

日本政治の四分五裂、 行き過ぎた財政拡張が債券自警団を呼び覚ます

意外と高い年内利上げ再開のハードル

債券市場の需給バランスが崩れるとき

愛 宕 伸 康

楽天証券経済研究所 所長兼チーフエコノミスト

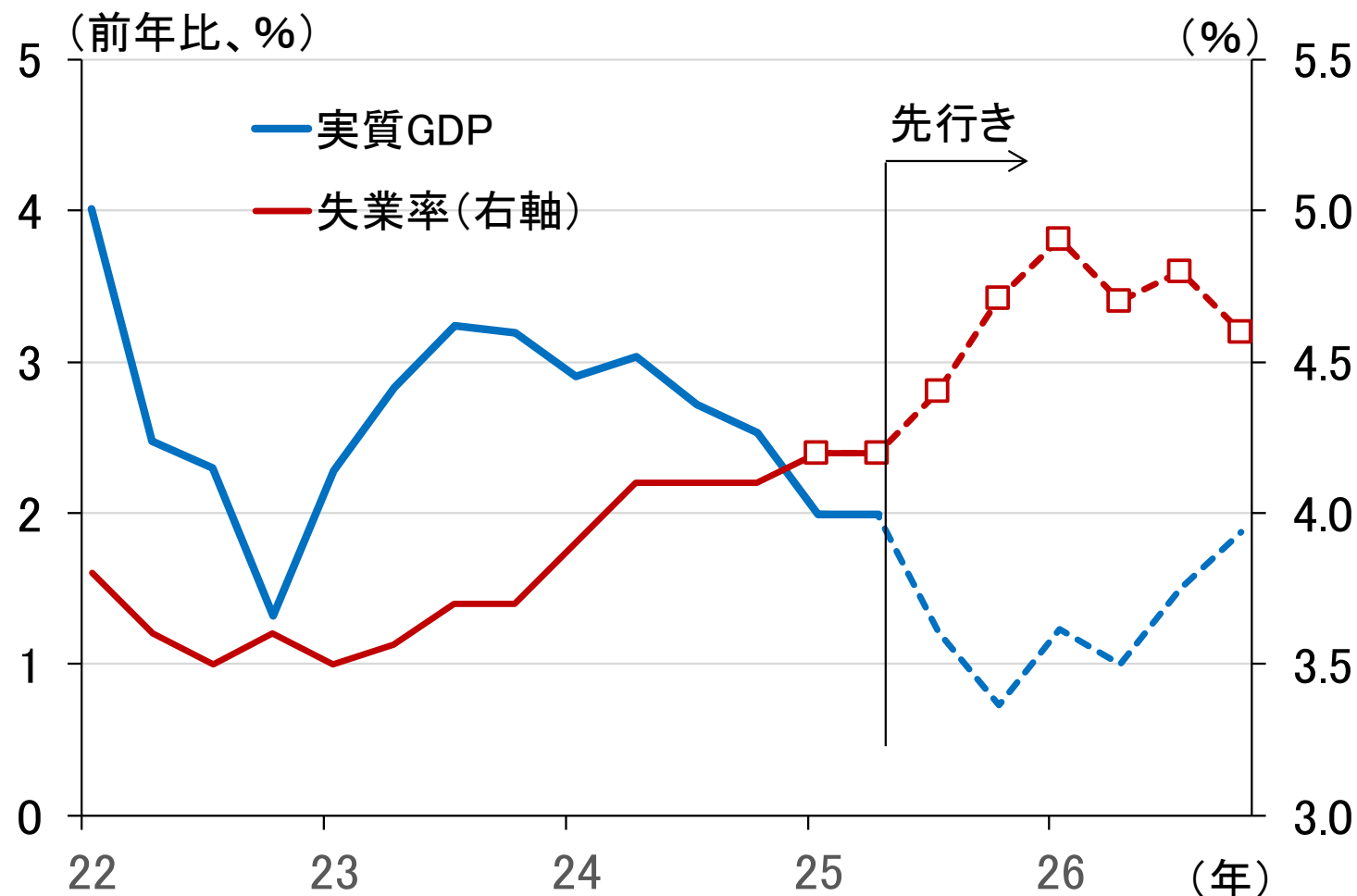
- I. 米国景気＋FRBの利下げ
- II. 国内景気＋物価
- III. 財政運営（政局）

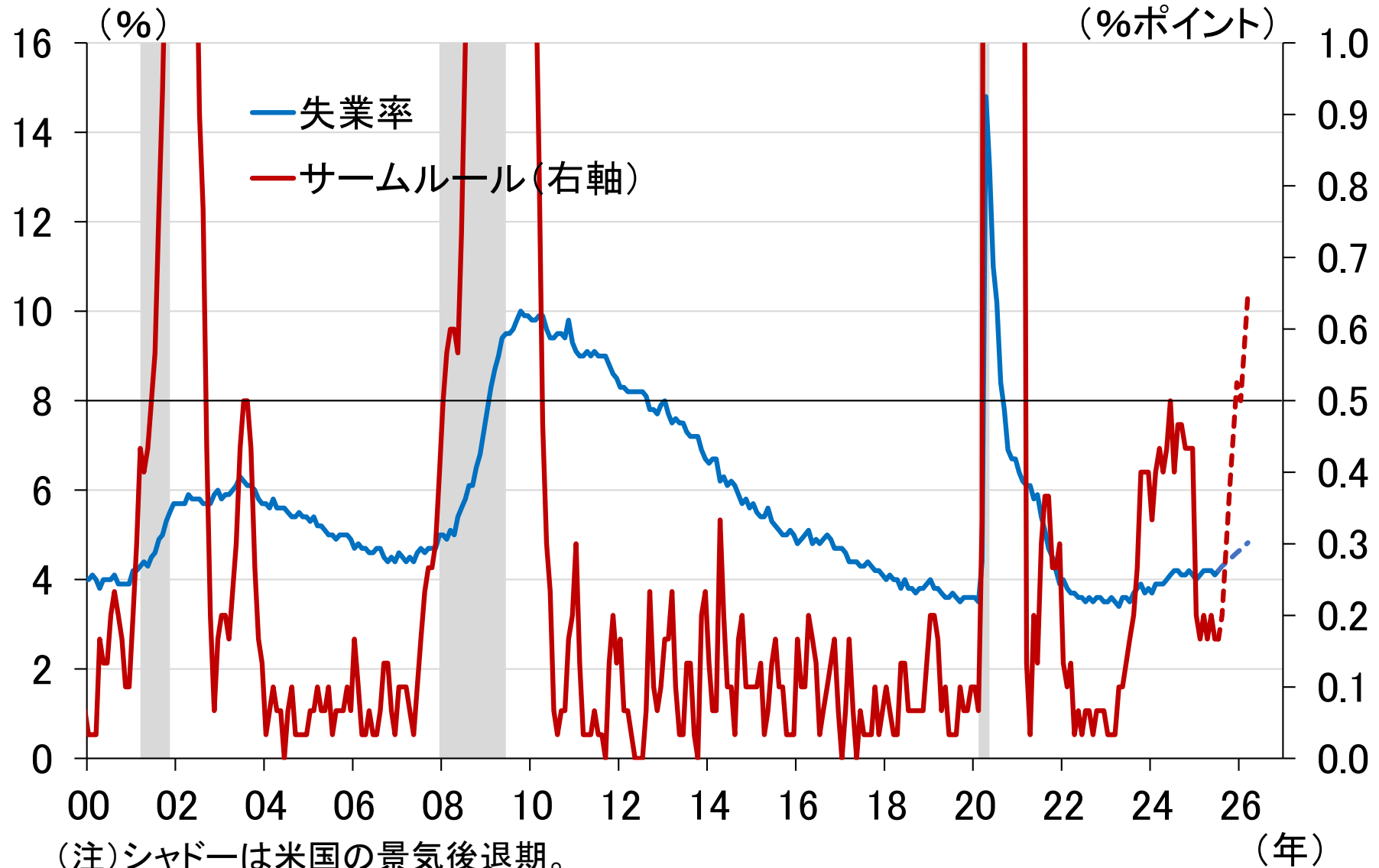
		実質GDP (%)	
2024年	(前年比)	2.8	
2025年(予)	(前年比)	1.5	(1.6)
1Q(実)	(前期比年率)	-0.5	(-0.5)
2Q(実)		3.0	(3.0)
3Q(予)		0.0	(0.9)
4Q(予)		0.5	(1.2)
2026年(予)	(前年比)	1.4	(1.6)
1Q(予)	(前期比年率)	1.5	(1.6)
2Q(予)		2.0	(1.9)

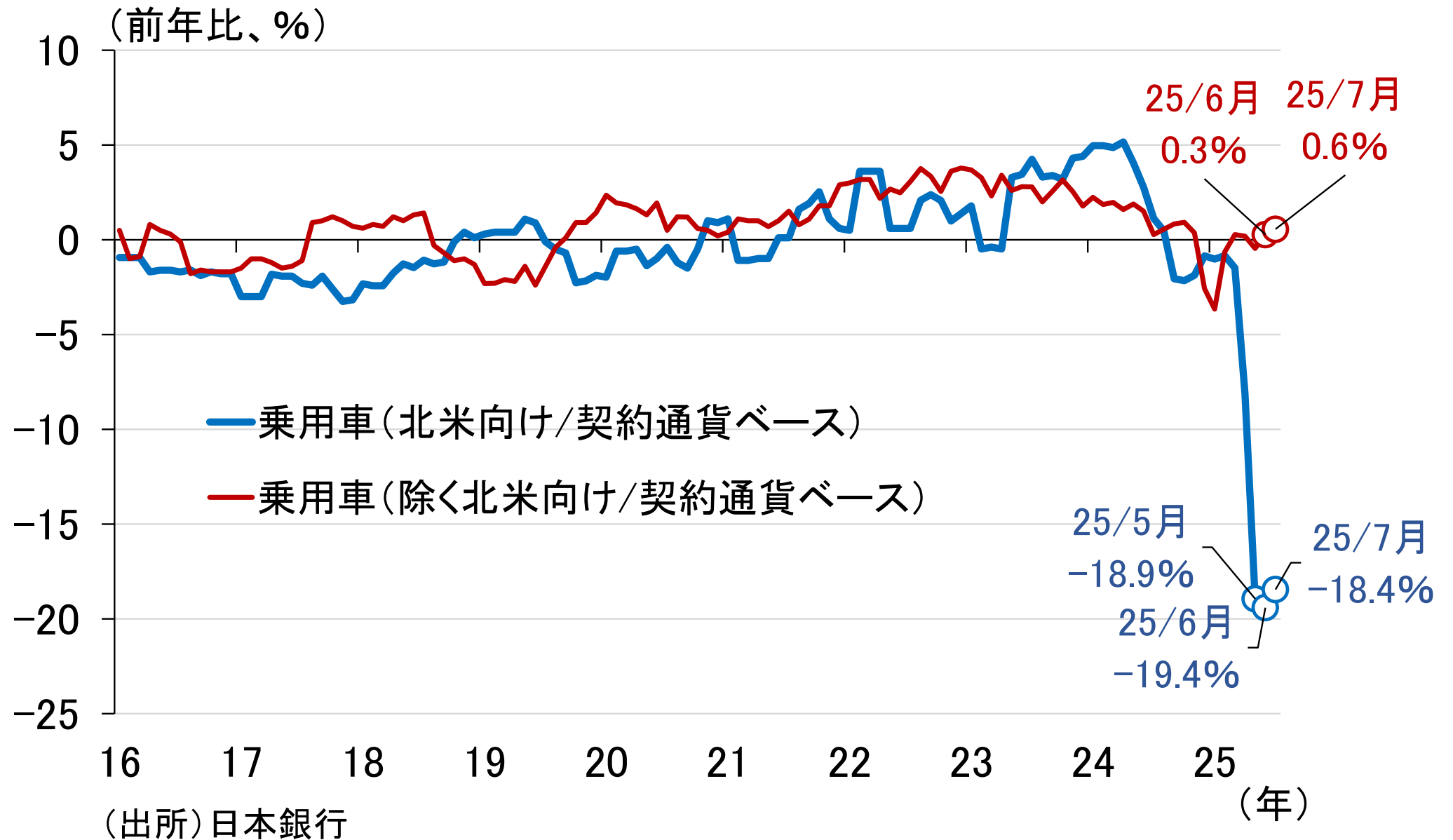
(注) 予測は楽天証券経済研究所、()はブルームバークが集計した現地エコノミストの予測。

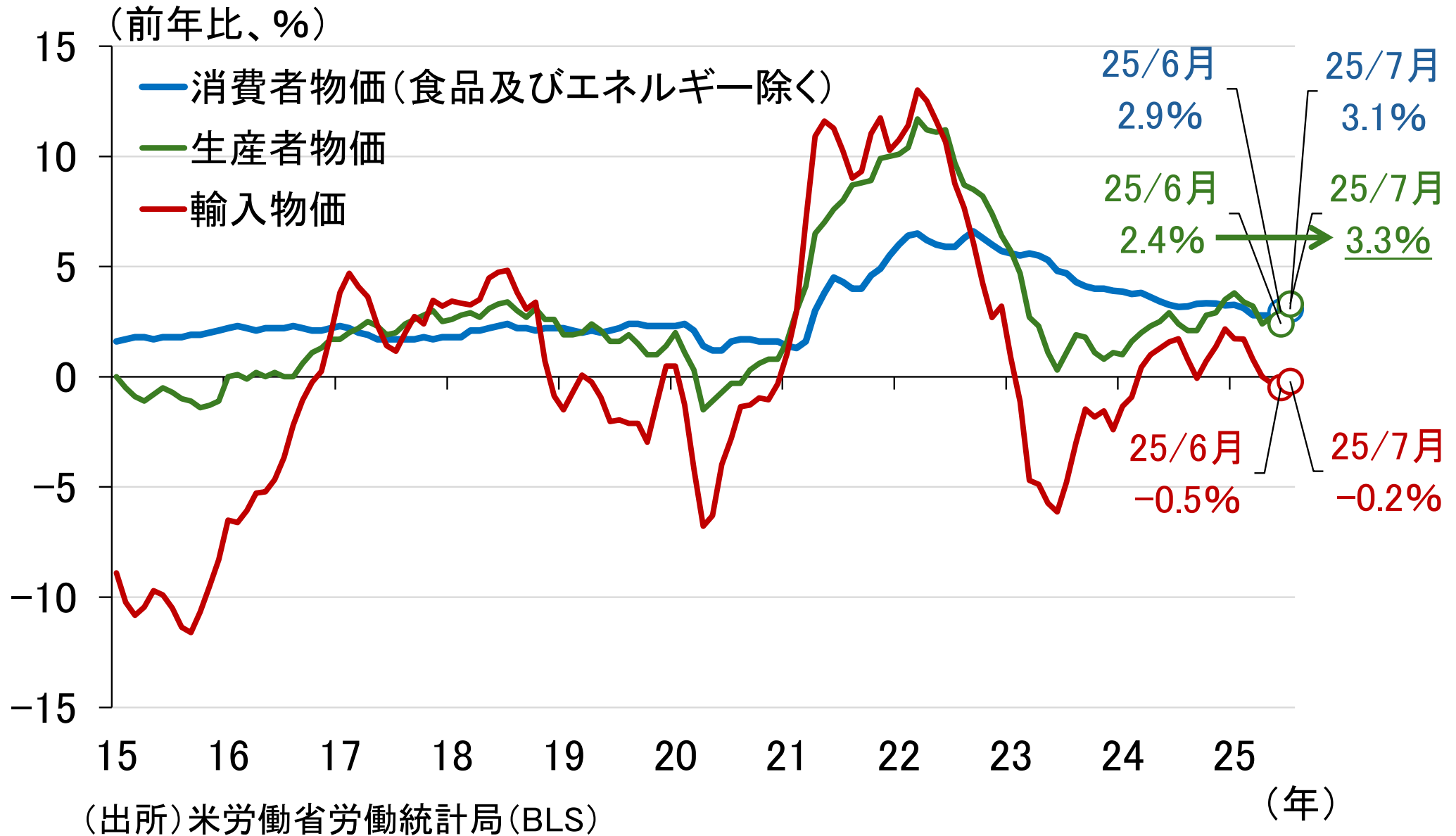
右図の実質GDPと失業率の予測は筆者推計。

(出所) Bloomberg、筆者作成





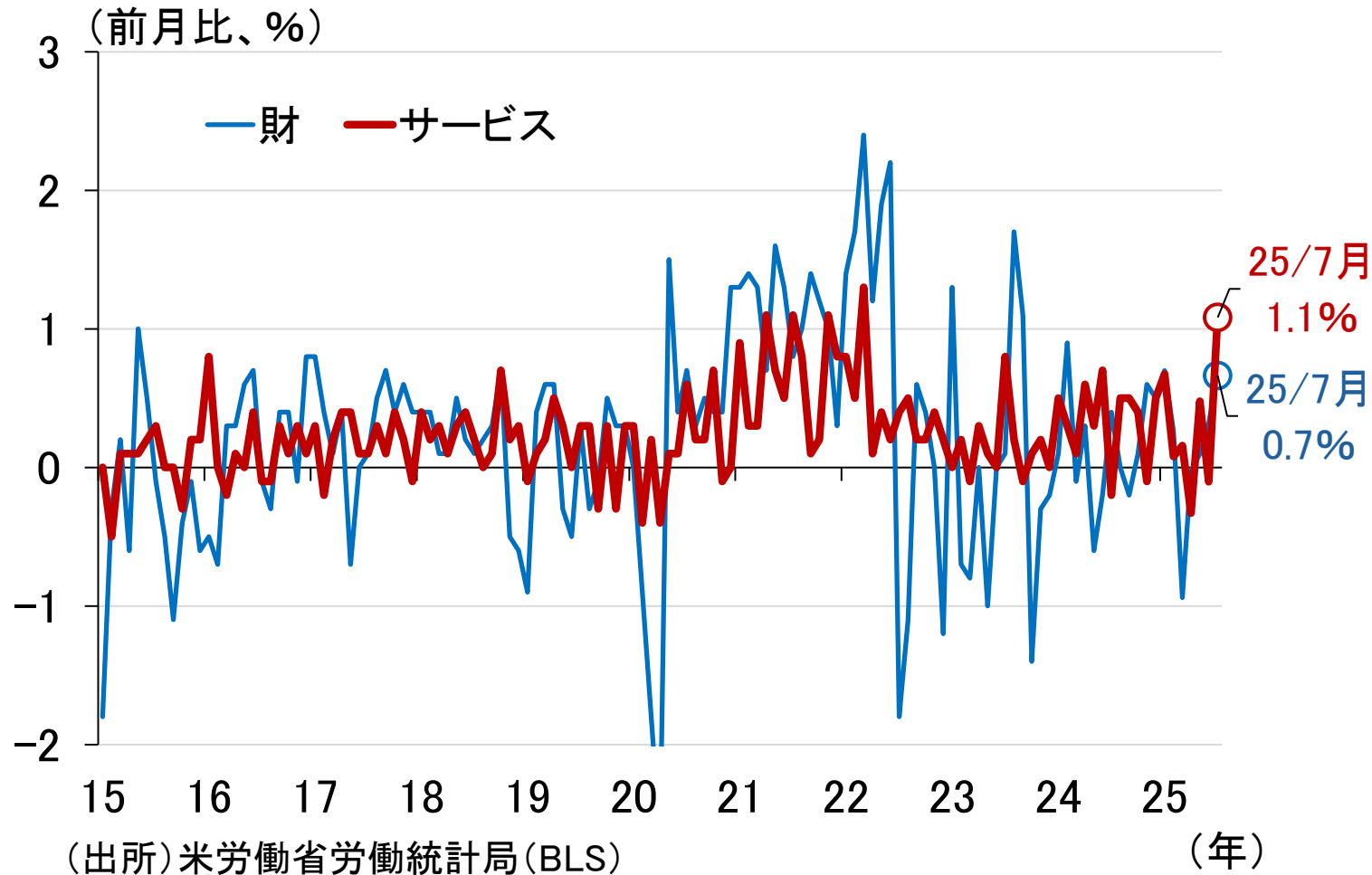




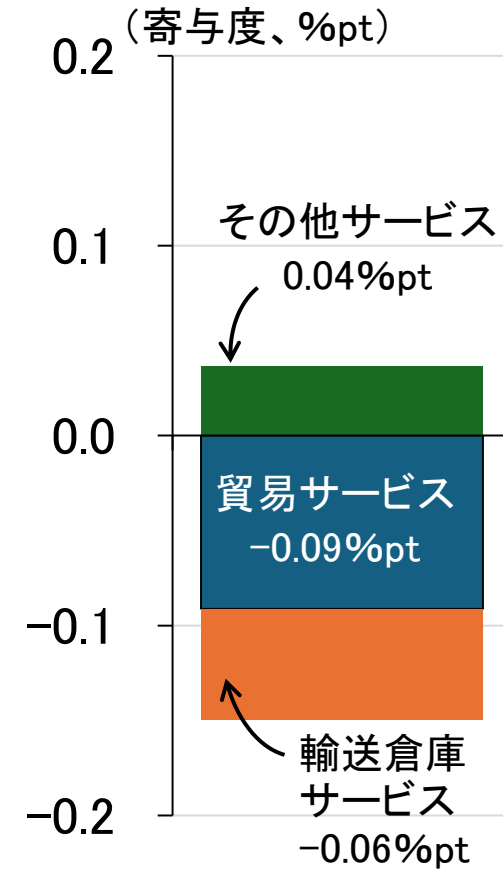
I. 米国物価

企業はトランプ関税の影響を吸収できなくなりつつある

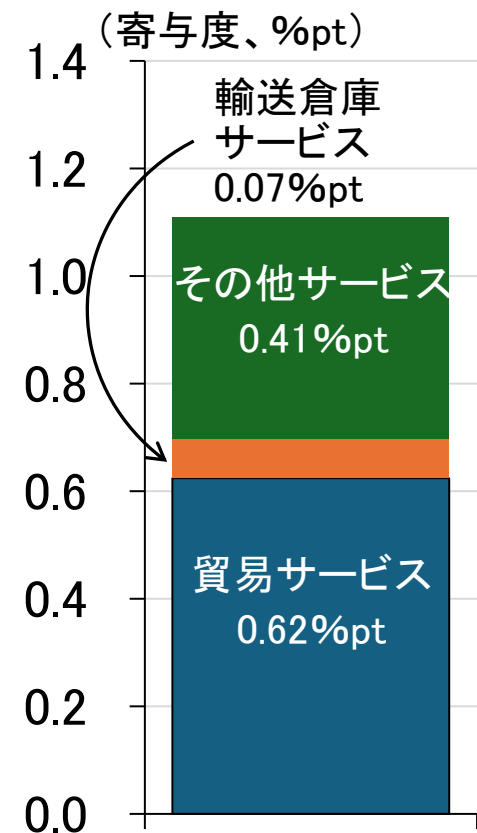
米生産者物価の前月比(財・サービス別)



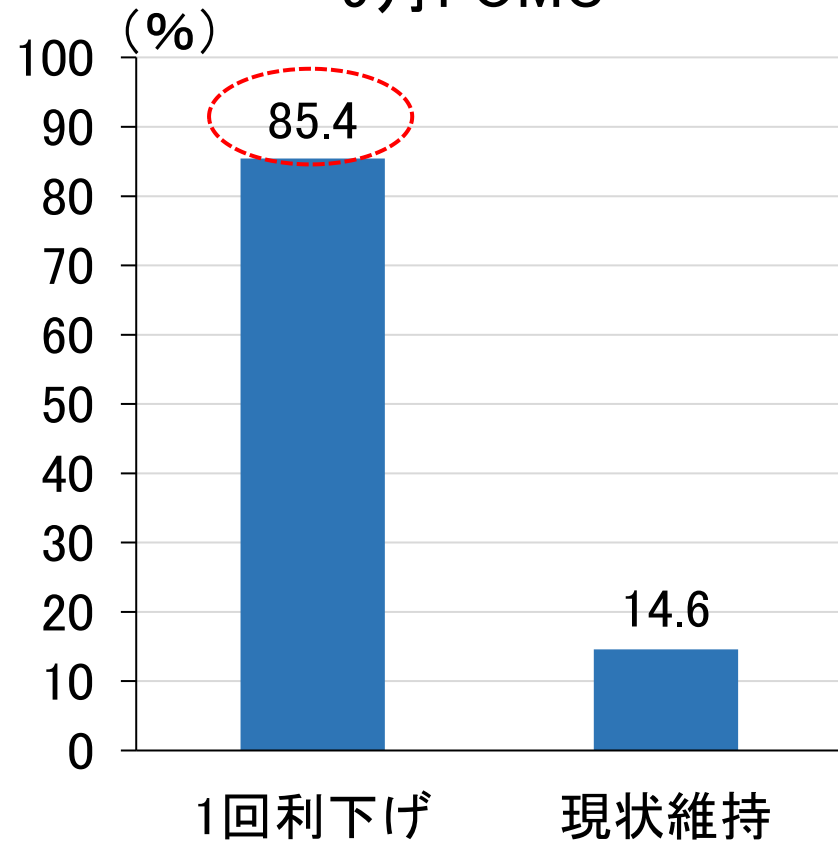
6月サービス(-0.1%)



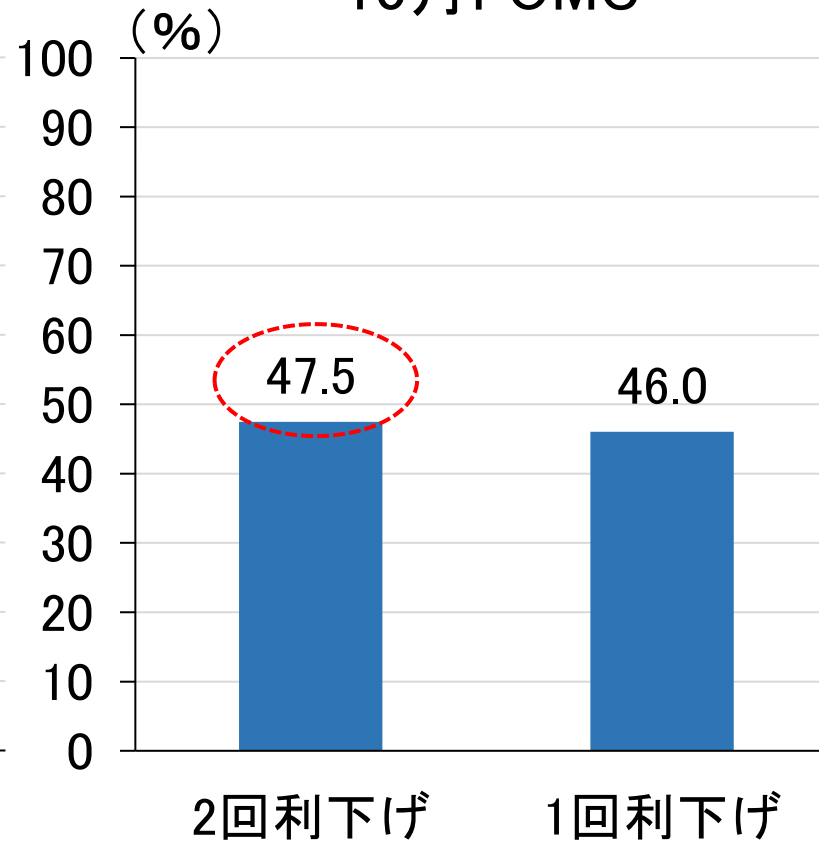
7月サービス(1.1%)



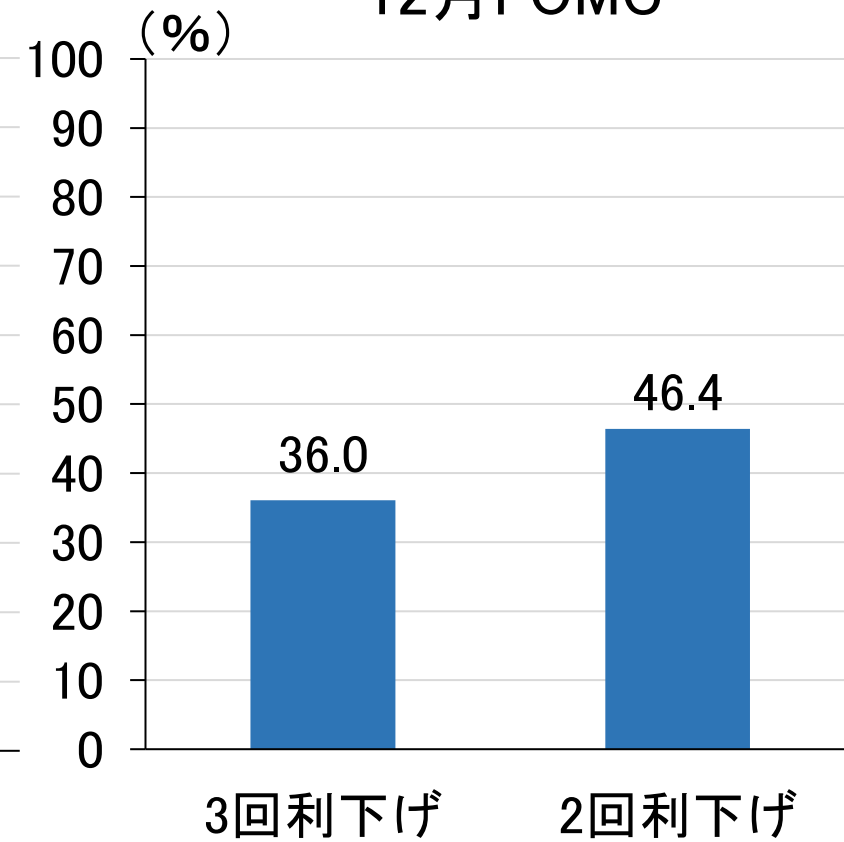
9月FOMC



10月FOMC

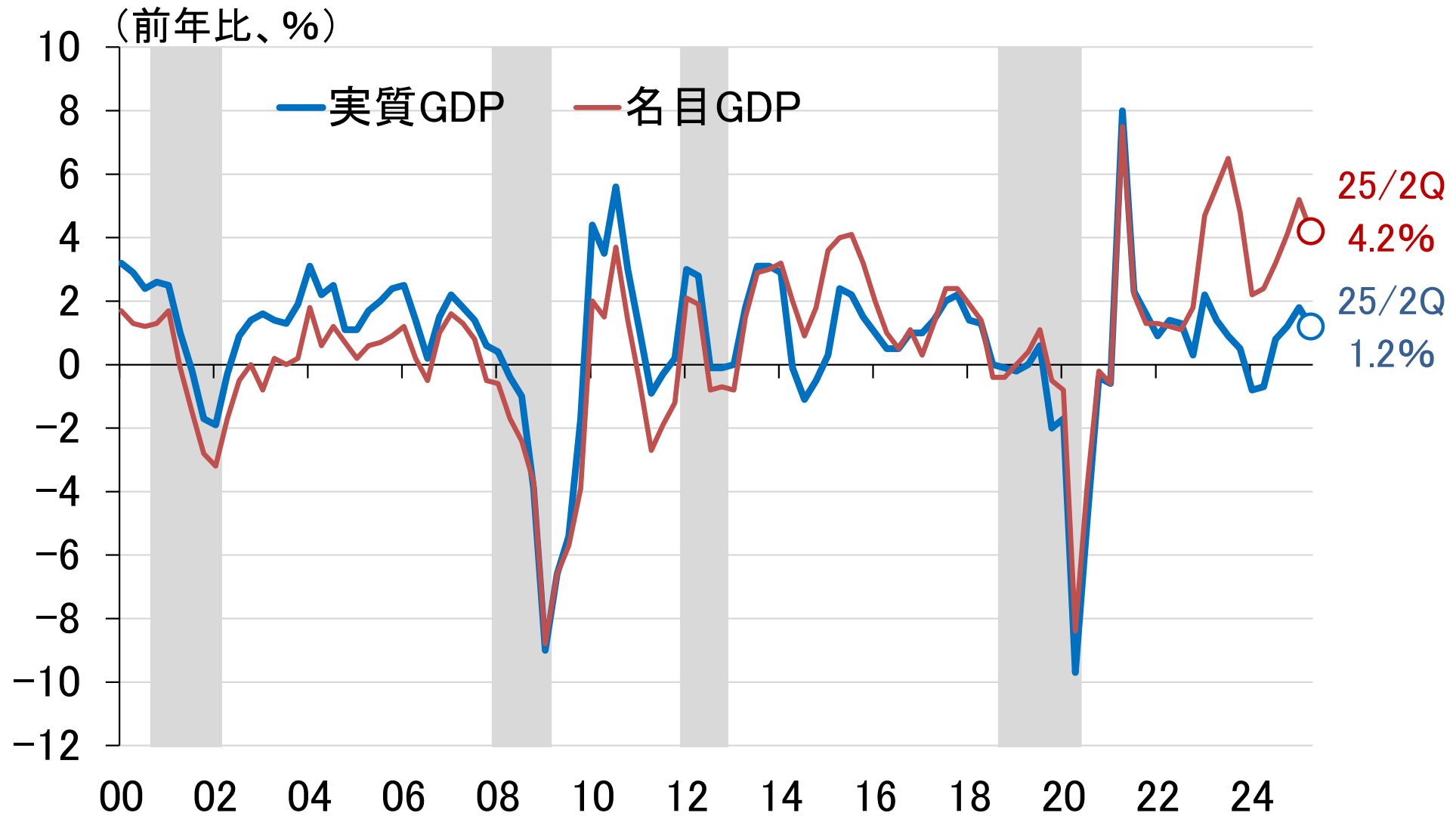


12月FOMC



(注) 2025年8月15日(現地)時点

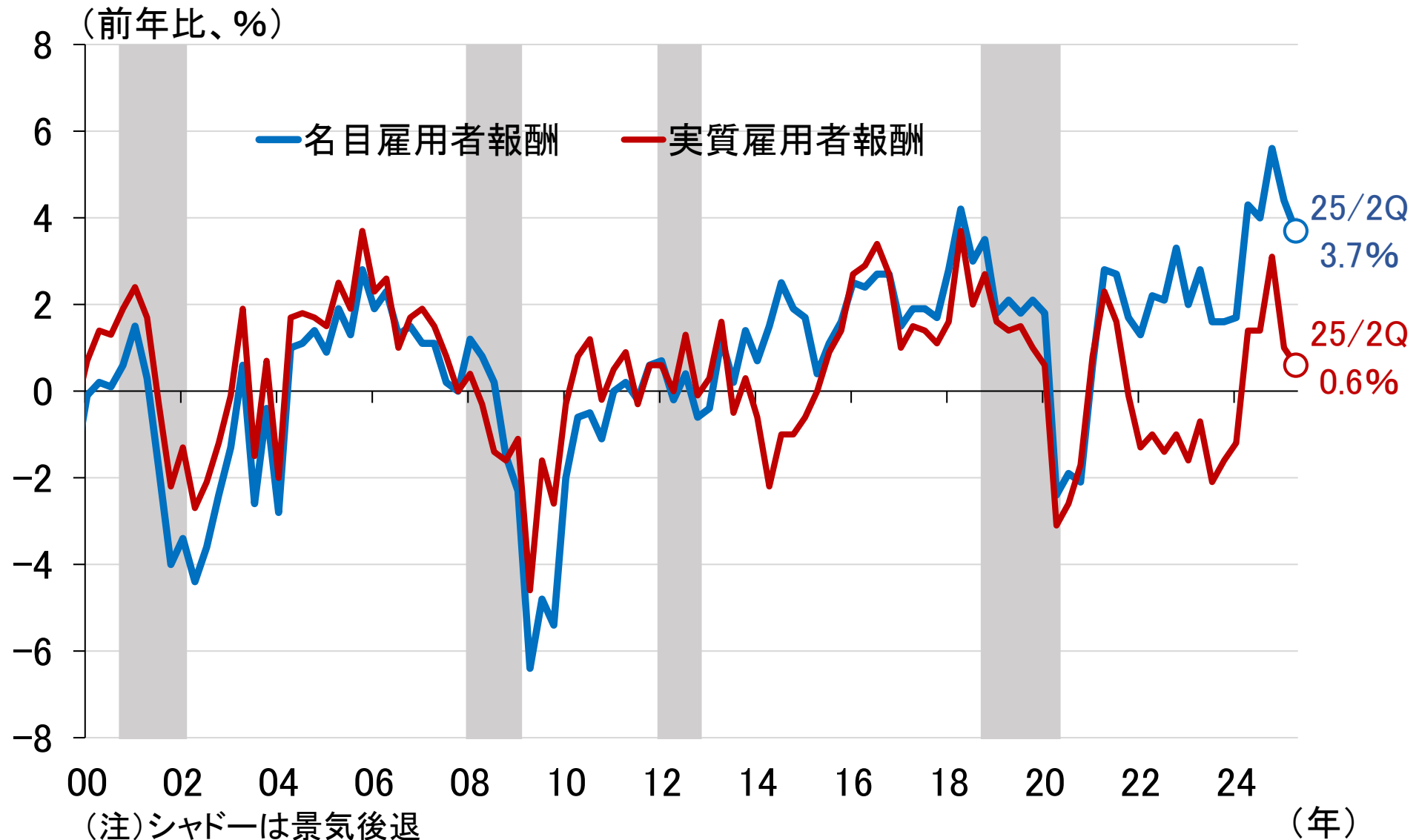
(出所) CME

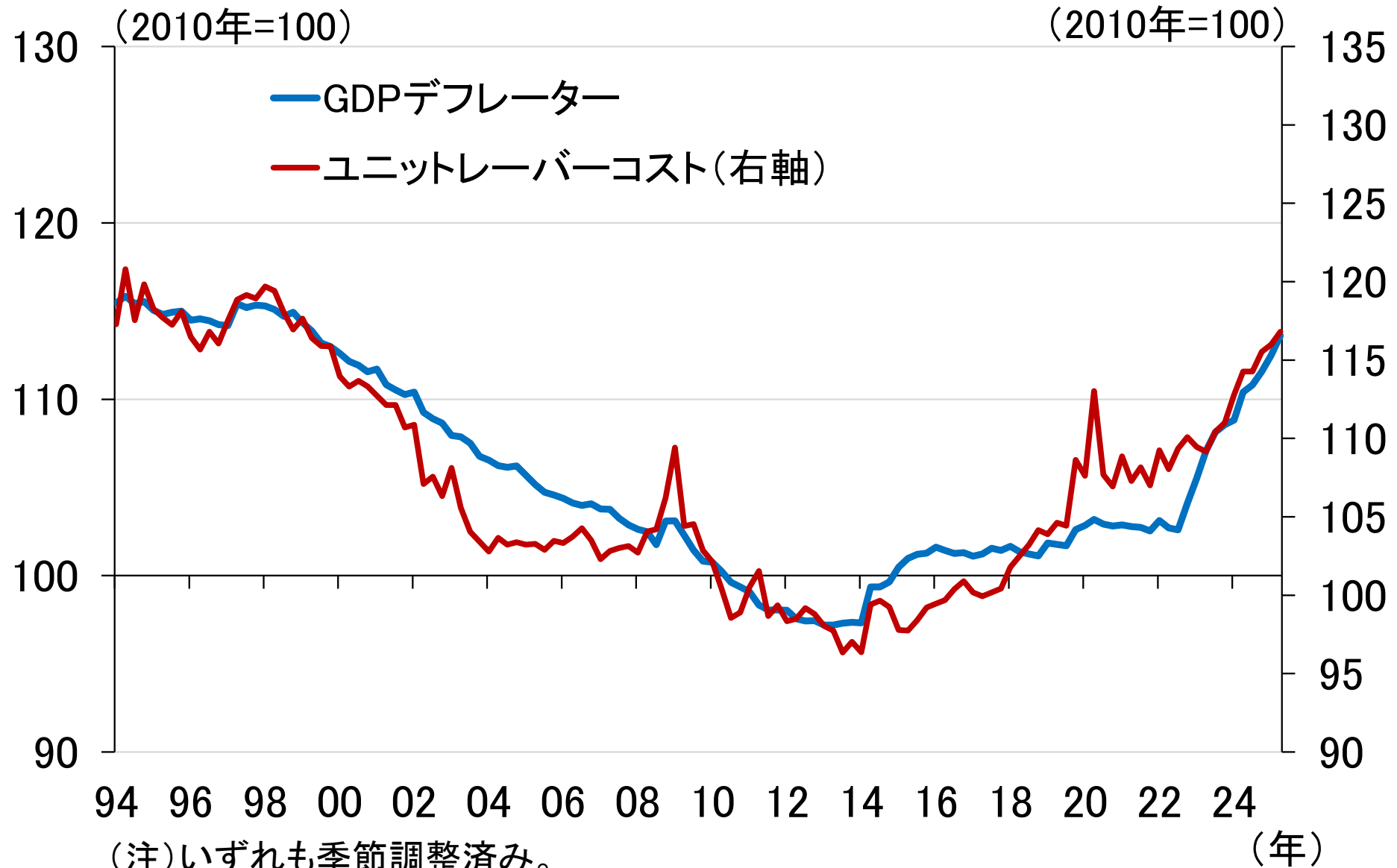


(注)シャドーは景気後退期。

(出所)内閣府

(年)





- ① 今年後半にかけて米国景気の鈍化が見込まれる中、FRBが複数回にわたって利下げする可能性が高い。
- ② 日本政府は、トランプ関税の影響に備え、中小企業対策などに万全を期すとの方針の下、秋の臨時国会において補正予算を編成する見込み。
- ③ 12月は来年度予算政府案の閣議決定が控えている。

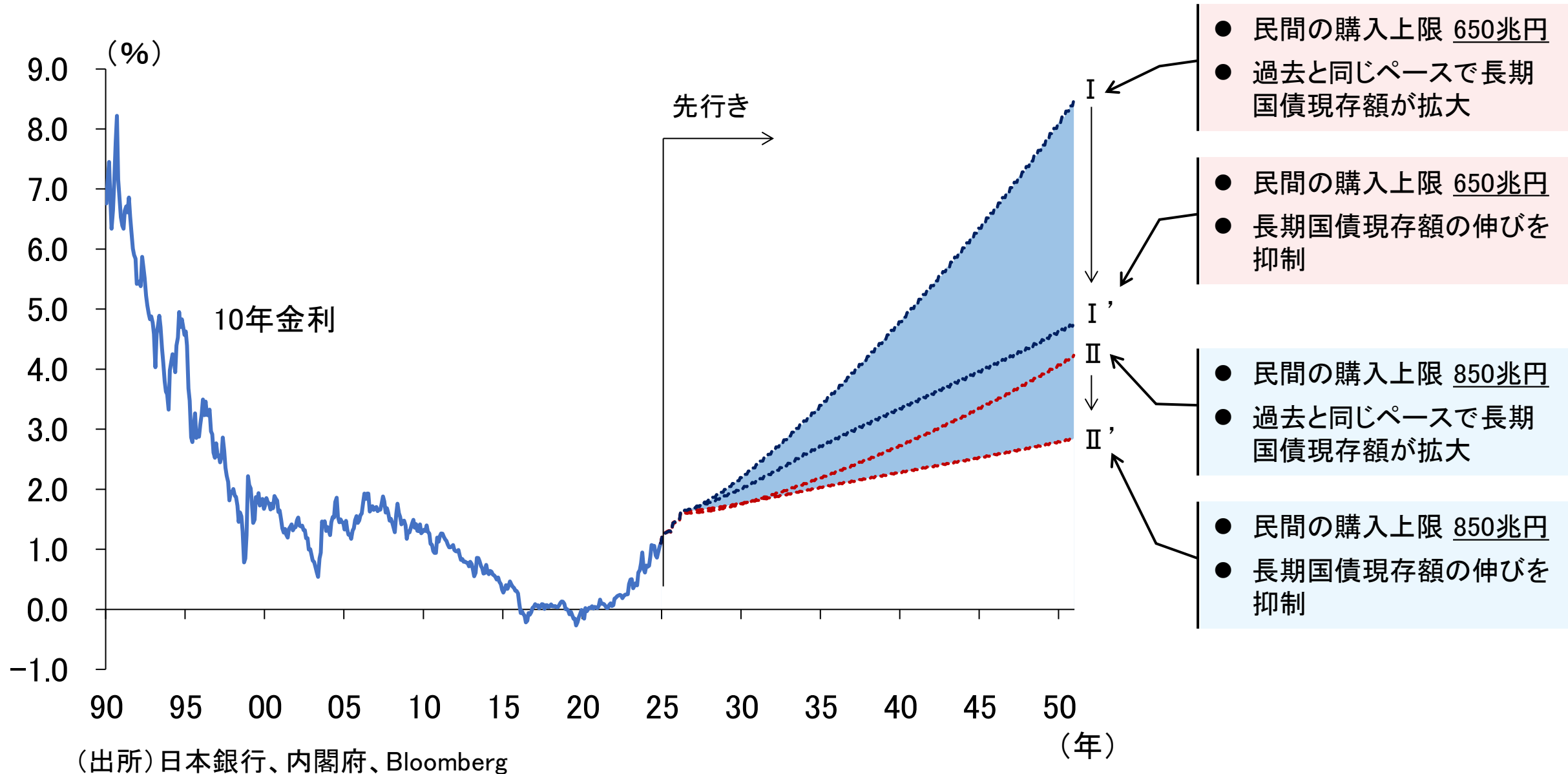
- 米国関税政策の影響の見極めには、少なくとも今後2～3 か月が必要である。
- 仮に、米国経済が想像以上に持ちこたえるようであれば、日本経済への下押しの影響も軽微なものにとどまると思われる。
- その場合、早ければ年内にも現状の様子見モードが解除できるかもしれない。

(出所) 日本銀行

1. 「各国の通商政策等の影響を受けて成長ペースは鈍化する」、「消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩む」というメインシナリオを修正する？
2. 7月「展望レポート」で大幅に引き上げた2025年度の物価見通しをもう一度引き上げ、物価上振れリスクが高まったことを強調する？

日本の財政 日本の10年金利の先行き





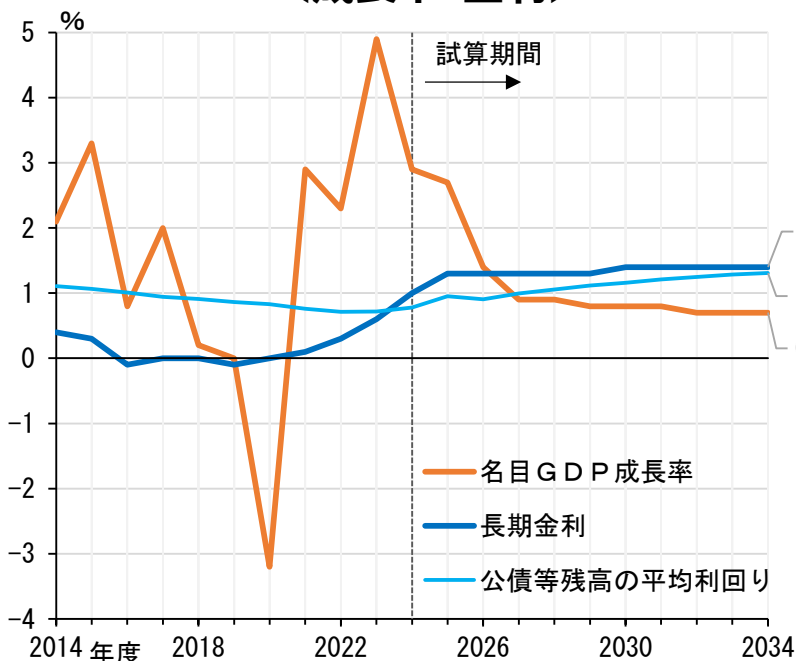
日本の財政 PBと債務残高に関するシミュレーション

- 内閣府・中長期試算の「過去投影ケース」を前提（TFP上昇率が直近景気循環<2012～20年>の平均並み、名目GDP成長率1%弱）。
- そのもとでPBの前提のみを変化させた試算を示すと下記の通り。

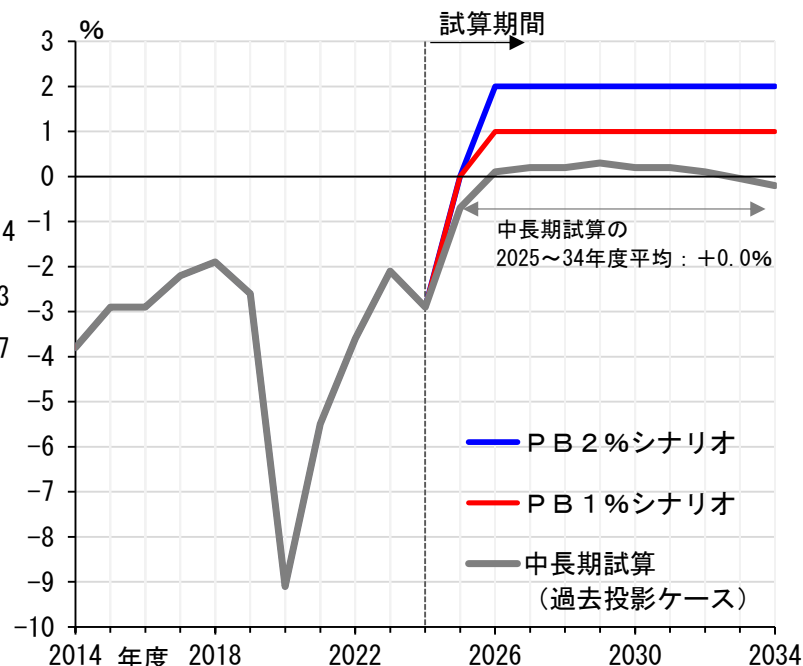
- ① ベースラインケース（PB対GDP比0%程度）では、2020年代後半以降再び上昇。
- ② PB黒字を対GDP比1%程度確保すれば、2030年代中盤にかけて、概ね横ばいで推移。
- ③ PB黒字を対GDP比2%程度確保すれば、安定的に低下（2030年代前半にはコロナ禍前の水準に）。

試算の前提（内閣府・中長期試算の「過去投影ケース」）

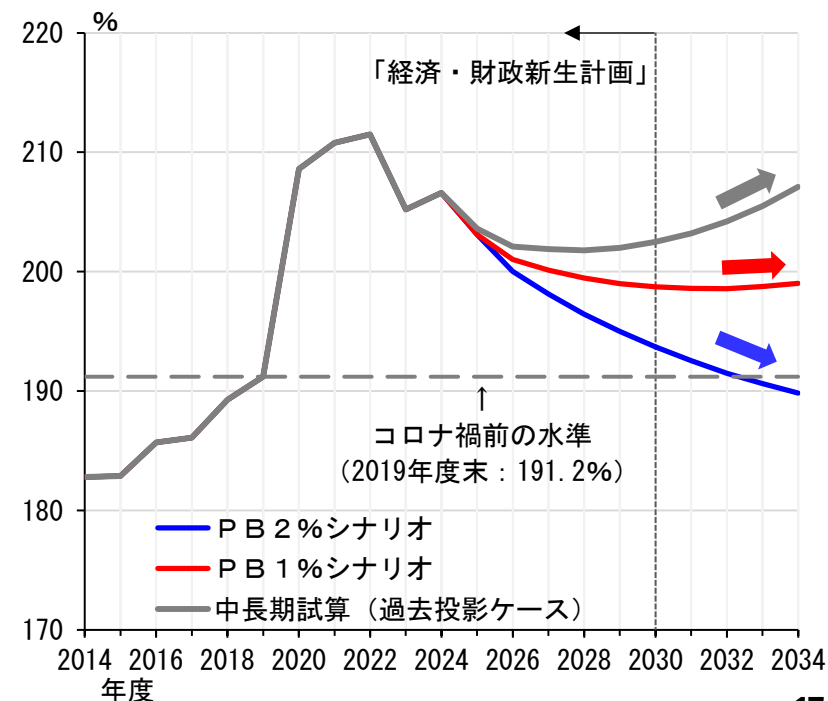
<成長率・金利>



<PB対GDP比（国・地方）>



<公債等残高対GDP比（国・地方）>



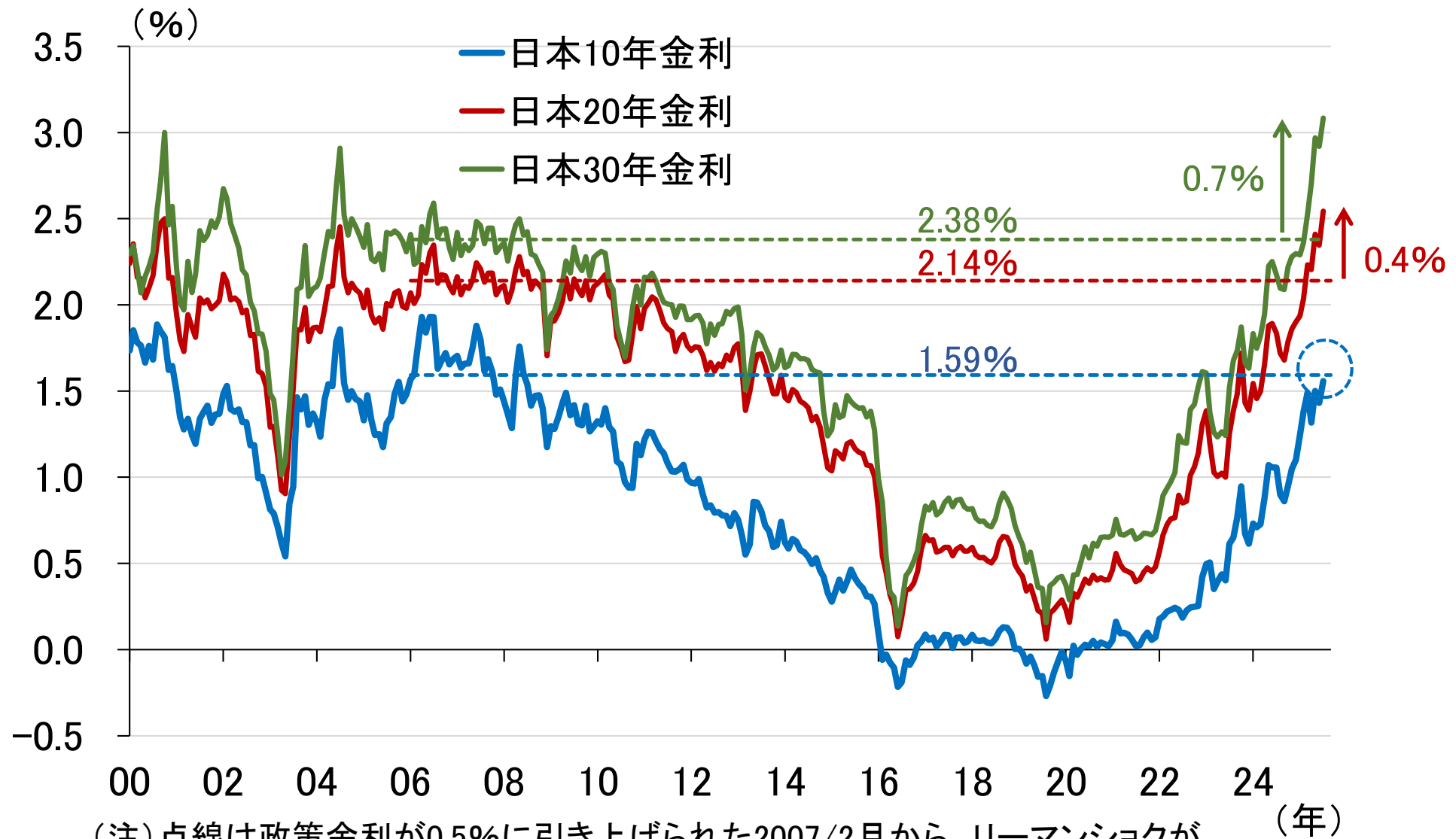
（注）シミュレーション手法の詳細は、東京財団政策研究所「財政危機時の緊急対応プラン 2025」のコラム3を参照。

（出所）東京財団政策研究所「財政危機時の緊急対応プラン 2025」（2025年3月）

(「経済・財政新生計画」に基づく今後の取組方針)

金利のある世界において、我が国の経済財政に対する市場からの信認を確実なものとするため、財政健全化の「旗」を下ろさず、長期を見据えた一貫性のある経済財政政策の方向性を明確に示すことが重要である。このため、2025年度から2026年度を通じて、可能な限り早期の国・地方を合わせたPB黒字化を目指す。ただし、米国の関税措置の影響は不透明であり、その経済財政への影響の検証を行い、的確に対応すべきであり、必要に応じ、目標年度の再確認を行う。その上で、「経済・財政新生計画」の期間を通じて、その取組の進捗・成果を後戻りさせることなく、PBの一定の黒字幅を確保しつつ、債務残高対GDP比を、まずはコロナ禍前の水準に向けて安定的に引き下げることを目指し、経済再生と財政健全化を両立させる歩みを更に前進させる。

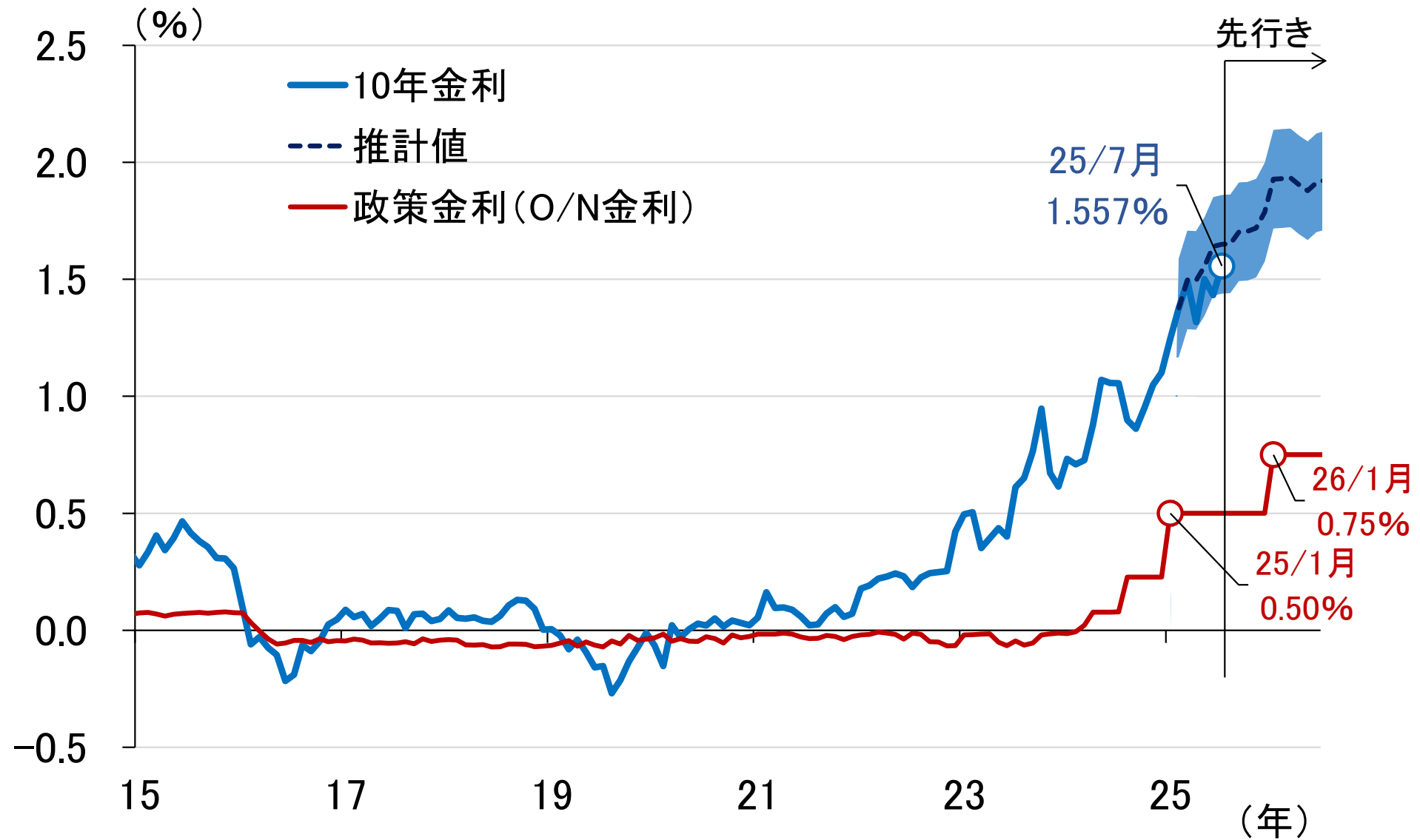
日本の財政 日本長期金利



(注) 点線は政策金利が0.5%に引き上げられた2007/2月から、リーマンショックが発生する直前の2008年8月までの、それぞれの平均値。

(出所) Bloomberg

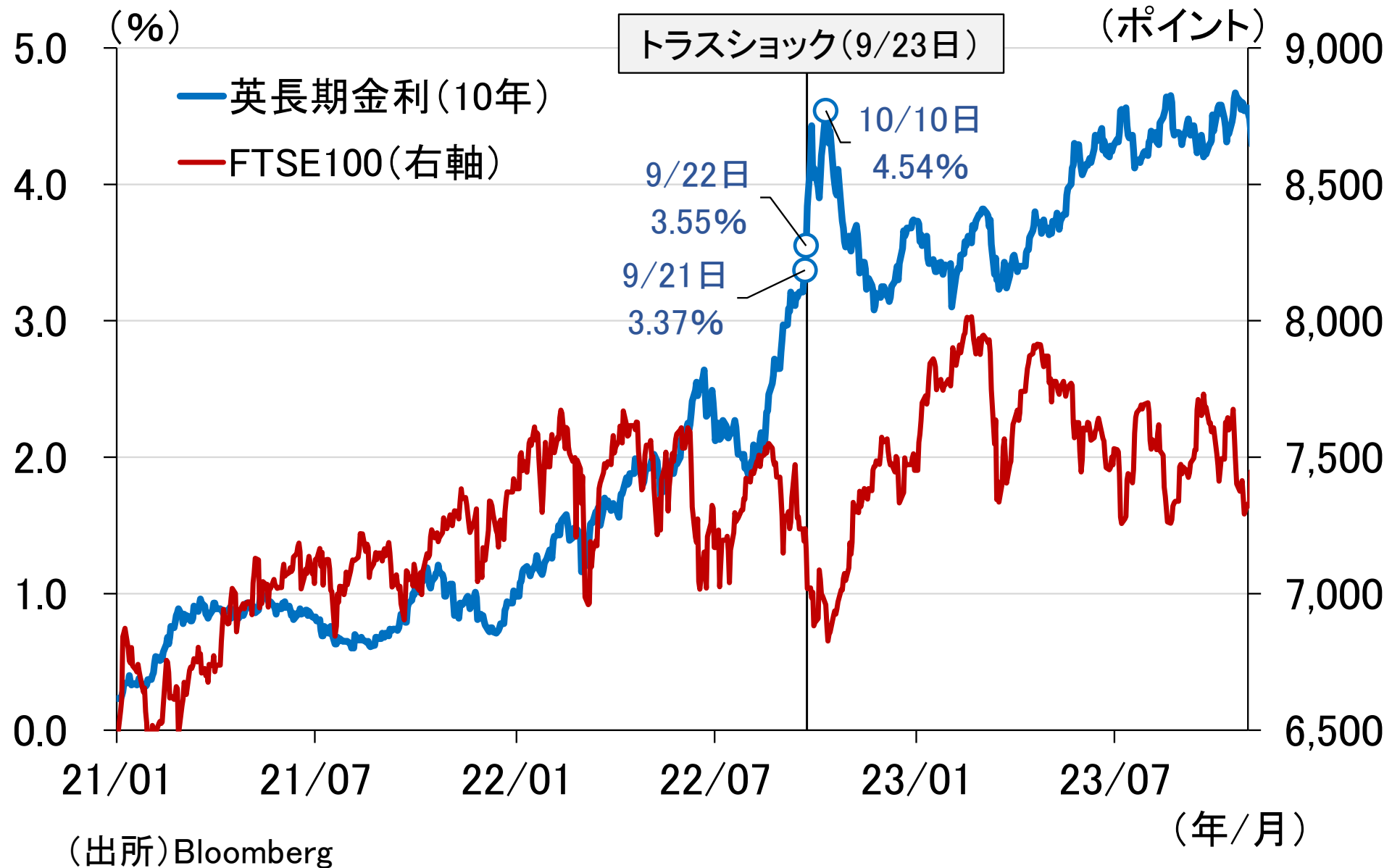
日本の財政 10年金利の先行き

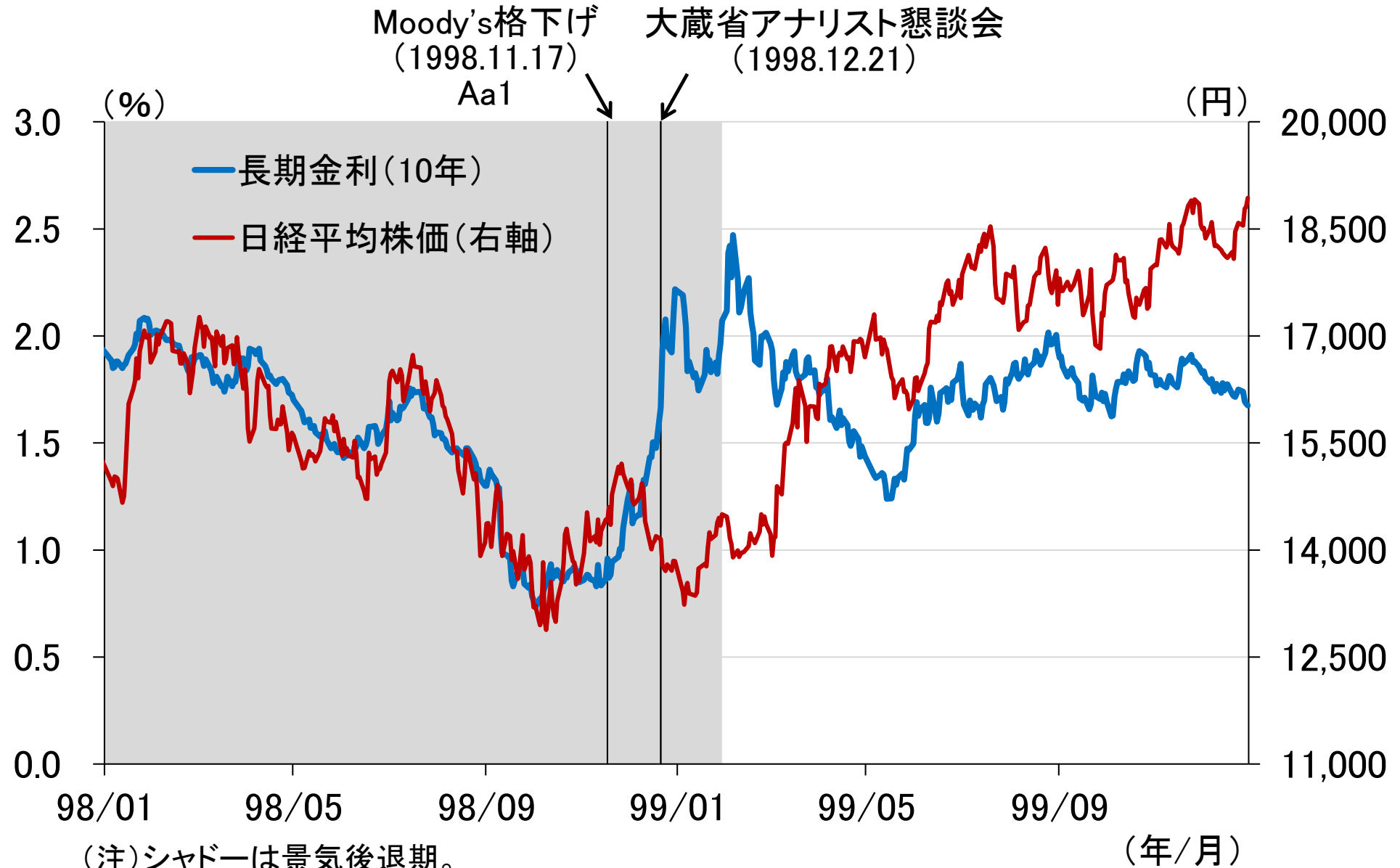


(出所) 各種資料より筆者作成

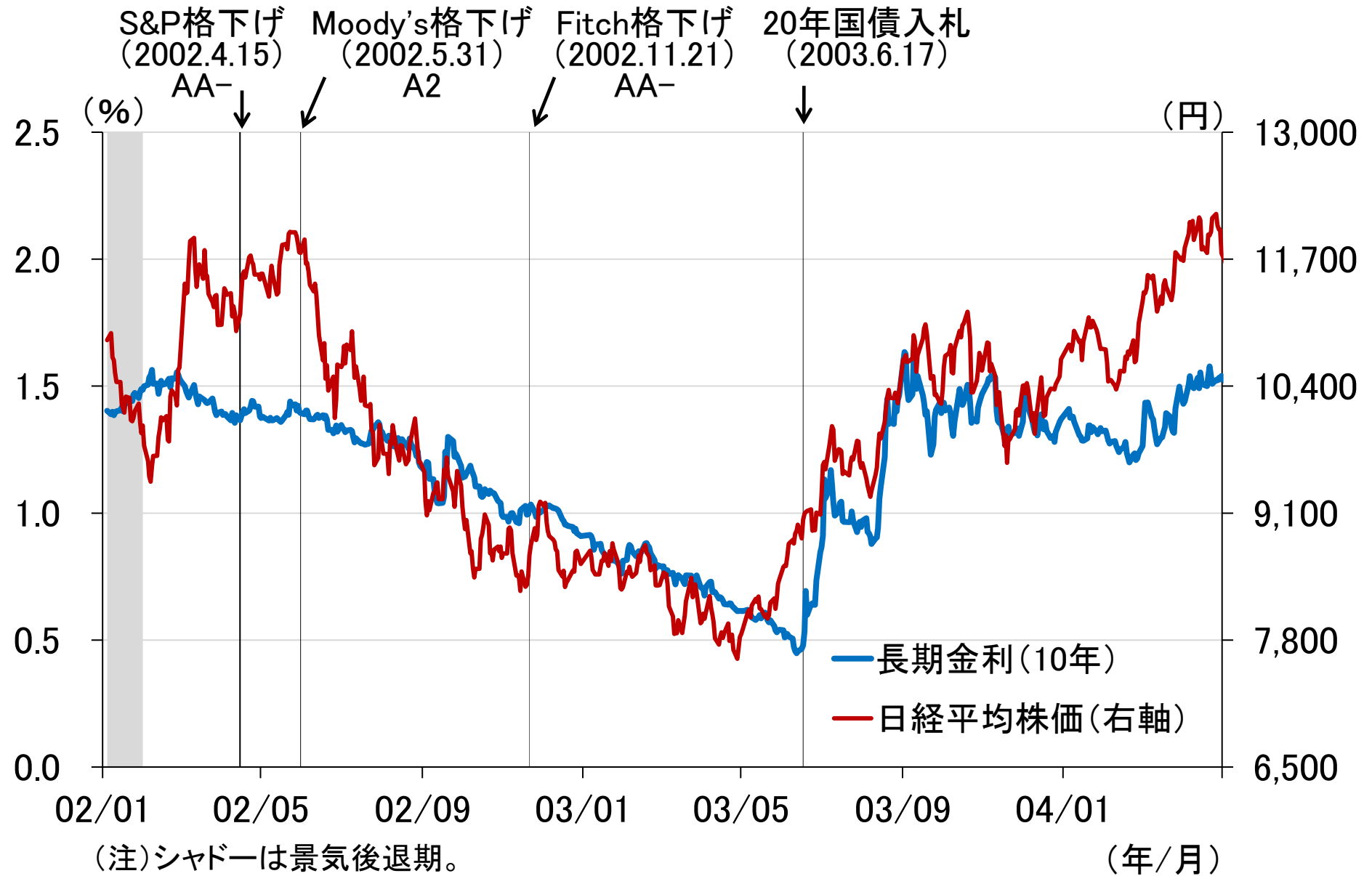
- 巨額の政府債務というリスクを抱えているが、国債の多くが国内市場で自国通貨建てで保有され、かつ比較的低金利である点などにより債務負担能力が高く、バランスをとっている。このバランスが顕著に崩れれば、格付けの再検討に入ることになるだろう。
- 我々が着目するのは、財政の長期的な持続性に対するコミットメントが維持されるかどうかだ。
- 経済成長の鈍化による税収の低迷、大幅な減税などによって、日本の投資家が国債に対する信認を失う事態になれば状況は変わってくる。金利上昇が現在の超長期国債だけでなく中期や短期の国債金利にも及んでくれば、我々は国債格付けを再考することになるだろう。

日本の財政 イギリスのトラスショック(2022年9月)





日本の財政 VaRショック(2003年6月)



ご注意事項

本資料は、勉強会の為に作成されたものであり、有価証券の取引、その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。

投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

本資料及び資料にある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本資料及び資料にある情報の使用による結果について、当社は何らの責任を負うものではありません。

本資料で記載しております価格、数値、金利等は概算値または予測値であり、諸情勢により変化し、実際とは異なる場合がございます。

また、本資料は将来の結果をお約束するものではなく、お取引をなさる際に実際に用いられる価格または数値を表すものでもございませんので、予めご了承くださいようをお願いいたします。