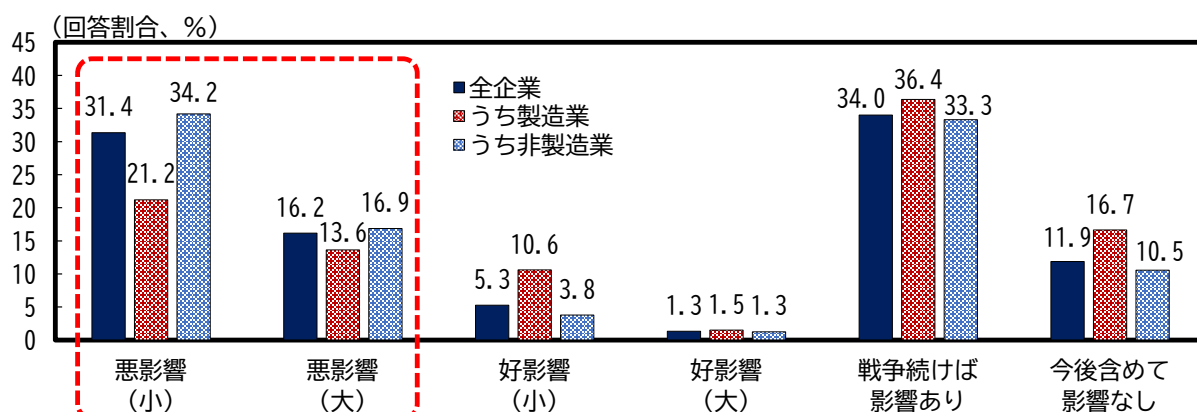


年4月のページブックでは、「大半の地区において、採用は主に欠員補充のために行われている。」と報告されているほか、「企業が正社員の採用に慎重な姿勢を維持していることから、複数の地区で臨時労働者や契約労働者の需要が増加している。」とも報告されている。

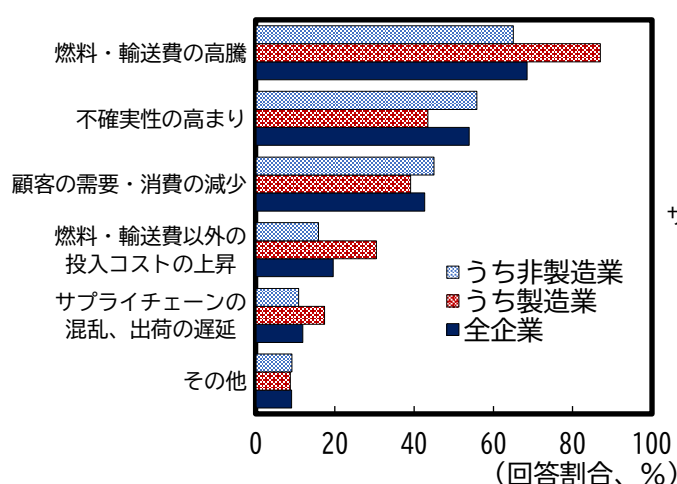
中東情勢が米国企業に及ぼした影響を確認するため、ダラス連銀が管轄区域内の企業に対して4月中旬に実施したアンケート調査の結果をみると、中東情勢によって悪影響が及んでいると回答した企業の割合は全体の半数に及んだ（第2-1-15図（1））。悪影響の及んだ企業に具体的な影響や対応状況を確認したところ、多くの企業が燃料コストの上昇及び不確実性の高まりを直面する悪影響として挙げた上で、3割程度の企業が従業員採用や投資に消極的になったと回答した（第2-1-15図（2）、（3））。

第2-1-15図 中東情勢が米国企業に及ぼした影響

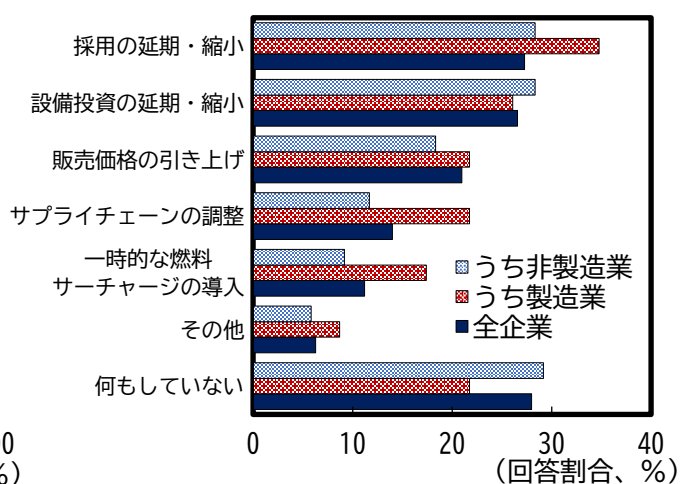
（1）中東情勢による悪影響が及んだ企業の割合



（2）悪影響の具体的な内容



（3）悪影響への対応状況



（備考）1. ダラス連銀により作成。調査期間は2026年4月14日～22日。

2. 有効回答数は以下のとおり。

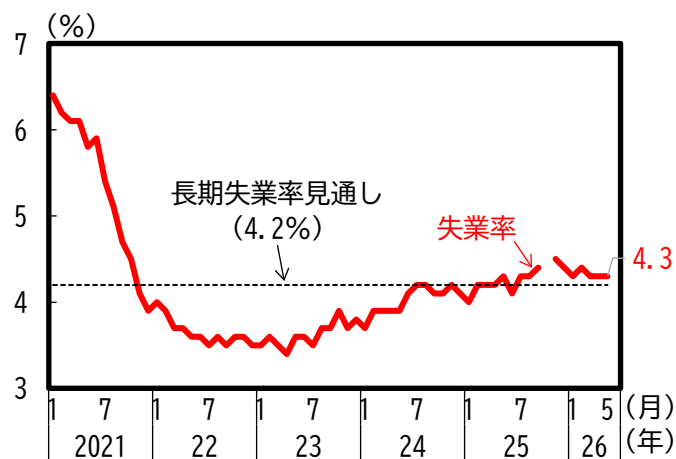
（1）308社（うち製造業66社、非製造業237社）。（2）、（3）143社（うち製造業23社、非製造業120社）。

3. （2）、（3）は（1）で「悪影響」と回答した企業による回答結果（複数回答可）。

(失業率はおおむね横ばいとなっており、労働市場は均衡状態)

ここまで概観したとおり、労働参加率は低下しており企業の労働需要についても総じてみれば低調である。その一方で、失業率は2026年に入ってから4.3～4.4%の範囲で大きな変化なく推移している。これは、労働需給の均衡を示す自然失業率と理解されることの多い、FOMC参加者の長期失業率見通しの中央値近傍となっている（第2-1-16図）。2025年後半と比べると雇用の下振れリスクは一定程度緩和したと考えられる。

第 2-1-16 図 失業率の推移



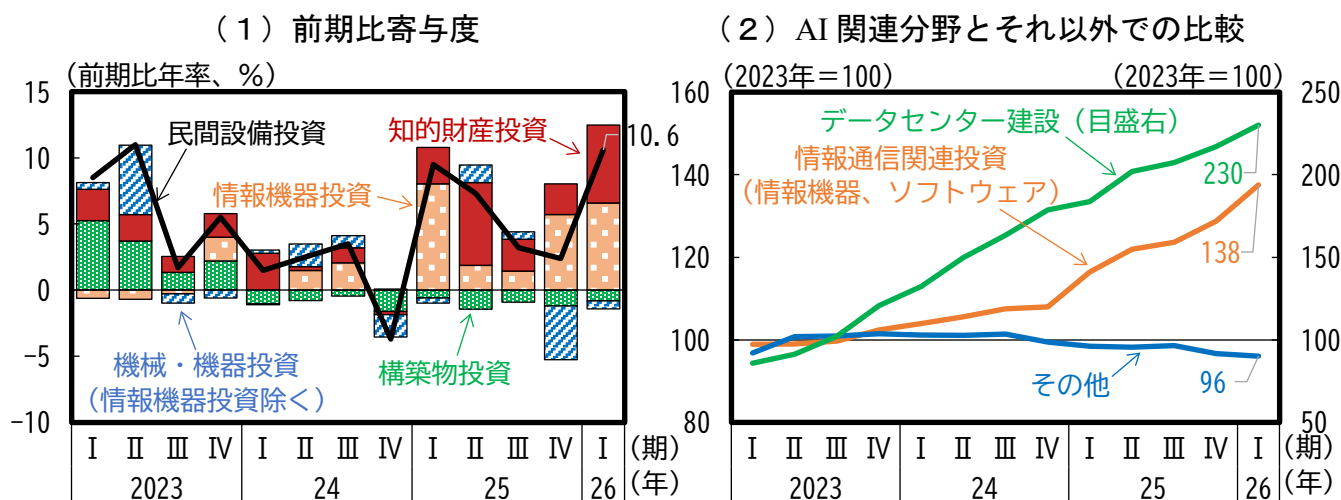
- (備考) 1. 米国労働省、FRBにより作成。2025年10月値は、政府閉鎖の影響により欠損している。
2. 長期見通しはFOMC参加者による見通しの値（2026年6月時点）。

（２）投資面の動向

（AI関連分野の旺盛な投資増が、経済成長のけん引役に）

民間設備投資は 2025 年以降、平均して前期比年率 6 %以上の伸びが続いており、直近の 2026 年 1－3 月期には同+10.6%と、2023 年 4－6 月期以来の伸びを記録した。この強い伸びは、AI 関連需要の高まりを背景にデータセンター建設や情報通信関連投資（情報機器、ソフトウェア）が急増していることにけん引されている。一方で、その他の分野への投資は 2023 年以降低調に推移しており、米国全体として AI 関連に集中投資している姿がうかがえる（第 2-1-17 図）。

第 2-1-17 図 民間設備投資



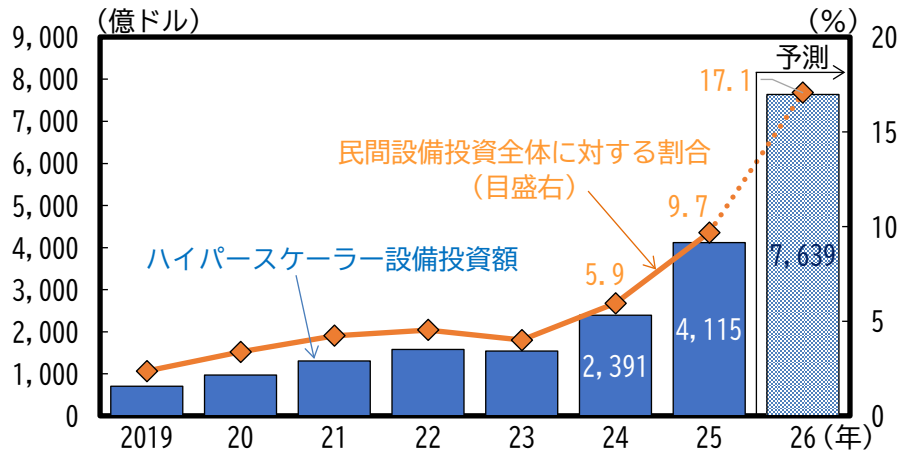
(備考) 1. 米国商務省により作成。実質、季節調整値。

2. (2) について、情報通信関連投資、データセンター建設が民間設備投資全体に占めるシェアはそれぞれ32.5%、0.6% (2025年)。

AI関連投資の特徴として、ハイパースケーラー（大規模クラウド事業者）数社が、データセンター関連を中心に集中的に資本を投入している点が挙げられる。AIモデルの学習や推論には膨大な並列計算が必要であり、これを担うGPUなどの高性能半導体チップは発熱量や消費電力が大きい。また、大規模なAI処理では多数のチップを連携させる必要がある。そのため、AIモデルを安定的に運用するには、専用の冷却設備、電力インフラ、高速ネットワーク設備を備えた大規模データセンターが不可欠となる。こうした背景から、各社が競ってデータセンターへの先行投資を進めている。こうしたハイパースケーラーの設備投資は2024年以降に加速し始め、2025年に4,115億ドル（前年比+72%）に達した後、さらに2026年には7,639億ドル（前年比+86%）にまで達すると予想されており、同年の民間設備投資全体のうち17.1%ものシェアを占めることが見込まれる（第2-1-18図）。他業種と比べても情報セクターの企業収益の増加は著しく、

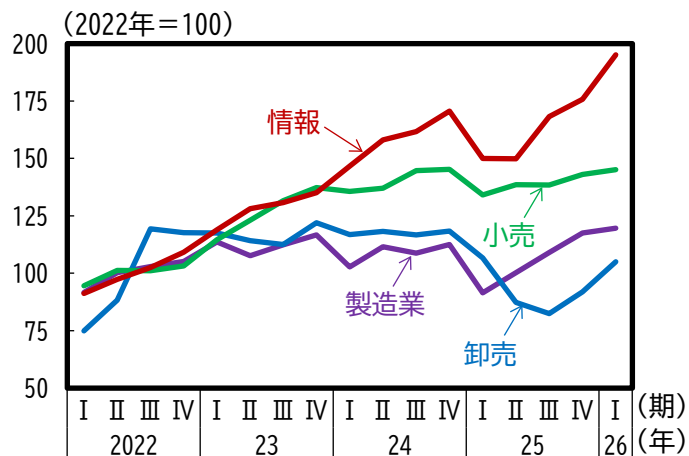
堅調な企業収益も背景にAI関連投資が引き続き経済成長をけん引することが見込まれる（第2-1-19図）。

第 2-1-18 図 大規模クラウド企業（ハイパースケーラー）の設備投資



- (備考) 1. ブルームバーグ、米国商務省、米国議会予算局により作成。
 2. 「ハイパースケーラー」はAlphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Oracleの5社。
 3. 2026年値について、ハイパースケーラー設備投資額はアナリスト予測のブルームバーグによる推計値。民間設備投資全体（名目値）は米国議会予算局の推計値。

第 2-1-19 図 業種別にみた企業収益

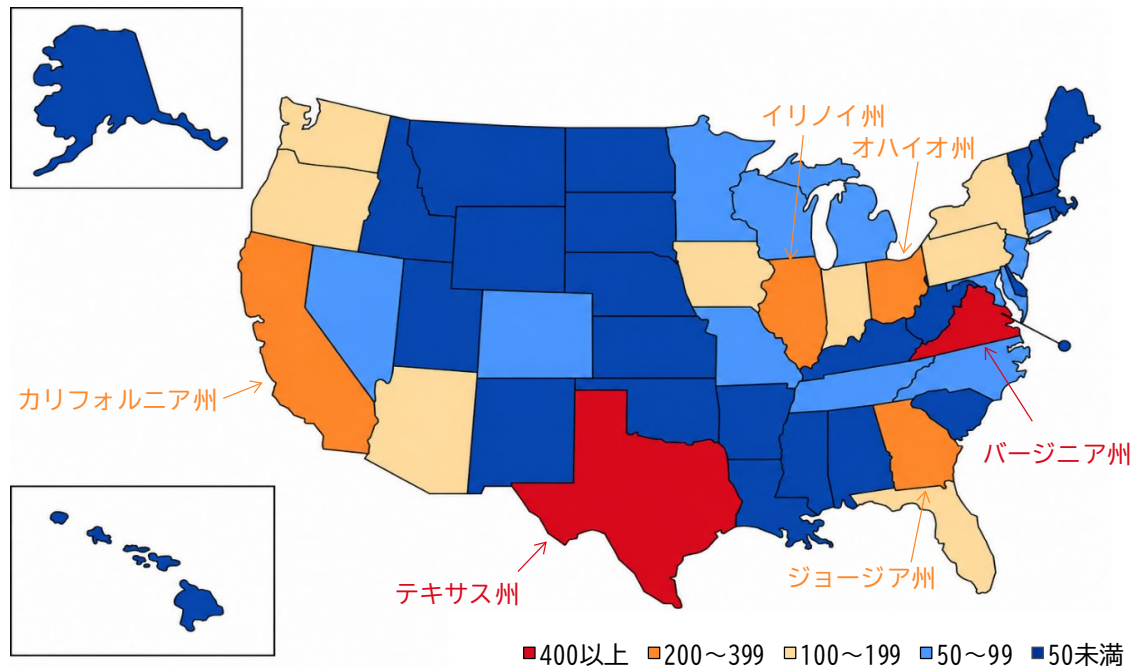


(備考) 米国商務省により作成。季節調整値。

なお、データセンターは米国全体に均等に分布しているわけではなく、特定の州に集中している（第 2-1-20 図）。特に東部のバージニア州と南部のテキサス州の2州に集中しており、カリフォルニア州、オハイオ州、イリノイ州、ジョージア州などがそれに続いている。こうした地域差は、立地条件の優劣によるところが大きいと考えられる。データセンターの建設地に適する条件としては、安定した電力供給、通信インフラの整備、規制・税制環境、自然災害リスクの低さなどが挙げられる。バージニア州はインタ

一ネットの軍事的起源に遡る光ファイバー網の集積と、ワシントンD.C.に隣接することによる連邦政府・国防関連機関からの安定した大口需要を背景に、世界最大のデータセンター集積地となっている。テキサス州は電力市場の完全自由化が安価な電力調達を可能にし、これに法人税ゼロや低コストの広大な用地といった点が加わることで、近年バージニア州に匹敵する施設数を誘致するに至っている。

第 2-1-20 図 州別にみたデータセンター分布



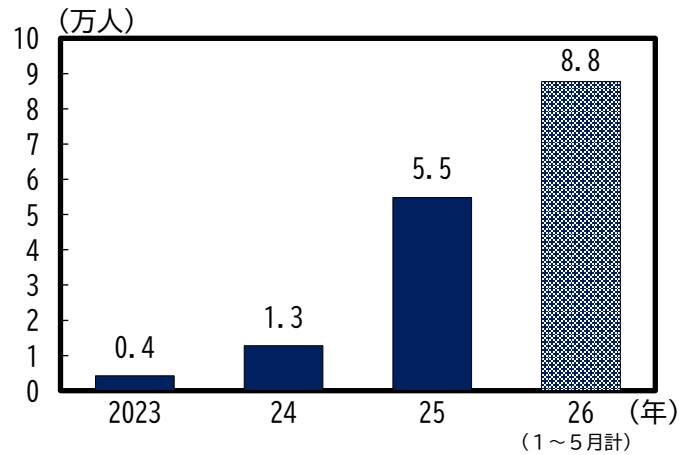
- (備考) 1. Data Center Mapにより作成。2026年6月26日時点のデータ。
 2. 事業者の自主的な情報提供等に基づき集計されたデータであるため、集計漏れ、あるいは更新されないまま古くなった情報が含まれている点には留意されたい。
 3. 稼働している施設に限らず、建設中のものや計画段階のものも集計対象となっている。

こうして AI 関連需要の高まりから投資が大幅に増加している反面、雇用面では AI を理由とする企業の人員削減公表数が増加しており、2026 年に入ってから 5 か月で既に 2025 年を大幅に上回る勢いとなっている（第 2-1-21 図）。また、データセンターの増加に伴い電力需要が高まることから、電気代が今後更に上昇し家計をひっ迫する可能性も指摘される¹¹。実際、電力使用量の推移をみると近年 IT セクターを含めた商業部門での使用量が増加傾向にあり、こうした動きも背景に家計の電気代は近年上昇が止まら

¹¹ データセンターの増加は地域住民に対して電気代の上昇や水不足といった負の外部性をもたらす懸念があることから、米国各地で地域住民による建設反対運動が起こっている。米国の民間調査団体である Data Center Watch によれば、2026 年 1 - 3 月期には住民の反対運動によって少なくとも 75 件（約 1,300 億ドル相当）のデータセンター建設プロジェクトが中断または遅延したとされている（Data Center Watch (2026)）。

ない状況が続いている¹²（第 2-1-22 図）。

第 2-1-21 図 AI を理由とする企業の人員削減公表数

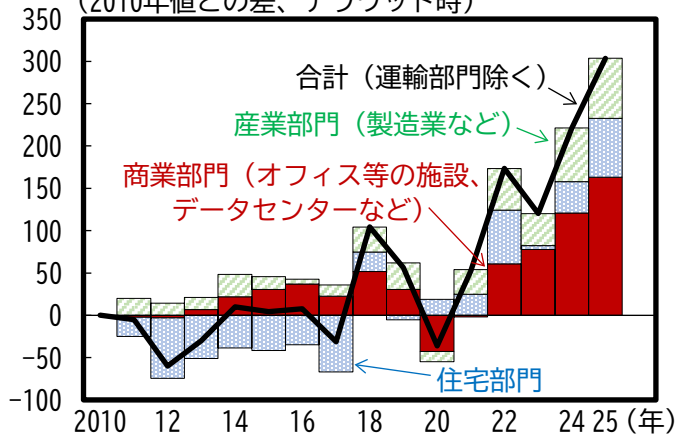


(備考) チャレンジャー・グレイ・アンド・クリスマスにより作成。

第 2-1-22 図 電力使用量と電気代の推移

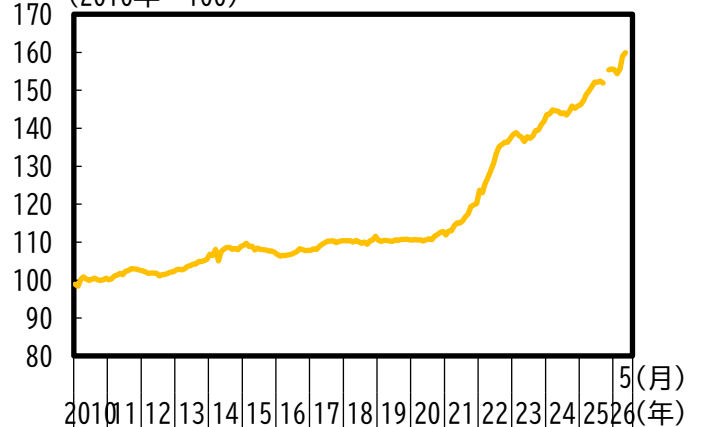
(1) セクター別にみた電力使用量の変化

(2010年値との差、テラワット時)



(2) 家計の電気代

(2010年=100)



(備考) 1. 米国エネルギー情報局、米国労働省により作成。

2. (2) は季節調整値。2025年10月値は、政府閉鎖の影響で欠損している。

(住宅着工は一時的に持ち直していたものの、足元では再び弱い動きに)

住宅市場の動向を概観すると、2025 年後半から住宅ローン金利が低下したことを背景に新築住宅を中心として販売件数が一時持ち直したものの、その後中東情勢を受けた長期金利上昇で住宅ローン金利が再度上昇に転じたこともあり、新築住宅販売件数は

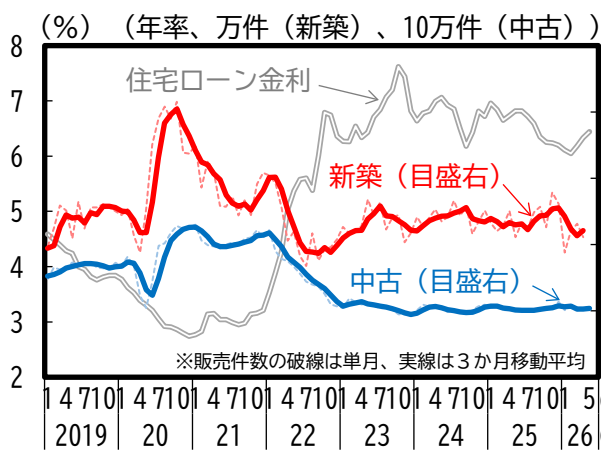
¹² Shehabi et al. (2024)の推計によれば、米国におけるデータセンターの電気使用量は、2018 年時点では約 76 テラワット時であったところ、2023 年には 176 テラワット時にまで達したとされている。

2025 年前半の水準まで低下している（第 2-1-23 図（1））。新築住宅の在庫件数も 2025 年後半から減少しており、中古住宅の増加ペースも緩やかになっている（第 2-1-23 図（2））。

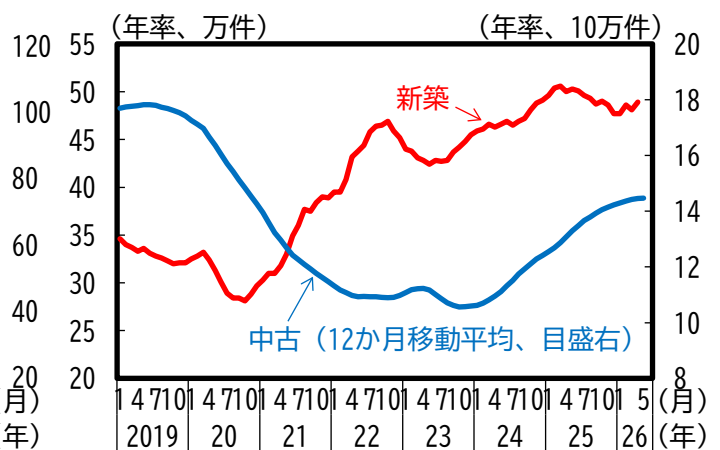
こうした在庫減少の動きもあって、住宅着工件数については、2025 年末から持ち直しの動きがみられていたものの、2026 年春頃から再び弱い動きとなっている（第 2-1-24 図（1））。先行指標である許可件数も 2026 年は減少傾向で推移しており、今後短期間で住宅着工の状況が改善することは期待されない（第 2-1-24 図（2））。住宅建設業者の景況感をみても総じて低調な状態が続いた（第 2-1-25 図）。

第 2-1-23 図 住宅市場の動向

（1）一戸建て住宅の販売件数



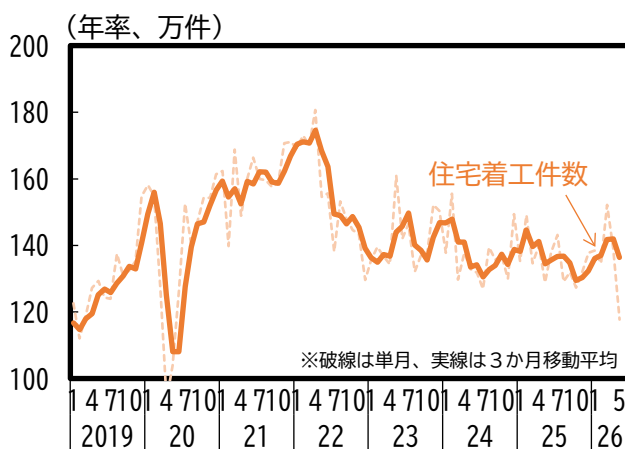
（2）一戸建て住宅の在庫件数



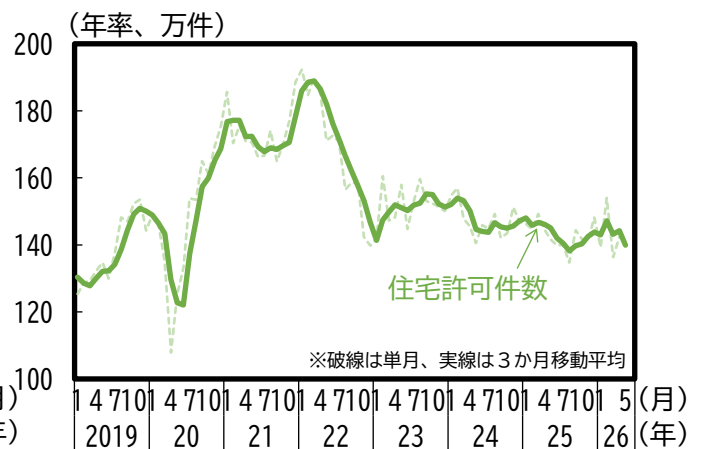
(備考) 1. 米国商務省、全米リアルター協会、米連邦住宅貸付抵当公社により作成。
2. (1) の住宅ローン金利は、30年物固定金利の各月平均。

第 2-1-24 図 住宅着工の動向

（1）着工件数



（2）許可件数

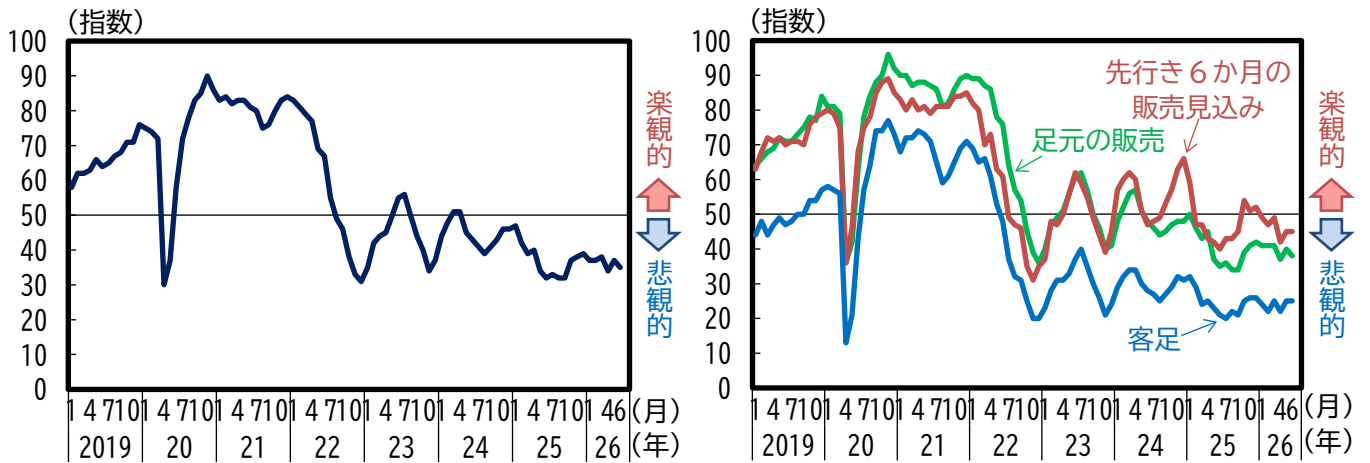


(備考) 米国商務省により作成。

第 2-1-25 図 住宅建設業者の景況感

(1) 総合指数

(2) 内訳



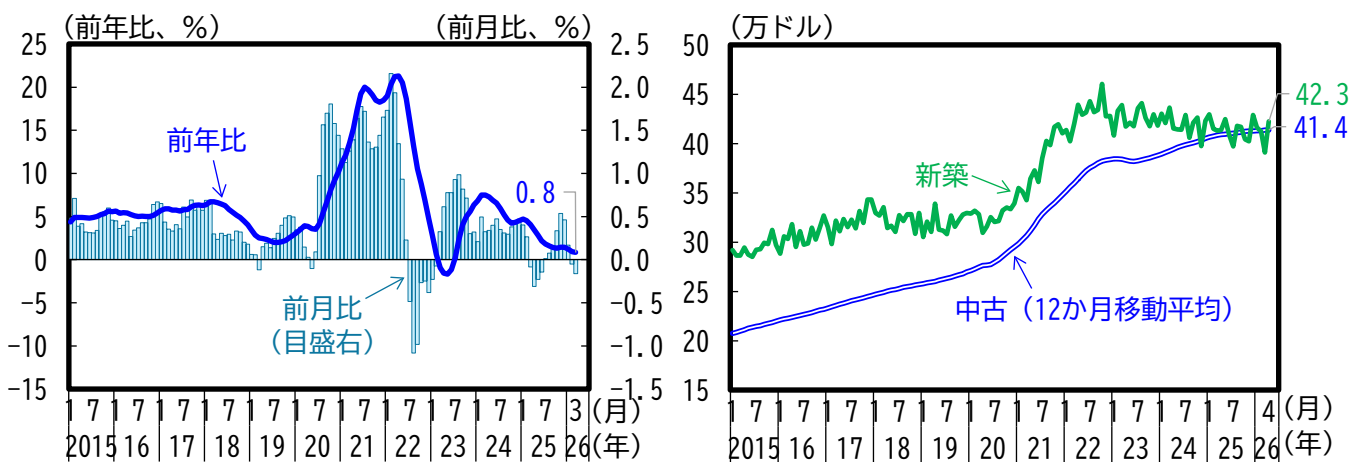
(備考) 全米ホームビルダー協会により作成。

住宅価格については、住宅需要の回復が十分みられない中で、価格の上昇ペースは鈍化している。主要 20 都市における一戸建て中古住宅価格は 1 %を下回る前年比上昇率にまで鈍化している（第 2-1-26 図（1））。また、一戸建て住宅価格の中央値を新築・中古別でみると、いずれも 40 万ドル台前半の水準でおおむね横ばいとなっている（第 2-1-26 図（2））。もっとも、価格高騰前の 2019 年頃と比較すると住宅価格は依然として高水準となっており、以前と比べて安価な物件の流通量が減っていることから、低中所得層にとって住宅購入が困難な状況が続いていることが示唆される¹³（第 2-1-26 図（3））。

第2-1-26図 住宅価格の動向

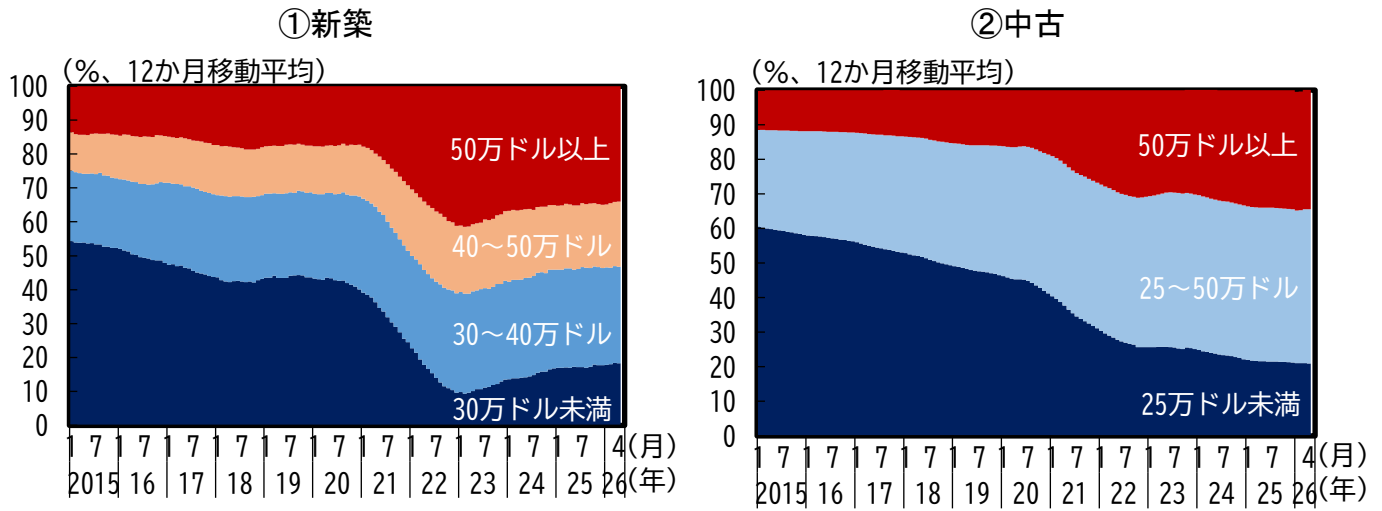
(1) 主要 20 都市の一戸建て中古住宅価格

(2) 一戸建て住宅価格（中央値）



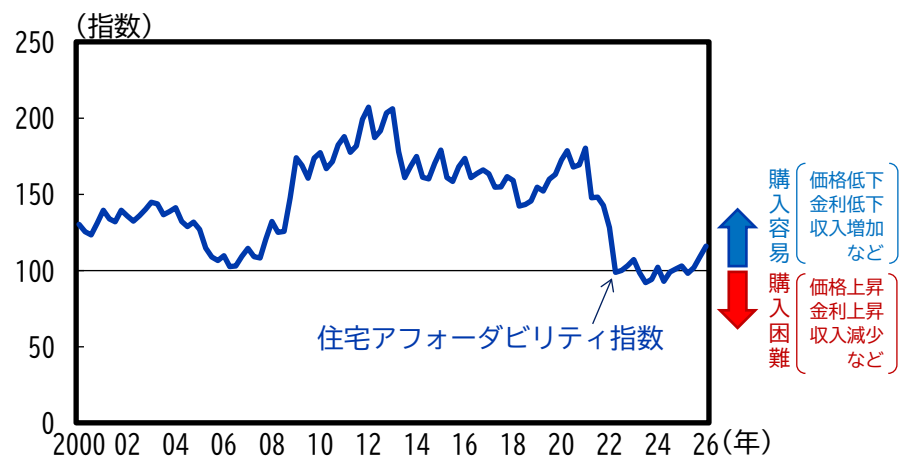
¹³ NAR (2026)

(3) 住宅販売価格の分布

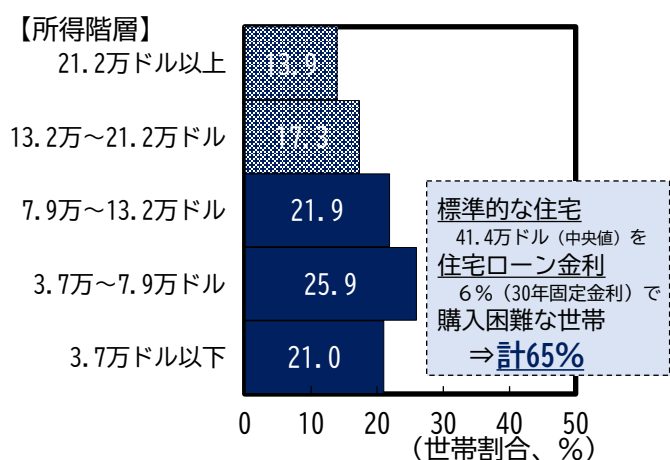


このように、米国住宅市場をめぐっては、「住宅の手頃さ」(Housing Affordability)が依然として問題となっている。実際、標準的な家計の住宅購入能力を示す「住宅アフォーダビリティ指数」の推移をみても、物価上昇及び金利高を受けて 2021 年に悪化して以来、大きな改善はみられていない(第 2-1-27 図(1))。また影響範囲についても広範で、全米ホームビルダー協会の試算によると、中所得層まで含めた 65%の家計が標準的な住宅を現在の金利水準で購入することが困難な状況にあり、特に購入資金の乏しい若年層にとって購入困難であることから、住宅初回購入者の年齢(中央値)は近年大きく上昇している(第 2-1-27 図(2)、(3))。

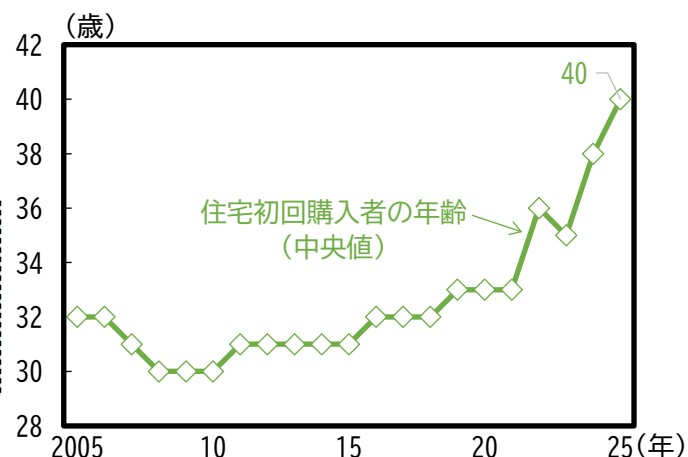
第 2-1-27 図 近年における住宅購入の困難さ
(1) 標準的な家計における住宅購入の困難度合い



(2) 標準的な住宅購入が困難な家計の所得階級



(3) 住宅初回購入者の年齢



- (備考) 1. 全米リアルター協会、全米ホームビルダー協会により作成。
2. (1) の「住宅アフォーダビリティ指数」とは標準的な家計が標準的な住宅をローンを組んで購入することが容易かどうかを示す指標。
「中央値の家計収入」を「中央値の住宅を標準的な条件(20%頭金、30年固定、元利均等返済、返済負担率25%)で購入するのに必要な家計収入」で除した後に100を掛けて算出。100を上回れば、標準的な家計が標準的な住宅を購入するに見合う十分な収入を得ている状態であることを意味する。
3. (2) のグラフは家計の所得分布を示しているところ、このうち所得が12.1万ドル未満の世帯(計65%)において標準的な住宅購入が困難とされている。

住宅のアフォーダビリティ(取得の容易さ)の低下は社会問題でもある。米国連邦議会では住宅取得の改善に向けた超党派の動きがみられており、住宅供給の制約となってきたゾーニング規制の改革や建設許認可手続きの簡素化・迅速化など制度面を改革すべく関連法案の審議が進められ、2026年6月に可決された。

（３）通商政策及び財貿易の動向

ここからは、2026 年前半の米国通商政策の主な動向を整理した上で、その影響が財貿易の動向に表れているか確認する。米国連邦最高裁判所は 2026 年 2 月、トランプ政権が相互関税の根拠とした国際緊急経済権限法（IEEPA）に基づく関税引上げを違法と判断した。本項では、まず違法判決後の主な動向について整理する。

（最高裁での違法判決から間もなく、代わりとなる新たな関税措置の発動へ）

2025 年 4 月から司法の場で争われていた IEEPA に基づく関税措置の適法性は、2026 年 2 月 20 日、「IEEPA は大統領に関税を課す権限を与えていない。」との米連邦最高裁の違法判決をもって結論付けられた¹⁴。IEEPA に基づいて課されていた相互関税や別途中国、カナダ、メキシコ等に課された国ごとの追加関税措置は、可及的速やかに徴収停止されることが即座に政府から発表され、同月 24 日から実際に徴収が停止された。

他方で、違法判決を受けたトランプ大統領は直ちに IEEPA に代わって第一次トランプ政権下における対中制裁措置の根拠法としていた 1974 年通商法 301 条（以下「301 条」という。）による代替措置を今後講じるため、米国通商代表部（USTR）に対して所要の調査を開始するよう指示した。ただし、301 条に基づく関税措置の発動には期間を要するため、それまでの間に各国への追加関税が途絶えないよう、時限的な措置として 1974 年通商法 122 条に基づく 10% の追加関税措置を 2 月 24 日に発動した¹⁵。301 条による関税措置の導入に向けては、その調査対象として他国における構造的な過剰生産能力及び強制労働による生産物の輸入禁止の実施不備を掲げ、3 月中旬から実際に調査や対象国との協議を開始した旨が発表された。その後 6 月 2 日、USTR は後者の調査報告及び追加関税措置案を公表し、各国・地域の強制労働製品の輸入禁止の実施状況に応じて今後 10% または 12.5% の追加関税を課す方針が示された¹⁶（第 2-1-28 表）。

依然として米国の通商政策の動向を注視する必要があるものの、IEEPA に基づく一連の措置が失効したことにより、それまで各国より高い追加関税率が課されていた中国等については結果的に関税率が低下することとなった。その結果、米国が輸入全体に対して課している実効関税率については、2025 年 4 月の相互関税発動以降 10% 前後で推移していたものの、2026 年 4 月には 6.7% まで低下した（第 2-1-29 図）。

¹⁴ 米連邦最高裁の判事 9 名中、6 名が違法判決を支持した。判決の主な根拠としては、IEEPA の条文に定められている「輸入の制限（regulate）」には関税を課す権限が含まれていると解釈できないとの見解が示された。

¹⁵ なお、122 条に基づく措置の追加関税率については、2 月 20 日に 10% と発表されたが、翌日にトランプ大統領が自身の SNS で 15% へ引き上げることを表明していた。しかし、その後税率の引上げは行われないままとなっている。

¹⁶ 具体的には、強制労働製品の輸入禁止措置をとっている国（EU、カナダ、メキシコ等）、米国との相互貿易協定で交わした強制労働製品の輸入禁止に関する合意内容を履行している台湾等、特定の強制労働製品の輸入を事実上禁止している英国を対象に、追加関税率を 10% に軽減することとしている。

第 2-1-28 表 最高裁による違法判決後の米国通商政策の動向

(1) 根拠法ごとにみた通商政策の概要

関税措置の根拠法	主な内容	発動された主な措置	違法判決をめぐる動向
I E E P A (国際緊急経済権限法)	米国の国家安全保障、外交政策、または経済に対する、異例かつ重大な脅威があり、大統領が「緊急事態宣言」を表明した場合、当該脅威に対処する権限を付与（輸入の制限など）。 ※「関税引上げ」の権限は明記されていない。	違法薬物等を理由とする追加関税 (中国、カナダ、メキシコ)	米連邦最高裁が2月20日に違法判決 (判事9名中6名が支持) ↓ 2月24日～相互関税等の徴収停止
		相互関税	
		インド、ブラジルへの追加関税	
1962年通商拡大法 232条	特定製品の輸入が米国の国家安全保障を脅かす場合、関税引上げ等の措置を実施する権限を付与。	品目別関税（自動車など）	(継続)
1974年通商法 122条	巨額かつ重大な国際収支赤字に対処するため、最大15%の追加関税措置などを150日間実施可能。	一時的な代替関税措置	2月24日～発動（150日間） 10%の追加関税
1974年通商法 301条	他国の不公正な貿易慣行等に対処するため、関税引上げ等の措置を実施する権限を付与。	—	今後の関税措置導入に向けた調査が実施

(2) 122 条に基づく追加関税措置の概要

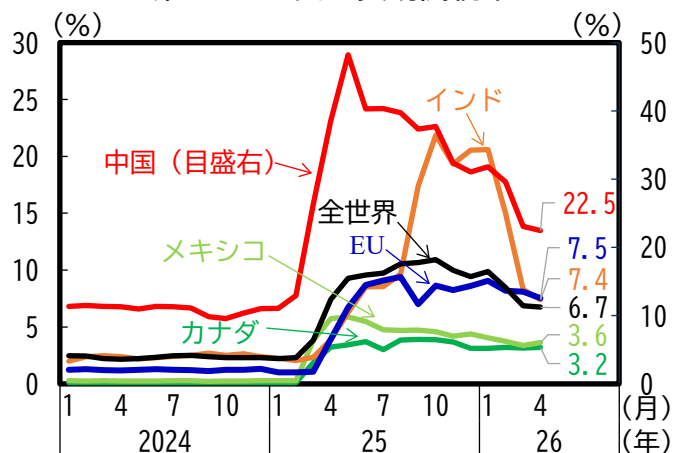
○追加関税率：10%
 ○期 間：2月24日～7月24日（150日間）（※議会の承認があれば適用期間の延長可能。）
 ○対象外品目：
 特定の重要鉱物、通貨や地金に使用される金属 / エネルギー、同製品 / 米国で入手不可能な天然資源及び肥料
 特定の農産物（牛肉など） / 医薬品（原材料含む） / 特定の電子機器 / 自動車（同部品含む）
 現在又は将来品目別関税の対象となる品目 / USMCAの原産地規則を満たすカナダ、メキシコからの輸入品 など

(3) 301 条に基づく調査の概要

	(1) 過剰生産能力に関する調査	(2) 強制労働産品に関する調査
調査対象	各国・地域の製造業における構造的な過剰生産能力等に関する政策や慣行など	強制労働によって生産された商品の輸入禁止の実施不備に関する政策や慣行など
対象国・地域	日本、中国、EU、タイ、韓国、ベトナム、台湾、インド、メキシコ等（計16か国・地域）	日本、中国、EU、タイ、韓国、ベトナム、台湾、インド、メキシコ、カナダ、英国等（計60か国・地域）
進展	・3月11日 調査及び協議の開始を発表 ⇒～4月15日まで：パブリックコメント募集 5月5～8日：公聴会を開催	・3月12日 調査及び協議の開始を発表 ⇒～4月15日まで：パブリックコメント募集 4月28、29日：公聴会を開催 ・6月2日 調査結果を報告の上、追加関税措置（案）を発表 ○日本、中国、タイ、韓国、ベトナム、インド等 →12.5%（計46か国・地域） ○EU、カナダ、メキシコ、台湾、英国等 →10%（計14か国・地域） ▲品目別関税対象品目、USMCAの原産地規則を満たす製品 などは追加関税の対象外 ⇒～7月6日まで：パブリックコメント募集 7月7日：公聴会を開催

(備考) 各種公表情報により作成。

第 2-1-29 図 実効関税率

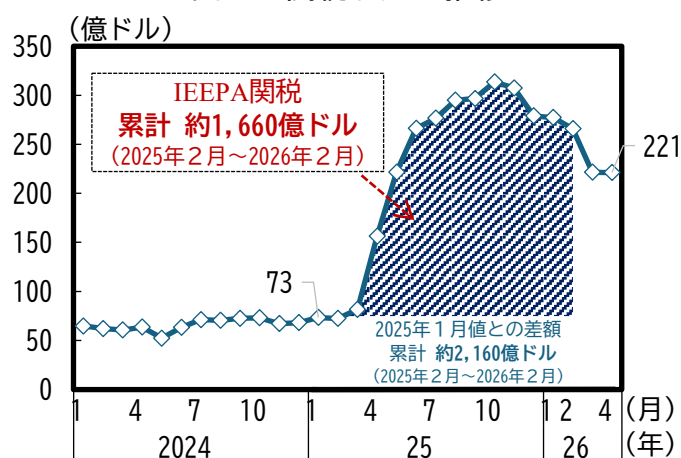


(備考) 1. 米国国際貿易委員会により作成。
 2. 月別の算出関税額 (Calculated Duties) を輸入額 (Customs Value) で除して算出。

Box. IEEPA関税の還付をめぐる動向

IEEPA に基づく関税措置をめぐる訴訟では、原告の企業側からこれまで徴収した関税を還付することが要求されていたものの、最高裁の違法判決では還付命令が直ちに下されなかった。違法徴収分の関税（以下「IEEPA 関税」という。）は総額 1,660 億ドル（約 25 兆円）と相当なものとなっており、還付をめぐっては違法判決が下されても政権側が自動的に返還手続きを進めるか明らかでなかったため、最高裁判決前から既に日本企業を含めた 1,000 社以上の企業から米国政府に対して関税還付を求める訴訟が相次いでいた（図 1）。

図 1 関税収入の推移



- (備考) 1. 米国財務省、米国国際貿易裁判所により作成。
2. 折線は米国財務省公表値。IEEPA関税のほか、品目別関税の徴収額等を含む。
3. IEEPA関税の総額は、CBPがCITに提出した宣誓供述書の記載に基づく。

企業への還付が順次開始されている。最高裁判決後、当初は米国政府が還付手続きの煩雑さ等を理由に執行命令を猶予するよう米連邦巡回区控訴裁判所（以下「控訴裁」という。）に要請していたものの、控訴裁がこれを却下し、米国国際貿易裁判所（CIT）に執行再開を指示したことで、CITがIEEPA関税の還付を事実上命じるに至った。これを受けて、政府側も還付プロセスを進めることとなり、4月20日には還付処理に特化した「統合通関管理・処理システム」の運用が開始されるに至った（図2（1））。

4月から開始された還付プロセスは「フェーズ1」とされており、未清算または清算後80日以内の輸入申告が対象とされている。当該フェーズで対象となる還付金額は約1,270億ドルとされており、そのうち還付が認められた金額はシステムの運用開始から約1か月となる5月22日時点で既に約850億ドルに達したとされている。

加えて、6月29日からは「フェーズ2」として、輸入時に最終的な取引価格等が不明であるため後刻調整すべくフラグ付けされた輸入申告と、詳細が確定した後に行われる調整申告分を対象とした還付プロセスが開始されることが発表されている。さらに、

既に最終清算済みとなった関税分についても、「フェーズ3」として今後還付手続きの対象とする方針が明らかにされている。両フェーズに該当する関税額としては、それぞれ「フェーズ2」が約287億ドル、「フェーズ3」が約114億ドルとされており、計3フェーズを通して IEEPA 関税の大半が還付されることが見込まれる（図2（2））。

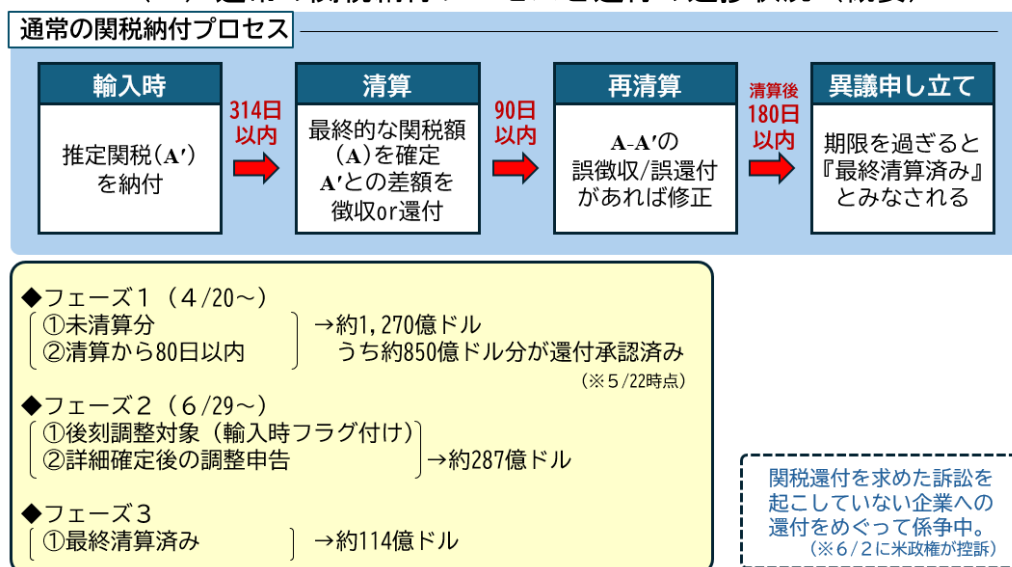
こうして IEEPA 関税の還付は着実に進んでいる一方、政権側は6月2日、全ての輸入者に対して IEEPA 関税を還付するよう命じた CIT の判決に控訴した。還付対象は訴訟を起こした輸入者に限定されるべきと主張しており、全額還付に消極的な姿勢を示している。なお、5月7日には、IEEPA 関税の代替として発動された122条に基づく関税措置についても下級審である CIT において違法判決が下され、翌日にも政権側は控訴した¹⁷。

図2 IEEPA関税の還付動向

（1）還付をめぐる主な経緯

日付（2026年）	概要
2/20	米連邦最高裁、IEEPAに基づく関税措置に対して違法判決（還付については判断を示さず）
2/27	米政権、控訴裁に対して、還付手続きの煩雑さを理由にCITへの執行命令を直ちに出不さないよう要請
3/2	控訴裁、CITに対して執行再開を命令（米政権の要請は却下）
3/4	CIT、米国税関・国境警備局（CBP）に対して、関税納付の清算過程でIEEPA関税を考慮しないよう命令 ⇒未清算分のIEEPA関税を全額還付するよう事実上命令
3/27	CIT、CBPに対して、清算済みのIEEPA関税についても、全額還付することを命令
4/20	CBP、新たに開発した「統合通関管理・処理システム（CAPE）」において「フェーズ1」の運用開始 ⇒IEEPA関税の還付申請を段階的に受付開始
6/2	米政権、全輸入者への関税還付を命じたCITの判決に対して控訴
6/9	CBP、6月29日から「フェーズ2」を開始することを発表 また、今後最終清算済みの関税を対象とする「フェーズ3」を開始する方針も明らかに

（2）通常の関税納付プロセスと還付の進捗状況（概要）



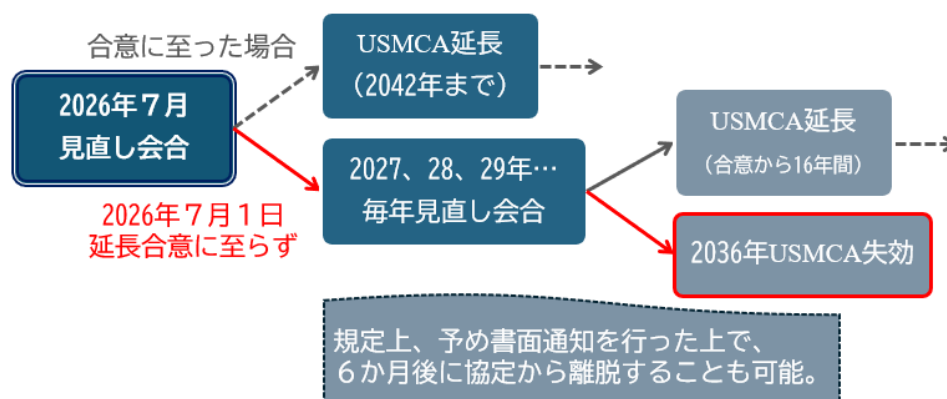
（備考）各種公表情報により作成。

¹⁷ 122条は、深刻な国際収支赤字や急激な外貨準備の減少などの危機に対処するために、時限的な関税措置等を講じることが認められた規定である。CITは、変動相場制が定着した現代において、固定相場制下における国際収支の不均衡を想定して法制化された同条を適用することは立法趣旨を逸脱しており法的正当性を欠くことから違法判決を下した。

Box. 米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）をめぐる動向

1994年に発効した北米自由貿易協定（NAFTA）の後継として2020年7月1日に発効した米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）は、発効6年目となる本年7月に大きな分岐点を迎えることとなった。USMCAは条文上、発効から16年（2036年）で自動的に失効することとされているが、発効から6年目に当たる2026年に共同見直し（Joint Review）を行い、3か国間で協定の継続に合意した場合、合意時点から起算して更に16年間延長されることとなっている。一方で合意に至らなかった場合、翌年以降毎年見直し会合が実施されることとなるが、こうした事態に陥ると協定の中長期的な存続に対する不確実性が高まることから、北米においてUSMCAを前提にサプライチェーンを構築している企業の事業計画や投資判断に相当な影響が及び得る（図1）。

図1 USMCAの見直しスケジュール（概要）



（備考）赤平（2026）を参考に作成。

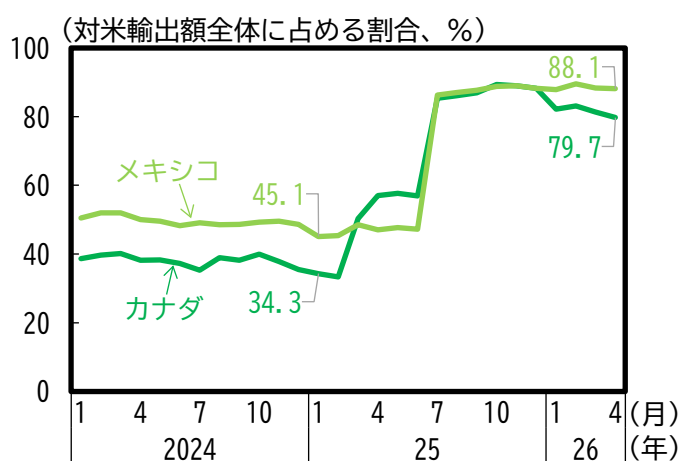
USMCAの共同見直しに向けて、米国ではUSTRのグリア代表が2025年12月の議会報告において、「USMCAは、非市場経済国からの投資や過剰生産品の輸入に対処するよう設計されていない。」との見解を示し、こうした重大な欠陥が解決可能な場合に限り延長を勧告する方針を明らかにした。USTRが2026年3月に公表した「2026年通商政策アジェンダ」においても、重点分野の一つとして「USMCAの見直し」を掲げ、両国との貿易赤字を指摘した上で見直しに係るこれまでの立場を改めて示していた。

見直しに向けた交渉状況をみると、米国とメキシコ間では5月27日から交渉が開始され、7月下旬まで計3回に渡って交渉が続くこととされており、一定の進展がみられている。一方で、カナダについては2025年に発動された米国の追加関税措置に対して報復措置をとったことから通商関係が悪化したこともあり、両国間でUSMCAをめぐる正式な協議は本稿執筆時点ではまだ開始されていない。

メキシコとの交渉においては、原産地規則の強化が主な争点となっている。例えば完成車について、現行の規定では特惠関税の適用条件として満たすべき域内付加価値基準（RVC）が75%と定められているところ、米国側はこれを82%まで引き上げた上で、うち50%は米国分が占めることを提案した。製造業の国内回帰やサプライチェーンの強化、非市場経済国から迂回輸出された部品が生産工程において用いられることなどを懸念していることが背景にある。

7月1日に開かれた見直し会合では3か国での合意に至らず、協定継続に向けた協議が続く状況にある。第二次トランプ政権の通商政策では、USMCAの原産地規則を満たす製品は例外的に追加関税措置の適用が減免されており、関税回避の一手段としてUSMCAの重要性が高まっている（図2）。また、USMCAの特惠関税は、日本を含む世界各国が米国・メキシコ・カナダに製造拠点を設けるインセンティブとなっており、既に進出済のグローバル企業のサプライチェーン戦略にも影響を与える重要な見直し交渉である。

図2 対米輸出額に占めるUSMCA適用比率



（品目別関税では、医薬品への新たな措置等が発表。引き続き調査中の品目も）

品目別関税については、1962年通商拡大法232条に基づいており違法判決の対象外であったところ、その後も対象範囲の拡大が発表されたほか、依然として調査中の品目群もあり、引き続きその動向には留意を要する（第2-1-30表）。以下では、2026年2月以降に発表された新たな内容として、①医薬品関税の追加、②鉄鋼、アルミニウム、銅関税の修正について概要を整理する。

第 2-1-30 表 品目別関税の概要

	品目	追加関税率 (%)	発動日	備考
発 動 済	自動車・同部品	25	完成車 2025/4/3 同部品 2025/5/3	・日本、EU、韓国は15%（既存の関税率含む）。 ・英国は年間10万台まで10%。 ・USMCAの原産地規則を満たす完成車は、非米国産部分のみ関税措置が適用。 ・部品関税に係る相殺制度が別途設けられている。
	鉄鋼・アルミニウム ・同派生品	50 (対象金属が主原料)	2025/3/12	・英国は25%（派生品は15%）。 ・特定の産業機器、電力網関連機器、農業機械、日本を含む特定の国・地域製の建設・運搬機械は15%（既存の関税率を含む。2027年末まで）。
	銅の半製品・同派生品	25 (対象金属が派生品)	2025/8/1	・米国産の対象金属から製造された派生品は10%（既存の関税率を含む）。 ・対象金属の含有量が15%未満の製品は対象外。
	木材	10		
	木材派生品	25	2025/10/14	・日本、EU、韓国は15%（既存の関税率含む）。 ・英国は10%。 ・2027年1月1日に追加関税率が引き上げられる予定。
	中型・大型トラック ・同部品	25	2025/11/1	・USMCAの原産地規則を満たすトラックは、非米国産部分のみ関税措置が適用。 ・部品関税に係る相殺制度が別途設けられている。
	バス	10		
	半導体	25	2026/1/15	・特定の仕様を満たす先端半導体が対象。 ただし、米国内での使用目的で輸入されたものについては、基本的に対象外。 ・半導体、半導体製造装置及びその派生品への広範な関税賦課について引き続き検討。
発 動 予 定	医薬品	100	2026/7/31	・一部企業の製品は2026年9月29日以降適用。既存の関税率を含め最大100%。 ・日本、EU、韓国などの製品は15%（既存の関税率を含む）。英国の製品は10%。 ・ジェネリック医薬品及び関連原材料などは、追加関税対象外。 ・企業のうち、 ①商務長官が承認した米国内での工場建設計画を有する場合： →20%（既存の関税率を含む。2030年4月1日まで） ②上記の要件を満たし、かつ、米国政府と薬価に関するMFN協定を締結している場合： →0%（2029年1月20日まで）。
	品目		調査開始時期 (2025年)	備考
未 発 動	重要鉱物		4月	
	民間航空機・同部品		5月	・日本、EU、韓国は追加関税なし。
	ポリシリコン・無人航空機システム		7月	
	風力タービン・同部品		8月	
	医療用品・医療機器		9月	
	産業機械		9月	

（備考）各種公表情報により作成。

医薬品関税については、2026年4月2日に100%の追加関税を7月31日から課すことが大統領令で定められた。もっとも、医薬品関税については以下に述べる複数の緩和措置が講じられており、その影響は限定的と考えられる。第一に、米国での工場建設計画を有する企業や米国との薬価に関する最恵国待遇協定（MFN 協定）を締結している企業については、時限付きで追加関税率が引き下げられることとなっている。この点については、既に各国の大手製薬メーカーが米国との間で合意に達しており、これらの企業の製品には追加関税率が課されない予定となっている（第 2-1-31 表）。第二に、米国の通商政策をめぐって 2025 年に各国・地域と米国間で交渉が行われた結果、日本、EU、韓国等に対しては医薬品関税を発動した場合に最恵国待遇をとるよう合意が交わされていたところ、実際にこれらの国に対する追加関税率は 15%（既存の関税率を含む）と設定された。第三に、ジェネリック医薬品は追加関税の対象外とされている。こうした各種の緩和措置や米国と大手製薬メーカーとの合意状況を踏まえれば、医薬品関税の発動によって対象製品の対米輸出が大幅に減少する可能性は低いと考えられる。

第 2-1-31 表 大手製薬メーカーの米国との合意状況

本社地	企業	合意発表日	対米投資	M F N協定
米国	ファイザー	2025/9/30	700億ドル	締結
英国	アストラゼネカ	2025/10/10	500億ドル	
ドイツ	EMDセロノ	2025/10/16	(記載なし)	
米国	イーライリリー	2025/11/6	270億ドル以上	
デンマーク	ノボノルディスク		100億ドル	
スイス	ノバルティス	2025/12/19	計1,500億ドル以上	
フランス	サノフィ			
英国	GSK			
ドイツ	ベーリンガーインゲルハイム			
米国	ブリストル・マイヤーズ・スクイブ			
米国	ギリアド・サイエンシズ			
米国	メルク			
米国	アムジェン			
米国	ジェネンテック			
米国	ジョンソン・エンド・ジョンソン	2026/1/8	550億ドル	
米国	アッヴィ	2026/1/12	1,000億ドル以上	
米国	リジェネロン	2026/4/23	270億ドル以上	

(備考) 各種公表情報により作成。米国側が発表するファクトシート、製薬メーカーのプレスリリースに基づき整理している。

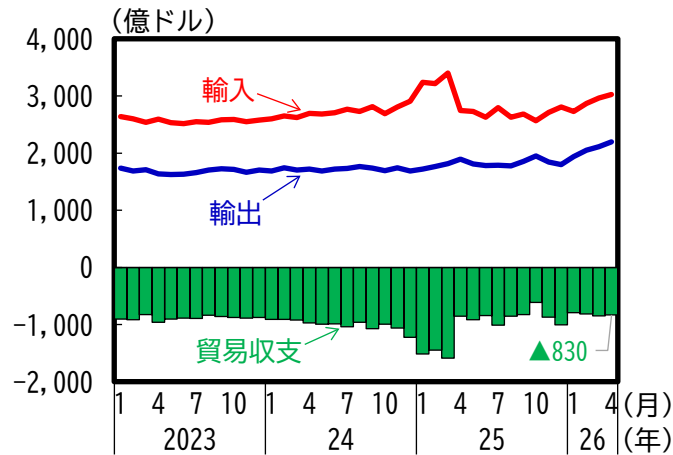
鉄鋼、アルミニウム、銅関税については、2026 年 4 月 2 日及び 6 月 1 日に相次いで修正が発表された。主な変更点としては、①課税方法の変更、②特定品目に対する軽減税率の設定、③追加関税対象品目の一部削除が挙げられる。概要を順に追うと、①について、従来は対象金属の含有量に基づき課税されていたところ、課税対象が輸入申告価格全体に変更された。②については、特定の産業機器や電力機器を対象に、2027 年末までの時限付きで追加関税率が 15%（既存の関税率を含む）に引き下げられることとなった。③については、対象金属が総重量に占める割合が 15%未満の品目は追加関税の対象外となったほか、使用されている対象金属の大半が米国产である製品については追加関税率が 10%に軽減されることとなった。

このように、品目別関税については対象品目の拡大が引き続きみられる一方で、関税引上げによる物価上昇といった米国内への影響も踏まえ、一定の緩和措置を設けるよう軌道修正する動きもみられている。

（旺盛なAI関連需要や追加関税率の緩和を背景に、貿易赤字は縮小せず）

米国の通商政策の主な所期目標は、拡大傾向にあった貿易赤字を是正することにあった。しかしながら、貿易収支の動向をみると、貿易赤字が縮小する姿はみられない（第 2-1-32図）。

第2-1-32図 貿易収支の動向

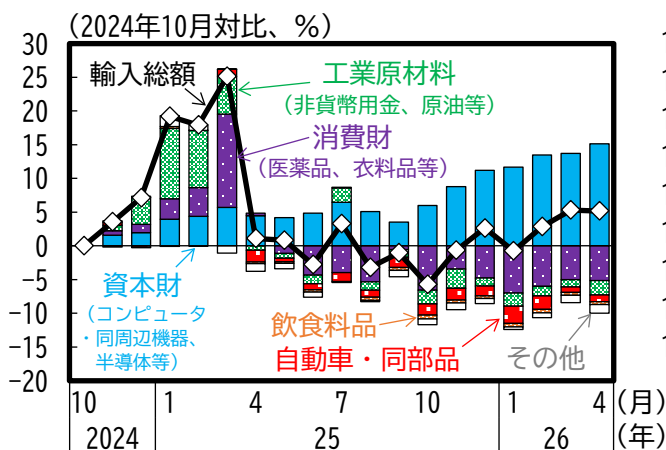


(備考) 米国商務省により作成。通関ベース。名目、季節調整値。

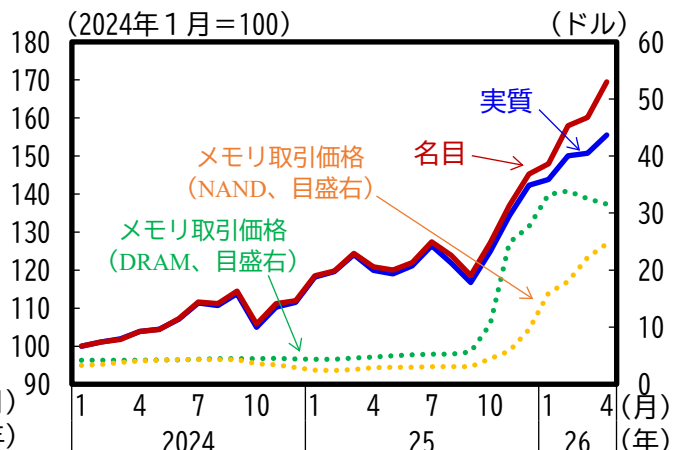
財貿易の具体的な動向について確認すると、まず輸入に関しては、旺盛なAI関連需要を背景にコンピュータ・同附属装置や半導体などの資本財が引き続きけん引役となった。このほか、2025年4月の相互関税及び自動車関税の発動以降に減少していた消費財や自動車・同部品の輸入量について、2026年は持ち直し傾向にあることも輸入全体の増加を支えている（第2-1-33図（1）、（2））。主要国・地域別にみると、情報通信機器や半導体の製造拠点が集積する台湾や韓国からの輸入増が著しい一方、関税引上げを経て輸入額が大きく減少した中国やカナダについては低位で推移している（第2-1-33図（3））。

第2-1-33図 財輸入の動向

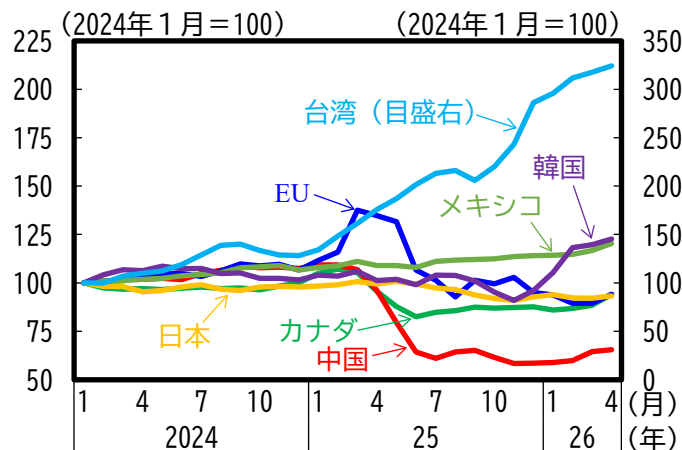
(1) 品目分類別（実質）



(2) 資本財輸入



(3) 主要国・地域別 (名目)

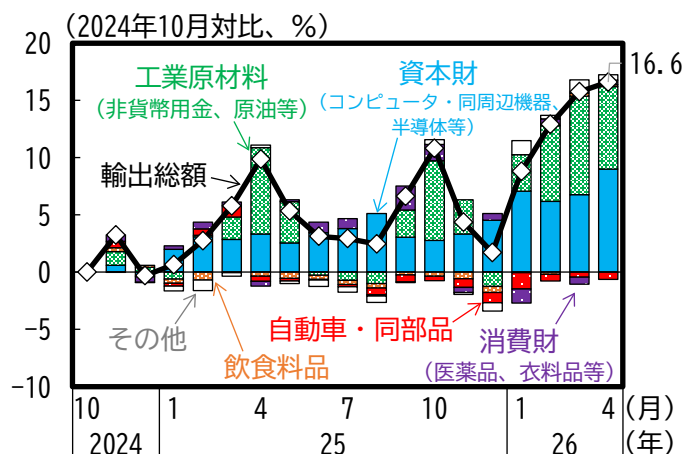


- (備考) 1. 米国商務省、ブルームバーグにより作成。輸入額は通関ベース、季節調整値。
2. (2) のメモリ価格について、NANDは512GB、DRAMはDDR5 (16GB) の単価を示している。

次に輸出の動向をみると、輸入と同様資本財貿易が活発化する中で、2026年に入ってから輸出が増加基調に転じた（第2-1-34図（1））。また、工業原材料については、2025年から非貨幣用金の輸出の変動が激しい中、第1章で詳述したとおり中東情勢を受けてアジア諸国を中心に原油の代替調達先を確保する動きが活発化したことから、米国からの原油輸出が日本向けを中心に増加したほか、関連して例えばナフサについても輸出が増加した¹⁸（第2-1-34図（2）、（3））。

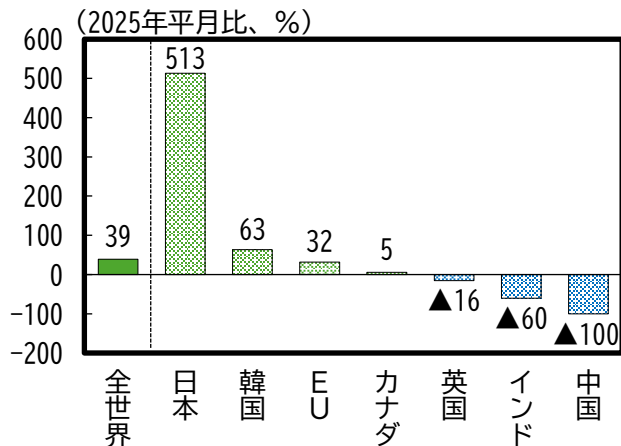
第2-1-34図 財輸出の動向

(1) 品目分類別 (実質)

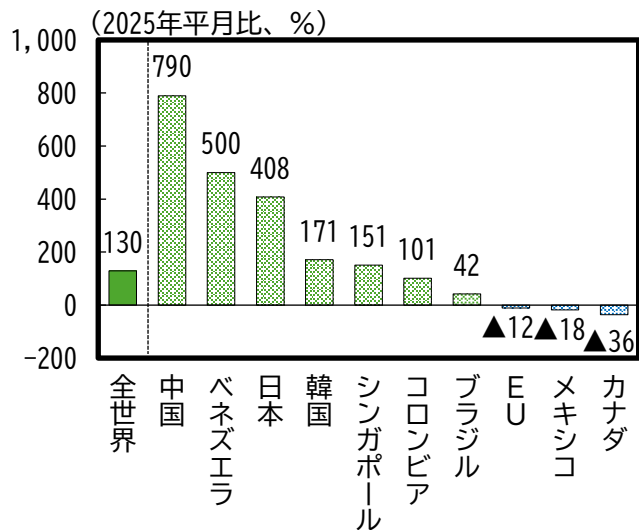


¹⁸ このほか、消費財輸出については振れを伴いながらも総じて緩やかな増加基調にあり、特に 2025 年秋には大きく増加していることが確認できる。この背景には、肥満症治療薬（GLP-1 受容体作動薬等）の世界的な需要の高まりを受けて、主にイタリアの製造委託先に同薬の原材料を輸出する動きが拡大している点が挙げられる（北島（2026））。

(2) 原油輸出量 (2026年 4月)



(3) ナフサ輸出量 (2026年 4月)



(備考) 米国商務省、米国国際貿易委員会により作成。(1)は通関ベース、季節調整値。

Box. 中東情勢を経て石油掘削の拡大方針 (Drill, Baby, Drill) は変化するか

第二次トランプ政権では、バイデン前政権下で推進されていた脱炭素化を中心とするエネルギー・環境政策を大幅に見直し、国産化石燃料の増産及びその輸出拡大を進める方針へと政策転換を行った。トランプ大統領は2024年の大統領選時に「Drill, Baby, Drill」(掘って、掘って、掘りまくれ。)をスローガンとしていた。不安定な中東情勢は米国のエネルギー産業にとって追い風となる可能性がある。

トランプ大統領は2025年1月20日の就任以降、複数のエネルギー関連の大統領令に署名し、化石燃料の増産に向けた規制緩和などを進めてきた¹⁹。しかしながら、原油価格は下落基調が続き、新規油井掘削に必要な採算価格(WTI 価格で1バレル 60ドル台半ばとされる。)を下回ることが多かったこともあり、関連投資の増加はみられなかった(図1)。

今般の中東情勢の影響で原油価格は一時的に高騰したが、それをもって直ちに投資が増加するとは考え難い。ダラス連銀が中東情勢緊迫化後の3月中旬に化石燃料の主要生産地であるテキサス州を始めとする管轄区域内の企業に対してアンケート調査を実施し

¹⁹ 第二次トランプ政権が発表してきたエネルギー政策関連の大統領令とその主な内容としては、例えば以下のとおり。

○「米国のエネルギーの解放」(2025年1月20日発表)

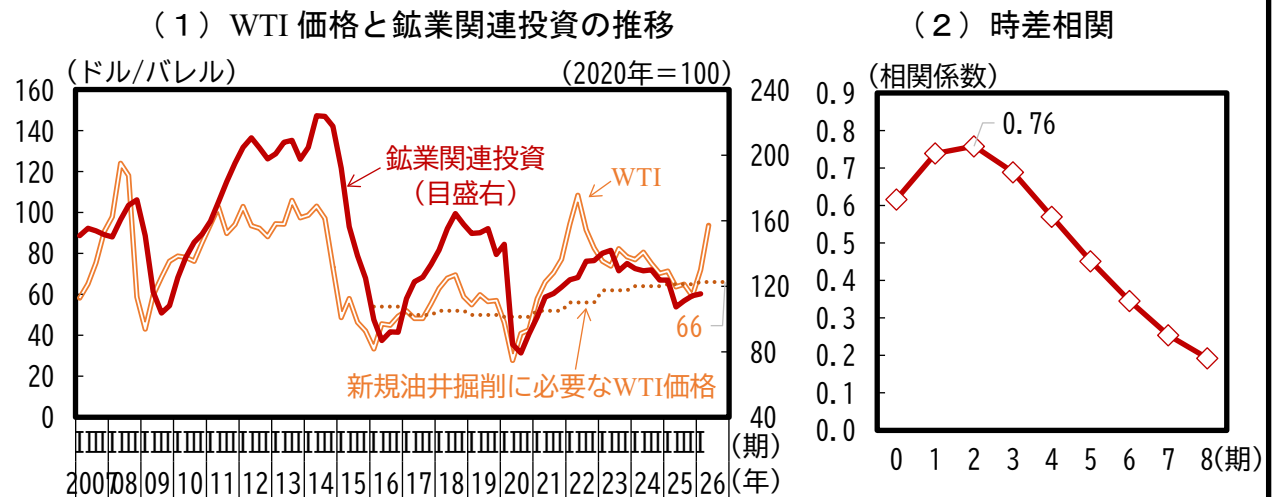
…各省庁に対して、国内でのエネルギー資源開発に対して過度な負担を課している既存の取組がないかどうか速やかに精査した上で、該当する取組があった場合には可及的速やかに撤回ないし改定するよう指示。

○「国家エネルギー緊急事態宣言」(2025年1月20日発表)

…米国のエネルギー生産・輸送・生成・発電が不十分であることを米国経済、国家安全保障及び外交政策上の異例かつ重大な脅威とし、国家緊急事態を宣言。各省庁に対して、緊急事態時の合法的権限等を特定した上で、エネルギーインフラ供給の迅速化等に活用するよう指示。

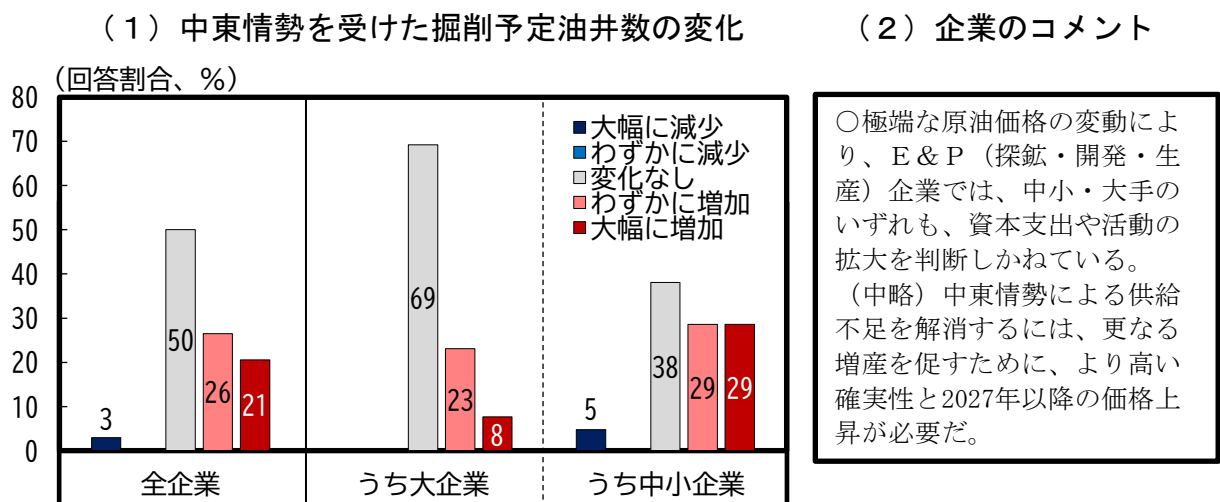
たところ、2026 年当初対比でみた同年の掘削予定油井数の変化については「変化なし」と答えた企業が最も多かった（図 2（1））。また、同様の調査が 4 月中旬にも実施されたところ、企業のコメントをみると、今後の不確実性が高いことから依然として増産には様子見姿勢であることが確認された（図 2（2））。

図 1 原油価格と鉱業関連投資の関係



- (備考) 1. 米国商務省、ブルームバーグ、ダラス連銀により作成。
 2. 「鉱業関連投資」は、掘削関連の構築物投資及び機械・機器投資の合計値（実質）。
 3. (1) の「新規油井掘削に必要なWTI価格」は、ダラス連銀が2016年以降毎年1－3月期に管轄区域内の関連企業を対象に実施しているアンケート調査の回答結果（平均値）。
 4. (2) は、原油価格（WTI）と鉱業関連投資の時差相関。2007～2023年の値を用いて算出。

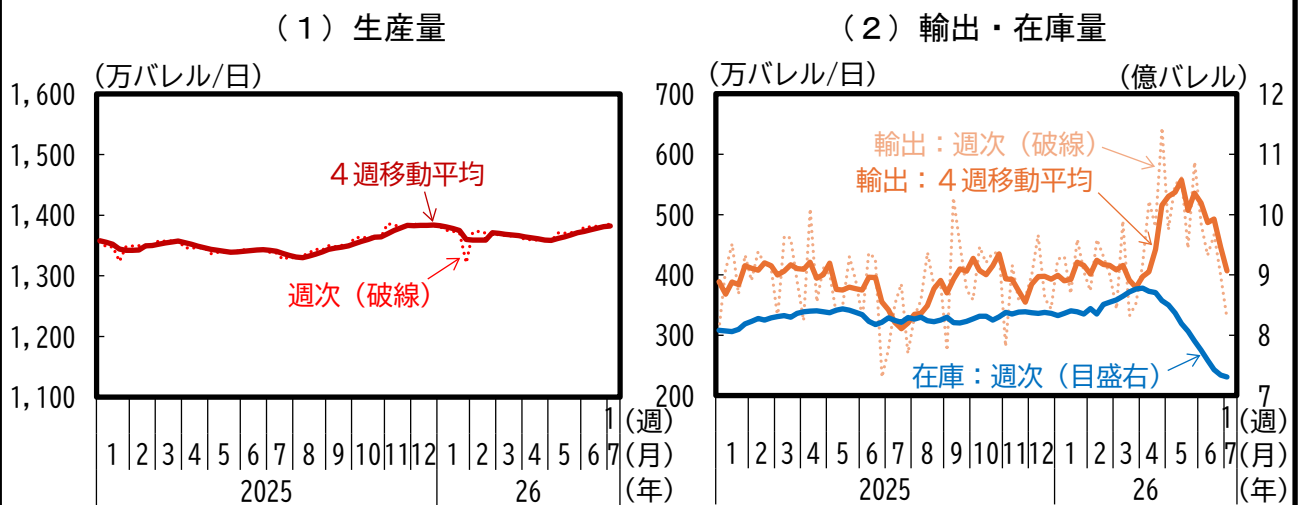
図 2 原油の増産に係る企業の意向調査結果



- (備考) 1. ダラス連銀により作成。
 2. (1) は、3月11日～19日に実施された、計34社（うち大企業13社、中小企業21社）へのアンケート調査結果。2026年初時点対比での掘削予定油井数の変化に関する回答。大企業は2025年10－12月期時点での原油生産量が1日当たり10,000バレル以上の企業を指し、中小企業は同10,000バレル未満の企業を指す。
 3. (2) は4月15日～20日に実施された調査結果における企業の代表的なコメントを抜粋。

実際に原油の生産動向をみても大幅な増産に踏み切られた様子は確認されない（図3（1））。他方、日本を含めた各国が中東地域以外からの原油の代替調達を進めた中で、4月後半以降にかけて米国からの原油の輸出量は増加し、それに伴って在庫が取り崩されていることが分かる（図3（2））。不安定な中東情勢は、むしろこうした経済安全保障の観点から、米国の石油掘削企業への世界的な需要を高める可能性があると考えられる。

図3 週次でみた原油の供給動向



（備考）米国エネルギー情報局により作成。

（まとめ）

本節では2026年前半を中心に米国の景気動向を概観した。中東情勢を受けた物価上昇という逆風下にあいながらも、米国における景気の拡大基調は底堅い。その主因には、AI関連需要の高まりによる投資増があり、当面は企業の旺盛な投資意欲や堅調な企業収益を背景に、AI関連投資が経済成長をけん引することが期待される。また、家計部門においてもAI関連銘柄がけん引する株高は高所得層を中心に消費を下支えする要素となるものの、他方で低中所得層では生活関連費の上昇ないし所得環境の悪化を受けて家計がひっ迫しており、今後マクロでみた消費の増勢が継続するかどうかは不透明である。米国では経済成長におけるAI需要への依存度が総じて高まりつつあり、今後のAI需要の動向如何によって景気動向が大きく左右され得る構造となっている点には留意する必要がある。

第2節 アジアの景気動向

本節では、主に2026年前半の中国及びその他アジア地域の景気動向を概観する。

1. 中国経済の動向

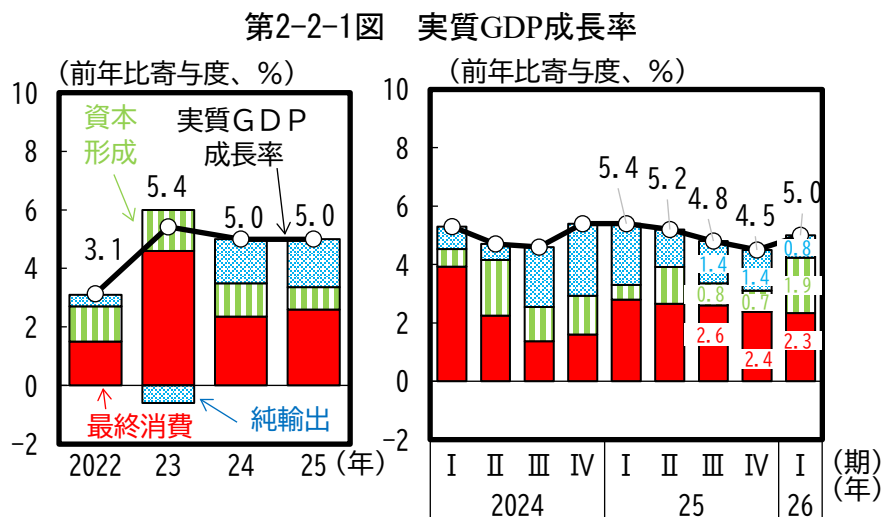
（内需は伸び悩み、景気は緩やかに減速）

2025年の実質GDP成長率は前年比5.0%と24年と同じ成長率となった。2025年3月の全人代で示された目標値の「5%」を達成したが、四半期ごとの成長率をみると、25年1－3月期の前年比5.4%から10－12月期の同4.5%まで景気は期を追うごとに緩やかに減速していった。

その後、2026年3月の全人代で示された目標値は「4.5～5%」とされ、23年から25年まで3年間続いた「5%程度」の目標値から引き下げられた。

2026年に入り、1－3月期の実質GDP成長率は前年比5.0%と政府のインフラ投資の押上げを主因として伸びが高まった。ただし、不動産開発投資の前年比の伸び率はマイナスが継続しており、投資全体の伸びが堅調であったとは言い難い。また、消費の伸び悩みも続いており、内需の弱い動きは続いている。

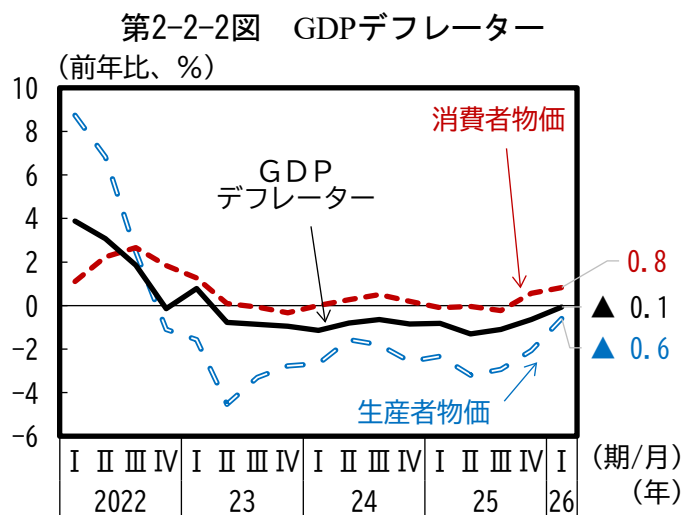
外需の動向については、2024年と2025年は投資を上回る寄与となり成長率を支えていたところ、2026年では輸入の増加もあり、26年1－3月期の成長寄与は縮小した（第2-2-1図）。



（備考）中国国家统计局により作成。

GDPデフレーターの動向をみると、2023年4－6月期から11四半期連続の下落と3年近くにわたって低下が続いていたが、生鮮食品の上昇などから2026年1－3月期には前年比▲0.1%とゼロ近傍に近づいた。季節や天候要因、また中東情勢に伴うエネルギー

価格の上昇がマイナス幅縮小の主因であり、内需の弱さを背景とした物価下落の傾向は大きく変わっていないとみられる（第2-2-2図）。



(備考) 中国国家统计局により作成。

(消費は弱含みが続く)

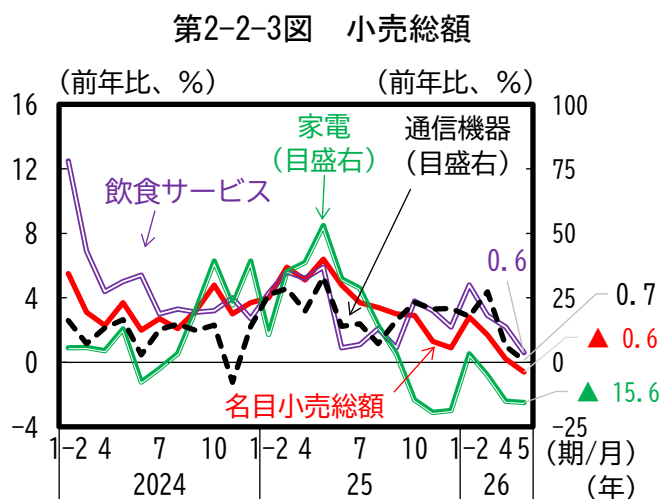
家計消費の動向を名目小売総額から確認する。2025年は一部に消費財買換え支援²⁰もあり、通年では前年比3%程度の伸びとなっていた。他方で月次の動きをみると25年5月には前年比で6%まで高まっていたところ、その後、消費財買換え支援の政策効果のはく落もあり、その伸び率は低下していた。2026年になっても伸びの低下は続いている。

買換え支援の対象となった家電販売額の前年比の伸びは25年末にマイナスに転じ、2026年1-2月期は前年のベースの低さからプラスに転じたものの、同年3月以降は再び2桁のマイナスとなっている。家電等に政策効果のはく落がみられた中、その一方で通信機器については25年末でも2桁の伸びを維持していた。26年には消費財買換え支援におけるデジタル製品内の対象品目の追加があったが、2026年の前年比の伸び率は1桁台に低下している。飲食サービスについては、2025年5月の公務接待を対象とした儉約令²¹の改定以降は伸びが低下していたが、2026年の春節期間には5%程度まで高まった

²⁰ 中国政府は消費財の買換え支援の政策を2024年から行っている。2024年の対象品目は、新エネルギー車（バッテリー電気自動車（BEV）、プラグインハイブリッド車（PHEV）、燃料電池車（FCV））、家電8品目（冷蔵庫、洗濯機、テレビ、エアコン、PC、給湯器、家庭用コンロ、換気扇）、住宅内装・家具（住宅リフォーム、スマートホーム製品、高齢者対応製品等）。2025年は、家電4品目（電子レンジ、浄水器、食器洗い機、炊飯器）、デジタル製品（スマートフォン、タブレット、スマートウォッチ）が対象に追加された。2026年は対象品目に変更があり、家電は6品目（冷蔵庫、洗濯機、テレビ、エアコン、給湯器、PC）に絞られ、デジタル製品ではスマートグラスが追加された。また予算も2025年の3,000億元から2,500億元に減額されている。

²¹ 「党と政府機関の節約励行と浪費反対に関する条例」。改正により、公務における接待について、高級料理やたばこ、酒類の提供をしてはならないとされた。

ものの、その後再び低下した。小売総額全体は2026年5月には3年5か月ぶりにマイナスとなるなど消費は弱含んでいる（第2-2-3図）。



次に、自動車販売の動向を確認する。2035年までに新車販売の主流を純電気自動車（BEV）にすると目標の下²²、新エネルギー車の販売台数は増加し、2025年の自動車販売全体に占めるシェア（出荷ベース）は2024年の40.9%から2025年は47.9%に高まった。その一方で、消費財買換え支援の政策効果が一巡したことや、補助金制度の変更²³により補助額が2025年より相対的に低下したこともあり、2026年の新エネルギー車販売台数の前年比の伸びは鈍化²⁴している。

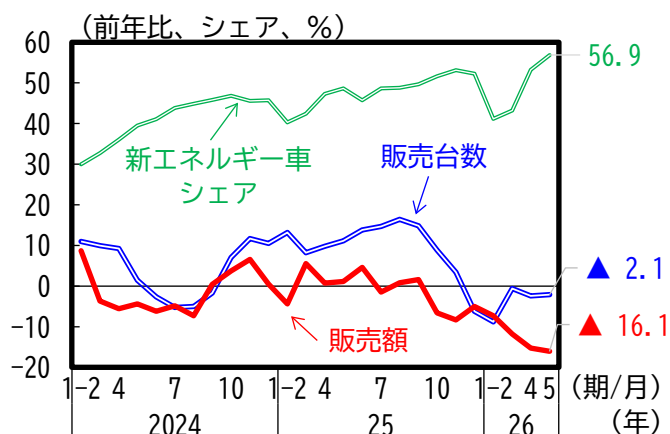
自動車販売台数全体をみると、買換え支援の効果がはく落し新エネルギー車の伸び率も低下したことで、2025年末には前年比の伸び率はマイナスに転じ、2026年に入ってもマイナスは継続している。さらに、価格低下傾向の中で自動車販売額も下落傾向が継続し、販売台数、販売額ともに弱い動きとなっている（第2-2-4図）。

²² 2020年11月に国務院は「新エネルギー車産業発展計画（2021～2035年）」を発表し、2025年までに新車販売における新エネルギー車の割合を20%前後に引き上げ、2035年までに新車販売の主流を純電気自動車（BEV）とする目標を定めた。

²³ 購入税（購入金額に10%の課税）については、2025年末までは免除となっていたところ、2026年から5%が課されるようになった。また、買換え補助金は、25年末までは1台当たり最大2万元であったところ、車両価格の12%まで（上限2万元）と変更されている。

²⁴ 2026年5月の伸び率は、10%は越えたものの、25年通年の27.9%に比べて低いものとなっている。

第2-2-4図 自動車販売台数・販売額



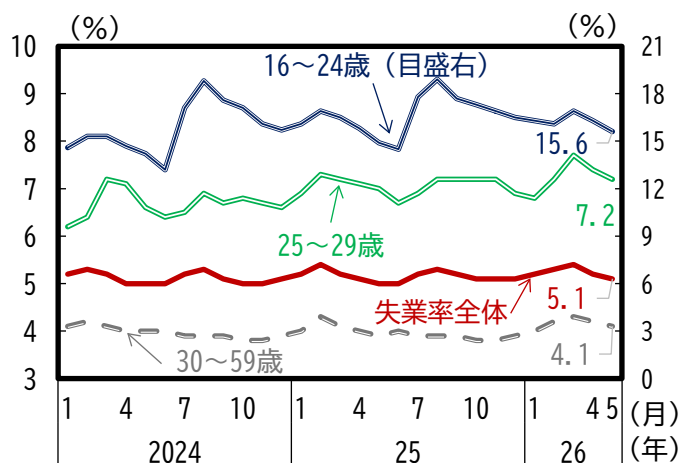
(備考) 1. 中国自動車工業協会、中国国家統計局により作成。
2. 新エネルギー車シェアは自動車販売台数全体に占める新エネルギー車販売台数の比率。

(消費者マインドと消費性向はともに低調)

消費動向の背景として雇用環境を都市部調査失業率からみると、2026年の春節の2月から3月にかけて5.4%まで高まった失業率は、その後、5%近傍まで低下した(第2-2-5図)。

年齢階級別にみると、2026年5月の16~24歳の失業率は15%超、25~29歳の失業率が7.2%と、10~20代の若者失業率の高さが顕著となっている。

第2-2-5図 都市部調査失業率

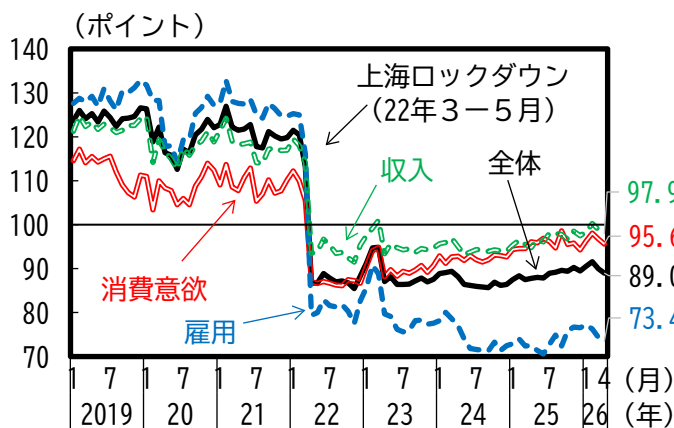


(備考) 1. 中国国家統計局により作成。原数値。
2. 2023年12月以降、各年齢階級は学生を含まないベースに定義を変更して公表。

消費者マインドをみると、各種指数は 2022 年の上海ロックダウンを境に大きく低下し、その後は悪化幅の縮小傾向がみられるところ、雇用に関するマインドに改善がみられない（第 2-2-6 図）。

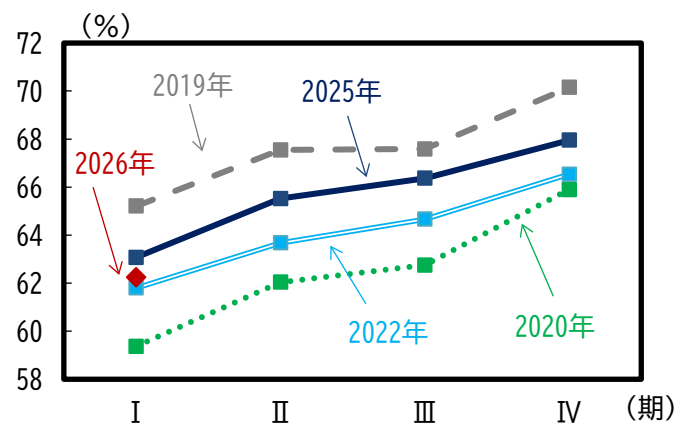
また、平均消費性向をみると、感染症拡大前の 2019 年の水準を回復しておらず、2026 年 1－3 月期は 2025 年同期を更に下回る水準となった（第 2-2-7 図）。

第 2-2-6 図 消費者信頼感指数



（備考）中国国家统计局により作成。

第 2-2-7 図 平均消費性向



（備考）中国国家统计局により作成。

このように、2022 年以降は雇用マインドが低下している中、若年失業率は高止まりとなっている。消費者マインドが改善されず、消費性向も上がらない。不動産市場の停滞による住宅価格の下落を受けた負の資産効果も考えられ、全体として消費に改善の兆しはみられていない。

（固定資産投資は 2026 年春から再び前年比が減少に転じる）

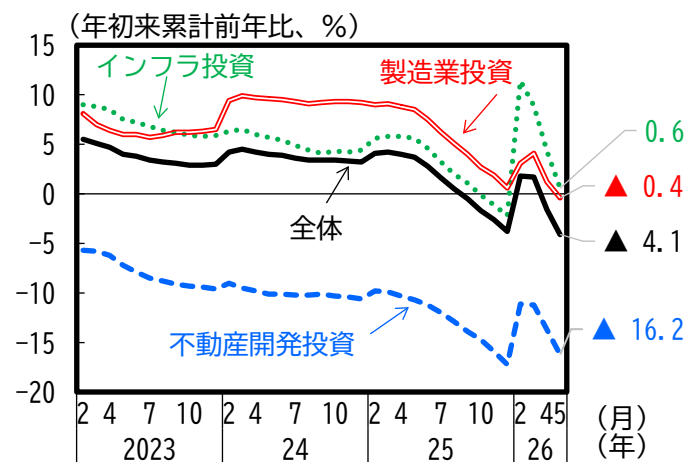
固定資産投資については 2025 年 1－12 月期累計では前年比▲3.8% となり、年間の伸びがマイナスとなるのは感染症拡大期の 2020 年以来となった。2026 年 1－2 月期では同 1.8% とプラス転換となり、前年末のマイナスからプラス転換したインフラ投資²⁵が押し上げ要素となった。ただし、不動産開発投資は前年に引き続き前年比 2 桁のマイナスであった。投資を国有企業・民間企業別で確認すると、国有企業の伸びが民間企業の伸びを大きく上回っている。2026 年が第 15 次五カ年計画の初年度であり、大規模インフラプロジェクトの効果によるところが大きいと考えられる（第 2-2-8 図（1）、（2））。

²⁵ 国家重要戦略の実施と重点分野の安全保障能力の整備を進める「両重」建設政策として、超長期特別国債により 2024 年は 7,000 億元、2025 年は 8,000 億元の発行予定となっていた。2026 年では 8,000 億元が発行予定となっている。

ただし、2026 年 3 月以降、再び投資全体の伸びは低下した。インフラ投資等の財源となる地方特別債新規発行額²⁶をみると、2026 年の 1、2 月の月額は前年を超える発行額となっていたところ、3 月には 2025 年の発行ペースを下回った（第 2-2-9 図）。投資全体の伸び率が縮小する中で、資金需要の勢いが鈍化していることがうかがえる。設備更新に対する補助金や関連融資の利子補給を通じた大規模設備更新の支援の効果もあり、2025 年は前年比プラスを維持していた製造業投資も 2026 年 1－5 月期累計はマイナスとなっており、投資は弱い動きとなっている。なお、製造業投資の伸びの鈍化については、政策支援による過剰投資や過大生産能力による採算悪化を指摘する見方もある²⁷。また、内資企業・外資企業別では、外資企業は 2024 年からマイナスが続いており、国有企業を含む内資企業に比べて、低調さがうかがえる（第 2-2-8 図（3））。外資企業の投資低迷には、中国国内の需要の弱さや不動産不況による先行きの不透明感に加え、地政学的リスクや規制運用の不透明さを背景に、対中投資姿勢が慎重化していることが影響しているとの指摘がある²⁸。

第2-2-8図 名目固定資産投資

（1）分野別

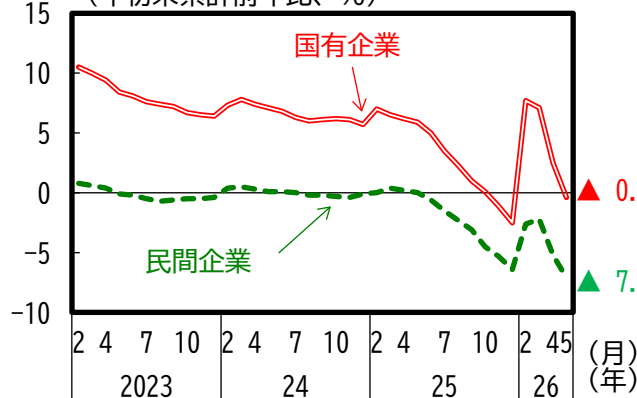


²⁶ 2026 年 3 月全人代の政府活動報告では、地方特別債は 4.4 兆元とし、特別債プロジェクトネガティブリスト管理と「自己審査・自己発行」の試行を改善し、重要プロジェクトの建設、隠れ債務の置き換え、企業への政府未払金の支払などを重点的に支援するとされている。

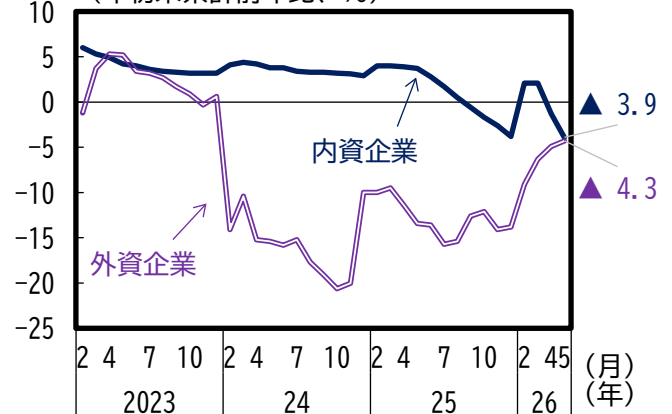
²⁷ MERICS (2025)

²⁸ U.S. Department of State (2025)

(2) 国有企業・民間企業別
(年初来累計前年比、%)



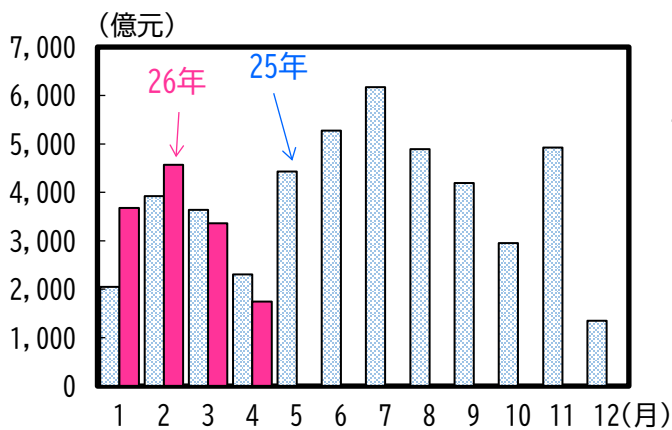
(3) 内資企業・外資企業別
(年初来累計前年比、%)



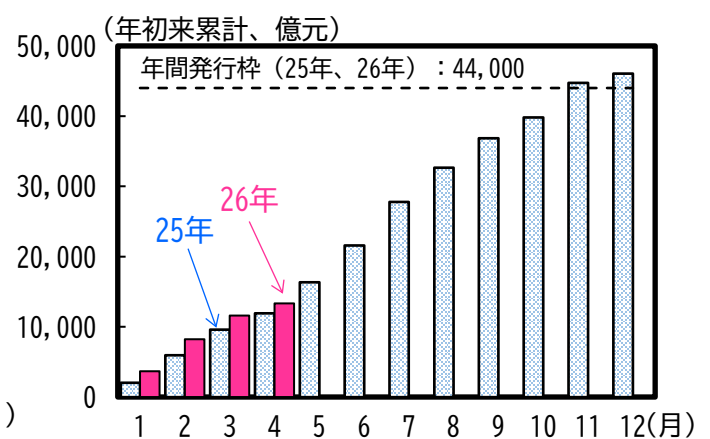
(備考) 中国国家统计局により作成。

第2-2-9図 地方特別債新規発行額

(1) 新規発行額



(2) 新規発行額 (年初来累計)



(備考) 1. 中国財政部により作成。

2. 年間発行枠は各年の全人代において決定されたもの。

(住宅価格の下落は続く)

住宅価格については、政府は不動産市場の下落に歯止めをかけようとは対応しているところではあるが、70都市平均²⁹の住宅価格は下落が続いている。

2026年の都市階級別の動向をみると、住宅購入に関する規制緩和³⁰を背景に、2月には1級都市（北京等）では新築、中古住宅ともに前月から上昇する動きをみせ、5月ま

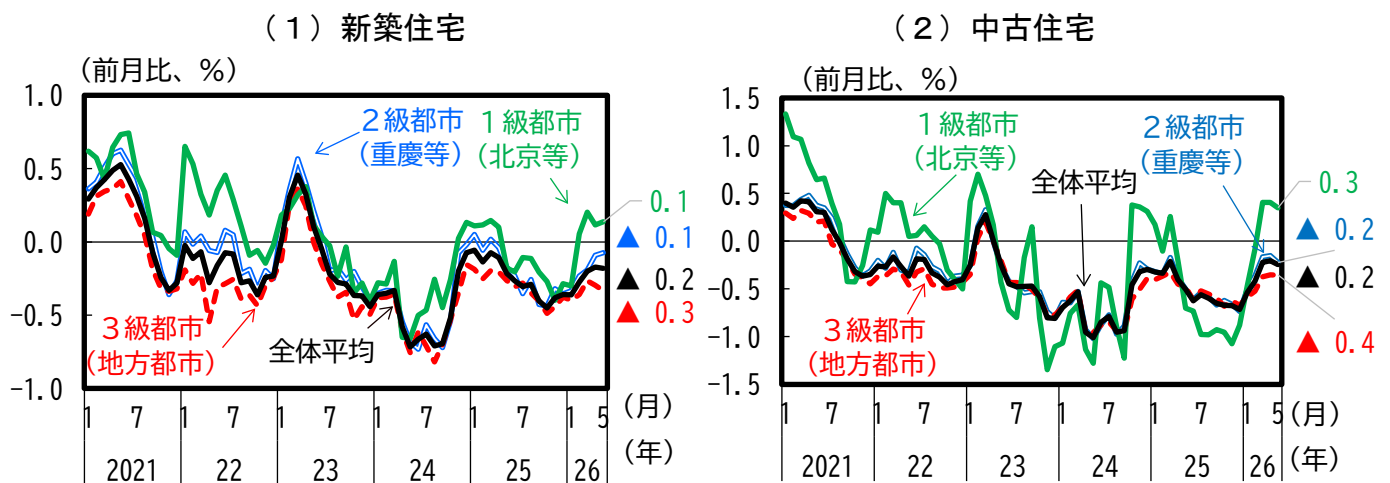
²⁹ 70都市のうち、1級都市は4都市（北京、上海、広州、深圳（しんせん））、2級都市は31都市、3級都市は35都市。

³⁰ 北京市では2025年12月から、上海市では26年2月から、市内に戸籍のない世帯の住宅購入要件である社会保険または個人所得税の連続納付期間の3年から1年の短縮、2人以上の子がいる世帯の2軒目購入における規制緩和などの措置が実施された。

で前月比でプラスとなった。このように一部では前月比で価格が上昇する都市があったものの、2級都市（重慶等）、3級都市（地方都市）の下落は続いており、全体平均では住宅価格の下落が継続している（第2-2-10図、第2-2-11図）。

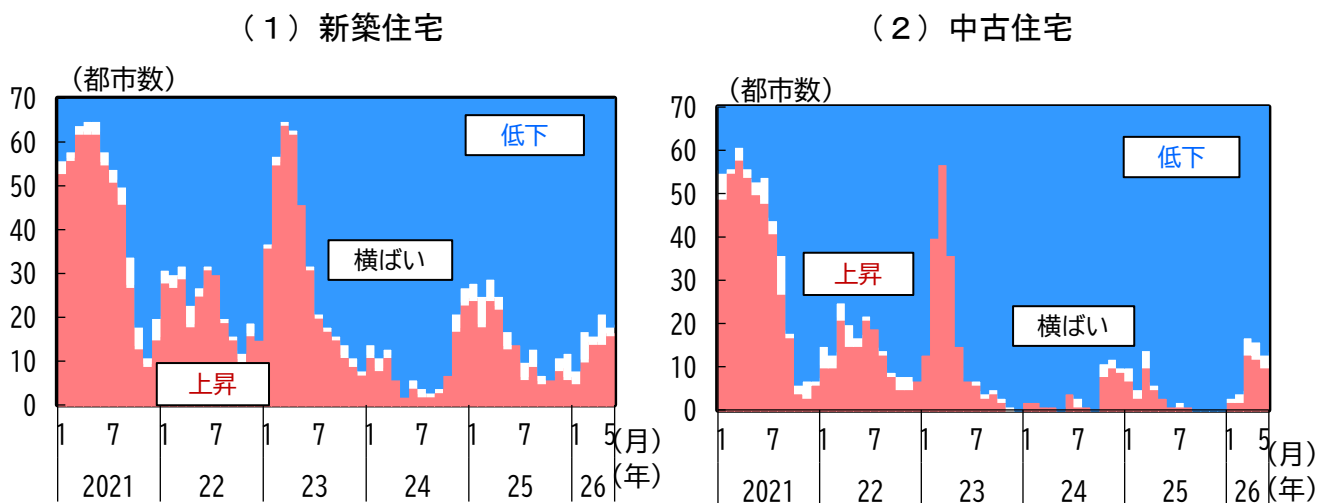
中国では2022年から人口減少局面にあり、住宅需要の下押し圧力となっているところ、住宅価格全体は2026年前半も低下傾向にあり、不動産市場の停滞に改善の兆しはみられない。

第2-2-10図 住宅価格（前月比）



(備考) 中国国家统计局により作成。

第2-2-11図 住宅価格（前月比増減都市数）

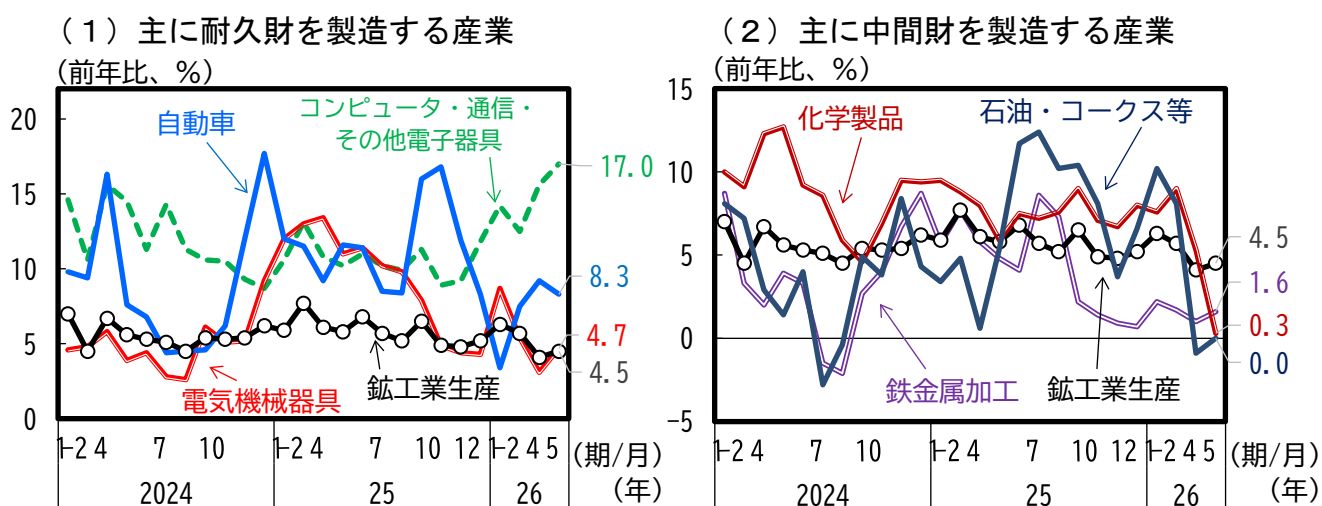


(備考) 中国国家统计局により作成。

（鉱工業生産は持ち直している）

鉱工業生産全体の動向をみると、おおむね前年比5%前後の伸びが続いている（第2-2-12図（1））。コンピュータ・通信・その他電子器具は前年比2桁を超える高い伸びが続いており、2026年は更に伸びを高めた。世界的なAI関連需要が背景にあるとみられる。主要業種では、自動車産業は国内販売の弱さもあり2025年後半から伸び率が低下を続けていたが、2026年に入ってやや持ち直している。電気機械器具産業は鉱工業生産全体と同程度の5%程度の伸びとなっている。一方、鉄金属加工産業は、不動産開発投資の減少の継続、自動車生産の伸び率の低下もあり、伸び率が低下している。石油・コークス等産業は、2026年春の中東情勢の悪化とともに大きく減少した（第2-2-12図（2））。

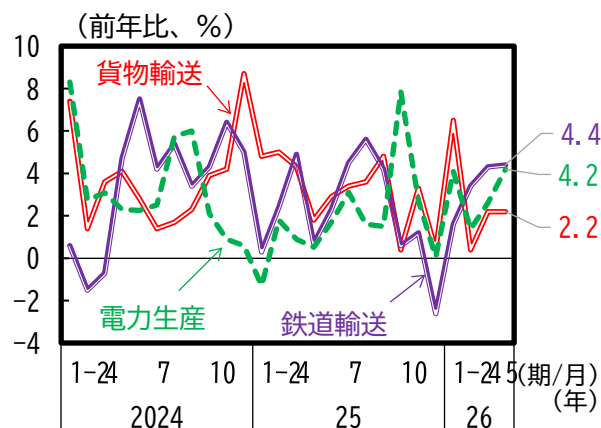
第2-2-12図 鉱工業生産



（備考）中国国家统计局により作成。

また、電力生産や輸送量を確認すると、2026年前半は前年を超える伸びとなっており、中東情勢の緊迫化により世界的にエネルギーの流通が滞った中でも、中国国内では発電量の減少や物流が抑制されるような大きな変化はみられなかった（第2-2-13図）。

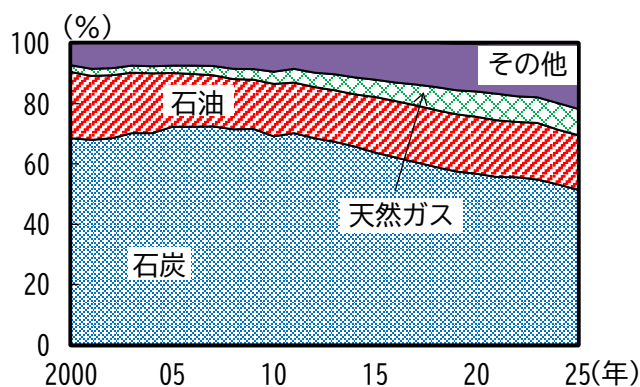
第2-2-13図 電力生産・貨物輸送・鉄道輸送



(備考) 中国国家统计局により作成。

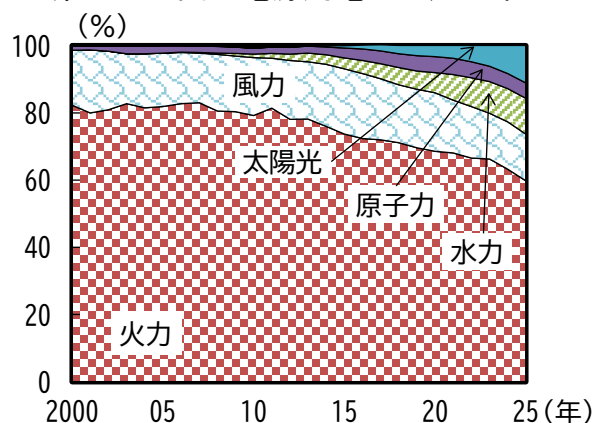
その背景として、中国のエネルギー消費は石炭が6割近くを占め、中東依存度が比較的高い石油や、天然ガスの割合は30%に満たないことがある（第2-2-14図）。また電源別にみると、石炭を主力とした火力発電のほか、近年では水力、風力、太陽光発電といったクリーンエネルギーによる発電比率が高まっていることも、中東情勢の影響を受けにくい経済構造にしている要因といえる（第2-2-15図）。

第2-2-14図 エネルギー消費比率



(備考) 中国国家统计局により作成。

第2-2-15図 電源別電力生産比率



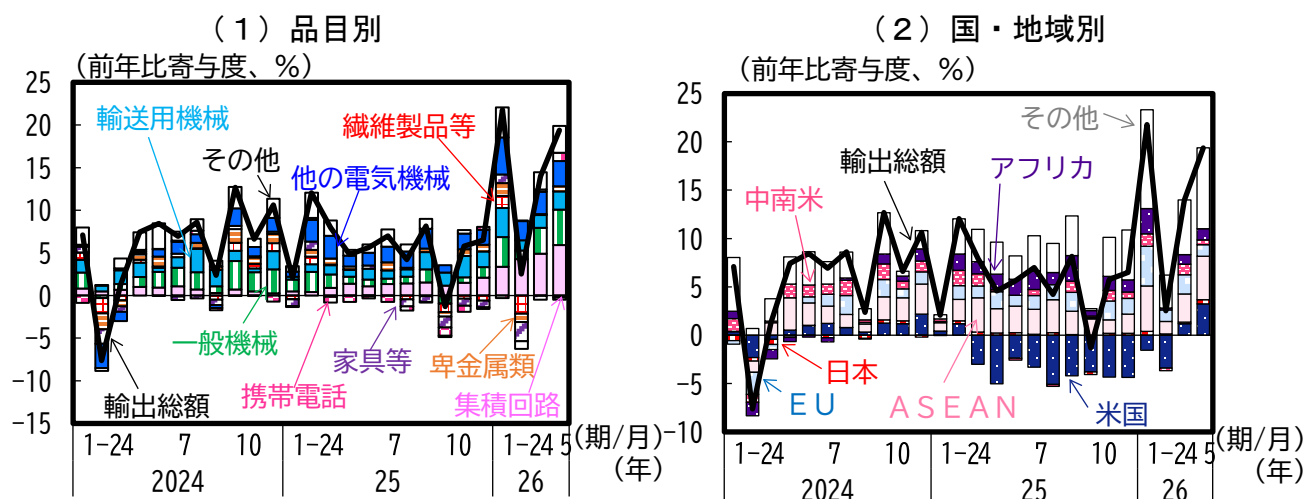
(備考) 中国国家统计局により作成。

(財輸出は集積回路を始めとした電気機械の増加もあり総額の増加が続く)

財輸出を品目別にみると、2025年は電気機械、一般機械が前年比増加に寄与していたところ、2026年には、電気機械、一般機械の輸出に加え、AI関連需要も背景とした集積回路の輸出が全体の輸出を更に押し上げている。

国・地域別にみると、2025年から増加寄与が高まっていたアフリカ向けは、2026年に入っても増加を続け、ASEAN、EU向けも増加が継続している。また米国向けは、2025年の関税引上げの影響もありマイナス基調にあったところ、2026年2月に米国最高裁による相互関税等への違法判決により追加関税率が20%から10%に引き下げられたことや前年の低いベース効果もあり、2026年4月からプラスに転じた（第2-2-16図）。

第2-2-16図 財輸出



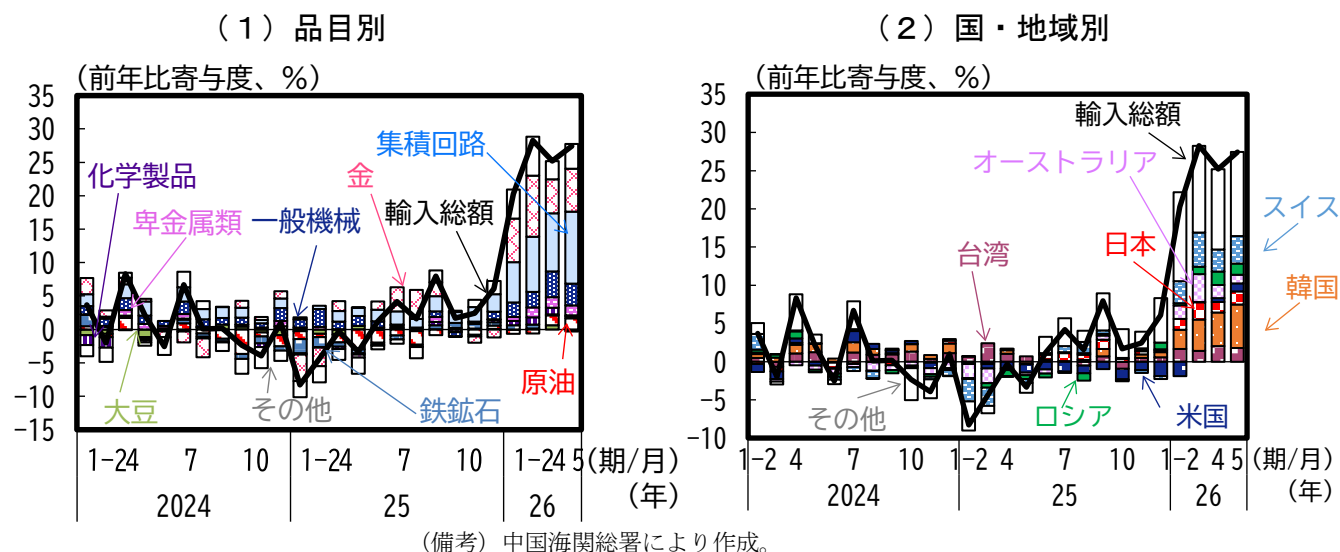
(備考) 中国海関総署により作成。

次に財輸入の動向を品目別にみると、金価格の上昇を背景に、金の輸出金額増加による寄与が高まった。また、2026年に入ると半導体価格の上昇を受け、集積回路が輸入総額の押上げに大きく寄与するようになった（第2-2-17図（1））。

財輸入を国別にみると、2026年に入り、半導体、情報通信機器等の輸入元である韓国や台湾、金の輸入元であるスイス、原油の中東以外の代替調達先としてのロシアからの輸入が増加に寄与していた（第2-2-17図（2））。

国内の消費が弱含みとなっている中でも、中間財の価格上昇もあり、2026年の中国の財輸入総額は前年比で20%を超える高いものとなっている。

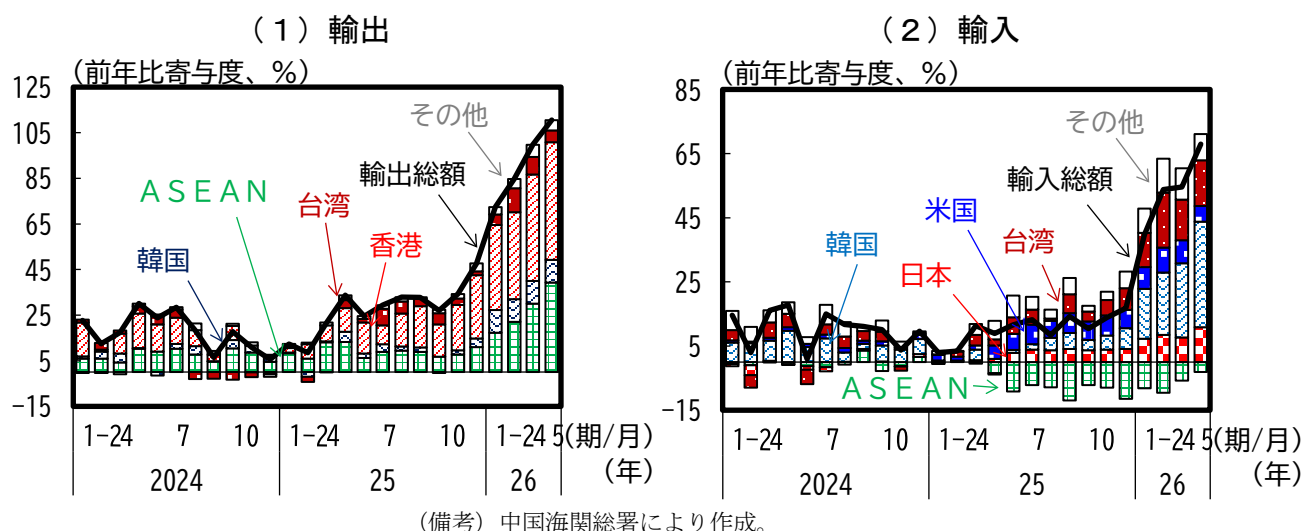
第2-2-17図 財輸入



集積回路の輸出入の動向を併せて確認すると、中国からの輸出先は、ASEAN、韓国、台湾、香港といったアジアの国・地域が大宗を占める。2026 年では、ASEAN が増加するとともに再輸出を含む香港³¹が増加の寄与を高めている（第 2-2-18 図（1））。

輸入についてみると、先端半導体等を生産している韓国、台湾が輸入増加の寄与を高めている一方で、汎用半導体等が主力となる ASEAN からの輸入は、2025 年半ば以降マイナスに寄与している（第 2-2-18 図（2））。

第2-2-18図 集積回路の輸出入（国・地域別）

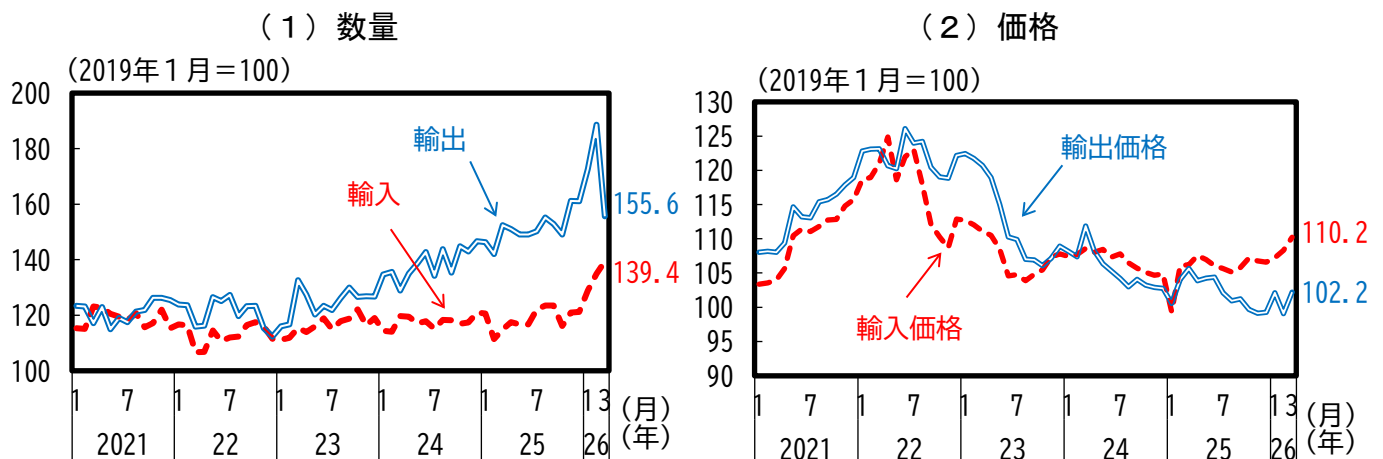


³¹ 集積回路の再輸出先について、中国本土への再輸出を除くと、上位 5 か国・地域は、ベトナム (28.9%)、台湾 (20.0%)、インド (8.5%)、タイ (7.2%)、シンガポール (5.8%) となっている。括弧内は中国本土向けを除いた 2026 年 1 月から 4 月までの累計のシェア。

輸出入の数量と価格の動向について確認する。数量では近年、輸出の伸びが輸入の伸びを上回って推移している（第 2-2-19 図（1））。

価格の推移をみると、中国国内の物価の下落が継続していたこともあり、2025 年末にかけて輸出価格は低下傾向で推移していた。2026 年においては、中東情勢緊迫化による国際商品価格の上昇もある中、輸出価格は下げ止まり、輸入価格は上昇の兆しがみられている（第 2-2-19 図（2））。

第2-2-19図 財輸出入



(備考) 1. オランダ経済政策分析局により作成。
2. 季節調整値。

最後に中国のレアアース輸出と輸出管理政策の動向について確認する。レアアースはEVのモーターや家電製品を始め幅広い電化製品に使用される、デジタル社会に不可欠な中間財である。中国は世界最大のレアアース産出国であるが、その政策動向によって輸出量は大きく左右される。

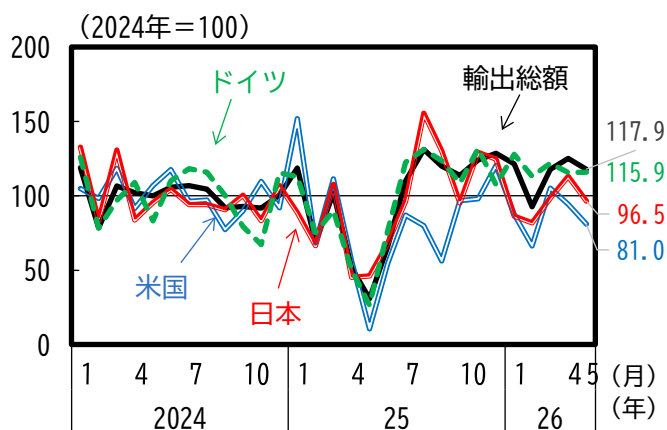
2025年4月に、レアアースのうち7種類³²の輸出を許可制とする輸出管理の強化が行われた際には輸出額が大きく減少した（第 2-2-20 図）。また、同年11月に1年間の実施延期が公表されたが、10月には用途に軍事目的が含まれる場合の輸出の不許可やレアアース関連技術に対する輸出管理等の規制など複数の追加的な輸出管理措置が中国政府から発表されている。

2026年においては、1月に日本に対し、レアアースを含む軍民両用（デュアルユース）品の輸出規制（輸出管理強化措置）を発表し、2月には輸出禁止の対象となる「管理リスト」と輸出審査の厳格化の対象となる「懸念リスト」にそれぞれ20の企業・団

³² 17の元素のうち、サマリウム、ジスプロシウム、ガドリニウム、テルビウム、ルテチウム、スカンジウム、イットリウム。

体を追加した。6月には更に 20 企業・団体ずつを両リストに追加した。また、4月には一部の欧州企業、6月³³には一部の米国企業が輸出管理の対象とされた。実際の輸出動向を含め、今後の動向を注視していく必要がある。

第2-2-20図 レアアース・同製品の輸出額



(備考) 1. 中国海関総署により作成。
2. レアアース・同製品について、対象となる HS コードは、2846、28053、253092、3606901、7202991、8505111。

(成長率目標は引下げ)

2026 年 3 月に開催された全人代の政府活動報告では、2025 年の国内経済について供給過多と需要不足との矛盾があるという現状認識が示された上で、2026 年の実質 GDP 成長率目標は「4.5～5%」に引き下げられた。国務院は、目標値は中国の潜在成長率と整合していると説明している。近年の目標値は、2021 年は「6%以上」、2022 年は「5.5%程度」、2023 年から 2025 年までは「5%程度」と徐々に引き下げられてきた。

2026 年の財政政策のスタンスは「引き続きより積極的な財政政策」とされ、財政赤字対 GDP 比の目標（4%程度）や地方特別債（4.4 兆元）、超長期特別国債³⁴（1.3 兆元）の新規発行額は前年と同規模が維持された。金融政策のスタンスは「引き続き適度に緩和的な金融政策」とし、預金準備率や金利の引下げなど様々な政策手段を活用することとされ、財政・金融政策のスタンスはいずれも前年から据え置かれている。

また、重点的取組として「強大な国内市場の整備」が掲げられた。消費財買換え支援については、2025 年の 3,000 億元から 2,500 億元に減額されたものの、消費促進策として続けられる。

³³ 中国商務部による輸出管理措置に加え、中国財政部から政府調達における一部の米国企業からの調達を不可とする通知も発表された。

³⁴ 政府活動報告では、大規模設備更新及び消費財買換え支援、国家重要戦略の実施と重点分野の安全保障能力の整備に充てるとされている。

あわせて、今後5年間の政策運営の指針となる「第15次五カ年計画」（2026～2030年）が採択された。過去の五カ年計画で設定されてきた実質GDP成長率の目標については、年度ごとの状況に応じて設定するとして、前回の第14次五カ年計画（2021～2025年）と同様に5年間の具体的な目標は示されなかった。その一方で、前回示された2035年までに一人当たりGDPを中等先進国水準に引き上げるとの目標を具体化させ、2035年までに一人当たりGDPを2020年比で2倍とする目標が示された。政策面では、低迷する個人消費の拡大に向けて所得環境の改善も含めた政策対応を強化する姿勢も示している。また、研究開発投資の伸び率を年7%とする目標も維持された。この他、育児手当や保育サービスの供給拡大等様々な施策を通じて少子化対策に取り組む姿勢も示されている（第2-2-21表）。

第2-2-21表 全人代の政府活動報告（2026年3月5日公表）の主な内容

○現状認識：

- （１）世界経済：・地政学的リスクが高まり続け、成長の原動力が不足。
 - ・多国間主義と自由貿易が大きく揺さぶられている。
- （２）国内経済：・供給過多と需要不足との矛盾
 - ・市場の期待がやや低く、重点分野にリスクや潜在リスクが多数存在。
 - ・一部企業は経営難、大衆の就業と収入増にも困難。
 - ・一部地方の財政難。不動産市場は調整が続く。

○2026年の主要目標

- （１）実質 GDP 成長率：4.5～5％（2025年目標5％程度）
- （２）都市部新規就業者数：1,200万人以上（2025年目標1,200万人）
- （３）都市部調査失業率：5.5％程度（2025年目標5.5％程度）
- （４）CPI上昇率：2％程度（2025年目標2％程度）
- （５）財政赤字対 GDP 比：4％程度（2025年目標4％）
- （６）地方特別債発行枠：4.4兆元（2025年目標4.4兆元）

○財政政策：「引き続きより積極的な財政政策」

- （１）財政赤字の対 GDP 比：4％程度（2025年は目標4％）
- （２）超長期特別国債の発行：1.3兆元（2025年は1.3兆元）
- （３）地方特別債の発行枠：4.4兆元（2025年目標4.4兆元）
- （４）大型商業銀行への資本注入のための特別国債の発行：3,000億円（2025年は5,000億円）

○金融政策：「引き続き適度に緩和的な金融政策」

預金準備率と政策金利を適時に引下げ、社会融資規模・マネーサプライの伸び率を経済成長と物価の目標と釣り合うようにし、人民元為替相場の均衡為替レートに沿った安定的な推移を保つ。

○重点的取組

- （１）強大な国内市場の整備
 - 超長期特別国債を使用した消費財買換え支援（前年から500億円減額の2,500億円）、
 - インバウンド消費環境整備、新型政策金融ツールによる民間資本の投資促進（8,000億円）
- （２）新たな原動力の育成・強化を加速
 - 超長期特別国債を使用した大規模設備更新
- （３）重点分野のリスク防止・解消
 - 不動産市場の安定化、地方政府の債務リスク解消

○第15次五カ年計画期（2026～2030年）の主要目標と重大任務

主要目標・指標（合計20項目の経済社会发展主要指標を設定）

（1）経済発展

- ・GDPの伸び率を合理的な範囲内に保つ上で、年度ごとの状況に応じて設定。
- ・2035年までに1人当たりGDPを2020年比で2倍とする。

（2）イノベーションによるけん引

- ・社会全体の研究開発費の伸び率を年平均7%以上とする。

（3）民生福祉

（4）グリーン化・低炭素化

（5）安全保障

重大な戦略的任務

（1）質の高い発展を推進

- ・ハイレベルの科学技術の自立自強に着眼し、独創的イノベーションと基幹核心技術の研究開発を強化。
- ・デジタル経済の中核的な産業の付加価値の対GDP比を12.5%まで引上げ。

（2）国内大循環を強化

- ・「モノへの投資」と「ヒトへの投資」の緊密な統合。
- ・個人消費の対GDP比の顕著な向上、有効投資の拡大。

（3）全人民の共同富裕を推進

- ・安心して子供を産み育てられる社会の建設
- ・所得分配制度の改善、社会保障体系の整備

（4）発展と安全を統一的に考慮

- ・不動産、地方政府債務、地方中小金融機関等のリスクの秩序立った解消。

重要プロジェクト（6分野合計109件の重要プロジェクトを設定）

（1）新質生産能力発展のリード

（2）現代化インフラ体系の構築

（3）都市・農村の融合発展の促進

（4）民生の保障と改善

- ・質の高い教育体系の整備
- ・高齢者・子ども支援の拡充

（5）グリーン化・低炭素化の推進

（6）重点分野の安全保障

○第15次五カ年計画期間における経済社会発展主要指標

指標	単位	2025年	2030年	年平均/累計	属性
経済発展					
1. 国内総生産（GDP）成長率	%	5	—	GDPの伸び率を合理的な範囲内に保つ上で、年度ごとの状況に応じて設定。	予測値
2. 労働生産性伸び率	%	6.1	—	GDP成長率を上回る	予測値
3. 常住人口の都市化率	%	67.9	71	—	予測値
イノベーション駆動					
4. 研究開発費伸び率	%	9.1	—	>7	予測値
5. 1万人当たり高価値発明特許保有件数	件	16	>22	—	予測値
6. デジタル経済の中核的な産業付加価値対GDP比	%	10.5*	12.5	—	予測値
民生福祉					
7. 都市部調査失業率	%	5.2	—	<5.5	予測値
8. 一人当たり可処分所得増加率	%	5	—	GDP成長率と同等	予測値
9. 生産年齢人口の平均教育年数	年	11.3	11.7	—	拘束性
10. 人口千人当たり医療従事者数 医師免許保持者数 登録看護師数	人 人	3.1 4.3	3.7 5.1	—	予測値
11. 介護保険における介護ベッドの割合	%	68	73	—	予測値
12. 3歳以下乳幼児の託児所入所率の上昇幅	%pt	—	—	[6]	予測値
13. 平均寿命	歳	79.25	80	—	予測値
グリーン化・低炭素化					
14. 単位GDP当たりの二酸化炭素排出削減量	%	[17.7]	—	[17]	拘束性
15. エネルギー消費総量に占める非化石エネルギーの割合	%	21.7	25	—	拘束性
16. 地級市及びそれ以上の都市における微小粒状物質（PM2.5）濃度	μg/m³	28	<27	—	拘束性
17. 優良水域の割合	%	80	85	—	拘束性
18. 森林カバー率	%	25.1*	25.8	—	拘束性
安全保障					
19. 食糧総合生産能力	億トン	6.95	7.25前後	—	拘束性
20. エネルギー総合生産能力	億tce	51.3	58	—	拘束性

1. []は5年間の累計値。
2. *は2024年の値。
3. 研究開発費伸び率は実質値で計算。
4. 食料総合生産能力とは、安定的に達成可能な食糧生産能力を指す。

（備考）新華社により作成。

（まとめ）

2026年前半の中国は、中東情勢の悪化の中でも生産は持ち直しの動きが続いた。一方で、消費は自動車販売が2桁のマイナスになるなど弱含みとなっている。また、投資をみると、不動産開発投資は昨年に続き前年比で2桁の減少が続く中、投資全体はインフラ投資の増加により年初に前年比プラスに転じたものの、2026年春頃から再び前年比マイナスに転じている。生産の伸びが消費や投資の伸びを上回っており、過剰供給の傾向が続いている。

財輸出については、AI関連需要も背景とした集積回路による輸出額の押上げや、米国向け輸出のプラス転換などにより増加ペースが高まっている。

外需はプラス寄与となっているものの、消費の弱含みや投資の減少から、景気は緩やかに減速している。また、不動産市場の停滞に回復の兆しがみられない中で、先行きも景気の減速が続くことが予想される。

こうした内需の弱さを背景に3年近く低下が続いていたGDPデフレーターは、天候や中東情勢など外的要因を主因に前年比ゼロ近傍に近づくなどの変化がみられたが、基本的な物価下落基調が大きく変わったとはいえない。

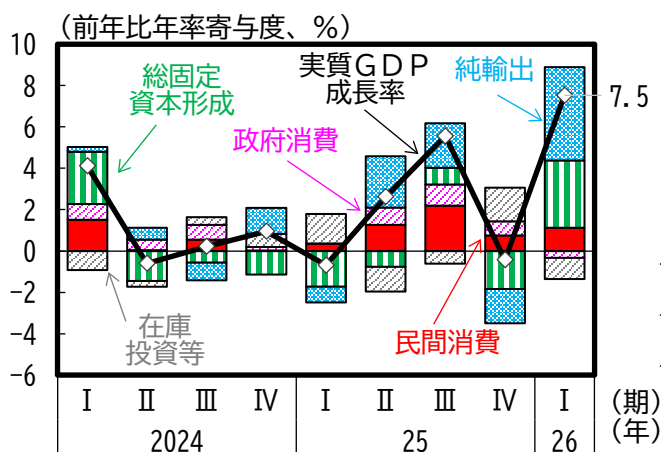
2. その他アジア経済の動向

（韓国の景気は緩やかに回復している）

韓国の2025年の実質GDP成長率は前年比1.1%であった。2025年10－12月期に前期比年率▲0.4%のマイナス成長となったものの、2026年1－3月期は、AI関連需要を背景とした外需の増加、また外需に応じた半導体関連メーカーによる建設投資や設備投資の増加により、前期比年率7.5%の高い伸びとなった（第2-2-22図、第2-2-23図）。外需や企業部門を中心に、韓国の景気は緩やかに回復している。他方、民間消費の伸びは高まらず減速しているが、その要因の一つとして、韓国特有の住宅不動産関連金融（チョンセ等）を背景とした家計債務比率の高止まりが指摘される³⁵（第2-2-24図）。

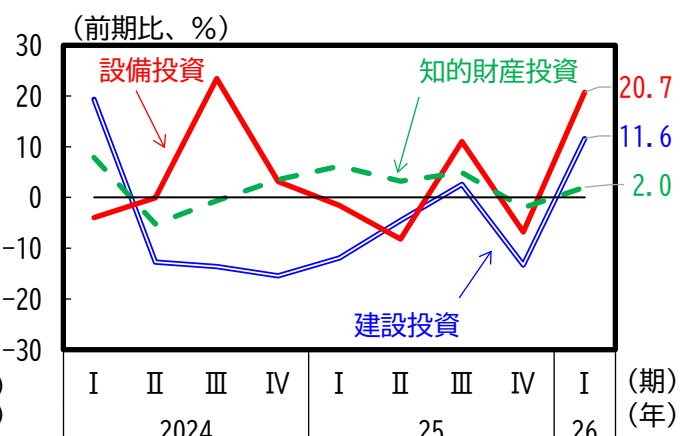
輸出動向について、主要品目である半導体と自動車の輸出額の前年比をみると、半導体輸出は、感染症拡大期での通信機器需要の一巡により2022年末から2023年にかけて一時的にマイナスとなった後、プラス基調を続け2026年は前年比30%ポイントを超える上昇寄与となった。一方、自動車輸出は総じて低調であり、韓国の財輸出は半導体が主導していることが鮮明である。メモリ半導体の単価上昇の影響も含め、世界的なAI関連需要の増加が輸出総額の大幅な増加につながっている（第2-2-25図）。

第2-2-22図 韓国の実質GDP成長率



（備考）韓国銀行により作成。

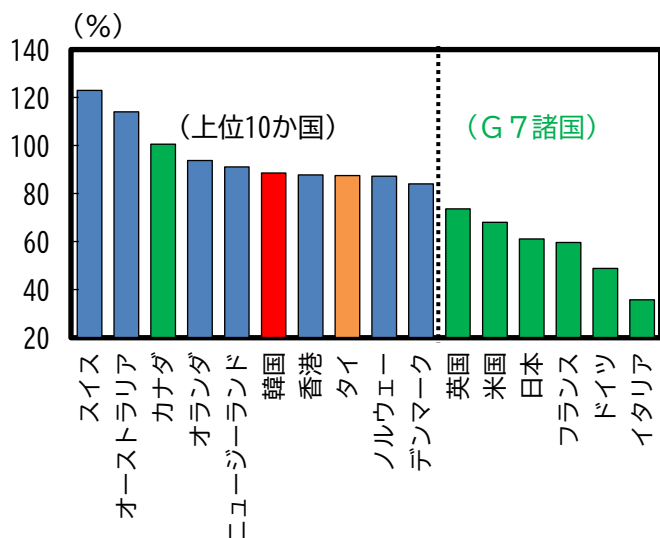
第2-2-23図 韓国の総固定資本形成



（備考）韓国銀行により作成。

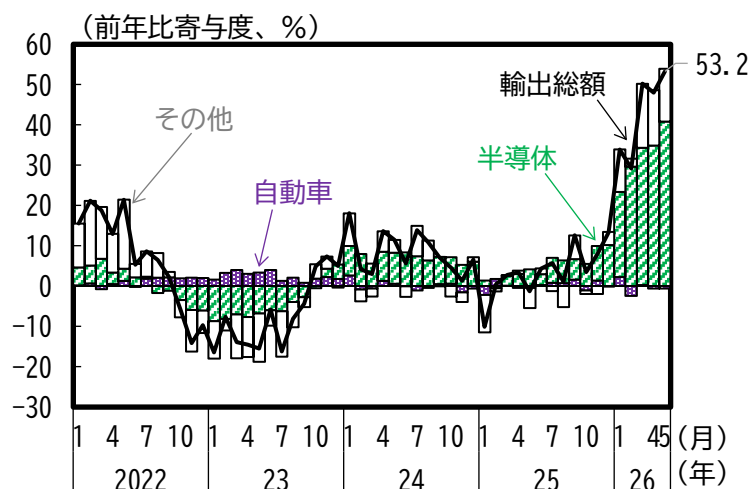
³⁵ IMF (2025c)、福井 (2026)

第2-2-24図 各国の家計債務残高対GDP比



(備考) 1. BIS により作成。
2. 2025 年 10－12 月期時点。

第2-2-25図 韓国の財輸出



(備考) 韓国産業通商部により作成。金額ベース。

(台湾の景気は外需を中心に拡大している)

さらに AI 需要の恩恵を受けているのが台湾である。台湾の実質 GDP 成長率をみると、2025 年 4－6 月期を境に成長ペースは加速し、その加速の大宗が外需による成長寄与となった（第 2-2-26 図）。寄与率に換算すると 8 割前後が外需となる。一方で消費を始めとした内需の寄与は高まっていない。2025 年 10－12 月期の実質 GDP 成長率は前年比 13.0%、2026 年 1－3 月期は 14.5%と 2 桁の成長率が続いた。台湾の景気は外需を中心として拡大している。

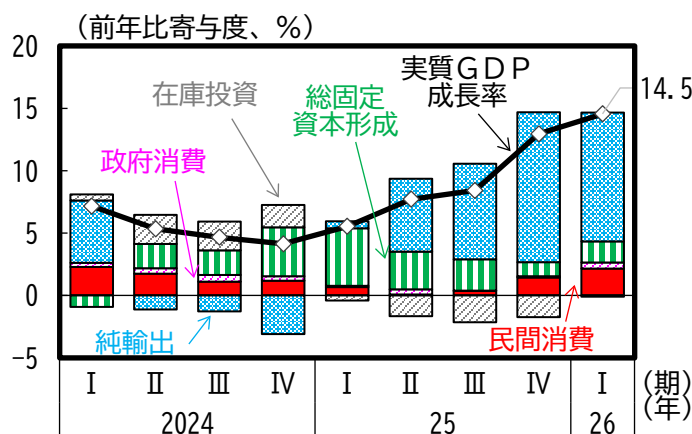
財輸出の動向をみると、AIサーバーを始めとした情報通信機器が大幅に伸びているほか、半導体を含む電子部品も堅調な伸びを示している。その一方で、その他の品目の増加寄与は低く、韓国以上に半導体関連に依存した財輸出の構造となっている（第2-2-27図）。

一方、消費動向として名目小売業販売額の動向をみると、自動車を始めとした耐久消費財等の伸びが弱いこともあり、2025年半ばには前年比の伸びは一時マイナスとなった。2026年にやや回復したが、中東情勢の緊迫化による物価上昇が徐々にみられる中、名目消費額の増加ほどには実質的な消費活動は飲食サービス消費も含め高まらない可能性がある（第2-2-28図）。

賃金と消費者物価（CPI）の動向をみると、名目賃金上昇率が前年比 3 %程度で安定的に推移する下で、2025年は徐々にCPIの伸びが緩やかになり、それに応じて実質賃金の上昇率は高まった。しかしながら、2026年に入りエネルギー価格の上昇を受け、CPI

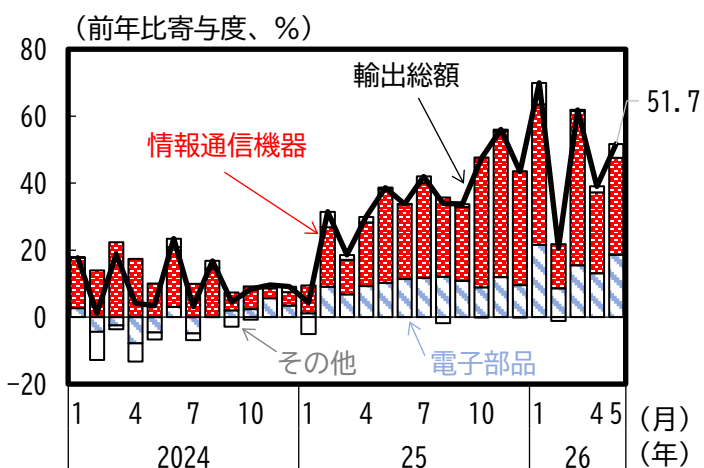
の伸びが高まっており、実質賃金の伸びはある程度抑制されることが予想される（第2-2-29図）。

第2-2-26図 台湾の実質GDP成長率



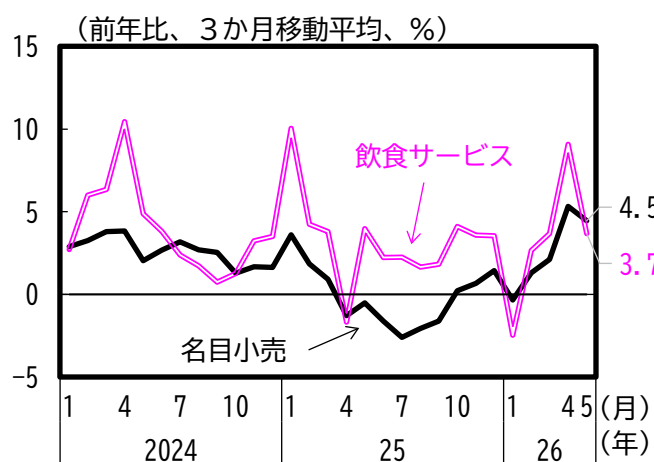
（備考）台湾行政院主計総処により作成。

第2-2-27図 台湾の財輸出



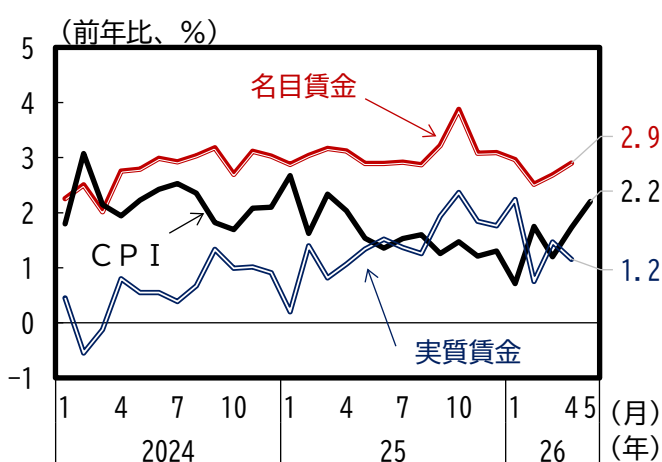
（備考）台湾財政部により作成。金額ベース。

第2-2-28図 台湾の小売、飲食・サービス



（備考）台湾經濟部により作成。

第2-2-29図 台湾の賃金



（備考）台湾行政院主計総処により作成。

（インドネシアの景気は緩やかに回復している）

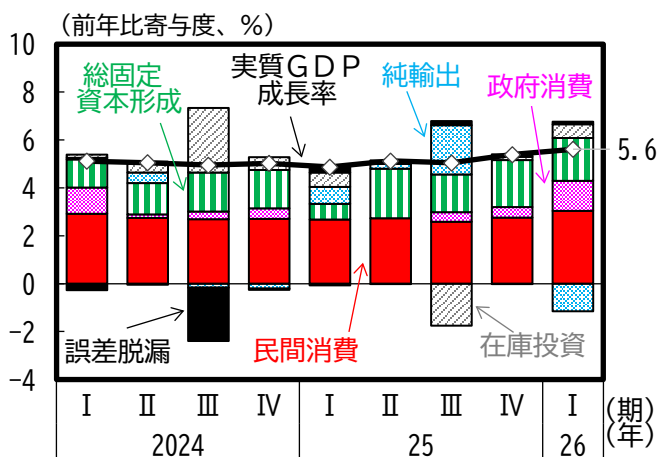
近年5%前後で推移していたインドネシアの実質GDP成長率は、2026年1-3月期は前年比5.6%と前期より拡大し、景気は緩やかな回復が続いている（第2-2-30図）。成長を支えているのは民間消費と総固定資本形成の内需である。2026年1-3月期は政府消費の寄与が高まったが、2026年はラマダン明けの休暇が昨年より早い1-3月期になったことで公務員への手当支給が増加したこと、プラボウォ政権が進める無料給食事業の拡大が背景にあるとみられる。

特に、無料給食事業は政府予算の 10%を超える事業となっている。事業拡大の実施により財政赤字が拡大する可能性はあるが、IMF (2026a)の見込みでは政府目標の財政赤字（対 GDP 比）3%ルール枠内に収まるとされている（第 2-2-31 図）。

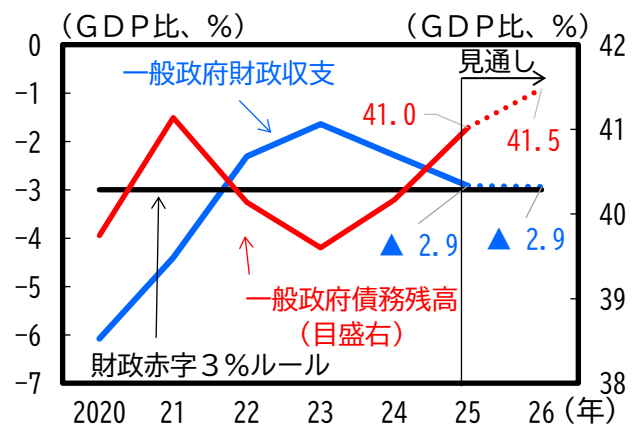
輸出動向について、インドネシアでは石炭を始めとした鉱物性燃料やパーム油等の油脂が主要な輸出品であるが、2025 年以降鉱物性燃料の輸出額の前年比はマイナスが続いた。その中で、中東情勢の緊迫化に伴う国際商品市況の高騰や代替需要から 2026 年 4 月の鉱物性燃料輸出額は大きく増加した（第 2-2-32 図）。油脂については 2025 年以降安定的にプラスを維持している。なお、インドネシア政府は 2026 年 5 月、パーム油や石炭等の資源輸出を 2027 年から国営企業が一元化する輸出管理方針を示している。

第2-2-30図 インドネシアの実質GDP成長率

第 2-2-31 図 インドネシアの財政収支・債務残高対名目 GDP 比

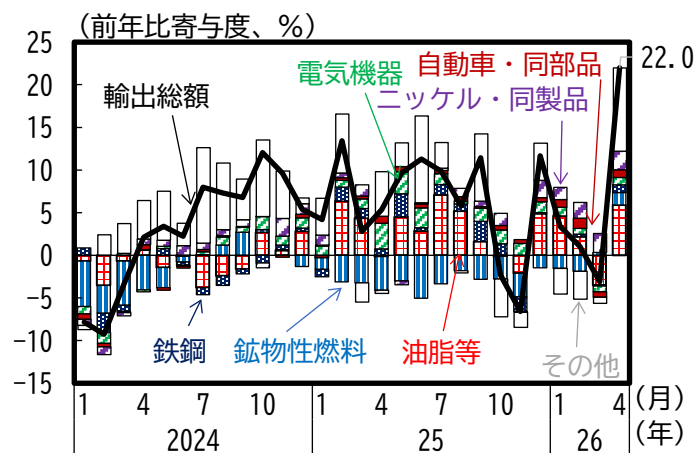


（備考）インドネシア統計局により作成。



（備考）IMF (2026a)により作成。

第2-2-32図 インドネシアの財輸出



（備考）インドネシア統計局により作成。金額ベース。

（タイの景気は持ち直しの動きがみられる）

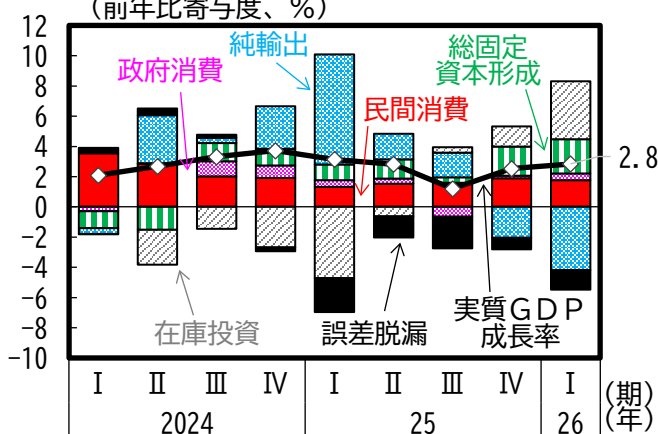
タイの実質GDP成長率は、2025年10－12月期、2026年1－3月期と2％台半ばから後半の成長となった（第2-2-33図）。純輸出の減少が成長率を押し下げたが、設備投資や建設投資など総固定資本形成の堅調さがプラス成長をもたらした。景気は持ち直しの動きがみられるものの、消費の伸びは高まっていない。タイでは、感染症拡大期で急増した家計債務の返済が進んでおらず、家計の債務残高は高止まっている³⁶。韓国同様、こうした高水準の家計債務が民間消費の抑制要因になっているとみられる（前掲第2-2-24図）。

財輸出を品目別にみると、多くの海外メーカーからタイが電子機器受託製造（EMS：Electronics Manufacturing Services）を請け負っていることもあり、電子機器の伸びが財輸出総額の伸びを支え、2026年では緩やかに増加している（第2-2-34図）。

民間消費の動向については、耐久財についてEV補助政策³⁷による自動車の駆け込み需要があり2025年末に増加率を高めたが、補助政策の切り替わりにより、2026年は伸びが低下した（第2-2-35図）。サービス消費については2025年以降鈍化傾向にあり、非耐久財や半耐久財についても、振れはあるものの、おおむね鈍化傾向である。全体として、消費の伸びは鈍化している。

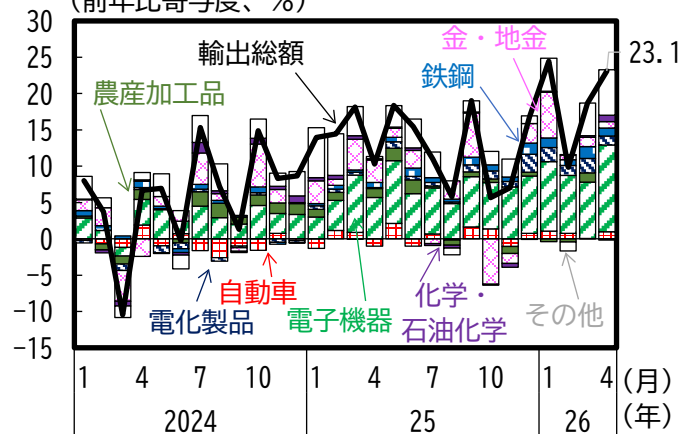
また、名目GDPに対する旅行収入の比率が高いことはタイの特徴の一つである。感染症拡大期に減少した旅行客数及び旅行収入も2024年には同水準に回復したものの、2025年は中国から旅行者が減少したこともあり旅行客数は減少している（第2-2-36図）。

第2-2-33図 タイの実質GDP成長率
（前年比寄与度、％）



（備考）タイ国家経済社会開発委員会により作成。

第2-2-34図 タイの財輸出
（前年比寄与度、％）

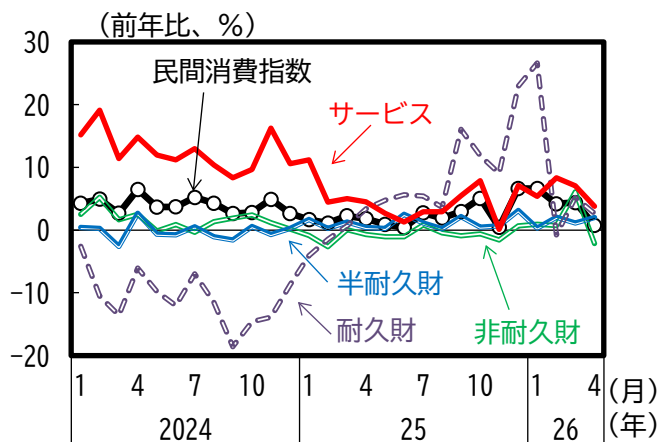


（備考）タイ中央銀行により作成。金額ベース。

³⁶ IMF (2025b)

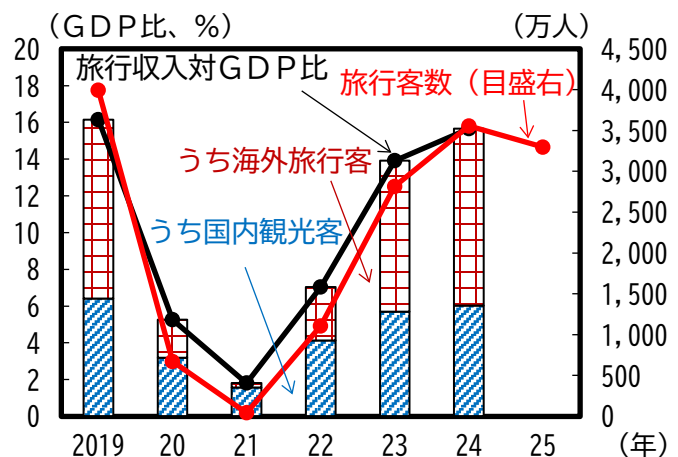
³⁷ 電気自動車振興策（EV3.0）として、政府は補助金として1台当たり最大15万バーツを補助。販売期限は25年末、登録期限は26年1月末。以後は電気自動車振興策（EV3.5）が適用されるものの、補助金額は最大10万バーツに引き下げ。

第2-2-35図 タイの消費（財別）



（備考）タイ中央銀行により作成。

第2-2-36図 タイの旅行収入対GDP比



（備考）タイ観光・スポーツ省により作成。

（インドの景気は拡大している）

インドの実質GDP成長率をみると、2025年10－12月期が前年比8.0%、2026年1－3月期は同7.8%となり、高い成長率を維持し景気は拡大している。26年1－3月期の寄与度をみると民間消費が4.0%ポイントと過半を占めており、内需に支えられた成長となっている（第2-2-37図）。

消費について、乗用車や二輪車の販売台数の推移をみると、2025年9月の物品・サービス税改革に伴う減税の効果もあって³⁸、乗用車、二輪車ともに販売台数は2025年後半から増加を続けている（第2-2-38図）。2026年春の中東情勢の緊迫化によるエネルギー価格の上昇を受け、政府は消費者負担軽減のためガソリン等の物品税の引下げを行った³⁹。物品・サービス税収については、インド経済が名目8%前後の経済成長率にある中で、2025年9月の改革以降、特に2026年は0～3%台の伸びまで鈍化しており、大幅な減税規模になったことがうかがわれる（第2-2-39図）。

また、インドの輸出は、サービス輸出のシェアが高く⁴⁰、2025年度には5割に迫るまで高まっている。2026年において、財輸出は、中東情勢の緊迫化による影響もあり、3

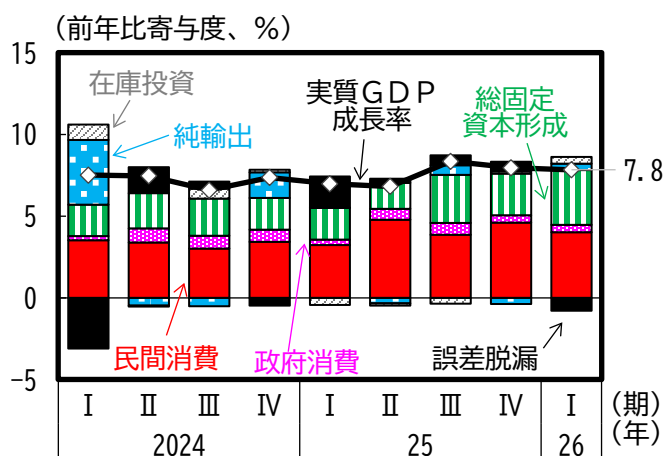
³⁸ 品目ごとに4段階（5、12、18、28%）に分類されていた税率を、5%と18%の2つに簡素化。小型の自動車・二輪車については税率が28%から18%に引き下げられた。

³⁹ 2026年3月にガソリンの物品税が1リットル当たり13ルピーから3ルピーに、軽油が10ルピーからゼロルピーにそれぞれ引下げとなった。

⁴⁰ サービス輸出のシェアは、2011年度の30.9%から2025年度には48.8%に上昇している。サービスの内訳をみると、「その他サービス業」のうち「ソフトウェア」や、アウトソーシングやコンサルティングの「ビジネス」がサービス輸出の成長をけん引し、国別では米国向けが大部分を占めている。また、インドのサービス輸出の拡大について、二宮（2025）は、高度IT人材の存在、米国との時差を活用した地理的優位性、政府の支援等を背景として挙げている。

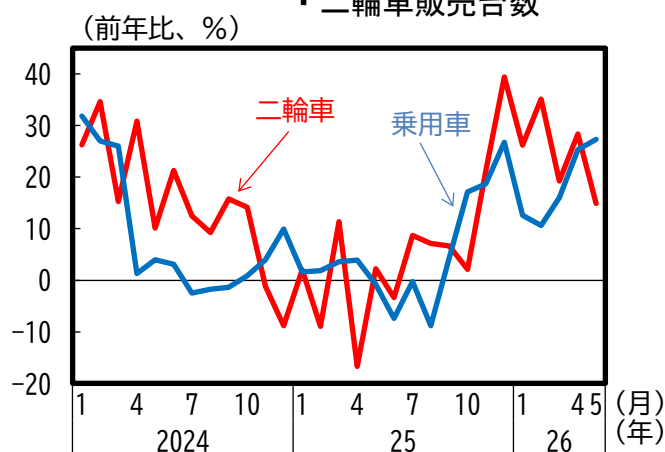
月に前年比マイナスとなったものの、国際商品価格の上昇も背景に石油製品の増加により4月には前年比プラスに転じている。その一方で、サービス輸出は前年比で10%程度の伸びを続けている（第2-2-40図）。

第2-2-37図 インドの実質GDP成長率



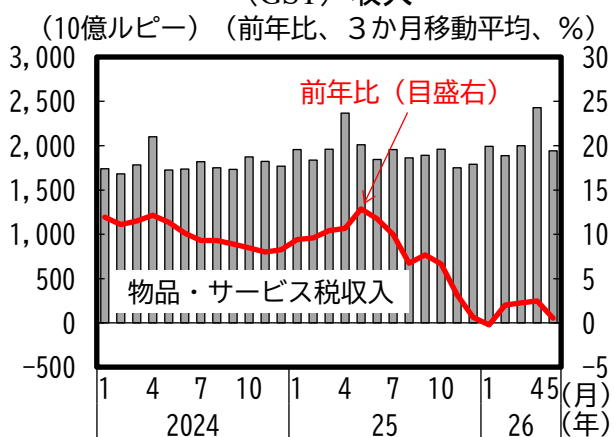
(備考) 1. インド統計・事業実施省により作成。
2. 年度は、4月～翌年3月。

第2-2-38図 インドの乗用車・二輪車販売台数



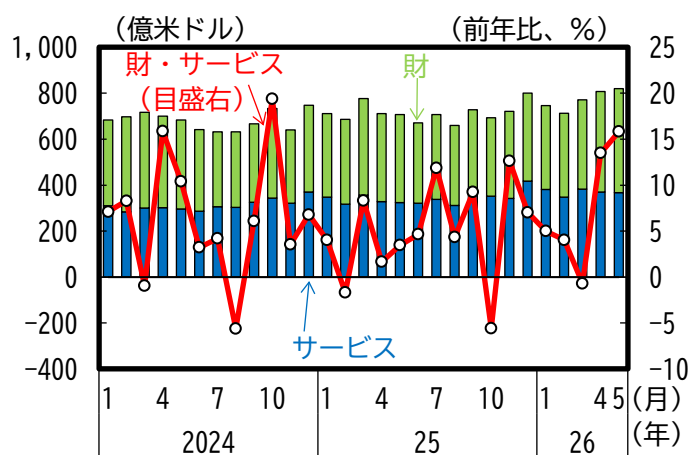
(備考) インド自動車工業会により作成。

第2-2-39図 インドの物品・サービス税 (GST) 収入



(備考) インド財務省により作成。

第2-2-40図 インドの輸出

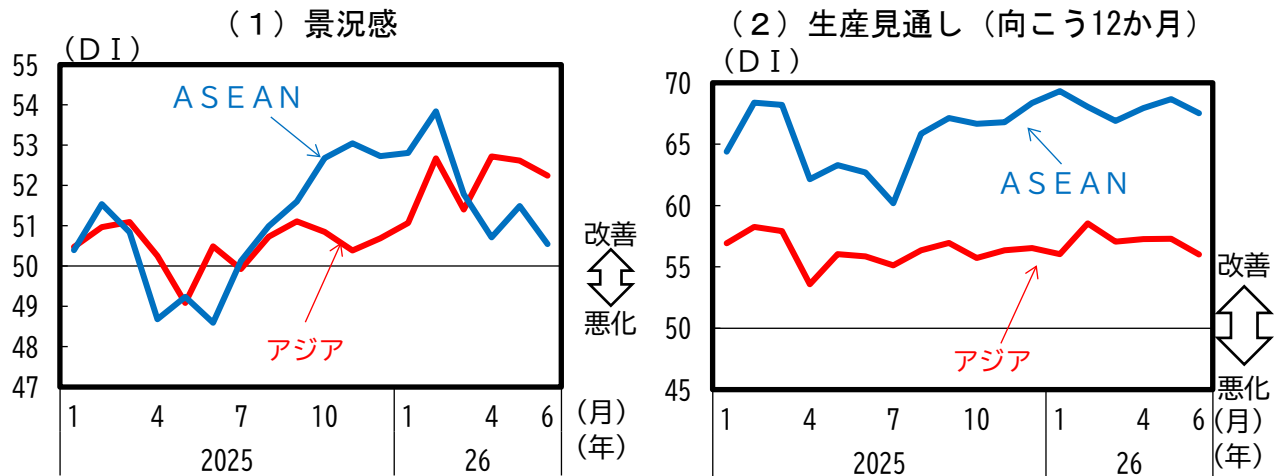


(備考) インド商工省により作成。金額ベース。

(アジアの景況感)

アジア・ASEAN地域の製造業景況感をみても、中東情勢が緊迫化した2026年3月のDIは低下したものの、改善と悪化の境となる50を下回ることにはなかった。また向こう12か月の生産見通しについては大きな変化はみられず、景況感の改善傾向を維持している（第2-2-41図）。

第2-2-41図 製造業PMI（アジア・ASEAN）

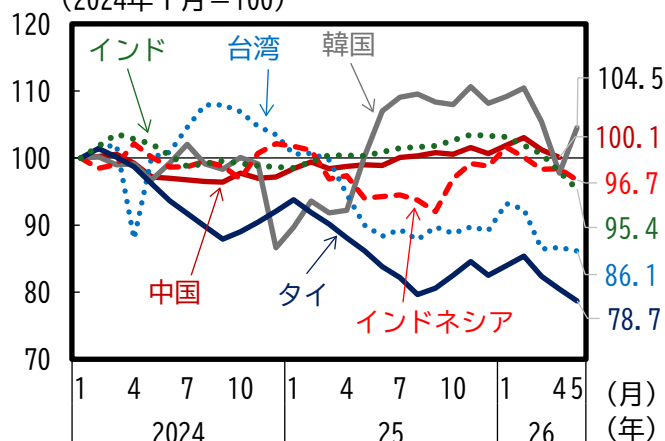


（備考）S&P グローバルにより作成。

また、消費者マインドをみても、中東情勢の緊迫化による一時的な悪化はみられたものの、それ以前の傾向が変わるようなことはなかった（第2-2-42図）。タイの消費者マインドは低下が続いており、台湾についても、経済成長自体はAI需要を反映した高い成長率であるが、その恩恵は台湾の消費者にはあまり広がっておらず、マインドは低下傾向にある。一方、韓国の消費者マインドは、2025年半ばに発足した李在明政権への政策期待などがあるとみられるが、同年半ばから傾向として高い水準で推移しており、AI関連需要の国内消費者への波及という点で、台湾よりも裾野が広い経済構造にあることが考えられる。

前述の第1章のとおり、中東情勢の緊迫化により当初はアジアのエネルギー供給が不安視されたものの、石油備蓄放出や原油等の代替調達先の開拓といった各国・地域の政策対応が行われたことや、世界的なAI関連需要の拡大により、景気の下押しが緩和された。企業マインドや消費者マインドをみても、その点が確認できる。

第2-2-42図 アジアの消費者マインド
(2024年1月=100)



- (備考) 1. 中国国家統計局、韓国銀行、台湾中央大学台湾経済発展研究センター、インドネシア中央銀行、タイ商工会議所大学、インド準備銀行により作成。
2. 台湾は向こう半年のマインド。
3. インドは現状マインド。隔月公表。

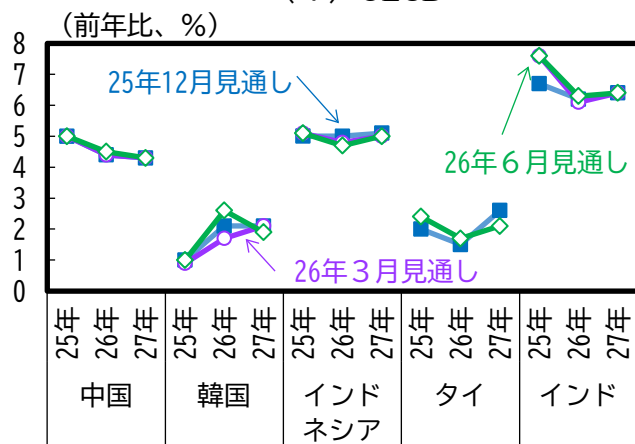
(アジア各国・地域の国際機関の見通し)

最後にアジア各国・地域の経済成長見通しについて、国際機関の見通しを確認する。OECDの3月見通しでは、中東情勢の緊迫化を受け、2026年の成長率について韓国などが下方修正されたものの、その後に公表された6月見通しでは昨年12月の見通しを超える上方修正となった。韓国については、中東情勢の悪化に伴う供給不足が下振れリスクになる一方で、世界的な先端半導体への堅調な需要により成長率が予想以上に高まる可能性がある⁴¹と指摘している。その他の国際機関の見通しをみても、多くの国・地域で、中東情勢の緊迫化から数か月経過した中でも、悪化直後の見通しから大きな離れはなく、アジア各国の経済が著しく悪化するような見通しとはなっていない(第2-2-43図)。

⁴¹ OECD (2026b)

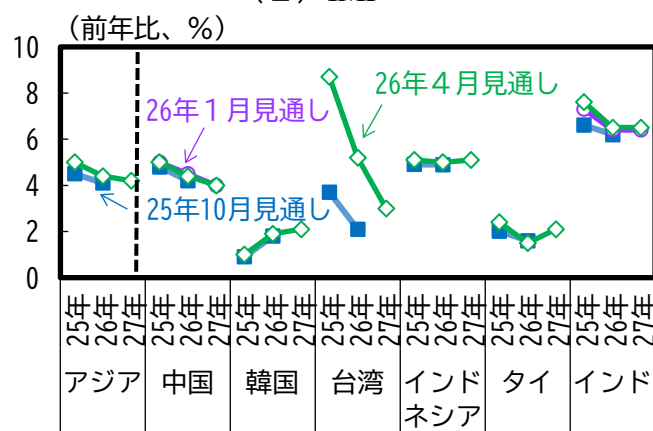
第2-2-43図 国際機関によるアジアの実質GDP成長率見通し

(1) OECD



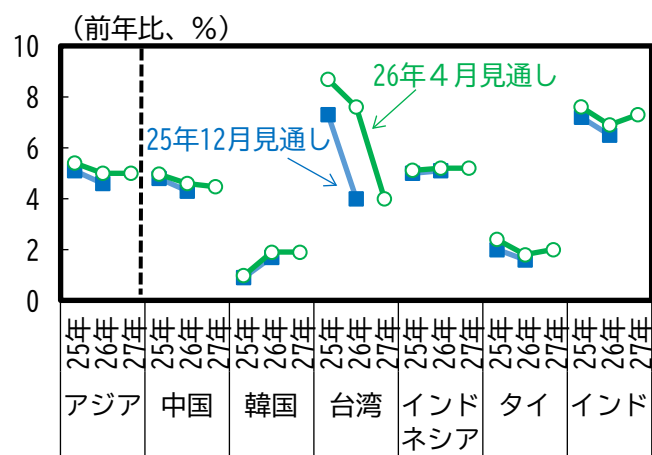
(備考) OECD (2025b、2026a、2026b)により作成。

(2) IMF



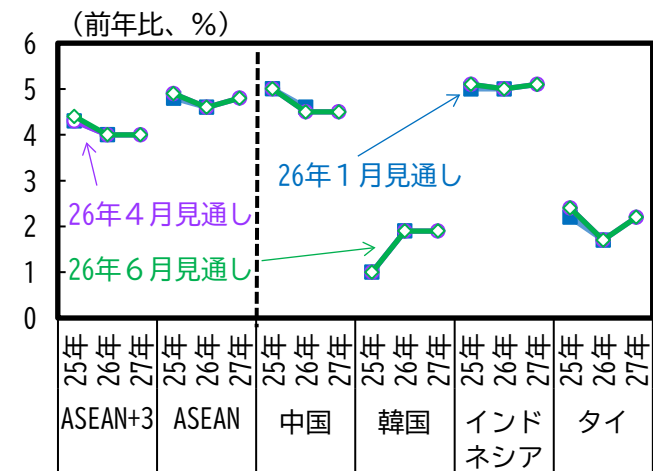
(備考) IMF (2025d、2026a、2026b)により作成。

(3) ADB (アジア開発銀行)



(備考) 1. ADB (2025、2026)により作成。
2. アジアは、オーストラリア、日本、ニュージーランド、トルコを除く全ての ADB 加盟地域経済を含む。

(4) AMRO (ASEAN+3 マクロ経済リサーチ オフィス)



(備考) AMRO (2026a、2026b、2026c)により作成。

Box. 韓国と台湾の半導体メーカー及びEMS企業について

世界的なAI需要を背景に、韓国、台湾では、半導体や情報通信機器の輸出が拡大し、実質GDP成長率を大きくけん引している。韓国、台湾の株価もこの1年で大きく上昇している（表1）。

韓国と台湾の半導体・AI関連の半導体メーカーとEMS企業についてみると、韓国系企業では、半導体の自社開発・製造を行うサムスン電子やSKハイニックスが代表的である。また台湾系企業では半導体受託製造（Foundry）企業として世界最大級のTSMC（台湾積体電路製造）や、AIサーバー組み立てなどの電子機器受託製造（EMS）企業として世界最大級のフォックスコン（鴻海精密工業）がある（表2）。

韓国と台湾の株式市場を時価総額でみると、1年間で2倍近く増加しており、上記の各企業のシェアも高まっている（図3、図4）。あわせて、各企業の売上高・営業利益と韓国、台湾の名目GDPの規模を比較すると、韓国では2026年1－3月期に、上記2社の営業利益が対GDP比で1割を超えるなど、その存在感は増している（表5）。

表1 世界各国・地域の時価総額

（兆ドル、％）

順位	順位変動	国・地域	時価総額	前年比
1	→	米国	79.249	22.5
2	→	中国	15.226	42.6
3	→	日本	8.580	21.9
4	→	香港	6.606	1.8
5	→	インド	5.042	▲ 6.3
6	↑ 4	台湾	4.970	80.2
7	↑ 5	韓国	4.663	124.1
8	↓ 2	カナダ	4.397	21.0
9	↓ 2	英国	3.888	9.4
10	↓ 2	フランス	3.448	1.6
11	↓ 2	ドイツ	2.934	▲ 4.2

（備考） 1. ブルームバーグにより作成。2026年6月28日時点。

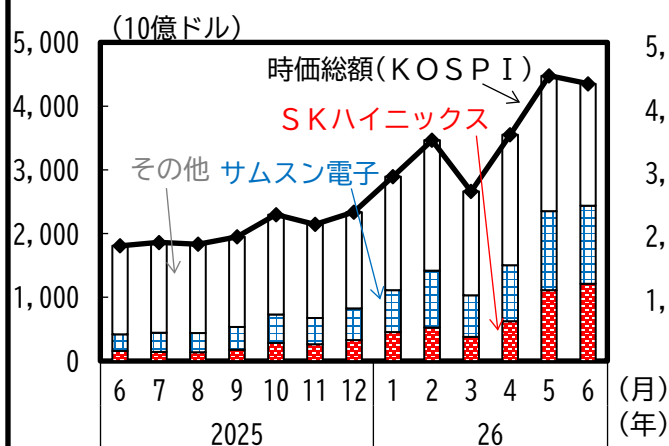
2. 順位変動は2025年6月29日時点との比較。数字は上昇・下降した順位を示す。

表2 韓国と台湾の半導体・AI関連企業

	企業	事業形態	主要製品	売上高 (2025年、100万ドル)
韓国	サムスン電子	開発・設計・製造 半導体受託製造	DRAM、NAND、 HBM (High Bandwidth Memory) などのメモリ半導体 CPU、GPUなどのロジック半導体	234,622
	S Kハイニックス	開発・設計・製造	DRAM、NAND、 HBM (High Bandwidth Memory) などのメモリ半導体	68,296
台湾	T S M C (台湾積体回路製造)	半導体受託製造 (Foundry)	CPU、GPUなどのロジック半導体	122,115
	フォックスコン (鴻海精密工業)	電子機器受託製造 (Electronics Manufacturing Services)	AIサーバー組み立て、 半導体パッケージングなど	259,779

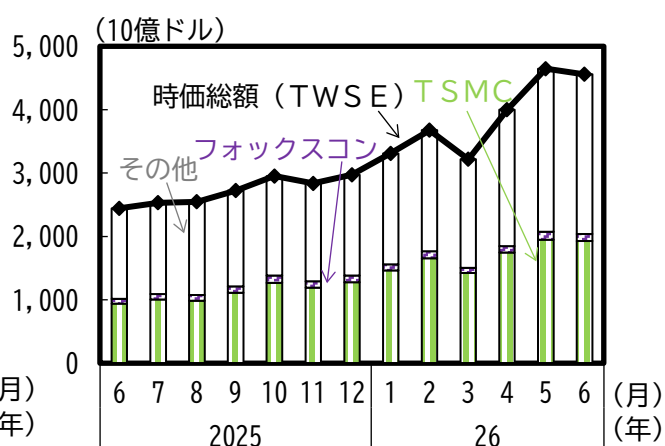
(備考) 各種公表資料により作成。

図3 韓国株式市場 (KOSPI)



(備考) ブルームバークにより作成。

図4 台湾株式市場 (TWSE)



(備考) ブルームバークにより作成。

表5 売上高・営業利益対GDP比

(%)

		2025年		2026年1 - 3月期	
		売上高 /名目GDP	営業利益 /名目GDP	売上高 /名目GDP	営業利益 /名目GDP
韓国	サムスン電子	12.5	1.6	18.1	7.7
	S Kハイニックス	3.6	1.8	7.1	5.1
	合計	16.1	3.4	25.2	12.8
台湾	T S M C	13.2	6.7	14.3	8.4
	フォックスコン	28.1	0.9	27.2	1.0
	合計	41.4	7.6	41.5	9.4

(備考) 韓国銀行、台湾行政院主計総処、各企業公表資料により作成。

第3節 欧州の景気動向

本節では、主に2026年前半のユーロ圏及び英国経済の動向を概観する。

1. ユーロ圏経済の動向

（ユーロ圏では、景気は持ち直しの動きがみられる）

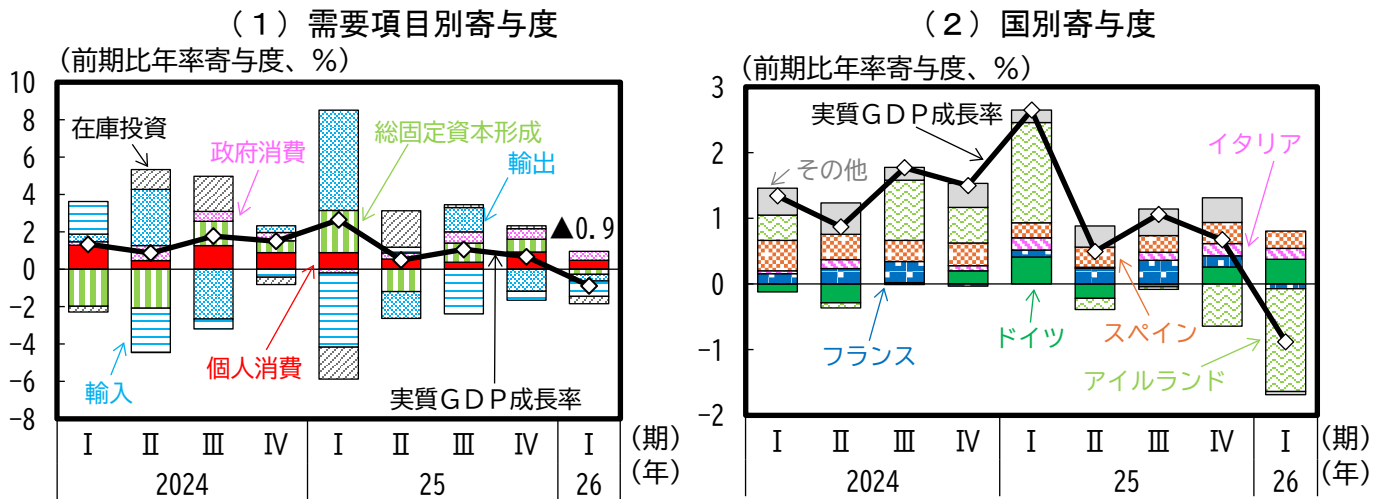
ユーロ圏の実質GDP成長率は、2025年、米国の関税引上げを見据えた駆け込み輸出とその後のはく落による振幅はあったものの、基本的には持ち直しの動きが続いている⁴²（第2-3-1図）。国別寄与度をみると、近年は感染症拡大後からの観光業の回復等を背景としたスペインやイタリアの成長寄与が続いていることも特徴である（第2-3-1図（2）、第2-3-2図）。また、スペインについては、言語が共通の中南米諸国からの移民労働力の増加が、堅調な経済成長を支えていることも指摘される⁴³。

なお、2026年1－3月期にユーロ圏の実質GDP成長率がマイナスとなっているが、その主因はアイルランド経済の大幅なマイナス成長（前期比年率▲40.2%）であり、アイルランドに拠点を置く医薬品等の多国籍企業が欧米の本社と企業内取引を行ったことが寄与しているとみられる。実際、アイルランドを除いたユーロ圏の成長率を試算すると、2025年10－12月期プラス1.4%、2026年1－3月期プラス1.0%とプラス基調を維持することになる。また、ECBは、アイルランドの国内経済に大きな影響を与えない多国籍企業による取引を調整すれば、2026年1－3月期のユーロ圏の前期比（年率換算前）成長率はプラス0.2%と試算している。

⁴² ブルガリアが2026年1月にユーロを正式導入したことから、以降の本文では、特段の表記が無い限り、ブルガリアを含む21か国をユーロ圏として扱う。

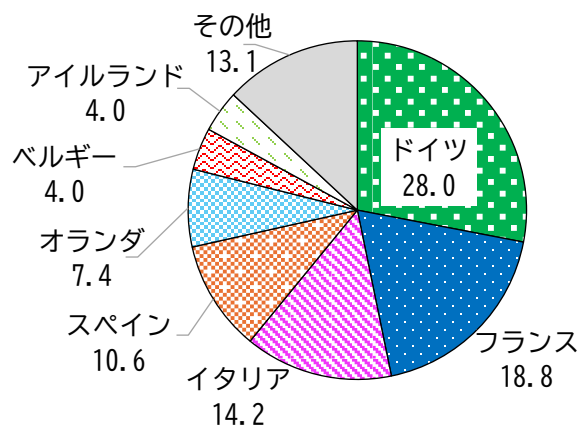
⁴³ IMF (2025a)

第2-3-1図 ユーロ圏の実質GDP成長率



(備考) ユーロスタットにより作成。季節調整値。

第2-3-2図 ユーロ圏の名目GDPの国別構成比 (2025年) (%)



(備考) ユーロスタットにより作成。

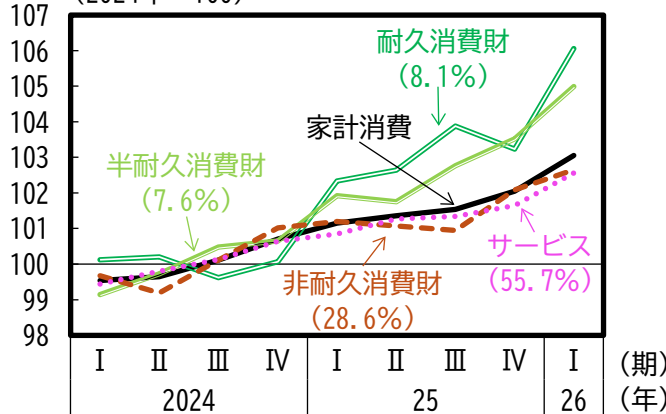
(個人消費は持ち直しのテンポが鈍化している)

ユーロ圏の個人消費は、2024年以降、持ち直しの動きが続いていたが、2026年4月からは中東情勢の悪化を受けて、持ち直しのテンポが鈍化している（第2-3-3図）。実質小売販売額（自動車除く）を確認すると、原油価格の上昇を背景に、自動車用燃料の需要の低迷に加え、非食料品にも減速の動きが広がっている（第2-3-4図）。

消費者信頼感（消費者マインド）は、中東情勢に対する不透明感の高まりから急速に悪化した。4月を底に持ち直しており、5月以降は改善に向かう動きがみられる（第2-3-5図）。総じて、ロシアによるウクライナ侵略が始まった2022年と比較すると、悪化幅は小さい。当時は原油だけでなくロシアとのパイプラインを通じた天然ガスやロシア・ウクライナからの穀物供給の途絶が意識されたことも、消費者マインドをより深く押し下げたと推察される。

第2-3-3図 ユーロ圏の家計消費

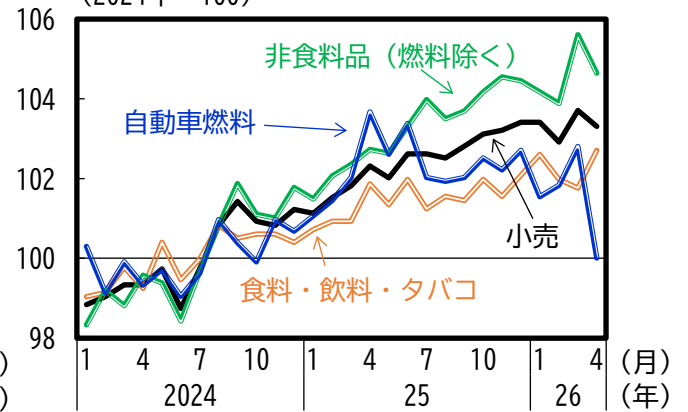
(2024年=100)



(備考) 1. ユーロスタットにより作成。季節調整値。
2. 凡例括弧内は 2025 年の家計消費に占める割合。

第2-3-4図 ユーロ圏の実質小売

(2024年=100)

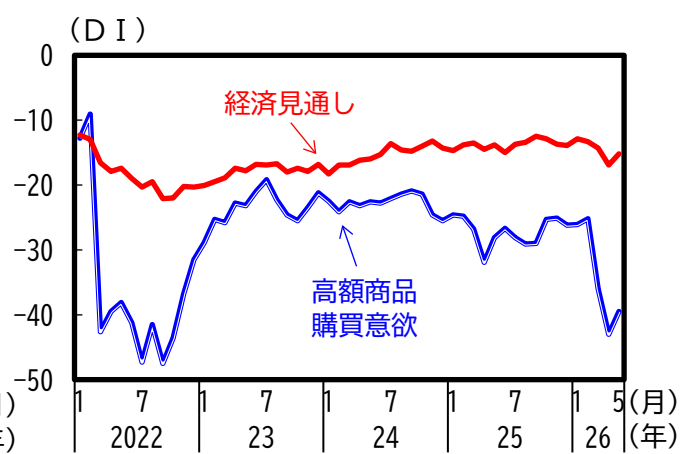
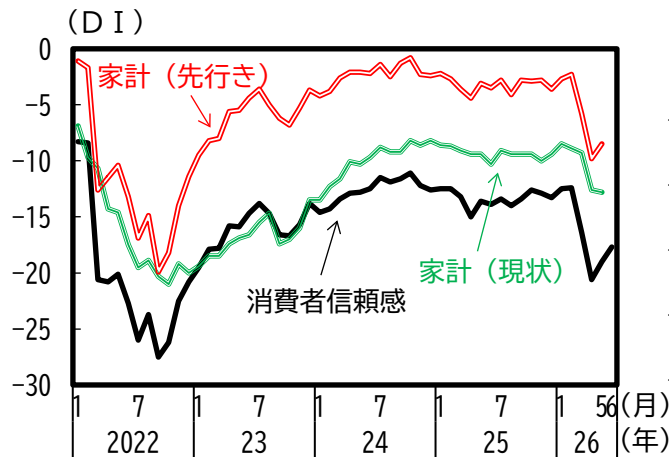


(備考) 1. ユーロスタットにより作成。季節調整値。
2. 自動車除く。

第2-3-5図 ユーロ圏の消費者信頼感

(1) 全体、家計（現状）、家計（先行き）

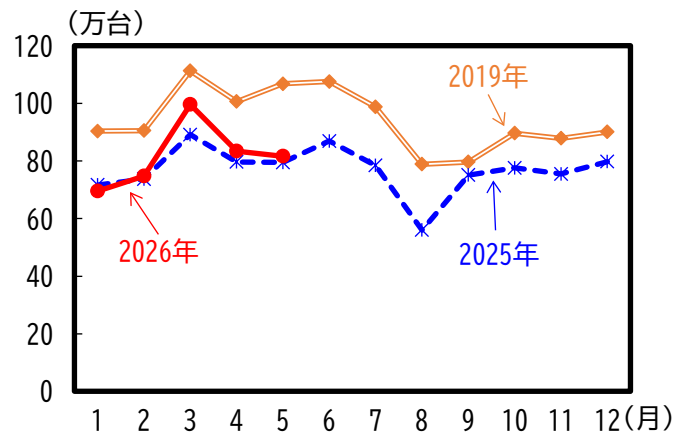
(2) 経済見通し、高額商品購買意欲



(備考) 1. 欧州委員会により作成。季節調整値。
2. 消費者信頼感は、消費者に対し、家計の財政状況（現状/先行き）、経済見通し、高額商品購買意欲について尋ねた回答から算出されたもの。

次にユーロ圏全体の自動車新規登録台数を確認する。高額商品購買意欲の低迷が続き、感染症拡大前の2019年の水準を下回る傾向が継続しているものの、BEVの好調な販売が続いており、自動車販売を下支えしている（第2-3-6図）。要因としては、脱炭素化に向けたEVの普及のための政府支援策や、中国を中心とした価格競争力の高い海外ブランドの参入が挙げられる。

第2-3-6図 ユーロ圏の自動車新規登録台数

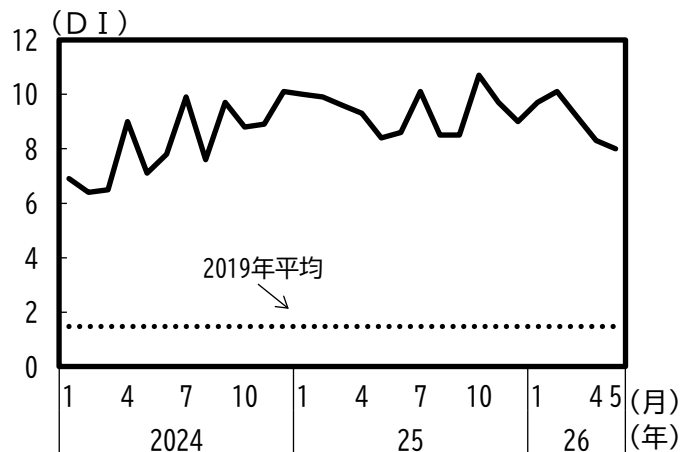


(備考) 欧州自動車工業会により作成。

2025年時点において、実質家計可処分所得は増加しているものの、貯蓄率は家計の先行き景況感の悪化、貯蓄志向の高まりにより、2019年平均を上回る高水準となっている（第2-3-7図、第2-3-8図）。欧州委員会は、蓄積された貯蓄の実質価値はインフレによって目減りしており、家計は経済活動の減速に対してぜい弱な状態にあること、家計が自身の財政状況や経済見通しについて抱く懸念は、予防的貯蓄を促し、消費の伸びを更に抑制する可能性が高いことを指摘している⁴⁴。

⁴⁴ European Commission (2026b)

第2-3-7図 ユーロ圏における消費者の貯蓄志向

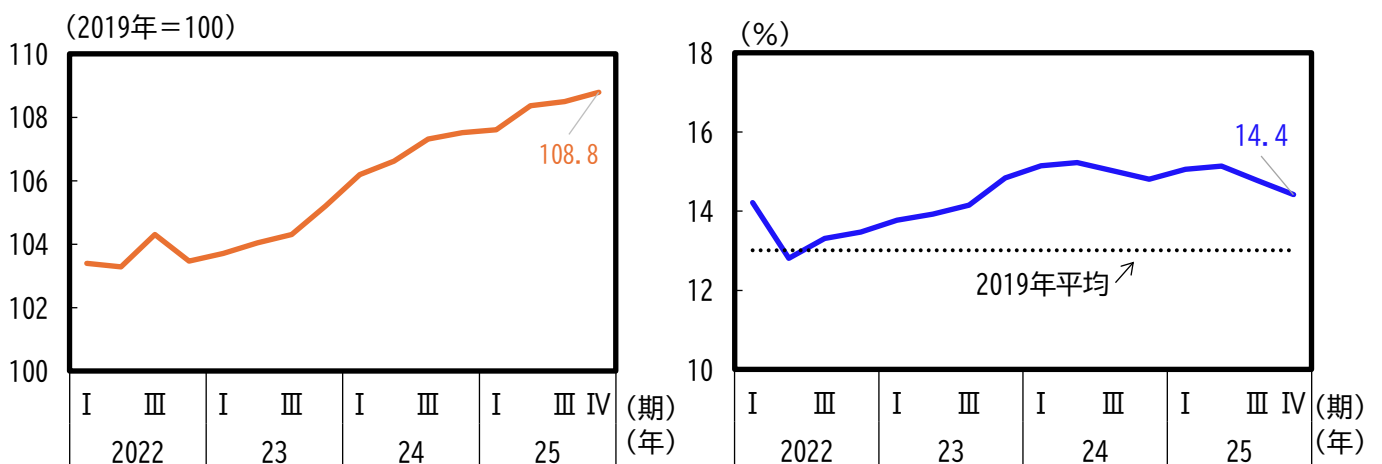


(備考) 欧州委員会により作成。季節調整値。消費者に対し、12 か月先までの貯蓄志向を尋ねたもの。

第2-3-8図 ユーロ圏の実質家計可処分所得と家計貯蓄率

(1) 実質家計可処分所得

(2) 家計貯蓄率



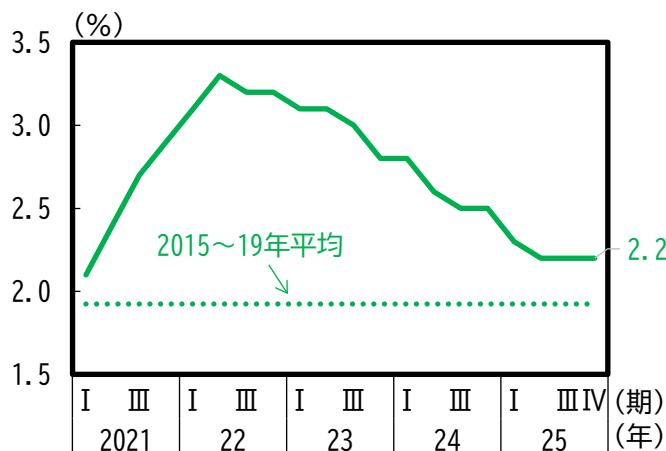
(備考) ユーロスタットにより作成。季節調整値。

(労働需要は減少傾向にあるものの、依然として高い水準にある)

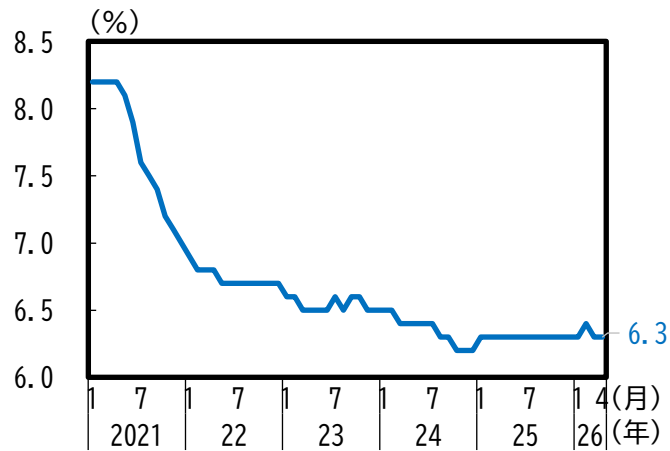
ユーロ圏の労働需要を求人率から確認すると、2022年4－6月期をピークに求人率は低下傾向にあるものの、感染症拡大前の5年間平均と比較すると依然として高い水準にある。一方、失業率は足元で6.3%と横ばいで推移しており、ユーロ導入以来の低水準が継続している(第2-3-9図)。

第2-3-9図 ユーロ圏の雇用情勢

(1) 求人率



(2) 失業率

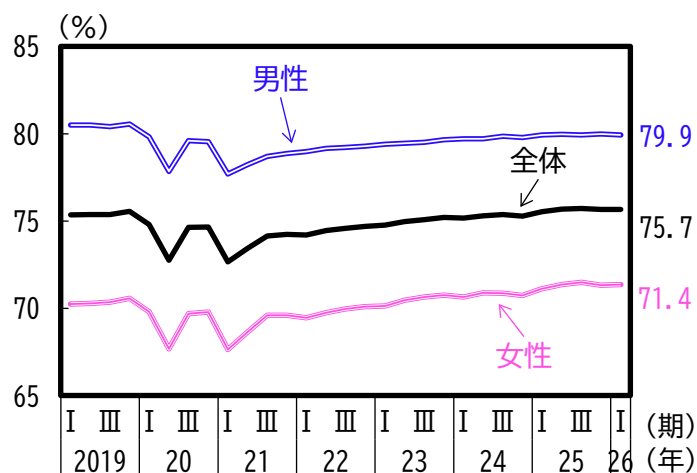


(備考) 1. ユーロスタットにより作成。季節調整値。
2. 求人率は求人数と雇用者数の和に対する求人数の割合。農林水産業を除いた値。

労働参加率は上昇傾向にあり、足元では75.7%と感染症拡大前の2019年の水準を上回って推移している（第2-3-10図（1））。一方、労働力人口の増勢は鈍化しており、外国出身者（ユーロ圏内を含む出生国以外で働く労働力）の寄与が高まっている。外国人労働者数は全体として増加傾向にあり、特にスペインにおける増加が顕著で、2021年と比較して約35%増となっている（第2-3-10図（2）、第2-3-10図（3））。

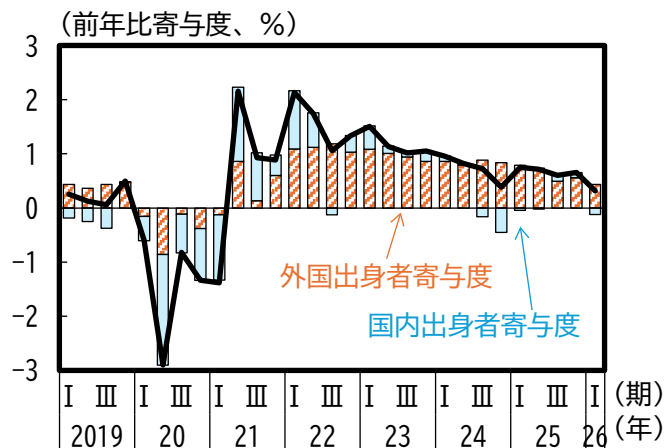
第2-3-10図 ユーロ圏の労働参加率と労働力人口

(1) 労働参加率

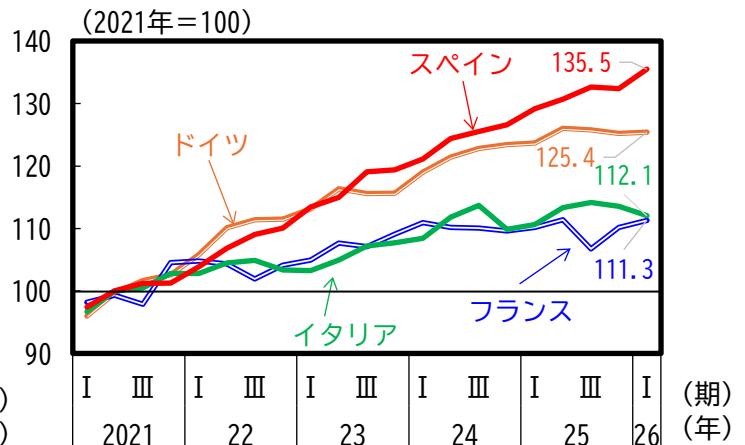


(備考) 1. OECD Data Explorer により作成。季節調整値。
2. 労働参加率は、15～64歳までの人口のうち労働力人口（就業者、失業者）の割合。

(2) 労働力人口



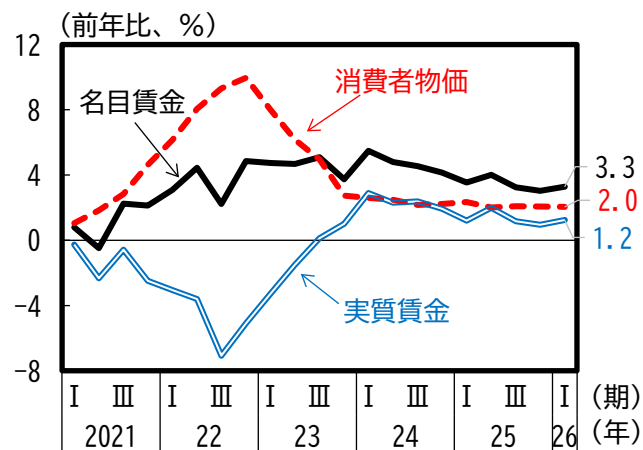
(3) 主要国における外国人労働者数の推移



(備考) 1. ユーロスタットにより作成。15～64 歳。
2. 外国出身者とは、調査報告国以外が出生国である場合を指す（ユーロ圏内出身者も含む）。

また、賃金動向をみると、ユーロ圏の名目賃金上昇率は2021年7－9月期以降堅調に推移してきたが、2024年1－3月期以降横ばいで推移している。実質賃金は、消費者物価上昇率の安定に伴い、2024年以降2%程度の安定的な上昇率となっている（第2-3-11図）。

第2-3-11図 ユーロ圏の賃金と物価の推移



(備考) ECB、ユーロスタットにより作成。実質賃金は名目賃金を消費者物価（総合、帰属家賃含まない）で実質化したもの。

（設備投資はおおむね横ばいとなっている）

2024年以降、ユーロ圏の設備投資はおおむね横ばいで推移している。構築物投資と知的財産生産物投資が増加基調で推移する中、機械・機器投資の伸びが弱い（第2-3-12図（1））。なお、前期比伸び率の項目別寄与度をみると、知的財産生産物投資の振れ幅が目立って大きくなっているが、これもアイルランドに拠点を持つ多国籍企業による国際的な知的財産権の移転の影響である（第2-3-12図（2））。

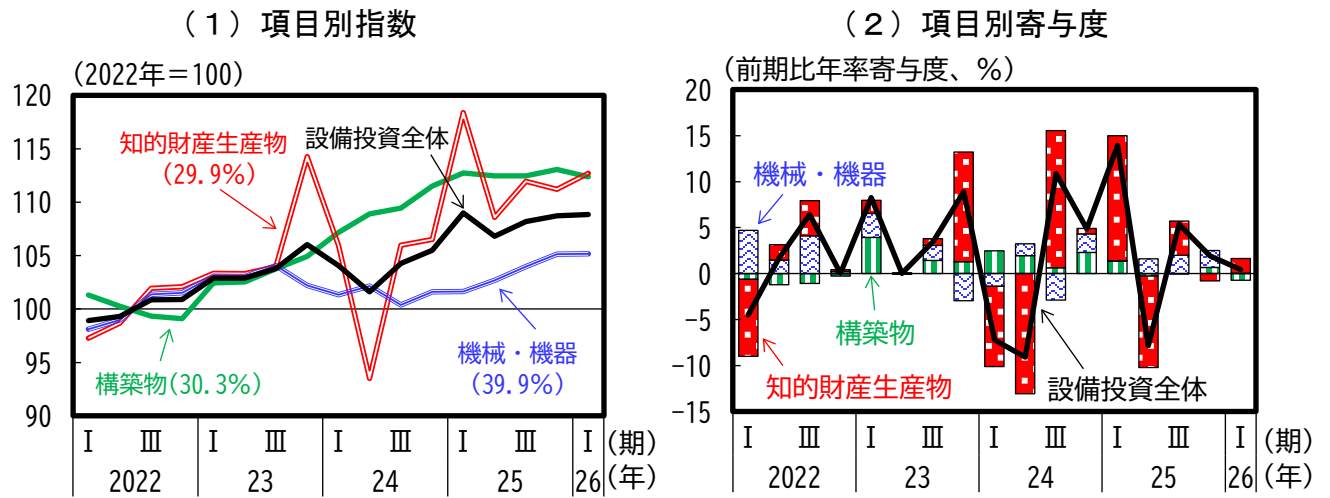
EUでは、加盟国の設備投資支援として、感染症拡大からの経済回復支援を目的とした「復興・強靱化ファシリティ（RRF）⁴⁵」による助成金や融資があるが、観光業を中心とした感染症拡大期の経済的打撃が大きかったイタリアやスペインに対し、特に支援の割当額が多くなる制度設計となっている⁴⁶。実際、イタリア、スペインの設備投資の増勢はユーロ圏の中でも突出している（第2-3-12図（3）、第2-3-13図）。他方、同基金の投資実施期限が2026年8月末、欧州委員会からの資金支払期限が同年12月末となっていることから、今後、駆け込み的な投資増加とその後の反動減、いわゆる「財政の崖」が生じるおそれがある点には留意が必要である。また、欧州域内の防衛力強化（欧州再軍備計画⁴⁷（ReArm Europe Plan/Readiness 2030））に基づく防衛関連投資の拡大やドイツ政府のインフラ特別基金（後述）による投資促進等、今後も、政府主導による投資の底上げが見込まれている。

⁴⁵ 対象は「グリーン移行（環境対策）」、「デジタルトランスフォーメーション」、「スマートで持続的かつ包括的な成長」、「社会的領土的結束」、「健康、経済、社会の制度的改革」、「教育や技能開発等次世代の能力開発」の6つ。各国の計画は、割当額の少なくとも37%をグリーン移行に、20%をデジタルトランスフォーメーションに割り当てる（European Commission (2025b)）。2026年1月末時点で5,770億（うち融資額が2,170億ユーロ）を実施済。

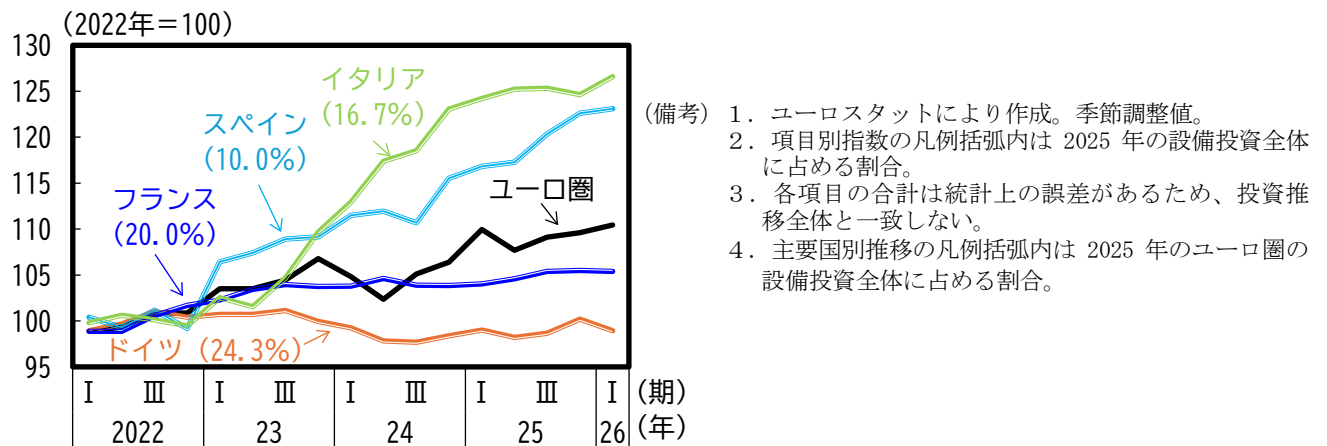
⁴⁶ RRFの助成金割当の70%は「人口」、「1人当たりGDP」、「2015年から2019年の平均失業率」、30%は「2020年の実質GDPの落ち込み」、「2020年から2021年の実質GDPの累積損失」により決定される。

⁴⁷ 同計画では、EU加盟国の防衛力強化を支援する最大1,500億ユーロの新たな融資制度を通じて、欧州の防衛能力への投資を迅速かつ大幅に増加させるとともに、対名目GDP比1.5%までの防衛支出を「安定・成長協定」の国別免責条項とすること等によって、EU加盟国の防衛費増加を可能にすることとしている。2025年3月発表。

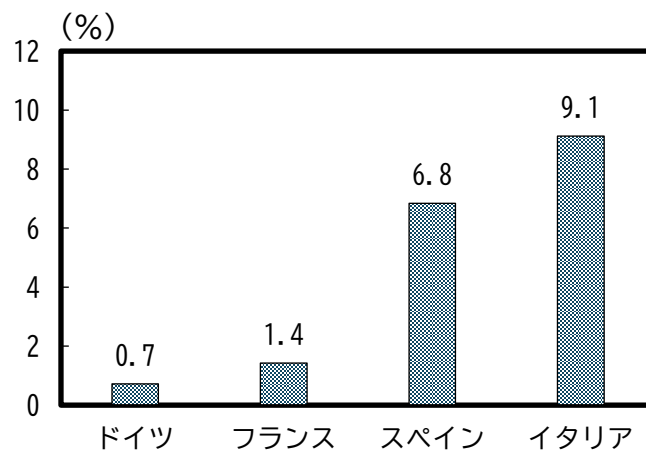
第2-3-12図 ユーロ圏の実質設備投資



(3) 主要国別の推移



第2-3-13図 RRF割当額 (対GDP比)



(備考) 1. 欧州委員会により作成。2023 年対名目 GDP 比。
2. 実施期間全体に割り当てられた総額 (2026 年 6 月 25 日時点)。

ユーロ圏主要国の中でもドイツでは、2025年3月に基本法（ドイツの憲法）を改正し、（1）交通インフラ等を含む各種インフラや気候変動対策を対象にした特別基金⁴⁸、（2）対名目GDP比1%を超える防衛費、の2点について、構造的財政収支対GDP比の▲0.35%を公債発行の上限とするドイツの財政ルール「債務ブレーキ」の対象外とすることを決定した。また、基本法の改正により、これまで債務が許容されていなかった各州予算においても構造的財政収支対GDP比▲0.35%までの債務を可能とした。2025年9月には、2025年の連邦予算が成立⁴⁹し、特別基金を含む投資額は、約868億ユーロ（前年比17%増）⁵⁰となり（第2-3-14図）、成立後の予算執行を背景に、2025年10-12月期の公的投資は大幅に増加した（第2-3-15図）。また、2026年の連邦予算は、2025年11月に成立しており、投資予算額は2025年を上回る約1,287億ユーロとなっている。2026年1-3月期の公的投資は、前期の高い伸びの反動や予算執行時期の平準化を背景に減少したものの、今後も公的投資は堅調に推移することが見込まれる。

一方、民間投資は、2023年以降減少傾向が続いており、2025年7月に「投資ブースター」と呼ばれる投資促進税制⁵¹が導入されているものの、減少が続いている。企業の設備投資マインドについても、中東情勢の緊迫化等を背景として2026年初夏に悪化がみられている（第2-3-16図）。

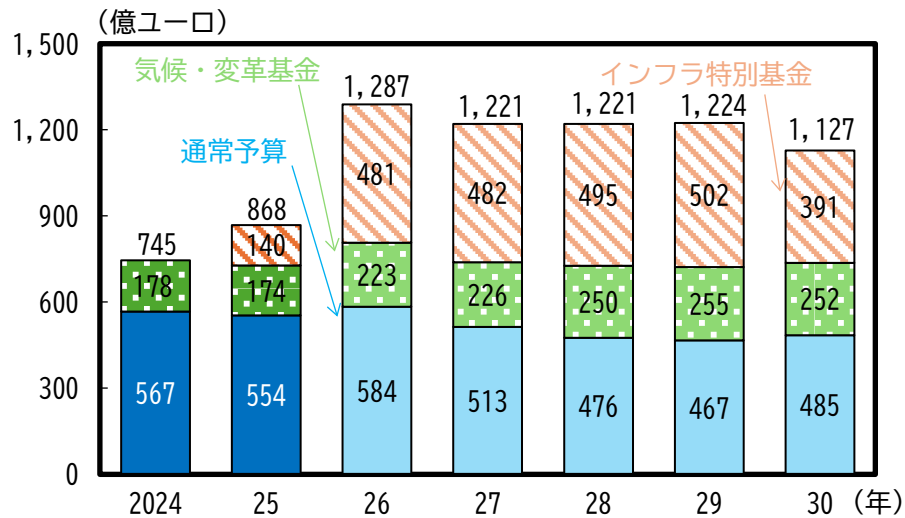
⁴⁸ インフラと気候中立のための特別基金。12年間（2025年から2036年）で最大5,000億ユーロの借入が認められている。このうち、州及び地方自治体向けに1,000億ユーロ、気候・変革基金に1,000億ユーロが充当される。

⁴⁹ ドイツでは2025年予算案をめぐり、経済対策と財政規律のどちらを重視するか折り合いがつかずに2024年11月に連立与党の枠組みが崩壊し、2025年は暫定予算が執行されていた。

⁵⁰ 2025年の投資予算額は1,156億ユーロ（前年比55%増）であったが、予算成立が遅れたことにより、実際の投資支出額は約868億ユーロとなった。

⁵¹ 「ドイツの経済拠点強化のための税制投資即時プログラム」法。2025年7月19日から施行されており、2025年7月1日から2027年12月31日までに取得した動産に対する定率法での年間最大30%の減価償却や、法人税率（現行15%）の段階的な引下げ（2028年から2032年までの5年間毎年1%）等により企業の投資促進を図るもの。

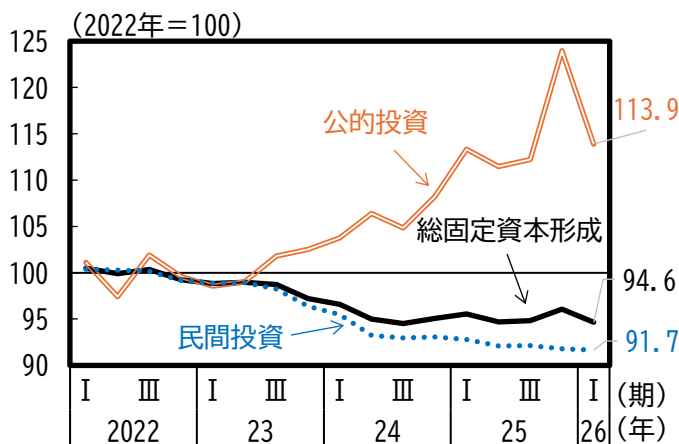
第2-3-14図 ドイツ連邦政府の公的投資計画



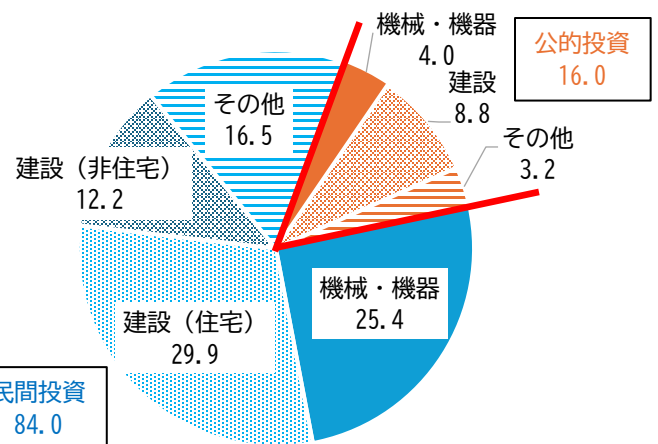
- (備考) 1. ドイツ連邦財務省により作成。
 2. インフラ特別基金は、総支出から気候・変革基金への配分を除いた数値。
 3. 2024年及び2025年は支出実績。
 4. 2026年から2027年は連邦予算案に基づく。2028年以降は財政計画による。

第2-3-15図 ドイツの設備投資

(1) 実質設備投資

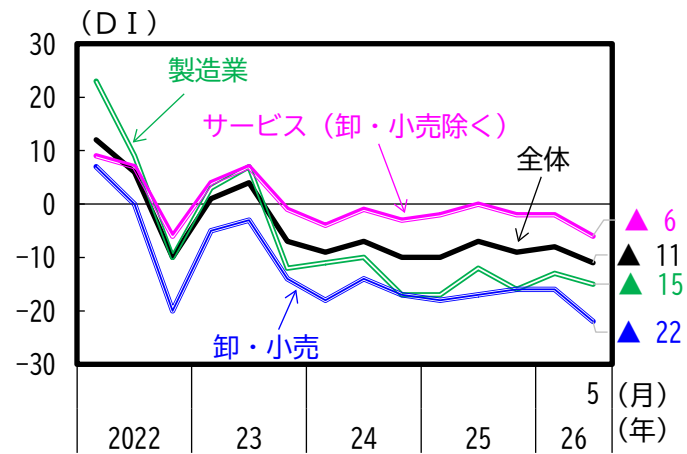


(2) 構成比 (2025年) (%)



(備考) ドイツ連邦統計局により作成。民間投資には住宅投資も含む。

第2-3-16図 ドイツの設備投資マインド



(備考) ドイツ商工会議所により作成。

コラム2 ユーロ圏におけるAI投資について

世界的にAI関連投資が拡大する中、その経済的恩恵の程度には地域間格差が起きている。本コラムではユーロ圏における現状を需要創出と供給能力の配置という観点から捉える。

現在のAI関連投資は、データセンターやクラウドサービスといった需要を形成する主体と、それを支える半導体・情報通信機器等の供給能力を担う主体との相互作用により形成される。まず需要面では、米系ハイパースケーラーを中心としたクラウド事業者が、生成AIの普及を背景にデータセンターや情報通信機器への大規模な設備投資を行い、AI関連需要をけん引している。これらクラウド事業者は、サービス提供の拡大を通じてデータ需要を更に拡大させることにより、大規模な資本投入の単位当たりコストを引き下げ、規模の経済（スケールメリット）を実現している。他方、供給面では、半導体製造を中心とする東アジアや東南アジアの製造業が、こうした需要の拡大に応じて生産能力を拡張している。結果、先端半導体の製造や情報通信機器の供給網が集積する地域では、AI関連需要が輸出や生産の増加を通じて実体経済に波及している。

このように、AI関連投資をめぐっては、需要と供給の双方で中核的な役割を担う地域に、企業活動や投資機会が集積しやすい構造がみられる。他方で、欧州は、ハイパースケーラーの不在⁵²により大規模需要の創出が限定的であるとともに、半導体製造においても一部の装置産業を除き供給面での存在感が相対的に小さい（図1）。

EUの産業競争力向上に向けた2024年のドラギ報告書⁵³は、EUがデジタル製品・サービス・インフラの80%以上を域外に依存していると指摘し、こうしたデジタル分野における構造的なせい弱性を警告している。また欧州投資銀行も、生成AIの普及がEU企業の生産性を高める⁵⁴一方で、クラウドや半導体等の外国基盤への依存という「戦略的依存」を一層強めると指摘している。そのため、欧州が競争力を維持するには、イノベーションに加え、データセンター等の計算インフラや、それを支えるエネルギーインフラへの大規模投資が不可欠としている。

成長期待の高い企業や新規事業は、需要・供給の中核に近い地域に集中し、それに対応して資金も集積する傾向がある。定量的なAI関連投資額については、企業内投資や公的支出を含めた包括的な統計が十分に整備されておらず、国際比較可能な指標は限定

⁵² 欧州にハイパースケーラーが生まれにくい理由の一つとして、厳格なデジタル規制（AI法等）を指摘する見方もある。

⁵³ European Commission (2024a)

⁵⁴ 企業によるビッグデータ及びAI活用率は、2025年は米国40.15%、EU45.8%。また、AIの導入により、EU全体の総生産性が2019年から2025年において年率0.34%ポイント上昇した（European Investment Bank (2026)）。

的である⁵⁵。このため、本コラムでは、技術分野におけるリスクマネー供給とイノベーションの動向を比較的に捉える指標として、OECDが公表するAI及びデータスタートアップ企業へのベンチャーキャピタルによる投資額を用いて確認する。

OECDのデータによれば、ベンチャーキャピタルによるAI及びデータ企業への投資額は、感染症拡大期以降から米国企業に向けた投資額が急速に増加し、2025年には、米国の世界全体に占めるシェアは72%となった（図2）。一方、EU27か国の投資額は増加傾向にあるものの、2025年の投資額は米国の約10分の1にとどまる。シェアにおいてもEUは7%にとどまり、米国に大きく引き離されている。

個別企業レベルでは、欧州にも一定の競争力を有する企業が存在する。例えば、Mistral AI（仏）やAleph Alpha（独）等のAI基盤モデル、Celonis（独）では業務最適化等のアプリケーション分野で産業応用を進めている。また、ASML（蘭）⁵⁶は半導体装置企業として、計算能力を支えるハードインフラにおいて重要な役割を果たしている。しかし、需要と供給の双方を内包するエコシステムを形成するような巨大企業が不在であり、結果として投資機会の規模も制約されている。

また、ベンチャーキャピタルによる大規模資金が域内で十分に供給されない結果、米国や英国等の外国資本に依存することとなり、欧州発の有望企業が、海外資本に買収されるなど、価値が海外に流出するリスクが指摘されている⁵⁷。

このような状況から、欧州委員会では近年、包括的なAI政策を立て続けに発表している。「AI大陸アクションプラン」（2025年4月）は、AIの社会実装と研究開発の双方を推進する包括的戦略であり、これを具体化するものとして、産業・公共部門での利用拡大を目指す「Apply AI」戦略（2025年10月）と科学研究への活用を目指す「AI in Science」（2025年10月）の二本柱を掲げている。後者では欧州内の研究資源を統合する枠組みとして「欧州AI科学リソース（Resource for Artificial Intelligence Science in Europe (RAISE)）」の構築が計画されている。

さらに、「欧州技術主権パッケージ」（2026年6月）は、半導体、AI、クラウド等の戦略分野において域内能力の強化を通じて、EUの技術主権の向上を図るものであり、欧州委員会は2030年までにEUの世界半導体製造シェアを20%に引き上げることを目指

⁵⁵ AIへの投資額は、標準化された枠組みの欠如やデータの不整合により、信頼性が高く比較可能な推計値は乏しい。AI投資データは、実際の支出を反映した数値もあれば、非拘束的な公約、予算配分、あるいは複数年にわたる政治的計画を表す数値もある。さらに、AI投資データはしばしば異なる範囲を混同しており、研究開発（R&D）のみを対象とする場合もあれば、軍事用AIのようなより広範な用途まで包含する場合もある。こうしたばらつきにより、投資額を把握することが困難になっている（OECD（2025a））。

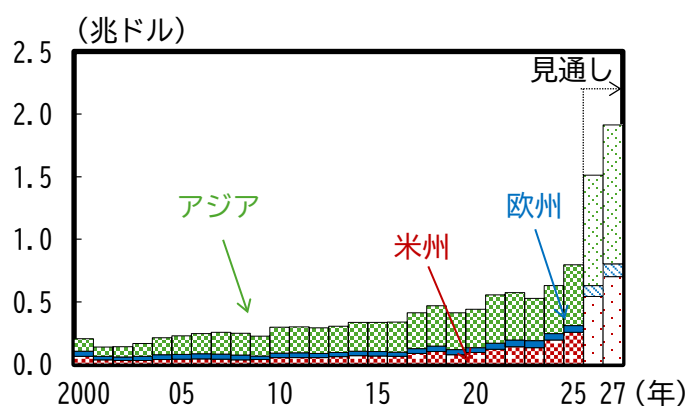
⁵⁶ ASML社は欧州内にオランダとドイツにそれぞれ1か所ずつ工場を有するが、米国内に2か所、台湾に2か所しており、米国やアジアへの集中がうかがわれる。

⁵⁷ 1,000万ユーロ以下の初期投資は欧州投資家が主導している一方で、企業の成長段階における2,500万ユーロ以上の大規模投資においては欧州投資家の参加は26%にとどまる（European Commission（2025a））。

す「チップ（半導体）法2.0」や、域内のデータセンター能力の拡大とAIの普及促進を掲げる「クラウド及びAI開発法」の法案を提出している。また、オープンソースソフトウェア⁵⁸の活用促進や、エネルギー分野におけるデジタル化とAI活用の戦略的推進を通じて、重要デジタル技術やデジタルインフラの域外依存の低減を目指している。これらは単なる技術政策にとどまらず、経済安全保障政策でもある。

欧州の課題は、個別企業の競争力というよりも、資本市場や投資循環を含むAIエコシステム全体の厚みに関わる構造的な課題といえる。

図1 市場別の半導体売上高



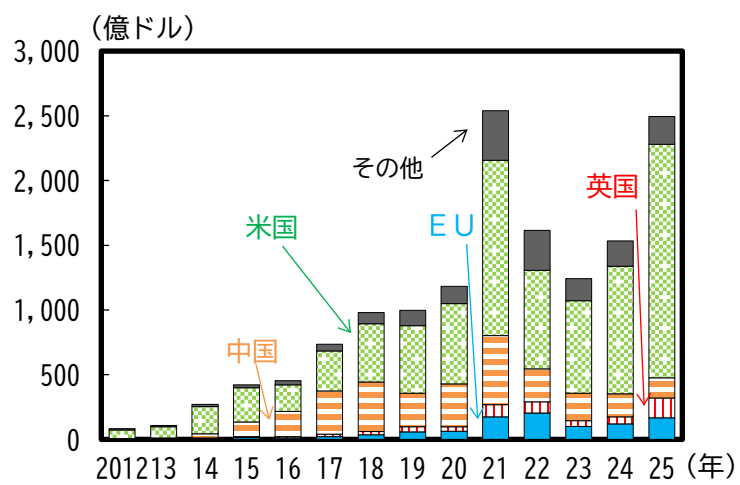
(備考) 1. WSTS により作成。

2. アジアには日本、太平洋地域を含む。

3. 「市場」は、半導体メーカーの国籍や生産工場の場所には関係なく、「半導体製品が半導体メーカーから第三者に販売された地域」を意味する。この「第三者」には、半導体ユーザーである電子機器メーカー、EMS、半導体を扱う商社等が含まれる。例えば「日本市場における販売額」とは世界の半導体メーカーが日本において第三者に販売した半導体製品の金額を言う。購入者が、購入した半導体製品を外国に運んで電子機器に組み入れたとしても、その半導体製品は日本市場に含まれる。

⁵⁸ ソースコードがライセンスの下で公開されているソフトウェアのこと。

図2 国別のベンチャーキャピタルによるAI及びデータ企業への投資額

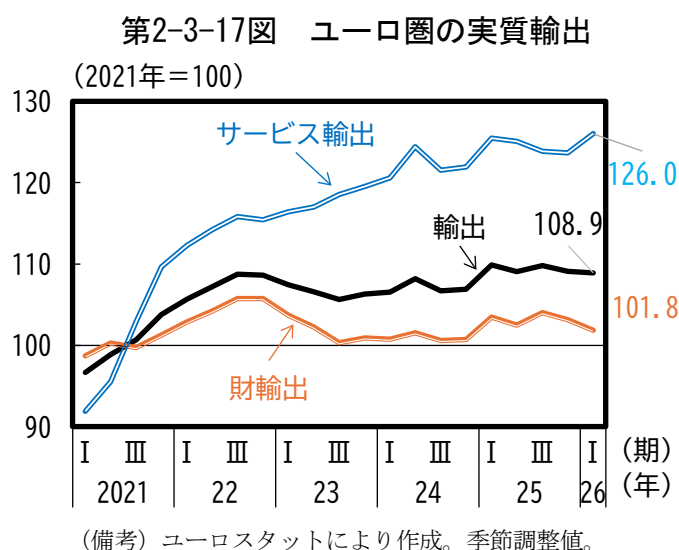


(備考) 1. OECD.AI、Preqinにより作成。

2. 最終更新日は2026年4月8日。データ取得日は2026年6月4日 (<https://oecd.ai/>)。

（財輸出は足元でおおむね横ばいで推移）

次に、ユーロ圏の輸出動向をみると、感染症拡大期の落ち込みから持ち直したものの、2022年以降停滞している。輸出のうち、対GDP比で16.7%（2025年）を占めるサービス輸出は2021年以降増加傾向にある一方、同31.9%を占める財輸出は、中国の需要減退や欧州の自動車産業の競争力低下を背景に、2022年7－9月期以降はおおむね横ばいで推移している（第2-3-17図）。EUの自動車産業の競争力低下の要因について、欧州委員会は、CO₂排出規制に対応したEVを急速に市場へ浸透させる動きにサプライチェーン転換が遅れたことや、EUにおける高いエネルギーコストを背景にしたコスト面での不利等を挙げている⁵⁹。



財輸出の動きについて、輸出相手国別の動向とともに分析する。

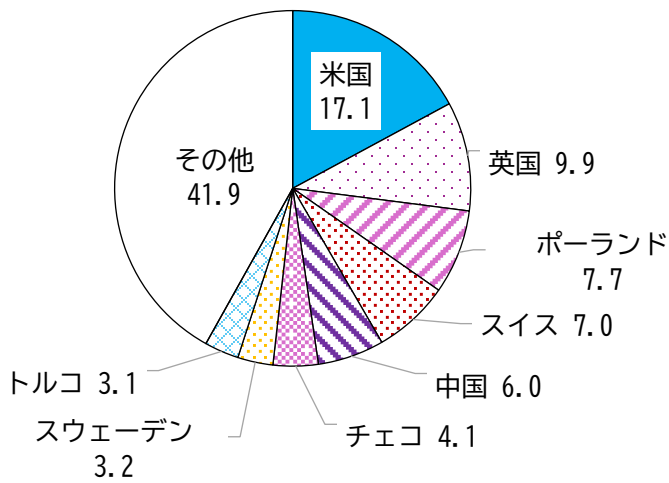
ユーロ圏外の主要な貿易相手国は、第1位の米国、第2位の英国合わせて4分の1を占めており、続いてポーランド、スイス、中国の順となっている（第2-3-18図（1））。米国向け輸出は、2025年4月以降トランプ政権による関税率引上げに伴う駆け込み輸出のはく落がみられたものの、2026年はおおむね横ばいで推移している。中国向けでは緩やかな減少がみられる（第2-3-18図（2））。

2025年以降、米国の通商政策がEUの貿易に影響を及ぼす中、EU側では2026年1月にインドとの自由貿易協定（FTA）の交渉が妥結、5月にはメルコスールとの暫定貿易協定の適用開始、更に同月メキシコとの貿易協定の現代化に署名するなど、貿易相手国の多角化を進めている。

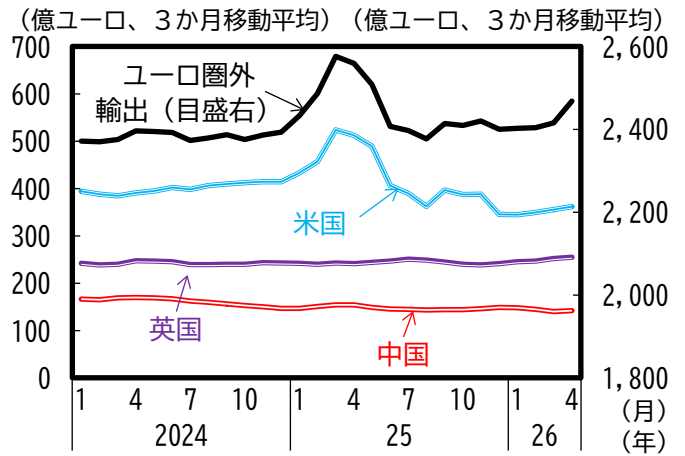
⁵⁹ European Commission (2024b)

第2-3-18図 ユーロ圏の財輸出の推移（主要輸出相手国別）

（１）輸出相手国構成比（2025年）（％）



（２）財輸出（主要相手国別）



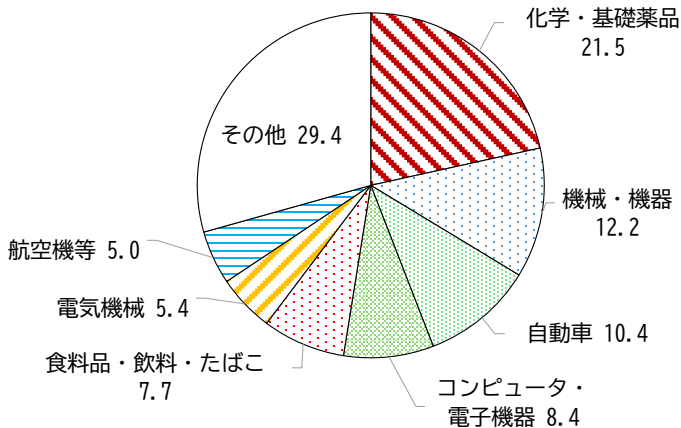
（備考） 1. ユーロスタットにより作成。名目金額ベース。

2. 季節調整値。

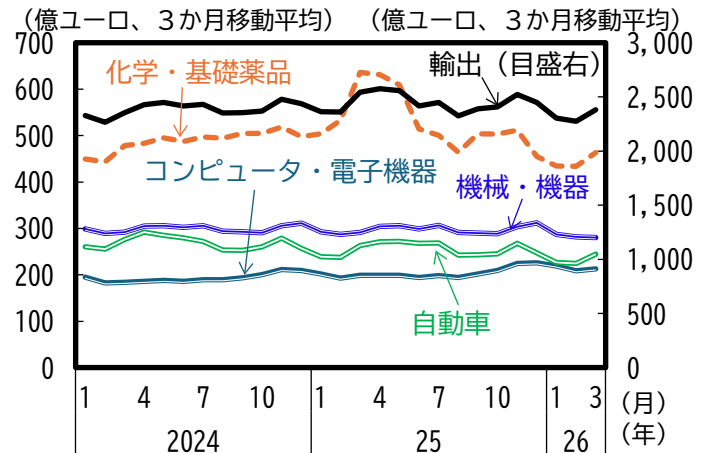
ユーロ圏の品目別財輸出をみると、化学・基礎薬品、機械・機器、自動車为主要品目である（第 2-3-19 図（１））。化学・基礎薬品は、新型コロナウイルス感染症に対するワクチン・医薬品需要の拡大を契機に、堅調に推移しており、財輸出全体の増加に大きく寄与している。2025 年においては、特に米国向けの化学・基礎薬品の伸びが、ユーロ圏の財輸出の拡大を支える要因となっている。機械・機器や自動車は、中国の内燃機関車への需要が低下し、減少傾向が続いていたが、2026 年からは米国向けの需要が持ち直し、回復基調にある（第 2-3-19 図（２））。

第 2-3-19 図 ユーロ圏の財輸出の推移（主要品目別）

（１）品目別構成比（2025年）（％）



（２）財輸出（主要品目別）



（備考） ユーロスタットにより作成。名目金額ベース。

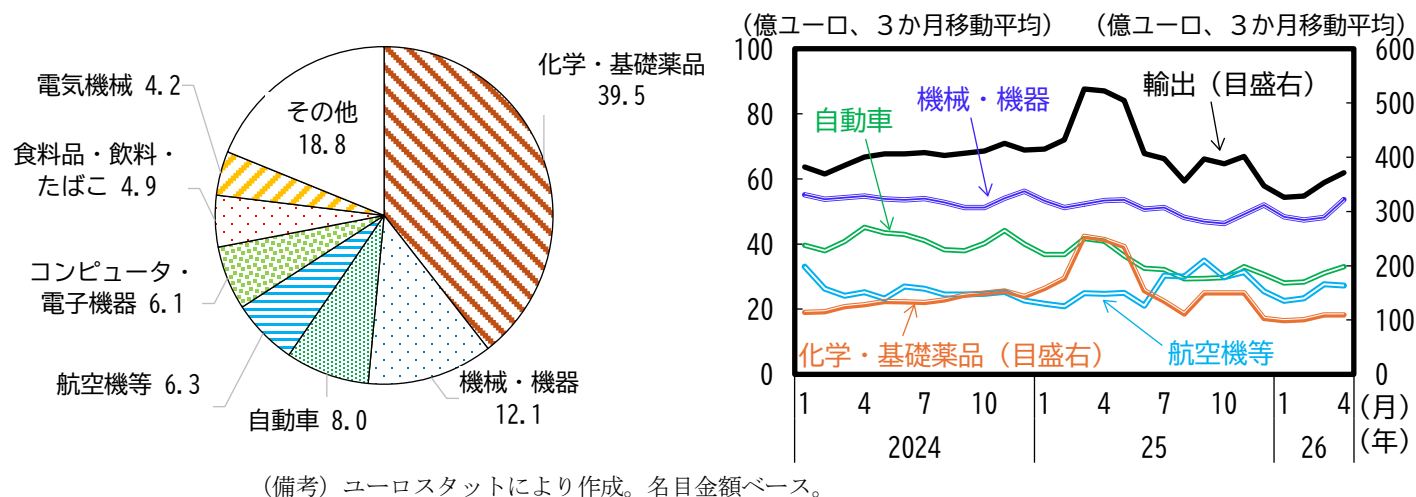
米国向けの財輸出は、2025年に入り、米国の通商政策に伴う駆け込み需要とはく落がおき、緩やかな減少が続いていたが、2026年からは持ち直しの動きがみられる。

品目別構成をみると、化学・基礎薬品、機械・機器、自動車の順となっている（第2-3-20 図（1））。化学・基礎薬品は、医薬品や基礎化学製品への底堅い需要を背景に増加傾向にあったが、2025 年の駆け込み輸出の反動の影響から、輸出が低迷し、その後は低水準で推移している。機械・機器については、米国での設備投資需要の動向を反映しつつ比較的安定的に推移している。一方、自動車は、現地生産の進展や市場構造の変化等を背景に、緩やかな減少傾向が続いている。2026 年は新モデル投入等が下支え要因となり、減少ペースは徐々に緩和している（第2-3-20 図（2））。

第2-3-20図 ユーロ圏の米国向け財輸出の品目別構成比と財輸出（主要品目別）

（1）品目別構成比（2025年）（%）

（2）財輸出（主要品目別）



EU と米国間においては、2025 年 7 月 27 日に貿易合意がなされたものの、2026 年に入って以降、EU・米国間の通商関係に緊張が高まる場面もみられた。米国のトランプ大統領は、2026 年 1 月には米国によるグリーンランドの取得に関連する欧州 8 か国に対する追加関税、3 月には中東情勢に関連した米軍によるスペインの基地使用を争点とするスペインとの貿易停止、5 月には自動車関税の税率引上げを自身の SNS 等で発表し、いずれもその後短期間で撤回または実施を延期している。EU 側においても、米国の追加関税の発表により欧州議会での関連法案審議が停止する場面もみられたが、2026 年 6 月中旬に欧州議会において合意履行に向けた関連法案の承認、下旬に理事会での採択を経て、7 月 1 日に米国製工業製品に対する関税撤廃等が発効した（第 2-3-21 表）。

第 2-3-21 表 関税措置をめぐる米 EU 間の主な動向

月	日	米国側	EU側	月	日
2025年					
	27	米 EU 通商協議 合意 (関税引下げ等について大筋合意)			7 27
7	31	相互関税率の修正を発表。 → EU は 15% (既存の関税率を含む) にまで引下げ。 【8月7日～適用】	米国への報復措置の 発動延期を継続 する旨発表。		5
8		米 EU 共同声明 発表 (主な合意内容は以下のとおり)			
	21	・ EU 側が共同声明の実施に向け、関連法案を正式に提出した場合、自動車・同部品関税を 15%以内に引き下げ。 【法案提出月の1日から発動予定】 ・ 特定の EU 原産品（コルクなど米国で入手困難な資源、航空機・同部品、ジェネリック医薬品・同原料）を 追加関税の対象から除外。【9月1日～適用】 ・ EU 産の医薬品、半導体、木材に対しては、関税率を合計15%以内に。（既存の関税率を含む） ・ EU への鉄鋼・アルミニウム関税について、関税割当の設定を検討。	・ 米国製工業製品への関税を撤廃し、米国産農水産品に対する特惠市場アクセスを提供。 ・ 対米投資の拡大（6,000億ドル相当）。 ・ 米国産品の購入（エネルギー製品、半導体など）。	8	21
	—	—	欧州委員会、米国との共同声明の実施に向け、米国製工業製品に対する関税を撤廃するとともに、米国産農水産品に対する特惠市場アクセスを認める 法案 を発表。		28
9	24	EU 製の自動車などへの関税引下げ措置の発動を発表。 〈自動車・同部品〉 …25%→ 15% (既存の関税率を含む) 【8月1日に遡って適用】 〈特定の EU 原産品（※共同声明参照）〉 … 追加関税の対象から除外 。 【9月1日に遡って適用】	—	9	—
11	—	—	理事会、米国との共同声明の実施に向け、2つの規則に関する交渉指針を採択。 ①米国産品に対する関税及び関税割当に関する規則 ・セーフガードを強化。 ・欧州委員会に対し経済的影響の継続的監視を求める。 ②ロブスターに対する関税の非適用に関する規則 特定の種類のロブスターに対する関税の非適用の継続。	11	28

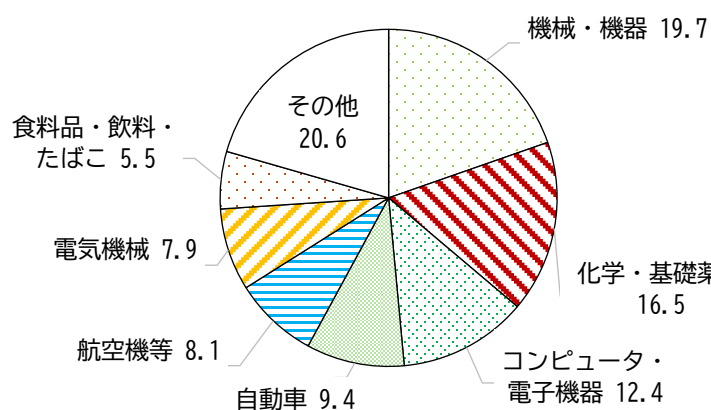
月	日	米国側	EU側	月	日
2026年					
9	17	トランプ大統領、米国によるグリーンランドの取得に関して発言。	—	—	—
—	—	—	デンマーク、ノルウェー、スウェーデン、フランス、ドイツ、英国、オランダ、フィンランドの8か国がグリーンランドへの軍事要員派遣実施を発表。	15	—
1	21	トランプ大統領、欧州8か国を対象に、2月1日から「あらゆる製品」に対し10%の追加関税を課す方針を発表。	—	1	—
—	21	トランプ大統領、NATOのルッテ事務総長との会談後、欧州8か国への追加関税を取り下げると発表。	欧州議会、EUと米国の通商協定の実施をめぐり、審議を延期することを決定。	21	—
—	—	—	理事会アントニオ・コスタ常任議長、追加関税の取りやめを歓迎するとともに、EUと米国の通商協定の実施に注力すべきと発言。	22	—
2	20	米国連邦最高裁判所が国際緊急経済権限法（IEEPA）に基づく相互関税等を違法と判示。トランプ大統領は、IEEPA関税の停止と1974年通商法122条に基づき、米国の最恵国待遇（MFN）関税に上乗せする形で10%の一律追加関税を課すと発表。	—	2	—
11	—	米国通商代表部（USTR）、EUを含む各国・地域の製造業における過剰生産等及び強制労働産品の輸入禁止の実施不備に関する能力や過剰生産に関連する政策や慣行について、1974年通商法301条に基づく調査を開始したと発表。	—	—	—
3	—	—	欧州議会、米国との共同声明の一環である、米国製工業製品に対する関税の撤廃及び米国産農水産品に対する特惠市場アクセスを認める2つの法案に対する欧州議会の立場を採択。法案について以下の修正を提案。 ・停止条項を強化 米国が合意された15%の上限を超える追加関税を課した場合、欧州委員会は優遇措置の全部または一部の停止を提案できる。 ・サンライズ条項 優遇措置の発効は、米国が関税引下げなどの合意事項を実施した場合に限る。 ・サンセット条項 優遇措置の有効期限を2028年3月31日までとする。この期限は、規則の影響についての詳細な影響評価を実施した上で、新たな法案が提出されない限り延長されない。 ・セーフガード条項 特定の製品の輸入が10%増加するなど、米国からの輸入がEU産業に深刻な損害をもたらす恐れのある水準に達した場合、優遇措置を一時的に停止することができる。	3	26
1	7	トランプ大統領、EU側が貿易合意を順守していないとして、EU製自動車・トラックに対する関税率を翌週から、25%へ引上げる方針を発表。	—	—	—
5	—	トランプ大統領、フォン・デア・ライエン欧州委員長との電話会談後、EUに対し、米国の独立記念日である7月4日までに、対米関税率を共同声明に沿って引き下げよう求めた。	—	—	—
—	—	—	理事会と欧州議会、米国製工業製品に対する関税撤廃と米国産農水産品に対する特惠市場アクセスを認める2つの法案に関し、暫定合意。	5	20
—	—	—	サンライズ条項の追加は見送られたものの、2026年末までに米国が鉄鋼・アルミニウムへの関税を15%以下に引き下げない場合、欧州委員会は優遇措置を停止できるとする修正で合意。サンセット条項については、優遇措置の有効期限を2029年末とした。	—	—
6	—	—	欧州議会、上述の共同声明に基づく2つの法案を賛成多数で承認。	16	—
—	—	—	理事会、上述の共同声明に基づく2つの法案を正式に採択。	25	—
7	1	—	米国製工業製品に対する関税撤廃と米国産農水産品に対する特惠市場アクセス承認が発効。	7	1

（備考）各種公表情報等により作成。

中国向けの財輸出は、2024年半ばから緩やかな減少傾向で推移している。品目別構成をみると、機械・機器、化学・基礎薬品、コンピュータ・電子機器の順となっている（第2-3-22図（1））。主要品目の推移をみると、化学・基礎薬品は中国における製造業生産の持ち直し等を背景に、足元では一部で持ち直しの動きがみられる。一方、機械・機器や自動車では、2024年以降、減少傾向で推移しており、2025年にかけても低調な動きが続いている。中国における設備機械の調達動向の変化や現地メーカーの競争力向上、EV化の進展に伴う市場構造の変化を背景に、緩やかな減少が続いており、全体を下押ししている（第2-3-22図（2））。

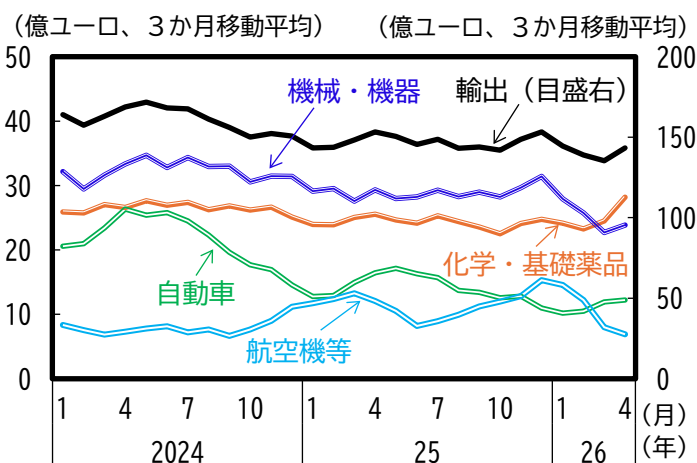
第2-3-22図 ユーロ圏の中国向け財輸出の品目別構成比と財輸出（主要品目別）

（1）品目別構成比（2025年）（%）



（備考）ユーロスタットにより作成。名目金額ベース。

（2）財輸出（主要品目別）



Box. 産業加速化法（IAA）について

2026年3月、欧州委員会は、域内産業の競争力強化を目的とした「産業加速化法（Industrial Accelerator Act（IAA））」案を発表した。低炭素かつEU域内で生産された製品・技術に対する需要を公共調達や公的支援を通じて創出し、製造業の強化と雇用創出を図るとともに、脱炭素化の加速を目的としている。

具体的には、公共調達や公的支援スキームにおいて、「Made in EU⁶⁰」及び／または低炭素製品の使用を要件とする。対象は、鉄鋼、セメント、アルミニウム、自動車、温室効果ガス抑制のネットゼロ技術等の戦略的セクターであり、これにより、欧州の生産能力が強化され、欧州製クリーン技術や製品の需要が高まることが期待される。また、EU域内の付加価値を増やし、産業基盤を強化することで、長期的な経済成長、繁栄、経済安全保障を支えることを目的としている。

さらに、製造業は、欧州の経済的強靱性、イノベーション、社会基盤において極めて重要な役割を果たしているとの認識を示し、EUのGDPに占める割合は2024年に14.3%にとどまるため、同法案ではこれを2035年までに20%に引き上げることを目標としている。

IAAの導入による効果として、欧州委員会は（1）鉄鋼・アルミニウム産業で6億ユーロ以上、自動車産業網で最大約105億ユーロの付加価値の創出、（2）バッテリー製造業で85,000人、太陽光発電に関連する製造業で58,000人の雇用創出を見積もっている。

⁶⁰ 欧州委員会のプレスリリースによると、「EU と自由貿易協定または関税同盟を締結している国、または政府調達協定（GPA）の加盟国については、当該協定に基づく義務がある場合、EU 原産とみなされる」と示されている（European Commission (2026a)）。しかし報道によると、フランス等一部の加盟国は、あまり多くの第三国に拡大すべきではないと難色を示しており、加盟国間で議論が割れている。

（ユーロ圏の財政状況は悪化傾向）

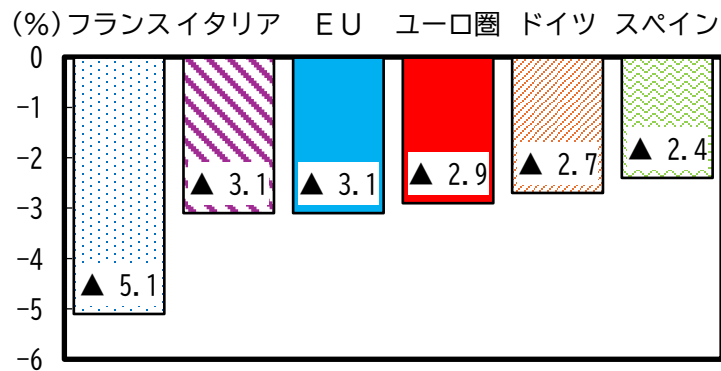
EUでは、安定・成長協定において、各加盟国の財政収支対GDP比を▲3%以内とするなどの財政ルール⁶¹を設定しているが、前述のとおり「欧州再軍備計画」により対GDP比1.5%までの防衛費が財政ルールの適用除外となったことで、各国の財政支出が拡大している。また、防衛費の枠をエネルギー対策費用にも活用することが可能となったため、更なる財政支出の拡大が予想される（第2-3-23図、第2-3-24図）。

ドイツでは、前述のとおり2025年の「債務ブレーキ」の見直しにより財政政策の方針を転換したことから、政府投資の加速と防衛関連支出の増加により、歳出の大幅な増加が見込まれる。一方、投資促進税制や2026年1月に開始された飲食店向けの付加価値税の引下げは歳入の減少要因となる。このため、欧州委員会の見通しでは、一般政府財政収支対GDP比は2027年に▲4.1%まで赤字幅が拡大し、公的債務残高は対GDP比68.0%まで増加すると予測されている。

一方、フランスでは、2024年の財政収支が対GDP比▲5.8%の赤字、2025年は▲5.1%の赤字と、ドイツ、イタリア、スペインと比べても大幅な財政赤字となっている。公的債務残高も、2024年末で対GDP比112.6%、2025年末で115.6%と高止まりしている。2026年予算では、財政収支改善を目標とする法案が提出されたものの、少数与党体制が続く中で国民議会（下院）での審議は難航し、ルコルニュ首相が年金受給開始年齢の引上げ等野党の反対の強い財政改革案を見送ることで、当初2025年秋に提出された予算案は2026年1月によりやく成立することとなった。欧州委員会は、2027年には財政収支は対GDP比▲5.7%、公的債務残高も同120.2%と再び悪化すると予想している。財政健全化に向けた動きが停滞する中、フランスの長期金利は、2025年秋頃からイタリアと同水準となった。

⁶¹ EU では、EU 全体の経済と財政の安定性を保つため、①一般政府財政収支対 GDP 比▲3%以内、②公的債務残高対GDP比60%以内とする基準（マーストリヒト基準）を設けている。なお、この基準は維持されているものの、2024年の改革により、債務持続可能性分析に基づく各国別の調整経路を中心とする柔軟な枠組みに移行している。

第2-3-23図 欧州主要国の一般政府財政収支（対GDP比）（2025年）

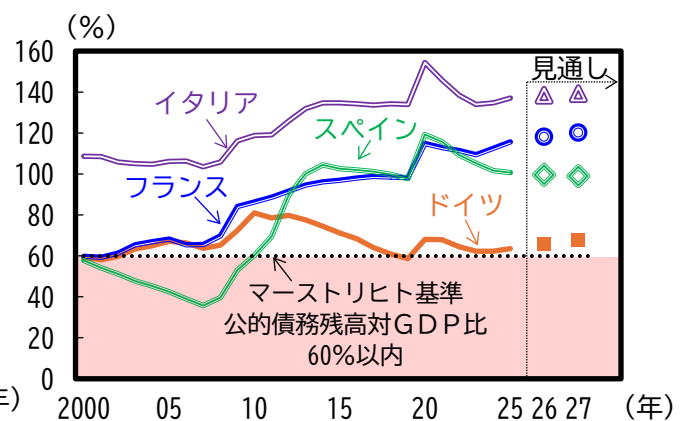
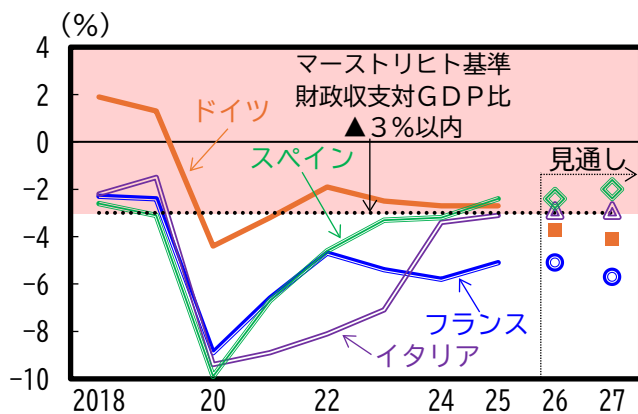


（備考）ユーロスタットにより作成。

第2-3-24図 欧州主要国の財政状況

（１）一般政府財政収支（対GDP比）

（２）公的債務残高（対GDP比）



（備考） 1. ユーロスタットにより作成。

2. 見通しは欧州委員会の春の経済予測（2026年5月21日公表）によるもの。

3. マーストリヒト基準（財政ルール）の適用は、2020年から2023年まで一時停止されていたが、2024年に再開。

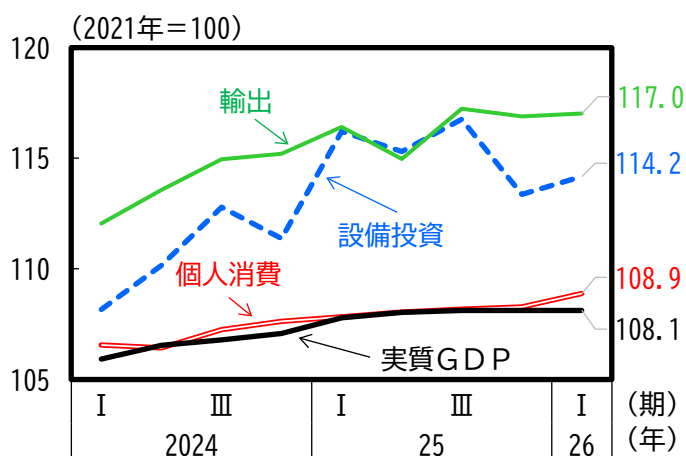
2. 英国経済の動向

(英国の景気は持ち直している)

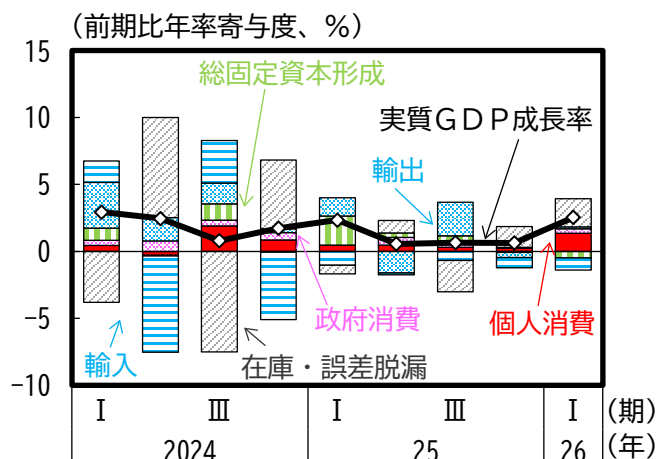
英国経済の動向を実質GDPの推移から概観する。2025年1－3月期には米国関税引上げ前の駆け込み需要もあって実質成長率は高まったものの、その後は主として個人消費が緩やかな伸びにとどまったことから、実質GDP成長率は前期比年率で1%を下回る成長が続き、景気の持ち直しのテンポが緩やかとなっていた。実質賃金上昇率の鈍化や失業率の上昇が背景にあるとみられる。しかし、2026年1－3月期には消費の顕著な回復がみられ、実質GDP成長率も前期比年率2.5%と持ち直しがはっきりとしてきた（第2-3-25図）。

第2-3-25図 英国の需要項目別の実質GDP

(1) 項目別指数



(2) 需要項目別寄与度



(備考) 英国国家統計局により作成。季節調整値。設備投資は非住宅民間設備投資。

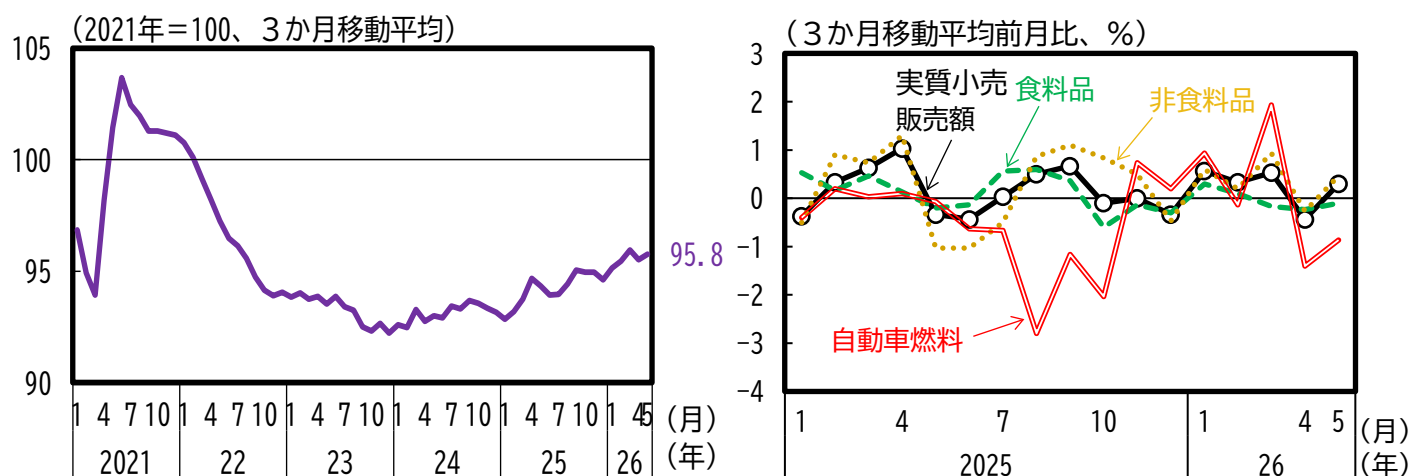
(消費は持ち直している)

実質小売販売額（自動車除く）の動向を確認すると、総合指数でみて2025年以降、緩やかではあるが持ち直しが続いている（第2-3-26図（1））。ただし、品目別の前期比にすると、月々の振れが大きく、小売販売動向は安定した持ち直しになったとはいえない（第2-3-26図（2））。また、中東情勢の影響からガソリン価格が上昇した2026年春以降、自動車燃料の実質的な消費量が抑えられている。

第2-3-26図 英国の実質小売販売額

(1) 総合指数

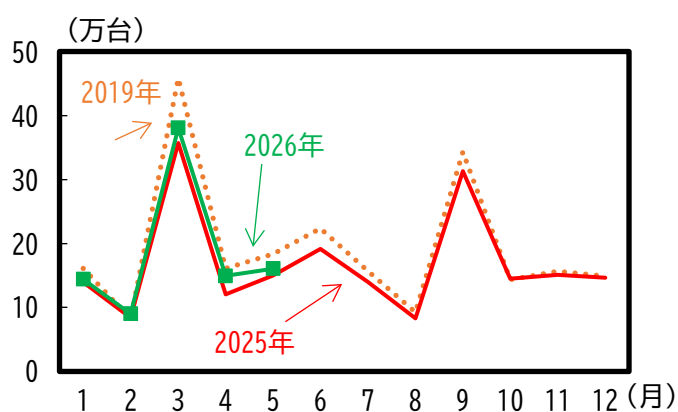
(2) 品目別



(備考) 1. 英国国家統計局により作成。季節調整値。
2. 自動車除く。
3. 非食料品に自動車燃料は含まれない。

また、自動車の新規登録台数をみると、2026年に入ってから前年を上回る月が続いており、回復の兆しがみられる。特に2026年2月には感染症拡大前の2019年2月の水準を初めて上回った（第2-3-27図）。この背景として、2025年7月に開始された英国政府のEV購入助成制度⁶²によりPHEVやBEV等の購買需要が喚起され、当該車種において前年比30%を超える販売台数の伸びを記録したことで全体の販売台数を押し上げたことが挙げられる。

第2-3-27図 英国の自動車新規登録台数



(備考) 英国自動車製造取引業者協会により作成。

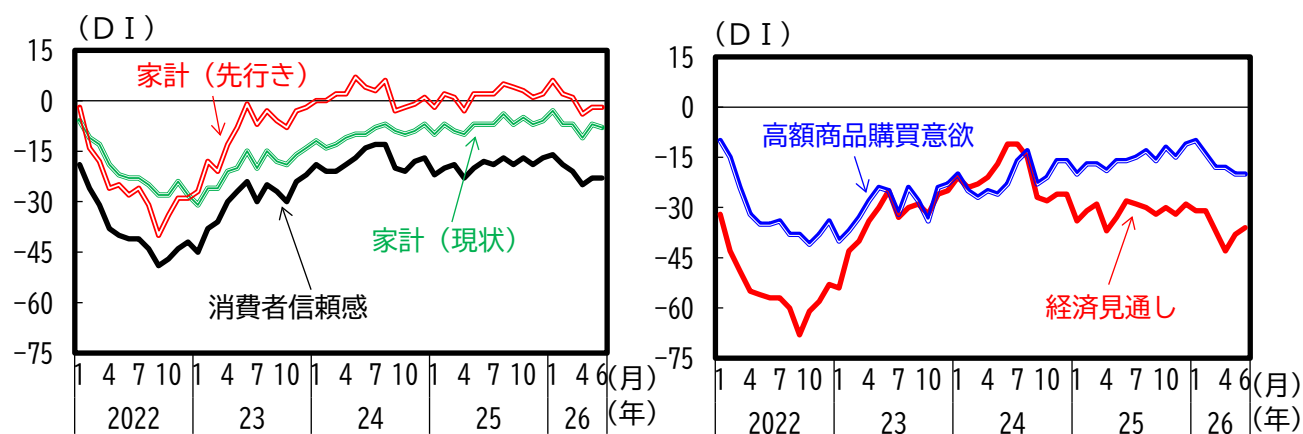
⁶² 本制度では、価格が37,000ポンド以下の新車EV購入者に対して最大3,750ポンドの補助金が支給される。対象車種は、環境基準を満たしかつ価格上限を設けることで、低価格帯の普及促進を重視している。加えて、国民保健サービス（NHS）の医療車両電動化や充電インフラの整備を政策の柱とする投資パッケージも併せて公表されており、持続可能な交通政策の一環として注目されている。

消費者マインドについては、現状、先行きともに2024年から2025年はおおむね横ばいで推移したが、2026年春の中東情勢の緊迫化とともに悪化した（第2-3-28図（1））。高額商品購買意欲や消費者の経済見通しをみても、中東情勢の悪化とともに2026年は低い水準で推移している（第2-3-28図（2））。ただし、いずれのマインド指標についても、ロシアによるウクライナ侵略が始まった2022年のような大きな落ち込みにはなっていない。

家計貯蓄率は2025年時点においても感染症拡大前（2016～19年平均）を上回る水準で推移しており、先行き不透明感や、高金利環境等が、貯蓄志向の高まりにも現れていると考えられる（第2-3-29図）。

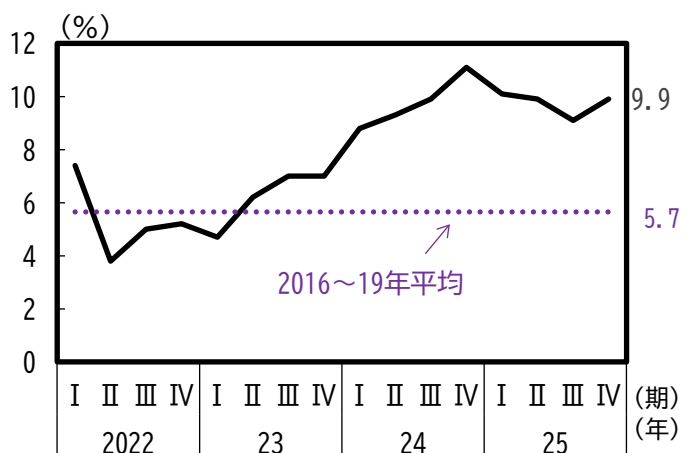
第2-3-28図 英国の消費者信頼感指数

（1）全体、家計（現状）、家計（先行き） （2）経済見通し、高額商品購買意欲



（備考） Gfk により作成。

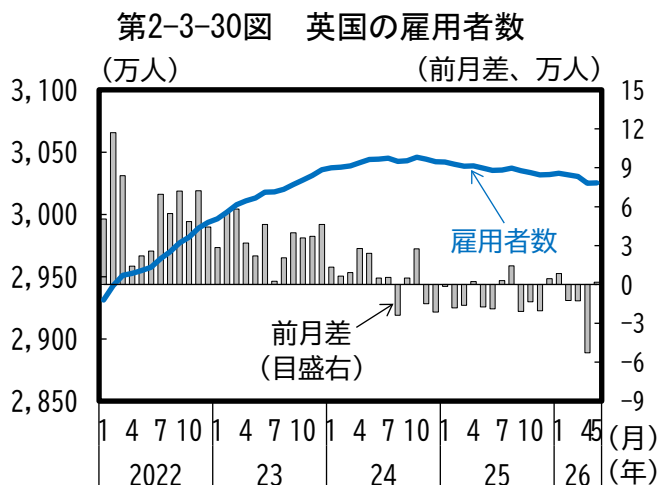
第2-3-29図 英国の家計貯蓄率



（備考） 英国国家統計局により作成。季節調整値。

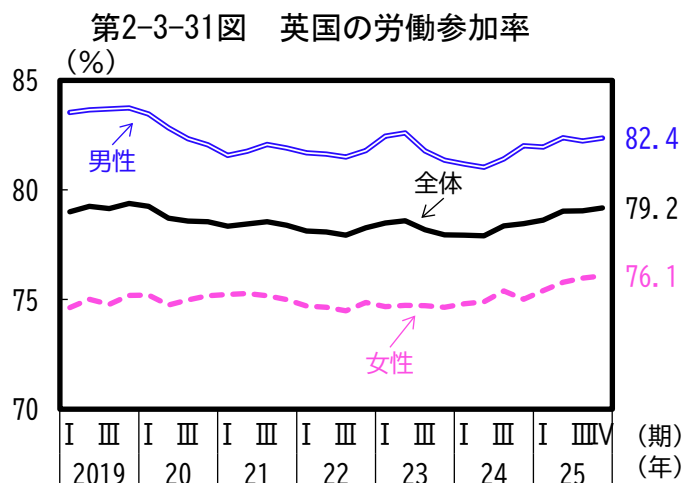
(労働需給は緩和)

英国の労働市場については、まず、雇用者数は2024年以降おおむね横ばい傾向で推移していたが、2024年8月以降は減少傾向で推移している。特に2026年4月には前月差▲5.26万人、前月比▲0.17%と大幅な減少となった（第2-3-30図）。



(備考) 英国国家統計局により作成。源泉徴収票ベース。季節調整値。

労働参加率をみると、感染症拡大後、特に男性の労働参加率が感染症拡大前の水準に戻っていない（第2-3-31図）。精神疾患等長期疾病に伴う非労働力化の影響を指摘する見方もある⁶³。しかし、全体としては2024年半ばから上昇基調にあり、ユーロ圏と比較しても高い水準を維持している。



(備考) 1. OECD Data Explorer により作成。季節調整値。

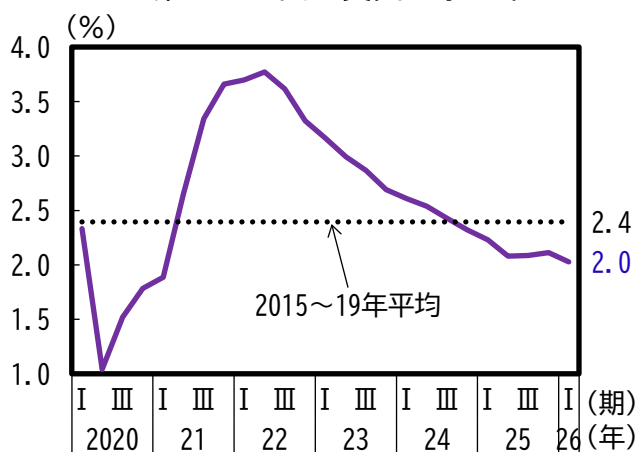
2. 労働参加率は、15歳から64歳までの人口のうち労働力人口の割合。

⁶³ 長期疾病を理由とする非労働力人口は感染症拡大以降大きく増加しており、2023年時点で250万人超と、感染症拡大前から40万人以上増加している。また、当該非労働力人口のうち約53%が「抑うつ、不安神経症等の精神的健康問題」を抱えているとの報告がある（Office for National Statistics (2023)）。

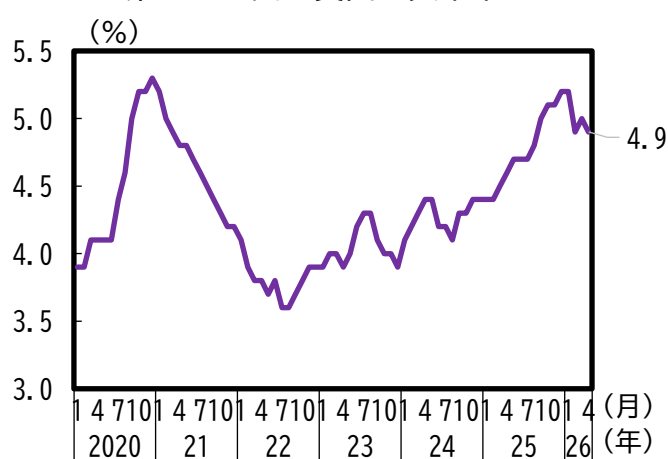
続いて、労働需要の強さを求人率の動向から確認すると、2024年秋季予算において国民保険料の企業負担の増加が決定されると、人件費の高まりを嫌気して雇用を抑制する動きがみられ、2024年10－12月期以降の求人率は感染症拡大前を下回る水準で低下し続けている（第2-3-32図）。失業率は、2023年以降は上昇傾向にあり、感染症拡大期に迫る高さにある（第2-3-33図）。2026年に入ってから、失業率はやや低下しているものの、経済不活発者数⁶⁴も増加している。

2024年半ば以降、労働参加率には持ち直しがみられるものの、求人率の低下に加え、2026年は経済不活発者数も増加しており、英国の労働需給は緩和傾向にある。

第2-3-32図 英国の求人率



第2-3-33図 英国の失業率



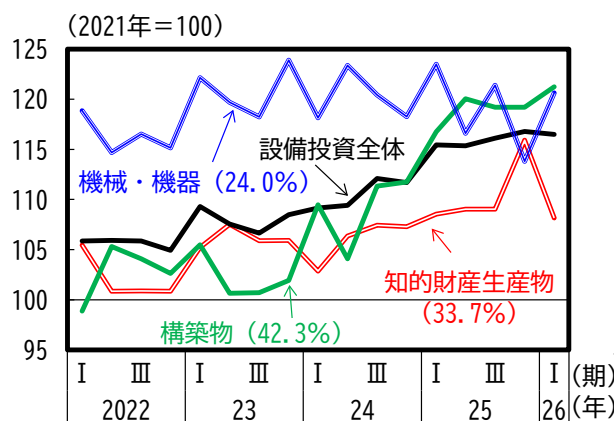
(設備投資はおおむね横ばいとなっている)

設備投資については、脱炭素化やデジタル化に向けた設備投資需要から、2025年1－3月期までは総じて増加傾向にあった（第2-3-34図（1））。しかし、項目別の前期比寄与度をみると、2025年4－6月期以降の伸びは鈍化している（第2-3-34図（2））。特に、機械・機器投資は増減を繰り返しており、明確な増加傾向はみられない。設備投資の鈍化については、2025年における国民保険料の企業負担の増加や、米国の関税引上げを受けた世界経済の不透明感の高まり等が指摘され、実際、設備投資マインドも低調であった（第2-3-35図）。

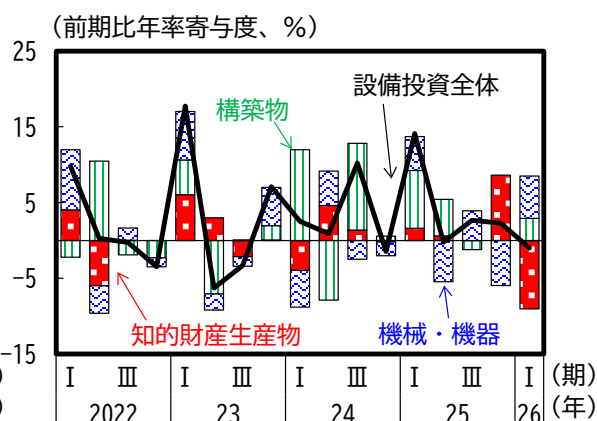
⁶⁴ 経済不活発者とは、直近4週間で仕事を探していない、若しくは今後2週間以内に仕事に就くことが出来ない者。経済不活発者数は前月比で2026年1月▲0.5%、2月1.3%、3月▲0.1%、4月0.4%であった。

第2-3-34図 英国の実質設備投資

(1) 項目別指数

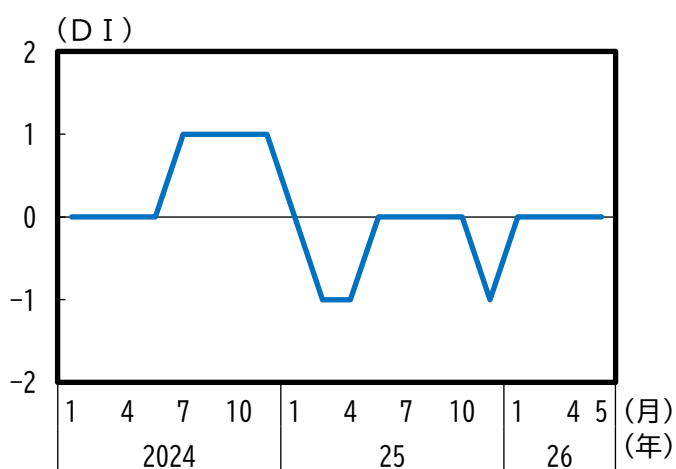


(2) 項目別寄与度



(備考) 1. 英国国家統計局により作成。季節調整値。設備投資は非住宅設備投資（公的部門を含む）。
2. 凡例括弧内は2025年の設備投資全体に占める割合。

第2-3-35図 英国の設備投資マインド

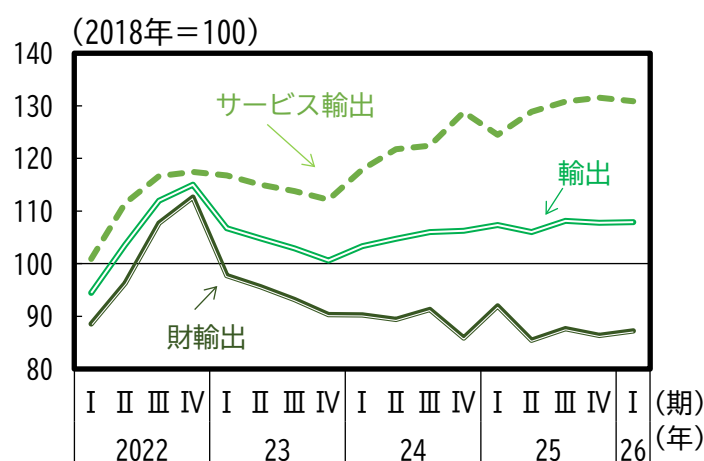


(備考) 1. BOE により作成。
2. BOE 職員の企業への聞き取りに基づく景況判断評価指標。
3. +5ポイントから▲5ポイントの幅で評価。+5は急上昇、0は横ばい、▲5は急低下を示す。
4. 全セクターにおける企業の投資意欲（今後12か月間の支出予定）。
5. 投資とは、工場、機械、車両、ICT（ハードウェア及びソフトウェア）、建物、研究開発（R&D）等の非金融資産への支出と定義。

（財輸出は、このところおおむね横ばい。サービス輸出は、持ち直しの動きがみられる）

続いて、輸出の動向を確認する。対GDP比12.7%（2025年）を占める財輸出は、2022年後半の一時的な増加を除き⁶⁵減少傾向にある。2025年1－3月期には、米国向け輸出の増加を背景に一時的に増加に転じたものの、その後はおおむね横ばいで推移している。対GDP比18.0%（2025年）を占めるサービス輸出は、感染症収束を受けた海外からの観光客の回復等から好調に推移しており、2025年からは緩やかな増加が続いている。2026年1－3月期の実質サービス輸出は前期比▲0.5%となったものの、前月比ベースでは2～4月の3か月連続で増加⁶⁶が続いており、持ち直しの動きがみられる（第2-3-36図）。

第2-3-36図 英国の実質輸出



（備考）英国国家統計局により作成。季節調整値。

こうした輸出の動きについて、相手国別の動向とともに分析すると、2025年の主要輸出相手国は、米国、ドイツ、オランダ、アイルランド、フランス、中国の順となっている（第2-3-37図（1））。財輸出全体としては2023年12月以降緩やかな減少傾向にある中で、特に米国向け財輸出は2025年6月に駆け込み輸出がはく落し、その後の回復がみられない。

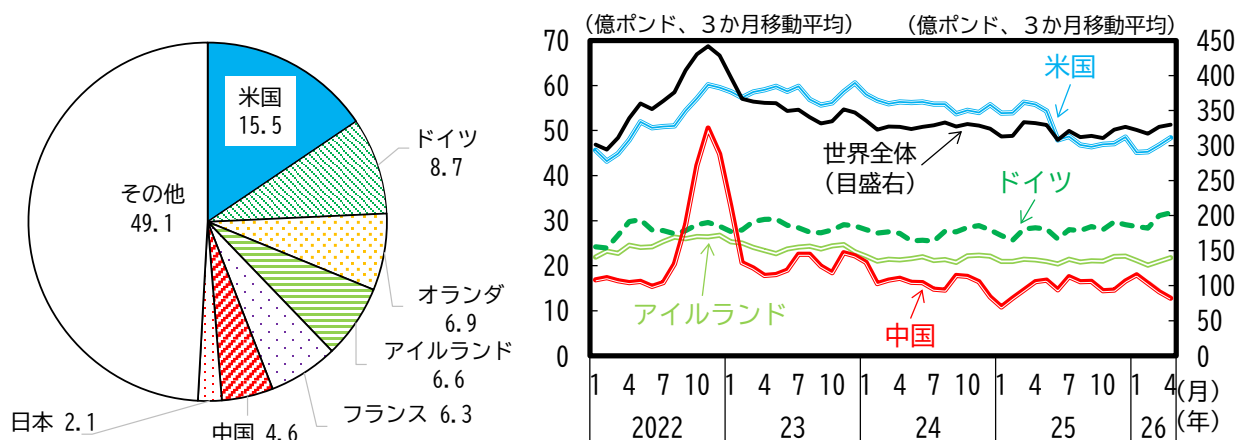
名目値では2026年3月には前月比（金除く）1.9%、4月は同2.6%と上昇しているが、中東情勢の悪化に伴う燃料価格の上昇による影響とみられる。実質値で見た財輸出はこのところおおむね横ばいの状況となっている（第2-3-37図（2））。

⁶⁵ ロシアのウクライナ侵略後、安全資産需要の高まりを背景に非貨幣用金の輸出数量が一時的に増加し、2022年7－9月期から同10－12月期にかけて実質財輸出が押し上げられた。

⁶⁶ 実質サービス輸出前月比は、2026年2月0.6%、3月0.2%、4月0.2%。

第2-3-37図 英国の財輸出の相手国の構成比と財輸出（主要相手国別）

(1) 輸出相手国構成比（2025年）（%） (2) 財輸出（主要相手国別）

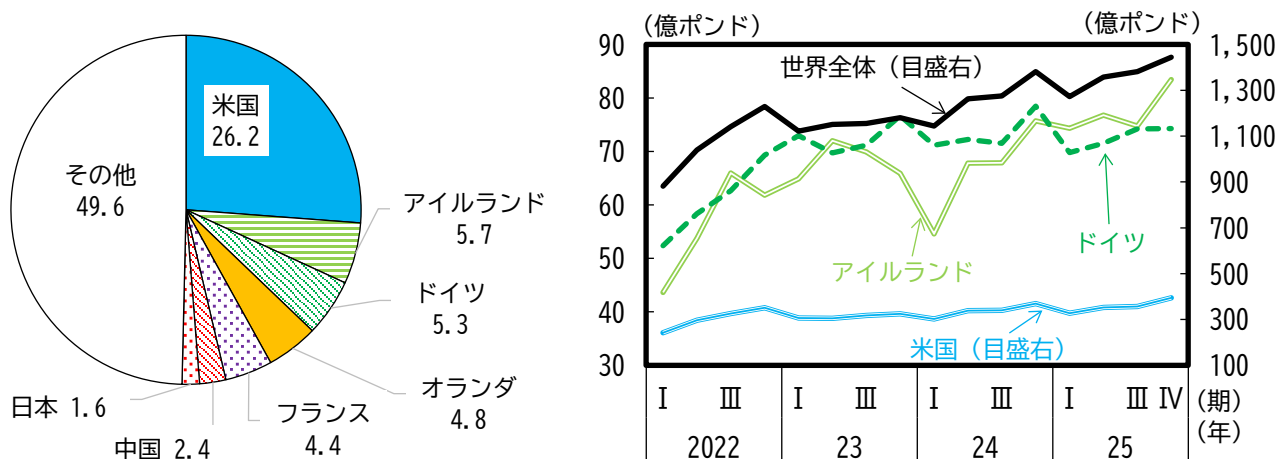


（備考）英国国家統計局により作成。名目金額ベース。

次に、サービス輸出の動向をみると、主要輸出相手国は米国、アイルランド、ドイツの順となっている（第2-3-38図（1））。相手国別の推移をみると、米国向けが一貫して緩やかな増加傾向にあり、ドイツ向けでは足元で減少傾向がみられるものの、アイルランド向けは2024年以降増加が続いている。（第2-3-38図（2））。

第2-3-38図 英国のサービス輸出の相手国の構成比とサービス輸出（主要相手国別）

(1) 輸出相手国構成比（2025年）（%） (2) サービス輸出（主要相手国別）



（備考）英国国家統計局により作成。名目金額ベース。

以上のように、サービス輸出では持ち直しの動きがみられる一方、財輸出はおおむね横ばいの状況となっている。英国の輸出構造は、法律、会計、広告等専門コンサルティングサービス等のビジネスサービスがけん引する形で、名目GDPに占めるサービス輸出の割合が財輸出より高い⁶⁷。サービス輸出には米国による追加関税は課されておらず、財輸出に比べると安定した輸出需要が確保できる構造にある。

（英国の財政状況）

英国では、経済成長と財政健全化の両立が課題となる中、2025年秋季予算において、増税と歳出改革を組み合わせた中期的な財政健全化方針が示された。具体的には、物価上昇や賃金上昇に伴うブラケットクリープが予想される中での所得税率区分の据置きやEV等への走行距離課税⁶⁸導入といった増税策と、地方議員約5,000人の削減や公務に係る業務コストの16%削減等の行政改革、ユニバーサルクレジットの支給額削減等の歳出削減により、公的部門財政収支⁶⁹（対GDP比）が2026年度の▲3.6%から2030年度に▲1.6%まで赤字幅が縮小するほか、2029年度には純投資支出を除いた公的部門経常的収支の黒字化が見込まれている（第2-3-39図、第2-3-40図（1））。

スターマー政権が設定した財政健全化目標は、（1）2029年度予算での経常的収支黒字化達成と、（2）公的部門純金融負債の対GDP比を2029年度までに減少させることの2点であり、2025年秋季予算と同日に公表された予算責任局（OBR）の経済財政見通しでは、達成確率をそれぞれ59%、52%と評価している⁷⁰。

その後、2026年3月の春季予算では、新たな大規模な減税・歳出策は講じられず、財政政策の基本方針は前年秋季予算の枠組みが維持された。同時に公表されたOBRの2026年3月見通しでは、実質GDP成長率見通しの下方修正等が行われたものの、財政健全化の見通しは維持された（第2-3-40図（2））。一方、エネルギー価格や地政学リスクの高まり等を背景に、不確実性の大きさが改めて指摘されている。

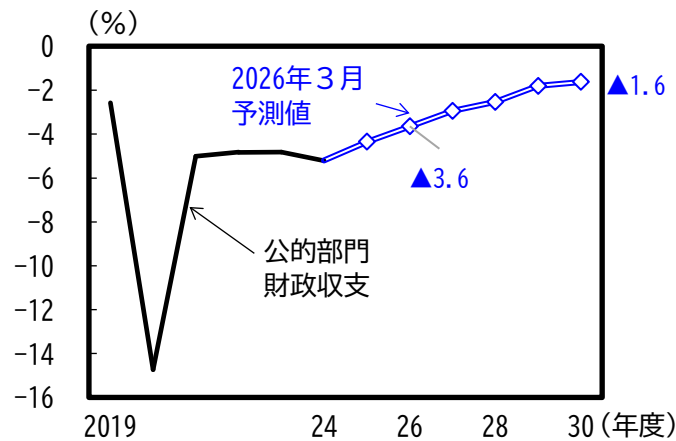
⁶⁷ 下平（2024）

⁶⁸ 道路の舗装や充電設備等公共インフラを維持するため、2028年4月からEVの走行距離1マイル当たり3ペンス（約6円）を徴収する。燃料税もかかるPHEVの税額はEVの半分とする。

⁶⁹ 公的部門経常的収入（主に税収）から公的部門総支出（公的部門経常的支出＋公的部門純投資支出＋固定資本減耗）を引いたもの。

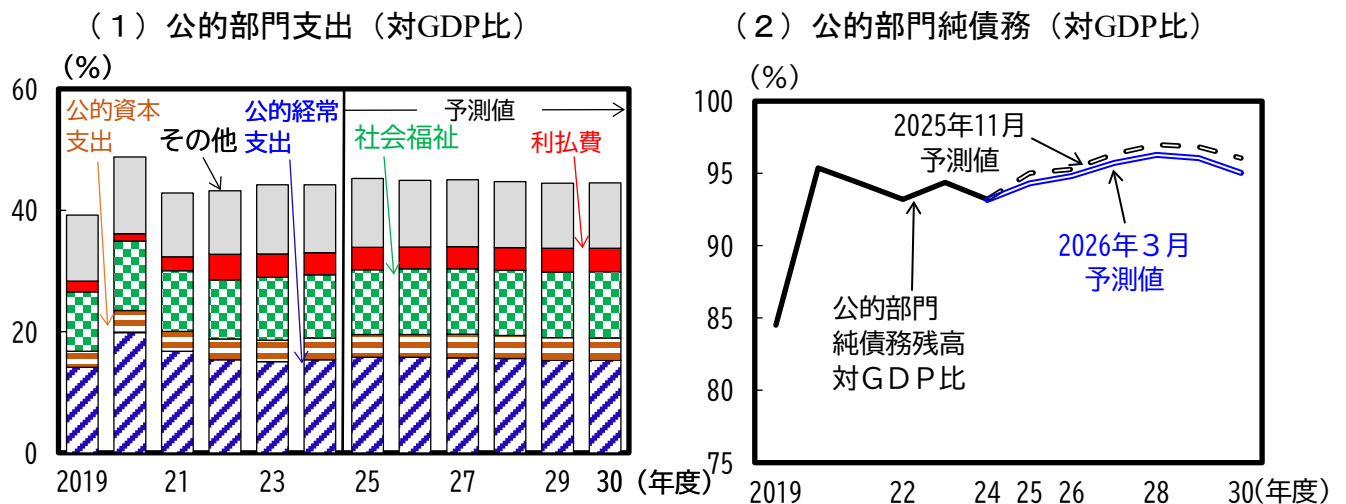
⁷⁰ 英国の財政健全化目標とOBR経済財政見通しについて、詳細は川上（2026）を参照。

第2-3-39図 英国の公的部門財政収支（対GDP比）



(備考) 1. 英国予算責任局により作成。年度は4月1日から翌年3月31日。
2. 予測値は2026年3月3日公表の経済財政見通しによるもの。

第2-3-40図 英国の財政状況



(備考) 1. 英国予算責任局により作成。年度（4月1日から翌年3月31日）の値。
2. 中央政府、地方政府、公的企業を含む。

（まとめ：欧州の景気は緩やかに持ち直していくことが期待される）

これまでみてきたように、ユーロ圏では景気は持ち直しの動きがみられる。政府主導の投資や一部加盟国（スペイン、イタリア）によるけん引により下支えされているものの、個人消費の伸び悩みや財輸出の停滞等、内外需の力強さには欠ける状況が続いている。また、2026年3月からはエネルギー価格高騰の影響が、物価上昇を通じて消費面に少しずつ表れている。

英国では、2026年1－3月期の実質GDP成長率の伸びが加速し、景気は持ち直している。物価上昇率の鈍化と実質賃金の改善を受け、内需は回復基調を維持している。一方、失業率の上昇や消費者信頼感の悪化が景気の重石となっている。

欧州全体としてみれば、中東情勢の悪化に伴う影響は、ロシアによるウクライナ侵略が始まった2022年と比較すると、今のところその影響は限定的にとどまっている。

先行きについては、ユーロ圏では、政府消費や公的投資により短期的には景気が下支えされ、緩やかに持ち直していくことが期待される。ただし、これまで投資をけん引してきたイタリアやスペインでは、RRFの実施期限が2026年であることから、その後の投資の反動減には注意が必要である。また、防衛支出の拡大やエネルギー対策等により財政余力の制約も留意が必要である。英国では、景気は持ち直しが続くことが見込まれるが、高い金利水準や雇用の下振れリスクには注意する必要がある。

第4節 世界経済の見通しとリスク

本節では、前節までの分析を踏まえて、世界経済の見通しとリスクについて議論する。

1. 世界経済の見通し

（先行きの不透明感が高く、物価上昇と成長低下が見込まれる）

目下、世界経済の先行きを左右する最大の要因は中東情勢にあるといえる。6月中旬には米国とイランが戦闘終結に向けた覚書に署名するなど事態の収束に向けた動きがみられ、これを受けて原油価格も事態発生前の水準近くまで落ち着きを取り戻しつつある。一方で、ホルムズ海峡の通航量の正常化には時間を要しており、覚書署名後も散発的な攻撃の発生が報じられるなど、中東情勢の先行きは依然として予断を許さない状況にある。不透明な中東情勢を前提に、各国際機関は4月から6月にかけて複数のシナリオに分けた世界経済の見通しを示した。

IMFが4月中旬に公表した世界経済見通しでは、2026年央までに中東地域の生産・輸出が正常化することを基本見通し⁷¹の前提としつつ、想定よりも紛争が長期化し、エネルギー価格が継続的に上昇する「悪化シナリオ」とエネルギーインフラがこれまでに以上に損傷する「深刻なシナリオ」の2つのリスクシナリオの見通しも示している⁷²。いずれのシナリオにおいても、2026年の世界の消費者物価上昇率は2025年よりも上昇し、世界の実質GDP成長率は2025年よりも低下するとした⁷³（第2-4-1図）。

その後、OECDが6月冒頭に公表した経済見通しでも、先行きの中東情勢の推移とその世界経済への影響が極めて不確実な状況にあるとして、1つの中心的な見通しを示すのではなく、「短期的な混乱シナリオ」と「混乱長期化シナリオ」の2つのシナリオに分けて見通しを示している。前者は2026年4－6月期の後半から湾岸諸国のエネルギー生産が徐々に正常化し、海上・航空輸送もその段階から完全に正常化することを前提とする一方、後者では湾岸諸国のエネルギー生産は2027年7－9月期にかけて2026年3月の水準が継続し、世界的な供給不足によって各国で生産の混乱が生じるといふ、より悲観的な推移を想定している⁷⁴。こうした前提の下での2026年の見通しについて、短期的

⁷¹ IMF は、リアルタイムで一貫した前提を立てることが困難であることを踏まえ、通常のベースライン予測ではなく、「参照予測」（reference forecast）という表現を用いている。

⁷² 各シナリオにおいて前提とされる原油価格（WTI、ブレント、ドバイの平均）は、基本見通しが2026年平均82ドル/バレル程度、悪化シナリオが同100ドル/バレル程度、深刻なシナリオが同110ドル/バレル程度。

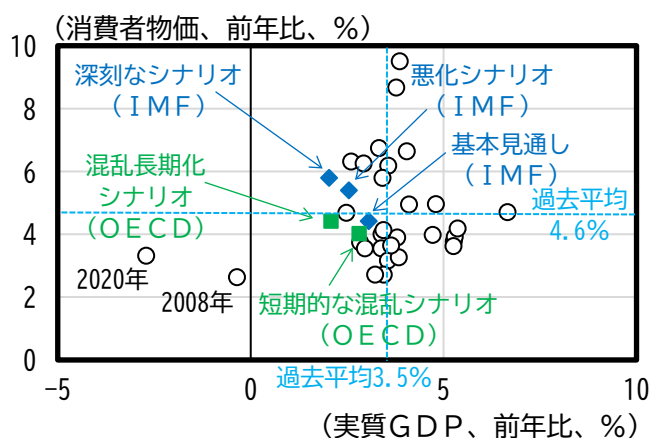
⁷³ なお、IMFが7月8日に公表した中間経済見通しでは、ホルムズ海峡の通航が7月中旬から再開され、おおむね2027年3月までに事態発生前の状態に復するとの前提（その際の2026年平均の原油価格（WTI、ブレント、ドバイの平均）は89ドル/バレル程度）の下、2026年の世界の消費者物価上昇率は4.7%（4月の基本見通しから0.3%ポイント引上げ）、世界の実質GDP成長率は3.0%（同▲0.1%ポイント引下げ）と予測しており、これらの予測値は4月の基本見通しから大きくは改定されていない（IMF（2026c））。

⁷⁴ 短期的な混乱シナリオでは、原油価格（ブレント）が2026年平均92ドル/バレルで推移する前提となっており、

な混乱シナリオでは、G20の消費者物価上昇率は4.0%と上昇し、世界の実質GDP成長率は2.8%まで低下すると予測されている。さらに、混乱長期化シナリオでは、世界の消費者物価上昇率は更に0.4%ポイント程度押し上げられ、世界の実質GDP成長率は2.1%程度まで低下すると予測された。

これらの予測を過去30年の実績と比較してみると、中東情勢の影響が軽微なシナリオでも実質GDP成長率は過去30年平均（3.5%）を下回り、事態が長期化するシナリオでは、いわゆるITバブルのあった2001年の2.5%を下回り、世界金融危機（2009年）や感染症拡大期（2020年）以来の低水準となる見通しとなっている。また、消費者物価上昇率については、影響が軽微なシナリオでは過去30年平均程度（4%台半ば）にとどまるが、IMFの悪化シナリオや深刻なシナリオでは過去30年で上位25%程度の高い伸びとなる見込みである。

第2-4-1図 世界の実質GDP成長率と消費者物価上昇率（実績と見通し）



- (備考) 1. IMF (2026a)、OECD (2026b)により作成。
2. OECDの見通しについては、G20の消費者物価上昇率と世界の消費者物価上昇率が一致するとみなして記載。

両機関の2026年の経済見通し⁷⁵を国・地域別にみると、いずれもユーロ圏及び中国については2025年よりも実質GDP成長率が低下することを見込んでいる一方、米国についての見方は分かれている（第2-4-2図）。ユーロ圏については、防衛支出の拡大による経済の押し上げ効果が見込まれる一方、中東情勢による影響やユーロ高による競争力低下、財政健全化の取組等の下押し要因が指摘されている。また、中国については引き続き不動産市場の調整が経済を下押しすることが見込まれている。

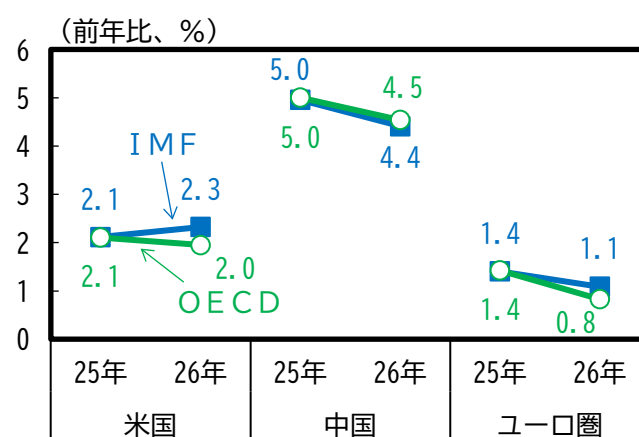
混乱長期化シナリオでは、2026年7－9月期以降の原油価格が短期的な混乱シナリオに比べて50%高い水準で推移することを前提としている。また、混乱長期化シナリオでは、湾岸諸国からの原材料供給の不足が効率性の低下を招くとして、アジア諸国で▲2%、それ以外の地域では▲1%効率性が低下すると仮定している。

⁷⁵ IMFは基本見通し（参照予測）、OECDは短期的な混乱シナリオに基づく。両機関ともそれ以外のシナリオでは個別の国・地域別の見通しを示していない。

米国については、IMFが財政政策⁷⁶や2025年に行われた政策金利引下げのラグを持った効果によって2026年の実質GDP成長率は上昇すると予測している一方、OECDは物価上昇による購買力低下が消費を下押しすることから2026年の実質GDP成長率はやや低下するとみている。米国は石油純輸出国であり、原油価格高騰による関連産業への押上げ効果は見込まれるものの、両機関とも家計の購買力低下による下押し効果の方がやや大きいとみている。また、AI関連投資が設備投資全体をけん引する姿は当面継続するとみられている。

なお、これらの国・地域別の見通しは両機関の見通しの中で最も中東情勢の影響が小さいシナリオに基づいていることには留意が必要である。6月中旬の米国・イラン間の覚書署名はあったものの、中東情勢はなお予断を許さず、その推移によって今後の実際の世界経済動向が大きく左右されることは言うまでもない。

第2-4-2図 主要国・地域の実質GDP成長率見通し



(備考) IMF (2026a)、OECD (2026b)により作成。

2. 先行きのリスク要因

(中東情勢による影響)

本稿執筆時点では、6月中旬の米国・イラン間の覚書署名後も依然としてホルムズ海峡の通航量の回復は限定的なものにとどまっている。今後の中東情勢の推移はなお予断できず、ホルムズ海峡の通航の正常化にどの程度の時間を要するかによって、エネルギー需給の動向を中心に世界経済に大きな影響を及ぼす可能性がある。また、再び対立が激化し、湾岸諸国の生産・輸送設備等が被害を受ける場合には、世界のエネルギー供給が更に下押しされたり、供給の回復が一層遅れ、世界的なエネルギー供給不足が強まる可能性もある。これまでみられている肥料価格の高騰が今後食料品価格に転嫁されてい

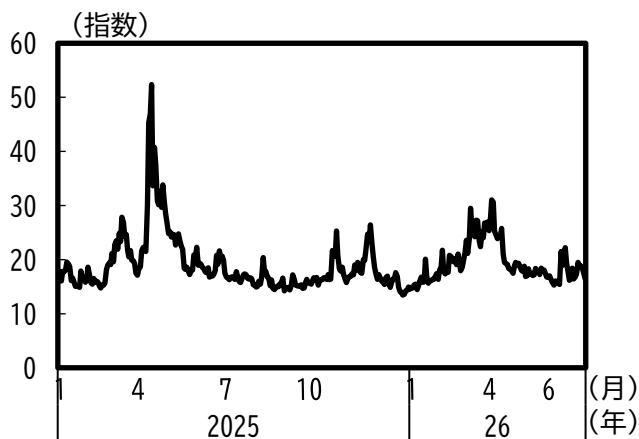
⁷⁶ OBBBA による各種減税策を指すものとみられる。

くことも考えられる。そうした場合には、物価の更なる上昇を招くのみならず、供給面の制約から各国・地域の経済活動が更に下押しされる可能性がある。このように、中東情勢の推移は様々な経路から世界経済に影響を及ぼすリスクがあるため、引き続きその動向を注視していく必要がある。

（金融資本市場の変動）

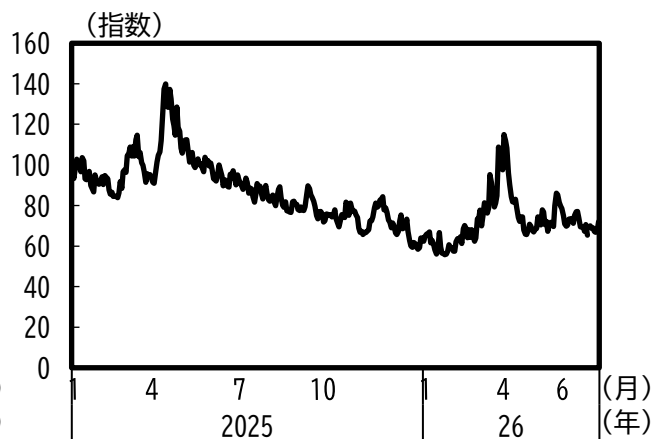
中東情勢が緊迫化した 2026 年 3 月には、景気の先行き懸念や物価見通しの高まりから株価が下落、長期金利が上昇するなど、金融資本市場の変動の高まりがみられた（第 2-4-3 図、第 2-4-4 図）。金融資本市場の変動が足元で更に高まっている状況にはないものの、中東情勢の行方や米国の通商政策等の動向にはなお不透明感があり、今後再び金融資本市場の変動が高まる可能性がある。

第 2-4-3 図 VIX 指数



- （備考） 1. ブルームバーグにより作成。
2. VIX指数（Volatility Index）は、シカゴのオプション取引所（CBOE）が算出する米株式（S&P500）の先行き変動リスクを示す指数。

第 2-4-4 図 MOVE 指数

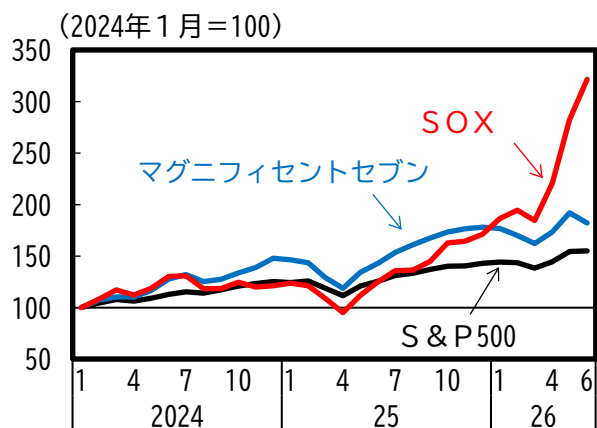


- （備考） 1. ブルームバーグにより作成。
2. MOVE指数（Merrill Lynch Option Volatility Estimate Index）は、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチが算出する米国債の先行き変動リスクを示す指数。

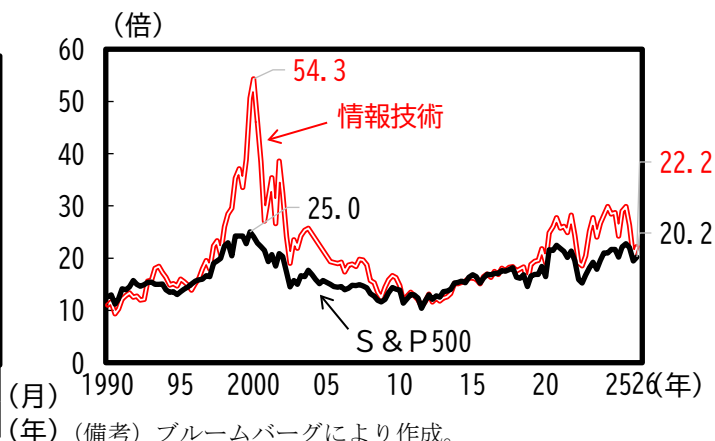
また、昨今の株式市場は AI 関連銘柄が主導する形で上昇傾向を続けてきたが（第 2-4-5 図）、これらの株価上昇は AI の導入・実装による生産性向上への期待によって支えられており、そうした期待が実現しない場合には株価の再評価が生じる可能性もあると指摘されている⁷⁷。米国株式の 1 年先予想株価収益率（PER）をみると、S&P500 指数全体としては 2000 年頃のいわゆる IT バブル期に匹敵する水準まで上昇してきているが、情報技術セクターとしては IT バブル当時の水準ほどの上昇には至っていない（第 2-4-6 図）。

⁷⁷ IMF (2026a)

第 2-4-5 図 米国の株価



第 2-4-6 図 1 年先予想 PER (S&P500)



- (備考) 1. ブルームバーグにより作成。
 2. マグニフィセントセブンは、Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia, Tesla の 7 社で構成される株価指数。
 3. SOX (フィラデルフィア半導体株指数) は、米国に上場する主要な半導体関連 30 銘柄で構成される株価指数。

もっとも、第 1 節で述べたように、現在の米国の個人消費は株高による資産効果がけん引している面があるとみられ、株価に大幅な調整が生じるような場合には米国を中心として個人消費に下押し効果をもたらす可能性もあるため、今後も金融資本市場の動向に留意が必要である。

(米国の政策動向)

第 1 節で述べたように、相互関税の撤廃等により米国の実効関税率は 2025 年の水準からは低下しつつあるものの、7 月末から医薬品に対する品目別関税が導入される予定となっているほか、301 条に基づく関税措置も導入に向けた手続きが進められている。こうした米国の通商政策の動向は主として貿易面を通じて世界経済に影響を及ぼす可能性がある。

また、通商政策以外の政策動向にも留意が必要である。例えば、米国の欧州における安全保障政策のスタンスの変更は、2025 年の欧州における防衛支出拡大の背景となった。今般のイランに対する攻撃に際しても、周辺地域での基地使用をめぐる対立からトランプ大統領がスペインとの貿易停止を示唆する場面がみられるなど、米国の安全保障政策の転換が経済面で影響を及ぼす可能性にも引き続き留意が必要となる。

(重要物資に対する各国の輸出管理措置)

通商政策とも密接に関連するが、近年、デュアルユース品目を中心に、各国・地域で

経済安全保障の観点から重要物資への輸出管理措置を導入する動きがみられている。2025 年には、4 月に中国が一部のレアアース品目を輸出管理の対象に加えたことを受けて世界的にレアアース磁石の供給が滞る事態が生じたほか、10 月には米国の中国資本企業を対象とした輸出管理措置の拡大を受けて中国側もレアアース関連の追加的な輸出管理措置の導入や中国資本の大手半導体メーカーの輸出を一時停止したとみられる事態が生じるなど、各国の輸出管理措置を契機としたサプライチェーンの混乱が生じる事案がみられている。例えばレアアース磁石であれば EV のモーター等の様々な製品に不可欠な中間財となっているが、その供給が中国等の特定国に集中しているため、そうした国々の輸出管理措置が世界的な供給制約を惹起するリスクがある。こうした事案の発生を受けて、各国で重要物資の輸入先の多角化といった取組が進められつつあるが⁷⁸、各国の経済安全保障の観点から講じられる輸出管理措置が世界のサプライチェーンに与える影響について注意してみていく必要がある。

（中国における不動産市場の停滞の継続による影響）

中国経済自体のリスクにも注意が必要である。中国では、不動産価格の下落や不動産関連投資の減少に歯止めがかからず、過去数年にわたって不動産市場の停滞が続いている状況にある。その影響は、不動産関連投資の減少だけでなく、不動産価格下落に伴う負の資産効果を通じた消費の下押しや土地使用権譲渡収入の低迷による地方政府の財政悪化により、中国経済全体としての構造的な需要低迷につながっている。人口減少を受けて住宅需要が下押しされる構造にある中で、不動産市場の停滞状況が容易に改善する展望は描けず、先行きの中国経済も緩やかな減速が続くと見込まれるが、不動産市場の低迷により中国経済の成長が一段と下押しされる場合、中国との経済的な結びつきの大きい国・地域を中心に景気が下押しされる可能性がある。

（AI関連需要の動向）

これまで見てきたような下方リスクだけでなく、世界経済の先行きには上振れする要素もある。2025 年を振り返ると、春頃には米国の関税措置が世界の貿易や経済を下押しすると各国国際機関が予測していたが、実際には旺盛な AI 関連投資・輸出が米国やアジアを中心に成長を押し上げる結果となった。2026 年前半にかけてもこうした動きは続いており、米国やアジアで AI 関連の設備投資や輸出が高い成長をもたらす動きがみられている。第 1 節でみたように、いわゆるハイパースケーラーの設備投資は当面拡大していくことが予想されており、2026 年後半以降も世界経済をけん引していくことが

⁷⁸ 例えば、2026 年 6 月の G7 エビアン・サミットにおける「重要鉱物のサプライチェーン確保に関する G7 首脳宣言」では、G7 各国が、レアアース及び永久磁石について、G7 及びパートナー国以外の単一供給国に対する依存度を 2030 年までに 60%未満に大幅に低減させることとしている。

期待される。そうした中で、AI 関連投資・輸出の恩恵が更に多くの地域に波及していくことになれば、世界経済を更に押し上げる可能性がある。

一方で、今後金融市場において AI 関連の株価の再評価が生じたり、エネルギー価格の高騰による採算性の悪化等の要因により AI 関連投資の勢いが弱まる場合には、むしろ世界経済を下押しする要因となる可能性もある。AI 関連の設備投資や輸出が世界経済に与える影響は拡大してきており、その動向を注視していく必要がある。

参考文献

(第2章)

- 赤平大寿 [2026] 「USMCA見直しの行方、トランプ米政権の方針と中間選挙」 JETRO 2026年2月
- 川上優佑 [2026] 「財政運営の透明性確保に向けた英国の制度運用の特色」 内閣府今週の指標 No.1402 2026年2月
- 北島大地 [2026] 「肥満症治療薬の世界的需要拡大と米国の医薬品サプライチェーン」 内閣府今週の指標 No.1412 2026年5月
- 下平凌大 [2024] 「英国のサービス輸出の動向について」 内閣府今週の指標 No.1355 2024年8月
- 二宮奈緒子 [2025] 「インド経済をけん引するサービス輸出の動向」 内閣府今週の指標 No.1394 2025年12月
- 福井瑠璃子 [2026] 「韓国の家計債務高止まりの構造的背景と金融政策への影響」 内閣府今週の指標 No.1413 2026年5月
- ADB [2025] *Asian Development Outlook December 2025: Growth Steadies But Uncertainty Lingers*, December 2025.
- ADB [2026] *Asian Development Outlook April 2026: The Middle East Conflict Challenges Resilience in Asia and the Pacific*, April 2026.
- AMRO [2026a] *ASEAN+3 Regional Economic Outlook 2026*, April 2026.
- AMRO [2026b] *Interim Update of the ASEAN+3 Regional Economic Outlook (AREO) – June 2026*, June 2026.
- AMRO [2026c] *Quarterly Update of the ASEAN+3 Regional Economic Outlook (AREO) – January 2026*, January 2026.
- Beach, S. et al. [2025] “Wealth Heterogeneity and Consumer Spending”, FEDS Notes, August 2025.
- Church, J. [2015] “The cost of 'basic necessities' has risen slightly more than inflation over the last 30 years”, Bureau of Labor Statistics, June 2015.
- Data Center Watch [2026] “Q1 2026: Data Center Watch Report”, June 2026.
- European Commission [2024a] *The future of European competitiveness Part A: A competitiveness strategy for Europe*, September 2024.
- European Commission [2024b] *The future of European competitiveness Part B In-depth analysis and recommendations*, September 2024.
- European Commission [2025a] “Funding the AI economy: Strengthening Europe’s Investment Capacity”, November 2025.
- European Commission [2025b] *Report from the commission to the European parliament and the council on the implementation of the Recovery and Resilience Facility*, October 2025.
- European Commission [2026a] “Commission proposes Industrial Accelerator Act to strengthen industry and create jobs in Europe”, March 2026.
- European Commission [2026b] *European Economic Forecast Spring 2026*, May 2026.
- European Investment Bank [2026] *EIB Investment Report 2025/2026: Capitalising on Europe’s strengths*, March 2026.
- Hacıoğlu Hoke, S. et al. [2025] “Tracking consumer sentiment versus how consumers are doing based on verified retail purchases” FEDS Notes, April 2025.
- IMF [2025a] “IMF Executive Board Concludes 2025 Article IV Consultation with Spain”, June 2025.
- IMF [2025b] “Inequality, Household Debt, and the Role of Social Protection in Thailand”, IMF Working Papers, November 2025.
- IMF [2025c] *Republic of Korea: 2025 Article IV Consultation*, November 2025.
- IMF [2025d] *World Economic Outlook, October 2025: Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim*, October 2025.
- IMF [2026a] *World Economic Outlook, April 2026: Global Economy: Global Economy in the Shadow of War*, April 2026.

IMF [2026b] *World Economic Outlook Update, January 2026: Global Economy: Steady amid Divergent Forces*, January 2026.

IMF [2026c] *World Economic Outlook Update, July 2026: Global Economy in Crosscurrents of War and Technology*, July 2026.

MERICS [2025] *Beyond overcapacity: Chinese-style modernization and the clash of economic models*, April 2025.

NAR [2026] *THE HOUSING MISMATCH Why Home Sales Remain Sluggish Despite More Inventory*, May 2026.

OECD [2025a] “Advancing the measurement of Investments in Artificial Intelligence”, *OECD Artificial Intelligence Papers No. 47*, September 2025.

OECD [2025b] *OECD Economic Outlook, Volume 2025 Issue 2, No.118*, December 2025.

OECD [2026a] *OECD Economic Outlook, Interim Report March 2026*, March 2026.

OECD [2026b] *OECD Economic Outlook, Volume 2026 Issue 1, No.119*, June 2026.

Office for National Statistics [2023] “Rising ill-health and economic inactivity because of long-term sickness, UK: 2019 to 2023”, July 2023.

Shehabi, A. et al. [2024] “2024 United States Data Center Energy Usage Report”, Lawrence Berkeley National Laboratory, December 2024.

U.S. Department of State [2025] *2025 Investment Climate Statements: China*, September 2025.

主な統計の入手先

国・地域	作成機関	URL
米国	商務省経済分析局(BEA) 商務省センサス局 労働省統計局(BLS) エネルギー情報局(EIA) 連邦住宅貸付抵当公社 財務省 連邦準備制度理事会(FRB) 内国歳入庁(IRS) 議会予算局(CBO) 税関・国境取締局(CBP) 国際貿易委員会(USITC) 全米供給管理協会(ISM)	https://www.bea.gov/ https://www.census.gov/ https://www.bls.gov/ https://www.eia.gov/ https://www.freddiemac.com/ https://www.treasury.gov/ https://www.federalreserve.gov/ https://www.irs.gov/ https://www.cbo.gov/ https://www.cbp.gov/ https://www.usitc.gov/ https://www.ismworld.org/
中国	国家发展改革委員会 海関総署 国家統計局 自動車工業協会 人民銀行 財政部	https://www.ndrc.gov.cn/ http://www.customs.gov.cn/ http://www.stats.gov.cn/ http://www.caam.org.cn/ http://www.pbc.gov.cn/ https://www.mof.gov.cn/index.htm
韓国	産業通商部 韓国関税庁 韓国統計庁 韓国石油公社 韓国銀行	https://english.motir.go.kr/ https://www.customs.go.kr/english/main.do https://mods.go.kr/anse/ https://www.knoc.co.kr/ENG/main.jsp https://www.bok.or.kr/eng/main/main.do
台湾	財政部 台湾中央銀行 台湾經濟部 行政院主計総処 中央大学台湾経済発展研究センター	https://www.mof.gov.tw/ https://www.cbc.gov.tw/tw/mp-1.html https://www.moea.gov.tw/MNS/dos_e/home/Home.aspx https://www.dgbas.gov.tw/ http://rcted.ncu.edu.tw/index.asp
タイ	商務省 国家経済社会開発委員会 タイ観光・スポーツ省 タイ中央銀行 タイ商工会議所大学	https://www.tps.go.th/en/home https://www.nesdc.go.th/en/ https://www.mots.go.th/mots_en https://www.bot.or.th/en/home.html https://cebf.utcc.ac.th/index_en.php
インド	統計・事業実施省 財務省 商工省 インド準備銀行 自動車工業会	https://www.mospi.gov.in/ https://dea.gov.in/ https://commerce.gov.in/ https://rbi.org.in/ https://www.siam.in/
インドネシア	インドネシア中央銀行 統計局	https://www.bi.go.id/en/default.aspx https://www.bps.go.id/en
サウジアラビア	統計局	https://www.stats.gov.sa/en/home
ユーロ圏	欧州委員会 欧州中央銀行(ECB) ユーロスタット 欧州自動車工業会(ACEA)	https://commission.europa.eu/index_en https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html https://ec.europa.eu/eurostat https://www.acea.auto/
ドイツ	連邦統計局 連邦財務省 商工会議所	https://www.destatis.de/DE/Home/_inhalt.html https://www.bundesfinanzministerium.de https://www.dihk.de/de

英国	イングランド銀行(BOE) 英国予算責任局(OBR) 国家統計局(ONS)	https://www.bankofengland.co.uk/ https://obr.uk/ https://www.ons.gov.uk/
オランダ	経済政策分析局(CPB)	https://www.cpb.nl/en
日本	内閣府 総務省統計局 資源エネルギー庁	https://www.cao.go.jp/ https://www.stat.go.jp/index.html https://www.enecho.meti.go.jp/

国際機関等	資料名	URL
BIS: Bank for International Settlements	BIS Data Portal	https://data.bis.org/
Energy Institute	2025 74th edition Statistical Review of World Energy	https://www.energyinst.org/statistical-review
GfK	GfK consumer-confidence-barometer	https://www.gfk.com/products/gfk-consumer-confidence-barometer
IEA: International Energy Agency	Gas Market Report, Q2-2026 Oil Market Report - May 2026 Oil Market Report - June 2026	https://www.iea.org/reports/gas-market-report-q2-2026/executive-summary International Energy Agency https://www.iea.org/reports/oil-market-report-may-2026 https://www.iea.org/reports/oil-market-report-june-2026
IMF: International Monetary Fund	IMF Data World Economic Outlook	https://data.imf.org/en https://www.imf.org/en/Publications/WEO
OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development	Economic Outlook OECD Data Explorer OECD Statistics OECD.AI	https://www.oecd.org/economic-outlook/ https://data-explorer.oecd.org/ https://stats.oecd.org/ https://oecd.ai/en/data
S&P グローバル		https://www.spglobal.com/en/
UN Comtrade		https://comtradeplus.un.org/
WSTS: World Semiconductor Trade Statistics	Historical Billings Report	https://www.wsts.org/67/Historical-Billings-Report

「世界経済の潮流 2026 年 I」

政策統括官（経済財政分析担当） 吉岡秀弥

大臣官房審議官（経済財政分析担当） 茂呂賢吾

参事官（海外担当） 中尻恒光

執筆担当者

五十畑伊織 市田怜奈 川上優佑 北口隆雅 北島大地

佐藤瑞菜 鈴木大地 舘貞栄 谷村裕也 平岡和樹

福井瑠璃子 緑川快 宮原隆志 望月亮治 横山和真

(五十音順)