

# Trump2.0 下の内外経済金融動向

(2026年1月26日 同友クラブ「時事問題懇談会」における講演)

株式会社大和総研  
理事長 中曾 宏

## (はじめに)

現在、世界は、複数のメガトレンドが相互作用しながら同時進行する不確実な時代に入っている。メガトレンドとしては、MAGA (Make America Great Again)、地政学リスクの高まり、AI、気候変動、プライベート市場の急拡大と NBFIs (Non-bank Financial Institutions) のプレゼンス拡大、世界的な財政赤字の拡大等を挙げることができる。本日は、大きな時代のうねりの中にある米国の通貨政策、日米の金融政策、日本の持続可能な財政構造の確立の必要性等の論点を取り上げる。

## 1. 世界経済 (IMF 世界経済見通し)

まず、世界経済の見通しを展望する。〈図表1〉<sup>1</sup>は、IMF (国際通貨基金) が (2026年) 1月に公表した「世界経済見通し (WE0)」<sup>1</sup>。これによると、世界の GDP 成長率は 2026 年が 3.3%、2027 年は 3.2%と予想されている。これは、過去 20 年間 (2000 年~2019 年) の平均成長率 3.7%に比べると低い水準。

2026 年の成長率見通しを国別に見ると、米国が拡張的な財政政策や政策金利の低下を背景に 2.4%と、右から 2 列目に並べた 2025 年 10 月見通しに比べて +0.3%pt 上方修正、貿易障壁の成長下押し効果が緩和している。ユーロ圏の成長率は、ドイツにおける公共支出の拡大が寄与して 1.3%の成長見通し。日本の成長率は 0.7%と 2025 年 10 月対比 +0.1%pt の上方修正、新政権による積極財政の効果が一部織り込まれている。中国の 2026 年成長率は、4.5%と (2025 年) 10 月見通し比 +0.3%pt の上方修正、中国製品に対する米国の実効関税率の低下と、今後実施される追加的な景気刺激策が成長を下支えすると見込まれる。ただし、構造的な逆風が強まる 2027 年は 4.0%まで減速する見通し。

以上のように、いわゆる「トランプ 2.0」で一時的に減速した世界経済は、足元では回復トレンドに復帰しつつあるが、関税政策を巡る不確実性や各国固有の構造問題が引き続き成長の制

<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)。なお、公開版作成にあたり、発言内容および講演資料を一部修正した。

約要因となっているため、国・地域間で回復ペースにはばらつきが残る。回復に持続性があるかが今後の焦点となる。

また、構造的なリスクも高まっている。IMF は具体例として、各国政治の不安定化や地政学的リスク、根強いインフレ圧力、さらには AI 活用による持続的な生産性向上が期待を下回った場合に生じ得る株価調整リスクを挙げている。また、中央銀行の独立性を脅かす政治的干渉も政策を誤るリスクを高め国民の信頼を損なう、と警鐘を鳴らす。以上の諸点を踏まえ、IMF は、世界経済の先行きについて、「下振れ方向に傾いている」と総括している。

## 2. トランプ 2.0 の経済政策

### (日米関税交渉の評価)

第一次トランプ政権では閣僚が頻繁に入れ替わったが、第二次政権は、政策の是非はともかく、その顔触れに大きな変化はない。対日関税交渉では、ラトニック商務長官が前面に出ることが多かったが、ヘッジファンド出身で知日派でもあるベッセント財務長官が、経済金融を理解しつつ、ボスに付度するバランス感覚も発揮しながら要所で大事な役割を果たしたとみている。政治的野心もあるとされる彼（ベッセント財務長官）はワシントン DC でさらに高みを目指しているとも言われ、ウォール・ストリートに戻ることはないのではないか、と推測している。

〈図表 2〉は、米国による主要国・地域に対する相互関税率の一覧。日本に対する税率は 15% と、EU・韓国と並んで低い方から二番目のグループとなった。中国については、対米交渉が決着していない部分が残っている。最近では、グリーンランドを巡り、結局は撤回されたが、一時、米国が領有に反対する欧州 8 か国に対して追加関税を課すと脅すなど、米欧関係の亀裂が深まった局面があった。

〈図表 3〉は、日本・韓国・EU の対米貿易合意の内容を比較した表。相互関税率もセクター別関税のうち、注目の自動車向け税率も 15% で横並び。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している。日本の 5,500 億ドルには国際協力銀行 (JBIC) のローン等が含まれる。これに対し、韓国の 3,500 億ドルのうち 2,000 億ドルは毎年 200 億ドルずつ現金で、というかなり厳しい条件が付帯されており、ウォンの対ドル為替相場は、下落圧力にさらされ続ける可能性がある。また、「備考」にあるように、EU は米国からの輸入関税の引き下げを余儀なくされたが、日本は農産物等の輸入品に対する税率を維持できたことも特徴。

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だった。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 4〉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 2025 年 3 月の水準からほぼ横ばいとなっている。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、2025 年の春先から一時約 2 割低下した。この分、日本のメーカーの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われているとみている。

〈図表 5〉は、日本政府の外貨準備の残高推移。2025 年末の残高は、1.4 兆ドル。1 兆ドルの外貨証券のうち約 7 割が米国債を含む国債。外貨準備の一部が JBIC を通じた対米投資協力の原資として活用される方向。つまり、対米交渉の武器として使うのではなく、協力の原資としたことが、全体のディールを比較的円滑に結着させる方向に作用したと思う。全体として、日本の交渉団は「巧みな仕事」をしたと私自身は評価している。

### （トランプ政権の通貨政策）

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、国際秩序の担い手の役割からは降りた一方で、ドルの価値を維持し基軸通貨としての「法外な特権」とも形容される強い地位を守る方針は変えていない。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 6〉の左図で世界の外為取引に占める割合を見ると、約半分が対ドルの取引だ。また、右図の外貨準備に占めるシェアは米ドルが 44% と他の通貨を凌駕している。しかし、2015 年を境に趨勢として低下に転じており、最近では、黄色線で示した金のウェイトが急上昇し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 2025 年 4 月上旬、米株式、米国債、米ドル為替相場は、「Minsky Moment」<sup>2</sup>が訪れたかのようなトリプル安に見舞われ、ドルに対する信認が揺らぐ場面があった。米国市場が混乱した同年 4 月中、日本へは〈図表 7〉の右側に示すように、株式と債券の合計で 8.2 兆円と、左側の長期時系列で見ても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。その後も、変動はしているが、日本への資金流入基調は続いているよううかがえる。米ドル資産のトリプル安は、グリーンランドを巡り米欧関係が緊張化した際にも一時再現した。

なお、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 8〉に列挙したように、第一は、貯蓄から投資への動きが継続する中で、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、コーポレートガバナンス面で「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、企業が事業ポートフォリオを見直す中で MBO を含む M&A 案件が増加する、との投資家の期待が醸成されていること。JPX（日本取引所グループ）が目指す上場維持基準の厳格化も、特にグロース市場で、基準を満たせない先を巡る M&A を加速させることになると予想されているようだ。

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。2025 年 11 月、シンガポールで JPX/東京証券取引所が、独立行政法人日

<sup>2</sup> 資産価格がスパイラル的に急落し金融市場が崩壊する転換点を指す。米国の経済学者ハイマン・ミンスキーが唱えた。

本貿易振興機構（ジェトロ）と共催した「Japan-Southeast Asia Market Forum 2025」に登壇したが、機関投資家、アセットマネージャーのほか、普段はあまり表に現れないファミリーオフィス等の多様な約 500 名が集結し、対日投資への関心の高さがうかがわれた。

### （ドルの価値を護る 3 つの防衛線）

今後、トランプ政権にとっては、国際金融環境が変わっても、ドルの優位性を盤石に保つことが至上課題となる。米政権は、そのためにいくつかの布石をすでに打っている。最も象徴的と思うのは、ドルのステーブルコインの導入。越境決済にも使える利便性の高いドルの決済手段を提供することにより、特に西半球の米国の「裏庭」に当たる中南米諸国の経済を「ドル化」する効果があると推測される。その意味でドルのステーブルコインはドンロー主義を経済金融面から促進する戦略的役割を担っていると言える。

ドルの信認を維持する観点からは、米国通貨当局は、ややテクニカルになるが、三段階の防衛線を敷いているように見える。第一は、Fed（米連邦準備制度）のバランスシート縮小（QT）の終了。2022 年 6 月に開始された QT の実施期間中は、**〈図表 9〉**の左図に示すように、資産サイドでは、主として国債の償還により残高が縮小した。右図の負債サイドでは、これと見合った額の、赤色の Fed 資金吸収勘定である「リバースレポ」と紫色の「準備預金」の残高が減少した。準備預金は、民間金融市場へのドル流動性総供給額を表す。QT 下でもこれまでは、このドル流動性が「非常に潤沢」だったことが株を含め市場の安定を支えてきた面もある。

ところが、最近に至って異変が生じた。これを**〈図表 10〉**で子細にみると、破線の政府預金が増加し始め、足元では 1 兆ドルに迫っている。これは、財政赤字ファイナンスのために棒グラフで表した TB（財務省短期証券）や長期国債が増発され、民間市場から吸い上げられた資金が、政府預金に滞留しているためだ。これを反映して青太線の準備預金、すなわちドル流動性は、長らく 3 兆ドル台を保っていたが、政府預金の増加と見合う形で足元では 2.9 兆ドルまで減少している。QT を続けると、オレンジ色のリバースレポの削減余地が乏しい中で、政府預金の増加と相まって、準備預金、すなわちドル流動性の減少を加速する懸念があった。Fed が（2025 年）12 月に QT を終了したのは、それに歯止めをかけ、潤沢な流動性水準を維持することで金融市場の混乱を未然に回避することが目的だったと類推する。

QT が停止されたことに伴い、Fed のバランスシートは（新型コロナウイルス感染症による）2020 年の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た。それでも Fed は、準備預金への付利の仕組みにより短期金融市場のレートをコントロールすることができるので、金融調節上の支障はない。

第二の防衛線は、Fed の常設レポファシリティだ。**〈図表 11〉**に並べたように、スタンディングレポファシリティ（SRF）と呼ばれる米国内民間金融機関向けと FIMA レポファシリティ（FIMA）と称される海外金融当局向けの 2 種類がある。いずれも、2019 年から 2020 年の市場混乱の教訓を受けて設立された。左の SRF は、Fed がニューヨークに拠点を有するプライマリーディーラー

と適格銀行の計 69 先に対して米国債等を担保に資金供給を行う制度。日銀で言えば「買現先オペ」に相当するこの仕組みは、レポレートの高騰などの市場混乱を抑えることを目的としている。日本の金融機関では、プライマリーディーラーとして、大和証券キャピタル・マーケットアメリカのほか、野村 HD、三井住友 FG、三菱 UFJFG、みずほ FG の証券系現地法人が、また銀行系ではメガ 3 行（三井住友銀行、三菱 UFJ 銀行、みずほ銀行）と農林中央金庫が適格参加者となっている。これは安心材料。

右の FIMA 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（連邦準備銀行）に口座を有する先は、金融市場にストレスが発生するような場合、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 12>**に概要を示した主要 6 中銀によって構成されるドルスワップ網。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（防御策）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、それぞれの市場における公開市場操作を通じて世界中に供給される。ニューヨーク時間以外の時間帯でもドル供給が可能なのが大きな特徴で、日本では 31 行の地方銀行を含め、全 87 先の金融機関がドルオペ適格先になっている。

**<図表 13>**は、スワップ網の発動実績。左の山の国際金融危機と真中の欧州債務危機では青色の ECB（欧州中央銀行）が最大のドルの取り手だったが、右の山のコロナ危機では緑の日銀が最大の取り手となった。ドルスワップ網は「世界の最後の貸し手 (Global Lender of Last Resort)」とも呼べる機能で、日本の金融機関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の重要性は以前にも増して大きい。本制度の存続は日本経済にとって死活問題と言える。Fed はその中核として大事な役割を果たしてきたが、トランプ大統領は、「なぜ米ドルを無制限に他国に貸し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、との認識を大統領自身にも深めてもらう必要があるように思う。

### 3. 中国経済

#### （経済動向全般）

次に、もう一つの経済大国である中国の状況を概観する。中国経済を象徴するキーワードは、「米中貿易摩擦の激化」、「デフレ圧力の継続」、「内需喚起の必要性」の 3 点。まず米中貿易摩擦は、足元では一時休戦状態だが、トランプ大統領が対中相互関税を一時 100% 超まで引き上げ、中国も同等の報復関税で応じたことが、世界経済および中国経済に大きな影響を及ぼした。中国の実質 GDP 成長率は、**<図表 14>**の左図に示す通り、純輸出の寄与度が縮小して 2025 年第 2 四

半期以降停滞している。関税協議は「一時休戦」にすぎず、2025年11月4日の大統領令では不履行時の追加関税措置が明記されており、中国によるレアアース輸出規制も相まって、先行きの不確実性は依然高い。

中国国内のデフレ問題も根深い。右図上、黒線で表した消費者物価指数は、2025年中0%近傍で推移。青線のGDPデフレーターも一年を通じてマイナス圏で推移した。物価の停滞は、過剰設備と需要不足の両面から、マクロの需給ギャップがマイナス、すなわち需要不足の状態にあるという中国経済が抱える根本的な課題を反映している。

デフレ環境の長期化を背景に、企業の投資意欲も冷え込んでいる。〈図表15〉上、青い太線で示した固定資産投資全体では、2025年は前年比で-3.8%と、2020年以来初めてマイナスに転じた。セクター別に見ると一番下のオレンジ色の線で表した不動産開発投資の落ち込みが-17.2%と最も顕著。不動産開発を除いたベースでも囲み内に記載したように、2025年の累計で前年比0.5%減と、2020年以来初めてマイナスとなった。不動産不況の影響が他の産業にも及んでいることに加え、トランプ関税の先行き不透明感から企業が投資を控えている面もあると考えられる。内需の喚起が中国経済にとって、喫緊の課題であることをこのグラフは物語っている。

### (不動産開発業者対策)

中国経済の問題の淵源は住宅不動産開発業者の経営悪化問題。無論、対策が講じられてこなかったわけではない。例えば、中国政府は不動産不況のテコ入れ策として、2024年5月に、〈図表16〉に示すような仕組みを構築した。具体的には、地方政府に指定された国有企業が、不動産業者から売れ残り完成住宅を買って保障性住宅に転換した上で低所得者に販売や賃貸をする。そして、そのための所要資金を、大手国有銀行が貸し出し、これを中国人民銀行が収益支援を兼ねて低利でバックファイナンスするものだ。

しかし、この政策の発表からすでに1年半が経過したにもかかわらず、政策効果はこれまでのところ限定的で不動産在庫の解消は進んでいない。一部報道によると、2025年8月時点で承認された融資は、中国人民銀行が準備した貸出枠3,000億元のわずか6%未満にとどまっているという。中国では米国デトロイトの都市面積を上回る合計約4億平方メートルもの過剰在庫が依然として残存しているといわれている。大手不動産会社「Evergrande」の上場廃止や経営危機が2025年相次いだこともセンチメントの改善を妨げてきた。

私は、日本の経験からしても、このスキームが目指す方向性は正しいと評価しているが、政策効果が十分発揮できていないのには、いくつかの理由があるとみている。基本的な問題は、売却価格と収益性のミスマッチ。すなわち、不動産開発業者から見ると、売れ残り住宅の売却価格は、原価や期待収益を下回ることが多いので、売却インセンティブが乏しいようだ。一方、買い手側の国有企業から見ると、保障性住宅転用後の販売価格や賃料が低いため、投資採算を確保できない問題がある。さらに、国有企業に貸し出しを行う銀行は、低収益の住宅資産を担保とする融資が不良債権化するリスクを意識して貸し出しを躊躇（ちゅうちょ）することがあるよう

だ。結局、銀行・地方政府・開発業者の関係者間で納得できる価格の合意形成がなかなか進まないことが妨げとなっていると思う。

関連報道によれば、中国政府はこれらの制約を除去するために、本スキームの拡充に乗り出す意向であるという。詳細は不明であるが、売却先を地方の国有企業にとどまらず、大手国有企業や不良債権処理会社も加える方針とされている。これらの企業は、国有銀行経由で中国人民銀行が準備した 3,000 億元の資金を活用できる見通し。これと併せて、国有企業への柔軟な不動産販売価格が設定できるよう、価格上限の撤廃も検討されているようだ。一連の拡充措置で本来企図されていた政策効果が発揮されることを期待したい。

### (第 15 次 5 年計画の基本方針)

〈図表 17〉は、2025 年 10 月に開催された「四中全会」において、中国政府が公表した 2026 年～2030 年を対象とする第 15 次 5 年計画の基本方針。個々の施策の説明は省略するが、「質の高い発展」の推進、「新質生産力」の育成を通じた技術革新の加速、「国内経済、国際経済の双循環」という 3 つの柱から成る。その核心は、次の 30 年を見据えた成長戦略の強化にある。とりわけ、製造業の高度化、AI、量子技術、先進材料といった先端分野への重点投資が成長戦略の中核に位置付けられている点は注目に値する。

先端分野については、2025 年に話題となった「DeepSeek ショック」は、中国が AI 分野においてすでに相応の技術蓄積と実装能力を有することを示す象徴的な出来事だった。AI が製造、物流、サービス分野へ本格的に浸透し、生産性向上とコスト削減に結び付けば、中長期的には潜在成長率を押し上げる可能性が十分ある。

もちろん、こうした先端分野の躍進と裏腹に、中国の構造的課題として「内巻」の問題も無視できない。内巻とは、国内市場における過当競争や価格引き下げ圧力が企業収益を圧迫し、デフレ傾向を強める問題を指す。先端技術分野でも、過剰投資や同質化競争が進めば、短期的には効率性を損なうリスクがある。内巻問題への対処としては、産業再編などを通じて競争の質を高めていけるかがポイントになる。それができれば、内巻は、淘汰と集約を経た次の成長段階への過程と位置付けることも可能だろう。

いずれにせよ、中国経済の実像を見誤らないためには、デフレや不動産不況ばかりに目を向けるのではなく、戦略的に推進される技術競争力の強化や、国内の過当競争問題への取り組みといった多面的な側面を併せて捉える視点が欠かせないと思う。

### (日中対立の影響)

日中関係は、高市総理の台湾有事を巡る国会答弁を契機に対立が深まった。日本経済への影響は、〈図表 18〉が示す大和総研の試算によると、中国政府による日本への渡航自粛要請により、2012 年の尖閣諸島国有化時と同程度に中国人訪日客が減少した場合、右図に示すように、日本

の実質 GDP は 0.7 兆円、率にして 0.1%縮小する。自肅要請が長期化し対中輸出にも悪影響が広がれば、GDP は 2.3 兆円、率では-0.4%に拡大する。中国政府がレアアースの対日輸出規制に実際に踏み切ると影響がさらに拡大することは避けられないと思う。

私は、言論 NPO が 2025 年 11 月に北京で主催する「東京・北京フォーラム」に出席する予定だったが、高市発言を受け同フォーラム開催は急遽（きょ）キャンセルされた。実は、このフォーラムでの日中対話は、尖閣諸島国有化で両国関係が冷え込んだ時も、途切れることなく継続されてきた。それが初めて中止となったことからすると、今回の対立は相当長引く可能性が高い。

## 4. 日米の金融政策

### (1) 米国金融政策

#### (利下げ)

次に米国の金融政策について。まず、Fed は 2025 年 12 月 9 日、10 日の FOMC (Federal Open Market Committee) で、FF 金利の誘導目標を 0.25%引き下げ 3.5-3.75%とした。利下げは同年 9 月、10 月に続き 3 会合連続。連続利下げの決め手となったのは雇用情勢。米労働市場では、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 19〉**が示すように、雇用統計の速報値が改定されるごとに過去にさかのぼって下方修正され、2025 年 5 月以降は、雇用の伸びがほぼ止まっている。Fed は、「雇用のダウンサイドリスクが高まった」との判断から利下げに踏み切った。

Fed は他の主要中銀と異なり、「物価の安定」に加え「雇用の最大化」という 2 つの使命を担う。雇用面は、今述べたように弱いが、一方の物価面では、関税の影響が出尽くしておらずインフレは沈静化していない。それ故、先行きの政策運営についての FOMC メンバーの見方にもばらつきがみられる。FOMC の 19 人のメンバーの先行きの金利見通しを示した**〈図表 20〉**「ドットチャート」を見ると、2026 年のメディアン値は赤丸で表した 3.25-3.5%なので、今年の利下げは一回との見通しが示されている。ただ、内部で意見の割れ方は大きい。2025 年 12 月の利下げにも 3 人のメンバーが反対票を投じたが、2026 年は、黄丸の 7 人のメンバーが「利下げ不要」の立場だ。一方、黒丸の追加利下げ派の利下げ回数は 2 回から 6 回まで大きくばらついている。

パウエル議長は、政策金利の水準は、景気を刺激も後退もさせない中立金利の推計範囲にまですでに低下したとして、「追加的な利下げ判断には経済動向を見極め十分時間をかけることができる良いポジションにある」と述べている。この議長コメントやドットチャートには、利下げ打ち止めの可能性が示唆されているとも思えるが、その後、公表された 2025 年 12 月 FOMC の議事要旨を読むと、インフレの上振れリスクが収まれば、今後の議論の焦点は、「追加利下げの可否」ではなく「次の利下げの時期」であると受け止めて良いように思う。

## （流動性供給）

2025年12月FOMCでは、この1、2か月間に短期金融市場の金利が跳ね上がる局面が見られるようになっていたことから、Fedによる新たな流動性供給措置が講じられることとなった。〈図表 21〉は、主要な金利の推移と、先ほど説明したFedの常設レポファシリティであるSRFを通じた資金供給残高を重ねたグラフ。シャドーは、FF金利のターゲットレンジを示す。グラフにあるように、破線のFF金利はターゲットレンジのほぼ中央を安定的に推移しているが、ヘッジファンドを含め銀行以外のノンバンクも取引を行う赤線のレポのレートは、最近ではレンジ上限に接近し、時にはターゲットを突き抜けている。そのような場合には、棒グラフで示すFedのSRFによる資金供給が増加して金利上昇を抑制している様子が見えてくる。特に、2025年末には年末越資金を潤沢に供給するため残高が大きく膨らんだ様子が見て取れる。

こうした市場動向を踏まえ、12月のFOMCでFedは、SRFに加えて「能動的な流動性供給」を行うことを決定した。具体的にはTBのほか、必要があれば、残存期間3年以下の国債も買入れることにより、当初400億ドルの資金供給を行い、その後も短期金利の上昇圧力を抑え込むために十分な流動性水準を維持する方針を示した。パウエル議長が記者会見で述べていたように、本措置には「金融政策スタンス」の意味合いはなく、市場安定化のためのオペレーションと位置づけられる。

## （2）日本の金融政策

### （政策金利引き上げ）

続けて日本の金融政策。日銀は、2025年12月の金融政策決定会合で政策金利を0.25%引き上げ、0.75%とすることを決定した。政策金利が0.75%となるのは、1995年以来実に30年ぶり。前回の利上げ局面では、私は金融市場局長で福井総裁（当時）の指示を受け1%到達を目指していたところ、リーマン破綻に遭遇し0.5%で止まった。今回0.75%に引き上げることができたのは、日本経済がデフレという慢性病を克服し基礎体力が回復していることの証左でもあると思うと、「やっとここまで戻ってきた」というある種の感慨を覚える。

この先の政策運営について。〈図表 22〉は先週（2026年1月）公表された日銀の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）に示された見通し。本表にあるように、日銀は、生鮮食品を除いたCPIは今後、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとので、政府の物価高対策の効果もあって、2026年前半にかけて、一旦2%を下回る1.9%まで低下する、という見立てだ。確かに食料品の値上がりの勢いは次第に収まっていくとは思いますが、私はそれを勘案してもなお、物価には上振れリスクが残ると思う。

その要因として、3つの要因を指摘できると思う。第一は、強い人手不足感を背景に、本年以降も高めの賃金上昇が続くこと、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

る動きが続くとみられること、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だ。

物価は、**〈図表 23〉**の上段に示した式で示すように、マクロの需給ギャップと中長期予想物価上昇率という2つの要因によって決まる。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。デフレが長引いたのもそのためだと言える。

その実際の物価上昇率は、2025年12月は前年比+2.4%。**〈図表 24〉**で示すように、前月の3%からは、電気代、ガソリン、都市ガスなど青色のエネルギー価格が、政府の物価対策の効果が寄与する形で低下した。それでも、黄色の食料品価格の上昇を主因に、足元まで45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で前年比7%近く値上がりしており、人々の体感物価はCPI統計上の全体の伸び率よりもかなり高いのではないかと感じる。ちなみに、身近な品目で、なかなか値上げできないイメージの強かった牛丼の価格も、2020年に387円だった並盛が足元では500円と3割も値上がりしている。

このように、実際の物価高が長く続くと、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。私自身は、これまでの利上げのペースはやや遅かったと感じている。今述べた物価のアップサイドのリスクにも配慮して、「behind the curve」に陥らないよう政策を運営していく必要があると思う。

(非公開部分、中略)

## (ターミナルレート)

今後、どこまで金利を上げるのか、という論点については、定性的には、景気を刺激も冷やしもしない「中立金利」近傍まで、ということになる。「実質中立金利」と言える $r^*$ （自然利子率）については、**〈図表 26〉**の日銀の公表資料で示された各種推計結果は、右端の直近では-1%から+0.5%程度の範囲に分布している。仮に、 $r^*$ が-0.5%とすると、2%の物価上昇率を勘案した名目の中立金利は1.5%となる。OIS (Overnight Index Swap) と呼ばれる市場金利を見ると、2年先の政策金利見通しが1.75%に達しているため、これは不自然な水準ではない。

日銀展望レポートでは、2%の「物価安定目標」が達成されるのは、2026年度後半から27年度中のいずれかのタイミングという趣旨の見解を述べている。仮に、2027年の半ば頃に物価安定目標が達成されると仮定し、中立金利が1.5%として、それまでに政策金利がその水準に到達するためには、今後、約半年に1回のペースで0.25%ずつ利上げを行うことが必要になる。

ただ、潜在成長率が上がると中立金利も高くなるという関係があるので、中立金利の水準を固

定的に捉えることはできない。例えば中立金利が、1.5%より高い 1.75%とか 2%だとすると、より急ピッチでの利上げが必要になる。そうしないと市場からは「behind the curve」だと見られてしまい円安が進む可能性がある。

中立金利の目安を示すことは、どこまで利上げをするかのヒントを市場に示すという意味で政策の分かりやすさだけでなく、長期金利の安定にも寄与すると考える。長期金利は、短期金利の将来のパスの平均であるので、政策金利の行き着く水準の目安を示すことで、長期金利は市場でより円滑に形成されるようになると思われる。市場の関心は、今後の政策金利の経路に移っているだけに、日銀が推計する中立金利の水準につき、今よりも少し範囲を狭めた上で目安を公表することは、検討に値すると考える。

## 5. 中央銀行の独立性

次に、日米中央銀行の共通課題である独立性について触れる。米国ではトランプ政権が露骨に Fed の政策や人事に介入している。そこで、まず、米国の制度について概観する。FOMC は、**〈図表 27〉**に掲げた 19 人で構成され、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。新たに就任したスティーブ・ミラン理事に加え、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入れ替えると、理事会の過半である 4 名をトランプ派が占めることになる。

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、金融政策の実行部隊であ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 年ごとに交替する輪番制がとられている。地区連銀総裁の選任は最終的には理事会の「承認」を要する。また、理事会は地区連銀総裁の解任権も有する。したがって、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 28〉**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。太線下に示した「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」が何かは明確には定められていないが、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。この点は、米国の仕組みと同様。

「物価の安定は、専門家集団である中央銀行に委ねるべき」という考え方が、中央銀行の独立性の根幹にある。これは、インフレに苦しんだ各国の過去の歴史の教訓から生み出された知恵だ。ところが、政権の Fed への介入は続き、パウエル議長は、Fed 本部の改修工事に関する 2025 年夏の議会証言について、刑事訴追の可能性を示唆する大陪審への召喚状を司法省から受け取ったことを翌年 1 月 11 日に明らかにした。

これまでは「大人の対応」をしてきたパウエル議長だが、これに対しては、ビデオメッセージを公表して「刑事訴追の脅しは、大統領の意のままにならない Fed に対する言いがかりだ」と、今度ばかりは真っ向から反論、対決姿勢を鮮明にしている。今後の展開によっては、パウエル氏は、今年（2026 年）5 月の議長任期満了後も Fed 理事として 2028 年 1 月までの任期いっぱい残留する、あるいは、反トランプの他の理事と結束して、トランプ大統領によって任命される Fed 新議長が、理事の互選で選出される FOMC 議長に就任することを阻止する、といった対抗措置に出る可能性も排除できない。

（2026 年）1 月 13 日には、世界の主要な中央銀行のトップが、Fed 並びにパウエル議長への連帯と支持を連名で表明する異例の緊急声明を出した。物価の安定と金融システムの安定という共通の使命を担う各国中央銀行は、テクノクラートとしての中央銀行業務に関する専門知識と、それに基づき使命完遂を目指す強固な意志に支えられた組織文化とを共有し強い絆で結ばれている。特に、国際的な金融危機に対処するような場合には、相互信頼に基づく連携が鍵となる。

典型的な事例は、リーマン破綻直後に導入した 6 中央銀行によるドルスワップ網。これは、先述したように、Fed を核とした「世界の最後の貸し手」と呼べる機能で、国際金融危機へ対処する上で最も大きな効果を発揮した。私自身が現場の責任者として関与した過程については、自著『最後の防衛線』<sup>3</sup>でも記したところだが、かつてない規模の中央銀行の協調の仕組みが、わずか 3 日のうちに創設できたのは、関係する中央銀行がお互いに「独立した中央銀行として判断を下せる」との長年育まれてきた信頼関係があったからこそだと振り返っている。

独立した中央銀行としての機能を発揮するための大前提は、合議制の委員会がバランスの良い構成となっていること。日銀の政策委員会についても、多様な経験とバックグラウンドを有するメンバーが集まって議論を尽くすことで適切な政策運営が確保される。日銀では、今年（2026 年）には、二人の審議委員の任期が到来する。総理には、政策委員会が偏りのないバランスのよい構成となるよう適切に任命権を行使していただきたいと切に願っている。

## 6. 持続可能な財政構造の確立

最後に、国内ではまだ、やや意識が希薄な、「持続可能な財政構造の確立」の必要性を取り上げる。日銀の国債買入れの縮小によって、この先、徐々にではあるものの、日銀保有の国債が減

<sup>3</sup> 中曾宏『[最後の防衛線-危機と日本銀行](#)』（日経 BP・日本経済新聞出版、2022 年 5 月）

っていく。すると、国債の発行が減らない限り、その分を誰か他の買い手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」や預貸率面での制約があるので、保有残高を増やせる余地は限られる。すると、必然的に、海外投資家に依存せざるを得なくなる。

その海外投資家は、一般に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いるが、そもそも、日本の財政ポジションは国際的に見ても突出して悪い。〈図表 29〉のグラフは、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だ。これを見ると、日本の現状がいかに outlier (外れ値) であるかを改めて認識できる。特に、「政府債務 GDP 比率」は約 250%と、はるか右方向にある。海外投資家は、日本の財政バランスを勘案して、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。高過ぎる長期金利は实体经济にとって逆風になる。

現実に、長期金利は騰勢を強めている。〈図表 30〉は主要国のイールドカーブの形状変化。各国とも財政が膨張しているので、イールドカーブは 2025 年 4 月以降、おしなべて上方へシフトしているが、特に日本では、残存 10 年以上の超長期ゾーンで生命保険会社や年金基金等の国内の機関投資家の需要が減退しており、代わりに海外投資家が参入していることもあって、このゾーンの金利上昇幅が顕著に大きく、スティープ化が進んでいる。

日本の財政ポジションに対する懸念は格付けにも表れている。〈図表 31〉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けは趨勢的に低下しており、現在はシングル A 格で G7 諸国の中では下から二番目、BBB 格転落まで「土俵際一杯」。この間、イタリアはメローニ政権が財政規律強化に明確に舵を切っており、イタリア国債の格付けは今後引き上げられる可能性もある。そうなると、イタリア国債との格付逆転も視野に入ってくる。

格下げリスクの市場への影響という点では、〈図表 32〉のフローチャート上、右の赤枠で示すように、長期金利の上昇に繋がる。そして、円に対する信認の低下が円安圧力を生み出す。これに加えて、左側、金融政策面で日本の利上げが遅れてインフレが加速する可能性が海外投資家の間で意識されていることも円安圧力を増している。週末 (2026 年 1 月第 4 週) にかけては、介入警戒感から円高に振れたが、流れは円安だ。今の為替円安は、日本の財政バランスのさらなる悪化懸念を反映している面がかなりあると考えざるを得ない。

国債の格付け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けにも影響を与える。〈図表 33〉に見るように海外格付機関による日本の銀行の格付けが国債の格付け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、近年のフランスでも起きた。フランスでは財政バランスの悪化懸念から、2025 年、S&P とフィッチの 2 社に格下げされた。これを受け、主要銀行の格付けも同じ幅で引き下げられた経緯がある。

銀行の格下げは信用の低下を意味するので、銀行の外貨調達にはプレミアムが上乘せされる。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。もう記憶の彼方かもしれないが、1997 年～1999 年の日本の金融危機のピ

ークには、日本の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。

〈図表 34〉は、BIS 統計に基づく銀行の国際与信残高推移。国際与信とは、海外向け投融資を指し、大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、リーマン破綻前とは様変わりし、今や世界最大の国際与信者。与信の拡大に伴い、調達サイドでもドル依存度を高めている。このため、万が一、日本国債が格下げされた場合、ドル調達が困難になることによる経済への影響は、以前より格段に大きくなっていると考えておいた方がよい。

確かに、今はインフレ進行もあって税収が増えていることから、日本国債の格下げが差し迫っているわけではない。しかし、市場の perception（受け止め方）は恐ろしいほど突然変わる。かつて、日銀で私は日本国債の格下げを巡り、海外格付機関に反論する役割を担った経験があるが、日本の現在の財政バランスを見ると、もし同じ立場にいたら、残念ながらとても有効に反論できる自信はない。今日まで大丈夫だったから、明日も大丈夫、と高をくくり、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。幸い信認が完全には失われていない、今のうちに、「持続可能な財政構造の確立」に向けた確かな信頼できる道筋を示すべきだと考える。その場合の要諦は、「経済的な苦境を強いられている人々への支援」と「成長力強化」とに財政出動のターゲットを絞った上で、政府の投資支出について、成果を検証しながら、歳出・歳入を多年度でバランスさせていくことだと思う。

## （結語）

本日述べたような大きな変貌を遂げつつある国際秩序の中で、日本がどのような進路を選ぶかは今後の課題だが、先週（2026年1月）のダボス会議（世界経済フォーラム年次総会）でカナダのマーク・カーニー首相が演説で述べたことは、日本にとっても示唆に富む。その趣旨は、大国の覇権主義により国際秩序が「破断 (rupture)」した中で、価値を共有する中堅国家 (middle power) が自らの「強み (strength)」を生かしながら結束することにより影響力を行使していくことができる、というものだ。強みとして、日本には相応規模の経済、財政再建が前提となるが国際準備通貨の円、そして、過去半世紀の間に経験した銀行危機やデフレへの対応で蓄積されてきた課題先進国としてのノウハウがある。

最近、頭の中でリフレインする（繰り返し思い起こされる）のは、Mark Twain の「歴史は繰り返さないが、韻を踏む — History doesn't repeat itself, but it often rhymes.」という言葉だ。国際秩序が崩れていく現実と直面し、私たちはたじろぎがちになるが、日本は、過去の様々な歴史的事態へ対処する過程で得られた知見を生かして「韻」を見出し、新たな進路を拓く「pathfinder」として国際社会に貢献していくことができるのではないかと思う。不確実性の高い世界ではあるが、日本にとっては、「middle power」の一員としてやるべきこともチャンスも多いことを強調して私の話を締めくくる。ご清聴に感謝する。

— 以上 —

## Trump2.0下の内外経済金融動向

株式会社大和総研  
理事長 中曾 宏

2026年1月26日

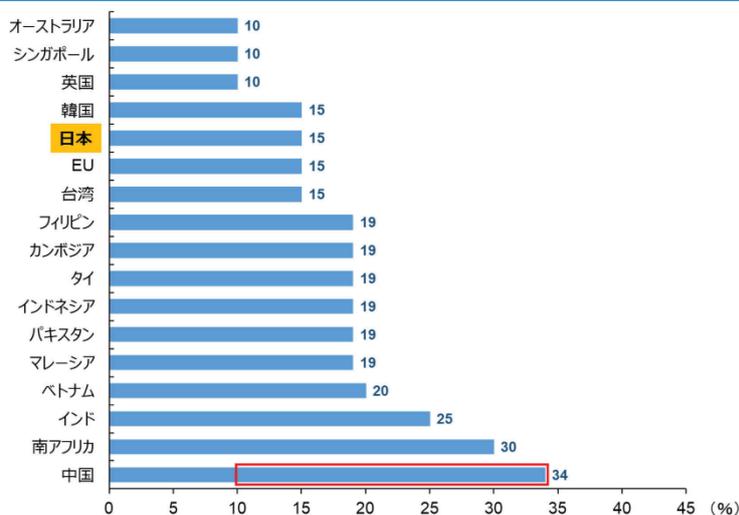
Daiwa Institute of Research

## IMFによる世界経済見通し（2026年1月版）

|           | 推計  | (%、%pt) |         |      |              |
|-----------|-----|---------|---------|------|--------------|
|           |     | 予測      |         | 修正幅  |              |
|           |     | 2025    | 26年1月時点 | 2026 | 25年10月→26年1月 |
| 世界        | 3.3 | 3.3     | 3.2     | 0.2  | 0.0          |
| 先進国       | 1.7 | 1.8     | 1.7     | 0.2  | 0.0          |
| 米国        | 2.1 | 2.4     | 2.0     | 0.3  | -0.1         |
| ユーロ圏      | 1.4 | 1.3     | 1.4     | 0.1  | 0.0          |
| ドイツ       | 0.2 | 1.1     | 1.5     | 0.2  | 0.0          |
| 英国        | 1.4 | 1.3     | 1.5     | 0.0  | 0.0          |
| 日本        | 1.1 | 0.7     | 0.6     | 0.1  | 0.0          |
| 新興国       | 4.4 | 4.2     | 4.1     | 0.2  | -0.1         |
| サブサハラアフリカ | 4.4 | 4.6     | 4.6     | 0.2  | 0.1          |
| 新興欧州      | 2.0 | 2.3     | 2.4     | 0.1  | 0.0          |
| ロシア       | 0.6 | 0.8     | 1.0     | -0.2 | -0.1         |
| 新興アジア     | 5.4 | 5.0     | 4.8     | 0.3  | 0.0          |
| 中国        | 5.0 | 4.5     | 4.0     | 0.3  | -0.2         |
| インド       | 7.3 | 6.4     | 6.4     | 0.2  | 0.0          |
| 中東・中央アジア  | 3.7 | 3.9     | 4.0     | 0.1  | 0.2          |
| 中南米・カリブ   | 2.4 | 2.2     | 2.7     | -0.1 | 0.1          |
| ブラジル      | 2.5 | 1.6     | 2.3     | -0.3 | 0.1          |
| ASEAN-5   | 4.2 | 4.2     | 4.4     | 0.1  | 0.1          |

(注) ASEAN-5は、ASEAN（東南アジア諸国連合）の創設メンバー国である以下の5カ国で構成される：インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ。  
 (出所) IMF "World Economic Outlook" より大和総研作成

## 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2026年11月10日まで適用が停止されている。  
(注2) 日本：2025年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）と同様の条件で相互関税率を適用。  
(注4) 台湾：米国商務省は2026年1月15日のファクトシートで、相互関税率の20%から15%への引き下げを発表。  
(注5) 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 © 2026 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

2

## 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%               | 15%                                | 15%                      |
| 対米投資要求    | 5,500億ドル          | 3,500億ドル                           | 6,000億ドル                 |
| 資金調達方式    | ローンなどの様々な方法が許可される | 3,500億ドルのうち2,000億ドルは現金             | ローンなどの様々な方法が許可される        |
| 備考        | 重要な農産物関税は維持       | 改造なしで輸入される米国FMVSS*準拠車両に対する5万台制限の撤廃 | 米国の工業製品に対する関税はゼロに引き下げられる |

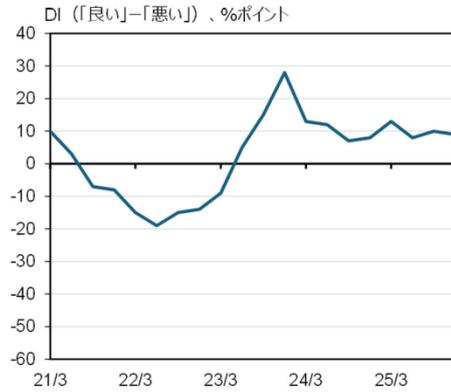
- (注1) 合意に基づき、日本は最低輸入米枠（Minimum Access rice scheme）の下で米国産米の調達量を75%増加させる必要がある。また、トウモロコシ、大豆、肥料、バイオエタノールを含む米国産農産物を年間合計80億ドル分購入する義務がある。  
(注2) 合意に基づき、EUも米国産の水産物および農産物の幅広い品目に対して優先的な市場アクセスを提供する。  
(注3) 合意に基づき、韓国は250億ドル相当の米軍装備品を購入し、少なくとも330億ドル相当の軍事装備品を在韓米軍に提供する必要がある。  
(注4) FMVSS: Federal Motor Vehicle Safety Standards（連邦自動車安全基準）  
(出所) 各種資料より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2026 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

3

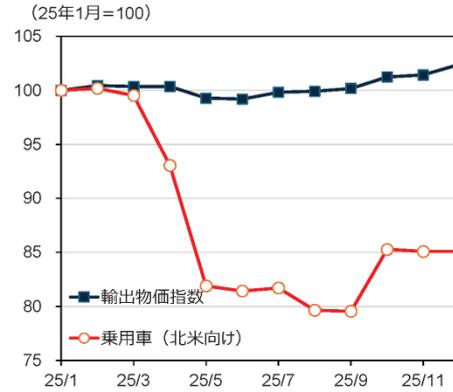
## 北米向け乗用車輸出

短観自動車DIの推移（大企業）



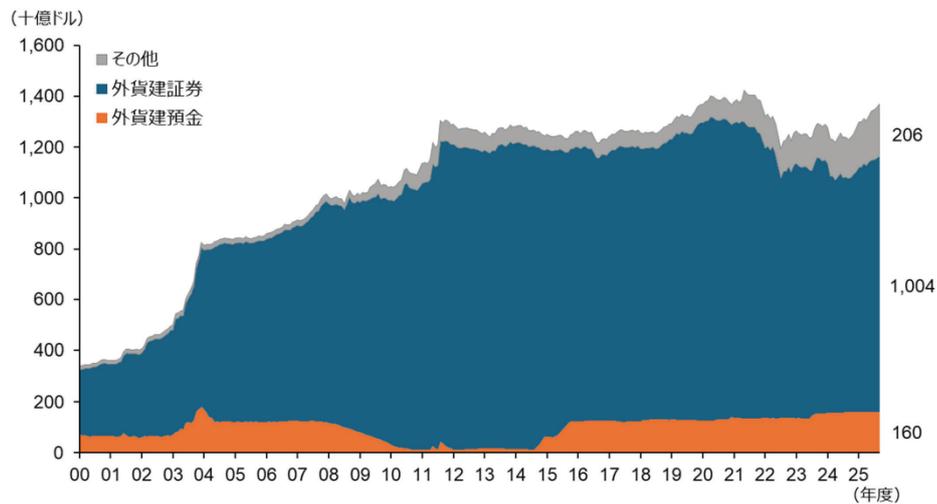
(出所) 日本銀行より大和総研作成

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

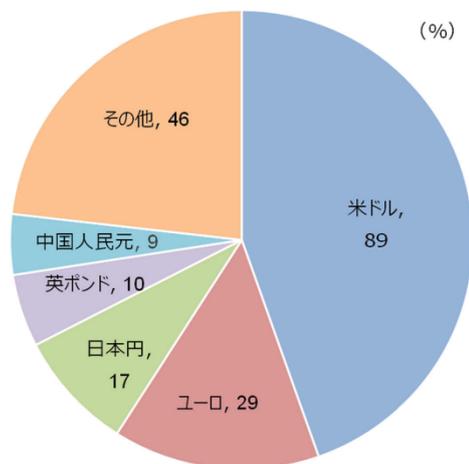
## 日本の外貨準備（外為特会保有分）の構成



(注1) 直近値は2025年12月末。  
(注2) 外貨建証券のうち、国債は74%(2024年度末時点)。  
(出所) 財務省より大和総研作成

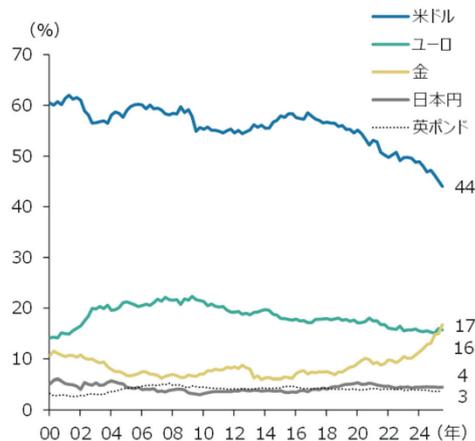
## 米ドル取引が世界の外為取引に占める割合と外貨準備のシェア

外国為替市場取引に占める通貨別割合



(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

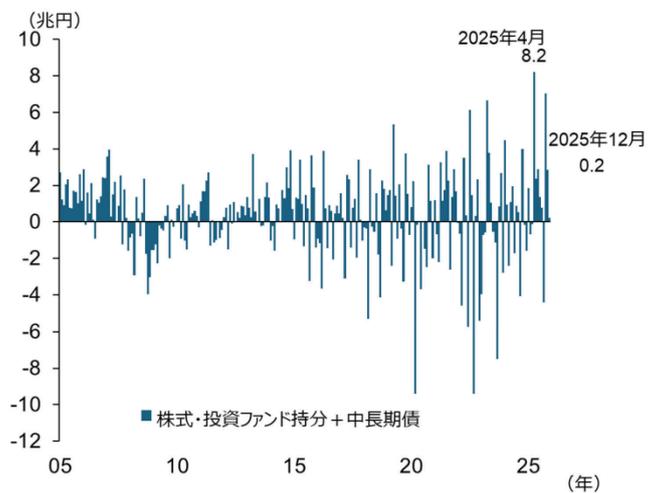
外貨準備の通貨別構成



(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2025年9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

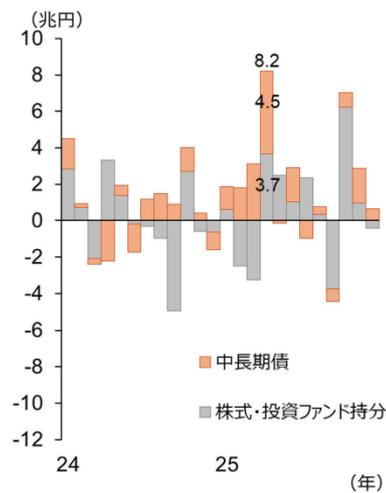
## 日本の対内証券売買契約等の状況 (月次・指定報告機関ベース)

長期時系列



(注) 直近値は2025年12月。  
 (出所) 財務省より大和総研作成

2024年以降



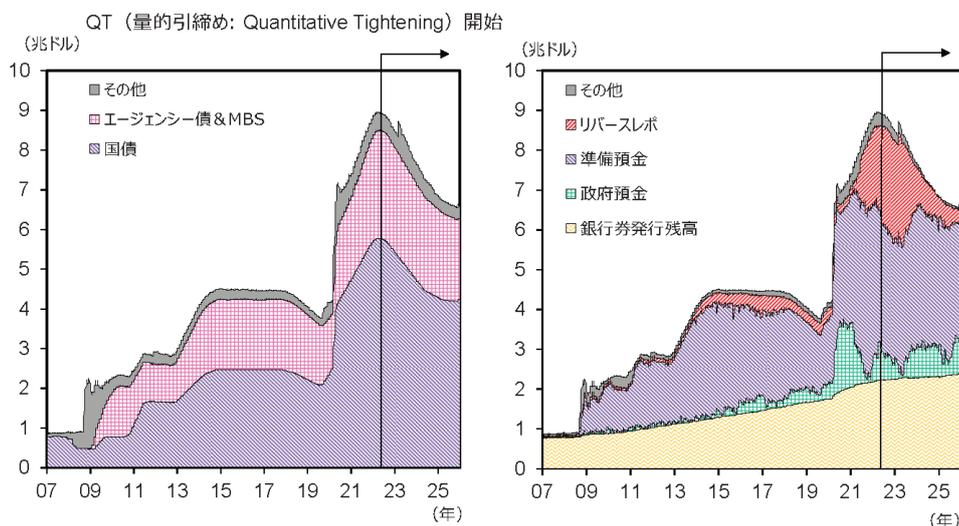
## 日本がさらなる資本流入を呼び込む可能性がある理由

- 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
- 資本コストと株価を意識した経営の浸透
- 事業ポートフォリオの見直しを受けたM&A（上場維持基準の厳格化が後押し）

## Fedのバランスシート

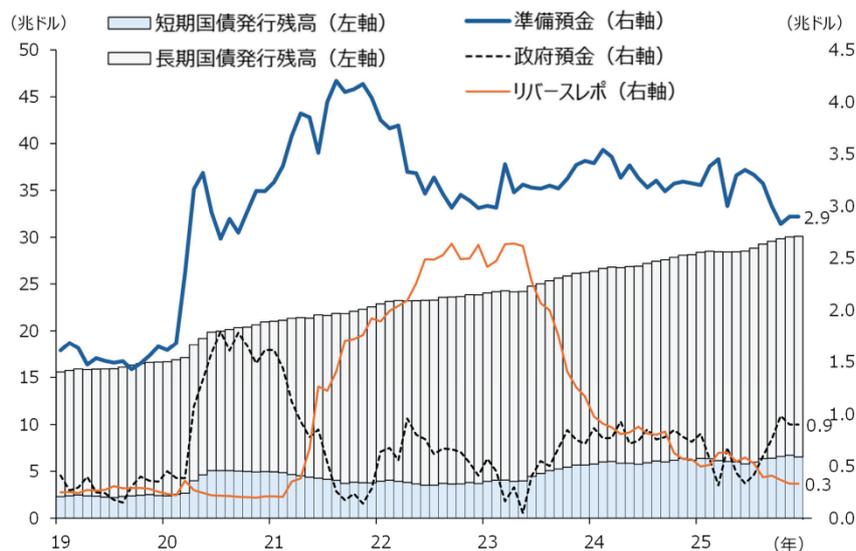
資産

負債



(出所) 米連邦準備制度 (Fed) より大和総研作成

## Fedのバランスシートの負債項目（準備預金、政府預金、リバースレポ）と国債発行残高の推移



(注) 短期国債はBills、長期国債はBonds、Notesの合計値。直近値は2025年12月。  
 (出所) 米連邦準備制度 (Fed)、米証券業金融市場協会、Haver Analyticsより大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2026 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

10

## Fedのレポファシリティ

### スタンディングレポファシリティ (SRF：国内向け)

2021年7月に導入された。

オペ対象先であるプライマリーディーラー・銀行に対し、米国債、エージェンシー債、エージェンシーMBSを担保にオーバーナイトの資金を供給する仕組み。対象先に需要があれば受動的に資金供給を行うことができるほか、ロールオーバー（借換え）も一定期間可能である

SRFは固定金利方式で、金利は3.75%（2026年1月20日現在）

対象は69先。うち、プライマリーディーラー26先、銀行43先。日本からは、みずほFG、三井住友FG、三菱UFJFG、大和証券、野村證券、農林中央金庫から計9先が参加

### FIMALレポファシリティ (海外金融当局向け)

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  
 SRFと同様一定期間ロールオーバーが可能である

オフアーレートは、オーバーナイトの場合はSRFの最低応札金利（3.75%、2026年1月20日現在）、1週間の場合は1週間物オーバーナイト・インデックス・スワップ（OIS）+25bps

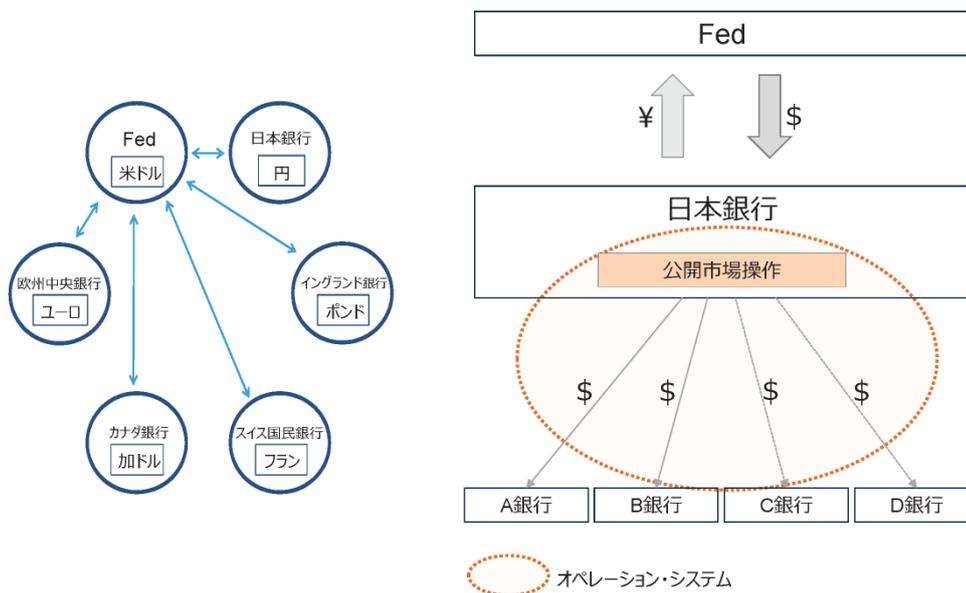
導入以前はFedからドルの供給を受けることができるのは、スワップラインを締結している一部の先進国中央銀行のみであったが、FIMALレポファシリティによって、ニューヨーク連銀に口座を持ち、米国債を保有する海外中銀・通貨当局であれば（FRBの承認が必要ではあるが）ドル資金供給を受けることができるようになった

(出所) 米連邦準備制度 (Fed) より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2026 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

11

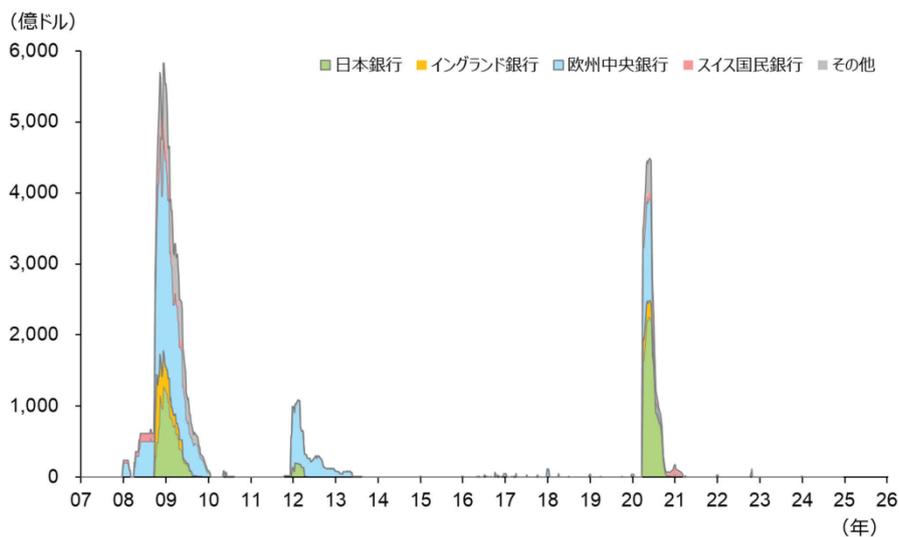
## スワップ網の進展



(出所) 日本銀行

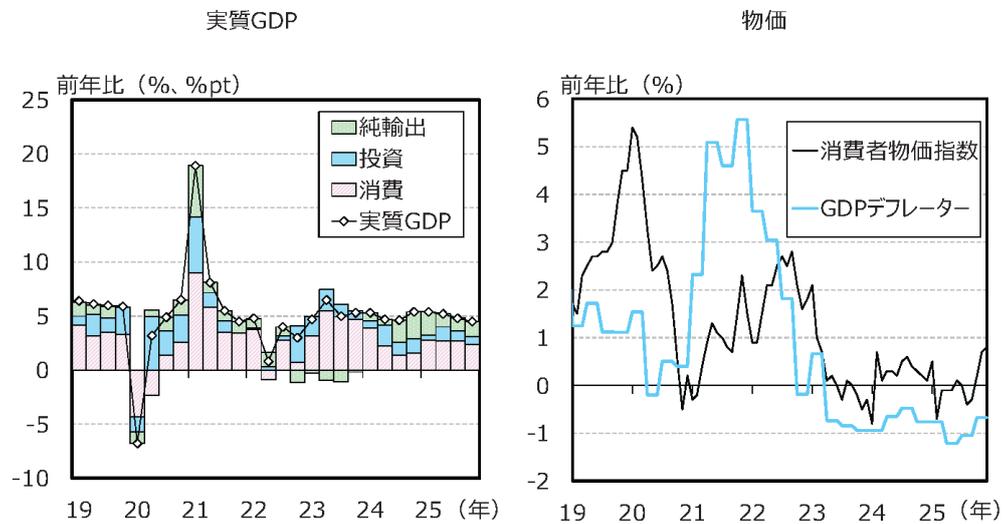
(出所) 日本銀行より大和総研作成

## 中央銀行ドルスワップの発動実績



(注) 直近値は2026年1月14日。  
(出所) ニューヨーク連銀より大和総研作成

## 中国の実質GDPと物価の推移



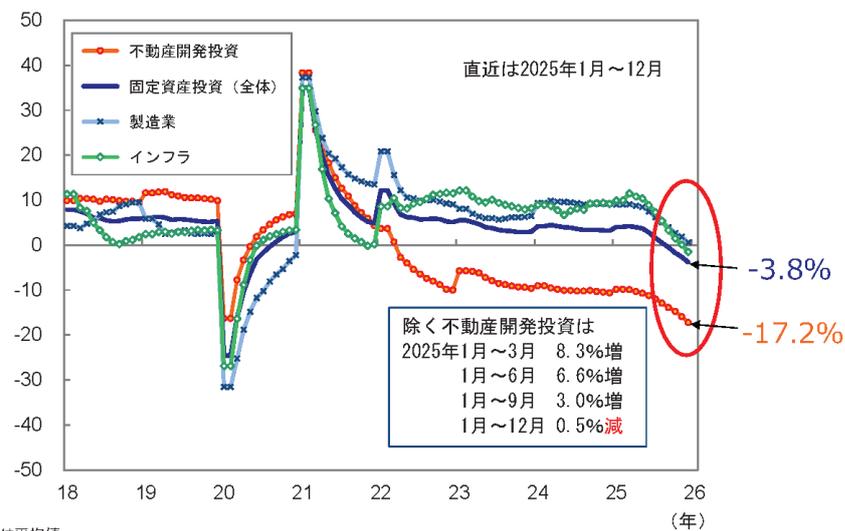
(出所) 中国国家统计局、Haver Analyticsより大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2026 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

14

## 中国の固定資産投資の推移

固定資産投資全体、分野別の推移  
(1月から累計の前年同期比、単位：%)

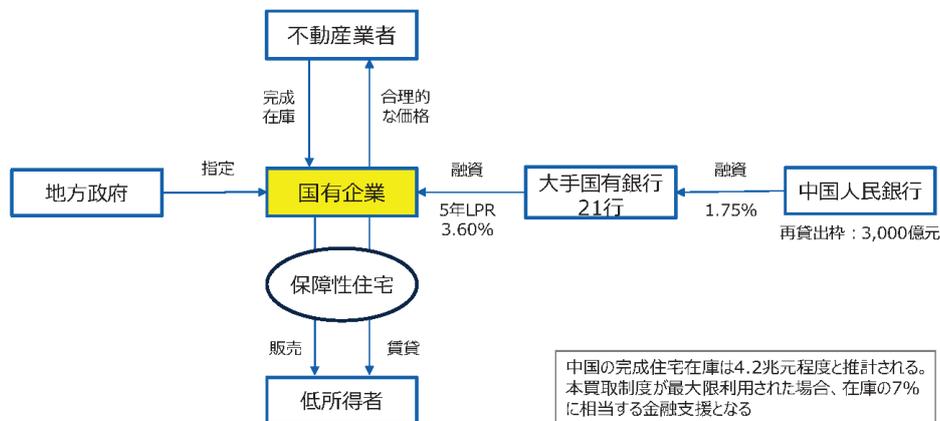


(注1) 1月～2月は平均値  
(注2) インフラ投資については、電気・水道・ガスを含むベースで計算  
(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2026 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

15

## 中国地方政府の売れ残り完成住宅在庫買取策



(注1) 2024年5月17日に発表された政策では中国人民銀行の再貸出枠（最大3,000億元）を国有企業向け融資の60%に充当できるとされていた。この制度を利用することにより、大手国有銀行は国有企業へ最大5,000億元の融資が可能であった。2024年9月24日の発表では、再貸出枠は3,000億元を維持したが、国有銀行は再貸出枠で得た資金をそのまま国有企業向け融資に充当する（再貸出枠の100%を融資に回す）ことが可能とし、国有銀行の資金調達負担は軽減された。

(注2) 関連報道によれば、中国政府はこの仕組みの拡大に前向きであり、地方の国有企業に限らず、大手国有企業や大手不良債権処理会社にも協力を求める方針だとされる。これらの企業は、人民銀行が本プログラム向けに2024年に割り当てた3,000億元（約6兆1,650億円）の資金を活用できる見通しである。

(出所) 各種資料より大和総研作成

## 第15次5カ年計画（2026年～2030年）の基本方針が確立

### 【ポイント】

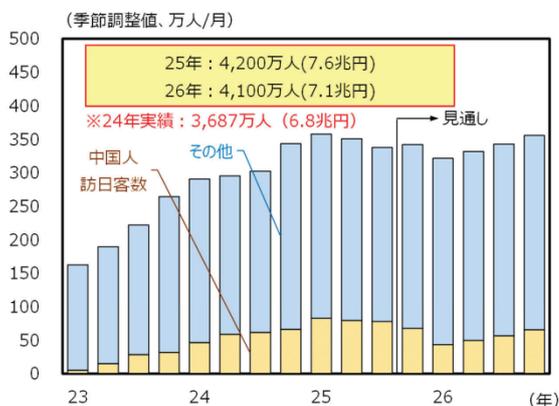
- 「質の高い発展」の推進
- 「新質生産力」の育成を通じた技術革新の加速
- 「国内経済、国際経済の双循環」

(注) 新質生産力とは、イノベーション駆動による高技術、高効率、高品質という特徴を備えた先進的な生産力のことであり、2023年9月に習近平氏が初めて言及した。

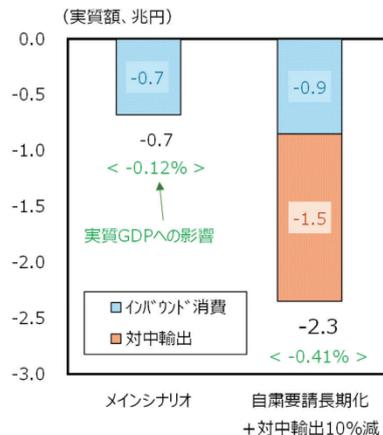
(出所) 中国共産党第20期中央委員会第4回全体会議コミュニケより大和総研作成

## 中国政府の渡航自粛要請の影響

訪日外客数の見通し



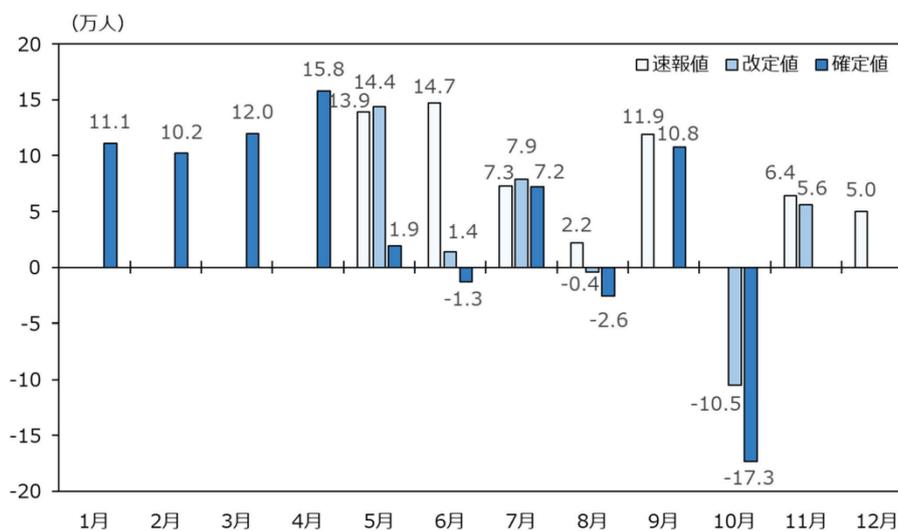
中国政府の渡航自粛要請による日本の実質インバウンド消費額・実質対中輸出額への影響



(注) 中国本土を対象とした試算。左図は大和総研による季節調整値、括弧内は実質インバウンド消費額 (GDP 統計における「非居住者家計の国内での直接購入」の実質額)。右図は 2026 年の影響。メインシナリオでは、中国人訪日客数に関して 2012 年 9 月の尖閣諸島国有化時と同程度の落ち込みと回復ペース (1 年 3 カ月程度) を想定した。「自粛要請長期化」シナリオでは、中国人訪日客数の回復に 2 年程度かかる場合を想定した。実質 GDP への影響は当社の短期マクロモデルを利用。

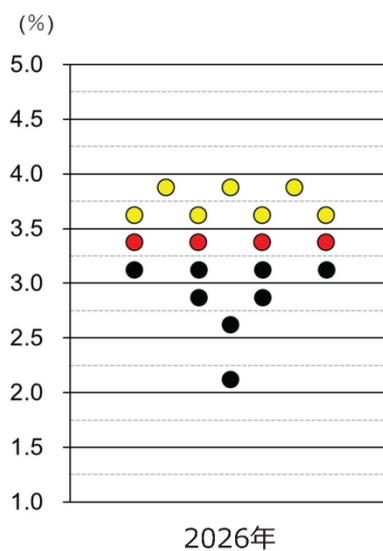
(出所) 内閣府、日本政府観光局、観光庁、財務省、日本銀行より大和総研作成

## 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 (BLS) より大和総研作成

## FOMC参加者の政策金利の見通し（2025年12月時点）

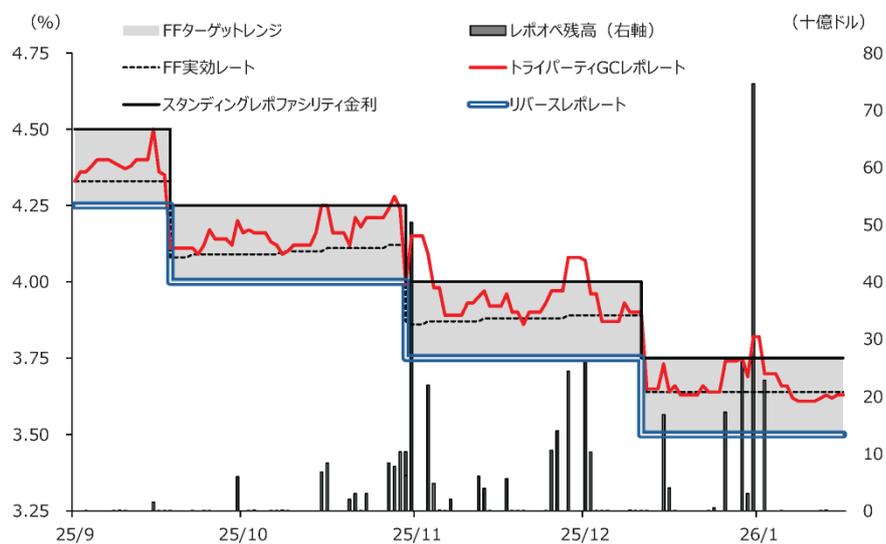


(出所) 米連邦準備制度 (Fed) より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2026 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

20

## 米国短期金融市場の主要金利とFedによるレポオペ残高の推移



(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 © 2026 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

21

## 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%              | 2025年度 | 2026年度 | 2027年度 |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 実質GDP             | 0.9    | 1.0    | 0.8    |
| CPI（除く生鮮食品）       | 2.7    | 1.9    | 2.0    |
| CPI（除く生鮮食品・エネルギー） | 3.0    | 2.2    | 2.1    |

（出所）日本銀行「経済・物価情勢の展望」（2026年1月）より大和総研作成

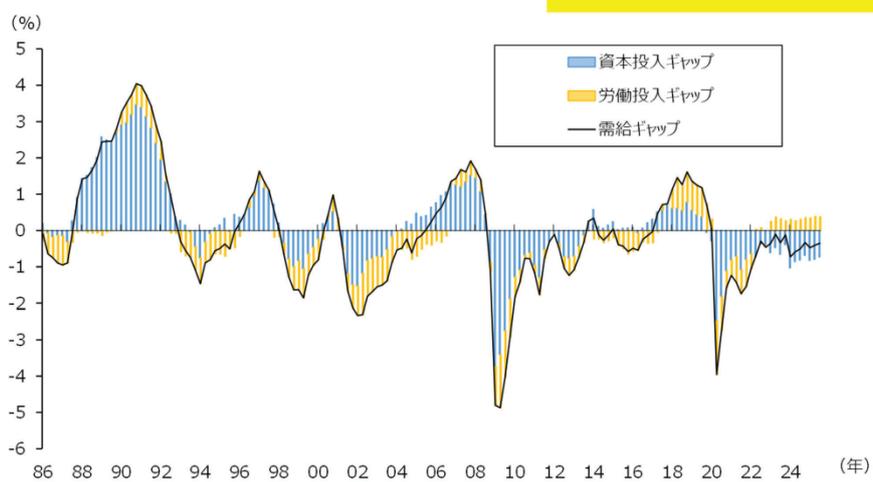
Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2026 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

22

## 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

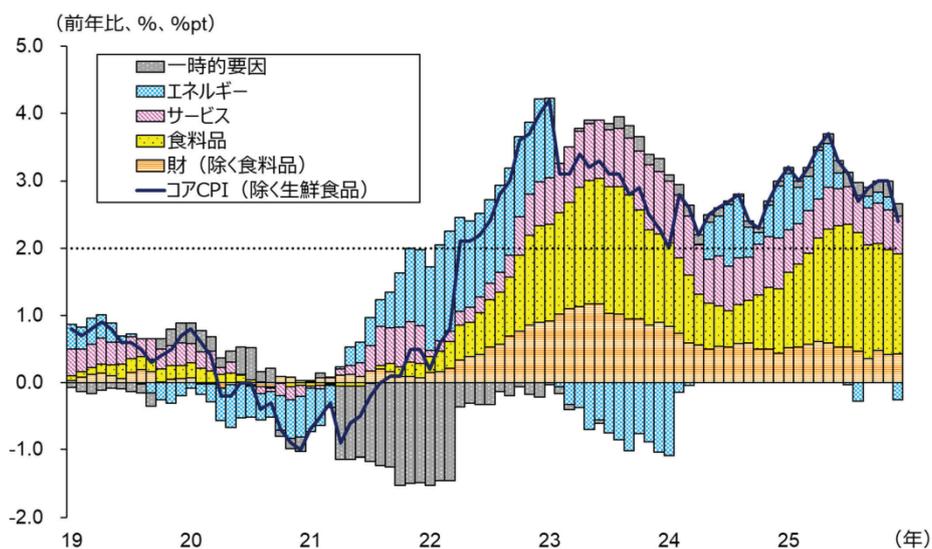


（出所）日本銀行統計より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2026 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

23

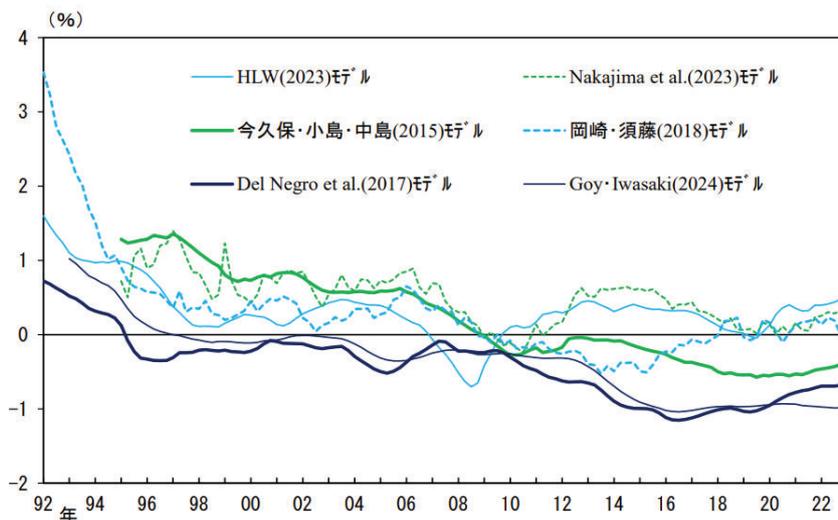
## 日本のCPIの推移と要因分解



(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。直近値は2025年12月。  
(出所) 総務省、日本銀行より大和総研作成

(非公開)

## 日本におけるr\*の動向



〔原注〕 Del Negro et al. (2017)モデル、HLW (2023)モデル、今久保・小島・中島 (2015)モデル、Nakajima et al. (2023)モデル、岡崎・須藤 (2018)モデルは、筆者らで推計を実施。Goy and Iwasaki (2024)モデルは、畑山・岩崎(2024)による推計値を用いている。  
 〔原出所〕 日本銀行、財務省、厚生労働省、総務省、内閣府、Bloomberg、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Google 入出指数 (出所) 杉阿徳、中野将吾、山本弘樹「自然利子率の計測をめぐる近年の動向」(日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.24-J-9、2024年8月)

## 米連邦公開市場委員会(FOMC)の参加者

| 2026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stofアー・ウォラー理事      | 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            | ヘス・ハマック (クリーブランド)    | 〃 (バイデン大統領)        | 2037年1月                   |
| ⑩ 有            | アナ・ポールソン (フィラデルフィア)  | 〃 (トランプ大統領)        | 2035年7月                   |
| ⑪ 有            | ロリー・ローガン (ダラス)       | 〃 (バイデン大統領)        | 2038年2月                   |
| ⑫ 有            | ニール・カシュカリ (ミネアポリス)   | 〃 (オバマ大統領)         | 2038年7月                   |
| ⑬ 無            | オースタン・ガールズビー (シカゴ)   | 〃 (バイデン大統領)        | 2034年8月                   |
| ⑭ 無            | トーマス・パーキン (リッチモンド)   | 〃 (トランプ大統領)        | 2028年1月                   |
| ⑮ 無            | メアリー・デイリー (サンフランシスコ) | 〃 (トランプ大統領)        | 2028年10月                  |
| ⑯ 無            | スーザン・コリンズ (ボストン)     | 〃 (バイデン大統領)        | 2032年7月                   |
| ⑰ 無            | シェリー・シュミット (カンザスシティ) | 〃 (バイデン大統領)        | 2033年8月                   |
| ⑱ 無            | 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                   |
| ⑲ 無            | ラファエル・ポスティック (アトランタ) | 〃 (トランプ大統領)        | 2031年5月                   |

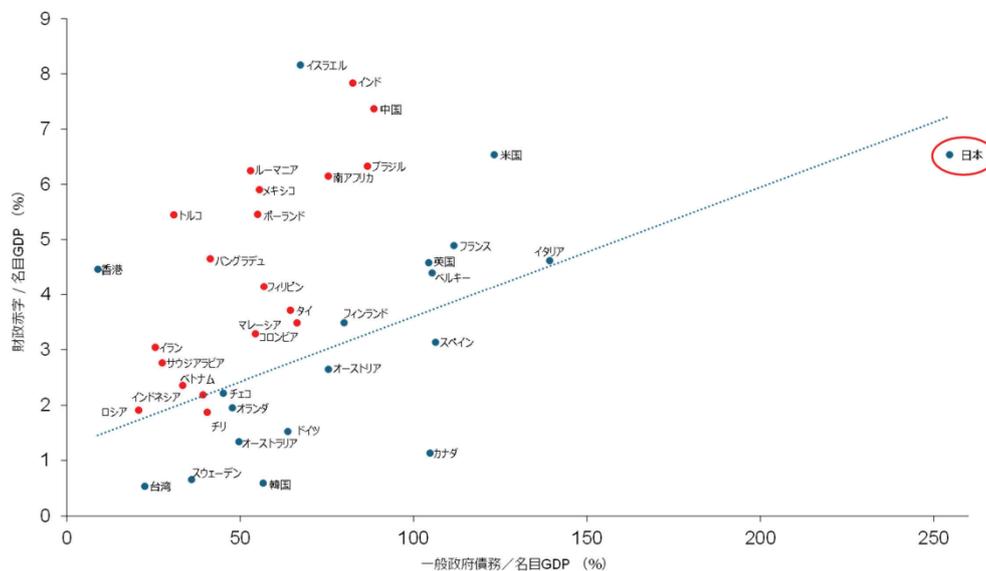
〔注〕 パウエル議長については、理事に指名した大統領は、オバマ大統領であり、議長に指名したのはトランプ大統領である。アトランタ連銀のポスティック総裁は、2026年2月末の任期満了で退任することを表明済み。  
 〔出所〕 各種資料より大和総研作成

## 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 |             |                    |   |
| 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                  |             |                    |   |
|    | 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)   | 政策委員会に基づいて、財務大臣が任命 |   |
|    |              |                          |  | 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 |

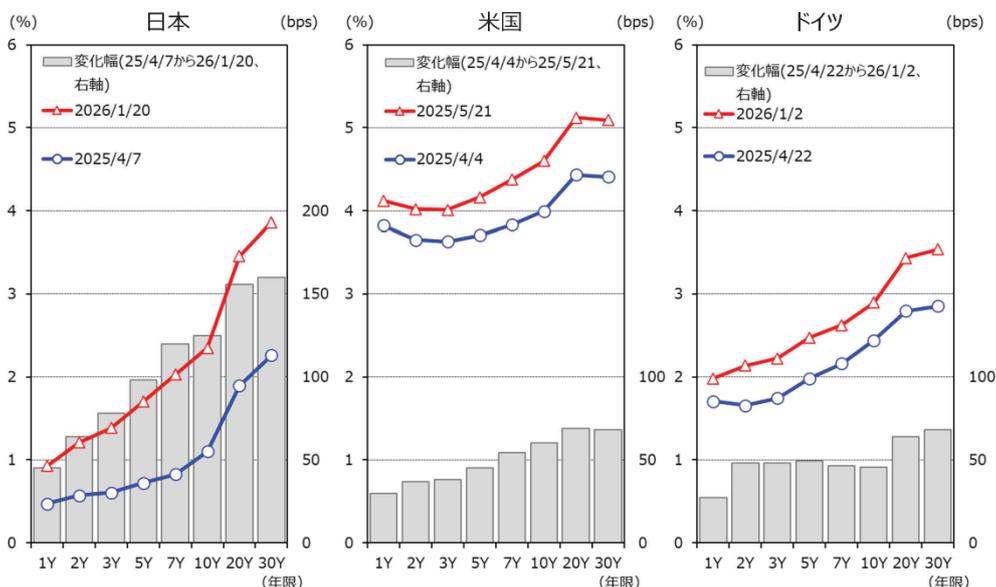
(出所) 米連邦準備制度 (Fed)、日本銀行より大和総研作成

## 対名目GDP比で見た財政赤字と一般政府債務残高



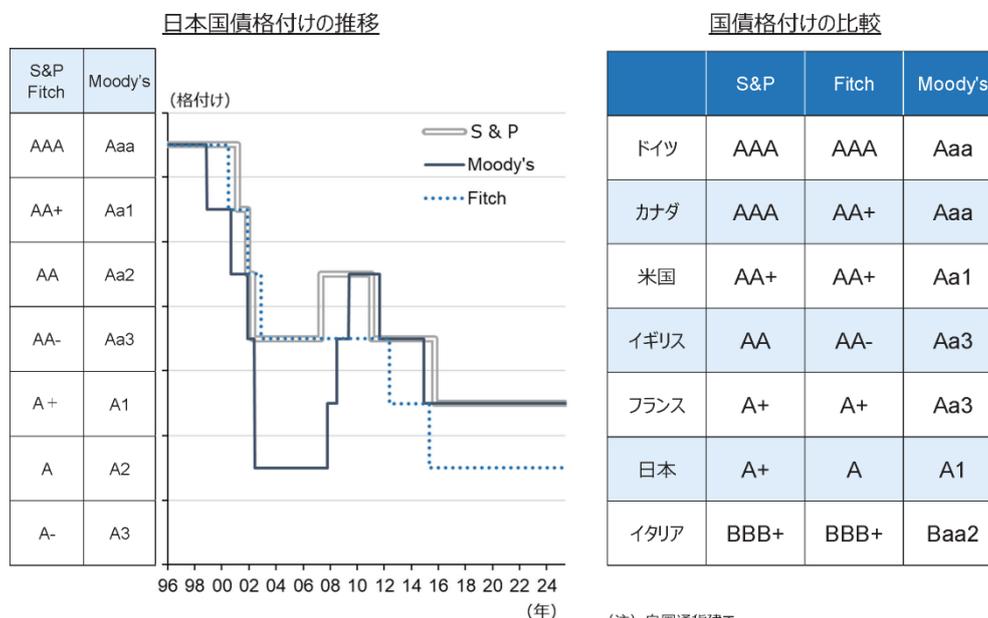
(注) 2024年のデータを使用。名目GDPが3,000億ドル以上の国・地域を対象とした。赤丸は新興国、青丸は先進国・地域を指す。財政黒字国であるアルゼンチン、デンマーク、アイルランド、ノルウェー、シンガポール、スイス、UAEは掲載していない。  
(出所) IMF World Economic Outlook Database: April 2025より大和総研作成

### 主要国のイールドカーブの形状変化



(注) 赤線で示したイールドカーブは、2025年4月から2026年1月20日の間に30年国債が最高利回りに達した日付に対応している。青線で示したイールドカーブは、同期間中に30年国債が最低利回りを記録した日付に対応している。  
 (出所) Bloombergより大和総研作成

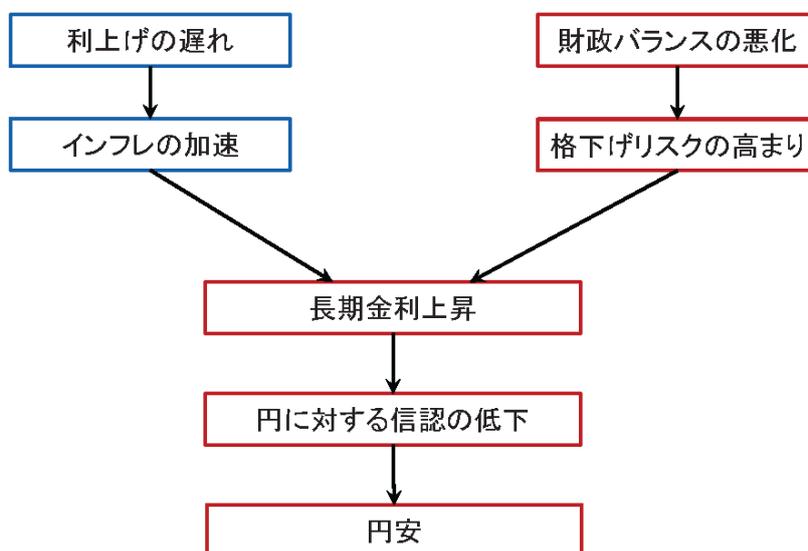
### 日本国債格付けの推移、国際比較



(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

(注) 自国通貨建て。  
 (出所) Bloombergより大和総研作成

## 円安のメカニズム

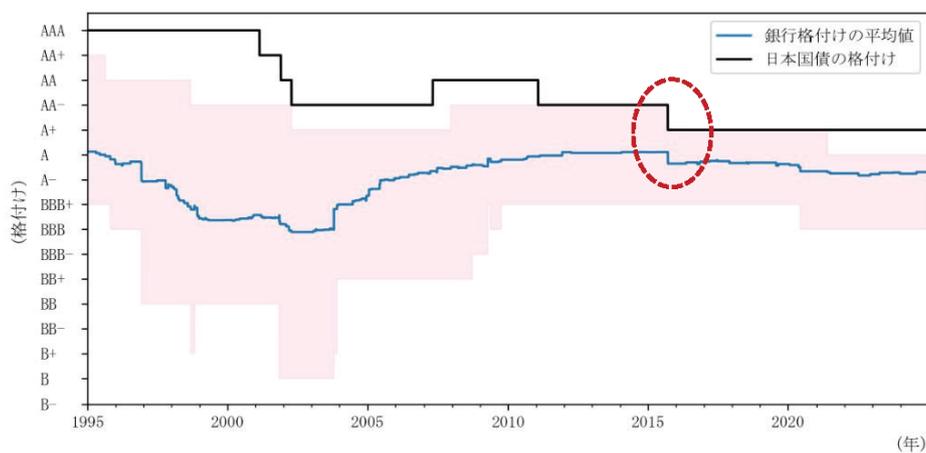


(出所) 大和総研

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2026 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

32

## 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。「銀行格付けの平均値」はBBB+を0として、1ノッチ上がる(下がる)ごとに+1(-1)することで数値化した値。

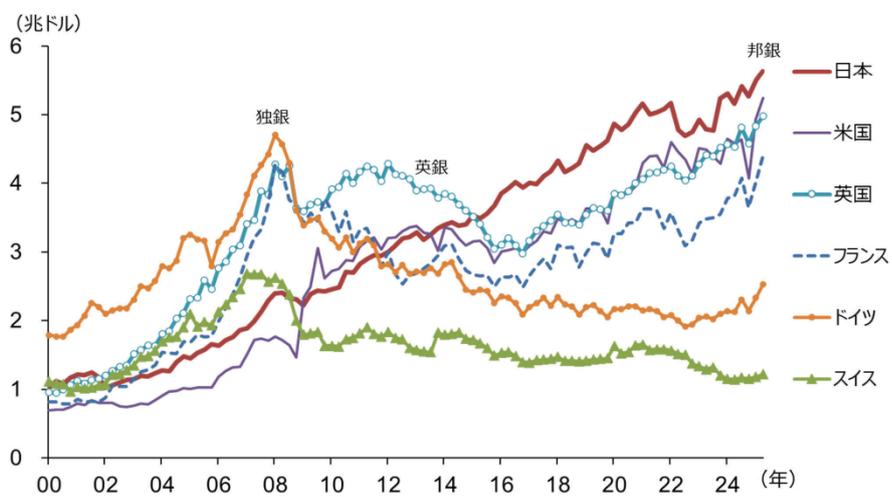
(注2) 図中のバンドの上限は最高位、下限はB-以上の格付けを得ている銀行の中での最低位を示す。

(出所) Bloombergより大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2026 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

33

## 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6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 © 2026 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.