

# 国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

2026年5月22日

## 長期金利上昇を主導する要因の変化と先行きへの示唆 ～タームプレミアム主導の金利高が映す財政・金融政策への警戒～

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 上席研究員

久後 翔太郎

[shotaro\\_kugo@iima.or.jp](mailto:shotaro_kugo@iima.or.jp)

### < 要旨 >

- ◆ 足元で上昇基調にある長期金利を、「リスク中立金利」(≒金融政策見通しが反映される部分)と「タームプレミアム」(≒各種リスクが反映される部分)に分解し、その動きの特徴からイールドカーブ・コントロール撤廃以降の期間を3つのフェーズに整理すると、直近では「タームプレミアム」が長期金利を押し上げている点に特徴がある。
- ◆ 背景には、政府が積極財政スタンスを示すなか、日本銀行の利上げペースは緩やかなものにとどまるとの見方が市場で広まっていることがあるとみられる。積極財政に伴う将来的な国債発行の増加への警戒に加え、こうした金融政策見通しが円安を通じてインフレ期待を高めており、これらの経路を通じて「タームプレミアム」が押し上げられている。
- ◆ 政府の積極財政スタンスは当面続く公算が大きい。また、日本銀行は利上げを進めていく公算が大きい、そのペースは緩やかなものにとどまるだろう。このため、タームプレミアムが主導する形での長期金利の上振れリスクには引き続き警戒が必要だ。

## 1. はじめに

長期金利の上昇が続いている。5月18日には長期金利が一時2.8%に達し、約29年半ぶりの高水準を記録した。本稿では、日本銀行によるイールドカーブ・コントロール（以下、YCC）撤廃後の長期金利の動向を、その特徴に応じて3つのフェーズに整理したうえで、足元で長期金利が上昇している背景を探り、先行きへの示唆を見出す。

## 2. YCC 撤廃後の長期金利の3つのフェーズと直近のフェーズに見られる特徴

YCC 撤廃後の長期金利の動きの特徴を把握するには、その構成要素である「リスク中立金利」と「タームプレミアム」に分解したうえで、両者の傾向を捉えることが有用だ<sup>1</sup>。リスク中立金利とは、長期金利のうち、将来の政策金利に対する市場の見方を反映する部分である。いわば「今後の政策金利の平均的な水準」であり、市場が日本銀行の追加利上げを強く織り込む場合や、政策金利の最終到達水準（ターミナルレート）の見通しが上振れる場合には、リスク中立金利の上昇が長期金利を押し上げる。

他方、タームプレミアムは、長期金利からリスク中立金利を除いた部分である。換言すれば、市場参加者が、長期国債を保有することに伴うリスクを受け入れる代わりに要求する追加的なリターンである。例えば、財政状況の悪化に対する懸念、インフレ見通しの不確実性、国債需給の悪化、海外金利の上昇などにより、投資家が長期国債を保有するためにより高いリターンを求める場合、タームプレミアムが上昇する。

以上を念頭に、リスク中立金利とタームプレミアムの推移を踏まえると、YCC 撤廃後の長期金利の動きは大きく3つのフェーズに整理できる。

### **(1) フェーズⅠ：金融政策正常化の下でリスク中立金利・タームプレミアムが同程度上昇**

YCC 撤廃後から2025年2月頃までの局面（フェーズⅠ）では、長期金利は緩やかに上昇したが（図1上）、その内訳を見ると、リスク中立金利とタームプレミアムが同程度上昇した点に特徴がある（図1下：フェーズⅠ）。円安の急速な進行に伴うインフレ率の高まりを背景に、マイナス金利政策の解除やYCC 撤廃後も、日本銀行が利上げを進めるとの見方が広がったことが、リスク中立金利を押し上げたとみられる。同時に、海外金利が上昇する中、YCC 下で抑制されていた長期金利の正常化が進んだことや、インフレ率の上昇によりインフレ期待の不確実性（インフレリスクプレミアム）が高まったことなどが、タームプレミアムを押し上げたとみられる。

### **(2) フェーズⅡ：米相互関税をめぐる不確実性の高まりで長期金利の上昇ペースが鈍化**

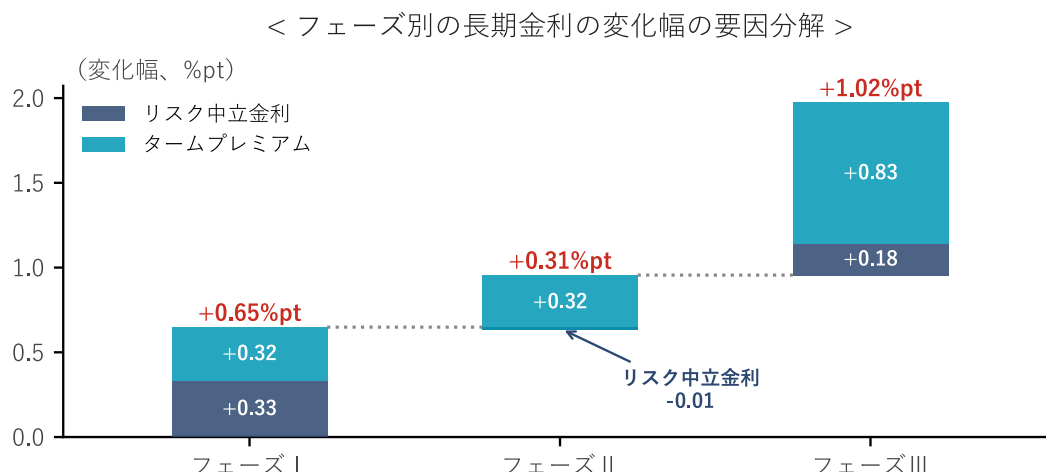
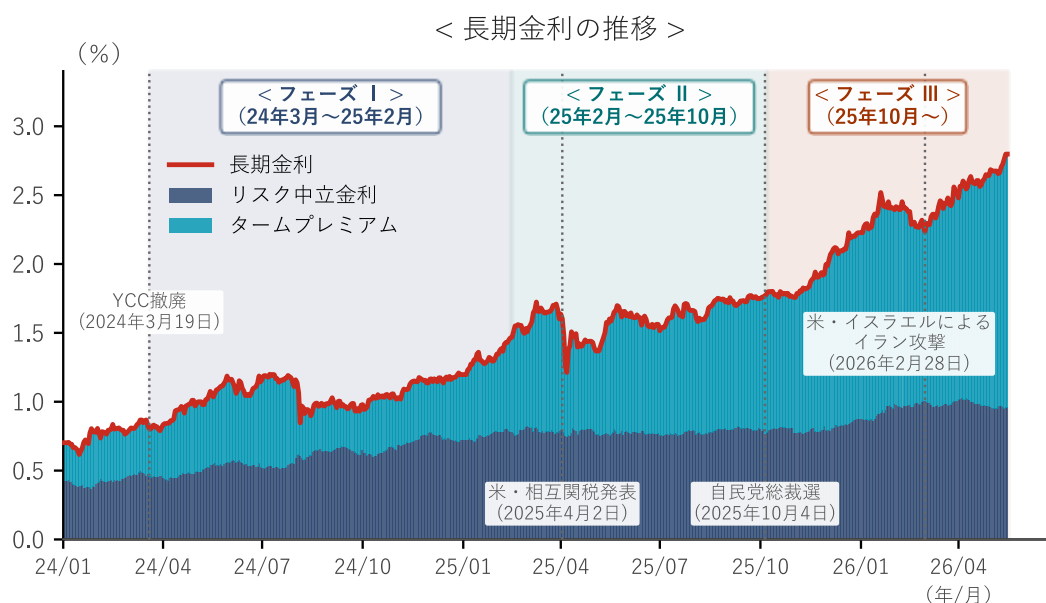
フェーズⅡ（2025年2月から2025年10月頃の局面）に入ると、リスク中立金利は概ね横ばいで推移した（図1下：フェーズⅡ）。2025年4月には米国による相互関税が発

---

<sup>1</sup> 本稿では、大和JGBタームプレミアムと大和JGBリスク中立金利（いずれも10年物）を用いた。

表され、日本に対しても予想を上回る高い関税率が適用される可能性が浮上した。これを受けて景気後退リスクが高まったことが、リスク中立金利の上昇を抑制したとみられる。一方、タームプレミアムは、相互関税の発表直後に一時的に低下したものの、その後は上昇した。米国の長期金利においても、リスク中立金利が低下する一方で、タームプレミアムはトランプ政権の政策運営をめぐる不確実性の高まり等を背景に上昇していたことから、こうした動きが日本に波及した可能性がある。

図 1 2025 年 10 月以降の長期金利上昇はタームプレミアム主導という特徴



(注)リスク中立金利とタームプレミアムの双方のトレンドから転換局面を判定し、各フェーズを設定した。  
 (資料)Bloomberg より国際通貨研究所作成

### (3) フェーズⅢ：「積極財政・緩やかな利上げ観測」によるタームプレミアム主導の上昇

フェーズⅢは2025年10月から現在に至る局面であり、自民党総裁選を経て高市政権が成立した時期が大まかな起点となる。長期金利の大幅上昇に加え、その上昇をタームプレミアムが主導している点に、このフェーズの特徴がある（図1下：フェーズⅢ）。

この特徴は、財政・金融政策に対する市場の見通しが複合的に作用した結果として生じているとみられる。財政政策見通しという面では、高市政権の掲げる「責任ある積極財政」に伴う将来の国債発行増加が国債需給のバランスを悪化させる可能性を、市場がより強く意識するようになったことで、タームプレミアムが押し上げられたとみられる。

インフレ率の上振れリスクへの警戒が広まっているフェーズⅢのような状況で積極財政の機運が高まれば、通常は、日本銀行が利上げを通じてインフレ抑制を図るとの見方が強まり、リスク中立金利の上昇が見込まれる。しかし実際には、フェーズⅢにおけるリスク中立金利の上昇幅はわずかだ。金融政策見通しという面では、日本銀行が大幅な利上げに踏み切りにくいとの見方が市場で広がっている可能性がある。

こうした見方の下では、内外金利差が意識され、円安が進みやすくなる。その結果、輸入物価の上昇を通じてインフレ圧力がさらに強まる。フェーズⅢでは実際に、円安が進行し、ブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）に見る期待インフレ率も高まっている。こうした期待インフレ率の上昇は、日本銀行の利上げが限定的にとどまると市場が見込むなかでは、リスク中立金利ではなくタームプレミアムに反映されやすい。さらに、インフレ見通しに対する不確実性の高まりも、タームプレミアムを押し上げる方向に作用していると思われる。

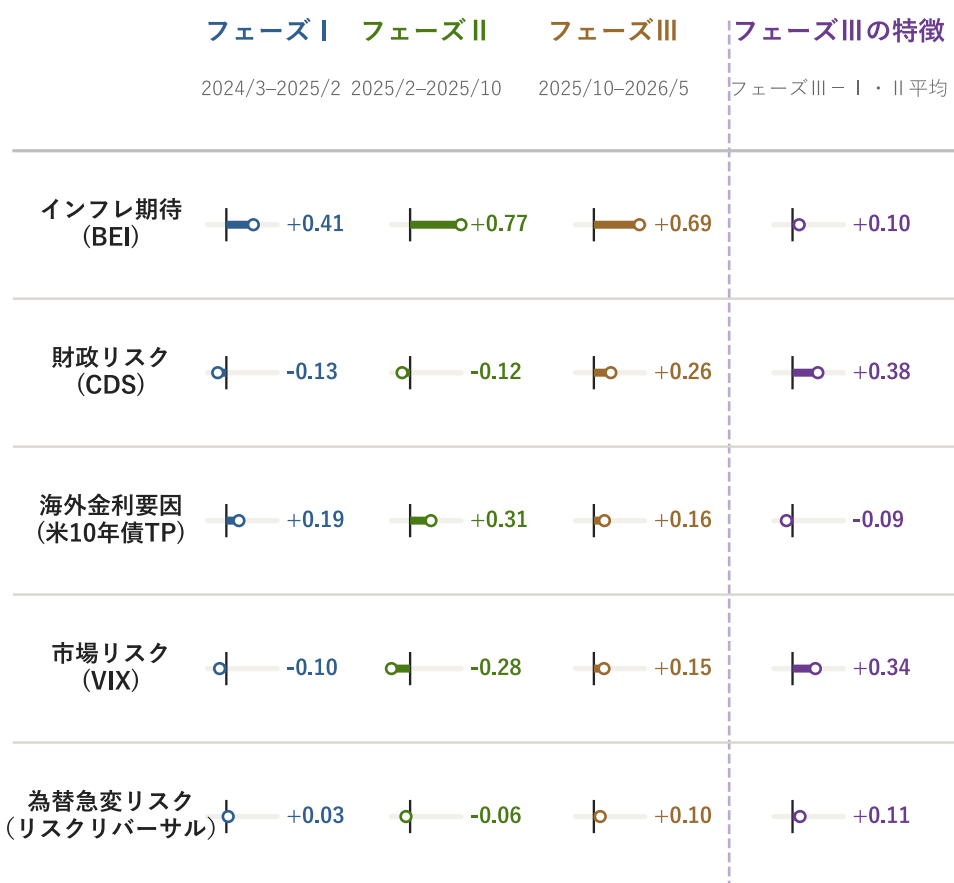
また、イラン情勢の緊迫化も、タームプレミアム主導の長期金利上昇という傾向を強める要素として働いている。緊迫化に伴う原油価格の大幅な上昇や石油化学製品の減産は、典型的な負の供給ショックである。物価面では、輸入物価の上昇を通じてインフレ率の上振れリスクを高める一方、景気面では、景気の下押し圧力を増大させることで、日本銀行が大幅な利上げに踏み切りにくいとの見方を強める。すなわち、今回のような負の供給ショックの下では、期待インフレ率が上振れしやすい一方、市場による利上げの織込みは限定的にとどまりやすい。このため、「積極財政・緩やかな利上げ観測」とは異なるメカニズムではあるものの、今回の負の供給ショックは、期待インフレ率の上振れがタームプレミアムを通じて長期金利を押し上げやすいというフェーズⅢの傾向を強めている。

### 3. フェーズ別に見たタームプレミアム上昇要因の変化

次に、フェーズIIIにおけるタームプレミアム主導の長期金利上昇の背景について、金融市場の各変数がタームプレミアムに与える影響度合いをフェーズごとに比較することで、定量的な側面からも検討する。

図2の値は、各変数がタームプレミアムに与える影響の度合いを表している。左の3列はフェーズI～IIIにおける影響度合いを示し、最右列はフェーズIIIの値とフェーズI・IIの平均値との差を取ることで、フェーズIIIでの変化を捉えやすくしている。

図2 フェーズごとに見た各変数のタームプレミアムへの影響度合い



(注)日本の10年債タームプレミアムを被説明変数とし、インフレ期待(ブレイク・イーブン・インフレ率、BEI)、財政リスク(CDS)、海外金利要因(米国10年債タームプレミアム)、市場リスク(VIX指数)、為替急変リスク(リスクリバーサル)の5つの変数を説明変数とする回帰分析を行った。推計の安定性を確認するため、フェーズ別に係数を推計する手法(交差項回帰)、60日間のローリングで推計する手法、係数の時間変化を逐次的に追う手法(TVP回帰)の3手法を用い、その平均値を採用している。なお、図中の数値は、単位(%、ドル、指数値など)や変動の大きさが異なる変数同士を比較できるよう、「標準化係数」を表示している。

(資料)Bloombergより国際通貨研究所作成

インフレ期待(ブレイク・イーブン・インフレ率、BEI)に着目すると、フェーズI(+0.41)と比べて、フェーズII以降では影響度が大きくなっていることは注目に値する(フェーズII:+0.77、フェーズIII:+0.69)。これは、フェーズIと比較してフェーズII・IIIでは、インフレ期待の高まりがタームプレミアムをより大きく押し上げていることを意味する。第2章で確認した通り、フェーズII・IIIの特徴として、リスク中立金利の上昇幅は限定的となっていることが挙げられる。市場が日本銀行の利上げペースは緩やかなものにとどまるとみる中、円安を通じたインフレ期待の上振れがタームプレミアムに反映される度合いが大きくなっているとの解釈と整合的だ。もっとも、第2章ではこの点をフェーズIIIの特徴として指摘したが、量的に見れば、こうした傾向はフェーズIIの段階ですでに表れていた可能性がある。

また、フェーズIIIにおける変化のうち、とりわけ注目されるのは、財政リスク(CDS)の影響度の変化である。フェーズI・IIでは影響度がマイナスで符号条件を満たさなかったが、フェーズIIIではCDSの影響度が正に転じている。これは、フェーズIIIにおいて、財政運営への警戒感がタームプレミアムに反映されやすくなっている可能性を示唆している。高市政権の下で積極財政の確度が高まり、将来の国債需給に対する市場の警戒感が強まったとの第2章の整理とも整合的である。

#### 4. タームプレミアム主導の長期金利の上振れリスクには引き続き警戒が必要

最後に、先行きの長期金利を見通す上でのポイントを整理し、本稿を締めくくりたい。

本稿の考察を踏まえれば、長期金利の上振れリスクに警戒が必要な局面は今後も続くと思われる。フェーズIIIでは、積極財政への警戒と緩やかな利上げ観測が、タームプレミアム主導で長期金利を押し上げる要因になっていると指摘したが、当面は財政・金融政策の大幅な転換を見込みにくいからだ。

財政政策という側面では、財政運営の中核目標の転換が注目される。経済財政諮問会議では、財政運営の中核目標を、これまでの単年度プライマリーバランス(PB)中心の管理から、債務残高対GDP比の安定的な低下に転換し、PBについては複数年で管理するという提案がなされている<sup>2</sup>。これにより、単年度の収支に縛られず、政府が複数年にまたがる投資を実行しやすくなることで、「責任ある積極財政」を進めやすくなる側面がある。このため、政府による積極財政スタンスは当面は続く可能性が高い。

もっとも、こうした目標の転換は、財政規律の緩みにつながるとの見方を市場に生じさせる可能性もある。将来のPB黒字を見越して、PB赤字を短期的に許容しても、景気の下支えや歳出拡大への政治的圧力が残るなかでは、将来の政府に財政健全化のコミッ

<sup>2</sup> 筒井義信・永濱利廣・南場智子・若田部昌澄(2026)「[予算編成の在り方の抜本見直しに向けて\(基本原則の提案\)](#)」経済財政諮問会議提出資料(資料2)、2026年4月13日。

トメントを守るインセンティブが十分に働かない可能性がある。これは、現時点では望ましいとされた将来の政策計画が、将来時点の政府にとっては必ずしも望ましい政策ではなくなるという、典型的な「時間的非整合性」の問題である。この問題の重要な含意は、財政規律が実際に緩んでから「将来時点の」タームプレミアムが反応するのではなく、将来において緩む可能性を市場が現時点で織り込むだけで、「現時点の」タームプレミアムが押し上げられる点にある。経済財政諮問会議では、市場の信認確保の重要性も強調されているが、政府が積極財政スタンスを取り続けるなか、国債需給の緩和に加え、中期的な財政規律の維持に市場が懸念を抱くことで、タームプレミアムが上昇するリスクに警戒が必要だ。

金融政策という側面で先行きの長期金利の動向を考えるうえでは、やはり日本銀行の利上げ姿勢が重要となる。市場では2026年6月または7月に日本銀行が0.25%ptの利上げに踏み切るとの見方があるが、仮に利上げが実施されたとしても実質金利はマイナス圏にあり、緩やかな金融環境は維持される。その後の利上げスタンスも併せて示されなければ、円安の進行やインフレ期待の高まりといったリスクが発現する可能性も相応にあるだろう。

以上を踏まえると、第2章・第3章で確認した、財政リスクやインフレ期待の上振れ懸念がタームプレミアムを押し上げる構図は、当面続く可能性が高い。

当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、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2026 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <https://www.iima.or.jp>