

空前の株高下での「悪い金利上昇」という悪い冗談 財政悪化懸念と円安で長期金利上昇という「ポジショントーク」

三井住友DSアセットマネジメント
チーフグローバルストラテジスト 白木久史



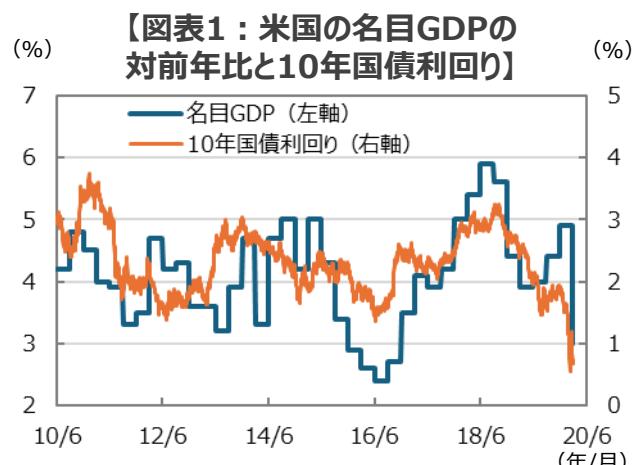
好景気を背景とした金利上昇を「良い金利上昇」と呼ぶ一方で、財政悪化による信用不安やインフレの悪化から中央銀行が利上げに追い込まれるような局面での金利上昇は「悪い金利上昇」と呼ばれることが多いようです。このところ日本の長期金利が大きく上昇していますが、その原因として高市政権による「積極財政」や「円安による輸入インフレ」がクローズアップされることで、「日本でも悪い金利上昇が起きている」とする向きが増えているようです。しかし、現在の日本経済と長期金利の状況を冷静に見っていくと、「悪い金利上昇」という見立ては「悪い冗談」にしか聞こえない、と言ったら言い過ぎでしょうか。

1 万国共通「好景気なら金利上昇」という当たり前

- 日本の長期金利が大きく上昇しています。メディアでは一部市場参加者の見方を紹介して、「高市政権の積極財政による財政悪化懸念」や「円安によるインフレ進行」が長期金利を大きく押し上げているとして、日本で「悪い金利上昇が起きている」との解説がまことしやかに語られています。
- こうした相場解説はキャッチャーでもっともらしく聞こえますが、大事な点を見落としているように思えてなりません。というのも「景気が良くなると金利が上がる」というのは、万国共通の経済学の基本の「き」だからです（図表1）。
- 日本経済は長らく続いたデフレの時代を経て、この数年は堅調な景気拡大が続いている。2022年の春以降、特にインフレの定着により名目GDPの順調な拡大トレンドが続いている、景気回復と経済の正常化を受けて利上げに動く日銀でなくとも、多くの人が実感するところでしょう。こうした経済環境の変化を受けて市場金利が当局の利上げを先取りする形で上昇するのは、ある意味「当たり前のこと」と言ってよいでしょう。
- 一方、先進国における「悪い金利上昇」の典型例として知られる2022年9月の英国でのトラスショックでは、放漫財政への懸念から債券市場が暴落して長期金利は僅か1週間余りのうちに約1.4%上昇しました。そして、同国に対する信用不安が波及して通貨ポンドや英国株式市場も一時的に大きく売り込まれ、英国の金融市场は「トリプル安」に見舞われました。

好景気と空前の株高局面での金利上昇

- ちなみに、当時の英国経済は、①約10%のインフレと景気の失速が同時進行するスタグフレーション的な様相を呈しており、②長期金利はトラスショック前から急上昇（7月末の1.8%からトラスショックのピーク時の約4.5%まで約2.7%上昇）し、③株式市場は軟調な調整局面でした。



(注) データは2010年6月30日～2020年3月31日。

(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。



三井住友DSアセットマネジメント

Be
Active.

- 一方、現在の日本の状況は、①一時的な要因で2025年7-9月期のGDPはマイナス成長となったものの景気は堅調で、インフレは政策対応の結果、低下傾向にあり、②高市政権が誕生して以降の10年国債利回りの上昇幅は大きいといつても約0.6%にとどまり、③株式市場は景気と企業業績の拡大期待から史上最高値を更新する「空前の株高」となっています（図表2）。
- 特に、好景気の下で空前の株高が続いていることだけをとっても、最近の日本における長期金利上昇は信用不安による「悪い金利上昇」というよりも、景気回復による「良い金利上昇」である蓋然性が高いと言えそうです。
- デフレ脱却が鮮明となり、景気拡大が続く中で経済の温度計ともいべき金利が上昇するのは、経済学の専門家でなくとも知っている常識といってよいでしょう。そう考えると、現在の空前の株高下での「悪い金利上昇」という見立てについては「悪い冗談」にしか聞こえない、と言ったら言い過ぎでしょうか。

【図表2：トラシショック時の英国と現在の日本の状況】

| | トラシショック時の英国 | 現在の日本 |
|------|-------------------------|-------------------|
| 景気 | 急減速、テクニカルリセッショニー步前 | 拡大基調、政府は景気認識を上方修正 |
| インフレ | CPIは前年比約10%まで急伸 | CPIは3%前後から減速中 |
| 長期金利 | 同年7月末からピークまで2カ月で約2.7%急騰 | 高市総理就任から約0.6%上昇 |
| 株式市場 | もみあい続く中で約10%調整 | 大幅上昇、史上最高値更新中 |

（出所）各種資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

2 財政悪化懸念や円安で金利上昇という「ポジショントーク」

- 現在の日本の金利上昇は景気回復による「良い金利上昇」だといふらファクトを提示しても、①高市政権による過度な財政拡張が日本の信用を低下させ、②円安を招き、③輸入インフレを引き起こすことで、「金利上昇に歯止めが効かなくなる」と言い張る人たちがいます。確かに、高市トレードで円安は進んでいるし、減速したとはいえ日本の消費者物価指数（CPI）は2%を超えて推移しています。

減速する日本のインフレ

- 足元の経済指標を確認すると、12月の日本のCPIはガソリン補助金の影響もあって前月の+2.9%から+2.1%に急減速しました。また、これまで日本のCPIを大きく引き上げてきた食品、なかでもコメ価格は一部で流通在庫の積み上がりから店頭価格に調整の動きがみられ、12月のCPIのコメ価格指数は前年比で減速傾向が鮮明になっています（図表3）。
- さらに、基調的なインフレ動向を測る指標として海外では一般的な、変動の大きい食品とエネルギーを除いた12月のコアCPIは、前月から0.1%低下して前年同月比+1.5%の増加にとどまり、インフレに加速の兆しは見られません。
- ちなみに、日本で流通するコメのほぼ99%は国産なので、コメ価格の高騰と円安には直接的な関係はありません。また、2025年1月のドル円は一時160円に迫る円安水準にあったため、為替が対前年比でインフレに与える影響は、少なくとも足元ではほぼニュートラルといえそうです。こうした事実に目を向けて、長期金利の上昇を「円安による輸入インフレのせいだ」と言い張るのは、ある種の「ポジショントーク（自身の売買・ポジションを無理筋で正当化するロジック、屁理屈）」にも聞こえています。



（注）データは2020年1月～2025年12月、前年同月比。
（出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他的一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。



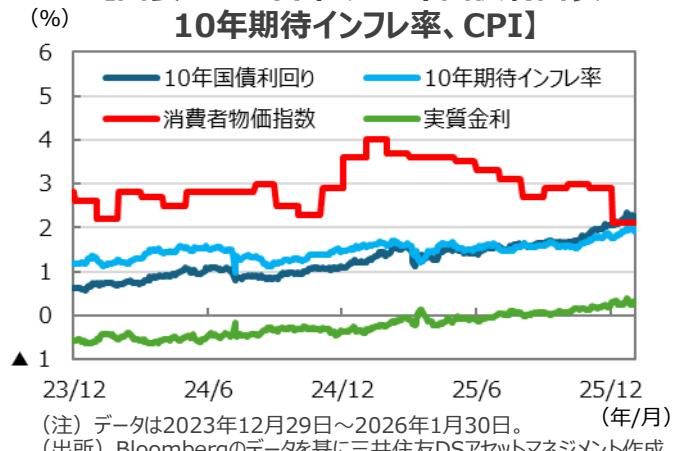
三井住友DSアセットマネジメント

Be
Active.

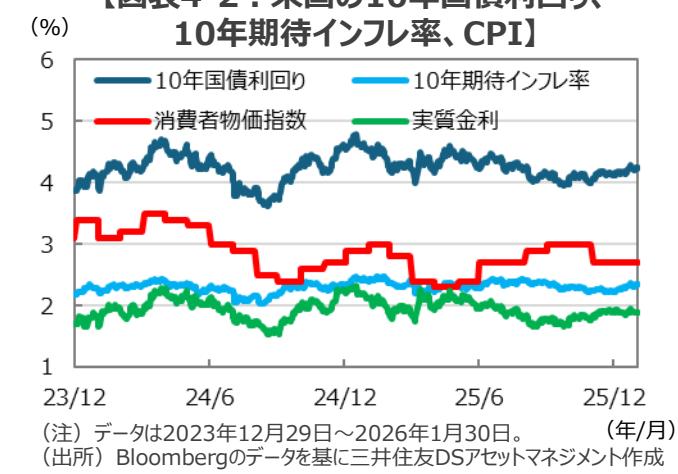
円金利上昇の正体

- それでは、日本の長期金利はなぜ今上昇しているのでしょうか。もちろん、一部で指摘されるような財政悪化懸念や円安による輸入インフレがまったく関係ないと言うつもりはありません。しかし、円金利が大きく上昇している最大の原因は、①適度なインフレが続いているにもかかわらず金利が低すぎたこと、そして、②実質金利（期待インフレ控除後の金利水準）が異常な低水準にあることが原因ではないでしょうか。
- 具体的な数字で見てみましょう。長期金利の水準とCPIの関係を見ると、①米国では10年国債利回りがCPIを約1.5%上回り、ドイツでも同約0.8%長期金利がCPIを上回ります。一方、日本ではこれまで長期金利がCPIを大きく下回って推移しており、足元では政府の補助金による特殊要因でCPIが0.8%も急低下した後でも、僅かに約0.15%上回っているにすぎません。こうしてみると、日本の長期金利の水準はインフレとの見合いで極端に低いように思われます。
- さらに、②長期金利の水準から市場の期待インフレ率を引いた実質金利は、米国が約1.9%、ドイツが約1%である一方、日本では最近プラスに転じたとはいえる約0.3%に留まります（図表4-1、2、3）。
- 経済学の世界（標準的新古典派、ニューケインジアン）では、長期金利（名目金利）は①市場の長期の期待インフレ率と、②潜在成長率（実質金利）に分解されます（フィッシャー方程式）。確かに日本は少子化などの構造問題を抱えて米国のような高い経済成長を見込むことは難しそうです。とはいえ、日本の潜在成長率がドイツの約1%を大きく下回る約0.3%に留まると考えるのは、高市政権による財政政策を考えると、奥ゆかしさを美德とする？日本人としても「謙遜が過ぎる」のではないでしょうか。
- こうしたある種の日本の金利構造の歪みは、空前の金融緩和の後遺症と言えそうです。そして、最近の急ピッチな長期金利の上昇は、①適度なインフレと経済成長によりデフレ脱却が鮮明となり、②日銀が連続で利上げを実施し、③高市政権下で将来の成長期待が高まる中で、大規模金融緩和により生じた「歪み」が修正されることで起きた水準訂正、と解釈するのが、経済ファンダメンタルズの観点からはフェアなように思われます。

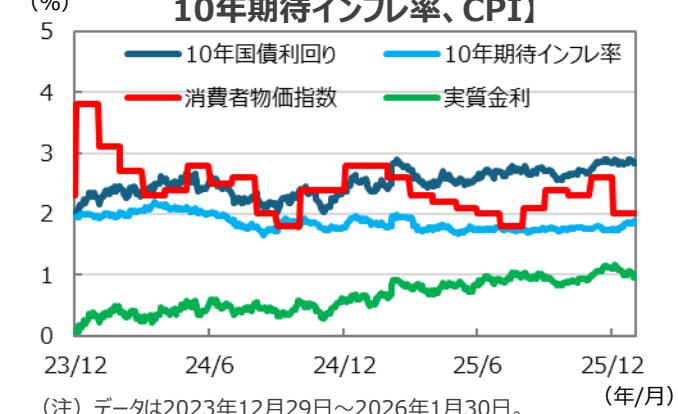
【図表4-1：日本の10年国債利回り、10年期待インフレ率、CPI】



【図表4-2：米国の10年国債利回り、10年期待インフレ率、CPI】



【図表4-3：ドイツの10年国債利回り、10年期待インフレ率、CPI】



■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したもので、特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他的一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。



三井住友DSアセットマネジメント

Be
Active.

3 喧騒の裏で日本国債を買い進む投資主体

- 高市政権の積極財政による信用不安や円安による輸入インフレによる「悪い金利上昇」をはやす向きがいる一方、こうした喧騒を「チャンス」とばかりに日本国債を買い進んでいる投資家がいます。それは海外の機関投資家です。
- 財務省が公表した対外・対内証券投資によれば、海外投資家は2026年1月26日の週に国債などの中長期債を約2兆円買い越し、買い越し額としては2025年4月以来約9カ月ぶりの高水準に達したことが伝えられています（図表5）。

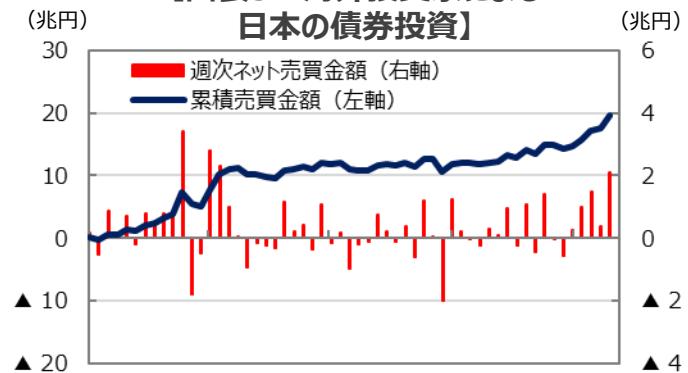
日本国債を買い進む海外投資家

- 日本では大規模緩和で当局が長期金利を人為的に低位にコントロールしていた時期が長く続いたことで、市場の価格発見機能が低下し、債券市場に参加していた多くのプロ達が市場から退場を余儀なくされたと伝えられています。一方、米国を筆頭に海外では債券投資は個人投資家にも人気の投資の定番メニューで、米国には運用資産が約2,000億ドル（約31兆円）にも達する人気のアクティブ債券ファンドがあるほど、債券は一般に広く浸透した投資対象です。
- 巨額の資金を運用する海外の債券ファンドは、金利変動、イールドカーブ、カントリークロケーション、クレジットなど多様なリスクをとりながらリターンを高めようとしていますが、そんな海外投資家が最近注目しているのが日本国債で、彼らの日本国債の買い越し額は昨年の年初からの累計で約20兆円に達します（図表5）。優秀な人材が集結し、最新のテクノロジーと膨大なデータで市場を分析し、積極果敢にリターンを追求するプロ中のプロともいべき海外の債券ファンドが、日本のファンダメンタルズを把握せず「悪い金利上昇」に買い向かっていると考えるのは、いささか自信過剰が過ぎるのではないかでしょうか。

需給の歪みが生む投資機会

- 日本の長期国債は政府・日銀による大規模金融緩和の下では、その殆どを日銀が買い付けていました。このため、現在は最大の買い手であった日銀が量的緩和の出口戦略を進める中で債券市場の需給が悪化し、特に30年国債のような超長期債ではそうした供給過剰が顕著となり、結果的に大きな金利上昇を招いています。
- こうした長期及び超長期債の価格下落（金利上昇）について、日本のファンダメンタルズにこじつけて「長期金利が急上昇」「買い手がないので長期金利の上昇は止まらない」と懸念する向きもあるようです。しかし、賢明な投資家達は、ファンダメンタルズでなく需給で大きく売り込まれた相場は、魅力的な投資対象であることが少くないことを知っています。
- そして、現在の日本の長期国債と同じく魅力的と感じて買い進んでいる海外投資家が少なくないようです。例えば、将来のある時点の金利水準を取引するデリバティブにFRA（Forward Rate Agreement、金利先渡し契約）がありますが、日本の20年後の10年国債利回り理論値は足元で約4.4%にまで達しています（図表6）。しかし、日本の潜在成長率や長期的なインフレ動向を勘案すると、新興国や米国ならいざ知らず、いささか「売られすぎ（金利が高すぎ）」の可能性が高く、一部の海外投資家は魅力的な投資機会と映っているようです。

【図表5：海外投資家による日本の債券投資】



(注) データは2025年1月4日～2026年1月30日、週次。
(出所) 財務省のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他的一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

(%)

【図表6：日米独の20年後の10年国債利回りの理論値】



- こうした投資家達は、例えば30年債の買ないと、10年債や20年債の売りを組み合わせた「フラットナー（イールドカーブの傾きが緩やかになると儲かる取引）」と呼ばれるポジションを組むことで、日本の国債市場の「ミスプライス」を収益化すべく虎視眈々と狙いを定めている、と海外の経済メディアでも報じられています。
- これまで見てきたように、日本国債に関わるファンダメンタルズを確認していくと、このところの長期金利の上昇は信用不安や円安による「悪い金利上昇」ではなく、景気回復期待など前向きな理由による「良い金利上昇」と捉えておいた方が良さそうです。そして、危機を煽るような刺激的な報道の裏で、海外のプロ達が抜け目なく積極的に投資機会を探っていることを考えあわせると、最近の長期金利の上昇を「悪い金利上昇」とする見立ては、罪作りな「悪い冗談」と言ったら言い過ぎでしょうか。

まとめに

巷では「財政悪化懸念」や「円安によるインフレ」を材料視して、最近の長期金利の上昇を「悪い金利上昇」とする向きが多いようです。しかし、こうした見立ては「好景気で金利が上昇する」という経済の基本を見落としているように思います。

日本経済や債券市場のファクトを確認していくと、最近の長期金利の上昇は、①インフレ水準に比べて金利が低すぎ、②期待インフレを控除した実質金利の水準が同じく低すぎることへの反動で、③高市総理の誕生による成長期待の高まりが水準訂正のトリガーとなった、とすることができそうです。

日本の投資家が「財政悪化懸念」や「円安によるインフレ」を警戒して日本国債への投資を躊躇する一方、目ざとい海外投資家が日本国債を買い進んでいる様を見るにつけ、巷をにぎわす「悪い金利上昇」論は悪い冗談にしか聞こえません。



2025年11月28日 日本でトラスショックはないと考える3つの理由 高市政権の経済政策と国債利回り
2024年12月17日 日本の金利はどこまで上がるのか 正常性バイアスと「円金利急騰シナリオ」

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他的一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。



三井住友DSアセットマネジメント

Be
Active.