nl2026.59

国際通貨研レポート

Institute for International Monetary Affairs (IIMA)
公益財団法人　国際通貨研究所

2026 年 11 月 18 日

国際金融・内外マクロ経済の展望（2026 年 11 月）

～ 底堅い成長の陰に潜む財政不安と AI 投資の調整リスク ～

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部　上席研究員　久後 翔太郎（日本担当）
上席研究員　橋本 将司（為替担当）
上席研究員　川畑 昭人（欧州担当）
研究員　安田 拓斗（米国担当）
admin@iima.or.jp

ECONOMIC OUTLOOK ― 主要項目の見通し

		日本(年度)			米国		
		実質GDP成長率（前年比、%）	コアCPI（前年比、%）	コールレート（期末値、%）	実質GDP成長率（前年比、%）	コアPCE価格指数（前年比、%）	FF金利誘導目標（期末値、上限、%）
	2025	0.9	2.7	0.73	2.3	2.8	3.75
▼予測	2026	0.9	2.3	1.75	2.5	3.1	4.25
	2027	0.8	1.6	1.75	1.9	2.5	4.50

		ユーロ圏			為替市場		
		実質GDP成長率（前年比、%）	コアHICP（前年比、%）	預金ファシリティ金利（期末値、%）	ドル円（期末値）	ユーロ円（期末値）	ユーロドル（期末値）
	2025	1.2	2.4	2.00	156.71	184.01	1.17
▼予測	2026	1.0	2.4	2.75	159.00	174.90	1.10
	2027	1.3	2.5	3.00	152.00	173.30	1.14

（注）日本は年度、その他は暦年の予測値を表示。コア CPI は生鮮食品を除く総合ベース。コア PCE 価格指数は食品・エネルギーを除くベース。コア HICP はエネルギー、食品、アルコール、たばこを除くベース。
（出所）各種統計より国際通貨研究所作成

1. 見通しのポイント-底堅い成長を見込むも、財政不安・AI 投資調整に注意-

日本・米国・ユーロ圏経済は、総じてみれば、底堅い成長を続けている。2026 年 7-9 月期の動きをみると、米国では金利高を受けて住宅投資が減少したものの、個人消費は高い伸びを維持した。加えて、AI 関連投資の拡大も引き続き成長をけん引するなど、内需が力強く推移した。米国の内需拡大は、日本やユーロ圏の対米輸出を押し上げているとみられる。日本では、天候不順の影響もあり個人消費が 2 四半期連続で減少したものの、設備投資が 3 四半期ぶりに増加するなど、内需は増加に転じた。

金融市場では、政治的混乱や財政不安を背景にフランス国債利回りが急騰した。もっとも、2010 年代前半の欧州債務危機のように混乱が広範に拡大する可能性は現時点では低いとみている。だが、政府債務の拡大が世界的課題となるなか、政治動向を契機に財政不安が顕在化するリスクは、フランスに限らず多くの国に内在している。“財政ポピュリズム”が金融市場の混乱を招くリスクには引き続き警戒が必要だ。

日本・米国・ユーロ圏経済の先行きを展望すると、日本と米国では成長率は低下するものの、総じてみれば、底堅い成長が続くと見込む。米国経済をけん引してきた AI 関連投資は、見通し期間の後半にかけて増勢が緩やかに鈍化し、これを受けて、日本やユーロ圏の対米輸出も減速する見通しだ。他方、各国・地域では物価上昇率の低下に伴う家計の実質購買力の改善を背景に、個人消費が景気を下支えするとみている。

リスクとしては、想定以上の利上げやデータセンター建設規制の強化といった政策要因で AI 関連投資が急減することが挙げられる。地政学的情勢の緊迫化などで資源価格が高騰し、インフレ期待の上振れ懸念が強まれば、各国中央銀行が利上げを加速させ、企業の資金調達コストが一段と増加する。加えて、11 月の米国中間選挙において上下両院で過半数を確保した民主党内には、データセンター建設に対する規制強化を求める声があり、建設計画の遅延や投資コストの増加につながる可能性がある。また、AI 関連企業間では出資や商取引を通じた相互依存が強まり、一部企業の収益悪化が他社の業績にも波及しやすい。このため、資金調達負担の増大や規制強化で AI 関連投資の採算性への懸念が高まれば、資金供給の急速な縮小により、信用不安が連鎖的に広がりかねない。

もっとも、上述の政策的リスクが顕在化しなくとも、AI 関連投資の増勢を長期にわたり維持することは困難だろう。開発競争の激化を背景に投資が先行するなか、高水準の収益を上げられなければ、債務返済が滞りかねない。AI 関連企業の強い相互依存を考慮すれば、開発競争の過熱が長引き、投資規模や債務負担が拡大するほど、調整局面で信用収縮が深刻化し、景気の谷が深くなる可能性が高まることには注意が必要だ。

2. 主要国のマクロ経済見通し －27年には米国のAI投資の増勢が鈍化へ－

日本の実質GDP成長率は、2026年度に前年度比＋0.9%、2027年度に同＋0.8%を予想する。26年度後半は、AI関連需要の拡大を背景とした設備投資の持ち直しが、経済成長を下支えするとみている。27年度は、飲食料品に対する消費税率の引き下げによって家計の負担が軽減され、個人消費が底堅く推移する見込みだ。一方、後述する通り、26年央以降の利上げによって、設備投資などの内需への下押し圧力が徐々に強まるほか、米国における設備投資の拡大ペースの鈍化が輸出の増勢を弱めるとみられる。

消費者物価指数（除く生鮮食品）は、2026年度に前年度比＋2.3%、2027年度に同＋1.6%を見込む。投入コストの増加分を販売価格に転嫁する動きが強まることで、26年度後半にかけて伸び率が拡大する見通しだ。一方、27年度には、飲食料品に対する消費税率の引き下げにより、伸び率が縮小すると予想する。もっとも、同年度の消費者物価指数（除く生鮮食品）の上昇率に対する消費税率引き下げの直接的な影響は▲1.3%pt程度と試算され、この影響を除けば、物価上昇圧力は強い状態が続く見込みだ。

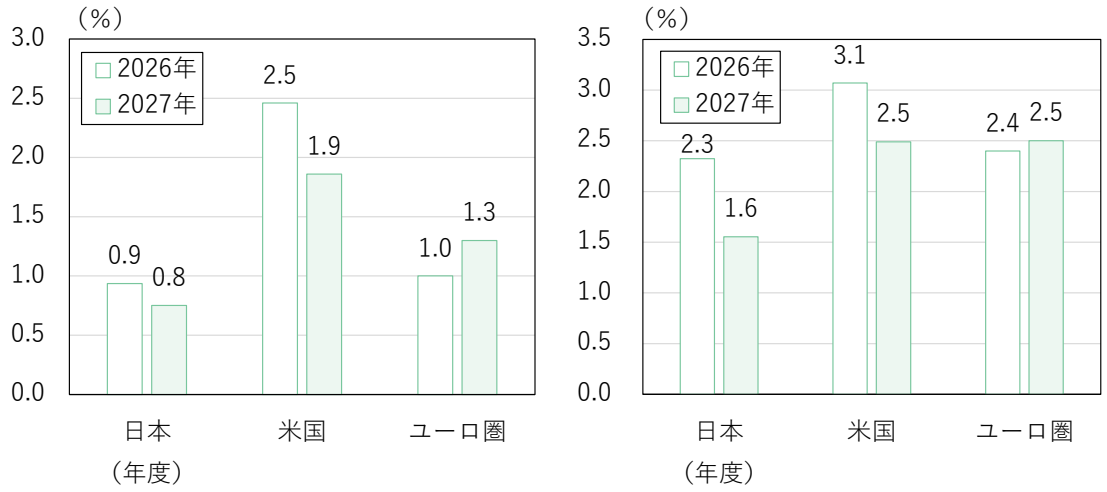
米国の実質GDP成長率は、2026年で前年比＋2.5%、2027年で同＋1.9%と予想する。個人消費は底堅い推移を見込む。OBBBA（One Big Beautiful Bill Act）による減税・税還付に加え、株高の恩恵を受けやすい高所得者層がけん引役となろう。他方、ガソリンや食料品価格の上昇はとりわけ低所得層の消費を下押しすることで、所得階層間で消費のばらつきが大きい状態が続こう。設備投資は、AI関連を中心に高い伸びが見込まれる。もっとも、投資を主導するハイパースケーラーは外部資金への依存を強めており、調達コストの上昇など資金調達環境の変化が投資拡大の制約となりやすい。こうした点を踏まえると、27年には設備投資の増勢が徐々に鈍化するだろう。

PCE価格指数（除く食品・エネルギー）の上昇率は、2026年に前年比＋3.1%、2027年に同＋2.5%を予想する。2027年には、関税による物価押し上げ効果の剥落に加え、既往の金融引き締めの効果が浸透することで、インフレ率は鈍化するだろう。

ユーロ圏の実質GDP成長率は、2026年に前年比＋1.0%、2027年に同＋1.3%と予想する。個人消費は、物価上昇率の高まりやECBによる利上げを受けて、2027年前半までは低調な動きを見込む。2027年以降は、エネルギー価格が下落に転じると見込んでおり、家計の購買力が持ち直すことを受けて、同年後半以降に個人消費が徐々に回復すると予想する。また、AI関連投資の活性化による総固定資本形成の加速や、ドイツを中心とした政府支出の増加が、2027年の景気を下支えするとみている。

ユーロ圏のコア消費者物価指数（HICP、エネルギー・食料・アルコール・たばこを除く）上昇率は、2026年で前年比＋2.4%、2027年で同＋2.5%と予想する。足元のエネルギー価格再上昇によるコスト増加の影響が、2027年以降、非エネルギー工業製品やサービスの価格に徐々に波及するとみている。HICP総合ベースで見た物価上昇率は、エネルギー価格が下落に転じることなどを受けて、徐々に縮小していく見込みだ。

図 1 日米欧の実質 GDP 成長率・コアインフレ率の見通し



（注）日本は年度ベース。コアインフレ率は、日本は消費者物価指数（生鮮食品を除く）、米国は PCE 価格指数（食品・エネルギーを除く）、ユーロ圏は HICP（エネルギー、食品、アルコール、たばこを除く）。
（出所）各国統計より国際通貨研究所作成

3. 主要国の金融見通し － 2027 年前半には利上げを打ち止めへ －

先行きの金融政策について、日本銀行は 2026 年 12 月と 2027 年 3 月にそれぞれ 0.25%pt の追加利上げを実施し、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を 1.75%まで引き上げるとみている。当面は物価上昇圧力が強い状態が続くうえ、後述の通り FRB も追加利上げを実施する見込みだ。こうした中、日銀が利上げを進めて円安圧力を緩和することは、基調的な物価上昇率が 2%の物価安定の目標を上回るリスクを抑制することに資する。もっとも、地政学的情勢の緊迫化に伴う原油価格の高騰や、政府による更なる拡張的な財政政策運営を背景とした円安の進行など、物価の上振れリスクは依然大きい。こうしたリスクの顕在化が物価安定の目標の持続的な実現の障壁となり得る場合には、日銀は利上げを一段と進めるだろう。日本の 10 年債利回りは、2026 年末に 2.92%、2027 年末に 3.15%と緩やかな上昇を見込む。

FRB は、2026 年 12 月と 2027 年 3 月にそれぞれ 0.25%pt の追加利上げを実施し、FF 金利の誘導目標レンジを 4.25～4.50%まで引き上げると予想する。企業は、コストの増加分を販売価格に転嫁する動きを強めており、当面の間、基調的な物価上昇率に上昇圧力が残ることから、FRB は追加利上げに踏み切るだろう。

米国 10 年債利回りは、2026 年末に 4.90%、2027 年末に 4.51%を予想する。2027 年には、利上げの累積的な効果が景気や物価に徐々に波及することで、年後半にかけて 2028 年以降の利下げ期待が高まる結果、長期金利に下押し圧力がかかると見込む。た

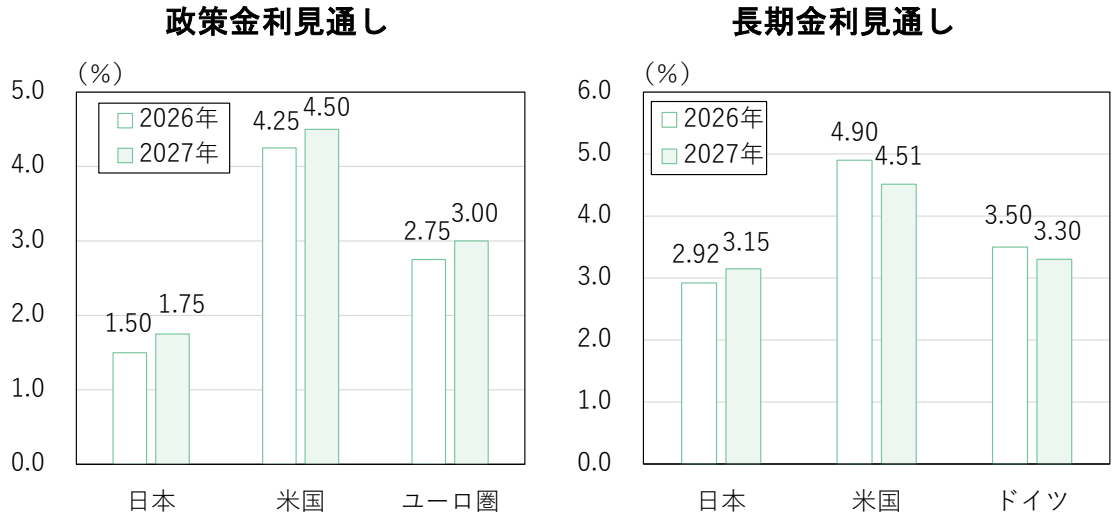
だし、政府債務の増加に伴う国債需給の緩和への懸念は残ることから、長期金利の低下幅は限定的となろう。

ECB は、物価上昇圧力が強まっていることを受けて、2026 年 12 月に利上げを実施し、政策金利（預金ファシリティ金利）を 2.75%まで引き上げた後、2027 年上期にも追加利上げを実施し、同年末の政策金利は 3.00%となると予想する。

ドイツ 10 年国債利回りは、2026 年 9 月下旬に急上昇した後、3.50%前後で推移している。足元ではやや低下傾向にあるが、同年 12 月の ECB による利上げを受けて、年末には 3.50%となると予想する。2027 年は、インフレの減速見通しが欧州国債利回りの低下要因となる一方、ドイツの防衛費やインフラ投資の拡大に伴う財政拡張が金利の上昇圧力となるため、同年末も 3.30%にとどまると見込む。

一方、フランスでは、財政悪化への懸念や政治情勢の混迷、抗議活動の激化を背景に長期金利が大幅に上昇している。足元のフランス 10 年国債利回りは 5.00%前後に達し、ドイツ国債との利回り格差は欧州債務危機以来の高水準まで拡大している。フランス政府は財政再建を掲げているものの、2027 年度予算案が国民議会（下院）で否決されるなど、その実現に向けた政治的な合意形成は難航している。加えて、2027 年春には大統領選挙が予定されており、選挙結果次第では財政政策の方向性が変化する可能性もある。こうした財政・政治情勢を背景に、フランス国債に対する投資家の警戒感は容易には後退せず、2027 年も同国の長期金利は高水準で推移すると予想する。

図 2 日米欧の政策金利および長期金利見通し



（注）政策金利および長期金利は各年末時点の予測値。政策金利は、日本は無担保コールレート（オーバーナイト物）、米国は FF 金利誘導目標レンジの上限値、ユーロ圏は ECB 預金ファシリティ金利。長期金利は各国の 10 年国債利回り。
（出所）各国統計より国際通貨研究所作成

4. 為替市場 － ドル円相場は当面ドル高円安圧力が続くもその後は反落へ －

ドル円相場は当面ドル高円安圧力が燻るが、先行きは一服してドル安円高方向へ推移しそうだ。2026 年のドル円相場は、2 月末のイラン戦争勃発に伴う原油高と、FRB による 9 月の利上げ再開に向けた市場の織り込みによりドル高円安圧力が強まり、7 月に 39 年 8 ヵ月ぶりのドル高円安水準をつけた。もっとも、7 月 31 日の日米当局による協調円買い介入を含む一連の円安牽制や、日銀の利上げペース加速などを受けて、ドル高円安の流れは一先ず一服した。

その後も米国経済は AI ブームを支えに堅調な推移が続いており、夏場以降の原油高も徐々に反映される中で、根強いインフレ圧力が確認されている。市場ではこれまで 12 月の利上げを含めて来年にかけて FRB によるあと 0.25%pt×2 回の利上げが織り込まれていたが、足元さらに追加で少なくとも 1 回の利上げが織り込まれつつある。これに伴うドル高圧力によりドル円相場も 10 月以降の 1 ドル＝158 円台を中心としたレンジ相場から、再び 160 円台乗せを窺う局面となっており、161～162 円台程度までの上振れ余地も排除できない状況となって来た。もっとも、日銀も基調的なインフレ率の 2%からの上振れを警戒して 3 ヵ月に 1 回程度の利上げを、最低あと 0.25%pt×2 回程度実施すると見込まれることから、日米金利差がさらに顕著に拡大する展開は見込み難い。日米当局による踏み込んだ円安牽制への転換が引き続き上値を抑制していることもあり、160 円を大きく超えるドル高円安は回避されよう。

2027 年の世界経済は、AI ブームの持続やエネルギー価格の緩やかな低下などを前提に引き続き底堅い推移が続くとみられている。米国経済も同様に底堅い推移が続くと予想されるが、今夏の原油価格再上昇によるインフレ圧力が今後限定的であることが確認されて来れば、性急に織り込まれた FRB の追加利上げ期待は剥落して来よう（FRB の利上げはあと 2 回を想定）。ドル高も巻き戻される結果、ドル円相場も再び 150 円大台後半（155 円～160 円）中心での推移となろう。

今後の注目点は、11 月の米中間選挙での共和党の敗北を受けて、トランプ政権の経済政策にどのような影響が及ぶかだ。政権の基本方針は原則不変と考えられるが、上下両院の民主党支配や民主党州知事の誕生などによる制約は受けよう。まず人工知能（AI）関連政策では、特にデータセンター建設に制約がかかる可能性が指摘されている。既に AI ブームの持続性について一部では警戒感が高まっているが、仮に AI ブームに対する相応の抑制要因となれば、米金利低下から追加的なドル安要因となろう。イラン戦争についても、これに伴うエネルギー価格の高騰が中間選挙における共和党の敗北要因にな

ったことに加え、民主党支配の議会からも予算などの面で制約が強まると予想される。外交による解決を模索する方向へ向かえば、原油価格の低下につながり、ドル安かつ円高要因となり得る。今後トランプ政権によるこうした方向への政策修正が強まれば、米金利低下による日米金利差（米金利－日金利）の縮小も相俟って、ドル円相場も 150 円大台前半（150 円～155 円）へのレンジ切り下げが視野に入って来よう。但し、トランプ大統領が政権のレガシー作りなどを狙って、むしろ対イランで大規模な戦闘を開始したり、議会の制約を受け難い外交・通商政策で諸外国に対してより強硬なスタンスを示すような場合は、リスク回避的な地合いが強まるなどして、むしろドル高方向への押上げ材料となる。当面は中間選挙結果を受けたトランプ政権の動向が注目されよう。

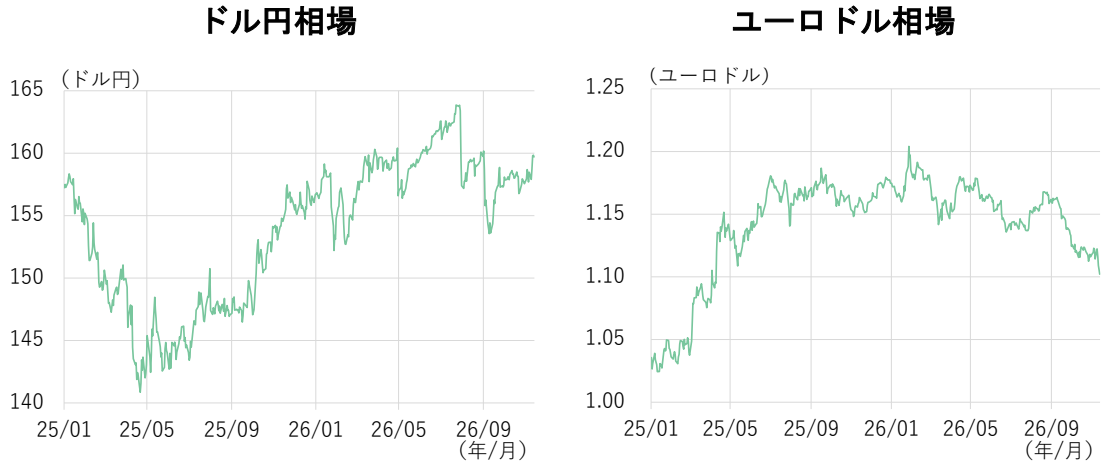
本邦でも高市政権はリフレ的な政策を志向しているとのイメージを払拭すべく、政策についての情報発信などを中心に政策運営の修正を図って来た。今後明らかになる 2027 年度予算の内容から、消費減税の財源明確化が示されることなどを通して、市場の財政懸念やリフレ的な政策への警戒がさらに後退すれば、150 円大台前半へのドル安円高推移の支援材料となろう。7 月に任期期限を迎える日銀の高田・田村両審議委員の後任が、どのようなスタンスの人物が選ばれるかも政策のスタンス修正をみる試金石のひとつだ。

ユーロは対ドルでは当面下落基調が続くが年末に向けては持ち直しに向かおう。対円でも当面は緩やかな下落基調となるが、その後横ばい推移への転換を予想する。2026 年のユーロは、6 月、9 月と ECB が早々に利上げに転じたものの、イラン戦争に伴うエネルギー価格の上昇を嫌気した下落圧力などに押された形となった。ユーロ圏の産業構成から AI ブームの恩恵を相対的に受け難いことに加え、FRB の利上げ再開の織り込みによるドル高の受け皿になった面もあった。9 月以降は、フランスの財政問題が材料視され、下落圧力がさらに強まり、主要な通貨の中では相対的に軟調な推移となった。対円でも本邦当局による度々の円買い為替介入がユーロ円相場の水準押し下げ要因となった。

当面は、フランスの 2027 年度予算審議を巡る問題を始めとした欧州の財政・政治的な混乱を背景にユーロは上値の重い推移が続きそうだ。2027 年 4 月～5 月にはフランス大統領選が控えており、政治的に敏感な時期を迎えるだけに財政改善を実現する予算が議会で成立するか不透明だ。フランス大統領選ではいわゆる極右とされる国民連合のルペン氏が当選する可能性もある。ユーロ相場は既にある程度の悪材料を織り込んでいるともみられ、2027 年にかけて ECB によるあと 2 回程度の利上げも想定しているものの、

既述の通り、FRB の利上げ加速観測から当面ドルの強含み推移が予想される。そのため、2027 年前半にはユーロドル相場で 1 ユーロ＝1.10 ドルを割り込んで推移するなど、対ドルを中心に軟調推移となりそうだ。その後、年後半までにはユーロの悪材料出尽くし感や、すでにみた FRB の追加利上げ期待の剥落、原油価格の緩やかな低下などを背景に、ユーロドル相場は再び 1.10 台を回復するなど、持ち直しに向かうとみている。中間選挙を受けたトランプ政権の政策修正によりドルが下落する場合は、ユーロもより持ち直し基調が強まろう。対円では 1 ユーロ＝170 円大台前半（170 円～175 円）で下げ止まり後に保ち合い推移へ移行しそうだ。

図 3 為替市場の動向



（出所）Bloomberg より国際通貨研究所作成

ECONOMIC OUTLOOK — 詳細項目の見通し　　▶ 予測

			2026				2027				2028	2026	2027
			1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(年度)	(年度)
日本	実質GDP	前期比年率、%	1.9	1.7	▲ 0.1	0.6	0.3	1.3	0.7	0.9	0.8	0.9	0.8
		前期比、%	0.5	0.4	▲ 0.0	0.2	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2		
	内需	前期比寄与度、%pt	0.1	▲ 0.2	0.6	0.2	0.1	0.4	0.2	0.3	0.2	0.6	1.0
	個人消費	前期比、%	0.4	▲ 0.3	▲ 0.3	0.3	▲ 0.2	0.6	0.2	0.2	0.2	0.1	0.7
	住宅投資	前期比、%	0.7	▲ 0.6	▲ 1.1	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.1	0.0	0.2	0.2	▲ 0.9	▲ 0.9
	設備投資	前期比、%	▲ 1.1	▲ 0.4	1.6	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	1.0	1.6
	民間在庫	前期比寄与度、%pt	▲ 0.0	0.3	0.0	0.0	0.1	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
	政府消費	前期比、%	0.5	1.5	▲ 0.0	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	2.4	1.2
	公共投資	前期比、%	1.3	▲ 0.6	▲ 1.1	▲ 0.5	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	▲ 1.2	0.1
	外需	前期比寄与度、%pt	0.3	0.6	▲ 0.6	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	0.3	▲ 0.3
	輸出	前期比、%	1.8	1.6	▲ 0.2	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3	3.1	1.6
	輸入	前期比、%	0.3	▲ 1.3	2.5	0.7	0.6	0.8	0.6	0.6	0.6	1.3	3.2
	名目GDP	前期比年率、%	2.9	5.9	1.6	2.9	2.5	2.7	2.9	3.1	2.9	3.4	2.7
	GDPデフレーター	前年比、%	3.1	2.6	2.4	2.2	2.6	1.8	2.0	2.0	2.0	2.5	2.0
	CPI(除く生鮮食品)	前年比、%	1.7	1.5	1.9	2.7	3.3	2.1	1.9	1.3	0.9	2.3	1.6
	完全失業率	%	2.7	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.4	2.3
	経常収支	年率換算・兆円	38.7	35.0	28.7	32.0	31.9	31.2	30.8	30.4	29.6	31.9	30.5
	コールレート	期末値、%	0.73	0.98	1.23	1.50	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
	10年債利回り	期末値、%	2.37	2.69	3.06	2.92	2.97	3.02	3.07	3.15	3.22	2.97	3.22

米国

		実質GDP成長率（前年比、%）	コアPCE価格指数（前年比、%）	FF金利誘導目標（期末値、上限、%）	失業率（%）	10年国債利回り（期末値、%）
	2025	2.3	2.8	3.75	4.3	4.18
▼予測	2026	2.5	3.1	4.25	4.2	4.90
	2027	1.9	2.5	4.50	4.3	4.51

ユーロ圏

		実質GDP成長率（前年比、%）	コアHICP（前年比、%）	預金ファシリティ金利（期末値、%）	失業率（%）	ドイツ10年国債利回り（期末値、%）
	2025	1.2	2.4	2.00	6.3	2.85
▼予測	2026	1.0	2.4	2.75	6.4	3.50
	2027	1.3	2.5	3.00	6.4	3.30

為替市場

		ドル円（期末値）	ユーロ円（期末値）	ユーロドル（期末値）
	2025	156.71	184.01	1.17
▼予測	2026	159.00	174.90	1.10
	2027	152.00	173.30	1.14

（注）　年間の予測値は、日本は年度、その他は暦年を表示。
（出所）各種統計より国際通貨研究所作成

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2026 Institute for International Monetary Affairs（公益財団法人 国際通貨研究所）
All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.
Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan
〒103-0027　東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階
e-mail: admin@iima.or.jp
URL: https://www.iima.or.jp