マーケットの底流を読む

実質金利は再低下機運、株高・円安を底流支援

金利上昇鈍化＜物価再上昇、利上げ加速は織り込み進捗

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

2026/10/9（金）

日本では名目金利－期待インフレ率(物価変動率)で示される実質金利に関して、再低下の機運が見られている。国内市場では短期的な上下動があっても、基本的な株高・円安の基調トレンドが底流支援されやすい。日本の国債市場では金利上昇（国債価格は下落）の圧力が根強い一方、ペース自体は過熱調整や高市政権の目配り強化などで鈍化となってきた。一方で物価指標は米イラン紛争等による商品・資源高の遅行影響や、半導体関連の価格上昇等で再上昇となっている。日銀の利上げ加速も織り込みが進展してきた。

高市政権、中立化以上の日銀利上げは慎重

「9 月以降、米国サイドから日本のリフレ政策に牽制があったほか、日本の国債価格下落と円安・物価高への懸念、財政目配りもあり、高市政権からはリフレ否定メッセージが目立っている。一方で高市早苗首相や城内実経済財政相などは､『デフレ逆戻りの断固回避』という基本姿勢を変えたわけではない」――。

ある内閣官房の経済担当は、このような解説を行う。

その点で現状の高市政権による日銀へのスタンスでいえば、超金融緩和策からの正常化、中立金利までの利上げ自体は理解が進んでいる。しかし、それ以上の利上げや実質金利のプラス化方向は「デフレ逆戻りをはらむ引き締め移行」となるリスクもあるので慎重に、という解釈も出来る。

すでに日本の国債市場では、政策金利に先行性のある 2 年債金利が急上昇となり、日銀の利上げペース加速を織り込む形で 2%前後に到達してきた（政策金利は現状 1.25%）。一方で日銀は 10 月末の政策会合で、基調的な物価上昇率に関して、「2%に到達した」との認識を示す方向で検討に入ると報じられている。

先行き物価には上振れリスクがあり、日銀の政策金利も想定以上の引き上げ水準となる可能性は無視できない。それでも足元段階で基調的な物価が政府・日銀の目標でもある 2%に達する一方、現状から政策金利の 2%超え以上を織り込むのは、実質金利のプラス化方向、中立化を超えた引き締め環境を織り込むことにもなってくる。その点で現状から政策金利に先行する 2 年債金利が、一気に 2%を超えて大きく上昇していくか否かは微妙なところだ。

その前段階として日本の最新物価指標では、先行指標である東京都区部コア CPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）が、9 月に前年比＋2.7%となった（8 月は＋1.8%）。今年の 2 月以降は政府による物価高抑制策や、前年の食品高騰の反動などもあり、＋2%割れが続き、5 月には＋1.2%まで低下となっている。しかし、その後は再上昇となって、9 月は昨年 11 月以来、10 カ月ぶりのプラス幅となっている。

今後の物価は政策効果の減退や 3 月以降の米イラン紛争等による商品・資源高の遅行影響、半導体関連の価格上昇などにより、再上昇の余地が残されている。

9 月の CPI では複数の日用品で 2 桁の上昇率見られ、原材料費や包装資材費、物流費、人件費などのコスト増が、消費者物価に価格転嫁されるモメンタムが示された。最新 9 月の日銀短観でも販売価格判断（上昇－下落）は、データのある 1974 年以降、約 53 年間で最高のプラス幅が継続となっている。

こうしたインフレ上昇の影響もあって、日本の国債市場では金利の上昇が続いている（国債価格は下落)。それでも 9 月は物価再上昇との相対比較で金利は上昇鈍化となり、名目金利－期待インフレ率（物価変動率）で示される実質金利は再低下の機運が見られ始めた。国内の金融市場では短期的な上下動があっても、基本的な株高・円安の基調トレンドが底流支援されやすい。

企業物価での実質金利は下振れ、円安や円高抑制

9 月は政策金利に先行性や相関性のある短期 2 年債金利が、月間最高ベースで 1.989%となった。結果、9 月は「2 年債金利（1.989%）－東京都区部コア CPI 前年比（2.7%)」による参考の実質 2 年債金利が－0.7%となっている（8 月は－0.1%)。最近では 5 月の＋0.3%が最高となる形で、再低下に移行。今年 1 月の－0.7%以来、8 カ月ぶりの下振れ幅に回帰してきた。

同ベースでの実質金利に先行実績のある「2 年債金利－日銀・企業物価指数前年比」の参考実質金利は、最新 8 月に－5.9%の大幅マイナスとなっている。こちらも 2 月の－0.9%が直近最高となる形で、再低下に転じている。8 月の企業物価は、商品・資源高や円安、半導体関連価格の上昇などにより、前年比で＋7.6%の大幅プラスとなっていた。それが「金利＜物価」の形で、実質金利を再低下させている。

今後は CPI など広範なインフレ率との比較での、実質金利の再低下へと遅行波及しやすい。為替相場のドル/円では、改めてドル高・円安の支援やドル安・円高の抑制要因となっていく。

日本の「2 年債金利－企業物価指数前年比」によ

る参考の実質金利は、3 月の－1.6%から 4 月に－4.1%へと再低下し、その後は 5 カ月連続で－3%割れが続いている。過去こうした局面でドル/円は、月間のドル高値とドル安値について、高確率で 1 年後にかけて「前年比ドル高」や「前年水準と同レベル前後」の推移が観測されてきた。その点でいえば 1 年後となる来年 9 月にかけて、現状段階での今年のレンジ 152－164 円前後よりドル高方向や、同水準の前後での推移が予測される。

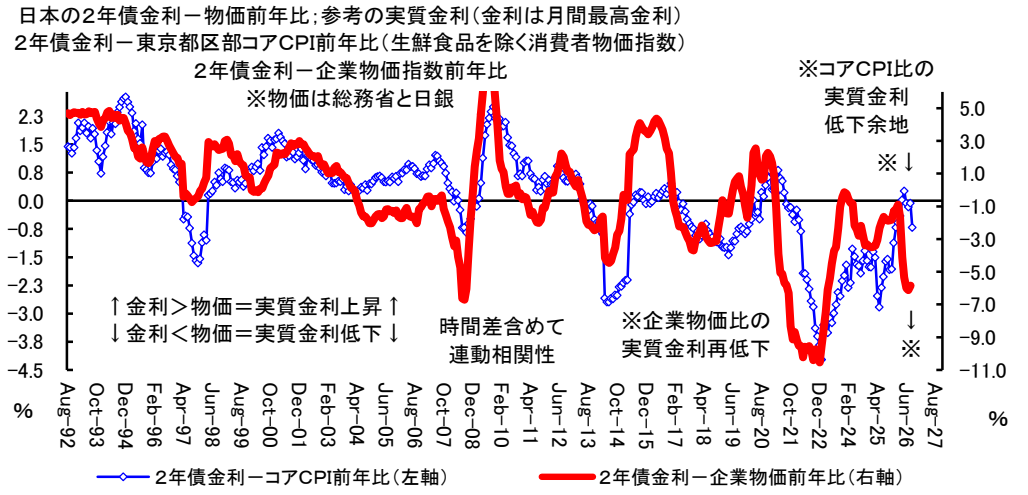
日銀は今後、正常化利上げの継続と、利上げペースの加速が想定されている。それでも物価前年比に政策金利や短期金利を近づける実質マイナス金利の解消のみならず、物価前年比よりも、金利が高くなる「実質金利プラス化」方向は、緩和環境の後退と引き締め方向が意識されてくる。

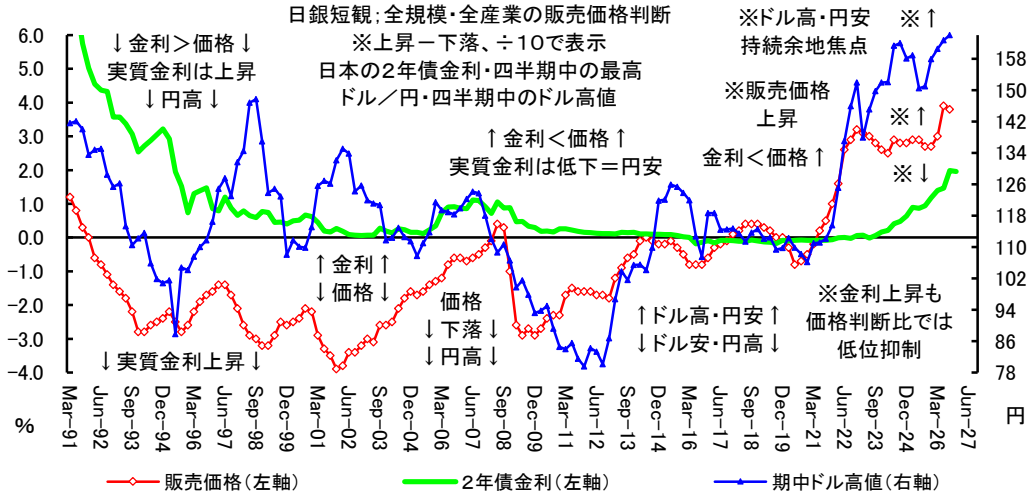
その場合、高市政権からすると、債務水準以上の名目 GDP 成長率の押し上げや、今後の食品消費税減税・給付金・防衛予算増額などに備えた税収増加の維持、2029 年度からの食品消費税再増税などに向けた経済基板の盤石化などの政策課題について支障が生じる。

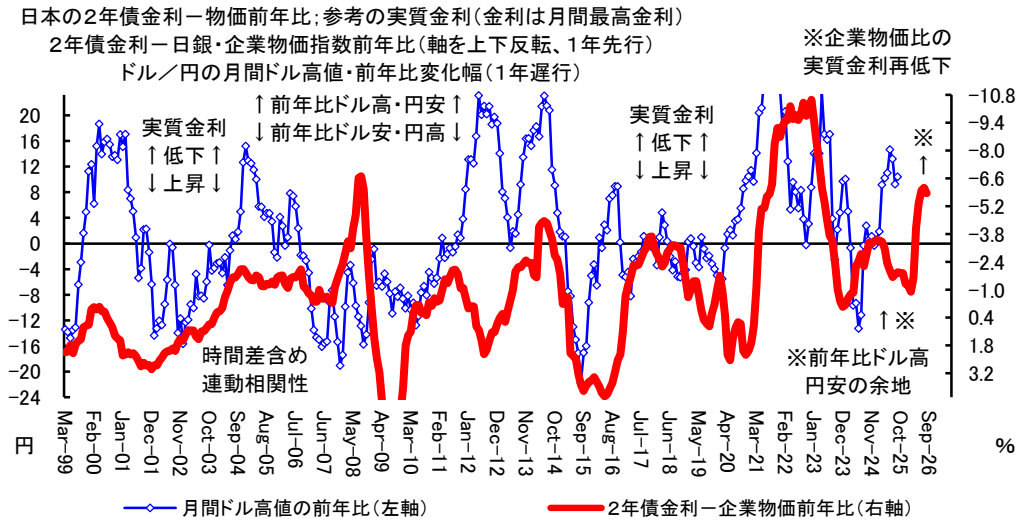
こうした問題もあり、日本では日銀の利上げペース加速などでも、当面「早期の実質金利プラス化」よりは、「マイナス幅縮小でも実質金利のマイナス環境持続」が意識されやすい。

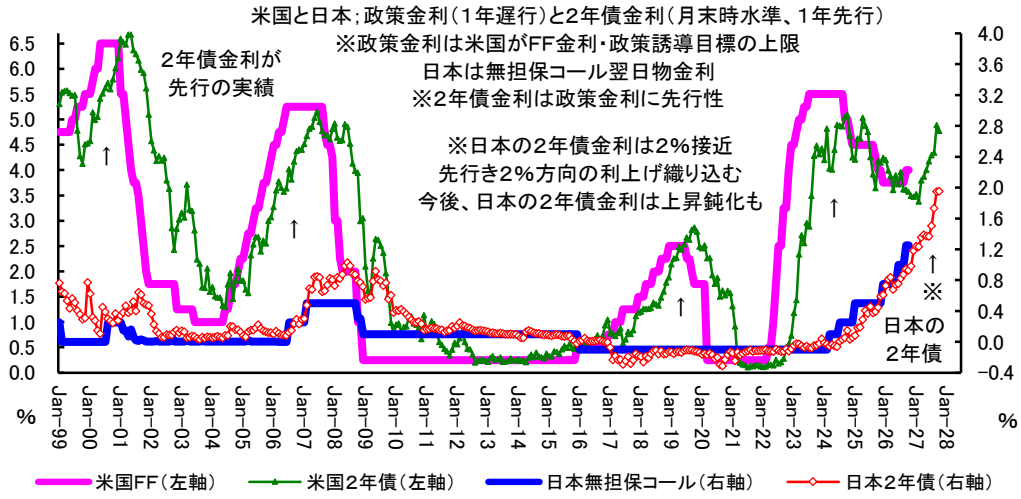
その前段階として政策金利に先行性のある 2 年債金利は、9 月 28 日に 1.989%まで切り上がったあと、上昇鈍化となってきた。先行き「政策金利 2%方向」の一旦の織り込み進捗が示唆されている。

過去、米国の長期実績としても、2 年債金利が利上げを先取りする形で上昇したあと、1 年後の FF 政策金利水準の一旦の織り込みが進んだあとは、2 年債金利の上昇ペースが鈍化となってきた。今後、日本でも 2 年債金利は、2%前後で一旦の上昇ペース鈍化につながる可能性がある。一方で目先は物価再上昇の余地があり、「金利上昇鈍化＜物価再上昇」での実質金利再低下が注目されやすい。









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。