

market:update

Capital Markets Outlook, Week 35

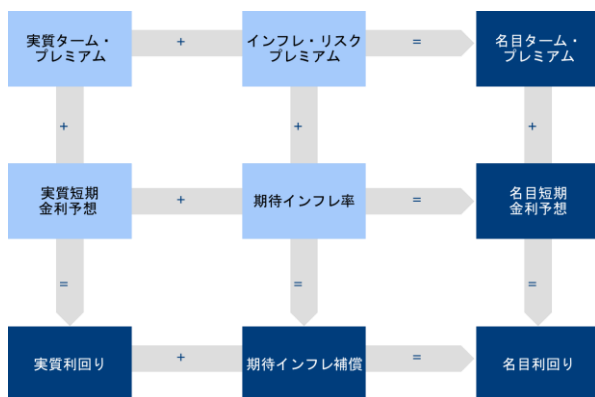
2026年8月28日

国債市場における利回り上昇の背景

近時、ドイツ連邦銀行は、国債利回りに影響を与える要因を示した概要チャートを作成しました。基本的にこのチャートが示しているのは、国債の利回りの動きは、独立した経済変数というより、むしろ、様々な予測やリスク・プレミアムを反映した結果だということです。

国債を長期に亘って購入する投資家は、単に「今、お金を使うことを諦めること」への対価のみを求めている訳ではなく、インフレに対する補償や、経済・インフレ・政策金利の今後の展開を巡る不確実性への対価も求めていると考えられます。

利回りの構成要素とその合算



出所：ドイツ連邦銀行（ブンデスバンク）

利回りの内訳 - パート 1

ドイツ連邦銀行は、名目利回りを「実質利回り」と「期待インフレ補償（ブレイクイーブン・インフレ率）」の二つの要素に分解しています（上図：最下段を参照）。期待インフレ補償とは、時間の経過とともに金銭の購買力が低下していくことに対して投資家が求めるであろう追加的な利回り部分を指します。

この内訳として、さらに二つの区分がありますが、一つは、実際に予想されるインフレ率に相当する「期待インフレ率」であり、もう一つは、10年後や30年後にインフレ率が実際にどの程度になるかという不確実性に備えるもので、一種の保険料としての役割を果たすと考えられる「インフレ・リスク・プレミアム」となっています。

実質利回りもまた、二つの要素で構成されています。一つは、「実質短期金利予想」ですが、簡単に言えば、インフレ調整後の今後数年間の平均政策金利がどの程度になるかということの意味するものと考えられます。もう一つは、「実質ターム・プレミアム」ですが、これは、国債の大量発行等によって生じ得る供給圧力や、インフレ以外の要因による不確実性に求められる対価（プレミアム）等を意味すると考えられます。結局のところ、各国の30年債を購入する投資家は、その間に経済がどれほど力強く成長するか、中央銀行が時宜に応じてどのように政策反応するか、或いは、市場金利がどれほど変動するか等について、不確かさを前提に将来の動向を見通せないと感じるほど、その補償としてより高いリターンを求めることになると思われます。

このように、当該チャートは現在の国債市場の動向を見定めるうえで、重要な論点を明らかにしています。つまり、国債市場で投資家が「政策金利の上昇」や「インフレの加速」を予想しているからといって長期債の利回りが自動的に上昇するわけではないということが示されており、投資家が長期的なリスクを引き受けることに対して、単に「より高い対価」を要求することによっても、利回りは上昇する可能性があることが示唆されています。

利回りの内訳 - パート 2

当該チャートの右端において、ドイツ連邦銀行は、名目利回りを「名目短期金利予想」と「名目ターム・プレミアム」の二つの要素に分解しています。簡単に言えば、名目短期金利予想とは、「市場がその国債の全期間に亘って、平均してどれくらいの政策金利（中央銀行の利上げ・利下げ）を想定しているか」という問いに答えるものですが、ここには、実質短期金利予想と期待インフレ率の両方が含まれています。

一方で、名目ターム・プレミアムとは、投資家が長期に亘って資金を固定し、それによってリスクを引き受けることに対して受け取る「追加的な対価」を意味します。これは、「実質ターム・プレミアム」と「インフレ・リスク・プレミアム（インフレの不確実性に対するプレミアム）」で構成されており、すなわち投資家は、一方で実質金利や経済成長、国家財政等が予想とは異なる展開を辿るリスクに対して、もう一方ではインフレ率が想定外に高くなったり、或いは、変動が激しくなったりする

market:update

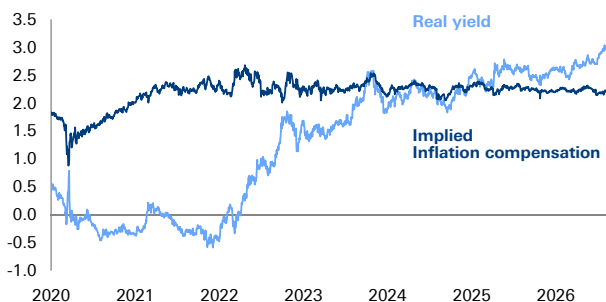
リスクに対してプレミアム（上乗せ金利）を要求していると考えられます。

米国債市場への適用

2026 年 6 月上旬以降、フェデラル・ファンド (FF) 金利先物が示す 2027 年 12 月の政策金利予想は、概ね 4.0% 前後でほぼ横ばいのまま推移していますが、それに対して、同期間に 30 年物米国債の利回りは約 30 ベーシスポイント (bp) も上昇したことが分かっています。これにつき、前述の例に示されているように、名目短期金利の予想がほぼ変わらずに推移していることを踏まえると、名目ターム・プレミアムが上昇した可能性が高いという想定が成り立つことになると考えられます。

米国：実質ターム・プレミアムが利回りを押し上げた可能性

30 年物米国債利回り (%)



出所：ブルームバーグ、メッツラー

2026 年 8 月 18 日時点

ここで「期待インフレ補償（ブレイクイーブン・インフレ率）」を見ると、2021 年初頭から 2.25% 前後で非常に安定して推移しており、米連邦準備制度理事会（FRB）のインフレ目標とほぼ完全に一致していると言えます。明らかに金融市場は、FRB が実質的に政府の財政を穴埋めし、それによって深刻なインフレリスクを抱え込むことになるというシナリオを織り込んでいないと見られます。つまり FRB は、5 年間に亘ってインフレ目標を達成できておらず、2026 年 7 月のインフレ率（米コア PCE デフレータ）も目標値を上回る水準が継続しているにもかかわらず、金融市場からは、依然として「無条件の信頼」を得ているかのように見える現状があります。

このことから、名目ターム・プレミアムが上昇したのは、インフレ・リスク・プレミアムが高まったからではなく、むしろ実質ターム・プレミアムが上昇したからであろうと推測できます。言い換えれば、金融市場が「長期米国債の信用リスクは高まっており、我々はそれに見合う対価を求めている」と主張していると捉えるこ

とも可能と考えられます。こうした背景には、幾つかの理由が考えられますが、人工知能への投資を賄うための膨大な民間投資需要、米国債の大量発行、膨張を続ける政府債務、そして何よりも、FRB の今後の政策がどれほど予測可能なものであるかという点への懸念ではないかと思われます。

今後、米国債市場における重要なシナリオとして、以下に留意する必要があると考えています。

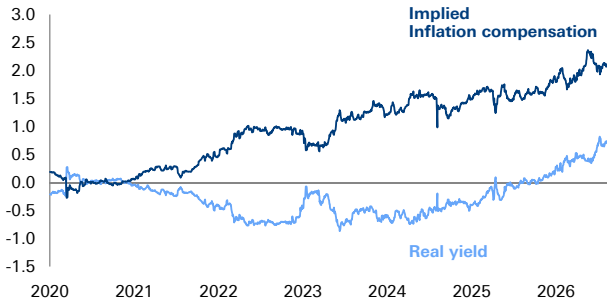
1. FRB が自らの「反応関数（政策決定の基準・仕組み）」に対する信頼性と理解度を高めることに成功する場合、この実質ターム・プレミアムの一部は解消に向かい、長期債利回りは一定期間、低下する余地が生じると考えられます。
2. 米国の巨額の国家債務が、ある時点で単なる「需給やデフレーションの問題」として捉えられなくなる場合、長期的な物価の安定に対する信頼を損なう可能性があり、実質ターム・プレミアムが上昇するのみならず、インフレ・リスク・プレミアムや長期的な期待インフレ率まで上昇し、最悪のシナリオに至る可能性も懸念されます。
3. 米国政府が財政緊縮策を一切実施せず、政府の財政赤字が巨額のまま推移する場合、実質ターム・プレミアムは緩やかながらも着実に上昇し、結果として、国債利回りも継続的に上昇するリスクがあります。

日本国債市場への適用

日本においても、市場の構図は驚くほどよく似ていると思われます。日本国内の「期待インフレ補償（ブレイクイーブン・インフレ率）」は、近年上昇傾向にありますが、日本銀行が掲げるインフレ目標と同水準に留まっていると見られ、現時点で市場が日本銀行に対して揺るぎない信頼を置いていることが伺えます。今後は、新しいインフレ指標が発表されるたびに、常に市場からチャレンジを受けることになる可能性も高いと思われる為、事態を注視しています。

market:update

日本：インフレ期待の正常化と成長見通しの改善 10年物日本国債利回り (%)



出所: ブルームバーグ、メツラー

2026年8月18日時点

こうした状況下、ここ数週間、日本国債の実質利回りも、米国と同様に目に見えて上昇しています。日本では米国と異なり、政策金利の上昇予想も利回り上昇の一因になっていると思われますが、今後は、発表される労働市場データや消費者態度指数などに表れるデータにも留意しつつ、足元の日本経済が着実に持ち直しつつあるか注視していきます。

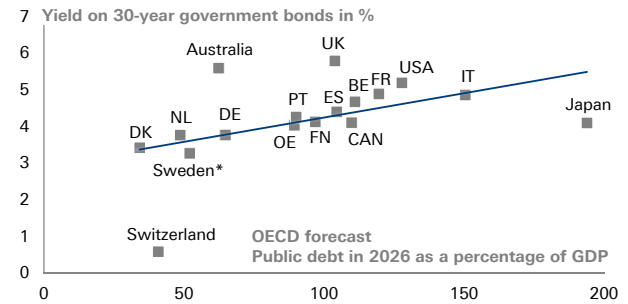
さらに、日本については、巨額の政府債務に加え、政府が積極財政に傾きがちなことも、すでに上昇している実質ターム・プレミアムが、今後も上昇を続ける可能性が懸念される背景にあるものとして留意しています。日本銀行としても、期待インフレ率が 2.0% を超えないように留意しつつ、ここ数年の右肩上がりのインフレ・トレンドがこのまま継続しないように警戒を強める必要があると考えられます。日本においても、国債市場のボラティリティは高まっており、今後、利回りがさらに上昇していくリスクは高いと見ています。

政府債務の大きさが世界の利回り水準の差を説明

ブルッキングス研究所のロビン・ブルックス氏が作成したチャートには、世界各国の政府債務水準と 30 年物国債利回りの間に明確な相関関係が見られる構図が示されています。

この図は、政府債務の水準が、実質ターム・プレミアムの差異として、実際の金融市場に反映されている状況を視覚的に説明していると見られることから示唆に富むと考えています。

政府債務は利回り水準に与える影響



* スウェーデン：20 年物国債利回り

出所: OECD、ブルームバーグ、メツラー

2026年8月19日時点



メツラー・アセット・マネジメント GmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

market:update

- 1.) 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- 2.) 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- 3.) 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- 4.) 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります、投資元本を割り込むこともあります。
- 5.) 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- 6.) 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- 7.) 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります、当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- 8.) 害について一切責任を負いません。
- 9.) 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- 10.) 本資料に紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- 11.) 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- 12.) 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社

〒100-0011

東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階

Tel : 03-3502-6610（代表）Fax : 03-3502-6616

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号

加入協会 一般社団法人 資産運用業協会

W26-029