

### 日本の実質金利、「主要国比」9年ぶり低位

円安・株高の持続支援、金利の上昇や日銀追加利上げにも

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

[info@j-pulse.co.jp](mailto:info@j-pulse.co.jp)

2024/4/12 (金)

日本の実質金利は主要国比で約9年ぶりの低位となっており、基本的な円安と株高のトレンド持続が支援されやすい。OECDのCPI（消費者物価指数）統計をベースにした「名目10年債金利－CPI前年比」の参考実質金利によると、2月時点で主要通貨国（米国、ドイツ、英国、スイス）－日本の実質金利差は2015年以来の主要国上振れ・日本下振れとなっている。足元でも日本では円安・資源高などで期待インフレ率が上昇し、実質金利は低下となっているが、先行き名目金利の上昇や日銀追加利上げの要因としても無視できない。

#### 内閣府、22年以降は実質金利差と為替関係再確認

「2020年のコロナ禍以降には、米日の実質金利差とドル/円レートの連動性が失われていた。しかし、2022年に入ってから実質金利差の変動に即してドル高・円安が進み、実質金利差と為替水準の関係が再確認されるようになっていく」――。

内閣府では2022年以降のドル高・円安に関連して、このような検証分析を示している。その中では「2022年以降には日本での継続的な物価上昇によって他国との相対価格比が変化し（デフレ＝円の実質価値上昇＝円高圧力の後退）、円安の要因となり、実質金利差の変化も円安に寄与している（名目金利は低位持続－物価上昇＝実質金利押し下げ）」といった指摘もなされていた。

実質金利については4月9日、国会に出席した植田和男日銀総裁が「3月のマイナス金利解除後も、実質金利は大幅なマイナスで推移する」と発言。こうした緩和的な金融環境が「中小企業の経営環境を含め、経済・物価をしっかりと支えていく」という考えを示している。

その中でOECD統計での先進国CPI（消費者物価指数）をベースにした「名目10年債金利（月間最高）－CPI前年比」による参考の実質金利によると、直近2月には日本の実質金利が主要国比で約9年ぶりの低位となった。為替相場ではドル/円、クロス円（円の対非ドル通貨）で円安持続の要因となるほか、他国比での実質金利低下は日本株にプラスの材料となる。基本的な円安・株高のトレンド継続が支援されやすい。

具体的に主要通貨国（米国、ドイツ＝ユーロの代表国、英国、スイス・フラン）－日本の実質金利差は、2月に平均で+2.4%の主要国優位となった。昨年10月の+2.5%に続き、2015年3月以来（+3.1%）約9年ぶりの主要国上振れ幅（日本は下振れ）となっている。

2015年3月の場合、実質金利差での海外優位もあり、ドル/円の月間ドル高値は同月の122円台から「3－5カ月後」となる同年6－8月の125円超えまで、慣性的にドル高トレンドが持続となっていた。

その前でいえば「主要国－日本」実質金利差の平均は、1998年3月の+3.4%以来という開き幅となっている。1998年時もまた、ドル/円の月間ドル高値は3月の133円から「5カ月後」となる8月の147円超えまでドル高モメンタムが慣性的に継続となっている。

こうした過去実績を踏まえると、今年は少なくとも2月から3－5カ月後となる5－7月にかけて、ドルの上値余地残存とドル高継続が注目されやすい。今年7月といえ、ここに来てドル安要因となるFRBの利下げ開始が6月から7月に後ズレという観測も浮上しつつある。

#### 足元でBEI過去最高に、実質金利を押し下げ

具体的にOECD統計を参考にした「名目10年債金利（月間最高）－CPI前年比」による各国の実質金利と、それによる「主要国－日本」の実質金利差については、2月時点で米国が+3.2%の優位（1月の+2.5%や昨年12月の+2.7%から再上昇）、ドイツが+2.0%の優位（2015年3月以来の上振れ幅）、英国が+2.5%の優位（2015年3月以来の上振れ幅）、スイスが+1.8%の優位（1月の+1.1%や昨年12月の+0.9%から再上昇）となっている。

こうした実質金利差での他国優位は現在もなお、対円での各通貨の上昇や下支えを底流でサポートしている。

足元の日本では「名目金利－期待インフレ率」での実質金利に影響する期待インフレ率が、改めて上昇となってきた。背景としては円安・資源高のほか、各国での物価指標の下げ渋りや米中などでの指標の底堅さなどが影響している。まだ名目金利の上昇度合いは限られているなか、実質金利は押し下げに作用している。

期待インフレ率の参考値としては、新発10年国債から物価連動債の利回りを差し引くことで将来の物価上昇予想を示すブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）がある。ブルームバーグ算出による10年物のBEIは、4月10日に1.44%超えの上昇場面があり、直近最高である昨年11月の1.418%を上回ってきた。データのある2004年以降では、最高水準となっている。

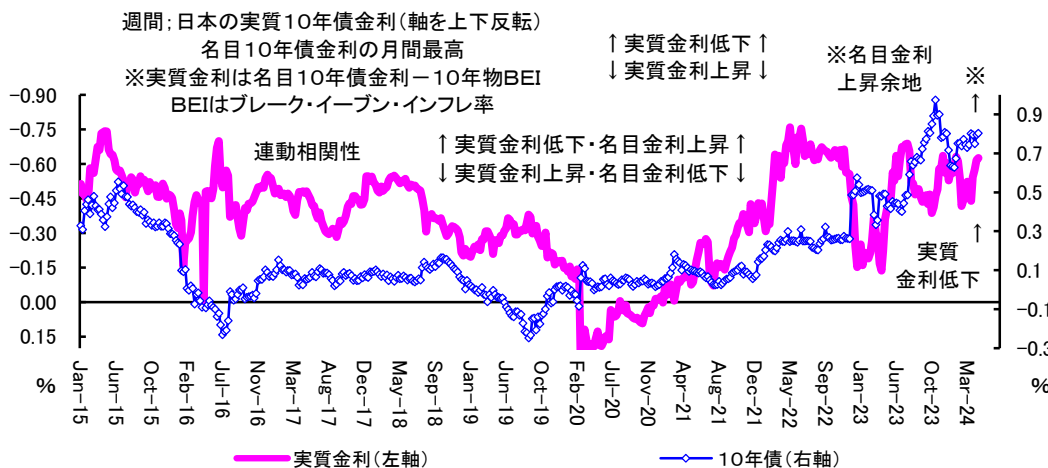
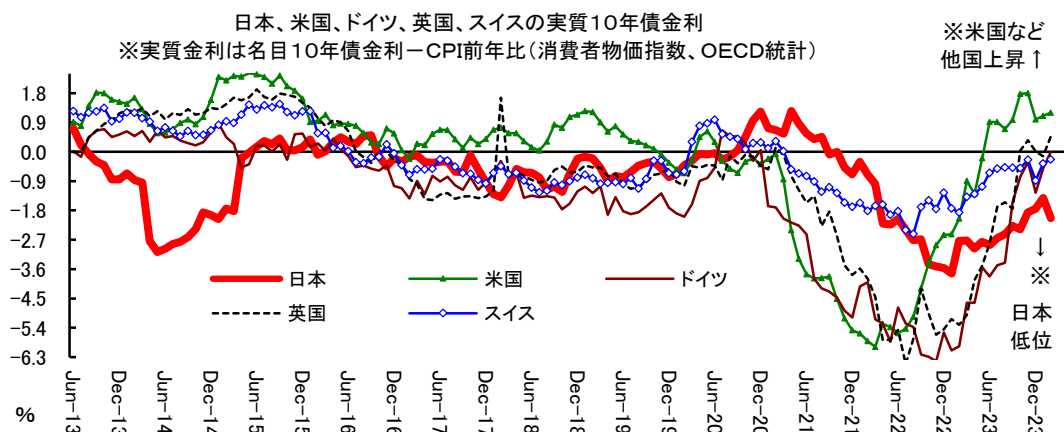
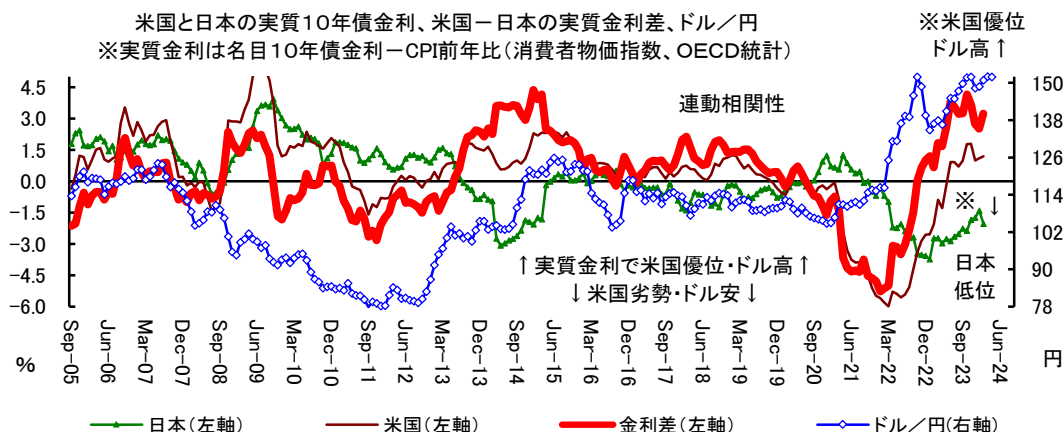
結果「名目10年債金利－10年物BEI」による参考の実質金利は9日の終値時点で－0.63%となり、週

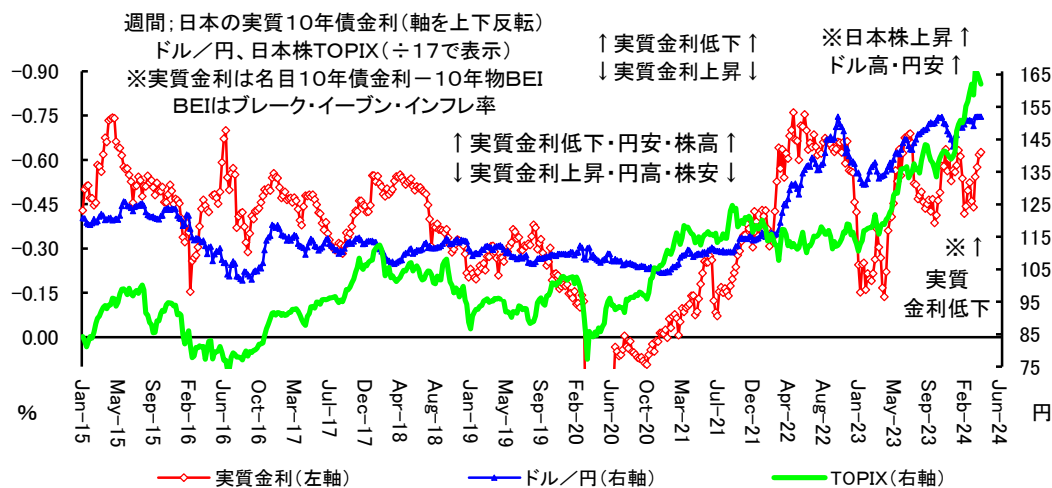
末値比較では1月19日週以来の低水準に低下している。昨年12月の-0.64%や7月の-0.69%以来という大幅マイナスとなってきた。底流部分で円安の持続や、日本株の過熱調整の範囲を超えた下落の抑制要因となっている。

一方でBEIの上昇と実質金利の低下は、先行きインフレ期待の上昇が示唆されるほか、リスク選好と円安の支援、株価や不動産といった資産価格の押し上げ効果などになり、10年債の名目金利上昇や日銀による追加利上げの後押し材料にもなりやすい。過去は実質金利の大幅低下後には、時間差を経て名目

金利が逆行上昇となるパターンも観測されてきた。

日銀の政策修正でいえば、2022年12月に初めてYCC（イールド・カーブ・コントロール、長短金利操作）の修正に着手した際、「名目10年債金利-10年物BEI」による参考の実質金利は前月の11月に-0.66%へと低下していた。昨年7月のYCC再修正時も、直前段階で-0.69%に低下となっていた。日銀はBEIや実質金利を明確な判断材料としていないとはいえ、足元での大幅なBEI上昇と実質金利の低下については、今後の物価見通し上方修正や追加利上げに与える間接影響が無視できない。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。