

2026 年 10 月 27 日

利上げ局面で低下に転じている債券利回り

～景気減速懸念などリスクオフによる金利低下か～

経済調査部 シニア・フェロー 鳶峰 義清

(Tel : 050-5474-7489)

(要旨)

- 10 月に入ってから、日米の 10 年債利回りが低下基調に転じている。イランへの空爆開始以降、原油価格高騰によるインフレ加速懸念などを背景に、世界的に債券利回りは上昇基調を辿ってきた。そうした中で、長期金利が低下基調に転じたのは 5 月半ばから 7 月初にかけての年央の低下局面以来となる。
- ただし、年央の金利低下局面は中東情勢の緊張緩和期待による原油価格の下落が招いたもので、インフレ懸念の後退が背景にあった。これに対し、足元では原油価格は高止まりしており、インフレ懸念も強く残っている中でのもので、金利低下を促す要因は異なる。
- 足元の金利低下のきっかけの一つが、AI 関連企業の資金繰りや業績に対する懸念だ。これに伴って、今年前半の株高を牽引してきた AI 関連株も調整傾向にある。FRB の利上げが中立金利を超えつつある状況であることを勘案すれば、長期金利の低下は先行きの景気や資産市場の変調を示唆する前兆である可能性もある。ただし、先行指標では景気減速の兆候は確認されず、市場の潮目が変わったとは確定できない。

1. イランへの空爆開始以降二度目となる長期金利の低下

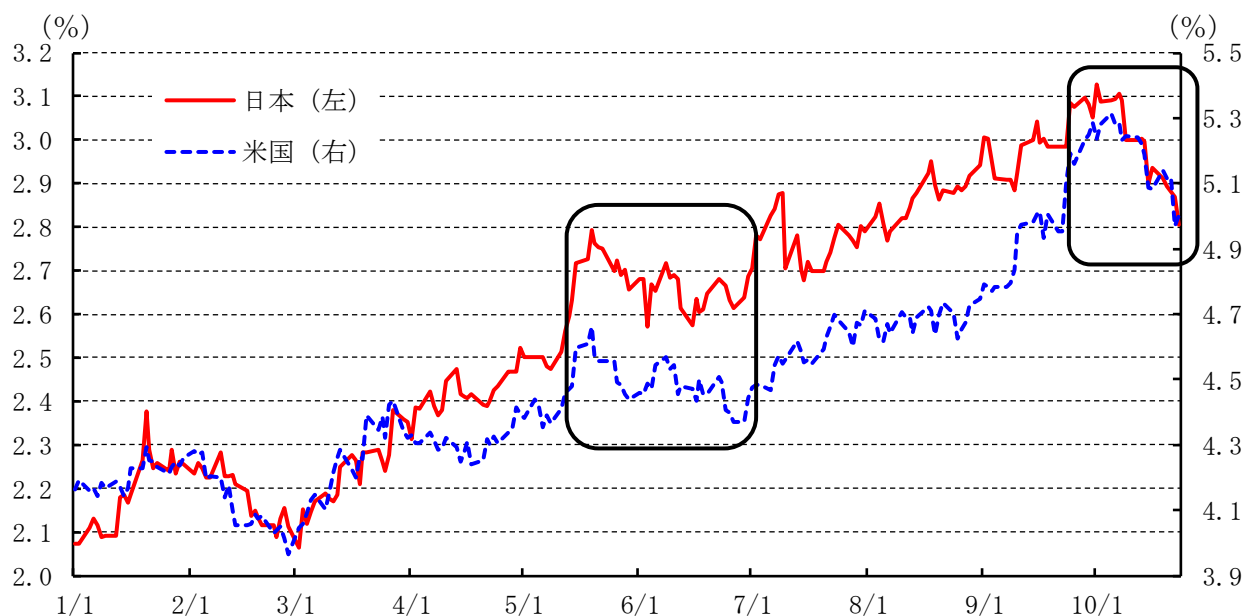
10 月に入ってから、日米の 10 年国債利回りの低下基調が続いている。一時 2007 年以来 19 年ぶりとなる 5.3% 台をつけた米国の 10 年債利回りは 5% を割りこみ、1996 年以来 30 年ぶりとなる 3.1% 台をつけた日本の 10 年物国債利回りは 2.7% 台にまで低下した。

米国とイスラエルがイランに対し空爆を行った 2 月 28 日以降、日米をはじめ世界の金利は上昇基調を辿っている。背景には、原油価格の高騰による世界的なインフレ加速懸念がある。実際、多くの国で利上げが行われている。加えて、エネルギー価格抑制や景気下支えなどの目的から財政面に負荷がかかっていることも、長期金利の押し上げ要因となっている。

こうした中で、長期金利が低下基調に転じた局面が 5 月半ばから 7 月初にも見られた（図表 1）。当時は、米国とイランが停戦に向かい、封鎖されていたホルムズ海峡が開放され、世界の原油需給が緩和に向かうとの期待が高まったことが背景にある。実際、6 月半ばには両国の間で停戦に向けた覚書が交わされ、ホルムズ海峡を航行する船舶数も回復に向かった。

結局、ホルムズ海峡開放に関する認識の相違などから両国の軍事攻撃は程なく再開され、原油価格は再び高騰、これにつれて長期金利も上昇基調に戻った。足元の金利低下は、このとき以来の幅となる。

(図表1) 日米10年債利回りの推移 (日次)



2. 年央の金利低下局面とは正反対の動きを見せる原油

原油価格の動きをWTI先物価格で見ると (図表 2)、年央の金利低下局面では、1 バレル=100 ド

(図表2) WTI原油先物価格の推移 (日次)



ル台から 70 ドル割れまで大幅に低下した。中東の原油を取り巻く環境が“空爆前”に戻るとの期待が原油価格を押し下げた。

これに対し、足元の原油価格はむしろ上昇基調を強め、WTI先物価格は 1 バレル＝100 ドル台に乗せている。「中間選挙（11 月 3 日）が終わるまではイランを攻撃しない」と述べたトランプ米大統領の言葉が逆手に取られ、中間選挙後に軍事攻撃が再開されるとの懸念が原油価格を高止まりさせている一因となっている。

このように、足元では年央以来二度目となる長期金利の低下局面にあるものの、金利に最もダイレクトに影響を及ぼすインフレを取り巻く環境は正反対といえる。

3. 年央の金利低下局面では上昇に拍車がかかったAI関連株は、足元では調整色を強める

年央の金利低下局面と足元の局面とで異なるのは原油だけではない。緊張するイラン情勢の中でも、日本や米国などの株価は大幅に上昇してきたが、これを牽引したAI関連株の動きを見ると、年央は上昇基調を辿っていたのに対し、足元は下落基調を強めている。

年央の株価上昇は、イラン情勢が沈静化することで原油供給懸念やインフレ加速は一時的なものにとどまるとの見方が強まったことによるものと考えられる。景気に対する懸念の後退、不透明感の払拭による投資家のリスク許容度の拡大が、株高を促したと言えよう。

これに対し、年前半の株高を牽引してきたAI・半導体関連株は、年後半に入ってから調整傾向が続いている（図表 3）。日経半導体株指数だけではなく、米国のフィラデルフィア半導体株指数も同様の推移が続いている。

（図表 3）日経半導体株指数の推移（日次）



出所：日本経済新聞社

AI関連株下落のきっかけとされているのが、AI関連企業の資金調達環境が悪化しているとの懸念だ。データセンター向けに巨額の資金を社債の発行など借り入れで賄っている一部のネオクラ

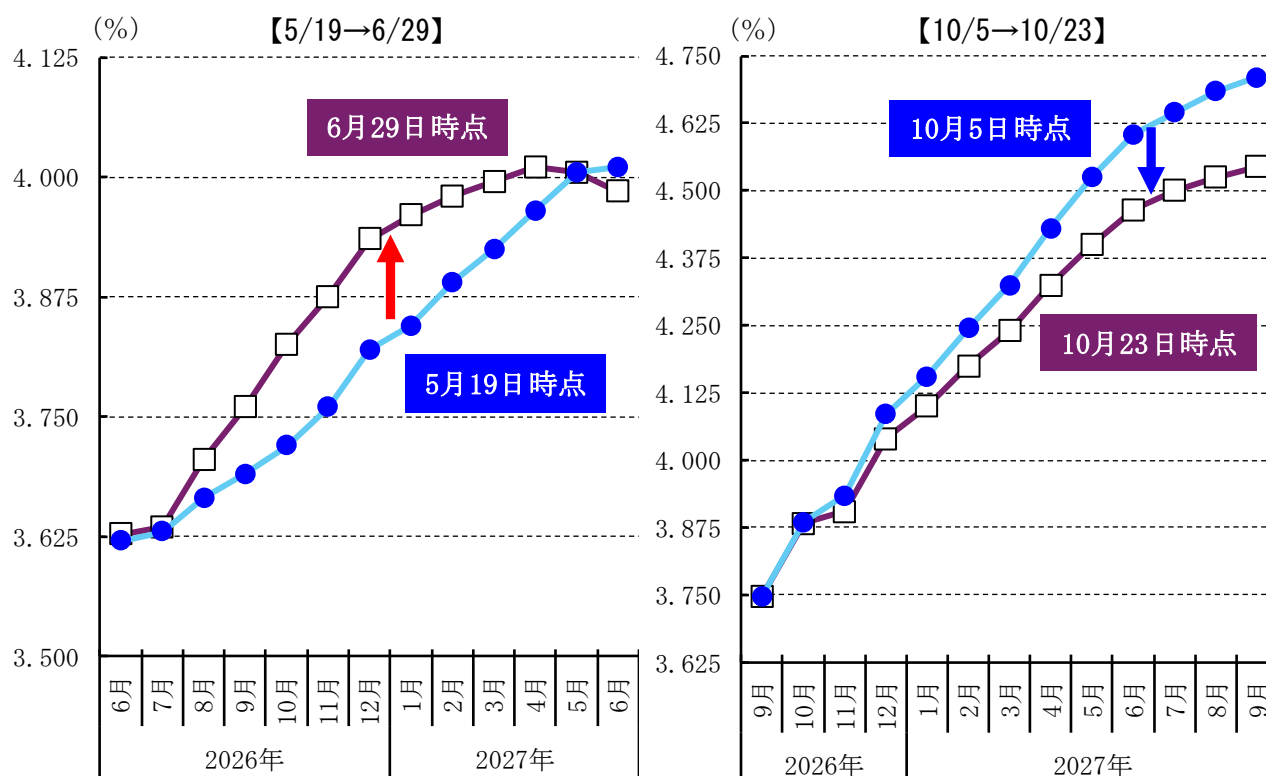
ウド企業（AIの学習や推論に必要なGPU（画像処理半導体）の提供に特化した、次世代型のクラウドサービスおよび事業者）に対して、金利上昇による資金調達環境の悪化から、業績拡大期待が急速に萎んでおり、これが株価にも反映され始めた。

AIの急速な発展・進化と、これに伴う半導体を中心とした周辺市場規模は、今後更に拡大していくと見込まれている。とはいえ、株価が織り込む将来の企業価値には限界もあり、金利水準はその強力な制約要因の一つだ。イラン情勢の長期化懸念は原油価格を高止まりさせ、期待インフレの上昇を警戒する中央銀行の金融政策にも影響を与えている。金利先高感、株高を牽引してきたAI・半導体関連株に強い逆風となり、リスクオフへと転じた投資家の姿勢が、足元の金利低下要因になっていると考えられる。

4. 過度な利上げ期待も修正されつつある

将来の政策金利水準を織り込んで推移するFF金利先物市場の動きも、年央の金利低下局面と足元とでは対照的な動きを見せている（図表4）。

（図表4）FF金利先物市場の動向



出所：Datastream

年央の金利低下局面では、長期金利の低下とは裏腹に、FF金利先物が織り込む将来のFF金利水準は上方修正された。長期金利の低下が始まった5月19日時点に比べ、長期金利が底打ちした6月29日時点のFF金利先物価格から算出した2026年末のFF金利水準は+0.125%高い。これは、イラン情勢の沈静化により経済活動が正常化し、景気の拡大に合わせる形で政策金利も修正されて

いくことを期待した動きだと考えられる。ただし、FF金利の上昇はNY連銀が算出する中立水準近辺である4.00%で頭打ちとなっており、景気に抑制圧力を生じさせる水準までの利上げは迫られない予想となっている。この金融政策観に基づけば、先行きの景気楽観論に基づいた投資は維持可能だ。

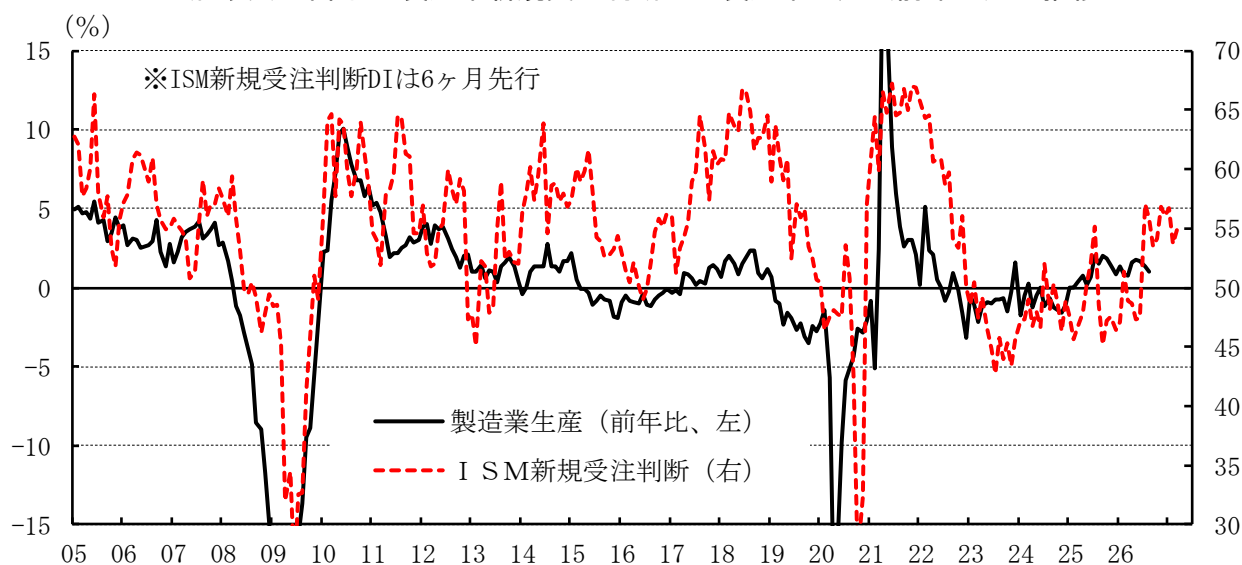
これに対し、足元の長期金利低下局面におけるFF金利水準先物の動きを見ると、金利の低下が始まった10月5日以降下方にシフトし、足元で織り込んでいる1年後のFF金利水準は▲0.165%低い水準となった。これは、1年間で3～4回の利上げを織り込んでいたマーケットが、2～3回の利上げへと、予想利上げ回数の方修正を行ったことを示す。ただし、1年後の予想政策金利の水準は4.50%程度と、中立金利水準を超えている。足元のFF金利水準は3.75～4.00%とほぼ中立金利水準に達していると考えられるため、ここから先の利上げは景気に対するブレーキを踏んでいくことになる。このため、予想利上げ回数が下方修正されているとはいえ、先行きの景気減速懸念が拭えず、市場においては株などのリスク性資産から国債などの安全性資産への資金シフトが促され、株安・金利低下に繋がっていると判断される。

5. 米ISM製造業新規受注判断DIなどの景気先行指標への注目度高まる

政策金利が中立金利水準を超えていけば、やがて景気には減速圧力がかかる。そのタイムラグは1～2年程度とされているが、景気の先行きを予想して動く金融市場には、その影響は早めに現れやすい。足元における長期金利の低下と株安は、先行きの景気減速を織り込んだ市場が見せる“典型的なパターン”でもある。

もっとも、足元の段階で先行きの景気減速を示唆する経済指標はほとんど確認されていない。景気の拡大基調が続いている中で、2022年以降低下基調を辿っていた景気先行指数はその役割を果たしているとは考えにくく、足元では上昇に転じつつある。一方、生産活動に対して安定的な

(図表5) 米国ISM製造業新規受注判断DIと製造業生産（前年比）の推移



出所：Datastream

先行が認められる米ISM製造業新規受注判断DIは高い水準を保っており、向こう半年程度の間に景気が減速する兆候はないことを示している（図表 5）。同DIは株価との連動性も高いことが確認されているが、その観点からも株価が下落基調に転じたことは確認できない（図表 6）。

現状では、イラン情勢など不確定要素が多く、金融政策の先行きを含めて明確なシナリオを描きにくい。市場の潮目が変わったかどうかは、景気の先行指標での確認を待つ必要があるだろう。

（図表6） ISM製造業新規受注判断DIとSP500株価指数（前年比）の推移



出所：Datastream、Bloomberg

以 上