MRI 三菱総合研究所

NEWS RELEASE

2026 年 11 月 17 日
株式会社三菱総合研究所

世界・日本経済の展望

― AI投資が支える世界経済、成長の裏に潜む脆弱性 ―

株式会社三菱総合研究所（代表取締役 社長執行役員：籔田健二、以下 MRI）は、11月半ばまでの経済・政治情勢や日本の2026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、原油の代替調達・在庫活用などにより中東危機の悪影響が抑制されるなか、AI関連投資拡大がけん引する形で底堅い成長を維持している。

先行きは、引き続きAI関連投資の拡大が主導する形で、成長軌道を維持するとみる。もっとも、成長の持続性を巡る不確実性は高い。今後の世界経済を左右する要素として、以下の3つに注目している。

① AI関連投資の持続性
世界的なAI利用の拡大・高度化を背景に、AI関連投資は中長期的に拡大が続くとみる。もっとも、投資資金の外部調達への依存が高まるなか、一部企業では、資金調達コストの上昇による財務負担の増大が懸念される。電力制約や建設規制などに伴う投資の遅れやAI事業の収益性への懸念が広がれば、投資主体や案件の選別が進む可能性がある。AI関連企業の資金調達手段が複雑化し、企業間の出資・商取引関係も強まるなか、個別企業の財務悪化が関連企業や金融市場に波及するリスクがある。

② 中東情勢混乱の経済影響
ホルムズ海峡を迂回する輸送ルートの活用などにより、中東からの原油輸出は回復傾向にあるものの、軍事的緊張は解けておらず、供給は不安定な状況が続くだろう。供給回復の遅れや原油精製余力の乏しさなどから、原油・石油製品価格は当面高止まりし、各国のインフレ圧力を強めるとみる。主要国の中央銀行はインフレ上振れへの警戒感から、総じて引き締め方向の政策スタンスを維持すると想定する。中東における軍事衝突が激化・長期化すれば、価格上昇だけではなく、供給量の不足から経済活動が制約されるおそれもある。

③ 長期金利の動向
主要国の長期金利は、政策金利見通しの上方シフトに加え、財政懸念などを背景とするリスクプレミアムの拡大から上昇している。財政への信認低下によってリスクプレミアムが一段と拡大すれば、企業の資金調達コスト上昇などを通じて、景気が下押しされるおそれがある。長期金利上昇が顕著なフランスでは、27年の大統領選後も不安定な政権運営が続くとみられ、財政不安の強まりが懸念される。米国や日本でも、財政運営を巡る不透明感を背景に、長期金利が一段と上昇する可能性は軽視できない。

上記の3つの要素について、AI関連投資の収益悪化、中東危機の深刻化、長期金利の大幅上昇など、リスクが顕在化した場合には世界経済の成長ペースは大きく下振れるおそれがある。

また、主要国の政治情勢も、世界経済の不確実性を増幅しうる。トランプ米大統領は、内政の行き詰まりから通商・外交・安全保障分野で強硬姿勢を強めかねず、地政学リスクの高まりが懸念される。中国では習国家主席が4期目続投を見据えて、外交面での成果を重視する可能性もある。米中関係を軸に、国際情勢の変化が世界経済にもたらす影響は大きい。

日本経済

日本経済は、個人消費の弱含みから足もとで回復が足踏みしている。先行きについて、26年度後半は資源・エネルギー高に起因する物価上昇が重石となり、＋0％台の成長ペースにとどまるものの、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。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き、実質賃金は均してみれば前年比プラス傾向で推移する見通し。食料品消費税引き下げも一定程度家計の購買力改善につながるとみるが、個人消費は緩やかな持ち直しにとどまるだろう。実質GDP成長率は、26年度前年比＋0.9％、27年度同＋1.0％（ともに前回9月時点から変更なし）と予測する。コアCPIの伸び率は26年度前年比＋2.2％、27年度同＋1.4％と鈍化を見込むが、食料品消費税引き下げの影響が大きく、物価上昇圧力は根強く残るとみる。日本銀行は、物価上振れリスクを抑制する観点から、26年12月に利上げした後、27年にも少なくとも2回利上げを実施し、政策金利を2％台へ引き上げると予測する。

米国経済

米国経済は堅調に推移している。先行きは、AI関連投資拡大がけん引し、堅調な成長を維持するとみる。実質GDP成長率は、26年前年比＋2.4％（GDP年次改定を受け、前回8月時点同＋2.2％から上方修正）、27年同＋2.4％（前回同＋2.1％から上方修正）と予測する。エネルギー価格の高止まりやAI関連資材の需要拡大などを背景に、コアPCE物価上昇率は当面2％を上回るだろう。FRBは物価安定に向けて26年12月に1回、27年前半に1回の利上げを行い、政策金利を4.25～4.50％まで引き上げると予想する。政治情勢について、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。内政停滞からトランプ大統領は裁量の大きい通商・外交・安全保障分野に注力し、強硬姿勢が地政学リスクを高める懸念がある。

欧州経済

ユーロ圏経済は、中東情勢や異常気象の影響を受けながらも、底堅さを維持している。先行きは、フランスを中心に金利上昇が景気の下押し要因となるが、EUやドイツによる競争力強化に向けた投資の本格化から、緩やかな成長が続くとみる。実質GDP成長率は、26年前年比＋1.1％（前回8月時点同＋0.8％から上方修正）、27年同＋1.2％（前回8月時点から変更なし）と予測する。フランスでは、大統領選後も不安定な政権運営が続くとみられ、財政懸念から長期金利が上昇しやすい状況は長期化するだろう。

中国経済

中国経済は、内需不振から減速傾向にある。先行きは、雇用・所得環境や不動産市場の早期改善は見込み難いものの、政策の下支えにより4％台の成長を維持するとみる。26年の実質GDP成長率は政府の成長率目標の下限である前年比＋4.5％、27年は同＋4.3％と予測する（前回8月時点から変更なし）。内需の弱さが続く一方、AI関連分野の国際競争力や、国内でのAI活用が生産性に与える影響が注目される。また、27年の党大会を控えた習国家主席の外交姿勢について、米中関係を軸に注視する必要がある。

ASEAN経済

ASEAN経済は底堅く推移している。先行きは、エネルギー高や食料高が内需を抑制するものの、AI関連輸出・投資の拡大に支えられ、底堅さを維持するとみる。ASEAN5の26年の実質GDP成長率は前年比＋5.0％（実績の上振れとAI関連需要の拡大を踏まえ、前回8月時点同＋4.6％から上方修正）、27年は同＋4.9％（同＋4.7％から上方修正）と予測する。もっとも、AI需要の恩恵には国ごとの濃淡が大きく、各国の経済基盤や政治情勢の違いを背景に、株価や為替相場の動向にも差が生じる点に留意が必要である。

インド経済

インド経済は、中東危機の影響を受けつつも、高成長を維持している。先行きは、貿易赤字拡大やルピー安の影響が懸念されるものの、内需主導で堅調を維持するとみる。実質GDP成長率は26年度前年比＋6.8％（前回8月時点同＋6.2％から上方修正）、27年度同＋6.8％（同＋6.5％から上方修正）と予測する。中長期的には、国内付加価値の向上に向けた半導体産業の育成策が成果を上げられるか注目される。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

目次

1. 総論 ＿＿＿

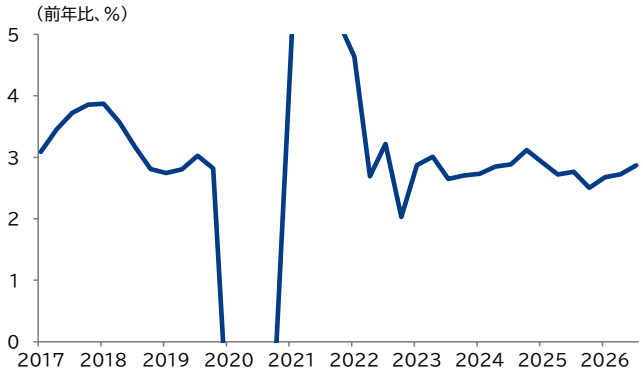
政策・経済センター 堂本 健太 綿谷 謙吾

(1) 世界経済の現況

世界経済は、エネルギー供給制約の緩和とAI投資拡大を支えに、成長軌道を維持

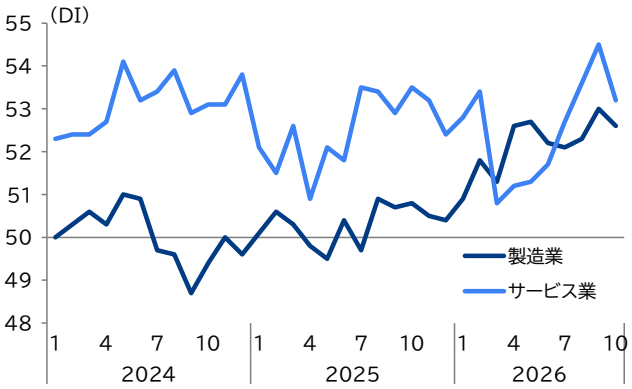
世界経済は、中東危機の悪影響が抑制されるなか、AI投資拡大が押し上げる形で底堅い成長を維持している。26年7-9月期の主要国実質GDP(世界GDPの約75%を構成)は前年比3%弱の成長ペースとなった(図表1-1)。企業の景況感を示すグローバルPMIは、製造業・サービス業ともに中立水準の50を明確に上回り、改善傾向が強まっている(図表1-2)。

図表 1-1 主要国の実質 GDP 成長率



注:世界の名目GDP(ドルベース)の約75%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 PMI



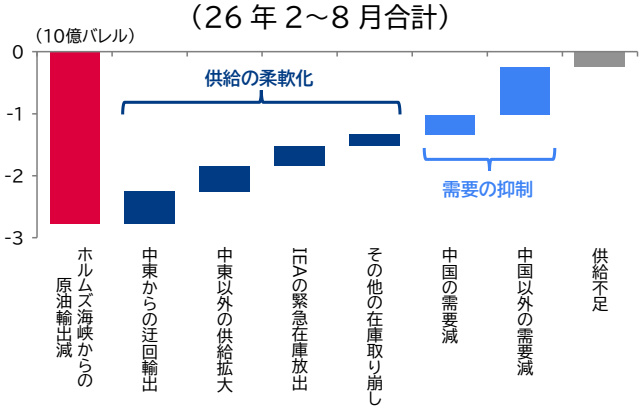
出所:J.P. Morgan、S&P Globalを基に三菱総合研究所作成

中東情勢の混乱は長期化しているものの、①原油の代替輸送や在庫活用によりエネルギー供給制約の悪影響は抑えられている。そうしたなか、②AI投資の拡大が景気を押し上げる構図が続いている。

①について、OECDの推計によると、ホルムズ海峡からの原油輸出減少の悪影響は、供給の柔軟化や需要の抑制によって大幅に緩和されている(図表1-3)。供給面では、中東からの迂回輸出増加、他の地域からの原油供給拡大に加え、在庫の取り崩しがバッファーとして機能している。需要面では、中国の輸入抑制に加えて、他の地域でも原油由来以外の代替製品の活用などが進んだことで、需給ひっ迫が緩和したと考えられる。

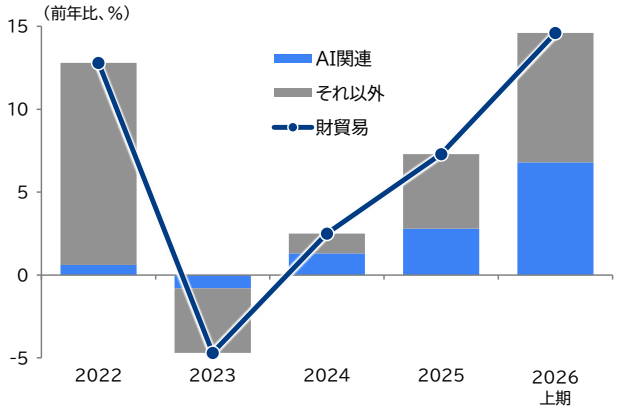
②について、AI投資の急拡大に伴い、各国で関連製品の輸出が増加している。WTOの集計によると、26年上期の名目財貿易は前年比約+15%と、コロナ危機下の21年以来の高い伸びとなり、AI関連製品の貿易増が全体の伸びの半分弱に及んでいる(図表1-4)。AI投資の拡大が、関連製品の生産・輸出拡大を通じて、幅広い国・地域の景気を押し上げている。

図表 1-3 原油需給の変動要因
(26年2~8月合計)



出所:OECD "OECD Economic Outlook, Interim Report September 2026"を基に三菱総合研究所作成

図表 1-4 世界の名目財貿易



出所:WTO "Global Trade Outlook and Statistics Update: October 2026"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

AI投資を支えに成長継続を見込むが、先行きの不確実性は高い

先行きの世界経済は、AI投資の拡大が押し上げる形で、成長軌道を維持するとみる。世界全体の実質GDP成長率は、26年前年比+2.5%、27年同+2.9%と予測する（図表1-5）。成長率予測は、前回8月時点の協議進展シナリオ（26年同+2.6%、27年同+2.7%）とおおむね変わらない。米国、ASEAN、インドなどの成長率予測を上方修正したものの、中東情勢の混乱長期化に伴い中東諸国の景気回復が遅れており、景気の強さには地域ごとに濃淡がある。

もっとも、先行きの景気の持続性を巡る不確実性は依然として高い。AI関連投資について、既往の投資ブームに比べても拡大ペースが急であり、投資の持続性への懸念も一部にみられる。中東情勢について、混乱が続くことで物価高の長期化も予想される。9月以降にフランスを筆頭に長期金利の上昇傾向が鮮明になっており、企業の投資への悪影響も懸念される。

加えて、これらの不確実性を増幅しうる要因として、27年にかけて主要国政治が大きな節目にある点にも注意が必要である。11月の米中間選挙では、民主党が上下両院で過半数議席を奪還し、内政面での政策遂行が難しくなるなか、トランプ大統領が強硬的な外交姿勢を強める可能性がある（詳細はP.26米国経済、注目点③）。27年4-5月には、フランス大統領選挙が予定されており、政治的な合意形成が難航し、金融市場の混乱に波及する懸念もある（詳細はP.29欧州経済、注目点②）。そして、27年秋には中国で5年に1度の共産党大会が控えている。党総書記として4期目続投を目指すとされる習近平氏は、国内に向けて成果を重視するとみられ、外交面で妥協が困難になる可能性がある。

以上を踏まえ、特に世界経済の先行きを左右する要素として、①AI関連投資の持続性、②中東情勢混乱の経済影響、③長期金利の動向、に注目して分析する。

図表 1-5　世界の実質 GDP 成長率予測

（前年比）	実績		予測	
	2024	2025	2026	2027
世界全体	**3.0%**	**2.9%**	**2.5%**	**2.9%**
米国	3.0%	2.3%	2.4%	2.4%
ユーロ圏	1.3%	1.2%	1.1%	1.2%
中国	5.0%	5.0%	4.5%	4.3%
日本 ［暦年］	0.1%	1.2%	0.9%	0.9%
［年度］	0.7%	0.9%	0.9%	1.0%
ASEAN5	5.1%	5.0%	5.0%	4.9%
インド［年度］	7.2%	7.8%	6.8%	6.8%
その他世界	2.6%	2.6%	1.8%	3.0%

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

注目点①　AI関連投資の持続性　―　中長期的に投資は拡大も、投資主体・案件の収益性が焦点に

AI利用の拡大と高度化を背景に、投資は中長期的に拡大へ

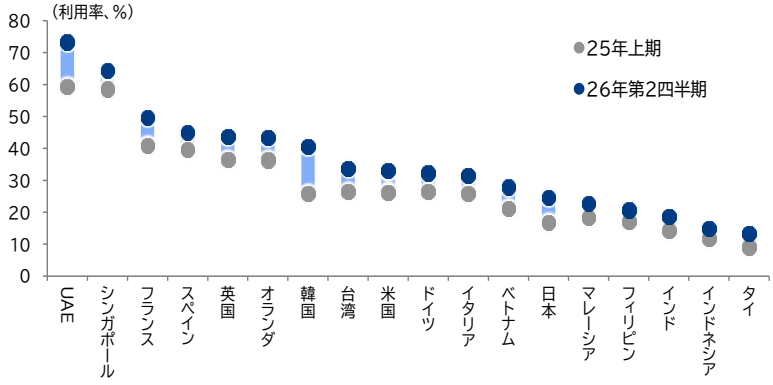
AI関連投資は、中長期的に拡大が続くと見込まれる。実際、BIS[1]が紹介した業界関係者の予測によると、世界のAI関連投資が足もとの年間5,000億ドルから2030年には年間3～4兆ドルに拡大する可能性が示されている。データセンター向けのAIサーバーやネットワーク機器、半導体、電力設備などへの需要も強く、米国の大手IT企業は積極的な投資姿勢を維持している。

投資拡大の背景には、最先端AIモデルの開発競争（学習需要）に加え、世界的なAI利用の拡大と高度化（推論需要）がある。Microsoftの推計によると、世界の15～64歳人口に占める生成AI利用者の割合は、26年第2四半期に18.8%となり、25年上期の15.1%から3.7%pt上昇した。国ごとの利用率には大きな差があるものの、生成AIの利用は拡大している（図表1-6）。さらに、AIが自律的にタスクを実行するAIエージェントの導入も進んでいる。OpenAIのデータによると、同社AIサービスの利用企業では、AIエージェント「Codex」が消費するトークン（AIが処理・生成する際のデータの単位）の割合が上昇している（図表1-7）。AIエージェントは、通常の生成AIの推論処理と比較し計算負荷が大きい。こうしたAI利用の拡大と高度化を背景に、データセンターなどへのインフラ投資は、米中に限らず欧州やアジア太平洋地域でも拡大が続くと見込まれる。

[1] Aldasoro, I, L Gambacorta, E Kharroubi and M Rottner (2026) “AI and the global economy: implications for central banks”, BIS Bulletin, no 130

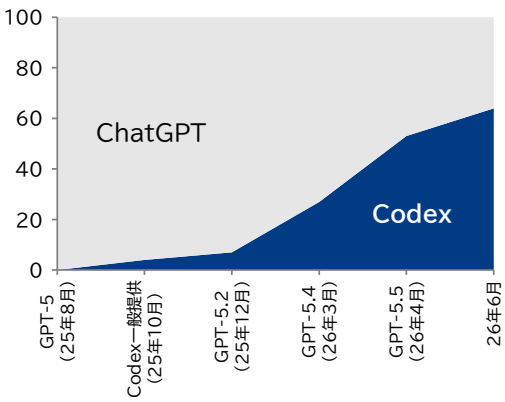
Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

図表 1-6 主要国の生成 AI 利用率(15～64 歳)



注:15～64歳人口のうち、対象期間中に生成AI製品を利用した人の割合。
Microsoftの匿名化・集計された利用データを基に、OS・端末の市場シェア、インターネット普及率、人口の違いを調整して推計。
出所:Microsoft "Global Diffusion Report"を基に三菱総合研究所作成

図表 1-7 OpenAI 利用企業の活用動向



出所:OpenAI Enterprise Signalsを基に三菱総合研究所作成

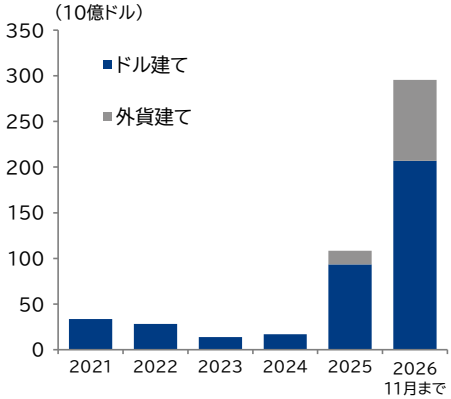
AI関連投資の外部資金依存が拡大するなか、企業間での信用力格差が資金調達コストに波及

AI関連投資が拡大するなか、投資資金を社債などの外部調達で賄う動きが強まっている。米国大手IT企業のフリーキャッシュフローは減少傾向にあり、投資資金を確保するために社債などによる外部調達が増加している。ハイパースケーラー大手5社の26年の社債発行額は11月時点で約3,000億ドルと、25年通年の2倍以上に拡大している(図表1-8)。

もっとも、資金調達条件は、企業の事業基盤や財務内容によって大きく異なる。ハイパースケーラー5社の社債スプレッド(OAS:オプション調整後スプレッド)は、上昇傾向にあるものの、比較的抑制されている。一方、ネオクラウド[2]など、データセンター事業者では社債スプレッドの拡大傾向が顕著になっている(図表1-9)。特に10月には、ネオクラウド大手のCoreWeaveの巨額債務に対する投資家の警戒が強まり、同社の債券価格下落(利回り上昇)、株価下落をきっかけに、データセンター事業者の信用リスクに対する懸念が強まっている。

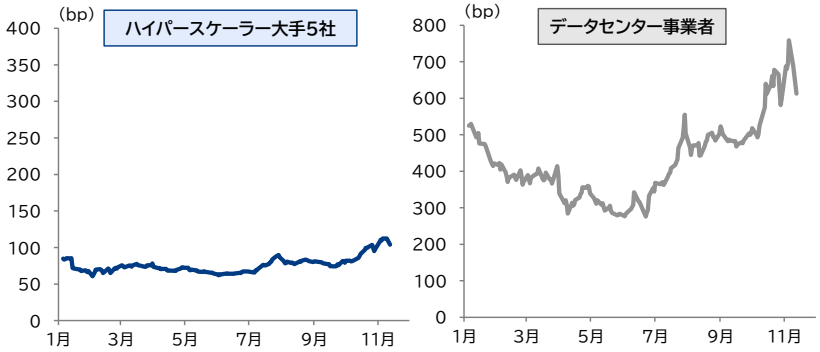
今後もAI投資全体の拡大は続くとみられるが、財務基盤や資金調達力の差を背景に、投資主体や案件の選別が進む可能性がある。

図表 1-8 ハイパースケーラー大手 5 社の社債発行額



注:11月12日発行分まで。Amazon、Alphabet、Meta、Microsoft、Oracleの5社の合計。外貨建て社債は、月平均為替レートによりドル換算。
出所:Bloomberg、IMFを基に三菱総合研究所作成

図表 1-9 米国の AI 関連企業の社債スプレッド



注:11月12日まで。データセンター事業者は、事業内容・社債流動性の観点からCoreWeaveなど5社を対象。社債スプレッドは、満期2～10年の社債を対象としたOAS(オプション調整後スプレッド)。
出所:Bloombergを基に三菱総合研究所作成

2 ネオクラウドとは、AI モデルの開発・運用を手掛ける企業に対して、計算資源を貸し出すことに特化したクラウド事業者の総称。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

投資実行の遅れと将来収益への懸念から、AI関連企業の財務状況が悪化する可能性も

投資主体や案件の選別が進むきっかけとして、①電力制約や規制強化による投資実行の遅れ・見直し、②将来の収益性に対する懸念の高まり、が挙げられる。

①について、データセンター（DC）の稼働には大規模な電力供給が不可欠だが、系統接続審査や工事の遅延などから、稼働時期の後ろ倒しや規模を縮小するケースもある。また、DC建設・稼働による地域環境や電力系統への影響懸念から、世界的にDC建設に対する規制検討が増えており、米国では中間選挙・知事選の結果を受けて、規制強化が進む可能性がある（詳細はP.24米国経済、注目点①）。こうした制約を背景に、投資の撤回や稼働遅延も生じている（図表1-10）。特に、DC事業に収益を依存し、多額の債務を抱える事業者では、稼働遅延により、売上計上や受注残の消化が後ずれし、財務状況の悪化につながりやすい。

②について、Van Nieuwerburgh（2026）[3]は、25年から32年にかけて米国内で約9.6兆ドルのDC投資が行われると仮定した場合、投資コストの回収には32年に年間約3.7兆ドルの売上高が必要になると試算している。試算は一定の仮定に基づくが、大規模投資を正当化するには相応の収益拡大が必要であることを示唆する。AIサービスの収益化が市場の期待を下回れば、投資回収への懸念が強まり、AI関連企業の資金調達環境が悪化する可能性がある。

こうした悪影響は、AI関連事業者にとどまらない。DC投資は外部資金調達が増えており、DC事業の収益性に対する懸念が高まれば、ノンバンクや金融機関のリスク回避姿勢が強まる可能性がある。融資基準の厳格化などを通じ、AI関連以外の投資にも波及するだろう。

図表 1-10　DC 投資撤回・稼働遅延事例

	事業者	概要
投資撤回	Amazon（26年10月）	・住民や自治体の反対を受け、米・バージニア州でのDC開発申請を取り下げ
	Goodman（26年9月）	・規制環境の変化を理由に、豪・シドニーで計画していた90MW規模のDC開発計画の申請を取り下げ
稼働遅延	NEXTDC（26年10月）	・系統増強工事の遅れ等によるDC稼働の後ずれを理由に、27年度の売上・利益見通しを下方修正 ・新規開発や土地取得も当面停止する方針
	Nscale（26年10月）	・英・エセックス州で27年に稼働開始予定のDCが電力制約で大幅遅延（電力供給見通しは30年代以降） ・同社と計算資源のリース契約締結のMicrosoftが計画から撤退

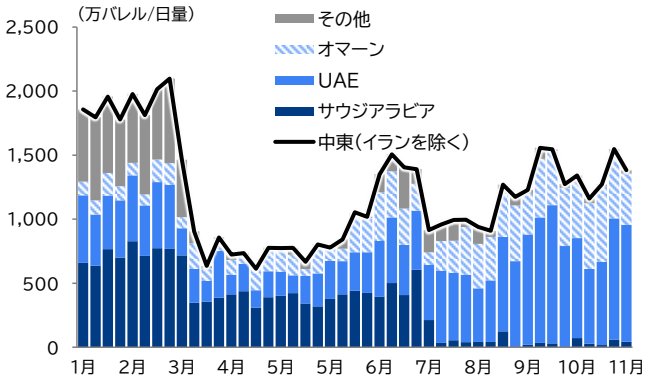
出所：各社公表資料、各種報道を基に三菱総合研究所作成

注目点②　中東情勢混乱の経済影響　―　エネルギー価格の高止まりから、インフレ上振れ懸念強まる

原油・石油製品の不安定な供給状況が続き、エネルギー価格は高止まり

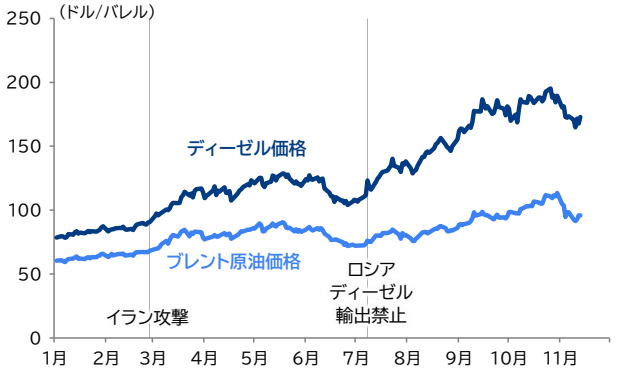
中東情勢の混乱が長期化するなかで、原油や石油製品の供給が不安定な状態が続いている。原油に関して、代替輸送手段の活用や在庫放出により供給の深刻な途絶は回避されているものの、供給回復の動きは依然として脆弱である。9月にはサウジアラビアの東西パイプラインが攻撃を受けて操業停止し、10月にはホルムズ海峡においてコンテナ船が攻撃を受けるなど、安定した輸送を脅かす事態が相次いだ。こうした状況下、中東からの原油輸出は回復傾向にあるものの、振れの大きい動きとなっている（図表1-11）。また、ディーゼルなどの石油製品でも、世界的に需給ひっ迫が強まっている。中東からの供給が停滞していることに加えて、ロシアがウクライナによる製油所への攻撃を受けて、国内供給の確保を目的に輸出を制限している影響が大きい。

図表 1-11　中東の原油輸出量（海上取引ベース）



注：週次データ。直近は11月13日までの週。
出所：Bloomberg、Vortexaを基に三菱総合研究所作成

図表 1-12　原油・ディーゼルの価格



注：ディーゼル価格はロンドン先物価格を一般的な密度に基づきバレルあたり価格に換算。直近は11月13日。
出所：Bloombergを基に三菱総合研究所作成

[3] Stijn Van Nieuwerburgh（2026）“Financing the AI Buildout” NBER Working Paper 35865

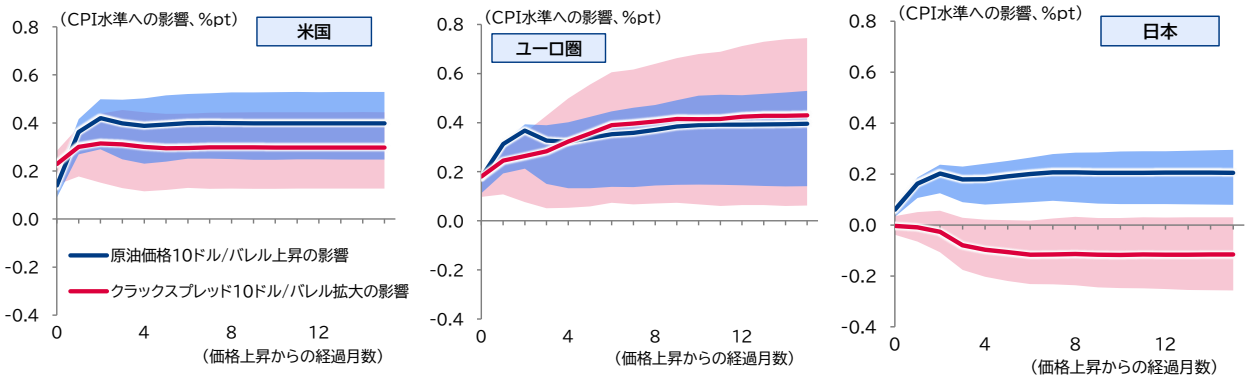
Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

供給が不安定な状態が続き、原油・石油製品の価格は当面高止まりするとみる。原油先物価格（北海ブレント）は、10月に110ドル台/バレルと約半年ぶりの高値まで上昇した（図表1-12）。米中間選挙後に緊張緩和期待から原油価格は大幅に下落しているが、先行きの不透明感は高い。加えて、ディーゼル価格は、IEAによる協調放出の加速に関する同意やロシアによる輸出禁止措置の部分緩和を経ても高水準で推移しており、原油との価格差を示すクラックスプレッドの拡大傾向が鮮明になっている。今後も、①中東からの原油・石油製品の安定供給の確保には時間を要すること、②製油所の稼働余力が世界的に限られていること、③代替輸送の増加などにより輸送コストが高まることなどから、原油・石油製品の価格は当面高止まりすると予想する。

原油・石油製品高により、各国でインフレ圧力が再び強まる

原油価格の高止まりに加え、石油製品の需給ひっ迫に伴う価格の上昇は、各国のインフレ圧力を強めるだろう。原油価格とディーゼル価格が主要国のCPIに与える影響をみるため、VARモデルを用いたインパルス応答分析を行った。原油価格10ドル/バレルの上昇は、1年後までの累積で米国・ユーロ圏のCPIを+0.4%pt、日本のCPIを+0.2%pt程度押し上げると試算される（図表1-13）。さらに、クラックスプレッドの10ドル/バレルの拡大は、米国のCPIを+0.3%pt、ユーロ圏のCPIを+0.4%pt押し上げると試算され、石油製品の需給ひっ迫もインフレ圧力として軽視できない。なお、日本については、クラックスプレッドがCPIに及ぼす影響は統計的に有意ではなく、ディーゼル価格上昇の影響が大きいトラック輸送などにおいて価格転嫁率が低水準にとどまることなどが考えられる。

図表 1-13 原油・ディーゼル上昇による米・欧・日 CPI への影響

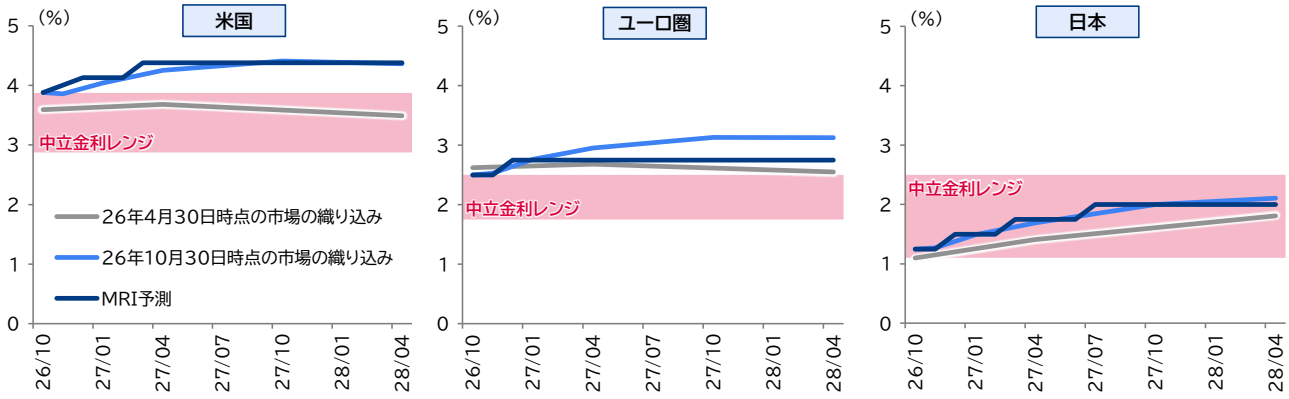


注：11年1月～19年12月の月次データを用い、ベクトル自己回帰（VAR）モデルに基づいて算出した累積インパルス応答。変数は、世界の鉱工業生産、原油価格、クラックスプレッド、為替レート（ユーロ圏、日本のみ）、消費者物価。ショックの識別にはコレスキー分解を用い、順序は記載通り仮定した。消費者物価は、米国・ユーロ圏は総合指数、日本は生鮮食品を除く総合指数（特殊要因を除く）。シャドー範囲は、ブートストラップ法による90%信頼区間。
出所：Bloomberg、Macrobond、日本銀行を基に三菱総合研究所作成

インフレ上振れへの警戒から、各国の政策金利は高水準で推移

インフレ圧力の高まりを受け、主要国の中央銀行は利上げ姿勢を強めている。実際、26年9月にはECB、FRB、日本銀行が相次いで利上げを実施した。中央銀行の物価安定姿勢を反映する形で、OIS（翌日物金利スワップ）市場が織り込む日米欧の政策金利パスは4月時点と比較して上方シフトしている（図表1-14）。

図表 1-14 米・欧・日の政策金利の先行き（MRI 予測、金融市場の織り込み）



注：金融市場の織り込みは、オーバーナイト・インデックス・スワップ市場を対象に集計。中立金利レンジについて、米国はFOMC参加者の9月時点の長期見通し、ユーロ圏はレーンECB専務理事が7月の講演で言及した範囲、日本は日本銀行による直近の推計範囲。
出所：Bloomberg、FRB、ECB、日本銀行を基に三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

先行きについて、主要国の中央銀行は総じて引き締め方向の政策スタンスを続けるだろう。12月にも日米欧の中央銀行は再び利上げを実施するとみる。その後、FRBは物価上昇圧力の高さを踏まえて、27年に1回追加利上げを実施するだろう（詳細はP.25米国経済、注目点②）。ECBは、高めの政策金利水準を27年中維持するとみる（詳細はP.28欧州経済、注目点①）。日本銀行は依然として金融環境が緩和的なことから27年に2回追加利上げを実施すると予想する（詳細はP.13日本経済、注目点①）。いずれも政策金利は中立金利（景気・物価に中立的な金利水準）近辺からやや高めの水準であり、景気を大きく下押しすることは想定していない。もっとも、エネルギー価格の一段の上昇などによって物価の上振れが続けば、金融引き締めが想定以上に強まる可能性には留意が必要である。

注目点③　長期金利の動向　―　財政に対する懸念が押し上げ要因、上昇続けば景気下押しに

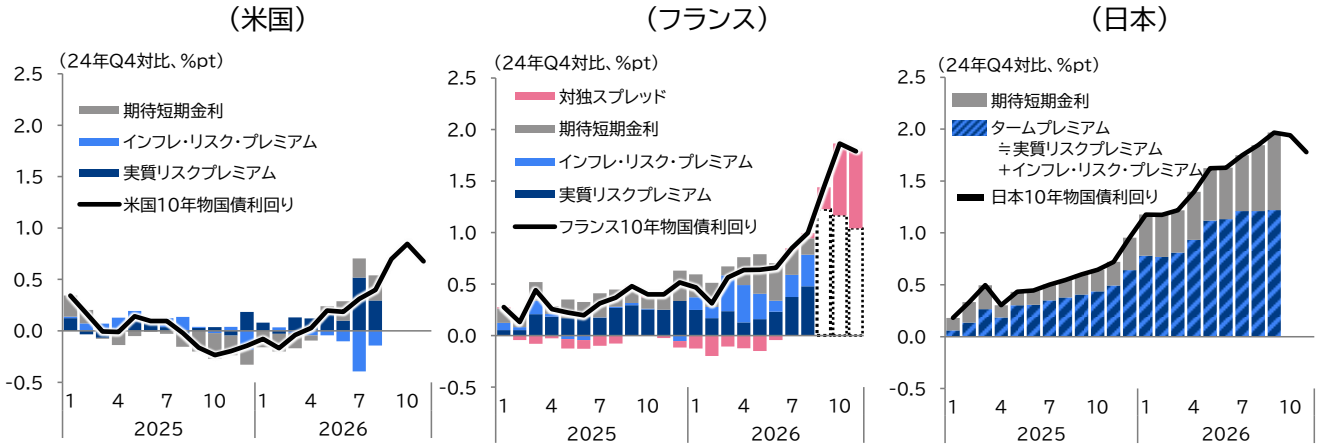
長期金利は上昇傾向で推移、物価高に加えて財政懸念も背景に

9月から10月にかけて、主要国の長期金利上昇が鮮明になった。10年物国債利回りについて、日本では9月に約30年ぶり、米国では10月に約24年ぶりの水準を記録した。その後、株価の調整などリスク回避的な動きから日米金利の上昇に一服感があるが、フランスでは上昇傾向が続き約24年ぶりの高水準で推移している。

長期金利上昇の要因に国ごとの違いもあるが、共通する点は①予想される政策金利水準の上昇、②リスクプレミアムの拡大である。BIS[4]の分析を基に米国・フランスの10年物国債利回りの変動要因をみると、26年に■期待短期金利のプラス幅が拡大しており、中央銀行のインフレ抑制スタンスの強まりを受け、市場が高い政策金利パスを織り込んだことが長期金利の押し上げ要因となっている（図表1-15、左・中央）。加えて、長期金利の上昇には■実質リスクプレミアム（主に経済・財政の見通しに対する不確実性を反映）の拡大が大きく寄与している。特にフランスは■対独スプレッドも拡大しており、投資家が求める上乗せ利回りが拡大している。推計手法が米仏と異なるため比較には留意が必要だが、日本[5]でも■期待短期金利よりも、▨タームプレミアム（≒実質リスクプレミアム＋インフレ・リスク・プレミアム）による長期金利押し上げ幅は大きくなっている（図表1-15、右）。つまり、3カ国とも政策金利見通しだけでは説明できないリスクプレミアムの拡大が、長期金利の押し上げに寄与している。

これら3カ国のリスクプレミアム拡大の背景の一つとして、財政の持続性に対する懸念が考えられる。米国では、昨年決定された減税恒久化や、債務拡大と金利上昇に伴う利払い費増加により財政赤字拡大への懸念が根深い。フランスでは、議会勢力の分断から財政赤字縮小に懐疑的な見方が広がったことに加え、来年に大統領選挙を控えるなか、先行きの財政政策運営に対する不確実性が高まっている（詳細はP.29欧州経済、注目点②）。日本では、成長投資の推進や消費税減税の実施の議論が先行し、「責任ある積極財政」により財政の持続性が確保できるのか市場の警戒感が高まった。足もとでは、高市政権が市場の信認を得ることを重視する姿勢を示したこともあり、金利上昇には一服感もあるが、年末にかけて予定される27年度予算編成をはじめ今後の政策運営次第で財政に対する懸念が再燃する可能性もある。

図表 1-15　米国・フランス・日本の 10 年物国債利回りの変動要因



注：米国、フランスの期待短期金利は、各国の10年国債利回りから、実質リスクプレミアムとインフレ・リスク・プレミアムを差し引いて算出。変動要因の直近は、米国は8月まで、フランスは8月まで（9月以降が対独スプレッドのみ）、日本は9月まで。10年国債利回りは、月中平均（26年11月は13日までの平均）。変動要因について、米国・フランスはBISの分析、日本は中島上智教授の推計値。
出所：Bloomberg、BIS “BIS Quarterly Review, September 2026”、 一上響・上野陽一（2013）、Nakajima,J.（2025）を基に三菱総合研究所作成

[4] BIS Quarterly Review, September 2026
[5] 一上響・上野陽一（2013）.「ゼロ金利下におけるタームプレミアムの推計：日米英の長期金利の分析」、Nakajima, J.（2025）. “Impact of US monetary policy spillovers and yield curve control policy”に基づく推計値

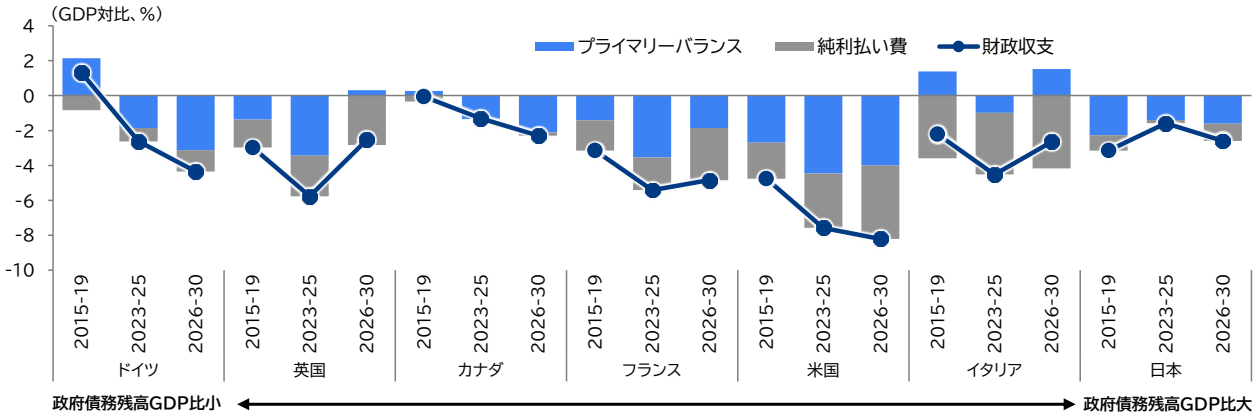
Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

財政懸念を起点とする長期金利の一段の上昇に留意

長期金利の上昇は、必ずしも経済への悪影響をもたらすわけではなく、その上昇要因が景気への影響を左右する。期待インフレ率の高まりに伴う上昇は、それ自体では実質金利を押し上げず、景気への悪影響は限定的と考えられる。一方、リスクプレミアムの高まりによって金利が大幅に上昇すれば、企業の資金調達コストの高まりなどを通じて景気を抑制する経路が考えられる。

先行きについて、財政懸念を起点とした一段のリスクプレミアムの拡大に留意が必要である。G7諸国の財政状況を比較すると、先行きの米国・フランスの財政赤字の大きさが目立つ（図表1-16）。プライマリーバランスの赤字が縮小したとしても、政府債務残高が大きければ利払い費を含む財政赤字の拡大につながりやすい。日本は、プライマリーバランス、財政収支ともに相対的に大きく劣後している訳ではないが、政府債務残高GDP比はG7の中で最も大きい。日本では、2030年以降も低金利で発行した国債の借り換えに伴って利払い費が増加する点もあわせて市場から評価されることになる（詳細はP.15日本経済、注目点②）。長期金利の上昇により利払い負担が増加し、一段と財政懸念が強まる悪循環に陥る可能性にも注意が必要である。

図表 1-16　G7諸国のプライマリーバランスと財政収支



注：政府債務残高の大小基準は25年時点。2026-2030年のデータはIMFの予測値。
出所：IMF “World Economic Outlook”を基に三菱総合研究所作成

（3）世界経済の先行きリスク

先行きの世界経済は底堅い成長を続けるとみているが、下振れリスクは大きい。3つの注目点はいずれも成長の持続性を左右する要素であり、悪材料が重なった場合には、世界経済が失速するおそれがある。

一点目は、AI関連企業の収益性懸念の高まりである。データセンター投資に対する規制が強化されれば、データセンター事業者の収益回収が遅れる懸念がある。加えて、足もとではサイバー攻撃の頻発などAIのマイナス側面も注目されており、セキュリティ対応コストの増加がAIの社会実装や収益化を遅らせる可能性もある。AI関連企業の収益性に対する懸念が想定以上に広がり、市場からの退出を余儀なくされる企業が増加した場合、悪影響が関係企業や金融市場に波及する可能性が考えられる。特にAI関連企業の資金調達手法は複雑さを増しており、企業同士が投資相手かつ事業における取引相手ともなるなど、循環的な投資・取引関係が強まっている。BIS[6]の分析によると、AI関連企業同士の投資案件のうち、投資金額ベースで約46%では投資企業と投資先企業の間での商取引もみられる。また、ECBは26年5月の「Financial Stability Review」において、ユーロ圏金融機関の直接的な信用リスクは限定的としつつも、AI関連投資に融資するノンバンクなどを通じた金融市場への波及リスクを指摘しており、影響は米国だけにとどまらない。個社の財務内容の悪化が、取引先や資金提供者に波及し、金融市場全体で信用不安が高まれば、AI関連以外の投資にも影響が生じるだろう。

二点目は、中東危機の深刻化である。米国・イスラエルとイランとの軍事衝突は、収束の糸口が見えない状況が続いている。さらに、フーシ派によるサウジアラビアへの攻撃が激化するなど、中東の混乱は増している。中東での軍事的衝突が激化・長期化すれば、原油などのエネルギー・資源の供給が滞ることが予想される。悪影響を吸収する役割を果たしている原油在庫も減少傾向が続いており、永続的に供給を補うことはできない。中東からの供給に強い制約がかかる状態が続けば、原油の供給不足によりエネルギー価格が急騰するととも

6 Jon Frost, Rudraksh Kansal, Kumar Rishabh, Vatsala Shreeti and Leanne Si Ying Zhang (2026) “Circular relationships among AI firms”, BIS Bulletin, no 137

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

に、経済活動そのものが阻害され、世界経済がスタグフレーションに陥るおそれがある。

三点目は、長期金利の大幅上昇である。主要国では財政悪化への懸念が強く、一段の財政悪化を招きかねない政策推進は長期金利上昇のきっかけとなり得る。特に、27年4月に大統領選挙を迎えるフランスでは、財政運営を巡る不透明感の高まりに注意が必要である。財政への信認低下がリスクプレミアムの上昇を招けば、長期金利が大幅に上昇し、資金調達コストの上昇を通じて景気を下押しするおそれがある。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

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）。

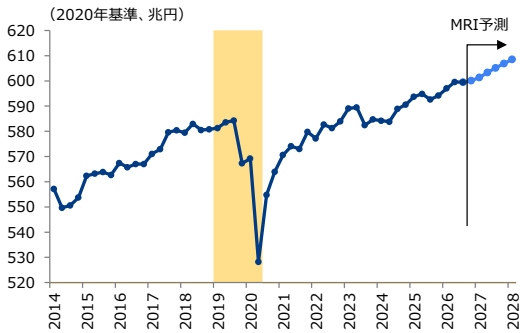
消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、以下「コアCPI」）は、26年度前年比+2.2%（特殊要因[7]を除くと前年比+3.1%）、27年度同+1.4%（特殊要因を除くと同+2.0%）と予測する。コアCPIの伸びは27年初頭にかけて3%台まで高まるものの、その後はエネルギー高の影響一巡や食料品の消費税減税などを背景に鈍化するだろう。もっとも、特殊要因を除けば27年度も均して2%程度の伸びとなる見通し。日本銀行は、基調的な物価上昇率を2%で安定させる観点を重視し、26年12月に利上げを実施した後、27年にも少なくとも2回追加利上げを行い、政策金利を2%台まで引き上げると予想する。

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

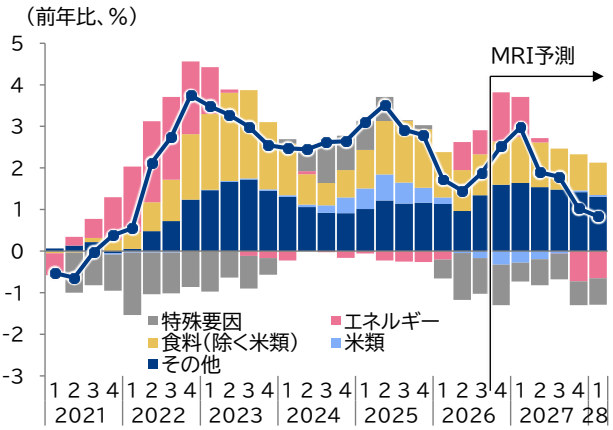
中東危機後の資源・エネルギー等の輸入コスト上昇の影響は、消費者物価に段階的に波及している。26年9月のコアCPI(生鮮食品を除く総合指数)は、前年比+2.1%と9か月ぶりに2%を上回る伸びとなった。原油高の影響を受けやすい紙製品・化学品などの日用品や食料品を中心に、幅広い品目で価格転嫁が進んだ。

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)



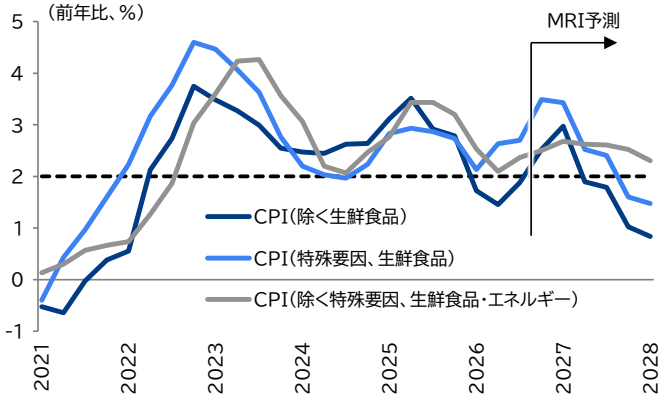
注:特殊要因は消費税率の変更や燃料費補助金等の政策影響に加え、24年外国パック旅行費の経年上昇分の影響を含む。電気・ガス料金軽減策は、26年12月～27年2月利用分に適用と想定。ガソリン補助金は26年12月以降縮小され、レギュラーガソリン小売価格の上限が毎月5円/ℓずつ引き上がると想定。
出所:総務省「消費者物価指数」を基に三菱総合研究所作成

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。

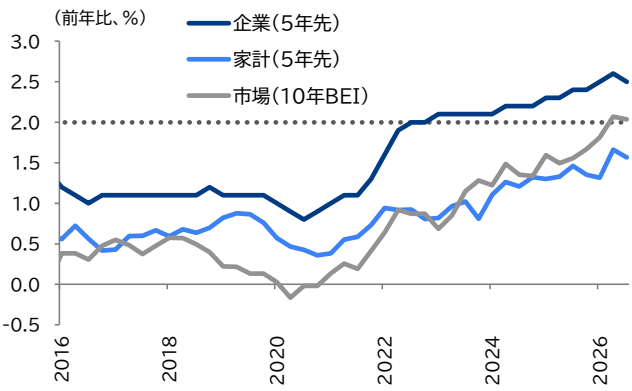
まず、中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向にある(図表2-4)。企業では2%を上回る推移が続いており、家計でも上昇傾向が続き2%に迫っている。市場の予想を示すBEI(ブレーク・イーブン・インフレ率)も2%程度で推移している。予想物価上昇率の高まりは、企業の価格設定行動の積極化などを通じて実際の物価にも影響する。

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。

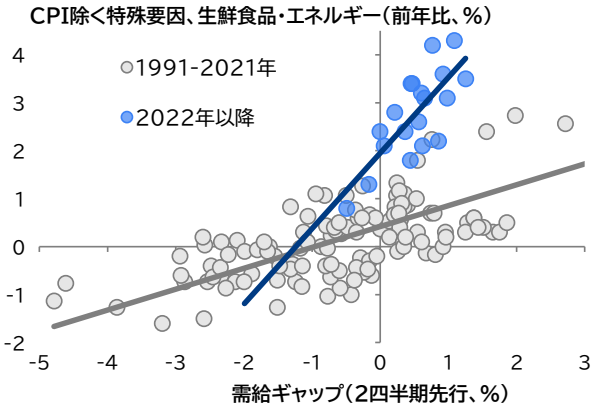
Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

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

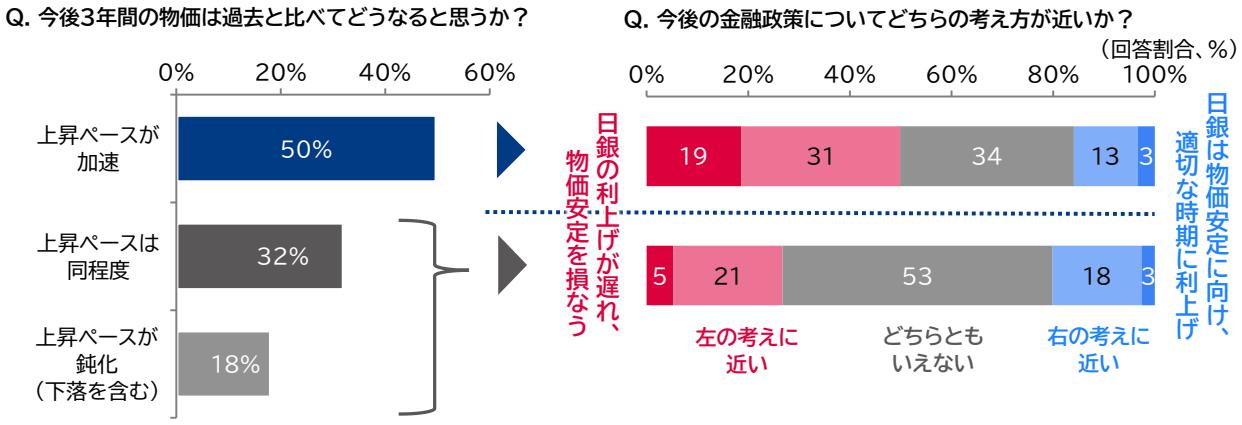
②について、人手不足による供給制約が強まる中、22年以降需給ギャップがプラスに転じてきた。物価の上昇が広がるなか、需給バランスが引き締まった状態が続いたことで、賃金を引き上げる機運が強まっていった。賃金と物価の相互作用が徐々に強まる過程で、物価上昇の性質は輸入インフレからホームメイドインフレへと変化した。

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）



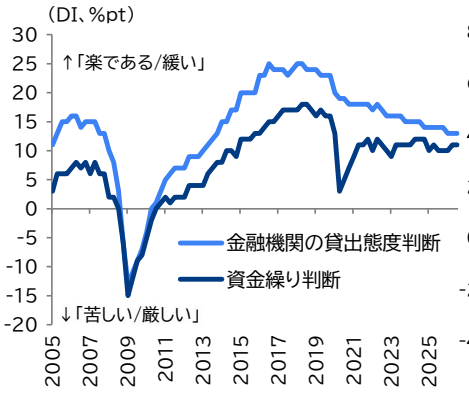
注：右図は、左図の設問で「上昇ペースが加速」と回答した回答者と、それ以外の回答者についてそれぞれ集計。
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム（mif）」アンケート（2026年10月24-27日実施、有効回答数5,000名）

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。

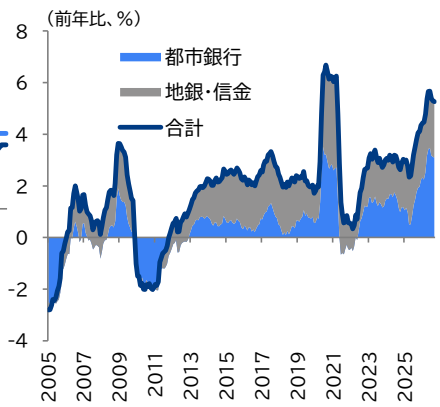
利上げ余地が大きいとみる背景として、足元の金融環境が依然として緩和的であることが挙げられる。既往の利上げを受けて貸出金利は上昇しているものの、企業収益の改善も続いていることから、企業利益に比した資金調達コストは依然低水準にある。こうしたなか、企業の資金調達環境に対する認識も良好な水準が維持されており(図表2-7)、銀行貸出も高い伸びが続いている(図表2-8)。ただし、金利上昇の影響は企業規模ごとにも大きく異なるため、利上げ局面の終盤にかけては経済・物価への波及度合いを丁寧に検証することの必要性が高まるだろう。

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

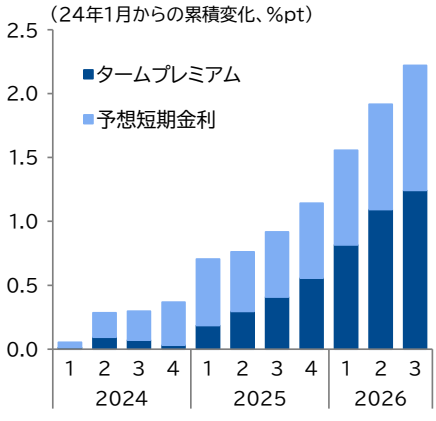
日本銀行が調整する政策金利だけではなく、長期金利も上昇傾向が鮮明になっている。日本の10年物国債利回りは、10月に一時3.1%と30年ぶりの高水準に達した。変動要因をみると、日本銀行の将来的な利上げパスの高まりを織り込み、■予想短期金利が上昇したことに加え、■タームプレミアムの拡大が金利水準を押し上げている(図表2-9)。タームプレミアムとは投資家が長期の投資において追加的に求める利回りを意味し、拡大の背景として債券市場の機能改善[9]などが大きく、経済環境の正常化に沿った上昇とみている。もっとも、一時的な拡大ペースの強まりなど、日本の財政に対する懸念が材料視されている側面もあると考えられる。

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.

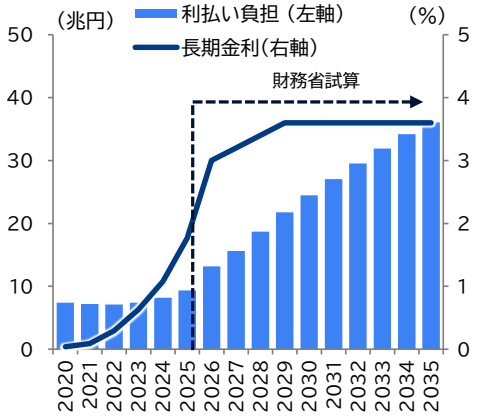
政府は利払い負担の増加を見据えた政策運営が求められる局面に

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



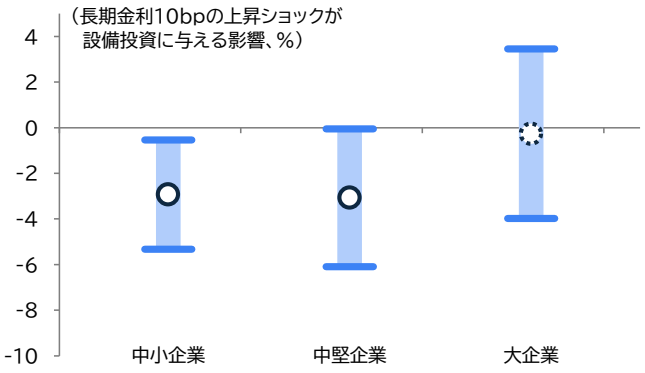
注：利払い負担は、24 年度までが決算ベース、25 年度が予算ベース（補正予算含む）、26 年度以降は財務省による試算値。26 年度以降の長期金利は、財務省試算における前提。
出所：財務省資料を基に三菱総合研究所作成

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



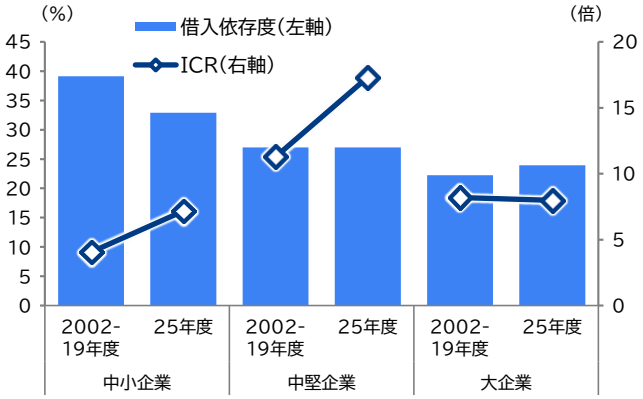
注：実質設備投資への影響をローカル・プロジェクション（LP）で推定。丸は 4～8 四半期先の累積応答平均の点推定（実線は有意、点線は非有意）、上下の範囲は 90%信頼区間。日本銀行の政策発表前後の日本国債先物価格の高頻度サプライズを用いて予想されていなかった金利変化を識別し、金利上昇ショックに換算。説明変数には、前期の需給ギャップ・実質設備投資の変化率、企業の売上高成長率、営業利益率、トレンド項、四半期ダミー、非伝統的金融政策期ダミーなどを採用。推定期間は 2002 年第 4 四半期～2019 年第 4 四半期。企業規模について、中小企業は資本金 1,000 万円以上 1 億円未満、中堅企業は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

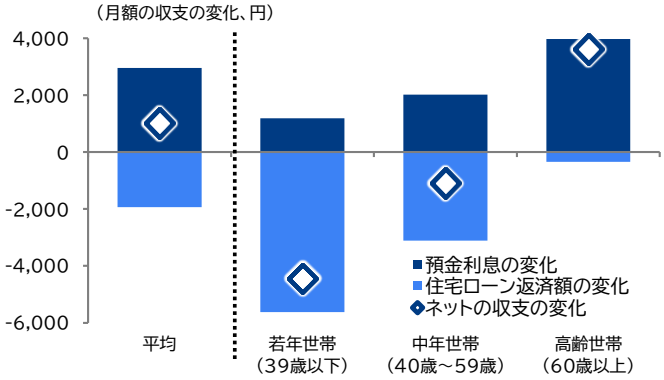


注：対象は金融業・保険業以外の業種。規模の定義は図表 2-11と同様。借入依存度は、短期・長期借入金（金融機関借入金およびその他借入金）を資産合計で除して算出。ICR は営業利益を支払利息等で除して算出。
出所：財務省「法人企業統計」を基に三菱総合研究所作成

家計では住宅ローン保有世帯への影響が大きい

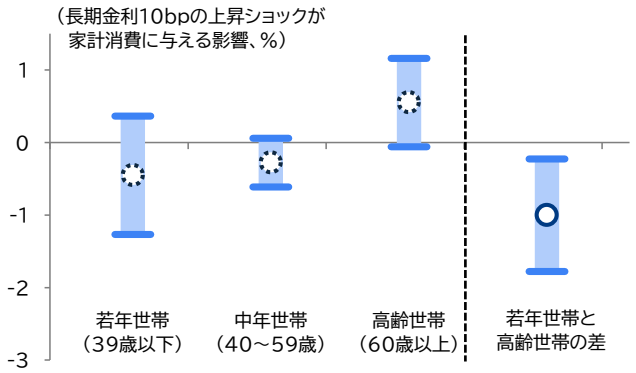
家計は、平均的には負債よりも資産が大きいことから、金利上昇による収支の悪化は限定的である。もっとも、影響は資産・負債の保有状況に応じて大きく異なる。政策金利が1%上昇した場合の家計収支の変化をシミュレーションすると、住宅ローン残高が相対的に大きい若年世帯では悪化幅が大きいのに対し、預金を多く保有する高齢世帯では改善する（図表2-13）。また、長期金利の上昇ショックによる家計消費への影響を推定すると、各年齢層において統計的に有意な結果はみられないものの、高齢世帯と比較した場合の若年世帯の消費は有意に下押しされる傾向がある（図表2-14）。長期金利が影響する家計負債は主に固定金利型の住宅ローンであり、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



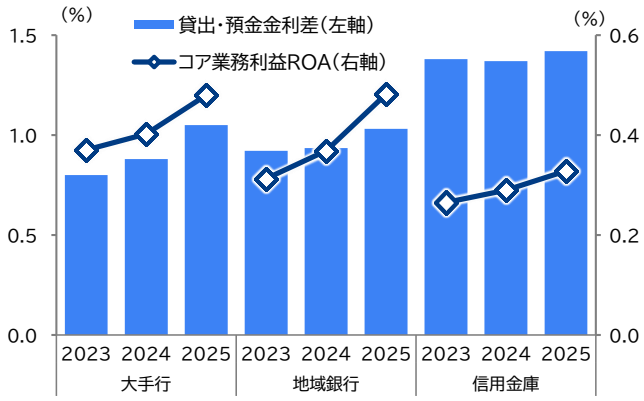
注：世帯主年齢別の実質消費への影響をローカル・プロジェクション（LP）で推定。丸は 12～24 カ月先の累積応答平均の点推定（実線は有意、点線は非有意）、上下の範囲は 90%信頼区間。日本銀行の政策発表前後における日本国債先物価格の高頻度サプライズを用いて予想されていなかった長期金利変化を識別し、金利上昇ショックに換算。説明変数には、実質消費の変化率、年齢階級固定効果、年齢階級別トレンド、消費税率引き上げ期間ダミーを採用。推定期間は 2003 年 4 月～2017 年 12 月。実質消費は、二人以上世帯の名目消費額（世帯主年齢階層別）を CPI（持家の帰属家賃を除く総合）で実質化し、推計には 12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

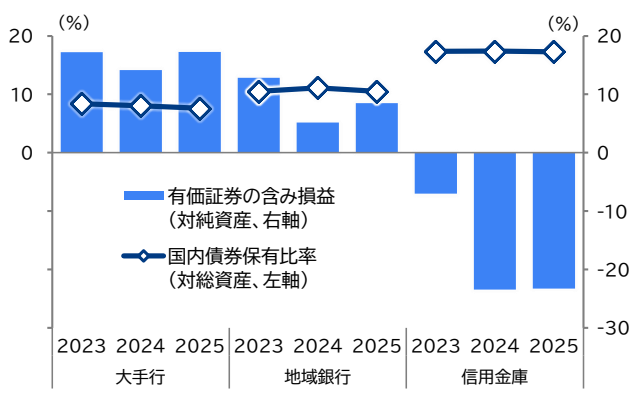
金利上昇に伴う貸出利鞘の拡大を背景に、金融機関の基礎的な収益力は改善している。貸出金利と預金金利の差の拡大に伴って、コア業務純益ROA（総資本利益率）は各業態ともに上昇基調にある（図表2-15）。他方、日本の長期金利の上昇により、金融機関の保有する債券の一部では評価損が生じている。特に、国内債券保有比率の高い信用金庫ではその影響が大きく、有価証券の含み損は純資産対比でマイナス幅が拡大している（図表2-16）。今後、長期金利が3％程度で横ばいであれば保有債券の償還に伴って評価損は徐々に縮小するとみられるものの、長期金利の一段の上昇によって一部の金融機関で資本余力が圧迫され、貸出姿勢が慎重化する可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

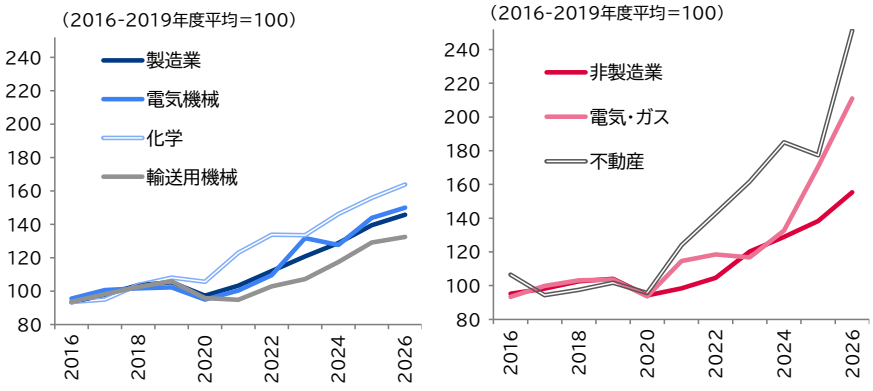
注目点③　投資拡大の持続性 ― 設備投資はAI需要や政策支援を追い風に拡大継続へ

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。

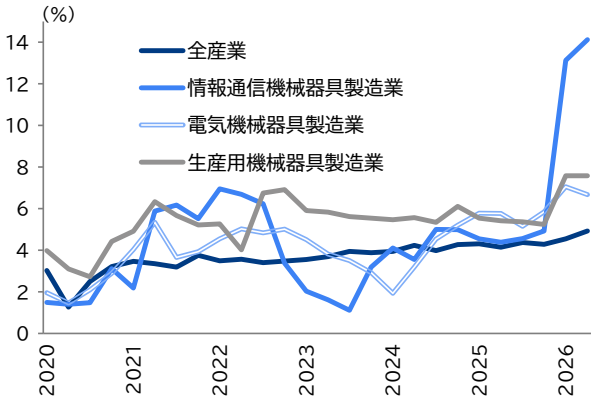
政府の成長戦略も中長期的な成長分野の投資を後押しへ

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.

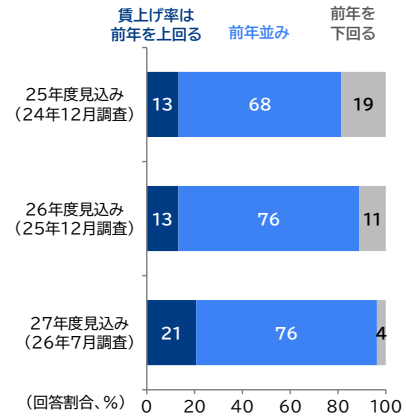
注目点④ 企業から家計への好循環実現 ― 高い賃金上昇率継続も、個人消費の回復にはバラつき

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)。

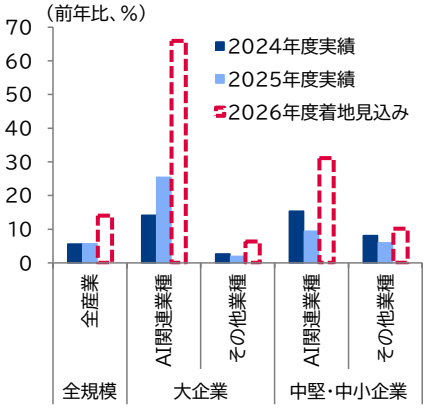
企業の賃上げ余力は総じて残されている。企業収益は、AI関連業種の大企業を中心に26年度も高い伸びで着地する見込みである(図表2-21)。中堅・中小企業でも、26年度の企業収益の伸びは前年度を上回ると見込まれ、賃上げを後押しする要因となる。そうしたなか、労働分配率は業績が好調なAI関連業種以外でも趨勢的に低下傾向にあり(図表2-22)、労働者への還元余地がある。中堅・中小企業では労働分配率が相対的に高く、個別企業・業種毎に収益環境のバラつきが大きい点には留意が必要だが、平均的には賃上げのモメンタムが維持されるだろう。

図表 2-20 企業の賃上げスタンス



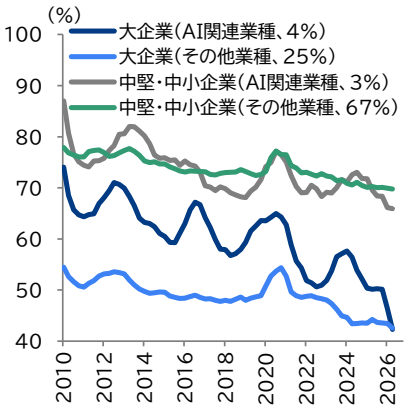
注:回答者数は24年12月調査が99名、25年12月調査が90名、26年7月調査が189名。24年12月、25年12月調査は賃上げ実施予定者に前年と比較した賃上げ率を質問。
出所:経済同友会「景気定点観測アンケート調査」を基に三菱総合研究所作成

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

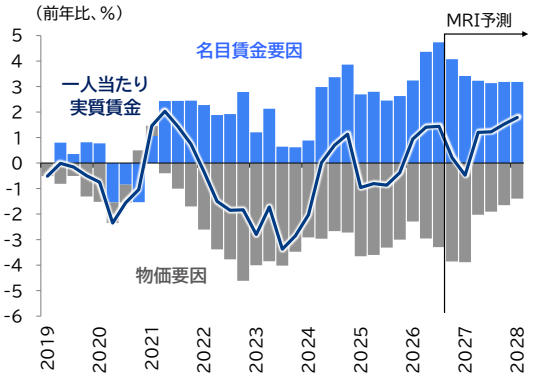
実質賃金は前年比プラス基調で推移も、個人消費の持ち直しにバラつき

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

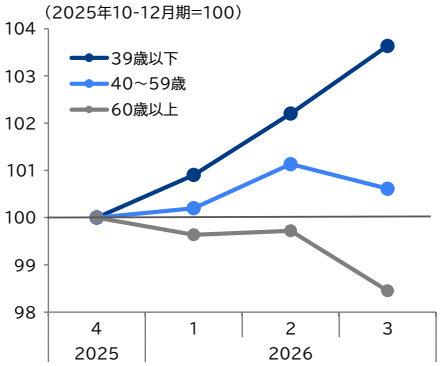
Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

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）。

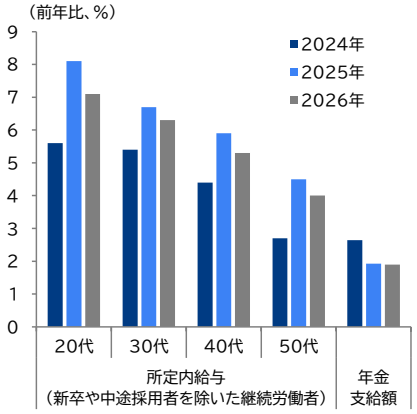
先行きも、賃金・物価の上昇が続く中では、家計の直面する経済環境に差が生じることが想定される。経済・物価情勢の変化に合わせて、適切な政策支援を行う視点も重要となろう。

図表 2-24　年齢階級別の実質消費



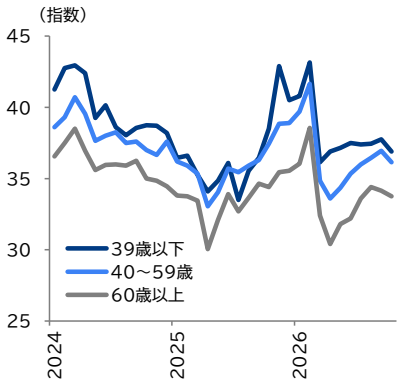
注：四半期ベース。季節調整値。CPI（除く帰属家賃）を用いて実質化。
出所：JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」、総務省「消費者物価指数」を基に三菱総合研究所作成

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.

政策・経済センター 江口 修平 浅井 優汰

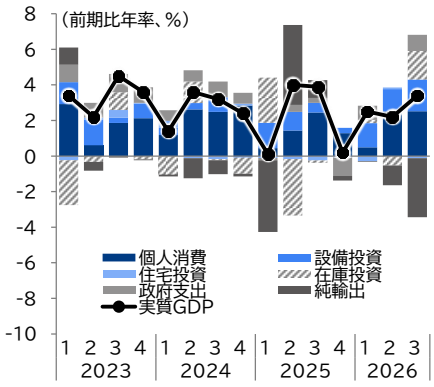
(1) 米国経済の現況

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。

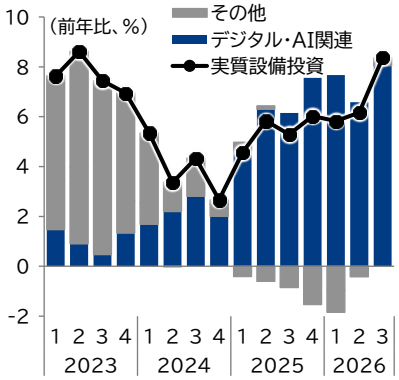
もっとも、堅調な内需はAI関連投資など一部のセクターにより主導されており、消費・投資の両面で濃淡がみられる。消費面では、物価高による購買力低下に加え、金利上昇から借入負担が増大しており、低所得層と高所得層の消費者マインドの差が拡大している(図表3-3)。投資面では、AI関連投資が堅調に推移する一方、それ以外の設備投資(図表3-2■)や住宅投資は低迷が続いている。FRBが9月に利上げに踏み切ったことなどを受けて、長期金利は5%前後の高水準で推移しており、消費や投資への一段の下押しが懸念される。

図表 3-1 実質 GDP 成長率



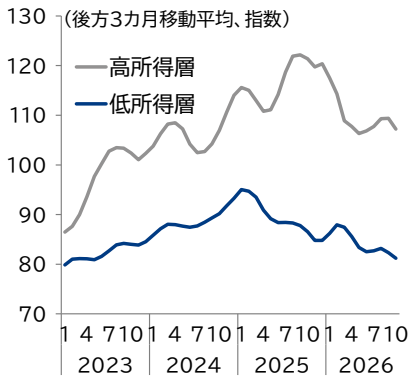
出所:米国商務省を基に三菱総合研究所作成

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.

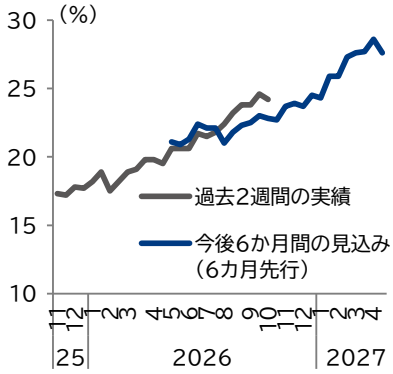
注目点① AI主導の成長と副作用 ―― AI投資拡大が成長をけん引も、金利・物価高で他部門に逆風

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。

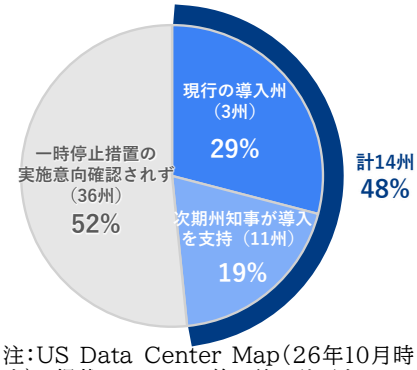
もっとも、電力供給制約や規制強化で、AI投資が抑制される懸念が強まっている。電力面では、DC建設需要に送配電網の整備が追い付かず、電力網への接続が長期化しているほか、電力関連設備の不足も稼働の遅れを招いている。規制面では、電力料金上昇や水資源への負荷に対する懸念などを背景に、DC建設を制限する動きが広がっている。現在、DCの新規建設・許認可の一時停止を実施しているのは3州(ニューヨーク、テキサス、オレゴン)のみだが、州知事選の結果、同様の措置を支持する候補者が14州(一時停止実施済みの3州を含む)で当選した。全米で建設計画中のDC容量の約半分がこの14州に集中しており(図表3-6)、実際に規制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



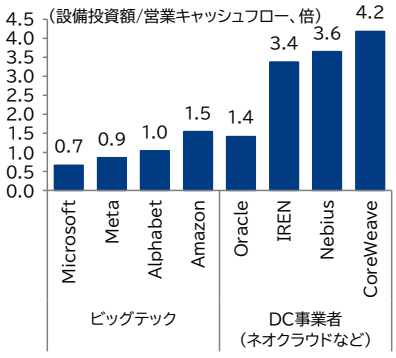
注:「今後6カ月の見込み」は回答時期から6カ月先行して表示。
出所:米国センサス局を基に三菱総合研究所作成

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

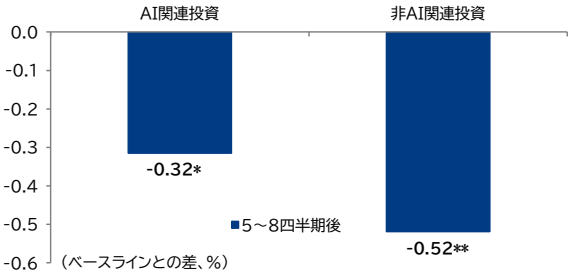
図表 3-7 テック企業の設備投資/営業 CF 比(2026 年 1-9 月)



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.

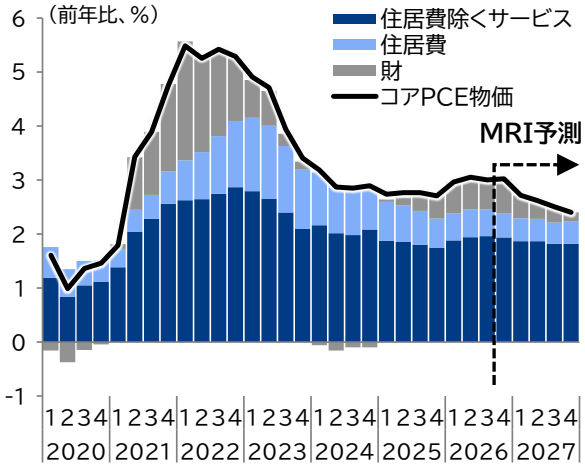
注目点② 物価と金融政策の行方 ―― 根強いインフレ圧力を背景に、段階的な利上げを継続

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。

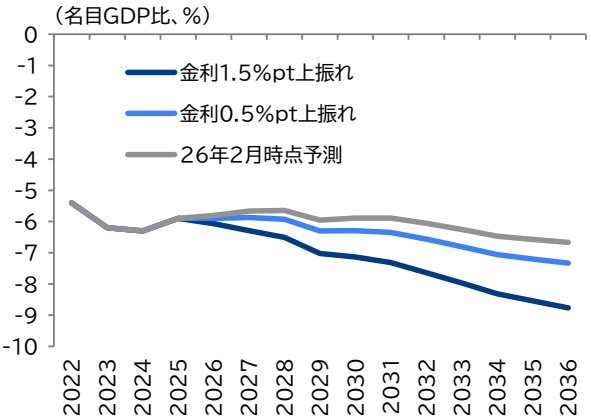
物価上昇圧力の強さから政策金利が高水準で維持され、米10年物国債利回りは5%台で高止まりするとみる。足もとの長期金利上昇には、追加利上げ観測の高まりによるA)期待短期金利の上昇(図表3-10■)と、B)タームプレミアムの拡大(図表3-10■)が寄与している。A)について、期待短期金利は、市場参加者が将来どの程度の政策金利水準を見込んでいるかを表し、OIS(翌日物金利スワップ)市場では27年末までに3回程度の追加利上げが織り込まれている。B)について、前述のテック企業による社債発行拡大に伴う国債需給悪化に加え、構造的な財政赤字や金利上昇に伴う利払い費増加を背景とする財政悪化懸念が押し上げ要因となっている。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.

政策・経済センター 綿谷 謙吾

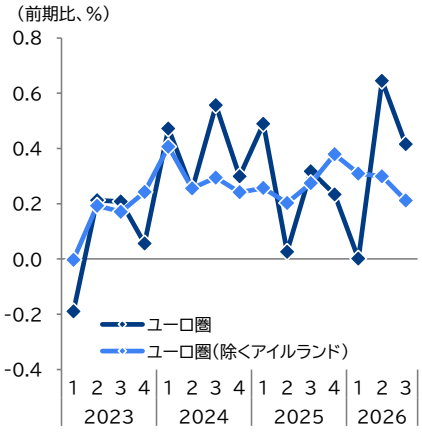
(1) ユーロ圏経済の現況

エネルギー高や異常気象があるなかでも堅調を維持

ユーロ圏経済は、堅調を維持している。26年7-9月期のユーロ圏の実質GDPは季調済前期比＋0.4%(成長率の変動が大きいアイルランドを除くと同+0.2%)と、前期から減速も高めの成長率を維持した(図表4-1)。背景には、設備投資の拡大が続いたことに加え、堅調な雇用・所得環境の下で個人消費が底堅く推移したことがある。

もっとも、各国では生活費高騰などに対する国民の不安が高まっており、内政面での混乱が経済活動に与える影響が懸念される。ドイツの州議会選挙では極右政党であるAfD(ドイツのための選択肢)が躍進した。フランスでは教育環境の改善や物価高対策を求める大規模なデモが発生し長期化しているほか、スペインでは住宅費高騰への対応を巡る混乱から、前倒しでの総選挙が決まった。

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

(2) ユーロ圏経済の先行き

エネルギー高や金利上昇が景気の重石となるものの緩やかな成長を維持

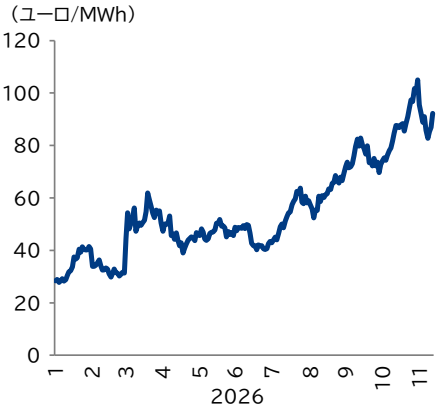
ユーロ圏の実質GDP成長率は、26年は前年比+1.1%(実績を反映し前回8月時点同+0.8%から上方修正)、27年は同+1.2%(前回8月時点から変更なし)を見込む。中東情勢の不確実性は依然として高いほか、フランスの財政不安に伴う金利上昇が投資を中心に経済活動を下押しするだろう。もっとも、EUやドイツ等の競争力強化に向けた財政支援(脱炭素やAI、防衛等)の本格化による経済効果も見込まれる。

先行きの注目は、①中東情勢混乱の経済影響、②仏財政不安の影響、③競争力強化投資の3点である。

注目点① 中東情勢混乱の経済影響 ― 冬に向け天然ガス確保に懸念、物価上振れ警戒から追加利上げ

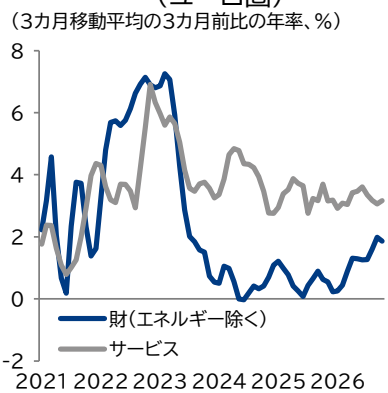
エネルギー需要期の冬に向け、天然ガスの安定確保には懸念が残る。EUの天然ガスの在庫水準は、11月上旬時点で約70%と2011年以降では最低の水準にあるほか、地政学リスクの高まりもあり、ガス価格は需要が高まる冬に向け上昇している(図表4-2)。異常気象等でガス需要が想定より高まれば、欧州とアジアの間でLNG調達競争が激化し、価格が一段と上昇する可能性がある。さらに、調達に制約が生じれば経済活動への悪影響も大きくなるだろう。

図表4-2 ガス価格(TTF)



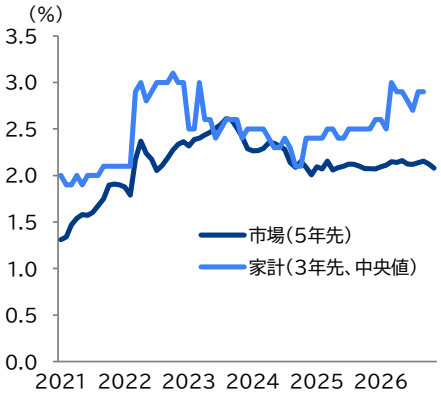
注:日次。直近は 11 月 12 日時点
出所:Macrobond を基に三菱総合研究所作成

図表4-3 短期的な物価上昇ペース(ユーロ圏)



注:季節調整値を基に試算。
出所:ECB を基に三菱総合研究所作成

図表4-4 期待インフレ



注:市場(5 年先)は 5 年先 5 年物フォワードレートの月次平均。直近は、市場は 11 月 13 日時点、家計が 9 月調査分。
出所:ECB、Bloomberg を基に三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

エネルギー価格の高止まりを受け、ECBが中期的な物価安定目標とする2%から上振れるリスクも高まっている。ユーロ圏の26年10月の消費者物価(HICP)は、前年比+4.0%と23年9月以来の上昇率となった。エネルギー価格の上昇が主因だが、企業の価格転嫁が進みつつあるほか、家計の期待インフレも上振れている。製造業の価格判断DIは上昇しており、物価の前月比データを基に試算した短期的な物価上昇ペースをみると、財(エネルギーを除く)物価は26年入り後に加速傾向にある(図表4-3)。また、市場の期待インフレ(5年先)は安定している一方、家計の期待インフレ(3年先)は3%近くまで上昇している(図表4-4)。

ユーロ圏経済は想定より需要が堅調であり、価格転嫁が進みやすい環境にある。さらに、家計の期待インフレ上昇が賃金交渉にも波及すれば、基調的な物価上昇率を押し上げる可能性が高まる。これらを踏まえ、ECBは12月に利上げを実施するとみる(政策金利の下限である中銀預金金利を2.75%に引き上げ)。27年は、政策金利水準を維持するとみる。

注目点② 仏財政不安の影響 ― 財政不安解消は難航、金利高止まりが投資を下押し

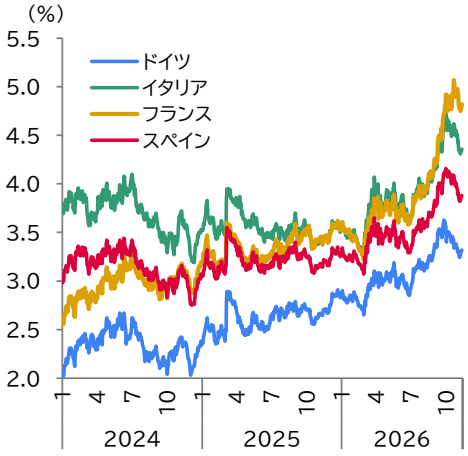
フランスの財政不安が再燃している。フランス10年物国債金利は5%程度まで上昇、イタリアを上回る水準で推移している(図表4-5)。財政不安再燃の背景には、不安定な政権運営に加え、中東情勢の混乱を受けた歳出増により、EUがフランスに設定した財政健全化目標(29年度までに財政赤字をGDP比3%未満に抑制)の達成が一段と困難となっていることがある。フランスの財政状況改善には歳出入両面での対策が必要だが、政治的な合意は難しい。仏政府は財政赤字をGDP比5.0%に抑制する目標を掲げているが、ルコルニュ首相が公表した27年度予算案は、年金の物価連動の見直しなどを含むため、大統領選を控えるなかで野党の合意を得て成立させるのは難しい。

フランスの財政不安は長期化し、金利は他国と比較し高止まりが続くとみる。大統領選後も政治的に不安定な状況が続く可能性が高いほか、国債の借り換えに伴う利払い費の増加も見込まれるためである。

来年のフランス大統領選の有力候補であるルペン氏は、市場の懸念を受け財政規律を重視する姿勢を示しているが、政策の実現性には疑問が残る。仮にルペン氏が大統領選で勝利したとしても、下院では少数与党となるため、予算や法案の審議は難航する可能性が高い。さらに、低金利期に発行したフランス国債の償還も控えている。フランス国債の平均残存期間は約8.4年で、コロナ禍に低金利で発行した国債の償還が29年にピークを迎える(図表4-6)。そのため、借り換えによる利払い費が増加しやすい。大統領選の結果にかかわらず、財政再建は容易には進まないだろう。

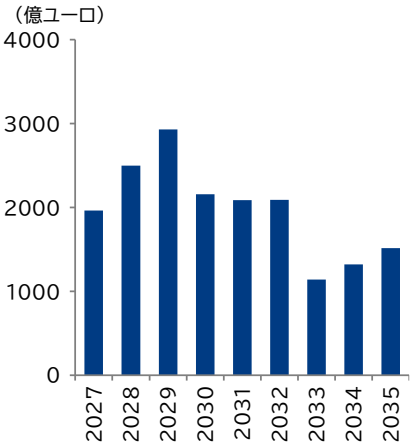
国債金利の高止まりは、金融機関の貸し出し姿勢の厳格化や企業向け貸出金利の上昇により投資を下押しするとみる。フランスの非金融法人の債務返済比率(DSR)はコロナ前の平均を上回っており、一段の金利上昇は企業の借入負担を高め、設備投資の抑制につながる(図表4-7)。

図表4-5 10年物国債金利



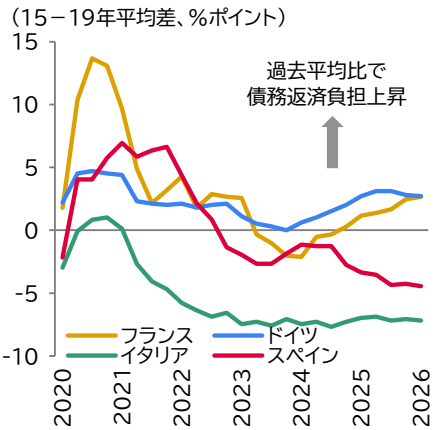
注:直近は11月12日時点。
出所:Macrobondを基に三菱総合研究所作成

図表4-6 フランス国債の償還予定



出所:フランス国債庁(AFT)を基に三菱総合研究所作成

図表4-7 非金融法人の債務返済比率(DSR)



注:四半期。直近は26年1－3月期。
DSRは法人所得(配当等を含む)に対する元利返済負担割合で試算。
出所:BISを基に三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

注目点③ 競争力強化投資 ― 域内生産優遇が欧州企業の競争力強化につながるとは限らない

EU域内産業の競争力強化に向けた政策の具体化が進んでいる。例えば、AI分野では、AIギガファクトリー（大規模データセンター）の立地選定が進んでいるほか、産業特化モデルを強化する方針が示された。また、脱炭素分野では、再生可能エネルギーや原子力への投資拡大に加え、電化を加速させるために電力系統への投資拡大の方針が示されている。これらは、中長期的にユーロ圏の投資を押し上げるだろう。

今後の注目は、自動車等のEU域内の製造業強化を目指す「産業加速法案（Industrial Accelerator Act、以下、IAA）」の動向である（図表4-8）。同法案の特徴は、EU域内の製造業の競争力を強化するため、需要面の支援として、公共調達・公的支援で「EU域内生産（Made in EU）」を優遇する点にある。Made in EUの定義に日本や英国、トルコ等の貿易協定締結国も含めるか否かにより、各国の自動車産業のサプライチェーンにも影響を与える可能性がある。

図表4-8 産業加速法案（Industrial Accelerator Act）の概要と自動車の支援要件

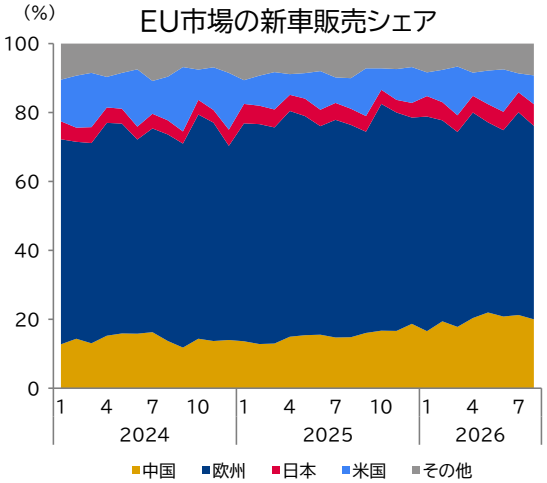
産業加速法案の概要	目的	EU 製造業の競争力・経済安全保障の強化
	主な対象産業	自動車産業、エネルギー多消費産業（鉄鋼・化学・アルミ等） ネットゼロ技術（蓄電池・太陽光・風力等）
	主要施策	【需要】公共調達・公的支援による EU 域内生産品・低炭素製品の需要喚起 【投資・生産】外国投資への条件付け、許認可迅速化、産業加速地域の指定
	法案の論点	**Made in EU の対象範囲（FTA 締結国の扱いなど）**
自動車の支援要件	支援対象	公共調達・公的支援の対象となる BEV、PHV、燃料電池車
	基本要件（発効 6 カ月後）	車両組立： EU 域内で最終組立
		一般部品： バッテリーを除く車両部品の EU 産比率 70%以上（金額ベース）
		駆動用電池： セルを含む主要部品 3 種類以上が EU 産
	追加要件（発効 3 年後）	駆動用電池：主要部品 5 種類以上が EU 産
		電動パワートレイン：部品の EU 産比率 50%以上（金額ベース）
		主要電子システム：部品の EU 産比率 50%以上（金額ベース）

注：欧州委員会が 26 年 3 月 4 日に公表した原案に基づく整理。立法過程において内容は変わりうる。
出所：欧州委員会資料などを基に三菱総合研究所作成

EUが域内生産を重視する背景には、中国との競争激化がある。例えば、IAAの対象産業である自動車分野では、中国製EVに対する対中関税を24年7月に導入したが、EV・PHVの新車販売では中国メーカーのシェアが拡大している（図表4-9）。中国メーカーのシェア拡大の背景には、関税率が相対的に低いBYD等のEV販売が拡大したほか、関税対象外のPHVの販売拡大がある。IAAではEU域内生産を優遇することで、ドイツなどの自動車産業の競争力回復を狙っている。

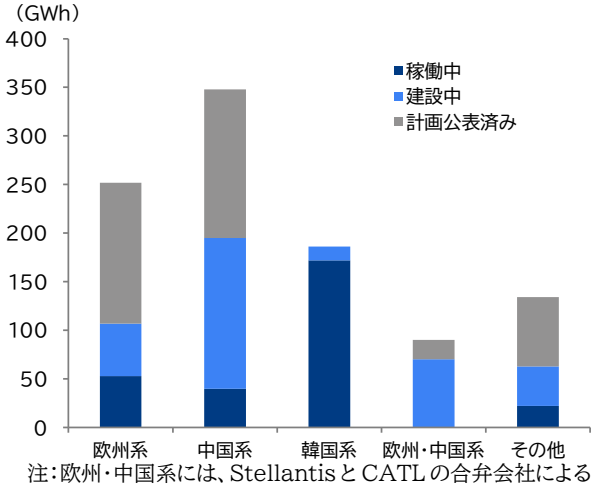
ただし、EU域内生産優遇が欧州系企業のシェア拡大や競争力強化につながるとは限らない。例えば、蓄電池は韓国や中国系メーカーの生産能力拡張が先行しており、欧州系は遅れを取っている（図表4-10）。また、自動車の組み立ては、BYDがハンガリーなどでの生産を計画しているほか、中国系と欧州系の合弁会社の設立や欧州企業が中国企業から生産を受託する動きもある。IAAが運用されれば、EU域内の自動車関連産業の生産や雇用は維持されるとみるが、欧州系企業の競争力強化につながらない可能性は残る。

図表4-9 メーカー国籍別EV・PHVのEU市場の新車販売シェア



注：一定の販売規模を有する主要自動車グループ別の集計。リトアニア、エストニア、キプロス、マルタ、ラトビアを除く。
出所：マークラインズを基に三菱総合研究所作成

図表4-10 蓄電池のEU域内での生産能力



注：欧州・中国系には、Stellantis と CATL の合弁会社による投資などが含まれる。
出所：Bruegel 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

ユーロ圏固有のリスクは、主要国の選挙を控えるなかでの国債金利急騰とEUの政策決定の混乱である。27年にかけてEU主要国では国政選挙が続く。最大の注目は、27年4月のフランス大統領選だが、26年11月末にはスペイン、27年にはイタリアで総選挙が予定されている。

フランス同様、イタリアもEUの財政是正措置の対象となっている。イタリアは政治の安定と財政健全化の取り組みの進展から、フランスほど財政リスクは高くないものの、選挙に向け財政拡張圧力が高まる可能性がある。フランスは注目点②で記載の通り、財政不安は長期化する見通しだが、次期大統領が財政健全化の取り組みを後退させる政策を公表すれば、トラスショック時のような金利急騰が起きる可能性がある。選挙前後での政策の不確実性上昇により、一段と金利が上昇すれば、金融市場の混乱や企業の投資姿勢の慎重化を招き、経済を下押しするだろう。

さらに、選挙を控えるフランス・イタリア・スペインはEUレベルでの意思決定に与える影響が大きい。EUでは、欧州委員会の次期中期予算（2028～34年）の検討が進んでいるほか、IAA等の競争力強化政策の具体化、総裁をはじめとしたECB理事の人事など重要な政策課題が控えている。主要国の選挙の結果、EUに懐疑的な政党が政権を獲得すれば、EUの政策決定が難航し、競争力強化投資等の実施が遅れる可能性も高まる。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

政策・経済センター 森重 彰浩

(1) 中国経済の現況

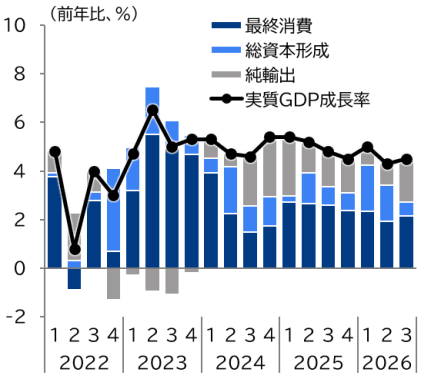
26年7-9月期は成長が小幅加速も、内需の低迷は続く

26年7-9月期の中国の実質GDP成長率は前年比+4.5%と、前期(26年4-6月期、同+4.3%)から小幅に成長率が上昇、26年の経済成長率目標(同+4.5～5.0%)の下限の成長となった(図表5-1)。

内訳をみると、内需(最終消費＋総資本形成)の寄与は+2.7%ポイントと2四半期連続で縮小した。家計の実質可処分所得の伸びが低調ななか、雇用情勢や不動産市況の悪化が消費マインドの下押し要因となっており、実質消費は前期に続き低い伸びにとどまった(図表5-2)。総資本形成についても、民間企業の投資慎重姿勢は改善せず、成長への寄与を縮小させた。

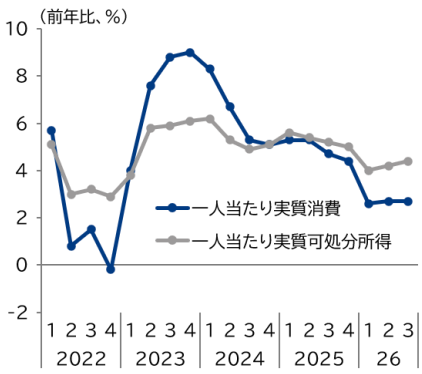
外需(純輸出)の寄与は+1.8%ポイントと前期から拡大したが、内需の不振や輸入価格上昇による輸入減少が主因であり、輸出の強さを示すものではない。輸出入の数量指数はいずれも前年比マイナスとなっており、輸入の減少率が輸出の減少率を上回っている(図表5-3)。

図表 5-1 実質 GDP 成長率



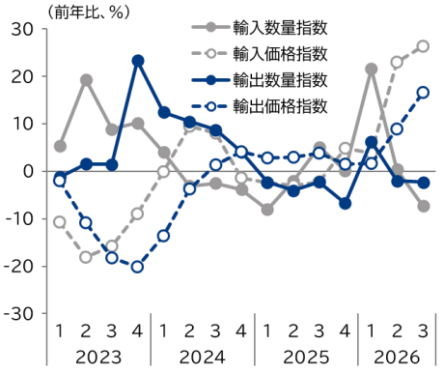
出所:中国国家統計局統計を基に三菱総合研究所作成

図表 5-2 実質消費・実質所得



注:年初来の前年比。
出所:中国国家統計局統計を基に三菱総合研究所作成

図表 5-3 輸出入の数量・価格指数



出所:中国税関総署統計を基に三菱総合研究所作成

(2) 中国経済の先行き

26年は成長目標の下限4.5%、27年は習政権4期目を控え経済・社会安定重視の政策運営を継続

中国の実質GDP成長率は、26年前年比＋4.5%、27年同＋4.3%と予測する。26年は、不動産不況や雇用・所得環境の弱さから内需の回復が鈍く、政府目標(＋4.5～5.0%)の下限達成に向けて政策的な下支えが必要となろう。27年も内需の力強い回復は見込みにくいが、AI関連製品の輸出拡大や、政府が26年から重点的に進める「六張網[17]」の整備が景気を下支えするとみる。また、27年秋には習政権の4期目入りが焦点となる共産党大会を控える。過去の党大会開催年も経済・社会の安定が重視されてきたことを踏まえ、27年も雇用の下支えや不動産市場の混乱回避などを優先し、財政・金融政策による景気下支えを継続するとみる。

先行きの注目点は3つある。第一に、長引く内需不振の主因である不動産市場の行方(注目点①)。第二に、世界的なAI需要拡大の中国輸出への波及や、国内のAI関連投資による成長下支え効果(注目点②)。第三に、米中協議による関税引き下げ効果とASEANへ移った供給網の行方(注目点③)である。

注目点① 不動産市場の行方 —— 現物販売への移行を推進し市場の信頼回復を目指す

中国政府は8月、住宅取引に関する新制度を発表した(図表5-4)。政策の狙いは、住宅完成前の予約販売から完成後の現物販売への段階的な移行を促し、住宅の完成・引き渡しに関する購入者の信頼を回復することにある。具体的には、新規の住宅開発案件では現物販売を優先し、予約販売を続ける場合も建物の主要構造部分の完成を条件とする。また、予約販売では、購入者が支払う頭金や住宅ローンなどを専用口座で厳格に管理し、住宅ローンの実行も原則として竣工届出後に変更する。

これは、中国住宅不況の根底にある「高負債・高回転」の不動産開発モデルからの脱却を企図したものである。住宅購入者からの販売前受金を次の開発に振り向ける仕組みは、住宅需要の拡大期には大量供給を支え、

[17] 水網、新型電力網、算力網、次世代通信網、都市地下管網、物流網を指す。2026 年の投資規模は計 7 兆元超とされる。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

21年頃までは竣工を大幅に上回る販売が常態化した(図表5-5)。こうした開発モデルは、22年以降の販売不振で行き詰まり、建設中断や引き渡し遅延が相次いだ。政府は、保交楼・保交房[18]と呼ばれる住宅引き渡し支援策や開発案件への融資、住宅購入規制の緩和を進めてきており、販売済み完成待ち物件の処理に一定の進展がみられたと判断し、予約販売の開発モデルそのものの見直しへと踏み込んだとみられる。

今回の政策転換によって、完成した住宅を確認して購入することが一般化すれば、購入者の引き渡し不安が和らぐとみられる。案件ごとの資金管理は流用防止や開発企業の経営規律の強化にもつながる。すでに新築住宅販売に占める現物販売の比率は上昇傾向にあり、新制度はこの流れを後押しする。ただし、住宅販売や価格の回復には、雇用・所得環境の改善や住宅価格の先安観の緩和、過剰在庫の圧縮なども必要となる。新制度は住宅購入に伴う不安の緩和に寄与するものの、直ちに住宅需要が回復するとは限らず、不動産市場の調整にはなお時間を要するだろう。

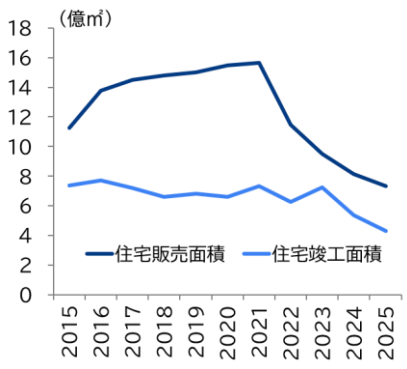
また、本政策転換による開発企業の資金繰りへの影響には注意が必要だ。26年1～8月の開発企業の調達資金のうち、頭金・前受金は32%、個人住宅ローンは13%を占める(図表5-6)。新制度では、頭金・前受金の使途が厳格に管理されるほか、個人住宅ローンの実行も原則として竣工後に延期される。従来の購入者資金に依存した開発モデルからの転換が求められ、代替となる開発融資の確保が重要となる。政府は景気や金融市場への影響を見極めながら、現物販売への移行速度を調整するとみられる。

図表 5-4 住宅関連の新制度

- 住宅販売方式｜建設中の**予約販売から、完成後の現物販売へ**の段階的移行を推進。新規開発案件では現物販売を優先
- 予約販売の条件｜予約販売を行う場合、建物の主要部分の工事完了を義務化
- 販売資金の管理｜購入者の頭金や住宅ローンなどを**全額専用口座で管理し、資金流用を防止**
- 開発融資の仕組み｜**案件ごとに主担当銀行を指定するメインバンク制を導入**。融資期間は予約販売案件が最長５年、現物販売案件が最長７年
- 個人住宅ローン｜新規の予約販売案件では**融資実行を竣工届出後に限定**。融資期間の上限を30年から**40年に延長**

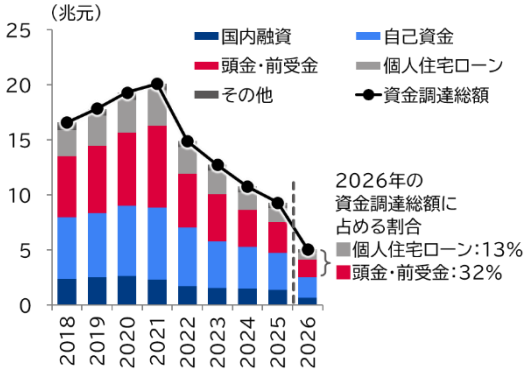
出所:JETRO資料等を基に三菱総合研究所作成

図表 5-5 住宅販売・竣工面積



出所:中国国家統計局を基に三菱総合研究所作成

図表 5-6 不動産開発企業の資金調達



注:26年は1-8月の合計。
出所:中国国家統計局を基に三菱総合研究所作成

注目点② AIの経済影響 —— AI関連需要の拡大が輸出を下支え、国内産業の生産性向上が成長の鍵

中国経済は、消費や民間投資など内需の回復が鈍く、輸出も総じて軟調ではあるが、半導体などの輸出は、世界的なAI投資の拡大を背景に堅調に推移している。AI関連産業は、半導体からサーバー、データセンター(DC)設備、AIモデルまで幅広い分野にまたがる。AI関連分野の世界シェアをみると、中国の競争力には分野ごとに濃淡がある(図表5-7)。

半導体材料・製造装置など上流分野の世界輸出シェアは25年で5%にとどまる。一方、AI関連用途を含む半導体・電子部品は15年の17%から25年には20%へ、DCにも用いられる電力・冷却・建屋関連設備では同23%から34%へ拡大した。また、オープンウエートAIモデルでは、モデル共有サイトHugging Faceにおける中国開発モデルのダウンロード数が世界の17%を占める[19]。こうしたデータは中国のAI産業全体の競争力を示すものではないが、AI関連用途を含む財の輸出シェア拡大や、オープンウエート分野における中国製モデルの存在感が確認できる。世界的なAI需要の拡大は、関連する財の輸出・生産を下支えする可能性がある。

もっとも、中国経済の中長期的な成長を考えるうえで、より重要なのはAIの国内活用による生産性の底上げである。人口減少や不動産市場の調整が続くなか、資本投入量の拡大だけでなく、AIの国内活用による全要素生産性(TFP)の向上を通じて、潜在成長率の低下を抑えられるかが重要となる。

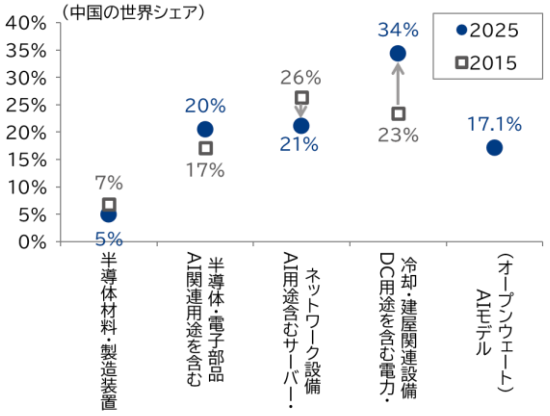
現時点では、AI導入による生産性向上の効果をマクロ統計から捉えることは難しいものの、企業レベルでは成果が表れ始めている。国際労働機関(ILO)が26年9月に公表した中国企業21社へのヒアリング調査では、AI導入によって製造現場の生産効率が20～30%改善した例や、保険会社の顧客対応件数が約2.5倍に増加した例が報告されている。また、世界経済フォーラムが紹介する中国の先進工場でも、AIを活用した品質管理や生産工程の最適化によって、生産性向上やコスト削減を実現した事例がみられる(図表5-8)。こうした

[18] 保交楼・保交房は、販売済み住宅の完成・引き渡しを確保する政策。22 年開始の「保交楼」は建設停滞物件の救済、24 年に本格化した「保交房」は引き渡し確保に向けた支援対象・体制の拡充に重点を置く。
[19] Hugging Face 上で公開されたオープンウェートモデルのダウンロード数に基づく。ChatGPT や Claude などのクローズドモデルは含まれず、生成 AI サービス全体の利用量、売上高、市場シェアを示すものではない。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

先進企業の取り組みを幅広い産業や企業に波及させられるか否かが、中国経済の持続的な成長を左右するだろう。一方、AIによる業務代替が一部職種の労働需要や賃金を下押しする可能性もあり、生産性向上の果実を雇用・所得の拡大につなげられるかも課題となる。

図表 5-7 AI 関連財・サービスの中国シェア



注：財の輸出シェアは、AI関連用途を含むHSコードを対象に算出しており、AI専用品のみのシェアを示すものではない。AIモデルは、Hugging Face上の中国開発AIモデルのダウンロード数シェア（24年8月～25年8月）。2015年はデータなし。
出所：UN Comtrade、Longpre et al.（2025）「Economies of Open Intelligence」（Hugging Faceデータ）を基に三菱総合研究所作成

図表 5-8 AI 活用による生産性上昇事例

企業・業種	AIの活用内容	導入効果
電子部品メーカー	製造条件の最適化、設備データ分析	生産効率が約30%向上
保険会社	AIによる顧客対応業務の効率化	1日当たり対応件数が6,000件→15,000件
EVE Energy（蓄電池）	AIによる品質診断、工程最適化、予知保全	不良率52%低下、加工コスト41%削減
Huafon Chongqing Spandex（化学繊維）	AIによる工程最適化、外観検査、デジタルツイン	労働生産性60%向上、不良率35%低下
Haier Strauss（浄水器）	AIによる製造工程の制御、需要予測	不良率40%低下、品質関連コスト72%削減

注：導入効果は各企業・工場で報告された実績。AI以外のデジタル技術の活用効果を含む場合があり、AI単独の効果を示すものではない。
出所：ILO（2026）“Artificial Intelligence Adoption in Chinese Enterprises”、WEF（2026）“Global Lighthouse Network: Rewiring Operations for Resilience and Impact at Scale”を基に三菱総合研究所作成

注目点③ 米中協議の行方 —— 関税引き下げは対米輸出を下支え、中国への供給網回帰は限定的

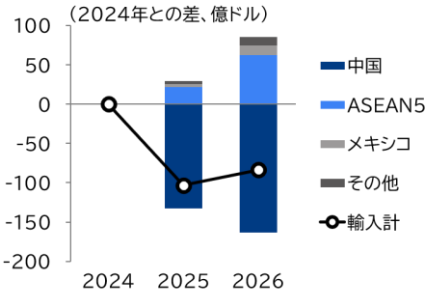
9月の米中首脳会談では、双方が約300億ドル相当の輸入品について、相互の関税引き下げで合意した。中国の対米輸出額（25年、約4,200億ドル）の約7%に相当する。米国側の対象品目には、玩具や小型家電などの軽工業品が多く、中国側の発表によれば、対象品目の約9割について関税を最恵国待遇（MFN）税率まで引き下げる方針が示された。

関税引き下げが実施されれば、対象品目では中国製品の価格競争力が改善し、中国の対米輸出を一定程度下支えするとみられる。例えば、プラスチック製食器の関税率は26.5%から6.5%へ低下し、ベトナム製品（19%）よりも低関税となる。

ただし、ASEANなどへ移った供給網が今回の関税引き下げでどの程度戻るかは不透明だ。今回関税引き下げ対象となった品目では、25年以降、米国は中国からの調達を大幅に減少させた一方、ASEAN5、特にベトナムからの調達を拡大させてきた（図表5-9）。一度形成された供給網の再編には大きなコストがかかるため、関税が引き下げられても調達先が直ちに中国へ戻るとは限らない。

また、2027年1月10日以降の米中貿易休戦の行方にも注目が必要だ。米国の対中半導体輸出規制や中国のレアアース輸出規制などを巡る対立は残っており、米中関係の安定が持続するかはなお不透明である。

図表 5-9 米中合意による対中関税引き下げ対象品目の米国輸入（国別）



注：25年は通年、26年は1-7月の合計を年率換算。ホワイトハウス公表の米国輸入300億ドル対象品目（HTS8桁）について、HS6桁レベルで集計。公表資料に記載の一部除外規定は考慮していない。
出所：UN Comtradeを基に三菱総合研究所作成

（3）中国経済の先行きリスク

中国経済は4%台の成長を維持するとみているが、先行きには主に2つのリスクがある。

第一に、不動産企業の淘汰過程で金融市場が混乱するリスクである。住宅販売の低迷が長引くなか、経営難に陥った不動産企業の再編・淘汰が進むとみられるが、その過程で債務不履行が相次げば、金融市場の不安定化につながるおそれがある。特に、不動産企業の信用不安が地方銀行やLGFV（地方融資平台）などに波及すれば、金融機関の与信姿勢が慎重化し、企業の資金調達環境が悪化する可能性がある。こうした動きが広がれば、設備投資や雇用の下押し要因となる。

第二に、米中協議の決裂による関税再引き上げのリスクである。現時点でその可能性は低いとみるが、2027年1月10日以降の貿易休戦の延長を巡る協議には不確実性が残る。米国の半導体輸出規制や中国のレアアース輸出規制などを巡り対立が再燃し、関税の再引き上げに発展すれば、輸出の下押し要因となり、中国経済の成長を鈍化させるおそれがある。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

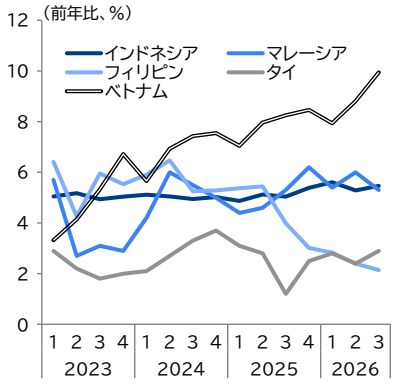
政策・経済センター 浅井 優汰 酒井 博司

(1) ASEAN経済の現況 ―― AI関連輸出が景気を支える一方、物価高が内需の重石に

ASEAN5経済は、底堅く推移している。26年7-9月期の実質GDP成長率は前年比＋5.2%と、前期(同＋5.0%)から伸びが加速した(図表6-1)。世界的なAI関連需要の拡大を背景に、ベトナム、マレーシア、タイでは主要電子・デジタル関連財が輸出の伸びをけん引したほか(図表6-2)、マレーシアやタイ、インドネシアではデータセンター(以下、DC)建設に伴う国内投資の拡大も景気を下支えした。

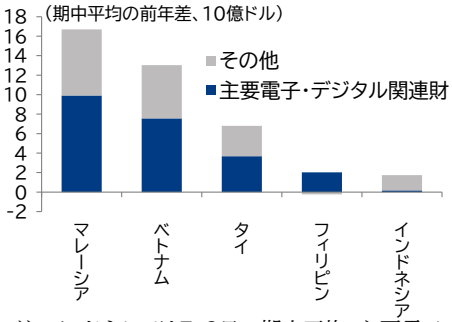
他方で、一部の国では物価高が内需の重石となっている。エネルギー輸入依存度の高いフィリピン、ベトナム、タイでは、中東情勢の混乱長期化に伴うガソリン・ディーゼル高を背景に消費者物価上昇率が再加速している(図表6-3)。なかでもフィリピンでは、天候不順による農産物の生産・物流の混乱も重なり、物価高が家計の購買力を一段と下押ししている。

図表 6-1 実質 GDP 成長率



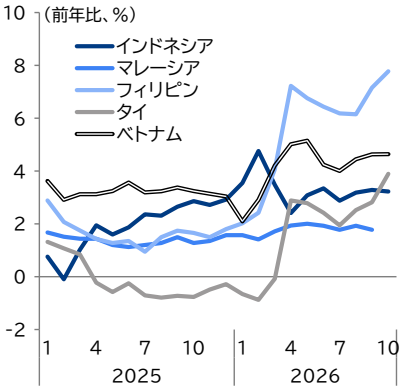
出所:各国統計を基に三菱総合研究所作成

図表 6-2 輸出額の変化
(26年 7-9 月期の前年差)



注:インドネシアは7-8月の期中平均。主要電子・デジタル関連財の対象範囲は国ごとに異なり、AI向け以外も含む。
出所:Macrobond、インドネシア中央統計庁を基に三菱総合研究所作成

図表 6-3 消費者物価(総合)



注:直近値はマレーシアが9月、その他の国が10月。
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経済は、物価高・高金利が内需を抑制するものの、AI関連輸出・投資の拡大に支えられ、全体では底堅い成長が続くとみる。26年の実質GDP成長率は前年比＋5.0%(前回8月時点同＋4.6%)、27年は同＋4.9%(同＋4.7%)と予測する。実績値の上振れに加え、AI関連財輸出の拡大やDC投資の進展による成長押し上げが前回想定を上回るとみて、両年ともに上方修正した。先行きの注目点は、①物価高と高金利の影響、②AIの経済成長への影響、の2点である。

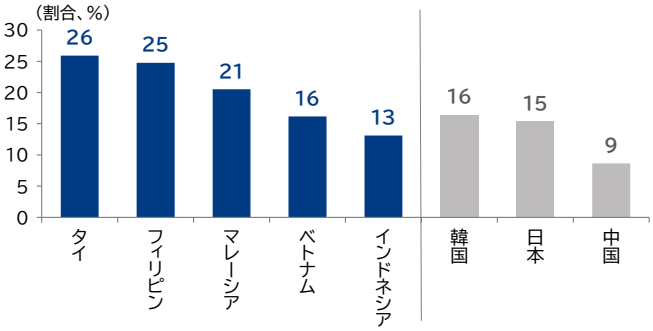
注目点① 物価高と高金利の影響 ―― エネルギー・食料高と金融引き締めが内需を抑制

中東情勢の混乱長期化によるエネルギー価格の高止まりに加え、27年にかけてはエルニーニョ現象による食料価格の上昇圧力も続くとみる。こうした①物価高を通じた家計の購買力低下や企業収益の圧迫、②インフレ抑制・通貨防衛を目的とした金融引き締めの長期化や金融市場の不安定化が、内需を抑制するだろう。

①について、中東からの原油供給は回復傾向にあるものの、航行リスクに伴う輸送費・保険料の上昇から、原油の調達コストは高止まりしている。

加えて、石油精製施設の稼働制約などからディーゼル(軽油)の供給不足が続いており、ASEAN5の軽油小売価格(5か国単純平均)は、11月9日時点で米国・イスラエルによるイラン攻撃前の水準の約1.6倍に達している。特にタイやフィリピンでは、最終エネルギー消費に占めるディーゼルの割合が3割弱と、日本や中国を上回る(図表6-4)。ディーゼル高は、トラック輸送や農業・漁業の燃料費を押し上げ、食品・日用品の値上がりを通じて家計の購買力を下押しするだろう。

図表 6-4 最終エネルギー消費に占める
ディーゼルの割合(2023年)



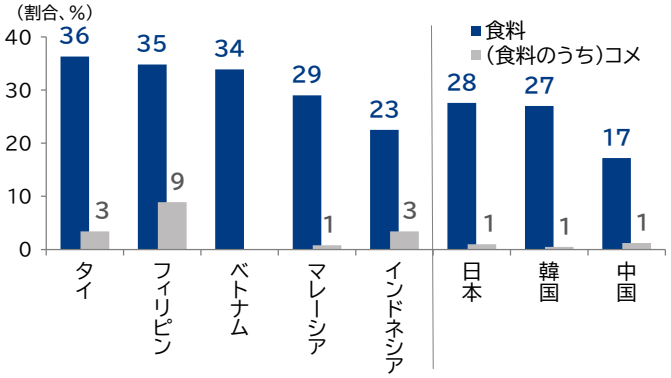
注:ディーゼルは軽油のほか、ガスオイルを含む。熱量ベース。
出所:APEC EGEDA「Energy Balance Tables」を基に三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

27年にかけて強まると予想されるエルニーニョ現象も、食料価格の押し上げ要因となるおそれがある。干ばつや高温によって主食のコメなどの農業生産が減少すれば、家計の購買力を一段と圧迫するだろう。消費者物価指数に占める食料の構成比は、タイ、フィリピン、ベトナムで3割を超える。なかでも、コメの構成比が高いフィリピンでは、食料価格の上昇によるインフレ率の上振れリスクが大きい(図表6-5)。

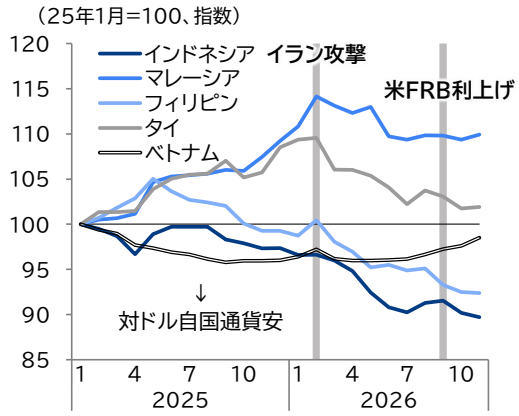
②について、26年2月の米・イスラエルによるイラン攻撃以降、インドネシアやフィリピンを中心に対ドル相場が低迷している(図表6-6)。米FRBなど主要中銀が金融引き締め姿勢を強め、高金利の長期化が見込まれ、資金流出・通貨安への警戒が各国の金融政策運営を制約するとみる。フィリピンは10月に0.5%ポイントの利上げを実施したが、通貨安・物価高への懸念は根強く、追加利上げの可能性もある。インドネシアでは、信用格付け見通しの引き下げに加え、MSCI指数からの除外懸念を受け株価が大幅に下落し、資本流出や通貨安が懸念される。金利高や株価下落による金融環境の悪化は、消費や住宅・設備投資を抑制するだろう。

図表 6-5 食料・コメの消費者物価指数(CPI)構成比



注:食料・コメがCPIに占める割合。コメは食料の内数。各国の直近のCPI基準年に基づくため、対象品目や基準年は必ずしも統一されていない。ベトナムのコメはデータなし。
出所:AMRO「ASEAN+3 Regional Economic Outlook」(2026年10月)を基に三菱総合研究所作成

図表 6-6 為替水準の推移



注:日次データの月中平均。11月は同月10日までの平均値。
出所:Macrobondを基に三菱総合研究所作成

注目点② AIの経済成長への影響

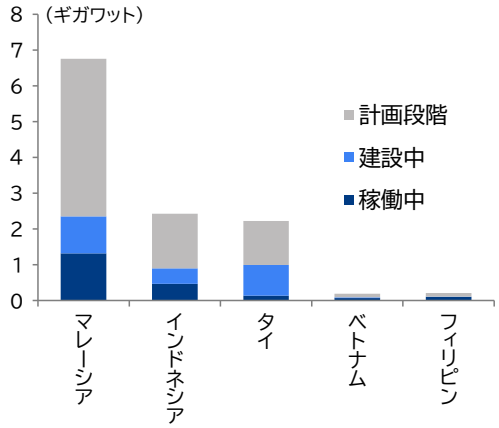
―― 輸出・投資が足元の景気を下支え、AI活用基盤と技術吸収力が中期的な成長力を左右

物価高・高金利による景気下押し圧力が続くなかでも、AI関連輸出・投資の拡大が、ASEAN5経済を下支えするとみる。世界的なAI需要の拡大を背景に、半導体・電子機器の輸出は米国向けに加え、アジア域内向けも増加しており、先行きも高い伸びが続くとみる。加えて、マレーシア、タイ、インドネシアでは、税制優遇など政府の投資誘致策を追い風に、データセンター(DC)の建設・開発計画が積みあがっており(図表6-7)、計画の具体化に伴う関連投資の拡大が見込まれる。

もっとも、AI関連輸出・投資の拡大を国内産業の高付加価値化につなげるには、国内企業への技術移転やAIの導入・活用が重要となる。そこで、こうした国内波及を左右する条件を捉えるため、IMD「世界競争力年鑑2026」のデータを用い、AI人材や企業のAI導入状況などを示す「AI Readiness(AI活用基盤)」と、研究開発や知識移転、企業の変革対応力などを示す「Absorptive Capacity(技術吸収力)」をそれぞれ独自に指数化し、ASEAN5各国の強みと課題を比較した(図表6-8)。

国別にみると、マレーシアとベトナムは、AI活用基盤と技術吸収力がともに世界平均を上回る(第Ⅰ象限)。マレーシアは「国家半導体戦略(NSS)」の下で半導体産業の高度化を進めているほか、ベトナムも26年に「国家AI戦略」を策定し、国内企業によるAI開発・導入を推進する方針である。両国は、AI関連輸出・投資の拡大を国内産業の高付加価値化につなげる余地が比較的大きいと評価できる。

図表 6-7 データセンター(DC)容量



注:2026年上期時点。データセンター(DC)の容量を稼働中、建設中、計画段階別に示す。計画段階には未着工の案件を含み、必ずしも将来の稼働が確定したものではない。
出所:Cushman & Wakefield「APAC Data Centre Update H1 2026」を基に三菱総合研究所作成

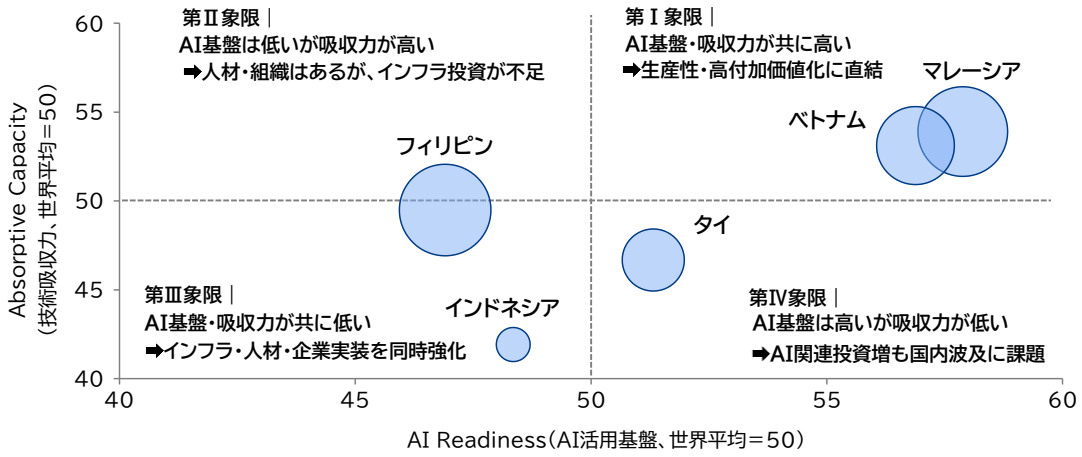
一方、タイはAI活用基盤が世界平均を上回るものの、技術吸収力は下回る(第Ⅳ象限)。足もとでは、電子産業やDCの外資誘致が進んでいるが、国内企業への技術移転や現地調達の拡大が進まなければ、国内産業への波及効果は限定的となるおそれがある。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

フィリピンとインドネシアは、AI活用基盤の底上げが課題となる（第Ⅲ象限）。フィリピンは技術吸収力がおおむね世界平均に達しているものの、AI活用基盤が弱い。政府は「国家AI戦略ロードマップ2.0」の下でAI人材育成や企業のAI導入を推進しており、BPOなどのサービス産業の高付加価値化が鍵となる。インドネシアは両指標とも世界平均を下回り、特に技術吸収力はASEAN5で最も低い。大型DC投資が進むものの、その効果を国内産業に波及させるには、人材育成や研究開発の強化に加え、外資から国内企業への技術移転と、企業による新技術の導入・活用を促すことが求められる。

以上を踏まえると、AI需要の拡大はASEAN5各国の輸出・投資を押し上げる一方、その恩恵が国内産業にどこまで波及するかは国ごとに異なる。AI活用基盤の充実と技術吸収力の向上を通じて、AI関連輸出・投資の拡大を国内企業の技術高度化や生産性向上につなげられるかが、中期的な成長力を左右するだろう。

図表 6-8 ASEAN5の AI 活用基盤と技術吸収力（MRI 推計）



注：IMD「世界競争力年鑑」の70カ国データを用いて作成。各指標を標準化したうえで、AI人材・AIアクセス・企業によるAI導入等の関連指標を統合してAI Readiness（AI活用基盤）を算出。また、研究開発、人材育成、知識移転、企業の変革対応力等の関連指標を統合してAbsorptive Capacity（技術吸収力）を算出。指数はIMD世界競争力年鑑の対象国70カ国の平均（世界平均）を50となるよう換算。バブルサイズはハイテク輸出比率（航空宇宙、コンピューター、医薬品、科学機器、電気機械など、研究開発集約度の高い製品の輸出比率）。
出所：IMD「世界競争力年鑑2026」を基に三菱総合研究所推計

（3）ASEAN経済の先行きリスク

ASEAN5経済は下振れリスクが大きい。以下4つが顕在化すれば、経済は大幅に減速するおそれがある。

第一は、中東情勢の深刻化である。足もとでは、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おり、代替経路である紅海経由のエネルギー輸送にも制約が強まる懸念がある。供給制約が深刻化すれば、物流・生産コストの上昇や家計の購買力低下を通じ、消費・投資は下振れるだろう。また、エネルギー純輸入国では、エネルギー輸入の増大による経常収支の悪化が通貨安を招き、輸入インフレや金融引き締めを通じて内需が下押しされるおそれもある。

第二は、エルニーニョ現象の影響深刻化である。27年にかけて干ばつや高温が想定以上に長期化・広域化すれば、コメやパーム油などの農業生産が大幅に落ち込み、食料価格の上昇が加速するおそれがある。加えて、渇水による水力発電量の減少や工業用水の不足が、企業の生産活動を制約する可能性もある。食料高による個人消費の低迷に生産活動の縮小が重なり、ASEAN5の成長率が大きく下振れる懸念がある。

第三は、世界的なAI投資の調整である。ASEAN5のAI関連財の主要輸出先である米国では、DC建設を巡る規制強化や電力供給制約、ネオクラウドの投資採算悪化が懸念されている（詳細はP.24米国経済、注目点①参照）。域内でも、電力・水供給などの制約を背景に、タイでは一部DC建設への一時停止要請、マレーシアでは新規案件の承認保留が生じている。AI投資の調整が世界的に進めば、マレーシア、ベトナム、タイの半導体・電子機器輸出が減少するほか、域内のDC関連投資も延期・縮小され、成長を下押ししかねない。

第四は、米国の通商政策の変化による対米輸出の下振れである。具体的には、①トランプ政権による追加関税の発動と②米中間の関税引き下げがリスクとなる。①について、米国はインドネシア、マレーシア、タイ、ベトナムなど16カ国・地域を対象に、過剰生産能力を巡る通商法301条に基づく調査を進めている。追加関税が発動されれば、対象国の対米輸出競争力が低下するおそれがある。②について、9月の米中首脳会談では、双方がそれぞれ約300億ドル相当の輸入品に対する関税の引き下げで合意した（詳細はP.34中国経済、注目点③参照）。米国の対中関税が引き下げられれば、中国製品と競合する品目ではASEAN製品の相対的な価格優位性が低下し、対米輸出が下押しされる可能性がある。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

政策・経済センター 森重 彰浩 酒井 博司

(1) インド経済の現況

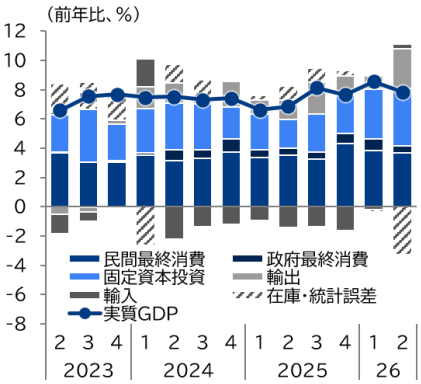
内需主導の高成長が続く一方、物価上昇とルピー安が進行

インド経済は、中東危機の影響を受けながらも、堅調な成長を維持している。26年4-6月期の実質GDP成長率は前年比＋7.8%と高い伸びを記録した(図表7-1)。25年9月のGST減税(物品・サービス税率の引き下げ)による消費押し上げ効果が持続し、個人消費は同＋7.1%、総固定資本形成も同＋11.9%と、内需が成長をけん引した。

もっとも、物価上昇による景気下押し懸念は強まっている。10月の消費者物価上昇率は総合がインド準備銀行の物価目標(4%±2%)の上限である6%に達した(図表7-2)。原油高や天候不順に伴う食料価格の上昇などが背景にある。

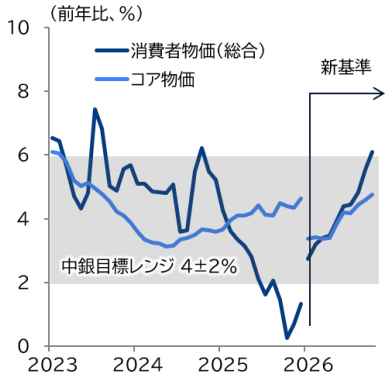
また、ルピー相場は過去最安圏で推移しており、通貨の安定も課題となっている。政府・中銀は利上げや為替介入などを通じて対応しているが、ルピー安基調に大きな変化はみられない。

図表7-1 実質GDP



出所:インド統計・計画実施省を基に三菱総合研究所作成

図表7-2 消費者物価



注:月次。直近は26年10月。
出所:インド統計・計画実施省を基に三菱総合研究所作成

(2) インド経済の先行き

26・27年度ともに成長率を上方修正、内需主導で6%台後半の高成長を維持

インド経済の実質GDP成長率は、26年度が前年比+6.8%、27年度は同+6.8%と予測する(前回8月見通し:26年度+6.2%、27年度+6.5%)。25年9月のGST減税による消費押し上げ効果が想定以上に持続しているほか、中東危機に対しても原油調達先の分散や在庫活用、ガソリン・軽油減税による燃料高抑制などの対策が講じられており、消費や固定資本投資の堅調さは、27年度にかけて維持される見通しだ。

ただし、堅調な経済成長の一方で、①貿易赤字の拡大に伴う通貨安圧力、②半導体など戦略産業における海外依存の低減と国内付加価値の向上が、持続的な成長に向けた課題となる。

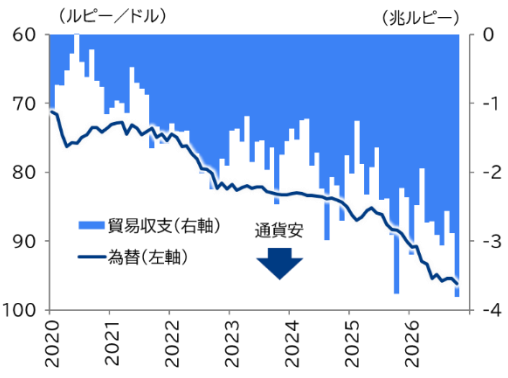
注目点① 通貨安圧力 － 原油高に伴う貿易赤字の拡大とルピー安がインド経済の下押し要因に

ホルムズ海峡の封鎖を受けて国際原油価格が高騰するなか、インド政府はガソリン・軽油の物品税引き下げなどにより、国内販売価格の上昇を小幅に抑えてきた。これにより家計や企業への直接的な影響は緩和されている。一方、原油輸入量の抑制は進みにくく、輸入額の増加から貿易赤字が拡大。米国金利の上昇に伴う資金流出圧力も重なり、ルピー安が進行している(図表7-3)。

こうしたルピー安圧力に対し、インド準備銀行は国営石油会社向けのドル供給窓口の開設や為替取引規制の強化など、通貨安の抑制に向けた対策を相次いで実施している。ただし、原油高に伴うドル需要や米国金利の上昇に伴う資金流出圧力は根強く、ルピー相場は当面、軟調な展開が続くとみる。

ルピー安が続けば、輸入物価の上昇を通じて家計の購買力や企業収益を下押しする。また、インド準備銀行は10月に金融政策のスタンスを「中立」から「段階的な引き締め」に変更した。通貨安・インフレへの対応として引き締め的な金融環境が長期化すれば、内需にも下押し圧力がかかる。

図表7-3 為替と貿易収支



注:直近は26年10月。
出所:インド商工省商務局等を基に三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

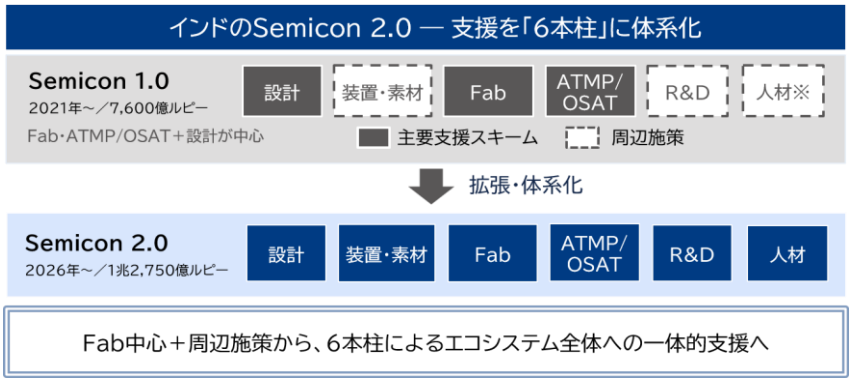
注目点② 産業競争力の強化 － Semicon2.0はインドの国内付加価値を高められるか

インド政府は26年7月、半導体の国内生産・開発を支援する産業政策「Semicon2.0」を閣議承認した（8月末に制度の詳細を公表）。予算枠は総額1兆2,750億ルピー（25年度名目GDPの約0.4%相当）である。

21年に始まった第1弾のSemicon1.0（7,600億ルピー）では、補助金を活用して半導体の前工程（Fab）や後工程（ATMP/OSAT）の誘致、設計支援を進め、12件、計1兆6，400億ルピー超の投資案件が承認された。実際、後工程では米国マイクロンや日本のルネサスが参画するCG Semiが26年に商業生産を開始するなど、半導体製造拠点としての基盤整備が進んだ。一方、製造装置・素材などでは海外依存度が高く、国内の付加価値をいかに高めるかが課題として残っていた。インド携帯電話・電子機器協会（ICEA）の推計によると、電子製品全体でみても国内付加価値率は約20%にとどまり、25年度の輸入は輸出の約2.4倍に上る[20]。

こうした課題を踏まえ、Semicon2.0は、Fab・後工程に加え、設計、装置・素材、R&D、人材を含む6本柱で、半導体エコシステム全体を体系的に支援する枠組みとなっている（図表7-4）。もっとも、高付加価値分野への移行は一足飛びには実現しない。当面は、Semicon1.0で強化したFabやATMP/OSATへの投資集積を通じて、人材やサプライヤー、製造ノウハウを蓄積しつつ、設計、装置・素材、R&Dの分野でも、段階的に国内で担う領域を広げる狙いがある。

図表7-4 インドのSemicon2.0の概要



注：Fab：半導体の「前工程」を担う工場。巨額の設備投資と高度な技術が必要で、半導体製造の中核にあたる。ATMP/OSAT：半導体の「後工程」。ATMP は組立（Assembly）・検査（Testing）・刻印（Marking）・梱包（Packaging）の頭文字。OSAT は、これらを外部から請け負う事業者を指す。人材育成は、1.0 と並行して実施。2.0 では「人材」を 6 本柱の一つとして明示。
出所：インド政府（PIB、ISM）各種資料より三菱総合研究所作成

前回8月見通し（P.39、注目点②）では、インドの知識資本とデジタル化・AI基盤が世界平均を下回り、AIブームを国内の生産性向上に結び付ける受け皿が課題と指摘した。Semicon2.0が設計IP（半導体回路の設計図）とR&Dの強化を打ち出したことは、このうち知識資本の底上げに資する方向性といえる。現時点ではAIブームの恩恵は限定的だが、拡大するAI関連の半導体需要を国内の技術蓄積や所得の増加につなげられるかが、今後の鍵となる。Semicon2.0のもとで計画される国内生産は車載・産業機器や電子機器向けの汎用半導体が中心で、AIデータセンター向けの先端品は将来の開発目標にとどまる。なお、設計や装置・素材の分野で国内の供給基盤が整い、国内付加価値の拡大につながるには時間を要するとみられる。

Semicon2.0の成否を測るうえでは、生産能力の拡大だけでなく、国内で生み出される付加価値がどこまで高まるかが重要となる。インドが「組立拠点」から「付加価値創出拠点」へ発展できるかが、今後の焦点となる。

（3）インド経済の先行きリスク

先行きのリスクとして、第一に米国の通商政策がある。米国はロシア産原油の主要調達国に対し、最大100%の関税を課す制度を導入した[21]。現在は大統領令により関税適用が当面免除されているが、今後の適用は米政権の判断に左右される部分が大きい。加えて、27年3月を原則的な判断期限とする米通商法301条調査の結果次第では、追加関税が課されるリスクもあり、インドの対米輸出や原油調達に不確実性をもたらす。

第二に、資金流出の加速である。FPIデータによると、外国人投資家によるインド株の売越額は、26年1-10月に3.0兆ルピーと、25年通年の1.7兆ルピーの1.8倍に達した。原油高による貿易赤字拡大やインフレ圧力の高まり、米国金利上昇が続けば、海外投資家の慎重姿勢が一段と強まり、資金流出が加速するリスクがある。資金流出はルピー安と輸入インフレを増幅し、金融引き締め圧力の高まりを通じて景気を下押しする。

第三に、エルニーニョ現象の強まりに伴う天候不順である。インド南東部などで少雨が深刻化すれば、農業生産の減少や食料価格の上昇を通じて、家計の購買力を下押しするおそれがある。

---

[20] 電子製品の輸出入は商務省統計（25 年度、輸出 477 億ドル、輸入 1,162 億ドル）。国内付加価値率はインド携帯電話・電子機器協会（ICEA）の推計。いずれも電子製品全体の数値で、半導体に限らない。

[21] 26 年 9 月 18 日成立の Lindsey O. Graham Sanctioning Russia and Iran Act of 2026。ロシア産原油・天然ガスの輸入量上位 5 カ国などを対象に、最大 100%の追加関税を規定。インドはロシア産原油の輸入量で中国に次ぐ、世界第 2 位。ただし、10 月 16 日の大統領令により、関税の適用は当面免除されている。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

執筆担当者

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

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.