MRI 三菱総合研究所

NEWS RELEASE

2025 年 11 月 18 日
株式会社三菱総合研究所

世界・日本経済の展望

― 関税対応とAI需要が世界経済を下支え、日本が目指すべき「強い経済」とは ―

株式会社三菱総合研究所（代表取締役社長：籔田健二、以下 MRI）は、11月半ばまでの世界経済・政治の状況や日本の2025年7-9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、各国のトランプ関税への対応やAI需要の拡大が下支えとなり、底堅い成長を維持している。

先行きの世界経済は、トランプ関税による悪影響の顕在化が予想されるなかでも、総じて底堅い成長を続けるとみる。各国の貿易構造の変化などにより、関税コストの負担は従来想定よりも低水準にとどまるとみられる。また、関税の引き上げや高い不確実性を踏まえ、各国で投資や政策対応が進みつつある。先行きの世界経済を展望する上で注目点は、次の3つである。

① トランプ関税の影響

米国の関税引き上げの悪影響は、関税コスト低減に向けた各国の対応により、従来想定よりも緩和されている。そのうち緩和効果の大きい対応として、①USMCA（米国・メキシコ・カナダ協定）における免税申請の拡大、②関税率が相対的に高い中国からASEANなどへの米国向け輸出拠点シフト、がある。関税コストは従来想定よりも縮小するとみられるが、今後、米国消費者への価格転嫁進展に伴い、需要下押し影響が徐々に顕現化する見通し。

② AI需要の拡大

関税が世界経済の下押し圧力となる一方、景気押し上げ要因としてAI需要拡大の影響は大きい。生成AIの普及や先行きの需要拡大期待から、データセンターなどのAI関連投資が急拡大している。AIは数十年に一度の技術革新に相当するとみられ、開発から社会実装に向けて、中長期的に投資拡大が続くと予想される。また、収益期待の高まりからAI関連企業を中心に株価が上昇しており、その傾向が続けば資産効果を通じた消費の押し上げも期待される。

③ 財政・金融政策の方向性

加えて、一部の国・地域では財政拡大・金融緩和も景気下支え要因になる。財政政策について、ドイツは防衛・インフラ投資拡大に向けて財政拡張路線へ転換した。中国でも、次期5カ年計画の実現に向け、科学技術力の強化などに財政支援を強める可能性がある。金融政策について、インフレ圧力が和らぐなか、関税の悪影響顕現化に対する予防的措置の観点から、主要国で利下げ傾向が続いている。各国の財政状況・物価動向に応じて、財政・金融政策の発動余地に差がある点には留意する必要がある。

上記見通しについて相対的に下振れリスクが大きい。第一に米中摩擦の激化や対ロシア制裁の強化など、地政学リスクの高まりがある。第二に、AIバブル崩壊や米債務の信用不安などに端を発する金融システムの不安定化が挙げられる。一方、景気の上振れリスクもある。米国が関税コストを軽減する政策を進めれば、景気下押し影響の緩和につながる。また、AIが生産性を想定以上に押し上げる方向で発展・普及に向かえば、中長期的に成長率の上昇につながる可能性がある。

日本経済

日本経済は、7-9月期にマイナス成長となったものの、ならしてみれば緩やかな回復基調を維持している。先行きは、関税影響の顕現化により輸出は伸び悩むものの、内需の底堅さに支えられ、1%近傍のプラス成長が続くとみる。企業収益は、関税の下押し影響を考慮しても、既往の原油価格下落に伴う交易条件改善や利益率向上などから高水準を維持すると予想する。賃金は、強い人手不足を背景に高い伸び率が維持されるとみる。実質賃金は消費者物価上昇率の鈍化に伴って26年初にかけて前年比プラス基調に転じ、個人消費は緩やかに回復するだろう。設備投資は、供給網強靱化やDX、GXなどの投資を中心に拡大基調を維持する見込み。実質GDP成長率は、25年度前年比+1.0%（実績の遡及改定を踏まえ、前回9月時点同+0.7%から上方修正）、26年度同+0.7%と予測する（前回から変更なし）。消費者物価の伸び率は、コメ価格高騰の影響一巡から鈍化するものの、基調的な物価上昇率が徐々に上昇することから、26年度に2%程度に収れんする見通しである。日本銀行は、政策金利を中立的な水準に向けて段階的に調整するとみられ、25年12月に利上げ後、26年度中に2回の利上げ（26年度末の政策金利1.25%）を予想する。

米国経済

米国経済は高関税下でも堅調さを維持している。先行きは、関税による景気下押し圧力が低・中所得層を中心に強まるものの、AI関連投資と富裕層消費の拡大が下支えとなり、底堅く推移するとみる。7-9月期の成長率上振れと関税コストの低減を踏まえ、25年の実質GDP成長率は前年比+2.0%（前回8月時点同+1.6%から上方修正）、26年は同+1.9%（同+1.6%から上方修正）と予測する。関税コストの価格転嫁が進み、インフレ率はやや高めで推移するが、FRBは雇用減速を懸念し、26年前半にかけて利下げを継続するだろう。26年末の政策金利誘導目標は3.25～3.50%と予想する。

欧州経済

ユーロ圏経済は堅調な内需を背景にプラス成長を維持している。先行きは、米国の関税政策による外需の悪化、フランスの政治不安の長期化が下押し要因となるが、堅調な雇用・所得環境の継続と物価の安定、デジタル・グリーン・防衛分野の産業競争力強化に向けた財政支援の効果が経済活動を下支えするだろう。実質GDP成長率は、25年は前年比+1.3%（前回8月時点同+1.1%から上方修正）、26年は同+1.0%（同+1.1%から下方修正）と予測する。フランスの政治不安は27年大統領選まで続くとみる。仮に、下院の解散や大統領選の前倒しが実施された場合、不確実性が急激に高まり、国債金利の急騰など金融市場への影響が生じるだろう。

中国経済

中国経済は、景気刺激策の成長押し上げ効果縮小から減速している。先行きについて、米中対立の先鋭化は回避されトランプ関税の景気下押し圧力は緩和が見込まれるが、過剰生産解消に伴う投資抑制、景気刺激策の効果一巡から、成長率はさらに鈍化する見通し。実質GDP成長率は、25年は前年比+4.9%（前回8月時点同+4.8%から上方修正）、26年は同+4.5%（同+4.3%から上方修正）を見込む。デフレ圧力緩和、貿易摩擦緩和のために製造業の過剰生産解消が求められるなか、次期5カ年計画で掲げられたサービス消費やデジタル消費をけん引役とした内需主導の経済へ転換できるかが中国経済の安定性のカギとなる。

ASEAN経済

ASEAN経済は堅調に推移している。先行きについて、対米輸出は緩やかに鈍化するものの、各国政府による財政支援が内需を下支えする見込み。ただし、夏以降に政情不安に直面しているインドネシア・フィリピン・タイでは目先の需要喚起と社会安定を重視せざるを得ないのに対し、ベトナム・マレーシアでは産業高度化に軸足を置くなど、政治的安定性によって明暗が分かれる可能性がある。また、財政赤字が常態化するなか、財政規律の維持にも気を配る必要があるだろう。実質GDP成長率は、25年前年比+4.8%（前回8月時点同+4.6%から上方修正）、26年同+4.6%（同+4.8%から下方修正）と予測する。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

目次

1. 総論 ____ 4

世界経済の成長率予測　計表 ____ 5

2. 日本経済 ____ 10

日本経済の成長率予測　計表 ____ 18

3. 米国経済 ____ 19

4. 欧州経済 ____ 23

5. 中国経済 ____ 26

6. ASEAN 経済 ____ 30

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	｜金成大介、森重彰浩
6. ASEAN 経済	｜田中嵩大、金成大介

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

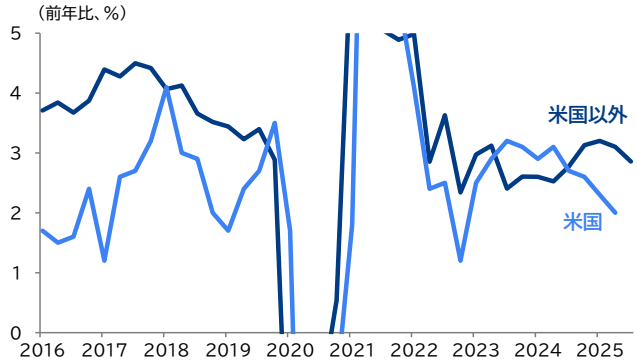
政策・経済センター 堂本 健太 森重 彰浩

(1) 世界経済の現況

世界経済は従来想定以上の底堅さを維持

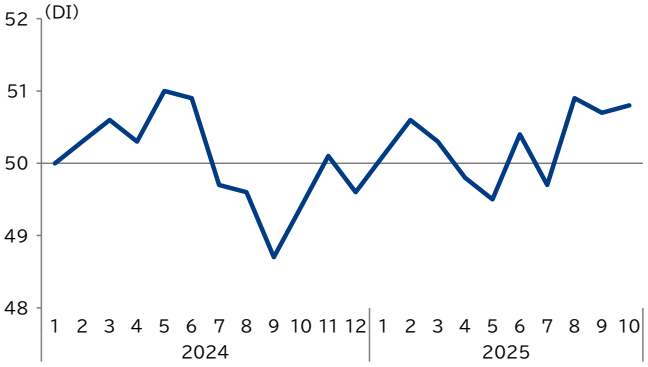
世界経済は底堅い成長軌道を維持している。25年7-9月期の米国以外の主要国実質GDP(世界GDPの約50%を構成)は、3%前後の成長ペースとなった(図表1-1)。米国経済は、政府機関閉鎖の影響で統計が公表されていないが、堅調な成長率を維持したとみられる(詳細はP.19米国経済)。トランプ関税の影響が懸念される製造業のセンチメントについて、世界全体の動向を示すグローバルPMI(世界の製造業付加価値の約98%をカバー)は、8月以降中立水準の50を上回っている(図表1-2)。

図表 1-1 主要国実質 GDP 成長率



注:米国以外は、世界の名目GDP(ドルベース)の約50%を占める国・地域の実質GDP成長率を名目GDPウエートで加重平均して算出。直近のカナダの成長率は、月次GDPの7-8月平均を適用。
出所:Macrobondを基に三菱総合研究所作成

図表 1-2 グローバルの製造業 PMI

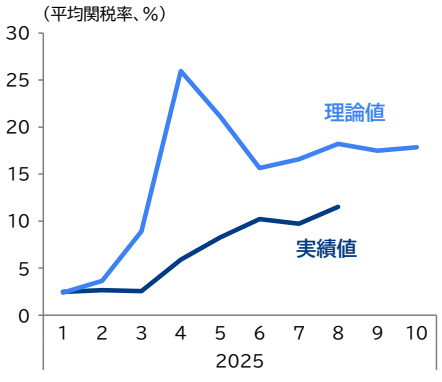


注:直近は25年10月まで。
出所:JP Morgan、S&P Globalを基に三菱総合研究所作成

従来の想定以上に経済が底堅さを維持している背景として、①関税コストの低減、②AI関連需要の拡大、などが挙げられる。

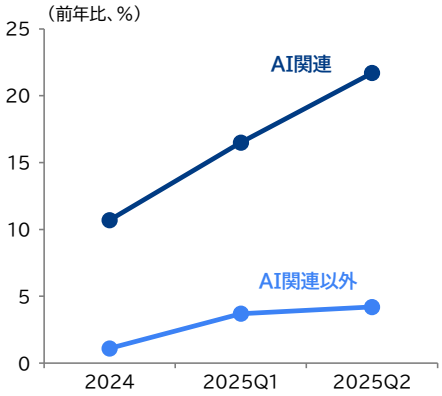
①について、米国の平均関税率は6月以降も10%程度で横ばいにとどまり、従来の輸入構造を前提として算出される理論値を下回っている(図表1-3)。これは、米国の輸入に占める関税率の低い品目の割合が高まっていることが影響している(詳細は注目点①で後述)。②について、先端AIの開発を巡り大手企業がしのぎを削っており、AI関連投資が急拡大している(詳細は注目点②で後述)。それに伴い、AI関連輸出の増勢が強まっており(図表1-4、1-5)、各国の景気押し上げに寄与している。

図表 1-3 米国の平均関税率



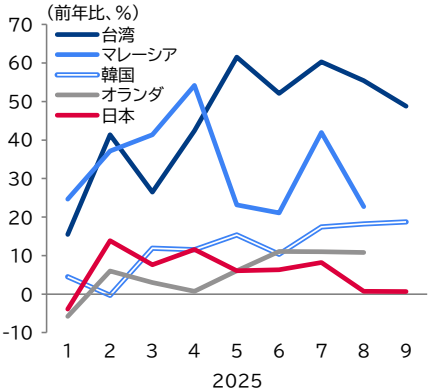
注:理論値は日次データの単純平均。
出所:米国商務省、米国財務省、イェール大学予算研究所を基に三菱総合研究所作成

図表 1-4 世界の財貿易



注:AI関連は、半導体、製造装置、サーバー、コンピュータなど約100品目の合計。
出所:WTO "Global Trade Outlook and Statistics Update: October 2025"を基に三菱総合研究所作成

図表 1-5 主要国の AI 関連輸出



注:WTO "World Trade Report 2025: Making trade and AI work together to the benefit of all"のHSコード分類に基づき集計。
出所:UN Comtrade、台湾財政部關務署、韓国関税庁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

関税の悪影響は徐々に顕現化、世界経済は好悪材料のバランスのなかで成長軌道をたどる

先行きの世界経済は、トランプ関税による悪影響とAI関連投資拡大や財政・金融政策などの下支え要因が混在するなかで、底堅い成長率を維持するとみる（図表1-6）。世界全体の実質GDP成長率は、25年前年比+2.7%、26年同+2.6%と予測する。7-9月期の実績を踏まえた上で、関税率の想定対比下振れとAI需要の拡大などを考慮し、前回8月時点（25年同+2.5%、26年同+2.5%）から両年とも上方修正した。

見通しの注目点は、①トランプ関税の影響、②AI需要の拡大、③財政・金融政策の方向性の3つである。①は景気下押し要因となるが、その下押し幅は従来想定よりも小幅にとどまると見込む。そうしたなか、②、③が景気を下支えする構図を想定している。

図表 1-6　世界の実質 GDP 成長率予測

（前年比）	実績		予測	
	2023	2024	2025	2026
世界全体	**3.0%**	**2.8%**	**2.7%**	**2.6%**
米国	2.9%	2.8%	2.0%	1.9%
ユーロ圏	0.4%	0.9%	1.3%	1.0%
中国	5.4%	5.0%	4.9%	4.5%
日本　［暦年］	1.2%	▲0.2%	1.3%	0.6%
［年度］	0.4%	0.6%	1.0%	0.7%
ASEAN5	4.4%	5.0%	4.8%	4.6%
その他世界	2.8%	2.7%	2.6%	2.8%

注：数値は暦年。世界全体は各国の実質GDP成長率を22年の名目GDP（ドルベース）でウエート付けて作成。その他世界の予測はIMFの見通し。
出所：実績は各国統計、IMF、予測は三菱総合研究所

注目点①　トランプ関税の影響　―　関税の悪影響は想定よりも緩和も、先行き徐々に顕現化へ

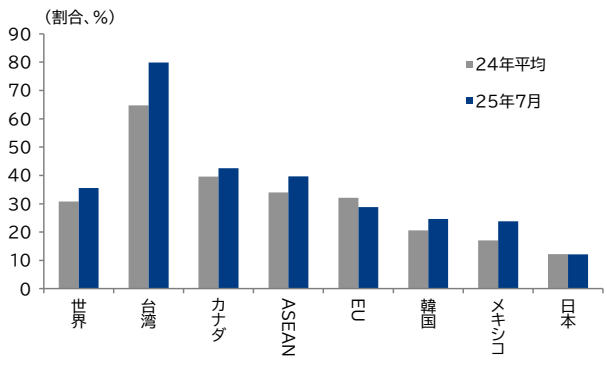
関税コスト低減に向けた対応が一部でみられる

米国の平均関税率が理論値を下回っている要因を検証すると、関税対象外品目の輸入額増加の影響が大きい。輸入に占める関税対象外品目の割合について、24年平均と25年7月時点（直近）とを比較すると、台湾やASEANを中心に上昇している（図表1-7）。これらの一部は、関税が課されていない半導体・電子機器などの貿易増加を反映しているとみられ、今後、関税の適用により解消されていく可能性が高い。一方、関税コストを恒常的に低減するために、対応している事例もみられる。

第一の対応｜カナダ・メキシコの対米輸出における関税免除申請の拡大

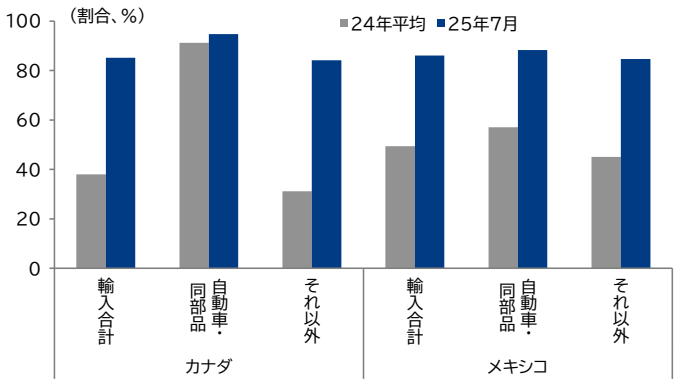
第一の対応は、カナダ・メキシコの対米輸出における、USMCA（米国・メキシコ・カナダ協定）の免税申請の拡大である。米国はカナダ・メキシコに対して高い関税率を課しているが、USMCAの原産地規則を満たす品目は免税（鉄鋼・アルミニウム製品などを除く）となっている。USMCAの免税措置を適用した貿易額の割合は25年7月時点でカナダ・メキシコは80%台半ばと24年平均（カナダ38%、メキシコ50%）から大幅に上昇している（図表1-8）。従来は最恵国待遇などにより低い関税率が適用されていたために、企業がUSMCAの認定を申請する必要性が薄かったことが背景にある。26年7月にはUSMCAの協定見直しが予定されており、原産地規則の厳格化などを巡り、協議は難航する可能性があるものの、米国で中間選挙を控えるなか、関税率が大きく上昇する事態は避けられると想定する。

図表 1-7　対米輸出に占める関税対象外品目の割合



注：相互関税や品目別関税の対象外と指定されている品目の輸入額が全体に占める割合。カナダ・メキシコについては、USMCAの免税対象品目を考慮していない。
出所：米国国際貿易委員会、ホワイトハウスを基に三菱総合研究所作成

図表 1-8 USCMA 準拠品目の割合



注：自動車や鉄鋼など一部品目はUSMCA準拠の場合でも免税対象ではない。
出所：米国国際貿易委員会、ホワイトハウスを基に三菱総合研究所作成

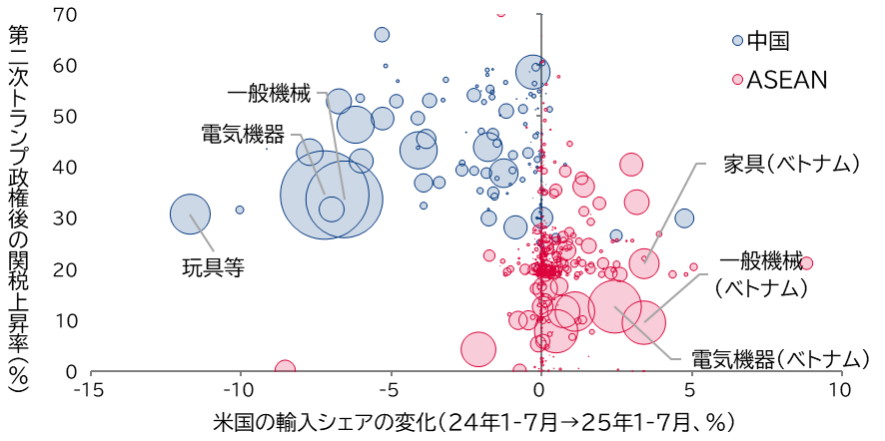
Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

第二の対応｜中国からアジア新興国への対米輸出拠点のシフト

第二の対応は、対米輸出拠点の中国からのシフトである。中国に対する関税率が相対的に高いことから、対米輸出拠点を中国からそれ以外の国に見直す動きがみられる（詳細はP.30ASEAN経済、注目点①）。実際、トランプ関税導入以降の米国の輸入について、中国からの輸入が減少し、ASEANからの輸入が増加している。迂回輸出の影響を除いても、中国からASEANに輸出拠点がシフトしている可能性が高い。

第2次トランプ政権後の関税上昇率と米国の輸入シェアの変化をみると、関税上昇率の高い中国は多くの品目で米国の輸入シェアが下がっている一方、ASEANは中国に比べて関税上昇率が低く、米国の輸入シェアが伸びている品目が多い（図表1-9）。

図表 1-9 関税上昇率と米国輸入シェアの変化



注：HS2桁で作成、バブルサイズは2024年の米国の輸入額。ASEANは国別×HS2桁別の表示。
出所：米国国際貿易委員会、米国ホワイトハウスを基に三菱総合研究所作成

関税の悪影響は従来想定に比べ緩和されるが、先行き徐々に顕現化

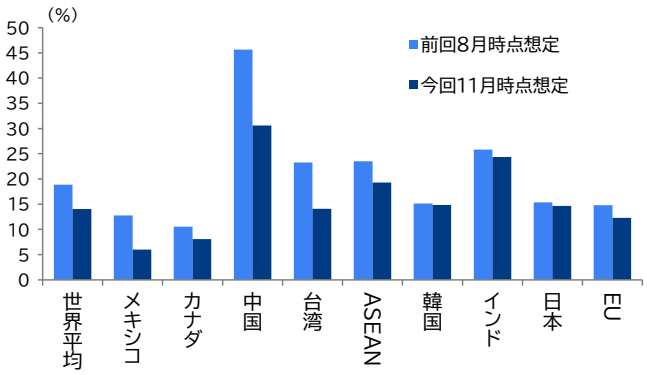
以上に加えて直近のトランプ政権の動きを踏まえて、関税を巡る前提条件を見直すと（図表1-10）、米国の平均関税率は前回8月見通し時点での想定ほど上昇しない可能性が高い（図表1-11）。それに対応して、関税による各国・各地域に対する悪影響も前回想定からは縮小を見込む（図表1-12）。

図表 1-10 トランプ関税に関する想定

国別関税			品目別関税			その他の前提条件		
	今回想定	前回想定		今回想定	前回想定		今回想定	前回想定
中国	20%	30%	鉄鋼・アルミ	50%	50%	輸入構成	高関税国の対米輸出減少	24年時点と不変
カナダ	35%	25%	自動車	25%	25%			
メキシコ	25%	25%	銅	50%	50%	株価	影響なし	5%下押し
USMCA免税比率	85%	50%	木材	一部10～25%	全て25%	関税の負担	90%米国	80%米国
			医薬品	一部100%	全て25%			
その他の国（相互関税）	10～40%	10～40%	半導体	一部50%	全て25%	不確実性	世界経済政策不確実性指数100pt上昇	世界経済政策不確実性指数200pt上昇
			トラック	25%	想定せず			

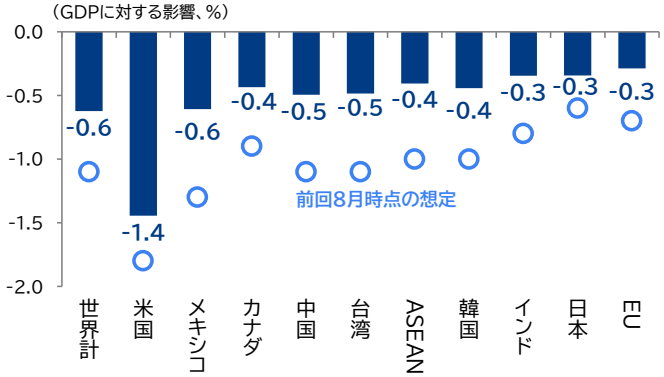
注：日本やEUは関税合意に基づき、自動車や医薬品・半導体関税の上限を15%とし、航空機部品など一部品目も相互関税の対象外と想定。■は前回よりも景気下押し影響の緩和につながる修正、■は前回よりも景気下押し影響の拡大につながる修正。関税の米国負担割合も引き上げたが、影響は米国とそれ以外の国で異なる。
出所：米国ホワイトハウスを基に三菱総合研究所作成

図表 1-11 米国の関税率



注：前提は図表1-10の通り。
出所：米国国際貿易委員会、米国ホワイトハウスを基に三菱総合研究所作成

図表 1-12 トランプ関税の短期的な経済影響

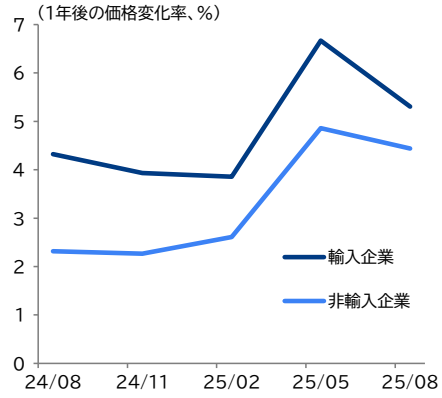


注：関税前提は図表1-10の通り。関税による米国のコスト高や各国の輸出収益下振れとともに、不確実性上昇の影響も織り込んだ。
出所：OECD国際産業連関表などを基に三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

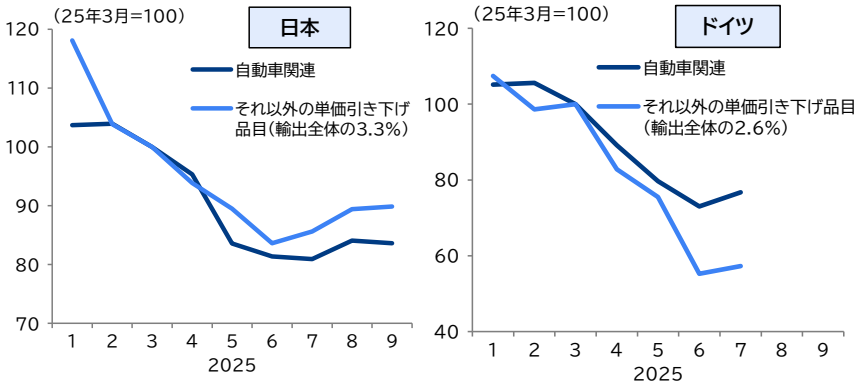
関税の悪影響は想定よりも縮小したものの、避けられるものではなく、今後徐々に顕現化する見通しである。これまでは、主に米国企業が関税のコストを負担・吸収していたとみられるが（詳細はP.20米国経済、図表3-5）、今後は消費者への転嫁が進むだろう。アトランタ連銀の調査によると、米国企業の1年後の予想価格変化率は5月調査から8月調査にかけて伸びが鈍化したものの、関税導入以前よりも高水準にある（図表1-13）。特に、原材料や商品を輸入していない企業でもその傾向がみられ、インフレ圧力が様々な品目に広がっている可能性がある。また、輸出側企業の価格設定にも、米国への価格転嫁を進める兆しがみられる。日本やドイツなど主要国では関税導入後に輸出単価を引き下げる動きがみられたが、9月にかけて単価を徐々に引き上げる兆しもある（図表1-14）。自動車関連については、関税率修正の影響を割り引いて判断する必要はあるが、関税合意を受けて米国事業者との価格交渉が進み始めている可能性がある。

図表 1-13　米国企業の予想価格変化率



注：輸入企業とは原材料・中間財を輸入している企業。
出所：Kevin Foster, Ty McClure, Brent Meyer, Daniel Weitz. “Winter Is Coming? Firms’ Cost and Price Expectations in the Wake of Tariff Hikes”を基に三菱総合研究所作成

図表 1-14　主要国の対米輸出単価



注：対米輸出単価を算出し、6～7月に一定以上下落している品目について、加重平均。統計が異なるため、日本とドイツの単純比較には適さない点は留意。
出所：財務省「貿易統計」、米国国際貿易委員会を基に三菱総合研究所作成

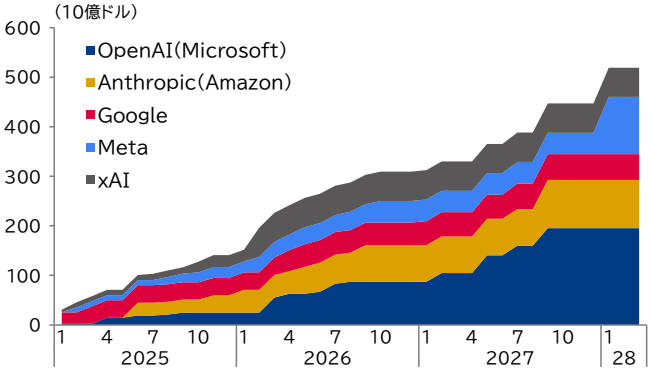
注目点②　AI需要の拡大 ― 中長期的に世界経済の押し上げ要因に
足もとでAI関連投資が急拡大、長期的にも投資拡大トレンドは続く

トランプ関税が世界経済の下押し要因となるなかでも、世界経済が一定の成長軌道を維持するとみられる。景気を押し上げる別の要因もあるためである。その一つがAI関連需要の拡大である。

生成AIの普及や先行きの需要拡大期待から、データセンターなどのAI関連投資が急拡大している。大手テクノロジー企業を中心に今後数年間にわたって巨額の設備投資が計画されており（図表1-15）、AI関連投資拡大により世界経済の成長率が押し上げられるだろう。

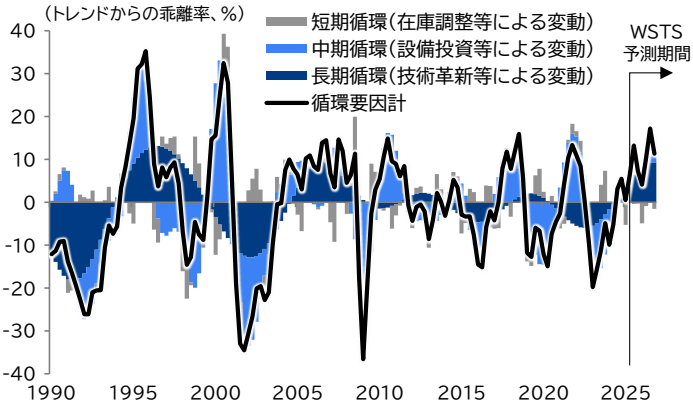
AI関連投資の拡大は、関連セクターの需要増大にもつながる。例えば、半導体市場の拡大傾向が鮮明になっている。世界の半導体出荷額の循環変動要因を短期（半年～2年）・中期（2～6年）・長期（6～20年）に分

図表 1-15　米国の主な AI 向けデータセンターの投資計画（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。主要13のデータセンターを対象としており、各社が公表する投資計画を全て網羅しているものではない。
出所：Epoch AI を基に三菱総合研究所作成

図表 1-16　世界半導体出荷額の循環変動要因



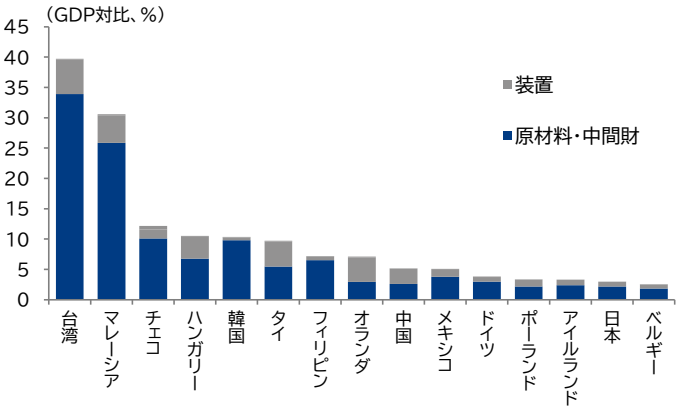
注：CFフィルターにより循環要因を抽出。短期は半年から2年、中期は2～6年、長期は6～20年。サンプル期間は1976～2026年（25年第4四半期以降はWSTSの予測に基づく）。
出所：WSTSを基に三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

けて抽出すると、直近で長期循環がトレンドに対して押し上げに寄与している（図表1-16■）。これは、1990年代のパソコン普及などの技術革新に相当する局面変化により、複数年にわたって需要拡大が続く可能性を示唆している。半導体需要の拡大により供給力増強投資が促されており、SEMI（国際半導体製造装置材料協会）の予測によると世界の半導体製造装置売上高は26年に前年比＋7.4％と3年連続で増加すると予測されている。

こうした関連需要を含めると、データセンター投資の集中する米国以外にも、経済効果の波及が見込まれる。AI関連輸出額の規模（GDP対比）は台湾やマレーシアで突出して大きく（図表1-17）、関連品目の製造工程集積地で高い景気押し上げ効果が予想される。

図表 1-17 主要国の AI 関連輸出規模



注：24年時点。集計対象品目は図表1-5と同一。
出所：UN Comtrade、台湾財政部關務署、IMF “World Economic Outlook, October 2025”を基に三菱総合研究所作成

注目点③ 財政・金融政策の方向性 ― 一部の国・地域では財政拡張・金融緩和が景気下支え要因に

財政拡張・金融緩和的な政策が実施される地域もみられる

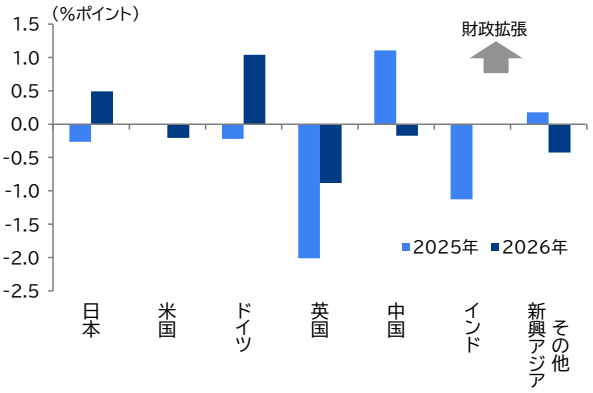
AI需要拡大に加えて、一部の国・地域では財政支出・金融緩和策も景気下支え要因になる。

財政政策について、財政スタンスを示すフィスカルインパルス（IMF予測ベース）は、一部の国で財政政策により景気が下支えされる可能性を示している（図表1-18）。例えば、ドイツは、多額の防衛支出を含む予算成立、インフラ投資基金設立に向けて議会審議が進んでおり、拡張的な財政スタンスへ転換している。インドでは関税の悪影響を緩和する狙いもあり、25年9月に物品・サービス税の減税を実施しており、26年に財政中立的なスタンスへ修正が予想されている。中国では、26年は25年に比べて抑制的な財政スタンスが予想されているが、次期5カ年計画で表明している科学技術力の強化などに対して政策支援を強める可能性がある（詳細はP.26中国経済）。

金融政策について、主要国において段階的に利下げが実施されている（図表1-19）。この背景として、アジア新興国を中心にインフレ率が安定しつつあるほか、関税の悪影響に備えて予防的に利下げする姿勢を示す事例もみられる。過度な高金利の緩和は、資金調達コストの低減を通じた投資促進などにつながるだろう。

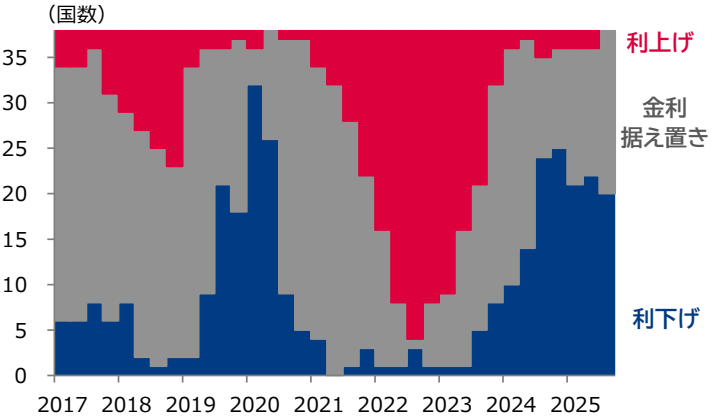
もっとも、財政・金融政策ともに政策余地には地域差がある。一部の国では、財政の持続性維持に対する金融市場の圧力から、財政政策運営が縛られる例もみられる。金融政策についても、インフレ率が中銀目標を上回る国において利下げ余地が限られる可能性が高い（図表1-20）。ましてや、実質金利がマイナスの日本については金融政策正常化が見込まれる局面であり、政策の方向性はその国の経済環境に左右される。

図表 1-18 主要国の財政スタンス
（フィスカルインパルス）



注：フィスカルインパルスは、構造的財政収支GDP比の前年差の符号を逆にして算出。正の値は財政拡張を示す。
出所：IMF “Fiscal Monitor, October 2025”, “World Economic Outlook, October 2025”を基に三菱総合研究所作成

図表 1-19 主要国の金融政策の方向性

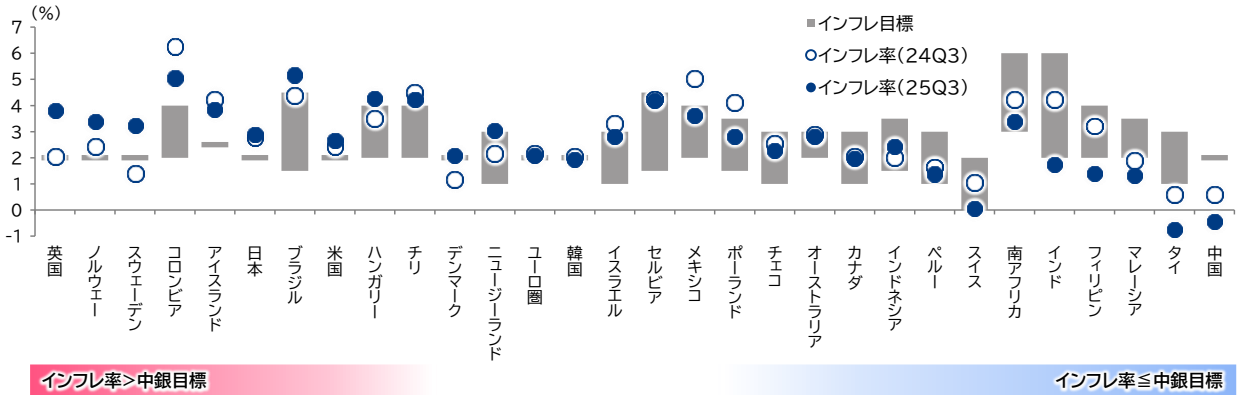


注：集計可能な38カ国とユーロ圏について、四半期ごとの政策金利の変化により区分。
出所：BISを基に三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

例えば、英国は財政・金融政策の両面で政策余地が狭まっている国の代表例である。財政悪化が続く中、金融市場による財政の持続性に対する懸念も根強く、大幅に抑制的な財政スタンスを余儀なくされている（図表1-18）。金融政策について、段階的に利下げを進めているものの、インフレ懸念の高まりから8月の政策会合で僅差の利下げ決定（利下げ5人、据え置き4人）した後は2会合で政策金利が据え置かれており、慎重な利下げ姿勢が続くとみられる。

図表 1-20　主要国のインフレ率とインフレ目標



注：25年Q3は公表時点までの月次平均。
出所：Luis Ignacio Jácome, Nicolas E Magud, Samuel Pienknagura, Martin Uribe “Inflation Targeting and the Legacy of High Inflation”、Macrobond、各国中銀資料を基に三菱総合研究所作成

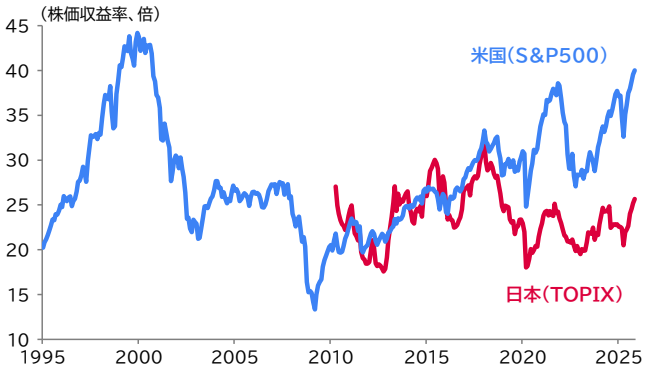
（3）世界経済の先行きリスク

上述の見通しにおいて、上下双方向のリスクがあるが、相対的に下振れリスクの方が大きい。

下振れリスクとして、一つ目は地政学リスクの高まりがある。国際情勢が不安定化するなか、通商関係の緊張が随所にみられる。米国による中国企業への輸出制限強化を受け、10月に中国はレアアースの輸出規制を強化する方針を示した。米中対立が波及する形で、欧州半導体企業に対する中国からの製品出荷が停止され、自動車生産にも一時制約が生じた。10月末の米中首脳会談を経てこれらの規制は当面緩和されたものの、トランプ政権の方針次第では再度米中の摩擦が強まるおそれがある。また、軍事衝突に起因するリスクもある。ウクライナ紛争に関連して、対ロシア制裁が厳格化されれば、エネルギー調達に制約が生じる可能性もあるほか、中東情勢が不安定すれば経済活動の抑制要因となる。

二つ目は、金融システムの不安定化である。例えば、AI関連株のバリュエーション調整はその契機の一つである。AI関連企業の株価は投資資金集中から過熱感が高まっており、米国の株価水準は歴史的な割高水準にある（図表1-21）。収益拡大期待がしぼめば、大幅に調整する可能性がある。下落幅次第では、資金調達の目詰まりやマインドの悪化を通じて、世界経済の景気後退につながるおそれがある。その他、米国債務の信用懸念や各国財政リスクの高まりが金融システムの安定を損なう可能性にも留意が必要である。

図表 1-21　米国・日本のシラーPER



注：月次データ、直近は25年11月10日時点。
出所：Shiller Data、Bloombergを基に三菱総合研究所作成

一方、景気上振れリスクもある。米国が関税コストを軽減する政策を進めれば、景気下押し影響の緩和につながる。また、AI 関連の巨額投資が短期的に景気を押し上げることに加え、AI 活用により生産性が想定以上に押し上げられれば、中長期的な潜在成長率の上昇につながる可能性がある。その場合、AI によるタスク代替が進み、「AI 失業」（詳細は P.21 米国経済、注目点②）が深刻化する可能性がある点には留意が必要である。

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

外需の反動減を主因に6四半期ぶりのマイナス成長、内需は底堅さを維持

25年7-9月期の実質GDPは、季調済前期比年率▲1.8%と6四半期ぶりのマイナス成長となった。もっとも、輸出の反動減（季調済前期比▲1.2%）や法制度変更に起因する住宅投資の大幅減（同▲9.4%）の影響が大きく、景気失速を示す内容とはみていない。民間最終消費（同＋0.1%）は持ち直し傾向を維持したほか、設備投資（同＋1.0%）も拡大基調が続いており、内需は底堅さを維持している。

（2） 日本経済の先行き

トランプ関税の影響は今後本格化も、内需の下支えにより景気後退は回避へ

トランプ関税の悪影響が徐々に顕在化するが、日本経済は内需の底堅さに支えられ、1%近傍のプラス成長が続くとみる。外需をみると、米国向け関税コストによる悪影響は26年度にかけて顕在化するだろう。ただし、既往の原油価格下落に伴う交易条件の改善から企業収益は総じてみれば堅調を維持すると予想する。国内では、強い人手不足を背景に、26年も相応に高い賃上げ率が維持されるだろう。消費者物価については、食料品価格の上昇一服の影響もあり2%程度まで鈍化するとみている。結果として、26年初にかけて実質賃金は前年比プラス基調に転じ、個人消費は緩やかな回復を見込む。設備投資も、DX・GX・供給網強靱化などの投資を中心に拡大傾向を維持する見込み。実質GDP成長率は、25年度前年比+1.0%（実績の遡及改定を踏まえ、前回9月時点+0.7%から上方修正）、26年度同+0.7%（前回9月時点から変更なし）と予測する（図表2-1）。

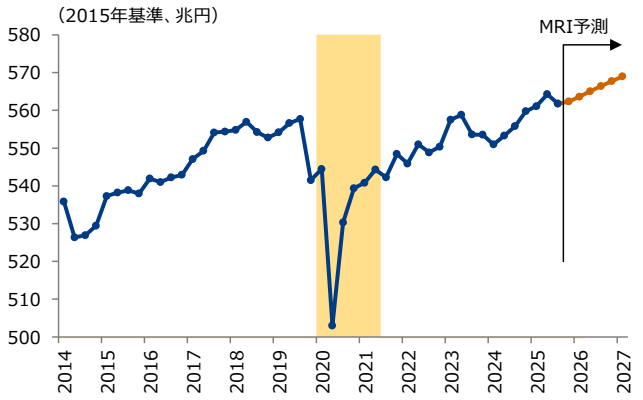
消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、以下「コアCPI」）は、25年度前年比+2.7%、26年度同+1.8%と予測する。先行きはコメ価格上昇の影響一巡やエネルギー価格の下落などから鈍化し、26年度に2%程度に収れんする見通しである。26年春闘の賃上げモメンタムが確認できれば、日本銀行は12月会合で利上げを行うとみる。26年度も2回の追加利上げを行い、26年度末の政策金利水準は1.25%と予想する。

予測の前提として、原油価格（WTI）は60～65ドルのレンジで推移すると想定した。為替レートは、上述の通り日本銀行による金融政策正常化が段階的に進むにつれて、対ドルで26年度末に140円台前半まで円高が進行すると想定する。日経平均株価は10月末以降5万円前後で推移しており、予想PER（株価収益率＝株価÷1株当たり予想純利益）は約19倍と、過去平均レンジの14～16倍を大きく上回り過熱感がある。一時調整する可能性はあるが、今後の企業業績の改善を踏まえて26年度末の株価は50,000円程度と想定する。

上記見通しにおける注目点は次の3点である。第一に、トランプ関税は企業活動にどの程度の悪影響を及ぼすか（注目点①）、第二に、賃金・物価の好循環が実現するのか（注目点②）、第三に、新政権の政策運営方針とその評価（注目点③）、である。

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	
	2023	2024	2025	2026
実質GDP	0.4	0.6	1.0	0.7
民間最終消費	▲0.4	0.7	1.0	0.9
民間住宅投資	0.7	▲0.6	▲3.2	1.1
民間企業設備投資	▲0.9	1.9	2.5	1.4
民間在庫品増加（寄与）	▲0.4	0.1	0.1	▲0.1
政府最終消費	▲0.8	1.2	0.4	0.6
公的固定資本形成	▲0.4	0.6	0.3	1.7
財・サービス 純輸出（寄与）	1.3	▲0.5	▲0.1	▲0.2
財・サービス 輸出	3.0	1.5	2.8	0.9
財・サービス 輸入	▲2.8	3.5	3.2	1.7
名目GDP	4.7	3.7	3.7	2.5
消費者物価（生鮮除く総合）	2.8	2.7	2.7	1.8



		実績							予測					
		2024	2025						2026					2027
		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
実質GDP	前期比	-0.5%	0.4%	0.4%	0.7%	0.2%	0.6%	-0.4%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
	前期比年率	-1.8%	1.7%	1.8%	2.9%	0.9%	2.3%	-1.8%	0.4%	0.9%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%

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 トランプ関税の影響 ――対米輸出は伸び悩みへ、企業は中長期的な機会を見据えて対応模索

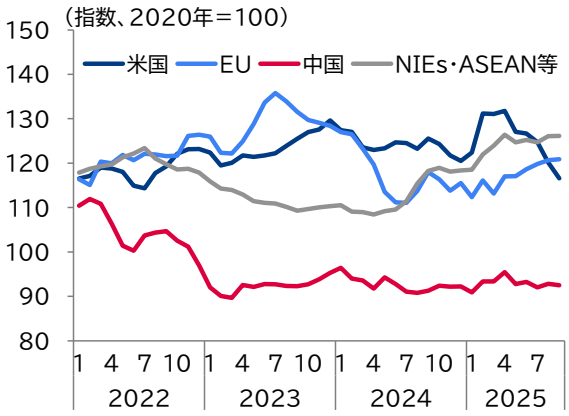
関税コストの米国側への転嫁が今後進展

対米実質輸出は、25年前半の駆け込みの反動減から、8月以降弱含んでいる（図表2-2）。先行きは、関税コストの転嫁に伴う需要減少から、対米輸出を中心に実質輸出は伸び悩むだろう。9月中旬から自動車関税が25%から12.5%へと引き下げられたことは下支えとなるが、従来と比較して関税コストが上昇することに変わりはない。

日本企業の輸出収益は、①関税コストの米国側への価格転嫁がどれだけ進むか、②転嫁によってどの程度米国需要が減少するか、によって左右される。①について、これまでのところ日本企業は輸出単価を切り下げてきたが、8月以降は単価を引き上げる（＝関税コストを転嫁する）動きもみられる（詳細はP.7総論、図表1-14）。

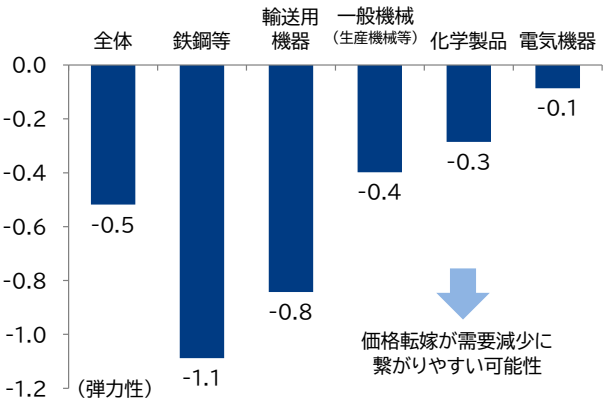
②について、関税コストを米国側に転嫁すれば、米国需要の減少につながる。対米輸出額が多い主要品目について、価格弾力性（＝価格が上昇した際にどれだけ需要が減少するか）を推計すると、価格1%の上昇で実質対米輸出が0.5%減少するとの結果となった（図表2-3）。鉄鋼等や輸送用機器では減少幅がさらに大きく、関税コストを自社で吸収する動きが続くことや、転嫁によって米国需要の減少につながることが懸念される。

図表 2-2 相手国別実質輸出



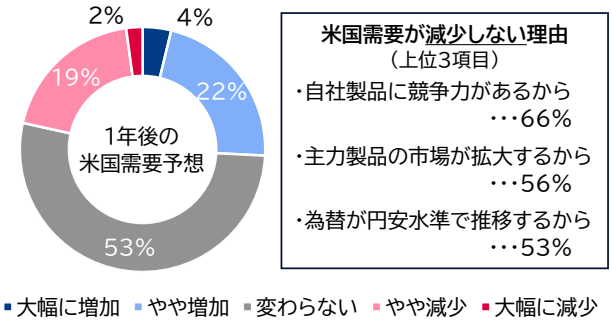
注：後方3か月移動平均。
出所：日本銀行「実質輸出入の動向」を基に三菱総合研究所作成

図表 2-3 対米輸出の価格弾力性（品目別）



注：コロナ危機ダミー（20年2月～21年12月）、米国鉱工業生産指数、品目別実質実効為替レート、対米実質輸出から成るVARモデルを推計。ショックから1年後の価格弾力性を累積インパルス応答関数から算出。ラグ次数はAIC基準で決定。推計期間は2015-24年。
出所：FRED、RIETI「産業別実質実効為替レート」、財務省「貿易統計」を基に三菱総合研究所作成

図表 2-4 自社製品の米国需要見通し（製造業向けアンケート、MRI 調査）



注：回答者の業種は製造業、職種は経営企画、事業企画、役員・代表、役職は課長・次長以上。米国売上がある企業で働いている186人を対象に集計。「米国需要が減少しない理由」については、各項目について「当てはまるか」を聞いた。
出所：三菱総合研究所「企業向けアンケート」（2025年11月6-10日実施、回答者331人）を基に三菱総合研究所作成

もっとも以下3点を踏まえると、全体としてみれば対米輸出の大幅な落ち込みは回避でき、結果として企業収益の深刻な悪化には至らないとみる。当社が実施した企業アンケートによると、回答者の約8割は「1年先の米国需要」について、「増加」または「変わらない」と見込んでいる（図表2-4）。背景には、米国向け製品市場の拡大という外的要因以外にも、日本特有の要因がある。

第一に、7月末の日米関税合意によって、日本は中国やASEANなどと比べて低い関税率となったことから、価格競争力の落ち込みは相対的に小さい。第二に、一般機械（生産機械など）や電気機器のように、高付加価値品目や米国での生産代替が難しい品目については、需要の減少を引き起こさずに価格転嫁を進められる可能性が高い（図表2-3）。実際、上述のアンケートにおいて、1年先の米国需要を現在よりも「変わらない」または「増加」と回答した理由として「自社製品に競争力があるから」との選択肢が最多となっている（図表2-4）。第三に、為替はコロナ前などと比較しても円安水準が続いており、価格転嫁を一定程度に抑えられる、あるいは転嫁した場合も割安感が維持されるという企業も多い。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

企業は中長期的な機会を見据えて投資を拡大

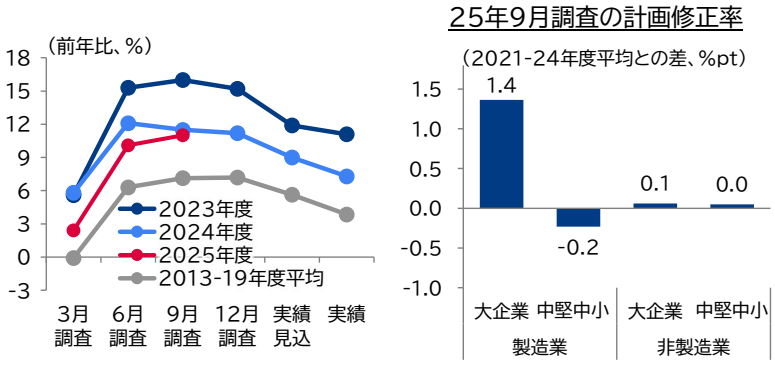
加えて、企業による中長期的な成長機会を見据えた投資が、関税による悪影響を和らげる要素となるだろう。

日銀短観における25年度の設備投資計画(ソフトウェアを含み、土地を除く)は前年度比+11.0%と、9月調査としては24年度(同+11.5%)と同程度の高い伸びとなった(図表2-5、左)。

特に、米国輸出比率の高い大企業製造業では、6月調査からの計画修正幅が過去と比べて高い(図表2-5、右)。日米合意によって輸出環境を巡る不確実性が緩和されたことを受け、先送りされていた投資計画が実行に移されることが期待される。効率化・省力化や、デジタル化、脱炭素化など、関税に関係なく必要となる中長期的な投資も、着実に実行されるだろう。

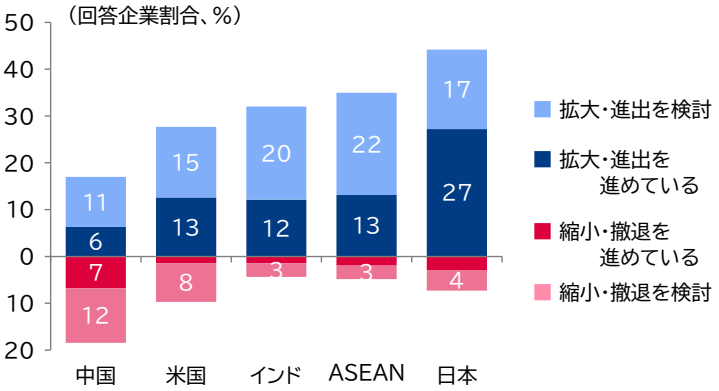
同時に、米国の保護主義姿勢の長期化を見据えた企業の対応も、国内投資を押し上げる要因になりうる。具体的には、トランプ関税を受けてサプライチェーンを見直す動きが進んでおり、日本国内での生産能力・拠点の拡充意欲が、他国での拡充と比較して高まっている(図表2-6)。国内での生産拡大計画のうち、約6割は既に進み始めており(同■)、今後も検討段階(同■)の案件が実行に移されることが期待される。

図表 2-5 設備投資計画



注:ソフトウェアを含み、土地投資額を除く。左図は全規模・全産業。
出所:日本銀行「短観」を基に三菱総合研究所作成

図表 2-6 トランプ関税を受けた生産能力・拠点の見直し予定
(製造業向けアンケート、MRI 調査)



注:回答者の業種・職種・役職は図表2-4を参照。「トランプ関税への対応」として、「生産体制の見直し」を選んだ206名を対象に、各国における見直し予定を尋ねた。
出所:三菱総合研究所「企業向けアンケート」(2025年11月6-10日実施、回答者331人)を基に三菱総合研究所作成

注目点② 賃金・物価の好循環 —— 関税下でも賃上げノルムは不変、日銀は緩やかな正常化路線を継続

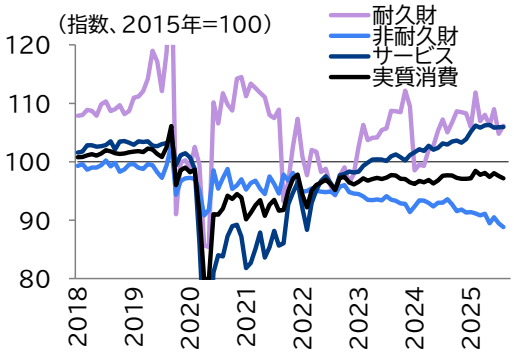
26年春闘でも高い賃上げ率が実現する見込み

個人消費はこれまでのところ緩やかに回復しているが、一部には弱さがみられる(図表2-7)。サービス消費は堅調に推移しているものの、長引く物価高のなかでの節約志向の強まりから食料品など非耐久財消費は低迷している。個人消費の本格的な回復には、実質賃金のプラス定着が不可欠だ。

先行きは、26年春闘における高い賃上げ率の実現や、物価上昇率の鈍化を受けて、実質賃金は26年初にプラス基調に転じ、個人消費は底堅く推移するだろう。

26年春闘について、ベースアップ率は+3%台半ば(定期昇給含めた賃上げ率は+5%程度)と、過去2年並みの高い伸びが続くと予測する(図表2-8)。実質賃金の増加が、消費者マインドの改善につながることで、個人消費の回復傾向は続くだろう。

図表 2-7 実質消費活動指数



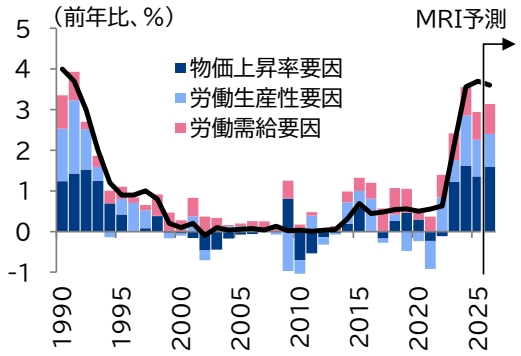
注:実質消費はインバウンド消費除き、アウトバウンド消費含む。直近は25年9月。
出所:日本銀行「消費活動指数」を基に三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

こうした賃上げノルムが定着するとみる背景として、物価上昇の定常化や根強い企業の人手不足感が大きい。日本労働組合総連合会が10月にまとめた「春季生活闘争基本構想」では、物価高対応や格差是正を掲げ、全体で+3%以上のベースアップ率（定期昇給含め+5%以上）を求める方針が示され、前年並みの賃上げ目標が維持された。前述の企業アンケートでも、来年度の賃上げ見通しについて、約9割の企業が「今年度と同程度」あるいは「今年度よりも高くなる」と回答した。その理由としては、「社員の定着・離職防止（82%が「当てはまる」と回答）」や「社員のモチベーション向上のため（同79%）」、「物価上昇に対応するため（同76%）」との回答が多い。

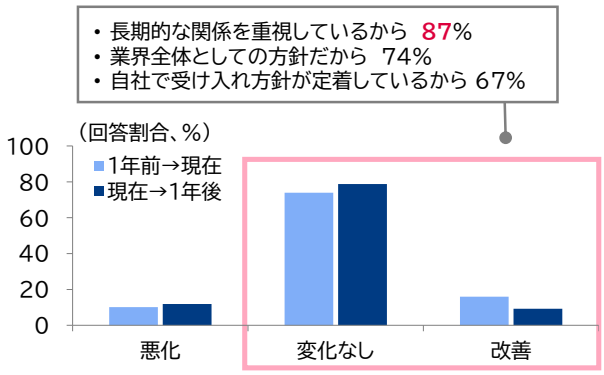
ただし、トランプ関税の悪影響を大きく受けるセクターにおいて、賃上げの持続性が損なわれる懸念はある。輸出企業が関税引き上げ分を十分に価格転嫁できずに、発注先中小企業への価格引き下げ圧力を強めるケースが考えられる。企業アンケートでは、「関税が業績にマイナスの影響」と回答した企業においても、取引先との長期的な関係や業界方針などを重視しており、取引先からの値上げ要請に対する受け入れスタンスが大きく悪化する様子は現時点では確認できないが（図表2-9）、関税の悪影響が顕在化した場合にも同様の姿勢が維持されるかは注視する必要がある。

図表 2-8　春闘ベースアップ率



注：ベースアップ率＝β1＊前年の物価上昇率＋β2＊前年の名目生産性上昇率＋β3＊当年の雇用人員判断DI、との推計式に基づく試算。労働需給に関する閾値モデルを仮定。
出所：連合「春闘　回答集計結果」、中央労働委員会「賃金事情等総合調査」、内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」「労働力調査」、日銀「短観」を基に三菱総合研究所作成

図表 2-9　値上げ要請に対する受け入れスタンス
（製造業向けアンケート、MRI 調査）



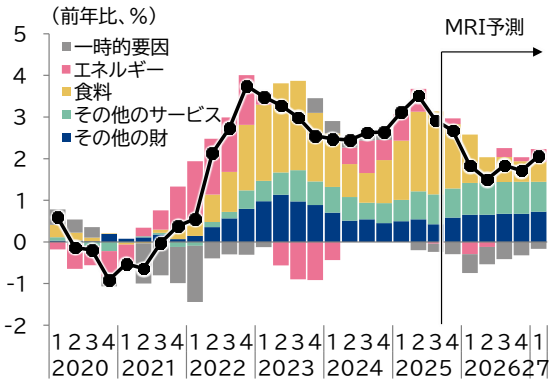
注：回答者の業種・職種・役職は図表2-4を参照。「関税が業績にマイナスの影響がある」との回答者を集計対象としており、■がこれまで関税が業績にマイナスだった企業（n=139）、■は今後マイナス影響を見込む企業（n=154）。
出所：三菱総合研究所「企業向けアンケート」（2025年11月6-10日実施、回答者331人）を基に三菱総合研究所作成

基調的物価の上昇からコアCPIは物価2%目標へ

先行きのコアCPIは、コメを中心とする食料品価格高騰の影響が一巡することから伸びが縮小するだろう（図表2-10）。また、ガソリン税の暫定税率廃止などの政策要因も、物価押し下げに寄与する。

一方で、サービス物価は、高い賃金の伸びが続く中、人件費を販売価格に転嫁する動きが継続することから、基調的物価は上昇傾向が続くだろう。25年度は前年比+2.7%、26年度は同+1.8%と予想する。

図表 2-10　コア CPI



注：冬季の電気代・ガス代軽減策は26年1月～3月使用分に適用と想定。ガソリン・軽油に対する補助金・暫定税率は、10月の与野党合意内容に基づく。一時的要因は、「ガソリン・軽油に対する補助金・暫定税率」と「高校授業料無償化」の合計。
出所：総務省「消費者物価指数」を基に三菱総合研究所作成

日本銀行は正常化路線を継続へ

以上のように、トランプ関税下でも企業の賃上げ機運はおおむね維持される見込みであり、「2%物価安定の目標」実現の確度は高まっている。

日本銀行は、26年春闘の賃上げモメンタムが確認でき次第、12月会合で利上げを行うとみる。10月の金融政策決定会合では、関税による経済影響や春闘の賃上げ動向を見極めたいとし、政策金利は0.5%で据え置かれた。もっとも、現在の政策金利水準は、中立金利（景気を刺激も抑制もしない金利水準）を下回っているとみられ、日本銀行は金融緩和度合いを調整する観点から、利上げ姿勢を継続するだろう。26年度も2回の利上げを見込み、26年度末の政策金利水準は1.25%と予想する。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

注目点③　高市政権の経済・財政政策　――「責任ある積極財政」の下で「強い経済」の実現を標榜

25年10月に発足した高市新政権は、「強い経済」の構築に向け、「責任ある積極財政」の考え方の下で、戦略的に財政出動を実施する方針を掲げている。所信表明演説によると、当面の重点政策は①物価高対策、②成長戦略、③財政政策運営とみられる（図表2-11）。それぞれについて、政策方針を概観するとともに、あるべき方向性を提言する。

図表 2-11　高市政権の主な経済・財政政策

	高市政権の主な政策方針	具体的な動き
物価高対策	・**ガソリン税の暫定税率の廃止**を今国会で成立 ・生産性向上支援、事業継承やM&Aの環境整備、更なる取引適正等を通じ、賃上げと設備投資を強力に後押し ・自治体向けの重点支援地方交付金を拡充 ・冬の間の電気・ガス料金の支援 ・**給付付き税額控除**の制度設計に着手	総合経済対策に盛り込まれるとみられる施策 ・**ガソリン税の暫定税率**を12月31日で廃止 ・**重点支援地方交付金**の拡充 -おこめ券、プレミアム商品券の配布推進 -中小企業の賃上げ支援 ・冬の間の電気・ガス料金への補助
成長戦略	・**戦略分野（AI・半導体など）**に対して、大胆な投資促進、国際展開支援といった**総合支援策**を講ずる ・科学技術・人材育成に資する戦略的支援を行い、「新技術立国」を目指す ・世界の投資家が信頼を寄せる経済を実現し、世界の資本が流れ込む好循環を生み出す	・「日本成長戦略本部」初会合を開催（11月4日） -**17戦略分野に重点投資**を表明 -来年夏に成長戦略を策定 ・「日本成長戦略会議」第1回（11月10日） -**投資促進の税制改正**の検討、など
財政運営・社会保障	・「強い経済」を構築するため、戦略的に財政出動を実施 ・**政府債務残高の対GDP比を引き下げる** ・社会保障制度改革を進め、現役世代の保険料負担を抑制 ・給付と負担の在り方について、超党派かつ有識者も交えた**国民会議を設置** ・租税特別措置及び高額補助金について総点検、効果が薄いものは廃止	・首相が**PB黒字化目標見直し**に言及（11月7日） -単年度でのPB黒字化ではなく、数年単位でのバランスを確認する方向を検討 -財政健全化目標見直しに関しては、来年の「骨太の方針」に向けての検討を示唆（11月10日）

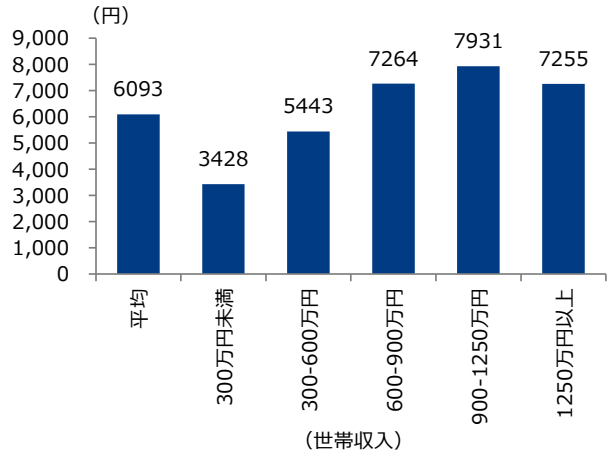
出所：「自由民主党・日本維新の会　連立政策合意書」（2025年10月20日）、「第219回国会における高市内閣総理大臣所信表明演説」（2025年10月24日）、各種資料・報道を基に三菱総合研究所作成

政策①：物価高対策　――　経済環境を考慮した物価高対策を

物価高対策として、ガソリン税の暫定税率の年内廃止のほか、補正予算に基づく電気代・ガス代支援策の実施や賃上げ支援策の拡充が見込まれる。一方、食品消費税の引き下げについては、日本維新の会との連立合意書に検討項目として記載されたものの、国会答弁で否定されており、事実上棚上げされたとみられる。

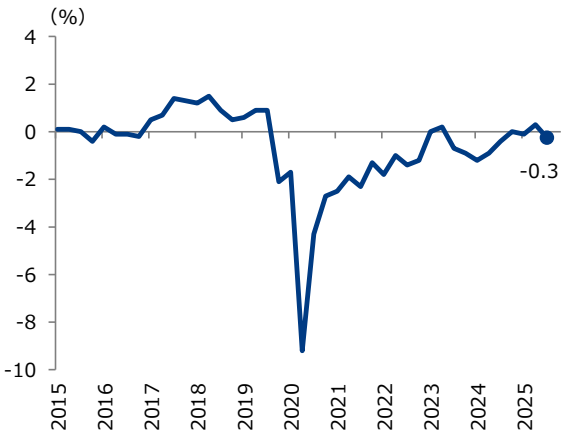
ガソリン暫定税率は12月末に廃止することで与野党6党により合意されたが、物価高対策としての妥当性には疑問符が付く。第一に、物価高の負担感が大きい低所得者ほど負担軽減額が小さい（図表2-12）。第二に、脱炭素化の動きに逆行しており、他の政策との一貫性が損なわれる。第三に、需要喚起がさらなるインフレにつながる可能性がある。経済全体の需給はほぼ均衡しており（図表2-13）、需要拡大は物価上昇圧力となる。

図表 2-12　ガソリン税の暫定税率廃止による負担軽減額



注：24年ベース。年間の負担軽減額。ガソリン補助金廃止による影響も考慮。
出所：総務省「家計調査」、経済産業省資料を基に三菱総合研究所作成

図表 2-13　GDP ギャップ



注：直近の25年7-9月期は当社による試算値。
出所：内閣府「GDPギャップ、潜在成長率」を基に三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

むしろ、物価高に対しては金融政策の正常化を着実に進める必要がある。前述の通り、基調的な物価上昇率は上昇傾向をたどるとみており、過度な低金利の長期化は円安を通じてインフレ圧力を強める可能性がある。

また、より長い目線でみると給付付き税額控除の導入も、家計に対する適切な支援のために重要である。給付付き税額控除には、低所得者の所得支援や就労促進などの利点がある。もっとも、導入には個人の所得・資産を捕捉する必要があり、データインフラの整備が課題である。マイナンバーと所得・資産情報のひも付けも必要になるとみられ、国民的な議論と理解を促す必要がある。

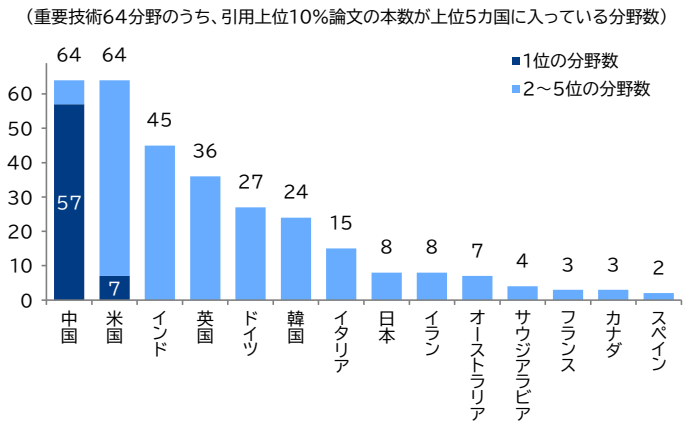
政策②：成長戦略 ―― 成長に資する効果的な支援が重要

高市政権は経済政策の司令塔として「日本成長戦略本部」を立ち上げ、初会合において「17の戦略分野（AI・半導体、造船、量子など）[1]」を設定した。重点領域を絞り戦略的に投資拡大を目指す方針である。各国が産業政策に力を入れる中、競争力の維持・強化に向けた政府の産業支援の重要性は高まっている。

高市政権の成長戦略は、日本の課題である技術力の低下（図表2-14）や生成AIなどの技術の社会実装の遅れ（図表2-15）への対応につながると期待される。厳しい財政状況の下、重点分野に的を絞って成長を目指す方向性は適切である。

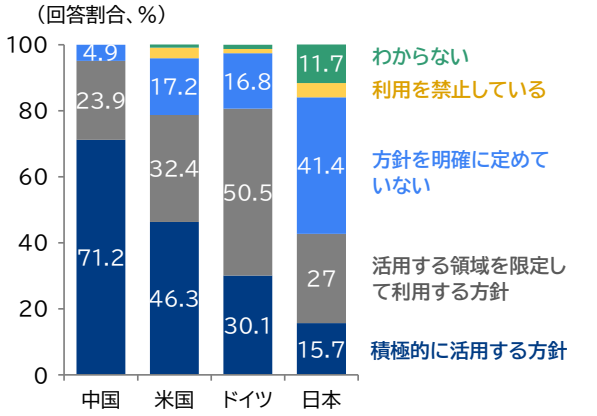
その上で、成長戦略推進の際には、目指すべき成果（KPI）を見定めて進捗を把握し、状況に応じて軌道修正ができる体制を構築する必要がある。また、戦略分野に必要な人材が流入するように労働政策や外国人政策なども同時に行うことが求められる。減税・補助金頼みの産業にならないように、事前に支援の出口も議論すべきだろう。

図表 2-14　重要技術の国際比較（2023 年）



注：重要技術はAIアルゴリズム、ナノスケール材料、遺伝子工学、ドローン、電池、原子力エネルギー、量子コンピューティング、レーダーなど。
出所：豪・戦略政策研究所（ASPI）「ASPI's two-decade Critical Technology Tracker: The rewards of long-term research investment」（2024年8月）を基に三菱総合研究所作成

図表 2-15　企業の生成 AI の活用方針策定状況



出所：総務省（2024）「国内外における最新の情報通信技術の研究開発及びデジタル活用の動向に関する調査研究」を基に三菱総合研究所作成

また、高市首相は総裁選の際に働く意欲を阻害しない制度に変えていくと主張し、「年収の壁引き上げ」や「労働時間規制の緩和」に意欲を示していた。10月21日には厚生労働相らに労働時間規制の緩和検討を指示した。

人手不足が深刻化するなか、就労促進的な制度設計は求められる方向性の一つである。日本では1990年代以降、1人当たり労働時間の減少が潜在成長率を押し下げており（図表2-16）、労働時間の減少が成長の抑制要因となってきた。

「年収の壁の解消」や「労働時間の規制緩和」は1人当たり労働時間の増加につながるだろう。当社の試算によると、年収の壁が解消されれば総労働時間は0.3%程度増加する[2]。また、時間外労働時間上限の影響を受けている可能性が高い就業者のうち約27万人（就業者の約0.4%）が就業時間増加を希望している（図表2-

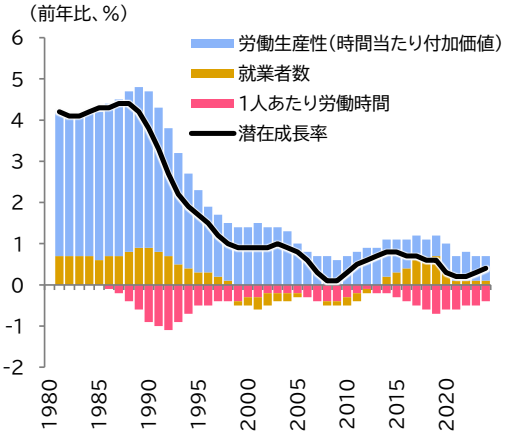
[1] AI・半導体、造船、量子、合成生物学・バイオ、航空・宇宙、デジタル・サイバーセキュリティー、コンテンツ、フードテック、資源・エネルギー安全保障・GX、防災・国土強靱化、創薬・先端医療、フュージョンエネルギー、マテリアル（重要鉱物、部素材）、港湾ロジスティクス、防衛産業、情報通信、海洋。

[2] 三菱総合研究所（森重・堂本・金成）『「年収の壁」解消による労働供給への影響」（2024 年 12 月 18 日）
https://www.mri.co.jp/knowledge/insight/dep/2024/i5inlu00000140uh-att/dep20241121.pdf

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

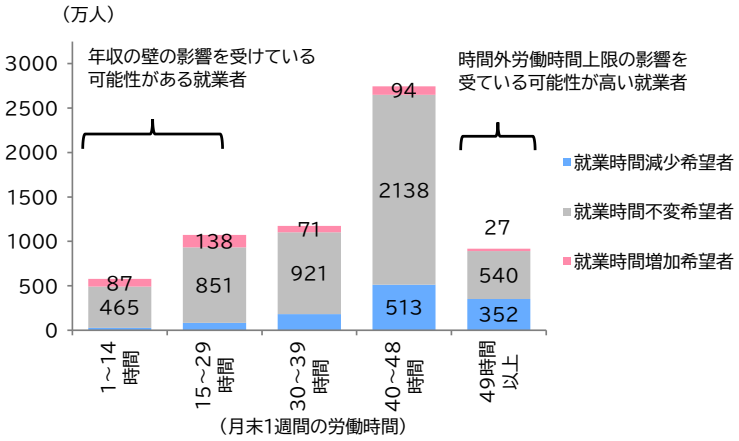
17)。健康維持と本人の意思が前提だが、仮に約27万人が週労働時間を5時間増加させると、労働投入量は約0.1%増加する。

図表 2-16 潜在 GDP 成長率



注：直近は24年。
出所：内閣府「GDPギャップ、潜在成長率」を基に三菱総合研究所作成

図表 2-17 就業時間の増減希望別の就業者数（2024 年）



出所：総務省「労働力調査」を基に三菱総合研究所作成

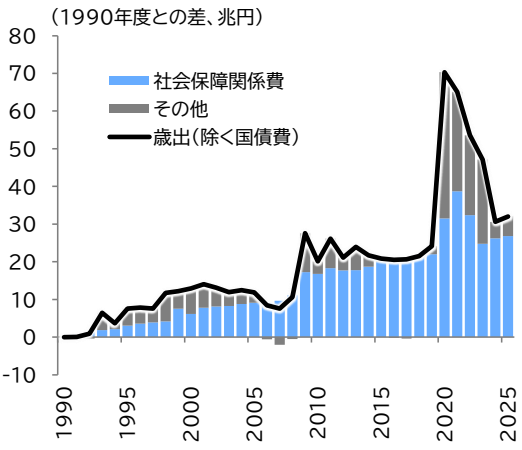
政策③：財政政策運営 —— 財政規律を緩めず長期的な持続性の実現を

高市首相は所信表明演説で「政府債務残高の対GDP比を引き下げていく」と述べており、財政の信認維持も重視する姿勢を示している。日本銀行が国債保有残高を縮小するなか、財政悪化懸念による金利上昇リスクは高まっている。近年、政府債務残高の対GDP比は低下しているものの、今後は、金利上昇による政府の利払い費が徐々に増加し、政府債務残高の対GDP比は上昇に転じる可能性がある。物価高対策や成長戦略を実施するなかでも財政健全化を進める意向を示したことは望ましい。

財政健全化に向けてポイントは2つある。1つ目は、成長戦略におけるワイズスペンディングである。上述の通り高市政権が重点投資を17の戦略分野に絞ったが、戦略分野であるか否かを問わず、前述の成果・進捗管理のもと、予算規模ありきではない効果的な支出を目指す必要がある。

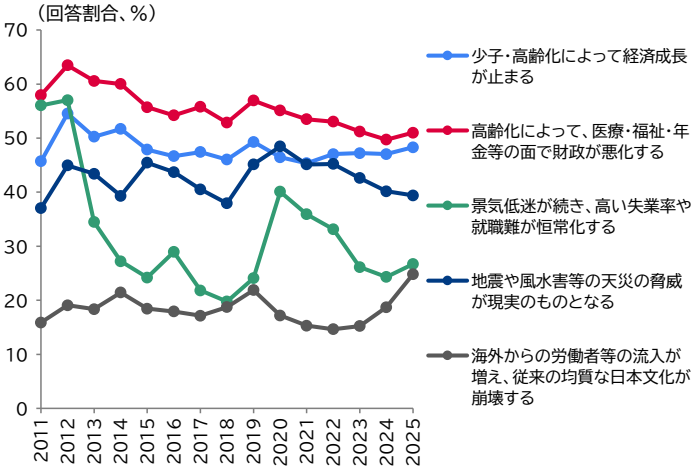
2つ目は社会保障改革である。1990年度以降の歳出拡大の大部分は社会保障関係費となっており（図表2-18）、当社のアンケートによると生活者の将来不安として「医療・福祉・年金等の面で財政が悪化」が15年連続1位となっている（図表2-19）。供給体制の効率化（地域医療構想の推進など）、給付の適正化（OTC類似医薬品の自己負担引き上げなど）、自己負担の改革（金融資産を考慮した自己負担の原則3割の導入など）を着実に進めていく必要があるだろう[3]。改革を進めるには国民の納得感を得ることが求められる。高市首相は、社会保障に関する「国民会議」を設置することを表明しており、給付と負担の在り方について、議論が進むことが期待される。

図表 2-18 歳出の増加要因



注：2023年度までは決算、2024、2025年度は当初予算。
出所：財務省資料を基に三菱総合研究所作成

図表 2-19 日本の生活者 3 万人の社会不安（MRI 調査）



出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム（mif）」アンケート（毎年6月に実施）を基に三菱総合研究所作成

[3] 三菱総合研究所「【提言】社会保障制度改革の中長期提言「自律的な医療介護システム」への変革－来るべき「2040 年問題」を乗り越えるために」（2024 年 6 月 14 日） https://www.mri.co.jp/knowledge/insight/policy/20240614.html

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

（3）日本経済の先行きリスク ―― 世界経済減速と国内政策運営に下振れリスク

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地政学リスクの高まり、②金融・不動産市場の調整、③物価の上振れ、④国内政策運営の停滞、がある。

①について、米中対立激化やロシア制裁厳格化など地政学的緊張の高まりにより企業活動に対する制約が強まれば、世界経済が失速する恐れがある。輸出の下振れや資源価格の高騰が企業収益の悪化を通じて国内にも波及すれば、日本経済の大きな逆風となる。また、11月上旬の台湾有事をめぐる高市首相の国会答弁に対して中国政府は反発しており、日本への渡航自粛を呼び掛けている。中国人の日本への旅行の取り止めや日本製品の不買運動に広がれば、インバウンド需要や中国向け輸出が悪化しかねない。

②について、国内株価は、新政権の成長に軸足を置いた政策やAI関連企業の収益拡大に対する期待から押し上げられている側面が強く、過熱感がある。AI関連企業主導で米株の割高感も歴史的な水準に高まっており（詳細はP.9総論、図表1-21）、収益拡大期待が萎めば、国内外投資家のリスク選好の後退を通じて、株価が大幅に調整するおそれがある。また、都市部の住宅価格も新築・中古ともに上昇傾向が鮮明である。実需以外にも国内外の投資資金の流入により押し上げられている側面があり、需給のバランスが崩れれば水準が調整される可能性がある。これらの資産価格の下落幅が大きくなれば、逆資産効果によって消費は下押しされる。

③について、GDPギャップがゼロ近傍にあるなかで拡張的な財政政策により需要が喚起されれば、物価上昇圧力が高まり、購買力の低下などによって内需の回復が腰折れする懸念がある。過度に緩和的な金融環境の継続や財政不安の高まりが、円安を通じて物価上昇を助長する懸念もある。

④について、自維連立をもってしても衆参両院で与党が過半数に達しない状況であり、また連立する二政党間でも調整が必要と考えられるため、政治的合意形成には障壁が多い局面にあるといえるだろう。政策運営停滞が長期化し、必要な経済財政政策の円滑な実施が妨げられれば、景気にも悪影響が及ぶため警戒が必要だ。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

図表2-20 日本経済予測の総括表

（単位：10億円、%）

		年度				年度（前年比）			
		2023 実績	2024 実績	2025 予測	2026 予測	2023 実績	2024 実績	2025 予測	2026 予測
名目	国内総生産（＝GDP）	593,757	615,529	638,308	654,359	4.7%	3.7%	3.7%	2.5%
	民間最終消費支出	323,058	332,751	342,932	351,516	2.4%	3.0%	3.1%	2.5%
	民間住宅投資	22,193	22,766	22,586	23,262	0.7%	2.6%	▲0.8%	3.0%
	民間企業設備	101,075	106,518	111,841	115,475	2.7%	5.4%	5.0%	3.3%
	民間在庫品増加	607	1,352	2,247	1,692	***	***	***	***
	政府最終消費支出	122,459	126,544	129,161	131,536	0.3%	3.3%	2.1%	1.8%
	公的固定資本形成	30,378	31,648	32,545	33,595	3.1%	4.2%	2.8%	3.2%
	公的在庫品増加	51	▲ 16	▲ 35	128	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲ 6,064	▲ 6,034	▲ 2,966	▲ 2,841	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	132,640	141,412	144,037	143,984	7.4%	6.6%	1.9%	▲0.0%
	財貨・サービス輸入	138,703	147,446	147,003	146,825	▲ 5.2%	6.3%	▲ 0.3%	▲ 0.1%
実質	国内総生産（＝GDP）	554,323	557,474	562,967	567,013	0.4%	0.6%	1.0%	0.7%
	民間最終消費支出	296,652	298,597	301,600	304,359	▲ 0.4%	0.7%	1.0%	0.9%
	民間住宅投資	18,589	18,482	17,891	18,095	0.7%	▲ 0.6%	▲ 3.2%	1.1%
	民間企業設備	90,491	92,238	94,580	95,934	▲ 0.9%	1.9%	2.5%	1.4%
	民間在庫品増加	572	1,130	1,945	1,515	***	***	***	***
	政府最終消費支出	118,005	119,475	119,915	120,615	▲ 0.8%	1.2%	0.4%	0.6%
	公的固定資本形成	25,954	26,104	26,195	26,646	▲ 0.4%	0.6%	0.3%	1.7%
	公的在庫品増加	26	5	▲ 30	▲ 4	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	4,111	2,032	1,632	733	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	112,266	113,992	117,192	118,224	3.0%	1.5%	2.8%	0.9%
	財貨・サービス輸入	108,155	111,960	115,560	117,491	▲ 2.8%	3.5%	3.2%	1.7%

		2023 実績	2024 実績	2025 予測	2026 予測	2023 実績	2024 実績	2025 予測	2026 予測
指数	鉱工業生産指数	102.9	101.5	102.1	103.7	▲ 1.9%	▲ 1.4%	0.5%	1.6%
	国内企業物価指数	120.1	124.1	127.1	129.3	2.5%	3.3%	2.5%	1.7%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	105.9	108.7	111.7	113.7	2.8%	2.7%	2.7%	1.8%
	GDPデフレーター	107.1	110.4	113.4	115.4	4.3%	3.1%	2.7%	1.8%
	完全失業率	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	80.0	81.6	70.8	76.9	▲ 7.0%	2.0%	▲ 13.3%	8.6%
対外バランス	経常収支（10億円）	26,206	29,549	29,647	28,063	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲6,917	▲6,575	▲4,176	▲4,366	***	***	***	***
	貿易収支	▲3,687	▲4,013	▲738	▲279	***	***	***	***
	輸出	102,069	106,270	107,673	106,799	2.3%	4.1%	1.3%	▲ 0.8%
	輸入	105,756	110,283	108,411	107,078	▲ 10.1%	4.3%	▲ 1.7%	▲ 1.2%
	サービス収支	▲3,231	▲2,562	▲3,438	▲4,087	***	***	***	***
	通関収支尻（10億円）	▲6,165	▲5,352	▲2,515	▲2,034	***	***	***	***
	通関輸出	102,902	108,939	110,025	109,124	3.7%	5.9%	1.0%	▲ 0.8%
	通関輸入	109,067	114,291	112,540	111,157	▲ 10.1%	4.8%	▲ 1.5%	▲ 1.2%
為替等	無担保コール翌日物金利（年度末）	0.08%	0.48%	0.75%	1.25%	***	***	***	***
	国債10年物利回り	0.62%	1.06%	1.58%	1.80%	***	***	***	***
	日経平均株価	33,275	38,549	44,631	49,875	22.0%	15.8%	15.8%	11.7%
	原油価格（WTI、ドル／バレル）	77.9	74.5	63.5	62.5	▲ 13.2%	▲ 4.4%	▲ 14.8%	▲ 1.5%
	円／ドル　レート	144.6	152.5	148.8	145.0	***	***	***	***
	ドル／ユーロ　レート	1.085	1.074	1.160	1.169	***	***	***	***
	円／ユーロ　レート	156.8	163.7	172.6	169.5	***	***	***	***

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

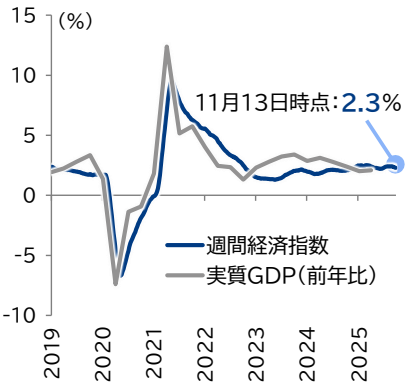
トランプ関税発動後も内需は堅調を維持、一方で労働市場は減速

政府閉鎖の影響で公式統計の公表は遅れているが、利用可能なデータに基づけば、米国経済は堅調に推移しているとみる。各種週次データを用いて実質GDP成長率をリアルタイムで推計する週間経済指数(WEI)は、25年7-9月期の実質GDP成長率も前年比+2%超の高い伸びを維持したことを示唆する(図表3-1)。

堅調さの背景には、①関税コストの低減、②旺盛なAI関連投資、がある。①について、米国の関税率は6月以降10%程度にとどまり、従来の輸入構造を前提に算出される理論値を約6%ポイント下回る。これは、カナダ・メキシコの対米輸出におけるUSMCA(米国・メキシコ・カナダ協定)の免税申請拡大などが寄与している。②について、AI開発競争を背景にビッグテックは設備投資を急拡大させている(図表3-2)。また、AI株高は家計の保有株式額の上昇を通じて資産効果を醸成し(図表3-3)、高所得層の消費を押し上げている。

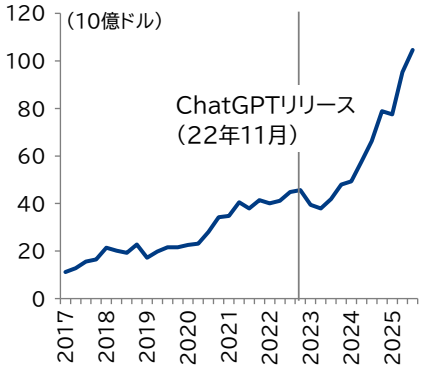
一方、労働市場は減速している。民間雇用サービス企業ADPによると、直近3カ月の民間雇用の伸び(前月差)は月平均+0.3万人にとどまり、景気循環との連動性が低い医療・教育を除くと10月に減少へ転じている。FRBは、関税によるインフレリスクが残るなかでも、雇用減速を懸念し、2会合連続での利下げに踏み切った。

図表 3-1 週間経済指数(WEI)



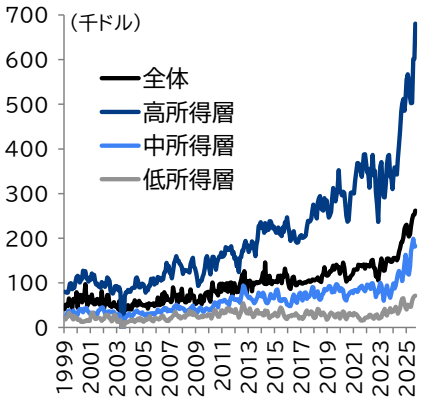
注:週間経済指数は後方13週間移動平均値。実質GDP成長率の直近は25年4-6月期。
出所:ダラス連銀、米国商務省、Macrobondを基に三菱総合研究所作成

図表 3-2 ビッグテックの設備投資額



注:Apple、Microsoft、Alphabet、Amazon、NVIDIA、Meta、Teslaを対象に集計。
出所:Bloombergを基に三菱総合研究所作成

図表 3-3 家計が保有する株式資産残高(中央値)



注:株式を保有する家計が対象。保有株式時価評価額(投信・退職口座なども含む)。所得三分位別の中央値。
出所:ミシガン大学、Macrobondを基に三菱総合研究所作成

(2) 米国経済の先行き

関税による内需下押し圧力は強まるが、AI需要が下支えし、景気は底堅く推移

米国経済は、関税による下押し圧力が強まるものの、AI需要拡大が下支えとなり、底堅く推移するだろう(図表3-4)。実績値上振れと関税率の想定見直し(詳細はP.5総論、注目点①)を踏まえ、25年の実質GDP成長率は前年比+2.0%(前回8月時点同+1.6%から上方修正)、26年は同+1.9%(前回同+1.6%から上方修正)と予測する。

成長率は強いものの、関税とAIの影響の偏在により米国経済の二極化が進むとみる。関税の悪影響は低・中所得層や中堅・中小企業で相対的に大きい(注目点①トランプ関税の経済影響)一方、AIの恩恵は一部企業や富裕層に偏るおそれがある(注目点②AIの経済影響)。

雇用環境についても、関税による需要減速懸念だけではなく、AIによるタスク代替の影響もあり、労働需要が軟化している。関税の価格転嫁進展に伴い、インフレ率は高めで推移するが、FRBは雇用の急減速回避に向け、25年12月および26年前半のFOMCで各0.25%ポイントの利下げを行い、政策金利を中立金利(3%台前半)へ調整するとみる(注目点③物価と金融政策)。

図表 3-4 米国経済見通し

暦年ベース(前年比、%)	実績		予測	
	2023	2024	2025	2026
実質GDP	2.9	2.8	2.0	1.9
個人消費	2.6	2.9	2.5	1.9
設備投資	7.3	2.9	3.9	3.0
住宅投資	▲7.8	3.2	▲1.0	3.8
在庫投資寄与度	▲0.5	0.0	0.1	▲0.0
政府支出	3.5	3.8	1.2	0.5
純輸出寄与度	0.5	▲0.4	▲0.5	▲0.0
輸出等	2.8	3.6	0.7	0.8
輸入等<控除>	▲0.9	5.8	3.7	0.6
FFレート誘導水準(年末)	5.25-5.5	4.25-4.5	3.5-3.75	3.25-3.5
物価(コアPCE)	4.1	2.8	2.8	2.6
失業率	3.6	4.0	4.3	4.4

出所:実績はFRB、米国商務省、米国労働省、予測は三菱総合研究所

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

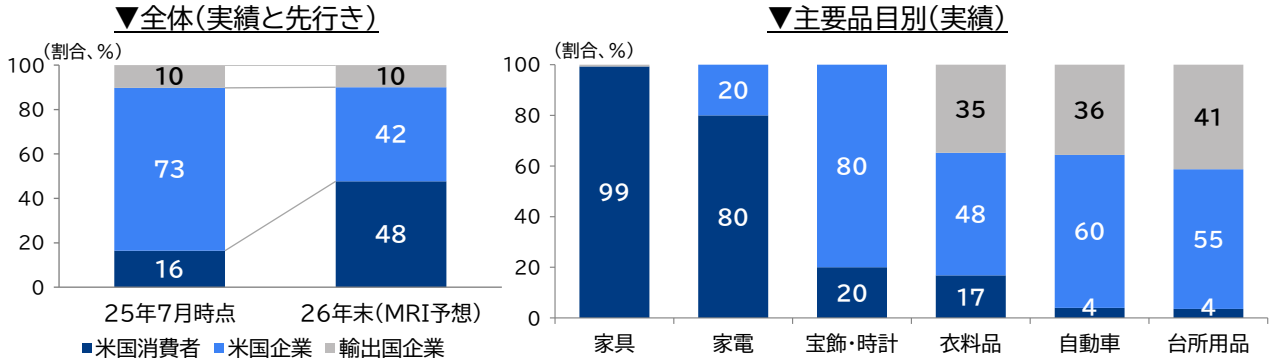
注目点① トランプ関税の経済影響

―― 関税コストの価格転嫁が徐々に進み、低・中所得層や中堅・中小企業への悪影響が表面化

トランプ関税の消費者への価格転嫁が徐々に進み、内需は緩やかに減速するとみる。関税コストの負担先は米国消費者・米国企業・輸出国企業に大別できるが、当社試算では25年7月時点で米国企業が約7割、米国消費者が約2割、輸出国企業が約1割を負担しており、米国企業がコストの大部分を吸収した(図表3-5、左)。主要品目別では、家具や家電などは既に価格転嫁が進んでいる一方、自動車や衣料品などでは米国企業や輸出国企業の負担割合が大きい(図表3-5、右)。米国企業のコスト吸収を可能にしてきたのは、高い収益力である。米国の非金融企業の利益率(総付加価値に占める税引後利益比率)は25年4-6月時点で14.1%と、15-19年平均(10.9%)を上回る。この傾向は、小売・卸売や情報通信をはじめ幅広い産業に及ぶ。

もっとも、企業が関税コストを恒常的に吸収し続ける余地は限られ、今後は徐々に消費者への価格転嫁が進むとみる。当社は、アトランタ連銀の7月企業アンケート(関税コストの転嫁意向)を踏まえ、関税コストのうち米国消費者の負担割合は、現在の約2割から26年末には5割程度まで高まるとみる(図表3-5、左)。

図表 3-5 関税コストの負担割合の実績と先行き(MRI 試算)

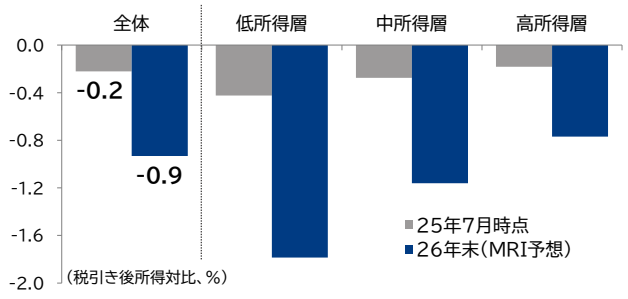


注:関税を考慮した輸入物価と公表ベースの輸入物価を比較し、関税コストの米国内負担割合を算出。産業連関表から企業の投入コスト変化を推計し、価格転嫁率の実績値と関税導入後の推計値を比較し、消費者の負担を推定。先行き(MRI予想)は、先行研究に基づき、輸出国側の負担率をコストの10%と想定。米国側の負担内訳は、アトランタ連銀が7月に実施した価格転嫁意向に関する調査結果に基づき算出。
出所:OECD、Macrobond、Bloomberg、米国国際貿易委員会、アトランタ連銀、Barbiero et al.(2025) "The Impact of Tariffs on Inflation"、 Cavallo et al.(2019) "Tariff Pass-Through at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy"を基に三菱総合研究所作成

関税の家計への悪影響について、購買力低下に伴う消費減速を見込むが、その影響は低・中所得層で特に大きいとみる。当社試算では、関税の価格転嫁が一巡すると、価格の上昇により家計の税引後実質所得は平均で▲0.9%押し下げられ、低所得層ほど減少率が大きい(図表3-6)。金利高止まりを背景に家計のローン延滞率は上昇傾向にあり、貯蓄率は直近25年8月で4.6%と15-19年平均(6.1%)を下回っている。既に乏しい低・中所得層の支出余力は、一段と厳しさを増すと予想される。

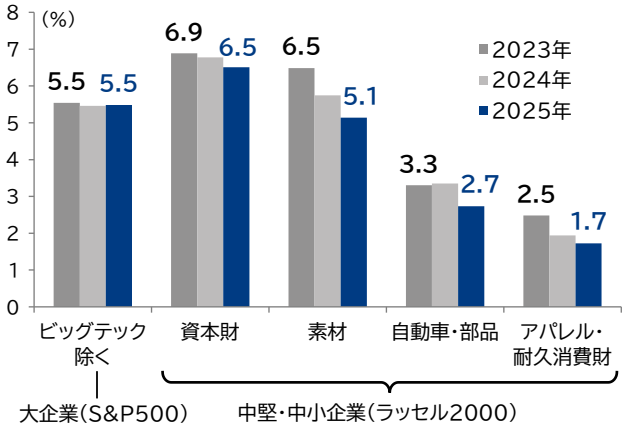
また、関税による需要減少とコスト増加は、特に中堅・中小企業の収益を圧迫し、設備投資や雇用の伸びを抑制するとみる。米国上場企業を対象に売上高に占める設備投資比率を集計すると、大企業(ビッグテック除くS&P500)は横ばいであるのに対し、中堅・中小企業(ラッセル2000)では、関税の影響が大きい資本財、素材、自動車・部品やアパレル・耐久消費財を中心に軟調に推移している(図表3-7)。

図表 3-6 トランプ関税の家計実質所得への影響(MRI 試算)



注:7 月時点の推計は、7 月の平均関税率と、図表 3-5(関税コストの消費者負担割合、25 年 7 月実績)に基づく。26 年末の推計は、トランプ関税の当社見通し(P.6 総論、図表 1-10)と、図表 3-5(26 年末の消費者負担割合)に基づく。所得階層区分は、高所得層:上位 20%、中所得層:中位 60%、低所得層:下位 20%。
出所:米国労働省、米国財務省、CBO、イェール大学予算研究所を基に三菱総合研究所作成

図表 3-7 企業規模別の売上高設備投資比率



注:各年7-9月期データを集計。S&P500は比較可能な488社、ラッセル2000は1571社が対象。ビッグテックは図表3-2と同定義。
出所:Bloomberg を基に三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

注目点② AIの経済影響

—— 旺盛なAI投資が内需を下支えも、恩恵の偏在が米国経済の二極化を招くおそれ

トランプ関税の景気下押し圧力が続くなかでも、AI投資拡大が下支え要因となり、米国経済は底堅さを維持するとみる。旺盛なAI需要は、①AI関連投資の拡大、②資産効果による富裕層消費の押し上げを通じて、景気を下支えするだろう。また、中長期的には、③AI活用に伴う生産性向上が成長力を押し上げるだろう。

①について、AI産業では、基盤モデル、データセンター、半導体など、各領域の主要企業が巨額の投資計画・戦略的協業を相次いで発表し（図表3-8、当社25年8月見通し図表3-14参照）、開発競争が激化している。OBBBA（One Big Beautiful Bill Act）の設備・R&D投資費用の即時償却措置や、AI Action Planに基づく規制緩和など、政策支援も追い風となり、AI産業での旺盛な設備投資が続くだろう。また、AI活用拡大も投資を促すとみる。米国国勢調査局の企業調査によれば、企業の事業目的でのAI利用率は上昇しており、先行きもさらなる利用拡大姿勢が示されている（図表3-9）。情報通信関連機器の新規受注は堅調に推移しており、企業収益に関わらず一般産業におけるAI関連支出拡大が見込まれる。

図表 3-8 AI 関連企業の投資計画

企業	投資計画・戦略的協業
Salesforce（SaaS）	✓サンフランシスコで150億ドル投資
OpenAI（AI基盤モデル）	✓Oracleと3,000億ドルのクラウド契約 ✓NVIDIA, AMDと半導体購入契約（計最大8,000億ドル注） ✓Amazonと380億ドルのクラウド契約
Oracle（クラウド）	✓OpenAIへの計算能力供給に向けて400億ドル分のNVIDIA製GPUを調達
Vantage Data Centers（データセンター）	✓テキサスで250億ドルのデータセンター投資
NVIDIA（半導体）	✓OpenAIへ最大1,000億ドル出資 ✓Intelへ50億ドル出資

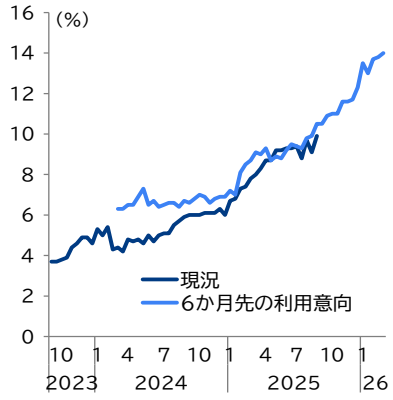
注：Financial Times による試算額。
出所：各種報道を基に三菱総合研究所作成

②について、AIブームを背景にAI関連企業の株価上昇が続いている。短期的には過熱感の解消に向けた調整余地はあるものの、旺盛なAI需要と関連企業の業績拡大を踏まえると、株価の上昇基調は今後も続く可能性が高い。関税影響で低・中所得層の支出が抑制される中でも、株高に伴う資産効果により米国消費全体の6割を占める富裕層（所得上位20%）の消費は堅調を維持し、米国全体の消費を下支えするだろう（図表3-10）。

③について、Brynjolfsson et al.（2025）[4]などの先行研究は、AIが労働者の生産性を高めることを実証している。今後、従業員のリスキリングや業務プロセスの再設計といった補完投資が進展すれば[5]、AIの生産性押し上げ効果が時間差を伴いながらも経済全体に波及し、米国経済の成長力を徐々に押し上げるだろう。

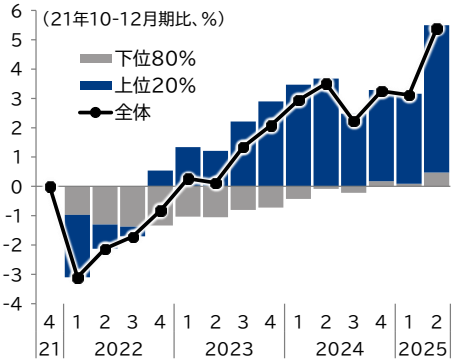
ただし、AIの恩恵の偏在に伴う米国経済の二極化が懸念される。特に雇用面では、特定業種や若年層においてAIによる雇用代替（AI失業）が現れ始めている（図表3-11）。現時点では、AI失業の影響は全体の雇用に対して限定的だが、今後、生産性上昇と雇用代替が同時に進むことで、「雇用なき成長」に陥るおそれがある。この場合、生産性上昇の恩恵は、少ない人手で収益を高められるAI活用企業、補完的なAI活用で生産性を高め、より高い賃金を得ることのできる労働者、企業収益向上の恩恵を受ける株主等に偏る可能性がある。一方、若年層を中心に就業機会が減り、社会全体の所得格差が拡大しかねない。類似の現象は90年代初頭のIT革命時にも観察され、景気が底を打ち、拡大局面を迎えた後も失業率が上昇し、所得格差が拡大した（篠崎[1999][6]）。富の再分配を巡る政策・制度面での対応が今後の重要論点となるだろう。

図表 3-9 企業の AI 利用率



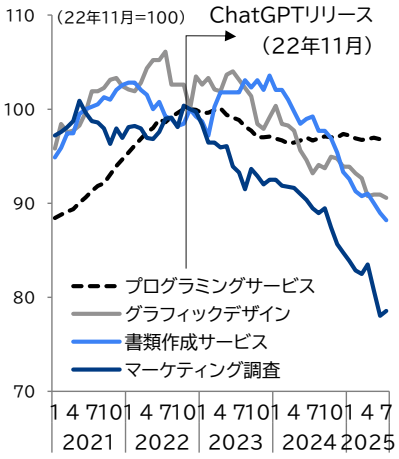
注：「6 カ月先の利用意向」は、6 カ月先行させて表示。直近は 25 年 9 月。
出所：米国国勢調査局“Business Trends and Outlook Survey”を基に三菱総合研究所作成

図表 3-10 実質消費の所得階層別寄与度（MRI 試算）



注：FRB の資金循環統計に基づく。PCE デフレーターで実質化し、後方 4 四半期移動平均値。米国商務省の個人消費支出（PCE）とは定義が異なる点には留意。 出所：FRB、WID、米国商務省を基に三菱総合研究所作成

図表 3-11 業種別雇用者数



注：季節調整値。直近は 25 年7月。
出所：米国労働省を基に三菱総合研究所作成

[4] Brynjolfsson et al.（2025）“Generative AI at Work”
[5] Brynjolfsson et al.（2021）“The Productivity J-Curve: How Intangibles Complement General Purpose Technologies” は、IT・AI などの汎用技術が経済全体の生産性を高めるには、業務の再設計といった幅広い補完投資が必要と指摘する。
[6] 篠崎彰彦（1999）『情報革命の構図：日米経済に何が起こっているか』

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

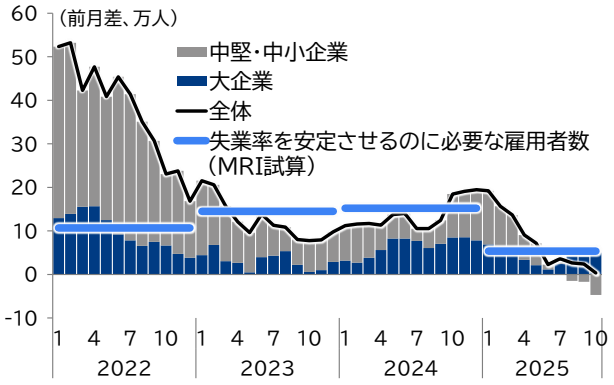
注目点③ 物価と金融政策 ―― インフレ率はやや高めで推移も、FRB は利下げを通じた雇用下支えへ

FRBは、26年前半にかけて利下げを継続し、政策金利を景気・物価に対して中立的な水準（3%台前半）へ近づけるとみる。26年末の政策金利誘導目標は3.25～3.50%と予想する。当社は、FRBは労働市場の悪化を回避すべく、関税起因のインフレ圧力が強まるなかでも利下げを継続するとみている。

雇用の悪化リスクは高まっている。直近3カ月の民間雇用増は月平均＋0.3万人にとどまり、失業率を安定させるのに必要な増加幅を下回る（図表3-12）。これは、雇用の伸び鈍化が、移民流入抑制による労働供給の伸び鈍化に加え、関税やAIによるタスク代替に伴う需要減速によって生じている可能性を示す。25年7月の解雇率は1.1%（15-19年平均：1.2%）と依然低く、企業はこれまでは解雇ではなく採用抑制で雇用調整を図ってきた。しかし、既に雇用が減少している中堅・中小企業を中心に、解雇が広がるおそれはくすぶる。

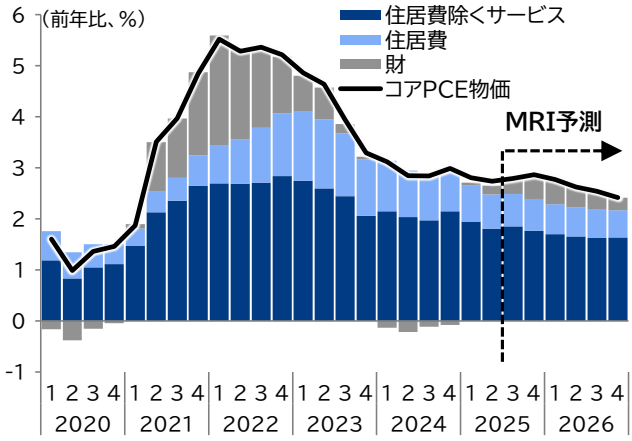
一方、関税コストの価格転嫁が26年にかけて進むことで、インフレ率はやや高めに推移するだろう。ただし、労働市場の減速局面では、関税起因のインフレ圧力が賃金やサービス価格への波及を通じて物価全体を持続的に押し上げる可能性は低い。当社試算では、関税は短期的に財価格（図表3-13■）を押し上げるが、サービス価格の伸び鈍化により、コアPCE物価上昇率は27年にかけて約2%へ収れんすると見込んでいる。

図表 3-12 企業規模別の民間雇用者数



注：後方3か月移動平均値。25年の失業率安定に必要な雇用は、AEIの25年の純移民流入数予測（+11.5万人）を用い、8月の失業率・労働参加率から試算。中堅・中小企業は従業員数500名未満。
出所：ADP、米国労働省、CBO、AEIを基に三菱総合研究所作成

図表 3-13 コア PCE 物価



出所：米国商務省を基に三菱総合研究所作成

（3）米国経済の先行きリスク

米国経済は低・中所得層の消費停滞など一部に弱さを抱えているため、以下の2つが顕在化した場合、景気後退に陥る恐れがある。

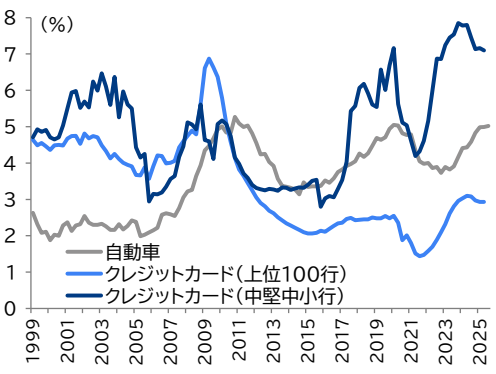
第一のリスクは、トランプ政権の通商政策を巡る混乱である。特に、米中貿易摩擦は覇権競争の色彩も強く、断続的な先鋭化と局所的妥協を繰り返す公算が大きい。交渉が難航し、追加関税やレアアース輸出規制の強化といった報復の連鎖に発展すれば、景気下押し圧力は一段と強まる。また、トランプ関税のうち、IEEPA（国際緊急経済権限法）を根拠とする国別関税の合憲性が争点となっている。最高裁判決でIEEPA関税が無効と判断された場合、関税政策の見直しや米国政府が徴収してきた関税の還付を迫られる恐れがある。その結果、通商環境の不確実性が高まり、サプライチェーンの混乱を招くのみならず、米国財政の持続可能性への懸念も広がり得る。

第二のリスクは、金融市場の混乱である。その契機として、①与信の貸し倒れ増加、②AIバブルの崩壊、が挙げられる。

①について、足元で自動車ローンの延滞率が上昇基調にあるほか、低・中所得層の利用が多い中堅・中小銀行のクレジットカードローン延滞率は高水準で推移している（図表3-14）。内需の下押しが強まれば、低・中所得層や中小企業向け与信での貸し倒れが増加し、金融不安が生じるおそれがある。

②について、AI開発・利活用に不可欠な電力・半導体などの供給制約や、収益化の遅れに伴う期待剥落を契機に、AI関連株のバリュエーション調整が進むリスクがある。その場合、株価調整を通じた逆資産効果により富裕層の消費が下押しされ、景気が腰折れしかねない。

図表 3-14 家計のローン延滞率



注：自動車ローンはニューヨーク連銀公表の90日以上延滞率で直近は25年7-9月期。クレジットカードローンはFRB公表の30日以上延滞率（非季節調整値）で直近は25年4-6月期。
出所：Macrobond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 綿谷 謙吾

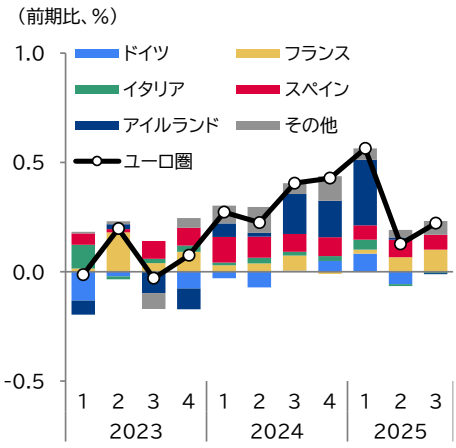
(1) ユーロ圏経済の現況

堅調な内需を背景にプラス成長を維持

ユーロ圏経済は米国関税の影響があるなかプラス成長を維持した。25年7-9月期の実質GDPは季調済前期比＋0.2%となった(図表4-1)。米国向け医薬品輸出が減少したアイルランドはマイナス成長(同▲0.1%)となったが、スペイン(同＋0.6%)やフランス(同＋0.5%)は堅調な内需がGDPを押し上げた。

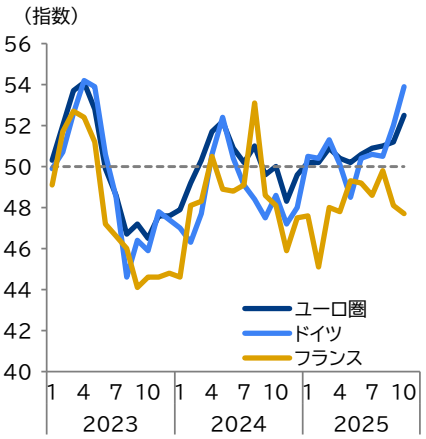
もっとも、フランスにおける政治・財政不安の再燃は経済にも悪影響を及ぼしつつある。フランスの歳出削減を含む来年度予算案は、議会での審議が難航、国民の反発も強く大規模なデモが9月以降頻発するなど経済活動への影響も生じている。予算審議が順調に進み、製造業支援策が発表されたドイツのPMIは改善する一方、政治不安が続くフランスは、不確実性の高まりからPMIは悪化している(図表4-2)。

図表4-1 実質GDP(ユーロ圏)



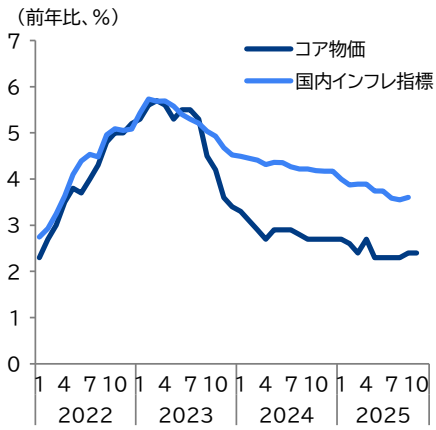
出所:Eurostat を基に三菱総合研究所作成

図表4-2 総合PMI



出所:Macrobond を基に三菱総合研究所作成

図表4-3 基調的物価指標(ユーロ圏)



注:国内インフレ指標は、輸入依存度が低い品目で構成される物価指標。
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

外需の悪化が経済を下押しするが、大規模投資が経済を下支え

ユーロ圏の実質GDP成長率は、25年は前年比+1.3%(前回8月時点同＋1.1%)、26年は同+1.0%(同＋1.1%)を見込む。米国の関税政策に伴う外需の悪化は、予測期間を通じてユーロ圏の経済を下押しするほか、フランスは政治不安の長期化から、他国と比較し弱い成長にとどまるとみる。ただし、堅調な雇用所得環境の継続と物価の安定、欧州委員会やドイツの産業競争力強化に向けた財政政策と投資拡大がユーロ圏の経済活動を下支えするだろう。また、ECBが重視する主要な基調的物価指標は伸びが鈍化していることから(図表4-3)、ECBは物価目標達成の確度が高まったと判断し、26年も現在の金利水準を維持するとみる(利下げサイクルは終了し、中銀預金金利は2.00%で据え置き)。

先行きの注目点は、①EUの競争力強化、②米中以外との連携強化の2点である。

注目点① EUの競争力強化 ― 政策の具体化は進展も効果の顕在化はこれから

EUの競争力強化の取り組みは段階的に進んでいる。24年9月に公表された「ドラギレポート」等を基に、欧州委員会は約1年間で、デジタル・グリーン・防衛の各分野の具体的な政策を公表した。欧州のシンクタンクであるEPICの評価によると、ドラギレポートで提案された政策のうち、「実施済」の政策は約1割にとどまるが、欧州委員会は規制コストの低減を中心に、重点分野での政策を順次進めている(図表4-4)。

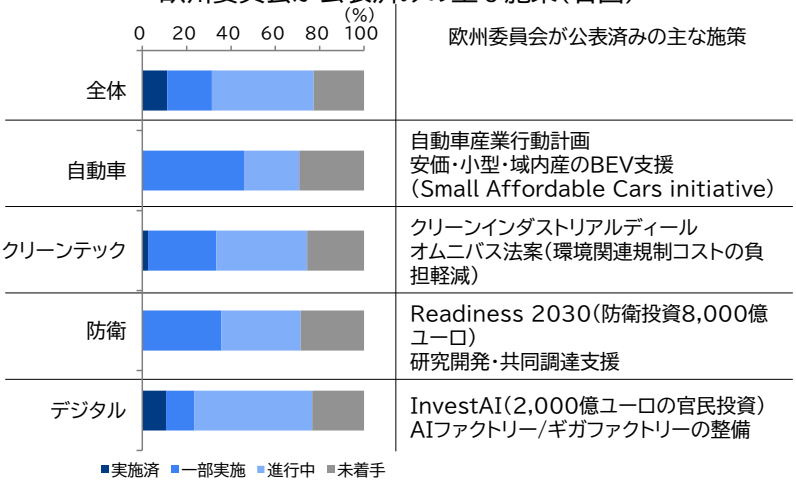
政策効果は一部で顕現化している。重点分野の生産活動をみると、防衛費拡大と域内生産強化の機運が高まる防衛関連分野では拡大が続いている(図表4-5)。一方、自動車やGX関連の生産活動は回復途上にあるほか、中国からの安価な鉄鋼製品が流入する鉄鋼産業は停滞している。防衛関連分野は米国からの輸入割合が高く、域内生産能力の強化は途上である。そのため、自動車やGX関連産業の回復が、成長押し上げには必要となる。

これらの産業支援に向けた政策強化も打ち出されている。25年9月のフォンデアライエン委員長の一般教書演説では、欧州域内で安価で小型な電気自動車生産を強化する「Small Affordable Cars Initiative」

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

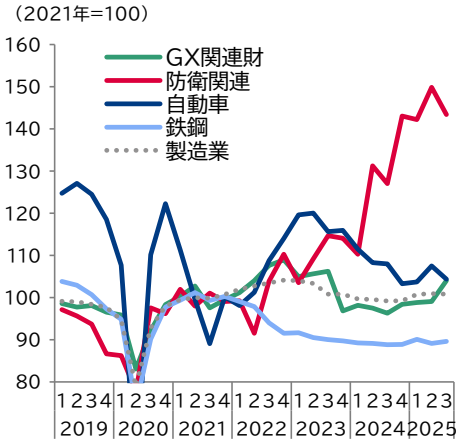
などの新たな施策が打ち出された。また、ドイツでは国内投資を優遇するために法人減税等の施策が議会で承認されたほか、主要民間企業連合は28年までに7,000億ユーロ以上をドイツ国内に投資する「Made for Germany」を公表している。ドイツ商工会議所の25年3月調査では、エネルギーなどのコスト高や規制対応がドイツ企業が海外に拠点を移す理由だった。企業の規制順守コストの削減に向けた取り組みや各種財政支援がEUの競争力阻害要因を緩和し、企業の域内での設備投資が26年以降本格化するだろう。

図表4-4 ドラギレポートの進捗状況(左図)と欧州委員会が公表済みの主な施策(右図)



注:ドラギレポートの各提言内容に基づき、EPIC(European Policy Innovation Council)が欧州委員会の取り組み状況を評価したもの。10 分野のうち 4 分野を例示。
出所:EPIC、欧州委員会等を基に三菱総合研究所作成

図表4-5 重点分野の生産(EU)



注:25 年第 3 四半期は 7-8 月平均。防衛関連は武器・弾薬の生産。GX 関連財は、蓄電池や太陽光など。集計は、Prodcom のコードを参考に NACE 区分(欧州の標準産業分類)で集計しており、GX 関連以外の生産も含まれる。
出所:Eurostat を基に三菱総合研究所作成

注目点② 米中以外との連携強化 ― 貿易の多様化と資源調達先の確保が狙い

EUは米中以外のパートナー国との連携拡大に動いている。日英加などとの戦略的関係強化に加え、インドネシアやメルコスール、メキシコとの貿易協定を締結した。さらに、インドやタイ、フィリピンなどとの交渉も進めている。また、Global Gatewayの取り組みを通じて中央アジアやアフリカなどへの投資も拡大させている。

連携拡大の狙いは、貿易相手の多様化と資源の確保にある。EUの域外貿易に占める、米国と中国のシェアはそれぞれ2割程度と大きいが、その他の国々との関係強化には、関税リスクや中国製品への過度な依存低減が期待される。より重要となるのが、デジタル・グリーン・防衛分野の強化に必要不可欠な資源の確保である。貿易協定を締結・交渉中の国の多くは、EUが重要原材料に指定する資源の産出国である(図表4-6)。さらに、EUは各国の脱炭素化支援を通じて、将来的にはグリーン水素の輸入も検討している。パートナー国との連携拡大は、EUの競争力強化や気候中立実現といった中長期の目標達成に貢献するだろう。

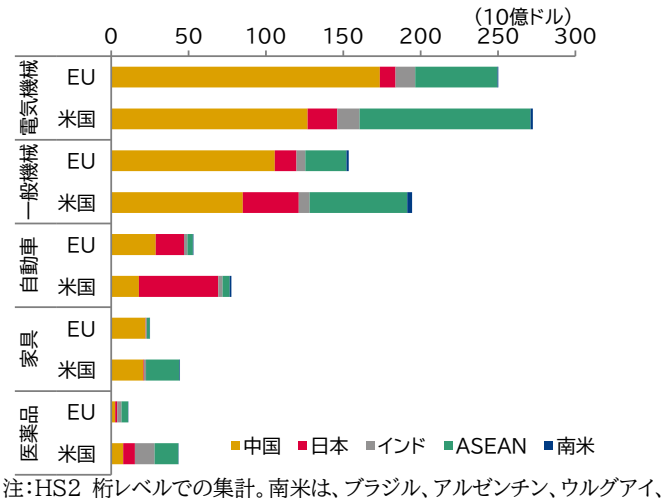
一方で、短期的にはEU域内市場への製品の流入懸念がある。パートナー国にとって、EU市場は一定の規模があり、米国市場の代替先となる(図表4-7)。実際に、中国からは安価な製品の流入が疑われており、EUはアンチダンピング措置を講じている。現在交渉中の国も含まれるASEANなど米国向け輸出規模の大きい国が、EU市場向けに輸出を拡大した場合、域内生産を下押し、競争力強化が遅れる可能性もある。

図表4-6 パートナー国の重要原材料の世界生産シェア(2023年)

重要原材料 (カッコ内は主な用途、 赤字は戦略原材料)	パートナー国の 世界生産量シェア (23年)
銅 (電力インフラ、配線等)	チリ(23%) インドネシア(4%) カザフスタン(3%)
リチウム (バッテリー等)	チリ(20%) アルゼンチン(4%) ブラジル(3%)
ニッケル (特殊合金、バッテリー等)	インドネシア(54%) フィリピン(11%) ブラジル(2%)
ニオブ (超合金、電子部品等)	ブラジル(93%) カナダ(6%)

注:交渉中の国も含む。いずれも鉱石としての生産量。
出所:欧州委員会資料、USGS を基に三菱総合研究所作成

図表4-7 EUと米国の主要国からの輸入(2024年)



注:HS2 桁レベルでの集計。南米は、ブラジル、アルゼンチン、ウルグアイ、パラグアイ、チリの 5 カ国。
出所:UN Comtrade を基に三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

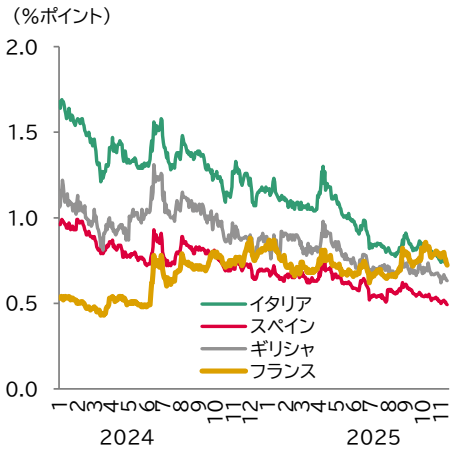
（3）ユーロ圏経済の先行きリスク

ユーロ圏の先行きのリスクは、①米国の通商政策の変更、②フランス政治不安の長期化、である。

①について、EUと米国の関税交渉は、共同声明の発表を受け現状は落ち着いている。ただし、EUのデジタル分野の規制には米国は不満を持っており、米国との摩擦が再燃する可能性はある。また、米国の対中半導体規制の影響を受けたオランダと中国の対立から、オランダ半導体メーカーNexperiaの自動車向け半導体で供給制約が生じている。追加関税の発動など、米国の通商政策が先鋭化すれば、ユーロ圏経済を下押しするだろう。

②フランス政治不安の長期化は、金融市場およびEUの政策決定に影響を与える。26年度予算審議の難航を受けた財政不安の高まりから、主要格付け機関はフランス国債の格付けを引き下げ、フランス国債金利はイタリアと同程度に上昇している（図表4-8）。与党の支持率が低い現時点の状況では、難局を打破する手段はない。27年の大統領選までは、現在の下院の構成のもと、中道左派の社会党や右派の共和党などの意見を反映させる形で政策を進めるだろう。ただし、下院の解散やマクロン大統領の辞職・前倒し大統領選挙となれば、不確実性が急激に高まる（図表4-9）。拡張的な財政政策を主張する政党が政権を取れば、フランス国債利回りが急騰し金融市場が混乱するだろう。また、EUの中心国であるフランスの政治不安は、EUの競争力強化や安全保障の議論にも影響する。内政の混乱によりフランスの閣僚が頻繁に交代する状況になれば、EUレベルの政策決定が遅れ、競争力強化の取り組みが後ずれするとみる。

図表4-8 主要国の対独スプレッド



注：10 年物国債。直近は 25 年 11 月 12 日。
出所：Macrobond を基に三菱総合研究所作成

図表4-9 フランス政治の今後想定される展開

	シナリオ概要と想定される展開
シナリオ①27年 大統領選まで現状維持	• 中道左派・右派と調整しながら政権運営 • 年金制度、税制などの政策調整に時間を要するが、**大きな混乱は回避**
シナリオ② 下院解散・総選挙	• 極右国民連合が優勢だが、与党・左派連合の候補者調整しだいで**結果は流動的** • 与党は過半数獲得できない可能性高
シナリオ③ 大統領選前倒し	• 極右国民連合バルデラ党首とマクロン大統領の後継者の決選投票の可能性が高い • **極右勝利時は政策の不確実性上昇**

出所：各種資料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 金成 大介 森重 彰浩

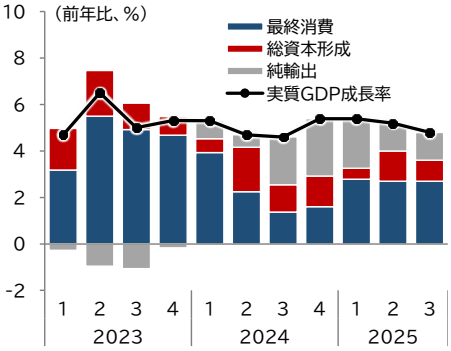
(1) 中国経済の現況

輸出は堅調も、投資停滞から成長率は4%台後半へ減速

25年7-9月期の中国の実質GDP成長率は前年比+4.8%(25年4-6月期同+5.2%)となった。消費は前期並みのプラス寄与となり、輸出はASEAN・新興国向けを中心に拡大した(図表5-1、5-2)。

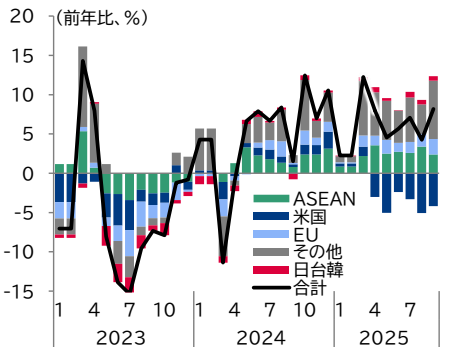
もっとも、投資停滞から成長率は25年上期と比較して減速している(図表5-1)。投資伸び悩みの背景には、不動産投資の停滞に加えて、「内巻競争」(過当競争や過剰生産から生じる非合理な価格競争を示す中国で使われている表現)による収益悪化、さらには中国政府による内巻競争抑制方針(以下、「反内巻」政策)の表明による生産抑制圧力から製造業(2次産業)が設備投資へ慎重姿勢を強めたことがある(図表5-3)。

図表5-1 実質 GDP 成長率



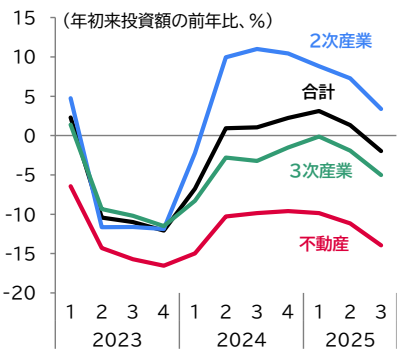
注:積み上げ棒グラフは前年比寄与度。
出所:Windを基に三菱総合研究所作成

図表5-2 中国の地域・国別輸出



注:直近は25年9月。春節要因回避のため各年1・2月は1~2月平均の前年比を使用。
出所:Macrobondを基に三菱総合研究所作成

図表5-3 固定資本投資



注:3次産業には不動産も含む。
出所:Windを基に三菱総合研究所作成

(2) 中国経済の先行き

25年は政府目標並みの成長率を確保、26年は景気刺激策縮小、輸出鈍化から4%台半ばへ成長鈍化

10月末開催の米中首脳会談において対中関税が10%引き下げられるなど、米中交渉の先鋭化は回避され米中貿易摩擦による成長押し下げ圧力は緩和が見込まれる。25年の実質GDP成長率は前年比+4.9%(前回8月時点同+4.8%)、26年の成長率は同+4.5%(前回同+4.3%)と予測する。景気刺激策の効果剥落から減速を見込むものの、関税の引き下げを踏まえて前回からは上方修正する。

次期5カ年計画は、製造業の構造改革、新たな需要創出、グローバル貿易体制堅持を目指す

10月20~23日に4中全会(中国共産党第20期中央委員会第4回全体会議)が開催され、次期5カ年計画(2026~30年)方針が承認された。計画策定に向けて議論された「建議」も踏まえると、次期5カ年計画の経済運営方針は主に次の通りである(図表5-4)。

生産関連では、テクノロジー自立に向け先進製造業を基幹とする産業構造を目指すとともに、伝統製造業(過剰生産が懸念される既存の製造業)の高度化を表明している。前者について、現5カ年計画で伸長したEVなどに代わる成長分野として、AI関連、低空経済(ドローン)などのテクノロジー強化に取り組むと予想される。伝統製造業の高度化策の一つとしては、「反内巻」政策が想定される。「反内巻」政策とは、無秩序な価格競争

図表5-4 4中全会声明における経済運営方針のポイント

項目	次期5カ年計画方針
生産	• 新しい質の生産力を創出し、テクノロジー自立を目指す • 先進製造業を基幹とする現代産業体系の構築 • **伝統製造業の高度化**、新興産業の育成 など
消費	• 消費拡大を戦略の柱とする • **サービス市場などの新たな需要創出**による消費と投資の好循環の促進 • グリーン化、スマート化に向けた生活様式の促進、消費の質向上 など
通商	• 高水準の対外開放によるグローバル貿易体制の堅持を目指す • 「一帯一路」構想を通じた国際的な連携強化 • 双方向の投資協力 など
厚生	• 安全・健康で持続可能な社会の構築を目指す • **質の高い雇用機会創出** • 所得分配制度や社会保障の改革促進 など

出所:中国国務院HPを基に三菱総合研究所作成

図表5-5 無秩序な価格競争の是正と市場価格秩序の維持に関する公告の概要

主なポイント
1. 事業者による公正・合法な価格設定を奨励
2. 業界団体などによる平均コスト調査・評価
3. 監督機関による順守状況の監督、警告
4. 警告後、改善しない事業者への処罰
5. 原価を下回る入札価格提示の禁止
6. 業界団体による、公平な競争秩序維持への指導
7. 監督当局による価格競争状況の監視・監督

出所:ジェトロ、中国国家発展改革委員会HPを基に三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

の是正などを目的としており、4中全会に先駆けて指針が示されていた（図表5-5）。今後、非合理な価格設定への監視、業界再編や生産調整などの指導を強めることで、伝統製造業における過当競争の緩和と製品競争力の劣る企業の淘汰が並行して進展していくことが見込まれる。

消費関連では、新たな需要創出による消費と投資の好循環の促進を表明している。中国政府は9月に国内外のサービス消費およびデジタル消費拡大に向けた政策措置を公表しており、新たな需要創出の取り組みとして、サービス市場拡大が重点領域の一つであるとみられる。広く浸透しているデジタルプラットフォームなどが効果的に活用されることで、新たな成長産業に発展する可能性がある。

通商面では、グローバル貿易体制の堅持を表明し、米国通商政策への対抗姿勢を示している。「一帯一路」構想を通じた国際的な連携強化が示されており、上海協力機構（中国、ロシア、インドほか10カ国）、ASEANを始めとした新興国との関係強化を重視する方針が明確化されている[7]。

厚生面では、安全・健康で持続可能な社会の構築を目指すとし、将来不安の解消につながる質の高い雇用機会創出、社会保障制度の改革促進などへ取り組む意向が示されている。

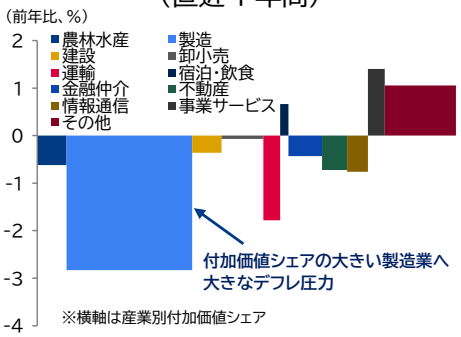
以上を踏まえると、伝統製造業の高度化策の一つとなる①「反内巻」政策の効果、消費拡大基盤となる②雇用回復の行方、新たな需要創出策の一つとなる③サービス市場拡大の方向性が、次期5カ年計画における中国経済の成長軌道を左右する注目点となる（図表5-4、赤字箇所）。

注目点① 「反内巻」政策の効果 —— 製造業の収益環境改善、貿易摩擦緩和の一助

「反内巻」政策のもとでの業界再編や生産調整は、過当競争に起因するデフレ圧力の緩和、ダンピングの疑いを強めている輸出相手国との貿易摩擦の緩和を通じて、中国経済の成長基盤の安定化につながる。

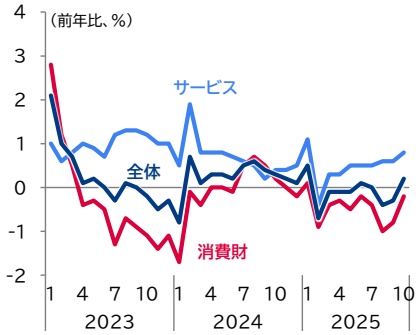
中国における製造業の厳しい競争環境は、イノベーション促進、雇用創出といったプラス効果がある一方、内巻競争に陥りやすい構造にある。製造業におけるデフレ圧力は特に大きく（図表5-6）、消費財価格は25年2月以降、前年比マイナスが続き、CPIは8～9月と前年比マイナスに陥った（図表5-7）。

図表5-6 産業別 GDP デフレーター（直近１年間）



注：24年7-9月期～25年4-6月期の平均。
出所：Bloombergを基に三菱総合研究所作成

図表5-7 CPI



注：直近は25年10月。
出所：Windを基に三菱総合研究所作成

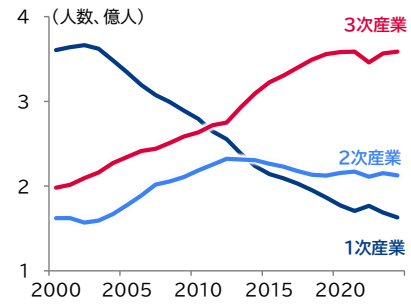
こういった点を踏まえ、中国政府は製造業のデフレ圧力緩和に向け、供給面からのアプローチを強めている。適切な価格競争の浸透を目指す「反内巻」政策は、生産性の低い製造業の淘汰を促し、生産性の高い製造業の収益環境改善、先進製品開発への経営資本投下を支援する効果が期待できる。また、通商交渉において過剰生産抑制への自助努力を示すことで、安価な中国輸出品への諸外国の反発抑制にも役立つ。

注目点② 雇用回復の行方 —— 製造業の雇用吸収力低下から緩慢な回復ペース

ただし、「反内巻」政策による業界再編や生産調整は、雇用回復の妨げとなる。さらに、生産性向上も考慮すると製造業の雇用吸収力は低下が見込まれる。サービス業での急速な雇用創出は見込み難く、成長力の大きい都市への人口移動に見合う雇用創出は容易ではない。

産業別雇用者数の長期推移をみると、製造業の雇用創出力の低下は明白である。製造業（2次産業）の雇用者数は、2010年前半までは1次産業の雇用減を一部相殺する形で増加していた。それが2010年代半ば頃から緩やかな減少傾向に転じ、24年は前年比▲200万人程の減少となっている（図表5-8）。「反内巻」政策を通じた業界再編による雇用機会の縮小に加え、AI技術やロボット・自動化技術の普及がもたらす一段の生産性向上（図表5-9）、諸外国との貿易摩擦緩和の必要性

図表5-8 産業別雇用者数



注：3次産業雇用者数は、全産業雇用者数から1次・2次産業雇用者数を引いた残差。直近は24年。
出所：Macrobondを基に三菱総合研究所作成

[7] MRI デイリー・エコノミック・ポイント「中国・新興国：天津宣言（上海協力機構・首脳会議） — SCO・ASEAN 連携、人民元国際化の動向の継続的な確認が必要」、https://www.mri.co.jp/knowledge/insight/dep/2025/0924_2.html

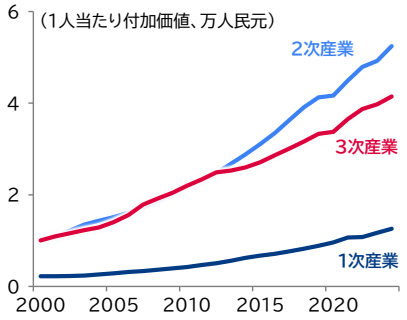
Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

を考慮すると、中国における製造業の雇用吸収力低下は今後も継続するだろう。

製造業に代わる雇用の受け皿として期待されるサービス業（3次産業）は、ゼロコロナ政策期を経て増加基調に復しているものの、その勢いは弱い。24年の雇用増加数は300万人程度にとどまっており（図表5-8）、1次、2次産業の雇用減少を相殺する勢いはない。中国の大学卒業シーズンとなる7月以降、16-24歳失業率が20%近傍へ上昇、若年層を取り巻く雇用環境の厳しさが浮き彫りになっている（図表5-10）。製造業の雇用創出力が低下するなか、年間1千万人を超える大学新卒者を大きく下回るサービス業の雇用創出力は力不足にある。若年層の雇用不安を解消するには、サービス市場拡大を通じて雇用吸収力を高める必要がある。次期5カ年計画では、国内外を対象としたサービス市場拡大を新たな需要拡大の方策の一つとし、消費と雇用の拡大を目指すとみられるが、実現には時間を要するだろう。

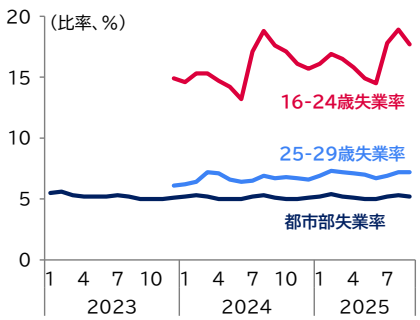
雇用環境の改善が鈍いなか、消費者マインドの改善は緩やかな状況が続いている（図表5-11）。新たな需要拡大に時間を要するなか、緩慢な雇用回復のもと消費は現状程度の緩やかなペースで拡大すると予想する。

図表5-9　産業別労働生産性



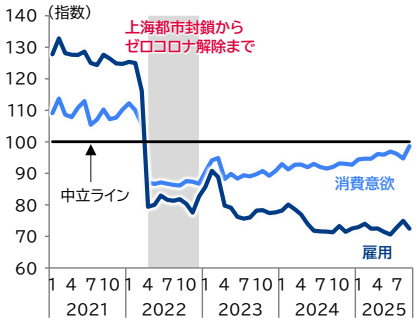
注：各産業の実質付加価値を雇用者数で除して算出。直近は24年。
出所：Macrobondを基に三菱総合研究所作成

図表5-10　失業率



注：直近は25年9月。
出所：Windを基に三菱総合研究所作成

図表5-11　消費者信頼感



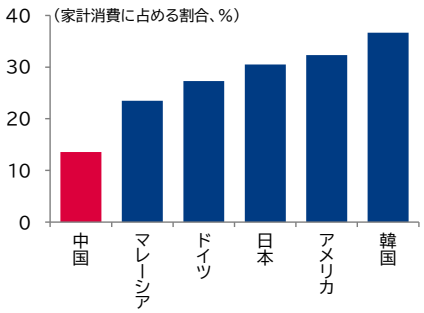
注：直近は25年9月。
出所：Windを基に三菱総合研究所作成

注目点③　サービス市場拡大の方向性 —— 政府支援のもとサービス市場拡大が成長を下支え

国内外のサービス需要の取り込みに向けた中国政府の政策支援のもと、サービス市場は着実に拡大し、成長を下支えすると見込む。

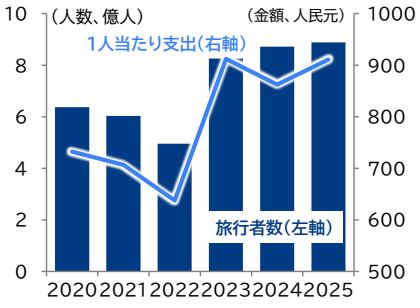
中国内のサービス需要に関して、中国の家計消費に占める娯楽などのサービス消費の割合は、欧米先進国だけでなくアジア諸国に見劣りしており（図表5-12）、拡大余地がある。例えば、観光需要の拡大に家計の「コト消費」意欲の大きさが表れている。国慶節と中秋節から成る秋の大型連休では、延べ観光客数が8.9億人と過去最高を更新、1人当たり支出が持ち直した（図表5-13）。また、広く普及しているデジタルプラットフォームなどが効果的に活用され、新たな需要が短期間で創出される可能性がある。現5カ年計画期間でEV市場が急拡大したように、政策支援を追い風に家計のサービス消費が新たな成長のドライバーとなる可能性もある。

図表5-12　中国・主要国などの家計消費に占める教育・娯楽・その他サービスの割合



注：2021年時点。国ごとに算出基準が異なるため、必ずしも数値の範囲が同じではない場合があることに留意する必要がある。
出所：Wind、（独）労働政策研究・研修機構「データブック国際労働比較2025」を基に三菱総合研究所作成

図表5-13　国慶節＋中秋節の観光実績



注：国慶節休暇と中秋節休暇が連続しなかった21年、22年、24年は国慶節休暇と中秋節休暇の実績を合算。
出所：Macrobondを基に三菱総合研究所作成

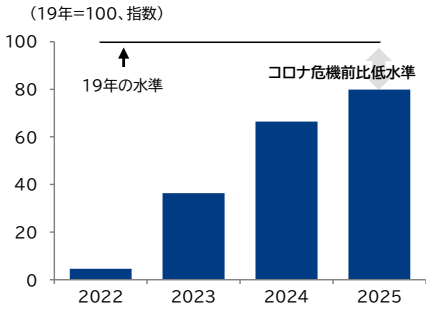
国外を対象とするサービス需要に関して、まずはインバウンド消費に拡大余地がある。ゼロコロナ政策解除後、外国人出入国者数は回復基調にあるものの、コロナ危機前の8割程度にとどまっている（図表5-14）。政府は、9月に発出したサービス消費拡大に向けた政策措置のなかで中国文化・観光のプロモーション強化、ビザ免除国拡大、訪中外国人への通信・宿泊・決済支援などのインバウンド回復策を発表している。こういった政府支援のもと、新興国からの観光客を中心に一段のインバウンド回復を期待できる。

また、中国はAIを産業・社会に融合させる「AIプラス」行動を推進している。次期5カ年計画において「AIプ

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

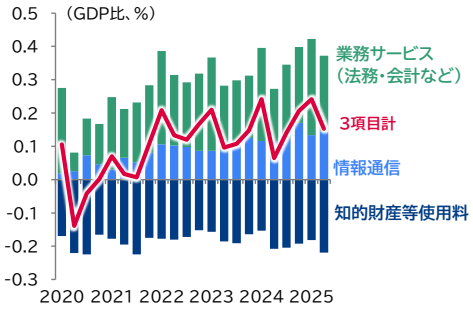
ラス」行動の本格化が予想され、AI関連の国内サービス市場拡大が加速する可能性がある。また、8月末に天津で開催された上海協力機構ではAIを軸にした国際協力構想を表明、加盟国間でのAI活用に向けた連携で合意している。中国内でのAI実装の経験が生かされ、新興国などで中国製AI関連サービスが普及する可能性もある。

図表5-14 中国への外国人出入国者数



注:25年は1-6月期実績を19年1-6月と比較。
出所:Windを基に三菱総合研究所作成

図表5-15 デジタル関連収支



注:デジタル関連収支は該当すると思われる項目を抽出しており、財務省・日銀の定義とは異なる。
直近は25年4-6月期。
出所:Macrobondを基に三菱総合研究所作成

中国の業務サービス、情報通信、知的財産使用料の国際収支は(以下、デジタル関連収支)はGDP比で0.1%程度の黒字にとどまっている(図表5-15)。今後、中国製AI関連サービスの新興国などへの輸出拡大を実現できれば、関連産業の雇用拡大だけでなく、製造拠点の新興国などへのシフトに伴う財輸出の減少をサービス収支の黒字拡大で補完し、国際収支の安定化にも資する。

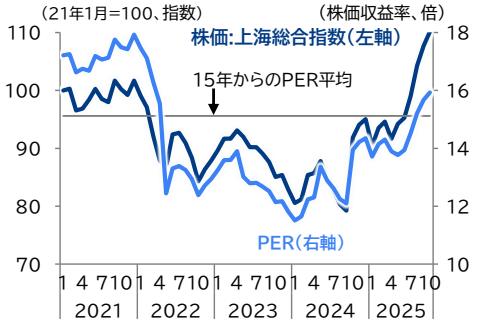
(3) 中国経済の先行きリスク

先行きのリスクとして、米通商政策の先鋭化による輸出失速に伴う企業業績の悪化、AIバブル崩壊を契機にした株価急落がある。

トランプ関税の下押し圧力はこれから顕在化する。(詳細はP.5総論、注目点①)。10月開催の米中首脳会談では、違法薬物フェンタニル関連の対中関税が10%引き下げられ、中国によるレアアース輸出規制の1年延期で合意するなど、米中間に緊張緩和の兆しはあるが、先行きは予断を許さない。ウクライナ情勢の混乱なども影響しインドやブラジルなど他の新興国への関税率も不確かな状況にある。トランプ政権が中国だけでなく他の新興国への高関税適用へ踏み切ると、成長下押し圧力が一段と強まり、各国経済が停滞、輸出が失速し企業業績の悪化へ発展するおそれがある。

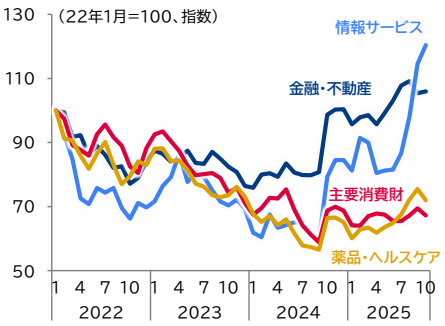
株価について、PERは15年以降の平均を上回る水準に浮上(図表5-16)、株価の割安感は解消されている。ただし、デフレ圧力が大きい消費財関連セクターの株価は伸び悩んでおり(図表5-17)、企業業績が悪化すると、こういった業種の株価が下落に転じるおそれがある。また、株価上昇は情報通信セクターや金融・不動産セクターにけん引されており、足もとの株価上昇は、テック企業への期待先行、金融相場の側面がある。AIバブル崩壊を契機に市場センチメントが悪化し、株価が急落するリスクもある。不動産市況の停滞は継続しており、株価下落を契機に不動産市況のもう一段の冷え込みが発生し、不良債権拡大に発展するおそれもある。

図表5-16 株価とPER



注:直近は25年10月。
出所:Windを基に三菱総合研究所作成

図表5-17 主な業種の株価



注:CSI300指数構成銘柄の業種別指数。
直近は25年10月。
出所:Windを基に三菱総合研究所作成

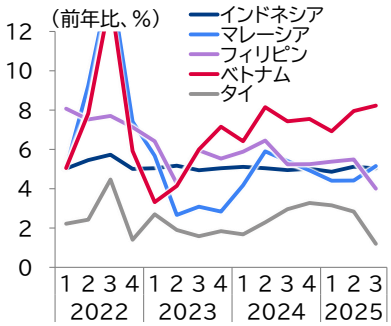
Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

政策・経済センター 田中 嵩大 金成 大介

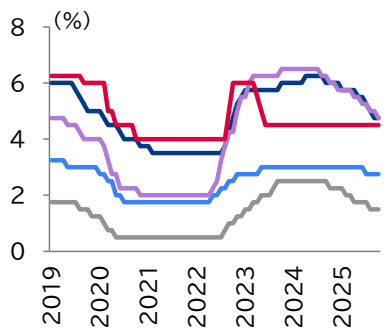
(1) ASEAN経済の現況

ASEAN5経済は、総じてみれば堅調を維持している(図表6-1)。もっとも、景気回復度合いは国によって濃淡がある。ベトナムやマレーシアでは、外需・内需ともに堅調であり、成長率が前期から加速した。一方で、バーツ高の逆風を受けるタイや、政治的混乱に直面するフィリピン、インドネシアでは成長率が鈍化しており、金融緩和や経済対策で景気を下支えする構図となっている(図表6-2)。

図表 6-1 実質 GDP 成長率



図表 6-2 政策金利水準



注:出所・凡例は図表6-1,6-2で共通。 出所:各国統計を基に三菱総合研究所作成

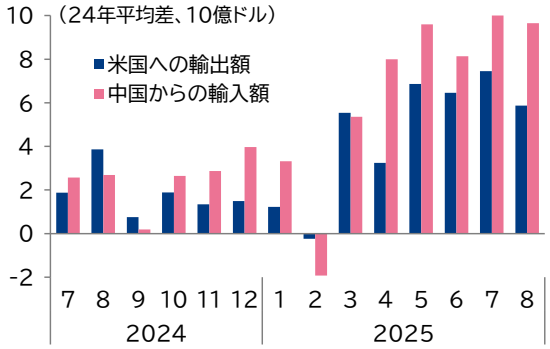
(2) ASEAN経済の先行き

ASEAN5の実質GDP成長率は、25年前年比+4.8%(前回8月時点同+4.6%から上方修正)、26年同+4.6%(同+4.8%から下方修正)と予測する。先行きの注目点は、①トランプ関税による影響、②財政政策による内需下支え、の2点である。

注目点① トランプ関税による影響 ―― ASEAN・米国・中国間の貿易構造に変化の兆し

ASEANの米国向け輸出額は、トランプ関税下でも底堅く推移している(図表6-3)。相互関税が引き上げられた8月以降は、駆け込みの反動が見られるが、輸出額は高水準で推移している。一方で、輸入側に目を向けると、中国からの輸入額が大きく増加している。

図表 6-3 対米輸出額・対中輸入額(ASEAN5)



注:各国の貿易データを積み上げて算出。マレーシアは自国通貨ベースの統計をBISの為替レートでドル換算している。
出所:各国統計、BISを基に三菱総合研究所作成

図表 6-4 ASEAN・米中間の貿易構造変化

中国からの輸入額	米国への輸出額:増加	米国への輸出額:不変・減少
増加	中国製品の迂回輸出 または 過剰生産+貿易転換	過剰生産品の流入 対中関税によって行き場を失った中国製品が安価流入
不変・減少	正の貿易転換 中国よりも低い関税率によって価格競争力が向上	

注:簡略図であり、当該象限に属する品目が全て貿易構造変化の影響を受けているとは限らない。
出所:三菱総合研究所

この背景として、トランプ関税によってASEAN・米国・中国間の貿易構造が以下の3経路で変化し、複合的に対米輸出・対中輸入の押し上げているとみる[8](図表6-4)。

① 正の貿易転換効果 : ASEAN各国は中国と比較して低い相互関税率で米国と合意したため、価格競争力が相対的に向上し、代替輸出拠点として対米輸出を伸ばした可能性がある。例えば、任天堂は、対中関税引き上げを受けて、米国向け製品をベトナムから出荷している[9]。実際、貿易統計をみても、中国からの玩具・ゲーム機等の対米輸出が減少する一方、ベトナムからの輸出は前年比+130%と急増している(図表6-5左)。

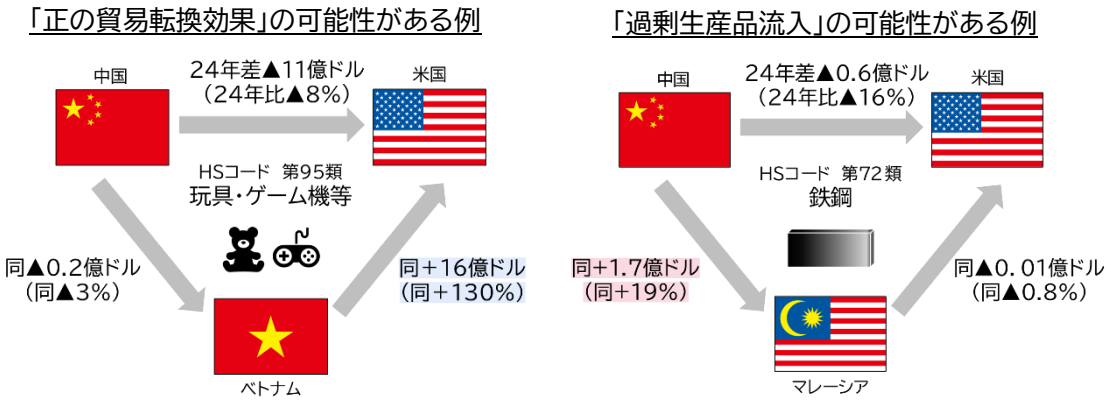
② 中国製品の迂回輸出 : もっとも、高関税回避を目的とした中国製品の迂回輸出(積み替え、中国産部品を用いた組み立て輸出)が、対中輸入と対米輸出の双方を増加させている可能性も考えられる。迂回輸出を貿易統計から捉えることは困難であるが、第1次トランプ政権による対中関税賦課後、各国の対米輸出額と対中輸入額間の相関が強まっており、迂回輸出の可能性を示唆している。

[8] 対米輸出が堅調な背景には、パソコンやスマホなどの電子製品が相互関税の対象外となっている影響も大きい。
[9] 2025 年 10 月 22 日 Bloomberg News「トランプ関税で中国製品の強さ浮き彫り－米中デカップリング加速」 https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2025-10-22/T4IHVBGP9VCX00

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

③ 過剰生産品の流入 ： 中国内需の減速や対中関税引き上げによって、過剰供給となった中国製品が流入していることも、対中輸入増の一因と考えられる。中国とASEANは地理的な近接性に加え、自由貿易協定（ACFTA）を締結しているため、相対的に流入リスクが高い。例えば、マレーシアでは25年以降に中国製鉄鋼の流入急増が問題となり（図表6-5右）、一部製品については反ダンピング措置を導入している。

図表 6-5 貿易構造変化の具体事例



注：各年1-7月の合計額。HSコード2桁で集計。中国の対米・対ASEAN輸出額および、米国の対ASEAN輸入額で計算。
輸出額はFOB価格、輸入額はCIF価格であり、金額にズレが生じる。
出所：Macrobond、米国国際貿易委員会を基に三菱総合研究所作成

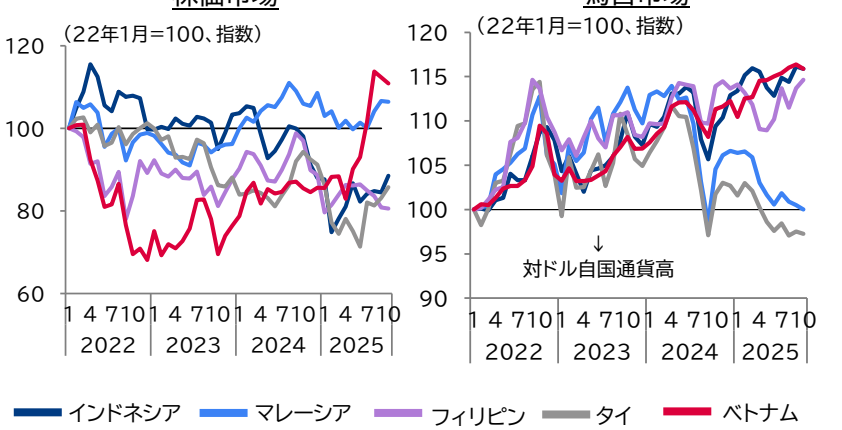
先行き26年にかけて、米国向け輸出は緩やかに鈍化するとみる。10月末の米中首脳会談の結果、対中追加関税は20%と、ASEAN各国への関税率とほぼ同水準となったことで、貿易転換効果の縮小が予想されるほか、迂回輸出への取り締まり強化も下押し要因となる。米国とASEAN各国間の合意では、高関税を回避するための迂回輸出品に対しては、40%の追加関税が課されることとなっている。今後各国政府は原産地証明審査の厳格化などを通じて迂回を防ぎ、追加関税の回避を図ると予想される。

もっとも、生産・輸出拠点としての存在感は今後も高まるだろう。米中対立の長期化が予想されるなか、中国から供給網を多様化させる必要性は強く、代替拠点として引き合いは強い。また、EUや中東、メルコスールなどとの自由貿易協定（FTA）の締結交渉が進んでおり、米国以外との貿易拡大が期待される。迂回輸出への対応も、中長期的にみれば現地調達比率の上昇を通じて、地場産業の育成につながる可能性もある[10]。

注目点② 財政政策による内需下支え ―― 一部の国では不安定な政局、財政規律が課題に

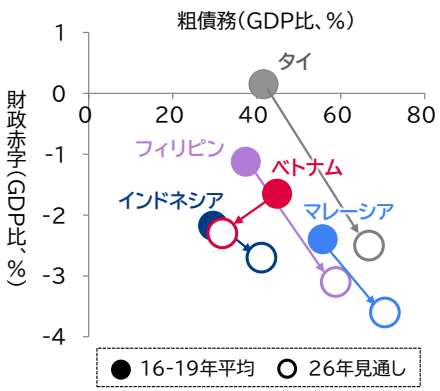
ASEAN5の内需は総じてみれば堅調だが、冒頭で述べたように、各国で濃淡がある。株式市場でも明暗が分かれており、中国に代わる代替輸出拠点としての地位を確立しているベトナムでは株価が上昇している一方、タイ・インドネシア・フィリピンでは米国関税の公表で落ち込んで以降、株価が戻ってきていない（図表6-6、左）。これらの国々では、夏以降に国内政治が不安定化していることも原因の一つにある。

図表 6-6金融関連指標



注：直近は25年10月。株価は、LQ45指数、KLCI指数、PSEi指数、SET50指数、VN指数。
出所：Macrobondを基に三菱総合研究所作成

図表 6-7 財政赤字・粗債務残高



出所：IMFを基に三菱総合研究所作成

[10] 例えば、米国はタイに対し、タイ原産製品としての基準を現地調達率 60%以上（付加価値ベース）に設定することを求めているとされる。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

先行きは、外需の鈍化が見込まれるなか、各国政府による拡張的な財政政策が内需を下支えするが、①財政政策の主眼、②財政規律への姿勢、は国の状況によって異なる。ベトナムやマレーシアでは中長期的な成長に向けて産業構造の高度化を重視した政策を打ち出しているのに対し、政情不安に揺れるタイ・インドネシア・フィリピンでは短期的な国内需要刺激策や社会安定も重視している。

同時に、コロナ危機以降、各国では財政赤字が常態化し、ベトナム以外の4カ国では粗債務残高のGDP比率も高まるなか（図表6-7）、財政拡大による景気下支えと財政規律の維持という難しい舵取りを迫られる局面にある。以下、各国の動向について詳述する（図表6-8）。

図表 6-8 各国政府による主な財政政策・財政規律への方針

	短期的な需要喚起・社会安定策	中長期的な産業政策・構造改革	財政規律に対する方針
インドネシア	• 低所得層への住宅取得補助 • 無償栄養食提供プログラム • 家計向け現金給付	• ニッケル等、鉱物資源の下流産業育成	• 財政規律維持を表明する一方、今後の歳出拡大を示唆
マレーシア	• 成人国民全員への現金給付 • 燃料価格引き下げ	• 半導体・医薬・AIなど高付加価値分野へのインセンティブ補助 • 中堅中小企業の供給網強靭化	• 26年度予算では持続可能な財政と安定成長の両立を目指す
フィリピン		• 人的資本・インフラ・DX等への投資	• 財政赤字を段階的に削減し、3年以内に予算均衡を目指す
タイ	• 家計消費の半額補助プログラム • 燃料・農作物価格引き下げ • 中小企業の資金調達支援		• 格付け見通し引き下げを警告と捉え、経済支援と財政規律の両立を目指す
ベトナム	• 低所得層の所得税減税 • 付加価値税（VAT）の減税延長	• 中央省庁再編による行政効率化 • 民間企業のイノベーション支援 • 大型インフラ案件の加速	• 年10%成長の実現に向け、今後5年間の財政赤字をGDP比約5%に拡大（21-25年目標は同3.1-3.2%）

出所：各種資料を基に三菱総合研究所作成

タイ ： 今年8月にカンボジアとの国境紛争対応を理由に失職した前首相に代わり、比較第3党の党首であるアヌティン氏が新首相に就任した。政治基盤が脆弱であることから、来年3月に実施が予想される総選挙を見据え、家計や中小企業への支援策を相次いで打ち出しており、短期的な景気浮揚効果が期待される。一方で、輸出やインバウンド需要の重しとなっているバーツ高（前掲図表6-6、右）の解決に資するものではない。9月には景気停滞・財政悪化リスクを理由に、Fitchがタイの信用格付け見通しを「ネガティブ」に引き下げたことを受けて、同氏は財政規律を重視する姿勢を示しているが、景気が思うように回復しなければ、一段の財政悪化につながりかねない。

インドネシア ： 国会議員への高額の住宅手当問題がきっかけとなり、夏以降に抗議デモが頻発している。これまで連続利下げを行ってきたが、自国通貨安が進んでいることから、さらなる金融緩和にはインフレ再燃のリスクがある。低所得者向け支援などの経済対策によって景気下支えを図っているが、その優先順位には疑問の声が上がっている。加えて、9月には市場からの信認が厚かった財務大臣が更迭されたことから財政悪化への懸念は強い。実際、後任大臣の下でさらなる家計への現金給付など拡張的な財政支援策が打ち出されており、社会の安定化と財政規律を両立できるか注目される。

フィリピン ： 洪水対策を巡り大規模な政治的汚職が発覚したことから、フィリピンでも夏以降に抗議デモが頻発している。架空事業に巨額の税金が投じられていた「ゴーストプロジェクト」問題への対応から公共インフラ事業の執行停滞が懸念されるなど、財政政策による需要喚起も進みにくい。これまでは利下げによって景気を下支えしてきたが、自国通貨は過去最安値を更新しており、さらなる金融緩和にはインフレ再燃のリスクがある点はインドネシアと共通している。

ベトナム ：ベトナムは政治的にも安定しており、対米輸出の拡大や緩和的な金融政策、付加価値税（VAT）の減税などによって力強い成長が続いている。もっとも、前述の貿易転換効果の剥落や迂回輸出への取り締まり強化はベトナムにとって逆風が強い。政府は26年の成長率目標に前年比+10%と極めて高い数値を設定したが、実現のためには内需拡大や産業構造転換が不可欠であり、そのためには財政赤字の拡大をいとわない方針だ。これまでは高成長を背景に債務残高GDP比はコロナ前よりも低下しており（図表6-7）、現時点では財政リスクは低い。財政拡張を梃に高成長を継続できるかが焦点となる。

マレーシア ： 同じく政治的安定性の高いマレーシアでは、財政の持続可能性を意識しつつも、既に一定の競争力を持つ半導体やAIなどへ重点的に支援を行う方針だ。こうした分野は、今後も世界的な需要の伸びが期待され、早ければ28年頃に「高所得国入り」する見通しだ（AI需要の詳細は、P.7総論、注目点②）。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

（3）ASEAN経済の先行きリスク

ASEAN経済の下振れリスクは、第一に米国の通商政策の行方だ。対ASEAN関税に加えて、米中対立の行方がASEANに与える影響には留意が必要だ。対中関税の引き上げは、価格競争力の向上という観点ではプラスに働くが、世界経済の失速につながれば輸出を押し下げる要素になる。また、安価な中国製品の流入が増加すれば、価格競争にさらされた地場中小企業を中心に打撃を受けることになりかねない。反面、対中関税がさらに引き下げられれば、貿易転換効果の剥落から対米輸出の下押し圧力が強まる。

第二に、政治の不安定化だ。インドネシアやフィリピンの抗議デモが長期化すれば、実体経済にも悪影響が及びかねない。政治的リスクを嫌気して直接投資の拡大を躊躇する海外企業が増えることも懸念される。また、ベトナムやマレーシアが進める成長戦略は継続的な取り組みが不可欠であり、政治的安定性が損なわれれば、それが頓挫する可能性があることにも注意が必要だ。

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	｜金成大介、森重彰浩
6. ASEAN 経済	｜田中嵩大、金成大介

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.