2026 年 11 月 25 日　全 15 頁

日本経済見通し：2026 年 11 月

物価高が重しも緩やかな景気拡大は継続、米 AI 投資減速に警戒

経済調査部　チーフエコノミスト　神田 慶司
エコノミスト　畑中 宏仁
エコノミスト　秋元 虹輝
エコノミスト　横田 凱

[要約]

■ 2026 年 7-9 月期の GDP1 次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。実質 GDP 成長率は 2026 年度＋0.9%、2027 年度＋0.8%（暦年ベースでは 2026 年＋0.9%、2027 年＋0.7%）と見込んでいる。物価高が重しとなる中、高水準の賃上げ継続や 2027 年度から実施見込みの消費減税などにより実質賃金の上昇基調が続き、個人消費は 2027 年度にかけて緩やかに増加するだろう。設備投資は、好調な企業収益や米国の AI 関連需要などを背景に、省力化や AI 関連、研究開発などでの拡大を見込んでいる。

■ ハイパースケーラー5 社（マイクロソフトやアマゾンなど）の設備投資は民間アナリスト予想（11 月 17 日時点）で 2027 年に前年比約 50%増と見込まれており、実現すれば日本の実質 GDP 成長率を 0.2%pt 程度押し上げると試算される。もっとも、米中間選挙の結果を受けて AI 投資への懸念が広がっており、仮に民間アナリスト予想の最小値（同約 20%増）にとどまれば、成長率の押し上げ幅は半分以下に縮小する。

■ コア CPI 上昇率は 2026 年度に前年比＋2.5%、2027 年度に同＋2.3%と見込んでいる。エネルギー価格の上昇で 2026 年度内は物価上昇率の拡大が続き、2027 年度も企業の価格転嫁が消費者物価を押し上げる可能性が高い。物価上振れリスクへの警戒が続く中、日本銀行は 2026 年 12 月に 1.50%、2027 年 3 月に 1.75%へと短期金利を引き上げた後、経済・物価・金融情勢への影響を見極めると予想する。

株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目 9 番 1 号 グラントウキョウ ノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研と大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

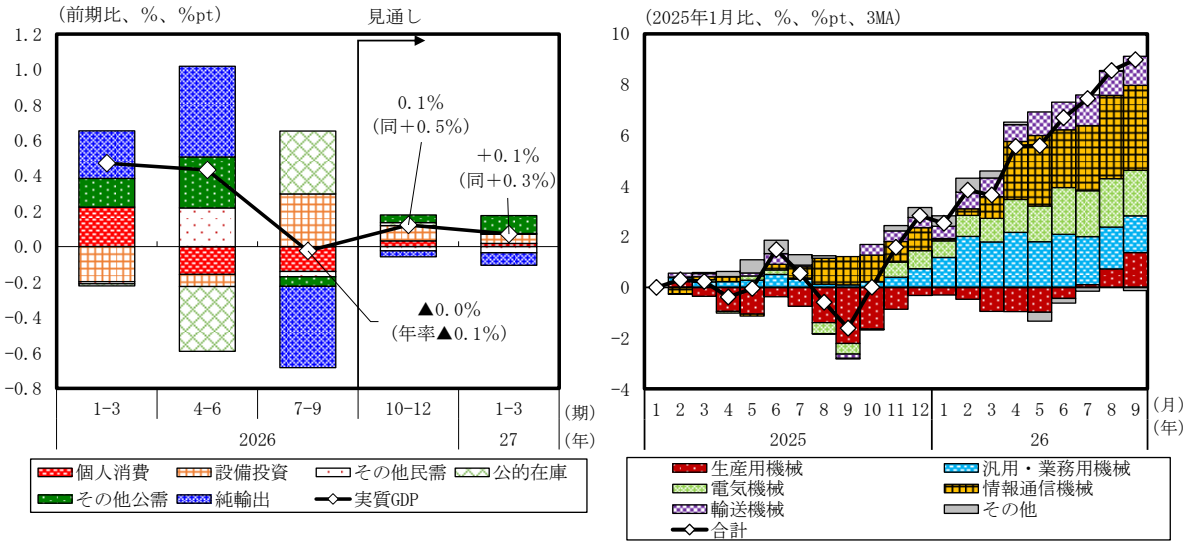
1.　日本経済は 2027 年度にかけて 1%弱の緩やかな拡大基調が継続

7-9 月期は個人消費の弱さと外需の下押しで、4 四半期ぶりのマイナス成長

2026 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、1 次速報値で前期比年率▲0.1%（前期比▲0.0%）と、小幅ながらも 4 四半期ぶりのマイナス成長となった[1]。設備投資が増加に転じ、実質雇用者報酬の増加が続くなど緩やかな景気の拡大基調は続いているとみられるが、在庫変動を除いた実質最終需要は前期比年率▲2.1%であり、個人消費が 2 四半期連続で減少するなど内容は悪い。

交易利得・損失は 7-9 月期で▲11.4 兆円（年率換算額）で[2]、実質 GDP に交易利得・損失を加えた実質 GDI（国内総所得）成長率は前期比年率▲1.6%だった。原油高などによる交易条件の悪化で所得が海外に流出し、交易損失は前期から 2.2 兆円拡大した。国内の所得環境は GDP で見る以上に悪化したが、政府のエネルギー高対策が家計や企業への影響を一定程度緩和した。

図表 1：実質 GDP 成長率の実績と見通し（左）、総供給指数に基づく機械投資の内訳（右）



（注）季節調整値。左図の見通しは大和総研による。右図は、業種別の総供給指数をもとに、2024 年 SNA 産業連関表の民間総固定資本形成額をウエイトとして寄与度を算出。3 カ月後方移動平均値を掲載。

（出所）内閣府、経済産業省統計より大和総研作成

実質 GDP を需要項目別に見ると（**図表 1 左**）、民需関連では個人消費・住宅投資が減少した一方、設備投資は増加した。公需関連では政府消費と公共投資が減少した。公的在庫変動については、7-9 月期に大規模な石油の国家備蓄放出が行われなかったため、実質 GDP 成長率への寄与度は前期比＋0.5%pt と成長率を大きく押し上げた。外需関連では輸出減と輸入増により、純輸出は実質 GDP 成長率を押し下げた。

---

[1] 詳細は、神田慶司・畑中宏仁（2026）「2026 年 7-9 月期 GDP（1 次速報）」（大和総研レポート、2026 年 11 月 16 日）を参照。

[2] 交易条件（＝輸出デフレーター/輸入デフレーター）の変化による実質所得の増減で、プラスの場合は「交易利得」、マイナスの場合は「交易損失」。公表値は 2020 暦年連鎖価格のデフレーターから算出されるため（基準年の交易利得・損失額はゼロ）、交易利得・損失額はあくまでも基準年からの交易条件の変化の影響である点に留意が必要。

10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率＋0.5%と見込んでいる。個人消費は小幅に増加し、設備投資も増加するだろう。輸出は米国向けの財や中国以外のインバウンド需要を中心に増加するものの、輸入の伸びが上回り、外需の寄与度はマイナスになるとみている。

機械投資は 2025 年 10-12 月期から拡大傾向が続く

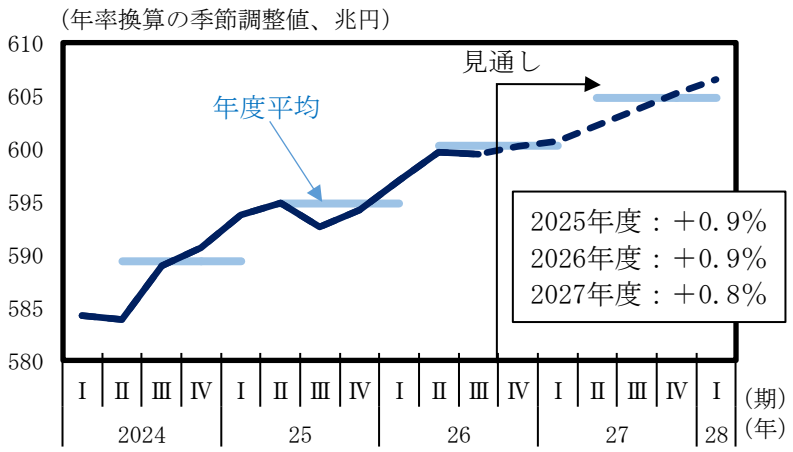
7-9 月期の設備投資は 3 四半期ぶりに増加したが、その要因の 1 つが機械投資である。民間総固定資本形成額をウエイトとした機械製造業の総供給指数を試算すると、機械投資は 2025 年 10-12 月期から拡大傾向が続いている（**図表 1 右**）。

内訳を見ると、2025 年 10-12 月期から 2026 年 1-3 月期の増加を支えたのは生産用機械と汎用・業務用機械である。具体的には、半導体製造装置やタービン、運搬機械などの国内供給が増加していたようだ。その後、4-6 月期には情報通信機械が、7-9 月期には建設・鉱山用機械や金属工作機械などの生産用機械が再び増加に寄与している。機械投資増加の背景には、好調な企業収益や、AI 関連需要の高まり、人手不足によるデジタル化・省力化投資のニーズなどがあるとみられる。今後は、中東情勢の悪化による資材価格の高騰や AI 関連需要の持続性に対する不透明感の高まりが景気の下押しリスクとなり得るものの、機械投資の拡大による生産能力・生産性の向上が経済を下支えすることが期待される。

海外経済の前提　～主要国はプラス成長を見込むも、AI 投資を取り巻く環境には変化の兆し

図表 2 ではメインシナリオにおける実質 GDP の推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新（11 月 17 日時点）の見通しに基づく。

図表 2：日本の実質 GDP 見通しと海外経済の前提



米欧中の実質GDP成長率

米国	2025年：＋2.3% 2026年：＋2.4% 2027年：＋2.2%
ユーロ圏	2025年：＋1.2% 2026年：＋1.1% 2027年：＋1.2%
中国	2025年：＋5.0% 2026年：＋4.6% 2027年：＋4.4%

（注）2020 暦年連鎖価格。図中の破線は大和総研による予測値。実質 GDP 成長率は 2025 年度・暦年は実績、2026 年度・暦年以降は予測値。米欧中の見通しは大和総研の各国担当者の予測に基づく。

（出所）内閣府、各国統計より大和総研作成

2026年の実質GDP成長率は、米国で前年比＋2.4%、ユーロ圏で同＋1.1%、中国で同＋4.6%と見込んでいる。9月8日公表の当社の「第230回日本経済予測（改訂版）」（以下、前回予測）の予測値に比べると、足元までの実績を反映したことで、米国を 0.4%pt、ユーロ圏を 0.3%pt、中国を 0.1%pt 上方修正した。2027 年については、米国が同＋2.2%、ユーロ圏が同＋1.2%、中国が同＋4.4%の見込みである。詳細は各国経済見通しを参照されたい。

近年の米国経済は設備投資が景気を下支えしており、とりわけデータセンターなどのAI関連投資がけん引役となっている。後述のように、ハイパースケーラーが設備投資の拡大ペースを落とせば、半導体や情報通信機器などの需要を下押しし、関連産業の生産減や輸出減などを通じて実体経済にも波及するだろう。

2026 年度後半の経済成長は鈍化も、2027 年度にかけて緩やかな景気拡大が続く見込み

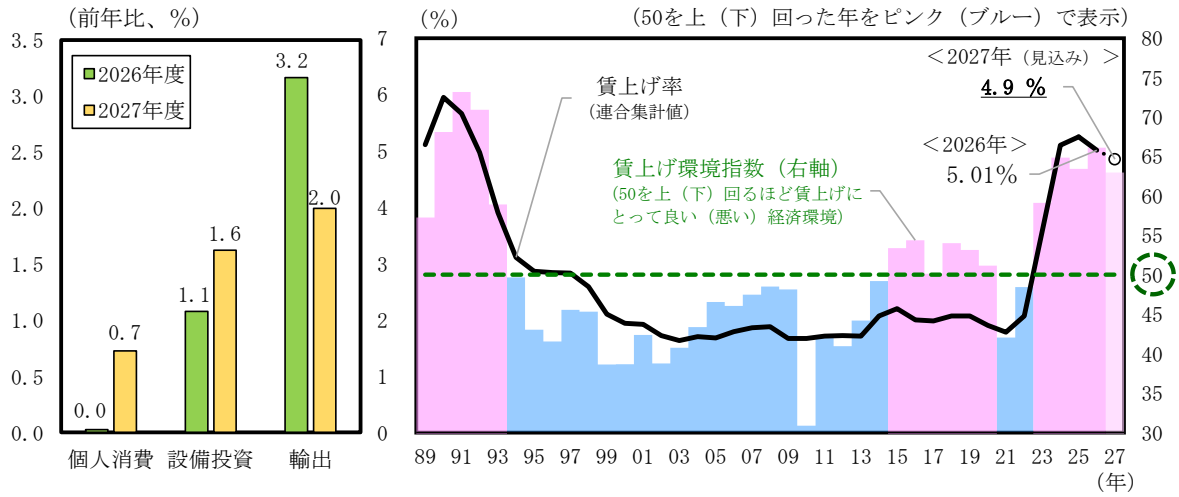
上記の海外経済見通しの下、メインシナリオにおける日本の実質GDP成長率は2026年度で前年比＋0.9%、2027 年度で同＋0.8%と見込んでいる（**図表 2**、暦年ベースでは 2026 年で同＋0.9%、2027年で同＋0.7%）。

2026 年度の成長率見通しは、前回予測から 0.2%pt 引き上げた。4-6 月期と 7-9 月期の実績が前回予測から上振れしたことが主因である。10-12 月期以降の見通し期間については、米国向け財輸出の増加と中国以外からのインバウンド需要の持ち直しを見込み、輸出を上方修正した。一方、物価上昇率の高まりを見込んで個人消費と設備投資を下方修正した。

2027年度の成長率は前回予測から0.1%pt引き下げた。2026年度後半の成長率を下方修正したことで、「成長率のゲタ」（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる前年比の実質 GDP成長率）が縮小した。加えて、2026 年度と同様に物価見通しを上方修正したことで、設備投資と個人消費を小幅に下方修正したことなどが要因だ。

主な需要項目の見通しが**図表 3 左**である。個人消費は、2026 年度はほぼ横ばいにとどまるものの、2027 年度には伸び率が高まると見込んでいる（2026 年度：前年比＋0.0%、2027 年度：同＋0.7%）。物価上昇率は2026年度後半にかけて高まり、個人消費の重しとなるだろう（**後掲図表 5**）。一方、2027 年度からの実施が見込まれる飲食料品の消費減税が個人消費を下支えする。また、良好な賃上げ環境を背景に、2027 年春闘の賃上げ率は 4.9%程度と前年並みの水準になると試算される（**図表 3 右**）。実質賃金は上昇基調が続き、個人消費の増加を後押しするとみられる。

図表 3：主な需要項目の見通し（左）、賃上げ率と賃上げ環境の推移（右）



（注）右図で示した 2027 年見込みの賃上げ率の推計については、当社の「日本経済見通し：2025 年 9 月」（2025 年 9 月 25 日）を参照。「賃上げ環境指数」は、①物価上昇率（消費者物価指数の前年比）、②企業の期待インフレ率、③企業収益（経常利益の前年比）、④労働需給（雇用人員判断 DI）、⑤労働分配率、⑥時間あたり労働生産性上昇率、⑦交易条件（輸出入デフレーターで試算した指数の前年比）、の 7 指標の四半期データから主成分を抽出して偏差値化し、年次ベースに修正したもの。2026 年は実績見込みで、図表では 1 年先行させて掲載。企業の期待インフレ率は中島上智（2025）「短観 DI を用いた企業のインフレ予想の推計」（『経済研究』第 76 巻、第 2 号、er.ar.035325）に基づく。
（出所）内閣府、財務省、日本銀行、総務省、厚生労働省、日本労働組合総連合会（連合）、中島（2025）より大和総研作成

設備投資は、好調な企業収益や米国の AI 関連需要を背景に、人手不足対応のための省力化投資や AI 関連投資、研究開発投資などが進み、増加基調が続くと見込んでいる（2026 年度：前年比＋1.1%、2027 年度：同＋1.6%）。2027 年度は高市政権の「『強く豊かな日本』投資枠」を活用した予算事業も設備投資を下支えするだろう。ただし、米国内の AI 投資の拡大ペースが低下すれば、対米国輸出の減速などを通じて設備投資を下押しする可能性がある。また、人手不足に伴う工期の遅れや原材料費の高騰が建設投資の重しとなり得るだろう。

政府消費は堅調に推移しよう（2026 年度：前年比＋2.4%、2027 年度：同＋1.4%）。高齢化の進展などから医療・介護給付費が増加するほか、民間企業の積極的な賃上げが公務員給与に反映されると見込んでいる。

輸出は、2026 年度に比べれば減速するものの、2027 年度も高い伸びを維持すると見込んでいる（2026 年度：前年比＋3.2%、2027 年度：同＋2.0%）。財・サービス別に見ると、財輸出は、米国における AI 関連の設備投資の増加などを背景に、米国向けを中心に増加が続くと見込む。インバウンド需要が含まれるサービス輸出は、足元で中国以外の国・地域からの訪日客数に持ち直しの動きが見られており、増加が続くだろう。一方、中国政府による日本への渡航自粛要請の継続により、中国人訪日客数の回復は緩やかなものになるだろう。

米中間選挙の結果は金融政策にはプラスも、AI 投資・債務上限・原油高は下振れリスク

2026 年 11 月 3 日に米国で行われた中間選挙では、民主党が上下両院で多数派を奪取することが確定した（新議会は 2027 年 1 月に発足）。さらに、同日に行われた州知事選でも、現職が共和党であるテキサス州やオハイオ州、アイオワ州などで民主党候補者が当選した。

神田・畑中（2026）[3]では、中間選挙の結果による日本経済への影響を整理した。米国の金融政策に対しては、政治的圧力の緩和が期待される。米連邦準備制度理事会（FRB）への政治介入に歯止めがかかれば、インフレ再燃への懸念が後退し、米国の物価・金利の安定を通じて日本経済にもプラスとなり得る。

中間選挙の争点となった AI・データセンター規制の強化に加え、債務上限交渉の長期化や追加的な景気刺激策の停滞などが懸念され、これらは米国景気や日本の対米輸出を下押しする可能性がある。一方、財政拡張の抑制は、インフレ圧力や米長期金利の上昇を抑える面もある。トランプ政権の高関税政策（トランプ関税）への影響は限定的で、追加関税のリスクは残る。

民主党主導の議会による監視強化等が中東情勢の緊張緩和につながれば、原油価格の安定に寄与し得る。一方、米国の中東への関与後退によるフーシ（派）の攻撃激化で原油輸送が一段と制約されれば、日本では輸入原油高を通じて景気悪化と物価上昇が生じ得る。

ハイパースケーラーの投資拡大は日本の成長率を 0.19%pt 押し上げも、下振れ時は半分以下に

上記の中で、特に関心を集めているのは AI・データセンター規制強化がハイパースケーラーの設備投資、ひいては実体経済に与える影響だ。民間アナリスト予想（11 月 17 日時点）をもとに、2027 年におけるハイパースケーラー5 社[4]の米国内での設備投資が主要国・地域の実質 GDP 成長率をどの程度押し上げるかを試算した結果が**図表 4** である。

ハイパースケーラーによる投資拡大の恩恵を最も受けるのは台湾である。民間アナリスト予想の平均（前年比＋48.7%）が実現した場合の実質 GDP 成長率の押し上げ幅は 1.47%pt と、一次波及効果だけで米国の押し上げ幅 1.05%pt を上回る。10 月 30 日に公表された 2026 年 7-9 月期における台湾の実質 GDP 成長率は前期比年率＋13.5%と非常に高い伸びとなったように、台湾は急拡大するハイパースケーラーの設備投資需要を取り込んでおり、これが足元の高成長を支える一因となっている。また、メキシコへの波及効果も大きい。AI 関連需要の拡大に伴ってメキシコのコンピューターサーバー輸出は急増[5]しており、米国の隣国という地理的要因もあって、米国の堅調な設備投資の恩恵を受けている。

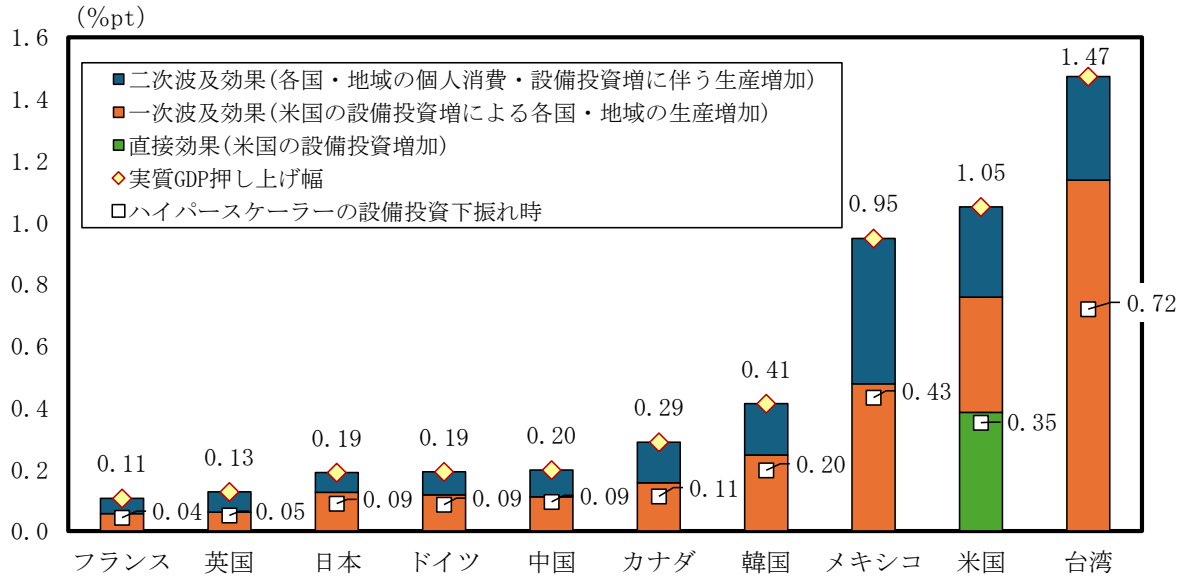
---

[3] 神田慶司・畑中宏仁（2026）「米中間選挙による日本経済への影響」（大和総研レポート、2026 年 11 月 17 日）

[4] マイクロソフト、アマゾン、アルファベット、メタ、オラクルの 5 社を指す。

[5] 詳細は Murakami, Vania Alvarez, Chris Rogers, Ines Nastali and Eric Oak (2026) “Picture This: Mexico’s Server Boom Reshapes AI Data Center Supply Chains,” S&P Global Market Intelligence, August 12, 2026. を参照。

図表 4：ハイパースケーラーの設備投資による実質 GDP 成長率押し上げ効果の試算（2027 年）



(注)「実質 GDP 押し上げ幅」(「ハイパースケーラーの設備投資下振れ時」) は、2027 年のハイパースケーラー5 社の設備投資額が、11 月 17 日時点の民間アナリスト予想平均（最小値）である前年比＋48.7%（同＋20.1%）となった場合の効果。「一次波及効果」は米国内でのハイパースケーラーの設備投資増加が各国・地域の生産増につながり、実質 GDP 成長率を押し上げる効果。「二次波及効果」はハイパースケーラーの設備投資増加による各国・地域の生産増が、雇用者報酬と営業余剰の増加につながり、それらが個人消費と設備投資を押し上げる効果。「直接効果」はハイパースケーラーの設備投資増加が米国の総固定資本形成に計上され、米国の実質 GDP 成長率を押し上げる効果。本試算は価格や為替レート、投入構造が不変であるとの仮定を置いており、需要増加による価格変動や供給制約は織り込まれていない。推計方法など詳細は、畑中宏仁・神田慶司（2026）「ハイパースケーラーの投資動向が世界経済に与える影響」（大和総研レポート、2026 年 11 月 12 日）を参照。

(出所) アジア開発銀行、OECD、Bloomberg、台湾行政院主計総処、畑中・神田（2026）より大和総研作成

日本に目を向けると、実質 GDP の押し上げ幅は 0.19%pt と、ハイパースケーラーの投資拡大の恩恵を一定程度受けると試算される。しかし、台湾や米国、メキシコ、韓国と比べると波及効果は半分以下にとどまる。背景には、中国や韓国、台湾の競争力が高まる中、日本は電気機械等の比較優位が低下しており、AI 関連需要を経済成長に取り込みにくい産業構造にあることが挙げられる。また、日本の一次波及効果は中国やドイツを上回るものの、雇用者報酬や営業余剰に対する個人消費や設備投資の弾性値が他国・地域よりも低く、二次波及効果まで含めると中国やドイツをわずかに下回る。賃金や企業収益の増加が個人消費や設備投資の拡大につながりにくいことも、波及効果を弱める一因だ。

一方、ハイパースケーラーの設備投資額が伸び悩み、民間アナリスト予想の最小値（前年比＋20.1%）程度にとどまった場合、実質 GDP 成長率の押し上げ効果は大幅に縮小し、全ての国・地域で半分以下にまで落ち込む。この場合、ハイパースケーラーの設備投資増の恩恵を受けてきた国・地域ほど実質 GDP 成長率の下振れ幅も大きくなる。下振れ幅は台湾では 0.75%pt 程度、米国では 0.7%pt 程度、メキシコでは 0.5%pt 程度と試算され、こうした国・地域への影響には注意が必要だ。

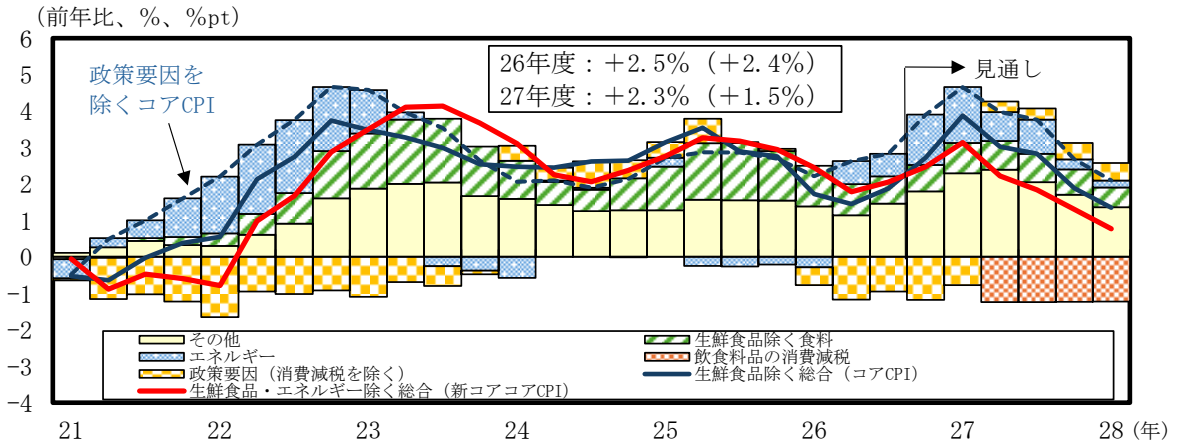
今回の試算には、AI 関連需要の持続性への懸念から株価が下落するなど、金融市場を通じた影響は含まれていない。AI 関連銘柄の株価はこのところ軟調に推移しているが、ハイパースケーラーの設備投資の増加ペースが大幅に減速すれば金融市場に不安が広がり、株価の調整が一段と進む可能性がある。株価下落は逆資産効果を通じて各国・地域の個人消費を抑制するため、実質 GDP 成長率の下押し幅は**図表 4** の試算よりも大きくなる可能性がある。

2. 物価・金融政策の見通し

原油高の波及と人件費の価格転嫁で物価上昇が続き、コア CPI 上昇率は 2027 年度も 2%超え

消費者物価指数（CPI）は、生鮮食品を除く総合ベース（コア CPI）で 2026 年度に前年比＋2.5%、2027 年度に同＋2.3%と見込む（**図表 5**）。生鮮食品・エネルギーを除く総合ベース（新コアコア CPI）では、2026 年度に同＋2.4%、2027 年度に同＋1.5%の見通しだ[6]。

図表 5：コア CPI 見通し（括弧内の数字は新コアコア CPI）



（注）11 月 17 日時点の資源価格と為替レートを前提とした物価見通し。2027 年 4 月から 2 年間、軽減税率対象の飲食料品の消費税率が 8%から 1%へ引き下げられると想定。また、燃料油価格の緊急的激変緩和措置におけるガソリンの基準価格は 2026 年 12 月から 2027 年 3 月にかけて毎月 5 円/L 引き上げられ、その後は 190 円/L で据え置かれると想定。電気・ガス料金は、2026 年 12 月～2027 年 2 月使用分（請求は翌月）に補助が行われると想定。政策要因（消費減税除く）には、燃料油の激変緩和措置、電気・ガス料金支援、高校授業料の実質無償化、公立小・中学校の給食費無償化、水道料減免、全国旅行支援、携帯電話通信料引き下げが含まれる。

（出所）総務省統計より大和総研作成

原油高によるエネルギー価格の上昇で、2026 年度内は物価上昇率の拡大が続くだろう。また、原油高の波及で梱包材価格や輸送費などが上昇しているほか、高水準の賃上げで人件費も増加しており（**前掲図表 3 右**）、企業の価格転嫁で消費者物価が押し上げられる局面は 2027 年度も続く可能性が高い。政策要因を除くコア CPI は 2028 年 1-3 月期で前年比＋2%程度と見込んでいるものの、後述するように想定よりも高い伸びで推移するリスクがある（**後掲図表 8**）。

[6] 総合ベースでは 2026 年度＋2.6%、2027 年度＋2.1%と見込んでいる。

政策要因は全体として2027年度も物価上昇率を押し下げるとみられる。中でも影響が大きい飲食料品の消費減税[7]は、法案通り実施されれば2027年度のコアCPI上昇率を前年比1.2%pt程度押し下げる。一方、燃料油価格の緊急的激変緩和措置では、政府がガソリンの基準価格を段階的に引き上げる方針であり[8]、2027年度を通じて物価上昇率を押し上げるだろう。電気・ガス代への補助は2026年12月から2027年2月使用分で再開されるが[9]、2026年1月から3月使用分にも補助が行われたため、CPIの前年比上昇率への影響は小さいだろう。

中東情勢やAI需要等を背景に川上・川中物価上昇率が急速に拡大、CPIへの価格転嫁が懸念

CPIの上振れ要因の1つとして、上流の企業間取引価格等からの波及が挙げられる。**図表6**は、「川上」と「川中」の物価上昇率を試算し、品目の分類別に寄与度分解したものである。

川上と川中の物価指数は、企業物価指数や企業向けサービス価格指数などの品目を、日本銀行（日銀）の「最終需要・中間需要物価（FD-ID）指数」のステージ区分の整理に基づき、ステージ1～2の財・サービス（原油、粗鋼、労働者派遣サービスなど）を川上、ステージ3～4の財・サービス（自動車部品、集積回路、出版など）を川中として、中間需要額で加重平均することで作成した。

中東情勢の緊迫に伴い、石炭・原油・天然ガスや石油製品など化石燃料関連財の価格が大幅に上昇したことで、川上物価上昇率は2026年4月に加速し、翌月以降は前年比＋10%を上回っている。川中物価上昇率も、半導体などAI関連財に加えて、国際海上輸送など化石燃料関連財の投入比率が高い財・サービス（化石燃料派生品）の寄与が拡大しており、9月には同＋7%程度となった。

川上や川中の物価上昇が続けば、川下である消費者向けの財・サービス価格にも転嫁が進む可能性がある。特に、化石燃料関連財やその派生品は、梱包材の原料や輸送サービスなどとして幅広い消費財の生産・流通に投入されていることから、エネルギー以外の品目を通じて基調的な物価を押し上げるリスクに注意が必要だ。また、食料品は中間需要額に占める割合が小さいため寄与度が相対的に小さいものの、川中では2025年8月から前年比＋4%を超える上昇が続いている。ここ数カ月の内訳を見ると、米類は下落している一方、魚介類や食肉の伸び率が高い。食料品のウエイトが大きいCPIへの上昇圧力が続くことが懸念される。

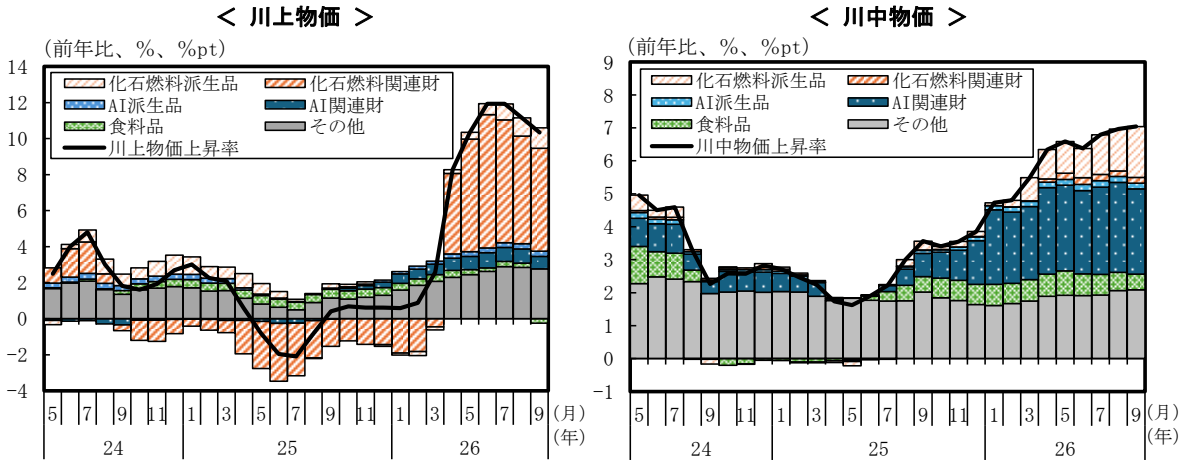
---

[7] 国会で審議中の「租税及び社会保険料による負担の軽減のための飲食料品に係る消費税率の臨時的な引下げ及び就業者負担軽減支援金の支給に関する法律」が成立すれば、軽減税率対象の飲食料品の消費税率は2027年4月1日から2年間、現在の8%から1%へと引き下げられる。

[8] 首相官邸「中東情勢を踏まえた『緊急的激変緩和措置』の今後の対応についての会見」（2026年10月29日）を参照。

[9] 詳細は資源エネルギー庁「電気・ガス料金支援」（2026年11月24日閲覧）を参照。

図表 6：化石燃料関連、AI 関連、食料品の「川上」・「川中」物価上昇率への寄与度



（注）川上・川中物価は、企業物価指数・企業向けサービス価格指数（一部は消費者物価指数を使用）を産業連関表の部門に対応付け、2020 年産業連関表の中間需要額で加重平均したもの。日本銀行の最終需要・中間需要物価（FD-ID）指数のステージ区分に基づき、ステージ 1～2 を「川上」、ステージ 3～4 を「川中」とした。財・サービス、輸入品を含む。食料品は、食用の農林水産物（耕種農業（非食用作物を除く）、畜産、漁業、特用林産物）、飲食料品（飼料・有機質肥料、たばこを除く）、外食（飲食店、持ち帰り・配達飲食サービス）。化石燃料関連財は、石炭・原油・天然ガス、石油・石炭製品、有機化学工業製品、プラスチック製品、タイヤ・チューブ、化学肥料、合成樹脂、化学繊維、油脂加工製品・界面活性剤。AI 関連財は、WTO（2025）の AI-enabling products を含む部門（化石燃料関連財を除く）。化石燃料派生品（AI 派生品）は、いずれかの化石燃料関連財（AI 関連財）からの直接投入が中間投入額の 5%以上を占める財・サービス（食料品、化石燃料関連財、AI 関連財を除く）。両方に該当する場合は、化石燃料関連財・AI 関連財それぞれからの投入比率の合計が大きい方に分類。

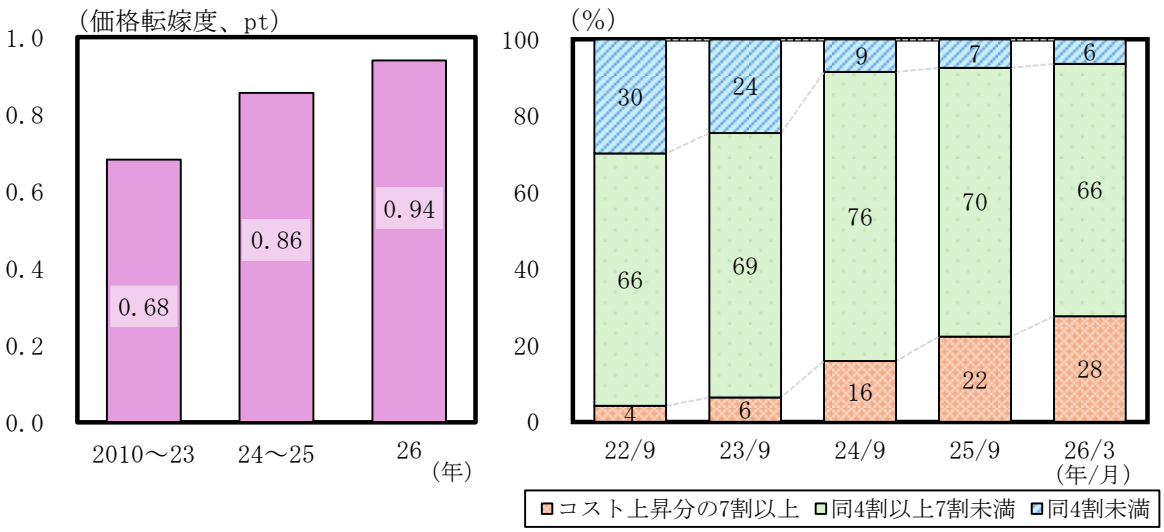
（出所）日本銀行、総務省、WTO（2025）“AI-Enabling Products”より大和総研作成

価格転嫁環境の改善は、中小企業を含めて 2026 年も継続

加えて、価格転嫁環境の改善は続いているとみられる。日銀の「全国企業短期経済観測調査」（日銀短観）の業種別・企業規模別データを疑似パネルデータとし、全産業の価格転嫁の度合いを推計すると、仕入価格判断 DI（最近）が 1pt 上昇した場合の販売価格判断 DI（同）の押し上げ効果は 2010～23 年で 0.68pt だった（**図表 7 左**）。この押し上げ効果は近年（2024～25 年）に 0.86pt へと上昇し、2026 年は 9 月調査までのデータで 0.94pt となった。

中小企業に絞っても、価格転嫁は緩やかながら進んでいる。中小企業庁「価格交渉促進月間の実施とフォローアップ調査結果」によると、コスト上昇分のうち価格に転嫁できた割合（価格転嫁率）は、2022 年 9 月の 46.9%から上昇を続け、2026 年 3 月には 54.2%となった。さらに、同調査で中小企業 10 社以上から「主要な取引先」に継続して挙げられた大企業 94 社に絞って集計すると（**図表 7 右**）、コスト上昇分の「7 割以上」を転嫁できたとの回答割合は直近の 2026 年 3 月に 28%へ上昇し、「4 割未満」は 6%まで低下した。

図表 7：日銀短観から推計した価格転嫁度の変化（左）、中小企業における価格転嫁の状況（継続して集計された発注側・大企業 94 社への価格転嫁率、右）



（注）左図は日本銀行「全国企業短期経済観測調査」（日銀短観）の 27 業種・3 企業規模別のパネルデータによる推計で、2026 年は 9 月までのデータを利用。詳細は、小林若葉（2026）「中東情勢悪化の影響、企業から家計に波及」（大和総研レポート、2026 年 6 月 4 日）を参照。右図は中小企業庁「価格交渉促進月間の実施とフォローアップ調査結果」において、10 社以上の受注側中小企業から「主要な取引先」として継続して挙げられた発注側企業に対する価格転嫁度を整理したもの。
（出所）日本銀行、中小企業庁より大和総研作成

基調物価上昇率が 2%を上回って高止まりするリスクは大きい

後述するように、日銀は基調的な物価上昇率が 2%を超えて上振れするリスクへの警戒感を強めている。そこで、政府債務の持続性評価などで用いられる確率的なリスク評価手法[10]を参考に、2028 年 10-12 月期までの物価の先行きを予測分布として捉え、その不確実性を確認する。

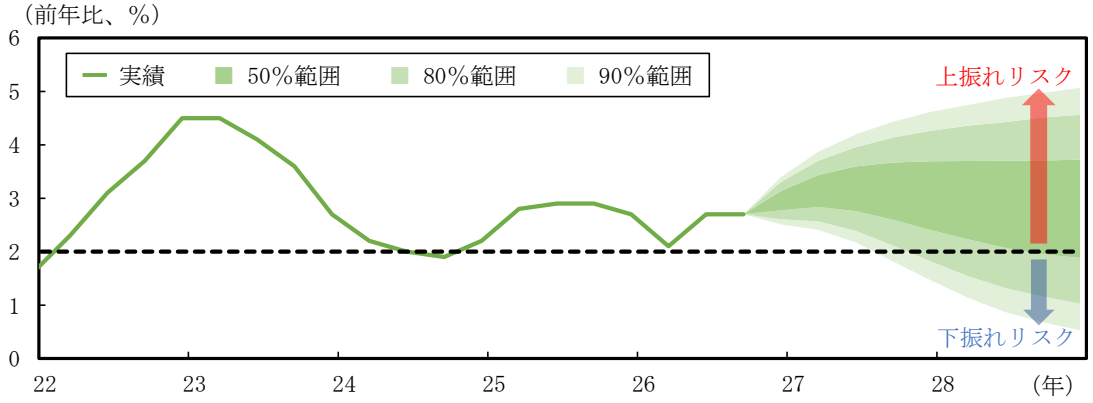
具体的には、物価と各変数の関係の変化を反映できる時変係数ベクトル自己回帰（TVP-VAR）モデルを用いた。モデルは、政策要因を除くコア CPI と、物価と関連の深い 5 変数（エネルギー輸入価格、ドル円レート、名目賃金、需給ギャップ、企業の予想物価上昇率）で構成している。その上で、予測期間の各期にショックを与えて先行きを試算する作業を 1 万回繰り返した。ショックは、過去の推計誤差の大きさに加え、例えばエネルギー輸入価格の予想外の変動とドル円レートの予想外の変動との相関といった、推計誤差同士の相関も反映している。

シミュレーションによる物価上昇率の予測分布を示したものが**図表 8** だ。色付き部分は、予測が 50%・80%・90%の確率で収まる範囲を表し、色が濃い部分ほど実現する確率が高い。2028 年 10-12 月期時点の政策要因を除くコア CPI 上昇率は、確率 50%の範囲の下限（下位 25%点）で前年比＋1.9%であり、分布の大部分は 2%を上回る。当社の物価見通しは同＋2%程度

[10] 財政分野では、各種経済変数に確率的なショックを与え、債務残高対 GDP 比の将来経路を分布（ファンチャート）として示す確率的債務持続可能性分析（SDSA）が注目されている。例えば、2026 年 3 月 26 日開催の経済財政諮問会議では、オリヴィエ・ブランシャール氏（マサチューセッツ工科大学名誉教授）が SDSA に言及した（内閣府（2026）「ブランシャール氏・ロゴフ氏の発言要旨（原文）」）。

への鈍化を見込んでいるものの、原油高や円安によるコスト上昇に、賃上げや企業の予想物価上昇を背景とした値上げが重なれば、同＋2%を大きく超える可能性がある（同＋3%超となる確率は 2027 年で 58%、2028 年で 46%）。上振れリスクには引き続き警戒が必要だ。

図表 8：時変係数 VAR によるコア CPI（政策要因を除く）上昇率の予測分布



（注）色付き部分は、時変係数 VAR（TVP-VAR）モデルを用いたモンテカルロ・シミュレーションを 1 万回繰り返した予測分布の 50%・80%・90%範囲（推計期間は 1991 年 1-3 月期～2026 年 7-9 月期）。モデルの変数は、コア CPI（政策要因を除く）、石油・石炭・天然ガスの輸入物価指数、ドル円レート、1 人あたり賃金・俸給の各前年比、需給ギャップ、企業の 1 年先の予想物価上昇率（中島（2025）を利用）。推計に用いたコア CPI（政策要因を除く）は、2015 年以前は総務省の消費税を除く指数の四半期平均の前年比、2016 年以降は日本銀行の特殊要因を除くコア前年比。ラグ次数は、TVP-VAR の 1 期先予測の尤度が最大化される 2 期を選択。ショックは、推計期間全体のモデルの推計誤差から求めた 6 変数の分散共分散行列に基づいた平均ゼロの多変量正規分布から発生させ、推計誤差間の相関関係を反映する形で各変数に同時に与えている。
（出所）総務省、日本銀行、内閣府、中島（2025）より大和総研作成

日銀は 12 月・3 月会合で追加利上げを決定し、長期金利は 2027 年度末に 3%超の見込み

当社では、日銀は 2026 年 12 月の金融政策決定会合で短期金利を 1.50%に、2027 年 3 月会合で 1.75%に引き上げた後は、経済・物価・金融情勢への影響を見極めると予想している（**図表 9**）。その上で、金融環境がなお緩和的で物価上振れリスクが残る場合には、同年 6 月会合で 2.0%への追加利上げに踏み切る可能性がある。

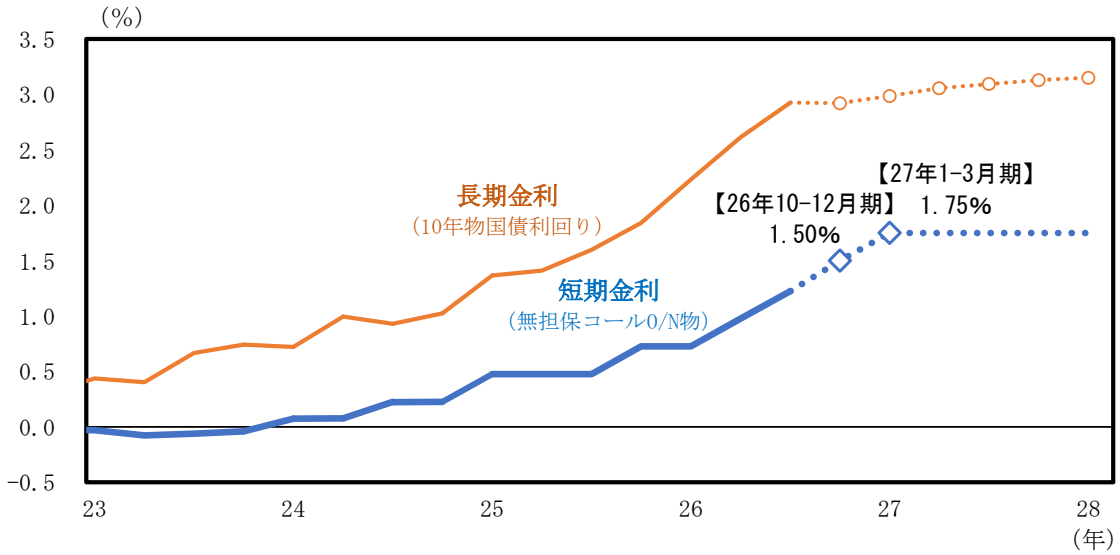
10 月会合の声明文と同時に公表された「経済・物価情勢の展望（2026 年 10 月）」では、基調的な物価上昇率は 2%の物価安定目標とおおむね整合的な水準となり、物価見通しは上振れリスクの方が大きいとした。また、植田和男総裁は 10 月会合後の会見で、経済・物価・金融情勢に応じて政策金利を引き上げていく考えを述べた。日銀の政策運営は、基調的な物価上昇率を 2%へ引き上げる段階から、2%程度で安定させる段階へ移ったといえる。

日銀は 2026 年 3 月に公表したレポートで、6 つのモデルによる自然利子率の推計レンジを▲0.9%程度～＋0.5%程度と示した[11]。2%の物価上昇率を想定すると、名目の中立金利は「1.1%～2.5%程度」で、1.75%はそのレンジのほぼ中央に位置する。だが、中立金利の正確な推計は難しく、推計値はモデルや前提によって大きく異なる。このため日銀は、特定の中立

[11] 日本銀行（2026）「自然利子率の動向と金融緩和度合いの評価」（日銀レビュー、2026-J-5、2026 年 3 月）

金利の水準を目指して機械的に利上げするのではなく、企業・家計への影響や金融環境、物価の基調などを幅広いデータで確認しながら、金融緩和の度合いを段階的に調整するだろう。

図表 9：日本の長短金利の見通し



（注）長期金利は期間平均値で、短期金利は期末値。点線は大和総研による予測値。
（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成

一方、長期金利（10 年物国債利回り）は、10 月上旬に 3%を上回った後、足元ではやや低下して 2%台後半で推移しているものの、2028 年 1-3 月期に 3.2%程度に達すると予想する（**図表 9**）。日銀による追加利上げは長期金利の押し上げ要因となるほか、日銀の国債保有残高の減少が続くことで、需給面からの上昇圧力も残るだろう。また、物価上振れリスクの高まりなどにより市場が想定するターミナルレートが上方修正されれば、中期ゾーンを中心とした金利上昇がイールドカーブ全体に波及するとみられる[12]。

金利面の緩和度合いは縮小も、信用・市場環境を含む金融環境全体はなお緩和的か

金融環境が中立的かどうかを検討する上では、政策金利と名目中立金利との比較だけでなく、中長期金利や資産市場、信用環境などへの金融政策の波及にも目配りする必要がある。

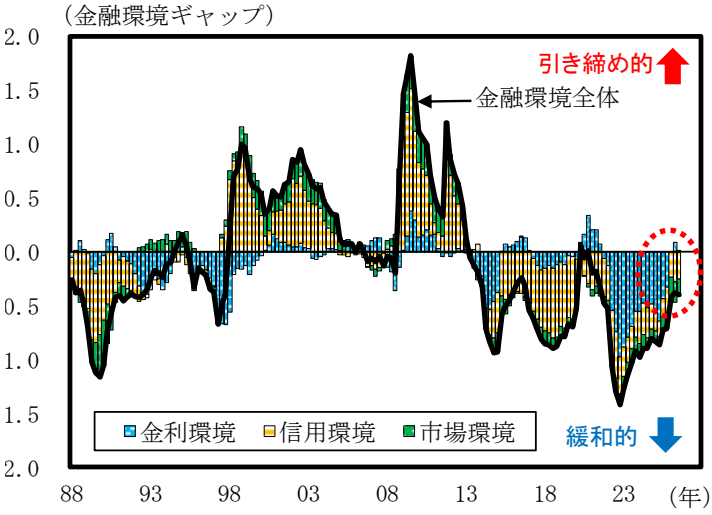
そこで、政策金利以外の動きも含めて金融環境を包括的に把握するため、ドイツ連邦銀行[13]の手法を参考に、①金利環境（年限別実質金利）、②信用環境（貸出態度、社債スプレッド、貸出残高対名目 GDP 比など）、③市場環境（東証プライム（旧一部）市場株価純資産倍率（PBR）、不動産価格、為替レート）、の 3 分野の指標を集約した金融環境指数（FCI）を作成した。さら

[12] 秋元虹輝・神田慶司・吉井希祐（2026）「日本の長期金利、2035 年に 5%台の可能性」（大和総研レポート、2026 年 10 月 16 日）では、2035 年までの長期金利の将来推計を行った。
[13] Metiu, Norbert (2022) "A composite indicator of financial conditions for Germany," Deutsche Bundesbank Technical Paper, No. 03/2022, November 24, 2022

に、景気循環の影響を取り除いた FCI を中立的な水準の目安とし、実際の FCI との差を「金融環境ギャップ」として算出した（**図表 10**）。ギャップがプラスであれば目安に比べて引き締め的、マイナスであれば緩和的な状態にあると解釈できる。

金利環境の緩和度合いは、2022 年末のイールドカーブ・コントロールの運用見直しに伴う長期金利の上昇や、その後の金融政策の正常化を受けて縮小し、2026 年 7-9 月期には金融環境ギャップへの寄与度がおおむねゼロとなった。一方、信用環境と市場環境は引き続き緩和方向であり、金融環境全体ではなお緩和的な状態が続いている。ただし、金利上昇が銀行の貸出姿勢や企業の資金繰りに波及したり、内外の需要の下振れ懸念などから資産価格が大幅に調整したりすれば、金融環境が急速に引き締まる可能性がある。金融環境の行方は、日銀の追加利上げのペースを左右する要因として注目される。

図表 10：金融環境ギャップ



分野	構成指標
金利環境	・無担保コール翌日物金利（実質） ・国債利回り（実質、2年・3年・5年・10年）
信用環境	・貸出態度判断DI（短観） ・資金繰り判断DI（短観） ・貸出運営スタンスDI（大企業向け）（主要銀行貸出動向アンケート調査） ・BBB格社債の対国債スプレッド（3年・5年） ・国内銀行貸出金残高対名目GDP比 ・社債残高対名目GDP比
市場環境	・東証プライム（旧一部）市場PBR（単体ベース） ・BIS実質住宅価格指数 ・名目実効為替レート

（注）直近値は 2026 年 7-9 月期（一部指標の未公表分は実績見込み）。金融環境ギャップは金融環境指数（FCI）と循環調整済み同指数との差。FCI は、Metiu (2022)の手法を参考に、金利環境、信用環境、市場環境の 3 分野について、主成分分析により指標に共通する動きを取り出した上で、3 分野間の相関関係を考慮した時変ウエイトを用いて集約したもの。構成指標はデータが利用可能となる時点から順次追加し、2000 年以降は全系列を用いている。循環調整済み指数は、Del Negro, Marco, Domenico Giannone, Marc P. Giannoni, and Andrea Tambalotti (2017) “Safety, Liquidity, and the Natural Rate of Interest,” Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2017, March 23, 2017.の多変量トレンド・循環分解を参考に、需給ギャップ、物価上昇率との関係を用いて 3 分野の指数から景気循環に伴う変動を切り分け、各分野の長期成分を集約したもの。
（出所）Metiu (2022)、Del Negro et al. (2017)、各種統計より大和総研作成

図表 11：日本経済見通し＜2026 年 11 月 20 日＞

	2025			2026				2027				2028	2024年度(暦年)	2025年度(暦年)	2026年度(暦年)	2027年度(暦年)
	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（年率、兆円）	594.8	592.6	594.2	597.0	599.6	599.5	600.2	600.6	602.2	603.7	605.2	606.5	589.3	594.8	600.2	604.7
＜前期比、%＞	0.2	-0.4	0.3	0.5	0.4	0.0	0.1	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2				
＜前期比年率、%＞	0.8	-1.5	1.1	1.9	1.7	-0.1	0.5	0.3	1.0	1.0	1.0	0.9				
＜前年同期比、%＞	2.0	0.6	0.5	0.7	0.9	1.1	1.0	0.7	0.5	0.7	0.8	1.0	0.7	0.9	0.9	0.8
													(0.1)	(1.2)	(0.9)	(0.7)
民間消費支出（前期比、%）	0.1	0.7	0.0	0.4	-0.3	-0.3	0.1	0.0	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1	1.3	0.0	0.7
民間住宅投資（前期比、%）	0.5	-8.0	5.2	0.7	-0.6	-1.1	-0.6	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-0.4	-2.6	-1.0	-3.8
企業設備投資（前期比、%）	1.5	-0.9	1.7	-1.1	-0.4	1.6	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	1.8	2.2	1.1	1.6
政府消費支出（前期比、%）	0.4	0.1	0.4	0.5	1.5	0.0	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	2.3	0.8	2.4	1.4
公共投資（前期比、%）	0.8	-0.9	-0.5	1.3	-0.6	-1.1	0.0	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	-0.3	-0.9	0.6
輸出（前期比、%）	1.9	-1.6	0.4	1.8	1.6	-0.2	0.8	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6	2.7	2.2	3.2	2.0
輸入（前期比、%）	1.7	-1.2	0.5	0.3	-1.3	2.5	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	4.0	2.6	1.5	3.5
名目GDP（前期比年率、%）	7.2	0.8	4.4	2.9	5.9	1.6	3.3	4.7	1.3	2.2	1.4	2.9	4.0	4.3	3.6	2.4
GDPデフレーター（前年同期比、%）	3.3	3.5	3.3	3.1	2.6	2.4	2.3	3.2	2.2	2.1	1.5	0.9	3.2	3.3	2.6	1.7
鉱工業生産（前期比、%）	-0.5	-1.0	0.2	2.5	0.3	0.2	1.1	0.1	0.4	0.4	0.4	0.3	-1.5	-0.2	2.7	1.6
コアCPI（前年同期比、%）	3.5	2.9	2.7	1.7	1.5	1.9	2.7	3.9	3.0	2.8	1.9	1.4	2.7	2.7	2.5	2.3
失業率（%）	2.5	2.5	2.6	2.7	2.5	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.5	2.6	2.5	2.5
コールレート（期末値、%）	0.48	0.48	0.73	0.73	0.98	1.23	1.50	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	0.48	0.73	1.75	1.75
10年物国債利回り（%）	1.41	1.60	1.84	2.23	2.61	2.93	2.92	2.99	3.05	3.09	3.13	3.15	1.08	1.77	2.86	3.11
前提																
原油価格(WTI、ドル/バレル)	63.7	65.0	59.1	72.7	92.7	85.7	88.9	83.3	83.3	83.3	83.3	83.3	74.4	65.1	87.6	83.3
為替レート(円/ドル)	144.6	147.5	154.1	156.9	159.4	159.3	158.8	159.3	159.3	159.3	159.3	159.3	152.5	150.7	159.2	159.3

（注）網掛け部分は大和総研予想。原油価格と為替レートは予測時点の水準で一定と想定。

（出所）各種統計より大和総研作成