

# 国際経済金融秩序の構造的変化

## —トランプ経済政策は世界をどう変えるのか

(2025年5月19日 早稲田二十日会における講演)

株式会社大和総研  
理事長 中曾 宏

### 1. はじめに

お招き下さり多謝。トランプ 2.0 発足以来、特に関税政策をめぐり、日々大統領から発せられるメッセージに市場は翻弄されているが、おそらく、戦後 80 年間続いた自由貿易を軸とした国際経済秩序は、構造的変化の途上にある。その中で進路を誤らないためには、わが国として、中長期的な「ビジョンと戦略」を持つことが、従来以上に重要になっていると思う。本日は、トランプ政権の経済政策の本質を探った上で、どのような「ビジョンと戦略」を持って対処していくべきかを考えていきたい。

### 2. 時代風景のスナップショット

#### (日米円・ドル委員会からバブルの生成まで)

「ビジョンと戦略」を必要とした経済の変曲点は過去にもあった。そうした局面で日本は如何に対応してきたか、まず、自分の限られたキャリアからではあるが、見えた時代風景をスナップショット的に振り返ってみたい。<図表 1><sup>1</sup>日米交渉の現場の厳しいやり取りを初めて垣間見たのは、日本の経済的プレゼンスが飛躍的に高まる中で 1983 年に始まった「日米円・ドル委員会」だった。メモ取り要員の若手職員としてバックベンチからではあったが、日本側が明確な「戦略」を欠くまま、金融自由化と貿易不均衡是正を求める米国の圧力に押込まれていくように見えた。そして、その流れが、1985 年のプラザ合意へとつながっていった。

それ以降 1987 年のルーブル合意までの間、日銀は、4 回（累計 2.5%ポイント）の利下げを行った。当時私は企画課の兵隊だったが、外圧に押されての利下げだった印象がある。結局、累次の利下げは貿易不均衡を是正するには至らず、むしろ、バブルの温床になったというほろ苦さが残った。そういえば、似たような経験として、大蔵省・日銀の先輩からは、1971 年 8 月 15 日、米国が突然、ドル・金の交換停止を発表して「ブレトンウッズ体制」の崩壊に至ったニクソン・

<sup>1</sup> 図表番号は、巻末添付した講演資料のページ番号に対応。以下同様。

ショック時に、戦略を欠くまま、日本は主要国中唯一、外為市場を11日間も開き続け大量のドルの買い支えを余儀なくされた苦い思い出話を聞いたこともあった。

こうして到来したバブルのピークの1980年代末期、**<図表 2>**の右下の挿絵にある、スペインの無敵艦隊＝アルマダに喩えられた日本の金融機関の海外でのプレゼンスは飛躍的に拡大し、ジャパンマネーが世界を席卷した。日本国内では地価が高騰し、皇居の地価は、アメリカ・カリフォルニア州全土を買える値段だと言われていた。地価とともに株価も跳ね上がった。「こんな相場が続くはずがないと思っていたが、自分から踊るのを止めることはできなかった」と述懐する、当時の株トレーダーの言葉が今も耳に残る。

### (金融危機)

バブルの崩壊で様相は一変した。地価の急落で多くの貸出債権が回収不能となり金融機関の損失が膨らんだ。**<図表 3>**は、不良債権処分損の累積額とその対名目 GDP 比を示したものだ。処分損はバブルが崩壊した1990年代初頭から10年以上にわたって増え続け、その金額は約100兆円、GDP 比率は約20%に及んだ。振り返ると、大蔵省や日銀は、当初、損失額は10兆円程度と見積もっていた。それが、結果は、100兆円だったから、私達はひどく問題を過小評価していた訳だ。

こうした中、金融機関の破綻が相次いだ。1992年度から2004年度までの間に、実に181もの金融機関が破綻した。私は、ほぼこの時期と重なる1993年から2000年までの7年間、信用機構課という金融危機対応を専門とする、いわば最前線の特殊部隊に所属し、破綻のほとんどに対処した。中でも一生忘れられないのが、「暗黒の11月」と呼ばれる1997年11月である。

**<図表 4>**の表にあるように、この月は、わずか、ひと月の間に、三洋証券に始まり、北海道拓殖銀行、山一証券、徳陽シティ銀行という4つの金融機関が相次いで破綻した。人々の不安は頂点に達し、「あの銀行も、もうだめらしい」などの様々な風評が日本中を飛び交った。信用不安は燎原の火のように全国に広がった。大蔵大臣と日銀総裁は、異例の共同声明を発出し預金の全額保護と金融システムの安定確保に万全を期す決意を改めて表明した。これにより、金融システムは、本当に際どい所で持ちこたえた。もう28年も前のことなのに、この時の情景は、日本の金融システムがメルトダウンに最も近かった恐ろしい瞬間として、今も私の中で生々しい記憶のまま残っている。

この頃は、家に帰った記憶はほとんどない。泊まり込むオフィスで、私達が連日痛感していたのは、またしても、「ビジョンと戦略」の欠如だった。どのような新しい日本の金融システムを再構築するのか、そのための手段として何が必要なのかといった重要な議論が、根拠のない楽観論や世論の批判を気にして先送りされ、政策対応は当初は、小出しで場当たりのものに終始した。

当時、私たちが危機を打開する手段として渴望していた、政府による「公的資金の投入」や銀行の一時国有化を含む抜本的枠組みが、「金融再生法」や「金融機能早期健全化法」によって漸

く整備されたのは、金融危機が表面化し始めてから実に4年も経過した1998年10月のことだった。その実現を促したのは、誰の目にも明らかになった「今そこにある危機」と、「日本発の世界金融恐慌は絶対に起こすな」という米国の圧力だったと記憶する。

金融再生法等により破綻法制が整うまでの、ほぼ唯一の危機対応手段は、日銀特融だった。大規模な特融が発動されたが代償は大きかった。特融のうち約2,000億円が回収不能になった。当時のメディアや国会は、これを中央銀行の範を超えた失策として批判したが、自分の目からは、特融損失は、破綻処理制度の整備の遅れや、場当たりの対応に起因した必然的コストだった。

バブル崩壊は、銀行の信用仲介機能の損傷、企業の過剰設備、過剰雇用、過剰債務という深い傷を日本経済に残した。もし、当時、金融システム再構築の「ビジョンと戦略」が早くからあったら、特融損失はもとより、危機の中で失われた人命や経営資源といったコストはここまで大きくはならなかっただろう。また、日本経済への影響も、「失われた30年」と形容されるほど深刻なものにはならなかったのではないか、と思えてならない。四半世紀という長い時を経て、漸く日本経済が復活へと歩み始めた矢先に遭遇することとなったのがトランプ2.0による世界経済へのインパクトだ。

### 3. 世界経済

世界経済への影響の大きさは、**<図表5>**のIMF（国際通貨基金）の4月「世界経済見通し」に要約されている。2025年と26年の世界経済成長率はそれぞれ+2.8%と+3.0%と予測されている。過去20年間（2000～2019年）の平均成長率が3.7%だったので、それに比べると水準的にはかなり低くなる。トランプ関税政策を織り込んでいなかった前回1月見通しと比べると、25年が-0.5%ポイント、26年が-0.3%ポイントの下方修正となる。IMFは下方修正の要因として、①関税引き上げによる輸出減という直接効果と世界貿易縮小を通じた間接効果、②不確実性の高まり、③企業や消費者のセンチメント悪化、を指摘している。

2025年成長率について、前回1月見通しからの変化幅を国別に比べると、全ての国で下方修正される中、米国は-0.9%ポイントと、自らの関税政策によって最大のダメージを受ける姿となっている。先進国では英国や日本が-0.5%ポイントの下方修正になっているのに対して、ドイツは-0.3%ポイントと相対的に小幅に止まっている。これは、ドイツでは財政拡大への方針転換（「債務ブレーキ<sup>2</sup>」の凍結）が関税のマイナス効果を一部相殺するため、とIMFは説明している。中国経済については、2025年が-0.6%ポイント、26年が-0.5%ポイントの大きめの下方修正となり、成長率は今年から来年にかけて4.0%で横這い、政府が掲げる5%の成長目標には届かない見込み。

<sup>2</sup> Debt brake/ Schuldenbremse：2009年、メルケル内閣によって制定された財政ルールで連邦の年間構造的財政赤字をGDPの0.35%に抑制するもの。2025年の基本法（憲法）改正により一時的に凍結され、国防等に対しGDP比1%を超える財政支出に途を拓いた。

中国経済は、不動産開発業者の経営不振に起因する下押し圧力が働き続けデフレ色を強めているところに、トランプ関税によるダメージが重なり窮地にある、と見る向きもある。しかし、そうした見方は一面的だろう。AI、ロボット、宇宙、EV・バッテリー、次世代原子炉等の先端技術分野での優位性確保を目指した国家戦略が着実に結実しつつあり、一部の領域では欧米や日本を凌駕しつつある、との指摘もある。実際に、最近中国を訪れた日本の財界人からも、「強い中国」を再認識すべきとのご意見をうかがうことが多い。先端技術は、次の30年間の成長エンジンとなるだけに、米中貿易戦争の次は、これら領域における両国の熾烈な競争が繰広げられることになるだろう。

IMFは、本表掲載の成長率見通しは、4月4日時点で入手可能な情報に基づく「Reference Forecast（参照値）」と位置付けており、それ以降に明らかになる情報<sup>3</sup>を適宜加味して今後数値をアップデートしていく方針。世界経済の先行きは、「深まる下振れリスクに覆われている」と警鐘を鳴らしている。

## 4. トランプ 2.0 の経済政策

### （トランプ政権の思想的バックボーン）

以下では、今後の世界経済に大きな影響を及ぼすだけでなく、国際経済秩序の再構築にも繋がるトランプ 2.0 の経済政策について吟味していく。まず、トランプ政権は何故、自国経済へ負の影響があるにもかかわらず、関税政策を推し進めようとするのかを理解するため、政権の思想的背景を探ってみたい。

政権を誕生させ、支えているのは、端的に言うと、「従来の globalization が期待されていた経済便益を米国にもたらさず、むしろ強大な海外 Competitor の出現と貿易不均衡の定着、国内での格差拡大を招いた」という frustration ではないか。この点を、米政権の閣僚やブレーン<sup>4</sup>の最近の講演類から読み解くと、<図表 6>の表の左の列に整理した「思想」が浮かび上がってくる。

すなわち、米国は戦後 80 年間、世界に「防衛力の傘」と「基軸通貨ドル」という 2 つの公共財を提供し、かつてない平和と繁栄の礎を築いた。しかし、公共財の提供は、米国に不平等に大きなコストを強いた。「防衛力の傘」は米国の若者の命と国民の血税とで贖われた。「基軸通貨ドル」については、世界中の経済主体の保有需要が強い結果として生じたドルの過大評価（ドル高）によって、国内基幹産業の国際競争力が失われ、貿易赤字が膨れ上がった。

<sup>3</sup> 4月5日以降は、中国以外の国別相互関税の適用が90日間停止（9日）された一方、中国に対しては税率を145%に引上げ（9日発表、10日適用開始）、中国が報復として対米関税を125%に引上げる（11日発表、12日適用開始）といった新たな展開があった。IMFは、ポジティブな要因とネガティブな要因とが相殺しあい、2025年の成長率は「Reference Forecast」と概ね不変、ただし26年以降は、米中貿易戦争の影響の方が大きくなり成長率の低下幅が大きくなるとの見解を示している。

<sup>4</sup> Bessent 財務長官、Miran 大統領経済諮問委員会（CEA）委員長、Cass 「アメリカン・コンパス」チーフエコノミストほか。

トランプ 2.0 は、米国がこれまで一方的に負担してきたコストを取り戻すとともに、防衛装備品の生産も含め米国内製造業を復活させ、疲弊した労働者階級と地域社会の再興を図ることを優先するものだ。

右列に記載したのは、世界の従来への捉え方だ。すなわち、ドルが基軸通貨であるということは、ドルの借り手にとっての借入コストが抑えられるという意味で、「法外な特権 (Exorbitant Privilege) <sup>5</sup>」であり、米国は、これを享受しながら、市場経済と自由貿易体制の旗手としての役割を担ってきた、というものだ。

トランプ政権からすると、多くの同盟国が、一方では中国との貿易で多額の利益を得ながら、他方ではアメリカの「防衛力の傘」の下でコストを負担せずに対米貿易黒字を累積させてきたことは看過できない、ということなのだろう。米国の関税政策が同盟国を特別扱いしないのはそのためだと考えられる。米政権が目指すのは、伝統的な考え方と訣別し、自国の繁栄を最優先する新たな国際経済秩序を構築することだと言える。

### (トランプの関税政策の概要)

以下では、上記思想に裏付けられたトランプ政権の関税政策について見ていく。<図表 7>は経済政策の一覧。関税政策の目的について自分なりに整理すると、ここに列挙したように、①違法薬物フェンタニルの流入抑制など政治的な目標を実現するための交渉道具、②アルミや鉄鋼、自動車等の特定基幹産業の保護、③歳入の増加、④対外貿易不均衡の是正、に分類できる。焦点の「相互関税 (Reciprocal Tariffs)」は、このうち、④の貿易不均衡を是正することを目的に、米国が貿易相手国に対して課すもの。

関税政策は、IMF 予測に表れていたように、米国経済自身にもマイナスだが、今後政権はこれを相殺するため、関税収入によるトランプ減税の恒久化や法人税減税、金融面における規制緩和等の施策を二の矢、三の矢として放つだろう。そうした場面では、市場はポジティブに反応すると予想される。

「相互関税」は、「国際緊急経済権限法 (IEEPA) <sup>6</sup>」に基づき発動され、<図表 8>に示すように、各国一律に 10% が課される青い部分と、国別に課される上乘せ分 (灰色部分) から構成される。日本については、両者を合わせて 24% が提示されている。全体として、予想よりもかなり高い水準となったことが国際金融市場の混乱を招いた。相互関税の国別上乘せ分は、90 日間適用が停止され、現在、税率などをめぐり米国との個別交渉が行われている。

トランプ政権の対外発信からは貿易収支赤字解消に向けた「執念」を感じるが、その背景にあるのが近年の米国貿易収支の赤字拡大だ。<図表 9>は、米国の主要貿易パートナーとの間の貿易のフローの変化。米中対立の高まり始めたトランプ 1.0 直前の 2016 年に比べて 2024 年の中国から米国への輸出は 35% 増えた。その一方、中国からカナダ・メキシコ、中国から ASEAN 向

<sup>5</sup> Giscard d'Estaing 元仏大統領が蔵相時に用いた表現。

<sup>6</sup> International Emergency Economic Powers Act

けの輸出は、それぞれ約 2 倍以上増加し、その一部が迂回的に米国に向かったと類推される。相互関税には、これを遮断する目的もある。

次に<図表 10>の表で、2014 年以來の米国の累積貿易収支を見ると、中国、メキシコ、ドイツ、ベトナムに対する赤字が大きい。日本に対しては、財の収支は赤字だが、サービス収支は比較的大きめの黒字。裏返せば、日本の対米「デジタル赤字」が大きい。デジタル収支は、<図表 11>のサービス収支分類表上、黄色でハイライトした「著作権等使用料」以下 5 項目の収支合計である。

<図表 12>で見るように、日本のデジタル赤字は特に 2019 年以降急速に拡大しており、2024 年には 6.8 兆円にまで膨らんでいる。その基本的背景は、日本のデジタルサービスの競争力不足から、日本の企業や家計が、高品質で利便性の高い米国のデジタルサービスへの依存度を高めていること。ストリーミングや AWS (Amazon Web Services) 等のクラウドソリューションの提供、Netflix のようなサービスは、日本の生活やビジネスに既に深く浸透している。

米国では製造業、日本ではデジタルサービス産業の競争力の低下（比較優位の喪失）が、両国においてそれぞれの分野における貿易収支の赤字の原因となっている。トランプ関税は、比較優位を失った製造業の分野でも貿易収支を均衡させようという強引な政策と言える。

### （トランプ関税政策の経済合理性）

トランプ関税政策には、政権が望むような結果を生む経済合理性があるのだろうか。「比較優位論」に基づく Heckscher-Ohlin の定理をはじめ、伝統的な貿易理論からは、答えは「疑わしい」と言わざるを得ない。米国が既に比較優位を失った自動車や鉄鋼に関税をかけて輸入量を減らしても、国内に必要な設備や技術などの経営資源を欠いたままでは、生産性は低下する。

関税を課した国の厚生水準が自由貿易に比べて低下することは、<図表 13>のグラフからも理論的に説明できる。本グラフは、一国におけるある財に対する需要曲線と供給曲線を表す。Pw はこの財の国際価格。この国は、自由貿易体制の下では国内需要を満たすため Q1-Q2 を輸入している。この国がこの財の輸入に関税を課すことによって、価格は Pw+Tariff に上昇するので国内需要は減少し国内生産は増加する。この結果、輸入量は Q3-Q4 に減少する。

関税による価格上昇で所謂「消費者余剰」（消費者の満足感/便益）は自由貿易下の三角形 ABC から AB' C' へと縮小する。マイナス部分は、①+②+③+④で表される。一方、価格が上がることで「生産者余剰」（生産者の便益）は、三角形 DBE から DB' E' へと増加する。プラス部分は①に相当する。③は国の関税収入で国民に還元されるので、これもプラスになる。

以上のプラス・マイナス分を全部ネットアウトして得られる、全体の「社会的余剰」は、②と④を合わせたマイナスの値<sup>7</sup>となり、これが、この国の損失となる。②と④のマイナス分は、過剰生産と過少消費によってもたらされる歪みを表し「死荷重(Dead Weight Loss)」と呼ばれる。

<sup>7</sup> 社会的余剰=①+③-(①+②+③+④)=-②-④<0

このように、関税は発動国の輸入量を減らし国内生産者を保護する面はあるが、自由貿易と比べると自国の全体の経済厚生は低下する。

上記の事例は2国間での関税効果だが、トランプ 2.0 のように米国が多くの貿易相手国に対して異なる税率を課した場合には、派生的に様々な影響が生じる。例えば、<図表 14>の左にあるように米中の「貿易戦争」が激化して中国の対米輸出が減ると、税率が相対的に低くて競争力もある、一部の日本製品に対しては、米国の輸入需要を満たすため、代替需要が増加する可能性もある。また、右に示したように米国の関税を回避 (Tariff-jumping) する観点から、対米直接投資が増加する可能性もある。現実には、日本の自動車関連産業ではそうした動きもあるようだ。

## 5. トランプ関税政策の金融的側面

### (トランプ関税政策と米財政赤字・基軸通貨ドルとの関係)

トランプ関税政策をめぐっては、日米の間では、財の貿易収支の均衡化を図る観点から、日本の輸入拡大や非関税障壁の是正が論点となっている模様。しかし、貿易収支と表裏一体の関係にある金融的側面も視野に入れて議論することが本来必要ではないか、と考える。<図表 15>の概念図が示すように、米国が輸入の対価として貿易相手国に支払うドルが、対米国債投資を通じて米国に還流している。このようなドル資金のグローバルな循環が米ドルの基軸通貨としての地位を支えてきたと言える。

<図表 16>は、米国の部門別資金過不足の推移。部門別の過不足は全体でネットアウトされて和はゼロになるので、グラフの形状は、ゼロを挟み上下対称になる。米国の場合、グラフにあるように、青斜線の政府部門の資金不足 (赤字) を、紫色の家計部門と格子模様の海外部門 (貿易相手国) の黒字が賄っている姿。

<図表 17>で、日本の部門別資金過不足を見ると、上側にある家計と企業部門の資金余剰が、下側の政府の赤字と海外部門の資金不足を埋める構図となっている。以上を要約すれば、米国の財政赤字は、日本を含む対米貿易収支黒字国の米国債投資によってファイナンスされて、その過程で米国債はドル基軸通貨体制を支えるリスクフリー資産として世界に提供されてきたと言える。

その米国の財政ポジションは悪い。<図表 18>は、横軸に政府債務、縦軸に財政赤字をそれぞれ GDP 対比で国別にプロットしたもの。これを見ると、日本の財政バランスが outlier (外れ値) 的に悪いが、米国もかなり右上に位置し、誇れる状況にはない。関税で歳入は増えるが、財政赤字を解消するには十分ではない。したがって、米国は財政赤字を賄うために、その相当部分を海外投資家による国債引受に依存し続けざるを得ない。

<図表 19>は、米国債の主体別保有残高の推移。海外投資家が保有する米国債は 8.5 兆ドル、MMF 等が 5.0 兆ドル、Fed (米連邦準備制度) が 3.8 兆ドルで海外が最大。トランプ関税政策の矛盾は、米国が目指す貿易赤字の解消は、海外の黒字の圧縮を意味するので、海外投資家の米国債引受余力を減らすことになる点だ。もし、米国財政赤字が縮小しないまま、海外投資家がいな

くなると、米国債市場の需給が悪化し米国長期金利には上昇圧力が加わることになる。

<図表 20>は、国別の米国債保有残高の推移。米中対立が深まる中、中国は保有残高を徐々に減らしてきており、今や日本が最大の保有国で残高は1兆ドルを超える。このうち、<図表 21>に示すように、政府の外為特会は9,600億ドルの外貨建証券を保有し、その大半が米国債と推測される。

<図表 22>の左図で見る世界の外為取引に占める割合や、右図の外貨準備のシェア(58%)は、米ドルが依然圧倒的で他の通貨を凌駕している。しかし、米国の関税が発動された4月上旬、米株、米国債、米ドルはトリプル安に見舞われ、基軸通貨ドルに対する信認が揺らぐ場面があった。米国当局は肝を冷やしたはずだ。ドルや国債市場の優位性を維持したい米国当局にとって、日本が米国債の安定保有にコミットすることは、心強いサポートになるはずだ。

## (米国金融政策との関係)

経済や金融市場への悪影響を回避する観点からトランプ大統領は、一時は Powell 議長解任の脅しをかけてまでも Fed に利下げを迫ったが、中央銀行の視点からは、性急な利下げにはリスクが潜む。<図表 23>に示すように、足許、米国の「予想物価上昇率」に上昇する兆しが現れている。「予想物価上昇率」とは、家計や企業が「物価は将来、このくらい上がるだろう」と予想する、いわば「物価観」であり、経済主体は、これに基づき消費や投資を行い、賃金や販売価格を決定するという意味で金融政策にとって大変重要な概念だ。

関税によって米国の物価は今後上昇する。理屈の上ではこの物価上昇は、一過性だが、人々の物価先高感を煽り、予想物価上昇率を更に押し上げることになりかねない。そうした中で拙速に利下げを行うと、インフレ再燃に向けて火に油を注ぎ、結局はより強力な引締めを余儀なくされ、recession 入りするリスクを却って高めてしまうことを Fed は懸念しているのだと思う<sup>8</sup>。

このように、Fed は金利政策では様子見の姿勢だが、量的側面ではドルの信認を維持するために、柔軟に対応しているように見える。<図表 24>に示すように、Fed は 2022 年 6 月以降、バランスシートの縮小 (QT: Quantitative Tightening) を進めている。左図資産側の国債等の縮小に応じて、右の負債項目のうち青色で表示した準備預金が主として減少する。この準備預金が、米国内外の金融市場に供給されるドル資金の総量を表す。

Fed が保有する国債残高が急速に減ると、国債市場の需給が悪化して長期金利が上昇するリスクがある。これを回避するため、<図表 25>に示すように、本年 4 月に、国債の毎月の残高減少目標額を、250 億ドルから 50 億ドルに大きくペースダウンさせた。これに伴い準備預金の減少ペースもゆっくりとなるので、基軸通貨ドルの世界への供給の急減も回避されることになる。

<sup>8</sup> FOMC メンバーの Cleveland Fed の Beth Hammack 総裁は、「次の政策調整は利下げではなく、利上げもありうる」との趣旨のコメント(2025 年 4 月)をしている。5 月 FOMC の公表文も「The Committee judges that the risks of higher unemployment and higher inflation have risen」と述べ、利上げ可能性を排除していない。

さらに、基軸通貨ドルを護る「最後の防衛線」として、**<図表 26>**で概略を示した 6 中央銀行のドルスワップが存在する。これは、リーマン・ショックの際、国際金融市場からドル資金が干上がったことに対処するために組成した仕組みで、参加中央銀行は、危機時に自国通貨を担保に Fed からドルを借入れることができる。日本について言えば、右図にあるように、日銀が円を見合いにドルを Fed から借入れ、そのドル資金を、公開市場操作を通じて東京所在の金融機関に供給する。ここに示した、日銀、イングランド銀行、スイス国民銀行、カナダ銀行、欧州中央銀行は、緊急時には、この仕組みを通じて Fed から無制限のドル調達ができる「特別な地位<sup>9</sup>」を得た中央銀行だ。

**<図表 27>**は中央銀行スワップを通じた、過去の中銀別のドル調達実績だ。左端のリーマン・ショックや中央の欧州債務危機時には、水色で表示した、欧州中央銀行がドルの最大の取り手だったが、右のコロナショック時は緑色の日銀が最大の取り手となった。日銀が調達したドル資金は、東京所在の金融機関を介して最終需要者である内外の企業へと流れた。

本スワップ網は、危機時に基軸通貨ドルを世界に供給するだけでなく、日本の金融機関や企業のグローバルビジネスを支える役割も果たす。**<図表 28>**は、銀行の国籍別にみたクロスボーダー与信（外貨建貸出）の残高推移。赤線の日本の銀行は、今や、国籍別には最大のクロスボーダー与信者である。その多くがドル建と思われるので、その分ドル調達依存度が増す。トランプ大統領は、「何故米ドルを他国のために無制限に貸出して優遇してやる必要があるのか」との論陣を張る可能性があるが、ドルスワップは危機時において日本の経済活動を支える仕組みとして不可欠であるので何としても存続させる必要がある。

## 6. 日本の金融政策

### （金利政策）

日本の金融政策についても触れておく。日銀は 2024 年 3 月、金融政策正常化に向けて舵を切ったが、トランプの経済政策によって今後の政策運営は当然に影響される。**<図表 29>**は、日銀の 4 月の経済・物価見通し。括弧内は、前回 1 月会合からの修正幅を示す。日本経済は on track で回復基調を辿ってきたが、米関税政策の影響を受けて、括弧内に示す通り 25~26 年度にかけて成長率も物価も前回 1 月時点の見通しから下方修正されている。日銀は、2%の物価安定目標を達成できるのは、従来見通しから約 1 年遅れて、「26 年度後半から 27 年度中のどこかになる」と説明している。

同時に、日銀は、「経済・物価の見通しが実現するとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、政策金利を引き上げる」として利上げを継続する姿勢を維持している。植田総裁は、記者会見で、物価がしばらく「足踏み状態」となっても、その過程で物価目標達成の確度が上がることも

<sup>9</sup> 6 中銀ドルスワップ網は、2011 年 12 月以降は円やユーロなどの通貨も 6 中銀間で融通し合う多角的なスワップ網へと拡充された（発動実績はドルのみ）。過去の危機時には Fed は豪州、韓国等の中央銀行ともドルスワップ協定を締結したが、時限措置で金額上限も設けられていた。6 中銀スワップは常設の仕組み（2013 年 10 月末以降）で金額も無制限であることが特徴。

あり得るし、中心見通し自体が上方修正される可能性もあるので、必ずしも次の利上げのタイミングが後ずれすることにはならない、との趣旨の説明をしている。

2025年度の物価について、日銀の見通しでは、-0.2%ポイントの下方修正となっているが、私自身は、3つの要因から、上振れるリスクもあるとみている。第一は、強い人手不足感を背景に、今年の賃上げ交渉に表れているように、高めの賃金上昇が続きそうなこと、第二に、企業の価格設定行動が積極化しており、今後、サプライチェーンの寸断や円安に起因する、輸入物価の上昇を販売価格に転嫁する動きが強まる可能性があること、第三に、適合的に（つまり、実際の物価上昇を見て）形成される度合いが強いとされる、わが国の企業や家計の「予想物価上昇率」（物価観）が、コメ価格の急騰等もあって、**<図表 30>**で示すように、足許まで3%台の高めのインフレを体感してきており、予想外に高まる可能性があることだ。物価についてはアップサイドのリスクにも目配りする必要があると思う。

**<図表 31>**で名目金利から予想物価上昇率を差引いた、太実線で表した「実質金利」を見る。実体経済にとって重要なこの指標は、左の短期でも右の長期でも、依然深いマイナス圏にあり、金融環境は依然緩和的で利上げ余地を残していると言える。

どこまで、利上げを行うか、という問題については、景気を加速も後退もさせない「中立金利」の水準をどう見るかに依存するが、日銀は当面は1%を目指して利上げを進めていき、その後は経済金融情勢を踏まえてさらなる利上げ余地を探っていくことになるのではないかと自分は類推している。

ちなみに、2006年の「量的緩和政策」の解除後、自分は金融市場局長として出口オペレーションを担当したが、当時は1%まで政策金利を引上げることを目指していた。結果的には2008年9月のリーマン破綻に遭遇し利上げは0.5%で止まった。やっと確保した0.5%の利下げ余地は、その後の国際金融危機対応の中であつという間に使い果たしてしまった。利上げには、次の危機に備えて政策対応余地を確保しておくという視点もある。今回は、リーマン破綻の時のように、正常化のプロセスが頓挫しないことを祈るばかりだ。

## （バランスシート縮小）

金融政策正常化のもう一つの柱は、バランスシートの縮小。これは、「国債市場の機能回復」を主たる目的としていると自分は見ている。**<図表 32>**は日銀のバランスシートとその内訳の推移。総資産はGDPの約120%と巨額。左の資産側の直近（4月）時の内訳は、580兆円の国債が大宗。右の負債サイドでは当座預金が540兆円と全体の約7割を占める。

日銀が保有する国債が満期償還を迎えると同額の当座預金が減少してバランスシートが縮小する。縮小のスピードは、国債償還額の一部を再投資、つまり新規買入に回すことによって調整できる。具体的な減額手法として日銀が2024年7月に決定したのは、**<図表 33>**に示すように、それ以前は、フローベースで月間約6兆円としていた「長期国債買入額」を、原則として毎四半期4,000億円程度ずつ減額し、2026年1~3月に3兆円程度とする計画だ。

<図表 34>は、日銀が計画通り新規買入額を減らしていった場合のシミュレーション。右側の四半期毎の残高縮小額の推移に示した通り、2025年1～3月中は4.5兆円の縮小に止まるが、新規買入額に対して償還額が大きくなるにつれてペースが速まり、残高減少額は、26年第一四半期には約12兆円に加速する見通し。それでも、日銀の国債保有残高はもともと巨額なので、左図に示すように2026年3月末でも残高は約530兆円と減額開始直前（2024年7月末）に比べ約9%の減少に止まる。2026年4月以降の減額方針は、来月（2025年6月）公表予定だが、仮に新規買入を停止し、減額ペースを加速させたとしても、2027年末の日銀の国債保有残高は約400兆円と依然巨額。

しかし、この先、ゆっくりながらも、日銀の保有分が減っていく分、国債の発行が減らない限り、誰か他の投資家が肩代わりしなくてはならなくなる。この点、国内投資家のうち銀行は、「銀行勘定の金利リスク規制」があるので、金利上昇局面で保有残高を増やせる余地は限られる。すると、勢い、海外投資家に依存せざるを得なくなる。海外投資家の国債保有比率は、現在は<図表 35>の赤線で示すように、政府短期証券を含むベースで12%。

それが今後上昇する可能性がある。海外投資家は、国内投資家よりも日本の財政バランスを厳しく評価しており、国債保有の対価としてリスクプレミアムを要求するので、長期金利はその分高くなる筋合い。大和総研では、国内投資家に一定の消化余力があることを前提に、これを超える部分は全て海外投資家が保有すると仮定して、長期金利がどの程度上昇するかを試算した。

<図表 36>はその結果。国債発行量については、プライマリーバランスについて3つのケースに分けて分析した。結果を見比べると、一番右のケース、すなわち、プライマリーバランスがマイナス5%まで悪化し国債の増発が続き、海外投資家への依存度が最も高まるケースでは、長期金利は2040年に7%を超える結果となった。このような高い長期金利は实体经济にとって逆風になる。これ以上の国債の増発を抑制することが待ったなしの課題と思う。

## 7. 今後の「ビジョンと戦略」

### （ビジョンと戦略の要諦）

米国は、第二次（世界）大戦後自ら構築してきた米国中心の国際秩序から離脱しようとしている。その意味で国際経済秩序は転換点を迎えていると思うが、日本を含め世界は未だ如何に対処するか準備できていない。日本が「ビジョンと戦略」を持って臨むことが、かつてなく重要な局面を迎えている。そこで、最後に、<図表 37>で「ビジョンと戦略」の要諦と考えられる3点を指摘する。

第一に、多角的自由貿易体制の再構築に貢献することだ。関税をめぐる交渉では米英、米中で進展（de-escalation）が見られたが、関税を柱とする国際経済秩序は、世界が恩恵を享受してきた自由貿易体制からの乖離を意味する。他国よりも有利な関税率や条件を米国から恵んでもらうことに主眼を置くよりも、価値観を共有する国々と連携し、世界経済の分断回避に向けてリーダーシップを発揮していくことが日本のこれからの役割だと考える。

私は、2024年まで4年間 APEC（アジア太平洋経済協力）首脳に対する諮問機関である ABAC<sup>10</sup> の日本委員を務めたが、特に ASEAN 諸国やオーストラリア等の国々から自由貿易体制の旗手としての日本の役割に寄せられる期待の大きさを感ずることが多かった。日本の「ソフトパワー」は意外に大きい。

第二に、米国関税政策の影響については、金融的側面を含めた広い観点から議論することが必要である。本日見たように、対米貿易収支の黒字国が米国財政赤字をファイナンスする経路を通じて、基軸通貨ドルが世界に供給され循環する。日本は、その過程で最大の米国債投資国としての役割を果たしている。米国は、基軸通貨としてのドルの地位を明け渡すつもりはないようだ。日本は、米国債入札への安定応札や保有米国債の長期化、中銀ドルスワップの堅持を通じて、それに貢献できることについて、米国の認識を促すべきだ。

関税問題に関する米国のカウンターパートは Bessent 財務長官だ。知日派でアベノミクスの熱烈な信奉者だったことで知られる。私も日銀時代を含め、過去に4度面会した。投資家時代の彼は、Soros のCIO を経て自らファンド Key Square を立上げただけあって市場に精通していたが、ヘッジファンドのトップにありがちな「尖った」ところはなく、経済金融問題に対するアプローチはオーソドックスとの印象がある。日米協議においては、彼を相手に金融的側面を含めた実のある議論が行われることを期待している。

第三に、日本経済にとっての固有の課題である「成長戦略」と「持続可能な財政構造の確立」は、トランプ 2.0 で世界経済成長率の下振れリスクが増しているからこそ緊要性が高い。<図表 38>で見ると、過去 20 年の間にリーマン破綻やパンデミックのような外部ショックに見舞われる度に主要国の GDP は下方屈折して元のトレンドに回帰するまで長い時間を要するか、あるいは戻らないままになっている。国別では米国経済（右上）が比較的頑健性を発揮しているのとは対照的に、日本（左上）は、ショックの度にトレンド線から下方乖離を繰り返し元に戻らずに成長率が低下している。

トランプショックを跳ね返すためにも、国内の成長力を強化しなければならない。米関税政策との関係では、高率関税を回避するため、対米直投を増やすことは、日本国内の雇用や投資といった貴重な国内の成長力の源泉を米国にシフトさせる面があるのが個人的には気になる。日米双方の成長力底上げに資するような施策を、戦略の中核とするべきだ<sup>11</sup>。

もう一つの固有の課題である「持続可能な財政構造の確立」も急務だ。金利のある世界が復元される中で、財政バランスの改善が放置されたままでは、本日見たように長期金利には上昇圧力が加わり、経済成長を阻害する。万一、海外格付機関により格下げされでもしたら、日本の銀行や企業の外貨調達が困難になり、経済には深刻な影響が及び得る。

<sup>10</sup> APEC Business Advisory Council (APEC ビジネス諮問委員会) : APEC に参加する 21 エコノミーのビジネス界の代表で構成される、APEC 唯一の公式な民間諮問団体 (1996 年設立)。APEC の首脳や閣僚に政策提言を行うとともに、首脳との直接対話を行う。

<sup>11</sup> この点で注目されるのは、米国の海洋覇権回復を企図して 4 月 9 日に発出された大統領令 (Restoring America's Maritime Dominance)。この中には造船技術を有する日本や韓国等の同盟国の造船業と連携して軍艦を含めた造船業の再興を図る構想が示されている。協力企業への財政金融支援も示唆されているので、日本国内の造船業の活性化にも寄与するチャンスがある。

日本の財政事情の悪さは見慣れてしまっているが、これまで何も起きなかったのだから今後大丈夫、と高を括ることは大変危険だ。膨れ上がった債務のツケは必ず将来世代に回りフリーランチはあり得ない。日銀が、ゆっくりとした金融政策正常化で時間を稼いでいる間に、「持続可能な財政構造の確立」への道筋をつける緊要性は、かつてないほど高まっていると思う。

### **(結語)**

以上、トランプ 2.0 で出現しつつある新たな国際経済秩序に、私たちは如何に主体的に対処していくべきかについて所見を述べた。過去の日米貿易摩擦や金融危機への対処など、わが国やわが国企業には、国際社会の荒波に揉まれながら蓄積されてきた豊富な知見がある。それに基づいた「ビジョンと戦略」を持ち、それを実行していくことにより、日本は世界から信頼される国として、再び輝きを放つことができると確信している。不確実性はチャンスと表裏であることを、最後に申し上げて、私の話を終える。ご清聴に感謝する。

－ 以 上 －

## 国際経済金融秩序の構造的変化

### ー トランプ経済政策は世界をどう変えるのか

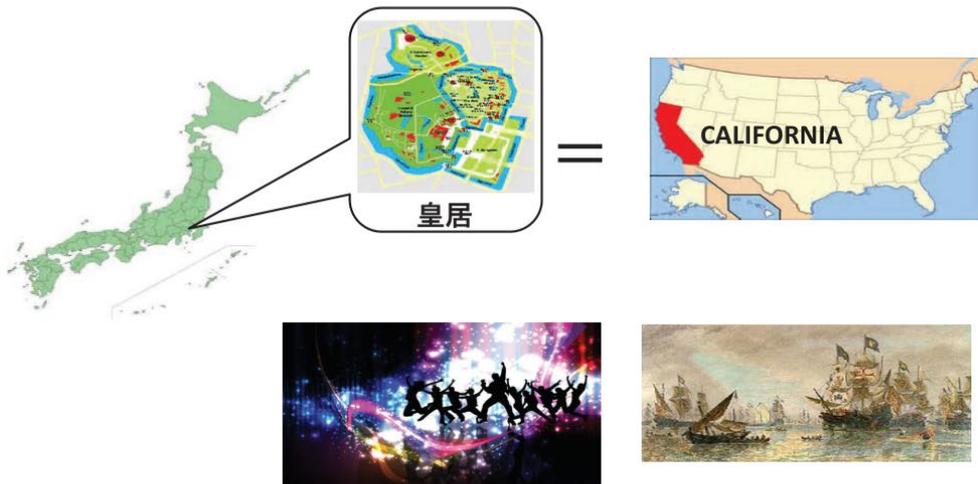
株式会社 大和総研  
理事長 中曾 宏  
2025年 5月19日

Daiwa Institute of Research

#### 1970～80年代の主な金融イベント



## バブル経済

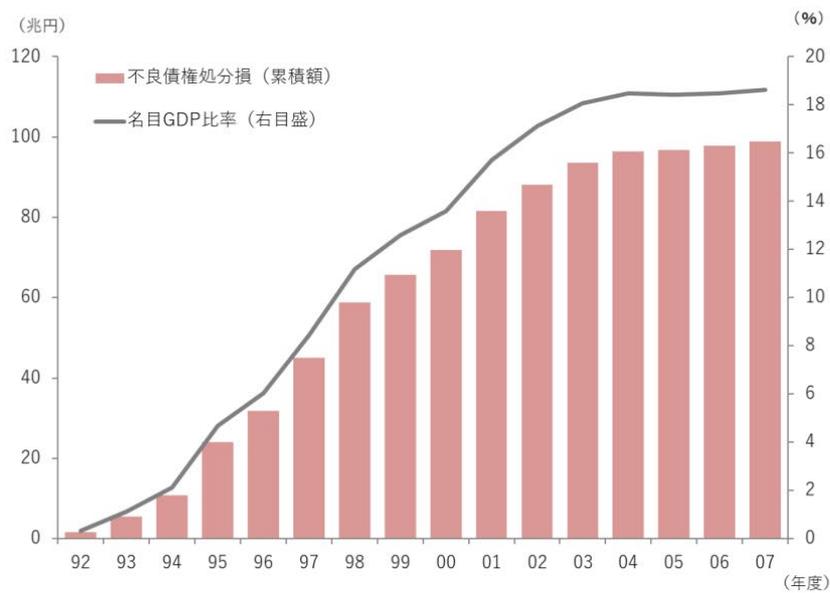


(出所) 日本銀行より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

2

## 日本の金融機関の不良債権処分損



(出所) 金融庁、内閣府より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

3

## 金融危機のクロノロジー

1994年12月	東京協和・安全 両信用組合の破綻	1997年11月	徳陽シティ銀行の破綻
1995年7月	コスモ信用組合の破綻	1998年2月	金融機能安定化緊急措置法の成立
8月	兵庫銀行の破綻	3月	公的資本注入（1.8兆円超）
8月	木津信用組合の破綻	10月	金融再生法、金融機能早期健全化法の成立
12月	住専処理策を閣議決定	10月	日本長期信用銀行の破綻（一時国有化）
1997年10月	京都共栄銀行の破綻	12月	日本債券信用銀行の破綻（一時国有化）
11月	三洋証券の破綻	1999年3月	公的資本注入（7.5兆円）
11月	北海道拓殖銀行の破綻	2000年5月	改正預金保険法の成立
11月	山一証券の破綻	2003年5月	りそな銀行への資本注入

1997年「暗黒の11月」

（出所）日本銀行より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

4

## IMFによる世界経済見通し(2025年4月版)

	実績	予測		修正幅		
		25年4月時点			25年1月→25年4月	
		2024	2025	2026	2025	2026
世界	3.3	2.8	3.0	-0.5	-0.3	
先進国	1.8	1.4	1.5	-0.5	-0.3	
米国	2.8	1.8	1.7	-0.9	-0.4	
ユーロ圏	0.9	0.8	1.2	-0.2	-0.2	
ドイツ	-0.2	0.0	0.9	-0.3	-0.2	
英国	1.1	1.1	1.4	-0.5	-0.1	
日本	0.1	0.6	0.6	-0.5	-0.2	
新興国	4.3	3.7	3.9	-0.5	-0.4	
サブサハラアフリカ	4.0	3.8	4.2	-0.4	0.0	
新興欧州	3.4	2.1	2.1	-0.1	-0.3	
ロシア	4.1	1.5	0.9	0.1	-0.3	
新興アジア	5.3	4.5	4.6	-0.6	-0.5	
中国	5.0	4.0	4.0	-0.6	-0.5	
インド	6.5	6.2	6.3	-0.3	-0.2	
中東・中央アジア	2.4	3.0	3.5	-0.6	-0.4	
中南米・カリブ	2.4	2.0	2.4	-0.5	-0.3	
ブラジル	3.4	2.0	2.0	-0.2	-0.2	
ASEAN-5	4.6	4.0	3.9	-0.6	-0.6	

（出所）IMF "World Economic Outlook" より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

5

## トランプ政権の思想

トランプ政権の思想	従来の方
<ul style="list-style-type: none"> <li>米国は第二次世界大戦の終結以降、80年間「防衛力の傘」と「基軸通貨ドル」という二つの公共財を世界に提供</li> <li>しかしこれらの公共財は米国に一方的なコスト負担を強いた           <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 「防衛力の傘」は米国の若者の命と国民の血税によって賸われた</li> <li>✓ 「基軸通貨ドル」は、米ドル高をもたらし国内基幹産業の空洞化と貿易収支の赤字定着を招いた</li> </ul> </li> <li>米国は過去に負担したコストを取り戻し、国内製造業の復活と労働者階級と地域社会の再興を優先する</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国は自由貿易体制の最大の受益者</li> <li>基軸通貨ドルは「法外な特権」(Exorbitant Privilege)</li> <li>米国は多角的自由貿易体制を擁護すべき</li> </ul>

(出所) 各種資料より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

6

## トランプ大統領の掲げる経済関連政策概要

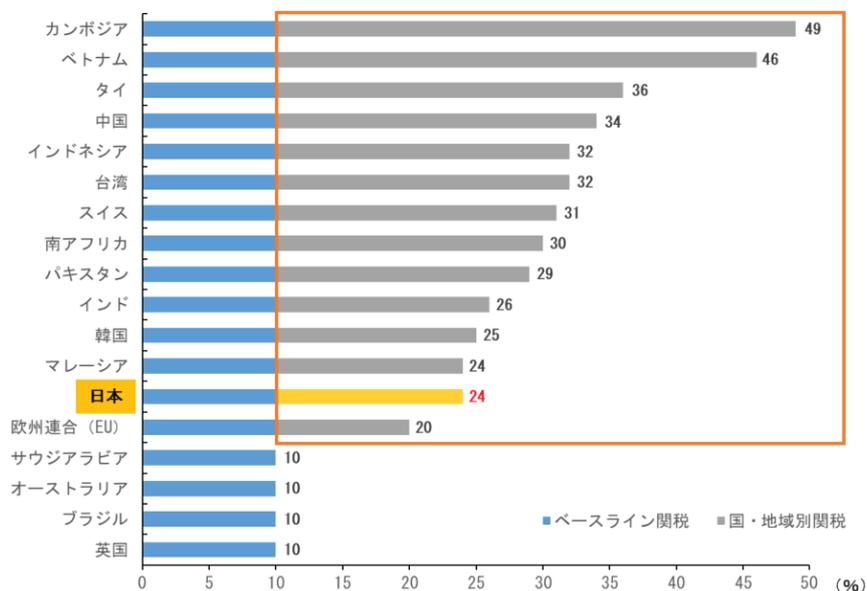
分野	具体的な内容
関税	① 交渉道具（フェンタニル流入抑制：【根拠法】国際緊急経済権限法（IEEPA）） ② 特定基幹産業保護：【根拠法】1962年通商拡大法232条 ③ 歳入増加 ④ 貿易不均衡是正：【根拠法】IEEPA
財政	<ul style="list-style-type: none"> <li>トランプ減税の恒久化</li> <li>法人税率引下げ（21% ⇒ 15%?）</li> </ul>
移民	<ul style="list-style-type: none"> <li>国境警備強化</li> <li>不法移民の強制送還</li> </ul>
金融等	<ul style="list-style-type: none"> <li>バーゼルⅢ米国内適用の見直し</li> <li>暗号資産に関する規制緩和</li> </ul>
産業・気候変動	<ul style="list-style-type: none"> <li>化石燃料採掘の積極化</li> <li>パリ協定からの再離脱</li> <li>EV購入時の補助金やEV導入義務の廃止</li> </ul>

(注) 2025年4月1日時点。  
(出所) 各種資料より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

7

## 米国による主な国・地域に対する相互関税率

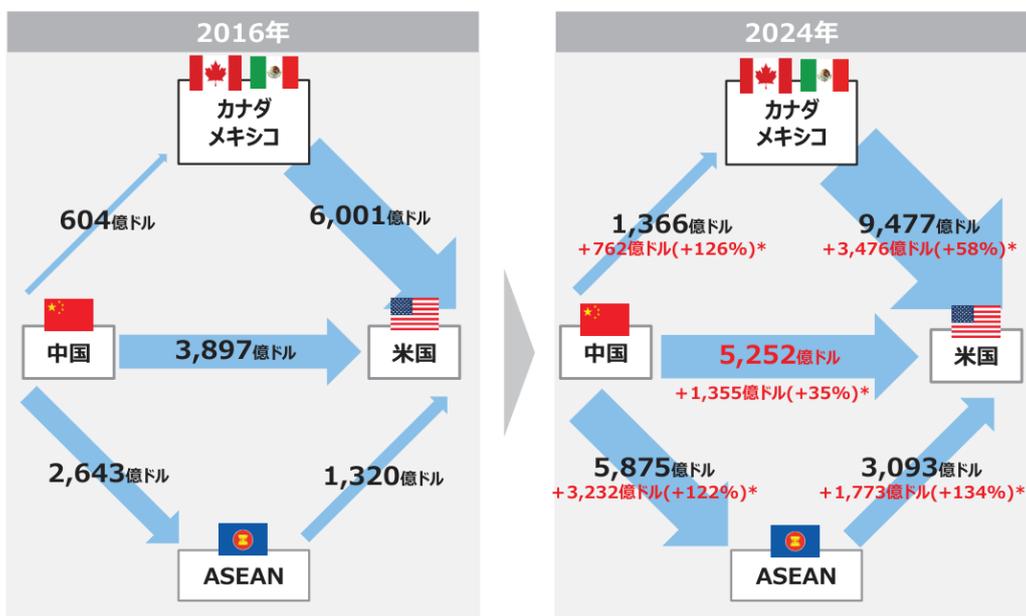


(出所) ホワイトハウスより大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

8

## 中国の財輸出の流れの変化(2016年／2024年)



(注) \* は2016年から2024年の財の輸出額の増加額と増加率。  
(出所) IMFより大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

9

## 米国の貿易収支(2014年から2024年までの累計)

(億ドル)

国・地域	財収支 (a)	サービス収支 (b)	貿易収支 (a+b)	国・地域	財収支 (a)	サービス収支 (b)	貿易収支 (a+b)
中国	-38,073	3,282	-34,791	台湾	-3,315	276	-3,039
メキシコ	-11,683	401	-11,283	タイ	-3,018	104	-2,914
ドイツ	-7,857	-227	-8,084	マレーシア	-3,031	131	-2,900
ベトナム	-7,262	153	-7,109	韓国	-3,560	1,209	-2,351
日本	-7,420	919	-6,501	フランス	-1,823	-14	-1,837
インド	-3,247	-717	-3,965	インドネシア	-1,655	172	-1,482
イタリア	-3,796	-161	-3,957	カナダ	-4,587	3,114	-1,473

(出所) 米商務省経済分析局、Haver Analyticsより大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

10

## サービス輸出の分類表

			モノ関連 収支	ヒト関連 収支	デジタル 関連収支	カネ関連 収支	その他
輸送	海上輸送	海上旅客		○			
		海上貨物	○				
		その他海上輸送					○
	航空輸送	航空旅客			○		
		航空貨物	○				
		その他航空輸送					○
その他輸送						○	
旅行			○				
その他サービス	委託加工サービス		○				
	維持修理サービス		○				
	建設						○
	保険・年金サービス					○	
	金融サービス					○	
	知的財産権等使用料	産業財産権等使用料	○				
		著作権等使用料			○		
	通信・コンピュータ・ 情報サービス	通信サービス			○		
		コンピュータサービス			○		
		情報サービス			○		
	その他業務サービス	研究開発サービス	○				
		専門・経営コンサルティングサービス			○		
		技術・貿易関連・その他業務サービス	○				
	個人・文化・ 娯楽サービス	音響・映像関連サービス					○
	その他個人・文化・娯楽サービス					○	
公的サービス等						○	

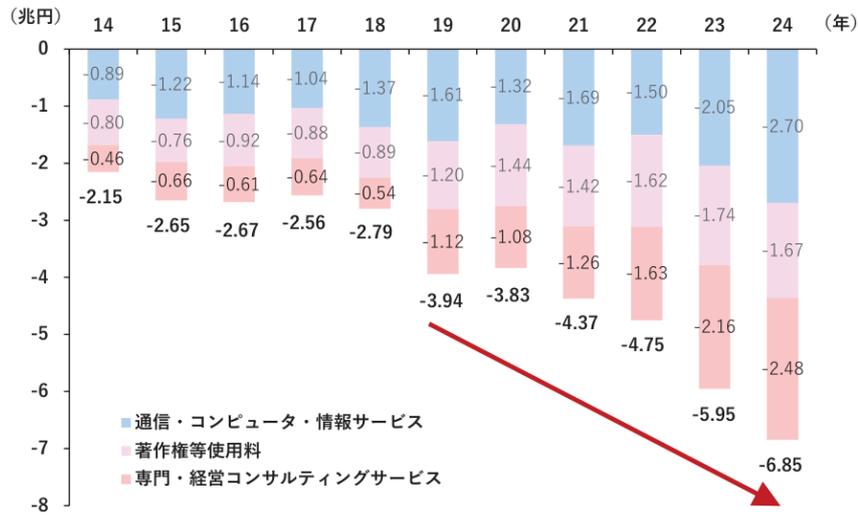
(注) 赤枠と黄色の網掛けは大和総研が追加。

(出所) 日本銀行

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

11

## 日本のデジタル赤字の推移

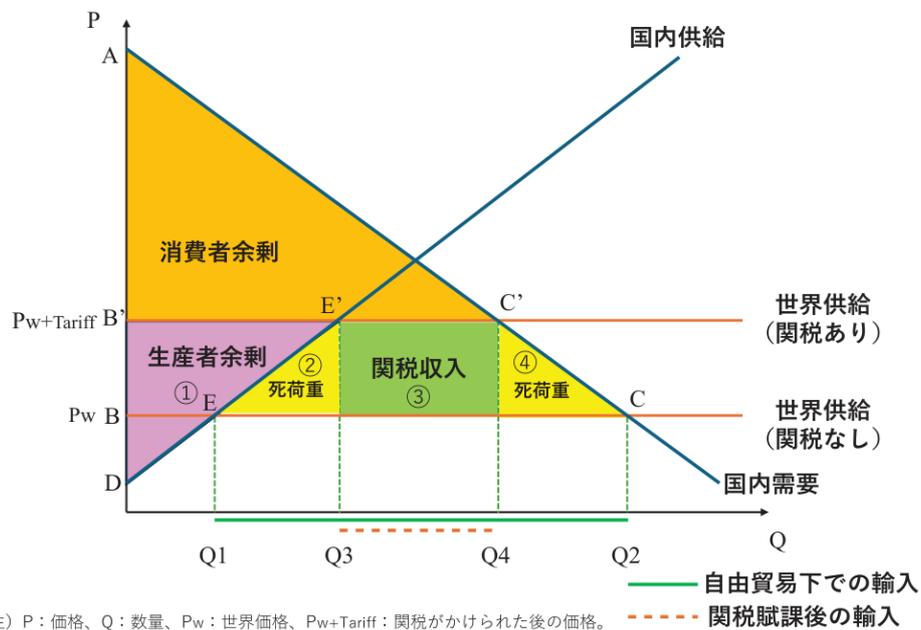


(出所) 日本銀行より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

12

## 関税戦争の経済効果①

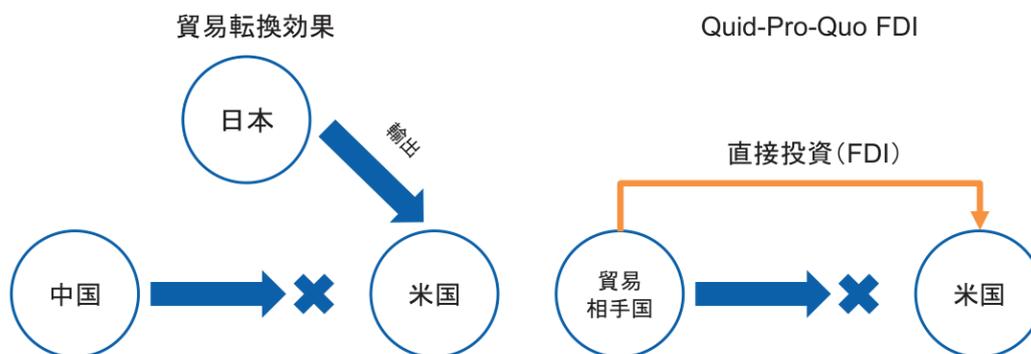


(注) P: 価格、Q: 数量、Pw: 世界価格、Pw+Tariff: 関税がかけられた後の価格。  
(出所) 大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

13

## 関税戦争の経済効果②

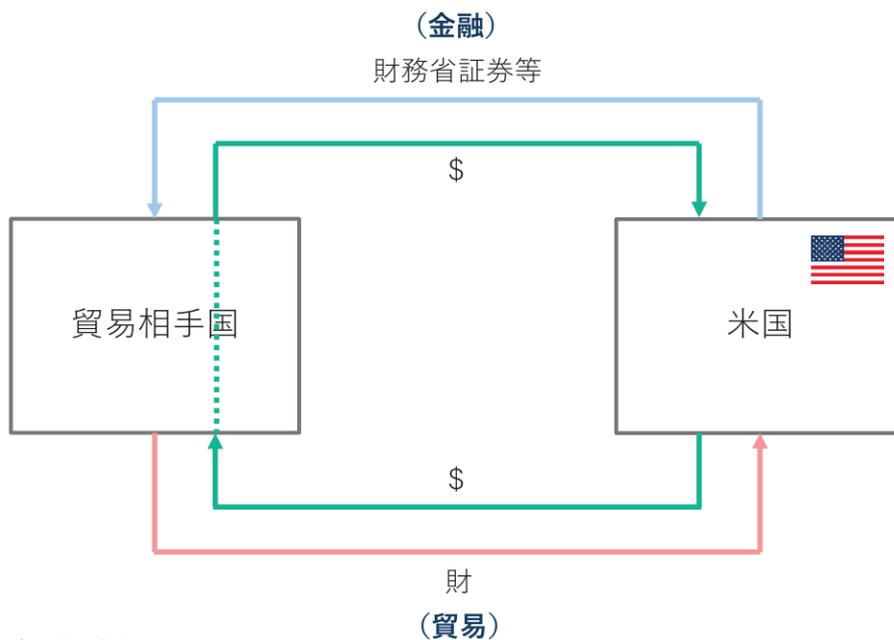


(出所) 大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

14

## ドルの循環

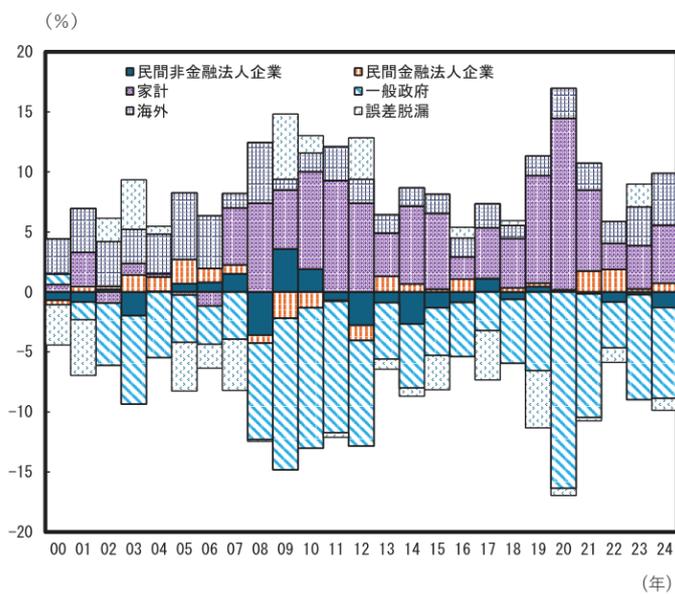


(出所) 大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

15

## 主要部門の資金過不足(名目GDP比)の推移 米国

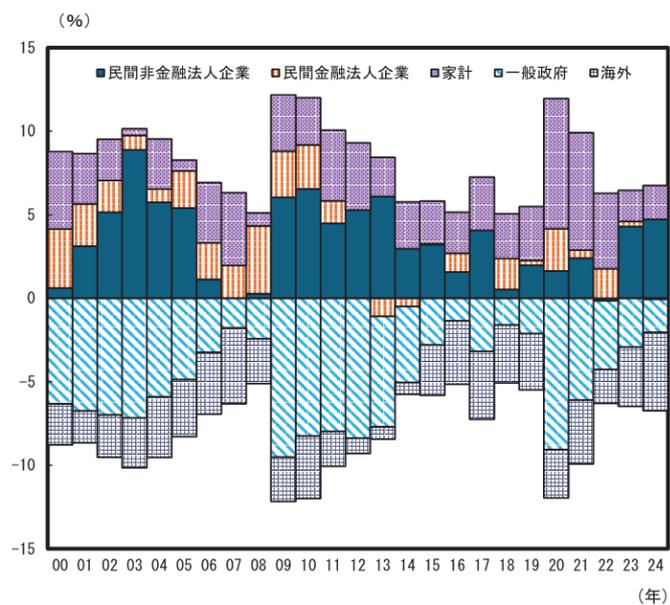


(出所) 米連邦準備制度 (Fed)、Haver Analyticsより大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

16

## 主要部門の資金過不足(名目GDP比)の推移 日本

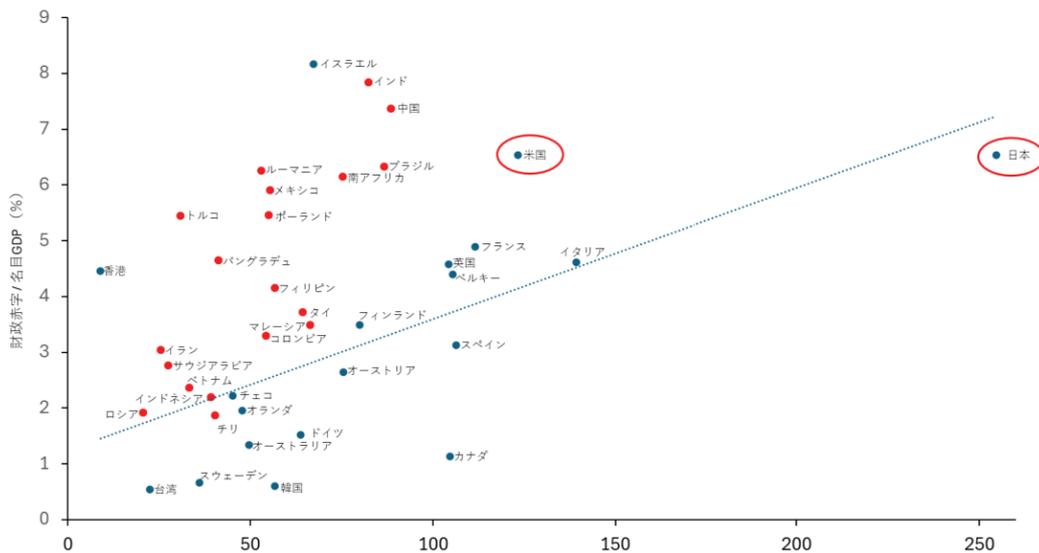


(出所) 日本銀行、Haver Analyticsより大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

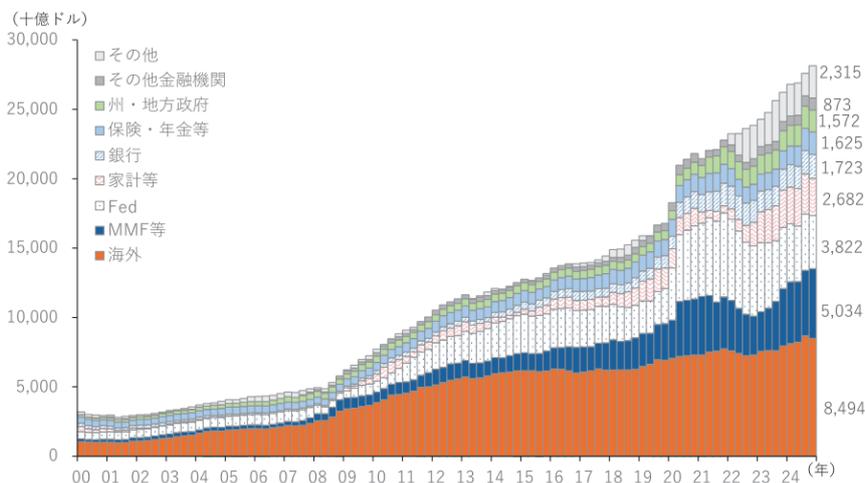
17

### 対名目GDP比で見た財政赤字と一般政府債務残高



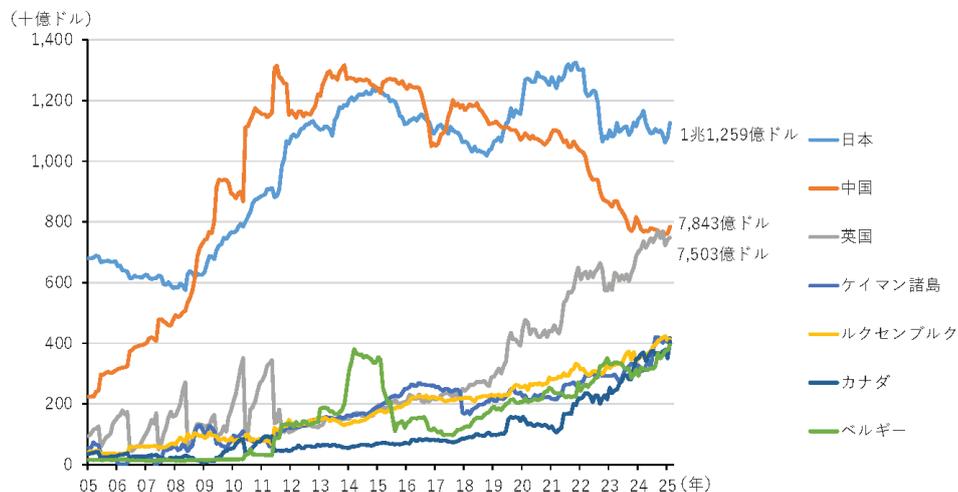
(注) 2024年のデータを使用。名目GDPが3,000億ドル以上の国・地域を対象とした。赤丸は新興国、青丸は先進国・地域を指す。財政赤字国であるアルゼンチン、デンマーク、アイルランド、ノルウェー、シンガポール、スイス、UAEは掲載していない。  
 (出所) IMF World Economic Outlook Database: April 2025より大和総研作成

### 米国債の主体別保有残高の推移



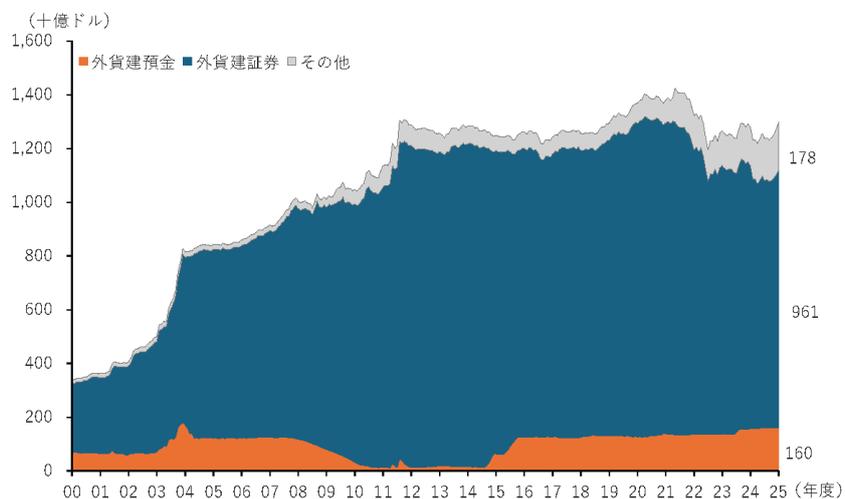
(注) 直近値は2024年末。市場性国債かつ連邦政府保有分を除いた残高。時価。  
 (出所) 米連邦準備制度 (Fed)、Haver Analyticsより大和総研作成

## 国別に見た米国債保有残高の推移



(注) 直近値は2025年2月末。  
(出所) 米国財務省、Haver Analyticsより大和総研作成

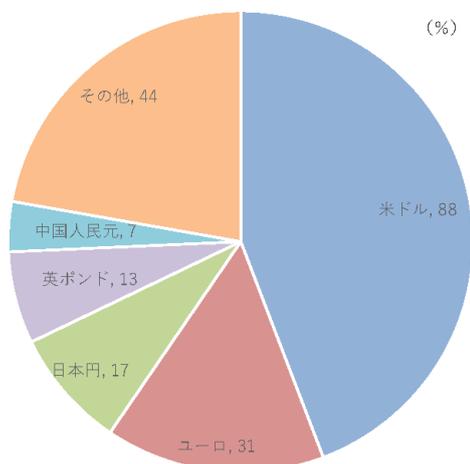
## 日本の外貨準備(外為特会保有分)の構成



(注1) 直近値は2025年4月。  
(注2) 外貨建証券のうち、国債は77.2%(2023年度末時点)。  
(出所) 財務省より大和総研作成

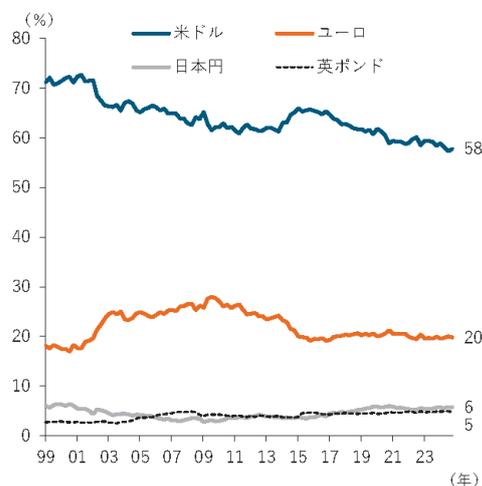
## 米ドル取引が世界の外為取引に占める割合や外貨準備のシェア

外国為替市場取引に占める通貨別割合



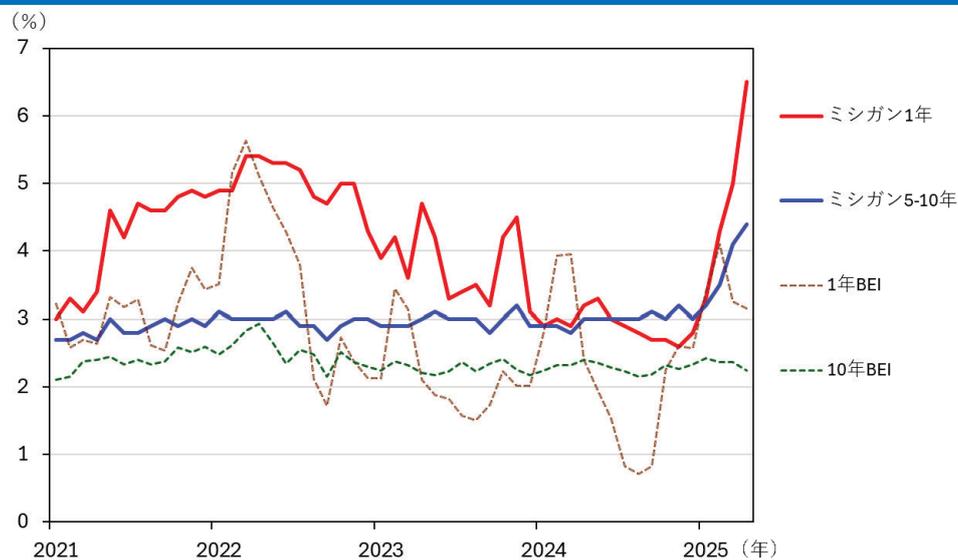
(注1) 2022年時点。  
 (注2) 各取引には2通貨が関与するため、各通貨のシェアの合計は200%となる。  
 (出所) BISより大和総研作成

外貨準備の通貨別構成



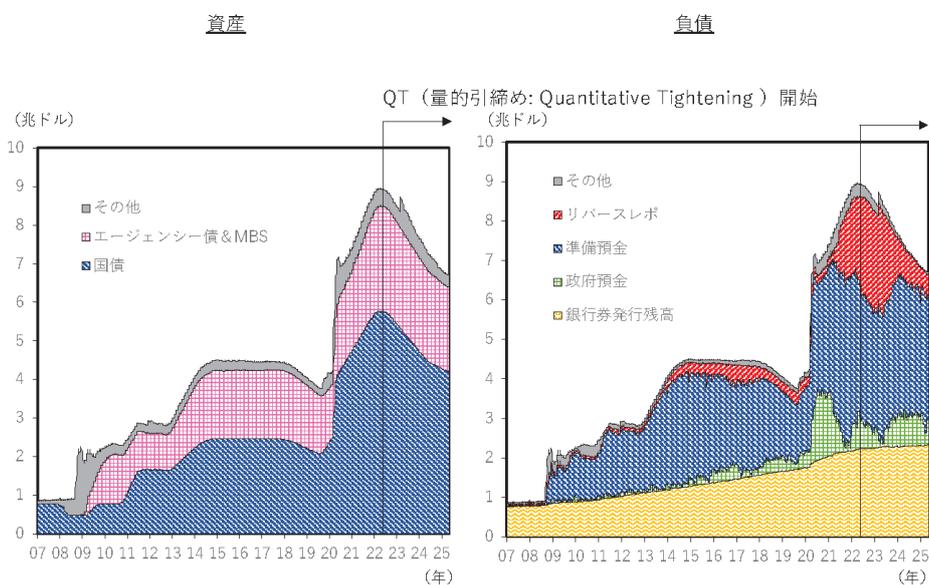
(注1) 為替相場の変動により構成比は変化する。  
 (注2) 右端に示す直近値は2024年12月末時点。  
 (出所) IMFより大和総研作成

## 米国予想物価上昇率の推移



(注) 直近データは2025年4月。ミシガン1年、ミシガン5-10年はミシガン大学消費者信頼感指数の調査に含まれる指標で、それぞれ消費者の1年先あるいは5~10年先の物価上昇率の予想を集計した指標。サーベイベースの予想物価上昇率と呼ばれる。BEIはBreak Even Inflation rateの略語。市場が予想する期待インフレ率を示し、国債の利回り（名目利回り）から物価連動国債の利回り（実質利回り）を差し引いて算出する。1年BEIは満期までの期間が1年の国債から、また、10年BEIは満期までの期間が10年の国債から算出している。市場ベースの予想物価上昇率と呼ばれる。  
 (出所) Bloombergより大和総研作成

## Fedのバランスシート



(出所) 米連邦準備制度 (Fed) より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

24

## 米国QTのペース(推移) – 国債、MBS等の毎月の残高減少上限額目標

(億ドル)

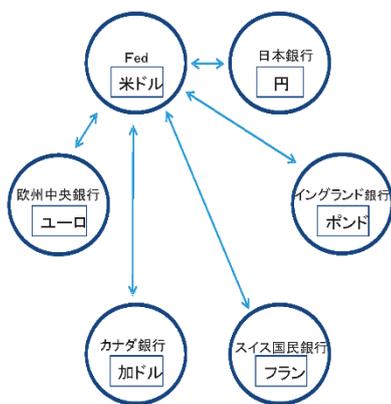
開始月	国債	モーゲージ証券 (MBS) 等	合計
2022/6	300	175	475
2022/9	600	350	950
2024/6	250	350	600
2025/4	50	350	400

(出所) 米連邦準備制度 (Fed) より大和総研作成

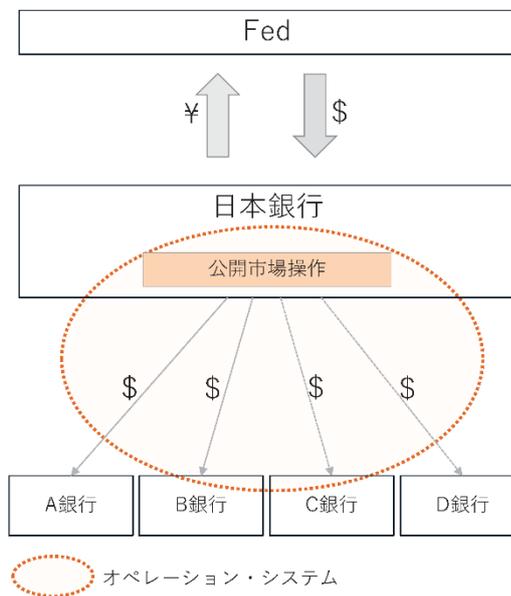
Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

25

## スワップ網の進展

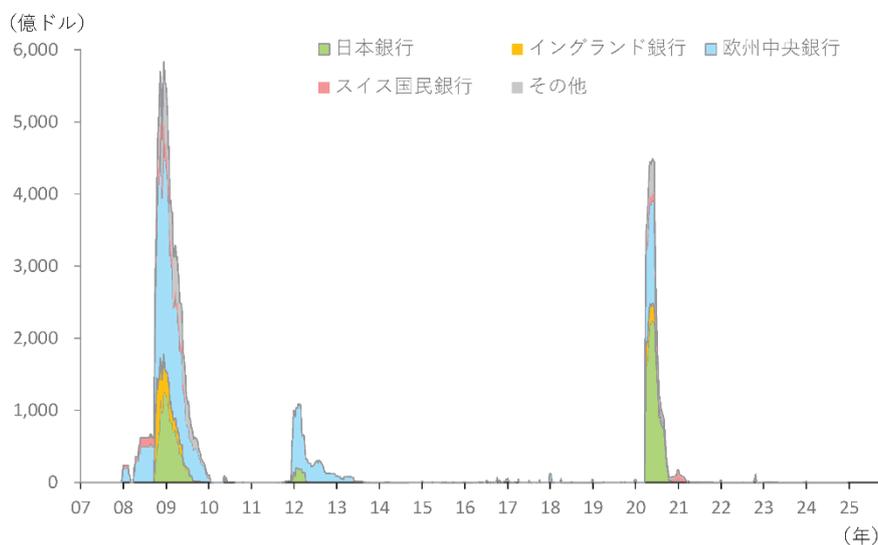


(出所) 日本銀行



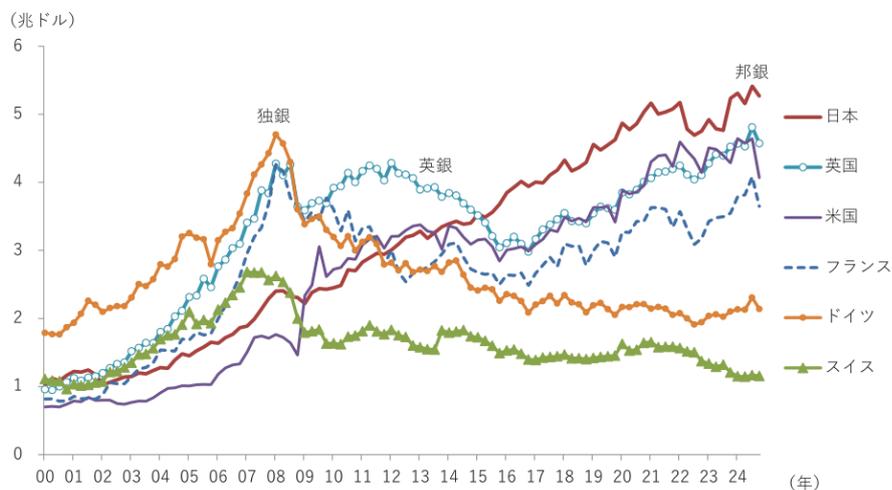
(出所) 日本銀行より大和総研作成

## 中央銀行ドルスワップの発動実績



(注) 直近値は2025年5月7日。  
(出所) ニューヨーク連銀より大和総研作成

## 銀行の国籍別に見た国際与信残高（所在地ベース）



(注1) 直近は、2024年12月末。  
 (注2) 所在地ベース。  
 (出所) BISより大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

28

## 日本経済・物価の見通し

### 日銀政策委員見通しの中央値

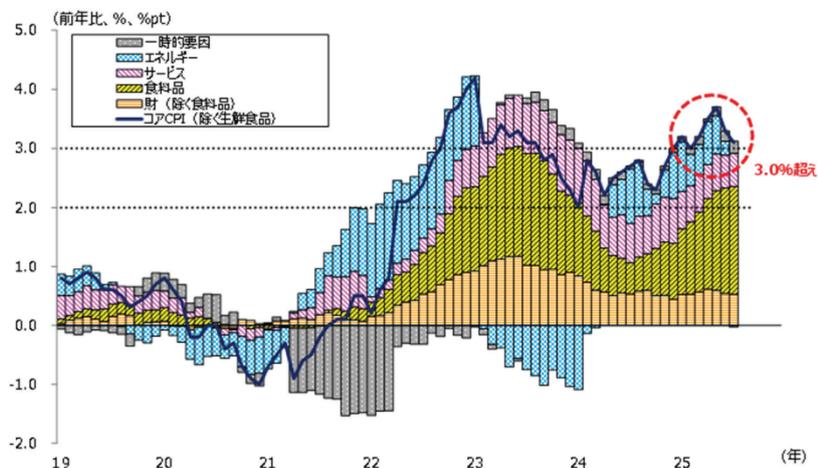
(前年比%, 括弧内pt)	2024年度	2025年度	2026年度
実質GDP	0.7 (+0.2)	0.5 (▲0.6)	0.7 (▲0.3)
CPI (除く生鮮食品)	2.7 (-)	2.2 (▲0.2)	1.7 (▲0.3)
CPI (除く生鮮食品・ エネルギー)	2.3 (+0.1)	2.3 (+0.2)	1.8 (▲0.3)

(注) 2024年度CPIは実績値。括弧内の値は2025年1月時点の見通しからの修正幅。  
 (出所) 日本銀行：経済・物価情勢の展望（2025年1月、2025年4月）

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

29

## 日本のCPIの推移と要因分解



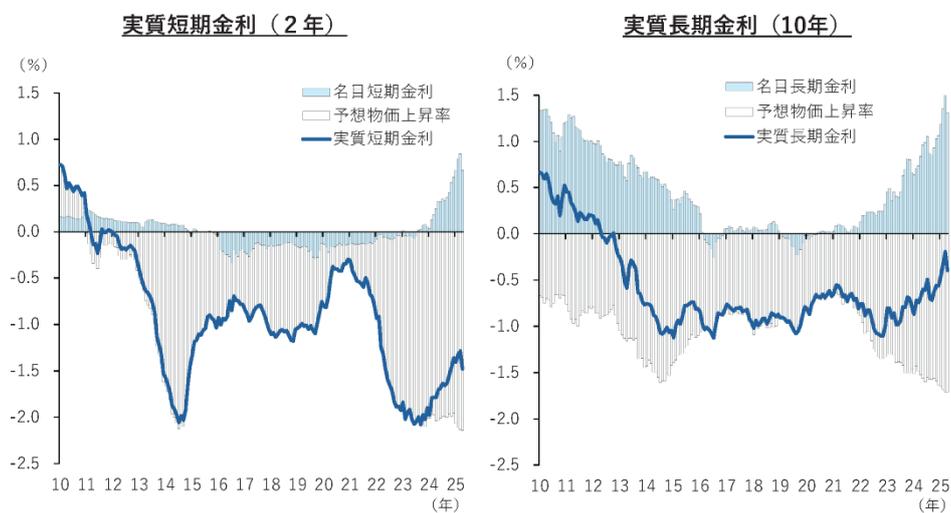
(注) 一時的要因は、消費税率の引き上げ、教育無償化、旅行支援策、携帯電話通話料の引き下げの影響からなる試算値。  
 (出所) 総務省、日本銀行より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

30

## 実質金利の推移

$$\text{実質金利} = \text{名目金利} - \text{予想物価上昇率}$$

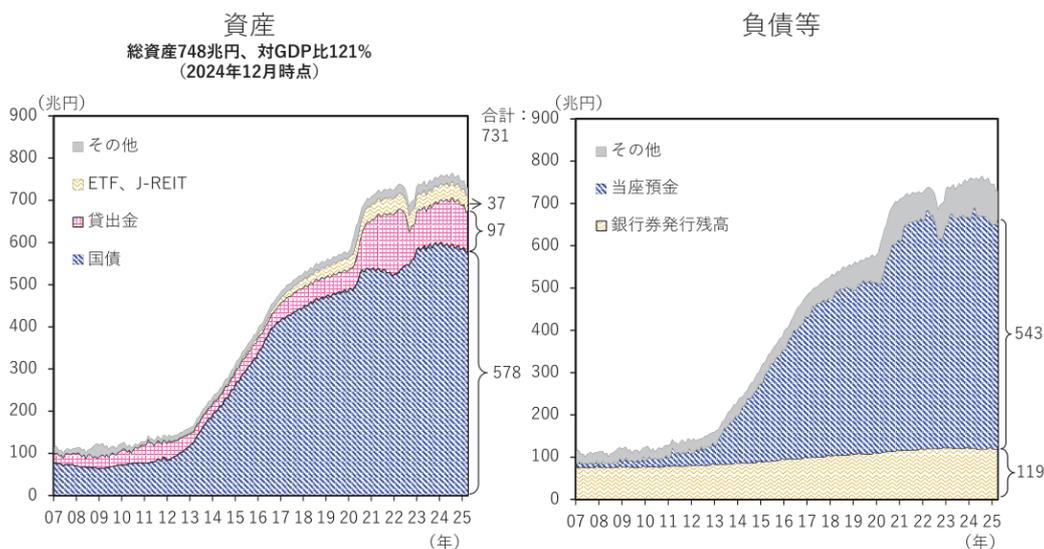


(注) 実質金利は、各年限の国債利回りから予想物価上昇率を差し引いて算出。グラフでは予想物価上昇率はプラスの値をマイナスで表示している。  
 (出所) QUICK「QUICK月次調査<債券>」、Haver Analyticsより大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

31

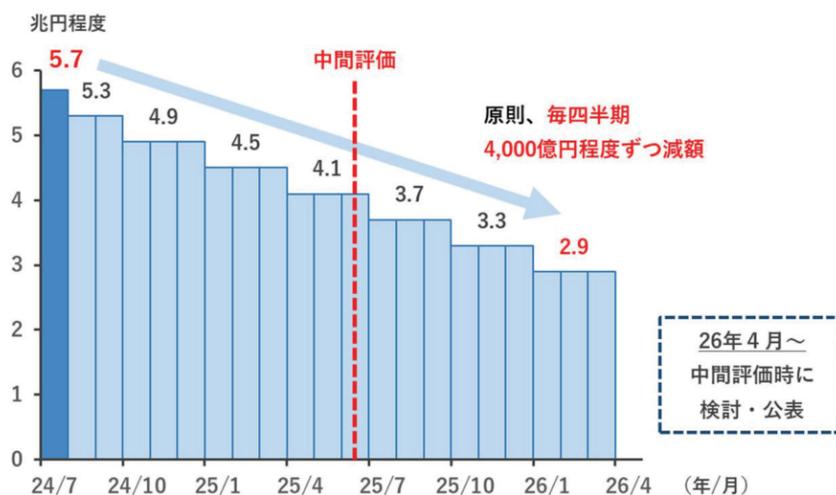
## 日本銀行のバランスシート



(注) グラフ直近値は、2025年4月時点。  
(出所) 日本銀行、内閣府より大和総研作成

## 長期国債買入れの減額計画

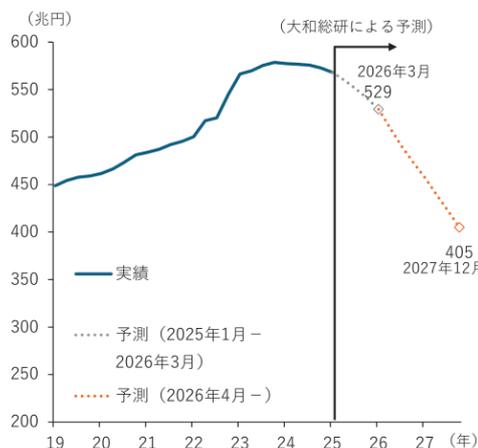
### 月間の買入れ予定額



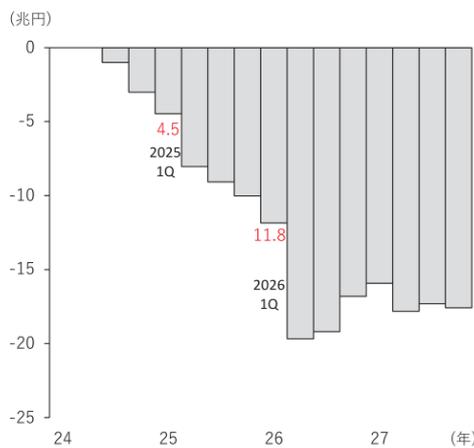
(出所) 日本銀行より大和総研作成

## 日銀が保有する国債残高の予測(2024年7月金融政策決定会合に基づく)

日銀が保有する国債残高予測

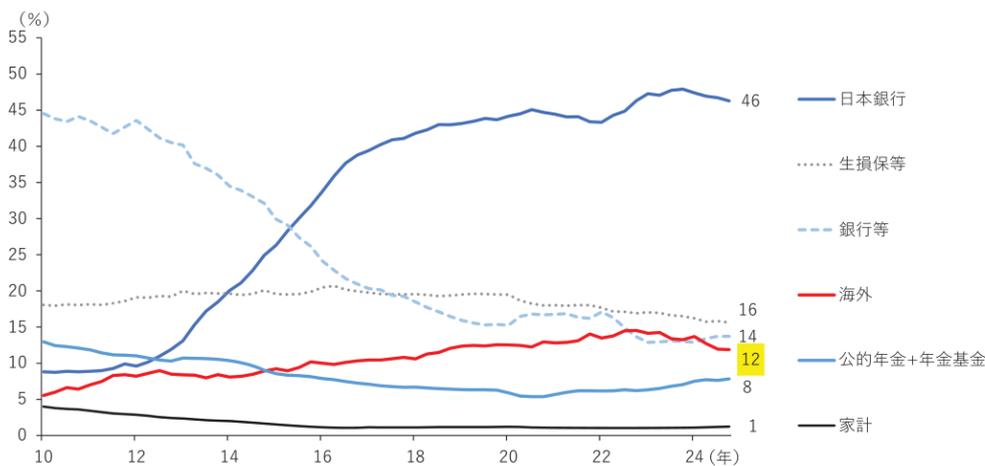


四半期ごとの残高縮小額の推移



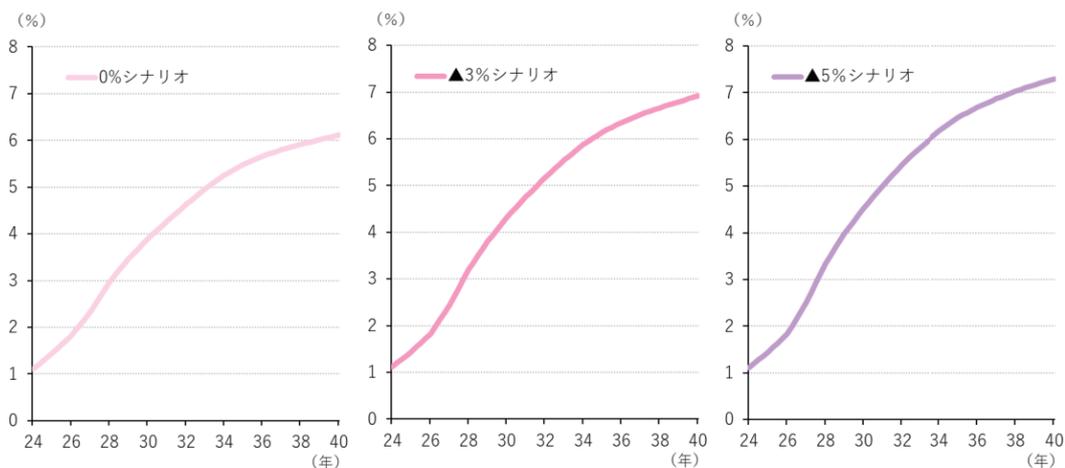
(注) 2026年3月までは2024年7月金融政策決定会合での決定に基づき、以降は新規買入を行わないと想定している。  
 (出所) 日本銀行より大和総研作成

## 日本国債の保有者別割合の推移



(注1) 「国債」は「財投債」や「国庫短期証券」を含む。  
 (注2) 「銀行等」には「証券投資信託」及び「証券会社」を含む。  
 (注3) 直近値は2024年12月末。  
 (出所) 日本銀行より大和総研作成

## 海外投資家による日本国債保有が増加した場合の長期金利見通し

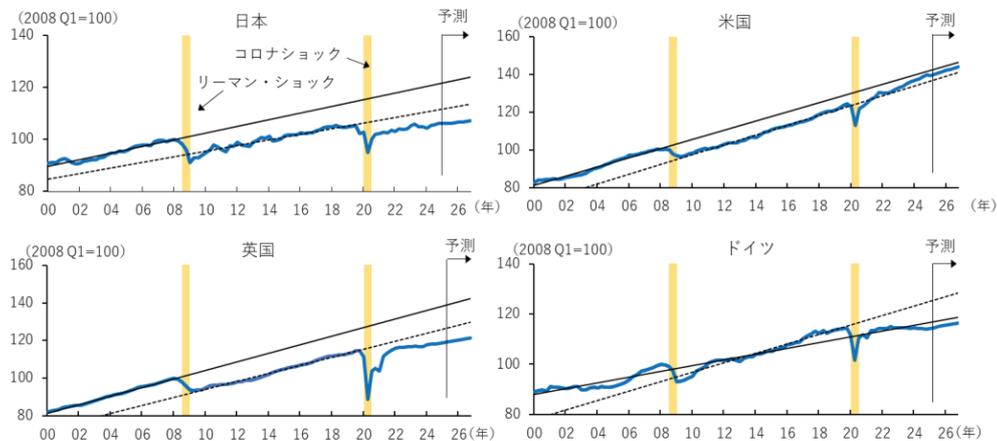


(注) 「0%シナリオ」、「▲3%シナリオ」、「▲5%シナリオ」では、政策金利の引き上げと日銀保有国債の減少を考慮した長期金利の見通しに加えて、プライマリーバランス対GDP比がこれらの水準で推移した場合に、海外投資家の国債保有比率の上昇によってリスクプレミアムが高まることを織り込んだ見通し。  
(出所) 銀行ディスクロージャー資料、日本銀行より大和総研作成

## ビジョン戦略の要諦

1. 多角的自由貿易体制の再構築への貢献  
 ー 世界経済の分断回避に向けた日本のリーダーシップの発揮
2. 米国関税政策に関する、金融的側面を含めた広い観点からの議論の促進  
 ー 日本は米国債の安定保有等を通じて基軸通貨ドルの維持に寄与
3. 日本経済にとっての固有の課題である「成長戦略」と「持続可能な財政構造の確立」の着実な推進は、トランプ2.0で世界経済成長率の下振れリスクが増しているだけに緊要性が高い

## 主要先進国における実質GDPのトレンドの変化



(注1) 黒い実線は2000Q1から2008Q1のトレンドを、破線は2009Q3から2019Q4のトレンドを示している。  
 (注2) 予測値は日本：日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」(2025/5/14公表)、米国：議会予算局(2025/1/17)、英国：イングランド銀行(2025/5/8)、ドイツ：欧州委員会(2024/11/15)による予測。  
 (出所) 内閣府、日本経済研究センター、アメリカ商務省、アメリカ議会予算局、英国統計局、イングランド銀行、欧州委員会、Haver Analyticsより大和総研作成