

新春討論会―二〇二五年の経済展望

木内 登 英 上野 泰 也
神田 慶 司 中空 麻 奈

○森本理事長 日本証券経済研究所主催の「新春討論会―二〇二五年の経済展望」を始めさせていただきます。この新春討論会は恒例となっておりまして、今回で九回目を数えます。今年一年の日本と世界の経済、金融・証券市場の見通し、展望につきまして、証券界を代表するエコノミストの皆様にお集まりいただき、御議論いただく会でございます。

近年は年年初によく「不透明性が強い」と言われますが、今年も、トランプ2.0で我々は毎日その発言に振り回されております。トランプ大統領の影

響もあり、サプライチェーンはどうなるのか、本当にインフレになるのか、原油価格は安定するのかなど、様々な問題がある中で、本日は、エコノミストの皆様は、足元の経済・金融情勢を踏まえ、かつ不確実性も勘案して本年の見通しをお話しただけのを楽しみにしております。

登壇者の方々を御紹介いたします。野村総合研究所エグゼクティブ・エコノミストの木内登英様、みずほ証券金融市場調査部チーフマーケットエコノミストの上野泰也様、大和総研経済調査部シニアエコノミストの神田慶司様、BNPパリバ

証券グローバルマーケット統括本部副会長の中空
麻奈様です。

それでは、ここからは司会の木内様に進行をお願いいたします。

○木内 よろしくお願いいたします。

最初に、全体の構成を申し上げます。恒例により、まず私から過去一年の総括をさせていただきます。その後、世界経済、日本経済、日米を中心とする金融政策、そして金融市場（株式・債券・為替）の展望についてパネリストの方々に御議論いただき、最後に会場の皆様からの御質問をお受けしたいと思います。

この会が近づくのと、昨年の出来事について考えるのですが、一昨年にも増して非常に多くのことがあった一年間だったと思います。昨年一月は、元日に能登半島地震がありました。そして、経済や金融市場に大きな影響を与えたという点で言う

と、三月の春闘では予想外に賃金が上振れました。それを一つの理由として、三月の金融政策決定会合で日銀がマイナス金利政策を解除、金融政策の正常化に乗り出し、七月には追加の利上げを実施しました。九月には、FRBの利下げが開始された一方で、国内では政治情勢が大きく動き、自民党総裁選挙で総裁・総理が交代。そして、一〇月の衆議院選挙では与党が過半数を失う結果となり、その後の経済政策や予算などにも大きな影響を与えています。一一月には、アメリカで事前の予想どおりトランプ大統領の再選が決まり、それ以降、金融市場では、トランプラリー、トランプトレードが続いています。年が明け、一月二〇日にトランプ大統領が正式に就任し、一週間が経ちましたが、金融市場は日々、トランプ大統領の発言に振り回されており、この状況は今後も続くと思われる。そして、先週金曜日には日銀によ

る利上げが行われました。

このように非常に多くのイベントがあった中、予想外だったことが幾つかあります。別の御意見もあるかもしれませんが、一つは、春闘で大幅な賃上げが実現したにもかかわらず、個人消費がなかなか戻ってこないことです。実質賃金が上がっていないからというのがその答えだと思えますが、個人消費は低迷を脱していないように思えます。また、日銀が利上げ、FRBが利下げをしたら、当然円高になるだろうと思っていました。それ以降も再び円安に振れる局面があったのは一体なぜなのか。そして、昨年だけでなくそれ以前からの課題として、大幅な利上げをしているにもかかわらず、アメリカ経済はなぜ強いのか。今のうちに政策金利を四%台に据え置いても、経済はこのまま安定的かもしれません。いつの間にアメリカ経済はこれほど金利上昇に強くなったのか、

この点にもやや謎があります。ということ、トランプ政権の政策の影響、国内では、春闘と実質賃金の行方、日銀の利上げで円安の流れは変わっていくのか、このあたりが今日の議論の大きなポイントになるのではないかと思います。

一年間の総括は以上とさせていただきます、ここから本論に入りたいと思います。

一、世界経済の展望

トランプ政権の政策については、わからないながらも評価していかなくてはいけませんので、神田様には、資料にある実証分析の結果を詳しくお話しいただきたいと思えます。中空様は世界経済の予測表を示しておられますので、アメリカだけでなく、ヨーロッパも含めて世界全体をサマライズしていただきたいと思えます。また、昨年、ア

アメリカの物価は一進一退、ヨーロッパは下落基調、中国は低迷を続けているということで、世界全体で見ると非常にばらつきが大きい状況です。

上野様には世界の物価のトレンドについてもお話しいただき、その後、金融政策や長期金利の見通しなどにつなげていっていただければと思います。

それでは、上野様、神田様、中空様の順でお願いします。

○上野 世界の物価について申し上げますと、米欧はいずれもサービス価格の下げ渋りが極めて明確でありまして、これが今週のFOMCとECBの結論の違いにある程度結びついてくるのではないかと思います。

アメリカの場合、PCE（個人消費支出）デフレーターのコアを見ると、前年比で下げ渋り、ほぼ横ばいの状態です。今週末に最新の数字が発表

されますが、予想は前年同月比二・八%で前回と同じです。財の部分はもとと資源価格や為替で振れるため、トレンドを規定しません。しかし、サービスの部分は物価の基調に対する影響力が非常に大きく、ここが二%の目標に届かずに下げ渋ると、利下げを続けるのは難しくなります。その意味で、今週のFOMCでは利下げをスキップするのか、すなわち一時停止するのか、それとも昨年一二月で利下げは終わっていたのか、利下げの今後のパスについては諸説ありますが、少なくともこの一月は、過去三回続いた利下げを止めるのではないかと思います。

ヨーロッパも同様で、HICP（ユーロ圏消費者物価指数）のサービスを見ると、足元ではリバウンドしかけています。これがECBのタカ派の警戒心につながっていますし、チーフエコノミストでハト派のレーン理事も「気にしなければいけ

ない」と言っています。ヨーロッパは景気の下振れリスクが出ており、ドイツはリセツシヨンに入っていることから、基本的には利下げですが、物価の下げ渋りがあるので二五ベシスポイントにとどめて少しずつ利下げをする、このような全体感になっています。

日本については、賃金と物価の好循環のもと、サービス価格が現在の1%台半ばから2%、3%と上がっていかないと、2%の物価目標が持続的に達成されませんが、現状は力不足です。にもかかわらず、日銀は先週末に利上げを行いました。私はその点に非常に違和感を抱いています。しかし、世の中的には、2%に向けて賃金と物価の好循環は順調に進捗しているという日銀の説明を受け止めている状況です。

資料八ページでは、ポリシーミックスの観点から米欧中について説明しています。基本的には金

融緩和・財政拡張の組み合わせで、これが今年の世界経済を支える要因だと考えます。IMFの成長予想は三・三%、木内様の資料では二・九%ということで、世界全体で見れば巡航速度。ただし、国・地域別ではかなりばらつきがあり、米国第一のアメリカは強含み、ヨーロッパと中国は貿易戦争を仕掛けられたら下振れリスクがある、このように見ております。

トランプ2.0について少し触れておきますと、トランプ大統領は、今年末が期限の大型減税の延長・拡充のほか、製造業の法人税率引き下げなど、様々なメツセージを出していますが、基本的には財政赤字は拡大し、歳出カットは義務的経費の関係で難しいため、長期金利はイールドカーブがベア・ステイプ化する方向で、長期、超長期の金利はイールドが立つ方向で反応しています。

また、実際にどこまで実行されるかわかりませ

んが、関税上乘せ策を多用する見通しですし、不

見通しです。

法移民の国外送還については、軍用機を使って既に一部始めています。これにより建設業や農業などで労働力不足が懸念されるものの、労働力全体への影響は当面軽微かと思われれます。そして、

まず中国について申し上げますと、二〇二四年は、引き続き不動産不況の問題が消費に飛び火する形で内需は弱い状況でしたが、年後半は経済対策の効果もあり何とか5%を維持しました。加えて、トランプ政権発足前の駆け込み輸出が発生したことも成長率を押し上げました。中国政府は二

「掘って掘って掘りまくれ」ということで、米国内における原油や天然ガスの増産を奨励している一方で、バイデン政権による対ロシア制裁が意外にきつという話もあり、原油価格はまだ高いところにある、このような状況です。

〇二五年も積極財政を続ける方針ですので、基本的には、財政・金融政策によって景気はある程度下支えされるとみています。一方、不動産不況の長期化を受け、家計はバランスシートを調整しており、住宅ローンの繰り上げ返済のために消費を抑制している可能性があります。不動産不況の問題は今年も引き続き注視する必要があります。

○**神田** 資料一五ページを御覧ください。大和総研の直近（昨年十二月九日時点）の経済見通しをまとめたものです。アメリカについては、緩やかに減速するものの2%を超える成長率を見込んでいます。ユーロ圏については、実質所得の改善や利下げの効果もあり、成長率は徐々に加速していく。中国は、二〇二四年に続いて減速するという

最大のポイントであるアメリカの先行きはトランプ新政権の動向に大きく左右されますが、大和総研のメインシナリオでは、各種政策が穏健化する

ることで景気への悪影響は限定的と想定していません。追加関税の話が盛んに出ていますが、トランプ大統領は基本的に景気、そしてインフレ抑制を重視しており、追加関税は交渉のカードとして使われやすいとみています。移民政策についても、不法移民の大規模な強制送還を行うにはかなりの財政支出が必要になると言われており、民主党の州では連邦政府からの州兵の派遣要請を拒否するとみられます。したがって、現実的には新規の不法移民の受け入れを抑制していくといった形をとることで、経済活動や労働供給への影響は抑えられるのではないかと思います。

今申し上げた話をより定量的に見たものを資料二〇ページで示しています。これは大和総研が試算した二つのシナリオの試算結果です。一つは「大規模実施シナリオ」で、トランプ大統領がこれまで発言してきた、中国に対しては一〇%の追

加関税、メキシコとカナダに対しては二五%の関税、全ての移民の流入停止といった政策をそのまま実施した場合です。もう一つは「内容マイルド化シナリオ」で、大和総研のメインシナリオに比較的近いものです。中国に対する一〇%の追加関税のみで、不法移民については新規流入の抑制を想定しています。どちらのシナリオも減税は延長するという想定で試算すると、大規模実施シナリオでは、実質GDPを二・〇七%押し下げ、消費者物価を一・九八%押し上げる結果となりました。一方、内容マイルド化シナリオでは実質GDPを〇・〇八%押し上げ、消費者物価を〇・五五%押し上げており、影響は限定的です。こちらであれば、FRBの金融政策に対する影響も小さいと言えます。

ただ問題は、本当にそうなるのかということだと思います。第一次トランプ政権時は、ドル高が起きたこ

とや迂回輸出の効果もあり、アメリカ経済への追加関税の悪影響は大きく抑えられました。今回もそうなる可能性があります。しかし一方で、最近のトランプ大統領は関税政策や不法移民などについて非常に厳しい発言をしています。交渉相手国との議論が思うようにまとまらず、政策がエスカレートしていくと、トランプ大統領は景気やインフレ抑制を重視しながらも、結果として、非常に厳しい政策が実施される可能性もあります。したがって、今回お示ししたどちらのシナリオも実現性がないとは言えず、今後の政策動向を注視する必要があります。

○中空 資料二三ページに、私たちの世界経済の見通しをお示ししています。神田様がおっしゃったこととはやや異なりますが、メッセージとしてはそれほど大きく変わらないと思いますので、資料二四ページからご覧いただきたいと思います。

トランプ大統領の登場は吉と出るか凶と出るかということですが、そもそも論としておかしいと思うのは、トランプ大統領一人に、なぜ皆がこれほど右往左往しているのかということです。今までのことを踏まえてシナリオをいろいろ考え、どうだろう、ああだろうと言っていること自体、世界政治の弱さを感じ、もう少し強くなってほしいと思う次第ですが、それはさておき、金融市場としては、どういうことが起きると何がプラスに出て何がマイナスに出るか、そんなことを少し考えたいと思って載せたのが資料二四ページのグラフです。

資料二四ページの左上は「法人税減税と企業収益への影響」です。トランプ大統領が、選挙中に言っていたとおり法人税を現行の二一%から一五%に下げた場合、インベストメントグレード（投資適格）、すなわち格付BBB以上の企業です

ら七%、ハイイールドでは六%、企業収益に対するプラス効果が出ます。さすがに一五%はやり過ぎなので、現行から一%下げて二〇%にした場合でも二%弱のプラス効果が出るという算段です。

これだけ収益が出てくると、米国株は上がるのではないかという話になります。ほかにもまだまだ規制緩和があり、例えば、EBITの三〇%の損金参入をEBITDAの三〇%の損金参入に変えていくと、減価償却費の大きい企業は得をします。なので、より広範なセクターにプラス効果が出ることで予想できます。このあたりは吉と出るほうです。

こういったことに着目して投資をしておくことが考えられる一方、関税の問題があります。トランプ大統領は選挙中、中国に対しては六〇%の関税を課すと言っていました。しかし、実際にはどこまでやるかわからないということで、私たちの

シナリオでも、足元一〇%、第3四半期までの間にあと一五%足して二五%、その程度しか予測していません。では、その結果どうなるのかというと、資料二四ページ左下の「地域別収入」を御覧ください。アメリカと中国が関税をかけ合うと輸出入がしにくくなるのは事実ですが、地域別の内訳をインベストメントグレードの企業で見ると、中国は売り上げの五%程度、ハイイールドではわずか一%です。つまり、輸出入のところで関税を大きくかけたとしても、企業ベースで見た場合、影響はかなり希薄化されることが予想できるといふことです。関税がかかって輸出入のコストが変わり、それがインフレをもたらすなど様々な問題は出てきますが、どのセクター、どの企業に影響するかをよく見なければいけないということがこのグラフからわかると思います。

また、先ほど神田様が、厳しい移民政策は問題

だとおっしゃっていました。まさにそのとおりで、私は移民政策が一番のポイントだと思っています。資料二四ページ右上の「産業別移民人口の割合」を御覧ください。建設業をはじめ、レストランやホテルの従業員も移民が多く、いわゆるエッセンシャルワーカーがどんどんアメリカから離れると、どれだけアメリカの景気がよくても人手が不足し、早晩、アメリカの景況感にはね返ってくるでしょう。したがって、しばらくの間は勢いがいいかもしれませんが、やりようによってはアメリカ自身に返ってくる、あるいは、どこか特定のセクターに返ってくる可能性はあるだろうと思います。

この数年間の景気を見ると、アメリカは一人勝ちしている感があります。しかし、二〇二二年に金利をほぼゼロ%から五%まで急激に上げたのにも関わらず、本当に何も影響が無なかった、

と皆さん信じられますでしょうか。シリコンバレーバンクなど幾つかの銀行は破綻してしまいましたが、それだけで金利上昇を受け止め切れたのか、私はいまだに疑いを持っています。もしこの仮説が正しいとすると、どこかにリスクがたまっているはずですが。実際、資料二四ページ右下の「九〇日延滞率」を見てみると、クレジットカードの延滞率は上昇しています。もしかすると、無理に消費を行っている人たちがいるのかもしれませんが。景気がよく、アメリカを中心にお金が回っているときは問題ありませんし、法人税減税や規制緩和で米国株は強くなりそうですが、移民政策をきっかけに消費が低迷する可能性があるということも考えておくべきだと思います。

中国と欧州については、資料二五ページを御覧ください。残念ながら、今年最も悪いのは欧州だと思えます。その理由は、ドイツやフランスと

いった強い国の低迷です。一方、ひとり頑張っているように見えるのがスペインです。なぜなら移民による下支えがあるからです、そのスペインの景況感を支えている移民に対して、国内ではデモが多数起きています。これによりスペインの景気がじわじわ悪化すると、欧州全体の景況感も落ちてくるでしょう。ドイツとフランスに関して、景気が悪いだけでなく、政治が弱いことが問題です。小党分立で決められない政府では財政が弛緩し、予算もうまくまとまらず、先行き不透明です。そのため企業の業績見通しは弱く、不透明感指数も非常に上がっていますので、欧州はより注意して見ていく必要があります。ただし、トランプ大統領が就任して、ロシア・ウクライナ問題が解決し、戦争復興の特需を受けるといったプラスアルファが出てきたら話は別であることはお含みおきください。

中国については、私の見立てでは、景況感としては回復過程に入ってきていると思います。とはいえ、不動産や地方自治体のリスクなど、抱えているリスクが非常に大きく、浮揚はしても頭を押さえられる格好になってしまったため、景気の回復は緩やかなものになるのではないかと考えております。

○木内 資料二ページを御覧ください。私の会社では経済見通しを発表しておらず、私が作成した資料ではありませんが、それほど違和感はないということで野村グループの経済見通しを使っております。

全体的に見て、今年、世界経済は軽くディップすると見ています。特にアメリカは、トランプ大統領の経済政策がトータルで見るとアメリカ自身にとってもマイナスに効きやすい。中国は、政策効果によって昨年後半はやや浮揚した感がありま

すが、それも一時的で、下がっていく成長率のトレンドを食い止めるのはかなり難しい。したがって、米中が足を引く張る形で成長率はやや下がっていくと思われまます。

物価については、アメリカは追加関税の影響で輸入物価が上がる可能性もあつてほぼ横ばい、しかし、世界全体で見ると下がっていく方向だと思ひます。成長率も下がり、必ずしも順調ではないかもしれませんが、インフレ率は加速する前の水準まで落ちていく流れが続き、それを受けて金利は下がるというのが基本観です。

中国については、既にお話があつたとおり、構造問題はやはり根深いと思ひます。現状、進んでいる不動産不況の問題に加え、特に昨年と一昨年は海外からの投資がかなり減っていることも成長のモメンタムを落としていて、米中の政治的リスクが高まる中、海外からの投資が増えるとは思へ

ません。さらに、もう少し長い目で見ると、人口減少だけでなく女性の労働参加率が下がっていくため、各国と比べて労働供給の見通しが最も厳しく、このあたりも先行きの成長率の見通しを下げている面があります。ということ、世界経済の成長率の緩やかな低下傾向を主導しているのは中国であり、この状況はしばらく続くだろうと思ひます。

利上げを受けてもアメリカ経済が思ひのほかしっかりとしていることは、昨年の新春討論会でも議論になりました。その後、やはり利上げがそれなりに効き、もう少し減速すると思つていたのですが、現状、アメリカ経済は予想外の堅調が続いています。

資料三ページの左のグラフは「米国インフレ率と政策金利」です。物価加速開始時（一九七三年、二〇二一年）からの月次推移を見たもので、

インフレ率は、物価加速開始時の消費者物価上昇率（前年同月比）との差を示しています。これで見ると、一九七三年の第一次オイルショックの際には、インフレ率がピークをつける前に政策金利の引き下げに転じています。これは、景気のほうを重視したからでありまして、インフレ率は、物価が加速する前の水準よりも四%ほど上乘せされたまま定着してしまいました。この失敗を踏まえて今回は、インフレ率は一〇%弱でピークをつけた後、下がっていったものの、二年間は利下げに転じることなく、じつくりとインフレ退治を行いました。当然、景気が犠牲になると思われましたが、今のところその様子はなく、かなり理想的な形でインフレを抑え込んでいますので、多少のブレはありながらも、インフレ率が落ちていく流れは変わらないだろうと思います。

このように、今の四%強という金利水準はそれ

なりに景気と物価上昇率を抑え込んでいるにもかかわらず、アメリカ一人勝ちの構図は崩れず、ドル高につながっている面があります。これを一つの要因で説明するのは難しいのですが、やはり移民の流入が大きな影響を与えていると思います。例えば、一昨年のアメリカの人口増加率一・二%のうち、移民の増加率は一%ですから、移民に大きく支えられた経済だと言えます。このあたりが、人口が減り、外からも人を受け入れず、さらには女性の労働参加率が下がっていく中国と明暗を分けており、この先も米中の差は広がりやすいのではないかと思います。ただ、そうしたアメリカの強みをトランプ政権自ら崩してしまうおそれもありますので、その点を考慮すると、失速とまでは言いませんが、成長率はやはり下がっていく方向だと思えます。

最後に、トランプ政権の経済政策についてで

す。皆様からご説明があったように、私も、そこまでひどいことにはならないと思っています。では、なぜ最終的にそうなるのか、この点が重要ですので、後ほど皆さんにもお聞きしたいと思いますが、私は、トランプ大統領が合理的だからということではないと思っています。

移民の流入規制、不法移民の国外退去を實際にどの程度行うのかわかりませんが、流入を完全に止めた場合、GDPを〇・六%ほど下げる要因になります。また、不法移民は約一一〇〇万人おり、そのうちの五%弱が労働力になっていますので、全員を国外退去させることは現実的ではありません。そこで、非常に極端なケースとして、仮に一年に1%の国外退去を繰り返したとすると、その六掛けぐらいのGDPの落ち込みにつながる可能性があり、それなりにインパクトがあります。そもそも、移民の多くは国境を超えると同時

に政治難民の申請をしていますので、「不法移民」というよりも「政治亡命者」のほうが正確だと思いますが、政治亡命者の審査には平均二年ほどかかり、その間、アメリカ国内の重要な労働力になっています。したがって、移民の流入を規制したり国外退去させれば、自らアメリカ経済の強さを崩してしまうことになります。

そして、トランプ政権の政策のうち、減税はあまり効果がないと見ています。所得減税は延長するだけですし、法人減税については、一五%まで下げるのはやはり難しいと本人も言っています。一期目のときも、三五%から一五%まで下げると言っていたのが、共和党の議員からも賛成が得られず、結局二一%にとどまりました。今回は、二〇%までの引き下げでもいいと言いつつ、その場合わずか一%ポイントの引き下げ、しかも製造業に限るということからすると、減税の

プラス効果は出にくく、トータルではマイナスの影響のほうが出やすいのではないかと思えます。

もう一つ、トランプ大統領が掲げている政策に政府の歳出縮小があります。財政拡張は主に減税の延長からくるものだと思いますが、歳出については、政府の無駄な歳出を省くためにDOGE（政府効率化省）という組織を新設し、それを主導するイーロン・マスク氏は年間五〇〇〇億ドルの削減を計画しています。年間五〇〇〇億ドルというのはGDPの二%の規模ですから、本当に実行すればマイナスの影響がかなり出るはずです。つまり、移民の流入規制や国内退去、追加関税、政府の無駄な支出の削減を全て実行すると、それぞれ1%程度ずつGDPを落としてしまい、アメリカはリセッション、世界経済は失速ということになるでしょう。しかし、最終的にそこまで行くと見ていないのは、トランプ大統領が合理的だから

らというよりは、やはり限界があるからだと思います。

トランプ大統領は、閣僚、官僚、議会に阻まれてできなかった一期目の政策を二期目で実現しようと、今回はイエスマンだけで閣僚を固めています。言うことを聞かない官僚は大量にクビにし、政府の言うことを聞くよう、政治任命の割合を大幅に広げるとも言っています。議会については、共和党が過半数を握っているとはいえ僅差ですし、共和党の議員全員がトランプ大統領の政策を支持するわけではないため、できるだけ議会の承認が必要ない形、すなわち大統領権限だけで執行できる政策を進めたい考えです。通商法に基づく追加関税がまさにそれに当たりますが、一期目と違うのは一律関税を掲げていることです。大統領就任初日に追加関税の具体策が出なかったのは、一律関税が今の法体系でできるのか、依然として

考えているからだと思います。

まとめますと、法律の壁があり、トランプ大統領としてはやりたい政策が全てできるわけではない。その結果、アメリカ経済が失速するほどの影響は出ない。ただ、それぞれの政策はトータルで見ると経済にマイナスの影響を及ぼす面があり、今年のアメリカ経済はそれなりにディップしていくというのが私の見方です。

それでは、デイスカッションをしたいと思えます。まず、アメリカの利上げの影響について、中空様からは少し踏み込んだお話がありました。一つ確認したいのですが、利上げによる経済への影響がこれから出てくるとお考えなのか、それとも、景気が落ちたときに様々な金融の問題が出てくるとお考えなのか、どちらでしょうか。

○中空 二〇二二年に金利を上げた割には何も起きていない、その点を問題視したいという趣旨で

す。どこかに膿がたまっているのではないかと疑っている、そういう意味でした。

○木内 何かをきっかけに経済・金融の混乱が起る可能性もあるということですね。

○中空 二〇二二年の金利上昇後、二〇二三年も二〇二四年も何か問題があるはずだと私は思っていたのですが、一向に顕在化することなく、全体的にとても強い経済のまま来ました。ところが最近、クレジットカードの延滞率が少しずつ上がっていたり、低所得者などFICOスコア（個人の信用スコア）の低い人たちの間でクレジットカードの上限引き上げの申請が増えていることなどから、お金がなくなってきたり人たちが確実にいることが推測されますので、全部うまく回る事ができるのか、どこかで無理をしているところからボロが出てくるのか、そういう点を気にしています。

○木内 中空様の資料の中にプライベートクレジットの話があります。後ほど金融市場のパートで、ここに何か問題があるのか、特に問題はないのか、ぜひお聞きしたいと思います。

神田様からは、トランプ大統領は経済を重視するから、そこまでひどいことはしないだろうというお話がありました。ただ、私はそこまで合理的ではないと思っています。大統領だからといって何でも全部できるわけではありませんし、特に通商法に基づく一律関税は、事前に調査が必要なので難易度が高い。ある国からの輸入品を全て調査し、これは不公正な貿易であるとか、アメリカの国家安全保障を損なうおそれがあるとか、一つ一つ理由をつけて進めていくのは現実的ではないため、例えばIEEPA（国際緊急経済権限法）を使い緊急事態宣言を出す形で一気に進めるなど、法律の抜け道をずっと探っているのではないかと

思います。最終的にやりたい政策を全て行うことはできないと思いますが、上野様がそこまでひどいことにはならないだろうと思っているのは、トランプ大統領の理性に期待しているからなのか。そのあたりはいかがでしょうか。

○上野 トランプ大統領は不確実性の人で、おっしゃるように、必ずしも合理的に考えてやっているわけではないと思います。日によって言うことが変わりますし、取り巻きの意見も分かれています。

私が思うのは、中間選挙の存在です。二〇二六年一月の中間選挙で今のトリプルレッドが崩れてしまうと、後半はレームダックになりますから、二年間のうちに有権者の離反を防がなければいけないという大きなテーマがあると思います。そこで問題になるのは、やはりインフレです。大統領選挙では、バイデン前大統領・ハリス前副大

統領ラインが強調していた民主主義の価値や多様性よりも、まずは「この物価高を何とかしてくれ」ということで、トランプ大統領が勝利しました。そして、トランプ大統領は就任演説で「物価を下げる」「原油を掘れ」と言っています。しかし、それだけでは物価水準も物価上昇率も思うように下がりません。その中で関税の上乗せを強引に行うと、中間選挙で共和党が負ける可能性が高まると思います。また、陣営内で意見対立もあると思いますが、財務長官にライトハイザー氏ではなくベッセント氏を選んだのは象徴的だったと思います。トランプ大統領としては、やはりウォール街重視なのだと思います。

つまり、持論どおり進めると、追加関税や移民の国外退去で物価が上がって有権者が離反する、株価も下がって財界が離反する。トランプは合理的な人ではないと思いますが、それを避けるため

にはさすがに合理的判断が働いて、二年後の中間選挙を気にしながら今のところは穏当な線にとどまっている。ただ、その先はわからない。こういったところだと考えます。

○木内 ベッセント氏は上院財政委員会の指名承認公聴会で、「中国に追加関税をかけても物価はそれほど上がらない。なぜなら中国は通貨を切り下げるからだ」と言っていますが、だとしたら追加関税の効果はあまりないように思います。また、ドルの基軸通貨としての地位とFRBの独立性の重要性も主張していることを考えると、一応イエスマンとして採用されたものの、本当のところはトランプ大統領と意見が違うのかもしれない。

それはともかくとして、上野様がおっしゃったとおり、関税がかかることによって輸入物価が上がりがインフレ率が上がってくれば、国民はだま

れたと思う可能性はあると思います。また、「掘って掘って掘りまくれ」と言っても政府が掘るわけではありませんし、原油生産を拡大させて原油価格を下げるというのであれば、業者は、お金をかけて投資をして原油生産を増やすわけではないというところで、トランプ大統領のインフレ政策は大きな矛盾を抱えています。とりあえずバイデン政権を蹴落とすには役立つロジックで、国民はそれを受け入れましたが、徐々に失望が表れてくれれば、中間選挙では国民の目が厳しくなり、そのあたりが制約になるということは確かにあると思います。

神田様には、中国について一つ伺いたいと思います。今、政策効果が多少は出ている感じがしますが、持続性はどうか。また、政策対応は適切なのか、全くだめなのか。だめな場合はどんな政策が必要なのか。このあたりはいかがでしょう

か。

○神田 中国で今打たれている政策は、痛み止めの要素が強いです。昨年夏、政府の補助金によって耐久財の販売価格が引き下げられました。これは耐久財の需要を一時的に喚起しつつも、いずれその反動が表れます。今年に入って政策を少し拡充しましたが、結局は一時的なカンフル剤でしかありません。

中国経済が減速している根本的な問題の一つは、やはり不動産不況です。中長期的な住宅需要を考えたときに、三〇代、四〇代といったコアとなる購入層の人口は減少が続くと見込まれています。一方で、今まで景気対策として不動産市場を利用してきたはずがこの数年で民間企業を中心に生じ、バランスシートは健全であるにもかかわらず潰れるケースが少なくありませんでした。中国政府は不動産市場をテコ入れするための政策を

打ち出しており、短期的には効く可能性はあります。しかし、中長期的に市場が安定するためには、需要と供給のコントロール、特に人口動態を背景とした需要減に合わせて供給量を抑えていく必要があります。

そしてもう一つ、企業の過剰債務の問題が挙げられます。その裏側には企業の過剰資本の問題があり、バランスシート調整を進める必要があります。金利が上がったときに信用収縮など金融ショックが起きる可能性が高いので、時間はかかると思いますが、こうした問題に引き続き対応していくことが重要だと思えます。

二、日本経済の展望

○木内 トランプ政権の政策の影響については、皆さんにお話しただきたいと思えます。そし

て、実質賃金と物価は国内経済を見る上で重要な部分ですので、詳細な資料を示してくださっている神田様には、そのあたりを細かくお話ししていただければと思います。また、つい先日、日銀による利上げが実施されました。世の中では、今のような経済状況の中で利上げは適切なのかという声がある一方で、日銀は、実質金利で見ると著しく低いと言っています。上野様には、利上げは本当に適切だったのか、日本経済に影響があるのか、そういったテーマでお願いしたいと思えます。中空様には、財政に関する資料を示していると思いますので、プライマリーバランス黒字化目標を達成できなかったのに見直さなくていいのかなど、国内の財政に加えて、国際的な評価や格下げのリスクについてもぜひお聞きしたいと思えます。

○上野 資料九ページを御覧ください。景気、物

価、そして日銀の利上げの影響について申し上げます。

景気については、私は人口動態重視論者として長くやっていますので、基本的に潜在成長率は相当低いというベースの中で低高度、つまり、テクニカルなゲタを差し引けばゼロ後半をフラフラするような状況で、かつトランプリスクで揺さぶられる、このように見えています。日本に対しては、大手鉄鋼会社の買収問題以外、ダイレクトに影響が出る話はまだありませんが、本当にメキシコの全輸入品に二五%の追加関税を課すとすれば、日本の自動車メーカーはメキシコで生産するアメリカ向けの輸出が揺さぶられ、ビジネスモデルはかなり厳しくなるだろうと思います。

物価については、二%の物価目標、これは日本経済のベースの力に比べて高過ぎる数字だと思っています。現状、本年秋季以降にCPIコアが前年

比二%を割ってくるというのがエコノミストの多数説となっていますが、そういう形で実力不足が露呈するという見方です。

最初に木内様がおっしゃった、なぜ個人消費がここまで元気がないのかということについては、根強い将来不安、すなわち「長生きリスク」が影を落としているのではないかと思います。実質賃金だけで言えば、単月ではなくマイナスの累積がありますから、一カ月、二カ月、統計ベースで実質賃金がプラスになっても意味はなく、これまでマイナスが続いていた分のダメージが大きくなっています。

それよりもっと次元の高い話として、公的年金のマクロ経済スライドの導入がまた決まりました。公的年金だけでは、長い引退後の人生を賄っていきません。ではどうするかといえば、節約しながらなるべく長く働くしかないということです、

七〇歳になっても約三割の方が働いています。六〇歳を超えても働いている我が身に照らし合わせても見ても、昔のように五〇歳で引退というわけにはいかない状況です。つまり、根強い将来不安があり、現金給付があったから、減税でちよつと手取りが増えたから、全部使ってしまうということにはならない。むしろ守りに入っていて、そう簡単に消費性向は上がらない状況がベースにあるということだと思います。

設備投資については、計画ベースでは強いものの、現実の投資実行は限られています。その原因として不確実性や供給制約など様々なことが指摘されていますが、少なくとも設備投資が昔のように景気の牽引役になることは期待しがたくなっています。

輸出については、中国、ヨーロッパの景気がさえない、アメリカも減速が見込まれる、しかも

「トランプリスク」があるとなると、消費、設備投資、輸出という主なプレーヤーは全て力不足だと言えます。したがって、全体で見ても低成長という構図は今年も変わらないだろうと思います。

物価については、昨年一二月時点の欧米型CPIコア（食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合）は一・六％、CPIサー비스は一・六％で、いずれも二％の物価目標に満たない数字です。このあたりに実力不足の一端が見えているように思います。

最後に日銀の利上げに対する評価ですが、私は、元日銀副総裁で日本経済研究センター理事長の岩田一政氏の議論がまさにそのとおりだと思っています。本当に大幅なマイナスの実質金利、あるいは本当に大幅に緩和的な金融政策の状況であるなら、景気はもつと過熱されているはずなのに、そうならないのは、既に今の政策金利が

中立金利に近いところまで来ているからではないかということ。自然利子率マイナス一・〇%というのが昨年八月に日銀が論文をまとめたときのレンジの下限ですが、これに、インフレ目標二%ではなく、期待インフレ率一・五%（多くのサーベイの中間点）を足すと〇・五%、すなわち今の政策金利ですから、もうちょうどいいところまで来たのではないかという議論も成り立ちます。

したがって、私は、ここから先は無理をして利上げをする必要はないという意見ですし、むしろ中小零細企業の状況を警戒的に見ています。地方の場合、昨年七月の利上げによる貸出金利引き上げの交渉がまだ成立していない中、今年一月の再度の利上げで上げ幅が広がりました。この利上げでゾンビ企業は潰れてしまっても仕方ないという論者もいます。私は、企業経営を真面目にやって

いる方に対してゾンビ企業という言い方は不謹慎だと思っておりますが、それはともかく、少し時間差を置いて中小零細企業や地方に痛みが広がってくるのではないかと。つまり、これまでと今回の利上げの影響は、キャッシュリッチで何の問題もない大企業と痛手を被る中小零細企業といった形で、経済のセクターによってかなり濃淡が出てくるのではないかと考えています。

○神田 資料一五ページを御覧ください。日本経済については、成長のゲタ（各四半期の前期比の伸び率がゼロで達成できる前年比の成長率）を除いた二〇二五年の実質GDP成長率はプラス一・〇%ということで、緩やかな景気回復を見込んでいます。ただ、これが実現するかどうかは、個人消費の動向に左右されます。

なぜこの数年、個人消費が弱いのか。もちろんコロナ禍の影響はありましたが、経済活動が正常

化してもなお弱い最大の要因は、実質賃金が回復

しなかったことにあると思います。資料一六ページの左のグラフを御覧ください。太い折れ線グラフは所得や金融資産、人口動態などから推計した個人消費の長期均衡値です。特別定額給付金の影響で一時的に押し上げられた二〇二〇年をピークに、長期均衡値は低下が続きました。しかし、二〇二四年にようやく上昇に転じ、二〇二五年はその傾向が緩やかながらも続く見込みです。こうした動きに沿うように、個人消費は回復していくというのが大和総研のメインシナリオです。

では、なぜ実質賃金は二〇二二年から二〇二三年にかけて下落が続いたのか。その要因を統計データから整理しますと、二〇二二年は輸入物価の上昇、二〇二三年は労働分配率の低下が主に影響しました。二〇二四年はこうした影響がようやく落ち着き、実質賃金は下げ止まってきていま

す。

資料一七ページを御覧ください。「実質賃金」と言ったときに私が特に注目しているのは、毎月勤労統計調査の実質賃金指数ではなく、GDP統計の実質雇用者報酬を一人当たりで見たものです。雇用者数もGDP統計を利用することが望ましいのですが、暦年値しか公表されていないため、グラフでは労働力調査のデータを利用しています。実質賃金指数と一人当たり実質雇用者報酬は長期的には同じように動いていますが、注目していただきたいのは、一人当たり実質雇用者報酬が二〇二四年四―六月期から前年比プラスで推移している点です。

GDP統計の雇用者報酬は、毎月勤労統計調査を基礎統計としつつ、サンプルの入れ替えの影響を調整し、五人以下の事業所や公務などの業種も対象にして推計されていますので、より実態に近

いと言えます。

また、毎月勤労統計調査の実質賃金指数はCPIを使って実質化しているのに対し、実質雇用者報酬は家計最終消費支出（PCE）デフレーターを使っていきます。ちょっとした差のように思えるかもしれませんが、直近の消費行動を反映しているかどうかという意味では大きな違いがあります。このところ食料品などの一部品目で価格が高騰していますが、家計は価格の高いものを抑えて、価格上昇がより緩やかな品目の購入を増やしており、結果として直近の消費行動を反映するPCEデフレーターの前年比の伸び率はCPIのそれを下回りました。こうしたことから、実態としては、実質賃金は既に上昇基調に転じているとみられます。今後は労働生産性を反映しながら前年比プラス一%程度で推移し、個人消費の回復に寄与するのではないかと思っています。

しかし、実際に個人消費が順調に回復するかという点、不透明な要因が幾つかあります。その一つは、平均消費性向です。先ほど上野様から御指摘がございましたが、長期的に見て家計は、特に勤労者世帯で平均消費性向が低下しています。単身者も含む勤労者世帯の平均消費性向は、二〇一九年一月～九月が七二%だったのに対し、二〇二四年一月～九月は六五%となっており、コロナ禍直前と比べても低い状況です。これは、将来不安はもろろんのこと、物価高に対する節約志向が根強いからだと思えます。逆に言うと、今年、賃金上昇が物価上昇をしっかりと上回り、多くの人が所得環境の改善を実感できるようになれば、平均消費性向が上がってくる可能性もあるのではないかと思います。

消費が回復するかどうか不透明な要因の二つ目は、住宅価格の上昇です。家計調査等を見ると、

所得の比較的高い世帯でも消費が伸び悩んでおり、さらに、住宅の保有世帯と非保有世帯で比較すると、非保有世帯のほうが消費が伸び悩んでいます。都心を中心に住宅価格が上昇している中、これから家を買おうと思つている世帯はどうしても貯金を増やさざるを得ない、こういったことも消費に影響していると思います。

○中空 実質賃金が上がれば、タイムラグがあつても消費は上がってくる、これはそのとおりだと思います。ただ、一定の年齢層より上の方にとっては、賃金が上がると言われても、最近、上がったためしがないのではと思います。一体どこで上がっているのだらうという気がしてしまうので、多くの人たちが来年も賃金が上がるに違いないと思うようにならなければ、消費はうまく回らないでしょう。では、賃金が上がっている若い人たちが消費をしたいかという、様々なものを

持ち過ぎていて追加で買いたいものが少ないということもあり、なかなか消費に回らない面があると思います。普通は賃金が上がると消費が増えるのですが、本当にそういう旧態依然とした解析でいいのか、疑問に思うところです。

さて、私もメンバーとして参加している経済財政諮問会議では、日本は転換点をとづくに過ぎており、これからきちんとした成長過程に入っているかどうかの瀬戸際である、こういう見立てです。インフレになつて物価が上がり、賃金も春闘ベースでは上がるなど、確かに多くのことが変わってきています。しかし、実質GDP一%成長を続けていくと言われても、本当に続くのか疑問です。上野様の資料の中に、景気の牽引役になりそうな需要項目がないと書かれていましたが、投資をしっかりと行い、それによって成長していく過程がなかったら、残念ながら日本の安定成長は難

しいと思います。

ただ、うまい表現をすれば、どこの国よりもボラティリティを少なくするように経済運営をしている、つまり、それほどドラスチックに下がることなく緩やかな成長を続けてきたとも言えます。

日本は、何でもかんでも先回りして政策をとります。その最たるものが、ガソリンなどの補助金です。物価が上がれば日銀の金融政策も変わると言いますが、その一方で、燃料費を補助して物価を下げている。これでは物価が上がるわけがありません。日本の各政策はアクセルとブレーキを同時に踏み過ぎている結果、低成長になってしまっています。しかし、もうこのやり方を捨て、あちこちでドタバタが起きてもいいから成長すると決めて投資を始めていけば安定成長に入っていくことができます、私はそういう期待を持っています。

その目線で見ると、資料二六ページにお示した

とおり、GDPギャップは大いに改善していると言えますが、プライマリーバランスについては、二〇二五年度は黒字が見込まれていたものの、一転して赤字になりました。計算上、二〇二六年度は黒字化を達成する見込みですが、二〇二五年度は達成できず、二〇二六年度も達成できず、二〇二七年度ならばと一年ずつ先送りしては信用力の問題になりますので、どこでどういう目標を持つて財政健全化を行っていくのか、しっかり考える必要があります。

財政健全化の話をすると、緊縮財政と勘違いして「それでは景気が悪くなる」とご指摘いただくことがあります。しかし、実際はそうではなく、きちんとした形で財政を使っていきましょうという話です。財政健全化を肯定的に捉えない人たちは放漫財政のきらいがありますが、放漫財政は信用力に問題が出てきます。したがって、両方の目

線で、とにかく投資をして成長しましょう、そして財政健全化を保っていきましょと、いいところ取りをして日本の信用力を維持する方向で行くしかないと思います。

また、私たちは、日本は格付がとても低いということを知っておく必要があります。現在、中国は日本と同じぐらいか、やや上、韓国は日本よりも二ノツチほど高いところもあります。日常生活では、格付が高くても低くても一緒ではないかと思うかもしれませんが、例えば南海トラフ地震など、大きな災害が来るときの最大の防御は、財政にのりしろがあることだと思います。財政にのりしろがあれば、お金は外からも回ってくるからです。最近、テレビドラマで、日本がロシアと戦って負けそうになったとき、日本の公債を買ってくれる人がいないという話がありました。評判が落ちてきて、もうだめかもしれないと思うと、公債

を買ってくれる人がいなくなるということ、その当時からあることです。なぜここに来て日本国債は安全だという議論が出てくるのか、私は不思議に思っているのですが、歴史は繰り返しますので、安定的な信用力を保つ必要があると思います。

最後に、資料二六ページ右下の「日本国債・中国国債利回り推移」もご覧ください。これまで、日本はあまりにも低金利で国債の利回りも非常に低かったので、世界から見ると、同じぐらいの格付でこれだけ利回り差があれば、中国国債を買ったほうが良いという人が大勢いました。しかし、ここに来て利回り差が同じぐらいになってきたことで、それなら日本国債を買うという人も増えていきます。これは、日本の資金を外から持つて来る好機とも言えます。日本国債を安定的にすること、そして、日本はこれから経済成長していく

という情報を出していくことによって、日本に対する期待を持たせ、世界からお金を持つてくる。

そうすれば、資料二六ページのタイトルにある「安定した低成長」から抜け出し、もう少しきちんとした成長に移行できるのではないかと期待を込めて考えています。

○木内 資料二ページのとおり、野村グループの見通しでは、今年の日本経済は一・五%の成長です。しかし、環境が変わらなければ、個人消費を中心にやや弱い動きが続くやすいということで、個人的には一・五%はやや高すぎるのではないかと思っております。

資料四ページを御覧ください。「物価と賃金の好循環が起こっている」「デフレ完全脱却の瀬戸際にある」といったかけ声がある中、実態はそこまで大きく変わっていません。変わっているのは、物価、賃金、為替、株価、地価などの名目値

です。それには様々な要因がありますが、底流では金融政策が関係しています。つまり、やや行き過ぎた金融緩和によってインフレ期待が上振れているということですが、実際、インフレ期待を上振れさせることを目指してきました。しかし、上野様がおっしゃったように、実力以上のインフレ期待の上昇が起こるときは物価高懸念になって個人消費を弱くします。円安なので企業にとっては追い風かもしれませんが、個人にとっては悪いという、ややバランスを欠いた経済の姿が足元では続いているように思います。

一方で、潜在成長率はあまり変わっていない中、賃金は三〇年ぶり、物価は四〇年ぶりの上昇率とされています。しかし、三〇年、四〇年前はバブルあるいはバブル直後で、生産性の上昇率、潜在成長率は三〜四%だったのに対し、現状は一%に満たない状況ですから、根拠なく楽観的

になってはいけません。政策的には、生産性を上げ、潜在成長率を上げる取り組みを引き続き地道に進める必要があると思います。

資料五ページを御覧ください。実質賃金については、神田様から指標の問題を御指摘いただきました。物価と賃金の上昇率はおおむね並び、実質賃金は前年比約ゼロ%で推移しています。しかし重要なのは、その前に大幅に下がったということです。海外でのエネルギー・食品価格の上昇、そして円安の影響で輸入物価が上がったことが主な原因ですが、これ自体は日本の所得を下げる要因であり、マイナスでしかありません。したがって、エネルギー・食品価格の上昇や円安によって物価が上がり、それが賃金に一部転嫁されるのを「物価と賃金の前向きな循環」と言っているのかどうか。むしろ、海外からやってきた「悪い物価上昇」ではないかと思えます。

今年の春闘は昨年並みと言われています。そうだとすると、賃金の上昇率はここから加速していかないこととなります。また、上野様がおっしゃるようにインフレ率が下がっていくのであれば、実質賃金は改善していくと思いますが、下がらない場合は横ばいですので、個人消費が回復の糸口をつかむのはなかなか難しいだろうと思います。連合の大企業賃上げ要求は昨年と同水準で、実はそれほど積極的とは言えません。物価上昇に賃金上昇が追いつかない期間が続く中で実質賃金が非常に下がったのですから、本来であれば、輸入価格ショックからの正常化プロセスにおいて、物価上昇よりも賃金上昇がかなり高い状態が何年か続いてもおかしくないはずですが。しかし、実際はそこまで賃金を上げる動きが出ていないことからすると、物価上昇率が下がらないと実質賃金は改善してこないかと思えます。

物価上昇率は円安の影響が大きく、円安が実質賃金の改善を妨げる状況が続いていると思います。日銀が金融政策の正常化を進めることによって、行き過ぎた円安をある程度修正する効果はあるかもしれませんが。しかし、為替市場は、日本要因ではなくアメリカ要因で動きます。したがって、トランプ大統領の政策によって米国経済に非常に大きなマイナスの影響が出るとかなり急速な円高になると思いますが、適度な影響にとどまれば緩やかな円高ということで、そちらのほうが日本経済にとって短期的にはプラスの面もあるのではないかと思っております。

それでは、少し議論したいと思います。神田様には、資料一六ページで個人消費に関する長期的な均衡値を示していただきました。二〇二〇年と二〇二一年は消費税引き上げの直後でもあり、基調としては下振れてもおかしくないと思うのです

が、ここが上振れているのはなぜなのか。推計式のどこが影響しているのか。また、上野様がおっしゃった、二%の物価目標は日本の実力以上の目標なので経済の逆風になるというのは私も同感です。インフレ率の均衡値の議論はなかなか難しいところですが、二%は日本にとって高過ぎるのか、それとも目指すべきなのか。神田様と中空様には、物価の実力やトレンドについてお話しただければと思います。

○神田 二〇二〇年に個人消費の長期均衡値が上がっているのは、総額一三兆円弱の特別定額給付金の影響です。給付によって使えるお金が増えたものの、コロナ対策による行動制限によって消費が抑制され、その分は貯蓄に回りました。

実質賃金がプラスになりにくいのは、賃上げの問題というよりも、物価が高過ぎるという問題のほうが大きいと思います。直近の二〇二四年十二

月のCPI総合は前年比三・六%の上昇ですが、食料とエネルギーを除く総合ベースでは一・六%です。要するに今の物価高は、一部の財によって押し上げられている面が大きいということです。

特に最近では米と一部の生鮮食品が押し上げており、エネルギーも政策変更の影響が出ていますが、このあたりが一巡すれば物価の伸びは低下してくる。一方で、賃上げは、昨年の勢いが今年も続くことが期待できる。そういう意味では、物価の伸びがある程度鈍化することで実質賃金の上昇基調がより明確になると思います。

物価の実力については、日本経済にとって二%は高過ぎる目標ではなく、二%で定着する可能性はあるというのが私の見方です。賃上げによる人件費増加分を価格転嫁すれば物価が上がり、それに対応するためにまた賃上げをする。名目賃金と物価の上昇率の差分である実質賃金上昇率を高め

るには労働生産性を高める必要がありますが、名目賃金と物価の上昇度合いは日本経済の実力とは必ずしも一致しません。そこで重要になるのはインフレ期待ですので、家計や企業の行動が変わっていけば、日本で二%の物価上昇が定着することはありません。

足元の物価動向を見ますと、価格転嫁は進んではいないものの、サービス関連ではまだ十分ではありません。また、中小企業では昨年賃上げを実施したところもありますが、ベアの代わりにボーナスを引き上げるケースも見られ、大企業のようにどんどんベアをしていこうという状況には必ずしもなっていないです。このあたりがしっかりと変化していけば、賃上げと値上げが循環的に行われることで二%の物価上昇が定着する。あるいは、緩和的な財政金融政策が続くことなどによってインフレが過熱し、二%ではなく三%以上で定着す

る、そんなリスクもあるのではないかと思つています。

○中空 私も実質賃金が上がっていくことを期待しています。そのためには企業収益が上がらなければいけないので、そういう状況をつくり出せるかどうかが重要なのですが、翻つて自分の生活を考えると、大丈夫かなと思つてあります。

例えば、皆さん一〇〇円ショップに行かれるかもしれません。海外のコインショップとは比べ物にならないほど日本のお店の商品は質が高いのに、たつた一〇〇円で買うことができます。もし一〇〇円ショップを無くせば、それはそれで不満が出ます。だとしたら、私たちが潜在的につけてしまった価格に対する感覚をどう変えていくかということになります。これは正直言つてかなりのチャレンジだと思ひます。賃金が上がれば物価が上がるのは甘んじて受け入れる、そうい

う方向にいつか行つてくれるだろうと期待しながらも、例えば綿棒やキッチンペーパーなどは一〇〇円ショップのもので十分だから一〇〇円ショップでしか買わない、そういう消費の仕方で本当に消費性向云々という議論になるのか、非常に疑問です。その根強いノルムを捨てるのはかなり大変だと思ひますが、私たちが変わるためには何が必要なのか、しつかり考える必要があります。

とはいえ、神田様の説明にあつたとおり、きちんと実質賃金が上がつたら消費は上がるはずで、私は、実質GDP一%成長を続けていけるよう投資を促していくことによって、安定的な好循環を生み出していけるのではないかと強い期待を持っています。

三、日米金融政策・金融市場の展望

○木内 時間の関係で、金融政策と金融市場のパートをまとめて行いたいと思います。

金融政策について、上野様には、先ほど金利の見通しや中立金利、ターミナルレートの話をしていただきましたので、ここではコミユニケーションの話と、FRBとECBの金融政策についてお聞きしたいと思います。神田様と中空様には、中立金利や自然利子率についてお話しただけだと思います。

金融市場については、トランプ大統領の政策の影響を軸に見通しをお聞きしたいと思います。上野様には、いわゆるトランプトレードの持続性について少し踏み込んでお話しただきたいと思

います。また、トランプ政権になって気候変動問題にも大きな変化が起きているので、中空様には、サステナブルファイナンスやESG投資の話、加えて、先ほど少し触れたプライベートエクイティについてもお聞きしたいと思います。

○上野 日銀による昨年七月の利上げがサプライズになったことを反省して、今回はむしろ強引に織り込ませにいったわけですが、どちらも問題含みだと思います。ただ、織り込ませ度合いや手法など、正解のない話ですので、ここからは邪推になるかもしれませんが、日銀自身のコミュニケーションの拙さ以上に、円安に対する問題意識が強い中で利上げのタイミングについて、政府サイドの意向を忖度し、間合いを図りながら進めていることよって、コミユニケーションが歪んでいる面があるのではないかと思います。

FRBについては、景気・雇用の底堅さ、物価

上昇率の下げ渋り、「トランプリスク」、この三つ
の見極めて利下げの回数を決めていくという整理
をしています。したがって、今年はドットチャー
ーにあった年間二回が標準形で、ここから増える
か減るかは、今後この三要素をチェックしながら
検討していく、ということかと思えます。

ECBについては、一回あたり二五ベーシスポ
イントで年四回程度の利下げということで市場の
織り込みにはほぼ沿っています。小刻みに利下げ
を行うことで、景気や物価の状況、あるいは「ト
ランプリスク」に備えていく。もしも「トランプ
リスク」が爆発するようであれば、利下げの加速
もシナリオとしては持っている。このような整理
になるかと思えます。

最後に、トランプトレードの持続性です。トラ
ンプ大統領のウォール街志向の強さ、あるいは、
トランプ大統領は株価を上げるといふ神話のよう

なものがあります。通常は、長期金利が思いきり
上がってイールドスプレッドがマイナスになれば
株価は下がるはずなのに、米株は崩れないとい
うことで、私の周りでも危機意識を持って話題に
していました。今は、株価は下がらないまま長期金
利がある程度下がり、まだ何となくモヤモヤして
いますが、株価を下げないだろうというトランプ
大統領に対する信頼感が米株のしっかりした需要
に結びついています。

ただ、弱点はAIに対する過大な期待だと思
います。ご存知のように、本日の午前から「デー
ブシーク・ショック」で米株も日本株も下落し、
日経平均は三六〇円ほど下げて引けました。対中
輸出規制が効いていないのではないかと、中国の技
術力は意外に高いのではないかと、アメリカのメー
カーよりも安くて高性能のAIを作れるのではな
いかということ、ハイテク関連を中心に売られ

ました。

私は数年前から、中国製スマートフォンやスマートフォンのスペックの高さを強調してきました。中国のあるメーカーの製品は、二二〇倍ズームに対応するカメラのほか、AIも良いものを搭載しており、写真の補正技術も非常に高いです。もちろん、部材の生産能力が乏しければ量産は難しいでしょうが、少なくともトランプ、バイデン両政権が行ってきた中国に対するハイテク製品の輸出規制は、迂回しているのか内製化したのかわかりませんが、あまり効いていないと思います。それにより、アメリカのハイテク関連企業に対する過大な期待が崩れ、ミニ・ハイテクバブル崩壊的な動きになる、そんな素地があるように思います。したがって、トランプ大統領のやりようというよりも別の角度から、今回のトランプトレード的な米株の上昇が足をすくわれる危険があるのではないかと

と思っています。

○神田 まず、今年一月の日銀の追加利上げについては、適切な判断だと思っています。物価上昇の中身が変わってきているという日銀の見方に我々も近いからです。

資料一九ページのグラフは、「企業の投入コストと消費者物価指数（CPI）の推移」です。ここで言う「投入コスト」は、産業連関表や各種賃金・物価統計から推計したもので、マクロで見た企業の投入コストがどう動いているのかを表します。さらに、「中間投入（サービス）」、「中間投入（財）」、「労働投入コスト」という三つの要因に分解しています。

これを見ると、二〇二二年から二〇二三年にかけては、輸入物価高を反映し、中間投入（財）の寄与度が非常に大きかったことがわかります。しかし最近では、輸入物価が前年割れ、あるいはゼロ

近傍になっても、消費者物価の伸びはマイナスになりません。二〇二二年に輸入物価の上昇によって物価が上がったとき、これは一時的な要因であって、物価の伸びはいずれマイナスに転じる、持続性はあまりないというのが一般的な見方でした。しかし、CPIは二〇二一年九月から前年比プラスを継続しています。つまり、物価上昇は、輸入物価だけで決まっているわけではないということです。

今は、労働投入コストが安定的に押し上げ、中間投入（サービス）の上昇もあり、安定感が高まっています。先ほど申し上げたように、サービス価格は全般的に上がっているわけではありませんが、中小企業を中心に価格転嫁や賃上げが進んでいないところもありますので、まだ十分とは言えませんが、少なくともデフレと言われていた時期とは状況が大きく変わっています。そうした

中、物価上昇の持続性が高まったのであれば、異例の金融緩和を続けるよりも、金融政策の正常化を少しずつ進めたほうがいいという日銀の判断は、適切だと思います。

自然利子率については、推計によってばらつきがあるため、どれぐらいが適当なのか、はっきりわかりません。ただ、物価上昇率を考えると、実質短期金利は大幅なマイナスですので、緩和的であるということは言えると思います。それにもかかわらず、物価上昇が基調としてあまり加速していないのは、先ほど来申し上げているように、個人消費が盛り上がらないことが影響しています。金利が低いのでお金を借りやすい、しかも、昨年は定額減税も行われました。それでも家計が消費の拡大に慎重なのは、物価高などもあって節約志向が根強く、貯蓄に励んでいるからです。

したがって、所得環境の改善が明確になって個

人消費の回復が本格化すれば、今までよりも物価の基調が強まることになり、さらなる利上げも正当化されると思います。大和総研では七月に追加利上げを行い、その後も半年に一度程度のペースで実施していく。ターミナルレートについては不確実性がかなり高いですが、1%を超える利上げも十分にあり得ると思っております。

○**中空** 資料二八ページをご覧ください。こちらはクレジットスプレッドの見通しです。上に広がっているのはリスクの高いところ、タイトになっっているのはリスクが低減したところといったように見ていただくと、足元ではよくなっていることがわかります。では、この先どうなるのかというと、①③のシナリオしかありません。その中で、二〇二五年は②のゴルディロックスシナリオ、すなわち、金融政策と財政政策でしっかりと支えられた安定的な金融市場になるということ

で、年末に一年を振り返ったときには、「今年もあまり変わらなかった」と言っているのではないかと思います。

今日、皆さんが話されたように、トランプリスク、欧州の景況感の悪化、財政の膨張、中国の減速など、いろいろなリスクがあります。しかし私は、リスク対比で見ると金融市場は強いと思っております。なぜなら、答えは一つ、潤沢なマネーフローが金融市場を支えるからです。様々なファンダメンタルズをチェックする一方で、お金がどれくらいあるのか、この点を見ることが重要だと思います。

そこで、資料二七ページをご覧ください。左上のグラフは「USプライベートルিজिट資金（一〇億ドル）」です。推計値ですので、これで全てが言えているかどうかわかりませんが、この二六五〇億ドルだけで金融市場に銀行が出している

ものの半分はカウントできません。相当な金額のお金がプライベートクレジット市場にあるというこ
とです。また、トランプ大統領の登場で、規制緩
和や、どんどんお金を流していいとか、それこそ
リスクテイクしていいとなると、これまで減つて
きたM&Aのボリュームが増えるのではないかと
言われています。M&Aが活発になると、金融機
関もお金が潤い、決算がよくなります。

いいことばかりのようですが、金融市場で投資
をする人たちにとっては、クレジットリスクを深
掘りする、年限を長くするなど、様々なリスクを
とらないとリターンがとれなくなってきました。そ
の結果、右上の「スプレッド別割合」のとおり、
様々な商品をとつても、商品対比でとれるだけの
スプレッドが減り、昨日と同じリスクをとってい
たら今日のリターンは少ないということが起きて
います。つまり、昨日と同じリターンをとろうと

思ったら、よりリスクのあるものを買わなければ
いけないということです。こうやって投資家や金
融機関の中にどんどん膿がたまっていることを私
たちは認識する必要があります。

ただし、現時点で悪いものは出てきていませ
ん。例えばCLO（ローン担保証券）のほか、資
料二七ページ左下に示したプライベートクレジット
トの件数も増え、プライベートデット、プライ
ベートエクイティともに堅調に推移しています。
潤沢なお金がかういったマーケットに入り、より
リターンを稼ごうと思つて活発に動いています。
では、このお金がどこで止まるのか、そこを読み
たいのですが、残念ながらわかりません。金融シ
ステムからお金がなくなり、ヘッジファンドや
シャドールバンクに行つてしまっているからです。
つまり私たちは、どこにリスクがあるのか完全に
読み切れないという大きなリスクを抱えながら、

マネーフローがある限り金融市場は安定的に推移するだろう、このように読むしかないということですね。

私はクレジットを長くやっていて、何でもかんでも悪く見るタイプですので、不安材料はいろいろあるのですが、一つだけお話ししますと、銀行は今、S R T (Synthetic Risk Transfer) ということで、今まで格付の高いところのブックにしているもののエクイティの薄い部分を外に出そうとしています。そうすることによって、自己資本比率が少なくて済むからです。銀行がこのような行動をとり始めていることを念頭に置いておいていただきたいと思います。

なぜなら、先ほど申し上げたように、煮詰まっているマーケットが続くとリターンがとれなくなるので、よりリスクの濃いものをとらなければいけない、銀行は自己資本比率の問題をクリアしよ

うと思つてより濃いリスクを外に出している、この外に出したリスクは残念ながら私たちは完全に追えない、こういう状態でお金が回っているからです。いざというときに何が起きるかはわかりませんが、予防策として、ファン드를分散する、同じものの商品はとらないといったことを考えなければいけなくなつてきているということを、今のお金が集まつている姿から予想しておいていただきたいと思います。

しかしこれは、収益を上げたい人にとってはリスクファクターにすぎません。まだまだお金は回り得ますし、トランプトレードもあるかもしれません。先ほど申し上げたように、ある程度リスクをとれというトランプ大統領の行動が出てくれば、米国株や銀行株は上がる可能性がありますので、それとの見合いでバランスをとつて判断することが必要ですね。

最後に、トランプ大統領によるESGへのネガティブな影響についてです。お金が出なくなっていることに加え、ブラックロックがNZAM（ネットゼロ・アセットマネジャーズ・イニシアチブ）から、その他大手金融機関がNZBA（ネットゼロ・バンキング・アライアンス）からこぞって離脱していることを考えると、かなりの勢いでダウントレンドに入ってきたと思います。

しかしながら、例えばダイバーシティやインクルージョンについての発想はある程度後戻りすることがあるとしても、気候変動対策が全世界にとって非常に重要なファクターであることは変わりません。したがって、そこはしっかりと打ち出していくことをCOPなどで見出ししていくのではないかと思っています。実際に多数のイニシアチブが決まっていますし、ISSB（国際サステナビリティ基準審議会）の基準を踏まえ、日

本の会計基準も開示の方向に向かっています。トランプ大統領が誕生したからといって、全部が全部、後戻りするわけではありません。日本の皆さんには、自分の企業や自分の投資ポリシーに対して何が一番必要なかということを引きちんと見ながらやりましょうということを申し上げたいと思います。

○木内 今年には欧米も中国も基本的には金融緩和の局面だと思えますが、中国については、通貨防衛の必要性のほうが高まっているため、思うように金利は下げられないと思います。アメリカについては、年内一回がメイン、場合によっては二回の利下げ、欧州は四回ないし五回の利下げ、このように見えています。アメリカに対して欧州の金利が大きく下がりますが、資料六ページの表のように、対ドルでのパリテイ割れは回避される見通しになっています。これは、ユーロ圏ではインフレ

率が下がり、利下げをすることによって経済が戻ってくるのに対し、アメリカはインフレ率がやや高止まりし、金利は下げられない、そういった期待の差があり、単純に欧米の金利差だけでドルユーロが動くわけではないと考えているからです。

日本円については、日銀の利上げが続くことは円高要因ではありますが、それよりも、アメリカの景気が多少なりとも減速する影響のほうが大きいのではないかと思います。トランプトレードの逆で、ドルが各国の通貨に対して顕著に安くなるかどうかはわかりません。ただ、世界経済全体が減速して利下げモードになってくるという期待があるとしても、日本は下げる余地がないわけですから、アメリカ経済、世界経済が減速してくる局面において、ドルは特に対円では安くなりやすいだろうと思います。したがって、野村グループと

しては、年末は今と比べると一五円ほど円高の一四〇円と予想しています。緩やかな円高自体は、物価の上昇率を落とすということで経済にプラスの面もあると思います。

日本株については、円高の逆風が若干あるとしても、昨年よりは個人消費が増え、国内の経済状況が少し改善することを反映し、緩やかに上がっていくだろうと思います。

日銀の利上げについては、年内二回と見ています。先週上げたのが一回目、そして九月にもう一回で〇・七五%。一応そこが最終着地点かと思いますが、来年、一%まで上がる可能性もあると思っています。

中立水準の議論は難しく、上野様からお話があったように、日銀もわからないと言っています。ただ、実質短期金利の中立水準、つまり自然利子率については、様々なスタディーを踏まえる

と、プラス〇・五%〜マイナス一・五%の範囲内ということですので、平均あるいは中央値などをとれば小幅マイナスぐらいではないかと思いません。

インフレ率のトレンドについては、資料五ページを御覧ください。コアCPIは二%を超えていますが、食料及びエネルギーを除くと一・七%まで下がりますので、二%が持続的に続くのは難しいだろうと私も思っています。どのあたりが均衡値なのか、実はよくわかりません。歴史的に見るとゼロ近傍だと思えますが、そこまで下がらないにしても、一%あるいは一%弱ぐらいまではゆっくり落ちていくのではないかと思えます。したがって、実質短期金利の中立水準が小幅のマイナスで、中長期のインフレ期待が一%あるいは一%弱ぐらいということになると、名目短期金利の中立水準は〇・七五%ないしは一%、このように考

えております。

上野様からは、既に中立水準まで達しているという議論がありました。そこはよくわからないところです。確かに実質金利は、単純に今のインフレ率と政策金利で計算すると大幅にマイナスです。とはいえ経済が強くなっていないのは、日本経済が長い間、金利感応度を失っているからだろうと私は思っています。しかし、金利あるいは実質金利が低いことによる金融市場への影響は様々あると思います。また、物価に対しては、金利を下げたときも、今のようにゆっくり上げているときも、直接的な影響は小さかった一方、金融市場に対しては、金利を上げていくこと自体、やや行き過ぎた円安の修正につながったり、金融市場の歪みの緩和につながる面もありますので、やはり正常化は進めていくべきだと思います。ただ、日銀もどこが中立的な水準かわからないということ

からすると、利上げの間隔は開いていくと思えます。今までは半年に一回のペースでしたから、今年利上げをするとしたら次は秋以降で、年内は少なくとも〇・七五%ぐらいまでではないかと思えます。

コミュニケーションについては、先ほど上野様が、底流には政治的な要因があるとおっしゃいました。私も全く同感です。日銀は、正常化自体はうまくやっているとありますが、コミュニケーションは混乱していると思えます。昨年末に市場の期待が伸びたと思つたら、年明け以降、急速に利上げを織り込ませるような、かなり無理矢理の情報発信をしました。日銀は利上げする方向を志向しながらも、やはり政治的な要因が影響している面があり、そういったところの間合いを考える

と突然「今だ」ということになって、結果的に市場とのコミュニケーションが混乱してしまうとい

うことだと思えます。このあたりは今後の課題として残されていると思えます。

日本でも、表面的には明確になっていないかもしれませんが、金融政策が政治の影響を受けている可能性はあるだろうと思えます。アメリカでは、トランプ大統領が選挙期間中に「大統領が金融政策に関与するのは当然だ」「金利については、パウエル議長よりも自分のほうが知っている」と言ったり、先週もFRBに対して「原油価格が下がれば、直ちに金利の引き下げを要求する」と言っています。

最後に、日米における金融政策への政治の影響について、お三方から一言ずつお話しただけだと思います。

○上野 まず日本についてですが、植田総裁は岸田前総理から任命を受けたときに「正常化を頼むよ」とアサインされたと思えますので、日銀は正

常化の責務を負っているという意識が強いのではないかと推測されます。一方で、日銀法第四条には、「常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない」という日銀の独立性を妨げかねない条文もあります。ですので、政府はそれを見ながら随時出方を探り、日銀も政府がどこまで容認してくれるか探りながら、ある意味、微妙な間合いでやっついて、今の石破内閣との間では、安倍内閣のときのようにあからさまプレッシャーをかけるのとは違う、不思議な関係になっているような感じがします。

アメリカについては、トランプ政権二期目との関係で言うと、私は、トランプ大統領は手詰まりの感が強いということをよくレポートでも書いています。というのも、FRBの議長を辞めさせるのは法律上難しいということで、パウエル議長はそのあたりをきちんと詰めて理論武装しているか

らです。では、誰か理事を交代させて、そこにトランプ派の人間を入れていくかということ、それもなかなか難しい。先日、バー副議長（金融規制担当）がプレッシャーに負けて副議長辞任の意向を表明しましたが、「理事には引き続きとどまる」と言っています。理事として在任しているのであれば、金融政策を決めるときの一票は変わりません。トランプ派の人間を送り込もうとしたトランプサイドの思惑をブロックする、非常に巧妙なやり方です。トランプ大統領はいろんなことを言うでしょうけれども、思った以上にパウエルFedが頑強に、手を替え品を替え抵抗していく、そんな流れではないかと思えます。

○神田 アメリカについては、上野様がおっしゃるように人事の問題がありますので、トランプ大統領がいろいろな発言をしても、結局のところはFRBが経済・物価情勢を見て判断していくとい

うのが基本路線だと思います。ただし、トランプ政権の政策が経済・物価情勢に影響を与えると考えれば、間接的にFRBの金融政策にも影響を与えることとなります。

日本については、日銀が利上げなど金融政策の正常化を進めている一方で、石破政権は少数与党で拡張的な財政政策を志向しやすい状況にあります。今のところ問題は生じていないように見えますが、それを可能にしている要因の一つは円安です。金利を上げないと円安はなかなか止まらないというところで、政府サイドとしても、利上げを受け入れやすい状況にあると思います。しかし、金利の上昇が続く中で政府は今後どう動くのか。例えば、デフレ脱却を宣言して日銀により近い方向に進むのか、逆に、積極財政を継続して財政健全化目標も実質的に先送りするようなことになれば、いずれ財政政策は緩和的な金融政策は引

き縮めめたくなります。このあたりの軌轢が将来的には日本経済のリスクになる可能性もあると思います。

○中空 私は、日本もアメリカも欧州も、弱過ぎる政府・強過ぎる政府が金融政策に全く影響しないとは思いません。どちらの政府であつても財政を膨張させますので、それによる金融政策への影響は当然考えなければいけないと思います。

○木内 時間が来ていますので、議論は以上とさせていただきます。

○森本理事長 幅広い問題について示唆に富む御意見をくださり、ありがとうございます。

時間も大分押していますが、御質問、御意見をいただきましたと思います。いかがでしょうか。

では、私から一問。トランプ大統領の政策の中にテックや金融に対する規制緩和があると思いますが、市場にはどのような影響があるのでしょうか。

か。株価をさらに上昇させるのか。それとも、マグニフィセント・セブンは行くところまで行っているのあまり影響はないのか。あるいは、不必要に期待が高まってそれが崩壊するののか。このあたりはいかがでしょうか。

○木内 先週もAIのデータセンター建設への大幅投資という案件が出ましたが、これは既に強い需要があり、そこにあえて次のものを乗せても、ボトルネックのようなものもあります。したがって、トランプ政権になって直ちに影響があるということはないだろうと思います。ただ、金融業の世界は、民主党政権と共和党政権の間には差がありますし、暗号資産についても差がありますので、一部の業界では確かに政策は変わると思えますが、昨年一〇月以降、金融市場ではトランプ政権の政策を織り込むトランプトレードが続いてきましたので、市場の期待は既に十分織り込ま

れているのではないかと思っています。

○森本理事長 ほかに御質問、御意見はございませんでしょうか。——それでは、ちょうど時間となりましたので、今年の新春討論会は以上とさせていただきます。

木内様、上野様、神田様、中空様、大変ありがとうございました。（拍手）

（きうち たかひで・野村総合研究所
エグゼクティブ・エコノミスト）

（うえの やすなり・みずほ証券 金融市場調査部
チーフマーケットエコノミスト）

（かんだ けいじ・大和総研
経済調査部シニアエコノミスト）

（なかぞら まな・BNPパリバ証券
グローバルマーケット統括本部副会長）

（本稿は、令和七年一月二七日に開催した「新春討論会」の
討論の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある）

木内登英氏

御略歴

野村総合研究所エグゼクティブ・エコノミスト

1987年野村総合研究所入社。経済研究部を経て、1990年野村総合研究所ドイツ（フランクフルト）、1996年野村総合研究所アメリカ（ニューヨーク）勤務。2004年野村證券に転籍。2007年経済調査部長兼チーフエコノミスト。2012年日本銀行政策委員会審議委員に就任。2017年7月より現職。

上野泰也氏

御略歴

みずほ証券金融市場調査部チーフマーケットエコノミスト

1986年会計検査院入庁。1988年富士銀行（現みずほ銀行）入行。資金為替部にて為替ディーラーを経て、1990年より為替、資金、債券の各セクションでマーケットエコノミスト。1994年富士証券チーフマーケットエコノミスト。2000年10月より現職。財務省主計局・税制問題研究会メンバー、内閣官房・市場動向研究会メンバー、参議院事務局・客員調査員等を歴任。

神田慶司氏

御略歴

大和総研経済調査部シニアエコノミスト

2004年大和総研入社。日本経済（短期予測）を担当後、2008年内閣府政策統括官室（経済財政分析担当）へ出向。2010年に大和総研に復帰後、日本の経済・社会構造分析、中期予測を担当。2013年より日本経済、財政・社会保障を担当。2019年より現職（経済調査部日本経済調査課長）。参議院企画調整室客員調査員を歴任。

中空麻奈氏

御略歴

BNPパリバ証券グローバルマーケット統括本部副会長

野村総合研究所入所。郵政省郵政研究所出向。1997年野村アセットマネジメント、2000年モルガン・スタンレー証券を経て、2004年JPモルガン証券クレジット調査部長。2008年BNPパリバ証券クレジット調査部長。2011年市場調査本部長。2018年7月よりチーフESGアナリストを兼務。2020年2月より現職。経済財政諮問会議民間議員、財政制度等審議会財政制度分科会起草委員、税制調査会委員、国税審議会委員、環境省グリーンボンド・グリーンローン等に関する検討会委員などを歴任。日本EU学会会員。



「新春討論会—2025年の経済展望」

2025年1月27日

木内登英氏資料

野村総合研究所 エグゼクティブ・エコノミスト

2025年の世界経済は緩やかに成長鈍化

世界経済見通し

	実質GDP (前年比、%)			消費者物価指数 (前年比、%)			政策金利 (期末、%)		
	2024年	2025年	2026年	2024年	2025年	2026年	2024年	2025年	2026年
全世界	3.2	2.9	3.0	4.0	3.1	2.8			
先進国	1.6	1.7	1.6	2.7	2.4	2.3			
新興国	4.4	3.8	4.1	5.1	3.6	3.1			
米国	2.8	2.2	1.8	3.0	3.0	2.9	4.375	4.125	3.625
日本	-0.2	1.5	0.8	2.7	2.3	1.6	0.25	0.75	1.00
ユーロ圏	0.8	1.1	1.3	2.4	1.8	1.8	3.00	1.75	1.75
フランス	1.1	0.7	1.2	2.3	1.2	1.4			
ドイツ	-0.2	0.2	0.7	2.5	2.0	1.7			
英国	0.8	0.7	1.2	2.5	2.9	2.2	4.75	3.75	3.50
中国	5.0	4.0	4.0	0.2	0.2	0.6	1.50	1.20	1.20
インド	6.5	5.8	7.0	4.9	4.1	4.6			
ロシア	3.7	1.5	1.4	8.3	7.3	4.9			

(出所) Nomura Global Market Research

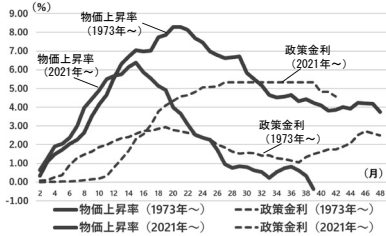
(注) 見通しは2025年1月20時点

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. NRI

2

移民の労働力に支えられてきた米国経済

米国インフレ率と政策金利 (1973年～と2021年～の比較)



(注) 物価加速開始時 (1973年、2022年) からの月次推移
物価上昇率は、物価加速開始時の消費者物価上昇率 (前年同月比) との差
(出所) BIS Annual Economic Report, June 2024より野村総合研究所作成

米国人口増加率の長期トレンド



(注) 12カ月移動平均値の前年同月比
(出所) セントルイス連銀より野村総合研究所作成

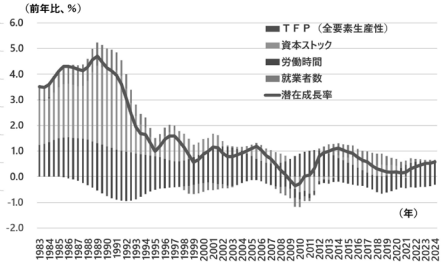
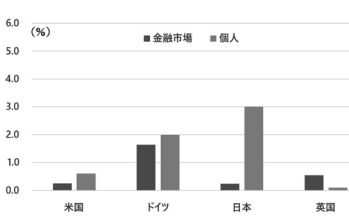
Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. NRI

3

物価・賃金上昇率の上振れと実質成長率の低迷持続

長期インフレ期待の変化

潜在成長率の試算



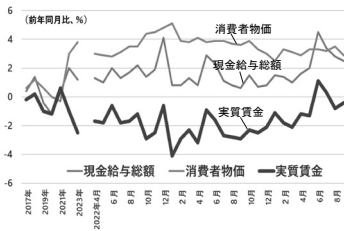
(注) 2020年末時点と2023年6月時点の差
(出所) BIS (国際決済銀行) より野村総合研究所作成

(出所) 日本銀行より野村総合研究所作成

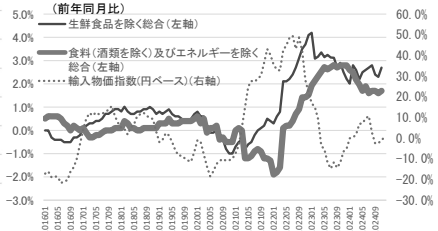
回復が遅れる実質賃金と消費者物価の推移

実質賃金の推移

基調的な消費者物価上昇率の推移



(出所) 厚生労働省、総務省より野村総合研究所作成



(出所) 総務省、日本銀行より野村総合研究所作成

2025年は緩やかなドル安円高の流れに 為替見通し（対ドルレート）

	2025年3月	6月	9月	12月	2026年12月
日本円	150.0	145.0	142.5	140.0	135.0
ユーロ	1.03	1.01	1.01	1.03	1.08
英ポンド	1.26	1.25	1.25	1.26	1.30

(注) 2025年1月20日時点の予測値
(出所) 野村

日本株見通し

	2025年3月	6月	9月	12月	2026年3月
日経平均（円、期末値）	40,000	40,000	41,000	42,000	43,000
（円、期中レンジ）	37,750 ~ 43,750	37,750 ~ 43,750	38,000 ~ 45,000	39,000 ~ 45,000	40,000 ~ 46,000

(注) 2025年1月17日時点の予測値
(出所) 野村

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. **NRI**

6

上野泰也氏資料

みずほ証券金融市場調査部チーフマーケットエコノミスト



NRI 7

<世界経済> 米欧は「金融緩和・財政拡張」のポリシーミックスだが、「トランプリスク」を注視

(1) 米国

- ・FRBが昨年9月から12月に計100bps利下げ（政策金利の経済制約度合いは軽減）。
- ・25会計年度（24/10～25/9）の財政赤字は前年度並みの1兆8,650億ドル（CBO見通し）。

↓

「トランプ2.0」・・・

- ・25年末が期限の大型減税を延長・拡充する意向（DOGEによる歳出カットには限界）。
- ・関税上乗せ策を多用する見通し（市場はインフレ、個人消費・企業収益の悪化警戒）。
- ・不法移民の大規模な国外送還を実施する構え（建設業や農業などで労働力不足か）。
- ・化石燃料の活用を積極化、米国内における原油や天然ガスの増産を奨励へ。

(2) ユーロ圏

- ・ECBが昨年6月から12月に計100bps利下げ（政策金利の経済制約度合いは軽減）。
- ・フランスを典型例に、財政赤字圧縮は難航。欧州各国で強まる「ポピュリズム」。

(3) 中国

- ・「適度に緩和的な」金融政策、「より積極的な」財政政策（24.12.11～12 中央経済工作会議）。
- ・米国との「貿易戦争」にらみて人民元相場のさらなる下落容認も。

MIZUHO みずほ証券

© 2024 Mizuho Securities Co., Ltd. |

8

<日本経済> 景気は「低高度で揺さぶられる」展開／物価は2%目標対比の「実力不足」が露呈へ

【景気】

- ・2024年（暦年）の日本の実質GDPは、コロナ危機の20年以來4年ぶりに、前年比マイナス成長の公算。
- ・中小企業を中心に、企業収益に変調の兆し（24年7-9月期の法人企業統計調査）。
- ・景気の力強い「けん引役」になりそうな需要項目が見当たらない点も、日本経済の顕著な弱点。
- ～ 民間最終消費支出（個人消費）は、高率賃上げ・定額減税・賞与増加といった所得環境の改善要因にもかかわらず、回復が弱い。23年4-6月期から4四半期連続で前期比マイナスになった後、2四半期連続で増加したものの、季節調整済金額は300兆円の大台を回復していない。根強い将来不安が影を落とす。
- ～ 民間企業設備（設備投資）は、23年1-3月期以降の7四半期のうち、過半数の4四半期で前期比マイナスを記録。計画は強いものの、不確実性の大きさや供給制約などから、現実の投資実行は限られる。
- ～ 財貨・サービスの輸出（輸出）は、中国や欧州の景気低迷が引き続き悪材料になるほか、米トランプ政権が関税上乗せ策によって直接・間接に日本の企業活動に悪影響を及ぼすリスクが意識される。

【物価】

- ・欧米型CPIコア（食料〈酒類を除く〉及びエネルギーを除く総合）は前年同月比+1.7%（24/11）。
- ・「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」は3つとも、総じて下向き。
- ・「賃金と物価の好循環」は本当に実現するのか？ CPI「サービズ」は前年同月比+1.5%（24/11）。

MIZUHO みずほ証券

© 2024 Mizuho Securities Co., Ltd. |

9

新春討論会—二〇二五年の経済展望

<日米金融政策> 日銀執行部の動きを左右する「3つのポイント」/FRBは「新たな段階」に移行

【日銀】

追加利上げ問題で、植田総裁が率いる日銀執行部の動きを左右するとみられる、3つのポイント：

- (A) 追い風が吹いており利上げに動けるうちに、「のりしろ」をできるだけ作っておきたい。
- (B) 説明をつけにくい（納得が得られにくい、あるいは完全なサプライズ）の利上げは望ましくない。
- (C) 「政治との間合い」も現実としてケアすべき問題。

「ターミナルレート」（利上げ局面の終着点）は0%台（0.75%以下）という見方が、国内勢には多い。

【米FRB】

パウエル議長が「新たな段階」と呼んだ、追加利下げに慎重な姿勢へと転換した、3つの理由：

- (A) 物価指標の下げ渋り（米11月のPCEデフレーターはコアで前年同月比+2.8%）。
- (B) 景気・雇用の底堅さ（米12月の雇用統計で失業率は4.1%に低下、NFPは+256千人）。
- (C) 「トランプリスク」（関税上乗せ、不法移民国外送還、「トランプ減税」延長・拡充の影響など）。

年内の追加利下げ回数についての市場の見方は、0~4回で割れている。

MIZUHO みずほ証券

© 2024 Mizuho Securities Co., Ltd. |

10

<金融市場> 国内長期金利は利上げの「打ち止め感」浮上か/株価は米国株に危うさも

【2025年の各マーケット予想】

◇「トランプ2.0」が世界経済・金融市場にどこまで影響を及ぼすかの見きわめが、今年最大のテーマ。

◇日本の国債は、追加利上げに日銀が何回動けるか次第。利上げの「打ち止め感」が強まれば、国債のイールドカーブにブルフラット化圧力が加わる。ここからの国内長期金利の上昇余地は限定的。

◇米国の国債は、「トランプトレード」が続く中で10年債利回りが一時4.80%まで上昇するなどしたが、売られ過ぎ感。米国の潜在成長率1.8%+FRBのインフレ目標2%=3.8%が基本線であり、そこに各種リスクに対するプレミアムを加えとしても、4.8%以上はオーバーシュートではないか。米長期金利に低下余地あり。

◇日米金利差が縮小するという基本線に鑑みると、今年のドル/円相場の大きな方向感ドル安円高。ただし、FRBの利下げ回数・日銀の利上げ回数が限られ、日米金利差が大きくは縮小してこないとすれば、ドル/円相場がドル安円高方向に動く余地は限られる。

◇株価は、米国株について筆者は25年も基本強気だが、AIへの過大な期待感が気がかり。また、足元では米長期金利の水準対比で割高感が鮮明となっており、調整含みの状況。

MIZUHO みずほ証券

© 2024 Mizuho Securities Co., Ltd. |

11

証券レビュー 第65巻第3号

【開示事項】

Mizuho Securities USA LLC (MSUSA) はみずほ証券グループ会社の関係にあり、本資料を第三者レポートとして米国機関投資家に配布しています。MSUSAはみずほ証券のアナリスト/レイターの選定および主題企業の投資判断の決定に影響を及ぼす権限は有しておりません。本レポートはMSUSA、またはその関係会社の「proprietary interests」と無関係ではない場合がございます。MSUSA、またはその関係会社は自己決定、および特定顧客のための一任勧取取引において本レポートで記載している証券の売買を行っております。これら取引は本レポートで推奨している取引と相反する可能性があります。

【アナリスト権限事項】

本資料に記載された有価証券や発行体に関する意見は、本資料の裏面に記載されたアナリストの見解を正確に反映したものであり、また直接関係を問わず本資料記載の特定の投資判断または見解の対価として報酬を受け、または報酬の受領を待たないことをアナリスト自身がここに確認するものです。

12

【留意事項】

本資料はみずほ証券が、みずほ証券および、またはその関係会社の顧客への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券やその関連金融商品の売買を推奨する、勧誘する、あるいは単にむきで提供されるものではありません。本資料はみずほ証券がすべてに入手可能な情報に基づき作成したものであり、本資料は信頼できると考えられる情報に基づいていますが、情報は必ずしも個別に検証されたものではなく、また本資料は投資家の投資決定に必要な情報をすべて提供するものではありません。みずほ証券は本資料の正確性、完全性、妥当性を保証するものではなく、また、使用した結果についてならん責任を負いません。ここに記載された内容が短気即時の市場で経済情勢の状況に起因し変動し得る場合もあります。また、ここに記載された内容が事前通知なしに変更されることもあります。本資料は税務、法律、あるいは投資の助言を提供するものではありません。本資料は顧客のお各様の財務状況や投資目的に依拠して作成されています。本資料に提供されている有価証券やその関連金融商品はすべて投資家に適合するものではありません。特定の有価証券に関してはお客にご自身で独自に検討する必要があります。本資料に関して投資に際する投資の取引を行う前にファイナンシャルアドバイザーの助言を受けることをお勧めします。みずほ証券およびその関係会社は投資の適合性について評価する責任を負いません。みずほ証券およびその関係会社は本資料へ掲載または使用の結果（直接的、間接的または結果として生じた損失、損害、損害賠償を含む）がこれらに限定されないがどのような責任も、いかなる賠償責任を負うものではなく、本資料を直接または間接的に提供し得るいかなる投資家に対しても法的責任を負うものではありません。最終的な投資決定は投資家自身が行い、投資に対する責任も投資家自身を負う必要があります。

過去の業績は将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。特に短期的な見込み将来のパフォーマンス予想はアナリストが得意と考えた要因に基づき推定を表すものです。実際のパフォーマンスは予想と異なることがあります。従って将来のパフォーマンスに関して、いかなる保証もあるいは保証不能保証されることではありません。本資料で言及されたみずほファイナンシャルグループ(MHFG)、あるいはその関係会社に関する内容は、すべてに入手可能な情報に基づくものであり、本資料はIFCA、BaFinの規制により定義された個人投資家向けに全ての会社の一切の内部者情報に基づいており、みずほ証券はMHFGの子会社であるため、会社の方針としてMHFGについての投資判断を遅延させることとしています。

みずほ証券およびその関係会社は、または他のMHFGの関係会社は、本資料で言及されている企業が発行する有価証券・有価証券の派生商品等を自己または委託して取引することがあります。さらに本資料に示されている投資判断と相反する取引の取引を行うことがあります。これらの発行会社やその関係会社に対して、幅広い金融サービスを提供する可能性があります。ただしみずほ証券はMHFG株式については証券法135条に従い、自己売買を行うことを禁じられています。

英国(ドイツ政府承認) 英国では、MHFGグループの一員であるMizuho International plc(「MI」)、30 Old Bailey, London EC4M 7AU が本資料を配布します。MIはグループ規制機構(the Prudential Regulation Authority)の認可を受け、金融庁監督官庁(the Financial Conduct Authority, 「FCA」)及びグループ規制機構の規制の下に、ロンドン証券取引所の傘下で、ドイツの本資料の配布はMizuho Securities Europe GmbH(「MSEU」)、Tunastur 1, 60310 Frankfurt, Germanyが行います。MSEUはドイツ連邦金融監督官庁(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 「BaFin」)の認可を受け、その規制の下にあります。本資料は欧州経済圏のその他の加盟国の顧客にMIH、MHEUにより配布されることがあります。なお、本資料はIFCA、BaFinの規制により定義された個人投資家向けではありません。利益相反の防止および回避に関する組織的、経営的監督の詳細についてはウェブサイト<https://www.mizuho.com/emeawho-we-are/global/regulatory>をご覧ください。

米国 本資料の米国の配布または配布の承認は、Mizuho Americas LLCの子会社であるMizuho Securities USA LLC, 1271 Avenue of the Americas, New York, NY 10020, USA、連絡先+1-212-209-4300が行い、同社がその内容に責任を負います。企業に関する新要綱や発表、市場環境、公表されたその他の情報に基づき、会社および世界の定期的なアップデートが提供される場合があります。本資料の内容を基に米国の投資家が行う取引すべてはMizuho Securities USA LLC(「MSUSA」)を通じてのみ行われなくてはなりません。関心のある米国の投資家のみなさまは、MSUSAの営業担当者までご連絡ください。

香港 本資料の香港での配布はMizuho Securities Asia Ltd(「MSHA」)、14 -15F, K11 Aetler, 18 Salisbury Road, Tsim Sha Tsui, Kowloon, Hong Kongが行います。MSHAはMHFGグループの一員で、香港証券先物委員会により免許を与えられ、その規制を受けます。本資料は香港証券先物条例の定義に基づくプロ投資家向けに作成されたものです。本資料はMSHAが定める利益相反管理規程に基づいて作成されています。利益相反防止に留意し、利益相反防止に関する管理規程の詳細は本資料の裏面に添付する場合はMSHAにご連絡ください。

オーストラリア 本資料オーストラリアの2021年証券法(CA法)708条に基づきプロ投資家または登録された投資家、またはCA法761Gに基づくホールセール顧客のみを配布するものです。オーストラリア国内における前記の投資家層以外へ送ることは法律上の問題であり想定外であり、認められません。各々の法域の免許を保有するMizuho Securities Asia Limited(ABRN 603425912)およびMizuho Securities (Singapore) Pte. (ABN 132105545)は、オーストラリアにおいて外国企業として登録されており、CA法に基づくオーストラリア免許の取得義務をそれぞれオーストラリア証券投資委員会の傘下(および取引に関する規制)の100%所有し、取り扱っています。

シンガポール 本資料のシンガポールの配布はMizuho Securities (Singapore) Pte. Ltd.(「MHSS」)が行います。MHSSはシンガポール金融管理局の規制にあり、資本市場サービス免許を保有するとともに、免許取得後免状されたファイナンシャルアドバイザーです。金融アドバイザー規制(「FAR」)の320に基づき、MHSSはその関連会社やその他の外国の調査会社によって作成された分析レポートを配布することができます。本資料はFARで記載される「適格投資家」、「適格投資家」、「エヌハーブ投資家層」向けにのみ配布されるものです。本資料に起因または関連する事項についてのお問い合わせは、MHSS, 12 Marina View, #25-02/3, Asia Square Tower 2, Singapore 018916 でお問い合わせください。

日本 本資料の日本の配布は、みずほ証券株式会社 100-0004 東京都中央区田区大町1丁目5番1号大手町アークスセンターが行います。日本における適格機関投資家以外への配布については日本の会社法においてみずほ証券株式会社は責任を負っています。本資料は日本を除き、適格機関投資家以外への配布は行っておりません。みずほ証券において報酬を入手する場合は、購入対価のみを支払ういただくことになります。その他のお取引いただいた場合には、各取引の種別に応じて、所定の手数料等を負担いただく場合があります。開株時の先物取引には、約定対価に対して最大1.155%(税込)、最終2.750%(税込)のたし、売却時に限り、約定対価が2.750%(税込)を上限とし、約定対価に99.0%(税込)を業上金額)の委任手数料を負担いたします。手数料に関する税率は10%で表示されています。消費税率が変更された場合、変更後の税率が適用されます。本資料の著作権はすべてみずほ証券株式会社にあり、書面による承認なしにすべてまたは一部を複製、複製、再配布、第三者に転送することはできません。

各商品等への投資には価格の変動等により損失が生じるおそれがあります。

みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東証券局長(金商)第94号

加入協会 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人商品先物取引業協会、一般社団法人日本STO協会

13

神田慶司氏資料

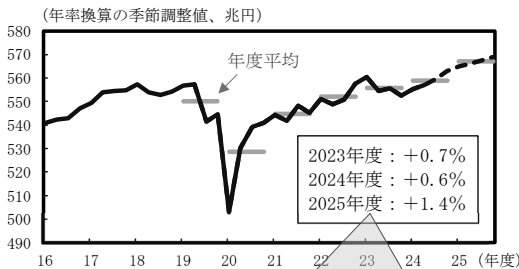
大和総研経済調査部 シニアエコノミスト



JSRI 14

2025年の日本の実質GDP成長率は+1.6%の見込み

日本の実質GDP見直し(12月9日時点)と海外経済の前提



米欧中の実質GDP成長率

米国	2023年: +2.9%
	2024年: +2.8%
	2025年: +2.3%
ユーロ圏	2023年: +0.5%
	2024年: +0.8%
	2025年: +1.3%
中国	2023年: +5.2%
	2024年: +5.0%
	2025年: +4.5%

【暦年ベース】

23年: +1.5%、24年: ▲0.1%、25年: +1.6%

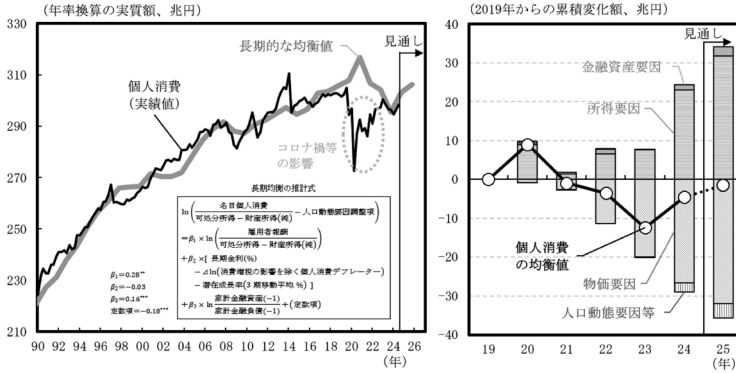
⇒「成長のゲタ」を除いた25年の実質GDPは+1.0%

FRBは半年に一度程度のペースで0.25%ptの利下げを実施すると想定

(注) 図中の破線は大和総研による予測値。米欧中の見直しは大和総研の直近の各国担当者の予測に基づく。
(出所) 内閣府、各国統計より大和総研作成

停滞が続いた個人消費は足元で回復の兆し

個人消費の実績と長期均衡値(左)、均衡値のコロナ禍からの乖離幅の要因分解(右)

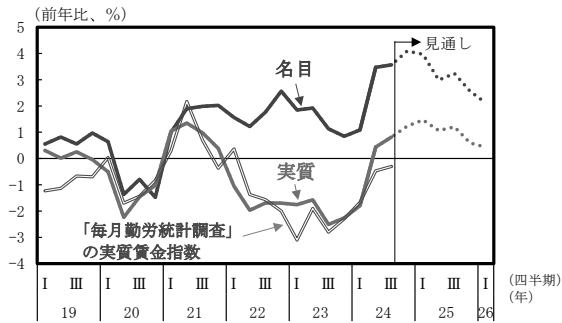


Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

16

実質賃金は前年比+1%前後の推移を見込む

1人あたり雇用者報酬の見通し



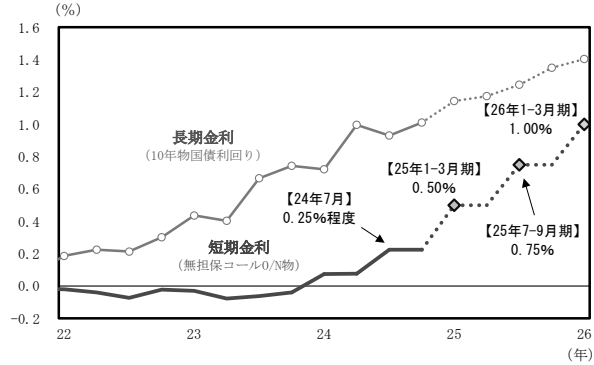
(注) 季節調整値。
 (出所) 厚生労働省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

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

17

緩和的な金融環境は当面継続する見込み

日本の長短金利見直し

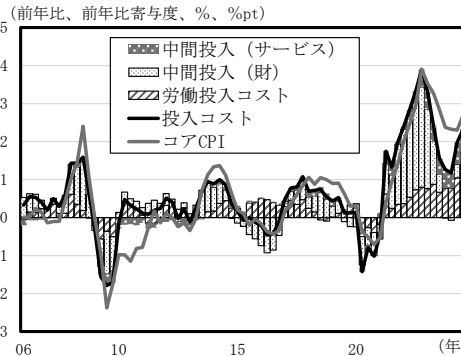


Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

18

物価上昇の主因は「輸入物価高」から「人件費増」に転換

企業の投入コストと消費者物価指数 (CPI) の推移



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

19

「トランプ2.0」による米国経済等への影響は？

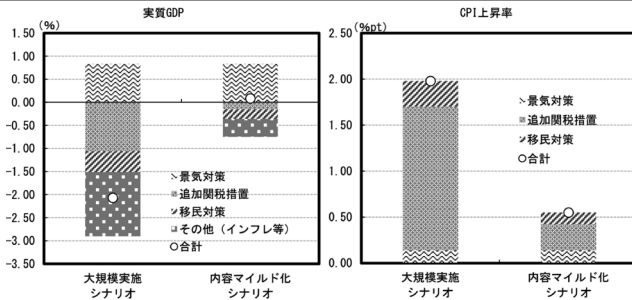
シナリオ別に見た米国の実質 GDP、GPI 上昇率への影響試算

<大規模実施シナリオ> 実質 GDP: ▲2.07%、GPI: +1.98%

○トランプ減税の延長、○中国に対して10%、メキシコ・カナダに対して25%の追加関税措置、○すべての移民の流入停止

<内容マイルド化シナリオ> 実質 GDP: +0.08%、GPI: +0.55%

○トランプ減税の延長、○中国に対して10%の追加関税措置のみ、○不法移民の新規流入の抑制



(出所) IMF、OECD、CBVなどより大和総研作成

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

20

本資料は投資勧誘を意図して提供するものではありません。

本資料記載の情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。

(株)大和総研と大和証券(株)は、(株)大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。

内容に関する一切の権利は(株)大和総研にあります。無断での複製・転載等はご遠慮ください。

中空麻奈氏資料

BNPパリバ証券グローバルマーケット統括本部
副会長



経済成長見通し

2025年は全体的に堅調

■ 経済成長見通し(2025年1月9日現在)

	年成長率 (%Y/Y)			四半期成長率 (% Q/Q)				四半期成長率 (% Q/Q)			
	2024	2025	2026	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4	2026 Q1	2026 Q2	2026 Q3	2026 Q4
米国	2.8	2.1	1.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4
欧州	0.8	1.0	1.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ドイツ	-0.1	0.4	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
フランス	1.1	0.8	0.9	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
イタリア	0.5	1.0	1.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3
スペイン	3.1	2.5	1.8	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4
中国	4.9	4.5	4.3	1.3	0.9	1.2	0.8	0.9	1.0	1.2	1.4
日本	-0.2	0.6	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1
英国	0.9	1.4	0.9	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2

- ▶ 2024年は米国一人勝ち、その他は低空飛行。2025年は冴えない中国、少しずつ悪化する米国を除き、まずまずの安定成長軌道、という見方
- ▶ 地政学的リスクが大きいため、慎重な対応は必須



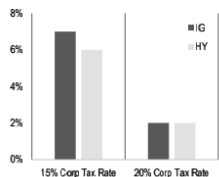
The bank for a changing world

出所:BNPパリバ

米国一トランプは吉か凶かー

トランプ登場の影響を考える

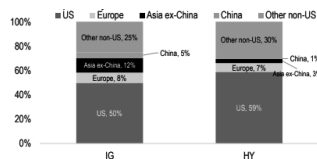
❶ 法人税減税と企業収益への影響



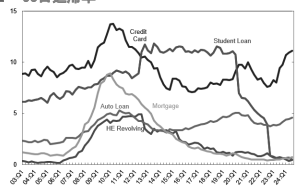
❷ 産業別移民人口の割合



❸ 地域別収入



❹ 90日延滞率



出所: ブルームバーグ, S&P Capital IQ, Macrobond, BNPパリバ



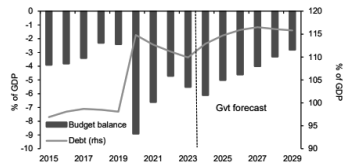
BNP PARIBAS

The bank for a changing world

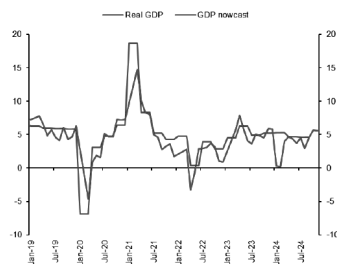
欧州・中国ーそれぞれに直面する構造問題は大きいー

欧州は景気悪化・財政弛緩と格下げリスク、中国は抑制された景気回復

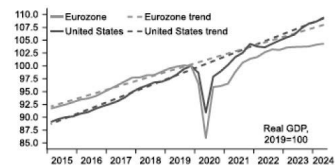
❶ フランス: 財政赤字対GDP比推移



❷ 中国: 実質GDPとナウキャスト(%, 対前年比)



❸ ユーロ圏と米国のGDP推移



出所: Ministry of Finance, Eurostat, National Assembly, China's NBS, WIND, BNPパリバ



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

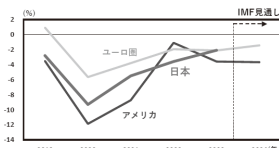
日本—安定した低成長から抜け出せるか—

日本も財政問題は残る

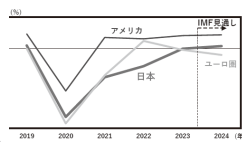
先進国格付け一覧

	MOY		S&P		Fitch		R&I		JCR	
	格付け	アウトlook	格付け	アウトlook	格付け	アウトlook	格付け	アウトlook	格付け	アウトlook
アメリカ	Aaa	NEG	AA+u	STABLE	AA+u	STABLE	AAA	STABLE	AAA	STABLE
ドイツ	Aaa	STABLE	AAAu	STABLE	AAAu	STABLE	AAA	STABLE	AAA	STABLE
フランス	Aa3u	STABLE	AA-u	STABLE	AA-u	NEG	AAA	STABLE	AAA	STABLE
イタリア	Baa3u	STABLE	BBBu	STABLE	BBBu	POS	BBB+	STABLE	A	STABLE
スペイン	Baa1	POS	Au	STABLE	A-u	POS	A	-	AA	STABLE
イギリス	Aa3u	STABLE	AAu	STABLE	AA-u	STABLE	AAA	STABLE	AAA	STABLE
カナダ	Aaa	STABLE	AAA	STABLE	AA+u	STABLE	NR	-	AAA	STABLE
日本	A1	STABLE	A+u	STABLE	Au	STABLE	AA+	STABLE	AAA	STABLE
中国	A1	NEG	A+	STABLE	A+u	NEG	AA-	STABLE	AA	STABLE

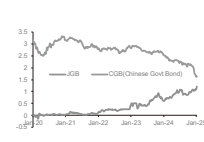
PB対GDP比の推移



GDPギャップの推移



日本国債・中国国債利回り推移



The bank for a changing world

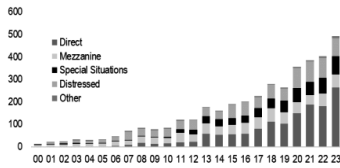
出所: IMF、内閣府、財務省などより内閣府作成の資料を転載

26

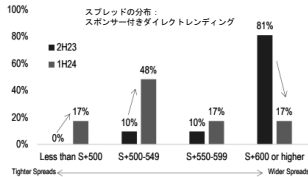
金融市場を読み解くカギはマネーフロー

潤沢な資金が続くか、続くとすればどこにいくか

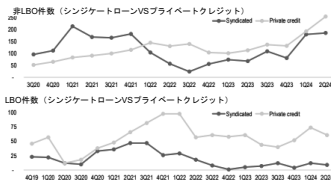
USプライベートクレジット資金(10億ドル)



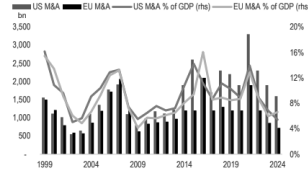
スプレッド別割合



プライベートクレジット件数推移



グローバルM&Aボリューム



The bank for a changing world

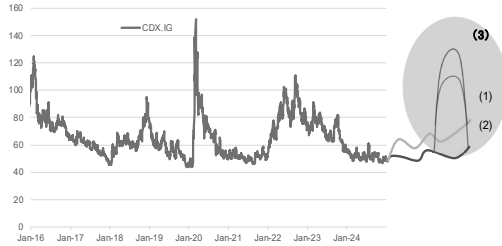
出所: Pitchbook LCD、regin、フォーラムバーク、BNPパリバ

27

2025年の金融市場も基本は混乱なし

現在地の確認とこれからのクレジットストーリー

■ US IG スプレッド見直し



- 2024年のクレジットリスクは結局ワイドにならず、緩やかな状況が続いた。リスクや不透明感はあるものの、それを解消する方向で物事が比較的素早く動く調整が見られる傾向が強まった。この調整により、金融市場は需給が勝ってしまい、市場のパフォーマンスは安定、という構造
- リスクをどれだけ見通してもマネーフローが続けば現状継続となる。2025年もまずはこれを継続。やはりファンドに溜まったブラックボックスのマネーの行き所が最終的なリスクということになる
- 前半はリスクが隠れてしまう程の堅調な市場推移をするのではないかと。年後半に向けて、そうした市場に乗り過ぎないことが必要だ

①スルスル悪化シナリオ：
弱気のクレジットスプレッドで推移する。懸念先行

②ゴルディロックスシナリオ：
思う以上の景気低迷、金融政策と財政政策で下支え相場となる

③テールリスクシナリオ：
思いもよらなかったリスクが顕在化する。長続きはしないとしても急激なワイド化シナリオ



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所：ブルームバーグ、BNP PARIBAS

28

免責事項

本資料に含まれる情報は、BNPパリバ証券株式会社が信頼できると考える情報源より取得されたものですが、弊社はその正確さについて意見を表明し、または保証するものではありません。情報は不完全または省略されたものであることがあります。本資料は、目論見書ではありませんし、本資料で取り扱われている有価証券の価値についての判断の基準を示す目的で作成されたものではありません。また、本資料は、有価証券の購入、売却その他の取引を推奨し、または勧誘するものではありません。本資料に含まれる予想及び意見は、資料作成時における弊社の判断に基づくものであり、予告なしに変更されることがあります。弊社またはその関連会社（以下合わせて「BNPパリバ」）は、本資料で取り扱われている有価証券またはその派生証券を自己勘定で保有し、または自己勘定で取引することがあります。BNPパリバ及びその役員は本資料に取扱いされている発行者のアドバイザー又は役員を過去に務めた、または将来務める可能性があります。BNPパリバは本資料で取り上げられた発行者に対して、過去12ヶ月以内に（アドバイザー、シンジケートマンジャー、アンダーライター等として）有価証券の引受その他の投資銀行サービスを提供した可能性があります。BNPパリバは、法律で許容される範囲において、本資料の発表前に、そこに含まれる情報に基づいて取引を行うことがあります。弊社は本資料の内容に依拠して読者が取った行動の結果に對し責任を負うものではありません。本資料は限られた読者のために提供されたものであり、弊社の書面に よる了解なしに複製することはできません。本資料は、機関投資家のために作成されたものであり、英金融監督当局（FCA）より定義されたところのいわゆる英国の個人投資家のために提供されたものではなく、かつそうした個人投資家に譲渡することはできません。本資料の英国における発行および配布は、ビー・エヌ・ピー・パリバ・エヌ・シー（本誌）の支店であるビー・エヌ・ピー・パリバ・ロンドン支店の承認を得たものとなります。ビー・エヌ・ピー・パリバ・ロンドン支店は、英国における投資業務の遂行にあり、証券先物業協会（SFA）の規制を受けており、また、ロンドン証券取引所の会員です。このレポートが米国内で配布される場合には、本資料は、米国の規制に基づき「大手機関投資家」のみを対象に配布するものとして承認され、本資料を受け取り、記載されている証券について取引を行いたいと望む場合には、必ず米国の規制に基づいて登録されている証券会社を通じて実行しなくてはなりません。BNP Paribas Securities Corporationは、米国において登録されている証券会社です。米国のBNP Paribas Securities Corporationは、資料が直接、米国の受取人に配布された場合において、レポートの内容に関して責任を負うものとなります。



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

29

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録が導入されています。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を用いて投資を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨を投資目的の証券に記載しなければならないこととされています。

格付の種類について

登録を受けた信用格付業者は、「誠実義務」②利益相反防止、格付プロセスの公正性確保等の業容管理体制の整備、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び変更、説明書等の公開履歴等の情報開示義務等の規程を受けるとともに、報告受入、立入検査、業容改善中等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規程、監督を受けておりません。

無登録格付について

ムーディーズ・レーティングス

格付会社グループの呼称について

格付会社グループの呼称

ムーディーズ・レーティングス (以下「ムーディーズ」と称します。)

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号

ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁登録(格付)第4号)

無登録格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のウェブサイト (<https://ratings.moody.com/japan/ratings-news/>) の「規制開示」のページにある「開示」をクリックした後に表示されるページの「無登録格付説明書」の欄に掲載されています。

格付の前提、債務及びリスクについて

ムーディーズの信用格付は、企業体、金融機関、債務又は債務保証証券の将来の相対的信用リスクについての、説明及びの意見です。ムーディーズは、信用リスクを、企業体が保証し、保証人の義務を相対に履行できないリスク及びワイルドカード事件発生した場合に及ぶあらゆる種類の相対的債務と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、信用格付及びその他のリスクについて意見を述べるものではありません。また、信用格付は、投資又は投資に関する決定を支援するものではありません。格付の保証は、保証、又は債務を保証するものではありません。ムーディーズは、いかなる保証又は保証方法によっても、これらの格付が、又はその他の信用又は債務の正確性、適時性、完全性、無差別性及び特定の目的の適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も提供していません。ムーディーズは、信用格付に関する信用格付を、発行体から取得した情報、公開情報を基盤として行っております。ムーディーズは、これらの情報から合理的な意見、またはその意見がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要とされる調査を実施しています。しかし、ムーディーズは意見を言う者ではなく、格付の前提で交換した情報の公正性及び有効性について常に独自の検証を行うこととされています。

この情報は、当社が信頼できると考えられる情報から作成しておりますが、その正確性、完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

S&Pグローバル・レーティング

格付会社グループの呼称について

格付会社グループの呼称

S&Pグローバル・レーティング (以下「S&P」と称します。)

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社(金融庁登録(格付)第5号)

無登録格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ (<http://www.spglobal.com/jp/ratings>) に掲載されている「トップナビ」規制開示) (<http://www.spglobal.com/jp/registered/>) に開示されております。

信用格付の前提、債務及びリスクについて

この情報は、当社が信頼できると考えられる情報から作成しておりますが、その正確性、完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

フィッチの格付は、所定の前提条件・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を裏支えるものではなく、正確又は信頼性であると主張しませんが、信用格付は、信用リスクのリスクを測定の指標としては、格付保証書の標準的な妥当性又は市場慣習について意見を述べるものではありません。格付リスクの相対的指標であるため、同一セクター内の格付が比較されることで、リスクの相対的な理解が必ずしも十分に反映されない場合があります。信用格付はS&Pグローバルによる格付の相対的指標に関する意見であり、特定のワイルドカード事件を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の目的・範囲について、発行体情報にのみ基づく情報から入手する事業情報に依存しており、所定の格付方法により、かかる情報に関する誤差及び追加提供されていない又は追加提供されていない情報に基づく追加法情報による偏見を、格付の範囲で行いますが、格付に関して既述する情報又はその使用範囲にすぎません。完全性、透明性が保証されるものではありません。ある情報源が既述又は非既述を伴うことが明示し、場合、追加情報に関する格付は適切でない場合があります。また、格付は、現在の事業の保証にもかかわらず、格付付又は格付無しの格付の両方に適用されることがあります。信用格付の前提、債務及びリスクに関する詳細については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の情報の前提に関する質問」を参照してください。

フィッチ・レーティングス

格付会社グループの呼称について

格付会社グループの呼称

フィッチ・レーティングス (以下「フィッチ」と称します。)

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁登録(格付)第3号)

無登録格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ (<http://www.fitchratings.com/jp/web/>) の「規制開示」セクションにある「格付対象の概要」に掲載されています。

信用格付の前提、債務及びリスクについて

この情報は、当社が信頼できると考えられる情報から作成しておりますが、その正確性、完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。



BNP PARIBAS

The bank for a changing world