

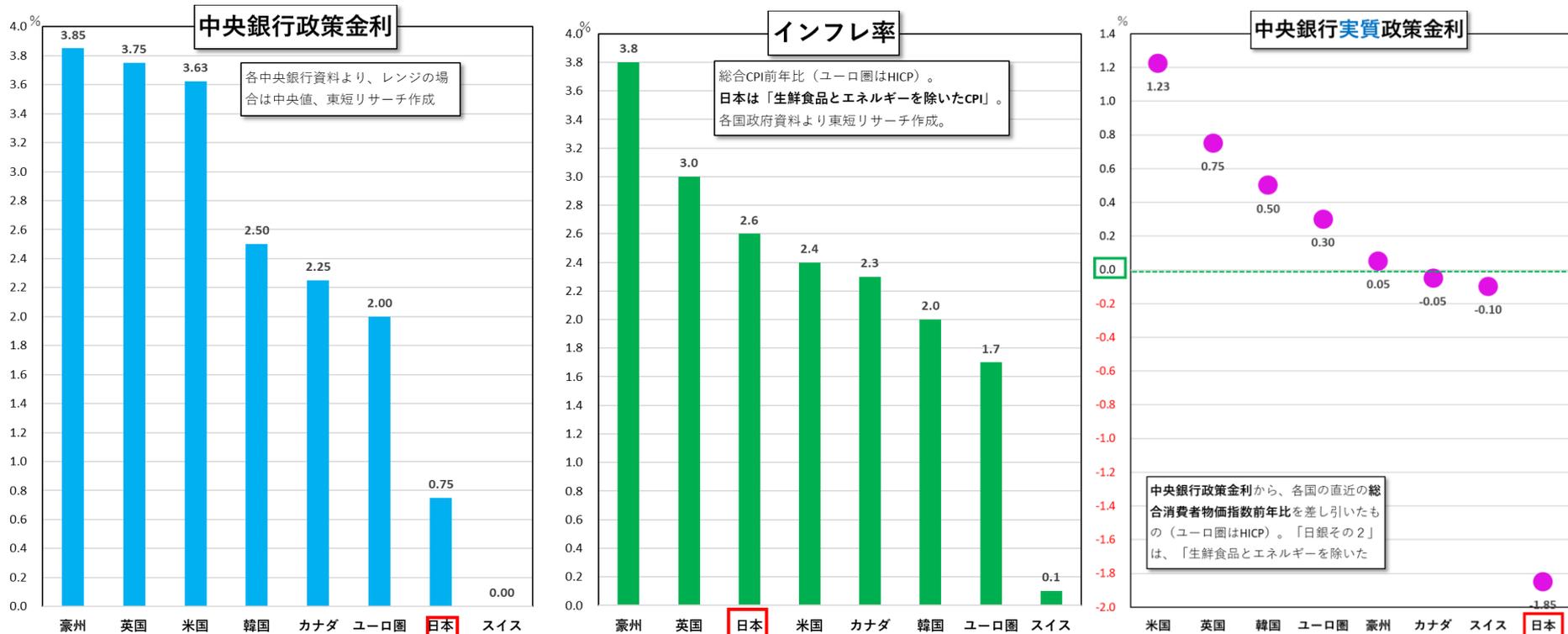


東京財団ウェビナー 高市内閣2.0における財政、金利、政治

2026年3月6日

東短リサーチ株式会社
チーフエコノミスト
加藤 出

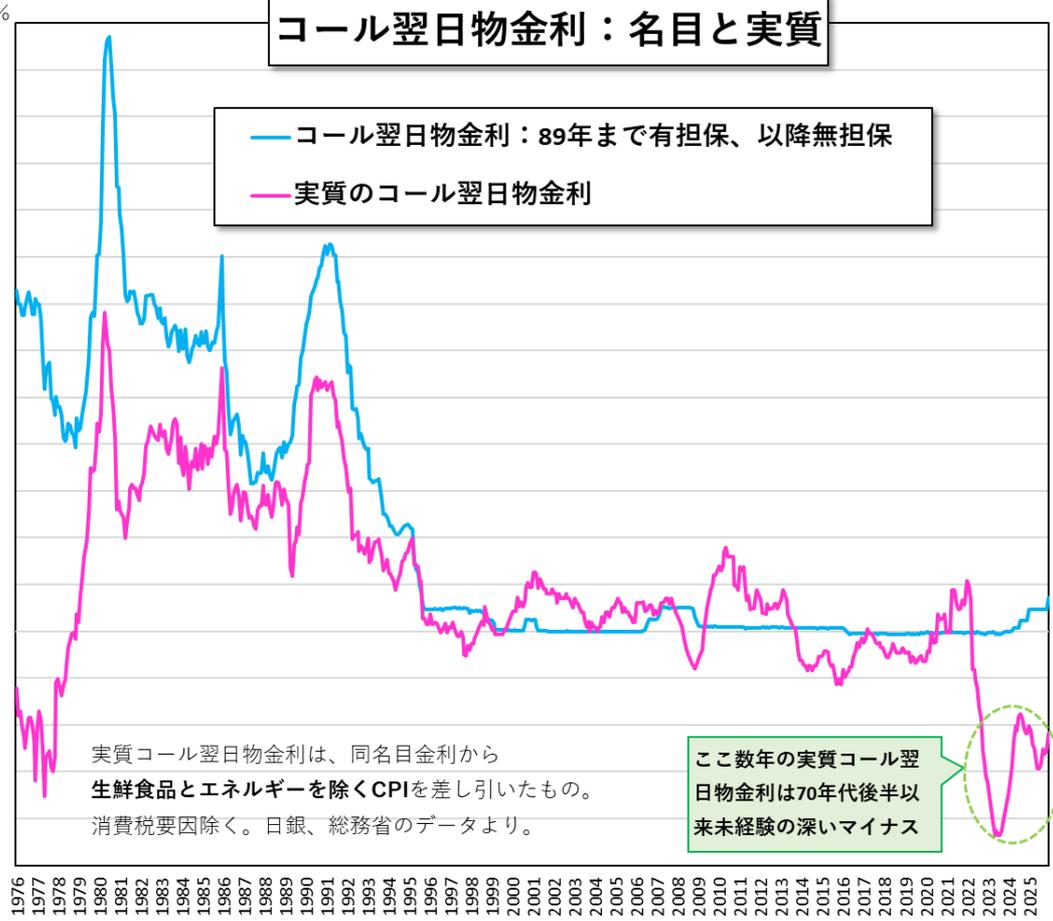
<1> 30年ぶりの政策金利0.75%だが、実質金利・日銀資産はまだまだ緩和的



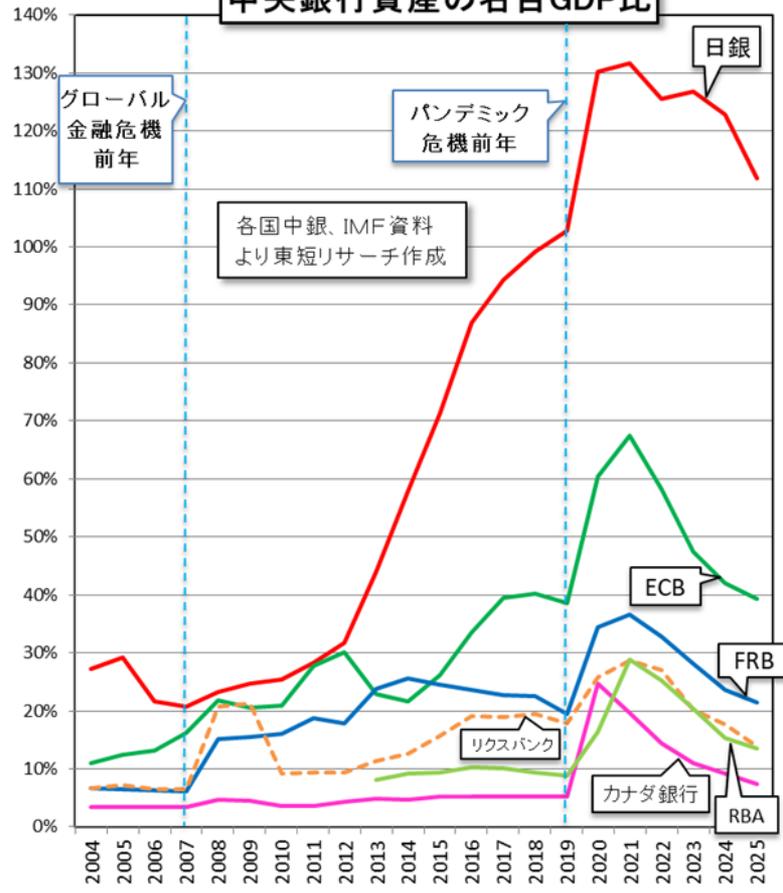
突出して低い日銀の実質政策金利。あたかも円安誘導しているかのような状況。金融機関の預金金利は日銀の政策金利におおよそ連動する。つまり預金の利息はインフレに負け、元本の実質価値は目減りしている。“インフレ税”が課せられている状態。資金は海外へ流れ易い。

コール翌日物金利：名目と実質

— コール翌日物金利：89年まで有担保、以降無担保
 — 実質のコール翌日物金利



中央銀行資産の名目GDP比



日銀政策委員（敬称略）

2025年9月時点

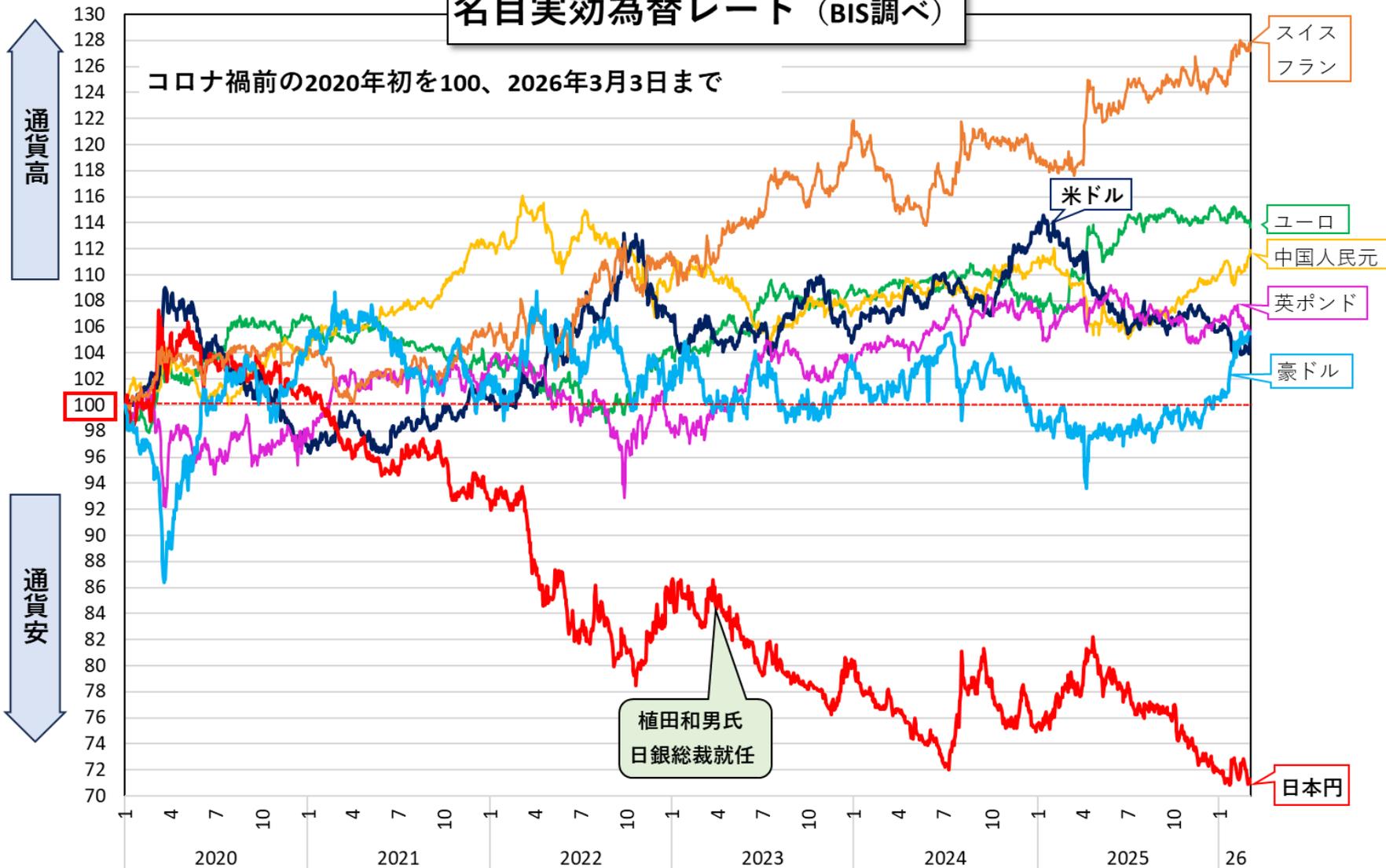
役職	氏名	任期終了	主な前職
総裁	植田 和男	2028年4月8日	東京大学教授、日銀審議委員（1998～2005年）
副総裁	氷見野 良三	2028年3月19日	金融庁長官
副総裁	内田 眞一	2028年3月19日	日本銀行理事
審議委員	野口 旭	2026年3月31日	専修大学経済学部教授
審議委員	中川 順子	2026年6月29日	野村アセットマネジメント取締役会長
審議委員	高田 創	2027年7月23日	岡三証券グローバル・リサーチ・センター理事長
審議委員	田村 直樹	2027年7月23日	三井住友銀行専務執行役員
審議委員	小枝 淳子	2030年3月25日	早稲田大学政治経済学術院教授
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

次期審議委員候補

野口委員の後任＝中央大名誉教授・浅田統一郎氏
 中川委員の後任＝青山学院大教授・佐藤綾野氏

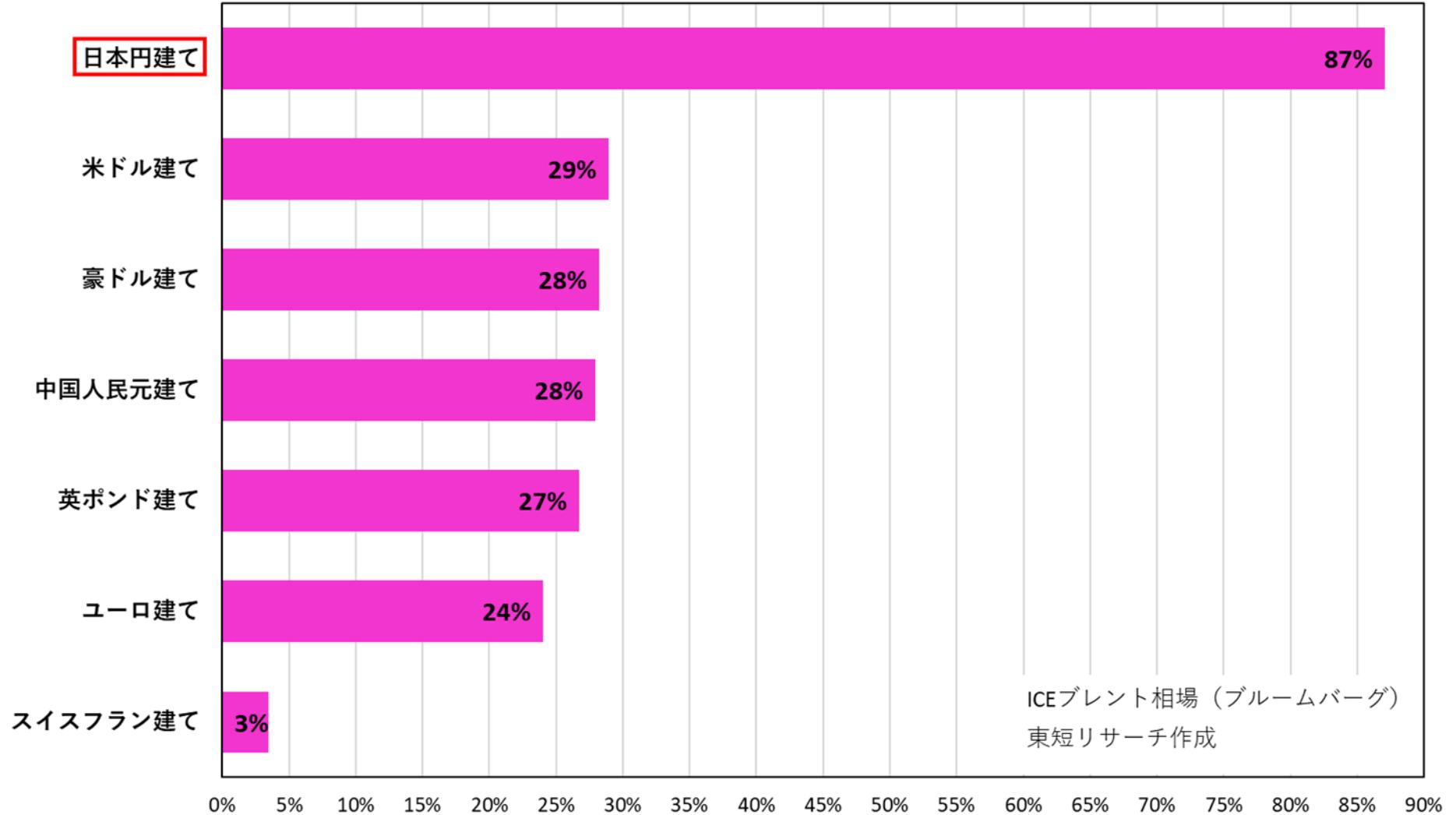
名目実効為替レート (BIS調べ)

コロナ禍前の2020年初を100、2026年3月3日まで

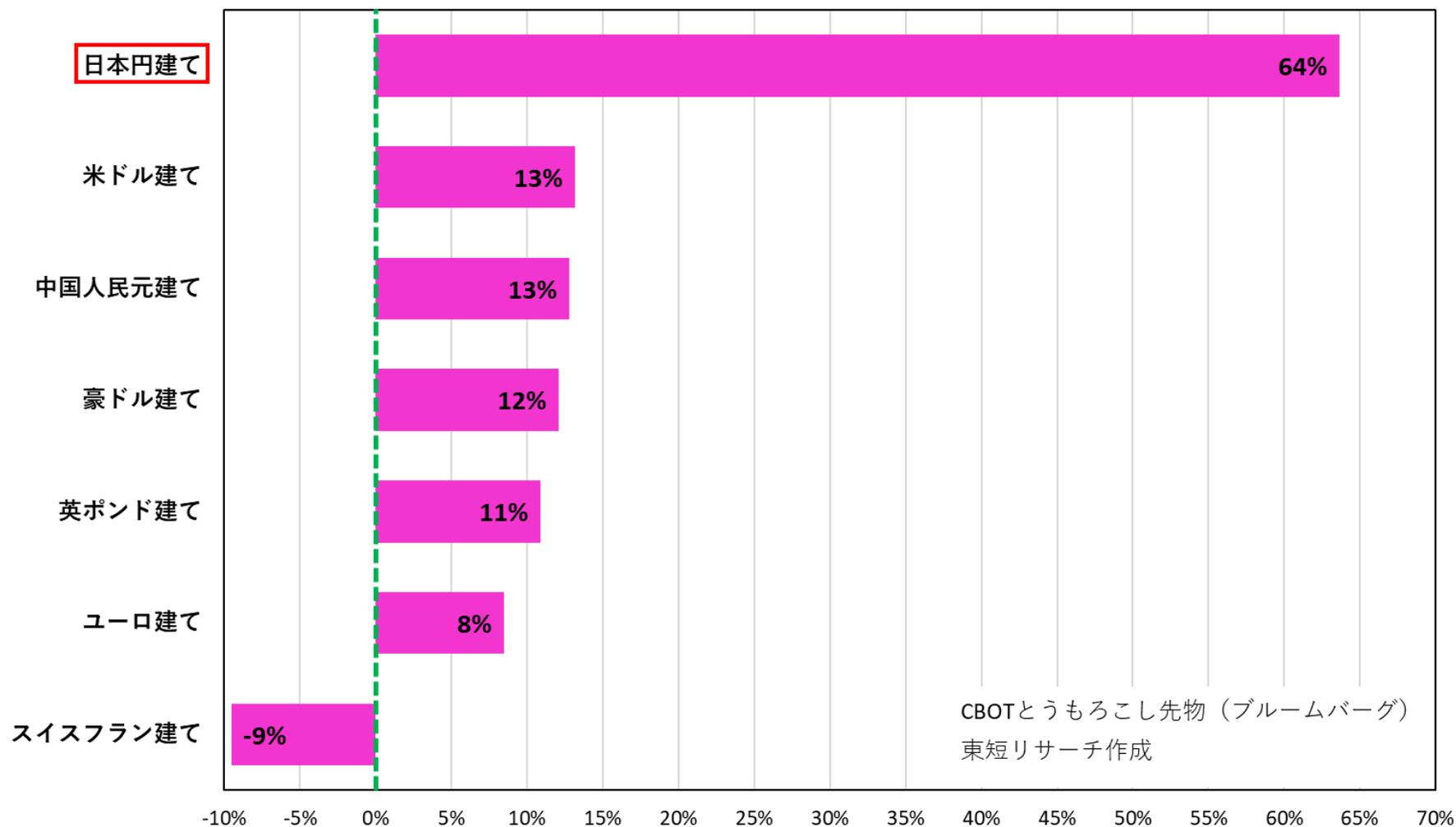


原油価格の変化

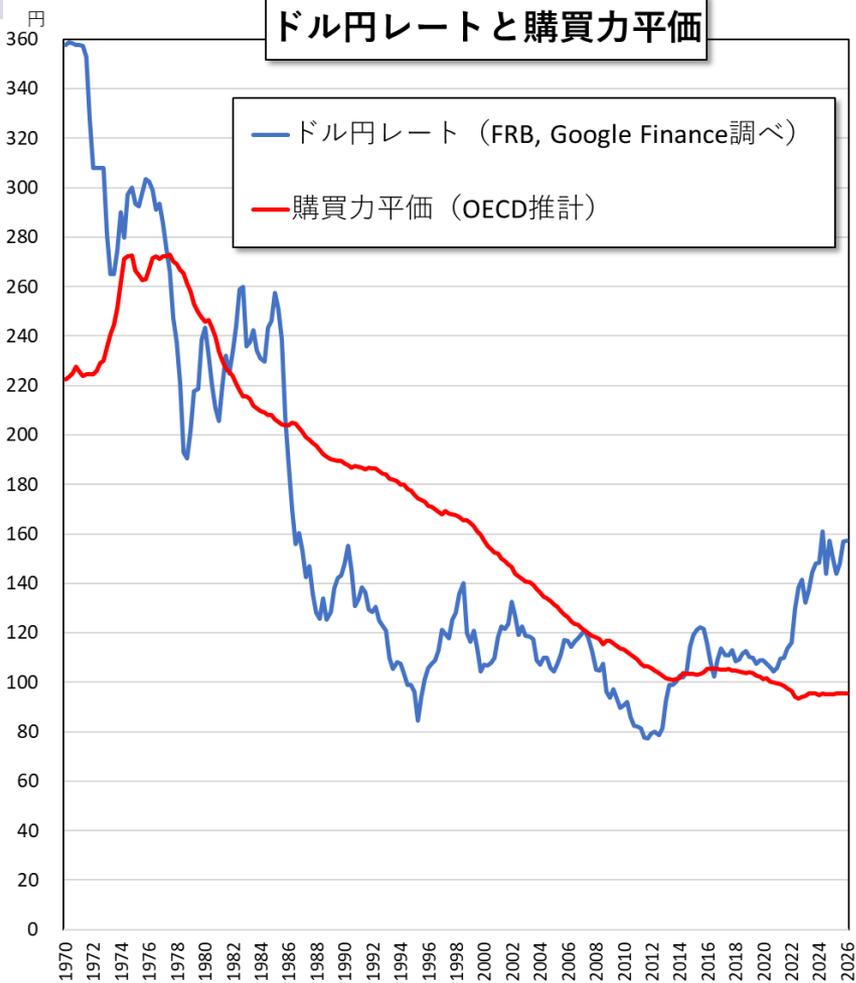
コロナ禍前（2020年初）から2026年3月6日まで



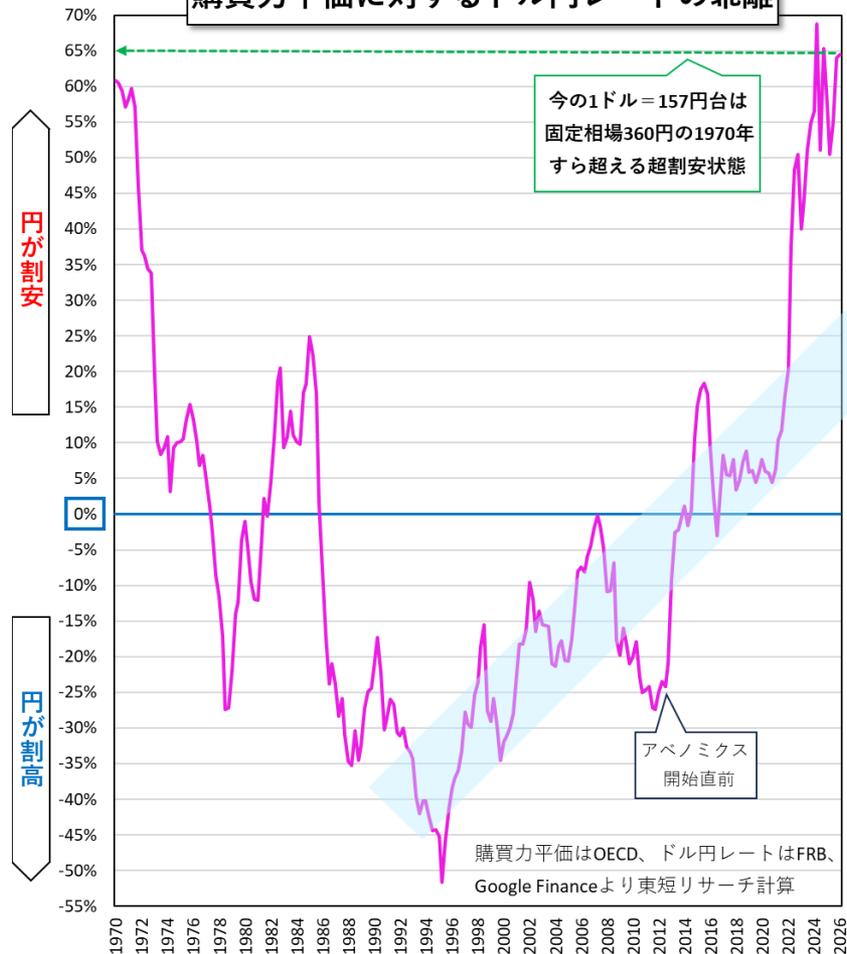
とうもろこし価格：通貨建て別の変化率 コロナ禍前（2020年初）から2026年3月5日まで



ドル円レートと購買力平価



購買力平価に対するドル円レートの乖離



英エコノミスト誌2025年11月27日 「日本のタカイチノミクスは10年時代遅れ」

- ① 彼女の政策はハリウッドのくたびれたリブート物(リメイク物)と同じくらい時代遅れだ。
- ② 高市氏は安倍元首相の足跡を辿っていくと言っている。しかし円はもう過大評価ではないし、かつ今の日本は長きにわたるデフレから脱却しようとする局面でもない。
- ③ 経済の構図が変わったら、政策の処方箋も変わるべきだ。

アメリカを上回っている日本のモノのインフレ

消費者物価指数の「財」：過去4年（22年1月～26年1月）の累積変化率

	日本	米国		日本	米国
米	134.9	13.8	衣料・履物	11.9	5.3
パン	22.3	21.1	携帯電話機	16.4	-48.2
魚介	30.9	7.5	テレビ	0.7	-30.3
肉	21.1	19.1	パソコン（日本はノート型）	11.6	-12.3
卵	41.8	22.3	家具	18.1	0.5
牛乳	26.1	10.7	食器類	20.1	-4.9
野菜	27.2	9.6	家事用消耗品	25.0	16.8
果物	23.6		スポーツ用品	10.9	-0.2
菓子（米国は砂糖とスイーツ）	35.6	29.3	医薬品	10.6	9.2
飲料（非アルコール）	28.7	24.9	自動車（米国は新車）	8.2	6.7
酒類	14.5	11.9	ガソリン	-6.6	-12.2

日本総務省、米国労働省統計局の資料より東短リサーチ計算

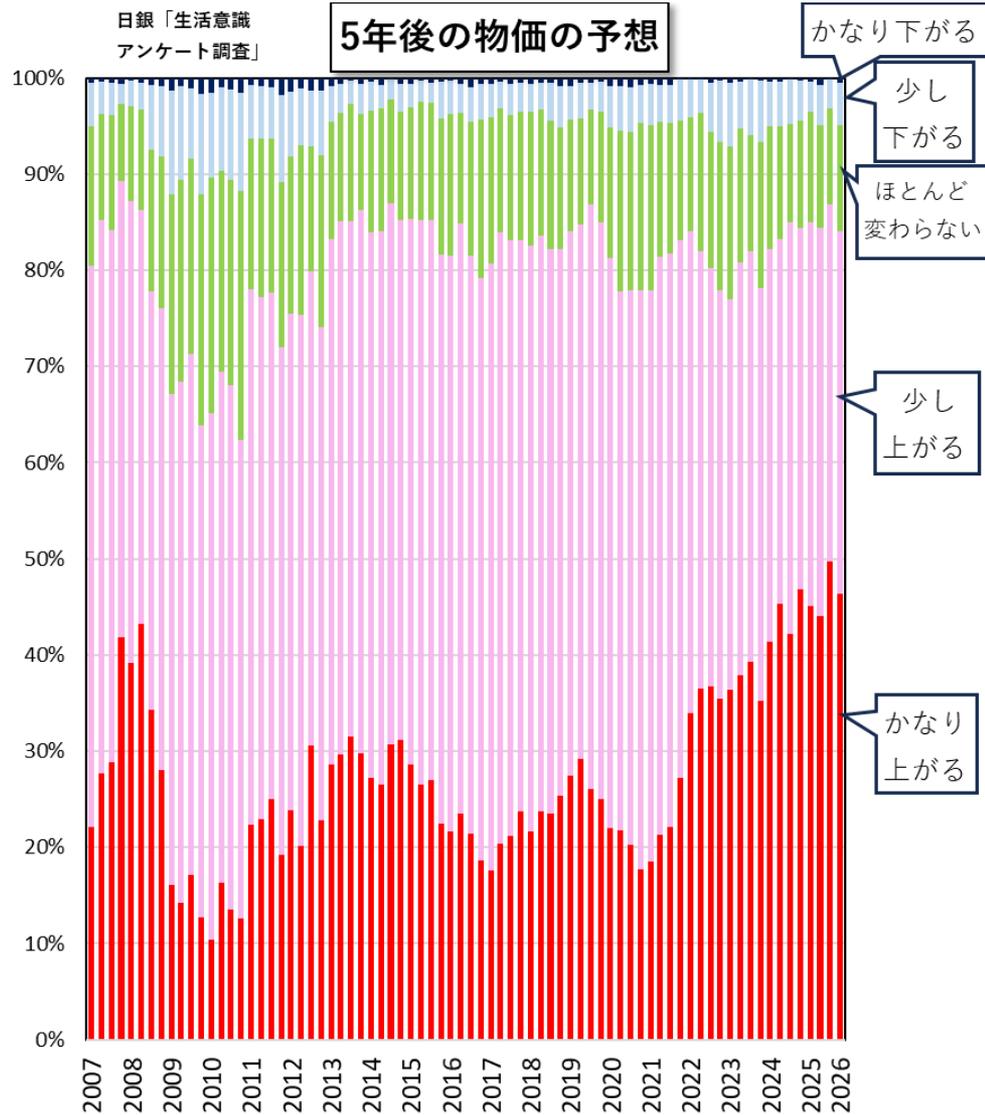
日本の家計のインフレ予想はすでにかかなり高い

コストプッシュ型インフレと決めつけは危険
今やサービスにも広がっているインフレ

2026年1月CPI サービスの内訳

	前年同月 比 (%)	サービス全体に 対するウェイト
サービス全体	1.4	100%
公共サービス	-0.4	25%
一般サービス	1.9	75%
外食	4.2	9%
民営家賃	0.7	5%
帰属家賃	0.4	32%
他のサービス	2.9	30%

総務省資料より



高市首相の金融政策に関する発言

2025年10月21日 首相就任会見

- 「日銀が政府と十分に連携を密にして意思疎通を図っていく、これが何より大事だ」
- 「2パーセントの物価安定目標、これがコストプッシュだけではなく、賃金の上昇も伴って緩やかにという形の持続的・安定的な実現に向けて適切な金融政策運営を行うことを期待」

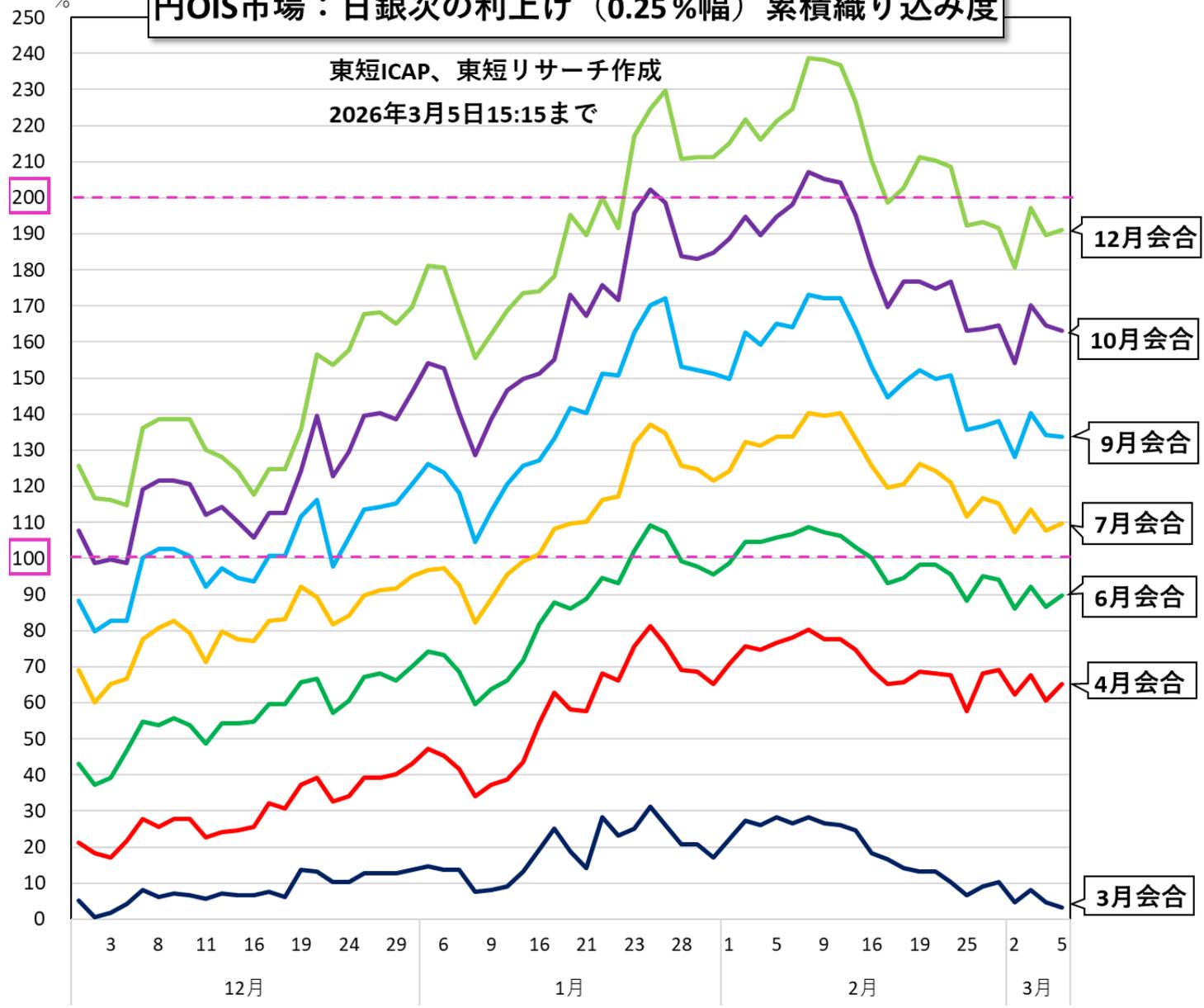
2026年2月16日 植田日銀総裁との会談後のコメント

- 「日銀には引き続き政府と密接に連携を図って、コストプッシュではなく賃金上昇を伴った2%の物価安定目標の実現に向け、適切な金融政策を期待している」
- * 毎日新聞(2月24日)によると、この会談で“首相は追加利上げに難色を示した”。

ベッセント米財務長官の発言

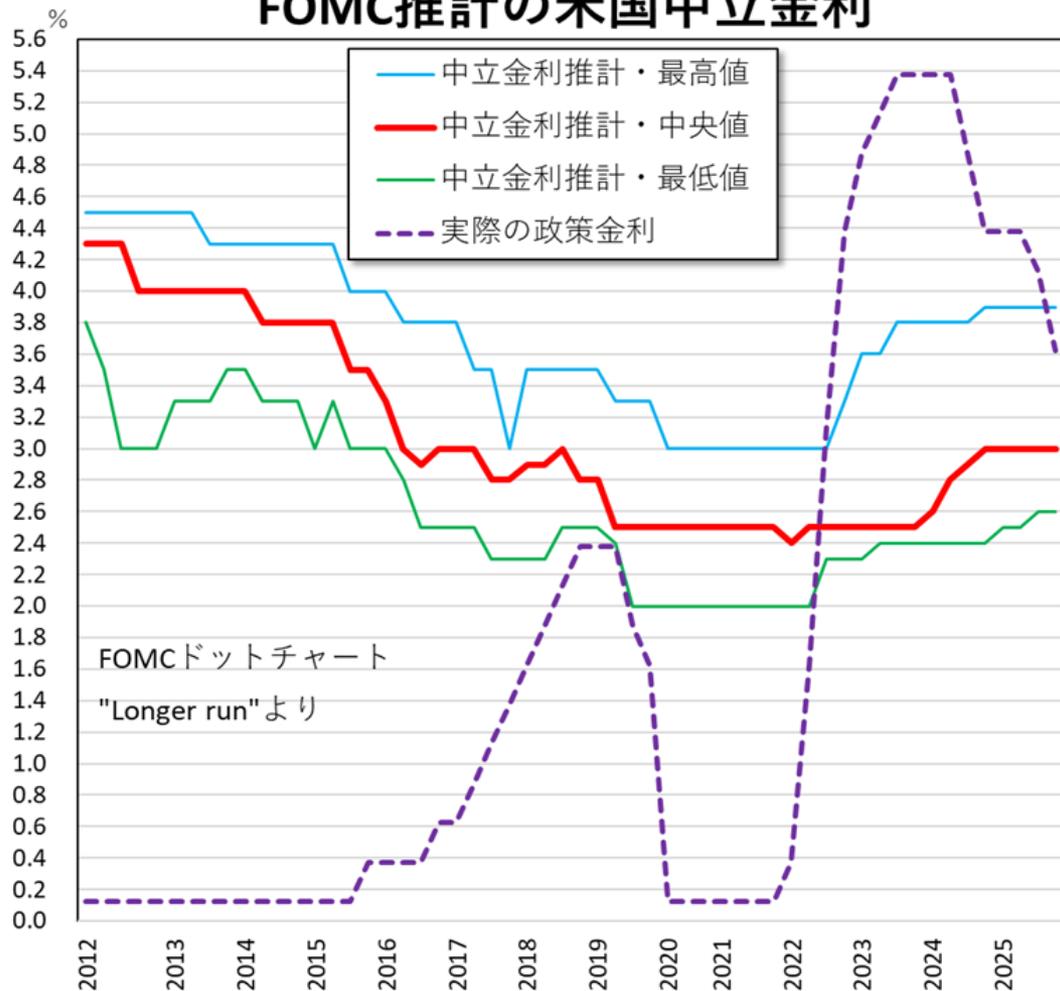
- 8月13日:「日銀はビハインド・ザ・カーブに陥っている。日銀は利上げを行い、インフレを制御する必要がある」
- 10月15日:「金融政策が適切に行われれば、円はふさわしい水準を自ら見つけ出す」
- 10月29日:「日本政府が日銀に政策余地を与える意思を持つことは、インフレを抑え、為替レート of 過剰なボラティリティを避ける上でのカギとなる」
- 1月14日(米財務省声明文):「財務長官は、為替レートの固有の望ましくない変動に言及しつつ、金融政策の健全な形成とコミュニケーションの必要性も強調した」
- 1月29日(協調レートチェック後):「(介入は)絶対にしていない」「米国は常に強いドル政策を取っている。ただし、それは適切なファンダメンタルズを整えることを意味する」

円OIS市場：日銀次の利上げ（0.25%幅）累積織り込み度



ターミナル・レート(利上げの終着点)の目安は中立金利水準。しかし、その推計は難しい。
また、インフレ制御に出遅れたとき利上げは中立金利で止まらない。

FOMC推計の米国中立金利



- FRBの15年からの利上げは、「予防的利上げ」だったため、ターミナルは中立金利中央値近辺だった。
- 一方、22年からの利上げ局面は、インフレ制御に出遅れていたため、ターミナルは中立金利を遥かに突き抜けた。
- 通貨安が止まらないときも同様のことがあり得るので要注意。

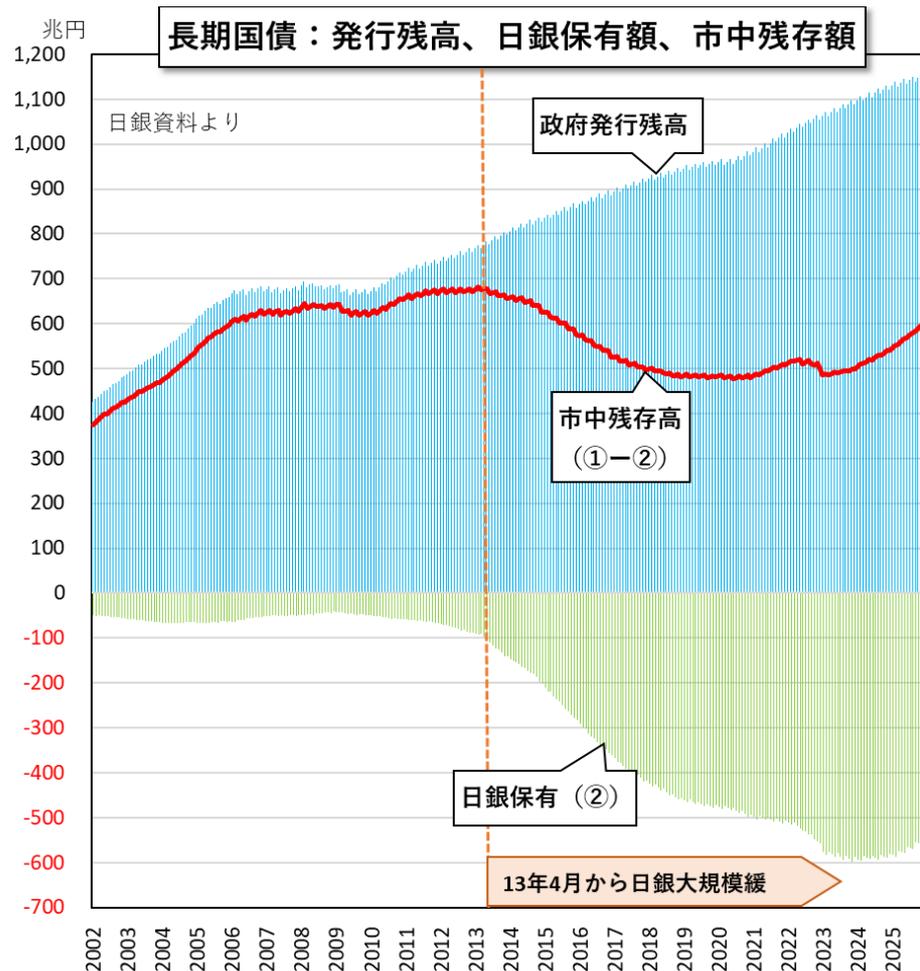
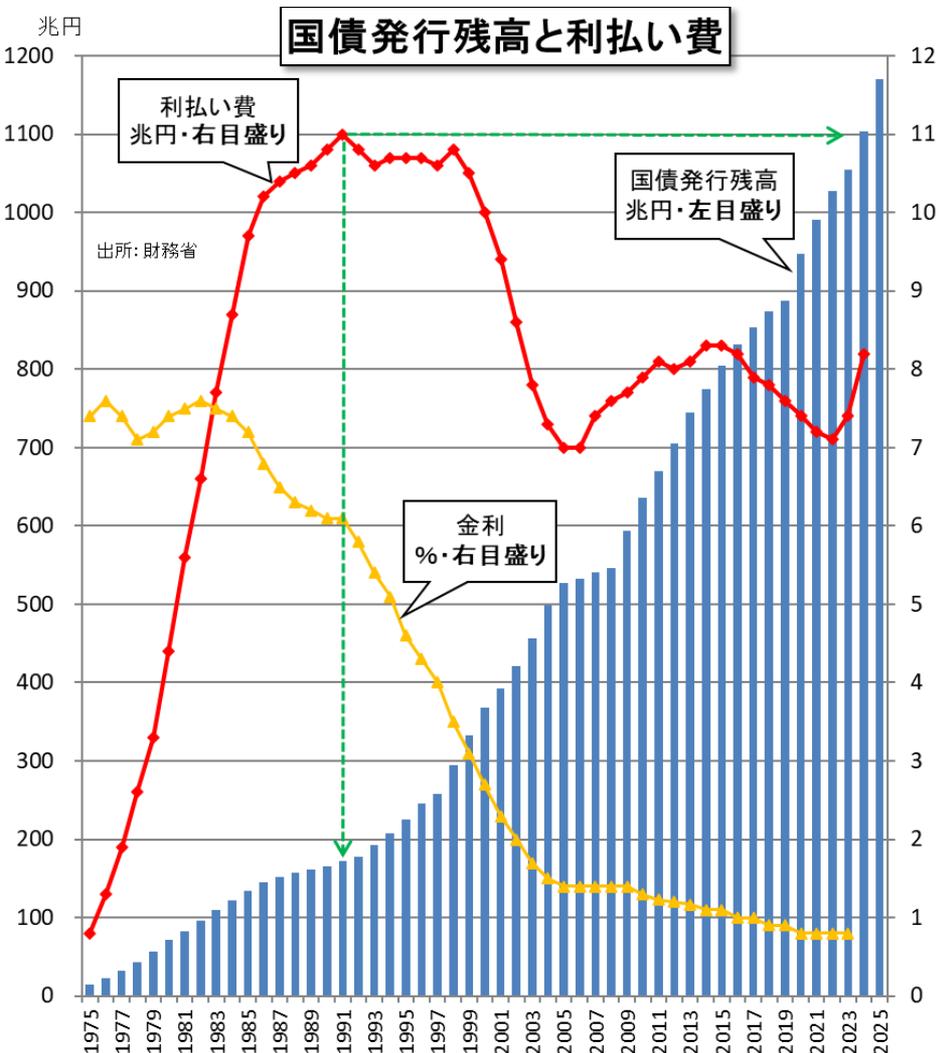
1970年代のオイル・ショック、2020年代のコロナ危機の教訓を踏まえ、コストプッシュ型インフレに見えても中銀は利上げを開始すべきという見方が近年は主流

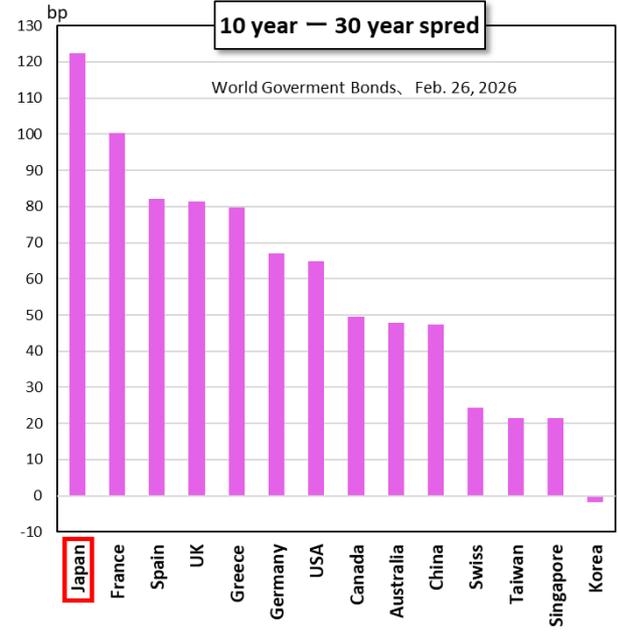
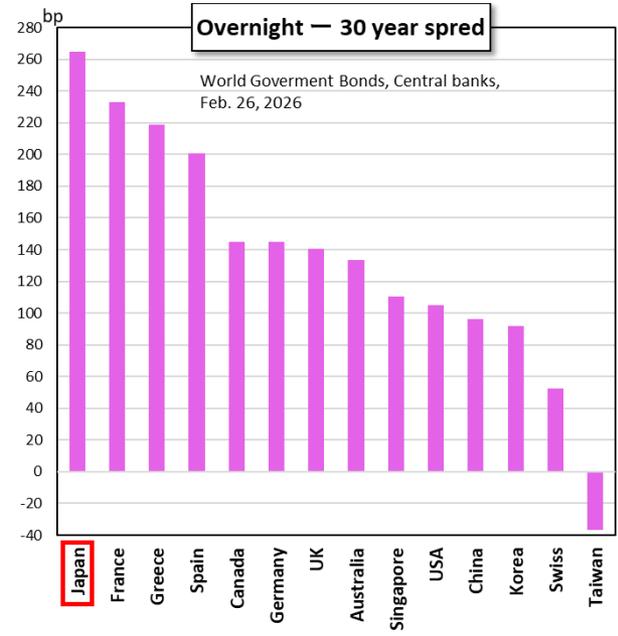
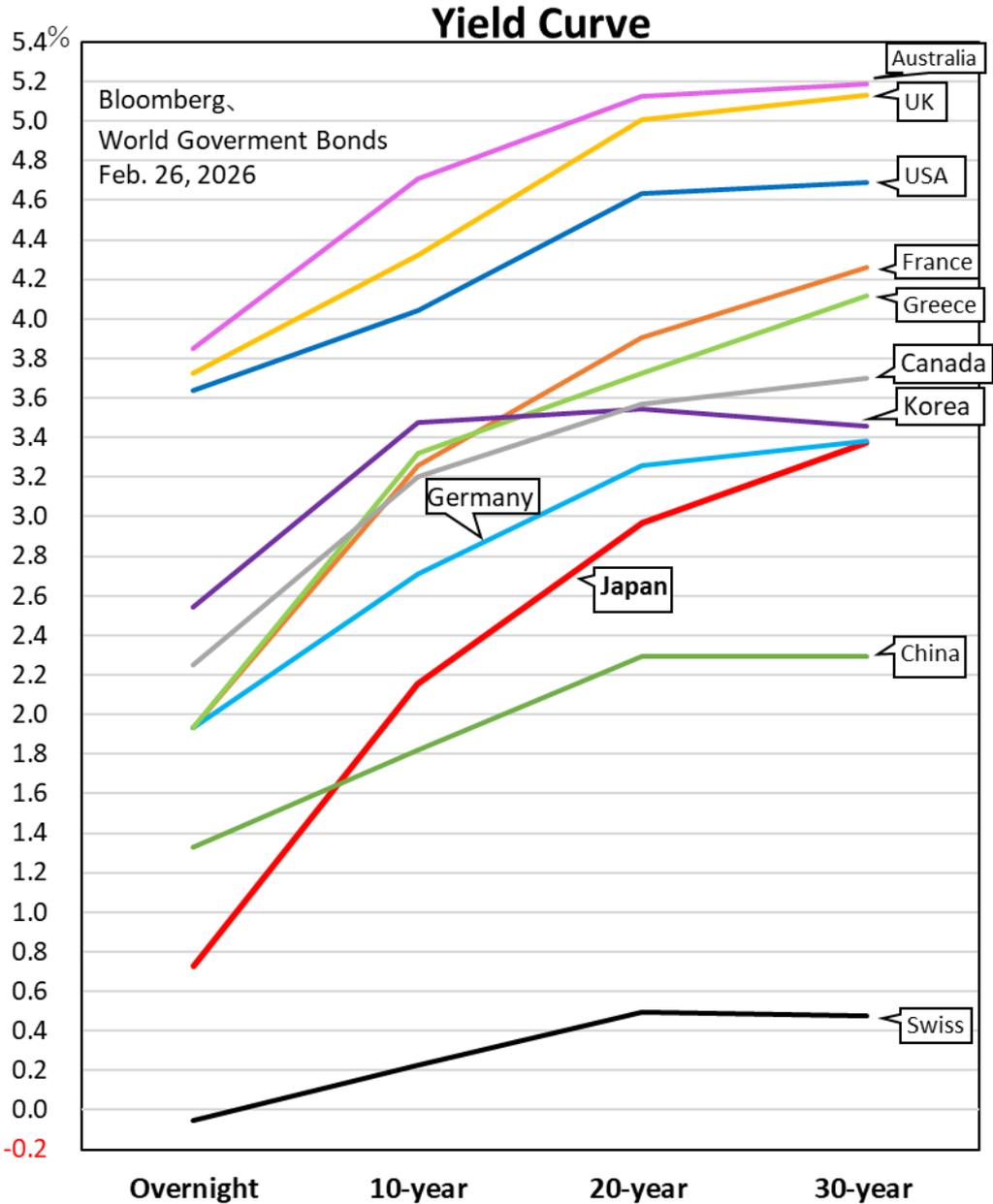
ギリシャ中銀ヤニス総裁の講演 2025年7月5日

- ① 1970年代初期のオイルショックに続いて米国でインフレが上がり始めたとき、バーンズFRB議長はインフレを抑制する最善の手段は金融政策ではなく、政府による物価対策だと考えた。
- ② バーンズは当時、再選を望んでいたニクソン大統領に配慮していた。FRBは金融緩和のアクセルを踏み続けた。
- ③ その結果、大インフレがやってきた。インフレは2桁になり、失業率も2桁になった。
- ④ ただし、すべての中銀が同様に対処したわけではない。 Bundesbankとスイス国立銀行はオイルショック後の(コストプッシュ型に見えていた)インフレに対して金融引き締めで対処した。
- ⑤ 結果、両国ではインフレも失業率も米国に比べ良好に推移した。
- ⑥ この経験は中央銀行に次の教訓をもたらした。
- ⑦ スタグフレーションを回避したいなら、中銀は金融政策の焦点をインフレにあてる必要がある。その方が、結果的に失業率も抑えることができる。
- ⑧ コロナ・パンデミック後の(またもやインフレ制御に出遅れてしまった)経験も経て、たとえそのインフレが供給側にけん引されているとしても(つまりコストプッシュ型インフレに見えているとしても)、金融引き締めでそれを鎮圧することが確実な解決策だ、ということに疑いを持つ中銀は今日ではいなくなっている。

<2> 利上げが続くと顕在化し得る諸問題

問題①: 財政の利払い負担増大

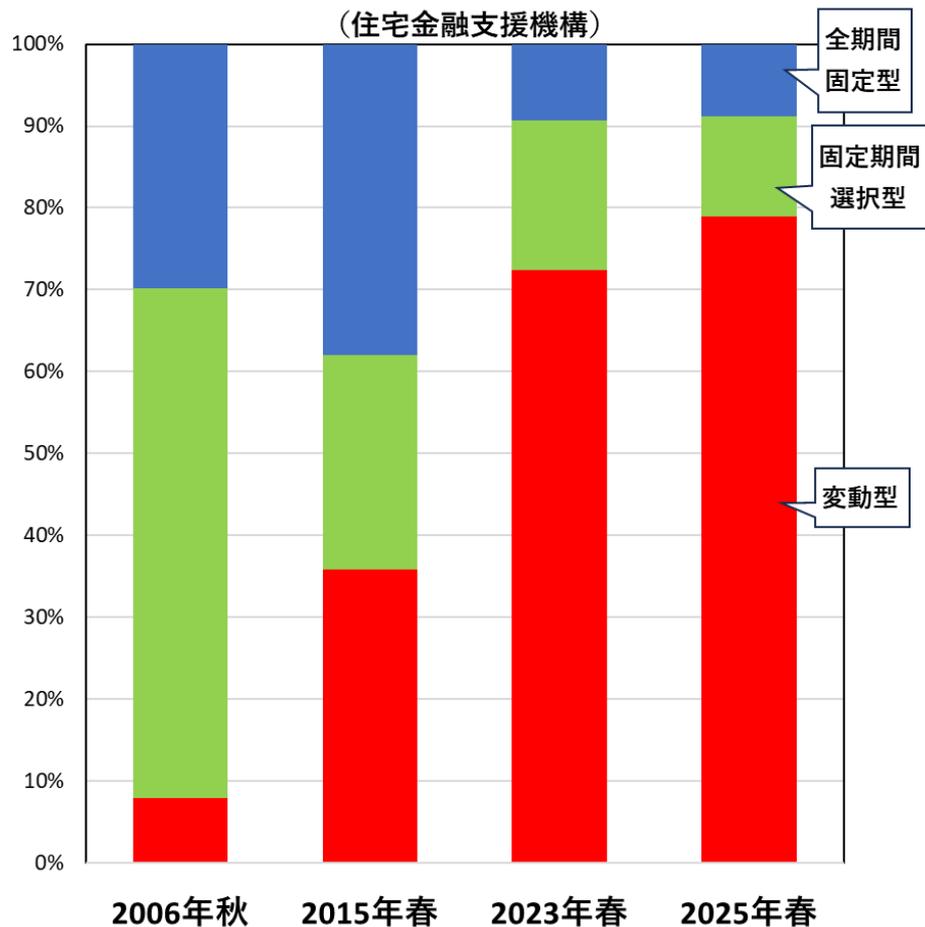




問題②: 変動金利型住宅ローン

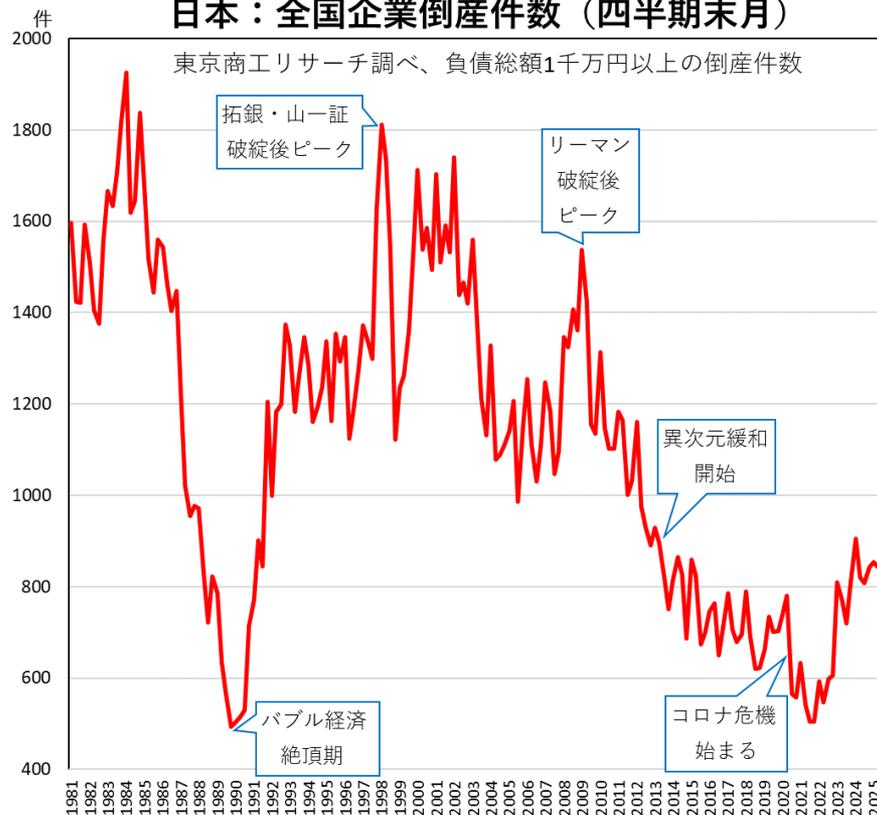
日本の住宅ローン利用者の実態調査

(住宅金融支援機構)



問題③: 企業倒産増加の可能性

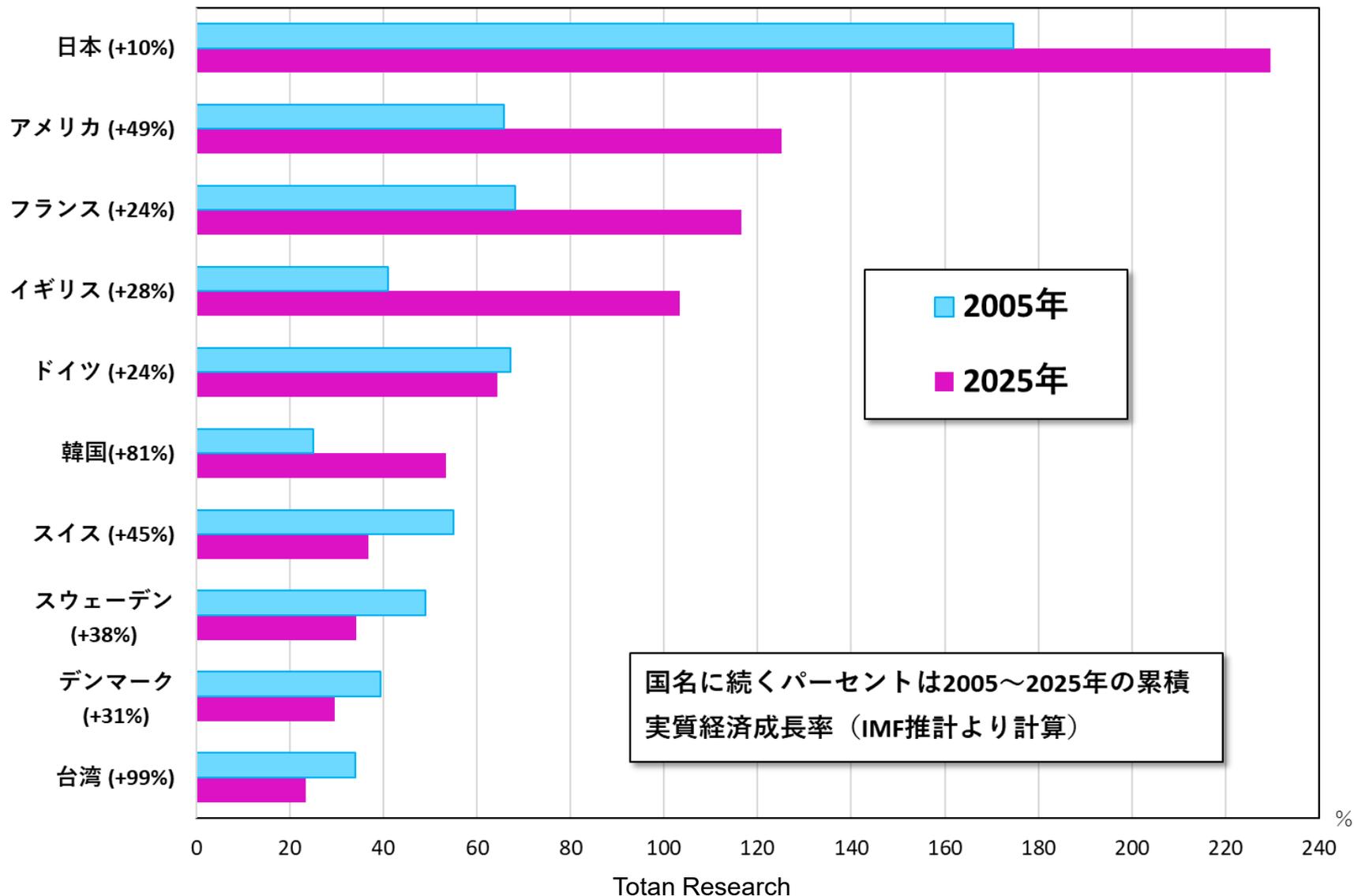
日本：全国企業倒産件数（四半期末月）



問題④: 地域金融機関の財務

<3> 単なる財政拡張や金融緩和では治療できない日本の構造問題

一般政府債務残高・対名目GDP比 (IMF推計)



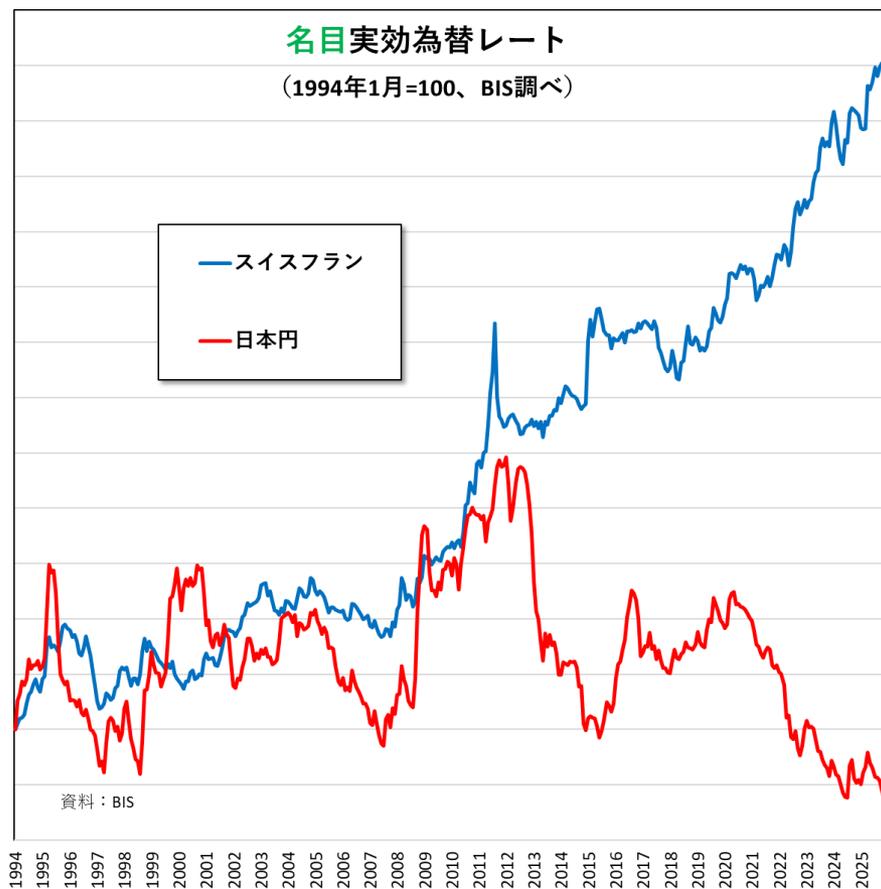
債務ブレーキを導入し、憲法で財政赤字を原則禁止しているスイス。
日本との財政規律の大きな違いは、為替レートにも影響を及ぼしている。

名目実効為替レート

(1994年1月=100、BIS調べ)

— スイスフラン
— 日本円

資料：BIS

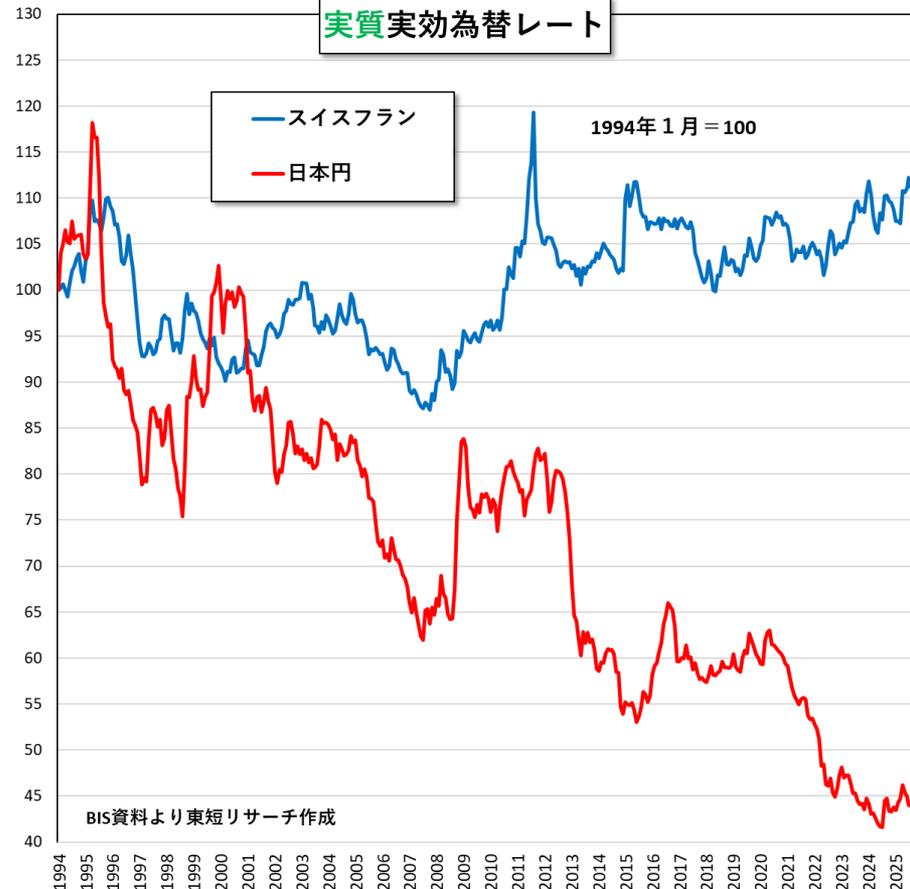


実質実効為替レート

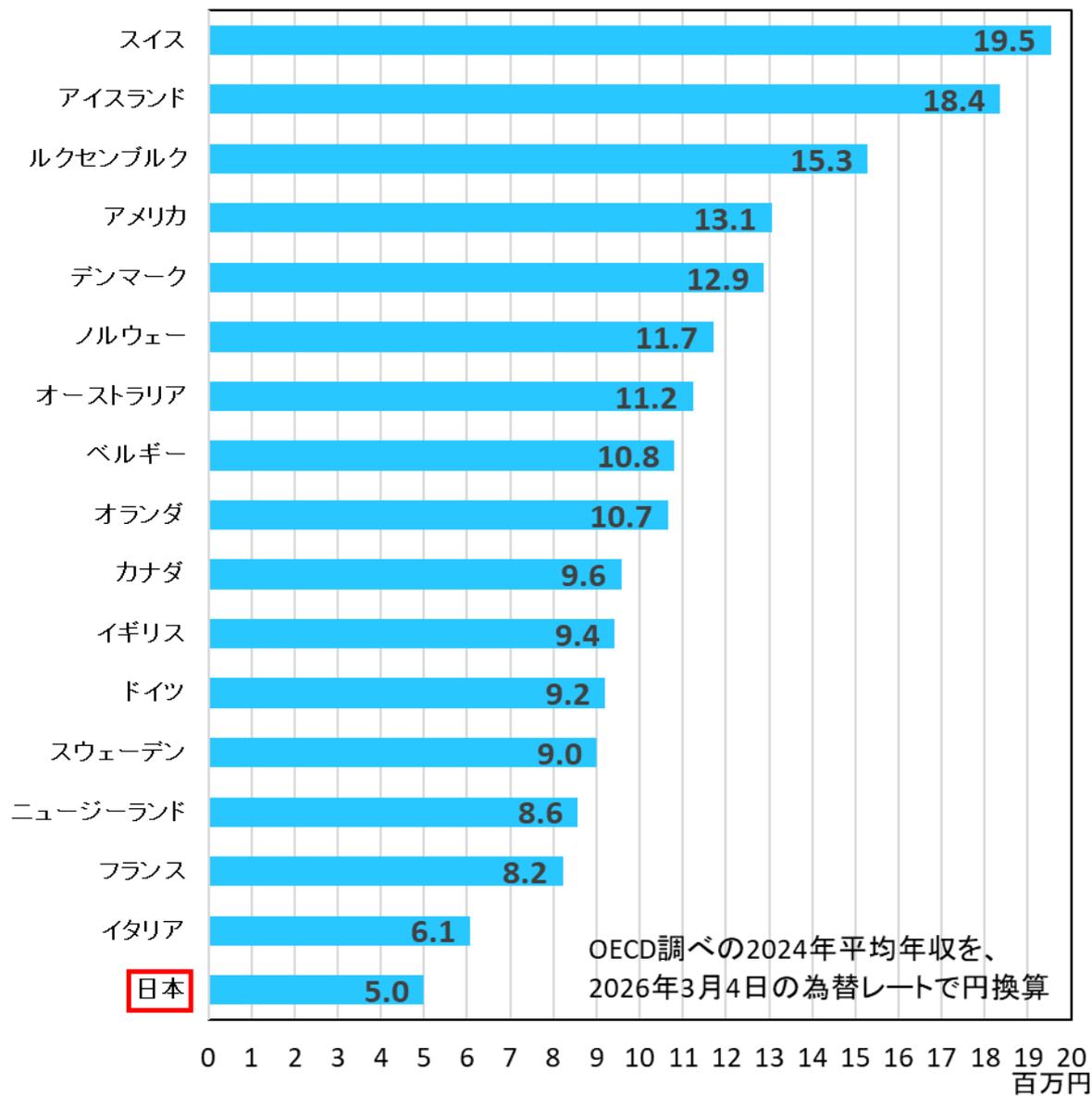
— スイスフラン
— 日本円

1994年1月=100

BIS資料より東短リサーチ作成

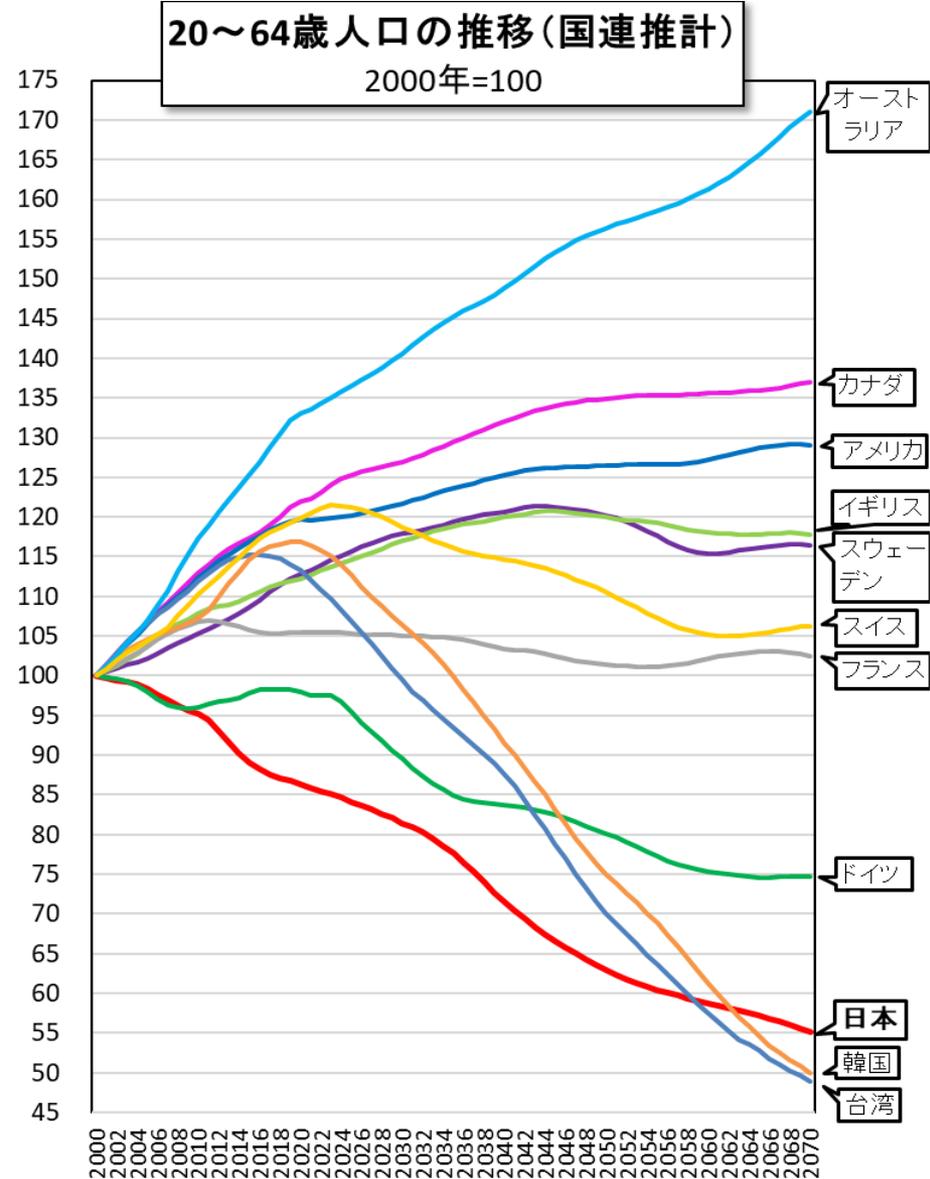


先進国の平均年収(円換算、単位百万円)



2025年 IMD世界人材競争力ランキング

1	スイス	23	ポルトガル
2	ルクセンブルグ	24	チェコ
3	アイスランド	25	マレーシア
4	香港	26	フランス
5	オランダ	27	オマーン
6	スウェーデン	28	クウェート
7	シンガポール	29	カタール
8	デンマーク	30	イギリス
9	UAE	31	サウジアラビア
10	オーストリア	32	スロベニア
11	カナダ	33	ニュージーランド
12	フィンランド	34	カザフスタン
13	ドイツ	35	キプロス
14	アイルランド	36	スペイン
15	ノルウェー	37	韓国
16	ベルギー	38	中国
17	台湾	39	プエルトリコ
18	エストニア	40	日本
19	オーストラリア	41	イタリア
20	リトアニア	42	バーレーン
21	ラトビア	43	タイ
22	USA	44	ギリシャ



Cumulative Real GDP Growth Rate from 2025 to 2030

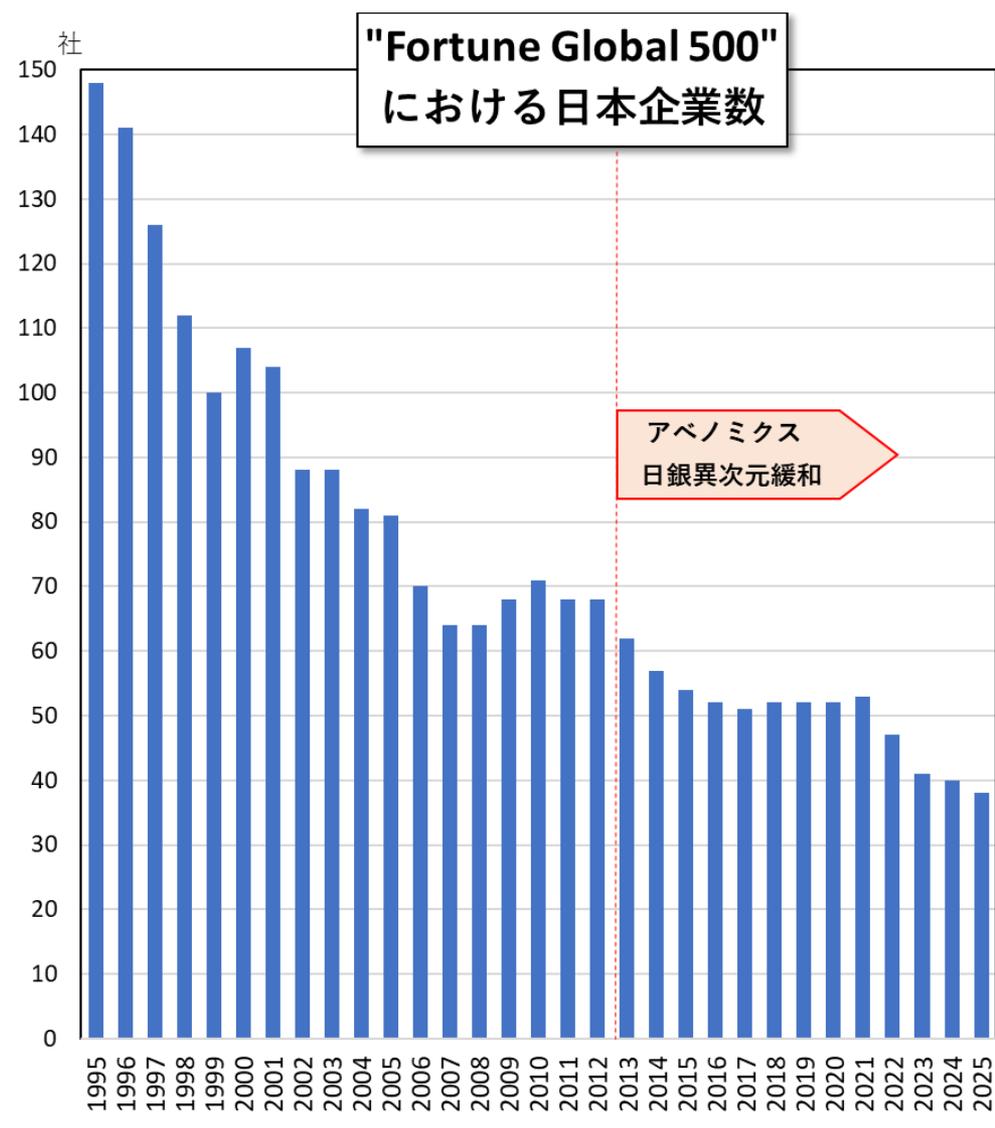
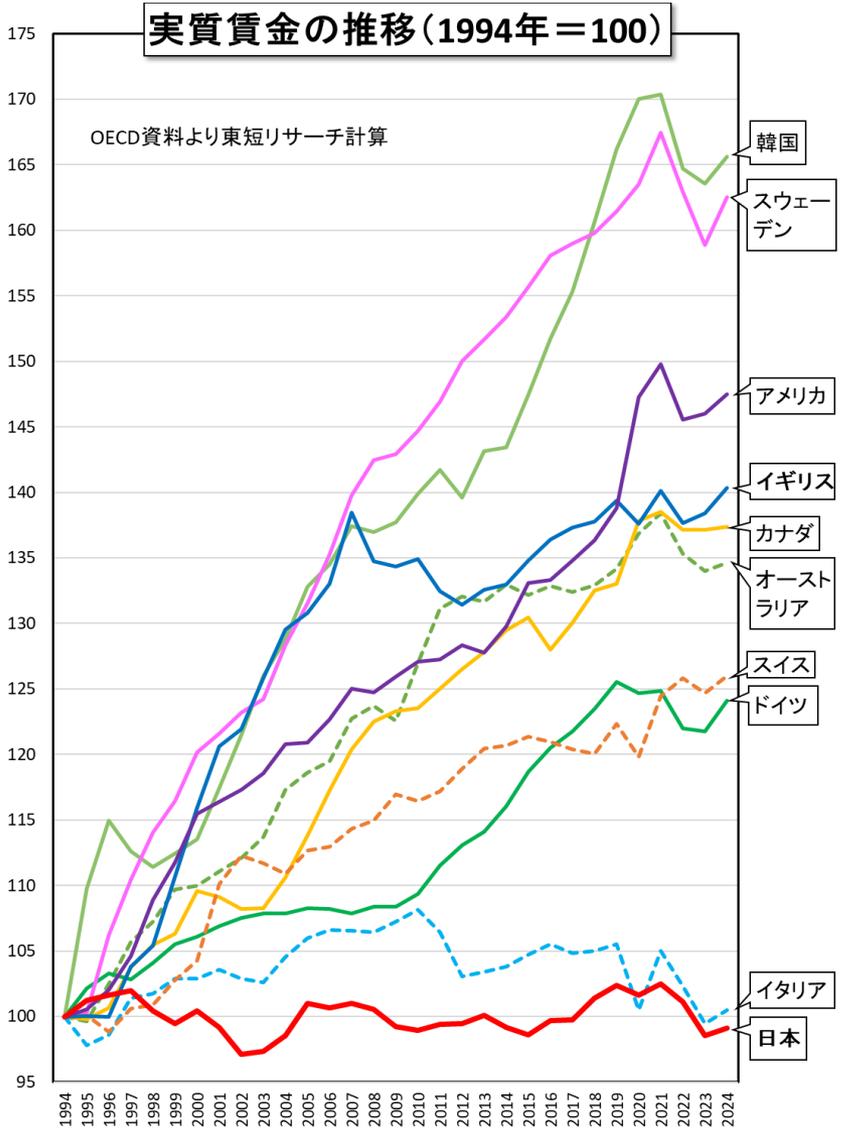
IMF "World Economic Outlook, October 2025", countries with 1 million and more population

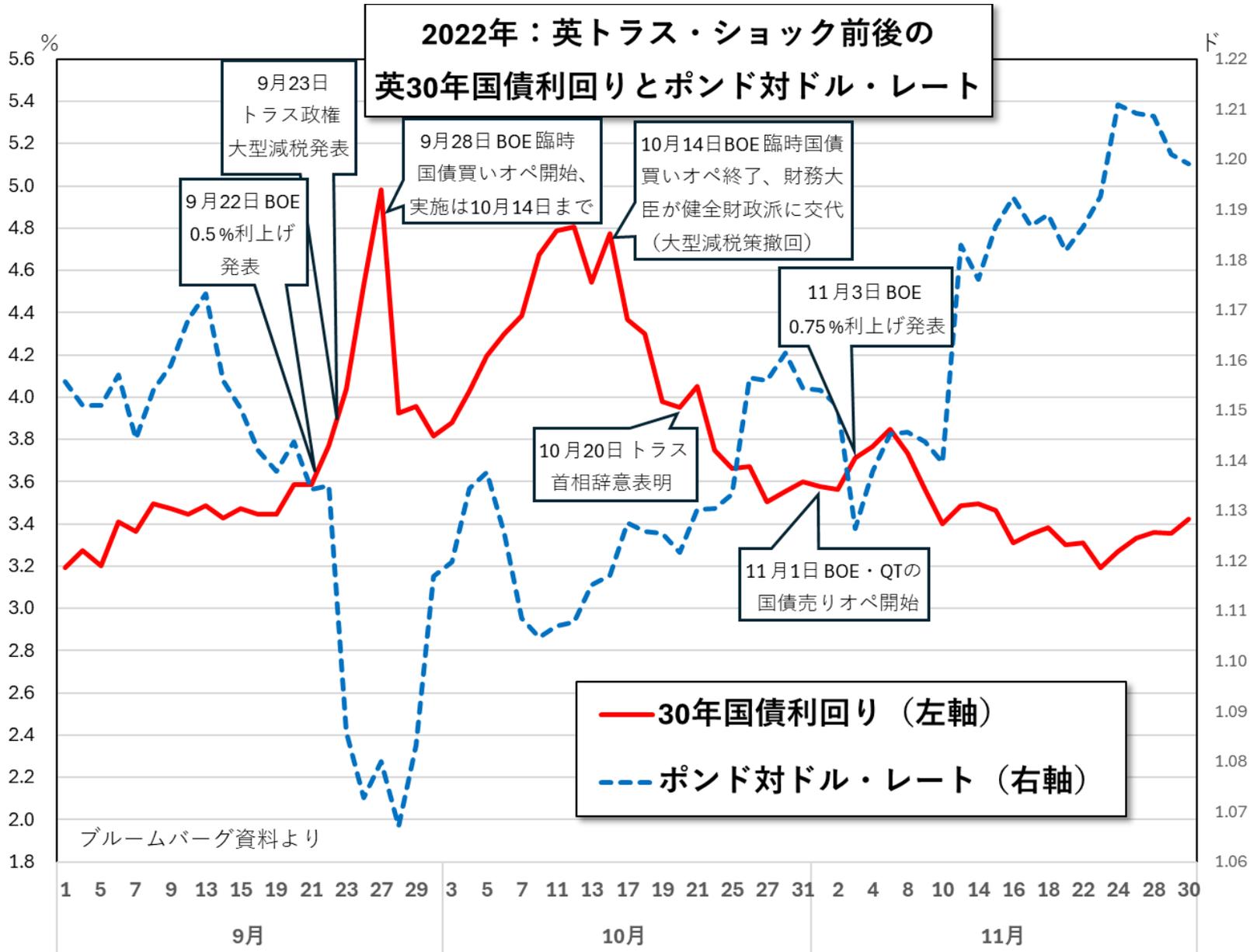
rank	country	%	rank	country	%	rank	country	%
1	Guinea	62.5	26	Gambia	27.9	51	Panama	21.7
2	Sudan	54.5	27	Nepal	27.9	52	Malaysia	21.7
3	Ethiopia	44.4	28	Indonesia	27.8	53	Morocco	21.6
4	Rwanda	41.3	29	Kenya	27.5	54	Kosovo	21.2
5	South Sudan	40.7	30	Ghana	27.3	55	China	20.9
6	Uganda	40.7	31	Egypt	27.0	56	Iraq	20.9
7	Côte d'Ivoire	38.0	32	Dominican	26.9	57	Oman	20.7
8	Tanzania	36.5	33	Cambodia	26.8	58	Türkiye	20.3
9	India	36.4	34	Armenia	26.7	59	Somalia	20.3
10	Mozambique	36.4	35	Madagascar	26.6	60	Kazakhstan	20.2
11	Benin	36.1	36	Tajikistan	26.3	61	Chad	20.2
12	Niger	35.5	37	Burkina Faso	26.0	62	Senegal	20.2
13	Philippines	33.5	38	Sierra Leone	25.6	63	Zimbabwe	20.1
14	Bangladesh	33.3	39	Guinea-Bissau	25.5	64	Argentina	20.1
15	Uzbekistan	32.4	40	UAE	24.4	65	Honduras	19.9
16	Djibouti	31.9	41	Qatar	24.3	66	Guatemala	19.9
17	Liberia	31.3	42	Cameroon	24.1	67	Central African	19.8
18	Zambia	30.9	43	Mauritania	23.9	68	Paraguay	19.0
19	Vietnam	30.8	44	Ukraine	23.9	69	Albania	18.9
20	Togo	30.7	45	Botswana	23.7	70	Costa Rica	18.7
21	Congo (Democratic)	30.1	46	Burundi	23.3	71	Israel	18.5
22	Kyrgyz	30.0	47	Yemen	23.3	72	Saudi Arabia	18.4
23	Mongolia	29.2	48	Pakistan	23.0	73	Congo (Republic)	18.2
24	Mali	28.7	49	Nigeria	21.8	74	Mauritius	18.2
25	Georgia	28.0	50	Serbia	21.8	75	Eswatini	18.1

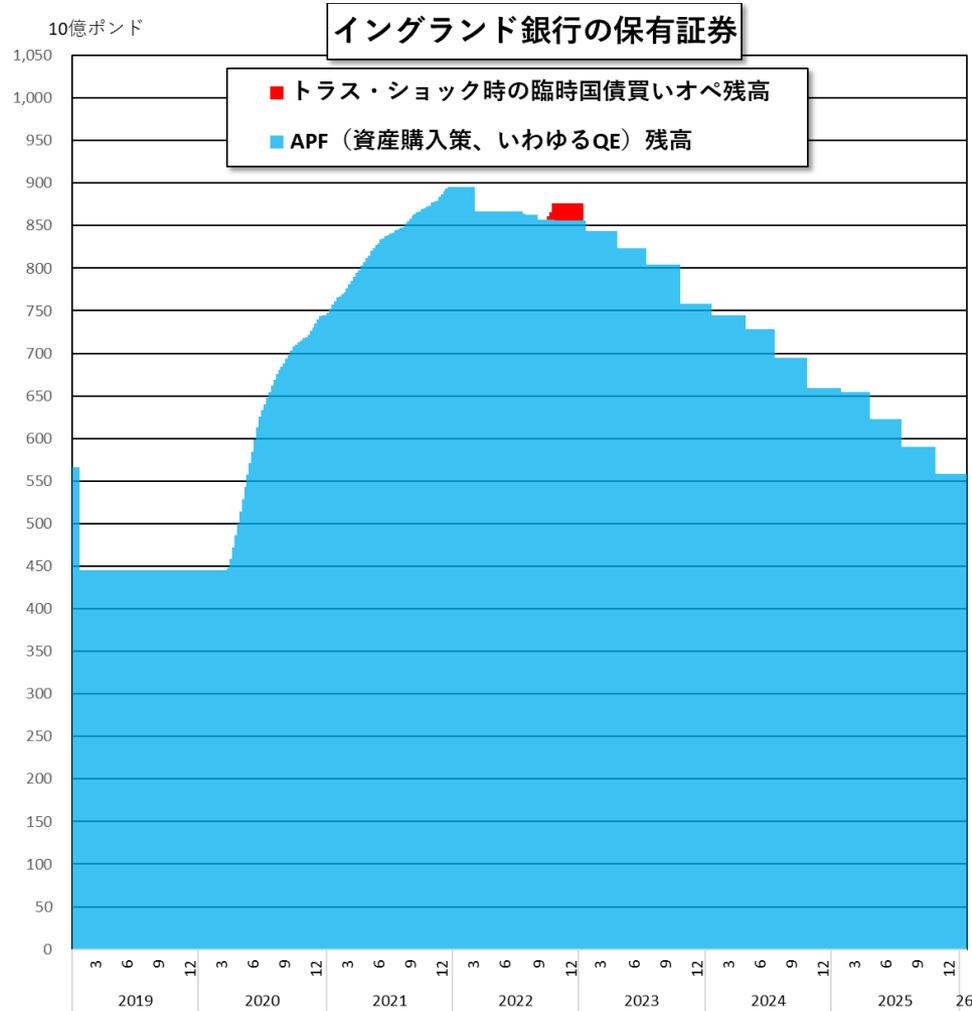
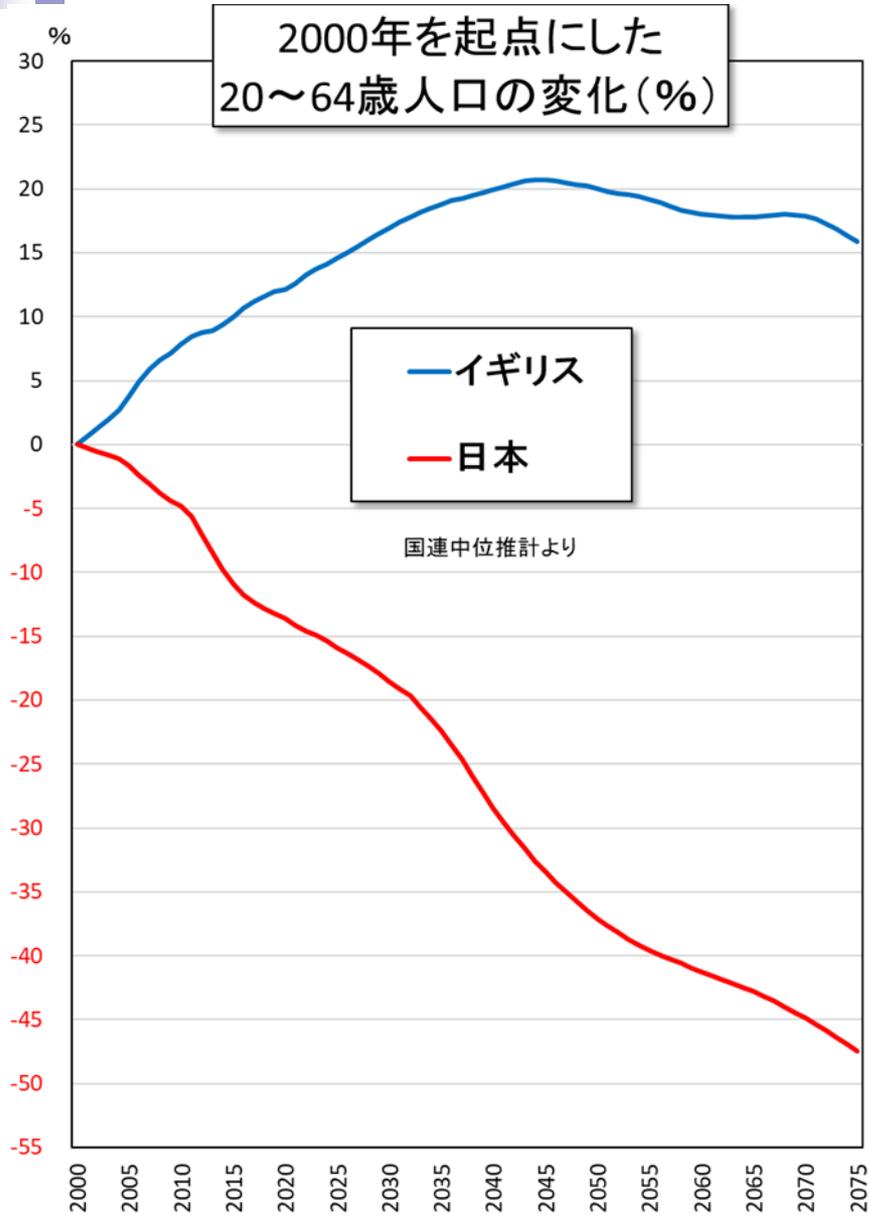
Cumulative Real GDP Growth Rate from 2025 to 2030

IMF "World Economic Outlook, October 2025", countries with 1 million and more population

rank	country	%	rank	country	%	rank	country	%
76	Moldova	17.7	101	Libya	13.0	126	Portugal	8.8
77	Nicaragua	17.4	102	Azerbaijan	13.0	127	Spain	8.8
78	Timor-Leste	17.2	103	Singapore	12.4	128	Canada	8.8
79	Bahrain	17.2	104	Slovenia	12.4	129	Denmark	8.8
80	Papua New Guinea	17.0	105	Hungary	12.3	130	Greece	8.5
81	Malawi	16.9	106	Latvia	12.3	131	South Africa	8.3
82	Namibia	16.9	107	Taiwan	12.2	132	Tunisia	8.0
83	North Macedonia	16.6	108	Turkmenistan	12.1	133	Jamaica	8.0
84	Jordan	15.8	109	Trinidad and Tobago	12.1	134	Norway	7.4
85	Bosnia and Herzegovina	15.6	110	Uruguay	11.9	135	Switzerland	7.4
86	El Salvador	15.0	111	Brazil	11.9	136	United Kingdom	7.3
87	Poland	14.8	112	New Zealand	11.8	137	Equatorial Guinea	7.3
88	Bulgaria	14.7	113	Chile	11.6	138	Netherlands	6.7
89	Gabon	14.7	114	Australia	11.6	139	Lesotho	6.6
90	Angola	14.2	115	Thailand	11.5	140	Finland	6.5
91	Romania	14.2	116	Hong Kong	11.5	141	Belgium	6.1
92	Algeria	14.1	117	Slovak	11.4	142	Belarus	6.0
93	Colombia	13.8	118	Ireland	11.2	143	France	6.0
94	Kuwait	13.7	119	Korea	10.5	144	Russian Federation	5.5
95	Croatia	13.7	120	Czech	10.4	145	Austria	5.5
96	Ecuador	13.5	121	Mexico	10.3	146	Germany	5.4
97	Peru	13.3	122	USA	10.3	147	Italy	3.5
98	Lithuania	13.1	123	Iran	9.1	148	Haiti	3.3
99	Myanmar	13.1	124	Sweden	9.1	149	Puerto Rico	3.1
100	Lao	13.0	125	Estonia	8.9	150	Japan	2.9







米国ギャラップ世論調査 2025年3月

「あなたは以下の問題をどの程度心配していますか？」

”非常に強く心配”と”結構心配”の合計 %

1	経済	87
2	インフレーション	85
3	健康保険の利用可能度・費用	82
4	連邦政府の支出と赤字	81
5	飢餓とホームレス	79
6	社会保障制度	76
7	連邦政府の規模と力	76
8	犯罪と暴力	75
9	所得と富の分配	72
10	環境のクオリティ	72
11	エネルギーの利用可能度と費用	71
12	テロ攻撃の将来の可能性	68
13	麻薬使用	68
14	失業	65
15	不法移民	63
16	人種関連	61

FRBパウエル議長 2026年1月28日

- 「米連邦政府の債務は、議論の余地なく、持続不可能な経路にいる」

米独立財政機関CBO(議会予算局)2026年1月17日

- 「政府債務の対GDP比は第2次大戦直後に記録した過去最高を今後4年で上回る」
- スウェーゲル局長:「財政状況は厳しく、債務の経路は持続不可能だ」

『I・O・U・S・A』(A・ウィギン、K・インコントレラ)より

A・リブリン元米行政管理予算局長(元FRB副議長)

- 「(財政)赤字を出してはいけない本当の理由は、自分の子どもや孫、あるいはそれが誰であれ未来の納税者に、私たちが今やりたいことの請求書を回すことが公正ではないからです」

P・G・ピーターソン元米商務長官

- 「実はこれ(財政赤字)は道徳の問題なのです」
- 「自分たちは無償でおいしい思いをして、請求書を子どもたちにこっそり手渡そうとする、そういう考えは、私に言わせると、不道徳極まりないのです」

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、その時々々の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