Opening Keynote:
地政学リスクによる運用環境の変化と今後の課題

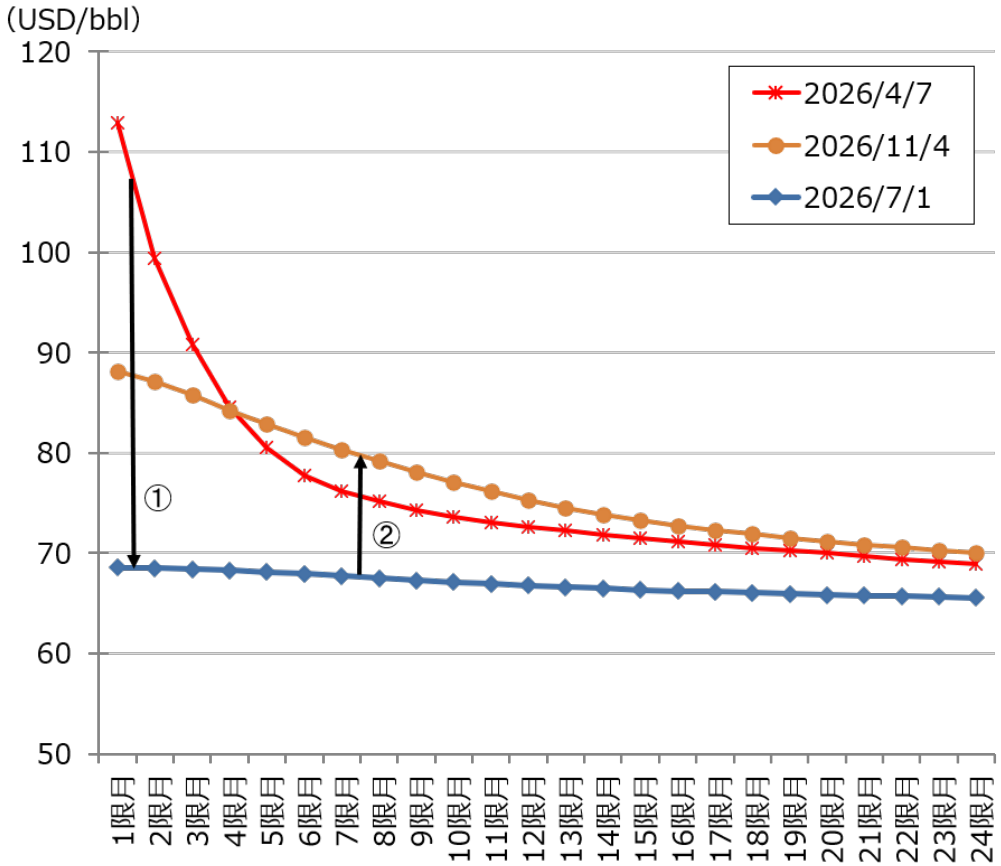
中曽宏
会長
一般社団法人 東京国際金融機構

GLOBAL FIDUCIARY SYMPOSIUM

FinCity.Tokyo

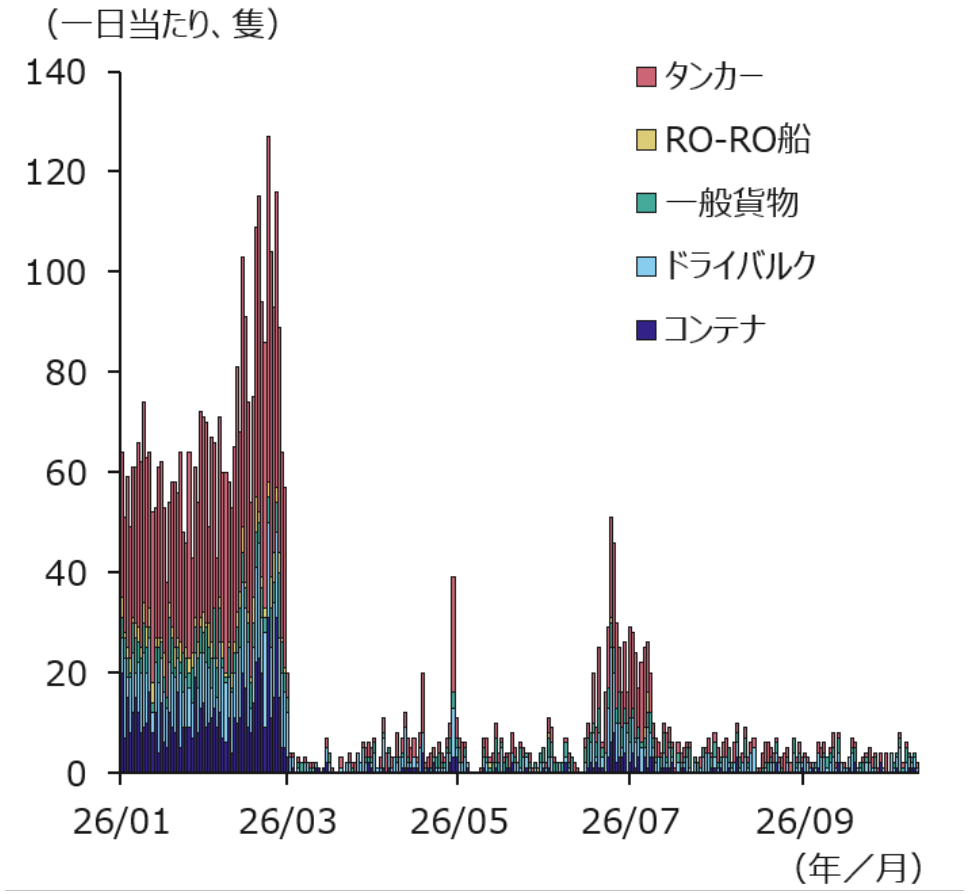
1. WTI原油先物カーブの推移とホルムズ海峡を通過した船舶数の推移

WTI原油先物カーブの推移



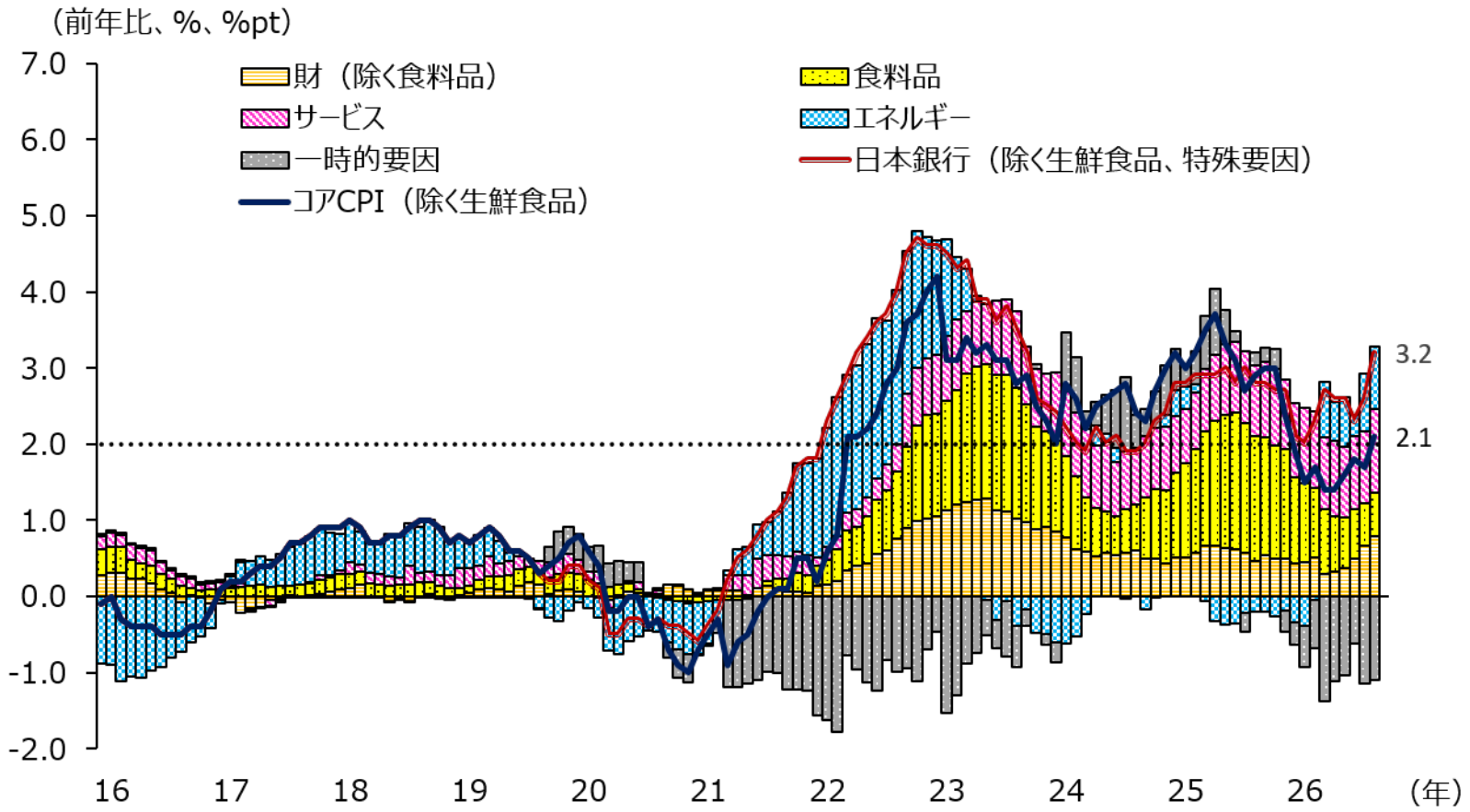
（出所）Bloombergより大和総研作成

ホルムズ海峡を通過した船舶数の推移



（出所）UN Global Platform, PortWatchより大和総研作成

2. 日本のCPIの推移と要因分解



今後の物価上昇要因

①原油価格の上昇

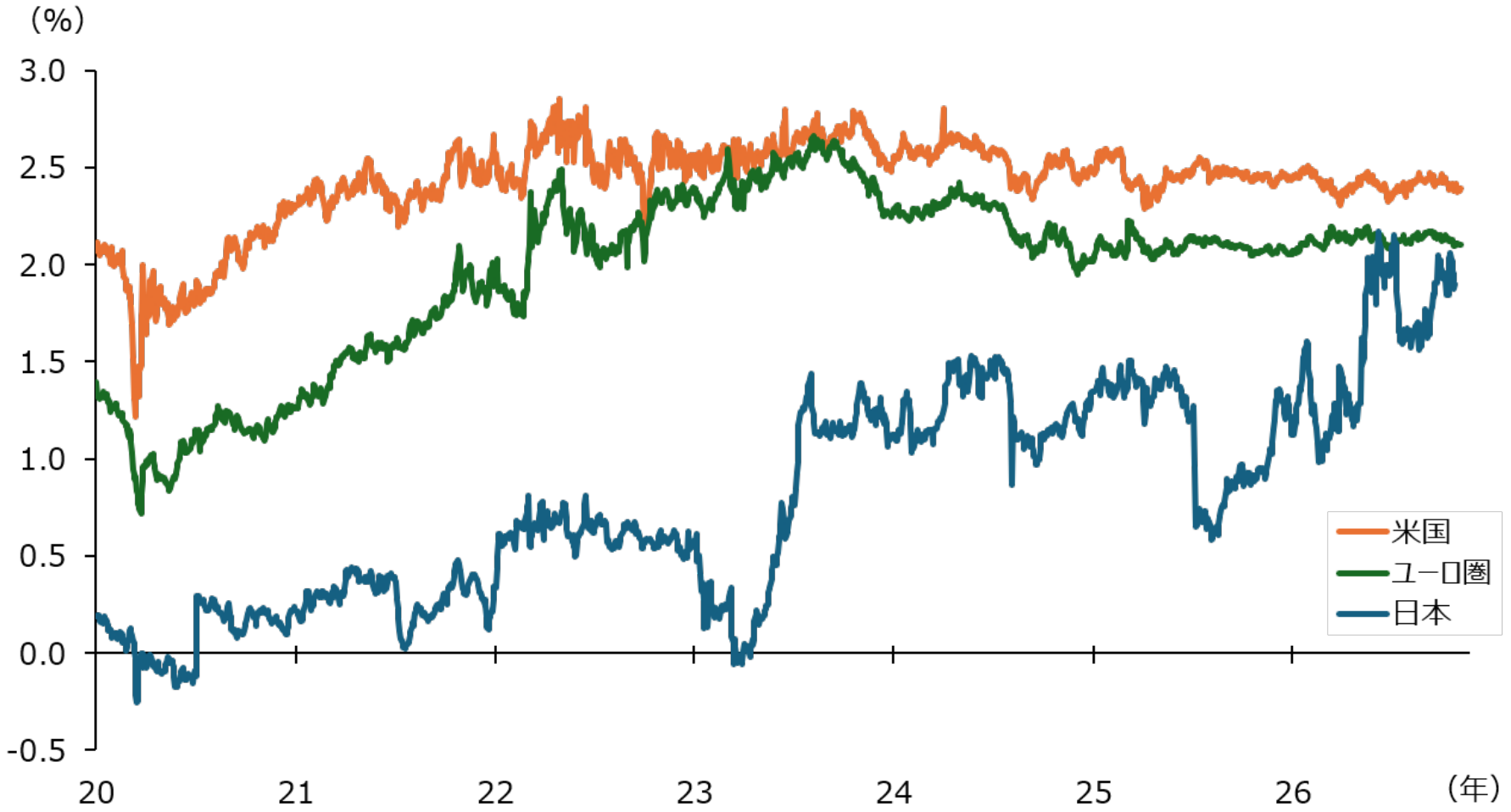
②AI関連需要

③円安

（注1）一時的要因は、消費税率の変更、教育無償化政策、公立小・中学校の給食費無償化、2021年の携帯電話通信料の引き下げ、旅行支援策、ガソリンや電気・ガス代等の負担緩和策、水道料減免の影響からなる試算値。直近値は2026年9月。
（注2）日銀のデータは、総務省公表値から、1. 消費税率の変更、2. 教育無償化政策（公立小・中学校の給食費無償化含む）、3. 2021年の携帯電話通信料の引き下げ、4. 旅行支援策、5. ガソリンや電気・ガス代等の負担緩和策、の影響を除いた日本銀行調査統計局による試算値。
（出所）総務省、日本銀行より大和総研作成

GLOBAL FIDUCIARY SYMPOSIUM
FinCity.Tokyo

3. 米国、ユーロ圏、日本の5年先5年のインフレ期待の推移



（注）米国とユーロ圏はインフレーションスワップの値。日本は5年、10年の国債とインフレ連動債より算出。
（出所）Bloombergより大和総研作成

4. 日経平均株価の上昇に対する「AI関連財」の押し上げ寄与度

1. 「AI関連財」を以下の①または②のいずれかに含まれる品目と定義
   ① WTO（世界貿易機関）が公表するAI関連財リストに掲載される品目
   ② 輸出額前年比が「世界半導体出荷額」の前年比と高い相関を示す品目
2. 「AI関連財」を生産する業種に属する日経平均株価を構成する代表的企業25銘柄を抽出
3. 同25銘柄の株価（日経平均株価算出のための「株価換算係数」による調整後）の年初来上昇幅と同期間の日経平均株価の上昇率を対比

（ポイント）

① 日経平均株価の年初来上昇幅は19,722.84円（ 50,339.48円→70,062.32円）、上昇率は39%

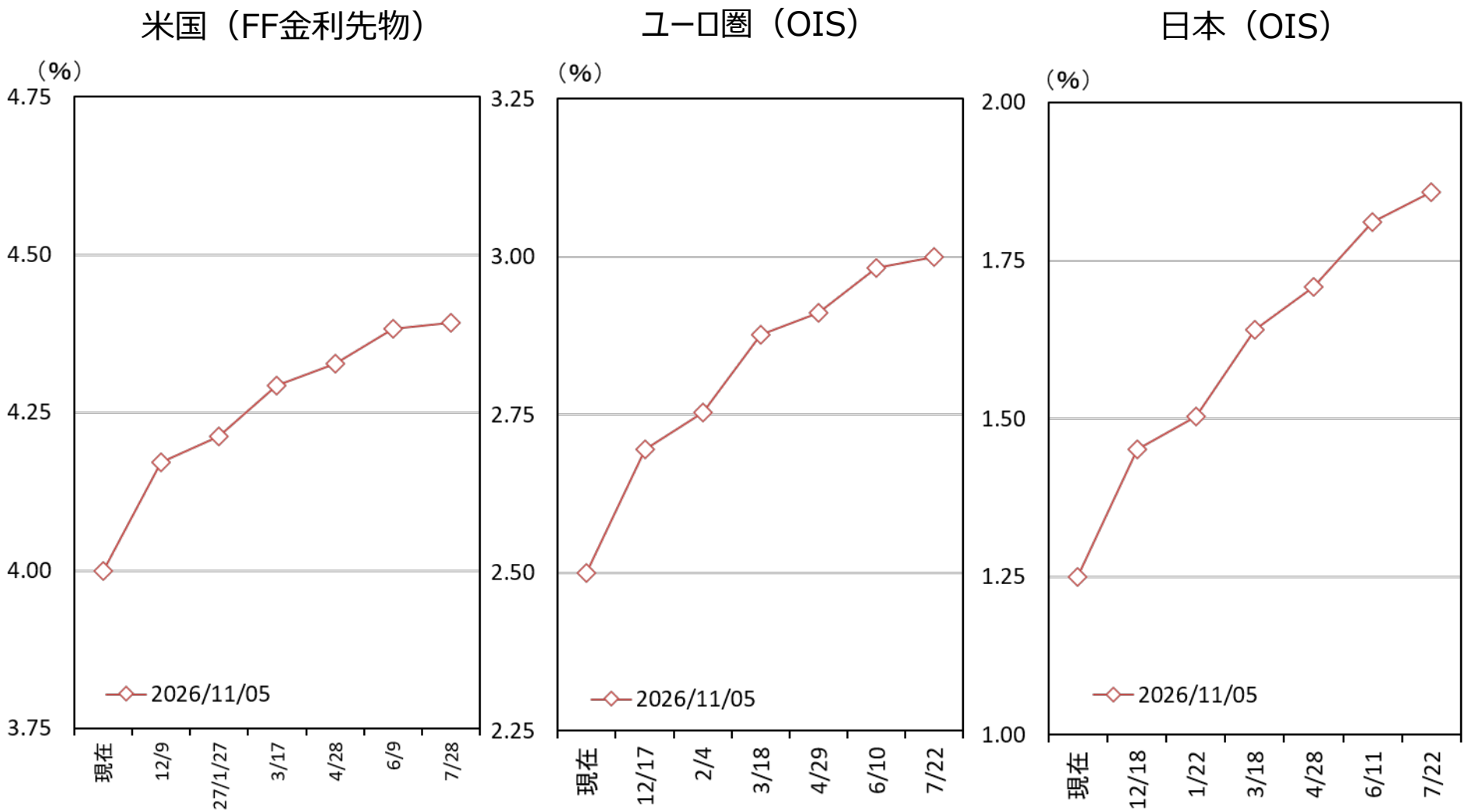
② このうち上記25銘柄の上昇幅は14,442.37円（全体の73%）

③ 日経平均株価上昇率39%に対する寄与度は29%（39%の上昇率のうち29%は「AI関連財」による）

事業	銘柄名	株価上昇幅（円）	日経平均株価押上げ寄与度（%）
光ファイバー	古河電気工業	124.33	0.25
	フジクラ	649.88	1.29
	住友電気工業	184.64	0.37
半導体製造装置	ＳＣＲＥＥＮホールディングス	242.52	0.48
	東京エレクトロン	3,886.21	7.72
	荏原製作所	87.28	0.17
	ディスコ	221.98	0.44
	レーザーテック	253.70	0.50
	アドバンテスト	3,313.29	6.58
メモリ	キオクシアホールディングス	1,513.20	3.01
ウェハー	ＳＵＭＣＯ	8.17	0.02
セラミックコンデンサー	太陽誘電	489.81	0.97
	村田製作所	590.66	1.17
	ＴＤＫ	697.16	1.38
半導体部材	イビデン	1,085.19	2.16
	NGK	129.45	0.26
	レゾナック ホールディングス	37.36	0.07
	三井金属	89.62	0.18
	味の素	164.80	0.33
	東海カーボン	23.98	0.05
	京セラ	353.31	0.70
	日産化学	100.58	0.20
	デンカ	10.95	0.02
パワー半導体	ローム	98.59	0.20
	ルネサスエレクトロニクス	85.72	0.17
合計		14,442.37	28.69
日経平均株価構成銘柄の合計		19,722.84	39.18

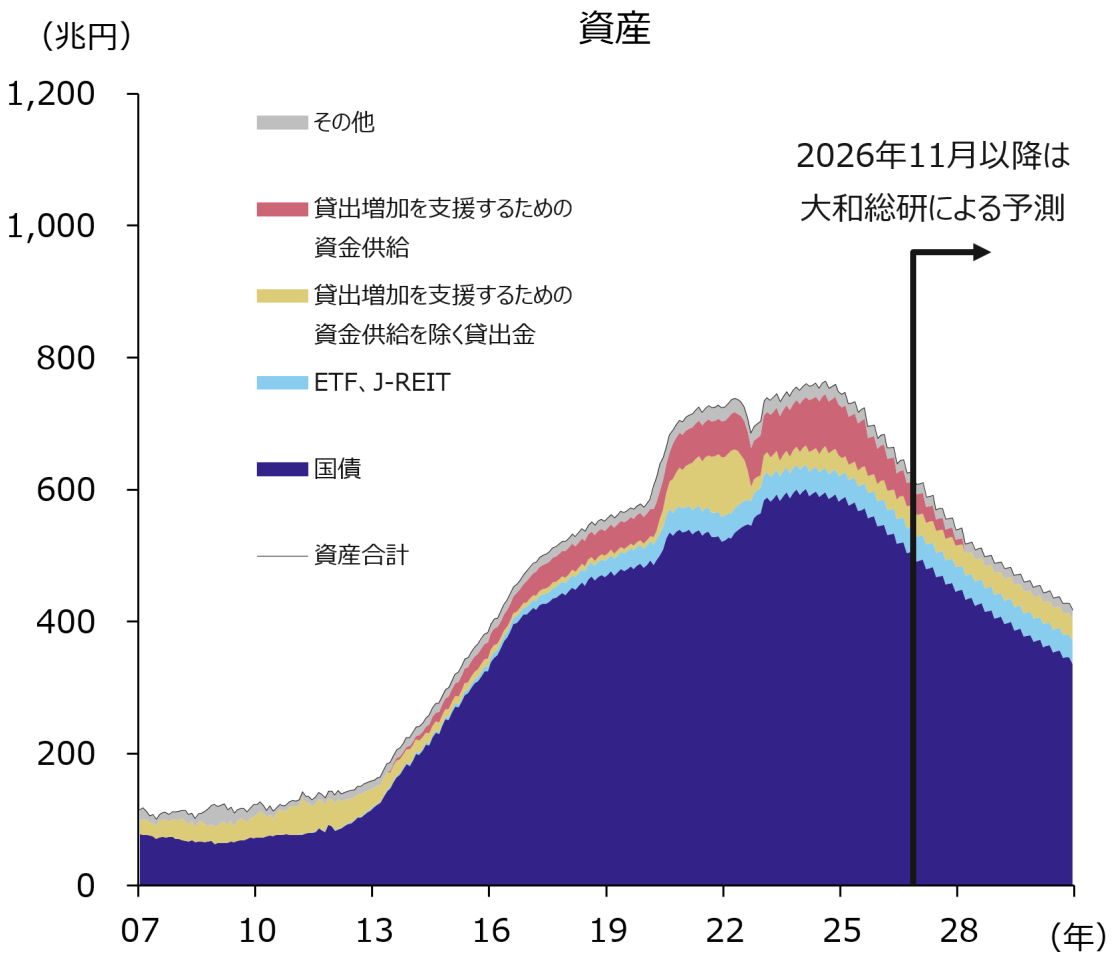
（注）期間は2025年末から2026年6月末。
（出所）大和証券作成資料、日本経済新聞社より大和総研作成

5. FF金利先物とOISが織り込む各会合における政策金利の水準

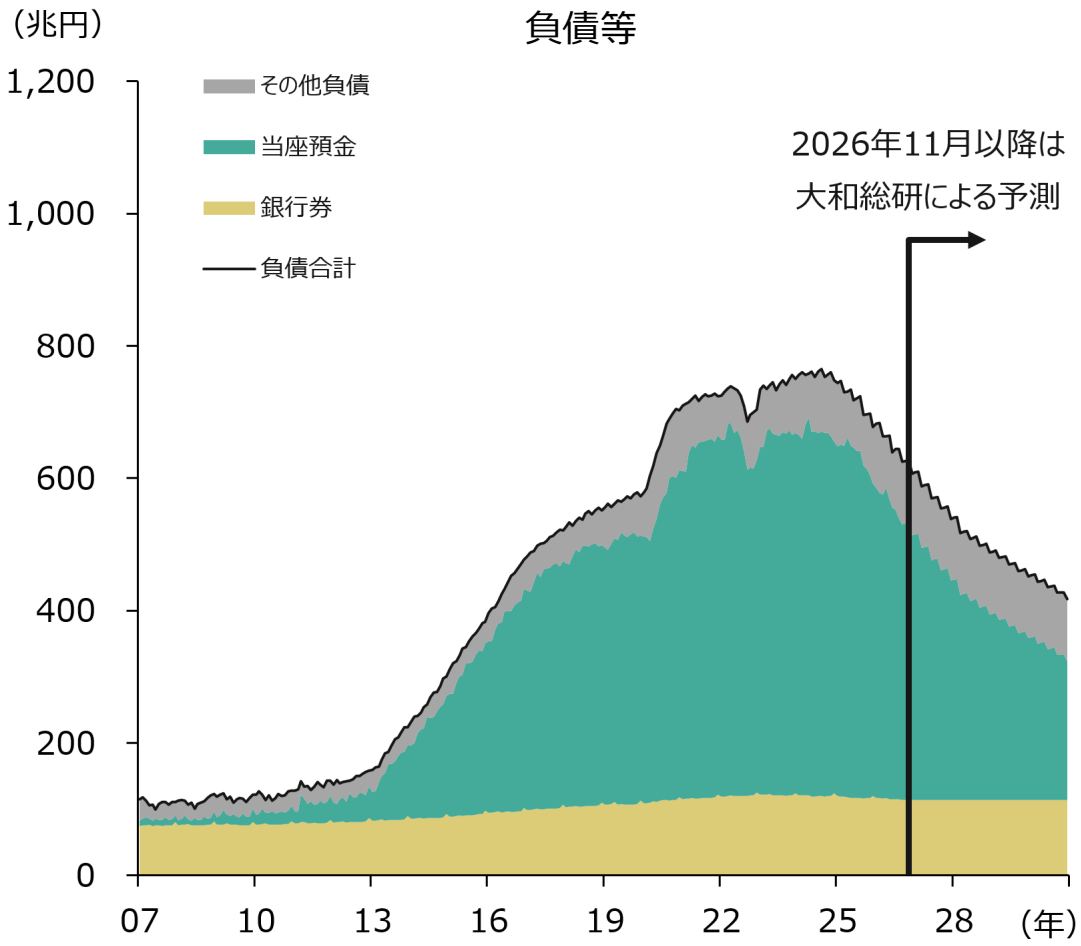


（注）米国（FF金利先物）はFFレートのターゲット上限、ユーロ圏（OIS）は預金ファシリティ金利、日本は無担保コール翌日物の金利を示す。
（出所）Bloombergより大和総研作成

6. 日銀バランスシートの将来予想



QT前から2026年10月の変化
国債：▲88兆円
貸出増加を支援するための資金供給：▲43兆円

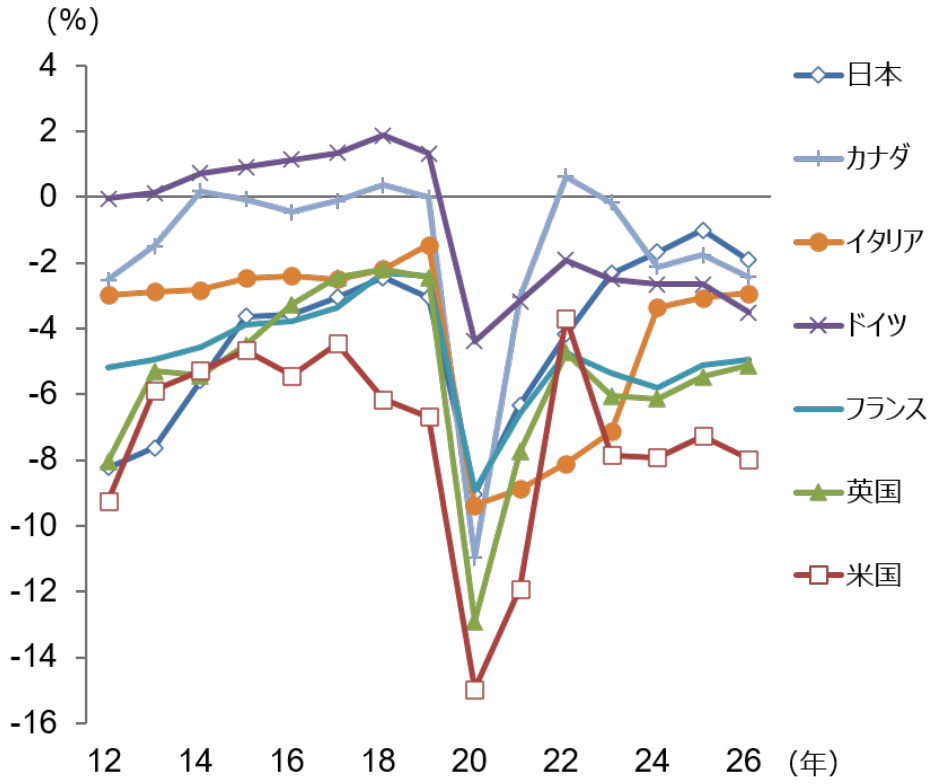


QT前から2026年10月の変化
当座預金：▲130兆円

（注）2026年11月以降は大和総研による予測。
（出所）日本銀行より大和総研作成

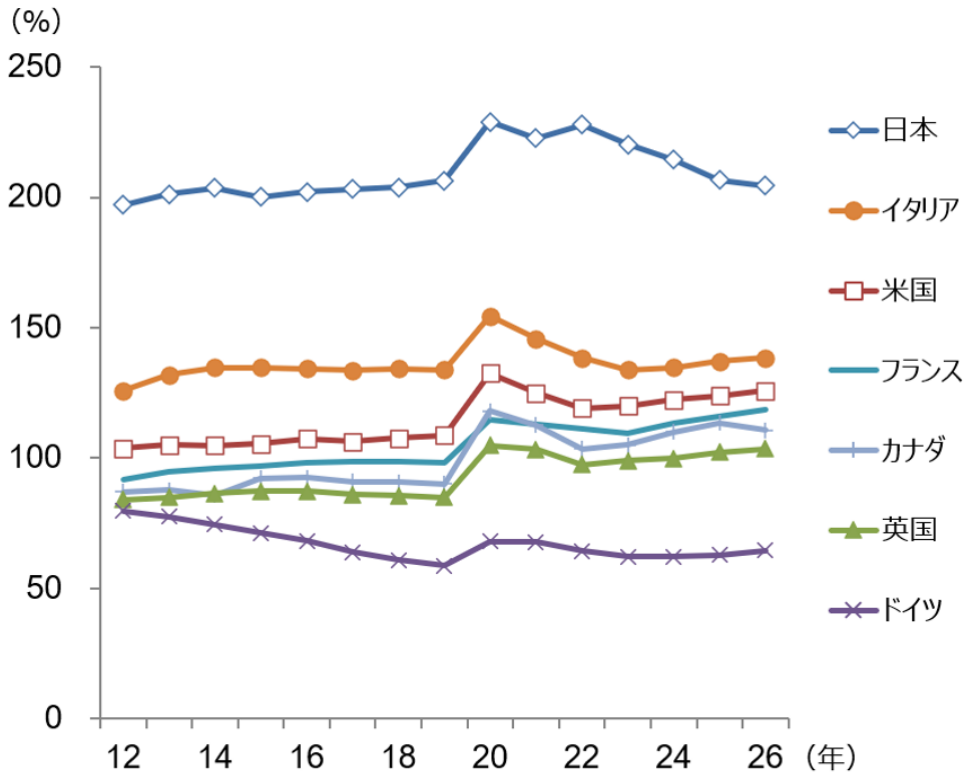
7. 財政収支と債務残高の国際比較

財政収支の国際比較（対GDP比）



（注1）数値は一般政府（中央政府、地方政府、社会保障基金を合わせたもの）ベース。
（注2）2026年は推計値。
（出所）経済協力開発機構（OECD） “Economic Outlook 119”より大和総研作成

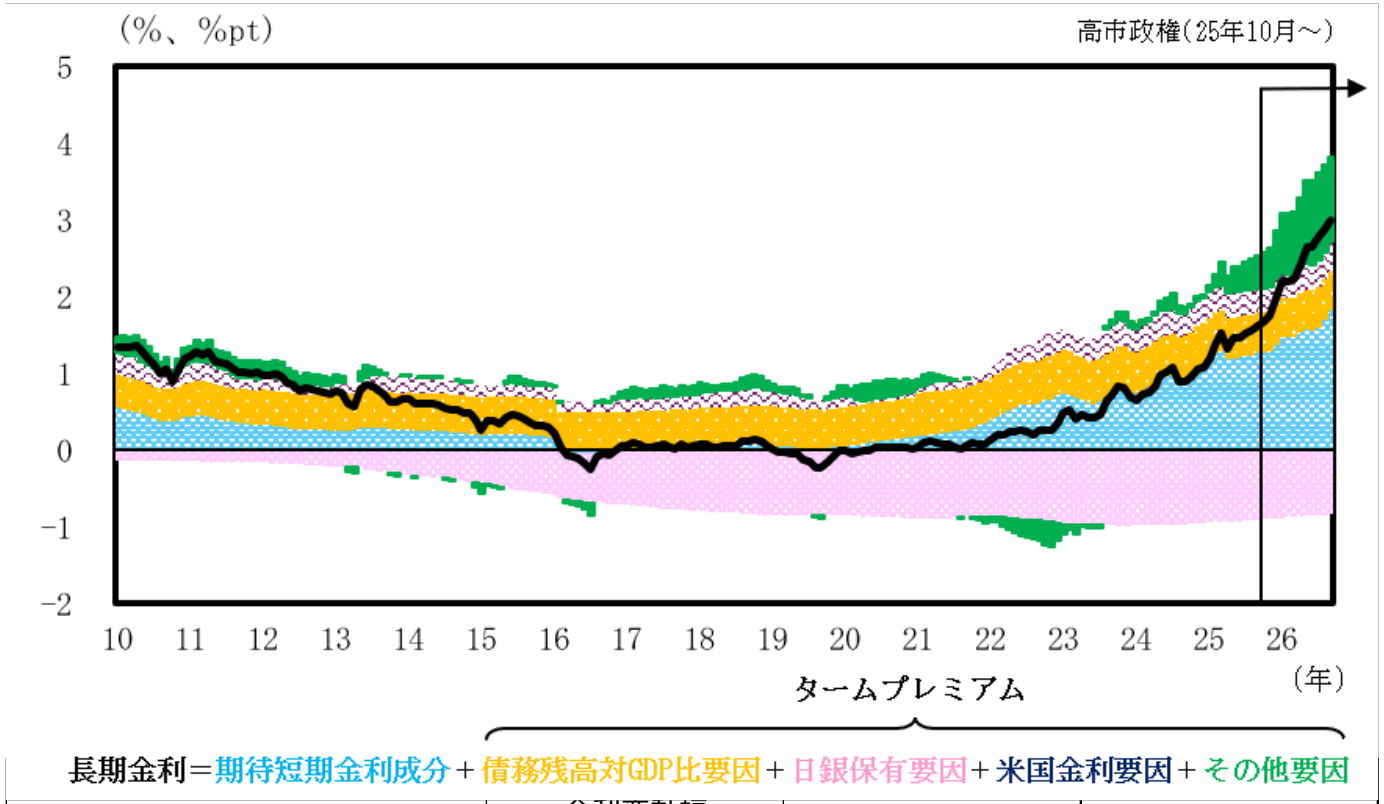
債務残高の国際比較（対GDP比）



（注1）数値は一般政府（中央政府、地方政府、社会保障基金を合わせたもの）ベース。
（注2）日本、フランス及びカナダは、2025年及び2026年が推計値。それ以外の国は、2026年が推計値。
（出所）IMF “World Economic Outlook（2026年4月）”より大和総研作成

8. 長期金利の変動要因

日本の長期金利（10年物国債）の推移と変動要因

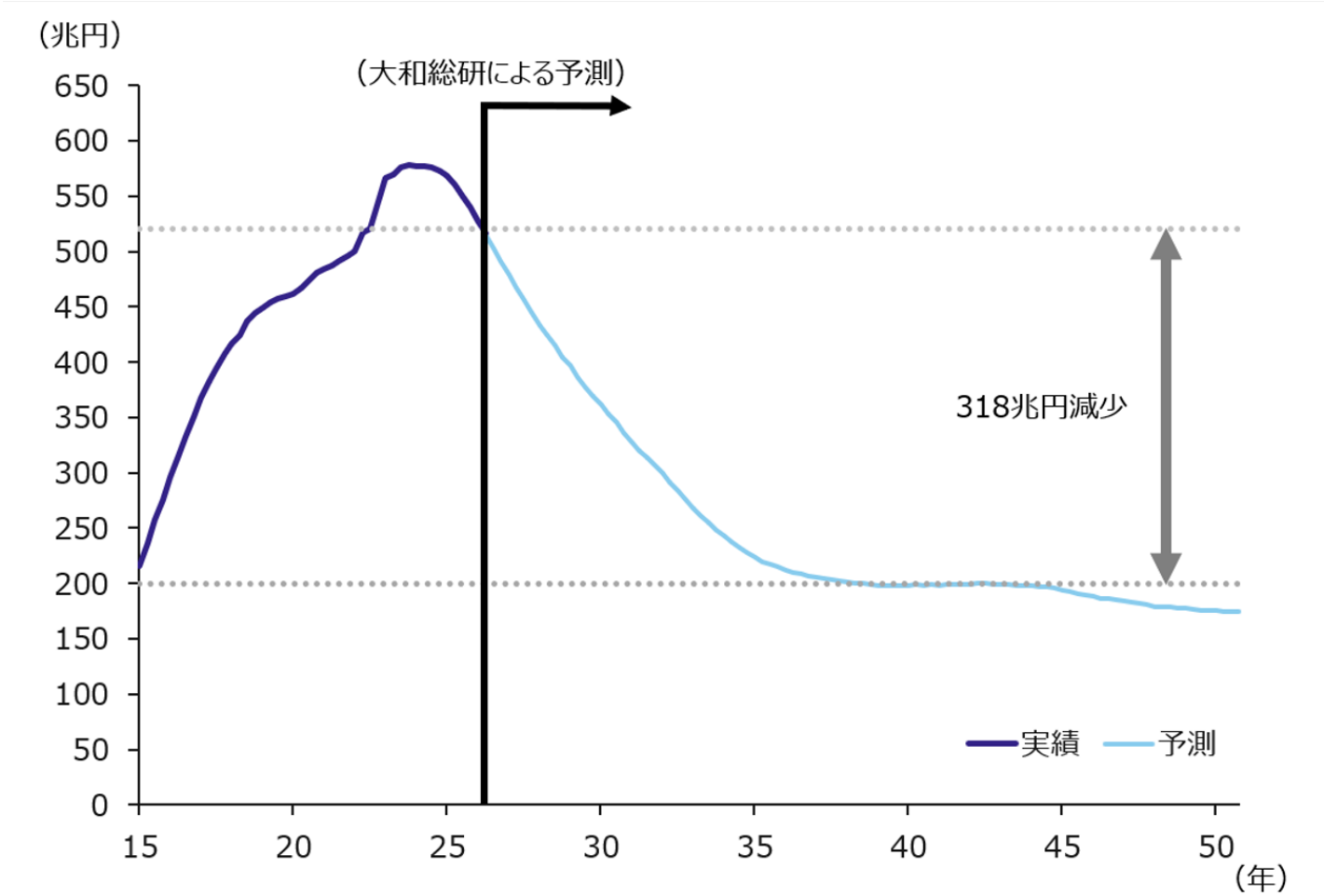


	金利変動幅	うち期待短期金利成分	うちタームプレミアム
2024年7月～2026年9月までの長期金利上昇幅	+2.0%pt	+0.9%pt	+1.1%pt ＜+0.1%pt＞
うち2025年10月～2026年9月	+1.4%pt	+0.6%pt	+0.8%pt ＜+0.1%pt＞

（出所）秋元虹輝・神田慶司・吉井希祐（2026）「高市政権誕生後の長期金利をどうみるか」（大和総研レポート、2026年8月12日）
秋元虹輝・神田慶司・吉井希祐（2026）「日本の長期金利2035年に5%台の可能性」（大和総研レポート、2026年10月16日）

GLOBAL FIDUCIARY SYMPOSIUM
FinCity.Tokyo

9. 日銀が保有する国債残高の予測

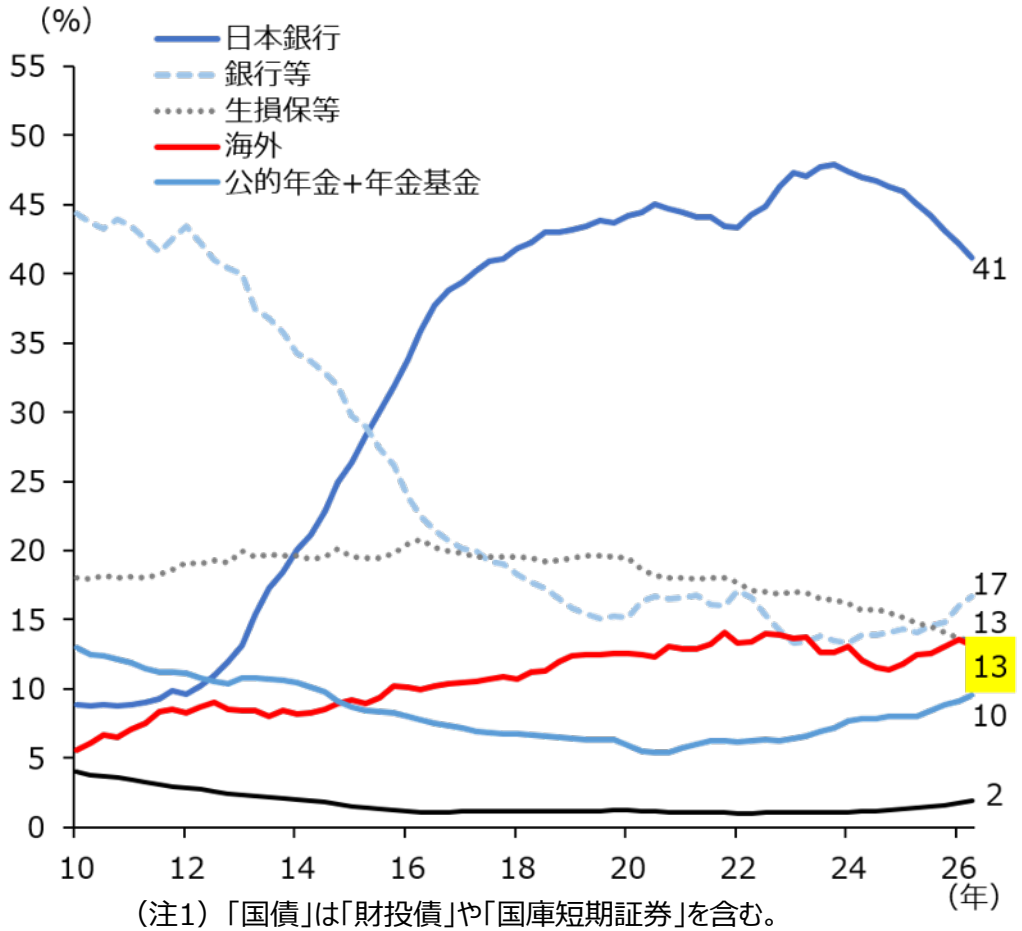


（注）額面ベース。四半期ベース。2026年第3四半期以降は大和総研による予測。
（出所）日本銀行より大和総研作成

GLOBAL FIDUCIARY SYMPOSIUM
FinCity.Tokyo

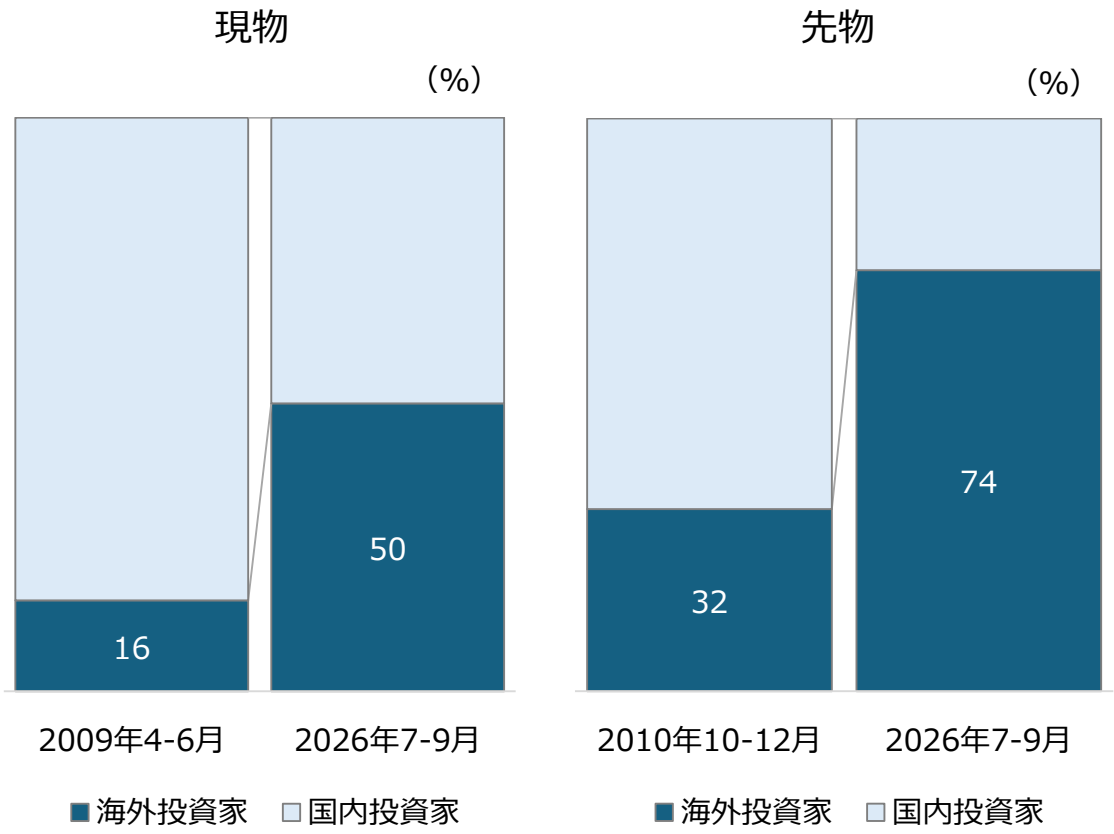
10. 日本国債の保有者別割合

日本国債の保有者別割合の推移（残高ベース）



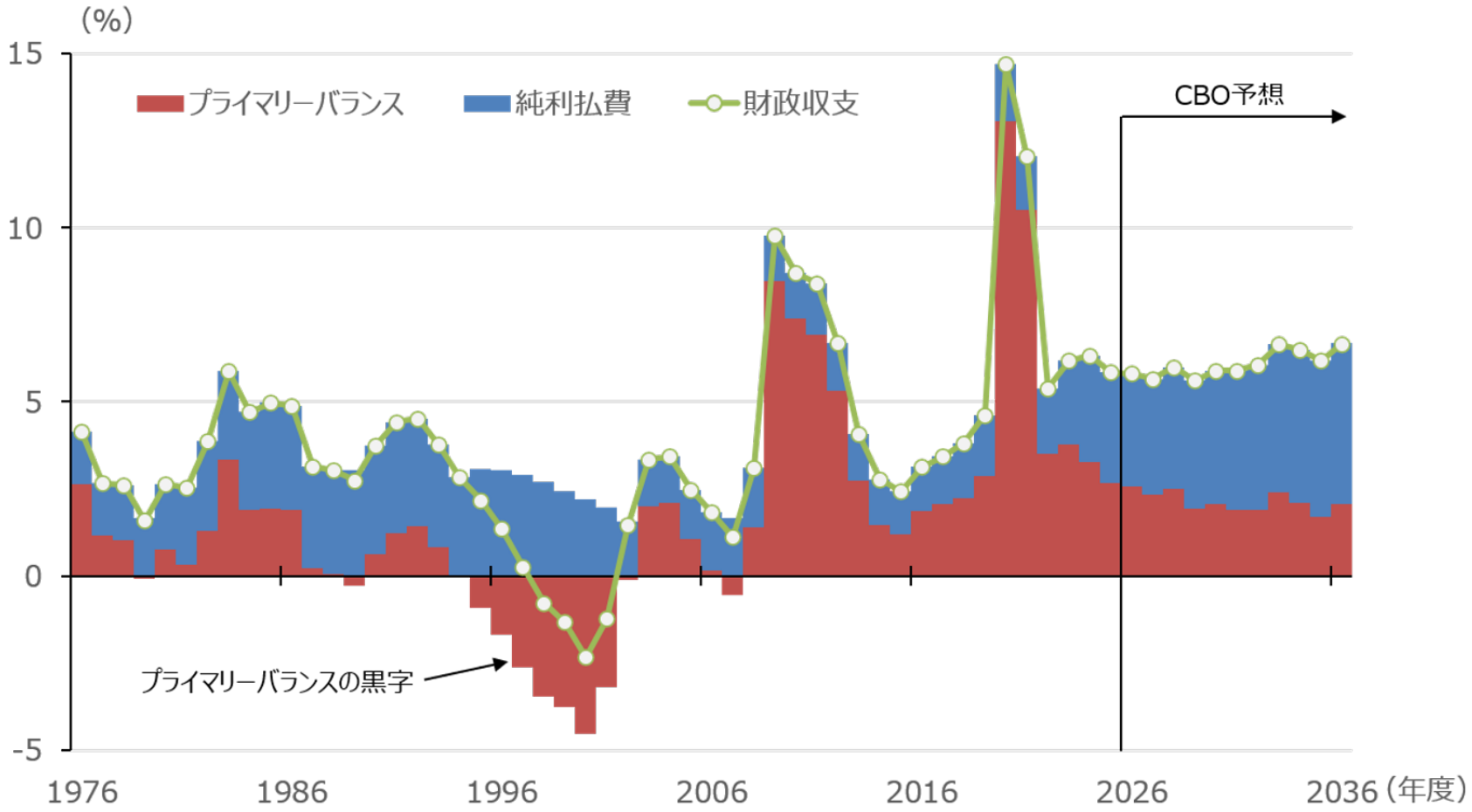
（注1）「国債」は「財投債」や「国庫短期証券」を含む。
（注2）「銀行等」には「証券投資信託」及び「証券会社」を含む。
（注3）直近値は2026年6月末。
（出所）日本銀行より大和総研作成

日本国債の海外投資家売買シェア



（注1）国庫短期証券を含む。
（注2）各図左棒グラフは、2008年以降で最も海外投資家の売買シェアが低下した時点。
（出所）日本証券業協会、日本取引所グループより大和総研作成

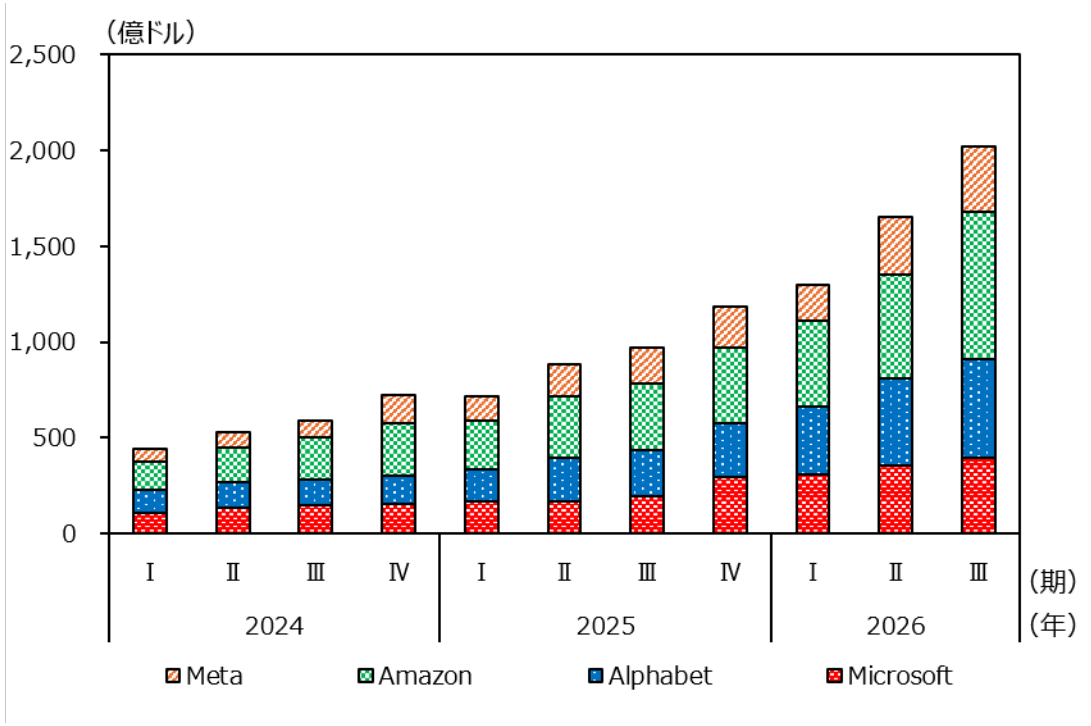
11. 米国のプライマリーバランス、純利払費、財政収支の推移（対GDP比）



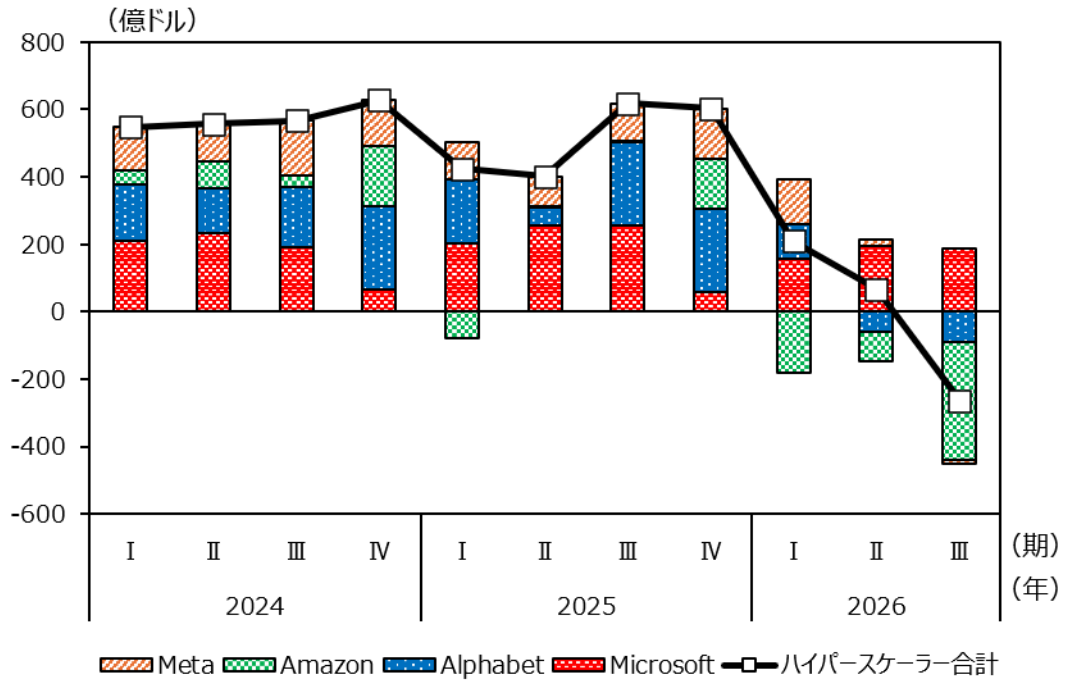
（注）財政年度ベース。2025年度は2024年10月から2025年9月までの１年間。プライマリーバランスと財政収支は赤字をプラス、黒字をマイナスの値で表示。
（出所）CBO ”The Budget and Economic Outlook: 2026 to 2036” より大和総研作成

12. ハイパースケーラーの設備投資額

ハイパースケーラーの設備投資額

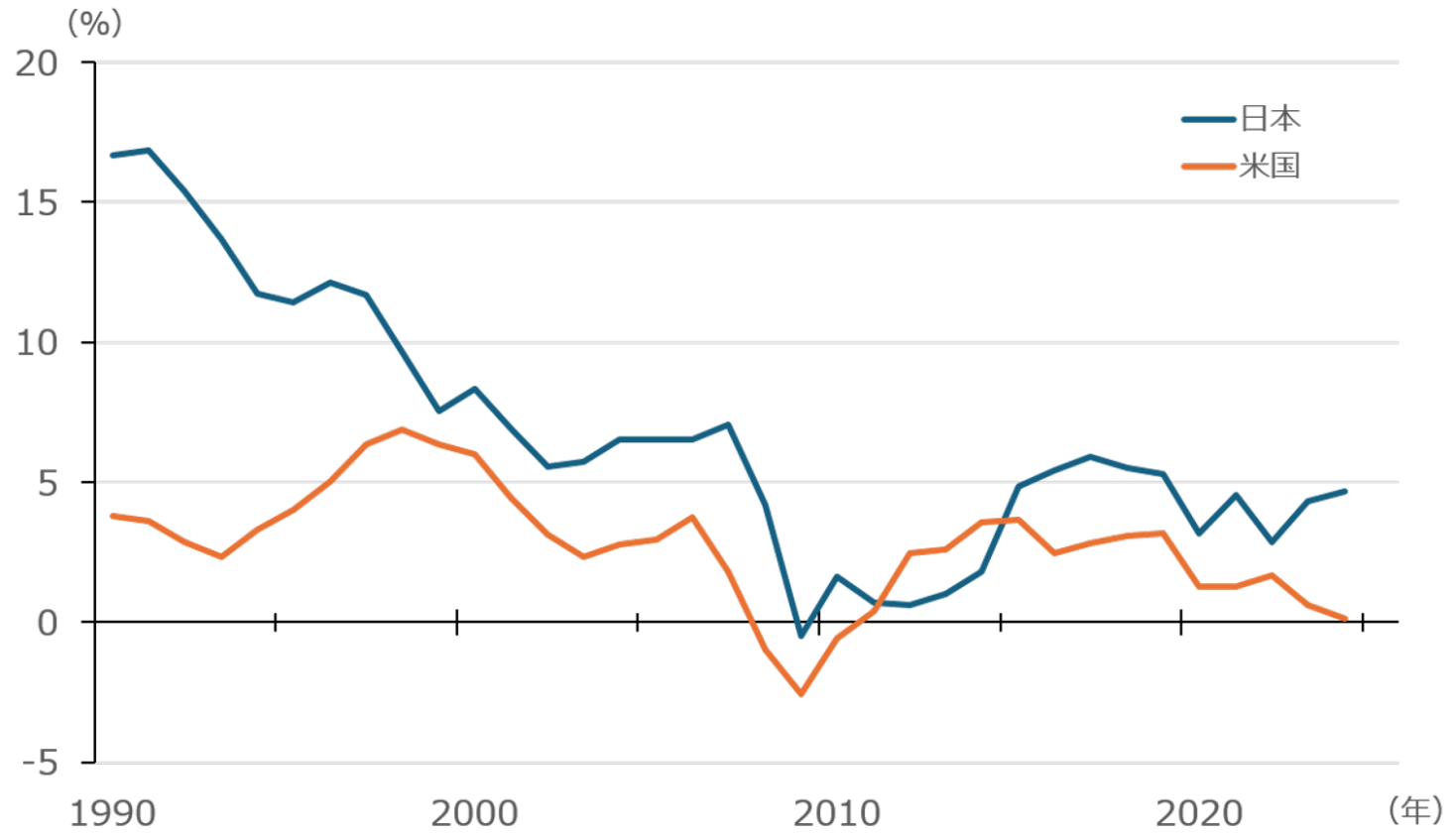


ハイパースケーラーのフリーキャッシュフロー



（出所）Bloombergより大和総研作成

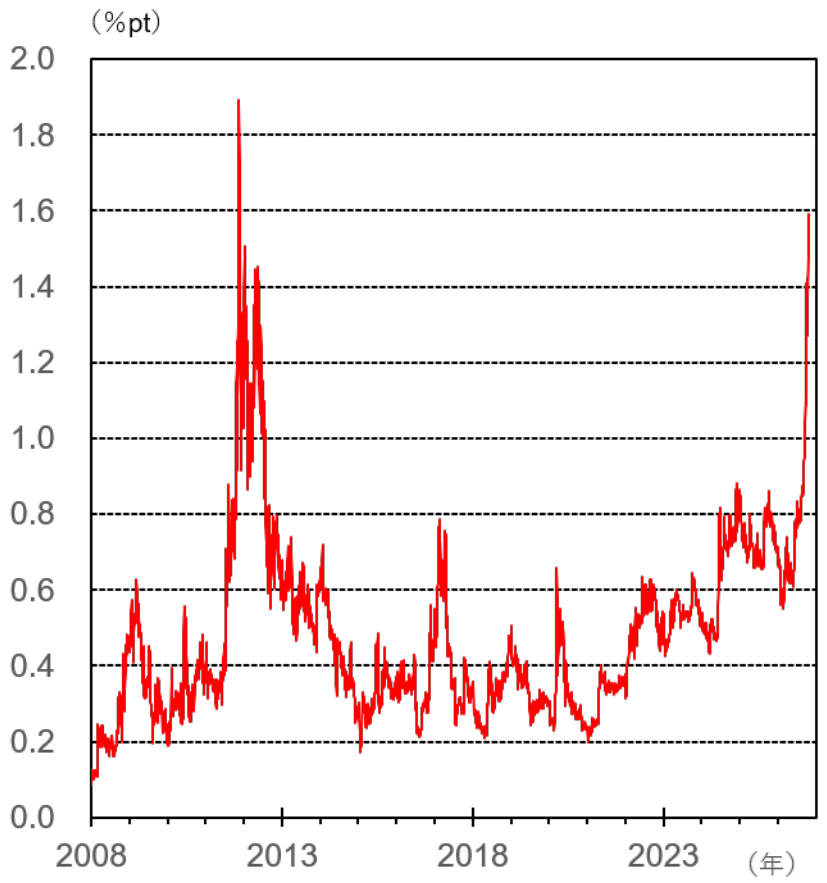
13. 日米の純貯蓄率の推移



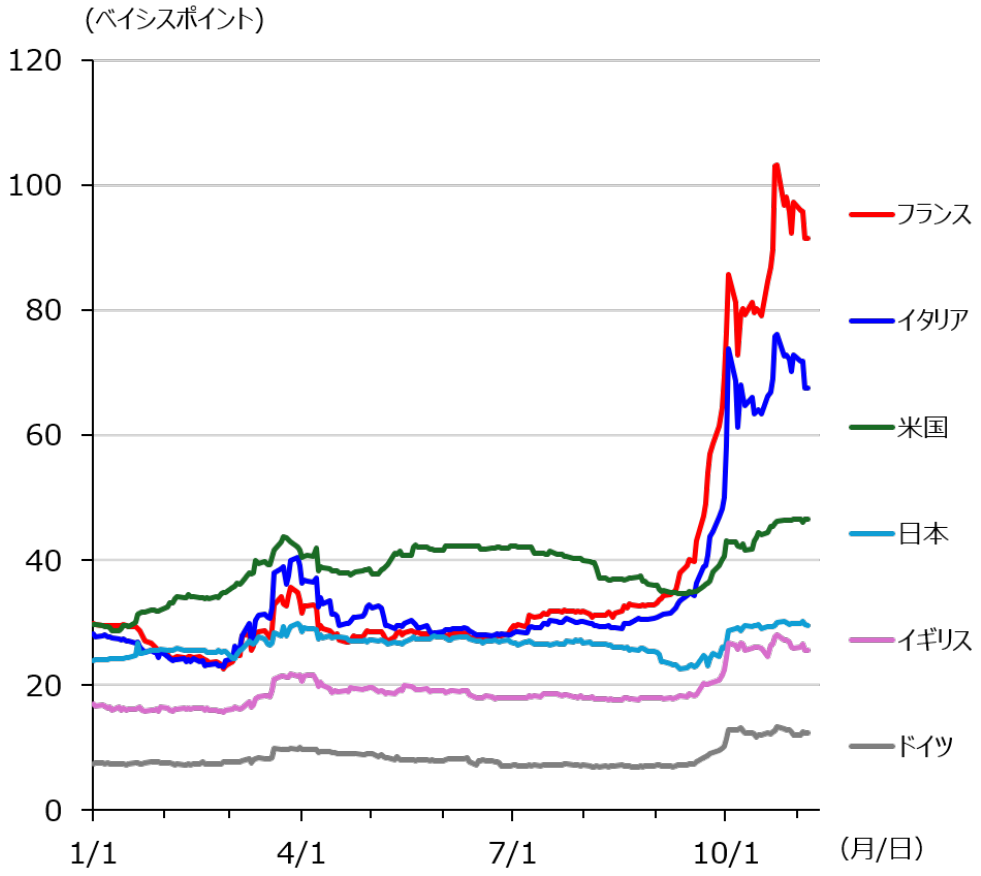
（注）貯蓄率は家計および企業、政府の所得のうち消費に回されず貯蓄された額をGDPに対する比率で示した指標。貯蓄額は可処分所得から最終消費支出を差し引いて算出する。純貯蓄額は貯蓄額から固定資本減耗（減価償却）を差し引いて算出する。
（出所）OECD より大和総研作成

14. 独仏10年国債利回り格差と主要国CDSの推移

仏10年国債利回り－独10年国債利回り

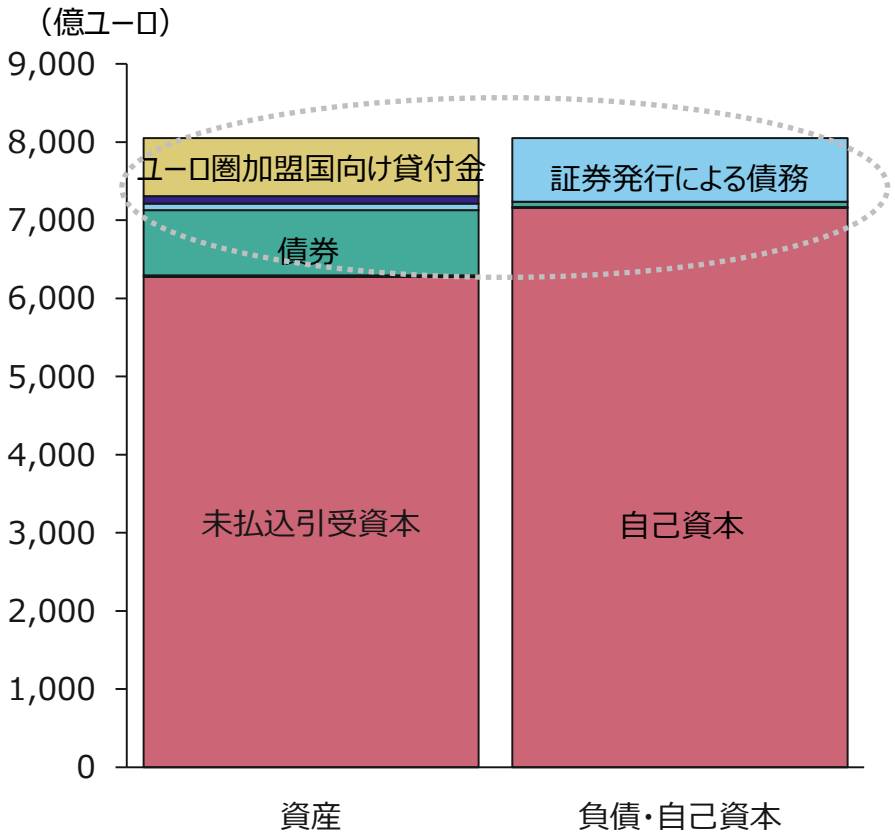


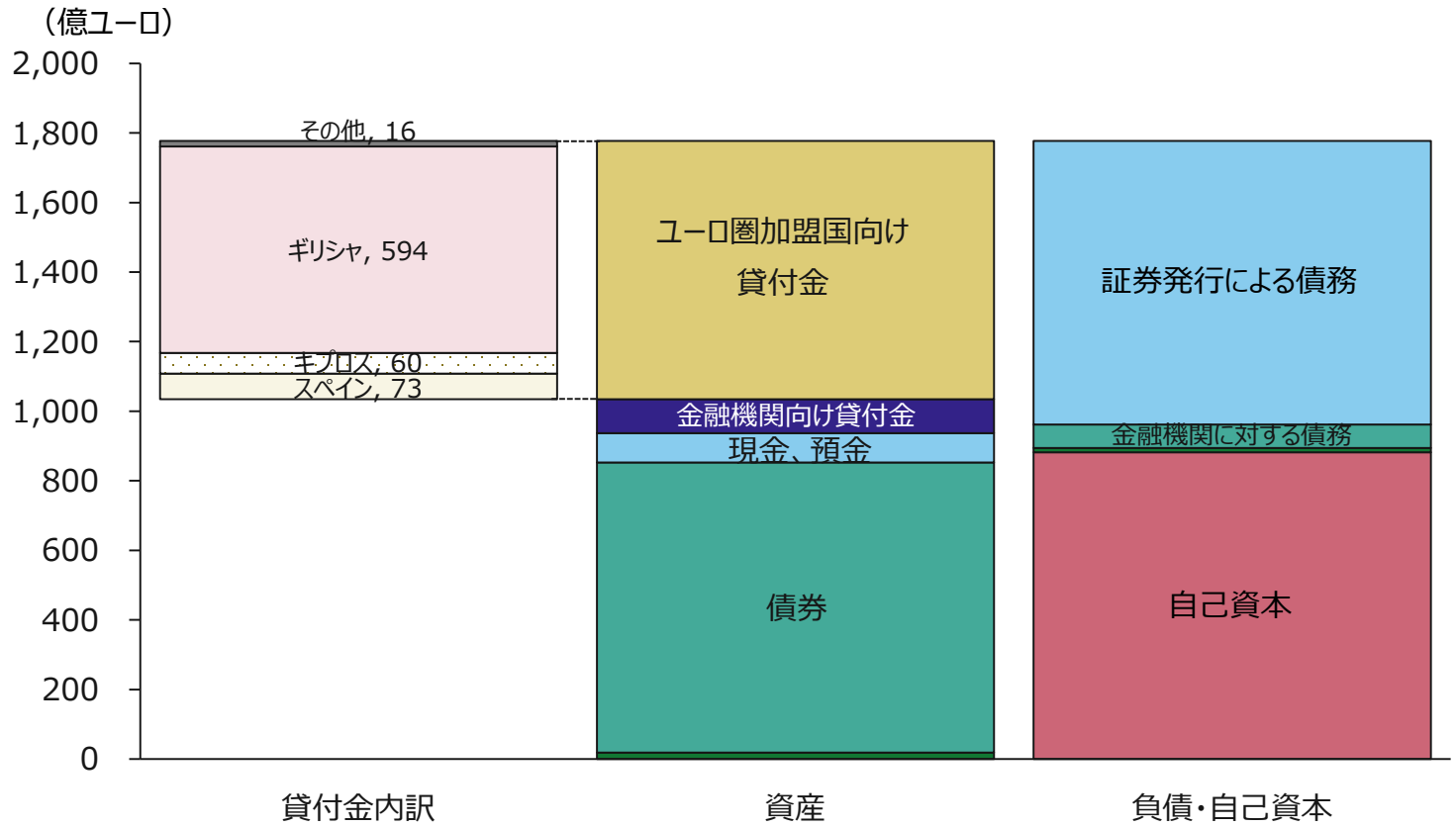
主要国CDS



（出所）Bloomberg より大和総研作成

15. 欧州安定メカニズム(ESM)の構造と国債買い切りプログラム(OMT)の発動条件





厳
緩

ESMは、資金を貸し付ける代わりに、支援を受ける国に対し財政・構造改革等の「条件(コンディショナリティ)」の順守を求める
①マクロ経済調整プログラム(EAP)
②より強化されたコンディショナリティを伴う信用枠(ECCL)
③予防的なコンディショナリティを伴う信用枠(PCCL)
ECBの国債買い切りプログラム(OMT)を発動するには、①または②が前提となる

(出所) ESM、ECBより大和総研作成

16. SAAとTPAの比較

比較項目	Strategic Asset Allocation (SAA)	Total Portfolio Approach (TPA)
基本的な考え方	資産クラスごとの管理・最適化（部分最適）	ポートフォリオ全体の統合管理・最適化（全体最適）
管理対象	株式・債券等の資産クラス別	資産横断的なリスク・ファクター別
資産配分	事前に設定した政策配分を維持するようリバランス	全体目標の下、投資環境に応じて機動的に配分
評価・リスク管理	資産別ベンチマークとの比較、トラッキングエラー管理	全体目標の達成度を評価。リターン・リスクに加え、流動性等も考慮
不確実性への対応	長期的な期待リターン・リスクを基礎に配分を決定	地政学リスク、インフレ、技術革新等の変化・ショックも考慮
ガバナンス・運営	理事会等が資産配分を承認・統制。管理・説明が容易	CIOへの権限委譲、資産横断的な分析機能・人材が必要

（出所）科学技術振興機構（JST）資料より一般社団法人東京国際金融機構作成

17. アセットオーナー・プリンシプル

【原則 1】 運用目的・目標・方針の策定と環境変化を踏まえた見直し	【原則 2】 専門性を備えた人材・運営体制の整備	【原則 3】 受益者等の利益に資する運用とリスク管理	【原則 4】 運用状況の情報提供と説明責任	【原則 5】 投資先企業の持続的成長に資する取組
【補充原則】 1-1. 受益者・運用目的の明確化・環境変化を踏まえた見直し 1-2. リターン・リスク目標及び基本PF等の運用方針の設定 1-3. 専門的知見に基づく意思決定ができる組織体制の構築 1-4. 運用方針の定期的な検証・見直し	【補充原則】 2-1. 監督・執行が機能するガバナンス体制の構築 2-2. 必要に応じた、外部人材・外部組織の活用	【補充原則】 3-1. 幅広い運用方法の比較検討 3-2. 分散投資、分別管理等適切なリスク管理 3-3. 運用目的・目標の達成に資する観点からの運用委託先選定 3-4. 運用実績等だけでない総合的な評価による運用委託先選定 3-5. 運用委託先・運用方法の定期的評価・見直し	【補充原則】 4-1. 説明責任を果たすよう適切な方法で情報を提供 4-2. 他のAOとの比較が可能な形式での情報提供も検討	【補充原則】 5-1. スチュワードシップ責任の履行 5-2. サステナビリティ投資の実施

（出所）金融庁より一般社団法人東京国際金融機構作成