

# 内外経済の見通し (2026年8月)

2026年8月31日

三菱UFJ銀行 経営企画部 経済調査室

# 目次

---

|                |       |    |
|----------------|-------|----|
| 1. 経済見通しの概要    | ..... | 3  |
| 2. 内外経済見通し（8月） |       |    |
| (1) 日本経済       | ..... | 23 |
| (2) 米国経済       | ..... | 33 |
| (3) 欧州経済       | ..... | 42 |
| (4) アジア・豪州経済   | ..... | 51 |
| (5) 中南米経済      | ..... | 62 |
| APPENDIX       | ..... | 64 |

※原油価格見通しは「1. 経済見通しの概要」内に掲載

# 1. 経済見通しの概要 (1) 経済観 ～ 脆弱性を抱えつつ底堅さを示す世界経済

- 世界経済は、中東情勢に起因する資源高や供給制約による下押しを受けつつも、AI関連投資にけん引され、底堅く推移している。当室では、原油供給が振れを伴いながらも回復に向かう中で原油価格が緩やかに低下することに加え、AIの社会・経済活動への浸透を背景に関連投資の拡大基調が続く想定の下、世界経済は緩やかな成長を続けると予想。
- 日本は、資源高や供給制約を背景とする景気の下押し圧力を受けるものの、人手不足等を背景とする賃上げや成長力の強化に向けた投資拡大は、政策的な後押しも受けつつ継続。金利ある世界に回帰する中、政府の財政運営に対する市場の警戒感 は 熾り続けるが、財政規律にも一定程度配慮した政策運営の下で、「賃金と物価の好循環」定着に向け前進。
- 但し、成長の押し上げ要因がAI関連に偏る中、投資ペースが調整した場合の影響は大きく、中東情勢の帰趨と併せて成長軌道を左右しよう。米国の政策動向や主要国の拡張的な財政政策が金融市場・経済に非連続な変化をもたらすリスクにも要注意。

## 経済見通し

- 世界経済は、中東情勢起因の下押しを受けるも、旺盛なAI関連需要に加え、インフレ減速や政策対応を支えに緩やかに拡大。日本経済も、基調としての回復の下で、「賃金と物価の好循環」定着に向け前進

## 前提

- 中東情勢やウクライナ戦争は極度の激化を想定せず、米中関係も小康を保つ
- 米政権の政策の重点は国内の景気浮揚・インフレ抑制に置かれ、関税政策は現状程度の水準継続を想定
- AIは社会インフラとして長期にわたり投資が継続。脱炭素化・デジタル化・経済安保等の構造変化の潮流も定着

## 不確実性を伴うもの (リスク要因)

### 地政学情勢

- ✓ 中東情勢が再度の激化に至らず、ホルムズ海峡の航行や資源供給が段階的に正常化に向かうか  
**本経済見通し上の重要な想定(原油供給・価格)**
  - 原油供給は、ホルムズ海峡の通航を巡る強いリスクを抱えつつも、振れを伴いながら緩やかに回復。原油価格は、今年4-6月期をピークに、来年前半にかけて低下(水準は軍事衝突前から切り上がり)。
- ✓ ウクライナ戦争は、停戦に向けた交渉進展の可能性がある一方、緊張状態の継続・エスカレーションリスクも残存。日中関係の緊張が両国経済に与える影響にも要留意

### 米政権の政策運営と各国の対応

- ✓ 米政権内のイデオロギーの分断や有権者の関心が、今後の政策運営にどのようにあらわれるか。また、そうした政策や振る舞いの影響が、各国の対応とあわせて米国内外にどのように及ぶか

### 財政政策やAIへの期待を起点とする金融市場の変動

- ✓ 各国経済への政策効果や金融市場の変動が、拡張財政に対する思惑も相まり、予期せぬ方向・速度であらわれないか。インフレ・長期金利への不確実性が高まる中、中銀が必要十分な政策対応を適切に行えるか
- ✓ AIに対する期待の調整を起点とした投資縮小・株価下落が、グローバルな景気後退のきっかけとならないか

# 1. 経済見通しの概要 (2) 経済成長率 ①国・地域別の見通し

## 【経済成長率(実質GDP成長率)の見通し】

- 世界全体では2026年に前年比+3.3%、2027年は同+3.1%となる見通し。
- 主要国・地域別にみると、米国では2026年に同+2.1%、2027年に同+2.0%、ユーロ圏では同+0.8%、同+1.2%、日本(年度)では同+0.7%、同+0.9%、中国では同+4.4%、同+4.2%と推移。

## 【5月時点からの見直し変更のポイント】

- 2026年の世界成長率見直しを上方修正(2026年: +0.3%ポイント、2027年: 不変)
- 米国はAI関連投資の好調や消費の底堅さ等、日本・アジアは各国政府による中東情勢対応の一定の奏功やAI関連輸出の好調等を踏まえ、それぞれ上方修正(日本の2027年度には消費減税の効果を織り込み)。

### 主要国・地域の実質GDP成長率・消費者物価上昇率の見直し

|            | 実質GDP成長率(%) |           |           |         |       |   | 消費者物価上昇率(%) |       |       |         |       |  |
|------------|-------------|-----------|-----------|---------|-------|---|-------------|-------|-------|---------|-------|--|
|            | 今回8月見直し     |           |           | 前回5月見直し |       |   | 今回8月見直し     |       |       | 前回5月見直し |       |  |
|            | 実績<br>2025年 | 2026年     | 2027年     | 2026年   | 2027年 |   | 実績<br>2025年 | 2026年 | 2027年 | 2026年   | 2027年 |  |
| 世界         | 3.5         | 3.3       | 3.1       | 3.0     | 3.1   |   | 1.9         | 2.7   | 2.2   | 2.9     | 2.3   |  |
| 米国         | 2.1         | 2.1 (1.9) | 2.0 (2.0) | 1.9     | 2.0   |   | 2.7         | 3.4   | 2.3   | 3.5     | 2.4   |  |
| ユーロ圏       | 1.2         | 0.8 (0.9) | 1.2 (1.4) | 0.7     | 1.2   |   | 2.1         | 2.8   | 2.2   | 2.9     | 2.2   |  |
| 英国         | 1.3         | 1.2 (1.5) | 1.2 (1.4) | 1.0     | 1.1   |   | 3.4         | 3.0   | 2.4   | 3.3     | 2.3   |  |
| 日本(年度)     | 0.9         | 0.7 (0.5) | 0.9 (1.1) | 0.5     | 0.7   |   | 2.7         | 2.3   | 1.1   | 2.4     | 2.3   |  |
| 日本(暦年)     | 1.2         | 0.7 (0.9) | 0.7 (1.1) | 0.6     | 0.6   |   | 3.1         | 2.1   | 1.9   | 2.1     | 2.6   |  |
| アジア(11カ国)  | 5.5         | 5.1       | 4.7       | 4.8     | 4.6   |   | 0.9         | 2.1   | 2.0   | 2.4     | 2.0   |  |
| 中国         | 5.0         | 4.4 (4.2) | 4.2 (4.1) | 4.4     | 4.2   |   | 0.0         | 1.0   | 1.0   | 1.5     | 1.0   |  |
| インド(年度)    | 7.7         | 6.4 (6.5) | 6.5 (6.5) | 6.2     | 6.5   |   | 2.2         | 4.8   | 4.4   | 4.8     | 4.4   |  |
| インド(暦年)    | 7.5         | 6.8 (6.4) | 6.5 (6.5) | 6.4     | 6.5   |   | 2.2         | 3.6   | 3.8   | 3.6     | 3.8   |  |
| ASEAN(5カ国) | 5.0         | 4.7       | 4.8       | 4.4     | 4.8   |   | 1.7         | 3.6   | 2.7   | 3.6     | 2.7   |  |
| インドネシア     | 5.1         | 5.0 (4.7) | 5.0 (5.0) | 4.8     | 5.0   |   | 1.9         | 3.4   | 2.7   | 3.4     | 2.7   |  |
| タイ         | 2.4         | 1.9 (1.7) | 2.1 (2.3) | 1.4     | 2.0   | ▲ | 0.1         | 2.6   | 1.4   | 2.6     | 1.4   |  |
| マレーシア      | 5.2         | 4.9 (4.2) | 4.6 (4.5) | 4.7     | 4.5   |   | 1.4         | 2.0   | 2.0   | 2.1     | 2.0   |  |
| フィリピン      | 4.4         | 3.5 (5.0) | 5.2 (5.5) | 3.8     | 5.3   |   | 1.7         | 5.8   | 3.7   | 5.8     | 3.7   |  |
| ベトナム       | 8.0         | 7.4 (6.7) | 6.7 (6.8) | 6.9     | 6.7   |   | 3.3         | 4.6   | 3.7   | 4.6     | 3.7   |  |

(注) 1. 『世界』は当室予測対象国・地域の合成値。なお、当室予測対象以外の国・地域をIMF予測値で補完した場合の世界の実質GDP成長率見直しは、2026年: +3.1%、2027年: +3.3%。

2. 括弧内の数値は、各年、年度の最終四半期の前年比。

(資料) 各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

# 1. 経済見通しの概要 (2) 経済成長率 ②前提と各国経済影響

- 原油供給は、不安定な中東情勢の下で振れを伴いつつも緩やかな回復基調を辿ると想定。原油価格は、今年4-6月期をピークに低下する見込み(但し、原油価格低下後の水準は軍事衝突前から切り上げ)。
- 世界経済は、中東産資源への依存度が高いアジアを中心に、資源高によるインフレや部分的な供給制約が景気の重石となるものの、AI関連需要に支えられ、各国・地域とも総じて底堅く推移。中央銀行はインフレ抑制のため、当面は景気抑制的な水準での政策金利据え置きや利上げを実施。
- 但し、成長のけん引役がAI関連分野に偏る中、投資ペースの調整が景気を大きく下押しする可能性があるほか、中東情勢の先行きも不安定であり、原油価格の再上昇や供給制約の深刻化に伴う物価上振れ・景気下振れリスクも残存。

## 中東情勢やAI関連需要が各国・地域の経済・金融政策に与える影響の当室想定

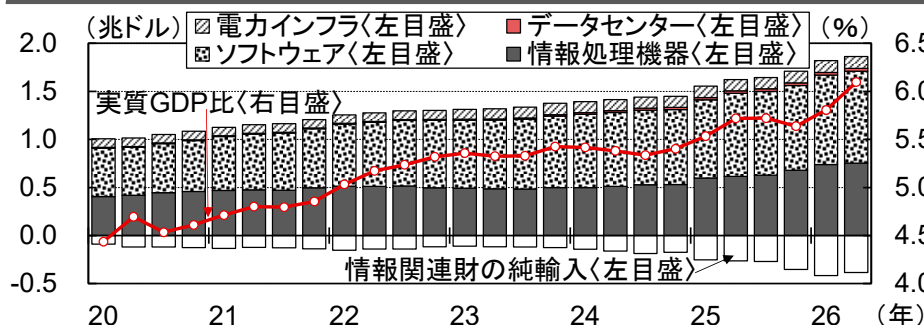
|                          | 中東情勢やAI関連需要が各国・地域の経済・金融政策に与える影響の当室想定                                                                                                                                                                                                                                                                             |                                                                                                                                        |                                                                                                                               |                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                  |
|--------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 原油供給<br>価格前提             | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 中東情勢は、米国・イランが包括的な合意に至るハードルは高く、当面は断続的な緊張と協議が併存する不安定な状況が続く</li> <li>■ 原油供給は、ホルムズ海峡の通航を巡る強いリスクを抱えつつも、中東の原油輸出回復や中東以外での増産により緩やかに持ち直し</li> <li>■ 原油価格(WTI)は、今年4-6月期をピークに、原油供給の回復に合わせ来年前半にかけて緩やかに低下(但し、地政学的なリスクプレミアムが織り込まれ続けることで、油価の水準は情勢悪化前(60ドル中心)から切り上げ(70ドル程度))</li> </ul> |                                                                                                                                        |                                                                                                                               |                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                  |
| AI需要前提                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ AIは社会インフラとして定着。関連需要は、投資ペース調整のリスクを抱えつつも、米国の設備投資やアジアの輸出の押し上げに寄与</li> </ul>                                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                        |                                                                                                                               |                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                  |
|                          | 米国                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | ユーロ圏                                                                                                                                   | 中国                                                                                                                            | ASEAN                                                                                                                               | 日本                                                                                                                                                               |
| 景気・物価<br>への影響<br>(2026年) | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ インフレ率は年平均で<u>3%台半ば</u>へ加速</li> <li>■ 供給制約の影響は限定的。AI需要の底堅さ等もあり、成長率は<u>2%程度</u>で推移</li> </ul>                                                                                                                                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ インフレ率は年後半にかけて<u>3%台前半</u>で高止まり</li> <li>■ 物価上昇が景気を下押しし、成長率は<u>0%台後半</u>に止まる</li> </ul>        | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ エネルギーを中心に物価は加速</li> <li>■ 関税影響一巡・AI需要拡大による外需堅調や、政策的下支えもあり、<u>4%台</u>の成長維持</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 原油依存度の高さ等から、物価は高止まり</li> <li>■ AI需要が下支えも、インフレや政府の原油需要管理策等を背景に、成長率は<u>4%台</u>へ減速</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 資源価格上昇の影響が次第に顕在化し、インフレ率は<u>3%前後</u>まで加速</li> <li>■ 物価上昇・供給制約が景気を下押し。成長率は<u>0%台後半</u>に止まる</li> </ul>                     |
| 金融政策<br>への影響             | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 物価の上振れリスクを見極めるため、年内は<u>政策金利を据え置き</u>(物価動向次第での利上げの可能性に留意)</li> <li>■ 中東情勢・関税影響一巡後、中立金利に向け利下げ(2027年3・6月)</li> </ul>                                                                                                                                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 物価の上振れリスクを重視し、<u>予防的に利上げ</u>(2026年9月)</li> <li>■ 中東情勢影響の一巡後、中立金利に向け再利下げ(2027年6・9月)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 構造的なデフレ基調は不変</li> <li>■ 景気下支えのため、緩和的な金融政策を継続</li> </ul>                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 物価高止まりへの対応や通貨防衛の観点から、年内は<u>政策金利を据え置き</u></li> <li>■ 中東情勢の影響一巡後に一部で再利下げ</li> </ul>          | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 中東情勢影響や基調的物価の動向を見極めつつ、<u>遅くとも今年10月と、春闘での賃上げ動向を確認できる来春頃に利上げ</u></li> <li>■ 物価上振れリスクの高まりによる、利上げ前倒しや到達点上振れの可能性も</li> </ul> |

(資料)各種資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

# 1. 経済見通しの概要 (3)AI投資の拡大 ①投資拡大が景気に与える影響

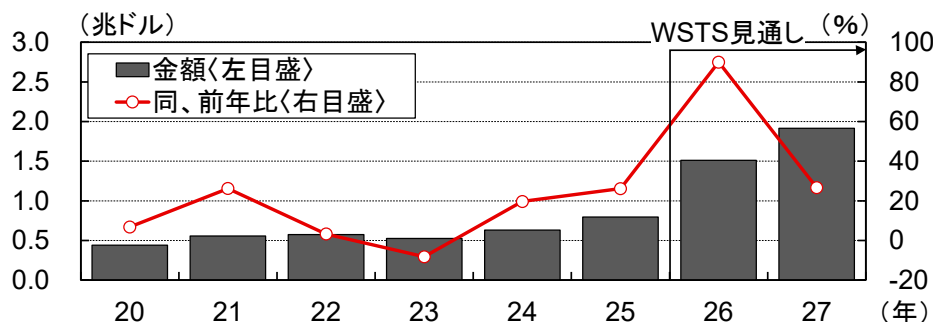
- AI関連需要の増加は、設備投資を中心に米国経済をけん引しているのみならず、米国向けの半導体輸出等を通じ、アジアを中心とした世界全体の押し上げにも寄与。
- 一方、過去の「投資ブーム」では、技術革新の一方で将来期待される収益に比して過大な設備投資が行われ、その後の投資の反動減や資産価格調整を通じて景気が下押しされる局面がみられた。今次局面でも競争の結果として投資が過剰となる可能性があり、その場合、投資の反動減や金融環境悪化を通じて、世界経済の下振れリスクが高まる可能性も指摘されている。
- 1990年代後半以降の「ドットコムブーム」では、企業評価の過熱や設備投資の行き過ぎが一部生じたことで、景気が調整する局面を経たものの、通信技術そのものに対しては一定の投資が継続。今次のAI関連の投資についても、投資ペースの調整は否定されないが、社会インフラとしての底堅い需要は新たな潮流として定着するとみる。

米国の実質GDPにおける「AI関連需要」の推移



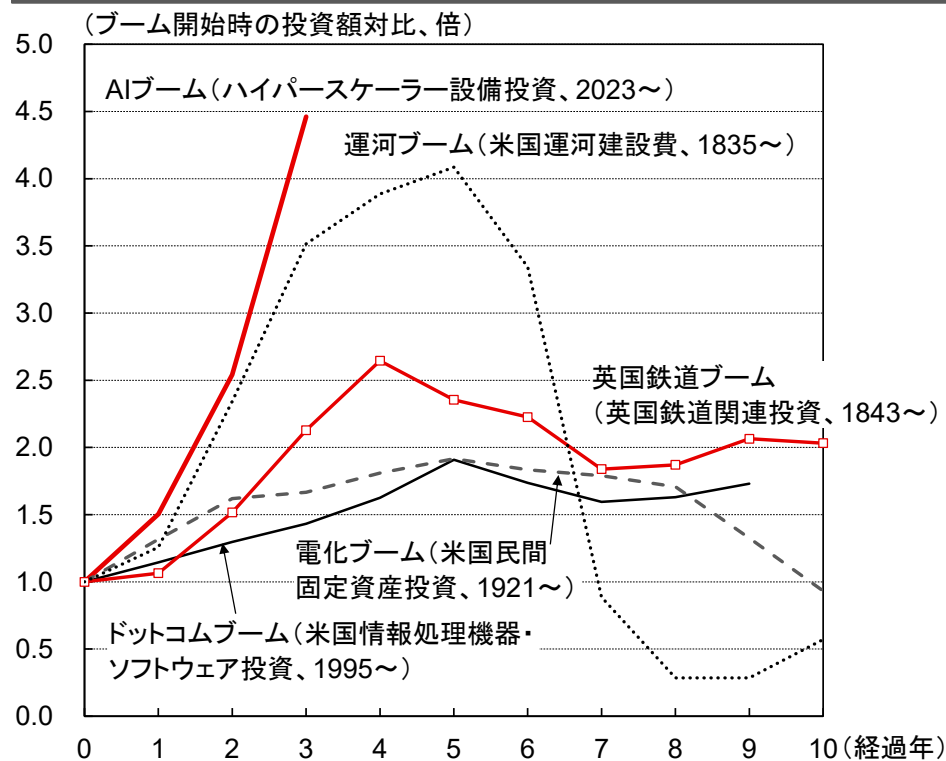
(資料)米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

世界の半導体販売額の推移と見通し



(資料)WSTS統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

過去の「投資ブーム」局面における固定資産投資の推移



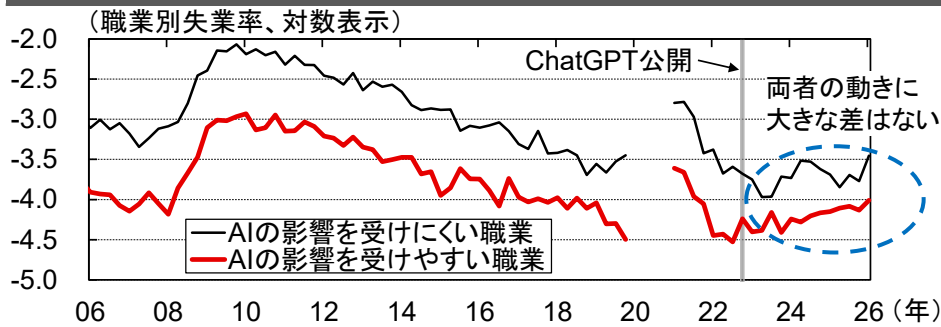
(資料)BIS資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成



# 1. 経済見通しの概要 (3)AI投資の拡大 ②AIが雇用・生産性に与える影響

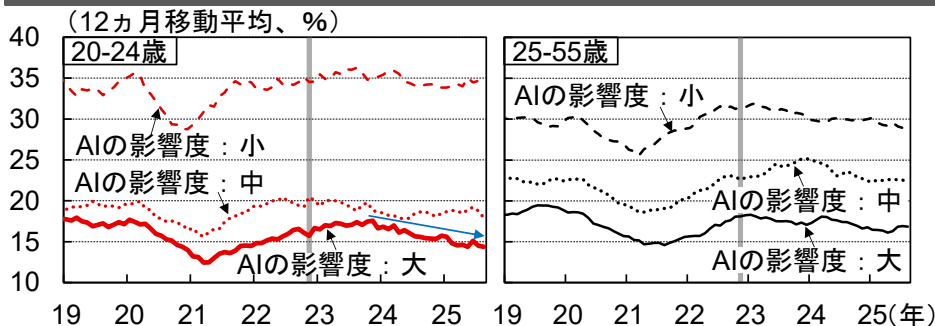
- AIと雇用の関係について、Yale Budget Labによれば、AIが米国の労働市場に有意な影響を与えている証拠は現時点では確認できない。もっとも、米国労働者の就職率について、25-55歳では職種毎の明確な差はみられない一方、若年層(20-24歳)ではAIの影響を受けやすいとされる職種ほど低下する傾向がみられ、こうした職種において特に若年層の新規雇用流入が抑制されている可能性を示唆。
- 労働生産性との関係について、ダラス連銀の分析によれば、米国ではAIの影響を受けやすい産業ほど労働生産性の伸びが高く、国際比較でもAI利用度が高い国ほどこの関係が強い傾向。AI利用が足元の生産性向上に寄与している可能性を示唆。
- AIがマクロ経済全体の労働市場や生産性に与える影響は、現時点では総じて限定的と評価されるが、AIの普及や技術革新が進む中で、各国潜在成長率の底上げ等も含め、今後その影響がより明確になる可能性がある。

米国の職業別の失業率の推移



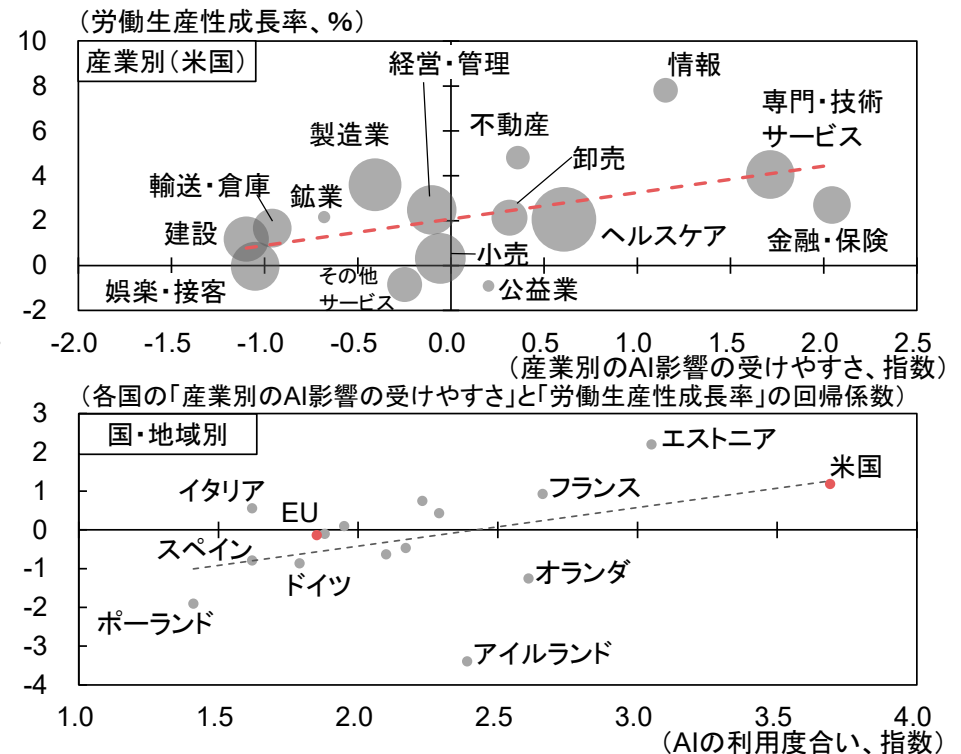
(注)1. 『職業別失業率』は各職業の失業者数(前職が当該職業)を就業者数と失業者数の和で除して算出。  
2. 2020年はコロナ禍による労働市場の攪乱を踏まえ分析対象から除外。  
(資料)Yale Budget Lab資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

米国の年齢・職種別の就職率の推移



(注)1. 『就職率』は、新たに労働市場に参加した人のうち、各職種で就業した人の割合。  
2. シェード部分はChatGPTが公開された時期。  
(資料)ダラス連銀資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

産業別のAI影響の受けやすさ、労働生産性、国別のAI利用度

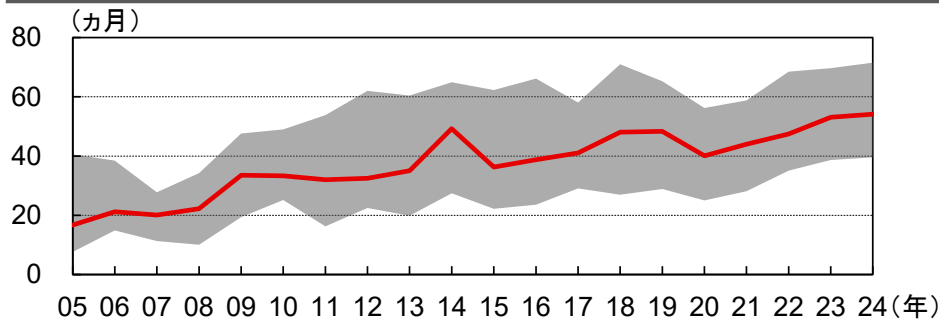


(注) 国別の『AI利用度合い』は、各国の全世界に占めるAnthropicのClaudeの利用シェアを、生産年齢人口(15-64歳)のシェアで除して算出。  
(資料)ダラス連銀資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

# 1. 経済見通しの概要 (3)AI投資の拡大 ③供給制約と物価への影響

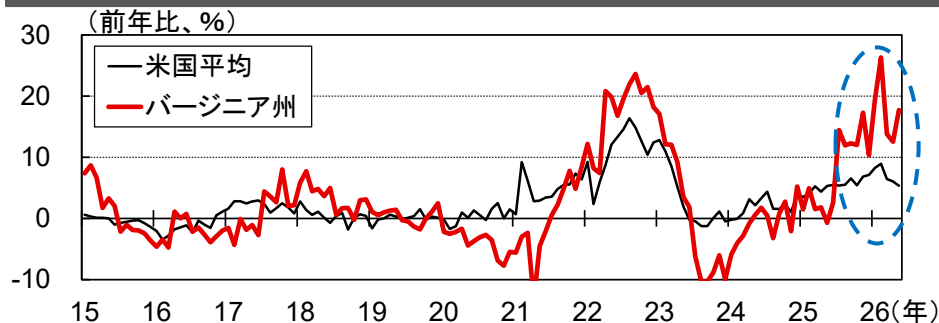
- AIが物価に与える影響について、中長期的には生産性の改善が物価の押し下げに寄与することが指摘されるものの、その度合いや発現までの期間の不確実性が大きい中で、短期的には需給のひっ迫がインフレ圧力となる可能性が高い。
- 実際に米国では、データセンターの増加に伴い電力需要が増加する一方、発電能力の増強や送電網の整備が需要増に追いつかず、系統接続申請から商業運転開始までの期間も長期化するなど、電力供給上の制約が強まっている。こうした需給のひっ迫等を背景に、データセンターが集積する地域を中心に、電力の小売価格にも上昇圧力がかかっている。
- また、半導体需要の高まりから半導体の国際価格は高騰しており、日本や米国では半導体関連の物価指標への波及が確認される。こうした財が物価指標全体に占めるウェイトは必ずしも大きくないものの、日米の中銀は物価の上振れリスクとして半導体を中心としたAI関連需要の存在を指摘しており、物価が上振れる場合には想定以上に金融引き締めが進む可能性もある。
- なお、電力価格上昇や環境への悪影響の懸念を背景に米国ではデータセンターの建設に対する反対の声も一部で強まっており、こうした中での建設許可の見直し等が設備投資の制約となるリスクにも要留意。

米国の発電プロジェクトの系統接続申請から商業運転開始までの所要期間の推移



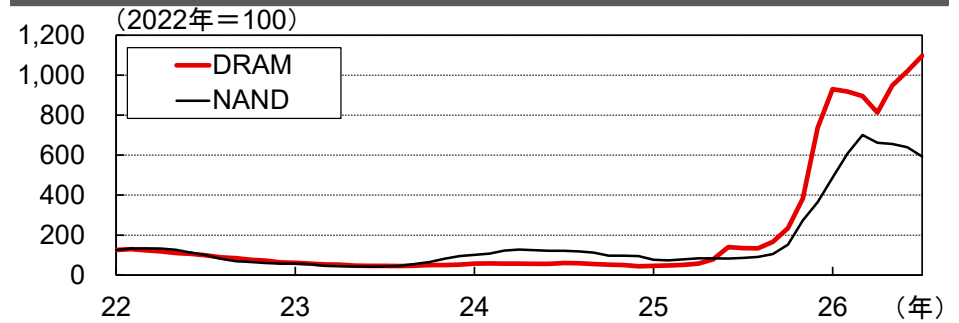
(注) 1. 折れ線は中央値、シャドー部分は四分位区間を示す。  
2. 『系統接続』とは、発電所等を既存の送電網につなぎ、発電した電気を供給できるようにすること。  
(資料) ローレンス・バークレー国立研究所資料より引用

米国の電力小売価格の推移



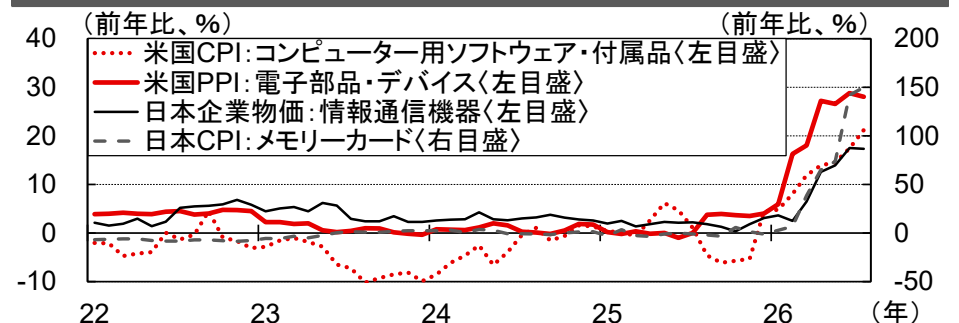
(注) バージニア州はデータセンターの数が全米で最多。  
(資料) 米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

メモリ半導体の国際価格の推移



(注) 『DRAM』はDDR4 (8GB、1GB×8)、『NAND』はTLC (512GB) の価格。  
(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

日米の半導体関連の物価指標の推移



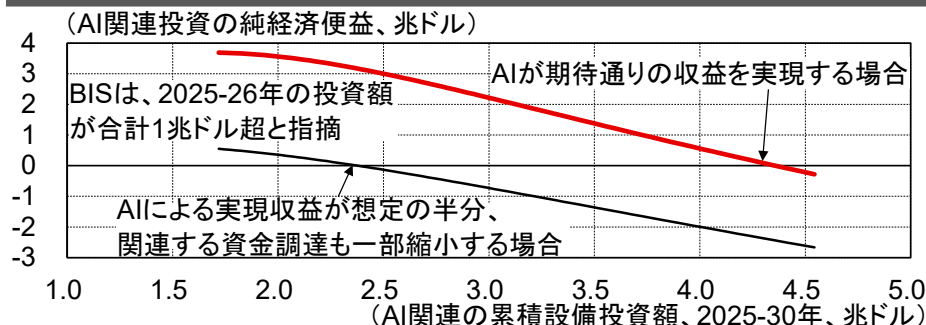
(資料) 日本銀行、米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成



# 1. 経済見通しの概要 (3)AI投資の拡大 ④AI投資の収益性と市場の評価

- AI関連投資の急拡大が続く中、巨額の投資に見合う収益を確保できるかが注目されている。BISは、AIによる経済的便益や投資競争の程度について複数のシナリオを想定し、AIが高い便益をもたらす場合には巨額投資が正当化される一方、競争激化により投資額が膨らむ場合や、AIによる便益が想定を下回る場合には、投資コストが便益を上回りうると試算。
- また、足元でとりわけ意識されている収益下振れ要因の一つは、先行する米国製AIと中国製AIとの競争。中国製AIは米国の最先端モデルとの性能差を縮小させているとされ、同国AIのコスト競争力の高さも踏まえれば、AIサービスを巡る価格競争の激化を通じて、米国のAI関連企業の投資収益率を押し下げる可能性がある。
- ハイパースケーラーや半導体メーカーの事業は長期契約等を通じて密接に結びついており、AIサービスの収益下振れは関連企業の業績期待に広く波及する。米国をはじめとした主要国株価の足元の上昇はAI関連セクターにより支えられているため、AIへの期待が大幅に修正されれば、AI関連投資のみならず株価調整を通じ設備投資や家計消費を下押しするリスク。

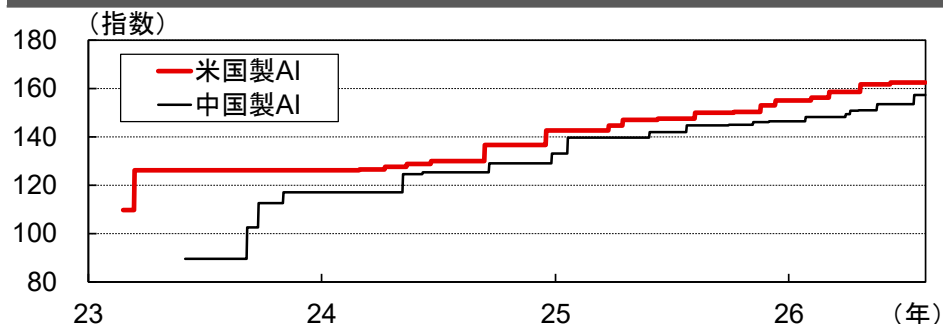
AI投資規模と純経済便益のシナリオ分析



(注)『純経済便益』とは投資の収益から設備投資と債務返済負担を差し引いたもの。

(資料)BIS資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

米国と中国の生成AIの性能(Epoch Capabilities Index)の推移

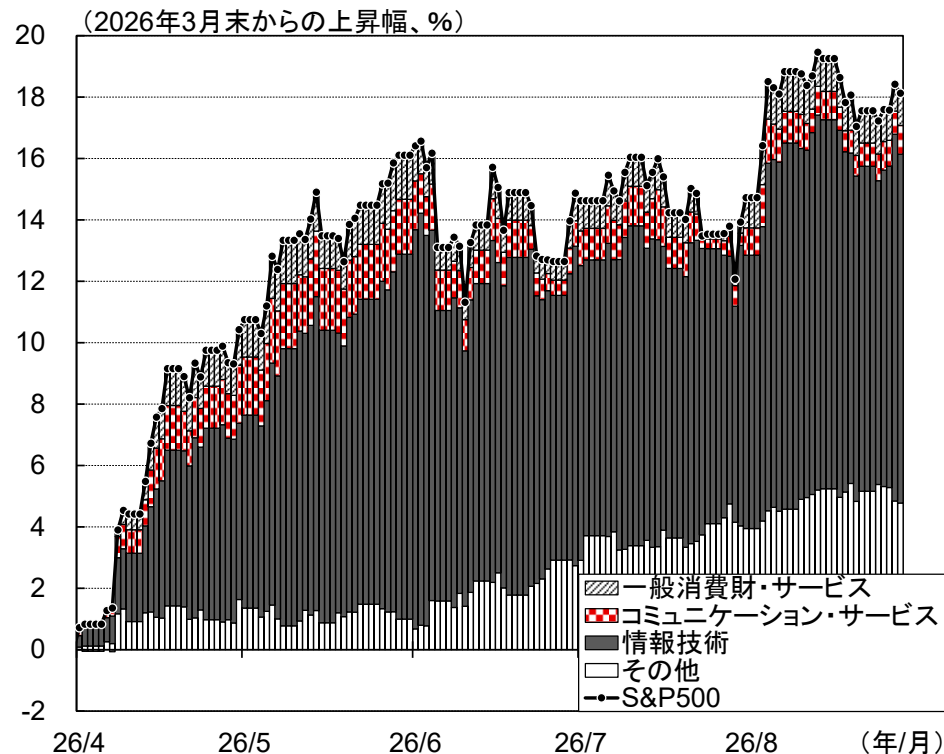


(注)1. Epoch AI社が集計したAIの性能テストの結果を基に、各AIの総合能力を指数化したもの。

2. 各時点での両国の生成AIの中で、指数が最高値となったものを集計。

g (資料)Epoch AI統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

米国のS&P500株価指数の推移



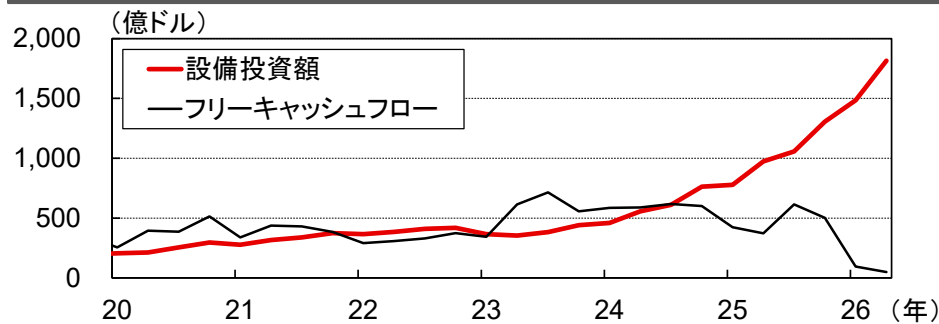
(注)S&P500の業種別指数のうち、マグニフィセント7が含まれる業種を示す。

(資料)Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

# 1. 経済見通しの概要 (3)AI投資の拡大 ⑤金融市場に与える影響

- AI関連投資をけん引するハイパースケーラーの設備投資はキャッシュフロー対比で大型化。これを背景に、社債発行額が大幅に増加するなど、AI関連投資を支える資金調達において債務性資金の役割が高まっている。こうした中、外部調達した資金の増加やAI投資の収益性を巡る不確実性が意識され、テック企業のCDSスプレッドは拡大。
- 現時点では、ハイパースケーラーの財務基盤は総じて強固であり、金融面のリスクは限定的とみられる。一方、AIインフラへの資金供給は、ハイパースケーラーによる社債発行のみならず、データセンター開発事業者等へのプライベートクレジットなどにも広がっている。今後、AI関連投資のペースが調整する場合には、関連企業の信用リスクの高まりが金融環境の引き締めを通じて、AI関連以外の設備投資等にも波及する可能性に留意が必要。

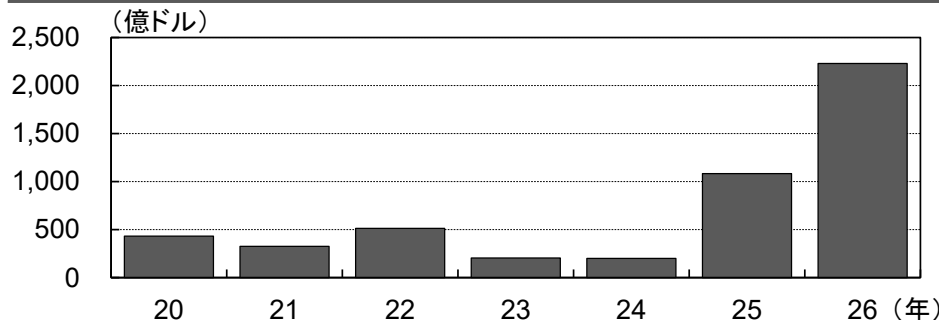
ハイパースケーラーの設備投資額とフリーキャッシュフローの推移



(注)『ハイパースケーラー』は、Amazon、Google、Meta、Microsoft、Oracleの5社。

(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

ハイパースケーラーの社債発行額の推移



(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

北米企業の5年CDSスプレッドの推移



(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

# 1. 経済見通しの概要 (4)原油価格 ①中東情勢と価格推移

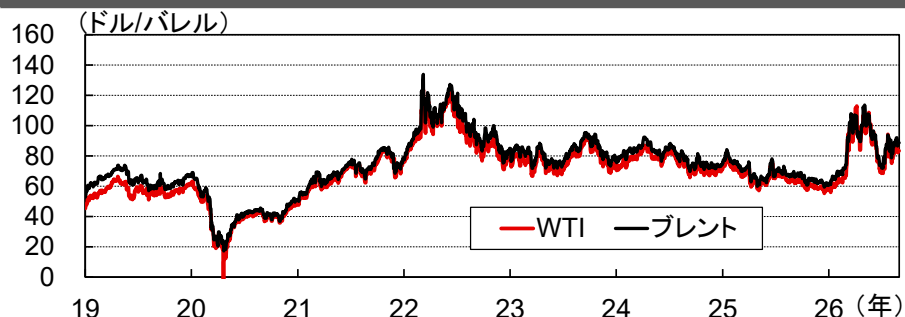
- 2月の米国・イスラエルとイランの軍事衝突を契機とするホルムズ海峡の事実上封鎖を背景に、原油価格(WTI)は一時110ドル超まで上昇。6月には米イラン間で戦闘終結に向けた覚書を締結、油価は60ドル台まで低下したが、その後の交渉は難航し、覚書の交渉期限である8月17日までに合意には至らず<sup>(注)</sup>。中東からの原油供給懸念が続く下、足元は84ドル台で推移。  
(注)同海峡の取り扱いや核問題は、双方の安全保障・体制上の核心的利益に関わるため立場の隔たりが大きく、交渉による歩み寄りは困難と指摘されていた。
- 先行きも、交渉の主要論点に対する当事国の立場は容易には揺るがないとの見方が主流。したがって、米国は永年の対イラン関係におけるブレイクスルーの機を窺いつつ、油価抑制を含めた国内世論に対する目先の一定の成果確保を重視、イランは本件後の国際的地位も見据えつつ、国内の高インフレや資金不足もあって状況に応じ柔軟に対応する構図が続くと想定。
- こうした前提の下では、双方の軍事的余力も有限であることから再度の軍事エスカレーションは回避される一方、交渉はほぼ平行線とならざるを得ない。当面は足元の断続的で不完全な軍事衝突と協議継続が入り混じる不安定な情勢が続こう。

中東情勢を巡る最近の主な出来事

|       |                                            |
|-------|--------------------------------------------|
| 2月28日 | 米国・イスラエルがイランを攻撃し、イランも反撃に加え、ホルムズ海峡の事実上封鎖を実行 |
| 3月11日 | IEAが石油備蓄4億バレル放出を発表                         |
| 4月8日  | 米国・イランが2週間の暫定停戦に合意                         |
| 4月13日 | 米国がイラン向け海上貿易を対象とする海上封鎖を開始                  |
| 5月28日 | 停戦の60日間の延長と核協議に関する暫定案で大筋合意と報道              |
| 6月17日 | 米国・イランが戦闘終結等に関する覚書に署名                      |
| 7月    | 同海峡の管理を巡り米国・イランの対立が再燃                      |
| 8月17日 | 覚書合意の60日間の交渉期限が終了、最終合意に至らず                 |
| 8月24日 | 米国がイランに対する新たな経済制裁措置を発表                     |

(資料) 各種報道より三菱UFJ銀行経済調査室作成

原油価格の推移



(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

米国とイランの協議においての主な論点を巡る両国の主張

| 分野                     | 米国                                   | イラン                 | 交渉のポイント                         |
|------------------------|--------------------------------------|---------------------|---------------------------------|
| 核問題                    | 核兵器取得阻止の為、核開発 <sup>(注1)</sup> を厳しく制限 | 平和利用を前提とした、核開発の継続   | ウラン濃縮の許容水準・IAEA検証体制             |
| 代理勢力                   | イラン代理勢力による米国・同盟国への攻撃停止               | 地域影響力・抑止力の維持        | 戦闘停止の履行順序・監視体制                  |
| 米国経済制裁 <sup>(注2)</sup> | 合意履行に応じて制裁解除                         | 米国による経済制裁・海外資産凍結の解除 | 制裁解除の履行順序・範囲                    |
| ホルムズ海峡                 | 管理体制                                 | 完全開放・自由航行の確保        | 航行料徴収を含めた海峡の管理・権限の確保            |
|                        | 船舶の安全航行                              | 商船への攻撃等の停止と安全航行の確保  | 米国による海上封鎖や攻撃の停止を前提とした、商船の安全航行確保 |

(注)1. 『核開発』とは、ウラン濃縮活動、核施設・遠心分離機の運用、濃縮ウラン在庫の管理、国際原子力機関(IAEA)の査察への対応等を指す。

(注)2. 8月24日、米ベッセント財務長官は『対イラン経済孤立作戦(Operation Economic Outcast)』を発表し、対イラン追加的二次制裁として従来の制裁対象分野の拡大等を表明。

(資料) 各種報道より三菱UFJ銀行経済調査室作成

# 1. 経済見通しの概要 (4)原油価格 ②供給 (a)OPECプラス(中東地域)

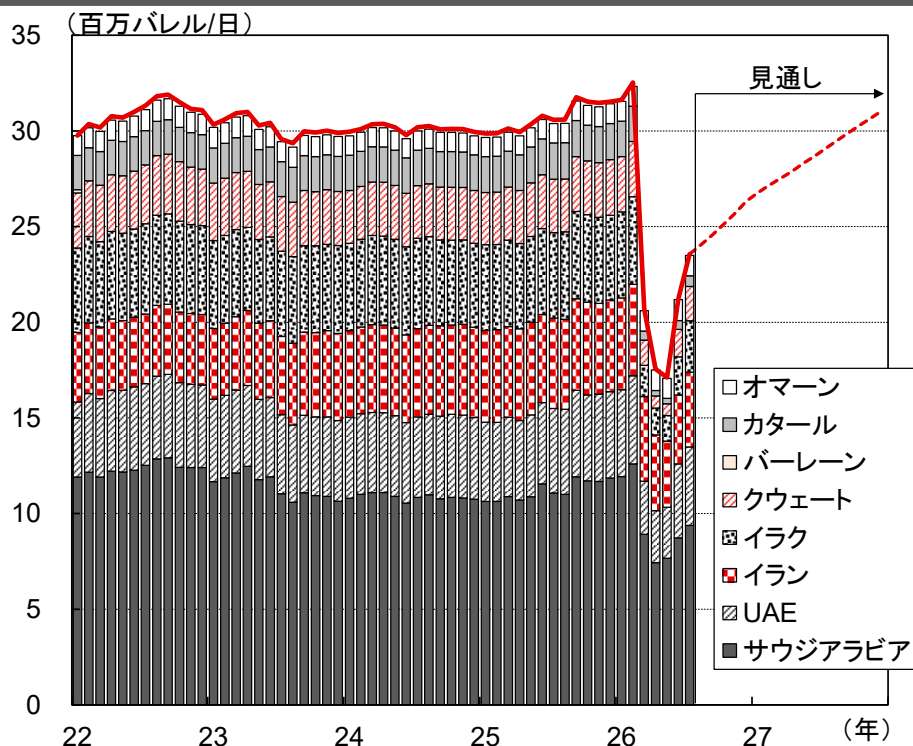
- OPECプラス<sup>(注1)</sup>の軸である中東産油国の供給は情勢悪化を背景に急減していたが、6月の米イラン間の暫定合意を受けた在庫輸送再開や振替ルート輸送によって、7月には攻撃前の7割程度(日量約23.5百万バレル)まで回復。

(注1)OPECプラスは世界最大の生産能力を有し中東産油国を中心に構成される枠組み(UAEは5月に脱退済)。生産計画の調整を通じて油価安定を図る。

- しかし、足元に向け米イラン間で断続的な軍事衝突が再開し交渉が難航する下、ホルムズ海峡の振替ルートでもあるバブ・エルマンデブ海峡の情勢緊迫化もあり、同地域の供給は不透明な状況に。船舶位置情報システム停止やイラン付近ルートによる闇航行が指摘される中、データで確認される航行船舶数減少と、実際の各国の原油輸入や供給、油価動向の非同期が増加。
- 先行き、いずれの当事者も完全な供給途絶への誘因に乏しいことから、不安定な情勢が続く中でも、中東地域からの供給は大きくは徐々に回復していくと想定。但し、当事国の交渉手段としての同海峡封鎖が今後も選択肢として常に意識される中、輸出制約懸念が熾り続けるため、回復ペースは緩やか且つ振れを伴い<sup>(注2)</sup>、攻撃前の水準に復するのは28年以降となると予想。

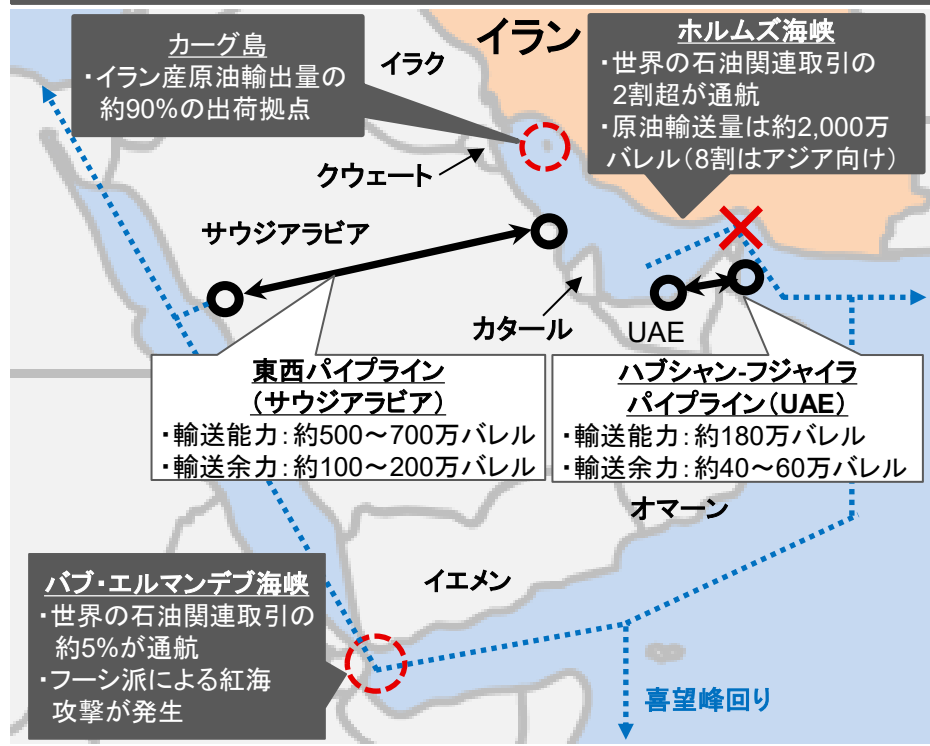
(注2)軍事衝突下で未確認の関連施設等の損傷度や、海峡の機雷除去・保険・護衛体制の整備、港湾や物流インフラの復旧状況等、リスク要因は引き続き多い。

中東産油国の原油供給の推移と見通し



(資料)EIAより三菱UFJ銀行経済調査室作成

ペルシャ湾(アラビア湾)周辺の地図



(注)各海峡とカーク島の原油輸送量・輸送量割合は、中東情勢悪化以前(26年2月時点)の数字・割合。パイプラインの輸送能力・余力は最新値。原油の単位はそれぞれ日量。

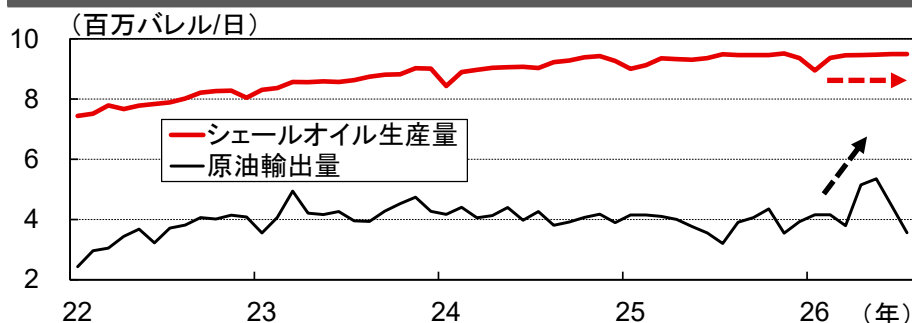
(資料)IEA、各種報道より三菱UFJ銀行経済調査室作成



# 1. 経済見通しの概要 (4)原油価格 ②供給 (b)米国・その他産油国

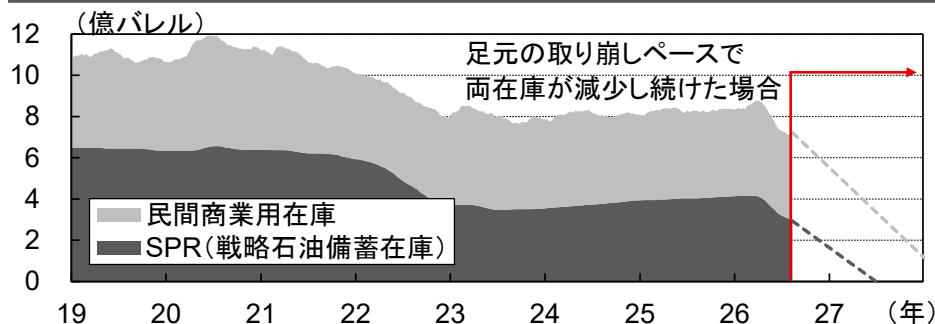
- 米国(世界供給シェア約25%)は、増産分を上回る戦略石油備蓄在庫(SPR)の輸出<sup>(注1)</sup>を通じ、世界全体の供給を下支え。  
(注1)IEA(国際エネルギー機関)加盟国が3月に決定した原油備蓄の協調放出(4億バレル)において、米国はSPRから約1.7億バレルの段階的な放出を決定。
- 先行き、米シェールオイル企業の景況感<sup>(注2)</sup>や歴史的な低水準にあるSPRの在庫取り崩し余地<sup>(注3)</sup>を鑑みると、大幅な供給増加は見込み難いが、油価がシェールオイル掘削の採算コスト(約66ドル)を上回る中、当面は緩やかな増加基調が続こう。  
(注2)米シェールオイル企業を対象とした6月末公表のダラス連銀調査では、WTIが100ドル・125ドル・150ドルのいずれの価格で推移する場合でも、生産予測は小幅な増産に止まるとの回答数が最も多く、先行きの油価が高水準で推移し続ける確信が得られない限り、大幅な増産に対しては慎重とみられる。  
(注3)SPRの足元の取り崩しペースが継続すると来年半ばには一段と低い水準に達するため、現状の放出ペースには持続性が乏しい。
- その他の産油国は、パイプライン拡張で輸出が好調なカナダ(同約7%)や、新規油田の稼働開始を背景に増産基調にあるブラジル(同約5%)等が、原油供給の下支え役となる公算。
- 結果、世界の原油供給は、振れを伴いながら来年にかけて軍事衝突前の水準まで回復していく見込み。

米国のシェールオイル生産量と原油輸出量の推移



(資料)EIAより三菱UFJ銀行経済調査室作成

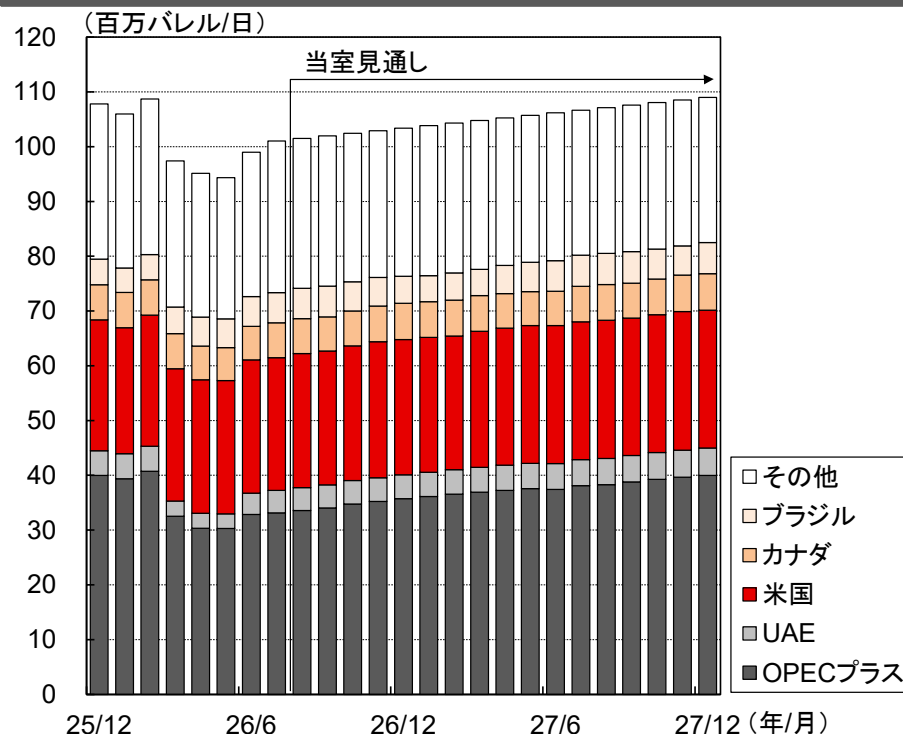
米国の戦略石油備蓄在庫(SPR)と民間用商業在庫の推移



(注)足元の取り崩しペースは、米国SPRの在庫放出が開始した4月～8月初旬までの減少ペースを元に機械的に試算。

13 (資料)EIAより三菱UFJ銀行経済調査室作成

世界の原油供給の推移と見通し



(注)ブラジルはOPECプラス加盟国だが、生産計画には不参加のため、OPECプラスに含めない。

(資料)EIAより三菱UFJ銀行経済調査室作成



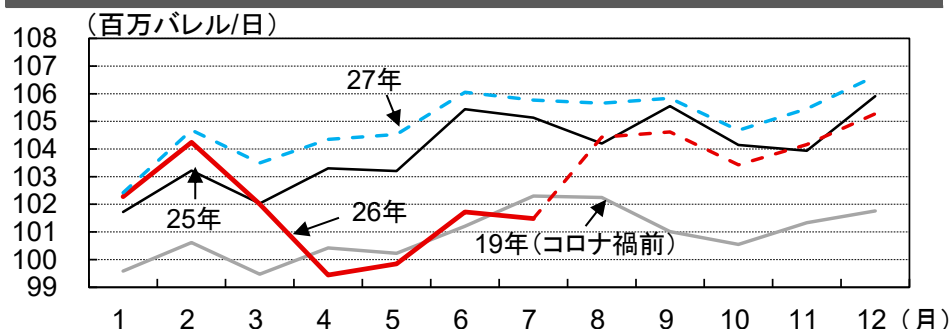
# 1. 経済見通しの概要 (4)原油価格 ③需要・在庫

- 世界の原油需要は、高水準の油価や中東からの供給制約を背景に、アジアを中心に減少したものの、7月時点でイラン攻撃前比▲3.2%まで回復している。先行き、原油供給が回復に向かう中、需要も世界経済の成長に応じ緩やかに増加する見込み。
- また、供給減少分の補填として放出された各国の原油在庫の積み戻し需要も見込まれる。OECDの商業用原油在庫は、IEA加盟国の協調備蓄放出もあり、2月の約28億バレルから7月までに約26億バレル(OECD原油需要の約58日分)へ減少。また、かねてから備蓄強化を進めてきた中国<sup>(注)</sup>が、高水準の油価を踏まえ原油輸入を抑制している。

(注) 昨年、中国ではエネルギー安全保障強化の国策として原油備蓄増強を図るための法律(民間企業に法的義務として原油備蓄を増やすことを義務化)が施行され、在庫の積み増しを促進。加えて、昨年は油価が60ドル台と安価な水準で推移したことを受け、輸入量を大幅に拡大。中国在庫統計は非公表であるが、EIAの推計では昨年12月時点で世界最大規模の約14億バレルの在庫を保有するとされている。

- 在庫は今後も、油価高騰や高止まり時の各国の取り崩し・備蓄ペース調整(供給)と、油価低下時における在庫復元・積み増し需要の両面から、原油価格の上下両方向のリスクであると同時に、価格変動における一定の緩衝材となる見込み。

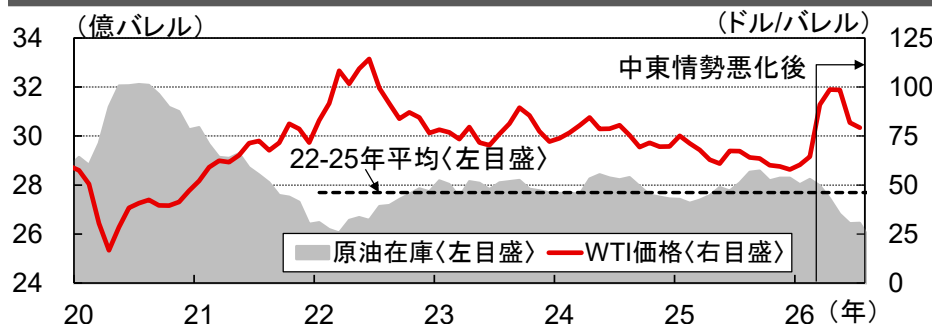
世界の原油需要の実績と見通し



(注) 26年・27年の点線は当室見通し。

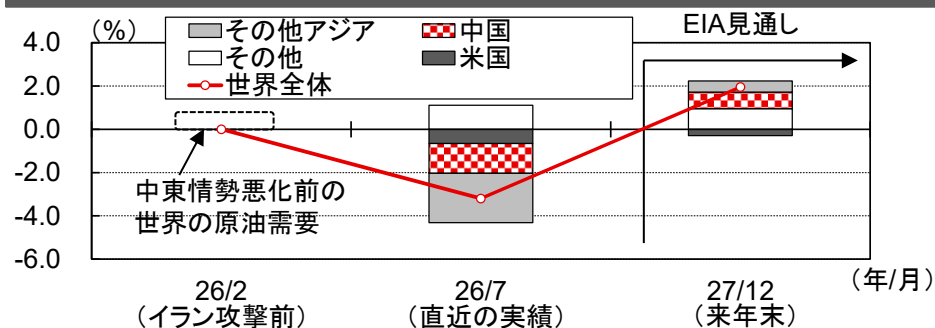
(資料) EIA各種資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

OECDの商業用原油在庫の推移



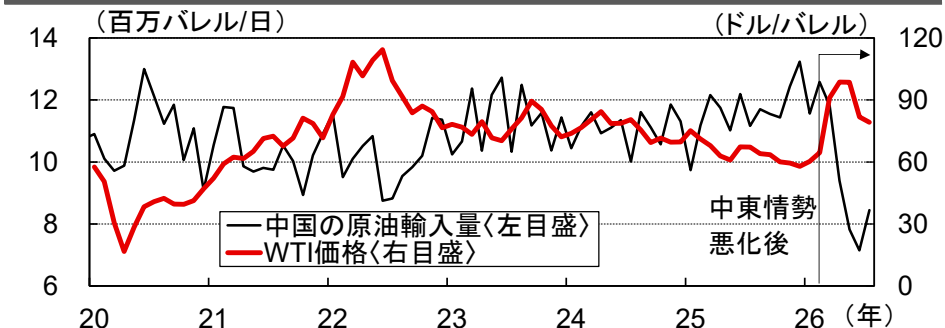
(資料) EIA、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

世界の原油需要の変化(中東情勢悪化前との比較)



(資料) EIAより三菱UFJ銀行経済調査室作成

中国の原油輸入量の推移



(資料) 中国税関総署より三菱UFJ銀行経済調査室作成

# 1. 経済見通しの概要 (4)原油価格 ④需給バランスと価格見通し

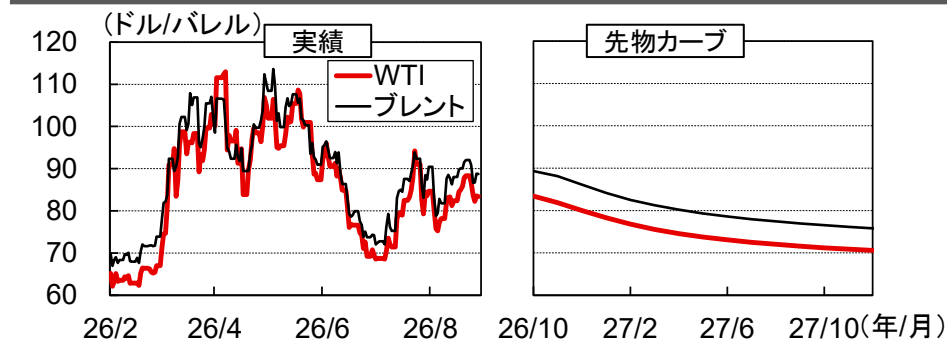
- 今後の原油供給は、不安定な中東情勢の下で振れを伴いつつも、中東以外の産油国による下支えもあって、回復していく見込み。需要も、供給制約やAIを巡る世界経済の不確実性等を抱えつつも、経済成長に応じて緩やかに増加する公算。
- 結果、需給バランスは来年にはほぼ均衡した水準まで戻り、その後は各国の在庫復元も含めた世界経済の動向(需要)と、シェア競争や経済合理性による産油国・企業の生産調整(供給)に応じて、新たな均衡水準を探る展開となろう。
- 原油価格は、四半期ベースでは今年4-6月期をピークとして、来年にかけて下落していくと想定。但し、ホルムズ海峡の再封鎖等の可能性が市場に織り込まれ続ける中、水準は従前の60ドル中心から、70ドル台前半に切り上がると予想。
- なお、米国とイラン間で完全な合意に至る場合は現状織り込まれているリスクプレミアムが剥落する一方、情勢が再度エスカレーションする場合にはプレミアムが上昇する可能性。

世界の原油需給バランスの推移と見通し



(資料)EIAより三菱UFJ銀行経済調査室作成

原油価格の推移と先物カーブ



(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

原油価格見通し

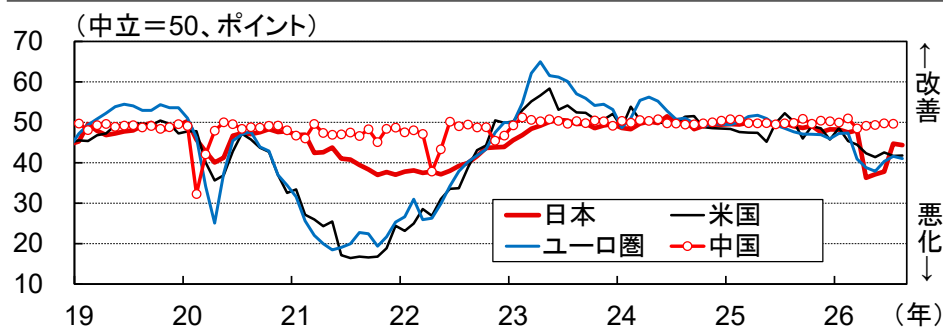
|      | 26年  |      |      |      | 27年  |      |      |      | 25年  | 26年  | 27年  |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|      | Q1   | Q2   | Q3   | Q4   | Q1   | Q2   | Q3   | Q4   |      |      |      |
| WTI  | 72.7 | 92.9 | 82.0 | 78.0 | 74.0 | 70.0 | 70.0 | 70.0 | 64.8 | 81.0 | 71.0 |
| ブレント | 77.9 | 96.9 | 85.0 | 81.0 | 77.0 | 73.0 | 73.0 | 73.0 | 68.2 | 85.0 | 74.0 |

(注) WTIとブレントの単位はドル、期中平均価格を表示。25年・26年Q1-2は実績、26年Q3以降は見通し。  
(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

# 1. 経済見通しの概要 (5) 資源の供給制約影響

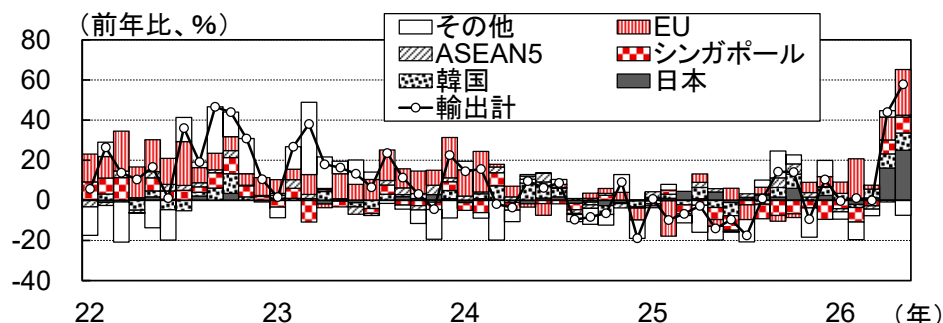
- 各国・地域の製造業PMIは、中東情勢の悪化を受けて一時供給制約の強まりを示唆していたものの、足元では一服。特にアジア地域においては、米国をはじめとした中東地域以外からの原油等の代替調達の取り組みが、備蓄の取り崩しと併せて進められたことで、足元では供給制約の影響は限定的となっている。
- 鉱工業生産指数をみると、日本や韓国の『石油製品』の生産は、供給制約を背景に3月から4月にかけて減少したものの、5月以降は持ち直しに転じているほか、相対的に原油輸入の中東依存度が低いユーロ圏においては、代替需要の存在から『石油製品』の生産が3月以降増加。他方、原油の輸出を拡大させている米国では、原油価格上昇が一時的との見方等から、シェール企業を含む『鉱業』の増産は現時点では小幅なものに止まっている。
- 先行き、世界の原油供給量も回復する下でマクロで見た供給制約は大きなものとならないと想定するが、個々の産業やサプライチェーンにおける中間投入の目詰まりが及ぼす影響は複雑であり、正常化に時間を要する場合の波及と併せ要留意。

各国・地域の製造業PMIにおける入荷遅延指数の推移



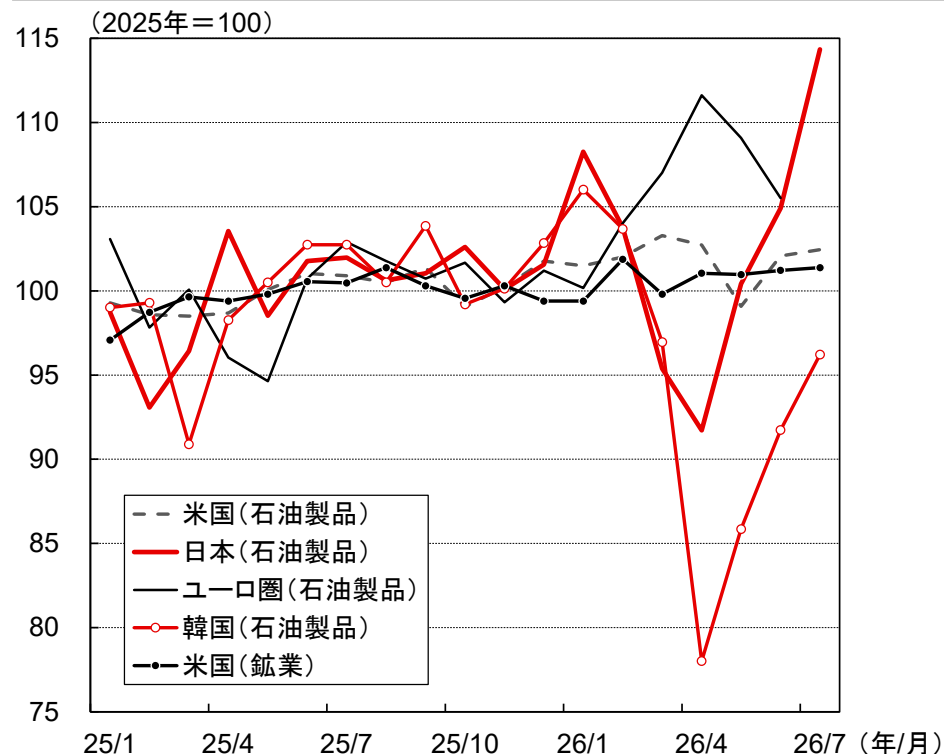
(資料) S&P Global統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

米国の原油輸出量の推移



(資料) 米国エネルギー省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

各国の石油製品生産量の推移

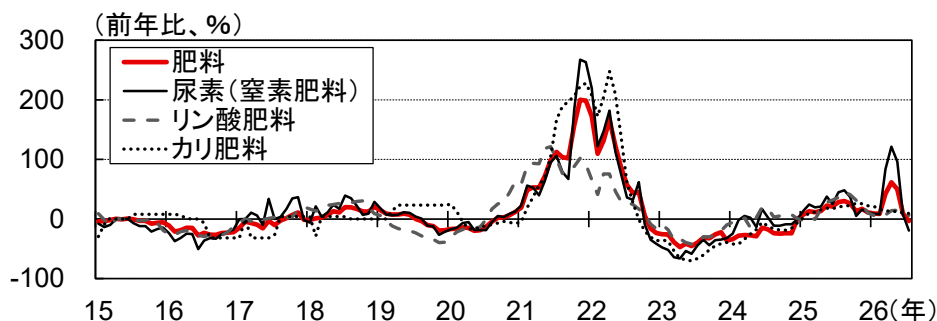


(資料) 各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

# 1. 経済見通しの概要 (6) 食品価格の動向

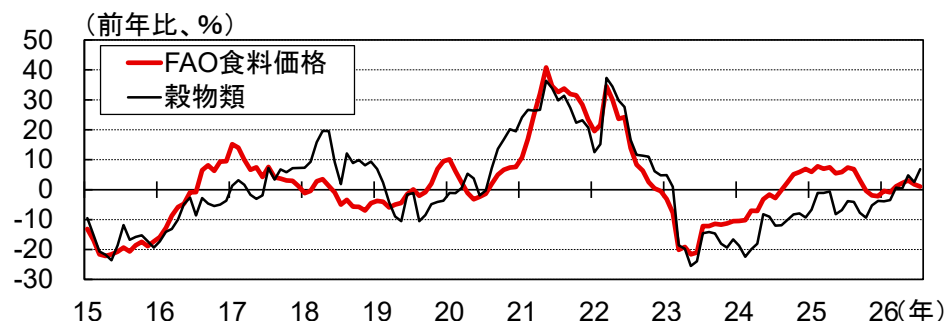
- 中東情勢の悪化後、世界の肥料価格は尿素(窒素肥料)を中心に上昇。中東は尿素をはじめとする肥料や、アンモニア・天然ガスなど肥料原料の主要供給地域であるため、輸出停滞に伴う供給制約と、原材料高を通じた生産コスト上昇の双方が肥料価格を押し上げ。こうした中、世界の食料価格も穀物を中心に緩やかに上昇。
- OECDは、世界の肥料価格が約50%上昇する場合、農産物価格が2026年に4%、2027年には8%上昇すると試算。世界的に潤沢な穀物在庫や豊作に加え、短期的には肥料在庫の取り崩しが進むことで農産物価格の上昇は当面抑制されるとみられるものの、肥料価格の高止まりが続く場合は、肥料コスト上昇の農産物価格への転嫁に加え、肥料使用量の削減に伴う収量・生産量の減少等を通じ、時間差を伴って農産物価格への上昇圧力が強まる可能性を指摘。
- 足元肥料価格は低下に転じていることから、中東情勢に由来する食品価格へのインフレ圧力は緩やかなものに止まる見通しも、中東情勢のエスカレーションのほか、気候等の要因も加わってのインフレ加速のリスクには留意(次頁参照)。

肥料価格の推移



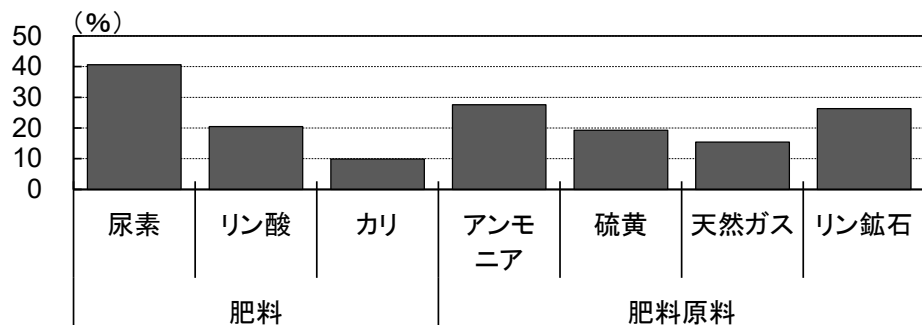
(資料) 世界銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

食料価格の推移



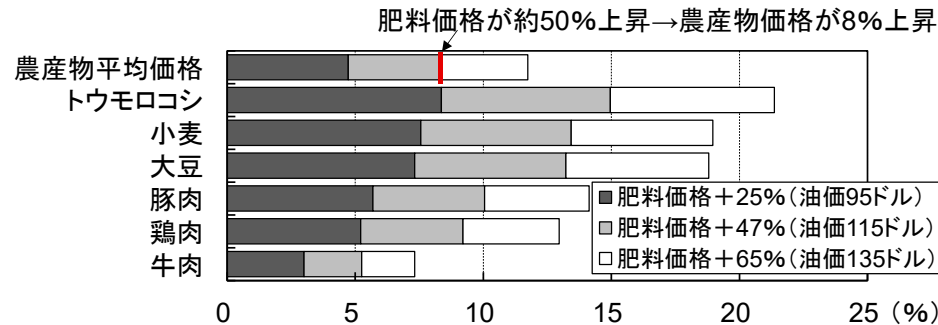
(資料) 国連食糧農業機関(FAO)統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

世界の肥料・肥料原料輸出に占める中東のシェア



(資料) 世界銀行資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2026年の肥料価格上昇が2027年の農産物価格に与える影響



(注) 中東情勢悪化がない場合のベースライン対比での上昇率。油価はブレント原油の2026年平均。

(資料) OECD資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成



# 1. 経済見通しの概要 (7)エルニーニョ現象の影響

- 米国海洋大気庁(NOAA)は、2026年10-12月期に非常に強いエルニーニョ現象<sup>(注1)</sup>が発生すると予測(95%の確率)。  
(注1)エルニーニョ現象は、貿易風の弱まりにより暖水が東方へ移動し、Niño3.4海域の海面水温が上昇する現象。NOAAは、同海域の相対海面水温偏差が1ヵ月で+0.5度以上、3ヵ月平均でも同水準以上が見込まれる等の場合をエルニーニョと定義。また、同偏差が+2.0度以上の場合を非常に強いエルニーニョとする。
- エルニーニョ現象による経済影響は国・地域によって異なるものの、過去の当該地域の海面水温と食料価格の関係に照らせば、非常に強いエルニーニョ発生時には、時間差を伴いつつ食料インフレを中心に来年にかけ影響が顕現化する公算<sup>(注2)</sup>。  
(注2)2016年頃は原油安(輸送費等を下押し)と高水準の穀物在庫が食料価格を抑制。今次局面では原油高とサプライチェーン分断による供給不足が懸念される。
- とりわけ、GDPに占める農業比率や物価に占める食品ウェイトの高いインドネシアやインドでは、干ばつ・高温による米等の不作が農家所得の減少や食品インフレを通じて個人消費を下押しするリスクがあるほか、豪州では、山火事による経済活動や観光への悪影響が懸念される。また、水力発電への依存度が高い南米では、渇水による発電量減少が景気の重石となり得る。
- 一方、北米の一部では、暖冬や降水量の増加、ハリケーン減少等が農業生産を押し上げ、食品価格低下や輸出増を通じて景気のプラスとなる可能性も。

エルニーニョ現象発生メカニズム



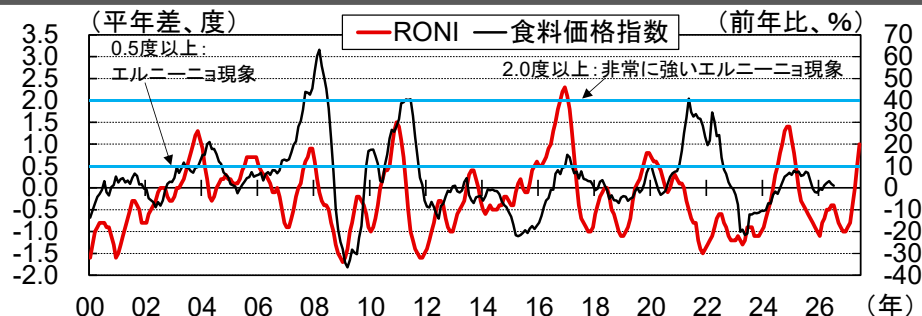
(資料)米国海洋大気庁資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

エルニーニョ現象発生時の主な影響例

|         |                                                      |
|---------|------------------------------------------------------|
| 気象変化    | 干ばつ／洪水／高温／海水温上昇                                      |
| セクター影響  | 農業／水力／漁業／鉱工業／物流障害／労働生産性                              |
| マクロ経済影響 | GDP/食料・電力インフレ<br>実質所得／消費／中銀の金融緩和余地の縮小／財政支援           |
| 国際的な波及  | 農産物等の商品価格<br>輸出規制／エネルギー輸入増／貿易収支悪化／通貨安／<br>他国へのインフレ波及 |

(資料)各種報道より三菱UFJ銀行経済調査室作成

RONIと食料価格指数の推移



(注)『RONI(Relative Oceanic Niño Index)』は、Niño3.4海域の海面水温偏差から熱帯域(北緯20度～南緯20度)の平均海面水温偏差を差し引き、分散調整をしたうえで、3ヵ月移動平均にした指数。RONIを12ヵ月後方に表示。  
(資料)米国国立気象局気候予測、FAO統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

エルニーニョ現象による主要国への影響

| 国      | 気候  | 一次産業比率 | 食品物価ウェイト | 水力発電比率 | 主な影響                    |
|--------|-----|--------|----------|--------|-------------------------|
| インドネシア | 干ばつ | 13.1   | 22.5     | 5.7    | 米・コーヒー・パーム油・カカオ・ニッケル生産↓ |
| インド    | 高温  | 16.2   | 34.8     | 7.2    | 米・とうもろこし・豆生産↓           |
| 豪州     | 高温  | 2.3    | 17.4     | 5.3    | 小麦生産↓／山火事               |
| ブラジル   | 干ばつ | 6.1    | 21.7     | 56.1   | 貯水率・物流↓／山火事             |
| 米国     | 暖冬  | 0.9    | 13.7     | 5.8    | 農業↑／エネルギー需要↓            |

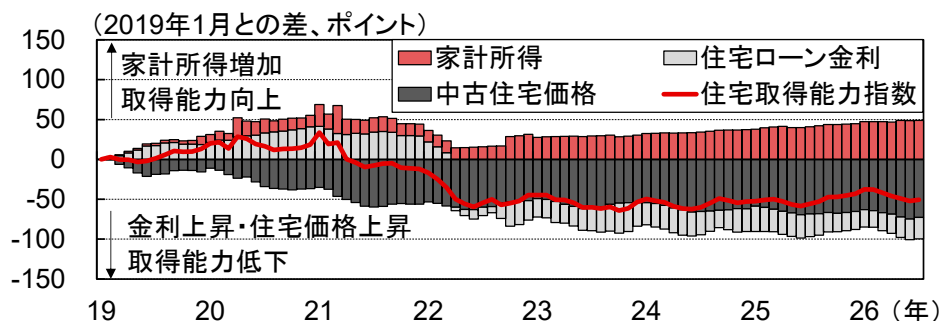
(注)『一次産業比率』は農業、林業、漁業が2025年のGDPに占める割合。食品物価ウェイトは2025年。水力発電比率はインドネシア、インドが2023年、その他は2024年、単位は%。  
(資料)世界銀行、各国中銀統計、各種報道より三菱UFJ銀行経済調査室作成



# 1. 経済見通しの概要 (8) 米国の政策動向 ① 中間選挙

- 高金利や住宅価格の高止まりを背景に米国家計の住宅取得能力が低下する中、政府はROAD法(21世紀の住宅供給・価格適正化法)で住宅供給拡大と低所得者向けの住宅支援を打ち出し。加えて、政府は減税の拡大も検討していると報じられており、中間選挙を見据えてアフォーダビリティ(暮らし向き)の改善に向けた政策が打ち出される可能性。
- もっとも、トランプ政権の政策に対しては、インフレや経済政策運営、中東情勢への対応を中心に足元では「不支持」が「支持」を大きく上回っている状況。
- 仮に民主党が下院で勝利する場合、立法や予算編成を伴う政策の機動性は低下する公算。上院でも民主党が勝利となる場合には、上院による人事承認等にも制約が加わる。一方、短期間の軍事行動や、大統領令に基づく関税政策等の外交分野は、大統領の権限での政策運営の余地が大きい。

米国の住宅取得能力指数の推移



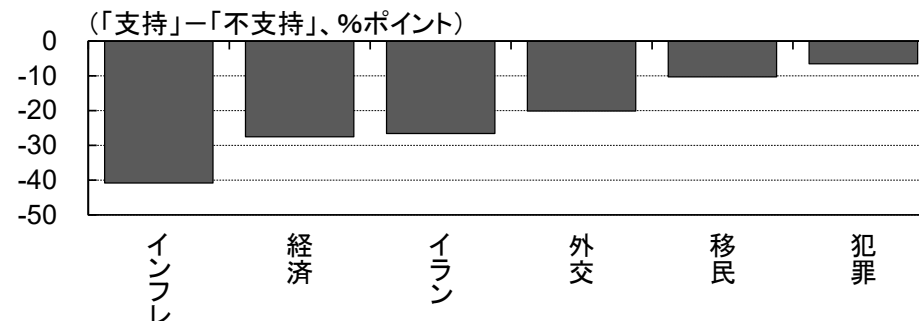
(資料) 全米不動産業者協会 (NAR) 統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

トランプ政権が足元で打ち出した、または検討中の政策の概要

|     | 政策                            | 内容                                                                                                                                             |
|-----|-------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 成立済 | ROAD to Housing Act (住宅供給の改善) | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 低所得者向け制度の拡充、住宅金融へのアクセス改善、機関投資家の住宅購入規制、等を定める</li> <li>➢ 機関投資家への規制が短期的に供給不足を加速させるリスクも指摘されている</li> </ul> |
|     | キャピタルゲイン課税の見直し                | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ インフレ影響を除いた売却益を課税対象とする、一定額以下の住宅売却益を課税対象外とする、等を検討</li> <li>➢ 恩恵が富裕層に偏るとの指摘も存在</li> </ul>                |
| 検討中 |                               |                                                                                                                                                |

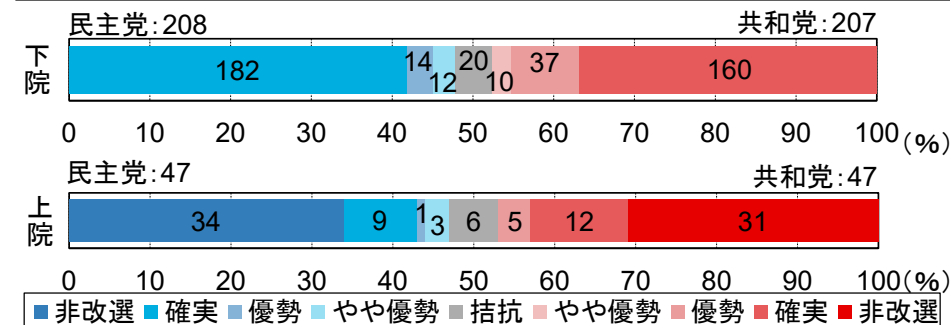
(資料) 各種資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

トランプ政権の政策別の支持率



(資料) Real Clear Politics 統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

中間選挙における議席予測 (270 to Win のコンセンサス予測、8/31時点)



(資料) 270 to win より三菱UFJ銀行経済調査室作成

# 1. 経済見通しの概要 (8) 米国の政策動向 ②通商政策

- 米国通商代表部は、強制労働による製品の輸入禁止措置が不十分であることを理由に、日本を含む60カ国・地域に対し、通商法301条に基づき7月24日より10～12.5%の追加関税を賦課すると発表。発表された関税率はこれまでに各国に課されていた税率と大きな差はなく、各国輸出の下押しや米国の物価の押し上げといった影響変化は小さいとみられる。
- 一方、ブラジルには25%の追加関税が別途発動され、カナダには一部製品(全輸入の約5%)に50%の追加関税を賦課。また、ドローン等、的を絞った品目別関税の対象も拡大。米国の物価への影響を踏まえれば、関税政策が一段と先鋭化する可能性は限定的とみられるも、大統領の裁量が比較的大きい中、一部の国・品目への関税引き上げが検討されるリスクは残る。
- また、米国は中国製品が第三国経由で米国に輸出され、関税が回避されている可能性を指摘し、経由地として日本を含めた40カ国・地域を挙げる。短期的には、米国が「迂回輸出」を理由に各国への通商圧力を強めるリスクに留意。一方、より構造的には、米中間の「建設的な戦略的安定」が保たれつつも、原産地規制強化等を通じ、経済的分断が進む可能性が示唆される。

米国による主要国に対する追加関税率の推移

| 国・地域名  | 関税率                            |                        |                 |
|--------|--------------------------------|------------------------|-----------------|
|        | 7/24～<br>(通商法301条・338条)        | 2/24～7/24<br>(通商法122条) | 2月以前<br>(IEEPA) |
| EU     | MFN税率 <sup>注1</sup> 含め10%      | 10%                    | MFN税率含め15%      |
| 台湾     |                                |                        | MFN税率含め15%      |
| カナダ    | 原則 <sup>注2</sup> 10%+50%(一部品目) | 原則10%                  | 原則35%           |
| メキシコ   | 原則 <sup>注2</sup> 10%           |                        | 原則25%           |
| インド    | 10%                            | 10%                    | 25%             |
| インドネシア |                                |                        | 19%             |
| マレーシア  |                                |                        | 19%             |
| 英国     |                                |                        | 10%             |
| 日本     | MFN税率含め12.5%                   | 10%                    | MFN税率含め15%      |
| 韓国     |                                |                        | MFN税率含め15%      |
| 中国     | 20%                            |                        |                 |
| 豪州     | 10%                            |                        |                 |
| フィリピン  | 12.5%                          |                        | 19%             |
| タイ     | 19%                            |                        |                 |
| ベトナム   | 12.5%+25%(個別税率)                | 10%                    | 20%             |
| ブラジル   |                                |                        | 50%             |

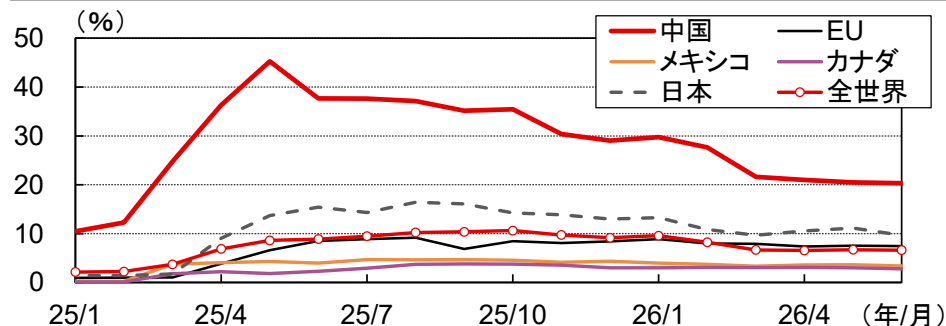
(注) 1. 『MFN税率(最恵国税率)』とは、WTO加盟国からの輸入に原則適用される関税率。

2. USMCAに準拠する製品は対象外。

3. 通商拡大法232条に基づく関税の対象となる品目には、税率が別途設定されている。

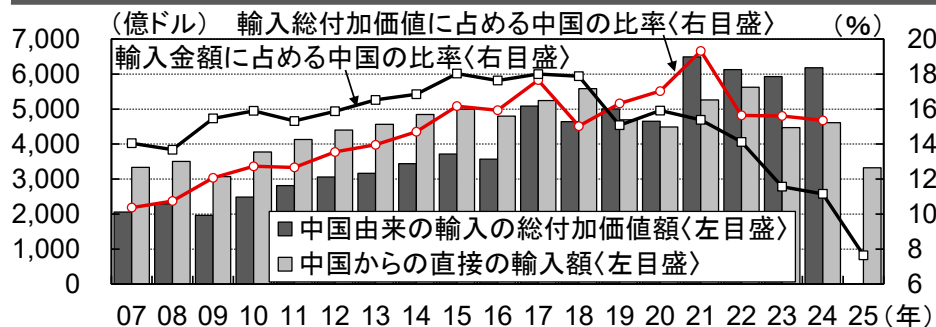
(資料) ホワイトハウス、米国通商代表部資料、各種報道等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

米国の各国に対する平均実効関税率の推移



(資料) 米国国際貿易委員会統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

米国の対中輸入額と付加価値ベースでの中国からの輸入の推移



(資料) ピーターソン国際経済研究所資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

# 1. 経済見通しの概要 (9) 金融市場 ①先進国の政策金利

- 米国では、FRBが1月より5会合連続で政策金利を据え置き。足元の経済指標は雇用の増勢鈍化やインフレ圧力の低下を示唆も、FRBはトレンドを重視し、引き続き基調的なインフレ動向を見極めるとみられる。当室では、年内は政策金利を据え置き、その後はインフレ鈍化に伴い利下げを再開すると予想も、今後の物価動向次第で再び金融引き締め動く可能性には要留意。
- 欧州では、ECBが6月に0.25%ポイントの利上げを実施後、7月は据え置き。インフレ率は当面2%を上回る見通しであり、景気も底堅いことから、9月会合では利上げを実施見込みも、賃金上昇率やインフレ期待の安定を踏まえれば、その後は政策金利を据え置くと予想。中東情勢影響が剥落する来年半ば以降、政策金利は再び中立水準近傍(2%程度)へと収斂する見通し。
- 日本では、日銀が6月に利上げを実施後、7月は金利を据え置きつつ、今後の情勢次第で利上げ時期の前倒しを示唆(8月には政策対応が遅れた場合のリスクにも言及)。
- 先行き、日銀が中東情勢等の経済影響を見極め、基調的物価が2%に相当程度接近したとの認識を強めるとみる遅くとも今年10月に、追加利上げに踏み切ると予想。その後も、賃金や予想物価上昇率の動向等を点検し、基調的物価の2%定着を丁寧に確認しつつ、緩やかに利上げを進める公算(予測期間中は賃上げ継続を確認できる来春頃にもう1回の利上げを予想)。
- 但し、企業の価格転嫁姿勢の加速が確認されており、世界的なAI需要に伴う財価格上昇、為替等からの波及も含めた物価上振れリスクがより強く意識される場合、利上げペースが想定より速まり、政策金利水準も1.5%を超える可能性も相応にある。

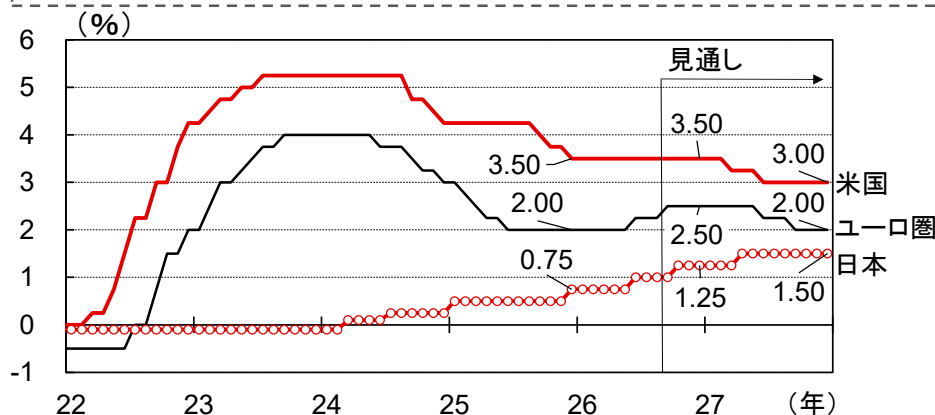
先進国の政策金利の推移と見通し

## 政策変更の予測

〔米国〕 2027年 3・6月 各▲0.25%ポイント

〔ユーロ圏〕 2026年 9月 +0.25%ポイント、  
2027年 6・9月 各▲0.25%ポイント

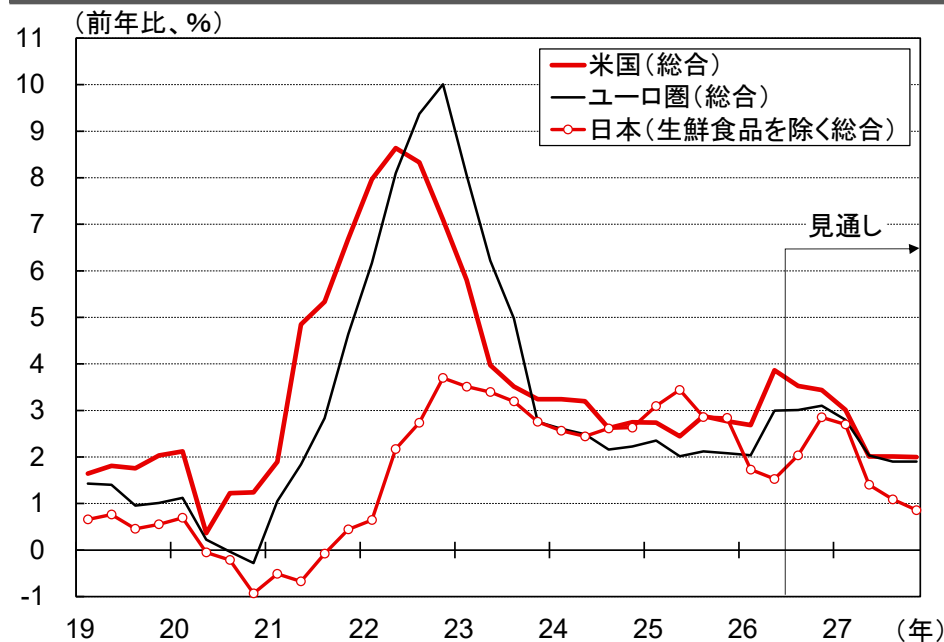
〔日本〕 2026年 10月、2027年 4月 各+0.25%ポイント



(注)『政策金利』は、日本:政策金利残高の適用金利(マイナス金利解除後は無担保コールレート誘導目標)、米国:FFレート誘導目標の下限、ユーロ圏:預金ファシリティ金利。

(資料)各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

先進国の消費者物価の推移と見通し

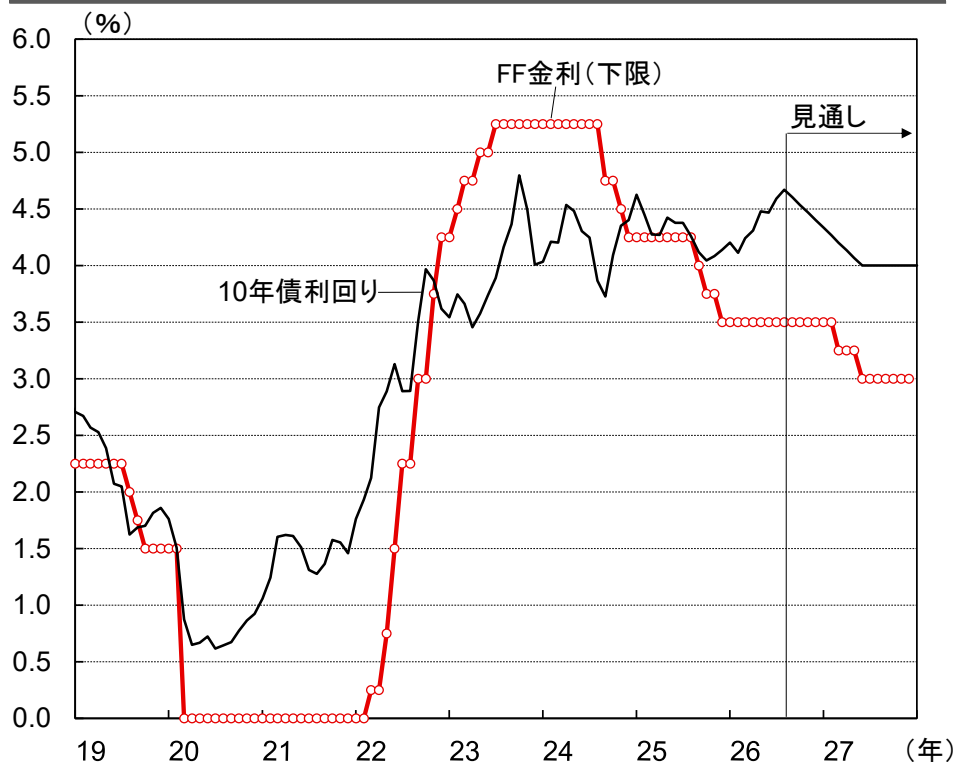


(資料)米国労働省、欧州連合統計局、日本総務省統計より  
三菱UFJ銀行経済調査室作成

# 1. 経済見通しの概要 (9) 金融市場 ②日米の長期金利・為替相場

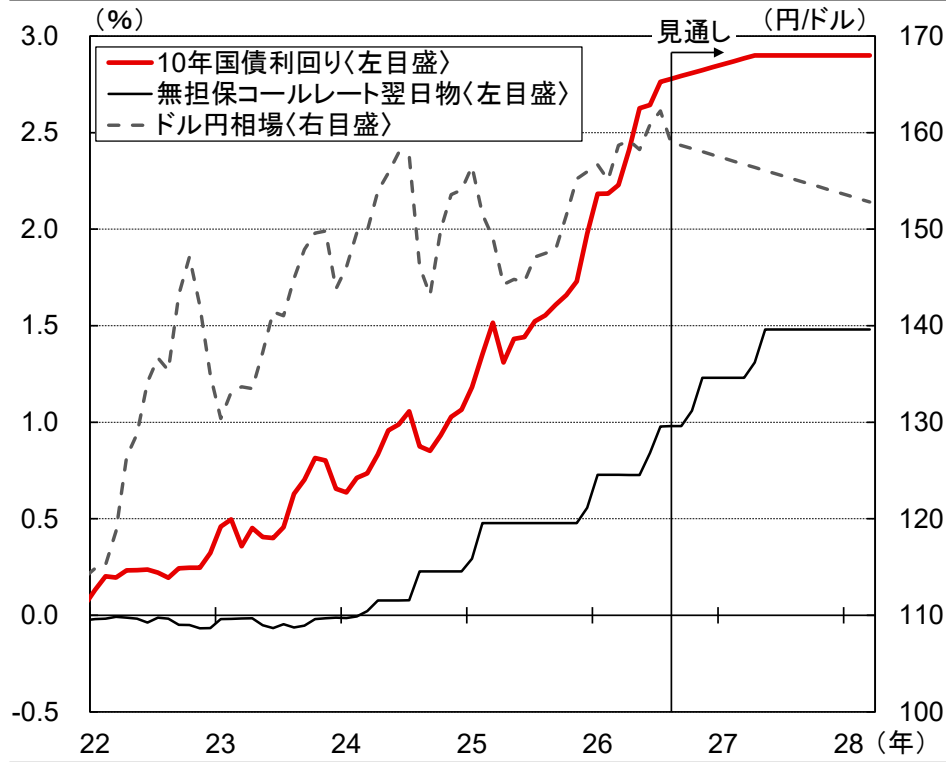
- 米国の長期金利は、目先は地政学や金融政策を巡る不確実性等から高止まりするものの、地政学リスクの後退やインフレ鈍化を背景に利下げ再開の織り込みが進むにつれ、次第に低下に向かう見込み。
- 日本の長期金利は、利上げ観測に加え、骨太方針2026や食品消費減税等に起因する国債リスクプレミアムの拡大から上昇基調で推移。先行き、財政を巡る思惑を背景に振れ幅が高まるリスクは残るものの、高市政権は財政規律の重要性も強調していることから、長期金利は、漸進的な日銀の利上げの下、緩やかな上昇となろう。
- ドル円相場は、日米金利差縮小を受け円高方向に進むと予想するが、資源価格の上昇が実需に基づく円売り圧力を強める等、短期的には円高となりにくい構造。

米国のFF金利及び10年債利回りの推移と見通し



(注) FF金利は誘導目標レンジの下限、月末値。10年債利回りは月中平均値。  
(資料) FRB資料、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

日本の金利とドル円相場の推移と見通し



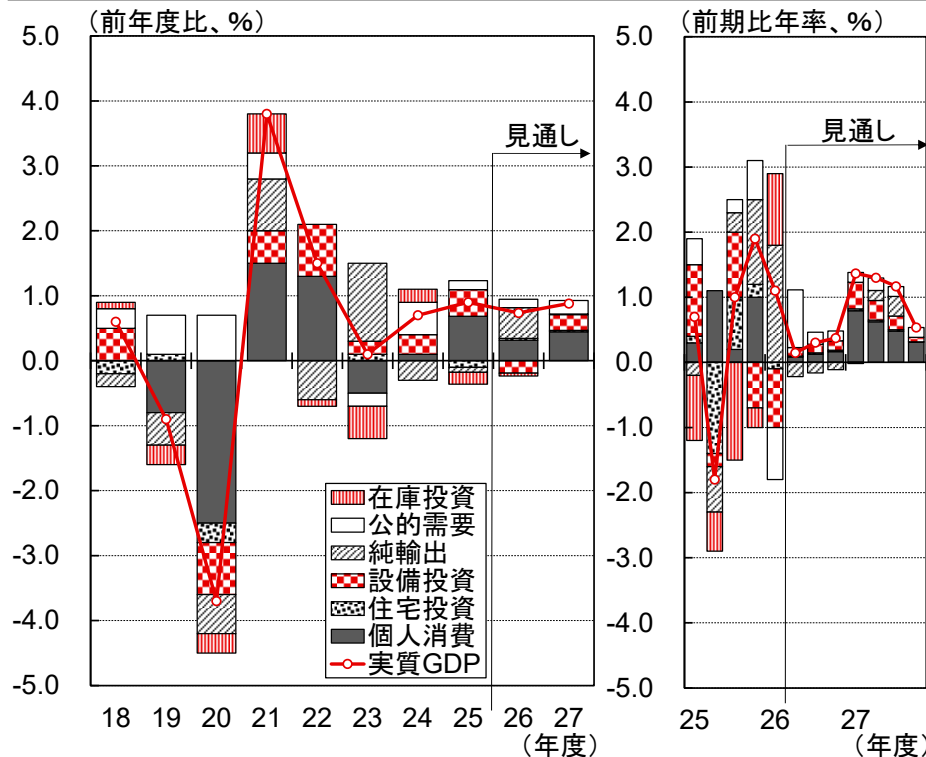
(注) 上記グラフのデータは月次平均を使用。  
(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成



## 2. 内外経済見通し (1) 日本経済 ①実質GDP

- 4-6月期の実質GDP成長率(1次速報値)は前期比年率+1.1%と、3四半期連続のプラス成長。中東情勢を受けた家計のマインド悪化等から個人消費が小幅に減少したほか、設備投資や住宅投資も減少するなど、内需は振るわなかった。一方、輸出の増勢継続に加え、原油輸入の減少等が外需のプラス寄与を通じて成長率を押し上げた。
- 先行き、原油の輸入動向等による成長率の振れは想定されるものの、来年4月から実施予定の食料品消費税率の引き下げ・政府による物価高対策や、今春闘における高水準の賃上げ、企業の底堅い設備投資意欲などが下支えとなり、景気は来年にかけて緩やかな持ち直し基調が続く公算。もっとも、中東情勢の長期化による資源価格高止まりや供給制約顕在化のリスクには引き続き留意が必要。
- 2026年度の実質GDP成長率は前年比+0.7%、2027年度は同+0.9%と予想。

日本の実質GDPの推移と見通し(年度、四半期)



(資料)内閣府統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

日本の実質GDPの推移と見通し(年度)

|                  | 2024年度<br>(実績) | 2025年度<br>(実績) | 2026年度<br>(見通し) | 2027年度<br>(見通し) |
|------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| <b>実質GDP</b>     | 0.7            | 0.9            | 0.7             | 0.9             |
| 個人消費             | 0.1            | 1.3            | 0.6             | 0.9             |
| 住宅投資             | ▲0.4           | ▲2.6           | 0.7             | 0.6             |
| 設備投資             | 1.8            | 2.3            | ▲1.0            | 1.3             |
| 在庫投資(寄与度)        | 0.2            | ▲0.1           | ▲0.0            | 0.0             |
| 公的需要             | 2.0            | 0.6            | 0.5             | 0.8             |
| 純輸出(寄与度)         | ▲0.3           | ▲0.1           | 0.5             | 0.0             |
| 輸出               | 2.7            | 2.0            | 2.0             | 1.7             |
| 輸入               | 4.0            | 2.5            | ▲0.7            | 1.7             |
| <b>名目GDP</b>     | 4.0            | 4.3            | 3.7             | 2.2             |
| <b>GDPデフレーター</b> | 3.2            | 3.3            | 2.9             | 1.3             |

(資料)内閣府統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

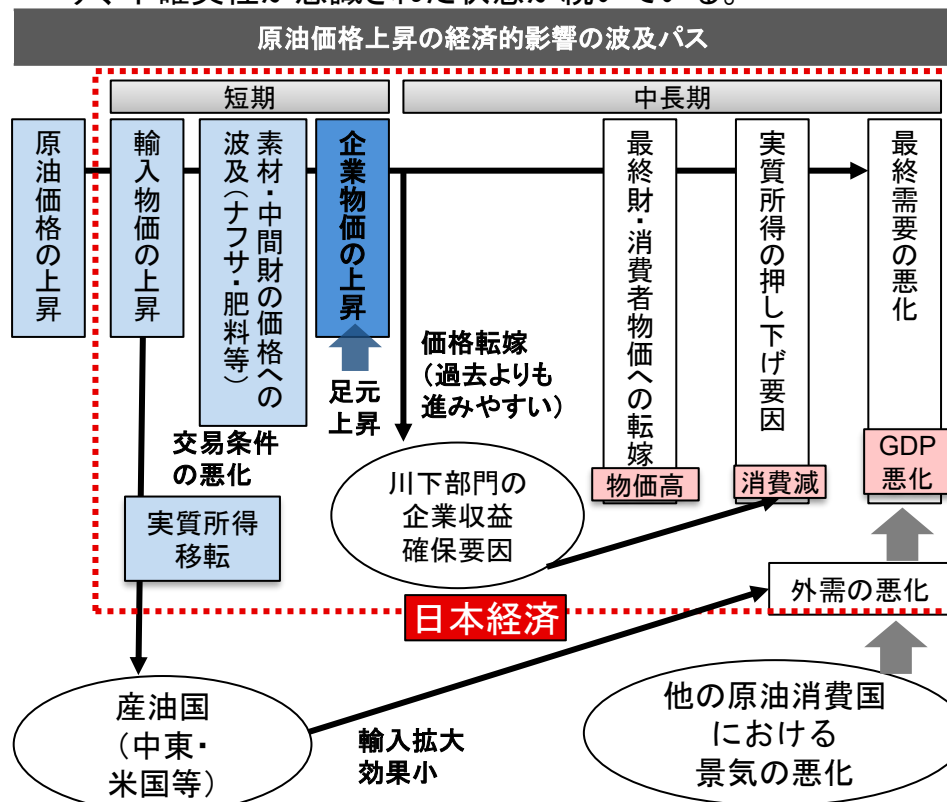
## 2. 内外経済見通し (1) 日本経済 ② 中東情勢の影響

- 日本は鉱物性資源を中東からの輸入にほぼ依存していたが、代替調達が進んだことから原油在庫は相応の水準を維持。

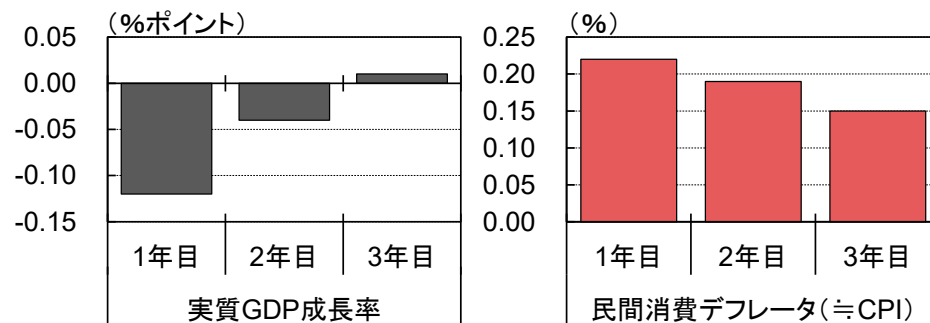
- しかし、中東情勢に起因する原油高・供給制約は、輸入物価等を通じ企業物価等を従来より早い速度で押し上げており、先行き家計の購買力を下押しする公算が高まっている(注)。

(注) 内閣府のマクロ計量モデル等を参考に、当室の原油価格見通しを用いて簡易試算を行うと、26年度の実質GDP成長率は、平時と比べて▲0.1%ポイント程度押し下げられ、インフレ率は同+0.2%ポイント程度押し上げられると推計される。

- こうしたことから、景気ウォッチャー調査における先行き判断DIも、足元で中東情勢緊迫化以前の水準には回復しておらず、不確実性が意識された状態が続いている。

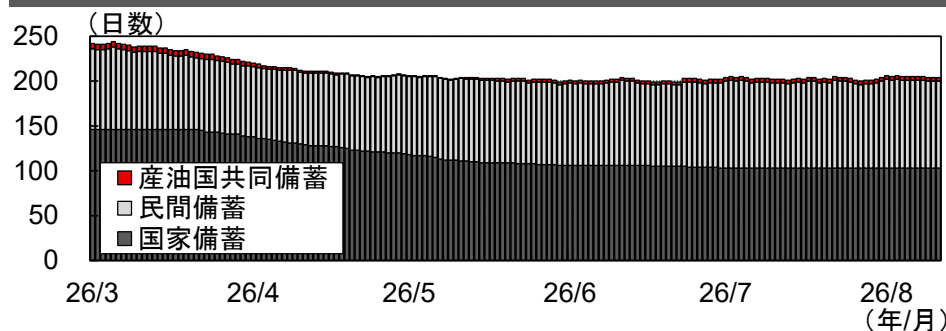


20%の原油価格(ドル建て)の上昇が日本経済に与える影響



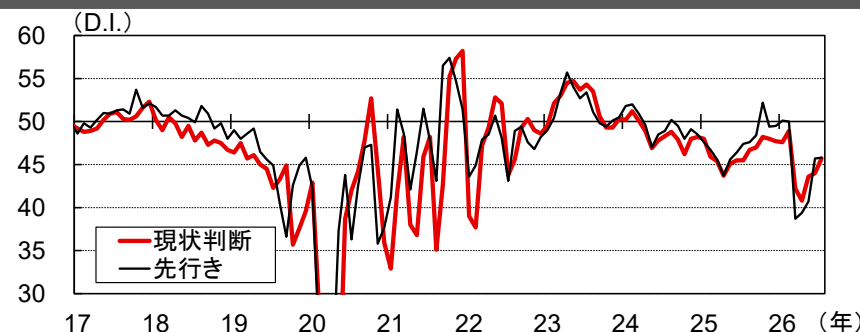
(資料) 内閣府資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

日本の原油在庫の推移



(資料) 経済産業省資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

景気ウォッチャー調査の推移



(資料) 内閣府資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (1) 日本経済 ③食料品消費減税

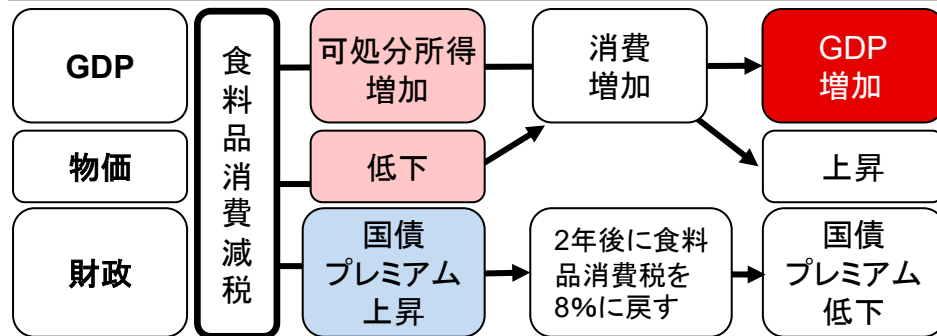
- 政府は、食料品消費税率を8%から1%へ引き下げる方針を閣議決定。当室は、今秋の国会での法案提出を経て来年4月から2年間の実施を想定し、家計の実質購買力改善を通じて消費を一定程度下支えすると見込む(実質GDP: +0.1%pt<sup>(注)</sup>程度)。

(注) 家計が減税分を消費増に回す想定割合(消費性向)は20%と仮定している。

$$\begin{array}{|c|c|c|c|c|} \hline \text{①減税額} & \times & \text{②限界消費性向} & = & \text{③増加消費} & \text{実質GDP押し上げ効果} \\ \hline \text{約4兆円} & \times & 0.2 & = & 0.8兆円 & 0.8兆円 \div 600兆円 = 0.14\% \\ \hline \end{array}$$

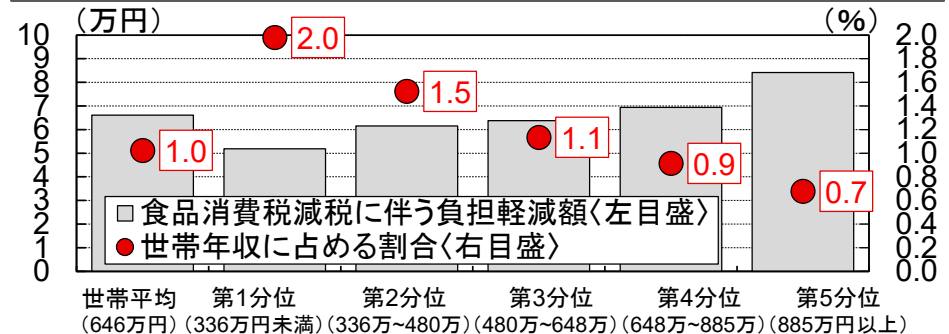
- 物価への影響は、消費減税の対象品目がCPIウェイトの2割強を占めることから、消費者物価を▲1.2~1.4%ポイント程度押し下げるとみられる。もっとも、減税による需要喚起が基調的な物価の押し上げ圧力となり得るほか、企業の値上げによって減税効果の一部が相殺される可能性もあるため、実際の押し下げ幅は一定程度割り引いてみる必要がある。
- また、家計の負担軽減につながる一方、軽減額は食料品消費額に比例して高所得層ほど大きくなる傾向にあり、所得再分配効果は限定的との指摘もみられる。加えて、食料品は必需品で需要の価格弾力性が低いことから、消費押し上げ効果も限定的となる可能性。従って、経済影響は相応の幅をもってみる必要があり、海外の類似事例をみてもその効果は一様ではない。

消費減税の波及パス



(資料) 各種資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

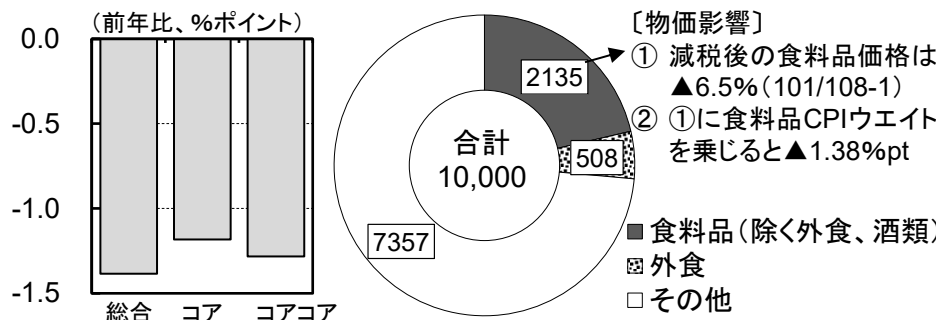
世帯年収別の食料品消費減税の影響度合い



(注) 世帯別の年間食品支出額の7%を、食品消費税減税時の限界的家計の可処分所得と仮定。

(資料) 総務省資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

消費税率1%pt引き下げ時のCPIへの影響・CPI(総合)に占める食品・外食の割合



(資料) 内閣府資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

VAT(付加価値税)減税の効果に関する海外の研究事例

| 国 | 減税策           | 減税率                          | 主な実証結果                                    | 政策インプリケーション                                 |
|---|---------------|------------------------------|-------------------------------------------|---------------------------------------------|
| 独 | 時限的VAT減税(20年) | 軽減税率(7%→5%)<br>標準税率(19%→16%) | 耐久財支出が増加、半耐久財も僅かに増加したものの、食料品等の非耐久財は余り増加せず | 時限的なVAT減税は財によって、影響が分かれるものの、総需要刺激効果を生む可能性を示唆 |
| 仏 | 外食VAT減税(09年)  | 外食VAT(19.6%→5.5%)            | 飲食店事業者が減税分を自社マージンとしたため、消費者への価格低下は限定的      | 減税対象の市場競争が弱い場合、減税による価格引き下げ効果は限定的となる可能性を示唆   |

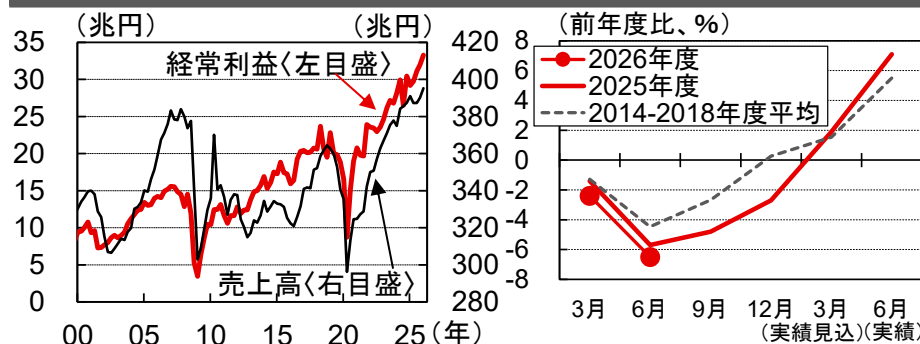
(注) VAT引き下げ政策は国によって対象品目や時期等が多岐に亘っており、幅をもってみる必要有

(資料) 各種資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (1) 日本経済 ④企業収益・設備投資

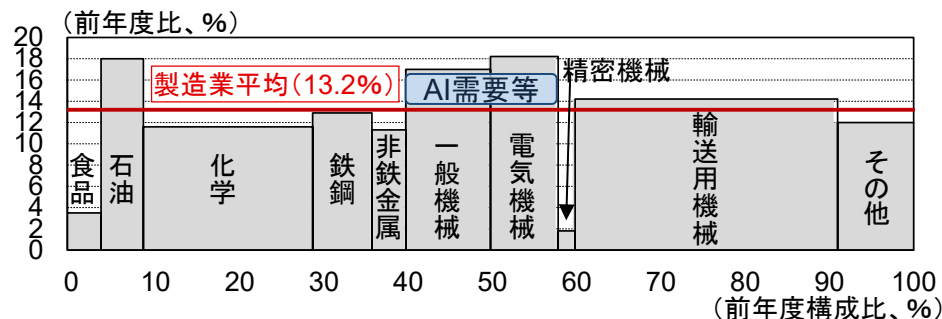
- 企業収益は、1-3月期の経常利益が前年比+14.6%の32.6兆円と、過去最高水準を更新。日銀短観(6月調査)でも2026年度の底堅い利益見通しは不変。
- 2026年度の設備投資計画(含む土地、除く研究開発・ソフトウェア)は大企業・全産業ベースで前年度比+11.5%と、6月調査としては昨年度と同程度の増加計画が維持されている。そのうち、製造業の内訳をみると、構成比の大きい輸送用機械に加え、AI・半導体需要を背景とする一般機械や電気機械も押し上げに寄与。先行き、高水準の企業収益とAI・デジタル化、省人化に向けた需要に支えられ、設備投資は底堅く推移する見込み。
- もっとも、鉱工業生産をみると、半導体、集積回路等のAI関連品目が堅調に推移する一方、全体として横ばいに止まる。こうした産業毎の濃淡や、中東情勢悪化に伴う資材の供給制約や調達コスト上昇は企業収益のリスクとして引き続き要留意。

日本企業の売上高と経常利益の推移(左)、全規模・全産業の経常利益計画(右)



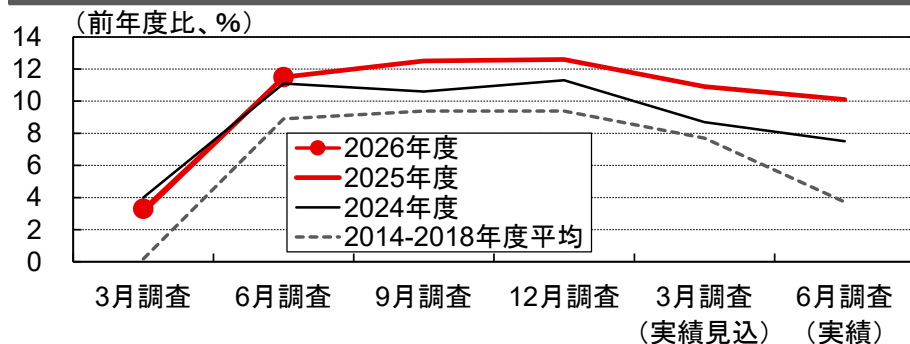
(資料)財務省資料、日本銀行資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

製造業の2026年度設備投資計画



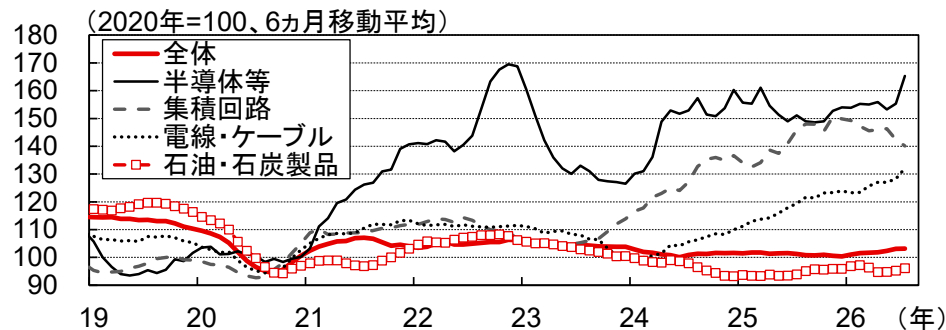
(資料)日本政策投資銀行資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

大企業の設備投資計画の推移



(資料)日本銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

鉱工業生産指数の推移



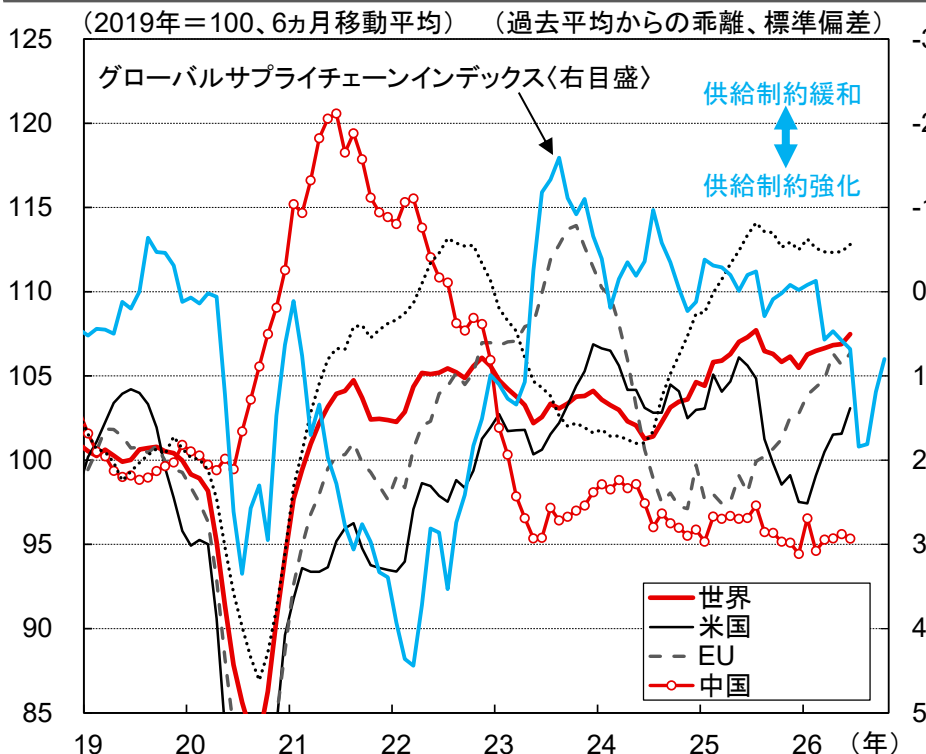
(資料)経済産業省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成



## 2. 内外経済見通し (1) 日本経済 ⑤輸出・生産

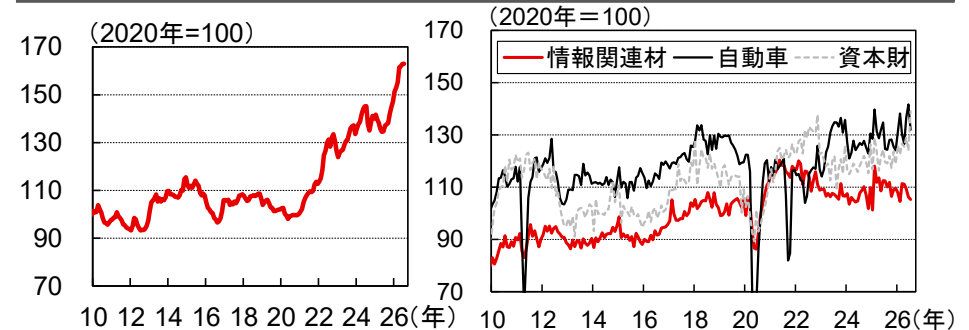
- 実質輸出は、米国の関税政策を背景に昨年後半から弱含んでいた米国向けが、自動車を中心に持ち直す中で底堅く推移。また、世界的なAI関連需要の拡大などを背景に輸出物価が上昇する中、名目輸出は堅調に増加。
- もっとも、世界的な供給制約の度合いを示すグローバル・サプライチェーン指数は引き続き過去平均を上回っており、中東情勢に起因する供給制約が、生産・出荷に悪影響を与え、輸出を下押しするリスクには留意が必要。
- 生産面では、中東関連のほか、引き続きレアメタル等の供給制約はリスクとみられる。レアアースは足元、米国等で生産拡大の動きもみられるが、IEAによれば、中国の生産・精錬シェアは2040年にかけても高水準が続く見通しとなっている。日本はレアアースの中国依存度が約7割と高く、輸出管理の厳格化や供給途絶が生じた場合、生産・輸出が下押しされるリスクにも引き続き要留意。

実質輸出(国別)とグローバルサプライチェーンインデックスの推移



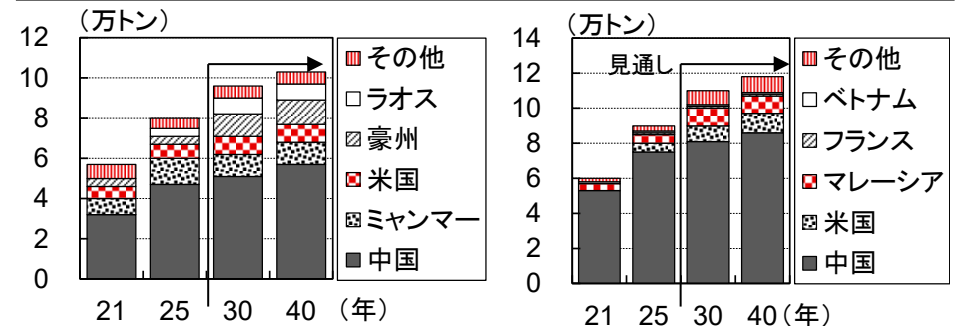
(資料) 日本銀行、NY連銀統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

日本の輸出物価(名目)・実質輸出(財別)の推移



(資料) 日本銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

レアアース生産・精製の推移

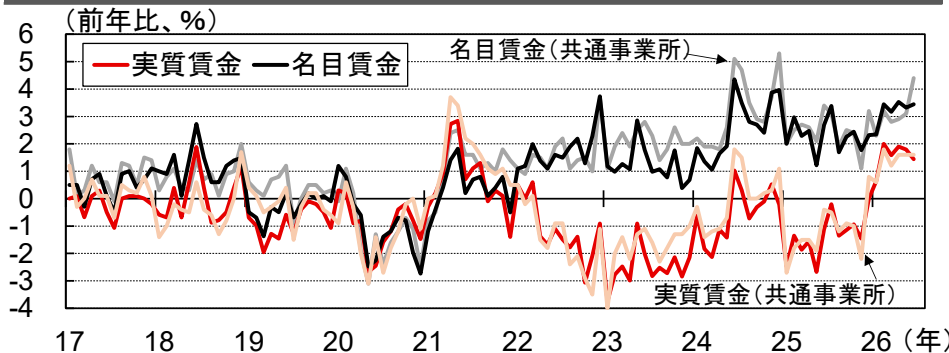


(資料) IEA資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (1) 日本経済 ⑥賃金・消費

- 6月の名目賃金は前年比+3.4%と堅調に推移し、政府の物価高対策を受け、実質賃金も同+1.6%とプラス圏を維持。今春闘の賃上げ率は5.01%、ベースアップ率は3.50%と高水準となった。
- 先行き、中東情勢による下押しを考慮しても、企業収益は賃上げを継続し得る水準を保つとみられ、人手不足と物価上昇が企業の賃上げを促す構図は維持されよう。来春闘においても、大企業等がけん引する形で3%程度のベースアップが見込まれる。
- さらに、インフレ率が、教育無償化や物価高対策等の政策効果による振れを伴いつつも、概ね2%台程度で推移すると見込まれる中、実質賃金は一時的にマイナスとなる局面は想定されるものの、増加基調を維持しよう。
- 足元の個人消費は中東情勢を受けた家計のマインド悪化等もあって弱含んでいるが、先行き、数年間続く物価高による家計の慎重姿勢は根強く残るものの、食料品消費減税も含めた実質所得の改善傾向が下支えとなり、緩やかな拡大が続こう。

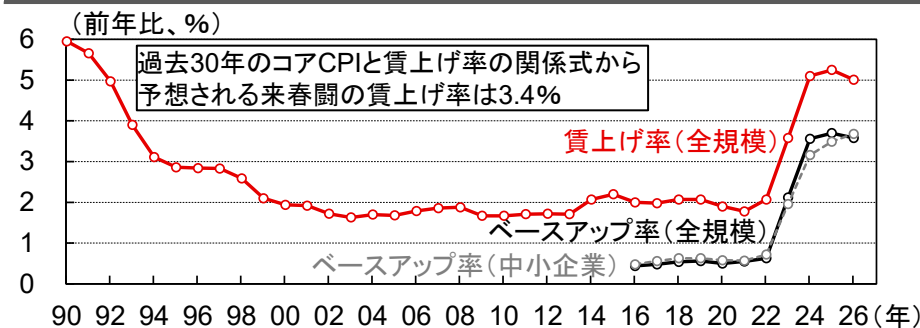
実質賃金と名目賃金の推移



(注) 実質賃金は名目賃金をCPI(持家の帰属家賃を除く総合)で除したものである。

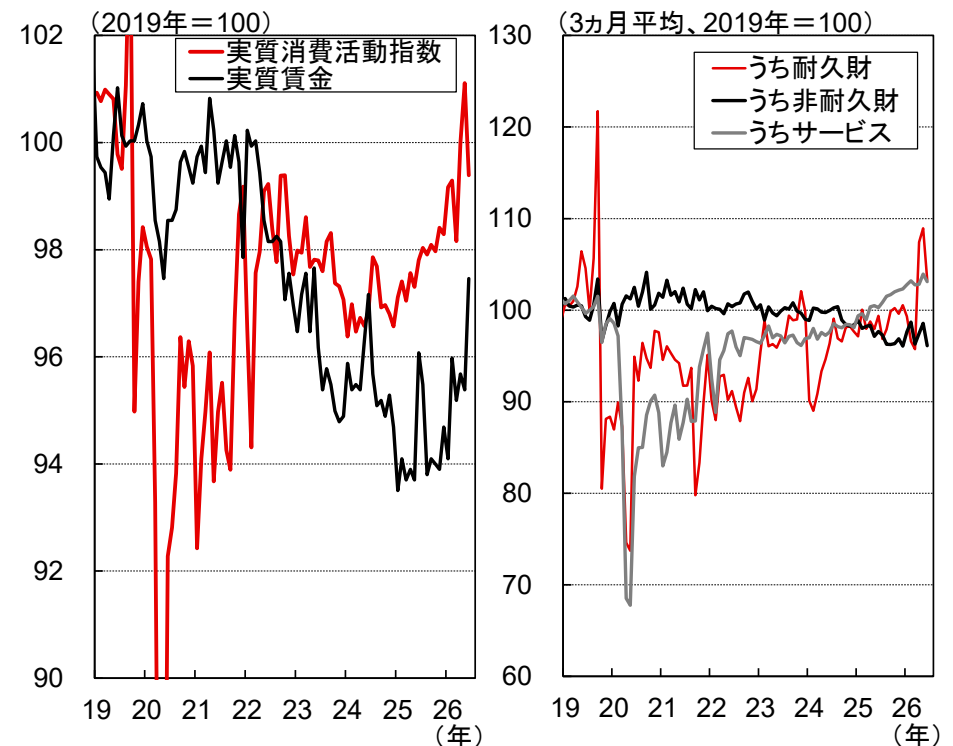
(資料) 厚生労働省資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

春闘の賃上げ率(定昇含む)とベースアップ率の推移



(資料) 連合資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

実質活動指数の推移

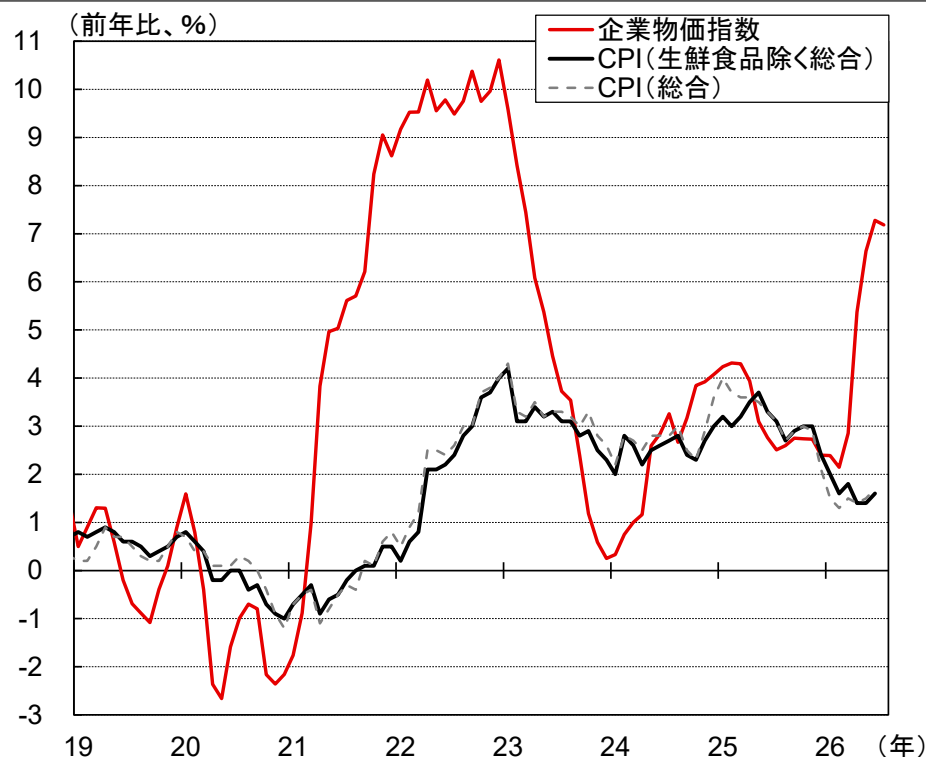


(資料) 内閣府統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (1) 日本経済 ⑦物価(a)

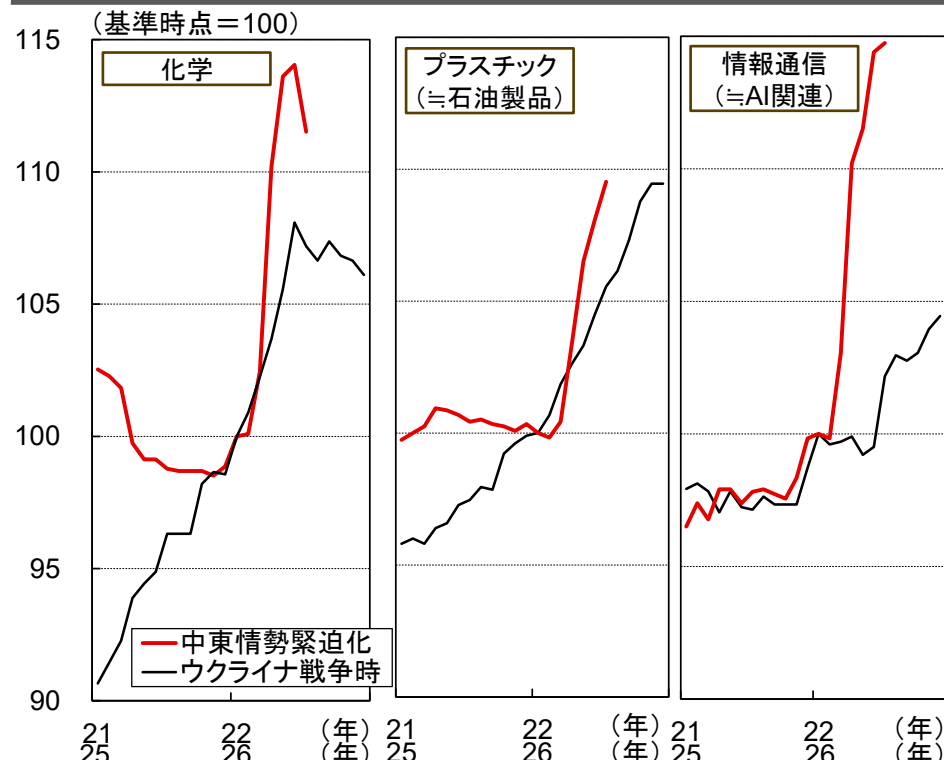
- 足元のCPIは政策効果等により伸びが抑制されている一方、川上に位置する企業物価は直近2ヵ月連続で7%台と高い伸び。ウクライナ戦争の発生時には、企業物価が大幅に上昇した後、時間差を伴ってCPIの伸びが高まっており、今回も川上・川中のコスト上昇が先行きのCPIの押し上げ圧力となる可能性が高い。
- 個別品目では、中東情勢の影響を受けた化学・プラスチック関連が、ウクライナ戦争発生時よりも速いペースで上昇しているほか(但し直近でピークアウトの兆し)、世界的なAI関連需要を背景に、情報通信関連でも大幅に上昇。資源高とAI関連需要の双方が企業物価を押し上げる中、CPIへの波及が前回より強まるリスクには注意が必要。

企業物価とCPIの推移



(資料)総務省、日銀資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

企業物価(個別財)の推移



(注)『基準時点』は赤線は22年1月、黒線は26年1月としている。

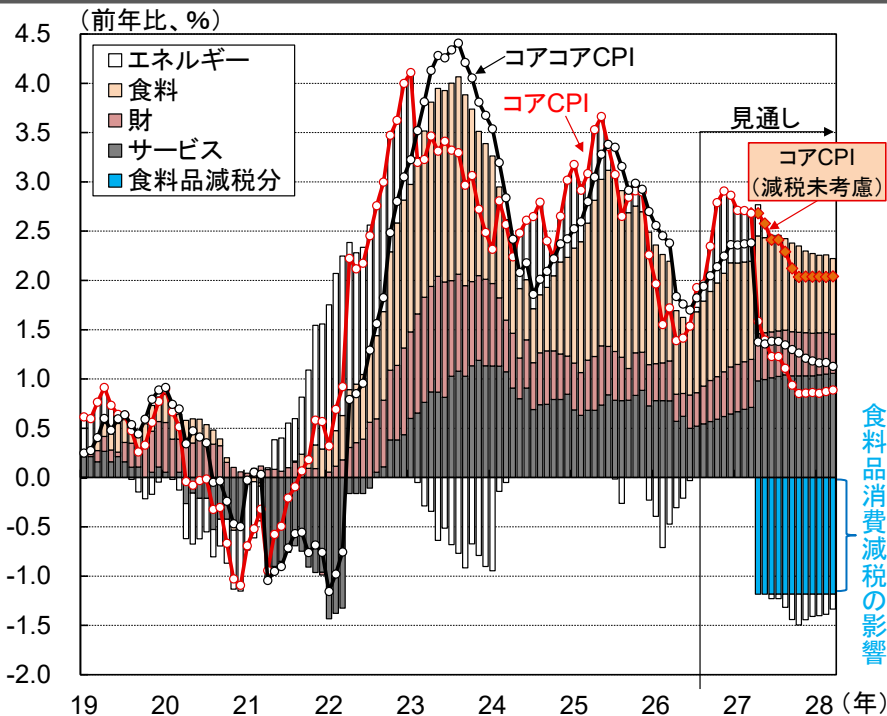
(資料)総務省資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (1) 日本経済 ⑦物価(b)

- 7月のコアCPIは前年比+1.8%と、6月(同+1.6%)より僅かに加速するも、政府の物価高対策により2%未満を維持。
- 先行き、基調的なインフレ率(≡コアコアCPI)は来年度にかけて底固めしていくと予想。まず、コスト上昇の価格転嫁の動きが広がる中、「食料」や「財」を中心に過去比厚めの寄与が続くほか、「サービス」も、『公共サービス』や『家賃』が伸びを抑える一方、人手不足が続く中で運輸業等、高人件費率の産業を中心に『一般サービス』の上昇が押し上げ圧力となろう。
- その上でコアCPIは、中東情勢を受けた資源価格上昇の影響が時間差を伴って顕在化していくことで(「エネルギー」)、26年度後半にかけて3%を上回る水準まで再加速する見込み。
- 27年度は、実態としてはコアCPIとコアコアCPIいずれも2%程度での推移を見込むが、食料品消費減税の影響により、それぞれの伸び率は1%台半ばを下回る水準に切り下がると想定。但し、減税の物価影響は相応に幅をもってみる必要がある<sup>(注)</sup>。

(注)本減税の物価影響は▲1.2-1.4%ポイント程度と試算されるが、企業の価格設定や家計の消費行動も含めた実際の影響は不確実。P25も参照されたい。

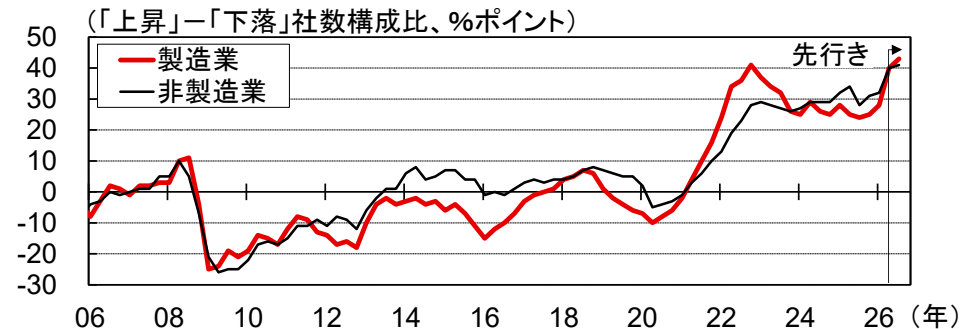
インフレ率の推移



(注) 1. 食料品消費税は27年4月から2年間実施されると仮定。  
 2. ガソリン暫定税率廃止は、26年を通じてコアCPIを0.2%ポイント下押し(日銀推計)すると試算。  
 3. エネルギーについては、26年度補正予算を受け、政府が実施を見込む『中東情勢を踏まえた緊急的激変緩和措置・夏場の電気・ガス代支援』の効果を織り込んでいる。

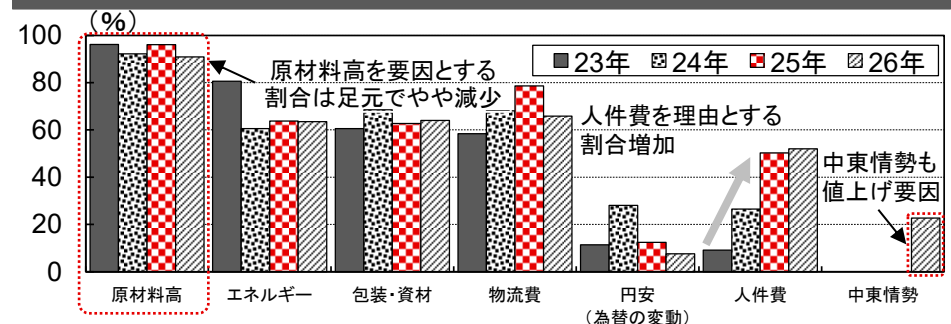
30 (資料) 総務省統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

大企業の販売価格判断DIの推移



(資料) 日本銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

食料品価格の値上げ動向(要因別)



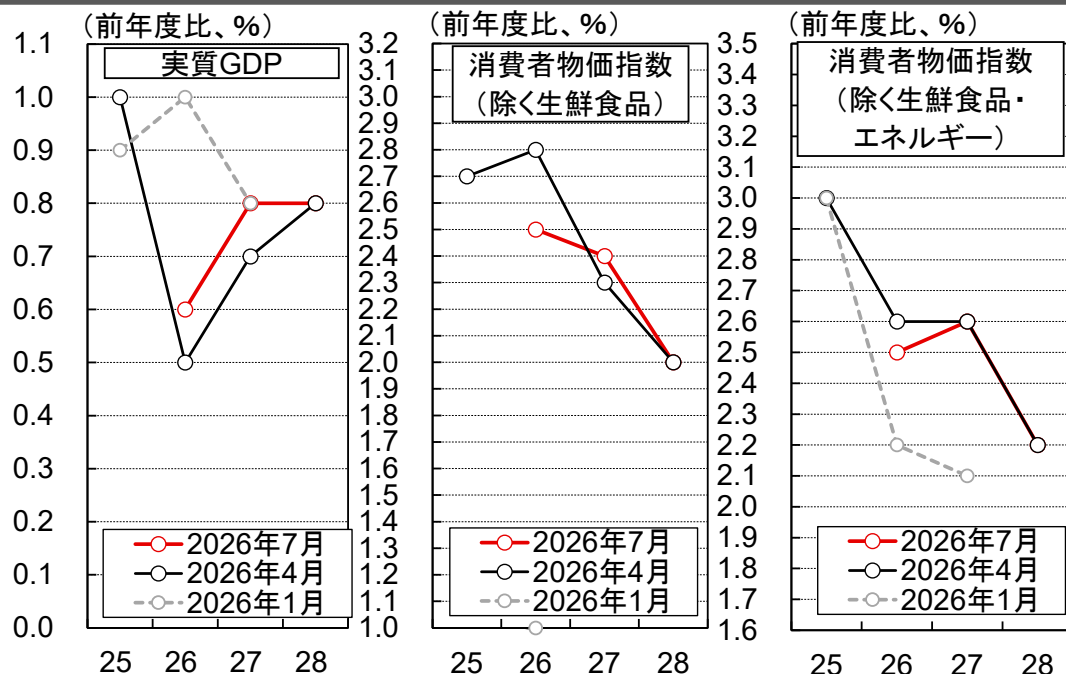
(資料) 帝国データバンク資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成



## 2. 内外経済見通し (1) 日本経済 ⑧金融政策・為替

- 7月の金融政策決定会合後の記者会見で植田総裁は、リスク認識が前回の1項目(中東情勢)から3項目(AI動向と為替相場)に増えた点について、基調的な物価上昇率が目標の2%を上振れ、経済に悪影響が出る可能性を強調し、今後の情勢次第では利上げ時期の前倒しを示唆(8月に氷見野副総裁も政策対応が遅れた場合のリスクに言及)。
- 当室は、日銀が中東情勢の日本経済への影響を見極め、基調的物価が2%に相当程度接近したとの認識を強めるとみる遅くとも今年10月に、追加利上げに踏み切ると予想。その後も、賃金や予想物価上昇率の動向等を点検し、基調的物価の2%定着を丁寧に確認しつつ、緩やかに利上げを進める公算(予測期間中は賃上げ継続を確認できる来春頃にもう1回の利上げ)。
- 但し、企業の価格転嫁姿勢の加速が確認されており、世界的なAI需要に伴う財価格上昇、為替等からの波及も含めた物価上昇れリスクがより強く意識される場合、利上げペースが想定より速まり、政策金利水準も1.5%を超える可能性も相応にある。
- 長期金利は、利上げ観測に加え、骨太方針2026や食品消費減税等に起因する国債リスクプレミアムの拡大から上昇基調で推移。先行き、財政を巡る思惑を背景に振れ幅が高まるリスクは残るものの、高市政権は財政規律の重要性も強調していることから、長期金利は、漸進的な日銀の利上げの下、緩やかな上昇となろう(次頁も参照)。
- ドル円相場は、日米金利差縮小を受け円高方向を予想するが、資源価格上昇等を背景に短期的には円高となりにくい構造。

日銀政策委員の実質GDP・物価見通し(中央値)



日本の金利とドル円相場の推移と見通し

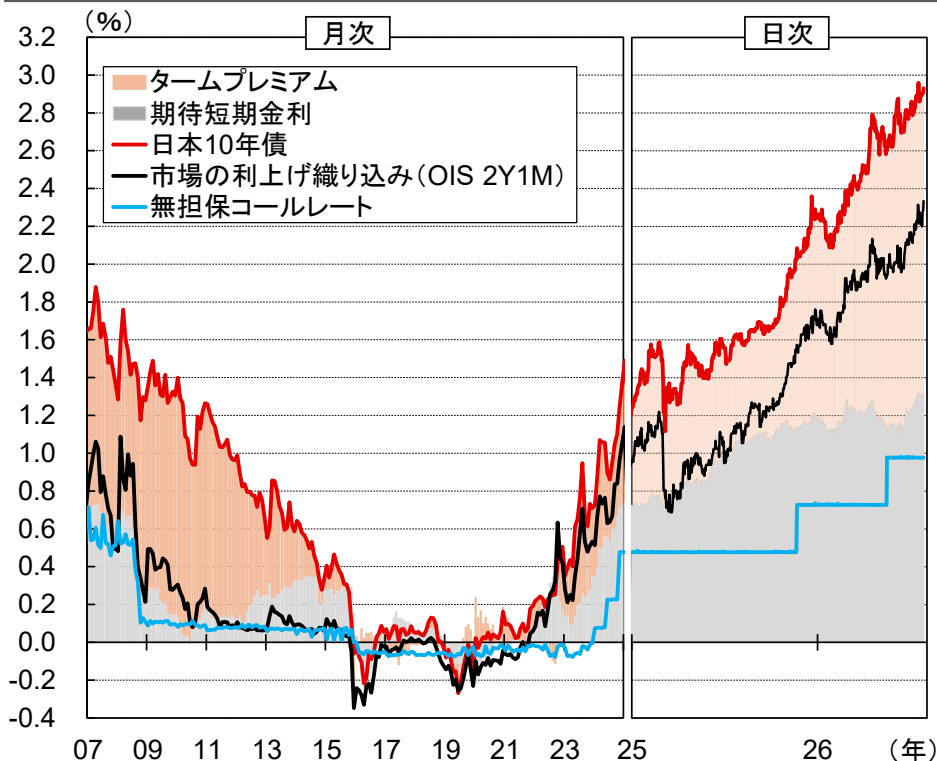


(注) 上記グラフのデータは月次平均を使用。  
(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (1) 日本経済 ⑨長期金利の上昇

- 7月に閣議決定された日本成長戦略や骨太方針2026を巡り、政府の財政政策重視の姿勢や日銀との連携に関する思惑などを背景に、日本の10年債利回りは足元で2.9%近辺まで上昇。
- 金利上昇の背景には、中東情勢を背景とする原油高や供給制約、円安に伴う輸入物価の上振れを受けた期待インフレ率の上昇と、それを起点とする市場の利上げ観測の進展があるとみられる。一方、これらの要因だけでは足元の金利上昇を説明しにくく、財政運営や国債需給を巡る懸念を背景としたタームプレミアムの高まりも、長期金利を押し上げているとみられる。
- 先行き、中東情勢の沈静化に伴って物価の上振れ懸念が後退すれば、利上げ観測を通じた金利上昇圧力は幾分和らぐと見込まれる。一方、政府の財政政策重視の姿勢を背景に、財政運営や国債需給を巡る不確実性は残りやすく、タームプレミアムは当面高止まりするとみられる。このため、長期金利は中東情勢の沈静化後も大きく低下せず、高水準での推移が続く見通し。

日本10年債・期待短期金利・タームプレミアム・利上げ織り込み・政策金利の推移

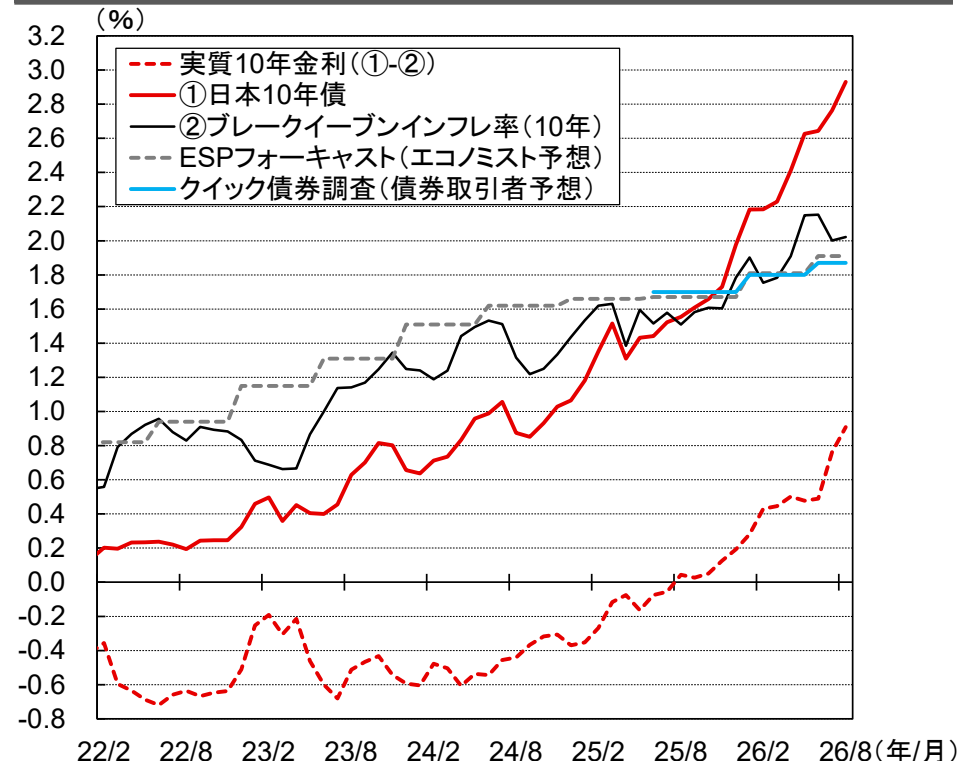


(注) 1. 『期待短期金利』とは、NY連銀が公表するACMモデルを日本国債(1~40年物)の利回りに適用して算出した短期金利の期待値。

2. ACMモデルによる分解は推計値。日本ではYCCや日銀の大規模国債買入れの影響により、タームプレミアムには政策要因・市場機能要因が含まれ得るため、水準よりも方向感を中心に解釈する必要がある。また推計方法は様々な手法があり、上記試算は幅をもって見る必要がある。

(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

日本の実質・名目金利と各種期待インフレ率の推移

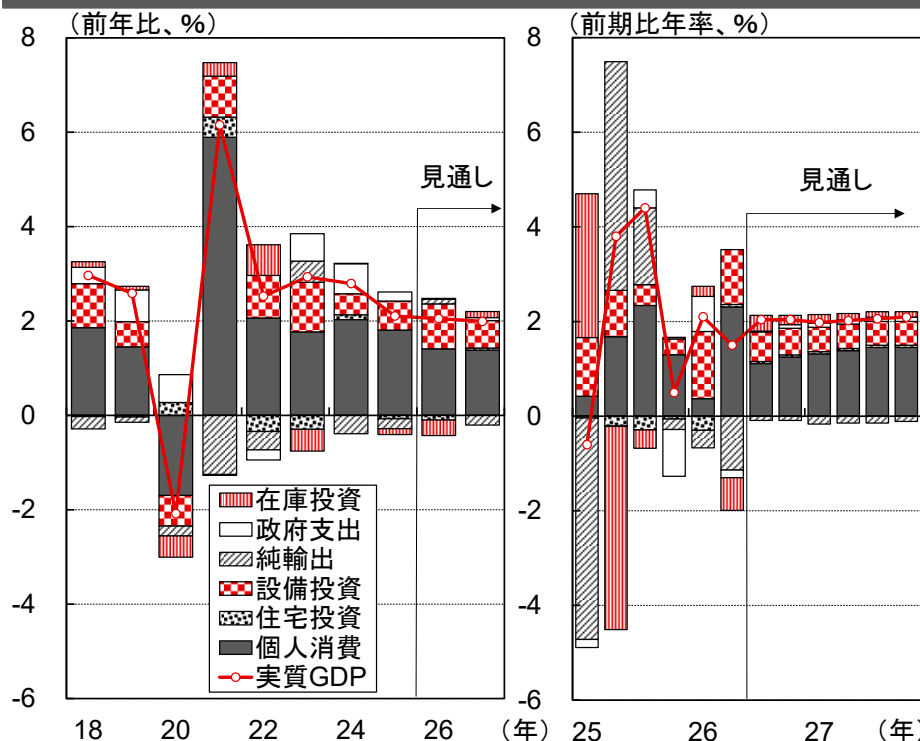


(資料) 日本経済研究センター、QUICK、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (2) 米国経済 ①概況

- 4-6月期の実質GDPは前期比年率+1.5%と前期(同+2.1%)からは減速。もっとも、在庫取り崩しと輸入増加が下押しの主因であり、景気の基調を示す民間国内最終需要は同+4.2%と好調に推移。
- 先行き、労働市場は当面やや軟調に推移し、インフレの影響もあり実質可処分所得の伸びは鈍化する見込み。税還付による所得押し上げ効果が一巡し、株高による追加的な資産効果も限られるとみられることから、個人消費は目先緩やかに減速する可能性が高い。もっとも、堅調なAI関連投資が景気を下支えするほか、中東情勢や政策面の不透明感の緩和、インフレ圧力の低下もあり、景気減速は緩やかなものに止まるとみる。
- 来年以降は、中立水準に向けた利下げの再開もあり、労働市場の持ち直しや家計の購買力改善を背景に、個人消費が緩やかな拡大を続けることで、景気は底堅く推移すると見込まれる。
- 実質GDP成長率は、2026年は前年比+2.1%、2027年は前年比+2.0%と予想。

米国の実質GDPの推移と見通し(暦年、四半期)



(資料) 米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

米国の実質GDPの推移と見通し(暦年)

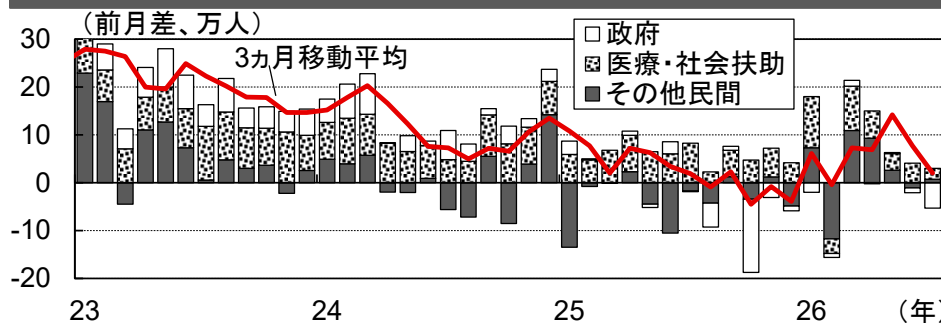
|           | (前年比、%)       |                |                |
|-----------|---------------|----------------|----------------|
|           | 2025年<br>(実績) | 2026年<br>(見通し) | 2027年<br>(見通し) |
| 実質GDP     | 2.1           | 2.1            | 2.0            |
| 個人消費      | 2.6           | 2.0            | 2.0            |
| 住宅投資      | ▲ 2.2         | ▲ 3.1          | 1.5            |
| 設備投資      | 4.1           | 6.2            | 3.6            |
| 在庫投資(寄与度) | ▲ 0.1         | ▲ 0.3          | 0.1            |
| 政府支出      | 1.1           | 0.1            | 0.4            |
| 純輸出(寄与度)  | ▲ 0.2         | 0.1            | ▲ 0.2          |
| 輸出        | 1.6           | 4.3            | 2.2            |
| 輸入        | 2.7           | 2.4            | 2.9            |
| 名目GDP     | 5.0           | 6.0            | 4.6            |

(資料) 米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (2) 米国経済 ②労働市場

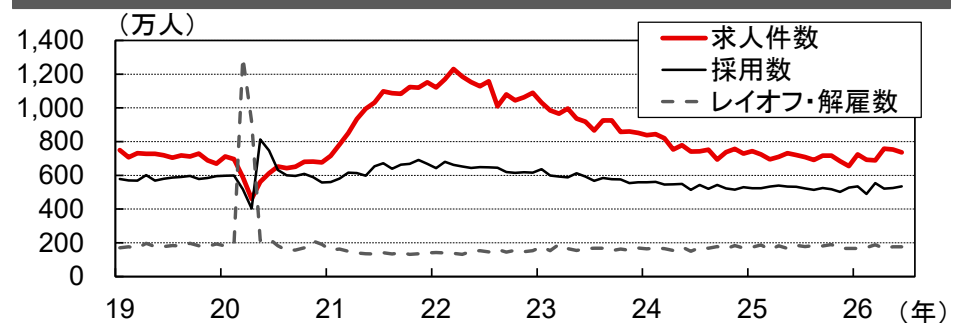
- 7月の非農業部門雇用者数は前月差▲2.3万人と、事前の市場予想(同+8.0万人)を大幅に下回った。また、5・6月分も累計▲10.3万人下方修正され、足元の雇用環境は従来認識されていたほど強くないことが明らかに。業種別にみると、「ヘルスケア」(同+2.2万人)が増勢を維持した一方、ワールドカップ関連需要の剥落もあり、「娯楽・接客」(同▲4.0万人)が減少。
- 7月の失業率は4.1%と前月から低下。労働参加率も61.4%と一段と低下しており、高齢者層を中心とした労働供給の縮小が失業率を相応に下押し。JOLTSでみた求人件数や採用件数も概ね横ばい圏で推移し、労働需要に力強さはみられず。
- もっとも、解雇は引き続き低位に止まっており、労働市場では「低採用・低供給・低解雇」の均衡が継続。雇用の増勢は弱まっているものの、労働市場が大きく崩れている状況にはない。
- 加えて、地区連銀調査に基づく雇用見通しは足元で持ち直しつつあり、企業の採用意欲には改善の兆しもみられる。

非農業部門雇用者数の推移



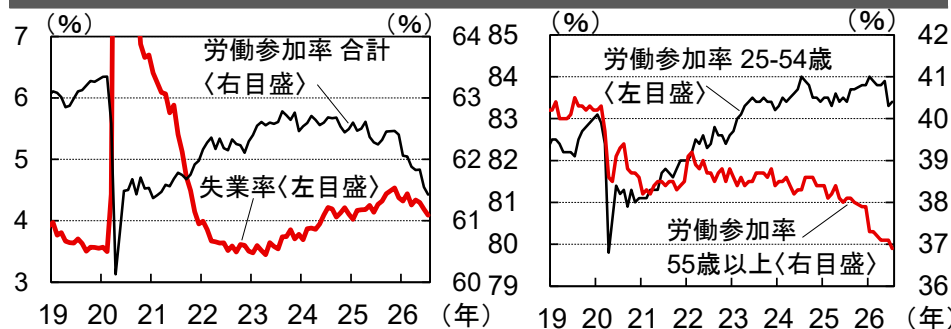
(資料) 米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

求人件数、採用数、レイオフ・解雇者数の推移



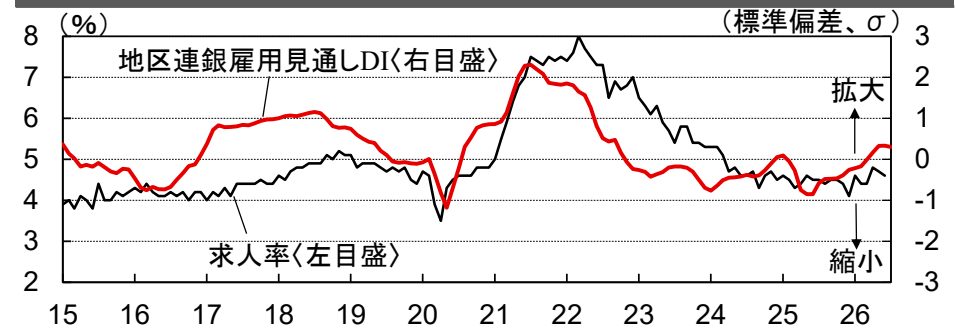
(資料) 米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

失業率と労働参加率の推移



(注) 2026年1月には人口推計改定に伴う統計上の段差があり、労働参加率の時系列比較には留意が必要  
(資料) 米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

求人率と地区連銀雇用見通しDIの推移



(注) 『求人率』は、求人件数÷(雇用者数+求人件数)。『地区連銀雇用見通しDI』は、主要地区連銀の雇用見通しDIを2004年以降の平均と標準偏差に基づき標準化(Zスコア化)した上で平均したもの。3ヵ月移動平均値。

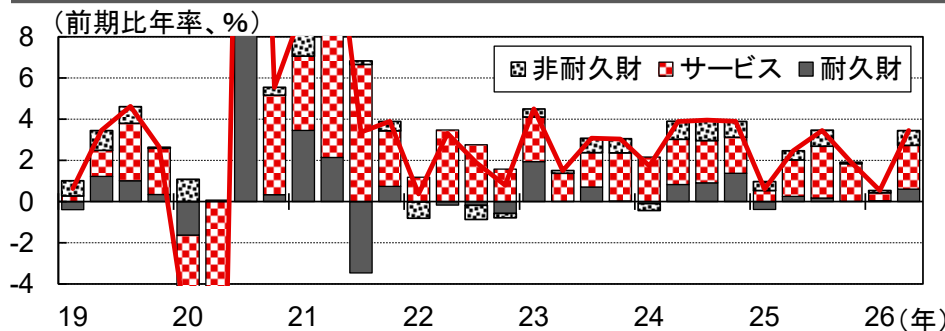
(資料) 米国労働省、各地区連銀資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成



## 2. 内外経済見通し (2) 米国経済 ③ 個人消費

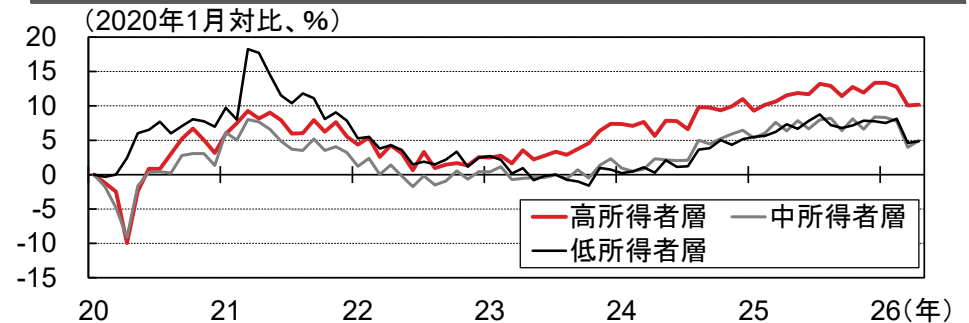
- 4-6月期の個人消費は同+3.4%と前期(同+0.5%)から伸びが大幅に加速。資産効果を背景とした高所得層の消費に加え、減税に伴う還付金やワールドカップの特需なども押し上げに寄与したとみられる。
- 労働市場は当面やや軟調に推移するほか、中東情勢等を受けたインフレの影響もあり、実質可処分所得の伸びは鈍化する見込み。また、税還付による所得押し上げ効果が一巡するほか、貯蓄率も低下する中で貯蓄の取り崩しによる消費下支え余地も縮小。高所得層を中心に消費を支えてきた株高による追加的な資産効果も限られるとみられ、個人消費は目先緩やかに減速する可能性が高い。
- 本格的な消費の持ち直しは、中東情勢や政策面の不透明感が緩和し、インフレの一巡やFRBによる利下げの再開、労働市場の改善が見込まれる来年以降となる公算が大きい。

実質個人消費の推移



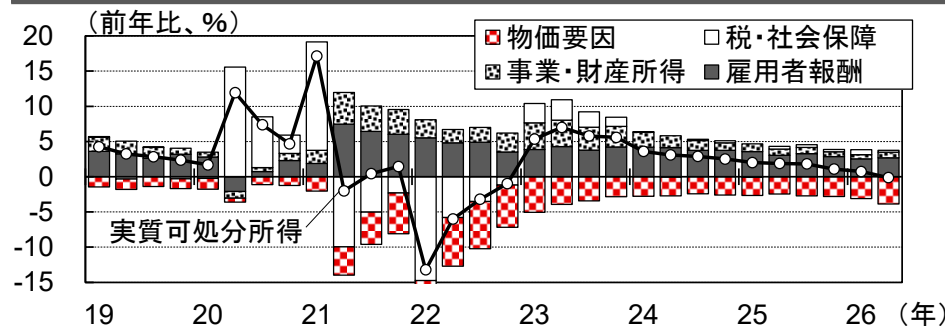
(資料) 米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

所得階級別の実質個人消費(除く自動車)の推移



(資料) ニューヨーク連銀統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

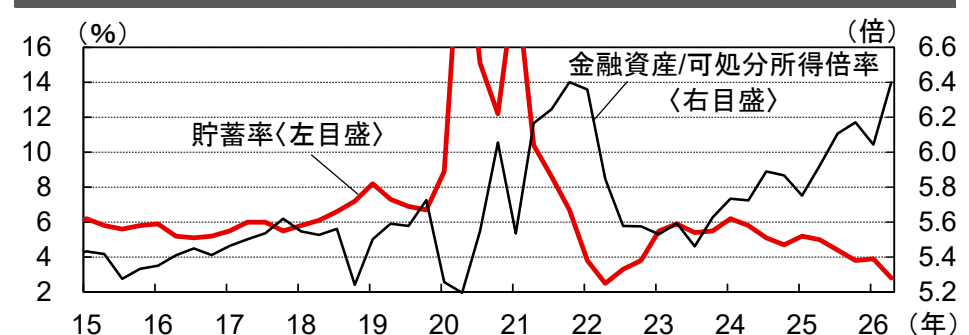
実質可処分所得の推移



(資料) 米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

35

家計金融資産／可処分所得倍率及び貯蓄率の推移



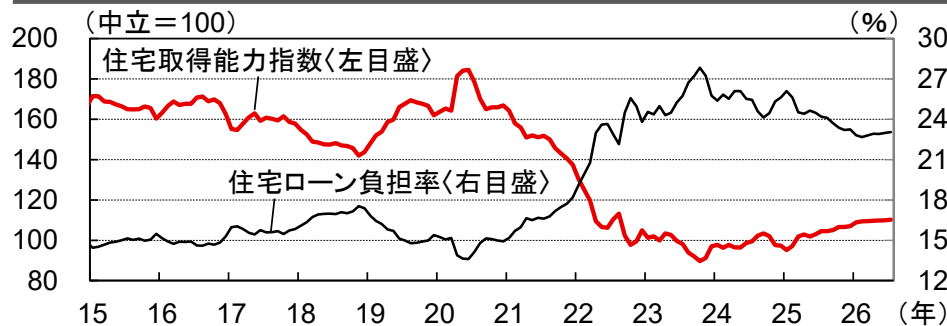
(注) 2026年第2四半期の金融資産／可処分所得倍率は当室推計値

(資料) 米国商務省、FRB統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (2) 米国経済 ④住宅投資・設備投資

- 住宅取得能力は、名目所得の増加や住宅価格上昇率の鈍化を背景に改善しつつある一方、住宅ローン金利は高水準で推移しており、依然として家計の返済負担は重い。住宅需要の弱さを背景に新築在庫が高止まりする中、住宅着工・完成件数は減少傾向にあり、先行きの住宅投資の回復は緩やかなペースに止まるとみられる。
- 設備投資は、AI関連の「情報処理機械・ソフトウェア」が全体を押し上げる一方、それ以外は弱含みで推移しており、二極化傾向が継続。先行き、設備投資の先行指標である実質コア資本財受注が増加基調にあるほか、地区連銀調査に基づく設備投資見通しも持ち直しが続いており、設備投資は底堅く推移する見込み。

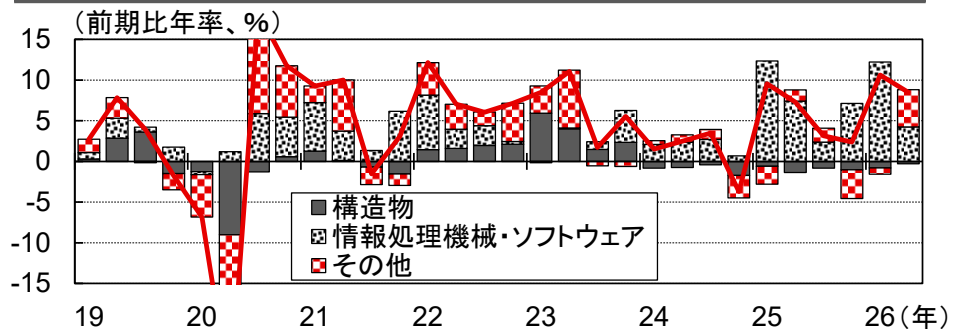
住宅取得能力指数と住宅ローン負担率の推移



(注)『住宅取得能力指数』は、米国の世帯所得(中央値)を、米国の中古住宅価格(中央値)を購入する際のローン審査にて必要と考えられる所得で除した値を、指数化したもの。

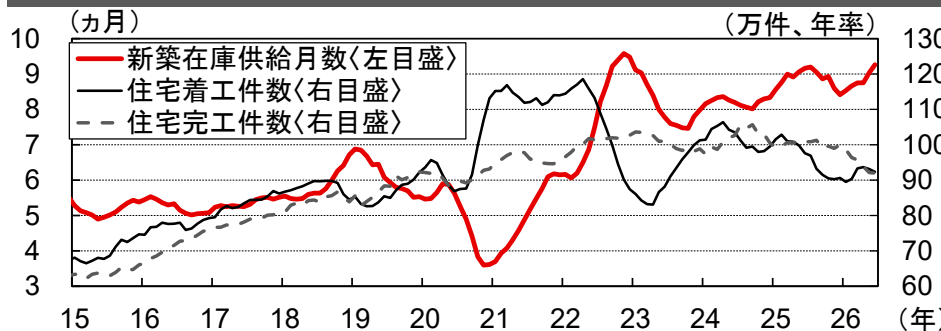
(資料)全米リアルター協会統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

実質設備投資の推移



(資料)米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

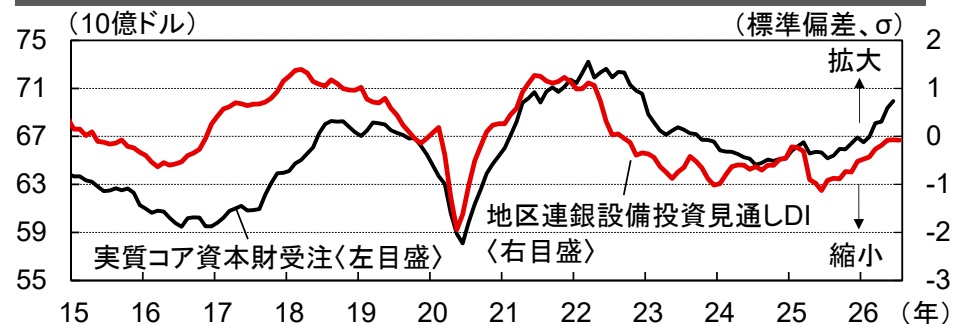
在庫供給月数と戸建て住宅着工・完工件数の推移



(注)いずれも6ヵ月移動平均値

(資料)米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

実質コア資本財受注と地区連銀設備投資見通しDIの推移



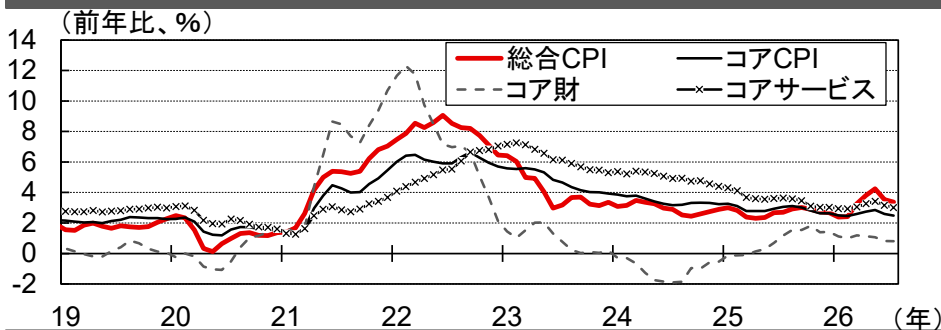
(注)『実質コア資本財受注』は、コア資本財受注を機械設備投資デフレータで実質化したもの。  
『地区連銀設備投資見通しDI』は、主要地区連銀の設備投資関連DIを2004年以降の平均と標準偏差に基づき標準化(Zスコア化)した上で平均したもの。いずれも3ヵ月移動平均値。

(資料)米国商務省、各地区連銀資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (2) 米国経済 ⑤物価

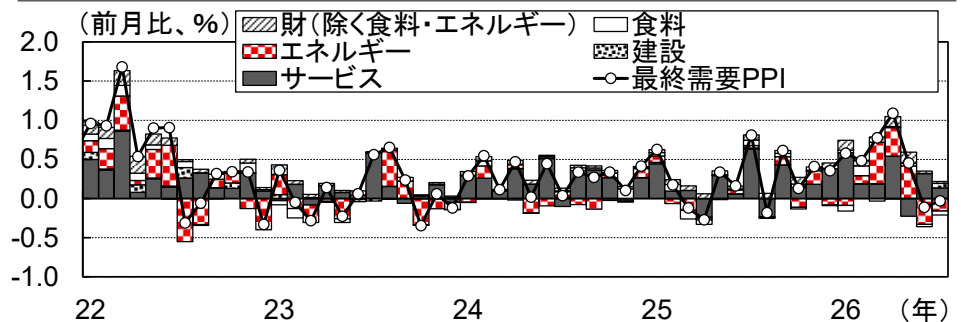
- 7月の消費者物価指数は、総合は前年比+3.4%、コア指数も同+2.5%とともに減速。コア財・コアサービスも足元では前年比の伸びが鈍化しており、インフレ再加速を示唆する状況にはない。
- コアCPIを前月比年率でみると前月から加速したものの、住居費は減速傾向を維持。財は中古自動車、サービスは医療サービス等の一部項目が押し上げており、その他項目への広範な価格上昇圧力の波及はみられず。生産者物価も足元では伸びが鈍化しており、川上からの価格押し上げ圧力は強まっていない。
- 物価上昇が期待インフレや賃金を通じて増幅する兆候は限定的。期待インフレ率は概ね安定しており、賃金上昇率も足元やや加速しているものの、労働需給の緩和を踏まえれば、一段の加速に至る可能性は高くないとみられる。もっとも、中東情勢の悪化やAI関連需要に伴う一部価格への上昇圧力には留意が必要。
- コアPCEデフレーターは先行き減速し、2027年後半に2%台前半まで低下する見込み。

消費者物価指数の推移



(資料) 米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

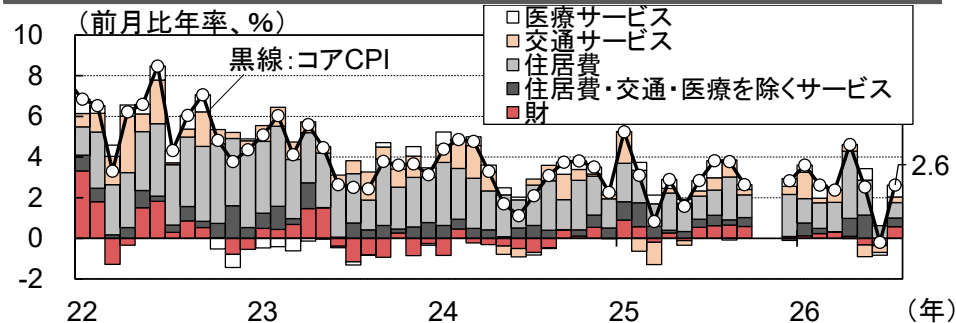
生産者物価指数の推移



(注) 2026年の各項目のウェイトは、2025年のウェイトを使用。

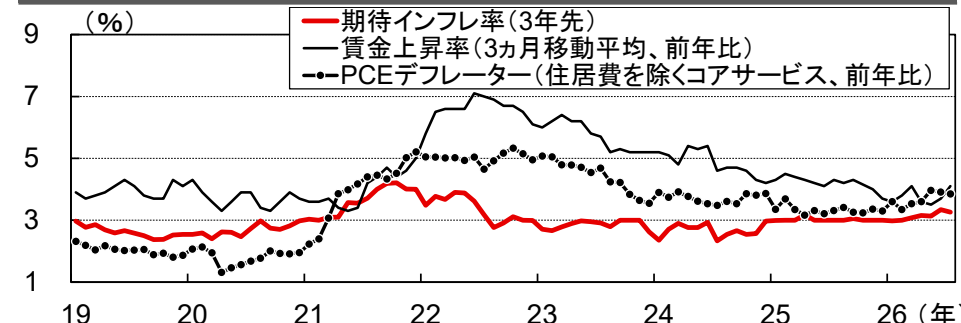
(資料) 米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

消費者物価指数(前月比年率)の推移



(資料) 米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

期待インフレ率と賃金上昇率、PCEデフレーターの推移



(資料) 米国商務省、ニューヨーク連銀、アトランタ連銀統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

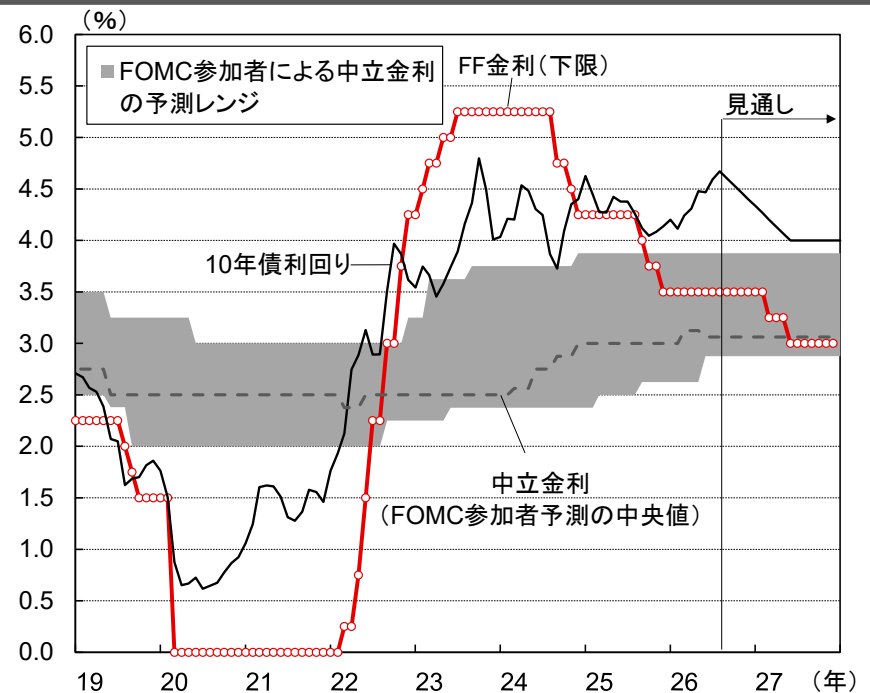
## 2. 内外経済見通し (2) 米国経済 ⑥金融政策

- 7月のFOMCでは政策金利の据え置きを決定（FF金利誘導目標：3.5～3.75%）。票決では、タカ派とされるハマック総裁・カシュカリ総裁・ローガン総裁の3名が0.25%ポイントの利上げを主張。
- ウォーシュ議長は、完全雇用の達成は順調に進んでいる一方、物価安定の面ではなお遅れを取っているとの認識を示した。また、政策金利を据え置く中でも名目・実質金利は上昇しており、金利面では金融環境の引き締めが進んでいると指摘。
- 議事要旨では、参加者の大半が政策金利の据え置きを支持する一方、多くの参加者はインフレ率が低下しない場合には追加の金融引き締めが必要になる可能性が高いと判断。もっとも、参加者の大半は、関税やエネルギー価格上昇の影響剥落に伴い年内にインフレ率が低下するとの見方を示しており、インフレの上振れリスクを警戒しつつ、今後の物価動向を見極める姿勢。
- FOMC後に公表された雇用・物価統計は、雇用の増勢鈍化やインフレ圧力の低下を示唆。但し、FRBは単月の動きではなくトレンドを重視しており、引き続き基調的なインフレ動向を見極めるとみられる。当室では、年内は政策金利を据え置き、その後はインフレ鈍化に伴い利下げを再開すると予想。長期金利は、目先は地政学や金融政策を巡る不確実性等から高止まりするものの、地政学リスクの後退やインフレ鈍化を背景に利下げ再開の織り込みが進むにつれ、次第に低下に向かう見込み（P41も参照）。

### FOMC声明文・ウォーシュ議長記者会見・議事要旨のポイント

|      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 声明文  | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 経済活動は堅調なペースで拡大。雇用者数の増加は労働力人口の伸びに見合い、失業率は概ね横ばい</li> <li>■ インフレ率は、一部セクターにおける供給ショック等を背景に、引き続き2%の目標を上回っている</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 記者会見 | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 企業設備投資、特にAI関連投資の力強さが景気を下支え。一方、<b>AI関連需要は一部の物価を押し上げており、将来的には生産性向上を通じて供給力を高めるとみられるものの、その効果が顕在化するには時間を要する</b></li> <li>■ FRBの2つの責務のうち、<b>完全雇用の達成については順調に進んでいる一方、物価安定についてはなお遅れを取っているとの認識</b></li> <li>■ 現状は単なる「様子見 (wait and see)」ではなく、「<b>注意深く考える (watchful thinking, not watchful waiting)</b>」局面。インフレ圧力の広がりや持続性、AI投資が需要・供給の双方に及ぼす影響などを見極めていく姿勢</li> <li>■ FOMCが政策金利を据え置く中でも<b>名目・実質金利は大幅に上昇し、金融環境は引き締め</b>。フォワードガイダンスへの依存を減らす中、市場から得られる直接的なシグナルを政策判断に活用する姿勢</li> </ul> |
| 議事要旨 | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>参加者の大半 (most) は、追加データの蓄積によりインフレ見通しの不確実性を見極めるため、政策金利の据え置きを支持</b></li> <li>■ <b>参加者の大半 (most) は、関税やエネルギー価格上昇の影響剥落に伴い年内のインフレ鈍化を見込む一方、多く (many) はインフレがより持続的に高止まりするリスクを指摘</b></li> <li>■ <b>多くの参加者 (many) は、インフレ率が低下しない場合には追加の金融引き締めが必要になる可能性が高いと判断。一部 (some) は現状の金融環境がインフレ率を2%へ戻すには十分に引き締めのでない可能性を指摘</b></li> </ul>                                                                                                                                                    |

### FF金利及び10年債利回りの推移と見通し





## 2. 内外経済見通し (2) 米国経済 ⑦ウォーシュ議長のジャクソンホール講演

- ウォーシュ議長はジャクソンホール講演で、①AIを巡る長期的な論点、②フォワードガイダンスと金融市場との関係、③金融政策運営の基本原則、④足元の経済情勢について説明。
- 足元では景気・労働市場の底堅さを評価する一方、インフレは依然高く、夏場の良好な指標のみでは基調的なインフレトレンドの明確な改善を示すには不十分との認識。現時点では物価をFedの政策運営上の最優先課題とすべきとの考え。
- 特定の政策パスへのコミットメントは避けつつ、基調インフレが2%に向け明確かつ十分なペースで低下するかを見極める姿勢。その低下が不十分な場合には、追加的な政策対応が必要となる可能性を示唆。今後の物価動向次第では、FRBが再び金融引き締めに動く可能性には留意が必要。

### 講演における主な発言の要旨

|                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|---------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| AIを巡る<br>長期的な論点                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ AIの進展により、<b>大幅な成長率上昇の可能性</b>が高まっているとし、潜在的には新たな生産要素と位置付け。</li> <li>■ AIが生産性を持続的に押し上げるか、労働と補完・競合関係になるか、雇用にどのような影響を及ぼすか等を重要な論点として提示。</li> <li>■ 生産性・雇用タスクフォース(TF)で検討を進める一方、TFの提言は後に出されるものであり、<b>足元の金融政策判断には影響しない。</b></li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| フォワード<br>ガイダンスと<br>金融市場との<br>関係 | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 金融政策の透明性・情報発信はそれ自体が目的ではなく、適切な金融政策運営に資するべき。</li> <li>■ フォワードガイダンスは危機時には必要だったが、<b>現在では「役割を終えた」</b>。平時には限定的に用いるべきとし、将来の政策への過度なコミットメントは政策判断の自由度を損なう。</li> <li>■ <b>2021年にはフォワードガイダンスがインフレへの政策対応を遅らせた可能性。</b></li> <li>■ 市場がFedの発信に依存し、Fedが市場価格に依存する「合わせ鏡(Hall of Mirrors)」を問題視。</li> <li>■ より信頼できるモデル・ルールを追求する一方、経済予測の正確性には限界がある。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 金融政策運営<br>の基本原則                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>① <b>データ</b>: 古い・不正確なデータや単一の指標に依存せず、政策判断に有用なリアルタイム性の高いデータとトレンドを重視。</li> <li>② <b>需給</b>: 総需要と総供給の均衡を目指す一方、供給側は直接観察できず、その評価には不確実性。</li> <li>③ <b>物価安定</b>: 2%PCE目標は「<b>確固たる固定的な目標(firm, fixed target)</b>」。物価安定の実現はFedの責務。</li> <li>④ <b>最大雇用</b>: 最大雇用にも責任を負う。<b>中期的には物価安定と最大雇用は二者択一ではない。</b>高インフレ自体が経済的繁栄を損なう。</li> <li>⑤ <b>政策手段</b>: <b>短期金利が主要な政策手段</b>。非伝統的政策は真の危機時を除き限定的に使用。</li> <li>⑥ <b>マネー</b>: 「マネーは金融政策と重要な関係を持つ」とし、中央銀行や金融システムが創出するマネーの動向を重視。</li> <li>⑦ <b>情報発信</b>: 「より静かなFed(a quieter Fed)」の方が政策目標を達成しやすい。</li> </ul>                                                                                                                                         |
| 足元の<br>経済情勢                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>経済全体は強まっている</b>。AI関連を中心とする設備投資、企業収益、個人消費は堅調で、株式市場のボラティリティも低水準。</li> <li>■ クレジットスプレッドや銀行の貸出姿勢等を踏まえ、<b>金融環境を広範に引き締めめると評価することは困難。</b></li> <li>■ <b>労働市場は安定</b>。雇用増加の鈍化は労働供給がほとんど増加していないことも反映しており、現状は概ね<b>完全雇用と整合的</b>。</li> <li>■ 一方、インフレは依然高く、現時点では<b>物価安定をFedの最優先課題とすべき</b>。夏場の良好なPCE・CPIも、<b>基調的なインフレトレンドの明確な改善を示すものではない。</b></li> <li>■ 3%超上昇するPCE構成項目の割合(199の個別項目のうち54%)は、パンデミック前(32%)を依然大きく上回る。インフレ期待は現時点ではアンカーされているものの、アンカーが外れないよう注視する必要あり。</li> <li>■ 基調インフレが2%目標に向け「<b>明確かつ十分な速度(clearly and at sufficient speed)</b>」で低下しているとの確信が必要であり、そうでなければ<b>追加的な対応が必要</b>。</li> <li>■ 最後に、「特定の決定ではなく、規律にコミットする(committed to a discipline, not to a decision)」と総括。</li> </ul> |

(資料)FRB資料等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (2) 米国経済 ⑧ウォーシュ議長のFRB改革

- ウォーシュ議長はコミュニケーション、バランスシート、データ活用、生産性と雇用、インフレ枠組みの5つに関するタスクフォース(以下、「TF」)設置を公表。各TFからは秋頃より示唆が提示され始め、年末までに結論を得る方針。
- TFの任務について、「基本的な原理・原則を出発点に、難しい問いを投げかけ、現在の慣行を検証し、代替案を検討し、最終的には政策当局が検討できる次の具体的なステップを提案する」と説明。
- FRBのバランスシート縮小やインフレ指標の見直しなど、ウォーシュ議長の従来の主張に沿った改革も想定されるが、共同責任者にはウォーシュ議長と異なる見解を持つ専門家も含まれており、改革の方向性は必ずしも既定路線ではないとみられる。
- ウォーシュ議長の志向するFRB改革は、金融政策運営の柔軟性を高めうる一方、情報発信の簡素化等により金融政策の予見可能性が低下し、金融市場の振れ幅が大きくなるリスクにも留意が必要。

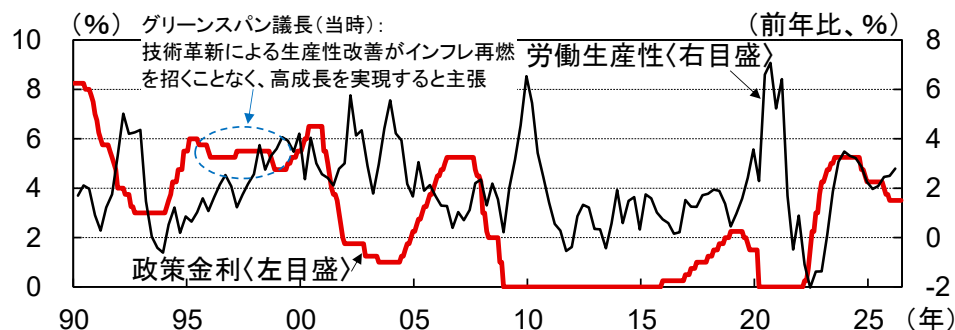
タスクフォースと関連するウォーシュ議長の発言等

|           |                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| コミュニケーション | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 記者会見、ドットチャート、会合、議事録・議事要旨等に関する見直し</li> <li>■ ドットチャートの提出は政策運営上有益ではなく、金融市場がFRBの発信に過度に影響されることは好ましくない</li> <li>■ 平時のフォワードガイダンスは限定的に用いるべき</li> <li>■ FOMC会合を年8回から6回程度とし、政策課題を検討する時間を確保する案を提示<br/>→情報発信・政策決定プロセスを<b>簡素化する可能性</b></li> </ul> |
| バランスシート   | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 現在の「十分な準備預金制度(Ample Reserve Regime)」の利点・リスクやFRBのバランスシート構成を見直し</li> <li>■ 公聴会では危機時以外にバランスシート政策を用いる必要性を否定<br/>→<b>縮小に向けた議論がなされる可能性</b></li> </ul>                                                                                      |
| データ活用     | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ より正確かつリアルタイム性の高いデータやAI等を用いた新たな分析ツールの活用を検討</li> <li>■ 単一の指標に依存せず、トレンドを重視</li> </ul>                                                                                                                                                   |
| 生産性と雇用    | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ AI等の普及ペースや影響範囲、経済への波及や需要・供給への影響を分析し、雇用と物価の安定を追求する上での含意を検討</li> <li>■ AIを潜在的な新たな生産要素と位置づけ、生産性や雇用等への影響を重要な論点として提示<br/>→AIによる生産性向上など<b>供給サイドの改善</b>を重視する姿勢</li> </ul>                                                                   |
| インフレ枠組み   | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ インフレの決定要因と基本原理を検証し、変化する経済環境の下で物価安定を実現するための多様な方策を幅広く評価</li> <li>■ 2%のインフレ目標を見直す理由はないとの姿勢。物価安定へのコミットメントとFRBへの信認確保を重視<br/>→公聴会では<b>トリム平均PCE等の指標の相対的重要性</b>にも言及</li> </ul>                                                               |

(注)「■」は記者会見・議事要旨・講演等のウォーシュ議長の発言。矢印は過去発言等も踏まえた評価。

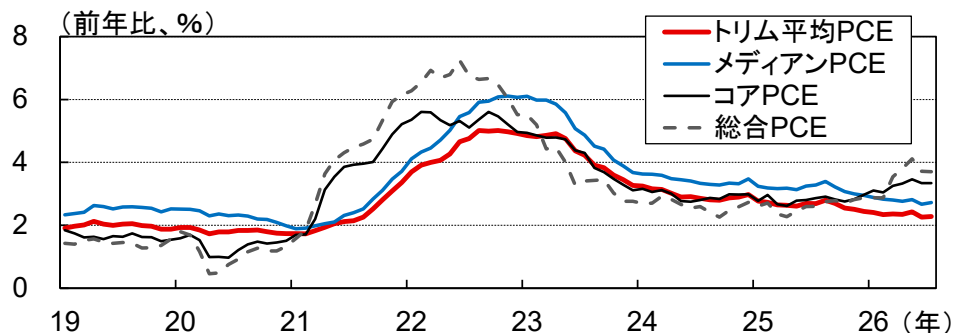
(資料)FRB資料等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

米国の政策金利と労働生産性の推移



(資料)米国労働省統計、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

各種PCEインフレ指標の推移

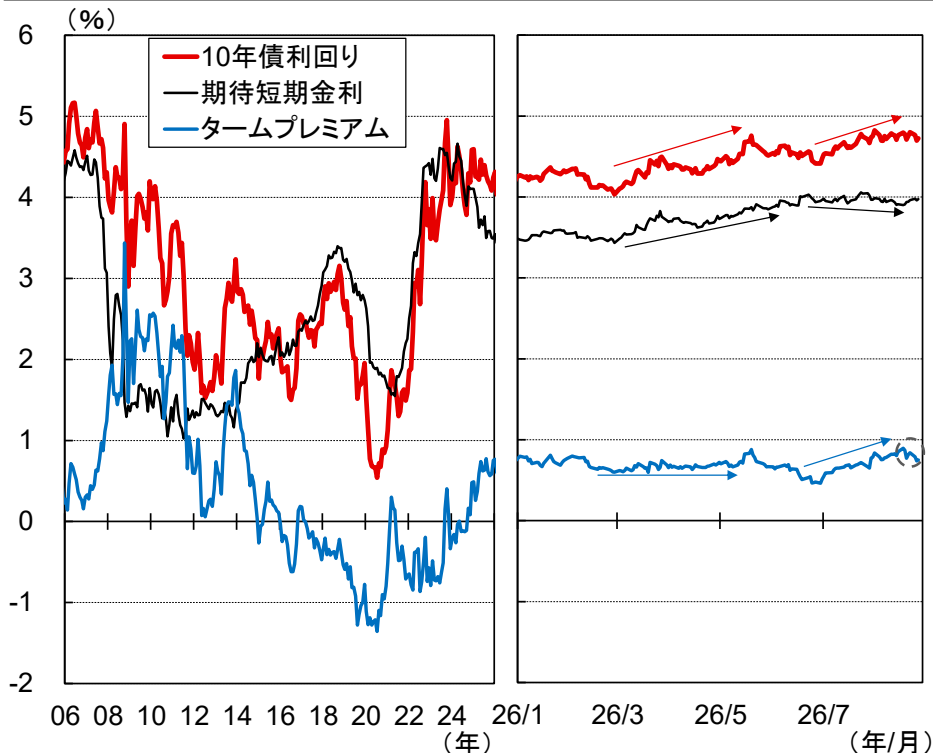


(資料)米国商務省、ダラス連銀、クリーブランド連銀統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (2) 米国経済 ⑨長期金利の上昇

- 米国の10年債利回りは3月以降上昇基調で推移。ニューヨーク連銀のモデル推計では、3-6月はインフレ懸念等を背景とした期待短期金利の上昇が主因だった一方、7月以降はタームプレミアムの寄与が拡大している。
- 足元のタームプレミアム上昇には、財政赤字に伴う国債供給圧力に加え、①原油高によるインフレ・金融政策を巡る不確実性、②FRBのコミュニケーション改革に伴う政策運営の不確実性、③AI関連企業による大規模な社債発行、④米国外の金利上昇による米国債の相対的な投資魅力低下、などが影響している可能性がある。
- こうした中、米財務省は長期債を対象とする国債買い戻し(バイバック)を拡充。財務省は流動性支援を目的としているが、市場の一部では長期金利上昇への警戒を示すシグナルとも受け止められ、発表直後に米金利は低下。先行き、地政学や金融政策を巡る不確実性に起因するタームプレミアムの押し上げ効果は徐々に和らぐとみられる一方、国債供給の増加や民間部門の旺盛な資金需要といった構造的な需給要因が、長期金利の上昇圧力として残存するとみる。

米国の10年債利回りの推移(期待短期金利+タームプレミアム)



(注)8月26日までの金利動向を示す。

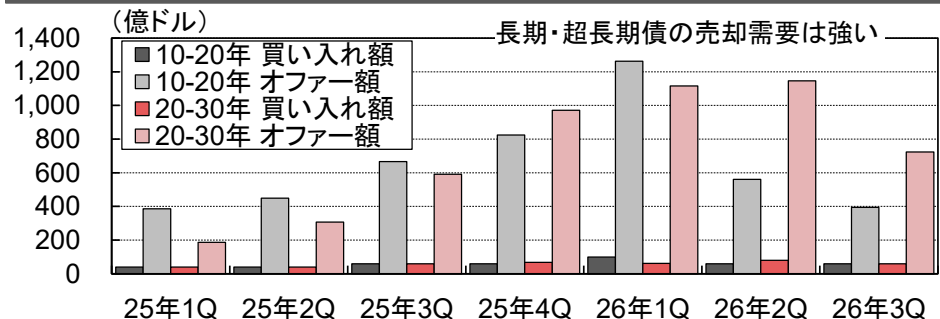
(資料)ニューヨーク連銀統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

国債の買い戻し(バイバック)プログラムの概要

- 既発の米国債を満期を待たずに買い戻す制度
- 主な目的は以下の2つ
  - ① 既発債(流動性が低い)を買い戻し、市場の流動性を高める【主目的】
  - ② 税収等で政府の手元資金が増えた際の調整
- ①は1-30年の名目利付債、物価連動債が対象
- ①での名目利付債の1回あたりの買い戻し上限は10年未満で40億ドル、10-30年で20億ドル(物価連動債は上限5-7.5億ドル)
  - ⇒ 今回、10-30年について「少なくとも40億ドル」へと規模拡大
- ①の目的で2024年5月より開始(FRBのQTと政府支出拡大の下でタームプレミアムが上昇していた局面での導入)

(資料)米国財務省資料等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

米国債の買い戻し額とオファー額の推移



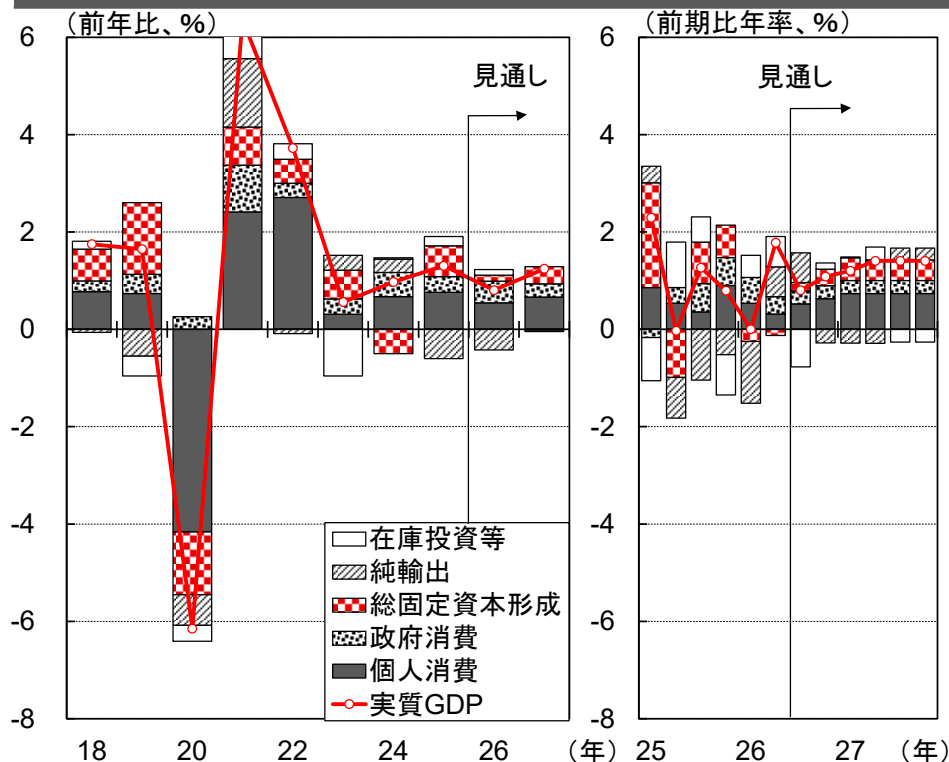
(注)『オファー額』は、市場参加者が米財務省に提示した国債の売却希望額。財務省は提示価格等を踏まえ実際の買い入れ額を決定。『26年3Q』は7-8月の実績。

(資料)米国財務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (3) 欧州経済 ①ユーロ圏 (a) 概況

- 4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.8%と、前期(同+0.0%)から大幅に加速。中東情勢の悪化による初期的な影響は想定を下回り、堅調な伸びに。
- 先行き、エネルギー価格上昇を背景とする物価の高止まりと金融引き締めが、家計・企業双方の重石となる見込み。一方、中東情勢の影響一巡やドイツの財政政策効果の顕在化などを背景に、来年にかけては緩やかな景気回復を予想する。実質GDP成長率は、2026年に前年比+0.8%へと減速後、2027年には同+1.2%へ持ち直すと予測。
- 主なリスクは四点。第一に、足元の猛暑による、サプライチェーンの混乱や電力不足の長期化。第二に、冬場の需要拡大期における、天然ガス価格の高騰とそれに伴うインフレ再加速。第三に、地政学要因を背景とする対米関係悪化が、関税引き上げ等を通じた輸出の重石となること。最後に、フランス大統領選挙等を控える中での、欧州政治の不安定化。

ユーロ圏の実質GDPの推移と見通し(暦年、四半期)



(注)2026年4-6月期の内訳は当室予測。

(資料)欧州連合統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

国別の実質GDP成長率の推移

|      | (前期比年率、%) |      |       |      |     | (前年比、%) |     |     |
|------|-----------|------|-------|------|-----|---------|-----|-----|
|      | 25年       |      | 26年   |      | 27年 | 25年     | 26年 | 27年 |
|      | 4-6       | 7-9  | 10-12 | 1-3  |     | 実績      | 見通し | 見通し |
| ユーロ圏 | ▲0.0      | 1.3  | 0.8   | 0.0  | 1.8 | 1.2     | 0.8 | 1.2 |
| ドイツ  | ▲0.1      | ▲0.1 | 1.1   | 1.8  | 1.3 | 0.2     | 0.9 | 1.2 |
| フランス | 0.9       | 1.7  | 1.1   | ▲0.7 | 0.1 | 0.8     | 0.6 | 0.9 |
| イタリア | ▲0.1      | 0.8  | 1.3   | 1.3  | 0.8 | 0.5     | 0.9 | 0.7 |
| スペイン | 2.9       | 2.4  | 3.1   | 2.5  | 2.8 | 2.8     | 2.5 | 1.8 |
| 英国   | 0.6       | 0.3  | 0.2   | 2.5  | 1.7 | 1.3     | 1.2 | 1.2 |

(注)ユーロ圏の名目GDPは、上位4カ国で全体の7割超を占める。(ドイツ:4.3兆ユーロ[28%]、フランス:2.9兆ユーロ[19%]、イタリア:2.2兆ユーロ[14%]、スペイン:1.6兆ユーロ[10%])

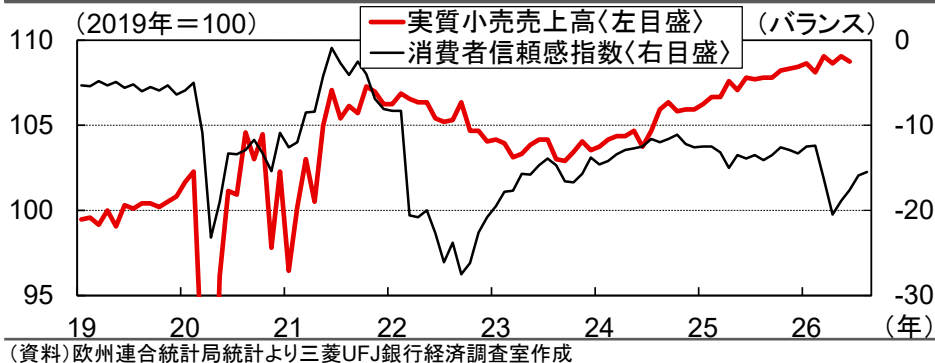
(資料)欧州連合統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成



## 2. 内外経済見通し (3) 欧州経済 ①ユーロ圏 (b) 家計

- 今年に入り、実質小売売上高は伸び悩み。背景の一つには、3月以降の中東情勢の悪化を受けた消費者マインドの冷え込みが挙げられる。足元では急低下した消費者信頼感指数には底打ちの兆しがみられるものの、インフレの高止まりが実質可処分所得を押し下げ、当面の消費回復の重石に。先行き、個人消費の拡大は緩やかなものとなる見通し。
- 中東情勢の悪化以降、消費者物価指数(HICP)は高めの伸びが継続。先行きも、当面はエネルギー価格が物価の押し上げ要因となる一方、賃金上昇率や期待インフレ率の動向を踏まえると、サービス価格などへの二次的な波及は限定的なものに止まると予想。インフレ率は、エネルギー価格の安定化に伴い、来年には従来の水準である2%程度へ回帰することを見込む。
- もっとも、インフレが再加速する可能性には注意が必要。足元では猛暑の影響が欧州のサプライチェーンに表れ始めているほか、冬季の需要増加を前に天然ガス備蓄の進捗が停滞しており、ガス価格の上昇が物価を押し上げる要因となりうる。

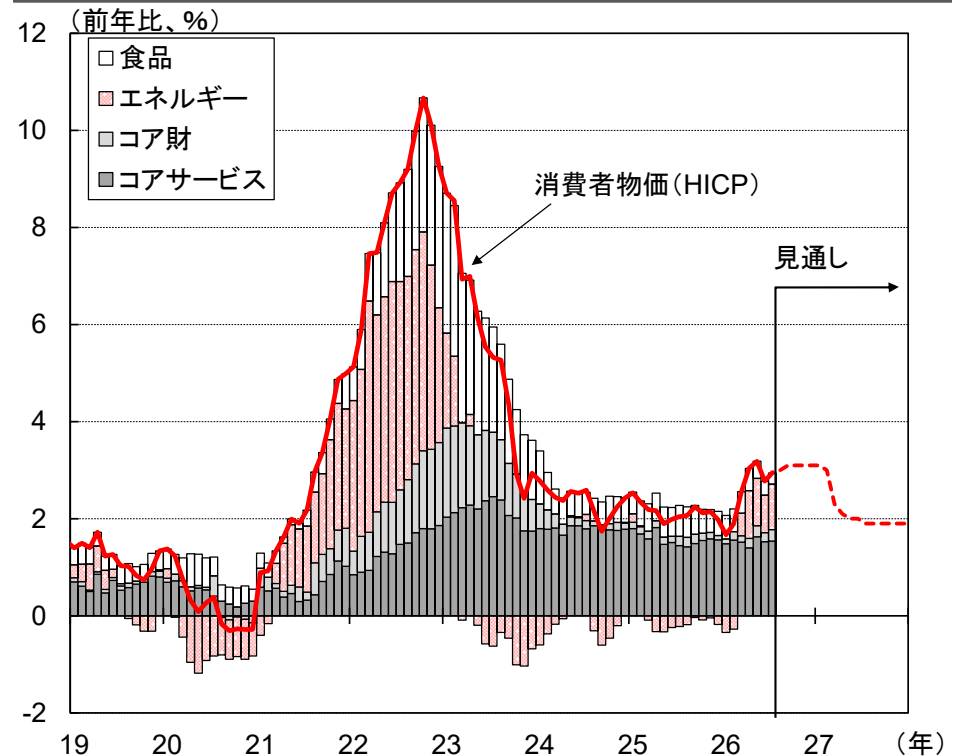
ユーロ圏の実質小売売上高と消費者信頼感指数の推移



ユーロ圏の可処分所得の推移



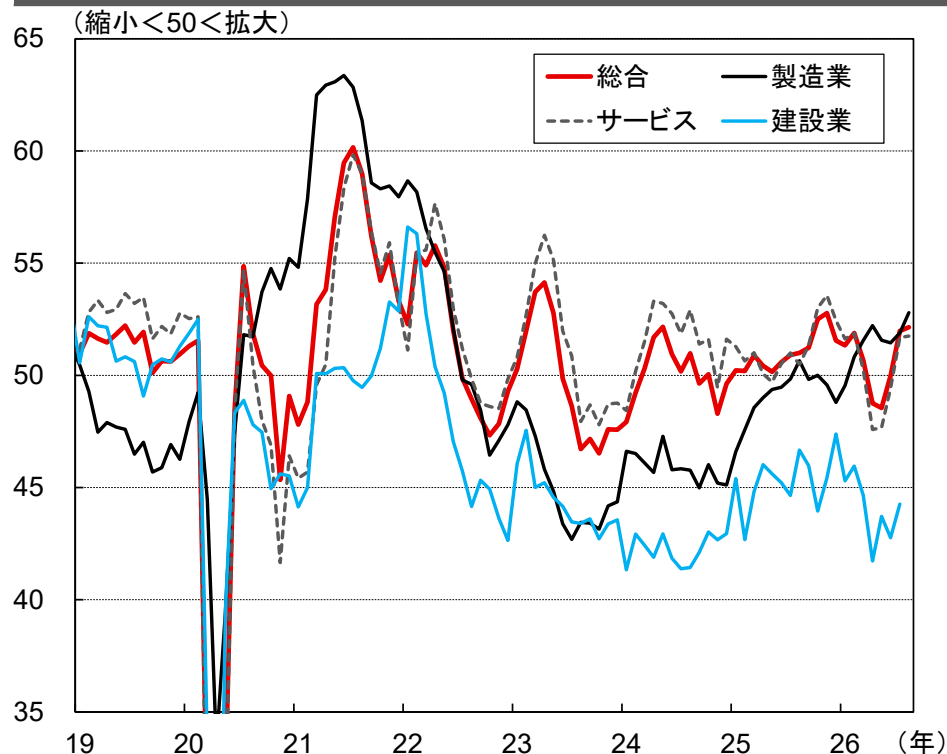
ユーロ圏の消費者物価指数と当室の見通し



## 2. 内外経済見通し (3) 欧州経済 ①ユーロ圏 (c) 企業

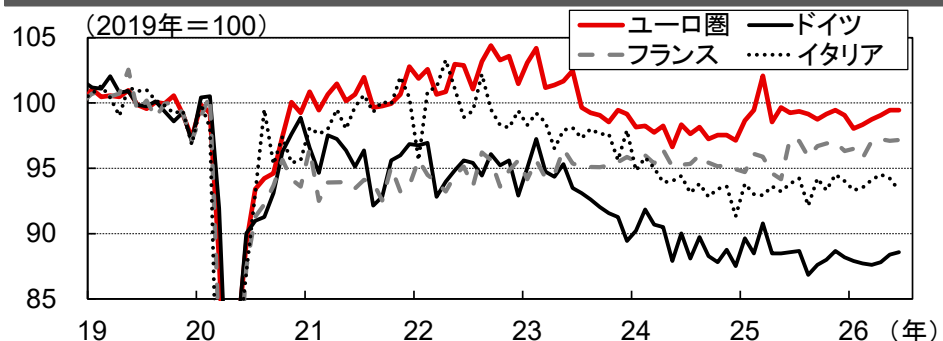
- ユーロ圏の総合PMIは、中東情勢の悪化を受けて一時的に低下したものの、足元では改善が続き、好不況の境目となる50を上回る水準で推移。鉱工業生産も、依然としてコロナ禍前の水準を下回るものの、持ち直し傾向が継続。
- ユーロ圏の総固定資本形成は緩やかな持ち直しが続いてきたものの、投資環境の不透明感等から4-6月期は停滞したとみられる。既に公表されている国の内、フランス、ドイツでは前期比減少となった。
- 先行き、中東情勢を巡る不確実性の緩和に加え、EU資金(欧州復興基金・結束基金)やドイツの財政政策が域内の生産・投資を下支えする見込み。一方、足元の猛暑や、来年にフランス等で予定される国政選挙を巡る不透明感に加え、中国企業との競争激化や高水準のエネルギーコストを背景とした企業競争力の低下も重石となり、拡大ペースは緩やかなものとなる見通し。

ユーロ圏のPMIの推移



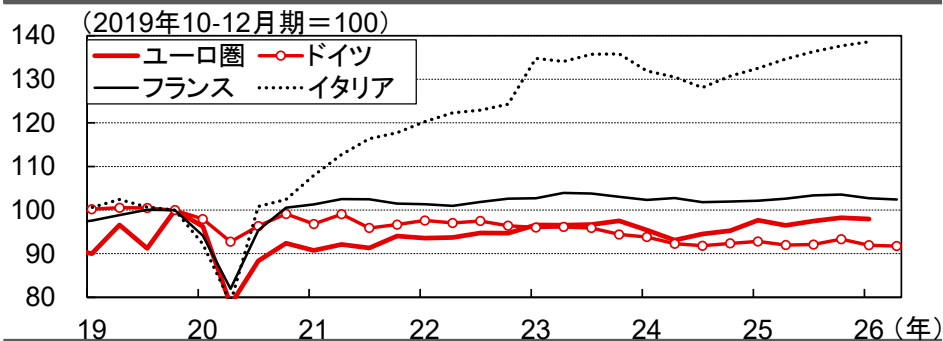
(資料) S&P Global統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

ユーロ圏の鉱工業生産の推移



(資料) 欧州連合統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

ユーロ圏の総固定資本形成の推移

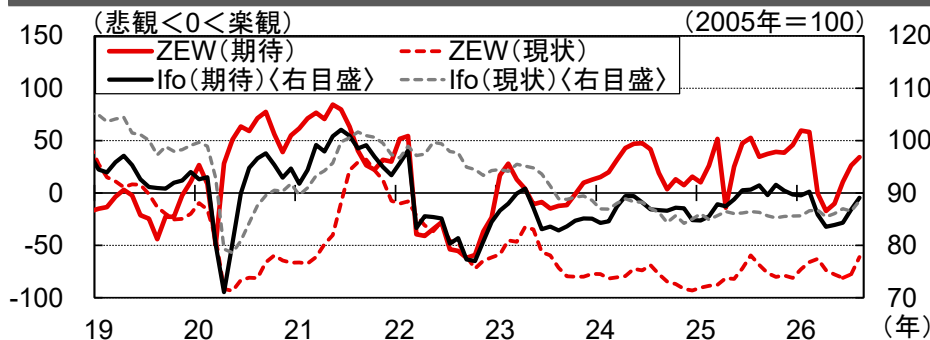


(資料) 欧州連合統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (3) 欧州経済 ①ユーロ圏 (d)ドイツの財政政策

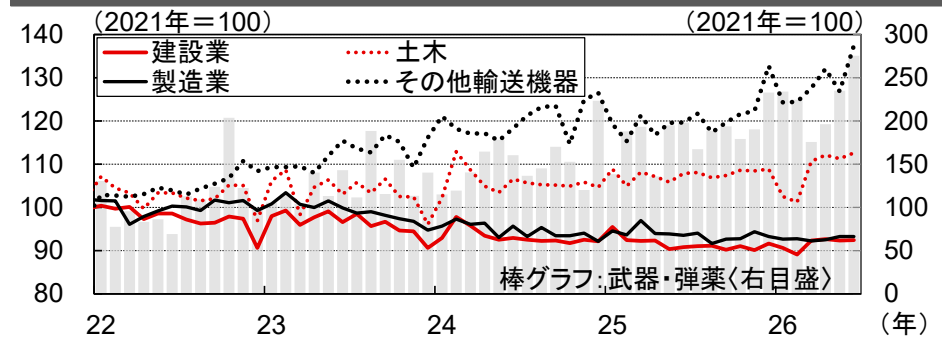
- ドイツでは昨年3月、従来の緊縮路線から大きく転換。インフラ・防衛投資の拡大期待を背景に、景況感指数は軒並み上昇。中東情勢の悪化以降は一時的に低下したが、政府は2027年度予算案でも投資拡大方針を示しており、先行き期待は回復傾向。
- 財政拡大の動きは、実体経済において徐々に顕在化。新規建設受注は、土木分野を中心に拡大、製造業の新規受注も、国内向け資本財を中心に増加傾向。他方、鉱工業生産は一部分野で大幅な拡大がみられるも、生産全体への寄与は限定的。
- 総じてみれば、ドイツの財政政策は資金確保を終え、一部で資金活用にも進展がみられるものの、現時点で同国経済全体を明確に押し上げるまでには至っていない。当室では、同政策が来年にかけて同国経済を支えるとの見方を維持。但し、中東情勢や猛暑などの外部要因に加え、「過剰な規制」といったドイツ特有の制約もあり、政策効果の顕在化を巡る不確実性は残存。

ドイツの景況感指数の推移



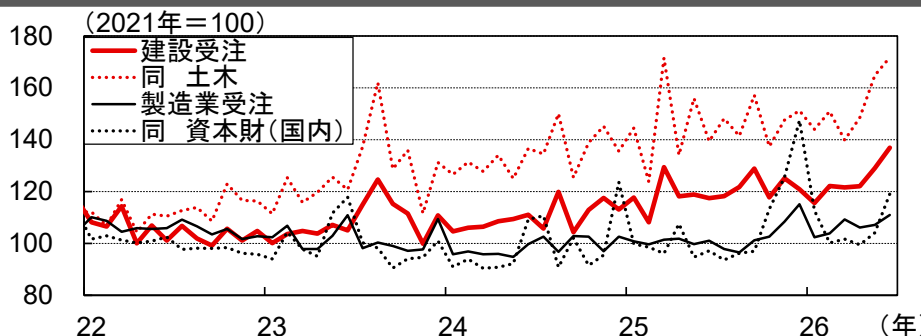
(資料)ZEW、Ifo統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

ドイツの鉱工業生産指数の推移



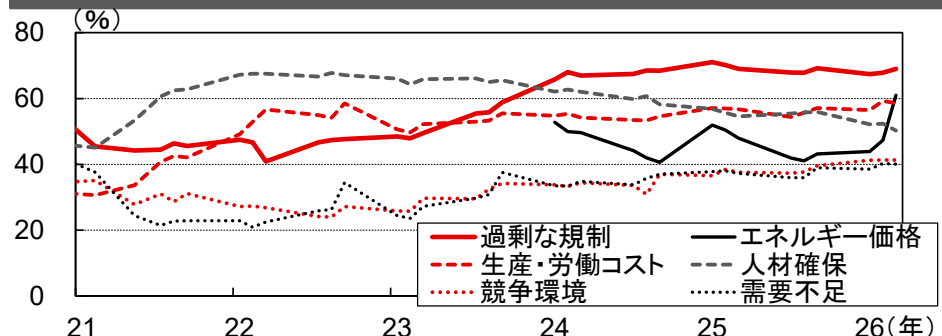
(資料)ドイツ連邦統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

ドイツの新規受注の推移



(資料)ドイツ連邦統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

Bundesbank企業調査:6ヵ月先の重要課題



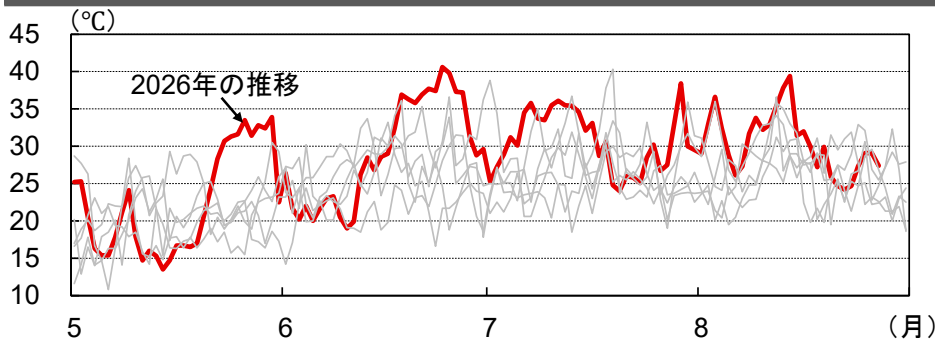
(資料)ドイツ中央銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (3) 欧州経済 ①ユーロ圏 (e) リスク要因(猛暑と天然ガス)

- 欧州では今夏、猛暑による景気下押し懸念が高い。フランス、スペインでは大規模な山火事によって農業や観光業等に影響が出ているほか、ドイツや東欧では、ライン川などの主要河川の渇水により、サプライチェーンや電力供給を巡るリスクが上昇。
- また、冬場の天然ガス価格もリスク要因。価格を左右する要素の一つとなる在庫水準<sup>(注)</sup>は、欧州全体で6割弱と、この時期としては過去15年における最低を記録。特にオランダとドイツでは50%を下回り、冬場の供給不足への懸念が強まっている。
- 渇水の長期化や冬季の寒波等に伴うガス需要の増加は、いずれもサプライチェーンの混乱やインフレ加速を通じて景気を下押しする可能性があり、欧州特有のリスクとして注意を要する。

(注) EUでは、ガス貯蔵規則に基づき、原則として冬場の需要期を前に貯蔵容量の90%までガス在庫を積み上げることが法定目標とされている。2025年の制度改正により達成時期は10月1日～12月1日に柔軟化されたほか、2026年は中東情勢による市場環境の悪化を踏まえ、欧州委員会が規則上の柔軟措置を活用して80%への引き下げを検討するよう加盟国に要請している。

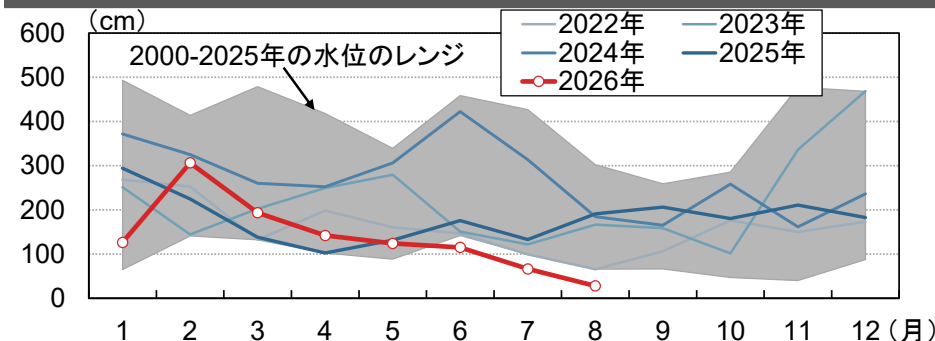
パリの夏季期間の日中最高気温の推移



(注) 観測地点はパリ・オルリー空港。灰色線は2021-25年の同時期の推移。

(資料) 気象庁統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

ライン川の水位(カウプ周辺)



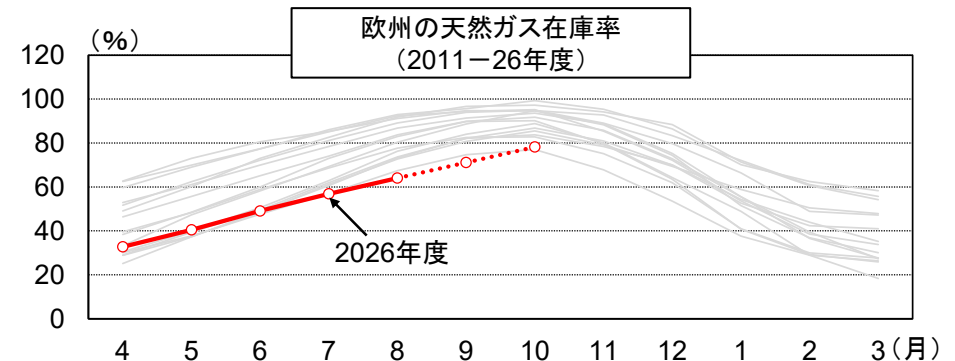
(注) 1. カウプ周辺はライン川の中でも水深が浅く、渇水時に注目される地点の一つ。

2. 各月の数値は月間平均水位。8月の数字は8月27日時点までの平均。

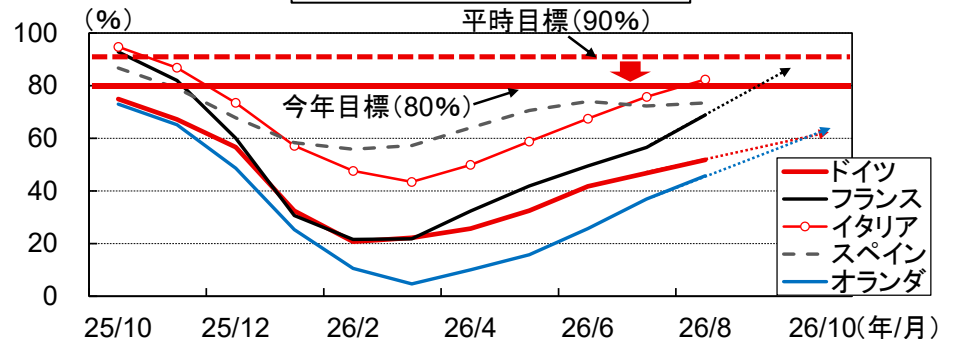
(資料) German General Administration of Waterways & Navigation統計より

三菱UFJ銀行経済調査室作成

欧州の天然ガス在庫率の推移



各国別の天然ガス在庫率



(注) 1. 点線部分は、直近の積み増しペースが続いた場合の、凡その見通し。

2. 上下段とも各月の月末値。8月の数字は8月27日時点の数値。

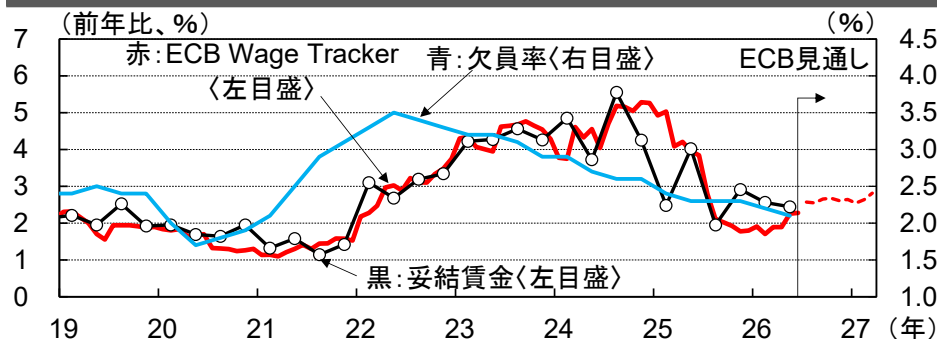
(資料) Gas Infrastructure Europe統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成



## 2. 内外経済見通し (3) 欧州経済 ①ユーロ圏 (f) 金融政策

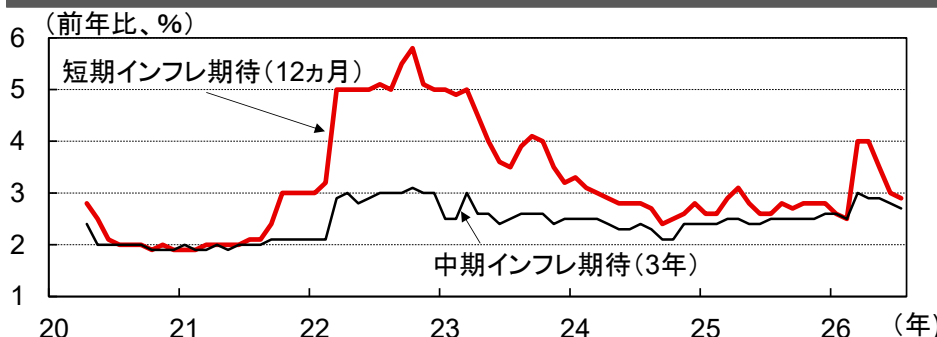
- 欧州中央銀行(ECB)は7月、政策金利の据え置きを全会一致で決定(預金ファシリティ金利2.25%)。但し、エネルギーショックの影響は足元の物価に完全には表れていないとして、二次的波及効果の顕在化などを慎重に見極める姿勢を維持。
- エネルギー価格が高止まりする一方、賃金上昇率や期待インフレ率は、二次的波及リスクの高まりを必ずしも示していない。もっとも、当面は総合インフレ率が中銀目標(前年比+2.0%)を上回る見通しであり、4-6月期の実質GDP成長率も欧州経済の底堅さを示していることから、次回9月会合で利上げに踏み切る可能性が高い。
- 来年以降は、エネルギー価格の落ち着きを受け再び利下げに転じると予想。但し、中東情勢緊迫化の長期化や、冬季のガス需要増加に伴うガス価格上昇により、インフレ率が想定を上回る場合には、追加利上げが必要となる可能性も。

ユーロ圏の賃金上昇率の推移



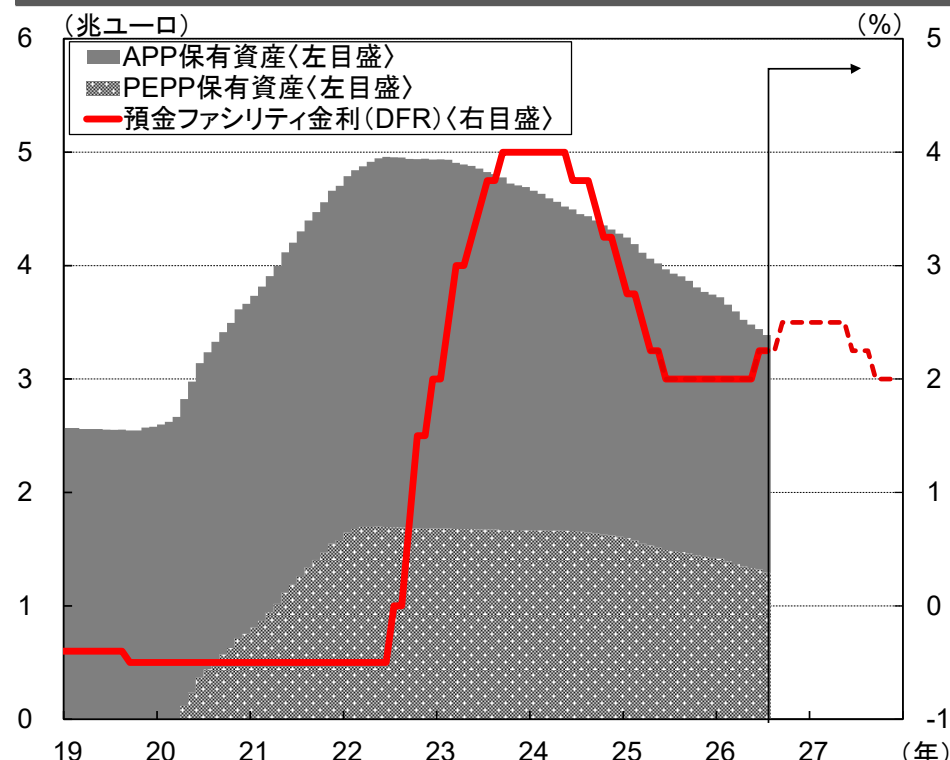
(資料) 欧州中央銀行統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

ユーロ圏の期待インフレ率の推移



(資料) 欧州連合統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

ECBの政策金利の推移

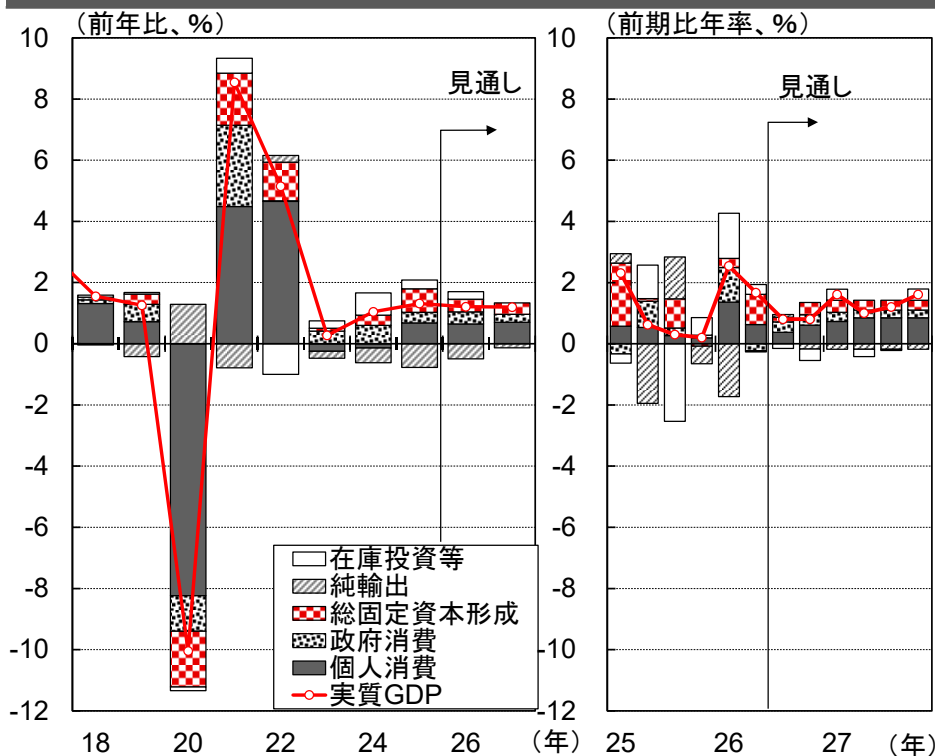


(資料) 欧州中央銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (3) 欧州経済 ② 英国 (a) 概況・個人消費・設備投資

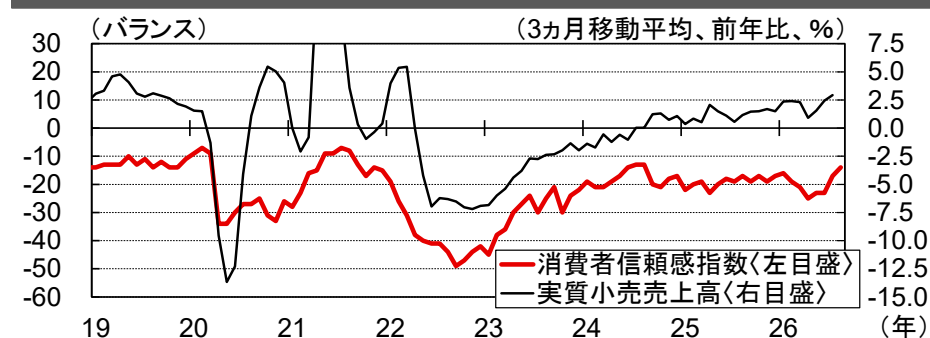
- 4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.7%と、前期(同+2.5%)からは減速したものの、堅調に推移。中東情勢悪化は家計・企業双方のマインドへの下押しとなったものの、経済全体への影響としては限定的。
- もっとも、中東情勢に起因するインフレは年末にかけてピークに達するとみられ、政策金利の高止まりと相まって家計・企業の双方の重石となることで、今年後半の景気は弱含む見込み。実質GDP成長率は、2026年は前半の好調を反映し、前年比+1.2%となる一方、2027年は雇用の弱さや高金利の長期化による下押しが残り、同+1.2%と同程度の成長に止まる見通し。
- リスク要因は、財政懸念の高まりによる金融市場の不安定化。7月に発足したバーナム政権は、財政ルールへの順守や政策財源の確保を明示しているため、深刻な混乱に至る可能性は高くないとみる。但し、財政の柔軟性にも言及するなど、政策姿勢は前政権より財政拡張的と受け止められやすく、財政余力も限られることから、市場の信認が揺らぐリスクは残る。

英国の実質GDPの推移と見通し(暦年、四半期)



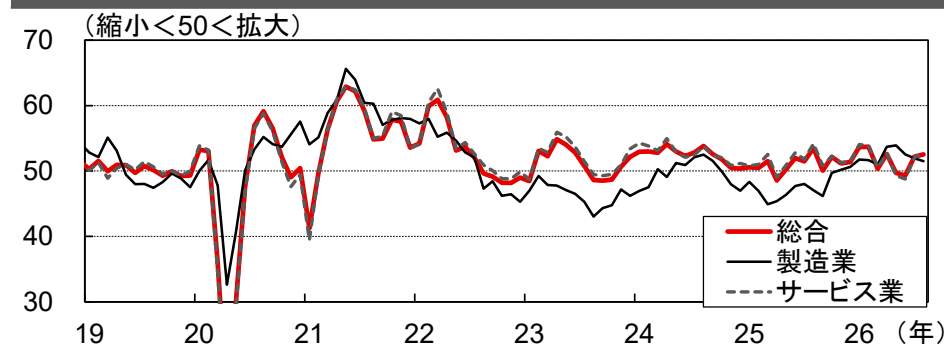
(資料) 英国立統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

英国の小売売上高と消費者信頼感指数の推移



(資料) 英国立統計局統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

英国のPMIの推移

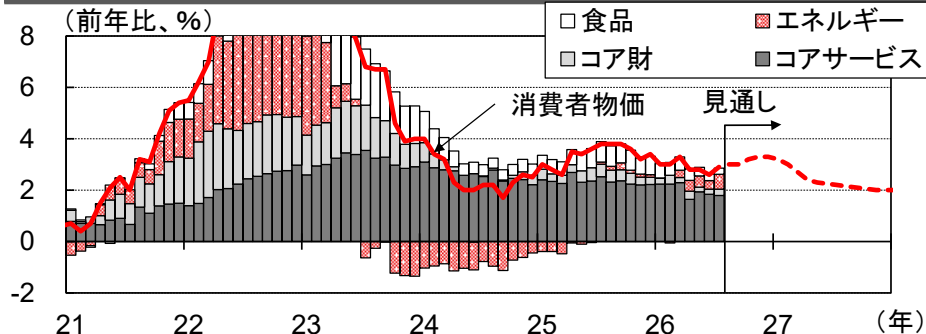


(資料) S&P Global統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (3)欧州経済 ②英国 (b)金融政策

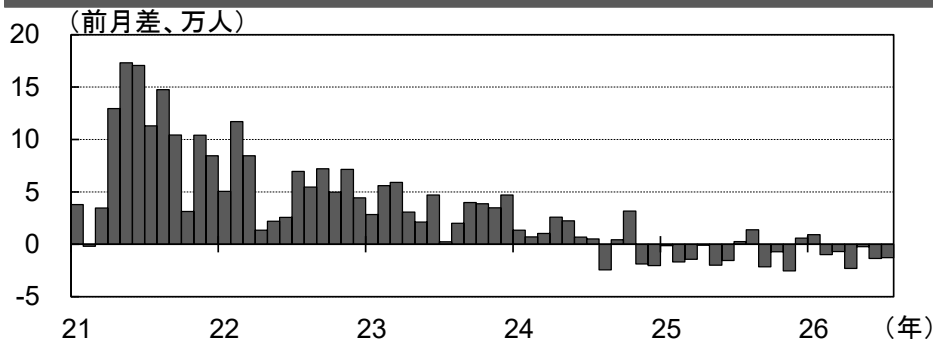
- 英国中央銀行(BoE)は7月、政策金利の据え置き(3.75%)を決定。中東情勢等の外部要因によるインフレリスクを認識しつつも、二次的波及効果が限定的に止まる中、国内のデスインフレ要因も踏まえ、追加引き締めには慎重な姿勢を維持。
- 物価は、7月以降の電力料金引き上げなどを背景に年末まで高止まりするものの、上昇率は3%をやや上回る程度に止まる見込み。政策金利は既に相応に引き締めの水準にあり、労働市場も軟調なことから、当面は据え置かれる見通し。
- インフレが落ち着く来年後半からは、中東情勢悪化前から続く利下げが再開されると予想。但し、ユーロ圏同様、天然ガス在庫不足を起点としたインフレ再加速のリスクが残る点には要留意。

英国の消費者物価の推移と当室の見通し



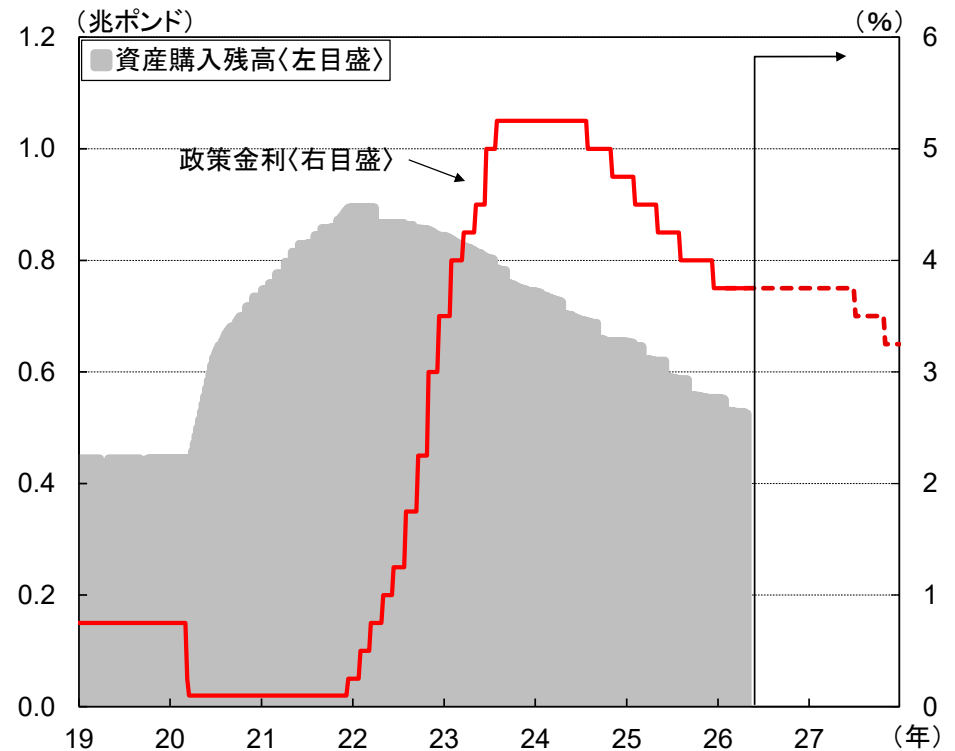
(資料) 英国立統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

英国の給与所得者数の推移



(資料) 英国立統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

英国の政策金利と資産購入残高の推移

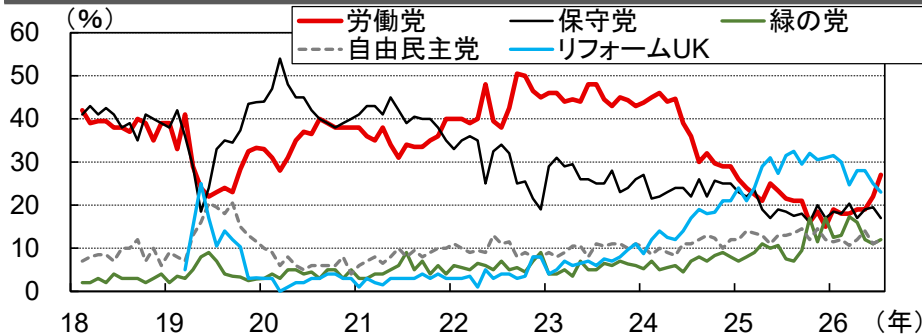


(資料) イングランド銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (3) 欧州経済 ②英国 (c) 政治

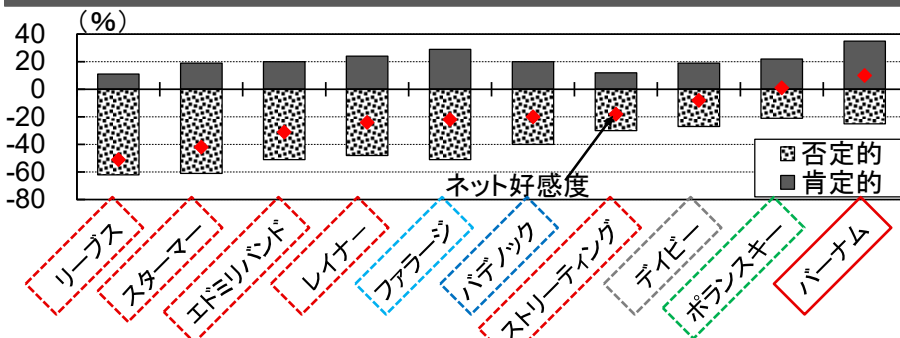
- 7月、バーナム氏 (Andy Burnham) が新首相に就任。労働党は2024年の総選挙で大勝したが、度重なる方針変更やインフレ対応への批判から支持率が急落。他党の政治家と比べても高い人気を誇るバーナム氏への交代により、党勢立て直しを図る。
- バーナム首相は就任演説において、「過去40年で最大の変革を実施する」と述べ、改革への強い意欲を表明。大枠としては労働党の従来方針を維持するとみられるものの、過去の政治権力の中央集権化や、公共サービスを含む経済分野の民営化を誤りと位置付け。地方分権や水道・交通等への公的関与を強化するほか、社会保障・生活支援についても前政権以上に重視する可能性が高い。
- 財政運営では、バーナム政権は前政権以上に政府の役割を重視するとみられ、追加歳出への期待とともに財政悪化への懸念が高まりやすい点に要留意。バーナム首相は現行の財政規律維持を強調する一方、「柔軟性」の必要性にも言及しており、「トラス・ショック」の記憶が残る中、予算案で財政規律と政策拡充をどこまで両立できるかが焦点。

英国の政党支持率の推移



(資料) Europe Elect統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

英国主要政治家の支持率



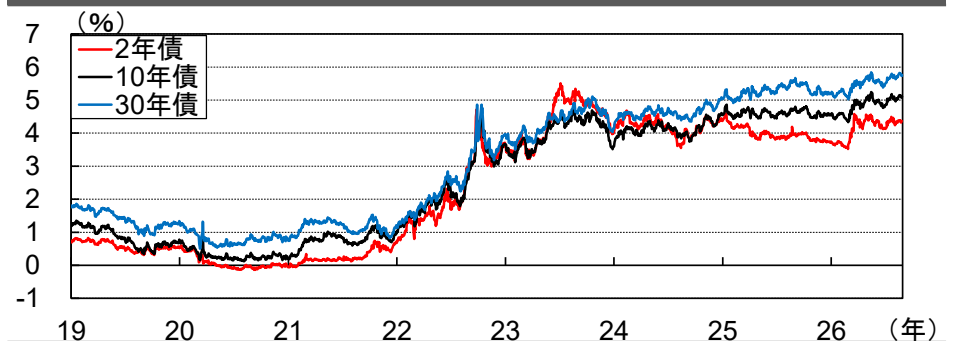
(注) 1. データは2026年4月(労働党が地方選で大敗する直前)のものを使用。  
2. 支持率は「Popularity」から「Disliked」の割合を引いた、ネットの好感度。  
3. 赤枠は労働党、青枠は保守党、緑枠が緑の党、グレー枠が自由民主党、水色枠がリフォームUK。  
(資料) The Spectator統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

バーナム首相の主要政策

|                       |                                                                                                                                        |
|-----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 地方分権<br>(No.10 North) | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 首相官邸機能の拡張、マンチェスターに拠点設置</li> <li>・ 地域に財源配分の決定権と追加的資源</li> <li>・ 意思決定を地域に移譲、自治体の権限拡大</li> </ul> |
| 社会保障                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 生活サービスをより強い公的管理に戻す</li> <li>・ 公営住宅の建設推進</li> </ul>                                            |
| 生活支援等                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 光熱費に対する付加価値税(VAT)5%廃止</li> <li>・ パブ等の中小事業者への事業税減税</li> </ul>                                  |

(資料) 各種報道等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

英国債利回りの推移



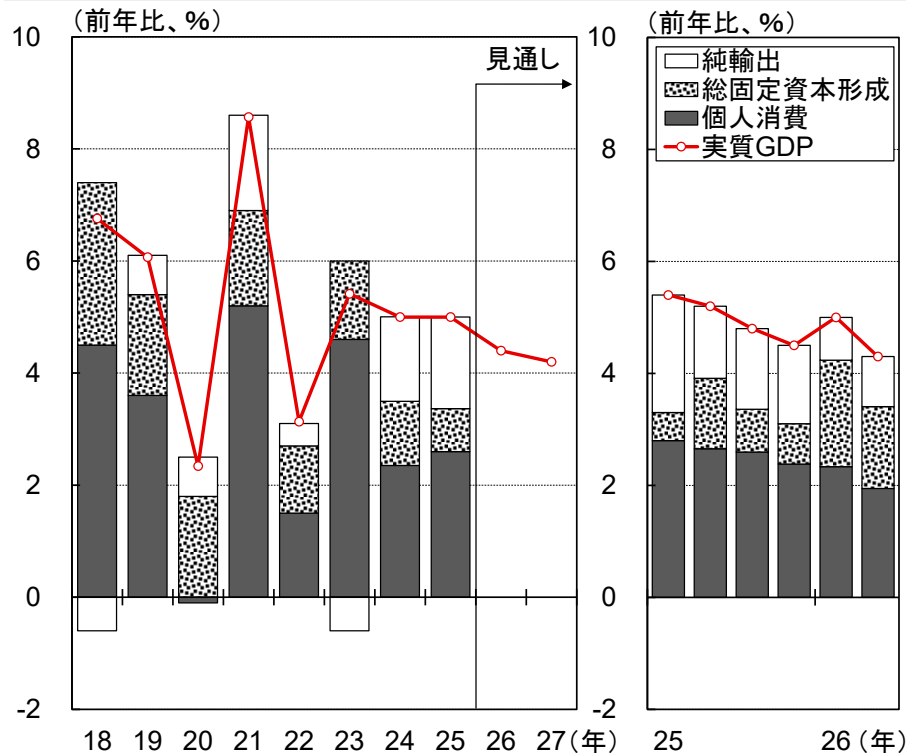
(資料) Macrobond統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成



## 2. 内外経済見通し (4) アジア・豪州経済 ①中国 (a) 概況

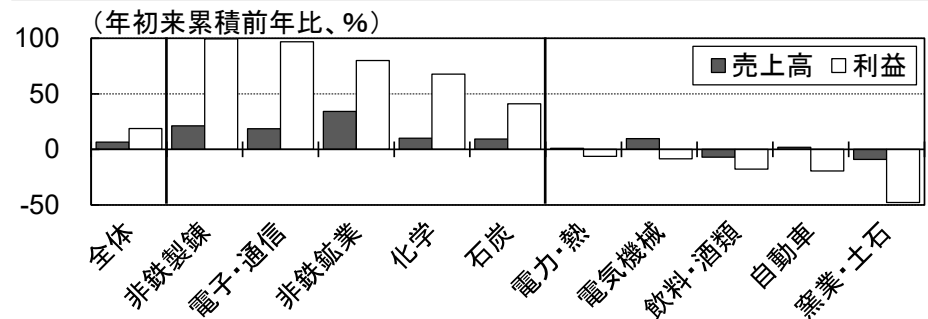
- 4-6月期の実質GDPは、内需の減速を主因に前年比+4.3%と前期(同+5.0%)から伸びが減速。1-6月の企業業績は全体として堅調ながら、AI関連業種が世界的な需要拡大の恩恵を受ける一方、自動車や建材は低迷するなど業種により一様でない。
- 先行き、人口動態に加え、不動産不況を背景としたマインド低迷や雇用環境悪化等の国内の構造課題が、緩やかな成長減速基調を引き続き形成しよう。こうした中、政府・中銀が機動的な財政・金融政策により、中東情勢や米国の関税政策に起因する景気の下振れ圧力を緩和する構図が続く見込み。実質GDPは2026年に同+4.4%、2027年には同+4.2%と減速する公算。
- 中東情勢の影響について、原油備蓄が相応の水準にある中で輸入を抑制しており、国内のインフレ圧力はピークアウトの兆し。この先も、情勢の再度の先鋭化や長期化を通じた波及影響には留意を要するものの、政策対応により影響は抑制されよう。
- また、米国の対中関税が再び上昇する場合に、米国以外への安価な製品の輸出強化や、輸入鈍化等を通じた海外経済への負の影響が強まるリスクは残るが、その場合でも適時の政策強化・調整により、中国全体の成長ペースはコントロールされよう。

中国の実質GDPの推移と見通し(暦年、四半期)



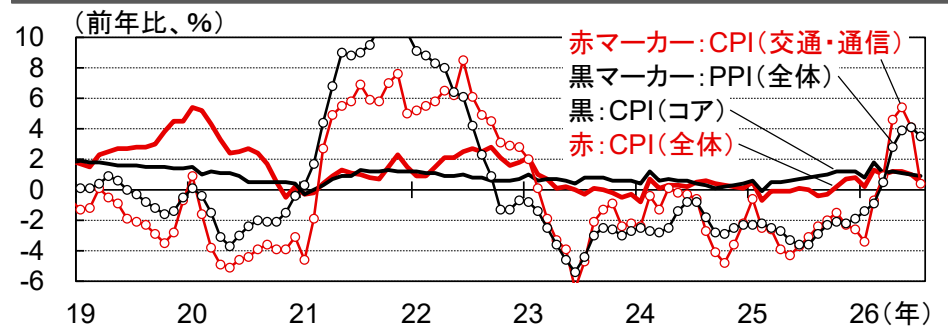
(資料) 中国国家统计局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

中国の企業業績(2026年1-6月、利益寄与上下位5業種)



(資料) 中国国家统计局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

中国の消費者物価・生産者物価の推移



(資料) 中国国家统计局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

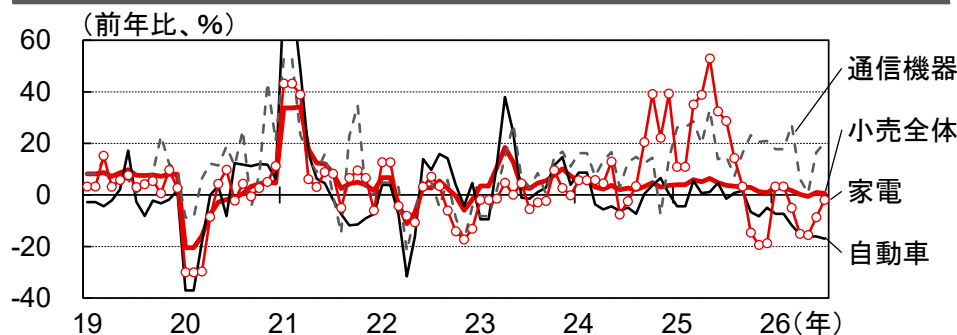
## 2. 内外経済見通し (4) アジア・豪州経済 ①中国 (b) 個人消費・総固定資本形成

- 小売売上高は、政策効果による品目毎の違いはあるものの、全体としては伸び悩み。先行きも、消費市場拡大を重要施策とする政府の政策的下支えが見込まれるが、家計の貯蓄志向と雇用不安等<sup>(注)</sup>が根強い中、消費は緩やかな拡大ペースに止まろう。

(注) 都市部失業率は全体で安定している一方、若年層の高止まりも継続。今年の大卒者が過去最多となる見込みである中、オンライン求人数には業種間のばらつきもみられ、若年層を中心に労働需給のミスマッチが雇用改善の重石となっている可能性。

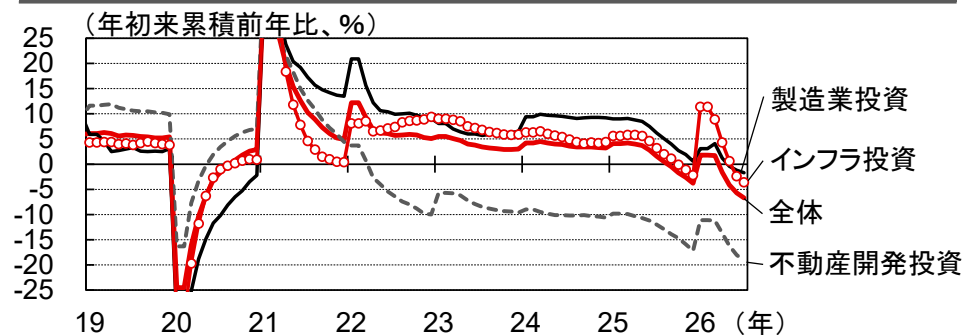
- 固定資産投資は、『インフラ投資』や『不動産開発投資』のマイナスが続いているほか、『製造業投資』も、自動車やエネルギー、新素材、AI等ハイテク分野といった政府の注力業種では高い伸びが続くものの、全体としては軟調。
- 先行き、政府の振興分野(EVや半導体、脱炭素関連、先端新産業)の投資は堅調さを保とう。一方、インフラ投資は中央政府の支援はあるが、地方政府の財政難等もあり全体のけん引は見込めない。不動産投資は住宅在庫の積み上がりや価格の高止まりもあり、調整が続く見通し。投資は五カ年計画初年度として挺入れされる可能性もあるが、成長の軸とはならない公算。

中国の小売売上高の推移



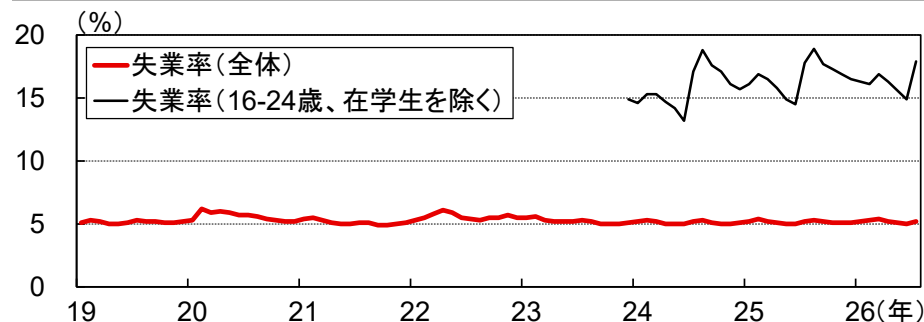
(資料) 中国国家统计局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

中国の固定資産投資の推移



(資料) 中国国家统计局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

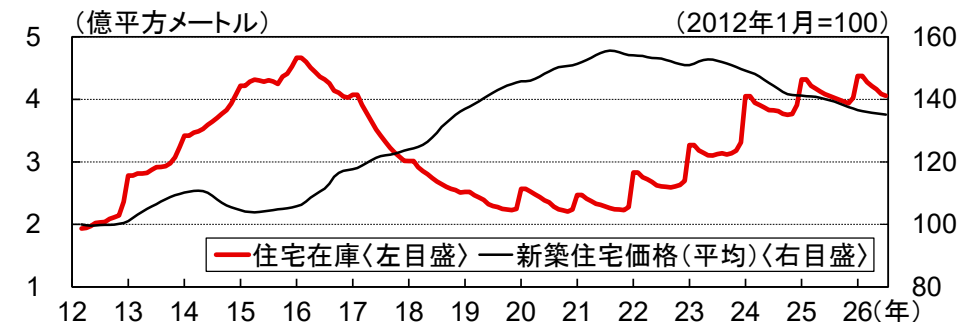
中国の都市部失業率の推移



(注) 『失業率(16-24歳、在学生を除く)』は統計算出方法の見直しのため2023年12月以降のデータ。

(資料) 中国人口資源社会保障部統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

中国の住宅在庫と新築住宅価格の推移

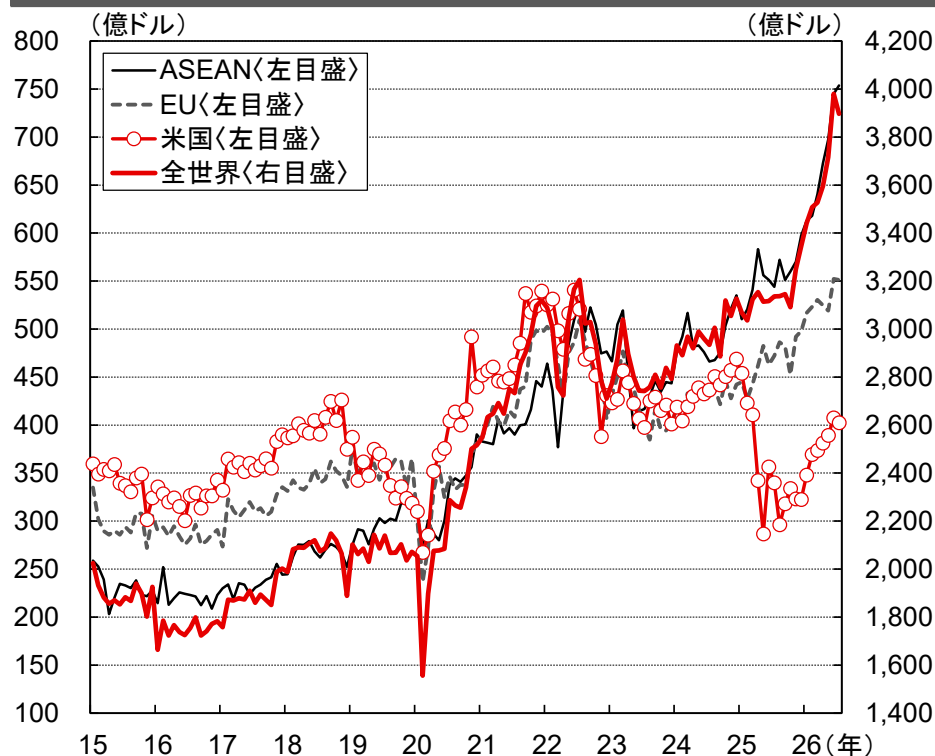


(資料) 中国国家统计局統計、CEICより三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (4)アジア・豪州経済 ①中国 (c)外需

- 輸出は、対米輸出をASEAN経由とする取り組みや、輸出先を欧州等へと切り替える動きの拡大が示唆される中、堅調な推移が継続。対米輸出も、関税効果の一巡もあって持ち直しつつあるほか、各国のAI需要の拡大も押し上げ要因とみられる。
- もっとも、米中対立が再び先鋭化する可能性もある中、電気機器や機械、衣類等の対米輸出における主要産業では、第三国経由の対米出荷や、米国以外への販売先切り替えが定着・継続すると予想(従来の商流や対米輸出シェアには回帰せず)。
- 先行き、こうした輸出経路・仕向け先の再編が進む下で、世界的なAI需要の拡大にも支えられ、輸出全体としては世界経済の成長ペースに沿った増勢が続く見通し。
- 輸入は、全体としては前年比+26.5%(1-7月)と増勢にある一方、原産地や品目によって濃淡あり。韓国や日本、台湾からの電気機器や機械類、中南米等からの一次産品等は増加している一方、欧米からの自動車や一次産品は減少。

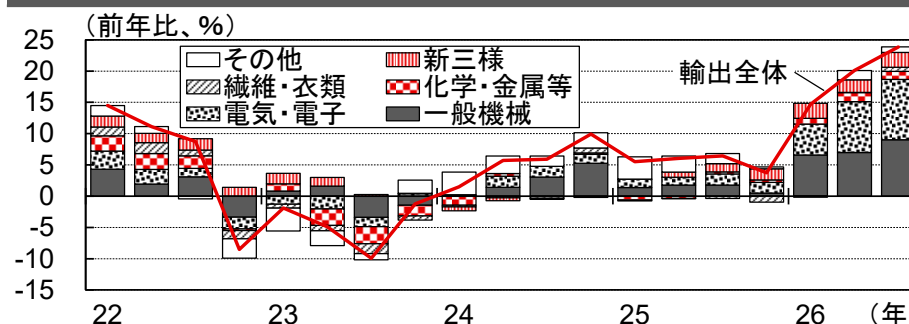
中国の仕向け地別輸出の推移



(注) 季節調整は当室にて実施。

(資料) 中国海関総署統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

中国の品目別輸出の推移



(注) 直近は2026年7月単月データ。『新三様』は輸出の新たなけん引役とされるEV・リチウムイオン電池・太陽光発電関連の総称。

(資料) 中国国家统计局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

主要原産地・品目別にみた中国の輸入の変化(2026年1-7月)

| 輸入全体    |       |           |       | +26.5                   | (前年比、%) |       |
|---------|-------|-----------|-------|-------------------------|---------|-------|
| 国・地域別   |       |           |       | 品目別                     |         |       |
| 韓国(7)   | +66.8 | 台湾(9)     | +24.6 | 基礎工業製品(11):金属・ガラス等      |         | +74.4 |
| 豪州(5)   | +43.0 | ASEAN(15) | +23.5 | 機械類(36):<br>電気／輸送機器・部品等 |         | +38.1 |
| 日本(6)   | +28.7 | EU(10)    | +7.1  | 一次産品(36):農産・食品・鉱物等      |         | +10.7 |
| 中南米(10) | +28.0 | 米国(5)     | +1.5  | 消費財(4):衣料・家具・雑貨等        |         | +6.3  |
|         |       |           |       | 原料・中間財(12):化学・ゴム等       |         | +4.0  |

(注) 括弧内の値は2025年の輸入全体に占める割合。

(資料) 中国国家统计局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (4) アジア・豪州経済 ①中国 (d) 政策

- 政府は7月の政治局会議で、「より積極的な財政政策」(消費刺激策やインフラ投資等)や「適度に緩和的な金融政策」(利下げや預金準備率引き下げ等)の方針を維持。今後も情勢に応じた適時の政策調整が景気を下支えする公算<sup>(注1)</sup>。なお、2027年の第21回党大会を控え、次期指導部体制を巡る動向と、その政策運営への影響にも要留意<sup>(注2)</sup>。

(注1) 中銀は8/12、金融政策における流動性管理と短期金利調節の精度・有効性を高めるため、操作目標を従来の7日物レポ金利から、翌日物同金利へ変更し、同金利による操作頻度を増やす方針を打ち出し。

(注2) 党大会は5年に一度開催される重要会議であり、次期指導部人事の節目とされる。

- 対米関係や中東情勢といった外部環境の変化に加え、国内では構造的な需給ギャップが課題との認識の下、この先も内需拡大や技術革新等を推進するとともに、反「内巻」<sup>(注3)</sup>対応等を通じた供給力改革に取り組むとみられる。ただ、経済・社会の安定と、成長モデル転換の両立は容易ではなく、当面は海外需要にも供給力の吸収を求めながら、慎重に対応を進める見込み。

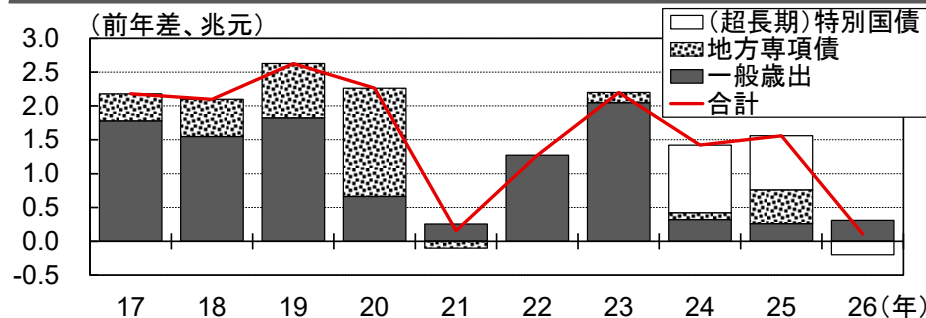
(注3) 企業間の過剰な生産と価格競争。地方政府間での企業誘致競争(補助金・税制優遇・土地供給等)による同業種での投資集中などが背景。短期的な生産能力拡大に偏重した一部業種では、価格競争の結果、収益性が悪化するケースも散見され、従業員の疲弊等も社会問題化。

中央政治局会議(2026年7月)のポイント

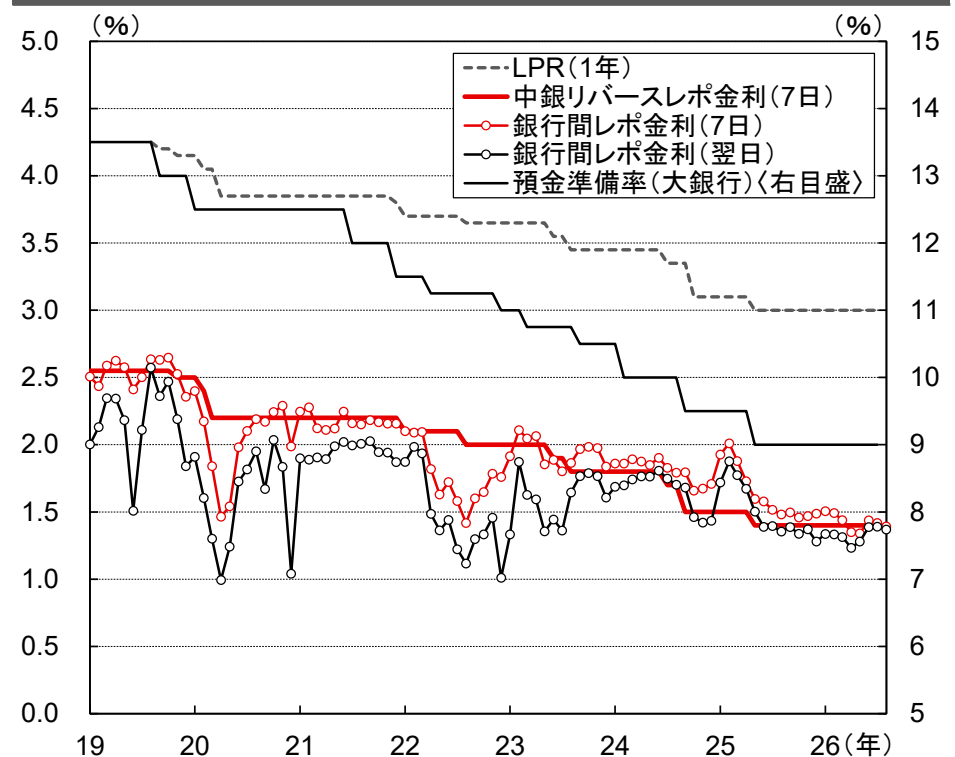
|         |                                                                                                                                                                                         |
|---------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 現状認識    | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 新たな成長原動力への転換が進み、経済構造も改善傾向</li> <li>■ 直面する困難や課題を十分に認識し、各種機会・優位性を要活用</li> </ul>                                                                  |
| 財政・金融政策 | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 「より積極的な財政政策」と「適度に緩和的な金融政策」</li> <li>■ 既存の政策効果を十分に発揮させつつ、必要に応じて実効性の高い追加対策を適時に検討・導入</li> </ul>                                                   |
| 重点領域    | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 消費を中心とする内需拡大(例: サービス消費の振興)</li> <li>■ AI等の新産業育成加速、産業高度化</li> <li>■ 無秩序な企業間競争の管理(「内巻式」競争の解消)</li> <li>■ 他、対外開放、リスク防止と解決(例: 地方政府債務) 等</li> </ul> |
| 5中全会    | ■ 「全面的な厳しい党内政治」を主な議題として10月に開催                                                                                                                                                           |

(資料) 各種資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

中国の財政投入規模の推移



中国の金融政策ツール・銀行間レポ金利の推移



(注) 銀行間レポ金利は月中平均値、他は月末値。

(資料) 中国人民銀行統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

54 (注) 2026年は予算案、2025年までは実績ベース。

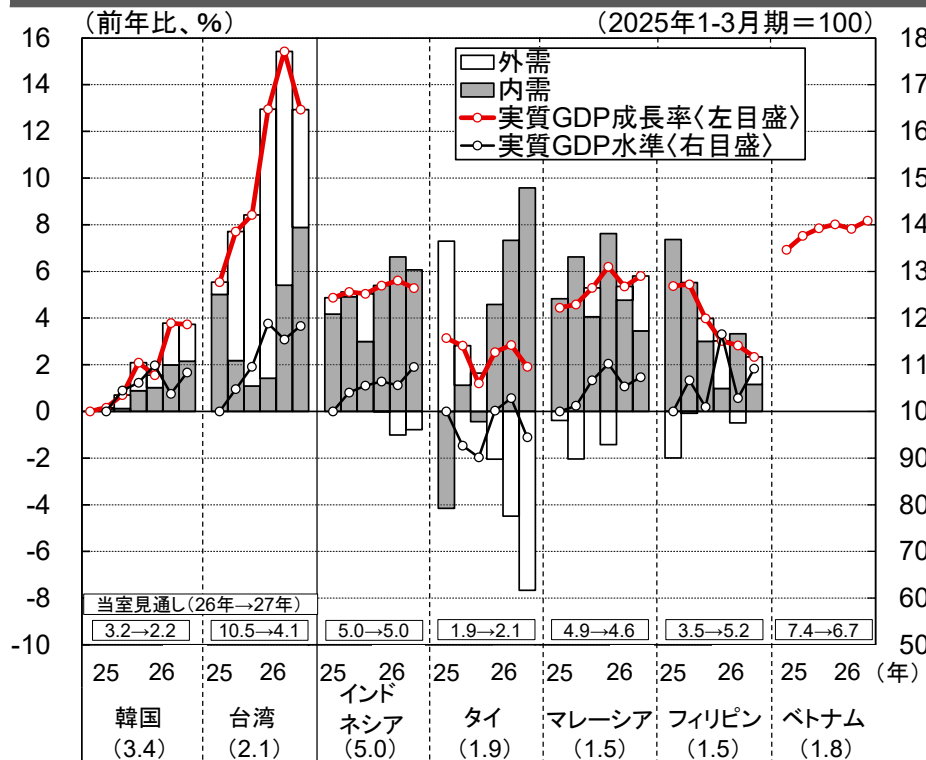
(資料) 中国財政部統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成



## 2. 内外経済見通し (4)アジア・豪州経済 ②その他アジア (a)概況

- 4-6月期の実質GDPは、中東情勢に起因する物価高等が重石となり、前期から伸びが鈍化した主要国・地域が多かった。もっとも、当初他地域比で中東情勢の影響を受けやすいと懸念されていた中、各国政府の物価抑制策や原油等の代替調達、需要管理策の効果に加え、内外のAI需要が輸出や投資の下支えとなることで、景気は全体として底堅さを示したといえる。
- NIEs: 先行き、中東情勢に起因する電力不足等のリスクが燃えるほか、主力の半導体産業偏重の成長となるものの、経済成長率は2026年に同+5.6%、2027年は同+2.8%と好調な推移を見込む。
- ASEAN: 一部の国ではAI関連需要が引き続き景気を下支えするものの、2026年は高めのインフレ率や政府の需要管理策が消費の重石となる上、輸送費高止まりも含めた物流・観光の制約が外需を抑制し、成長率は同+4.7%へ減速する見通し。2027年はAI関連需要の拡大が継続する中で、中東情勢の下押し影響が一巡し、同+4.8%に持ち直すと予想。
- 中東情勢やAI需要以外の地域固有のリスクとして、米中関係の狭間で、米国による当地域経由の対中輸入への規制や、安価な中国製品流入が、アジア各国の製造業を中心とする産業・雇用に及ぼす影響に要留意。また、エルニーニョ現象にも要警戒。

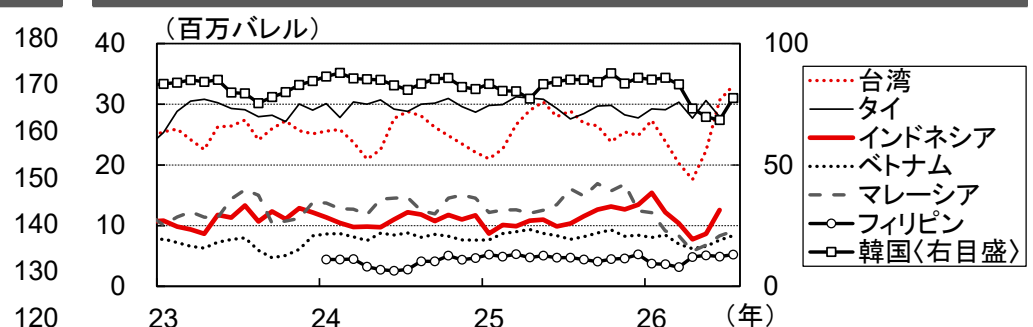
アジア主要国・地域の実質GDP成長率の推移(四半期)



(注) 国名下の括弧書きは、2025年の名目GDP(兆ドル)、購買力平価ベース。

55 (資料) 各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

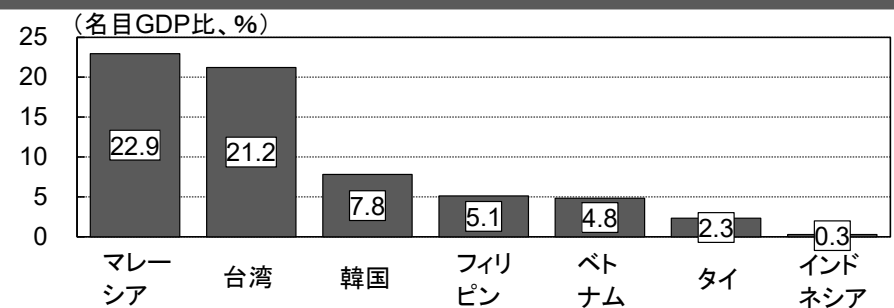
アジア主要国・地域の原油輸入量の推移



(注) 3ヵ月移動平均。インドネシアと台湾は輸入額を国際原油価格で量に換算。

(資料) 各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

アジア主要国・地域の半導体輸出(名目GDP比)



(注) 半導体はHSコード8542。マレーシア・台湾・韓国は2025年、

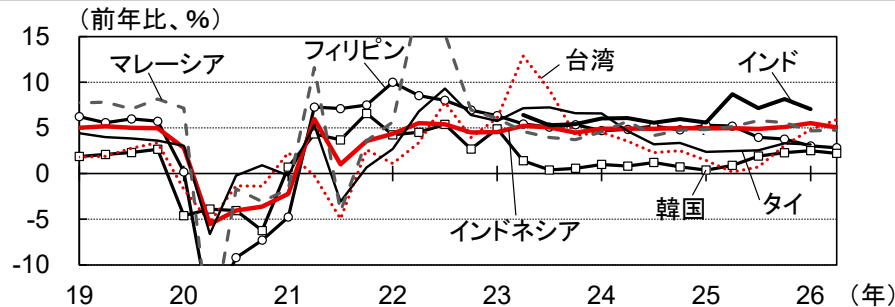
ベトナムは2023年、他は2024年。

(資料) 台湾財政部統計、UN Comtradeより三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (4)アジア・豪州経済 ②その他アジア (b)個人消費

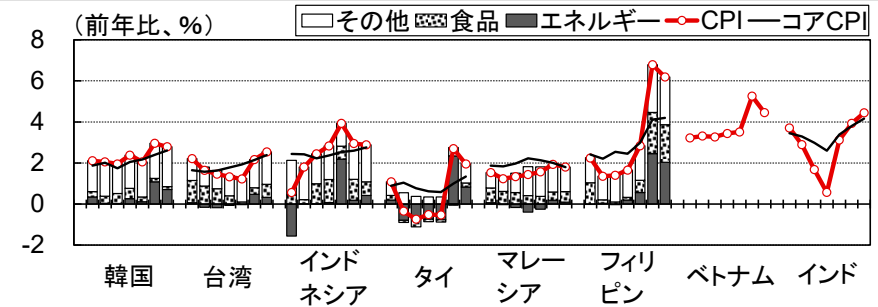
- 個人消費は、AI需要が所得環境改善につながっている台湾を除けば、中東情勢起因の物価高が重石となり、総じて弱含み。
- 中東情勢緊迫化を背景に進行していた通貨安は、一部の国での利上げ(フィリピン:6・8月、韓国:7・8月等)や為替介入等を受け持ち直しの動き。物価は第2四半期をピークに総じて伸び率が低下。
- 先行き、各政府はエネルギー価格抑制や代替調達策を講じており、インフレ率は資源価格の落ち着きに伴い低下していく公算。金融政策は、今年後半にかけて政策金利の据え置きが続くとみられるものの、来年以降、各国中銀は米金利動向も睨みつつ利下げのタイミングを探っていく見通し。
- こうした中、最低賃金の引き上げ等雇用環境の改善基調は総じて保たれるとみられることなどから、消費は底堅さを維持すると予想。もっとも、中東情勢の再度のエスカレーションや、非常に強いエルニーニョ現象の発生による一次産品価格の上昇圧力が、インフレ再燃や中銀の金融引き締めを通じて個人消費の重石となる可能性には要留意。

アジア主要国・地域の実質個人消費の推移



(資料)各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

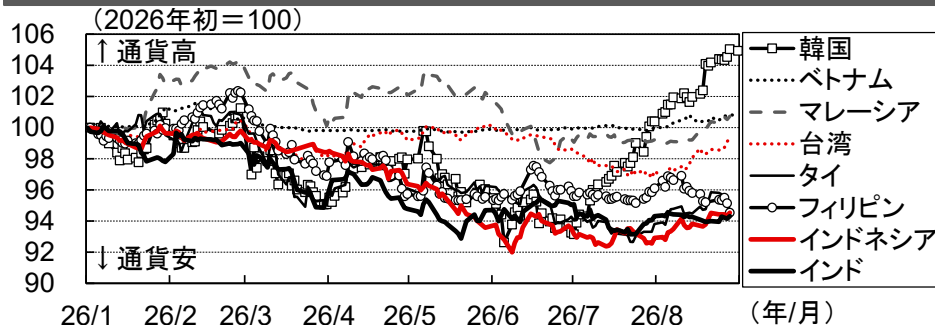
アジア主要国・地域の消費者物価指数の推移



(注) 2025年1-3月期以降の四半期毎。直近は2026年7月。エネルギーは、燃料、電気、ガスを合算。タイは、コア以外の物価のうちエネルギー。

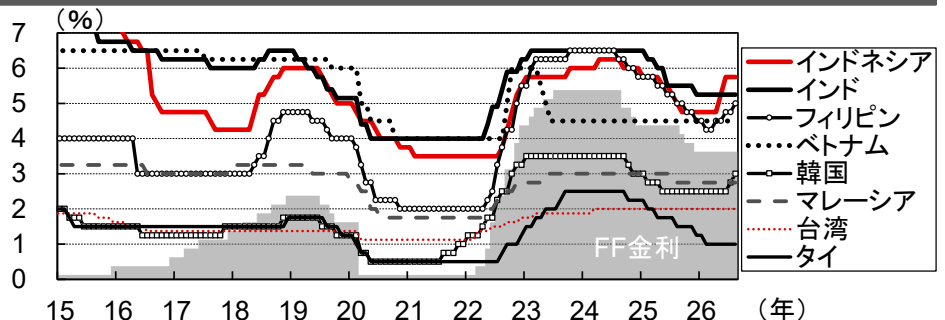
(資料)各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

アジア主要国・地域の対ドル為替相場の推移



(資料)各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

アジア主要国・地域の政策金利の推移



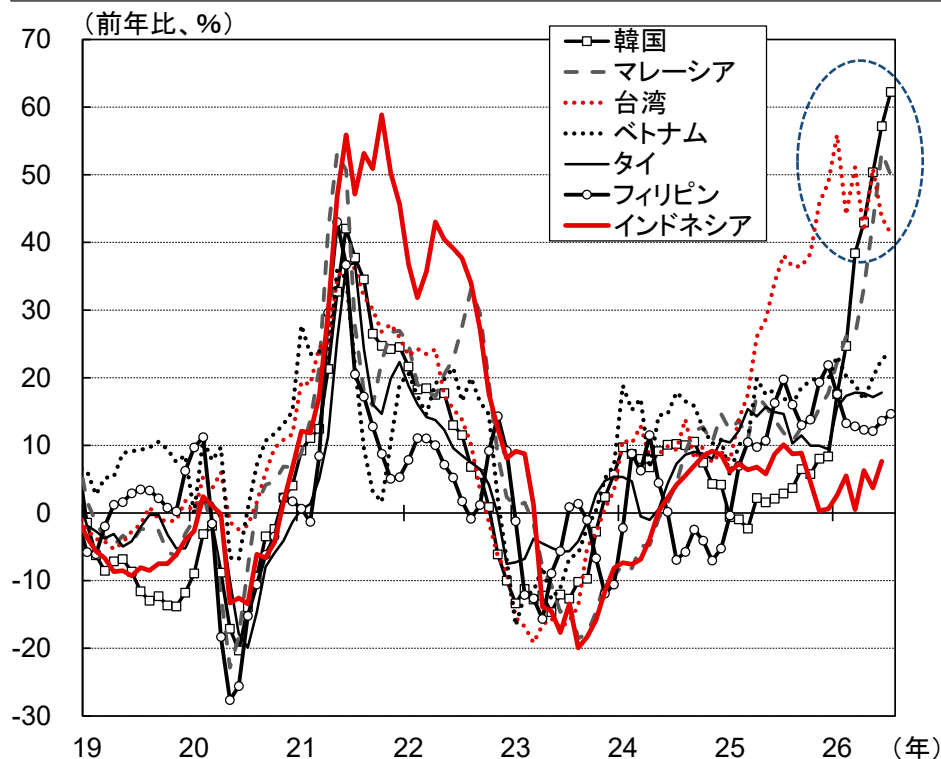
(資料)各国中銀統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (4)アジア・豪州経済 ②その他アジア (c)輸出

- 輸出は、世界的なAI需要拡大を背景とする半導体関連製品がけん引し、特に韓国、マレーシア、台湾で高めの伸び。
- 先行き、サプライチェーン再編の潮流がベトナムを中心に輸出を引き続きサポートするほか、旺盛なAI関連需要が輸出の追い風となる見通し。中東情勢による影響は、資源価格が高止まりする場合に、マレーシアやインドネシアなどの資源国の輸出には追い風となる反面、輸送費の上昇やサプライチェーンの混乱が輸出全般の重石となる公算。
- アジア各国の主要輸出品目である半導体等に対する米国の関税や、中国製品を念頭に置いた第三国経由輸入の取り扱い等<sup>(注)</sup>、米政策の影響が他地域比大きい点、また、AI関連需要の変調が各国の投資や輸出を腰折れさせるリスクにも要留意。

(注) 半導体への25%の追加関税(2026年1月大統領布告)について、現時点では高性能な半導体製品に限定されており、米国内用の製品は概ね対象外であるが、今後対象が広がるリスクに注意。8月にホワイトハウスが報告書で関税回避の「違法な積み替え」を指摘したがその定義は曖昧であり、相互関税等への違憲判決も踏まえると、第三国経由の輸出と判断された製品に対する追加関税適用の実現性は不透明。

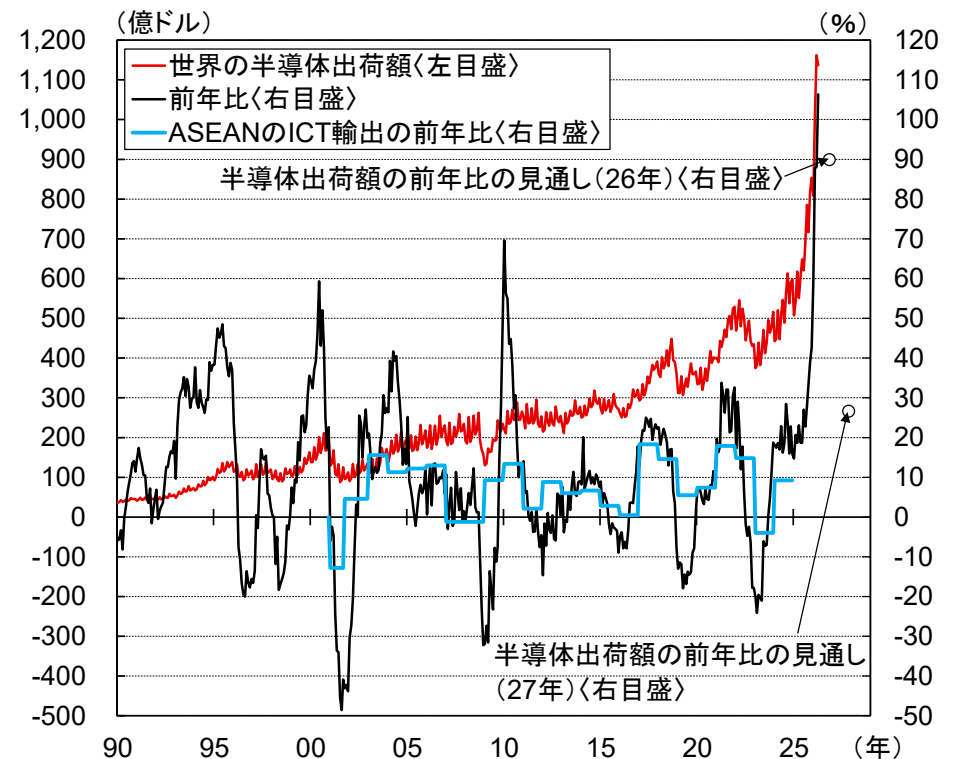
アジア主要国・地域の財輸出の推移



(注) 3ヵ月移動平均。

57 (資料) 各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

世界の半導体出荷額とASEANのICT輸出の推移



(注) 1. 2026年、2027年の半導体出荷額の前年比の見通しはWSTS予測に基づく。

2. ASEANのICT輸出の前年比のデータは、2024年はベトナムを除く4カ国。

(資料) WSTS統計、UNCTADより三菱UFJ銀行経済調査室作成

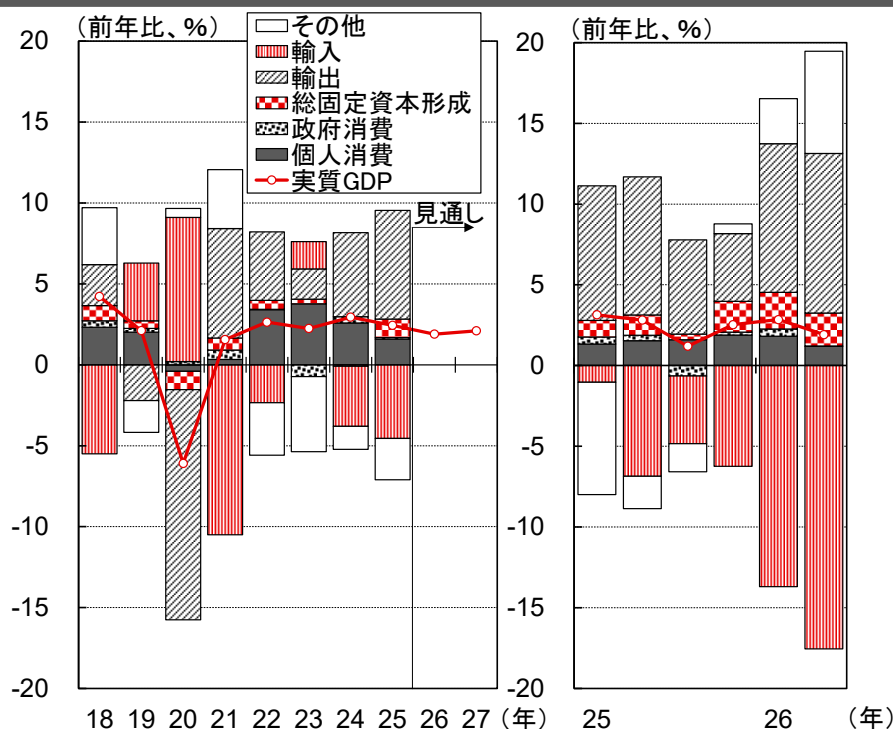
## 2. 内外経済見通し (4)アジア・豪州経済 ②その他アジア (d)タイ

- 4-6月期の実質GDPは前年比+1.9%と、AI需要が下支えした一方、中東情勢が内外需を押し下げ、前期から減速。
- 個人消費は総じて緩やかな拡大が継続。耐久財は、高金利や金融機関の融資基準厳格化等が重石となる一方、政府の支援策「EV3.5」等<sup>(注1)</sup>がEV購入を後押し。外需は、AI需要を背景にHDD等を中心とした財輸出の増勢が続くものの、観光(サービス輸出)は、中東経由の欧州からの観光客減や中国经济減速等を背景に、外国人観光客数の持ち直しが力強さを欠く状況。
- 先行き、AI需要を受けた財輸出や民間投資の底支え、政府の財政政策<sup>(注2)</sup>が内需を下支えするも、中東情勢を受けた原油価格の高騰が、運賃上昇等を通じて観光業の重石となるとみられることから、2026年の実質GDPは前年比+1.9%へ減速。2027年は内外のAI需要が続く下でこうした悪影響が一巡し、同+2.1%に持ち直す公算。

(注1) 本制度を利用する事業者は、EV輸入1台に対し1.5台の国内生産(輸出1台は1.5台と換算)義務が課される代わりに、事業者が補助金の支給や、輸入関税・物品税の優遇を受けられる。中東情勢を受けたガソリン価格の高騰が、EVシフトを促す要因となっているとの指摘もある。

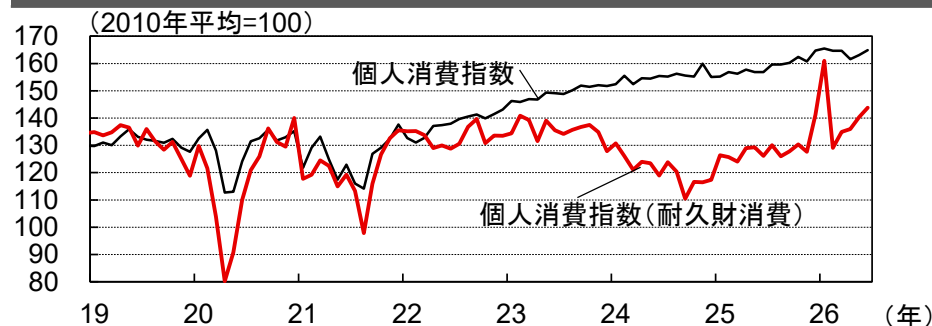
(注2) 政府は5月5日に中東情勢の対応として、財務省への4,000億バーツ(GDP比2.1%)の借入権限の付与を閣議決定。内、1,760億バーツ(GDP比0.9%)の家計向け補助金を6-9月の期間で支給することを5月19日に閣議決定。2,000億バーツはエネルギー転換投資に利用予定。

タイの実質GDPの推移と見通し(暦年、四半期)



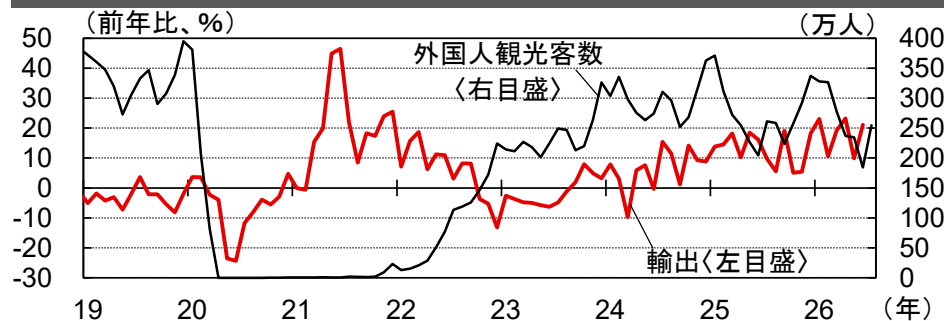
(資料)タイ国家経済社会開発局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

タイの個人消費指数の推移



(資料)タイ中央銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

タイの輸出と外国人観光客数の推移



(資料)タイ商務省、観光庁統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成



## 2. 内外経済見通し (4)アジア・豪州経済 ②その他アジア (e)インドネシア

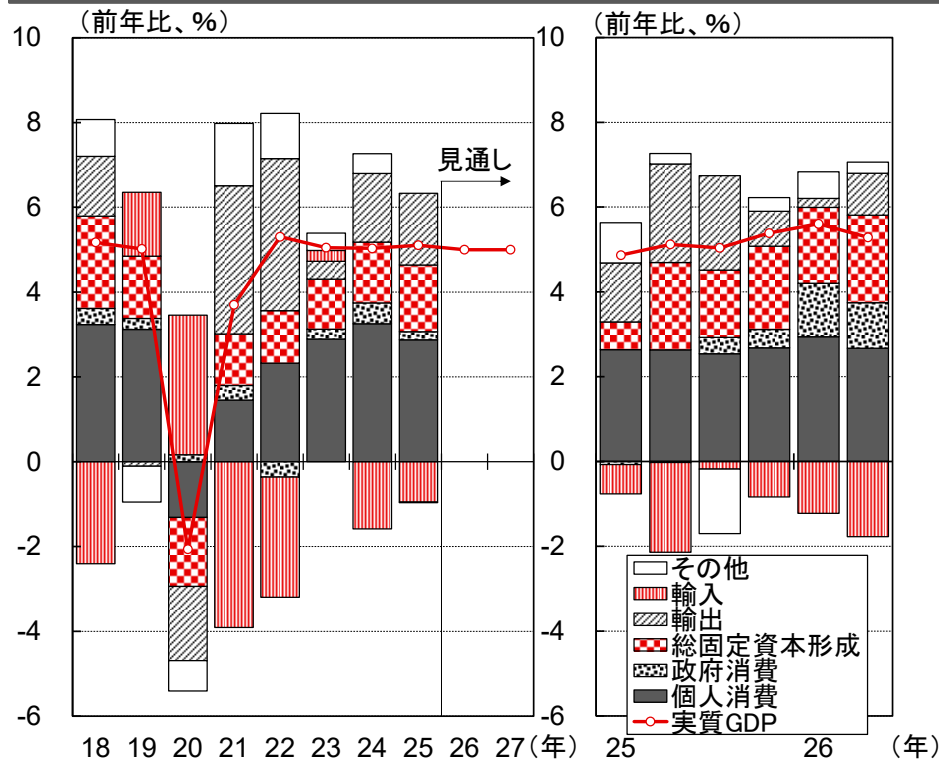
- 4-6月期の実質GDPは前年比+5.3%と、総固定資本形成が加速した一方、個人消費と政府消費<sup>(注1)</sup>は前期から伸びが縮小。
- 個人消費が総じて底堅いほか<sup>(注2)</sup>、総固定資本形成も、政府の社会支援策への歳出シフトを受けた公共投資抑制が一服し堅調に推移。外需は、石炭輸出は拡大した一方で石油輸入増加を主因にマイナス幅を拡大。自国通貨安が加速する中、中銀は通貨価値や物価の安定を企図して6月に0.5%ポイントの利上げを実施し、足元の通貨は持ち直しの動き。
- 先行き、政府・中銀の成長重視姿勢が強まる中、金融市場では、中銀総裁の突然の交代等政策運営への懸念<sup>(注3)</sup>が燃り続けるため、通貨安による輸入物価上昇や金利上昇が景気の重石となろう。もっとも、エルニーニョ現象が及ぼす影響には留意を要するものの、経済構造としては石炭等の資源国であり、中東情勢やAI需要の影響は域内で相対的に限られる見込み。成長率は2026年に前年比+5.0%、2027年は同+5.0%を予想。

(注1) 給食無償化政策は、2025年は71兆ルピアの予算の下、約52兆ルピア(GDP比0.2%)が執行。2026年は、予算が削減される中229兆ルピア(1.0%)。

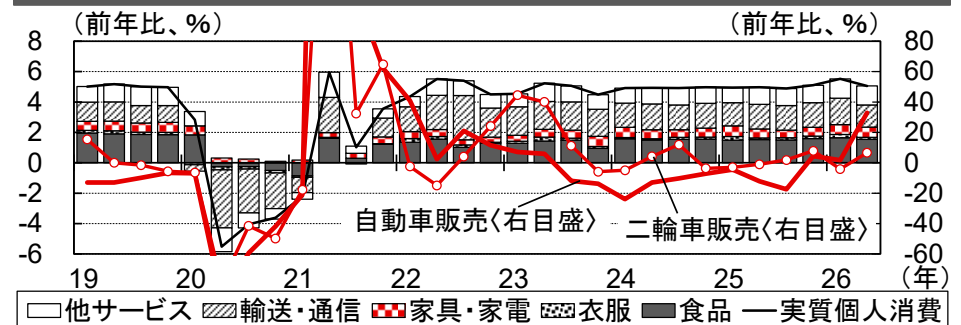
(注2) 自動車や二輪車等の耐久財消費は、高金利や販売金融の融資基準の厳格化、中間層の伸び悩みを背景に依然軟調も、前年比では反動増がみられた。

(注3) 財政赤字の法定上限(GDP比3.0%)への接近や、7月に中銀総裁が任期満了まで2年弱を残して「個人的理由」により辞任したこと等も指摘されている。

インドネシアの実質GDPの推移と見通し(暦年、四半期)

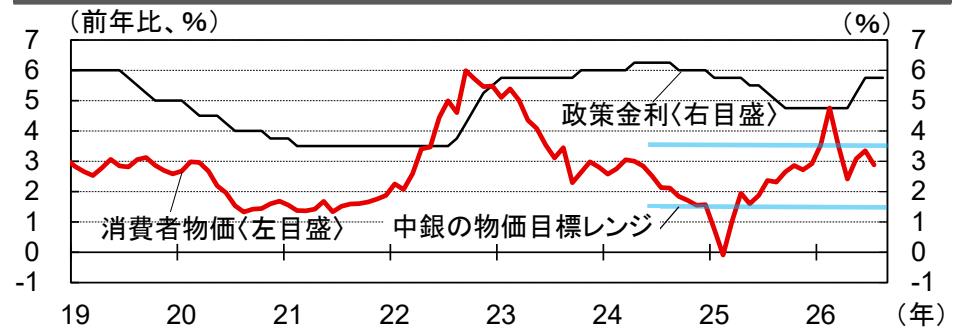


インドネシアの実質個人消費と自動車・二輪車販売台数の推移



(資料)インドネシア中央統計庁、インドネシア自動車工業会統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

インドネシアの消費者物価と政策金利の推移



(資料)インドネシア中央銀行、インドネシア投資省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

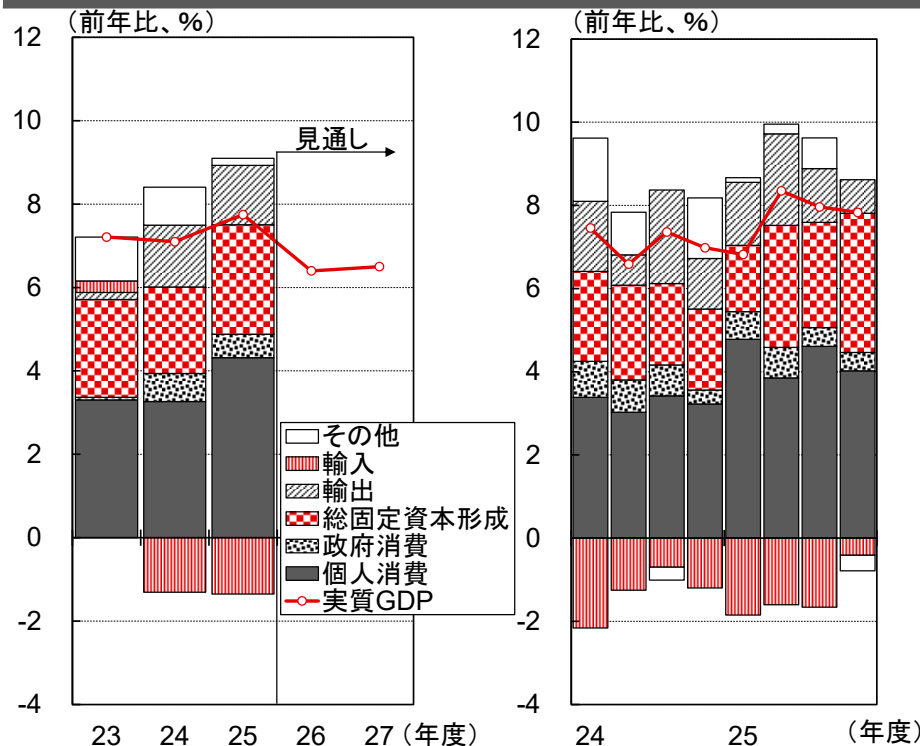
## 2. 内外経済見通し (4)アジア・豪州経済 ②その他アジア (f) インド

- 1-3月期の実質GDPは前年比+7.8%と、前期(同+8.0%)から減速。設備投資を中心とする総固定資本形成が加速した一方、昨年実施した物品・サービス税(GST)引き下げ効果の一巡等から、個人消費の伸びが縮小。
- 企業景況感は、今年に入ってから鉱工業生産とあわせて伸び悩みつつも、節目(50)超えを維持。中銀は8月、2026年度の物価予測を小幅に引き下げつつも、先行きの高い不透明感を注視する必要があるとして政策金利を据え置き、中立姿勢を維持。
- 先行き、原油等の純輸入構造にある中、中東情勢に起因する油価高止まりや通貨安等を通じた物価高が、成長の中心である個人消費の重石となり、2026年度の実質GDP成長率は前年比+6.4%に減速する見通し。一方で、人口動態やインフラ投資需要を背景に、内需が成長をけん引する大きな構図は維持されるとみられ、2027年度は資源価格の落ち着きもあって同+6.5%に緩やかに持ち直すと予想<sup>(注1)</sup>。但し、リスク要因の幅広さ<sup>(注2)</sup>には要注意。

(注1) 本稿は1-3月期までの実質GDPをベースに予測を策定しており、8月31日夜に公表予定の4-6月期の実質GDPは反映せず。

(注2) 中東情勢を受けた肥料の供給不足の悪化や、非常に強いエルニーニョ現象に伴う農作物不作等農業部門への影響に加え、元来財政・国際収支といったファンダメンタルズに課題を抱える中、中東からの非居住者送金(全体の約4割)減少も想定される等、対外脆弱性を含むインド固有の事情もある。

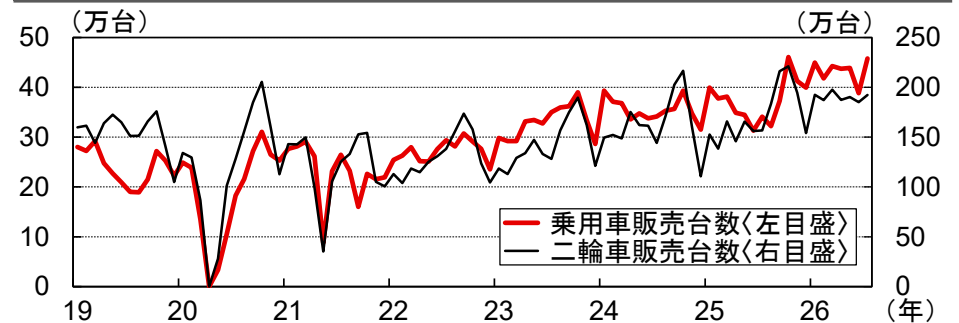
インドの実質GDPの推移と見通し(年度、四半期)



(注) GDP統計の基準年改訂により、2022年度以前のデータはなし。

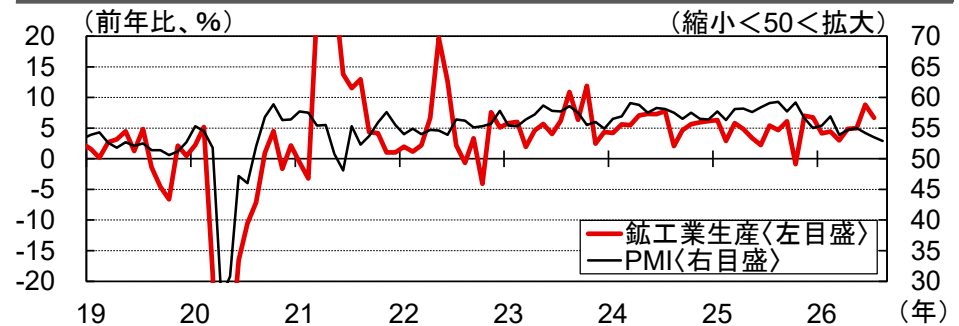
60 (資料) インド統計計画・実施省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

インドの乗用車販売台数、二輪車販売台数の推移



(資料) インド自動車工業会統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

インドの鉱工業生産と製造業PMIの推移

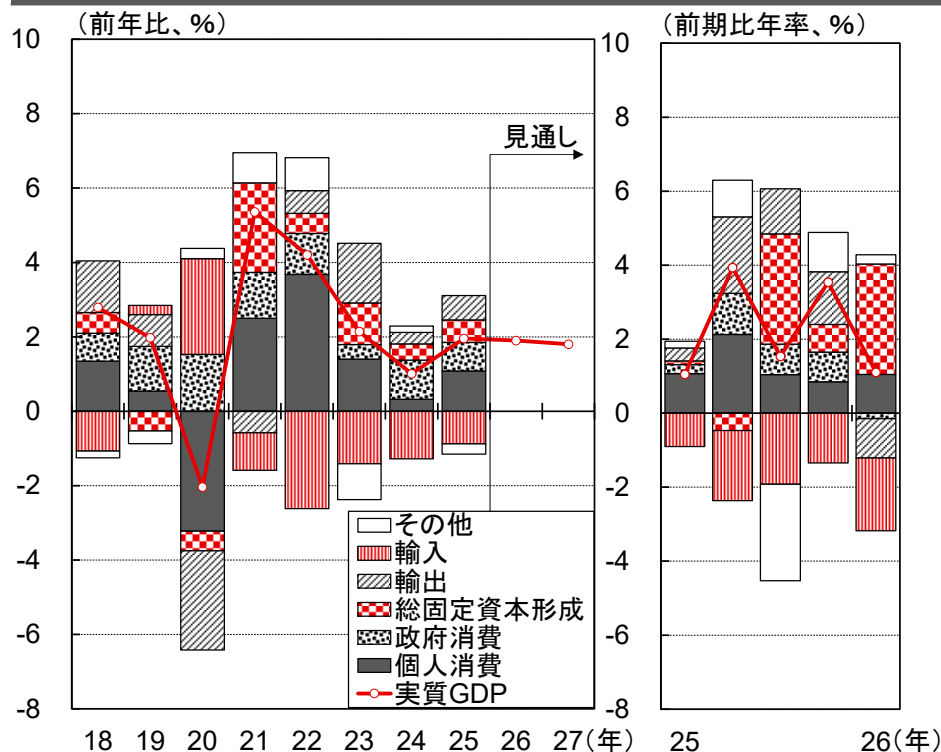


(資料) インド統計計画・実施省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 内外経済見通し (4)アジア・豪州経済 ③豪州

- 1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.1%と前期から減速。データセンター投資を中心とした総固定資本形成が成長を押し上げた一方、サイクロンを主因とする輸出減と、データセンター関連機器をはじめとする輸入増が下押しした。
- 家計支出は年初以降徐々に持ち直した一方、消費者信頼感指数は底這い圏で推移。足元のインフレ率は目標(2~3%)を上回る一方、4-6月期は前年比+3.9%と前期(同+4.1%)から鈍化する中、中銀(RBA)は8月の金融政策決定会合にて、2会合連続で金利の据え置きを決定(政策金利:4.35%)。
- 2026年の実質GDP成長率は、データセンター投資をはじめとした民間投資の拡大が景気を押し上げる一方、インフレ高止まりによる消費減退が下押し圧力となり、前年比+1.9%と2025年からやや減速する見通し。2027年は、利上げ効果の浸透が消費や民間投資を抑制し、同+1.8%とさらに減速する見込み。但し、先行き不透明な中東情勢や連動するエネルギー価格の動向から、足元一服しつつあるインフレが再燃するといった下振れリスクには留意。

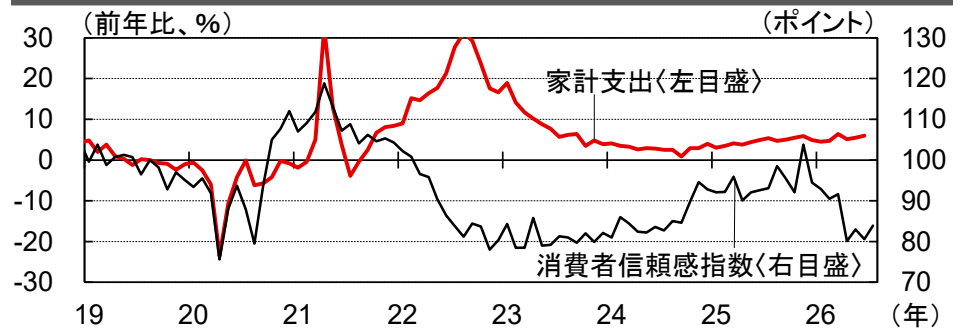
豪州の実質GDPの推移(暦年、四半期)



(注) 本稿リリース時点で、四半期の実質GDPのデータは2026年1-3月期まで公表済。

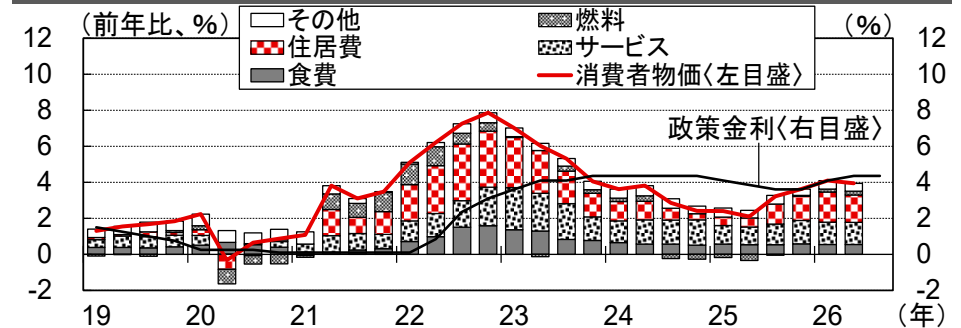
(資料) 豪州統計局統計より国際通貨研究所作成

豪州の家計支出と消費者信頼感指数の推移



(資料) Westpac統計より国際通貨研究所作成

豪州の消費者物価上昇率と政策金利の推移



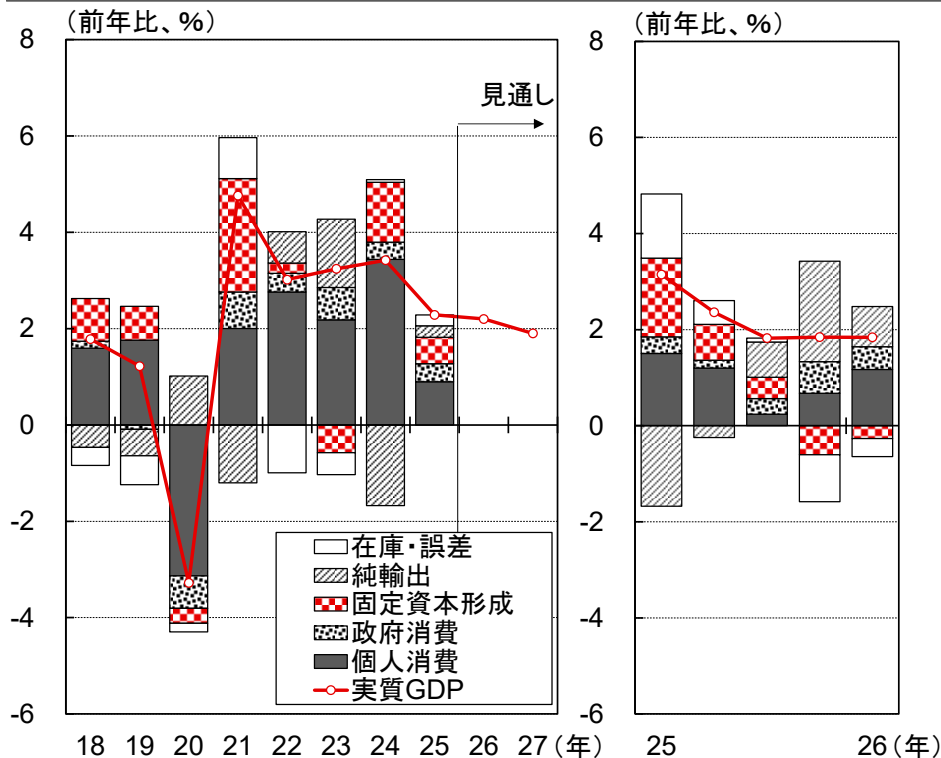
(注) 2026年7-9月期の政策金利は8月時点。

(資料) 豪州統計局、RBA統計より国際通貨研究所作成

## 2. 内外経済見通し (5) 中南米経済 ① ブラジル

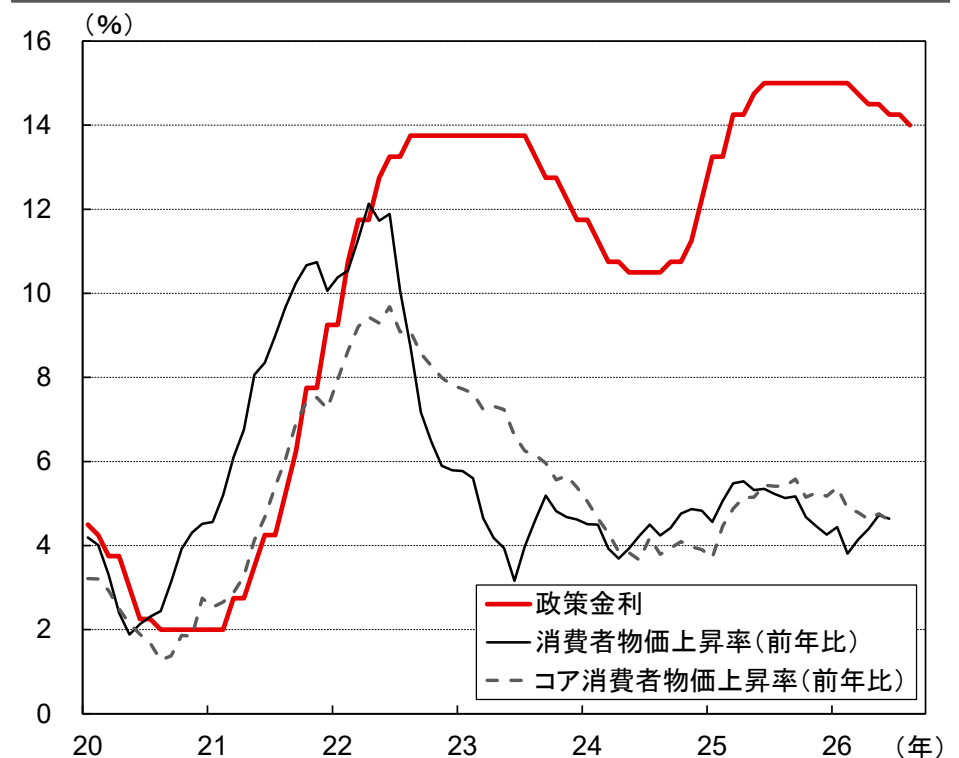
- 1-3月期の実質GDP成長率は前年比+1.8%と、3四半期連続で横這い推移。需要項目別の動向をみると、固定資本形成はマイナスが続いたものの、個人消費が前期から加速したほか、中国向けを中心とした輸出の好調も景気を下支えした。
- 消費者物価上昇率は6月に前年比+4.6%と高めの伸びとなっているほか、労働市場の引き締め等を背景にコアも下げ渋り。ブラジル中銀は3月に利下げを開始したものの、物価を中心とした不確実性の高さ等から、先行きの政策運営には慎重な姿勢。
- 先行き、高金利は景気の重石となるものの、輸出の堅調等を支えに、2026年の実質GDP成長率は前年比+2.2%、2027年に同+1.9%と底堅く推移する見通し。来年前半にかけてはエルニーニョ現象による農業生産の下振れリスクに要警戒。
- 今年10月の大統領選について、足元では現職ルラ大統領の支持率が持ち直し。ルラ大統領、ボルソナロ候補ともに財政拡張的とみられる中、次期大統領の打ち出す財政政策を背景に金利の振れ幅が一段と高まる可能性に留意。

ブラジルの実質GDPの推移(暦年、四半期)



(資料) ブラジル地理統計院統計より国際通貨研究所作成

政策金利と消費者物価上昇率の推移



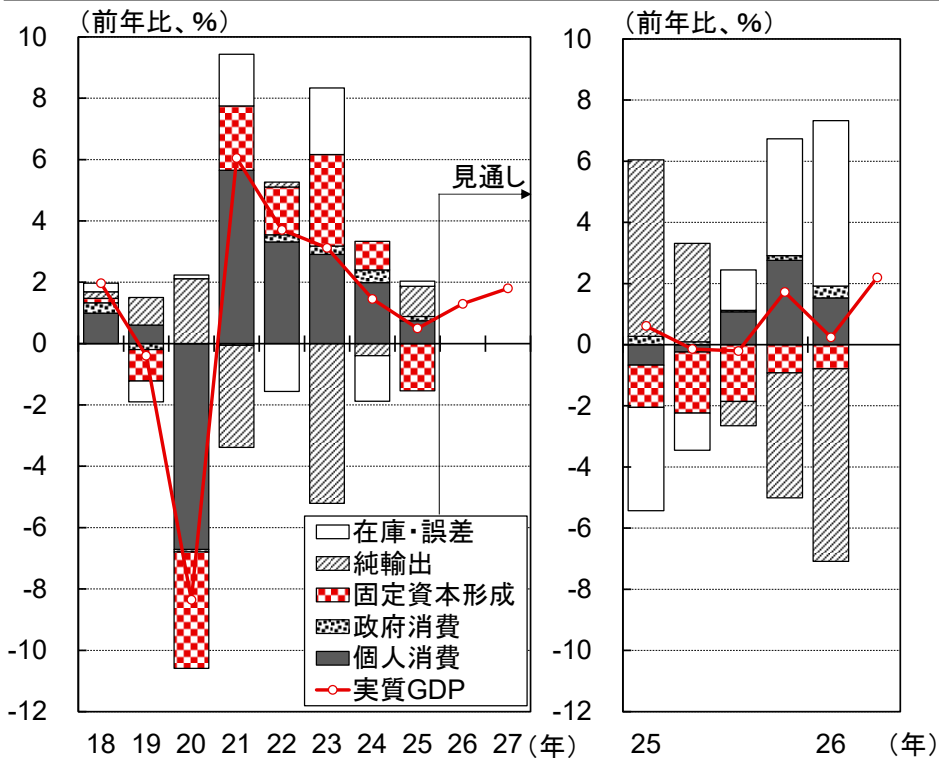
(資料) ブラジル中央銀行統計より国際通貨研究所作成



## 2. 内外経済見通し (5) 中南米経済 ②メキシコ

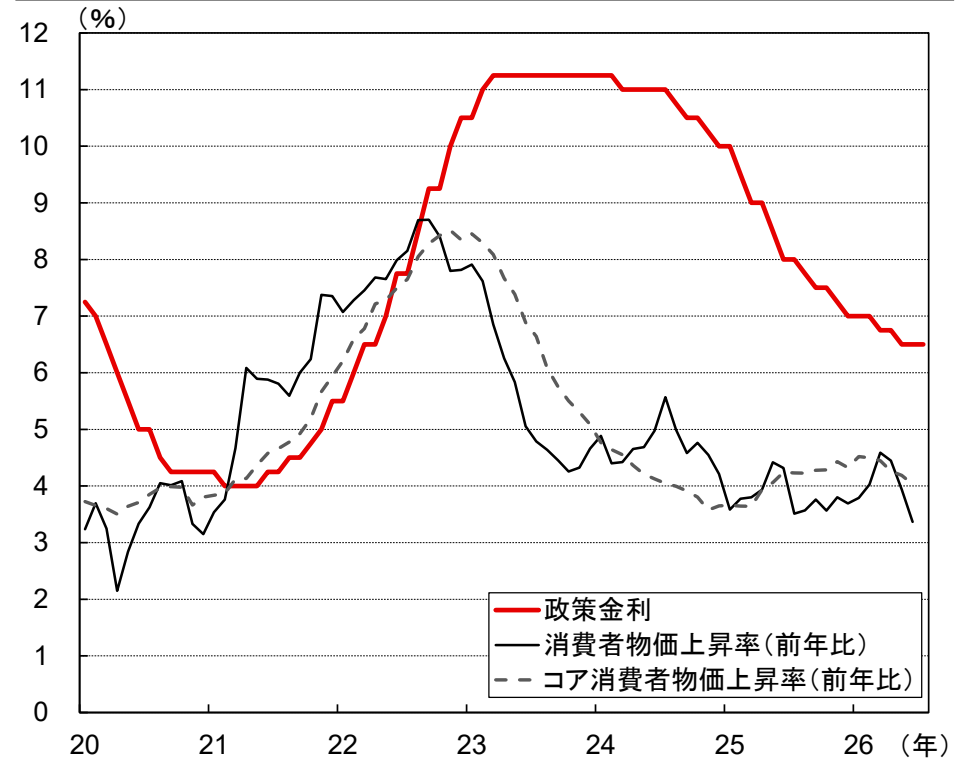
- 4-6月期の実質GDP成長率(暫定値)は前年比+2.2%と前期から加速。昨年より減少が続いていた設備投資がプラスに転じたほか、ワールドカップ開催による需要も景気を押し上げたとみられる。
- 消費者物価上昇率は、エネルギー価格上昇により3月に前年比+4.6%まで加速した後、6月には同+3.4%まで鈍化。一方、コアは前年比+4%台前半での推移が続いており、メキシコ銀行(中銀)は当面政策金利を据え置く方針を示す。
- 米国の関税政策を背景とする設備投資の減少は一巡したとみられるほか、半導体関連を中心とした対米輸出の好調もあり、実質GDP成長率は2026年に前年比+1.3%、2027年に同+1.8%と緩やかな回復を辿る見通し。但し、エルニーニョ現象を背景とする食品価格の高騰が、物価高を通じて2027年の個人消費の重石となりうる。

メキシコの実質GDPの推移(暦年、四半期)



(資料)メキシコ国立地理情報統計院統計より国際通貨研究所作成

政策金利と消費者物価上昇率の推移



(資料)メキシコ銀行、メキシコ国立地理情報統計院統計より国際通貨研究所作成

# APPENDIX① 各国・地域の成長率見通し一覧

世界経済の見通し総括表

|                  |           | 世界(名目GDPで加重平均) |       |       | 日本<br>(年度) | 米州     |      |          |     | 欧州   |      |     |     |     |
|------------------|-----------|----------------|-------|-------|------------|--------|------|----------|-----|------|------|-----|-----|-----|
|                  |           | 先進国            | 新興国   | 米国    |            | 中南米5カ国 |      | ユーロ圏21カ国 |     |      |      | 英国  |     |     |
|                  |           |                |       |       |            | ブラジル   | メキシコ |          | ドイツ | フランス | イタリア |     |     |     |
| 名目GDP<br>(2025年) | 兆ドル       | 156.4          | 75.2  | 81.2  | 7.0        | 30.8   | 11.0 | 5.0      | 3.4 | 23.8 | 6.2  | 4.6 | 3.7 | 4.6 |
|                  | 日本=100    | 2,231          | 1,073 | 1,159 | 100        | 439    | 157  | 71       | 49  | 339  | 88   | 65  | 53  | 65  |
| 実質GDP<br>(前年比、%) | 2025年 実績  | 3.5            | 1.9   | 5.1   | 0.9        | 2.1    | 1.7  | 2.3      | 0.5 | 1.2  | 0.2  | 0.8 | 0.5 | 1.3 |
|                  | 2026年 見通し | 3.3            | 1.8   | 4.6   | 0.7        | 2.1    | 1.9  | 2.2      | 1.3 | 0.8  | 0.9  | 0.6 | 0.9 | 1.2 |
|                  | 2027年 見通し | 3.1            | 1.6   | 4.5   | 0.9        | 2.0    | 2.0  | 1.9      | 1.8 | 1.2  | 1.2  | 0.9 | 0.7 | 1.2 |
| 消費者物価<br>(前年比、%) | 2025年 実績  | 1.9            | 2.5   | 1.3   | 2.7        | 2.7    | 4.3  | 5.0      | 3.8 | 2.1  | 2.3  | 0.9 | 1.6 | 3.4 |
|                  | 2026年 見通し | 2.7            | 3.0   | 2.4   | 2.3        | 3.4    | 4.3  | 4.9      | 3.7 | 2.8  | 2.8  | 2.4 | 2.8 | 3.0 |
|                  | 2027年 見通し | 2.2            | 2.2   | 2.3   | 1.1        | 2.3    | 4.3  | 4.6      | 4.2 | 2.2  | 2.3  | 2.0 | 2.0 | 2.4 |

|                  |           | アジア・オセアニア  |             |            |     |     |        |          |        |      |       |       |      |     |     |     |
|------------------|-----------|------------|-------------|------------|-----|-----|--------|----------|--------|------|-------|-------|------|-----|-----|-----|
|                  |           | アジア11カ国・地域 |             |            |     |     |        |          |        |      |       |       |      |     |     | 豪州  |
|                  |           | 中国         | インド<br>(年度) | NIEs4カ国・地域 |     |     |        | ASEAN5カ国 |        |      |       |       |      |     |     |     |
|                  |           |            |             | 韓国         | 台湾  | 香港  | シンガポール |          | インドネシア | タイ   | マレーシア | フィリピン | ベトナム |     |     |     |
| 名目GDP<br>(2025年) | 兆ドル       | 77.3       | 41.2        | 17.3       | 7.1 | 3.4 | 2.1    | 0.6      | 1.0    | 11.7 | 5.0   | 1.9   | 1.5  | 1.5 | 1.8 | 2.0 |
|                  | 日本＝100    | 1,103      | 588         | 246        | 101 | 48  | 30     | 9        | 14     | 167  | 72    | 27    | 21   | 21  | 26  | 29  |
| 実質GDP<br>(前年比、%) | 2025年 実績  | 5.5        | 5.0         | 7.7        | 4.1 | 1.0 | 8.8    | 3.6      | 5.0    | 5.0  | 5.1   | 2.4   | 5.2  | 4.4 | 8.0 | 2.0 |
|                  | 2026年 見通し | 5.1        | 4.4         | 6.4        | 5.6 | 3.2 | 10.5   | 4.0      | 4.5    | 4.7  | 5.0   | 1.9   | 4.9  | 3.5 | 7.4 | 1.9 |
|                  | 2027年 見通し | 4.7        | 4.2         | 6.5        | 2.8 | 2.2 | 4.1    | 2.5      | 2.6    | 4.8  | 5.0   | 2.1   | 4.6  | 5.2 | 6.7 | 1.8 |
| 消費者物価<br>(前年比、%) | 2025年 実績  | 0.9        | 0.0         | 2.2        | 1.8 | 2.1 | 1.7    | 1.4      | 0.9    | 1.7  | 1.9   | ▲0.1  | 1.4  | 1.7 | 3.3 | 2.8 |
|                  | 2026年 見通し | 2.1        | 1.0         | 4.8        | 2.3 | 2.6 | 1.9    | 2.2      | 2.2    | 3.6  | 3.4   | 2.6   | 2.0  | 5.8 | 4.6 | 4.3 |
|                  | 2027年 見通し | 2.0        | 1.0         | 4.4        | 1.9 | 2.1 | 1.7    | 1.8      | 2.0    | 2.7  | 2.7   | 1.4   | 2.0  | 3.7 | 3.7 | 2.8 |

(注)1. 『名目GDP』は、購買力平価ベース。

2. 『消費者物価』は、『日本』が生鮮食品を除く総合、『ユーロ圏』はEU統一基準インフレ率(HICP)。

3. 『日本』、『インド』の掲載数値は、『日本』の『名目GDP』を除き年度(4月～翌年3月)ベース。

4. 『世界』、『先進国』、『新興国』は、『日本』は暦年、『インド』は『名目GDP』のみ年度、その他は暦年の数値を基に計算。

5. 『先進国』は、『日本』、『NIEs4カ国・地域』、『豪州』、『米国』、『ユーロ圏21カ国』、『英国』。『新興国』は、『中国』、『インド』、『ASEAN5カ国』、『中南米5カ国』。

6. 『中南米5カ国』は、『ブラジル』、『メキシコ』のほか、コロンビア、チリ、ペルー。

(資料) 各国統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

# APPENDIX② 日本経済・金融見通し総括表

日本経済の見通し総括表(2026年4-6月期のGDP統計(1次速報値)反映後)

| 見通し→                |       |       |        |       |       |       |        |        |        |        |        |        |        | 見通し→   |        |        |
|---------------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                     | 2025  |       |        |       | 2026  |       |        |        | 2027   |        |        |        | 2028   | 2025年度 | 2026年度 | 2027年度 |
|                     | 1～3   | 4～6   | 7～9    | 10～12 | 1～3   | 4～6   | 7～9    | 10～12  | 1～3    | 4～6    | 7～9    | 10～12  | 1～3    |        |        |        |
| 1. 実体経済             |       |       |        |       |       |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 実質GDP（前期比年率、％）      | 2.1   | 0.7   | ▲ 1.8  | 1.0   | 1.9   | 1.1   | 0.1    | 0.3    | 0.4    | 1.4    | 1.3    | 1.2    | 0.5    | 0.9    | 0.7    | 0.9    |
| 個人消費                | 2.6   | 0.5   | 2.1    | 0.4   | 1.9   | ▲ 0.1 | 0.2    | 0.2    | 0.3    | 1.5    | 1.2    | 0.9    | 0.6    | 1.3    | 0.6    | 0.9    |
| 住宅投資                | ▲ 1.9 | 2.2   | ▲ 28.2 | 21.5  | 3.8   | ▲ 1.8 | 0.4    | 0.5    | 0.5    | 0.8    | 0.7    | 0.6    | 0.1    | ▲ 2.6  | 0.7    | 0.6    |
| 設備投資                | 4.5   | 5.7   | ▲ 1.0  | 5.3   | ▲ 3.8 | ▲ 4.6 | 0.7    | 0.7    | 0.8    | 2.3    | 1.7    | 1.2    | 0.4    | 2.3    | ▲ 1.0  | 1.3    |
| 在庫投資（寄与度）           | 0.7   | ▲ 0.2 | ▲ 0.2  | ▲ 0.4 | ▲ 0.1 | 0.3   | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | ▲ 0.1  | ▲ 0.0  | 0.0    |
| 公的需要                | ▲ 0.6 | 1.7   | ▲ 0.2  | 0.9   | 2.3   | ▲ 3.2 | 3.6    | 0.7    | 0.6    | 0.6    | 0.8    | 0.6    | 0.6    | 0.6    | 0.5    | 0.8    |
| うち、公共投資             | ▲ 2.8 | 2.7   | ▲ 4.3  | ▲ 1.6 | 6.0   | ▲ 0.4 | 1.0    | 1.0    | 1.0    | 1.0    | 1.0    | 1.0    | 1.0    | ▲ 0.3  | 0.9    | 1.0    |
| 純輸出（寄与度）            | ▲ 0.6 | 0.0   | ▲ 0.2  | 0.1   | 0.3   | 0.5   | ▲ 0.2  | ▲ 0.2  | ▲ 0.1  | ▲ 0.0  | 0.2    | 0.3    | 0.0    | ▲ 0.1  | 0.5    | 0.0    |
| 財貨・サービスの輸出          | ▲ 2.9 | 6.8   | ▲ 5.3  | 0.6   | 7.1   | 2.1   | 0.7    | 1.7    | 1.9    | 1.6    | 1.7    | 2.1    | 1.8    | 2.0    | 2.0    | 1.7    |
| 財貨・サービスの輸入          | 8.4   | 7.2   | ▲ 2.3  | ▲ 0.6 | 1.1   | ▲ 6.0 | 2.1    | 2.8    | 2.7    | 1.9    | 0.9    | 0.4    | 0.2    | 2.5    | ▲ 0.7  | 1.7    |
| 名目GDP（前期比年率、％）      | 3.5   | 7.5   | 1.1    | 3.7   | 2.9   | 4.8   | 3.5    | 6.2    | 0.6    | ▲ 0.3  | 2.6    | 6.0    | 0.3    | 4.3    | 3.7    | 2.2    |
| GDPデフレーター（前年比、％）    | 3.6   | 3.2   | 3.5    | 3.4   | 3.2   | 2.6   | 2.6    | 3.4    | 3.2    | 1.9    | 1.4    | 1.1    | 1.0    | 3.3    | 2.9    | 1.3    |
| 鉱工業生産（前期比、％）        | 0.0   | ▲ 0.5 | ▲ 1.1  | 0.3   | 2.5   | 0.0   | 0.2    | 0.3    | 0.3    | 0.4    | 0.3    | 0.3    | 0.2    | ▲ 0.3  | 2.0    | 1.3    |
| 国内企業物価（前年比、％）       | 4.3   | 3.3   | 2.6    | 2.6   | 2.5   | 6.4   | 3.7    | 5.1    | 4.6    | 0.8    | 2.8    | 1.3    | 1.2    | 2.7    | 5.0    | 1.4    |
| 消費者物価（除く生鮮食品、前年比、％） | 3.1   | 3.4   | 2.9    | 2.8   | 1.7   | 1.5   | 2.0    | 2.9    | 2.7    | 1.4    | 1.1    | 0.9    | 0.9    | 2.7    | 2.3    | 1.1    |
| 2. 国際収支             |       |       |        |       |       |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 貿易収支（10億円）          | ▲ 995 | ▲ 136 | 42     | 377   | 1,020 | 1,020 | 1,543  | 1,975  | 2,162  | 2,433  | 2,449  | 2,515  | 2,587  | 1,303  | 6,701  | 9,985  |
| 経常収支（10億円）          | 7,580 | 7,355 | 8,910  | 8,272 | 9,878 | 9,878 | 10,192 | 10,655 | 10,889 | 11,145 | 11,146 | 11,197 | 11,254 | 34,415 | 41,614 | 44,742 |
| 3. 金融               |       |       |        |       |       |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 無担保コール翌日物（％）        | 0.5   | 0.5   | 0.5    | 0.6   | 0.7   | 0.8   | 1.0    | 1.2    | 1.2    | 1.5    | 1.5    | 1.5    | 1.5    | 0.7    | 1.2    | 1.5    |
| 3ヵ月物TORF（％）         | 0.5   | 0.5   | 0.5    | 0.6   | 0.8   | 0.9   | 1.1    | 1.2    | 1.3    | 1.5    | 1.5    | 1.5    | 1.5    | 0.6    | 1.1    | 1.5    |
| 10年物国債利回り（％）        | 1.3   | 1.4   | 1.6    | 1.8   | 2.2   | 2.6   | 2.8    | 2.8    | 2.9    | 2.9    | 2.9    | 2.9    | 2.9    | 1.7    | 2.8    | 2.9    |
| 円相場（円／ドル）           | 153   | 145   | 147    | 154   | 157   | 159   | 160    | 158    | 157    | 156    | 155    | 154    | 153    | 151    | 159    | 155    |

(注)『無担保コール翌日物』は、取引金利(期末月の月中平均値)。『3ヵ月物TORF』、『10年物国債利回り』、『円相場』は、期中平均値。

(資料)各種統計、Bloomberg等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

# APPENDIX③ 米国経済・金融見通し総括表

米国経済の見通し総括表

|                | 見通し       |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           | 見通し       |           |           |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                | 2025      |           |           |           | 2026      |           |           |           | 2027      |           |           |           | 2025年     | 2026年     | 2027年     |
|                | 1～3       | 4～6       | 7～9       | 10～12     | 1～3       | 4～6       | 7～9       | 10～12     | 1～3       | 4～6       | 7～9       | 10～12     |           |           |           |
| 1. 実体経済        |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| 実質GDP（前期比年率、%） | ▲ 0.6     | 3.8       | 4.4       | 0.5       | 2.1       | 1.5       | 2.0       | 2.0       | 2.0       | 2.0       | 2.1       | 2.1       | 2.1       | 2.1       | 2.0       |
| 個人消費           | 0.6       | 2.5       | 3.5       | 1.9       | 0.5       | 3.4       | 1.6       | 1.8       | 1.9       | 2.0       | 2.1       | 2.1       | 2.6       | 2.0       | 2.0       |
| 住宅投資           | ▲ 1.0     | ▲ 5.1     | ▲ 7.1     | ▲ 1.7     | ▲ 7.8     | 1.3       | 1.5       | 1.5       | 1.5       | 1.5       | 1.5       | 1.5       | ▲ 2.2     | ▲ 3.1     | 1.5       |
| 設備投資           | 9.5       | 7.3       | 3.2       | 2.4       | 10.6      | 8.5       | 3.9       | 3.5       | 3.2       | 3.2       | 3.1       | 3.1       | 4.1       | 6.2       | 3.6       |
| 在庫投資（寄与度）      | 3.0       | ▲ 4.3     | ▲ 0.4     | 0.0       | 0.2       | ▲ 0.7     | 0.3       | 0.2       | 0.2       | 0.1       | 0.1       | 0.1       | ▲ 0.1     | ▲ 0.3     | 0.1       |
| 政府支出           | ▲ 1.0     | ▲ 0.1     | 2.2       | ▲ 5.6     | 4.4       | ▲ 1.0     | 0.1       | 0.5       | 0.5       | 0.6       | 0.6       | 0.6       | 1.1       | 0.1       | 0.4       |
| 純輸出（寄与度）       | ▲ 4.7     | 4.8       | 1.6       | ▲ 0.2     | ▲ 0.4     | ▲ 1.1     | ▲ 0.1     | ▲ 0.1     | ▲ 0.2     | ▲ 0.1     | ▲ 0.1     | ▲ 0.1     | ▲ 0.2     | 0.1       | ▲ 0.2     |
| 輸出             | 0.2       | ▲ 1.8     | 9.6       | ▲ 3.2     | 10.9      | 4.5       | 2.0       | 2.0       | 2.0       | 2.2       | 2.2       | 2.5       | 1.6       | 4.3       | 2.2       |
| 輸入             | 38.0      | ▲ 29.3    | ▲ 4.4     | ▲ 1.0     | 11.8      | 12.5      | 2.0       | 2.0       | 2.5       | 2.5       | 2.5       | 2.5       | 2.7       | 2.4       | 2.9       |
| 国内民間最終需要       | 1.9       | 2.9       | 2.9       | 1.8       | 1.7       | 4.2       | 3.6       | 2.1       | 2.1       | 2.2       | 2.3       | 2.3       | 2.6       | 2.7       | 2.5       |
| 名目GDP（前期比年率、%） | 2.9       | 6.0       | 8.3       | 4.2       | 5.8       | 8.0       | 4.6       | 4.4       | 4.2       | 4.3       | 4.3       | 4.3       | 5.0       | 6.0       | 4.6       |
| 失業率（%）         | 4.1       | 4.2       | 4.3       | 4.5       | 4.3       | 4.3       | 4.3       | 4.3       | 4.2       | 4.2       | 4.2       | 4.2       | 4.3       | 4.3       | 4.2       |
| 消費者物価（前年比、%）   | 2.7       | 2.4       | 2.9       | 2.8       | 2.7       | 3.9       | 3.5       | 3.4       | 3.0       | 2.0       | 2.0       | 2.0       | 2.7       | 3.4       | 2.3       |
| 2. 国際収支        |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| 貿易収支（億ドル）      | ▲ 4,565   | ▲ 2,650   | ▲ 2,787   | ▲ 2,594   | ▲ 2,509   | ▲ 2,910   | ▲ 2,937   | ▲ 2,964   | ▲ 3,015   | ▲ 3,060   | ▲ 3,105   | ▲ 3,139   | ▲ 12,596  | ▲ 11,319  | ▲ 12,319  |
| 経常収支（億ドル）      | ▲ 4,382   | ▲ 2,549   | ▲ 2,629   | ▲ 2,211   | ▲ 2,268   | ▲ 2,696   | ▲ 2,725   | ▲ 2,754   | ▲ 2,808   | ▲ 2,856   | ▲ 2,904   | ▲ 2,941   | ▲ 11,771  | ▲ 10,443  | ▲ 11,508  |
| 3. 金融          |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| FFレート誘導目標（%）   | 4.25-4.50 | 4.25-4.50 | 4.00-4.25 | 3.50-3.75 | 3.50-3.75 | 3.50-3.75 | 3.50-3.75 | 3.50-3.75 | 3.25-3.50 | 3.00-3.25 | 3.00-3.25 | 3.00-3.25 | 3.50-3.75 | 3.50-3.75 | 3.00-3.25 |
| 3ヵ月物SOFR（%）    | 4.3       | 4.3       | 4.2       | 3.8       | 3.7       | 3.7       | 3.7       | 3.6       | 3.4       | 3.2       | 3.1       | 3.1       | 4.2       | 3.7       | 3.2       |
| 10年物国債利回り（%）   | 4.5       | 4.4       | 4.3       | 4.1       | 4.2       | 4.4       | 4.6       | 4.5       | 4.3       | 4.1       | 4.0       | 4.0       | 4.3       | 4.4       | 4.1       |

（注）『FFレート誘導目標』は、期末値。『3ヵ月物SOFR』と『10年物国債利回り』は、期中平均値。2026年4-6月期の経常収支は予測値。

（資料）各種統計、Bloomberg等より三菱UFJ銀行経済調査室作成



# APPENDIX④ 欧州経済・金融見通し総括表

## 欧州経済の見通し総括表

### (1) 総括表

|      | 実質GDP成長率<br>(前年比、%) |                |                | 消費者物価上昇率<br>(前年比、%) |                |                | 経常収支(億ドル)     |                |                |
|------|---------------------|----------------|----------------|---------------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
|      | 2025年<br>(実績)       | 2026年<br>(見通し) | 2027年<br>(見通し) | 2025年<br>(実績)       | 2026年<br>(見通し) | 2027年<br>(見通し) | 2025年<br>(実績) | 2026年<br>(見通し) | 2027年<br>(見通し) |
| ユーロ圏 | 1.2                 | 0.8            | 1.2            | 2.1                 | 2.8            | 2.2            | 2,867         | 2,800          | 3,100          |
| ドイツ  | 0.2                 | 0.9            | 1.2            | 2.3                 | 2.8            | 2.3            | 2,272         | 2,500          | 2,550          |
| フランス | 0.8                 | 0.6            | 0.9            | 0.9                 | 2.4            | 2.0            | ▲ 124         | ▲ 160          | ▲ 160          |
| イタリア | 0.5                 | 0.9            | 0.7            | 1.6                 | 2.8            | 2.0            | 292           | 380            | 400            |
| 英 国  | 1.3                 | 1.2            | 1.2            | 3.4                 | 3.0            | 2.4            | ▲ 1,251       | ▲ 1,000        | ▲ 1,050        |

### (2) 需要項目別見通し

(前年比、%)

|           | ユーロ圏          |                |                | 英国            |                |                |
|-----------|---------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
|           | 2025年<br>(実績) | 2026年<br>(見通し) | 2027年<br>(見通し) | 2025年<br>(実績) | 2026年<br>(見通し) | 2027年<br>(見通し) |
| 名目GDP     | 3.7           | 3.4            | 3.8            | 5.0           | 4.3            | 3.8            |
| 実質GDP     | 1.2           | 0.8            | 1.2            | 1.3           | 1.2            | 1.2            |
| <内需寄与度>   | 1.9           | 1.2            | 1.3            | 2.1           | 1.7            | 1.3            |
| <外需寄与度>   | ▲ 0.6         | ▲ 0.4          | ▲ 0.0          | ▲ 0.8         | ▲ 0.5          | ▲ 0.1          |
| 個人消費      | 1.5           | 1.0            | 1.3            | 1.1           | 1.1            | 1.1            |
| 政府消費      | 1.5           | 2.0            | 1.2            | 1.7           | 1.9            | 1.2            |
| 総固定資本形成   | 3.1           | 0.6            | 1.7            | 4.0           | 2.1            | 1.9            |
| 在庫投資(寄与度) | 0.3           | 0.2            | 0.0            | ▲ 0.1         | 0.1            | 0.0            |
| 輸出        | 2.0           | 0.5            | 1.9            | 1.9           | 1.4            | 1.4            |
| 輸入        | 3.6           | 1.5            | 2.1            | 4.1           | 2.8            | 1.6            |

- (注) 1. 『ユーロ圏』は、ドイツ、フランス、イタリアのほか、アイルランド、エストニア、オーストリア、オランダ、キプロス、ギリシャ、スペイン、スロバキア、スロベニア、フィンランド、ベルギー、ポルトガル、マルタ、ルクセンブルク、ラトビア、リトアニア、クロアチア、ブルガリアの計21カ国。  
 2. ユーロ圏、ドイツ、フランス、イタリアの『消費者物価上昇率』は、EU統一基準インフレ率(HICP)。  
 3. 2025年実績は一部未公表のため、当室予想を含む。

(資料) 欧州連合統計局、英国立統計局統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

---

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。  
ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できる  
と思われる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。  
内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により  
保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。

会社名：株式会社三菱UFJ銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内1-4-5

永井 敬彦(チーフエコノミスト) yoshihiko\_nagai@mufg.jp

宮道 貴之(総括) takayuki\_miyadou@mufg.jp

土屋 祐真(総括・中国) yuma\_tsuchiya@mufg.jp

中山 健悟(日本・原油) kengo\_nakayama@mufg.jp

横田 裕輔(米国) yyokota@us.mufg.jp

長谷川 裕輝(米国・欧州) yuuki\_4\_hasegawa@mufg.jp

野瀬 陽平(欧州) yohei\_nose@uk.mufg.jp

渡邊 遥夏(アジア) haruka\_4\_watanabe@mufg.jp

川畑 昭人(豪州) akito\_kawabata@iima.or.jp

森川 央(中南米) morikawa@iima.or.jp

原野 七緒(原油) nanao\_harano@mufg.jp