

世界が進むチカラになる。



経済調査

# 米経済のリスクを点検する 関税、AI投資、金融市場動向を中心に

2026年3月2日

調査部 主任研究員

細尾 忠生

# 要旨

- 2025年の関税負担は、米中堅企業にしわ寄せされ、これら企業で雇用削減が鮮明となり、低所得労働者の賃金上昇率が鈍化した。しかし、米国全体で見れば関税影響は軽微にとどまり、所得と消費の底堅い動きが続いている
- ビッグテックなどによるAI開発競争を背景に、データセンター建設や大規模言語モデル開発にともなう設備投資が急増、このような傾向は2026年も続く公算が大きい
- ベッセント財務長官による長期金利安定を重視する政策運営は市場の信認を得ている。もっとも、日本の長期金利上昇の影響やドル安が懸念され、財務長官や次期FRB議長の手腕が問われよう

1. 関税の米経済への影響
2. AI投資の効果
3. 金融政策と金融市場の動向

## 1－(1)関税の影響①

- 関税は、輸出企業、輸入企業、消費者の誰かが負担する
- このうち誰が負担するかは、財の性質、企業の価格設定行動などに左右される

### 関税を負担するのは誰か

#### 輸出企業

- ・ 輸出価格から関税分を値引きすることによって関税コストを負担  
例) 中国やベトナムなどの、価格競争に直面する低価格品の輸出企業

#### 輸入企業・小売企業

- ・ 消費者に価格転嫁せず自社で関税コストを負担  
例) 1ドルショップなどの、価格競争が激しい低付加価値品を取り扱う企業

#### 消費者

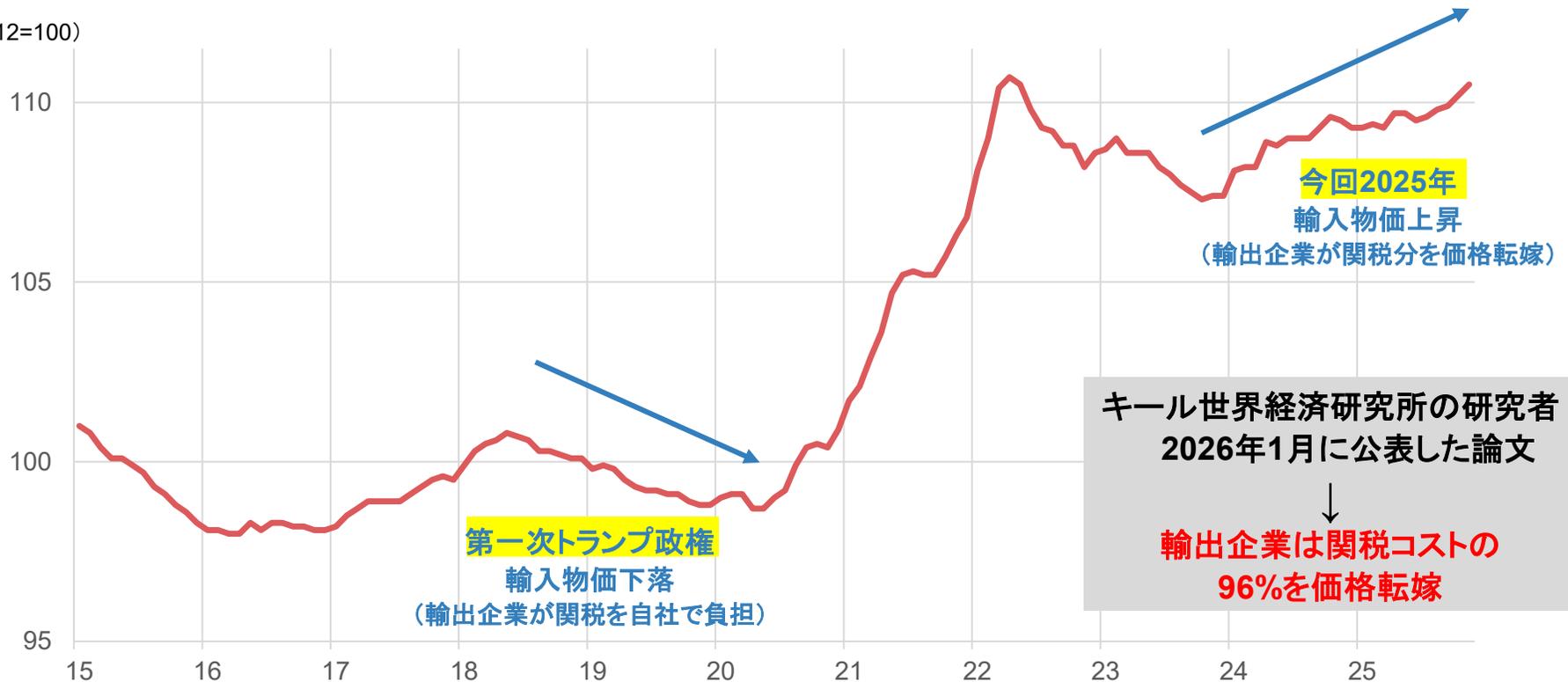
- ・ 価格転嫁された財の購入により関税コストを負担  
(例) スマートフォンに関税が課せられ値上げされてもスマートフォンを購入する消費者

## 1-(2) 関税の影響②

- 2025年の米国の輸入物価は上昇しており、輸出企業が関税分を値引きした形跡はみられない
- 実際、研究論文によれば、輸出企業は関税コストの96%を輸出価格に転嫁したとみられる

### 米国の輸入物価（食料・エネルギーを除くコアベース）

(2010/12=100)



(出所)米労働省

(年、月次)

## 1-(3) 関税の影響③

- カベツロ・ハーバード大教授の日次価格指数によると、関税の影響により消費財価格が上昇
- 関税引き上げ幅と財価格上昇幅から、輸入企業・小売企業の価格転嫁率は24%にとどまる
- すなわち、2025年の関税コストの大半を、米国の輸入企業、小売企業が負担

### 消費財・日次価格指数

(関税導入前のトレンドからの乖離、%)



### 関税コストの価格転嫁

関税率が23.8%ポイント上昇

消費財価格は5.7%上昇

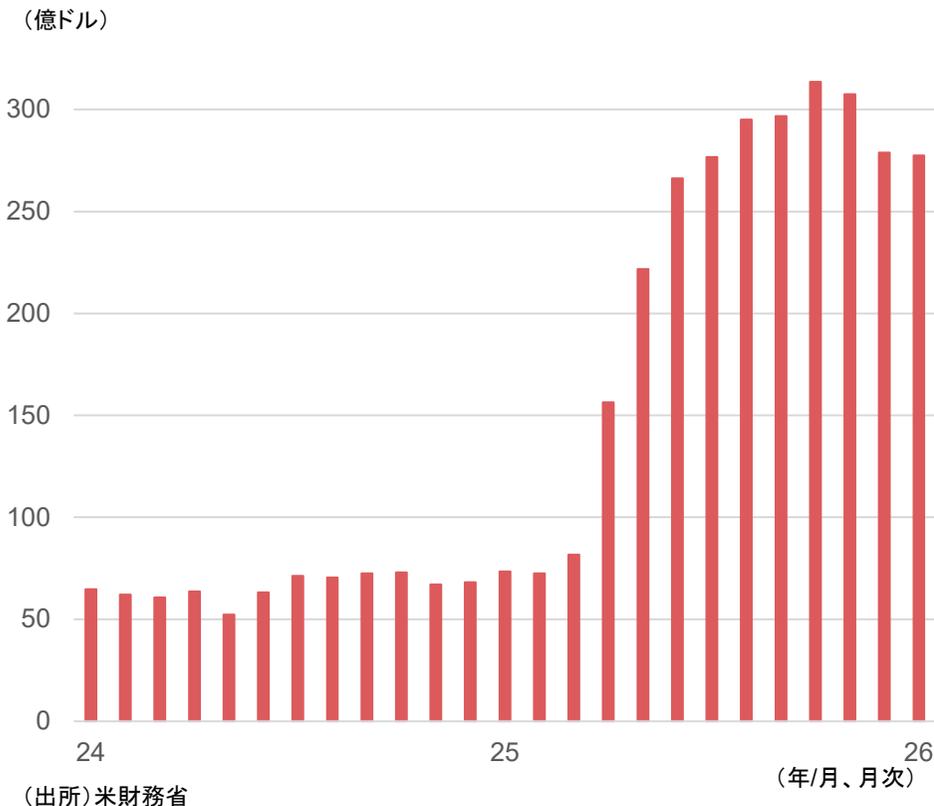
価格転嫁率  
24%

関税コストの大半を  
米国の輸入企業、小売企業が負担

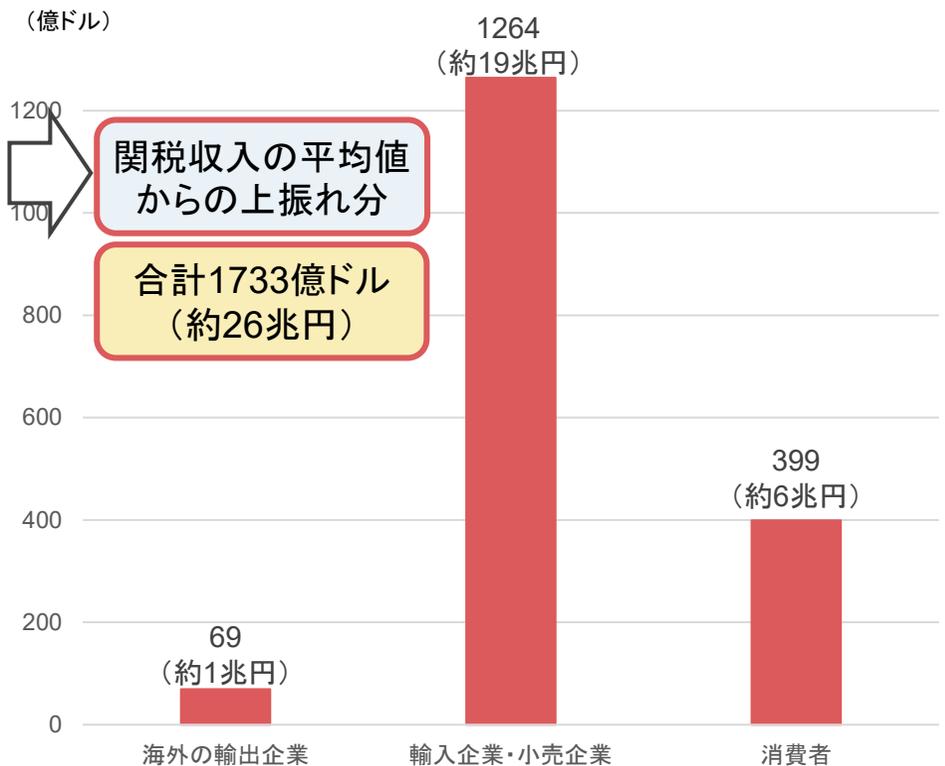
## 1-(4) 関税の影響④

- 関税収入について、2025年3月～12月の関税導入前の平均からの上振れは計1,733億ドル
- これを関税の負担率で配分すると、海外の輸出企業は69億ドル、米国の輸入企業・小売企業は1,264億ドル、米国の消費者は399億ドルの関税コストをそれぞれ負担したとみられる

### 米国の関税収入



### 誰が関税を負担したのか

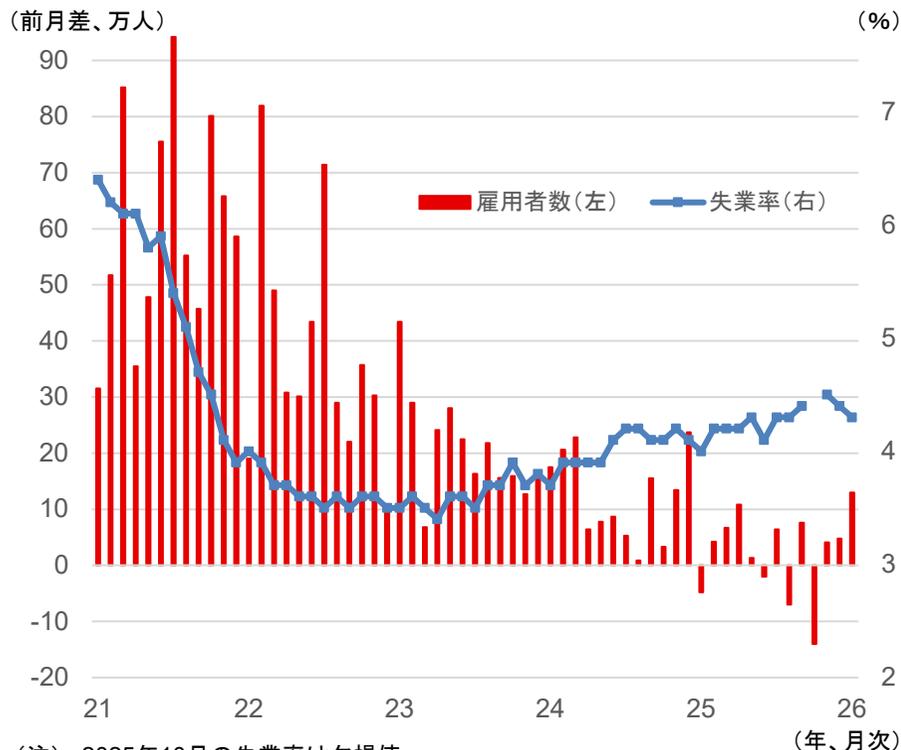


(注)四捨五入のため合計は一致しない

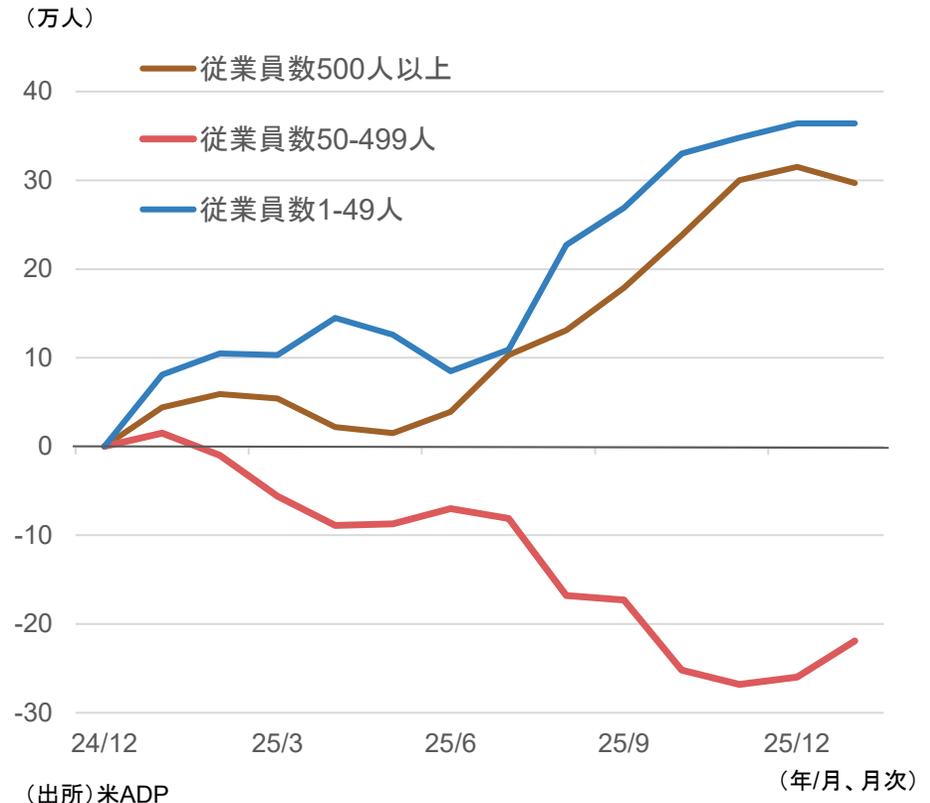
## 1-(5) 関税による雇用減

- 関税影響が米国企業に集中したことで、雇用の増加ペースが鈍化、失業率が緩やかに上昇
- 企業規模別にみると、経営体力の弱い中堅企業で関税による雇用への影響が顕著
- 従業員50～499人の中堅企業の雇用は、関税導入を契機に2025年4月をピークに減少が続く

### 雇用統計（雇用者数、失業率）



### 企業規模別の雇用（2024年12月以降の増減）



## 1-(6) 低所得者の賃金への影響

- 中堅企業の雇用減少によって、低所得労働者の賃金上昇率が大幅に鈍化
- 高所得者の賃金上昇率も鈍化した。人手不足により、一貫して高い伸びが続いた低所得者の賃金上昇率が、高所得者のそれを下回るのは実に10年ぶり
- 株価は史上最高値を連日更新したが、低所得者の賃金上昇鈍化もあり、消費者マインドは低迷。高所得者と低所得者のいわゆる「K字」経済の傾向が鮮明

### 賃金上昇率（所得階層別）

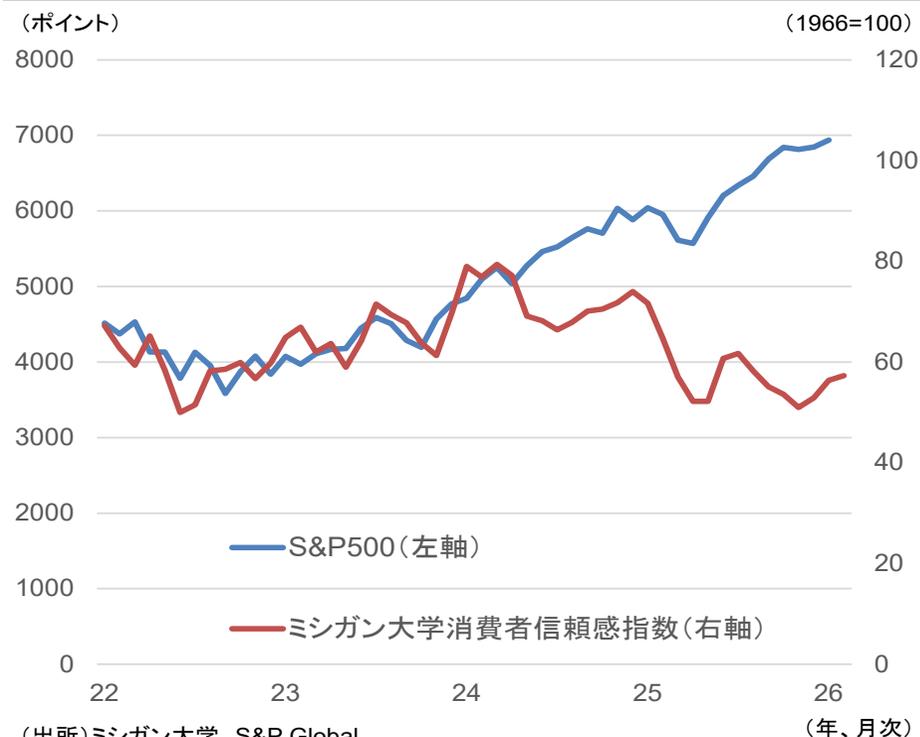


(注1) 12カ月移動平均値

(注2) 2025年10月は政府機関閉鎖による欠損値

(出所)米労働省

### 株価と消費者マインドの乖離



(出所)ミシガン大学、S&P Global

# 1-(7) 所得鈍化も消費は堅調

- 個人消費は堅調に推移しているが、可処分所得は2024年後半以降鈍化
- 所得が鈍化する中、株高などによる貯蓄率の低下が消費を下支え

## 所得と消費

(前年比、%)



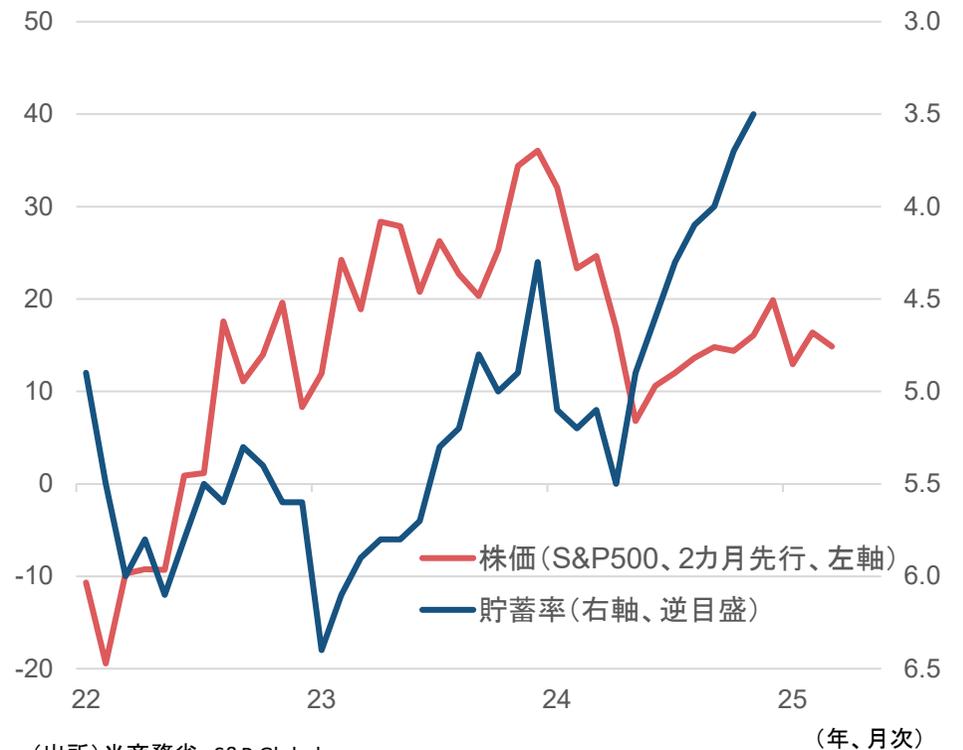
(出所) 米商務省

(年、月次)

## 株価と貯蓄率

(前年比上昇率、%)

(%、逆目盛)



(出所) 米商務省、S&P Global

(年、月次)

## 1－(8)減税の効果

- 昨年の減税・歳出法で、トランプ1期目に施行され2025年末に期限を迎える減税延長に加え、チップ・残業代減税や、各種控除など新たな減税措置が追加
- これら新規減税は、今年から源泉徴収が調整され、確定申告で2025年分にさかのぼり還付。還付は今年前半に実施され、好調個人消費を一段と押し上げると期待

### 減税・歳出法における家計向け新規減税措置

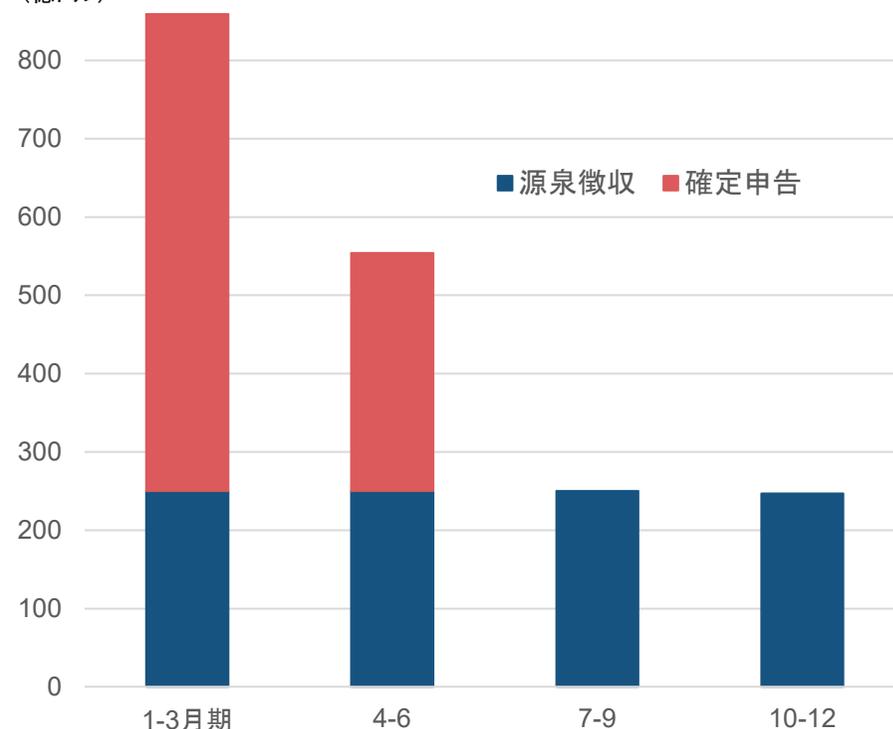
(億ドル)

2025～28年		
年金減税		930
残業代減税		900
チップ減税		320
自動車ローン利子控除		310
新生児向け投資口座への拠出金		160
2025～34年		
寄付控除		740
その他		840
合計		4,180

(出所) 責任ある連邦予算委員会

### 2026年の追加減税の実施額

(億ドル)



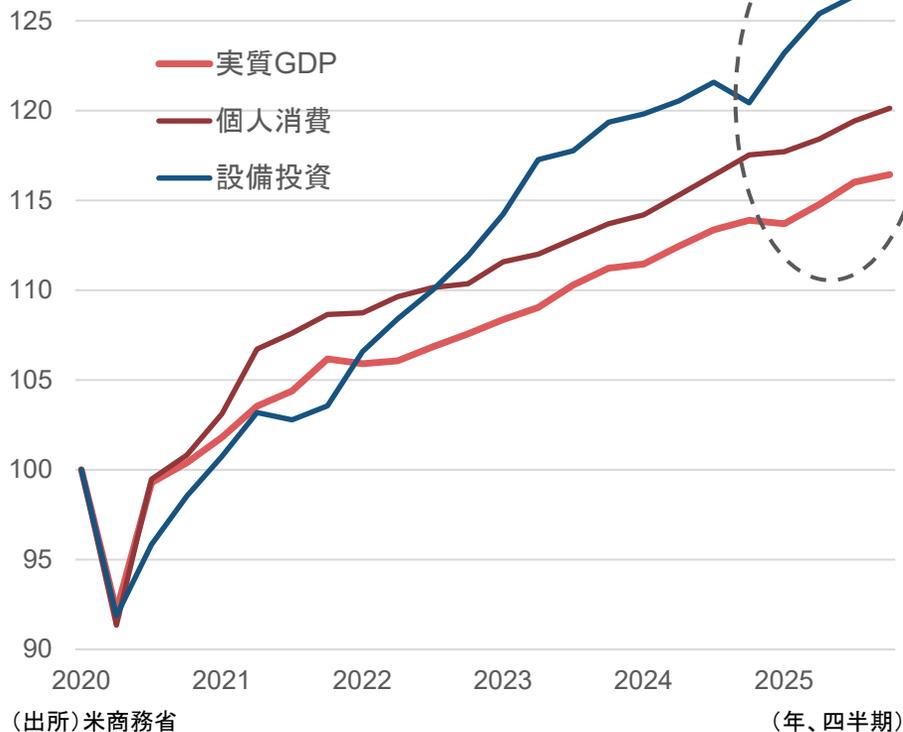
(出所) The Wall Street Journal、原資料は、Piper Sandler

## 2-(1) AI関連投資の好調

- 実質GDPは、ウエイトで7割を占める個人消費が底堅く、さらに、2025年は設備投資が急加速
- 設備投資の内訳をみると、AI関連投資の内訳である、データセンター向けのIT機械投資や、大規模言語モデル開発のためのソフトウェア投資が急増

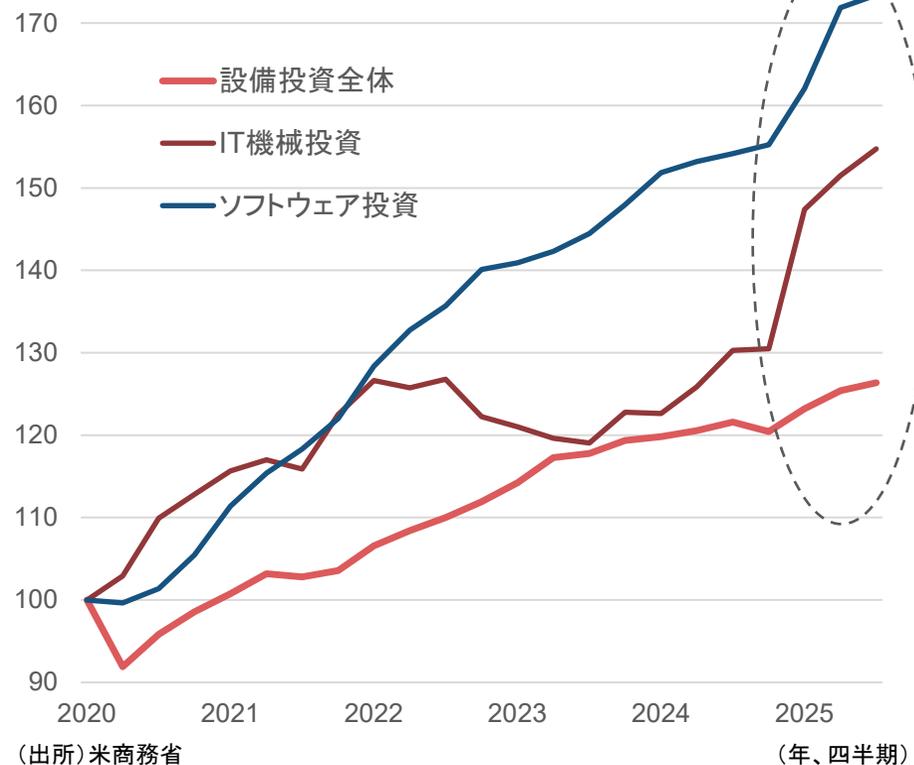
### 実質GDP（主要需要項目別）

(2020年1-3月期=100)



### 設備投資（主要項目別）

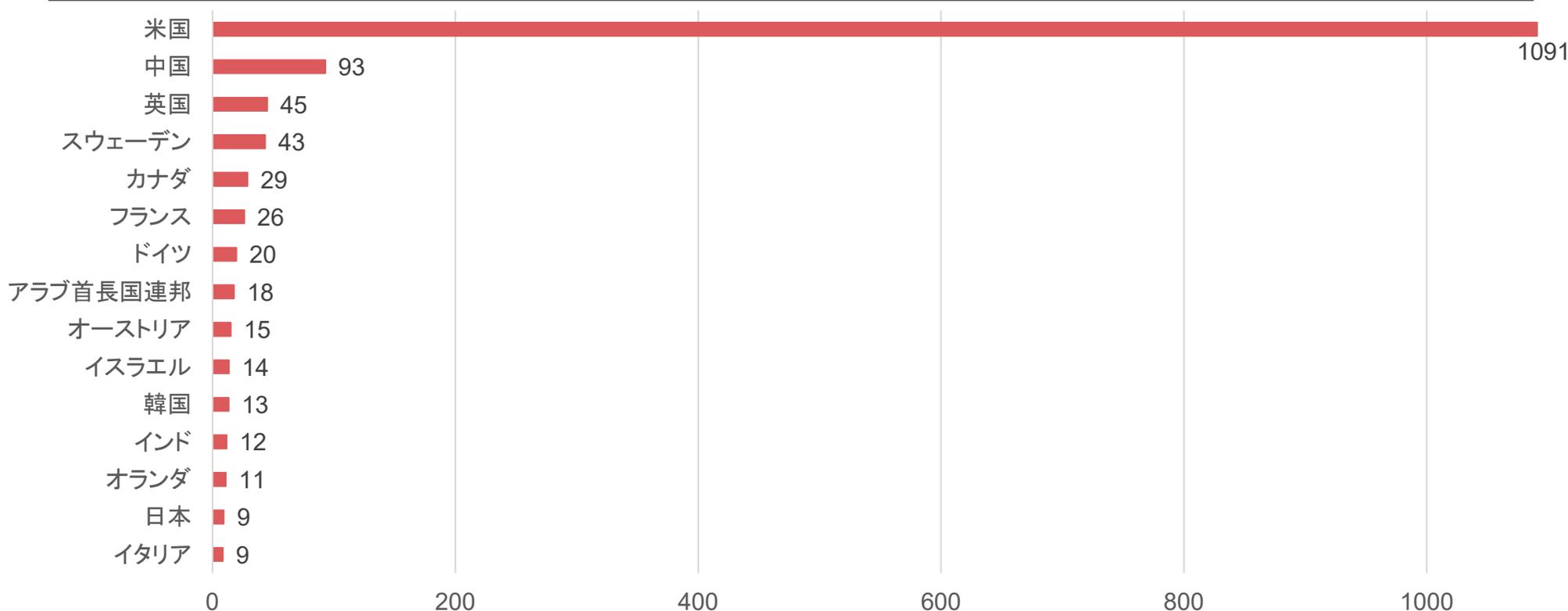
(2020年1-3月期=100)



## 2-(2) AI投資の国際比較

- 実際、AI投資の国際比較(2024年)によると、米国は1,091億ドル(約16.5兆円)と、2位の中国の93億ドル(約1.4兆円)を大きく引き離し、投資金額が突出している

### AI投資(国際比較、2024年)



(注) AI投資は、研究開発投資やデータセンター建設投資などに加え、AI関連企業を対象とするM&A投資など金融投資を含む値

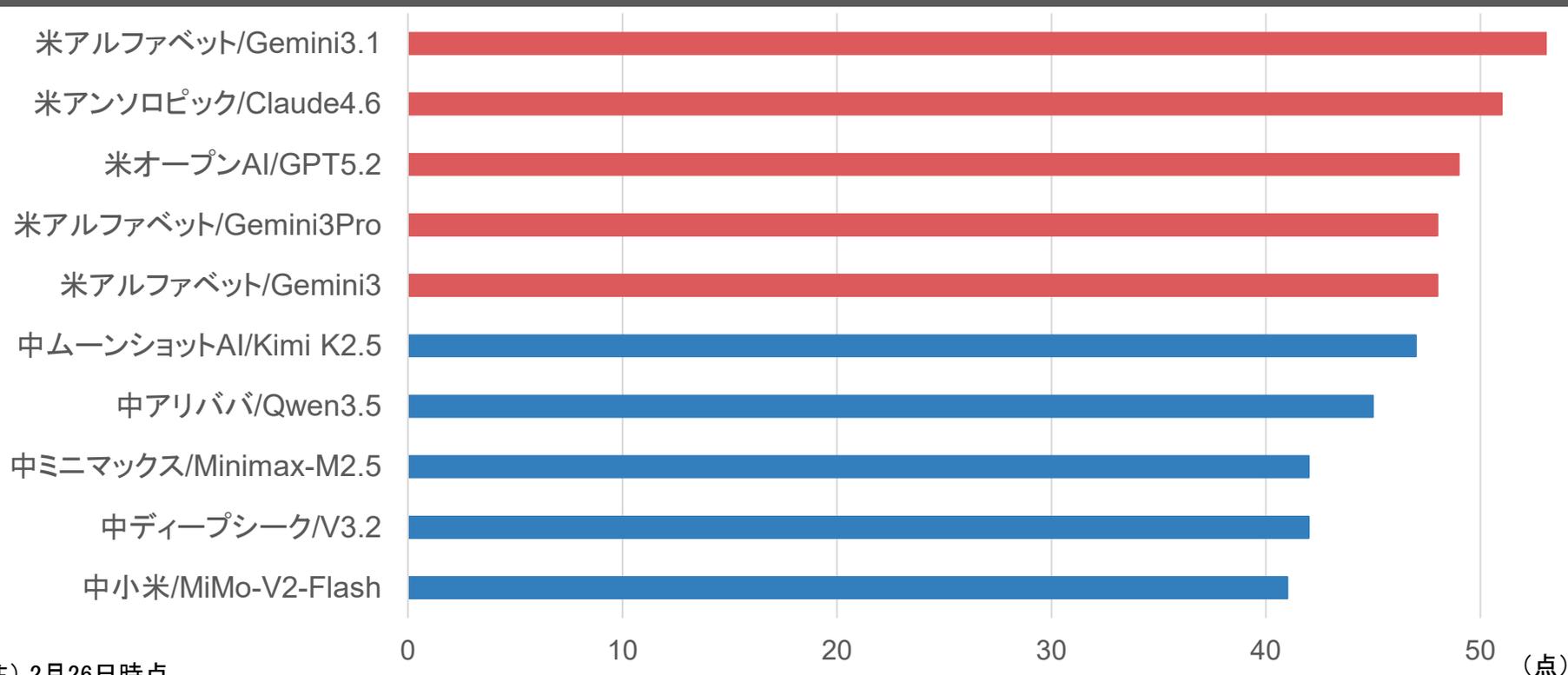
(億ドル)

(出所) スタンフォード大学人間中心AI研究所

## 2-(3) 米国AIモデルの競争力

- 圧倒的なAI投資によって、米国はAIモデルの構築で突出した競争力を形成
- 実際、LLM(大規模言語モデル)の性能評価によると、米国製が上位5モデルを独占
- 主要米企業は、AI分野における競争優位を収益化することにすでに成功

### LLM(大規模言語モデル)の性能比較



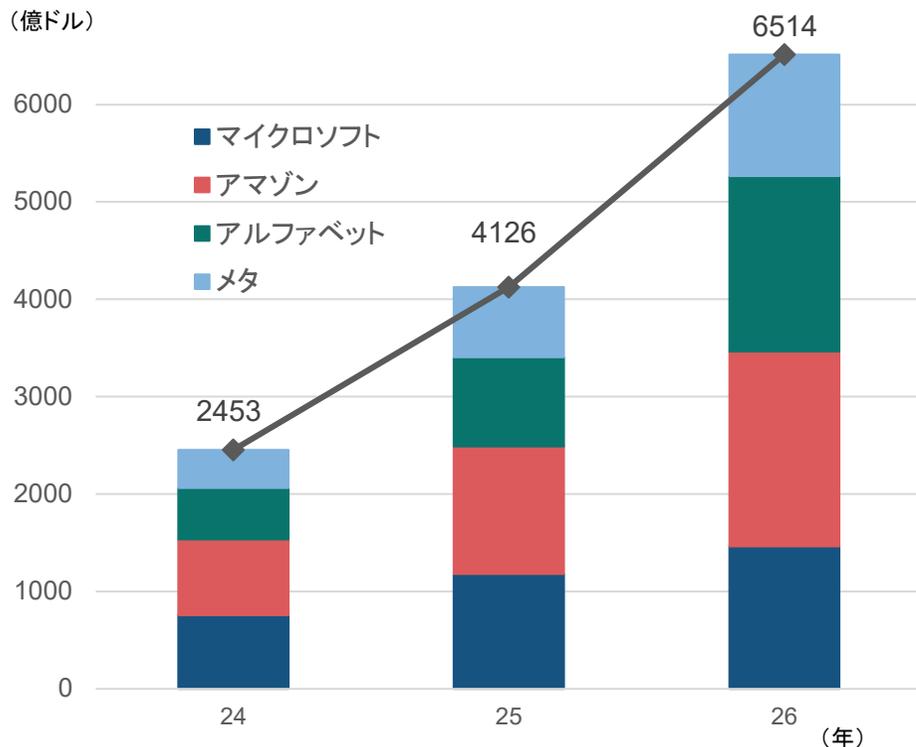
(注) 2月26日時点

(出所) Artificial Analysis

## 2-(4) AI投資は今年も好調

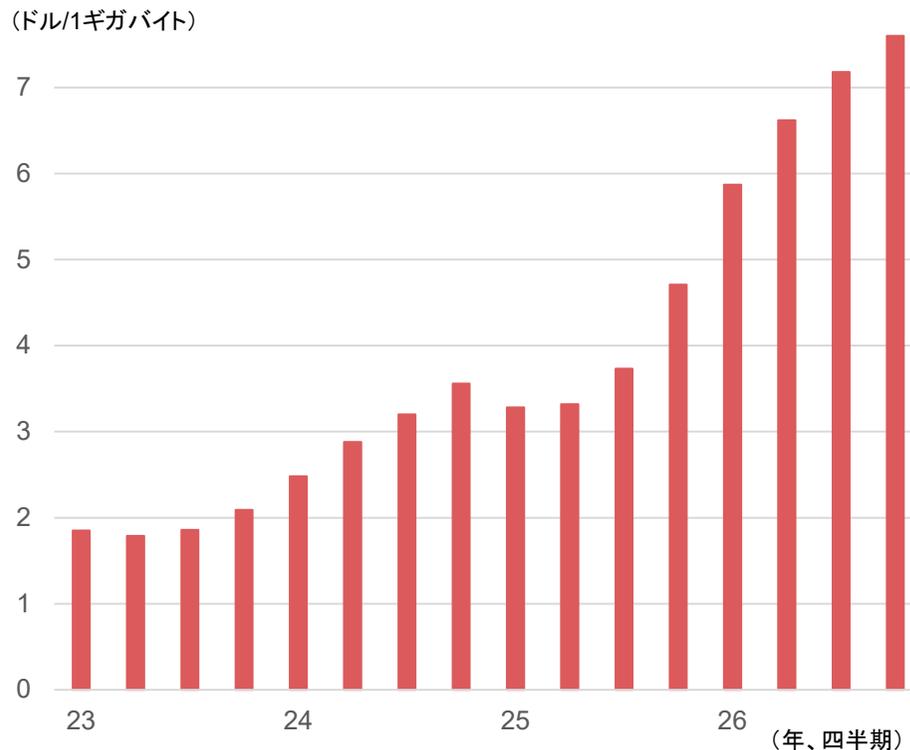
- AI分野の開発競争に向け、米ビッグテック各社は、2026年も6,514億ドル(約97兆円)の巨額の設備投資を計画
- このため、AI投資が牽引する景気拡大が今後も続く見通し
- 旺盛な設備投資により、主要半導体価格は、需給ひっ迫による価格上昇が鮮明

### 米ビッグテックの設備投資



(注) 26年は各社予測値(中央値)  
(出所)各社資料

### DRAM価格

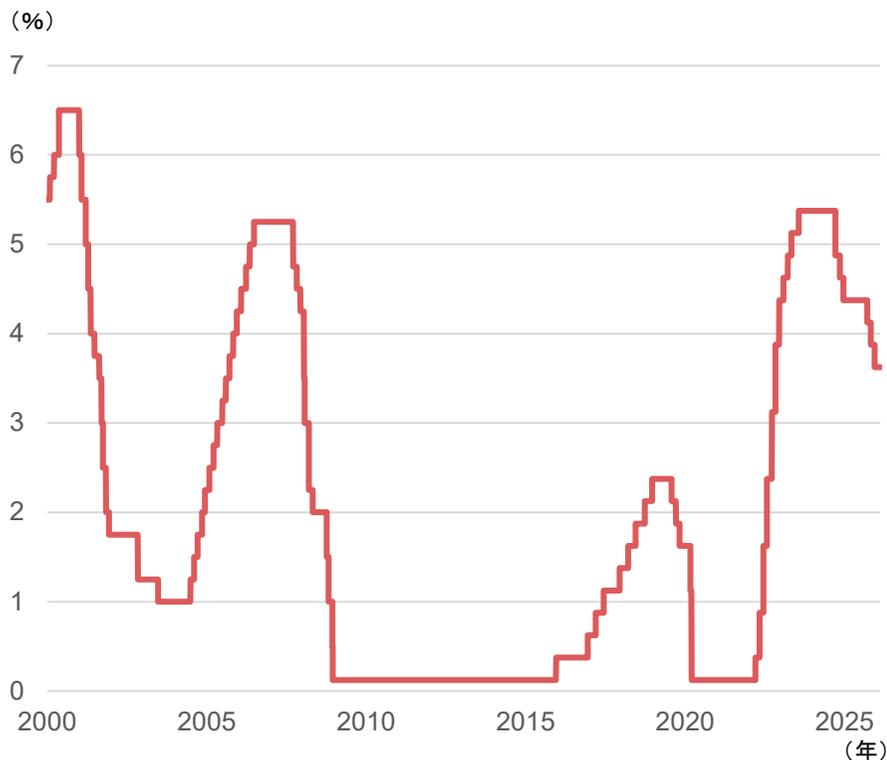


(注) 2026年は予測値  
(出所)米テックインサイツ

### 3- (1)FRBは年内2回の追加利下げか

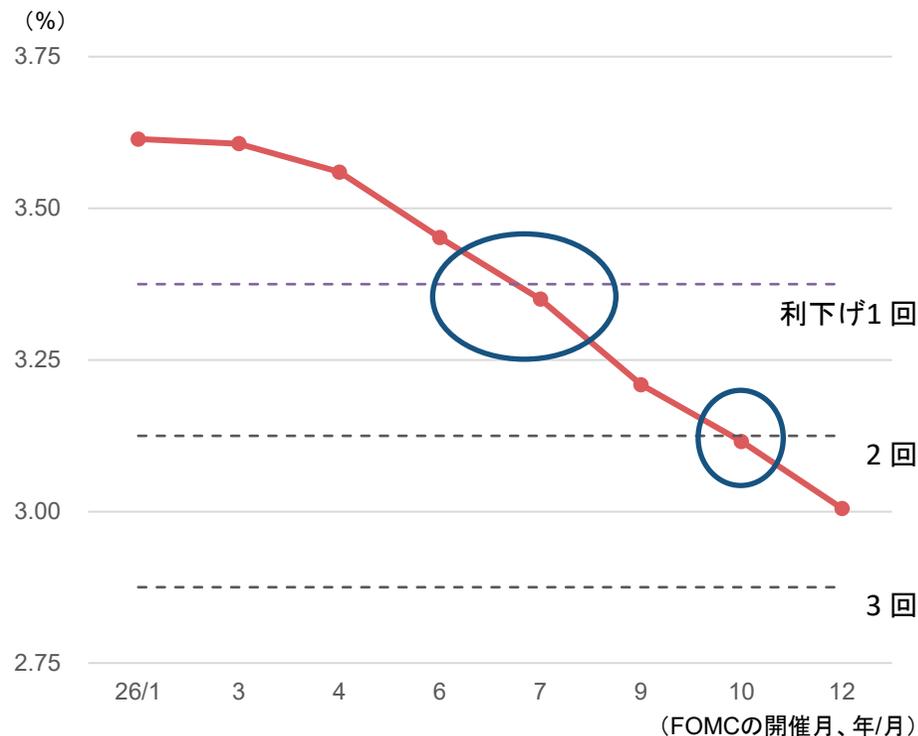
- FRBは2025年9月から3会合連続利下げ後、2026年1月会合で4会合ぶりに金利据え置き
- FF金利先物の動向によると、投資家は今年2回程度の利下げを織り込んでいる

#### 政策金利 (FF金利)



(出所)FRB

#### 金融市場における各FOMCの金利見通し



(注)各FOMCごとの利上げ確率をもとに計算した加重平均値、2月27日時点の値  
(出所)シカゴマーカンタイル取引所

### 3-(2) ウォーシュ次期FRB議長の評価①

#### ウォーシュに対する米紙の評価①

“Kevin Warsh Is the Right Choice for the Fed” ( *The Wall Street Journal* 2026/1/31 社説 )

- ウォーシュはインフレへの強硬姿勢で知られるが、インフレに対し強硬姿勢の方が市場の信頼が高まり、結果的に市場金利を低く抑えやすい
- 2025年4月本紙に寄稿し、「FRBが本来領域を超えた分野に進出したことが、マクロ経済政策の構造的誤りにつながった」と主張
- このため、FRBのバランスシート縮小を目指すであろう
- トランプ大統領の2期目における最良の人事といえる

### 3-(3) ウォーシュ次期FRB議長の評価②

#### ウォーシュに対する米紙の評価②

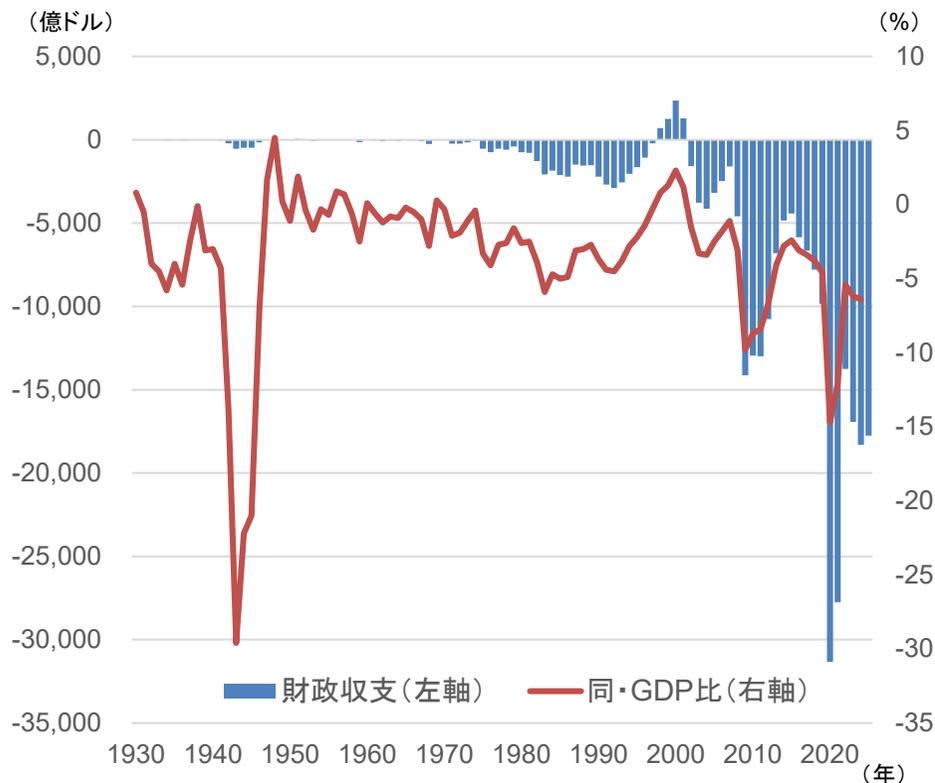
“Saying You Want to Shrink the Fed Is One Thing. Doing It Is Another” ( *The Wall Street Journal* 2026/2/3 )

- ウォーシュのFRB改革は、市場にとって厳しい時代
- ウォーシュは、FRBのバランスシート拡大がインフレの主因で、これを縮小すれば利下げが可能になると主張
- 「ウォール街では資金調達が容易だが、実体経済では信用が厳格」と指摘し、「利下げの効果によって、家計や中小企業を支援できる」と主張
- しかし、これまでFRBがバランスシートの縮小を試みた際に市場は混乱
- FRBの改革にあたっては、市場への影響の見極めが重要に

### 3- (4) 長期金利の動向

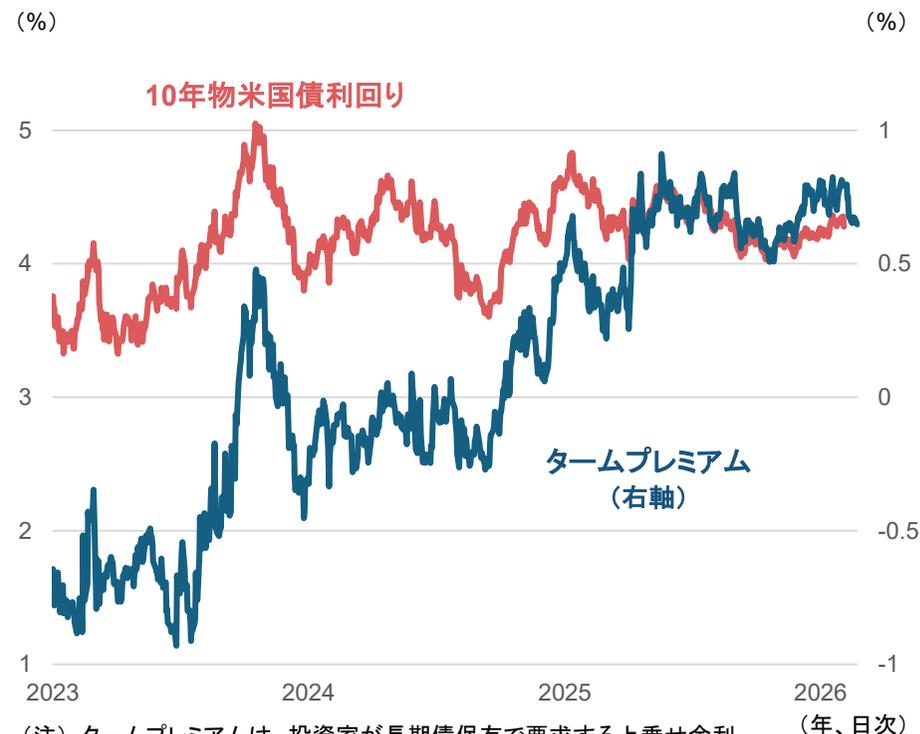
- 米国の財政赤字は過去最悪の水準
- 第2次トランプ政権は減税や国防費の拡大を志向し、発足当初は長期金利が上昇
- もっとも、投資家出身のベッセント財務長官が、長期金利の安定を重視する姿勢を鮮明にしたため、タームプレミアムの上昇に歯止めがかかり、長期金利は安定

#### 財政収支



(出所)米行政管理予算局

#### 10年物米国債利回り



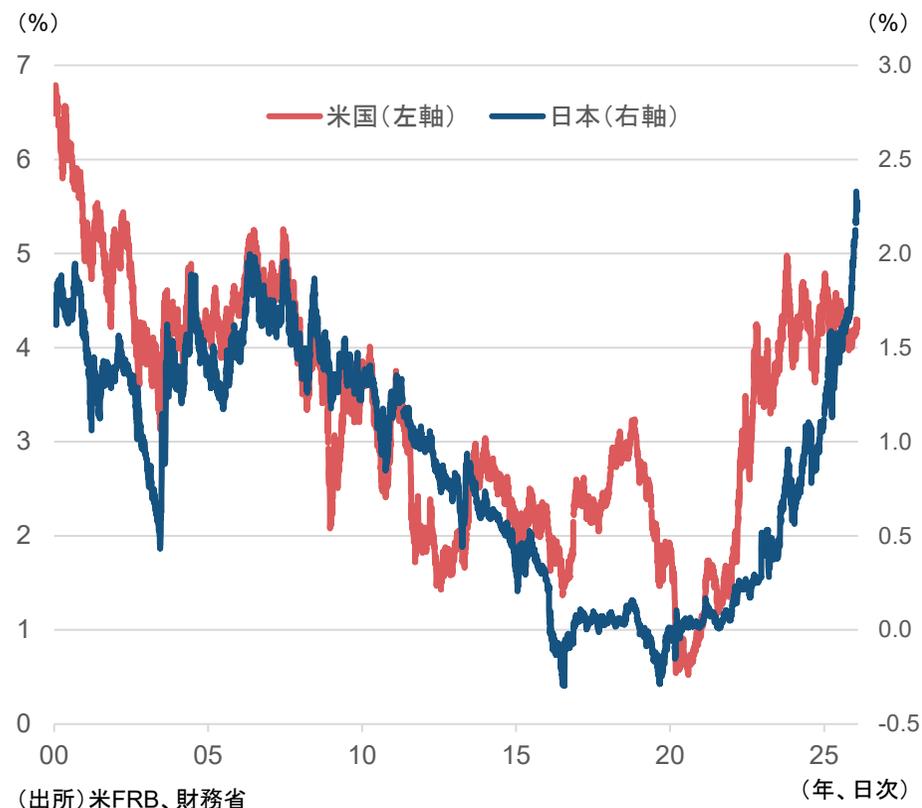
(注) タームプレミアムは、投資家が長期債保有で要求する上乗せ金利  
NY連銀は長期金利から将来の期待短期金利を差し引き推計

(出所)NY連銀

### 3-(5)ドル安、債券安のリスク

- もっとも、日本の長期金利上昇が米債利回りを押し上げ、ベッセント財務長官が懸念を表明
- ドルの価値安定も金融市場の焦点に。実効相場は長期安定しているが、これまでのトレンドを維持できるか、ベッセント財務長官、ウォーシュ次期FRB議長の手腕が問われる局面に

#### 日米の長期金利（10年物国債利回り）



(出所) 米FRB、財務省

#### 米ドルの実効相場

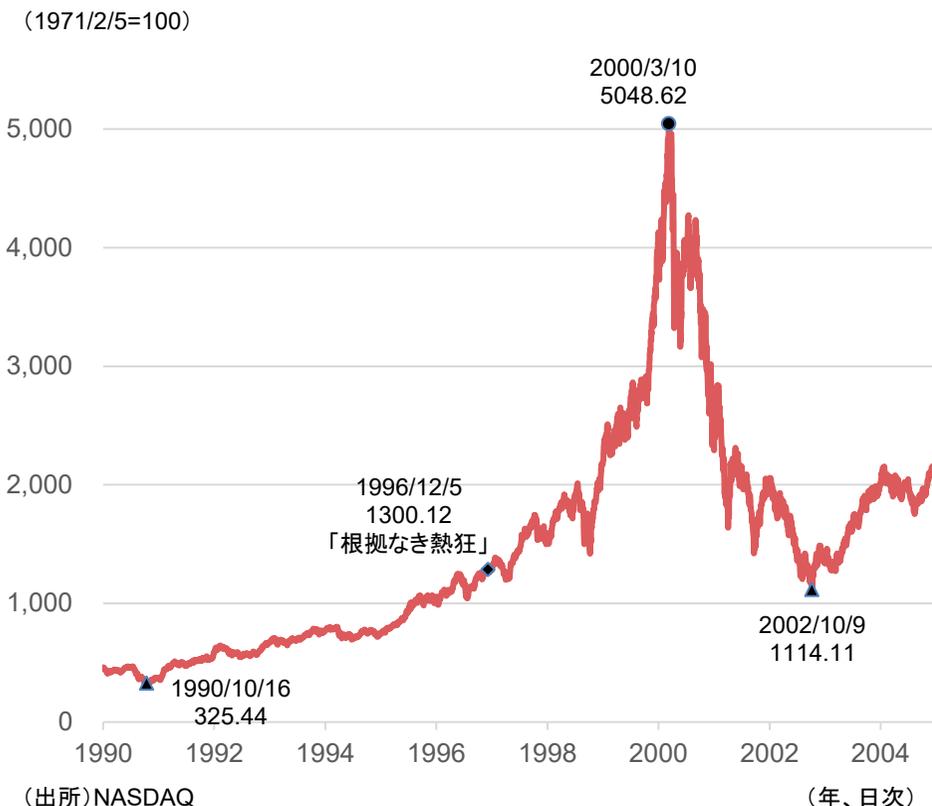


(出所) BIS

### 3-(6) 株価～ITバブル(90年代)との比較

- 1990年代のITバブルでは、1996年12月5日、グリンспанFRB議長(当時)が「根拠なき熱狂」とバブル懸念を指摘したが、株価はその後3年あまりで4倍近く上昇
- 一方、足元の株価は、PERで見ると当時並みに割高感が強まっており、目先の調整を示唆している面も

#### NASDAQ株価指数 (1990年～2004年)



#### 米株のPER (景気循環調整済み)



### 3-(7)リスク要因

- 地政学リスクは、米国・イスラエルによるイラン攻撃にともなう物流や原油相場への影響などの混乱拡大には要注意
- また、仮にAIバブルが崩壊し株価が大幅調整すれば、实体经济への影響は必至

#### 地政学リスク

##### ウクライナ

- ・停戦成立すれば、地政学懸念は緩和方向に

##### 中東

- ・米イスラエルのイラン攻撃の経済影響

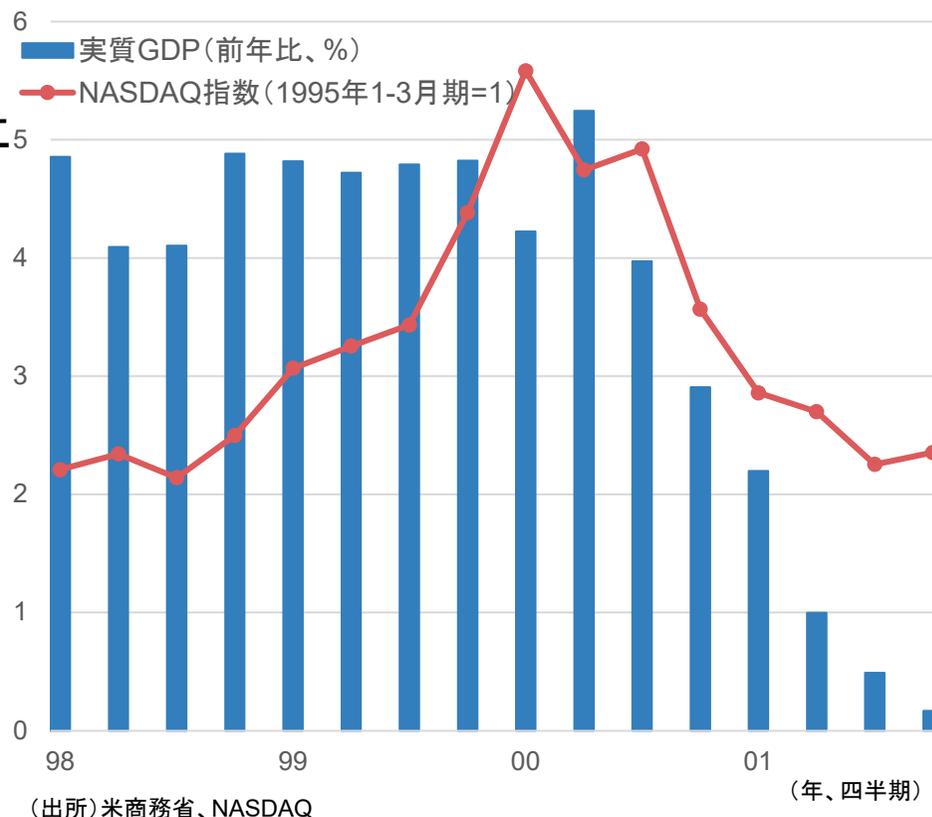
##### 米中対立

- ・最大4回の首脳会談で経済休戦モード

##### 台湾

- ・有事(中国の武力侵攻)の可能性は小

#### ITバブル崩壊時(2000年前後)の株価GDP



## ご利用に際して

---

- 本資料は、執筆時点で信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およびその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず、出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。

(お問い合わせ)

調査・開発本部 調査部 細尾

TEL: 03-6733-4925 E-mail: [chosa-report@murc.jp](mailto:chosa-report@murc.jp)

〒105-8501

東京都港区虎ノ門5-11-2 オランダヒルズ森タワー