

日本の金利：表面下に潜むリスクを分析する



2026年2月12日



橋本 雄介

アライアンス・バーンスタイン株式会社

運用調査部長

債券ポートフォリオ・マネジャー



2026年1月、日本国債の利回りは数十年ぶりの水準へと急騰した。投資家は長らく日本の債券市場を安定の象徴として扱ってきたため、とりわけ30年債と40年債における急速かつ大規模な値崩れが世界の市場に衝撃を与えた。今回の出来事が危機を意味するとはアライアンス・バーンスタイン「以下、「AB）」は考えていないが、投資家が学ぶべき示唆を含んでいると見ている。

サプライズ選挙が利回り急騰を引き起こす

1月23日、就任からわずか3カ月の高市早苗首相は突如として衆議院を解散し、2月8日の電撃的な総選挙を実施すると発表した。同時に大規模な財政刺激策を打

ち出し、食品消費税(8%)を2年間ゼロに引き下げる案に言及した。この措置は年間5兆円の財源を失う可能性があり、すでにGDP比約250%の高い債務残高を抱える日本にとって財政規律への懸念が投資家の間で広がった。

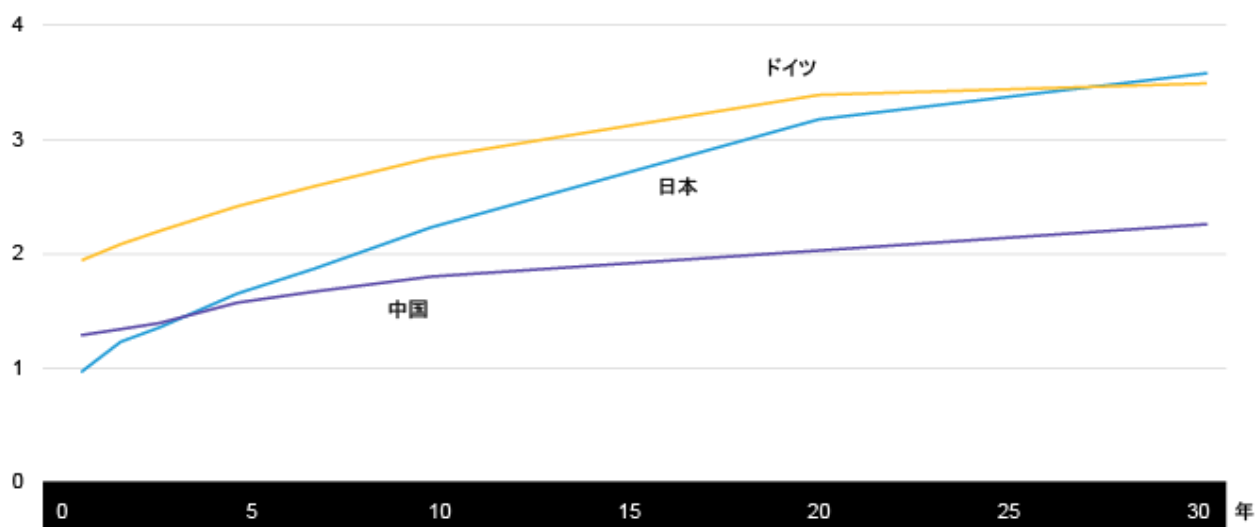
財政規律に対する不安が長期国債の急激な売りの引き金を引いた。30年債利回りは約20ベース・ポイント上昇し、40年債利回りは4%に迫った。現在、日本国債のイールドカーブは他の先進国と比べても異例に長短金利の差が開いており、30年国債利回りがドイツ国債を上回って(次ページの図表1)、歴史的に低利回りを維持してきた日本にとっては驚くべき金利水準となっている。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2026年2月9日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

【図表1】 今日の日本のイールドカーブは異例のスティープ化を示している
国債のイールドカーブ(%)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
2026年1月31日現在
出所:ブルームバーグ

日本国債が引き起こしたボラティリティは世界の債券市場にも波及し、米国財務長官スコット・ベッセントは市場の混乱に対し火消しに回ることになった。また、英メディアでは英国におけるトラス政権期の債券市場混乱との比較が取り沙汰された。

長期国債金利の急騰は、日本版「トラス・ショック」といえるのか？

日英で起きた国債金利急騰の比較は、一見もつとらしく見えるが、よく見ると似た現象とは言い難い。

2022年に英国のリズ・トラス首相の下で発生した危機は、レバレッジをかけた年金基金がマージンコールとポジションの強制決済に巻き込まれ、金利が急騰した事例であった。しかし、このトラス・ショックの混乱は最終的に英国の長短金利差を縮小させたという点で、典型的な信用危機のイベントの様相を呈していた。それに対し、日本の長期金利急騰時に長短金利差は逆に拡大している。さらに、日本の国債市場ではレバレッジを用いたLDI(負債対応投資)型の戦略は広くは採用されておらず、初期のショックを経て、利回りはすでに安定している。

しかしABの見方では、トラス政権と高市政権を比較するうえで最も興味深い点は、両国の債務発行における満期構成の違いにある。

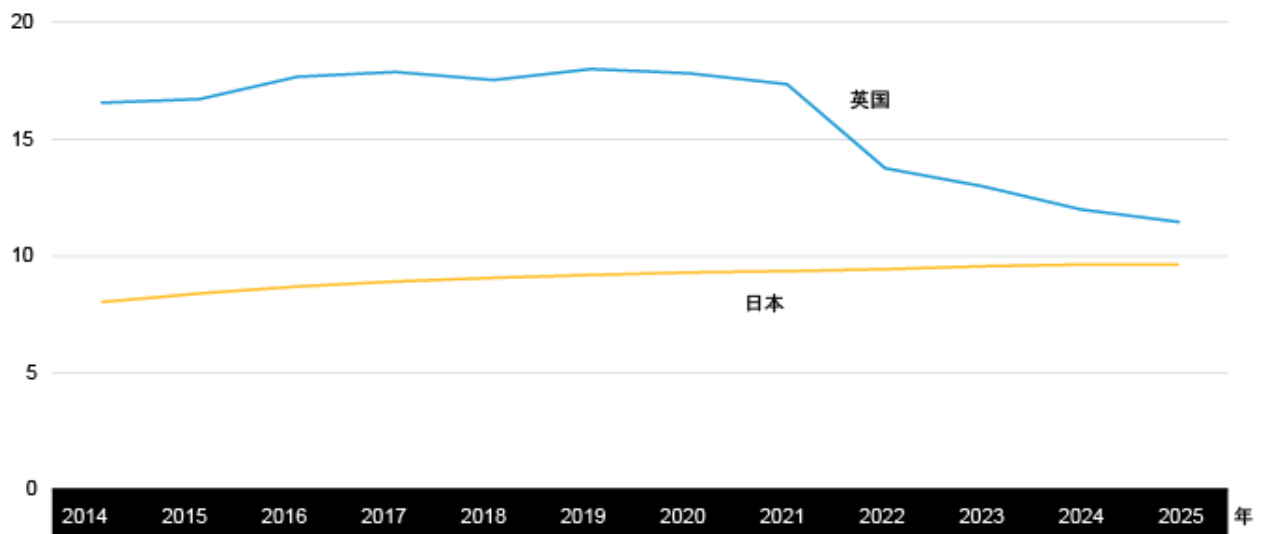
英国では、国債借換リスクを最小化するため、数十年にわたり先進国の中でも最も長い加重平均満期(WAM)を維持してきた。しかし2022年、長期国債需要の慢性的な落ち込みにより、英国債市場のWAMは急速に短期化し、この傾向は今日も続いている(次ページの図表2)。一方、日本のWAMは一見すると驚くほど安定している。しかし、その見た目が必ずしも実態を反映しているとは限らない。

日本国債投資に潜むデュレーション・リスク

日本の財務省は過去10年間にわたり安定したWAMを公表している。しかし、2016年に日本銀行が大規模な国債購入を開始して以来、日本国債発行額の約半分を吸収してきた。これらの購入は10年までの年限に集中しており、その結果、民間投資家は相対的に超長期の国債を多く保有する構造になっている。

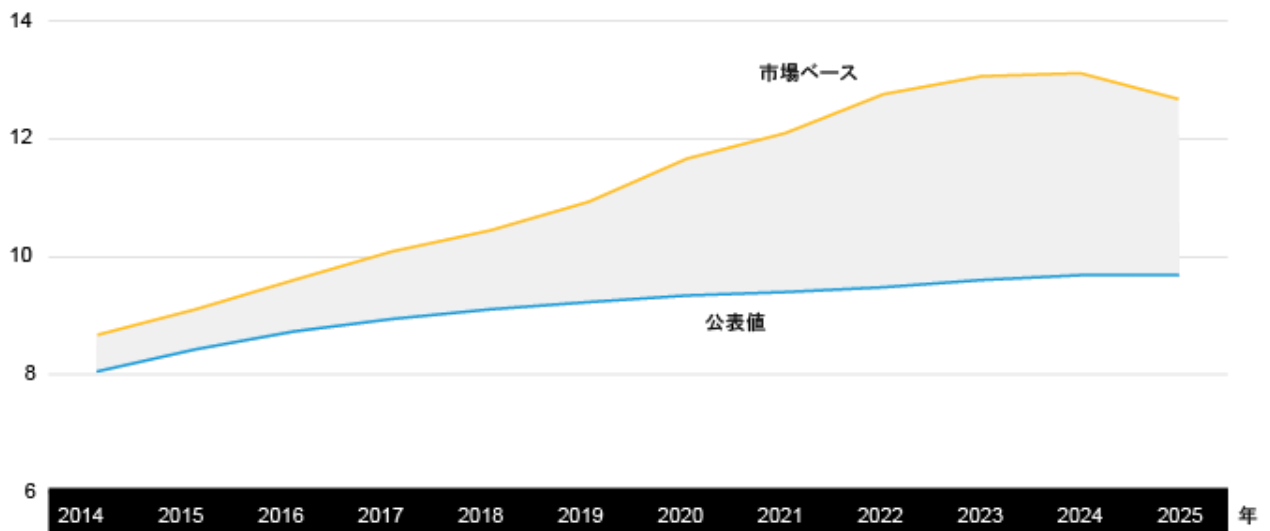
日本銀行保有分を除外してWAMを再計算すると、市場が実際に保有する日本国債の実効的な満期は、公式の数値よりおよそ3年長い(次ページの図表3)。言い換えれば、日本の公表されているWAMは、投資家が実際に負っているデュレーション・リスクをかなり過小評価しているということである(なお、イングランド銀行のバランスシートは規模が比較的小さいため、英国債市場のデュレーション構成を大きく歪めることはない。)

【図表2】 英国が短期化へシフトする一方で、日本の満期は一見すると安定している
国債発行の加重平均満期(年)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
短期国債を除きます。
2025年12月31日まで
出所: 財務省、英国債務管理局

【図表3】 投資家保有債券のみに焦点を当てると、状況は一変する
日本国債発行における加重平均満期(WAM)の異なる測定方法(年)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
国債を除きます。時価平均残存期間は、発行総額から日本銀行保有分を除いた値。
2025年12月31日まで
出所: 日本銀行、財務省、AB

公表値と市場ベースのWAMの乖離は、なぜ日本で最近起きた長期年限の国債の価格急落が大きな痛みを伴ったのかを説明している。つまり、投資家が負って

いたデューレーション・リスクは自らが思っていたよりもはるかに大きかったということである。

投資家への教訓

日本の政策当局はすでにこのギャップへの対応を開始している。2024年以降、財務省は発行年限を短期化の方向へ調整し、日本銀行が国債購入を縮小していることから、日本の実効的なWAMは徐々に低下している。日本銀行のバランスシートが非常に大きいため進捗は緩やかであるが、満期構成の管理における日本の柔軟性を示す動きである。

今後を見据えると、財務省は発行の微調整を通じて市場が保有する国債の満期構成をさらに短期化させる余

地があるとABは考えている。同時に、日本銀行はイールドカーブのフラット化を許容し、投資家のストレス緩和につながる対応を取る可能性が高い。

投資家にとって得られる教訓は明快である。表面的な数字を鵜呑みにしないことである。中央銀行が市場の大半を保有している場合、日本国債の公式の残存構成統計だけでは実態を誤解する可能性がある。日本の国債発行計画、日本銀行のテーパリング(資産購入縮小)のペース、民間投資家が保有する国債の実効満期を綿密に分析することは、今後のイールドカーブの変化を市場に先回りして読み取るうえで有用である。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

● 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

● お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。