

# マネー潮流

## 妥当な政策金利水準は1・75%

突出する日本国債のボラティリティ。政策金利の中立金利レンジへの引き上げが必要だ。

森田長太郎 オールニッポン・アセットマネジメント執行役員／チーフストラテジスト、ウオールズ&ブリッジ代表



もりた・ちようたるう  
慶応大学経済学部卒業。日興リサーチセンター、日興ソロモン・スミス・バーニー証券、ドイツ証券、パークレイズ証券、SMBC日興証券を経て2023年10月から現職。日本国債市場での経験は通算で30年超。グローバルな経済、財政政策の分析などマクロ的アプローチに特色。

撮影：大澤 誠



撮影：尾形文繁

利上げを決めた2025年12月の日銀金融政策決定会合後、記者会見する植田和男総裁

### 政

策金利の0・75%への引き上げが決まった2025年12月の日銀金融政策決定会合。この時点では、金利市場が織り込む次の利上げは今年9月以降の予想だった。それが1月会合の終了時点では、4月の利上げを7割の確率で織り込むところまで市場予想は前倒しされている。

12月から1月にかけて日本の金利市場は特徴的な動きを示している。12月の利上げ決定前後から、長期金利のボラティリティ（変動率）が急上昇した。予算編成への警戒もあったが、利上げでも円安が止まらなかつたことが大きい。日銀の利上げが経済実勢に対して遅れているのではないかと、いわゆる「ビハインド・ザ・カーブ」論が急速に強まったのである。市場では、昨年1月の利上げ後、半年に1回程度の利上げがイメー

ジされていた。それが、トランプ関税の影響を見極めるため、昨年12月まで11カ月も間隔が空いてしまった。加えて、高市早苗政権ができるだけ利上げを遅らせるように日銀に要望しているのではないかと、この認識も市場では持たれていた。為替市場が「利上げ後ずればバイアス」を意識して一段の円安に動く構えを見せたことから、金利市場では「円安→インフレ」とみて、まず物価連動債が示すインフレ予想が急速に上昇し始めた。

そこに、年明け後に解散総選挙報道が出て、与野党そろっての消費減税アピールが始まった。片方で財政のエンジンを吹かしつつ、金融政策はインフレ助長の方向（利上げ後ずればバイアス）と予想され、先行きのインフレ予想上振れとともに長期金利のボラティリティ上昇は当然の流れといえる。12月から1月にかけて日本の金利市場でボラティリティが高まったのは、グローバルな金利市場と正反対のトレンドという意味でも特徴的だった。欧米債券市場ではむしろこのところボラティリティは急速に低下してきている。ボラティリティに対する期待リターンの比率をシャープレシオという。日本国債（JGB）は従来、金利水準が低く期待リターン

は低い、ボラティリティーも低く、シャープレシオは欧米国債とあまり変わらないという特徴があった。もちろん、これだけに着目して債券投資を行う投資家は多くないが、ホームバイアス（自国資産への投資偏重傾向）が強いといわれる日本の機関投資家が長らくJGB投資の主たる担い手であったのも、一つにはJGBの損失リスクの小ささ（すなわちボラティリティーの低さ）が認識されていたからでもあった。それが、昨年12月以降、JGB10年物と米国債10年物でシャープレシオを比較すると、JGBのほうが低くなっている。その意味で、昨年12月以降に起きている事象は、過去の「JGB神話」を根底から覆す事態といつてよい。

## 日本の政策金利は低水準

そういった事態が起きている主な要因は、前述のように政府、日銀のマクロ経済政策の大きな方向性（積極財政＋緩慢な金融政策正常化）に対して市場が大きく反応していることだ。ただ、そうした反応が起きる大きな前提として、日本の政策金利が主要国の中で唯一まだ中立金利のレンジを下回っているということも認識しておく必要があるだろう。中立金利は、

長期的にインフレにもデフレにもならない経済の均衡金利だ。

各中央銀行の中立金利レンジと中央値、実際の政策金利水準を見ると、FRB（米連邦準備制度理事会）は2・6～3・9%のレンジ（加重平均2・9%）に対して政策金利は3・6%台、ECB（欧州中央銀行）は1・5～3・0%（中央値2・25%）に対して1・9%台、英BOE（イングランド銀行）は2・25～3・25%（中央値2・75%）に対して3・7%台である。

イギリスだけ、まだ中立金利レンジ上限より政策金利は上にあるが、各国とも政策金利はほぼ中立金利レンジの中に収まっている。日本以外の主要国の債券市場でボ

ラティリティーが低下してきているのは、経済が安定状況にある中で、政策金利がほぼ中立的な水準に収斂してきていることが大きい。それに対して日本は、日銀の示している中立金利レンジ1・0～2・5%（中央値1・75%）に対して、翌日物金利はまだ0・7%台だ。レンジ下限到達は見えてきたものの、今後の経済動向次第では、最終的にレンジ内に収斂するかどうかもわからない。にもかかわらず政府は日銀の利上げに反対している、という市場の見方もあり、これまでは、政策金利は中立金利レンジの下限にも届かないとの予想も少なくなかった。

しかし、日本の長期金利ボラテリティーだけが世界で突出して

上昇している状況は、日本の政策金利をできるだけ早く中立金利に引き上げないといけないという、ある意味での「市場の警鐘」との解釈も可能だ。加えて、先行した各国の政策金利水準は、中立金利レンジの下限というよりは、中央値もしくはそれ以上の水準に位置していることにも留意する必要がある。グローバル経済は堅調で、インフレはかつてに比べ収まりにくくなっている。そういった経済環境下での政策金利水準は、少なくとも中立金利レンジの中央値近辺に設定されるのが妥当ではないか。日本の場合、それは1・75%だ。ゆっくりとした利上げは、必ずしも妥当な政策スタンスとはいえずなくなりつつある。

## 2月9～15日の経済日程

9日(月)

筒井義信・経団連会長会見  
2025年年間・25年12月の国際収支発表  
25年年間・25年12月の毎月勤労統計調査速報公表

11日(水)

中国1月のCPI(消費者物価指数)  
・PPI(生産者物価指数)発表  
EU国防相理事会(ベルギー・ブリュッセル)  
米1月のCPI発表

12日(木)

1月の企業物価指数発表  
EU非公式首脳会議  
(ベルギー・リンブルフ州アルデン・ビーゼン城)

13日(金)

山口明夫・経済同友会代表幹事会見  
ミュンヘン安全保障会議  
(独ミュンヘン、～15日)  
リオのカーニバル開幕(ブラジル・リオデジャネイロ、～21日)