FRANKLIN TEMPLETON | Institute

情報提供資料

2026年10月8日

Quick Thoughts:
債券市場の憂鬱―実質金利要因か、インフレ要因か？

2026年10月



スティーブン・ドーバー, CFA
チーフ・マーケット・ストラテジスト
フランクリン・テンプルトン・インスティテュート代表



ローレンス・ハザウェイ
リサーチ部門責任者
フランクリン・テンプルトン・インスティテュート



米国債利回りは大幅に上昇しており、米10年国債利回りは過去1ヵ月で約45ベーシスポイント（bps）上昇し、約5.25%となっています。これにより、債券利回りの上昇が株式にどのような影響を及ぼすのかという懸念が再燃するのも無理はありません。ただし、重要なのは利回り上昇の要因です。そして、今回の利回り上昇は、2022年の債券売りとは様相が大きく異なります。

- **利回り上昇のほぼすべては、インフレではなく実質金利によるものです。**過去1ヵ月で、米10年国債利回りは約45bps上昇しました。このうち長期の期待インフレ率上昇によるものはわずか1bpで、約44bpsは実質利回りの上昇によるものです。つまり、上昇分の約98%は実質金利の上昇によるものです。（「実質金利」≈ 米国債の名目利回り − 期待インフレ率）
- **同様の傾向は年初来でも見られています。**2月末につけた米10年国債利回りの低水準から、名目利回りは約125bps上昇しています。長期の期待インフレ率の上昇はわずか約9bpsであり、実質利回りは約116bps上昇したことになります。つまり、名目利回り上昇分の約93%は実質金利の上昇によるものです。
- **なぜ実質金利は上昇したのでしょうか。**上昇の一部は、予想を上回る経済成長、米連邦準備制度理事会（FRB）が近い将来に金融緩和に動くとの期待の後退、大規模な米国債発行を受けて投資家がより高い利回りを求めていることなど、一時的または景気循環的な要因を反映しているとみられます。しかし、より持続的な要因も働いている可能性があります。具体的には、財政赤字の拡大、国債供給の構造的な増加、人工知能（AI）、インフラ、エネルギーに関連する投資需要の強まり、そしてデュレーションの長い債券のリスクに対する補償が極めて小さい状態が何年も続いた後にみられるタームプレミアムの上昇などです。重要なのは、現在の実質利回り上昇のうち、経済成長の鈍化に伴ってどの程度が解消され、どの程度が経済全体の実質資本コストの持続的な上昇を示しているのかという点です。

- **これは2022年とは大きく異なります。**2022年の最初の4ヵ月間にも、米10年国債利回りは同程度、約120bps上昇しました。しかし、その上昇分の約3分の1は期待インフレ率の上昇によるものでした。パンデミック後に実際のインフレが急加速したことに市場が反応したためです。
- **現在のインフレ環境は、当時ほど脅威ではありません。**インフレ率は2022年と比べて大幅に低下しています。一部では高止まりが続いているものの、物価上昇圧力が徐々に和らぎつつある兆候もみられます。したがって、現在の債券利回り上昇が発するインフレのシグナルは、4年前とは異なります。
- **堅調な企業利益は、株式市場にとって重要な下支えとなっています。**2026年の企業利益の伸びは、S&P500種株価指数の上昇率を十分に上回っています。その結果、バリュエーションは実際に改善しており、予想株価収益率（PER）は年初の約22倍から現在の約18倍へ低下しています。[1] また、まもなく再び好調な決算シーズンが始まろうとしていることから、現在の株式市場は2022年当時よりも利回り上昇を吸収しやすい状態にあるように見えます。
- **ただし、実質金利の上昇は依然として金融環境の引き締めを意味します。**期待インフレ率が上昇していなくても、実質利回りの上昇は経済全体の資本コストを押し上げます。すでに低迷している住宅市場にはさらなる圧力がかかるほか、信用力の低い家計や企業といった借り手にとっては、資金調達コストの上昇を吸収することがますます難しくなる可能性があります。
- **より大きなリスクは2027年に顕在化する可能性があります。**現在の利回り上昇は、来年の経済活動をある程度下押しするとみられます。それは、財政政策による寄与の低下や、設備投資の伸び率がピークを迎える時期と重なる可能性があります。経済成長が鈍化すれば、企業の利益率もさらに拡大しにくくなる可能性があり、実際の利益が現在の比較的高い利益予想を下回るリスクが高まります。
- **どのようなリスクが考えられるのでしょうか。**インフレが再加速し、名目利回りをさらに押し上げる可能性があります。あるいは、インフレが抑制された状態にあっても、実質利回りがそのまま上昇を続け、金融環境をさらに引き締める可能性もあります。いずれの展開も、株式市場にとって次第に受け流しにくいものとなるでしょう。
- **注目すべき点は何でしょうか。**名目債券利回りと実質債券利回りの双方です。今回は2022年のインフレ・ショックとは異なるため、この違いは重要です。しかし、実質利回りの持続的な上昇は、依然として経済活動、収益性、株式市場のリターンを抑制する要因となり得ます。

今回は2022年の再来ではありません。しかし、実質利回りの上昇も決して無害とはいえません。

注記

出所：FactSet。2026年1月3日時点。指数は運用・管理されておらず、直接投資することはできません。指数には手数料、経費、販売手数料は含まれていません。いかなる見積もり、予測または将来予想が実現する保証はありません。

リスクについて

すべての投資には、元本割れの可能性を含むさまざまなリスクが伴います。

異なる戦略、資産クラス、投資対象間で**資産を配分**しても、有益であるとは限らず、期待した結果が得られない可能性があります。

分散投資は利益を保証するものでも、損失を防ぐものでもありません。

株式は価格変動の影響を受け、投資元本を割り込むことがあります。

債券には金利リスク、クレジットリスク、インフレリスク、再投資リスクがあり、投資元本を割り込むことがあります。金利が上昇すると、債券の価値は下落します。**低格付けのハイイールド債**は、価格の変動が大きく、流動性が低く、デフォルトのリスクが高くなります。

重要事項

本資料は一般的な情報提供のみを目的として作成されたものであり、個別の投資助言または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を行うものではありません。本資料の利用により生じたいかなる損失についても、フランクリン・テンプルトンは一切の責任を負いません。

本資料のなかで示された見解は、作成時点における運用マネジャーの見解であり、事前通知なしに変更される可能性があります。本資料で示された意見および分析は、市場環境などの一定の前提条件に基づいており、今後変更される可能性があります。また、他の運用マネジャーによる見解や当社全体としての見解と異なる場合があります。

本資料は、特定の国、地域または市場に関するすべての重要な事実を網羅的に分析することを目的としたものではありません。また、経済または金融市場に関する予測、見通し、予想が実現する保証はありません。特定の有価証券に関する記載は、あくまで説明目的のものであり、当該有価証券の購入、売却または保有を推奨または勧誘するものではありません。

本資料に含まれる調査・分析はフランクリン・テンプルトンが自らの目的のために作成したものであり、参考情報として提供されています。記載された情報は信頼できると考えられる情報源に基づいていますが、その正確性および完全性を保証するものではなく、事前通知なしに変更される場合があります。

過去の運用実績は将来の運用成果、利益または収益を保証するものではありません。すべての投資には、元本割れの可能性を含むさまざまなリスクが伴います。

フランクリン・テンプルトンは、環境・社会・ガバナンス（ESG）に関する運用能力を有していますが、すべての投資戦略やそれに関連する商品が、投資プロセスにおいて「ESG」を考慮しているわけではありません。

投資戦略およびサービスは、すべての法域で提供されているとは限りません。詳細については、ご自身の金融専門家またはフランクリン・テンプルトンの担当者にご相談ください。

CFA®およびChartered Financial Analyst®は、CFA Instituteが所有する商標です。

【当資料に関するご注意】

- 当資料は、フランクリン・テンプルトン（フランクリン・テンプルトン・インクとその傘下の関連会社を含みます。以下「FT」）が作成した説明資料を、フランクリン・テンプルトン・ジャパン株式会社が翻訳したものです。
- 当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、特定の金融商品等の推奨や勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、FTが信頼性が高いと判断した各種データ等に基づいて作成したものですが、その完全性、正確性を保証するものではありません。
- 当資料のデータ、運用実績等は過去のものであり、将来の運用成果を示唆・保証するものではありません。また、当資料に記載される見解は作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。
- 当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権、その他一切の権利は、その発行者に帰属します。
- 当資料はFTの許可なく複製・転用することはできません。

フランクリン・テンプルトン・ジャパン

商号：フランクリン・テンプルトン・ジャパン株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第417号
加入協会：一般社団法人資産運用業協会／一般社団法人第二種金融商品取引業協会

FRANKLIN TEMPLETON

© 2026 Franklin Templeton. All rights reserved.