

2025 年 11 月 13 日 全 33 頁

変化する国際経済秩序の中の日本

―Pathfinder としての日本の役割

(2025 年 10 月 23 日 一般社団法人名古屋銀行協会「80 周年記念講演会」における講演)

株式会社大和総研
理事長 中曽 宏

1. はじめに

本日は、名古屋銀行協会様の 80 周年という記念すべき節目の場にお招きを頂き誠に光栄に思う。終戦の翌月に設立されて以降、戦後の復興期から今日に至るまで、製造業の集積地として地域経済はもとより、日本経済全体を牽引してきた名古屋経済の発展を金融面から支えてこられた皆様のご尽力とご功績に改めて心より敬意を表したい。本日、私からは、変化する国際経済秩序の中での日本の立ち位置と今後の課題をテーマにお話したい。

2. 世界経済 (IMF WEO)

<図表 1>¹は、IMF が 10 月に公表した「世界経済見通し (WEO)」。これによると、世界の GDP 成長率は 2025 年が 3.2%、26 年は 3.1%と予想されている。これは、過去 20 年間 (2000~2019) の平均成長率 3.7%に比べるとかなり低い。しかし、右列の、トランプ関税政策の影響が織り込まれていなかった 1 月時点の見通しと比較すると、2025 年の下方修正幅は-0.1%pt。26 年が-0.2%pt と、これまでのところ、負の影響は比較的軽微にとどまっている。

国別に見ると、米国が、自らの関税政策の影響で、2025 年の下方修正幅が-0.7%pt と主要国の中では一番大きい。今後も関税政策に加え、移民規制の強化を背景とした労働供給制約もあって成長に下押し圧力がかかり続けると予想される。ドイツは、「債務ブレーキ」を外した拡張的財政政策が成長を下支えすると見込まれる。日本は、2025 年の成長率見通しは+1.1%と 1 月見通しから不変であり、持ちこたえている。中国は、米国関税政策によって最も大きな影響を受けるはずだが、2025 年成長率は、むしろ+0.2%pt 上方修正されている。ただし、これは、米関税政策の影響を見越した、主としてアジアや欧州向けの輸出の前倒しという一時的要因によるもので、成長率自体も、2025、26 年とも政府目標の 5%には届かない見込み。

以上のように、世界経済はこれまでのところ、頑健さを示してきたが、これは主として、駆け込み的な貿易や投資、在庫の積み上げといった一時的な要因によるもの。これらの要因が剥落

¹ 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。

するにつれ、景気減速の兆しが、労働市場の軟化、貿易の伸びの鈍化、米国での関税の物価転嫁などに現れ始めている。構造的なリスクも高まっている。IMF は具体例として、先進国における移民規制による労働供給制約、追加的景気刺激策による財政の脆弱性の高まり、AI 活用による持続的な生産性向上が期待外れとなった場合の株価調整などを指摘している。また、中央銀行の独立性を脅かす動きもマクロ経済を不安定化させる、と警鐘を鳴らす。以上のような諸点を念頭に、IMF は、世界経済の先行きについて、「下振れリスクの方が大きい」と総括している。

3. 変わりゆくドイツ

世界経済の成長鈍化見通しに表れているように、戦後 80 年間続いた多角的自由貿易体制を軸とした国際経済秩序は曲がり角を迎えている。それを肌身で感じたのが、今年（2025 年）の 7 月に新型コロナ危機明け後初めて欧州を訪れた時だ。フランクフルトではブンデスバンク（ドイツ連邦銀行）のヨアヒム・ナーゲル総裁と個別に意見交換する機会があった。彼とはリーマン・ショック後の国際金融危機に共に対処した仲だったが、当時の彼は伝統的なブンデスバンクらしく財政規律を重視する立場だった。それが、今回の面談で見えてきたのは、ウクライナ戦争を契機に大きな方向転換を遂げつつある今日のドイツの姿だった。まずその話から始めたい。

ドイツは、ナチス時代への反省もあり、従来、軍事的プレゼンスは抑制してきたが、米国の NATO への関与が後退する中で、ロシアの脅威に備えることが安全保障政策上の重要な課題となった。そこで、ドイツ政府は債務ブレーキを外し GDP に対する防衛費の割合を 2029 年までに一気に 3.5% に引上げる予定だ。関連インフラ分 1.5% を合わせると GDP 比は実に 5% に達する。

（<図表 2>レオパルト 2 戦車、ICE 高速鉄道）ドイツは他の NATO 諸国よりも短期間で防衛力強化の実現を目指しているが、その背景には、「危機感」がある。例えば、道路や鉄道などのインフラの劣化が進んでいるので、写真にある重いレオパルト戦車を東部戦線に輸送することが難しいとのことだった。実際、旅客輸送でもかつては正確さを誇っていたドイツ鉄道（Deutsche Bahn）の ICE 高速鉄道も 2〜3 時間遅れが常態化していた。

ドイツは戦後、日本と同様、平和主義を貫いてきたが、ロシアのウクライナ侵攻を契機に、国防に対する国民の意識も様変わりした、とのことだった。軍備拡張に伴い、兵員増強も必要になるが、志願兵を募るだけでは到底足りず、いずれ徴兵制復活の議論は不可避だろう、との意見も聞かれた。

人口動態についての意見交換も行った。ドイツも生産年齢人口が総人口よりも速い速度で減る「人口オーナス経済」になっている。<図表 3>は、日本について、経済成長率を就業者数と労働生産性の変化率に分解したもの。この図が示唆することは、この先、プラスの成長率を維持し高めていくためには、①赤の就業者数の減少率を相殺する以上に青の生産性を上昇させること、②赤の就業者数の減少率をなるべく小さくすること、の両方が必要になる。

このうち、生産性については<図表 4>の左図にあるように、日本の生産性の水準は G7 の中で低い、右図に示すように伸び率は高い。これが示唆するのは、労働集約的な産業などで AI 等

の活用によって生産性水準を引上げることができる「伸びしろ」が結構あるということ。

次に、就業者数については、まず、**<図表 5>**の左の列で日本における性別・年代別の労働参加率（労働力人口比率、以下同様）の 1990 年以降、2024 年までの変化を見る。左上のグラフからは、今の日本では、かつてなく多くの高齢男性が働き続けていることがわかる。また、左下のグラフからは、特に、25～34 歳の若い子育て世代の女性の労働参加率が約 85%まで劇的に上昇していることが見て取れる。かつて、この年代層が労働市場から退出する結果生じていた悪名高い日本の「M 字カーブ」も今は完全に消滅している。右下のグラフで国際比較をしても、日本の女性の労働参加率は、北欧ほどは高くないが、ドイツや英国並みで、米国よりは明確に高くなっていることを確認できる。

このように、働ける人がほとんど皆働くようになって、国内の労働供給余力がなくなると、労働力を海外から招き入れることしか選択肢がなくなる。実際、**<図表 6>**上、オレンジの線で示した日本で働く外国人労働者は着実に増加し、2024 年には 230 万人に達している。大和総研の試算によると、仮に破線のように年間増加数をこれまでの平均 15 万人から 27 万人にほぼ倍増させると 2040 年までに GDP の水準を 4%増加させることができる。ただ、その場合、外国人労働者は 640 万人に増え、就業者全体に占める割合は 9%に達することになる。

ドイツは、外国人労働者の受入れを先行して進めていたので、グラフに示すように足元では 653 万人、就業者全体に占める割合は 15%にまで上昇している。ドイツ側の説明によると、これに加えて、メルケル政権時代に難民を含め移民に寛容な政策を進めた時に、いろいろな社会問題を随伴したという。例えば、ブンデスバンクの本部はもともと郊外にあったのが、現在、臨時にフランクフルトの中心街に移転しているが、付近はドラッグ取引が横行し治安が悪く、徒歩で通勤する職員にとっては緊張感が高いと聞いた。ナーゲル総裁からは、必要な外国人材受入れは、社会の安定とのバランスを確保しながら進める必要があるとのアドバイスがあった。

4. トランプ 2.0 の経済政策

（トランプ関税政策の思想的背景）

国際経済秩序を大きく揺るがす契機となったのは、トランプ大統領の関税政策だ。そこで、まず、トランプ政権の思想的背景を、政権のブレーンと言われる人々の講演類を読み解いて整理したのが**<図表 7>**。本表の左にあるように、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が、同時に米国に不平等に大きなコストを強いた。即ち、「防衛力の傘」は米国の若い兵士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。

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、米国の製造業を復活させ、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。これ

に対して、右列に記載したのは、世界の従来 of 捉え方だ。即ち、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)」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、他方では米国の「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あまり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。

(トランプ関税政策の日本経済への影響)

以上のような思想に裏付けられた米関税政策の目的について自分なりに整理すると、<図表 8> 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。「相互関税」は、このうち、前掲図表に列挙した点のうち、④の貿易不均衡を是正することを目的に、米国が「国際緊急経済権限法 (IEEPA)」に基づいて貿易相手国に対して課すもの。

<図表 9>は、主要国に対する相互関税率の一覧。灰色が 4 月のいわゆる “Liberation Day (解放の日)” に公表された当初の税率案。青色が個別交渉を経た修正後の税率。中国については、対米交渉が続いており、国別関税率は 11 月 10 日まで適用が停止されている。日本については、当初提示された 24% が、交渉を通じて 15% まで引き下げられ、主要国の中では、英国を除くと、EU・韓国と並んで最も低い税率で決着した。

<図表 10>は、日本・韓国・EU と米国との合意内容を比較した表。相互関税率は、横並びで 15% だが、セクター別関税の自動車向け税率は、日本と EU が 15% で決着したのに対し、韓国は 15% に向けた対米交渉が完結していないため、現状 25% に据え置かれているようだ。対米投資は、日本と韓国が政府機関による投資も数字に含まれるのに対して、EU は民間投資分のみを足し上げた数字と理解。このほか、各国の米国からの輸入については、EU と韓国では一部製品の関税率がゼロに引き下げられた一方、日本は米国からの、重要な農産物輸入を含め関税率が維持されたことが特徴として指摘できる。

トランプ関税の日本への影響については、基幹産業である自動車へのインパクトが焦点であった。この点 15% という税率は当初覚悟していた水準よりは低い。<図表 11> の左図で、日銀短観の自動車の業況判断 DI の推移をみると、関税発動前の今年の 3 月の水準からほぼ横這っている。また、右図上赤線で示した、日本から北米向けの自動車の輸出価格は、春先から約 2 割低下している。この分、収益は圧縮される筋合いだが、関税上乘せ後の北米市場での販売価格を抑えてシェアを維持する方針が表れているとみている。

<図表 12>は、日本政府の外貨準備の残高推移。直近 9 月の残高は、1.3 兆ドルで、9,880 億ドルの外貨建証券も含め、外貨準備の大宗がドル建て。日本は、これを交渉上の「武器」として脅すのではなく、国際協力銀行（JBIC）を通じた対米投資協力の原資として有効利用することを目指した。それが、全体のディールを日本にとって相対的に有利に導く方向に作用したように思う。全体として、日本の交渉団は「良い仕事」をしたと私自身は評価している。

（トランプの通貨政策）

次に米国のドルの通貨政策について概観する。トランプ政権は、ドルの価値を維持し基軸通貨としての地位を護る方針は変えていないようだ。政権には、ドルの優位性を維持し、ロシアに対して課したようなドルへのアクセス遮断を有効な経済制裁手段として温存しておきたいという思惑もあるようだ。

では、ドルの優越性は盤石なのか。**<図表 13>**の左図で見る世界の外為取引に占める割合を見ると全体の約半分が対ドルの取引だ。また、右図の外貨準備におけるシェアは米ドルが 41%と他の通貨を凌駕しているが、趨勢的には低下している。最近では、黄色で表示した金のウェイトが急上昇しておりユーロと並んでいる。また、米国の関税が発動された Liberation Day 直後の 4 月上旬、米株、米国債、米ドル為替相場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。米政権は肝を冷やしたはずだ。

実際、**<図表 14>**に示すように、4 月中に日本へは株式と債券の合計で 8.2 兆円もの大規模な資金が流入した。ユーロ圏でも同様な資金流入が見られた模様である。その後、規模は縮小し季節性もあって変動はしているが、日本への資金流入基調は株式を中心に続いているように窺える。

こうした国際金融環境の変化以外にも、日本への資金流入が続くと予想できる理由はいくつかある。**<図表 15>**に列挙したように、第一は、何とんでも、日本銀行（日銀）が金融政策の正常化を進め金利のある世界が復活していることが円建て資産の投資対象としての魅力を高めていること、第二に、貯蓄から投資への動きが継続する中で、「資本コストと株価を意識した経営」が浸透していること、第三に、JPX（日本取引所グループ）が目指す上場廃止基準の厳格化が実施された場合、それをすぐには満たせないような企業の存在が、今後、MBO を含む M&A 案件の増加に繋がる、との投資家の期待を醸成していることを指摘できる。

全体を総括すると、ドルの基軸通貨としての優位性が直ちに揺らぐことはないにしても、投資対象を、ドル建て資産から円を含む他の通貨や金への分散化を図る動きは今後とも継続するだろうと予想している。

（ドルの価値を護る 3 つの防衛線）

ドルの価値を護るために、米国金融当局は、三段階の防衛線を敷いているようにみえる。第一

の防衛線は、Fed（米連邦準備制度）のバランスシート縮小（QT）のペースの鈍化。2022 年 6 月に開始された QT は、**<図表 16>**の左図に示すように、Fed の資産サイドでは、国債とモーゲージ債の償還による残高縮小として表れる現れる。右図の負債サイドでは、これまでは、これと見合った額の、主として赤で表示した、Fed 資金吸収勘定である「リバースレポ」の残高が減少する形で進められてきた。換言すると、民間金融市場へのドル流動性供給総額である、青色の「準備預金」はほとんど減ってこなかった。しかし、そのリバースレポの削減余地もグラフに表れているように、限られてきている。

さらに、7 月に債務上限が引上げられたことを受け、今後は財政赤字ファイナンスのために国債が増発されることから、調達された資金が入る緑色の政府預金は増加に転じ、準備預金は減少すると見込まれる。最近では国庫への税納付が続く一方、政府機関閉鎖の影響で政府支出が抑制されていることも政府預金の増加に拍車をかけており、その分準備預金が減少している。

したがって、QT が継続されると今後は準備預金、即ち市場へのドル流動性供給の減り方が大きくなる。そこで、本年 4 月、Fed は**<図表 17>**でハイライトしたように、国債の残高減少（上限額）目標を従来の毎月 250 億ドルから 50 億ドルに縮小することを決めた。この QT のペースダウンの狙いは、前回正常化局面の 2019 年 9 月に発生したドル流動性の引き締め（crunch）によって引き起こされたレポ金利急騰に象徴される金融市場の混乱を未然に回避するために、ドル供給量が急減しないようすることだと考えられる。

実際、ごく足元では GC レポレート等一部の短期金融市場の金利が上昇する局面があった。Fed は、近い将来、QT 停止の決定を下すだろう²。この場合、Fed のバランスシートはパンデミック以前の 1.6 倍、リーマン破綻前比で 7.4 倍の大きなサイズのまま正常化を終えることになる。

第二の防衛線は Fed の FIMA（Foreign and International Monetary Authorities）と呼ばれる海外金融当局向けの常設レポファシリティである。**<図表 18>**はその仕組みを整理した表。具体的には、海外の中央銀行等の通貨当局で、米国債を保有しニューヨーク連銀に口座を有する先は、金融市場がストレスを受けるような事態が発生した場合、当該国債を担保にニューヨーク連銀から資金支援を受けることができる仕組み。これによって米国債の投げ売りを未然に回避し価格の安定を確保することを企図したもの。

第三の最後の防衛線は、**<図表 19>**に概要を示した主要 6 か国中銀によって構成されるドルスワップライン。2008 年のリーマン破綻直後に創設された本制度は、今日でも金融危機時におけるドル資金へのアクセスを確保するバックストップとして重要な機能を担う。本制度の下では、図の左側で示すように日銀を含む主要中銀は自国通貨を見合いに Fed から無制限にドルを借り入れることが可能。各国中銀が調達したドルは、右図の日銀の事例が示すように、各国における公開市場操作を通じて世界中に供給される。

<図表 20>はドルスワップラインの発動実績。左の山の国際金融危機と真ん中の欧州債務危機では青色の ECB が最大のドルの取り手だったが、右の山のパンデミックでは緑の日銀が最大の

² Fed は 10 月 29 日の FOMC において、12 月から、国債保有額の縮小を停止し、MBS に関しては保有額の縮小を継続するものの、その縮小分を国債への再投資に充てることを決定した。

取り手となった。

<図表 21>は、銀行の国籍別に見た国際与信残高推移。国際与信の太宗はドル建てと考えられる。日本の銀行は国籍別に見ると、リーマン破綻の頃とは様変わり、今や世界最大の国際与信者となり、調達サイドでもドル依存度を高めている。このため、ドルスワップラインは日本の銀行やグローバル企業に対する緊急時におけるドル供給の仕組みとして重要性は非常に高い。本制度の存続は日本経済にとって極めて重要と言える。トランプ大統領は、「何故米ドルを無制限に他国に貸出して優遇してやる必要があるのか」といった論陣を張るリスクがあるだけに、本制度が米ドルの基軸通貨としての役割を担っていく上でも重要である、との認識を大統領にも深めてもらう必要があるだろう。

5. 日米の金融政策

(1) 米国金融政策

(利下げサイクル再開の背景)

Fed は 9 月 17 日、FF 金利の誘導目標を 0.25%引き下げ 4.00~4.25%とし³、昨年 12 月の FOMC 以来 6 回ぶりに利下げサイクルを再開した。関税の導入と移民の規制強化が経済に構造変化をきたし、景気変動のどこまでが構造要因で、どこまでが循環要因によるものかを判別することが難しくなっている中での政策判断だったが、決め手となったのは労働市場。

労働市場では、雇用に対する需要が減る一方、移民規制によって供給も減る結果、パウエル議長の言う「奇妙なバランス—a curious kind of balance」が保たれていたが、**<図表 22>**が示すように、9 月初に公表された 8 月雇用統計が弱かっただけでなく、速報値が改定される度に、そもそも統計としての信頼性を損なうほど過去に遡って、特に 5、6 月分が大幅に下方修正された。

このため、Fed は、このままではレイオフと失業率が急上昇するリスクがあると、判断せざるを得なくなったのだろう。9 月 FOMC の発表文に “downside risks to employment have risen” という文言が加えられたのはそれを物語る。Fed は他の主要な中央銀行と異なり、「物価の安定」に加えて「雇用の最大化」という 2 つの使命を担う。9 月の利下げは、雇用の悪化リスク顕現化を未然に防ぐことを目的とした、パウエル議長の会見での言葉を借りると、「リスク管理」的な利下げだったと言えるだろう。

市場では、Fed による年内 2 回の利下げが予想されている。パウエル議長は、毎回の FOMC で利用可能なデータに基づき判断するとの姿勢を崩していないが、トランプ政権は、執拗に Fed に対して利下げ圧力を加え続けている。以下では、その背景について見ていく。

³ Fed は 10 月 29 日の FOMC で 2 会合連続となる 0.25%の利下げを決定し、FF 金利の誘導目標を 3.75~4.00%とした。

（トランプ大統領の Fed に対するイジメ問題）

FOMC は、<図表 23>に掲げた 19 人から構成され、このうち投票権を有するのは 7 人の理事会メンバーと 5 人の地区連銀総裁。7 人の理事（①～⑦）は政治任命であり大統領が上院の同意を得て任命する。理事のうち黄色でハイライトしたクリストファー・ウォラー理事とミシェル・ボウマン副議長の 2 人はトランプ大統領の 1 期目に任命を受けた「トランプ派」である。これに加え、新たに就任したスティーブ・ミラン理事⁴とトランプ大統領が解任しようとしているリサ・クック理事の後任までトランプ派になると、理事会の過半である 4 名を占めることになる。

一方、FOMC に参加する 12 人の地区連銀総裁のうち投票権を有するのは 5 人（⑧～⑫）であり、このうち、市場調節により金融政策を実行するニューヨーク連銀の総裁だけは常任で、Fed 議長と立場を共にすることが暗黙の了解となっている。残りの 4 人については 11 の地区連銀総裁で 1 年毎に交替する輪番制がとられている。地区連銀総裁は、各地区の市民代表が同地区の銀行の中から候補者を絞込む。しかし、選任は最終的には理事会の「承認」を要するので、理事会の過半をトランプ派が占めることに成功すれば、大統領は事実上、地区連銀総裁も含めた FOMC をコントロールすることが可能になる。

<図表 24>は、中央銀行幹部の任命・解任に係る法的根拠についての日米比較。左の米国では、政治任命の 7 人の理事については、前述のように大統領任命。下段に示した「解任」については、連邦準備法（10 条）によって、「正当な理由」がない限り解任できないとされている。正当な理由が何かは明定されていないが、非効率、職務怠慢、不正行為と一般に解されている。トランプ大統領は、住宅ローンの不適切な利用を理由にクック理事を解任しようとしているが、その帰趨は司法の判断に委ねられており現在も係争中だ。

これに対して、右側に掲載した日本では、日銀法により正副総裁の 3 名と 6 名の審議委員は両院の同意を得て内閣が任命する。解任の事由については、破産や心神喪失等が法律に限定列挙されており、「政策論の相違」をもって解任されることはない。しかし、任命権を持つ政権の意向は人事に反映される。日本の新政権には、政策委員会がバランスのよい構成となるよう配慮してほしい、と願っている。

米国では、次期 Fed 議長の人事に既に関心がシフトしている。報道によると、議長候補はウォラーFRB 理事、ケビン・ハセツト国家経済会議委員長、ケビン・ウォーシュ元 FRB 理事に絞り込まれた模様。いずれも Fed の利下げ継続を主張している。政権側がここまで Fed の政策や人事に介入するのは、格差拡大につながったという批判に象徴される、Fed に対するアンチ・エスタブリッシュメントの感情が米国に蔓延し政権を支持しているからだろう。振り返ると Fed に対する批判の源は、リーマン破綻後に大規模緩和や金融機関救済を重ねた一方で、一般国民は景気後退に晒されて困窮を余儀なくされたことに遡る。“Wall Street”（金融エリート）対 “Main Street”（一般庶民）という対立の構図が生まれたのはこの頃だ。Fed は金融危機対応に全力を尽くしていたが、それが国民には、金融機関の権益を護る権化のように映っていたということだろう。

⁴ 米国大統領経済諮問委員会（CEA）委員長を休職して Fed 理事に就任。

（２）日本の金融政策

（政策金利）

次に日本の金融政策。政策金利は 1 月に 0.5% に引き上げられて以降、据え置かれている。＜図表 25＞は、日銀の 7 月の展望レポート⁵における経済物価見通し。括弧内は、トランプ関税の影響が織り込まれていなかった本年 1 月の見通しからの変化幅。これを見ると、成長見通しについては、2025 年度、2026 年度ともに下方修正された。一方、物価（除く生鮮食品）見通しについては 2025 年度が +2.7% に 0.3%pt 上方修正された。ただ、その後、2026 年度には 2% の物価安定目標を下回る 1.8% まで低下する見通しが示されている。

物価について日銀は、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」との趣旨の説明をしている。しかし、私自身は、次の 3 つの要因から、物価は、上振れするリスクもあると見ている。第一は、強い人手不足感を背景に、来年も高めの賃金上昇が続くようなこと、第二に、企業の価格設定行動が積極化しており、今後、賃金やサプライチェーンの寸断、それに円安等に起因するコストアップ分を販売価格に転嫁する動きが続くと見られること、そして第三に、中長期的な予想物価上昇率がオーバーシュートする可能性があること。

物価は、＜図表 26＞での上段の式で示すように、マクロの需給ギャップと中長期予想物価上昇率によって決まる。このうち、需給ギャップは下の図に表れているように、足元では概ね閉じており、需要不足の状態は解消している。一方、家計や企業の「物価観」とも呼べる中長期的な予想物価上昇率は、わが国では、「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他国よりも強いということが実証分析で明らかにされている。

その実際の物価上昇率は、＜図表 27＞で示すように、緑色の食料品価格の上昇を主因に、足元まで 42 か月連続で 2% の物価安定目標を超える高い伸びが続いている。特に、購入頻度が高い食料品価格は足元前年比 7% を超えており、人々の体感物価はヘッドラインインフレよりも随分高いはずだ。日銀は、食料品価格は、やがて低下に向かうはずだし予想物価上昇率も上昇はしているが 2% には届いていないという見立てだが、「食料インフレ」が続くと、人々の物価観がオーバーシュートして 2% 越えの高めのインフレが定着してしまうリスクもある。こうした物価のアップサイドのリスクにも配慮して、ビハインド・ザ・カーブに陥らないように注意すべき局面を迎えていると思う。

（非公開部分）

日銀の金融政策決定会合（以下「決定会合」）における票の割れ方自体が市場へのメッセージ性を帯びることもある。9 月の決定会合では、二人の審議委員が政策金利据置きに反対し 0.25%

⁵ 日本銀行は 10 月 30 日の決定会合で「経済・物価情勢の展望（2025 年 10 月）」を決定・公表している。

の利上げの議案を提出した。結果的には否決されたとはいえ、利上げの議案が提出されたことは、利上げ期待を市場に織り込む効果があったと思う。

(QT)

金融政策正常化のもうひとつの柱は、バランスシートの縮小。これは、「国債市場の機能回復」が主たる目的。＜図表 29＞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 110% と巨額。左の資産サイドの内訳は、560 兆円の国債が大宗。右の負債サイドでは当座預金が 500 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。＜図表 30＞は具体的な減額手法。日銀が昨年 7 月に決定したのは、フローベースでの「長期国債買入額」を、従来の 5.7 兆円から四半期毎に 4,000 億円ずつ段階的に減額していく計画だった。1 年経った今年 6 月の決定会合では、2026 年 4 月以降は、買入減額幅を 2,000 億円にペースダウンし、2027 年 1～3 月の国債買入額を 2.1 兆円程度とすることが決定された。

＜図表 31＞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、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、2026 年第 3 四半期には約 13 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、左図にあるように 2027 年 3 月末でも残高は約 480 兆円と減額開始直前（2024 年 7 月末）に比べ約 16% の減少にとどまる。

9 月の決定会合では、ETF/J-REIT の長期売却計画が決定された。具体的には、＜図表 32＞に掲げた 3 つの原則、即ち、①市場実勢、②日銀の損失回避、に沿って、金融危機対策として、過去に日銀が銀行から購入し、先般処分が完了した「生株」の売却方式を準用する方針が示された。

今回公表された処分計画は、＜図表 33＞の左に示した株売却の実績に合わせて、毎年、市場取引の 0.05% 程度、即ち ETF については簿価ベースで毎年 3,300 億円程度、J-REIT については同 50 億円程度売却するという内容。このペースだと下のグラフにあるように、現在、37 兆円の残高がある ETF の売却が完了するのは実に 113 年先ということになる。そうすると、私が売却完了を目撃することは叶わないが、今回発表された市場売却方式のほかに今後新たな処分方法が加われば、売却ペースが速まる可能性もあると見ている。

6. 今後の課題

(持続可能な財政構造の確立)

最後に、今後の課題について述べる。一つは、「持続可能な財政構造の確立」。国債買入の縮小によって、この先、ゆっくりながらも、日銀保有の国債が減っていく。すると、国債の発行が減らない限り、その分を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 34>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 35>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。国債の更なる増発を抑制することが待ったなしの課題だと思う。

財政ポジションの悪化に伴い、<図表 36>で示すように、海外の主要格付機関による日本国債の格付は趨勢的に低下しており、現在はシングル A 格でイタリアに次いで低い。格下げの影響は長期金利上昇に限られない。国債格付は一国の信用度に相当するので、日本の企業や銀行の格付にも影響を与える。特に、万一の際に、預金保険法等に基づき公的資金を含む国の支援を受けることがありうる銀行セクターの格付は、国債格付の影響を受け易い。

<図表 37>に見るように海外格付機関による日本の銀行の格付が国債の格付を上回ることはなく、丸印を付した 2015 年の事例に表れているように、日本国債が格下げされると銀行も格下げされる関係が見て取れる。実は、同じことが、最近のフランスでも起きている。フランスでは財政バランスの悪化懸念から昨年 12 月、Moody's による国債の格付が Aa2 から Aa3 に 1 ノッチ引き下げられた。これを受け、同月 17 日、従来は Aa3 格だった主要銀行を含む 7 行が一斉に 1 ノッチ格下げされた。仏国債の格付を、最近、S&P も 1 ノッチ下げて、A+とした。今後、銀行格付にどう影響するか注目される。

銀行の格下げは信用の低下を意味するので、銀行の外貨（ドル）調達にはプレミアムが上乗せされる。銀行の調達コストが高くなると、銀行から外貨を借りる企業の調達コストも上がるので経済活動への影響も大きい。1997～99 年の日本の金融危機のピークには、金融システムに対する国際的な信用が失墜したことを受けてジャパンプレミアムが跳ね上がり、銀行の外貨調達コストが上昇し、量的な確保も困難となった。こうした経験は、もう記憶の彼方かもしれないが、国債の格下げに潜むリスクを軽視することはとても危険だと思う。

（成長戦略）

もうひとつの課題は成長戦略の推進だ。<図表 38>の左の図は、太線で日本経済の実力とも言える潜在成長率と、棒グラフでその要因の推移を示したもの。バブル期には 4% あった太線の

潜在成長率は、労働人口減少、資本ストックの蓄積不足、技術革新の停滞によって、足元で「0% 台半ば」まで低下している。

右図は、2000 年を起点とした主要国の実質 GDP の推移とトレンドからの乖離の状況を比較したものの。これを見ると、リーマン・ショックやパンデミックのようなショックに見舞われる度に GDP は下方屈折し、右上の米国を除いて元のトレンドには回帰していないことが判る。左上の日本も、下方乖離が続いている。本頁の 2 つのグラフは、日本経済の成長力を底上げし、ショックに対する頑健性を高める、供給サイドに着目した構造改革・成長戦略が重要であることを示していると思う。

7. 今後の方向性

以上、見てきたように、日本経済は課題に直面しながらも、国際経済秩序の変化に伴うショックを凌いでいる。この先、適切な政策を適切なタイミングで連続的に着実に実行していくことにより、日本経済にはチャンスが広がると思う。＜図表 39＞は、今後の進路のポイントを自分なりに整理してみた表。

まず、グローバルには、経済分断がこれ以上深まることを回避するため、多角的自由貿易体制を維持するためのリーダーシップを発揮していくことが必要だ。例えば、CPTPP⁶の拡大と深化に日本が貢献できる余地は大きい。同様に、気候変動対策についても、米国のスタンスに拘わらず、ネットゼロ目標を共有する国々と連携しつつ、カーボン取引を含めたトランジション・ファイナンスの手法を活用しながら脱炭素化を目指すべきだ。さらに、日本の企業や産業に内外の成長資金を供給するインベストメント・チャンネルを拓くため、「資産運用立国実現プラン」を着実に前進させていくことも重要だ。

次に国内では、本日、詳しく述べたように、金融政策の正常化を進め、そのもとで持続可能な財政構造を確立することが喫緊の課題だ。その上で、次の 30 年間の日本の経済競争力を決定づけ、したがって成長のエンジンとなる戦略的領域、具体的には、ロボティック AI、EV とバッテリー、宇宙航空、フュージョン・エネルギーを含む次世代炉、量子コンピュータなどの領域への資源の集中配分を行っていくことが適当だ。

(結語)

日本では初の女性総理の下で高市政権が発足した。彼女が、今月 4 日の自民党総裁選勝利演説で述べたセリフ、「私自身も、ワークライフバランスという言葉捨てます。働いて働いて働いて働いて働いて、参ります」という言葉に、「24 時間戦えますか？」に答えてきた昭和世代の私は、激変の時代を迎える一国のリーダーの「気概」を感じて、個人的には結構刺さった。一昨日の総理就任会見では「決断と前進の内閣」を謳われた高市内閣が、その宣言の通り、持続可能

⁶ 環太平洋パートナーシップに関する包括的及び先進的な協定

な財政構造の確立や、成長戦略など残された課題の達成に向け「決断」し、大きく「前進」すれば、日本経済はピンチをチャンスに変えて輝きを取り戻すことができると信じている。私たちが思う以上に外国の人が評価している日本のソフトパワーがそれを後押しするだろう。日本の明るい未来の到来を信じて私の話を終える。ご清聴に感謝する。

－ 以 上 －

変化する国際経済秩序の中の日本 － Pathfinderとしての日本の役割

株式会社大和総研
理事長 中曽 宏

2025年10月23日

Daiwa Institute of Research

IMFによる世界経済見通し（2025年10月版）

		(%, %pt)				
		予測		修正幅		
		実績	25年10月時点		25年1月→25年10月	
		2024	2025	2026	2025	2026
世界		3.3	3.2	3.1	-0.1	-0.2
先進国		1.8	1.6	1.6	-0.3	-0.2
	米国	2.8	2.0	2.1	-0.7	0.0
	ユーロ圏	0.9	1.2	1.1	0.2	-0.3
	ドイツ	-0.5	0.2	0.9	-0.1	-0.2
	英国	1.1	1.3	1.3	-0.3	-0.2
	日本	0.1	1.1	0.6	0.0	-0.2
新興国		4.3	4.2	4.0	0.0	-0.3
	サブサハラアフリカ	4.1	4.1	4.4	-0.1	0.2
	新興欧州	3.5	1.8	2.2	-0.4	-0.2
	ロシア	4.3	0.6	1.0	-0.8	-0.2
	新興アジア	5.3	5.2	4.7	0.1	-0.4
	中国	5.0	4.8	4.2	0.2	-0.3
	インド	6.5	6.6	6.2	0.1	-0.3
	中東・中央アジア	2.6	3.5	3.8	-0.1	-0.1
	中南米・カリブ	2.4	2.4	2.3	-0.1	-0.4
	ブラジル	3.4	2.4	1.9	0.2	-0.3
ASEAN-5		4.6	4.2	4.1	-0.4	-0.4

（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.

1

レオパルト2戦車とICE高速鉄道

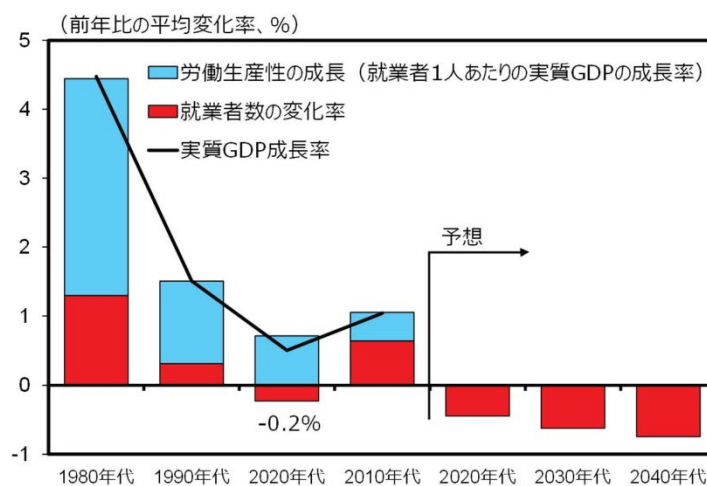


(出所) ドイツ連邦軍、大和総研

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

2

日本の実質GDPおよび労働生産性の成長



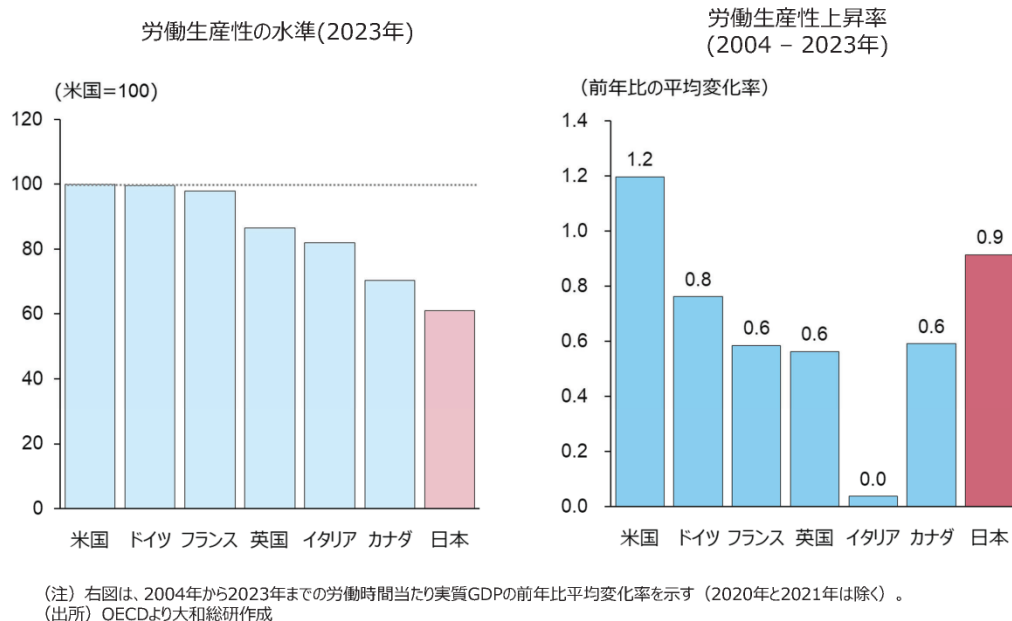
(注) 年度ベース。2025年度以降の就業者数の変化率は、人口推計(中位推計)および労働力人口比率の予測(各年齢・性別グループの労働力人口比率が2024年度と同じであると仮定)を用いて算出。1980年代のデータは1982年度から1989年度のデータを使用して算出。1990年代、2000年代、2010年代のデータは、それぞれ1990～1999年度、2000～2009年度、2010～2019年度のデータを使用して算出。

(出所) 内閣府、総務省、国立社会保障・人口問題研究所、INDBより大和総研作成

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

3

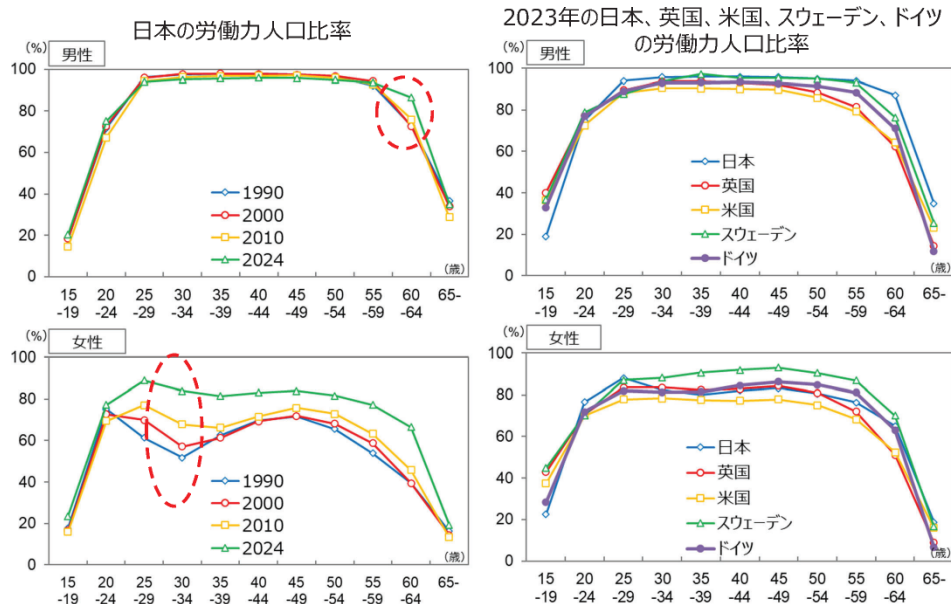
労働生産性の国際比較（G7）



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

4

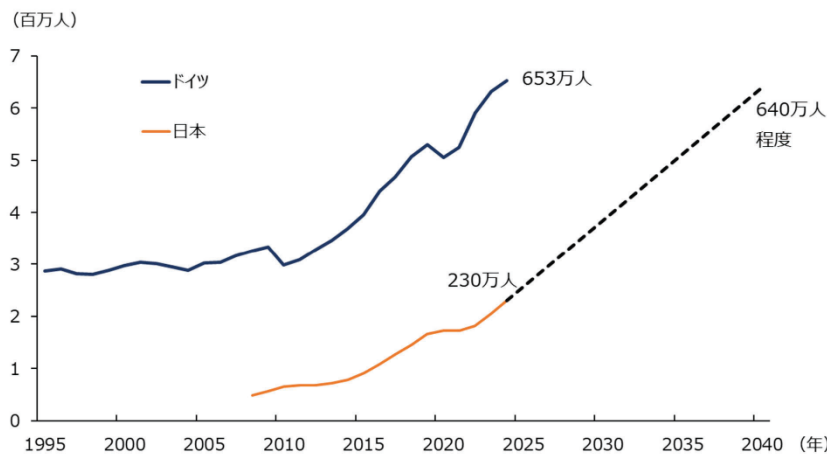
労働力人口比率



(出所) 総務省、OECDより大和総研作成
Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

5

外国人労働者数



(注) 日本の外国人労働者数は、事業主が提出する「外国人雇用状況」に基づく。ドイツのデータは労働力調査によるもので、15～74歳の就業外国人を対象としている。図中の破線は大和総研による試算。

(出所) 厚生労働省、ユーロスタットより大和総研作成

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

6

トランプ政権の思想

トランプ政権の思想	従来考え方
- 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 - 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 ✓ 「防衛力の傘」は米国の若者の命と国民の血税によって賄われた ✓ 「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 - 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	- 米国は自由貿易体制の最大の受益者 - 基軸通貨ドルは「法外な特権」(Exorbitant Privilege) - 米国は多角的自由貿易体制を擁護すべき

(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

トランプ大統領による関税政策の目的

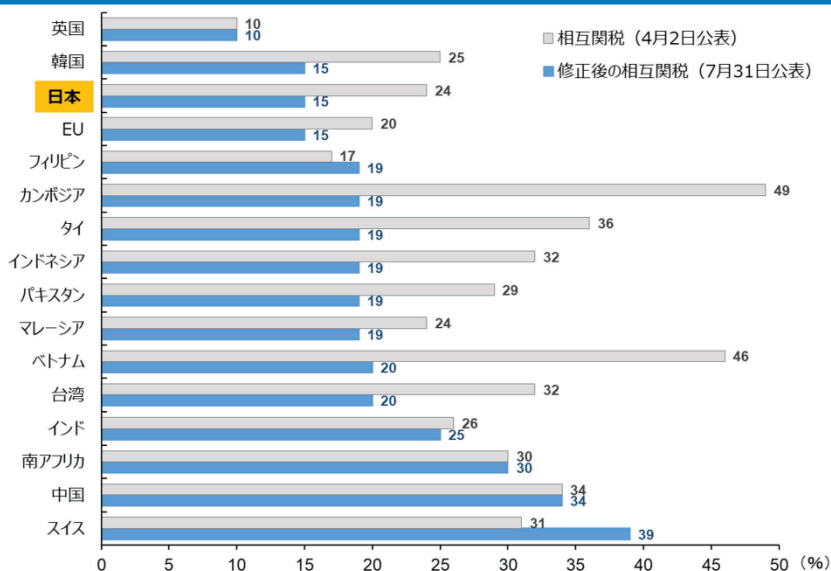
- ① 交渉道具（フェンタニル流入抑制：【根拠法】国際緊急経済権限法（IEEPA））
- ② 特定基幹産業保護：【根拠法】1962年通商拡大法232条
- ③ 歳入増加
- ④ 貿易不均衡是正：【根拠法】IEEPA

（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.

8

米国による主な国・地域に対する相互関税率



（注1）中国：相互関税率34%のうち、国・地域別関税率24%は11月10日まで適用が停止されている。

（注2）日本：9月4日の大統領令で、一般税率が15%以上の場合は相互関税率0%、一般税率が15%以下の場合は相互関税率と一般税率の合計15%に修正。

（注3）EU：日本（注2）と同じ相互関税率を適用。

（注4）第三国からの積み替え品に対する関税率は40%。

（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.

9

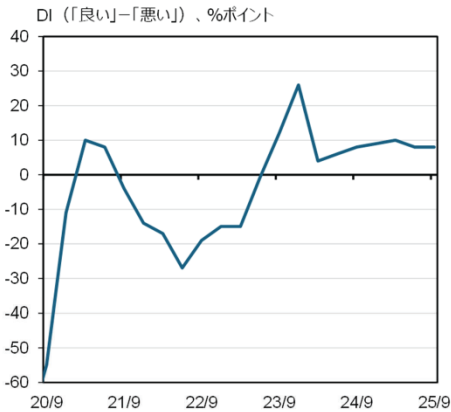
米国との貿易合意の比較：日本、韓国、EU

	日本	韓国	EU
相互関税率	15%	15%	15%
現在の自動車関税率	15%	25%	15%
15%自動車関税の現状	実施済	交渉中	実施済
対米投資要求	5,500億ドル	3,500億ドル	6,000億ドル
備考	重要な農産物関税を維持できる	米国から輸入するトラックと自動車への関税はゼロに引き下げられる	米国の工業製品に対する関税はゼロに引き下げられる

(注1) 合意に基づき、日本は最低輸入米枠（Minimum Access rice scheme）の下で米国産米の調達量を75%増加させる必要がある。また、トウモロコシ、大豆、肥料、バイオエタノールを含む米国産農産物を年間合計80億ドル分購入する義務がある。
(注2) 合意に基づき、EUも米国産の水産物および農産物の幅広い品目に対して優先的な市場アクセスを提供する。
(出所) 各種資料より大和総研作成

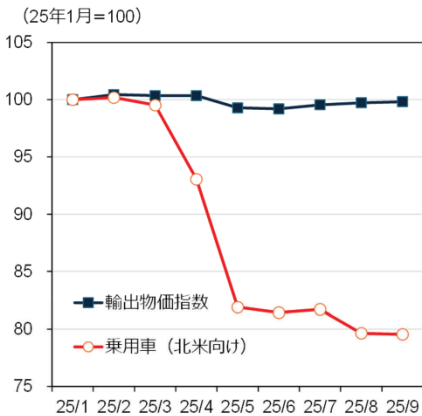
北米向け乗用車輸出

短観自動車DIの推移（全規模）



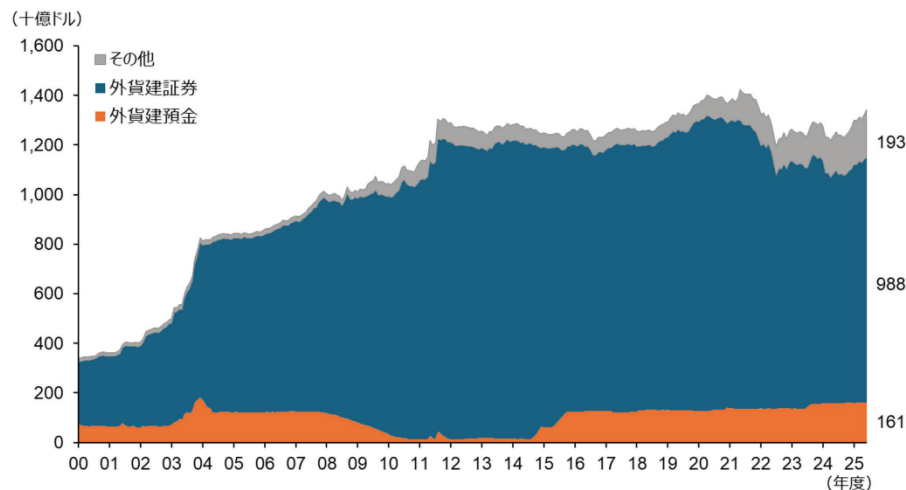
(出所) 日本銀行より大和総研作成

北米向け乗用車輸出物価



(注) 契約通貨ベース。2025年1月を100として指数化。
(出所) 日本銀行より大和総研作成

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9月末。

(注2) 外貨建証券のうち、国債は77.2%(2023年度末時点)。

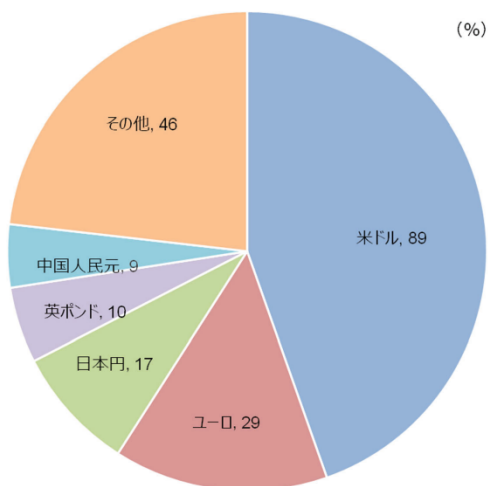
(出所) 財務省より大和総研作成

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

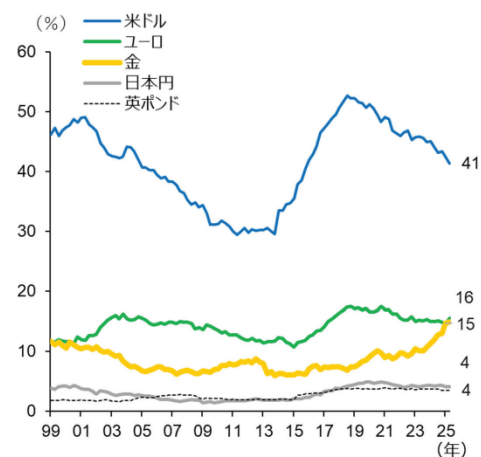
12

米ドル取引が世界の外為取引に占める割合と外貨準備のシェア

外国為替市場取引に占める通貨別割合



外貨準備の通貨別構成



(注1) net-net ベース、2025年4月日次平均。

(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) 国際決済銀行 (BIS) より大和総研作成

(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2025年6月末時点。

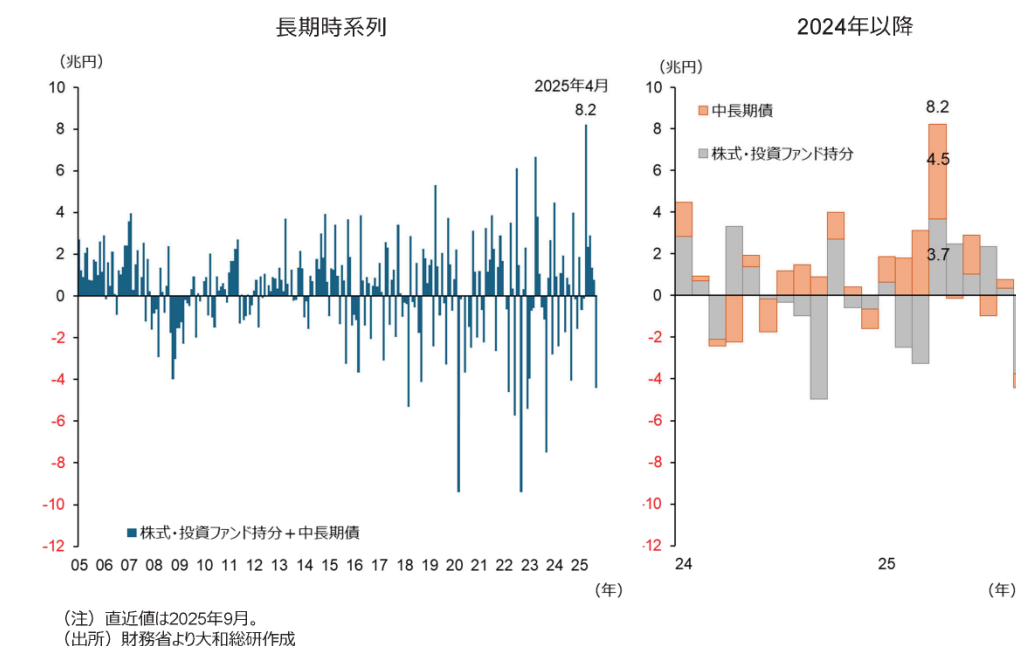
(注3) 金価格は、各国の評価による。

(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.

13

日本の対内証券売買契約等の状況（月次・指定報告機関ベース）



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

14

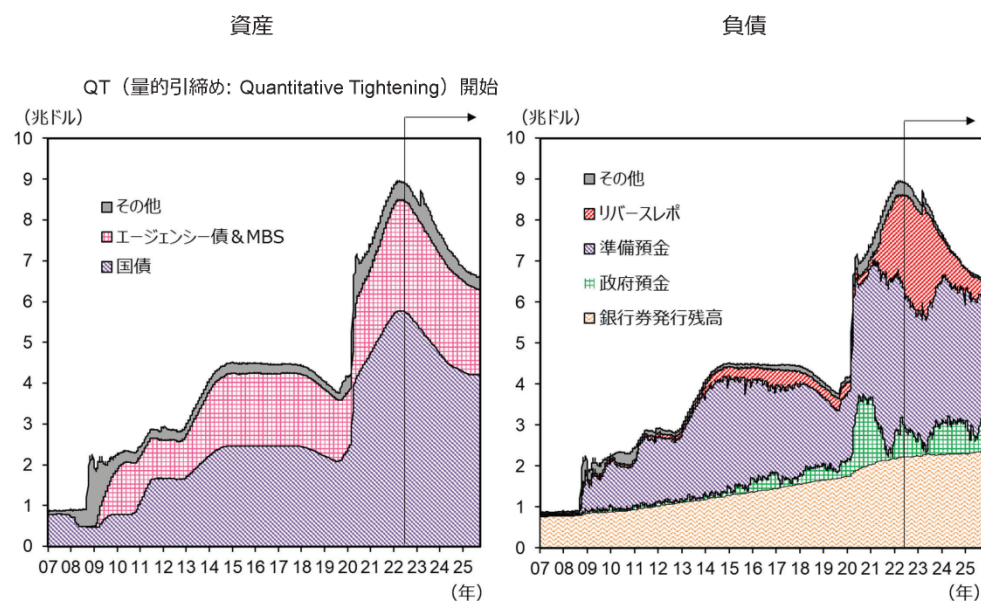
日本がさらなる資本流入を呼び込む可能性がある理由

- 金利のある世界の復活による、円建て資産の投資対象としての魅力の高まり
- 貯蓄から投資への動きの継続、資本コストと株価を意識した経営の浸透
- 上場廃止基準の厳格化：MBOやM&Aにおけるさらなる投資機会

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

15

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.

16

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.

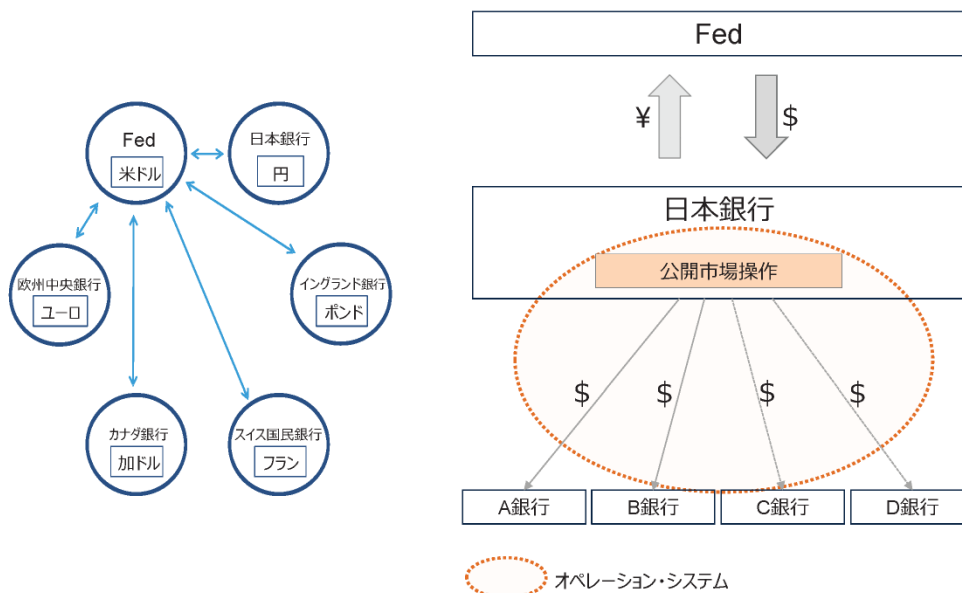
17

Fedの海外公的当局向けレポファシリティ

FIMA (Foreign and International Monetary Authorities) レポファシリティ

- 2020年3月に危機対応策の一環として導入され、2021年7月に常設化された
- 海外中銀・通貨当局に対し、それら機関が外貨準備の一環として保有する米国債を担保としてレポ取引でオーバーナイト、1週間の米ドル資金を供給する仕組み
- 一定期間ロールオーバーが可能
- オファーレートは、オーバーナイトの場合はSRFの最低応札金利（4.5%、2025年4月17日現在）、1週間の場合は1週間物OIS+25bps
- FIMA レポファシリティによって、ニューヨーク連銀に口座を持ち、米国債を保有する海外中銀・通貨当局であれば（Fedの承認が必要ではあるが）ドル資金供給を受けることができるようになった
- FIMA レポファシリティは、米国債が売り込まれることを阻止することを目的とした制度

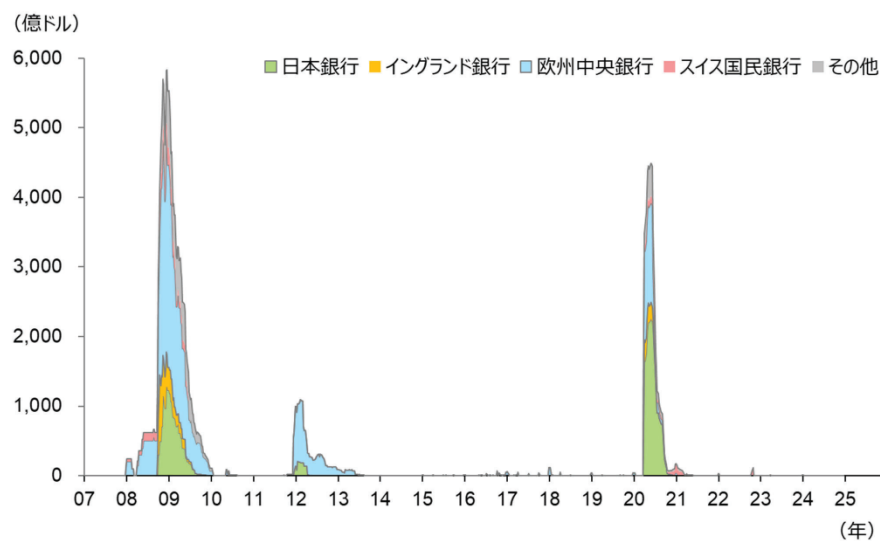
スワップ網の進展



(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

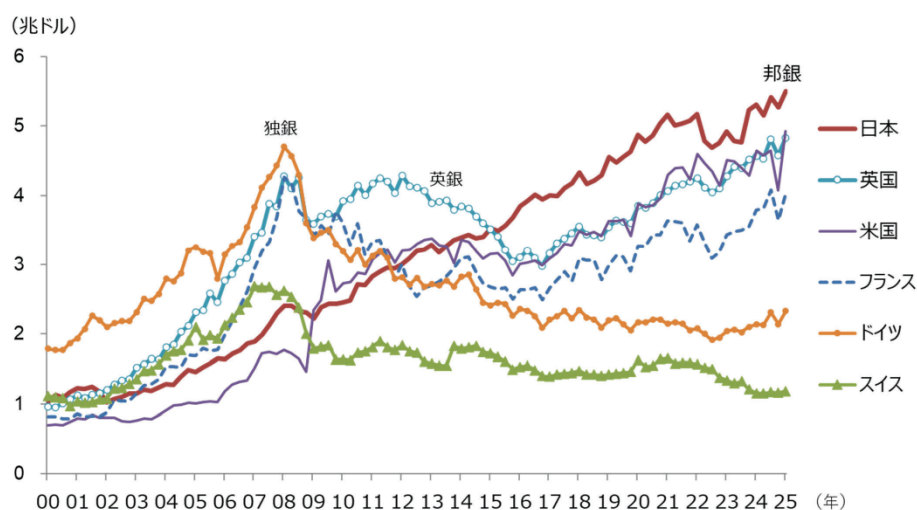


(注) 直近値は2025年10月1日。
(出所) ニューヨーク連銀より大和総研作成

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

20

銀行の国籍別に見た国際与信残高（所在地ベース）

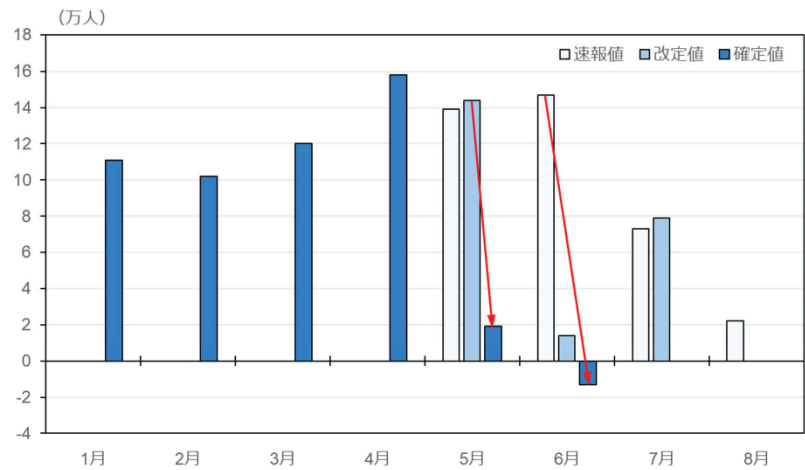


(注1) 直近は、2025年3月末。
(注2) 所在地ベース。
(出所) BISより大和総研作成

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

21

2025年米非農業部門雇用者数の前月比の増減数の推移



(出所) 米労働省統計局より大和総研作成
Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

FOMCの参加者

2025年 FOMC 投票権	理事名／総裁名（所属連銀）	理事指名大統領 ／総裁就任時大統領	理事任期/総裁最長任期
① 有	ジェローム・パウエル議長	オバマ大統領	議長2026年5月15日 理事2028年1月31日
② 有	マイケル・バー理事	バイデン大統領	2032年1月31日
③ 有	フィリップ・ジェファーソン副議長	バイデン大統領	2036年1月31日
④ 有	リサ・クック理事	バイデン大統領	2038年1月31日
⑤ 有	クリストファー・ウォーラー理事	トランプ大統領	2030年1月31日
⑥ 有	ミシェル・ボウマン副議長	トランプ大統領	2034年1月31日
⑦ 有	スティーブ・ミラン理事	トランプ大統領	2026年1月31日
⑧ 有	ジョン・ウィリアムズ（ニューヨーク）	総裁就任時（トランプ大統領）	2028年6月
⑨ 有	スーザン・コリンズ（ボストン）	〃（バイデン大統領）	2032年7月
⑩ 有	ジェフリー・シュミット（カンザスシティ）	〃（バイデン大統領）	2033年8月
⑪ 有	アルベルト・ムサレム（セントルイス）	〃（バイデン大統領）	2034年4月
⑫ 有	オースタン・グルズビー（シカゴ）	〃（バイデン大統領）	2034年8月
⑬ 無	アナ・ボールソン（フィラデルフィア）	〃（トランプ大統領）	2035年7月
⑭ 無	ベス・ハマック（クリーブランド）	〃（バイデン大統領）	2037年1月
⑮ 無	ロリー・ローガン（ダラス）	〃（バイデン大統領）	2038年2月
⑯ 無	ニール・カシュカリ（ミネアポリス）	〃（オバマ大統領）	2038年7月
⑰ 無	メアリー・デリー（サンフランシスコ）	〃（トランプ大統領）	2028年10月
⑱ 無	トーマス・バーキン（リッチモンド）	〃（トランプ大統領）	2028年1月
⑲ 無	ラファエル・ポステック（アトランタ）	〃（トランプ大統領）	2031年5月

(注) パウエル議長については、理事に指名した大統領は、オバマ大統領であり、議長に指名したのはトランプ大統領である。
(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.

中央銀行の独立性に係る法制の日米比較

	 Fed			 日銀		
任命	理事（7人）	Federal Reserve Act 第10条	上院の助言と同意を得て大統領によって任命される	総裁・副総裁（3人）	日銀法23条	両議院の同意を得て、内閣が任命
	地区連銀総裁（12人）	Federal Reserve Act 第4条	連邦準備制度理事会の承認を得て、各地区連銀の、一般市民の代表として選出された取締役によって任命される	審議委員（6人）		
解任	理事（7人）	Federal Reserve Act 第10条	正当な理由（for cause）がある場合、大統領によって解任	総裁・副総裁（3人）	日銀法25条	以下のいずれかに当てはまる場合、内閣又は財務大臣は、当該役員を解任しなくてはならない ①破産手続開始の決定を受けたとき ②日銀法の規定により処罰されたとき ③禁錮以上の刑に処せられたとき ④心身の故障のため職務を執行することができないと政策委員会により認められたとき
	地区連銀総裁（12人）	Federal Reserve Act 第11条	連邦準備制度理事会が解任	審議委員（6人）		
				理事（6人）		政策委員会から解任の求めがあったとき、財務大臣は当該理事を解任することができる

（出所）米連邦準備制度（Fed）、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. 24

日本経済・物価の見通し

日銀政策委員見通しの中央値

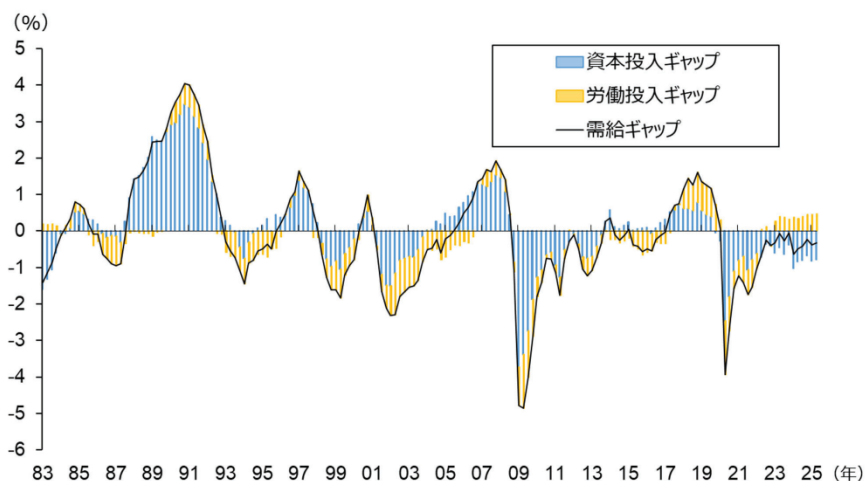
（前年比％， 括弧内pt）	2025年度	2026年度	2027年度
実質GDP	0.6 (-0.5)	0.7 (-0.3)	1.0
CPI（除く生鮮食品）	2.7 (+0.3)	1.8 (-0.2)	2.0
CPI（除く生鮮食品・エネルギー）	2.8 (+0.7)	1.9 (-0.2)	2.0

（注1）括弧内の数値は、2025年1月の予測と比較して、2025年7月に行われた修正を示す。
（注2）日銀政策委員の2027年度見通しは、2025年1月の「経済・物価の展望」には含まれていなかったため、2027年度の
前年比の変化率（pt％）は算出されない。
（出所）日本銀行「経済・物価情勢の展望」（2025年1月、2025年7月）

日本の需給ギャップ

$$\text{物価} = \alpha (\text{需給ギャップ}) + \beta (\text{中長期予想物価上昇率})$$

↑ 実際の物価上昇率によって影響を受ける

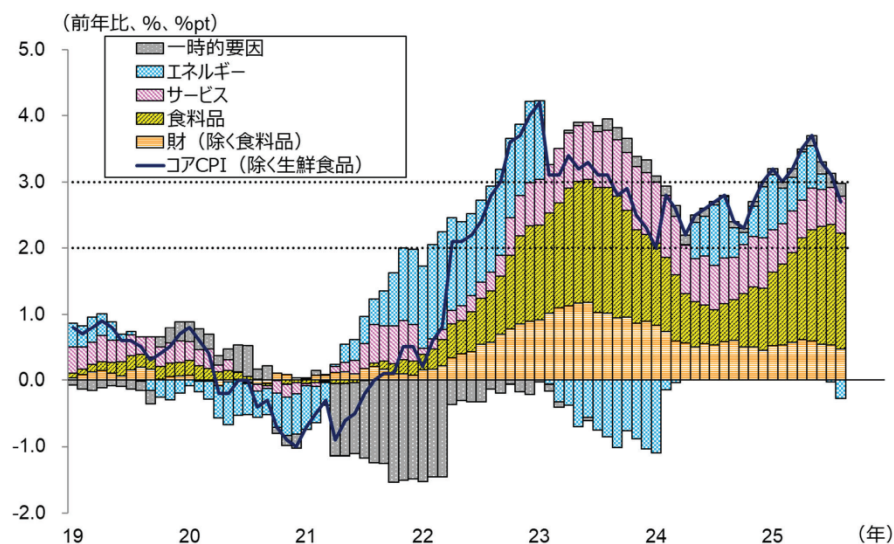


(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

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

26

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、携帯電話通信料の引き下げの影響からなる試算値。

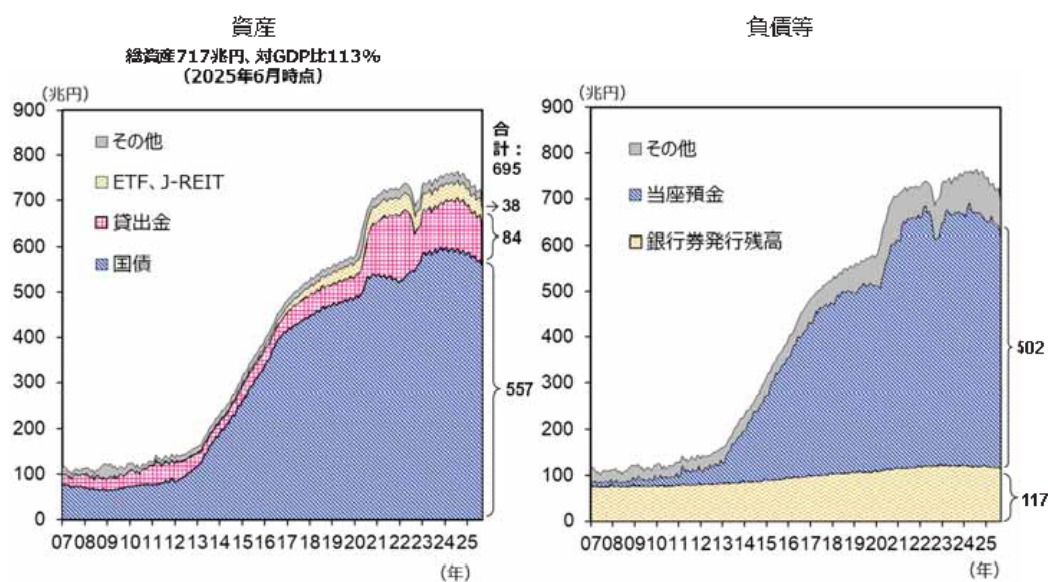
(出所) 総務省、日本銀行より大和総研作成

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

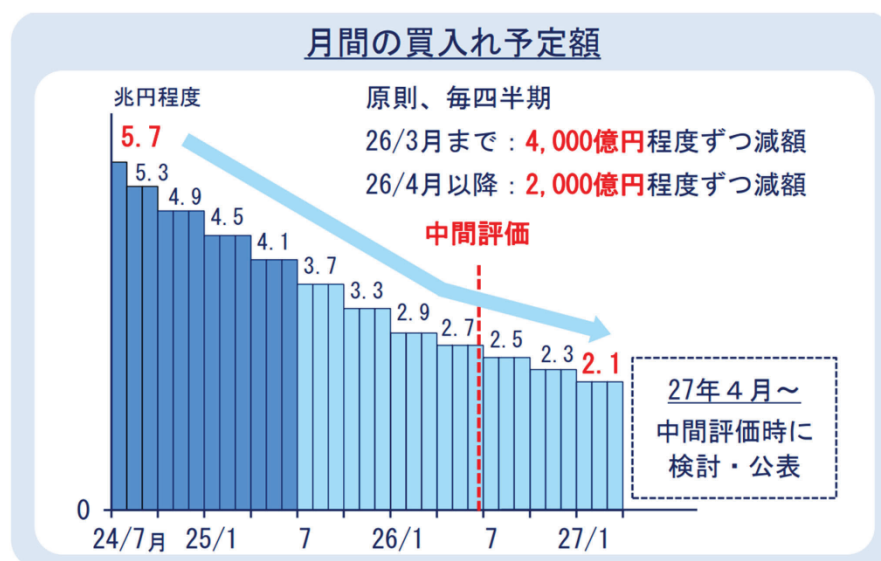
27

(非公開)

日本銀行のバランスシート



長期国債買入れの減額計画（2025年6月金融政策決定会合）



（出所）日本銀行

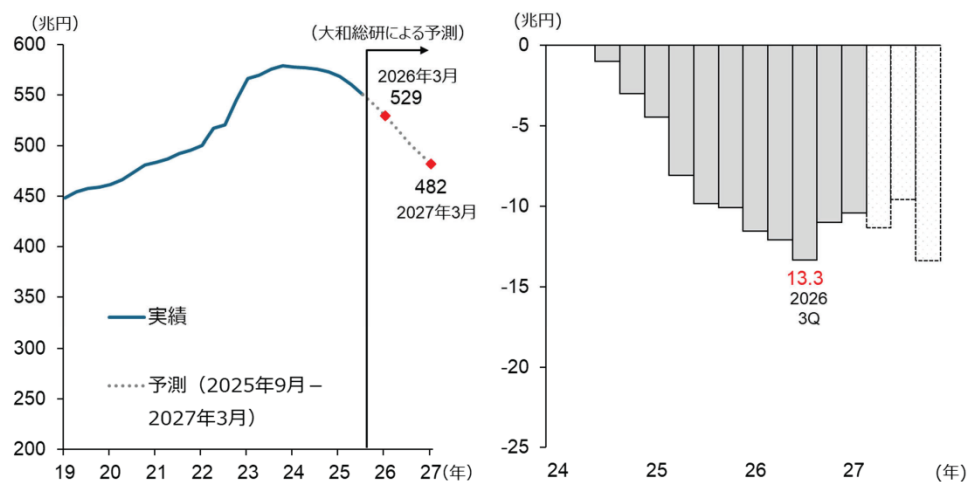
Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

30

日銀が保有する国債残高の予測（2025年6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）2027年3月までは2025年6月金融政策決定会合での決定に基づき、以降も同様に買入額を減らすと想定している。

（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.

31

日銀のETF処分に関する3つの基本方針

- ① E T F 等の市場等の情勢を勘案し、適正な対価によること
- ② 日本銀行の損失発生を極力回避すること
- ③ E T F 等の市場等に攪乱的な影響を与えることを極力回避すること

(出所) 日本銀行より大和総研作成

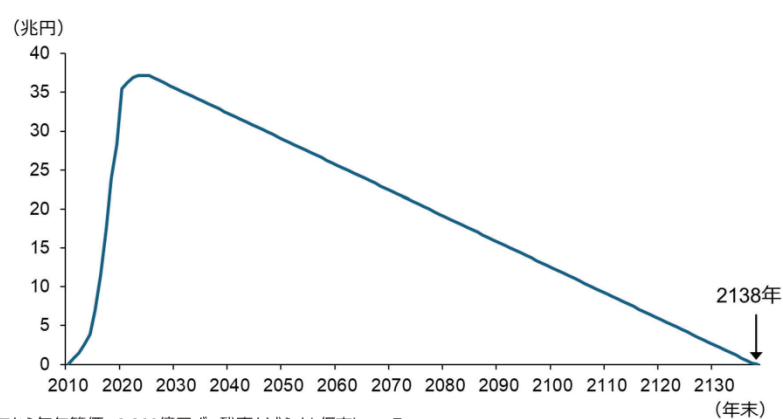
Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

32

日銀ETF保有残高減額ペースの予測

	株式（実績）	E T F	J－R E I T
年間の売却ペース* 簿価 (時価)	1,500億円程度 (6,200億円程度)	3,300億円程度 (6,200億円程度)	50億円程度 (55億円程度)
市場全体の売買代金に占める売却割合	0.05%程度	0.05%程度	0.05%程度

* 時期の分散に配慮しつつ、各銘柄の保有割合におおむね比例的なカタチで売却



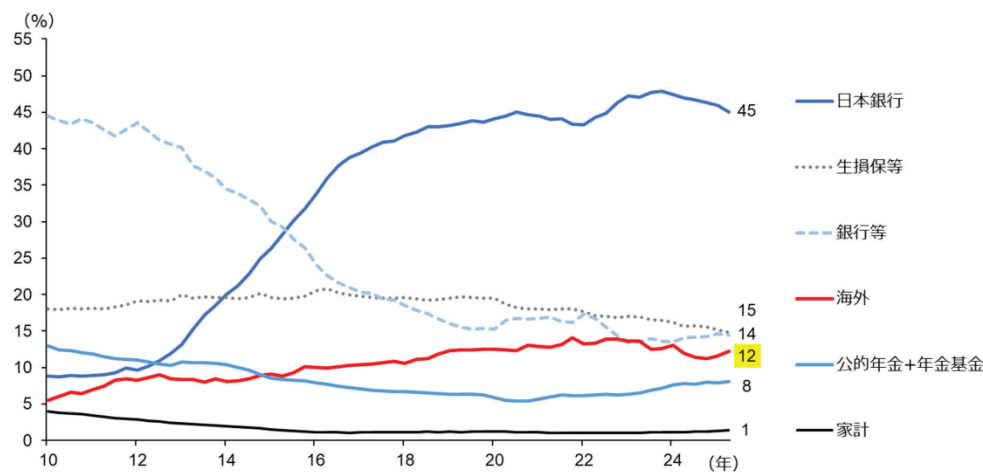
(注) 2026年から毎年簿価で3,300億円ずつ残高を減らすと仮定している。

(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.

33

日本国債の保有者別割合の推移

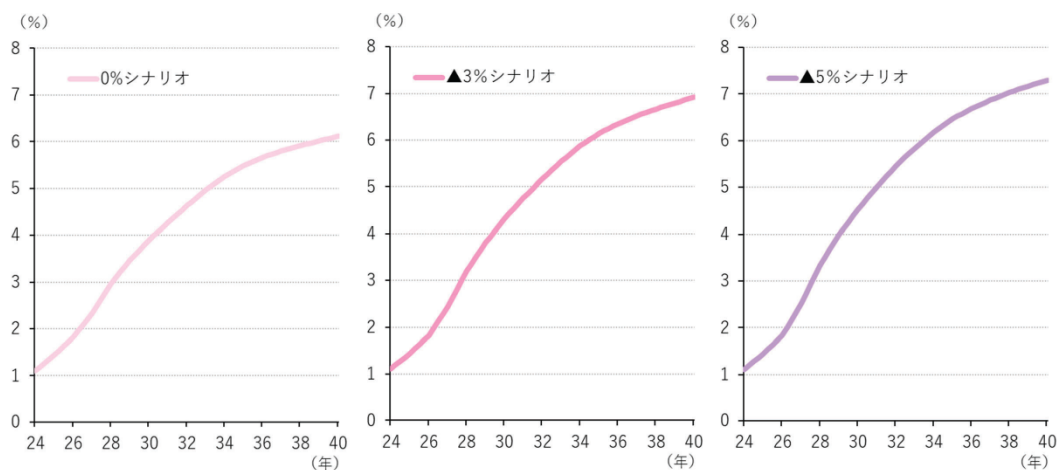


(注1) 「国債」は「財投債」や「国庫短期証券」を含む。
 (注2) 「銀行等」には「証券投資信託」及び「証券会社」を含む。
 (注3) 直近値は2025年6月末。
 (出所) 日本銀行より大和総研作成

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

34

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（10年物）見通し

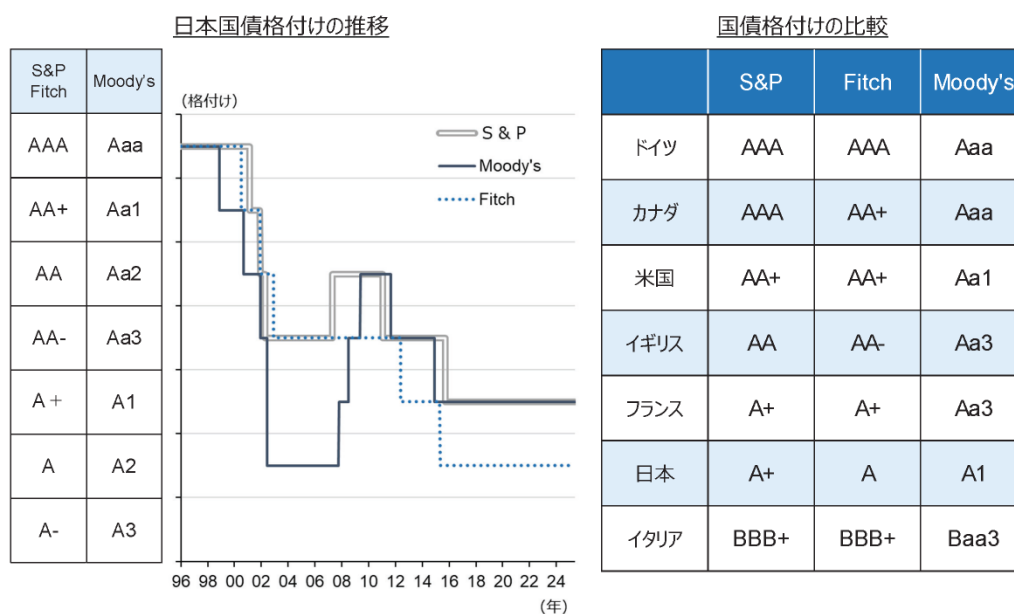


(注) 「0%シナリオ」、「▲3%シナリオ」、「▲5%シナリオ」では、政策金利の引き上げと日銀保有国債の減少を考慮した長期金利の見通しに加えて、プライマリーバランス対GDP比がこれらの水準で推移した場合に、海外投資家の国債保有比率の上昇によってリスクプレミアムが高まることを織り込んだ見通し。
 (出所) 銀行ディスクロージャー資料、日本銀行より大和総研作成

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

35

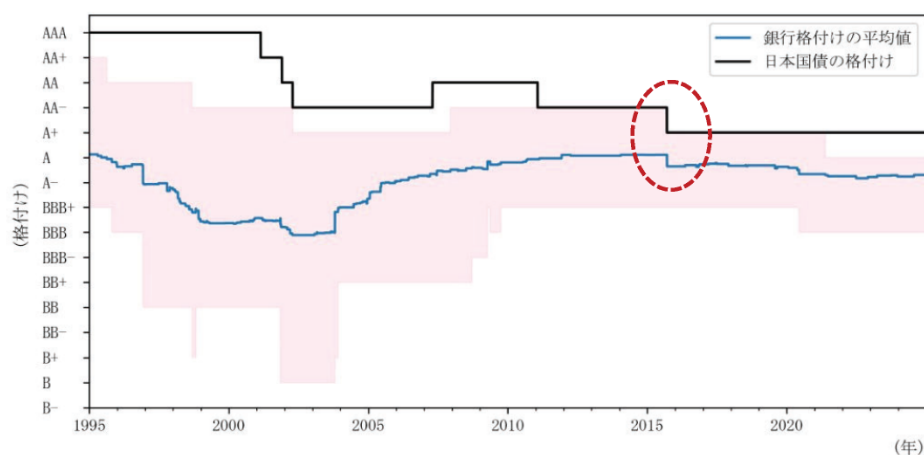
日本国債格付けの推移、国際比較



(出所) S&Pグローバルレーティングス、Fitchレーティングス、Moody'sより大和総研作成
Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

36

国債の格付けと銀行格付けの推移

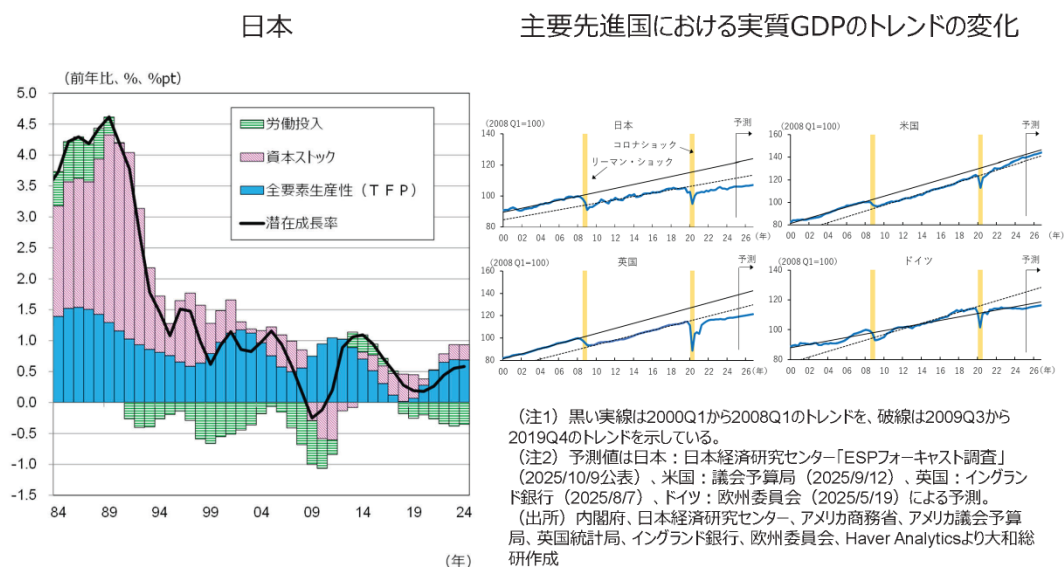


(注1) 格付けはS&Pに基づく。
(注2) 図中のバンドの上限は最高位、下限はB-以上の格付けを得ている銀行の中での最低位を示す。
(出所) Bloombergより大和総研作成

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

37

日本の潜在成長率、主要先進国における実質GDPのトレンドの変化



(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.

38

日本がやるべきこと

グローバル

- 多角的自由貿易体制の維持
 - CPTPPの拡大と深化
- 気候変動対策の強化
 - トランジションファイナンスの活用によりカーボンニュートラルを実現
- 資産運用立国実現プランの着実な推進

国内

- 金融政策の正常化
- 持続可能な財政構造の確立
- 将来の競争力を決定づける戦略領域への資源の集中配分

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

39