２０２６年１１月１６日

日　本　銀　行

わが国の経済・物価情勢と金融政策：日本のマネー・資本市場転換、山は動くか

―― 徳島経済同友会における講演 ――

日本銀行政策委員会審議委員

高田　創

１．はじめに

日本銀行の高田でございます。徳島経済同友会でお話しする機会を頂き、誠にありがとうございます。皆様には、日頃から日本銀行の業務運営に対し、ご支援、ご協力を頂いておりますこと、この場をお借りして厚く御礼申し上げます。

本日は、わが国の経済・物価情勢や金融政策運営などについてお話しします。

２．経済・物価情勢

経済・物価情勢です。海外経済は総じてみれば緩やかに成長しています。米国経済は、昨年４月のトランプ政権の広範な関税賦課の影響から、当初は内需落ち込みが懸念されていましたが、実際の影響は限られました。昨年は米国の雇用に減速がみられましたが、今年は改善に向かい、企業収益もＩＴ関係を中心に改善しています。昨年は、雇用の減速を背景にＦＲＢは９月、10 月、12 月と利下げを行いました（**図表１**）。ＦＯＭＣ参加者の金利見通しをみると、2026 年初時点では、更なる利下げを見込んでいましたが、今年半ば以降、利上げの見込みに転じ、ＦＲＢは９月には利上げを行っています。

（2026 年の世界経済の環境――回復に向けたモメンタム始動）

私は、2026 年のグローバルな経済環境を、回復に向けたモメンタムが始動する転換局面と展望してきました。その背景に、世界の金融・財政政策が同時に拡張的に揃ったことがあります。マクロ面に加え、構造面で、世界的ＡＩブームに伴う投資拡大で経済底上げがもたらされる新たな局面と展望しています。こうした状況は、６年前の 2020 年、コロナ禍に伴い世界同時に金融・財政政策両面で景気押し上げ政策がとられた時期と類似します。今日、世界の経済政策の波長が一致、すなわち、世界全体で経済サイクルが同期するのは、マクロ政策の一致に加え、ＡＩブームが加わったことによるものです。次の**図表２**は、2020 年以降、４局面にわたって世界各国の金融政策が同期した状況にあったことを示し

ています。2020・2021 年の同時利下げの後、2022・2023 年はグローバルな引き締め局面に転じ、その後、2024・2025 年中は、各国が揃って利下げを行う金融緩和局面にありましたが、2026 年は利上げに転じています。次の**図表３**にあるように、米欧中、各地域で財政政策の拡大、金融緩和も加わり拡張的効果が生じました。**図表４**に示される今年 10 月発表のＩＭＦの見通しも先進国中心に改善に向かっています。

（2026 年の日本経済の環境――減速は生じていない）

昨年、米国の関税政策の影響は、当初、わが国経済を下押しすると考えられました。また、今年の中東情勢を受けた原油価格高騰も、交易条件悪化から日本経済の減速要因と考えられました。ただし、実際には、これまでのところ日本経済に目立った減速は生じていません（**図表５**）。先行して上昇した物価を賃金が追いかけ、最近は、実質賃金もプラスに転じています（**図表６左図**）。

（予想外の回復をもたらした３要因――ＡＩ需要、企業業績改善、円高回避）

以上、昨年も今年も、当初、経済の深刻な下押し要因が存在しながらも大きな下振れとならなかったのは、以下の３要因によると考えられます。第１に、グローバルなＡＩ需要を起点とした経済回復。第２に、中東情勢緊迫化後も日本企業の投資や収益が改善したこと。第３に、2026 年はグローバルな利上げに転じたことに伴い、為替円高が抑制された点です。同時に、物価に上昇圧力が加わっていることにも留意が必要です。以下、それぞれを考察します。

第１に、世界経済について、2026 年は回復の流れに向かっています。ＡＩを中心とした投資拡大、ディマンド・ショックから、世界レベルで企業業績改善が展望され、日本も含めエネルギー関連商品価格上昇による交易条件悪化も緩和されます。以下の**図表７**は各国の交易条件の変化を 2022 年のロシアによるウクライナ侵攻後と比べたものです。原油純輸入国である日本や韓国は、当初、交易

条件悪化が予想されましたが、韓国はＡＩ中心のディマンド・ショックから輸出価格が上昇し、交易条件は大幅に改善しています。日本はウクライナ情勢を受けた 2022 年以降と比べ、世界的なＡＩ需要拡大を受けたメモリ等の電気・電子機器の輸出増加や輸出価格上昇もあり、交易条件の悪化は限定的です（**図表８**）。米国は、シェール革命以降、原油純輸出国に転じており、交易条件の改善がみられます。その結果、昨年まで懸念されていた雇用の悪化から、今年は改善に向かい、更に、ＡＩ主導の資産効果も加わり、経済の回復が期待されます。日米に加え、カナダ、オランダ、ドイツ、イタリア、スウェーデン、台湾、韓国等、世界各地で今年は株価が史上最高値を更新しています。以上、当初、経済の下押し懸念が生じましたが、その後退が生じています。

2024 年･25 年の世界的な利下げと財政政策の拡大が、世界経済の下支えとなった結果、2026 年にかけ世界的な利上げ転換に繋がっていると考えられます。金融面では、**図表９**に示されますように、Ｍ２として世界全体のマネー量が拡大した状況も金融緩和を通じ世界的な資産市場のサポートになっていると考えられます。財政面では、**図表 10** にあるように、2010 年代以降、中でも 2020 年代以降、政府債務の拡大が民間債務を上回る速度で上昇していることが下支えになり、金融財政の両面からも世界経済底上げに繋がっています。

第２に、中東情勢緊迫化後の日本企業の前向きな動きの強まりです。まず、設備投資は、今年９月の日銀短観の設備投資計画でも目立った下振れはみられていません。日本の企業収益は、輸出企業も下振れは確認されず、今年度上期決算は予想以上の改善となりました。日本企業は長年のリストラ経営に伴う企業財務改善で、海外発のショックへの耐性があります。**図表 11 左図**の通り、企業収益は 1990 年代後半から 2025 年度までの 25 年間で 10 倍以上に拡大し、100 兆円程度と過去最大の水準となりました。日本企業は 30 年以上にわたって通商摩擦に伴う円高でも耐え抜くべく損益分岐点を引き下げ、ショックへの耐久度を増してきました。更に、下期以降も、**図表 11 右図**のように、業績予想の修正度合

いを示すリビジョン・インデックスがプラスで推移しており、2026 年度の収益も上方修正が見込まれています。９月の日銀短観では、ＡＩ投資の波及が大企業だけでなく中小企業にまで及んでいることが示され、日本企業は将来も含め価格転嫁を行うことで販売価格を維持し、収益性を実現することに自信を持ってきたと考えられます（**図表 12**）。価格転嫁は、政府による価格転嫁促進が掲げられ、今年は取引適正化法[1]が施行されています。このことは、2027 年に向けた賃金引き上げのサポートと考えられます。賃上げは、2023 年以降、24 年・25 年に続き、2026 年の春季労使交渉でも高水準の賃上げ率となり（**図表６右図**）、2027 年に向けた賃上げの定着も期待されます。

また、当初、懸念されていた中東情勢に伴う供給制約ですが、政府によるエネルギー負担緩和策の効果や、原材料の代替調達の進展などから、経済が大きく下振れるリスクは一頃に比べ低下しています。

第３は、米国の各種政策に伴う思惑から為替円高が進行し、企業収益や輸入物価等を押し下げ、再びデフレに戻るリスクが回避されたことです。昨年、米国は利下げを行いましたが、今年は景気底堅さの中、利上げを行うに至り、大きく円高に振れる不安もなくなりました。

（2026 年は物価の上振れリスクも）

以上３要因は経済の安心材料になりましたが、それは同時に物価の上振れ要因として働きます。2026 年は中東情勢に伴うエネルギー価格上昇が物価の押し上げに働きましたが、その前提条件として世界経済全体の底上げが存在した可能性があります。地政学的にも分断が生じることで、2010 年代までの長期低迷・デフレ不安とされた潮流に転換が生じたと考えられます。既に、日本では 10 月の企業物価の前年比は＋7.1％となり、川上から川下にかけ価格転嫁に広がりが

[1] 2026 年１月１日から、「下請法」は、「中小受託取引適正化法（通称：取適法）」として改正され、適用対象となる取引や事業者の範囲の拡大や、中小受託取引の公正化、受託側の中小企業の利益保護が強化されています。

みられ、物価上振れリスクが生じています（**図表 13**）。価格転嫁への企業・家計の意識は 2022 年段階とは大きく異なり、価格転嫁が速い点に注目しています。

以上、３要因から、国内企業の前向きな動きが続く中、その制約となりうる海外要因も下押しにはなりにくいと展望します。2026 年の中東情勢を受けた影響は、「物価に上昇圧力が加わるが、経済には下押し圧力がかかる」が、当初のコンセンサス・シナリオでした。ただし、私としては、実際には経済の下振れシナリオは後退、2026 年は海外経済の転換から物価の上振れをより重視した議論が必要な新たな局面と考えています。以下でその背景を歴史的観点から示します。

３． 最近の金融政策運営への私見：2026 年を転換局面と考える背景

今年６月に日本銀行は政策金利を 1.0%程度へ引き上げ、９月に 1.25%に利上げを行っています。私は 10 月の会合で 1.5%への利上げを提案しています。私見ではありますが、以下でその背景となった考えをバブル崩壊後の歴史の中で考えます。足もと、2026 年、大きな局面転換が生じていると思います。

（バブル崩壊後の長い「雪の時代」から、2026 年、新たな局面を展望）

私の現在の金融政策に対する認識は、2024 年から 2025 年までの年２回の利上げの緩やかなペースから、2026 年以降は一定のペースや幅に囚われず機動的に利上げを行う新たな局面との問題意識を持っています。その背景を考える上で、1990 年代バブル崩壊以降の以下３つの段階、①1990 年代から長期にわたったバブル崩壊後のデフレ、「雪の時代」、②2013 年から 2019 年までの「異次元緩和段階」、③2020 年以降の「金利正常化段階」、を歴史的に振り返ったうえで、2020 年以降の段階をより仔細にみながら2026年の転換局面を整理します（**図表 14**）。

（バブル崩壊以降の３段階：雪の時代、異次元緩和段階、金利正常化段階）

1990 年代以降のバブル崩壊以降の３段階を振り返ると、第１段階が「雪の時

代」です。バブル崩壊に伴う長期低迷の起点を 1990 年前後と捉え、長期低迷は２つの柱、①資産デフレと②通商摩擦を主因とした為替円高などの外需に依存しにくい環境の継続によって生じたと考えられます。

以下の**図表 15** は、日経平均株価とドル円相場の推移です。日本では 1989 年の株価をピークに海外から全く隔絶された停滞局面、資産デフレと超円高が 20 年以上も続き、「雪の魔法」がかけられたようなデフレ状態に陥りました。**図表 16** に示されるように、企業は資産デフレの中、バランスシート（Ｂ／Ｓ）を圧縮し、投資や有利子負債を抑制する、「持たない経営」を志向しました。以下の**図表 17** のように、自己資本比率は 90 年代の 10%台の水準から、足もと、40%台の水準まで大幅に上昇しています。同時に、通商摩擦に起因した円高の中で、損益計算書（Ｐ／Ｌ）上は価格・賃金を圧縮する「リストラ経営」を続けました。地政学的にも、1980 年代後半から日本の貿易黒字や資産市場の拡大がグローバルな脅威として見なされ、日本のプレゼンスを抑制する圧力が生じたことも大きな影響を与えました。半導体協定や自動車の輸出自主規制はその一例です。以上、「持たない経営」と「リストラ経営」が 10 年以上も継続する中、賃金や価格が上がらないノルムが形成され、縮小均衡のデフレ状態に陥りました。

2013 年からは、第２の段階「異次元緩和段階」に入ります。2013 年からは異次元緩和として前例のない金融緩和を行ったことに加えて、財政政策や成長戦略の支援も加わり、資産デフレと極端な円高圧力の罠から脱する状況を迎えました。私としては、日本銀行が長年にわたって粘り強い緩和姿勢を続け、金融資本市場にも働きかけ資産価格の改善や極端な円高からの反転を支えたことが、バブル崩壊からの歴史的な変化となるノルム転換の変曲点を迎える「下地」となったと捉えています。ただし、長年の縮小均衡の中で生じた、企業や家計の行動変容は容易には実現できず、価格も上がらないノルムの残存が続きました。

1990 年代以降の「雪の時代」と 2013 年以降の異次元緩和段階を経て、2020 年

以降は、第３段階である金利正常化段階を迎えます。ここでは、2013 年から 2019 年までの素地に、2020 年以降、海外発の「ビッグ・プッシュ[2]」が日本のノルムを解いたと考えられます。先述の世界的な財政・金融やマネーの拡大が促した面も大きいと考えられます。次の**図表 18** に示されるように、企業行動の転換から銀行貸出も拡大する変化が生じています。私が、既に、物価安定の目標を概ね達成と評価してきたのは、その背景として**図表 16** の企業行動の前向きな動き、すなわち、「持たない経営」と「リストラ経営」を脱する状況を反映したものです。

（2020 年以降の「金利正常化段階」における４局面の評価）

以下では、最後の段階である 2020 年以降の「金利正常化段階」に焦点を当て、それを更に４段階に分けて考察します。前半部分で、**前掲図表２**のように、2020 年以降、世界の金融環境は同期した状況としました。その第１段階が 2020 年・21 年の世界的な利下げ、第２段階が 2022 年・23 年の世界的な利上げ、第３段階が 2024 年・25 年の世界的な利下げ、そして 2026 年は第４段階として世界的な利上げ転換、転換局面にあると考えます。以上の４段階を踏まえ、2026 年は新たな局面にあると考える理由を以下で説明したいと思います（**図表 19、20**）。

（2020 年・21 年：「正常化ゼロ次局面」――正常化の前史）

第１段階、2020 年・21 年は、2013 年以降のマクロ環境改善はあったものの、バブル崩壊後の物価の上がらないノルムを抱えたままでした。コロナ禍を受けた世界的な危機に対応し、日本も金融・財政の緩和に踏み込む段階にありました。日本の金融政策正常化の前史、「正常化ゼロ次局面」と考えられます。

（2022 年・23 年：「正常化第１局面」――ＹＣＣ柔軟化）

第２段階、2022 年・23 年は、世界的な物価上昇が日本を襲い日本の輸入物価

[2]「ビッグ・プッシュ」とは、開発経済でよく用いられ、大きなショックが生じることにより、ある均衡から別の均衡に移行することを指します。2022 年からのグローバルな潮流が日本の歴史的な転換をもたらした可能性があると考えています。

も上昇しました。ただし、日本ではノルムが残存する中、世界の利上げをルック・スルーし緩和を続け、それが円安も含め、先述のビッグ・プッシュとなりノルム解凍に寄与しました。ただし、イールドカーブ・コントロール（ＹＣＣ）の柔軟化が行われたことで「正常化第１局面」と位置付けられます。

（2024 年・25 年：「正常化第２局面」――異次元緩和の転換）

第３段階、2024 年・25 年は、「正常化第２局面」と位置付けられます。この局面は、世界的利下げ局面に対応します。日本は、2023 年の春闘からはっきりとした賃上げも実現、ノルムの解凍に向かい、2024 年３月には、それまでの異次元緩和の正常化としてマイナス金利解除やＹＣＣの終了を行い、2024 年７月には政策金利の 0.25％への利上げと国債買入れの減額も開始しました。2025 年は年初１月と年末 12 月に利上げを行っています。ただし、海外の利下げ局面の中での正常化は課題も抱えていました。

この局面での海外環境は、米国の雇用減速不安もあって海外では利下げが続く中、金融政策において日本は逆向きの対応を行うことの課題も生じました。2024 年７月に日本銀行は利上げを行いましたが、その直後に米国の雇用増加ペース鈍化から大幅な円高を中心とした市場の調整が生じ、日本が正常化のペースを速めることは困難でした。2025 年もトランプ関税や米国雇用減速も加わり、2025 年初１月と年末 12 月の利上げと、海外との逆風の間隙を縫うような難しさを抱えました。以上、「正常化第２局面」は、異次元緩和からの大きな転換ではありましたが、海外の逆風下、結果として利上げペースは年２回、穏やかな対応でした。また、ノルムの解凍を着実なものとすべく、利上げが行われても実質金利のマイナスが続き基調的物価を高めることに注力する局面でした。

（2026 年：「正常化第３局面」――新たな利上げ局面、レジーム転換に）

今年、2026 年は「正常化第３局面」と考えます。そのトリガーは世界的な利

上げへの転換です。前段階、2024 年・25 年の世界的な利下げと財政拡大のマクロ環境のサポート、更に、2025 年後半からＡＩを中心としたディマンド・ショックが加わり、2026 年は世界的な利上げに転じました。今年６月のＥＣＢの利上げ開始、９月のＦＲＢの利上げへの転換はその号砲です。

今日、既に物価が上がらないノルムも解け、以下の**図表 21** の期待インフレを反映する物価連動国債から算出したＢＥＩ（ブレークイーブン・インフレ率）に示されるように、中長期のインフレ期待も２％以上にまで引き上がり、物価上昇の二次的な影響も生じやすくなっています。

日本の金利は、マイナス金利政策下も含め、長年、世界で最も低い状況にありましたが、今日、**図表 22** に示されるように、名目金利レベルはもはや世界最低水準ではありません。ただし、**図表 23** は、物価上昇率を差し引いた実質金利を比較したものですが、日本の実質政策金利は引き続き世界で最低水準にあります。**図表 24** は、日米の名目金利差と実質金利差を示したものですが、最近の為替市場では名目金利差だけでなく実質金利差に着目する向きもあるだけに、為替を通じた物価動向には留意が必要で、今日、利上げが必要な一因になります。

（2026 年は機動的な利上げが必要な新たな局面へ転換した年）

2024 年・25 年の「正常化第２局面」は、海外との金融政策の方向が基本的に逆となる状況下、雲間が開いたタイミングを見計らって針の穴を通す、結果的に時間をかけた利上げでした。一方、2026 年の「正常化第３局面」は、海外の利上げ転換で内外のベクトルが揃った中での対応となります。私としては、物価目標を概ね達成していると考えていますが、中東情勢を受けた物価上昇圧力が加わることで物価目標を上振れるリスクが生じます。2024 年・25 年の日本の利上げは結果として年２回、各 0.25％でした。一方、2026 年はそうした一定のペースや幅ではなく、海外のトレンドを中心に国内の物価経済環境に応じた機動的対応、“data dependent”な対応が必要な、レジーム転換と考えています。

（海外環境の転換のなか、中立金利は市場が見込む水準から上振れも）

今日、市場では中立金利への関心が高まっています。中立金利やその前提となる自然利子率の存在は理論的には重要で、日銀も**図表 25 左図**のように自然利子率の試算値を示してきました。**図表 25 右図**の通り、欧州やＦＲＢでは既に政策金利が中立ゾーンにある（well positioned）とみなされている中で政策金利の引き上げがなされている一方、日本は政策金利が、中立金利とされるゾーンに漸く達してきたものの、私としては、基調物価が物価安定の目標に達した中、物価の二次的波及や内外の景気循環への機動的な対応に備え、前もって中立金利水準に十分に近づけておく必要があると捉えています。

債券投資を行う市場参加者にとって中立金利は債券購入の目安となる水準を示唆する、便利な概念であるのは確かです。一方、日本のように長年のデフレ均衡で金利がない世界が何十年も続いた中から構造転換が生じ、金利の水準調整が生じる中、先見的に中立金利を特定するのは困難です。日本は、日本固有の要因だけでなく、海外環境の影響を大きく受けやすい点も考慮する必要があると考えられます。特に、今日、海外が利上げ局面に入った中、しかも日本も利上げとベクトルが揃った局面では、海外金利の上昇によっては、中立金利は市場が見込んでいた水準から上振れる可能性もあるだけに、留意が必要です。

（「普通の国」に戻ったなかでの日本の金融政策は機動的対応に＜私見＞）

金融政策運営については、今年は 2024 年・25 年までの環境とは異なる局面に入ったとの基本的認識を持ったうえで、機動的対応が必要と考えてきました。その背景には取り巻く海外環境がＡＩ投資中心のディマンド・ショックによる新たな利上げ局面に入ったことがあり、長年、日本がノルムの存在に伴い縮小均衡の「雪の世界」という別世界、世界から隔絶されていた 2022 年・23 年のような環境とは異なり、今や、日本も海外との連動を取り戻す、「普通の国」に戻ったことを前提にした、発想の転換が必要と考えています。また、今年度下期に向け

て生じうるインフレ圧力の顕在化や物価目標を上振れるリスクがあるだけに、私としては、従来の基調的物価上昇を促してきたスタンスから一転して、物価の上振れを防ぐ日銀の意思を市場に示し、為替市場を通じた影響にも配慮する必要があると考えます。これまでは基調的物価を引き上げることに注力した、片方のリスクに対応した政策でした。これからは、物価の引き上げ・引き下げ双方の対応で、基調的物価の定着を図る新たな局面だけに、利上げ・利下げ双方に対応できる中立金利のレンジの中央に近い水準、「グッド・ポジション」に早い段階で政策金利を置く、レジーム転換を意識しています。今後も利上げにあたり、事前に想定した中立金利を目指すのではなく、市場で考えられている一定の利上げの間隔や幅に囚われることなく、海外環境に加え国内での金融環境に関する緩和度合いを確認したうえで機動的に対応する必要があると認識しています。

ここで、金融環境を確認するものとしては、様々な側面がありますが、基本的に企業を中心とした前向きな動きが持続的であるかが目安となります。先述の**図表 16** で、企業のＢ／ＳとＰ／Ｌを示しましたが、Ｂ／Ｓにおいては、企業の借入と投資動向、Ｐ／Ｌ面では、価格設定動向や賃金動向が目安になります。また、銀行を中心とした金融機関の貸出態度や、企業側の調達環境が緩和的かどうかを金利引き上げ毎に確認する必要が生じます。現段階では以下の**図表 26** に示される企業の資産収益率、ＲＯＡとの比較からも緩和的な環境が続いています。株式・不動産や為替を中心とした金融環境も重要な目安になります。

2024 年の利上げから２年半が経過し、その効果が累積的に働くとの見方もあります。即ち、利上げに沿ってグローバル経済も含め金融環境に金利上昇効果が生じ、企業行動に変調が生じるタイミングが到来すれば、それは中立金利に到達したと認識したうえで、それまでの利上げから利下げも展望する局面になります。今日、日本の金融環境が「普通の国」・「普通の循環」に戻る局面では、利上げにも利下げにも機動的な対応が必要な新たなステージにあると考えています。

ただし、**前掲図表 17** に示されるように、日本企業の自己資本比率が 90 年代対比大幅に上昇し、金利上昇への耐性が増していること、内外の金融環境が依然緩和的であること、更に、グローバル経済が回復トレンドに戻ったこと、ＡＩ中心のディマンド・ショックも加わることを考慮すれば、金利引き上げの累積効果が働くタイミングはまだ先と考えています。現段階は、先述のように、中立金利に近づけるペースを速める新たな局面に入った、レジーム転換との認識の中、10 月会合で利上げ提案を行っています。今年 11 月には、グローバルなＡＩ関連を中心に株式市場で変調が生じましたが、ＡＩ投資は基本的に堅調な状況が続くと展望しています。

４． 日本のマネーと資本市場の転換（私見）―2026 年の転換、山は動くか

前段では、バブル崩壊後を振り返りつつ、2026 年の経済金融環境の転換を議論しました。以降は、環境転換に対応した資本市場を展望したいと思います。この転換を考えるうえで、以下では、私が過去四半世紀にわたって執筆した著作から３冊を抽出し、それをベースに環境の転換を振り返ります。その３冊は、2001 年の「国債暴落」[3]、2004 年の「銀行の戦略転換」[4]、2022 年の「個人金融資産 2000 兆円―山は動くか」[5]、です。

「国債暴落」は、四半世紀も前に執筆した本ですが、そこで述べたかったことは、日本経済の回復の時にこそ金利上昇が生じるということです。現在、そのタイミングが到来している可能性があります。４年前の「個人金融資産 2000 兆円」では、個人の資産選択に関して「山が動くか」としましたが、今年、個人金融資産が 2,500 兆円にまで達した中、リスク性資産や外貨へのシフトが生じ、日本でも銀行預金以外への資金シフトが生じている可能性があります。また、20 年前、「銀行の戦略転換」では、市場型間接金融として貸出市場の転換の可能性を

[3] 高田創・住友謙一（2001）『国債暴落』、中央公論新社
[4] 高田創・柴崎健（2004）『銀行の戦略転換：日本版市場型間接金融への道』、東洋経済新報社
[5] 高田創（2022）『個人金融資産 2000 兆円 山は動くか』、きんざい

議論しました。ディスインターミディエーション[6]として信用仲介の入口の資金シフトが生じ出した中、銀行を経由しない資金仲介の動きが資産運用立国の潮流として実現化しています。以下それぞれの転換を前半で触れた歴史的な立場から振り返り、資金フロー、金融システム面からもレジームの転換が生じていることを示したいと思います。

（四半世紀を経て到来した経済回復）

2001 年当時、バブル崩壊に伴う大量の国債発行により、国債市場を巡る需給から金利上昇懸念が生じていました。1 冊目の本のメッセージは、金利上昇は発行増加だけでは簡単に生じないこと、その背景は、バブル崩壊後のバランスシート調整に時間を要し、経済の回復が生じにくく、貸出需要も縮小した中、銀行を中心とした金融機関の貸出縮小に伴う運用難から国債需要が高まることでした。金利上昇が生じるのは、経済が回復し、バランスシート調整が完了し、前向きな期待が醸成され、貸出も増加するタイミングとしました。ただし、そのタイミングは 2000 年当時には到来しておらず、米国の大恐慌後の教訓からも予想以上に長期を要するとしていました。

以下の**図表 27** は、米国の大恐慌後の国債市場を中心とした調整と日本の調整を時間軸にとって比較したものです。米国では 1930 年代の大恐慌においてバランスシート調整が生じ、貸出縮小による預貸ギャップを米銀は国債の保有で埋めることになります。一方、第二次世界大戦後の経済回復から、貸出需要も回復する中、大恐慌後の貸出の信用リスク問題から、大戦後は大量に保有する国債に伴う金利リスク問題に変化します。以下の**図表 28** に示されるように、第二次世界大戦後、当時、米銀の資産の半分以上は国債などの債券であり、大量の金利リスクを背負った状況にありました。その調整の観点等からＦＲＢは 1951 年まで長期国債の金利を 2.5％で固定する価格支持政策、「ペギング」政策を行います。

[6] disintermediation、銀行を介さず、株式・債券発行等による直接市場を通じた資金調達へのシフト。

1951 年には、ペギングに伴う価格維持政策に伴うインフレ圧力から、「アコード」として価格支持政策を停止し、財務省が「ボンド・コンバージョン」として銀行保有債券を非市場国債に転換して金融システムの安定を図ることで大恐慌からの長い調整の出口を迎えることになります。

日本においてもバブル崩壊という大恐慌に匹敵する規模での調整が行われてきました。その過程では大量の国債が発行され、国債の需給不安からの金利上昇不安も生じましたが、実際には低金利状況が続きました。一方、2020 年代以降、企業の前向きな動きが生じるもとで、2024 年以降、政策金利の引き上げが生じ、足もと、その持続的な動きへの確度も高まる転換局面を迎えています。その意味では、日本でも漸く経済回復・金利上昇の局面が生じたと考えています。ただし、先ほど紹介した日米の時間軸の比較からは、米国の大恐慌をはるかに超える時間を要したことになります。

同時に、25 年前の執筆段階での問題意識は、米国では第二次大戦後の経済が回復しだした段階で、ペギングという価格支持政策を行い、銀行の信用リスク問題から金利リスク問題への転換を回避する対応が行われましたが、日本はどのように対処するかにありました。それから四半世紀を振り返れば、2010 年以降の日銀の異次元緩和における国債の大量購入と 2016 年以降のＹＣＣは、米国の 1940 年代後半から 1951 年のアコードまでの局面と対比することができると思います。日本の銀行の信用リスク問題は 2000 年代初に底を打って回復に向かいます。その後、2003 年のＶａＲショック[7]などの金利リスク問題を抱える局面がありましたが、2010 年代以降の日銀の国債大量購入で、銀行は高値（低金利）で国債を売却し、以下の**図表 29** に示されるように、銀行の保有する国債残高が大幅に低下する状況が 2020 年代まで続きました。今日、金融機関は十分な資本

[7] 2003 年６月に発生した国債価格の大幅な下落（長期金利上昇）。多くの金融機関が利用していたＶａＲ（バリュー・アット・リスク）というリスク管理モデルでは、相場の変動時に保有可能額が縮小することから、債券価格が一定幅を超えて下落したことをきっかけに、売りが売りを呼ぶ展開となり、歴史的な下落に繋がりました。

を有しており金融システムの安定が続く中で出口を迎える状況にあると考えられます。ただし、今後も国債市場を巡る環境、国債管理政策や金融システムには十分な目配りが必要と考えております。

（2022 年、「個人金融資産 2000 兆円―山は動くか」）

２冊目に紹介する、2022 年の「個人金融資産 2000 兆円―山は動くか」は 2022 年を資産運用元年として資産運用立国への動きを展望したものでした。2021 年の 2,000 兆円から、2026 年６月末の個人金融資産は 2,500 兆円にまで達し、「山が動いた」面もあります。以下の**図表 30** に示されるように、個人金融資産に占める現預金の割合は 2022 年の 53%から 2026 年 6 月には 47%にまで低下し、株式などへのリスク資産にシフトしています。

先述の**図表 15** は、日経平均株価とドル円相場の推移です。長年の株安・円高から日本では株式や外貨建て商品のようなリスク性資産に投資しても成功体験が得られませんでした。日本では個人の保有金融資産の中で現預金が占める割合が高いのですが、「日本人は投資に向いていない国民性」ではなく、その必要性がなかったと考えています。銀行は企業の旺盛な資金需要に融資で応える存在で、家計はそこに資金を預金で供給する主体でした。次の**図表 31** は、日米欧の金融資産の構成比比較です。日本の家計の金融資産の構成比を欧米と比較すると、日本の現預金比率は約半分と、欧米と大きな隔たりがあります。

（「雪の時代」は終わっても続いたトラウマ・ノルム）

ただし、未曾有ともいえる資産デフレや極端な円高は、既に 2012 年頃に転機を迎えており、その後、株価上昇、円安の流れが続きました。それであれば、リスク資産や外貨へのシフトが生じてもおかしくありませんが、過去から続いたノルムの転換には長い時間を要しました。こうした意識の転換には予想を超える時間が必要な可能性について、バブル崩壊後に定着したノルムの根強さをみ

る観点で、負の経験、履歴効果の一例として以下の試算を紹介します。先述のとおり、金利正常化に当初想定の時間軸を大幅に超える時間を要したのも、こうしたノルムやトラウマの存在と考えることもできます。

図表 32 は、多くの人が就業すると考えられる 22 歳から、毎月一定金額を日経平均株価に投資をしたと仮定した場合の累積リターンを年齢別に示します。過去 10 年余り株価上昇が続いたことから、20 歳代・30 歳代の世代は、マイナスをほとんど経験していません。一方、40 歳代・50 歳代の世代は、バブル崩壊後の長期に亘る株式市場の低迷から、就業してから長い期間でマイナスの経験が確認されます。以上はあくまでも株価による試算ですが、現在、企業等の中核を占める 40 歳代・50 歳代の世代中心に、長期に亘る負の経験、トラウマのような経験があったことが、その後、慎重化した企業行動の根強さの一因になっていたと考えられます。同様に、個人の資産運用において資産保有の大層を占める 50 歳以上の世代が現預金を中心とした資産形成に向いていた背景にはこうしたトラウマの存在があると考えられます。日本人の期待形成は「適合的」な性格を持ちますが、その慎重化した状況からの転換にも当初の想定をはるかに超える時間を要したとの解釈もできます。

市場の転換が生じた 2010 年代以降、10 年以上が経過し、漸く、最近になって若者の世代から変化が生じてきたと考えられます。先の**図表 32** で、20 歳代・30 歳代の若者世代と 40 歳代・50 歳代との間には断絶があります。過去の負の経験が少ない若者世代は近年、新ＮＩＳＡ等を活用した資産運用の拡大を牽引してきました。過去 10 年余りの資産運用を巡る環境がポジティブであったことで過去のトラウマが少なく、資産運用に向きやすい世代が形成されたと考えられます。一方、40 歳以上のトラウマが残る世代は、保有する金融資産額は多くても、資産運用には慎重でしたが、足もとでは、政府による制度面の後押しもあって、ノルムが少しずつ転換してきている可能性があります。以下の**図表 33** に示されるように、2021 年から 26 年の５年間、特に 40 歳代・50 歳代の負の経験、トラ

ウマを体験した度合いが大きく減少しており、これまでトラウマを背負っていた世代にも着実に意識変化が生じている可能性があります。

同様に、「山は動いた」のもう１つの論点は、外貨へのシフトと考えられます。**図表 34** に示されるように、2010 年代以降の円安の流れ、更に 2020 年代以降の急速な円安が、外貨建て資産のリターン上昇を通じ、円高トラウマを脱し、外貨シフトへのトリガーとなった面もあると考えられます。実務的には、家計にとって安価な手数料で外貨資産の投資信託商品が手に入り、そのサポートとして新ＮＩＳＡが加わりました。企業ベースでは、2010 年代以降、当時、「六重苦」[8]とされた一つに超円高があり、円高の環境を回避すべく、投資として国内から海外シフトが生じ、海外直接投資への潮流が生まれました。

（日米の資産運用の時間軸――日本は 30 年遅れで車の両輪が揃う）

次の**図表 35** は、日米の資産運用に向けた時間軸を示す年表で、日米では 30 年近い格差が生じていることがわかります。米国では 1970 年代から年金を中心とした ERISA 法[9]、IRA[10]や 401K[11]などの資産運用へのインフラや税制が確立されました。同時に米国では資産運用で成功体験が実現できる経済環境が長期にわたって続く、制度と環境要因、「車の両輪」が揃うことで資産運用に対する国民的な意識が醸成されていきました。1980 年代以降、投信中心に大幅な残高の増加となりました。一方、日本では、税制を中心とした制度要因の成立が 30 年近く遅れたこと、加えて経済環境でも成功体験が得られない中、資産運用への意識

[8] 企業が直面した「六重苦」として、円高、経済連携協定の遅れ、法人税率の高さ、労働市場の硬直性、環境規制、電力コスト高が指摘されました。詳細は、「令和３年度 年次経済財政報告―レジリエントな日本経済へ：強さと柔軟性を持つ経済社会に向けた変革の加速―」等を参照。

[9] 1974 年に米国で制定された企業年金制度や福利厚生制度の設計や運営を統一的に規定する連邦法。Employee Retirement Income Security Act（従業員退職所得保障法）の頭文字をとって ERISA（エリサ）と呼ばれます。受給者の保護を目的として、年金の運用状況や資金調達に関する情報の開示、受給者の不服申し立てのプロセス明確化などを年金基金に求めています。

[10] Individual Retirement Account（個人退職勘定）の略。

[11] 米国における確定拠出年金制度。

ができにくい環境にありました。ただ、今日、漸く、日本でも制度要因と成功体験による経済環境の「車の両輪」が揃う環境が現出してきました。過去何度も資産運用の本格化が話題になりつつも持続しませんでしたが、今回は持続性に向けた条件が初めて揃ってきたと考えています。

先に、国債市場の正常化のプロセスにおいて日本では米国以上の時間を要したとしました。日本でも**前掲図表 30** のように、1980 年代後半に家計のリスク資産への資金シフトは生じていました。しかし、1990 年代以降のバブル崩壊以降、再び、家計は現預金志向に戻ってしまいました。その後、2010 年代以降は、株高・円安のトレンドが続いたものの、すぐに資産選択は変わりませんでした。2020 年代以降、先述のトラウママップに示された成功体験の積み重ねと政策サポートによって漸く家計も「山が動き出した」と考えることができます。

日本の資産運用の転換は、日本全体としても示されます。次の**図表 36** は日本の経常収支の推移です。日本の経常収支は貿易収支が中心ではなく、これまで海外に投資を行った果実である第一次所得収支が中心です。**図表 37** で日本のマネーフローを振り返ります。2000 年代前半まで、日本は株式を中心に海外から資金が流入し、日本は海外に債券で投資を行ってきました。ここで、債券と株式の収益性を比較すれば一般的に株式のほうが高いので、日本は株式で調達をして債券投資を行うことでマイナス・リターンにありました。一方、2010 年代からは、日本は債券で資金調達を行い、直接投資中心のフローに転換しています。すなわち、日本全体のマクロ的ビジネスモデルは債券で調達し、実物投資を行うことで第一次所得収支中心のリターンを獲得する投資モデルに国全体として変化を遂げました。今日、海外からの投資リターンの多くが海外に再投資され、国内の投資機会に結び付いていない点に課題は残りますが、日本全体として投資的なビジネスモデルに転じてきています。

（2004 年、「銀行の戦略転換」―市場型間接金融へ）

３冊目の本が 2004 年の「銀行の戦略転換」、日本版市場型間接金融への道です。ここで、市場型間接金融について考えてみたいと思います。以下の**図表 38 左図**は、直接金融を示した概念図で、投資家と企業が直接結びつくものです。一方、**図表 38 右図**は間接金融として銀行を中心に金融機関が仲介して企業に資金を仲介するものです。市場型間接金融とは、相対の貸出が市場化されたものを指す概念で、シンジケートローンやローンの流動化や年金・投資信託などを指すものです。銀行中心の伝統的な間接金融と証券市場中心の直接金融とのハイブリッドな形態として発展してきました。

2000 年代以降、市場型間接金融が台頭したのは、バブル崩壊後の資本制約で銀行が貸出債権を抱えることができなくなった中、市場参加者を多様化することで複線系の信用仲介の道筋を示すものでした。**図表 39** で、相対貸出から変化した狭義の市場型間接金融の比率が上昇したことが示されます。当時、資本不足の中、資本を供給するのは海外からの資金が中心になり、海外中心のＰＥ（プライベートエクイティ）ファンドの台頭がありました。その後、2000 年代後半のリーマンショックでの混乱、2010 年代以降は銀行の資本が回復する過程で貸出債権を再び保有し続けることで、市場型間接金融の比率は停滞しました。

今日、改めて市場型間接金融への注目が生じているのは、ＡＩやM＆Ａを中心とした大型の資金需要の増加に加えて、調達サイドの預金伸び悩みに伴う預貸ギャップの縮小、規制環境として流動性指標への配慮、コーポレートガバナンスの圧力から銀行へのＲＯＥや資産効率引き上げ圧力が生じた点が挙げられます。

今日、金融機関が果たす役割は、従来、期待されていた企業への資金仲介だけでなく、現役世代と老後世代といった世代間を繋ぐ年金や資産運用の業務、すなわち世代間金融への役割になります。そこでは、従来の銀行を中心とした商業銀行モデル中心の信用仲介から、年金や資産運用分野に金融仲介の重点がシフトする状況が示され、それらも広い意味での市場型間接金融の重要な構成要素と

なります。次の**図表 40** は銀行貸出と、年金や資産運用の市場を示す金額の推移を示したものです。銀行貸出がバブル崩壊後、伸び悩む状況にある一方、年金・資産運用の残高はこの 20 年間で５倍以上の大幅な拡大が示されています。年金・資産運用残高の拡大は日本の資産運用業へのシフトを示しますが、**図表 40 の右図**にあるように、銀行貸出についても、ファンド、リース、ノンバンク向けなど、資産運用に関連した分野の伸びに支えられていることが示されます。以上も含め、銀行以外の信用仲介、広い意味での市場型間接金融の広がりになります。

（ディスインターミディエーションの２側面、調達と運用）

以上、市場型間接金融とは銀行以外のルートを通じた信用仲介の転換、ディスインターミディエーションとして説明することも可能です。ディスインターミディエーションには調達と運用の２つの側面が存在します。米国では、調達面では、銀行預金の代替商品として発達した証券会社のマネー・マーケット口座によるものが大きな影響を与えました。先に、米国の 1970 年代以降のリスク資産への資金シフトの動きを**図表 35** で説明しました。これらは、銀行の預金保険制度による保証はないものの、高金利によってシフトした金融商品でした。ディスインターミディエーションとは、具体的には銀行預金以外の商品への資金シフトを指し、「銀行離れ」として説明されることもあります。米国では 1970 年代のディスインターミディエーションとした預金からの大きなシフト要因となった商品はＭＭＦでした。その後、1970 年代後半にはＭＭＦに決済性を付加したＣＭＡ（キャッシュ・マネジメント・アカウント）が開発され、**図表 41** に示されるように、1980 年代・90 年代を通じて大幅に拡大しました。日本でも、今後、短期金利の上昇に沿って、ＭＭＦなどの預金以外の商品への資金シフトが生じる可能性があります[12]。そうした動きは、既に個人向け国債などへの資金シフト

[12] 国内 MMF は、日本国債を中心に運用し、預金に近い商品として利用されていました。2016 年以降販売が停止されていましたが、金利上昇を受け販売の再開が予定されています。現状、証券会社による MRF（マネー・リザーブド・ファンド）は証券会社の待機資金の受け皿の位置づけにあり、インフレ耐性を持つ金融商品としての期待があります。

として生じています。

ディスインターミディエーションの第２の側面は、企業が資金調達に向けた仲介機関として銀行以外に依存することを意味します。1970 年代以降、多くの米国の有力企業は銀行よりも高い格付けをもっていたため、ＣＰ発行により、銀行が調達するよりも低いレートで市場から調達を行うことができたからです。

その後、1980 年代以降も、米国の銀行は資本効率の発想からＲＯＥを重視した経営に急速に舵を切り、投資銀行のような手数料重視、回転重視の発想に転じ、バランスシートの拡大を抑制しながら市場型間接金融業務に乗り出し、更に、ファンドも含めたアセット・マネジメント機能を活用して資本効率を高めるモデルに向かっていました。以下の**図表 42** に示されるように、米銀の貸出が総資産に占める割合が低下したことがわかります。以下の**図表 43** は日米の企業の負債調達状況を示します。日本の銀行借入が高水準で続くのに対し、米国は銀行借入が減少し、社債・ＣＰが増加しています。次の**図表 44** は米国と日本の貸出市場の転換を時間軸で比較したものです。2000 年代に日本でも市場型間接金融が 20 年遅れで生じだし（市場型間接金融、第１ステージ)、今日、40 年遅れで日本では市場型間接金融の第２ステージが生じる可能性もあります。近年、日本でもシローンの組成金額は大きく増加しています。

最近、米国市場を中心にプライベート市場が話題になります。先述のように、バブル崩壊後の資本不足に際し、2000 年代以降、海外を中心としたＰＥファンドが日本に進出し、日本でもＰＥファンドが台頭してきています。一方、ＰＤ（プライベート・デット）については、**前掲図表 43** に示されるように、米国では既に大きなプレゼンスを有しており、銀行貸出を代替する役割を担っています。一方、日本ではその存在は限界的です。今後、市場型間接金融の比率が再び上昇に向かう中、日本でも漸くデットにおけるプライベート市場、ＰＤ市場が生じる可能性があります。その背景には、銀行の預金や流動性の調達面の制約、また、コー

ポレートガバナンスの潮流からＲＯＥの向上など資本効率を高める観点から低採算の貸出資産の保有を抑制する可能性、更に、Ｍ＆Ａを中心とした大型のコーポレートアクションなどに対して市場型のリスクマネーを供給する、供給面からの必要があります。同時に、こうした構造変化を踏まえた多面的なモニタリングや、わが国金融システムへの波及経路についても注視していくことが、今後は一段と重要になると考えられます。

今日の市場型間接金融第２ステージでは、日本における政策面から、①個人の資産運用を通じた「資産運用立国推進」の原動力になる側面と、②政府が 2026 年７月に公表した「成長投資を促進するための金融戦略」の実現に向けて、日本の金融仲介システムが大規模Ｍ＆Ａや大型プロジェクト等の資金ニーズにも応えられるものになるように期待されています。

（拙著３冊からみた 2026 年のレジーム転換）

日本のバブル崩壊以降、30 年以上に亘ったバランスシート調整の完了、地政学的な転換が 2026 年の転換に繋がっていると考えられます。３冊の本を通じて今回紹介した国債を巡る状況、資金シフト、貸出市場の変化は一体として捉えることができます。そこでは、信用仲介の入口と出口を指すもので、民間セクターに止まらず公的なセクターも国債という手段で長期に亘る調整が行われたことが示されます。以上がマクロ環境に与えるインプリケーションは、バブル崩壊後の長期に亘った「雪の時代」で生じた企業や家計の資産デフレ、円高へのトラウマ意識が転換し、縮小均衡や低金利環境を脱する可能性があることです。従来のトラウマやノルムを脱したことで、資産デフレ、超円高や異例な低金利からの転換も期待されます。

以上はバブル崩壊後の実体経済における調整と転換の動きともパラレルです。マクロ環境としては、**前掲図表 16** に示されるデフレの縮小均衡からインフレの前向きな企業活動への転換です。金融政策では、金利のない世界から金利のある

世界への転換、長期に亘る低金利から「普通の世界」への転換です。以上の潮流転換は日本国内にとどまりません。以下の**図表 45** でグローバルな資本市場の転換を纏めます。2000 年代以降、フラット化する世界として世界のサプライチェーンが繋がり、ＷＴＯの自由貿易・国際分業が台頭しました。2020 年代以降は、分断の世界、サプライチェーンも分断し、経済安全保障として自国での調達の安定を重視する動きにシフトします。2010 年代は世界的な「長期停滞」（セキュラー・スタグネーション）として低金利・低成長の潮流が生じました。一方、2020 年代以降はＡＩブームも加わり、投資ブームの時代へと転換しています。財政に関しては、小さい政府の新自由主義の 2000 年代から転換し、2020 年以降は世界的な財政拡大の潮流に繋がっています。金融面では**図表 46** に示されるように、世界各国の中央銀行のバランスシートも大きく拡大した状況が続いています。

複線系の金融仲介は、世界的にもＮＢＦＩ（Non-Bank Financial Intermediation）として発展し、そのプレゼンス拡大からモニタリング上、各国の金融規制上も重要な論点です。日本は銀行を通じた信用仲介の比重が高い分、欧米と比べＮＢＦＩの比重は低いと考えられますが、複線系の金融仲介に向かううえで、より重要性を増していくと考えられます。また、市場型間接金融の観点から、企業の収益を国民に還元する流れの一つに資産運用が加わり、インベストメント・チェーンが繋がることも重要です。政府の資産運用立国の動きの中、2024 年４月には、日本銀行も出資して、Ｊ－ＦＬＥＣ（金融経済教育推進機構）が設立され、金融経済教育に向けた動きに本格的に取り組む局面になりました。

これまで、日本企業の投資は直接投資を中心に海外に向けられていました。これは、円高不安へのトラウマの存在による面も大きかったと考えられます。一方、今日、円高不安も後退し、経済安全保障の潮流に加え、今年は政府による 17 分野の投資拡大の動きもあり、国内投資への回帰も期待されています。また、銀行貸出も大手行中心に海外から国内に回帰する動きも見られます。

（マネーフローの転換の中での金融政策＜私見＞）

日本銀行の金融政策は長年、銀行を中心とした資金フローを背景として金融政策を行ってきました。今日、銀行以外や海外を経由した資金フローも拡大する中で、日本銀行が金融政策のメッセージを市場に向けて幅広く伝える方法にも工夫が必要と考えています。金融政策の波及効果に関しては、金利低下を通じて需給ギャップを改善させる、銀行中心に預貸を通じた伝統的金融仲介ルートに加え、金融資本市場（株価・為替）を通じた経路、更に、市場型間接金融として市場化された信用仲介のルートも大きな影響を与えていたと考えられます。

金融政策運営について、2026 年は「真の夜明け」、「普通の国」に入った新たな次元との基本的認識を持ったうえで、国内の縮小均衡からの正常化の側面からの金利引き上げに加え、グローバルな金融・財政政策の転換に応じ金利を引き上げる途上と考えています。日本が「普通の国」に戻ったことは、長年の「雪の時代」や「金利正常化」局面からの構造的な転換とするトレンドだけでなく、通常の内外で生じうる景気循環に晒されることを意味します。

私が 2026 年は機動的な金融政策への転換として意味するのは、既に、基調物価が物価安定の目標に達した中、物価の引き上げ、引き下げ両面に対応した動き、同時に、内外の金融経済環境・景気循環によっては、これまでのような金利の引き上げだけでなく、いずれの段階では引き下げも機動的に行う状況、「普通の国」に向かってきたことがあると考えています。

５．おわりに

最後になりましたが、徳島経済の発展とそれを支えておられる皆様の今後のご健勝とご活躍を祈念いたしまして、私の講演を終わらせて頂きます。ご清聴ありがとうございました。

以　上

わが国の経済・物価情勢と金融政策：
日本のマネー・資本市場転換、山は動くか

―― 徳島経済同友会における講演 ――

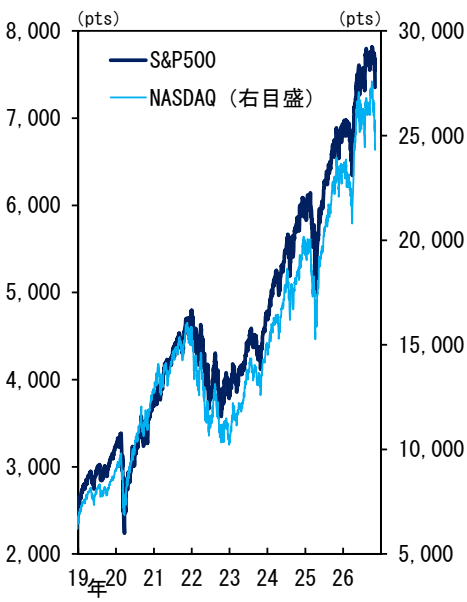
2026年11月16日

日本銀行 政策委員会審議委員
高田 創

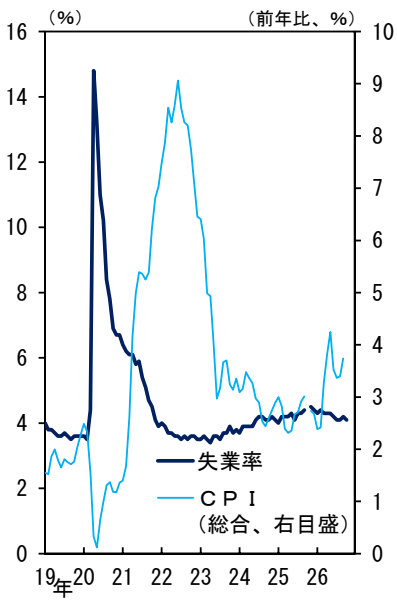
図表１

米国経済は堅調
（今年は利上げに転換）

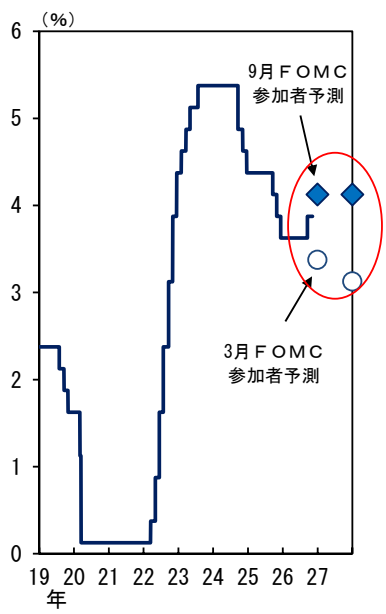
株価



雇用と物価



政策金利

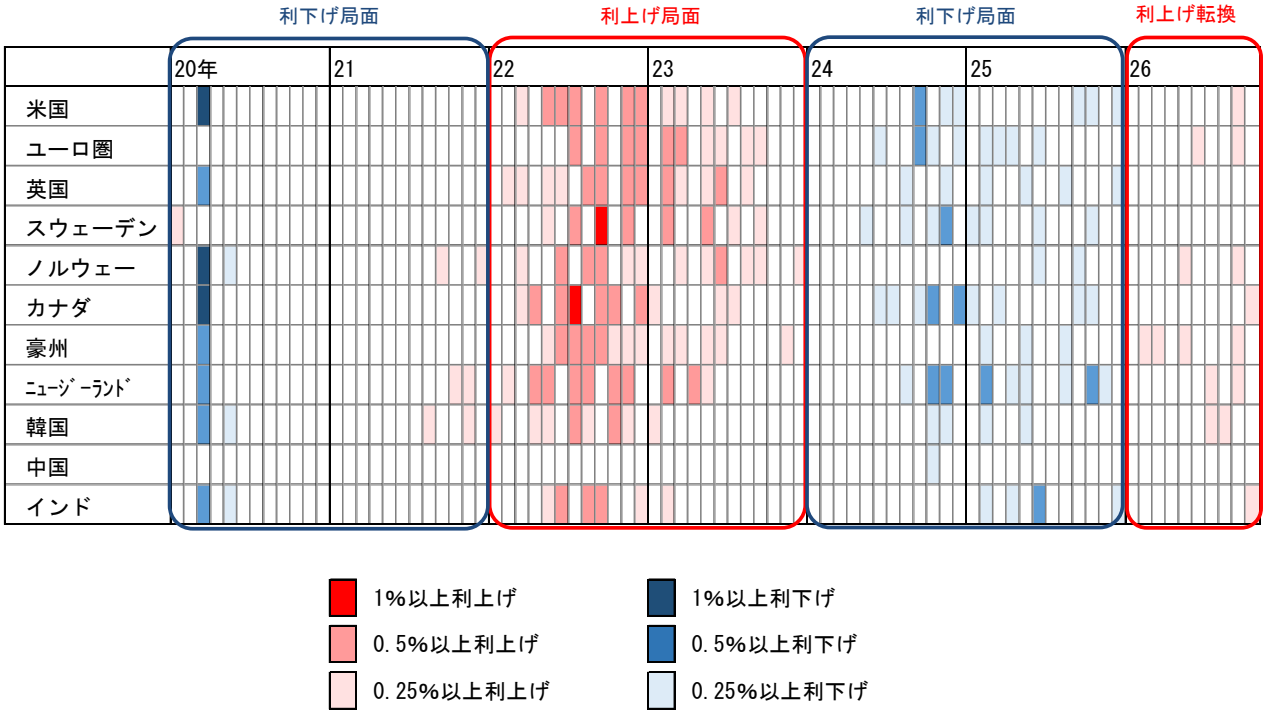


（注）右図は、ＦＦ金利の目標レンジの中央値。ＦＯＭＣ参加者予測は中央値。
（出所）ＢＬＳ、Bloomberg、ＦＲＢ

図表２

2020年以降の海外各国の金融政策の４局面

（20～21年：利下げ、22～23年：利上げ、24～25年：利下げ、26年：利上げ）



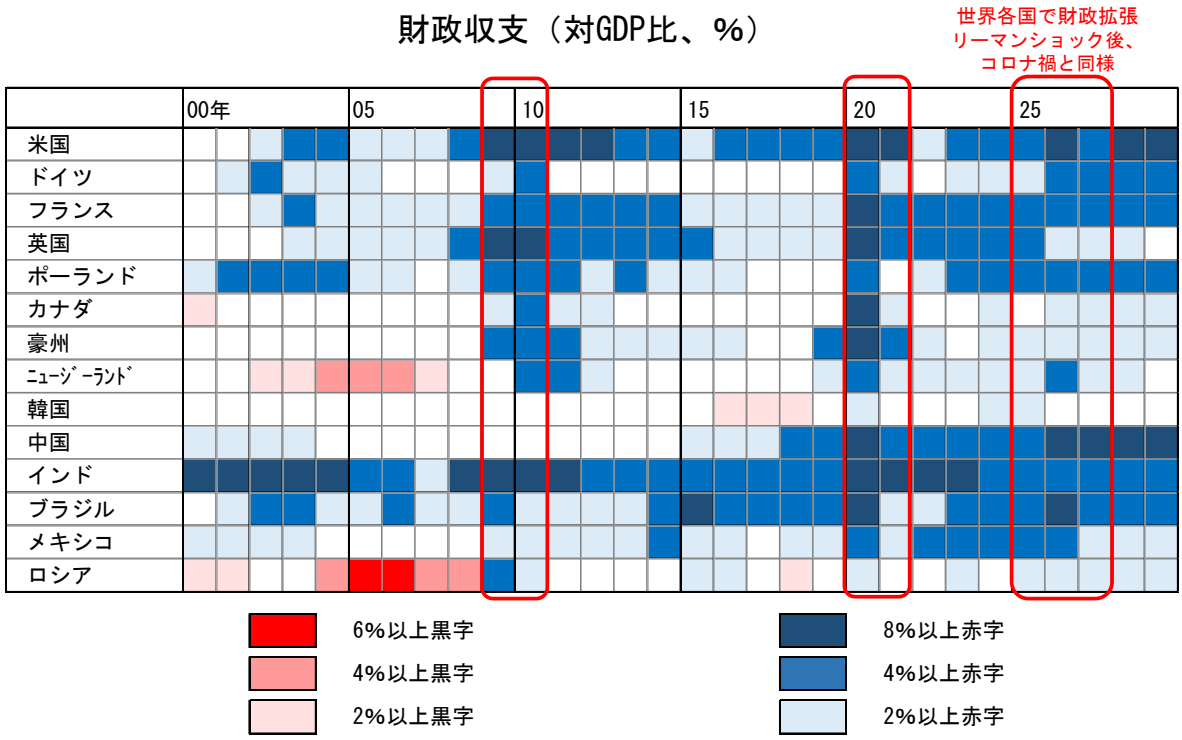
（出所）各国中央銀行

図表３

海外各国の財政政策のサポート

（コロナ禍と同様、2025年以降世界各国で財政拡張に）

財政収支（対GDP比、%）



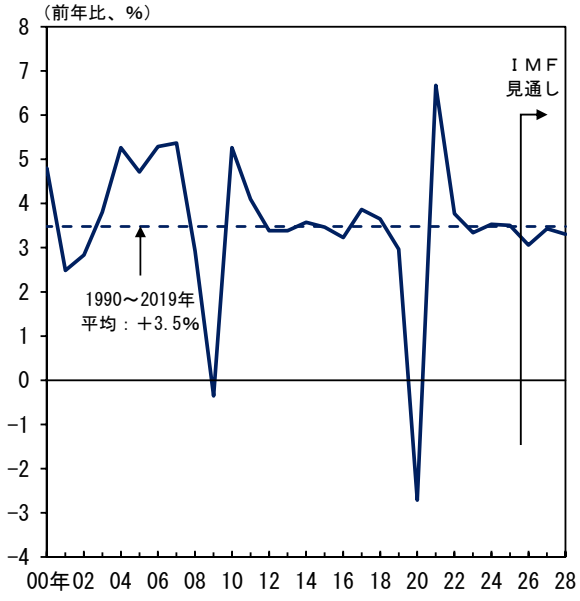
（出所）ＩＭＦ

図表４

海外経済の動向（ＩＭＦの2026年10月見通し）

（先進国中心に2026年は上方修正に）

世界経済成長率

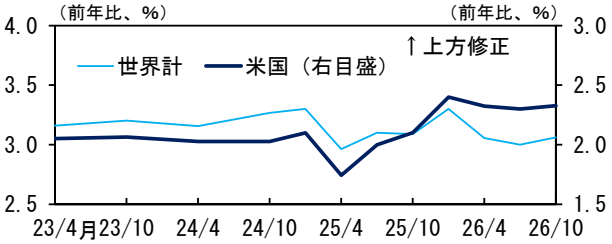


主要国・地域の経済成長率

（前年比、%、%ポイント）

	2024年	2025年	2026年［見通し］	2027年［見通し］
世界計	3.5	3.5	3.1 (0.1)	3.4 (0.0)
先進国	2.0	2.0	2.1 (0.4)	1.8 (0.0)
米国	3.0	2.3	2.3 (0.0)	2.3 (0.1)
ユーロ圏	1.2	1.2	1.1 (0.2)	1.2 (0.0)
新興国・資源国	4.5	4.5	3.7 (-0.1)	4.4 (-0.1)
中国	5.0	5.0	4.5 (-0.1)	4.0 (-0.1)

2026年の見通しの改訂状況

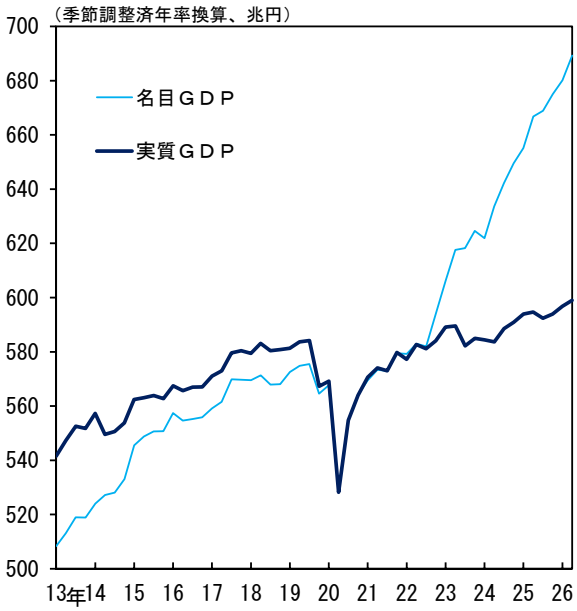


（注）右上図の（ ）内は、2026/７月見通しからの修正幅。
（出所）ＩＭＦ

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
（2026年10月展望レポート）

（前年度比、%）

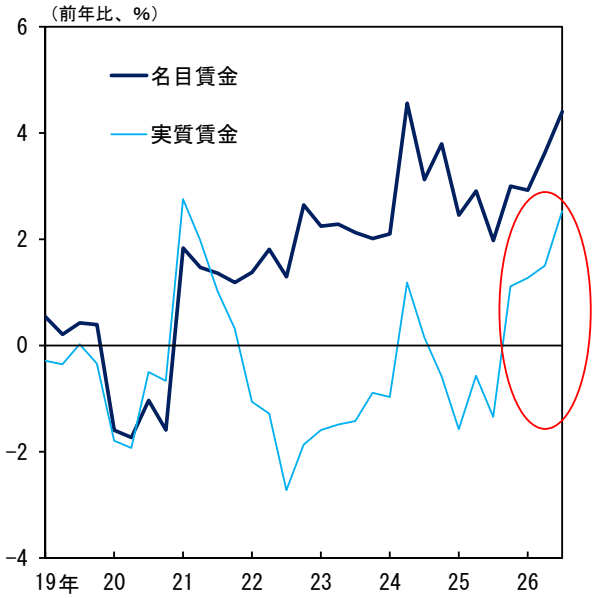
	実質ＧＤＰ	ＣＰＩ（除く生鮮食品）	ＣＰＩ（除く生鮮食品・エネルギー）
2026年度	＋0.7	＋2.5	＋2.4
７月時点	＋0.6	＋2.5	＋2.5
４月時点	＋0.5	＋2.8	＋2.6
2027年度	＋0.7	＋2.6	＋2.7
７月時点	＋0.8	＋2.4	＋2.6
４月時点	＋0.7	＋2.3	＋2.6
2028年度	＋0.8	＋2.0	＋2.3
７月時点	＋0.8	＋2.0	＋2.2
４月時点	＋0.8	＋2.0	＋2.2

（注）右図は、政策委員見通しの中央値。
（出所）内閣府、日本銀行

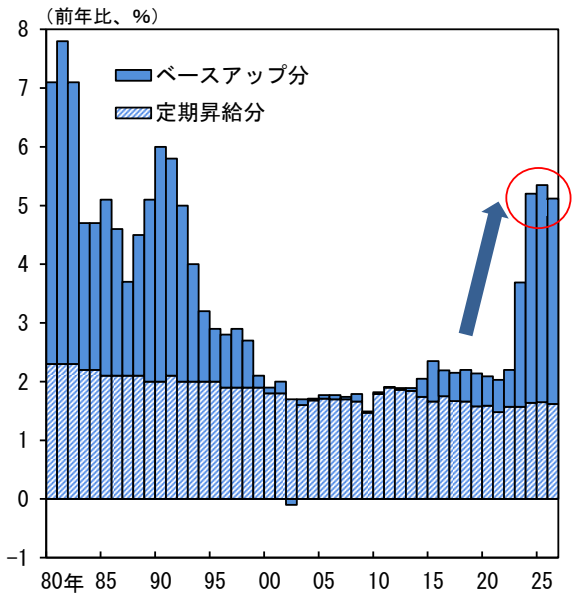
図表６

日本の雇用・所得環境

名目・実質賃金
（実質賃金プラスに）



賃上げ率
（2023年からベア回復）

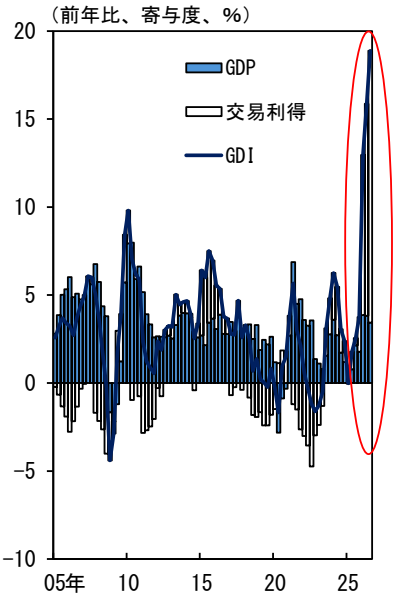


（注）1. 左図の各四半期は、1Q:3～5月、2Q:6～8月、3Q:9～11月、4Q:12～2月。共通事業所ベース。実質賃金は、ＣＰＩ（除く持家の帰属家賃）を用いて日本銀行スタッフが算出。2026/3Qは、9月の値。
2. 右図は、2014年までは中央労働委員会、2015～2026年は連合の公表値。
（出所）厚生労働省、総務省、日本労働組合総連合会、中央労働委員会

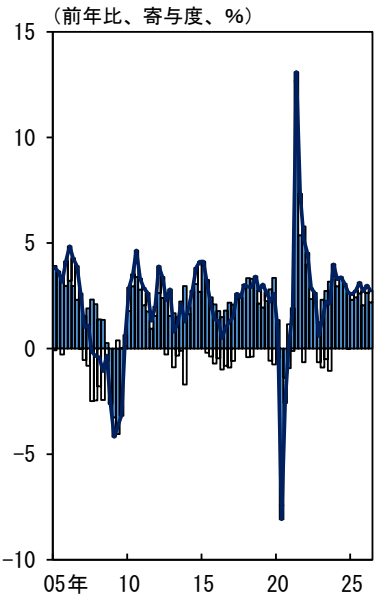
図表７

各国の交易利得（ＳＮＡベース）
（韓国ほどではないが、日本も交易利得改善に）

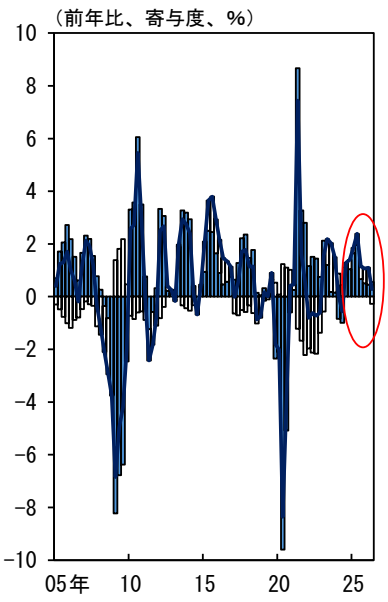
韓国



米国



日本



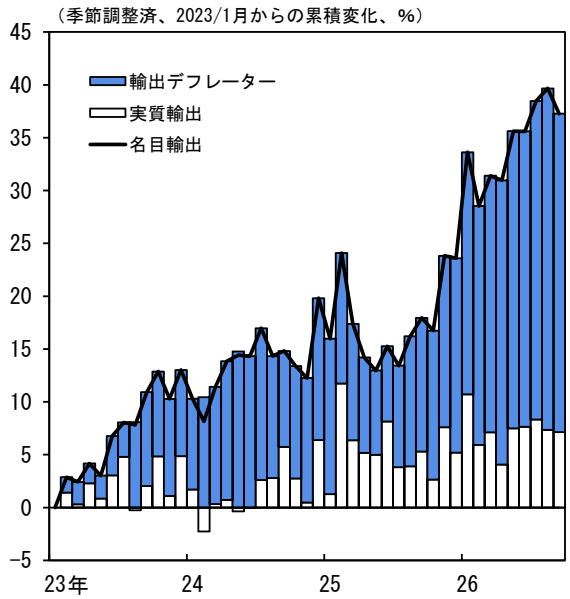
（注）交易利得＝GDI－GDP。
（出所）内閣府、Haver

図表８

日本の輸出

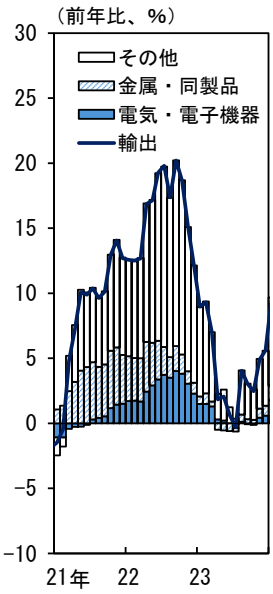
（ＡＩ関連中心に日本の輸出の伸び拡大、輸出価格も上昇に）

名目輸出額

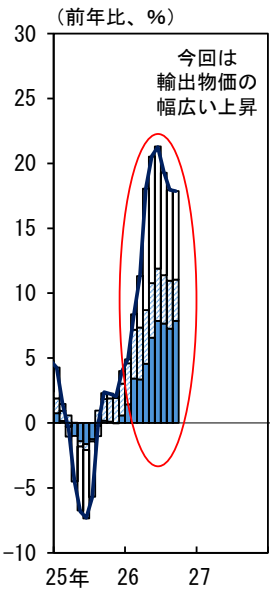


輸出物価

＜2022年前後＞



＜今次局面＞

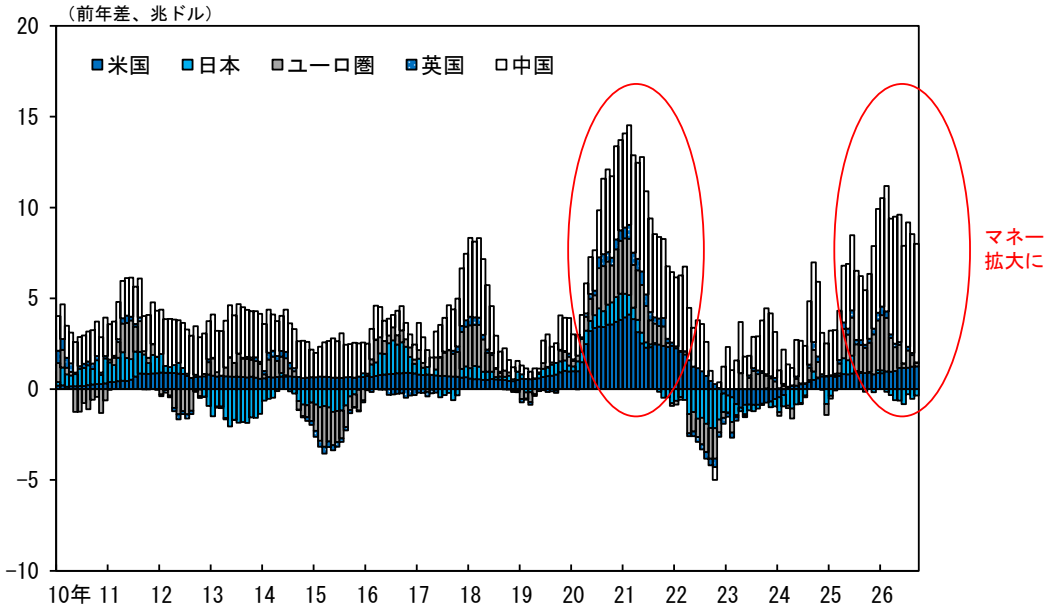


（注）左図の交差項による影響は、各要因の大きさに応じて按分。
（出所）日本銀行、財務省

図表９

世界の通貨供給量（Ｍ２）

（2020年代初と同様、マネー量は高水準、世界的な金融緩和期は続く）

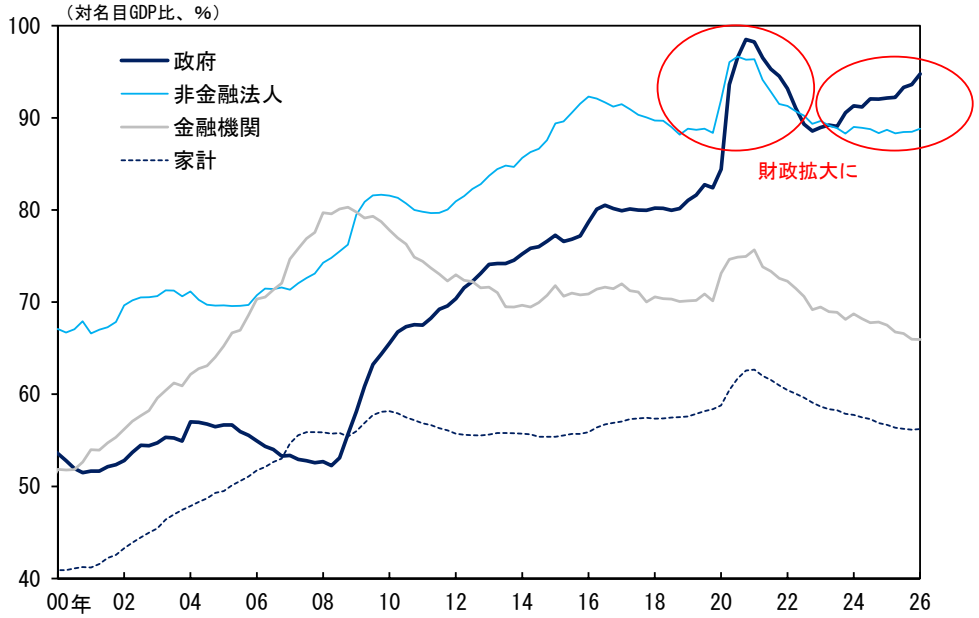


（出所）Haver

図表10

世界の債務残高

（2020年代以降、政府債務の拡大、グローバルな財政面からも緩和的に）



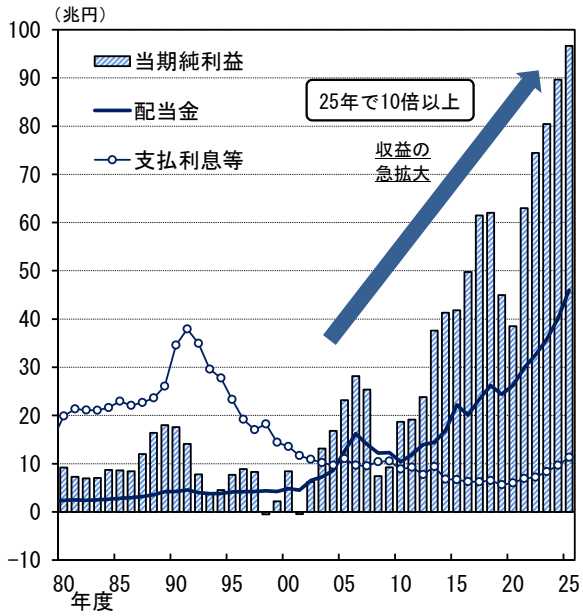
（出所）ＩＩＦ

図表11

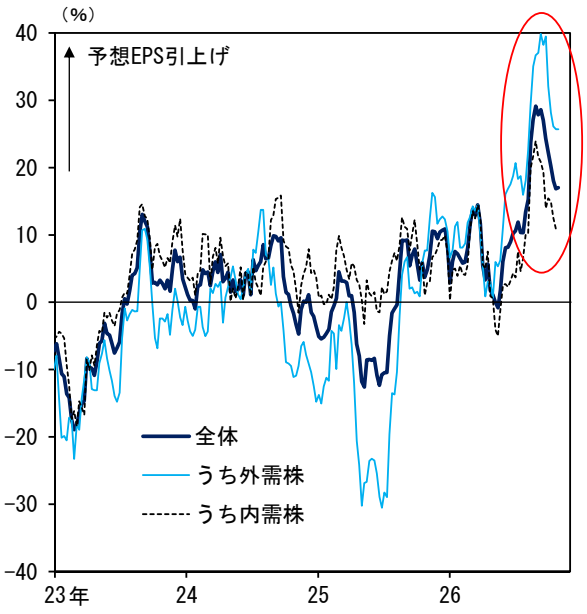
日本の企業収益の急拡大

（中東情勢を受けても日本の企業収益は改善が続く）

企業収益



リビジョンインデックス（ＴＯＰＩＸ）



（注）1. 左図は「法人企業統計調査年報」ベース。金融業、保険業を除く。
2. 右図のリビジョンインデックスは、アナリストによる12か月先予想EPSが1か月前から上方修正された企業数と下方修正された企業数の差を算出し、全体の企業数に対する割合を計算したもの。

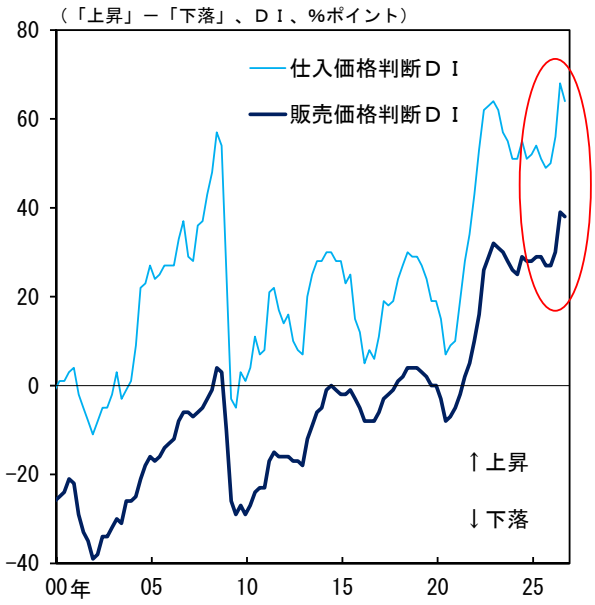
（出所）財務省、LSEG Datastream

図表12

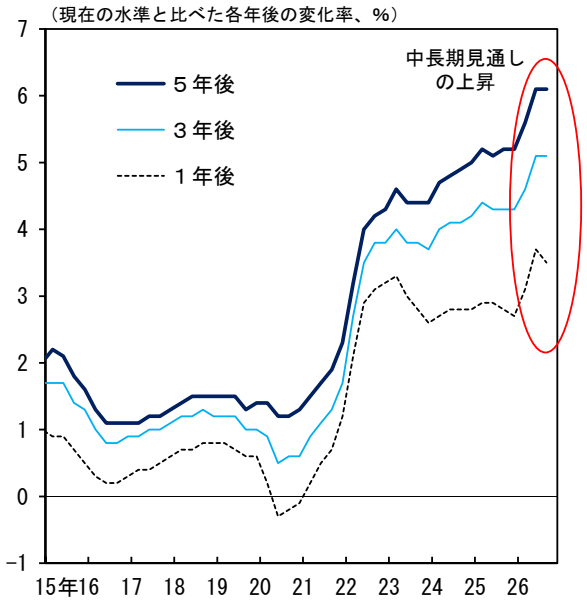
日本企業の販売価格動向（短観）

（仕入価格低下でも販売価格据え置き、価格転嫁に自信を持ち出した）

企業の価格判断



販売価格の見通し



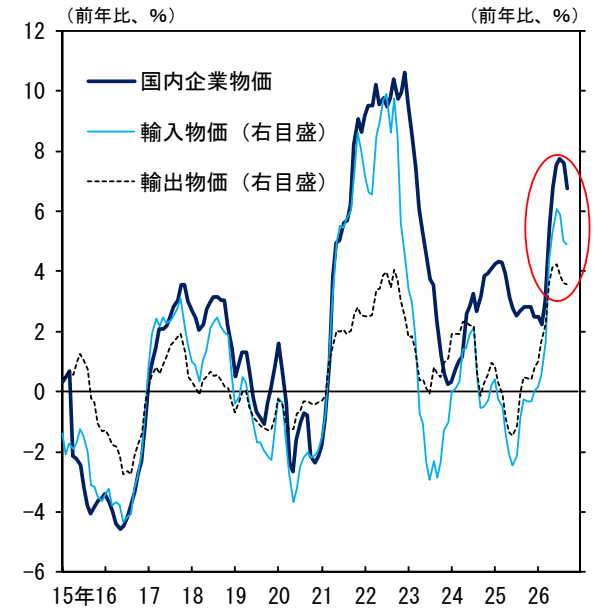
（注）全産業・全規模。消費税率引き上げの影響を除くベース。
（出所）日本銀行

図表13

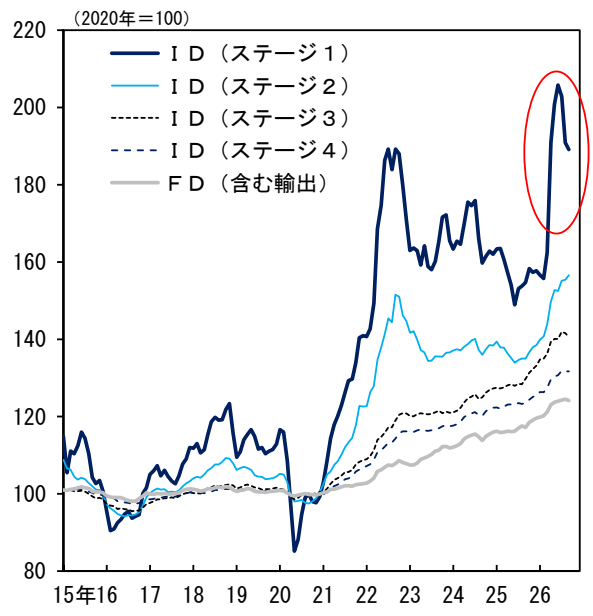
日本の企業物価指数の動向

（川上から川下へ物価上昇が始まる）

国内企業物価・輸出入物価



ＦＤ－ＩＤ指数



（注）最終需要・中間需要物価指数（FD-ID指数）は、企業の提供する財・サービスの生産者物価を、一国全体で見た生産フローの上流から下流に区分して整理・集計した物価指数。ステージ1～4は、中間需要段階を川上から川下に4つに分けたもの。
（出所）日本銀行

図表14

1990年以降の金融政策を巡る局面の転換（私見）

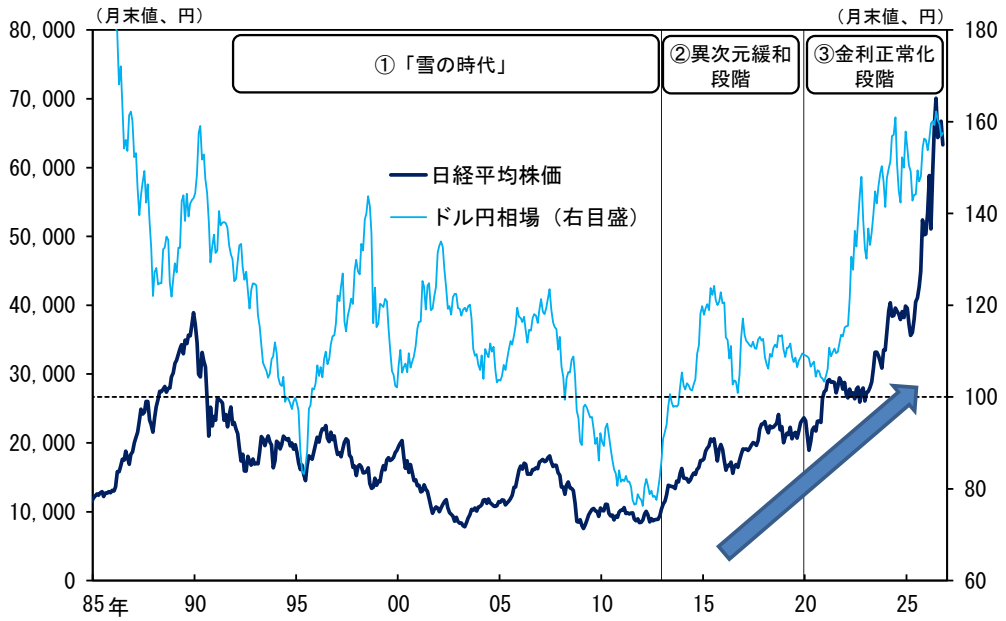
（長い雪の時代から、異次元緩和を経て金利正常化段階へ）

	①雪の時代	②異次元緩和段階	③金利正常化段階
期間	1990年代～	2013年～2019年	2020年以降
環境	資産デフレ 通商摩擦を主因とした為替円高等、外需に依存しにくい環境	金融緩和と財政・成長戦略による資産価格改善 極端な円高からの脱却	②異次元緩和を素地に、海外発の「ビッグ・プッシュ」
企業・家計行動	バランスシート圧縮 価格・賃金を圧縮するリストラ経営	価格の上がらない ノルムは残存	ノルムの転換 企業行動に前向きな動き

図表15

日経平均株価とドル円相場

（1990年代以降の「雪の時代」から2013年以降転換）

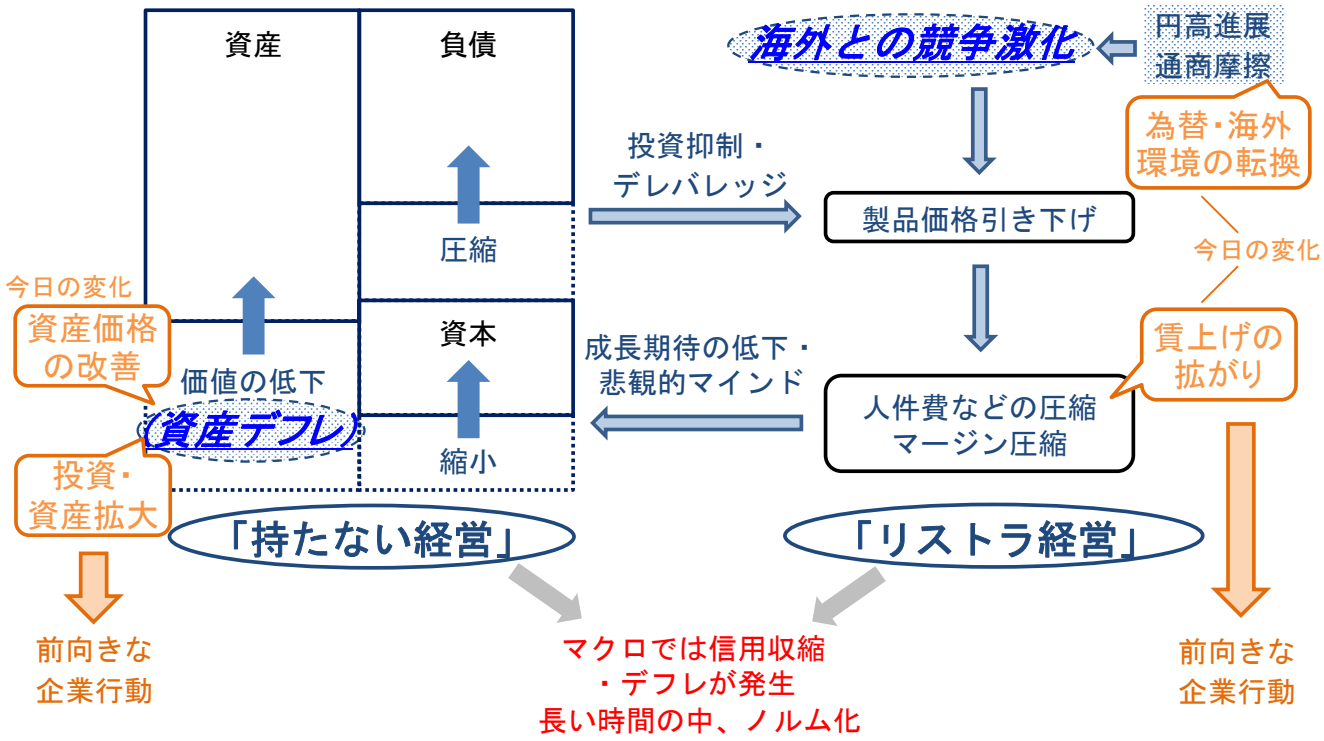


（出所）Bloomberg

図表16

バブル崩壊後の企業行動（私見）

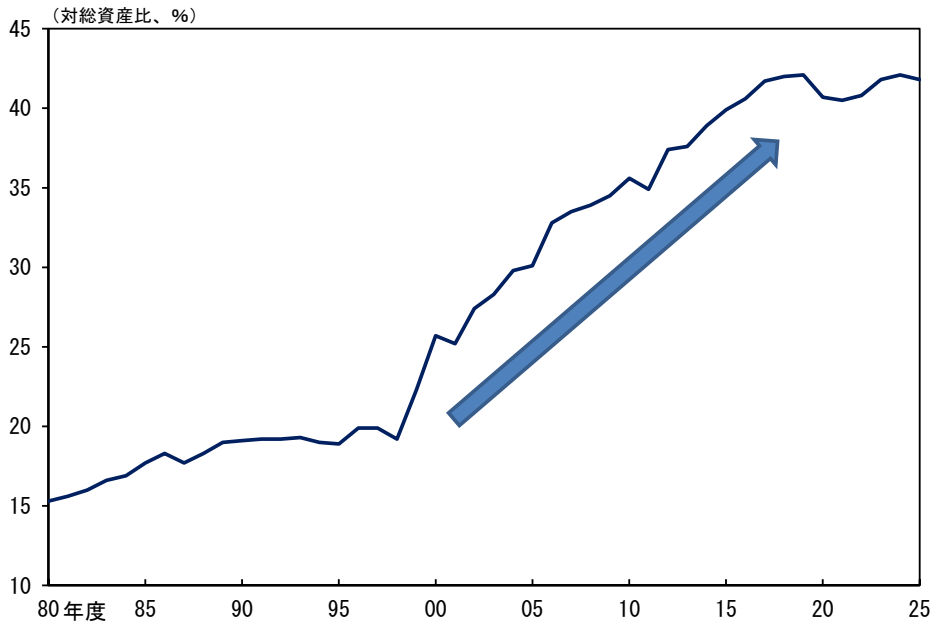
（企業はＢ／Ｓ、Ｐ／Ｌの縮小均衡から今や前向きな企業行動へ）



図表17

日本企業の自己資本比率

（1990年代までの10%台から40%台へと急増、金利上昇への耐性の高まり）



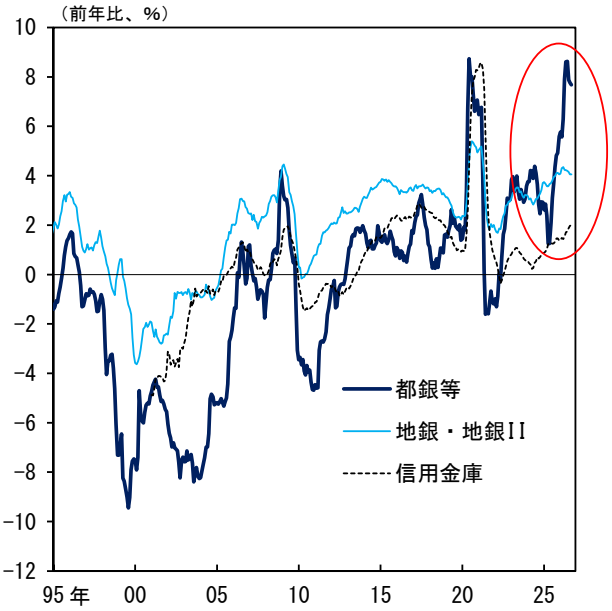
（注）全規模・全産業（除く金融・保険業）ベース。
（出所）財務省

図表18

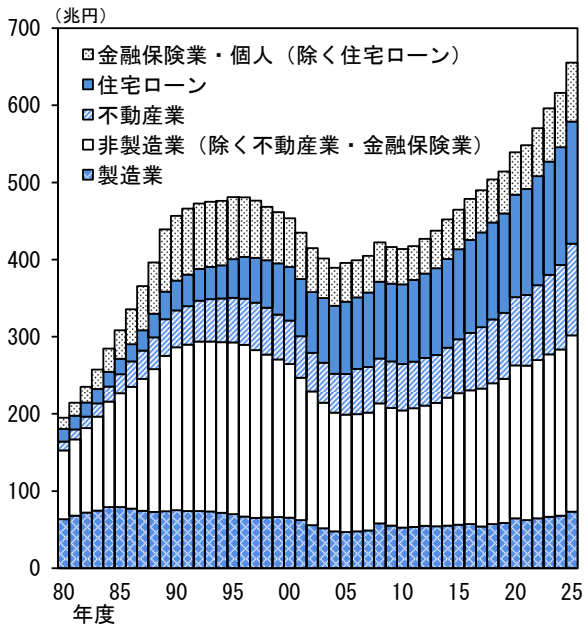
日本の銀行貸出の状況

（大手行中心に銀行貸出は拡大、コロナ期を除きバブル期以来の伸び）

業態別



業種別



（注）1. 左図は地公体・個人向け含む総貸出ベース。
2. 右図の集計対象は国内銀行（銀行勘定・国内店）。非製造業は不動産業・金融保険業を除く、金融保険業・個人は住宅ローンを除く。
（出所）日本銀行

図表19

2020年以降の「金利正常化段階」における４局面（私見）

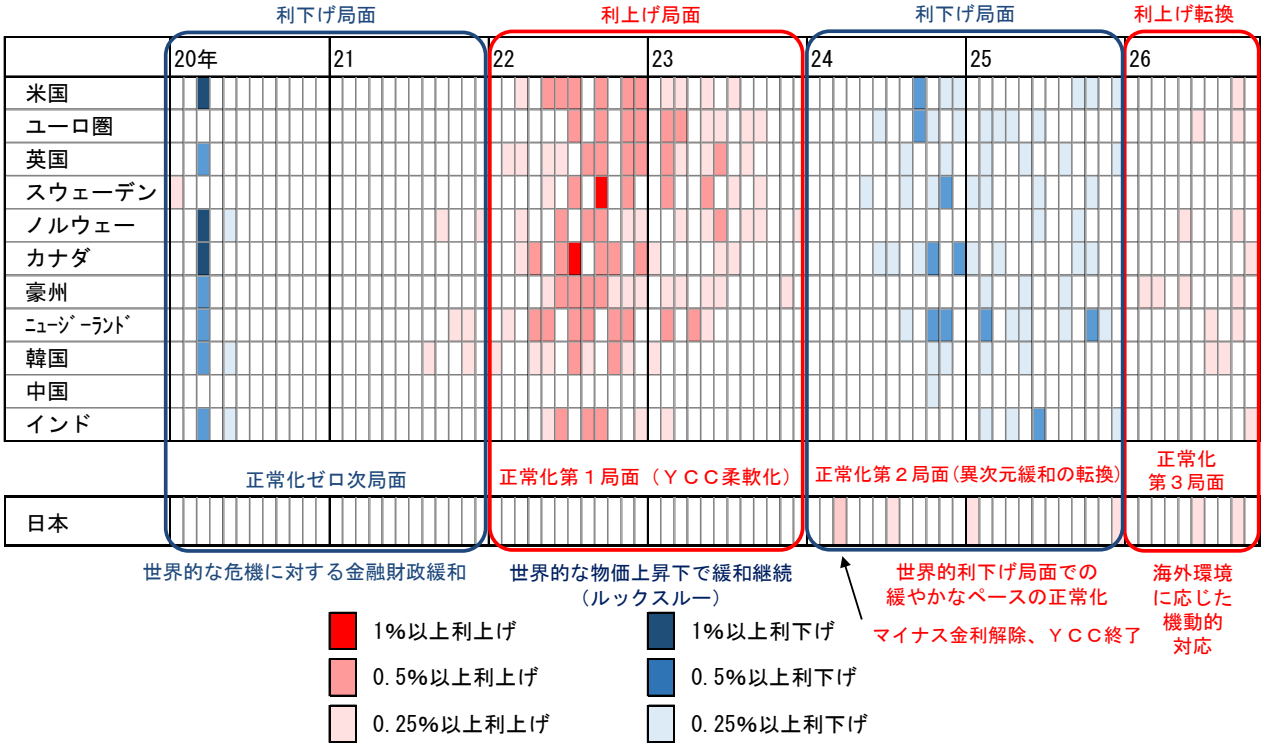
（2026年：第３局面は新たな利上げ局面、レジーム転換）

	正常化 ゼロ次局面	正常化 第１局面	正常化 第２局面	正常化 第３局面
期間	2020～2021年	2022～2023年	2024～2025年	2026年
概要	正常化前史	ＹＣＣ柔軟化	異次元緩和の転換	新たな利上げ局面 レジーム転換
特徴	ノルムは不変 世界的な危機に対する金融財政の緩和	世界的な物価上昇下で緩和を継続（ルックスルー） ノルム解凍へ	世界的利下げ局面での正常化 緩やかなペースでの利上げ	ＡＩ需要拡大、世界的利上げ転換 海外環境に応じた機動的な対応

図表20

2020年以降各国の金融政策と日本の金融政策の４局面（私見）

（2020～23年のルックスルーから、26年は機動的対応へ）

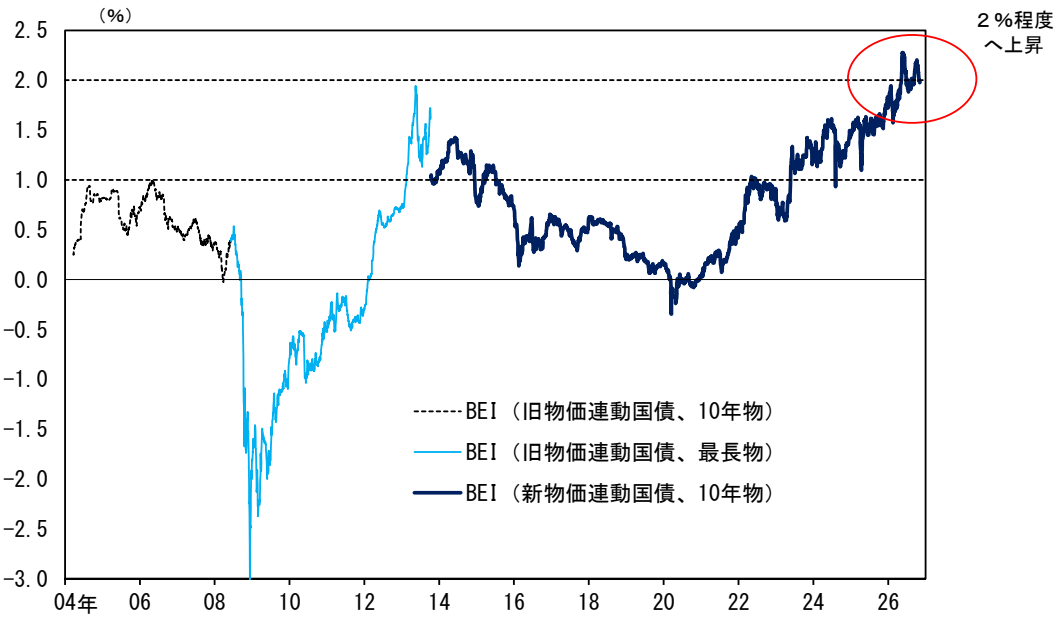


（出所）各国中央銀行

図表21

日本の物価連動国債のＢＥＩ（期待インフレ）

（日本の物価連動国債のＢＥＩは２%程度と過去最高水準へ）



（注）新物価連動国債は、13/10月以降に発行された元本保証が付されたもの。旧物価連動国債は、04/3月～08/6月に発行されたもの。最長物は第16回債（08/6月発行・18/6月償還の銘柄）。

（出所）Bloomberg、QUICK

図表22

世界の名目金利マップ

（日本の名目金利はもはや世界最低水準ではない）

（%）

	政策金利	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	20年	30年	40年
スイス	0.00	0.15	0.16	0.28	0.31	0.34	0.37	0.36	0.39	0.41	0.43	0.45	0.46	0.48	0.50	0.51	0.49	0.52	0.50
日本	1.25	1.58	1.72	1.86	2.00	2.04	2.27	2.41	2.53	2.61	2.63	2.91	3.18	3.45	3.73	4.00	3.54	3.82	3.98
中国	1.25	1.17	1.26	1.28	1.33	1.38	1.42	1.46	1.51	1.56	1.60	1.63	1.65	1.68	1.70	1.73	2.03	2.03	
スウェーデン	2.00	2.31	2.61	2.66	2.73	2.77	2.81	2.84	2.90	2.93	2.97	2.98	2.99	3.00	3.01	3.04	3.08		
デンマーク	2.10	2.58	2.86	2.91	2.92	2.93	2.95	2.97	2.99	3.04	3.09	3.10	3.12	3.13	3.14	3.16	3.23	3.26	
カナダ	2.50	2.93	3.15	3.19	3.30	3.37	3.39	3.41	3.49	3.58	3.66	3.68	3.70	3.73	3.75	3.77	3.89	4.00	
ドイツ	2.65	2.90	2.98	2.98	3.01	3.06	3.08	3.14	3.15	3.22	3.25	3.31	3.36	3.41	3.46	3.51	3.61	3.64	
フランス	2.65	3.23	3.50	3.79	3.88	4.15	4.23	4.37	4.56	4.61	4.77	4.82	4.88	4.93	4.98	5.04	5.19	5.32	
スペイン	2.65	3.00	3.08	3.20	3.28	3.36	3.43	3.52	3.62	3.71	3.84	3.90	3.95	4.01	4.07	4.12	4.28	4.37	
ポルトガル	2.65	2.94	3.03	3.08	3.21	3.29	3.35	3.48	3.56	3.61	3.71	3.76	3.81	3.86	3.91	3.96	4.16	4.19	
オーストリア	2.65	2.95	3.08	3.16	3.23	3.29	3.34	3.38	3.42	3.45	3.51	3.56	3.61	3.66	3.71	3.76	3.88	3.88	3.87
イタリア	2.65	3.12	3.45	3.55	3.67	3.87	3.91	3.99	4.12	4.26	4.35	4.41	4.47	4.53	4.60	4.66	4.80	4.95	
アイルランド	2.65	2.85	2.99	3.05	3.07	3.09	3.20	3.23	3.29	3.36	3.41	3.45	3.50	3.54	3.59	3.64	3.70	3.79	
オランダ	2.65	2.88	3.00	3.05	3.08	3.11	3.15	3.21	3.25	3.29	3.35	3.39	3.43	3.46	3.50	3.54	3.64	3.61	
フィンランド	2.65	3.19	3.06	3.24	3.27	3.36	3.40	3.47	3.53	3.59	3.64	3.70	3.75	3.80	3.86	3.91	3.95	4.05	
英国	4.00	4.49	4.77	4.80	4.73	4.81	4.91	4.97	5.06	5.10	5.16	5.23	5.30	5.34	5.38	5.42	5.58	5.61	5.53
米国	4.00	4.32	4.52	4.58	4.62	4.65	4.69	4.74	4.78	4.82	4.86	4.90	4.95	4.99	5.03	5.08	5.30	5.26	
ノルウェー	4.50	4.84	4.73	4.62	4.53	4.44	4.41	4.39	4.37	4.35	4.33	4.31	4.29	4.26	4.24	4.22	4.11		
豪州	4.85	4.91	4.82	4.70	4.67	4.69	4.75	4.80	4.88	4.94	5.00	5.03	5.05	5.10	5.14	5.19	5.37	5.45	
インド	5.50	6.45	6.87	6.92	6.87	7.01	7.19	7.20	7.21	7.18	7.19	7.27	7.29	7.46	7.21	7.38	7.48	7.67	7.74

0%未満　　0%以上0.5%未満

0.5%以上1.0%未満　　1.0%以上

（注）2026年11月6日時点の値。欠損値がある場合は、線形補間により推計。
（出所）Bloomberg

図表23

世界の実質金利マップ

（日本の実質政策金利は依然として世界最低水準）

（%）

	政策金利	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	20年	30年	40年
日本	-1.30	-0.97	-0.83	-0.69	-0.55	-0.51	-0.28	-0.15	-0.02	0.06	0.08	0.35	0.63	0.90	1.17	1.45	0.99	1.27	1.42
スイス	-0.84	-0.69	-0.68	-0.57	-0.53	-0.50	-0.47	-0.48	-0.46	-0.44	-0.41	-0.40	-0.38	-0.36	-0.35	-0.33	-0.35	-0.32	-0.35
オーストリア	-0.62	-0.31	-0.19	-0.11	-0.03	0.02	0.08	0.12	0.15	0.18	0.24	0.29	0.34	0.40	0.45	0.50	0.61	0.62	0.60
ドイツ	-0.47	-0.22	-0.14	-0.14	-0.11	-0.06	-0.04	0.02	0.03	0.10	0.14	0.19	0.24	0.29	0.34	0.40	0.50	0.52	
デンマーク	-0.40	0.08	0.36	0.41	0.42	0.43	0.45	0.47	0.49	0.54	0.59	0.60	0.62	0.63	0.64	0.66	0.73	0.76	
ポルトガル	-0.39	-0.10	-0.01	0.04	0.17	0.25	0.32	0.44	0.52	0.57	0.67	0.72	0.77	0.82	0.87	0.92	1.12	1.15	
アイルランド	-0.20	0.00	0.15	0.21	0.23	0.25	0.36	0.39	0.44	0.52	0.56	0.61	0.65	0.70	0.74	0.79	0.86	0.94	
オランダ	-0.16	0.07	0.19	0.24	0.27	0.30	0.34	0.40	0.44	0.49	0.54	0.58	0.62	0.65	0.69	0.73	0.83	0.80	
イタリア	-0.12	0.35	0.67	0.78	0.89	1.10	1.13	1.22	1.35	1.49	1.57	1.64	1.70	1.76	1.82	1.89	2.02	2.18	
中国	-0.11	-0.19	-0.10	-0.08	-0.03	0.02	0.06	0.10	0.15	0.20	0.25	0.27	0.30	0.32	0.35	0.37	0.67	0.68	
スペイン	0.00	0.34	0.43	0.55	0.63	0.71	0.78	0.87	0.97	1.06	1.19	1.25	1.30	1.36	1.41	1.47	1.63	1.72	
スウェーデン	0.13	0.44	0.73	0.79	0.86	0.90	0.93	0.97	1.03	1.05	1.10	1.11	1.12	1.13	1.14	1.17	1.21		
カナダ	0.13	0.56	0.78	0.82	0.93	1.01	1.02	1.04	1.12	1.21	1.29	1.31	1.34	1.36	1.38	1.40	1.52	1.63	
フランス	0.41	0.99	1.25	1.55	1.64	1.90	1.99	2.13	2.31	2.37	2.53	2.58	2.63	2.69	2.74	2.79	2.95	3.08	
フィンランド	1.00	1.55	1.41	1.59	1.62	1.71	1.75	1.82	1.88	1.94	1.99	2.05	2.10	2.15	2.21	2.26	2.31	2.40	
インド	1.09	2.04	2.46	2.50	2.45	2.59	2.78	2.79	2.80	2.77	2.78	2.86	2.87	3.05	2.80	2.97	3.06	3.26	3.33
米国	1.17	1.49	1.68	1.75	1.78	1.81	1.86	1.90	1.94	1.99	2.03	2.07	2.11	2.16	2.20	2.24	2.46	2.43	
英国	1.20	1.69	1.97	2.00	1.94	2.01	2.11	2.17	2.26	2.30	2.36	2.43	2.50	2.54	2.58	2.62	2.78	2.82	2.73
ノルウェー	1.70	2.04	1.93	1.82	1.73	1.64	1.61	1.59	1.57	1.55	1.53	1.51	1.49	1.46	1.44	1.42	1.31		
豪州	1.76	1.82	1.73	1.62	1.58	1.60	1.66	1.71	1.79	1.86	1.92	1.94	1.96	2.01	2.05	2.10	2.29	2.36	

▲1.0%未満　　▲0.5%未満▲1.0%以上

0%未満▲0.5%以上　　0%以上

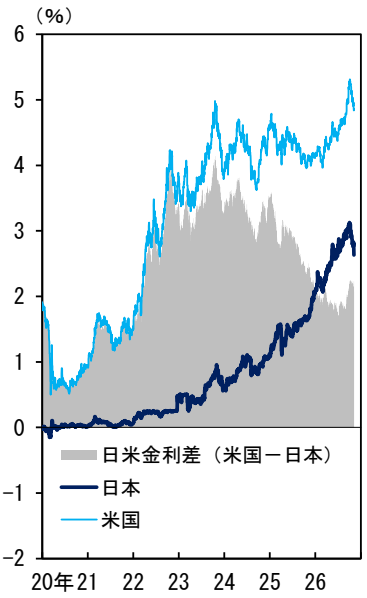
（注）2026年11月6日時点の値。欠損値がある場合は、線形補間により推計。ＩＭＦの各国のＣＰＩ上昇率見通し（2027年）を用いて実質化。
（出所）ＩＭＦ、Bloomberg

図表24

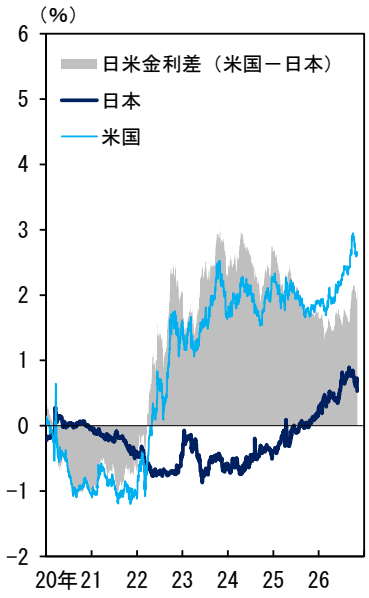
日米金利差と為替レート

（為替市場は名目だけでなく実質の金利差にも注目）

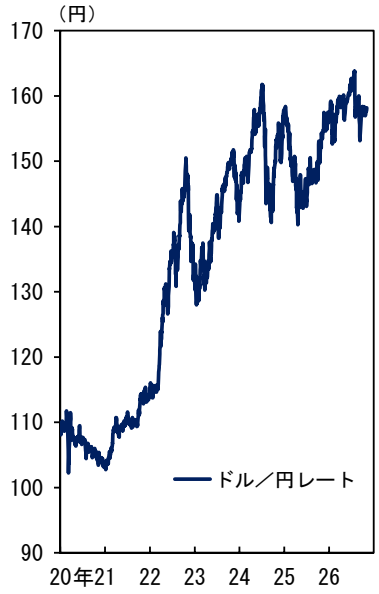
名目長期金利



実質長期金利



為替レート



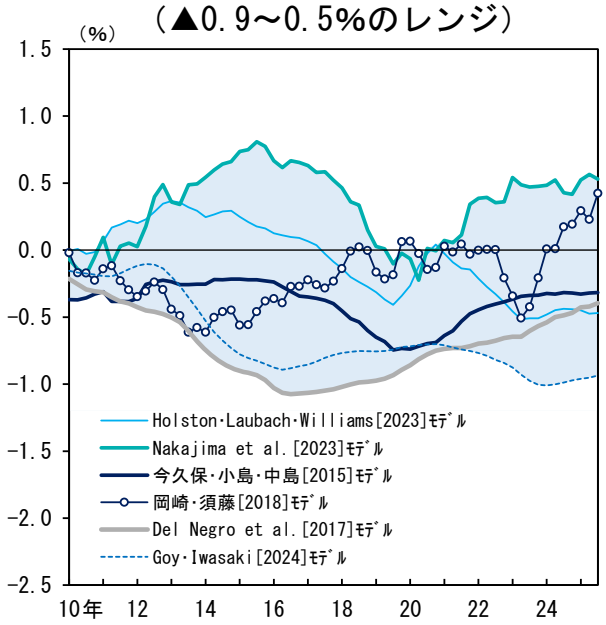
（注）実質長期金利は、名目長期金利とＢＥＩより算出。
（出所）Bloomberg、LSEG

図表25

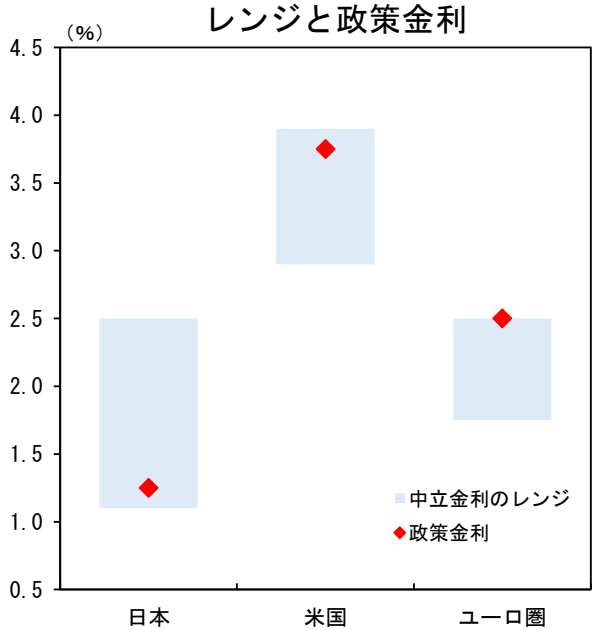
日本の自然利子率・中立金利・政策金利

（日本の中立金利試算値は1.1～2.5%、日本はレンジの下限水準）

自然利子率
（▲0.9～0.5%のレンジ）



主要中央銀行の中立金利の
レンジと政策金利

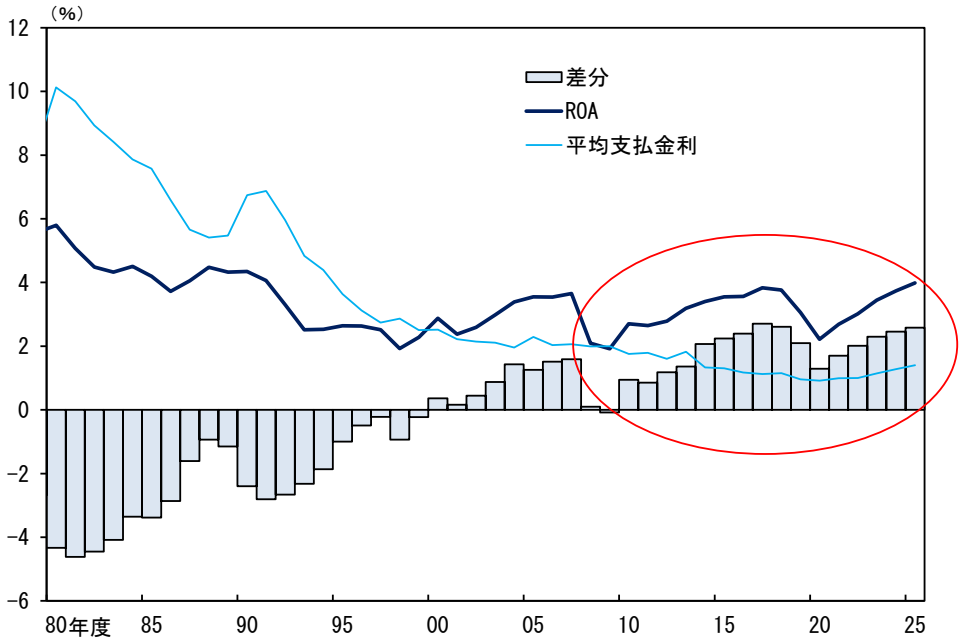


（注）1. 左図は、各モデルをベースに推計した試算値。シャドーは推計された自然利子率の最小値から最大値のバンド。
2. 右図の米国は、ＦＥＤが公式に中立金利のレンジを公表しているわけではないことから、2026年９月ＦＯＭＣのSummary of Economic Projectionsにおける、ＦＦ金利の「Longer run」に関するＦＯＭＣメンバーの見通しのレンジを利用。ユーロ圏は、直近のLane理事の講演で示されたレンジ。
（出所）日本銀行、財務省、厚生労働省、総務省、内閣府、Bloomberg、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、ＦＥＤ、ＥＣＢ

図表26

日本のＲＯＡと支払金利

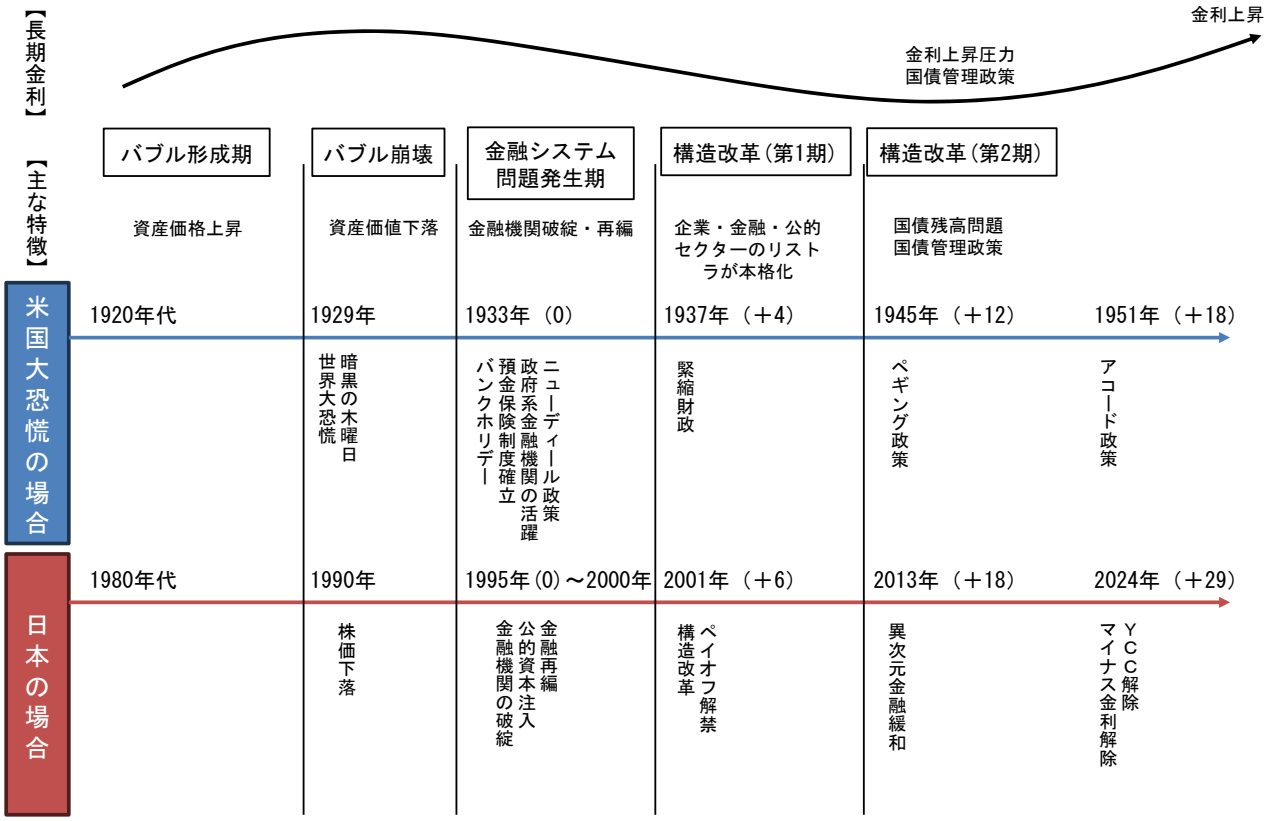
（支払金利＜ＲＯＡで、企業にとって緩和状況続く）



（注）全規模・全産業（除く金融・保険業）ベース。ROA＝営業利益/総資産、平均支払金利＝支払利息/有利子負債。
（出所）財務省

図表27

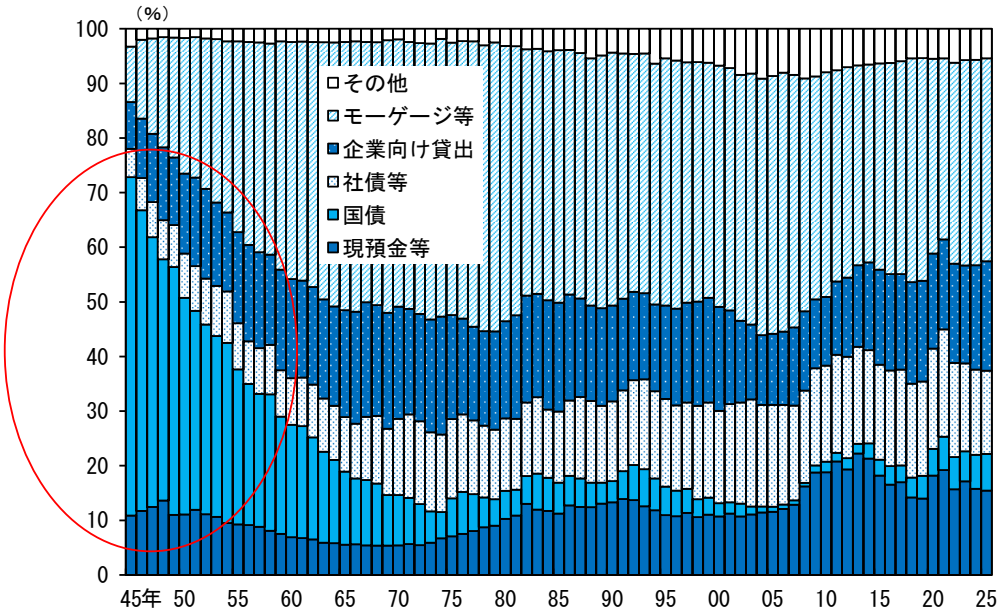
国債市場、米国大恐慌と日本の比較（私見）



図表28

米銀の資産構成

（第２次大戦直後、米銀の資産の半分以上が国債、金利リスクの大量保有に）

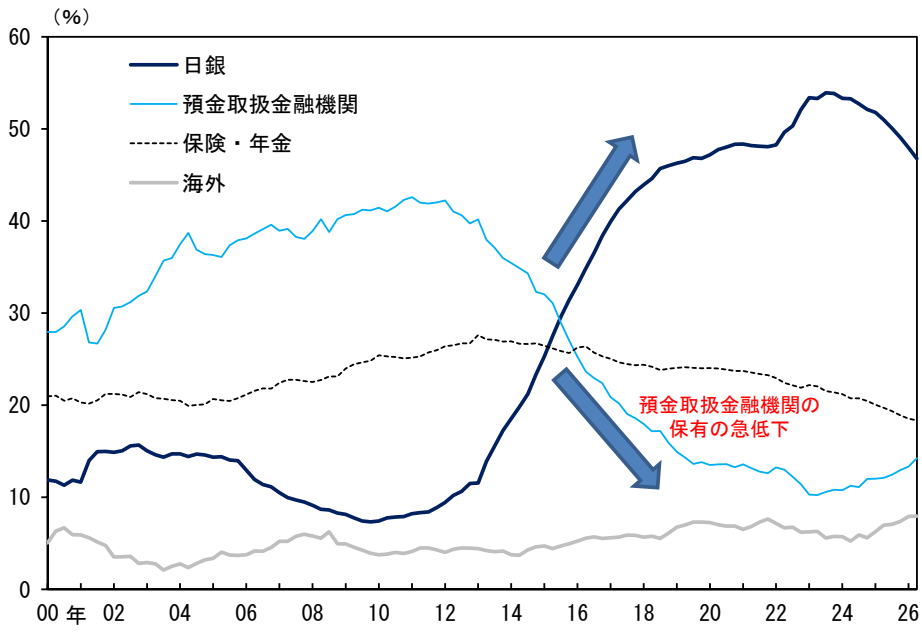


（出所）Haver

図表29

日本の国債の保有比率

（預金取扱金融機関が40%強から10%台に急低下、保有金利リスク量低下に）

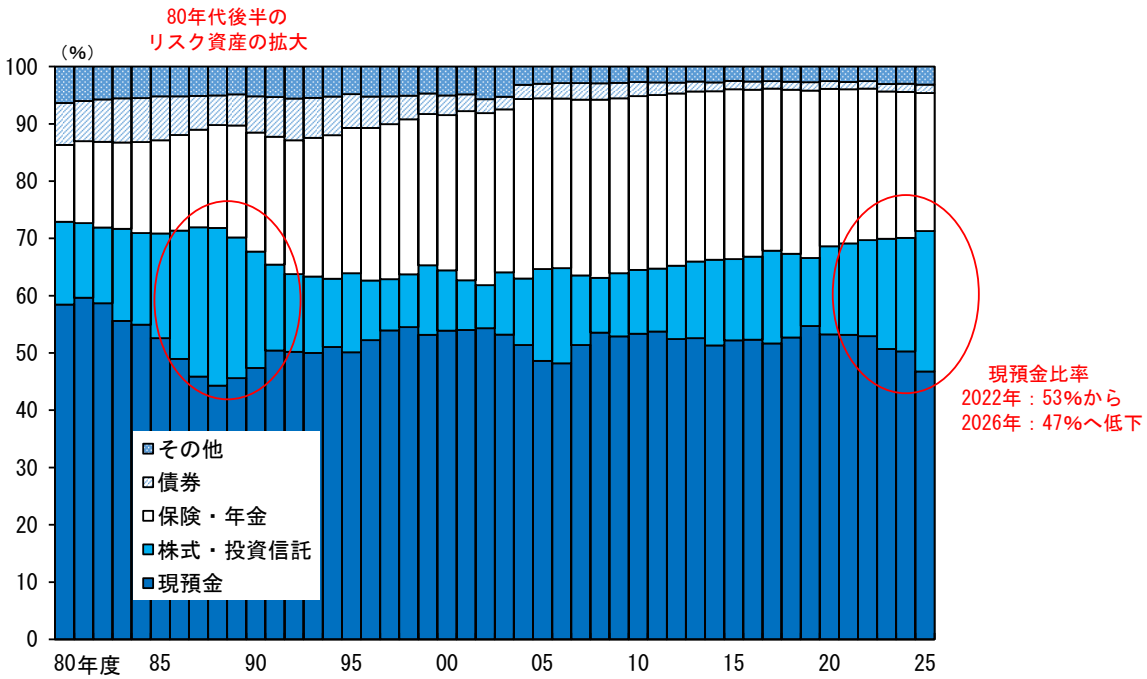


（出所）日本銀行

図表30

日本の個人金融資産の内訳

（1980年代後半にかけリスク資産にシフト、今日は第２次リスク資産シフト）

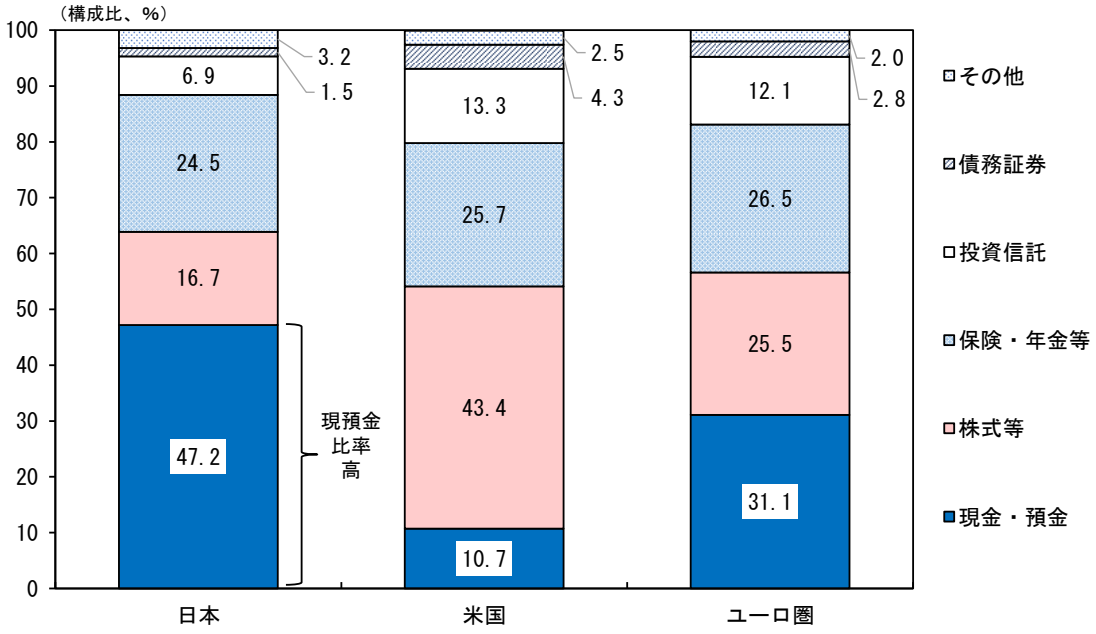


（出所）日本銀行

図表31

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）2026年3月末のデータ。

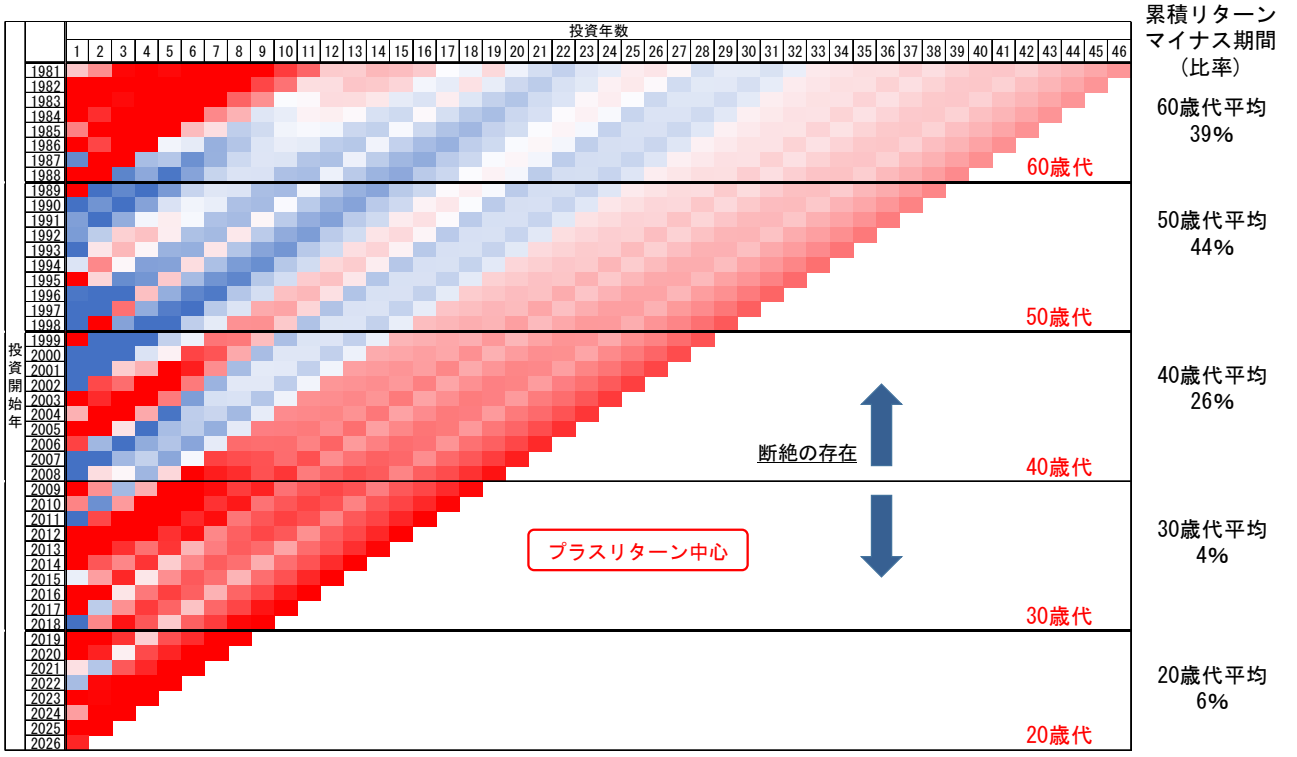
（出所）日本銀行

図表32

日本株投資の年代別累積リターン（2026年）

（40歳代以上の根強いトラウマ意識）

（プラスは赤 マイナスは青）



（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（2026年10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。

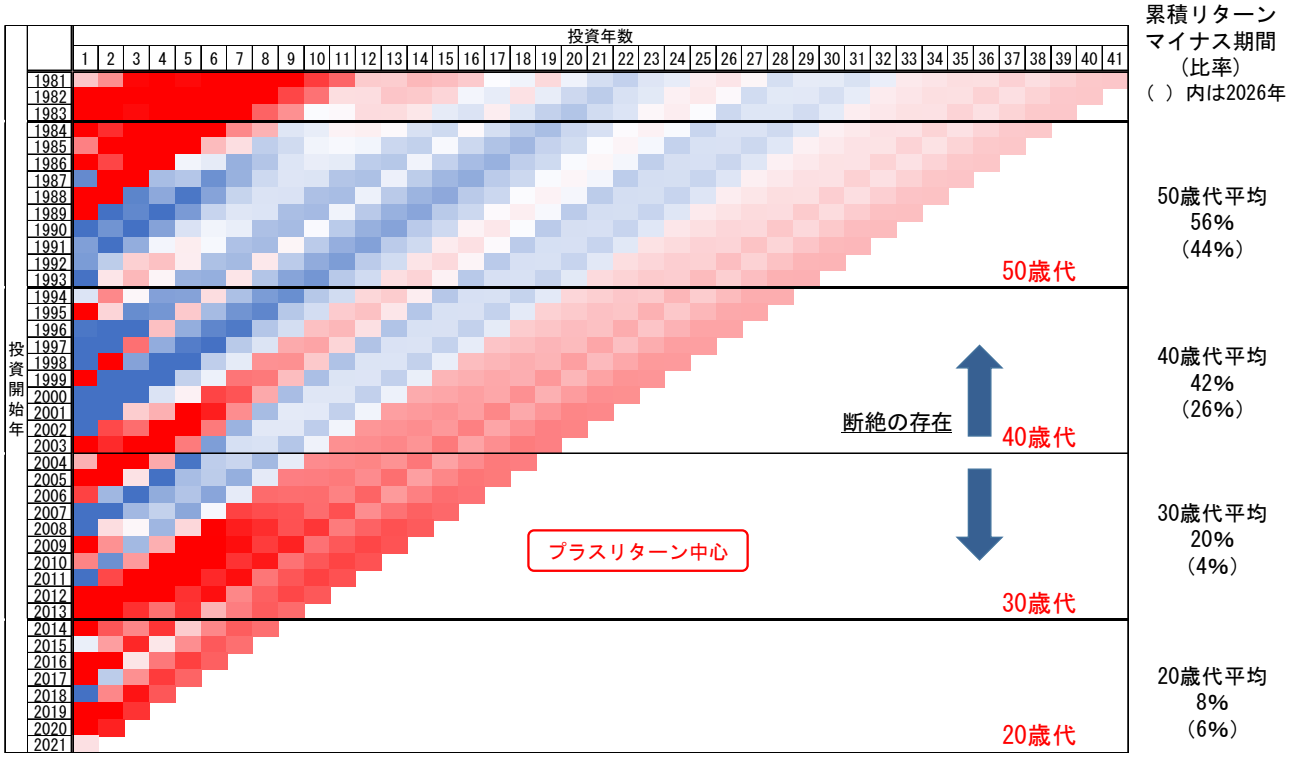
（出所）Bloomberg

図表33

日本株投資の年代別累積リターン（2021年末）

（過去５年で40歳代以上のトラウマの大幅減少）

（プラスは赤 マイナスは青）



（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（2021年末時点）。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。

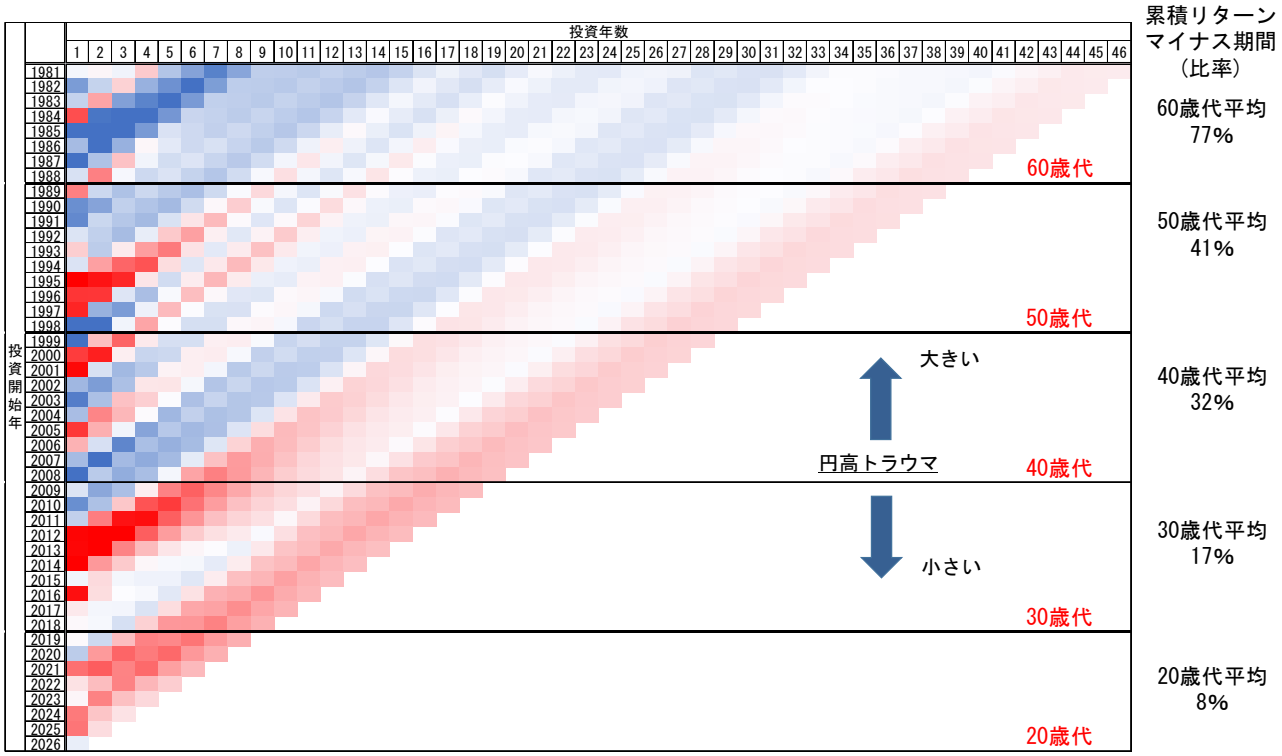
（出所）Bloomberg

図表34

為替版の年代別累積リターン

（40歳代以上の円高トラウマの存在）

（プラスは赤 マイナスは青）



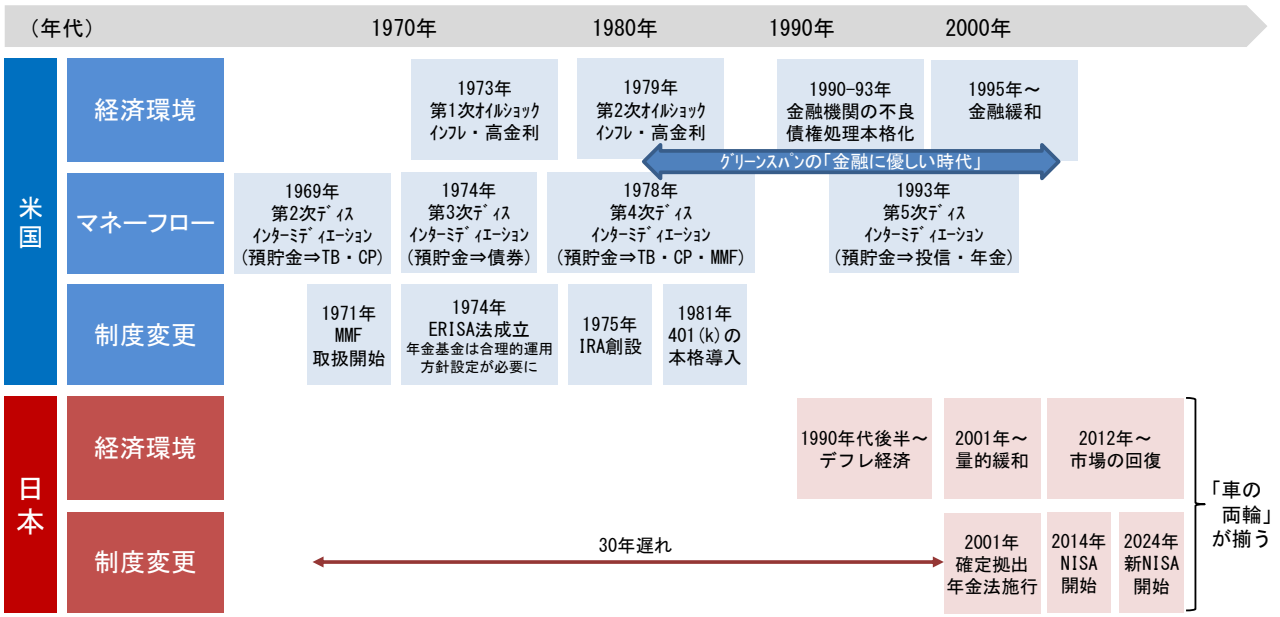
（注）年初から米ドルを毎月一定額購入した場合における年末時点の累積リターンがプラスの場合は赤、マイナスの場合は青を示す（2026年10月末時点）。色が濃いほどプラスまたはマイナス幅が大きい。累積リターンがマイナス期間の比率は、「年末時点の累積リターンがマイナスの年数」／「総投資年数」で試算。

（出所）Bloomberg

図表35

日米の資産運用に向けた推移（私見）

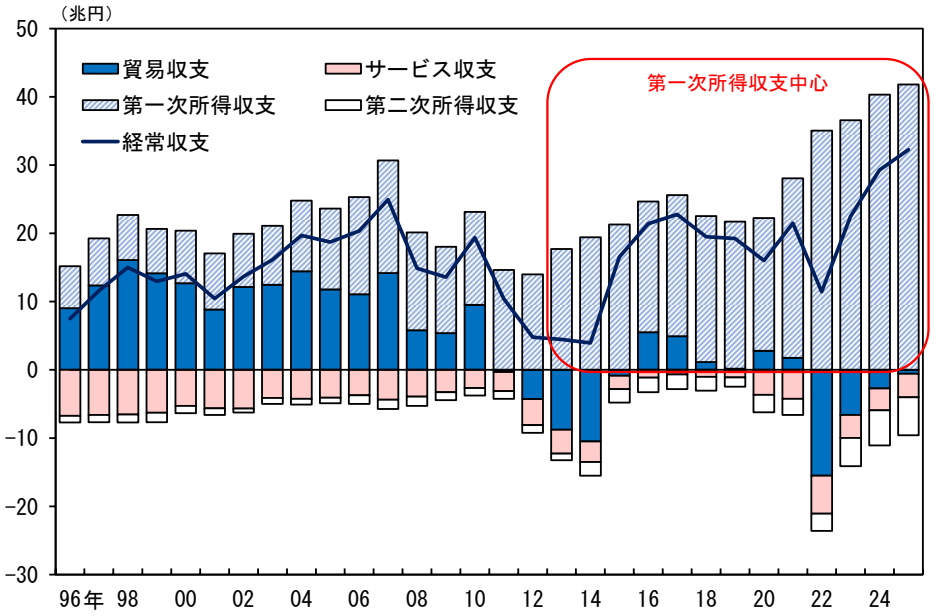
（日本でも初めて経済環境と制度の「車の両輪」が揃う）



図表36

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）

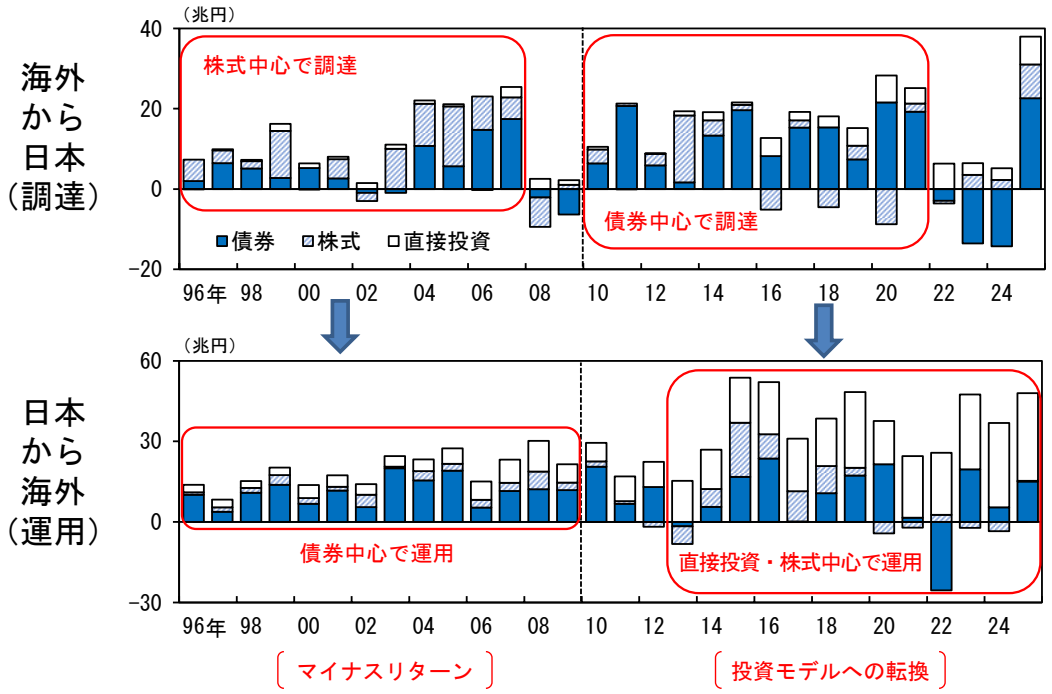


（出所）財務省

図表37

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）

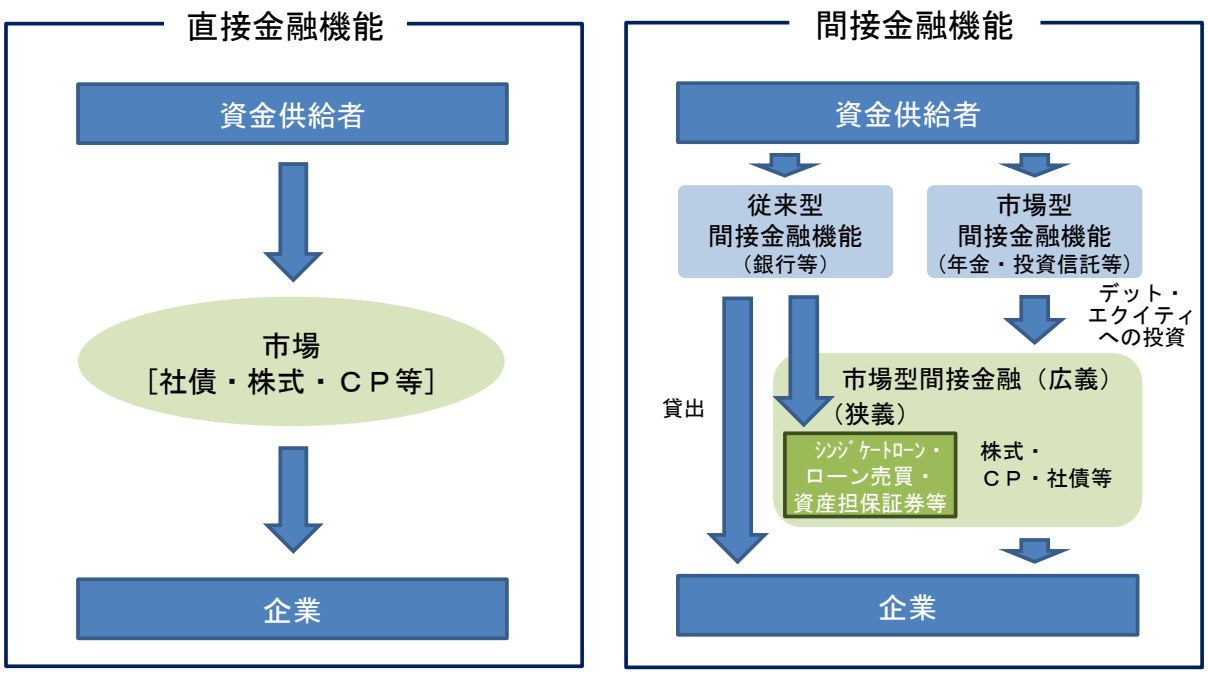


（出所）財務省

図表38

直接金融と間接金融

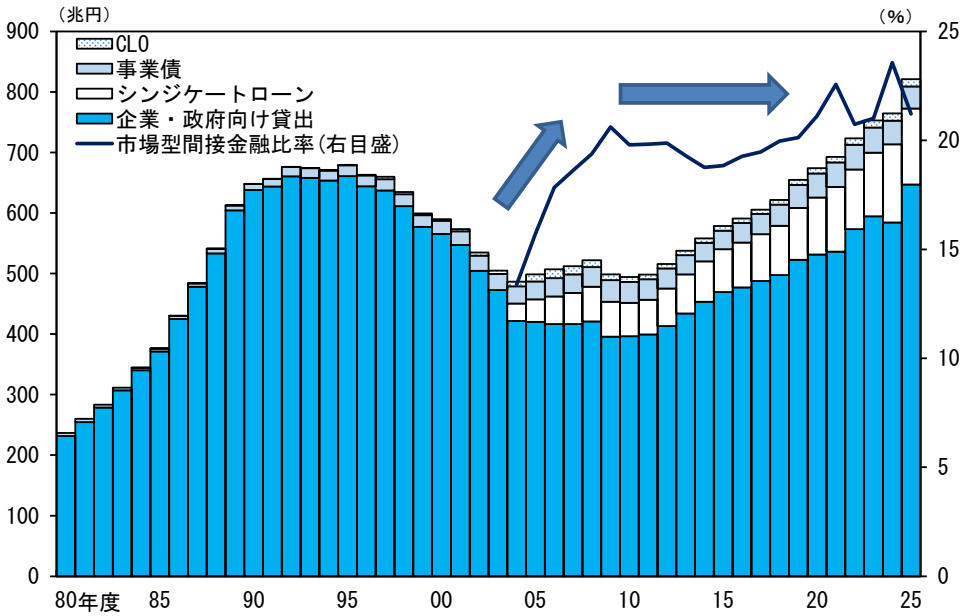
（従来型間接金融を超えた市場型間接金融への広がり）



図表39

日本の市場型間接金融比率

＜狭義の市場型間接金融比率は、2000年代初に伸び、その後停滞＞



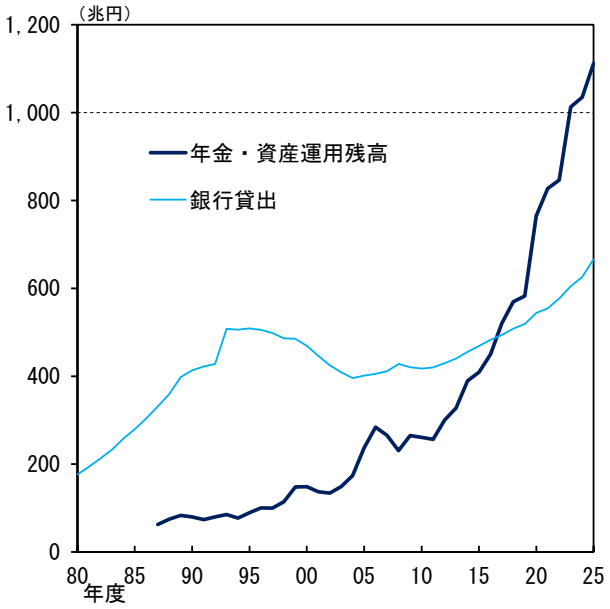
（出所）日本銀行、全銀協

図表40

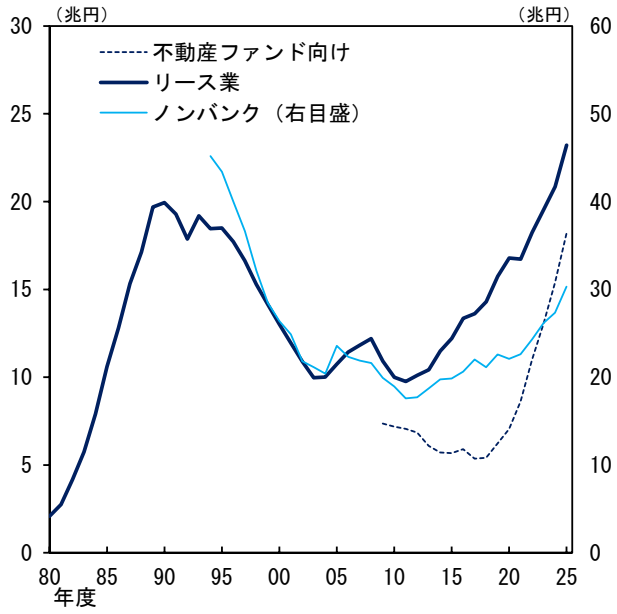
日本の銀行貸出と年金・資産運用残高推移

（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

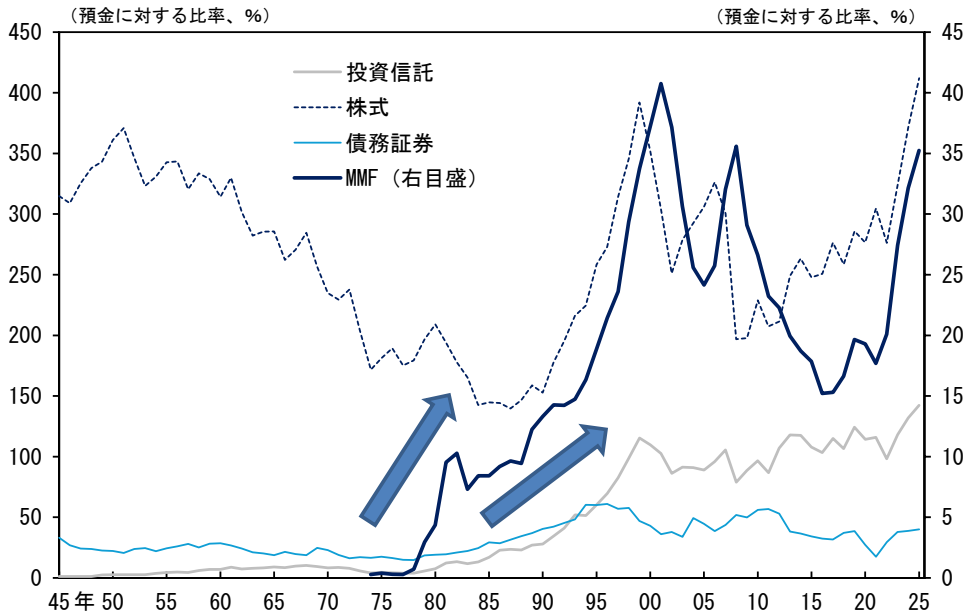


（注）年金・資産運用残高は、証券投資信託と資産運用受託額の合計（一部に重複計上あり）。銀行貸出は、国内銀行計。
（出所）日本銀行、資産運用業協会

図表41

米国におけるＭＭＦや投資信託へのシフト

（1970年代からＭＭＦ、1980年代以降、投信・株式への資金シフト拡大）

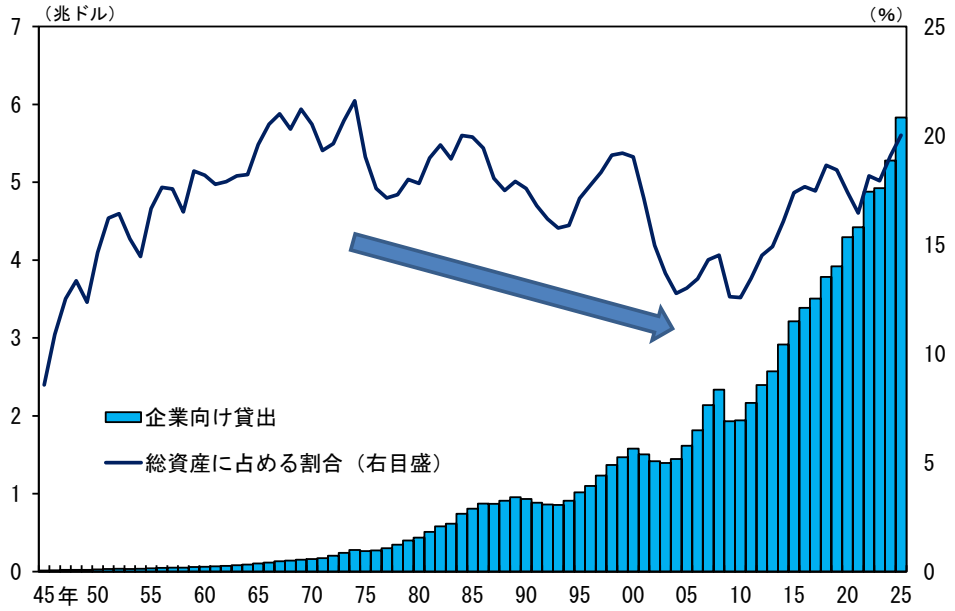


（出所）Haver

図表42

米銀の企業向け貸出

（1980年代から企業向け貸出のウエイトの低下に）

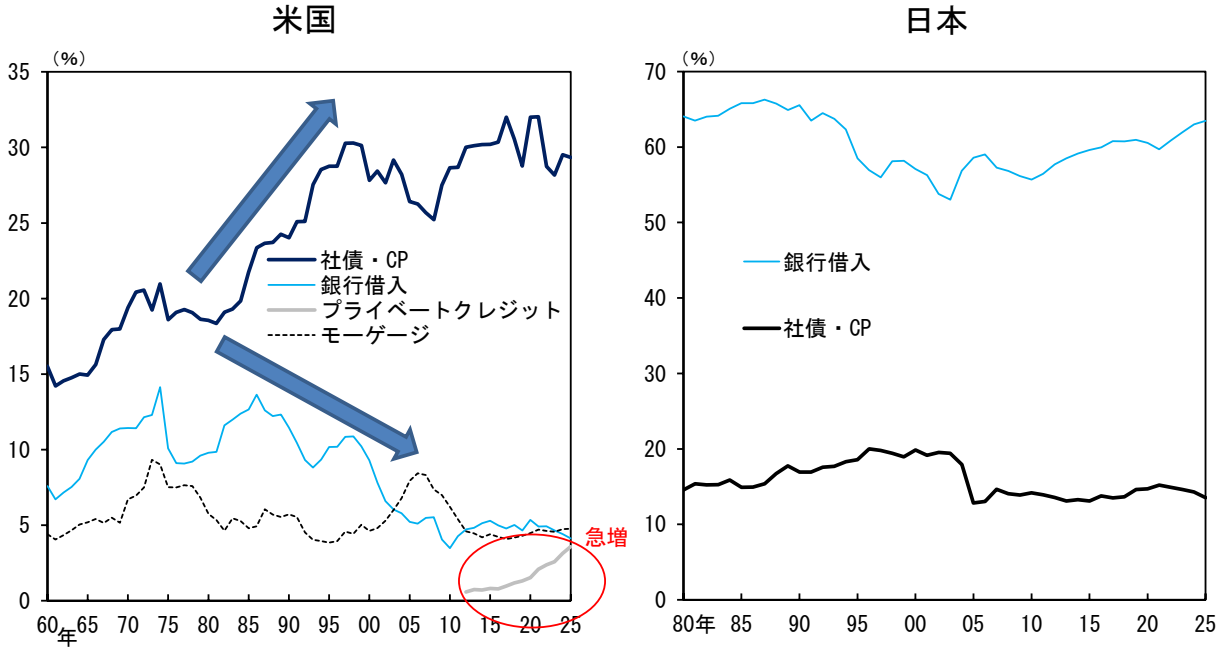


（出所）Haver

図表43

日米の企業の負債調達状況

（米国は銀行借入から社債・ＣＰへシフト、日本の銀行借入に変化はない）

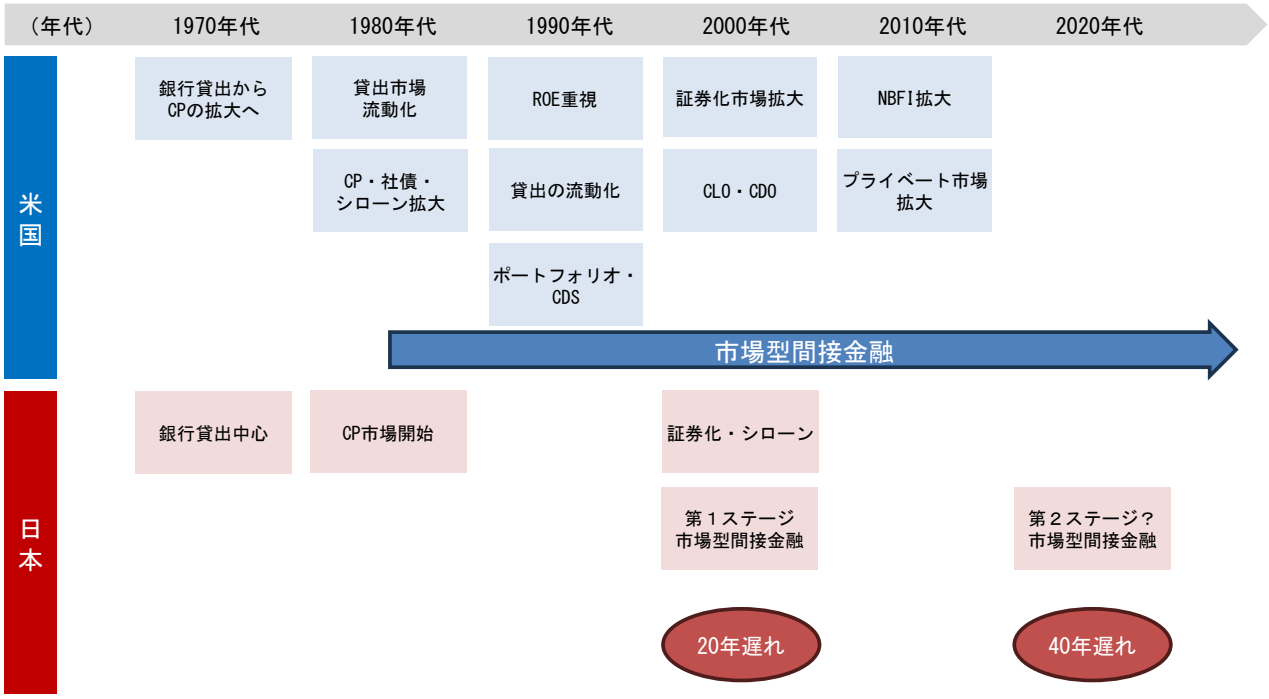


（出所）日本銀行、Haver

図表44

日米の貸出市場の推移（私見）

（日本の市場型間接金融は米国の20年～40年遅れ、今後第２ステージを展望）



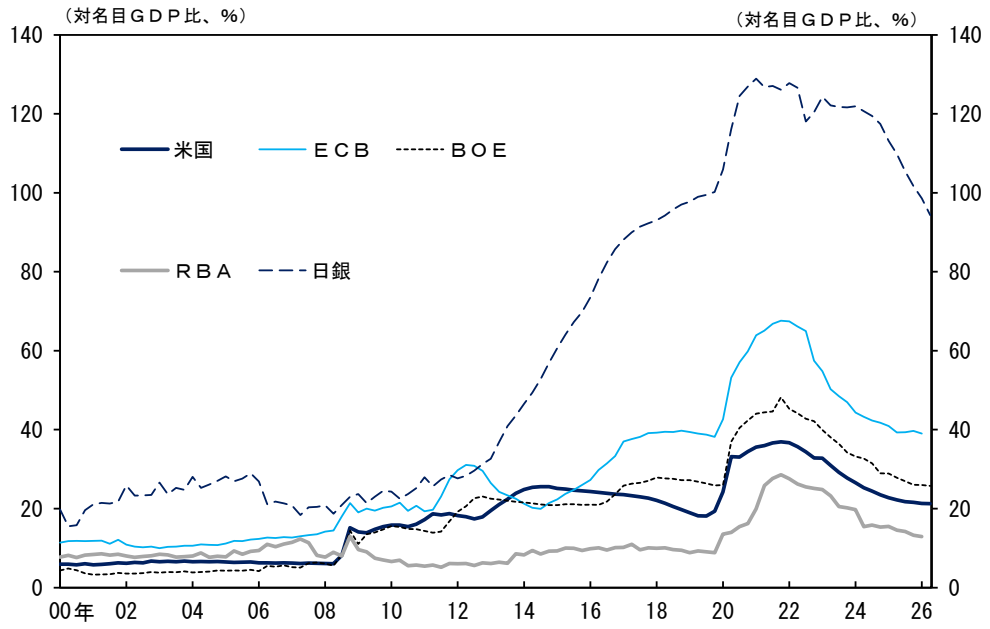
図表45

2020年代、世界的な資本市場の転換（私見）

	～2010年代	2020年代
世界経済	“フラット化する世界” ＷＴＯで自由貿易・国際分業 サプライチェーン	“分断の世界” 経済安全保障 自国回帰
成長	長期停滞 （セキュラー・スタグネーション） 低成長・低金利・低インフレ	世界的投資ブーム ＡＩディマンドショック 成長期待の高まり・高金利・ 高インフレ
財政	新自由主義⇒財政拡大	財政の活用
中央銀行の バランスシート	拡大	拡大の後高止まり

中央銀行のバランスシート

（世界的に中央銀行のバランスシートは高止まり、緩和的状況続く）



（出所）ＢＩＳ