政策・経済センター 江口 修平 浅井 優汰

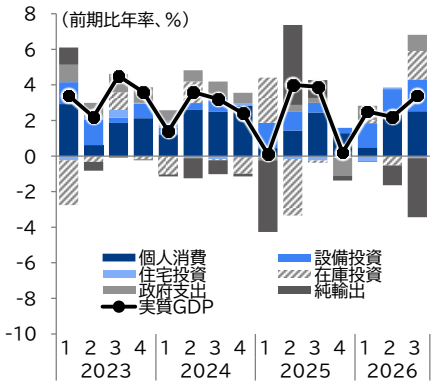
(1) 米国経済の現況

堅調な内需を背景に高成長維持も、物価高・高金利からセクター間の格差大

米国経済は堅調に推移している。26年7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率＋3.4%と、前期(同+2.2%)から伸びが加速した(図表3-1)。内訳をみると、旺盛なAI関連投資を背景に設備投資の高い伸びが続いているほか(図表3-2)、底堅い雇用・所得環境を背景に個人消費も堅調に推移している。

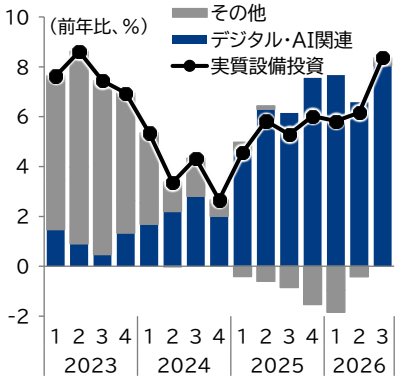
もっとも、堅調な内需はAI関連投資など一部のセクターにより主導されており、消費・投資の両面で濃淡がみられる。消費面では、物価高による購買力低下に加え、金利上昇から借入負担が増大しており、低所得層と高所得層の消費者マインドの差が拡大している(図表3-3)。投資面では、AI関連投資が堅調に推移する一方、それ以外の設備投資(図表3-2■)や住宅投資は低迷が続いている。FRBが9月に利上げに踏み切ったことなどを受けて、長期金利は5%前後の高水準で推移しており、消費や投資への一段の下押しが懸念される。

図表 3-1 実質 GDP 成長率



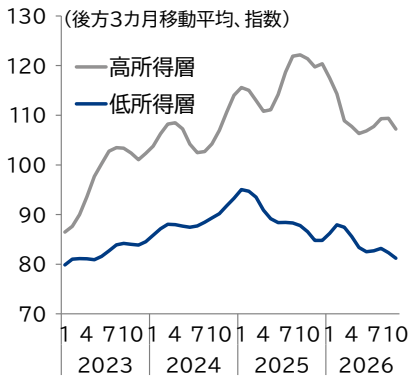
出所:米国商務省を基に三菱総合研究所作成

図表 3-2 実質設備投資



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

図表 3-3 消費者マインド



注:高所得層は年間世帯収入10万ドル以上、低所得層は年収5万ドル未満。直近26年10月。
出所:Morning Consult を基に三菱総合研究所作成

(2) 米国経済の先行き

AI関連投資拡大が成長けん引し、堅調な経済成長継続

米国経済は、先行きも堅調に推移するとみる(図表3-4)。26年の実質GDP成長率は前年比＋2.4%(GDPの年次改定結果を踏まえ、前回8月時点同+2.2%から上方修正)、27年は同+2.4%(前回8月時点同+2.1%から上方修正)と予測する。

AI関連投資の拡大が引き続き成長をけん引するとみる。他方で、AI関連投資の急拡大に伴う物価・長期金利への上昇圧力が継続し、低所得層の購買力や非AI関連産業の設備投資を下押しするだろう(注目点①AI主導の成長と副作用)。

AI関連需要の拡大やエネルギー価格の高止まりを背景に、コアPCE物価の上昇率は27年末時点でも依然として2%を上回るだろう。FRBは物価抑制に向け、26年12月に利上げした後、27年前半にも1回(各0.25%ポイント)の追加利上げを実施すると予想する(注目点②物価と金融政策の行方)。

図表 3-4 米国経済見通し

暦年ベース (前年比、%)	実績		予測	
	2024	2025	2026	2027
実質GDP	3.0	2.3	2.4	2.4
個人消費	2.9	2.6	2.4	2.3
設備投資	3.9	5.4	7.7	6.8
住宅投資	3.2	▲2.7	▲3.4	▲1.3
在庫投資寄与度	▲0.0	▲0.1	▲0.1	0.2
政府支出	4.5	1.6	1.1	1.5
純輸出寄与度	▲0.4	▲0.3	▲0.4	▲0.8
輸出等	3.6	2.1	3.9	2.2
輸入等<控除>	5.9	3.6	5.4	6.5
FFレート誘導水準(年末)	4.25-4.5	3.5-3.75	4.00-4.25	4.25-4.5
物価(コアPCE)	2.9	2.8	3.0	2.6
失業率	4.0	4.3	4.2	4.2

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

このほか、11月3日に行われた中間選挙では、民主党が上下両院で過半数議席を奪取した。これにより、政権後期の内政運営では、立法・予算面の制約が強まる。内政の行き詰まりを背景に、トランプ大統領は自身のレガシー形成を意識し、相対的に裁量の大きい通商・外交・安全保障政策に一段と注力する可能性がある。外交成果を急ぐ政権の強硬策や拙速な譲歩が、地政学リスクを高めるおそれがある(注目点③中間選挙後のトランプ政権の政策運営)。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

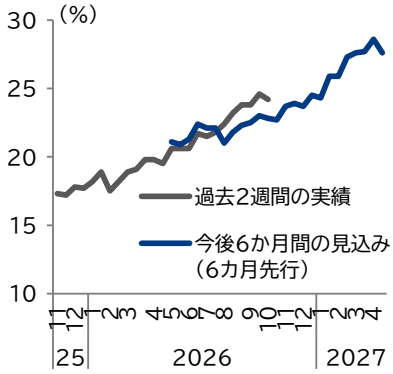
注目点① AI主導の成長と副作用 ―― AI投資拡大が成長をけん引も、金利・物価高で他部門に逆風

AI関連投資は拡大を続け、米国経済の成長をけん引するとみる。以下では、❶AI関連投資拡大の持続性、❷投資拡大に伴う金利・物価上昇圧力、の2つの観点から、AI主導の経済成長とその副作用を展望する。

❶AIモデル開発(学習)、AI利用(推論)の両面での計算需要拡大を背景に、データセンター(以下、DC)などのAI関連投資の拡大が続くとみる。学習面では、中国企業の追い上げなどから、最先端モデルの性能向上を巡る開発競争が激化しており、計算需要拡大が見込まれる。推論面では、ユーザー企業でのAIの普及と高度化が計算需要を押し上げる。米国センサス局の企業調査によれば、米企業のAI利用率は今後も上昇が見込まれる(図表3-5)。加えて、OpenAIによれば、通常の生成AIよりも多くの計算量を要する高度なモデル(エージェント型AI)のトークン消費割合も、上昇傾向が続いている(P.6総論、図表1-7)。計算需要拡大が見込まれる中、26年上期の米国主要DCの空室率は2.0%と過去5年間で最低水準にあり[15]、計算資源の供給が追い付いていない。需要の取り込みに向けて、ビッグテックを中心に積極的な投資姿勢が続くとみる。

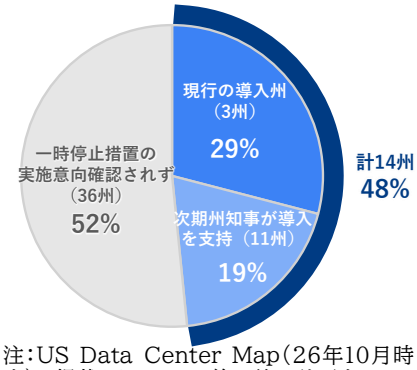
もっとも、電力供給制約や規制強化で、AI投資が抑制される懸念が強まっている。電力面では、DC建設需要に送配電網の整備が追い付かず、電力網への接続が長期化しているほか、電力関連設備の不足も稼働の遅れを招いている。規制面では、電力料金上昇や水資源への負荷に対する懸念などを背景に、DC建設を制限する動きが広がっている。現在、DCの新規建設・許認可の一時停止を実施しているのは3州(ニューヨーク、テキサス、オレゴン)のみだが、州知事選の結果、同様の措置を支持する候補者が14州(一時停止実施済みの3州を含む)で当選した。全米で建設計画中のDC容量の約半分がこの14州に集中しており(図表3-6)、実際に規制が導入されれば一部の計画で立地や時期の見直しを迫られる可能性がある。DCの建設・稼働遅延が長期化すれば、収益化が遅れ、資金繰りを圧迫しかねない。特に、AI向けDC事業に収益源が集中するネオクラウドは、設備投資が営業キャッシュフローを上回り、借入依存度が高い(図表3-7)。利払い・返済負担で資金繰りへの懸念が強まれば、追加資金調達の難航や新規投資の抑制につながるおそれがある。

図表 3-5 米企業の AI 利用率



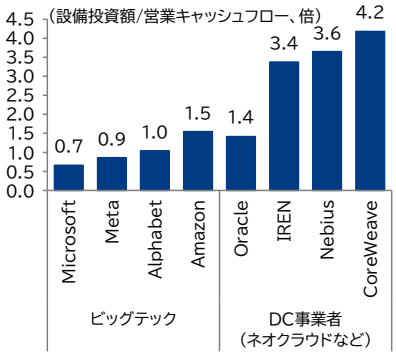
注:「今後6カ月の見込み」は回答時期から6カ月先行して表示。
出所:米国センサス局を基に三菱総合研究所作成

図表 3-6 建設・許認可停止措置の対象となる可能性のある DC 計画



注:US Data Center Map(26年10月時点)に掲載されている、着工前の計画中DCの容量を基に算出(割合は容量ベース)。次期州知事の支持は、選挙時の公約、過去の発言等に基づき独自に判断(11月16日時点)。
出所:US Data Center Map、各種資料を基に三菱総合研究所作成

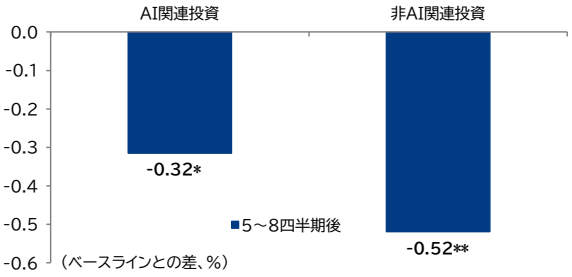
図表 3-7 テック企業の設備投資/営業 CF 比(2026 年 1-9 月)



注:各社で設備投資の集計対象が異なる点に留意。Oracle は25年12月-26年8月までの決算データ。
出所:米国証券取引委員会、Nebius 決算資料を基に三菱総合研究所作成

❷AI関連投資の急拡大は、A)金利上昇、B)物価上昇圧力を通じて、非AI関連投資や低所得層の消費を下押しするとみる。A)について、AI関連投資の資金調達に向けたテック企業の社債発行拡大が、国債需給悪化を通じて長期金利上昇の一因となっている。当社推計によれば、過去局面における長期金利上昇に伴う設備投資の下押し幅は、AI関連投資よりも、非AI関連投資で大きい(図表3-8)。B)について、メモリ価格の高騰が既にPC・スマートフォンの価格に波及しているほか、DCの電力設備に使われる銅などの資材価格も上昇している。こうしたコスト上昇は企業収益を圧迫し、価格転嫁を通じて家計の購買力を下押しするだろう。

図表 3-8 長期金利上昇が設備投資に与える影響(MRI 推計)



注:AI 関連投資は、情報処理機器、ソフトウエア、研究開発。非 AI 関連投資はそれ以外の設備投資項目と定義。推計値は、ショックによってとある四半期の長期金利が 0.1%pt 上昇した場合に、実質設備投資が何%変化するかを表す(金利上昇しなかった場合との差)。**, *はそれぞれ 5%、10%水準で有意。詳細な分析手法は P.27 補論を参照。
出所:FRB、米商務省を基に三菱総合研究所作成

[15] CBRE の報告書を基に、総受電容量に占める利用可能容量で空室率を算出。バージニアなど、16 の主要 DC 市場が対象。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

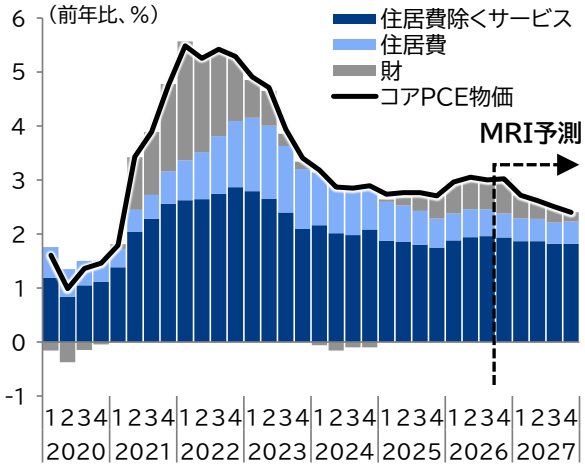
注目点② 物価と金融政策の行方 ―― 根強いインフレ圧力を背景に、段階的な利上げを継続

米国経済が堅調に推移するなか、コアPCE物価上昇率は、関税による物価上昇圧力の一巡などを受けて緩やかに鈍化するものの、根強いインフレ圧力から27年末にかけて前年比+2%を上回る水準で推移するとみる(図表3-9)。当社は、FRBがインフレ抑制に向けて、26年12月に利上げ後、27年前半にも1回(各0.25%ポイント)の追加利上げを実施し、27年末まで政策金利を4.25-4.50%で維持すると予想する。

根強いインフレ圧力が残る要因として、❶AI関連需要の急拡大、❷エネルギー価格の高止まりの2点がある。

❶について、AI需要の拡大に伴う部材・資材などの需給逼迫が続き、価格上昇圧力は当面残るとみる。例えば、TrendForceの予測によれば、サーバー用メモリの一種であるDRAMの充足率は27年末までマイナス圏(供給不足)で推移する見通しであり[16]、今後もメモリ価格の高止まりが見込まれる。また、電力設備や配線に広く用いられる銅も価格上昇が続いており、26年9月には銅価格(IMFのGlobal price of Copper)は前年比+44.8%と伸びが拡大した。こうした部材・資材価格の上昇が、幅広い品目に波及し、インフレの高止まりにつながるだろう。

図表 3-9 コア PCE 物価



出所:米国商務省を基に三菱総合研究所作成

❷について、中東での軍事衝突が終結したとしても、エネルギー価格高騰の影響は長期化するとみる。損傷したエネルギー関連インフラの復旧には時間を要することに加え、供給回復後も低水準まで落ち込んだ原油在庫の積み増し需要がエネルギー価格の高止まりを招くだろう。燃料高に伴う輸送・物流コストの上昇は、時間差を伴って財・サービス価格に転嫁され、物価の押し上げ要因となる。

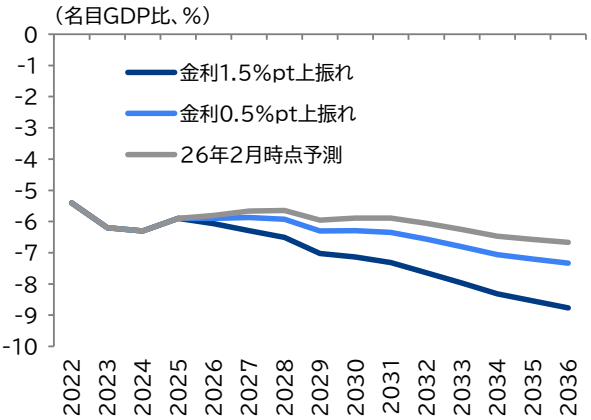
物価上昇圧力の強さから政策金利が高水準で維持され、米10年物国債利回りは5%台で高止まりするとみる。足もとの長期金利上昇には、追加利上げ観測の高まりによるA)期待短期金利の上昇(図表3-10■)と、B)タームプレミアムの拡大(図表3-10■)が寄与している。A)について、期待短期金利は、市場参加者が将来どの程度の政策金利水準を見込んでいるかを表し、OIS(翌日物金利スワップ)市場では27年末までに3回程度の追加利上げが織り込まれている。B)について、前述のテック企業による社債発行拡大に伴う国債需給悪化に加え、構造的な財政赤字や金利上昇に伴う利払い費増加を背景とする財政悪化懸念が押し上げ要因となっている。実際、長期金利の高止まりが続けば、米国の財政収支は26年2月時点のCBO予測(26年の想定長期金利:4.1%)から大幅に悪化すると試算される(図表3-11)。利払い費の増加が財政赤字と国債発行の拡大を招き、市場の想定を上回るペースで財政悪化が進めば、さらなる金利上昇につながる悪循環も懸念される。AI関連の資金需要拡大や財政悪化懸念から長期金利の高止まりが続くだろう。

図表 3-10 長期金利上昇の要因分解



注:直近は 26 年 10 月 30 日。DKW モデルに基づく要因分解。期待短期金利は、予想実質短期金利と期待インフレの和。タームプレミアムは、実質タームプレミアムとインフレリスクプレミアムの和。
出所:FRB を基に三菱総合研究所作成

図表 3-11 米国財政収支の対 GDP 比(CBO 予測)



注:金利上振れシナリオは、全ての金利が一律に 0.5%pt および 1.5%pt 上昇した場合を仮定。
出所:CBO を基に三菱総合研究所作成

[16] TrendForce (2026) "Global Memory Supply-Demand Divergence: Analyzing 2027 DRAM Structural Tightness and NAND Flash Oversupply"

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

注目点③ 中間選挙後のトランプ政権の政策運営 ―― レガシー追求に起因する地政学リスクに懸念

26 年 11 月の中間選挙では、民主党が上下両院で過半数を奪取した。これにより、政権後期の内政運営では、新たな立法措置が難しくなるほか、予算・歳出を巡る協議の難航や議会による政権監視の強化も予想される。内政面で成果を上げにくくなるなか、トランプ大統領は自らのレガシー形成を意識し、大統領の裁量が比較的大きい通商・外交・安全保障分野に一段と注力する可能性がある（図表 3-12）。想定される対外政策として、以下 3 点が挙げられる。

第一に、各国への経済・安保面の要求強化である。日本や欧州などに対し、既存の対米投資合意の履行加速や防衛費のさらなる増額を迫る可能性がある。中国に対しては、エヌビディアを巡る疑惑を受け米議会が超党派で先端半導体の輸出規制強化を求めるなか、政権も関係安定化から対中圧力の強化へと軸足を移す可能性がある。追加関税を各国への圧力手段として用いれば、通商政策の不確実性が再び高まるおそれがある。

第二に、歴史的な外交成果の追求である。その一つとして、北朝鮮との首脳外交を再開し、朝鮮戦争の終戦宣言や和平合意の実現を目指す可能性がある。ただし、成果を急ぐあまり、非核化の実質的な進展を伴わずに制裁緩和や安全保障上の譲歩に踏み切れば、東アジアの安全保障環境を不安定化させかねない。

第三に、中東での軍事関与の拡大やキューバへの圧力強化である。トランプ大統領は、イランとの戦争を米国に有利な条件で終結させるため、短期集中型の大規模攻撃に踏み切る可能性がある。中東情勢が一段と不安定化すれば、エネルギー価格の上昇を通じて米国・世界経済を下押ししかねない。また、西半球での影響力拡大に向け、キューバへの軍事的圧力や経済制裁を強める可能性もある。外交成果を急ぐ政権の強硬策が、地政学リスクを高めるおそれがある。

図表 3-12 中間選挙後のトランプ政権の政策運営

内政	予算・立法	● 民主・共和両党の対立が強まれば、**予算交渉の難航や政府閉鎖のリスクが高まる** ● 立法には民主党との妥協が必要に。**民主党案には大統領が拒否権を行使し、政策運営が停滞**
	人事・政権監視	● 閣僚・FRB理事・連邦判事など、**上院の承認を要する重要人事が難航** ● トランプ大統領・親族の事業を巡る利益相反などへの**議会監視が強化。大統領の弾劾訴追**の動きも強まる
	産業・規制	● AI｜対中競争を意識し、DC整備は継続。他方、電気料金の企業負担等を超党派で模索する可能性 ● 移民｜不法移民の取締り・送還は継続。一方、議会による移民取り締まりへの監視・牽制が強化
通商・外交・安全保障		● 通商・安全保障｜**関税をてこに対米投資合意の履行・防衛費増額**を要求 ● 外交｜大統領個人のレガシー形成に向け、**ウクライナ停戦、北朝鮮との和平合意**など外交成果を追求 ● 対外強硬策｜**イランへの短期集中型の大規模攻撃やキューバへの軍事攻撃**など、対外圧力を強化

出所：各種資料を基に三菱総合研究所作成

（3）米国経済の先行きリスク

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

第一は、AI関連投資の減速である。電力制約に加え、各州・地域で広がるDC建設規制の強化の動きによってDCの建設・稼働が遅れれば、ネオクラウドを中心に資金繰りが悪化し、投資計画の見直しにつながりかねない。加えて、中国発の低コストなオープンウエートモデルの普及によりAIモデル間の価格競争が強まるなか、巨額の先行投資に見合う収益拡大が進まなければ、AIモデル開発企業の資金調達環境が悪化し、開発投資が抑制されるおそれがある。さらに、AI関連企業間の循環的な出資・取引やプライベートクレジットの拡大により信用関係が複雑化しており、一部企業の信用不安が連鎖し、金融市場に波及するリスクもある。

第二は、長期金利の一段の上昇である。その引き金として、①財政悪化懸念の強まり、②FRBの物価安定への信認の揺らぎが挙げられる。①について、財政赤字が高水準で推移するなか、金利上昇に伴う利払い費の増大が財政赤字と国債発行のさらなる拡大を招く悪循環が懸念される。②について、FRBが財政負担に配慮し、インフレ抑制に必要な金融引き締めをためらうとの見方が広がれば、物価安定への信認が揺らぎ、長期の期待インフレ率やリスクプレミアムが上昇するおそれがある。長期金利の急騰は、住宅投資や設備投資を抑制するほか、住宅・自動車ローン金利の上昇や株価調整を通じて個人消費も下押ししよう。

第三は、中東情勢の深刻化である。米・イランの軍事衝突は依然として終結のめどが立たず、足もとでは、イランによるホルムズ海峡を航行する商船への攻撃が再び激化している。加えて、戦火は周辺地域にも波及し、イエメンの親イラン武装組織フーシ派によるサウジアラビアへの攻撃も拡大している。ホルムズ海峡だけでなく、代替経路である紅海経由の輸送にも制約が強まる懸念がある。エネルギーの供給制約が一段と深刻化・長期化すれば、燃料価格や物流コストの高騰による物価上昇圧力がさらに強まり、家計の購買力低下を通じて個人消費が一段と下振れるおそれがある。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

【補論：長期金利上昇が投資へ与える影響の推計方法】

図表3-8では、Christiano et al. (1999)の再帰的識別の手法を参考に、長期金利上昇の影響を推計した。具体的には、米10年物国債利回り（長期金利）の変化のうち、実質GDP、GDPデフレーター、AI関連と非AI関連の実質設備投資、米1年物国債利回りの動きでは説明できない部分を、長期金利ショックとした。AI関連投資は情報処理機器、ソフトウエア、研究開発、非AI関連投資はそれ以外の設備投資（構築物、機械など）であり、いずれも内訳を名目シェアで加重して合算。分析期間は1990年第1四半期～2019年第4四半期とした。なお、推計値は、景気・物価や当面の金融政策の見通しでは説明できない長期金利の上昇の影響を表す。そのため、景気の拡大や物価上昇、それに伴う利上げの見通しを反映した長期金利の上昇（景気見合いの金利上昇）には、必ずしも推計値の投資下押し幅がそのまま当てはまるとは限らない点に留意。

長期金利ショックの取り出し方と推計モデル

まず、7変数のVARを推計し、過去の値では説明できない各変数の動き（誤差項u）を求めた。そのうえで、誤差項uを、互いに無相関なショックεに分解した。

$$Y_t = c + \sum_{k=1}^{4} A_k Y_{t-k} + u_t, \quad Y_t = [GDP_t, P_t, I_t^{AI}, I_t^{nonAI}, i_t^1, i_t^{10}, EBP_t]' \cdots (1)$$

$$u_t = B \cdot \varepsilon_t, \qquad BB' = E[u_t u_t'] \cdots (2)$$

A_kは係数行列、GDP_tは実質GDP、P_t,はGDPデフレーター、I_t^{AI}, I_t^{nonAI}はAI関連および非AI関連の実質設備投資（いずれも対数値×100）、i_t^1, i_t^{10}は米1年物・10年物国債利回り、EBP_tは超過社債プレミアム（Gilchrist and Zakrajšek [2012]）である。Bは、u_tの分散共分散行列E$[u_t u_t']$をコレスキー分解して得られる下三角行列であり、Y_tの変数の並びは、同じ四半期のうちにショックが波及する順番を表す。6番目のショックが長期金利ショックで、実質GDP、物価、AI関連と非AI関連の投資、1年国債利回りは同じ四半期には反応せず、超過社債プレミアムは同じ四半期から反応すると仮定。ショックの大きさは、ショックが起きた四半期に長期金利が0.1%ポイント上昇。

ショックに対する設備投資の反応の推計値は、VARモデルと局所射影（Jordà [2005]）の2つで推計した。局所射影とVARモデルは異なる性質を持ち、推計上のメリット・デメリットがそれぞれ存在する。本分析では、複数の推計を組み合わせる考え方（Ho et al. [2024], Chen et al.[2026]）を踏まえ、両者の単純平均を推計値とした。

VARモデルでは、(1)式と(2)式を用いて、ショックの後の各変数の動きを推定した。

$$\beta_h^{VAR} = \frac{(\Phi_h B)_{k6}}{B_{66}}, \qquad \Phi_h = \sum_{k=1}^{4} A_k \Phi_{h-k} \ \ (\Phi_0 = \text{単位行列})$$

局所射影では、h四半期後の実質設備投資の変化を、長期金利の変化に回帰した。

$$I_{t+h} - I_{t-1} = \alpha_h + \beta_h^{LP} \Delta i_t^{10} + \theta_h' x_t + \sum_{k=1}^{4} \gamma_{h,k}' Y_{t-k} + e_{t+h}$$

Δi_t^{10}は長期金利の前期差、x_tは(1)式の5つの制御変数（GDP_t、P_t、I_t^{AI}、I_t^{nonAI}、i_t^1）、α_hは定数項、θ_hと $\gamma_{h,k}$は制御変数の係数、e_{t+h}は誤差項である。以上の推計モデルを踏まえ、図表3-8で示している推定値は次の値である。

$$\text{5~8四半期後の投資下押し幅} = 0.1 \times \frac{1}{4} \sum_{h=5}^{8} \hat{\beta}_h, \qquad \hat{\beta}_h = \frac{1}{2}(\hat{\beta}_h^{VAR} + \hat{\beta}_h^{LP})$$

参考文献

Chen, C., E. Pesavento, and B. Vonnák (2026), "Estimator Averaging of Local Projection and VAR Impulse Responses," arXiv:2605.05456.

Christiano, L. J., M. Eichenbaum, and C. L. Evans (1999), "Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End?" in J. B. Taylor and M. Woodford (eds.), Handbook of Macroeconomics, Vol. 1A, pp. 65–148.

Gilchrist, S., and E. Zakrajšek (2012), "Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations," *American Economic Review*, 102(4), pp. 1692–1720.

Ho, P., T. A. Lubik, and C. Matthes (2024), "Averaging Impulse Responses Using Prediction Pools," *Journal of Monetary Economics*, 146, 103571.

Jordà, Ò. (2005), "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections," *American Economic Review*, 95(1), pp. 161–182.

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.