

【みずほ経済インサイト】

金利上昇の「質」が問われる日本 ～「良い金利上昇」を実現するための4つの論点～

みずほ総合研究所
調査部

2026年7月31日

みずほ銀行

ともに挑む。ともに実る。



- 日本も、「デフレ・低金利」から「インフレ・金利のある世界」に移行
- こうした中、2025年後半以降、長期金利が急速なペースで上昇



Q1. 足元までの金利上昇は「良い金利上昇」か「悪い金利上昇」か？

Q2. 先行きの金利上昇の「質」を左右するポイントは何か？

Q3. 日本はどちらに向かうのか、何に注視していく必要があるか？

報告の構成:「良い金利上昇」と「悪い金利上昇」の分岐点に立つ日本

現状認識

インフレ・高金利の「新常態」が定着しつつある世界

日本も「金利のある世界」へ移行

成長がもたらす金利上昇

不確実性がもたらす金利上昇

論点(要因)

日本の長期金利はどちらに向かうのか～カギを握る4つのポイント

＜成長戦略＞
国内投資の拡大

＜技術革新＞
AI投資の効果

＜財政規律＞
市場の信認

＜市場環境＞
国債の需給

評価・成功条件

方向性は正しい。変化の兆しも見える。実効性の点検が重要

規制緩和
人材流動化

組織改革
人的資本強化

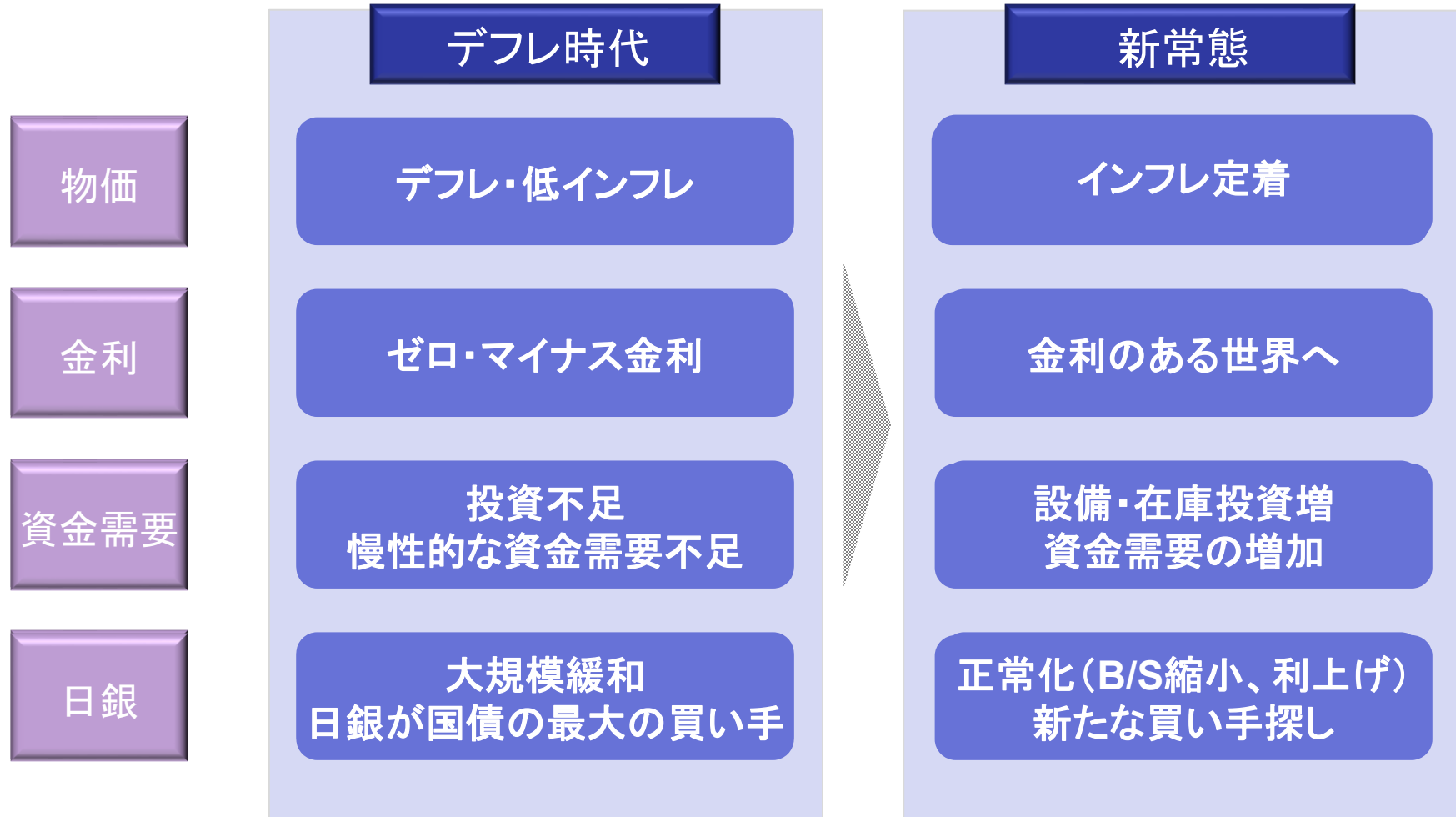
透明性の確保
ガバナンス強化

家計等の
投資行動変容

政策の進捗・成果を市場や国民に示し続けることが不可欠

現状認識: 日本にも到来した世界の「新常態」～インフレ・金利のある世界

- 世界が「インフレ・高金利の新常態」へ移行する中、日本も「デフレ・低金利」から「インフレ・金利のある世界」へ移行



金利が「戻る」こと自体は正常化。問題はここから
「良い金利上昇」「悪い金利上昇」のどちらに向かうか

(出所) みずほ総合研究所調査部作成

現状認識:「良い金利上昇」は成長・「悪い金利上昇」は不確実性が"連れてくる"金利上昇

- **成長期待の高まり**が投資と資金需要を生み、その結果として金利が上がる。これが「**良い金利上昇**」
- 成長を伴わないまま**財政運営・国債需給等の不確実性に対する懸念が拡大**し、市場がリスクの対価(プレミアム)を要求し金利が上がる。これが「**悪い金利上昇**」
- 「良い金利上昇」となるか「悪い金利上昇」となるかは、政府はもとより企業・市場参加者の行動・評価により事後的に決定

「良い金利上昇」「悪い金利上昇」のイメージ

$$\begin{array}{c} \text{実質短期} \\ \text{中立金利} \end{array} + \begin{array}{c} \text{期待} \\ \text{インフレ率} \end{array} + \begin{array}{c} \text{ターム} \\ \text{プレミアム} \end{array} = \begin{array}{c} \text{長期金利} \end{array}$$

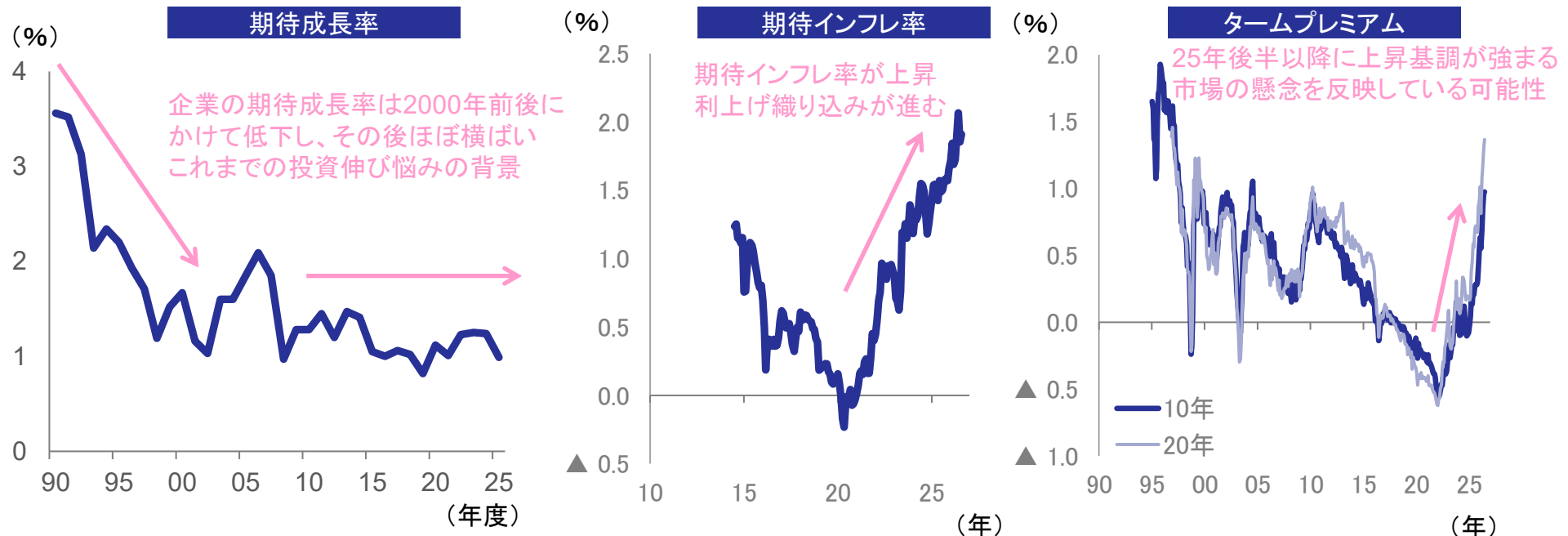


どちらになるかは政府の取組のみならず、企業・市場参加者の行動・評価にも左右される

現状認識:「良い金利上昇」に向けた成長期待向上が鍵。足元ではプレミアム拡大の動きに要警戒

- 企業の期待(実質)成長率は近年横ばい傾向で推移
 - これまで国内投資が伸び悩む要因に。「良い金利上昇」実現に向けた成長期待向上が重要
- 一方、2025年後半以降にタームプレミアムの上昇基調が強まっている状況
 - 期待インフレ率の上昇と利上げの織り込みだけでなく、**財政運営・国債需給等に対する市場の懸念が長期金利の上昇に反映されている可能性**

長期金利の構成要素の動き



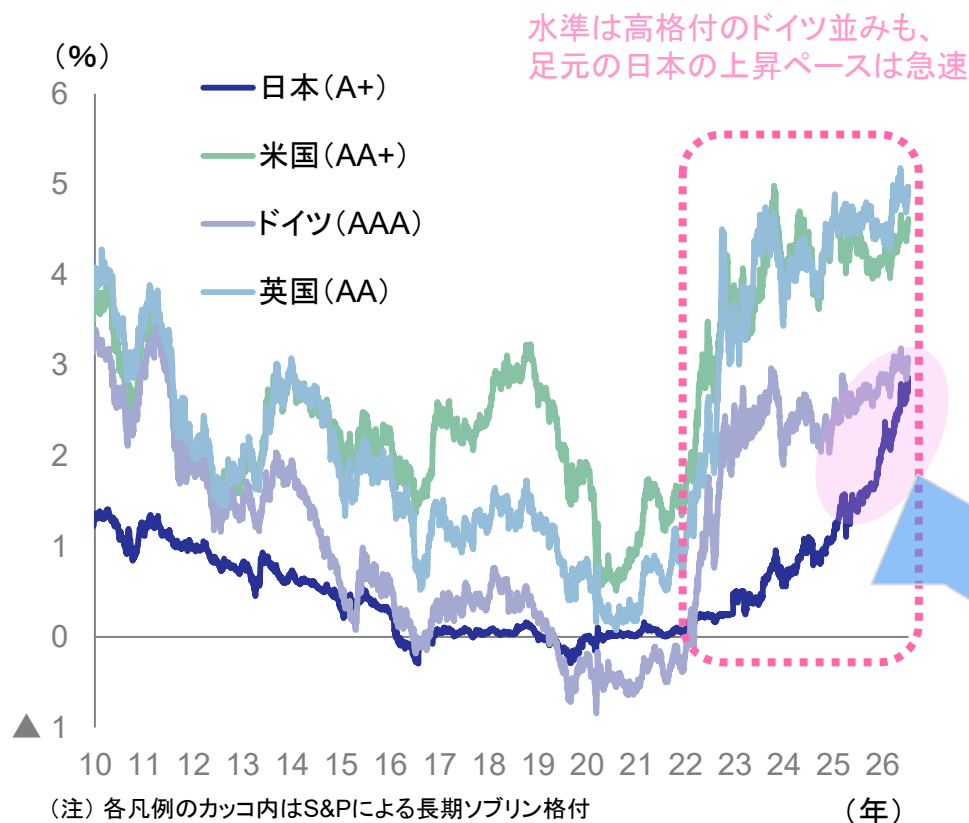
(注) 期待成長率: 日本の実質経済成長率の企業見通し(今後5年間平均)。調査対象は東京証券取引所のプライム市場及びスタンダード市場、名古屋証券取引所のプレミア市場及びメイン市場に上場する全企業(約3,400社)。期待インフレ率: ブレークイーブンインフレ率(10年)。タームプレミアム: 一橋大学・中島教授による推計値(市場が織り込む将来の政策金利の経路を長期金利から差し引くことでタームプレミアムを推計。期待インフレ率そのものは市場が織り込む将来の政策金利経路に反映される一方、将来のインフレ率の不確実性や財政リスク、国債需給などはタームプレミアムに反映されると解釈される)

(出所) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、Nakajima(2025)、一上・上野(2013)、LSEGより、みずほ総合研究所調査部作成

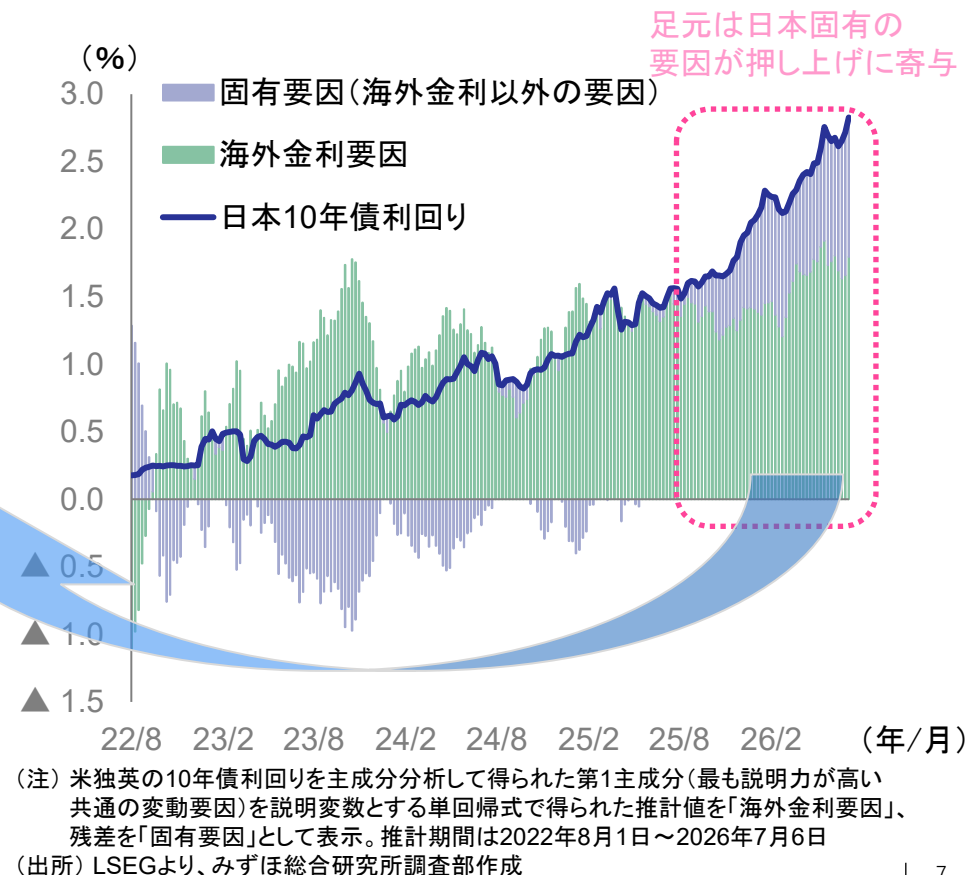
現状認識: 国際的にみても金利上昇スピードが早い。日本固有の要因が押し上げ

- 10年債利回りの水準は主要国対比で低位だが、足元の**金利上昇スピード**は急速
 - 日本の長期金利の推移を要因分解すると、**2025年後半以降、日本固有の要因による押し上げがけん引**
 - 主要国に遅れる形で日本の金融政策正常化が進んだことに加え、**プレミアム拡大が相まって長期金利の押し上げ要因になっている可能性**には注意が必要

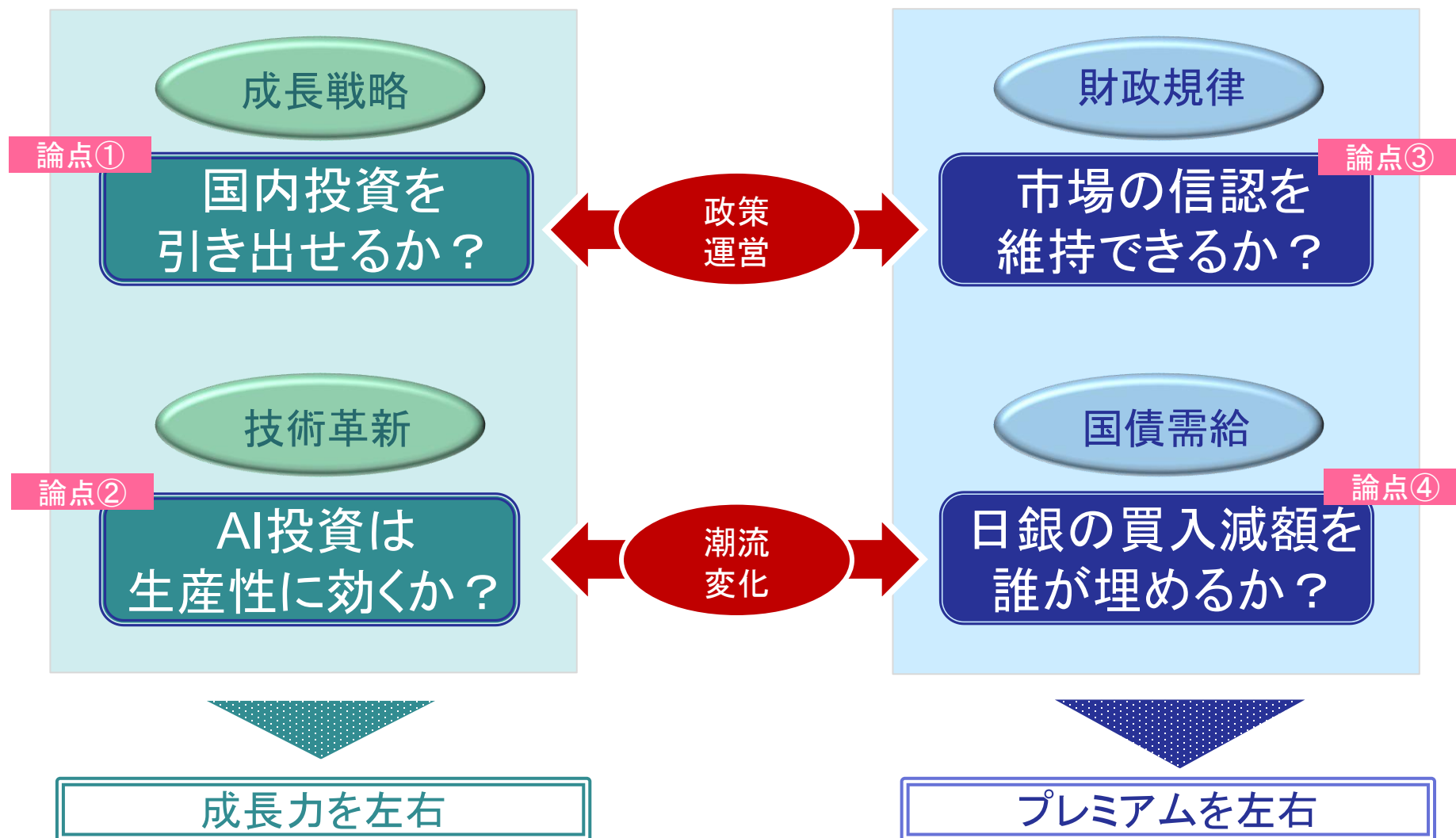
各国10年債利回りの推移



日本長期金利の要因分解



論点:「良い金利上昇」と「悪い金利上昇」を分かつ「4つの論点」に注目



論点①②で成長力を高め、論点③④でプレミアムを安定させることができれば
成長主導の「良い金利上昇」が実現(ありたき姿)

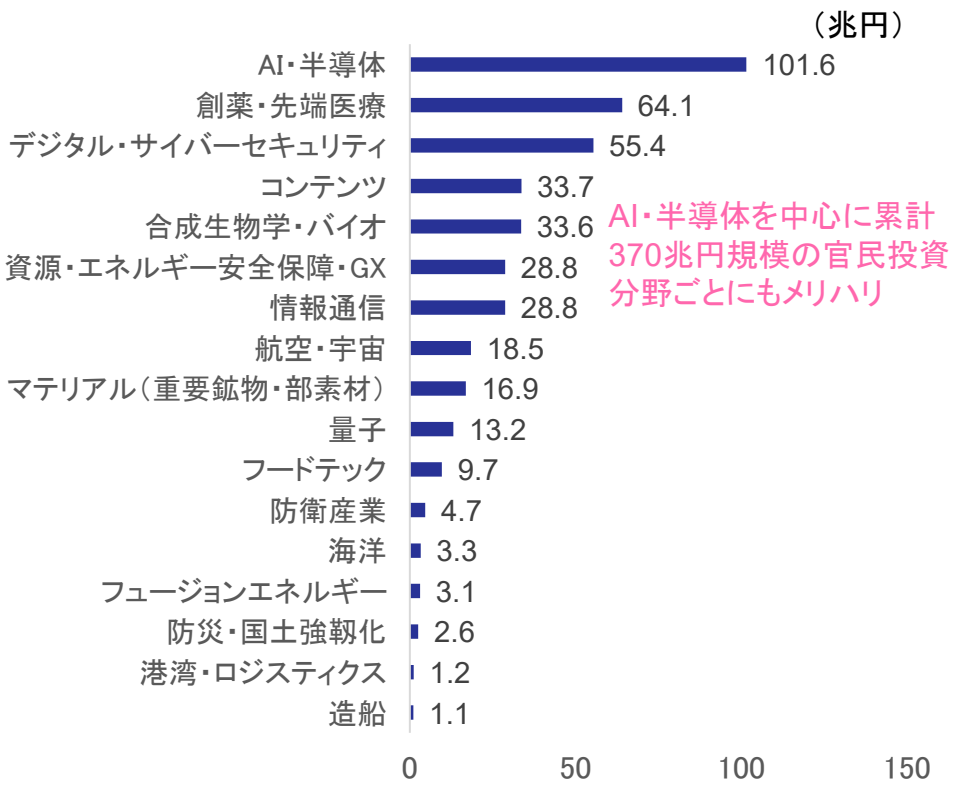
論点①: 高市政権が目指すのは「良い金利上昇」。成長戦略の実効性が問われる

- 高市政権が掲げる「責任ある積極財政」は、「強い経済」の構築と「財政の持続可能性」の二兎を追う方針
 - ― 戦略17分野の国内投資を中心に経済の成長力強化を目指しつつ、財政運営の中核目標として債務残高対GDP比の安定的な低下を目指す方針（プライマリーバランスについては一時的な悪化も許容し得るものとする）
 - ― 日本経済のこれまでの潜在成長率の推移を寄与度分解すると、資本投入による寄与が主要国対比で低い。マクロ経済政策として、国内投資を加速させて供給力の引上げを目指す方向性は正しいと評価
 - ― 「良い金利上昇」を目指す方向性は明確。問われるのは成長戦略の実効性（国内投資を引き出すことができるか）

高市政権の財政運営方針

戦略17分野の官民投資額の政府想定(2040年度累計)

項目	主な内容
財政目標	財政運営の中核目標として、 債務残高対GDP比の安定的な低下を目指す
予算編成	・経済の成長力強化と名目の経済規模の拡大にふさわしい予算編成に転換 ・財政単年度主義の弊害を是正し、 複数年度で予見可能な投資支援を実施
成長戦略	危機管理投資・成長投資のための「『 強く豊かな日本 』投資枠」を創設。予算要求に上限（シーリング）を設けず
補正予算	補正依存から脱却し、計画的・予見可能な予算編成へ転換 （恒常的な施策は原則として当初予算で対応）
市場の信認	市場の信認確保のため、 各種の経済・財政指標を活用した多角的分析・リスク分析を強化

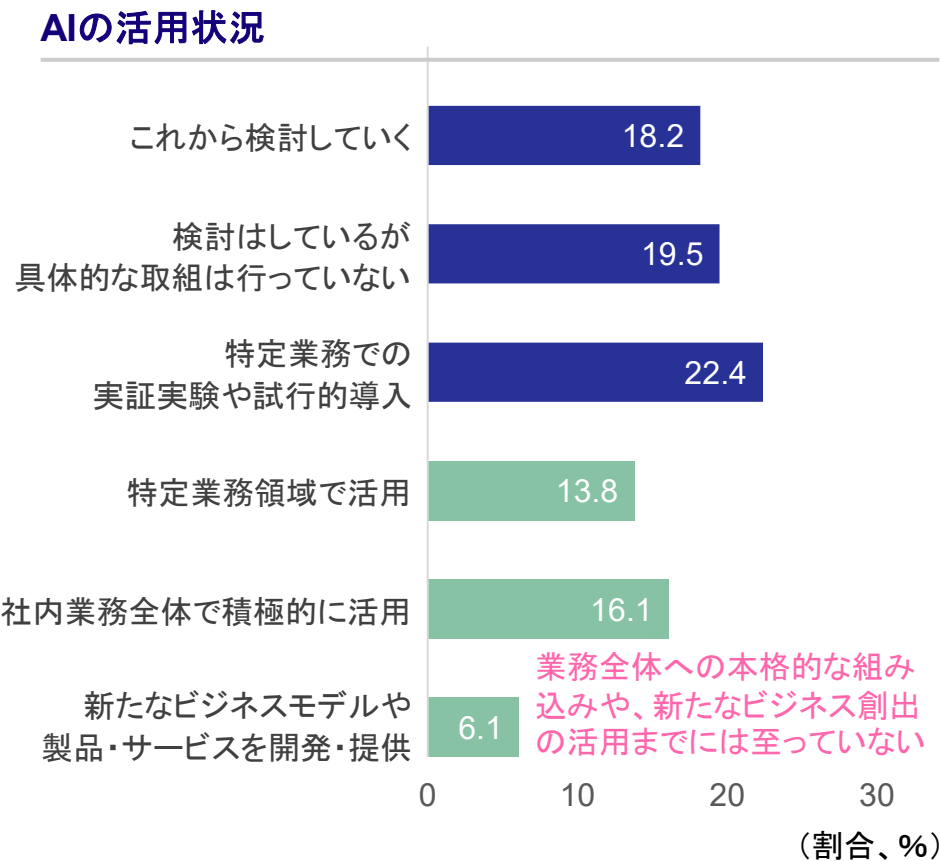


(出所)「経済財政運営と改革の基本方針2026」(2026年7月21日閣議決定)より、みずほ総合研究所調査部作成

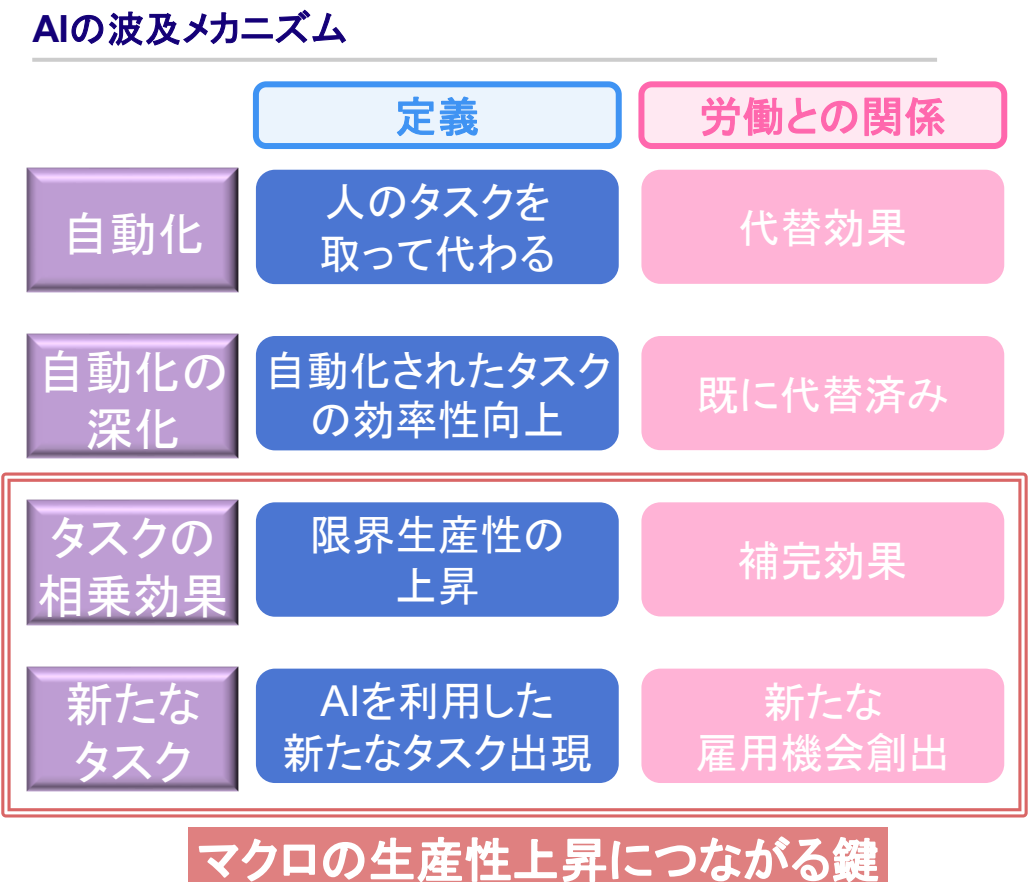
(注)一部分野間で重複計上
 (出所) 日本成長戦略本部「戦略17分野における「主要な製品・技術等」の官民投資ロードマップ参考資料」(2026年7月21日)より、みずほ総合研究所調査部作成

論点②: AI投資という新たな潮流が“作る”で終わるか、“効く”につながるかの見極めが重要

- AI投資が設備投資(需要)で終わらず、生産性上昇(供給力向上)につなげることができるかが重要なポイント
 - AIの業務全体への本格的な組み込みや新ビジネス創出への活用という点では、多くの日本企業が試行・検討段階
 - 人手不足を補う代替投資にとどまらず、限界生産性の向上や新たなタスク創出につなげることができるかがAI活用の鍵
 - AI活用を前提とした業務プロセスの見直し、AIと協働するためのスキル再構築、新たなビジネスモデルの創出など、**社会システム変革を伴う動きにつなげられるかが成否の重要なポイントに**



(出所) 一般財団法人日本情報経済社会推進協会「企業IT利活用動向調査」(2026年)より、みずほ総合研究所調査部作成

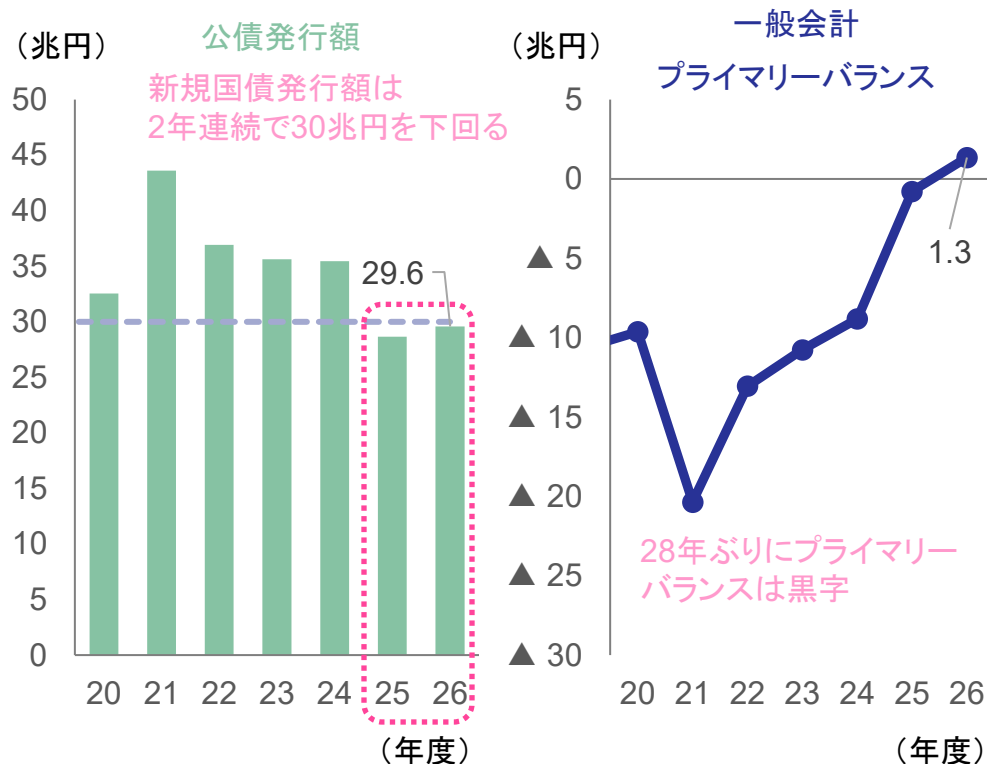


(出所) 大高・加藤(2025)より、みずほ総合研究所調査部作成

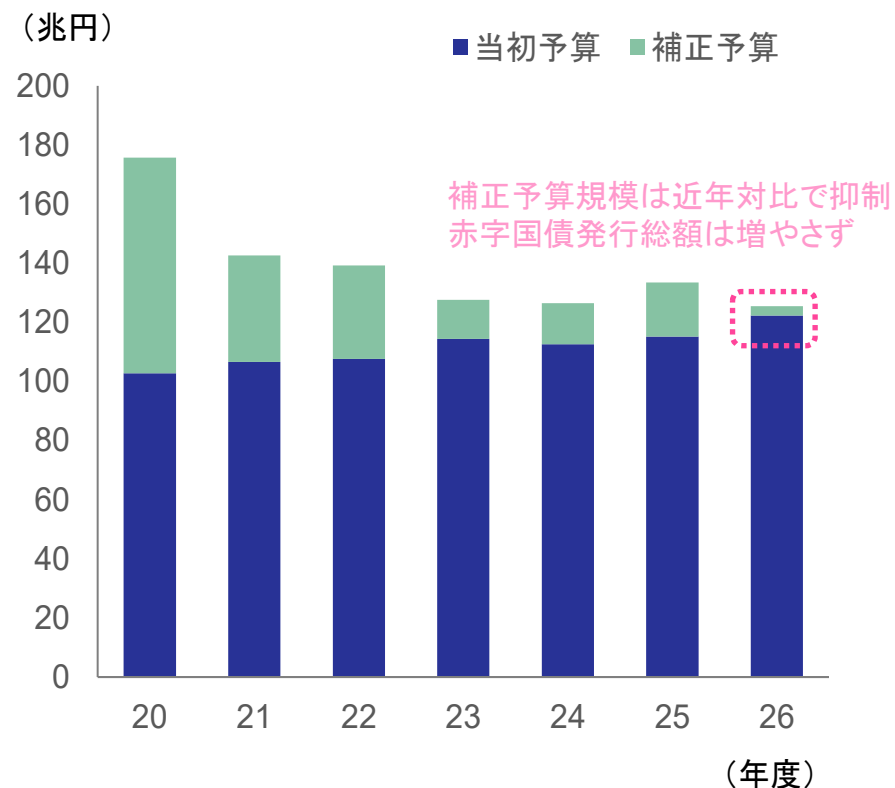
論点③: 高市政権の財政運営は市場に配慮した内容。今後も市場の信認を維持できるか

- 高市政権のこれまでの財政運営は、国債発行を抑制するなど市場に配慮した内容
 - 26年度当初予算は、一般会計のプライマリーバランスが28年ぶりに黒字化し、新規国債発行額も30兆円を下回った
 - 26年度補正予算も、近年の補正予算対比で小規模。国債の市中発行額は増やさないという形で市場に配慮
- 問題は、積極財政で成長力向上を掲げつつ財政規律との両立を実現し、**今後も市場の信認を維持することができるか否か**

2026年度当初予算



2026年度補正予算



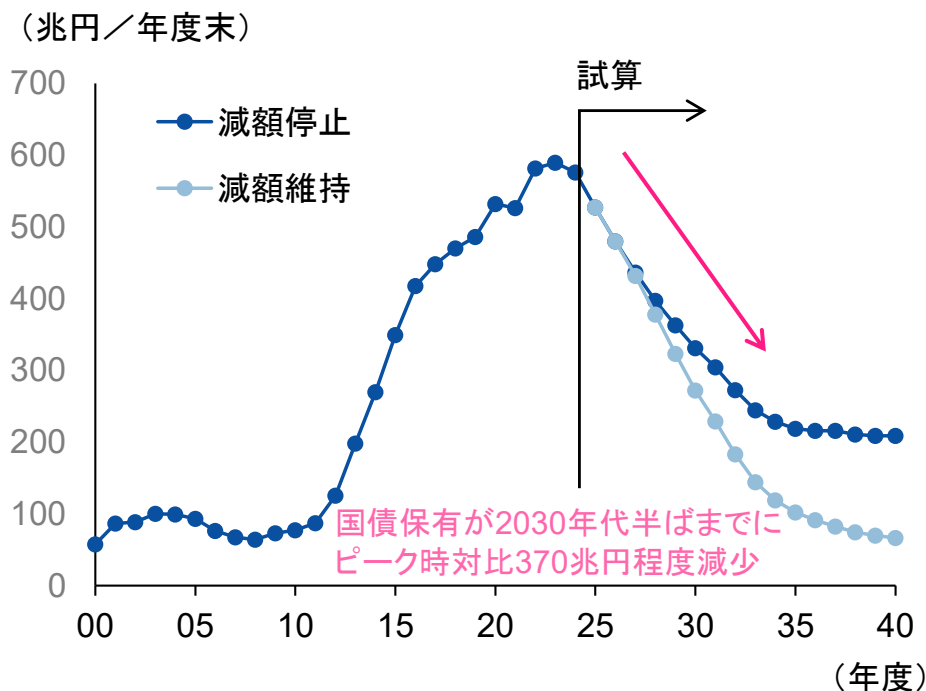
(注) 当初予算ベース。点線は公債発行額の30兆円水準
(出所) 財務省より、みずほ総合研究所調査部作成

(出所) 財務省より、みずほ総合研究所調査部作成

論点④: 日銀の国債買入減額を誰が埋めるのか。膨大な民間資産が受け皿となるかが鍵

- 日銀はB/S縮小により、長期国債保有残高が2030年代半ばにかけて、ピーク時対比で370兆円程度減少する計算。これを埋める買い手の構造がプレミアムの行方を左右するポイント
- 膨大な民間金融資産の存在が市場にとっての当面の安心材料であり、足元でも銀行や年金の国債保有増の動き。一方、**中期的に民間部門が国債消化の受け皿になり続けるのか、買い手の動向を見極める必要**

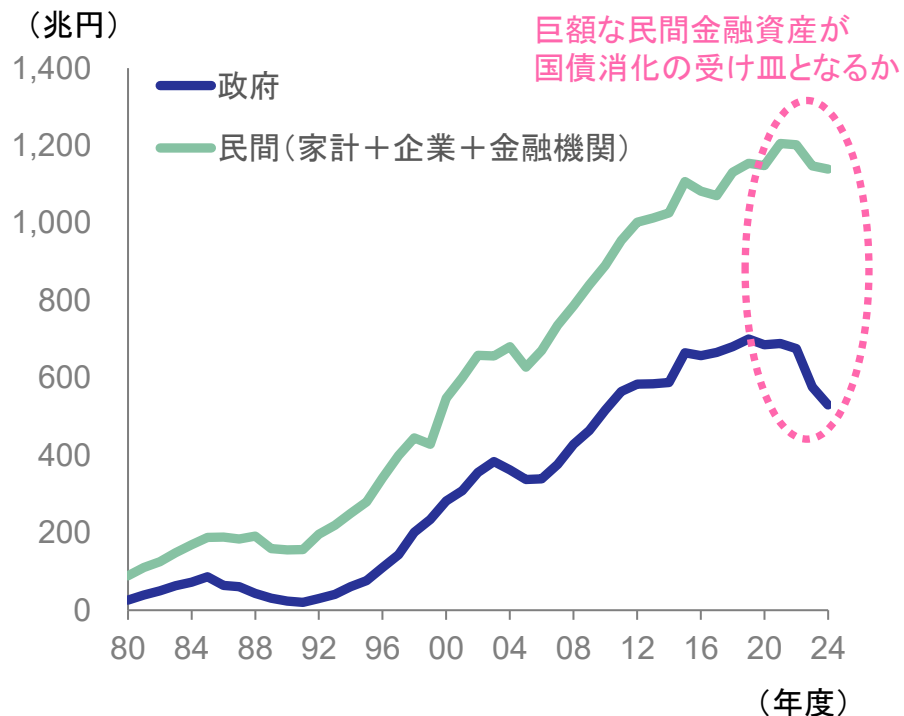
日銀の長期国債保有残高の推移



(注) 現時点で公表されている国債買入れ予定額の減額ペースを反映して試算。今後の市場動向・中間評価等を受けて減額ペースは変わり得る

(出所) 日本銀行等より、みずほ総合研究所調査部作成

政府の純債務残高と民間の純資産残高



(出所) 日本銀行より、みずほ総合研究所調査部作成

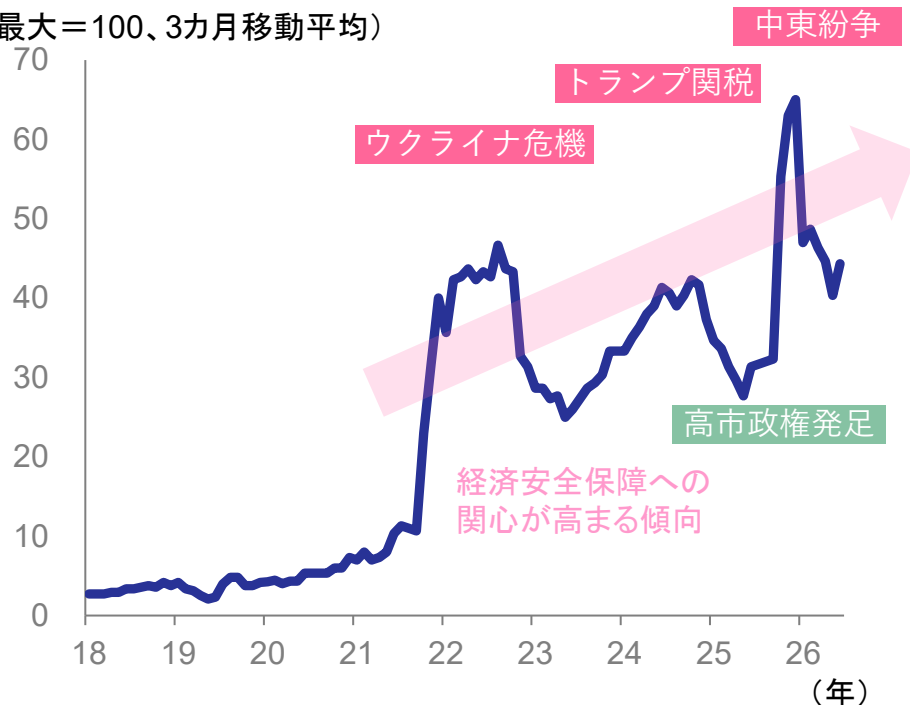
評価と成功条件: 論点①国内投資を引き出せるか⇒レジリエンス投資を求める潮流が追い風

■「安さ(効率性)の時代から強さ(レジリエンス)の時代へ」という国際的な潮流は日本にも及ぶ

- 経済安保投資は「新常態」におけるキーワードであり、「戦略的自律性(国内で必要なものを確保する力)」「戦略的不可欠性(世界から必要とされる技術を持つこと)」の双方から正当化される
- 国際秩序の変化を受けて、経済安保への関心は世界的に上昇傾向。企業の国内回帰・供給力強化は「新常態」における国際競争力の源泉に直結するとの意識が醸成されつつある

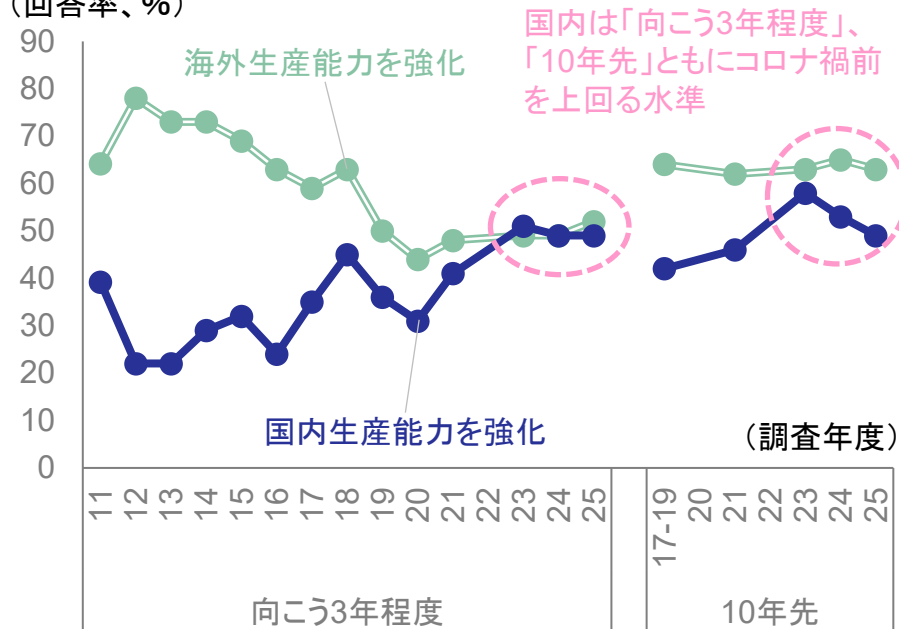
「経済安全保障」のウェブ検索インタレスト

(最大=100、3カ月移動平均)



中長期的な国内・海外生産能力の見通し(製造業)

(回答率、%)



(注) 日本を対象とする月次データを最大=100として相対的に表した値

(出所) Google Trends (<https://trends.google.co.jp>) より、みずほ総合研究所調査部作成

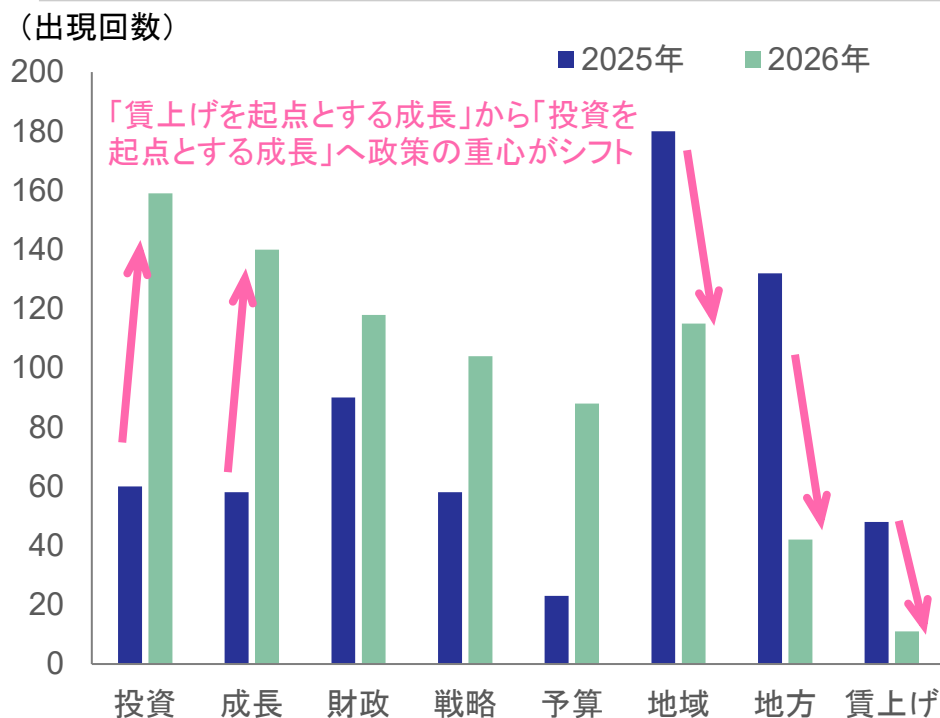
(注) 国内・海外生産能力それぞれに対し「強化」、「維持」、「縮小」の見通しを調査したもの。対象は大企業のうち国内・海外両方で生産活動を行っていると回答した企業

(出所) 日本政策投資銀行「設備投資計画調査」より、みずほ総合研究所調査部作成

評価と成功条件: 論点①国内投資を引き出せるか⇒政府の政策思想・手段は大きく変化

- 骨太方針2026は投資主導による成長重視の姿勢が鮮明。特に、従来の補助金などを通じた個別案件支援から、「企業が中長期的スパンで投資計画を立てられる環境を整備する」政策に転換している点が特徴
 - コーポレート・ガバナンス・コード改定や大胆な投資促進税制により企業の投資インセンティブを強化するほか、「強く豊かな日本」投資枠創設や基金の柔軟化等による複数年度予算の活用で企業の予見可能性を高める狙い
 - ガバナンス(市場の信認)の観点からは事業の進捗・効果の検証や投資の撤退条件等の整備・運用が重要に

骨太方針2025・2026の主要語の出現回数比較



(注) テキスト抽出し、単純な文字列一致でカウント。表記ゆれ、複合語の重複、文書量の違いは未補正。
(出所) 「経済財政運営と改革の基本方針2025」「経済財政運営と改革の基本方針2026」より、みずほ総合研究所調査部作成

高市政権の主な投資促進策

施策	具体的な内容
コーポレート・ガバナンス・コード改定	資本効率・成長投資計画について取締役会で検証・説明を求める
大胆な投資促進税制	一定以上の高付加価値設備投資に対し即時償却又は7%税額控除
「強く豊かな日本」投資枠	上限を設けず必要額を要求可能とする。経済安全保障上、特に重要な分野は特別会計で別枠管理し、つなぎ国債を発行
基金の柔軟な運用	予算措置を3年以内に限定する運用を見直し
新たな事業適応制度	国際経済変化・コスト上昇対応投資を認定し金融支援

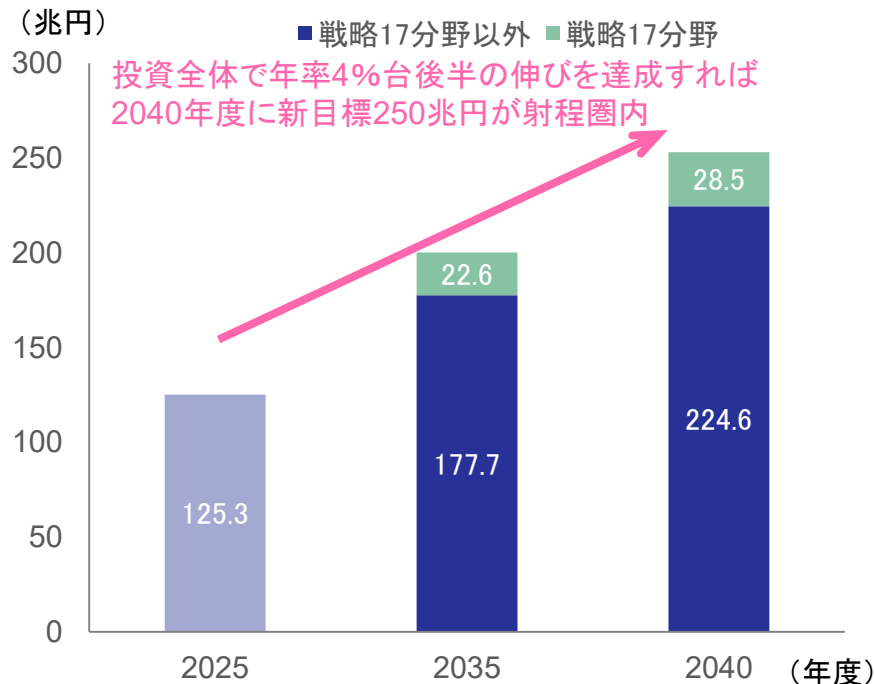
従来の補助金を通じた支援から「企業が中長期投資計画を立てられる環境を整備する」政策に転換

(出所) みずほ総合研究所調査部作成

評価と成功条件: 論点①国内投資を引き出せるか⇒目標は現実的。投資増で実質1%成長も視野

- 官民累計370兆円の投資は巨額に見えるが、**名目民間設備投資が年率5%程度で拡大する想定は、概ね現実的な規模感**(2021~25年度は平均+5.4%の伸び)。実際、骨太方針2026の新たな投資目標(2040年度に投資250兆円)とも整合的
- 投資拡大が実現した場合、**資本投入・生産性上昇(国内供給力・企業競争力の向上)を通じて潜在成長率は+0.5%Pt程度上振れと試算**。労働投入のマイナストレンドが継続する中でも、**持続的な実質1%成長の実現が視野に入る**

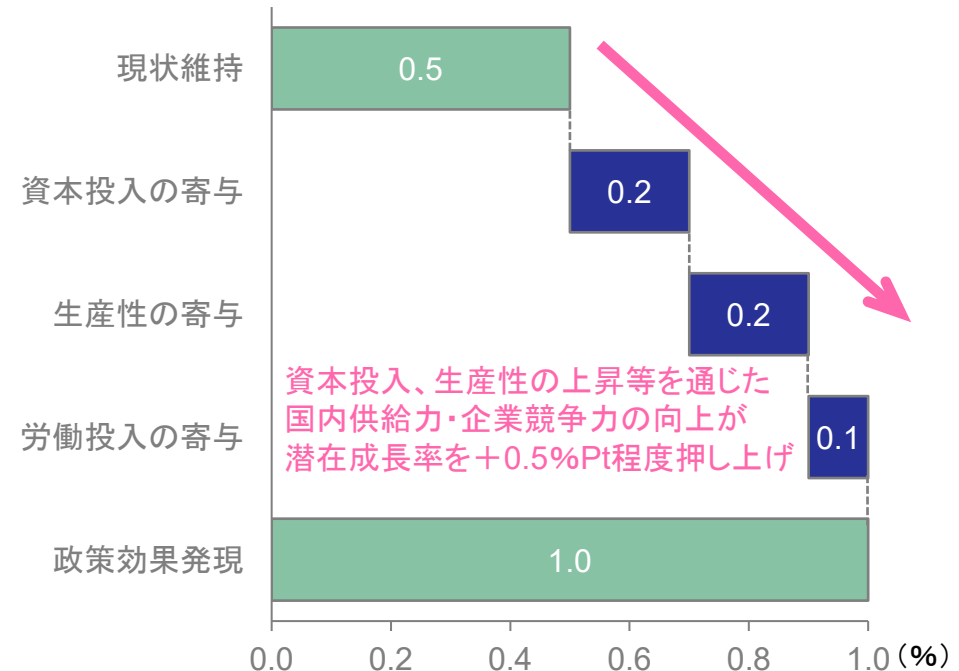
名目民間投資額(フロー)のイメージ



(注) 民間設備投資全体が年率+4.8%程度で増加する場合を想定して機械的に試算。戦略17分野の官民投資の内訳については、GX投資計画(官民150兆円のうち政府投資が20兆円と約13%)を参考に、民間が85%・政府が15%程度と仮に想定

(出所)「日本成長戦略」(2026年7月21日閣議決定)より、みずほ総合研究所調査部作成

成長戦略が奏功した場合の潜在成長率押し上げ効果



(出所) みずほ総合研究所調査部作成

評価と成功条件: 論点①国内投資を引き出せるか⇒「Invest in Japan」のナラティブ構築が鍵

- 国内外の資金を調達する上で「**日本に投資すれば収益をあげられる**」(Invest in Japan)というナラティブ構築が前提条件。需要・収益モデルの構築、人手不足・電力不足等の供給制約や各種規制への対応が鍵
- ― ①経済安保など構造的課題への対応、②産業の競争優位性構築、③未来への投資を軸としたストーリーの組立てとあわせ、研究開発支援、初期リスク・コスト分担、市場ルール・インフラ整備、規制改革等を通じた**環境整備が政府の役割**

企業の投資判断に関する懸念点・成功条件

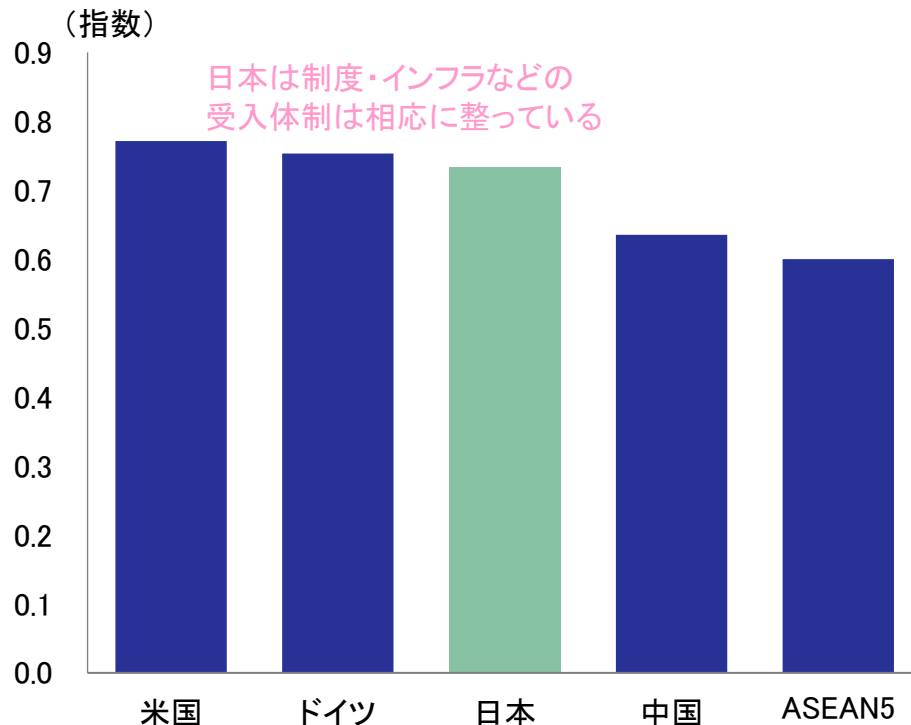
企業の投資判断軸	企業が懸念するポイント	成功条件
(1)リターンは見込めるか	■ 市場が立ち上がるか ■ 価格競争力、需要は継続するか ■ 投資回収期間はどの程度か	□ 補助金終了後も自立できる需要・収益モデル、世界市場で競争できる事業モデルの構築
(2)制度・政策は継続するか (予見可能性)	■ 税制・補助金・エネルギー政策等の継続性 ■ 政策変更の可能性	□ 基本法等の制度化、超党派での合意等による政策変更リスクの低減・予見可能性の更なる向上
(3)実際に投資を実行できるか	■ 人手不足、建設能力、電力・送電網、水、土地等の制約 ■ 許認可・規制	□ 実装時のボトルネック緩和・解消 □ 関連分野の規制改革、市場ルール・インフラ整備
(4)ファイナンスは成立するか	■ 金融機関・投資家が資金を出せる案件か	□ 個別案件では(1)～(3)が資金確保の前提条件。分野によっては政府によるリスク・コスト分担の余地
(5)国内立地は海外より魅力的か	■ 海外との期待収益率比較 ■ エネルギー・人材の不足	□ 国際的な立地競争における「弱み」の克服

国内投資促進には成功条件クリアに向けた道筋を示すこと(ナラティブ構築)が不可欠

評価と成功条件: 論点②AI投資は生産性に効くか⇒AI導入の基盤はある。「強み」との融合がカギ

- IMFのAI準備度指数によると、日本は国際的にみても高スコアに位置し、AI導入に対する法整備やデジタルインフラなどの「受入体制」(導入の基盤)は相応に整備されているとの評価。**AI導入に対する親和性の高さを示唆**
- 日本の製造業はロボットや工作機械などの**ハードに加え、幅広い利用基盤や現場データが強み**。AIと掛け合わせることで**生産性向上に結び付けることが可能**

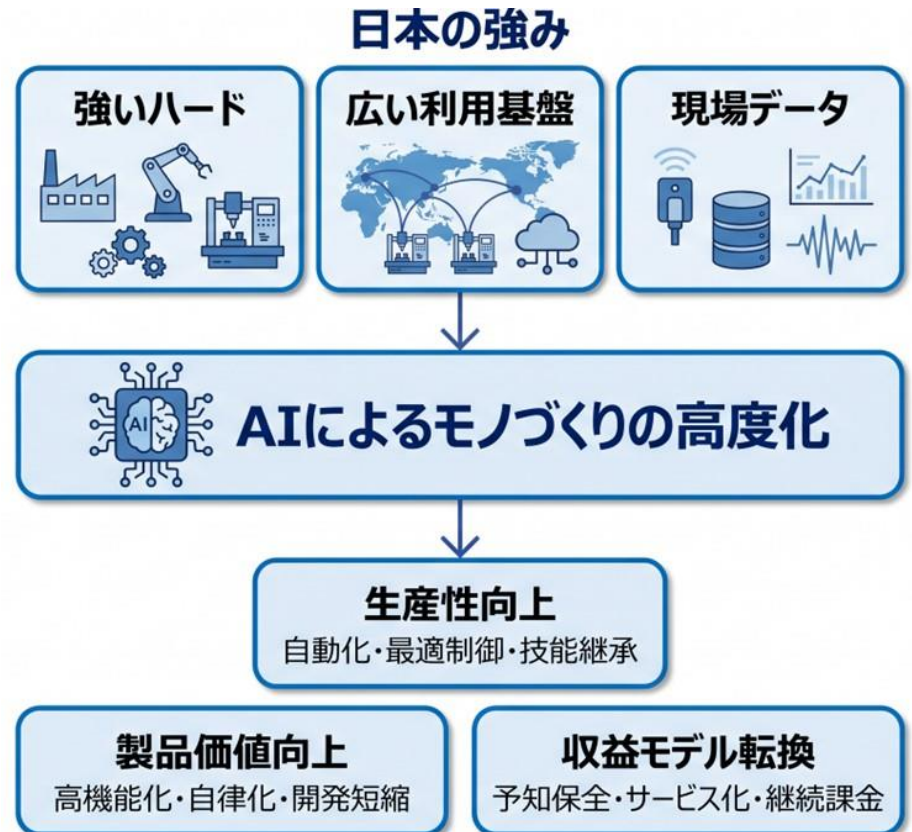
AI準備度指数



(注) 2023年時点。本指数は「AI競争力」ではなく「AIを社会に受け入れる基盤」を測る指標である点、AI人材の不足や企業でのAI実装状況までは十分に反映できていないとみられる点には留意が必要

(出所) IMF「AI Preparedness Index」より、みずほ総合研究所調査部作成

日本における生産性向上の一例

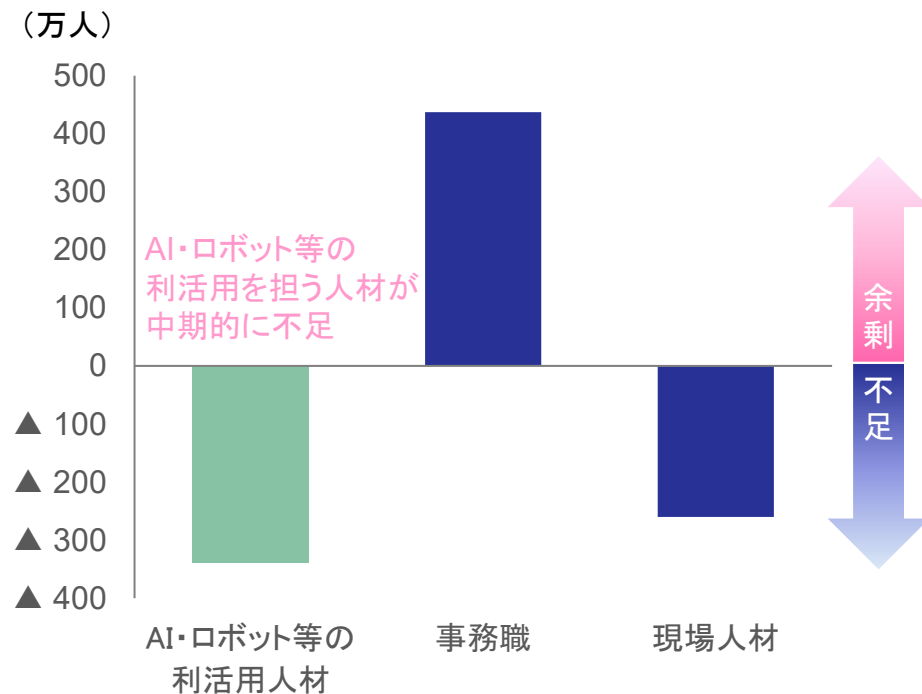


(出所) みずほ総合研究所調査部作成

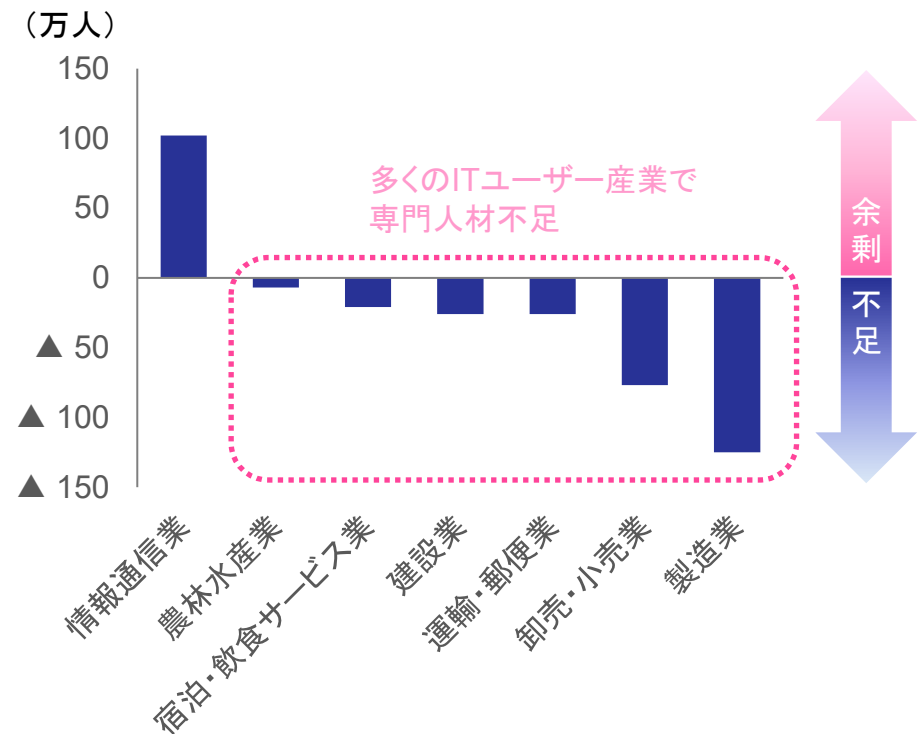
評価と成功条件: 論点②AI投資は生産性に効くか⇒労働需給ミスマッチによる負の側面も

- AI・ロボット等の利活用による省力化が進めば事務職等では余剰が生じる一方、ITユーザー産業を中心にAI・ロボット等利活用人材が不足し、**職種間の労働需給ミスマッチが発生する可能性**
 - AI・ロボット等利活用人材の不足がAI実装のボトルネックとなり、生産性上昇効果の発現を遅らせる要因に
 - 余剰人員が介護等の雇用吸収力が高い(労働生産性が低い)業種にシフトすれば、トータルで生産性が高まるか不透明
 - **リテラシー教育を含むAI活用のスキルアップ支援、円滑な労働移動を支えるリスキリング支援の拡充に加え、教育システムのあり方(専門学校教育へのシフト)の検討も必要**

職種間の労働需給ミスマッチ(2040年)



AI・ロボット等利活用人材の労働需給ミスマッチ(2040年)

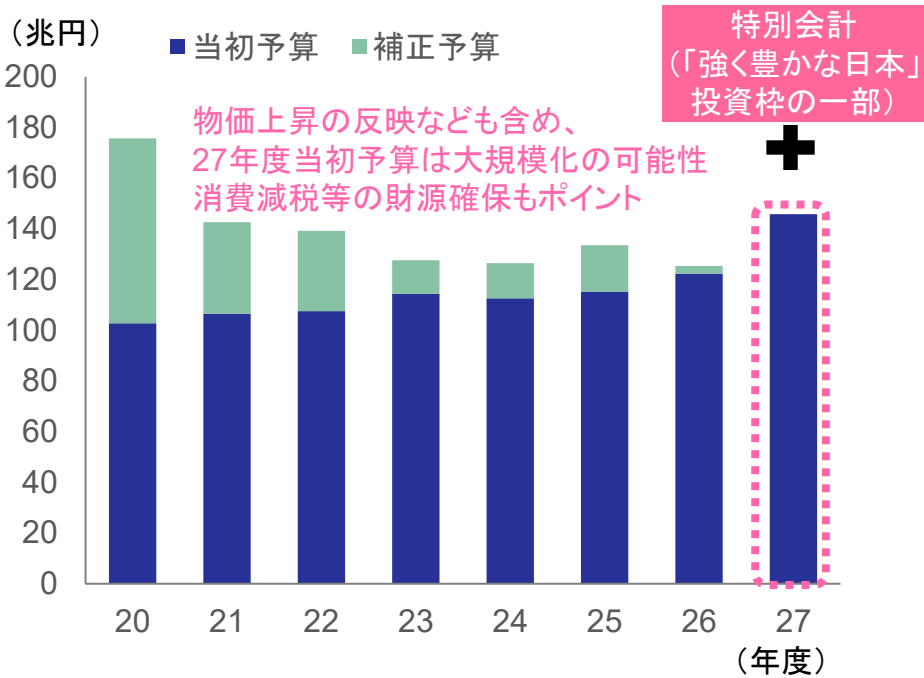


(注) AI・ロボット等の利活用人材は、機械技術者やその他の情報処理通信技術者等の職種を集計(システムの企画・開発・構築・運用やネットワーク構築などに従事する技術者が含まれる)
 (出所) 経済産業省「2040年の全国版就業構造推計(改訂版)」より、みずほ総合研究所調査部作成

評価と成功条件: 論点③市場の信認を維持できるか⇒財源を説得的に示し続けることが鍵

- 消費減税や給付付き税額控除、成長投資・危機管理投資、防衛費増額など、**新規の財政需要に対する財源を説得的に示し続けることが市場の信認を得る鍵**
 - ― 補正予算は抑制される一方、恒常的施策の当初予算化やインフレ・賃金上昇の反映等も相まって27年度当初予算は規模が膨らむ可能性
 - ― インフレ定着・成長実現による税収上振れや税外収入（外為特会等）の活用に加え、租特・補助金・基金等の見直し、社会保障給付の効率化・適正化や応能負担の徹底等が選択肢

2026年度補正・27年度予算のイメージ



(注) 26年度補正予算は3兆円、27年度当初予算は26年度当初予算の伸び率で延伸した上で過去数年の補正予算の規模相当額を上乗せした場合の金額イメージを記載。なお、「強く豊かな日本」投資枠のうち、経済安全保障上特に重要な分野については特別会計で別枠管理のため、一般会計予算には反映されない点に留意
(出所) 財務省より、みずほ総合研究所調査部作成

当面の財政運営のポイント

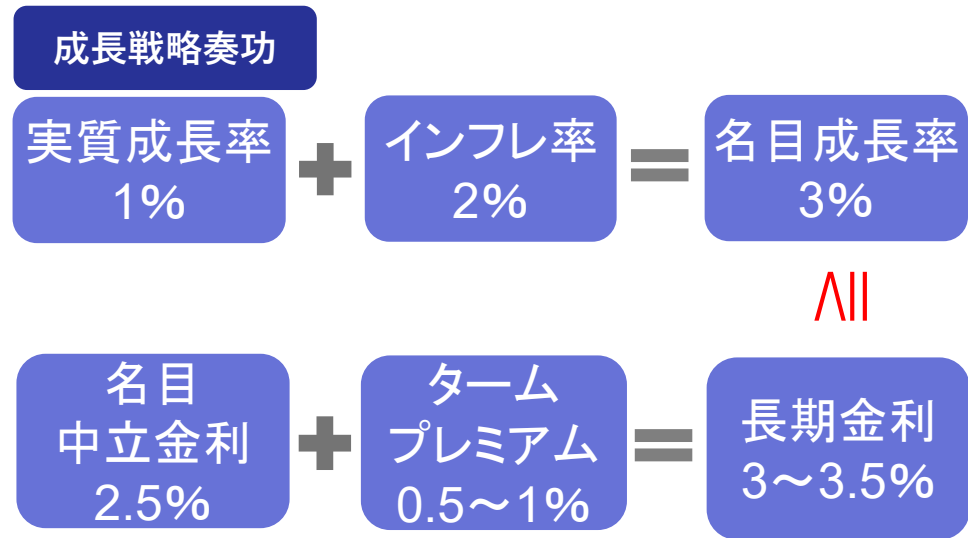
項目	内容
国民会議 (消費税減税・給付付き税額控除)	➢ 年間5兆円、2年間で10兆円程度の財源確保が必要。2年後の税率再引き上げも不確実性が高い ➢ 給付付き税額控除は恒久財源が必要。高所得層・高資産保有層に対する負担増の議論が不可避に
防衛費増額	➢ GDP比1%相当で6～7兆円程度の規模の財源が必要。国際情勢に応じ更なる増額が必要となる可能性
危機管理投資・成長投資のための『「強く豊かな日本」投資枠』	➢ 官民投資370兆円規模のうち政府の投資規模は今後具体化される見通し。規模次第では財源確保のハードルが上昇 ➢ 経済安全保障上、特に重要な分野で発行する「つなぎ国債」の償還財源を説得的に示すことが重要
27年度予算	➢ 新たな予算枠組みを通じて当初予算の規模が膨らむ可能性(例年の補正予算相当を上乗せすれば前年度当初予算対比+15～20%の規模になる可能性も)

(出所) みずほ総合研究所調査部作成

評価と成功条件: 論点③市場の信認を維持できるか⇒持続可能な財政運営に向けた道筋が重要

- 金融政策正常化が進めば「**成長率＞金利**」という財政にとっての好条件は続かない**可能性が高い**とみるのが自然
 - 成長戦略が奏功して実質1%・名目3%成長が実現したとしても、長期金利も3～3.5%程度で推移する公算が大きい
 - 新規財政需要の拡大に加え、社会保障分野等で改革が遅れればプライマリーバランス赤字が継続し、成長力向上(名目3%成長)が実現したとしても債務残高対GDP比がいずれ上昇傾向に転じる可能性
- 成長追求とあわせて、**持続可能な財政運営に向けた制度設計(社会保障制度改革等)の推進が肝要**
 - 骨太2026で社会保障負担率の上昇抑制や高齢者の窓口負担の見直し等が掲げられており、政府の実行力が問われる

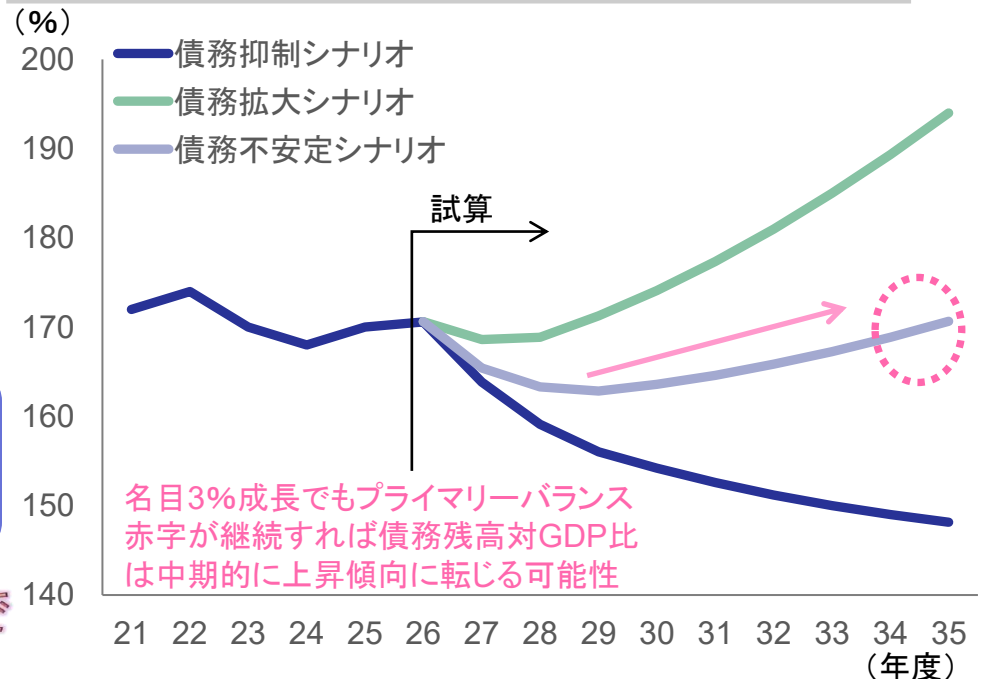
実質成長率・名目成長率と長期金利(イメージ)



成長戦略が奏功したとしても金利上昇で
成長率＞金利の「好条件」は
中期的には解消される可能性が高い

(出所) みずほ総合研究所調査部作成

国の債務残高対GDP比のシナリオ別推移



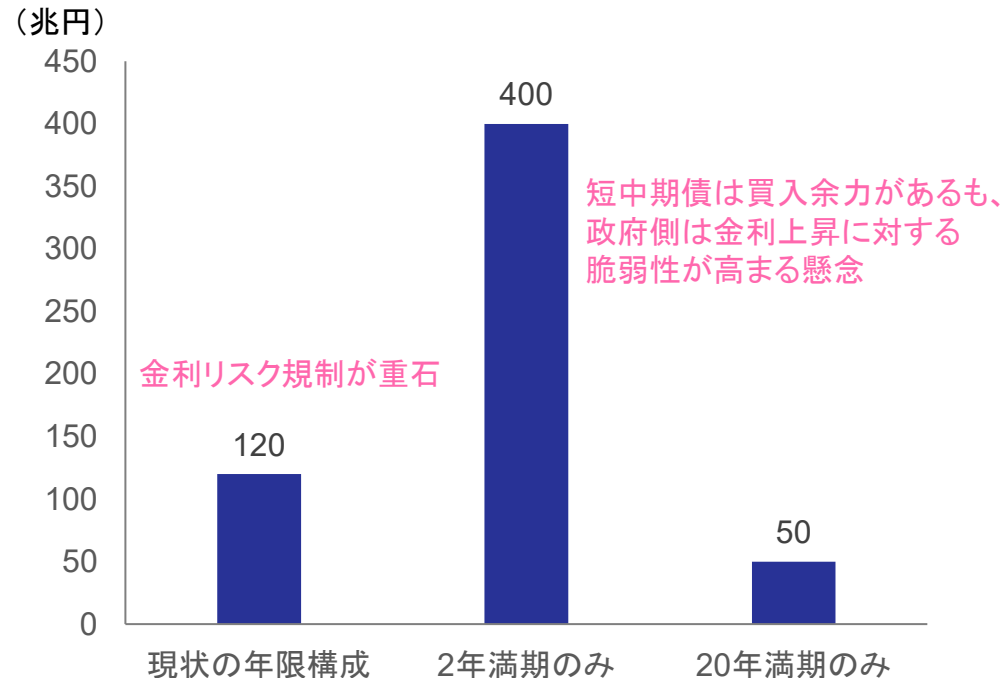
(注) 債務抑制シナリオはプライマリーバランスが2030年代に均衡、名目成長率が3%、長期金利が3.3%で推移、債務拡大シナリオはプライマリーバランスが対GDP比▲2.5%程度の赤字が継続、名目成長率が2%、長期金利が4.5%で推移、債務不安定シナリオはプライマリーバランスが対GDP比▲2.5%程度の赤字が継続、名目成長率が3%、長期金利が3.5%で推移することを想定。あくまで機械的な試算の一例であり、「予測」ではない点に留意

(出所) 内閣府、財務省、LSEG等より、みずほ総合研究所調査部作成

評価と成功条件: 論点④日銀買入減を誰が埋めるか⇒家計・機関投資家の国債需要は増加余地

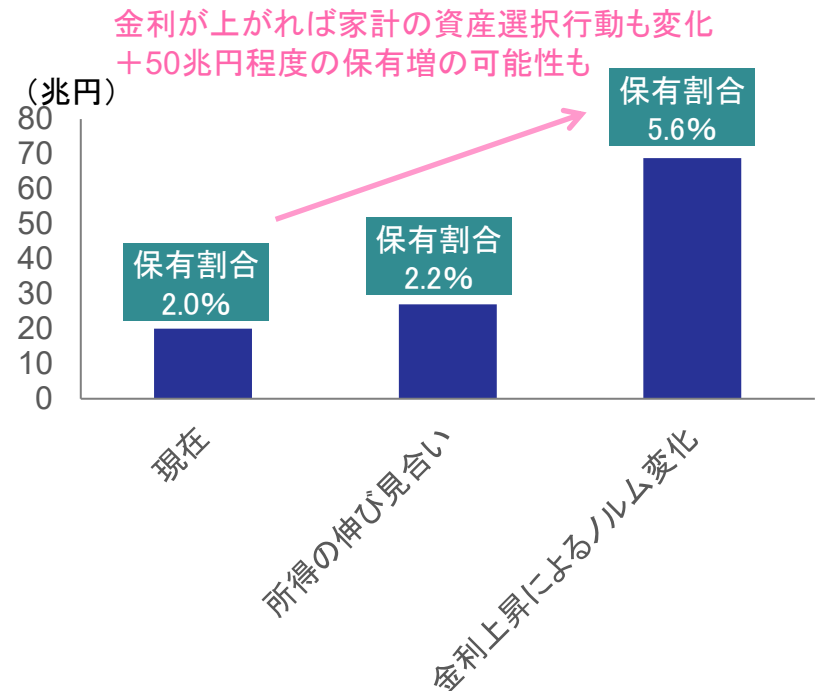
- 預金取扱機関(銀行)は銀行勘定の金利リスク(IRRBB)規制が国債保有の制約に
 - 短中期債は買入余力があるも、政府側は短期での借換増により金利上昇に対する脆弱性が高まる点が懸念材料
- 一方、家計は依然として多額の現預金を保有。金利上昇や政府による個人向け国債の商品性改善を追い風に、安全性・収益性の面から個人向け国債への需要は増加余地あり(ただし、金融仲介機能を通じたリスクマネー・成長資金の供給とのバランスも重要であり、民間金融機関の金融仲介機能への影響に十分配慮する必要)
- 機関投資家も、利回り上昇で投資妙味が高まれば運用資産を国債に振り向ける動きが広がる可能性

銀行の国債買入余力(2025年時点)



(注) 円金利が上方に1%Ptシフトする場合の金利リスク量をもとに試算
(出所) 左三川(2026)より、みずほ総合研究所調査部作成

家計の国債保有増シミュレーション(現在→2035年時点)

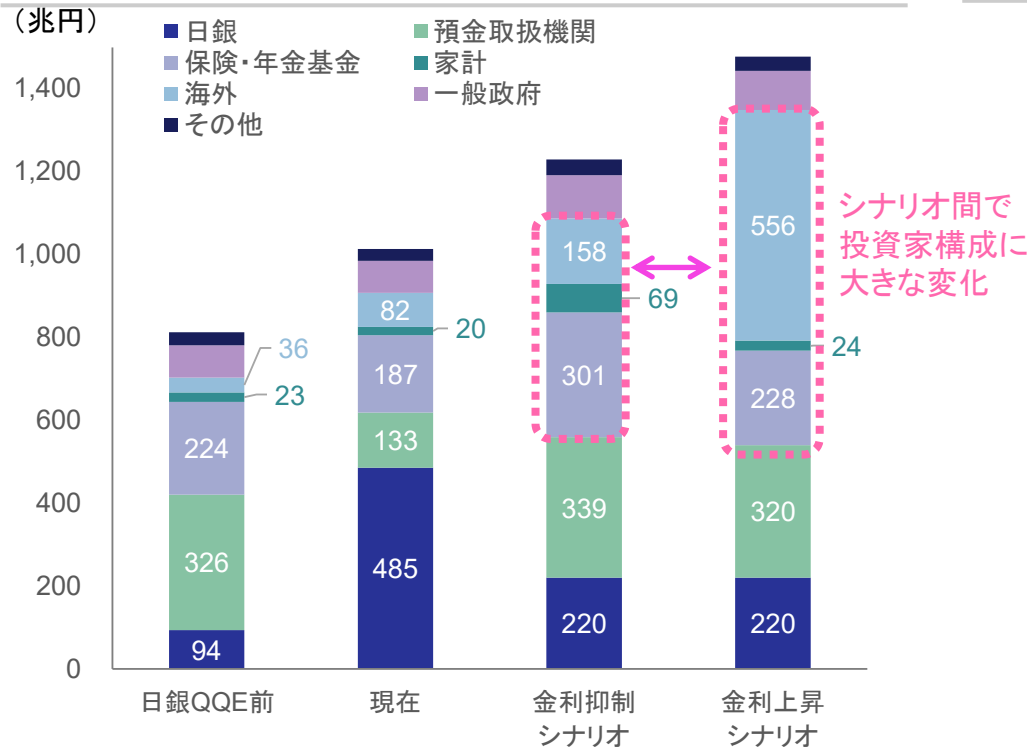


(注) 「金利上昇によるノルム変化」は、家計の金融資産を名目経済成長率(3%)で延伸し、家計が保有する金融資産に占める国債(直接保有分)の比率が中期的に米国並み(2.1%)程度になると想定して試算。保有割合は国債残高に占める家計の保有割合
(出所) 日本銀行等より、みずほ総合研究所調査部作成

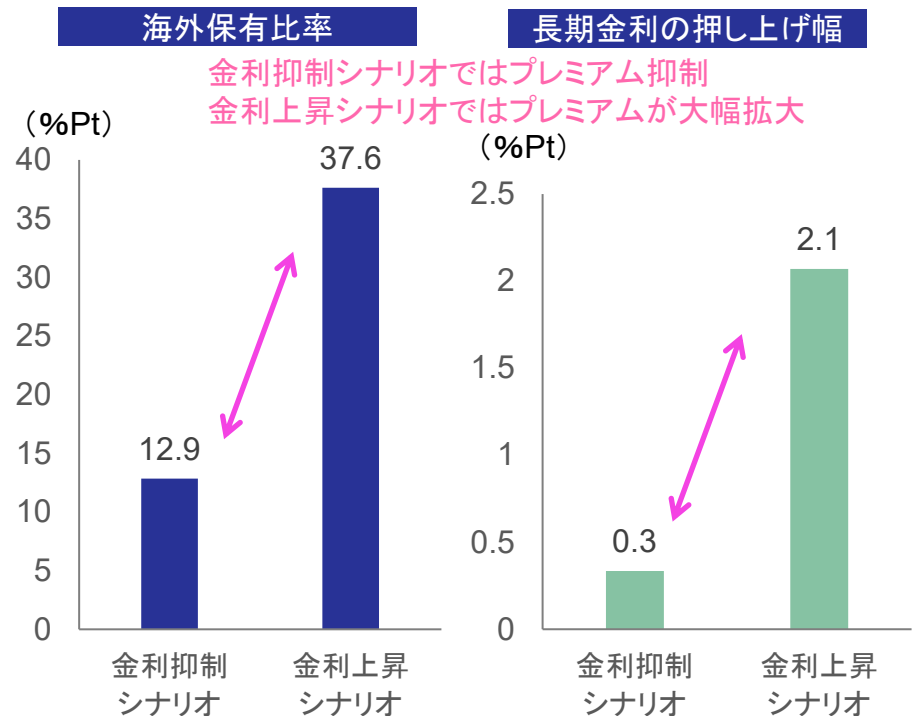
評価と成功条件: 論点④日銀買入減を誰が埋めるか⇒国債発行ペースと投資家構成変化に注視

- 国債供給を国内消化余力が十分に吸収できれば長期金利の押し上げ幅は抑制される(金利抑制シナリオ)。財源確保を通じた国債発行抑制で国債の信認を維持することに加え、金利上昇に伴う家計等の国内主体の投資行動変容がポイント
- 一方、「国債供給＞国内需要」の差が拡大して海外投資家の国債保有比率が大幅に高まった場合、プレミアムが上昇する可能性が高まる(金利上昇シナリオ)
 - 海外投資家は日本の財政運営を厳しく評価し、市場環境の変化にも敏感に反応する傾向。海外投資家の保有比率が20%を超えると非線形的に金利が上昇するとの先行研究(Matsuoka(2022))もあり、注意が必要

国債の保有者別内訳の推移(シミュレーション)



海外保有比率上昇幅(2035年)と長期金利押し上げ影響



(注) 左図は、国債・財投債が対象。日銀QQE前は2013年1Q、現在は2026年1Qの実績値。金利抑制シナリオ・金利上昇シナリオはp20右図の債務抑制シナリオ・債務拡大シナリオの想定における債務残高の増加ペースを国債供給の前提とした2035年度時点の試算値(金利上昇に対する日銀の国債保有減ペースの調整といった政策対応は織り込んでいない)。右図は、久後他(2024)を参考に、国債の海外保有比率の1%Pt上昇で長期金利が0.07%Pt押し上げられるとの想定を用いて機械的に試算(非線形的に長期金利の上昇幅が拡大する可能性がある点には留意が必要)

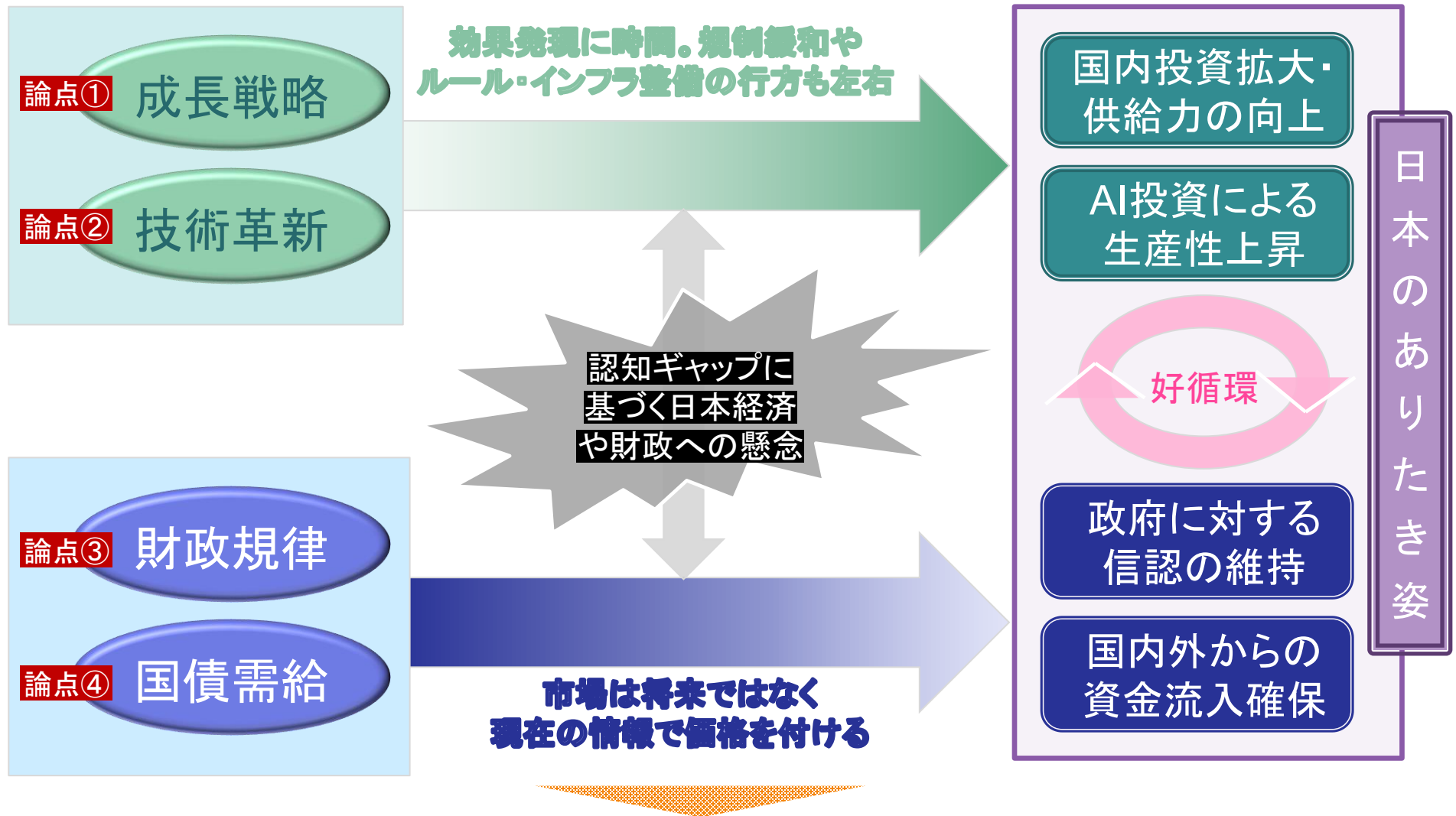
(出所) 日本銀行「資金循環統計」等より、みずほ総合研究所調査部作成

評価と成功条件: 日本の現在地～良い金利上昇に向けた取組前進。実効性が問われる局面に

論点	現時点の方向・取組	実効性を高める上で対応が求められる事項	現時点での評価
①成長戦略	● 経済安保投資を求める国際的潮流が後押し ● 政府の政策姿勢・手段の変化	✓ 投資リターンの不確実性の緩和 ✓ 人材・電力など供給制約の緩和 ✓ 関連分野の規制改革 ✓ 投資案件の投融資可能性 ✓ 効果検証、撤退条件の仕組み	○ 前向きな動き
②技術革新	● AI投資は増加、政府も後押し ● 企業のAI活用も徐々に浸透	✓ AIの実装・利活用に向けた人材・電力・建設能力等の不足の緩和 ✓ 労働需給のミスマッチへの対応	? 引き続き注視
③財政規律	● 政府は市場の反応を意識、国債発行抑制の姿勢 ● インフレ・成長実現による税收増	✓ 消費減税・給付付き税額控除、危機管理投資・成長投資等の財源の明確化（恒久的・安定的な財源の確保） ✓ 財政収支悪化の抑制に向けた政治的実行力	△ 今後注目
④国債需給	● 金利上昇で家計・機関投資家にとって国債投資に妙味 ● 政府による個人向け国債の商品性改善は家計の国債需要増を後押し	✓ 供給増（日銀買入減額＋国債発行）と国内消化余力のバランス	△ 今後注目

- 投資主導の成長力向上による「良い金利上昇」実現に向けた取組が前進と評価。実効性向上に向けた環境整備、効果検証の運用が重要に
- 一方、財政規律・国債需給の観点では、中期的な財源確保、持続可能な財政運営に向けた制度設計等が市場の信認を維持する条件

評価と成功条件: 政策ラグが生む市場との認知ギャップ。政策の進捗を示し続けることが重要



市場との対話はもとより、政策の進捗を示し続けることが重要

評価と成功条件:「良い金利上昇」実現に向けて、政府が示すべき進捗と市場の評価指標

論点	注意すべき政府当局等の取組	モニタリングすべき代表的な指標
①成長戦略 (投資拡大)	・規制改革 ・エネルギー供給確保 ・労働市場改革 ・投資案件の効果検証(撤退判断含む)	・企業の期待成長率 ・設備投資計画 ・人材・電力制約 ・投資のリターン(企業収益) ・リスクマネー・成長資金供給(銀行貸出、社債・エクイティファイナンス、VC投資等)
②技術革新 (AI効果)	・スキルアップ・リスキリング支援 ・電力供給力の確保	・労働生産性、TFP上昇率 ・AI導入率、AI活用率 ・全社的な業務変革、新ビジネスの創出の実例
③財政規律 (市場の信認)	・新規財政需要に対する財源確保 ・社会保障改革 ・中期的な財政ガバナンス	・2027年度以降の予算規模 ・消費減税・給付付き税額控除、危機管理投資・成長投資、防衛費等の財源 ・債務残高対GDP比(中期的に上昇が抑制されるか)、プライマリーバランス、財政収支(特に利払費) ※政府の経済成長率見通しの妥当性も要検証
④市場環境 (国債需給)	・国債発行管理 ・日銀のB/S縮小 ・銀行の金利リスク規制 ・家計・機関投資家の国債保有促進	・国債発行計画(年限別の動向等) ・入札動向(特に長期債の価格・応札倍率・落札利回りのバラつき) ・日銀の国債買入減額ペース ・国債保有主体の内訳、海外保有比率

上記①～④を受けた市場の評価指標

国債の格付け

CDS

為替(円安)

タームプレミアム

成長力が向上せずにプレミアムが上昇し、大幅な「成長率<金利」が定着する場合は要警戒

(出所) みずほ総合研究所調査部作成

まとめ:日本も「金利のある世界」へ。ここから問われるのは金利上昇の「質」

- 日本も「金利のある世界」へ。金利上昇自体は「正常化」の面がある一方、上昇ペースに要注意
 - 日本も「デフレ・低金利」から「インフレ・金利のある世界」に移行。これは「世界の新常态」の日本編であり、金利上昇自体は「正常化」による面が大きい。一方、足元の上昇ペースは急速であり、プレミアム拡大の動きに注意が必要
- 同じ金利上昇でも、「成長が連れてくる」か「不確実性が連れてくる」かで意味は大きく異なる
 - ここから問われるのは金利上昇の「質」。成長主導の「良い金利上昇」・プレミアム主導の「悪い金利上昇」のどちらに向かうかで経済への影響・インプリケーションは大きく異なる
 - 高市政権の政策方針は「良い金利上昇」実現を目指す内容であり、取組の実効性が鍵
- 4つの論点(成長戦略、技術革新、財政規律、市場環境)の行方が問われる
 - ①国内投資の拡大、②AI投資の効果、③市場の信認、④国債の需給の動向が重要
 - 370兆円超の危機管理投資・成長投資の効率的・効果的な実施(投資・実質成長の拡大)、AIのビジネス実装(生産性上昇)、社会課題への対応と健全性にも配慮した財政運営(財政プレミアム安定)、新たな国債の買い手探し(需給プレミアム安定)の工夫・行程が重要
- 「良い金利上昇」に向けて前進との評価。政府は取組の進捗を示し続けることが求められる
 - 投資促進を軸として「良い金利上昇」に向けた取組は前進と現時点で評価。ただし、実効性を確保する上では、規制改革やルール・インフラ整備など環境整備が前提条件
 - 成長力向上の効果発現には時間がかかる一方、市場は現在得られる情報に敏感に反応する傾向がある。政府は政策の進捗を随時・丁寧に示し続けることが求められる

- 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
- 大高一樹・加藤直也(2025)「AI導入が生産性に与える影響：概念整理と国際比較」、日銀レビュー 2025-J-10、日本銀行
- 久後翔太郎・吉田亮平・山口茜・中村華奈子・石川清香(2024)「国債需給に見る2040年までの金利上昇リスクと経済への影響」、大和総研レポート、2024年8月28日
- 左三川郁子(2026)「ポスト非伝統的金融政策 現状と課題」、日本経済研究センター、2026年3月6日
- Matsuoka, H. (2022). Debt Intolerance: Threshold level and composition. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 84, 894-932.
- 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

弊社関連レポート

- 酒井才介(2024)「「金利のある世界」と財政～金利上昇で問われる財政の持続可能性～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2024年4月4日
- 酒井才介(2025)「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(2025)「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
- 酒井才介・越山祐資・東深澤武史(2026)「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」リスクは燦る～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2026年3月13日
- 服部直樹・坂中弥生・東深澤武史・阿部大樹(2025)「日本経済の持続的・包摂的成長に向けた処方箋～求められる国内供給力・企業競争力の強化。高市政権の方向性とも合致～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほレポート』、2025年10月27日
- みずほ総合研究所調査部(2026)「2026年・2027年 みずほ世界経済見通し～供給ショックへの対応とAI投資ブームが共鳴する世界～」、2026年6月30日

みずほ総合研究所公式X(旧Twitter)のご案内

※みずほ総合研究所はみずほ銀行内の組織の名称です。

複雑さ、変化の激しさを増す経済・金融動向…
エコノミスト・コンサルタントによる旬な情報をお知らせ

みずほ総合研究所 公式X

注目レポートをご紹介します！！
ぜひフォローのほどお願いいたします



みずほ総合研究所 公式Xはこちら



https://x.com/mizuho_mhri

ユーザー名：みずほ総合研究所
ハンドル：@mizuho_mhri

みずほ総合研究所 調査レポートはこちら
(みずほ銀行ウェブサイト内)



<https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/mhri/research/index.html>

〔執筆者〕

みずほ総合研究所
調査部

主席エコノミスト 酒井 才介

TEL: 080-1069-4626

E-mail: saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

© 2026 株式会社みずほ銀行

本資料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、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・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、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さい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。

本資料の著作権は弊行に属し、本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。