2026 年 11 月 26 日　全 13 頁

金利高への局面変化と日本経済への示唆

「強い経済」と「財政の持続可能性」の両立は金利高に脆弱

経済調査部　エコノミスト　田村 統久
エコノミスト　山口 茜
エコノミスト　秋元 虹輝
エコノミスト　菊池 慈陽
エコノミスト　龐 鈞文

[要約]

- 主要先進国の長期金利は 1980 年代～2010 年代に低下傾向を続けたが、2020 年以降はインフレの加速や中央銀行による量的引き締め（QT）、財政悪化に伴い上昇に転じている。今後も日英欧における QT や各国政府による純利払費の増加が続くとみられ、インフレ率の上振れリスクも小さくない。主要先進国の長期金利は総じて低下しにくい状況が続きそうだ。

- 国内金利の上昇は利子を通じて所得の分配に影響し、1%pt の長短金利の上昇は家計の純利息収入（実質消費）を 50 代以下の住宅ローン返済世帯で約 0.9 兆円（約 0.2%）減らし、60 代以上世帯で約 1.6 兆円（約 0.5%）増やすと試算される。企業では、国内金利高は特に非製造業の収益を下押しし、海外金利高は外需の減少を通じて製造業を中心に悪影響をもたらす。

- 金利上昇は設備投資の直接的な押し下げ要因となり、高市早苗政権が投資拡大を目指す戦略 17 分野の中では、特に「フュージョンエネルギー」「量子」など投資回収期間が長く、不確実性が高いとみられる分野で民間投資が停滞するリスクが大きい。

- 他方、投資が拡大して生産性が向上するなど、高市政権の成長戦略が一定程度実現しても、2040 年度にかけて長期金利が政府想定より 0.4～0.5%pt 程度上振れするだけで、公債等残高対 GDP 比の安定的な低下を見込みにくくなる。金利高の中でも「強い経済」と「財政の持続可能性」の両立を目指すには、成長戦略の実効性を高めるとともに、PB 黒字の確保・維持に取り組むことが一段と重要になる。

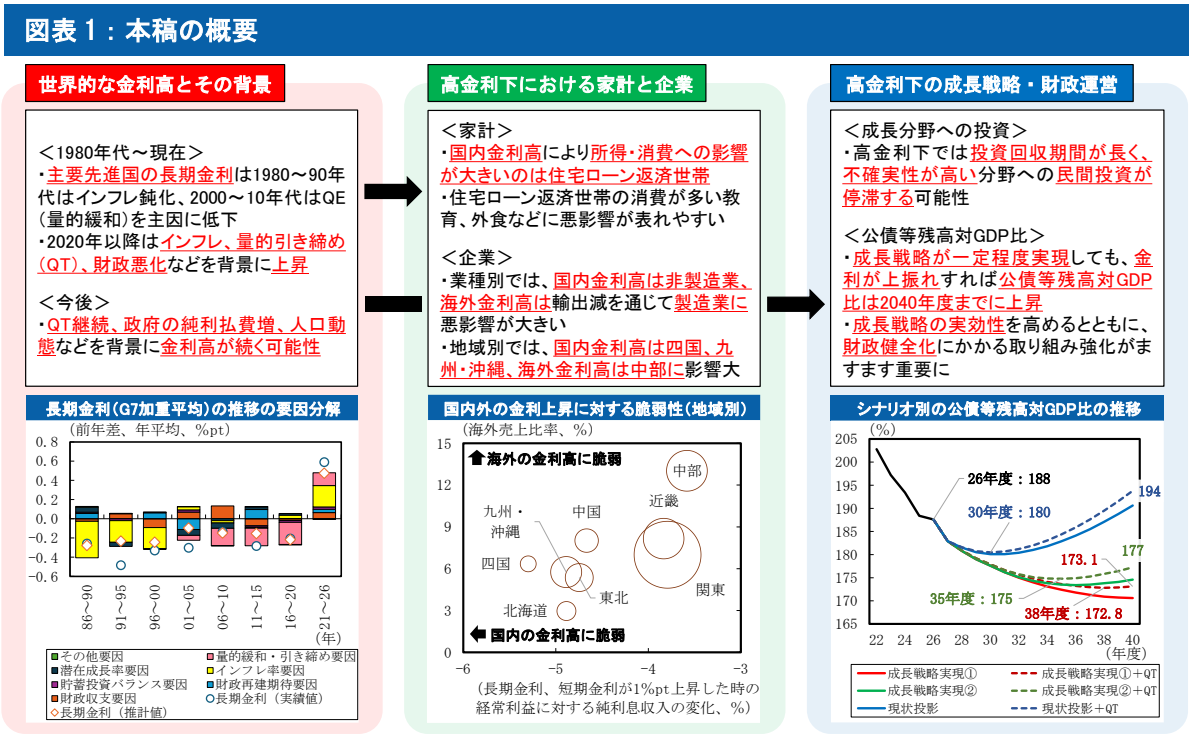
株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目 9 番 1 号 グラントウキョウ ノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研と大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

近年、主要先進国で長期金利の上昇が鮮明だ。1980 年代から 2010 年代にかけて低下傾向を続けたのち、2020 年頃を境に上昇基調に転じ、2026 年秋には米欧で十数年から二十数年ぶりの高水準を付けた。日本でも同年 9 月 25 日に一時 3.115%と、約 30 年ぶりの高水準となった。その後はやや低下したものの、11 月 18 日時点で 2.916%と高止まりしている。

金利上昇は、資金調達コストの増加を通じて設備投資や住宅投資などを抑制するほか、利子を介して負債の多い経済主体から金融資産の多い経済主体へと所得を移転させる面がある。家計や企業への悪影響は一部に偏る可能性がある。また、金利上昇は政府の純利払費を徐々に押し上げ、財政の悪化要因となる点にも注意を要する。

本稿では、世界的な金利高の背景を整理するとともに、こうした金利環境の変化が日本経済に及ぼす影響を検討する。概要は**図表 1** の通りである。2020 年頃から主要先進国で長期金利が上昇した背景には、各国・地域におけるインフレの加速や中央銀行による量的引き締め（QT）、財政悪化などが指摘され、今後も金利は低下しにくい状況が続くとみられる。国内金利の上昇は、家計では住宅ローン返済世帯の可処分所得を、企業では特に非製造業の収益を下押しする一方、海外金利の上昇は外需の減少を通じて製造業に悪影響が表れやすい。高市早苗政権は国内投資を促進しているが、金利上昇はそれを抑制する可能性がある。また、政府試算で 2040 年度まで低下する見込みの公債等残高対 GDP 比は、それ以前に上昇に転じるリスクもある。

図表 1：本稿の概要



（出所）各種統計・資料より大和総研作成

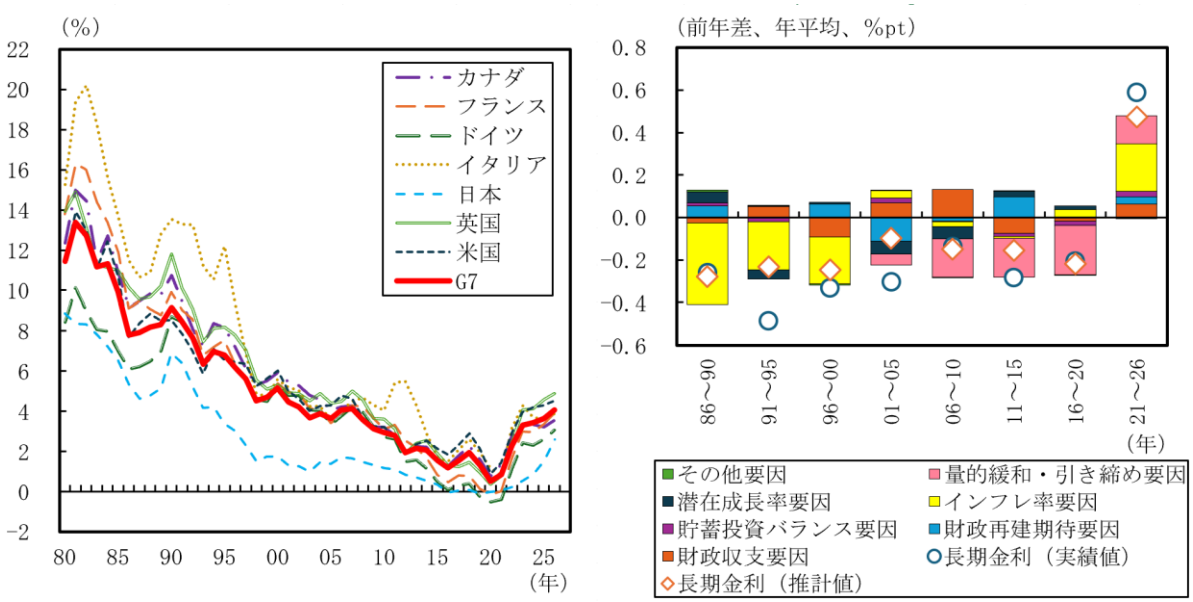
1. 世界的な金利高とその背景

インフレ・QT・財政悪化などを背景に主要先進国の長期金利は 2020 年頃より上昇

経済規模で加重平均した G7 の長期金利は、第 2 次石油危機に伴う高インフレとその抑制に向けた金融引き締めを背景に、1981 年に 13.4%でピークを付けた。その後は長期的な低下傾向が続き、2020 年の 0.5%で底を打ったのち、直近の 2026 年（11 月 18 日までの平均）には 4.1%まで上昇した（**図表 2 左**）。

中村・八木（2015）を参考に、長期金利の趨勢的な変動要因を分析したのが**図表 2 右**である。OECD 加盟 23 カ国のパネルデータ分析によれば、1980 年代後半から 1990 年代にかけての長期金利の低下は、主にインフレの減速によって説明される。背景には、供給面で 1980 年代後半以降に原油価格が低位で安定したことのほか、冷戦終結後のグローバル化の進展、技術革新に伴う生産性の向上などがある。政策面では、インフレ目標の導入や中央銀行の独立性強化などにより、物価安定に向けた金融政策への信認が高まり、インフレ予想の低位での安定につながったとみられることが挙げられる。

図表 2：G7 の長期金利の推移（左）と要因分解（G7 各国の加重平均金利、右）



（注 1）G7 の長期金利は 10 年国債利回り（2026 年は 11 月 18 日までの平均）を、各年の購買力平価換算した名目 GDP（2026 年は IMF 見通し）で加重平均したもの。データ制約により、右図の 1986～90 年は英国とドイツ、1991～95 年はドイツを除く。

（注 2）右図は中村・八木（2015）を参考に、長期金利を財政収支対 GDP 比、ネット債務残高対 GDP 比ダミー×財政収支対 GDP 比、国民負担率、貯蓄投資バランス（経常収支）対 GDP 比、インフレ率、潜在成長率、国債買入れダミー×マネタリーベース対 GDP 比、欧州債務危機ダミー、定数項でパネル推計した結果に基づく（国固定効果を考慮。各種ダミー、ラグ等の設定は中村・八木（2015）を参照）。推計期間は 1980～2025 年。対象国はアイスランドとトルコを除く OECD 原加盟国 18 カ国と日本、フィンランド、オーストラリア、ニュージーランド、韓国。いずれの係数も 1%水準で有意。財政収支要因は財政収支対 GDP 比とネット債務残高対 GDP 比ダミー×財政収支対 GDP 比、財政再建期待要因は国民負担率、量的緩和・引き締め要因は国債買入れダミー×マネタリーベース対 GDP 比、その他要因は定数項と国固定効果の寄与。

（出所）中村・八木（2015）、OECD、IMF、国連、フランス銀行、ニュージーランド準備銀行、Haver Analytics より大和総研作成

2000 年代から 2010 年代にかけての長期金利の低下は、インフレ要因よりも、各国・地域の中央銀行による量的緩和（QE）の影響が大きい。日本では長期停滞とデフレが続いた一方、米国ではサブプライムローン問題が発生し、2008 年に世界金融危機に発展した。欧州では 2010 年代前半に欧州債務危機が発生した。こうした中で、中央銀行は景気の下支えや低インフレ・デフレへの対応のため、国債の大規模な買入れを進めた。これにより、タームプレミアムの縮小を通じて長期金利が押し下げられたと考えられる。

その後の長期金利の上昇には、大きく 3 つの要因がある。第一に、インフレの加速だ。コロナ禍で実施された大規模な財政出動が、経済活動の再開による需要の急回復を後押ししたことや、ロシアによるウクライナ侵略を受けた食料・エネルギー価格の高騰、労働需給のひっ迫に伴う賃上げを通じたサービス価格の上昇がインフレ率を押し上げた。2026 年には米国・イラン戦争に伴うホルムズ海峡の事実上の封鎖が再びエネルギー価格を押し上げている。

第二に、各国・地域の中央銀行による QT である。金融緩和の過程で拡大したバランスシートを正常化するため、2022 年にイングランド銀行、カナダ銀行、米連邦準備制度理事会（FRB）が、2023 年に欧州中央銀行（ECB）が QT に踏み切った。2024 年には日本銀行（日銀）も国債買入れの減額を開始した。これにより、市場で消化すべき国債が増え、タームプレミアムの拡大を通じて長期金利が押し上げられたとみられる。

第三に、財政収支の悪化である。IMF（2026a）によると、2026 年（実績見込み）の G7 各国の財政収支対 GDP 比は、コロナ禍を背景に歳出が急拡大した 2020 年比では大きく改善しているものの、2019 年比では日本を除き悪化している（**後掲図表 3 中央**）。米英を中心に、純利払費の増加が 2026 年の財政収支を下押ししているほか、一部の国では財政運営の方針転換などが重しとなった面がありそうだ。ドイツは 2025 年、いわゆる「債務ブレーキ」を改正し、防衛費やインフラ投資、気候変動対策などへの支出拡大を打ち出した[1]。

QT・純利払費増・人口動態などに鑑みると、今後も金利が低下しにくい状況が続くか

近年のこうした局面変化は持続的なのだろうか。この点、長期金利の中期的な押し上げ材料になりそうなのが、QT の継続である。カナダと米国では 2025 年に QT が終了したものの、日英欧では今後も続く見込みだ[2]。日銀やイングランド銀行の国債保有残高と、ユーロ圏の APP（資

[1] パネルデータ分析では捕捉できないものの、米国のハイパースケーラーによる大量の社債発行が米国債の需要減につながり、米国債の金利上昇が他国の国債需要を下押しする形で金利高が波及している可能性もある。この点、2025 年 1 月～2026 年 10 月の米国債発行額（短期国債（Treasury Bills）を除く）に対するハイパースケーラー5 社（マイクロソフト、アマゾン、アルファベット、メタ、オラクル）の社債発行額の比率は年限 10 年未満で 2%、10～19 年で 13%、20～29 年で 9%、30 年以上で 52%と超長期で顕著に高い（年限計で 4%）。

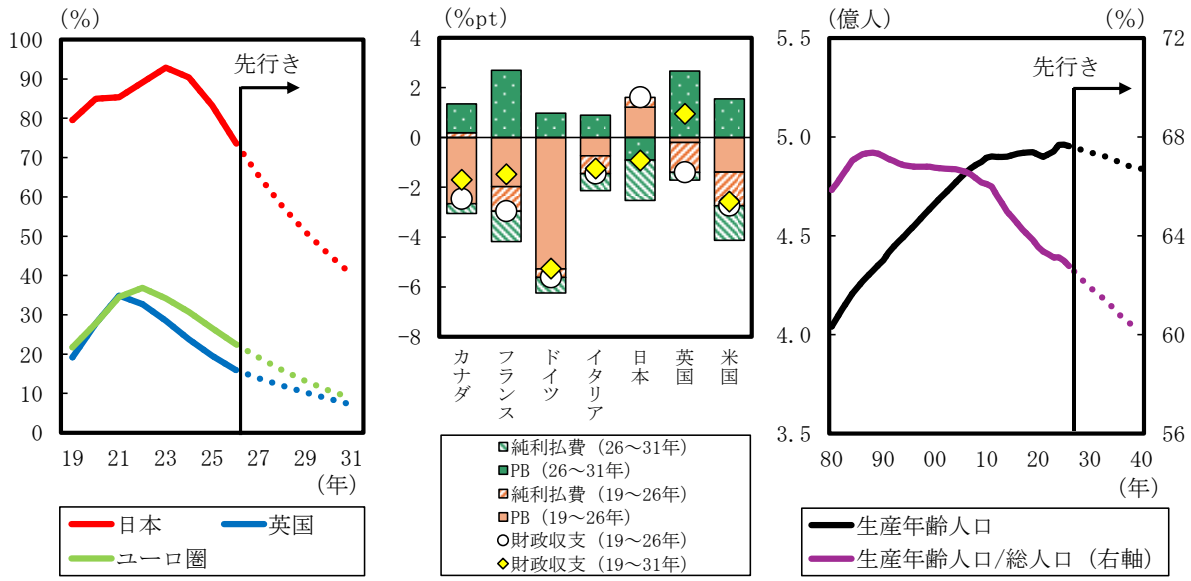
[2] 日銀は、2027 年 1～3 月までは原則毎四半期 2,000 億円程度ずつ月間の国債買入れ額を減額し、同年 4 月以降は月間 2 兆円程度の買入れを行うとしており、国債保有残高は 2030 年代半ばまで減少を続けると試算される（詳細は中村（2026）を参照）。イングランド銀行は、2026 年 9 月に 4,880 億ポンドだった国債保有残高を、2034 年までに 1,200 億ポンドまで減らす方針である。ユーロ圏の APP・PEPP 保有残高の先行きは ECB が集計・公表している金融アナリストへのアンケート結果（ECB（2026））を参照。なお、分母の名目 GDP は IMF（2026a）等に基づく。

産購入プログラム）・PEPP（パンデミック緊急購入プログラム）保有残高の先行きを対名目 GDP 比で試算したのが**図表 3 左**である。これによると、国債保有残高の減少規模が大きい日本を中心に長期金利に上昇圧力がかかることが示唆される。

また IMF （2026a） は、英国の財政収支対 GDP 比が 2026～31 年に大幅に改善すると予測する一方、日本は悪化し、その他の国も改善幅は小さいと予測している（**図表 3 中央**）。日本を除く各国ではプライマリーバランス（PB）対 GDP 比が改善するものの、長期金利上昇などを反映した純利払費の増加が重しとなると想定している。IMF のロドリゴ・バルデス財政局長は 2026 年 10 月 14 日の記者会見（IMF （2026b） ）で、財政収支の改善は保証されたものではなく、財政リスクが高まっていると指摘している。財政収支が見通しから下振れすれば、長期金利が一段と押し上げられる可能性もある。

G7 の平均的なインフレ率（2026 年 1～9 月平均で 2.9%）は、各国・地域中央銀行が目標とする 2%程度へと低下していく可能性があるが、上振れリスクは小さくない。中東・ウクライナ情勢の緊張は続いており、資源価格が再び高騰する恐れがある。米中間では 2026 年 9 月の一部関税引き下げで合意したものの、通商政策に不確実性が残る。供給網の強靭化の観点から世界的に進められている調達先の多様化などは、生産コストの押し上げ要因となり得る。さらに、G7 の生産年齢人口は 2025 年にピークを付けたとみられ（**図表 3 右**）、今後需要が拡大する局面では、労働需給のひっ迫を通じて物価に上昇圧力がかかりやすい。不確実性は大きいものの、主要先進国の長期金利は総じて低下しにくい状況が続くとみられる。

図表 3：各国・地域の中央銀行による国債保有残高対 GDP 比の推移（左）、財政収支対 GDP 比の変化（中央）、G7 全体で見た生産年齢人口の推移（右）



（注）2026 年は実績見込み、2027 年以降は予測値。左図における中央銀行の国債保有残高のうち、日本は中村（2026）、英国はイングランド銀行の公表資料、ユーロ圏は ECB （2026） に基づく（なお、ユーロ圏は APP （資産購入プログラム）・PEPP （パンデミック緊急購入プログラム） の保有残高を参照）。左図の名目 GDP は内閣府「国民経済計算」と IMF （2026a） 、中央図は IMF （2026a） 、右図は OECD 統計による。

（出所）内閣府、OECD 統計、中村 （2026）、ECB （2026） 、IMF （2026a） 、各種資料より大和総研作成

2. 高金利下における家計と企業

日本の家計・企業はストック面で金利高への耐性が高い一方、家計のフロー面には課題

金利上昇は設備投資や住宅投資を直接的に抑制する一方、利子を通じて所得の分配にも影響する。この点、G7 各国の家計・企業が有する負債（≒金利上昇に対する負担の規模）と、金融資産や受取利子（≒負担に対する耐性）を比較したのが**図表 4** である。

これによると、日本の家計は負債（可処分所得比）が主要先進国の中で平均的な水準にとどまる一方、負債に対する金融資産の比率はやや高く、ストック面では金利高への耐性が比較的高い。一方、住宅ローン残高のうち 1 年以内に金利改定が行われるものの割合は主要先進国の中で顕著に高い。住宅ローン返済世帯の割合自体は中位だが、こうした世帯が直面する利息負担に金利上昇が反映されるのは他国より早いとみられる[3]。

さらに、日本の家計の受取利子は支払利子の約半分にとどまり、主要国の中で最も低い。家計は金融資産を多く保有しているものの、その構成は現預金に偏っており、利息収入が増加しにくい。すなわち、日本の家計で注意すべきなのは負債全体の規模よりも、住宅ローン金利の改定により利息負担が増加する速さとその負担を吸収するフロー面の余力の乏しさにある。

他方、日本企業の有利子負債は可処分所得比でイタリアに次ぐ低さである。金融資産は有利子負債の 2 倍強に達し、比較的高い水準だ。また、受取利子は支払利子の約 2 倍と、主要先進国で唯一純利息収入がプラスである。日本企業全体で見れば、ストック・フローの両面で金利高に対する耐性が比較的高いと評価される。

図表 4：家計・企業の金利高に関連する指標の国際比較

影響大 耐性低	悪	良	影響小 耐性高	（%）	加	仏	独	伊	日	英	米
家計	規模			負債／可処分所得	172	108	77	73	112	123	93
	耐性			金融資産／負債	346	337	439	577	545	286	626
				受取利子／支払利子	－	98	72	95	53	62	74
	（参考）			住宅ローン返済世帯割合	38	24	17	10	26	29	39
				1年以内に金利改定がある住宅ローン残高比率	36	7	8	42	74	15	5
企業	規模			有利子負債／可処分所得	1291	1446	729	472	502	675	772
	耐性			金融資産／有利子負債	162	313	229	196	221	163	189
				受取利子／支払利子	－	73	77	22	194	57	51

（注）色分けは、図表内の各国の相対的な大小関係に基づく。企業は非金融法人企業、有利子負債は債務証券と借入金の合計。可処分所得は固定資本減耗を含むグロスベース。受取・支払利子は FISIM 調整前ベース。カナダは比較可能な利子のデータが取得できないため一部不記載。住宅ローン返済世帯割合は OECD Affordable Housing Database に基づく直近値。「1 年以内に金利改定がある住宅ローン残高比率」は、De Stefani and Mano (2025) に基づき、日本が 2022 年 1-3 月期、その他の国が 2022 年 10-12 月期。その他の指標は 2024 年。

（出所）OECD 統計、De Stefani and Mano (2025) より大和総研作成

[3] 日本で主流の変動金利型住宅ローンでは、一般に適用金利が半年ごとに見直される。一方、多くの商品には「5 年ルール」や「125%ルール」が設けられ、金利上昇に伴う月々の返済額の急増が抑制されるため、適用金利見直しの影響が家計のキャッシュフローに表れるまでには一定のラグがある。もっとも、利息負担そのものが軽減されるわけではなく、返済額が据え置かれる間は元金の減少が鈍ることになる。

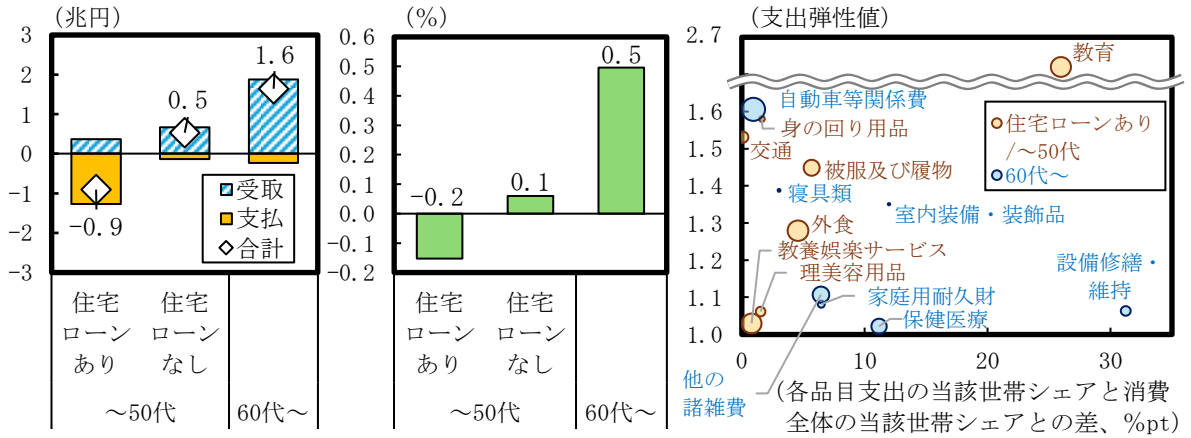
金利上昇により住宅ローン返済世帯の純利息収入が減少、消費への影響は品目ごとに濃淡

日本の家計に着目し、金利上昇による所得や消費への影響を世帯属性別に推計すると、住宅ローンを抱える世帯で弱さが際立つ。

図表 5 左は、長期金利と短期金利が 1%pt 上昇した場合の家計の純利息収入の変化を、世帯属性別に示したものである。さらに、年齢階級別に消費関数を推計し、純利息収入の変化が消費に与える影響を試算したのが**図表 5 中央**だ。住宅ローンを抱える 50 代以下の世帯では純利息収入が 0.9 兆円程度減少し、消費は 0.2%程度下押しされる。一方、金融資産を多く保有する 60 代以上の世帯では純利息収入が 1.6 兆円程度増加し、消費は 0.5%程度押し上げられる。家計全体で見れば金利上昇による受取利子の増加分が支払利子の増加分を上回るものの、その恩恵は高齢の資産保有世帯に、負担は住宅ローンを抱える現役世帯に集中し、世代間格差拡大の要因となり得る。

住宅ローンを抱える 50 代以下世帯と 60 代以上世帯のこうした消費の増減が品目別の需要に与える影響を示したのが**図表 5 右**である。縦軸は支出弾性値であり、消費支出全体が 1%変化した時に当該品目の支出が何%変化するかを表す。横軸は、各品目の支出全体に占める当該世帯の割合が、消費全体に占める当該世帯の割合よりどれほど大きいかを表す。右上に位置する品目ほど、当該世帯の消費が増減した時に、マクロで見た当該品目の支出が大きく変動しやすい。

図表 5：長期金利・短期金利が 1%pt 上昇した時の家計の純利息収入の変化（左）とその消費への影響（中央）、特定の世帯の消費が増減する時に消費全体に影響を与えやすい品目（右）



（注 1）世帯主の年齢階級別。世帯数は 50 代以下・住宅ローンありが 2 割程度、50 代以下・住宅ローンなしが 4 割程度、60 代以上が 4 割程度。
（注 2）左図は当社の「第 230 回日本経済予測（改訂版）」（2026 年 9 月 8 日）における試算値に基づき、受取利子は預貯金残高、支払利子は負債残高の年齢階級別比率・住宅ローンの有無別比率で按分した。
（注 3）中央図は、年齢階級別に下記の推計式で求めた実質消費に対する実質可処分所得の弾性値に基づき試算。dln(実質消費支出)＝α×dln(実質可処分所得)＋β×dln（実質純金融資産(-1)）＋各種ダミー。推計期間は 1994 年 4-6 月期～2026 年 4-6 月期。推計に用いた変数は、内閣府「国民経済計算」および日本銀行「資金循環統計」におけるマクロの数値を総務省「家計調査」「全国家計構造調査（全国消費実態調査）」「国勢調査」の結果を用いて、年齢階級別に按分した。実質可処分所得の弾性値はいずれも 5%水準で有意。
（注 4）右図の支出弾性値は、年収階級別の消費支出と品目別支出額から世帯数分布を考慮して推計。年間収入階級の最低と最高の階級を除いた。支出弾性値は 2019 年と 2024 年の平均値。住宅ローン返済世帯の支出弾性値は年齢計のデータに基づく。横軸のデータは 2024 年。バブルの大きさは当該世帯の 2024 年の支出額。
（出所）内閣府、総務省、日本銀行統計より大和総研作成

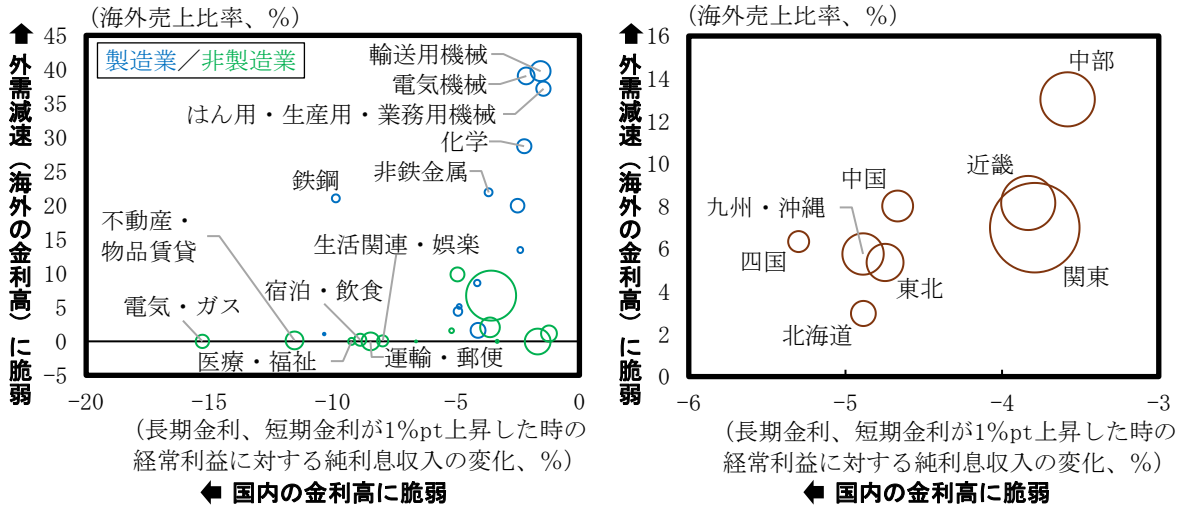
住宅ローンを抱える 50 代以下世帯では、子育て世帯が比較的多いことから教育が右上に位置しており、この世帯の消費減少の影響が特に表れやすい。また、外食や教養娯楽などのサービス消費や、被服などの身だしなみ関連の品目も下押しされやすい。一方、60 代以上世帯では設備修繕・維持や家庭用耐久財などの住まいに関する品目、健康関連の品目、自動車関連の品目で、純利息収入の増加による恩恵が表れやすいとみられる。

国内外の金利上昇の影響は業種によりまちまちで、産業構造を介して地域差に波及

日本企業に目を向けると、国内における金利高の影響は業種によりまちまちとみられる。また、他国で金利が上振れして同国の内需が減少し、日本からの輸出が下押しされる経路にも注意を要する。

この点、**図表 6 左**は、国内の金利上昇に伴う純利息収入の変化と、海外の金利上昇に伴う外需減速に対する企業の脆弱性を、業種別に示したものである。横軸は、長期金利と短期金利が 1%pt 上昇した場合に、純利息収入の変化が経常利益をどの程度押し下げるかを示しており、左に位置するほど国内の金利上昇に対する脆弱性が高いといえる。縦軸は海外売上比率であり、上に位置するほど、海外の金利上昇に伴う外需減速の影響を受けやすい。

図表 6：国内外の金利上昇に対する脆弱性（業種別（左）、地域別（右））



（注）金融保険業を除く。バブルの大きさは、左図は売上高（2025 年度）、右図は各地域の GDP（2023 年度）。横軸は当社の「第 217 回日本経済予測（改訂版）」（2023 年 6 月 8 日）における企業の純利息収入の試算値を更新した上で、産業別・企業規模ごとに支払利子等、預貯金額の比率で按分。地域別試算値は、地域ごとの業種別・企業規模別の企業分布を踏まえて算出。海外売上比率は売上高に占める輸出額の割合。製造業は日本銀行「全国企業短期観測調査（短観）」（2025 年度）、非製造業は経済産業省「経済産業省企業活動基本調査」（2024 年度）に基づく。上記統計で取得できない非製造業の業種について、農林漁業は農林水産省の各種統計に基づき、一次産品相当の輸出額／農林漁業の産出額とした。それ以外の業種はゼロとした。地域ごとの海外売上比率は、上記と地域ごとの業種別売上高を踏まえて算出したもので、該当地域の実際の海外売上比率を示すものではない。

（出所）財務省、総務省、経済産業省、農林水産省、内閣府、日本銀行統計より大和総研作成

これによると、国内の金利上昇に弱い業種は非製造業に多い一方、外需減速の影響を受けやすい業種は製造業に多い。非製造業では電気・ガス、不動産・物品賃貸、医療・福祉、宿泊・飲食などで国内の金利上昇による経常利益の下押し幅が相対的に大きい。これらの業種ではインフラや施設・設備の維持、不動産の保有などに伴う資金需要が大きく、借入金の利払い負担が収益を圧迫しやすい。また、宿泊・飲食や医療・福祉は規模の小さい事業者が多い。とりわけ医療・福祉は公定価格の下でコスト増を価格に転嫁しにくく、金利上昇による負担増が経営を圧迫し、業況が悪化する恐れがある。製造業では輸送用機械、電気機械、はん用・生産用・業務用機械、化学などで海外売上比率が高く、こうした業種は海外需要が減速した場合の影響を受けやすい。

業種別の影響度の違いは、産業構造を介して地域差にも波及する。地域別の業種分布を反映した**図表 6 右**によると、国内の金利上昇に対しては四国、九州・沖縄、北海道が相対的に脆弱だ。九州・沖縄と北海道は非製造業の比率が高いことが背景にあり、九州・沖縄は零細企業が多いことも影響している。四国は非製造業の比率が特に高いわけではないものの、中小企業を中心とする水運業で利払い負担が重く、地域全体の結果を押し下げている。他方、海外需要の減速に対しては、海外売上比率の高い輸送用機械の企業が集積する中部が影響を受けやすい。

3. 高金利下の成長戦略と財政運営

高金利下では投資回収期間が長い・不確実性が高い分野への民間投資が停滞する可能性

前述のように、金利上昇は設備投資などの直接的な抑制要因になる。高市政権は「危機管理投資・成長投資」などによる国内投資の拡大で日本経済の成長力強化を目指しているが、こうした成長戦略への影響も注目される。

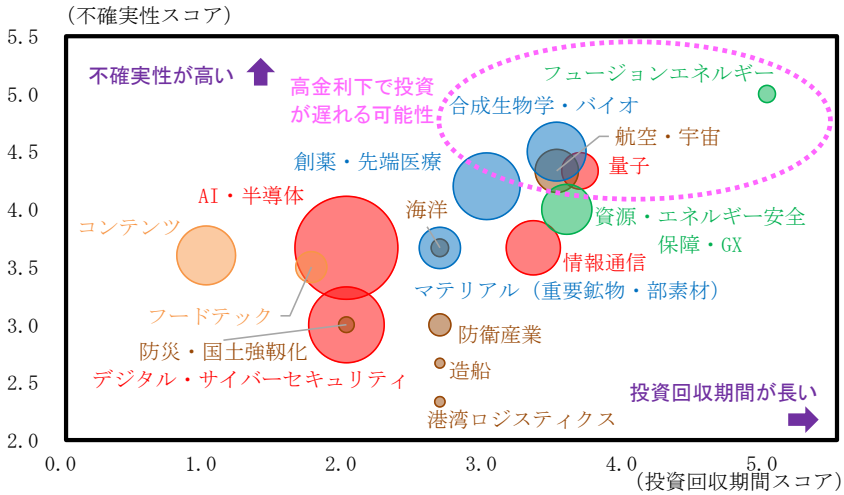
2026 年 7 月 21 日に閣議決定された「日本成長戦略」の戦略 17 分野の中でも、投資資金の回収に要する期間（投資回収期間）の長さや収益自体の不確実性により、金利高の影響は異なるとみられる。収益の獲得が遠い将来に偏る案件は、金利高によって将来収益の割引現在価値が大きく低下する（資金を預金などに回した場合の利回りが上がり、投資の相対的な魅力が低下する）ため、採算が悪化しやすい。また収益の不確実性が高く、投資後の資金を回収しにくい案件では、追加的な情報を得るまで投資を待つことに価値が生じる（Dixit and Pindyck (1994) など）。金利上昇はこうした案件で投資の採算判断に影響を及ぼし、投資の見送りや延期が起きやすくなるとみられる。

この点、17 分野の主要な製品・技術等の投資回収期間と収益の不確実性を生成 AI（GPT-5.6）によりスコアリングし、分野別に集計したのが**図表 7** である。この評価によると、コンテンツやフードテック、防災・国土強靭化などは回収期間が相対的に短く、不確実性も低い。他の条件が同じであれば、金利高による投資への下押し圧力は比較的小さいとみられる。一方、フュージョンエネルギー、量子、航空・宇宙、合成生物学・バイオなどは回収期間が長く、不確実性も高い。これらの分野では、採算の悪化と投資を待つ誘因の両方が働きやすく、高金利環境

下では他の投資に比べて投資の実行が遅れやすいとみられる。

仮にこれらの分野で投資が進展しなかった場合、民間投資の遅れを補うため、政府による追加支援が議論される可能性がある。しかし、追加支援が国債増発で賄われ、財政リスクが意識されて長期金利が上振れすれば、支援対象外の分野を含めて民間投資が一段と下押しされかねない点には注意が必要だ。

図表 7：17 の戦略分野別の投資回収期間と不確実性のスコア



（注）「日本成長戦略」の戦略 17 分野で想定された 64 の主要な製品・技術等に関して、内閣官房（2026）の記載内容に基づき、生成 AI（GPT-5.6）を介して「投資回収期間」と「投資収益の不確実性」の 2 軸で 1～5 にスコアリングし、各項目について独立に 3 回採点した結果の中央値を分野ごとに平均したもの。「投資回収期間スコア」は、投資の開始から、その投資に起因する累積キャッシュフローが初期投資額に達するまでの標準的な年数（回収年数）を 5 年刻みで区分したもの（1：5 年未満、2：5 年以上 10 年未満、3：10 年以上 15 年未満、4：15 年以上 20 年以下、5：20 年超）。「不確実性スコア」は投資時点で将来収益をどの程度予見可能かを表し、技術の実現性、市場性（需要）、事業環境（コスト、制度等）を考慮して判定したもの（5 に近いほど予見が困難）。バブルサイズは官民投資額、色は神田・秋元（2026）の整理に準拠。グリーン鉄は内閣官房（2026）では複数分野に計上されるが、ここでは「マテリアル」に計上した。

（出所）内閣官房（2026）、神田・秋元（2026）より大和総研作成

成長戦略が一定程度実現しても、金利が上振れすれば公債等残高対 GDP 比は上昇へ

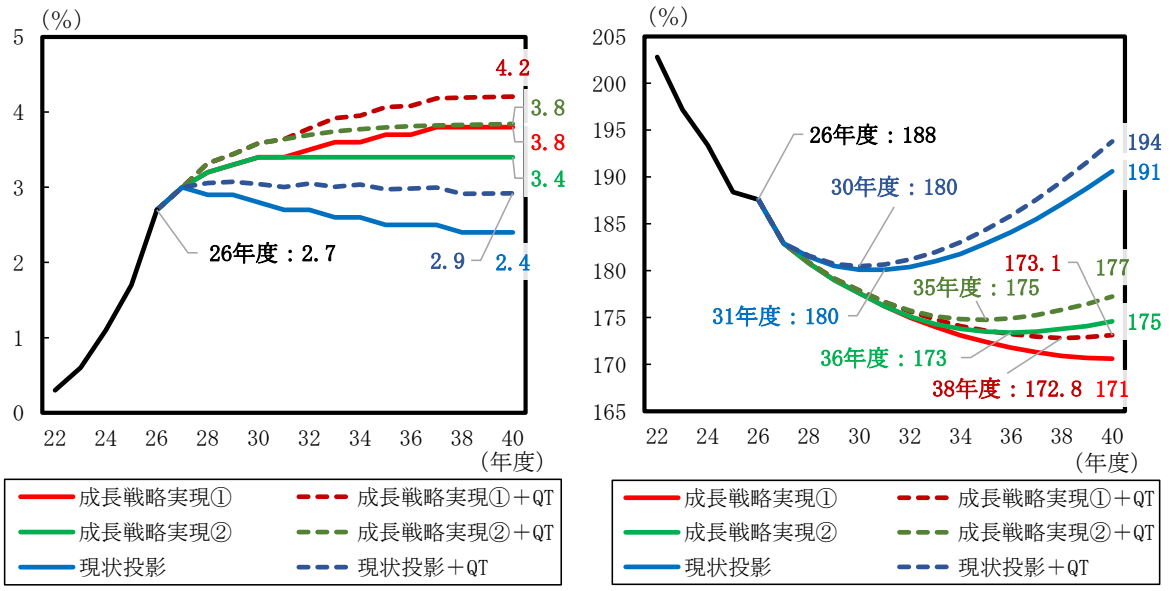
仮に成長戦略の想定や効果が一定程度実現して経済成長が加速しても、長期金利が政府の想定を上回って推移すれば、純利払費の増加を通じて公債等残高対 GDP 比の低下ペースが鈍ったり、上昇に転じたりする可能性がある。高市政権が目指す「強い経済」と「財政の持続可能性」の両立は、金利上昇に対して脆弱な面がある。

この点、内閣府（2026b）のシナリオ別に長期金利の上振れを想定し、公債等残高対 GDP 比の推移がどのように変化するのかを試算したのが**図表 8** である。「成長戦略実現ケース①」は成長戦略の効果が十分に発現すること（2021-25 年度で 0.5%の TFP 上昇率が 2040 年度で 1.4%に加速）、「成長戦略実現ケース②」はある程度発現すること（同 1.1%に加速）、「現状投影ケース」は発現しないこと（同 0.6%[4]で推移）を想定している。長期金利の上振れ幅には、前述し

[4] 第 16 循環から足元まで（2012 年 10-12 月期～2026 年 1-3 月期）の平均値。

た QT の効果を想定した。

図表 8：シナリオ別の長期金利（左）・公債等残高対 GDP 比（右）の推移



（注）「＋QT」は、2027 年度以降の長期金利が、長期金利を短期金利、公債等残高対 GDP 比の変化率（1 期ラグ）、日本銀行の国債保有残高対 GDP 比、定数項で重回帰した推計結果（推計期間は 1985～2024 年度。いずれの係数も 1%水準で有意）に従うと仮定。日本銀行の国債保有残高の見通しは中村（2026）、長期金利の上振れによる公債等残高対 GDP 比への影響は、内閣府（2026b）が掲載している感応度分析に基づく。

（出所）内閣府（2026b）、中村（2026）、各種統計より大和総研作成

長期金利を短期金利、公債等残高対 GDP 比の変化率（1 期ラグ）、日銀の国債保有残高対 GDP 比、定数項で重回帰した推計結果に基づくと[5]、日銀の国債保有残高対GDP比（2025年度で81%）が 2040 年度にかけて 19～21%まで低下する場合、長期金利は 2040 年度時点で内閣府の想定より 0.4～0.5%pt 程度上振れすると試算される（**図表 8 左**）。この場合、「現状投影ケース」と「成長戦略実現ケース②」の公債等残高対 GDP 比は上昇に転じるタイミングがそれぞれ 31 年度、36 年度に前倒しされる（**図表 8 右**）。「成長戦略実現ケース①」でも、2040 年度にかけて低下を続ける姿から、2038 年度に底を打って上昇する姿に変わる。

もっとも、上記の試算は QT の影響のみを織り込んだものであり、実際にはインフレ率の上振れや財政状況の悪化、それらの見通しに対する不確実性の高まりなどにより、長期金利に更なる上昇圧力がかかる可能性がある。特に、「『強く豊かな日本』投資枠」で発行される「つなぎ国債」の償還財源や、2029 年度から本格導入される予定の「就業者負担軽減支援金」の恒久財源は具体化しておらず、財政リスクが意識されやすい。海外金利の上振れなどにも注意が必要だ[6]。また、財政支出を拡大したにもかかわらず、「成長戦略実現ケース①・②」で想定される

[5] 推計期間は 1985～2024 年度で、いずれの係数も 1%水準で有意。なお、内閣府（2026a）によると、内閣府（2026b）における長期金利の推移は、基本的には長期金利を短期金利と公債等残高対 GDP 比の変化率（1 期ラグ）、定数項で重回帰した推計結果（推計期間は 1985～2024 年度）に基づく。

[6] 長期金利の上振れリスクには海外保有比率の上昇などもある。詳細は秋元・神田・吉井（2026）を参照。

ほど経済成長が加速しなければ、公債等残高対 GDP 比が上昇に転じる時期は更に早まる。

現在は低金利で発行された国債が多くを占め、実効金利が名目 GDP 成長率を下回っていることなどから、PB が赤字でも公債等残高対 GDP 比が低下する「財政ボーナス期」にある。しかし、前述のように 0.4～0.5%pt 程度の小幅な長期金利の上振れを想定するだけでも、成長戦略の実現による「強い経済」と「財政の持続可能性」の両立は難しくなり得る。日本の財政がこうした厳しい状況にあることに留意すべきだ。

長期金利の上昇が定着・加速することが懸念される中、高市政権が「強い経済」と「財政の持続可能性」の両立を目指すには、適切な進捗管理や施策の取捨選択を通じて成長戦略自体の実効性を高めるとともに、必要な財源確保や歳出改革などの取り組みを強化することが一段と重要になる。

PB 黒字の確保・維持は公債等残高対 GDP 比の上昇を直接抑えるだけでなく、財政運営に対する市場の信認を高め、長期金利の上振れリスクを和らげることも期待される。前述のように財源確保に向けた検討を加速させるほか、需給が引き締まる中で需要を過度に刺激し、インフレ懸念を強めるような経済対策を控えることも必要だ。

【参考文献】

De Stefani, Alessia, and Mano, Rui C. (2025) "Long-Term Debt and Short-Term Rates: Fixed-Rate Mortgages and Monetary Transmission," IMF Working Papers 2025, 024.

Dixit, Avinash K., and Pindyck, Robert S. (1994) "Investment Under Uncertainty," Princeton University Press.

ECB (2026) "The ECB Survey of Monetary Analysts: Aggregated Results: October 2026," October 30, 2026.

IMF (2026a) "World Economic Outlook: Resilience Under Strain, Urgent Choices," October 13, 2026.

IMF (2026b) "Press Briefing Transcript: Fiscal Monitor, Annual Meetings 2026," October 14, 2026.

秋元虹輝・神田慶司・吉井希祐（2026）「日本の長期金利、2035 年に 5%台の可能性」（大和総研レポート、2026 年 10 月 16 日）

神田慶司・秋元虹輝（2026）「骨太方針のポイント①　～危機管理投資・成長投資で高成長を実現できるか」（大和総研レポート、2026 年 7 月 13 日）

内閣官房（2026）「戦略 17 分野における『主要な製品・技術等』の官民投資ロードマップ」、2026 年 7 月 21 日

内閣府（2026a）「経済財政モデル（2026 年度版）　資料集」、2026 年 6 月

内閣府（2026b）「中長期の経済財政に関する試算」、2026 年 7 月 30 日

中村文香（2026）「QT 下で問われる銀行の国債買入れ余力」（大和総研レポート、2026 年 10 月 13 日）

中村康治・八木智之（2015）「財政状況と長期金利」（日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 15-J-7、2015 年 11 月）