



## 懸念される財政赤字拡大と国債利回り上昇の悪循環

客員研究員  
古金 義洋

### ○米10年国債利回りが5%台に上昇したが、利回り上昇は利上げ観測によるもので、インフレ懸念や財政悪化懸念は抑制されている

米10年国債利回りが5%台に上昇し、9月25日時点で5.16%と2007年以来の高水準になっている。そして、こうした米国債利回りの上昇に対して、ベッセント米財務長官は警戒感を強めている。

7月末に米国が円買い協調介入に踏み切ったのは、日本の財政問題を発端とした世界的金利上昇による金融危機を回避するためだったとの見方もある。米国にとって円安に歯止めをかけることの直接的な利益はさほど大きいとは思えないが、日本が財政政策を見直すことを暗に期待して、あえて協調介入実施に踏み切ったと言っている。

8月には、通常、四半期定例入札の場で示される10年超の長期・超長期国債を対象とする国債買い入れ消却（バイバック）を、1回あたり20億ドルから40億ドルへと倍増することを発表した。さらに9月10日実施分については従来の3倍となる60億ドルに増額し、国債利回りの上昇抑制のため、直接介入するという異例の措置に踏み切った。

米国側は、高市政権の積極財政政策が米国の国債利回りを上昇させるのをおそれているようにみられるが、最近の米国債利回りの

上昇要因を分解すると、ほとんどが米国の利上げ（利上げ観測）で説明できる（表1参照）。

米10年国債利回りを実質金利部分（10年もの物価連動債利回り）と期待インフレ率部分（いわゆるブレイクイーブン・インフレ率、名目10年国債利回りから10年もの物価連動債利回りを差し引いたもの）に分解すると、昨年末から9月25日までの米10年国債利回りの上昇幅0.99%ポイントのうち、ほとんどすべてが実質金利の上昇によるものであることがわかる。日本やドイツでは期待インフレ率の上昇が利回り上昇の要因になっているが、米国の期待インフレ率は上昇しておらず、抑制されている。

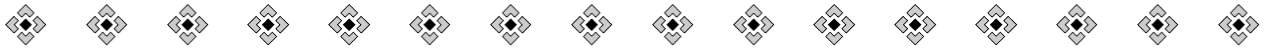
一方、同じ10年国債利回りを予想短期金利の平均値とタームプレミアムに分解することもできる。タームプレミアムとは、投資家が短期債を連続して保有する代わりに、より期

（表1）日米独の10年国債利回り上昇の要因分解

(%)

|     |           | 2025年末 | 2026年9月25日 | 変化幅  |
|-----|-----------|--------|------------|------|
| 米国  | 10年国債利回り  | 4.17   | 5.16       | 0.99 |
|     | 実質金利部分    | 1.90   | 2.82       | 0.92 |
|     | 期待インフレ率部分 | 2.27   | 2.34       | 0.07 |
| 日本  | 10年国債利回り  | 2.07   | 3.08       | 1.01 |
|     | 実質金利部分    | 0.27   | 0.87       | 0.60 |
|     | 期待インフレ率部分 | 1.79   | 2.21       | 0.42 |
| ドイツ | 10年国債利回り  | 2.86   | 3.60       | 0.75 |
|     | 実質金利部分    | 0.91   | 1.23       | 0.32 |
|     | 期待インフレ率部分 | 1.95   | 2.37       | 0.42 |
|     |           | 2025年末 | 2026年8月31日 | 変化幅  |
| 米国  | 10年国債利回り  | 4.17   | 4.75       | 0.58 |
|     | 平均予想短期金利  | 3.42   | 3.99       | 0.57 |
|     | タームプレミアム  | 0.75   | 0.76       | 0.01 |
| 日本  | 10年国債利回り  | 2.07   | 2.94       | 0.88 |
|     | 平均予想短期金利  | 0.78   | 1.17       | 0.39 |
|     | タームプレミアム  | 1.29   | 1.78       | 0.49 |

（出所）ブルームバーグデータ、タームプレミアムの推計値は米国がニューヨーク連銀、日本はJA共済総研



間の長い債券（長期債）を保有することによって負う、価格変動リスクやインフレリスクなどの見合いで要求する上乗せ利回りのことだ。

仮に、10年国債利回りの上昇が利上げあるいは利上げ観測の高まりなどによるものであれば、予想短期金利の上昇として表れる。一方、利回りの上昇が、利上げ観測以外の、例えば、財政悪化懸念による信用リスクの高まりやインフレリスクの高まりなどによるものであれば、タームプレミアムの上昇として表れる。

表1の通り、米国のタームプレミアムは昨年末以降ほとんど変化しておらず、名目10年国債利回りの上昇がタームプレミアムではなく、予想短期金利の上昇によるものであったことがわかる。これに対して、日本のタームプレミアムは、おそらくは財政悪化懸念などにより上昇し、それが昨年末以降の国債利回り上昇の大きな要因となっている。

米国では、ウォーシュFRB議長がインフレ率が2%目標を上回り続けている状況を容認しない、強固なインフレ抑制姿勢を明らかにしている。9月のFOMCでは0.25%の利上げが実施され、FF金利は3.75～4.0%となったが、FF金利先物市場では、来年4月までにあと3回程度の追加利上げが予想されており、予想短期金利の平均値は8月末時点ですでに4%に上昇していた。

結局、最近の米10年国債利回りの上昇はウォーシュFRB議長のインフレを容認しない姿勢を背景とした利上げ観測によって、ほとんど説明が可能だ。少なくとも、米債券市場におけるインフレ懸念や財政悪化懸念は抑制されている状態だと言える。

## ○政府債務残高累増で利払い費の動向が財政赤字全体を左右しやすくなっている

では、債券市場への直接介入といった異例の措置にまで踏み切ったベッセント財務長官の懸念はどこにあるのだろうか。

確かに、現状では財政悪化懸念が長期金利を上昇させているわけではない。しかし、以下に示すような米国の財政状況からみると、長期金利上昇が逆に財政を悪化させかねない構造になっている。

ここまでの米国の財政状況を振り返っておこう。米国の財政赤字は、2000年代初めには黒字に転換する局面があったが、リーマンショック、コロナショックという、2つの大きな経済ショックに対応した財政支出急拡大により、GDP対比での財政収支は、2009年度にマイナス9.8%、2020年度にマイナス14.7%と赤字幅が膨れ上がった。

2025年度の財政赤字（対GDP比）は6.1%と確かにコロナショック時に比べると縮小した。ただ、赤字比率が4%未満にとどまっていたリーマンショック以前に比べると赤字は高水準なものとなっている。いったん膨れ上がった赤字削減の難しさを物語っている。

そして、赤字の累積によって債務残高は累増した。2007年度まで30%台で推移していた政府債務残高（年度末、対GDP比）は、リーマンショック後の2012年度に70%台に乗せ、さらに、コロナショックへの対応で20年度には98%と前年度の79%から一気に上昇した。25年度は99%と、第二次世界大戦後のピーク（1946年度の106.1%）に近づいている。

このように、現在の米国の財政状況は、赤字が高水準で推移し、GDP比でみた政府債務残高は第二次世界大戦後のピーク時並みになっているという、かなり悪い状況であることは間違いない。



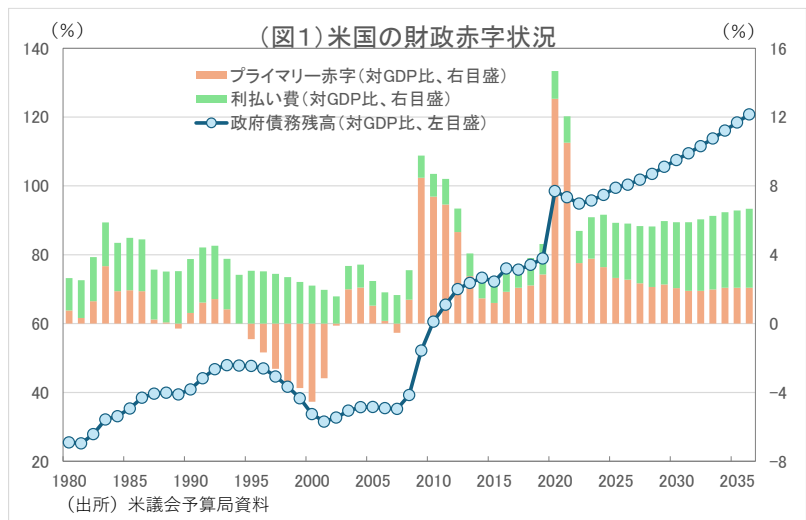
先行きはどうか。今年2月に発表されたCBO（Congressional Budget Office、米議会予算局）の予算・経済見通しによれば、財政赤字の対GDP比は今後10年間、緩やかに拡大傾向を続け、2036年度には6.7%になるという予想だ。ただ、CBOの見通しは必ずしも拡張的な財政政策を前提としているわけではない（図1参照）。

CBOの見通しによれば、歳出のうち、国防費など裁量的支出（対GDP比）は2026年度の5.9%から36年度には4.8%へ抑制される見通しだ。一方、社会保障費などの義務的支出は、高齢化の進展などにより、2026年度の14.2%から36年度には15.0%へとやや増えていく見通しだ。

つまり、CBOの見通しは、社会保障費などの義務的支出の自然増のなか、裁量的支出が極力抑制されることで、図1にみるように、プライマリーバランス（利払い費を除く財政収支、対GDP比）の赤字幅が2026年度の2.6%から36年度に2.1%へと若干ながら縮小するというものになっている。

ところが、プライマリーバランスの赤字縮小分を帳消しにするのが、利払い費の増加だ。赤字が続く、政府債務残高が累増していくため、利払い費も増加し、利払い費の対GDP比は、2026年度の3.3%から36年度には4.6%に高まることになる。

利払い費の増加（26年度3.3%→36年度4.6%）が、プライマリーバランスの赤字削減幅を上回り、財政赤字全体としては、2026年度の5.8%から36年度には6.7%と赤字幅は拡大することになり、利払い費の動向が財政赤字全体を左右するものになっている。



### ○金利上昇は財政赤字を拡大させ、財政赤字への懸念がこの先、金利上昇を招くおそれもある

利払い費の増加が米国の財政状況を悪化させているということは、このCBOの見通しからもわかるが、実は、このCBOの見通しは、金利は現在のように大きく上昇することではなく、2036年に向けて低位で推移することを前提としている。

FF金利は2036年度にかけて3.4%に低下し、米10年国債利回りは2036年度にかけて4.4%程度で推移するという前提だ。

だが、実際には、FF金利は現在の3.875%から来年にかけ4%台への利上げが予想されており、10年国債利回りはすでに5%台に上昇しており、金利の前提は1%弱上方修正する必要がある。

市場金利の上昇がすぐに利払い費に反映されるわけではないが、政府債務残高のGDP比が現在100%程度であるため、仮に、金利が1%ポイント上昇すれば、長期的には毎年の利払い費の対GDPは1%ポイント程度上昇し、財政赤字の対GDP比も1%ポイント程度上昇する。赤字幅拡大分、政府債務残高の対GDP比も累増していく計算になる。

このように、こういった要因であれ金利が



上昇し始めると、その金利上昇は財政赤字を拡大させる要因になる。そして、現在はある程度抑えられているとは言え、財政赤字への懸念はこの先、長期金利上昇を招くおそれがあるだろう。そうなった場合、金利上昇が財政を悪化させ、財政悪化が一段の金利上昇につながる、という悪循環に陥るといった懸念もあるだろう。ベッセント財務長官の懸念はそうした点にあるのではなかろうか。

しておかなければならず、日本国債のタームプレミアム上昇も納得できる。日本の場合、財政悪化懸念→国債利回り上昇→財政赤字拡大という悪循環がすでに始まっていると言えるかもしれない。

以上

### ○政府債務残高の対GDP比200%の日本の場合、財政赤字拡大と金利上昇の悪循環がすでに始まっている可能性も

日本の場合、2025年度末の政府債務残高(国債、借入金、政府短期証券の合計)は約1,344兆円で、同年度のGDP(670兆円)比200%と、同比率は米国の約2倍だ。

日本の10年国債利回りは2024年末の1.1%から2年弱で2%ポイント上昇している。金利上昇はすぐに利払い費に反映されるわけではないが、日本の場合、この2%ポイントの金利上昇は長期的に利払い費を対GDP比で4%ポイント上昇させ、財政赤字の対GDP比も4%ポイント拡大させる計算になる。この4%分の赤字を相殺するには、27兆円相当のプライマリーバランスの大幅な赤字改善策が必要になる計算だ。放置されれば、政府債務残高の対GDP比は米国に比べかなり速いペースで上昇していく可能性がある。

財政悪化懸念による長期金利上昇がある程度抑制されている米国と違い、日本では高市政権の「責任ある積極財政政策」への信認が保たれていないことが、国債利回り上昇に一因になっているとみられる。今、日本の10年国債利回りに投資しようとする長期投資家は、利払い費の増加によって急速に悪化するかもしれない10年後の日本の財政状況に留意