

経済を読む眼

中立金利とタームプレミアム～米日を中心に^{*1}

2026 年 1 月 29 日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

エコノミスト 岩井真子

要旨

1. 政策金利の帰趨を考えるには中立金利や自然利子率が有用である。自然利子率を主要国で横断的にみると、GFC 以降に低迷していたのがコロナ禍以降に上昇に転じ、2024 年以降は上昇傾向が顕著であることが共通してみられる。その中で日本が一番低水準。
2. 世界の主要国は中立金利の推計値を政策判断やコミュニケーションのツールとして活用しているが、その中で日銀だけは定量的な利用に極めて慎重。日本の金利市場のアンカーでもあるだけに、learning process である事を共有しつつ市場とのコミュニケーションに積極的に活用することが望まれる。
3. 主要国の長期金利をみるには、中立金利とタームプレミアムが重要。米国では、このうち中立金利はこの数年は明確に上昇しており、FOMC の金利ドットツの longer run（現在 3.0%）は今後もう少し上昇する可能性が高い。一方、タームプレミアムは、Fed の QE による押し下げ、QT による巻き戻しが終了した今、財政赤字や政府債務の累増による押し上げ効果が焦点。関税収入の帰趨にもよるが、CBO は政府債務が急増する見通しを立てている。これを Dallas Fed の長期金利モデルに挿入すると 5y5y 国債金利は 2035 年に現在よりも 0.5%-pt 程度、2045 年には 1.0%-pt 上昇すると試算される。長期金利が少し長い目でみて上昇する可能性に留意したい。
4. 日本では、このうち中立金利は日銀が推計結果の公表を止めた後も、緩やかに上昇を続けているとみられ、1.5～2.5% のレンジと捉えておきたい。一方、2025 年以降はタームプレミアムが、マクロ指標等に基づいた推計値を上振れ、長期金利が上昇する要因になっている。その主因は財政赤字・政府債務の累増を反映している可能性が高く、特に本年 1 月に入り、選挙を前に与野党共に消費減税を打ち出したことからその乖離は加速している。
5. 米日とも積極的な財政政策を実施する場合には財政規律を緩めない姿勢をみせ、裏付けとなる財源を示すことで市場の不安感を抑制できれば、長期金利の財政に起因するタームプレミアムの大幅な上昇を避けられるだろう。

* 本稿の内容や意見は、筆者ら個人に属するものであり、JST の公式見解を示すものではない。

¹ 本稿は、2026 年 1 月 26 日現在のデータ・情報に基づいている。

1. はじめに～本稿の目的

米国では、これまでの Fed の連続利下げで政策金利はほぼ中立的な範囲に入ってきたとの見方が Fed 高官から最近よく聞かれる。金利ドットにおける longer run 中央値も、GFC 以降に低下が問題となった後、コロナ禍以降に上昇しており、本年はもう一段の上昇が期待される。ユーロ圏でも、ECB の最近の金融政策の議論は、現在の政策金利が中立金利水準にあるという認識をベースに行われている。一方、日本では日銀が中立金利にはまだ少し距離があるとの見解を示しつつも、中立金利の広いレンジのみを伝え、具体的にどの水準にあるという目途を示していない。このため、市場では、日銀の金融正常化の行き着く先、金利の落ち着き先を考えるうえで中立金利への関心はますます高まっている。しかし、中立金利という概念に関する政策及びそのコミュニケーション・ツールとしての使い方は中銀によって区々となっている。

本稿では、まず、米・日を議論の軸として、主要先進国において、程度の差はあれ中立金利が最近は上昇していると考えられることを議論したうえで、中銀毎になぜその使用方法に差があるのか、どうすべきであるのかを論じる。

一方、長期金利は世界的に高止まりから上昇傾向にある。長期金利も平均的にはこの中立金利の先行き推移を軸に決まっていくものではあるが、それ以外にタームプレミアムも長期金利水準に影響を及ぼしている。長期金利がタームプレミアムによって大幅に引き上げられる場合、金融財政政策の効き方も変化し得る。少し前までは中銀の量的引き締め（QT）が、これまで量的緩和（QE）によって押しつぶしてきたタームプレミアムをどの程度押し上げるかが焦点であった。しかし、最近では世界的に財政赤字が拡大していることから、むしろ政府債務の拡大の長期金利への影響に関心が移ってきている。特に米国では今後数十年にわたり、過去に類例のない水準にまで政府債務が累積していくことが展望されている。また、日本でも世界で最も高い政府債務（対 GDP 比）を出発点とし、与党は責任ある積極財政を打ち出して選挙に臨んでいる。本稿では、米・日を代表例として取り上げ、最近のタームプレミアムの決まり方を基に、長期金利の先行きを展望することとしたい。

2. 中立金利、自然利子率の政策的含意

（1）中立金利・自然利子率の定義と推計の特徴

最初に、中立金利と自然利子率を定義しておこう。自然利子率とは、貯蓄と投資を均衡させる実質金利であり、景気を過熱も停滞もさせず、インフレに対しても中立的な金利を指す。中立金利とは、自然利子率を名目に転換した概念で、自然利子率にインフレ率の趨勢を足したものである。インフレ率が各国のインフレ目標に長期的には収斂すると考えてインフレ目標を趨勢とみなすこともあれば、長期的なインフレ率の趨勢を推定して使用することもある。したがって、中立金利は金融政策が緩和的でも引き締めのでもない金利水準を指すので、市場参加者は中央銀行の政策姿勢を考える

上で、メルクマールとして使おうとするインセンティブがある。

これらの概念の中核にあるのは自然利子率であり、世界中で、中央銀行を主体に推計が行われている。この推計方法は大きく分けて、図表 1 のように時系列モデルを用いたアプローチ、IS 曲線やフィリップス曲線などの関係性を示す構造方程式を明示した上で、需給ギャップがゼロとなる景気中立的な実質金利を推計する準構造的なアプローチ、家計や企業など経済主体の動学的な最適化行動に基づいた一般均衡モデルを想定し、価格や名目賃金が伸縮的な場合に成立する実質金利を推計する構造的なアプローチがある²。どの推計も長所・短所があるが、特に時系列的手法で計測すると、自然利子率は観察される実質金利の影響を受け易くなる点に留意が必要である。このため例えば米国のように観察される実質金利が高いと推計値も高めに易い一方、現在の日本だと観察される実質金利が極めて低いために低く推計され易く、更に、最近は利上げによる実質金利の緩やかな上昇が影響し、推計値が上昇し易くなっている可能性が高い。

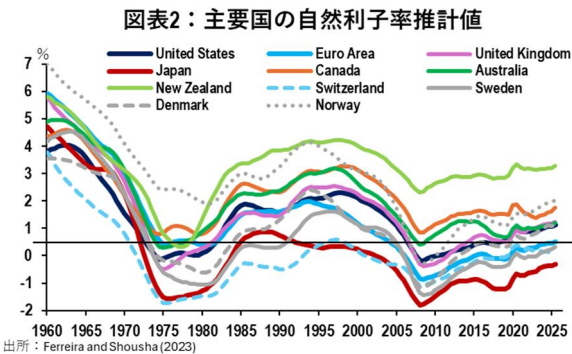
図表1: 主要国で用いられている自然利子率(r^*)の主な推計手法

推計手法	類型	概要・特徴
Del Negro et al. (2017)	時系列	■短期・長期名目金利・インフレ率・インフレ予想等から実質金利のトレンド成分を抽出し、 r^* と見做す。 ■観察される実質金利の影響を受けやすい。
Lubik and Matthes (2015)	時系列	■インフレ率、実質GDP成長率、短期実質金利から時変パラメータVARモデルで5年先の実質短期金利の予測値として r^* を推定。 ■観察される実質金利の影響を受けやすい。
Goy and Iwasaki (2024)	時系列	■各年限の実質金利から、共通トレンドとして r^* を推計。その際に、需給ギャップ等を用いて実体経済の情報も加味。 ■観察される実質金利の影響を受けやすい。
Holston, Laubach and Williams (2023)	準構造	■IS曲線・フィリップス曲線等の構造方程式を仮定し、各期の需給ギャップをゼロとする利子率の水準を r^* とする。 ■インプットとして用いている実質GDPの影響を受けやすい。
Ferreira and Shousha (2023)	準構造	■生産性上昇率・生産年齢人口増減・convenience yield・安全資産供給・政策主導の安全資産需要・グローバルな波及を説明要因として国を跨いだモデルを作成し、各国の r^* を推計。 ■インプットとして安全資産の需給とconvenience yieldの両方を用いているので、安全資産供給増の影響が出やすい。
今久保・小島・中島 (2015)	準構造	■HLWの手法を拡張したもの。単一年限の r^* だけでなく、景気中立的なイールドカーブの形状(均衡イールドカーブ)を推計。
Nakajima et al. (2023)	準構造	■インプットとして用いている潜在成長率の影響を受けやすい。
The New York Fed DSGE model (2019)	構造	■標準的なセットアップに金融市場の不完全性を加えたDSGEモデルに基づいて、 r^* を推計。
岡崎・須藤 (2018)	構造	■標準的なセットアップに金融市場の不完全性や人口動態等の要因を加えたDSGEモデルに基づいて、 r^* を推計。

出所：各ペーパー、杉岡・中野・山本 (2024)、JST

では、この中から、Ferreira and Shousha (2023)³に基づいて自然利子率の推計結果をみてみよう(図表 2)。もちろん、これは計測の一例に過ぎず、他の推計よりもやや低く出る傾向があるが、それでも 3 つの特徴をみてとれる。

① 自然利子率は GFC 以降に暫く低迷し



² 推計手法については杉岡・中野・山本 (2024)「自然利子率の計測をめぐる近年の動向」に詳しい。図表 1 は、同ペーパーをベースに、幾つか米国の計測手法を追加したものである。

³ Ferreira, T., and Shousha, S. (2023) “Determinants of Global Neutral Interest Rates,” Journal of International Economics, vol. 145 を参照。

ていた。この時期には自然利子率の低下が政策当局者にとっての一大テーマであった。

- ② 暫くしてコロナ禍以降に上昇に転じ、特に 2024 年以降は上昇傾向が顕著である。
- ③ 主要先進国の中では日本が一番低くなっている。これは、日本経済の潜在成長率が主要先進国の中でも最も低いことと整合的である。

（２）中銀による中立金利・自然利子率の使用方法

次に、各国中銀の中立金利（自然利子率）に対する金融政策上の使い方をみると、地域によって大きな違いがある。最も積極的に政策上使用しているのは、Fed である（図表 3）。彼らは自然利子率の推計手法の開発で世界をリードしてきたほか、毎四半期公表する金利ドットでは政策金利の longer run の水準を投票しており、これが中立金利に該当する。Longer run の中央値は現在 3.0%である。Fed 高官も中立金利の推計誤差が大きいことに注意を喚起しつつ、それでも金融政策スタンスを中立金利からの実際の政策金利の距離で示しながら論じることが多い。カナダ中銀（BoC）もこうした概念の使用に積極的である。具体的には、自然利子率を 3 つのモデルを用いて現在は Monetary Policy Report に公表し、総裁も記者会見等で言及することが多い。2025 年 6 月に更新された現在の推計値は 2.25～3.25%になっており、Macklem BoC 総裁は、これをベースに、現在の政策金利（2.25%）は中立金利レンジの下限付近にあるとの認識を直近の政策会合（2025 年 12 月）で示している。

図表3：主要中銀、BISの中立金利に対する考え方と利用方法

	公表の有無	政策判断 コミュニケーションでの利用
Fed	参加者予想を公表	○
ECB	推計値を公表	○
日銀	参照するモデルを提示	×
BoE	各委員の判断に基づく	△
BoC	推計値を公表	○
BIS	-	-

出所：各機関公表資料、JST

一方で非常に慎重なのが日銀である。彼らは、自然利子率の推計結果がモデルによって区々となるほか、推計誤差が大きいことに加え、欧米のようにこの 30 年間金利を

上下させるサイクルを経験せずに金融緩和を続けた結果、自然利子率の推計に必要なサンプルが不足していることもあって、自然利子率の推計値を政策判断のためのみならず、政策に関する対外的なコミュニケーションに用いること自体にも消極的である。念のために言うと、日銀は自然利子率という概念を用いることに消極的という訳ではない。彼らが 1990 年代以降 25 年間の経済・金融政策をレビューした多角的レビューでは、25 年間の日本経済の動きを自然利子率で描写している位である。しかしコンセプトとしては重視しても、実際の政策に用いるという点では、現在は古い推計値の上下限をとって中立金利の推計値は 1.0~2.5%と広い幅で述べただけで、その後推計を更新することもなく、しかも役割をプレイダウンし、政策に関連付けることもない。植田日銀総裁の講演や金融政策決定会合の主な意見の中のある委員の意見として、現在の政策金利 0.75%はさすがに中立金利よりは下と示唆するだけである。むしろ、政策変更を行うと、それに対して金融環境やひいては経済情勢がどう反応するかを確認し、そこから現在の政策金利水準の立ち位置を判断しようとしている。しかし、これだけでは一度政策変更を行うと次の判断までにかかなりの時間を要するので政策判断を迅速に行えないし、市場も落ち着き先を探すことができずに不安定化するリスクがある。

日銀と同様に慎重な姿勢を維持しているのは、主要な中央銀行のコミュニティを形成している BIS である。BIS は、そもそも GFC 以降に先進諸国の中立金利が低く推計されるのは、金融政策が物価に及ぼす影響を万能視して他の要因を十分に反映させずに推計した結果、世界金融危機以降コロナ禍以前にインフレ率が上昇しなかったことに金融緩和で対応したことをトレースしたに過ぎない、と推計そのものを疑う姿勢である。しかし、構造モデルは、現状は自然利子率の水準を特定するには十分ではないにしても、こうした疑念を解消する一つの手段である。

実際、日銀並みに慎重な姿勢を維持していた ECB の姿勢の最近の転換が目立つ。具体的には、スタッフ見通しの中で 2023 年頃から試算値を公表し始め、2025 年 1 月になると Lagarde 総裁が初めて中立金利水準についてスタッフの推計を引用しつつ 1.75~2.25%の狭いレンジで明示した。恐らくその背後では、現在の金利水準が経済金融情勢に及ぼしている影響の評価という裏付けもあるのだろう。金融政策に関して話し合う理事会では、このレンジを念頭に政策スタンスを議論しており、現在は政策金利（中銀預金ファシリティ金利 2.0%）が中立金利圏内にあるとの議論を展開している。恐らくこの背景には、コロナ禍後に金融の引き締めと緩和の両方を体験した結果、政策金利が現在ほぼ中立水準という確証を得たことも大きかったのではないかとと思われる。

この中でみると、日銀が中立金利の使用にここまで慎重な理由は、わからなくはないが、それでも自然利子率の推計を 1Q23 で止めて最新の推計値すら公表しないのは、過度に保守的な対応に思える。どんなに留保条件を付けても市場が中立金利の情報を過剰に取り込みに行くリスクも怖れているのかもしれない。しかし、現在のように市場で利上げのゴールの目途も立たない中で結果として国債取引が活性化できないようになるのも行き過ぎに思える。やはり、当初は誤差が大きくても中立金利の現水準を一定の幅で示し、金融経済の進展に応じて中立金利の見直しも進めていくという

learning processであることを断った上で、市場との政策に関するコミュニケーションの一手段として使う余地は大きいだろう。

（３）米国で上昇している中立金利

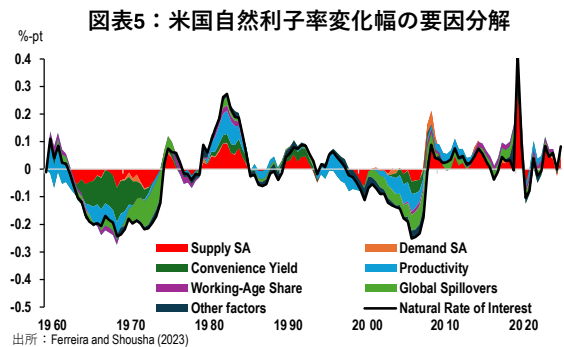
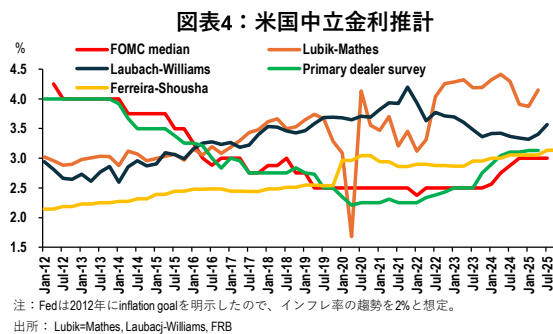
次に米国の中立金利についてみていこう。中立金利の推計値は、2012 年以降は Fed が inflation goal を明示的に設定したことを踏まえ、自然利子率の推計値にインフレ目標の 2%を足したものとして示した（図表 4）。ここからは、2つの特徴が浮かび上がる。第 1 に、中立金利は GFC 以降に低迷していたのが、コロナ禍以降に上昇に転じ、特に 2024 年以降は上昇傾向が顕著なことである。FOMC の金利ドット中央値もこの下で 2024 年以降上昇に転じている。第 2 に、どの推計値も、FOMC の中央値に比べて高いことである。このことは、FOMC メンバーが認識している中立金利が 2026 年にまでもう少し上昇する可能性を示唆している。なお、Lubik-Matthes が推計する中立金利が際だって高いが、これは前章で指摘した時系列的手法の欠点が出ているように思われる。

現在の政策金利は金利ドットの中央値でみればまだ引き締めのみに見えるが、直近では Williams NY Fed 総裁に加え、Jefferson FRB 副議長が 1 月 16 日に「FRB がこれまでに実施した利下げにより、政策金利は景気を刺激もせず冷やしもしない「中立水準」の範囲に入った」と述べる等、Fed 高官は中立金利が金利ドットの中央値よりもやや高めでもおかしくないとみているのかもしれないと解釈できる内容を発信している。

最近の中立金利の上昇、言い換えれば自然利子率の上昇を、要因分解した一例が Ferreira and Shousha (2023)の自然利子率前期差の要因分解（図表 5）である。これを見ると、コロナ禍以降は財政赤字の拡大による安全資産の供給超過（安全資産の希少性が低下することで、安全資産の利子率が上昇）が大きい⁴⁵ほか、生産性の上昇、更には海外からの波及も上昇に寄与している。

⁴ この要因は一見、名目の安全資産の需給に影響するので実質概念である自然利子率に影響しないと思われるかもしれない。しかし、そうではない。人々が消費から得られる効用は、消費することの効用と、安全資産を保有することによって得られるサービスの効用から成ると考えると、国債のような安全で流動性の高い資産が市場参加者に提供する貨幣的な利便性サービスが効用にとって重要な役割を果たす。投資家がこれらのサービスの対価として均衡において放棄してもよいと考える利回りを、経済学では *convenience yield* と呼ぶ。この利回りは、安全資産の純供給量に決定的に依存する。安全資産が希少なときには、投資家はそれを保有するためにプレミアムを支払うことを厭わず、その結果、実質的な均衡利子率（自然利子率）は低下する。逆に、安全資産が豊富なときには、そのプレミアムは低下し、自然利子率に上昇圧力がかかる。直観的には、*convenience yield* の変化は、経済における実物資源の再配分をもたらす力を通じて、自然利子率に影響を及ぼす。例えば、安全で流動性の高い資産に対する相対的需要を（持続的に）高めるショックは、貯蓄を民間資産から政府証券へと移行させる傾向があり、民間投資を減少させ、その結果として自然利子率に下方圧力を加える。こうした考え方の詳細は、Krishnamurthy, A., and A. Vissing-Jorgensen (2012) “The Aggregate Demand for Treasury Debt,” *Journal of Political Economy*, 120 (2)や、前掲 Ferreira and Shousha (2023)を参照されたい。

⁵ 但し、個人的には、彼らの推計は、国債の供給要因と需要要因以外に *convenience yield*（希少な安全資産を保有することによるリスク・リターンと異なる次元で得られるメリット）も変数に入っており、安全資産要因がやや強めに出て、それ以外の要因を小さくしている面があるのではないかと思料している。



この点をやや深掘りすると（図表 6）、自然利子率を左右するマクロ要因のうち、労働力増加率は移民の抑制によって自然利子率にも低下方向に寄与しているが、生産性上昇率の最近の上昇が上昇方向に寄与していると考えられる。更に貯蓄・投資バランスのうち国内要因をみると、財政支出の拡大は貯蓄の減少要因であるほか、人口高齢化も貯蓄を食い潰す⁶ので、自然利子率にとって上昇要因となっていると考えられる。更に、海外要因では、これまで新興国の貯蓄増が米国の金利を押し下げてきた⁷のが、コロナ禍後は各国が財政支出の積極化によって貯蓄超過が薄れていったことや、サプライチェーンの分断化の動きが貯蓄投資バランスの影響も国毎に分断したほか、それ自体が物価押し上げに働くこと等から、やはり自然利子率の押し上げ方向に寄与している。また、前述

図表6：中長期自然利子率を左右するマクロ要因
（米国）

マクロ要因	r*への影響
潜在成長率	
労働力増加率低下	低下
生産性上昇率上昇	上昇
貯蓄・投資バランス	
国内	
財政支出拡大	上昇
人口高齢化	上昇
寿命の上昇期待拡大	低下
安全資産供給増加 (convenience yield低下)	上昇
グローバル	
他国の財政支出増大	上昇
サプライチェーンのfracturing進展	低下

出所：JST

した財政赤字の拡大による安全資産の供給超が convenience yield（安全資産保有による安全性・流動性プレミアム）の低下を通じて押し上げ方向に働いている。このように考えると、自然利子率は幾つか低下要因もあるにせよ、総じてみれば上昇していると考えることが自然である。なお、現在の中国政府の最近の対応に現れているように、将来に海外から米国債投資意欲が低下し、海外の貯蓄投資バランスの米自然利子率への影響が低下する可能性もあり、この点は長期テーマとして確認していきたいところである。

⁶ 厳密には人口高齢化と共に生じる寿命の上昇期待は、長生きリスクとして貯蓄を増やす動機になり得るが、米国では人口高齢化そのものの貯蓄を使う動機の方が大きいと考えられる。

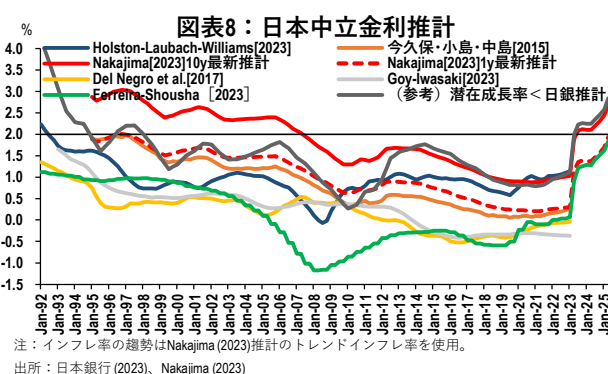
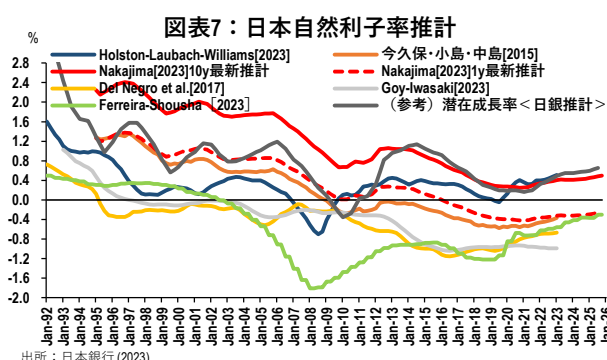
⁷ Bernanke FRB 理事（当時）は、2005 年に世界的な貯蓄過剰が米国の経常赤字を補完すると共に、米国の長期金利を低下させたと指摘している。この議論の端緒となった講演が、Bernanke, B. (2005) “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists in Richmond, Virginia である。

(4) 日本でもボトムアウトしている中立金利

次に日本の中立金利と自然利子率をみてみよう。まず自然利子率の推計値は、日銀自身が1Q23までは各推計結果を示していた⁸。その1Q23時点の推移はモデルによって区々であり、-1.0%～+0.5%の範囲にあった。植田総裁は、これに物価安定目標の2%を足し、日本の中立金利水準は1.0～2.5%の範囲にあるとみられる、としていた訳である。

しかし、日銀が推計結果を公表しなくても、他機関で推計を続けているものをみることは可能だ。その結果が図表7で、どれをみても、その後の2年間に推計結果が緩やかに上昇していることがみてとれる。そもそも、1Q23段階で最も低かった推計値は時系列推計であり、これは観察される実質金利が低いと低い推計結果となる可能性が高いため、当時から自然利子率を過小評価していたと解釈できる。また、自然利子率を決める1つの大きな要因である日本経済の潜在成長率自体が、コロナ禍後に緩やかに上昇に転じていることも、最近の上昇を示唆している。

これを中立金利に引き直すのは、日本についてはやや難しい。これは、日銀がインフレ率2%を目指すようになったのは2023年1月以降であり、古くはどの程度のインフレ率を目指していたか定義しておらず、更に2009～2012年は1%を目標ではなく目途としていたことと関係する。したがって、ここでは原点に戻って、インフレ率の趨勢を足すことにする。具体的には、Nakajima (2023)⁹が推計しているトレンドインフレ率を使用する。これを自然利子率に足した中立金利が図表8で、参照値として潜在成長率にもトレンドインフレ率を加えた。これをみると、中立金利は2023年から自然利子率の上昇とインフレ率の趨勢の上昇の双方を映じて大幅に上昇し、現在は少ないデータながら1.8～2.5%を指している。このうちNakajima et al. (2023)¹⁰推計による10y均衡実質金利は短期の自然利子率に更にタームプレミアムが含まれるため、やや高めになっている可能性が高い。こうした点を割り引き、また推計結果がまだ少ないことを差し引いても、推計結果は1.5～2.5%のレンジで捉えておけば良さそうである。

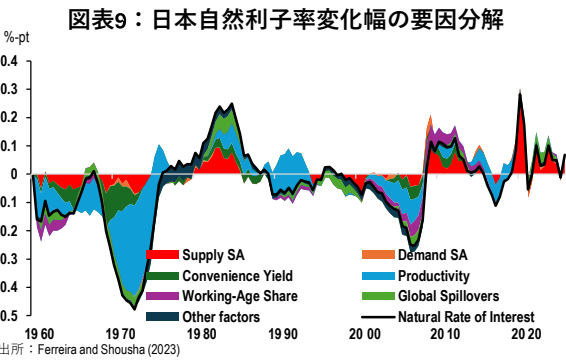


⁸ 詳細は日本銀行 (2024)「金融政策の多角的レビュー」P.83を参照されたい。

⁹ 具体的な作成方法は、Nakajima, J. (2023) “Estimating trend inflation in a regime-switching Phillips curve,” Discussion Paper Series A No.750, Institute of Economic Research, Hitotsubashi Universityを参照されたい。

¹⁰ 推計の詳細は Nakajima, J., Sudo, N., Hogen, Y., and Y. Takizuka (2023) “On the estimation of the natural yield curve,” Discussion Paper Series A No.753, Institute of Economic Research, Hitotsubashi Universityを参照されたい。

次に自然利子率の最近の上昇を前述の Ferreira and Shousha (2023)の推計に基づいて要因分解すると、やはり安全資産の供給増が最も大きく、これに生産性の上昇が加わって自然利子率を押し上げている姿となっている（図表 9）。米国との違いは、全体的に上昇幅が小さいことと、海外からの波及が小さいことである。



これを定性的にやや深掘りすると（図表 10）、自然利子率を左右するマクロ要因のうち、労働力増加率は人口の減少によって米国以上に低下方向に寄与しているが、生産性上昇率の最近の上昇が、これも米国ほどではないがやや上昇方向に寄与していると考えられる。更に貯蓄・投資バランスのうち国内要因をみると、財政支出の拡大は貯蓄の減少要因であるほか、人口高齢化も貯蓄を食い潰すので、自然利子率に上昇要因と考えられる。更に、海外要因では、新興国の貯蓄超過要因は、日本の国債市場は米国ほど新興国にまで解放されていない以上、影響する程度は小さくなる¹¹が、定性的には某か金利を押し上げる方向に働いているほか、サプライチェーンの分断化の動きが貯蓄投資バランスを分断し、しかもそれが物価押し上げに働くこと等も、自然利子率の押し上げ方向に寄与しているとみられる。また前述のように、財政赤字の拡大による安全資産の供給超が convenience yield の低下を通じて押し上げ方向に働いている。このように考えると、自然利子率は、総じてみれば米国ほどではないにしても、やや上昇していると考えることが自然である。

図表10：中長期自然利子率を左右するマクロ要因（日本）

マクロ要因	r [*] への影響
潜在成長率	
労働力増加率低下	低下
生産性上昇率上昇	やや上昇
貯蓄・投資バランス	
国内	
財政支出拡大	上昇
人口高齢化	上昇
寿命の上昇期待拡大	低下
安全資産供給増加 (convenience yield低下)	上昇
グローバル(影響は米国より小)	
他国の財政支出増大	上昇
サプライチェーンのfracturing進展	低下

出所：JST

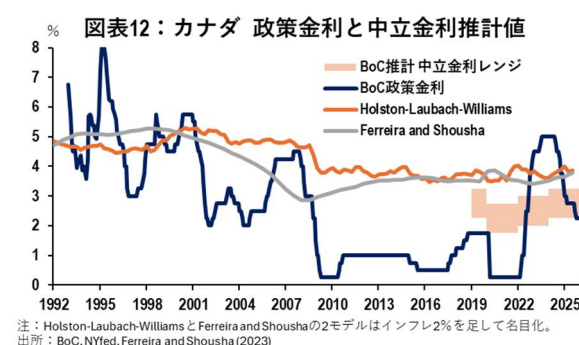
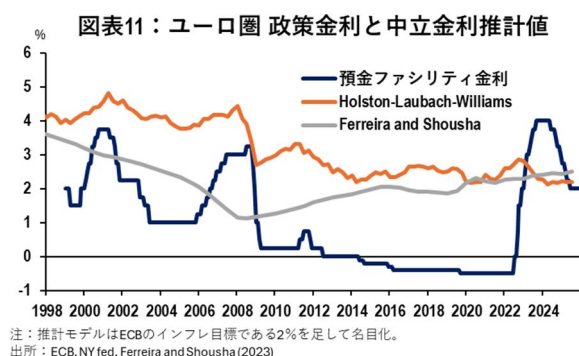
（５）その他先進国の中立金利もボトムアウト

最後に、欧州とカナダの中立金利もみてみよう。まずユーロ圏の中立金利（自然利子率に 2%のインフレ率を加えたもの）の推計結果をみると（図表 11）、GFC を経て一

¹¹ 例えば、畑山優大・岩崎雄斗・中頭響子・沖本竜義 (2024)「グローバル化が先進諸国の自然利子率に与えた影響：平滑推移モデルによるアプローチ」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ N.24-J-14 では、1985 年第 2 四半期～2022 年第 1 四半期における自然利子率の累積変化に対して、グローバル要因は米欧日の平均で 53%を説明しており、中でも米国が突出して大きく (70%程度)、日本が最も小さい説明力となっている。但し、この論文では安全資産選好要因もグローバル要因に含めている点で、我々の定義とは若干異なり、それだけグローバル要因の説明力が大きくなっている。

且低下した後、徐々に上昇しているが、その程度は推計によって区々であり、しかも緩やかである。足元の中立金利は 2%台前半～半ば程度となっている。但し、これは我々が入手可能な 2 つの推計しかみていないので、サンプル数に限界がある。ECB は別途、利子率のスタッフ推計を 2025 年 1 月に開示し¹²、そのレンジが 0%を挟んで小幅のレンジにあり、中立金利に換算すると 1.75～2.25%と説明している。

次にカナダの中立金利を自然利子率にインフレ目標の2%を足す形でみると、やはり GFC を経て一旦低下した後、徐々に上昇してきたが、コロナ禍後にもう一段上昇している（図表 12）。これに対し、カナダ中銀は金融政策判断のための指標として 2019 年以降の短い期間ではあるが、中立金利のレンジを自ら推計、公表している（前掲図表 12）。この推計は、米国の自然利子率の影響を受けるのが特徴で、推計レンジはやはり 2019 年以降現在に至るまで上昇している。



3. 長期金利タームプレミアムの財政的インプリケーション

（1）米国長期金利のタームプレミアム

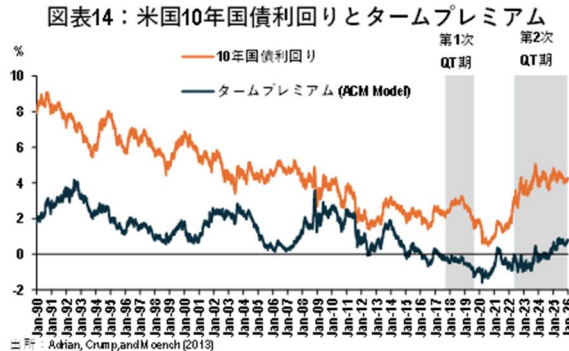
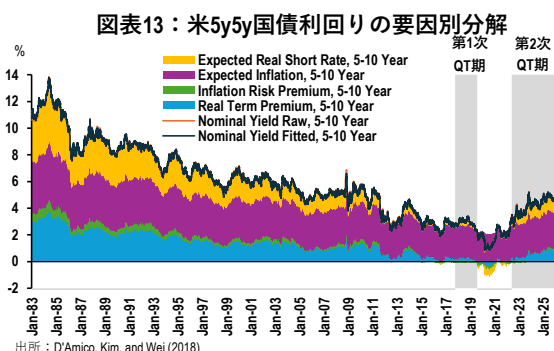
次に、米国の長期金利の今後の帰趨を考えるために、長期国債のタームプレミアムの動向をみよう。図表 13 は FRB の DKW¹³が 5y5y 利回りを要因分解したものである。タームプレミアムは、広義には実質タームプレミアム、インフレ・リスクプレミアム、インフレ期待の合算したものと捉えられ、それをみると、実質タームプレミアムを主体に 2022 年以降上昇しており、足元では 3.8%に達している。これを狭義に実質タームプレミアムとインフレ・リスクプレミアムの合算したものと捉えると、1.1%である。図表 14 では NY Fed の ACM¹⁴が 10 年利回りからタームプレミアムを抽出している。タ

¹² 詳細は、Brand, C., Lisack, N., F. Mazelis (2025) “Natural rate estimates for the euro area: insights, uncertainties and shortcomings,” published as a part of the ECB Economic Bulletin, Issue 1/2025 を参照。

¹³ D’Amico, S., Kim, D.H., and M. Wei (2018) “Tips from TIPS: The Informational Content of Treasury Inflation-Processed Security Prices,” Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 53 を参照。

¹⁴ Adrian, T., Crump, R.K., and E. Moench (2013) “Pricing the Term Structure with Linear Regressions,” Journal of Financial Economics, vol. 110 を参照。

ームプレミアムはやはり 2022 年以降上昇に転じ、足元では 0.8%となっている。



米国では古くは OECD をはじめとする種々の研究から、政府債務が長期金利に及ぼす影響が強いことが知られている。しかも、昨年12月に可決された OBBBA 法によって財政赤字・政府債務が将来劇的に増える展望が出てきただけに、その長期金利への影響が懸念される。そこで、Plante et al. (2025)¹⁵は新たに、1976 年 1 月～2025 年 1 月のサンプルを用いて、5y5y 金利を財政赤字要因（連邦債務残高（対 GDP 比）、財政赤字（対 GDP 比）、プライマリー赤字（対 GDP 比））、インフレ期待、Fed の国債保有、海外の国債保有、その他コントロール変数で説明する回帰分析を行った（図表 15）。結果をみると、5 年先の連邦債務が 1% 増えると、その変数の係数が 3.18 ないし 3.00 であることからわかるように 5y5y 利回りが 3～3.2bp 上昇、5 年先の財政赤字が 1% 増えると、同じようにその変数の係数が 16.85 ないし 16.83 であることから 5y5y 利回りが 17bp 程度上昇、5 年先のプライマリー赤字が 1% 増えると、同様の見方で 13～14bp 上昇することがみてとれる。

この結果から更に、前述した DKW や ACM が導出しているタームプレミアム等への影響を分解する（図表 16）。DKW を用いると、5y5y 利回りの変動の 70% がタームプレミアム（図中の黄色の係数が赤色の係数に占める比率）で、5 年先の連邦債務の 1% 増加がタームプレミアムを 2.38bp 押し上げたほか、ACM を用いると、10 年利回りの変動

図表15：米国連邦政府債務・赤字の5y5y国債金利への影響

	5年先の財政予測 (% of GDP)					
	連邦債務		財政赤字		プライマリー赤字	
財政変数	3.18	3.00	16.85	16.83	14.02	13.07
	(1.22)	(1.21)	(5.90)	(7.20)	(6.38)	(7.32)
インフレ期待	132.06	126.22	129.13	123.99	125.90	119.80
	(53.74)	(49.39)	(42.18)	(43.01)	(50.01)	(50.32)
Fedの国債保有	-4.65	-4.16	-2.11	-1.79	-3.22	-2.78
	(4.97)	(4.58)	(4.75)	(4.62)	(4.90)	(5.12)
海外の国債保有	-26.69	-26.48	-24.64	-25.78	-25.23	-25.61
	(10.10)	(11.66)	(10.41)	(11.12)	(10.80)	(11.83)
実質GDP期待	-	-13.67	-	0.91	-	-8.83
	-	(22.19)	-	(20.33)	-	(22.11)
配当利回り	-	9.96	-	9.16	-	10.44
	-	(14.79)	-	(13.90)	-	(15.08)

注：サンプル期間 1976/1-2025/1。()内はロバスト標準誤差。出所：Plante, Richter, and Zubairy (2025)

図表16：米国連邦債務・赤字の5y5y・10y国債金利への影響

	5y5y	DKW r*	DKW tp	10y	ACM tp
連邦債務	3.47	1.01	2.38	3.01	2.41
(% of GDP)	(1.61)	(0.49)	(1.18)	(1.37)	(1.38)
財政赤字	23.63	6.51	16.19	19.53	17.67
(% of GDP)	(9.42)	(3.04)	(6.87)	(8.67)	(7.50)
プライマリー赤字	21.82	5.68	15.23	16.72	17.70
(% of GDP)	(12.61)	(3.77)	(9.31)	(10.99)	(10.27)

注：サンプル期間 1995/8-2025/1。()内はロバスト標準誤差。

出所：Plante, Richter, and Zubairy (2025)

¹⁵ 詳細は Plante, M.D., Richter, A.W., and S. Zubairy (2025) “Revisiting the Interest Rate Effects of Federal Debt,” Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper 2513 を参照されたい。この分析では、本稿では紹介しないが、様々な頑健性チェックを行っており、その推計結果にある程度信頼を置くことが可能である。

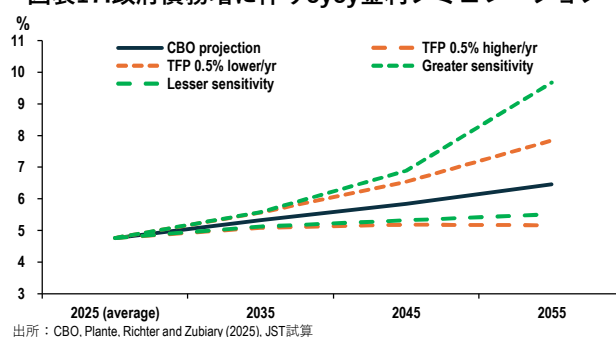
の80%がタームプレミアム（図中の黄色の係数が赤色の係数に占める比率）で、5年先の連邦債務の1%増加がタームプレミアムを2.41bp押し上げた、という結果になる。

最後に、ここで導出された金利と財政変数の関係を利用し、CBOの最新（2025年5月）の財政赤字・政府債務の予測値を用いて、5y5y利回りがどの程度上昇するかをシミュレーションしてみよう。但し、この見通しでは、別途賦課された対外的な関税によって入る歳入が財政赤字の拡大を減殺する効果については、完全には織り込めていない点、やや過大評価になる可能性があることを割り引く必要がある。また、米国経済の性質が変化すれば結果がどう変化するかも併せてみることにする。

結果をみると、標準シナリオでは現在の4.76%（10年利回りよりやや高い）が2035年に5.3%、2045年に5.8%、2055年には6.5%まで上昇する結果となった（図表17）。

しかしこの結果は、経済の性質が異なれば変わってくる。例えば、米国経済がこの間、全要素生産性（TFP）が年当たり0.5%高い推移を続ける場合には、2055年でも5.1%までにしか上がらないし、一方でTFPが年当たり0.5%低い推移を続けられれば、2055年には7.8%にまで達する。また、財政赤字が増えた際に民間投資をクラウドアウトする力が全く無ければ金利はやはり2055年でも5.5%までしか上昇しないが、クラウドアウトする力が例えばこれまでの2倍まで強まれば、2055年には実に9%を超えるところまで上昇する姿となる。このような経済の性質次第で金利水準の推移は変わり得るにしても、これから財政赤字・政府債務の増加が長期金利を上昇させていく点は織り込んでみていくべきであろう。

図表17:政府債務増に伴う5y5y金利シミュレーション



（２）日本長期金利のタームプレミアム

A. ファンダメンタルズ＋日銀国債保有モデルによる推計

次に日本でも、最近では財政赤字が膨らむとの懸念から長期国債利回りが上昇している。その勢いは、2026年1月に入って加速している。そこで長国利回りに含まれるタームプレミアムがどの程度上昇してきているかをみよう。

最初に、Nakajima (2024)¹⁶の長期国債利回りの推計結果を紹介する。彼は Li and Wei (2013)¹⁷の手法を援用し、以下のように定式化して10年長国利回りの推計を行った。日

¹⁶ Nakajima, J. (2024) “Central bank balance sheets and long-term interest rates: Revisiting Japan’s unconventional monetary policy experience,” Discussion Paper Series A No.758, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University の推計結果を用いた。

¹⁷ Li, C., and M. Wei (2013) “Term structure modeling with supply factors and the Federal Reserve’s large-scale asset purchase programs,” International Journal of Central Banking, 9(1)を参照。

銀が国債を大量保有している状況に鑑みて民間の10年物換算国債保有額を入れているほか、日本経済を取り巻く環境をコントロール変数として含めている。

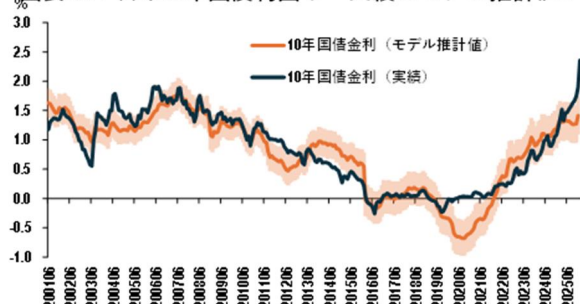
$$10 \text{ 年日本国債利回り} = \alpha + \beta * \text{民間保有10年物換算国債} + \gamma * \text{コントロール変数} + \epsilon$$

コントロール変数

- ◆ 鉱工業生産/VIX/マクロ経済の不確実性
- ◆ 無担保コールレート（オーバーナイト物）
- ◆ マイナス金利ダミー
- ◆ 米国10年国債利回りのトレンドとサイクル

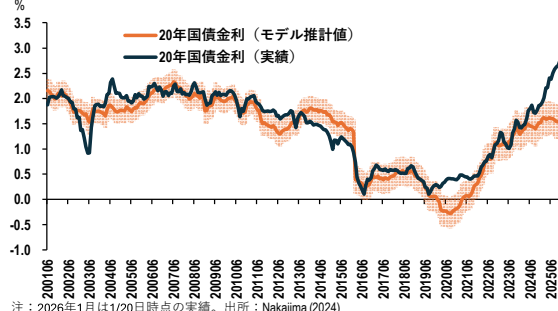
これを用いて推計した国債利回りと実際の利回りが図表18（10年）、図表19（20年）である。これをみると、日本経済のファンダメンタルズと民間国債保有額からは最近の長期金利の上昇は追い切れておらず、2025年12月時点では10年で0.5%程度、20年で1.2%程度の方差乖離が生じている。こうした乖離は2026年に加速しており、1月20日現在では各々12月の推計値から0.9%、1.8%も上方に乖離している。長期金利を説明するコントロール変数に含まれていない要因が実際には作用していると考えれば、日本の積極的な財政政策の姿勢が、市場で政府債務の将来の返済可能性を不安視されたり、あるいはそうした政策がもたらすインフレ率の上昇を金融引き締めで抑制しなければならなくなると見込まれたりすることによって、超長期国債を中心に利回りを押し上げている可能性が指摘されている。また米国での研究のように、このかなりの部分がタームプレミアムの上昇によるものとみられる。

図表18：日本10年国債利回り～実績とモデル推計値 I



注：2026年1月は1/20日時点の推計値。出所：Nakajima (2024)

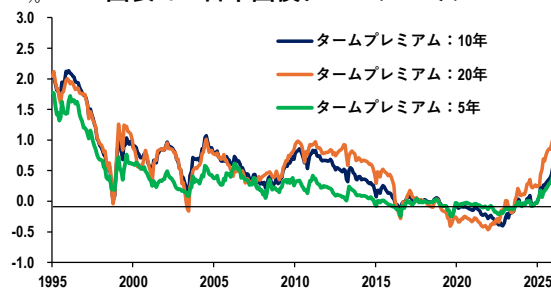
図表19：日本20年国債利回り～実績とモデル推計値 I



注：2026年1月は1/20日時点の推計値。出所：Nakajima (2024)

実際、Nakajima (2025)¹⁸が別途推計した国債利回りのタームプレミアムをみると、特に2025年以降の上昇スピードが速く、足元では10年、20年ともに先ほどの推計誤差に迫る幅となっている（図表20）。この推計は2025年12月までであるが、長期金利は本年1月入り後も上昇を続けており、やはり財政

図表20：日本国債タームプレミアム



出所：Macrobond, Nakajima (2025)

¹⁸ Nakajima, J., (2025) “Impact of US monetary policy spillovers and yield curve control policy,” Discussion Paper Series A No.760, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University に基づく。

赤字、政府債務の今後の累増に対する不安感が織り込まれている可能性が高い。

B. 金融政策モデルによる推計

これとは別に長期金利が日銀の金融政策の先行き期待、米金利の波及、日銀の資産売買（フロー効果）、日銀の保有国債残高（ストック効果）で決まる長期金利モデルを用いて、10年長期国債利回りを推計した¹⁹。

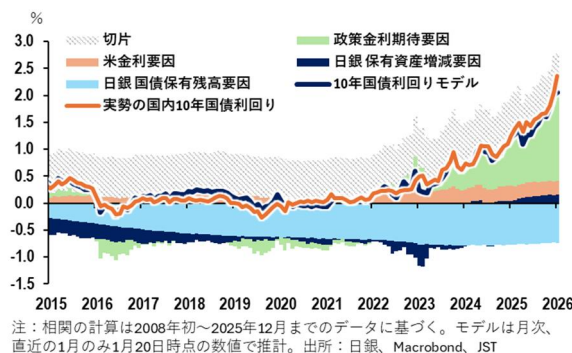
10 年日本国債利回り

$$= \alpha + \beta * \text{政策金利期待} + \gamma * \text{米金利要因} + \delta * \text{日銀保有資産増減要因} + \zeta * \text{日銀国債保有残高要因} + \epsilon$$

図表 21 では長期金利の推計結果を要因毎に分解している。結果を見ると、長期国債利回りのこの 2 年間の上昇は、政策金利が上昇するとの期待（OIS²⁰を代理変数とする）によるところが最も大きく、日銀による保有国債のストック効果や資産売買の寄与がそれに次ぐ。最近の推計誤差はファンダメンタルズ+日銀保有国債モデルに比べて2025 年以降でもそれほど大きくなっていないのは、政府債務の先行き不安による円安や財政支出の拡大期待がインフレ期待を高めることから政策金利の上昇期待が上昇してそのプレミアム分を説明してしまうためと考えられる。それでも 1 月入り後、足元ではモデルが実績よりも 0.3%程度下振れてきていることがみてとれる。

このモデルで 10 年国債利回りの先行きを予測させると、政策金利のターミナルレートを 1.75%とみる場合、日銀の国債保有残高がマイナス金利やイールドカーブ・コントロール導入前の水準まで縮小すると仮定するなら、2.5%程度、政策金利のターミナルレートを2%とすると同2.7%、2.25%なら同3.0%程度まで上昇する結果となる（図表 22）。もちろん、この推計結果は誤差を伴うので、幅を持ってみておく必要がある。

図表21：日本10年国債利回り～実績とモデル推計値 II



図表22：政策金利予想と日銀BS規模の変化に伴う10年国債利回りの推計

日銀 国債保有 残高(兆円)：		現在：556	24年6月：584	2015年末：282	推計：200
市場の 政策金利 予想(2年後) 前提	政策金利予想に 対応する 10年債利回り ¹	日銀の国債保有残高が以下の①～③である場合 ²			
		①QT開始前 の状態 (2024年6月)	②マイナス金利 導入前(2015年末)	③超過準備が ゼロの状態	
	1.25	1.62	1.44	1.99	2.10
	1.5	1.86	1.68	2.23	2.34
	1.75	2.10	1.92	2.47	2.58
	2	2.34	2.16	2.71	2.82
2.25	2.58	2.40	2.95	3.06	

注：1：日銀国債保有残高、月間の日銀資産増減、米10年債利回り、OISが織り込む2年後の政策金利と日本10年債利回りの相関(使用データ：2008年～直近)から推計。政策金利予想以外は1月21日の実勢値を使用。
2：政策金利予想のほか、国債保有残高を①～③に記載の通り変更した推計。ただ、①に関しては資産増減ベースも当時の通りで推計した。 出所：日銀、財務省、Macrobond

¹⁹ 我々が作成した長期金利モデル。詳細は鶴飼博史・岩井真子 (2025)「政府債務管理と金利・経済成長率の関係」経済を読む眼第 41 回、科学技術振興機構を参照。

²⁰ 固定金利と変動金利を交換するスワップの一種で、変動金利として翌日物金利を参照するもの。

ところで、最近の超長期国債金利の急激な上昇は、そうした金融政策の先行き推移を超え、人によっては、英国のトラス・ショックを想起させることがあるかもしれない。トラス・ショックとは、2022 年 9 月に英国のリズ・トラス新首相が、財政規律を度外視した大型減税（通称：ミニ・バジェット）を発表したところ、英国の資産が売り浴びせられ、金融市場に動揺が広がったことを指す。英国でトラス・ショックを引き起こした要因のうち、①年金基金の LDI 運用（債務連動型運用＜Liability Driven Investment＞）が資産と負債の均衡を保つため、スワップなどのデリバティブやレポ取引を利用し、負債のキャッシュフローやデュレーションに合致する運用ポートフォリオを構築する戦略を採っていたことによって、国債市場の動揺が増幅されたことは英国固有の要因である。しかし、②中期的な財政運営や規制緩和の具体策を明らかにしないまま、財政規律を度外視した大型減税を発表した市場対話の失敗と、③国債の最大の買い手であった BoE が量的引き締めを開始したタイミングと重なったことは、日本でも同様の背景を想起させる面がある。具体的には、②について、英国と日本を比較すると、トラス・ショックのきっかけとなった減税は約450億ポンドの規模で、2022 年の英国政府の歳出の約 4.0%に相当する。一方、日本政府の 2025 年度総合経済対策は約 21.3 兆円、うち一般会計の補正予算は 17.7 兆円と前年度対比で約 3.8 兆円の増額となり、2025 年度の一般会計の歳出の約 3.2%に相当する点で類似している。しかも政府債務（対 GDP 比）は、英国どころか世界でも最も高い水準にある。更に、総選挙に向けて、与野党ともに公約として財源を明示しないまま消費税の軽減を打ち出しているケースが多い。③の金融政策も、日本でも日銀が量的緩和からの脱却・金融政策正常化の過程にあるという点で共通している。但し、保有国債の売却を行っていた BoE とは異なり、日銀は保有国債の売却をせず、国債買い入れの削減ペースを調整しているほか、定期的に量的な出口戦略についての中間評価を実施し、丁寧に調整している。政策金利も現在 0.75%と、当時の BoE（1.75%）に比べてかなり低い。

以上より、現在の日本はトラス・ショック時の英国に比べればショックを起こす環境からは距離があるように見えるが、決して楽観できる状況でもなさそうである。実際、トラス・ショック時の英国と現在の日本の市場環境を比較すると、CDS の推移はほぼ同水準、10 年国債利回りと為替相場では日本は当時の英国程の大きさではないにせよ基本的に同様の動きをしており²¹、一種の日本売りの様相となったことが気になる（図表 23）。しかも、政府債務（対 GDP 比）はグロスベースでもネットベースでも日本の方が当時の英国よりも高いし、政府債務が発散しないためのドーマー条件（金利が経済成長率より低い）は日本が現時点で満たしているものの、当時の英国でも、債務調達コストが経済成長率より低かったにも拘わらず、こうした事態が発生した²²。日本は、積極的な財政政策を行う場合には財源をセットで議論する必要があるだろう。

²¹ なお、ドル円相場はその後、1 月 23 日に日米で当局によるレートチェックが行われたとの見方が広がり、急激に円高に振れた。

²² 詳細は注 19 に前掲した鶴飼・岩井 (2025) を参照。

図表23：日英 国債利回り、為替、CDSスプレッド



注：英国の指標は各グラフの下端の日付けの期間、日本の指標は上段の期間。赤の縦線は英・ラスショック(2022年9月23日)と、日本の高市首相衆議院解散宣言(2026年1月19日)を示す。 出所：Macrobond

4. おわりにかえて

以上、米日を主体に金融政策の収斂する金利水準の見極めと、長期金利に加わる財政赤字・政府債務によるタームプレミアムをみてきた。主要国では政策金利が中立金利の圏内に近付いてきているだけに、そうした認識を中銀が示すことの重要性が高まっており、中銀もそうしたニーズに応えようとしている。その中で日銀は、金利の正常化の行き着く先が以前よりも近付いてきただけに、中立金利に関する認識を示す重要性がより高まっている。そうでないと、金利市場が不安定化した時のアンカーが不在になってしまうからである。日本では超低金利が30年も続いて金利サイクルが一巡していないため、歴史的に中立金利の推計が難しいというハンデは理解できるとしても、日銀としてもそうした手段を用いて市場とコミュニケーションを取ることに慎重過ぎる点、もう一段の努力が望まれるところである。

一方、財政赤字・政府債務の積み上がりへの市場の懸念も主要先進国の長期金利を押し上げる方向に効きつつある。日本は、現政権の責任ある積極財政の推進に加え、与野党共に選挙において消費税率引き下げが公約となったため、市場の財政赤字に対する不安感とは本年1月に入って加速している。市場の一部には早くも日銀による市場の安定化策を期待する声もあるが、日銀の対応は対症療法でしかないうえ、国債を買い支えることが場合によっては円安→インフレ→金利上昇という悪循環も生みかねない。政府が財政の支出と財源をセットで示し、市場を安心させることが求められている。米国にしても、今は基軸通貨国の特権でファイナンスが保証されているに近いが、このドル覇権も長い目でみれば損なわれていく可能性が考えられる。米日とも、財政規律を緩めないという姿勢をみせ、積極的な財政政策を実施する場合には、裏付けとなる財源を示すことで市場の不安感を抑制できれば、長期金利の財政に起因するタームプレミアムの大幅な上昇を避けられるだろう。

著者紹介

鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年の Financial Stability Board 発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月まで JP モルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

岩井真子

りそなアセットマネジメントにおいて経済・市場分析および複数資産ポートフォリオのアセットアロケーション業務を経験。2025年5月より現職。エコノミストとして経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を利用して行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくは URL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容は JST の管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。