

# エコミストコラム ECONOMIST COLUMN

## 円金利を取り巻く経済環境

エコノミスト 飯塚祐子

### 長期金利が上昇

長期金利の指標となる新発10年物国債利回りは、5月に29年半ぶりとなる2.8%まで上昇する場面がありました(図表1)。国内における背景としては、①原油価格の高騰を受けた物価上振れ懸念、②日銀の金融政策が後手に回るビハインド・ザ・カーブへの思惑、③中東情勢の悪影響に対応するための財政出動観測などがあります。

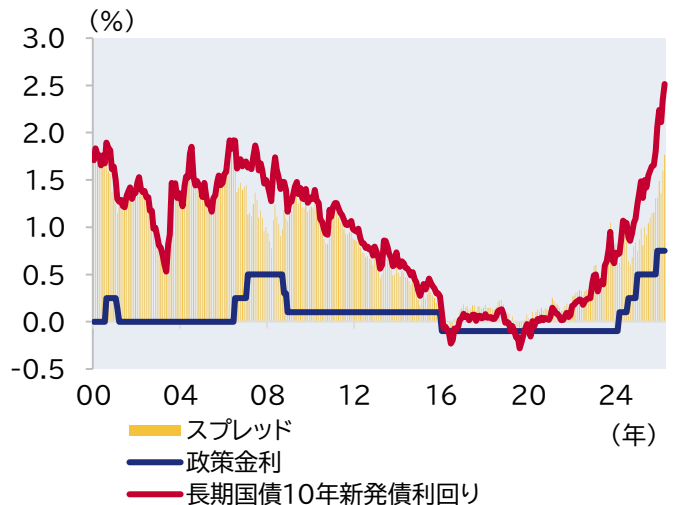
金利の変動要因は、おおまかに①期待実質経済成長率(潜在成長率)、②期待インフレ率、③リスクプレミアム(財政、国債需給など)に分解できます。このうち、潜在成長率と期待インフレ率を踏まえると、2.5~3.0%程度は日本の長期金利の水準として違和感がない水準と考えています。

### 高市政権は潜在成長率の押し上げを目指す

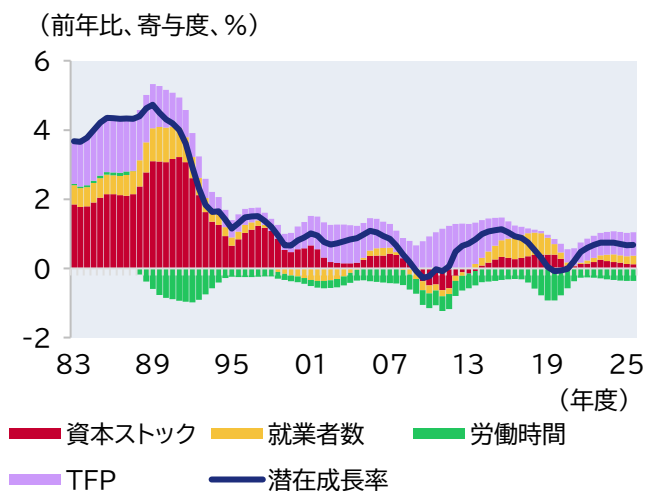
潜在成長率は、日銀の試算によれば、2021年度前半にプラスに転換し、2025年10-12月期時点で、前年比+0.68%とされています(図表2)。内訳は、労働投入量が▲0.12%(就業者数+0.25%、労働時間▲0.36%)、資本ストックが+0.12%、TFP(全要素生産性)が+0.67%と、それぞれ成長率に寄与しています。高水準であったバブル期と比べて資本ストックの押し上げ力が小さいことがみてとれます。高市首相は、日本の潜在成長率が主要先進国と比べて低迷している背景として、資本投入量、つまり国内投資の不足を指摘しています。最近の円安が、輸出量の増加につながっていない要因の一つにも、ぜい弱な資本ストック(輸出に回す余力の不足)があると言われています。こうした状況を解消するため、高市政権は国内投資促進に注力する方針を掲げています。労働人口の減少が見込まれ、日本の潜在成長率の低下は必然と長年言われてきましたが、効率化投資を含む資本投入量の増加やそれに伴う生産性向上が潜在成長率を押し上げる可能性は十分にあると考えられます。

(次ページに続く)

図表1: 長期金利と政策金利



図表2: 潜在成長率(日銀試算)



# エコミストコラム

ECONOMIST COLUMN

## 基調インフレ率

基調インフレ率の水準と持続性をみるために、①フィリップス曲線(図表3)、②サービス価格(図表4)を確認します。

日銀試算の需給ギャップは、2022年1-3月期からプラス化し、2025年10-12月期は+0.65%です。物価上昇率と需給ギャップとの関係を表すフィリップス曲線の傾きは、デフレ期にはほぼ水平となり、需給ギャップのインフレへの影響が軽微になりました。ただ、2020年以降は、再び傾斜しており、需給ギャップの小幅プラスに対応する物価は2%程度と、日銀の物価安定目標2%と整合的な水準となっています。

賃金(人件費)との関連が深いサービス価格は、2023年頃から前年比+1%超で推移しています。国際商品市況等に左右され、変動の大きい財価格に比べて、賃金動向を反映してより粘着性の高いサービス価格は、ベースアップゼロを反映したこれまでの前年比ほぼゼロ%程度から、賃上げを背景に明らかに前年比水準が上がっています。

## 今後の物価押し上げ要因

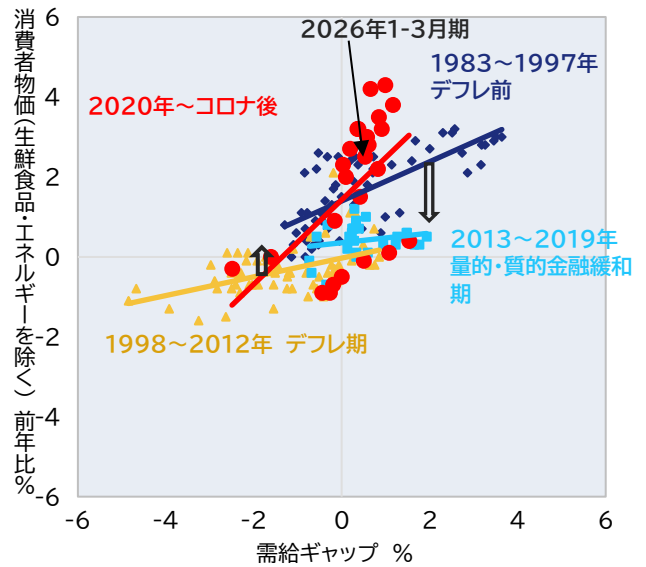
足元の消費者物価(生鮮食品を除く)の前年比は2%を下回っていますが、今後、原油価格高騰が波及する可能性が高いとみられます。企業間取引段階の企業物価統計によれば(図表5)、4月にナフサは前年比+8.5%、基礎化学品のエチレンやプロピレンは同+60~+70%まで上昇しています。日本の石油化学製品の需要のうち6割を占める合成樹脂(ペットボトルや食品容器などに加工)は、4月の上昇は限定的ですが、企業による価格転嫁が積極化する中、今後時間差を伴って消費者段階の価格にも波及していく可能性が高いとみられます。

## 日銀は早晚利上げへ

4月の日銀金融政策決定会合では利上げ見送りとともに、二次的波及等の物価上振れリスクを警戒する姿勢が強調されました。本格的なサプライチェーンの混乱等、景気の明らかな減速の兆候がなければ、早晚利上げが実施されるとみられます。

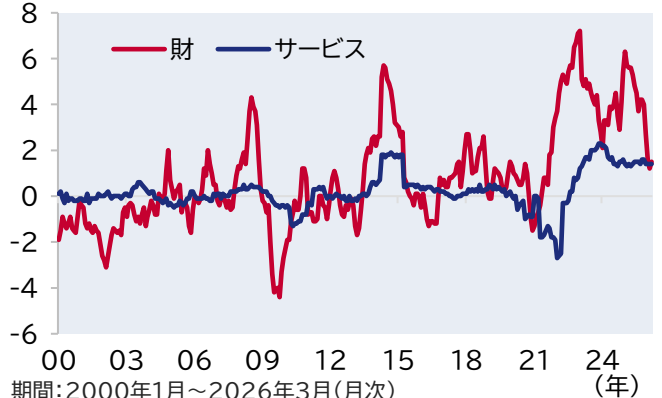
(了)

図表3:フィリップス曲線



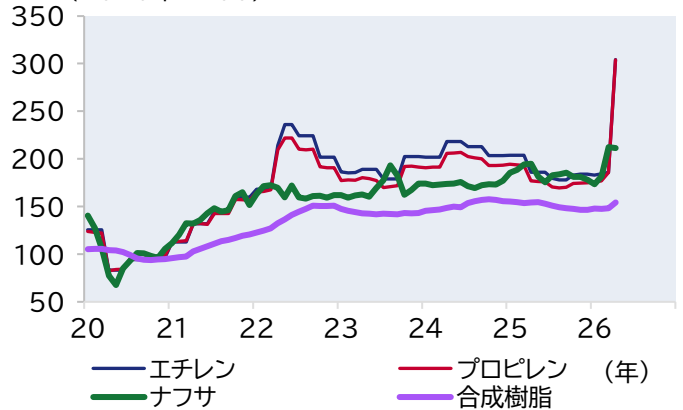
期間:1983年7-9月期~2026年1-3月期(四半期)  
注:需給ギャップは日銀試算値。需給ギャップは2四半期先行。CPIは2014年以降の消費税率引き上げ等の影響を除く。図中の線は傾向線。  
出所:総務省、日銀、INDBのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4:消費者物価(財・サービス)  
(前年比、%)



期間:2000年1月~2026年3月(月次)  
注:消費税率引き上げの影響を含む  
出所:INDBのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表5:主な石油化学製品の企業物価指数  
(2020年=100)



期間:2020年1月~2026年4月(月次)  
出所:INDBのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券(REIT)などの値動きのある有価証券等(外貨建資産には為替リスクもあります。)に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料: **上限3.85%(税込)**

換金時手数料: **換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。**

信託財産留保額: **上限0.5%**

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用(信託報酬): **上限年率2.463%(税込)**

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料: 上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用(上限額等を含む)を表示することはできません。

※手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書(交付目論見書)をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。

2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。

3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。