

「責任ある積極財政」下で進む長期金利上昇・円安の背景と財政・金融政策への示唆

「低水準の政策金利見通し」「供給制約下での財政拡張」が円安促進

経済調査部

シニアエコノミスト

久後 翔太郎

エコノミスト

中村 華奈子

[要約]

- 本稿では、足元で見られる長期金利上昇と円安の同時進行の背景を整理し、先行きの財政・金融政策への示唆を見出す。
- 【長期金利上昇と円安の背景】日本経済が供給制約に直面する中、政府が積極財政の姿勢を示したことで、国債需給の緩和や物価の大幅な上昇等への懸念が強まった。これが「タームプレミアム」を押し上げることで長期金利が上昇した。他方、「リスク中立金利」は概ね横ばいであり、政策金利の上昇幅は限定的との見方が広まっている。物価上昇への懸念と併せて、利上げ幅が限定的という予想が急速な円安をもたらした。
- 【「ビハインド・ザ・カーブ」のリスク】当社の試算では、ドル円レートが165円/ドルを超えると、企業の価格転嫁行動が急激に積極化し、円安による物価の押し上げ効果は大きくなる。165(170)円/ドルで推移した場合、26年の生鮮食品及びエネルギーを除くCPI上昇率は+0.41(0.63)%pt押し上げられる。今後更なる物価高対策が講じられれば円安が一段と助長される可能性がある。この悪循環に陥れば、金融引き締めが遅れ物価上昇に歯止めが利かなくなる「ビハインド・ザ・カーブ」のリスクが高まる。
- 【財政・金融政策への示唆】財政政策面では、需要喚起策を控え、歳出の抑制により国債発行依存度を低下させることが望ましい。これにより「タームプレミアム」の上昇を抑制できるだけでなく、上述の悪循環に陥るリスクを低下させることができる。金融政策面では、インフレ率の高まりに応じて利上げを進める姿勢を示すことが重要だ。これによりインフレ期待の低下を通じて「タームプレミアム」を抑制できることに加え、円安圧力を緩和することもできる。
- 【12月金融政策決定会合のポイント】12月会合で利上げに踏み切ったとしても、その後の利上げ姿勢も併せて示されなければ、「利上げ打ち止め」との思惑から為替レートがむしろ円安方向に動く可能性もある。政策金利を中立金利に近づけていくことで、円安進行で物価上昇圧力が一段と強まるリスクを回避することが適当であろう。

大規模経済対策の織り込みで強まる長期金利上昇と円安の動き

「責任ある積極財政」を掲げる高市早苗政権で初の経済対策である、「『強い経済』を実現する総合経済対策」（以下、総合経済対策）が2025年11月21日に閣議決定された。11月25日には「租税特別措置・補助金見直し担当室」が設置され、確かに政府は歳出の拡大だけでなく、見直しも同時に進めている。しかし、総合経済対策の裏付けとなる補正予算で示された国債の追加発行額が11.6兆円に上ることを踏まえれば、「責任」よりも「積極財政」が際立つ印象だ。実際、総合経済対策を織り込み、市場では長期金利の上昇と円安が一段と進んだ。

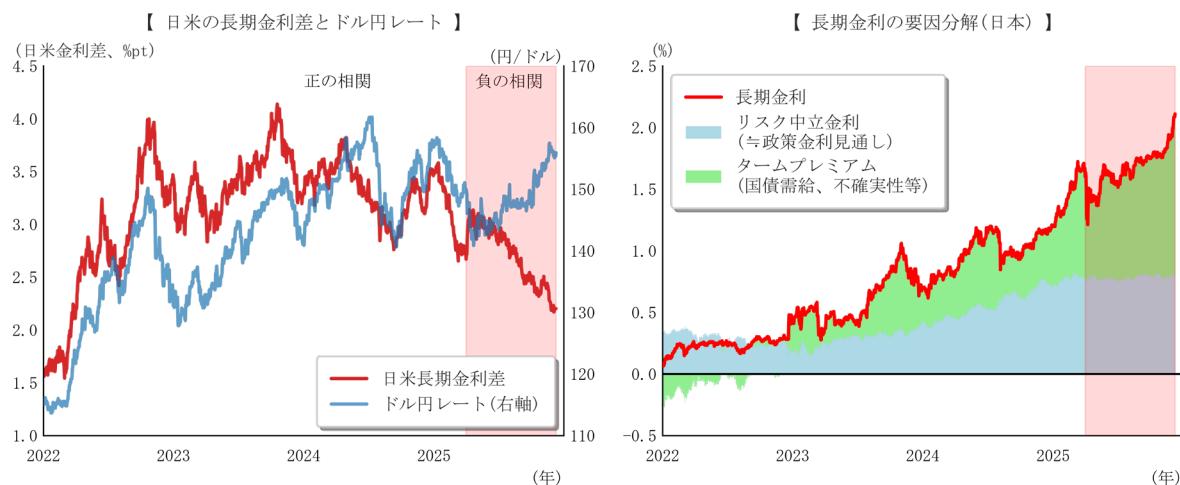
だが、日米の長期金利差とドル円レートの推移を振り返ると、これまででは日米金利差の縮小（米国金利が一定であった場合、日本の長期金利の「上昇」）が円高を招く関係が見て取れた（**図表1左**）。その関係が変化したのは2025年初からであり、「長期金利上昇」と「円安」が同時に進行している現状の方がむしろ稀だといえる。

そこで本稿では、この同時進行の背景を整理し、先行きの財政・金融政策への示唆を見出す。

「タームプレミアム」に偏った上昇に特徴付けられる足元の長期金利上昇

初めに、長期金利の推移を振り返ろう。2023年以降緩やかな上昇傾向にあり、一見すると、為替との関係に（**図表1左**）変化が生じた2025年初前後で、長期金利自体の傾向に大きな変化は見られない。しかし、長期金利を「リスク中立金利」と「タームプレミアム」に分解すると、傾向に違いが見られる（**図表1右**）。「リスク中立金利」とは、政策金利見通しを反映する要因である。10年債であれば先行き10年間に予想される政策金利の平均値がこれに該当するため、先行きの利上げのペースやターミナルレート（政策金利の最終到達地点）に対する市場の予想が反映される。他方、「タームプレミアム」とは、それ以外の要因（国債需給やインフレ期待の変化等）による変動を指す。

図表1：日米長期金利差とドル円レートの推移（左）、長期金利の要因分解（右）



（注）右図の長期金利は「リスク中立金利」と「タームプレミアム」の合計値を掲載している。

（出所）Bloombergより大和総研作成

長期金利の上昇が始まった2023年から2024年末ごろまでの局面を振り返ると、「リスク中立金利」と「タームプレミアム」の双方の寄与度が緩やかに拡大していた。物価上昇率の急騰に日本経済が直面する中、日本銀行（日銀）が当時採用していたイールドカーブ・コントロールの運用が段階的に柔軟化され、その後2024年3月にイールドカーブ・コントロールの撤廃とマイナス金利政策の解除が決定された。物価上昇率は目標水準である2%を上回る状態が続いたことから、政策金利が段階的に引き上げられるとの予想が広まったことで、「リスク中立金利」の寄与度が拡大していたとみられる。また、長期金利が政策的に引き下げられていた状態が解消したことが、債券市場の機能度の回復を後押しし、「タームプレミアム」がより適切に評価される状態となった。これにより、米国長期金利の上昇を通じた日本国債の需給緩和（米国債への投資増、日本国債への投資減）やインフレ期待の高まりといった要因が「タームプレミアム」を拡大させたとみられる。

だが2025年に入ると、「リスク中立金利」の寄与度は概ね横ばいとなっている一方、「タームプレミアム」の拡大が長期金利上昇の主因となっている。とりわけ総合経済対策の発表以降、「タームプレミアム」が一段と拡大しているが、この背景には、発行増による国債需給の緩和や、後述する供給制約下での財政拡張に伴うインフレ期待の高まりへの警戒があるとみられる。

また、「リスク中立金利」の動きからは、政策金利の追加的な引き上げ余地はさほど大きくないという見立てが広まっていると解釈することができる。こうした見立てが広まっている理由を特定することは困難であるが、解釈の1つとして、金融政策が「受動的」となっていると市場から認識されている可能性がある。「受動的金融政策」とは、（将来にわたる）政府の予算制約を満たす形で金融政策が受動的に決定されることを指す。直感的に換言すれば、政府が先に財政政策を決定し、その制約を満たすような金利水準を中央銀行が設定するというものだ。財政赤字を計上している日本の現状であれば、政策金利を低位で安定させ、利払い負担を減少させることを通じて、将来にわたる予算制約を満たそうとする力が働く。この結果、現在の日本のように高い物価上昇率に経済が直面していても、中央銀行が政策金利を十分に引き上げることができない状態が成り立ち得る。

可能性のあるもう1つの解釈は、自然利子率が深いマイナス圏にあるというのだ。自然利子率とは、「景気や物価に対して中立的な実質金利の水準¹」である。自然利子率が深いマイナス圏にある場合、実質金利（短期金利から物価上昇率を引いた値）をマイナス圏に維持しておくためには、短期金利を引き上げずに低水準にとどめておく必要がある。具体例を挙げると、自然利子率が▲1%の場合、物価上昇率が+2%であったとしても、短期金利を+1%に設定しないと、実質金利（▲1%）は自然利子率に一致しない。短期金利を+1%よりも高い水準にすると、実質金利が自然利子率を上回り、景気や物価に対して引き締め的な効果を持つ。現在のように高い物価上昇率に直面している状態であれば、一時的に実質金利を自然利子率よりも高い水準に誘導することで物価上昇率を抑えることは適切な選択であるが、物価上昇率が目標水

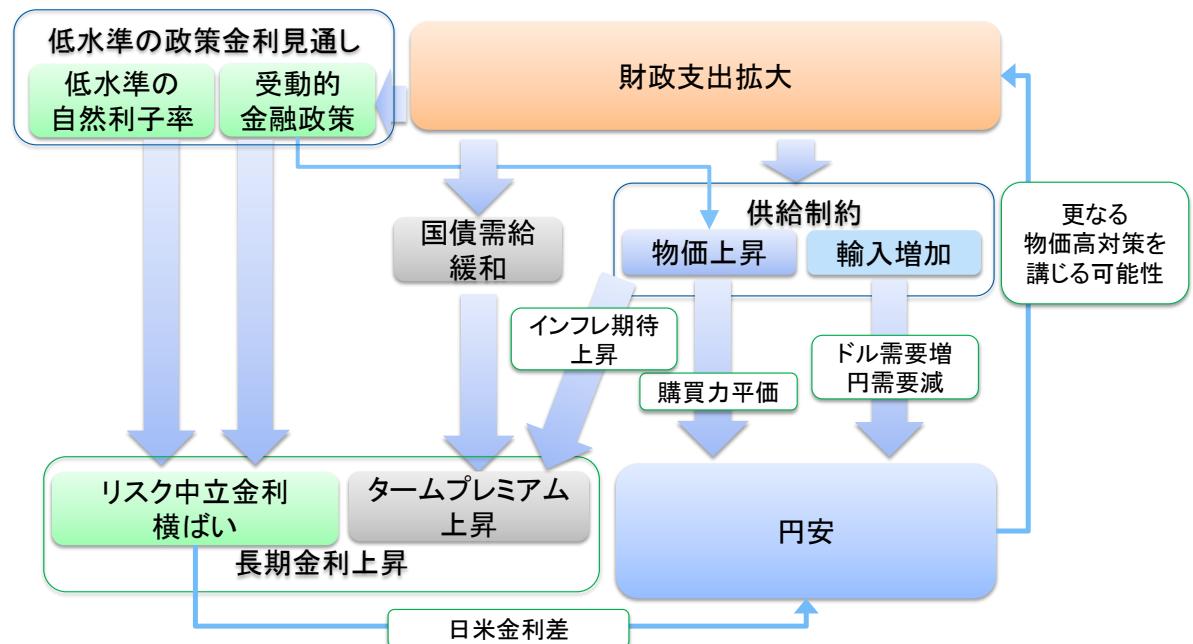
¹ 以下の論文の定義を参照した。杉岡優、中野将吾、山本弘樹(2024)「自然利子率の計測をめぐる近年の動向」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 24-J-9

準である 2%近傍に落ち着けば、実質金利と自然利子率を一致させることができるのは合理的となる。このため、将来に予想される政策金利の平均値である「リスク中立金利」は高まりにくくなる。

「低水準の政策金利見通し」・「供給制約下での財政拡張」が同時進行の背景

以上のような 2025 年以降の長期金利上昇の特徴がどのような経路を通じて円安を招いているのか整理しよう（図表 2）。鍵となるのは「低水準の政策金利見通し」と「供給制約下での財政拡張」だ。

図表 2：「低水準の政策金利予想」及び「供給制約下での財政拡張」の波及経路



（出所）大和総研作成

先に挙げた「低水準の自然利子率」と「受動的金融政策」という理由から、「低水準の政策金利予想」が維持されれば、「リスク中立金利」の上昇幅も限定的となる。この場合、物価上昇率の高まりに応じて政策金利が引き上げられる通常の金融政策が実施された場合と比較して、日米金利差の拡大によって円安圧力が強まりやすい²。また、「受動的金融政策」のもとで財政拡張が実施されれば、政府の実質的な予算制約を満たすために（＝インフレによって政府の実質債務を縮小させるために）、物価に上昇圧力がかかる可能性がある。こうした経路からも、後述する供給制約下での物価上昇が助長されることが一段の円安を招く要因となる。

次に、「供給制約下での財政拡張」という側面では、とりわけ物価上昇と輸入の増加に注意

² 後述する通り、今回の長期金利の上昇と円安の同時進行の背景には「タームプレミアム」の上昇が大きく影響しているため、「リスク中立金利」だけを取り出せば、引き続き長期金利の上昇は円高を招く関係は維持されていると想定している。

が必要だ。供給制約に直面している経済では供給曲線が垂直化している（詳細は補論を参照）。この場合、財政拡張による需要曲線の右シフトは、経済の拡大をもたらさない半面、物価を大きく押し上げる。加えて、需要の増加に国内経済で対応することはできないため、海外経済による供給の増加、すなわち輸入の増加に依存せざるを得ない。結果として、物価の上昇は購買力平価の変動を通じて、輸入の増加はドル需要の増加と円需要の減少という実需の変動を通じて、いずれも円安を招くこととなる。

また、拡張的な財政政策は、財源調達を国債に依存する場合、供給制約の有無にかかわらず、国債需給の緩和を通じて「タームプレミアム」を押し上げ得る。供給制約下では、物価上昇率の一段の高まりと合わせて、財政拡張が「タームプレミアム」の拡大を通じて長期金利を押し上げる度合いが大きくなる。

「責任ある積極財政」を掲げる高市政権が発足したこと、以上のようなメカニズムが強く意識された中、総合経済対策の発表によってその蓋然性が一段と高まったことが、足元での長期金利の上昇と円安の同時進行の背景にあるとみられる。

もっとも、今回の総合経済対策の発表をもって、同時進行のリスクが出現し尽くしたわけではない。円安の進行は更なる物価高を招く。総合経済対策において政府が物価高対策に巨額の予算を振り分けたことを踏まえれば、円安が進行した場合には今後も更なる物価高対策を講じる可能性があり、その財源を国債の発行に頼る事態に陥れば円安が一段と進行する、といった形で悪循環に陥る可能性もある。仮に政府にとって、足元の長期金利の上昇や円安の進行が想定外であったとするなら、その一因は供給制約の影響を過小評価していたことにあるのかもしれない。「責任ある積極財政」を実施していくうえでは、上記のメカニズムを強く意識しておく必要があるだろう。

165～170円／ドルが「ビハインド・ザ・カーブ」の分岐点か

円安と財政拡張が循環的に進めば、物価高対策を講じたとしてもその効果が剥落した後には、再び物価に上昇圧力がかかる。こうした状況で、金融政策の調整が遅れれば、物価上昇に歯止めが利かなくなる、いわゆる「ビハインド・ザ・カーブ」に陥る可能性がある。

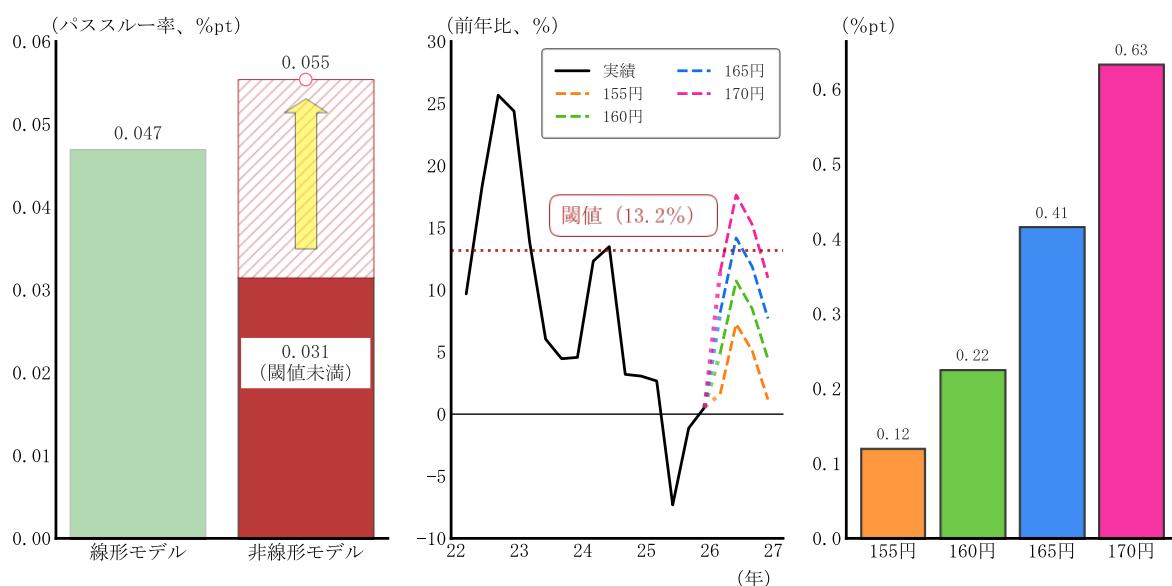
このリスクを検討するため、円安がインフレ率に与える影響を整理しよう。過去の傾向を振り返ると、円安が急速に進行する局面では、そうでない場合と比べて企業の価格設定行動がより積極化するという傾向（非線形性）がみられる。こうした非線形性を考慮し、ドル円レートの1%の変化が物価上昇率に与える影響（パススルー率）を推計した結果が**図表3左**だ。ドル円レートの変化率が前年比で+13.2%（閾値）を上回ると、企業は価格転嫁の度合いを非線形的に強める傾向があると示唆された。ドル円レートの前年比が閾値を超えると、パススルー率は0.031%ptから0.055%ptへと高まり、非線形性を考慮しないモデルにおける推計値（0.047%pt）を上回る。

この推計結果をもとに、ドル円レートのシナリオ別に物価上昇率（生鮮食品及びエネルギー

を除く総合ベース)への押し上げ効果を試算したものが**図表3右**だ。ドル円レートが160円/ドルで推移する場合には閾値を超えず(図表3中央)、円安による物価上昇率の押し上げ効果は2026年平均で+0.22%pt程度にとどまる。一方、ドル円レートが165円/ドルを上回ると、2026年4-6月期以降、閾値を超える期間が生じる。企業がより積極的に価格を引き上げる結果、物価上昇率は一段と押し上げられる(ドル円レートが165円/ドルの場合は2026年平均で+0.41%pt程度、170円/ドルの場合は同+0.63%pt程度)。

以上の試算結果に従えば、ドル円レートが165円/ドルを上回る状況では、物価上昇圧力が非線形的に強まり得る。結果として、政府の物価高対策の規模も大きくなる可能性があり、これが一段の円安を招くという形で、物価上昇圧力が一段と強まるリスクがある。

図表3: 非線形性を考慮した為替変動による物価への影響度(左)、シナリオ別のドル円レートの推移と閾値の関係(中央)、円安シナリオ別の2026年の物価の押し上げ効果(右)



(注1) 被説明変数は新コアコア CPI(生鮮食品及びエネルギーを除く総合)、説明変数は企業物価、ドル円レート、名目賃金。推計期間は1990年1-3月期～2025年7-9月期。標準偏差の0.5～2.0倍の範囲内で0.1刻みのグリッドサーチにより各説明変数の最適な閾値を設定。各変数のラグは1期から4期までの範囲でAICにより最適な次数を設定。「パススルー率」はドル円レートの前年比の1%の変化により新コアコア CPI 上昇率が何%pt変化するのかを示す値。

(注2) 閾値の設定や変数のラグ次数の設定方法などは、佐々木・山本・中島(2023)を参考にした。

(出所) 総務省、厚生労働省、日本銀行、佐々木貴俊・山本弘樹・中島上智(2023)「消費者物価への非線形なコストパススルー：閾値モデルによるアプローチ」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.23-J-5より
大和総研作成

今後の財政・金融政策運営への示唆

以上の考察を踏まえ、最後に財政・金融政策への示唆をまとめて、本稿を締めくくりたい。

いずれの政策においてもとりわけ重要なことは、長期金利上昇と円安の悪循環を回避することだ。この観点から今後の財政政策運営を検討すると、供給制約に直面している現状において、供給力の増強に資する政策を促進することにメリットはあるが、需要の増加を喚起する政策では上述のようなデメリットが大きいと考えられる。例えば、物価高対策は、弱者救済という社会政策の側面からは必要な可能性があるものの、景気の振幅を和らげることを目的とする経済政策という側面での必要性は低い。このため、対象を絞るなどして今後は歳出を抑制する余地は大きいだろう。歳出の抑制を通じて、国債の追加発行への依存度合いを減らすことができれば、長期金利の「タームプレミアム」の上昇も抑制することができる。

物価及び金融システムの安定という金融政策の目的に照らしても、悪循環を回避することは重要だ。前述の通り、金融政策との関連では「低水準の政策金利見通し」が円安を誘発している側面がある。その要因の1つである、「低水準の自然利子率」については、金融政策単独で問題を解決することは難しいが、もう1つの要因である「受動的金融政策」という印象を払拭するには、インフレ率の高まりに応じて政策金利を十分に引き上げるという明確なメッセージを発することが重要となる。これにより、「能動的金融政策」への転換を市場に確信させることができれば、「リスク中立金利」要因による長期金利への上昇圧力は強まるものの、インフレ期待の上昇を抑えることで、「タームプレミアム」要因による上昇を抑制することができる。加えて、ドル円レートに対しては、インフレ期待の抑制と政策金利の引き上げ期待という両面から円安圧力を緩和することができる。物価上昇を抑制できれば、政府による物価高対策の必要性が低下するため、円安と財政拡張の循環的な流れを断ち切ることができるだろう。

このところの日銀のコミュニケーションも上記の考察と整合的だ。植田和男・日銀総裁は12月1日の講演会で「決定会合においては、（中略）利上げの是非について、適切に判断したい」と発言し、12月の金融政策決定会合での追加利上げを示唆した。その後、円高が進んだことを踏まえれば、「受動的金融政策」という印象はやや緩和されたと解釈できよう。

もっとも、12月の金融政策決定会合で利上げに踏み切ったとしても、その後の利上げの姿勢も併せて示されなければ、「利上げ打ち止め」との思惑から為替レートがむしろ円安方向に動く可能性もある。政策金利を中立金利に近づけていくことで、円安進行による物価上昇圧力の一段の強まりを回避しつつ、金融緩和の度合いを調整することが適当であろう。

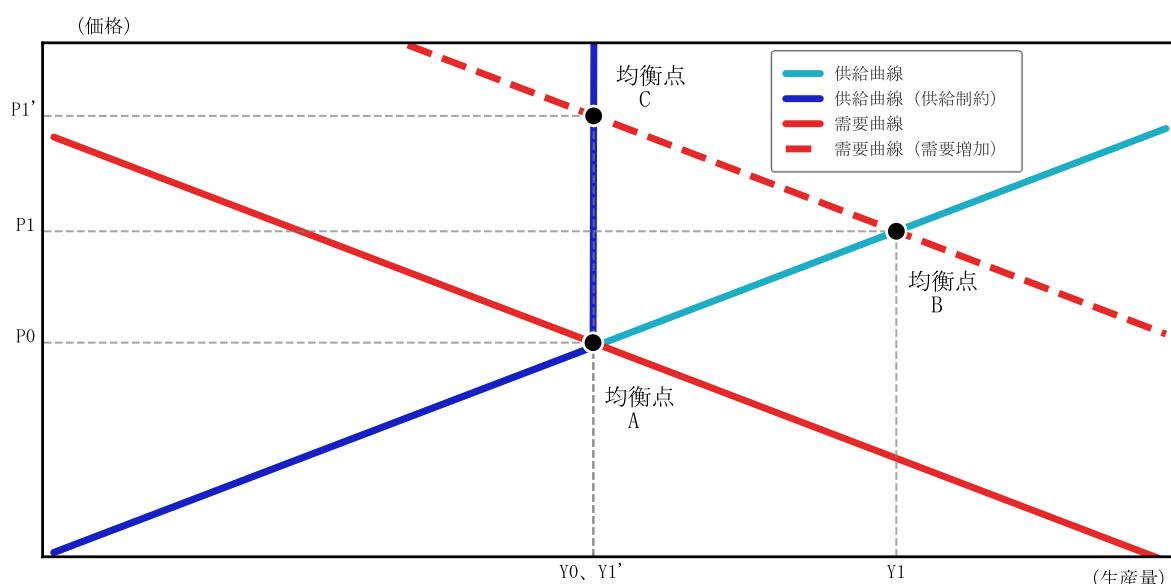
【補論】供給制約下での需要の増加が生産量・物価に与える影響

経済の世界では通常、価格を縦軸、生産量を横軸に取ったうえで、右下がりの需要曲線と右上がりの供給曲線を想定する。この場合、需要が増加すると需要曲線は右方向にシフトし、均衡点は右上に移動する（均衡点 A⇒均衡点 B）。この結果、価格の上昇（ $P_0 \Rightarrow P_1$ ）と生産量の拡大（ $Y_0 \Rightarrow Y_1$ ）の両方が実現する。すなわち、通常の経済状態では、需要の増加が経済成長と物価上昇を同時に達成させるということだ。

だが、経済が供給制約に直面している場合、こうした関係は変化する。供給制約とは、物流遅延や人手不足などを背景に企業が生産能力の上限に達し、財やサービスの需要増加に対して追加的に生産量を拡大させることができない状態を指す。このような状況下では、供給曲線は通常の右上がりの形から、ある数量を境に垂直に近い形となる。

この場合、供給制約が無い状態と同じだけ需要が増加しても（均衡点 C）、生産量は拡大せず（ $Y_0=Y_1'$ ）、価格だけが上昇する（ $P_0 \Rightarrow P_1'$ ）。さらに、価格の上昇幅は供給制約が無い場合と比べて大きくなる（ $P_1' > P_1$ ）。すなわち、供給制約が生じている状況下では、需要の増加は経済成長には繋がらない一方で、インフレ圧力のみを強めるということだ。

補論図表1：需要の拡大が生産量・物価に与える影響



（出所）大和総研作成