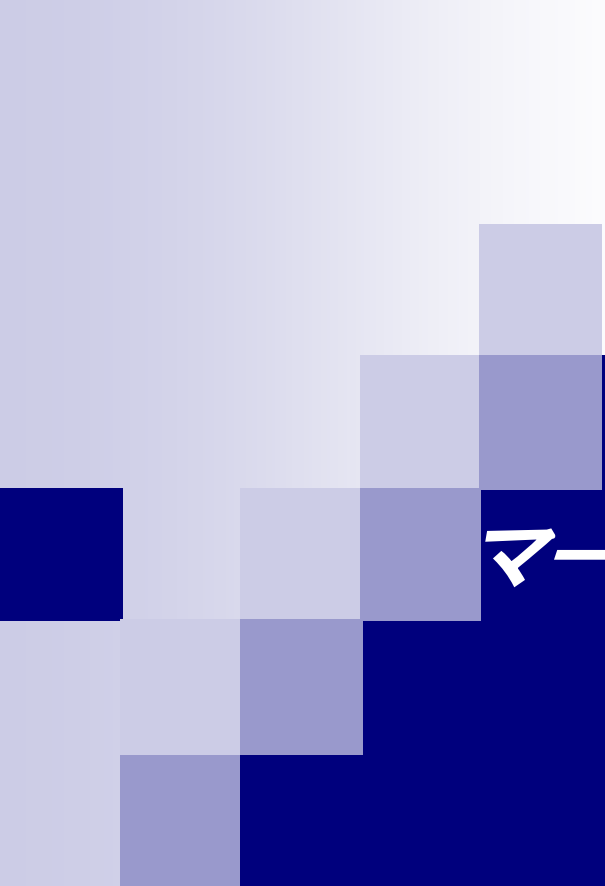




マーケットの観点から評価する 「責任ある積極財政」

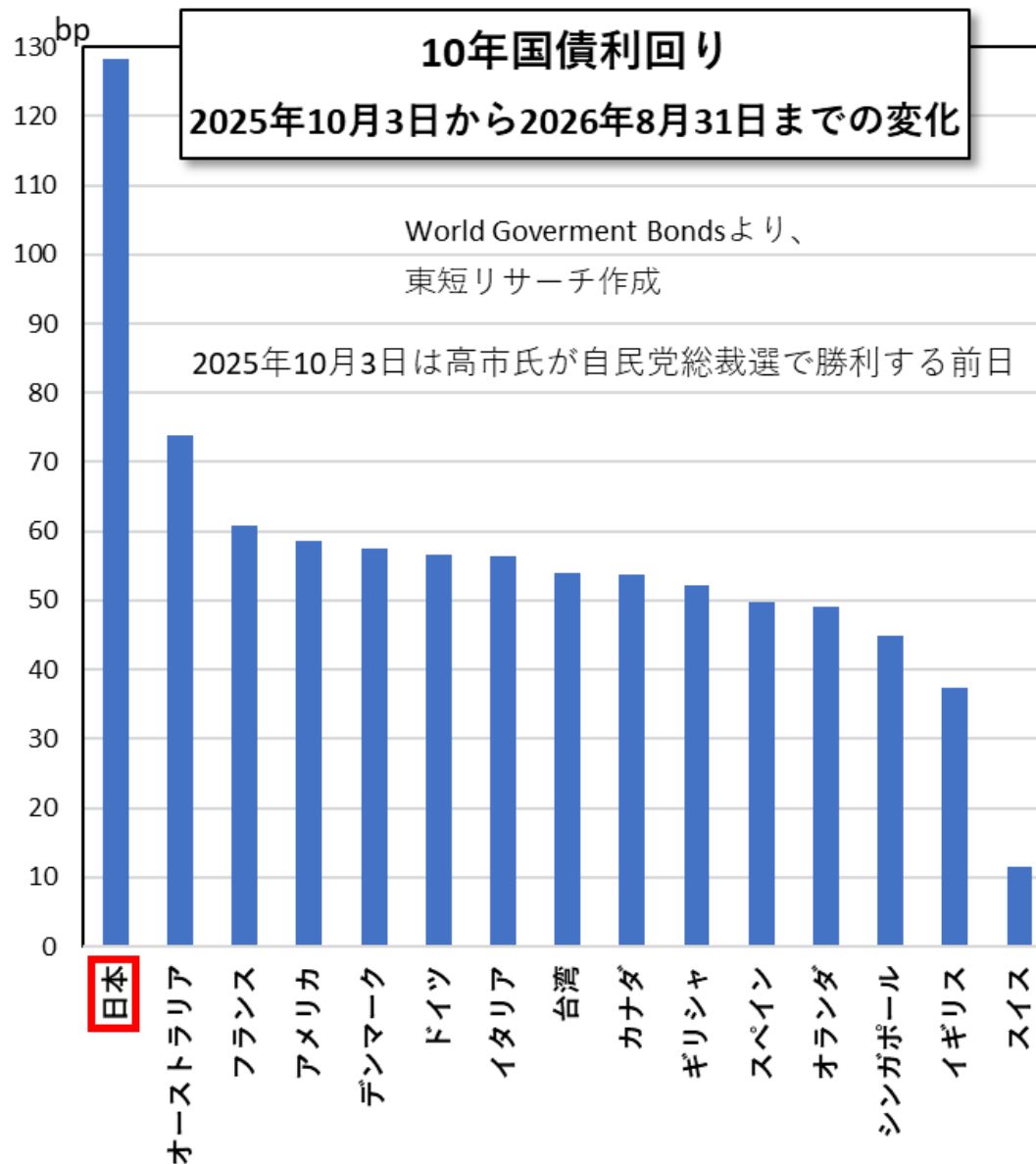
2026年9月1日

東短リサーチ株式会社

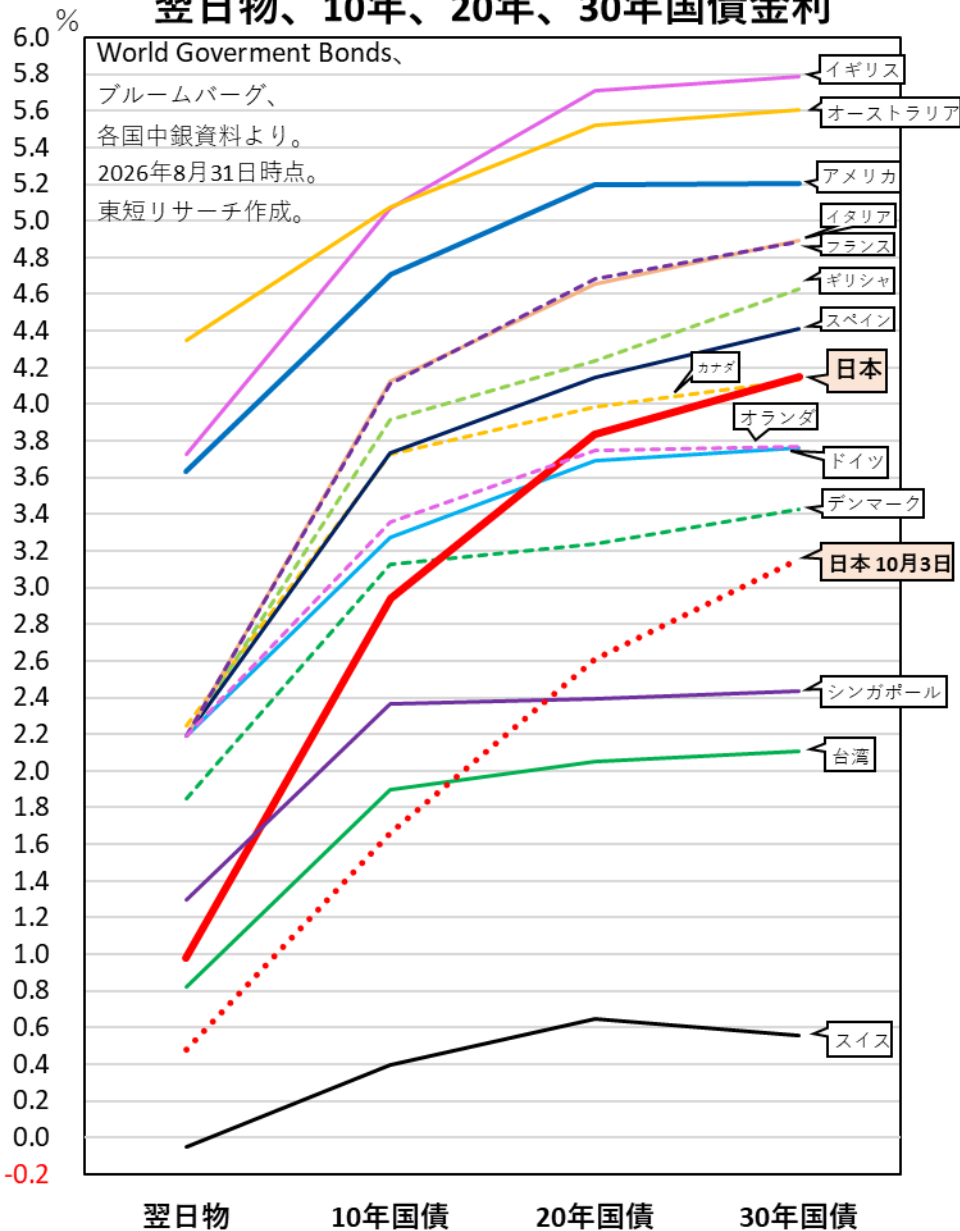
チーフエコノミスト

加藤 出

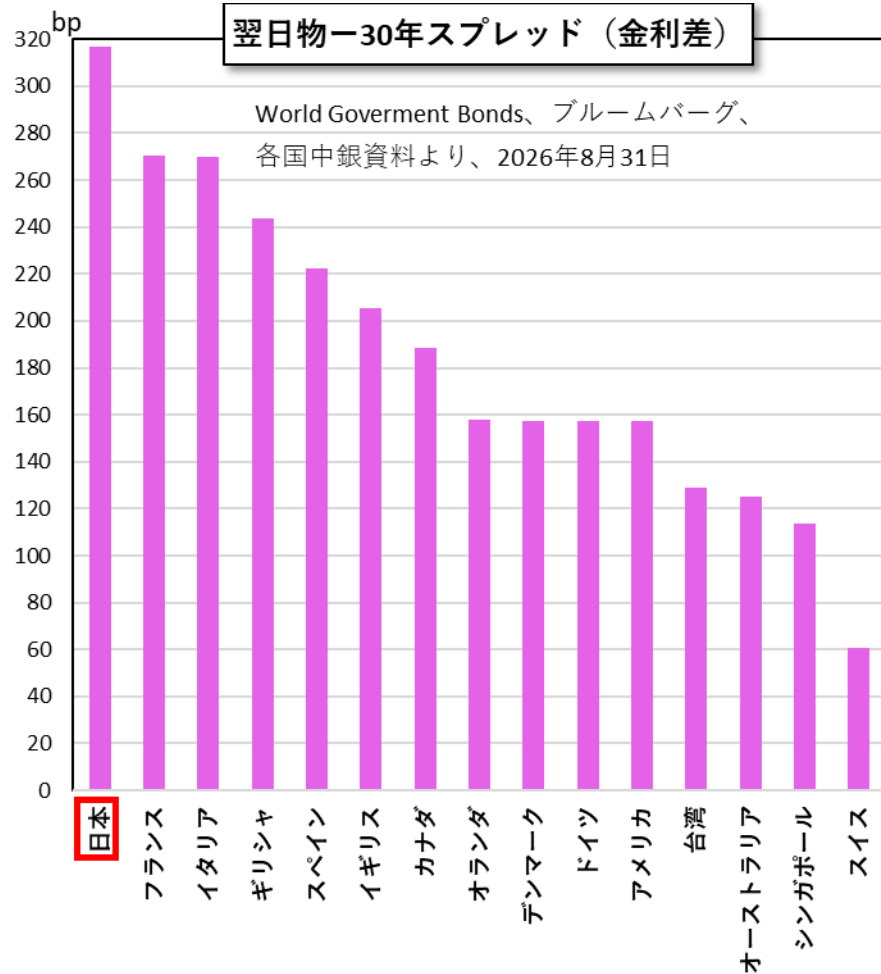
<1> 高市政権下で不安定化する日本国債の金利



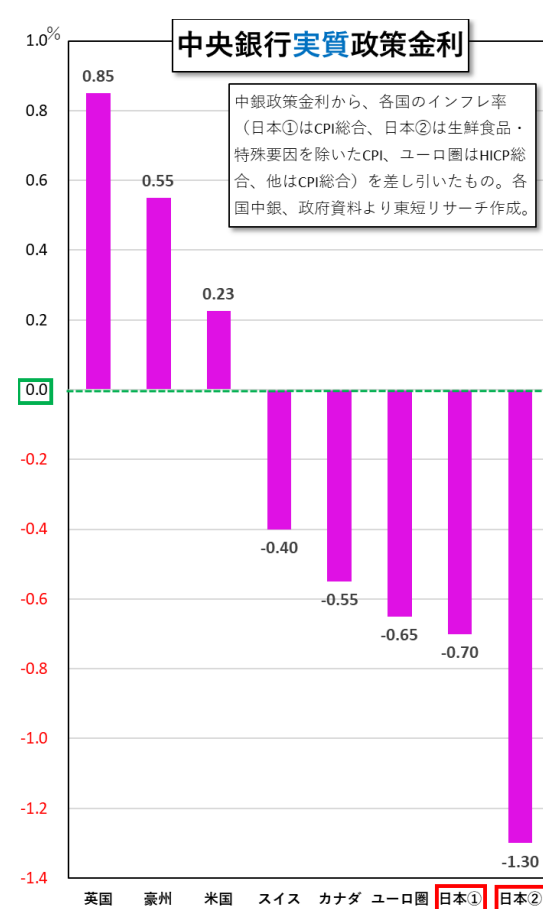
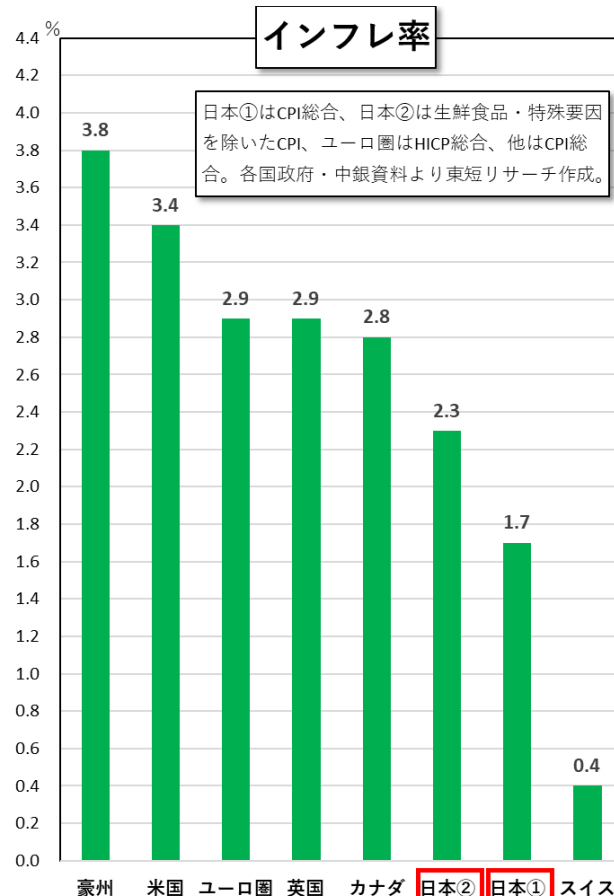
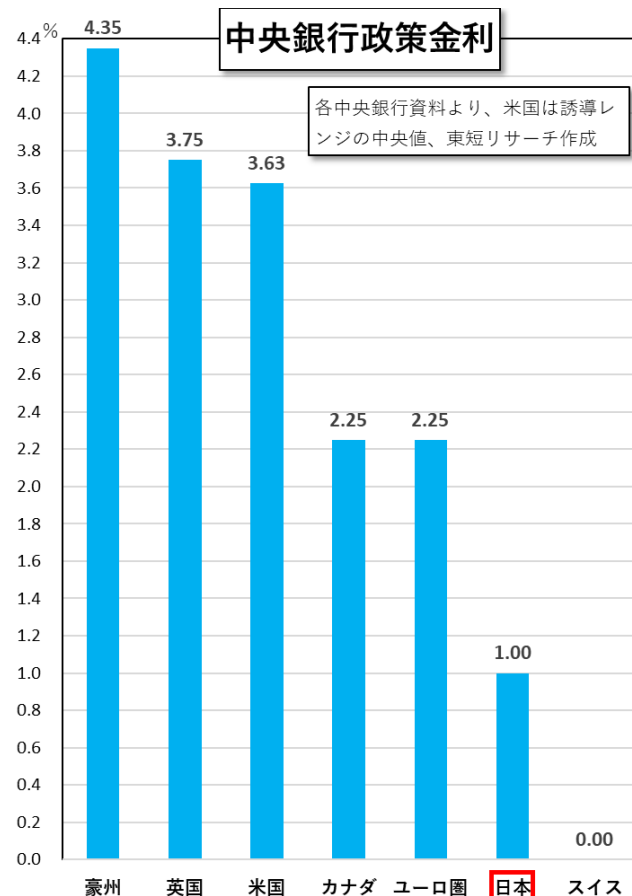
翌日物、10年、20年、30年国債金利



翌日物-30年スプレッド（金利差）



<2> 日銀金融政策の状況：政策金利は31年ぶりの1%台だが、まだまだ緩和的 日本の実質政策金利は大幅マイナス

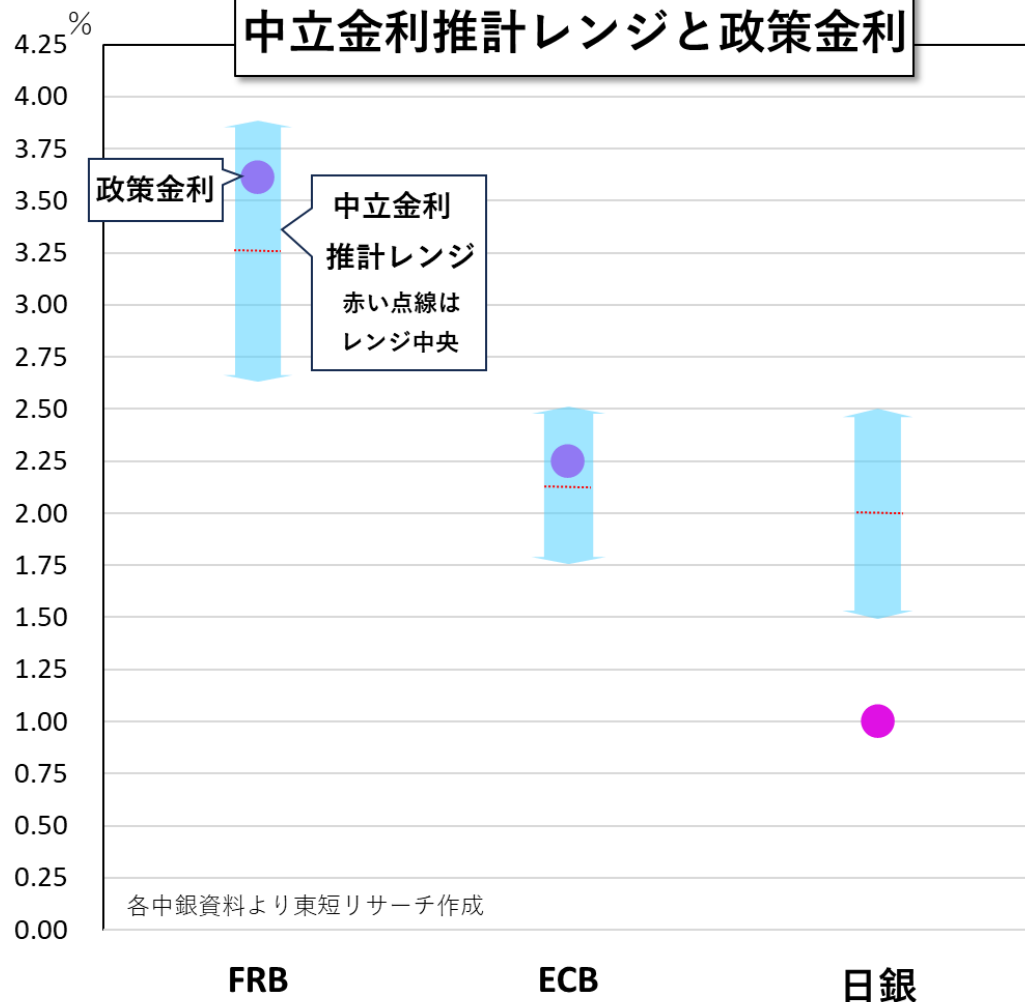


一般の預金金利は日銀政策金利におおよそ連動している。実質預金金利のマイナス化により、我が国の家計の金融資産運用における長年の特徴だった「ホーム・バイアス」が急速に崩れてきている。

⇒ 円安および長期金利上昇につながり易い。

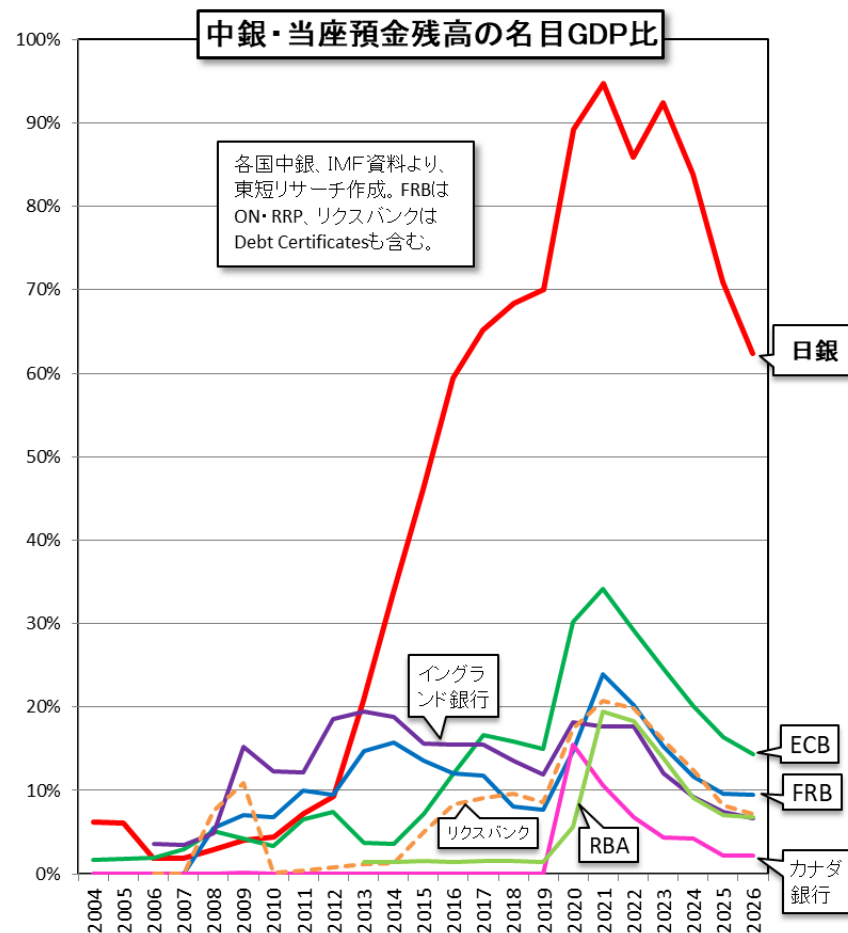
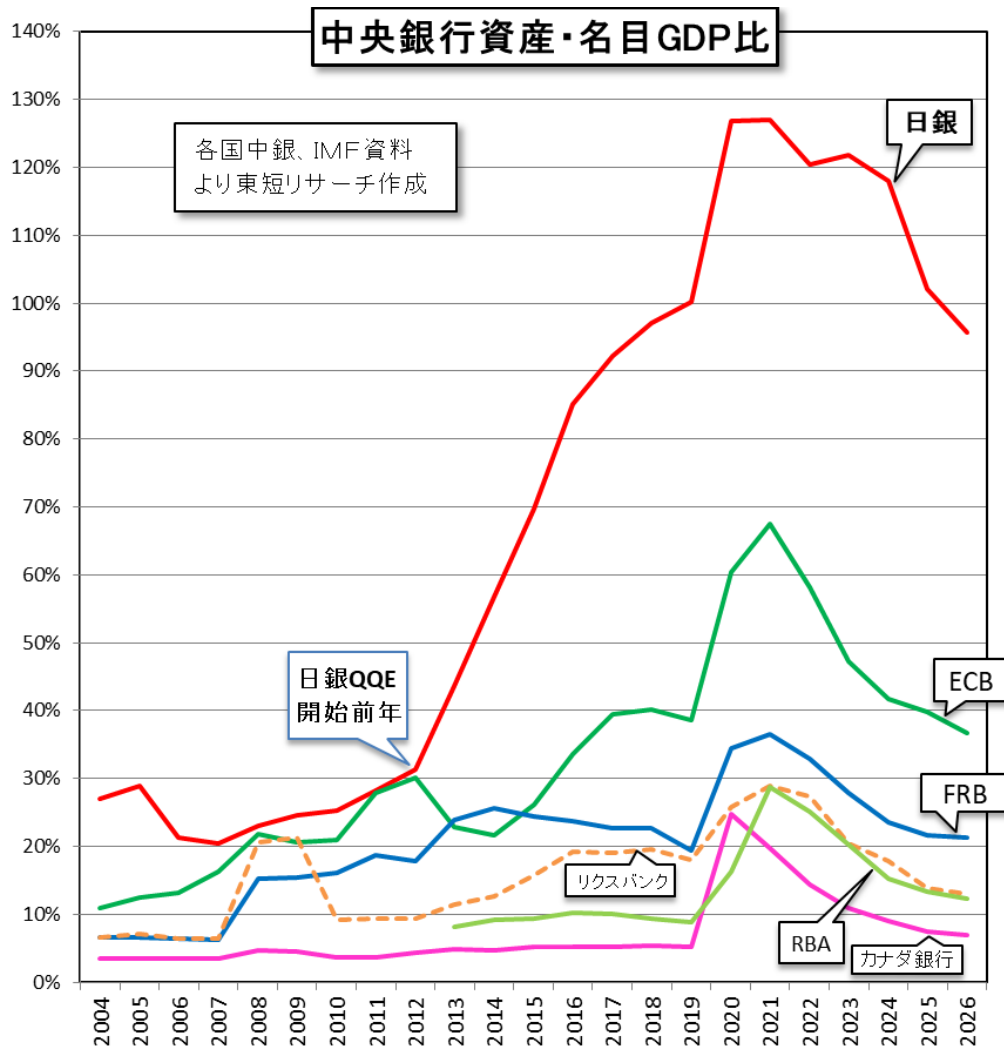
中立金利との比較においても 低い日本の政策金利

中立金利推計レンジと政策金利



- 日銀はインフレを除いた中立金利である自然利子率の推計レンジを、6つのモデル(時系列モデル2つと構造モデル4つ)がそれぞれ示す数値の最低と最高でを用いて表している。
- しかし2026年3月の「日銀レビュー」は、時系列モデルは「**下方バイアスを有している可能性が高い**」と説明。
- そこで2つの時系列モデルを除いてみると、**自然利子率のレンジは-0.5%~0.5%**になる。
- インフレが2%でアンカーされると仮定して、自然利子率のレンジに2%を加えると、**中立金利の推計レンジは、1.5%~2.5%**となる。**レンジ中央は2%**。
- 日銀・田村審議委員、2026年6月25日の講演「**2%の中立金利の水準に向けて、数か月に一度のペースで0.25%ずつ利上げしていくことを基本線としてイメージしています**」。

中銀バランスシートの観点からも日銀はまだまだ緩和的



<3> 高市政権下でビハインド・ザ・カーブが懸念される日銀金融政策

日銀政策委員（敬称略）

2026年6月末時点

役職	氏名	任期終了	主な前職
総裁	植田 和男	2028年4月8日	東京大学教授、日銀審議委員（1998～2005年）
副総裁	内田 眞一	2028年3月19日	日本銀行理事
副総裁	氷見野 良三	2028年3月19日	金融庁長官
審議委員	高田 創	2027年7月23日	岡三証券グローバル・リサーチ・センター理事長
審議委員	田村 直樹	2027年7月23日	三井住友銀行専務執行役員
審議委員	小枝 淳子	2030年3月25日	早稲田大学政治経済学術院教授
審議委員	増 一行	2030年6月30日	三菱商事 代表取締役 常務執行役員 CFO
審議委員	浅田 統一郎	2031年3月31日	中央大学名誉教授
審議委員	佐藤 綾野	2031年6月29日	青山大学教授

中央銀行の独立性が揺らぐと起き得るインフレ懸念、通貨安、国債金利上昇

- ① 90年代の米クリントン政権期の**財務長官ボブ・ルービン**は、「金融政策に関するFRBの決定は、できる限り政治的圧力に左右されるべきではない」と大統領や政権幹部を説得。なぜなら、
- ② 「政府がFRBの独立性を明確に支持すれば、大統領への信頼、経済政策への信認、健全な金融市場への信認が増す」
- ③ 「FRBの議長に政府が政治的な圧力を加え、その政策に影響を与えているという印象は、**国債市場に悪影響**を及ぼす」

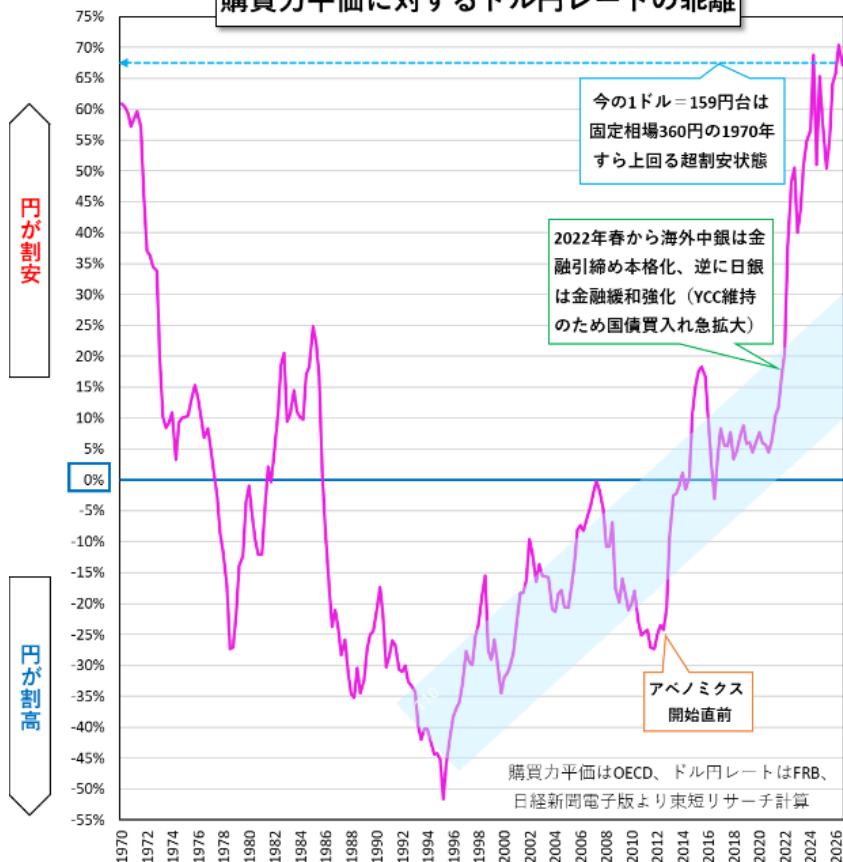
*つまり、中銀独立性の尊重は、国債金利低下など政府自身にとってメリットとなるのだが・・・

ドル円レートと購買力平価

— ドル円レート (FRB、日経新聞電子版)
— 購買力平価 (OECD推計)



購買力平価に対するドル円レートの乖離



円OIS取引・日銀利上げ（0.25%幅）織り込み度

80%以上を黄色、100%以上をピンクで表示

%

		1. 25%へ利上げ		1. 5%へ利上げ		1. 75%へ利上げ		2%へ利上げ		2. 25%へ利上げ	
		7月27日	8月31日	7月27日	8月31日	7月27日	8月31日	7月27日	8月31日	7月27日	8月31日
2026年	9月	28	91								
	10月	77	111		11						
	12月	105		5	69						
2027年	1月			32	104		4				
	3月			63			46				
	4月			85			76				
	6月			107		7	114		14		
	7月					27			41		
	9月					55			56		
	10月					82			82		
	12月					110		10	109		9
2028年	1月										37

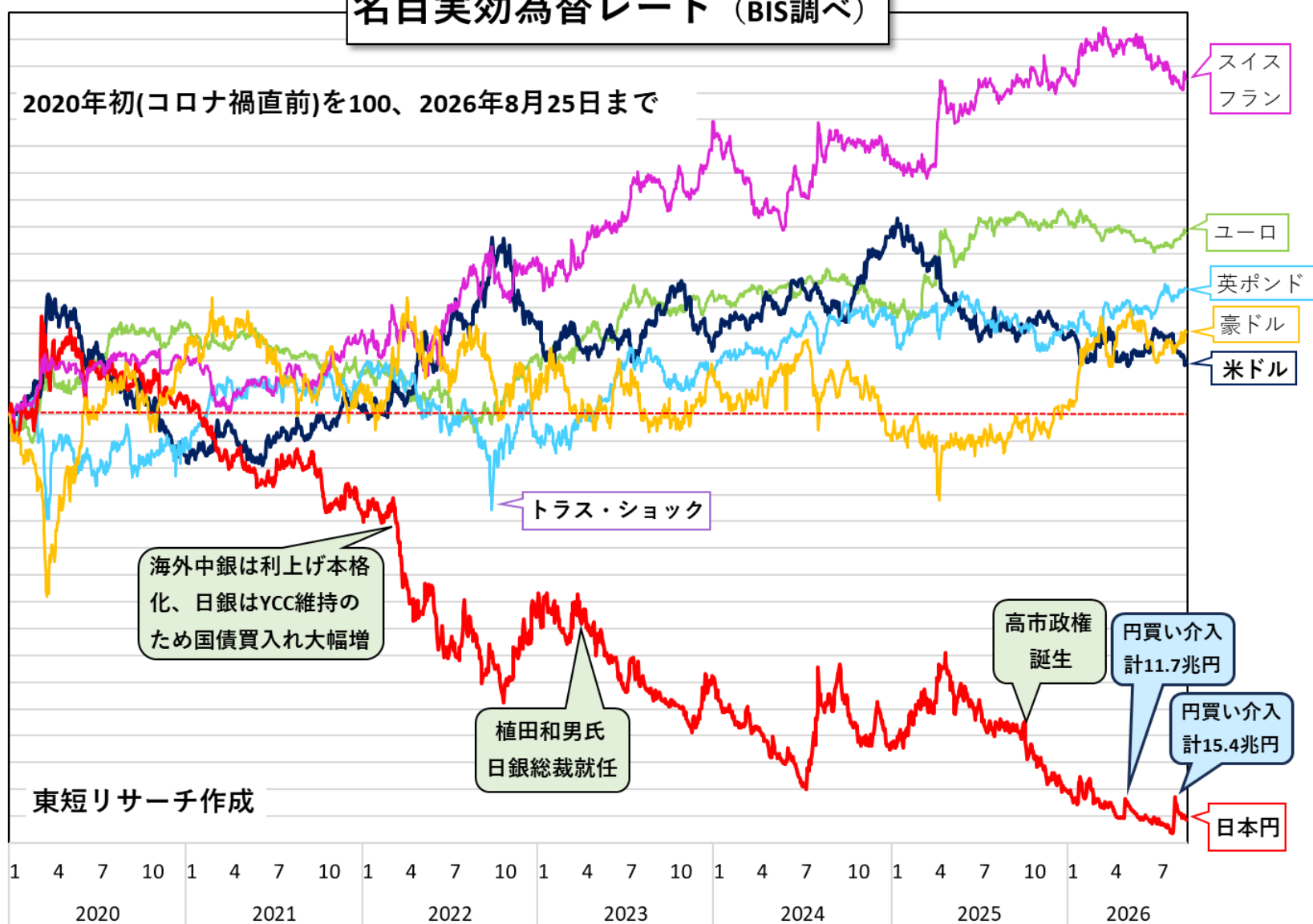
東短ICAP/東短リサーチ作成

名目実効為替レート (BIS調べ)

2020年初(コロナ禍直前)を100、2026年8月25日まで

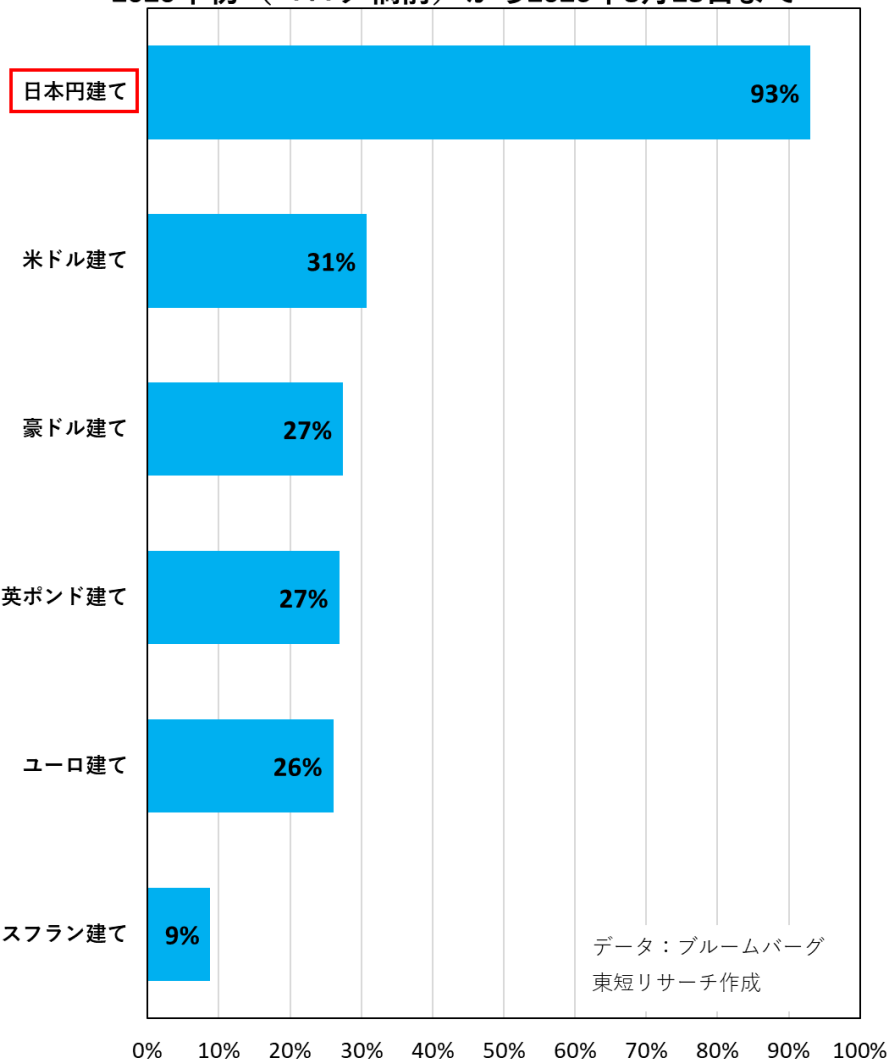
通貨高

通貨安



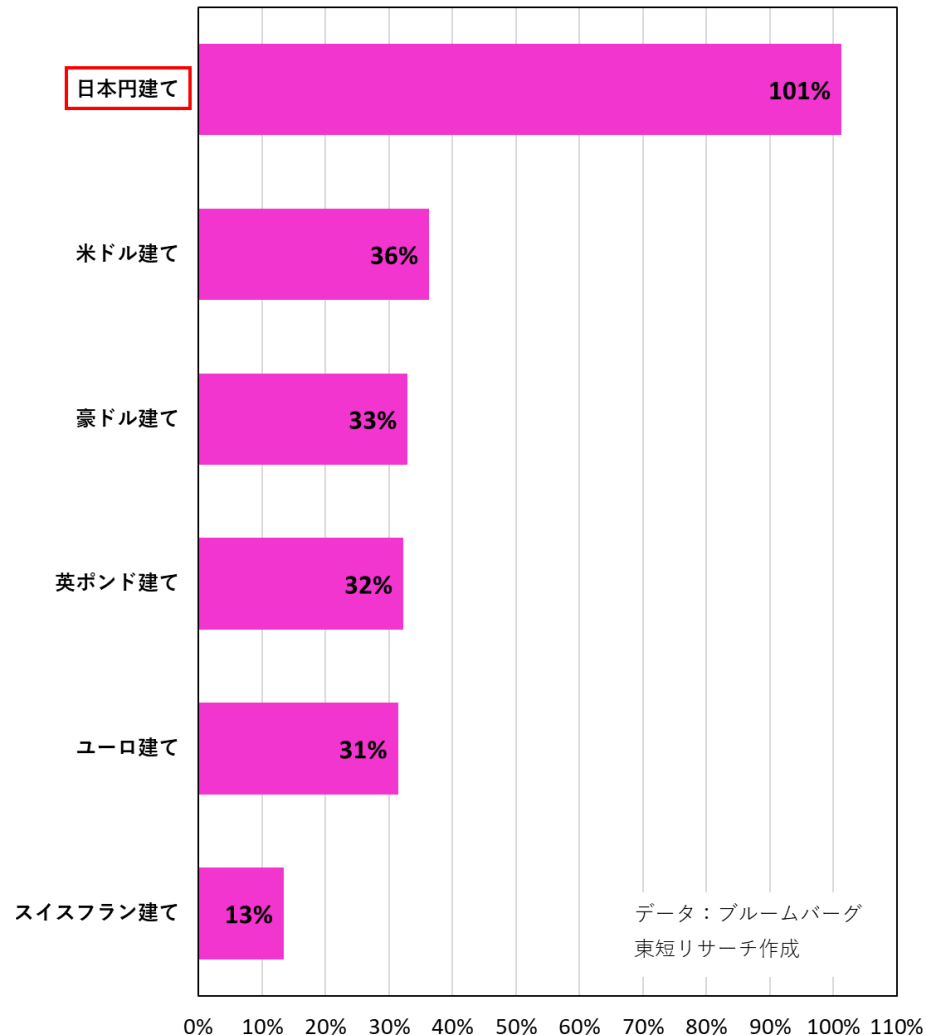
トウモロコシ先物価格(CBOT)通貨建て別変化

2020年初（コロナ禍前）から2026年8月28日まで

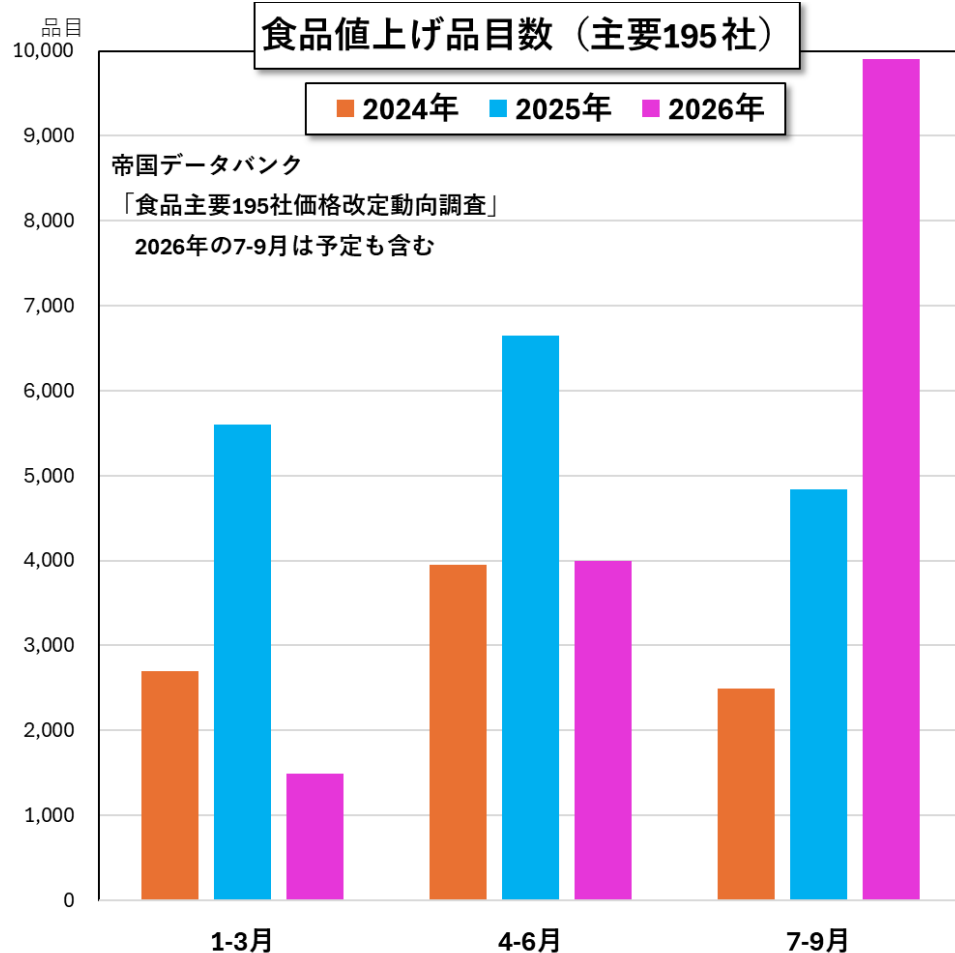


原油先物価格(WTI)通貨建て別変化

2020年初（コロナ禍前）から2026年8月28日まで



今年の7-9月は、昨年、一昨年を大幅に上回る食品値上げラッシュ



日銀ビハインド・ザ・カーブ懸念 ⇒ 超円安 ⇒
生活コスト危機 ⇒ 政府は財政で対応。
これはサステナブル？

Totan Research

最近の1ℓあたり ガソリン価格・円換算

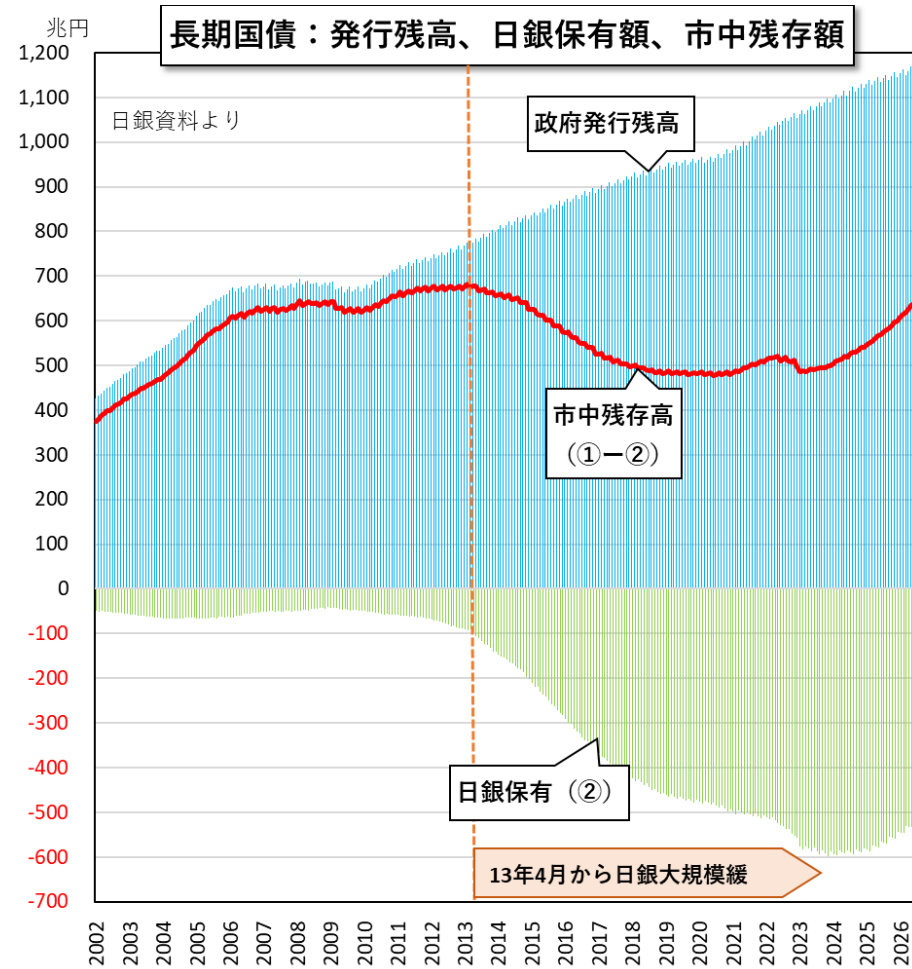
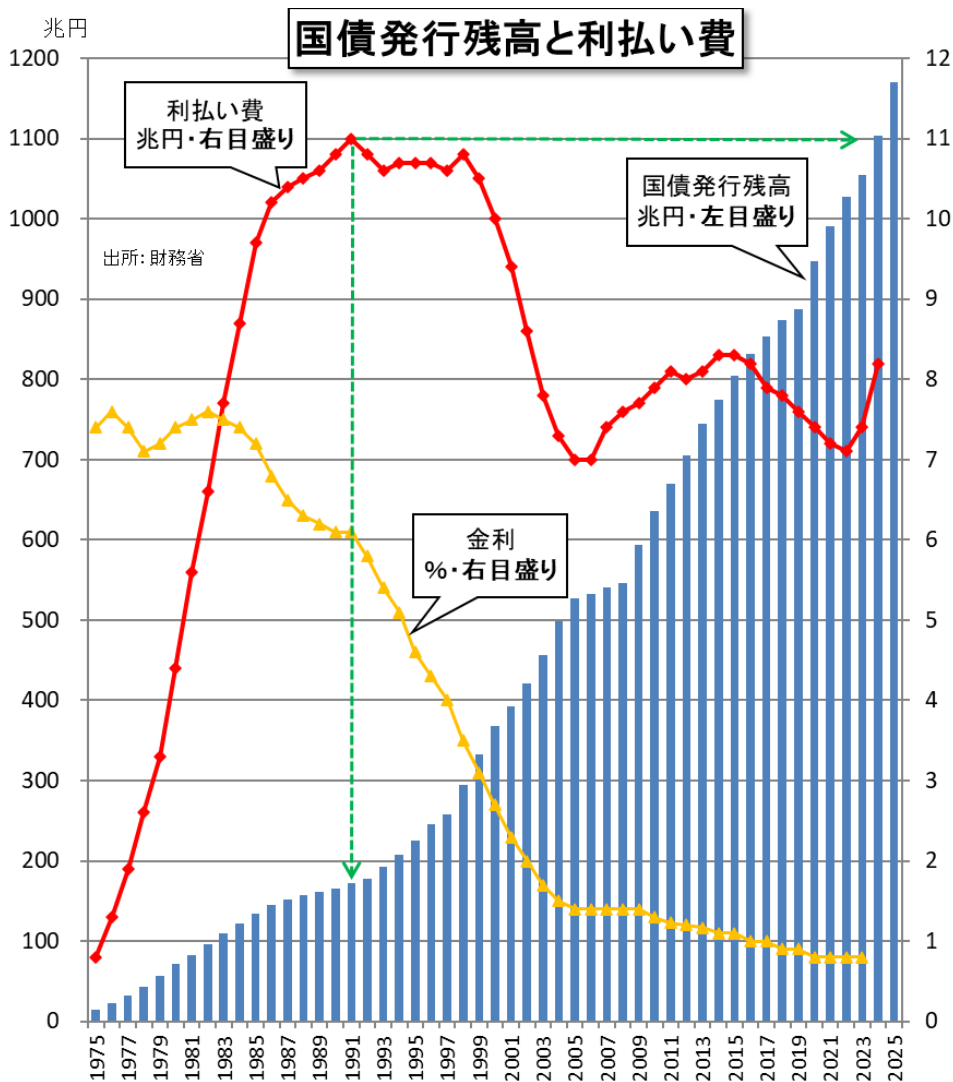
オランダ	439
ドイツ	388
スイス	380
シンガポール	375
イタリア	367
ノルウェー	367
フランス	365
イギリス	350
スペイン	312
ニュージーランド	295
メキシコ	265
スウェーデン	257
南アフリカ	248
トルコ	234
カナダ	232
オーストラリア	228
韓国	227
タイ	221
ブラジル	206
フィリピン	206
中国	203
アメリカ	184
インド	182
日本	171

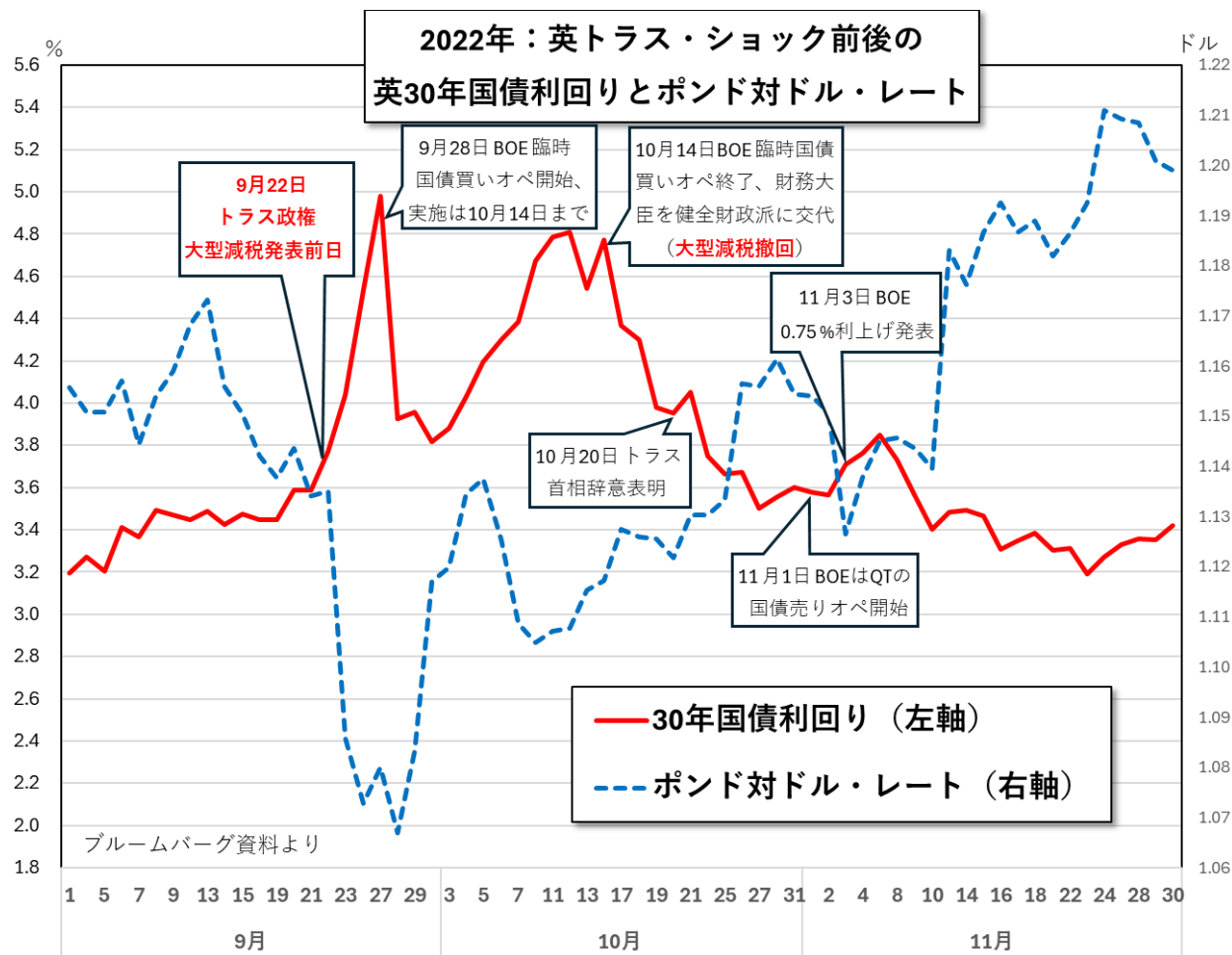
GlobalPetroPrices.comより、
8月18日の為替レートで円換算
東短リサーチ作成

政府債務残高 名目GDP比(%)

43
63
39
171
137
45
116
102
100
55
62
35
79
23
114
51
52
65
93
59
99
124
84
207

IMF調べ、
2025年

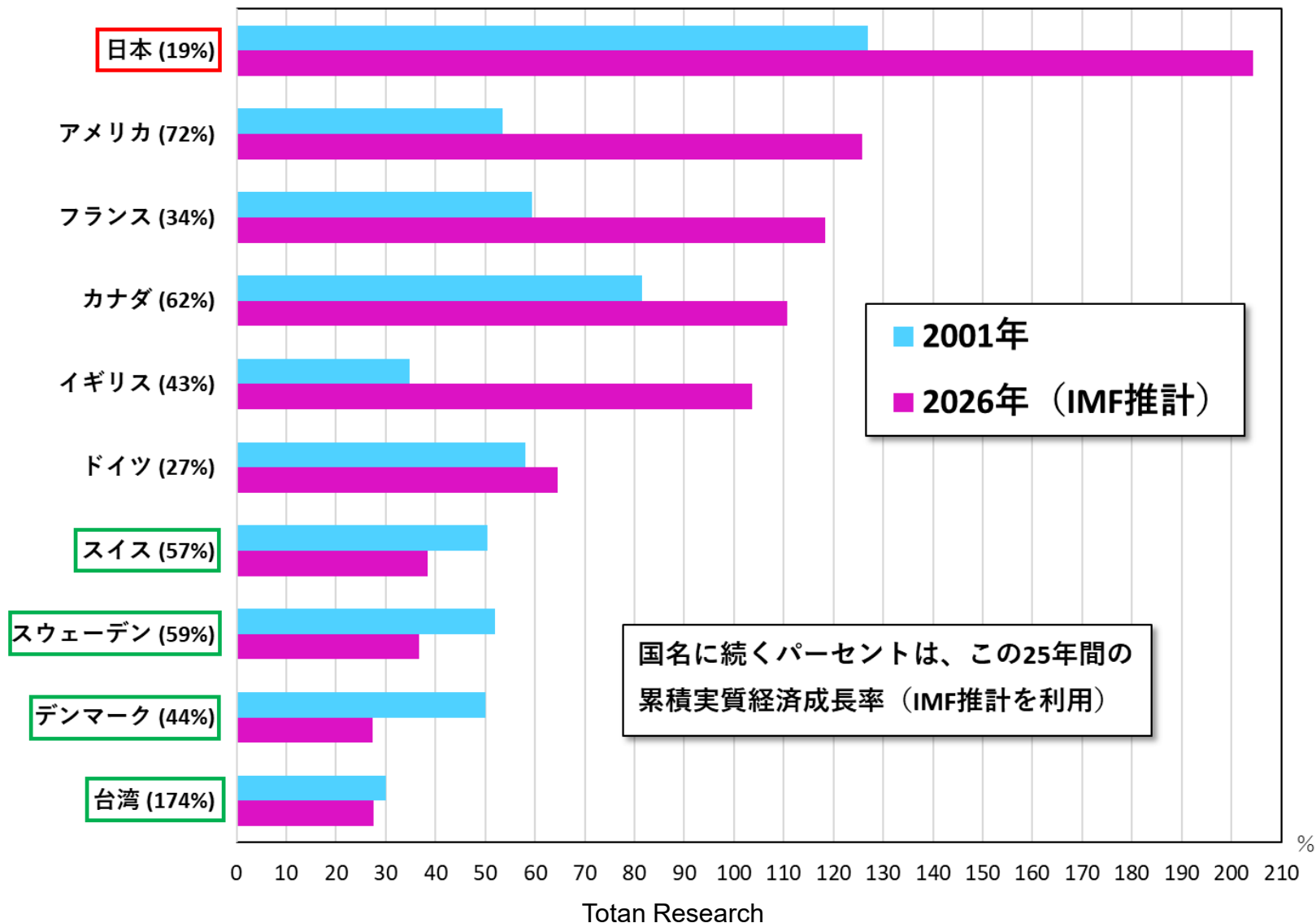


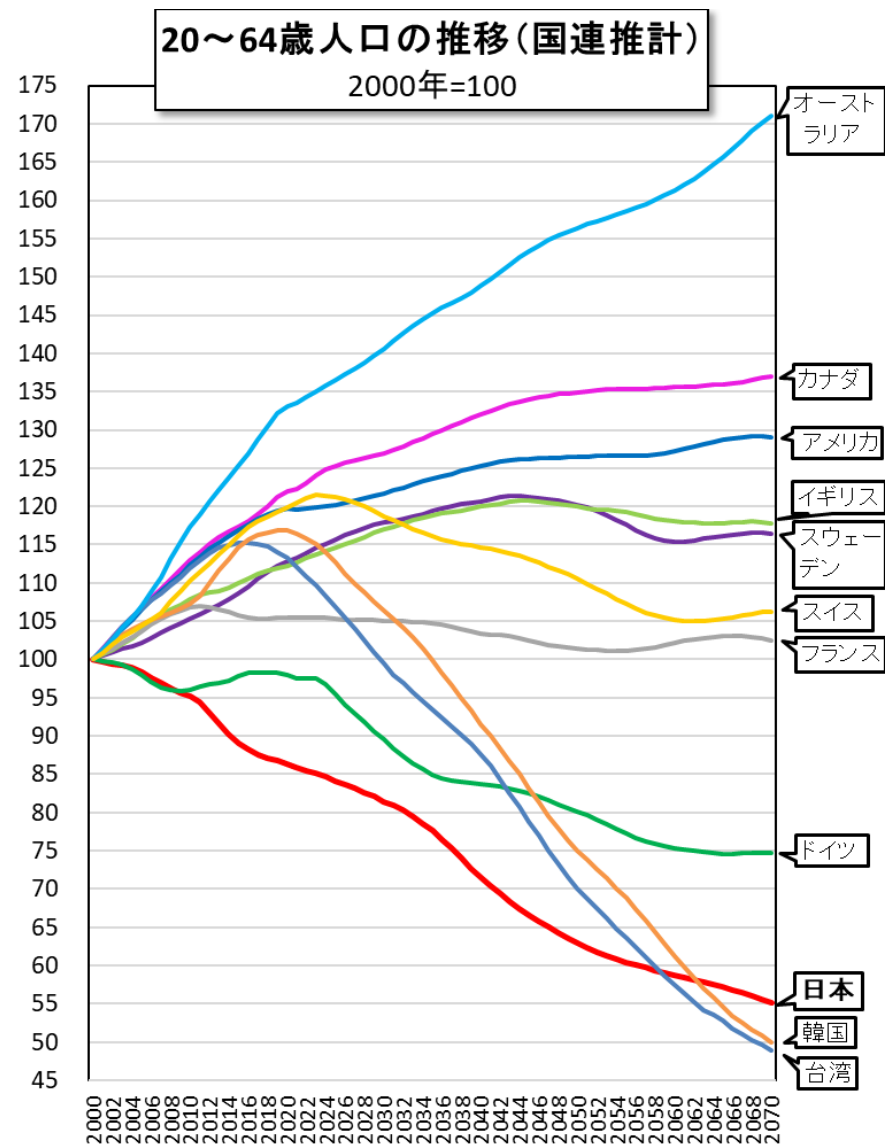
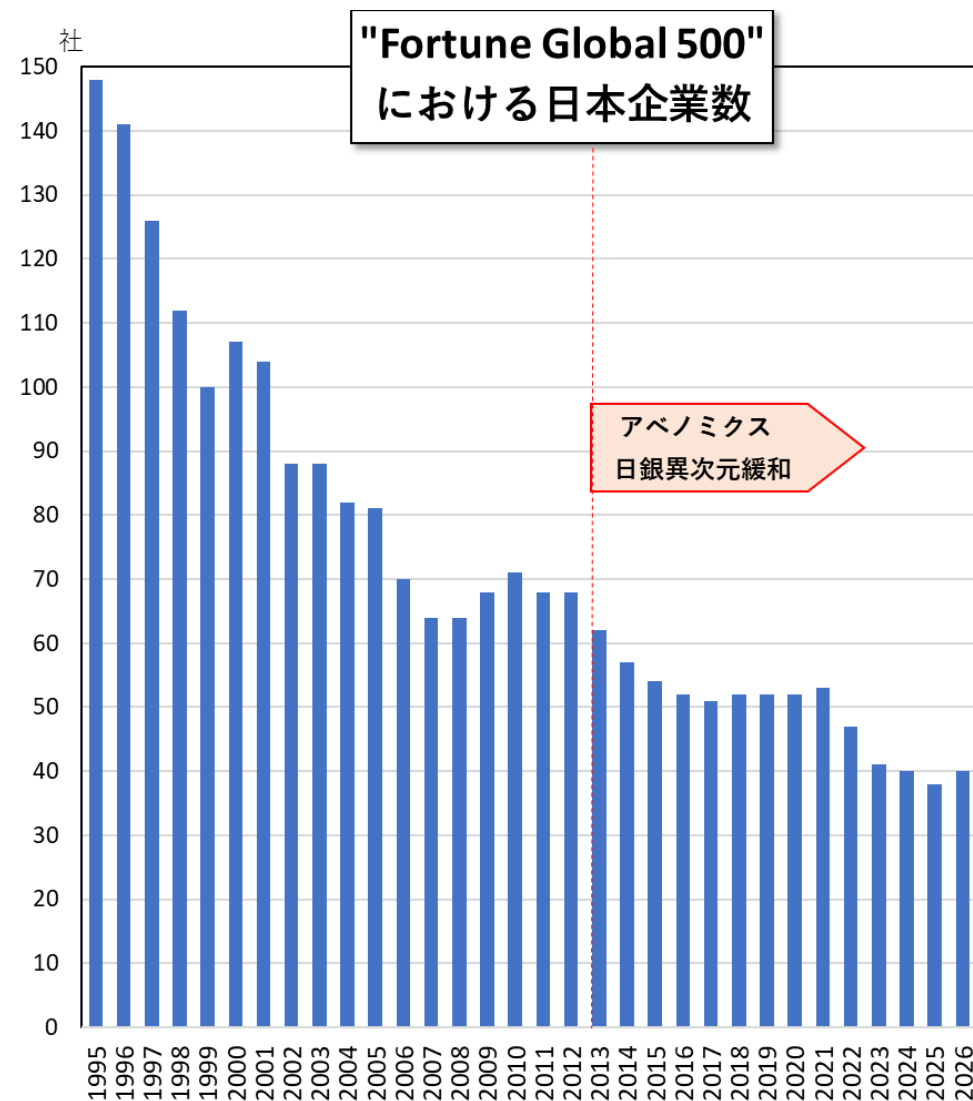


- ① 英保守党の政治家リズ・トラスは、首相就任後の2022年9月23日に大型減税策を含む「成長プラン2022」を発表。
- ② 財源なき減税策だったが、この“成長プラン”が成功すれば将来の税収は増えるので、財政の維持可能性に問題はない、と同政権はアピール。しかし、市場はそれを信じず、長期金利急騰とポンド急落を招く。
- ③ BOEは9月28日に臨時国債買入れオペ実施を発表。ただし実施期間は厳格に10月14日までと宣言（減税による財政赤字を中銀が補填すると市場に思われなくするため）。
- ④ 宣言通り10月14日にBOEは国債買いオペ終了。トラス政権は追い詰められ、財務大臣を更迭して減税策を撤回。これにより市場の混乱は終息。11月に入るとBOEは金融引き締め策を早くも再開。

<4> 単なる財政拡張や金融緩和では対処できない日本の長期的課題

一般政府債務残高・対名目GDP比（IMF推計）





IMF: 2025~2031年の累積実質経済成長率（人口百万人以上、計151か国） 1~75位

	国	%	順位	国	%	順位	国	%
1	Guyana	115.7	26	Chad	34.6	51	Burundi	27.0
2	Guinea	67.4	27	Georgia	34.4	52	Guatemala	25.9
3	Ethiopia	60.9	28	Gambia	34.3	53	Qatar	25.9
4	Rwanda	50.1	29	Zambia	33.9	54	Kazakhstan	25.5
5	Uganda	49.3	30	Cambodia	33.8	55	Kosovo	25.4
6	Sudan	47.5	31	Ghana	33.6	56	China	25.0
7	Côte d'Ivoire	46.5	32	Egypt	33.3	57	Türkiye	25.0
8	India	46.0	33	Kenya	33.0	58	Honduras	24.4
9	Benin	45.6	34	Burkina Faso	32.7	59	Israel	24.0
10	Niger	43.6	35	Tajikistan	32.5	60	Saudi Arabia	23.9
11	Tanzania	43.4	36	Nepal	31.5	61	Nicaragua	23.8
12	Vietnam	42.3	37	Dominican Republic	31.0	62	Botswana	23.8
13	Uzbekistan	40.9	38	Libya	30.9	63	Paraguay	23.8
14	Djibouti	39.2	39	Sierra Leone	30.8	64	Somalia	23.6
15	Philippines	39.2	40	Guinea-Bissau	30.5	65	Timor-Leste	23.4
16	Kyrgyz Republic	38.8	41	Madagascar	30.0	66	South Sudan	23.4
17	Mozambique	37.8	42	Panama	29.9	67	Costa Rica	23.1
18	Congo, Democratic Republic	37.8	43	Morocco	29.4	68	Argentina	22.9
19	Liberia	37.6	44	Malaysia	29.2	69	Ukraine	22.8
20	Mali	37.2	45	Zimbabwe	29.0	70	Congo, Republic of	22.5
21	Togo	37.0	46	UAE	28.3	71	Serbia	22.3
22	Bangladesh	35.3	47	Mauritania	28.3	72	Lao	22.2
23	Indonesia	35.1	48	Nigeria	27.9	73	Mauritius	22.2
24	Mongolia	35.0	49	Pakistan	27.6	74	Papua New Guinea	21.8
25	Armenia	34.7	50	Cameroon	27.3	75	Oman	21.7

“世界経済見通し2026年4月”より、東短リサーチ作成

IMF: 2025~2031年の累積実質経済成長率（人口百万人以上、計151か国） 76~151位

順位	国	%	順位	国	%	順位	国	%
76	Moldova	21.0	101	Romania	15.8	126	Spain	11.3
77	Albania	21.0	102	Azerbaijan	15.6	127	Portugal	10.9
78	Central African	21.0	103	Ireland	15.3	128	Canada	10.6
79	Senegal	20.8	104	Myanmar	15.2	129	Tunisia	10.3
80	Eswatini	20.3	105	Chile	15.0	130	Greece	10.3
81	El Salvador	19.8	106	Latvia	14.9	131	Denmark	10.0
82	North Macedonia	19.5	107	Trinidad and Tobago	14.7	132	South Africa	9.5
83	Jordan	19.2	108	Turkmenistan	14.6	133	Switzerland	9.1
84	Taiwan	18.8	109	Brazil	14.5	134	United Kingdom	8.6
85	Iraq	18.7	110	Hong Kong	14.5	135	Jamaica	8.6
86	Namibia	18.6	111	New Zealand	14.3	136	Lesotho	8.1
87	Algeria	18.6	112	Hungary	14.3	137	Finland	7.9
88	Bosnia and Herzegovina	18.1	113	Uruguay	14.1	138	Netherlands	7.9
89	Gabon	18.1	114	Thailand	14.1	139	Norway	7.6
90	Angola	18.1	115	Slovenia	13.3	140	Belgium	6.9
91	Peru	18.0	116	Australia	12.8	141	France	6.4
92	Ecuador	17.6	117	Yemen	12.7	142	Russian Federation	6.3
93	Malawi	17.4	118	Czech Republic	12.7	143	Belarus	6.2
94	Singapore	17.3	119	Mexico	12.6	144	Austria	5.8
95	Bahrain	17.1	120	United States	12.5	145	Germany	5.5
96	Bulgaria	17.0	121	Kuwait	12.5	146	Iran	4.3
97	Poland	16.9	122	Korea	12.5	147	Haiti	4.3
98	Colombia	16.8	123	Sweden	12.0	148	Italy	4.1
99	Croatia	16.4	124	Slovak	11.9	149	Equatorial Guinea	4.1
100	Lithuania	16.1	125	Estonia	11.7	150	Puerto Rico	4.0
						151	Japan	3.9

“世界経済見通し2026年4月”より、東短リサーチ作成

本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますよう御願い致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。

東京短資株式会社のお客様へ

本書面の情報に基づき、お取引いただく場合は、次の事項に十分ご注意ください。

◇ お取引に当たっては、商品の購入対価の他に、個々のお取引ごとに、あらかじめお客様と弊社との間で決定した手数料をいただきます。また、非上場債券(国債、CP等)等のように購入対価に含まれる場合や手数料をいただかないお取引もあります。

* 手数料の額は、その時々市場状況や個々のお取引の内容等に応じて、お客様と弊社との間で決定しますので、本書面上にその額をあらかじめ記載することはできません。

◇ 金利等の変動に伴い、金融商品の市場価格が変動すること等によって、損失が生じるおそれがあります。また、お取引の内容によっては、損失の額が差し入れていただいた証拠金の額を上回るおそれがあります。

◇ 金融商品の経理、税務処理については、事前に監査法人等の専門家に十分にご確認ください。なお、実際のお取引にあたっては、必ず契約締結前交付書面、取引説明書等をよくお読みになり、お客様のご判断と責任に基づいてご契約ください。

商号等:東京短資株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第524号 加入協会:日本証券業協会