

実質金利、日本の低位と米国の高止まり持続 円安・株高支援、日銀利上げでも効果の度合い・期間に制約

2025/8/15 (金)

日米の実質金利は日本の低位と米国の高止まりが持続となっており、底流部分で円安・ドル高と日本の株高を下支えしている。実質金利は「名目金利－物価変動率（期待インフレ率）」で算出され、日本では改めて実質金利の低位修正を含めた日銀の利上げが焦点となってきたが、金利＜物価の乖離幅の大きさや、内需と財政の脆弱性等による金利上昇余地の制約などからすると、日銀の利上げ前倒しや連続利上げでも、「米国比」実質金利引き上げへの効果の度合いや有効期間は限定的になる可能性がある。

円安・輸入物価上昇・実質金利低下・株高・円安

「需要サイドからの強い圧力で物価が上がっているという場合、金利を上げることで加熱している景気を冷やしつつ物価を下げることになるが、現在の物価高のかなりの部分が供給サイドの要因だ」、「このときに利上げで対応しようとする、景気を冷やして所得が減るから、例えば食料品に対する支出が減って食料品価格も下がることになってしまう。本当に望ましいかどうかは『うーん』と考え込んでしまう」――。

日銀の植田和男総裁は7月31日、政策会合後の会見でこのような利上げジレンマを吐露している。日本では供給要因発（コストプッシュ）の物価高に対し、日銀の利上げ逡巡や利上げペースの緩慢さが一因となる形で、実質金利は低位が持続となっている（金利＜物価）。

7月末の日銀会合後には円安と株高の加速場面が見られ、改めて日銀の利上げ観測自体は高まってきた。それでも現状の円安・ドル高と日本の株高については、底流部分で実質金利差での日本の低位と米国の高止まり持続が影響している。

実質金利は「名目金利－物価変動率（期待インフレ率）」で算出されるが、日本での金利＜物価の乖離幅の大きさのほか、植田総裁も懸念する内需の減速リスク、日本の財政の脆弱性と利払い費累増等の問題、国内金融機関の国債保有問題、こうした要因による金利上昇余地（国債価格下落リスク）の制約などからすると、日銀の利上げ前倒しや連続利上げでも、「米国比」実質金利引き上げへの効果の度合いや有効期間は限定的になる可能性がある。

日本市場では昨年以降、日銀の利上げや米大統領選の不透明感、米トランプ政権での関税打撃等などにより、円高・ドル安と株安の混乱局面が複数回、観測されてきた。それでも現状段階では長期の基本トレンドとして、円安・株高の基調が維持されている。今後についても日米の実質金利差での基本的な

「日本下振れと米国上振れ」の位置関係などが維持されている限り、上下動を挟みながらも、基本的な円安・株高の長期トレンド持続が注目されやすい。

足元の日本では緩やかながらも円安・ドル高に振れているが、こうした局面では輸入物価などの押し上げへと作用していく。物価上昇が実質金利の低下につながり（金利＜物価）、それが一段の円安を増長させる連鎖現象が観測されてきた。同時進行で円安と実質金利低下は日本の株高要因となり、リスク選好の経路でも円安が増長されるという循環連鎖が見られている。

すでに日銀の円ベース・輸入物価指数は最新7月分から前月比+2.4%と、前月の-1.6%を含めて6カ月ぶりの前月比プラスに浮上してきた。国際的な商品市況であるCRB商品指数も、円換算の月間高値ベースで8月は12日時点で前年比+5.9%となり、3月以来のプラス圏に上昇している。いずれも過去には物価押し上げと実質金利の低下、円安・株高の要因になってきた。

日本は金利抑制＜物価高、米国金利高＞物価下落

日本の実質金利に関しては、最新7月にCPIが東京都区部ベースで前年比+2.9%となっていた（消費者物価指数の総合）。それに対して名目の10年債金利は上昇となったが、月末値ベースで1.56%となっている。結果、「名目10年債金利－CPI前年比」による日本の参考実質金利は、7月に-1.34%となっている（金利＜物価）。直近最低である4月の-2.08%からは切り上がってきたが、昨年以降は-1%から-2%レンジでのマイナス推移が持続となっている。

日本ではコメなどの食品価格上昇と供給要因などで物価が高止まりする一方、名目金利は日銀の利上げ遅延や長期金利の上昇制約などで、金利の上昇幅が抑制されている。「名目金利は上昇抑制＜物価は高止まり」という構図により、実質金利は低位が定着した状態だ。

かたや米国の場合、最新7月のCPIが前年比+2.7%となった（消費者物価指数の総合）。前月と同水準ながら、直近最高である1月の+3.0%などからはインフレが落ち着いてきている。一方で名目の10年債金利は月末値ベースで7月は4.37%となり、6月の4.23%や直近最低である4月の4.16%から切り上がりとなってきた。

結果、「名目10年債金利－CPI前年比」による米国の参考実質金利は、7月に+1.67%となっている。直近最高である5月の+2.00%からは低下してきた

が、6月の+1.53%を上回っているほか、昨年8月以降は+1.40%から+2.00%のレンジで高止まりした状態だ。

米国の物価は関税懸念等による需要の鈍化や、バイデン前政権時の過剰な公的支出によるインフレ上昇の剥落、現状段階での米国内外の企業による関税値上げの抑制などで、物価の下落につながっている。一方で名目金利は、FRBによる関税インフレなどへの警戒姿勢と利下げペースの慎重化、財政懸念等による長期金利の下げ渋りなどで、金利の低下幅が抑制されている。「名目金利は低下抑制＞物価は下落」という構図により、実質金利は高止まりとなっている。

そうした中で参考実質10年債金利の「米国－日本」金利差は、7月が+3.02%の米国優位となった。直近最高である4月の+3.94%からは米国の上振れ幅が縮小してきたが、昨年12月以降は連続での+3%超えが維持されている。過去比では2005年や1997－1998年以来という、米国の大幅な上振れ状態となっている。

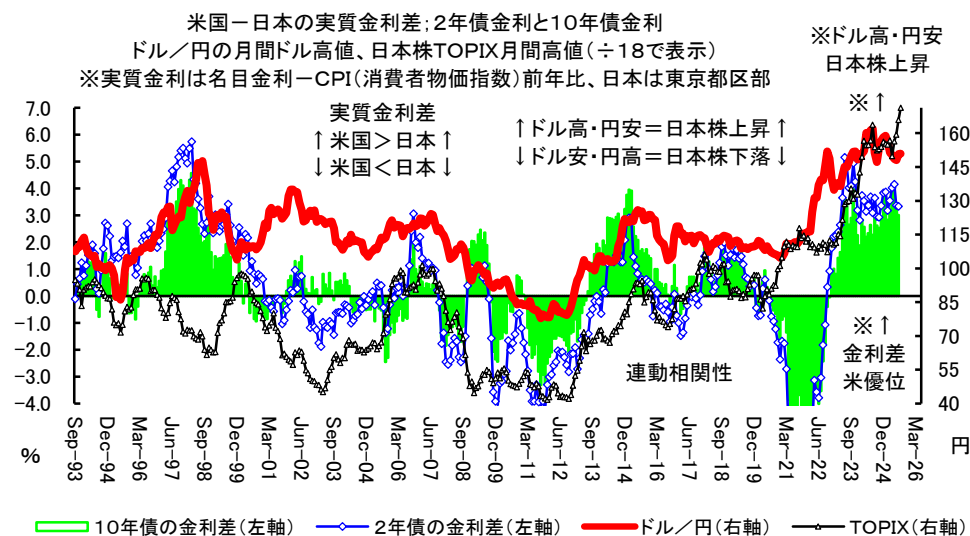
政策金利に先行性や相関性のある2年債金利でも、参考実質金利の「米国－日本」金利差は、7月が+3.33%という米国優位になった。こちらも昨年以降は+3%から+4%前後でのレンジが維持されている。

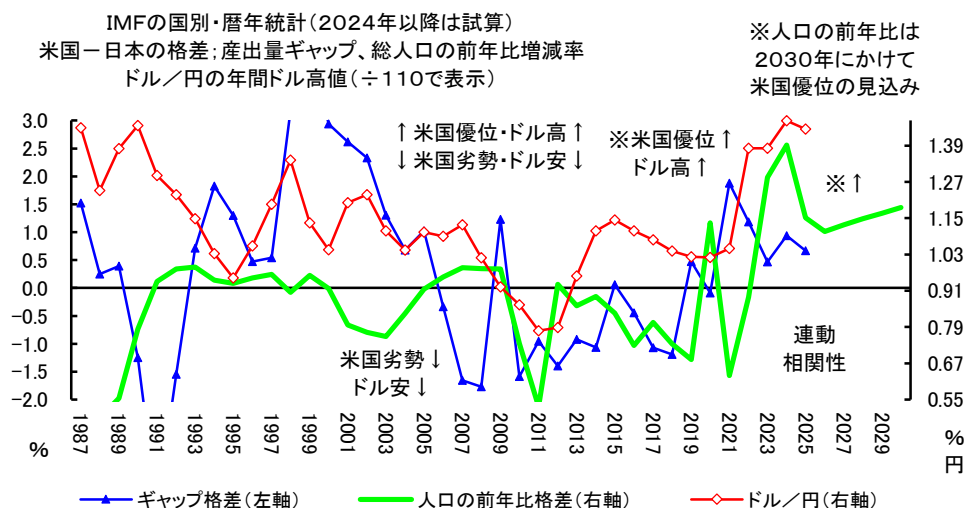
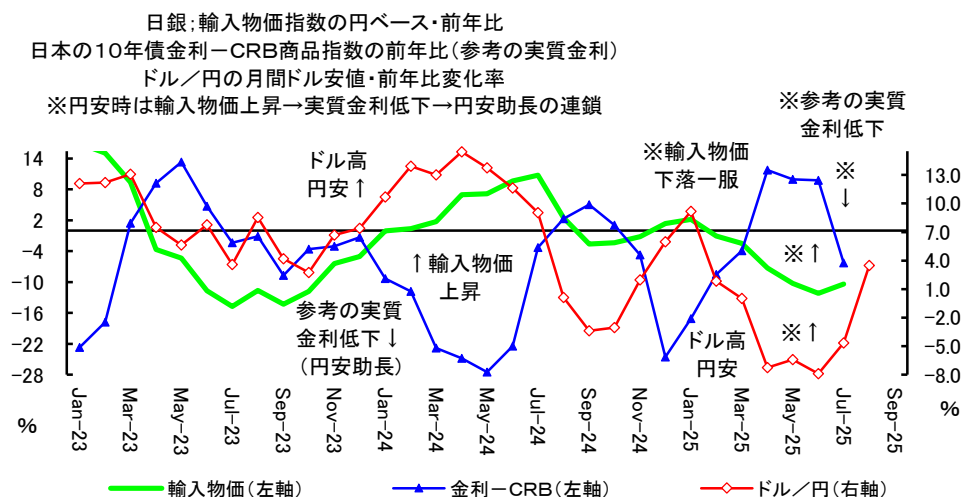
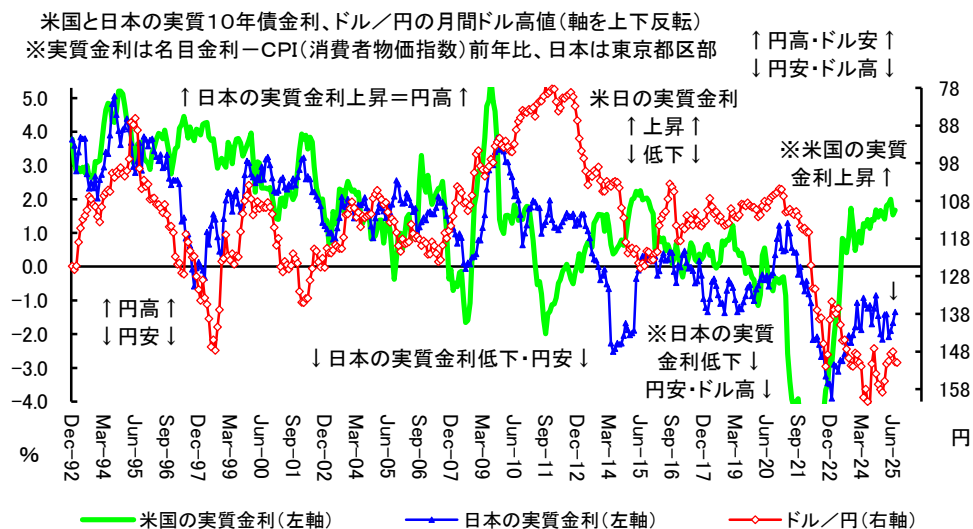
1997－1998年時以来の米国優位幅が続いた状態だ。

日米の実質金利差での米国上振れ基調については、需給ギャップや人口増減などでの米国の優位性が長期スパンでのトレンドを岩盤支援している。長期トレンドとしてのドル高・円安基調の持続にもつながりやすい。

IMFによる最新の世界経済見通しによると、広義の需給ギャップを示す産出量ギャップ(Output gap)対潜在GDP比は、国別の暦年ベースで米国が2025年に+0.51%と予測されている。日本は-0.16%のマイナスで、「米国－日本」の格差は+0.67%の米国優位となっている。過去には米国劣勢のマイナス局面もあったが、2008年の-1.77%、2012年の-1.40%が米国の劣勢ボトムとなり、米国優位のプラス基調に転換となってきた。

総人口の前年比増減率でも「米国－日本」の格差は、2025年が+1.15%の米国優位と予測されている。2024年の+1.39%からはプラス幅縮小ながら、2011年の+0.53%や2019年の+0.68%などを最低として、米国の人口優位基調が明確化されてきた。先行き2030年の予測は+1.19%であり、実現可能性の高い確度で米国の相対優位性が強まっていく見通しとなっている。





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。