

ストラテジーブレティン (407 号)

日本金利高の怪とベセント発言

～日本金利とドル円ピークを確認し株急騰へ～

(1) 日本金利上昇の怪

日本の金利上昇はミステリアスである。ベセント米財務長官はそれが米国に波及することを心配している。金利上昇が日本の財政懸念やインフレ高進によるものならそれを止めてほしいと願っている。また円安の進行は日本のインフレを高める。放置すれば円安→インフレ高進→利上げの悪循環が始まりかねない。それは米国国益に反するので協調介入に踏み切った、単純明快な論理である。

経済低迷の中で金利だけ正常化

根源には日本金利急騰の謎がある。日本の 10 年国債利回りは 9 月 1 日に 30 年振りで 3% を突破した。図表 1 に見るように、この水準はドイツやスウェーデンなど健全なインフレが続いている欧州諸国並みの水準である。2022 年末にゼロ金利を解除して以降 3 年間と言う短期間で他国並みの金利水準を獲得するという長足の「正常化」が進行したのである。

株式会社 武者リサーチ

代表

武者 陵司

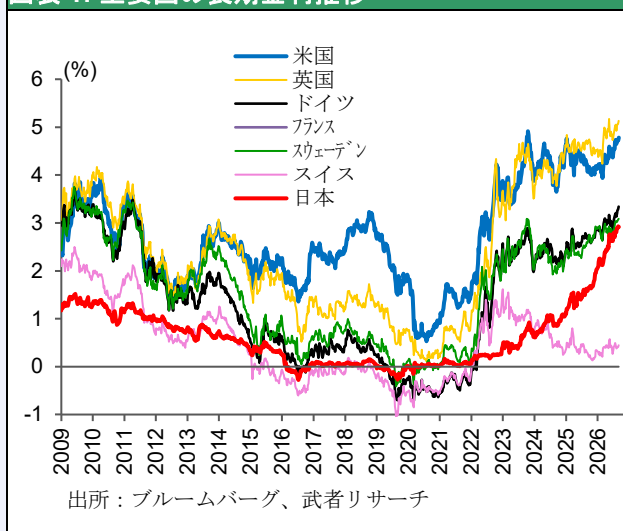
E-mail: musha@musha.co.jp

www.musha.co.jp

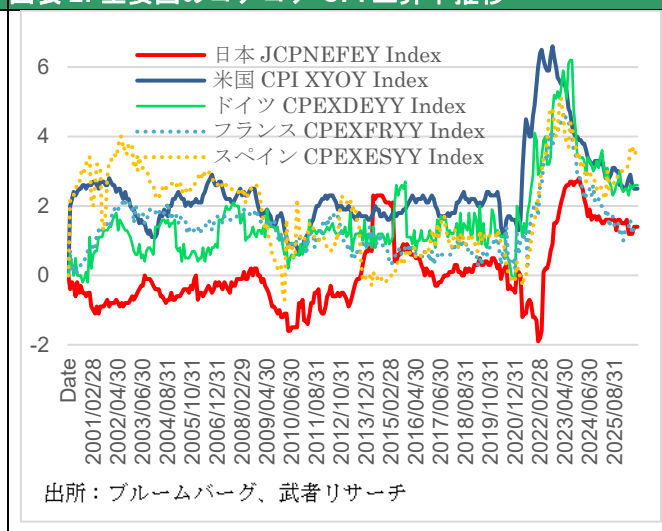
〒108-0075

東京都港区港南 2-16-7

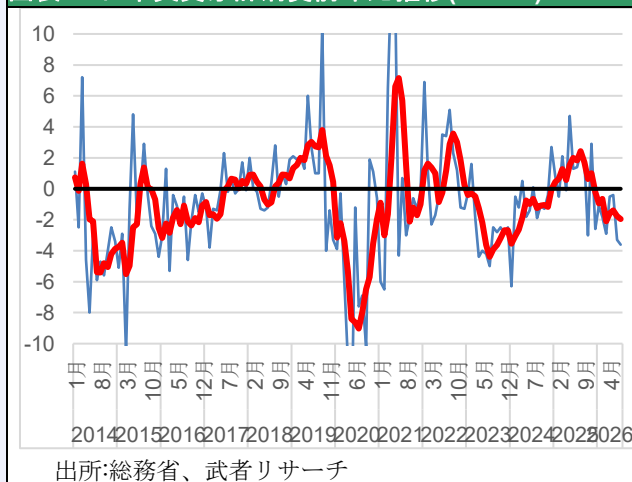
図表 1: 主要国の長期金利推移



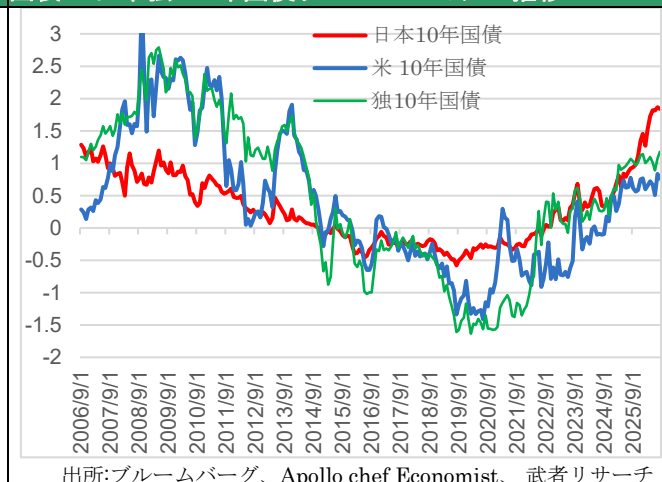
図表 2: 主要国のコアコア CPI 上昇率推移



図表 3: 日本実質家計消費前年比推移(4MMA)



図表 4: 日米独 10 年国債タームプレミアム推移



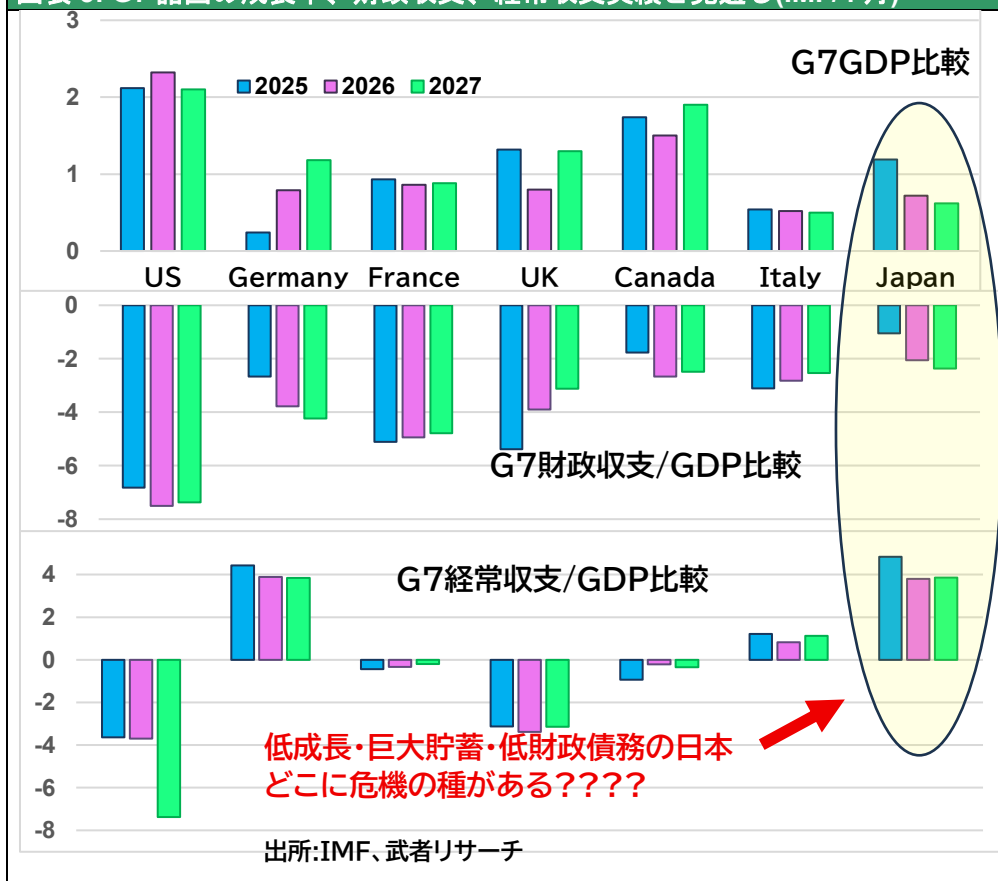
景気失速の懸念もある日本、コアコア CPI は目標の 2%を大きく下回る

しからばこの金利上昇は日本のファンダメンタルズ向上に見合っているかと言えば、全くそうではない。日本の GDP 成長率は G7 でもことさら低く(図表 5)、7 月の実質家計消費は-3.6%と 8 か月連続で前年同期を下回った(図表 3)。2014 年 1Q をピークとした消費の低迷は全く解決されていない。また基調的物価上昇圧力を、最も重要なコアコア CPI(食品・エネルギーを除く)と比較すると他国に比し著しく弱いことは明らかである(図表 2)。日本の潜在成長率が他の先進国並みに上昇しているとはとても言えない状況なのである。

日本国債の突出したタームプレミアムの上昇

このファンダメンタルズから乖離した長期金利の上昇の原因は何か、ベセント氏を始め誰にも確かな理由が分からない。ただはっきりしているのは日本国債の価格に相当のリスクプレミアムが付与されていることである。10 年国債利回りは 1)償還期間が短い短期の国債の金利差から求められる短期金利の積み上げ、2)その間に発生するリスクプレミアム(焦げ付き確率・・・タームプレミアム)、に分解できる。図 4 は米独日の 10 年国債利回りのタームプレミアム推移であるが、日本国債のタームプレミアムが突出して高まっていることが明確である。2025 年以降米国、ドイツが 0.6%から 1%の範囲内で推移しているのに対して日本は 1.8%に達している。突如日本国債においてのみリスクが高まっているとすれば、それは何故なのか、コアコア CPI(食品・エネルギーを除く)が他国以上に抑制されていることから、インフレでないことは明らかである。とすれば高市政権の積極財政による財政不安しか思いつかない、と言うものが世界の投資家の平均的観測なのではないか。ベセント財務長官もそうした一般的 view に影響されている可能性がある。多くのメディアが 6 月末に高市政権による「責任ある積極財政」による骨太方針の原案が提示され、それによるショックと喧伝していることも、そうした観測に拍車をかける。

図表 5: G7 諸国の成長率、財政収支、経常収支実績と見通し(IMF/4 月)

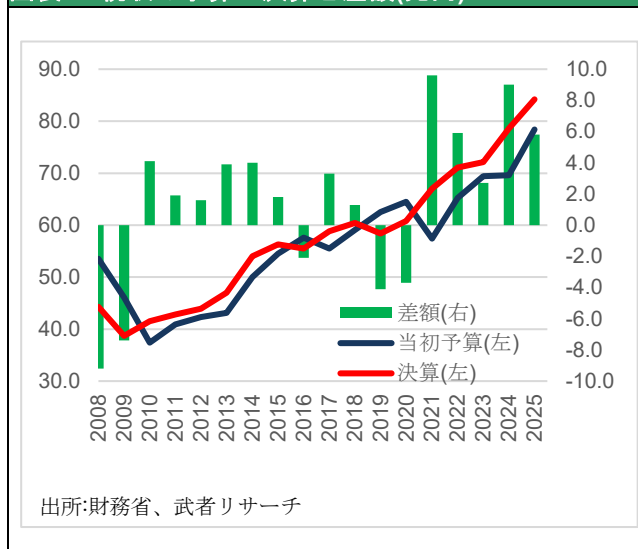


日本の財政は健全、貯蓄は潤沢

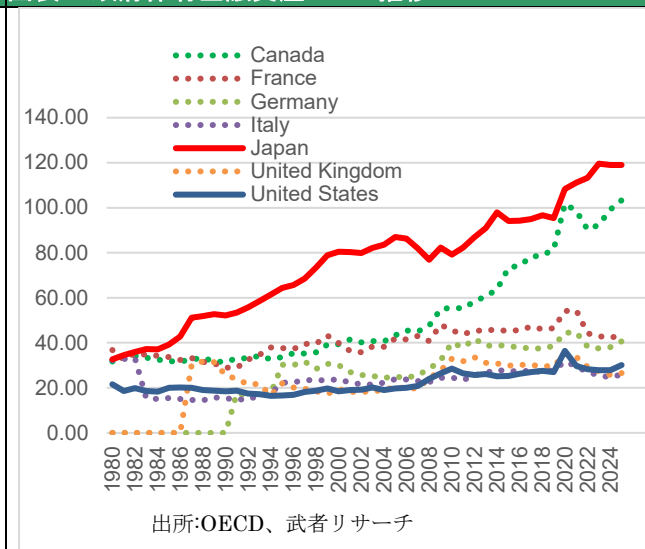
しかしその見方は明らかに間違っている。日本では税収が大きく増加し、財政余力が高まっている。IMF(2026 年 4 月経済見通し付属データ)の一般政府財政収支対 GDP を G7 で比較すると、最も経済成長率が

低い日本の財政赤字縮小が際立っている。日本の財政赤字/GDPは2024年1.67%、2025年1.05%と2年続けてG7最小の赤字となっている。また2021年以降、税収は当初予算を6~10兆円上回ることが常態化している。2025年度は当初予算78.4兆円に対して決算は84.2兆円と、5.8兆円上回った。税収上振れ額はGDPに対して1.0~1.6%に相当する(図表6)。食品に対する消費税減税は年額5兆円と推定されるが、それは税収上振れでカバー可能である。またドル売り介入が4~5月と7~8月の合計で27兆円ほど実施された。それによる為替実現益は7~10兆円と推定され、それも税外収入となる。これほどの潤沢な財布事情の下でタームプレミアムが高まるとは、到底考えられない。そもそも図表7に見るように日本政府は他国に比し極端に大きな金融資産を保有しており(対GDP比120%)、そこから得られる収益が大きい。何よりもタームプレミアムの突出した上昇は、高市政権が誕生する前から起きていたことを想起するべきである。

図表 6: 税収の予算・決算と差額(兆円)



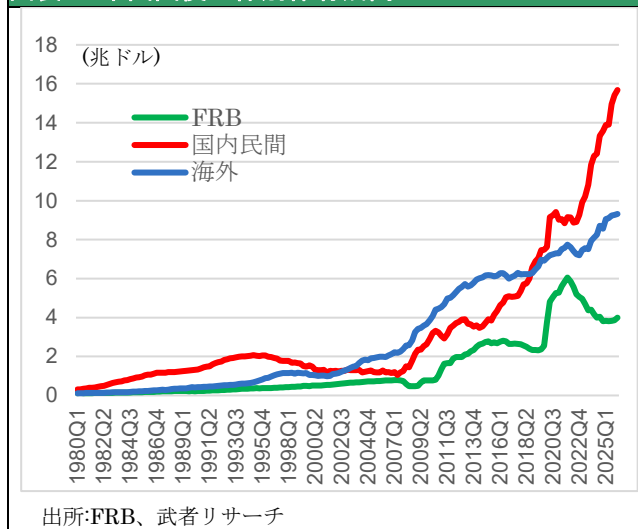
図表 7: 政府保有金融資産/GDP 推移



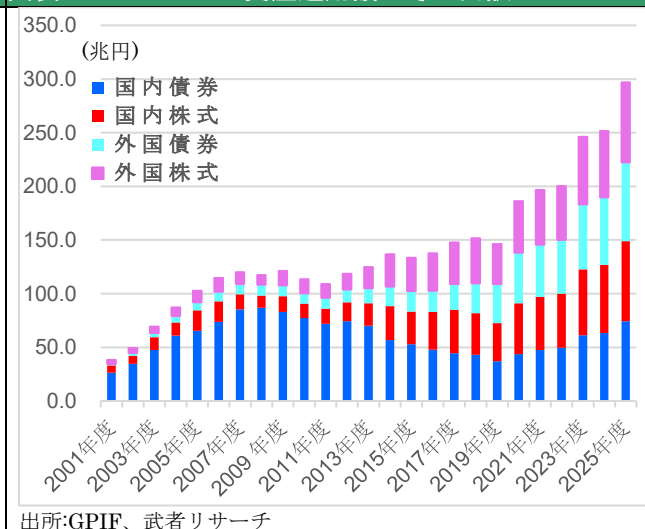
タームプレミアム上昇の理由は需給か

では何が原因で日本国債が大幅に売られて金利が上昇したのか。その原因は国債需給の悪化であろう。日銀はQT(量的金融緩和の巻き戻し)を2024年2月から開始し以降ピークでは588兆円あった国債保有額を2026年6月末で497兆円まで押し下げた。昨年1年間で50兆円の国債純売却となった。この急激なテーパリングが需給を大きく悪化させたとみられる。米国でもQTによりFRBは米国債保有額を6兆ドルから4兆ドルへと激減させたが、金利上昇により国内投資家のMMFを通じた国債投資が急増により十二分にカバーされた。日本は1200兆円の家計保有の現預金が殆ど国債購入に向かわない。

図表 8: 米国国債主体別保有残高



図表 9 : GPIF の 1/4 資産運用額とその内訳



世界最大の機関投資家かつ最大の日本国債投資主体であった GPIF は、2014 年の改革で国内債、海外債、国内株、海外株をそれぞれ 1/4 ずつ保有するというルールに変更し、日本国債を売り続け、巨額の運用益を実現するに至った(それを吸収したのが日銀の国債大量取得)。しかしこの資産配分が極端に高リスクであることは、言を待たない。年金支払い義務は 100%円であるのに、その裏付けとなる資産の半分が海外資産なのである。これまでは幸運にも円安進行で利を得られたが、日本経済が改革に成功し成長率が高まって行けば、必ず円高に転ずる。米国を始めどこの国でも年金運用の主体は自国国債である。いずれ GPIF は保有外貨資産を減らし日本国債主体にポートフォリオを変更するだろう。GPIF の運用方針の変更は他の年金保険運用に波及する。それは巨額の日本国債買いとドル売りの圧力になるだろう。

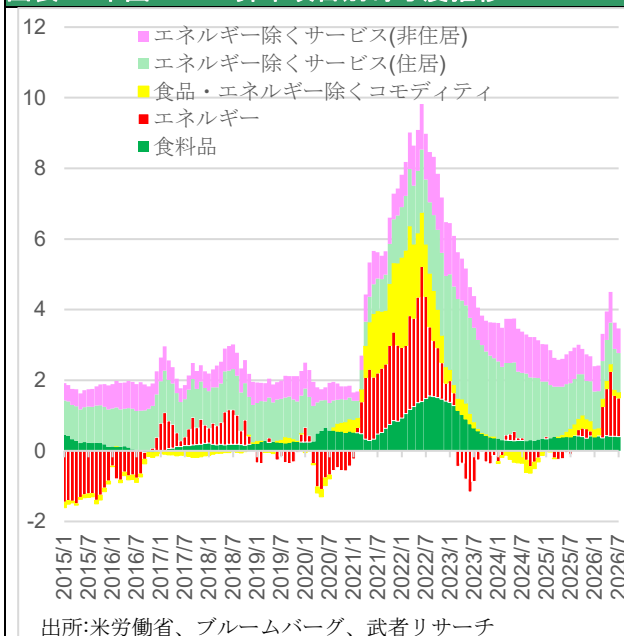
(2) 金利・為替・株価の見通し

日米長期金利はピーク圏にある

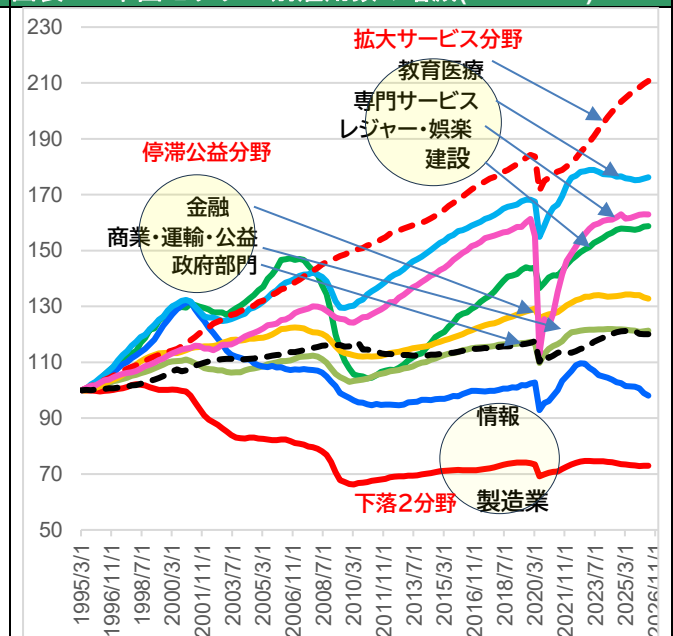
日米ともに金利上昇の最大要因は政策、但しどちらも 6 か月先は引き下げ圧力が高まっていくと予想される。その理由は、1)コアコア CPI は明確に低下傾向にある(図表 2)、2)現在の物価上昇はもっぱらホルムズ由来のエネルギー価格上昇であり、それは来年 4 月以降は消える(CPI は前年比なので)(図表 9 参照)。3)AI 革命による雇用減少圧力が進行しており、政策の重点はインフレから雇用にシフトする。図表 10 に見るように、米国では製造業のみならず、情報産業、高額所得層であったコンサルタント、弁護士、等のプロフェッショナルサービスの雇用減少が顕著である。利上げ気運が強まっているが米国、日本共にあと一回の利上げがせいぜいであろう。

日本では得体のしれない中立金利議論や、実質金利がマイナス等の利上げ正当化論が一部の政策審議委員やメディアで語られているが、日本の実質金利はコアコア CPI による計算では、主要国で最も高い。市場で確信を持って語られるような四半期ごとの利上げが現実のものとなれば、2025 年の植田ショックの再来があることを肝に銘ずるべきである。利上げが強行されれば日米ともにイールドカーブがフラット化する。いずれにしても現在長期金利はピーク圏にあると言える。

図表 9: 米国 CPI 上昇率項目別寄与度推移



図表 10: 米国セクター別雇用数の増減(1995=100)



ドル円レートはかねてから説明しているように、更なるドル安が進行する要素はほとんどない。1)急速に縮小している日米金利差、2)購買力平価から極端に安値にある円、3)日本の潤沢な貯蓄余剰、という明白なファンダメンタルズに加えて、日米当局の協調した意志が明白である。

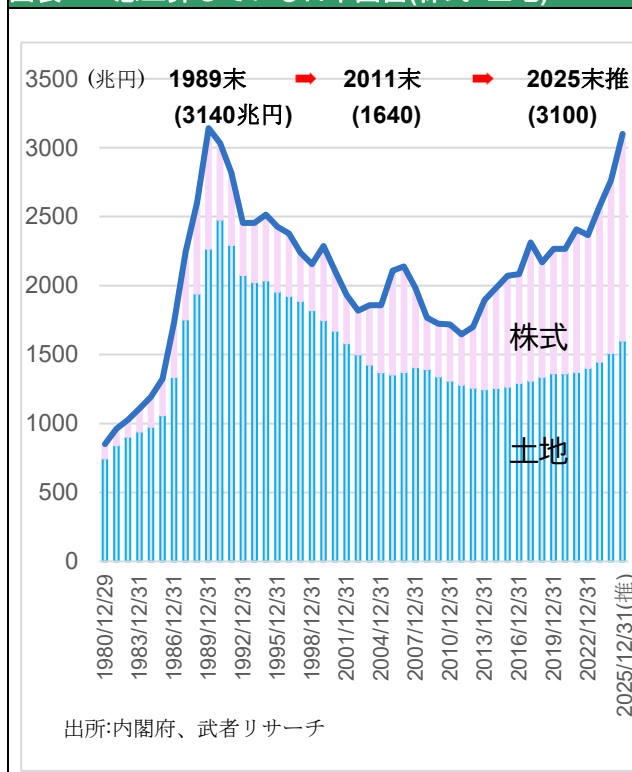
むしろ警戒するべきは思わぬ円高であろう

日銀の利上げの最大のリスクは円の急騰を招き、始まりつつある国内投資を再度冷却することである。それは絶対に避けるべきである。日銀の利上げが回避され、消費税減税と骨太の方針が動き出せば、日本経済の潜在成長率が高まり、サナエノミクス開始から始まった日本株式急騰が続く可能性が高い。

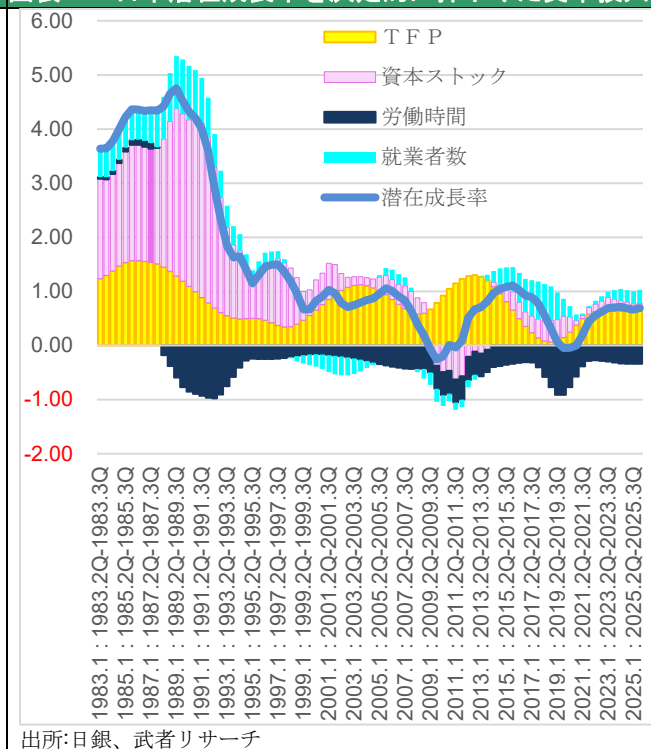
- 1)来年4月からの食品に対する消費税減税
- 2)急上昇する資産価格による顕著な資産効果 3140→1640→3100へ。GDPの2～3倍の示唆な効果
- 3)円安と米中デカップリングによる日本国内投資の復活
- 4)2040年370兆円の骨太の方針本格始動
- 5)A I革命と日本半導体投資大復活、等の好要因が山積している

積極財政は今後の日本の株価にとって決定的に重要である。財政出動が日本の潜在成長率を押し上げ、企業収益の持続的成長を保証するからである。潜在成長率引き上げの鍵は財政・金融の両面から資本コストを大きく引き下げ、長らく失われていた投資主導の好循環を再構築することである。財務省と日銀の使命はその推進にあり、ゆめゆめそれを邪魔してはならない。

図表 11: 急上昇している日本国富(株式+土地)



図表 12: 日本潜在成長率を決定的に押下げた資本投入



本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市小学館場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではありません。公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布すること