

**太陽グラントソントン
エグゼクティブ・ニュース**

 バックナンバー
はここから 
**テーマ：長期金利を通して見る内外景気とリスク
～行き過ぎた財政拡張が‘債券自警団’を呼び覚ますか～**

執筆者：楽天証券経済研究所 所長兼チーフエコノミスト 愛宕 伸康 氏

要 旨 （以下の要旨は2分40秒でお読み頂けます。）

米国ではパウエルFRB議長が雇用環境の悪化等を理由にトランプ大統領から利下げ圧力をかけられており、金利の動向は為替動向とも絡んで各国とも大きな関心事となっています。

今月号では、最近高止まりしている長期金利の動向から得られる日本経済への見方について、楽天証券経済研究所の愛宕所長に解説して頂きます。

長期金利は、短期金利の期待値と国債を長期保有することに伴う価格変動リスク等（タームプレミアム）によって決まると考えられる。短期金利の期待値は、①日銀の金融政策に左右され、タームプレミアムは、②景気の見通し、③インフレ予想、④財政等を巡るリスク、によって決まる。その長期金利の代表的な指標である10年金利は、最近、日銀の政策金利が今と同じ0.5%であった2007年2月からリーマンショック直前の2008年8月までの平均値（1.59%）と同水準まで上昇してきた。

当時と比べると、②の景気要因は、2025年5月の景気動向指数（速報）で内閣府の基調判断が「下げ止まり」から「悪化」に下方修正されるなど、相対的に停滞している一方で、③のインフレ予想については、ユニットレーバークスト（実質GDP<実質経済成長率>1単位当たりの総人件費）によって変動するGDPデフレーター（名目GDP÷実質GDP）が、2014年ごろを境に下落トレンドから上昇トレンドに転じており、当時よりも相当上振れている可能性が高い。

このように、最近の長期金利の決定要因を2007/2～08/8期と比較すると、②の景気要因は現在の方が弱め、③のインフレ要因は現在の方が強めとなるが、実際に①から③を表す説明変数によって推計すると、1.6%程度という最近の10年金利は推計結果とほぼ一致し、理論的に違和感のない水準であることが分かる。ということは、2007/2～08/8期と比べて大きく上振れている20年金利と30年金利は、上の①から③の要因だけでは説明が難しいということになる。

では、何が20年金利や30年金利を押し上げているのか。超長期国債の市場では海外投資家の売買比率が高い。彼らが最近の国政選挙の与党敗退で財政拡張路線が進むことへの懸念を強めている、すなわち④の財政リスクが超長期の金利を押し上げているというのが有力な仮説である。こうした動きが、10年金利やもっと短い金利にまで伝播してくれば、2022年9月にイギリスで起きたトラスショックのような金利ショックが発生するリスクを高めることになる。債券市場が金利上昇で警告する‘債券自警団’を呼び覚ますことのないよう、政府は財政の持続可能性に対するコミットメントをしっかりと維持すべきであろう。

「太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから⇒<https://www.grantthornton.jp/insight/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-6438-9395 e-mail: mc@jp.gt.com
太陽グラントソントン マーケティングコミュニケーションズ 宛

テーマ：長期金利を通して見る内外景気とリスク

～行き過ぎた財政拡張が‘債券自警団’を呼び覚ますか～

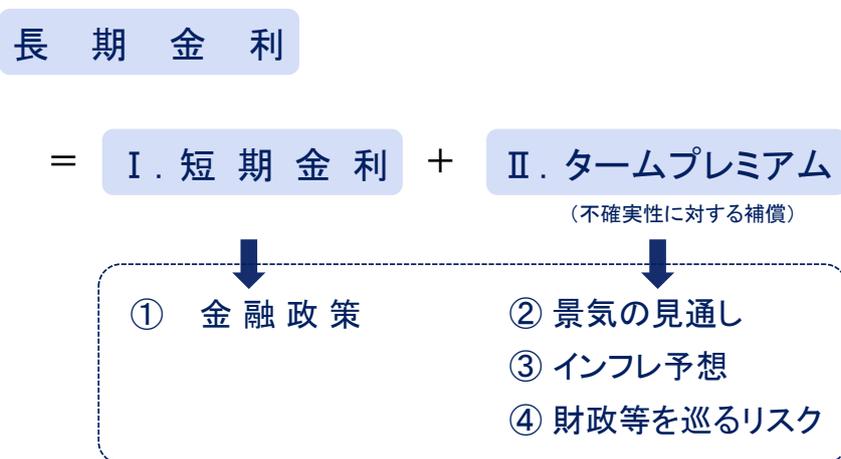
楽天証券経済研究所 所長兼チーフエコノミスト 愛宕 伸康

1. 長期金利から得られる重要なメッセージと最近の動向

長期金利は我々に様々なことを教えてくれる。いわば無数の市場参加者による集合知であり、日本経済・物価の現状・先行きや財政リスクに対する重要なメッセージを含んでいることから、それを分析することによって運用の指針に役立つだけでなく、政策当局を含む様々な経済主体の指針や戒めにもつながる。

長期金利がどのような要因で決まるかに関する最も単純でオーソドックスな説明は、長期金利が短期金利とタームプレミアム(不確実性に対する補償<長期債保有時に価格変動リスク等を考慮して上乗せする金利>)で決まるというものだ(図1)。

(図1) 長期金利の決まり方



(出所)筆者作成

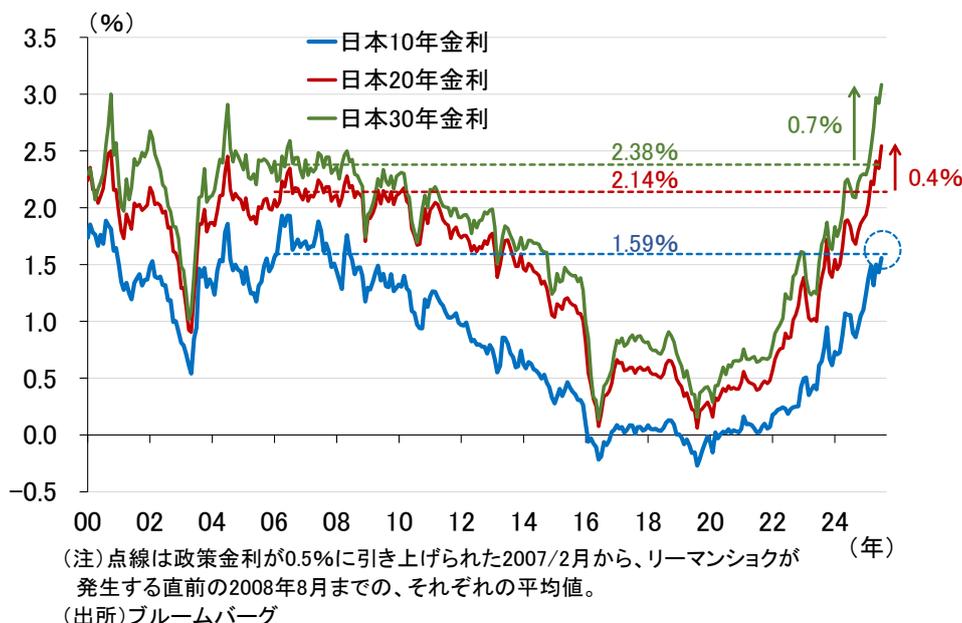
短期金利は(正確には将来の短期金利に対する期待値だが、話が複雑になるため、あえて短期金利と単純化している)、無担保コールレート(オーバーナイト物)が代表的な指標であり、日本銀行がそれに誘導目標を定めてコントロールしているため、金融政策によって決まる(図1①)。

一方、タームプレミアムは将来の不確実性に対する補償のことで、景気が上振れたりインフレが高まれば長期金利は上昇する(図1②、③)。また、放漫財政で国の信認が毀損しても上昇する(図1④)。前者を「良い金利上昇」、後者を「悪い金利上昇」と呼び、前者は株価上昇と両立するが、後者は両立しない。

記憶に新しいところでは、2022年にイギリスで発生したトラス・ショックが悪い金利上昇の典型だ。同年9月6日に就任したリズ・トラス首相は、公約にしていた大型減税策(約450億ポンド<7兆円超>)を、就任後間もなく財務相を通じて発表した。それが財源の曖昧なまま唐突に行われたため市場はショック症状となり、長期金利(10年物)は3週間で1%以上急騰、ポンドは対ドルで約10%急落した。トラス首相は責任を取って在任わずか49日で辞任した。

さて、その長期金利が日本で上昇傾向を強めている（図2）。10年金利は、日本銀行が政策金利をいまと同じ0.5%に引き上げた2007年2月からリーマンショック直前の2008年8月までの平均値（1.59%）と同水準まで上昇し、20年金利と30年金利は当時の水準（20年金利は2.14%、30年金利は2.38%）を大きく上回っている。

（図2）日本の長期金利



以下では、こうした長期金利上昇の背景を、図1に示した要因ごとに2007年2月から2008年8月までと比較しながら紐解くことによって、日本経済の先行きやリスクに関して市場がどんなメッセージを発しているのか探してみたい。

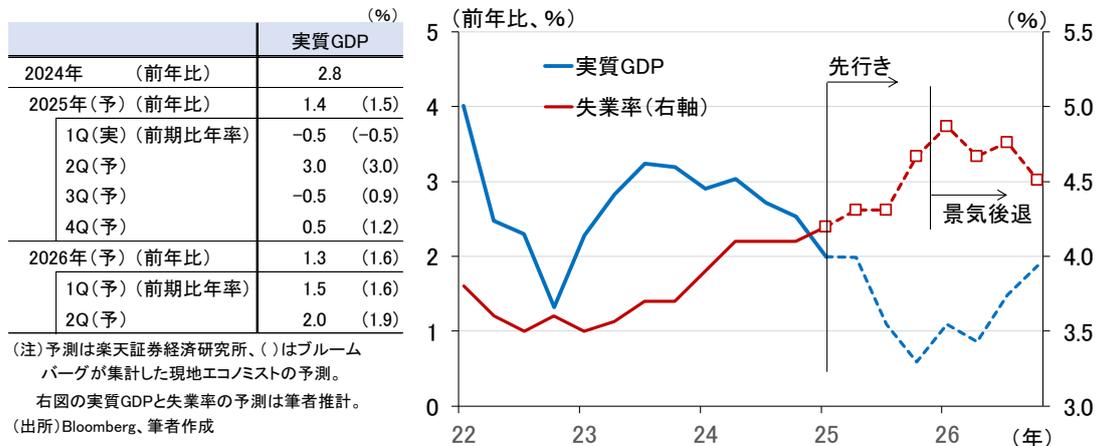
2. 日本銀行の次回利上げは年内にあるのか

まず、前掲（図1）①の金融政策から見ていこう。日本銀行は今年（2025年）7月30日から31日にかけて行った金融政策決定会合で、4会合連続となる政策金利据え置きを決定した。植田和男総裁は記者会見で、「通商政策の影響を受けた海外の経済・物価動向を巡る不確実性はなお高く」、「一気に霧が晴れるということはない」と述べ、利上げ再開に慎重な姿勢を崩さなかった。

筆者も海外経済、特に米国については予断を持つべきでないと考えている。米エール大学によると、米国の平均実効関税率は18.4%（同7月30日時点）と1933年以来の高水準となり、2025年の米実質国内総生産（GDP）を0.5%押し下げる。2025年4～6月期の米実質GDPは前期比年率+3.0%と、関税引き上げ前の駆け込み輸入の反動から強い伸びとなったが、駆け込み消費が幾分押し上げた面もあり、その反動が出る7～9月期は再び成長率が鈍化する見通しだ。

（図3）の左表は、筆者の米実質GDP見通しと、ブルームバーグが集計している市場エコノミストの見通し（括弧内の数字、同8月1日時点）だが、いずれも2025年7～9月期から成長率が急激に縮小し、2025年の実質成長率は筆者が+1.4%、市場エコノミスト（中央値）が+1.5%という予想となっている。

(図3) 米国の実質 GDP と失業率の先行き試算



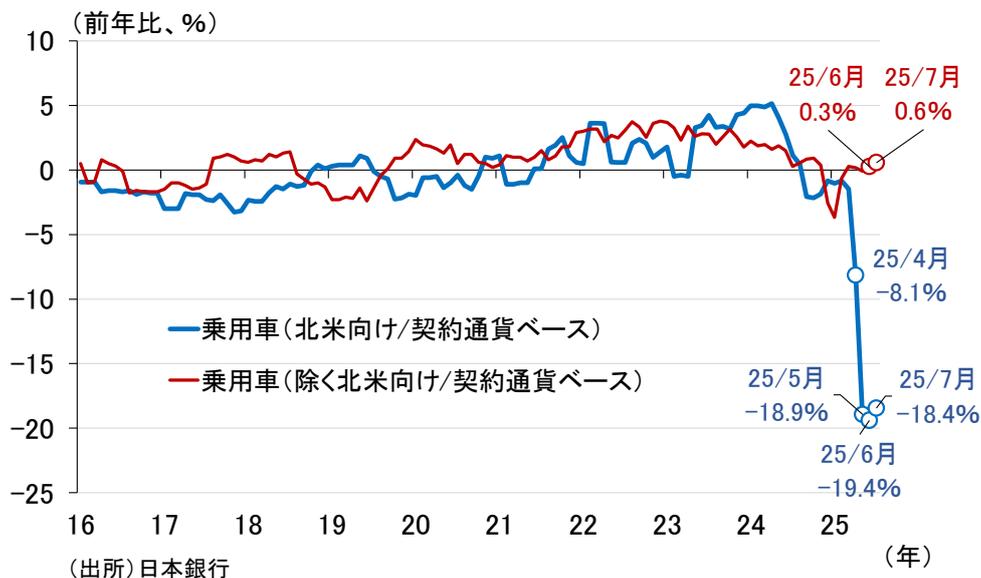
この筆者の見通しを前提に失業率がどうなるかを試算した結果が右図の赤い点線だが、失業率は10~12月期に4.9%程度まで上昇し、「サムルール」(注1)に照らすと景気後退に陥ることになる。

(注1) サムルールとは、FRBの元エコノミスト、クラウディア・サム氏が発見した経験則で、失業率の3ヶ月移動平均値が過去1年間の最低値を0.5%ポイント上回ると景気後退になるというもの。

このように、米国経済が正念場を迎えるのは2025年後半であり、米連邦準備理事会(FRB)は早ければ9月にも利下げを再開せざるを得なくなるだろう。ちなみに、FRBが懸念する関税引き上げによるインフレ率の上振れは、企業のマージン圧縮による関税コストの吸収によって、極端なものとはならないと予想される。

(図4)は日本の北米向け乗用車の輸出価格だが、4月以降急落している。日本の自動車メーカーが輸出価格を引き下げることによって関税引き上げ分を吸収しているとみられ、こうした企業行動を反映して、米国内のインフレ率が大きく上振れないとすれば、FRBの利下げが9月以降複数回にわたって実施されてもおかしくない。

(図4) 日本の乗用車の北米向け輸出価格



米国の景気が崩れれば株価指数は不安定化する。ましてやFRBが利下げを行っている最中に日銀が利上げを行えば、為替が円高方向に振れやすい。後付けの説明にはなるが、事実、昨年FRBが利下げした9月、11月、12月は、日銀は利上げしていない。日本国内では政局の不安定化も予想されるなかで、今年後半に日銀が利上げを再開するハードルは高いと思われる。

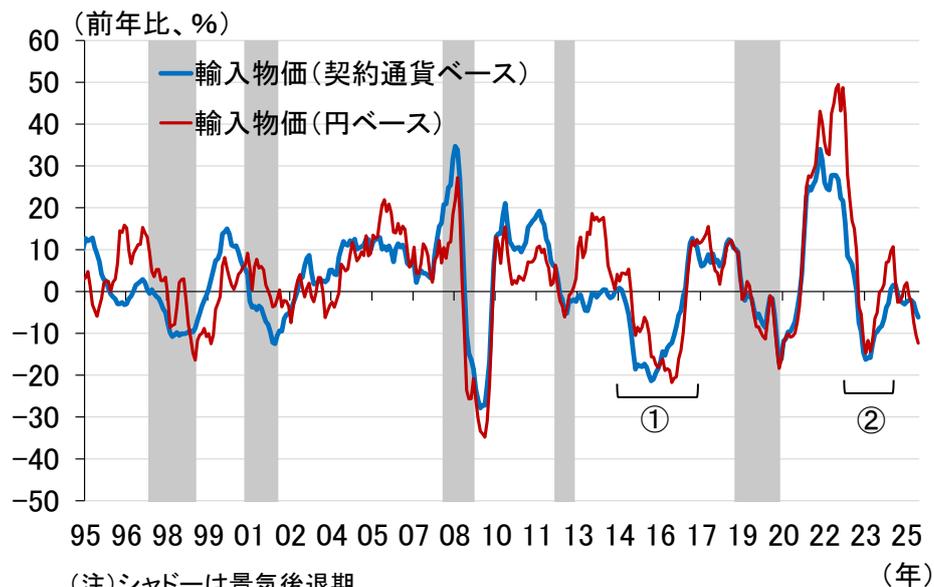
3. 下振れる景気指標～日本は景気後退に陥るのか～

では、(図1)②の景気要因はどうか。今年(2025年)7月7日に発表された2025年5月の景気動向指数(速報)で、内閣府は基調判断を景気後退の可能性が高いことを示す「悪化」に修正した。(注2)「悪化」は新型コロナ禍だった2020年7月以来4年10ヶ月ぶりのことだ。

(注2) ちなみに、確報で4月までの「下げ止まり」に戻されている。

加えて気になる指標がある。輸入物価指数だ(図5)。意外かもしれないが、世界景気を反映する国際商品市況や日本国内の景気の強弱によって変動する輸入物価も、景気後退局面で下落する。そうした観点に立てば、足もと下落傾向を強める輸入物価は、日本が景気後退に向かいつつあることを示唆している。

(図5) 輸入物価指数も景気後退局面で下落する



しかし、念のため断っておくと、筆者は日本は景気後退に陥らないとみている。

(図5)の中で①と②を付した局面を見てほしい。チャイナショックが発生した2015年から16年にかけてと、FRBが急速利上げを実施した2022年から2023年にかけては、輸入物価が下落しているにもかかわらず景気後退になっていない。ポイントは雇用・所得環境だ。

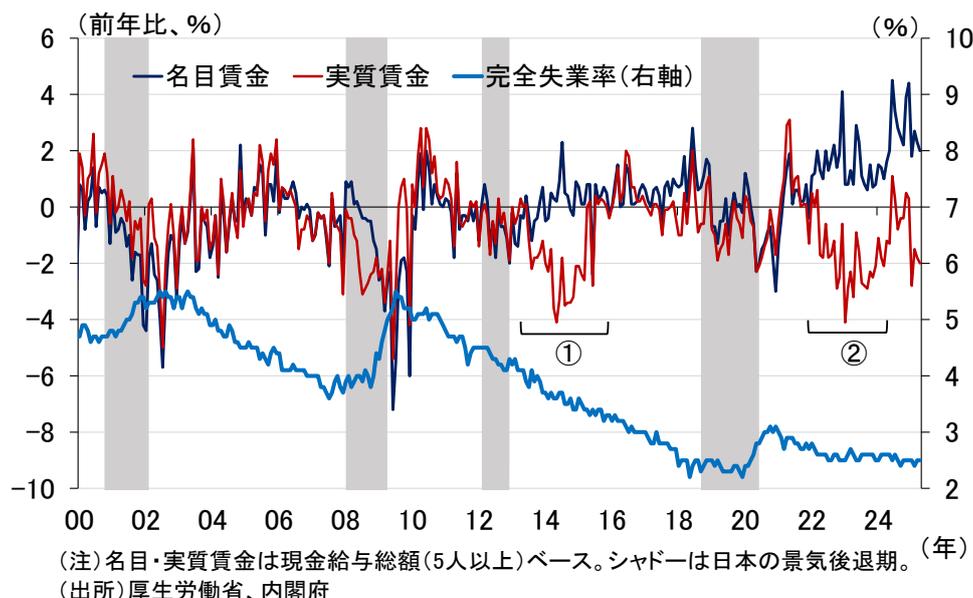
(図6)は、日本の失業率と名目賃金およびそれを消費者物価(持家の帰属家賃を除く総合)で割り引いた実質賃金の推移である。

シャドーを付した景気後退局面を見ると、失業率が上昇し、賃金が名目、実質ともに下落している傾向が伺われる。しかし、(図5)に示した①と②の局面を(図6)に

当てはめてみると、実質賃金は確かに下落しているものの、名目賃金は上昇を続け、失業率も悪化していない。

つまり、雇用環境が崩れず、名目賃金が伸び続けていれば、インフレによって賃金が多少目減りしても、景気が大崩れすることはない。足もとの状況を見ると、実質賃金は下落しているが雇用環境はタイトで名目賃金は大きく上昇しており、おそらく日本経済が簡単に景気後退に陥ることはないだろう。

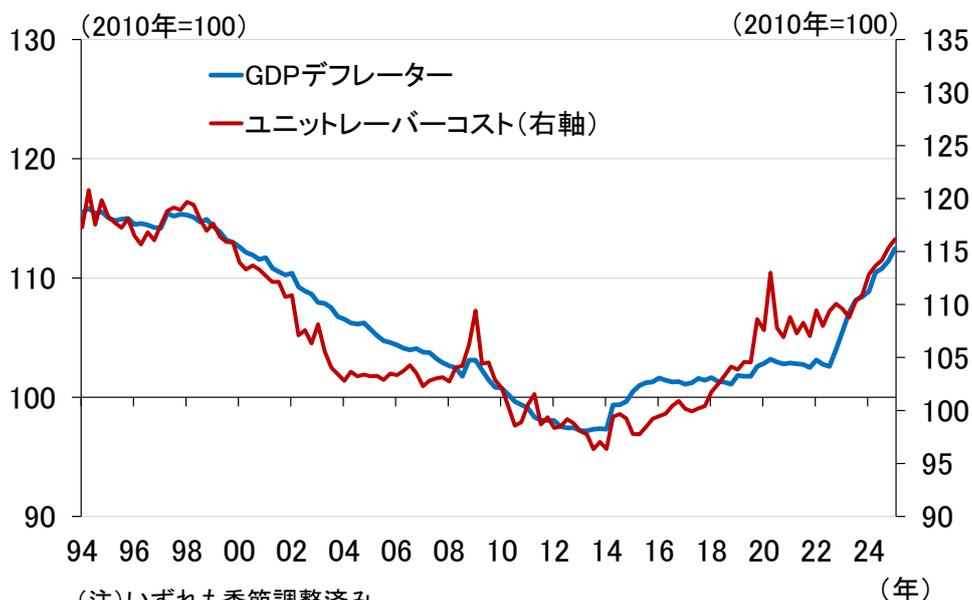
(図6) 日本の失業率と名目・実質賃金



4. 消費者物価はしっかりとした上昇トレンドが続く

次に、(図1)③の要因であるインフレ予想を考えよう。それを大きく左右する現実のインフレ率として、GDPデフレーター(名目GDP÷実質GDP<実質的な経済成長率>)を取り上げる。(図7)はそのGDPデフレーターと、それを決定づけるユニットレバーコスト(ULC: 単位労働費用と呼び、実質GDP1単位当たりの労働費用のこと)を、2010年を100とする指数で見たものだ。なぜ「決定づける」のか、最初に説明しておこう。

(図7) 日本のユニットレーバークストと GDP デフレーター



(注)いずれも季節調整済み。
(出所)内閣府

ULC は名目雇用者報酬を実質 GDP で割って算出する。その分母と分子の双方に GDP デフレーターを掛けると、分母は実質 GDP に GDP デフレーターを乗じた名目 GDP になるため、ULC は分子の名目雇用者報酬を名目 GDP で割った労働分配率と、GDP デフレーターを掛けたものと整理することができる。つまり、労働分配率が一定なら、定義上、GDP デフレーターの上昇は ULC の上昇と一致する。実際、(図 7)を見ると、両者は同じような推移を辿っていることが分かる(ちなみに、両者の乖離部分は、労働分配率の変化で説明できる)。

(図 7) で言いたいことは、ULC と GDP デフレーターがともに下落トレンドを辿っていた長期停滞のころの日本ではもうなくなっている、ということだ。2014 年頃から両者とも上昇トレンドに転換しており、労働人口の減少に伴う ULC の上昇トレンドが簡単に崩れるとは考え難い。そのもとで GDP デフレーターの上昇トレンドも続いていくとすれば、人々のインフレ予想も上振れていく可能性が高いと思われる。

5. 日本の財政リスクを織り込む長期金利

このように、長期金利の変動要因を現在と 2007 年 2 月から 2008 年 8 月までと比較すると、景気要因は現在の方が弱め、インフレ要因は現在の方が強めであり、10 年金利が当時と同じ水準であることに強い違和感はないが、実際にいまの「長期金利 1.6% 程度」が景気やインフレで正当化されるかどうかは、推計すれば確認できる(図 8)。

(図8) 日本の10年金利の推計結果

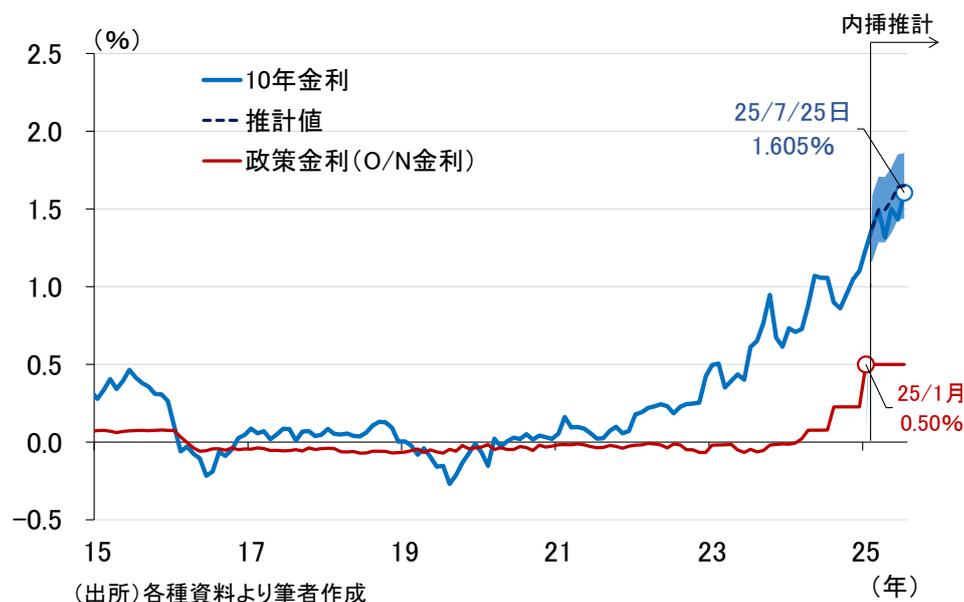


図8は、日本の10年金利を、無担保コールレート・オーバーナイト物、景気動向指数（先行CI）、消費者物価指数（生鮮食品及びエネルギー除く、消費税調整済み）、日銀の国債買入額、日銀の長期国債保有残高などを説明変数として、単純な最小二乗法で推計した結果である。

結論を言うと、足もとの10年金利（2025年7月25日時点1.605%）は青い点線で示した推計値とほぼ重なっており、2007年2月から2008年8月までの平均値と同じ現在の1.6%程度という水準は、最近の政策金利、景気やインフレの強さから説明可能な、違和感のない水準だと評価できる。

ということは、(図1)で見た20年金利と30年金利の、2007年2月から2008年8月までの平均値を大幅に超える上昇は、政策金利や景気、インフレで説明できる範囲を超えている、すなわちそれらとは別の要因で生じている可能性が高いということを示唆している。

6. ポピュリズムに乗った財政拡張主義が債券自警団を呼び覚ますリスク

一つの有力な仮説は、超長期国債の市場でプレゼンスの高い海外投資家の、財政リスクに対する意識が国内投資家に比べ高く、昨年の衆院選に続いて今回の参院選でも与党が敗退したことにより、彼らの間で財政拡張路線が一層進むという懸念が強まっている、というものだろう。

つまり(図1)④の財政等を巡るリスクで、日本では、国債の大半が国内市場かつ自国通貨建てで保有され、日銀の金融緩和で長期金利が低位に抑制されてきたこともあって、政府の債務負担能力は高いという認識が一般的である。しかし、だからといって、前述の英トラス・ショックのような長期金利のスパイク（跳ね上がり）が起こらないと決めつけるべきではない。

トラス・ショックにより跳ね上がった英10年金利の幅は1%強。その程度のスパイクなら日本でも1998年12月の運用部ショック（景気底割れを防ぐ財政拡張の時期に大蔵省の国債買入れ中止方針が発表されたため、長期金利が急騰）と2003年6月のVaRショック（VaR手法で保有資産のリスク管理を行っていた金融機関が20年国債

入札の不調を受け債券売却に走ったため、長期金利が急騰)で起きている。「経常収支が黒字だから」、「対外純資産が豊富だから」、「国内投資家が保有しているから」は、長期金利がスパイクしない理由にはならない。

日本の財政に対する危機感が今後一層強まり、超長期金利の上昇がより短い年限の金利にまで伝播するようなことになれば、国債市場全体の需給バランスが一時的に崩れ、10年金利を含む長期金利全体が無秩序に上昇する—いわゆる'債券自警団'を呼び覚ます—可能性は十分あり得る。

今後、現金給付やガソリン税の暫定税率廃止など、補正予算の編成を通じて財政拡張が一層進むことが予想されるが、政府は長期金利がスパイクするリスクを高めないためにも、財政の持続性に対するコミットメントをしっかりと維持すべきである。債券自警団が目覚めた後では手遅れだ。

以上

執筆者紹介

愛宕 伸康(あたご のぶやす) 1965年 鳥取県生まれ
楽天証券経済研究所 所長兼チーフエコノミスト

<学歴・職歴>

1991年 神戸大大学院経済学研究科 修了
1991年 日本銀行 入行
2006年 政策委員会 審議委員スタッフ
2010年 調査統計局 物価統計課長
2011年 日本経済研究センター 主任研究員 (チーフフォーキャスター、出向)
2015年 総務人事局 人材開発課長
2015年 岡三証券(株) チーフエコノミスト
2020年 いちよし証券(株) 上席執行役員チーフエコノミスト
2025年 楽天証券経済研究所 所長兼チーフエコノミスト