
作成日 2025. 6. 2

市川リサーチ 代表 市川 正弘（証券アナリスト）

本日のコメント

日本で巻き起こる物価高対策で減税はおかしな話だ。物価高対策なら需要抑制で利上げか増税がマクロ経済の結論だ。それでも減税ポピュリズムは有権者に受けが良い。減税の有無を選挙争点とすれば必ず減税派が勝利する。又減税期間の長短を選挙争点とすれば減税長期派が勝利する。英国のトラスショックでは、トラスが大きな減税を主張し、スナクが小さな減税を主張し、トラスが勝った。日本でも同じ事が起きる。その結果がトリプル安の市場混乱だ。だから、市場の動きは玉木ショックの方がトラスショックよりも早くて大きい。7月20日参議院選挙は大きなリスクを抱えている。デフレからインフレになる過程でのインフレ益還元(赤字国債発行)を大きな減税派は主張する。日本最大の債務者である日本政府に巨大なインフレ益が転がりこむのは自明だ。政策金利が2%となればインフレ益は200兆円だ。日銀の国債保有が半分だから実際には100兆円だ。G7で最も高いインフレで最も低い金利(実質金利▲3%)は、日銀の利上げ正常化が遅いからだ。しかし何時までも実質金利がマイナスという訳にはいかない。数年かけて政策金利が2%となるのは自明だ。異常に遅い金利正常化は、黒田緩和のつけの解消だ。日銀の日本国債保有で異常に大きいバランスシート(600兆円)は急劇な長期金利上昇を許さない。又多額のETF(70兆円)は日本株下落も許さない。結局長期金利上昇と株価下落を恐れたから、金利正常化が遅れた。きな臭いのは日本の超長期国債市場に日本機関投資家の買い手がない事だ。生保は負債の時価会計対応が終わり(2025年)年金は債券インデックス投資だから10年以下の投資が主だ。銀行は超過準備付利(現行金利でも日銀は年間で1.3兆円を銀行に支払う＝銀行への日銀補助金、政策金利が2%となれば10兆円)で超長期国債から撤退した。結局市場危機時の円高期待(純債権大国でホームバイアスが強い)の海外勢ばかりが残った。海外勢の保有は5割を超えた。懸念は超長期国債市場の流動性が無い事だ。先物市場が無いだけでなく、スワップ市場が機能しない。超長期スワップでリスクが取れるのは世界に3社しか無い。(JP、ミュンヘン再保険、ジェネラリー)危機時にスワップ市場が機能しない事はリーマンショック後混乱で明確だ。生保運用資産の半分は日本国債で、超長期国債比率はその半分だ。結局生保運用資産の4分の1が超長期国債だ。国債評価は原価法で評価損は出ない。しかし、強制低価減(5割減価)で突如評価損が表面化する。強制低価減は、法律上は5割だが、3メガは3割で行う。大手生保も会計上の保守主義原則から3割で行う筈だ。金融システム不安の引き金時期は意外に近い。一度時価評価の扉が開けば、満期保有目的債券、責任準備金対応を

含めて含み損対応を求めるのが市場だ。トラスショックに引き金を引いたのが、英国生保だった事を忘れてはならない。母集団が海外勢となった(5割を超えた)から超長期国債の値付けは海外勢の常識に従う。10年以下国債とは異なりリスクプレミアムが拡大する。(母集団の差異)一方遅れる正常化で政策金利は異常に低い。その結果として政策金利と超長期国債との金利差は、伊を抜いてG7で最大となった。金利曲線から見れば市場は大きな財政リスクを見ている。もし、それでポピュリズム減税なら海外勢主導でトリプル安(超長期金利上昇 株価下落、円安)が起き市場が混乱しても驚きはない。財政の緩みが市場の反撃にあうのは市場の常識だ。

このレポートは、あくまでも情報提供が目的であり、その結果については責任を負うものではありません。投資の決断は、あくまでも投資家自身の判断に基づいて行ってください。無断転載、引用を固く禁じます。

市川正弘（イチカワ マサヒロ）

profile

京都大学 法学部卒業

北陸銀行、ソシエテ・ジェネラル、キャピタル・パートナーズ証券を経て2014年10月に独立。現在に至る。国内機関投資家/外資系証券・国内証券と多様な職域ながら、資本市場畑を一貫して歩む。

本コメントは、市川リサーチ代表の市川正弘氏より当社に寄せられたものであり、内容について当社キャピタル・パートナーズ証券が関与するものではなく、市川正弘氏の個人的なコメントです。本コメントは信頼できると考えられる公開情報に基づき作成されたものですが、その内容の正確性及び完全性を保証するものではありません。本コメントに記載された内容等は作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。本コメントは投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。本コメントに含まれる情報のご利用にあたっては、投資家ご自身の判断と責任でご利用ください。

キャピタル・パートナーズ証券株式会社 金融商品取引業者

関東財務局長（金商）第62号 日本証券協会加入、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会加入