

円安抑止、行き過ぎ円高なら格下げの懸念に 債務比 GDP 減や税収減等、円高余地の制約と歯止め要因

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2026/1/28 (水)

高市政権は円安抑止策を強化させているが、行き過ぎ円高となれば日本の財政が悪化する中で格下げ懸念が浮上する。政策的な円高許容余地の制約となるほか、格下げは円安材料となるもので、市場原理の面でも円高都合の歯止め要因となる。格付け機関は債務の規模よりも、経済成長や債務の対名目 GDP 比を重要視している。高市政権も成長と適度な良い物価上昇による債務負担の軽減を目指しているが、前年比や企業想定レートなどを下回るドル安・円高が進行していくと、前年比で名目 GDP や物価、税収などは下振れリスクが高まる。

格付け機関、債務規模より成長や名目 GDP 比重視

「成長の実現を通じて、政府債務残高の対 GDP 比は着実に低下し得る」、「成長により実質賃金・企業収益・税収が底上げされれば、フロー (PB) の改善とストック (債務比率) の低下が同時に進み得る」、「これは『成長すれば債務比率が下がる』というメカニズムを、政策運営の中心に据えるべきことを意味する」――。

高市政権による1月22日の経済財政諮問会議では、民間議員からこのような提言がなされている。同会議では高市早苗首相も改めて、「成長すれば、国の借金負担は相対的に小さくなる」、「(適度な良い) 物価上昇で、実質的な債務は軽くなる」方向を目指す考えを示し、「マーケットからの信認を確保する」としている。

そのマーケットは財政懸念などにより、日本国債売り・円売り (債券安・円安) が広がってきたが、高市政権では日米協調を含めた円安抑止策の強化観測が浮上してきた。一方で相場は「山高ければ、谷深し」の特性がある。昨年10月以降の急ピッチでのドル高・円安が反転すると、円安抑止策が現状のドル不安とあいまって、円高・ドル安の行き過ぎをオーバーシュートさせる可能性も消えていない。

円安抑止策が行き過ぎ円高につながっていくと、日本の財政が悪化する中で格下げ懸念が浮上する。政策的な円高許容余地の制約となるほか、格下げは円安材料となるもので、市場原理の面でも円高都合の歯止め要因となってくる。

同時に日本の財政悪化と債務増加の懸念による国債価格下落 (金利は上昇) と円安という市場メッセージに対し、「円安阻止対応」といった小手先政策、対処療法を続けていると、いずれ格下げ等による財政再建への勧告が想定される。

最近では1月19日、米格付け機関 S&P グローバル・レーティングの幹部が「日本国債の格下げリス

クは、債務増より成長鈍化」、「債務の名目 GDP 比の低下を重視」と指摘していた (日本経済新聞)。

過去のドル/円でいえば、前年水準比や短観の企業想定レート比でドル安・円高が進行していくと、「成長の鈍化」につながり、前年比で名目 GDP や物価、税収などは下振れの圧力が高まってきた。

その点で参考メドになる月間ドル安値の1年前の水準は、昨年1月が153.72円、2月が148.57円、3月が146.54円などとなっている。日銀短観の想定ドル/円レートは昨年12月時の全産業ベースで、全規模147.06円、大企業146.60円、中小企業148.31円などとなっている。

これからこうした水準を割り込んでいくドル安・円高となる場合、政府・日銀による「円高抑止」方向への配慮策のほか、先行き格下げ懸念の可能性リスクなどが、ドル安・円高の制約や歯止めの要因となっていく。

ただでさえ日本の CPI (消費者物価指数) は、現状から新年度明けの4月以降に向けて、前年の食料品価格高騰の反動などで前年比低下が見込まれている。日銀の植田和男総裁は1月23日、政策会合後の会見で「物価が2%を下回る時期は、わりとすぐだと思う」と説明していた。

財政 GDP 比はドル/円と相関、先行き円高は打撃

その中でドル安・円高が進展すると、二重の効果で物価を押し下げていく。物価下落と名目 GDP の「物価高カサ上げ」剥落による GDP 減少につながるほか、物価下落の場合、物価比で実質債務の負担を重くさせるという問題がある。

最近の四半期統計での名目 GDP 実額・前年比と、ドル/円の四半期中ドル安値の前年比の比較では、2019 年後半からコロナ危機の2020 年にかけて、前年比ドル安が持続した。名目 GDP はコロナ前を含めて、5 四半期連続の前年比マイナスとなっている。同期間中には CPI や給与、法人税収入なども、連動で前年比下振れとなっていた。

こうした前年比ドル安と各統計の前年比下振れケースは、2018 年、2007-2012 年前半、2002-2003 年、1998-1999 年、1993-1995 年などで連動観測されている。

IMF の暦年統計でも国別の日本では、基礎的財政収支 (プライマリーバランス) の対 GDP 比、構造的財政収支の対 GDP 比ともに、長期実績として為替ドル/円と連動相関性が見られてきた。ドル高・円安の局面では GDP 増加や税収増等による改善、ドル安・円高の局面では GDP 減少や税収減等による悪化のパ

ターンとなっている。

今後のIMF予測では基礎的財政収支が2025年見込みの-0.9%から、2026年が-1.4%、2030年には-2.5%の悪化となっている。こうした財政の悪化方向自体が潜在的な円安の要因となるほか、今年を含めてドル安・円高が行き過ぎとなる場合、格下げの現実化と、倍返しでの円安加速が注視される。

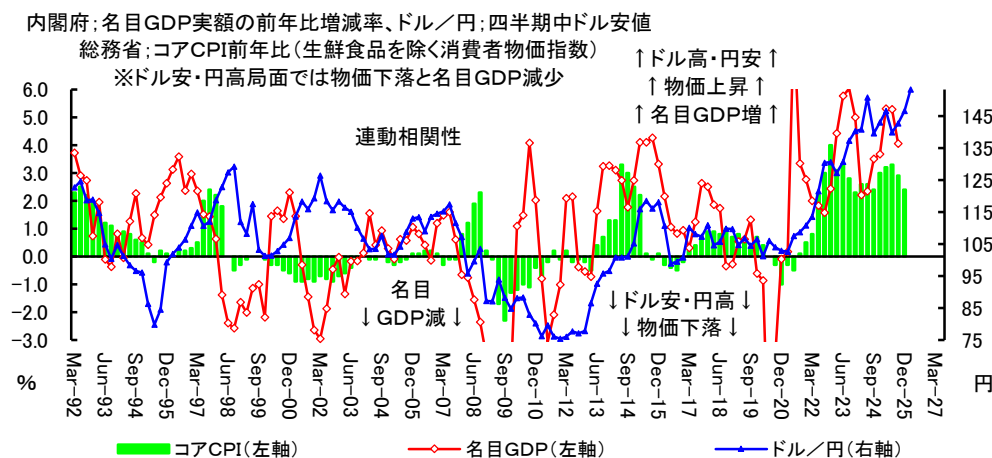
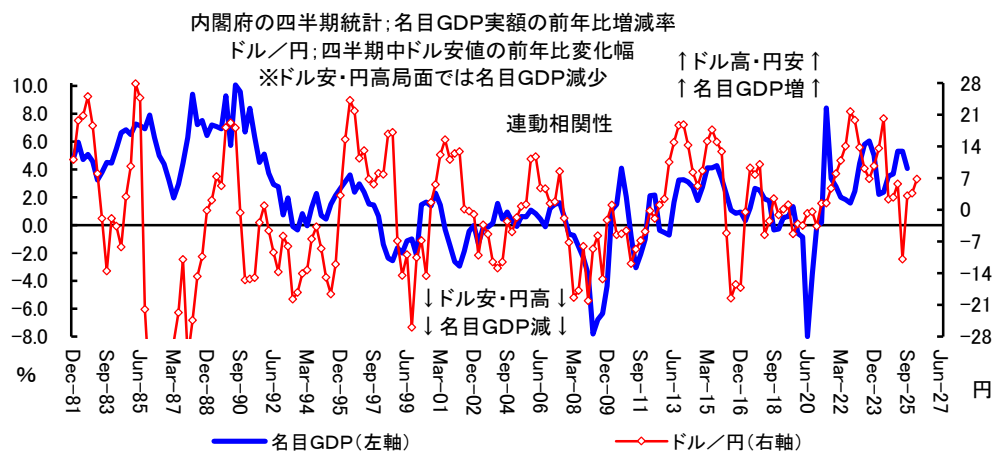
現状の日本では名目GDPが増加しているが、円安による物価押し上げと、GDPに関係する個人消費、設備投資、住宅投資等での値上げや費用増額による数字上のかさ上げ効果が大きい。企業収益も海外展開や海外企業の買収が増加するなか、円安は海外収益の為替差益増加へと寄与。円安による企業収益の改善と輸入物価上昇は、賃上げと価格転嫁の許容度改善、並びに輸入物価上昇は企業による価格転嫁「正当化」へと作用し、いずれも一段の企業収益増に跳ね返る好循環を招いている。

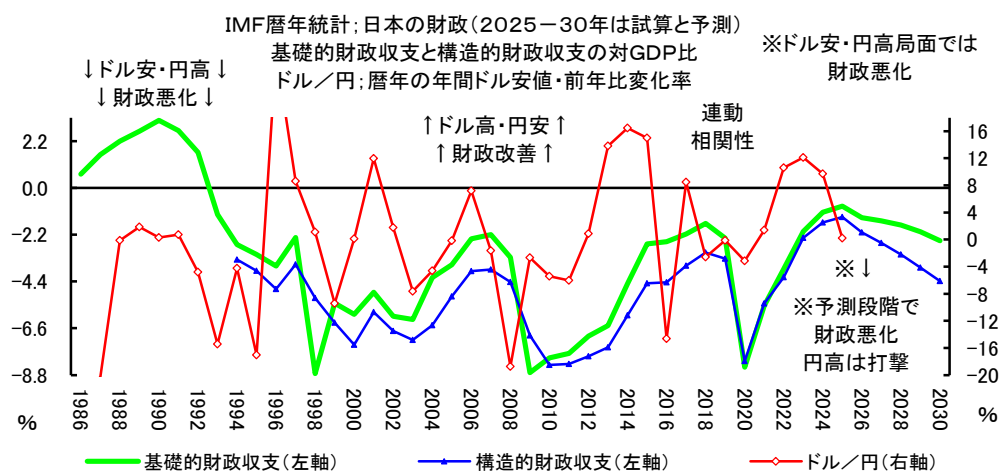
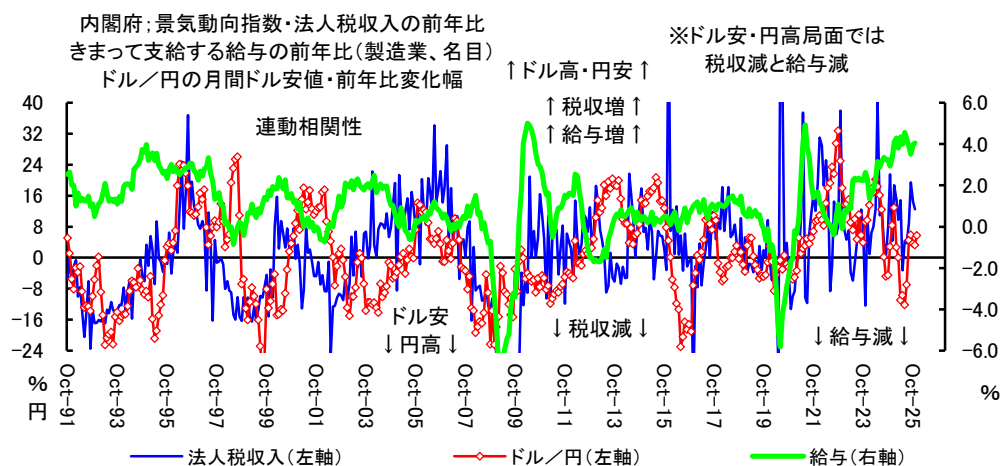
さらに円安は法人税等の税収増につながるなど、財政悪化の減殺効果は大きい。その中で現状から行き過ぎた円高が進展していくと、物価下落、名目GDPのかさ上げ縮小、企業収益悪化、賃上げ抑制、税収減といったマイナス影響が懸念される。

円安による税収増と財政へのプラス効果としては、円安による企業収益の改善、企業の海外移転と海外企業買収が進む中での海外利益の為替差益増加（法人税の増加）、企業収益増加による賃金の上昇（所得税の増加）、円安・物価高による商品単価上昇と消費総額のかさ上げ（消費税の増加）、円安・企業価格転嫁による企業の売上総額増額（法人税の増加）、円安・資源高等による輸入関税の増加、円安＝企業収益改善＝株高による配当など証券関連の税収増加、円安・脱デフレも一因の不動産価格上昇と関連の税収増加、訪日外国人客（インバウンド）の増加——といった税収の増加がある。

なお、基礎的財政収支（プライマリーバランス）とは、税収・税外収入と、国債費（国債の元本返済や利子の支払いに充てられる費用等）を除く歳出との収支を表す。その時点で必要とされる政策的経費（社会保障や公共事業などの行政サービスを提供するための経費）を、その時点の税収等でどれだけ賄えているかを示す指標となっている。

構造的財政収支とは、一般に各時点のGDPギャップがゼロである場合の財政収支として定義される。





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。