

Weekly エコノミスト・ レター

長期金利 1.6%到達は通過点か？ ～今後の金利見通し

経済研究部 主席エコノミスト 上野 剛志
(03) 3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 日本の金利上昇は米金利上昇に引っ張られる形で発生することが多いが、今年の年初以降は日本の長期金利のみが上昇しており、日本独自の要因で上昇したということになる。
2. 一つは「日銀利上げ観測の上昇」だ。春闘での高い賃上げ実現や米国と主要国との関税合意等を受けて、将来の政策金利予想を表す10年物OIS金利は年初から上昇している。
3. もう一つは、長期金利と10年OIS金利の差が示唆するリスクプレミアムの拡大だ。4月までは債券価格の変動リスクが高まり、リスクプレミアムとして反映されたと考えられる。その後は参院選を控えて国債増発への警戒が高まり、財政リスクに対するプレミアムに置き換わっていったと考えられる。日銀や生保による大口・構造的な需要が見込まれなくなったため、投資家が要求するプレミアムが拡大しやすくなった面もある。
4. 投資家別に見ると、今年上半期には、規制対応の一巡やボラティリティ上昇、財政懸念を受けて国内投資家が国債を買い控えたことが長期金利の上昇に繋がったが、その一方で、金利上昇を好機と見た海外勢が集中的に買いで受け止めたという構図になっている。
5. 今後、来年度末にかけての長期金利の見通しを考えると、メインシナリオとしては緩やかな上昇基調が続くと予想される。まず、日銀は今後も緩やかな利上げを継続するとみられるため、市場における将来の政策金利予想が緩やかに高まり、長期金利の上昇圧力になると見ている。また、リスクプレミアムも高止まりが予想される。日銀が来年度末にかけて国債買入れの減額を進める方針を決定した一方で、参議院選を受けて今後の財政運営が拡張的になりやすくなったため、市場の警戒感は燻り続けるだろう。将来の政策金利予想の高まりとリスクプレミアムの高止まりを受けて、長期金利は緩やかに上昇に向かい、今年度末に1.7%、来年度末に1.8%程度に上昇していくと見込んでいる。
6. メインシナリオに対するリスクを考えると、下振れリスクも上振れリスクも相応にある。仮に今後大規模な財政拡張に伴って国債が大幅に増発されることになれば、リスクプレミアムはさらに拡大に向かう可能性が高い。特に、今年上半期に国債を大きく買い越した外国人投資家は機動的にポジションを変更する傾向があるだけに、財政懸念を口実に海外勢が大幅な売りに転じた場合には影響が大きくなる。逆に、トランプ関税による内外経済の下振れが想定以上になる場合には、日銀の利上げが遠のくことで、長期金利に低下圧力がかかることになる。ただし、その場合には、財政出動が拡大しやすくなるため、リスクプレミアムの拡大が長期金利を下支えする展開もあり得る。

1. トピック：長期金利 1.6%到達は通過点か？

長期金利（10年国債利回り）は上昇した後に高止まりしている。7月下旬には一時1.6%台に乗せ、リーマンショック直後にあたる2008年10月以来、約17年ぶりの高水準を記録した。足元では、先週末に発表された米雇用統計の大幅下方修正を受けてやや低下したが、1.5%付近で高止まりしている。筆者は3月上旬に長期金利が1.5%に到達した際に、金利見通しに関するレポート¹を執筆したが、その後の様相がやや異なっており、金利水準も想定を上回って推移していることから、改めて状況を確認し、今後を展望したい。

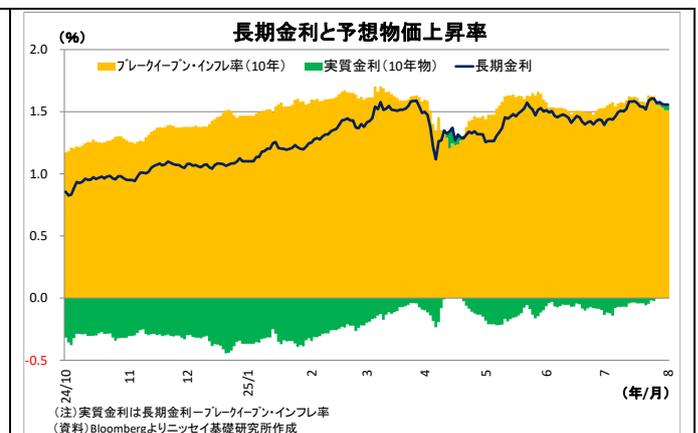


（日本独自の要因が押し上げ）

まず、今年に入ってからの日米長期金利の動きを確認すると、直近1日時点で日本の長期金利が昨年末比で0.46%上昇しているのに対し、米長期金利は0.35%低下している。本来、日米の長期金利の連動性は高く、日本の金利上昇は米金利上昇に引っ張られる形で発生することが往々にしてあるのだが、今回はこのパターンには当てはまらない。つまり、今年に入ってから長期金利上昇は日本独自の要因によって起きたということになる。

①日銀利上げ観測の上昇

長期金利は、将来（今後10年間）の政策金利予想とリスクプレミアムに大きく分けられることから、まず、将来の政策金利予想を表す10年物OIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ）金利の動きを確認すると、年初に1.0%台だったものが3月下旬にかけて1.4%まで上昇した。その後は4月に一旦急低下して1%を下回ったものの、再び上昇に転じ、直近では1.3%付近と殆ど元の水準に戻っている。この動きは、日銀の中長期的な利上げ観測が、2025年春闘での高い賃上げを受けて3月にかけて高まった後、トランプ政権による関税の大幅な引き上げ表明を受けて4月に一旦大きく後退したものの、主要国（日本を含む）と米国との協議が進んで関税の引き上げ幅が圧



¹ 「長期金利の上昇は続くのか？～16年ぶり1.5%到達後の金利見通し」(Weeklyエコノミスト・レター 2025-03-07)

縮されたことなどをを受けて、再び持ち直したことを示唆している。また、春闘での高い賃上げの実現や食品価格等の上昇に伴う物価上昇率の高止まりを受けて、市場の予想物価上昇率（ブレイクイーブン・インフレ率）が高止まりしていることも日銀の利上げ観測持ち直しの背景にあると考えられる。

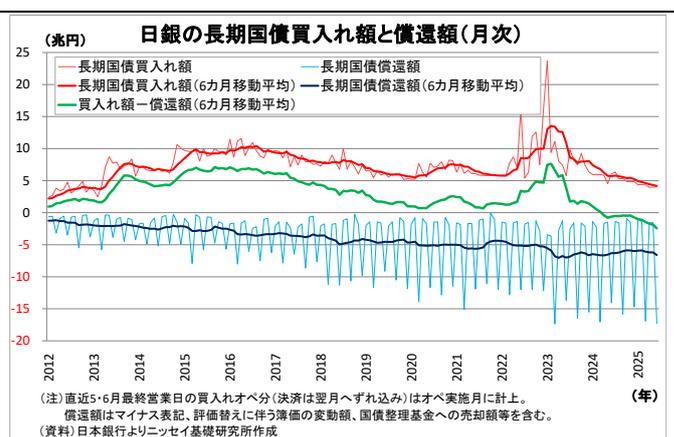
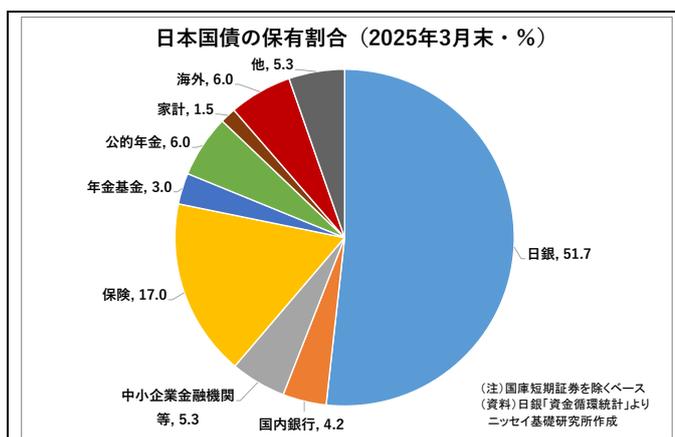
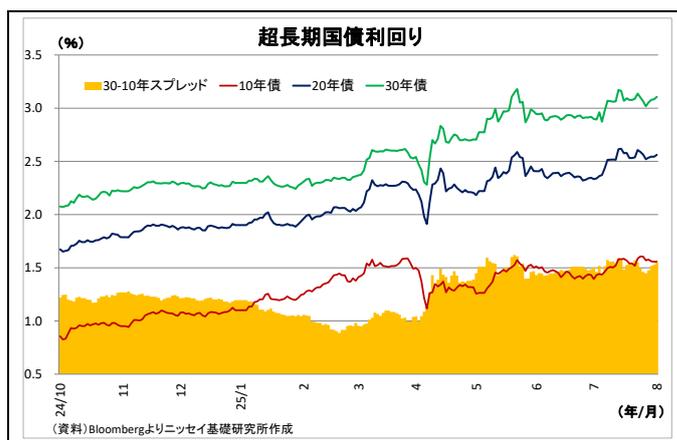
② リスクプレミアムの拡大

また、長期金利と10年OIS金利の差であるOISスプレッドも拡大している。具体的には、年初の段階ではほぼゼロであったものが、4月にかけてマイナス幅が拡大し、足元では▲0.2%台で推移している。つまり、この間に国債のリスクプレミアム（上乘せ金利）が拡大したことになる。

ただし、リスクプレミアムが拡大した理由は途中で変化した可能性が高い。まず、4月までは日銀の利上げ観測の高まりとその後の後退に伴う金利の急変動を受けて債券価格の変動リスクが高まり、リスクプレミアムとして反映されたと考えられる。一方、その後は参院選を控えて各党が減税等を競う様相となったことで、国債増発への警戒が高まり、財政リスクに対するプレミアムに置き換わっていったと考えられる。

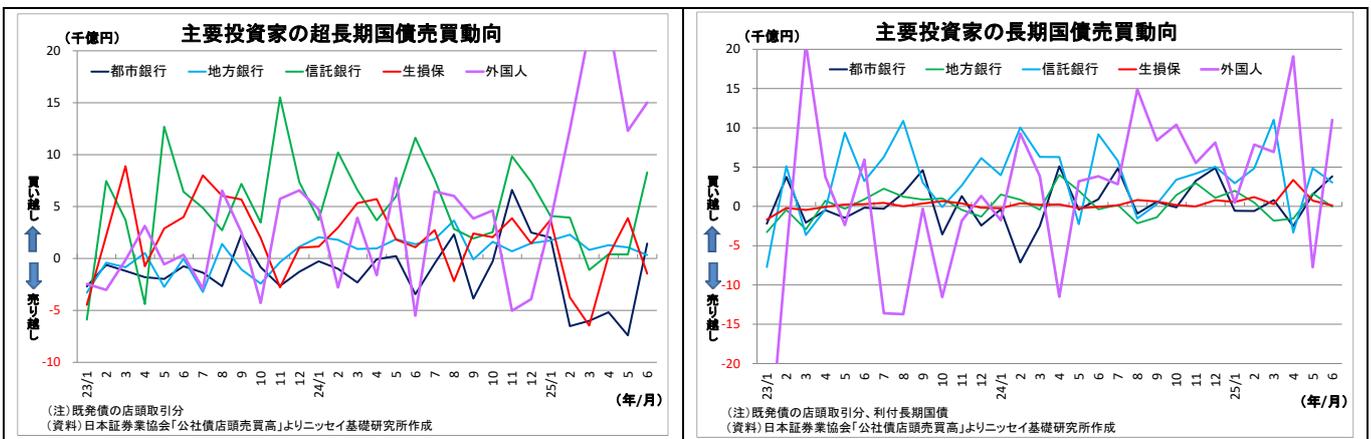
実際、4月以降は財政リスクを反映しやすい20年・30年債等の超長期国債の上昇が際立っている。これが長期ゾーンの金利に上昇圧力を加え、長期金利（10年金利）にも波及している。

そして、国債の構造的な需要が減少していることもリスクプレミアム拡大の背景にあると考えられる。かつての大規模な国債買入れによって日本国債の過半を保有するに至った日銀は、金融政策正常化の一環として、昨年の8月から段階的に国債の買入れ額を縮小し続けており、国債保有高は緩やかな減少に転じている。日銀は自身が国債を大量に保有していることによる金利押し下げ効果（ストック効果）を1.0%と見込んでいた。保有量の減少は当該効果の低減を意味する。また、従来、超長期国債の需要を牽引していた生保による新規対対応目的の超長期国債需要も昨年ではぼ一巡したとみられる。大口かつ構造的な需要が見込まれなくなったため、投資家が要求するプレミアムが拡大しやすくなったと考えられる。



ここで、今年上半期の主要投資家の国債売買動向（店頭取引分）を確認すると、国内の主要投資家である国内銀行・生損保の買いが急減している。具体的には、超長期国債では、昨年上半期の80.4兆円の買い越しであったものが、今年上半期には0.3兆円の売り越しへと転じている。また、長期国債でも、買い越し額が昨年上半期の52.8兆円から今年上半期に24.8兆円へと半減している。そして、その際に国債買いの受け皿となったのが外国人投資家だ。外国人の買い越し額は、超長期国債で昨年上半期の6.5兆円から今年上半期に88.0兆円へ、長期国債で昨年上半期の6.9兆円から今年上半期に37.6兆円へ、それぞれ急激に膨らんでいる。

このことから、今年の上半期には、規制対応の一巡に加え、ボラティリティの上昇や財政懸念の高まりを受けて国内機関投資家が国債を買い控えたことがリスクプレミアムの拡大を伴う長期金利の上昇に繋がったが、その一方で、金利の上昇を好機と見た海外投資家が集中的に買いで受け止めたという構図になっている。



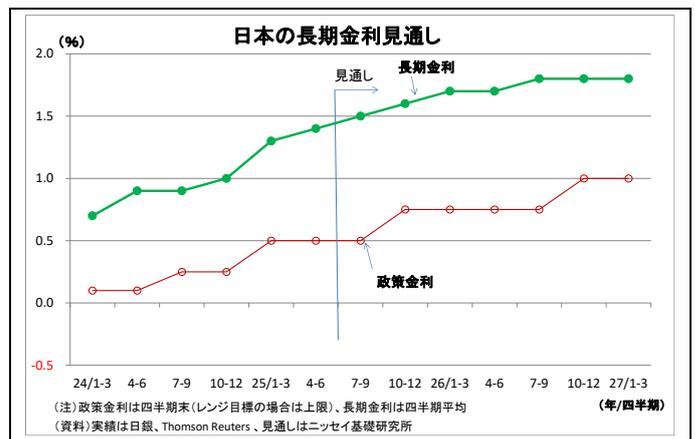
(長期金利の見通しとリスク)

以上の状況を踏まえて、今後、来年度末にかけての長期金利の見通しについて考えると、メインシナリオとしては緩やかな上昇基調が続くと予想される。

まず、長期金利に影響を与える日銀の政策金利については、今後、トランプ関税の行方とその影響がある程度判明し、賃金と物価の好循環が継続して物価目標達成の確度が高まったと言えるようになることを受けて、今年の年末に0.75%へ引き上げられる可能性が高いと見ている（詳細については7ページに記載）。さらに、来年後半にも賃上げとその価格転嫁の状況を確認しつつ、1.0%へと利上げされるだろう。

こうした日銀の利上げ継続を受けて、市場における将来の政策金利予想が緩やかに高まり、長期金利の上昇圧力になると見ている。

また、リスクプレミアムについても高止まりが予想される。日銀は6月の会合において、来年度末にかけて国債買入れの減額を段階的に進める方針を決定した。さらに、7月の参議院選を受けて、衆議院に続いて参議院でも与党（自民党+公明党）が過半数割れとなったことで、今後の財政運営



は拡張的になりやすくなった。連立の枠組みを拡大するにせよ、しないにせよ、財政拡張的な政策を掲げる野党の主張をこれまで以上に取り込んでいかないと、政権運営に支障をきたすことになるためだ。たとえ、大幅な財政拡張に至らないとしても、市場の警戒感は燻り続けるだろう。

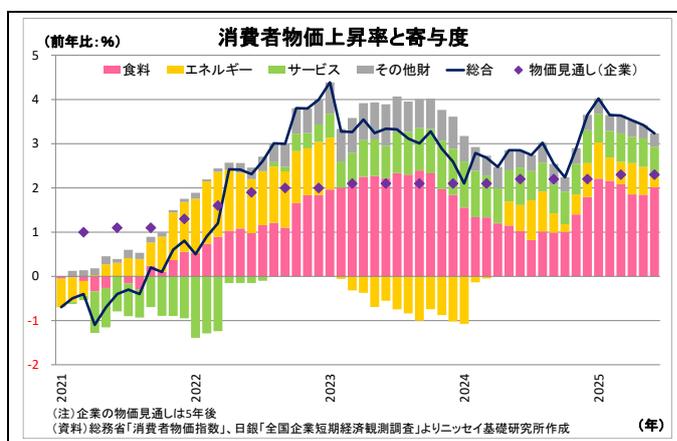
このように、将来の政策金利予想の高まりとリスクプレミアムの高止まりを受けて、長期金利は緩やかに上昇に向かい、今年度末に1.7%、来年度末に1.8%程度に上昇していくと見込んでいる。

ただし、メインシナリオに対するリスクバランスを考えると、下振れリスクも上振れリスクも相応にある。

仮に今後大規模な財政拡張に伴って国債が大幅に増発されることになれば、リスクプレミアムはさらに拡大に向かう可能性が高い。特に、今年の上半期に国債を大きく買い越した外国人投資家はもともと機動的にポジションを変更する傾向があるだけに、財政懸念を口実に海外勢が大幅な売りに転じた場合には、影響が大きくなる。

実際、2022年にはイールドカーブ・コントロール政策の限界を見越した海外勢が国債を大量に売却し、日銀が長期金利の上限を死守するために指し値オペを連発せざるを得なくなった実例がある。

また、日銀による利上げの加速が長期金利の上振れ要因になる可能性もある。特に最近の食品価格上昇は、日銀を含めて大方の事前の予想を超えている。日銀が7月の展望レポート内で言及しているように（詳細は6ページに記載）、今後も食品価格の早いペースでの上昇が継続すると、基調的な物価に対する波及を警戒した日銀が利上げの加速に踏み切る可能性がある。その場合には、将来の利上げ予想の高まりを通じて、長期金利に上昇圧力が加わる可能性が高い。



来年度末にかけて上振れリスクが顕在化した際の長期金利のメドとしては、2%強が想定される。上昇ペースにもよるが、あまりに金利上昇が顕著になると、経済・物価への悪影響を危惧した日銀が指し値オペ等による抑制を図ると考えられるためだ。ただし、その場合は、金融緩和的な対応と見做されることで円安が進行する事態を覚悟しなければならなくなる。結果的に政府による円買い介入を誘発することになるかもしれない。

逆に、長期金利の下振れリスクとしては、トランプ関税による内外経済の下振れが想定以上になる場合が挙げられる。既に、先週末の米雇用統計で過去分が大幅に下方修正されたことで、景気減速懸念が盛り返しつつある。今後、内外経済の減速が顕著になれば、日銀の利上げが遠のくことで、長期金利には低下圧力がかかることになる。ただし、景気が減速する場合には、景気対策に伴う財政出動が拡大しやすくなるため、リスクプレミアムの拡大が長期金利を下支えする展開もあり得る。

2. 日銀金融政策(7月)

(日銀) 現状維持

日銀は7月30日～31日に開催した金融政策決定会合(MPM)において、金融政策の現状維持を決

定した。これまで同様、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.5%程度で推移するように促すこととした（全員一致での決定）。

声明文と同時に公表された展望レポートでは、足元の食品価格上昇を受けて、2025年度の物価上昇率を大きく上方修正したうえ、26・27年度分についても小幅に上方修正した（下図参照）。また、米国と主要国との関税交渉合意を受けて、海外の経済・物価動向を巡る不確実性を「高い」と6月MPMまでの「きわめて高い」から引き下げ、物価見通しのリスクバランスを「概ね上下にバランスしている」と上方修正した（4月展望レポートでは、「2025年度と2026年度は下振れリスクの方が大きい」としていた）。さらに、物価のリスク要因に関して、「最近の価格上昇には、人件費や物流費を販売価格に転嫁する動きも相応に影響しており、企業の賃金・価格設定行動次第では、価格上昇が想定以上に長引く可能性もある」との一文を加えている。

一方、基調的な物価上昇率の見通し（今後伸び悩んだ後に徐々に高まっていくシナリオ）や物価目標に概ね達する時期（見通し期間の後半）など、見通しの大枠に変更は無かった。

金融政策運営についても、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになる」、「見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性が高い状況が続いていることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要」と従来のスタンスを維持している（ただし、4月会合では不確実性について「きわめて高い」としていた）。

会合後の総裁会見において、植田総裁は日米間の関税交渉合意について「大きな前進」と述べ、「わが国経済を巡る不確実性の低下につながる」と前向きに評価した。一方で、「それでも、いったん成長ペースが今後鈍化し、基調的な物価上昇率が伸び悩むという中心的な見通しに大きな変化はない」、「これまでより低下したとはいえ、各国の通商政策等の影響に関する不確実性はなお高い状況が続いている」、「これまで同様、経済・物価情勢が改善し、基調的な物価上昇率が高まっていくという見通しの確度やリスクを確認しながら、先行きの利上げの是非やタイミングを、毎回の決定会合において適切に判断していく方針」、「その際、通商政策等の影響が各国の経済や国際金融資本市場にどのように表れてくるか、また、そのもとでわが国企業の賃金・価格設定行動における積極的な動きが途切れることがないかどうかといった点をはじめ、内外の経済・物価・金融情勢を幅広く丁寧に確認していく」など、従来の見方を大枠で維持し、丁寧に見定めていく方針を示した。

見通しの実現性についての問いに対しては、総裁は「見通し実現の確度のようなのは少し高まった」と評価しつつも、関税の影響については、「ある程度高い関税がかけられるということはほぼ確定的な中で、その影響がどういうものになるのか（中略）は、これからだと思う」、「一気に霧が晴れるということはない」との慎重な認識を追加した。

ソフトな情報（マインド調査など）だけで金融政策の判断をすることがあるかについては、「絶対ないとは申し上げられませんが、（中略）ハードデータ（経済指標）にどういう影響が現れてくるかということを見たい」と説明した。

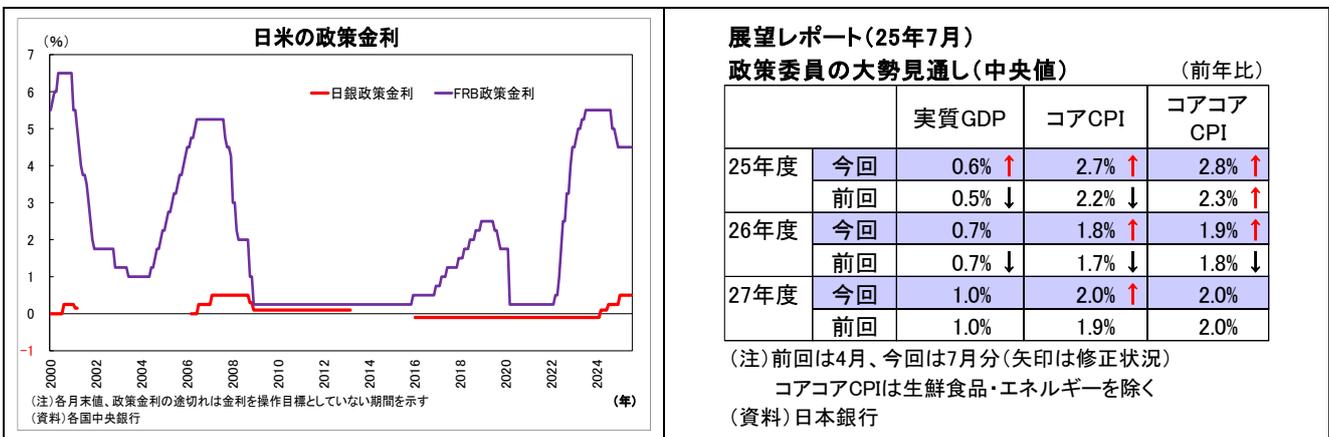
来春闘での賃上げに関しては、「今後、関税の影響を受けて、日本の企業収益、特に製造業のそれが下方に屈折していくということ、そしてその賃金への影響が懸念される」、「そこはそれがどの程度の大きさ、強さになるのかということところは、丁寧にみていきたい」と述べた一方で、「（賃金

を) 上げていくということがある種のノルムになりつつあるという点にも留意しておく」と加えた。

昨年3月と比べて、今後デフレに戻ってしまうリスクの評価が変わったかという質問に対しては、「直感的には、そのときよりもデフレに戻ってしまうリスクは少し低下した」と評価。

一方で、利上げが後手に回る、いわゆるビハインド・ザ・カーブに陥るリスクに関しては、「現状ではビハインド・ザ・カーブに陥ってるとは思っていませんし、そうなるリスクが高いとまでは思っていない」と否定的な見解を示した。ただし、「基調的物価が以前よりも2%に近づいてきていの中で、(中略) 消費者物価総合の動きが、(中略) 基調的物価に(中略) 影響を及ぼしてしまうという可能性は、以前よりも注意してみていかないといけない」と付け加えた。

MPM前に1ドル150円に接近していた為替については、「私どもの見通しの中で前提としている為替の水準からすごい大きくずれているわけではないので、例えば物価の見通しに、直ちに大きな影響があるというふうには今のところみておりませんが、注意してみたい」と、現状を強くは問題視していない様子が見えられた。



(今後の予想)

今回の展望レポートで、不確実性に関する評価が緩和され、物価見通し及びそのリスクバランスが引き上げられたことは、米国と主要国(日本を含む)との関税協議合意を受けて、日銀内における先行きの物価目標達成に向けた見方がやや前向きになったことを示していると推測される。

しかし、植田総裁の会見内容は総じて早期の利上げに慎重な印象を受けた。日銀執行部としては、関税の影響が顕在化するのはいずれからであるため、次の利上げはその内容を慎重に見定めてからの認識を持っているということなのだろう。

次回の利上げに踏み切るための主な条件としては、①トランプ関税の影響がある程度判明すること、そのうえで、②賃金と物価の好循環が継続して物価目標達成の確度が高まったと言えること、の2点が挙げられると考えている。

従って、筆者の中心的な予想としては、今後トランプ関税の行方と影響の見極めにしばらく時間を取った後、今年12月に0.75%へ利上げすると見込んでいる。この時期になれば、①トランプ関税を受けた企業の中間決算や冬の賞与が大崩れしていないこと、②今春闘での高い賃上げがサービス等の価格に一定程度転嫁されたこと、③来春闘に向けて賃上げ機運が大きく損なわれていないこと、の確認が可能になると考えられるためだ。

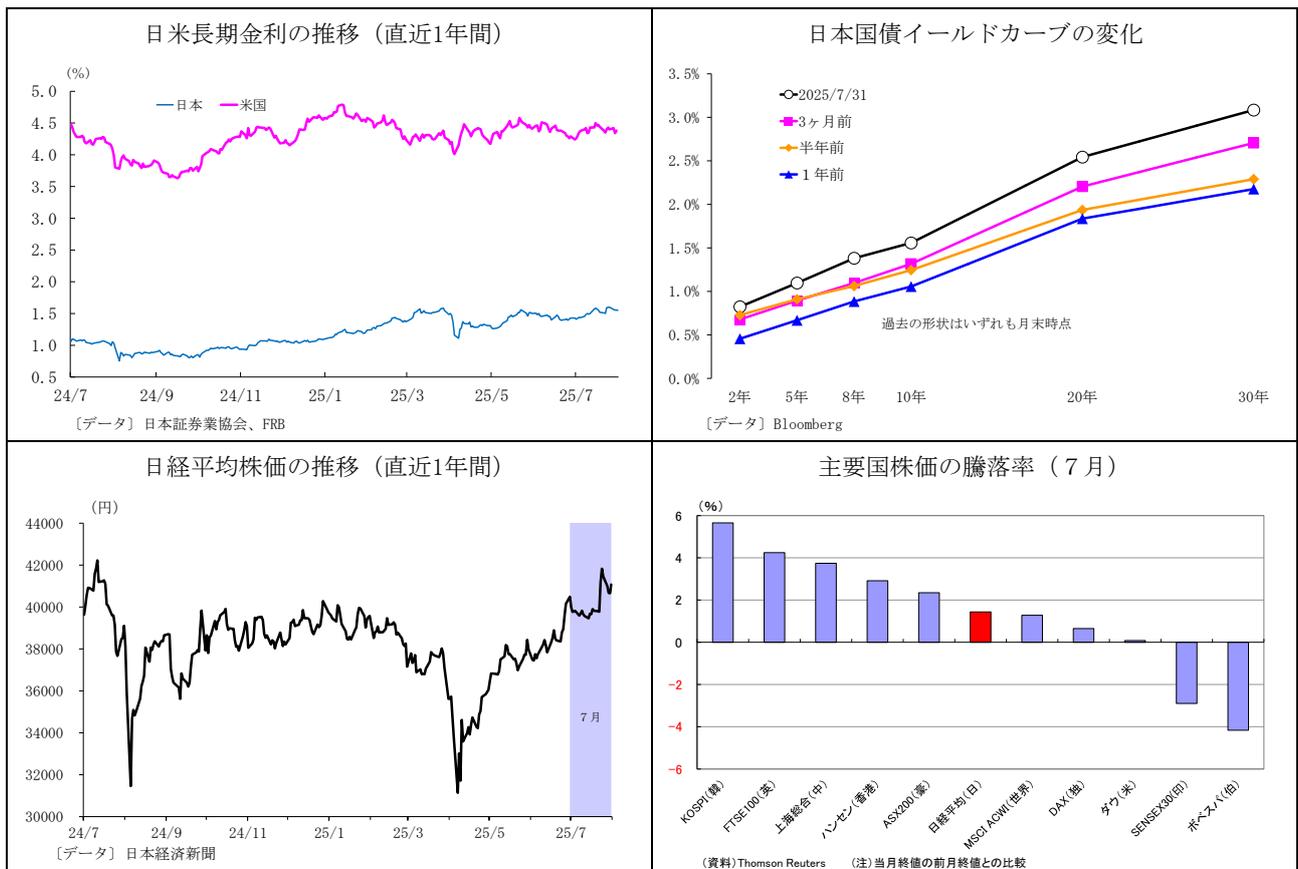
ただし、リスクシナリオとして、関税の内外経済への悪影響が想定よりも大きくなった場合には、影響が緩和したと判明するまでは利上げに動けなくなりそうだ。逆に、関税の影響が限定されるなかで食品価格の上昇率が高止まりし、基調的な物価上昇率への波及が懸念される状況となったり、円安が急速に進む事態になったりすれば、10月への利上げ前倒しもあり得る。

3. 金融市場（7月）の振り返りと予測表

（10年国債利回り）

7月の動き（ア） 月初1.4%台前半でスタートし、月末は1.5%台半ばに。

月初、減税法案を巡る米財政懸念と国内の財政拡張への警戒を受けて3日に1.4%台半ばへ上昇。その後もトランプ政権の関税引き上げ方針表明を受けた米インフレ懸念や、参院選世論調査での与党苦戦の報を受けた国内財政懸念によって上昇基調が継続し、14日には1.5%台後半へと上昇した。参院選での与党過半数割れを受けた22日には、石破首相による続投表明等を受けて一旦金利が低下。ただし、翌23日には日米の関税交渉合意を受けて日銀利上げ観測が高まり急上昇、24日には1.6%に到達した。月の終盤は日銀決定会合を控えて持ち高調整の債券買いが入り、1.5%台半ばで推移した。



（ドル円レート）

7月の動き（ア） 月初143円台半ばでスタートし、月末は149円台前半に。

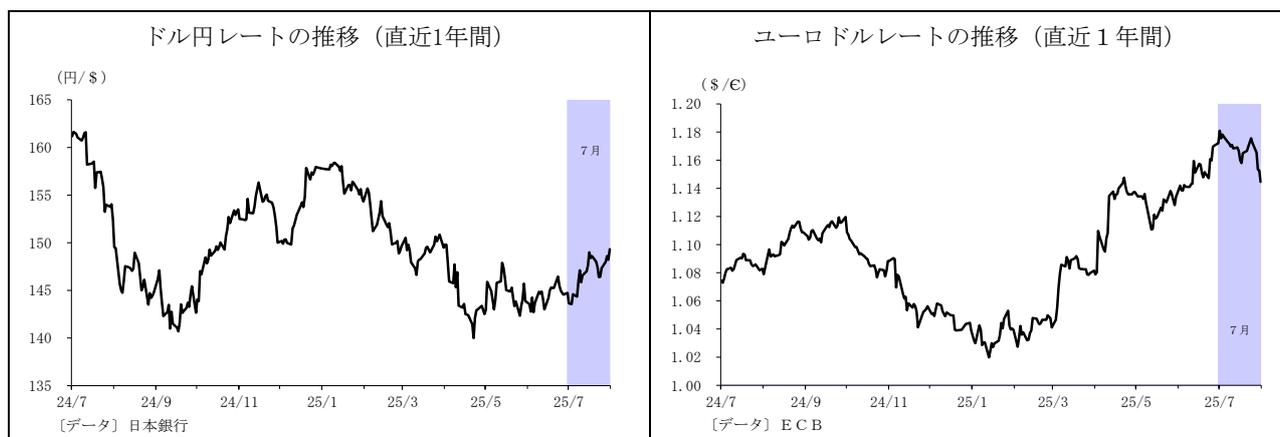
月初、米雇用統計の堅調な結果や、トランプ政権による関税引き上げ方針表明を受けた米インフ

レ懸念などから円安が進み、9日に147円台に到達。直後に一旦ドル安方向への調整が入ったが、相次ぐトランプ政権による関税引き上げ表明を受けてドル高基調となり、米CPI上昇率の拡大を受けた16日には149円を付けた。この間、参院選での与党苦戦の報を受けて、財政懸念による円売り圧力も円安を助長した。下旬には、参院選での与党の議席減が懸念されたほどではなかったことや日米関税合意を受けた日銀利上げ観測の高まりによって円が買い戻され、23日には146円台半ばへ。月の終盤は米経済指標の改善、米国とEUとの関税交渉合意、タカ派的なFOMC後のパウエル議長会見を受けてドルが上昇、月末にはMPM後の植田日銀総裁会見がハト派的との受け止めから円売りも加速し、149円台前半で終了した。

(ユーロドルレート)

7月の動き (㊄) 月初1.18ドル台前半でスタートし、月末は1.14ドル台半ばに。

月初、1.17ドル台後半～1.18ドル強で推移した後、トランプ政権の関税引き上げ方針を受けた米インフレ懸念やリスクオフのユーロ売りから、7日に1.17ドル台前半に。その後も米経済指標の上振れやCPIの拡大を受けて下落し、17日には1.15ドル台後半を付ける。一方、その後は米経済指標の悪化やFRB高官による7月利下げの主張などを受けたドル安圧力と米・EUの関税合意期待によるユーロ高圧力が相まって上昇基調となり、24日には1.17ドル台半ばを回復。終盤は米経済指標の改善、米国とEUとの関税交渉合意、タカ派的なFOMC後のパウエル議長会見を受けてドル買いが強まり、月末は1.14ドル台半ばで終了した。



金利・為替予測表 (2025年8月4日現在)

| | | 2025年 | | | 2026年 | | |
|------|------------------|-----------|-----------|-------|-------|------|------|
| | | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 1-3 | 4-6 | 7-9 |
| | | 実績 | 予想 | | | | |
| 日本 | コールレート (誘導目標・期末) | 0.50 | 0.50 | 0.75 | 0.75 | 0.75 | 0.75 |
| | 10年金利 (平均) | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 1.8 |
| 米国 | FFレート (期末) | 4.50 | 4.25 | 4.00 | 3.75 | 3.50 | 3.50 |
| | 10年金利 (平均) | 4.4 | 4.4 | 4.5 | 4.4 | 4.3 | 4.2 |
| ユーロ圏 | 中銀預金金利 (期末) | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| | 10年金利 (独、平均) | 2.6 | 2.6 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.4 |

| | | | | | | |
|------------|------|------|------|------|------|------|
| ドル円 (平均) | 145 | 146 | 143 | 140 | 139 | 138 |
| ユーロドル (平均) | 1.13 | 1.16 | 1.18 | 1.19 | 1.20 | 1.20 |
| ユーロ円 (平均) | 164 | 170 | 169 | 167 | 167 | 166 |

(注) コールレートは無担保・翌日物の誘導目標、レンジの場合は上限値を記載

本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と完全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。