



2026年の内外経済と金融市場の注目点

客員研究員

古金 義洋

○各国の財政出動が世界経済を下支えるが、 なお残る関税の悪影響、A I ブーム終焉、財 政リスクに注意

世界経済は減速しつつも、緩やかな成長が続いている。

I M F が10月に発表した世界経済見通しによれば、世界の経済成長率は2024年の3.3%から25年3.2%、26年3.1%と減速する見通しだが、25年については前回7月時点の3.0%から上方修正された。米国の高関税の影響が大きいカナダやインドなどを除き、足元の世界経済は意外に底堅く推移している。

当初想定されていた世界経済の見通しでは、トランプ関税の悪影響について極めて悲観的に考えられていた。

すなわち、4月に発動されたトランプ関税のコストがすぐさま物価に転嫁されて米国の消費者物価を押し上げ、米国消費が落ち込む一方、各国の対米輸出も減少して世界経済は急速に悪化する、というのが当初のシナリオだった。

だが、実際には、①極端な高関税の一部がその後の交渉によって引き下げられたこと、②米国内輸入・小売業者あるいは対米輸出企業が関税分のコストを自ら負担し、値上げが手控えられていること、などにより、想定されていたような関税コストの即時転嫁による物価上昇は起きなかった。

関税導入による物価上昇と消費の落ち込みのタイミングは当初の見通しに比べ遅れ、物価上昇による今後の消費の落ち込みもさほど大きなものにならないのではないかと、というのが最近の大方の見通しになっている。

このように、関税の悪影響が思ったほど大きくなくなっているのに対して、予想外に景気を押し上げたのは、①米国関税導入に伴う貿易や投資の前倒し、②金融緩和とA I ブームを背景とした株高とその資産効果による消費増加などだった。

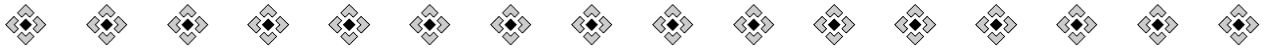
ただ、今のところトランプ関税実施に伴う世界景気の急激な悪化が起きていないのは確かであるが、関税の影響がなくなったわけではない。

トランプ政権が当初導入した関税率は、その後の交渉によって引き下げられたとはいえ、なお高水準なままだ。米エール大学予算研究所によると、2025年1月時点で2.4%だった米国の平均実行関税率は8月に18.6%にまで上昇している。

保護主義関税と地政学リスクによる分断化は、グローバル企業の生産効率を低下させ、取引コストを増大させる。それは、長期的に世界全体の成長率を低下させると同時に、インフレ率を上昇させて、世界経済をスタグフレーション気味にする可能性がある。

今年の世界経済を押し上げる要因となったA I ブームについて言えば、米I T企業を中心とした株高の資産効果が個人消費を押し上げ、また、I T企業が競って行っているデータセンター建設が設備投資を押し上げている。

A I ブームは、確かに、最終需要の増加を伴ったものでもあるが、A I が膨大な投資に見合う利益に結び付くかどうかは疑問だ。また、A I は労働生産性を上昇させるが、A I の労働力代替効果が大きくなれば、雇用減を



通じて消費が減少し、経済全体のパイは拡大しないだろう。さらに、A Iへの期待が崩れ、急激な株価の調整が起きれば、逆資産効果を通じた景気悪化につながるおそれもある。

これに対し、来年にかけて世界景気を下支える役割を果たすと期待されるのが、各国の財政出動だ。

米国では2025年7月にトランプ減税2.0と言われるO B B B A法案（One Big Beautiful Bill Act）が成立した。同法案はトランプ政権第1期目の2017年12月に成立し、2025年末に期限切れとなるトランプ減税を延長するものだ。メディケイド縮小などによる歳出減少措置も盛り込まれているが、減税措置が前倒しになり、歳出削減が後回しになっているため、トランプ減税が失効した場合に比べて、来年からの景気押し上げ効果が大きくなる。

欧州各国では国防費が増額され、これが景気を下支えることになるだろう。N A T Oは25年6月に開催した首脳会議において、加盟国の防衛支出額の目標をこれまでのG D P 2%から、2035年までに同5%（うち中核的な国防費に同3.5%、サイバーセキュリティや関連インフラに同1.5%）に引き上げることで合意した。

日本では高市政権が「責任ある積極財政」を掲げ、2026年度にかけて景気刺激策を打ち出す意向だ。11月下旬にも物価高に対応する経済対策をまとめ、その財源の裏付けとなる25年度補正予算案を編成し、今臨時国会で成立させる方針とされる。

だが、日米欧各国の政府債務はリーマンショック、コロナショックという2度の経済ショックに対応した大規模な財政施策により、かつてない規模に膨れ上がっている。

2022年にイギリスで起きた、いわゆる「トラス・ショック」の例もあり、財源を国債追

加発行に依存した景気刺激策は、金利（国債利回り）上昇、通貨安、株安のトリプル安を引き起こすリスクがあり、注意しなければならない。

○米中間選挙を控え政治的圧力による過度の利下げが行われればドル離れのおそれ

以下では、米中欧日各国の経済・金融市場の注目点をそれぞれみていこう。

米国では、トランプ関税の不確実性が、A Iによる労働力代替の動きと相まって、米国企業の雇用意欲を低下させ、雇用は頭打ちになっている。トランプ政権の移民抑制策による労働力人口減少で、失業率はさほど上昇していないが、若年層など限界的な部分で、失業増加が目立つ。

半面、G D P統計などに現れる最終需要については、株高などによる資産効果で高所得者層を中心に個人消費が好調である一方、A I関連投資などの設備投資も堅調である。この点で、頭打ち感が出ている雇用と対照的であり、景気の二面性が指摘されている。

一方、インフレは一時に比べ鈍化したものの、足もとでは関税分の価格転嫁が徐々に行われていることもあって、目標の2%に届かず、来年も高止まる可能性が高い。

F R B（米連邦準備理事会）は、物価上昇一服に対応して、政策金利のF F金利を2024年9月の5.5%から24年12月までに4.5%に引き下げたあと、物価動向に配慮して利下げを休止していたが、25年に入ってから雇用の変調に対応するため、9月、10月と利下げを再開し、F F金利誘導目標は3.75～4.0%（中間値は3.875%）に引き下げられた。

F F金利先物市場の動きをみると、金融市場では来年末に向け3%程度への利下げが見込まれている。



だが、テイラールールに基づくFF金利の適正水準を計算すると(図1参照)、直近2025年8月の米コアPCEデフレーター前年比2.9%、同失業率4.3%を用いた場合、FF金利の適正値は4.1%となる。

9月のFOMC(米連邦公開市場委員会)の経済見通しによる26年末時点のコアPCEデフレーター前年比予想2.6%、失業率予想4.4%を用いた場合でも、適正値は3.5%となる。

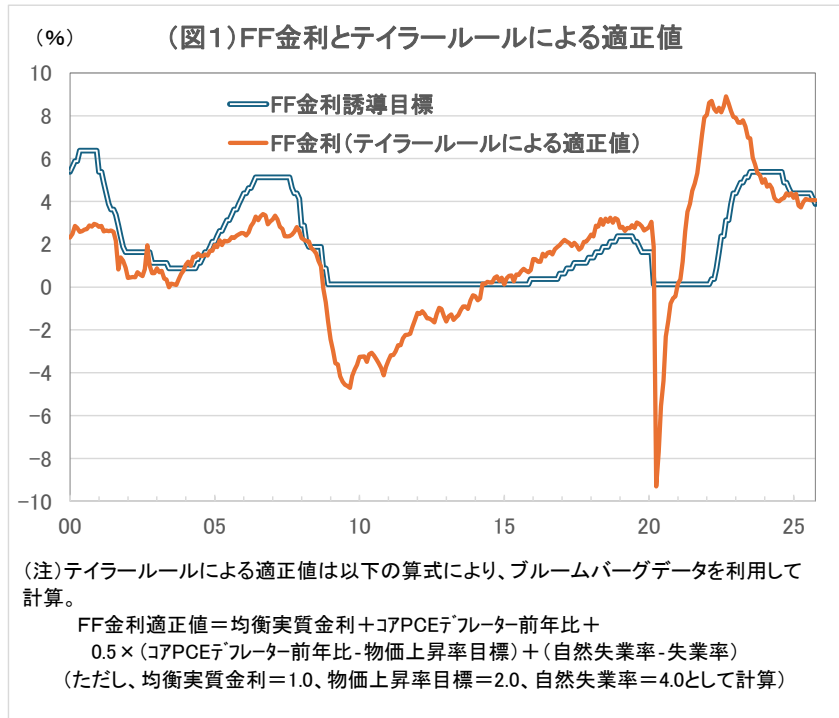
米国経済がリセッションに突入して、雇用状況が悪化、それに伴ってインフレ率が予想外に鈍化するといったことがなければ、金融市場で期待されているような大幅利下げは正当化しにくいとみられる。

ただ、トランプ政権からの政治的な利下げ圧力は今後、強まっていくだろう。パウエルFRB議長の任期は2026年5月までだが、トランプ大統領に対する事実上の信任投票と言える26年11月の米中間選挙を控え、FRB議長人事などを通じて、直接的、間接的に、FRBに対して利下げを要求していくものとみられる。

政治的圧力による過度の利下げは、短期的には景気にとってプラス要因になっても、長期的には金融政策への信認を低下させ、インフレを招き、ドル安要因となる。場合によっては、米国債券売り、米国株売りなどを伴ったドル離れの動きにつながるおそれがある。

○過剰設備のストック調整で投資の落ち込みが大きくなれば中国経済の低迷は深刻化も

中国では対米輸出減少が景気に決定的な悪



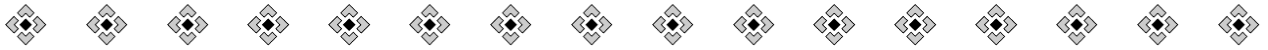
影響を及ぼすとの見方もあったが、米中交渉で高関税率が引き下げられたこと、米国以外への輸出が堅調なことなどにより、輸出は全体として堅調に推移している。だが、米国から他国への振り替え輸出とも言える、こうした動きがいつまでも続くかは疑問だ。

もともと中国国内の過剰生産が原因とみられる中国からの安価な輸入品の大量流入は、中国からの輸出が増加している地域からみるとデフレを輸入することにもなりかねず、景気悪化につながりかねないためだ。

中国国内における過剰設備を調整する動きは、不動産開発投資だけでなく、生産過剰状態にある製造業などにも広がりつつある。習近平政権は大規模な景気対策には慎重な姿勢を示しており、設備のストック調整による投資の落ち込みが大きくなれば、中国経済の低迷は深刻化するおそれがある。

○欧州の政策金利は現状維持に

欧州では、中核国のドイツが、中国向け輸



出とロシアからの安価なエネルギーに依存した成長が難しくなっていることで、全体として低迷が続いている。ただ、前述した通り、欧州各国の国防費増額は長期的に欧州景気を下支えする要因になり、今後も緩やかな成長が続くそう。

E C B（欧州中銀）はインフレ率が2%に近付いてきたことに対応して、2024年6月以降、利下げを続けており、24年6月に4.5%だった政策金利は、1年後の25年6月に2.15%と中立金利とされる水準に引き下げられた。引き締めから中立へと転換したE C Bの金融政策スタンスの変化は、2026年の欧州景気に対して少なくともマイナス要因ではなくなっている。

今後、中国からの安値輸入品の流入や対米輸出の減少が欧州景気を悪化させれば、一段の利下げが必要な局面もでてくるかもしれないが、政策金利は当面、現水準が維持されるとみられる。

○高市政権の利上げけん制は円安、物価高を招く

日本経済は、賃上げにもかかわらず食料などの物価高騰によって実質賃金の減少が続き、個人消費が伸び悩んでいる。一方、懸念された自動車関税の影響については、日本メーカーは関税分に相当する輸出価格引き下げを行なっているため、輸出数量が思ったほど減少しておらず、国内自動車生産の落ち込みもさほど大きくない。結果として、関税による国内景気への悪影響は限定的にとどまっている。

I M Fによる日本の経済成長率

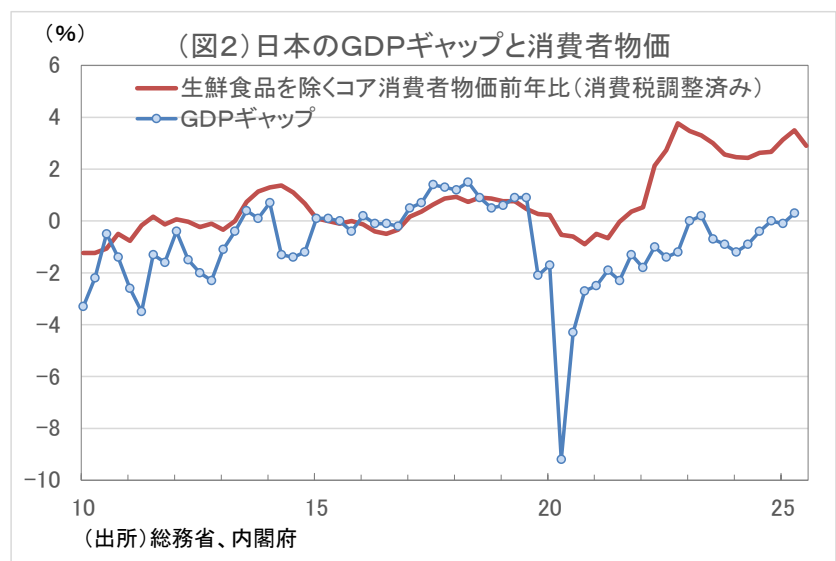
見通しも10月に上方修正され、2025年1.1%、26年0.6%とそれぞれ7月時点の予想に比べ、それぞれ0.4ポイント、0.1ポイントの上方修正となった。

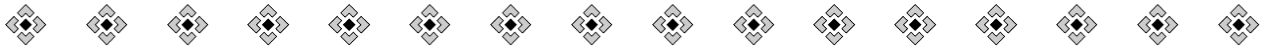
こうしたなか、高市政権は積極財政で景気を押し上げようとしているが、現在の経済環境は、安倍元首相がアベノミクスを打ち出した2010年代前半とは大きく異なる。

当時の日本経済は東日本大震災の後遺症が残るなかで需要不足の状態にあり、物価は下落基調だった。景気を押し上げるための財政金融面からの景気刺激策は正当化されるものだった。

これに対して、現在の日本経済はG D Pギャップがほぼゼロとなり、物価上昇が続くなか、政府にとっての最重要課題は物価高対策になっている。現在の経済環境から言えば、財政面からの景気刺激策が景気に及ぼすプラス効果は、人手不足などの供給制約により限定的になり、インフレを加速させるだけとなるおそれがある（図2参照）。

高市首相が最優先として位置付けた物価高対策には、ガソリン税と軽油引取税の旧暫定税率の廃止、診療報酬・介護報酬の引き上げ、





中小企業・小規模事業者、農林水産業の支援、冬の間の電気・ガス料金の支援などが盛り込まれている。

だが、財政支出増額による物価高対策は、短期的に物価高を抑える効果はあっても、最終的には需要超過をもたらす、物価を一段と押し上げる可能性がある。

また、労働力人口が減少する日本においては、今や外国からの移民の労働力に一定程度依存せざるをえない。高市政権がこれまでの自民党政権同様、公式に移民を認めず、外国人への規制を強めようとするれば、日本の潜在成長力は低下することになる。

一方、高市首相によれば、成長戦略の肝は「危機管理投資」であり、経済安全保障、食料安全保障、エネルギー安全保障など、様々なリスクや社会課題に、官民手を携えて先手を打って行う戦略的な投資が「危機管理投資」だと述べている。

だが、官主導あるいは官民連携の投資が、1990年代以降の日本の長期経済停滞状況を脱却させる役割を果たせたかと言えば、答えはノーと言わざるを得ない。

例えば、リーマンショックによる金融危機、東日本大震災とそれに続く原発事故と電力危機など民間企業の力では対応しきれない危機が続く、政府が経済を牽引することへの期待が高まった。そうしたなか、安倍元首相は政府主導で停滞する経済を押し上げようとする政策に重点を置いて、ビジネスをしやすい環境を作ることを中心に、地域や分野を限定して国家戦略特区の設置を成長戦略とした。

しかし、国家戦略特区は、特定地域において、医療、農業、雇用など、長年「岩盤規制」と呼ばれてきた分野での規制緩和の機運を高めたが、全国的な規制緩和の動きにはつながらなかった。税制面での優遇や補助金や利子

補給などを通じて政府が恣意的に業界を誘導する産業政策的な面が強いという問題もある。政府は恣意的に業界を育成しようというのではなく、よりレフェリー的な立場で、競争環境整備などに徹するべきではないかと思われる。

消費停滞の主因となっている食料価格を中心とする最近の物価高騰は「通商政策の不確実性」から日銀が長期にわたって利上げを休止し、それが円安につながったことが原因と考えられる。

日銀は、2024年3月以降、金融緩和度合いを調整するための利上げを始め、25年1月までに政策金利を0.5%に引き上げた。その後は「通商政策の不確実性」を理由に金利を据え置いているが、人手不足下で賃金上昇は続く見込みで、また、最近の円安もインフレの高止まりにつながるとみられることから、来年に向けて緩やかな利上げが再開されるだろう。

高市政権が日銀の利上げをけん制するのではないかとの思惑も根強いが、仮にそうなった場合、円安が進み、インフレ率を一段と上昇させかねない。最終的に利上げの判断は日銀に任せるべきだろう。

以上



(表1) 2026年の主な政治・経済スケジュール

1月	9日	米国12月雇用統計
	上旬	ユーロ圏12月消費者物価統計
	13日	米国12月消費者物価統計
	19～23日	世界経済フォーラム(ダボス会議)
	中旬	中国10～12月GDP統計
	22～23日	日銀金融政策決定会合(展望レポート発表)
	23日	日本12月全国消費者物価統計
	27～28日	米FOMC(連邦公開市場委員会)
	29日	米国10～12月GDP統計
	29日	米国12月PCEデフレーター
	下旬	ユーロ圏10～12月GDP統計
	月内	通常国会開幕
	月内	IMF、世界経済見通し(World Economic Outlook)発表
	月内	ECB(欧州中銀)理事会
2月	5日	米国1月雇用統計
	6日	ユーロ圏1月消費者物価統計
	11日	米国1月消費者物価統計
	16日	日本10～12月GDP一次速報
	20日	日本1月全国消費者物価統計
	26日	米国1月PCEデフレーター
	月内	パウエルFRB議長定例議会証言
	6日	米国2月雇用統計
3月	上旬	ユーロ圏2月消費者物価統計
	上旬	中国全国人民代表大会(全人代)
	11日	米国2月消費者物価統計
	17～18日	米FOMC(連邦公開市場委員会)、経済見通し発表
	18～19日	日銀金融政策決定会合
	19日	ECB(欧州中銀)理事会、経済見通し発表
	24日	日本2月全国消費者物価統計
	27日	米国2月PCEデフレーター
	下旬	日本公示地価(1月1日時点)
	月内	25年春闘(3月初め要求、5月上旬頃までに回答が出揃う)
	1日	3月調査日銀短観
	3日	米国3月雇用統計
	10日	米国3月消費者物価統計
	上旬	ユーロ圏3月消費者物価統計
4月	中旬	日本3月全国消費者物価統計
	中旬	中国1～3月GDP統計
	27日～28日	日銀金融政策決定会合(展望レポート発表)
	28日～29日	米FOMC(連邦公開市場委員会)
	30日	ECB(欧州中銀)理事会
	30日	米国1～3月GDP統計
	30日	米国3月PCEデフレーター
	下旬	ユーロ圏1～3月GDP統計
	月内	IMF世銀春季総会(ワシントン)
	月内	IMF、世界経済見通し(World Economic Outlook)発表
	8日	米国4月雇用統計
	上旬	ユーロ圏4月消費者物価統計
	12日	米国4月消費者物価統計
	15日	米国パウエルFRB議長任期
5月	中旬	日本1～3月GDP一次速報
	28日	米国4月PCEデフレーター
	下旬	日本4月全国消費者物価統計
	月内	OPECプラス閣僚級会合
	5日	米国5月雇用統計
	10日	米国5月消費者物価統計
	上旬	ユーロ圏5月消費者物価統計
	11日	ECB(欧州中銀)理事会、経済見通し発表
6月	14～16日	G7首脳会議(仏、エビアン)
	15～16日	日銀金融政策決定会合
	16～17日	米FOMC(連邦公開市場委員会)、経済見通し発表
	中旬	日本5月全国消費者物価統計
	25日	米国5月PCEデフレーター



7月	1日	6月調査日銀短観
	2日	米国6月雇用統計
	上旬	ユーロ圏6月消費者物価統計
	14日	米国6月消費者物価統計
	中旬	中国4～6月GDP統計
	23日	ECB(欧州中銀)理事会
	28～29日	米FOMC(連邦公開市場委員会)
	30日	米国4～6月GDP統計
	30日	米国6月PCEデフレーター
	30～31日	日銀金融政策決定会合(展望レポート発表)
	下旬	日本6月全国消費者物価統計
	下旬	ユーロ圏4～6月GDP
	月内	パウエルFRB議長定例議会証言
	月内	IMF、世界経済見通し(World Economic Outlook)発表
8月	7日	米国7月雇用統計
	上旬	ユーロ圏7月消費者物価統計
	12日	米国7月消費者物価統計
	中旬	日本4～6月GDP一次速報
	26日	米国7月PCEデフレーター
	下旬	日本7月全国消費者物価統計
	月内	米国ジャクソンホール経済シンポジウム
夏頃 9月		日本、高市政権、成長戦略策定
	4日	米国8月雇用統計
	10日	ECB(欧州中銀)理事会、経済見通し発表
	上旬	ユーロ圏8月消費者物価統計
	11日	米国8月消費者物価統計
	15～16日	米FOMC(連邦公開市場委員会)、経済見通し発表
	17～18日	日銀金融政策決定会合
	中旬	日本8月全国消費者物価統計
	30日	米国8月PCEデフレーター
	下旬	日本基準地価(7月1日時点)
10月	月内	国連総会(ニューヨーク)
	1日	9月調査日銀短観
	2日	米国9月雇用統計
	上旬	ユーロ圏9月消費者物価統計
	14日	米国9月消費者物価統計
	中旬	中国7～9月GDP発表
	27日～28日	米FOMC(連邦公開市場委員会)
	29日	ECB(欧州中銀)理事会
	29日	米国7～9月GDP統計
	29日	米国9月PCEデフレーター
	29～30日	日銀金融政策決定会合(展望レポート発表)
	下旬	日本9月全国消費者物価統計
	下旬	ユーロ圏7～9月GDP統計
	下旬	ユーロ圏10月消費者物価統計
11月	月内	IMF世銀年次総会(ワシントン)
	月内	IMF、世界経済見通し(World Economic Outlook)発表
	3日	米国中間選挙
	6日	米国10月雇用統計
	10日	米国10月消費者物価統計
	中旬	日本7～9月GDP一次速報
	中旬	日本10月全国消費者物価統計
	25日	米国10月PCEデフレーター
	月内	OPECプラス閣僚級会合
	11月or12月頃	COP31(国連気候変動枠組条約第31回締約国会議)
12月	4日	米国11月雇用統計
	8日～9日	米FOMC(連邦公開市場委員会)、経済見通し発表
	10日	米国11月消費者物価統計
	上旬	ユーロ圏11月消費者物価統計
	17日	ECB(欧州中銀)理事会、経済見通し発表
	17～18日	日銀金融政策決定会合
	中旬	12月調査日銀短観
	中旬	日本11月全国消費者物価統計
	23日	米国11月PCEデフレーター
	月内	中国中央経済工作会议(27年の経済政策を決定)
	月内	2027年度税制改革大綱、政府予算案発表
	月内?	G20首脳会合(米国)