

国内金利、抑制でも一段上昇でも円安余地 物価 2%持続、金利下振れは実質低下、上振れは財政懸念

国内では長期 10 年債金利が上昇となっているが（国債価格は下落）、現状からの金利抑制でも一段の金利上昇でも為替相場では円安余地が注視される。政府・日銀は物価 2% 目標を堅持させており、2% 以下での金利抑制は実質金利のマイナス持続が意識される（名目金利－物価変動率）。一方で高市政権は財政の信認維持に向けて、名目成長率が国債金利を上回る強い経済を目指しているが、一段の金利上昇は成長を阻害するほか、政府債務累増の中で利払い負担を増加させ、財政・国債の信認不安が円安の要因となっていく。

災害・地政学リスク、国債と円の戻り売り要因に

「日本では自然災害面などで予期せぬリスクがあり、ショックに対応する財政余地を増加させておく必要がある」、「ただでさえ日本では公的債務が高止まりし、利払い費の増加、高齢化社会における医療費と長期介護費の支出に関連する歳出圧力等により、2030 年までに公的債務は増加し始めると推計される」――。

IMF では今年の日審査報告で、このような警告を発している。ちょうど 12 月 8 日には高市政権が大型の財政出動策を取りまとめた直後の段階で、大規模な地震に見舞われた。現在は高市政権の政策で日本の財政・国債には不安がくすぶるなか、予期せぬ自然災害リスクや、日中関係の悪化等による地政学リスクは、日本市場での恒常的な国債の戻り売り（金利は上昇要因）、円の戻り売り（ドルなどの外貨は下があれば押し目買い）要因として注視される。

しかも 8 日の地震は、青森県三沢市に近い地域が震源であった。三沢には日本で唯一、航空自衛隊と在日米軍の空軍による共同使用の作戦基地と飛行場がある。日米の航空安保の重要拠点であり、「自衛隊の航空機が中国軍機からレーダー照射を受けた 6 日の直後の地震とあって、人為的な地震誘発はあり得ないものの、完全には無視できないタイミング」（官邸周辺筋）という見方もある。

その中で日本での長期金利上昇については 9 日、日銀の植田和男総裁が「やや速いスピードで上昇している」と警戒感を示した。例外的な金利の急上昇があれば、「積極的な国債買い入れなどを実施する」としている。

それでも為替相場のドル/円やクロス円（円の対非ドル通貨）取引との関係では、現状からの日本の金利抑制でも、一段の金利上昇でも円安余地が注視される。10 年債金利の直近最高は 1.9% 前後となっているが、2% 以下に抑えられると、政府・日銀の物価

2% 目標維持との見合いで、当座は実質金利のマイナス化が続く（名目金利＜物価）。政策金利も現状は 0.50% と低位で、物価目標の 2% 超えまでの利上げには長期の時間を要する。

現状の高市政権は財政の信認維持に向けて、名目成長率が国債金利を上回る強い経済を目指している。その中で一段の金利上昇は成長を阻害するほか、政府債務累増の中で利払い負担を増加させ、財政・国債の信認不安が円安の要因となっていく。

現在の長期金利上昇については、先行きの経済成長やマイルドなインフレ上昇が反映された「良い金利上昇」という指摘もある。実際に来春の春闘での連続賃上げなど、賃上げを伴った良い物価上昇の可能性は無視できない。

日本での賃金上昇と物価上昇、過去は円安例も

しかし為替相場では直近 2022 年以降の実績のみならず、過去 1970 年代からの長期実績を含めて、賃金上昇と物価上昇時はドル高・円安が同時進行するパターンが観測されてきた。

2022 年以降は日銀の利上げ遅延などが影響しているが、それ以外でも日本でのインフレ上昇は円の価値下落につながるほか（デフレ時は円高圧力）、物価上昇による実質金利の押し下げ（名目金利－物価、デフレ時は押し上げ）、リスク選好による円安（デフレ時はリスク回避の円高）、インフレ期待の改善や賃上げによる国際分散投資の余力改善、賃上げと消費の下支え効果による輸入増加、インフレ懸念等による国債不安、物価上昇と貯蓄取り崩しによる国債不安――などが円安の要因となっている。

こうした要因もあり、1980 年代以降の長期実績として、コア CPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）の前年比がプラスとなる局面では、「前年比での円の価値下落効果」などを通じて、ドル/円では前年比ドル高や、前年と同水準前後での推移が目立っている。

現在は政府・日銀が長期スパンで、「物価の前年比 +2%」安定化目標を堅持させたままだ。こうした目標への政策努力が続く限り、ドル/円では前年比ドル高や、前年と同水準前後での推移が長期定着していく可能性もある。

先行き一段の金利上昇による日本経済の悪化リスクでいえば、現在は日銀幹部が「中立水準以下の緩和的な環境を維持している」と強調しているが、その中でも GDP 成長率は伸び悩み、需要と供給の差を示す需給ギャップは低迷が続いている。内閣府の推計による最新 7－9 月の需給ギャップはマイナス 0.0% で、4－6 月の +0.5% や 1－3 月の +0.1% から

低下。昨年 10－12 月以来の低水準に逆戻りしている。

過去 1980 年代以降の長期実績でいえば、需給ギャップとの相対格差で 10 年債金利が +2% 前後以上の上振れになってくると、引き締め効果などでギャップは再悪化となってきた。その点、現状は直近の需給ギャップが 0.0% に対し、足元の 10 年債金利は 1.9% 超えに上振れとなっている。現状からの 2% 超えへの金利上昇は、需要抑制効果などによるギャップの悪化が警戒される。

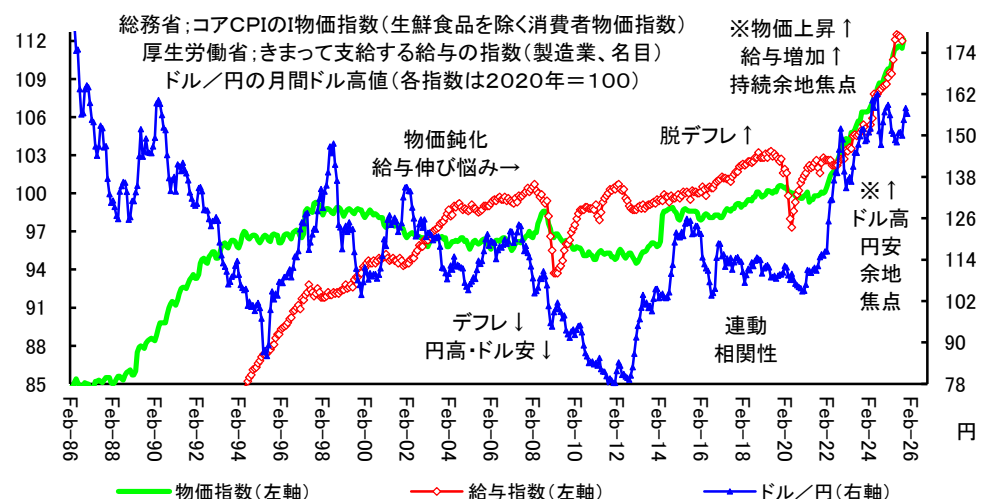
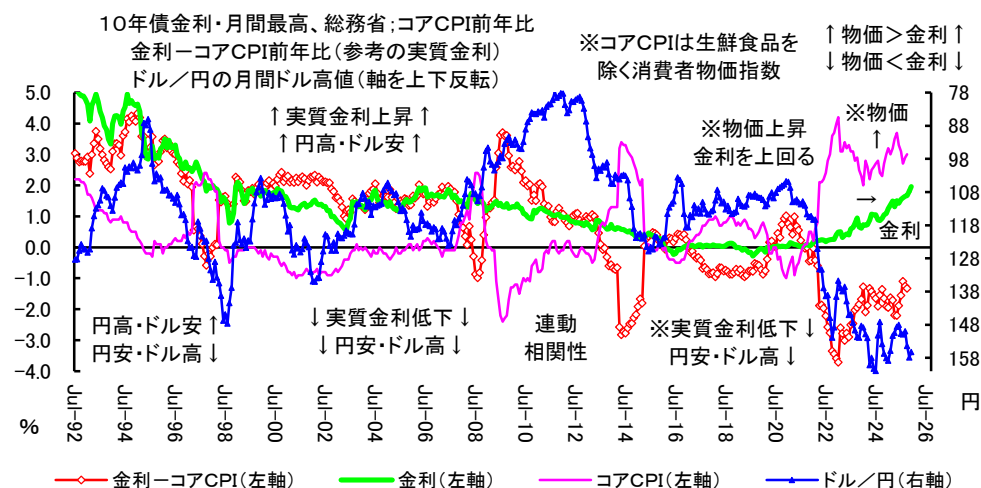
日本経済のファンダメンタルズ悪化は、円安の要因となるものだ。同時に高市早苗首相は「デフレ逆戻りの断固回避」を最優先課題に掲げているが、先行き金利上昇が GDP 成長率や需給ギャップの悪化に波及していくと、政権サイドから日銀に対し、金利上昇の抑制を含めた政策協力が求められる可能性もある。これまた円安の要因となりやすい。

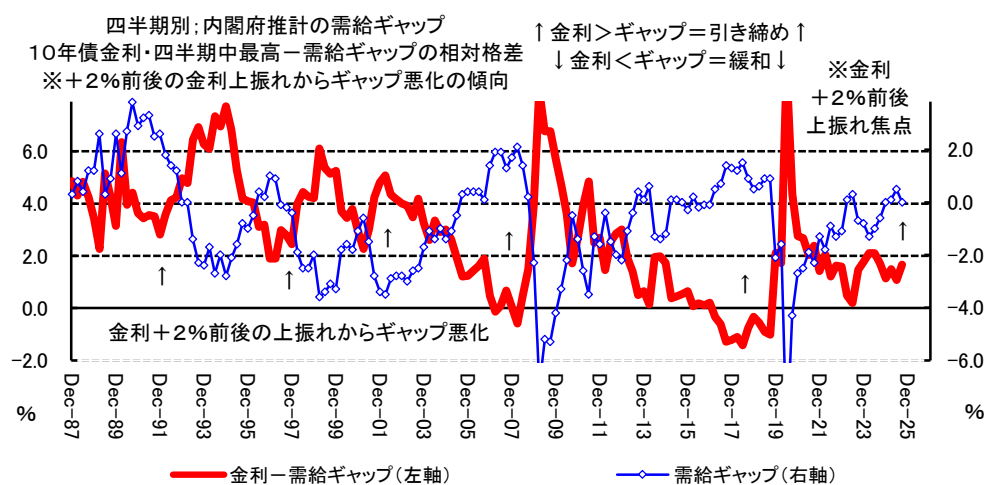
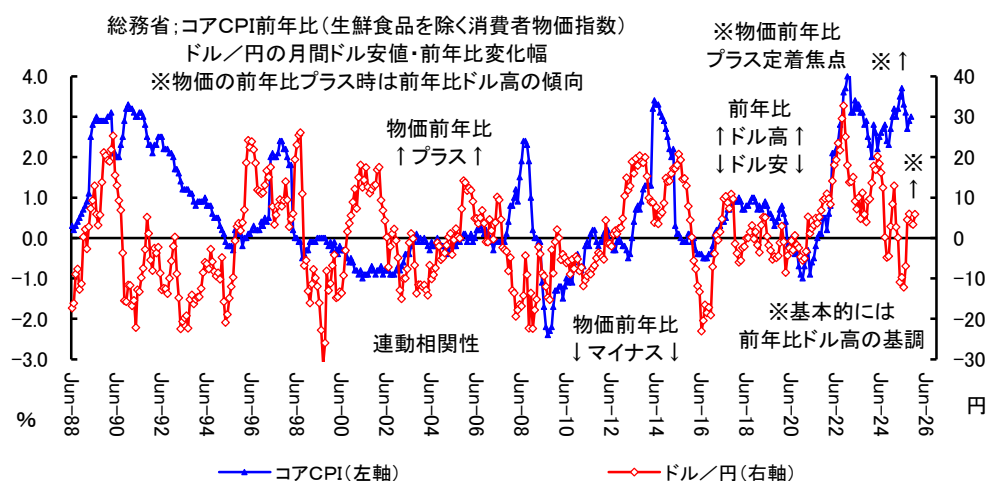
高市首相は経済政策の柱である「責任ある積極財

政」に関連して、「名目成長率が国債金利を上回る状況を維持することで、債務残高の対 GDP 比率を安定させる」、「債務残高の伸び率を成長率の範囲内に抑えることで市場の信託を確保させる」と説明してきた。

同時に高市首相は「強い経済」を掲げながら、「物価を上回る成長と賃上げを目指す」としている。デフレ完全脱却に向けて、コストプッシュ型でなく、ディemandプル型（需要や成長が主導）の安定的で緩やかな物価上昇も目標に掲げている。

結果、高市政権の目指す方向性は「成長率 > 金利」、「成長に付随した賃上げと物価上昇 > 金利」、「成長率 > 物価」という位置付けだ。為替相場に影響する実質金利は、低位抑制（金利 < 物価）による成長・賃上げ支援と財政改善（税収増）の後押し重視が意識されやすい。為替相場では円安の要因となる。





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。