

日本の実質金利「過剰下振れ」修正の上昇鈍化 金利再低下＜物価下げ渋り＝実質金利抑制、持続性焦点

(株) ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2024/9/30 (月)

日本の実質金利（名目金利－期待インフレ率や物価変動率）は、過剰な下振れマイナスからの修正的な上昇が鈍化してきた。依然マイナス圏にあり、日本株の下支えや円高抑制の要因として注目されやすい。昨年以降は日銀の超緩和策修正等で名目金利が上昇する一方、物価は急激な円安・資源高のペース鈍化などでプラス幅を縮小させてきたが、足元では「名目金利が再低下＜物価は下げ渋り」もあり、実質金利の上昇が抑制されている。目先は内外の物価、金利、政治、政策などをにらみつつ、持続性が焦点となる。

実質金利、昨年以降のマイナス幅縮小が一服

「日銀は今年7月にかけて利上げを2回行ったが、恐らくまだ中立金利より低い水準にあり、あるいは実質金利が現在もマイナスで、金融は緩和的な状態が維持されている」、「これはすでに2%を超えている消費者物価総合（CPI）の上昇率をもっと上げようとしているわけではなく、『基調的な物価上昇率』がまだ2%を下回っていて、もう少し上がることが物価目標との関係で望ましいと考えているため」――。

日銀の植田和男総裁は9月20日、政策会合後の会見で「なぜ2年以上も物価2%以上が続きながら、現在も物価2%目標に向けた政策努力を続けているのか」といった質問に対し、このような回答を行っている。

その中で最新9月の東京都部コアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）は、前年比+2.0%の上昇となった。政府による電気・ガス補助金の再導入のほか、過度な円安・資源高の修正などもあって、前月の+2.4%から低下している。5月以来の低水準となってきた。

改めて円安・資源高といったコスト・プッシュ要因ではなく、需要が反映されたディマンドプルな「良い物価上昇」の力不足を示唆するものだ。植田総裁が指摘する「基調的な物価上昇率は、まだ2%以下」を示すもので、日銀による追加利上げの時期遅延や、今後の合計利上げ幅の縮小につながりやすい。

それでも良くも悪くもながら、日本の国債市場では「基調的な物価上昇率」の伸び悩みも一因となる形で、名目の10年債金利が再低下となっている（国債価格は再上昇）。一方でコアCPIは低下ながらも、まだ+2%は維持された下げ渋りにある、結果、日本の実質金利（名目金利－期待インフレ率や物価変動率）は、過剰な下振れマイナスからの修正的な上昇が鈍化となってきた。依然マイナス圏の領域にあり、日本株の下支えや円高抑制の要因となりやすい。

参考の実質金利でいえば、9月の名目10年債金利は27日時点での月間最高が0.93%となっている。直近最高である今年5-7月の1.1%前後からは、低下となってきた。結果、「10年債金利・0.93%－東京都部コアCPI・2.0%」による参考の実質金利は-1.1%となっている。昨年1月の-3.7%を直近最低とした上昇が、今年4月の-0.7%で修正一服となってきた。プラス圏への正常化を前に足踏みとなっており、植田総裁が指摘するような「金融の緩和的な状態」が維持されている。

同ベースの実質金利はトレンドとして、5カ月移動平均の方向角度が金利低下方向の下向き化への再転換となってきた。昨年3月以降、18カ月におよぶ実質金利の上昇トレンドが一服となっている。過去は時間差ケースを含めて、日経平均株価の下限切り上がりが見えだしてきている。

昨年以降の名目金利は、日銀による長期金利抑制策の修正などで上昇となっている。かたや物価は2022年にかけての急激な円安・資源高のスピードが鈍化してきたことで、過度な上振れの是正へと移行。実質金利はマイナス幅を縮小させてきた経緯がある（方向性は上昇）。

米FF・長期金利や原油・為替が前年比マイナス、

目先は内外の物価、金利、政治、政策などをにらみつつ、「名目金利は再低下＜物価は下げ渋り＝実質金利抑制」の持続性が焦点になる。名目金利の低下は海外発の金利低下余波、物価の下げ渋りと下振れ抑制は、日銀による物価2%安定化努力や賃上げ基調などが支援材料となる。

目先の名目10年債金利については、次期首相を選ぶ27日の自民党総裁選で「日銀の政策正常化尊重」の石破茂元自民党幹事長が勝利したこともあり、一定の金利上昇余地がある。

一方で9月以降の金利再低下については、日銀の植田総裁が利上げを急がない方針を示したことや、「金利のある世界の復活」などを含めた国債への需要、過度な円安・資源高の修正による物価上振れ圧力の緩和などがある。

さらに日本の新首相とは関係なく、日本の金利再低下は海外要因が大きい。米国など海外景気の悪化懸念や、米欧などでの利下げ転換と裏表でのインフレ低下、連動した米国など海外での長期金利低下、原油など資源相場下落、中国の過剰生産や不動産バブル崩壊などによるデフレ圧力といった要因がある。

米国要因でいえば、日本企業は米国での現地生

産・販売や米国向け輸出などの依存度が高く、米日の金利は連動性が強い。現在の米国では9月からFRBが利下げを開始しており、FF金利・政策誘導目標、連動する形で米10年債金利は、前年同月比でマイナスの低下に転じてきた。

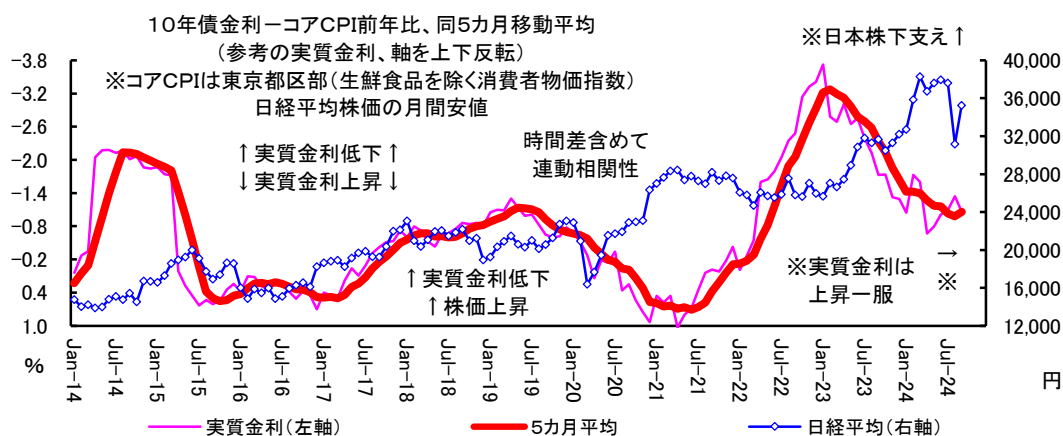
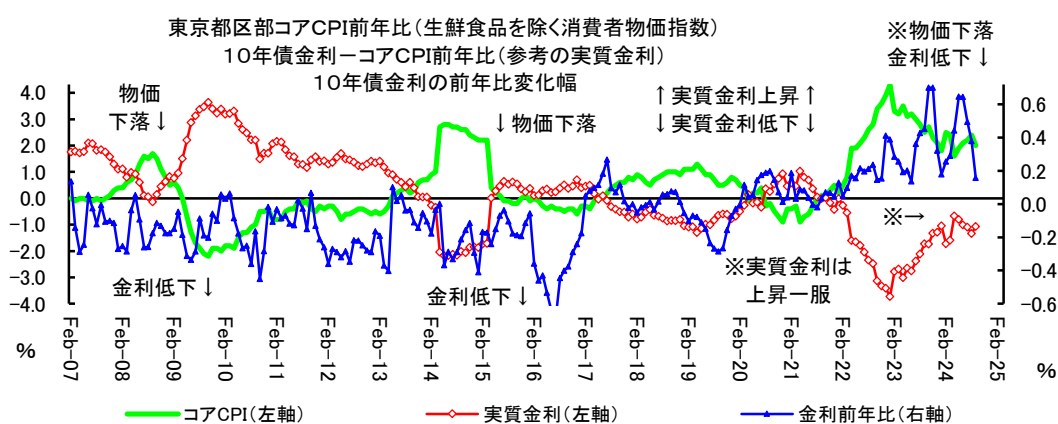
月末値ベースでFF、米10年債金利が同時に前年比マイナスとなるのは、2021年1月以来となるものだ。過去1980年代以降の長期実績として、双方が前年比マイナスとなる局面では、時間差ケースを含めて日本の10年債金利も前年同月比でマイナス化となる連動性が観測されている。

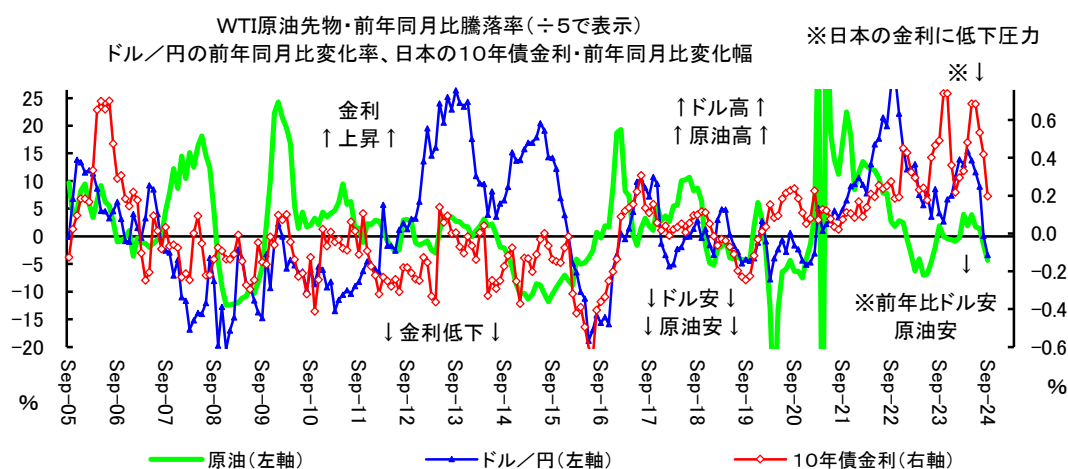
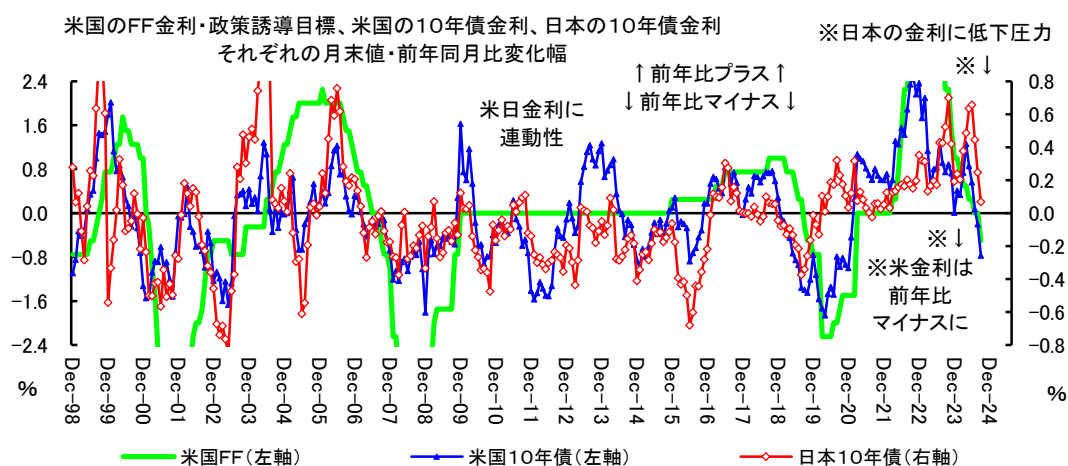
その点で日本の10年債金利の当座の上限メドで参考になる1年前の月間最高は、昨年10月が0.96%、11月が0.97%、12月が0.81%などとなっていた。当座は米国金利の低下に連動して「前年比マイナス」

となれば、同レベル以下での金利低下圧力が掛かってくる。

現在の日本の物価については、輸入物価発で影響のあるWTI原油先物、為替ドル/円ともに、前年比で原油安、ドル安（円高）となっている。9月は原油の月間安値が前年比-21.8%と、昨年7月以来の大幅下落となってきた。ドル/円の月間ドル安値は前年比-3.4%のドル安で、こちらは実に2021年2月以来、43カ月ぶりのマイナス転換となっている。

過去の長期実績として、WTI原油先物とドル/円が前年比下落（原油安とドル安・円高）となるケースでは、日本での物価下落圧力や米国など海外景気の悪化反映により、日本の10年債金利も前年比で低下となる連動性が観測されている。





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、複製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。