

内外金利見通しと金融政策

～2%インフレ定着で日本の金利水準はどうか？～

May 2026

オールニッポン・アセットマネジメント株式会社
チーフストラテジスト 森田 長太郎

Email: Morita_Chotaro@anam.co.jp

想定されるマーケット・シナリオ

- シナリオ1（75%）～『成長持続シナリオ』：原油が1バレル100ドル前後までの上昇であれば、世界経済は後退に至らず。「AI主導の設備投資拡大」、「拡張財政」を軸に世界経済は2028年まで堅調を持続。26年後半～27年前半に短期的なハイテク投資調整の可能性あるが、長期停滞とはならず。設備投資ブームは生産性上昇とインフレ抑制効果を持ち、日本以外の主要国では概ね中立的な金融政策が維持されることで、経済の腰折れリスクは限定される。米国は景気の短期減速に対応して26年後半以降に小幅な利下げを行い、景気循環底打ち後の27年後半以降は利上げへ。米債金利は4%台前半中心の推移が27年前半まで継続し、その後徐々にレンジを切り上げる。日本ではCPIが26年後半に再上昇し、日銀は為替水準を見ながら26年6月、10月、27年3月、9月と利上げを実施。JGB10年は26年は2.3～3.0%、27年は2.4～3.2%で推移。
- シナリオ2（15%）～『早期調整シナリオ』：原油が1バレル120ドルを超えて上昇することなどを契機に、過熱したAI関連投資が26年半ばにはピークアウトして米国経済が急減速。石油関連製品の供給制約でアジア経済も大きく減速し、世界経済全体でも26年後半以降後退局面に入る。FRBは27年前半にかけて2%程度までFF金利を引き下げ、各国中銀も追随する。但し、先進各国で金融緩和余地が大きいことや、財政政策が拡張的に運営されていることにより、比較的短期間で世界経済はボトムアウトし、27年半ば以降は回復に向かう。米債10年金利は一時3%を割り込むが、その後は3%台前半で推移。ドル円は130円台まで下落。日銀は金利水準を一旦0.5%まで引き下げ。JGB10年金利は1%台前半まで低下した後は当分の間、1%台で安定。
- シナリオ3（10%）～『ブーム＆バスト シナリオ』：原油価格の早期下落後、FRBが政治圧力も含めて2026年後半にFF金利を2%台まで引き下げ、米国の設備投資ブームと株高が一段と加速。景気は過熱領域に達し、インフレ圧力が急速に高まる。FRBは27年には急激な利上げに転じ、27年末にかけてFF金利は5%、米債10年金利は一時6%まで上昇し、それを受けて景気は失速し、株価も暴落。米国経済の失速を起点に世界経済も後退局面に入る。日銀は米国経済過熱に伴うドル高への対応で2.0%までの利上げを早期に迫られ、JGB10年は一時3%台後半まで上昇するが、27年後半には世界経済後退の影響から日本経済も失速する。ドル円は110円台まで急落し、日銀は0%近くまで利下げ。米債10年は2%台、JGB10年も0%台まで金利低下。

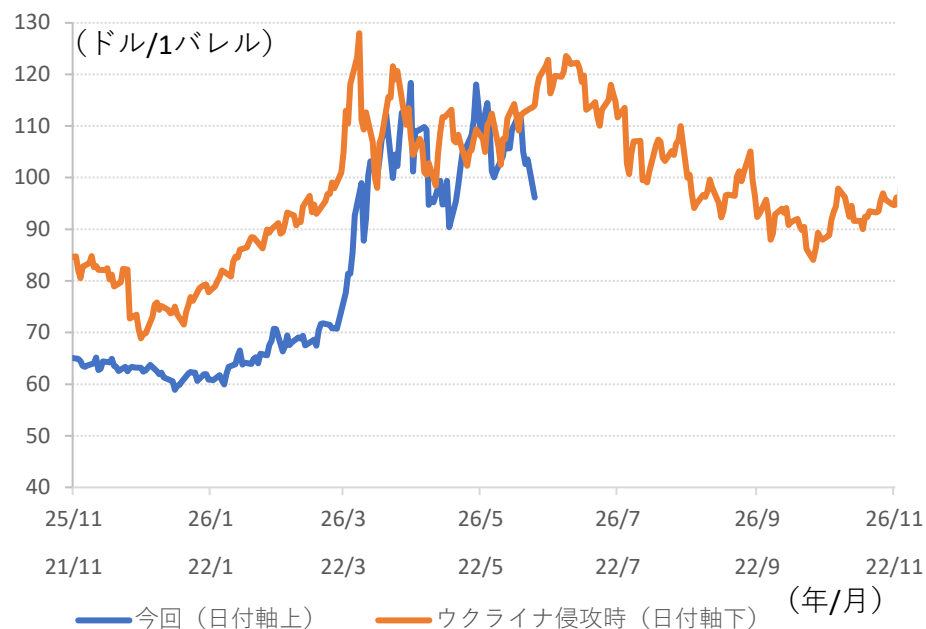
1. グローバル・ファンダメンタルズ

原油価格高騰だけで世界が景気後退に陥る確率は低い

ウクライナ侵攻時には、原油価格は約半年間高止まった後も、開戦前水準まではなかなか下がらなかった

世界経済成長は原油価格に10カ月程度先行する。つまり、原油→成長ではなく成長→原油の因果関係

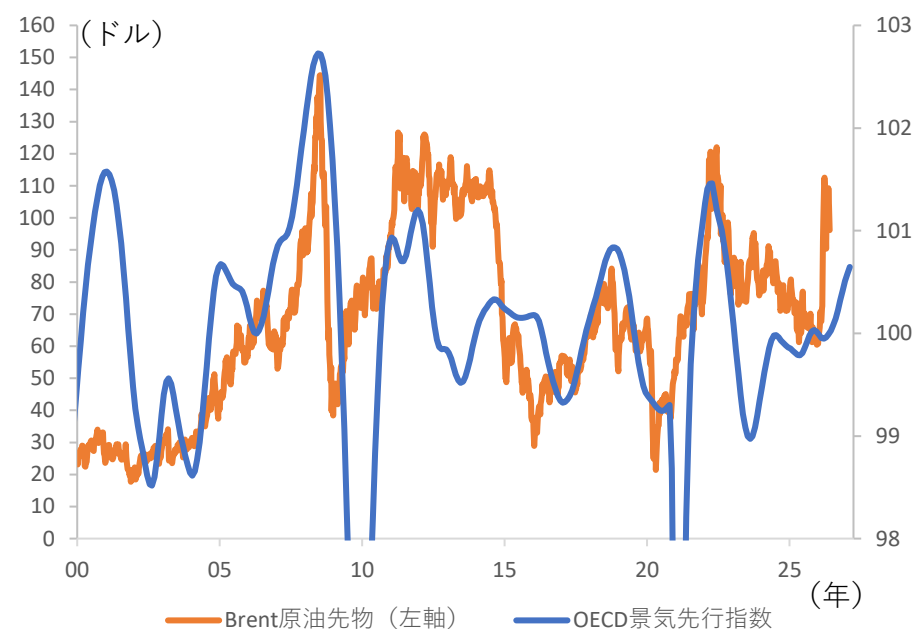
原油価格（ウクライナ侵攻時との比較）



（注）ブレント先物

（出所）ブルームバーグ

原油価格とOECD景気先行指数



（注）OECDはG20で、原油価格に対して10カ月先行

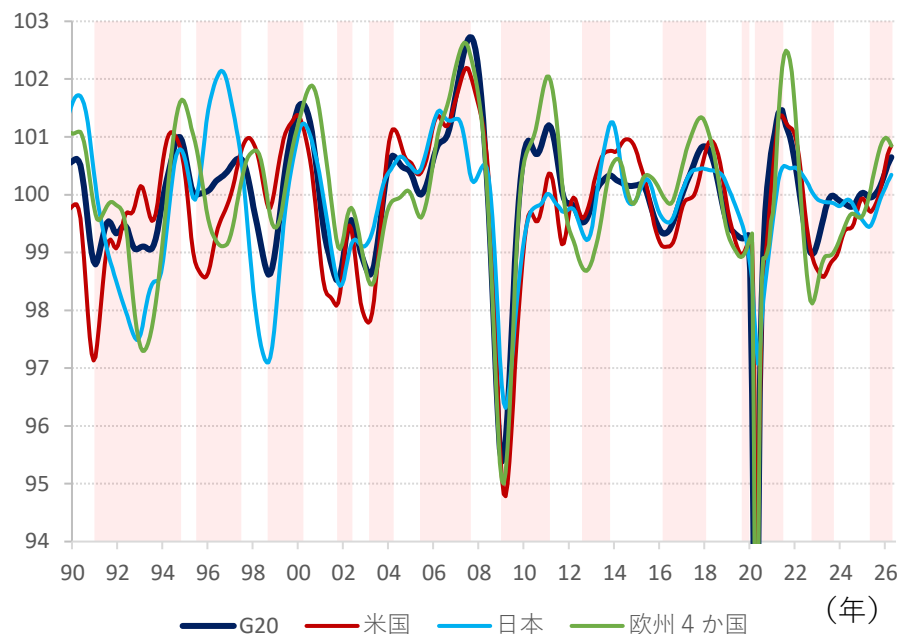
（出所）OECD、ブルームバーグ

世界経済は25年半ばを起点とする景気拡大局面が継続

世界経済は昨年半ば以降、踊り場を脱して拡大局面に入っている

米国単独で見ると、先行指数は過去の平均的な上限水準に既に達しており、この後は幾つかのパスが考えられる

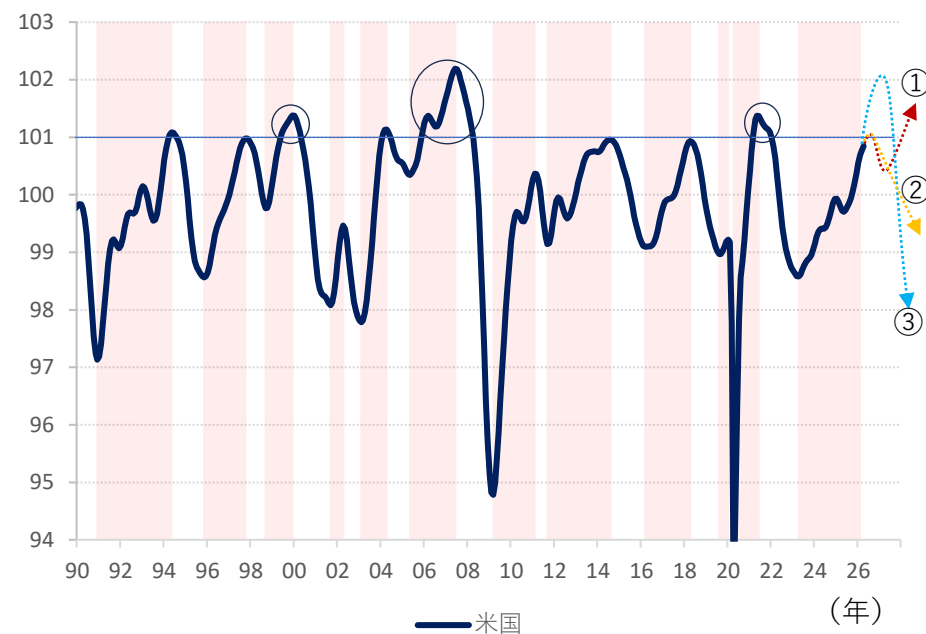
OECD景気先行指数（各国）



(注) シェドウは上昇期間

(出所) OECD

OECD景気先行指数（米国）



(注) シェドウは上昇期間

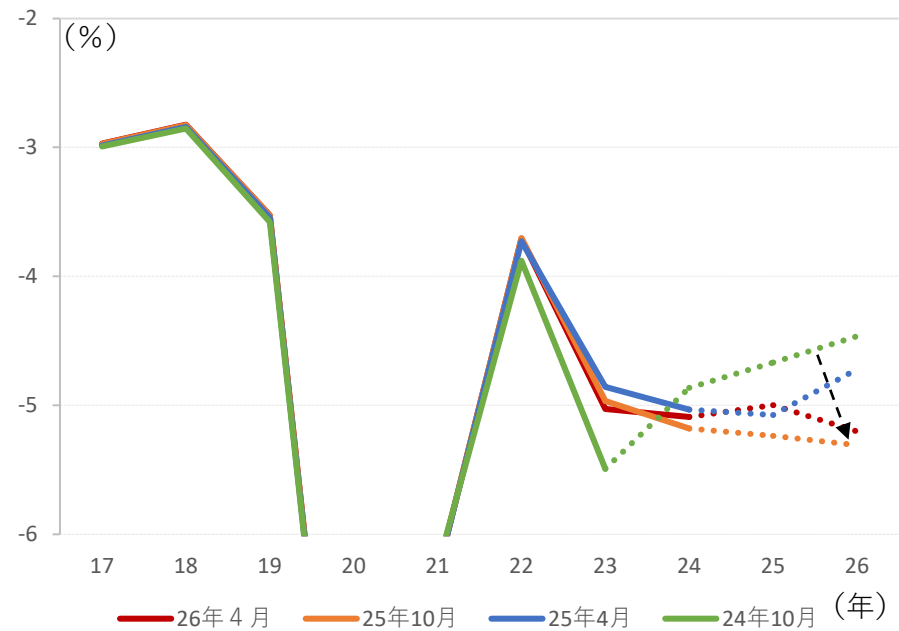
(出所) OECD

世界共通現象としての財政拡張が2025年以降進んでいる

2024年から25年にかけて世界全体で財政拡張方向への修正が大きく進んだ

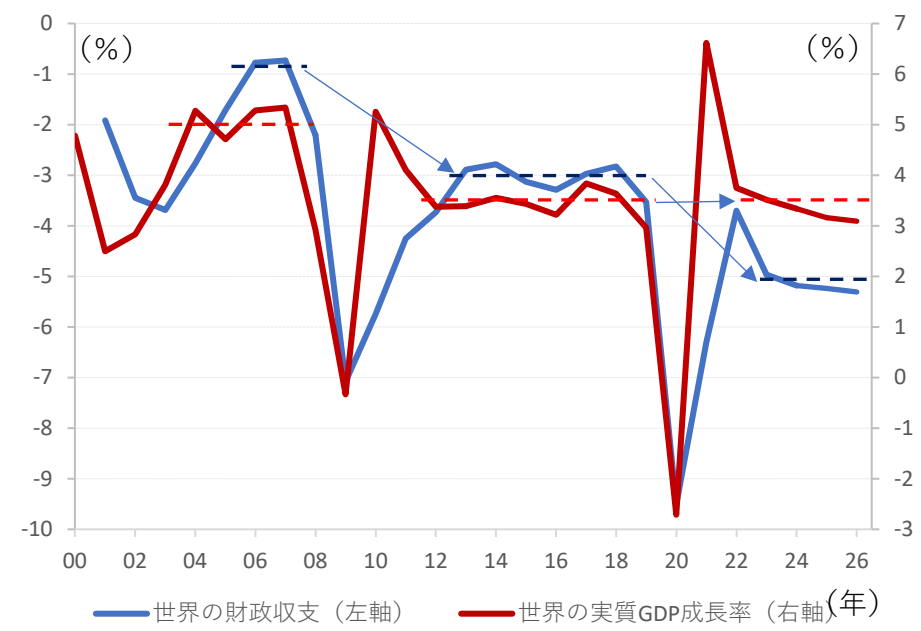
GFC後は世界的に経済成長が鈍化中での財政赤字拡大だったが、今回は成長継続の中での赤字拡大

世界の財政収支（対名目GDP比）



(出所) IMF

世界の財政収支と経済成長率



(注) 財政収支は対名目GDP比

(出所) IMF

2025年以降、半導体産業の伸びが世界経済をレスキューしている

半導体売上はトレンドからの乖離という意味では、ITバブル期の状況に似てきたが

2010年代以降、世界経済と半導体サイクルの連動性は再び強まったが、ここにきて半導体サイクルが突出

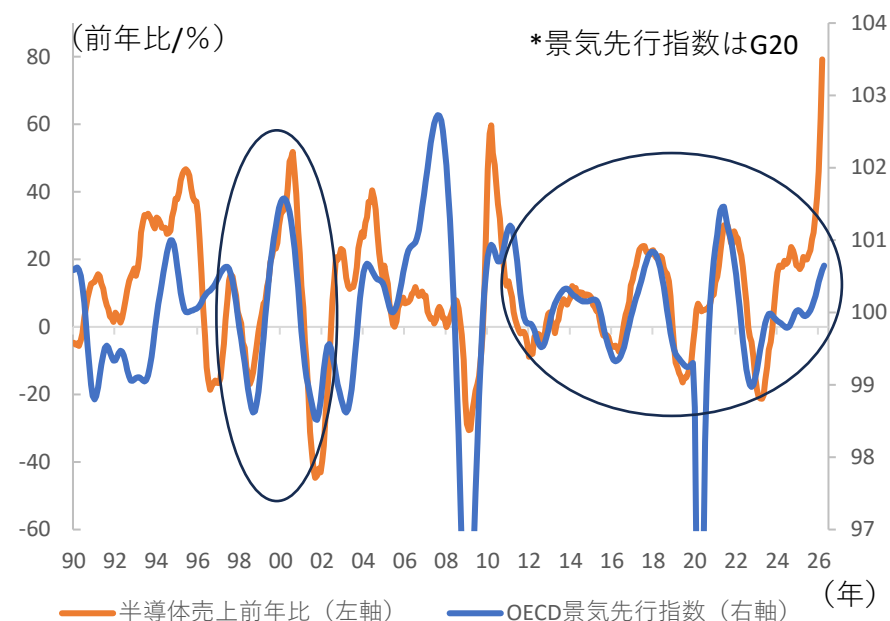
SOX指数と世界半導体売上



(注) SOX指数を4か月先行、半導体売上の太線は3カ月移動平均

(出所) ブルームバーグ、WSTS

世界半導体売上とOECD景気先行指数



(注) OECD景気先行指数はG20ベース、半導体売上3カ月移動平均

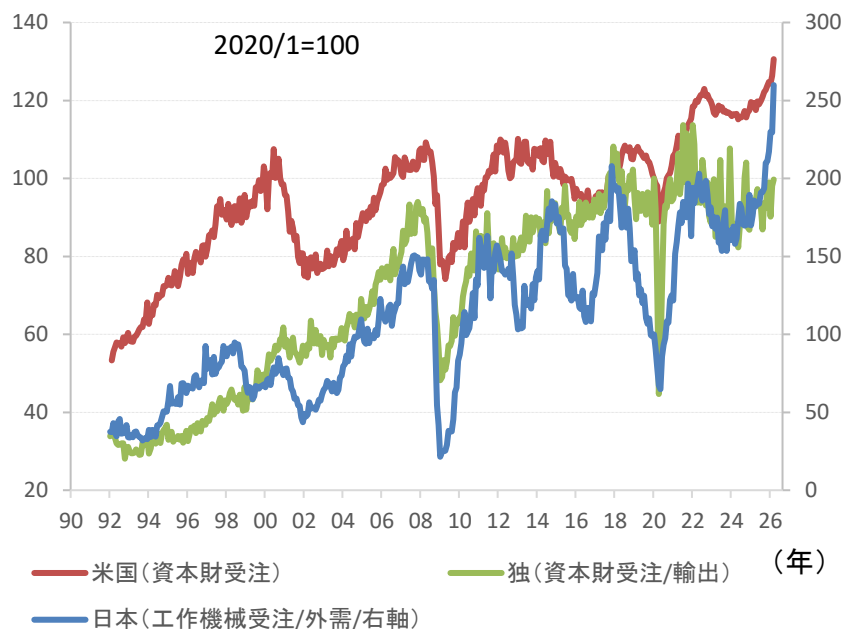
(出所) OECD、WSTS

世界的な設備投資拡大サイクルは通常、米国の金融引き締めによって終了する

2025年を境に世界の設備投資サイクルは明確な拡大局面に入っており、その持続性が問われてくる

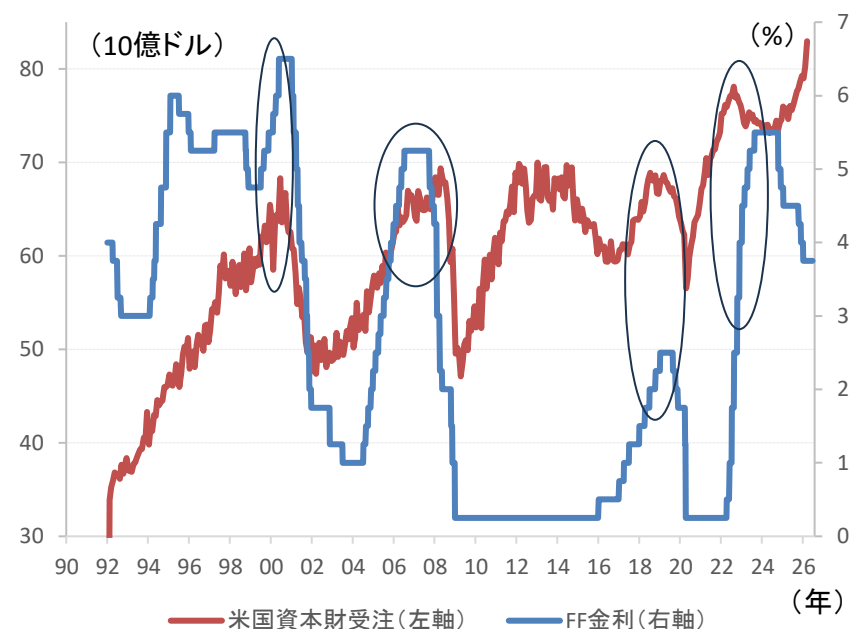
米国の設備投資サイクルは、本格的な金融引き締めの進行後にピークアウトするのが通常のパターン

世界の資本財受注動向



(出所) 米センサス局、日本工作機械工業会、独連邦統計局

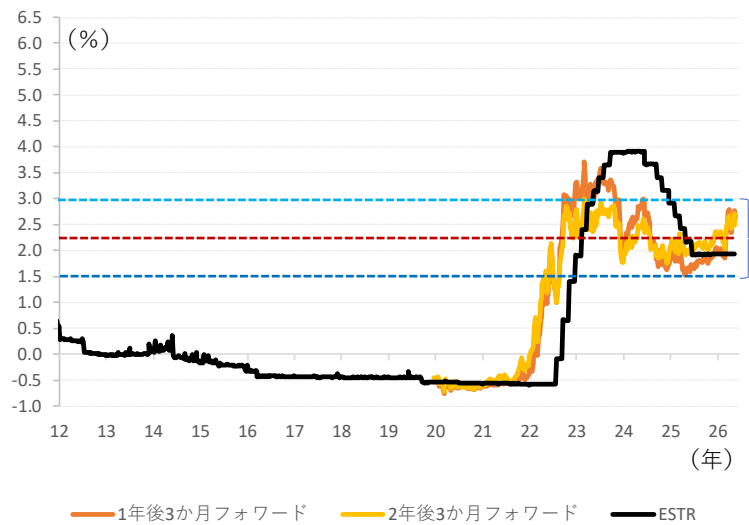
米国の資本財受注とFF金利



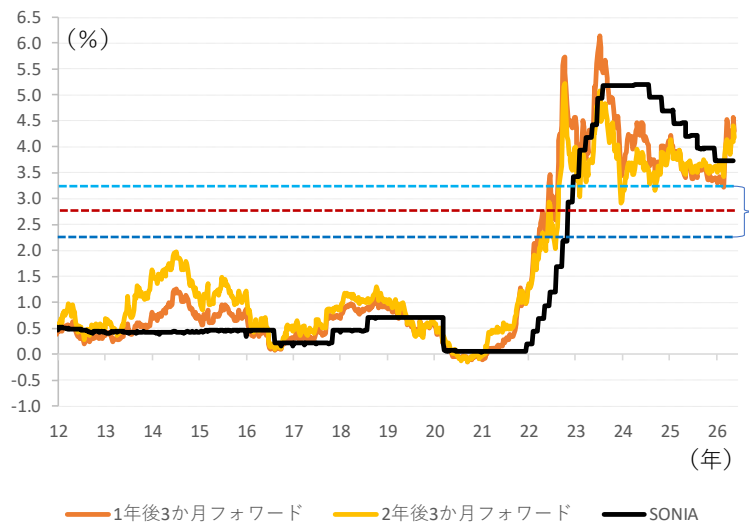
(出所) 米センサス局、ブルームバーグ

欧米の政策金利は概ね中立金利近辺にあるが

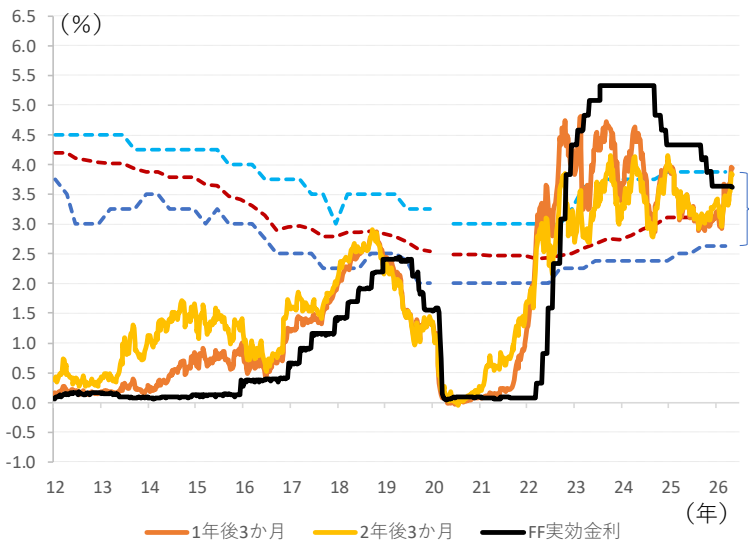
ユーロ圏の政策金利と中立金利レンジ



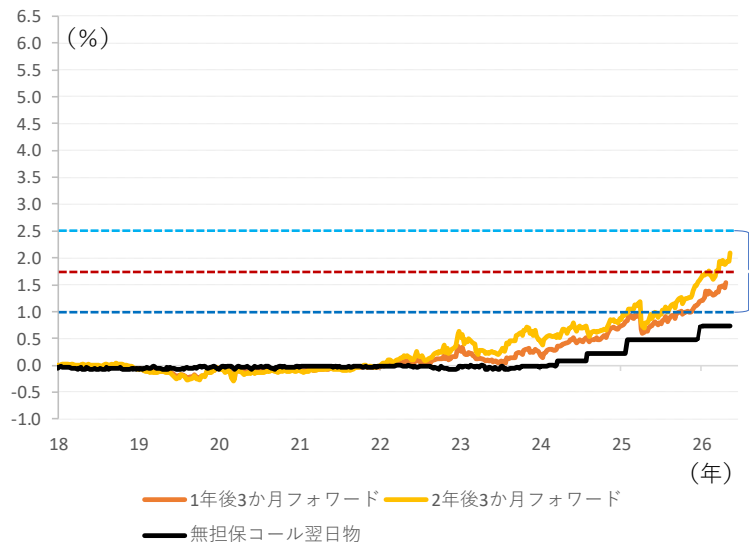
英国の政策金利と中立金利レンジ



米国の政策金利とFRB Longer run 金利レンジ



日本の政策金利水準と中立金利レンジ



(出所) 各中銀、ブルームバーグ

世界的にインフレ予想を巡る不確実性が増している

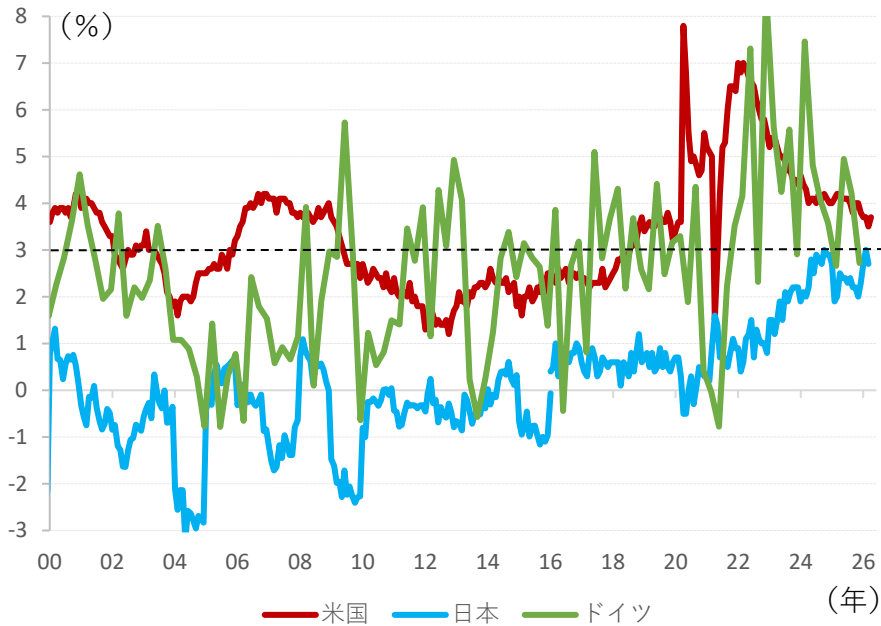
インフレ、デフレ要因が混在する中、今回のイラン問題も含めて、物価予想の変数は明らかに増加している

AIによる雇用破壊が世界的に賃金上昇率を押し下げて始めたかどうかまだはっきりしない状況だが

世界のインフレ動向を左右する要素

	インフレ要因	デフレ要因	国ごとの要因
短期（1年以内）	景気、原油価格、AI（需要サイド）		為替
中期（1～3年）	賃金、財政政策、設備投資（需要増）	設備投資（生産性）、中国デフレ	金融政策
長期（3～10年）	人口動態	AI（供給サイド）	
超長期（10年超）	ヘゲモニー、グローバリゼーション		

日米独の名目賃金上昇率



(注) 米国の賃金は平均時給、日本は毎月勤労統計の定期給与（2016年以降は共通事業者ベース、それ以前は12カ月平均）

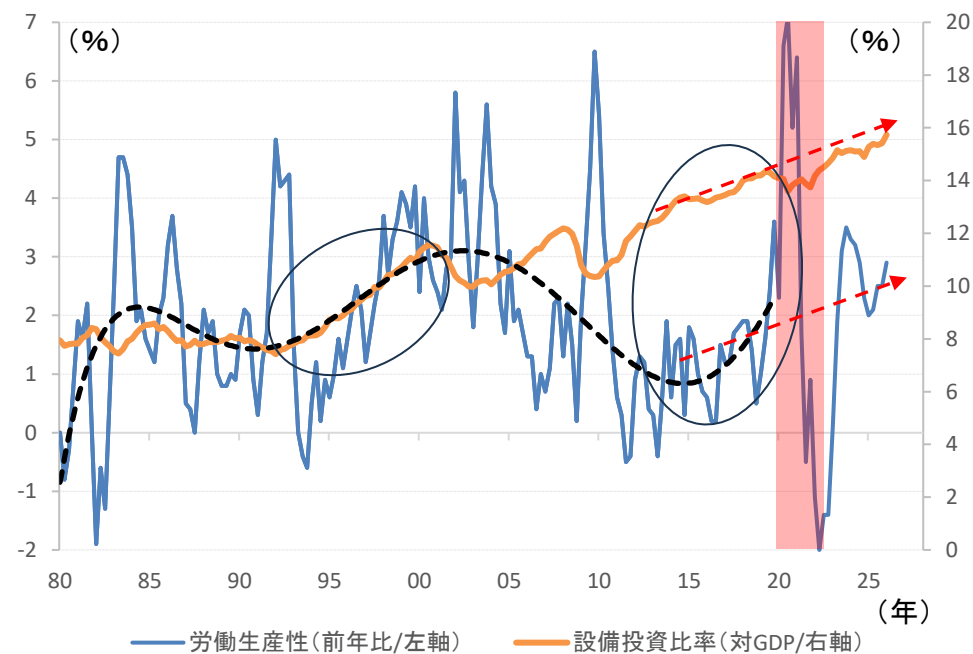
(出所) BLS、独連邦統計局、厚生労働省

設備投資ブームは生産性上昇とインフレ低下をもたらす

米国の設備投資比率が2010年代からの長期上昇基調を続けるなら、生産性の上昇も続く可能性が高い

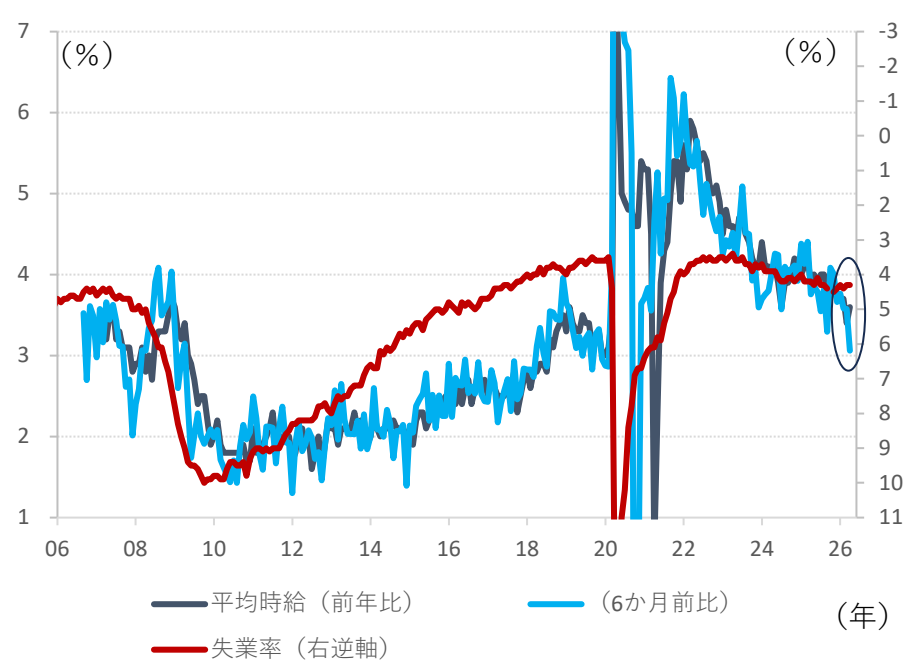
2010年代は失業率が低下しても賃金上昇率は上昇しにくかった。現在もやや似た傾向が見られ始めている

米国の設備投資と労働生産性



(出所) BLS、BEA

米国の失業率と賃金上昇率



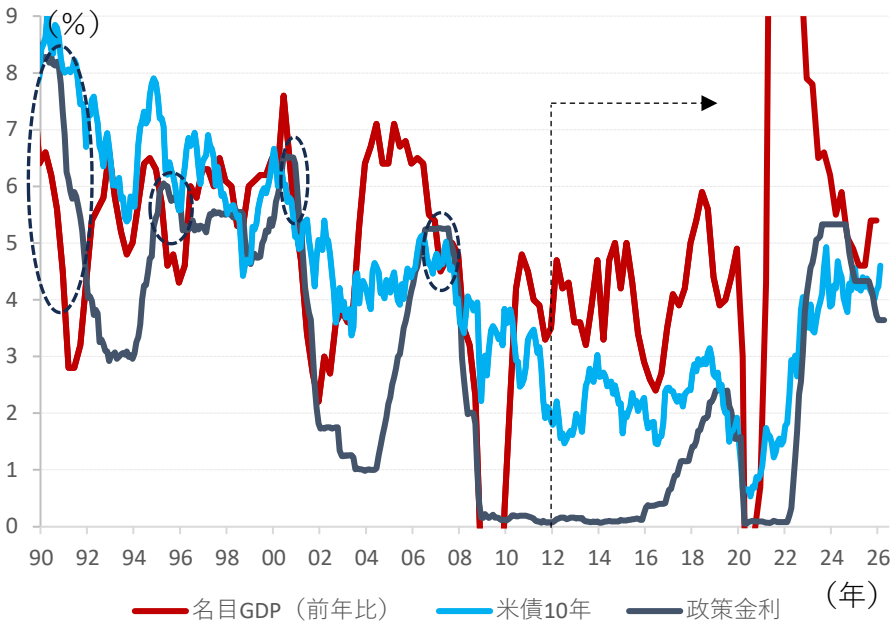
(出所) BLS

世界的に政策金利水準が実体経済対比低めに設定される傾向が続いている

米国では利上げ終盤ではFF金利が名目成長率を上回るのが普通だったが、2010年代以降は上回っていない

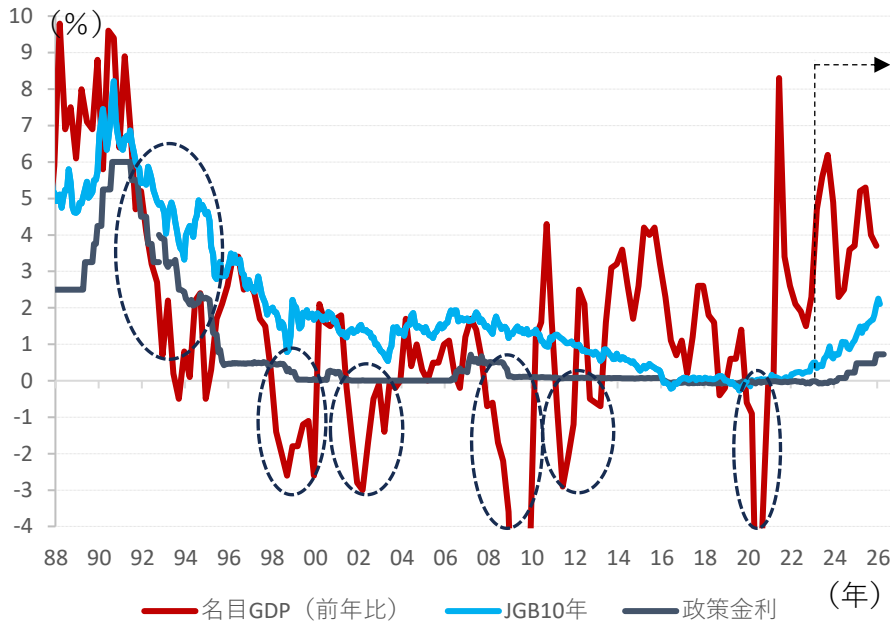
日本は名目成長率の低さから政策金利は名目成長率を上回ることが多かったが、現在は全く逆の状況に

名目GDPと長短金利（米国）



（出所）ブルームバーグ、BEA

名目GDPと長短金利（日本）



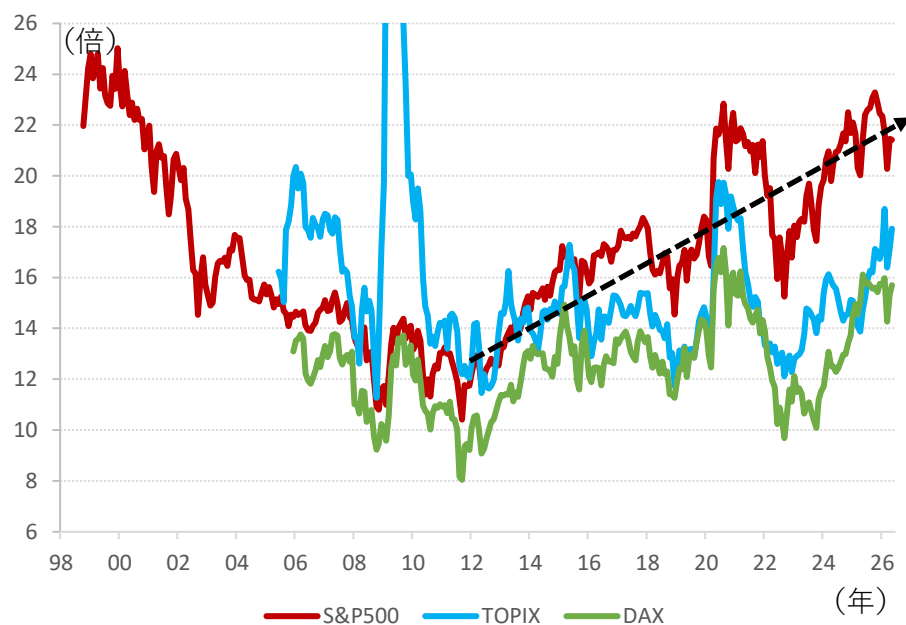
（出所）ブルームバーグ、内閣府

米国株の割高修正の動きがグローバル株式市場の動きを規定

米国株式の米国株の割高化は2012年以降、趨勢的に進んできており、終了したかどうかはまだ分からない

2025年は米国株の他市場比での割高修正が起きたが、トレンドが転換したのかどうかは分からない

日米独のPER（12か月先）



（出所）ブルームバーグ

PERの各国間スプレッド



（出所）ブルームバーグ

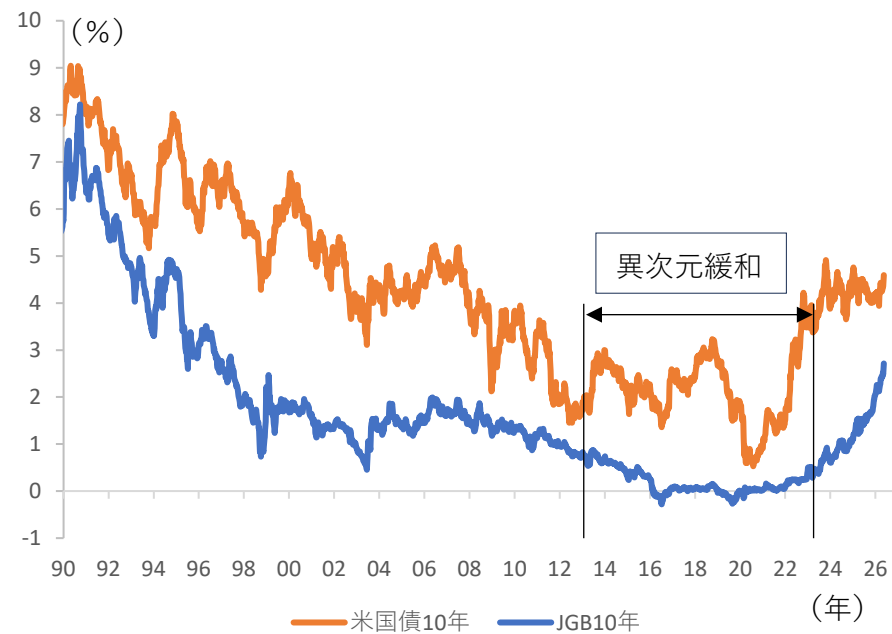
2. 日本経済 / 日本市場

日本の長期金利は現在、どのくらい高いのか？

異次元緩和期は、米国でもデフレ懸念で長期金利は低水準だったが、現在は既にある程度正常化している

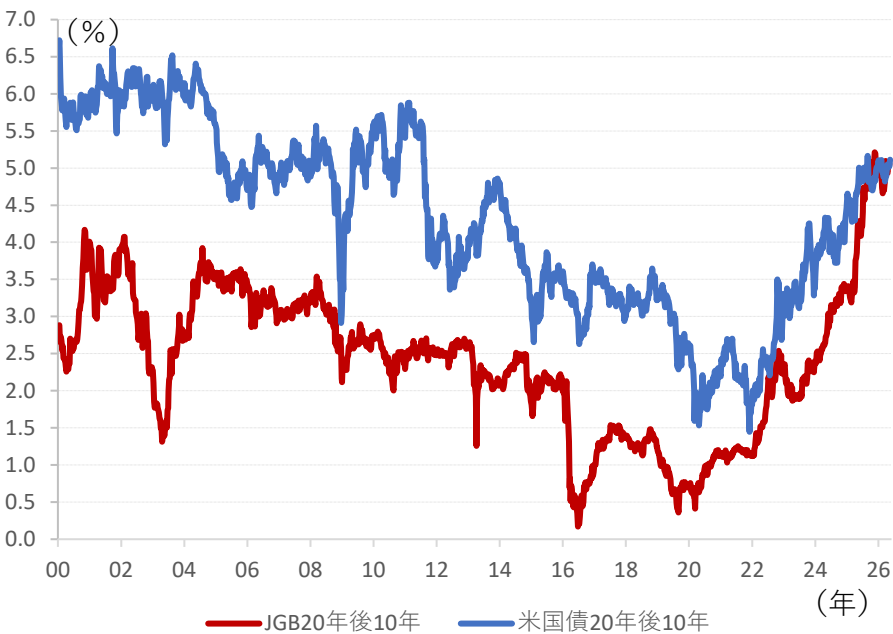
超長期のフォワード金利水準で既に日米逆転が起きているが、これは異常な事態

日米10年債金利



(出所) ブルームバーグ

日米国債フォワード金利



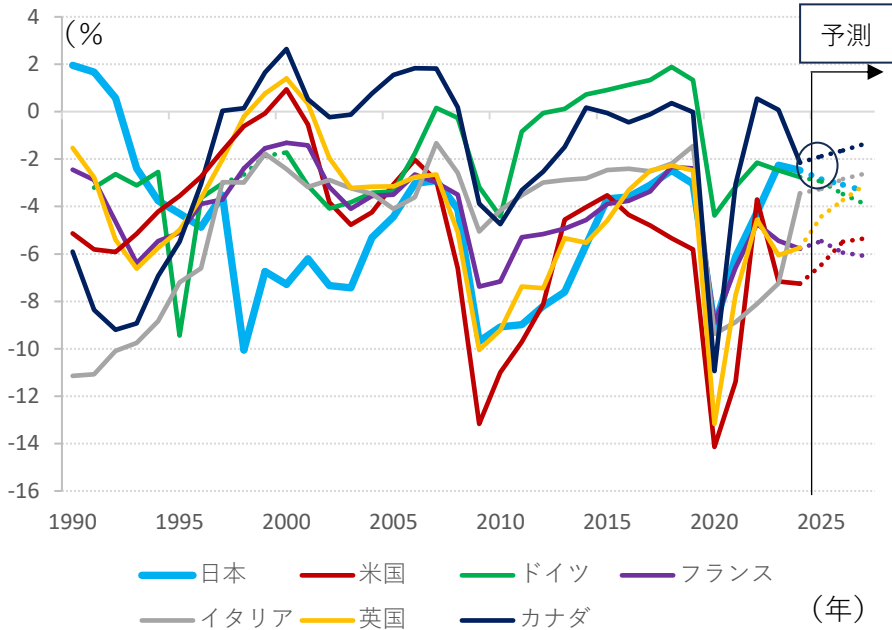
(出所) ブルームバーグ

日本の財政状況はグローバル対比で極端に悪い訳ではない

財政収支のベースで見れば、日本は主要国中でもかなり
良好なポジションにある

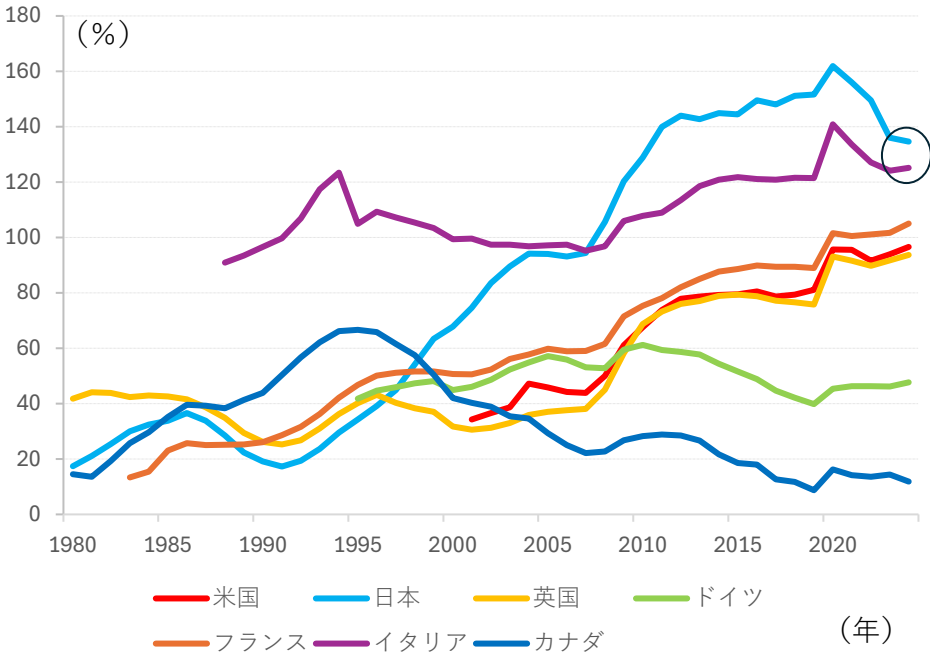
日本の政府債務残高はIMFのネットベースでは現在、イ
タリアを10%ポイントほど上回るだけ

G7の財政収支の推移（対名目GDP比）



(出所) IMF

主要国のネット政府債務残高



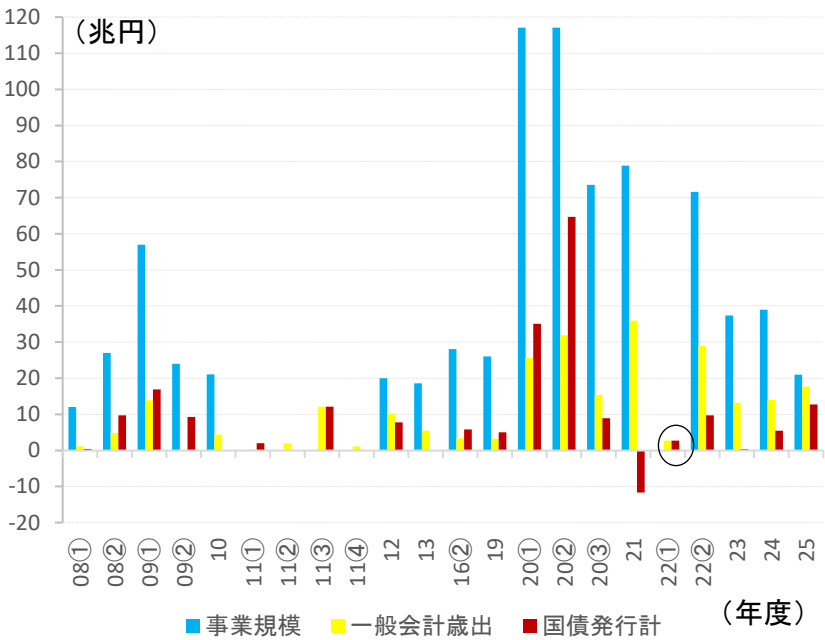
(出所) IMF

補正予算規模はコロナ後に大規模化したが、現在は縮小傾向に

今回の補正予算は、2022年5月の原油高対応の補正（総額2.7兆円）とほぼ同等の規模に

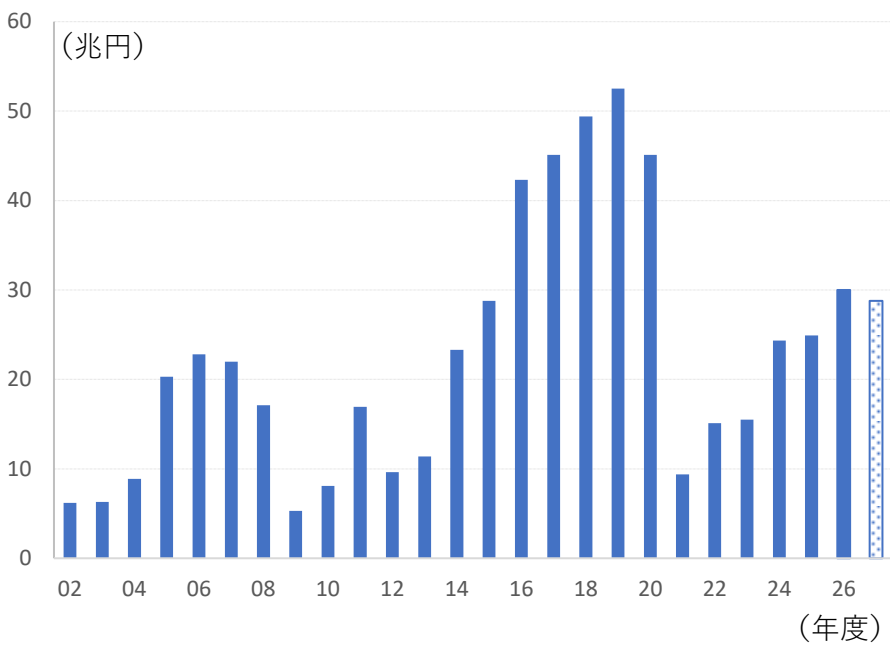
数兆円規模の補正増発であれば、前倒借換発行額の縮減で市中増発ゼロでの対応は十分可能

過去の補正予算と国債発行



(出所) 財務省

前倒借換債の発行額



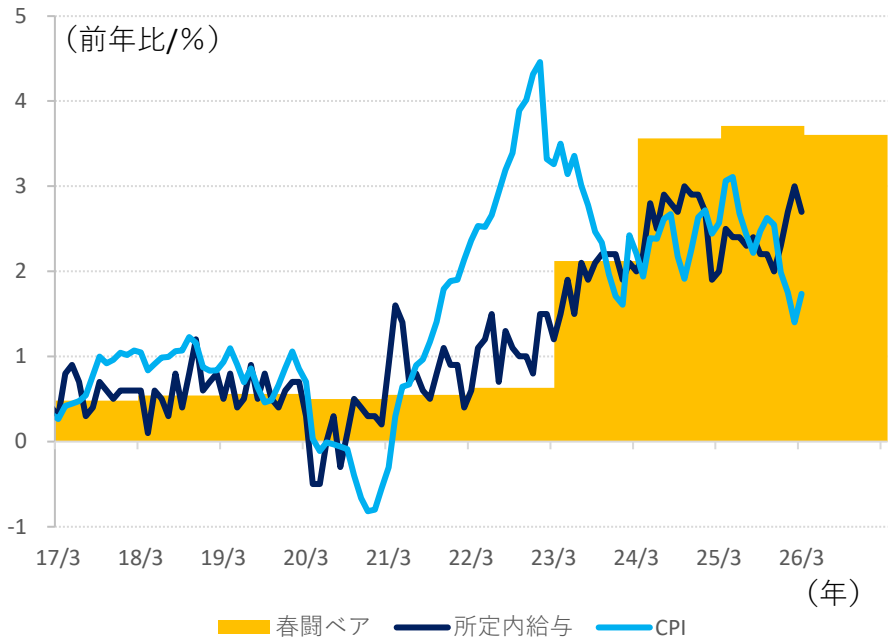
(出所) 財務省

3%の名目賃金上昇率が定着してくると

マクロの所定内賃金3%定着が見えてくると、2%のインフレ目標といよいよ整合的な水準に

2026年度春闘の妥結水準は、組合の要求水準対比でも高く、3年連続でベア3%台後半を達成

賃金上昇率とCPI



(注) 所定内給与は共通事業者ベース、CPIは生鮮除く総合から米、高校授業料、携帯料金、宿泊料を除く、2026年度の春闘は第1回集計値、それ以前は最終集計値

(出所) 総務省、厚生労働省、連合

春闘と賃金上昇率

	連合方針（前年末）		要求値（3月上旬）		第1回（3月後半）		最終集計（7月）		賃金上昇率 （定期給与）
	定昇込み	ベア	定昇込み	ベア	定昇込み	ベア	定昇込み	ベア	
21年春闘	4%程度	2%程度	2.8%	1.1%	2.2%	0.6%	2.0%	0.6%	0.6%
22年春闘	4%程度	2%程度	3.0%	1.3%	2.2%	0.5%	2.2%	0.6%	1.3%
23年春闘	5%程度	3%程度	4.5%	2.8%	4.0%	2.3%	3.7%	2.1%	1.9%
24年春闘	5%以上	3%以上	6.0%	4.3%	5.5%	3.7%	5.2%	3.6%	2.8%
25年春闘	5%以上	3%以上	6.2%	4.5%	5.6%	3.8%	5.4%	3.7%	2.4%
26年春闘	5%以上	3%以上	6.0%	4.4%	5.5%	3.9%			

(注) 賃金上昇率は毎年8月時点の前年比

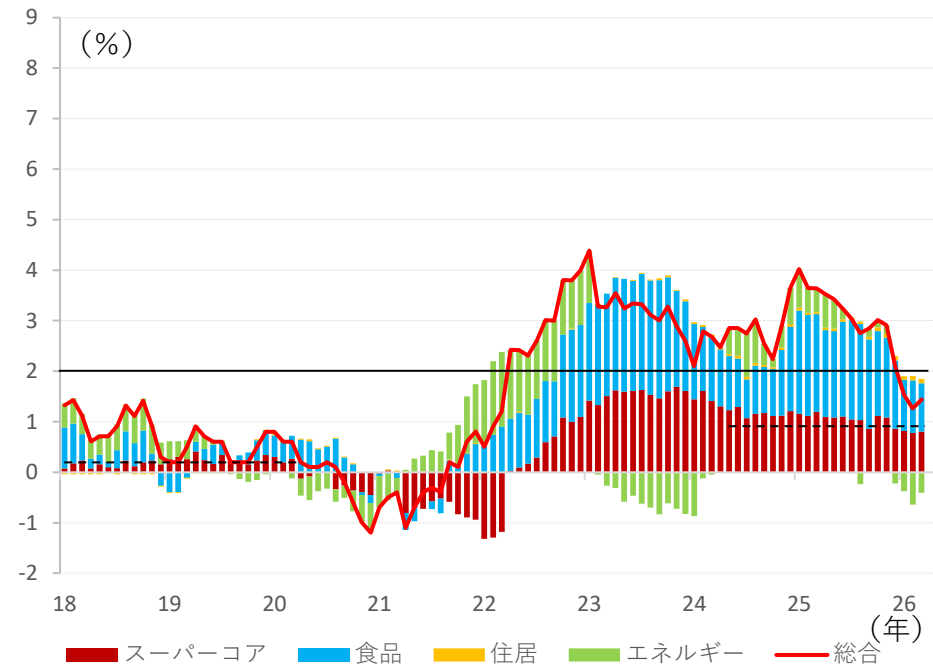
(出所) 連合、厚生労働省

日本の基調インフレ率がまだ米国よりも低い理由

日本のスーパーコアはCPI2%と整合的な水準に収斂しつつあるが、家賃の伸びが日本はまだ低い

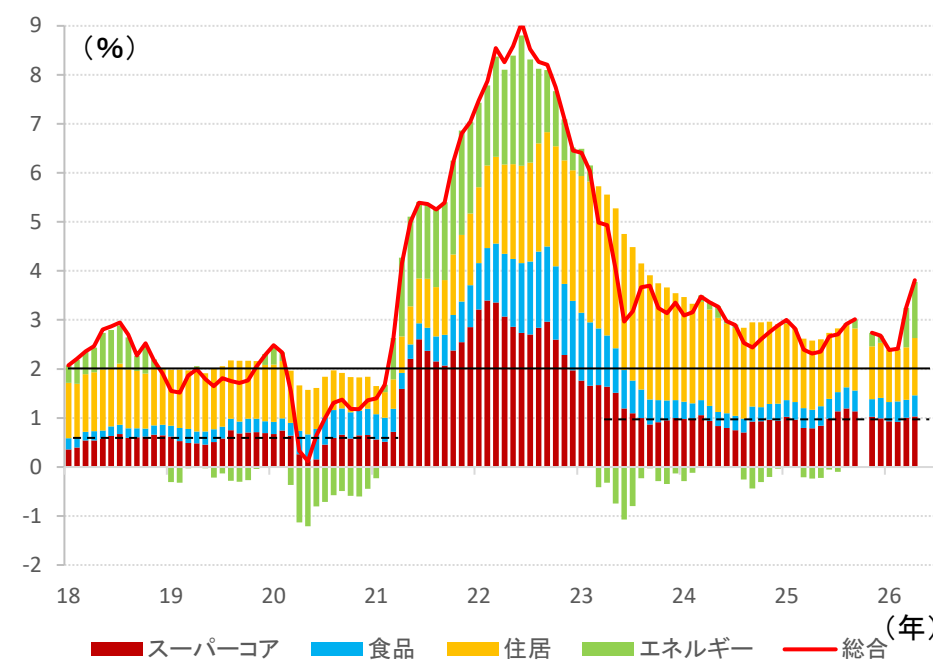
米国は高すぎた家賃の伸びが緩やかに鈍化しつつコアインフレ率は2%まではまだ下がり切っていない

日本のCPI内訳



（出所）総務省、ブルームバーグ

米国CPIの内訳



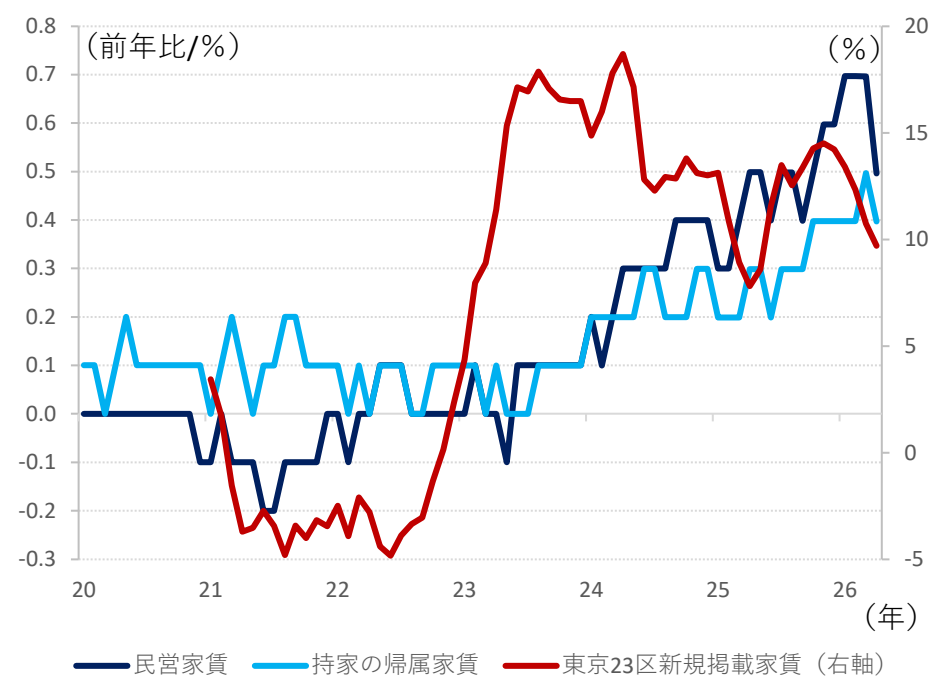
（出所）BLS、ブルームバーグ

CPI中の家賃上昇率もいずれ実勢に追いついてゆく

実勢家賃の伸び率はこの3年間で大幅に上昇したが、CPI中の家賃の趨勢は明らかに遅れている

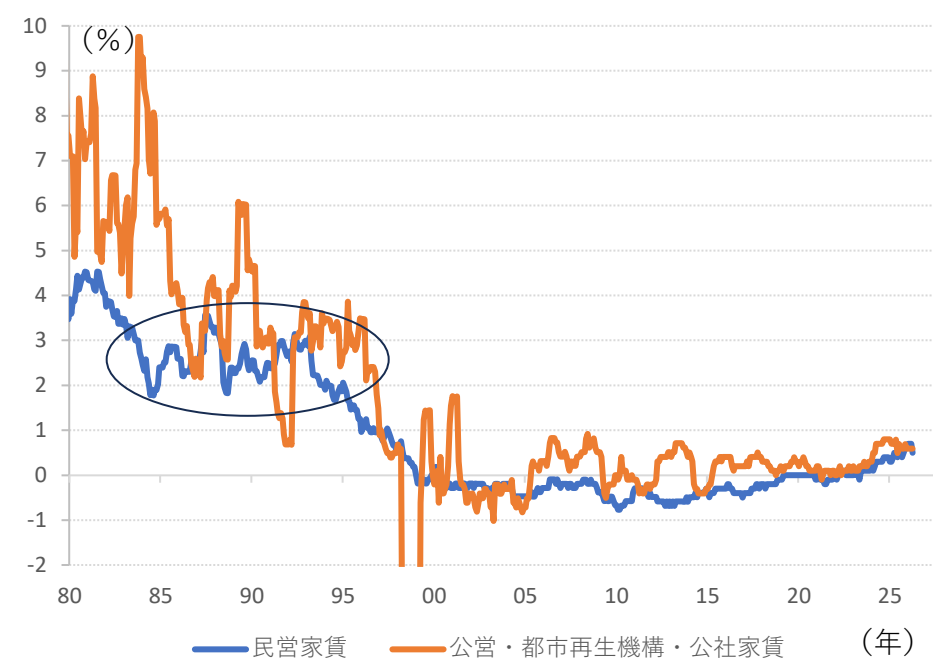
最終的にCPI中の家賃上昇率は80～90年代の2～3%に収斂してゆく可能性がある

CPI中の家賃と新規掲載物件家賃



(出所) 総務省、Rifull

CPI中の家賃の長期推移



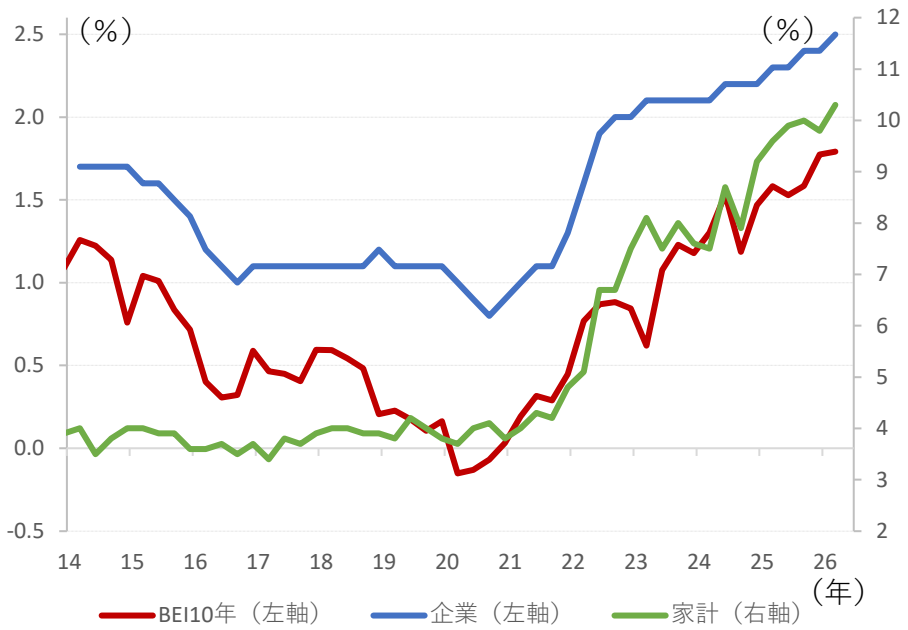
(出所) 総務省

各種のインフレ予想の数値は既に2%に接近

企業のインフレ予想は家計より早く2%を超えたが、家計のインフレ予想も2%に接近している模様

エコノミスト・コンセンサスのインフレ予想はまだ1%台後半だが、BEIは既に完全に2%を超えてきた

家計・企業のインフレ予想とBEI



(注) 企業、家計の予想インフレは5年後平均値

(出所) 日銀、ブルームバーグ

インフレ予想のエコノミスト・コンセンサスとBEI



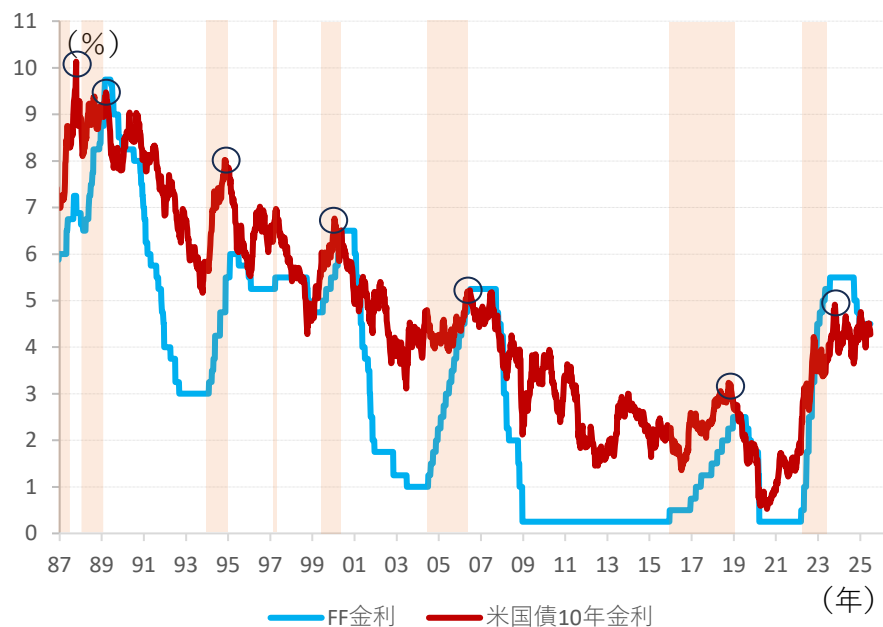
(出所) 日本経済研究センター、ブルームバーグ

長期金利は通常、利上げの最終局面でピークアウトする

米国では、利上げ局面において最終利上げの直前に長期金利は大きく上昇してピークアウトするパターンが多い

日銀の今回の利上げペースは他中銀の一般的な利上げ局面と比べて異例の遅さ

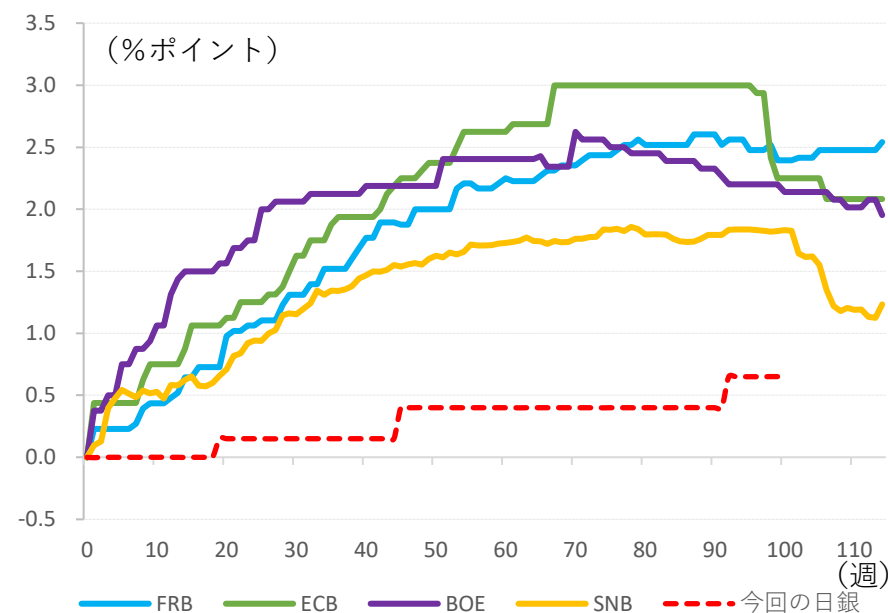
米国の長短金利推移



(注) シャドウは利上げ局面

(出所) ブルームバーク

中銀ごとの平均的利上げペース



(注) 日銀以外は80年代後半以降の連続利上げ局面の平均

(出所) ブルームバーク

日米の長期金利格差はどのくらいが適正なのか？

日米の長期金利格差はインフレ率格差に連動する傾向が強いが、長期的には潜在成長率格差との関係も重要

日米のBEI格差が歴史的な縮小を見せている。両国とも2%台前半に収斂するのならば・・・

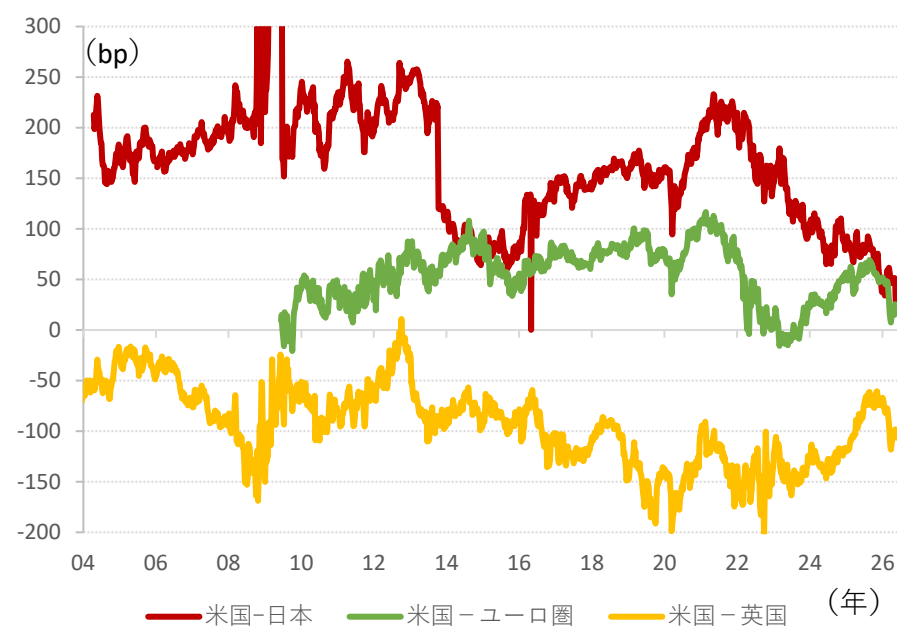
潜在成長率、インフレ率、長期金利の日米格差



(注) インフレ率はGDPデフレーター、長期金利は10年債金利

(出所) OECD、BEA、内閣府、ブルームバーグ

日米BEIのスプレッド



(注) 各国とも10年国債ベース

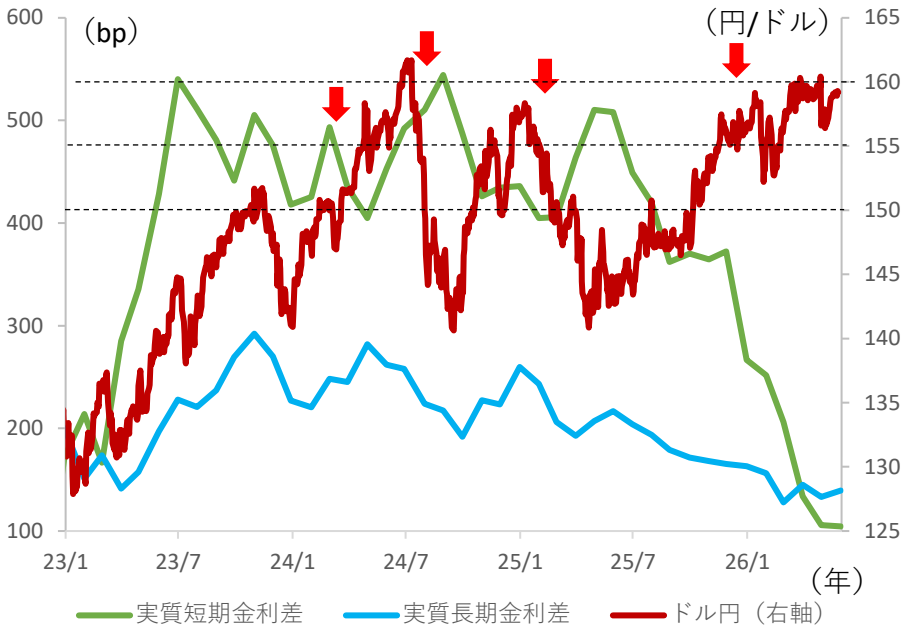
(出所) ブルームバーグ

日米金利差とは乖離して円安基調が定着

実質短期、長期金利差は縮小が進んでおり、金利要因からは現在の円安水準は説明がつかなくなっている

3月までは貿易赤字がほぼゼロまで縮小していたが、直接投資の長期拡大は顕著な傾向

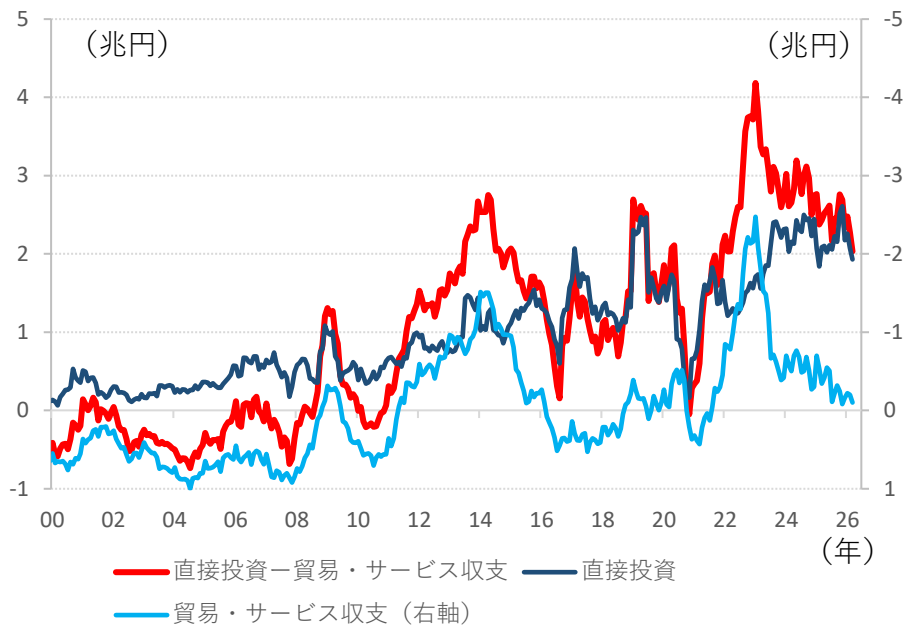
日米実質金利差とドル円相場



(注) 実質短期金利を計算するCPIは、日本は生鮮除く総合。実質長期金利はインフレ連動債から計算

(出所) 米BLS、総務省、ブルームバーグ

直接投資－貿易・サービス収支



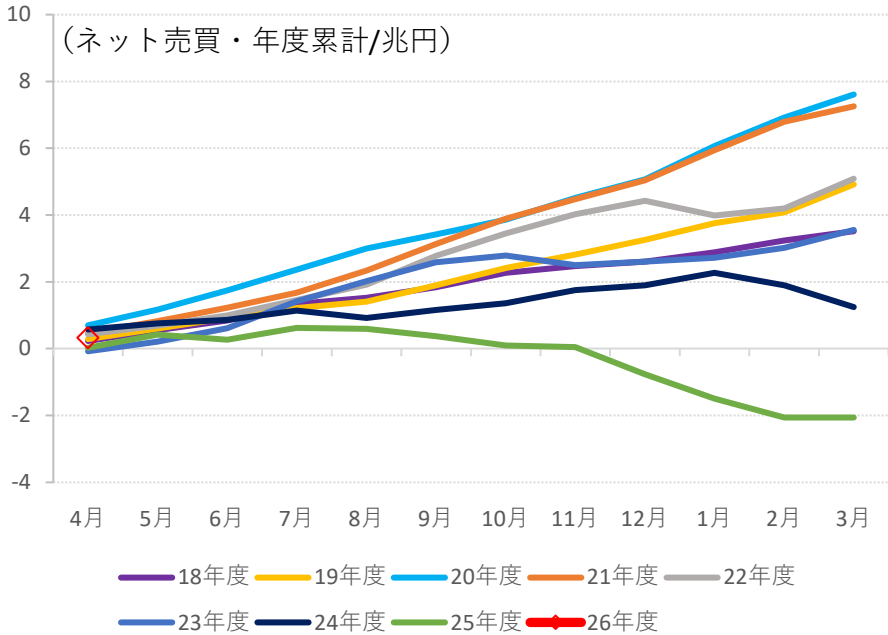
(出所) 財務省

2025年度は生損保の超長期債をネットで売り越した異例の年

生保の超長期債投資は2025年度後半はネットベースで大きく売り越した

外国人は大幅に割安となったJGB超長期債を過去2年間で、積極的に積み増してきた

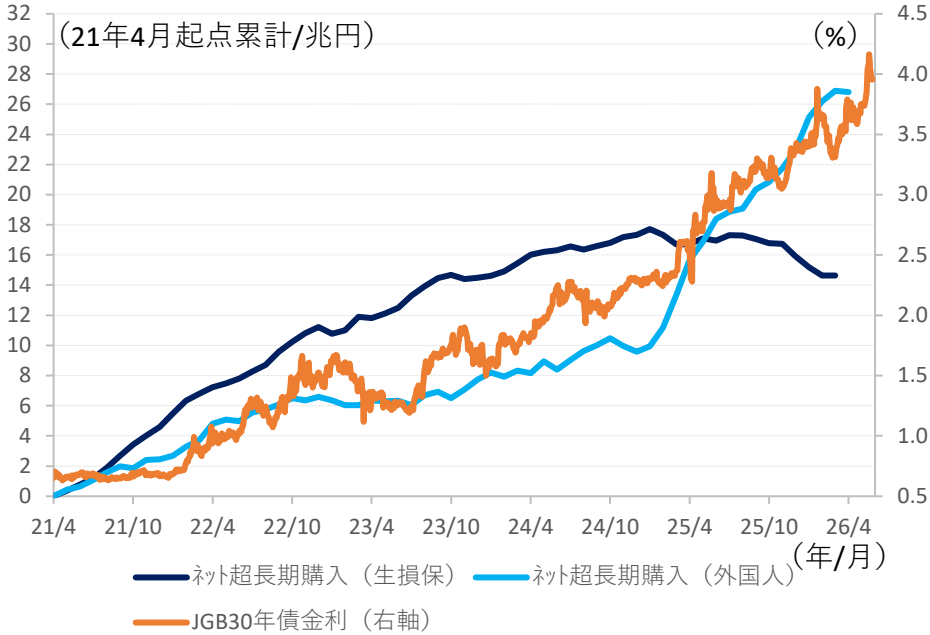
生損保の超長期債購入額（年度累計/ネット）



(注) 4月を起点にした年度累計額

(出所) JSDA

外国人の超長期国債売買と30年債金利



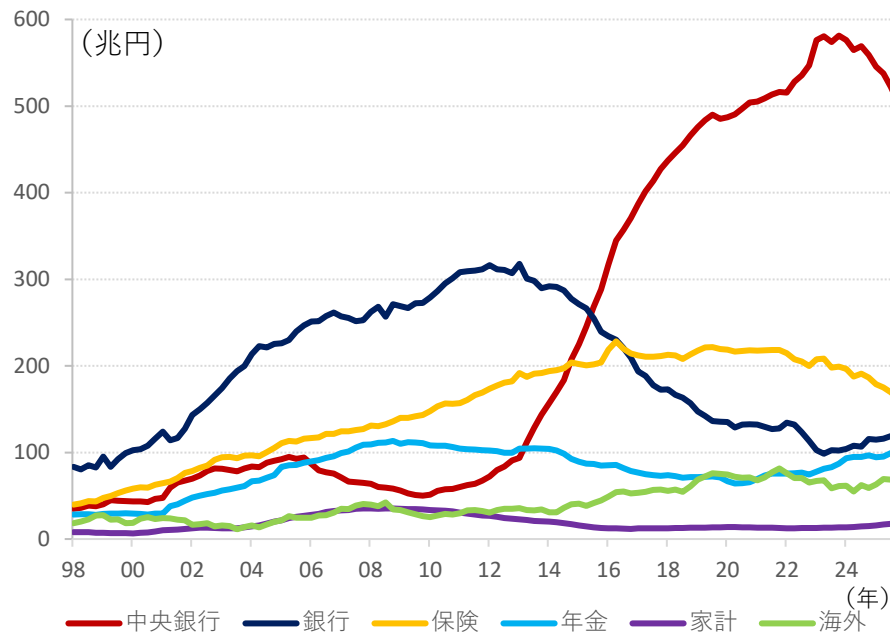
(出所) JSDA、ブルームバーグ

銀行と生保に替わる長期国債の保有投資家は？

異次元緩和は、銀行の保有国債を日銀が大量に吸収するオペレーションだった

日本の家計の国債を中心とする債券保有は海外と比べても極端に低い

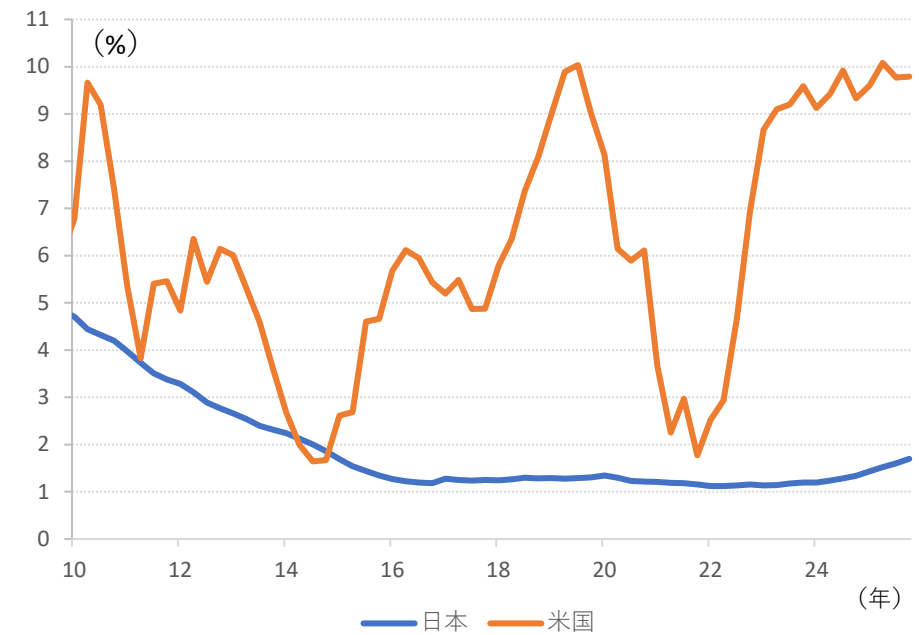
主要業態の国債保有残高



(注) 国債・財投債 (除く短国)

(出所) 日銀

家計の国債保有 (対発行総残高)



(出所) 日銀、FRB

本資料に関する重要事項

本資料は、講演者個人の見解および意見を述べたものであり、所属会社、関連会社その他のいかなる組織の公式見解を示すものではありません。

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、特定の有価証券、金融商品、投資戦略等の取得、売却または保有を推奨、勧誘又は助言するものではありません。

本資料は投資信託及び投資法人に関する法律、金融商品取引法その他の法令に基づく開示資料ではありません。

本資料内のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

本資料に掲載された過去のデータ、実績及び今後の予測は、なんら将来の成果を保証または示唆するものではありません。

本資料は、講演者個人が信用に足ると判断した情報・データに基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。

本資料に掲載された内容は、本資料作成日時点におけるものであり、今後、予告なく変更されることがあります。金融商品への投資には価格変動リスク、為替変動リスク、信用リスクその他の各種リスクが伴い、投資元本を下回る可能性があります。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

投資に関する最終判断は、投資家ご自身の責任と判断において行っていただきますようお願いいたします。

本資料の利用により生じたいかなる損害についても、講演者および所属会社は一切の責任を負いません。

本資料の著作権は、講演者個人の所属会社に帰属し、全部または一部分であってもこれを複製・転用することは社内用、社外用を問わず許諾されていません。第三者への本資料の配付はお控えください。

オールニッポン・アセットマネジメント株式会社

地銀 Asset
Management

金融商品取引業者

登録番号 関東財務局長（金商）第2904号

地銀アセットマネジメント

一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

〒103-0027 東京都中央区日本橋三丁目2番5号 毎日日本橋ビル2階

TEL : 03-6262-5280（代表）

東海東京証券の手数料等及びリスク事項等について

金融商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料等（国内株式取引の場合は約定代金に対して上限1.581250%（税込）（ただし、最低手数料3,520円（税込））の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料及び信託報酬等の諸経費、等）をご負担いただく場合があります。

金融商品等には株式相場、金利水準の変動等による「市場リスク」、金融商品等の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合の「信用リスク」、外国証券である場合には、「為替変動リスク」等により損失が生じるおそれがあります。さらに、新株予約権等が付された金融商品等については、これらの「権利を行使できる期間の制限」等があります。なお、信用取引又はデリバティブ取引を行う場合には、その損失の額がお客様より差入れいただいた委託保証金又は証拠金の額を上回るおそれがあります。

手数料等およびリスクは、金融商品等ごとに異なりますので、契約締結前交付書面や上場有価証券等書面または目論見書等をよくお読みください。

当資料は過去のデータを基に作成しております。

掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

東海東京証券の概要

商号等 東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長(金商)第140号

加入協会 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、
一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人日本STO協会