わが国の経済・物価情勢と金融政策

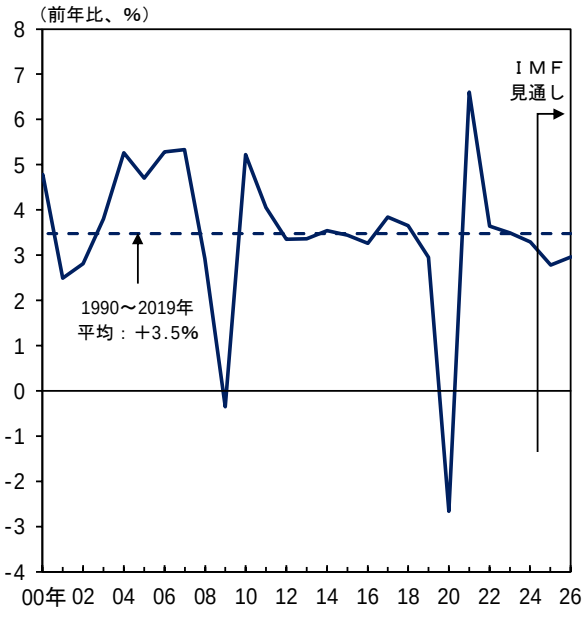
―― 三重県金融経済懇談会における挨拶 ――

2025年７月３日
日本銀行 政策委員会審議委員
高田 創

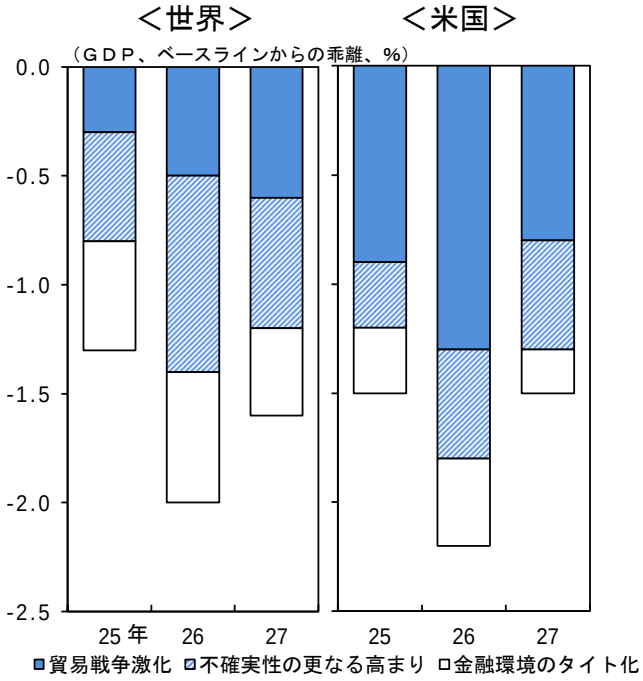
図表１

海外経済の動向（ＩＭＦの2025年４月見通し）

世界経済成長率



リスクシナリオ時のＧＤＰ水準の下振れ幅

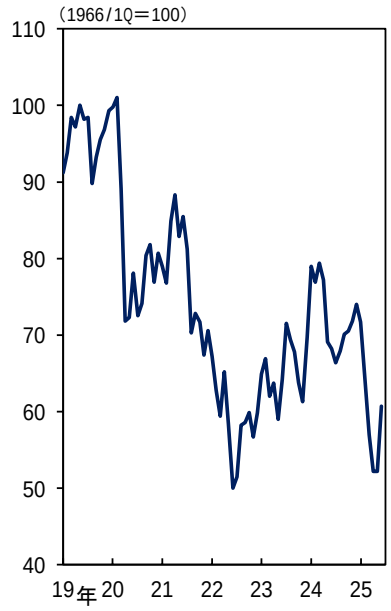


（注）右図の各シナリオにおける詳細な前提については、2025/４月ＷＥＯのＢＯＸを参照。
（出所）ＩＭＦ

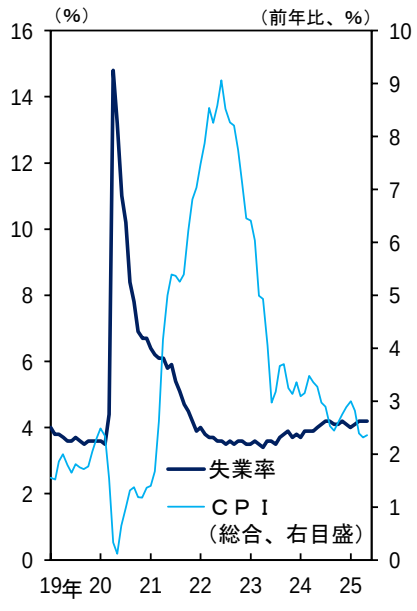
図表２

米国経済

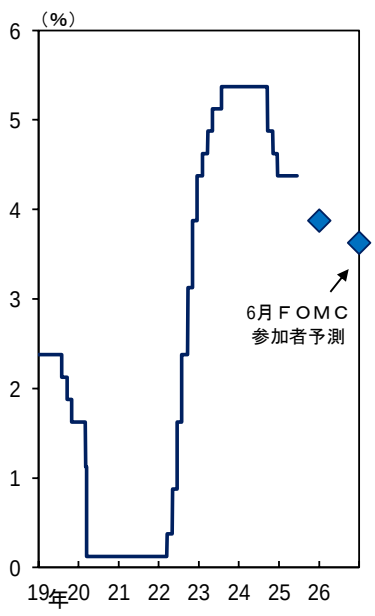
消費者マインド



雇用と物価



政策金利

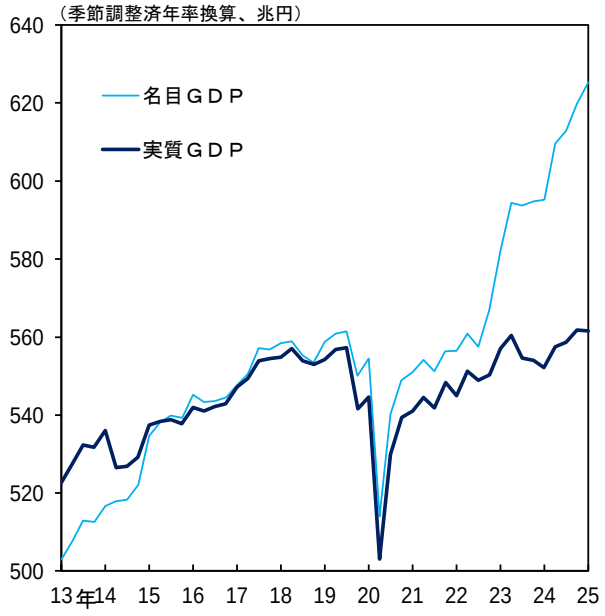


（注）左図はミシガン大学指数。右図は、ＦＦ金利の目標レンジの中央値。ＦＯＭＣ参加者予測は中央値。
（出所）ミシガン大学、ＢＬＳ、Bloomberg、ＦＲＢ

図表３

日本のＧＤＰと経済・物価見通し

ＧＤＰ



経済・物価見通し
（2025年４月展望レポート）

（前年度比、%）

	実質ＧＤＰ	ＣＰＩ（除く生鮮食品）	ＣＰＩ（除く生鮮食品・エネルギー）
2025年度	＋0.5	＋2.2	＋2.3
１月時点	＋1.1	＋2.4	＋2.1
2026年度	＋0.7	＋1.7	＋1.8
１月時点	＋1.0	＋2.0	＋2.1
2027年度	＋1.0	＋1.9	＋2.0
１月時点	―	―	―

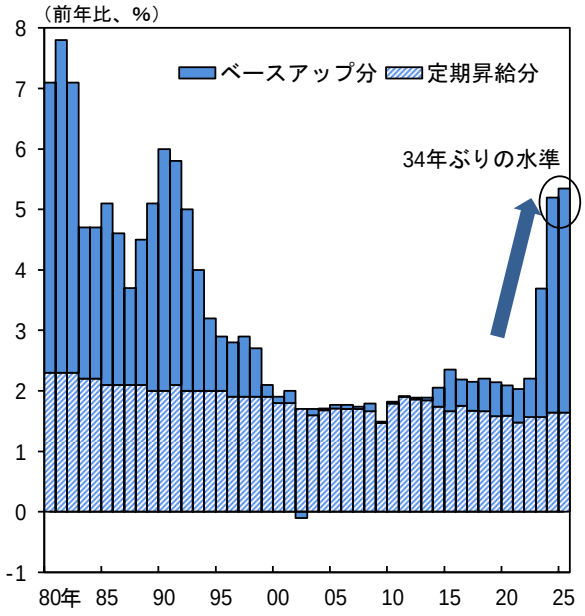
（注）右図は、政策委員見通しの中央値。
（出所）内閣府、日本銀行

図表４

日本の企業部門と賃上げ

企業収益

賃上げ率

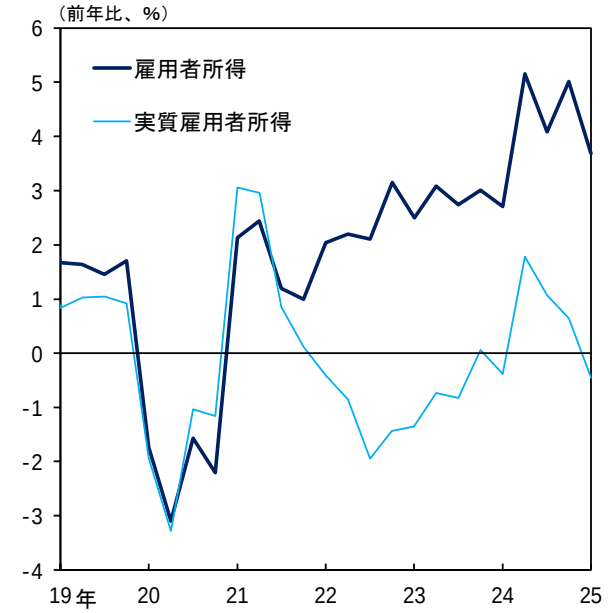


（注）1．左図は、「法人企業統計調査季報」ベース。金融業、保険業を除く。
2．右図は、2014年までは中央労働委員会、2015～2025年は連合の公表値。2025年は、第６回集計値。
（出所）財務省、日本労働組合総連合会、中央労働委員会

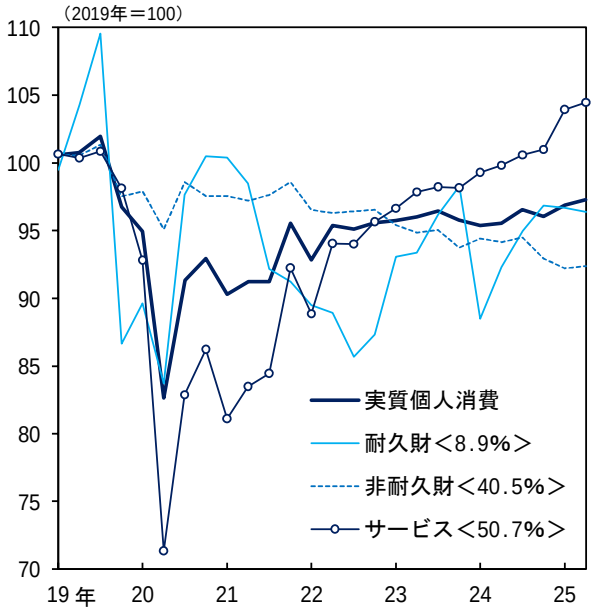
図表５

日本の個人消費

雇用者所得



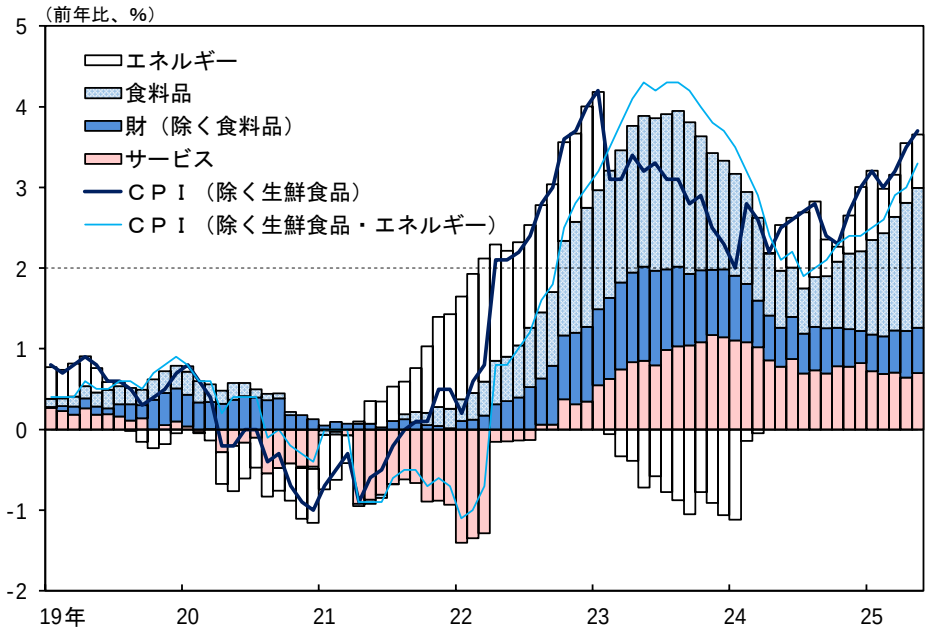
実質個人消費



（注）1．左図の各四半期は、1Q:3～5月、2Q:6～8月、3Q:9～11月、4Q:12～2月。雇用者所得＝名目賃金（毎月勤労統計）×雇用者数（労働力調査）。
雇用者所得の実質値は、ＣＰＩ（除く持家の帰属家賃）を用いて日本銀行スタッフが算出。毎月勤労統計は、共通事業所ベース。
2025/1Qは、3～4月の値。
2．右図の実質個人消費は、実質消費活動指数（旅行収支調整済）。除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費（日本銀行スタッフ算出）。
＜ ＞内は、消費活動指数におけるウエイト。2025/2Qは、4月の値。
（出所）厚生労働省、総務省、日本銀行

図表６

日本の消費者物価上昇率

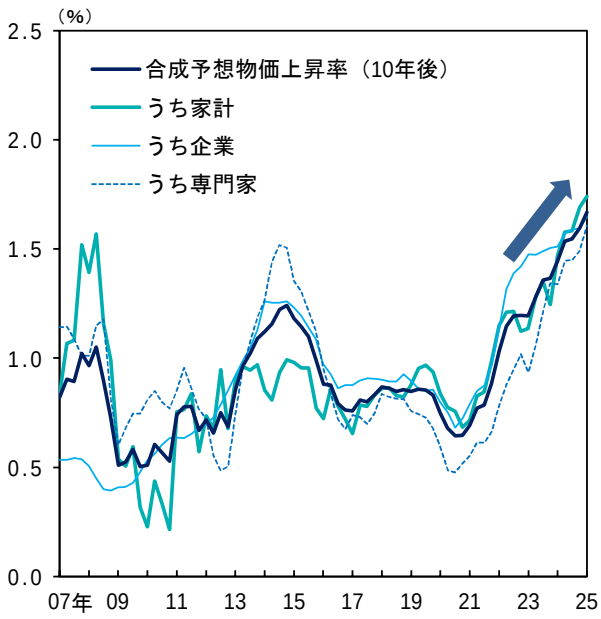


（出所）総務省

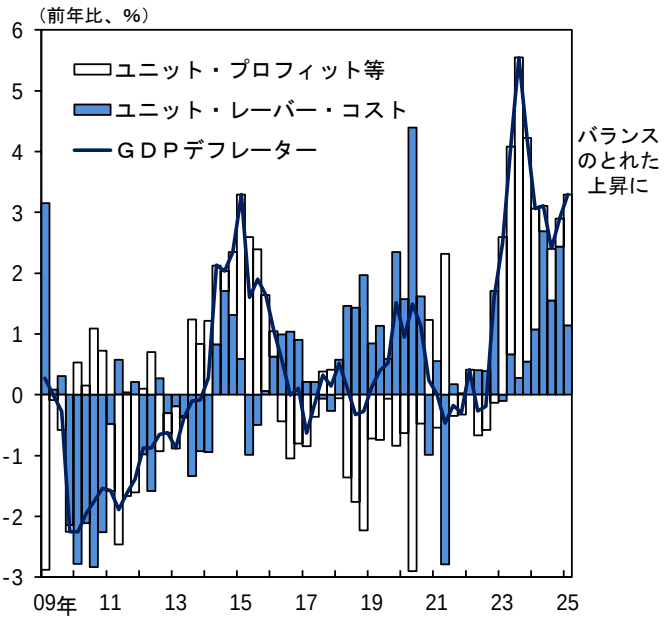
図表７

日本の物価関連指標

合成予想物価上昇率



ＧＤＰデフレーター

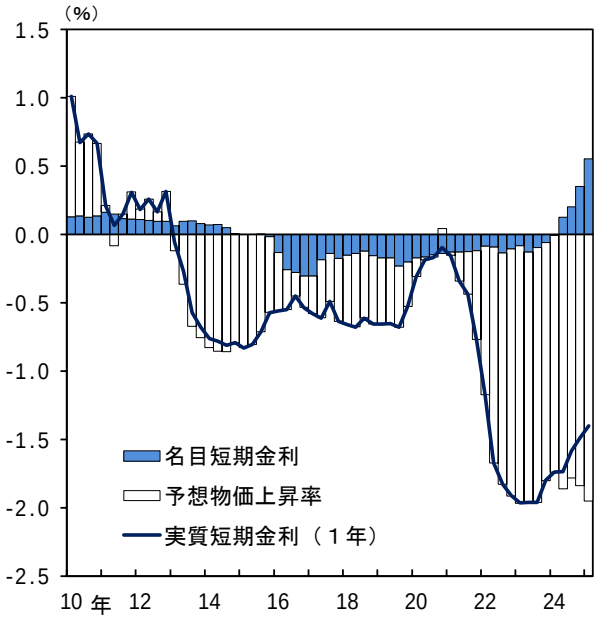


（注）1．合成予想物価上昇率は、企業・家計・専門家によるインフレ予想について、主成分分析を用いて共通成分を抽出したもの。作成方法等の詳細は、展望レポート（2024年４月）のＢＯＸ４を参照。
2．ユニット・レーバー・コスト＝名目雇用者報酬÷実質ＧＤＰ。
（出所）日本銀行、QUICK「QUICK月次調査＜債券＞」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg、内閣府

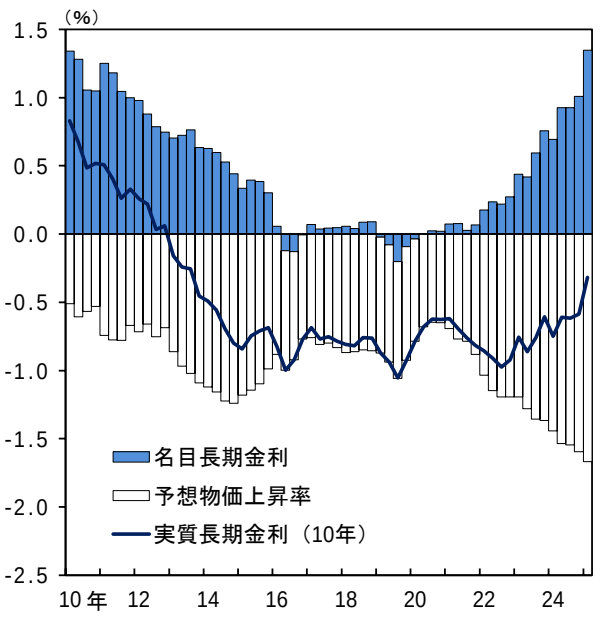
図表８

日本の実質金利

実質短期金利（１年）



実質長期金利（10年）



（注）実質金利は、各年限の国債利回りから予想物価上昇率を差し引いて算出。予想物価上昇率は、様々な経済主体（企業・家計・専門家）の年限ごとのインフレ予想の情報を用いて日本銀行スタッフが推計。具体的には、企業は短観、家計は生活意識に関するアンケート調査、専門家はQUICK調査、コンセンサス・フォーキャスト、インフレ・スワップ・レートのデータを使用。
（出所）日本銀行、QUICK「QUICK月次調査＜債券＞」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg

図表９

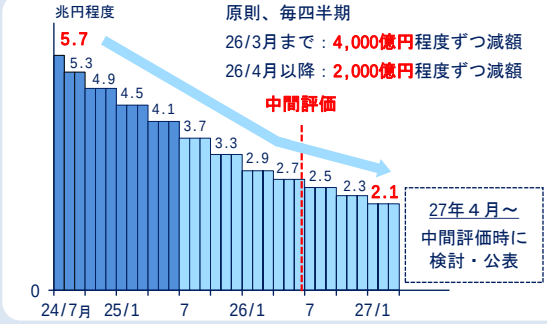
長期国債買入れの減額計画

①長期金利　：金融市場において形成されることが基本
②国債買入れ：国債市場の安定に配慮するための**柔軟性を確保**しつつ、**予見可能な形での減額**が適切
- 2026年３月まで　：原則、毎四半期4,000億円程度ずつ減額（従来の減額計画を維持）
- 2026年４月～2027年３月まで：原則、毎四半期2,000億円程度ずつ減額

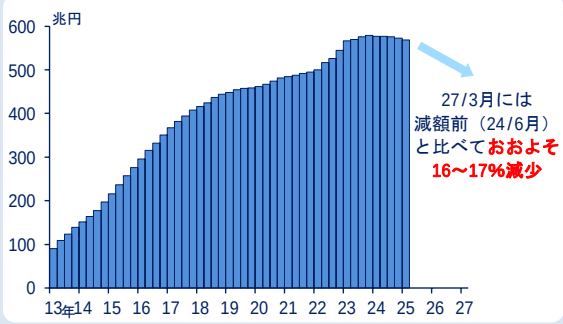
➢ 国債市場の安定に配慮した形で市場機能の改善を進めていけるよう、**段階的に減額**していく

＜予見可能な形での減額＞

月間の買入れ予定額



日本銀行の保有国債残高



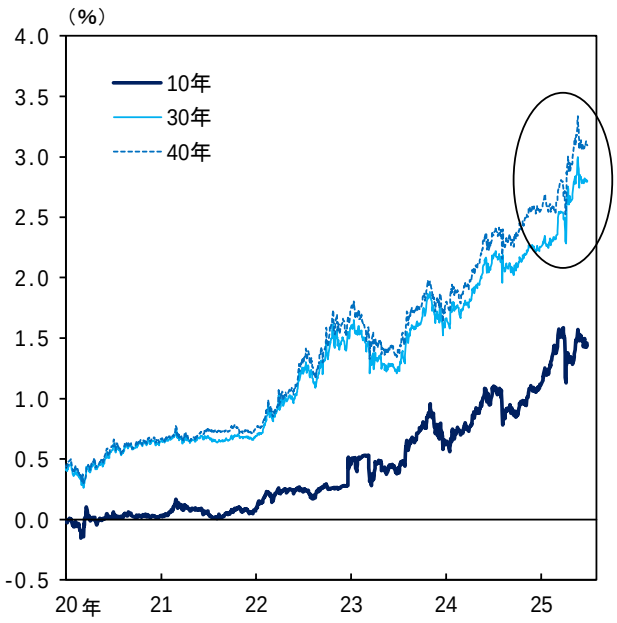
＜柔軟性の確保＞

①来年６月の金融政策決定会合で中間評価を実施
②長期金利が急激に上昇する場合には、機動的に、買入れ額の増額等を実施
③必要な場合には、金融政策決定会合において、減額計画を見直す

図表10

債券市場の機能度

長期金利・超長期金利



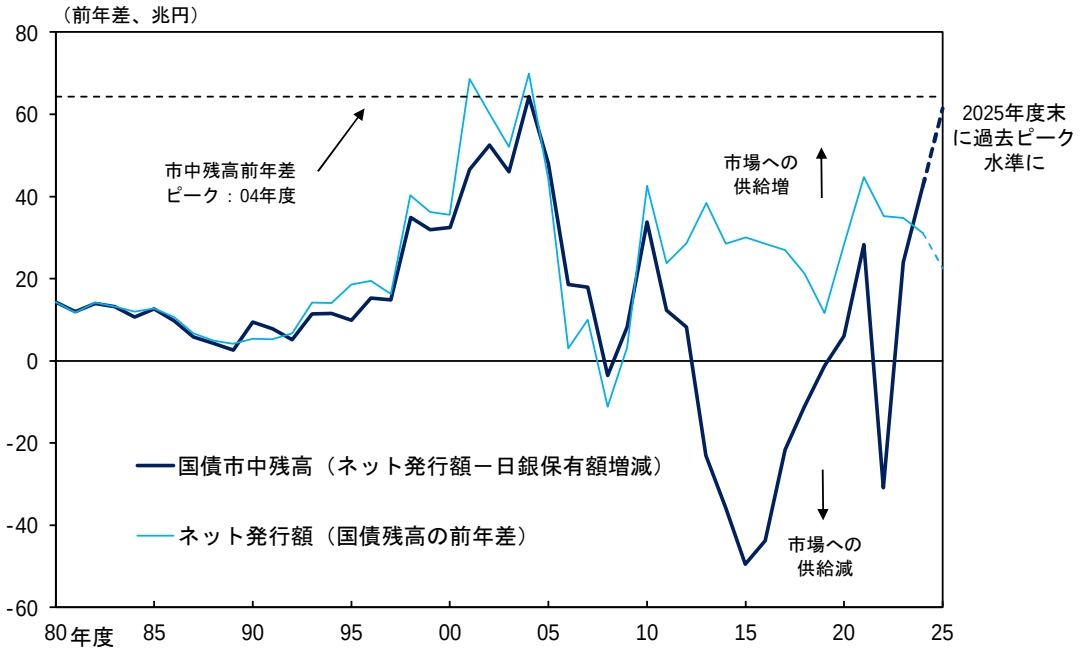
機能度判断ＤＩ（現状）

（注）右図の調査対象先は、2017/11月調査までは国債売買オペ対象先のうち協力を得られた先。2018/2月調査以降は、上記に加え大手機関投資家（生命保険会社、損害保険会社、投資信託委託会社等） を含む。2018/2月調査は、旧ベースの計数を併記。
（出所）日本銀行、財務省

図表11

国債市中残高前年差は歴史的水準へ

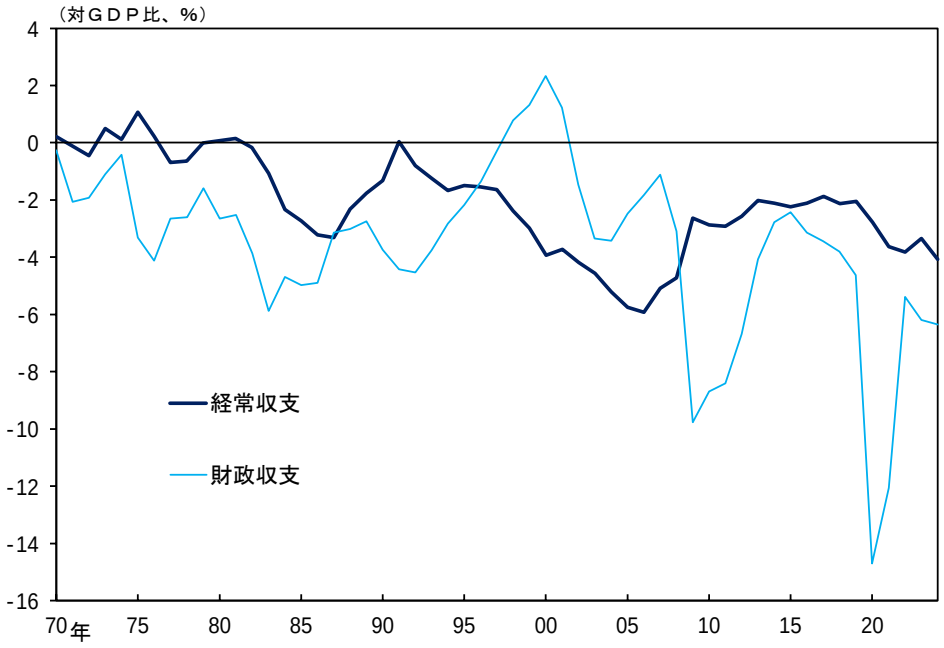
（買入れ減額での市中への供給量が急増）



（注）1．簿価ベース。短期国債を除く。
2．2025年度は、内閣府の「中長期の経済財政に関する試算」（2025年１月）や、本行の長期国債買入れの減額計画を用いた試算値。
（出所）日本銀行、財務省、内閣府

図表12

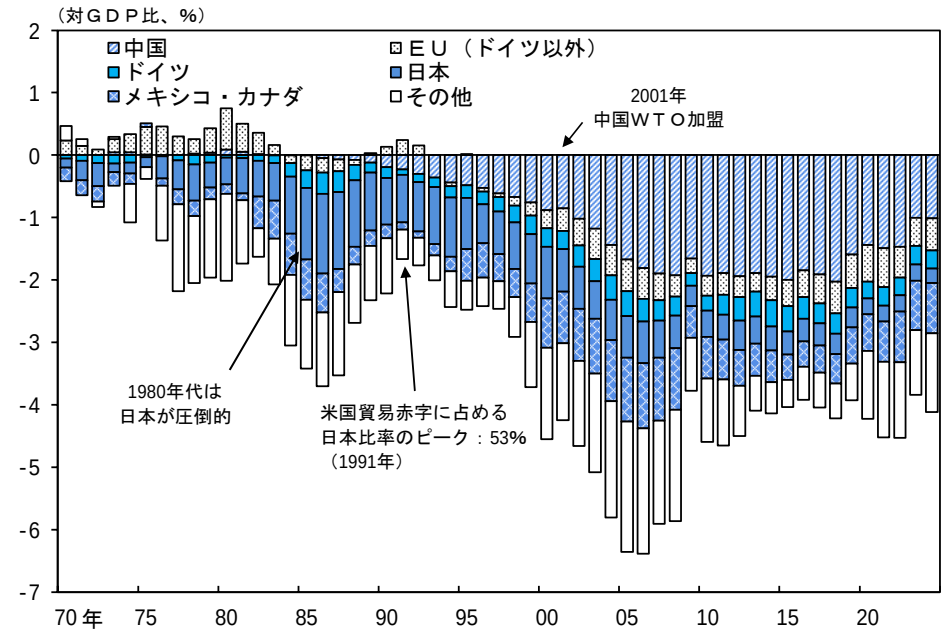
米国の経常収支
(双子の赤字＜経常赤字と財政赤字＞のゆくえ)



（注）財政収支は財政年度ベース。
（出所）ＢＥＡ、ＣＢＯ

図表13

米国の国別貿易収支
（90年前後は貿易赤字の半分以上が日本）

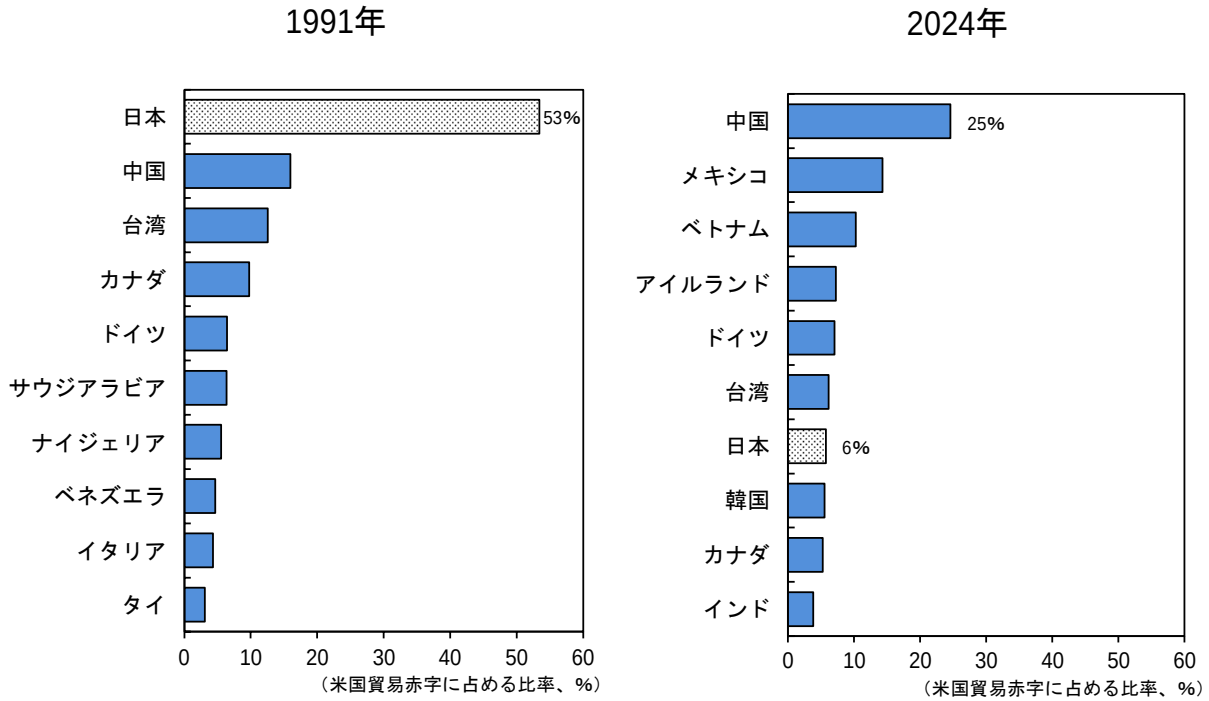


（出所）ＩＭＦ、ＢＥＡ

図表14

米国の貿易赤字上位国・地域

（日本から中国への転換）

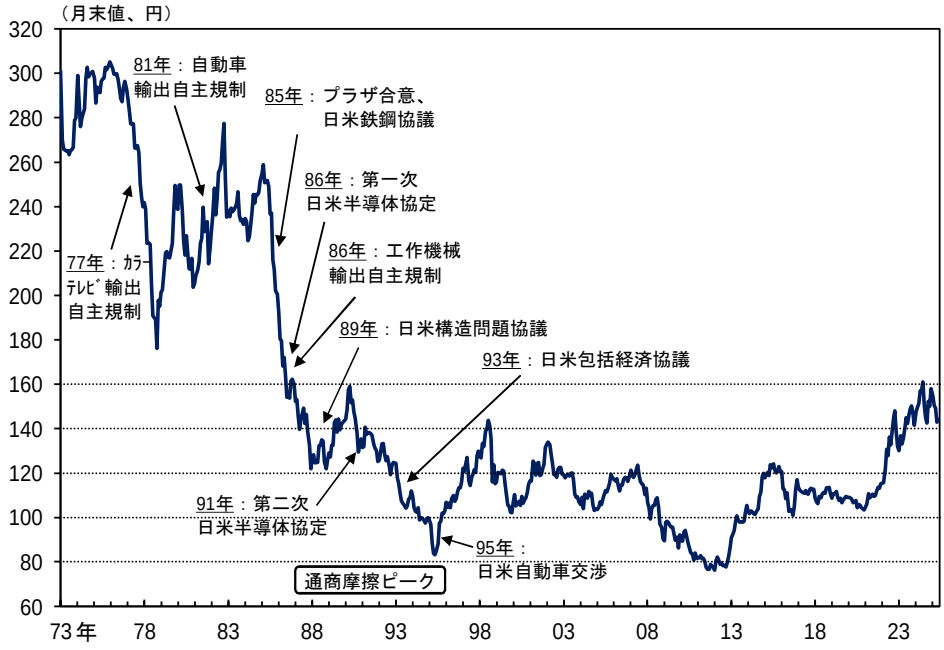


（出所）ＩＭＦ

図表15

ドル円相場と日米通商摩擦の歴史

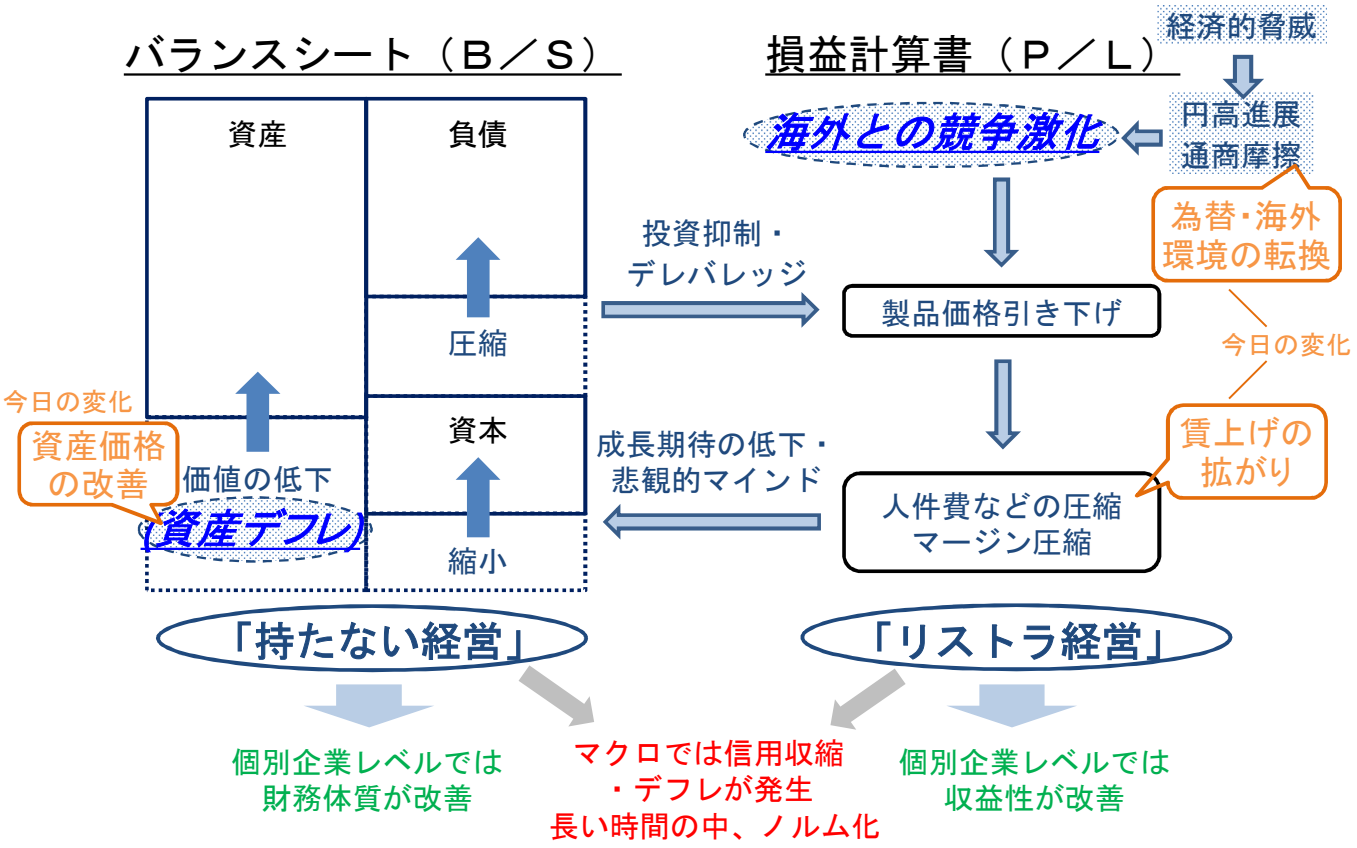
（90年代前半が通商摩擦のピーク）



（注）過去の日米貿易摩擦のイベントは、通商白書（2019年）等を参考に記載。
（出所）日本銀行、経済産業省

図表16

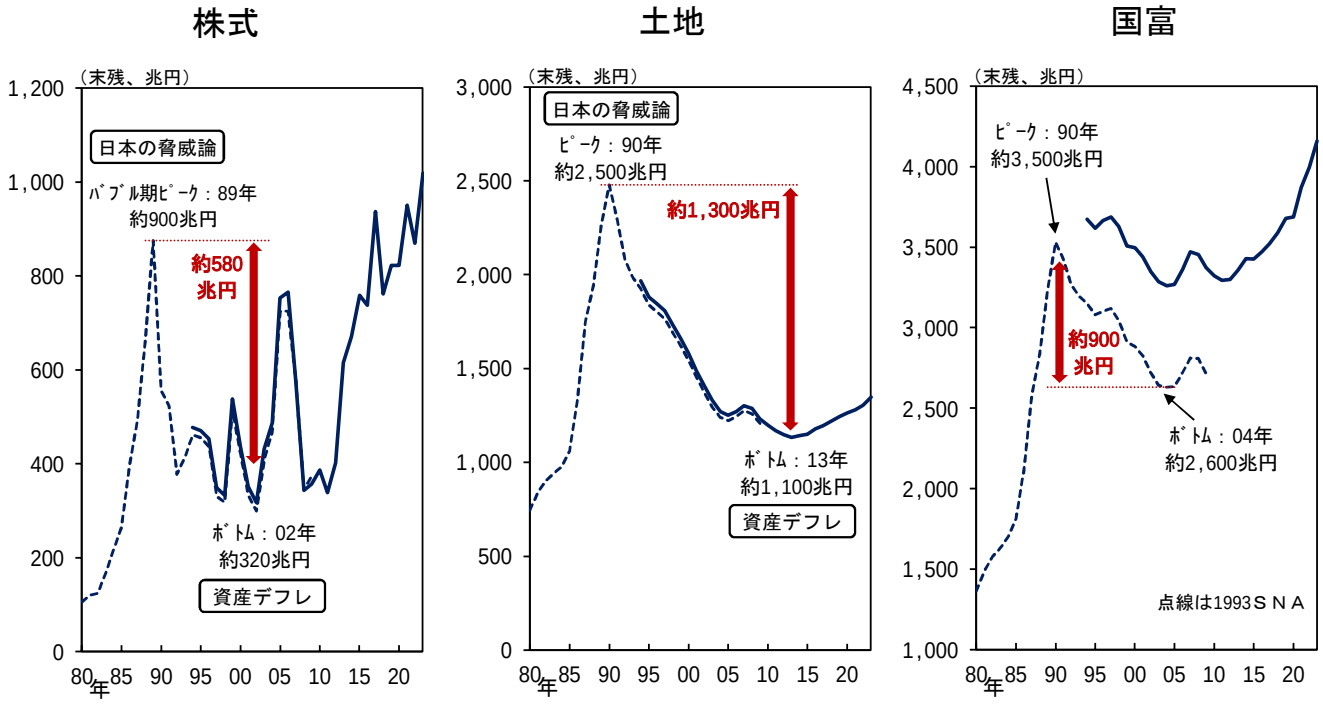
バブル崩壊後の企業行動（私見）



図表17

日本の資産価格と国富

（日本の脅威論から資産デフレへ）

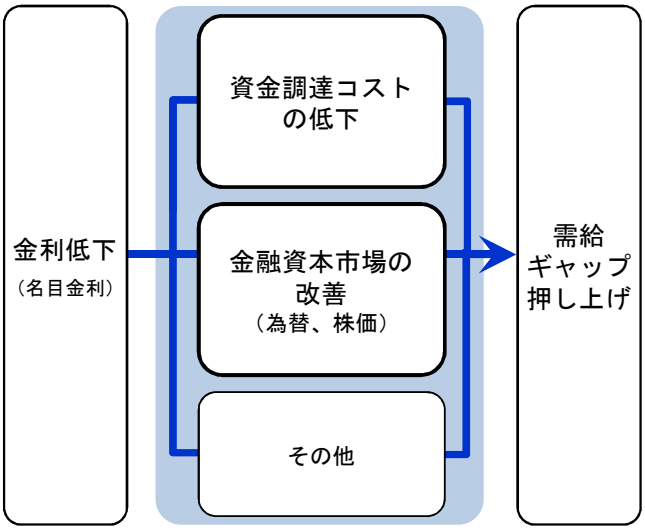


（注）ＳＮＡベース。点線は1993ＳＮＡ（2000年基準）。
（出所）内閣府

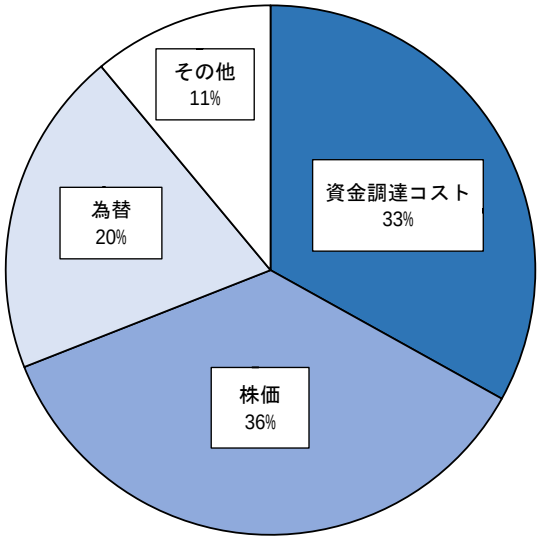
図表18

金利低下の波及経路

概念図



需給ギャップ押し上げ経路（累積5年間）



（注）1．需給ギャップ、金利（３か月物）、金利スプレッド（２年物－３か月物、５年物－２年物、10年物－５年物）、総資金調達コスト、円の名目実効為替レート、株価の８変数の係数制約付多変量自己回帰モデルで推計。
2．総資金調達コストは、国内銀行の新規貸出約定平均金利、社債発行金利、CP発行金利を加重平均して算出。
（出所）日本銀行、Bloomberg等

図表19

米新政権の各種政策の状況

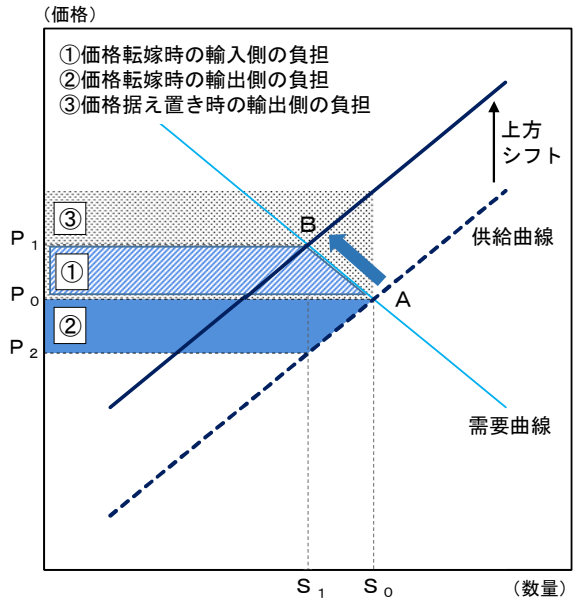
	就任後の対応・実行状況
関税	・「アメリカファーストの貿易政策」の調査に基づき「相互関税」を全ての国に対して発動（＋10～50%） （ただし、10%を超える上乗せ分は一時停止中） ・対中国＋54%関税（ただし、うち24%は一時停止中） ・対加・墨＋25%関税（USMCAは除外） ・鉄鋼・アルミ（＋50%）、自動車（＋25%）関税
移民	・国家非常事態を宣言し不法移民流入抑止や強制送還のプロセス開始
財政	・トランプ減税の恒久化や追加減税に関して上下院で調整中 ・歳出削減（「政府効率化省（DOGE）」の設置、連邦政府職員の早期退職奨励等）
規制緩和等	・国家エネルギー非常事態宣言、石油・ガス開発促進 ・EV（電気自動車）義務化廃止、パリ協定再離脱宣言 ・金融規制の緩和（消費者金融保護局の一時閉鎖等） ・新規制1つにつき既存規制10本廃止を義務付け

（出所）ホワイトハウス、各種報道等

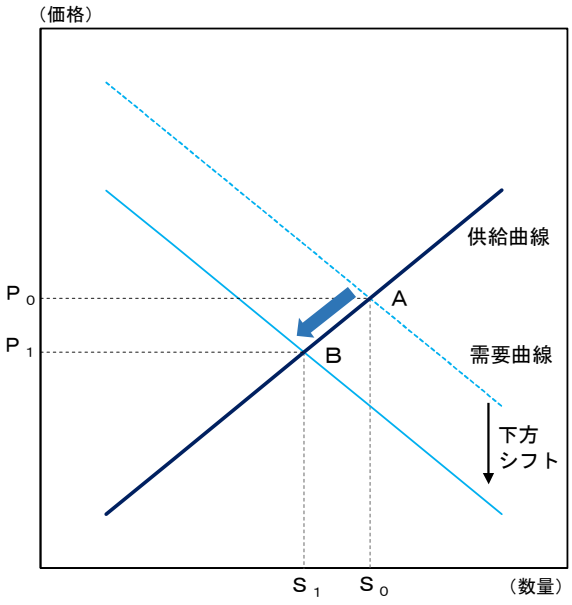
図表20

関税賦課の影響：需要・供給曲線（１）

関税賦課する側：供給ショック



関税を賦課される側：需要ショック

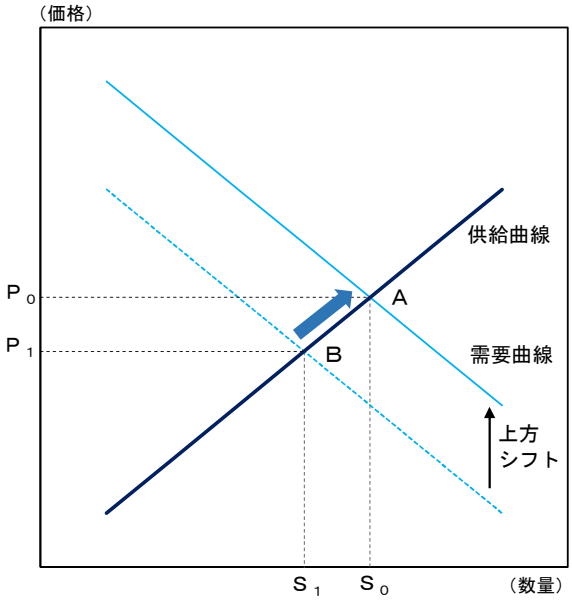


（注）Krugman, P., M. Obstfeld, and M. Melitz (2014), International Trade: Theory and Policy, 10th edition, Pearson（邦訳「クルーグマン国際経済学　理論と政策」）等を参考に作成。

図表21

関税賦課の影響：需要・供給曲線（２）

関税賦課される側：輸出先の財政政策による需要増

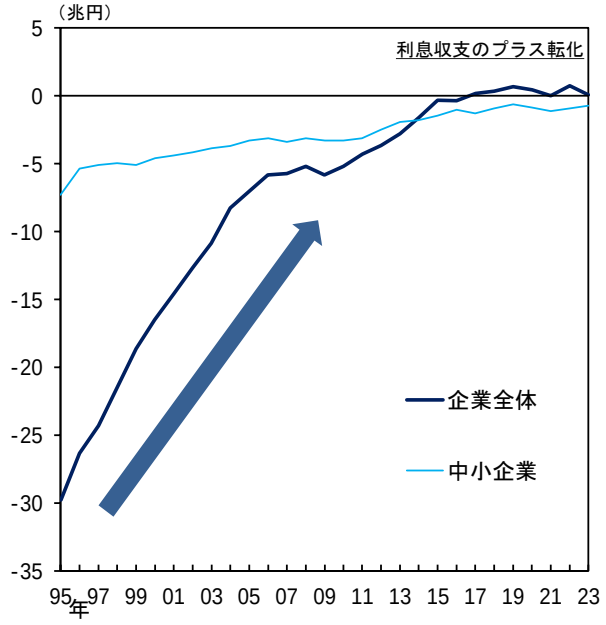


（注）前頁参照。

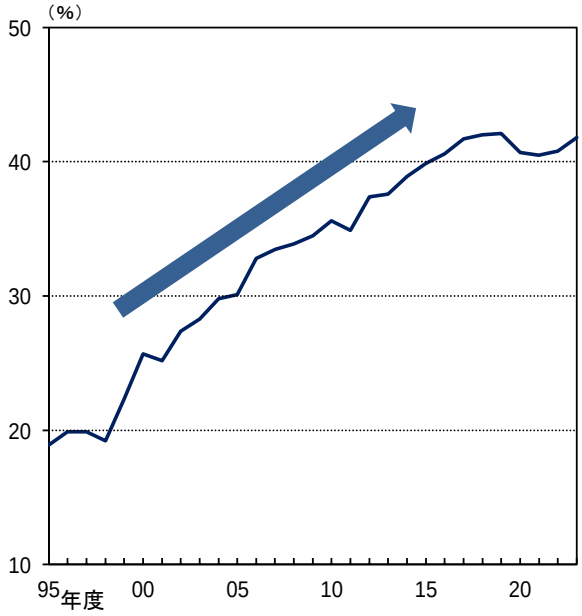
図表22

日本の企業財務の改善

利息収支



自己資本比率

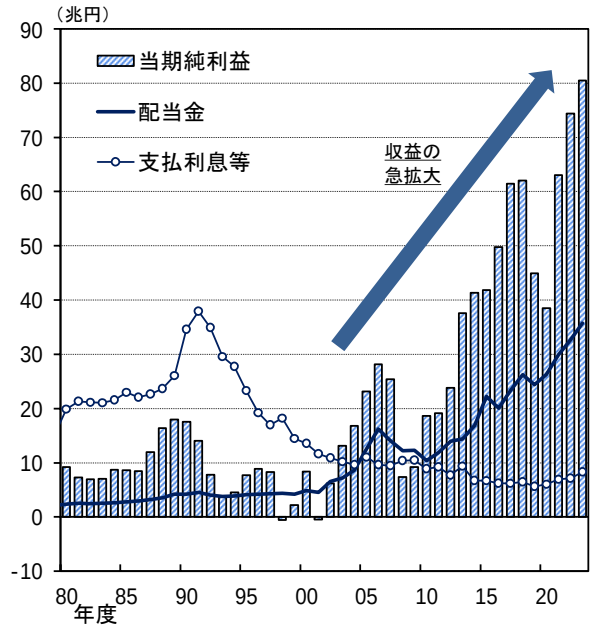


（注）左図の中小企業は配当金を含む。
（出所）内閣府、財務省

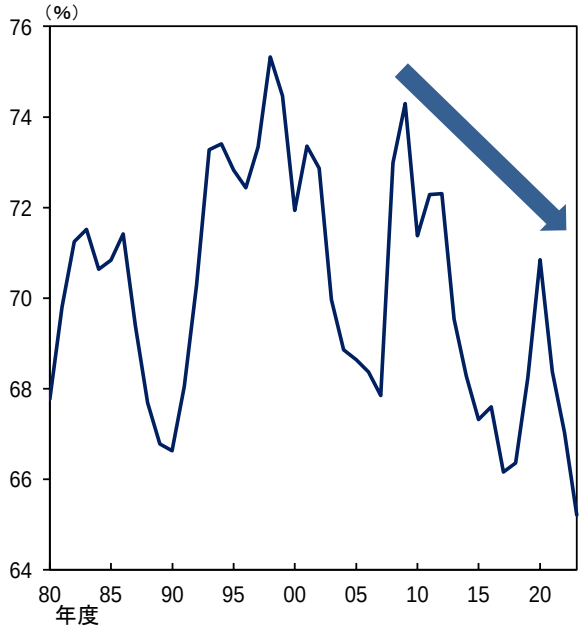
図表23

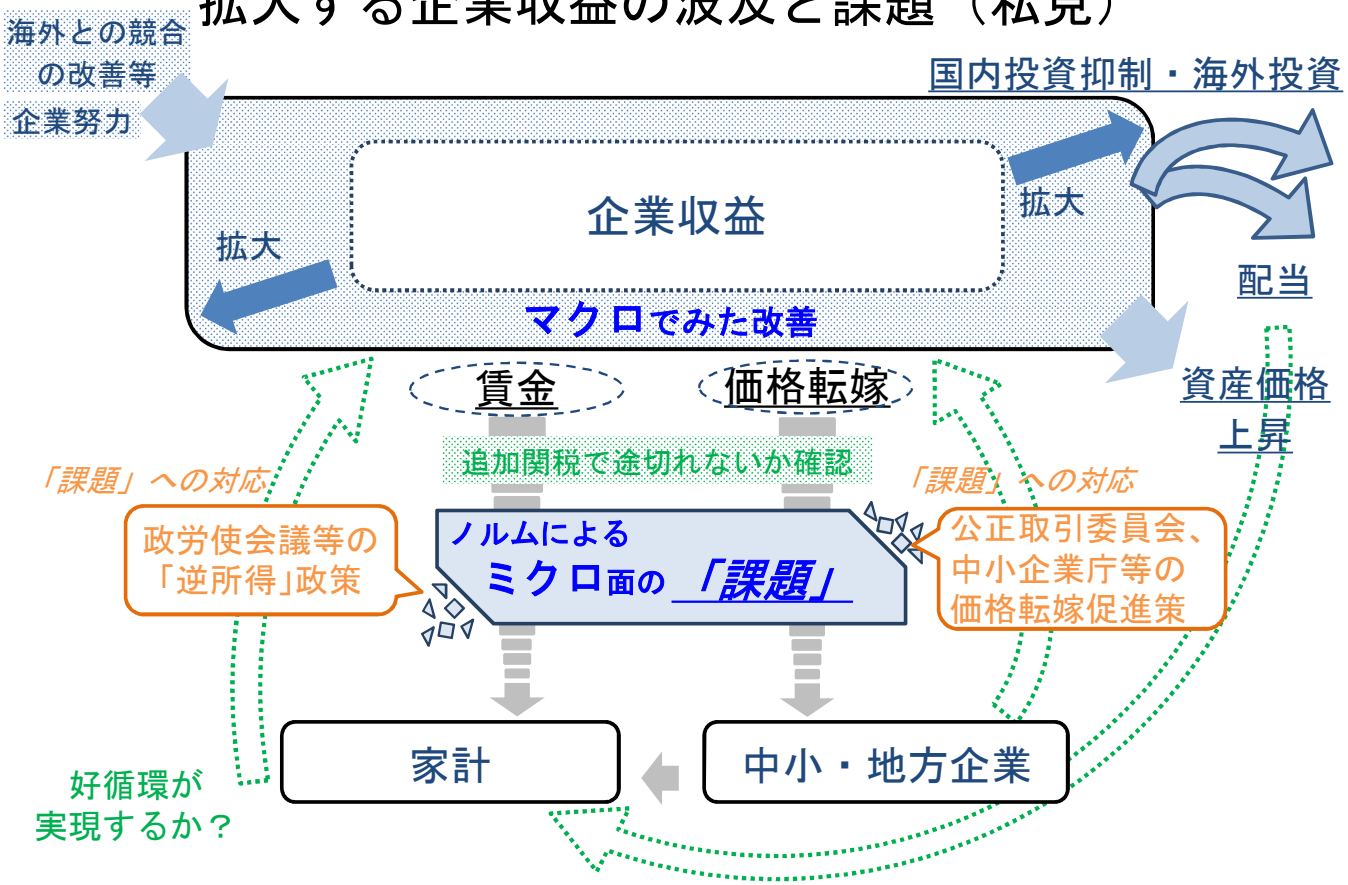
日本の企業収益の急拡大

企業収益と投資家への還元



労働分配率



（注）1．「法人企業統計調査年報」ベース。金融業、保険業を除く。
　　2．労働分配率＝人件費／付加価値額。付加価値額は、営業利益＋人件費＋減価償却費。
（出所）財務省

拡大する企業収益の波及と課題（私見）