

金利－物価の実質金利、米日は米優位持続

米国は物価抑制で高位必要、日本は物価までの金利に距離

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2025/2/26 (水)

為替ドル/円に影響を及ぼす「米国－日本」の実質金利差は、米国優位が持続となっている。現状からのドル安・円高の度合い抑制や、ドルの上値は限られてもレンジ安定化に寄与しやすい。実質金利は名目金利－期待インフレ率（物価変動率）で算出されるが、最新1月の物価指標は米日ともに高止まりとなるなか、米国はトランプ・インフレへの予防等で政策金利の低下抑制と実質金利の高位維持が必要になっている一方（金利＞物価）、日本も日銀が金利＞物価の方向を目指しているが、物価上昇に金利が追いつくには距離がある。

日本は金利＜物価、米国は金利＞物価が持続

「日銀の政策金利を現行の0.5%程度から0.75%程度に引き上げたとしても、引き続き（物価上昇の影響を除いた）実質金利は大幅にマイナスであり、経済を引き締める水準にはまだ距離がある」、「日銀短観や日銀の生活意識アンケート調査などによると、企業や家計の予想物価上昇率（期待インフレ率）はしっかりと高まっており、おおむね2%程度の水準に達している」――。

日銀の田村直樹審議委員は2月6日、講演でこのような見解を示した。その後の日銀による追加利上げ時期の前倒し観測や利上げ最終水準（ゴール）の切り上がり観測、長期金利上昇、為替円高の引き金を引く一因となっている。

1月後半以降はその他の日銀幹部発言や、政策会合の主な意見でも、「実質金利マイナスの修正」に向けた利上げ支持論や長期金利上昇の容認論が目立っている。一方で実質金利は名目金利－期待インフレ率（物価変動率）で算出されるが、田村氏の利上げ支持でも「政策金利0.75%（無担保コール翌日物）－期待インフレ率2%」で、実質金利は－1.25%とマイナス推移が続く。

日本の名目10年債金利は21日にかけて1.47%方向に急上昇する場面があったが、それでも実質金利は－0.53%のマイナスだ。これから日銀は金融正常化に向けて、実質金利マイナスの修正を強化していく可能性はある。しかし、現状の期待インフレ率の推計2%（田村委員）や、日銀の物価目標2%を目安とすると、実質金利のマイナス脱却につながる政策金利や10年債金利の2%方向までの上昇には距離がある。

現状から短期間でいずれかの金利が2%に上昇するとすれば、「急激な引き締めショック」となってしまふ。円高・株安の激化のみならず、日本の景気腰折れや、石破政権が現在も警戒しているデフレ逆戻

りが現実化となる。その点で日本の実質マイナス金利修正までには、一定の時間を要する。これから為替円高などにより、物価が2%割れ方向に低下してくると早期実現の可能性はあるが、その場合は「日銀の物価2%目標」が実現されないというジレンマがある。

日本の最新1月CPI（消費者物価指数）は、総合ベースで前年比＋4.0%の高水準となった。同じ1月に10年債金利も上昇となり、月間最高で1.26%となっている。単純に「10年債金利－CPI前年比」による参考の実質金利は、－2.7%という計算になる（金利＜物価）。昨年12月の－2.5%や、直近最高である昨年10月の－1.3%からは下振れの再低下となってきた。

かたや米国では1月のCPIが前年比＋3.0%となり、こちらも高止まりとなっている。米国では1月に10年債金利が、月間最高で＋4.81%となっていた。米国の参考・実質金利は＋1.8%となり、12月の＋1.7%から上昇したほか、11月の＋1.8%と並び、2023年11月以来の高水準に再上昇となっている（金利＞物価）。

米優位持続、ドル安の度合い抑制やドル安定化に

米日の参考・実質10年債金利では、1月に「米国（＋1.8）－日本（－2.7）」の金利差が＋4.5%の米国優位となっている。12月の＋4.2%や直近最低である昨年3月の＋2.7%から米国の優位幅が拡大となり、1998年以来、約26年ぶりの大幅な開きとなってきた。

あくまで参考の実質金利差ながら、過去の長期実績として為替ドル/円と密接な相関性を有している。足元ではドル安・円高の圧力が強まっているが、中長期スパンではドル安の度合いの抑制や、ドルの上値は限られる中でのレンジ安定化が支援されやすい。

米日の1月CPIでいえば、同じ「生鮮食品とエネルギーを除く」ベース（米国はコアCPI、日本はコアコアCPI）で、米国は前年比＋3.3%、日本は＋2.5%となっている。1月に政策金利は米国がFF上限4.50%であり、参考の実質政策金利は＋1.2%となっていた。日本の政策金利は1月に利上げでも0.50%で、実質金利は－2.0%のマイナスとなっている。単純な参考の実質政策金利差は、米国－日本で＋3.2%の米国優位となっている。

12月の＋3.45%や直近最大である2023年9月の＋5.70%からは米国の優位幅が縮小してきたものの、米国優位のプラス基調は持続したままだ。過去のドル高トレンド持続の条件である「金利差での＋3%以

上の米国優位」も保たれている。

過去の長期実績として、同金利差での米国優位のプラス局面では、ドル/円での月間ドル高値、月間ドル安値ともに、前年同月比でドル高となったり、前年水準の前後で推移するパターンが連動観測されてきた。

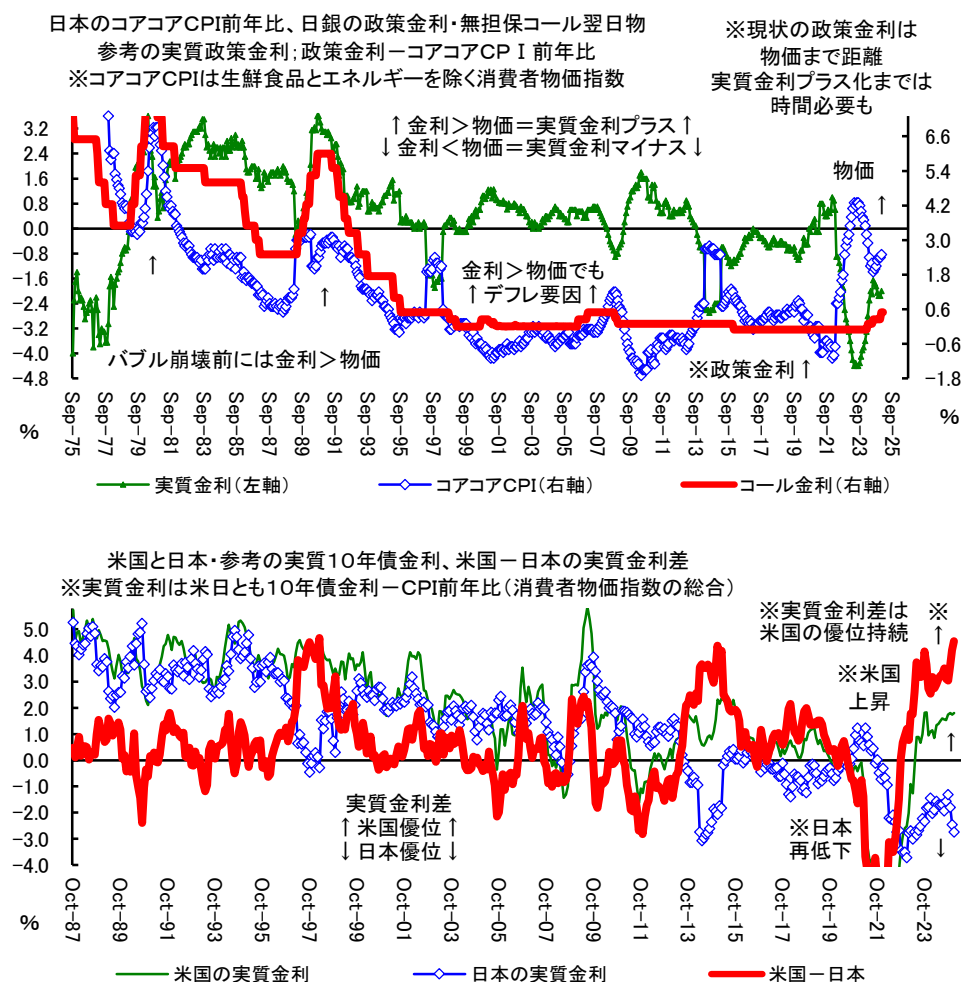
その点で当座のドル/円の参考メドになる前年の月間ドル高値と月間ドル安値は、昨年2月が150.89円と145.90円、3月が151.97円と146.49円、4月が160.17円と150.81円、5月が157.99円と151.86円、6月が161.27円と154.55円の各前後となっている。当座の各月ごとのドル上値メドや下値メドとして注目されやすい。

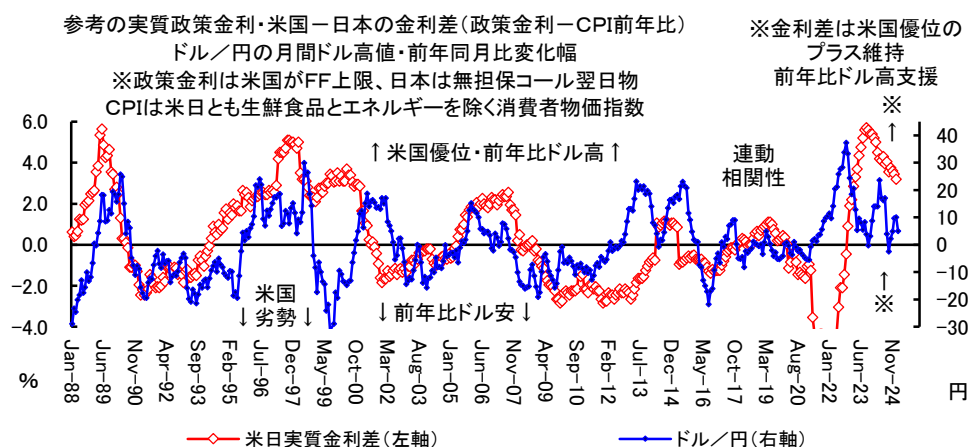
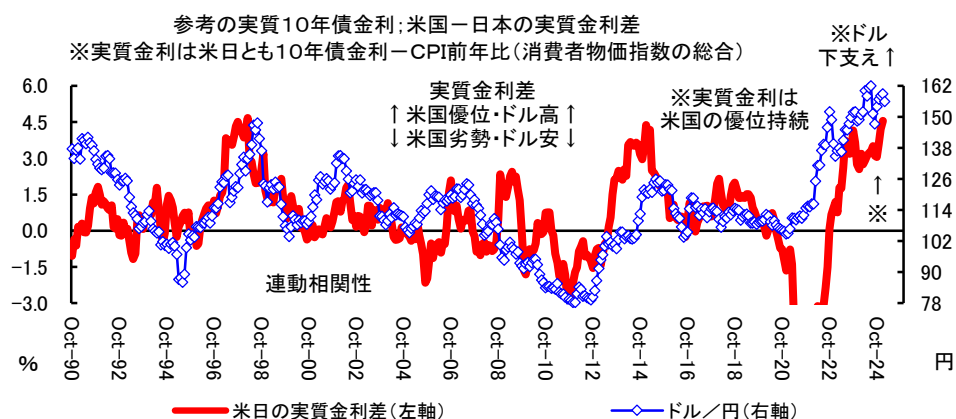
米国ではトランプ新大統領がFRBに対し、利下げを求めているものの、当座の優先課題はインフレの管理を挙げている。FRBもトランプ・インフレの予防などで、現状はインフレ警戒と政策金利引き下げの慎重化に移行してきた。その点で米国ではFRBの

政策意向、トランプ氏の理解ともに、インフレ制御に向けて実質金利は高位維持が必要となっている。

当座の米国ではFRBがインフレ警戒で政策金利は横這いを保ち、名目の10年債金利はトランプ・インフレや財政の懸念などで高止まりや下げ渋りが想定される。その中でもFRBやトランプ政権は、インフレ低下への目配りや対応策を続ける構えだ。結果、米国の実質金利は「名目金利の下げ渋り>物価の押し上げ努力」という形で、高位の持続が支援されやすい。

FRBの幹部では昨秋段階で、サンフランシスコ連銀のデーリー総裁が、「インフレ率の鈍化に伴い、物価調整後の実質金利は上昇している」という見解を示していた。かたや日本も日銀が金利>物価の方向を目指す姿勢を強化しているが、物価の上昇に金利が追いつく「実質マイナス金利の修正」には時間を要する。その点で米国ー日本の実質金利差は、しばらく米国の優位が持続となりやすい。





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。