マーケットの底流を読む

長短金利差、縮小でも長期金利上振れでも問題

日銀利上げに制約、政策金利 2%なら長期金利の水準に難しさ

（株）ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2026/11/13（金）

日本では日銀が正常化利上げを継続させるなか、長短金利差は先行き金利差の縮小でも、政策金利（短期の無担保コール翌日物）見合いでの長期金利の上振れ上昇でも問題になっていく。日銀の利上げペース加速や、利上げ最終水準の引き上げに制約となる。政策金利は先行性のある 2 年債金利が一旦は 2%方向を織り込んできたが、実際に 2%となる場合、長期 10 年債金利は 3%以下なら長短金利差の縮小による金融機関への打撃、3%を大きく上回ると国債利払い費の増加や、高市政権が目標とする名目成長率 3%安定化への障害、成長率比での債務残高の軽減化に逆風となる。

長短金利差縮小、米日で銀行株下落や成長率減速

「歴史的に米英欧などで名目 GDP 成長率が名目長期金利を上回っている場合、基礎的財政収支が均衡していれば、（経済成長や税収増などで）政府債務残高の対 GDP 比は低下している（成長率＞金利）。反対に名目 GDP 成長率が名目長期金利を下回っている場合、基礎的財政収支が十分に黒字でないと、（景気悪化や税収減などにより）政府債務残高の対 GDP 比は安定化しない（成長率＜金利）」――。

過去に内閣府では、このような分析検証を行っている。高市政権では昨秋の発足以降、高市早苗首相や片山さつき財務相がこうした「ドーマー条件」を含めた考えを重要視してきた。

高市首相は昨年 11 月の首相就任直後の国会答弁で、「名目成長率が国債金利を上回る状況を維持することで、債務残高の対 GDP 比率を安定させることが重要」と強調。今年 7 月末の骨太方針決定後には、高市政権の表看板「責任ある積極財政」に関して、「中核は債務残高対 GDP 比の安定的低下だ」と再確認するとととともに、成長率＞金利、GDP 成長＞債務残高に向けて、「GDP 成長率は名目＋3%超を定着させ、更に引き上げていく」決意を示している。

その中で現在は日銀が正常化利上げについて、ペース加速の地ならしを強化させている。政策金利（短期の無担保コール翌日物）に先行性や相関性のある 2 年債金利は、9 月末に 1.99%へと上昇し、先行き 2%方向の利上げは一旦の織り込みが進んできた（現状、政策金利は 1.25%）。

一方で先行き実際に短期政策金利が 2%となる場合、問題となるのは長期 10 年債金利の位置水準だ。直近の最高は 3.1%前後だが、これから日銀が正常化利上げを急ぎ、物価や経済成長のペースが鈍化したり、イラン戦争の幕引きや世界的に AI・データセンターの投資過熱が減速となれば、日本の 10 年債金利は 3%以下方向で落ち着く可能性もゼロではない（長期国債の価格は上昇）。

しかし、政策金利が 2%で 10 年債金利が 3%以下という方向性は、「10 年債金利－政策金利」での長短金利差が 1%方向への縮小を意味する（長期金利の上振れ優位低下）。利ざや縮小で金融機関には打撃になり、貸出や設備投資、不動産・住宅市場、企業や個人の期待成長率などにはマイナスになる。

過去、日本や米国での長期実績では、10 年債－政策金利の長短金利差が 1%以下方向に縮小となる場合、高確率で銀行株は下落局面入りとなってきた。タイムラグを経てマクロ景気には冷却効果が及び、追随の形で名目 GDP 前年比の増減率（成長率）は下振れとなる相関パターンが見られている。

その点でこれから日銀が政策金利を 2%方向に引き上げていく場合、利ざやなどに考慮すると、10 年債金利の 3%以上への上昇や、長短金利差の開き確保といった目配りが重要になる。

一方で 10 年債金利が 3%以上の上昇となった場合、財務省の国債利払い費の増加といった弊害を招く。さらには高市政権が目標とする「名目成長率＋3%安定化」と「名目成長率が国債金利を上回る状況の維持（成長率＞金利）」への障害、「対 GDP 比での債務残高の安定的低下（GDP 成長＞債務残高）」への逆風といった問題をはらんでいる。

政策金利 2%でも物価 2%なら実質金利ゼロ低位

過去、1980 年代以降の長期実績として、日本の名目 GDP 実額・前年比増減率は、10 年債金利を上回っている局面で成長が上振れ加速となってきた。反対に下回っている局面で、成長は減速・停滞する相関性が観測されている。今後、名目＋3%超の成長を定着させていくにあたり、10 年債金利が 3%を大きく超える水準は、引き締め効果などで成長の抑制要因となりかねない。

その他、高市首相は 7 月の骨太方針説明時に、GDP 成長率について名目で＋3%超、物価を考慮した実質で＋1%超の定着を目指す方針を示した。政府・日銀のアコード（共同声明）を堅持させる形で、物価は＋2%での安定化を念頭に置いたものだ。結果「名目成長（＋3%超）－物価（＋2%）」の差し引きで、実質成長率は＋1%という目標とされている。

日銀は今後、超緩和策からの正常化と物価＋2%安定化の目的もあり、政策金利を 2%方向に引き上げていく可能性は残る。それでも「名目金利－物価変動率（期待インフレ率）」で算出される実質の政策金利は、あくまで物価目標を前提にすると、「金利（2%）

ー物価（＋2%）」の差し引きでゼロ%前後にとどまる可能性がある。日本の実質金利が低位にあることに変わりはなく、為替相場では根強い円安圧力や円高抑制の流れが続いていく。

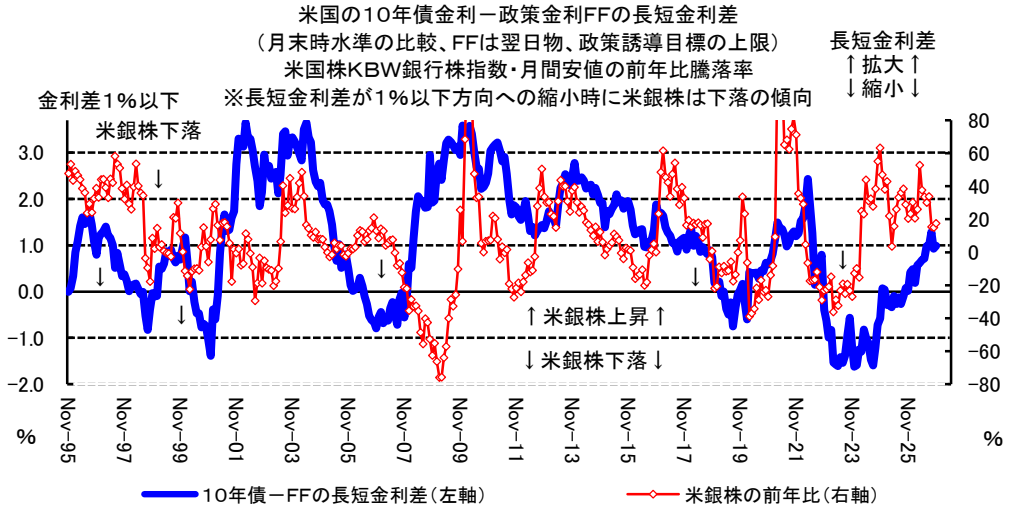
為替円安は物価上昇の要因であり、改めて日銀の利上げペース加速につながる。日銀の利上げ加速と物価上昇の懸念は、先行き長期 10 年債金利を再上昇させるものだ（国債価格は下落＝国債安）。一方で長期金利の再上昇は日本の利払い費増加と財政赤字拡大を警戒させ、物価上昇とあいまって、国債価格の一段安につながる。それが国債安と円安に跳ね返り、日銀の利上げ加速でも、円安・物価上昇・国債安の共振連鎖が持続となる可能性は消えていない。

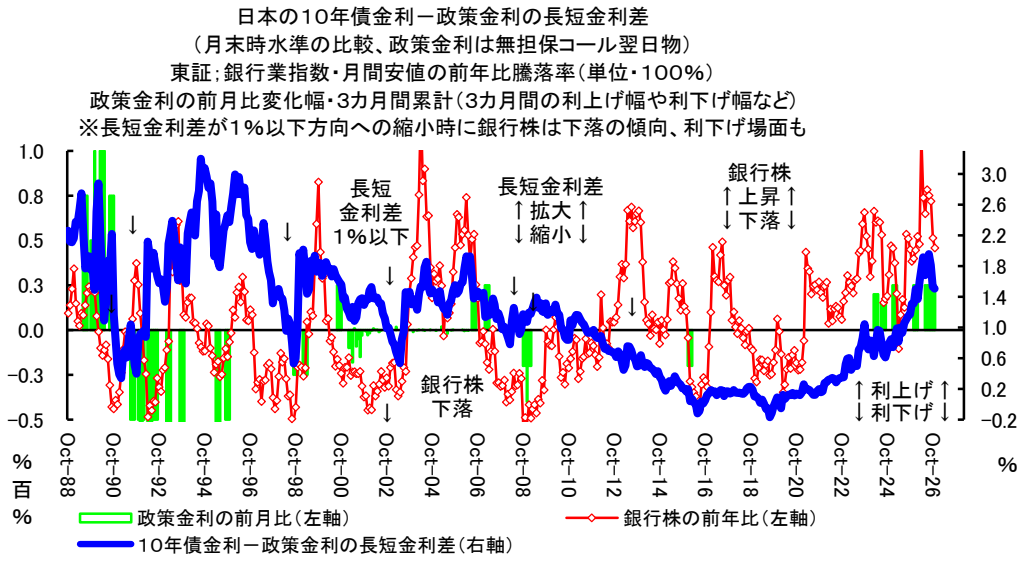
しかも日銀の利上げ加速で長期金利が 3%超えに上昇となれば、高市政権による名目 3%成長の目標を阻害し、成長の下振れ比で債務残高の負担は重みを増していく。それが悪い国債安と円安につながる潜在リスクが残されたままだ。

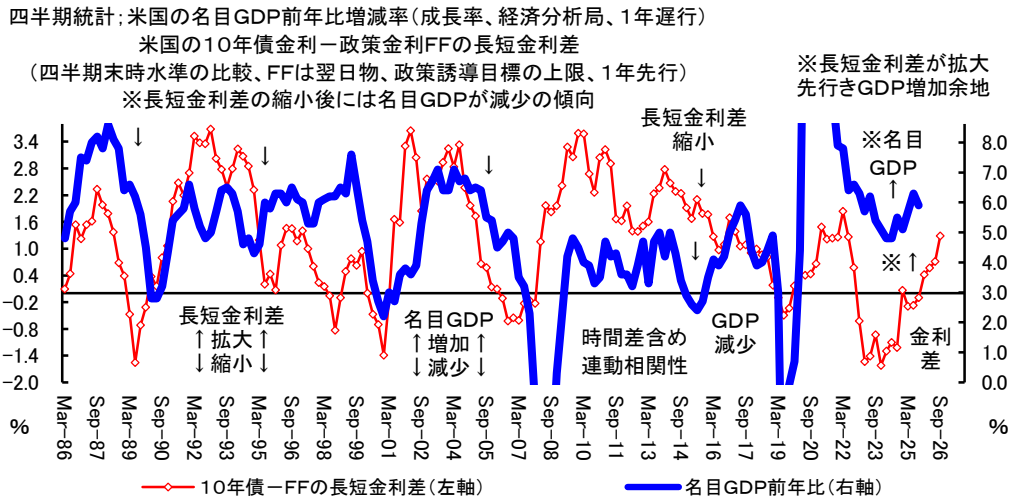
国債の利払い費については今年 4 月、財務相の諮問機関である財政制度等審議会で財務省が、「2035 年度に 2026 年度の 3 倍超の 45.2 兆円に増える可能性がある」という試算を公表した。

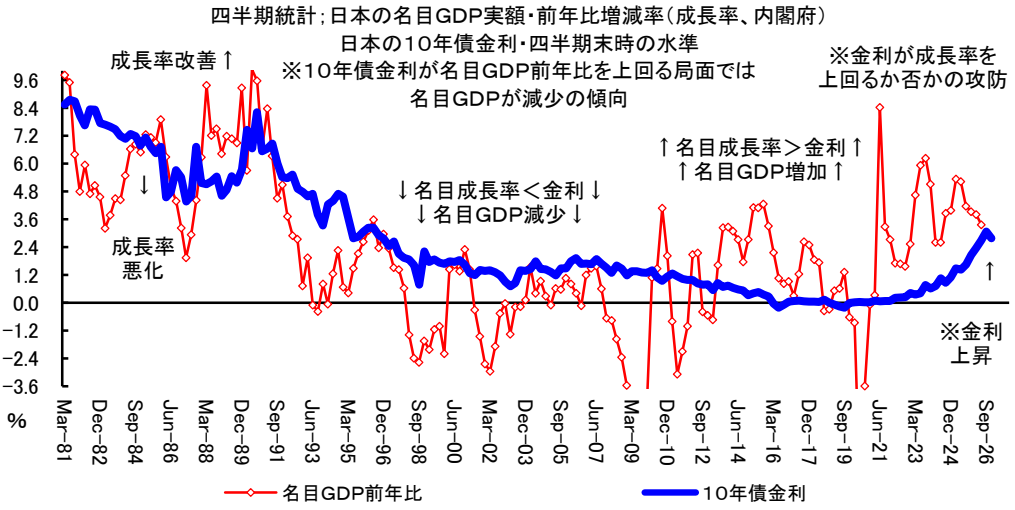
名目経済成長率が 3%になるなど一定の仮定を置いて歳入や歳出、国債発行を想定し、利払い費を推計したものだ。基本シナリオでは 2026 年度の金利を 3.0%とし、2029 年度に向けて 3.6%まで上がり、その後は一定と仮定した。その場合、2026 年度に 13.0 兆円だった利払い費は 2030 年度に 24.3 兆円、2035 年度に 35.9 兆円となっている。

あくまで試算とはいえ、「名目成長率＋3%」、「長期金利 3.0%から 3.6%」という状況でも、利払い費の増加と財政リスクの高まりは避けられない見通しとなっている。









お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。