

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

2026年1月19日

2026年の円相場の展望

— 3つの「金利」を切り口として —

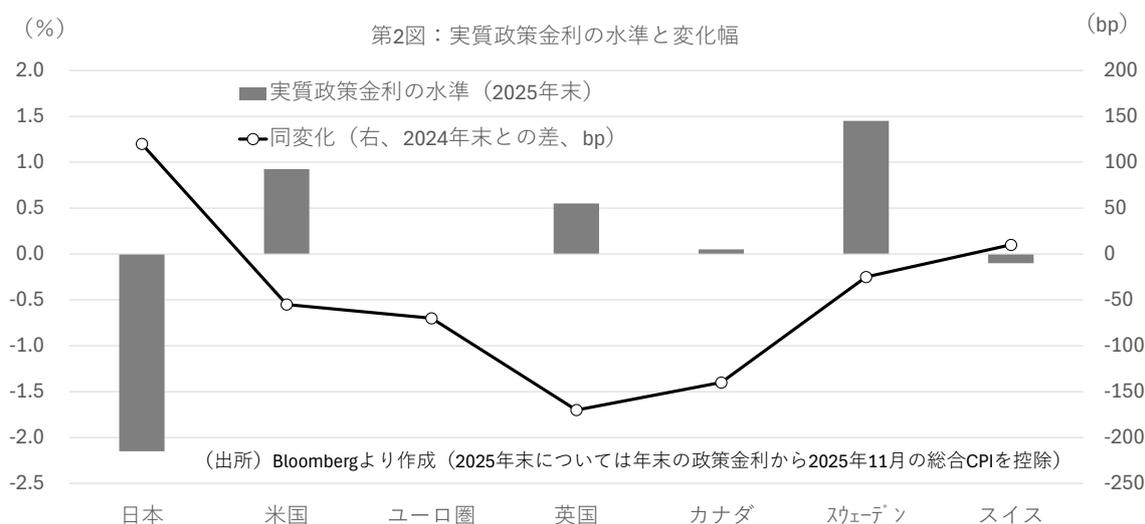
高千穂大学 商学部教授
国際通貨研究所 客員研究員
内田 稔

2025年は日銀の利上げと多くの海外中銀の利下げが交錯し、内外の金融政策は対照的なものとなったが、それでも円安が進んだ（第1図）。本稿では実質金利、中立金利、長期金利といった3つの「金利」を切り口に、まず円安の背景を整理した上、それらを踏まえて2026年の円相場を展望する。結論を先に言えば、引き続き円安リスクへの備えが必要と考えられる。



1. 円安の主因はマイナス圏にある実質金利

為替市場では名目金利からインフレ率を差し引いた実質金利が重要である。これは高金利通貨であるトルコリラが長期的にみて下落基調を辿っていることから、疑念を挟む余地に乏しい。その点、日本の実質金利も現在マイナス圏に位置しており、このことが円安の主因と考えられる。一方、為替相場は一般的に金利の変化を先読みして変化することが多く見受けられる。従って、日本の実質金利がマイナス圏のままであっても、今後の上昇期待が円高に作用しても不思議ではない。その点、主要通貨に関して、2025年末時点の実質金利の水準と年間を通じた変化をまとめると日本の実質金利が最も上昇した一方、依然として水準としては深いマイナス圏にとどまっている。そうした中で円安が進んだことから、実質金利の変化よりも水準が円安に作用したとみるのが妥当だ（第2図）。これは、2年物の国債利回りや長期金利でもみても同様の結果である。従って、2026年も実質金利がマイナス圏にとどまる限り、円安圧力が残る可能性が高い。



2. 中立金利にみる乏しい利上げ余地

2025年12月19日、日銀が利上げを決定し、政策金利は30年ぶりの高さに達した。しかし、植田和男総裁の会見中より、じりじりと円安が進み、当日だけで円は対ドルで2円以上も下落した。この背景として、当日朝の段階で既に市場が9割程度の確率で利上げを織り込んでいたこと（即ち、利上げ後に材料の出尽くし感が台頭したこと）に加え、中立金利と政策金利の関係性を指摘することができる。中立金利とは、経済活動や物価を加熱も冷ましもしない金利を指し、潜在成長率にインフレ目標を加えたものである。現在、日本の潜在成長率は、▲1.0%～+0.5%とされており、中立金利はこれに物

価安定目標の2%を加えた+1.0~+2.5%と考えられている¹。従って、潜在的な利上げ余地はまだ残されているが、市場では金融政策の正常化に対するこれまでの日銀の慎重な姿勢を念頭に、利上げの終着点、いわゆるターミナルレートがこのレンジの下限付近の1.00%~1.25%とみられているようだ。例えば、市場は年内の1%までの追加利上げを完全に織り込んでいるが、1.25%までの利上げは織り込み切っていない²。従って、日銀が利上げを進めるに連れて、政策金利が上限に接近することになる。その結果、市場ではかえって追加利上げ期待が後退し、円安が進みやすくなると考えられる。

3. 円安を招いた長期金利の上昇

高市政権の発足後、日銀の利上げ時期が後ずれするとの見方が高まった。高市総理がかねてより、金融政策に関して財政（拡張）政策との整合性を強く求める考えを表明してきたためだ。これが自民党の総裁選後に円安が加速した主因とみられる。加えて、足もとの長期金利の上昇を踏まえ、円安を政府の財政悪化に対する市場からの警鐘とする報道も少なくない³。国債の債務不履行のリスク度合いを表すクレジットデフォルトスワップ（CDS）市場の спреッドは概ね安定しているが、確かに円安と長期金利上昇が並走してきたのは事実である。そもそも、長期金利は、期待潜在成長率と期待インフレ率およびプレミアムの合計である⁴。この内、特にプレミアムの拡大にけん引された長期金利上昇が、市場ではいわゆる「悪い金利上昇」とみなされ、当該通貨安を招くことが多い⁵。そこで市場で観測することができるタームプレミアムを確認すると、高市政権の発足前後においてタームプレミアムが拡大している（第3図）⁶。タームプレミアムは、国債発行残高と正の相関関係、日銀の国債保有残高と負の相関関係を持つことがわかっている⁷。いずれも国債の需給悪化を招くからだ。従って、タームプレミアムの拡大は、高市政権の積極財政に伴う国債増発懸念に加え、日銀が国債の買い入れ額を漸減していく「量の正常化」も影響していると考えられる。ただ、「量の正常化」は、既に2024年7月に始まっているため、最近の長期金利上昇には高市政権の積極財政路線が影響しているとみるのが妥当だ。今後とも長期金利の上昇が円安に波及する危険性は残る。

¹ 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ「自然利子率の計測をめぐる近年の動向」

https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2024/data/wp24j09a.pdf

² 市場では2026年中に1.25%まで利上げが進む確率は約74%とみられている（1月16日現在）

³ 2026年1月11日付日本経済新聞「円急落、財政リスク再燃 衆院解散報道、一時158円台に 日経平均先物は急騰」など。

⁴ 中立金利（あるべき政策金利）が、潜在成長率とインフレ目標の合計であることから、期待潜在成長率と期待インフレ率は、期待政策金利と読み替えることができる。従って、利上げ観測が台頭する場合も長期金利は上昇する。

⁵ 近年2010年代初頭のユーロ圏、2022年9月~10月の英国、2025年4月~5月の米国で観測された

⁶ タームプレミアムは債券相場の変動リスクに対して投資家が求める対価である

⁷ 第8回「国の債務管理に関する研究会」資料「国債市場の動向と分析（大和証券株式会社）」

https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/study_gov_debt_management/d20250508-3.pdf



4. 今後の展望

引き続き円相場にとって実質金利の水準が重要と考えられる。そこで、今後の日銀の利上げペースやインフレ率について簡単に考察しておく。日銀は、2024年3月にマイナス金利を解除した後、2025年末までに3回の追加利上げを実施した⁸。概ね年2回ペースとみれば、次回の利上げ時期は2026年半ばとなろう。ただ、日銀の植田総裁はかねてより、「日銀の中心的な経済・物価見通しが実現していけば、その改善に応じて引き続き利上げで緩和度合いの調整を行う」との見解を示してきた。即ち、利上げを継続するのは、インフレが継続している場合だ。名目金利が上昇しても実質金利はまだマイナス圏にとどまっている可能性が高く、円安圧力は残るだろう。また、利上げ観測によって長期金利が一段と上昇する場合もタームプレミアムの拡大が続く限り、円安リスクが残る。一方、日銀は利上げを決定した昨年12月、2026年度前半にインフレ率が2%を割り込んで低下するとの見方を示した。インフレ率が低下すれば、実質金利が上昇するが、同時に日銀が利上げを続ける必要性も低下する。インフレ率がよほど大幅に低下しない限り、この場合も実質金利はマイナス圏にとどまることになり、引き続き円安リスクへの警戒を要する。

5. さいごに

本稿では実質金利、中立金利、長期金利といった「金利」に的を絞って論じた。この内、実質金利については、「変化」よりもマイナス圏に位置する「水準」の重要性を指摘した。しかし、2025年の為替市場で相対的に強かったユーロやスイスフランの実質金利は米ドルより低い上、スイスの実質金利は小幅ながらもマイナス圏にある（再び第

⁸ 2024年3月のマイナス金利の解除後、同年7月（15bp）、2025年1月（25bp）、2025年12月（25bp）に利上げを決定した（カッコの値は利上げ幅）。

2 図)。逆に言えば、日本の実質金利がマイナス圏のままでも、そのマイナス幅が一段と縮小すれば円安圧力が緩和する可能性がある。次に、中立金利を巡っては2025年12月、日銀が見直し（再評価）に着手したことが報じられている⁹。仮に、中立金利のレンジが引き上げられた場合、市場の利上げ期待が高まり、円安期待が和らぐ可能性がある。中立金利は抽象的な概念であり、日銀の姿勢が一気に転換するとは考えにくい。今後の日銀による情報発信を注視する必要がある。長期金利の上昇を巡っては、タームプレミアムの拡大がピークアウトした場合、素直に円高材料に転じる可能性がある半面、足もとでは食料品に限り、時限的な消費税の廃止や引き下げ議論が活発化している。これがCDS スプレッドの拡大を伴う本当の意味での「悪い金利上昇」を誘発するリスクは否定できない。今後の市場動向、欧米の格付け機関のコメントなどを注視する必要がある。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2026 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)
All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.
Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan
〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階
e-mail: admin@iima.or.jp
URL: <https://www.iima.or.jp>

⁹ 2025年12月5日、時事通信は「日銀が景気を刺激も抑制もしない中立金利の水準について点検作業を進めていることが4日、分かった。」と報じた。