



「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

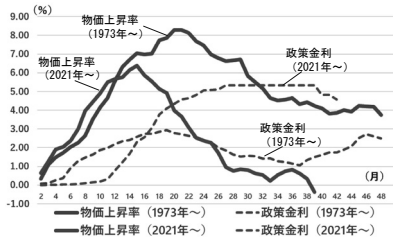
世界経済見通し

	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

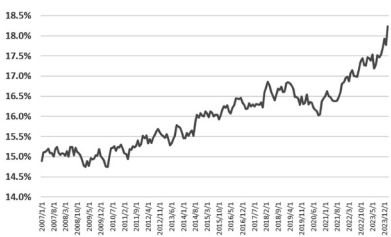
移民の労働力に支えられてきた米国経済

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

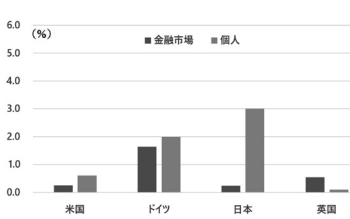


（注）12カ月移動平均値の前年同月比
（出所）セントルイス連銀より野村総合研究所作成

物価・賃金上昇率の上振れと実質成長率の低迷持続

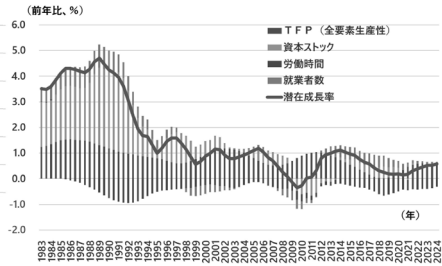
長期インフレ期待の変化

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

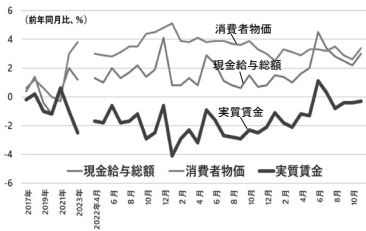
Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. NRI

4

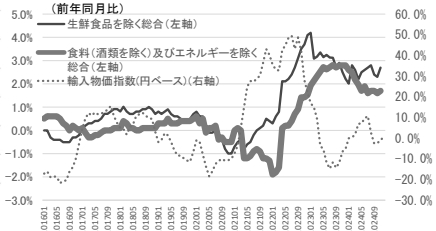
回復が遅れる実質賃金と消費者物価の推移

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

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

5

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



JSRI 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 中央経済工作会议）。
- ・米国との「貿易戦争」にらみで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、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、不確実性の大きさと供給制約などから、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「サービス」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」浮上がカギ／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るとしても、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への過大な期待感は気がかり。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

【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/レギュラリゼーション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。本レポートまたはMSUSA、またはその関連会社の“proprietary interests”と無関係ではない場合がございます。MSUSA、またはその関連会社は自己責任、および特定顧客のための一任勧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います。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判断を正確に反映したものであり、また直接接問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、もしく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、あるいは申込みの目的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す。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で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いかなる責任を負いません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

本資料は税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものではありません。本資料は個々のお客様の財務状況や投資目的に無関係に作成されています。本資料で論じられている有価証券やその関連金融商品はすべての投資家に適合するものではありません。特定の投資や投資機会に関してはお客様に自身で独断に判断する必要があると見なされます。本資料において記載された証券の投資や取引を実行する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の情報または使用の結果（直接的、間接的または結果として生じた損失、利益の喪失、損害を含む）がこれらに限定されないがどのようなものであっても、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受領す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、投資に関する責任も投資家自身が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。特に断りのない限り将来のパフォーマンス予想はアナリストが有意と考える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、いかなる報告のあるいは報告の保証もなされることはありません。

本資料で言及されたみずほ証券グループ（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、本資料の作成者はMHFGならびに本資料で言及された会社の一切の内部情報や情報の使用が禁じられています。みずほ証券はMHFGの子会社であるため、会社の方針と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、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は相反する形で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。したがって本証券はMHFGの株式については会社法135条に違反しない、自己売買を行うことを禁じられております。

英国（ロンドン）地域：英国では、MHFGグループの一員であるMizuho International plc（「MHIL」）、30 Old Bailey, London EC4M 7AU が本資料を配布します。MHILはグループ・プリンシパル規制機構（the Prudential Regulation Authority）の認可を受け、金融行動規制機構（the Financial Conduct Authority, 「FCA」）およびグループ・プリンシパル規制機構の規制の下において、ロンドン証券取引所の傘下で、ドイツでの本資料の配布はMizuho Securities Europe GmbH（「MSEU」）、Taunustor 1, 60310 Frankfurt, Germanyが行います。MSEUはドイツ連邦金融監督局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 「BaFin」）の認可を受け、その規制の下にあります。本資料は欧州経済領域のその他の加盟国の顧客にMHIL、MSEUより配布されることがあります。なお、本資料はFCA、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前述に関する組織的、報告的管理の詳細についてはウェブサイト<https://www.mizuhogroup.com/emea/who-we-are/governance>をご覧ください。

米国：本資料の米国の配付または配布の意図は、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+1-212-209-3300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、会社および業界の定期的なアップデートが提供されることがあります。本資料の内容を基に米国の投資家が行う取引はすべてMizuho Securities USA LLC（「MSUSA」）を通じてのみ行うことができます。関心のある米国の投資家の方々は、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 Limited（「MHSAL」）、14 - 15/F, K11 Ateiler, 18 Salisbury Road, Tsim Sha Tsui, Kowloon, Hong Kongが行います。MHSAL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MHSAL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、利益に際する管理規程の詳細は、香港の場合はMHSALに連絡ください。

オーストラリア：本資料はオーストラリアの2003年会社法（CA法）708条に基づいてプロ投資家または登録された投資家、またはCA法761G条に基づくホールセール顧客へのみ配布されます。オーストラリア国内における前述の投資家層以外に渡すことは法的義務であらね間断的であらね想定であり、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)、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法に基づいてオーストラリア金融サービス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会社法（議決および執行）に関する規則2016/09/01により免除されています。

シンガポール：本資料のシンガポールでの配布は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、免許取得を免除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（「FARJ」）の32C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やレポートを配布するとできます。本資料はFARJで定義される「機関投資家」、「富裕投資家」、「エグゼクティブ投資家」向けにのみ配布されるもので、本資料に起因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 018961までお願いいたします。

日本：本資料の日本での配布は、みずほ証券株式会社（以下「みずほ証券」）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法律に従ってみずほ証券株式会社が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債券を購入する場合は、購入対価のみを支払いただくことになります。その他のお取引もいたいただく場合には、各取引の種類に応じて、所定の手数料等を負担いただく場合があります。国債株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.155%（税込）、最長2,750円（税込のみ）（ただし、売却時限り、約定代金2,750円未満の場合は、約定代金に99.0%（税込のみ）を乗じた金額）の委託手数料等ご負担いただきます。手数料等に関する税率は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。

本資料の著作権はみずほ証券が保有し、書面による専断の承認なしにすべてまたは一部を複製、模写、再配布、第三者に転送することはできません。

各商品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（金保）第94号

加入協会 日本証券業協会、一般社団法人日本資産同業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本STO協会

13

神田慶司氏資料

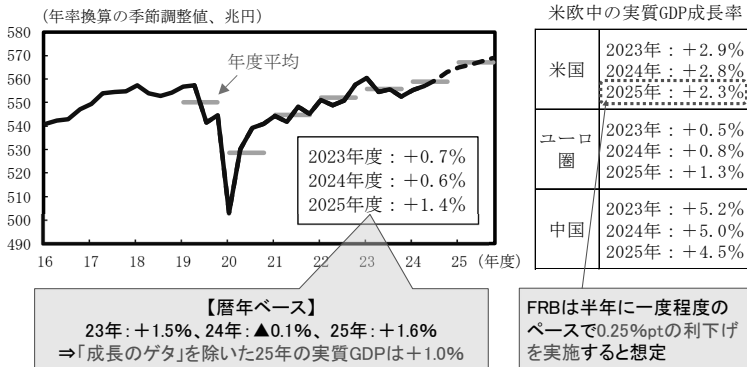
大和総研経済調査部 シニアエコノミスト



JSRI 14

2025年の日本の実質GDP成長率は+1.6%の見込み

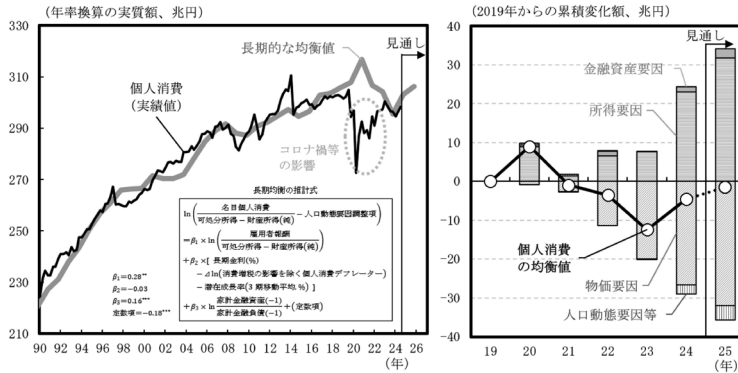
日本の実質GDP見通し(12月9日時点)と海外経済の前提



(注) 図中の破線は大和総研による予測値。米欧中の見通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)、均衡値のコロナ禍前からの乖離幅の要因分解(右)

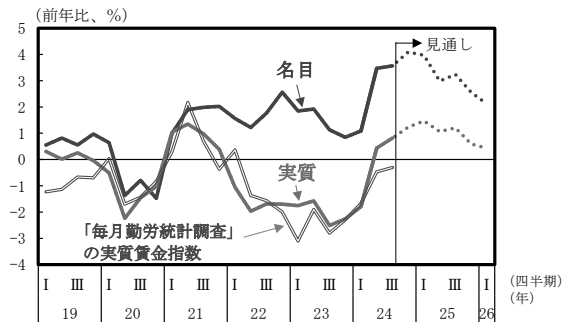


Daiva Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiva Institute of Research Ltd. All rights reserved.

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



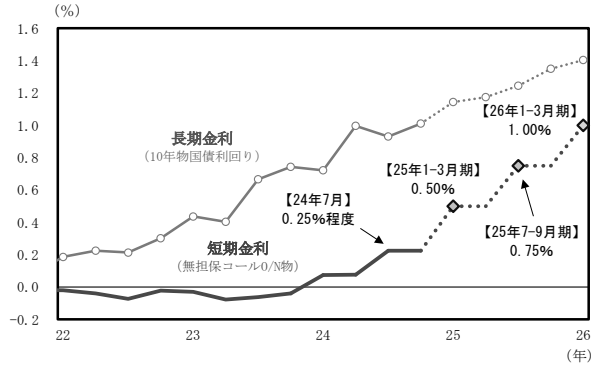
(注) 季節調整値。
 (出所) 厚生労働省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

Daiva Institute of Research Ltd. Copyright © 2025 Daiva 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

日本の長短金利見通し



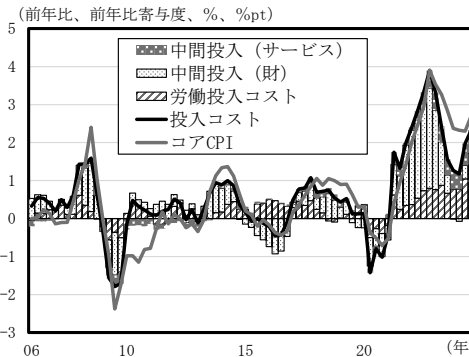
(注) 長期金利は期間平均値で、短期金利は期末値。
(出所) 日本銀行、財務省統計より大和総研作成

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

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



(注) 投入コストは、企業物価指数や企業向けサービス価格指数、毎月勤労統計調査等を用いて、2015年産業連関表の中間投入ウェイト及び労働投入ウェイトから産業ごとの投入コストの変化率を計算した上で、家計最終消費支出ウェイトによって加重平均した値。
(出所) 内閣府、日本銀行、総務省、厚生労働省より大和総研作成

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？

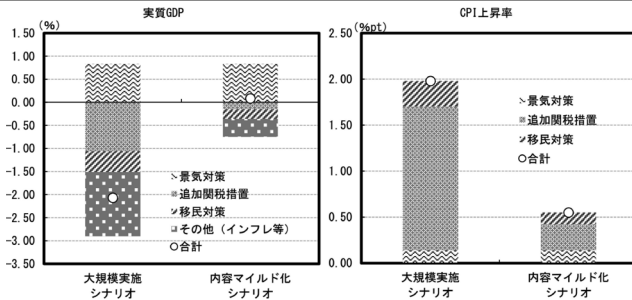
シナリオ別に見た米国の実質 GDP、CPI 上昇率への影響試算

＜大規模実施シナリオ＞実質GDP: ▲2.07%、CPI: +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%、CPI: +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、CBQなどより大和総研作成

Daiva 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・転送等をご遠慮ください。

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

21

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



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所:BNPパリバ

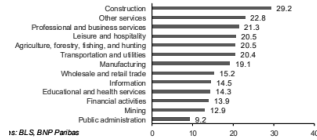
米国一トランプは吉か凶かー

トランプ登場の影響を考える

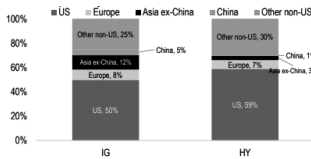
法人税減税と企業収益への影響



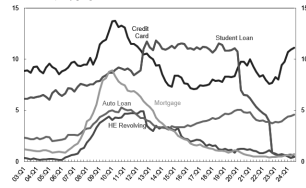
産業別移民人口の割合



地域別収入



90日延滞率



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

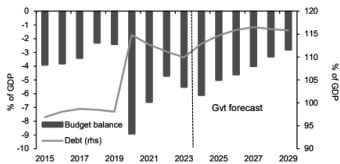
出所: ブルームバーグ, S&P Capital IQ, Macrobond, BNPパリバ

24

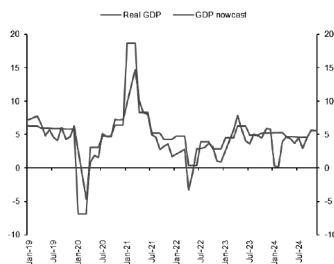
欧州・中国一それぞれに直面する構造問題は大きいー

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

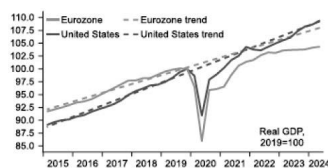
フランス: 財政赤字対GDP比推移



中国: 実質GDPとナウキャスト(%, 対前年比)



ユーロ圏と米国のGDP推移



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

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

25

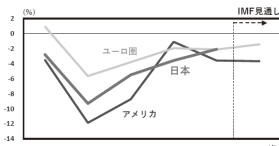
日本—安定した低成長から抜け出せるか—

日本も財政問題は残る

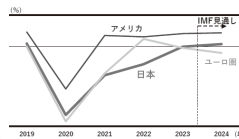
■ 先進国格付け一覧

	MDY		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

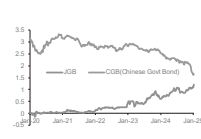
■ PB対GDP比の推移



■ GDPギャップの推移



■ 日本国債・中国国債利回り推移



出所: IMF、内閣府、財務省などより内閣府作成の資料を転載



BNP PARIBAS

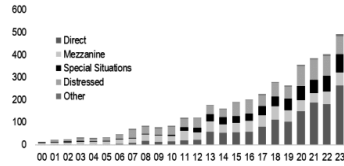
The bank for a changing world

26

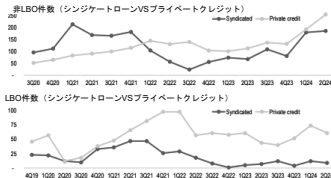
金融市場を読み解くカギはマネーフロー

潤沢な資金が続くか、続くとすればどこにいくか

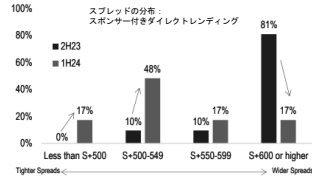
■ USプライベートクレジット資金(10億ドル)



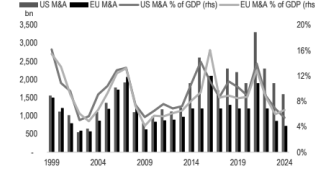
■ プライベートクレジット件数推移



■ スプレッド別割合



■ グローバルM&Aボリューム



出所: Pitchbook LCD, pregin, フルムバーグ、BNPパリバ



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

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っても、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つてしまい、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年も目先はこれを継続。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ズルズル悪化シナリオ：
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パリバ

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ら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、マネージャー、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該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・エス・エー（本店パリ）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当たり、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、米国の規制に基づく「大手機関投資家」のみを対象に配布するものであることをご了承ください。本資料を受取り、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し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制が導入されております。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利用して仕組を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付であることが投資者の利益等を損ねに及ぼされなければならないこととされております。

登録の義務について

登録を受けた信用格付業者は、①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務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を発行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公表、説明書等の公開履歴等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告書、立案決定、業務改訂命令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、これらの規制、監督を受けておりません。

格付会社について

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は、

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5号]）

無登録格付を付与するために用いる格付及び方法の範囲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.moodys.com/japan/ratings-news/>）の「規制開示」のタブにある「開示」をクリックした後に表示されるページの「無登録格付情報開示」の欄に掲載されております。

格付情報の信頼性、信頼性の確保について

ムーディーズの信用格付は、事業体・金融機関、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、投資家の意思です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約・附属上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項が発生した場合に及ぼされる潜在的な債務の相対的減損と見ています。債務格付は、流動性リスク、市場リスク、債務変動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、債務格付は、当該証券は格付に関するリスクを軽減するものではありません。格付は証券の購入、売却、又は証券を売却するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付が、又はその他の投資又は種類の正確性、適時性、完全性、無偏性及び特定の目的への適合性について、相対的、絶対的を問わず、いかなる保証もしていません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から依頼した情報、公開情報を基盤として行っております。ムーディーズは、これらの情報から独立した意見を述べ、またその信頼性がムーディーズによ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、全ての必要と判断を述べています。しかし、ムーディーズは意見を言う者ではなく、格付の過程で受けた情報の正確性及び有効性について何ら他の保証を行うものではありません。

この情報は、当該情報提供者と考えるそれの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は、

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格付及び方法の範囲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.co.jp/ratings/>）の「ライブワイリ」規制開示の「無登録格付付与情報」（<http://www.spglobal.co.jp/unregistered/>）に掲載されております。

債務格付の信頼性、信頼性及び信頼性について

この信用格付は、格付会社が当該証券の将来の信用能力に関する期待値に関する意見であり、発行体または特定の債権者が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものではありません。また、債務格付は、証券の購入、売却または証券を売却するものでなく、格付の市場流動性及び投資家の利益の信頼性を有するものでもありません。債務格付は、事業体や金融機関の状況、格付業者のパフォーマンスやカンファレンス等の情報の変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼性、うと信頼した情報から信頼された情報を利用して格付分析を行っており、格付結果に達することができると十分な品質および量の情報が得られていると考える場合のみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体その他の関係の第三者から提供された情報について、監査、データ・リエンジニアリングまたは他の検証を行っておりません。また、格付付与に利用した情報から、格付結果の信頼性により得られる結果の正確性、完全性、信頼性を保証するものではありません。さらに、信頼格付によって、利用可能なシステムやプロセスが実質的であることに照応する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。この情報は、当該情報提供者と考えるそれの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・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は、

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5号]）

無登録格付を付与するために用いる格付及び方法の範囲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.co.jp/web/>）の「規制開示」セクションにある「格付方針等の開示」に掲載されております。

債務格付の信頼性、信頼性及び信頼性について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は正確であると見なされるものではありません。債務格付は、信用リスク以外のリスクを格付の対象とはせず、格付が証券の市場流動性の妥当性又は市場価値について意見を述べているものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一セクターの格付が与えられなくても、リスクの相対的な優劣を必ずしも示すことには及ばない場合もあります。債務格付はワイルドカード事項に関する客観的の格付評価に関する意見であり、特定のワイルドカード事項を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・格付について、格付情報に基いて又は当該情報について又は当該情報に依り、特定の格付方法に従い、かかる情報に関する調査及び当該調査について又は当該調査に依り利用できる情報は独立した情報源による情報を、客観的な範囲で行いますが、格付に関して格付の全情報又はその情報源について正確性、完全性、信頼性が保証されるものではありません。ある情報が格付の基礎は市場表示を有することが判明した場合、当該情報に基いた格付は適切でない場合があります。また、格付は、格付の事業の保証にもかかわらず、格付付与は通常に及ぼされない格付の流動性や収益に照応することもあります。債務格付の信頼性、信頼性及び信頼性の詳細については、フィッチの日本ウェブサイト上の「格付及びその他の情報の信頼性に関する開示」をご覧ください。

この情報は、当該情報提供者と考えるそれの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