

実質成長率は26年度0.6%、27年度1.0%と予測

— 中東情勢の混迷に伴う原油高と供給制約が景気の下押し要因に —

要 旨

1. 26年1~3月の実質GDPは前期比0.5%増(年率2.1%増)

個人消費は前期比0.3%増と5四半期連続で増加した。ガソリンの暫定税率廃止や電気・ガス代の負担軽減策の効果で物価上昇率が抑制されたことが支えになった。建築基準法改正に伴う駆け込み需要の反動で落ち込んでいた住宅投資も回復が続き、設備投資は底堅い動きを維持した。輸出は米国向けの持直しに加え、アジア・中国向けも伸びた。輸入の伸びが小幅にとどまった結果、輸出から輸入を差し引いた純輸出の前期比寄与度はプラス0.3%ポイント、年率では実質成長率を1.1%ポイント押し上げた。

2. 景気は上向きの動きを維持しようが、中東情勢の混迷で当面の景気回復ペースは緩慢

原油価格の急騰を受けて、政府は補助金を活用してガソリン価格の上昇を抑制しているが、不確実性の高まりなどから家計のマインドは慎重化している。また、ナフサ不足の影響で包装フィルムや塗料などの調達も難航しており、生産活動にも支障が生じ始めている。今回の経済見通しでは、米国・イラン紛争のさらなる激化や、ホルムズ海峡の封鎖長期化は想定していないが、短期的には原油高に伴う物価上昇と供給制約が日本経済の下押し圧力になるとみている。賃上げの動きが途切れていないことから、日本経済は上向きの動きを維持するものの、当面の成長ペースは緩慢なものにとどまると予想している。

3. 実質成長率は26年度0.6%、27年度1.0%と予測

26年度の実質成長率は0.6%と前回予測(0.9%)から下方修正した。中東情勢の混迷に起因する物価上昇が個人消費の下押しとなり、石油由来の原材料不足を理由に住宅や建設投資の進捗が遅れると想定したためだ。ただ、中東情勢については、収束に向けた動きが徐々に進展し、原油価格が落ち着くにつれて経済活動も正常化に向かうとみている。慢性的な人手不足を背景に賃上げの動きも維持される可能性が高い。27年度の実質成長率は1.0%と景気回復の動きを取り戻すと予想している。

(注)本稿は2026年5月19日時点のデータに基づき記述されている。

(図表1) GDP成長率の推移と予測

(単位: %)

	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度	2027年度	前回(26年2月)	
	〈実績〉	〈実績〉	〈実績〉	〈予測〉	〈予測〉	26年度(予)	27年度(予)
実質GDP	▲0.0	0.5	0.8	0.6	1.0	0.9	1.0
個人消費	▲1.0	0.1	1.2	0.5	0.8	0.9	0.9
住宅投資	1.8	▲0.7	▲3.5	0.7	0.4	2.2	0.2
設備投資	▲0.1	0.8	2.4	1.5	1.8	1.6	2.0
公共投資	▲0.1	0.1	▲0.6	0.5	0.7	1.0	0.9
純輸出(寄与度)	(1.2)	(▲0.3)	(▲0.2)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.0)
名目GDP	4.7	3.7	4.2	2.8	2.9	3.0	2.9

(備考)内閣府「四半期別GDP速報」より作成。予測は信金中金総研

1. 26年1～3月の実質GDPは前期比0.5%増（年率2.1%増）

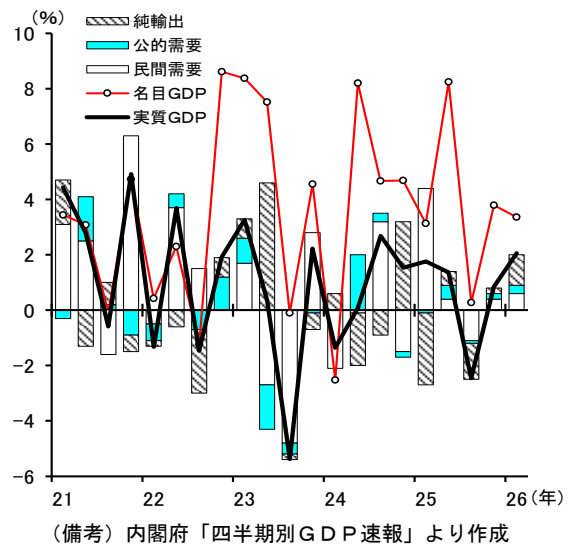
26年1～3月のGDPは、物価変動の影響を除いた実質で前期比0.5%増、年率に換算すると2.1%増と2四半期連続のプラス成長となった。景気の実感に近い名目GDPは前期比年率3.4%増と高めの伸びが続いた（図表2）。

1～3月の実質GDPを需要項目別にみると、GDPの53%を占める個人消費は前期比0.3%増と小幅ながらも5四半期連続でプラスとなった。食料品を中心に値上げの動きは続いたものの、良好な所得環境が維持されるなか、ガソリンの暫定税率廃止や電気・ガス代の負担軽減策の効果で家計の実質購買力が上向いたことが主因である。携帯電話など耐久財消費は前期に増加した反動で弱めの動きだったが、サービス消費が引き続き底堅かった（図表3）。

住宅投資は前期比0.5%増となった。25年4月の建築基準法改正の影響を受けて、進捗ベースで計上されるGDPベースの住宅投資は昨年7～9月に8.1%減と大きく落ち込んだが、その反動で10～12月にプラスに転じ、1～3月も持直しの動きが続いた。設備投資は前期比0.3%増と2四半期連続でプラスとなった。トランプ関税の影響が軽微にとどまるなか、円安効果も加わって大企業を中心に企業収益の拡大が続いたことが背景にある。また、人手不足対策としての省力化投資や生産性向上を目的としたソフトウェア投資も引き続き堅調だった。公共投資は前期比1.4%増と3四半期ぶりに増加した。25年度補正予算に計上された工事が進捗し始めたとみられる。政府消費は前期比0.1%増だった。

輸出は前期比1.7%増と2四半期連続のプラスだった。訪日外国人観光客の増勢鈍化でサービス輸出が伸び悩んだものの、米国向けを中心に財の輸出が持ち直した。輸入が小幅なプラスにとどまったため、輸出から輸入を差し引いた純輸出の前期比寄与度はプラス0.3%ポイント、年率では実質成長率を1.1%ポイント押し上げた。

（図表2）GDPの前期比年率と寄与度



（備考）内閣府「四半期別GDP速報」より作成

（図表3）個人消費関連指標（前年比増減率）

（単位：％）

	25年				26年				26年				
	4～6月	7～9月	10-12月	1～3月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月
全世帯実質消費	1.9	1.8	▲1.0	▲2.0	1.4	2.3	1.8	▲3.0	2.9	▲2.6	▲1.0	▲1.8	▲2.9
平均消費性向(勤労者)	64.7	65.4	65.4	62.8	65.9	63.8	66.4	62.9	69.2	64.1	63.2	63.9	61.3
乗用車販売	6.5	▲4.4	▲3.7	▲5.4	▲3.7	▲8.2	▲2.4	▲2.8	▲7.0	▲0.8	▲6.2	▲7.3	▲3.2
（普通+小型乗用車）	3.0	▲6.2	▲6.3	▲8.4	▲4.0	▲11.4	▲4.5	▲7.4	▲9.2	▲1.6	▲7.7	▲9.8	▲7.9
（軽乗用車）	14.0	▲0.8	1.8	0.7	▲3.0	▲1.8	1.7	7.2	▲2.5	0.7	▲3.4	▲2.6	7.1
百貨店販売額	▲6.5	▲1.1	1.0	2.7	▲6.1	2.5	1.4	4.2	0.9	▲1.1	2.4	2.0	3.5
スーパー販売額	3.5	2.3	2.4	1.4	3.1	1.6	2.1	3.0	4.2	0.3	2.7	1.1	0.2
商業動態・小売業	2.4	▲0.1	0.6	1.1	0.4	▲0.9	0.2	1.7	1.1	▲0.9	1.8	▲0.1	1.4
（衣類・身の回り品）	5.8	1.8	▲6.4	▲2.8	8.0	0.6	▲3.9	▲3.8	▲4.0	▲10.8	▲2.2	▲2.1	▲4.1
（飲料・食料品）	1.6	0.2	0.0	1.0	1.5	▲0.2	▲0.6	▲0.2	1.0	▲0.8	2.0	0.9	0.3
（自動車）	3.2	▲3.4	4.1	7.4	▲1.7	▲7.1	▲2.1	3.5	3.4	5.5	8.9	4.0	9.0
（家庭用機械）	4.6	3.7	6.7	5.0	▲0.5	5.8	6.2	7.6	6.4	6.2	12.8	1.8	1.0
（燃料）	0.2	▲5.6	▲7.1	▲9.2	▲4.5	▲7.1	▲5.3	▲3.6	▲6.3	▲10.5	▲9.2	▲13.2	▲5.4
外食産業売上高	—	—	—	—	8.7	8.4	4.8	7.3	8.7	6.0	8.5	6.6	5.7

（備考）1. 平均消費性向は季節調整済みの実数。百貨店、スーパーは既存店。外食産業売上高は全店ベース

2. 総務省「家計調査」、経済産業省「商業動態統計」などより作成

2. 景気は上向きの動きを維持しようが、中東情勢の混迷で当面の景気回復ペースは緩慢

(1) 原油高と石油製品の供給制約が当面の日本経済の下押し要因に

26年1～3月は個人消費や設備投資を中心に内需が底堅く、財の輸出も持ち直すなど経済活動は堅調だった。2月28日に米国によるイラン攻撃が始まり、中東情勢の悪化を受けて3月の中東向け輸出は大きく落ち込んだが、1～3月の日本経済への影響は限定的だった。もっとも、1～3月の個人消費は、ガソリンの暫定税率廃止や電気・ガス代の負担軽減策（1～3月使用分）といった政府による物価高対策に支えられた側面があり、4～6月以降はその効果が一巡する。米国・イラン紛争を受けたガソリン価格の高騰に対して、政府は1リットル170円程度を目標に「緊急的激変緩和措置」を再開したものの、4～5月の価格は1～3月の平均（1リットル162円）に比べて上昇している。電気・ガス代の負担軽減策も打ち切られたことで足元では家計の節約意識が再び高まっている。

また、原油を精製して得られる石油製品の調達難にも直面している。特にナフサ（粗製ガソリン）は、原油精製から得られる量がガソリンや軽油などに比べて少なく、国産品の1.8倍の量を主に中東からの輸入に依存している。すでに、ナフサ不足を受けてエチレンやプロピレンといった基礎化学品の生産は今年3月から大きく落ち込んでおり、食品包装用フィルムや塩ビ樹脂、塗料や断熱材などの調達は難航している。

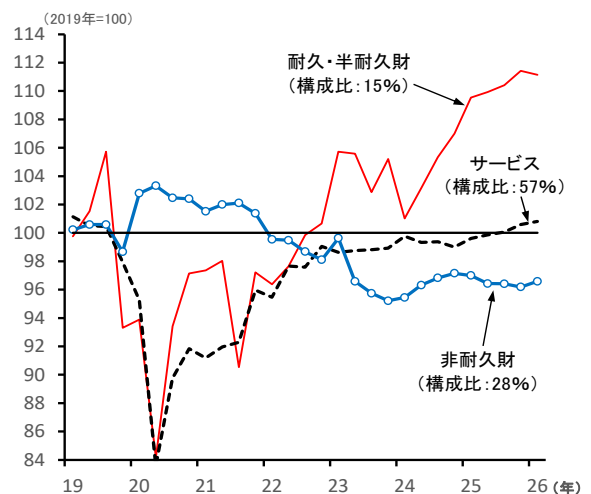
今回の経済予測では、米国・イラン紛争のさらなる激化や、ホルムズ海峡の封鎖長期化はリスクシナリオとして想定し、収束に向けた動きが徐々に進んでいくとの見方を前提にしているが、短期的にはエネルギー関連品目の物価上昇が個人消費の抑制要因になる。また、ナフサを原料に生産される塗料や塩ビ樹脂、接着剤や断熱材の供給制約を受けて住宅や工場などの建設投資に遅れが生じるとみられる。中東向け輸出は、日本の輸出総額の4.0%（25年度）と小さく、直接的な影響は限定的にとどまろうが、原油不足を受けたアジア経済の減速が波及する可能性も小さくない。中堅企業以上の規模の大きい企業を中心に賃上げの動きが途切れていないことから、日本経済は上向きの動きを維持できるとみているが、当面の成長ペースは緩慢なものにとどまると予想している。

(2) 賃上げ継続が個人消費の下支えとなるも物価上振れがリスク要因

26年1～3月の実質個人消費は5四半期連続のプラスとなった。耐久財消費は、前期に高い伸びとなった反動などにより、1～3月は前期比1.4%減とマイナスに転じたものの、米類の価格が落ち着いてきたことを受けて食料品を中心に非耐久財消費が持ち直した（図表4）。良好な所得環境を反映して宿泊や飲食を中心としたサービス消費も引き続き堅調だった。

ただ、ガソリンの暫定税率廃止や電気・ガス代の負担軽減策（1～3月使用分）といった政府による物価高対策に支えられた側面も大きかった。米・イラン紛争を受けて3月中旬にかけてガソリンの全国平均価格は一時1リットル

(図表4) 財別の実質消費支出の推移



(備考) 1. 構成比は国内家計最終消費支出に占める比率
 2. コロナ禍前の2019年平均を100とした
 3. 内閣府資料より作成

190円超まで急騰したものの、「緊急的激変緩和措置」が再開されたことで3月末には170円程度まで押し下げられた。暫定税率が廃止されたこともあって1～3月のガソリン価格は全国平均で162円と10～12月平均の169円に比べて安価だった。

足元でも1リットル170円前後に抑制されているが、暫定税率廃止直後に比べて値上がりしており、ガソリン消費のウエイトの高い地方圏では家計の節約意識が高まっている。激変緩和措置についても継続が約束されているわけではない。政府は、既存基金と25年度予備費から1兆1,600億円をガソリン補助金の財源に充当したものの、4月末時点で残高は9,800億円まで減少している。ガソリンを含めた燃料油1リットル当たり30円の補助金を支給する場合の予算は月3000億円程度とされ、7月頃には予算が底をつく可能性がある。26年度の予備費1兆円からの支出も想定されるとはいえ、夏場の電気・ガス代の負担軽減策の再開も見込まれているうえ、自然災害など非常時への備えとして一定の金額を確保しておく必要もある。予算に限りがあるなか、補助金を定額とする案も取り沙汰されており、その場合は原油相場に連動して価格が上下することになる。電気・ガス料金についても、今年の秋口から燃料費調整制度に基づいて大幅に引き上げられる可能性が高い。

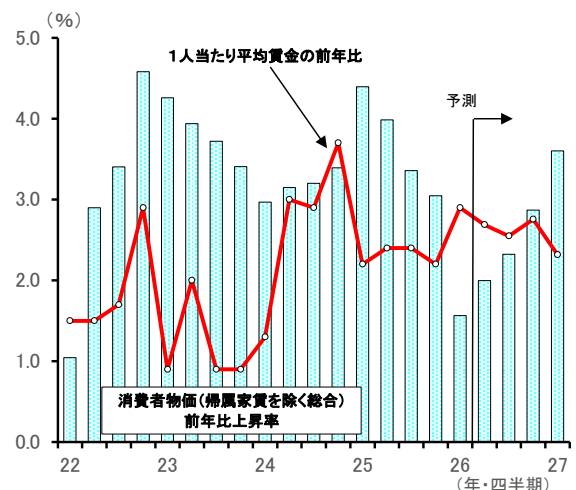
26年1～3月はガソリンの暫定税率の廃止による効果などで物価上昇率は抑制されたが、夏頃からはエネルギー品目が物価を押し上げる方向に転じてくるとみられる。さらに、ナフサ不足の影響で包装資材などの値上がりが始まっている。飲食料品や日用品を中心に夏場から秋口にかけて値上げラッシュとなる可能性もあり、個人消費への逆風は年度下期にかけて強まってくると予想される。

物価上昇率の再加速が懸念される一方で、個人消費の支えになるのが賃上げの継続だ。人材確保を経営の重点施策とする企業は多く、26年度の春闘賃上げ率（厚生労働省による集計値で主に大企業の賃上げ率）は3年連続で5%を超える伸びで妥結したとみられる。人手不足が慢性化するなか、中小企業も賃上げ姿勢を維持しているほか、最低賃金の引上げも労働者全体の賃金の底上げに寄与するとみられる。

1人当たり現金給与総額の前年比を四半期ベースで見ると、25年4～6月は2.4%増、7～9月2.4%増、10～12月2.2%増、26年1～3月2.9%増と安定した伸びが続いている（図表5）。26年度についても、前年並みの春闘賃上げ率で妥結したことや最低賃金が大幅に引き上げられたことを受けて、1人当たり平均の名目賃金は2%台後半での伸びが続くと予想される。

物価変動の影響を除いた実質賃金は、物価上昇率が鈍化した影響で26年1～3月には前年比で5四半期ぶりのプラスに転じた。当面も、前年に米類が急騰した反動とガソリン補助金の効果で物価上昇率が抑制されるため、実質賃金はプラス圏での動きが続くとみられる。ただ、前述した通り、原油高やナフサ不足の影響が徐々に広がってくるとみられる。イラン情勢の帰趨次第ではあるが、26年度下期には、実質賃金は再びマイナスに転じる可能性がある。

（図表5）1人当たり賃金と物価の前年比



（備考）1. 1人当たり賃金は現金給与総額
2. 総務省、厚生労働省資料より作成

（3）中東混迷に起因する供給網と物流の混乱が輸出を下押し

26年1～3月の実質輸出は前期比1.7%増と2四半期連続で増加した。電子部品を中心としたアジア（中国以外）向けの輸出が底堅さを維持したほか、中国向け輸出も持ち直した（図表6）。対米輸出は、日米合意を受けて乗用車の関税率が昨年9月に引き下げられたことで持ち直し始めたが、1～3月も自動車を中心に回復の動きが続いた。中東情勢の悪化を受けて同地域向けの輸出は3月に大きく落ち込んだものの、輸出全体への影響は限定的だった。

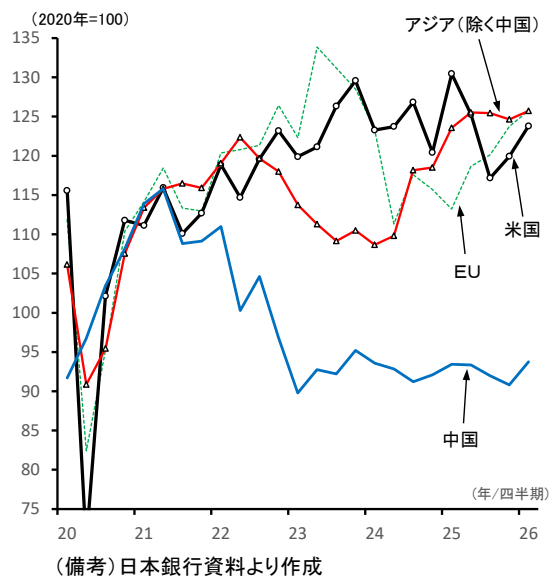
トランプ大統領が大統領権限で発動した相互関税は、米連邦最高裁から違憲判決を下された（26年2月20日）。その判決に対し、トランプ大統領は2月24日に通商法122条に基づき10%の追加関税を発動したが、25年度当初（関税率24%）との比較で見れば負担は小さく、代替措置の10%の関税も今年7月下旬に期限切れとなる（米国際貿易裁判所は違法と判断するもトランプ政権は控訴）。こうした状況下、トランプ政権は不公正貿易への対抗を根拠とした通商法301条に基づく新たな関税政策を導入する方針だが、同法に基づく関税政策は精緻な調査が求められることもあり、対象となる国や製品は絞り込まれるとみられる。15%の自動車関税は維持されているものの、日本の各メーカーは段階的に価格を引き上げており、関税による悪影響は徐々に和らいでいる。また、中東情勢の混迷を受けて米国ではガソリン価格が急騰しており、日本メーカーが得意とするハイブリッド車（HEV車）の人気の高まっている。米景気自体も底堅さを維持していることから、対米輸出は当面も持ち直しの動きが続くと予想される。

世界的なAI需要の拡大も、電子部品を中心としたアジア向け輸出の増加に寄与している。日本からアジアに輸出される半導体や電子部品は、アジアの電気機械メーカーを経由して米国に輸出されるケースが多く、最終需要地である米国においてデータセンター投資などが増えていることが背景にある。半導体関連が分野別関税の対象から除外されていることも輸出が堅調に推移している要因である。

リスク要因は中東情勢の混迷長期化である。日本からの中東向け輸出シェアは4.0%（25年度）と小さく、直接的な影響は限定的にとどまろうが、原油不足を受けたアジア経済の減速が波及する可能性は小さくない。また、ナフサ不足に起因するサプライチェーンや海上輸送の混乱も輸出を下押しする要因となるだけに注意が必要だ。

サービス輸出に計上されるインバウンド需要は減速している。26年1～3月の非居住者家計の国内での直接購入（実質GDPベースのインバウンド需要）は前期比1.6%減とマイナスに転じた。日中関係の悪化で中国人観光客が減少しているほか、中東情勢の緊迫化を受けて中東経由の航空機が相次いで欠航したことも響いた。こうした中東経由便の混乱に加えて、燃料価格の高騰が当面のマイナス要因に加わる。航空各社は5月発券分から燃油サーチャージ（燃油付加運賃）を引き上げており、外国人の訪日旅行需要に影響が及ぶ

（図表6）仕向け地別の実質輸出指数の推移



可能性がある。為替レートが依然として1ドル150円台後半で推移していることから、相対的に見た日本旅行の割安感は失われていないが、当面のインバウンド需要は伸び悩むとみられる。

AI関連の旺盛な需要やハイブリッド車の販売好調など日本の輸出を取り巻く環境は悪くないとはいえ、中東情勢混迷の影響はサプライチェーンや国際物流の混乱という形で日本の輸出を下押しすると予想される。

(4) 企業の投資意欲は根強いが、一部では様子見の動きも

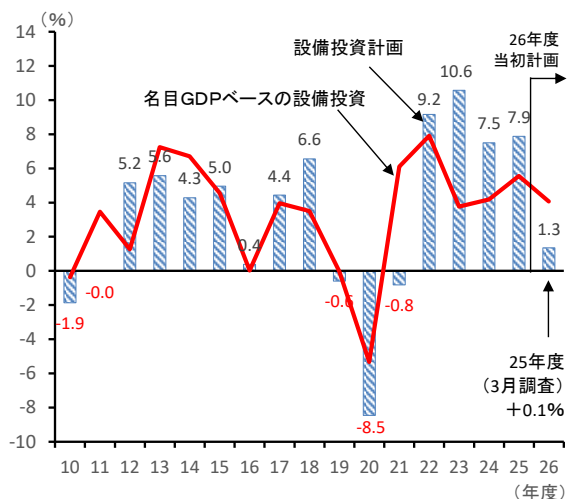
設備投資は引き続き回復基調で推移している。昨年は、米国の関税政策を巡る不確実性の高まりを受けて企業の投資マインドが慎重化するとみられていたが、日米合意などを経て関税率が引き下げられたことなどから企業の投資行動に大きな変化はみられなかった。トランプ関税の影響で自動車や鉄鋼など一部の業種では減益となっているが、企業収益が総じて高水準を維持してきたことから投資計画を見直す動きは限定的だった。人手不足対策としての省力化投資やDX（デジタルトランスフォーメーション）投資に加え、半導体関連を中心とした機械設備の投資も堅調だった。

先行きについても省力化投資や生産性向上に関する投資への需要は根強い。最新の日銀短観（3月調査）による設備投資計画をみると、26年度の全規模合計の設備投資（含む土地投資）は、前年度比1.3%増が見込まれている。25年度の伸びに比べて減速する格好だが、3月調査は計画が固まっていないなどの理由でマイナスもしくは低い伸びとなる傾向がある。26年度の計画は前年度の同時期の調査（0.1%増）に比べて高い伸びが見込まれるなど企業の投資意欲は依然として強い（図表7）。

ただ、中東情勢の混迷が続くなか、中小の製造業などで設備投資を先送りする動きが広がる可能性がある。特に、中小の製造業は、飲食料品、繊維、プラスチック製造などナフサ不足の影響を強く受ける業種が多く、先行き不透明感の強まりなどから設備投資を手控える動きが広がりつつある。また、塗料や断熱材不足からすでに建設工事の遅延が生じている。

人手不足感はなお強く、人件費負担も増していることから省力化投資への需要は引き続き旺盛とみられるが、中東情勢への懸念や資材不足の影響で、当面の実質設備投資の回復ペースは緩やかなものにとどまると予想される。

(図表7) 設備投資の前年比増減率



(備考) 1. 26年度の名目設備投資は信金中金総研予測
2. 日銀短観などより作成

3. 実質成長率は26年度0.6%、27年度1.0%と予測

26年度の実質成長率は0.6%と前回予測（0.9%）から下方修正した。中東情勢の混迷に起因する物価上昇が個人消費の下押しとなり、石油由来の原材料不足を理由に住宅や建設投資の進捗が遅れると想定したためだ。ただ、中東情勢については、収束に向けた動きが徐々に進展し、原油価格が落ち着くにつれて経済活動も正常化に向かうとみている。慢性

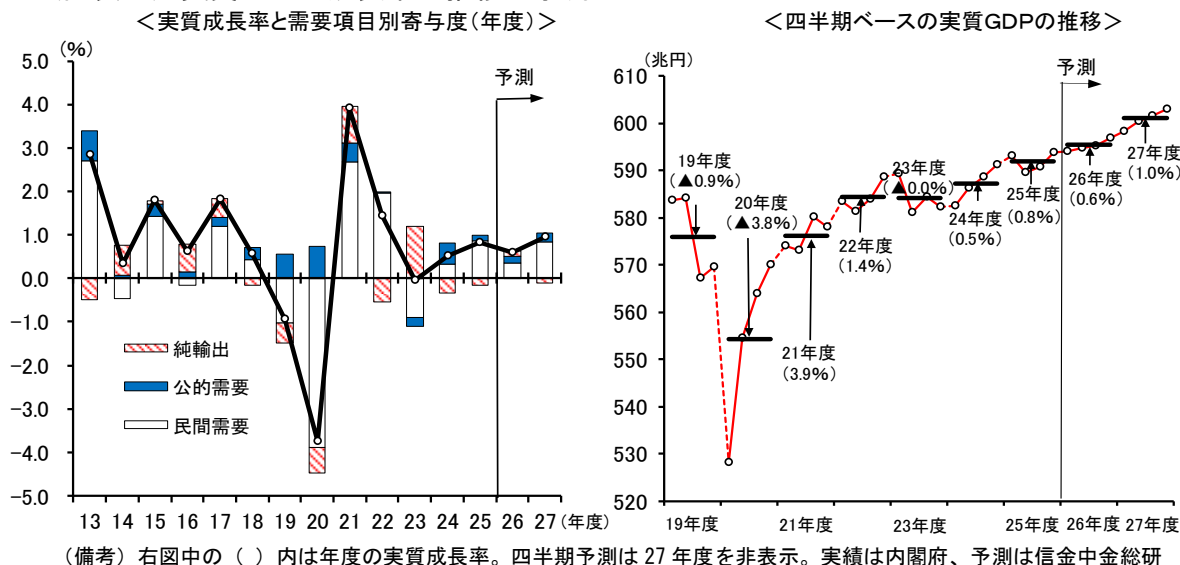
的な人手不足を背景に賃上げの動きも維持される可能性が高い。27年度の実質成長率は1.0%と景気回復の動きを取り戻すと予想している（図表8）。

26年度の実質個人消費は前年比0.5%増と25年度の1.2%増からは減速するものの、基調として底堅い動きが続くと予測している。賃上げ継続など良好な所得環境が支えになるためだ。26年度の春闘賃上げ率（厚生労働省による集計値）は、3年連続で5%を上回る伸びで妥結したとみられ、中小企業でも人材確保の観点から賃金を引き上げる動きが続いている。最低賃金も大幅に引き上げられており、四半期ベースでみた1人当たり平均賃金は2%台後半での伸びが続くとみられる。ただ、原油価格の高騰による下振れリスクには注意が必要だ。26年1～3月はガソリンの暫定税率廃止による効果などで物価上昇率が抑制されたが、今年夏頃からはエネルギー品目が物価を押し上げる方向に転じてくるとみられる。さらに、ナフサ不足の影響で包装資材などの値上がりが始まっている。飲食料品や日用品を中心に夏場から秋口にかけて値上げラッシュとなる可能性がある。年度下期には、物価上昇率の再加速によって実質賃金の回復にブレーキがかかり、個人消費は横ばい圏の動きへ減速すると予想される。

設備投資は省力化投資やAI関連投資を中心に回復が続くと見込んでいる。また、高市政権が「重点投資対象17分野」を選定し、競争力強化への取り組みを明確化したことで、施策を通じて設備投資が促される可能性もある。ただ、中東情勢の混迷が続くなか、中小の製造業などで設備投資を先送りする動きが広がりつつある。特に、中小の製造業は、飲食料品製造、繊維工業、プラスチック製造などナフサ不足の影響を強く受ける業種が多く、先行き不透明感の強まりなどから設備投資を手控える動きが広がる可能性がある。また、塗料や断熱材不足からすでに建設工事の遅延が生じている。人手不足感はなお強く、人件費負担も増していることなどから省力化投資への需要は引き続き旺盛とみられるが、中東情勢への懸念や資材不足の影響で、26年度の実質設備投資は前年比1.5%増と25年度の2.4%増から伸びが鈍化すると予測している。

トランプ関税の影響は徐々に和らいでいる。今年7月下旬以降に通商法301条を根拠法とする新たな関税政策が導入される予定だが、対象となる国や製品は絞り込まれるとみられ、輸出への悪影響は限定的にとどまろう。ガソリン価格の高騰を受けて日本メーカーが

（図表8）実質GDP成長率の推移と予測



得意とするハイブリッド車（HEV車）の人気の高まっていることもあって、対米輸出は当面も持ち直しの動きが続くと予想される。リスク要因は中東情勢の混迷長期化である。日本からの中東向け輸出は総額の4.0%（25年度）と小さく、直接的な影響は限定的にとどまろうが、原油不足を受けたアジア経済の減速が波及する可能性は小さくない。また、ナフサ不足に起因するサプライチェーンや海上輸送の混乱も輸出を下押しする要因となる。航空運賃の値上げによりインバウンド需要も伸び悩むとみられる。対米輸出の持ち直しが期待されるとはいえ、中東情勢混迷の影響で26年度の実質輸出は前年比1.2%増と前年度の1.9%増から減速すると予測している。

原油や石油製品の調達難から輸入の増勢も鈍化するため、純輸出の寄与度は25年度のマイナス0.2%ポイントからプラス0.1%ポイントへ改善する格好だが、備蓄原油の放出などによる在庫投資の押下げ（0.2%ポイントのマイナス寄与）で相殺されると予測している。

27年度には中東情勢が落ち着きを取り戻し、原油価格は紛争前の水準に向けて下落すると想定している。米国の関税政策による影響も一巡し、グローバル製造業の回復ペースが高まってくるとみられる。輸出主導で生産活動も力強さを取り戻そう。持続的な賃上げと安定した物価上昇が実現し、日本経済は民需主導で安定成長軌道をたどると予測している。なお、高市政権が目指す消費税減税（食料品を2年間消費税の対象から外す）については、今回の経済見通しに織り込んでいない。

<海外経済>

<米国>…26年1～3月の米国の実質成長率（事前推定値）は、前期比年率2.0%と前期の年率0.5%成長から加速した。個人消費が前期比年率1.6%増と引き続き堅調に推移したほか、設備投資はAI（人工知能）関連を中心に同10.4%増と大きく伸びた。政府機関閉鎖の影響で前期に大幅減となった政府支出は、その反動で4.4%増と持ち直した。一方、成長率の押し下げ要因となったのが純輸出で1～3月の成長率を年率で1.3ポイント押し下げた。トランプ関税導入前に駆け込みで積み上げた在庫が底をつき、昨年末頃から在庫復元を目的とした輸入が増え始めていることが背景にある。

1～3月の経済活動は堅調だったものの、4～6月以降の景気には不安材料が少なくない。米国とイランの軍事衝突を受けた原油価格の高騰で、ガソリンの小売価格が大幅に上昇しており、今後は家計の節約志向が強まってくる可能性がある。米国では燃料価格の上昇に伴う財・サービス価格への波及が速く、中東情勢の混迷が続くようだと底堅さを維持する個人消費への下押し圧力が高まってくる。インフレ懸念の強まりを背景とした長期金利の上昇も、設備投資や住宅投資にとって逆風になる。短期的には物価高と金利上昇、一部製品の供給制約が経済成長率を押し下げるとみている。ただ、現時点では、中東での紛争と原油高によって米国経済がリセッション（景気後退）に陥る可能性は高くないと想定している。実質成長率は26年に1.9%とやや減速するものの、中東情勢が落ち着く27年には2.1%と巡航速度の成長ペースに戻ると予想している。

<欧州>…26年1～3月のユーロ圏の実質GDPは前期比0.1%増、年率0.6%増と10～12月の年率0.8%増から減速した。ユーロ圏最大の経済国であるドイツが前期比0.3%増と持ち直しの動きが続いたが、フランスはゼロ成長だった。スペインは前期比0.6%増と引き続き堅調だったが、前期の0.8%増から減速した。トランプ関税による悪影響が和らぎ、

ドイツを中心に輸出が持ち直したものの、3月にかけて物価上昇圧力が高まってきたことなどから個人消費が弱めの動きだったとみられる。今後は中東での紛争に伴うエネルギー価格の高騰が経済活動の下押し要因となる。インフレ圧力が高まるなか、ECB（欧州中央銀行）が政策金利の引上げに動く可能性もある。景気には下押し圧力がかかりやすく、当面の景気回復ペースは緩慢なものにとどまるとみられる。ユーロ圏の実質成長率は26年1.0%、27年1.5%と予想している。

<中国>…26年1～3月の中国の実質GDPは前年比5.0%増と10～12月の4.5%増から加速した。季節要因を調整した前期比ベースでも1.3%増と10～12月の1.2%増を上回った。米国向け輸出は低調なままだが、EUやASEAN向けを支援に輸出は増加し、生産活動もやや持ち直した。一方、内需は弱い動きが続いている。不動産開発投資の減少に歯止めがかからず、工場建設の動きなどを示す固定資産投資の回復も遅れている。不動産不況が続いていることから消費マインドは冷え込んでおり、GDPの4割を占める個人消費の伸びも鈍い。この先は、中東情勢の悪化による影響も下押し要因となる。原油など資源価格の高騰に加え、ナフサの供給制約が生産活動の下押し要因となり、景気のけん引役とされる輸出にブレーキがかかるとみられる。中東情勢は近く収束に向かうと想定しているものの、内需回復の兆しが見えてこないことから中国経済は今後も力強さを欠いた動きが続くと予想される。26年の実質成長率は4.5%と4年ぶりに5%を下回り、27年には4.2%へ鈍化すると予測している。

4. インフレ圧力の高まりを受けて日銀は近く利上げに踏み切る見通し

(1) 石油由来の原材料費高騰が26年度下期の物価押し上げ要因に

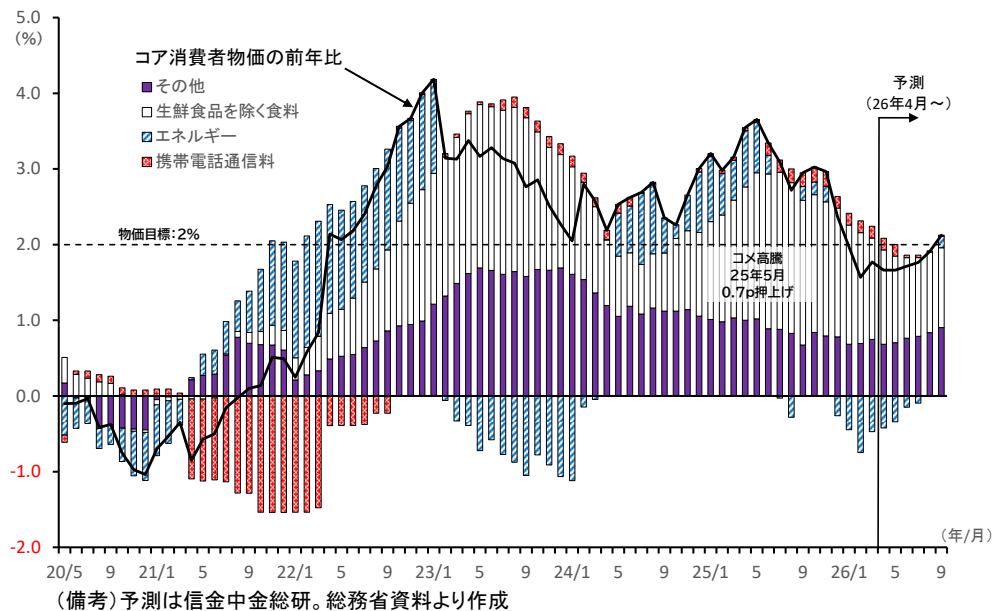
26年3月のコア消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は、前年同月に比べて1.8%の上昇となり、前月に続いて物価安定の目標である2%を下回った。米類の値下がりを受けて食料の物価上昇率が縮小していることに加え、エネルギー品目（電気、ガス、ガソリン、灯油の4品目）の前年比が25年12月から4か月連続でマイナスとなったためである（図表9）。政府の物価高対策の一つである電気・ガス料金の負担軽減策が物価の押し下げに寄与した格好だ。もっとも、電気・ガス代の補助は、26年1～3月（物価指数に影響するのは請求月の2～4月）に限定した措置であり、26年5月以降は物価押し下げ効果が剥落する。また、中東情勢の緊迫化を受けた原油高でガソリン価格も上昇している。足元では石油元売り各社に支給される補助金の効果で1リットル170円程度に抑制されているが、予算には限りがあることから、この先も170円程度に維持されるかどうか予断を許さない。原油やLNG（液化天然ガス）の価格高騰を受けて、電気・ガス料金は燃料費調整制度に基づいて今年夏頃から引き上げられる見通しである。政府による夏場の負担軽減策が再度実施される可能性もあるが、年度下期にかけてエネルギー品目は物価を押し上げる要因になるとみられる。

日銀が注目している「生鮮食品・エネルギーを除く総合指数（日銀コア）」も、26年3月に前年比2.4%の上昇と昨年7月の3.4%から鈍化しているが、依然として伸びは高い。自動車本体や同整備費・任意保険、サービス関連では宿泊費や塾などの補習教育が人件費の上昇を転嫁する形で値上がりしている。物価上昇ペースは全体として鈍ってきたとはいえ、インフレ圧力は依然として根強い。

今後は中東情勢の混迷に伴う原油高に加え、原油から精製されるナフサ（粗製ガソリン）の調達難が物価押し上げ要因になる。ナフサを原料に製造されるエチレンやプロピレンが不足しており、プラスチック製品や包装用フィルム、塗料や合成ゴムなどの値上げが相次いでいる。原材料コストに占める比率は高くないとはいえ、飲食料品や日用品、家電や建材など影響は広範囲に及ぶことになる。また、円安に起因する輸入物価の上昇も続く。政府・日銀の市場介入を受けて円安の動きには歯止めがかかっているが、外貨建ての輸入物価の上昇が続いている。これまでの原材料高に伴う価格転嫁も不十分であることから、食料品や日用品、衣類といった財の小売価格は断続的に引き上げられると予想される。26年度全体のコア消費者物価は前年比2.3%の上昇と25年度の2.7%から鈍化すると予想しているが、政府の補助金によるガソリン価格の抑制策や教育無償化など政策要因による影響が大きい。原油価格高騰の影響が波及してくる年度下期には、コア消費者物価の前年比が3%前後まで加速してくると予想される。

27年度についても物価の上昇傾向が続くとみられる。中東情勢の沈静化でエネルギー品目は下落に転じると想定しているが、原材料の値上がりを転嫁する動きは続く。また、慢性的な人手不足を背景にした継続的な賃上げも見込まれ、サービス関連を中心に労務費の上昇分の価格転嫁が続こう。27年度のコア消費者物価の前年比上昇率はエネルギー品目の下落によって2.1%に鈍化すると予想しているが、日銀が注視している「生鮮食品・エネルギーを除く総合指数（日銀コア）」の前年比上昇率は、26年度2.2%、27年度2.4%と日銀が目指す2%の「物価安定の目標」をやや上回って推移すると予測している。

(図表9)コア消費者物価の前年比上昇率と主な品目の寄与度



(2) 日銀は近く追加利上げに踏み切る見通し

日銀は26年4月27～28日の金融政策決定会合で、政策金利である無担保コール翌日物金利の誘導目標を0.75%に据え置いた。中東情勢の混迷に伴う原油価格高騰で物価上振れリスクが高まっているものの、石油製品の供給不足からサプライチェーン（供給網）が停滞するリスクに配慮した。会合後の記者会見で、植田総裁は「中東情勢が経済・物価に及ぼす影響について、もう少し確認したい」と述べている。ただ、植田総裁を含めた9人の

政策委員のうち3人が金利据え置きに反対し、1%への利上げを提案した。反対票は、植田総裁体制へ移行してから最多で、黒田総裁時代の2016年1月の反対票4人以来の多さだった。実際、企業が強気の価格設定行動を続けるなか、今回の原油価格上昇はこれまでよりも幅広く波及する可能性が高まっている。植田総裁は、今回の中東情勢のような「一時的なショックに対しては、ルックスルー（見過ごし）するのが適切」と述べているが、「全体としてみれば、物価の上振れリスクの方が大きい」と指摘している。

もっとも、今回の原油価格の高騰や石油由来の製品の供給不足が消費者物価指数に表れてくるまでにはもう少し時間がかかる。新年度入りに伴う価格改定の直後であり、企業サイドでも一時的な供給ショックかどうかを見極める時間が必要だからだ。この点について、植田総裁も次回の会合までに「はっきりと大きな上昇圧力がでることはないかもしれない」と説明している。ただ、「リスクが高まる場合は、（物価指標を）待たずに判断することはあり得る」とも話しており、ホルムズ海峡の封鎖が長期化する局面でも「利上げはあり得る」と言明した。

今後の金融政策運営に関して、中東情勢の行方がカギを握ることになるが、今回の経済見通しでは、ホルムズ海峡の封鎖長期化や米国・イランの紛争激化はなおリスクシナリオであり、収束に向けた動きは徐々に進んでいくと想定している。石油由来の製品不足に起因するサプライチェーンの大規模な停滞が生じない限り、日銀が利上げ見送りを続けることはないとみている。植田総裁も「経済・物価、金融情勢に応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく」と基本的な方針は維持している。日銀が利上げに消極的な「ハト派」との評価が、インフレを懸念した長期金利の上昇や円安の一因になっていると考えられるだけに、利上げを先送りすることによる弊害も無視できない。中東情勢に起因する悪影響が限定的にとどまるのが条件になるが、日銀は次の会合が開催される6月にも追加利上げに踏み切ると予想している。

本レポートは発表時点における情報提供を目的としており、文章中の意見に関する部分は執筆者個人の見解となります。したがって、投資・施策実施等についてはご自身の判断をお願いします。また、レポート掲載資料は信頼できると考える各種データに基づき作成していますが、当研究所が正確性および完全性を保証するものではありません。なお、記述されている予測または執筆者の見解は予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

<26年度、27年度の日本経済予測（前年度比）>

（単位：％、10億円）

	23年度 <実績>	24年度 <実績>	25年度 <実績>	26年度 <予測>	27年度 <予測>
名目GDP	4.7	3.7	4.2	2.8	2.9
実質GDP	▲0.0	0.5	0.8	0.6	1.0
国内需要	▲1.1	0.8	1.0	0.5	1.0
民間部門	▲1.2	0.5	1.1	0.5	1.1
民間最終消費支出	▲1.0	0.1	1.2	0.5	0.8
民間住宅投資	1.8	▲0.7	▲3.5	0.7	0.4
民間企業設備	▲0.1	0.8	2.4	1.5	1.8
民間在庫品増加	▲552	208	▲281	▲1,688	▲1,286
政府部門	▲0.9	2.0	0.5	0.6	0.8
政府最終消費支出	▲0.8	2.3	0.8	0.7	0.8
公的固定資本形成	▲0.1	0.1	▲0.6	0.5	0.7
財・サービスの純輸出	6,864	5,737	5,223	5,786	5,536
財・サービスの輸出	3.1	2.7	1.9	1.2	2.1
財・サービスの輸入	▲2.2	4.0	2.6	0.7	2.5

（備考）内閣府資料より作成。在庫投資、財貨・サービスの純輸出は実額。予測は信金中金総研

<実質成長率の需要項目別寄与度>

（単位：％）

	23年度 <実績>	24年度 <実績>	25年度 <実績>	26年度 <予測>	27年度 <予測>
実質GDP	▲0.0	0.5	0.8	0.6	1.0
国内需要	▲1.2	0.8	1.0	0.5	1.1
民間部門	▲1.0	0.4	0.8	0.4	0.8
民間最終消費支出	▲0.5	0.1	0.6	0.3	0.4
民間住宅投資	0.1	▲0.0	▲0.1	0.0	0.0
民間企業設備	▲0.0	0.2	0.4	0.3	0.3
民間在庫品増加	▲0.5	0.2	▲0.1	▲0.2	0.1
政府部門	▲0.2	0.5	0.1	0.1	0.2
政府最終消費支出	▲0.2	0.5	0.2	0.1	0.2
公的固定資本形成	▲0.0	0.0	▲0.0	0.0	0.0
財・サービスの純輸出	1.2	▲0.3	▲0.2	0.1	▲0.1
財・サービスの輸出	0.6	0.6	0.4	0.3	0.5
財・サービスの輸入	0.5	▲0.9	▲0.6	▲0.1	▲0.6

（備考）内閣府資料より作成。予測は信金中金総研

<前提条件>

	23年度 <実績>	24年度 <実績>	25年度 <実績>	26年度 <予測>	27年度 <予測>
為替レート(円/ドル)	144.5	152.5	150.7	156.0	149.0
原油価格(入着価格、ドル/バレル)	86.0	82.3	71.4	90.0	75.0
（前年比、％）	▲16.2	▲4.3	▲13.2	26.0	▲16.7

（備考）日本銀行資料などより作成。予測は信金中金総研

<主要経済指標の推移と予測>

	23年度 <実績>	24年度 <実績>	25年度 <実績>	26年度 <予測>	27年度 <予測>
鉱工業生産指数 (前年比、%)	102.9 ▲1.9	101.4 ▲1.5	101.2 ▲0.2	102.1 0.9	103.9 1.8
第3次産業活動指数 (前年比、%)	101.5 1.6	102.9 1.4	105.2 2.2	106.3 1.0	107.7 1.3
完全失業率(季調済、%)	2.6	2.5	2.6	2.6	2.5
国内企業物価(前年比、%)	2.5	3.3	2.7	5.5	2.4
コア消費者物価(前年比、%)	2.8	2.7	2.7	2.3	2.1
生鮮食品・エネルギーを 除く前年比、%	3.9	2.3	3.0	2.2	2.4

(備考) 経済産業省、総務省資料より作成。予測は信金中金総研

<経常収支>

(単位：億円、%)

	22年度 <実績>	23年度 <実績>	24年度 <実績>	25年度 <実績>	26年度 <予測>	27年度 <予測>
経常収支	91,094	264,211	300,315	345,218	350,884	362,125
前年差	▲110,126	173,117	36,104	44,902	5,666	11,242
名目GDP比(%)	1.5	4.3	4.7	5.2	5.1	5.1
貿易・サービス収支	▲232,681	▲67,226	▲61,674	▲25,146	▲35,273	▲34,038
前年差	▲168,702	165,455	5,552	36,528	▲10,127	1,235
貿易収支	▲178,716	▲34,825	▲30,309	13,631	6,381	8,023
前年差	▲163,673	143,892	4,516	43,940	▲7,250	1,642
サービス収支	▲53,964	▲32,401	▲31,365	▲38,777	▲41,654	▲42,062
前年差	▲5,028	21,563	1,036	▲7,412	▲2,877	▲407
第1次所得収支	354,124	375,342	414,084	422,809	439,945	444,863
前年差	64,406	21,218	38,742	8,725	17,136	4,918
第2次所得収支	▲30,349	▲43,905	▲52,095	▲52,445	▲53,788	▲48,699
前年差	▲5,830	▲13,555	▲8,190	▲351	▲1,343	5,089

(備考) 日本銀行「国際収支統計」より作成。予測は信金中金総研