MRI 三菱総合研究所

NEWS RELEASE

2026 年 5 月 20 日
株式会社三菱総合研究所

# 世界・日本経済の展望

## ― 中東からの供給制約に直面する世界、問われる経済の強靭性 ―

株式会社三菱総合研究所（代表取締役 社長執行役員：籔田健二、以下 MRI）は、5月半ばまでの経済・政治情勢や日本の2026年1-3月期GDP速報の公表を踏まえ、世界・日本経済見通しの最新版を公表します。

### 世界経済

世界経済は、中東情勢の不安定化を受けて減速の兆しがある。

先行きの世界経済は、エネルギー資源の高騰や供給制約に起因するサプライチェーンの混乱により、減速するとみる。米国とイランの間で終戦に向けた協議が続いているものの、先行きの不透明感は高く、経済見通しについて以下の2つのシナリオを想定した（各シナリオの詳細はP.6総論、図表1-8）。

早期収束シナリオ：比較的早期に交戦が鎮静化し、ホルムズ海峡の輸送は26年半ばから26年末にかけて段階的に回復。WTI原油先物価格は26年末80ドル、27年末70ドルと徐々に下落。

長期化シナリオ：米国・イラン間の協議が難航、限定的衝突が長期化。ホルムズ海峡の輸送は27年入り後から27年末にかけて徐々に回復。WTI原油先物価格は26年末110ドル、27年末100ドルと高止まり。

供給ショックによる物価上昇が予想されるため、特に長期化シナリオの場合、世界経済はスタグフレーションの傾向を強めるだろう。シナリオごとに濃淡はあるものの、先行きの世界経済の注目点は次の2点である。

① 中東情勢不安定化の経済影響

中東情勢の不安定化は、（1）エネルギー価格の上昇、（2）資源供給制約・サプライチェーンの混乱、（3）不確実性の上昇、の3つの経路で世界経済を下押しする。（1）は資源輸入国の交易条件悪化をもたらし、家計にコスト高が転嫁されることで、消費者物価が押し上げられる。消費者物価の押し上げ幅について、早期収束シナリオでは主要地域で+0.1～0.3%ポイントとみる。長期化シナリオでは特にアジア諸国で影響が拡大し、日本では+2.0%ポイントと消費者物価上昇率は前年比+4%程度まで高まるおそれがある。（2）はエネルギー不足による経済活動の制約に加え、ナフサなどの石油関連製品の供給が滞ることで川下製品の生産に支障が生じる。（1）と（2）を合わせて一定の仮定を置いてGDPへの影響を試算すると、エネルギーの中東依存度の高いアジア諸国でマイナス影響が相対的に大きい。原油備蓄などのバッファーを考慮しても、長期化シナリオでは日本の下押し幅は▲2.4%ポイントとなる。

② 金融政策・財政政策の方向性

上記の供給ショックに対して、各国は政策対応を進めているが、大幅な景気下支えは見込み難い。金融政策について、物価の安定が優先され、利下げよりも利上げが優勢となるだろう。財政政策について、各国はエネルギー減税など価格抑制策を打ち出している。もっとも、供給懸念が長期化すれば、価格抑制策の対象・期間を絞り、エネルギー需要抑制にも配慮した政策が求められる。

中東情勢の不安定化と相まって、世界経済を一段と下押ししかねないリスクもある。第一にプライベートクレジット市場の不安定化である。AI台頭に伴うSaaS企業の収益懸念の強まりに加え、中東影響によって融資先企業の経営環境が悪化すれば、信用不安に発展するおそれがある。第二に、AI投資の急減速である。投資資材の調達遅延、投資コストの上昇に加え、資金調達面の制約がおもしとなる可能性がある。

**日本経済**

日本経済は緩やかに拡大しているが、一部に中東情勢不安定化に伴う悪影響もみられる。先行きは、エネルギー・資源の価格高騰や供給制約が下押し要因となり、成長率が鈍化する見通しである。もっとも、エネルギー供給や海上輸送の制約が早期に緩和されれば、景気は緩やかな回復軌道に復するとみる。実質賃金は26年度後半に前年比マイナスに落ち込むものの、資源価格高騰の影響減衰に伴いプラス圏に復し、個人消費は緩やかに持ち直すだろう。設備投資は、DX推進の潮流に加え、資源循環や脱炭素の取り組み気運の高まりから、すう勢的に拡大するとみる。実質GDP成長率は、26年度前年比+0.5%（前回3月時点同+0.8%から下方修正）、27年度同+0.8%（同+0.9%から下方修正）と予測する。消費者物価は26年度同+2.6%、27年度同+2.4%と、コストプッシュ要因により上振れるとみる。日本銀行は、物価安定を重視し26年度に2回、27年度に1回利上げを実施し、政策金利を1.5%へ引き上げると予想する。

**米国経済**

米国経済は堅調に推移している。先行きは、中東情勢不安定化に伴うエネルギー価格上昇などが景気下押し圧力となるが、AI関連の投資拡大・活用推進がけん引する形で堅調さを維持するとみる。実質GDP成長率は、26年前年比+2.1%（前回2月時点同+2.4%から下方修正）、27年同+2.1%（前回2月時点から変更なし）と予測する。中東情勢の混乱が早期に鎮静化したとしても、一定のインフレ上昇圧力が見込まれるため、27年末のFF金利誘導目標レンジは3.25～3.50%と、FRBの利下げは1回と予想する。

**欧州経済**

ユーロ圏経済は緩やかに持ち直しているが、中東情勢不安定化の悪影響が生じつつある。エネルギーの中東依存はアジア諸国と比較して低く、ウクライナ危機時のような供給量不足が生じる可能性は低いが、資源価格の上昇は避けられず、エネルギー集約型産業を中心に経済活動を下押しするだろう。実質GDP成長率は、26年前年比+0.8%（前回2月時点同＋1.2%から下方修正）、27年同+1.2%（前回2月時点から変更なし）と予測する。ECBは、期待インフレの上振れなど持続的な物価上昇につながる兆候が生じつつあることから、26年中に2回利上げを実施するとみる。

**中国経済**

中国経済は、減速に歯止めがかかったものの、民間投資や消費の不振など基調の弱さが継続している。先行きは、中東情勢不安定化による物価上昇や供給制約、輸出減少を受けて、減速に向かうとみる。26年の実質GDP成長率は前年比+4.5%と、財政面からの消費・投資支援により政府目標（4.5～5.0%）を達成した後、27年同+4.3%に成長鈍化すると予測する（いずれも前回2月時点から変更なし）。中期的には地方保護主義の是正などを通じて、低収益企業の淘汰やデフレ解消など、積年の課題である過剰供給問題が改善に向かうかが注目される。

**ASEAN経済**

ASEAN経済には、中東情勢不安定化の影響が一部で顕在化しつつある。先行きは、非資源国を中心にエネルギーの価格上昇や供給制約を受けて、景気減速する見通しである。実質GDP成長率は、26年前年比+4.2%（前回2月時点同+4.8%から下方修正）、27年同+4.5%（同+4.8%から下方修正）と予測する。各国政府は燃料価格の抑制に加え、エネルギー需要の抑制や調達先の多角化を進め、エネルギー危機の回避と経済活動の維持の両立に苦心している。物価上昇リスクの高まりを受け、金融政策は利下げ停止を余儀なくされるだろう。

**インド経済**

インド経済は、好調な内需がけん引し、高成長を維持している。先行きは、高成長の反動や中東情勢不安定化により、成長減速が見込まれる。実質GDP成長率は、26年度前年比+6.2%、27年度同+6.5%と予測する（いずれも前回2月時点から変更なし）。油価上昇や燃料の供給制約が短期で収まれば、政策対応などにより大幅な景気の下振れは回避され、潜在成長率（世界銀行推計6%台）程度の成長を維持するだろう。



Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

# 目次

1. 総論 ＿＿＿

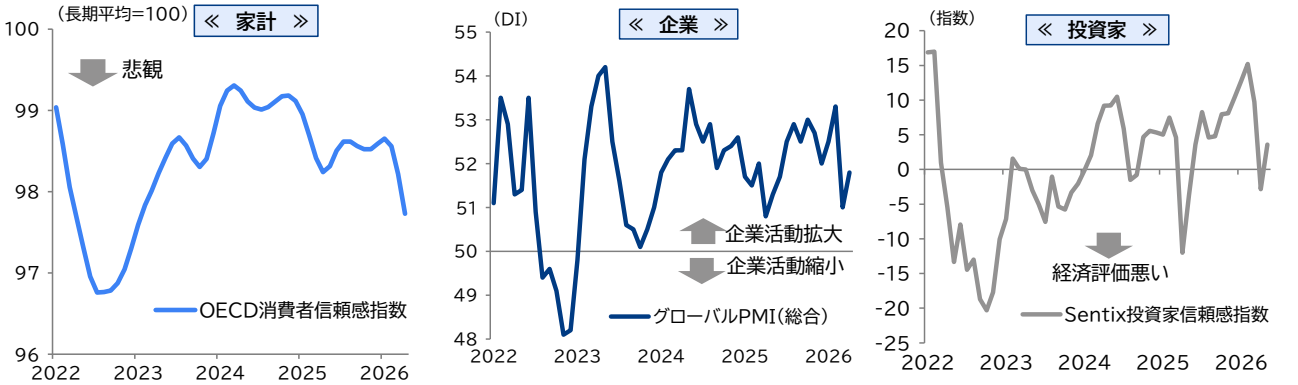
政策・経済センター 堂本 健太 森重 彰浩

## (1) 世界経済の現況

### 中東情勢不安定化により、世界経済に減速の兆し

2月末以降、中東情勢が不安定化しており、世界経済の減速圧力が強まっている。26年1-3月期の主要国実質GDP(世界GDPの約75%を構成)は3%弱の成長ペースを維持したものの、3月以降センチメント指標が悪化している(図表1-1)。家計マインドを示すOECD消費者信頼感指数は、4月に大きく悪化した。企業の景況感を示すグローバルPMIは3月に米国相互関税導入当初以来の水準まで低下し、4月は小幅反発にとどまった。Sentix投資家信頼感は、5月に改善しているものの、先行きの不透明感は大きい。

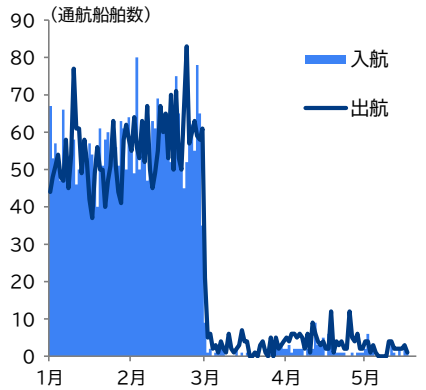
図表 1-1 家計・企業・投資家のセンチメント




注:直近は、家計26年4月、企業26年4月、投資家26年5月。OECD消費者信頼感指数は、100を下回ると悲観度合いが強いことを示す。PMIは50を上回ると、前月に比べて企業活動が拡大していることを示す。投資家信頼感指数は経済の現況と6カ月先行きについての評価を示し、悪いとの回答割合が良いとの回答割合よりも大きいと0を下回る。
出所:J.P. Morgan、S&P Global、OECD、Sentixを基に三菱総合研究所作成

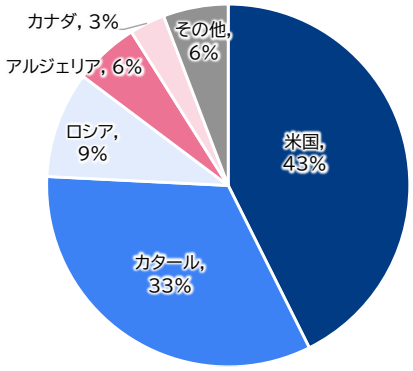
その背景として、世界の海上輸送の要衝となるホルムズ海峡が実質的に封鎖されている影響が大きい。実際、ホルムズ海峡を通航する船舶数は3月に入り急減した後、回復は限定的にとどまっている(図表1-2)。その結果、世界における中東湾岸諸国の供給シェアの大きい原油・LNGなどのエネルギー資源の供給量が減少、価格が急騰した。製油所の一部は軍事攻撃により損傷しており、海上輸送が再開したとしてもエネルギー供給の正常化には時間を要するとみられる。また、世界経済への悪影響として、エネルギー以外の供給制約もある。例えば、アジアを中心に原油由来のナフサが不足することで、化学製品の生産に支障が生じているほか、半導体製造に不可欠なヘリウムについて、世界の生産量の約3分の1を占めるカタールからの供給が途絶しており、企業在庫が枯渇すれば悪影響拡大が懸念される(図表1-3)。中東は肥料の原料となる尿素やアンモニアの世界輸出シェアが高く、肥料価格は3月以降大幅に上昇している(図表1-4)。食糧収穫量の抑制や食料価格高騰につながる可能性もある。

図表 1-2 ホルムズ海峡通航船舶数



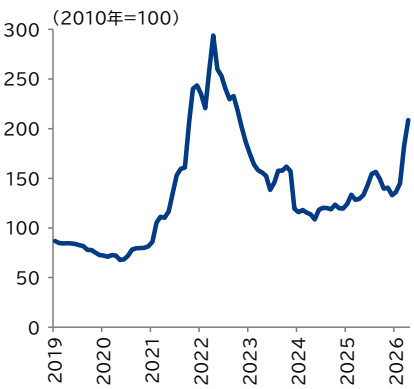

注:直近は5月17日。
出所:Bloombergを基に三菱総合研究所作成

図表 1-3 ヘリウムの国別生産割合




注:2025年時点。
出所:米国地質調査所を基に三菱総合研究所作成

図表 1-4 肥料価格




注:直近は26年4月。
出所:世界銀行を基に三菱総合研究所作成



Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

## （2）世界経済の見通し

### 世界経済は減速へ、中東情勢の混乱が長期化すればスタグフレーションの色彩強まる

先行きの世界経済は、中東情勢混乱の影響を受けて減速するとみる。中東情勢の混乱が早期に鎮静化に向かうと想定しても（早期収束シナリオ、詳細はP.6、図表1-8）、世界全体の実質GDP成長率は26年前年比+2.5%（前回2月時点同+2.7%から下方修正）、27年同+2.7%（前回2月時点から変更なし）と予測する（図表1-5）。軍事衝突や物流の制約が長引けば（長期化シナリオ、詳細はP.6、図表1-8）、26年の経済成長率は同+1.5%と2%割れへの失速が見込まれる。長期化シナリオでは物価上昇率も加速し、スタグフレーションの傾向が鮮明になるだろう。

先行きについて、不確実性の高い状況が続くとみる。実際、地政学リスクの大きさを定量的に示す指数は、歴史的な高さとなっている（図表1-6）。米国とイランの戦争終結に向けた協議は依然として着地点を見いだし難い状況にある。5月14日の米中首脳会談では、貿易・投資面での協力関係が協議された模様だが、26年内に複数回の追加会談の可能性が示されており情勢は不透明である。

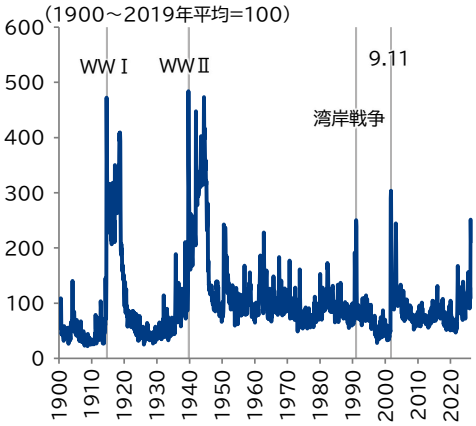
こうした状況を踏まえると、先行きの世界経済の注目点は、中東情勢不安定化がどの程度の経済影響をもたらすかである（注目点①）。その下で、金融政策・財政政策の方向性についても整理する（注目点②）。

図表 1-5　世界の実質 GDP 成長率予測

| （前年比） | 実績 | | 早期収束シナリオ | | 長期化シナリオ | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2026 | 2027 |
| **世界全体** | **2.9%** | **2.9%** | **2.5%** | **2.7%** | **1.5%** | **2.1%** |
| 米国 | 2.8% | 2.1% | 2.1% | 2.1% | 1.6% | 1.7% |
| ユーロ圏 | 0.9% | 1.4% | 0.8% | 1.2% | 0.0% | 0.6% |
| 中国 | 5.0% | 5.0% | 4.5% | 4.3% | 3.4% | 3.7% |
| 日本 ［暦年］ | ▲0.2% | 1.1% | 0.5% | 0.7% | ▲1.2% | ▲0.5% |
| 日本 ［年度］ | 0.5% | 0.8% | 0.5% | 0.8% | ▲1.2% | ▲0.4% |
| ASEAN5 | 5.1% | 5.0% | 4.2% | 4.5% | 2.2% | 3.3% |
| インド［年度］ | 6.5% | 7.4% | 6.2% | 6.5% | 3.7% | 5.3% |
| その他世界 | 2.5% | 2.5% | 2.1% | 2.7% | 1.2% | 2.1% |

注：原則暦年。世界全体は各国の実質GDP成長率を名目GDP（ドルベース）により加重平均。その他世界の予測はIMFの見通し。実績の濃色（インドなど）は見込み。
出所：実績は各国統計、IMF、予測は三菱総合研究所

図表 1-6　地政学リスク指数

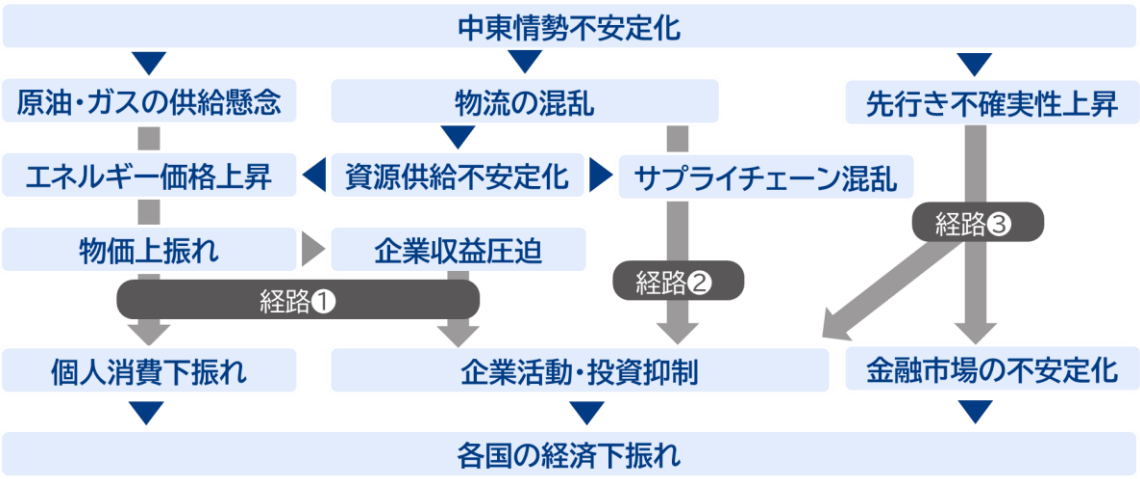



注：直近は26年4月。主要紙における地政学イベントに関する記事を集計した指数。
出所：Caldara, Dario and Matteo Iacoviello (2022), “Measuring Geopolitical Risk,”を基に三菱総合研究所作成

### 注目点①　中東情勢不安定化の経済影響　―　需要抑制を余儀なくされるアジアを中心に成長下振れ

中東情勢の不安定化は、主に3つの経路を通じて世界経済に影響を与える。①原油・天然ガスなどエネルギー価格の上昇、②エネルギー資源供給不安定化やサプライチェーンの混乱、③不確実性の上昇による金融市場の急変動や投資マインドの悪化、である（図表1-7）。

図表 1-7　中東情勢不安定化の世界経済への波及経路




三菱総合研究所作成


Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

①のエネルギー価格高騰の影響が先行して顕在化しているが、今後の中東情勢次第では、②や③の影響が強くなるだろう。特に②の原油・ガスの供給不安定化やサプライチェーン混乱については、ペルシャ湾岸諸国への調達依存度や、備蓄・在庫の状況、代替調達先の有無など、国・地域ごとに直面する状況が異なる。また、ホルムズ海峡の封鎖期間によっては、備蓄・在庫の枯渇により非連続的に経済への悪影響が拡大し得る。

イラン情勢について今後の展開を予測することは難しく、本見通しでは(1)燃料価格の上昇率、(2)ホルムズ海峡の封鎖期間について、2つのシナリオを設定し、上記①②の経路を中心に、各国・地域経済への影響を定量的に分析する。

早期収束シナリオについては、比較的早期に米国とイランの間で一定の合意が成され、交戦が鎮静化。26年半ばからホルムズ海峡の封鎖は解除されるが、同海峡を通過する船舶の航行が正常化するには、さらに6カ月程度を要すると想定。WTI原油先物価格は26年末は80ドル程度と開戦前より20ドル程度高い水準で推移、その後徐々に下落し、27年末は70ドル程度を想定する(図表1-8)。

長期化シナリオでは、米国・イラン間の協議が難航、限定的衝突が長期化すると想定。ホルムズ海峡は27年入り後に通行可能にはなるものの、海上輸送の回復ペースは緩慢と見込む。WTI原油先物価格は26年末は110ドル程度と開戦前より50ドル程度高い水準で推移、27年末も100ドル程度と高止まりすると想定する。

図表 1-8 経済見通しの前提

| | 燃料価格（WTI原油先物） | ホルムズ海峡の封鎖期間 | その他 |
|---|---|---|---|
| 早期収束シナリオ | 開戦前：60ドル／バレル<br>26年末：80ドル／バレル<br>27年末：70ドル／バレル | 26年6月末頃まで<br>26年末にかけて海峡輸送は段階的に回復 | – 燃料供給が制約を受けている間、①備蓄放出、②石油関連製品の輸出抑制、③他の産油国からの代替調達を実施すると想定<br>– ①備蓄放出は最大で各国の現備蓄量の8割を放出<br>– ②石油関連製品の輸出抑制は最大で各国の現輸出の10%まで<br>– ③他の産油国の増産は段階的に拡大、最大で各国の現産出量の8.7%まで |
| 長期化シナリオ | 開戦前：60ドル／バレル<br>26年末：110ドル／バレル<br>27年末：100ドル／バレル | 26年末頃まで<br>27年入り後に海峡は通行可能になるが、回復に要する期間も長期化 | |
| | ※ドバイ原油やブレント、天然ガスなど他の化石燃料の国際価格もWTIに比例した変動を想定 | | |

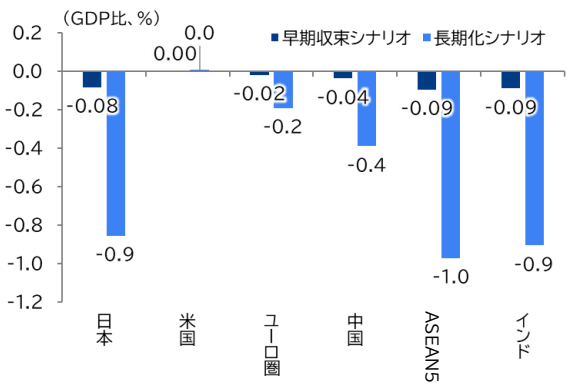
三菱総合研究所

**エネルギー価格高騰に伴いアジア各国や欧州は交易条件悪化、幅広い国・地域で物価は上昇へ**

まず①エネルギー(原油・天然ガスのほかナフサなど石油化学製品含む)の価格高騰の影響について、資源輸入国では交易条件が悪化する。エネルギー輸入量の減少を考慮しても、アジア諸国では貿易収支の悪化が見込まれる(図表1-9)。特に長期化シナリオの場合、26年の貿易収支悪化幅はGDP比1%弱まで拡大すると試算される。一方、シェール革命以降にエネルギー純輸出国に転じた米国は価格上昇による交易利得や代替輸出の増加によって小幅ながら貿易収支が改善する。

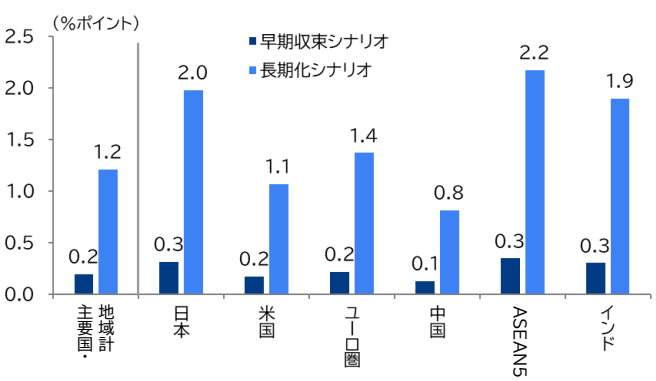
交易条件の悪化に伴う所得流出は、家計への価格転嫁を通じて消費者物価の上昇につながる。エネルギー価格高騰は、エネルギー調達の中東依存度にかかわらず、市況を通じて世界各国・地域の調達コストに影響を及ぼすが、消費者物価への波及度合いは貿易構造に左右される。26年の消費者物価上昇率の押し上げ幅は、早期収束シナリオで0.1～0.3%ポイントとなり、長期化シナリオ下の日本やASEANなどは+2%ポイント程度と試算される(図表1-10)。

図表 1-9 貿易収支の変化（2026 年）




注：油価の変化に加えて、ホルムズ海峡封鎖による燃料の輸出入の変化も考慮。
出所：UN Comtrade、OECD「ICIO」などを基に三菱総合研究所作成

図表 1-10 消費者物価への影響（2026 年）




注：国際産業連関表を用いて、原油・天然ガスの投入コスト上昇の影響を試算。上流部門から下流部門への価格転嫁率は80%と仮定。
出所：OECD「ICIO」を基に三菱総合研究所作成



Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

**エネルギー供給不安定化のアジアへの悪影響大、サプライチェーン混乱により生産活動へ制約も**

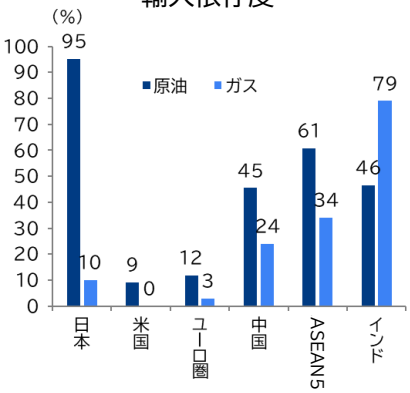
次に②のうち、原油・ガス供給不安定化の影響について、エネルギー調達のペルシャ湾岸諸国への依存度は国・地域や燃料の種類による差が大きい（図表1-11）。ペルシャ湾岸諸国からの輸入停止への対応余地を比較すると、まず石油備蓄は新興国ほど少ない傾向にある（図表1-12）。代替調達先からの輸入増も考えられるが、産油国側の増産余地にも限りがあるほか、燃料の成分の違いなどから代替が難しいものもある。このほか、石油製品の輸出抑制なども含めた供給側の対応でも足りない部分は、需要側の抑制を余儀なくされる。

上記の要因を考慮した上で、①エネルギー価格上昇と②エネルギー供給制約（ナフサなどの石油関連製品を含む）が合わせてGDPへ及ぼす影響を一定の仮定を置いて試算した。本見通しの対象国・地域（日本、米国、ユーロ圏、中国、ASEAN5、インド）における26年のGDPは、早期収束シナリオで▲0.3%ポイント、長期化シナリオでは▲1.3%ポイント下押しされる（図表1-13）。米国、ユーロ圏はペルシャ湾岸諸国への依存が低く、備蓄量も多いことから影響は限定的だが、ペルシャ湾岸依存度が高く備蓄量も少ないアジア新興国は経済への悪影響が大きい。封鎖期間と原油価格上昇幅が拡大する長期化シナリオについても、米国・ユーロ圏は早期収束シナリオとの差が小さい一方で、アジア諸国では下振れ幅が大幅に拡大する。

また、エネルギー供給制約以外にも、化学素材（ヘリウムなど）や一次金属（アルミなど）の供給が滞ることでサプライチェーンを通じて生産への悪影響が増大する可能性がある。この場合、GDPの下押し圧力はさらに拡大することになる。

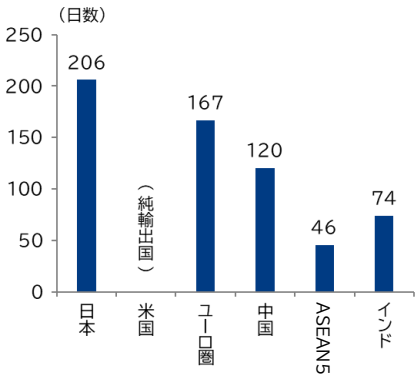
各国の代替調達拡大などにより景気下押し圧力は一定程度緩和される可能性があるが、エネルギーや資源の量的制約に対して財政での対応は難しい。

図表 1-11 ペルシャ湾岸諸国への輸入依存度



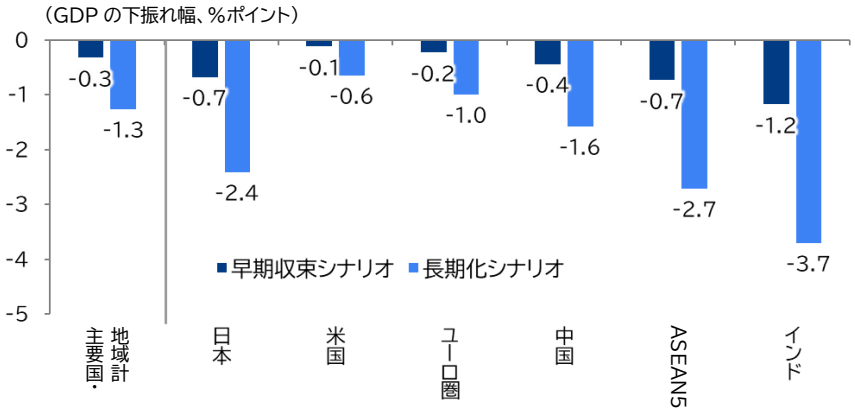

注：2024年データ（ASEANのみ2023年）。原油はHSコード2709、ガスは2711。
出所：UN Comtradeを基に三菱総合研究所作成

図表 1-12 石油の備蓄日数




注：国家備蓄と民間備蓄の合計。1日当たり純輸入量に対する備蓄量。
出所：IEAなどを基に三菱総合研究所作成

図表 1-13 原油・ガスの価格上昇・供給制約による GDP の下振れ幅（2026 年）




注：ペルシャ湾岸諸国からの輸入停止に対して備蓄を最大80%取り崩し、自国の石油関連輸出を10%抑制、他の代替燃料調達を8.7%増と仮定し、不足分を国内需要抑制で対応した場合の結果（詳細は図表1-8参照）。消費者物価上昇による実質消費の下振れも加味している。こうした下振れ圧力に対するカウンターアクションとしての政策対応の効果は考慮されていない。
出所：OECD「ICIO」、UN Comtradeなどを基に三菱総合研究所作成

**注目点② 金融政策・財政政策の方向性 ― 利下げ局面は終焉へ、財政の対応余地にも限度**

**物価上振れ懸念は強く、金融政策は当面様子見へ**

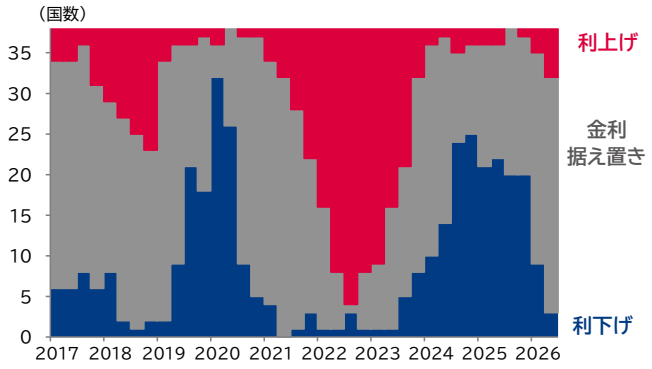
中東における供給ショックは景気を下押しするものの、政策による下支えは見込み難い。インフレ懸念から各国中央銀行は慎重な金融政策運営を迫られており、26年入り以降、利下げを進める中央銀行は大きく減少し、一旦政策金利を据え置く対応が多い（図表1-14）。

先行きについて、インフレ率の高止まりにより、各国中央銀行は景気下支えよりも物価安定を優先せざるを


Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

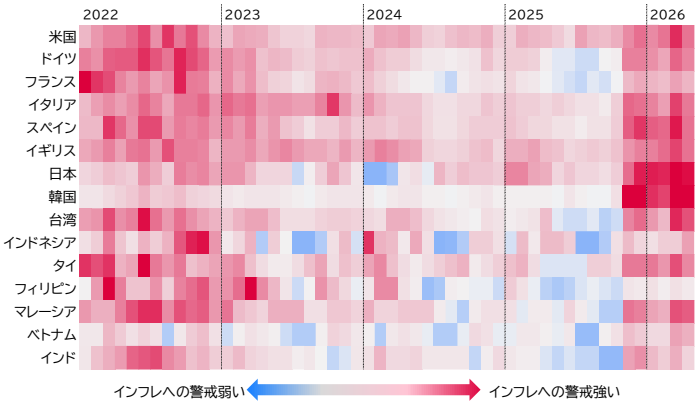
得ず、金融政策対応として利下げよりも利上げが優勢となるだろう。主要国では「インフレーション」に関連する検索頻度が26年3月以降に一段と高まっており、インフレ率の上振れが警戒される環境にある（図表1-15）。特に政策金利水準の低い日本は、中東混乱による物価上昇圧力も強く、政策金利の着実な引き上げが求められる（詳細はP.14日本経済、注目点③）。米国は相対的に金利水準が高いなか、エネルギー純輸出国であることからインフレ圧力も抑制されるとみるが、利下げは1回（0.25%ポイント）にとどまるとみる（詳細はP.20米国経済、注目点③）。

図表 1-14　主要国の金融政策の方向性




注：集計可能な38カ国とユーロ圏について、四半期ごとの政策金利の変化により区分。26年5月15日までを対象に集計し、該当期間内に政策判断を実施していない国も金利据え置きとした。
出所：BIS、Macrobondを基に三菱総合研究所作成

図表 1-15　地域別のインフレ警戒度ヒートマップ



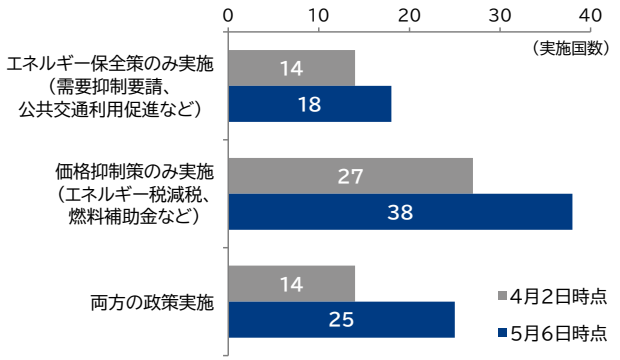

注：インフレーションに関する検索頻度について、国別に2010年以降の平均値からの乖離度合いを示す。直近は26年4月。
出所：Google Trendsを基に三菱総合研究所作成

**エネルギー危機への政策対応広がるも、供給ショックの下で景気浮揚は期待できず**

エネルギー危機に対して政策対応は広がっているが、需要抑制と価格抑制のバランスが重視されている。IEA（国際エネルギー機関）の集計によると、需要抑制によるエネルギー保全策と価格抑制策を実施する国は時間とともに増えており、両方を実施する国の増加幅も大きい（図表1-16）。エネルギー保全策は、ASEANなどのエネルギー中東依存度が高く、備蓄の少ない国で先行的に取り入れられたが（詳細はP.30ASEAN経済、注目点②）、欧州各国などにも広がっている。同時にエネルギー税減税などの価格抑制策を導入する国も増えているが、日本のようにガソリン価格の上限を固定するために補助金を支給する国は必ずしも多数派ではない。

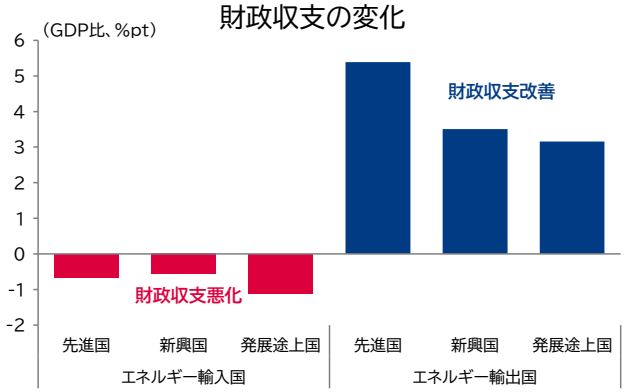
エネルギー価格高騰に対する消費者支援策は、対象・期間を絞らなければ副作用を招くおそれがある。第一に、過度に価格を抑制・コントロールすれば、本来生じるはずの需要抑制効果が働かず、エネルギー供給不安に対する政策と矛盾が生じる。第二に、必要以上に需要を押し上げられれば、物価上昇に拍車がかかり、景気悪化が深刻化・長期化するおそれがある。第三に、財政が大幅に悪化すれば、政策の持続可能性への懸念が高まるとともに、金融市場の混乱などを通じて景気下押し圧力が強まる可能性がある。実際、IMFの集計によると、2000年以降のエネルギー急騰局面において、エネルギー輸入国では財政収支が悪化する傾向があり、留意が必要である（図表1-17）。

図表 1-16　各国のエネルギー危機対応




注：欧州委員会の対応策は集計から除外。
出所：IEA “2026 Energy Crisis Policy Response Tracker”を基に三菱総合研究所作成

図表 1-17　過去のエネルギー急騰局面における財政収支の変化




注：2002～08年、2009～14年、2020～22年のエネルギー価格高騰局面を対象に集計。
出所：IMF “Fiscal Monitor, April 2026”を基に三菱総合研究所作成



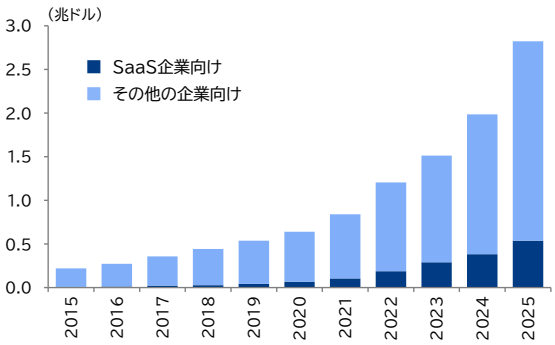
Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

### （3）世界経済の先行きリスク

上述の通り2つのシナリオに沿って世界経済を展望したが、中東情勢の動向を中心に先行きの不確実性は高い。中東情勢の不安定化と相まって、世界経済が一段と下振れしかねない要素として、以下の2点がある。

第一点は、プライベートクレジット市場の不安定化である。米国を中心に市場規模が拡大しているが、足元では融資先となる中堅・中小企業の破綻事例に注目が集まっている。プライベートクレジットファンドの主な融資手段であるダイレクトレンディング（非上場の中堅・中小企業に対する相対型ローン）について、BISの集計に基づくと融資残高は25年時点で2兆ドルを上回り、そのうち約2割がSaaS（Software as a Service）企業向けとなっている（図表1-18）。そうした中、AI台頭に伴うSaaS企業の収益懸念の強まりや大手ファンドの解約制限などから、市場の不安が高まっている。プライベートクレジットファンドに対する銀行の直接的なエクスポージャーは資本対比で限定的だが、銀行・ファンド間の共通エクスポージャー増加などから結び付きが複雑化しており、ストレス発生時に金融システム全体へ波及しやすくなっている可能性が指摘されている[1]。中東情勢の不安定化に伴って融資先の経営悪化が広がれば、信用力の低い企業の経営破綻が連鎖するおそれがある。

図表 1-18 ダイレクトレンディング残高




出所：BIS “BIS Quarterly Review, March 2026”を基に三菱総合研究所作成

第二点は、AI投資の急減速である。中東情勢の混乱が続けば、台湾や韓国を中心にAI関連製品の生産・供給が滞るおそれがある。調達が継続できたとしても、資材価格や電力コストの上昇により投資収益率が下がれば、投資の先送り・見直しに至る可能性もある。また、AI関連企業はプライベートクレジット市場からの資金調達も拡大させており[2]、資金制約から投資が困難となる可能性も考えられる。

---

[1] 指摘の例として以下がある。
大久保、海道、山本、鷲見（2026）「米国ダイレクト・レンディング市場における BDC（Business Development Company）の動向について」 日銀レビュー、2026-J-1
FSB（2026）“Report on Vulnerabilities in Private Credit”

[2] I. Aldasoro, S. Doerr, D. Rees “Financing the AI boom: from cash flows to debt” BIS Bulletin No 120 によると、ダイレクトレンディングに占める AI 企業向け割合は 8%程度まで拡大している。


Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

政策・経済センター 田中 康就 田中 嵩大 山本 道也

## （1） 日本経済の現況

### 内需は底堅さを維持し、2四半期連続のプラス成長

26年1-3月期の実質GDPは、季調済前期比年率＋2.1%と2四半期連続のプラス成長となり、中東情勢の緊迫化による影響は1-3月期時点では限定的である。既往の企業収益改善を背景に設備投資は拡大傾向が継続している（前期比＋0.3%）。個人消費も、実質賃金の増加を背景に、持ち直しが続いている（同＋0.3%）。

## （2） 日本経済の先行き

### 中東情勢緊迫化の影響を受けて景気は減速へ

先行きは中東情勢緊迫化を受けた物価高や供給制約などを受けて、0%近傍まで成長率が減速する見通し。実質賃金は前年比マイナスに転じ、消費は伸び悩むとみる。設備投資や輸出は、供給制約の影響などから鈍化するだろう。もっとも、エネルギー供給や海上輸送の制約が早期に緩和すると想定すれば（早期収束シナリオ：詳細はP.6総論、図表1-8）、景気は緩やかな回復軌道に復するとみる。企業の賃上げ慣行は維持され、資源価格高騰の影響が一巡した後は実質賃金の前年比プラス転換に伴い、個人消費が持ち直すだろう。中東危機を受けて資源循環や脱炭素の取り組み気運も後押しとなり、設備投資は再度拡大傾向を強めるとみる。実質GDP成長率は、26年度前年比＋0.5%（前回3月時点同＋0.8%から下方修正）、27年度同＋0.8%（前回3月時点同＋0.9%から下方修正）と予測する（図表2-1）。

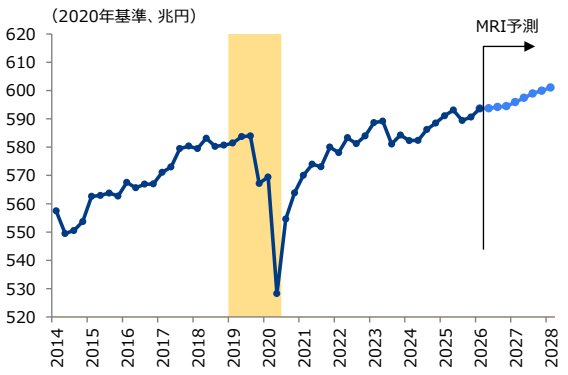
消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、以下「コアCPI」）は、26年度前年比＋2.6%（前回3月時点同＋2.1%から上方修正）、27年度同＋2.4%（前回3月時点同＋2.0%から上方修正）と予測する。資源価格高騰や化学素材・製品の供給制約などが時間差を伴って物価を押し上げることから、均してみれば2%を上回る伸びが続くとみる。日本銀行は、物価・経済・金融システムの動向を見極めつつ、26年度に2回、27年度にも1回の利上げを実施し、政策金利を1.5%まで引き上げると予想する。

WTI原油先物価格は、26年末は80ドル程度、27年末は70ドル程度で推移すると仮定した上で、金融指標を次の通り想定した。日経平均株価は、原油価格上昇に伴う企業収益の下押しが見込まれるほか、株価収益率の面で調整余地も大きく、27年度末58,000円程度と想定する。為替レートは対ドルで27年度末に150円程度と、有事のドル買いは一服するものの、原油価格高騰に伴う交易条件の悪化やFRBの利下げ期待後退などから円安地合いは続くとみる。10年物国債利回りは、インフレ率の上振れや財政拡張に対する懸念などから3%程度まで上昇するものの、金融政策の正常化進展と持続的な財政運営を前提に、概ね2%台後半で推移すると想定した。

先行きについて、中東情勢緊迫化の経済影響がどの程度となり（注目点①）、その下で内需拡大は続くのか（注目点②）が注目される。こうした局面において、財政政策・金融政策の方向性も焦点となる（注目点③）。

図表2-1 日本の実質GDP見通し

| 年度ベース（前年比%） | 実績 | | 予測 | |
|---|---|---|---|---|
| | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
| 実質GDP | 0.5 | 0.8 | 0.5 | 0.8 |
| 民間最終消費 | 0.1 | 1.2 | 0.4 | 0.3 |
| 民間住宅投資 | ▲0.7 | ▲3.5 | ▲0.7 | ▲0.3 |
| 民間企業設備投資 | 0.8 | 2.4 | 1.2 | 2.1 |
| 民間在庫品増加（寄与） | 0.2 | ▲0.1 | ▲0.1 | 0.2 |
| 政府最終消費 | 2.3 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 公的固定資本形成 | 0.1 | ▲0.6 | 2.0 | 1.7 |
| 財・サービス 純輸出（寄与） | ▲0.3 | ▲0.2 | ▲0.0 | ▲0.2 |
| 財・サービス 輸出 | 2.7 | 1.9 | 0.4 | 1.9 |
| 財・サービス 輸入 | 4.0 | 2.6 | 0.6 | 3.2 |
| 名目GDP | 3.7 | 4.2 | 3.0 | 3.4 |
| 消費者物価（生鮮除く総合） | 2.7 | 2.7 | 2.6 | 2.4 |




| | | 実績 | | | | | 予測 | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2025 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 2026 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 2027 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 2028 1-3 |
| 実質GDP | 前期比 | 0.4% | 0.3% | -0.6% | 0.2% | 0.5% | 0.0% | 0.1% | 0.0% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.2% |
| | 前期比年率 | 1.8% | 1.4% | -2.5% | 0.8% | 2.1% | 0.0% | 0.3% | 0.2% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 0.7% | 0.7% |

注：右上図の黄色の網掛けは景気後退期。
出所：内閣府「国民経済計算」「景気基準日付」、総務省「消費者物価指数」を基に三菱総合研究所作成



Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

### 注目点① 中東情勢緊迫化の経済影響 ―― 資源価格高騰・供給制約が経済活動のおもしに

中東情勢緊迫化の影響は、①資源価格高騰、②サプライチェーンの混乱、③不確実性の高まり、の3つの経路を通じて日本経済を下押しする。日本は原油輸入の約95%を中東に依存しており、なかでも経済活動への影響が懸念・顕在化し始めている①と②について、以下で掘り下げて分析する。

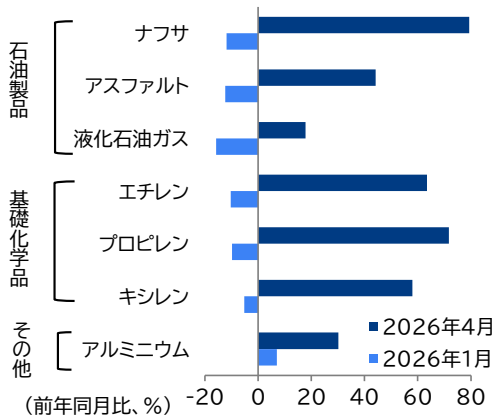
#### 経路①：資源価格高騰が企業収益を下押し、コスト増は消費者へも転嫁

第一の経路は、資源価格高騰による企業収益や個人消費の下押しである。3月以降、原油価格に加えて、ナフサなどの石油関連製品の価格も上昇しており、広範な産業・品目への影響波及が見込まれる。

ホルムズ海峡の輸送が回復したとしても、資源価格は高止まりする公算が大きい。イランはホルムズ海峡の海上輸送に対する影響力を強めており、通航の安全性が確認され、海上輸送が正常化するまでには時間を要するとみられる。中東産品の需給は逼迫した状況が続くとみられ、資源価格は当面、イラン攻撃前より高水準で推移するだろう。また、サウジアラビアの国有石油会社サウジアラムコは、アジア向け原油の販売価格に上乗せする調整金を大幅に引き上げており、原油調達価格の押し上げ要因となる。

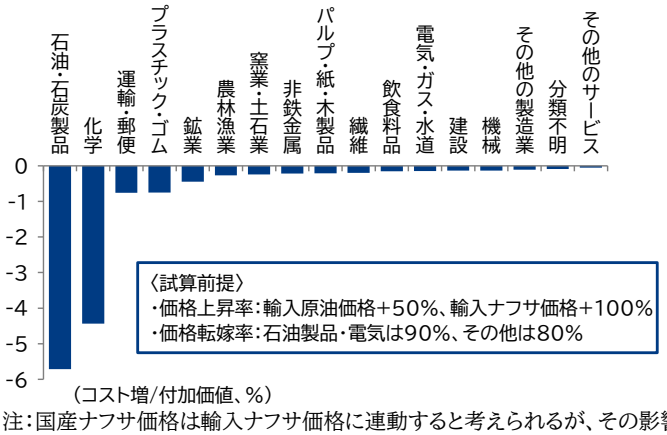
資源価格の高騰は、調達コストの上昇を通じて企業収益の悪化につながる。実際、4月時点の企業間取引において、ナフサなどの石油製品や、エチレン・プロピレンなどの石油由来の基礎化学品を中心に価格が大幅に上昇している（図表2-2）。こうしたコスト上昇の企業収益への影響について、産業連関表を用いて産業別に試算すると、原材料に占める石油関連製品の割合が大きい化学や石油・石炭製品で下押し幅が大きい（図表2-3）。また、燃料費、光熱費の上昇が製造業を中心にコストプッシュ要因となるほか、石油関連製品を用いる幅広い産業にもサプライチェーンを通じてコスト上昇が波及することが確認できる。

図表 2-2 企業間取引における主な値上がり品目




出所：日本銀行「企業物価指数」を基に三菱総合研究所作成

図表 2-3 原油・ナフサの調達コスト上昇による付加価値の下押し幅（産業別）




注：国産ナフサ価格は輸入ナフサ価格に連動すると考えられるが、その影響は考慮していない。
出所：総務省「令和2年（2020年）産業連関表」を基に三菱総合研究所作成

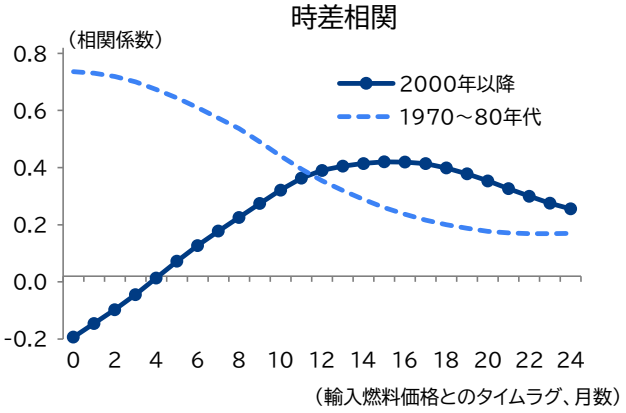
コスト上昇の影響は、消費者物価にも波及するとみる。すでにラップ、接着剤などの日用品メーカーが値上げを発表しているほか、アルミ缶やトレーといった食品包装資材などでも価格引き上げの動きがある。先行きも生産コストの上昇が徐々に消費者向け製品・サービス価格に転嫁されることで、時間差を伴って消費者物価が上昇するだろう。実際、2000年以降の輸入燃料価格とコアコアCPI（生鮮食品及びエネルギーを除く総合）の相関関係をみると、燃料価格の変動に対して約1年程度遅行して相関係数が高まる傾向がある（図表2-4）。

また、近年、企業の価格転嫁が積極化していることから、消費者物価の上昇までのタイムラグが縮んでいる可能性もある。2度のオイルショックが生じた1970～1980年代では、燃料価格の変動とコアコアCPIの変動とで時間差が小さい時点において高い相関関係がみられており（図表2-4、破線）、2000年以降の平均に比べて早期に消費者物価が上昇する可能性が高い点にも注意が必要である。

先行きのコアCPIは、26年度前年比+2.6%（前回3月時点同+2.1%）、27年度は同+2.4%（前回3月時点同+2.0%）と、前回予測に比べて上振れるとみる（図表2-5）。政府はガソリン価格を170円/L程度に抑制する補助金を実施しているが、需要抑制の必要性や財政負担とのバランスを考慮して、徐々に縮小されると想定した（詳細はP.14、注目点③）。27年度にかけて、資源価格高騰の影響は徐々に減衰するとみるが、円安の進行など物価の上振れリスクも相応に大きい。

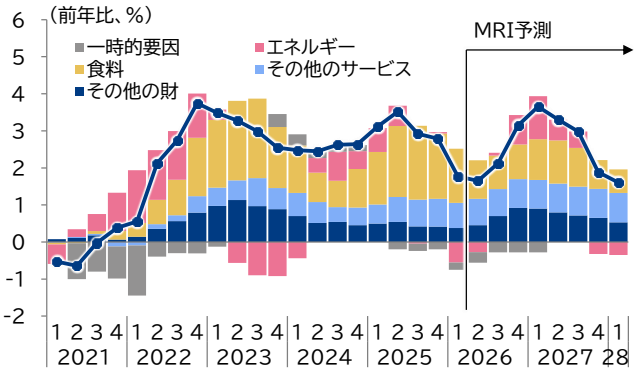

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

図表 2-4　輸入燃料価格とコアコア CPI の時差相関




注：前年同月比の相関。輸入燃料価格は輸入物価指数の「石油・石炭・天然ガス」、コアコアCPIは生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数（消費税の影響を除く）。2000年以降は2025年12月まで。
出所：総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」を基に三菱総合研究所作成

図表 2-5　コア CPI




注：一時的要因は「高校授業料無償化」「公立小学校の給食費無償化」等の合計。エネルギーに関して、ガソリン補助金は26年7月以降縮小し、9月末に終了すると想定。電気・ガス料金支援は26年7～9月に1～3月と同規模で実施と想定。
出所：総務省「消費者物価指数」を基に三菱総合研究所作成

## 経路②：供給制約による生産活動の下押しは既に顕在化、今後数カ月で悪影響拡大のおそれも

第二の経路は、供給制約による生産活動の下押しである。原油は燃料用途に加え、石油化学産業の基礎原料としても重要であり、原油から精製されるナフサは、プラスチックや合成繊維、自動車、医療関連製品など幅広い産業を支えている。このため、中東情勢の混乱長期化で原油調達が滞れば、幅広い産業で生産活動の下押しにつながる可能性がある。

既にこうした影響は一部で顕在化しつつある。26年3月の鉱工業生産指数で生産が低下した品目をみると、エチレンやポリエチレンなど、川上・川中製品を中心とする石油化学関連品目が上位に並ぶ（図表2-6）。石油化学工業協会によると、3月の国内エチレン設備稼働率は1996年以降で過去最低水準となった。また、例えばエチレンを原材料とする塩ビ樹脂メーカー大手の信越化学工業は、3月に塩ビ減産に踏み切っている。

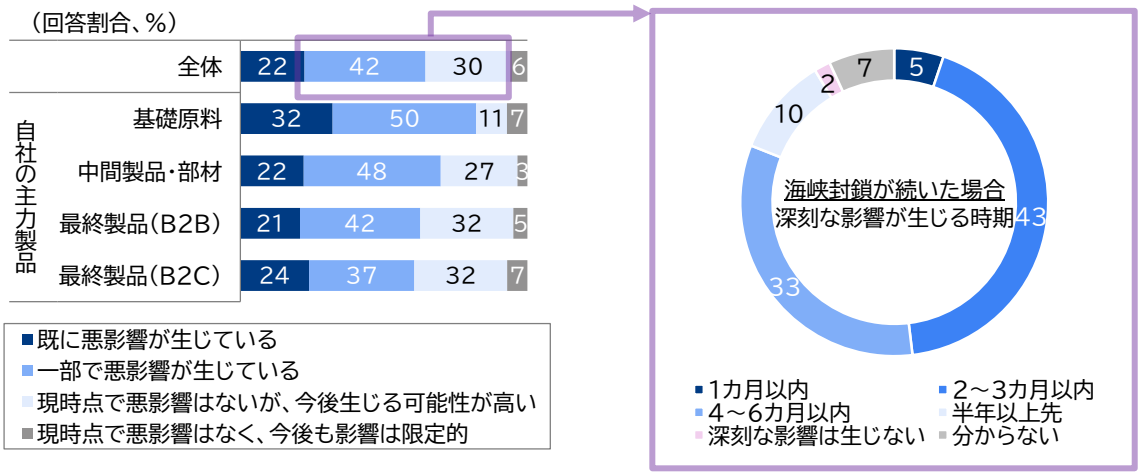
当社が4月中旬に実施した製造業企業向けアンケートでも、22%が国内生産に「既に悪影響が生じている」、42%が「一部で悪影響が生じている」と回答した（図表2-7、左）。サプライチェーン工程別にみると、上流ほど影響が大きく、基礎原料製造企業の8割以上が悪影響を受けている模様だ。

図表 2-6　減産幅が大きい石油関連品目（2026年3月）

| 順位（364品目中） | 品目名 | 前月比(%) |
|---|---|---|
| 1位 | エチレン | ▲ 21.1 |
| 2位 | ポリエチレン | ▲ 29.8 |
| 6位 | プロピレン | ▲ 16.0 |
| 7位 | ひげそり用・浴用化粧品 | ▲ 30.9 |
| 8位 | マーキングペン | ▲ 13.8 |
| 11位 | 軽油 | ▲ 14.3 |
| 12位 | パラキシレン | ▲ 19.6 |
| 13位 | アクリロニトリル | ▲ 31.0 |
| 16位 | 二塩化エチレン | ▲ 12.8 |
| 17位 | 不織布 | ▲ 6.5 |

注：2021～25年の各品目の生産指数（季調済）前月比変化率を基にZスコア化し、2026年3月の下落率とZスコアの乖離が大きい順に順位付けした。
出所：経済産業省「鉱工業生産指数」を基に三菱総合研究所作成

図表 2-7　中東情勢による国内生産への影響（MRI 調査）




注：調査対象業種は製造業、職種は購買・物流、経営企画、事業企画、役員・代表、役職は課長・次長以上、規模は50人以上。国内生産への影響が「分からない」とした回答者を除く484名を対象に集計。
出所：三菱総合研究所（4月17-20日実施の企業対象アンケート、回答者数515名）



Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

先行きについて、上流工程での生産停止やコスト増を取引先に転嫁する動きが本格化すれば、下流工程においても生産への下押し圧力は強まるだろう。加えて、中東情勢の混乱が長期化した場合には、生産活動に深刻な影響が及ぶことも懸念される。「一部で悪影響が生じている」「今後生じる可能性が高い」と回答した企業に対し、「海峡封鎖が続いた場合に深刻な影響が生じる時期」を尋ねたところ、向こう2～3カ月以内に約4割が、4～6カ月以内にはさらに約3割の企業で深刻な悪影響が生じる見通しが示された（図表2-7、右）。

一定の仮定の下で、経路①と経路②の経済影響を試算したところ、ホルムズ海峡の封鎖が6月末まで続いた場合、企業や政府の対策を考慮しなければ、日本の実質GDPは▲0.7%pt程度下押しされるとの結果となった（詳細はP.7総論、図表1-13）。

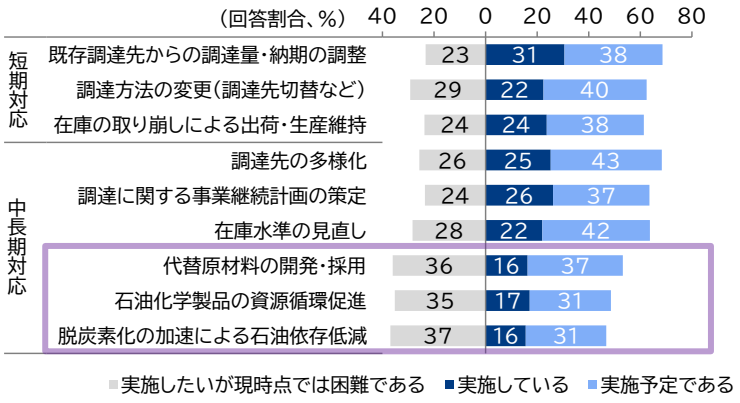
**注目点② 内需拡大の持続性 ―― 企業の危機対応や構造的課題への対応が内需の支えに**

**経済活動の維持に向けて短期・中長期双方からの取り組みが進展**

中東情勢緊迫化は日本経済の下押し圧力となるが、マイナス影響を一部相殺する取り組みもある。早期収束シナリオの下では、企業の危機対応や構造的な課題への対応が内需を支えることから、日本経済の景気の腰折れは回避されるとみる。

中東情勢を踏まえた企業の対応について、図表2-8に整理した。短期的には、既存調達先からの調達量や納期調整に加え、調達方法の変更（一時的な調達先の切り替え、スポット取引活用）や在庫の取り崩しを進めることで、出荷・生産の維持を図る動きがみられる。

図表 2-8 中東情勢を受けた企業の対応（MRI 調査）



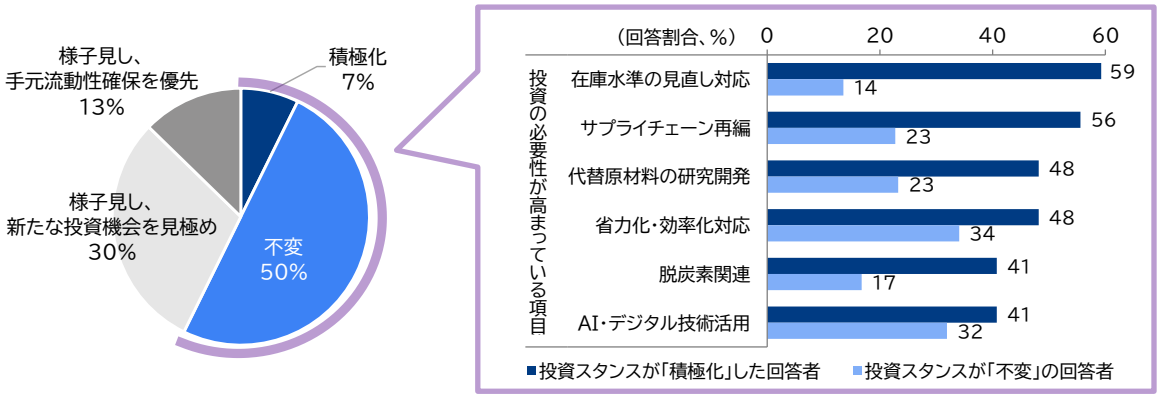

注：調査対象者の属性は図表2-7の注釈を参照。中東情勢によって「国内生産に既に悪影響が生じている」または「今後生じる可能性が高い」と回答した455名を対象に集計。主要な項目を抜粋して図示。
出所：三菱総合研究所（4月17-20日実施の企業対象アンケート、回答者数515名）

中長期的な対応としては、調達先の多様化や在庫水準の見直しといった回答が多いが、それに加えて、「代替原材料の開発・採用」「資源循環の促進」「脱炭素化の加速」といった生産体制そのものの構造改革を進める意向も強いことが確認された。足元の供給制約への対応にとどまらず、エネルギー危機を契機に企業の行動変容が促されれば、経済構造のレジリエンス向上につながる可能性もある。

**設備投資は一時様子見も拡大傾向が継続、中東情勢を受けた構造改革も後押し**

企業の設備投資スタンスも、過度に慎重姿勢が強まっている様子はみられない。製造業アンケートでは、中東情勢を受けた投資スタンスの変化について、「積極化」「不変」との回答が過半を占める。「投資を一時様子見する」も4割程度みられたが、そのうち「手元流動性確保」を目的とする消極的な見方は13%にとどまり、「新たな投資機会の見極め」を目的とする戦略的な見方が多い（図表2-9、左）。供給制約によって短期的に実行が後ずれする可能性はあるが、制約緩和後には繰り延べられていた投資案件が顕在化する公算が大きい。

図表 2-9 中東情勢を受けた投資スタンスの変化と積極化・維持する理由（MRI 調査）




注：調査対象者の属性は図表2-7の注釈を参照。中東情勢によって「国内生産に既に悪影響が生じている」または「今後生じる可能性が高い」回答者のうち、投資スタンスの変化が「分からない/当てはまるものはない」の回答者を除いた370名を対象に集計。右図の投資スタンス「積極化」「不変」の理由は複数選択可。 出所：三菱総合研究所（4月17-20日実施の企業対象アンケート、回答者数515名）


Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

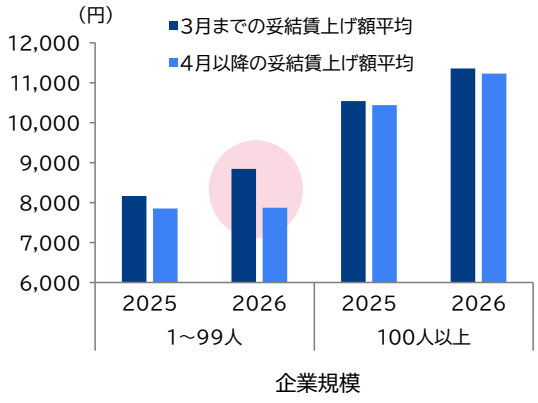
底堅い設備投資スタンスが維持される背景として、構造的な課題への対応の必要性が高いことがある。投資行動が「不変」の理由を尋ねると、「省力化・効率化対応」や「AI・デジタル技術活用」など、従来の構造的課題解決に向けた投資の必要性は依然として高いことが確認された（図表2-9、右）。加えて、前述の中東危機を受けた中長期的な対応策も、今後投資押し上げとして働く要素となる。実際、「積極化」した回答者では、「サプライチェーン再編」や「代替原材料の研究開発」「脱炭素関連」を理由に選ぶ割合が特に高い。

### 物価高を受けて実質賃金は前年比マイナスへ、個人消費の持ち直しには時間を要する

必要な人材を確保するために、企業が賃金を引き上げる動きを維持することも、景気を下支えする前向きな材料だ。26年春闘における平均賃上げ率（連合第5回回答集計）は5.05%と、3年連続の5%台となる高い伸びで妥結された。JAM（ものづくり産業労働組合）のデータによると、従業員1～99人の小規模企業では、4月以降に妥結された賃上げ額の下振れ幅が大きく（図表2-10）、中東情勢不安定化の悪影響は懸念されるものの、26年1月に中小受託取引適正化法が施行されるなど、中小企業の円滑な価格転嫁を推進する取り組みの後押しもあり、賃上げ機運が大きく後退するとは見込み難い。企業間格差には留意が必要だが、全体としての賃上げの動きは総じて底堅く推移するだろう。

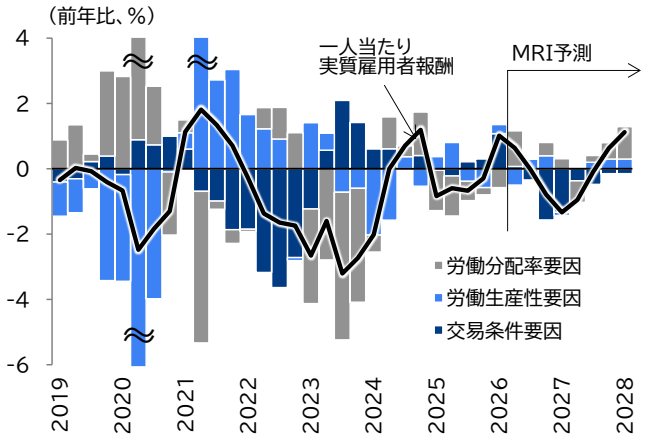
もっとも、中東情勢緊迫化を受けて消費者物価上昇率が高まることから、実質賃金は26年後半に前年比マイナスへと転じる見通しである（図表2-11）。購買力悪化を受けて、個人消費は26年度を中心に伸び悩むとみる。27年度には、資源価格高騰の影響が一巡し、実質賃金が前年比プラス圏に回復することで、個人消費は持ち直すと予測する。

図表 2-10　企業規模別の平均賃上げ額
（ものづくり産業労働組合）




注：4月以降の妥結賃上げ額は、各年5月上旬までの回答企業を対象に算出。
出所：JAM（ものづくり産業労働組合）「春季生活闘争情報」を基に三菱総合研究所作成

図表 2-11　一人当たり実質雇用者報酬




注：四半期ごと。交易条件要因にはGDPデフレータを家計最終消費支出デフレータで除した値を用いている。
出所：内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」を基に三菱総合研究所作成

## 注目点③　財政政策・金融政策の方向性　――　物価安定・経済活動維持のバランスを重視した政策へ

### 財政政策：ガソリン補助金の長期化による副作用を懸念、経済の持続可能性を高める政策を

政府は、エネルギー危機の回避と経済活動の維持に向けて、①ガソリン価格の抑制と、②供給制約の回避に重点的に取り組んでいる。

①について、昨年末で終了したガソリン補助金が復活され、レギュラーガソリン全国平均価格は1L当たり170円程度に抑えられている。たしかに、供給ショック時における市場の混乱を和らげ、家計負担の急激な増加を抑制する観点では一定の合理性があると言えるが、補助金が常態化してしまうと副作用の方が大きくなる可能性がある。市場価格による需給調整メカニズムを阻害し、需要を過熱させてしまうことに加え、財政拡張的な姿勢が期待インフレの上昇や財政懸念を通じた円安を招き、追加的な物価上昇圧力となるためである。そのため、ガソリン補助金は段階的に縮小されることが望ましい。

②について、政府は供給制約の回避に向けて、石油備蓄の放出や中東に代わる石油・石油化学製品の調達先確保を進めており、一部の石油・石油化学製品については、当面の供給量を確保できる見通しであると説明している。さらに、一部の石油化学製品はASEANなど他のアジア諸国からの輸入に依存していることから、4月中旬には総額約100億ドルの支援策「パワー・アジア（アジア・エネルギー・資源供給力強靱化パートナーシップ）」の枠組みも公表された。こうした取り組みはアジア全体でのエネルギー調達・サプライチェーン強靱化を進める観点で有意義と言えよう。


Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

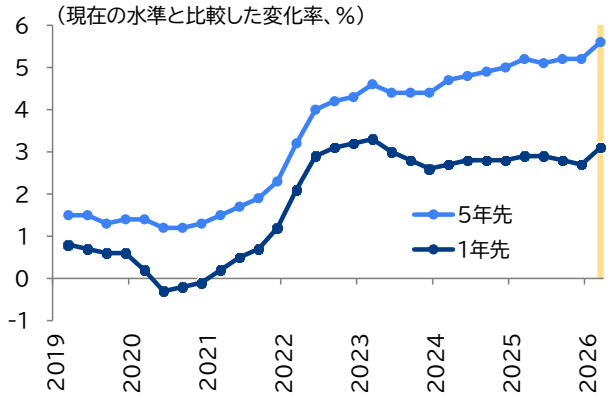
ただし中東情勢の混乱が長期化すれば、供給制約が本格化するおそれもある。エネルギー需要の抑制や医療など不可欠分野への優先配分も視野に入れる必要がある。過度な行動抑制は経済への打撃も大きくなるため、経済活動の持続性も重視しつつ、エネルギー効率を高める仕組みを構築することが求められる。同時に、中長期的には、エネルギー安全保障確保のために脱炭素化や資源循環を一段と加速させ、海外から調達しているエネルギー資源への依存自体を減らす観点も重要だ。こうした取り組みは企業も必要性を認識しつつも、「現時点では困難である」とする回答が他項目と比べて多い（前掲図表2-8 ）。政府には中長期戦略の明確化による投資の予見可能性向上に加え、GX移行債等を通じた資金支援や人材育成の強化などが求められる。

**金融政策：日銀は物価・景気動向を見極めつつ利上げを継続へ**

日本銀行は、金融政策正常化に向けた動きを着実に進めるだろう。26年4月の金融政策決定会合では政策金利は0.75％で据え置かれたものの、同日公表された展望レポートでは、政策委員の消費者物価見通しが前回1月公表時点から大幅に上方修正された。中東情勢の緊迫化を受けて、物価上振れリスクが意識されているとみられる。また、同日の記者会見で、植田日銀総裁は今後も政策金利の引き上げを続ける姿勢を示した。

26年3月時点において企業の販売価格見通しは短期・中長期ともに上昇している（図表2-12）。また、家計の期待インフレ率は26年3月以降に上昇しており、原油価格上昇が内生的な物価高騰につながる恐れもある（図表2-13）。そのため、日本銀行は、中東情勢緊迫化による経済・物価・金融システムへの影響を見極めつつ、段階的に政策金利を引き上げるだろう。次回26年6月を含めて26年度中に2回、27年度に1回政策金利を引き上げ、27年度末の政策金利水準は1.5％と予想する。

図表 2-12　企業の販売価格見通し




注：全規模全産業。黄色い網掛けは26年3月以降を示す。
直近は26年3月。
出所：日本銀行「短観」を基に三菱総合研究所作成

図表 2-13　家計の期待インフレ率（1年後）




注：1年後の物価上昇率見通しの回答割合を加重平均して算出。「5％以上低下」との回答は▲5％、「5％以上上昇」は+5％として計算。黄色い網掛けは26年3月以降を示す。直近は26年4月。
出所：内閣府「消費動向調査」を基に三菱総合研究所作成

**（3）日本経済の先行きリスク ―― 中東情勢緊迫化や日中関係悪化の長期化が下振れリスク**

先行きの景気見通しについて、相対的に下振れリスクが大きい。主なリスクとして①中東情勢の混乱長期化や②日中関係悪化の影響深刻化がある。

①について、中東情勢の混乱が長期化すれば、原油価格の高止まりや原油由来製品の供給制約の強まりなどを通じて幅広い企業で生産活動に悪影響が生じるほか、企業利益が悪化し、企業の設備投資が停滞しかねない。資源価格高騰やさらなる円安の進行により物価高が深刻化・長期化する懸念もあり、実質賃金の減少が続けば、個人消費が腰折れしかねない。

②について、中国商務部は2月下旬、日本の防衛関連企業を中心に20の企業・団体を輸出禁止リストに掲載したと発表した。対象となった企業には中国原産の軍民両用品の提供が禁止され、現在進行中の取引も停止される。東京商工リサーチによると、輸出禁止リストに掲載された企業・団体の取引先は国内で約1万社に上る。軍民両用品には幅広い製品の生産に不可欠なレアアース（希土類）も含まれる。レアアースの戦略的備蓄は数カ月分にとどまるとみられ、日中関係悪化が長期化してレアアースの輸入停滞が続けば、多くの企業で生産・企業活動が下押しされる可能性がある。


Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

## 図表2-14 日本経済予測の総括表

（単位：10億円、%）

| | | 年度 | | | | 年度（前年比） | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2024 実績 | 2025 実績 | 2026 予測 | 2027 予測 | 2024 実績 | 2025 実績 | 2026 予測 | 2027 予測 |
| 名目 | 国内総生産（＝GDP） | 642,781 | 669,970 | 690,120 | 713,271 | 3.7% | 4.2% | 3.0% | 3.4% |
| | 民間最終消費支出 | 340,185 | 353,398 | 364,923 | 375,100 | 2.8% | 3.9% | 3.3% | 2.8% |
| | 民間住宅投資 | 27,563 | 27,479 | 28,441 | 29,186 | 2.6% | ▲0.3% | 3.5% | 2.6% |
| | 民間企業設備 | 119,191 | 125,818 | 132,650 | 139,002 | 4.2% | 5.6% | 5.4% | 4.8% |
| | 民間在庫品増加 | 197 | ▲ 428 | ▲ 880 | 559 | *** | *** | *** | *** |
| | 政府最終消費支出 | 129,100 | 132,605 | 136,348 | 140,251 | 4.6% | 2.7% | 2.8% | 2.9% |
| | 公的固定資本形成 | 32,019 | 32,903 | 34,894 | 36,442 | 3.9% | 2.8% | 6.1% | 4.4% |
| | 公的在庫品増加 | ▲ 76 | ▲ 91 | 3 | 141 | *** | *** | *** | *** |
| | 財貨・サービス純輸出 | ▲ 5,398 | ▲ 1,712 | ▲ 6,256 | ▲ 7,404 | *** | *** | *** | *** |
| | 財貨・サービス輸出 | 143,445 | 148,615 | 164,736 | 165,505 | 7.9% | 3.6% | 10.8% | 0.5% |
| | 財貨・サービス輸入 | 148,842 | 150,327 | 170,991 | 172,908 | 7.2% | 1.0% | 13.7% | 1.1% |
| 実質 | 国内総生産（＝GDP） | 587,135 | 591,911 | 594,769 | 599,549 | 0.5% | 0.8% | 0.5% | 0.8% |
| | 民間最終消費支出 | 305,077 | 308,795 | 309,972 | 310,997 | 0.1% | 1.2% | 0.4% | 0.3% |
| | 民間住宅投資 | 23,057 | 22,255 | 22,105 | 22,033 | ▲ 0.7% | ▲ 3.5% | ▲ 0.7% | ▲ 0.3% |
| | 民間企業設備 | 104,530 | 107,004 | 108,237 | 110,498 | 0.8% | 2.4% | 1.2% | 2.1% |
| | 民間在庫品増加 | 208 | ▲ 281 | ▲ 908 | 504 | *** | *** | *** | *** |
| | 政府最終消費支出 | 121,487 | 122,451 | 123,394 | 124,329 | 2.3% | 0.8% | 0.8% | 0.8% |
| | 公的固定資本形成 | 27,686 | 27,532 | 28,086 | 28,554 | 0.1% | ▲ 0.6% | 2.0% | 1.7% |
| | 公的在庫品増加 | ▲ 47 | ▲ 73 | ▲ 82 | ▲ 82 | *** | *** | *** | *** |
| | 財貨・サービス純輸出 | 5,738 | 5,223 | 5,029 | 3,788 | *** | *** | *** | *** |
| | 財貨・サービス輸出 | 104,992 | 107,014 | 107,454 | 109,478 | 2.7% | 1.9% | 0.4% | 1.9% |
| | 財貨・サービス輸入 | 99,254 | 101,791 | 102,425 | 105,690 | 4.0% | 2.6% | 0.6% | 3.2% |

| | | 2024 実績 | 2025 実績 | 2026 予測 | 2027 予測 | 2024 実績 | 2025 実績 | 2026 予測 | 2027 予測 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 指数 | 鉱工業生産指数 | 101.4 | 101.2 | 101.7 | 103.0 | ▲ 1.5% | ▲ 0.2% | 0.5% | 1.4% |
| | 国内企業物価指数 | 124.1 | 127.5 | 135.8 | 139.0 | 3.3% | 2.7% | 6.5% | 2.4% |
| | 消費者物価指数（生鮮除く総合） | 108.7 | 111.7 | 114.6 | 117.4 | 2.7% | 2.7% | 2.6% | 2.4% |
| | GDPデフレーター | 109.5 | 113.2 | 116.0 | 119.0 | 3.2% | 3.4% | 2.5% | 2.5% |
| | 完全失業率 | 2.5% | 2.6% | 2.7% | 2.7% | *** | *** | *** | *** |
| | 新設住宅着工戸数（万戸） | 81.6 | 71.1 | 73.4 | 72.5 | 2.0% | ▲ 12.9% | 3.1% | ▲ 1.2% |
| 対外バランス | 経常収支（10億円） | 30,032 | 34,522 | 27,840 | 26,442 | *** | *** | *** | *** |
| | 貿易・サービス収支 | ▲6,167 | ▲2,515 | ▲9,245 | ▲10,278 | *** | *** | *** | *** |
| | 貿易収支 | ▲3,031 | 1,363 | ▲2,510 | ▲3,318 | *** | *** | *** | *** |
| | 輸出 | 107,830 | 111,345 | 122,110 | 121,741 | 5.3% | 3.3% | 9.7% | ▲ 0.3% |
| | 輸入 | 110,861 | 109,982 | 124,619 | 125,059 | 4.7% | ▲ 0.8% | 13.3% | 0.4% |
| | サービス収支 | ▲3,137 | ▲3,878 | ▲6,735 | ▲6,959 | *** | *** | *** | *** |
| | 通関収支尻（10億円） | ▲5,420 | ▲1,746 | ▲3,749 | ▲4,828 | *** | *** | *** | *** |
| | 通関輸出 | 108,937 | 113,220 | 125,029 | 124,653 | 5.9% | 3.9% | 10.4% | ▲ 0.3% |
| | 通関輸入 | 114,357 | 114,967 | 128,778 | 129,481 | 4.8% | 0.5% | 12.0% | 0.5% |
| 為替等 | 無担保コール翌日物金利（年度末） | 0.48% | 0.73% | 1.25% | 1.50% | *** | *** | *** | *** |
| | 国債10年物利回り | 1.06% | 1.74% | 2.75% | 2.65% | *** | *** | *** | *** |
| | 日経平均株価 | 38,549 | 45,775 | 58,125 | 58,000 | 15.8% | 18.7% | 27.0% | ▲ 0.2% |
| | 原油価格（WTI、ドル／バレル） | 74.5 | 65.2 | 88.3 | 73.8 | ▲ 4.4% | ▲ 12.5% | 35.3% | ▲ 16.4% |
| | 円／ドル　レート | 152.5 | 150.8 | 155.5 | 151.5 | *** | *** | *** | *** |
| | ドル／ユーロ　レート | 1.074 | 1.159 | 1.171 | 1.180 | *** | *** | *** | *** |
| | 円／ユーロ　レート | 163.7 | 174.8 | 182.0 | 178.8 | *** | *** | *** | *** |

注：国債 10 年物利回り、日経平均株価、原油価格、および為替レートは年度中平均。
出所：実績は各種統計、Bloomberg、予測は三菱総合研究所



Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

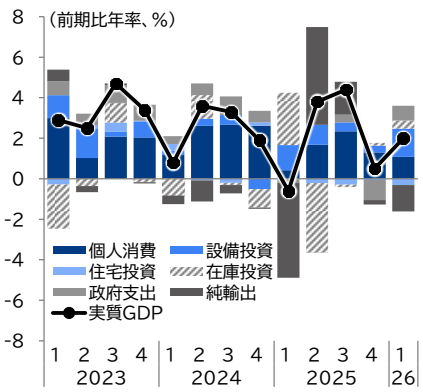
政策・経済センター 浅井 優汰 江口 修平

## (1) 米国経済の現況

### デジタル・AI関連投資を中心に内需は堅調

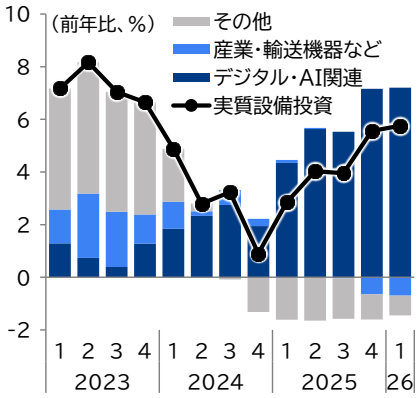
米国経済は堅調に推移している。26年1-3月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率+2.0%と、政府閉鎖の影響で大幅に減速した前期(同+0.5%)からの反動で伸びが拡大した(図表3-1)。基調を示す民間国内最終需要(個人消費、設備投資、住宅投資の合計)は同+2.5%(前期同+1.8%)と、堅調な伸びを維持している。内訳をみると、大手テック企業によるAI関連投資が設備投資を押し上げ(図表3-2)、内需の伸びをけん引している。一方、中東情勢の不安定化に伴うガソリン価格の上昇などを背景に消費者マインドが悪化し(図表3-3)、個人消費にはやや弱さがみられる。

図表 3-1 実質 GDP 成長率



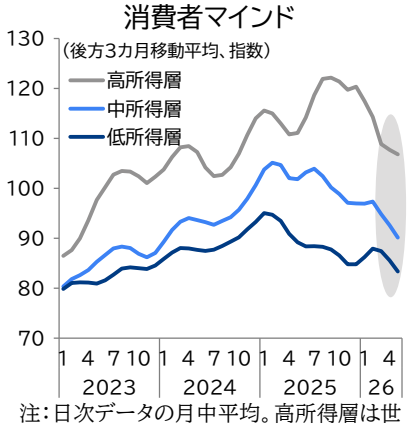

出所:米国商務省を基に三菱総合研究所作成

図表 3-2 実質設備投資




注:デジタル・AI関連は、情報通信機器・ソフトウエア投資。
出所:米国商務省を基に三菱総合研究所作成

図表 3-3 所得階層別の消費者マインド




注:日次データの月中平均。高所得層は世帯年収10万ドル以上、中所得層は5万~10万ドル、低所得層は5万ドル未満。
出所:Morning Consult を基に三菱総合研究所作成

## (2) 米国経済の先行き

### 中東情勢不安定化は景気下押しも、AI投資拡大や生産性向上がけん引し、堅調な経済成長継続

米国経済は、中東情勢の早期収束シナリオ(詳細はP.6総論、図表1-8)を前提にすれば、堅調に推移するとみる(図表3-4)。26年の実質GDP成長率は前年比+2.1%(中東情勢混乱などを踏まえ、前回26年2月時点同+2.4%から下方修正)と予測する。27年の成長率は同+2.1%と予測する(前回2月時点から変更なし)。

原油価格は、中東情勢の鎮静化に伴って上昇圧力が徐々に和らぐものの、従来に比べて高止まりすると想定する(後述)。原油価格の高止まりは、家計の購買力低下や企業収益の悪化を通じて、内需の伸びを抑制するとみる。(注目点①中東情勢不安定化の影響)。

他方、AI開発やインフラ整備に向けた関連投資は拡大を続け、米国経済の成長をけん引するとみる。さらに、AI利活用の進展に伴い、生産性も緩やかに向上すると見込む(注目点②AIの経済影響)。

金融政策については、物価上昇率の高止まりを背景に、FRBは、26年内は政策金利を据え置くとみる。中東情勢に起因するインフレ圧力の後退を確認した後、FRBは1回の利下げを実施し、政策金利を中立金利近傍(3%台前半)へ調整すると予想する(注目点③金融政策の行方)。

図表 3-4 米国経済見通し

| 暦年ベース (前年比、%) | 実績 2024 | 実績 2025 | 予測 2026 | 予測 2027 |
|---|---|---|---|---|
| 実質GDP | 2.8 | 2.1 | 2.1 | 2.1 |
| 個人消費 | 2.9 | 2.6 | 1.8 | 1.9 |
| 設備投資 | 2.9 | 4.1 | 4.8 | 3.9 |
| 住宅投資 | 3.2 | ▲2.2 | ▲4.0 | 1.1 |
| 在庫投資寄与度 | 0.0 | ▲0.1 | 0.1 | 0.0 |
| 政府支出 | 3.8 | 1.1 | 1.1 | 1.3 |
| 純輸出寄与度 | ▲0.4 | ▲0.2 | 0.0 | ▲0.1 |
| 輸出等 | 3.6 | 1.6 | 3.5 | 1.9 |
| 輸入等<控除> | 5.8 | 2.7 | 2.3 | 2.3 |
| FFレート誘導水準(年末) | 4.25-4.5 | 3.5-3.75 | 3.5-3.75 | 3.25-3.5 |
| 物価(コアPCE) | 2.9 | 2.8 | 3.2 | 2.4 |
| 失業率 | 4.0 | 4.3 | 4.4 | 4.4 |

出所:実績はFRB、米商務省、米労働省、予測は三菱総合研究所

このほか、26年11月に中間選挙を控えたトランプ政権の政策運営にも注目である。政権は支持浮揚に向け、内政では低・中所得層向け支援策の拡充を図るだろう。また、世論の関心を国外に向けるため、外交・通商面で「米国第一主義」に基づく強硬策を進める懸念がある(注目点④中間選挙前後のトランプ政権の政策運営)。



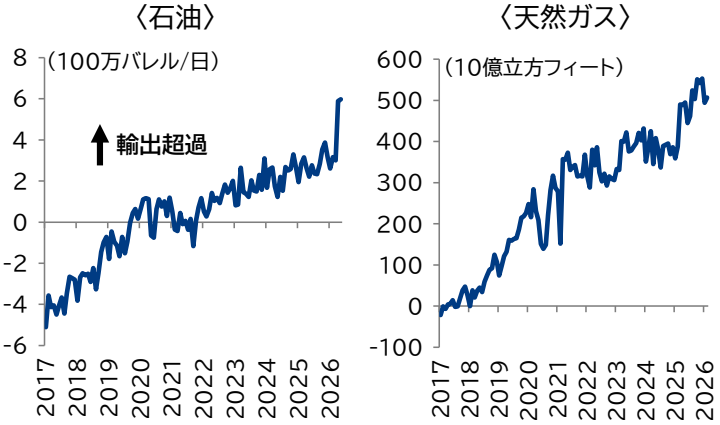
Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

### 注目点① 中東情勢不安定化の影響 ―― 家計の購買力低下、企業収益減少が消費・投資の抑制要因に

中東情勢の不安定化は、①エネルギー価格上昇、②サプライチェーン混乱による供給制約、③経済の不確実性上昇、の3つの波及経路を通じて米国経済に影響を及ぼす。米国は石油・天然ガスの純輸出国であり（図表3-5）、エネルギー価格上昇は交易条件を改善させ、一国全体では所得押し上げ要因となる。もっとも、経済全体でみれば、エネルギー価格上昇による家計の購買力低下や企業収益の悪化（経路①）、サプライチェーン混乱に伴う生産下押し（経路②）などが、消費や設備投資を抑制するとみる。

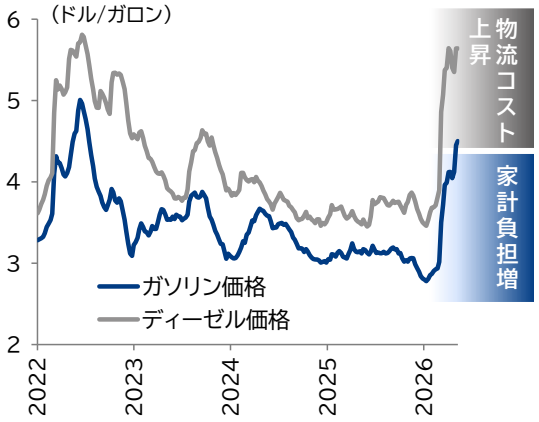
本見通しでは、中東情勢およびエネルギー価格の前提として、比較的早期に交戦が鎮静化、ホルムズ海峡の輸送は26年半ばから26年末にかけて段階的に回復へ向かうと想定。このもとで、WTI原油先物価格は、開戦前の60ドル台から上昇し、80ドル／バレル程度で推移すると見込む（前提の詳細はP.6総論、図表1-8）。

図表 3-5 石油・天然ガスの純輸出




注：石油（石油製品を含む）は、26年2月までは月次データ、3月以降は週次データの月平均。直近値は、石油が26年5月、天然ガスが26年2月。
出所：EIAを基に三菱総合研究所作成

図表 3-6 ガソリン・ディーゼル価格



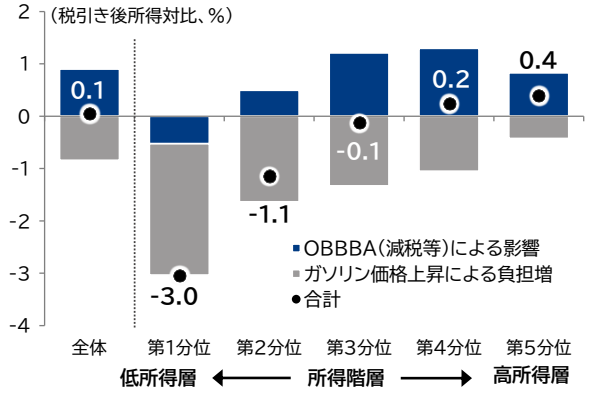

注：いずれも全米平均小売価格。ガソリン価格はレギュラー。直近は26年5月11日。
出所：EIAを基に三菱総合研究所作成

### 家計： 購買力低下が消費を下押し、株価上昇による資産効果の持続性は不透明

エネルギー価格の上昇は家計の購買力低下に波及し、個人消費の伸びは鈍化するとみる。特に、ガソリン価格上昇（図表3-6）により、米国家計の税引き後所得が▲0.8%下押しされると試算する。所得階層別にみると、低所得層ほど消費に占めるエネルギーの割合が高く、購買力への悪影響は大きい（図表3-7■）。OBBBAに基づく減税措置などにより、中・高所得層を中心に所得押し上げ効果が見込まれ、原油高の悪影響を一部緩和すると見込まれるものの（図表3-7■）、低所得層を中心に消費は抑制されるだろう。

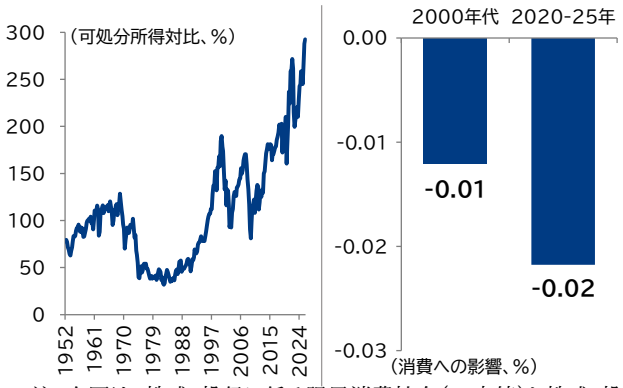
加えて、中東情勢の混乱が長期化した場合、先行きを巡る不確実性の高まりを受けて株価の調整色が強まり、資産効果の逆転を通じて消費の伸びが抑制されるおそれがある。可処分所得比でみた株式・投信残高は直近で293%と統計開始以来の最高水準に達しており（図表3-8、左）、株価1%下落による消費への影響は過去局面に比べて高まっている（同、右）。メインシナリオでは、情勢の鎮静化に伴い株価は緩やかな上昇基調を続けるとみているが、不透明感が長引く場合には、消費の下押し圧力が強まる可能性がある。

図表 3-7 ガソリン価格上昇・OBBBA（減税等）の家計所得への影響（MRI 試算）




注：OBBBA の影響は、既存減税措置の延長分を除く。ガソリン価格上昇の影響は、ガソリン価格がイラン攻撃開始前の3ドル/ガロンから4ドル/ガロンへ上昇し、その水準が継続すると想定。
出所：米財務省、イェール大学予算研究所、CBO、米労働省を基に三菱総合研究所作成

図表 3-8 可処分所得対比の株式・投信残高（左）、株価1%下落による消費への影響（右、MRI 試算）




注：右図は、株式・投信に係る限界消費性向（一定値）と株式・投信残高の対実質消費比率を用いて、株価1%下落時の消費の下押し影響を試算。限界消費性向は、Beach et al.（2025）, “Wealth Heterogeneity and Consumer Spending,” FEDS Notesの考え方を踏まえ、1964年7-9月期から25年10-12月期のデータを用いて推定。
出所：FRB、米商務省を基に三菱総合研究所作成

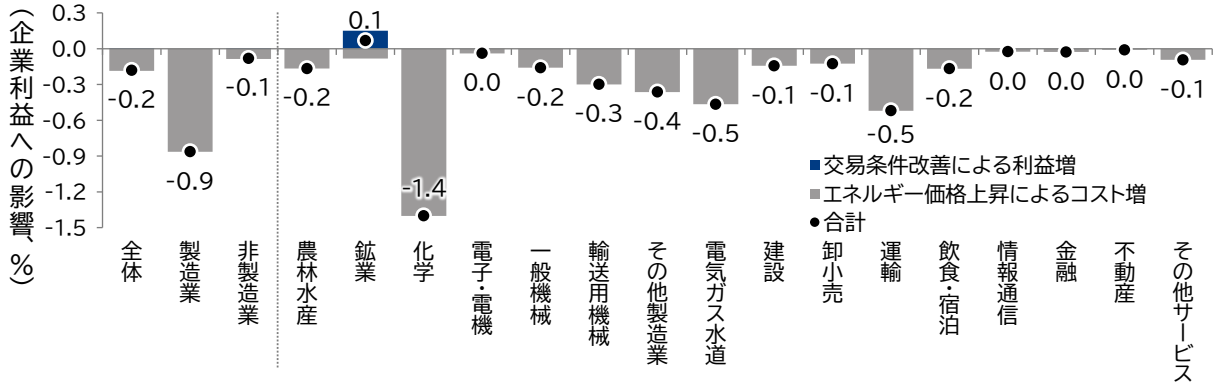


Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

### 企業：エネルギー価格上昇に伴うコスト増が収益を下押しし、設備投資を抑制

エネルギー価格の上昇は、幅広い産業において生産・物流コストの増加を通じて企業収益を圧迫し、設備投資を抑制するとみる。国際産業連関表などに基づく試算では、ディーゼルなどのエネルギー価格上昇（図表3-6）により、米国企業の利益（粗営業余剰）は約▲0.2%下押しされる。産業別にみると、鉱業では交易条件の改善による利益増加が見込まれる一方（図表3-9■）、コストに占めるエネルギー投入比率の高い化学では、利益が▲1.4%減少すると見込まれる（同■）。さらに、需要減少の影響や、サプライチェーン混乱に伴うアルミニウム・肥料などの供給制約も踏まえると、利益の減少幅は一段と拡大する可能性がある。OBBBAに基づく設備投資・研究開発費の即時償却措置は、企業のキャッシュフロー改善を通じて投資を下支えする効果が見込まれるものの、収益悪化が一段と進めば、設備投資姿勢は慎重化するおそれがある。

図表 3-9　エネルギー価格上昇の米国企業利益への影響（MRI 試算）




注：エネルギー価格については、P.6 総論、図表 1-8の早期収束シナリオに基づき、WTI 原油先物価格が開戦前の 60 ドル/バレルから、2026 年末にかけて 80 ドル/バレルで推移すると想定。上流部門から下流部門への価格転嫁率は、鉱業で 95%、その他部門で 80%と想定した。価格上昇に伴う付加価値の減少分は、短期的には賃金・税負担に波及せず、全額が粗営業余剰を押し下げるとの前提で試算。
出所：OECD「国際産業連関表」、米商務省、UN Comtrade を基に三菱総合研究所作成

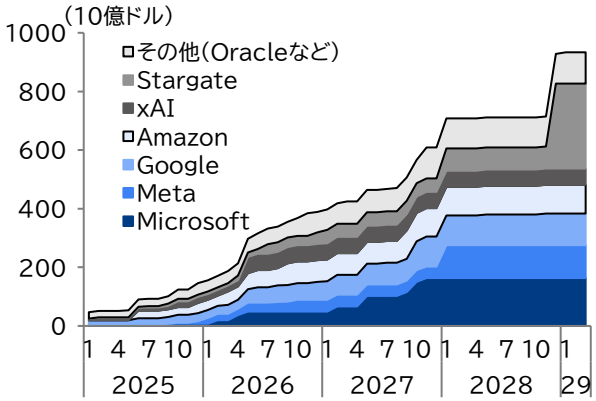
### 注目点②　AIの経済影響 ―― AI関連投資の拡大と生産性向上により、内需は堅調を維持

中東情勢の不安定化による景気下押し圧力が続くなかでも、①AI関連投資の拡大、②AI利活用に伴う生産性向上により、米国経済は堅調を維持するとみる。

①のAI関連投資について、AIの利用拡大やAI開発競争に伴う計算資源需要の増加を背景に、大手テック企業を中心に今後数年間にわたり巨額のデータセンター投資が計画されている（図表3-10）。急速な投資拡大が進むなかでも、データセンターの空室率は低下を続けており（図表3-11）、需要の強さがうかがえる。旺盛な需要に加えて、OBBBAに基づく設備投資・研究開発費の即時償却措置や、関税合意に基づく対米投資拡大など、トランプ政権の政策支援もAI投資拡大の追い風となる。各国との合意に基づく対米投資計画について、既に日本企業による総額最大750億ドル規模のAIインフラ投資が発表されているほか、韓国や台湾も、AI・半導体分野やAI開発・普及に不可欠なエネルギー分野での対米投資拡大に合意している。

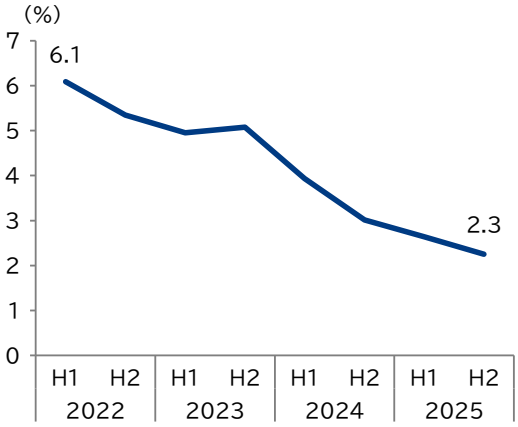
もっとも、中東情勢不安定化に伴う供給制約によって、AI関連投資が急減速するリスクには留意が必要である。ホルムズ海峡の事実上の封鎖が続き、半導体や情報通信機器などの製造に必要な資源が不足すれば、投資計画の遅延や見直しが生じるおそれがある（詳細はP.21先行きのリスク）。

図表 3-10　米国での主要 AI 向けデータセンター投資計画（累積）




注：米国で建設が公表されている AI 向けデータセンターの投資額を新設・拡張予定時期で合計。集計可能な31のプロジェクトを対象としており、各社の投資計画を全て網羅しているものではない点に留意。
出所：Epoch AI を基に三菱総合研究所作成

図表 3-11　米国の主要データセンターの空室率



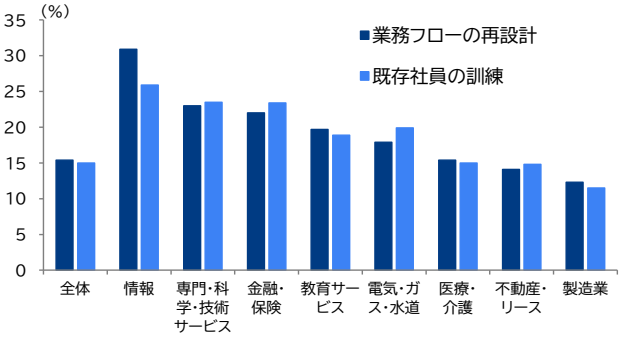

注：米国における 16 の主要データセンター市場が対象。空室率は総受電容量に占める利用可能容量の割合。
出所：CBRE を基に三菱総合研究所作成



Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

②の生産性上昇について、米国勢調査局の企業調査によれば、米国企業の事業目的でのAI利用率は上昇を続けている。産業別にみると、金融・保険や専門・科学・技術サービスといった、生成AIが得意とするタスク比重が大きい産業に加え、医療・介護、製造業、卸売・小売業など幅広い産業で利用率が高まっている。加えて、業務の再設計や人材教育など、AI活用のための補完的な取組についても、濃淡はありながらも幅広い産業で進みつつある（図表3-12）。今後、AI活用と補完的取組が両輪で進むことで、AIによる生産性向上効果は時間差を伴いながら経済全体に波及し、米国経済の成長力を徐々に押し上げるだろう。

図表 3-12　AI 活用のための企業の取り組み




注：過去6カ月において、業務で AI を利用した企業の内、各取り組みを行ったと回答した割合。調査期間は25年11月～26年2月。
出所：米国勢調査局を基に三菱総合研究所作成

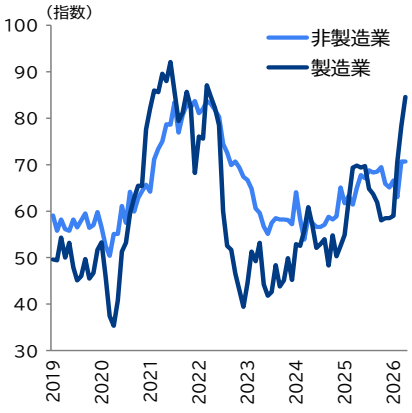
**注目点③　金融政策の行方 ―― 中東混乱に伴うインフレ圧力を踏まえ、26年内は政策金利据え置き**

FRBは物価の安定に向け、26年内は政策金利を据え置くとみる。中東情勢の混乱に伴うインフレ圧力の後退を確認した後、1回の利下げを実施し、政策金利を景気・物価に対して中立的な水準（3%台前半）の範囲内で調整すると予想する。27年末の政策金利誘導目標は3.25～3.50%と見込む。以下、①中東情勢起因のインフレ圧力の行方、②ウォーシュ新議長下での政策運営、の2つの観点から先行きの金融政策を展望する。

①について、中東情勢の混乱が早期に鎮静化したとしても、26年中の物価の伸びは高止まりするとみる。エネルギー価格の上昇やサプライチェーンの混乱を背景に、米国企業の仕入価格動向を示す指数は、製造業を中心に急上昇しており、22年以来の高水準に達している（図表3-13）。今後、投入コストの価格転嫁が進むことで、財価格や航空などの輸送サービスを中心に、価格上昇圧力が強まる見通しである。加えて、21年以降、コロナ禍、ウクライナ侵攻、トランプ関税などの断続的なショックにより、2%超のインフレが続いており、インフレ期待が上振れしやすい状況にある。現時点では、市場参加者の中長期の期待インフレ率は安定しているものの（図表3-14）、FRBはインフレ期待の安定が損なわれないよう、26年内は政策金利を中立金利推計レンジの上限に当たる3%台後半で据え置くだろう。一方、雇用面では、採用を中心に労働需要の低迷が続いており（図表3-15）、労働市場は脆弱性を抱えている。インフレ圧力の後退が確認されれば、FRBは雇用の底割れリスクを回避するため、1回程度の利下げを実施するとみる。

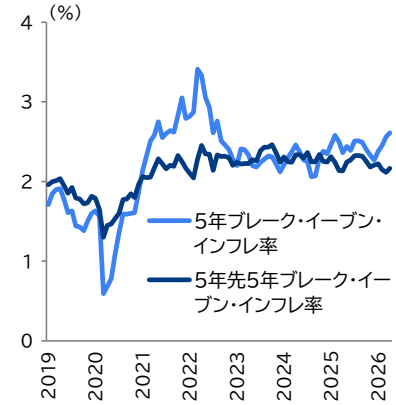
②について、ウォーシュ新議長下のFRBは、A）バランスシートの段階的縮小、B）対外コミュニケーションの見直しなどを通じて、「政策運営の体制転換」を目指すだろう。A）について、同氏は4月21日の公聴会で、FRBによる資産買い入れ（QE）が高インフレの一因となっているとの認識を示し、バランスシートの縮小に向けて、米財務省と連携して取り組む考えを示した。今後、米国債市場の流動性に配慮しつつ、長期国債の保有圧縮や短期国債比率の引き上げなどが検討される可能性がある。B）について、同公聴会で、政策決定前の合意形成を重視する現在のFOMC運営を見直し、会合ごとに最新データと議論を踏まえて柔軟に政策判断を行うべきとの考えを示した。金融政策の先行き指針を示す「フォワードガイダンス」や、政策金利の見通しを示す「ドットチャート」が簡素化・見直しされる可能性がある。ただし、FOMCは合議制であり、議長の意向が直ちに政策運営に反映されるわけではない。政策運営の転換は、現実的かつ漸進的に進むだろう。

図表 3-13　ISM 景況指数の仕入価格指数



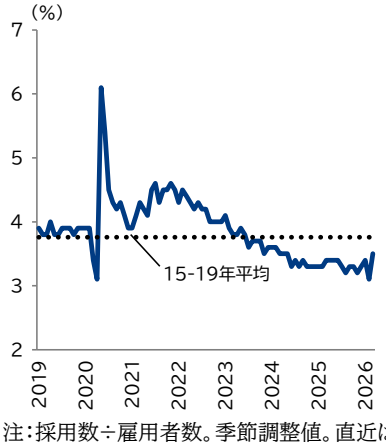

注：直近は26年4月。
出所：ISMを基に三菱総合研究所作成

図表 3-14　市場参加者の期待インフレ率




注：直近は26年4月。
出所：米財務省を基に三菱総合研究所作成

図表 3-15　採用率




注：採用数÷雇用者数。季節調整値。直近は26年3月。
出所：米労働省を基に三菱総合研究所作成



Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

**注目点④　中間選挙前後のトランプ政権の政策運営　――　対外強硬姿勢は当面続く**

26年11月の中間選挙を控えるなか、トランプ政権の政策運営に対する国民の不満は高まっている。Silver Bulletinの集計によれば、トランプ大統領の純支持率（支持率と不支持率の差）は、就任直後の11.7%から、26年5月18日時点には▲20.1%へと低下している。背景には、関税などに起因する物価高や足元のガソリン価格上昇を受け、生活費負担の軽減（アフォーダビリティ）が進んでいないことに対する有権者の不満がある。

政権は支持回復に向け、内政ではアフォーダビリティ実現に資する政策に注力するだろう（当社レポート参照）。もっとも、打ち出された施策には実効性への疑義が残るものも多い。内政運営の手詰まり感が強まるなか、外交・通商で「米国第一主義」に基づく対外強硬姿勢を一段と強める可能性がある（図表3-16）。

通商では、関税交渉で各国が約束した対米投資や米国産品輸入拡大策の履行を迫るだろう。IEEPAに基づく関税に対する最高裁の違法判断を受け、政権は通商法122条に基づく各国一律10%関税を発動したが、同措置についても米国際貿易裁判所で違法と判断された。もっとも、同措置は最大150日間の時限措置であり、政権はすでに16の経済圏・国を対象に、法的根拠がより明確な通商法301条関税の導入に向けた準備を進めている。今後、関税合意時と同水準の関税率を維持し得る枠組みを再構築し、各国に合意の履行を求める展開が想定される。外交では、世論の関心を国外に向ける形で、「力の支配」による成果演出を強める可能性がある。年初のベネズエラへの軍事行動や現在も続く対イラン作戦に続き、今後はキューバへの短期集中的な軍事作戦の検討や、同盟諸国に対する安全保障上の役割・負担拡大の要求が想定される。

中間選挙の結果は、政権後期の政策運営のみならず、28年大統領選挙にも影響を及ぼす。共和党が上下両院で過半数を維持した場合、政権は現行の「米国第一」政策を一段と推し進め、28年大統領選挙でもトランプ大統領に近い人物が共和党の有力候補となろう。他方、共和党が上下両院のいずれかで過半数を失えば、立法を通じた政策推進は難しくなる。加えて、民主党主導でトランプ大統領に対する弾劾訴追の動きが強まる可能性もあり、政権運営に一定の制約が加わるだろう。トランプ大統領はレガシー形成を意識し、大統領の裁量が比較的大きい外交・通商分野に活路を求める可能性がある。強硬な外交姿勢は、地政学リスクを高めるとともに、米国の信認低下を通じて、金融市場の不安定化を招くおそれがある。

図表 3-16　中間選挙に向けた政権運営

| | |
|---|---|
| 内政 | ◆生活費負担の軽減（アフォーダビリティ改善）<br>- 関税緩和措置の対象品目拡大<br>- 機関投資家による一戸建て住宅購入の禁止<br>- データセンター建設に伴う電気料金上昇分のテック企業負担要請<br>- 薬価引き下げ、保険料軽減などを柱とする「The Great Healthcare Plan」の法制化推進 |
| 通商・外交 | ◆通商：対米投資・米国産品輸出の拡大<br>- 通商法301条・通商拡大法232条関税を通じた主要国向け関税率の再構築<br>- 対米投資・米国産品購入に関する合意履行の要求<br>◆外交：内憂回避を狙った対外強硬策の強化<br>- キューバへの制裁・圧力強化、軍事作戦の検討<br>- 同盟諸国に対する安全保障上の役割・負担拡大要求 |

出所：各種資料を基に三菱総合研究所作成

**（3）米国経済の先行きリスク**

先行きのリスクについて、以下の3つが顕在化した場合、米国経済は大幅に減速するおそれがある。

第一は、中東情勢の混乱長期化である。混乱収束の目途が立たず、原油価格が110ドル／バレル程度で高止まりすれば、米消費者物価は約＋1.1%ポイント上振れると試算される（詳細はP.6総論、図表1-10）。この場合、消費は一段と減速するとともに、FRBは物価抑制のために利上げを迫られるだろう。また、ホルムズ海峡の事実上の封鎖が続き、世界的に供給制約が強まれば、企業の生産活動が下振れる懸念がある。

第二は、プライベートクレジット市場の不安定化である。同市場は、信用力の低い中堅・中小企業やAIの台頭で収益懸念が強まるSaaS企業向け融資への与信が厚い上（P.9総論、図表1-18参照）、AI関連投資の資金供給でも存在感を高めている。足元では、同市場を通じて資金調達してきた企業の破綻が相次ぎ、投資家による解約請求の増加や償還制限が広がるなど、不安が高まっている。原油価格や長期金利の高止まり、AIブームの調整などを受けて市場への懸念が続けば、償還請求の積み上がりや新規資金流入の鈍化を通じて資金供給が細り、借り換え難から企業倒産が増加するおそれがある。加えて、米銀によるプライベートクレジットを含むノンバンク向け融資が急増している点も懸念される。米大手行は同市場の損失を吸収するのに十分な資本を有するとみられるものの、市場混乱が銀行システムに波及しやすくなっている点には要警戒である。

第三は、AIブームの調整である。中東情勢の混乱が長期化すれば、AI関連機器や重要資材に供給制約が生じるおそれがある。例えば、先端半導体の製造に用いられるヘリウムは、カタールが世界生産の約3分の1を占めるほか（P.4総論、図表1-3参照）、半導体・電子機器の製造に必要な臭素は、イスラエルとヨルダンで同約7割を占める。仮にAI関連製品の調達自体に支障が生じない場合でも、各国でのエネルギー価格上昇が関連製品の製造・調達コストを押し上げ、投資収益率を低下させれば、AI関連投資の遅れや見直しを招くおそれがある。成長のけん引役であるAI関連投資の下振れは、米国経済を大きく下押しするだろう。


Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

政策・経済センター 綿谷 謙吾

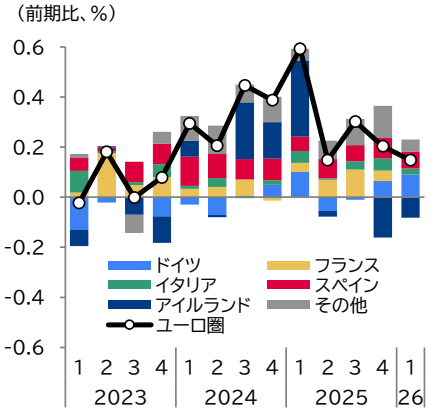
## (1) ユーロ圏経済の現況

### プラス成長を維持も中東情勢悪化でエネルギー不安が再燃

ユーロ圏経済はプラス成長を維持している。26年1-3月期の実質GDPは季調済前期比＋0.1%となった(図表4-1)。

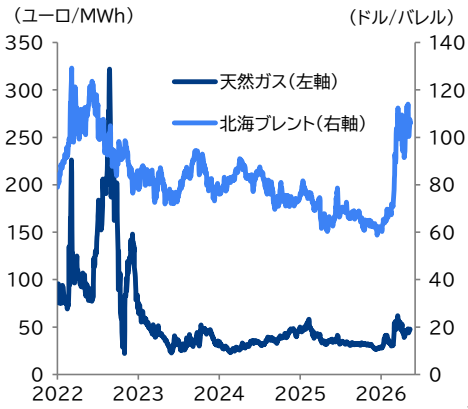
ただし、2月末以降に中東情勢が緊迫化し、エネルギー不安の再燃など、経済活動への影響が生じ始めている。5月中旬時点で、欧州市場で重視される北海ブレント原油の先物価格は1バレル当たり100ドル程度、天然ガスの先物価格は1MWh当たり40ユーロ後半で推移している(図表4-2)。天然ガス価格はウクライナ危機時と比較すれば低水準だが(ウクライナ危機時のピークは300ユーロ/MWh超)、物価や経済活動への悪影響は避けられない。産業別のマインドは、エネルギー価格上昇や需要減速懸念から小売やサービスで悪化している(図表4-3)。製造業は、供給制約等に備えた駆け込み需要が生産活動の下支えとなりマインドの悪化は小幅にとどまるが、先行きの生産見通しは悪化している。

図表4-1 実質GDP(ユーロ圏)



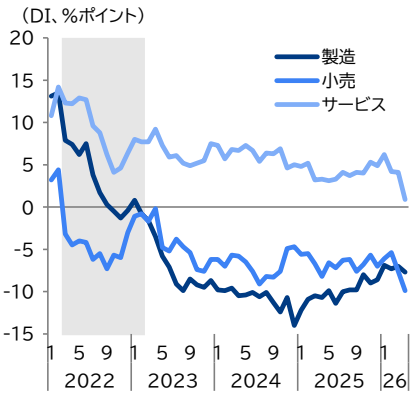

出所:Eurostat を基に三菱総合研究所作成

図表4-2 原油・ガス価格




注:日次。直近は 5 月 15 日。
出所:Macrobond を基に三菱総合研究所作成

図表4-3 産業別マインド(ユーロ圏)




注:グレーのハイライトは、ウクライナ危機発生から 1 年の期間。
出所:Eurostat を基に三菱総合研究所作成

## (2) ユーロ圏経済の先行き

### 中東情勢の混乱の影響からユーロ圏経済は減速

ユーロ圏の実質GDP成長率は、中東情勢の早期収束シナリオ(詳細はP.6総論、図表1-8)を前提にすると、26年は前年比＋0.8%(前回2月時点同＋1.2%から下方修正)、27年は同+1.2%(前回2月時点から変更なし)を見込む。中東情勢の混乱を受け、エネルギー不安が高まっているほか、海上輸送にも影響が生じている。正常化には時間を要するとみられ、中東情勢の混乱前と比較しエネルギー価格の高止まりと供給網の混乱がユーロ圏の経済活動を下押しするだろう。もっとも、景気後退には至らず、緩やかな景気減速にとどまるとみる。その背景として、ウクライナ危機時と比較しユーロ圏のエネルギー危機への対応力がついていること、所得や雇用環境の安定が見込まれること、競争力強化に向けた産業投資(脱炭素やAI、防衛等)も今後本格化することなどが挙げられる。ECBの金融政策は、期待インフレの上振れなど持続的な物価上昇につながる兆候が生じつつあることから、26年中に2回利上げを実施し、中立金利をやや上回る2.5%まで政策金利を引き上げるとみる。

先行きの注目点は、①中東情勢混乱の経済影響、②物価・金融政策の行方の2点である。

### 注目点① 中東情勢混乱の経済影響 ― ウクライナ危機を経て耐性はついたが経済下押しは不可避

中東情勢の混乱が早期収束した場合でも、ユーロ圏のGDPは0.2%ポイント下押しされる(P.7総論、図表1-13)。ユーロ圏経済への主な影響波及経路は、エネルギーの供給不足ではなく、エネルギー価格上昇が起点となるだろう。

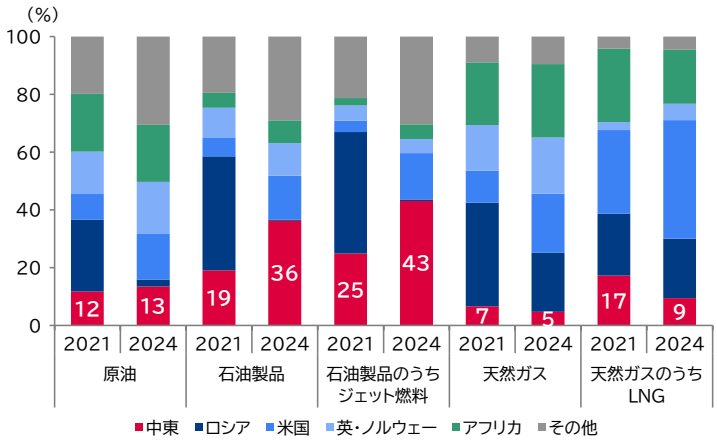
ウクライナ危機時にはエネルギーのロシア依存度の高さから供給懸念が強まったが、EUの中東への依存度は低い(図表4-4)。原油やLNGの輸入に占める中東の割合は24年時点で1割程度である。石油製品のうち、航空機用のジェット燃料の中東依存は高いが、米国やナイジェリア等からの代替輸入を進めているとの報道もある。総じてみれば、ウクライナ危機前のエネルギーのロシア依存度(21年時点で原油は約2割強、天然ガスは約4割)と比較すれば、量の依存は小さく、22年のような大幅な需要抑制が直ちに必要となる状況ではない。



Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

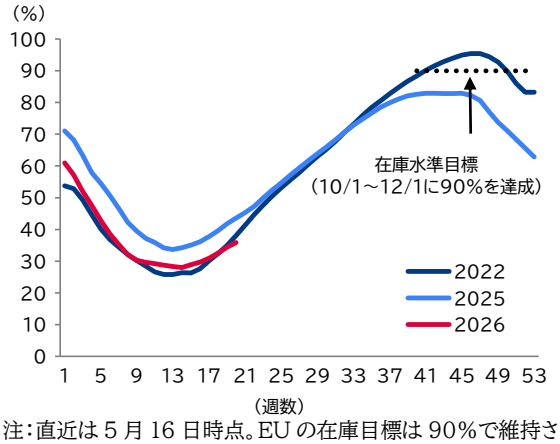
一方、価格上昇の影響は避けられない。中東情勢の混乱による国際的な資源価格の上昇に加え、EU固有の要因として、26年は天然ガス輸入量を通常より増やす必要がある。EUの天然ガス在庫は、過去と比較して低水準であり、26年末の需要期に向け在庫を積み増す必要がある（図表4-5）。ウクライナ危機以降、世界のLNG市場におけるEUの調達シェアは2割を超えている。欧州委員会が在庫目標水準（現在は26年末に向け90%）を柔軟化する可能性はあるが、カタールの供給制約やアジアとの調達競争による需給ひっ迫から、エネルギー価格が上昇すれば、企業収益の悪化や家計の購買力低下等により内需の下押し要因となる。

図表4-4　エネルギー製品の輸入元（EU）




注：各製品の HS コードは、原油が2709、石油製品は2710、ジェット燃料は271019、天然ガスは271111（LNG）、271121（気体）。アフリカはアルジェリアやナイジェリアなど、主要資源国の合計。
出所：Eurostat を基に三菱総合研究所作成

図表4-5　天然ガス在庫（EU）

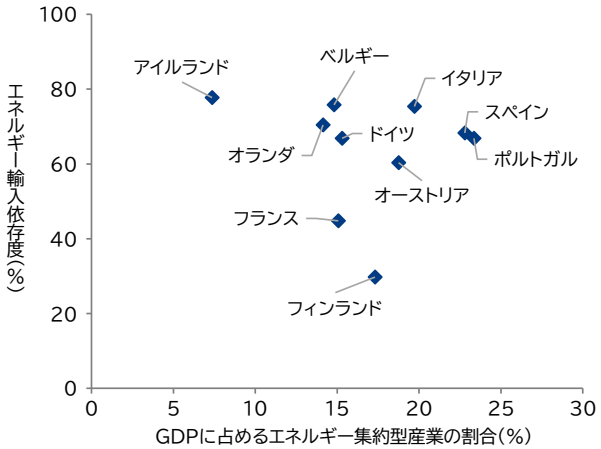



注：直近は 5 月 16 日時点。EU の在庫目標は 90%で維持されているが、25 年改正で、目標達成時期は 10/1～12/1 の間に変更。充塡が困難な市場環境では最大 10%の乖離、不利な市場環境では追加で最大 5%の柔軟性が付与され得る。
出所：Macrobond を基に三菱総合研究所作成

経済への悪影響の大きさは、各国のエネルギー輸入依存度と産業構造の違いにより濃淡が生じるとみる。エネルギー輸入依存度が低いフランスやフィンランドは相対的に下押しは小さいだろう（図表4-6）。一方、ドイツはエネルギー集約型産業の比率はフランスと同程度だが、エネルギー輸入依存度が高く、中東情勢の混乱が一段の下押し要因となるだろう。また、投入に占めるエネルギーの割合が高い宿泊飲食等の比率が高いスペインも下押し影響が大きいとみる。

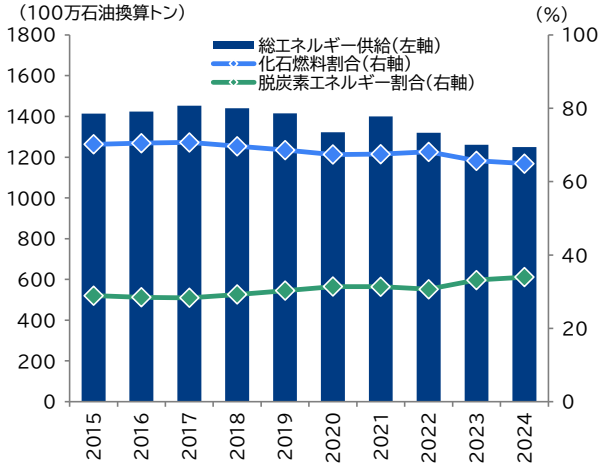
中東情勢の混乱は経済下押し要因となるが、影響緩和要因もある。ウクライナ危機以降、脱ロシアの取り組みを進める過程でエネルギー消費の抑制が進むとともに脱炭素エネルギーの割合が高まっている（図表4-7）。24年の総エネルギー供給は21年と比較し約10%減少しており、脱炭素由来のエネルギーの割合は約3%ポイント上昇している。こうした化石燃料への依存度低下により、エネルギー価格上昇のマイナス影響は一部緩和されるだろう。

図表4-6　GDPに占めるエネルギー集約型産業の割合とエネルギー輸入依存度（2023年）




注：エネルギー輸入依存度は総エネルギー消費に占める輸入の割合。エネルギー集約型産業は、ユーロ圏の Use table を基に、中間投入として化石燃料や電力の割合が高い上位 33%の産業と定義。製造業では化学や非鉄金属等が該当するが、輸送用機械は非該当。非製造業では運輸や宿泊飲食等が該当する。
出所：Eurostat を基に三菱総合研究所作成

図表4-7　総エネルギー供給量と供給源の割合（EU）




注：化石燃料は、石炭や天然ガス、原油・石油製品等の合計。脱炭素エネルギーは、再生可能エネルギー・バイオ燃料、原子力の合計。
出所：Eurostat を基に三菱総合研究所作成


Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

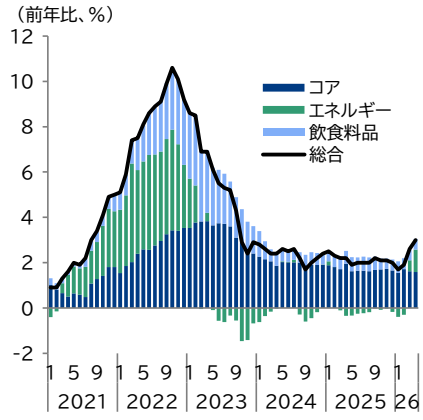
**注目点② 物価・金融政策の行方 ― コスト高から持続的な高インフレへの波及を防ぐため利上げへ**

26年4月の消費者物価(HICP)は、前年比＋3.0%と23年9月以来の上昇幅となった(図表4-8)。物価上昇の主因はエネルギー価格の上昇であり、コア物価は2%台前半で安定している。

今後の焦点は、コスト高を契機に持続的なインフレにつながるか否かである。市場の長期期待インフレ(5年先)は安定しているが、エネルギー価格の上昇を受け、家計の期待インフレ(3年先、中央値)はウクライナ危機時と同程度まで上昇している(図表4-9)。また、企業の価格見通しも上昇しており、コスト高が持続的なインフレにつながる兆候は生じつつある。26年後半にはドイツの産業別労組で最大のIGメタルの労使交渉が控えており、期待インフレが安定しなければ、賃金要因での持続的な物価上昇につながる可能性が高まる。

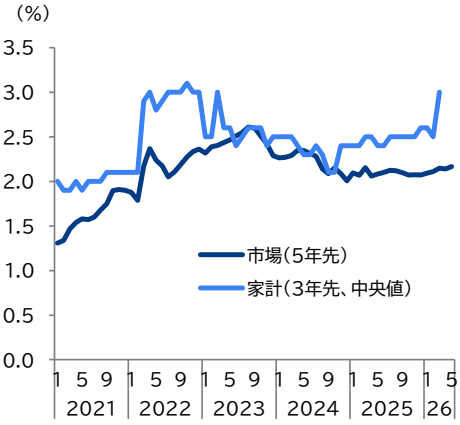
これらを踏まえ、ECBは持続的な物価上昇の上振れを予防するために利上げに転じるとみる。ただし、22年の物価上昇局面と比較し、労働需給のひっ迫緩和から欠員率が低下しているほか、賃金上昇率も2～3%前後で推移する見込みであるなど、急速な利上げが必要な状況ではない(図表4-10)。ECBは26年中に2回利上げを実施し、中立金利をやや上回る2.5%まで政策金利を引き上げるだろう。

図表4-8 消費者物価(ユーロ圏)



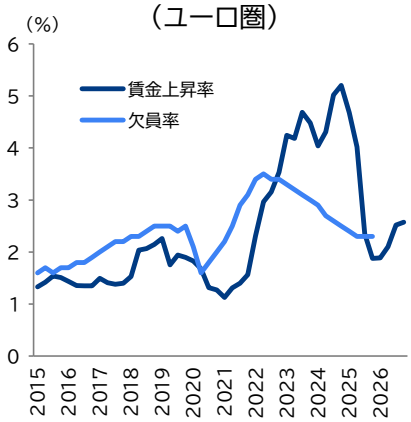

出所:Eurostat を基に三菱総合研究所作成

図表4-9 期待インフレ




注:市場(5 年先)は日次データの月次平均。直近は、市場は 5 月 15 日時点、家計は 3 月調査。
出所:ECB、Bloomberg を基に三菱総合研究所作成

図表4-10 賃金上昇率と欠員率(ユーロ圏)




注:賃金上昇率は ECB の賃金トラッカー。賃金トラッカーは、ドイツ等のユーロ圏 9 カ国の賃金交渉結果を基に算出されたもの。直近は 26 年 10-12 月。
出所:ECB、Eurostat を基に三菱総合研究所作成

**(3) ユーロ圏経済の先行きリスク**

先行きのリスクは、①中東情勢の混乱長期化、②EUと米国の摩擦の激化、③27年の仏大統領選など主要国選挙を受けた政策不確実性の上昇、である。

下振れリスクとして影響が大きいのは、①中東情勢の混乱長期化である。IEAのレポートでは、26年以降は米国とカタールのLNG供給能力増強が、需給緩和要因であった。ドイツなどは調達先多様化の一環として、カタールとの長期契約を結んだが、本格的な供給開始は26年からである。現在、中東情勢の混乱で、カタールエナジーはフォースマジュール(不可抗力宣言)条項を発動しているが、混乱長期化で生産正常化が遅れれば、EUのLNG調達にも影響が生じる。エネルギーコストの上昇を通じて物価上昇圧力につながる他、供給不足で需要抑制が必要となれば経済活動の下押し要因となる。

②EUと米国の間では、通商やデジタル政策だけではなく、NATOやグリーンランドの問題などで対立の火種を抱えている。米国は25年8月の通商合意に基づくEUの対応遅れを問題視し、自動車関税を25%に引き上げる方針を公表した(7月4日まで猶予)。追加関税の発動などがあれば、ユーロ圏経済を下押しするだろう。

③27年には仏大統領選や伊議会選など、主要国で選挙を控えている。仏大統領選では現時点でEU懐疑派の国民連合のバルデラ党首が優勢である。フランスの政権運営の不透明感が高まれば、財政不安から金利が上昇する可能性がある。また、EUでは、脱炭素関連や防衛産業の競争力強化に向けた議論が進んでいるほか、欧州委員会の次期予算(28～34年度)の議論も本格化する。EUの意思決定において、フランスの影響力は大きく、選挙結果次第では、各国の合意が難航しEUの政策遂行が遅れる可能性がある。



Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

政策・経済センター 森重 彰浩

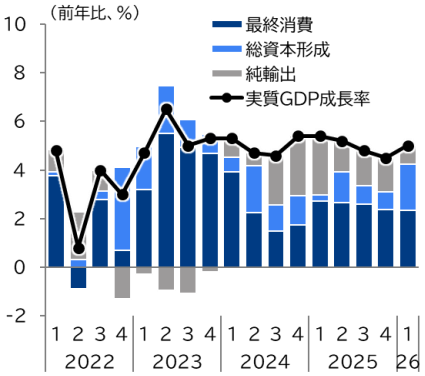
## (1) 中国経済の現況

### 26年1-3月期の成長加速の主因は公共投資拡大、民間の投資・消費は引き続き低調

26年1-3月期の中国の実質GDP成長率は前年比+5.0%と、前期(25年10-12月期、同+4.5%)から成長が加速、26年の経済成長率目標(同+4.5～5.0%)に照らしても高めの成長となった(図表5-1)。

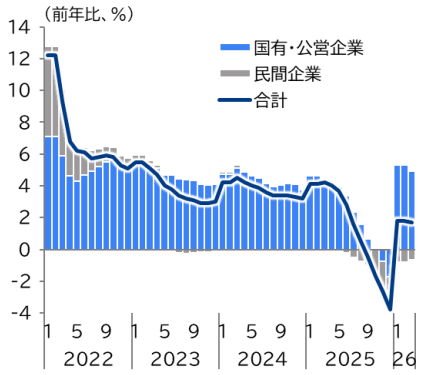
もっとも、成長率の押し上げ要因として、鉄道や空港などインフラへの公共投資が増加した影響が大きい。国有・公営企業による固定資本投資は25年の後半に失速したが、その反動もあり、26年1-2月は過去と比べても高めの伸びとなった(図表5-2)。一方、民間の投資・消費活動は不振が続いている。民間企業の固定資本投資は過剰生産調整のための投資控えなどから25年後半以降は減少しているほか、家計の実質消費も減速傾向が続いている(図表5-3)。3月に入ると中東情勢悪化の影響を受けて石油製品をはじめ幅広い品目で価格が上昇しており(後述)、これも消費の減速要因となった。

図表 5-1 実質 GDP 成長率



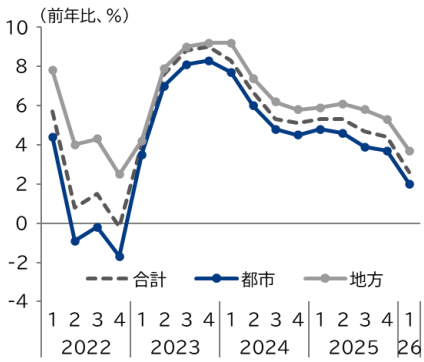

出所:Windを基に三菱総合研究所作成

図表 5-2 固定資本投資




出所:Macrobondを基に三菱総合研究所作成

図表 5-3 地域別の実質消費




注:年初来の前年比。
出所:Macrobondを基に三菱総合研究所作成

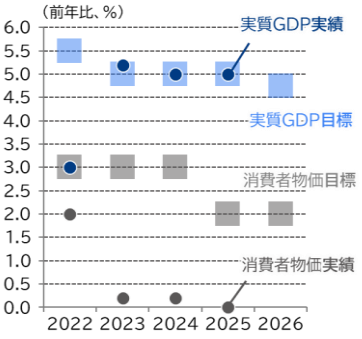
## (2) 中国経済の先行き

### 26年の経済成長目標は4.5～5.0%に引き下げ、重点業務の筆頭に「強大な国内市場の整備」

26年3月に開催された全国人民代表大会(全人代)において、26年の経済関連の目標が示された。実質GDP成長率は「前年比+4.5～5.0%」と25年の目標(同+5%前後)から引き下げられた。その他の経済目標は25年と同水準となっており、すう勢的な中国経済の成長力低下に鑑み、現実的な水準に目標が設定されたと言える。

消費者物価上昇率「2%前後」の目標は前年から維持され、デフレ解消が重視されている。もっとも、目標達成は容易ではなく、25年も目標を大きく下回っている(図表5-4)。過剰生産能力の調整や需要の底上げが難航し、消費者物価上昇率は近年0%近傍での推移が続いている。

図表 5-4 経済目標と実績




出所:JETRO資料を基に三菱総合研究所作成

図表 5-5 全人代決定の重点業務トップ3

| | 重点業務 | | |
|---|---|---|---|
| | 2024年 | 2025年 | 2026年 |
| 1 | 現代化産業体系の構築を大いに推し進め、新たな質の生産力の発展を加速させる | 消費押し上げと投資効果の向上に力を入れ、内需を全面的に拡大する | 強大な国内市場の整備に力を入れる |
| 2 | 科学教育興国戦略を踏み込んで実施し、質の高い発展を支える基盤を固める | 各地の実情に即して新たな質の生産力を発展させ、現代的産業体系の整備を加速する | 新たな原動力の育成・強化を加速させる |
| 3 | 内需拡大に力を入れ、経済の好循環の実現を推進する | 科学教育興国戦略を踏み込んで実施し、国のイノベーション体系全体の効果を高める | ハイレベルの科学技術の自立自強を加速させる |

青字は供給を高める内容、赤字は需要を高める内容

注:青字・赤字は筆者の判断で色分け。
出所:JETRO資料を基に三菱総合研究所作成

こうした状況を踏まえて、26年の経済運営方針では、重点業務の筆頭に「強大な国内市場の整備」が掲げられた(図表5-5)。所得増加や社会保障制度改善など家計の消費力を高める施策とともに、前年に引き続き、耐久財の買い替え促進やサービス分野の新市場拡大などに注力する方針だ。また、重点業務トップ4以下のなかでも、「地方政府間の補助金競争などを是正し統一された全国市場を構築する」といった、新陳代謝を促す



Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

政策も盛り込まれている。中国政府として、積年の課題である需給バランスの改善に注力し、デフレ解消を企図する意向がうかがえる。

**実質GDP成長率は27年にかけて緩やかに減速**

習主席は、27年秋に予定されている共産党大会において異例の4期目入りを目指すとみられ、26年の成長率目標の達成が重視されるだろう。25年の実績(前年比+5.0%)に比べて一定の成長減速が許容されるとはいえ、目標達成は容易ではない。というのも、3月に起きた米国・イスラエルのイラン攻撃による物価上昇や供給制約、輸出の減速などが成長の下押し要因として加わるためだ。中東情勢不安定化の影響が大きくなった場合には、財政出動により景気を下支えするとみられるが、政府は質の高い成長への転換を重視する方針も示しており、財政出動の大幅な規模拡大が続くとは見込み難い。

中東情勢については早期収束シナリオ(詳細はP.6総論、図表1-8)を前提とすると、中国の実質GDPは、26年が成長率目標の下限である前年比+4.5%、27年は自然体での成長力低下を映じて同+4.3%(いずれも前回2月時点から変更なし)と緩やかな減速を予測する。

先行きの注目点としては、まずは、①中東情勢不安定化の影響、次にこうした外部環境悪化の逆風があるなかで、②国内需要の回復力、さらにより中期的な視点で、弱い内需や長期化するデフレの背景にある、③過剰供給問題の行方、が挙げられる。

**注目点① 中東情勢不安定化の影響 ―― 物価上昇や輸出減少を通じて中国GDPを0.4%程度下押し**

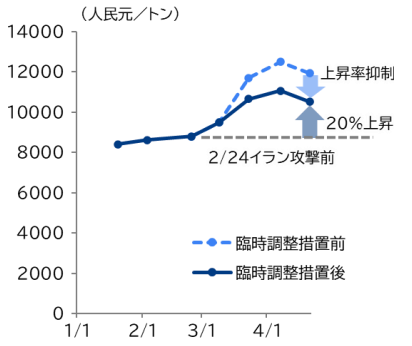
中東情勢の不安定化は、主に3つの経路を通じて中国経済に影響を与える。①原油をはじめとする素原材料価格の上昇、②ホルムズ海峡封鎖による原油・ガス等の供給制約、③海外経済の下振れや中東への海上輸送制約による中国の輸出減少、である。結論を先取りすると、①物価上昇、③輸出減少を中心に、中国の実質GDPを0.4%ポイント程度押し下げる要因となる見通し。

まず①価格上昇について、家計への影響が大きいのはガソリン価格である。中国ではガソリンやディーゼルの小売価格について、国家発展改革委員会が10営業日ごとに省別の小売価格を市況変化に応じて決定している。市況の変化が大きい場合には、市況ほどには小売価格を変動させない規制措置を講じる。4月21日時点で、規制措置がなければ、ガソリン小売価格(上海市の場合)は1トン当たり11,940元に上昇していたところが、10,515元にとどまっている(図表5-6)。ただし、それでもイラン攻撃前と比べると20%の上昇であり、消費者物価を0.6%ポイント程度押し上げるとみる。

次に②供給制約について、中国は石油在庫データを公表していないものの、EIAなど複数機関の推計によると、中国の石油備蓄は25年末時点で14億バレル程度(輸入日量120日分)とされる。特に、イラン攻撃前の25年半ば以降に中国は石油の輸入量を拡大させ、在庫を積み増したとみられるほか(図表5-7)、原油輸入相手国に占めるペルシャ湾岸諸国の比率は4~5割程度であることから、一定の耐久力はあるとみられる。ただし、ホルムズ海峡封鎖が長期化すれば、備蓄日数が石油より少ない天然ガスも含め、経済活動への悪影響は拡大していくとみられる。

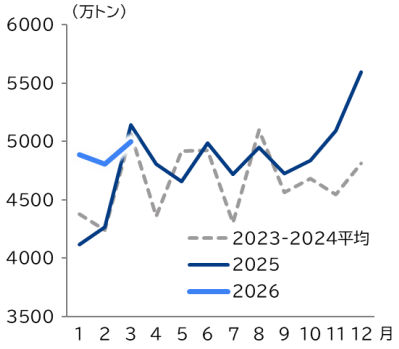
最後に③輸出減少について、特にASEAN経済の下振れの影響が懸念される。中東への依存度が高いほか、石油等の備蓄量も少ないためだ(詳細はP.29ASEAN経済、注目点①)。当社の推計では、価格上昇と供給制約によってASEAN経済の実質GDPは0.7%程度下振れる可能性がある。また、海峡封鎖の影響により、中東向け輸出の停滞も予想される。中国は中東向けに携帯電話や自動車、エアコンなどを輸出している。ペルシャ湾岸諸国とASEAN向けの輸出は中国の輸出の20%強を占め、影響が大きい(図表5-8)。

図表 5-6 ガソリン小売価格(上海市)



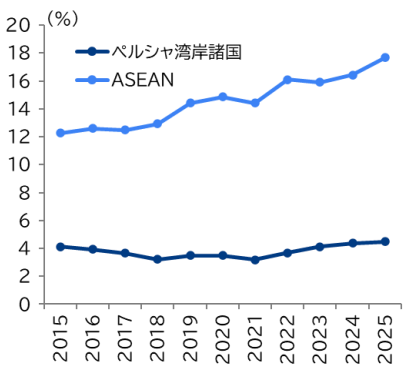

注:2026年データ。
出所:中国国家発展改革委員会プレスリリースを基に三菱総合研究所作成

図表 5-7 原油輸入量




出所:Macrobondを基に三菱総合研究所作成

図表 5-8 輸出シェア




出所:Macrobondを基に三菱総合研究所作成



Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

### 注目点② 内需の成長力 ―― 財政による消費・投資支援もあり大幅な減速は回避

中東情勢不安定化の影響を受けるなかで、中国経済の成長力を左右するのは内需である。ガソリンをはじめとする物価が上昇、輸出も下振れが予想されるなかで、財政支援などによって内需の成長力を維持できるかがポイントになる。

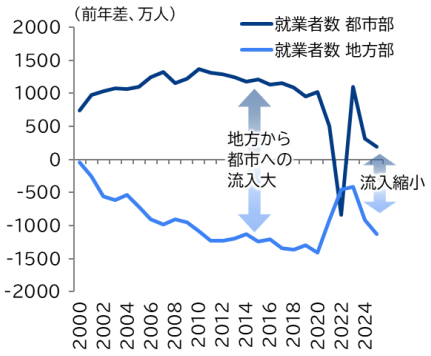
しかし、中国ではこれまで成長をけん引してきた都市部の雇用吸収力が複数の要因で鈍化している。不動産不況の長期化による建設業の不振、AI/ロボットによる省人化、世界的な保護主義の強まりによる輸出型製造業の成長鈍化などが主な要因だ。結果として、都市部の若年失業率が高止まりしており、所得水準の低い地方から高い都市への人口移動も弱まっている（図表5-9）。こうしたなかで、中国は内需の成長力維持に向けて2つの取り組みを進める方針だ。

第一の取組は消費促進と投資拡大である。内需の底上げに向けて、25年に続き、買い替えや投資促進のための補助金が支給される。消費財の買い替え補助や大規模設備更新支援などを目的とする超長期国債の発行枠は概ね前年並みを維持しているほか、別枠で国内需要促進のための特別基金が1000億元新設されている（図表5-10）。内需の財政依存度が高まる弊害には注意を払いつつも、中東情勢の影響など景気動向次第では財政支援を拡張する方針とみられる。ただし、家計が雇用や社会保障制度への将来不安を抱える中では、景気刺激策も家計の予備的貯蓄に回り、消費押し上げ効果が限定的となりやすい。

そうした観点から重要になるのが、第二の取組である雇用・所得環境の改善となる。重点業務における「民生」の順位は25年の10番目から26年には8番目に引き上げられた。民生の中身としては、雇用、教育、医療保健サービス、社会保障制度などの改善が打ち出されている。都市部での雇用吸収力の弱まりを受けて、雇用や教育の質の改善、農村を含む社会保障の強化などが盛り込まれている。

こうした26年の経済運営方針を踏まえると、26年の内需は前年から小幅減速にとどまる見込み。27年の内需も、就業者数の減少を映じて緩やかな減速を予想する。

図表 5-9 就業者数




注：直近は2025年。
出所：Macrobondを基に三菱総合研究所作成

図表 5-10 経済運営における財政支援枠

| | 2024 | 2025 | 2026 |
|---|---|---|---|
| 財政赤字GDP比 | 3%前後 | 4%前後 | **4%前後** |
| 地方政府専項債 | 3.9兆元 | 4.4兆元 | **4.4兆元** |
| 特別国債 | – | 0.5兆元 | **0.3兆元** |
| 超長期特別国債 | 1.0兆元 | 1.3兆元 | **1.3兆元** |
| 消費財買い替え補助 | 0.3兆元 | 0.5兆元 | **0.25兆元** |
| 大規模設備更新支援 | | | **0.2兆元** |
| 両重（国家重要戦略と重点分野の安全保障能力） | 0.7兆元 | 0.8兆元 | **0.8兆元** |
| 内需拡大用の財政・金融支援枠 | – | – | **0.1兆元** うち0.05兆元の財源は超長期国債 |

出所：JETRO、新華社通信などを基に三菱総合研究所作成

### 注目点③ 過剰供給問題の行方 ―― 地方保護主義の是正で低収益企業の淘汰が進むかに注目

26年の内需は、中東情勢不安定化の影響もあり財政に支えられての成長となる見込みだが、習政権が目指す内需の回復は、財政頼みではなく自律的な回復である。

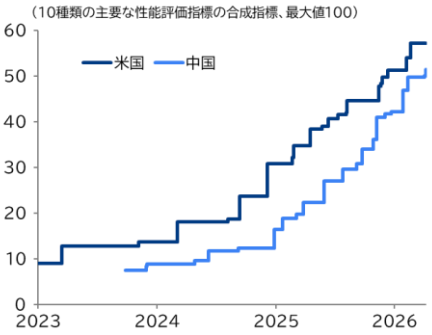
自律的な回復の鍵を握るのが、近年政府が力を入れている過剰供給問題の解消、いわゆる“反”内巻政策である。中国は対米競争などに備えて供給力を強化した結果、鉄鋼や自動車、太陽光発電など伝統産業のみならず、生成AIなど先端分野でも世界トップレベルの開発競争力を有するようになった（図表5-11）。こうした成果の一方で、過剰な供給力を調整する新陳代謝のメカニズムが十分に機能せず、製造業の設備稼働率が低下（図表5-12）、「内巻」と呼ばれる過当競争を生んだ。利益を削る激しい競争のなかで労働者への分配も抑制され、これが自律的な内需回復の妨げになっている。

中国政府は、26年の重点業務4番目の重要分野での改革の一つとして、「統一された全国市場の構築」を掲げる。地方政府がそれぞれの管轄地域の産業振興に注力するが故に、地元企業優遇や域外企業排除による市場の分断、工場誘致競争による過剰投資など、地方保護主義と呼ばれる弊害が生じていることを問題視しており、地方政府による税制優遇や財政補助について全国的な標準化を図る方針だ。これにより、地方の過度な産業振興策に支えられていた低収益企業の淘汰を促し、過当競争の是正を目指すとみられる。


Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

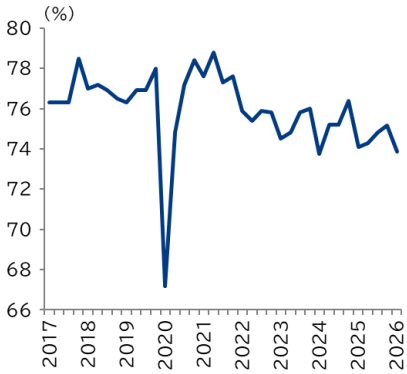
米ダラス連銀の推計によると、中国における低収益企業の割合は、これまでも問題になってきた不動産業のみならず、サービス業や製造業でも上昇傾向にある（図表5-13）。政府としては、過当競争の是正を通じて企業の収益状況を改善、中長期的には労働者への分配や付加価値向上への投資など内需の拡大を促す狙いがある。短期的に大きな成果は期待できないが、積年の課題に対して着実な進展がみられるかが注目される。

図表 5-11 AI モデル性能比較



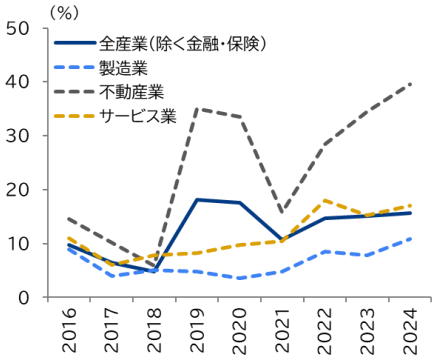

注：直近は26年4月。指数は「Artificial Analysis Intelligence Index v4.0」。科学的推論、コーディング能力など10種類の性能評価指標を基に総合的なAIの性能を表す。各国各時点の最上位のモデルの性能を比較している。
出所：Artificial Analysisを基に三菱総合研究所作成

図表 5-12 製造業設備稼働率




注：直近は26年1-3月期。
出所：Macrobondを基に三菱総合研究所作成

図表 5-13 低収益企業の割合




注：EBITDA（利払い前・税引き前・減価償却前利益）が支払利息を下回る企業を低収益企業と定義。低収益企業の保有資産が全企業の保有資産に占める割合。
出所：ダラス連銀資料を基に三菱総合研究所作成

### （3）中国経済の先行きリスク

中国経済の先行きは、不安定さを抱えつつも、4%台の成長を維持するとみているが、下振れリスクとしては中東情勢の混乱長期化がある。前述のように、原油などエネルギーの価格高騰や供給制約が短期間で収まれば、財政支援などにより内需の大幅な減速を回避することができるが、長期化すれば、ASEANや中東など輸出先の経済も大幅に悪化するほか、中国経済も大幅な減速を免れない。

また、政治・外交面では、27年後半に5年に1度の党大会開催が予定されている。習国家主席には明確な後継者が見当たらず、習政権4期目入りの可能性が高まっている。ただし、習国家主席の健康不安や後継を巡る権力争いが生じれば、中国政治が不安定化するリスクはある。米国との外交関係についても、26年5月の米中首脳会談は融和的ムードが強調され、2国間の貿易・投資促進に向けた協議枠組みの設置が打ち出されたが、26年11月の米国中間選挙以降、トランプ政権がレームダック化した場合、米国議会の対中強硬派のプレゼンスが高まる可能性もある。米中両国の政治情勢の不安定化を契機に緊張が再燃するリスクには注意が必要だ。

金融面では、過熱しているAI投資の調整などを契機とした金融市場の不安定化は、中国経済にとってもリスクとなる。株価下落は都市部消費の落ち込み、停滞を続ける不動産市況の一層の冷え込み、不良債権拡大などに発展するおそれがある。

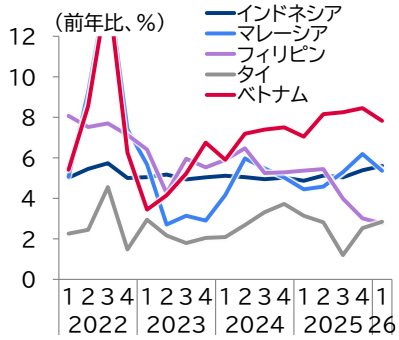

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

政策・経済センター 田中 嵩大

### （1）ASEAN経済の現況 ―― 中東情勢緊迫化の悪影響が徐々に顕在化

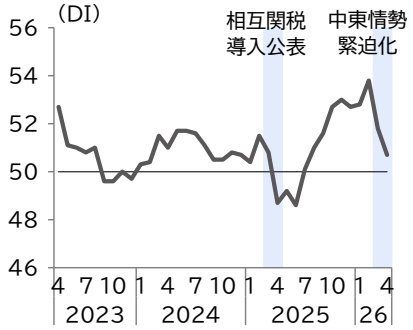
26年1-3月期のASEAN5は前年比+5%程度のGDP成長率を維持したが（図表6-1）、3月以降は中東情勢緊迫化の影響が一部で顕在化しつつある。製造業PMIは2月に2012年の調査開始以来の最高水準を記録していたが、3月以降大きく下落した（図表6-2）。また、後述する通り、中東からの原油輸入に依存するフィリピンやベトナム、タイでは、3月に消費者物価が上昇した（図表6-3）。中東依存度が特に高いフィリピンでは、3月末にエネルギー国家非常事態宣言が発出されている。

図表 6-1 実質 GDP 成長率



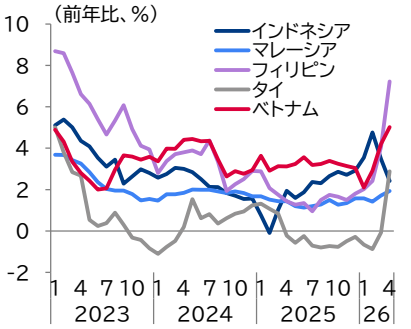

出所：各国統計を基に三菱総合研究所作成

図表 6-2 製造業 PMI（ASEAN）




注：ASEAN5+シンガポール・ミャンマー。
出所：S&P Globalを基に三菱総合研究所作成

図表 6-3 消費者物価指数（総合）




出所：各国統計を基に三菱総合研究所作成

### （2）ASEAN経済の先行き

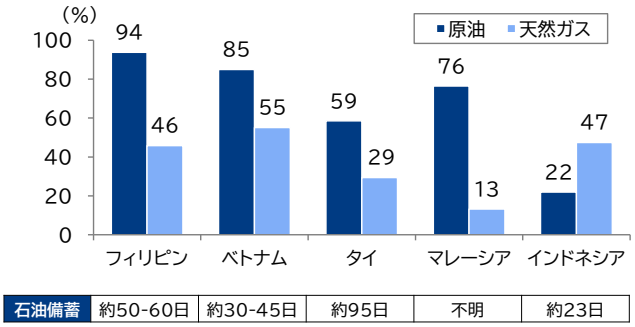
ASEAN5の実質GDP成長率は、中東情勢の早期収束シナリオ（詳細はP.6総論、図表1-8）を前提とすると、26年が前年比+4.2%（前回2月時点同+4.8%）、27年が同+4.5%（同+4.8%）と、中東情勢の緊迫化によって26・27年ともに下方修正を見込む。先行きの注目点は、①中東情勢緊迫化による影響、②エネルギー危機への政策対応、③金融政策の方向性、である。

#### 注目点① 中東情勢緊迫化による影響 ―― 経済構造により影響度合いには濃淡

中東情勢緊迫化による影響度合いは、各国の経済・エネルギー構造によって異なる。特に影響が大きいのは、非資源国であるフィリピン・タイ・ベトナムだ。これらの国では原油や天然ガスの多くを中東からの輸入に依存し、石油の備蓄量も多くない（図表6-4）。製造業に加えて観光業などエネルギー依存度の高い産業シェアも高いことから燃料価格高騰や供給制約による影響は大きく、ホルムズ海峡封鎖が6月末まで続いた場合には、▲0.7～▲2.0%pt程度GDPが押し下げられると試算される（図表6-5、詳細はP.7総論、図表1-13参照）。

他方、資源国であるインドネシア・マレーシアでは、資源価格上昇によって交易利得を享受できる可能性もあるが、家計にとって物価上昇は消費のおもしとなる。また、インドネシアは資源国でありながらエネルギー純輸入国であり、供給網の混乱は生産下押し要因になる。実際3月以降、石油化学製品メーカーの中には、原材料調達不足を理由に、契約に対する「不可抗力条項（フォースマジュール）」の発動を宣言する企業も出ている。

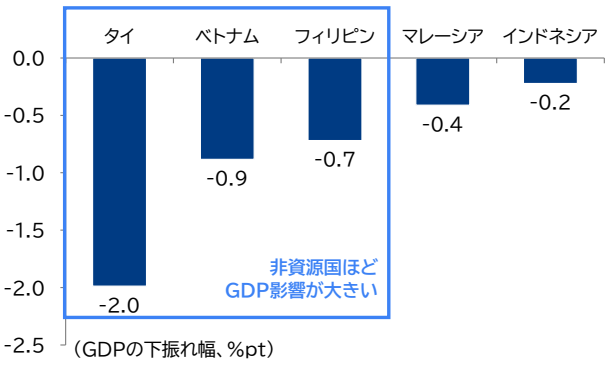
図表 6-4 原油・天然ガス輸入の湾岸諸国依存度




| 石油備蓄 | 約50-60日 | 約30-45日 | 約95日 | 不明 | 約23日 |
|---|---|---|---|---|---|

注：2023年。HSコード2709（原油）、2711（天然ガス）を対象に集計。
石油備蓄日数は3月下旬に公表されたレポートに基づく。
出所：UN Comtrade、Maybank（2026）“ASEAN Economics Gulf War: Assessing the Fallout”を基に三菱総合研究所作成

図表 6-5 ホルムズ海峡封鎖による GDP 下押し影響



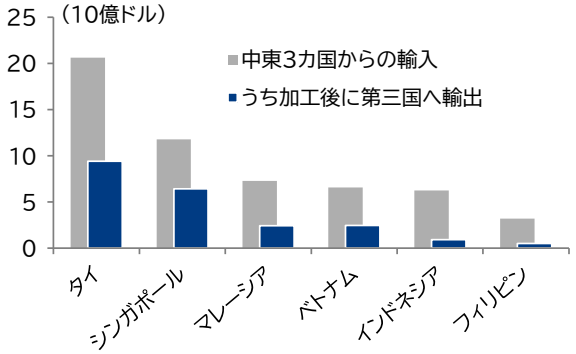

注：試算前提はP.7総論、図表1-13参照。下振れ圧力に対するカウンターアクションとしての政策対応効果の一部は考慮していない。
出所：OECD、UN Comtrade等を基に三菱総合研究所作成



Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

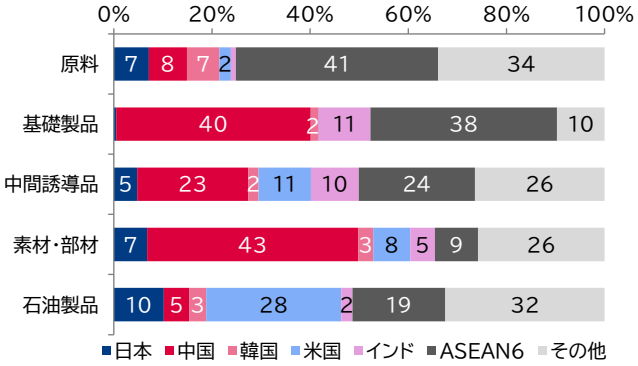
ASEANにおける石油化学産業の生産停滞は、グローバルサプライチェーンを通じて他国にも影響を及ぼす。ADBのデータベースに基づくと、ASEAN各国の中東3カ国（サウジアラビア・UAE・クウェート）からの輸入のうち、約4割は各国で加工後に第三国向けへと輸出される（図表6-6）。例えば、基礎製品や素材・部材などは中国に、プラスチック製品などの川下製品は米国や日本にも輸出されている（図表6-7）。

図表 6-6 中東 3 カ国からの輸入額と第三国への加工輸出額




注：中東3カ国はサウジアラビア・UAE・クウェート。2024年。
出所：アジア開発銀行を基に三菱総合研究所作成

図表 6-7 石油化学製品の輸出先




注：ASEAN5＋シンガポール。2023年。HSコード4桁の金額ベース。
出所：UN Comtradeを基に三菱総合研究所作成

**注目点② エネルギー危機への政策対応 —— 経済活動維持に加えて中長期的な構造転換の動きも**

**エネルギー危機回避に向け、価格・需要抑制や調達先の多角化を急ぐ**

こうした状況を受けて、各国政府はエネルギー危機の回避と経済活動の維持を両立すべく、政策対応を急いでいる。エネルギー危機に対する各国の短期的な政策対応は、①燃料価格の抑制、②エネルギー需要の抑制、③エネルギー調達先の多角化、に大別される。

①について、燃料価格急騰を受けて、各国政府は補助金や付加価値税の引き下げ・撤廃によって、価格抑制を図っている。ただし、非資源国を中心に4月もCPIは高止まりしており、消費への悪影響が懸念される（前掲図表6-3）。

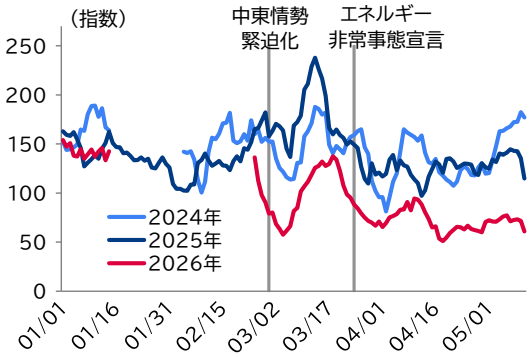
同時に、②エネルギー需要の抑制によって備蓄量の払底を防ぐ政策も行われている。過度な需要抑制は経済活動の縮小につながることから、移動制限や週4日勤務制といった強制措置は主に公的部門を対象としており、家計や民間企業に対しては、在宅勤務の奨励や公共交通機関の利用促進など、努力要請にとどめている。

それでも燃料価格上昇などを背景に経済活動への影響は一部で生じ始めている可能性がある。空気中のPM2.5濃度を経済活動の代理指標とすると、例えばフィリピンでは、過去2年の水準を下回って推移している（図表6-8）。

③について、各国は中東以外からの原油輸入に乗り出している。代替調達先の候補となるのがロシアだ。マレーシア以外ではロシア産原油の購入を計画、あるいは既に購入を始めている。ベトナム首相は3月下旬にモスクワを訪問し、原油やLNGの長期的な供給を要請した（併せてベトナム初となる原発建設に関する協定にも署名）。

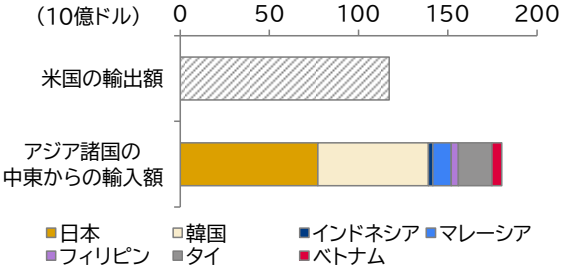
米国産原油も候補となるが、輸送コストや時間が課題となる。また、日本や韓国も米国からの輸入拡大を目指しており、競合する可能性もある。ASEAN5＋日韓の中東からの原油輸入額は、米国の原油輸出額を上回っており、需要全てを賄うことは困難とみられる（図表6-9）[3]。

図表 6-8 PM2.5 濃度（フィリピン）




注：San Simonのデータ。後方7日間移動平均。空白はデータがない期間。気候など経済活動量以外の要因でも左右されるため、参考指標と捉えている。直近は、26年5月11日。
出所：World Air Quality Indexを基に三菱総合研究所作成

図表 6-9中東からの原油輸入額・米国の原油輸出額（ASEAN5＋日韓、2023 年）




注：輸入額は運賃・保険料を含む一方、輸出額では含まない。
出所：UN Comtradeを基に三菱総合研究所作成

[3] こうしたなか、4 月 15 日のAZEC＋オンライン首脳会合において、日本は ASEAN が米国原油など代替原油・石油製品を調達するための与信供与・信用補完を行うことを決定した（同会合には韓国も参加）。



Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

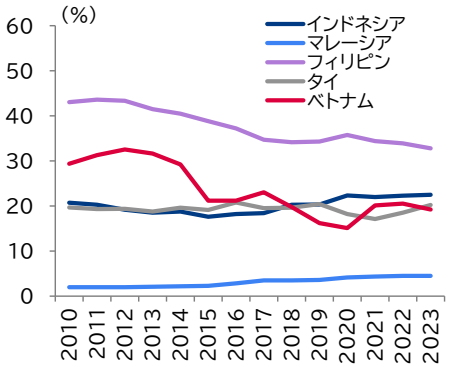
### エネルギー安全保障の観点から脱炭素化を加速、日本企業の事業戦略にも影響

同時に、中長期的な対応として再エネ移行・脱炭素化を進める方針も示されている。各国は以前から野心的なCN目標を掲げ、グリーン産業を新たな成長分野と位置付けてきたが、エネルギー需要の増加もあり、再エネ移行は道半ばにある（図表6-10）。今回の事態を受け、短期的には石炭火力などへの依存度が高まる可能性がある一方、エネルギー安全保障の要請の高まりを背景に、再エネ移行は一段と加速する見込みである。

日本企業にとっては、脅威と事業機会の双方が存在する。例えば自動車分野では、近年BEVなどを主力とする中国企業や現地企業との競争激化を背景に、日本企業のシェアは低下傾向にある（図表6-11、左）。今後、EV導入が加速すれば、さらなるシェア低下も懸念される。二輪車分野では、市場全体の電動化の遅れや、日本企業自身の電動バイクにおける一定の競争力を背景に、現時点では高いシェアを維持している（同右）。しかし、ガソリン価格の高騰を受け、一部の国では安価な中国製電動バイクの販売が足元で増加しているとの指摘もある[4]。ASEAN5の二輪販売の約半数を占めるインドネシアでは、政府が電動バイクの新車購入補助金の再開を検討しており、電動化シフトが再び加速する可能性がある。こうした変化をシェア低下の脅威にとどめず、電動二輪の需要拡大という事業機会として捉え直せるかが焦点となる。

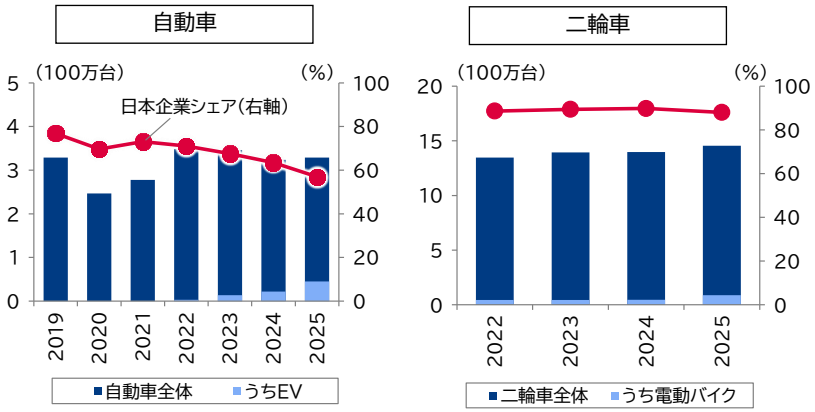
一方で、日本企業が強みを有する分野もある。高市政権は4月中旬に表明した約100億ドルの支援策「パワー・アジア」において、構造改革支援の一環として省エネ投資や技術協力などを通じた産業高度化支援を打ち出し、「アジア・ゼロエミッション共同体（AZEC）2.0」として進化させる方針を示した。日本はG7加盟国の中で1人当たりの家計部門のエネルギー消費量が最も低く、省エネ技術に強みを有する。こうした強みを背景に、家電販売などASEANのエネルギー安全保障の強靭化に資する分野で、事業機会が拡大する可能性がある。

図表 6-10 エネルギー供給に占める再生可能エネルギー割合




注：「水力」「バイオ」「太陽光・風力等」の合計。
出所：IEAを基に三菱総合研究所作成

図表 6-11 自動車・二輪車の販売台数と日本企業シェア（ASEAN5）



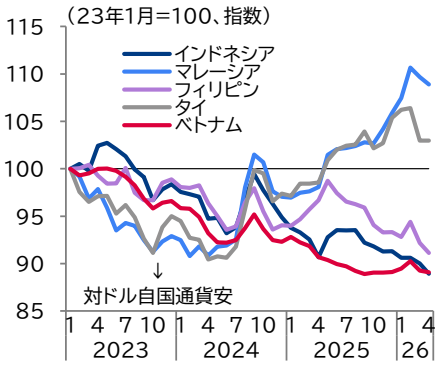

注：日本企業は、自動車は主要8社、二輪車は主要4社。HV・PHV・MHVを除く。
出所：マークラインズを基に三菱総合研究所作成

### 注目点③ 金融政策の方向性 —— 物価高や通貨安を受けて利下げ局面は停止、利上げに転じる国も

金融政策の方向性も再考を迫られている。これまでASEAN各国の中央銀行は、インフレ率が目標範囲内に収まっていたことから、金融緩和姿勢を続けてきた。しかし、物価上昇圧力が強まるなかで、景気減速懸念があるとしても中央銀行は利下げを停止、または利上げに転じざるを得ないだろう。

石油化学製品を中心に供給制約が続くなかで、今後幅広い品目で価格が上昇する可能性があることに加えて、ホルムズ海峡の封鎖は天然ガスを原料とする化学肥料の調達制約にもつながるため、食料品価格にも上昇圧力がかかることが予想される。さらに、非資源国を中心に、各国通貨は対ドルで下落している（図表6-12）。ASEAN諸国では、食料・エネルギー支出が家計消費に占める割合が高いため、コスト高や通貨安による輸入インフレは実質所得を下押ししやすい。

図表 6-12 為替水準の推移




出所：Macrobondを基に三菱総合研究所作成

[4] 日本貿易振興機構（JETRO）「ラオス、中東情勢による燃料危機を EV 化促進の契機へ」
https://www.jetro.go.jp/biznews/2026/04/09b727f9d7b5968e.html、2026 年 4 月 22 日アクセス


Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

こうしたなか、物価高が続くフィリピンでは、2月に利下げを行ったばかりだったが、4月の金融政策決定会合で2年半ぶりの利上げに踏み切った。通貨ルピアの下落が続くインドネシアでも政策金利は据え置かれ、通貨防衛に全力を尽くす姿勢が表明された。

### （3）ASEAN経済の先行きリスク

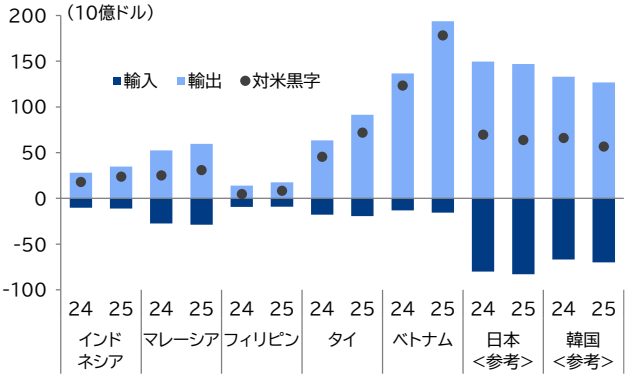
ASEAN経済の先行きは、相対的に下振れリスクが大きい。第一に、中東情勢の混乱長期化である。ホルムズ海峡の事実上の封鎖が続き、石油・石油化学製品の在庫が払底する事態となれば、生産活動の大幅な縮小は避けられない。

加えて、燃料価格高騰が続けば価格抑制のための補助・減税額が累積し、財政悪化につながる。3月以降、格付け会社Fitchが、インドネシア・フィリピンの信用格付け見通しを「安定的」から「ネガティブ」に引き下げるなど、財政悪化への警戒感は高まっている。仮に格下げとなれば、資本流出や通貨急落を招くおそれがある。また、産業高度化など中長期的成長に必要な公共投資をクラウドアウトするリスクにも留意が必要である

第二に、米国の自国第一主義政策の先鋭化である。米国通商代表部（USTR）は3月に、インドネシア・マレーシア・タイ・ベトナムを含む16カ国・地域における過剰生産能力を根拠に、通商法301条に基づく調査を開始することを発表した。ASEAN各国は相互関税導入後も対米輸出額を拡大させており、トランプ政権が問題視している対米貿易黒字は、25年にむしろ増加している（図表6-13）。

これまで各国は米国に大幅に譲歩する形で相互通商協定を交渉・合意してきたが、調査結果次第では、違法判決前の19-20%の関税水準に戻る可能性がある。他国・地域よりも高い関税率が課された場合には、価格競争力の低下により対米輸出が押し下げられるだろう。

図表 6-13 対米貿易黒字




注：財貿易。
出所：米商務省を基に三菱総合研究所作成


Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

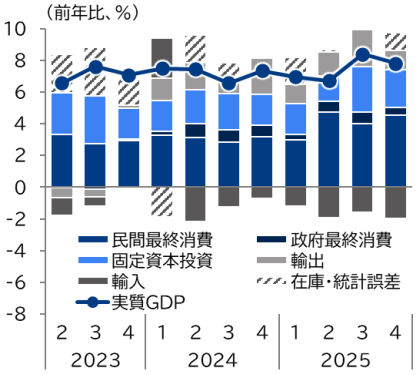
政策・経済センター 森重 彰浩

## (1) インド経済の現況

### 内需中心に総じて堅調も、一部に減速の兆し

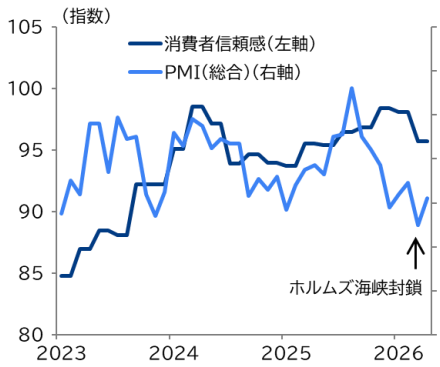
インド経済は高成長を続けているものの、減速の兆しがみられる。26年1-3月期の実質GDP(5月29日公表予定)は、潜在成長率とされる6%台(世界銀行推計)を上回るものの、7%台前半への緩やかな減速が見込まれる(図表7-1)。2月までは民間最終消費など内需を中心に総じて堅調を維持したとみられるが、米・イスラエルによるイラン攻撃を受けて、3月以降に消費者や企業の景況感が悪化した(図表7-2)。家庭や飲食店で調理等に使われるLPG(液化石油ガス)は、中東からの輸入に国内供給量の6割を依存している。3月以降に値上げの動きがあり、政府は供給の4割を担う国内精製所に増産指示を出した。一方、ディーゼルやガソリンの小売価格は、ホルムズ海峡封鎖の影響で原油価格(ドバイ原油先物価格)が大きく上昇した後も、据え置かれている(図表7-3)。22年以降、ディーゼル・ガソリンの小売価格は原油価格の下落局面でも高水準で維持されていることもあり、政府は物品税減税などにより石油元売り会社の損失を抑制することで、小売価格の上昇を回避しているとみられる。

図表7-1 実質GDP



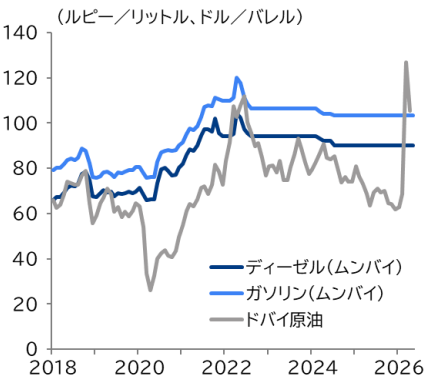

出所:インド統計・計画実施省を基に三菱総合研究所作成

図表7-2 消費者信頼感・PMI




注:直近は26年4月。消費者信頼感は都市部における2カ月ごとの調査。
出所:インド準備銀行、S&P Globalを基に三菱総合研究所作成

図表7-3 ディーゼル・ガソリン小売価格とドバイ原油価格




注:月次。直近は26年5月。
出所:インド石油・天然ガス省、IMFを基に三菱総合研究所作成

## (2) インド経済の先行き

### 26年度は6%前半に成長減速へ、中東情勢不安定化が多面的に波及

インドの実質GDP成長率は、25年度の高成長(前年比+7.6%予測)からの反動や中東情勢不安定化の影響もあり、26年度は同+6.2%と減速するものの、27年度には持ち直し、同+6.5%を見込む。

今後の注目点は、中東情勢不安定化によるインド経済への影響である。インドは中東地域と経済的な結び付きが深いだけに、多面的な影響を受ける。

### 注目点 中東情勢不安定化の影響 ― 油価上昇幅の拡大や供給制約の長期化が懸念材料

### 補助金などの政策支援で、油価上昇の国内への波及を緩和できるか

まず、ホルムズ海峡封鎖による物価への波及を政策的に緩和できるかが注目される。エネルギー資源価格に左右される「電気・ガス・その他燃料」は、インドの消費者物価の全品目のうち5.4%のウエートを占める。同品目の内訳をみると、電気については、インドは石炭火力発電への依存度が高く、石炭も国内で産出することから電気料金への影響は限定的とみられる。一方で、前述のLPGやディーゼル燃料は輸入コスト上昇や需給ひっ迫による価格上昇の影響を受けやすい。上流からの価格上昇圧力は着実に強まるなかで、政策的にLPG補助金(売価の20%程度)の増額や燃料税(売価の30-50%)の引き下げによって、家計や企業への影響がどの程度緩和されるかが注目される。実際、22年の油価高騰局面(ドバイ原油が前年比50%超の上昇)でも、消費者物価の「電気・ガス・その他燃料」の伸びは10%強にとどまった。イラン攻撃後のドバイ原油の上昇率は前年比100%を超える場面もあり、今後の情勢次第では、22年当時を上回る物価の上昇になる可能性もある。

仮に「電気・ガス・その他燃料」が前年比30%以上の上昇率となれば、消費者物価全体を1.6%ポイント以



Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

上押し上げる。現状、インドの消費者物価（総合）は3月前年比3.4％と、中央銀行の目標レンジ4±2％の範囲内に収まっているが（図表7-4）、燃料価格の上昇幅次第では、目標レンジの上限を超え、再び利上げを余儀なくされる可能性がある。

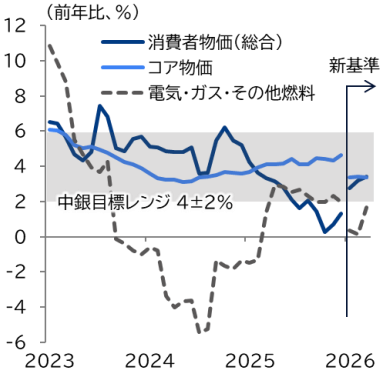
**短期的には供給制約の懸念は限定的だが、海峡封鎖が長期化すれば影響大**

次に、エネルギー不足による供給制約の可能性について、早期収束シナリオ（詳細はP.6総論、図表1-8）で想定するようなホルムズ海峡輸送の段階的回復が実現すれば、過度な懸念は不要とみる。原油・ガスの主要な輸入港におけるタンカーの入船数をみると、3月から4月にかけて、平年をやや下回っているものの（図表7-5）、大幅な減少は回避されている。ロシアからの原油調達にかかる米国からの制裁が解除されたことから、ロシア産原油の洋上在庫の調達などを増やしているとみられる。また、インドにとって家庭の調理用燃料として欠かせないLPGについては、前述の通り政府が国内精製業者へ生産最大化を指示しており、3月のLPG国内生産量は前年比29％増となった。

このように短期的には代替調達や国内生産増加で、供給制約への影響を緩和しているものの、ホルムズ海峡の封鎖が長期化すれば、影響は拡大する。特に、夏場の冷房需要などに備えて在庫を積み増す5-6月に調達が滞れば、電力制約による生産活動への悪影響が顕在化するおそれがある。

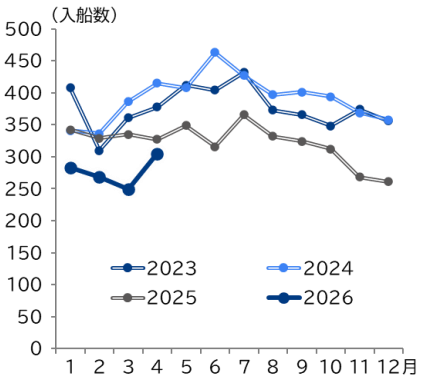
また、インド西部の沿岸には、石油の一大精製拠点があり、中東から運んだ原油をインドで精製し、中東に再輸出していた。ホルムズ海峡封鎖により、こうした輸出にも影響が及ぶ。

図表7-4　消費者物価



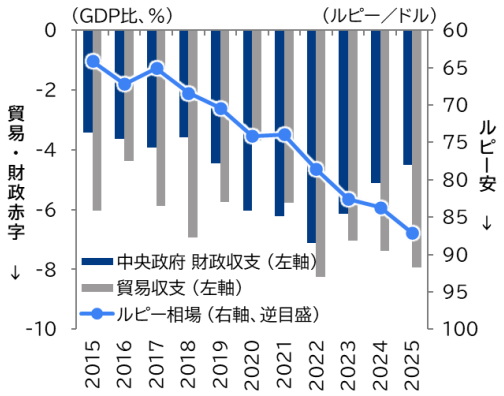

注：電気・ガス・その他燃料（Electricity, Gas & Other Fuels）の旧基準は「Fuel and Light」を接続。
出所：インド統計・計画実施省を基に三菱総合研究所作成

図表7-5　主要港のタンカー入船数




注：インドの原油・ガスの主要輸入港（Mumbai-Jawaharlal Nehru など8港）におけるタンカー入港数の合計。
出所：IMF PortWatch を基に三菱総合研究所作成

図表7-6　財政・貿易収支、為替




出所：インド財務省、インド商工省、英中銀を基に三菱総合研究所作成

## （3）インド経済の先行きリスク

インド経済の先行きのリスクは、中東情勢混乱の長期化により、価格上昇や供給制約が深刻化するばかりでなく、短期の資金流出や移民による外貨獲得の減少など多方面に影響が波及することである。インド経済は高めの成長を維持してきたが、財政赤字拡大、経常赤字拡大、ルピー安など、ファンダメンタルズの脆弱性は依然として残っている（図表7-6）。今回のような外的ショックをきっかけに、インドに対する中長期の成長期待よりも短期の資金流出リスクが大きくなれば、外貨建て資金調達コストが上昇、インフラ投資や設備投資を下押しする可能性がある。特に、資本蓄積を通じた潜在成長率への悪影響には留意が必要である。

また、インド外務省によると、24年末時点で約930万人のインド人が中東湾岸諸国で出稼ぎ労働者として、建設業やサービス業に従事している。特にアラブ首長国連邦（UAE）には約390万人が働いているとみられ、これは同国の労働者数の約半数を占める。イラン攻撃後に30万人近くが帰国したとされるが、多くは生活のために残留している。今後、中東情勢の混乱が長期化、湾岸諸国への被害も拡大した場合には、インドへの帰国が本格化する可能性があるほか、中東経済の悪化で送金の減少も予想される。



Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

**執筆担当者**

| | |
|---|---|
| 全体総括 | ｜堂本健太 |
| 1. 総論 | ｜堂本健太、森重彰浩 |
| 2. 日本経済 | ｜田中康就、田中嵩大、山本道也 |
| 3. 米国経済 | ｜淺井優汰、江口修平 |
| 4. 欧州経済 | ｜綿谷謙吾 |
| 5. 中国経済 | ｜森重彰浩 |
| 6. ASEAN 経済 | ｜田中嵩大 |
| 7. インド経済 | ｜森重彰浩 |

**本件に関するお問い合わせ先**

株式会社三菱総合研究所
〒100－8141　東京都千代田区永田町二丁目 10 番 3 号

【内容に関するお問い合わせ】
　政策・経済センター
　電話：03-6858-2717　メール：pecmacro@ml.mri.co.jp
【報道機関からのお問い合わせ】
　広報部
　メール：media@mri.co.jp


Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.