政策・経済センター　田中 康就　北川 諒　山本 道也

（1） 日本経済の現況

個人消費の弱さが響き、4四半期ぶりのマイナス成長

26年7-9月期の実質GDPは、季調済前期比年率▲0.1%と小幅マイナス成長となった。個人消費は自動車やエアコンなどの反動減や天候不順に下押しされた面もあるが、2四半期連続で減少しており、基調としても弱い。もっとも、設備投資は堅調であり、企業部門を中心に景気の拡大基調は維持されている。

（2） 日本経済の先行き

内需主導で緩やかな景気拡大を見込むが、属性ごとのバラつきや外部環境の不確実性に懸念

先行きは、資源・エネルギー高に起因する国内の物価上昇が重石となり、26年度後半は年率+0%台の成長にとどまるとみる。もっとも、27年度には内需主導で+1%程度の成長軌道に復する見通しである。企業収益は、コスト増加の影響を受けつつも、価格転嫁の進展やAI関連需要の高まりを支えに、総じて堅調を維持するだろう。設備投資は、AI関連投資の強さに加え、政府の成長戦略も追い風となり、拡大傾向が続くとみる。堅調な企業収益の下で27年も高水準の賃上げが続くとみる。実質賃金は、27年度の食料品消費税率引き下げの影響もあり、概ね前年比プラス基調で推移する見通し。個人消費も緩やかに持ち直すと予想するが、一時的な減税に対して家計は慎重な消費スタンスを続けるだろう。実質GDP成長率は、26年度前年比+0.9%（前回9月時点から変更なし）、27年度同+1.0%（前回9月時点から変更なし）と予測する（図表2-1）。

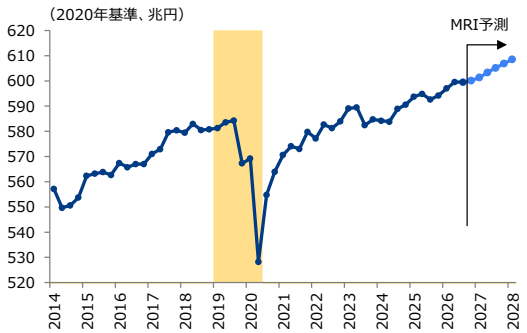
消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、以下「コアCPI」）は、26年度前年比+2.2%（特殊要因[7]を除くと前年比+3.1%）、27年度同+1.4%（特殊要因を除くと同+2.0%）と予測する。コアCPIの伸びは27年初頭にかけて3%台まで高まるものの、その後はエネルギー高の影響一巡や食料品の消費税減税などを背景に鈍化するだろう。もっとも、特殊要因を除けば27年度も均して2%程度の伸びとなる見通し。日本銀行は、基調的な物価上昇率を2%で安定させる観点を重視し、26年12月に利上げを実施した後、27年にも少なくとも2回追加利上げを行い、政策金利を2%台まで引き上げると予想する。

WTI原油先物価格は、26年末に90ドル程度、27年末に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、AI関連需要の拡大のみならず、幅広い企業の収益力向上を反映し、27年度末72,000円程度まで上昇すると想定する。10年物国債利回りは、防衛費拡大など歳出拡大圧力は根強く、リスクオフ姿勢の緩和に伴って上昇するが、市場の信認を意識した財政政策運営が一定程度維持されることを前提として、3%程度で推移すると想定した。為替レートは、日本銀行の利上げや政府の予算編成を受けて、財政拡張・金融緩和的な政策スタンスに対する懸念が後退すれば、27年度末に対ドルで150円程度まで円高で推移すると想定した。

先行きの注目点は、物価安定の実現（注目点①）、金利上昇の景気への影響（注目点②）、投資拡大の持続性（注目点③）、企業から家計への好循環実現（注目点④）、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	
	2024	2025	2026	2027
実質GDP	0.7	0.9	0.9	1.0
民間最終消費	0.1	1.3	0.1	0.6
民間住宅投資	▲0.4	▲2.6	▲0.5	▲0.4
民間企業設備投資	1.8	2.2	1.4	3.1
民間在庫品増加（寄与）	0.2	▲0.1	0.1	0.1
政府最終消費	2.3	0.8	2.3	0.6
公的固定資本形成	0.1	▲0.3	▲0.7	2.1
財・サービス 純輸出（寄与）	▲0.3	▲0.1	0.2	▲0.3
財・サービス 輸出	2.7	2.2	2.3	1.1
財・サービス 輸入	4.0	2.6	1.1	3.1
名目GDP	4.0	4.3	3.8	3.8
消費者物価（生鮮除く総合）	2.7	2.7	2.2	1.4



		実績							予測					
		2025				2026			2027					2028
		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%	0.2%	-0.4%	0.3%	0.5%	0.4%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
	前期比年率	2.1%	0.8%	-1.5%	1.1%	1.9%	1.7%	-0.1%	0.4%	0.9%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%

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

[7] 特殊要因は、消費税率の変更や燃料費補助金などの政策の影響。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

注目点① 物価安定の実現 ― 構造的な物価上昇圧力強まる、緩和的な金融環境からの脱却が重要に

コスト高の波及が続きコアCPIは27年初3%台へ、27年度は消費税率引き下げを受けて伸び鈍化

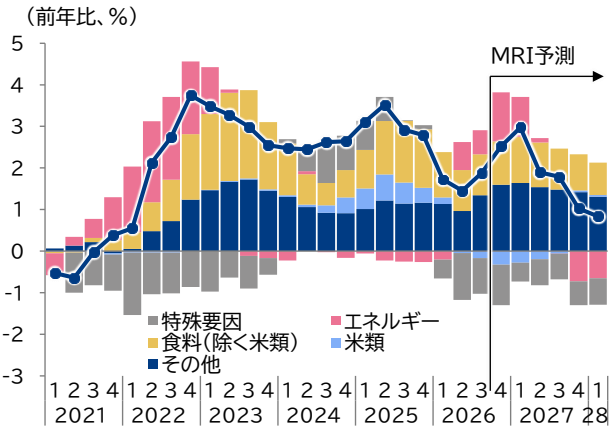
中東危機後の資源・エネルギー等の輸入コスト上昇の影響は、消費者物価に段階的に波及している。26年9月のコアCPI(生鮮食品を除く総合指数)は、前年比+2.1%と9か月ぶりに2%を上回る伸びとなった。原油高の影響を受けやすい紙製品・化学品などの日用品や食料品を中心に、幅広い品目で価格転嫁が進んだ。

先行きについて、資源・エネルギー価格高騰の影響が一段と強まることから、コアCPIの伸びは27年初頭に3%を上回る見通し(図表2-2)。資源・エネルギー高のほか、既往の円安やAI投資拡大に伴う関連製品(携帯電話、タブレット端末など)の価格上昇も物価上昇圧力となるだろう。

もっとも、27年4月に予定される食料品の消費税率引き下げは、コアCPIの伸びを▲1.0%pt程度下押しするとみる[8]。また、コメ価格は在庫積み上がりに伴う需給の緩みから下落傾向が鮮明になっている。26年11月時点のコメ価格水準が27年秋まで続いた場合、コアCPIの下押し影響はピーク時で▲0.3%pt程度となる。原油価格の一段の上昇が回避されれば、エネルギーの物価押し上げ効果は徐々に減衰するだろう。

以上を踏まえ、先行きのコアCPIは、26年度前年比+2.2%(前回8月時点同+2.4%から下方修正)、27年度同+1.4%(同+1.1%から上方修正)と予測する。27年度にコアCPIの伸び率は2%を下回るとみるが、政策の影響が大きい点に留意が必要である。

図表 2-2 消費者物価(生鮮食品を除く)



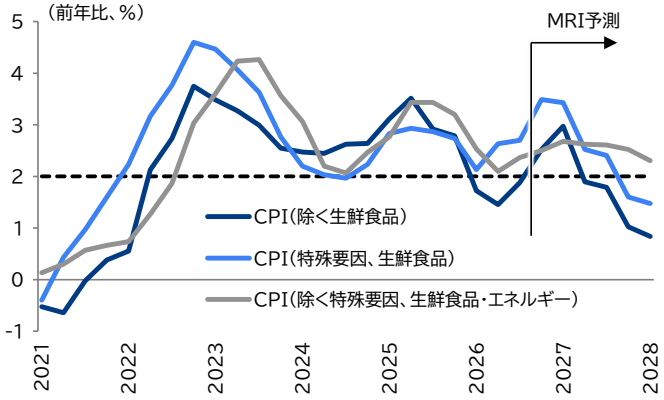
注:特殊要因は消費税率の変更や燃料費補助金等の政策影響に加え、24年外国パック旅行費の経年上昇分の影響を含む。電気・ガス料金軽減策は、26年12月～27年2月利用分に適用と想定。ガソリン補助金は26年12月以降縮小され、レギュラーガソリン小売価格の上限が毎月5円/ℓずつ引き上がると想定。
出所:総務省「消費者物価指数」を基に三菱総合研究所作成

基調的な物価上昇率は2%に到達、物価安定が重要な局面に

これに対して、政策の影響などを除いたコアCPI(特殊要因を除く)の伸び率は、2%を上回る伸びが続いており、先行きも26年度同+3.1%、27年度同+2.0%と、日銀の物価安定目標と整合的な伸びに向かうと予測する(図表2-3)。こうした変動の大きい品目の影響を除いた物価指標のほかにも、日本銀行が重視する複数の指標が基調的な物価上昇率の2%到達を示している。

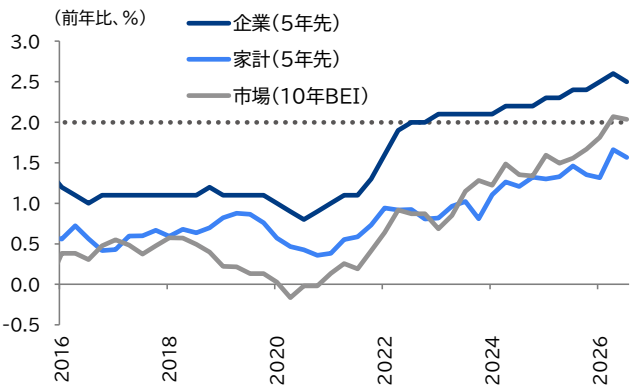
まず、中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向にある(図表2-4)。企業では2%を上回る推移が続いており、家計でも上昇傾向が続き2%に迫っている。市場の予想を示すBEI(ブレーク・イーブン・インフレ率)も2%程度で推移している。予想物価上昇率の高まりは、企業の価格設定行動の積極化などを通じて実際の物価にも影響する。

図表 2-3 特殊要因を除く物価上昇率



注:特殊要因は、消費税率の変更や燃料費補助金等の政策影響。
出所:総務省「消費者物価指数」、日本銀行「消費者物価のコア指標」を基に三菱総合研究所作成

図表 2-4 中長期の予想物価上昇率



注:市場は、物価連動国債と10年物国債の利回りから算出したブレーク・イーブン・インフレ率。企業は5年先の物価全般の見通し。家計は5年先の物価見通しに対する5択アンケートの回答を基に、修正カールソン・パーキン法により算出。
出所:日本銀行「短観」「生活意識に関するアンケート調査」、Bloombergを基に三菱総合研究所作成

[8] 軽減税率が適用されている飲食料品の税率が 8%から 1%に変更されると想定した場合のコア CPI の機械的な押し下げ幅は、▲1.3%pt と試算される。もっとも、減税を受けて企業は税抜き価格を一定程度引き上げると想定し、減税による物価押し下げ幅は 27 年度平均で約▲1%pt 程度と試算した。

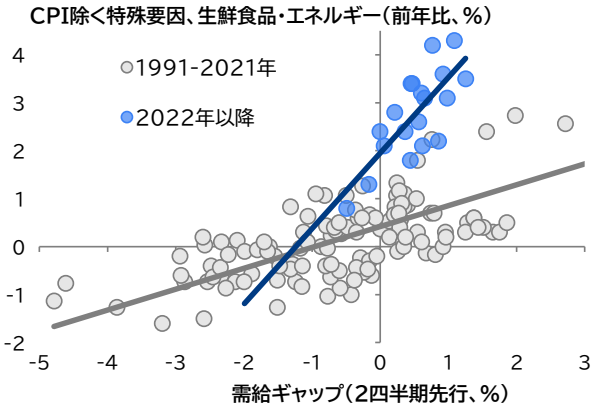
Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

次に、経済・物価構造を考慮した物価上昇率のトレンドも変化している。経済全体の需要・供給のバランスを示す需給ギャップとインフレ率の関係を表すフィリップス曲線は、22年以降、上方にシフトしている（図表2-5）。物価の中長期的な収束値を示す切片（需給がバランスしているときのインフレ率）は、長期デフレ局面の0%台から2%程度へと高まっている。

基調的な物価上昇率の高まりの背景には、①企業・家計の物価に対するノルムの変化、②経済全体の需給の引き締まり、があると考えられる。

①について、22年以降の輸入コスト上昇を契機として、多くの企業が値上げを余儀なくされた。価格引き上げ事例が増加するなか、「物価は変わらない」という社会的な通念が徐々に崩れ、企業・家計の予想物価上昇率が高まってきた。また、既往の金融緩和の下で、不動産市場へ資金が流入し、住宅価格や家賃が上昇したことも、物価認識の変化に影響している可能性がある。

図表 2-5　フィリップス曲線



注：CPI除く特殊要因、生鮮食品・エネルギーは、消費税率変更の影響を除き、16年以降は燃料費補助金などの政策影響を除く。
出所：日本銀行「需給ギャップ・潜在成長率および労働需給関連指標」「消費者物価のコア指標」、総務省「消費者物価指数」を基に三菱総合研究所作成

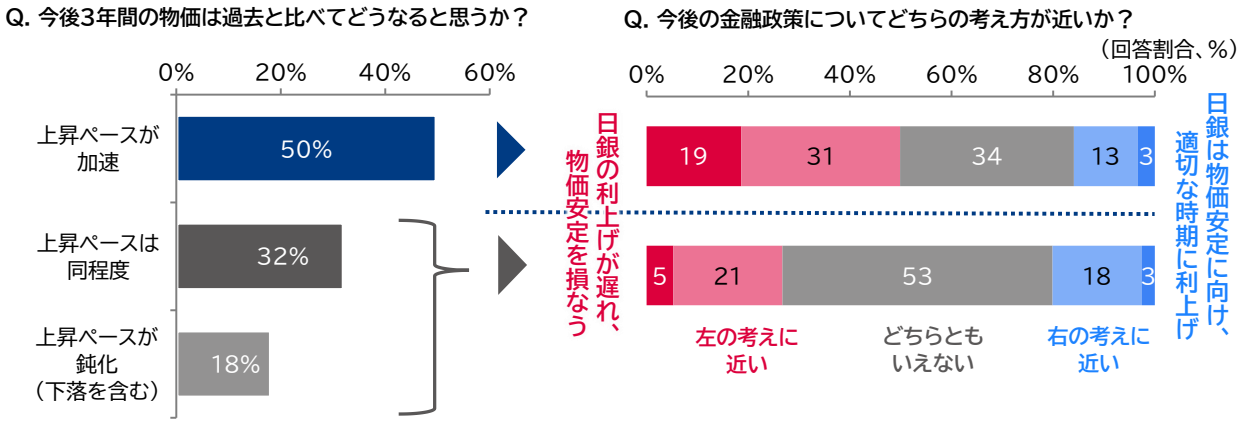
②について、人手不足による供給制約が強まる中、22年以降需給ギャップがプラスに転じてきた。物価の上昇が広がるなか、需給バランスが引き締まった状態が続いたことで、賃金を引き上げる機運が強まっていった。賃金と物価の相互作用が徐々に強まる過程で、物価上昇の性質は輸入インフレからホームメイドインフレへと変化した。

物価の上振れリスクを警戒し、日銀は27年に政策金利を2%台へ引き上げ

基調的な物価上昇率が高まるなか、さらに上振れていくリスクも高まっている。エネルギー供給懸念やAI関連需要増による物価上昇圧力の強さには不確実性が高いほか、27年4月の食料品消費税率引き下げに合わせて企業の価格引き上げ姿勢が一段と強まる可能性もある。実際、10月の日銀金融政策決定会合において、植田総裁は基調的な物価上昇率が2%を上振れていくリスクに十分な留意が必要とし、利上げを継続する姿勢を示した。供給サイドのショックによるインフレが賃金や期待インフレ率に波及し、それがさらに物価を押し上げることで基調的な物価上昇率が2%を大きく超える事態（二次的波及）を防ぐ観点で、緩和的な金融環境から脱却する必要性が高まっている。

当社が26年10月に実施した生活者を対象としたアンケートによると、今後3年間の物価について約5割が過去と比べて「上昇ペースが加速」と予想している（図表2-6）。金融政策に対する見方をあわせてみると、物価上昇ペースの加速を予想する回答者は「日本銀行の利上げが遅れ、物価安定を損なう」と回答する傾向が強い。予想物価上昇率の上振れの一因として、金融政策運営が後手に回る懸念があることが示唆される。予想物価上昇率を2%にアンカーするために、日銀は物価安定に対する明確な姿勢を政策で示す必要がある。

図表 2-6　生活者のインフレ期待と金融政策の見通し（MRI 調査）



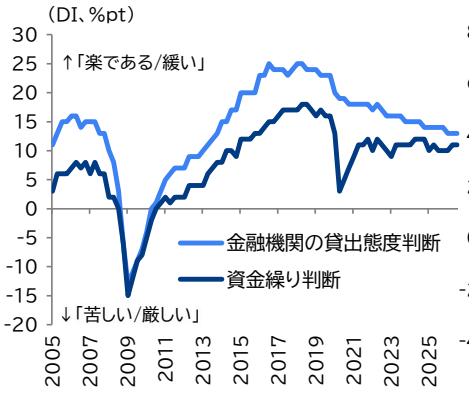
注：右図は、左図の設問で「上昇ペースが加速」と回答した回答者と、それ以外の回答者についてそれぞれ集計。
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム（mif）」アンケート（2026年10月24-27日実施、有効回答数5,000名）

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

基調的な物価上昇率を2%で安定させるために、日銀は政策金利を27年に少なくとも2.0%へと引き上げる見通し。26年12月に利上げした後、27年も年央までに2回の追加利上げを実施するとみる。その後は一旦様子見に転じるが、既往の利上げが経済・物価に及ぼす影響を点検したうえで、さらなる利上げに踏み切る可能性もある。

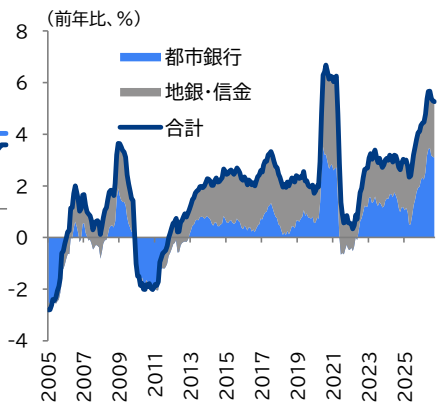
利上げ余地が大きいとみる背景として、足元の金融環境が依然として緩和的であることが挙げられる。既往の利上げを受けて貸出金利は上昇しているものの、企業収益の改善も続いていることから、企業利益に比した資金調達コストは依然低水準にある。こうしたなか、企業の資金調達環境に対する認識も良好な水準が維持されており(図表2-7)、銀行貸出も高い伸びが続いている(図表2-8)。ただし、金利上昇の影響は企業規模ごとにも大きく異なるため、利上げ局面の終盤にかけては経済・物価への波及度合いを丁寧に検証することの必要性が高まるだろう。

図表2-7　企業の金融環境判断



注:全産業、全規模。
出所:日本銀行「短観」を基に三菱総合研究所作成

図表2-8　金融機関の貸出残高



出所:日本銀行「貸出・預金動向」を基に三菱総合研究所作成

注目点②　金利上昇の景気への影響 ― 景気下押し影響は限定的だが、負担感は主体・属性ごとに異なる

長期金利は3%近傍で推移、財政の持続可能性を市場は注視

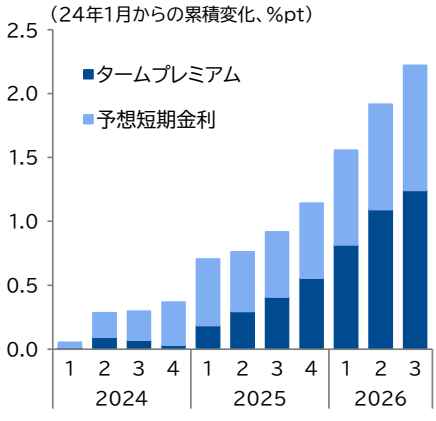
日本銀行が調整する政策金利だけではなく、長期金利も上昇傾向が鮮明になっている。日本の10年物国債利回りは、10月に一時3.1%と30年ぶりの高水準に達した。変動要因をみると、日本銀行の将来的な利上げパスの高まりを織り込み、■予想短期金利が上昇したことに加え、■タームプレミアムの拡大が金利水準を押し上げている(図表2-9)。タームプレミアムとは投資家が長期の投資において追加的に求める利回りを意味し、拡大の背景として債券市場の機能改善[9]などが大きく、経済環境の正常化に沿った上昇とみている。もっとも、一時的な拡大ペースの強まりなど、日本の財政に対する懸念が材料視されている側面もあると考えられる。

先行きも、10年物国債利回りは3%程度の水準で推移するとみる。10月中旬以降にはAI関連企業の信用不安を端緒にしてリスク回避姿勢が強まり、長期金利が低下する場面もみられたが、趨勢的には上昇傾向にある。防衛費や社会保障費など構造的に財政拡張圧力が意識されやすいことに加え、AI投資拡大に伴う国内外の資金需要の高まりも長期金利の上昇圧力となるだろう。

上記の見通しは、財政運営への市場の信認が維持されることを前提としている。高市首相は10月5日に召集された臨時国会にて、「責任ある積極財政」の下で債務残高対GDP比の安定的な引き下げや通年の国債発行額の管理を重視する方針を改めて表明するとともに、「現在はリフレ政策が必要な局面ではない」との認識を示すなど、政策運営において市場の信認の重要性を強調している。防衛費や社会保障費など追加の財政支出を伴う政策課題が多いなか、今後は政府の方針が実際の予算編成にどこまで反映されるかが焦点となる。財源や国債発行額に関して、市場の警戒が再度強まれば、タームプレミアムの拡大により長期金利が一段と上昇するおそれがある(詳細はリスクで後述)。

以下では、標準的な見通しに基づく金利の上昇が政府、企業・家計、金融機関に与える影響を点検する。

図表2-9　10年物国債利回りの変動要因



注:26年9月末までのデータに基づく試算値。
出所:中島上智氏公表データを基に三菱総合研究所作成。関連文献は一上・上野(2013)、Nakajima(2025)

9　日本銀行(2026)「日本銀行による国債買入れ減額の国債市場への影響」(日銀レビュー)では、国債買入れの段階的な減額に伴い、長期金利が市場でより自由に形成されるようになる中で、先行きの経済・物価情勢に対する市場の見方や海外金利の変化などが、長期金利に反映されやすくなっていると指摘している。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

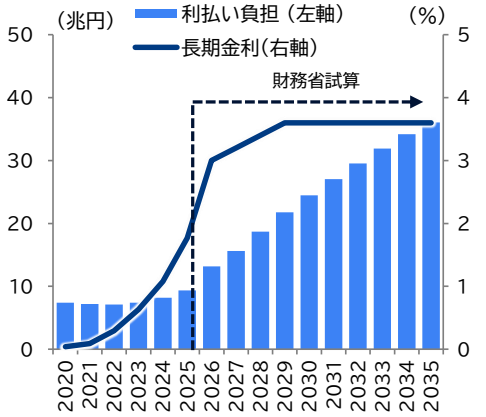
政府は利払い負担の増加を見据えた政策運営が求められる局面に

政府部門では、利払い負担の増加から財政運営に対する制約が強まる。国債の新規発行や借換えが進むにつれて金利上昇が利払費に段階的に反映され、これまで利払費を抑えてきた低金利の恩恵（金利ボーナス）が薄れるためだ。財務省の試算に基づくと、新発10年国債の金利が29年度以降3.6%で横ばいとなっても、利払費等は26年度の13兆円から35年度の36兆円まで増加傾向が続く（図表2-10）。こうした利払い負担の増加は財政余力を圧迫するだろう。

「責任ある積極財政」の「責任」を示すためには、今後の予算編成において、歳出の重点化と財源の具体化が焦点となる。検討中の26年度第2次補正予算では緊要性の高い支出へ限定できるかが問われる。また、27年度当初予算では安全保障「三文書」改定に伴う防衛支出の拡大や成長戦略推進にかかる公的支出、食料品消費税減税や就業者負担軽減支援金に伴う財政負担への対応が課題だ。

恒久的な支出の拡大には、安定的な財源の確保が不可欠だ。一時的な税収増への依存や安定財源の裏付けを欠いた国債発行額の拡大は、財政運営に対する市場の信認を損ないかねない。政府には、租税特別措置や補助金・基金の見直し、税制措置を含む安定財源の確保などを通じて、国債発行額の適切な管理が求められる。

図表2-10　国債の利払い負担の試算



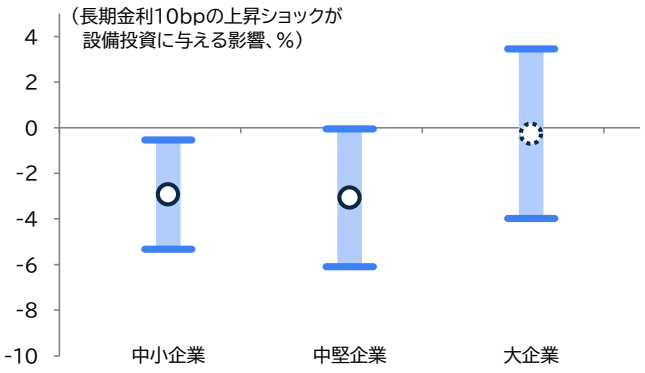
注：利払い負担は、24 年度までが決算ベース、25 年度が予算ベース（補正予算含む）、26 年度以降は財務省による試算値。26 年度以降の長期金利は、財務省試算における前提。
出所：財務省資料を基に三菱総合研究所作成

中小企業ほど金利上昇の影響を受けやすいが、過去に比べて企業の金利耐性は向上

金利上昇による企業への影響は規模によって異なるものの、総じて企業の金利負担の吸収力は高まっている。

19年までのデータに基づいて、長期金利の上昇ショック[10]が設備投資に与える影響を推定すると、大企業では統計的に有意な影響は確認されない一方、中堅企業や中小企業では設備投資が有意に下押しされる傾向がみられる（図表2-11）。この背景として、大企業は内部資金が潤沢で資金調達手段も多様であるのに対し、中堅・中小企業は借入依存度が高いことが考えられる。

図表2-11　長期金利上昇ショックが設備投資に与える影響



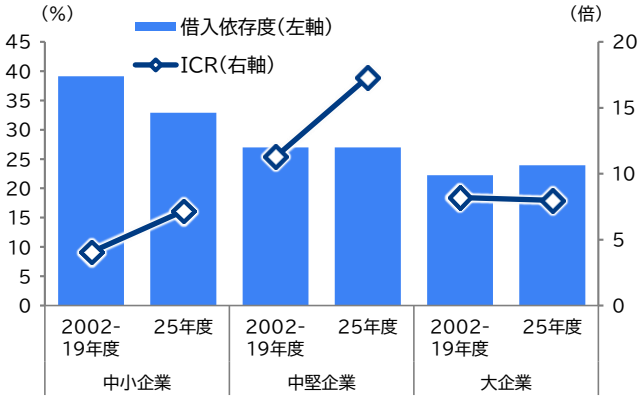
注：実質設備投資への影響をローカル・プロジェクション（LP）で推定。丸は 4～8 四半期先の累積応答平均の点推定（実線は有意、点線は非有意）、上下の範囲は 90%信頼区間。日本銀行の政策発表前後の日本国債先物価格の高頻度サプライズを用いて予想されていなかった金利変化を識別し、金利上昇ショックに換算。説明変数には、前期の需給ギャップ・実質設備投資の変化率、企業の売上高成長率、営業利益率、トレンド項、四半期ダミー、非伝統的金融政策期ダミーなどを採用。推定期間は 2002 年第 4 四半期～2019 年第 4 四半期。企業規模について、中小企業は資本金 1,000 万円以上 1 億円未満、中堅企業は資本金 1 億円以上 10 億円未満、大企業は資本金 10 億円以上とした。
出所：Kubota and Shintani（2022）、財務省「法人企業統計」を基に三菱総合研究所作成

10　景気回復局面では設備投資の増加と金利上昇が同時に生じるため、観測された金利変化をそのまま用いると、金利上昇による設備投資の下押し効果を適切に捉えられない可能性がある。そこで、日本銀行の政策発表前後における日本国債先物価格の高頻度サプライズを用いて市場で事前に予想されていなかった長期金利の変化を識別し、景気動向から金利への逆方向の関係をできる限り除外した上で、予期しない金利上昇（長期金利ショック）が設備投資に与える影響を推定した。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

もっとも、足元では企業の収益力は改善し、金利負担の吸収力は総じて高まっている。過去平均と比較して、借入依存度は総じて低下し、利払い能力を示すインタレストカバレッジレシオは中堅・中小企業において大きく改善している（図表2-12）。相対的に借入依存度が高い中小企業への悪影響が想定以上に広がる可能性には留意が必要だが、先行きの設備投資は総じて堅調を維持するとみる（詳細は注目点③で後述）。

図表2-12　企業規模別の借入依存度・インタレストカバレッジレシオ（ICR）

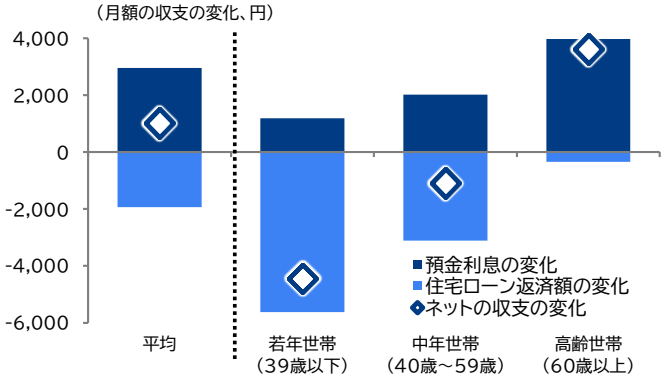


注：対象は金融業・保険業以外の業種。規模の定義は図表 2-11と同様。借入依存度は、短期・長期借入金（金融機関借入金およびその他借入金）を資産合計で除して算出。ICR は営業利益を支払利息等で除して算出。
出所：財務省「法人企業統計」を基に三菱総合研究所作成

家計では住宅ローン保有世帯への影響が大きい

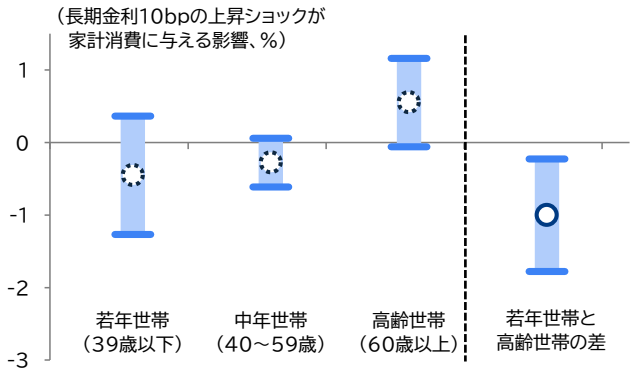
家計は、平均的には負債よりも資産が大きいことから、金利上昇による収支の悪化は限定的である。もっとも、影響は資産・負債の保有状況に応じて大きく異なる。政策金利が1%上昇した場合の家計収支の変化をシミュレーションすると、住宅ローン残高が相対的に大きい若年世帯では悪化幅が大きいのに対し、預金を多く保有する高齢世帯では改善する（図表2-13）。また、長期金利の上昇ショックによる家計消費への影響を推定すると、各年齢層において統計的に有意な結果はみられないものの、高齢世帯と比較した場合の若年世帯の消費は有意に下押しされる傾向がある（図表2-14）。長期金利が影響する家計負債は主に固定金利型の住宅ローンであり、既往の借入者への影響は限定的である。ただし、新規住宅購入者にとっては長期金利上昇が家計の重石となりうる。短期金利と長期金利で家計に影響する経路は異なるものの、金利上昇によって属性間の格差が広がる可能性には留意が必要だ。

図表 2-13　政策金利上昇による家計収支の変化



注：政策金利が1.0%pt上昇した場合に、二人以上世帯の月間収支がどの程度変化するかを試算。預金残高と住宅ローン残高は25年平均に基づく。預金金利の上昇幅は過去の政策金利との連動に準ずると想定（預金残高の新規流入は想定していない）。住宅ローンのうち、変動金利型については全て元利均等払い方式と仮定して試算（5年ルール等の影響は織り込んでいない）。変動型住宅ローン金利の上昇幅は政策金利と同等と想定。
出所：総務省「家計調査」、日本銀行「預金種類別店頭表示金利の平均年利率等」、国土交通省「民間住宅ローンの実態に関する調査」を基に三菱総合研究所作成

図表2-14　長期金利上昇ショックが家計消費に与える影響



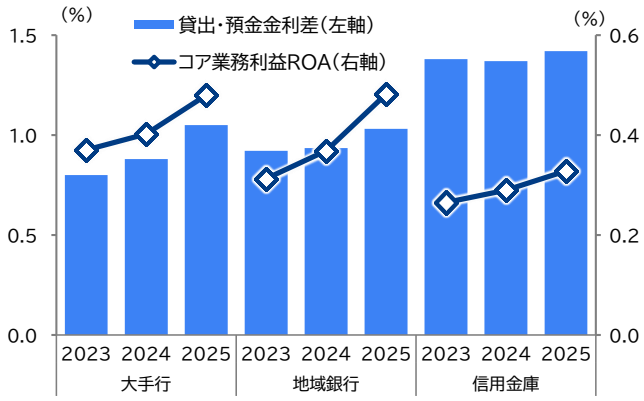
注：世帯主年齢別の実質消費への影響をローカル・プロジェクション（LP）で推定。丸は 12～24 カ月先の累積応答平均の点推定（実線は有意、点線は非有意）、上下の範囲は 90%信頼区間。日本銀行の政策発表前後における日本国債先物価格の高頻度サプライズを用いて予想されていなかった長期金利変化を識別し、金利上昇ショックに換算。説明変数には、実質消費の変化率、年齢階級固定効果、年齢階級別トレンド、消費税率引き上げ期間ダミーを採用。推定期間は 2003 年 4 月～2017 年 12 月。実質消費は、二人以上世帯の名目消費額（世帯主年齢階層別）を CPI（持家の帰属家賃を除く総合）で実質化し、推計には 12 カ月後方移動平均を使用。
出所：Kubota and Shintani（2022）、総務省「家計調査」「消費者物価指数」を基に三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

金利上昇は金融機関の収益改善に寄与、国内債券の評価損の拡大には留意が必要

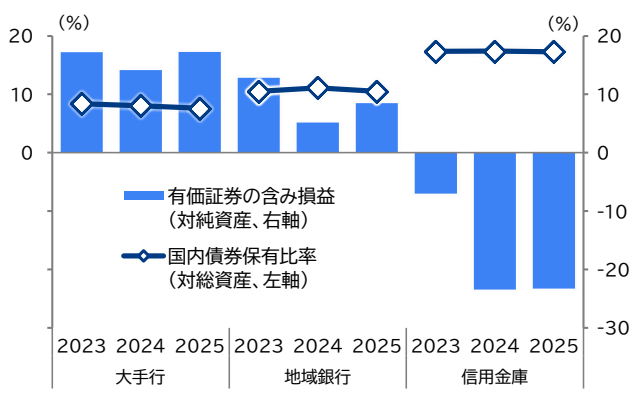
金利上昇に伴う貸出利鞘の拡大を背景に、金融機関の基礎的な収益力は改善している。貸出金利と預金金利の差の拡大に伴って、コア業務純益ROA（総資本利益率）は各業態ともに上昇基調にある（図表2-15）。他方、日本の長期金利の上昇により、金融機関の保有する債券の一部では評価損が生じている。特に、国内債券保有比率の高い信用金庫ではその影響が大きく、有価証券の含み損は純資産対比でマイナス幅が拡大している（図表2-16）。今後、長期金利が3％程度で横ばいであれば保有債券の償還に伴って評価損は徐々に縮小するとみられるものの、長期金利の一段の上昇によって一部の金融機関で資本余力が圧迫され、貸出姿勢が慎重化する可能性には留意[11]が必要だ。

図表2-15　貸出・預金金利差と
コア業務純益ROA（総資本利益率）



注：年度ベース。コア業務純益 ROA は、コア業務純益（投信解約損益を除く）を期首・期末平均総資産で除して算出。地域銀行は地方銀行と第二地方銀行。
出所：全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」、信金中金総研「信用金庫の収益性」「全国信用金庫概況・統計」を基に三菱総合研究所作成

図表2-16　国内債券保有比率と
有価証券の含み損益（純資産比）



注：年度末時点。国内債券保有比率は、国債・地方債・社債の合計を総資産で除して算出。有価証券の含み損益（純資産比）は、その他有価証券評価差額金を純資産で除して算出。その他有価証券評価差額金には、株式・債券・外国証券等の評価損益が含まれるが、満期保有目的債券等の評価損益は含まれない。
出所：全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」、信金中金総研「全国信用金庫概況・統計」を基に三菱総合研究所作成

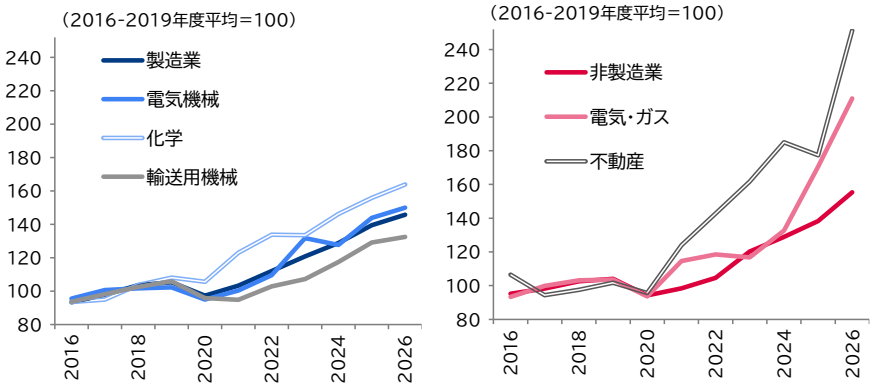
注目点③　投資拡大の持続性 ― 設備投資はAI需要や政策支援を追い風に拡大継続へ

設備投資は、AI関連や都市開発を中心に、幅広い業種で拡大

企業の設備投資は拡大基調にある。日銀短観における26年度の設備投資計画（9月調査）は、前年同時期調査と同程度の高い伸びが維持されている。製造業では、AI需要拡大を背景に電気機械などの半導体関連業種の投資が伸びていることに加え、幅広い業種において設備更新需要が強い様子がうかがえる（図表2-17、左）。非製造業では、不動産が都市再開発を進めるほか、電力・ガスも脱炭素対応やAI・データセンター（DC）建設に対応するための投資需要から、拡大傾向が強まっている（図表2-17、右）。

先行きは、金利上昇に伴う資金調達コストの上昇が予想されるものの、①AI需要の拡大、②政府の成長戦略を背景に、設備投資は拡大傾向が続くとみる。

図表 2-17　設備投資計画　（左：製造業、右：非製造業）



注：全規模。ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資を除く。26年度は、9月調査時点の計画を25年度9月調査から実績にかけての修正率で補正。
出所：日本銀行「短観」を基に三菱総合研究所作成

[11] 日本銀行「金融システムレポート」（2026 年 10 月号）では、ベースライン・シナリオ対比で円金利が全年限 1%ポイント上昇するケースでも、平均的な自己資本比率は規制によって定められた最低限満たすべき水準（国際統一基準行は 8%、国内基準行・信用金庫は 4%）を十分に上回ると試算している。また、金融市場の調整を想定したストレステストでも、金融システム全体の安定性は維持されると評価している。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

AI・半導体関連業種の資本収益性の高まりが設備投資の押し上げ要因に

①について、世界的なAI投資拡大を受け、AI・データセンター（DC）関連製品への需要が急激に拡大しており、関連業種において投資収益性が高まっている。投下資本に対するリターンを示す総資本利益率は、情報通信機械器具製造業（半導体を含む）や生産用機械器具製造業（半導体製造装置を含む）において上昇が鮮明になっている（図表2-18）。

今後もAI関連需要の拡大が見込まれるなか、企業は生産能力を増強し、生産数量の拡大や生産性向上を通じて収益拡大を図るだろう。また、AI需要の高まりを背景に、国内のデータセンター建設や送配電網整備に向けた投資も進むとみられる。

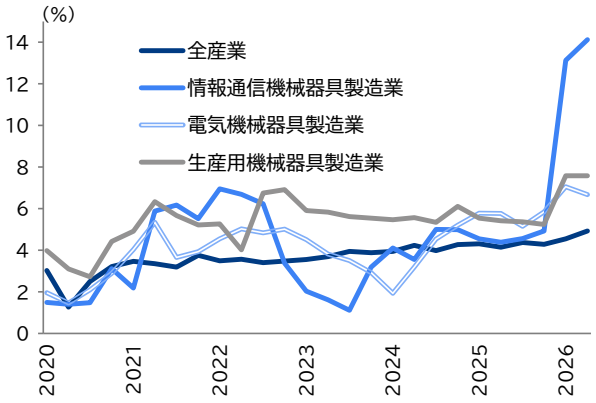
政府の成長戦略も中長期的な成長分野の投資を後押しへ

②について、政府の成長戦略も成長分野における投資を中長期的に後押しするだろう。政府は、成長戦略を具体的な施策・予算に落とし込む「日本成長戦略実行計画」を26年末までに策定する方針を示している。実行計画に盛り込まれる予定のポイントは次の通りである（図表2-19）。まず、戦略17分野の製品・技術について、事業段階や経済安全保障の観点から分類・重点化が検討されている。具体的には、「足元の収益源」、「今後の稼ぎ頭」、「経済安全保障の強化」に大きく分類した上で、半導体やフィジカルAI、自動運転技術など、経済波及効果の大きい16項目を重点的に検討する方針である。戦略推進にあたり、事業の特性や技術動向なども踏まえ、「PDCAメカニズム」によって計画に盛り込む項目の追加・削除や施策内容の見直しを行うとしている。また金融を通じた施策として、社債市場や地域金融機関の機能強化のほか、必要に応じて成長投資への融資を公的資金で支援する施策なども検討されている。

こうした具体的な計画は、産業政策に求められる方向性に概ね沿っているといえる。例えば、IMF（2024）[12]やJuhász et al.（2024）[13]は、産業政策運営において、定期的なモニタリングや効果のない施策の見直し・終了を担保するガバナンスの枠組みが重要であると指摘しており、項目・施策の点検や見直しを行う方針は、効果的な政策運営につながるだろう。

その上で、今後成長戦略の実効性を高めるためには、適切な政策手段の選択が重要になる。民間投資を促進するための政策には、直接的な補助金のほか、税制、規制、金融支援、人材政策など様々な選択肢がある。例えば、経済同友会が同会会員の経営者などを対象に行ったアンケート調査によれば、国内投資を後押しする政策として最も期待されているのは「規制・ルール改革」である[14]。既存の規制が企業の投資を阻害しているのであれば、補助金や税制優遇で資金面の支援を実施しても、十分な効果が得られない可能性がある。技術や製品、産業の特性を踏まえ、何が民間投資のボトルネックになっているのかを特定し、それを解消するための政策手段を適切に選択することが、投資拡大と競争力強化のために重要となろう。

図表 2-18　総資本利益率



注：四半期ベース。各期の営業利益を年率換算し、総資本（負債＋純資産）の期初・期末の平均で割って算出。
出所：財務省「法人企業統計調査」を基に三菱総合研究所作成

図表 2-19　成長戦略の方針の主なポイント

対象分野の重点化	・戦略17分野の製品・技術を**「足元の収益源（すでに実用化・商用化）」、「今後の稼ぎ頭（実証段階）」、「経済安全保障の強化」**に分類 ・経済波及効果や経済安全保障上の重要性を踏まえて**重点化** ・今後5年間（集中投資期間）の民間中心の投資計画を策定
施策・計画の見直し	・**PDCAメカニズム**に基づく実行計画・官民投資ロードマップの見直し ・施策の実行状況や技術の開発動向等を踏まえ、**項目の追加・削除や施策の見直し**
資金調達環境の整備	・社債市場活性化、地域金融機関の助言・資金調達能力強化 ・ツーステップローン（民間金融機関に公的資金を貸し出す）と損害担保を組み合わせた**金融支援策**

出所：内閣官房　日本成長戦略会議（第9回）資料1を基に三菱総合研究所作成

[12] International Monetary Fund (2024), “Industrial Policy Coverage in IMF Surveillance—Broad Considerations”, IMF Policy Paper, No. 2024/008.
[13] Juhász, R., N. Lane and D. Rodrik (2024), “The New Economics of Industrial Policy”, Annual Review of Economics, Vol. 16, pp. 213-242.
[14] 公益社団法人経済同友会「第 157 回景気定点観測アンケート」（最終閲覧日 2026 年 11 月 11 日）に基づく。調査期間は 26 年 7 月 21 日-31 日。回答者は経済同友会幹事など 210 名。回答者は複数の選択肢から最も期待する二つを選択。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

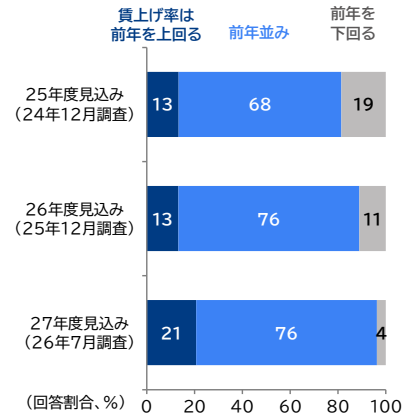
注目点④ 企業から家計への好循環実現 ― 高い賃金上昇率継続も、個人消費の回復にはバラつき

堅調な企業収益を背景に、27 年度も高めの賃上げが継続

27年春闘の平均賃上げ率は5%台前半(連合集計ベース)と、前年を小幅に上回る伸びを予想する。人手不足が続くなか、労使双方ともに高水準の賃上げを継続する姿勢が強い。労働者側では、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、定期昇給とベースアップを合わせて「6%中心、5%以上」の賃上げを要求する方針が示され、前年(「5%以上」)よりも要求水準を引き上げた。経営側でも、経済同友会のアンケート調査では、27年度の賃上げを前年並み、または前年を上回るとする回答が9割以上を占めており、高水準の賃上げを継続する姿勢がうかがえる(図表2-20)。

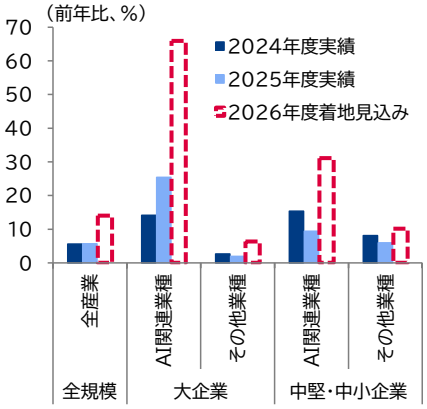
企業の賃上げ余力は総じて残されている。企業収益は、AI関連業種の大企業を中心に26年度も高い伸びで着地する見込みである(図表2-21)。中堅・中小企業でも、26年度の企業収益の伸びは前年度を上回ると見込まれ、賃上げを後押しする要因となる。そうしたなか、労働分配率は業績が好調なAI関連業種以外でも趨勢的に低下傾向にあり(図表2-22)、労働者への還元余地がある。中堅・中小企業では労働分配率が相対的に高く、個別企業・業種毎に収益環境のバラつきが大きい点には留意が必要だが、平均的には賃上げのモメンタムが維持されるだろう。

図表 2-20 企業の賃上げスタンス



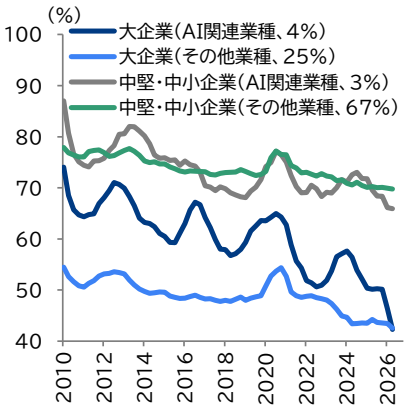
注:回答者数は24年12月調査が99名、25年12月調査が90名、26年7月調査が189名。24年12月、25年12月調査は賃上げ実施予定者に前年と比較した賃上げ率を質問。
出所:経済同友会「景気定点観測アンケート調査」を基に三菱総合研究所作成

図表 2-21 企業の経常利益



注:大企業は資本金10億円以上、中堅・中小企業は2千万円以上10億円未満。AI関連業種は、「はん用・生産用機械」「電気機械」とした。26年度は、9月調査における26年度計画を24、25年度の修正率平均を用いて延伸。
出所:日本銀行「短観」を基に三菱総合研究所作成

図表 2-22 労働分配率



注:直近は26年4-6月期。後方4四半期移動平均。大企業は資本金10億円以上、中堅・中小企業は資本金1,000万円以上10億円未満。労働分配率=人件費÷(人件費+営業利益+減価償却費)。AI関連業種は、「はん用・生産用機械」「電気機械」「情報通信機械」とした。カッコ内の数字は総人件費に占める割合を示す。
出所:財務省「法人企業統計」を基に三菱総合研究所作成

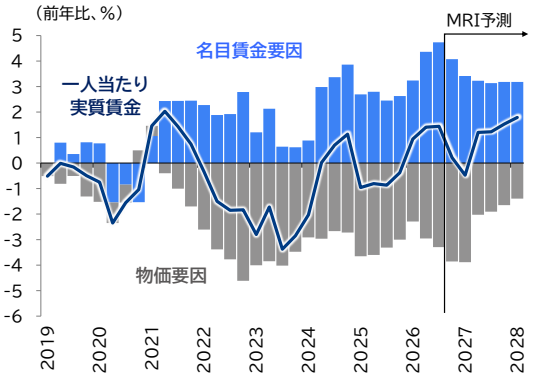
実質賃金は前年比プラス基調で推移も、個人消費の持ち直しにバラつき

高い賃上げ率が続くなか、実質賃金は27年度末にかけておおむね前年比プラス基調で推移すると見込む(図表2-23)。既往の資源・エネルギー高の波及により消費者物価の伸び率が高まることから、26年度末にかけて一時的に前年比マイナスとなるものの、27年度には再びプラスに転じ、プラス幅も拡大するだろう。

個人消費は、実質賃金の伸びに沿う形で、26 年度後半に伸び悩んだ後、持ち直す見通しである。もっとも、27年度中の実質賃金の伸びには消費税率引き下げが大きく影響している。消費税率引き下げは一時的な購買力の改善にすぎず、個人消費の持ち直しペースは緩やかにとどまるだろう。

その上で、家計属性ごとに消費の回復度合いが大きく異なる点も注目される。実質消費を年齢階級別にみると、39 歳以下で堅調に増加する一方、高い年齢層ほど消費の弱さが目立つ(図表 2-24)。

図表 2-23 一人当たり実質雇用者報酬



注:四半期ごと。名目雇用者報酬÷雇用者数を家計最終消費支出デフレーター(除く持ち家の帰属家賃)により実質化。
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

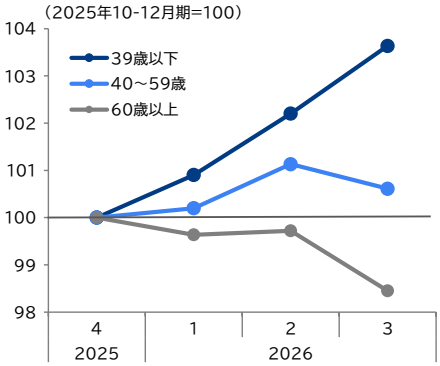
Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

この背景の一つとして、所得改善の差が挙げられる。近年の賃金上昇率は、若年層の人手不足や採用競争、年功的な賃金体系の見直しなどを背景に、若年層ほど高い傾向にある（図表 2-25）。また、老齢基礎年金の改定率は同＋2%と、現役世代の賃金上昇率を下回っている。こうした賃金や年金支給額の伸びの違いが、年齢ごとの消費の回復度合いの差につながっていると考えられる。

もう一つの要因として、身近な価格の上昇が挙げられる。近年の食料品や日用品価格の上昇は、CPI で示される以上に家計の負担感として認識されたとみられ、その傾向は消費に占める食料の割合が高い高齢層ほど強かったと考えられる。実際、消費者マインドは、実質賃金の増加が続いているにもかかわらず、緩慢な改善にとどまっており、高齢層ほど低い水準にある（図表 2-26）。

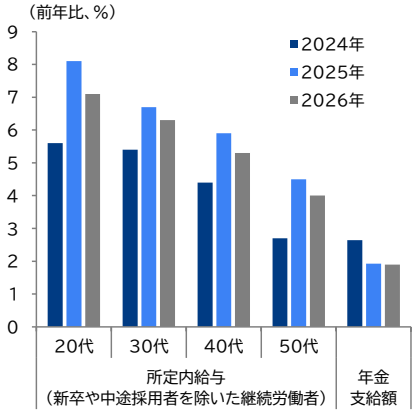
先行きも、賃金・物価の上昇が続く中では、家計の直面する経済環境に差が生じることが想定される。経済・物価情勢の変化に合わせて、適切な政策支援を行う視点も重要となろう。

図表 2-24　年齢階級別の実質消費



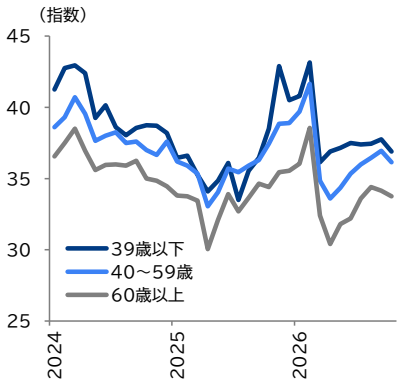
注：四半期ベース。季節調整値。CPI（除く帰属家賃）を用いて実質化。
出所：JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」、総務省「消費者物価指数」を基に三菱総合研究所作成

図表 2-25　賃金・年金支給額



注：所定内給与は5月時点の前年比で、給与計算代行サービス提供会社が保有する給与計算データを内閣府が計算したもの。年金支給額は老齢基礎年金の改定率。
出所：内閣府「今週の指標 No.1419オルタナティブデータを活用した個人ベースの賃上げに関する分析」、日本年金機構、厚生労働省資料を基に三菱総合研究所作成

図表 2-26　年齢階級別の消費者マインド



注：消費者態度指数。月次データ。直近は26年10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

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中東情勢混乱の深刻化、②AIの収益期待の大幅な後退、③長期金利の一段の上昇がある。

①について、原油・石油製品の調達量は回復しつつあるが、中東からの不安定な供給状況が続いており、米国の戦略石油備蓄の減少が続けば、代替調達にも制約が生じる可能性がある。今後、中東情勢が一段と緊迫化すれば、原油・石油製品の供給量の制約から企業の生産活動が抑制されるリスクがある。その場合には、エネルギー価格も一段と高騰し、物価高による需要の下押しが長期化することが予想される。

②について、電力の供給制約や建設規制強化によってデータセンターの建設・運営コスト増加や稼働の遅れが生じれば、米国の借入依存度の高い事業者を中心に、投資回収の遅れから資金繰りが悪化し、投資計画の見直しを迫られる可能性がある。その場合、半導体や半導体製造装置など関連財の輸出・生産が下振れるほか、国内の関連設備投資も抑制されるおそれがある。また、投資家の間でAI関連企業の収益化に対する懸念が強まれば、関連企業の株価が大幅に下落する可能性がある。さらに、データセンター事業者の資金繰り悪化を契機に、取引先や融資元の金融機関にも信用不安が波及し、日本を含む世界の金融市場が不安定化するリスクもある。

③について、新規国債発行額の大幅な拡大や財政運営スタンスの不透明感の高まりなどを契機に、財政の持続性に対する懸念が高まれば、日本国債のリスクプレミアムが拡大し、長期金利が一段と上昇するおそれがある。注目点②で示した程度の金利水準であれば、借入コストの増加は収益・所得の改善によって吸収でき、景気下押し効果は限定的だが、一段の上昇は財政懸念などに起因する「悪い金利上昇」になりうる。収益改善を大きく上回る借入コストの上昇は、設備投資の制約となる。また、金融機関が保有する国債の評価損の拡大などを通じて、金融仲介機能に悪影響が及ぶ可能性もある。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

図表2-27 日本経済予測の総括表

		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）	645,141	672,682	698,535	724,945	4.0%	4.3%	3.8%	3.8%
	民間最終消費支出	340,226	353,817	365,040	373,454	2.8%	4.0%	3.2%	2.3%
	民間住宅投資	27,689	27,827	28,928	29,505	2.9%	0.5%	4.0%	2.0%
	民間企業設備	121,399	128,003	136,282	143,771	5.2%	5.4%	6.5%	5.5%
	民間在庫品増加	187	▲ 789	▲ 14	710	***	***	***	***
	政府最終消費支出	129,096	132,618	140,278	144,182	4.6%	2.7%	5.8%	2.8%
	公的固定資本形成	32,019	32,965	34,261	35,850	3.9%	3.0%	3.9%	4.6%
	公的在庫品増加	▲ 76	▲ 100	▲ 1,454	▲ 107	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲ 5,398	▲ 1,659	▲ 4,783	▲ 2,412	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	143,445	148,681	167,600	169,820	7.9%	3.7%	12.7%	1.3%
	財貨・サービス輸入	148,842	150,341	172,383	172,232	7.2%	1.0%	14.7%	▲ 0.1%
実質	国内総生産（＝GDP）	589,321	594,800	600,256	606,133	0.7%	0.9%	0.9%	1.0%
	民間最終消費支出	305,108	309,101	309,355	311,228	0.1%	1.3%	0.1%	0.6%
	民間住宅投資	23,175	22,576	22,468	22,369	▲ 0.4%	▲ 2.6%	▲ 0.5%	▲ 0.4%
	民間企業設備	106,462	108,777	110,269	113,652	1.8%	2.2%	1.4%	3.1%
	民間在庫品増加	200	▲ 375	72	730	***	***	***	***
	政府最終消費支出	121,478	122,464	125,248	125,947	2.3%	0.8%	2.3%	0.6%
	公的固定資本形成	27,684	27,595	27,402	27,978	0.1%	▲ 0.3%	▲ 0.7%	2.1%
	公的在庫品増加	▲ 47	▲ 78	▲ 668	96	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	5,757	5,551	6,865	4,889	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	105,000	107,344	109,792	110,970	2.7%	2.2%	2.3%	1.1%
	財貨・サービス輸入	99,243	101,793	102,927	106,081	4.0%	2.6%	1.1%	3.1%

		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	103.8	105.4	▲ 1.5%	▲ 0.2%	2.6%	1.5%
	国内企業物価指数	124.1	127.6	136.3	139.4	3.3%	2.8%	6.8%	2.3%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	108.7	111.7	114.2	115.8	2.7%	2.7%	2.2%	1.4%
	GDPデフレーター	109.5	113.1	116.4	119.6	3.2%	3.3%	2.9%	2.8%
	完全失業率	2.5%	2.6%	2.4%	2.4%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	81.6	71.1	74.4	72.5	2.0%	▲ 12.9%	4.7%	▲ 2.5%
対外バランス	経常収支（10億円）	29,807	33,795	31,078	31,422	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲6,167	▲2,448	▲5,602	▲3,682	***	***	***	***
	貿易収支	▲3,031	1,340	▲3,003	▲747	***	***	***	***
	輸出	107,830	111,351	125,519	127,340	5.3%	3.3%	12.7%	1.5%
	輸入	110,861	110,011	128,521	128,087	4.7%	▲ 0.8%	16.8%	▲ 0.3%
	サービス収支	▲3,137	▲3,788	▲2,600	▲2,935	***	***	***	***
	通関収支尻（10億円）	▲5,440	▲1,982	▲5,857	▲3,725	***	***	***	***
	通関輸出	108,937	113,220	128,761	130,620	5.9%	3.9%	13.7%	1.4%
	通関輸入	114,377	115,202	134,618	134,344	4.9%	0.7%	16.9%	▲ 0.2%
為替等	無担保コール翌日物金利（年度末）	0.48%	0.73%	1.75%	2.00%	***	***	***	***
	国債10年物利回り	1.06%	1.74%	2.84%	3.00%	***	***	***	***
	日経平均株価	38,549	45,775	64,441	69,000	15.8%	18.7%	40.8%	7.1%
	原油価格（WTI、ドル／バレル）	74.5	65.2	89.8	76.3	▲ 4.4%	▲ 12.5%	37.7%	▲ 15.1%
	円／ドル　レート	152.5	150.8	158.2	151.5	***	***	***	***
	ドル／ユーロ　レート	1.074	1.159	1.138	1.120	***	***	***	***
	円／ユーロ　レート	163.7	174.8	180.1	169.7	***	***	***	***

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.