



情報提供資料

TDAMフォワード・ルッキング・リサーチ

債券運用部 チーフ・ストラテジスト兼ファンドマネージャー 浪岡 宏, CFA

作成日：2026年7月10日

～ 利上げをしても日本経済は堅調を維持する見通し～

6月に日本の政策金利が引き上げられた。各種メディアは「約30年ぶり」などという見出しで大々的に報じた。そして、住宅ローンへの影響などの観点から、日本の実体経済に与える影響についても報じるメディアもあった。

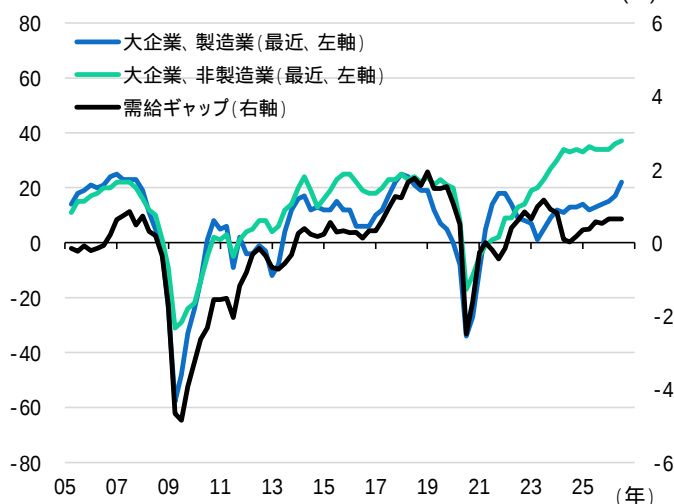
筆者の見通しとしては、日本の実体経済に与える影響は限定的とみている。というのも、まず、7月の日銀支店長会議後の報道によると、貸出金利が上昇しているなかでも、企業の資金需要が抑制されているとは日銀は見えていない模様である。また、2026年6月調査の日銀短観では、大企業製造業の景況感が5四半期連続で改善するなど、昨今の金利上昇のなかにあっても企業のマインドは堅調さを維持している（グラフ）。

この要因は、実質金利が未だに低水準であるため、と考えられる。例えば、政策金利から各国のコアCPIやコアCPIを差し引いた実質政策金利の推移をみると、日本のそれは大幅なマイナスからマイナス幅を縮小させてきたが、それでもなお、2016年～2018年の水準とあまり変わらない（グラフ）。ちなみに、なぜこの年を引き合いに出したかと言えばマイナス金利が導入されていて、かつ、消費税増税の影響を受けていない時期だからである。いずれにせよ、足許の金融政策は、未だに「緩和的である」と言ってよいだろう。

（グラフ）

需給ギャップと企業の景況感

(%)

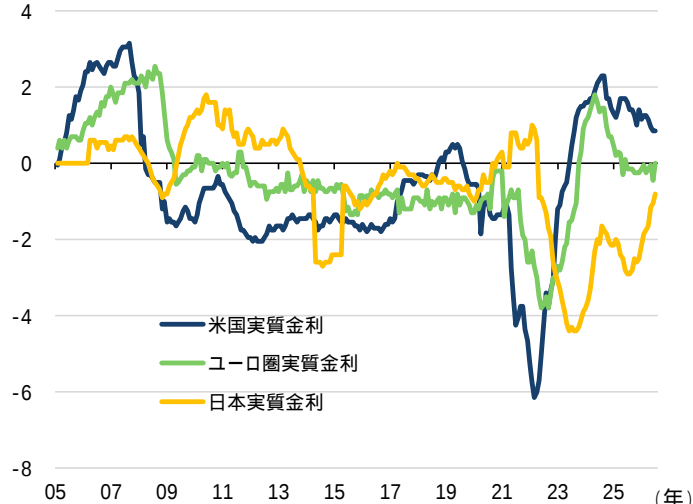


期間：2005年3月調査～2026年6月調査（四半期）

（グラフ）

各国・地域の実質政策金利

(%)



期間：2005年1月～2026年6月（月次）

注：2026年6月の実質政策金利に限っては、当月末の政策金利から前月のコアCPIおよびコアCPIを減じている。物価指標が資料作成時に公表されていないためこのような処理を行っている

（次頁に続く）

出所：グラフ、グラフともBloombergおよび日本銀行のデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

むしろ、かえって緩和的な金融政策が日本の長期金利上昇を促している可能性には注意したい。これは日銀の利上げが後手に回っている(ビハインド・ザ・カーブに陥っている)ため、今後急速に利上げを急がなければならないのではない、あるいは通常以上に利上げをしなければインフレを抑え込めないのではない、という懸念が長期金利を押し上げているというロジックである。特に、「日銀の独立性」も重要なキーワードとなっている。日銀が政府や国会議員からの不当な制約を受けず、どれだけ自由に利上げを行えるのか、注目を集めている。

余談であるが、筆者が考えるにこのような環境では、利上げが遅れるコストはインフレに歯止めがかからなくなることや、急速な利上げが求められることだけではない。むしろ、日本政府にとっては「利払い費」という形で跳ね返る可能性もある。政策金利が低位に維持されていたとしても、市場が将来のインフレや財政運営に懸念を抱けば長期金利は上昇しうる。その結果、新規発行国債の調達コストが高まり、政府の利払い費増加につながる可能性がある。

また、財政政策についても市場は疑心暗鬼になっている模様だ。高市政権が掲げる「責任ある積極財政」というフレーズのなかの「積極」のほうに注目が集まり、財政弛緩を想起しているのだろう。消費税減税しかり、エネルギー補助金しかり、国民は前向きに評価する政策についても、債券市場参加者は財政リスクについて慎重な目を向けている。市場にとって重要なのはその財源や持続可能性だからだ。高市政権が財政規律をどの程度重視するのか、市場は注目していると言ってよいだろう。

この他、「新しい金利観」の醸成途上ということも影響しているだろう。

「新しい金利観」とは、私が最近よく使っている言葉である。端的に言えば、比較的最近のファンダメンタルズを反映した金利の相場観、を意味する。重要な点は、長短金利操作が行われていた相場環境はもとより、それ以前の相場環境とも異なり、直近の相場環境に焦点を当てている点である。直近の相場環境をもとにして、市場参加者が「このような環境ならこの程度の金利になるよね」と抱く相場観、のことである。そして、市場全体で大まかなコンセンサスが形成されることを「『新しい金利観』の醸成」と私は表現している。

少し大袈裟な表現かもしれないが、「『新しい金利観』の醸成」は日本の債券市場の「ルネサンス」と言えるだろう。「ルネサンス」といえば、14世紀から16世紀にかけてヨーロッパで起こった文化・思想の革新運動であるが、フランス語では「再生」を意味する。中世のキリスト教中心の価値観から脱却し「人間中心」の文化を復興することを目指した運動である。

これを足許の日本の債券市場に当てはめると、日銀の買い入れオペなどから脱却して、「市場中心」の金利決定メカニズムを「再生」すること、と言えるかもしれない。当然、その過渡期においては、市場参加者間で金利決定のコンセンサスが形成されておらず、ボラティリティが生じうるものであり、それが昨今の金利上昇につながっているのかもしれない。

ただ、間違えてはならない点は、だから日銀が買い入れオペなどで市場をコントロールすればよいものではなく、むしろ、市場にある程度は委ねるという「寛容さ」かもしれない。そうすることで、大規模緩和時に失われた債券市場の機能度を復活させることができるだろう。筆者の見通しとしてはまだ金利上昇圧力はあるとみているが、「新しい金利観」の醸成がなされれば、次第にボラティリティは落ち着くとみている。

(次頁に続く)

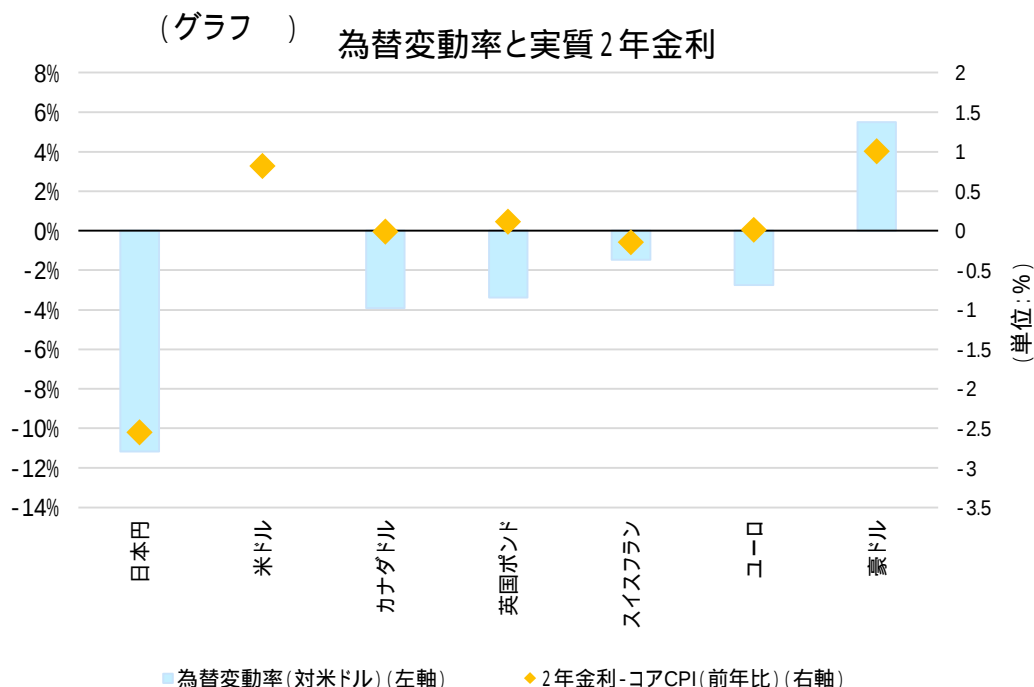
最後に、日銀が利上げをしたほうが、むしろ個人消費について良い影響をもたらす可能性もあることを述べておきたい。

昨今は、日本の円安が問題視されている。一部には国力の低下と紐づけられて論じられることもある。そうした点もあるかもしれないが、日本の政策金利が低すぎるために生じている点も多いだろう。政策金利やその見通しの影響を受けやすい2年金利からコアCPI等を減ずる形で求めた実質2年金利について敢えて1年前のデータ(2025年6月)を振り返ってみた(グラフ)。これを見ると、日本は突出してマイナス圏にあった。一方で、豪州はプラスであった。そして、これと呼応するようにこのその後の1年間の対米ドルレート変化率は日本がマイナスであり、豪州はプラスであった。これだけですべてを説明できるわけではないが、実質化した2年金利は、先行き1年の為替変動を照らしているようにも見える。

ちなみに、実質化した2年金利については、足許も日本はマイナスであり、今後の円安圧力を想起させる。

こうしたなか、円安が輸入物価を押し上げ、企業物価、消費者物価と個人に悪影響をもたらす可能性は注意したい。円安がインバウンド消費を喚起するという前向きな見方もあるが、日本の消費者目線に立つと、日本の避暑地も観光客で混雑しがちとなり、欲しい商品は値上がりし、海外旅行にも行きにくい、という不満にもつながりうるだろう。

日銀が利上げを急ぎ、円安を和らげ、インフレも和らいだ方が、日本の消費者にとっては有難いかもしれない。



期間: 為替変動率(対米ドル)は2025年6月から2026年6月の変化率。2年金利-コアCPI(前年比)は、いずれも2025年6月のデータを使用。

注: 国や統計によってコアCPIがない場合は、執筆者が基調的な物価の動きを示しているとみなした項目により代用している。

注: ユーロについては、2年金利の部分はドイツ、フランス、イタリア、スペインの平均値を算出して、これをユーロ圏の2年金利とみなすことにした。