

2026 年 9 月 4 日 全 9 頁

なぜ米長期債・超長期債利回りは 高止まりしているのか？

米国債への資金フローが構造的に変化

経済調査部

主任研究員

矢作 大祐

[要約]

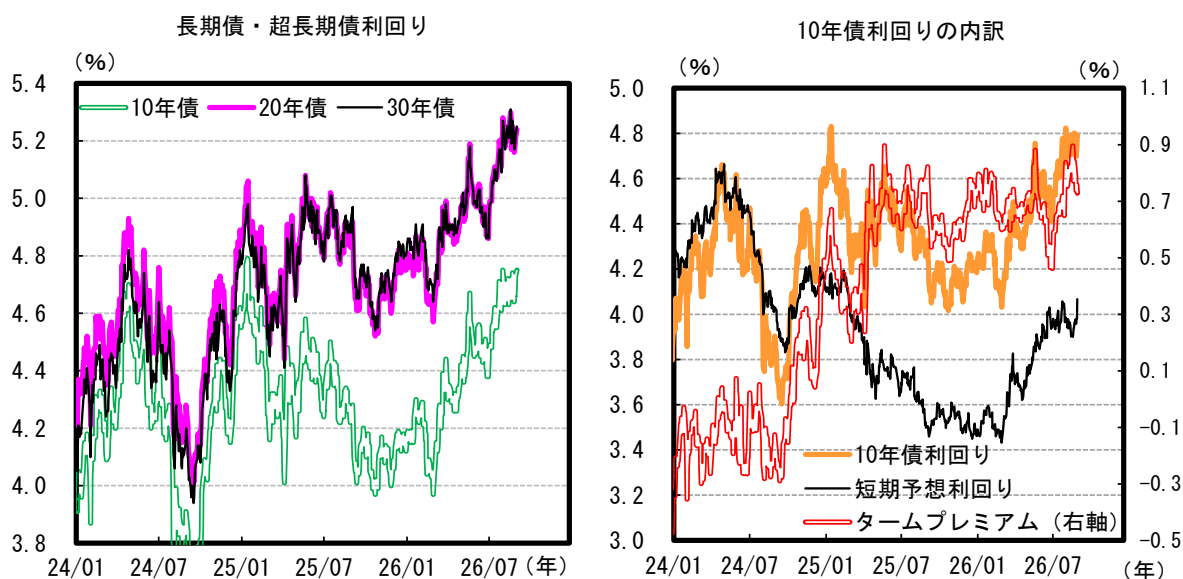
- 7 月以降の米長期債・超長期債利回りの高止まりは、利上げ織り込み（短期予想金利）の強化や財政赤字・国債増発だけでは説明しきれない。むしろ、AI 投資ブームを背景とした企業の巨額資金調達や、海外投資家による株式・社債への資金シフト、さらには外貨準備運用の多角化といった資金フローの構造変化が、国債需要を相対的に弱めている可能性がある。
- 実際、財政赤字は拡大しているものの、長期債・超長期債の発行額は過去のトレンドに沿った増加にとどまる。一方で、AI 投資の拡大に伴い、テクノロジー企業を中心に社債発行や株式発行が増加している。投資家から見れば、株式は高いリターンを享受でき、社債はミドルリスク・ミドルリターンを確保できる。国債以外の投資先の魅力が高まっているといえよう。
- 加えて、ロシア中央銀行のドル建て資産が凍結されたことなどを契機に、各国の中央銀行は外貨準備運用の多角化を進めている。外貨準備運用における金や非ドル資産への配分拡大は、これまで米国債市場を支えてきた海外公的部門の需要を弱める要因となり得る。
- 米長期債・超長期債利回りの高止まりは、国債供給の増加というよりも、企業の資金調達の増加等を背景とした、資金配分の構造変化とみるべきだろう。その意味では、ベッセント財務長官が公表した、バイバックの増額といった「弥縫策」だけで米長期債・超長期債利回りを大きく押し下げることが難しい。
- 米長期債・超長期債利回りの安定には、財政収支の大幅な改善が必要だが、ウェイトの大きい社会保障の抑制はハードルが高い。当面はエネルギー価格や地政学リスクの抑制を通じて、金融引き締め必要性を低下させるとともに、ドル資産への信認を高める取り組みが重要となる。

高止まりする米長期債・超長期債利回り

7月以降の長期債・超長期債利回りの上昇、及び高止まりを受け、8月19日にベッセント財務長官は国債のバイバックの増額を公表した。公表当日は長期・超長期債利回りが低下したが、翌20日には再上昇し、その後も高水準で推移している（図表1左図）。10年債利回りの内訳を見ると、3月から6月にかけては中東情勢の悪化がインフレ再加速をもたらし、利上げの蓋然性が高まるという見立てから短期予想金利が大幅に上昇した。足元でも8月末のジャクソンホール会議でのウォーシュFRB議長のタカ派的な講演内容を受けて、短期予想金利の変動が大きくなっているが、7月以降を均してみれば4%前後で推移している（図表1右図）。

一方、国債の需給等を反映するタームプレミアムは、7月以降に上昇トレンドに転じ、10年債利回りを押し上げている。前述のバイバックの公表を契機に、足元でタームプレミアムは上昇速度を緩めているものの、依然として高水準にある。本稿では、長期債・超長期債利回りが高止まりしている背景を検討するために、タームプレミアムの裏側にある米国債の需給動向を整理する。供給側として財政状況及び国債発行動向について概観した上で、とりわけ需要側の国債への資金フローの変化に注目し、分析する。

図表1 長期債・超長期債利回り、10年債利回りの内訳



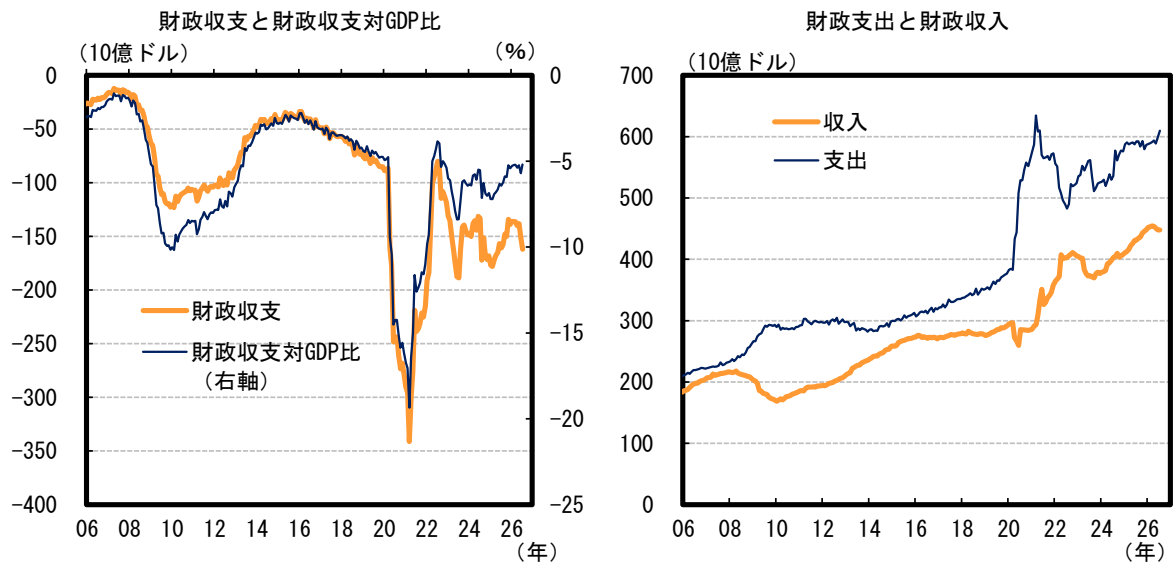
(出所) FRB、NY 連銀より大和総研作成

財政赤字は継続的に拡大も、長期債・超長期債の発行は急増していない

まず、供給側の財政状況について注目すると、ベッセント財務長官が指摘するように、財政収支対GDP比の赤字幅は縮小傾向にある（図表2左図）。しかし、これは名目GDPの伸びが財政赤字の拡大ペースを上回っていることによるもので、財政収支の赤字額は拡大傾向にある。財政収入と財政支出に分けて内訳を見ると、財政収入については、全体として頭打ちの兆しが見られる（図表2右図）。2025年に大幅に増加した関税収入は、IEEPA（国際緊急経済権力法）に

基づく関税の無効判決を受けて還付が増えたことで、足元で伸び悩んでいる。また、トランプ減税 2.0 を背景に法人税収や個人所得税収も抑制されている。財政支出に関しては、社会保障関連費が継続的に増加していることに加え、高金利による利払い費の増加や、国防費の増加が全体を押し上げている。

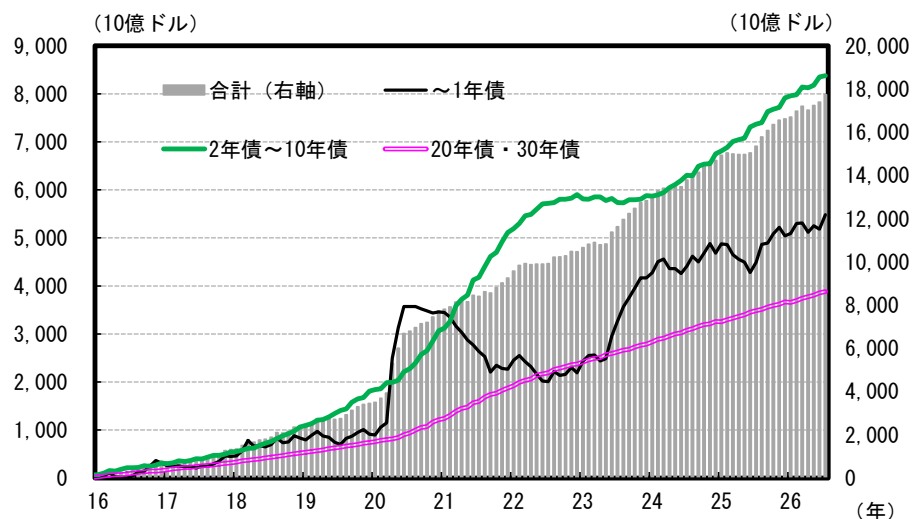
図表 2 財政収支と財政収支対 GDP 比、財政支出と財政収入



(注) 財政収支、財政収支対 GDP 比、財政支出、財政収入のいずれも 12 カ月移動平均。

(出所) 米財務省、BEA、Haver Analytics より大和総研作成

図表 3 年限別の国債のネット発行額累積値



(注) 2015 年 12 月を基準にネット発行額を累積。

(出所) SIFMA、Haver Analytics より大和総研作成

財政収支の赤字幅が拡大していることから、国債発行によるネットの調達額（発行-償還）も増加傾向にある（図表 3）。他方で、年限別の国債発行動向を見ると、利回りが相対的に安定している「～1 年債」、「2～10 年債」の発行が増えている一方で、利回りが上昇している 20 年

債・30年債の発行額自体は過去のトレンドに沿った増加にとどまる。足元の長期債・超長期債利回りの高止まりの主因を、財政収支の悪化を背景とした国債発行増（供給増）とする見方は、やや単純化にすぎるといえよう。

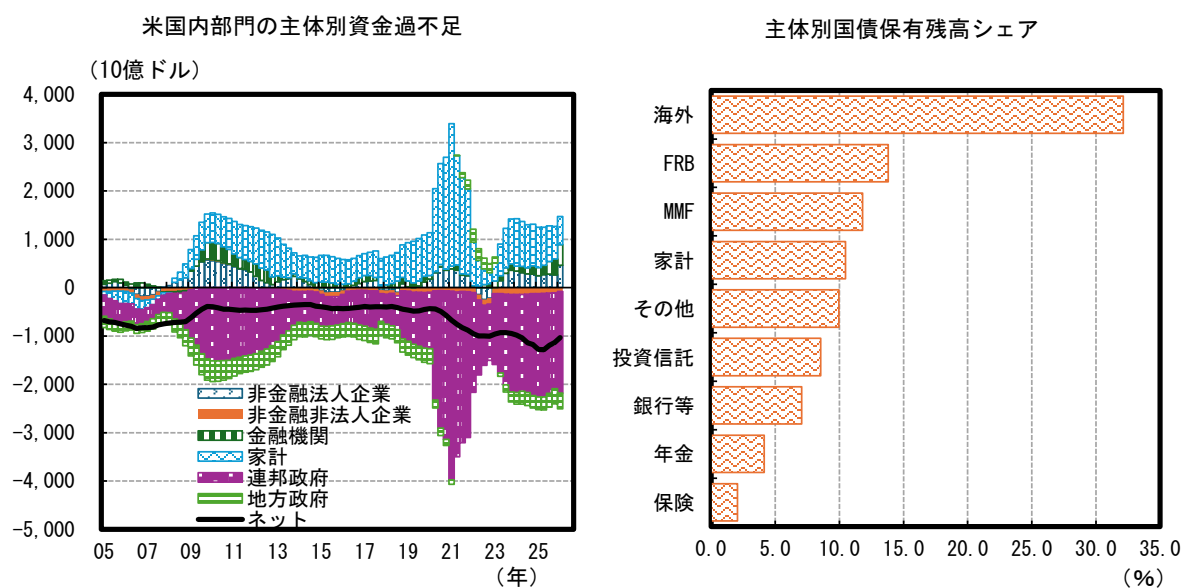
構造的に変化する米国債への資金フロー

国債の供給増だけで利回りの上昇を説明することが難しい以上、国債への資金フロー、すなわち、需要側の変化の有無にも注目すべきだろう。とりわけ、海外部門の対米投資動向が重要だ。米国は経常収支赤字が続いており、海外からの資金流入を通じて国内の資金不足を賄う必要がある。資金不足主体が恒常的に政府部門であることを踏まえれば、国債消化においても海外部門の資金フローがカギを握る（図表4左図）。実際に国債の主体別保有動向を見ると、FRBやMMF等の主な国内部門に比べて、海外部門のシェアが著しく高い（図表4右図）。

他方で、海外部門の主要資産のネットの資金フロー（取得-処分）を見ると、国債への資金フローはプラス（取得超）であるものの、足元でプラス幅は急激に縮小している（図表5左図）。主要資産も併せて見ると、株式への資金フローのプラス幅は拡大し、社債の資金フローのプラス幅も安定して推移している。直近は国債への資金フローが株式・社債を下回った。

では、海外部門からの国債への資金フローが鈍化し、株式や社債への投資フローが増加した背景は何か。以下で指摘するように、(1) 社債や株式といった企業部門の資金調達の増加により、投資家の選択肢が増えたこと、(2) 社債・株式に投資した場合のリターンが国債に投資した場合に比べて、リスク対比で魅力的であり、国債の魅力が低下している可能性があること、(3) 従来国債に投資してきた海外公的部門の国債離れ、の3点が要因として挙げられる。

図表4 米国内部門の主体別資金過不足、主体別国債保有残高シェア



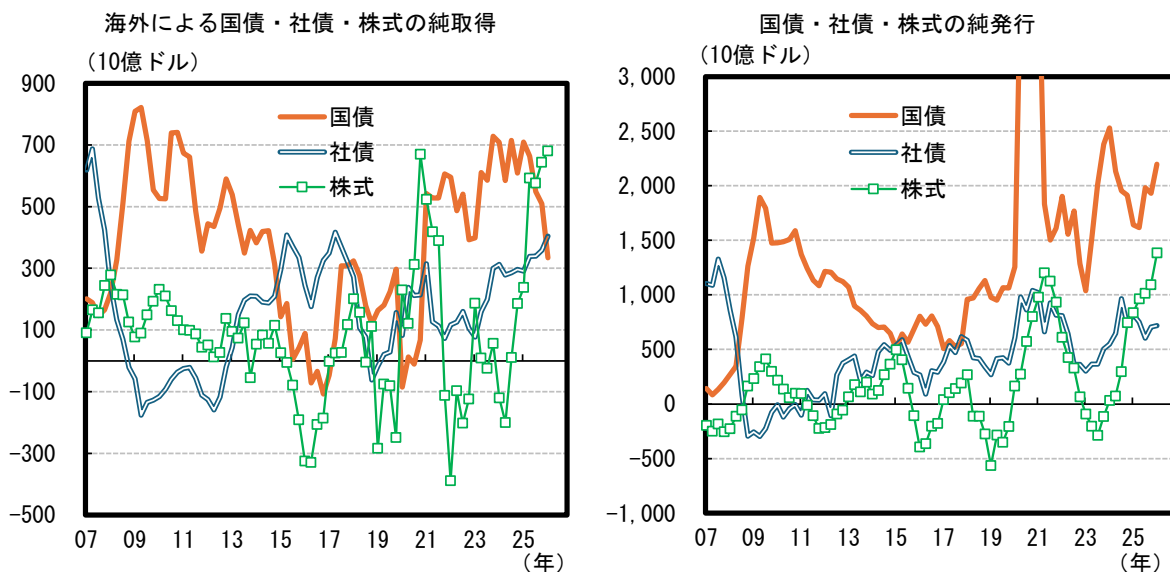
(注) 左図は4四半期移動平均。右図は2026年1-3月時点。

(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

(1) 企業部門の資金調達増加

国債への資金フローが鈍化している一つ目の要因は、株式のネット発行額が増えており、社債のネット発行額も底堅く推移するなど、企業の資金調達が増加していることが挙げられる（図表 5 右図）。社債の発行動向について注目すると、情報セクターの社債発行が大幅に増加している（図表 6 左図）。これは AI 投資の拡大に伴う資金調達の増加が理由として考えられる。

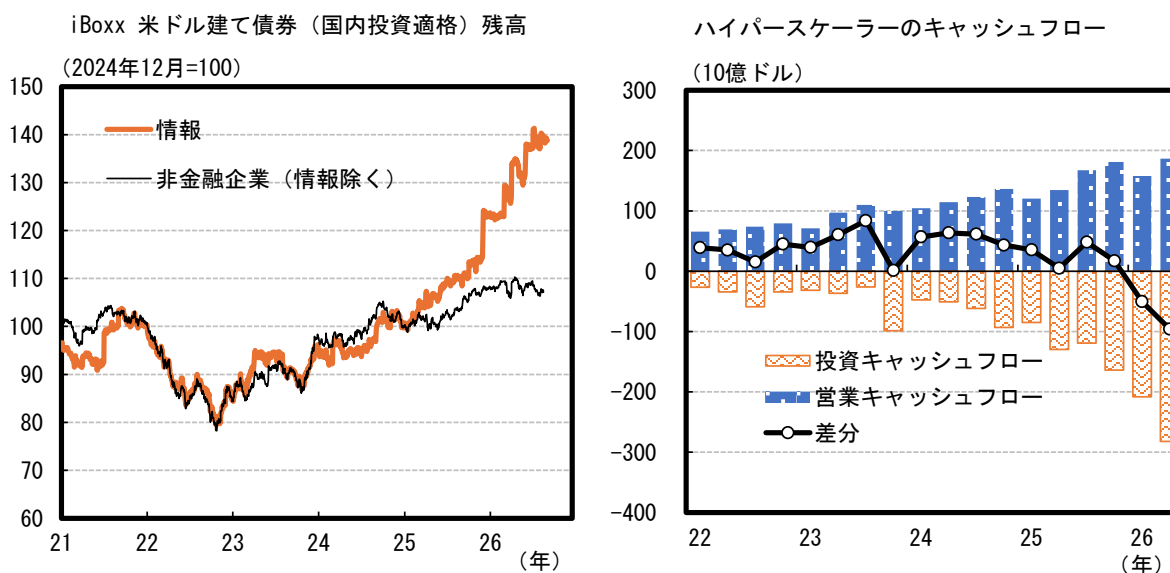
図表 5 海外による国債・社債・株式の純取得、国債・社債・株式の純発行



(注) 両図とも 4 四半期移動平均。

(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

図表 6 iBoxx 米ドル建て債券（国内投資適格）残高、ハイパースケーラーのキャッシュフロー



(注) ここでは、ハイパースケーラーは Amazon、Alphabet、Microsoft、Meta、Oracle とした。

(出所) S&P Global、Bloomberg、Haver Analytics より大和総研作成

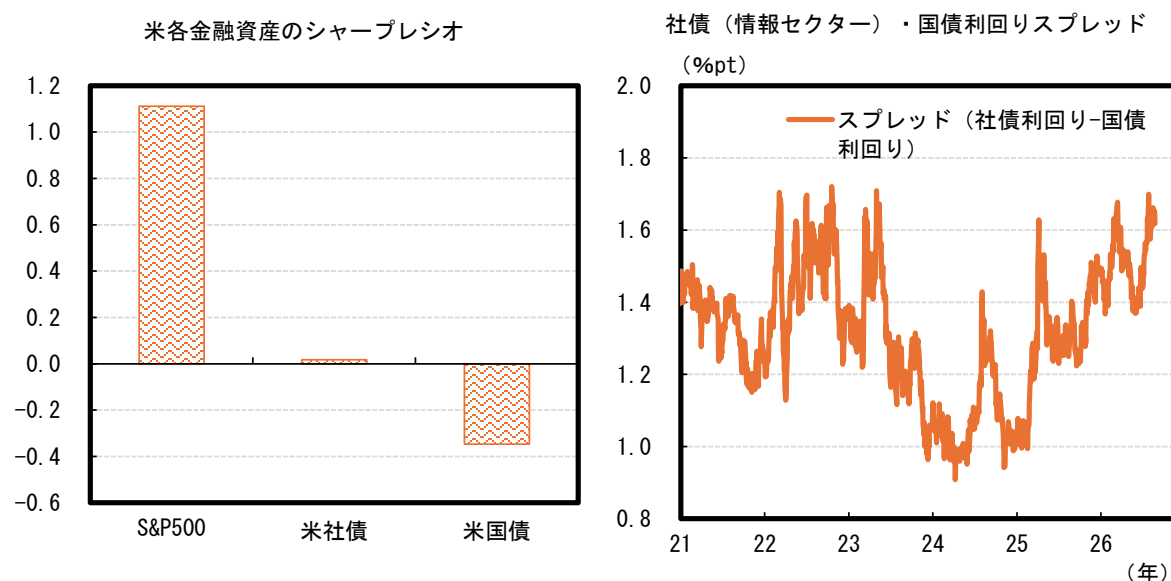
株式発行（増資、新規上場）に関しても、S&P Global によると、2026 年の株式発行による新

規資金調達額は、年初から6カ月間で2001年以降の通年の実績と比較しても4番目に大きい規模とされる¹。また、S&P Globalは、金額ベースでは、AI投資の拡大に向けた情報セクターの資金調達が大きいと指摘している。このように、国債のネット発行額も増加しているが、こうした企業の資金調達の増加によって、投資資金を巡る競合が生じていると考えられる。実際にAI投資をけん引するハイパースケーラー（Amazon、Alphabet、Microsoft、Meta、Oracle）は2026年第1四半期以降、投資キャッシュフローが営業キャッシュフローを上回っており、市場での資金調達を増やしている（図表6右図）。AI投資に向けた社債での資金調達は、長期債・超長期債を発行することも多く、国債の長期債・超長期債と競合している可能性がある。

（2）米国債の魅力の相対的な低下

二つ目の要因として、国債のリターンの低さが挙げられる。ハイパースケーラー等がAI投資を積極化し始めた2023年以降のシャープレシオ（リスク対比の超過リターン）を比較すると、S&P500の値が1.11と高く、米国の投資適格社債は0.02、米国債は▲0.35となった（図表7左図）。2023年以降は、株式や社債が国債と比べてリスク対比で高いリターンを示しており、中でも株式が選好されやすい投資環境であった可能性がある。

図表7 米各金融資産のシャープレシオ、社債（情報セクター）・国債利回りスプレッド



（注）左図のシャープレシオは、S&P500がS&P 500 Total Return Index、米社債がBloomberg US Corporate Total Return Value Unhedged USD、米国債がBloomberg US Treasury Total Return Unhedged USDを基に作成。2023年1月1日から2026年7月31日を対象。右図の社債利回りはiBoxxの米ドル建て債券（国内投資適格）のうち情報セクター、国債利回りは7年債が対象。

（出所）S&P Global、FRB、Bloomberg、Haver Analyticsより大和総研作成

また、社債については、株式や国債と異なり、満期まで保有する投資家が多く存在する。そ

¹ Stephen DePietto, “Mega-Deals Push H1 2026 U.S. Equity Issuance into Orbit,” S&P Global Market Intelligence, 07/12/2026.

のため、保有期間中での価格変動に伴う評価損益よりも、利息収入や償還までのトータルリターンを重視する投資家も少なくなく、価格変動をベースとしたシャープレシオだけでは投資の魅力度を評価することには限界がある。社債を満期まで保有することを想定し、投資適格社債の利回り（情報セクター）と同程度のデュレーションを持つ 7 年国債利回りを比較すると、投資適格社債の利回りは一貫して米国債を上回って推移してきた（図表 7 右図）。これは、発行体の信用リスクや流動性リスクに対する対価として、国債対比でクレジットスプレッドが上乗せされるためである。

足元までの高インフレ局面では、国債利回りが上昇したとはいえ、期待インフレ率との対比では十分な実質リターンを確保しにくい時期もあった。このため、クレジットスプレッドによる追加的な利回りを獲得できる社債の相対的な魅力が高まったとも考えられる。とりわけ、近年は AI 関連を中心とした大型投資が活発化しており、テクノロジー企業を中心に巨額の資金調達需要が生じているのは前述の通りだ。こうした中、AI 投資の拡大に伴う中長期的な収益力や信用力の改善期待を背景に、一部の投資家は、株式と国債の中間的なリスク・リターン特性を有する社債に投資妙味を見出した可能性がある。

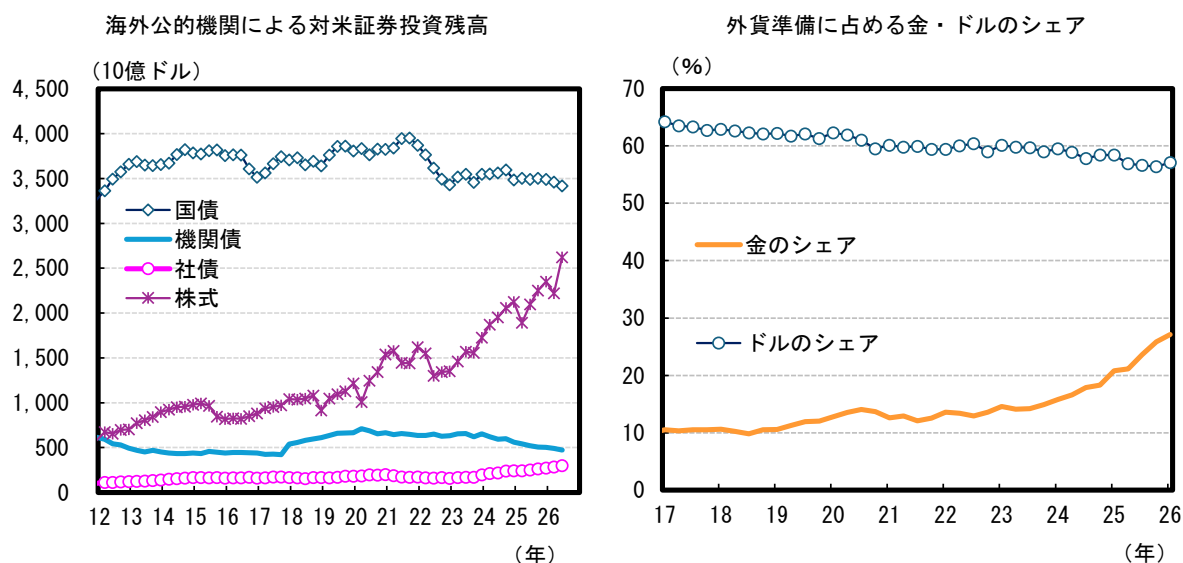
(3) 海外公的部門の米国債離れ

三つ目は、海外公的機関の米国債保有の減少だ。一般的に外貨準備などの海外公的機関は、流動性が高く、安全性も相対的に高い、米国債を選好する傾向があった（図表 8 左図）。しかし、外貨準備運用を中心に、運用対象の多角化を進める傾向があり、米国債や米政府機関債の保有残高が減少傾向にある。代わりに増加しているのは株式と社債であり、これまで述べてきたように、企業の資金調達の増加や、株式・社債に投資妙味があることが、海外公的部門が保有する株式・社債残高が増加してきた要因として考えられる。

また、近年、一部の中央銀行は外貨準備の運用において、米ドル建て資産への依存度を引き下げる動きを進めている。その背景としては、地政学リスクや経済安全保障上の懸念が指摘されている。特に、2022 年のロシアによるウクライナ侵攻後に欧米諸国がロシア中央銀行の外貨準備の一部を凍結したことは、外貨準備の安全性を評価する上で、「流動性」や「信用力」だけでなく、「有事において実際に利用可能であるか」という観点の重要性を再認識させる契機となった。こうした中で、IMF の Arslanalp, Eichengreen, Simpson-Bell (2023)²は、経済・金融・地政学上の不確実性の高まりに加え、主要準備通貨発行国による金融制裁が、各国・地域の中央銀行による金保有拡大と有意に関連していると指摘している。資産価格の変動に伴う影響もあるが、世界の外貨準備における金のシェアは近年大幅に上昇している一方、米ドル建てのシェアは低下している（図表 8 右図）。

² Serkan Arslanalp, Barry Eichengreen, and Chima Simpson-Bell, “Gold as International Reserves: A Barbarous Relic No More?,” IMF Working Paper No. 2023/014, International Monetary Fund, 01/2023.

図表 8 海外公的機関による対米証券投資残高、外貨準備に占める金・ドルのシェア



(注) 右図のシェアに関して、金のシェアは外貨準備全体に占めるシェア。ドルのシェアは外貨準備のうち、主要通貨建て資産におけるシェア。

(出所) IMF、米財務省、Haver Analytics より大和総研作成

長期債・超長期債利回りが低下する道筋は？

以上見てきたように、長期債・超長期債利回りの高止まりは、利上げ織り込みや財政状況の変化だけでは説明しきれない。むしろ、AI 投資を背景とした企業の資金調達需要の拡大、株式や社債に対する投資妙味の高まり、さらには外貨準備運用の多角化といった資金フローの構造変化が、長期債・超長期債への需要を相対的に弱めている可能性がある。

では、米国債需給の先行きをどのように考えればよいか。需要側に関しては、ハイパースケーラーによる AI 投資の拡大一辺倒は想定しづらくなりつつあるものの、AI 活用が広がりを見せる中で急激な腰折れも考えにくく、半導体関連企業や AI 開発企業も投資を増やしている。その資金を賄うために、社債や株式発行は継続する公算が大きい。例えば、株式発行に関しては、Anthropic や OpenAI の大型上場も見込まれている。続いて、株式や社債のリターンは、企業業績や信用リスクなどの動向次第であり、不確実性が高い。株価の下落や信用リスクの高まりを通じて米国債の相対的な魅力が上昇する可能性はあるが、こうした展開は金融市場や実体経済にとって望ましいものではないだろう。

海外公的機関の米国債離れに関しては、8 月の米財務省による対イラン経済制裁が米ドル建て資産の保有を抑制し得ると考えられる。なお、外貨準備運用の多角化の機運が急激にしばむとすれば、それは株式や社債などのリスク資産価格の急落に伴う「有事のドル買い」が発生する局面であろう。しかし、そのような展開も、世界経済や金融市場にとって望ましいものではない。加えて、トランプ政権下では相互関税導入後にドル安・株安・債券安の「トリプル安」が発生したように、米国自身が市場の不確実性の震源地となる場面も見られた。このため、将来的な危機局面においても、従来のような「有事のドル買い」が成立するとは限らず、一部で

は金やその他非ドル資産への逃避が選好される可能性もある。

以上を踏まえると、先行きにおいても、長期債・超長期債利回りを押し下げる方向で需要側が大きく変化するシナリオは現時点では想定しにくく、金利の高止まりは構造化することが予想される。たとえ、需要に変化が生じるとしても、株価の大幅な下落や信用リスクの高まりなど、金融市場や実体経済にとって望ましくない事態を伴う場合であろう。

需要要因による変化が見込みにくい以上、トランプ政権が長期債・超長期債利回りの高止まりを緩和したいのであれば、バイバックといった「弥縫策」ではなく、需要低下による金利押し上げ効果を相殺するほどの、財政収支の大幅な改善が必要だ。財政支出においてウェイトの大きい社会保障費の抑制は中間選挙を控えてハードルが高い。また、中間選挙では共和党の劣勢が予想されており、民主党が議会で多数派となれば社会保障費の抑制は一層困難となることが想定される。そして、エネルギー価格が高止まりする中で、関税の更なる引き上げはむしろインフレ再加速を引き起こし、FRB による金融引き締め必要性を高め得る。関税収入の増加を通じた財政収支の改善がもたらすタームプレミアムの低下は、期待短期金利の上昇によって相殺される可能性もある。

財政収支の大幅な改善もハードルが高い中では、タームプレミアムの圧縮を主眼にするのではなく、短期予想金利の低下を通じて長期金利を押し下げる視点も重要となる。例えば、中東情勢の改善を通じた、エネルギー価格の抑制によって金融引き締めの必要性を低下させることが短期的な対応策として挙げられる。なお、中東情勢の改善は、国防費のさらなる拡大を抑制し、財政収支の更なる悪化に歯止めをかける意味でも有益だろう。そして、制裁の激化を回避することで、外貨準備の更なるドル離れも緩和し得るといえる。