

2026年以降の財政運営と金融市場

財政懸念による「悪い金利高」リスクは煽る

みずほリサーチ&テクノロジーズ
調査部
080-1069-4626

- 衆院選を経て高市政権の政策基盤は安定化。市場に配慮した財政運営の下で長期金利は日銀の利上げに沿い緩やかに上昇（26年度末に2.6%、27年度末に2.9%程度）との見方がメインシナリオ
- 一方、中東情勢緊迫化に伴うエネルギー価格等の高騰で財政支出が拡大する可能性があるほか、消費税減税の財源不透明・恒久化や高市政権の財政拡張色の強まりに対する市場の懸念は煽る
- 財政懸念が拡大した場合、ドル円相場は1ドル=170円程度まで円安が加速し、長期金利は4%程度まで急上昇する可能性。「悪い金利高」が消費税減税の効果を打ち消すリスクに要注意

1. 衆院選を経て政権基盤は安定化。財政懸念の後退で長期金利は落ち着いた動き

衆議院総選挙は自民党が単独で衆議院定数の2/3を超える議席を獲得する大勝となった。各種報道によれば、選挙後も高市内閣の支持率は高水準を維持している。高市総理の求心力が高まり、政権基盤も大きく改善したことで、安定的な政権運営が可能になった状況だ。

財政運営の観点では、選挙前に野党を中心として広がっていた大幅減税論に伴う財政拡張リスクが後退したと考えられる点は市場（特に債券市場）にとって安心材料として受け止められたとみられるほか、選挙後の高市首相の記者会見や施政方針演説・国会答弁等におけるこれまでの発言からも、積極財政路線を掲げつつも「野放図な財政政策をとるわけではない」「消費税減税は特例公債（赤字国債）に頼らない」として市場に配慮する姿勢が見受けられ、足元の長期金利は落ち着いた動きとなっている（図表1）。

長期金利の推移について、日銀による利上げや国債保有削減、米金利の上昇、財政要因（2025年度の大規模な補正予算編成等に伴う国の債務残高対GDP比の押し上げ要因）で寄与度分解したものが図表2だ。2025年10月に高市政権が発足して以降、積極財政に伴う先行きの財政悪化・国債需給の悪化への懸念（市場が要求するプレミアム）による長期金利押し上げ幅は拡大傾向で推移してきた。2026年入り後も、衆議院総選挙で与野党双方が消費税減税に言及したことで財政規律の

図表1 10年債・20年債・30年債・40年債の利回り推移



(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

緩みに対する市場の懸念が強まり、プレミアムの拡大が続いたが（2025年10月末～2026年1月末にかけてプレミアム拡大が長期金利を0.5%Pt程度押し上げたと推計）、選挙後は前述したように財政拡張リスクへの市場の懸念が和らいだことを受けてプレミアムがやや縮小し、長期金利も落ち着いた推移となっている状況だ。

ただし、財政に対する市場の懸念が完全に払拭されたわけではない。2026年2月末時点でプレミアムによる長期金利の押し上げ寄与度は0.3%Pt程度と推計され、財政運営に対する市場の懸念は依然として燻っているとみられる。後述するように、足元では想定外の外的要因も相まって先行きの財政拡張の可能性を示唆する材料が浮上しており、今後の展開によっては市場で財政懸念が拡大することで長期金利の上昇が加速するリスクも考えられる点には留意が必要だ。

本稿では、当面の財政運営と金融市場（特に長期金利）の見通し・リスクについて、足元の動向も踏まえながら展望することとしたい。

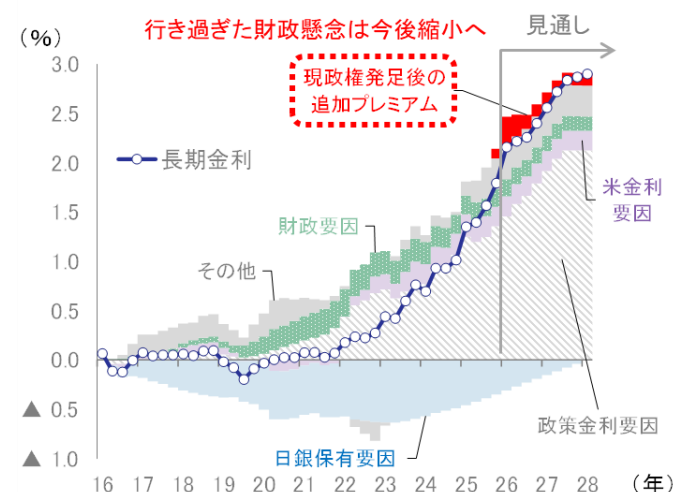
2. 財政懸念は当面燻るも、規律ある財政運営で長期金利の上昇ペースは鈍化の公算

今後の財政運営は、長期金利上昇・円安を高市政権が意識する結果として「安全運転」が基本線になる（市場が当初想定していたほどの財政拡張色が出てこない）との見方がみずほリサーチ&テクノロジーズ(2026)のメインシナリオであり、前述した足元の長期金利の落ち着いた推移を踏まえると、市場も概ね同様の見方が広まりつつあるのではないかとみられる。

例えば、国会で審議中の2026年度当初予算案をみると、当初予算としての規模としては過去最大（122.3兆円）となったものの、賃金・物価の上昇を踏まえれば予算規模が金額ベースで増加するのは自然であり、名目GDP対比でみた2026年度当初予算規模（17.7%）は2009～25年度の平均（17.8%）程度である。歳出の内訳をみると、増加したのは地方交付税交付金（前年度比+10.6%、税収の増加を自動的に反映）、国債費（同+10.8%、金利上昇を受けた想定金利の引き上げを反映）であり、一般歳出（同+3.0%）は物価上昇見合いの伸びにとどまっている。新規国債発行額も2年連続で30兆円を割り込むなど、財政規律に一定の配慮がなされた予算編成であったと言える。高市政権発足後には円安・長期金利上昇が進んだが、高市政権はそうした市場の反応（もっと言えば、円安・金利上昇による家計・企業への負の影響と支持率への打撃）を強く意識していると考えられる。

今後の具体的な財政運営については、消費税減税（飲食料品の消費税ゼロ）は時限措置にとどめ、高市首相の発言どおり赤字国債の増発は回避されることをメインシナリオとして想定している。財源が不透明である点は懸念材料ではあるが、現時点では、高市政権のこれまでの説明ど

図表2 長期金利の変動要因



(注) 各要因の寄与度は、2016年以降の金利水準変化に対する累積寄与度。四半期ベースの期中平均値（2026年1～3月期は1～2月実績値で延伸）で図示、政策金利要因はNakajima (2025)による推計値。財政要因は国の債務残高GDP比
(出所) LSEG、日本銀行、財務省、Nakajima (2025)、一上・上野 (2013)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

おり、補助金・租税特別措置の見直しや税収の上振れを主要な財源とし、税外収入等で補完することを見込んでいる。補助金・租税特別措置の見直しは費用対効果の低い非効率な予算の是正という観点で市場からも評価されやすいとみられるほか、高市首相は「毎年度、補正予算が組まれることを前提とした予算編成手法と決別する」旨を発言しており¹、近年のように大規模な補正予算を編成しないのであれば税収の上振れを時限的な消費税減税に充てることも選択肢になり得るだろう²。その他、外為特会の運用益（剰余金）や日銀納付金（ETF配当含む）の活用、政府資産の売却等の税外収入も時限的な補完財源との位置づけであれば財源候補になり得るだろう。

予算編成については、前述したとおりコロナ禍以降に急拡大した補正予算は縮小が見込まれるほか（後述するように中東情勢の緊迫化の動向には留意する必要があるが、現時点では、新たな補正予算の編成ではなく既存の基金や予備費を活用してガソリン価格抑制のための補助金支給等で対応する方針とみられる）³、2027年度当初予算も危機管理投資・成長投資等の目玉施策で予算の積み増しが想定されるものの全体としてはメリハリの効いたものになることを想定している。

政府がこのように財政規律を意識した政策運営を行えば、財政に対する懸念は次第に後退しよう。日銀による金融政策正常化の動きが継続的な金利押し上げ要因となることで⁴、長期金利の上昇基調そのものは変わらないと考えられるが、財政懸念が一服してプレミアムが縮小することで緩やかな上昇ペースに回帰する可能性が高いと予測している（ただし、消費税減税の実施などを受けて財政懸念に対するプレミアムは完全に剥落するまでには至らないとみている）。図表2のとおり、メインシナリオでは長期金利の水準として2026年度末に2.6%、2027年度末に2.9%程度を現時点で見込んでいる。

3. 財政懸念が拡大すれば「悪い金利高」が消費税減税の効果を打ち消すリスクも

（1）外的な要因も相まって、財政拡張の可能性を市場が意識する状況に

しかし、足元では想定外の外的な要因も相まって先行きの財政拡張の可能性を示唆する材料が浮上しており、市場の財政懸念が拡大するリスクがある点には留意が必要だ。

足元では、イラン情勢の緊迫化を受けて原油などエネルギー価格の高騰等による日本経済の下振れ懸念が高まっており、これに対応するため財政支出が拡大する可能性がある。一時119ドル/バレル台に急伸した原油価格は、トランプ大統領の「戦争はほぼ終了した」との発言を受けていったん下落に転じたが、その後は国際エネルギー機関（IEA）が過去最大規模の備蓄油放出を決定したにもかかわらず供給不安への懸念から再び上昇しており、依然として状況は不透明だ。今後、ホルムズ海峡の航行制限やエネルギー関連施設攻撃の影響で原油供給が不足する状態が続き、原油価格が高止まりした場合は、日本の景気を押し下げる要因になる。服部（2026）が指摘しているように、仮に、原油価格が90ドル/バレル（2025年平均対比+39%）程度で推移すれば、日本の消費者物価がエネルギーを中心に0.6%程度押し上げられる可能性があり、家計単位では2人以上世帯の平均で年間2.2万円程度の負担増が生じる計算となる。仮に原油価格高騰による影響が拡大・長期化する状況となれば、消費税減税では対応が間に合わない、基金・予備費では対応しきれないとの判断から、2026年度補正予算を編成する形で追加の物価高対策・経済対策が打ち出されることも考えられるだろう。

また、飲食料品の消費税率ゼロについては、年間5兆円、2年間で10兆円の財源確保が難航する可能性も否定はできない。例えば、仮にイラン情勢の緊迫化を受けたエネルギー価格の高騰や中国のレア

アース輸出規制等で景気が下振れれば税収が下振れることはあり得るほか、関連業界・省庁の抵抗等で補助金や租税特別措置の見直しが進まないことも考えられる。

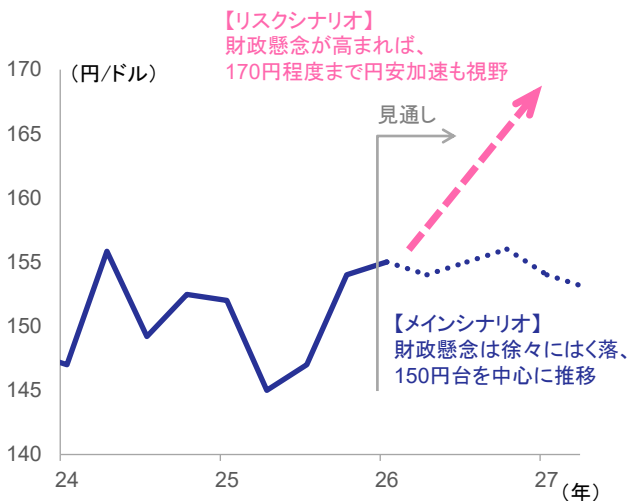
加えて、いったん引き下げた税率を元に戻す政治的ハードルは高く、2028年には参議院選挙も控えている点も踏まえると、エネルギー関連の補助金が延長されてきたのと同様、消費税減税が「実質恒久化」してしまう可能性も今後市場で意識されるようになるかもしれない。この点については、政府が設置した社会保障国民会議(以下国民会議)で給付付き税額控除の制度設計を早急に進めていくことが鍵になるが、再分配の仕組みや安定財源の検討が必要となることから⁵、具体的な制度設計に向けた国民会議の議論を注視していく必要がある。

さらに、足元で高市政権の政策運営の財政拡大スタンスが強まる可能性を指摘する見方も浮上している。実際、政府は日銀審議委員の後任案として、高市政権が推進する積極財政と親和的との見方がある浅田統一郎氏・佐藤綾野氏の2名を提示した。浅田氏はポストケインズ派の流れを汲み、積極財政と金融緩和のポリシーミックスを重視している立場とみられる。佐藤氏は「責任ある積極財政を推進する議員連盟」における講演で「政府が『貯蓄から投資』を積極的に行い、その(外為特会の)剰余金を活用すべき」「インフレ率と長期金利が低水準である間は、国債発行の余地あり」等と主張している。両氏が実際に審議委員に就任した場合にこれまでの発言と同様の主張を行うかどうかは定かではないが、市場はこの人事案に高市政権の政策スタンスが反映されていると解釈し、財政出動圧力が今後強まる可能性を意識しているとみられる点には留意が必要だろう⁶。

(2) 財政懸念が拡大すれば1ドル=170円まで円安、長期金利は4%まで上昇のリスクも

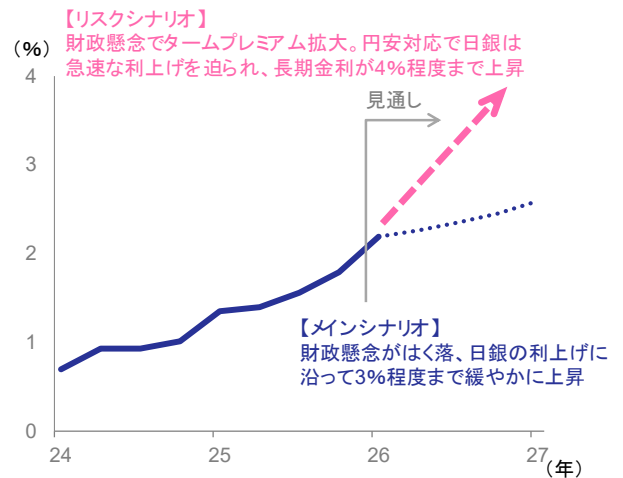
仮に安定財源の確保が不透明なまま財政拡張が続いた場合、財政不安や国債需給悪化への懸念が市場で強まり、円資産に対する投資家のリスク許容度の低下や海外投資家等が要求するリスクプレミアムの拡大を通じて、円の急落・長期金利の高騰につながる懸念される(こうした局面では、格付機関による日本国債の信用力評価を巡る議論が意識され、投資家心理に影響を与える可能性もある)。この場合、ドル円相場は1ドル=160円を大幅に上回る水準(1ドル=170円程度が目安)まで円安が加速し⁷、日銀は円安対応で急速な利上げを迫られるほか、財政懸念に伴うプレミアム拡大が重なること

図表3 シナリオ別のドル円想定パス



(注) リスクシナリオの想定パスはイメージとして図示
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表4 シナリオ別の長期金利想定パス



(注) リスクシナリオの想定パスはイメージとして図示
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

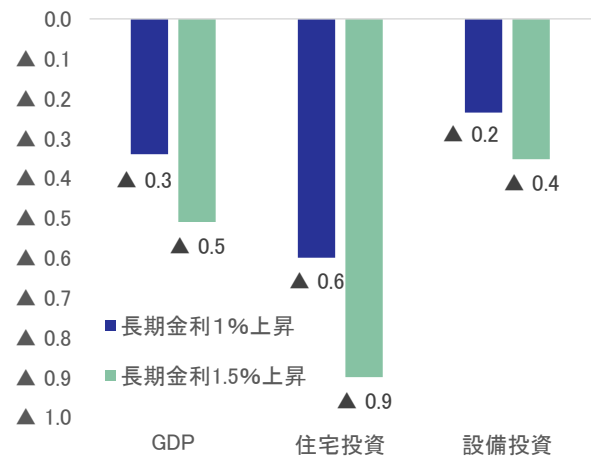
で長期金利は2026年度以降に4%程度まで急上昇する可能性があるだろう（図表3・4）。国債の平均残存期間は2025年時点で約9.5年となっており長期金利が上昇しても政府の支払金利（国債の加重平均金利）が直ちに急上昇するわけではなく、当面はインフレによる税収増を受けて政府の債務残高対GDP比の急激な上昇は回避される可能性が高いと考えられるが、長期金利が名目経済成長率を下回る「財政ボーナス」の状況が解消されれば市場における財政運営への不安は高まりやすくなるとみられる。日本が直ちに「財政破綻」（国債のデフォルト）に至る可能性は低いとしても、市場は投資家心理やストーリーで左右される側面があり、円安（及びそこから波及するインフレ）・金利上昇が国民生活に打撃を与えるリスクがある点には十分に注意する必要がある。

前述したように、規律ある財政運営が行われることを想定したメインシナリオでは長期金利は日銀の利上げに沿って2026年度後半から2027年度にかけて2%台後半～3%弱での推移を見込んでいるが、市場が財政運営に対する懸念を強める場合はプレミアムの拡大や日銀の急速利上げで長期金利がメインシナリオのパス対比で+1%Pt以上の幅で上昇する可能性がある。みずほリサーチ&テクノロジーズのマクロモデルを用いた試算では、長期金利がメインシナリオ対比で+1.0%Pt上振れることでGDPを0.3%程度、+1.5%Pt程度上振れることで0.5%程度下押しする計算となる（図表5）。

みずほリサーチ&テクノロジーズ（2026）は時限的な消費税減税（飲食料品の消費税ゼロ）がGDPを+0.2%Pt程度押し上げると試算しているほか、内閣府のマクロモデルを踏まえると恒久的な消費税減税（飲食料品の消費税ゼロ）が実施される場合はGDPを+0.4%Pt程度押し上げると見られるが、「悪い金利高」による住宅投資や設備投資への負の影響が消費税減税による個人消費の押し上げ効果を打ち消してしまう可能性がある点には注意が必要だ。

2026～27年は、政府による財政運営が「責任ある」ものになるかどうかの分岐点として市場の注目が集まる。まずは、国民会議における消費税減税・給付付き税額控除を含めた社会保障と税の一体改革についての議論の動向や、2027年度概算要求前に公表される骨太方針等に注目したい。

図表5 長期金利上昇による GDP 等への影響
（財政不安が後退する場合のパスからの乖離率、%）



（注） 財政インフレ・円安対応の日銀の利上げや、財政懸念に伴うプレミアム拡大により、財政不安が後退する場合のパス対比で長期金利が1.0%Pt、1.5%Pt上昇すると想定し、みずほリサーチ&テクノロジーズのマクロモデルを用いて試算
（出所） みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

[参考文献]

- Nakajima, J. (2025) “Impact of US monetary policy spillovers and yield curve control policy,” Discussion Paper Series A. 760, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University
- 一上響・上野陽一 (2013) 「ゼロ金利下におけるタームプレミアムの推計：日米英の長期金利の分析」、ワーキングペーパーシリーズ No. 13-J-6、日本銀行
- 酒井才介 (2025a) 「高市政権の経済対策の効果と懸念～円安・インフレが経済効果を減殺するリスク～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2025年11月25日

酒井才介 (2025b) 「大規模補正予算で国債依存が継続～懸念される金利上昇リスクへの脆弱性～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2025年12月2日

対木さおり・服部直樹・越山祐資・井上淳・今井大輔・池田亮平 (2025) 「日本経済の持続的・包摂的成長に向けた処方箋 (家計編) ～消費の長期低迷の背景にある3つの構造的課題をどのように打破するか～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほレポート』、2025年12月15日

服部直樹 (2026) 「年率+1.3%と1次速報から上方修正 (10～12月期2次QE)」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『QE解説』、2026年3月10日

みずほリサーチ&テクノロジーズ (2026) 「2026・2027年内外経済見通し 二極化する世界～深まる「分断」と重み増す政府の役割～」、2026年2月26日

- 1 この点については財政ガバナンス上の観点から望ましい方向性であるとして市場からも評価されやすいだろう。
- 2 税収の上振れは過去年度において大規模な補正予算編成の財源に充てられてきた経緯がある。ただし、税収の上振れは安定財源とは言えないため、あくまで時限措置として位置付けられることが市場の理解を得る上で重要である。
- 3 近年の補正予算編成の動向とその評価については酒井 (2025a)、酒井 (2025b) を参照されたい。
- 4 みずほリサーチ&テクノロジーズ (2026) は、日銀は今後概ね半年に1回の利上げペースを維持し、2027年度半ばにかけて政策金利を少なくとも1.5%まで引き上げ、2027年度後半以降は、経済・物価動向の様子を見つつ追加で最大2回 (1.5%→2.0%) の利上げを実施すると予測している。
- 5 対木他 (2025) は、日本は先進国対比で再分配機能に弱さがあり、とりわけ年収400万円台以下の所得層向けに再分配機能を強化する必要がある点を指摘している。再分配機能を強化する観点からは富裕層課税強化等も選択肢となるが、国民の所得・資産情報の把握に関するインフラ整備を含めて政治的なリーダーシップが求められ、相応にハードルは高いと考えられる点には留意が必要だ。
- 6 日銀の金融政策運営については、浅田氏・佐藤氏の過去の発言等を踏まえれば今後日銀ボードメンバーのバランスはハト派色がやや強まる可能性があるかとみている。もっとも、高市政権が利上げに消極的との見方が強まる場合や両候補からハト派色の強い発言が目立つ場合は円安・金利上昇要因になることから、現実的には両候補とも極端な金融緩和志向を強く打ち出す可能性は限定的とみられる。当面、浅田氏・佐藤氏の所信聴取や質疑に注目していきたい。
- 7 財政懸念がはく落すると想定するメインシナリオの下では、実質金利の低さが意識される中で金利差縮小による円高圧力は限定的との見方から、ドル円相場は1ドル=150円台での推移が継続すると予測している (図表3。詳細はみずほリサーチ&テクノロジーズ (2026) を参照)。

[共同執筆者]

| | | | |
|-------------------|-------|---------------|---|
| 調査部 首席エコノミスト | 酒井才介 | 080-1069-4626 | saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp |
| 調査部 シニア日本経済エコノミスト | 越山祐資 | 080-1069-4835 | yusuke.koshiyama@mizuho-rt.co.jp |
| 調査部 主任エコノミスト | 東深澤武史 | 080-1069-4919 | takeshi.higashifukasawa@mizuho-rt.co.jp |

- 当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。