2026 年 8 月 12 日　全 6 頁

高市政権誕生後の長期金利をどうみるか

2035 年に 3.3～4.0%程度で、海外保有拡大で更なる上昇も

経済調査部　エコノミスト　秋元 虹輝
チーフエコノミスト　神田 慶司
エコノミスト　吉井 希祐

［要約］

- 日本の 10 年物国債利回り（長期金利）は直近の 2026 年 7 月で、G7 諸国の中で最低水準にある。景気循環の影響を除去した上で、財政状況との関係を長短金利スプレッドで見ても同様だ。背景には、長らく続いたデフレや累次の金融緩和策、潜在成長率の低迷に加え、国債保有が国内投資家に偏ってきたことなどがある。もっとも、こうした環境は変わりつつある。日本銀行（日銀）の金融政策の正常化が進む中、銀行等も規制対応を背景に国債保有余力が制約されやすく、長期金利に対する上昇圧力は中長期的に続くとみられる。

- 高市政権誕生（2025 年 10 月）から 2026 年 6 月までの長期金利の変化幅は＋1.0%pt 程度で、内訳は「期待短期金利成分」が＋0.3%pt 程度、「タームプレミアム」が＋0.7%pt 程度だった。短期金利見通しの不確実性やその背後にある物価見通しの不確実性の高まり、財政規律に対する市場参加者の懸念などがタームプレミアムを中心に長期金利を押し上げた可能性が示唆される。一方、日銀のバランスシート縮小による影響は限定的だったとみられる。

- 推計した長期金利関数に 2035 年までの見通しや想定を当てはめると、長期金利は 2030 年に 3.1～3.4%程度、2035 年に 3.3～4.0%程度へと上昇すると試算される。さらに、海外投資家の国債保有割合が高まることでリスクプレミアムが上乗せされれば、長期金利は 2035 年に 6%近くまで高まる可能性が示唆された。長期金利の過度な上昇を回避し、企業に積極的な投資を促すためにも、高市政権は成長戦略の推進とともに必要な財源確保や制度改革を進め、債務残高対 GDP 比を 2030 年代も安定的に引き下げることが重要だ。

株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目 9 番 1 号 グラントウキョウ ノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測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。㈱大和総研と大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

日本の 10 年物国債利回り（長期金利）は 2025 年秋から上昇基調を強め、2026 年 7 月 9 日には一時 2.9%台に乗せた。背景としては、日本銀行（日銀）による金融政策の正常化や物価・政策金利見通しの高まり、海外金利の動向などに加え、高市早苗政権の経済財政政策の影響も指摘されている。

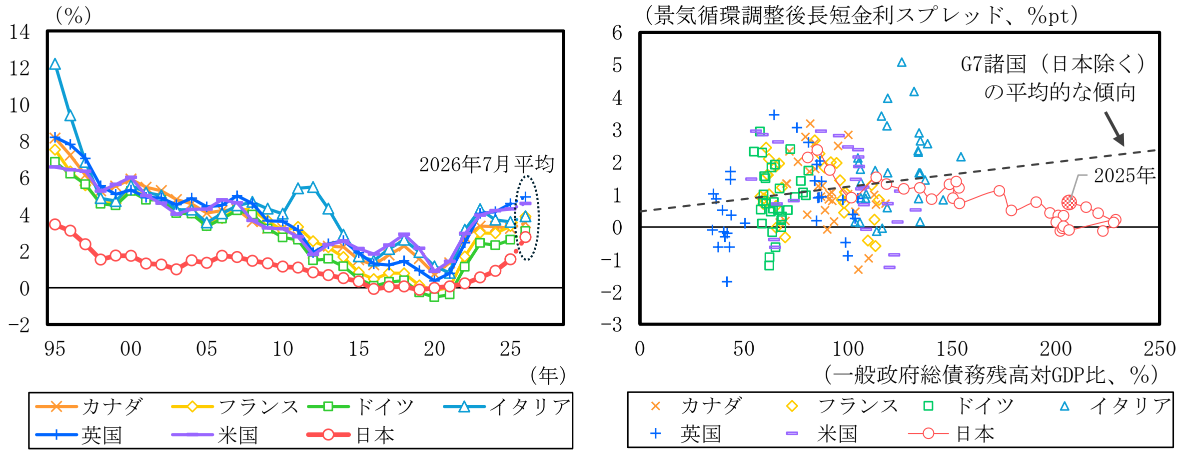
そこで本稿では、国際比較や日本の長期金利の要因分解などを通じて金利上昇の背景を整理するとともに、長期金利が今後 10 年程度でどれくらいまで上昇し得るのかを検討する。

1. 上昇基調が強まった長期金利の背景

日本の長期金利は国際的になお低く、更なる金利上昇の可能性

図表 1 左では 1995 年以降の長期金利の推移を示したが、日本の長期金利は長期間にわたって低位にあり、直近の 2026 年 7 月でも G7 諸国の中で最も低い水準にある。景気循環の影響を除去した上で、財政状況との関係を長短金利スプレッドで比較しても同様だ（**図表 1 右**）。

図表 1：G7 諸国における長期金利の推移（左）、長短金利スプレッドと債務残高対 GDP 比の関係（右）



（注）右図は日本を除く OECD 加盟国のうち、1 人あたり GDP（2025 年、購買力平価ベース）で上位 20 カ国を対象としたパネルデータをもとに、下記の固定効果モデルで推計（推計期間:1996 年～2025 年）して得られた成長率ギャップ（実質 GDP 成長率－潜在成長率）の係数を用い、景気循環が G7 諸国の長短金利スプレッド（10 年債利回り－3 カ月物短期市場金利）に与える影響を除去。定数項は 10%有意、一般政府総債務残高対 GDP 比の係数は 1%有意、成長率ギャップの係数は 5%有意。

長短金利スプレッド＝0.254＋0.011×前年の一般政府総債務残高対 GDP 比＋0.062×成長率ギャップ＋国固定効果＋時間固定効果

（出所）Bloomberg、IMF、OECD 統計より大和総研作成

背景には、長らく続いたデフレや日銀による累次の金融緩和策、潜在成長率の低迷などがある[1]。また、日本国債の保有主体が国内投資家に大きく偏っていたことも低金利の一因とみられる。家計金融資産の増加などを背景に、国内の銀行や生命保険会社、年金基金などが国債の主

[1] このほか、長期金利が安定してきたファンダメンタルズ面での要因としては、経常黒字（民間部門の貯蓄超過）、高水準の対外純資産や外貨準備高なども挙げられる。

要な投資家となってきた。さらに量的・質的金融緩和策が導入された2013年春以降は、日銀が国債買い入れを大規模に進めた。結果として、国内投資家よりも高いリスクプレミアムを求める傾向が強い海外投資家の保有割合は低水準にとどまった。

だが、こうした環境は変わりつつある。金融政策の正常化を進める日銀は国債買入れの減額を通じてバランスシートの縮小を進めており、以前は国債の受け皿として存在感が大きかった銀行等についても、2016 年にバーゼルⅢで銀行勘定の金利リスク（IRRBB）規制が加わり、国債保有に対する制約が増した（国内では 2018 年から段階的に導入）。国債市場における海外投資家のプレゼンスは今後高まっていくとみられ、長期金利に対する上昇圧力は中長期的に続くだろう。

短期金利の先高観やインフレを含めた不確実性の高まりなどが長期金利を押し上げ

長期金利は、①市場参加者の将来にわたる短期金利見通しを反映した「期待短期金利成分」と、②短期金利見通しの不確実性、国債需給、財政規律への懸念などを反映した「タームプレミアム」の2つの要因に大別することができる。これらの推計値はモデルによって幅があるが[2]、以下では一橋大学教授の中島上智氏が公表する潜在金利モデルによる推計値[3]に基づき、近年の日本の長期金利の変動要因を確認する。

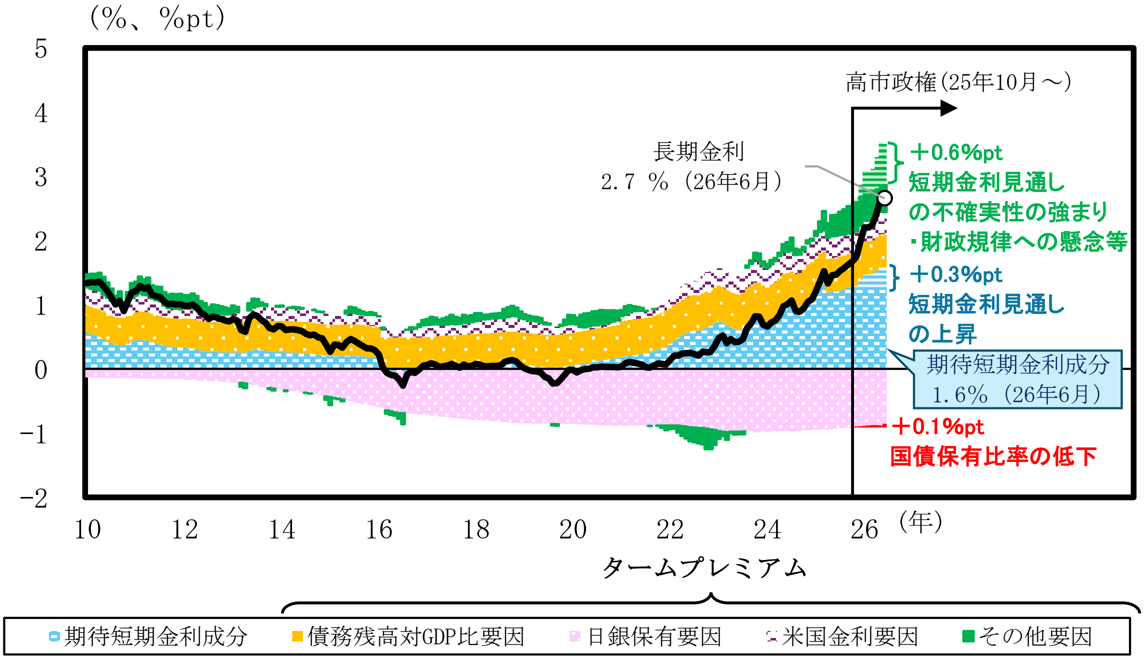
図表 2 では日本の長期金利を、①「期待短期金利成分」、②「債務残高対 GDP 比要因」、③「米国金利要因」、④「日銀保有要因（日銀による国債保有割合の影響）」、⑤「その他要因」に分けて示している。②～⑤はタームプレミアムの内訳だ。

長期金利は 2026 年 6 月で 2.7%（期待短期金利成分：1.6%pt、タームプレミアム：1.1%pt）だった。高市政権が誕生した 2025 年 10 月以降の変化幅は＋1.0%pt 程度で、このうち期待短期金利成分が同＋0.3%pt 程度、タームプレミアムが同＋0.7%pt 程度だった。これは経済政策や財政運営方針の変化、中東情勢の緊迫化などがタームプレミアムを中心に長期金利を押し上げた可能性を示唆している。

タームプレミアム上昇の大部分は「その他要因」（上記変化幅＋0.7%pt 程度のうち＋0.6%pt 程度）である（**図表 2**）。短期金利見通しの不確実性やその背後にある物価見通しの不確実性の高まり、財政規律に対する市場参加者の懸念などを反映しているとみられる。一方、日銀保有要因は同＋0.1%pt 程度である。日銀の国債買入れの減額は慎重に進められており、バランスシートの縮小による国債需給への影響は限定的だったとみられる。

[2] 代表的な推計手法の一つである ACM モデルで推計された日本のタームプレミアムは長期金利との相関が強く、金利上昇局面ではタームプレミアムが拡大しやすい。また、円金利スワップ金利から期待短期金利成分を算出すると、期待政策金利の不確実性に対するプレミアムが含まれ得るため、不確実性が高まる局面では期待短期金利成分が拡大しやすくなる（その分だけタームプレミアムの拡大は抑えられる）。
[3] https://sites.google.com/site/jnakajimaweb/yieldj

図表 2：日本の長期金利（10 年物国債利回り）の推移とその変動要因



（注）「期待短期金利成分」は、一上響・上野陽一（2013）「ゼロ金利下におけるタームプレミアムの推計：日米英の長期金利の分析」ワーキングペーパーシリーズ No. 13-J-6　日本銀行、Nakajima, J. (2025) “Impact of US monetary policy spillovers and yield curve control policy” Discussion Paper Series A.760, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University の “Expected Rate”、それ以外の要因は、同タームプレミアムを以下の回帰式を用いて要因分解したもの（推計期間:2005 年 1 月～2025 年 12 月）。国債の日銀保有割合は 2026 年 3 月までは四半期実績を月次化し、4 月以降は中村文香（2026）「日銀 QT の現在地と国債買入れ減額停止の影響」（大和総研レポート、2026 年 6 月 11 日）に基づく。公債等残高対 GDP 比は内生性の問題を回避するために前年度の値を使用。定数項は有意ではなく、それ以外の係数は 1%有意。調整済み決定係数は 0.78。タームプレミアムについて単位根検定を実施したところ、単位根を有するという帰無仮説は 1%有意で棄却された。

タームプレミアム＝0.071＋0.003×前年度の公債等残高対 GDP 比－0.018×国債の日銀保有割合＋0.076×米国金利

（出所）一上・上野（2013）、Nakajima（2025）、中村（2026）、内閣府、Bloomberg、日本銀行より大和総研作成

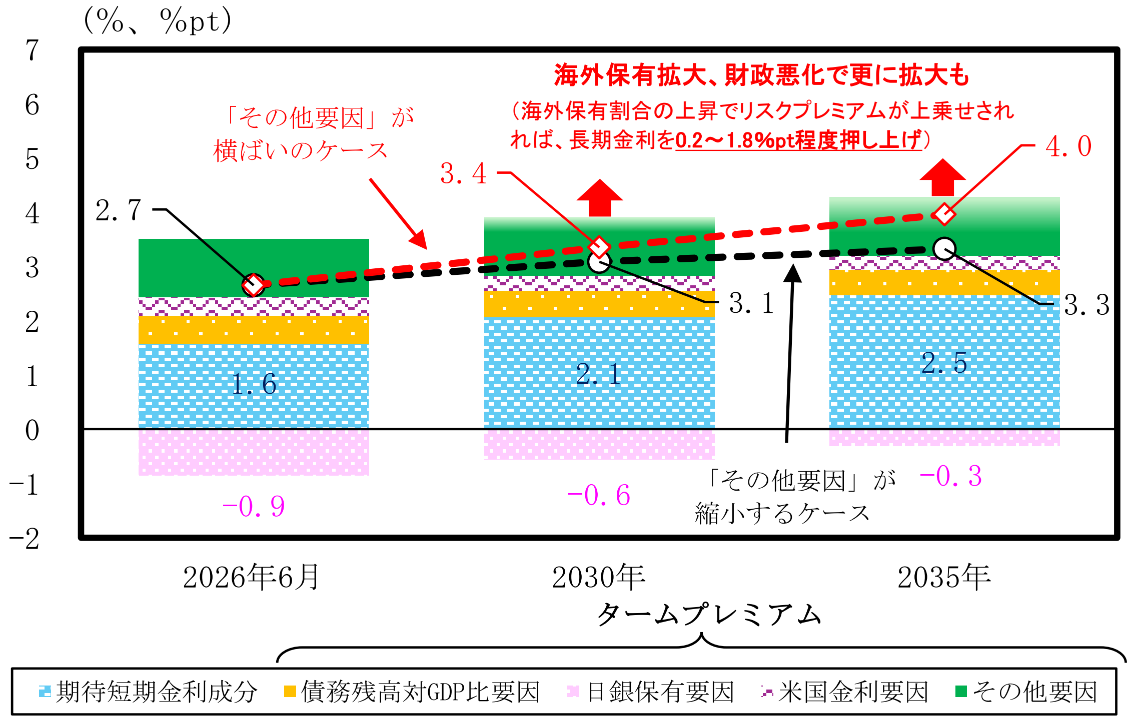
2.　長期金利は今後 10 年程度でどこまで上昇するか

2035 年の長期金利は 3.3～4.0%程度、国債の海外保有割合上昇の影響を考慮すれば 6%近くに

こうした分析結果をもとに、今後 10 年程度の長期金利の先行きを検討する。**前掲図表 2** の各要因に 2035 年までの見通しや想定を当てはめることで得られた金利水準が**図表 3** だ。

期待短期金利成分の推移は中島氏が公表する超長期（15 年物と 20 年物）の期待短期金利成分に織り込まれた、市場参加者の短期金利見通しなどから算出した。期待短期金利成分は 2026 年 6 月で 1.6%pt 程度だが、それが 2035 年で 2.5%pt 程度まで上昇するとみられる。

図表 3：日本の長期金利（10 年物国債利回り）の将来推計



（注）「期待短期金利成分」は、一上・上野（2013）、Nakajima （2025）の年限別の“Expected Rate”から、2026 年 6 月末時点で市場が織り込んでいる将来の短期金利の見通し経路を推計し、それを用いて 10 年債の「期待短期金利成分」の経路を推計。それ以外の要因は、図表 2 の注で示した回帰式と、各説明変数についての当社見通しからタームプレミアムの経路を推計。「その他要因」が縮小するケースは、その他要因が 2035 年にかけて 2025 年 9 月の水準まで縮小すると想定し、「その他要因」が横ばいのケースは、同要因が 2026 年 6 月の水準で維持されると想定。IRRBB 規制による銀行の国債追加保有余力については中村文香（2025）「国債保有のスムーズな移行に向けた課題」（大和総研レポート、2025 年 2 月 28 日）、日銀の国債保有額見通しについては中村文香（2026）「日銀 QT の現在地と国債買入れ減額停止の影響」（大和総研レポート、2026 年 6 月 11 日）を参考にした。財政及び米国金利などは当社の中期見通しに基づく。
（出所）一上・上野（2013）、Nakajima（2025）、中村（2025）、中村（2026）、矢作・藤原（2026）、各種統計より大和総研作成

日銀保有要因については、中村（2026）[4]で示された日銀の国債保有額見通しと、当社の「第 229 回日本経済予測（改訂版）」（2026 年 6 月 8 日）で「現状投影シナリオ」として示された財政見通しをもとに作成した（債務残高対 GDP 比要因は後者に基づく）。その結果、2026 年 6 月で▲0.9%pt だった日銀保有要因による長期金利の下押し幅は、2035 年で▲0.3%pt 程度まで縮小すると試算される。一方、米国金利要因は当社の中期見通しに基づくが[5]、2035 年の長期金利に与える影響は比較的小さい。

とりわけ不確実性が大きいのは「その他要因」だ。2026 年 6 月で＋0.6%pt だった「その他要因」が、仮に高市政権誕生直前の 2025 年 9 月の水準まで縮小すれば、長期金利は 2030 年に

[4] 中村文香（2026）「日銀 QT の現在地と国債買入れ減額停止の影響」（大和総研レポート、2026 年 6 月 11 日）に基づきつつ、レポート公表直後に開催された 6 月の金融政策決定会合の結果等を反映した（日銀の国債保有額は 2030 年末で 336 兆円程度、2035 年末で 216 兆円程度の見通し）。
[5] 米長期金利の中期見通しは矢作大祐・藤原翼（2026）「米国経済見通し　犠牲になるのは財政」（大和総研レポート、2026 年 1 月 21 日）に基づきつつ、公表後の経済情勢等の変化を反映した（2030 年で 3.7%、2035 年で 3.4%の見込み）。

3.1%程度、2035 年に 3.3%程度にとどまる。長期金利は足元よりも上昇するものの、大幅な上昇は回避される可能性が示唆される。一方、「その他要因」が 2026 年 6 月の水準を維持すると、長期金利は 2030 年に 3.4%程度、2035 年に 4.0%程度まで上昇する。

さらに、前述のように日銀のバランスシート縮小が進む中、海外投資家の保有割合（海外保有割合）が高まれば、リスクプレミアムが上乗せされる形で長期金利が一段と上昇する可能性がある。

当社の「第 222 回日本経済予測（改訂版）」（2024 年 9 月 9 日）では、海外保有割合が 1%pt 上昇すると長期金利は 0.07%pt 押し上げられると推計している。また、中村（2025）[6]では IRRBB 規制による銀行の国債追加保有余力を 2024 年 3 月末で 97～319 兆円と試算している。当社の「第 229 回日本経済予測（改訂版）」の財政見通しにこれらの結果を当てはめると、長期金利の押し上げ幅は 2035 年で＋0.2%pt～1.8%pt 程度と試算される（「その他要因」が横ばいのケースに当てはめると長期金利は 4.2～5.8%程度）。財政状況は利払い費の増加を通じて想定よりも悪化し、長期金利に更なる上昇圧力がかかるだろう。

高市政権が「責任ある積極財政」を円滑に進める上では、市場の信認維持が欠かせない。長期金利の過度な上昇は企業の投資行動を抑制し、成長戦略の実現可能性を低下させる。こうした状況を回避するためにも、成長戦略を積極的に推進するとともに必要な財源確保や制度改革を着実に進め、債務残高対 GDP 比を 2030 年代も安定的に引き下げることが重要だ[7]。

[6] 詳細は、中村文香（2025）「国債保有のスムーズな移行に向けた課題」（大和総研レポート、2025 年 2 月 28 日）を参照。2035 年の海外保有割合を試算するにあたり、銀行のバランスシートの大きさは実質横ばい（名目で物価並みに拡大）と想定した。

[7] 政府債務の実効利回りが名目 GDP を上回ることで債務残高対 GDP 比は 2030 年代に上昇基調へと転じる可能性があり、基礎的財政収支（プライマリーバランス）黒字の重要性は一段と高まるとみられる。詳細は、神田慶司・秋元虹輝（2026）「骨太方針のポイント②　～「責任ある積極財政」の試金石は 2030 年代に」（大和総研レポート、2026 年 7 月 15 日）を参照。