



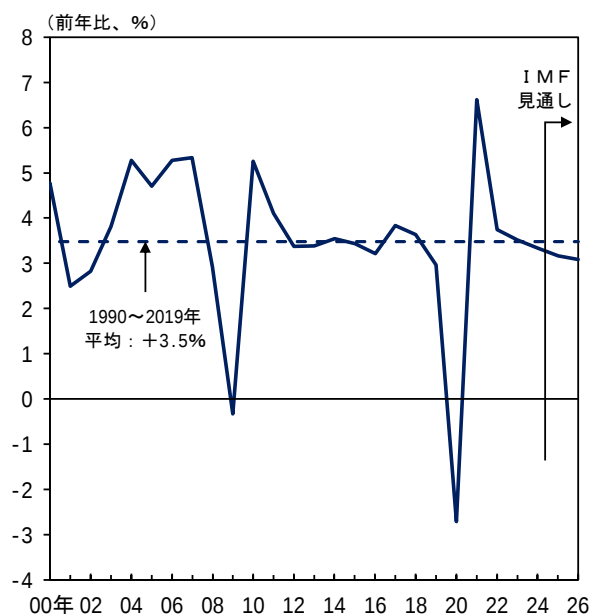
# わが国の経済・物価情勢と金融政策： 資産運用立国と日本経済 —— 中国経済連合会における講演 ——

2025年10月20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10月見通し）

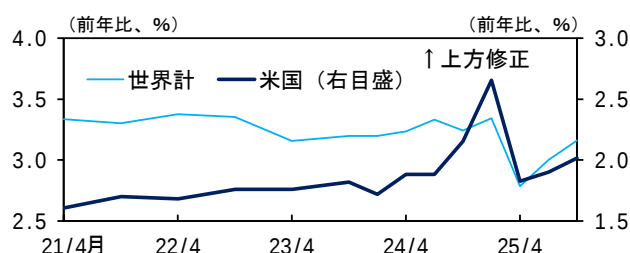
世界経済成長率



主要国・地域の経済成長率

|         | (前年比、%、%ポイント) |       |                |                |
|---------|---------------|-------|----------------|----------------|
|         | 2023年         | 2024年 | 2025年<br>[見通し] | 2026年<br>[見通し] |
| 世界全体    | 3.5           | 3.3   | 3.2<br>(0.2)   | 3.1<br>(0.0)   |
| 先進国     | 1.7           | 1.8   | 1.6<br>(0.1)   | 1.6<br>(0.0)   |
| 米国      | 2.9           | 2.8   | 2.0<br>(0.1)   | 2.1<br>(0.1)   |
| ユーロ圏    | 0.4           | 0.9   | 1.2<br>(0.2)   | 1.1<br>(-0.1)  |
| 新興国・資源国 | 4.7           | 4.3   | 4.2<br>(0.1)   | 4.0<br>(0.0)   |
| 中国      | 5.4           | 5.0   | 4.8<br>(0.0)   | 4.2<br>(0.0)   |

2025年の見通しの改訂状況

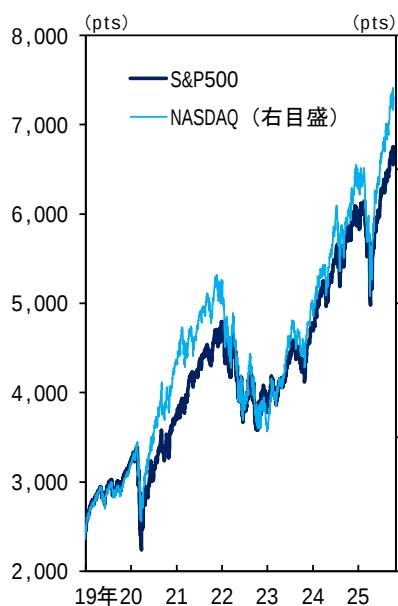


(注) 右上図の( )内は、2025/7月見通しからの修正幅。  
(出所) IMF

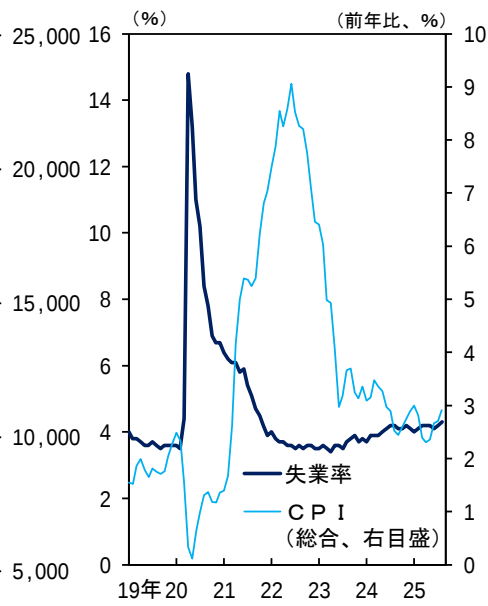
図表 2

# 米国経済

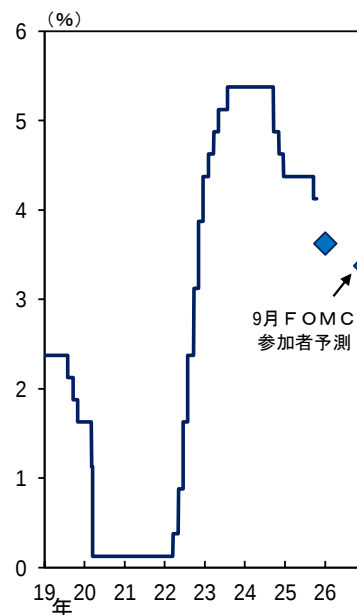
## 株価



## 雇用と物価



## 政策金利



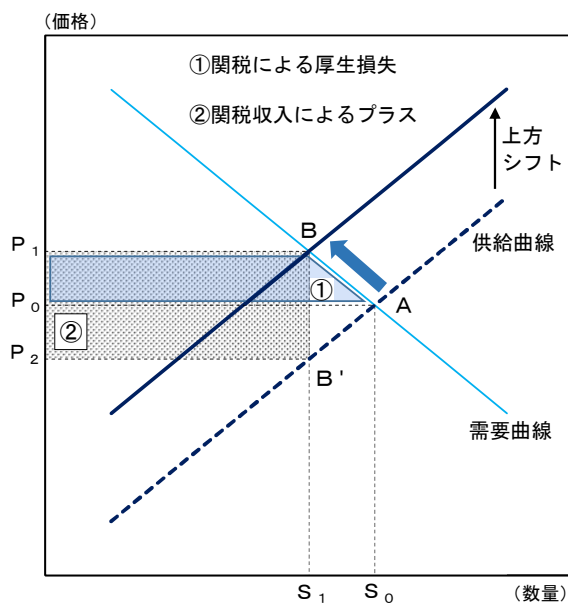
(注) 右図は、FF金利の目標レンジの中央値。FOMC参加者予測は中央値。  
(出所) BLS、Bloomberg、FRB

図表 3

# 最適関税理論

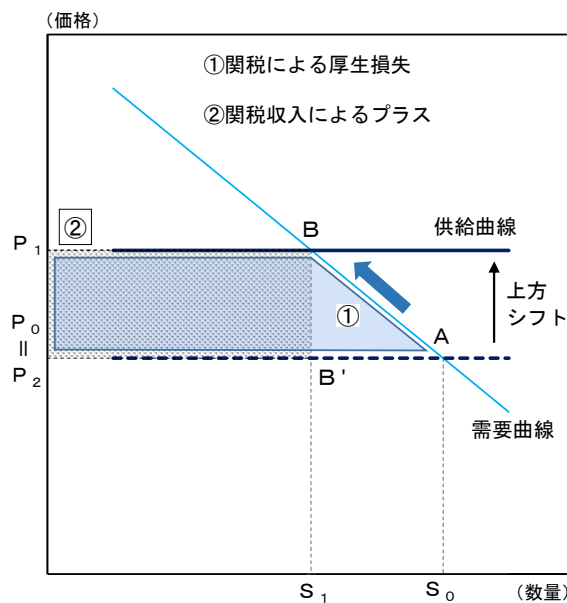
## 大国のケース

— 国内価格への転嫁は限定的 —  
(関税収入によるプラスあり)



## 小国のケース

— 国内価格への転嫁が100%近い —  
(関税収入を厚生損失が上回る)

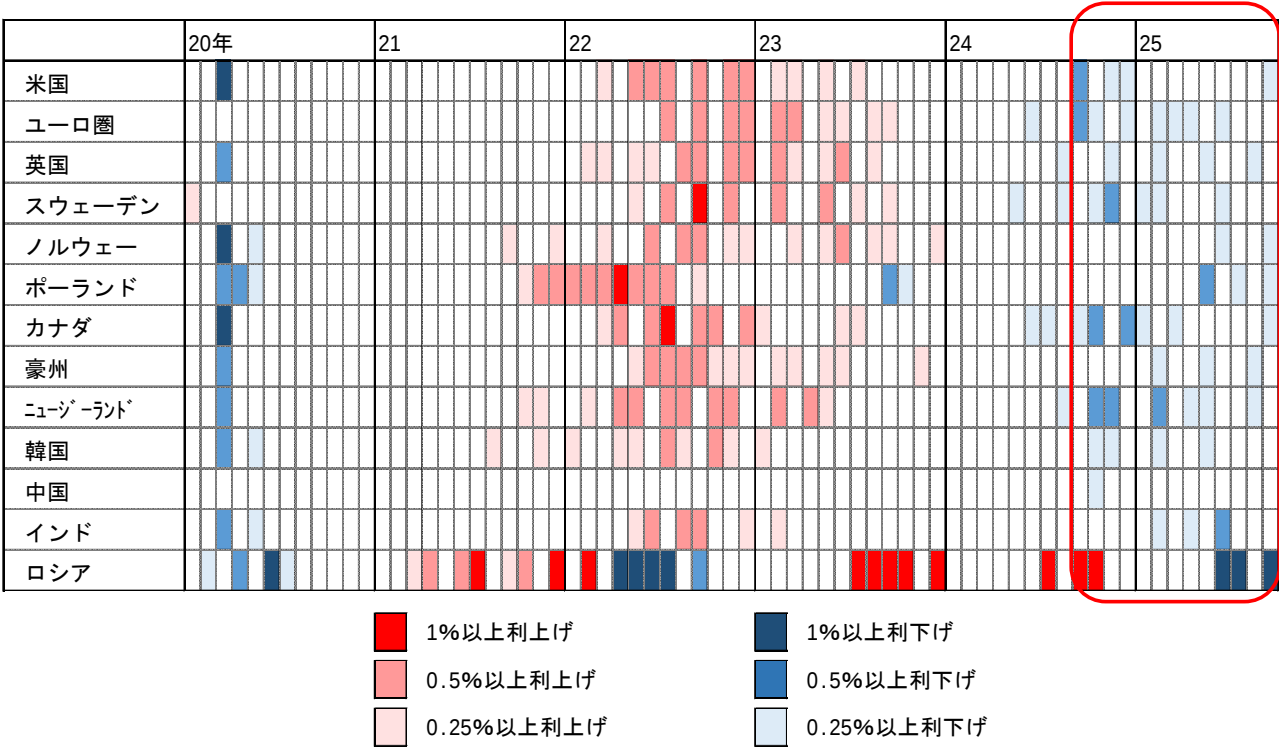


(注) Helpman, E. and P. Krugman (1989), Trade Policy and Market Structure, MIT press 等を参考に作成。

図表 4

# 海外各国の金融政策

(各国が金融緩和で一致)

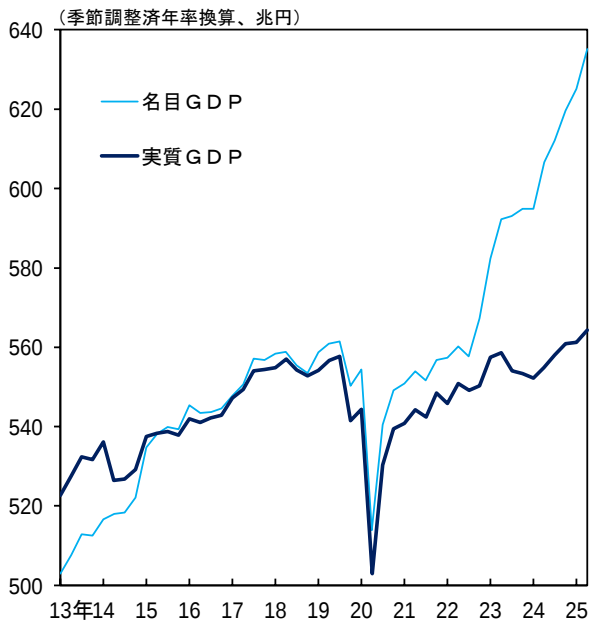


(出所) 各国中央銀行

図表 5

# 日本のGDPと経済・物価見通し

## GDP



## 日本銀行の経済・物価見通し (2025年7月展望レポート)

(前年度比、%)

|        | 実質GDP | CPI<br>(除く生鮮食品) | CPI<br>(除く生鮮食品・エネルギー) |
|--------|-------|-----------------|-----------------------|
| 2025年度 | +0.6  | +2.7            | +2.8                  |
| 4月時点   | +0.5  | +2.2            | +2.3                  |
| 1月時点   | +1.1  | +2.4            | +2.1                  |
| 2026年度 | +0.7  | +1.8            | +1.9                  |
| 4月時点   | +0.7  | +1.7            | +1.8                  |
| 1月時点   | +1.0  | +2.0            | +2.1                  |
| 2027年度 | +1.0  | +2.0            | +2.0                  |
| 4月時点   | +1.0  | +1.9            | +2.0                  |

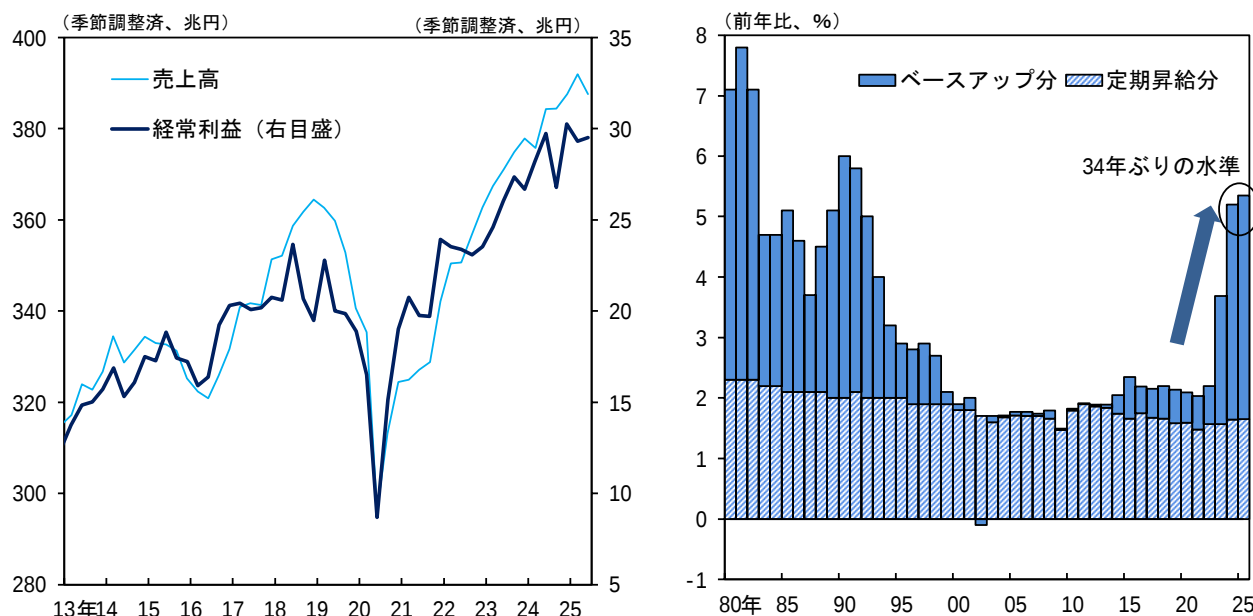
(注) 右図は、政策委員見通しの中央値。  
(出所) 内閣府、日本銀行

図表 6

## 日本の企業部門と賃上げ (企業収益は高水準、賃上げは34年ぶりの水準)

企業収益

賃上げ率



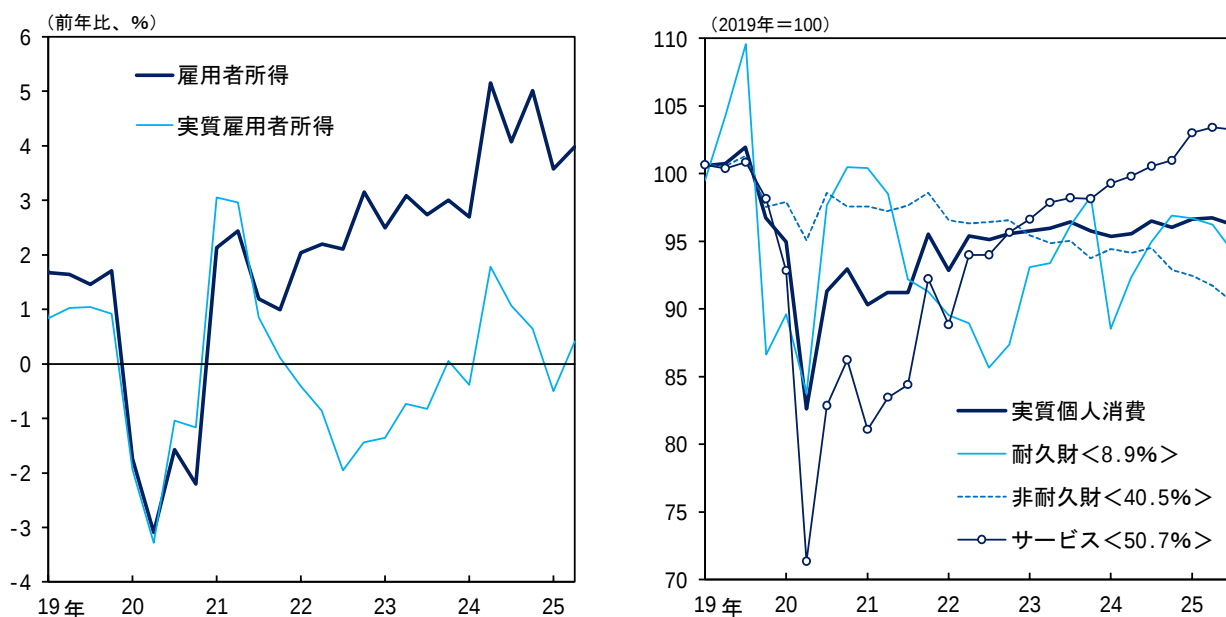
(注) 1. 左図は、「法人企業統計調査季報」ベース。金融業、保険業を除く。  
2. 右図は、2014年までは中央労働委員会、2015～2025年は連合の公表値。2025年は、第7回集計値（最終回）。  
(出所) 財務省、日本労働組合総連合会、中央労働委員会

図表 7

## 日本の個人消費 (雇用所得環境は底堅い)

雇用者所得・賃金

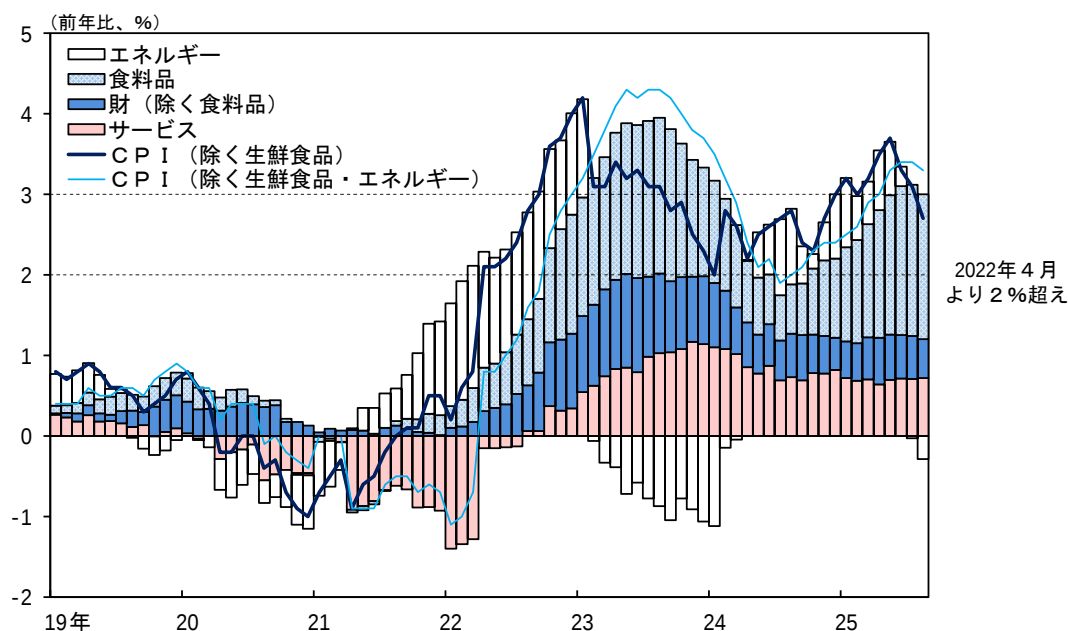
実質個人消費



(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）。  
実質雇用者所得、実質賃金は、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。  
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ェイト。2025/3Qは、7-8月の値。  
(出所) 厚生労働省、総務省、日本銀行

図表 8

## 日本の消費者物価上昇率 (2%以上が3年半継続)

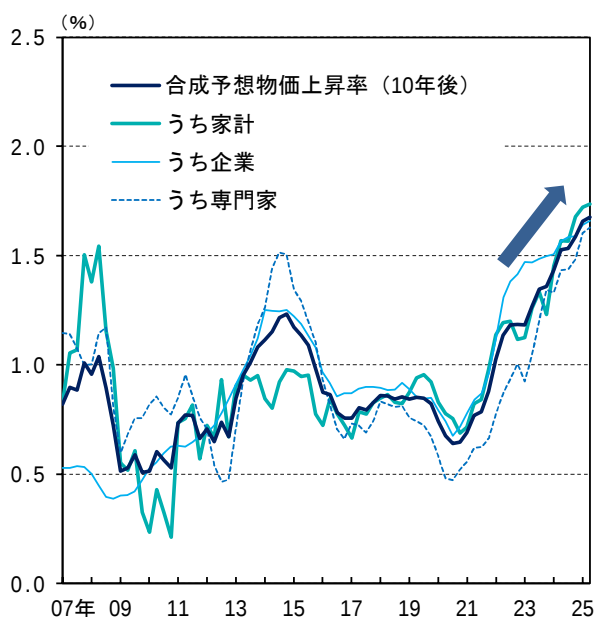


(出所) 総務省

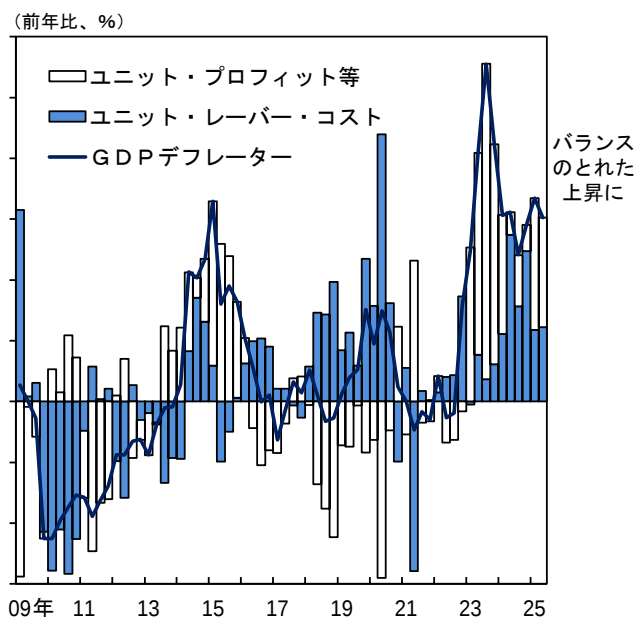
図表 9

## 日本の物価関連指標 (緩やかな上昇が続く)

合成予想物価上昇率  
(様々な主体の中長期的な予想物価上昇率)



GDPデフレーター  
(国内のインフレ圧力を示す)



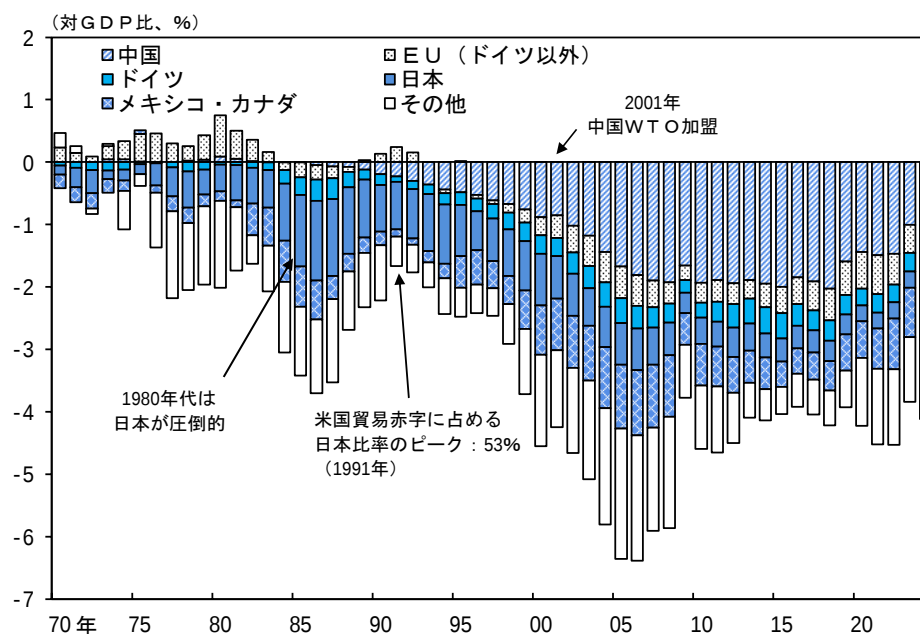
(注) 1. 合成予想物価上昇率は、企業・家計・専門家によるインフレ予想について、主成分分析を用いて共通成分を抽出したものの。作成方法等の詳細は、展望レポート(2024年4月)のBOX4を参照。

2. ユニット・レーバ・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10

## 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)



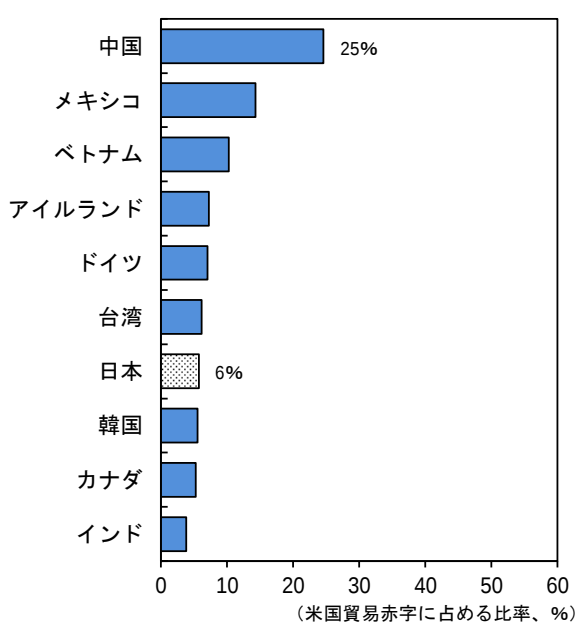
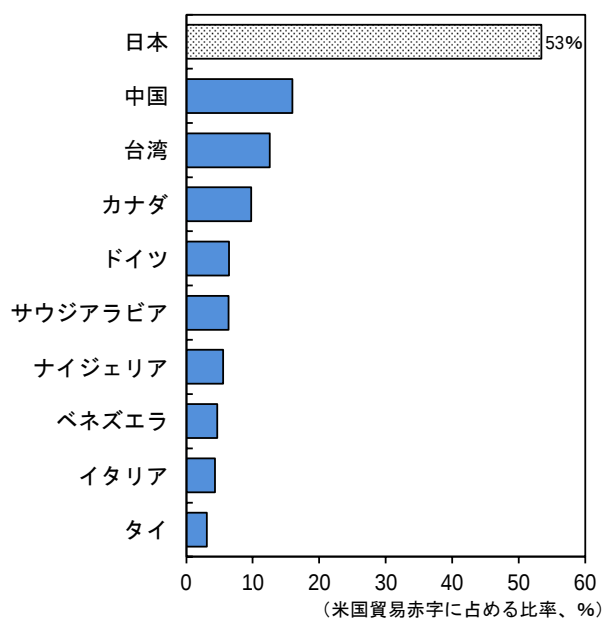
(出所) IMF、BEA

図表11

## 米国の貿易赤字上位国・地域 (日本から中国への転換)

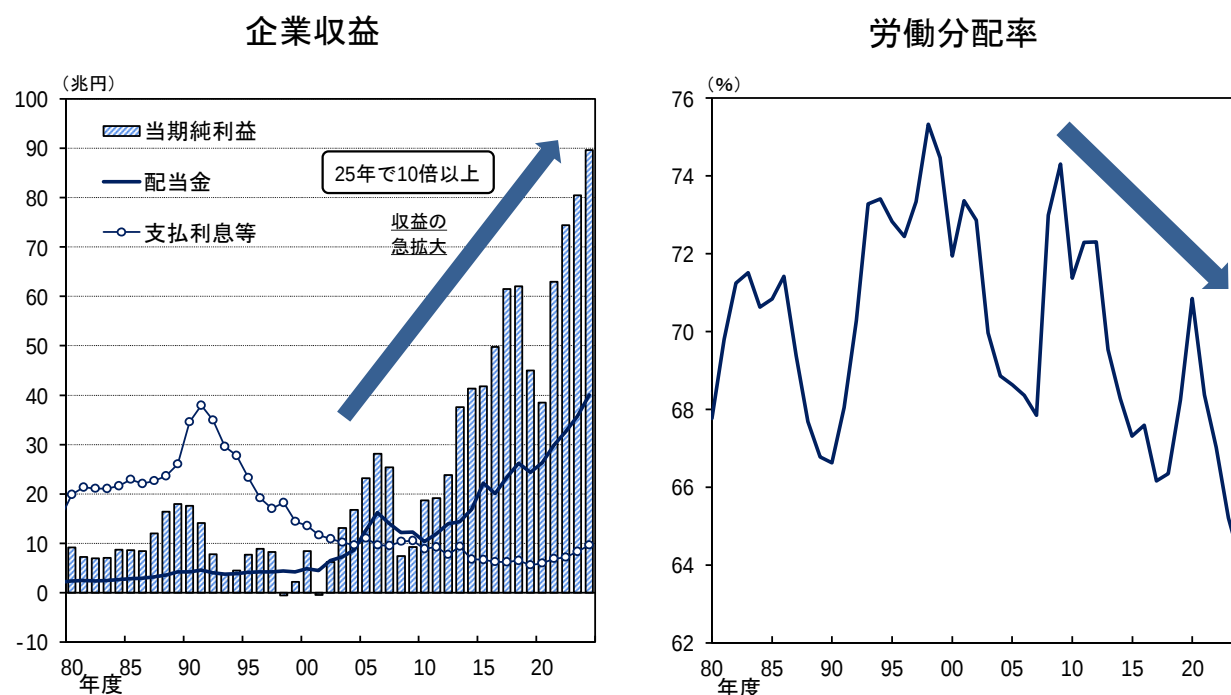
1991年

2024年



(出所) IMF

## 日本の企業収益の急拡大

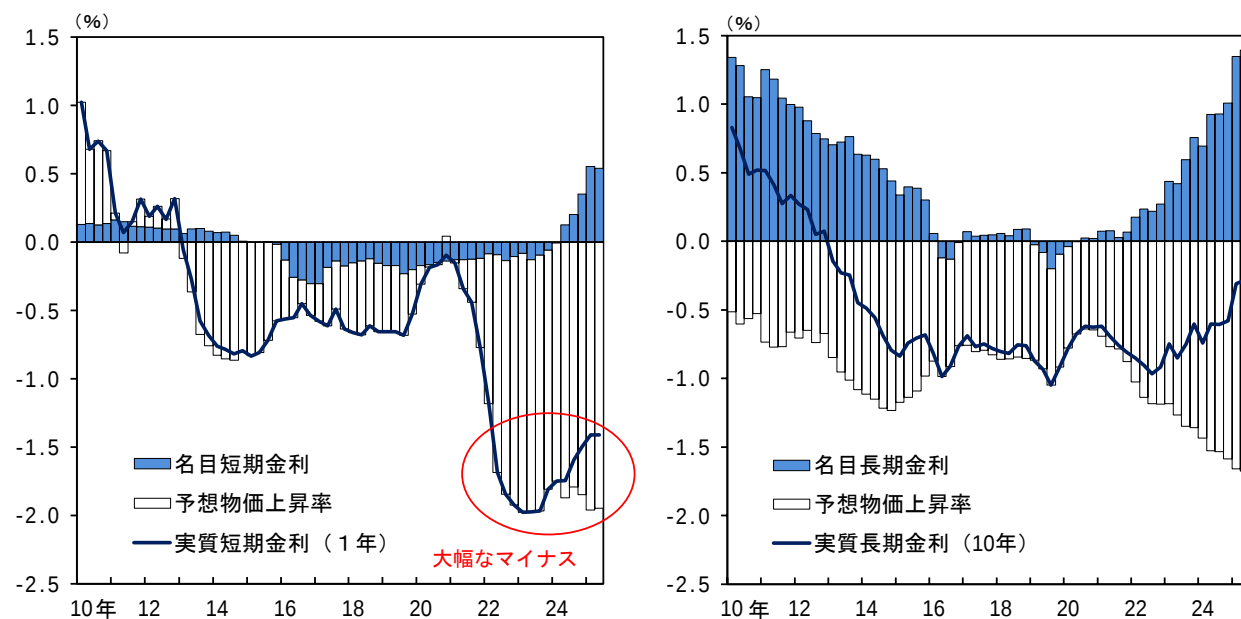


(注) 1. 「法人企業統計調査年報」ベース。金融業、保険業を除く。  
 2. 労働分配率＝人件費／付加価値額。付加価値額は、営業利益＋人件費＋減価償却費。  
 (出所) 財務省

## 日本の実質金利 (マイナスが続く)

実質短期金利（1年）

実質長期金利（10年）

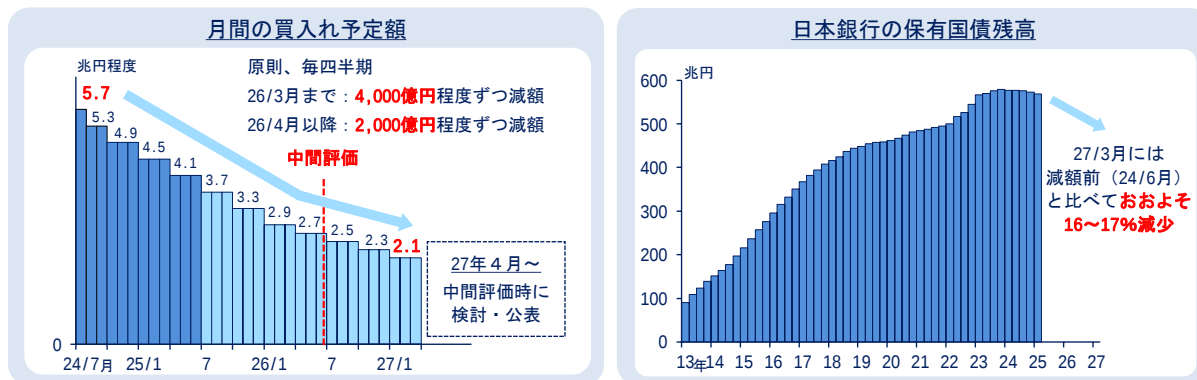


(注) 実質金利は、各年限の国債利回りから予想物価上昇率を差し引いて算出。予想物価上昇率は、様々な経済主体（企業・家計・専門家）の年限ごとのインフレ予想の情報をを用いて日本銀行スタッフが推計。具体的には、企業は短観、家計は生活意識に関するアンケート調査、専門家はQUICK調査、コンセンサス・フォーキャスト、インフレ・スワップ・レートのデータを使用。  
 (出所) 日本銀行、QUICK「QUICK月次調査＜債券＞」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、Bloomberg

## 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

### <予見可能な形で減額>

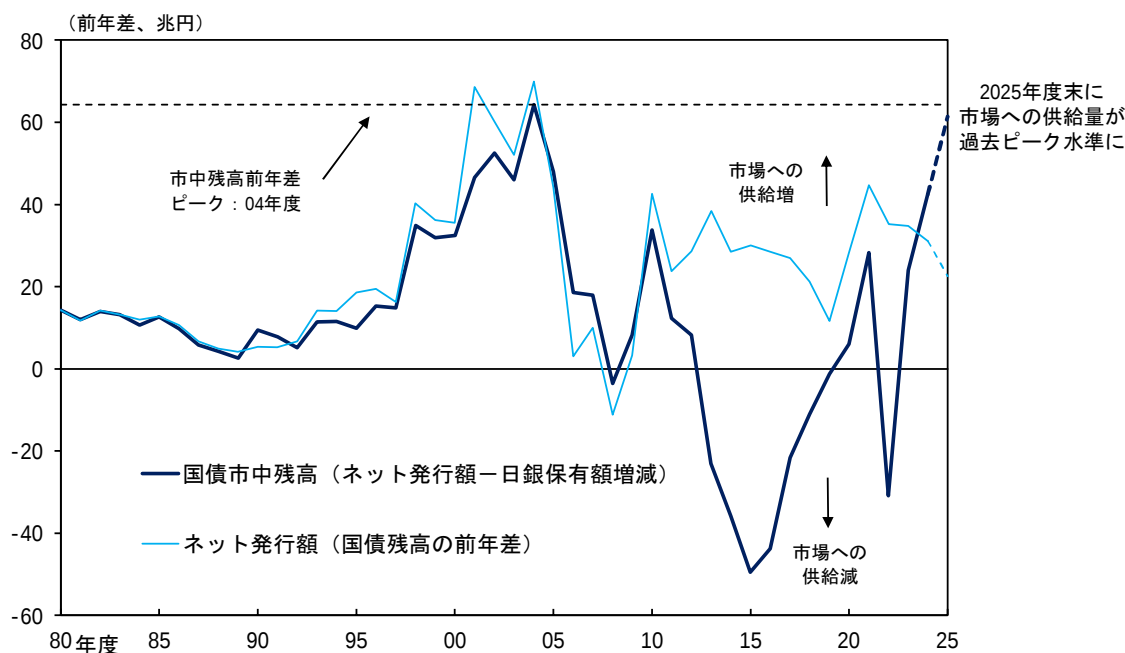


### <柔軟性の確保>

- 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15

## 国債市中残高前年差は歴史的水準へ （買入れ減額で市中への国債供給量が過去ピーク水準へと急増）



（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16

# ETF等の処分に関する決定 (2025年9月金融政策決定会合)

## 処分の基本方針

市場の情勢を勘案し、適正な対価による

日本銀行の損失発生を極力回避する

市場に攪乱的な影響を与えることを極力回避する

## 「金融機関から買入れた株式」の処分の経験

金融システムの安定確保のために買入れた株式を、市場に大きな影響を与えることなく、本年7月に処分を完了

### ①「金融機関から買入れた株式」の売却と同程度の規模で市場へ売却

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

\* 時期の分散に配慮しつつ、各銘柄の保有割合におおむね比例的なかたちで売却

### ② 市場の安定に配慮した仕組み

- ①の売却ペースのもとで、市場の状況に応じ、売却額の一時的な調整・停止を行うことができる。
- 基本方針や今後の売却の経験を踏まえ、金融政策決定会合において、売却ペースを見直すことがありうる。

### ③ 所要の準備が整い次第、処分を開始する予定

図表17

# 金融経済教育推進機構（J-FLEC）の概要

## 名称

金融経済教育推進機構

## 設立

2024年4月5日

## 資本金

政府 : 5,000 万円  
日本銀行 : 2,500 万円  
全国銀行協会 : 1,250 万円  
日本証券業協会 : 1,250 万円

(注) 政府による設立にかかる初期費用を除くベース

## 根拠法

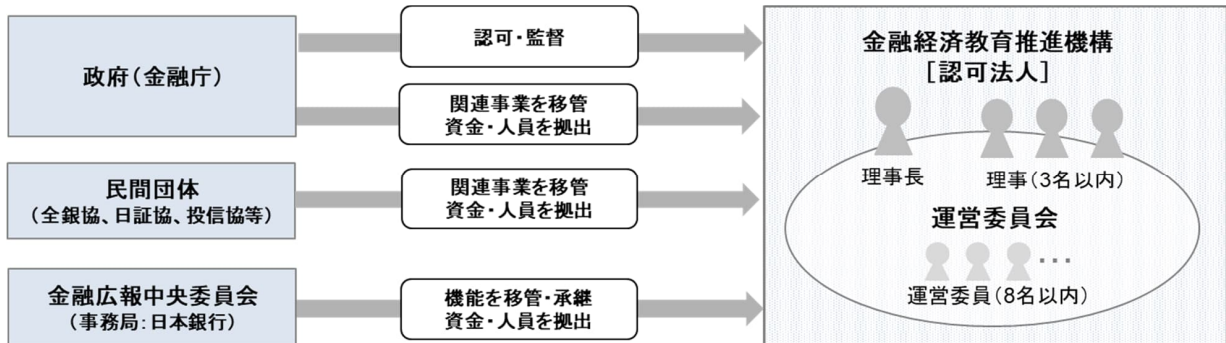
金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律  
(2024年2月1日施行)

## 目的

適切な金融サービスの利用等に資する金融又は経済に関する知識を習得し、これを活用する能力の育成を図るための教授及び指導(金融経済教育)を推進すること。

## 職員数

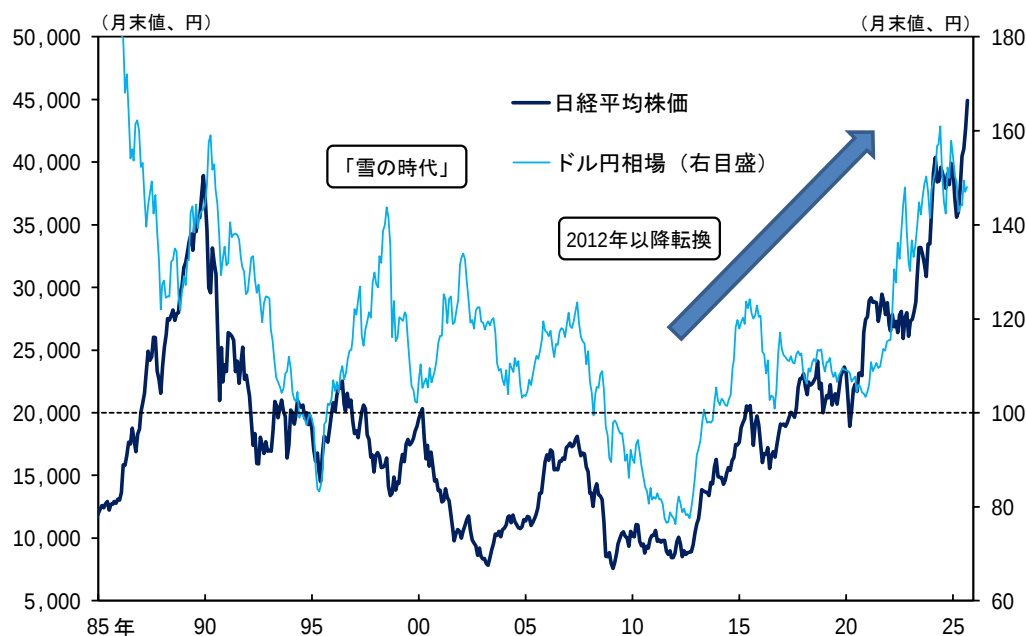
約70名



(出所) 金融経済教育推進機構

図表18

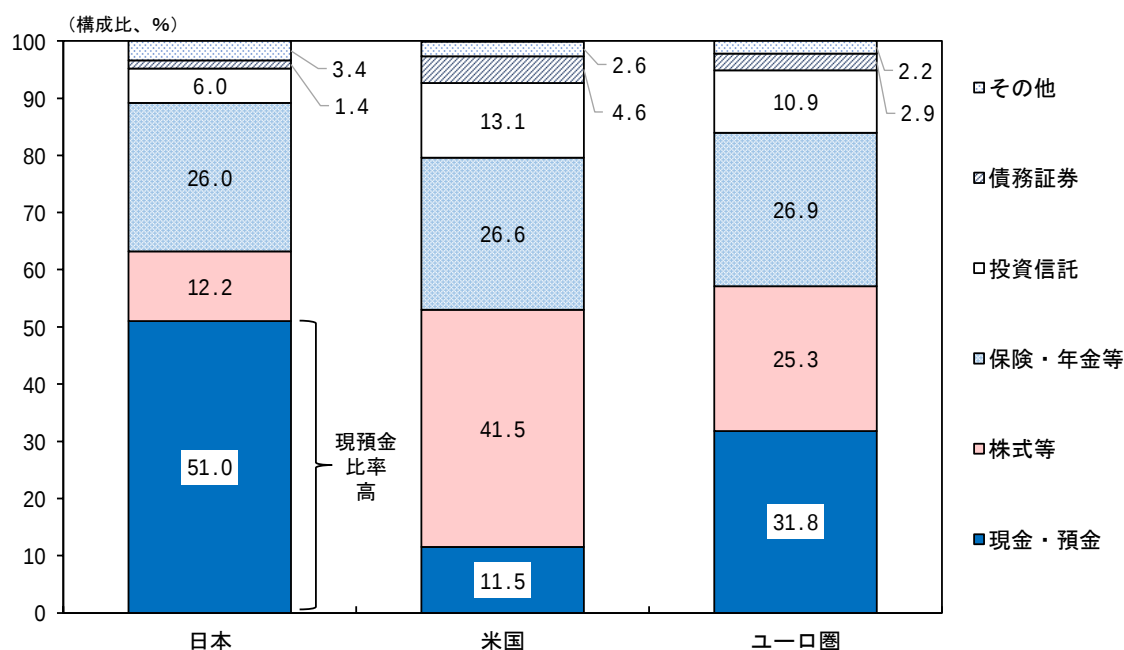
## 日経平均株価とドル円相場 (「雪の時代」から2012年以降転換)



(出所) Bloomberg

図表19

## 日米欧の金融資産の構成比比較 (日本の現預金比率の高さ)

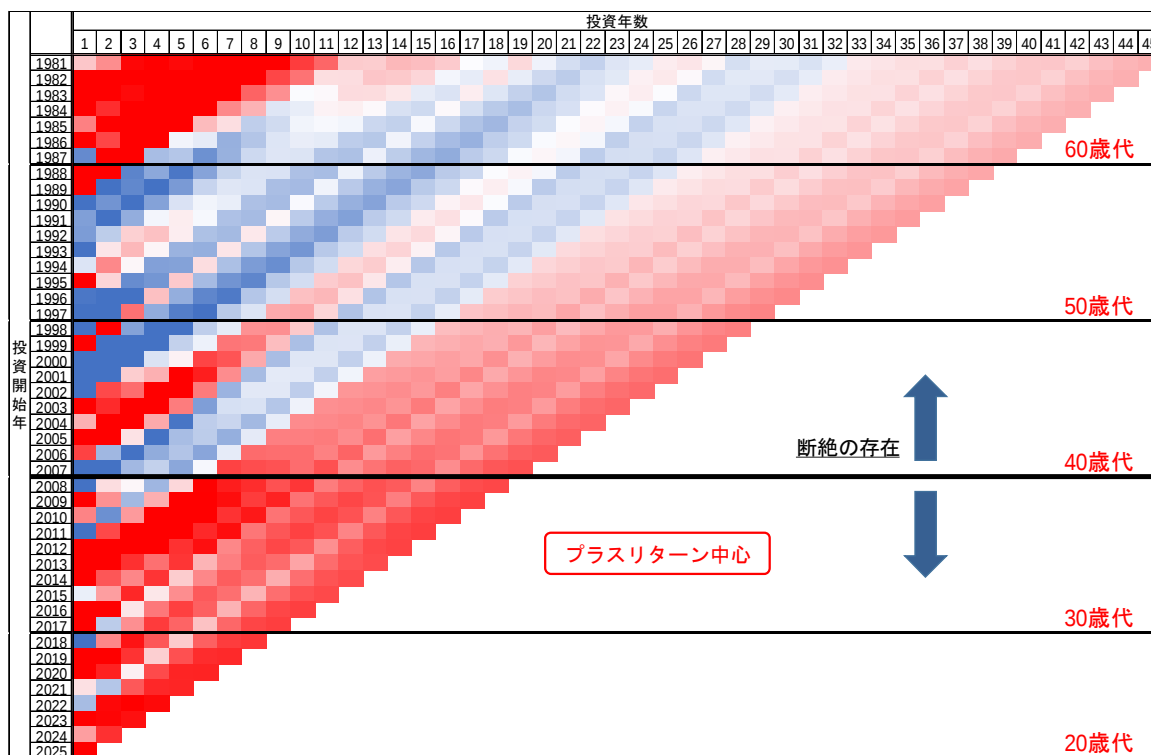


(注) 2025年3月末のデータ。

(出所) 日本銀行

図表20

## 日本株投資の年代別累積リターン

〔 プラスは赤  
マイナスは青 〕累積リターン  
マイナス期間  
(比率)60歳代平均  
40%50歳代平均  
47%40歳代平均  
30%30歳代平均  
5%20歳代平均  
8%

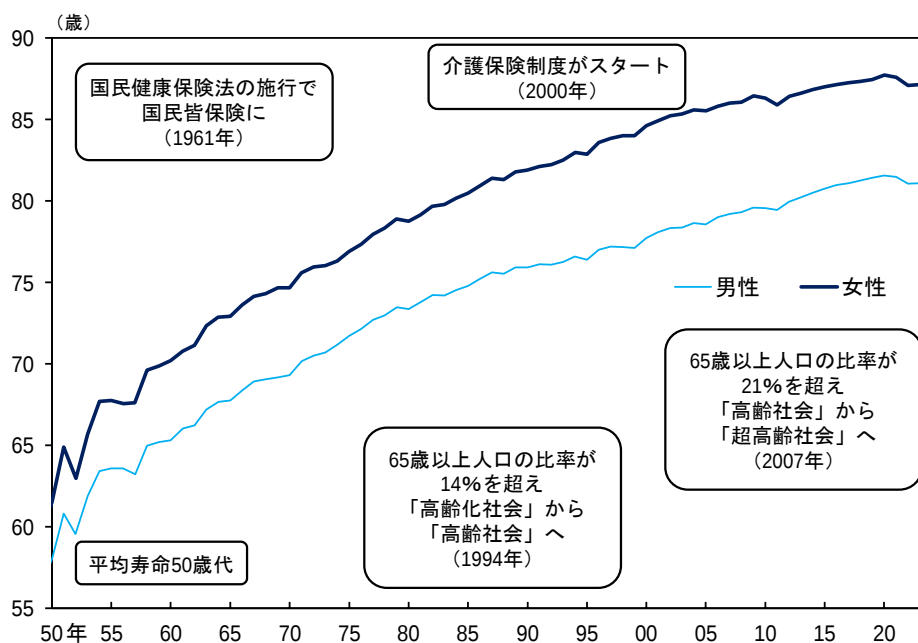
(注) 年初から日経平均株価を毎月一定額購入した場合における年末時点の累積リターンがプラスの場合は赤、マイナスの場合は青を示す(2025年9月末時点)。色が濃いほどプラスまたはマイナス幅が大きい。累積リターンがマイナス期間の比率は、「年末時点の累積リターンがマイナスの年数」/「総投資年数」で試算。

(出所) Bloomberg

図表21

## 戦後日本の平均寿命推移

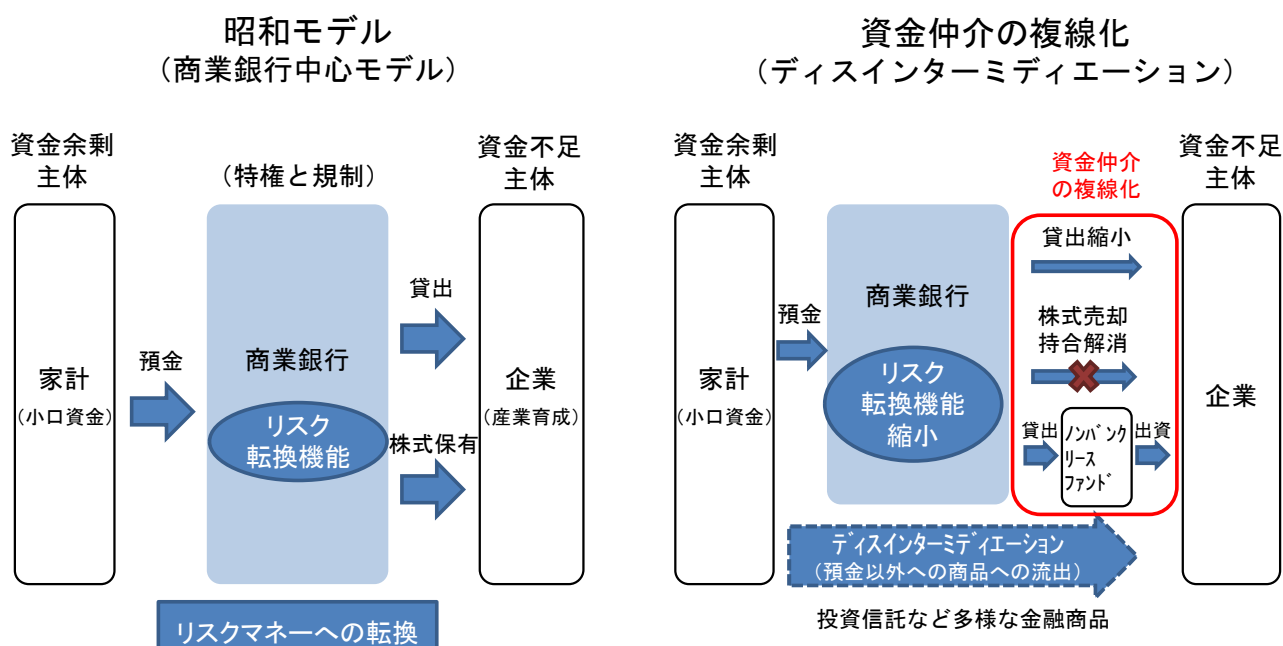
(50歳代から80歳代へ上昇)



(出所) 厚生労働省

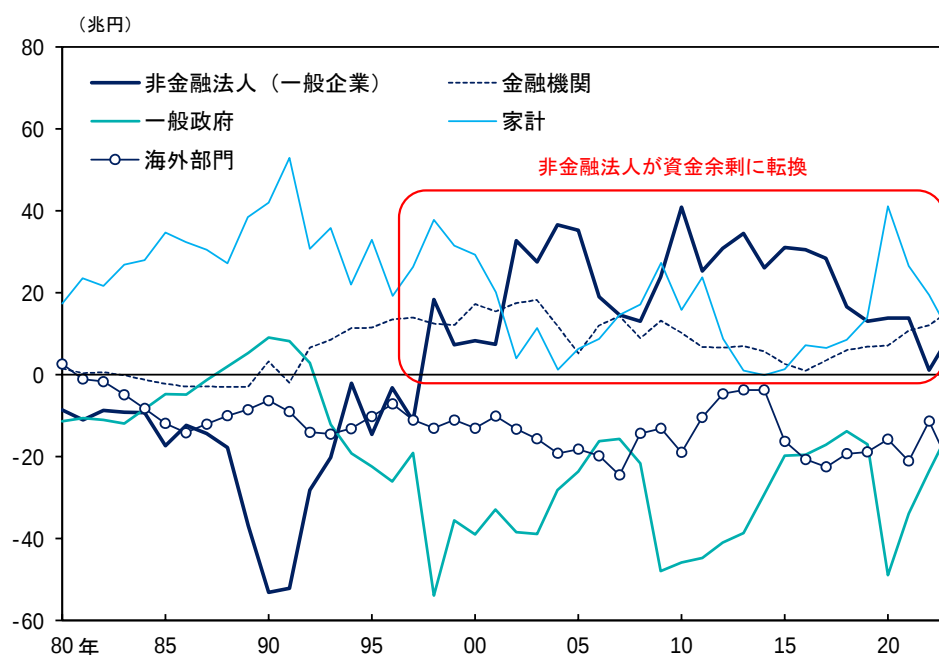
図表22

## 日本の成長を支えた銀行のリスク転換機能 (商業銀行モデルから複線系モデルへ)



図表23

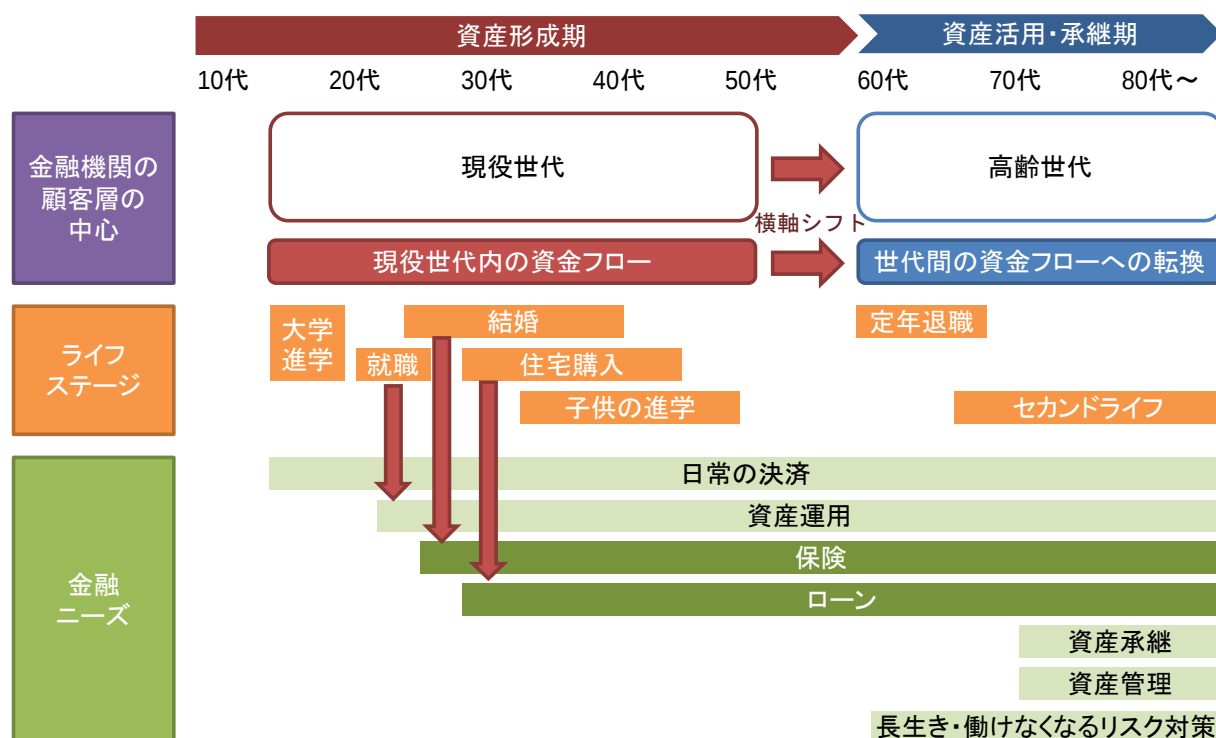
## 日本のISバランスの推移 (企業の資金余剰への転換)



図表24

# 「昭和モデル」から「人生100年モデル」へのシフト (横軸シフト)

—— 現役世代内の資金フローから世代間金融へのシフト ——

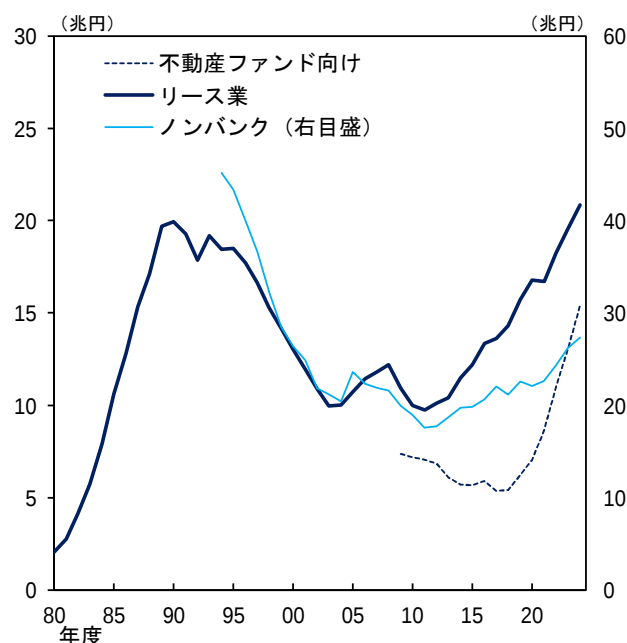
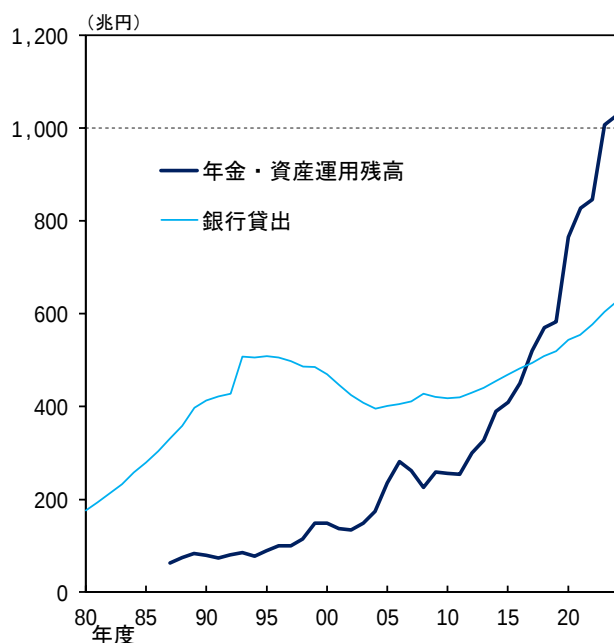


図表25

## 日本の銀行貸出と年金・資産運用残高推移 (資産運用業へのシフト、複線系金融仲介へのシフト)

銀行貸出と年金・資産運用残高

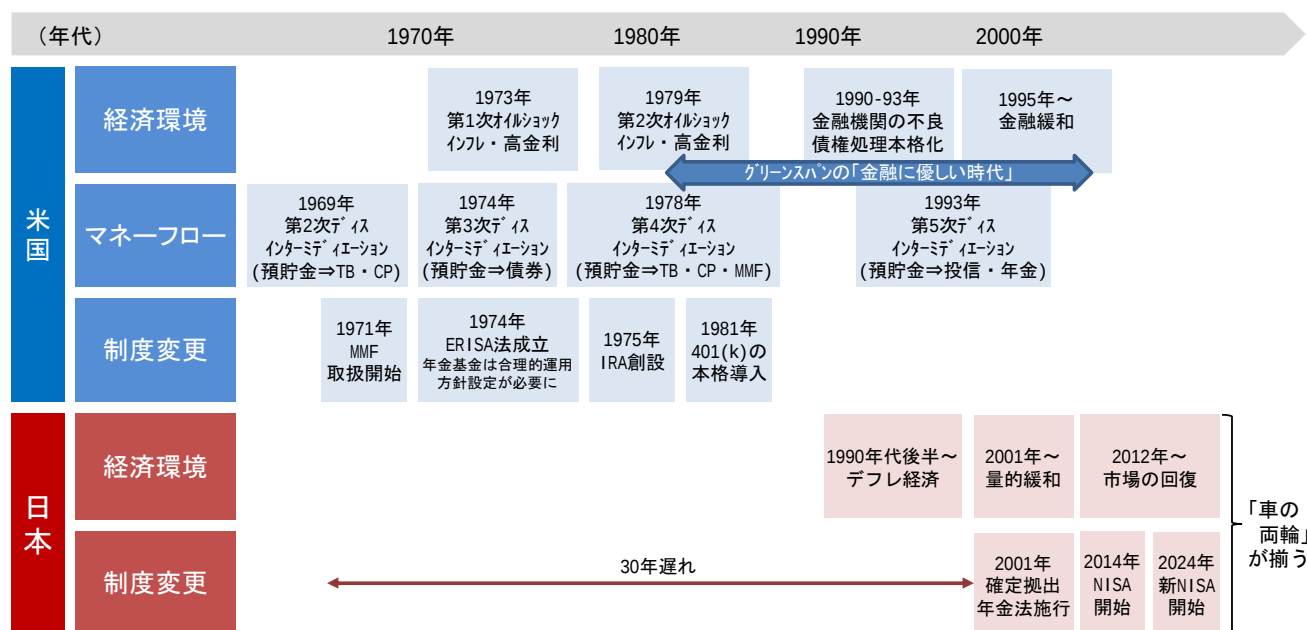
業種別銀行貸出



(注) 年金・資産運用残高は、証券投資信託と資産運用受託額の合計（一部に重複計上あり）。銀行貸出は、国内銀行計。  
(出所) 日本銀行、日本投資顧問業協会

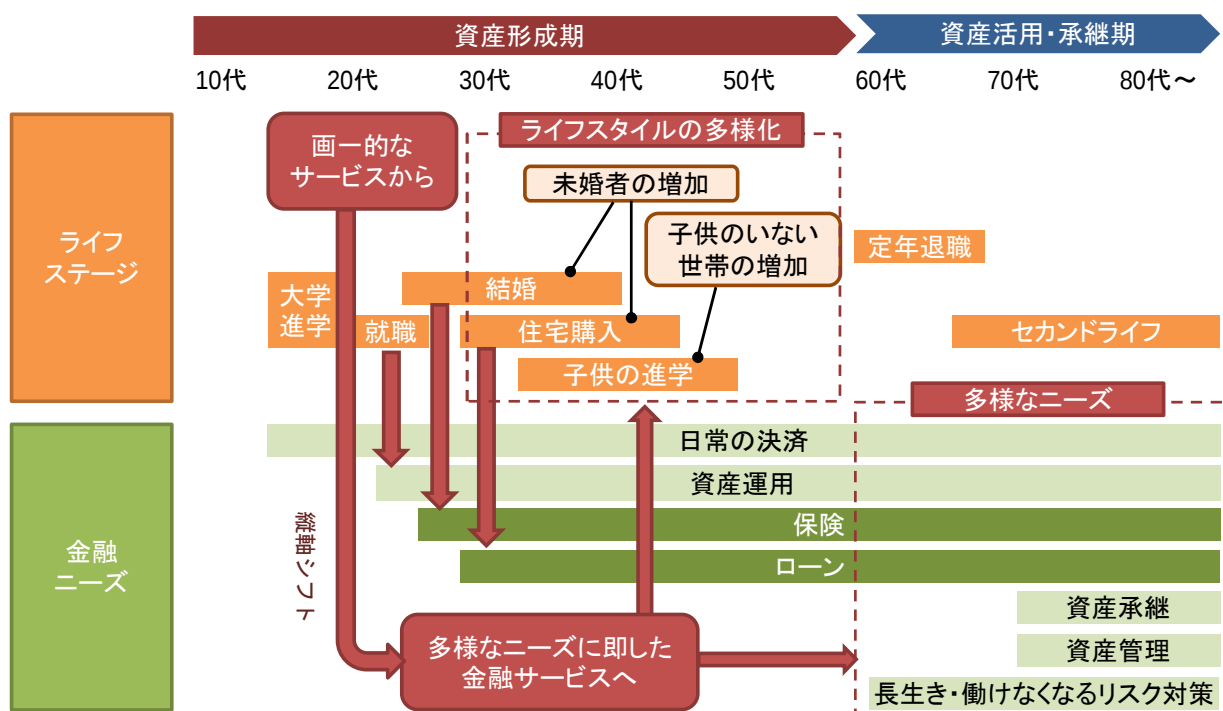
図表26

## 日米の資産運用に向けた推移 (日本でも初めて経済環境と制度の「車の両輪」が揃う)



図表27

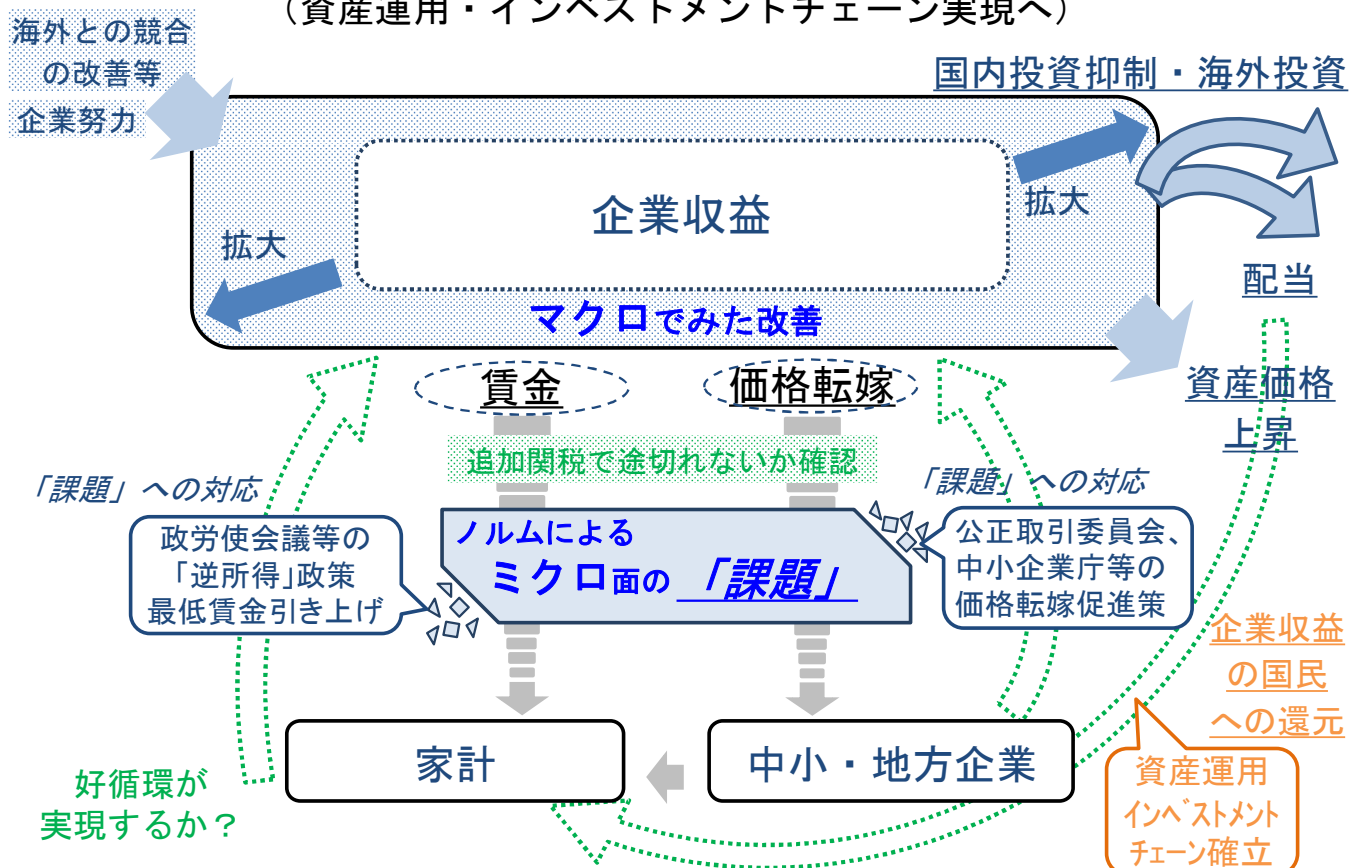
## 画一的人生モデルから複線系モデルへの転換 (縦軸シフト) —— 多様な金融ニーズへ ——



図表28

# 拡大する企業収益の波及と課題（私見）

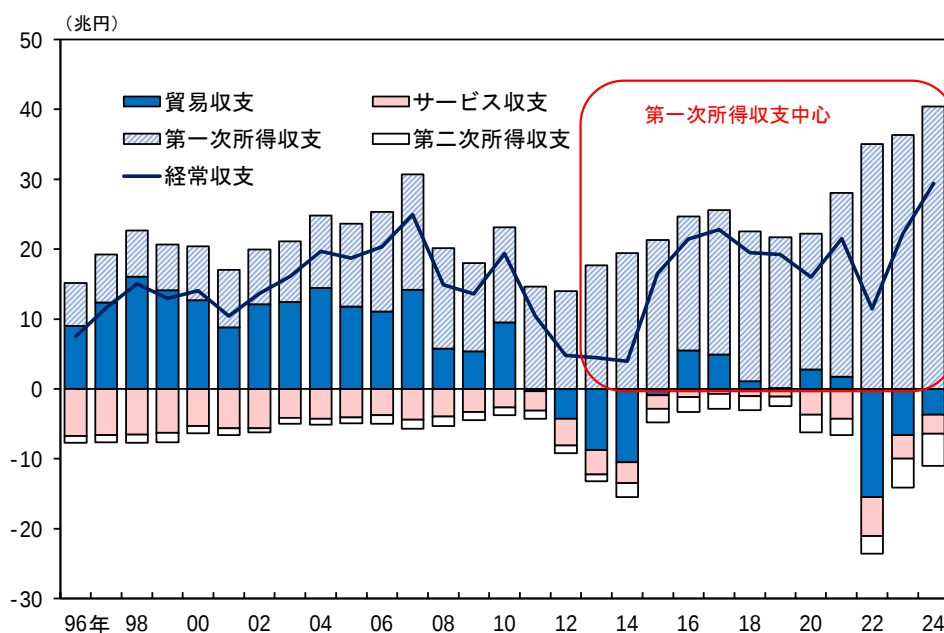
（資産運用・インベストメントチェーン実現へ）



図表29

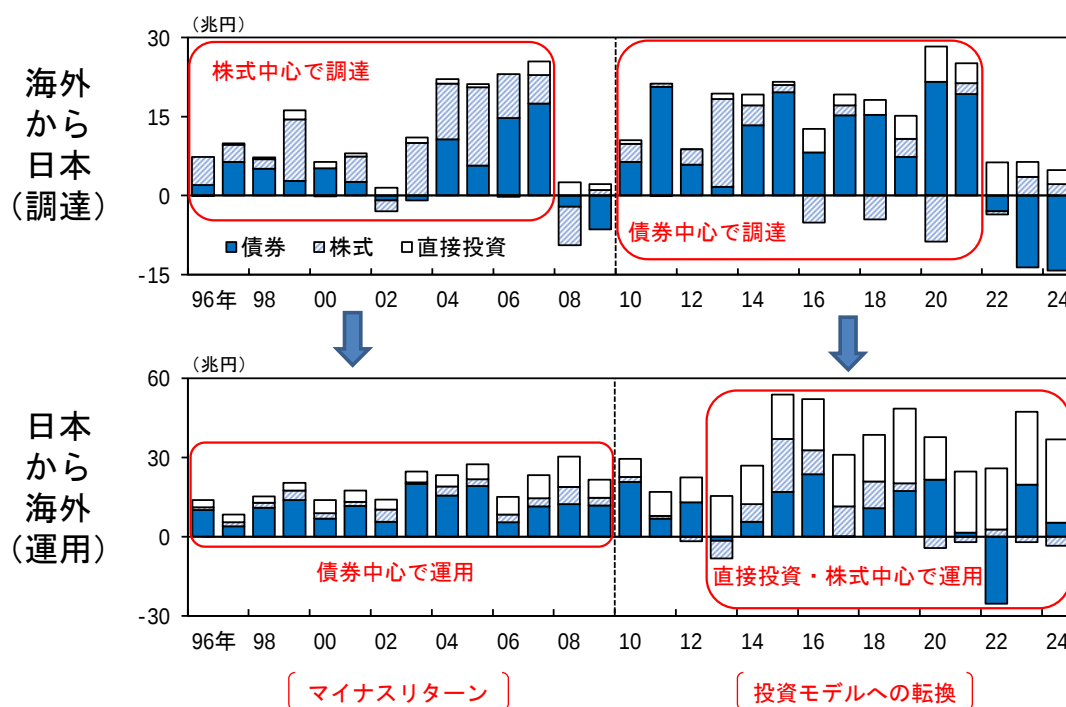
## 日本の経常収支の推移

（第一次所得収支中心：投資からの収支にシフト）



図表30

## 日本のマクロのマネーフロー (日本全体で投資モデルに転換)



(出所) 日本銀行、財務省

図表31

## マネーフローの転換 (「昭和モデル」から「人生100年モデル」へ)

| 昭和モデル     | 雪の時代                  | 人生100年モデル                                      |
|-----------|-----------------------|------------------------------------------------|
| 企業は資金不足   | 企業は縮小均衡               | 企業は資金余剰                                        |
| 銀行中心の資金仲介 | 銀行は信用収縮               | 銀行に加え、年金・資産運用の資金フロー                            |
| 家計資産は預金中心 | デフレに備え<br>家計資産は現預金に集中 | 預金に加え、<br>資産運用に多様化<br>預金以外のディスインター<br>メディアーション |
| 預金・貸出の単線化 | デフレ期の信用収縮             | 複線系の金融仲介                                       |